

2008-03-31

张凡
(8621) 63290499
zhangfan@cjsc.com.cn

李冒余
(8621) 63238478
Limy@cjsc.com.cn

周金涛
(8621) 33130733
zhoujt@cjsc.com.cn

世界指数	价格	变幅	PE
道琼斯 30	12302.46	1.68	65.85
标普 500	1325.76	2.11	20.03
纳斯达克	2280.83	3.21	33.79
富时 100	5711.20	2.99	11.58
加拿大标普	13405.78	5.48	17.49
法国 CAC40	4703.28	3.23	11.40
德国 DAX30	6580.75	3.45	11.30
孟买 SEN30	16371.29	9.18	22.64
日经 225	12820.47	2.71	14.56
韩国 KOSPI	1701.83	3.41	12.97
台湾加权	8623.48	1.16	18.68
上证综合	3580.15	-5.70	29.05
上证 A 股	3756.12	-5.73	29.00
上证 B 股	261.49	0.02	37.09
深证综合	1139.73	-2.85	44.46

相关研究

《比较优势、经济类型溢价与龙头公司的成长》，张凡等，2007年8月。

季度投资策略

2008年2季度

等待明朗的鸡肋时代

报告要点

- 就 1-2 月份的数据来看，中国经济拐点的机制启动的迹象日趋明显，我们年会报告的逻辑也在逐步证实。但是从宏观政策面来看，却难言放松预期有所加强，通货膨胀的继续上升以及投资增速的反弹，都给调控带来两难的境地。在我们的预期中，一季度的投资都将在高位运行，而一季度的消费价格由于短期冲击因素的影响，整体而言也将使通胀水平比较触目惊心。
- 外贸方面，虽然出口增速下滑较快且波动性很大，但是综合 1-2 月份外贸顺差增速也在合理下将区域内，因此未来利率政策调整的敏感期当在一季度数据公布期前后即 4 月中下旬。但是政策转暖的触因依然存在，因此，我们认为 2 季度的宏观经济将在经济下滑预期的继续明确和政策面转暖的期许中前行，特别是政府财政政策和货币政策走势，将成为主导未来宏观经济放缓程度关键。
- A 股市场的市场环境仍没有好转的迹象，存款的高速增长、债券市场的上涨以及房价的彪升等种种迹象都显示资金离 A 股市场而去，至少大小非解禁抛售以后的资金已经部分撤离了市场。二季度大小非解禁进入本年度一个低峰期，但是我们对此问题依然谨慎，大小非解禁的存量对市场依然构成压力，可能成为市场反弹的最大阻力。
- 一季度次级债问题对市场的影响已经有目共睹，金融危机的影响连 A 股市场也未能幸免，但是切勿以为次贷危机就此结束，二季度仍有未披露的次贷数据将要披露，会进一步揭露出次贷的深层次问题，其中 VIE 数据就是一个重点，VIE 若并入企业报表，则可能保留其原值的 30%，因此在一季报披露的时候会引发新一轮资产冲减。
- 二季度总体上看并未有整体性机会，可能有小幅反弹，但这种反弹也可能受大小非压制，同时外围市场环境并不乐观，在投资策略上应重新回归龙头公司与中坚企业，寻找抵御经济周期风险能力强的企业，精选个股对二季度尤其重要，不过在选股时要注意大小非解禁的问题。另外，事件冲击仍有投资机会，比如说医改和创业板的推出。

正文目录

拐点机制启动的经济运行，静待政策转暖的未来趋势	1
投资反弹源于政府主导，收敛趋势难以转向	1
短期冲击和需求旺盛引致 CPI 再创新高	4
二季度是静待政策面转暖的时期	5
A 股市场资金分流明显	5
大小非解禁二季度进入低峰	7
二季度各月份解禁股份情况统计	7
四月份解禁股份统计	8
五月份解禁股份统计	8
六月份解禁股份统计	9
08 年二季度限售股解禁的影响分析	9
美国次级债危机二季度将继续冲击市场	10
美国次贷危机将延续	10
避风港在于纯债券类产品	13
看空大宗商品价格	14
二季度总体投资策略与思路	15
重新回归抵御经济风险能力强的行业与公司	15
医改机会较大	16
创投概念仍具有投资机会	17

图表目录

图 1: 固定资产投资增速反弹	1
图 2: 中央项目与地方项目走势继续背离	3
图 3: 食品、居住类依然是促使 CPI 上升的主要原因	4
图 4: A 股市场新增开户数	6
图 5: 储蓄存款变动	6
图 6: 债券市场表现	7
图 7: 上海房屋销售价格	7
图 8: 限售股解禁按月统计	8
图 9: 次贷危机四次集中爆发期道琼斯指数的表现.....	11
图 10: 2007 年被下调评级的产品数量	12
图 11: 短期国债收益率下行	13
图 12: Fannie 和 Freddie 对债券的报价	13
图 13: 1997-1999 年 GDP (右)、CPI、核心 CPI.....	14
图 14: 2000-2002 年 GDP (右)、CPI、核心 CPI.....	14
图 15: 美元指数	14
图 16: 布伦特原油期货价格波动略滞后于美国经济周期.....	14
图 17: 中国和世界医药行业集中度比较	16
表 1: 各行业固定资产投资同比增长	1
表 2: 各行业增加值同比增长	1
表 3: 4 月份解禁股数市值排名前 30 位的公司	8
表 4: 5 月份解禁股数市值排名前 30 位的公司	8
表 5: 6 月份解禁股数市值排名前 30 位的公司	9
表 6: 估算次级抵押贷款的损失	12
表 7: 产业管制、组织重构与产业溢出效应	15

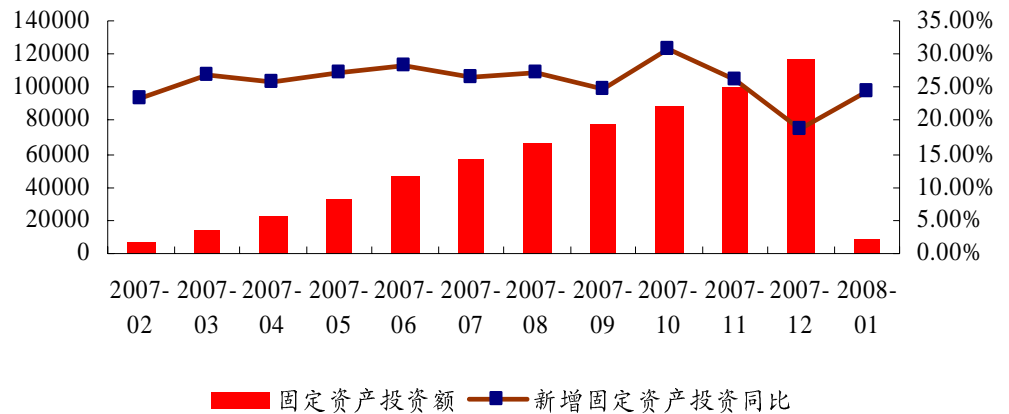
拐点机制启动的经济运行，静待政策转暖的未来趋势

1-2月份的经济数据本是我们判断2008年全年经济状况的基本点，在我们的年会报告《国际化博弈》中，我们已经指出，受到内部通货膨胀和外部金融体系动荡（特别是美国经济衰退影响），2008年将是中国经济转折一年。

投资反弹源于政府主导，收敛趋势难以转向

1-2月份，城镇固定资产投资8121亿元，同比增长24.3%，与2007年1-2月份相比加快了0.9%，比2007年12月份反弹了4.7%，正如我们前期所述，2008年一季度的投资仍将在高位维持。

图1：固定资产投资增速反弹



数据来源：长江证券研究部

观察几类数据，我们发现1-2月份的数据有两点值得关注：

首先，从分行业数据看，本月增长较快的分别是煤炭开采及洗选业投资、非金属矿制品业、黑色金属矿冶炼及压延加工业以及有色金属矿冶炼及压延加工业，从工业增加值数据看，相关行业的利润增幅并未出现大幅上升，反而因此出现了不同程度的下滑，也就是说行业投资与行业利润数据出现了背离。这可能说明本次投资反弹更多的来源于政府主导，因为引致投资主要受到盈利预期调控，实际上，从1月份信贷数据大幅增长我们也可以稍窥端倪，正如前所述，两会期间政府投资冲动将成为支持一季度固定资产投资维持在较高水平徘徊的主要原因。

表 1：各行业固定资产投资同比增长

行业	2007-05	2007-06	2007-07	2007-08	2007-09	2007-10	2007-11	2007-12	2008-02
非金属矿制品业	55.4	50.3	48.8	49.6	50.9	53.5	56.1	50.8	61.2
煤炭开采及洗选业	13.5	14.6	17.2	22	24.9	24.2	24.1	23.7	31.1
石油和天然气开采业	23.3	13.1	10.4	10.5	13.7	12.3	9.6	22.4	9.8
黑色金属冶炼压延加工业	4.9	9.6	9.2	12.9	13	14.5	15.2	12.2	30
有色金属冶炼压延加工业	36.3	35.8	34.8	29.2	31.2	33.4	36.4	34.9	68.1
电力、热力的生产供应业	11.3	14.3	12.6	11.5	10.6	9.4	9.5	8.7	-3.7
铁路运输业	11.4	7.5	5.4	3.4	7.1	7.9	5.4	20.2	11.5

资料来源：国家统计局，长江证券研究部

表 2：各行业增加值同比增长

大类行业	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	1-2月
------	----	----	----	----	----	----	----	----	-----	-----	------

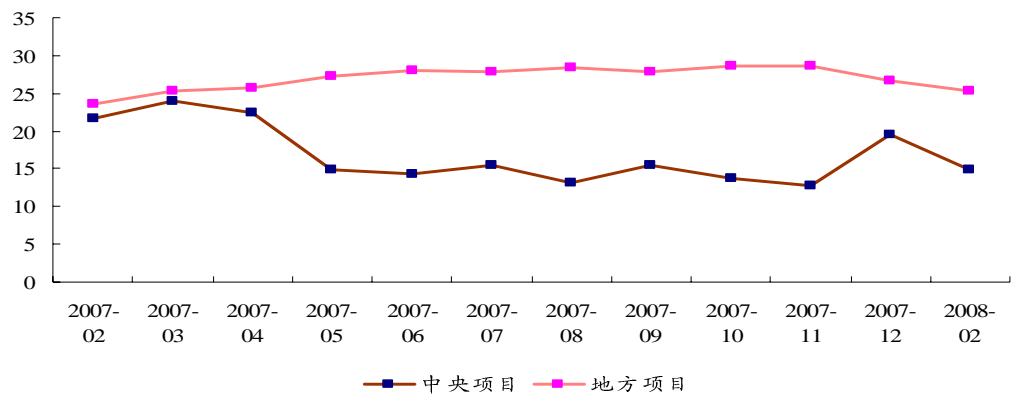
总计	12.6	17.6	17.4	18.1	19.4	18	17.5	18.9	17.9	17.3
煤炭开采和洗选业	10.3	13.6	13.1	15.6	20.4	22.6	18.4	18.2	14.9	19.6
石油和天然气开采业	-2.1	4.8	0.9	0.8	1.3	2.5	5.7	5.4	9.4	10.3
黑色金属矿采选业	32.7	17.9	29.2	34.5	29.3	26	24.4	21.7	27	24.9
有色金属矿采选业	9.2	19.1	16.8	20.7	26.1	26.6	20.4	22.5	28.3	28.5
非金属矿采选业	13.6	22.2	18.8	22.6	22.9	24.7	24.2	28.9	23.2	26.3
其他采矿业	51.7	18.7	40.5	67.9	44.1	66.7	14.6	166.4	183.9	46.9
农副食品加工业	9	17.6	15.1	16.2	16.8	16.1	11.5	15.2	15.1	15.9
食品制造业	17.9	17.5	18.5	19.5	22.5	20.5	17.8	18	17.5	19.5
饮料制造业	21.1	22.2	18.5	20.4	22.7	19.9	17.6	21.4	22.7	23.2
烟草制品业	12.7	17.4	23.9	13.4	16	11.6	16.9	25.2	2.8	9.1
纺织业	10.7	16.4	16.4	17.3	17.3	15.8	14.4	15.2	15.3	14.3
纺织服装、鞋、帽制造业	11.7	19.2	13.2	15.7	17.9	15.2	15.7	16.2	13.6	14.4
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	6.3	14.5	15.4	18	17.8	15.7	16.1	18.1	16	18.5
木材加工及木竹藤棕草制品业	19.4	27.2	22.3	25.9	29.2	29.2	25.2	26	24.4	25.5
家具制造业	11.8	17.9	20.7	22.1	21	24	21.3	23.5	24.3	16.1
造纸及纸制品业	9.9	15.9	15.2	18.4	18.4	15.7	15.2	18.7	18.7	19.4
印刷业和记录媒介的复制	12.3	16	18.1	18	21.4	16.6	15.1	17.9	19.3	17.2
文教体育用品制造业	11.3	19.3	12	11.5	18.1	19.6	15.8	17.3	16.1	13.5
石油加工、炼焦及核燃料加工业	6.9	10.6	11.3	12.2	12.7	12	11.8	14.4	13.6	13.1
化学原料及化学制品制造业	16.8	23.1	20.3	20.7	21.2	20.2	19.7	22.6	19.1	20.4
医药制造业	10.8	15.4	16.7	19.8	23	23	22.5	17.7	20.3	11.8
化学纤维制造业	11.2	19.3	20.2	19.5	15.7	15	17.7	20.5	17.9	16.2
橡胶制品业	10.8	17.6	20.9	18.7	17.9	20.5	17.3	19.9	19.5	18.8
塑料制品业	9.4	16.7	15.9	18.1	21.5	19	18.1	18.8	18.7	16.1
非金属矿物制品业	21	20.1	23.2	24.7	26.6	22.7	21.9	22.5	22.7	23.5
黑色金属冶炼及压延加工业	25.1	26	25.8	23.5	18.1	18.8	19	18.9	17.8	14.8
有色金属冶炼及压延加工业	18	19.9	19	16.8	17.5	16	17.6	15.8	18.1	12.2
金属制品业	16.3	23.4	24.2	23.8	26.7	22.4	21.8	20.3	21	19.1
通用设备制造业	15.4	22.3	19.6	20.6	25.5	23.5	22.4	23.2	23.4	21.9
专用设备制造业	15.9	18.1	22.3	22.9	25.2	20.5	19.9	24.5	21.6	17.9
交通运输设备制造业	15.4	22.1	22.8	27.1	27.7	26.6	28.4	24.4	24.8	26
电气机械及器材制造业	11	21.3	18.7	23.5	25.4	23.2	20.8	22.6	23.7	19.4
通信设备计算机及其他电子设备制造业	9.7	14.1	13.7	13.4	17.6	19.7	18.5	19.8	18.9	15.6
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	12.5	19.1	18	21.2	19.9	19.1	12.7	18.9	19.6	16.7
工艺品及其他制造业	8.4	19.2	13.8	16.8	18.5	14.8	11.7	10.9	8.8	12.9
废弃资源和废旧材料回收加工业	-1.8	32.4	47.6	40.3	55.7	27	36.1	36.6	37.9	35.3
电力、热力的生产和供应业	10.3	10.8	15.1	15.9	15.6	13.1	13.9	18	13.1	13.6
燃气生产和供应业	8.9	20.3	13.5	10.5	19.2	18.1	19.1	25.5	30.4	30.9
水的生产和供应业	3.8	5.6	5.5	9.9	8.6	5	5	6.3	6.9	5.9

资料来源：国家统计局，长江证券研究部

其次，从项目隶属关系看，地方政府项目增速快于中央政府的趋势仍在延续，我们在前期报告中已经指出从去年上半年宏观调控政策趋紧起，中央项目投资增速便出现了明显的下滑趋势，相应的地方项目却呈稳步上升态势，剔除掉去年的基数效应，我们认为中央项目受到宏观调控紧缩影响已经得到较好的控制，由于今年年初基数较大的原因，短期内难以出现反弹，但是地方项目涉及中央与地方政府的博弈则可能继续走高。从分行业数据来看，我们也可以看到，受到中央政府力量控制

较强的石油与天然气开采业以及铁路运输业是本月增速回落较明显的行业，相反中央控制力度相对较弱的有色金属矿冶炼及压延加工业、非金属矿制品业、黑色金属矿冶炼及压延加工业等中游制造业部门则增速较快，这从侧面也说明1-2月份的政府投资更多的来源于两会期间地方政府换届引致冲动的主导。

图2: 中央项目与地方项目走势继续背离



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

因此，我们认为1-2月份的投资反弹更多的来源于两会期间的政府换届投资，虽然这里有雪灾引致的基建投资因素，但是更多的是短期内受到地方政府投资冲动的带动，因此行业利润率的变化并不能太多左右投资的增长速度，从而出现相关行业反周期变动。

在这个分析基础上，我们认为其发展趋势是值得关注的。我们在前期已经提出，2008年中国经济将跨越收敛阶段步入拐点阶段，即从2007年3季度开始，中国经济增速将逐步下滑，主要原因来自于投资收敛引致的内在动力逐步衰竭、以及通胀上升和外部经济动荡引致的外在冲击诱发。

2006年底以来，维持目前投资动力的主要因素在于企业利润增长和流动性过剩支持，使得本应随着消费结构升级完成而趋向收敛的固定资产投资持续出现了反弹，这使得经济周期波动也因此而呈现扁平化趋势，在这一过程中，外部经济增长引发外需拉动的出口增长改善销售利润率是生产率增长的主要原因，但是这并不意味着投资收敛趋势的改变，而只是外部经济增长消耗产能过剩带动的投资收敛周期拉长，投资依然会出现收敛的趋势，因为这是产能过剩的自我调整的要求。而外部经济的拉动在短期内缓解了国内投资收敛的周期，但是也使得中国经济因为对外部经济的依赖性增强而变得更加脆弱。

而在2008年已然公布的1-2月份经济数据来看，经济增长的拐点趋势已然明显，虽然短期内由于政府投资和雪灾重建还能使固定资产投资在一季度维持在高位，但是一方面受外部需求波动引致出口下滑，导致原有的通过内外部周期错配解决产能过剩的途径不复存在，另一方面全面通胀危机下的PPI推升进一步伤害着工业企业利润的增长，在需求滞后于价格的过渡阶段中，在产业链上形成下游向上游利润逐步回落的传导效应逐步显现，而这两方面势必都将导致固定资产投资的收敛加速完成。

因此，对于1-2月份的投资数据，我们认为其未来的发展应该有两途径：

其一，如果该投资反弹的幅度和行业结构是短期的月度扰动值，那么伴随着两会结束和地方政府换届完成，2季度的投资将随着经济周期回落引致的工业增加值增长减速而出现正常回落，从而完成整个经济内在动力衰竭引致从收敛到拐点的过程；

其二，如果该趋势继续下去，即中游制造业的投资持续高于基建和其他行业投资增幅，那么我们认为伴随着出口的下滑，制造业部门产能过剩将出现加剧的局面，

因此，下面决定投资走向的将更多的取决于外部经济的回落幅度引致国内出口增速的下滑幅度。从1-2月份的出口增加值数据以及2月份的贸易顺差数据看，而美国经济陷入衰退逐步确立的趋势下，我们认为也必将导致投资收敛的局面出现。

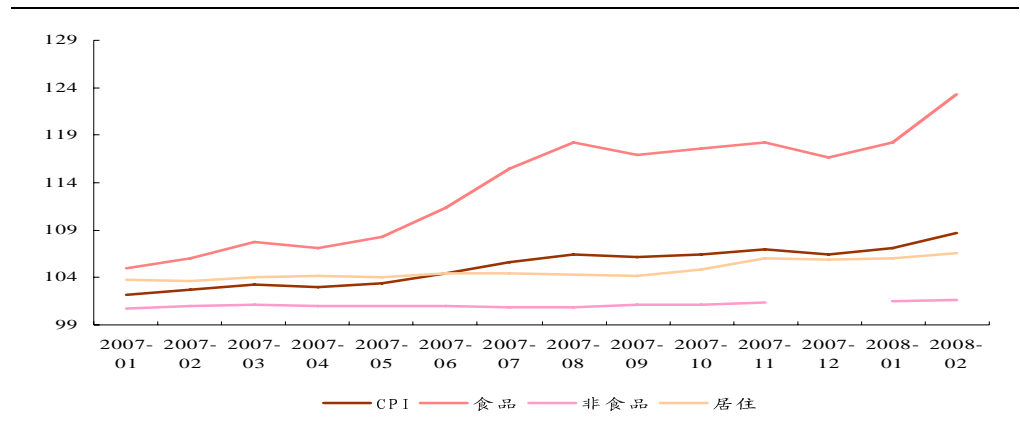
因此，我们认为，虽然1-2月份的投资出现反弹，预期一季度的固定资产投资都将在高位徘徊，但是从整个投资数据看，1-2月份的数据更多的来源于外部因素的影响，而伴随着引致投资的进一步下滑和支持投资的外因的逐步消失，投资收敛引致经济动力衰竭的趋势终将确立，这也将是主导2008年全年投资的主基调。

短期冲击和需求旺盛引致 CPI 再创新高

2月份的CPI数据处于市场预期的上限，从分类数据看，食品类价格上涨23.3%，拉动价格总水平上涨约7.7%，居住类价格上涨6.6%，拉动价格总水平上涨约0.91%，继续成为拉动CPI高企的主要因素。从食品类价格看，肉禽及其制品价格上涨45.3%（其中猪肉价格上涨63.4%），鲜菜价格上涨46.0%，粮食价格上涨6.0%，油脂价格上涨41.0%，水产品价格上涨13.8%，乳及乳制品价格上涨16.4%，在外用膳食品价格上涨12.4%，鲜果价格上涨8.7%，鲜蛋价格上涨6.0%，调味品价格上涨4.1%。居住类价格中，水、电及燃料价格上涨6.5%，建房及装修材料价格上涨5.9%，租房价格上涨4.5%。我们认为2月份CPI主要上升原因来源于突发雪灾造成的供给困难从而引致价格上涨，以及春节前的消费需求强劲，因此从目前推动CPI的主要因素而言，依然是结构性和短期冲击因素为主。但是考虑到其一雪灾的影响可能主要体现在2月份的数据上，而今年春节也在2月份，节日消费会带来更多的消费动力；其二春节后学校开学在即，其开学经济效应不可忽视；其三相对于1月份而言，去年2月份的基数较低，因此2月份CPI延续1月份的高位升势，再创新高达到了8.7%的高位。

用结构因素分析法来测算，由于07年下半年CPI涨幅较大，所以08年上半年翘尾因素较高，2月份翘尾因素为4.8%；同时受雪灾、春节因素的影响，2月份新增因素达到了3.8%，两者共同推高了2月CPI。

图 3: 食品、居住类依然是促使 CPI 上升的主要原因



资料来源：统计局，长江证券研究部

当然，CPI 的高企可能具有短期冲击的因素，但是在雪灾的冲击下，我们认为CPI 的价格伴随着构成中食品价格的调控和供给产业周期性恢复，以及短期冲击性因素的消失，CPI 在二季度将有望放缓。但是另一方面，PPI 上升的预期却难以改变，2月份，工业品出厂价格同比上涨 6.6%。PPI 的上涨最终将压缩企业利润并带来通胀压力，伴随着 PPI 的逐步上升以及外部经济的日益脆弱，也意味着中国实体经济拐点机制已经启动，只不过联系我们在年度报告中关于日本 1973 年莅临拐点时，发现 PPI 的上升在一定阶段内有利于部分尤其是上游资源品的利润增长，这主要是由于成本转嫁形成的价格上涨并没有造成需求的加速回落，但是一旦度过了“蜜月期”之

后，PPI 潜在的上升压力尤其是最上游基本生产要素的上涨，最终会在外部需求减弱的背景下压缩工业企业的利润上升空间。同时 PPI 的上升会通过上下游的传导机制为 CPI 带来潜在上涨压力，而 PPI 的上涨以及下游 CPI 的上涨最终会侵蚀企业利润，从而使经济拐点进一步显现。

二季度是静待政策面转暖的时期

就 1-2 月份的数据来看，中国经济拐点的机制启动的迹象日趋明显，我们年会报告的逻辑也在逐步证实。但是从宏观政策面来看，却难言放松预期有所加强，通货膨胀的继续上升以及投资增速的反弹，都给调控带来两难的境地。

在我们的预期中，一季度的投资都将在高位运行，而一季度的消费价格由于短期冲击因素的影响，整体而言也将使通胀水平比较触目惊心，而外贸方面，虽然出口增速下滑较快且波动性很大，但是综合 1-2 月份外贸顺差增速也在合理下将区域内，因此未来利率政策调整的敏感期当在一季度数据公布期前后即 4 月中下旬。

但是政策转暖的触因依然存在，首先，从 1-2 月份的货币金融数据看，货币供给量增速回落显著，原有的存款分流转为回流趋势明确，同时信贷在出现“补偿贷款”高峰后也迅速回流，这说明前期紧缩政策已经开始展现效力，未来的继续紧缩在边际上过度调控的风险都会加大。

其次，出口的下滑趋势与大幅增加的外汇储备对比，反而在中美利差倒挂时增加了热钱流入风险，这使得货币政策可选择的空间变小。

再次，一季度的工业企业利润增速数据下滑明显，虽然主要是短期冲击造成，但是对于未来的经济预期信心下滑却是不争的事实，从去年四季度开始，政府主导逐步占据投资增速的主要动因，因此，政府压制经济过热的信心可能将有所缓解。

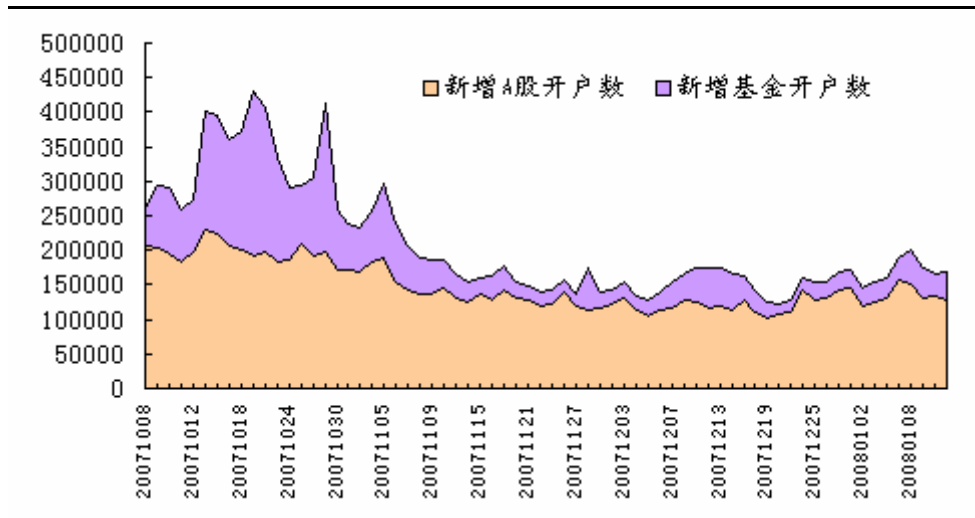
因此，我们认为 2 季度的宏观经济将在经济下滑预期的继续明确和政策面转暖的期许中前行，特别是政府的财政政策和货币政策走势，将成为主导未来宏观经济放缓程度的关键。

A 股市场资金分流明显

当上证综指从 6124.04 点一路滚落到 3300 点左右时，大量资本逃离证券市场已成为不争的事实。与此对应，国内 A 股总市值也从 30 万亿元的高位滑落到了目前的 16 万亿元。我们可以用很多指标来反映股市的景气程度，诸如开户指标等等，同时，我们也观察到了一些现象来分析资金流向的问题。A 股开户数和基金开户数目前已经处于一个阶段性的低点，并且基金开户数已经萎缩至过去半年以来的最低水平，这充分反映了普通投资者的投资热情进入了半年以来的低点。

大小非解禁和实业的较高景气使得 A 股市场资金分流明显，流出的资金可能的

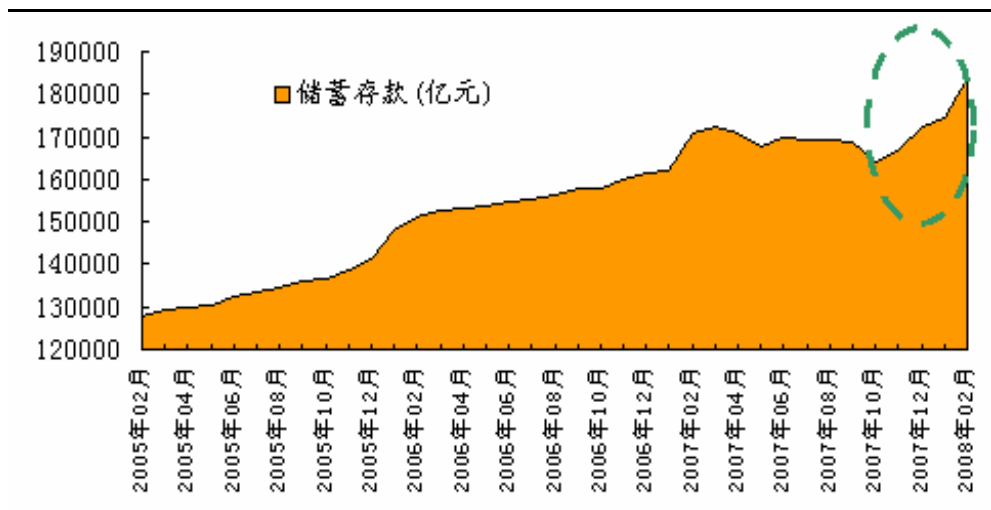
图 4: A 股市场新增开户数



数据来源: Wind 资讯。

去向包括, 第一是普通居民的资金绝大部分流回了银行储蓄, 央行公布的 2 月份人民币各项存款同比多增 8045 亿元, 下图也显示出自去年 10 月份股市开始下跌后, 银行储蓄存款迅猛增加, 今年 1、2 月份该数字增长速度更是可观。

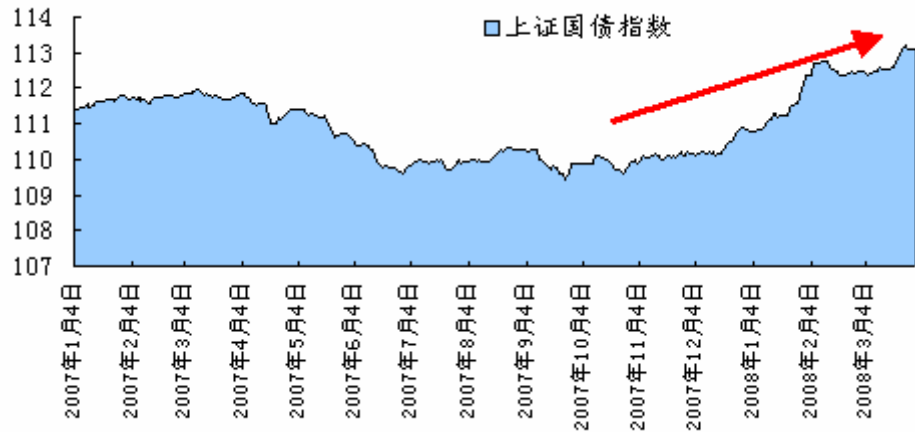
图 5: 储蓄存款变动



数据来源: Wind 资讯。

第二, 追求高利润、高变现能力, 同时风险承受能力又较强的资金转投其他金融理财产品或类金融产品, 如期货、国债、企业债、私募股权投资、民间借贷、创业板和农信社等。上证国债指数自去年 10 月以来, 一路上行, 和 A 股市场股票指数形成了鲜明对比。

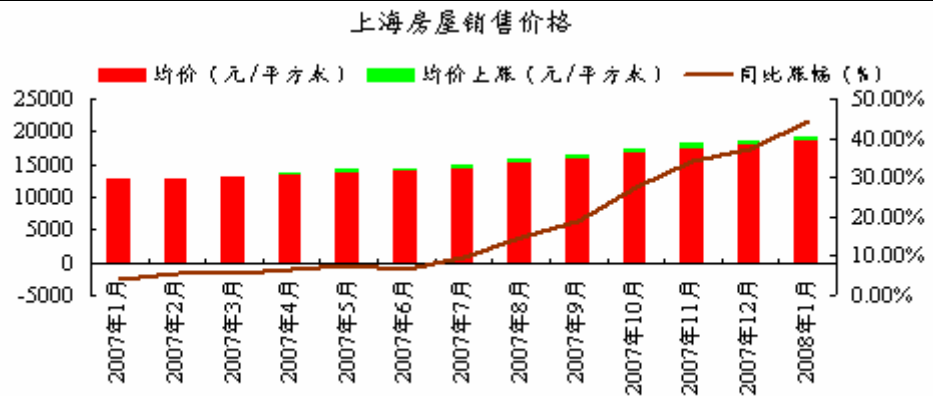
图 6: 债券市场表现



数据来源: Wind 资讯。

第三, 重回楼市, 在目前从紧调控的形势下, 重点在商业地产和核心地段的房产, 北京、上海的房屋销售价格最近又出现大幅上涨趋势, 就是最好的印证。

图 7: 上海房屋销售价格



数据来源: 中房指数。

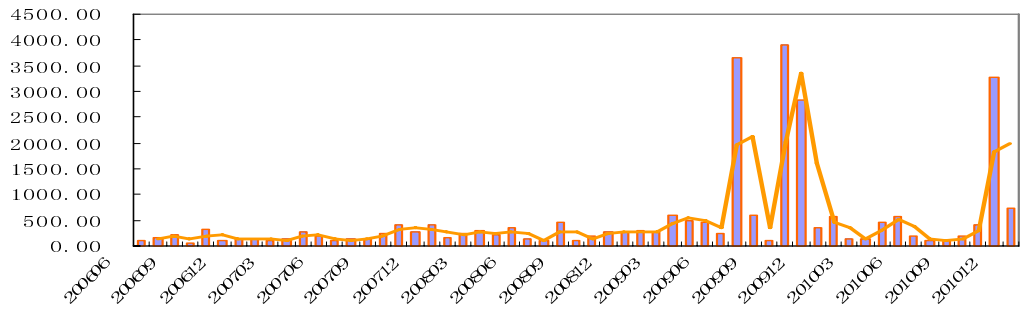
第四, 投向实业项目或重新回归实业, 有的是从实业资本流向股市的资金, 由于信贷紧缩, 企业资金紧张, 主动撤出股市回流企业, 更多的则是流向热点投资领域, 如矿山、环保产业、新能源、农产品、古玩字画收藏等领域。也有一部分资金重新流向普洱茶、兰花等曾经几起几落的适合炒作的市场。

大小非解禁二季度进入低峰

二季度各月份解禁股份情况统计

08 年二季度总的解禁股份数较一季度有所减少, 但绝对数量仍保持较高水平。根据我们的统计, 05 年 6 月开始股改也就意味着本季度限售期三年的股份将开始解禁, 但该部分股份一般为控股股东持有, 减持的意愿较低并且受到的限制也较多。另一方面, 本季度解禁的股份主要集中在新 IPO 公司和限售期两年的股改限售股, 解禁的股份基本可自由的参与流通。总体来讲, 08 年二季度解禁的股份仍具有很强的可流通性, 解禁股份对个股的股价会造成一定压力。从解禁股份的整体来看, 08 年二季度的解禁股份数处于 08 年的低位水平, 三季度因限售期三年以上股份进入解禁, 又进入一个高峰期。下面我们逐月分析 08 年二季度的解禁股情况。

图 8: 限售股解禁按月统计



资料来源: 长江证券研究部

注: 单位: 亿股

四月份解禁股份统计

08年二季度的4月份解禁上市公司135家, 解禁股份数为92.3亿股, 市值合计(08.03.30收盘价)896.99亿元, 较上月有所减少。下表列示了解禁市值最大的30家公司, 工商银行的解禁市值高达174.5亿元, 深康佳的解禁市值也达7亿元, 从解禁股类型看, 基本是机构配售和非控股股东股份, 减持意愿较高, 对个股股价形成一定的冲击。

表 3: 4月份解禁股数市值排名前30位的公司

上市公司	上市日期	解禁数量	解禁市值	上市公司	上市日期	解禁数量	解禁市值
工商银行	2008-4-27	288,461	1,745,189	皖通高速	2008-4-3	16586.1	114941.7
建发股份	2008-4-10	31,840	729,454	恒星科技	2008-4-28	5981.8	111500.8
中信银行	2008-4-27	51,724	373,963	济南钢铁	2008-4-24	6768	105377.8
东方电气	2008-4-17	4,500	250,695	蓝星清洗	2008-4-17	8192.27	101666.1
广宇集团	2008-4-27	7,649	202,536	广钢股份	2008-4-17	11436.14	98465.16
航天机电	2008-4-7	14,725	163,739	金龙汽车	2008-3-30	3900	95745
ST丹科	2008-4-26	6,886	160,374	*ST源发	2008-4-25	14108.67	89307.88
置信电气	2008-3-30	2,820	140,305	济南钢铁	2008-4-24	5640	87814.8
*ST TCL	2008-4-20	23,219	135,834	深圳能源	2008-4-26	6012.48	82972.22
兴发集团	2008-4-5	4,692	129,302	百联股份	2008-4-18	5505.14	80595.25
贵糖股份	2008-4-13	8,371	127,568	创业环保	2008-4-20	6653.3	77111.74
*ST 广厦	2008-4-13	13,320	123,606	包钢稀土	2008-4-13	2018.37	76637.51
原水股份	2008-4-14	9,422	120,319	一致药业	2008-4-28	3796.4	70233.4
露天煤业	2008-4-18	4,275	119,700	大众公用	2008-4-17	3924.08	70005.59
邯郸钢铁	2008-4-5	13,819	114,973	深康佳A	2008-3-30	8315.96	69105.63

资料来源: 长江证券研究部

注: 单位: 万股, 万元

五月份解禁股份统计

五月份解禁的上市公司共有76家, 解禁股份数合计175.3亿股, 解禁市值合计2134亿元。与上月相比, 虽然解禁家数变少, 但交通银行一家公司的解禁市值就高达1357亿元, 总体解禁市值仍处高位。解禁股份仍然以非控股股东为主, 解禁后参与流通受限较少。

表 4: 5月份解禁股数市值排名前30位的公司

名称	上市日期	解禁数量	解禁市值	名称	上市日期	解禁数量	解禁市值
----	------	------	------	----	------	------	------

交通银行	2008-5-15	1,324,314	13,574,213	天利高新	2008-5-22	6,900	101,085
浦发银行	2008-5-12	31,729	1,136,536	中天城投	2008-5-9	8,407	92,060
中国联通	2008-5-19	105,983	980,343	两面针	2008-5-10	3,296	87,375
贵州茅台	2008-5-25	4,719	880,471	冀东水泥	2008-5-24	4,814	86,409
中集集团	2008-5-24	24,405	486,154	西飞国际	2008-5-9	3,132	83,155
特变电工	2008-5-8	13,550	317,334	双钱股份	2008-5-22	8,895	82,276
华胜天成	2008-5-19	16,261	295,787	新潮实业	2008-5-17	11,133	80,492
南玻A	2008-5-24	15,232	293,977	四川圣达	2008-5-19	4,796	76,300
安信信托	2008-5-8	14,679	293,136	云南白药	2008-5-29	2,420	67,283
燕京啤酒	2008-5-16	11,000	204,599	天津普林	2008-5-16	4,425	58,901
长安汽车	2008-5-11	17,829	182,394	平高电气	2008-5-22	3,652	58,391
冠农股份	2008-5-26	2,700	167,994	南宁糖业	2008-5-17	2,626	56,336
中国船舶	2008-5-30	1,207	151,308	深赤湾A	2008-5-30	3,224	55,417
九芝堂	2008-5-22	10,008	143,008	中核科技	2008-5-16	1,680	49,073
新黄浦	2008-5-11	5,612	103,871	新农开发	2008-5-24	3,210	48,439

资料来源：长江证券研究部

注：单位：万股，万元

六月份解禁股份统计

6月份共有83家上市公司参与解禁，解禁股份数63.7亿股，以08年3月28日收盘价计算解禁市值1097亿元。本月三一重工等第一批股改公司的三年限售股解禁，这也预示着控股股东和实际控制人股份开始进入解禁期。但该部分股份解禁后参与流通的意愿较低，本月金融类股票的解禁量较大，民生银行、华夏银行、深发展和宏远证券等解禁的市值较高，对金融板块的股价形成一定的冲击。

表5：6月份解禁股数市值排名前30位的公司

名称	上市日期	解禁数量	解禁市值	名称	上市日期	解禁数量	解禁市值
三一重工	2008-6-17	77,719	3,146,063	亚盛集团	2008-6-14	8,457	60,887
民生银行	2008-6-23	163,030	1,806,372	广东明珠	2008-6-26	5,295	59,359
中国远洋	2008-6-26	53,500	1,493,185	华微电子	2008-6-9	2,857	56,188
深发展A	2008-6-20	29,269	849,986	亿阳信通	2008-6-26	3,179	54,900
华夏银行	2008-6-6	54,060	779,545	南化股份	2008-6-14	5,000	52,000
恒瑞医药	2008-6-20	8,017	353,646	哈投股份	2008-6-15	2,049	50,772
澄星股份	2008-6-28	23,901	270,319	鲁能泰山	2008-6-7	6,498	49,321
宏源证券	2008-6-21	7,306	159,490	大族激光	2008-6-12	1,890	45,738
云南铜业	2008-6-5	3,500	118,720	*ST 赛格	2008-6-14	7,848	44,420
ST 吉 炭	2008-6-5	14,221	112,770	中色股份	2008-6-7	1,611	39,465
中原高速	2008-6-22	17,089	107,146	金丰投资	2008-6-7	3,316	37,240
赣粤高速	2008-6-19	5,838	86,991	顺络电子	2008-6-13	1,680	36,977
火箭股份	2008-6-8	3,339	75,695	渤海物流	2008-6-21	5,278	35,890
好当家	2008-6-6	5,148	67,387	西藏天路	2008-6-8	2,700	35,046
银基发展	2008-6-15	4,727	61,503	鑫科材料	2008-6-21	2,117	34,908

资料来源：长江证券研究部

注：单位：万股，万元

08年二季度限售股解禁的影响分析

我们认为对于08年二季度的解禁股份的压力影响分析，要放在解禁股的整体角度去考察。二季度解禁市值和股份数较08年一季度的下降，并不意味着08年二季

度解禁股压力的变小。我们需要从以下几个角度把握二季度的限售股解禁的影响。

第一，从解禁股份的时间窗看，08年二季度的最后一月是三年期限限售股解禁的起始月份，以后限售期三年的股份开始解禁，该部分股份主要是控股股东和实际控制人所持有，所以本部分股份参与流通的意愿并不高。所以，在本季度以后，我们对解禁股份必须采取划分，区别对待控股股东持股与非控股股东持股；而在之前的股份，也就是本季度之前解禁的股份均可将其视为非控股股东持股，参与流通意愿较高并且受限制较少。本季度解禁的股份主要是限售期2年的股份和新IPO方式限售的股份。

第二，在考虑解禁压力时，我们需要考虑累计概念，而不是单纯考虑本季度的解禁数量，我们认为在现在股市趋弱的情况下，本季度和本季度以前解禁的股份未参与流通的均会对本季度构成压力，所以我们认为，07年和08年两年是非控股股份解禁的时期，但解禁股参与流通的压力在股市下跌后开始显现，07年是非控股股东解禁股份最多的一年，但压力主要集中在08年释放。从这个角度讲，二季度仍是限售股解禁压力的高峰期。

第三，从限售股的持股成本角度看，股改类公司持股的成本较低远低于现在的市场股价，所以在考虑其是否减持时，主要考虑是否存在解禁的需要，而不必考虑现在的股价。从每个月份前30名解禁市值最大的公司看，解禁的市值均在3万亿以上，对个股的影响仍较大。

总体来讲，08年二季度虽然解禁股份数量和市值减小，但考虑大盘走势与累计压力，仍需要采取防守策略，解禁股对市场仍然会构成一定压力。根据我们统计的部分解禁市值最大的个股看，均可以对其股价形成冲击，需要避开该类公司。

美国次级债危机二季度将继续冲击市场

美国次贷危机将延续

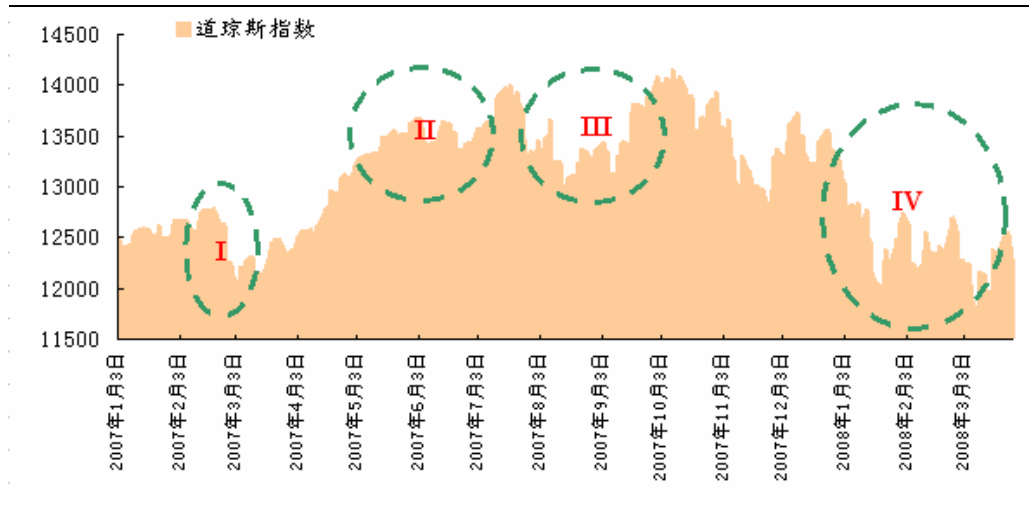
次贷危机第一轮始于2007年2月到3月份，汇丰控股为次级房贷业务增加18亿美元坏账拨备，美国最大次级房贷公司Countrywide Financial Corp减少放贷，美国第二大次级抵押贷款机构New Century Financial发布盈利预警并宣布濒临破产，至此，美国房地产抵押贷款风险开始被广泛关注。

次贷危机第二轮为2007年4月到7月份，New Century Financial申请破产保护，标准普尔降低了次级抵押贷款债券评级，引发了全球金融市场恐慌，同时，美国第五大投行贝尔斯登旗下对冲基金亏损惨重，几乎面临破产。

次贷危机第三阶段为2007年8月到9月份，也是抵押贷款信用风险爆发较为集中的时期，麦格理银行旗下两只高收益基金面临25%的亏损，美国房地产投资信托公司American Home Mortgage申请破产保护，法国巴黎银行卷入危机，次贷风波蔓延至欧洲等主要经济区，美国、欧洲、日本央行首次联合向金融市场注资，以缓解资金链条断裂带来的流动性紧缺，注资行为并不能阻止次贷危机的持续恶化，全球主要股指已进入大幅下跌通道，美联储为缓解危机的冲击以及避免美国经济陷入困境，在本轮经济周期中首次做出降低50个BP的减少措施。

次贷危机第四阶段为2007年10月到2008年2月份，这一时期是次贷危机迅速扩散并使潜在的损失得到集中释放，众多大行象美林、花旗、瑞银等金融巨头公布了因投资次级债而发生巨额亏损，以及众多债券类保险公司的信用评级被下调，整个结构性信用衍生产品市场的资金链遭到极大破坏，市场流动性匮乏，美联储为缓解经济危机进行了多次降息，并于近期将联邦基金利率下调至了2.25%。

图 9：次贷危机四次集中爆发期道琼斯指数的表现



数据来源：Wind 资讯。

很明显，前三次危机集中爆发之后，市场对后市仍呈现出乐观的预期，之后都猛涨了一波，但是到了第四次危机集中爆发的时候，市场却陷入了低迷，并且跌幅极大。2008年1-2月份是欧美主要金融机构财报批露密集期，投资者会发现次贷危机的严重程度要远超预期。并且随着对次贷问题的研究逐步深入，会有越来越多的问题浮出水平，眼下就叫 VIE 的新名词逐渐进入金融市场的视野。

表：已批露的 VIE 数据

花旗集团	3200
美林	226
高盛	189
美国银行	136
贝尔斯登	115
摩根士丹利	72
雷曼兄弟	61

单位：亿美元

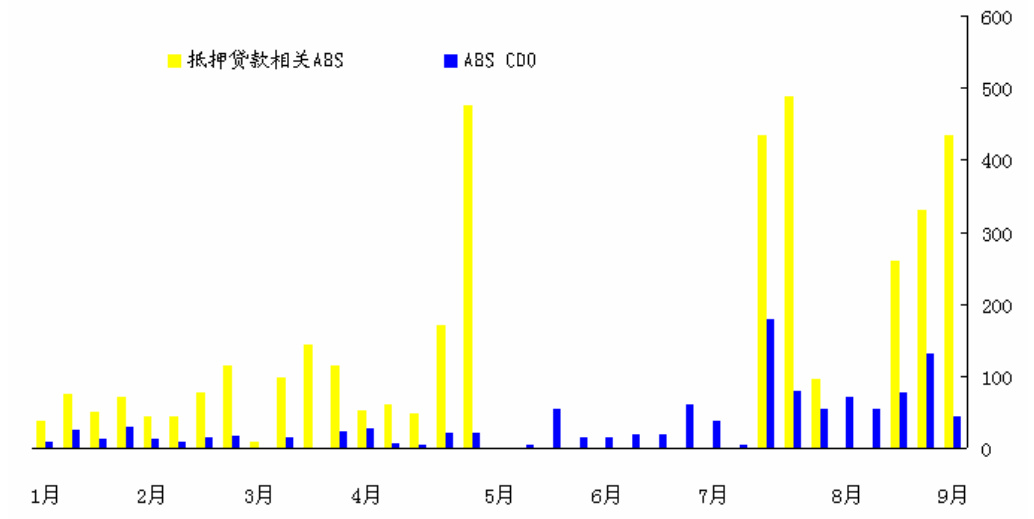
数据来源：美联储及穆迪

VIE，即可变利益实体，Variable Interest Entities，它是以公司的形式存在的，其形式可为信托、合伙企业、合资企业或股份公司。跟一般公司不同的是，VIE 的股权资本通常很少，少到不足以支撑其业务，它的资产也通常比较少，很多情况下只有一个资产，VIE 经常无独立管理层，甚至也无员工，这样一个公司正常运转通常需要大量贷款，正是这些贷款使它有足够资金维持存在，VIE 通常有大企业愿意为 VIE 的贷款提供担保，比如，花旗、美林、摩根等，它们就是 VIE 业务的主要受益人。VIE 是 2001 年安然丑闻之后产生的新概念。安然事件之前，一家公司对另一家公司拥有多数投票权才会要求合并报表，因此 VIE 资产往往游离于主体报表之外。安然事件之后，只要这个实体符合 VIE 的标准，就需要合并报表。以此防止大的金融机构通过这种类型的公司控制表外资产，把大量的风险和收益隐藏。

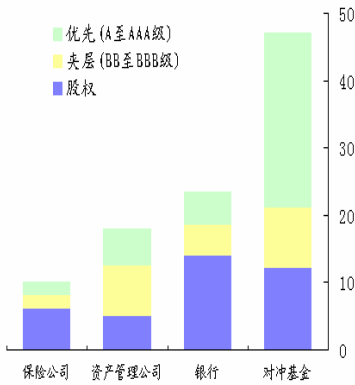
VIE 资产若并入财务报表，可能只会保持其起初价值的不到 30%。根据穆迪 Investor service 和美联储数据，截至 2 月底在外流通的 VIE 商业票据达 7840 亿美元。如果这些资产都蒸发 70%，将会爆发比前 4 次危机更严重的危机。在年报中尚未披露的 VIE 问题，将在美联储的压力下在第一季度季报中披露，新一轮减值准备可能将再次启动。VIE 资产价值很大程度上取决于债券保险商信誉，因为这些商业票据往往需要保险商提供保险。当债券保险商岌岌可危时，整个 VIE 市场自然而然地会加剧恶化。因此，当前投资银行和债券保险商是利益共同体，投资银行有帮助债券保险商筹集资本金以保证其评级稳定的动力，而老道的巴菲特出手为市政债券提供保险，正是意在规避高风险的次级债券，而让保险商把其资金专门应付次级债券，由此获得廉价的优质资产。

另外，信用评级机构持续对相关产品进行评级下调，也会影响这次危机的进一步发展，经统计，2007 年 1 月到 9 月，就有 3718 个 ABS 产品被下调评级，1148 个 CDOs 产品被下调评级。

图 10: 2007 年被下调评级的产品数量



数据来源: IMF。



债务衍生产品的评级下调, 最终会使得市场对级别较高的产品产生忧虑, 同样的抛售可能接下来发生在优先级别的债券抵押品上。从购买金融产品的机构组成来看, 对冲基金毫无疑问是最为受伤的投资机构, 因为它是次贷相关证券最大的买家, 影响次之的是银行、资产管理公司, 影响最小的应该是保险公司, 不过保险公司的问题已经引起了市场关注, 虽然保险公司直接持有量并不大, 但是根据维基百科的数据, 有保险覆盖的结构性产品规模达到了 3.3 万亿美元, 包括资产支持债券、CDOs 等。然而, 为此提供保险的债券保险商的股本只有 340 亿美元。对于不少持有风险较高的 CDOs 资产的金融机构来说, 债券保险商“淘汰”劣质业务的做法或者被迫降级, 都会令它们雪上加霜, 蒙受更大损失。可是, 对债券保险商来说, 分拆可能是唯一能助其度过信贷危机的办法, 但这样做也会加重一些华尔街银行与信贷相关的损失, 必然带来新一轮资产冲减。

表 6: 估算次级抵押贷款的损失

估算 2007 年 2 月以来资产支持证券和以资产支持证券作保的担保债务证券的损失						
	未结清证券 现有总额(10 亿美元)	占抵押贷款 债务总额的 百分比	假设违约率 (占发放额的 百分比)	假设损失 率(百分比)	预计现金流 损失(10亿美 元)	按市价计值的 损失估算额(1 亿美元)
次级抵押贷款总计Alt-A总计	1,300	15	25	45	~ 145	
计	1,000	11	7	35	~ 25	
次级贷款合计	2,300				~ 170	
资产支持证券以资产支持 证券作保的担保债务证券						~ 65-7
资产支持证券以及以资产 支持证券作保的担保债务 证券总计						~ 120-1
						~ 200

	AAA	AA/A	BBB/BBB-	未评级
抵押贷款资产支持证券的发行量 (10亿美元)				
2004	258	41	9	13
2005	283	57	13	11
2006	281	54	14	28

抵押贷款资产支持证券档ABX隐含市值的损失估算额（占现有票面总额的百分比）				
2004	2-3	5-10	8-10	不适用
2005	4-5	10-20	20-22	不适用
2006	7-8	20-40	48-50	不适用
以资产支持证券作保的担保债务证券发行量（10亿美元）				
2004	35	3	1	6
2005	61	8	3	23
2006	135	15	5	11
担保债务证券档ABX（TABX）隐含市值的损失估算额（占现有票面总额的百分比）				
2004-06	40-70	40-60	40-45	不适用

资料来源：Lehman Brothers 和 Merrill Lynch 的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：发行量乘以信用档估计损失额即为按市价价值损失。表中所示，资产支持证券、以资产支持证券作保的担保债务证券的损失加总额以及合计总额是使用 5 个不同信用档（AAA, AA, A, BBB 和 BBB-）计算的结果；为简便起见，并为了显示广泛的定价范围，表中将 AA 和 A 以及将 BBB 和 BBB- 并在一起。ABS=资产支持证券；ABX=合成资产支持证券；CDO=担保债务证券；TABX=分档资产支持证券。

避风港在于纯债券类产品

债券是利率的衍生产品，尤其对于国债之类的纯债券而言，其风险主要是利率风险；当然，将信用风险结构化设计后的衍生产品债券，其包含的风险不单单是利率变化引起的久期与凸率变化的风险，更多的还在于隐藏其中的信用违约风险。

对于结构化的信用风险产品，其主要的风险来源于支撑基础资产池的现金流得不到满足，并最终导致支付危机引发融资者向投资者的信用违约风险，资金链条的断裂在短期内并不一定能通过降低资金使用成本来加以恢复，这需要大量的新鲜“血液”注入资本市场，以弥补融资者与投资者之间的资金缺口；因此，次级债危机的爆发对于美国固定收益市场中的信用类衍生产品是一个巨大的打击，也造成这个信用衍生产品市场具有较大的风险，并非为一个避风港。

当然，美国的固定收益市场之庞大，相对于衍生产品的原生产品而言，纯债券类的产品如国债、地方或州的市政债券，却在一定程度上是相对安全的避风港，原因在于他们的风险主要在于利率风险，而次贷危机中美联储连续多次降息，使得债券市场的收益率曲线和利率期限结构下行，在相当大的程度上降低了债券定价的成本，依照原有在高利率时期的付息票面额度，面对这样较低的贴现成本自然增大了纯债券的当前市场价值，相对于整个市场的持有成本而言大大提高了纯债券持有人的持有期投资收益率。

图 11: 短期国债收益率下行

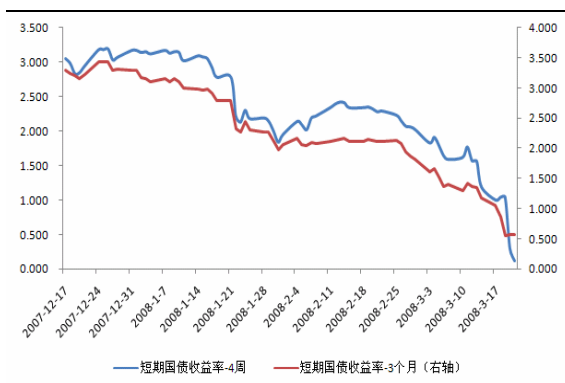
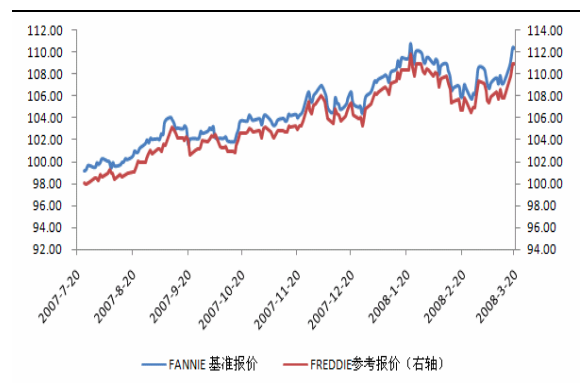


图 12: Fannie 和 Freddie 对债券的报价



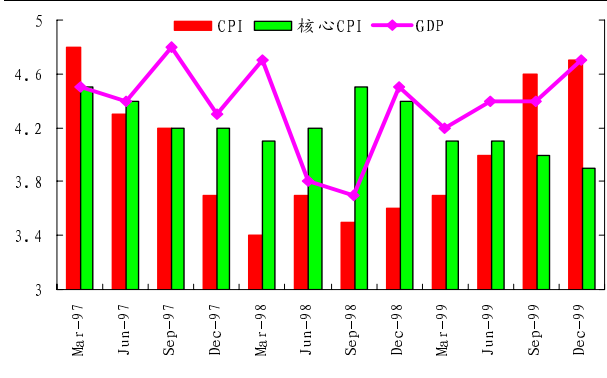
数据来源：Bloomberg, 长江证券研究部

数据来源：Bloomberg, 长江证券研究部

看空大宗商品价格

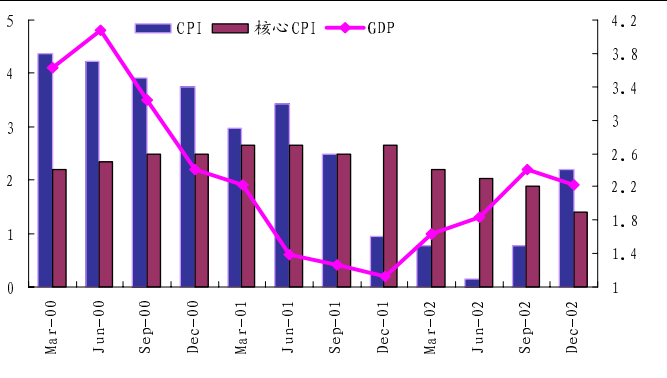
我们观察到，前一段时间国际大宗价格在美国经济衰退的背景下不断创出新高，这在我们看来只是美元标价带来的效应，任何人不能否认没有了经济增长的需求大宗的价格还能处于高位。所以，按照之前原有的分析逻辑，美联储降息最直接的体现也就是美元指数的下滑，美元贬值赋予了以美元为基准定价的大宗商品、原材料以更高的上涨空间，虽然由于各国经济发展阶段以及外部依赖性的不同会导致世界经济或者部分国家的经济增长周期一定程度上滞后于美国经济，但是中期来看美国经济回落甚至于衰退将在根本程度上决定世界经济的放缓从而导致大宗商品需求端的回落。

图 13: 1997-1999 年 GDP (右)、CPI、核心 CPI



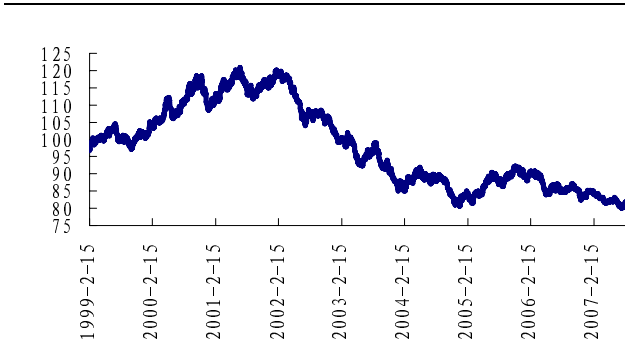
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 14: 2000-2002 年 GDP (右)、CPI、核心 CPI



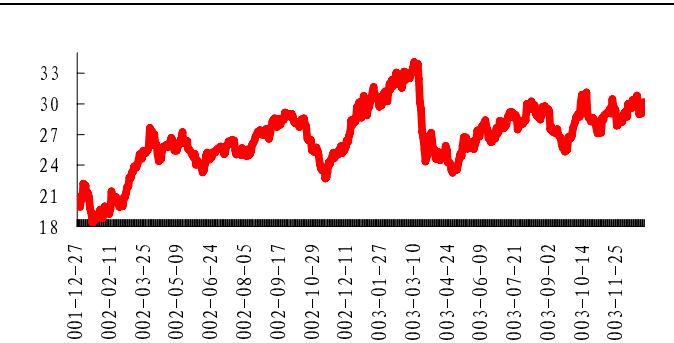
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 15: 美元指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 16: 布伦特原油期货价格波动略滞后于美国经济周期



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

实际上这种短期上涨中期回落的现象在 1998 年美联储通过持续降息的方式解决科技网络股泡沫的过程中体现的尤为明显。为避免股市泡沫破灭导致的经济衰退，美联储自 2001 年初开始进入降息周期，而美元也开始步入加速贬值，从而引发原材料价格上升，使得 CPI 在两个季度之内依然保持在了较高水平，由于美国 CPI 中能源所占比重较大，美国的核心 CPI 在同期保持稳定，因此，可以判断出能源价格的变动依然随 CPI 保持在较高水平。这一趋势一直到美国经济在 GDP 增速维持在 1.4% 之下两个季度后，CPI 才开始出现大幅回落，这也意味着能源价格也出现了回落，充分体现我们前面分析的美联储降息效应导致原材料价格的短期上升与中期回落的现象。类似的，在之后的经济复苏、CPI 回升中也是体现大致相同的路径，而受制于世界经济供给、需求变化的布伦特原油价格波动趋势则从根本上表现出美国经济与世界经济增长之中的这种滞后效应。

我们认为国际大宗价格不会脱离美国经济衰退而独立上涨，而被称作是本轮价

格上涨的主要原因的金砖四国中最大的经济体，中国经济的拐点的确立不会是被漠视的因素，这些完全决定了中国经济在拐点确立后将进入一个新的阶段，当价格的上涨已经成为经济进一步增长的桎梏的时候，市场规律将用总需求的回落来表达自己的想法，所以，任何对于成本推动理所当然带来价格上涨的想法都会在很短的时间内扭转，从而我们必须表达的观点是，诸如钢铁价格的继续上涨就是涸泽而渔，而国际大宗面对中国经济减速的状况其歇斯底里的最后阶段恐怕也不能维持很长时间。

3月份，大宗商品已经出现了颓势，包括黄金和石油，我们看到3月份主要金属价格都出现了迅速回落，虽然这并不能说明大宗商品将会进入熊市，但是由价格上涨所出现的抑制需求现象已经逐渐显现，并且这种情况一直会持续到下一轮世界经济复苏，至少要等到中国等新兴市场国家重新走上高速发展之路。

二季度总体投资策略与思路

综上所述，二季度市场并无整体性的大机会，市场热点比较分散，可能有个别诸如医改这样的事件来冲击市场，另外，美国次级债问题在第一季度季报批露的时候，仍有可能对市场造成比较大的冲击，因此，精选个股对二季度来说仍非常重要。不过，就大的方面来说，总体有三个方向，第一个方向还是我们以前在报告中反复提到的中坚企业与龙头企业，第二个方向是医改，两会以后，医改的预期更加强烈，第三个方面是创业板在二季度推出的可能性非常大，因此创业板相关的上市公司也存在一定的投资机会。

重新回归抵御经济风险能力强的行业与公司

我们曾在产业报告《比较优势、经济类型溢价与龙头公司的成长》中详细论述了龙头公司与中坚企业的投资机会。在中国经济出现减速的情况下，容易出现产业组织重构的过程，特别是抵御经济风险能力差的行业或者产业集中度低的行业。龙头公司的抗经济风险能力应该引起重视，产品与业务的多元化使得龙头公司应该在经济减速时给予高于市场平均水平的估值。

产业组织的重构主要包括纵整（纵向并购）与横合（横向整合）。纵整可以看作产业沿着产业链条的一种价值移动，其目的是为了实现在成本的降低或者解除上下游瓶颈对于产业发展的限制。横向整合是相同业务之间的合并行为，横合的主要目的是为了追求规模报酬递增效应。由于我国大部分产业组织的演进阶段都处于规模化阶段，因此，横合可能是将来我国产业组织重构的一种主要形式，但对于不同的产业而言，规模报酬递增的表现有着明显的差异，因此，这使得产业组织的重构对产业溢出效应的表现也不尽相同。

表 7: 产业管制、组织重构与产业溢出效应

一级行业	子行业	管制情况	产业集中度	产业组织重构类型	重构的溢出效应
消费及服务	商业	无	较低	横向	较强
	汽车及配件	准入限制	较高	纵向	较强
	家电	无	部分子行业较高	纵向	较弱
	纺织服装	无	较低	横向	较弱
	酒店	无	较低	横向	较强
原材料	化工	无	子行业不同	纵向	较强
	石化	价格管制、准入限制	较高	纵向	较强
	钢铁	准入限制	较低	横向	较弱
	化纤	无	高	纵向	较强

	水泥	无	较低	横向	较强
投资品	机械	无	低	横向	较强
	建材	无	低	横向	中性
	电器设备	无	低	横向	较强
	软件及服务	无	低	横向	较强
信息技术	计算机硬件	无	低	横向	较强
	通信服务	无	高	横向	中性
	石油采掘	准入和价格管制	高	纵向	较强
能源	煤炭开采	价格管制	较低	横向	中性
	公用事业	电力	价格管制	较低	横向
房地产	房地产开发	无	低	横向	较强
医药		价格管制	低	横向	较强
金融		准入和价格管制	较高	横向（外资）	较强

资料来源：长江证券研究部

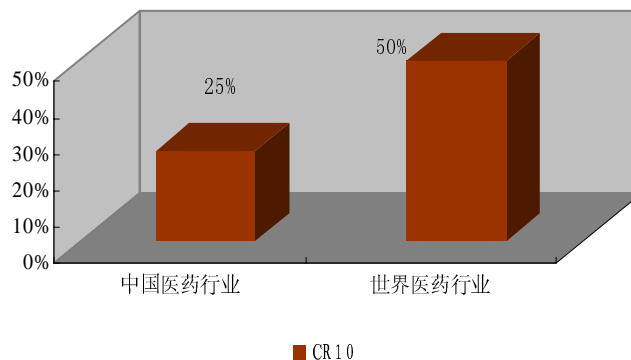
医改机会较大

医改在两会期间呼声较高，预计在两会之后实施的可能性比较大，因此这个领域我们应该在二季度给予重点关注。

中国医药行业一直存在“多、小、散、乱、差”的问题，这阻挠了该行业健康成长为有国际竞争力的行业。究其原因，我们认为这种情况与中国的医疗卫生体制相适应：当医院均各自为政且在没有较强约束的环境里追求盈利时，医药企业的产品就被医疗机构当作了谋利的载体，各医院甚至医生选择产品的自由度都很大。在这种情况下，大型医药企业针对每个具体品种和具体终端，都必须花费大量的人力物力进行公关，却无法利用其在价格、技术、质量和品牌上的优势，显得“规模不经济”。相反，大量中小企业却可以靠在局部市场“运作”一两个产品生存下去。

而大多数国家的医改会有一个共同效果，就是出现了替患者监督医院和医生用药的机构，这些机构具有专业水准，对药品的评价主要依据“性价比”。在这种情况下，即便是营利性医院，药品选择余地也大为缩小。而且未来“金字塔形”医疗结构的底部用药将主要限制在基本药品目录里，这样会造成大量的局部市场用药被淘汰，市场集中度的提高将更加迅速。

图 17：中国和世界医药行业集中度比较



资料来源：南方医药经济研究所

不过我们认为医改增大了行业发展的不确定性。

首先，“金字塔形”医疗结构的底部会扩张，但大部分患者是从顶部分流而来，

且这些个体的用药金额会降低。因此，尽管我们认为医药市场的蛋糕呈扩大趋势，但短期难以看到明显效果。

第二，药品流通体制改革是“三医联动”的内容之一，但医改的核心问题显然是医疗卫生体制。我们认为在改革初期，医药行业的利益可能不是各界关注的重点。

第三，医改有利于普药的销售，但普药生产的低门槛将使企业在进入报销目录时竞争激烈。如果主导产品进入不了目录，相关企业的前景堪忧。如果一家公司有几个主要产品而只有一个进入用药目录，同样会遭受损失。

第四，目前“金字塔形”医疗结构的底部要求更宽，顶部也要求高更。但那些生产高端药品的企业如何同跨国药企竞争？我们认为需要认真考虑的。

创投概念仍具有投资机会

创业板的推出在根本意义上不仅仅是丰富了中国的资本市场体系，更重要的是给予原有的创投市场以更加完善的退出机制，对于缺乏创新动力的中国现有经济增长模式而言，创业资本的活跃无疑将在一定程度上激发产业升级以及相应的技术创新能力。由此，对于部分创投公司而言，风险资本所触及的高科技项目孕育的发展前景将会进一步扩大，而上市公司中持有优质创投公司股权的创投概念将是我们首选的投资标的。创投也属于事件型投资机会，我们曾经在前期报告中反复强调这一主题的机会。创投概念对上市公司带来的影响还主要是受其会计政策的影响，这和目前上市公司的交叉持股情况大同小异，主要是看其是否把这部分股权投资放入可供出售金融资产，若放入该会计科目的话则会迅速提升上市公司的每股公积，否则只能放入长期股权投资一项中，增加企业的隐形资产而体现不到利润或者每股公积中。

从目前的情况看，上市公司主要参股了五大创投公司，分别为深圳创新投、紫光创投、清华创投、上海联创和浙江天堂：

深圳创新投

深圳创新科技投资公司是目前中国最大的创投企业，其注册资本为16亿元，集团现下辖全资、控股、合资的投资(基金)公司和投资管理公司13家，可投资能力已超过30亿元，其主要投资对象为科技型的高成长性创业企业，包括生物工程、IT、软件等。丰富的创业投资经验成就众多经典案例，境内外资本市场成功上市的企业包括潍柴动力、同洲电子、中材科技、科陆电子、西部材料、远望谷、怡亚通、丰泉环保、三诺电子、网龙网络、慧视国际、东方纪元、珠海炬力、九城数码和中芯国际等

涉及上市公司：大众公用、深圳机场、粤电力、盐田港分别出资3.07亿元、3.2亿元、5000万元、5000万元各持有深圳市创新投资集团20%、20%、3.13%、3.13%的股权。

紫光创投

成立于2000年3月18日的清华紫光科技创新投资有限公司注册资本最初为1.05亿元，3个月以后为1.8亿元人民币，目前已增资扩股至2.5亿元人民币。而股东也由一开始的清华紫光股份有限公司、四川省投资集团有限责任公司、湖北中天股份有限公司（更名“百科药业”）、中海（海南）海盛船务股份有限公司、北京金集浩投资有限公司5家，逐步发展到12家，其中包括北京燕京啤酒股份有限公司、中天企业股份有限公司、沈阳公用发展股份有限公司和海南金海股份有限公司。现已更名为中钨新材料股份有限公司，凌源钢铁股份有限公司、石家庄常山纺织股份有限公司、路桥集团国际建设股份有限公司。至目前为止，12家股东中有11家为上市公司。

涉及上市公司：清华紫光、常山股份、百科药业、中海海盛、燕京啤酒、世纪中天、凌钢股份、首钢股份等 11 家上市公司参股清华紫光创业投资公司，在公司 2.5 个亿的资金规模中，除去紫光股份占 16% 以外，其余 11 家平均占 8% 左右。

浙江天堂硅谷

2000 年 11 月 11 日成立至今，公司紧紧围绕国内区域优势产业，选择富有成长性的中小型企业进行投资，且逐步形成医药化工、机电一体化、再生资源开发和利用等三大投资领域的优势，成为浙江创投业的第一品牌，并在全国创投同行中确立了相应的地位和声望。公司坚持创业投资方向，为被投资企业输送资本、经验和创意，提供优质服务。截止 2007 年 6 月底，控股及参股公司共 16 家，管理资产超过 20 个亿人民币。

涉及上市公司：天通股份、东方集团、浙江阳光、民丰特纸、金鹰股份、钱江水利、钱江生化、升华拜克和小商品城等。

上海联创

上海联创投资管理有限公司于一九九九年七月二十一日注册成立，股东双方为国家计委、国家经贸委、中国科学院科技促进经济基金委员会与上海联和投资有限公司。其核心业务是以具有高速增长潜力的中国高新技术企业为主要对象的风险投资管理，通过投资为投资组合公司提供高附加值的服务，将投资组合公司培育成中国市场的领导者，从而实现投资组合公司价值和投资者收益的最大化。

涉及上市公司：康缘药业、联环药业

清华创投

清华科技创业投资有限公司（简称“清华创投”）是由清华控股有限公司（原清华大学企业集团）于 2000 年发起设立的一家专注于风险投资和基金管理的专业投资机构，主要依托清华大学的科研技术实力和人才优势，综合清华大学的社会资源、清华校友的网络资源和清华控股有限公司的产业资源，形成独特的核心竞争优势。

清华创投经过五年的发展已经成为中国大陆地区最活跃的投资机构之一，截至 2005 年 1 月，累计完成 19 个项目的投资，累计投资金额接近 1.5 亿元人民币，累计完成 4 个项目的全额增值退出和 1 个项目的部分增值退出，其中的两个项目转让给境外机构，退出项目的平均 IRR>20%。

涉及上市公司：力合股份、华银电力和特变电工等

长江证券股份有限公司 研究部

上海 (200002) 汉口路 130 号 5 楼

武汉 (430015) 新华路特 8 号

联系人 杨靖凤 (研究产品发布) TEL: (8621)63217917 FAX: (8621)33130730

E-mail: yangjf@cjsc.com.cn

归浩明 (机构客户服务) TEL: (8621)63516121 FAX: (8621)51062920

E-mail: guihm@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

看淡: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推荐: 相对大盘涨幅大于 10%

谨慎推荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间

中性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

减持: 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为长江证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。