

A 股借势调整 策略转向保守

——IPO 新规出台后的市场展望

分析师

高凌智

0755-83516242

gaolz@cgws.com

但朝阳

0755-83515597

danzzy@cgws.com

要点:

- 5 月中上旬 A 股指数连创新高后，本周出现持续下跌走势，获利回吐、大盘上涨预期兑现成为主要调整原因。在证监会“IPO 改革征求意见稿”心理冲击、经济 V 形复苏能否持续的争议背景下，我们判断短期内股指难以进入估值泡沫化阶段，2700 点具有阶段性顶部特征。
- 短期调整的理解。每当市场经过快速上涨之后，获利了结行为都会引发股指短期下跌。5 月单边上涨累积出大量获利盘。股指高位滞涨，造成获利盘抛售行为；在众多机构 2 季度市场预测中，将市场波动框定在：估值 20-25 倍，大盘上限 2700 点附近。尽管 5 月以后，基于估值将走向泡沫化的乐观判断，指数预期点位被普遍上调，但是谨慎投资者还是在预期兑现、发电量环比改善（认为经济复苏将出现波折）有限的考虑下，进行了获利减持。
- “IPO 改革征求意见稿”影响后的 A 股走势。短期心理冲击作用明显，将引发股指借势下跌调整，预期大盘在 2450 点附近形成下跌支撑，然后呈现持续性的低部震荡特征；下跌寻底后的 A 股发展方向，取决新股发行节奏、5 月宏观数据两个因素。5 月宏观数据关系到经济 V 型复苏向右侧延续的驱动力，对于 6 月股市有关键性影响。如果 PMI 继续向好、发电量等前期较差指标出现转好迹象，A 股将重会升势冲击 2700 点。倘若发电量继续环比扩大，PMI 环比乏力，我们对后市持悲观判断，认为股指调整的时间、空间将被延长，A 股新的转机将出现在“管理层推出超预期的经济刺激政策”之后。
- 投资策略与配置建议。在基本面因素出现新变化后，估值走向泡沫化的时间将被延迟，将前期较为“乐观”的策略修正至“保守”。仓位上，建议投资者在市场反弹时，进行减仓操作，仓位控制在 6 成左右。等待 5 月 PMI、发电量等指标明朗后，再确定操作方向。在资产配置上，建议投资者近期关注：天然气价格改革、成品油价格上调、化工产品价格上涨形成的短期交易性机会。跟踪电力股，尤其是小水电股的投资机会，根据最新的发电量变化进行选时操作。

时间：2009/05/18 至 2009/05/22

主要股指表现

指数名称	区间跌幅%	30 日涨幅%
上证综指	-1.80	9.15
深证成指	-1.95	11.54
沪深 300	-1.98	8.86
上证 B 股	1.27	10.54
深证 B 股	1.39	16.36

表现最强行业

指数名称	区间涨幅%	30 日跌幅%
有色金属	3.24	7.94
煤炭	0.98	28.33
餐饮旅游	0.55	14.97
机械设备	0.27	10.31
汽车与配件	-0.42	16.14

表现最弱行业

指数名称	区间涨幅%	30 日跌幅%
信息服务	-2.72	9.96
交通运输	-2.81	4.84
金融服务	-2.82	5.27
房地产	-3.25	17.43
医药生物	-4.02	7.47

相关报告

穿越短期干扰 混合上涨可期
2009 年 04 月 30 日
在震荡中等待经济的明朗
2009 年 04 月 27 日
调整方式仍需观察，操作偏向谨慎
2009 年 04 月 20 日
步入狂热还是走向结束
2009 年 04 月 13 日
短线存调整可能，行情仍有上行空间
2009 年 04 月 07 日
后期反弹将如何演绎
2009 年 03 月 30 日
通胀预期行情能走多远
2009 年 03 月 23 日

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。



每周策略

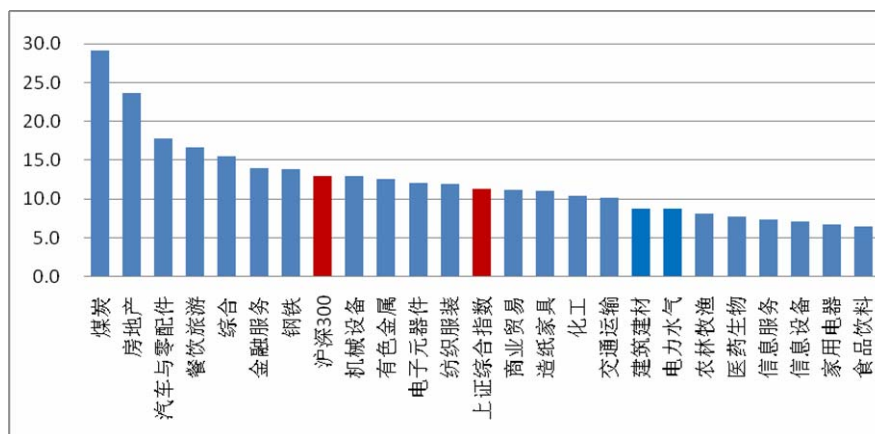
A 股借势调整 策略转向保守

5 月中上旬 A 股指数连创新高后，本周出现持续下跌走势，获利回吐、大盘上涨预期兑现成为主要调整原因。在证监会“IPO 改革征求意见稿”心理冲击、经济 V 形复苏能否持续的争议背景下，我们判断短期内股指难以进入估值泡沫化阶段，2700 点具有阶段性顶部特征。

一、短期调整的理解

1. 获利回吐引发正常调整。每当市场经过快速上涨之后，获利了结行为都会引发股指短期下跌。4 月 PMI 数据显示经济复苏扩张势头强劲后，做多情绪主导市场行为，大盘、行业在单边上涨中累积出大量获利盘。股指高位滞涨，很容易引发获利盘抛售行为。

图 1：大盘、行业阶段上涨表现（04.18—05.19）



数据来源：WIND 系统

2. 大盘上涨预期兑现的结果。在众多机构 2 季度市场预测中，将市场波动框定在：估值 20-25 倍，定位上限 2700 点附近。尽管 5 月以后，基于估值将走向泡沫化的乐观判断，指数预期点位被普遍上调，但是谨慎投资者还是在预期兑现、发电量环比改善（认为经济复苏将出现波折）有限的考虑下，进行了获利减持。

表 1：A 股主要指数估值水平

板块名称	样本股票	市净率	滚动市盈率	09 年市盈率	
				预测	样本股票
全部 A 股	1571	3.0	23.9	22.0	1217
沪 A	847	2.8	22.2	21.1	639
深 A	724	3.6	33.8	26.5	578



中小企业板	273	4.4	35.6	30.7	257
沪深 300	300	2.8	21.6	20.4	290

数据来源：天相系统 统计时间：2009-5-22

二、“IPO 改革征求意见稿”影响后的 A 股走势

1. 心理冲击作用，引发股指短期借势调整。从历史统计来看，IPO 重启后短期内对市场形成下跌影响。尤其是证监会新闻发言人提到，“在《指导意见》征求意见结束并正式发布后，即会安排新股发行。各相关机构应尽快熟悉《指导意见》的内容”，6 月新股开闸有非常大的可能性。

我们预期大盘将出现下跌走势，并在 2450 点附近形成下跌支撑，然后呈现持续性的低部震荡特征。

图 2：大盘、行业阶段上涨表现（04.18—05.19）



数据来源：腾讯财经

2. 下跌寻底后的 A 股发展方向，取决两个因素：新股发行节奏、5 月宏观数据。

新股发行节奏，具有行政调控性质，从长期视角来看并不是决定市场方向的主线，但是它对股指反弹的压制作用需要引起重视。

5 月宏观数据关系到经济 V 型复苏向右侧延续的驱动力，对于 6 月股市场有关键性影响。如果 PMI 继续向好、发电量等前期较差指标出现转好迹象，A 股将重会升势冲击 2700 点。倘若发电量继续环比扩大，PMI 环比乏力，我们对后市持悲观判断，认为股指调整的时间、空间将被加长，A 股新的转机将出现在“管理层推出超预期的经济刺激政策”之后。

尽管长期视角来看，经济逐季走强的趋势较为明朗，但是投资者对于每月宏观指标的过度关注还是左右着短期交易情绪，因此投资者对于本次调整的演变还是需要予以警



惕。

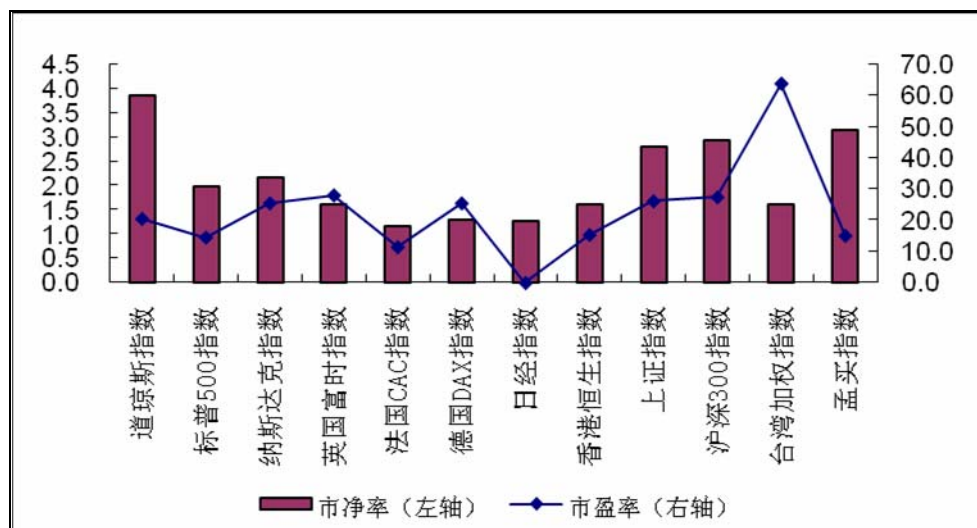
三、投资策略与配置建议

鉴于市场基本面因素出现新的变化，我们认为估值走向泡沫化的时间将被延迟，因此将前期较为“乐观”的策略修正至“保守”。仓位上，建议投资者在市场反弹时，进行减仓操作，仓位控制在6成左右。等待5月PMI、发电量等指标明朗后，再确定操作方向。

在资产配置上，建议投资者近期关注：天然气价格改革、成品油价格上调、化工产品价格上涨形成的短期交易性机会。跟踪电力股，尤其是小水电股的投资机会，根据最新的发电量变化进行选时操作。

全球估值

图：全球 PE（滚动）、PB 估值水平比较



数据来源：Bloomberg 统计时间：2009/5/22

表 4：A 股行业估值比较

行业	总市值加权 P/E			PB			ROE		
	2008 (A/E)	2009 (E)	2010 (E)	2008 (A/E)	2009 (E)	2010 (E)	2008 (A/E)	2009 (E)	2010 (E)
金融服务	15.9	14.2	12.7	2.6	2.2	1.9	16.04%	15.18%	14.58%
煤炭	20.1	21.2	17.5	3.2	2.8	2.5	15.87%	13.35%	14.50%
家用电器	39.0	22.7	18.7	3.4	3.0	2.7	8.71%	13.32%	14.18%
化工	53.6	22.9	18.3	3.0	2.7	2.4	5.65%	11.78%	13.01%
建筑建材	43.9	23.7	18.2	3.1	2.7	2.4	7.32%	11.39%	12.95%
钢铁	28.0	26.2	17.7	1.6	1.5	1.4	5.61%	5.75%	7.84%
商业贸易	37.2	26.3	21.2	3.8	3.2	2.8	10.79%	12.26%	13.29%



房地产	38.6	26.7	21.5	3.8	3.2	2.8	9.89%	11.94%	13.04%
交运设备	36.5	26.9	22.4	3.4	3.0	2.6	9.35%	11.08%	11.76%
电力水气	n. m.	28.1	22.0	2.9	2.5	2.3	-0.47%	9.06%	10.43%
食品饮料	50.5	28.4	23.3	5.7	4.7	4.0	11.30%	16.69%	17.10%
机械设备	39.3	29.0	24.3	4.5	3.9	3.4	11.70%	13.32%	14.09%
医药生物	44.8	29.4	23.4	4.4	3.8	3.2	9.93%	12.99%	13.71%
信息服务	17.1	29.8	25.2	3.3	3.0	2.7	19.81%	10.16%	10.77%
交通运输	60.9	32.4	24.3	2.7	2.5	2.2	4.46%	7.70%	9.26%
造纸家具	44.8	34.5	25.8	2.4	2.3	2.1	5.59%	6.68%	8.28%
信息设备	64.6	34.5	27.5	3.6	3.3	3.0	5.61%	9.61%	10.85%
纺织服装	54.3	36.9	29.3	3.2	2.9	2.8	5.87%	7.76%	9.39%
餐饮旅游	58.9	39.1	32.1	3.9	3.5	3.2	6.59%	8.85%	9.83%
综合	70.0	41.4	33.9	5.3	4.0	3.6	7.67%	9.71%	10.57%
农林牧渔	109.0	51.3	38.5	4.4	4.0	3.6	4.03%	7.77%	9.44%
有色金属	86.0	60.3	38.9	4.1	4.4	22.0	4.73%	7.27%	56.65%
电子元器件	n. m.	63.3	38.2	3.1	3.1	2.9	-3.62%	4.93%	7.59%

数据来源：朝阳永续业绩预测系统 统计时间：2009/5/22

A + H 观察

截止 5 月 22 日，A/H 股溢价指数为 128.12。从个股溢价分布来看，溢价程度最大的个股为 st 洛玻、S 仪化、北人股份代表的绩差公司，而溢价程度比较低的公司依次是中国平安（0.89）、中国铁建（0.97）、中国人寿（0.97）、海螺水泥（0.97）、工商银行（1.01）。

图 3：AH 折溢价指数



数据来源：Bloomberg 统计时间：2009/05/22

限售股流通统计



本周共有 43.24 亿股限售股上市流通，解禁市值合计约 1016.3 亿元，是限售股解禁规模较大的一周。有 15 只个股解禁市值规模在 10 亿元以上，尤其突出的是贵州茅台，解禁市值占本周解禁规模 50% 左右。

表 5：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)
600774.SH	汉商集团	2009-05-23	4,441	1,159	股权分置限售股份	24,783
600539.SH	狮头股份	2009-05-23	1,150	9,694	股权分置限售股份	7,326
000401.SZ	冀东水泥	2009-05-24	39,827	29,988	股权分置限售股份	588,646
600685.SH	广船国际	2009-05-24	17,665	0	股权分置限售股份	375,383
600475.SH	华光股份	2009-05-24	11,820	800	股权分置限售股份	178,833
600522.SH	中天科技	2009-05-24	7,826	5,000	股权分置限售股份	121,464
600433.SH	冠豪高新	2009-05-24	8,080	0	股权分置限售股份	68,438
600756.SH	浪潮软件	2009-05-24	3,065	0	股权分置限售股份	43,519
600519.SH	贵州茅台	2009-05-25	48,868	0	股权分置限售股份	5,591,466
600161.SH	天坛生物	2009-05-25	25,031	0	股权分置限售股份	490,613
600569.SH	安阳钢铁	2009-05-25	101,031	37,545	股权分置限售股份	402,104
000301.SZ	东方市场	2009-05-25	32,519	0	股权分置限售股份	172,026
600888.SH	新疆众和	2009-05-25	13,275	1,000	股权分置限售股份	153,989
000039.SZ	中集集团	2009-05-25	16,593	62	股权分置限售股份	144,361
000012.SZ	南玻 A	2009-05-25	2,688	22,186	股权分置限售股份	48,679
000807.SZ	云铝股份	2009-05-25	5,268	46,389	股权分置限售股份	40,351
002240.SZ	威华股份	2009-05-25	3,662	19,338	首发原股东限售股份	32,960
000888.SZ	峨眉山 A	2009-05-25	2,352	8,818	股权分置限售股份	22,860
600987.SH	航民股份	2009-05-25	4,235	17,085	股权分置限售股份	21,135
600389.SH	江山股份	2009-05-25	990	10,184	股权分置限售股份	14,870
600691.SH	ST 东碳	2009-05-25	572	2,127	股权分置限售股份	3,572
600251.SH	冠农股份	2009-05-26	6,038	740	股权分置限售股份	145,826
000877.SZ	天山股份	2009-05-26	9,759	341	股权分置限售股份	123,555
002238.SZ	天威视讯	2009-05-26	3,600	16,401	首发原股东限售股份	54,540
000948.SZ	南天信息	2009-05-26	3,250	9,545	定向增发机构配售股	40,300
600419.SH	*ST 天宏	2009-05-26	2,956	0	股权分置限售股份	20,956
002242.SZ	九阳股份	2009-05-28	4,559	15,441	首发原股东限售股份	119,074
002243.SZ	通产丽星	2009-05-28	3,364	8,715	首发原股东限售股份	32,766
000538.SZ	云南白药	2009-05-29	23,917	5,005	股权分置限售股份	820,339
002244.SZ	滨江集团	2009-05-29	18,282	73,718	首发原股东限售股份	199,635
000680.SZ	山推股份	2009-05-29	3,809	12,346	股权分置限售股份	41,021
000802.SZ	北京旅游	2009-05-29	1,375	6,350	股权分置限售股份	14,835
600355.SH	精伦电子	2009-05-29	538	3,392	股权分置限售股份	2,871

数据来源：Wind 系统 统计时间：2009/05/22



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>