

■ 热点直击

2500点重塑预期 长线投资已具安全边际

□本报记者 牛仲逸

19日A股一扫前期低迷情绪，两市各主要指数均以长阳报收，其中，上证指数上涨2.58%，报收2550.47点，创业板指数上涨3.72%，报收1249.89点。

分析指出，19日高层密集发声回应市场关切，传递积极政策信号，极大改观短期过于悲观投资情绪，稳定A股中长期预期。而历史经验也表明，当前A股正处于自5178点以来大级别调整的尾声，长线投资安全边际逐步显现。

政策底再度夯实

国庆节后以来，A股非理性杀跌状态持续反复，接连跌破2600点、2500点等整数关口，场内一致性悲观预期再起，19日管理层传递的政策暖风全面驱散笼罩A股的疑虑与负面预期。

机构人士表示，本次市场相关制度及政策的密集出台，不仅再度夯实政策底，也为A股的长期健康发展创造良好条件。

民生证券策略报告指出，19日高层接连发声力挺A股，拨云见雾释放三大利好信号，对于提振市场信心具有重要作用。

“第一，明确股市稳定是金融维稳的重要内容，A股政策底清晰；第二，通过‘有针对性地推出新的改革措施’，加大制度创新和改革政策供给来获得市场的‘正反馈效果’，五个方面的制度供给，短中长期结合，其中并购重组政策、保险资金入市、民营企业债券融资（股权融资）支持计划等将对我国资本市场产生重大影响；第三，强调民营经济‘高质量发展’，明确提出在降税减费、融资难、环保治理、创新能力等方面出台支持中小微企业的政策措施。既从政治高度回答了当前民营企业家的担忧，也从政策层面回答了下一步扶持中小企业发展路径。”该策略研报表示。

事实上，7月底以来，政策面对冲力度不断加大，进入10月份则更加密集。

首先是，宏观流动性的支持。包括央行降准和资本市场对外开放两个方面。其次是，解决流动性问题。一方面解决股权质押风险，以深圳市为代表的国资基金接盘民企质押股权，为证券市场提供流动性。另一方面再融资新规缓解财务压力。最后是减税降费等政策。

“每一次市场走出底部都伴随着政策底的提前出现。”中银国际陈乐天策略团队表示，市场低迷时，投资者对经济核心变量的预期可能

远低于经济客观运行的状况，一旦这种悲观预期形成，投资者就会对显而易见的亮点视而不见。而经济数据又是滞后的，这就导致悲观预期的持续。这时候，政策的边际变化则是投资者对于经济预期最好的纠偏器。

大级别调整进入尾声

历史经验表明，指数从牛市高点下来，一个较大级别的调整可以分为四个阶段。“第一阶段是指数见顶后的短期大幅下跌阶段；第二阶段是修复反弹阶段；第三阶段是指数进入震荡盘整，个股开始出现大的分化结构，白马股和超级成长股成为最大的赢家；第四阶段，即大级别调整的最后时期。”一市场人士表示，当前A股正处于自5178点调整以来的第四阶段的末期。

该人士同时表示，在第四阶段，如果出现强力的对冲政策，则有望缩短该阶段调整时间。

2000年以来，A股出现过三个重要的历史低点。分别是2005年6月6日的9982.3点、2008年10月28日的16649.3点和2013年6月25日的18496.5点。

安信证券分析师陈果表示，三次大底都存在一些共同特征：估值中位数处于低位；股票吸引力超过或接近债券；成交量下滑；个股市值萎缩；低价股数量上升；大规模个股破净；强势股补跌等等。

而上述这些特征已与当前A股市场高度吻合。

此外，可以借鉴的还有股市周期理论，该理论将股市运行分为四阶段：绝望—希望—增长—乐观。从A股历史上的几次绝望周期持续的时间来看，普遍在8—13个月左右。2月至今，A股已经经历9个月的绝望周期，A股目前已处于绝望周期的尾声，正在向希望周期过渡的阶段。

不仅只有历史经验，数据同样支撑A股已处于大级别调整尾声。今年4月以来，中证500指数连续7个月出现下跌，自去年10月起仅有1个月上涨，调整的持续性在历史上从未出现。从空间上说，深成指已经接近2014年的底部区域，即接近10年来的低位。10月以来，中证500指数下跌约14%，部分基本面较好的股票也出现较大跌幅。

中证100、中证200与中证500指数目前的市盈率较2007年以来的最低值高不超过10%。分析人士表示，与历史极值相比，中小市值股票再度回调空间已非常有限。小票企稳是市场摆脱底部的重要基础。

短期关注成长股

短期来看，A股经历这两周快速杀跌后已

具备超跌反弹动能，而在19日可以看到，创业板指数不仅涨幅超过主板指数，而且先行企稳反弹，短期内哪些品种将成为反弹先锋？中长期又该如何配置？

安信证券表示，2008年以来市场共出现过9次反弹。整体来看，反弹维持的时间平均在39个交易日左右，上证综指平均反弹幅度为15.7%。结构上看，中小创在反弹中相对占优。成长风格在历次反弹期间均跑赢指数，且涨幅靠前。从风格块来看，成长风格历次反弹幅度在9次超跌反弹区间中排在靠前位置，区间涨幅9次均领先大盘，相对大盘涨幅平均值为12.67%，而周期和消费风格指数历次反弹表现亦优于指数，平均相对收益分别为8.36%和6.18%。

从市值角度看，中小市值个股在反弹中更占优。以申万大盘指数、中盘指数、小盘指数代表不同市值水平的上市公司，在9轮市场反弹中，中小盘指数表现明显优于大盘指数。其中小盘指数在7轮反弹中涨幅最高，而中盘指数在2012年12月和2013年6月的两轮反弹中表现最优，大盘指数表现相对逊色。

而从中长视角看，中信建投策略分析师张玉龙表示，在经济转型或者短周期下行的过程中，大盘股相对于小盘股会占优，这种占优表现在资产规模大带来的抵押能力强，信贷可获得性更高；其次，大盘股现金流比小票股稳定。估值处于合理期间主要是价值股。以银行、保险为代表的大盘股调整是非常到位的，特别是银行股的资产实际上分布于实体经济的所有行业，是风险分散最充分的。其次是消费品，现金流也是充分稳定，杠杆水平都比较低，估值也合理。而且从历史上看，经过转型期之后，价值类的股票是最容易成为长期牛股，甚至产生驱动牛市的白马行情。

总的来说，民生证券认为，当前阶段建议选择安全边际高的股票。部分基本面确定，市场长期竞争优势显著，具有较大成长空间的消费、科技行业领先企业，若估值达到历史底部，则有配置价值。部分业绩长期持续增长，但近期下跌幅度较大，市场过度反应基本面利空的股票，可以作为超跌反弹中的弹性品种。

短期将震荡筑底

□博星投顾 王建华

讯控股、阿里巴巴、京东年初以来持续调整，反压国内科技股，从而加大创业板指调整空间；

第三，外围事件终究只是外因，不是决定A股的唯一核心要素，市场过分担忧对于经济增速的影响，且近期我们也看到，管理层对于货币政策、财政政策对冲经济下滑的预期在不断增强，市场过分偏激行为有待矫正。

总的来说，近期市场持续调整，股票质押风险压力大增，很多趋势较好的品种短期内出现大跌现象，这也是投资者信心低迷的主要体现。市场上涨格局难以持续的主要原因为投资者情绪低迷，市场保持谨慎之外，两融资金的大幅流出更是加剧市场继续调整的关键性因素，特别是在存量资金博弈的市场环境中，市场承压较为严重。因此市场的主基调仍然是震荡筑底，短期没有重大利好消息刺激的话很难马上反转，同时调整的空间也有限。总之，目前市场仍有反复，抗跌个股以及高估值个股短期下跌概率较大，建议适当回避，操作上依然要控制好仓位，建议依旧保持谨慎格局，多看少动。

保险板块反弹强劲 基本面支撑修复空间

□本报记者 吴玉华

上周五，保险板块反弹强劲，领涨两市，保险概念板块上涨5.55%，板块内中国太保上涨8.26%，天茂集团上涨6.18%，新华保险、中国人寿涨幅超过5%。

分析人士表示，保险板块的强势上涨与行业基本面逐步向好不无关系，在负债端大幅改善、资产端企稳的背景下，保险板块修复空间较大，未来有望成为中长期主力资金追捧的对象。

基本面向好

从保险行业的基本面来看，根据中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险四家A股上市险企日前披露保费收入数据，今年1至9月，四家上市险企共实现保费收入1.4万亿元，9月单月中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险累计实

现原保费同比增速分别为18.0%、4.7%、12.0%和10.0%，1—9月累计增速分别为19.1%、4.1%、14.4%和11.3%。

具体来看，寿险方面，招商证券预计，前三季度的NBV同比增速分别为4.7%、-21%、-15%和-6%，去年四季度受134号文“炒停”提前消耗资源影响，寿险新单整体表现一般，基数较低，2017年四季度平安寿、国寿、太保寿和新华新单季同比增速分别为20.6%、19.7%、-27.1%和-47.6%。

车险方面，分析人士表示，新车销量连续3个月负增长拖累产险业务增速。9月当月行业新车销量同比下滑11.6%，2018年三季度单季度新车销量同比降幅达到7.0%，全年累计销量增速已从年初11.6%下滑至1.5%。

招商证券表示，8月正式实施的商车手续费上限统一自律公约近期在部分地区被突

破，预计下半年车险行业将呈现增速放缓、费率小幅抬升趋势，非车业务（农险、责任险、工程险等）仍是产险公司拉开竞争差距的重要来源。

对于四季度，国泰君安证券表示，进入四季后，由于去年各公司四季度的业务基数特别低（平安季度间相对均衡但仍较低），考虑到各公司今年全年业务达成仍有压力，预计四季度各公司仍会将完成当年业务目标为首要任务，视业务达成情况开展明年开门红工作，叠加目前市场上健康险的强需求（“相互保”火爆即可体现），四季度新单保费预计可实现较高增长。

关注配置价值

三季度收官，上市险企保费如期改善，原保费和新单保费均较中报明显改善。对于保险板块的投资，招商证券表示，展望三季报核心指

标，预计平安、新华、太保NBV增速较中报持续改善。展望全年，负债端改善板上钉钉，四季度预计持续营销叠加低基数，推动全年价值增长超预期；资产端利率下行空间有限，10年期国债收益率震荡前行。当前板块估值仍处于历史底部，平安、新华、太保、国寿PEV分别为1.15倍、0.81倍、0.87倍、0.7倍，四季度估值切换还将再下一个台阶，在负债端大幅改善、资产端企稳的背景下，保险板块修复空间较大。

国泰君安证券表示，外围因素有利于我国国债利率的企稳，后续若降准能带来我国经济回暖将进一步促进我国长端无风险利率的企稳，从而使得寿险估值压制的投资端压力有所缓解。预计上市保险公司三季报的NBV增速将持续改善，在当前负债端无忧、长端利率企稳背景下，保险具备估值修复空间；准备金释放提振利润表现，预期全年业绩表现可持续。

先抑后扬
创业板指数周跌1.46%

□本报记者 吴玉华

上周创业板指数先抑后扬，累计下跌1.46%，其中上周五创业板指数一度跌破1200点，但随后强劲上扬，上周五上涨3.72%，报收1249.89点。

具体来看，上周创业板涨幅居前的个股分别是创业软件、光普股份、华策影视、广和通和润和软件，上周累计涨幅均超过13%；而万达信息、盛讯达、朗科科技、新研股份、沃森生物跌幅居前，累计跌幅均超过26%。

经长城证券测算，创业板三季报归母净利润同比增速为0.85%，增速降至较低位置；其中温氏股份预告净利润占创业板整体利润的比例已经由2016年一季度的18.62%降至目前的3.57%且增速低至-27.58%、乐视网预告持续亏损。剔除温氏股份、乐视网、剔除光线传媒和奇瑞沃能两个非经常性损益影响较大的公司，创业板2018年三季报净利润增速为5.04%，从2018年一季度的37.43%开始有较大退坡。

长城证券表示，从创业板整体来看，连续两个季度业绩有所下滑，盈利持续承压。对创业板利润贡献较大的传媒和电子行业并没有新的增长点，利润会继续下滑，而医药和化工保持稳定发展的状态，在增速维持稳定的状态上不会有大幅提高的迹象，创业板整体业绩增速难言乐观，建议关注高景气的细分子行业。

北上资金
上周重获净流入

□本报记者 吴玉华

Choice数据显示，上周北上资金累计净流入25.84亿元，其中沪股通累计净流入11.88亿元，深股通累计净流入13.96亿元。

在上周北上资金可交易的三个交易日中，北上资金分别净流入11.05亿元、6.34亿元和上周五净流入43.23亿元。上周五市场的上涨让北上资金重获净流入并一举使周资金变为净流入。

从上周沪深港通上榜十大活跃成交股来看，沪市贵州茅台、恒瑞医药、中国国旅北上资金净卖出居前，分别净卖出15.29亿元、9.30亿元、5.30亿元，招商银行、伊利股份、兴业银行净买入居前，分别净买入3.46亿元、3.34亿元、1.83亿元。深市康美药业、格力电器、五粮液北上资金净卖出居前，分别净卖出4.13亿元、3.02亿元、2.75亿元，万科A北上资金净买入金额达到8.27亿元。

东方证券表示，当前时点主要面临三季报业绩增速放缓、股权质押风险暴露、海外市场波动等负面影响，另一方面，国内近期诸多政府机构公开表态，用政策来呵护市场的方向没有发生变化，因此需要继续关注年内政策对冲的角度。当前上证指数11.7倍市盈率，今年10%-13%左右的利润增速，11%-12%的ROE水平下，A股仍然具有吸引力和配置价值。

两融余额持续走低

□本报记者 吴玉华

截至10月19日，上交所数据显示，融资余额为4668.94亿元，较前一交易日减少32.65亿元，融资融券余额为4731.27亿元，截至10月18日，深交所数据显示，融资余额为2997.91亿元，较前一交易日减少24.8亿元，融资融券余额为3008.36亿元。

从截止10月18日的数据来看，两融余额持续减少，18日两市两融余额为7770.38亿元，连续7个交易日降低。

分析人士表示，两融作为场内杠杆资金，也是重要的增量来源，很大程度上反映了市场情绪和参与主体对大盘走势的预期，近期市场波动较大，融资客难免保持谨慎情绪，风险偏好下降。

中欧基金回顾历史大底发现，2001年以来A股一共出现过三次从熊市转为牛市的重要拐点。每一次股市见底都发生在市场极度悲观的时期，而拐点的到来也与改革高度相关，具体而言，2004年“股权分置改革+汇改”，2008年“经济刺激计划”以及2015年“双创和互联网+”都改变了中国的经济前景，由此形成的乐观预期推动股市上涨。2018年10月19日，高层发表重要讲话，大幅提振市场信心。信心比金子更重要，A股底部信号渐强。

三大期指全线上涨

□本报记者 吴玉华

上周五，三大期指全线上涨。截至上周五收盘，IH1810合约报2425.0点，上涨1.87%；IC1810合约报4091.4点，上涨1.08%；IF1810合约报3108.2点，上涨1.54%。上周五，三大期指均在低开后震荡上扬。

上周五期指成交持仓方面，IF1810合约成交量为11573手，成交额为106.38亿元，持仓为3670手，较上一交易日减少8118手。IH1810合约成交量为6781手，成交额为48.54亿元，持仓为2390手，较上一交易日减少5016手。IC1810合约成交量为5344手，成交额为43.07亿元，持仓为1337手，较上一交易日减少4332手。

瑞达期货表示，短期内有利空出尽的意味，政策面维稳和机构资金介入，预示短期股指反弹动能有望继续。同时，在内外因素主导下，近期A股在下跌斜率过大，也存在继续修复需求。

中国法视角下的D股股东权利

□杜律师事务所D股研究小组

D股指中国境内注册的股份有限公司境外发行并在中欧国际交易所D股市场上市的股票。D股发行须经过中国证监会批准，招股说明书须经过德国联邦金融监管局审核。

类别股东(D股股东及A股股东)享有的特别权利

根据相关法律法规，除发行的优先股外，境外上市外资股一般均为普通股，持有该种股票的股东与公司其他股东享有相同的权利。根据《到境外上市公司章程必备条款》(以下简称《章程必备条款》)，境外上市外资股股东和内资股股东视为不同类别股东，因此D股股东和A股股东各为一种类别股东。类别股东除享有普通股东的权利之外，其他主要的权利是通过类别股东会的行使。

1.召集

合计持有该类别股东会表决权股份10%以上的两个或者两个以上的股东可以提请董事会召集类别股东会。

2.须经类别股东会通过事项

公司拟变更或剥夺废除类别股东的权利，如增加或者减少该类别股份的数量、权利等，根据《章程必备条款》的要求，应当分别经股东大会和受影响的类别股东大会以特别决议的方式表决通过。类别股东会的决议，应当经由出席类别股东会议的占总表决权2/3比例以上的股东持有者表决通过。

普通股股东的重要权利

《章程必备条款》和《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)规定普通股股东享有表决权以及下列权利：(1)收取股利和其他形式的利益分配；(2)参加或者委派股东代理人参加股东会议，并行使表决权；(3)对公司的业务经营活动进行监督管理，提出建议或者质询；(4)依照法律、行政法规及公司章程的规定转让股份；(5)依照公司章程的规定获得有关信息；(6)公司终止或者清算时，按其所持有的股份份额参加公司剩余财产的分配；(7)单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东有权在股东大会召开十日前有权提出临时提案；(8)代表十分之一以上表决权的股东有权要求召开临时股东大会；(9)依据公司章程起诉公司、董事、监

事、经理和其他高级管理人员；(10)法律、行政法规及公司章程所赋予的其他权利。

根据《公司法》，股东出席股东大会会议，所持每一普通股享有一票表决权。股东可以委托代理人出席股东大会会议，代理人应当向公司提交股东授权委托书，并在授权范围内行使表决权。通常情况下，除公司发行优先股且对投票权进行特殊限制的情形外，中国法律对普通股股东的投票权不施加任何限制。住所地位于中国境外的D股股东在行使股东权利方面并未处于不利地位。根据中国法律，股东根据其持有并登记在股东名册上的股份数量和类别享有股东权利，履行股东义务。投资人相对于公司的地位并不受股票所在地的影响。

D股与A股股东权利的关系

从股东权利层面来看，A股和D股股东都各为一种类别股东，因而D股股东