

■ 财富圆桌

# “金九”成色待考 “市场底”已不远

□本报记者 王姣

刚刚过去的8月A股市场“一波三折”，不过沪综指自2653点反弹逾千点，沪股通渐行渐近、MSCI纳入因子翻倍等无疑起到提振市场人气的作用。随着9月开局，A股的磨底路还有多远？哪些因素可能成为“金九银十”的催化剂？投资者该如何把握赚钱机会？针对这些热点，中国证券报本期特邀广发证券首席策略分析师戴康、申万宏源证券策略高级分析师傅静涛、招商证券首席策略分析师张夏进行探讨。

## 情绪改善 筑底过程延续

**中国证券报**：近期沪综指自2653点反弹逾千点，结合市场成交和资金流向看，如何理解这波反弹的性质？

**戴康**：当前市场情绪有所回暖，反弹主要源于财政部和央行继续释放信用宽松的政策信号、央行采取的措施稳定汇率，对市场风险偏好带来的修复。

从成交量看，本次反弹缺乏一定的动能，对比几次A股走出谷底的上漲，以A股成交额/自由流通市值作为指标，2008年10月和2013年6月的底部反弹，该指标在2%左右，2016年1月在2.6%，而当前该指标在1.2%-1.7%的区间，较历史底部反转时的成交额要低。

回顾A股几次走出紧信用环境中低点的路线基本沿“政策底→股市底→经济底”传导，当前“政策底”已夯实，但“市场底”仍在形成中，主要由于市场对信用链条的传导效果尚不确定。历史几轮可比阶段的“市场底”均滞后于“政策底”，2018年也不会例外。货币与信用链条的传导需要时间，7月的社融数据依旧低于市场预期，使投资者对本轮信用宽松的验证机制仍有忧虑。当前阶段，我们认为A股尚处于中期筑底的过程中。

**傅静涛**：2653点以来的反弹，根本原因是基本面预期的边际改善，市场反映边际改善能力的修复为反弹营造了积极的环境。

近一周，基本面预期出现了两方面的边际改善：汇率、通胀压力的缓解和信用利差缩窄。人民币中间价逆周期因子重启阶段性打消了人民币贬值、通胀走高的预期，加之美国本身基本面预期回落带来的加息预期回落，我们观察到中美利差已经在快速走阔。另外，国内管理层改善信用环境的努力逐渐收到效果。

同时，市场反映边际改善的能力也在同步修复，这是以结构性矛盾基本消化为前提的。过去的一周中，中后续催化预期增强的成长板块（计算机、休闲服务等）和5G取得了显著的涨幅，赚钱效应扩张最明显。

**张夏**：从历史情况来看，在历次A股成交额创阶段性新高后，股市多迎来反弹。其中，在2008年和2014年触及短期最低点后，股市

持续上涨的时间比较久且涨幅较大。从资金的角度来看，一方面市场连续调整境外资金却持续净流入，4-8月平均每月净流入近350亿元，今年以来陆股通净流入资金2141亿元；另一方面在创业板一路创新低的情况下，中小创ETF份额持有数量却持续创新高。

这波市场反弹的本质一方面在于持续的政策出台扭转市场悲观预期，例如对于去杠杆节奏的变化、对于支持股权融资的一系列政策、对于中小企业的实质性支持措施的表态、个税改革政策出台，及监管对于股票市场下跌的关注等；另一方面，前期对于市场压制的因素也有所缓解，如央行重启逆周期因子后人民币汇率预期企稳。

短期来看，市场人气已经有所回暖，长期来看，A股市场估值已经到了历史低位，只要市场对于企业盈利和宏观经济没有太过悲观的预期，这个点位性价比已经相当高，当然这还取决于经济托底政策的力度，例如是否会有实质性企业减税政策出台，以及扩大内需相关政策传导的有效性。

## 基本面改善是关键动力

**中国证券报**：后续哪些因素可能催化“金九银十”行情？

**戴康**：“政策底”后，“市场底”的最终形成伴有两个相辅相成的时机成熟，第一时机等待市场下跌尾声“强势股补跌”的自然出清，第二时机等待政策效果的实质落地。我们曾回溯过历史的“强势股补跌”，这往往代表市场放下最后一根“救命稻草”进入真正的降仓防御，是市场悲观情绪出清的后半程，因此距离市场的阶段性底部往往不远。

后期如果经济出现短暂的“滞胀”困局，可能会拉长“政策底”向“市场底”的传导期，如2012年宽松的货币未能拉动经济，反而引发通胀上行，因此市场持续寻底。不过我们认为当前出现滞胀的概率不大。

**傅静涛**：在长周期未得到根本解决、中短期业绩下行压力客观存在的情况下，年内A股最强的驱动力在于9-10月政策转向基建之后效果的逐渐验证，以及9-10月科技创新相关政策落地。届时企业信贷、社融、财政支出、基建投资增速等信号的出现是大概率事件，科技创新扶持政策很有可能成为超预期点。A股虽有远虑，但无近忧，近期基本面改善以及政策验证行为“金九银十”行情提供较强动力。

**张夏**：从目前的点位来看，市场向上的可能性远高于向下的风险。可能催化“金九银十”行情的因素有以下几点，一是贸易摩擦利空落地，出现超出市场预期的利好；二是人民币兑美元迎来一波升值，若持续升值，那么对于股票市场来说前期的外汇贬值的不利因素产生反转；另外，随着自7月开始的去杠杆节奏放松以及财政政策加码，若能够顺利传导



广发证券首席策略分析师 戴康

申万宏源证券策略高级分析师 傅静涛



招商证券首席策略分析师 张夏

至9月、10月高频经济数据，那么市场的信心将进一步加强。

## 积极把握结构性机会

**中国证券报**：历次成交额创阶段新高后A股多迎来反弹，哪些板块或主题的赚钱效应相对突出？投资者该如何把握好结构性机会？

**戴康**：从2005年、2008年、2012年经验看，从“政策底”到“市场底”，大盘表现往往是由短暂躁动到冷却。在这个区间内行业表现相对占优的是金融、基建链周期股，而消费呈现“先避险后补跌”的态势。面对政策拐点，大盘往往会有新一轮短期的“躁动期”后再次下跌寻底，因此多是“先上后下”的走势。

2018年“政策底”已明朗，以历史经验看当前时点“市场底”的时机因素，时机之一的“消费股补跌”从时间和空间看已接近尾声，等待时机之二的“政策效果的落地信号”，未来政策难以前瞻，但可以一些数据观察指标来辅助跟踪现有信用宽松的传导效果，历史经验表明社融、基建投资等数据往往滞后“政策底”3-4个月，信用数据的环比改善也会加快“政策底”向“市场底”的传导速度。

**傅静涛**：“地量”之后价格底部未必马上出现，但是围绕地量中长期布局的收益在历史上相当可观。根据我们的回溯结果，2005年

以来上证综指换手率低于8月22日水平之后的120日平均收益达到8.32%，胜率75%，盈亏比12.87，最大回撤控制在7%以内。其中，非银、地产、商贸、汽车、电气设备、家电、纺织服装和建材的120日平均收益均超过20%，表明多数行业的中长期配置价值已经浮出水面。

**张夏**：站在当下，有几个领域具有相对确定的投资机会，一个方向是大众消费，虽然近期公布的社零增速一般，但是偏大众品类的消费品增速仍维持相对高位，拖累社零增速的主要在于汽车以及地产后周期板块。而从历史来看，每年8月开始消费增速均会出现季节性回升，偏消费类板块多数情况下会有不错表现。另外从MSCI配置来看，也比较偏好消费品，从中报业绩预告情况来看，消费各细分领域增速均稳健，估值水平较低，下半年开始将会迎来估值切换，最后，在当前外需受到贸易摩擦影响的环境下，将会更加依赖内需。

另一个方向是科技板块，从中长期角度看，以“智能革命”为代表的科技领域从明年开始将会迎来“三年科技上行周期”，三年技术上行周期，叠加政府科技三年投资周期，叠加未来三年的并购上行周期。而前期市场的调整恰好给出了不错的买点，云计算、大数据、人工智能、物联网、半导体等都是重点布局的领域。

## 动销强化景气

横向而言，7月以来，白酒板块整体跌幅较大，显示销售淡季叠加宏观经济数据不佳使得投资者更加谨慎。业内人士认为，板块能够在9月恢复强劲走势，中秋节是重要观察窗口。

以茅台为例，进入中秋旺季，公司发货节奏加快，8-9月发货有望超过7000吨，目前经销商已经开始备战中秋，预计发货量加大后批价有望小幅回落。

根据招商证券分析，企业主动降低发货后，三季度起业绩增速换挡前行，市场对下半年乃至明年的增长预期也将放缓，市场对此已有预期，估值回落至历史中枢以下。若中秋实际动销保持稳定增长，库存和价格逐步好转，估值有望逐步修复。

中泰证券分析师范劲松也认为，短期来看，三季度旺季动销是市场的核心关注点，终端实际动销质量需在中秋前一周进行确认，目前高端酒龙头茅台提前执行10月份计划，有望增厚三季度业绩，去年高基数因素担心得到消除；区域酒去年同期收入基数较低，加上今年中秋在9月下旬，与国庆假期错开有利于旺季充分动销，整体三季度业绩值得期待。

标的选择上，中金公司认为，高端酒市场五粮液和茅台的放量提价不会停止，缺乏有效竞争对手，茅台五粮液已经成为超高端和大众高端的行业龙头。供给仍然较为紧张，也是超高端商品的基础要求。区域龙头具备长期的结构性成长机遇，结构提升明确且估值被显著低估的上市酒企业值得关注。

■ 异动股扫描

## 中国动力尾盘放量

□本报记者 叶涛

7月以来中国动力持续横盘整理，但上周五该股放量录得中阳。当天，中国动力尾盘阶段遭遇资金集中拉抬，最高时涨幅一度超过8%，最终报收19.00元，上涨5.26%。

盘面上，中国动力上周五小幅低开，上午持续在平盘附近晃悠，午后逐渐企稳翻红，显露一定上攻迹象；进入尾盘后，随着买盘力量急剧放大，股价大斜率上行，最高触及19.50元，不过涨幅很快收敛，最终以19.00元价格收盘。

值得注意的是，伴随尾盘成交量放大，当天中国动力成交金额也达到1.53亿元，较前一日4899万元水平大幅翻倍。并且，上周五该股还获得2209万元主力净流入，而前一日则为净流出201万元。

中国动力近日发布公告称，公司控股股东中船重工集团的一致行动人中船投资已完成8月8日披露的增持计划，合计增持公司股份1387.12万股，增持比例0.8%，增持金额2.50亿元。

此外，中船重工集团31日增持公司股票387.52万股，占总股本的0.22%，并计划6个月内继续增持公司股份，累计增持金额5亿元至20亿元。

招商军工研究认为，公司作为我国海军大中型舰船上的中高速柴油机、燃气动力装置和蒸汽动力装置的主要供货单位，未来将受益于海洋强国战略和海军转型及装备升级需求，推动公司业绩继续保持稳定增长。

## 新华文轩低开高走

□本报记者 叶涛

上周五市场剧烈波动，场内个股涨跌少。其中，新华文轩虽然早盘低开，但之后始终保持逆市上扬态势，最终以9.29元价格收盘，涨幅为5.10%。

新华文轩最新披露的2018年半年报显示，1-6月公司实现营业收入35.78亿元，同比增长12.29%；实现归属于上市公司股东的净利润为4.49亿元，同比下滑9.85%；基本每股收益0.36元。

对于营业收入的增长，公司称主要得益于教育服务业务、图书互联网销售业务、大众图书出版业务以及第三方物流业务的销售增长。

对于净利润的下滑，公司称主要因去年同期净利润中包含转让持有的合营公司四川文卓48%和联营公司成都鑫汇34%的股权实现的处置净收益1.33亿元。扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润同比增长13.6%。

西南证券认为，考虑到公司去年有较大的资产处置收益，扣除以后利润将继续保持10%以上增长；另一方面，公司业务商业模式稳定性极高，现金流良好且公司账上还有超过20亿现金，资产结构优良，维持对新华文轩“增持”的投资评级。

## 水井坊翘尾翻红

□本报记者 叶涛

中秋佳节即将到来，市场对节日白酒消费预期不断走高。上周五，尽管沪深市场普遍回落，但部分白酒、啤酒上市公司表现仍相对占优。其中，水井坊由于尾盘阶段受到大额买单支撑，刺激股价迅速翻红并最终录得幅度为4.61%的上涨，当天收盘价为43.60元。

当前，白酒行业基本面较为稳固，业绩增长为股价运行提供有效支撑，行业景气度仍然向上。随着中秋佳节到来，市场对白酒股上涨预期也不断强化。

国海证券表示，洋河、古井等公司终端动销情况仍然不错。目前板块估值和预期都较理性，部分白酒公司估值对今年业绩已回到20倍以内，已有较好配置价值。白酒终端表现强劲，必须消费板块持续看好。

高华证券表示，公司的基本面依然强劲。作为高端白酒市场的龙头企业之一，水井坊的增长势头保持稳健。我们对公司收入增长以及利润率的改善都持乐观态度，主要推动因素包括产品结构升级和经销渠道的巩固。根据我们当前的预测，2018/19/20年公司收入将分别增长33%/29%/25%，毛利率也将从2017年的79%升至2020年的83%。

## 正平股份“三连阳”

□本报记者 叶涛

中报季内，业绩水平仍是投资者衡量上市公司价值的重要砝码。近期，随着2018年上半年净利润同比增逾2倍利好发酵，最近三个交易日来，正平股份成交放量的同时，股价也连连走高，截至上周五收盘时，股价报8.99元。

正平股份半年报显示，2018年上半年公司实现营业收入11.39亿元，同比增加91.11%；实现归母净利润0.42亿元，同比增加214.83%；实现扣非归母净利润0.29亿元，扣非归母净利润同比增加128.07%。其中Q2实现营业收入5.4亿元，同增27.32%；实现归母净利润0.2亿元，同减20.42%。

报告期内，公司业务协同效应显现，订单充沛将持续业绩高速增长。报告期内公司建筑业板块新增订单金额81.5亿元，同增34%，占当期收入比高达7.2倍，包括三洋铁路三门峡至禹州段项目（总投资100亿元，公司中标部分约68.6亿元）、5.8亿元赤水丙安水库EPC项目等。

东兴证券认为，报告期内公司营收增速迅猛符合预期。合并范围变更致毛利率期间费率同步下降，资产减值损失大幅减少致整体盈利水平提升。收付现比一升一降变化明显致现金流显著改善。公司借上市优势积极收购推进“四商四业”战略，从路桥施工企业向基础设施综合服务商华丽转型，业务协同增强效应已在业务增长中体现。当前在手订单充沛，签订近百亿大单有力提振业务信心。

□本报记者 叶涛

一边是估值已经回落至历史中枢以下，白酒板块走势降速换挡；另一边是白酒上市公司大多上半年业绩飘红，验证行业景气仍在。面对即将到来的中秋佳节和行业旺季，白酒板块投资价值几何？业内人士认为，如今白酒行业基本面表现依旧良好，板块能否在9月恢复强劲走势，中秋将是关键时点，投资者应密切关注白酒销量走势。

## 业绩支撑估值

由于担忧白酒后期需求回落，7月以来白酒股大多承压下行，拖累板块估值不断走低，回落至历史相对较低水平。不过从报表端来看，白酒企业二季度淡季收入仍保持较快增长。

■ 中欧国际交易所D股市场之十二

# D股上市公司的持续信息披露义务总览

□安达律师事务所 (Skadden) 法兰克福办公室  
Stephan Hutter Katja Kaulamo

欧盟监管市场的上市公司须履行一系列持续义务。为确保投资者得到应有的保护，欧洲资本市场监管重点关注市场透明度和反市场滥用行为（特别是反欺诈和反内幕交易）。发行人必须履行欧盟的《透明度指令》和《反市场滥用条例》所规定的持续披露义务。其中，《反市场滥用条例》直接适用于德国市场，而欧盟《透明度指令》则通过德国国内立法《有价证券交易法》得以实施。

法兰克福证券交易所欧盟监管市场包含高级标准和一般标准两个子板块。由于D股依据法兰克福证券交易所欧盟监管市场高级标准获得准入，D股上市公司应按照高级标准履行上市后持续义务。高级标准要求发行人履行额外的持续义务和满足高于欧盟强制要求的透明度要求，从而更好地满足国际投资者的信息需求（如额外披露季度声明）。可以说

高级标准是专门为有能力履行更严格持续披露义务并致力于吸引国际投资者的公司所设计的。而一般标准只要求企业执行欧盟的强制要求（最低要求），即德国的法定要求。一般标准适合于注重德国国内投资者，且希望承担较少持续披露义务的大中型公司。

## 披露财务报告

发行人应按时披露年度财务报告、半年度财务报告和季度声明。年度财务报告应在会计年度结束后4个月内提交；半年度财务报告应在报告期结束后3个月内提交；季度财务报告应在报告期结束后2个月内提交。财务报告语言为德语和英语，若发行人来自于德国之外，仅提供英语报告即可。

## 披露管理层交易

发行人应按法律规定及时披露管理层交易的相关信息。

## 股东表决权比例变动通知

凡投资者通过收购、转让或以其他方式取得的表决权比例达到、超过或低于3%，

5%，10%，15%，20%，25%，30%，50%和75%时，应在规定时间内通知发行人和德国联邦金融监管局，发行人在接到通知后应于规定时间内对公众进行披露。

## 分析师会议

除召开新闻发布会发布年度财务信息外，发行人每年还应至少召开一次分析师会议。

## 财务日历

发行人应持续更新、发布含有公司重要活动的财务日历。

## 交易所报告系统

发行人应通过交易所报告系统（Exchange Reporting System, ERS）将所有的报告和文件发送给法兰克福证券交易所。

## 披露内幕信息

发行人应依据法律规定及时披露内幕信息。根据欧盟《反市场滥用条例》，内幕信息指尚未公布的、与发行人或金融工具直接或间接相关的、公布后会显著影响这些金融工具或金融工具衍生品价格的确定的信息。