

步入狂热还是走向结束

分析师

高凌智

0755-83516242

gaolz@cgws.com

但朝阳

0755-83515597

danzy@cgws.com

要点:

- 在大盘持续上涨的背景下,年线(2500点)压制产生的恐高心理加剧了近期股指的波动幅度。上周A股市场经历“先跌后涨、重回升势”的走势后,股指再度面临冲关选择,市场是步入狂热还是即将进入结束期呢?。通过梳理本轮市场上涨的脉络,我们判断年线只是数字象征,反弹并没有结束,维持2季度策略报告中提出的上涨将至2700点观点。倘若市场重现2007年的狂热情绪,股指的上涨有可能超出多数人的预期,“A股再度泡沫化后的去留”将成为新焦点。
- 审视近期基本面变化,本轮上涨的流动性基础、经济复苏趋势,并没有发生动摇。下周国民经济季度新闻发布会将公布3月份、1季度宏观数据,根据已经公布的部分数据以及收集整理市场预测,判断“实际数据将会符合甚至好于预期,经济仍处于环比上升趋势中,投资者对经济恢复的信心会得到强化”;逐月递增的信贷余额成为投资者对流动性充裕的感性判断根源,3月新增贷款余额1.89万亿由传闻到即将被证实,将对流动性的感知推向极致,在信贷、M1持续向上且没有出现下降拐点的情况下,不宜盲目判断A股处于上涨结束期。
- 如果从投资行为来定义一轮完整的上涨,09年3月中旬以后是成熟到狂热的阶段。如果下周A股站上年线后,投资者对于点位预期将更为大胆,届时才是狂热的深化阶段,资产泡沫化会再次走向我们。09年以来,A股新增开户数持续攀升,近期维持在35万户/周左右,已经达到2008年初的水平。周开户数50万户以上是市场狂热的历史表现水平。
- 基于基本面的最新变化,以及我们2季度策略报告中提出的资产配置原则。我们继续建议重点配置煤炭、金融、化工、有色金属行业。重点跟踪海运、商业零售、食品饮料行业因基本面新变化产生的下阶段机会。在题材股配置方面,建议激进投资者持续围绕新能源(尤其是太阳能产业链)题材、创投概念股题材进行选股操作。
- 风险提示:1 管理层执行控制信贷投放的新举措。2 管理层重启大型公司的IPO业务。3 其它旨在对股市狂热进行降温的调控措施。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

时间: 2009/04/06 至 2009/04/10

主要股指表现

指数名称	区间涨跌幅%	30日涨跌幅%
上证综指	1.01	15.23
深证成指	1.09	20.15
沪深300	0.97	18.51
上证B股	1.57	17.83
深证B股	0.88	15.67

表现最强行业

指数名称	区间涨跌幅%	30日涨跌幅%
餐饮旅游	5.91	20.14
煤炭	5.77	33.28
有色金属	5.24	26.12
信息设备	4.67	22.56
综合	4.50	22.34

表现最弱行业

指数名称	区间涨跌幅%	30日涨跌幅%
医药生物	0.53	9.23
房地产	0.51	26.88
电力水气	0.27	7.75
金融服务	-0.37	22.13
钢铁	-2.74	8.72

相关报告



每周策略

步入狂热还是走向结束

在大盘持续上涨的背景下,年线(2500点)压制产生的恐高心理加剧了近期股指的波动幅度。上周A股市场经历“先跌后涨、重回升势”的走势后,股指面临再度冲关的选择,市场是步入狂热还是即将进入结束期呢?

通过梳理本轮市场上涨的脉络,我们判断年线只是数字象征,反弹并没有结束,同时继续维持2季度策略报告中提出的反弹将至2700点的观点。在市场已经步入逼空式上涨的狂热阶段,倘若投资者重现2007年的狂热情绪,股指的上涨有可能超出多数人的预期。如果管理层近期不出现干预举措来为股市降温,那么我们下阶段讨论的重点将是“A股再度泡沫化后的去留”问题。

一: 经济复苏与流动性双轮驱动继续有效

本轮上涨具有基本面推动基础,第一是宽松流动性,第二是经济复苏,而此背后则是中国反周期调控政策取得的显著效果与投资者信心的逐步改善。从近期变化来看,基本面的变化仍处于持续强化中,并没有结束的迹象。

1、经济复苏预期继续得到强化

我们2季度策略报告中提出“宏观经济已经初现春意,尽管复苏之路仍将充满波折,但最坏的时刻即将过去”的观点后,对宏观经济数据进行了持续跟踪。4月16号,国家统计局举行“国民经济运行情况季度新闻发布会”,届时将发布3月份、1季度宏观数据,最新的宏观数据将对中国经济是否复苏做出最好的诠释。但在这之前,根据国家统计局发布的一季度全国企业景气指数(4月9号)、海关发布的3月进出口数据(4月10日)、国家电力调度中心发布的3月用电量(4月9号),以及我们收集整理市场预测数据,我们判断“实际数据将会符合甚至好于预期,经济仍处于环比上升趋势中,投资者对经济增长的恢复信心会得到强化”。

表1: 积极财政、宽松货币政策作用下,中国经济环比回升迹象明显

指标名称	频率	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01	09-02	09-03 实际与预测
采购经理指数(PMI)	月	48.4	48.4	51.2	44.6	38.8	41.2	45.3	49.0	52.4
PMI:新订单	月	46.2	46.0	51.3	41.7	32.3	37.3	45.0	50.4	54.6
PMI:新出口订单	月	46.7	48.4	48.8	41.4	29.0	30.7	33.7	43.4	47.5
非制造业PMI(商务活动)	月	58.1	53.8	58.1	56.7	45.4	48.9	51.0	41.9	55.7
M1(同比增长)	月	14.0	11.5	9.4	8.9	6.8	9.1	6.7	10.9	17.5
M2(同比增长)	月	16.4	16.0	15.3	15.0	14.8	17.8	18.8	20.5	25



人民币贷款余额（同比增长）	月	14.6	14.3	14.5	14.6	16.0	18.8	21.3	24.2	27
CPI（当月同比增长）	月	6.3	4.9	4.6	4.0	2.4	1.2	1.0	-1.6	-1.3
PPI（当月同比增长）	月	10.0	10.1	9.1	6.6	2.0	-1.1	-3.3	-4.5	-6
固定资产投资（累计同比增长）	月	27.3	27.4	27.6	27.2	26.8	26.1		26.5	28
出口总额（当月同比增长）	月	26.9	21.1	21.5	19.2	-2.2	-2.8	-17.5	-25.7	-17.1
进口总额（当月同比增长）	月	33.7	23.1	21.3	15.6	-17.9	-21.3	-43.1	-24.1	-25.1
工业增加值（当月同比增长）	月	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	5.7		3.8	8.5
工业企业利润（累计同比增长）	月		19.4			4.9			-37.3	
消费者信心指数:月	月	94.5	93.7	93.4	92.4	90.2	87.3	86.8	86.5	

数据来源：长城证券研究所

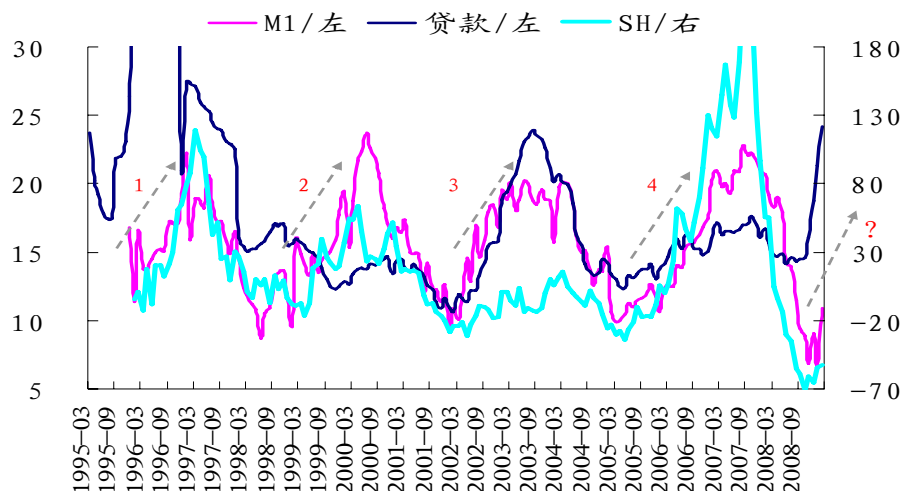
从近期全球经济的变化来看，各国对经济的刺激、救助力度逐步增强。3月23日，美国政府公布了总规模为1万亿美元的问题资产收购方案，以帮助处于停滞状态的金融体系尽快复苏。美国白宫首席经济顾问劳伦斯·萨默斯4月10日宣称，美国经济将很快结束“自由落体运动”；日本政府9日表示，拟实施日本历史上规模最大的年度补充预算案，补充预算案将包括15.4万亿日元（约合1540亿美元）经济刺激资金；欧美实体经济好转预期直接表现在了各国股市上，近期外围股指表现强劲。外围经济的好转预期，将增强投资者对外需恢复的信心。

尽管复苏之路曲折，但是环比上升的宏观数据将在短期内强化投资者对上市公司业绩恢复的乐观预期。我们判断下周公布的宏观数据，对大盘是正面影响，将推动股指步入狂热。

2、流动性释放超出预期

宽松货币政策实施后，逐月递增的信贷余额成为投资者对流动性充裕的感性判断。根据市场预期，3月人民币新增贷款余额将为剧增至1.89万亿，而2月为1.07万亿。从我们对信贷投放周期与A股上涨周期的相关性研究来看，信贷、M1与上证指数有非常强的相关性，在信贷、M1持续向上且没有出现下降拐点的情况下，我们判断A股市场仍处于流动性推动下的上涨趋势中。

图 1：M1、贷款余额、上证综指同比增速



数据来源：长城证券研究所

二、A 股反弹如何演绎：走向狂热

如果从投资行为的角度来定义一轮完整的上涨，美国著名的投资家“约翰·邓普顿”的概括是最有说服力的，“行情总在绝望中诞生，在半信半疑中成长，在憧憬中成熟，在疯狂中结束”。个人根据本轮上涨的情况进行了对应分段：08 年 11 月前后是绝望阶段，09 年 1 月是一个怀疑的阶段，09 年 3 月中旬以后是成熟到狂热的阶段。不能明确界定成熟与疯狂，是因为预测比总结更为模糊、困难，发生了的历史更容易描述。如果下周 A 股市场站上年线后，投资者对于点位预期更为大胆，我们则判断，那时才是狂热的深化阶段，考虑到业绩与估值束缚的实际情况，资产泡沫化将再次走向我们。

图 2：A 股上涨与投资者情绪变化

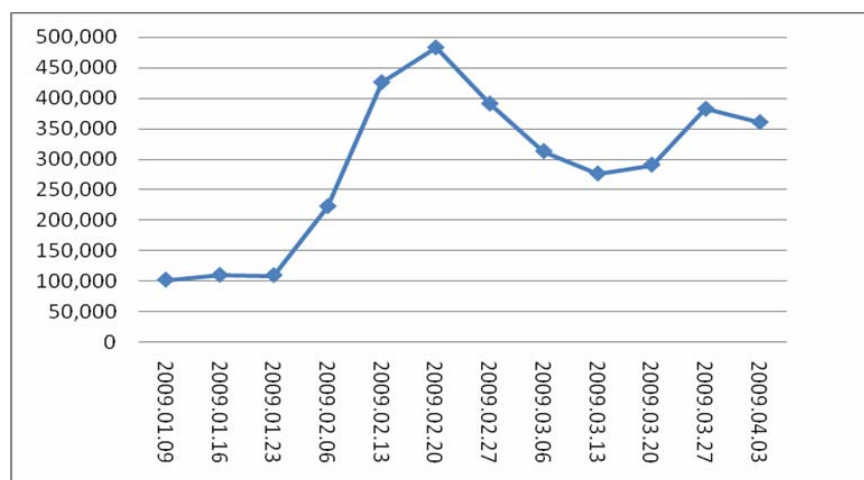


数据来源：长城研究所



为了进一步观察投资者的行为,我们统计了 09 年 1 月份以来,A 股新开户数的变化,发现投资者对于 A 股市场的热情已经有了显著改善。投资者对实体经济恢复的信心,A 股持续上涨产生的财富效应,不断加速了投资者向 A 股市场的渗入。2008 年下半年熊市氛围时,A 股市场新开户数只是维持在 15-20 万户/周左右。09 年以后 A 股新开户数持续攀升,近期维持在 35 万户/周左右,已经达到 2008 年初的水平。如果市场继续火爆,周开户数有望冲击 50 万户的水平。

图 3: A 股新增开户数持续增加



数据来源: 中证登 长城证券研究所

通过划分投资者情绪演化、A 股新开户数,我们认为 A 股市场确实存在走向狂热的基础。

三、我们是否过于乐观

做出 A 股反弹至 2700 点,同时假设市场进一步狂热后,股指上涨有可能超出多数人的预期的判断后。我们也对上述分析进行了反思,我们是否过于乐观。如何理解获利盘抛压、AH 溢价率牵制、宏观复苏证据尚不充分、中国去产能化过程步履维艰、业绩同比下滑压力、估值束缚等系列负面因素的引发的质疑。我们在分析问题时,是不是对论据进行了选择性采用、对正面因素进行了选择性暴露?

回顾 A 股市场每轮上涨的独有特征,虽然本轮上涨与 06 年开始上涨的背景完全不同,但是投资者在 A 股市场追逐回报时的情绪又有什么本质改变呢?对于 A 股市场,投资者对于环比上升的趋势关心,甚于经济的真正全面复苏与恢复。从 A 股历史的经验来看,真正终止大盘反弹上涨、进入持续调整期,或许在于管理层的降温调控措施实施。我们乐观判断跨越年线的上涨,但是我们也警惕 A 股狂热化或许带来的新一轮资产泡



沫。

四、资产配置：复苏资产与题材轮动

基于基本面的最新变化，以及我们 2 季度策略报告中提出的资产配置原则。我们继续建议重点配置煤炭、金融、化工、有色金属行业。重点跟踪海运、商业零售、食品饮料因基本面新变化所产生的下阶段机会。

在市场回落中，建议逢低吸纳可选消费品中的汽车、家电、信息设备、机械设备行业龙头个股。

在题材股配置方面，建议激进投资者持续围绕新能源（尤其是太阳能产业链）题材、创投概念股题材进行选股操作。相对于资产重组股的难以把握，我们认为上述题材的炒作具有非常强的持续性。

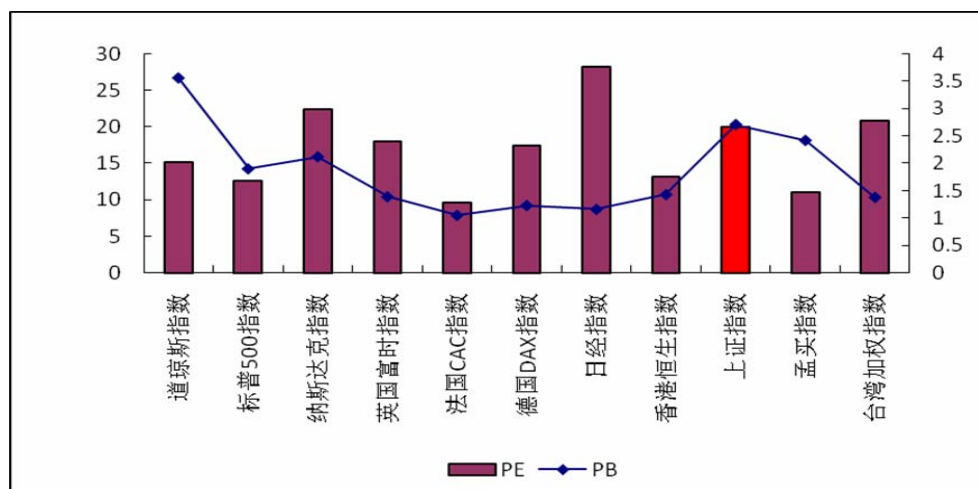
五、风险提示

上周市场因为担忧管理层调控信贷投放，进而影响到本轮反弹的重大基础——流动性环节，股指一度出现单边下滑。因此，风险应该得到持续重视。我们近期关注的有可能引发市场调整的两个信号在于：

- 1 管理层实施控制信贷投放的新举措。
- 2 管理层重启大型公司的 IPO 业务。
- 3 其它针对股市狂热进行降温的调控措施。

全球估值

图 4：全球 PE（滚动）、PB 估值水平比较



数据来源：Bloomberg 统计时间：2009/4/10



表 4：A 股行业估值比较

行业名称	总市值加权 P/E		PB		ROE	
	2008 (E)	2009 (E)	2008 (E)	2009 (E)	2008 (E)	2009 (E)
金融服务	15.24	13.94	2.46	2.11	16.12%	15.13%
煤炭	17.05	18.16	2.71	2.40	15.89%	13.23%
化工	36.09	18.49	2.66	2.35	7.38%	12.72%
钢铁	21.66	19.71	1.37	1.32	6.35%	6.71%
家用电器	27.98	21.16	2.87	2.60	10.27%	12.26%
房地产	29.26	21.64	3.12	2.68	10.67%	12.40%
建筑建材	36.96	21.81	2.82	2.50	7.64%	11.45%
商业贸易	27.07	22.21	3.27	2.86	12.06%	12.87%
交运设备	27.63	22.91	2.92	2.59	10.56%	11.30%
机械设备	33.89	24.76	3.99	3.35	11.78%	13.52%
纺织服装	32.08	25.45	2.81	2.53	8.75%	9.93%
食品饮料	41.06	26.43	5.31	4.56	12.93%	17.26%
医药生物	37.96	26.59	4.06	3.48	10.69%	13.07%
造纸家具	32.04	26.96	2.17	2.02	6.76%	7.47%
电力水气	--	27.33	2.65	2.44	0.25%	8.92%
信息设备	41.85	28.54	3.29	2.93	7.85%	10.28%
信息服务	15.42	28.59	2.99	2.71	19.41%	9.47%
交通运输	35.70	30.47	2.41	2.24	6.76%	7.35%
综合	56.18	32.87	4.74	3.89	8.43%	11.83%
餐饮旅游	45.57	34.25	3.32	3.07	7.28%	8.96%
农林牧渔	54.52	40.26	4.40	4.02	8.07%	9.98%
电子元器件	74.17	42.05	2.67	2.22	3.60%	5.28%
有色金属	66.93	53.15	3.72	4.31	5.55%	8.12%

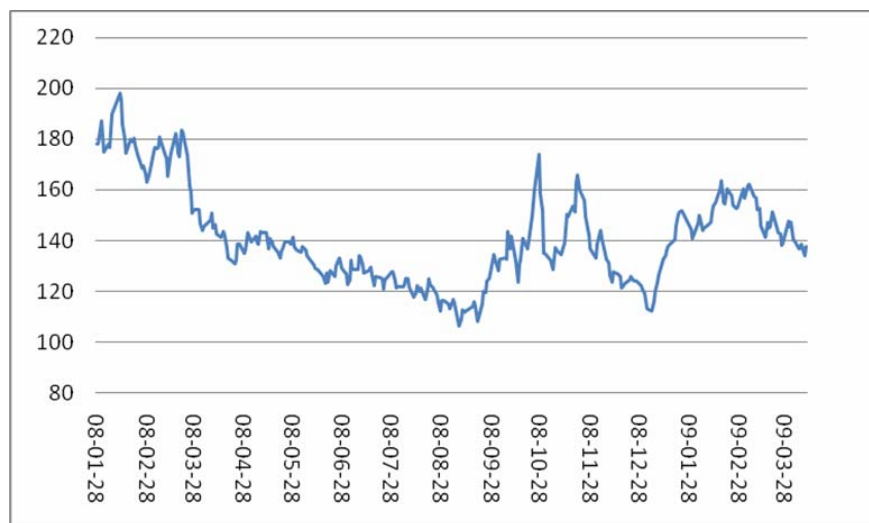
数据来源：朝阳永续业绩预测系统 统计时间：2009/4/10

A + H 观察

截止 04 月 10 日收盘，AH 溢价指数为 137.71。从溢价率历史分布来看，A 股溢价水平并不十分突出，短期内 AH 价差因素并不会成为限制 A 股上涨的主要因素。相反，个人认为如果中国经济复苏迹象在全球范围更为突出，H 股有可能成为新的投资洼地，吸引国际游资的流入，H 股市场中的国企股公司尤其值得关注。从个股溢价分布来看，溢价程度最大的个股仍旧是北人股份、南京熊猫为代表的绩差公司，而溢价程度比较低的公司依次是中国平安(0.92)、海螺水泥(0.95)、中国人寿(0.99)、中国铁建(1.05)、工商银行(1.06)。



图 6: AH 折溢价指数



数据来源: Bloomberg 统计时间: 2009/04/10

限售股流通统计

本周 A 股市场共有 59.49 (亿股) 限售股上市流通, 解禁市值合计 542.45 亿元。分类别来看, “股改” 形成的限售股占有绝对比重。解禁市值超过十亿的公司有 15 家, 解禁市值比重居前的公司分别是城投控股 (86.4 亿元)、东方电气 (63.2 亿元)、酒钢宏兴 (44.2 亿元)、中船股份 (25.2 亿元)、合肥三洋 (24.6 亿元);

部分属于市场热点的公司, 如科力远 (4 月 15 日)、皖维高新 (4 月 13 日)、钱江摩托 (4 月 11 日)、蓝新清洗 (4 月 17 日), 也将迎来数量不菲的解禁股, 值得投资者特别注意。

表 2: 限售股解禁周统计

股票代码	股票简称	流通时间	本期流通数量(万股)	待流通数量(万股)	流通股份类型	解禁市值(万元)
000800.SZ	一汽轿车	2009-04-11	8,138	78,166	股权分置限售股份	100,010
000831.SZ	关铝股份	2009-04-11	21,935	9	股权分置限售股份	145,212
000913.SZ	钱江摩托	2009-04-11	18,436	10	股权分置限售股份	79,277
000922.SZ	ST 阿继	2009-04-11	1,492	9,674	股权分置限售股份	8,058
600532.SH	华阳科技	2009-04-12	5,827	0	股权分置限售股份	36,420
600839.SH	四川长虹	2009-04-12	48,678	440	股权分置限售股份	222,458
000033.SZ	新都酒店	2009-04-13	8,166	2,116	股权分置限售股份	32,827
000043.SZ	中航地产	2009-04-13	2,761	5,602	股权分置限售股份	27,029
000607.SZ	华立药业	2009-04-13	944	6,610	股权分置限售股份	3,860
000722.SZ	*ST 金果	2009-04-13	7,058	121	股权分置限售股份	45,174
000755.SZ	山西三维	2009-04-13	13,041	7	股权分置限售股份	110,459
000833.SZ	贵糖股份	2009-04-13	2,420	4,621	股权分置限售股份	19,868
000996.SZ	中国中期	2009-04-13	4,586	3,284	股权分置限售股份	83,324



600055.SH	万东医疗	2009-04-13	8,986	0	股权分置限售股份	75,389
600063.SH	皖维高新	2009-04-13	10,731	0	股权分置限售股份	82,840
600072.SH	中船股份	2009-04-13	14,500	0	股权分置限售股份	252,727
600111.SH	包钢稀土	2009-04-13	4,037	27,382	股权分置限售股份	78,393
600169.SH	太原重工	2009-04-13	4,660	20,865	股权分置限售股份	118,737
600241.SH	辽宁时代	2009-04-13	530	4,945	股权分置限售股份	4,357
600287.SH	江苏舜天	2009-04-13	17,750	0	股权分置限售股份	117,504
600515.SH	ST 筑信	2009-04-13	2,436	2,101	股权分置限售股份	11,618
600556.SH	*ST 北生	2009-04-13	506	5,919	股权分置限售股份	2,273
600562.SH	高淳陶瓷	2009-04-13	420	1,794	股权分置限售股份	2,939
600566.SH	洪城股份	2009-04-13	1,542	2	股权分置限售股份	10,455
600983.SH	合肥三洋	2009-04-13	21,006	0	股权分置限售股份	244,092
000592.SZ	ST 中福	2009-04-14	11,415	35,140	股权分置限售股份	58,671
600256.SH	广汇股份	2009-04-14	3,095	36,314	股权分置限售股份	47,412
600461.SH	洪城水业	2009-04-14	700	6,594	股权分置限售股份	5,684
600649.SH	城投控股	2009-04-14	77,016	41,370	股权分置限售股份	861,804
000617.SZ	石油济柴	2009-04-15	1,198	11,981	股权分置限售股份	14,006
600386.SH	北巴传媒	2009-04-15	18,144	0	股权分置限售股份	221,175
600478.SH	科力远	2009-04-15	2,943	8,766	定向增发配售股份	55,034
000683.SZ	远兴能源	2009-04-16	3,859	16,739	定向增发配售股份	39,129
600005.SH	武钢股份	2009-04-16	72,750	470,280	认股权证行权	531,075
000522.SZ	白云山 A	2009-04-17	11,899	6	股权分置限售股份	86,271
000598.SZ	蓝星清洗	2009-04-17	7,373	0	股权分置限售股份	60,754
000880.SZ	山东巨力	2009-04-17	2,761	8,575	股权分置限售股份	21,757
600272.SH	开开实业	2009-04-17	4,315	596	股权分置限售股份	33,098
600307.SH	酒钢宏兴	2009-04-17	54,088	0	股权分置限售股份	441,355
600355.SH	精伦电子	2009-04-17	3,224	3,929	股权分置限售股份	14,249
600635.SH	大众公用	2009-04-17	4,739	23,697	股权分置限售股份	49,479
600803.SH	威远生化	2009-04-17	1,182	4,756	股权分置限售股份	9,812
600810.SH	神马实业	2009-04-17	23,417	0	股权分置限售股份	126,921
600875.SH	东方电气	2009-04-17	15,872	23,686	股权分置限售股份	632,323
600894.SH	广钢股份	2009-04-17	44,363	0	股权分置限售股份	199,191

数据来源: Wind 系统 统计时间: 2009/04/10



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>