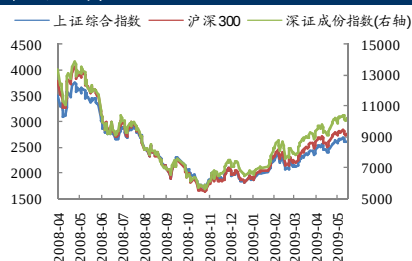


## 6月A股投资策略

### 联系人

| 桑俊                    | 钟精腾                     | 张莹花                     | 邹璐                     | 张韬                       |
|-----------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|--------------------------|
| 电话: 0755-83707385     | 电话: 0755-83716750       | 电话: 0755-83706284       | 电话: 0755-83707473      | 电话: 0755-83705129        |
| 邮件: sangj@ghzq.com.cn | 邮件: zhongjt@ghzq.com.cn | 邮件: zhangyh@ghzq.com.cn | 邮件: zoul01@ghzq.com.cn | 邮件: zhangt01@ghzq.com.cn |

### 市场走势



### 相关报告

《震荡格局延续，择机买入优势企业》  
——2009年5月A股投资策略  
2009年4月

《关注FAI拉动下的盈利增长和投资取向》  
——2009年二季度A股投资策略报告  
2009年3月

《布局增长确定的政策受益行业》  
——2009年3月A股投资策略  
2009年2月

### 分析师申明:

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 5月冲高回落，涨幅收窄，成交递减，显示大盘经过连续五个月的上涨之后，技术性的调整压力渐显。值得关注的是，一些有注资重组预期的个股备受市场追捧，预计注资重组热仍将成为6月份市场一大亮点。
- 进入5月份以来，美国、日本和欧盟众多宏观经济数据陆续公布，缓解了市场对于发达国家经济继续大幅下滑的忧虑。同时，随着世界经济收缩的趋势好转，日本和欧盟二季度经济增速跌幅有望显著收窄，出口、消费和工业生产都将有所改善。
- 在目前出口没有实质复苏、消费平稳增长的情况下，我国经济持续回暖取决于政府主导的固定资产投资和新增贷款的增速。虽然短期经济回暖进程有所起伏，5月份先行指标可能出现分化，部分指标出现了有所反复。但在外围经济最坏时期已经过去的背景下，我们认为中长期经济增长态势仍将稳健向上。
- 房地产消费再杠杆化。根据居民中长期贷款占贷款余额的比重以及居民还旧房贷占新增房贷的比例来进行敏感性分析，其结果证实在央行适度宽松的货币政策以及居民消费杠杆增大的趋势下，2009年房地产销售额有望超过2007年。
- 随着翘尾因素的减少，主要商品价格触底回升。我们认为CPI同比增速将逐渐上行，7月份以后回升速度可能加快，至第四季度CPI就将由负转正，我国将正式迈入通胀。
- 经济增长相关数据的反复以及企业盈利增速放缓可能会在短期影响市场预期，与不太具有吸引力的估值水平、IPO开闸后资金分流预期等一起制约证券市场的继续上行。因此，我们认为6月份的证券市场将维持宽幅震荡的市场格局。
- 我们建议投资者关注证券市场震荡期间的买入机会，逢低增持金融和房地产行业相关企业。尽管考虑到通胀可能于第四季度带来，但是绝大部分受益于通胀的基础性制造业仍然面临较大的产能过剩行业，我们认为相关上市公司盈利短期难以反转，但是可能存在政策利好出台带来的交易性机会。

## 宽幅震荡有望延续

5 月冲高回落，涨幅收窄，成交递减，显示大盘经过连续五个月的上涨之后，技术性的调整压力渐显。煤炭、新能源、石油等能源类个股涨幅居前，成为五月大盘上涨的主要动力；银行等超级大盘股出现轮补动涨，但市场追涨意愿明显不足而难成气候；而四月大涨的通信、医药、医药流通、生物制品、商业等五月逆市下跌。值得关注的是，一些有注资重组预期的个股备受市场追捧，预计注资重组热仍将成为 6 月份市场一大亮点。

尽管近期相关经济数据可能有所反复，但是我们对经济走势仍然长期看好，尤其是下半年居民消费的再杠杆化值得期待，汽车和房地产消费可能继续超出市场预期，另外终端需求回暖将带动强周期行业的盈利改善。但是今年证券市场经过连续 5 个月的上涨之后，上涨动力明显不足，尽管近期研究员纷纷调高上市公司盈利预测，但是估值水平仍然面临上行压力。因此，针对于 6 月份证券市场格局而言，我们认为仍然以震荡为主，前期累计涨幅较大的行业面临一定的调整压力。

表 1 5 月份指数及板块表现一览

| 大盘表现    |       |         | 资金流向  |       |       | 强势板块   |       | 弱势板块 |       |
|---------|-------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|------|-------|
| 名称      | 涨幅    | 收盘      | 名称    | 换手率   | 涨幅    | 名称     | 涨幅    | 名称   | 涨幅    |
| 深证 B 指  | 11.47 | 406.99  | 煤炭    | 84.65 | 15.52 | 煤炭     | 15.52 | 通信   | -5.78 |
| 上证 B 指  | 6.92  | 173.76  | 医药流通  | 75.67 | -2.8  | 电气设备   | 13.88 | 铁路运输 | -4.15 |
| 深证成指    | 6     | 10072.6 | 有色    | 70.7  | 7.99  | 石油     | 13.71 | 保险   | -3.26 |
| 深证 100R | 5.97  | 3424.65 | 酒店旅游  | 61.89 | 8.2   | 新能源    | 12.86 | 医药流通 | -2.8  |
| 深证综指    | 5.74  | 876.58  | 电气设备  | 61.47 | 13.88 | 深证 B 指 | 11.47 | 医疗器械 | -2.75 |
| 上证指数    | 4.84  | 2597.6  | 医药    | 57.81 | -1.42 | 新材料    | 9.98  | 建材   | -1.8  |
| 沪深 300  | 4.49  | 2740.68 | 汽车及配件 | 53.91 | 9.35  | ST 板块  | 9.51  | 医药   | -1.42 |
| 上证 180  | 4.19  | 6063.58 | 房地产   | 48.19 | 9.28  | 汽车及配件  | 9.35  | 生物制品 | 0.08  |
| 中小板综    | 3.94  | 4126.01 | 证券    | 51.17 | 5.57  | 房地产    | 9.28  | 交通运输 | 0.32  |
| 上证 50   | 3.8   | 1967.66 | 石油    | 45.68 | 13.71 | 航天军工   | 9.11  | 商业   | 0.66  |

资料来源：天相、国海证券研究所

## 主要发达国家宏观经济数据向好催生市场乐观情绪

进入 5 月份以来，美国、日本和欧盟众多宏观经济数据陆续公布，缓解了市场对于发达国家经济继续大幅下滑的忧虑。同时，随着世界经济收缩的趋势好转，日本和欧盟二季度经济增速跌幅有望显著收窄，出口、消费和工业生产都将有所改善。

### 美国经济领先指标露出回升苗头

美联储公布的针对于美国 19 家规模最大银行的压力测试结果好于市场预期, 19 家银行均没有破产倒闭危险, 但是美国各大银行在未来两年中可能遭受的亏损总额高达 5992 亿美元, 其中抵押贷款损失总额占到 1855 亿美元。尽管市场预计压力测试有些乐观, 但是如果压力测试的结果与事实差距不大的话, 我们预计美国银行业高盈利的现实将使其很快可以消化完大部分抵押贷款损失。美国银行业 2008 年拨备前盈利 1846 亿美元, 拨备为 1744 亿美元, 2008 年实际仅盈利 102 亿美元; 2007 年拨备前盈利 1692 亿美元, 拨备为 692 亿美元, 2007 年实际盈利为 1000 亿美元。按美国银行业 07、08 年的拨备前的盈利水平, 美国银行业将最少需要三年时间可以消化完大部分抵押贷款损失。因此, 我们认为美国银行业最坏时期已经过去。未来仍有巨额的证券损失减值, 但资产减值将会以可以预见的速度进行。

4 月份美国经济领先指标 (LEI) 结束了 7 个月以来的持续下跌, 从底部回升, 10 个成份指标中有 7 个指标出现了好转。经济领先指标回升的主要原因在于周平均工作时间从 3 月份的 39.1 小时上升为 39.6 小时, 周平均首次申请失业救济人数从 3 月份的 65.8 万下降为 62.4 万。我们通过分析 1978 年以来的 3 个经济周期发现经济咨商局领先指标在 3 轮经济周期中均能提前经济复苏出现拐点, 平均早于经济复苏 3-6 个月出现拐点。但在目前美国失业率仍不断上升的情况下, 我们不排除构成领先指标 25.7% 指标——周平均工作时间出现反复, 从而影响领先指标的进一步回升。因此, 我们认为领先指标需要持续回升 3 个月才能确认经济回升态势确立。

表 2 4 月份美国经济领先指标 (LEI) 结束了 7 个月以来的持续下跌

| 领先指标构成               | 占比    | 3 月      | 4 月      | 对领先指标影响 |
|----------------------|-------|----------|----------|---------|
| 美国经济咨商局领先指标          | 100%  | 98.0     | 99.0     | +       |
| M2 货币供应量 (十亿美元)      | 35.3% | 6855.0   | 6809.9   | -       |
| 周平均工作时间 (小时)         | 25.7% | 39.1     | 39.6     | +       |
| 美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差 | 10.4% | 2.6      | 2.8      | +       |
| 消费品与原材料新增订货量 (百万美元)  | 7.6%  | 115619.0 | 115851.0 | +       |
| 供货方交货业绩 (%)          | 6.7%  | 43.6     | 44.9     | +       |
| 前 500 家公司股价          | 3.8%  | 757.1    | 848.2    | +       |
| 周平均首次申请失业救济人数 (千)    | 3.1%  | 658.0    | 624.4    | +       |
| 消费者信心预期指数            | 2.8%  | 53.5     | 63.1     | +       |
| 住房建筑许可 (千)           | 2.7%  | 511.0    | 494.0    | -       |

|                   |      |         |         |   |
|-------------------|------|---------|---------|---|
| 非防御型资本货物新订单（百万美元） | 1.9% | 32695.0 | 32568.0 | - |
|-------------------|------|---------|---------|---|

资料来源：美国经济咨商局、国海证券研究所

美国实体经济仍然焦灼。消费方面，4 月份零售月环比下跌 0.4%，比 3 月份的-1.1%的跌幅有所缩小，反映目前零售状况依然不乐观；但 5 月份密歇根消费者信心指数从 4 月份的 65.1 上升到了 67.9。进出口方面，美国 3 月份贸易赤字从上月的 261 亿美元上升至 276 亿美元。进口环比下降 1%，出口较上月下降 2.4%，3 月份贸易赤字较上月上升了 15 亿美元，出口降幅快于进口降幅是贸易赤字上升的原因，但资本品进口下降 1.4%，明显低于过去 6 个月以来 5%的平均降幅，表示企业设备支出的萎缩速度正慢慢放缓。工业生产方面，4 月份工业产出环比下降 0.5%，比 3 月份的-1.5%的下跌幅度有所放缓；PMI 指数由 3 月份的 31.4 上升到 40.1。就业方面，失业率由 3 月份的 8.5%进一步上升至 8.9%，但失业率增加的速度已经有所放缓，非农就业人数变化由 3 月份的-66.3 万降为-53.9 万。

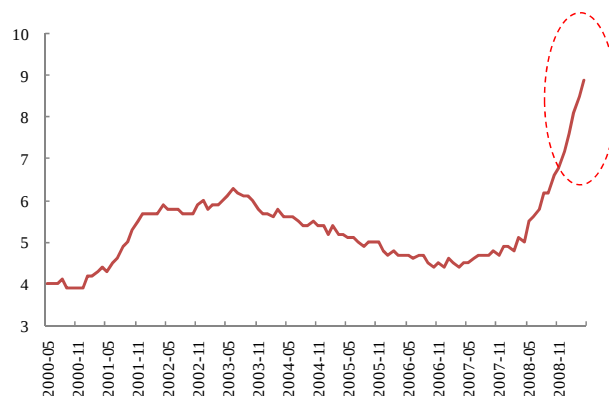
从目前的经济数据来看，4 月份的经济状况已经比 3 月份有明显的改善，但经济好转的信号依然微弱，美国经济并未走向实质复苏。原因主要在于：消费增长将受制于不断升高的个人储蓄率和失业率。历史上家庭净资产与个人可支配收入比与储蓄率表现出很强的相关关系，当家庭净资产与个人可支配收入比越高，则个人储蓄率就会越低。由于 2008 年底以来，资产价格大幅度下跌，预计个人储蓄率有可能会回升至历史平均 8%的水平。在目前失业率不断上升的情况下，我们可以预计个人可支配收入难以大幅上升。在个人可支配收入不变或减少的情况下，增加储蓄率的办法只有削减消费。

图 1 个人储蓄率预计将上升至 8%



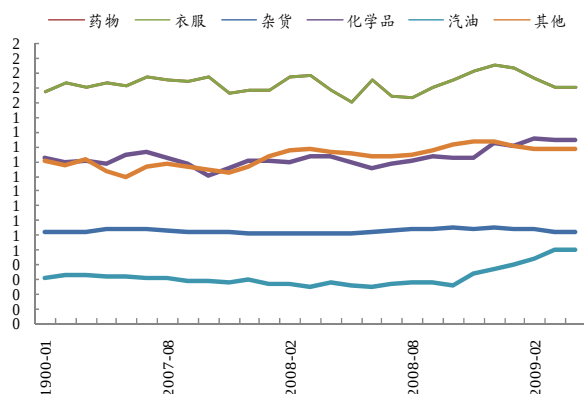
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 2 失业率预计将上升至 10%



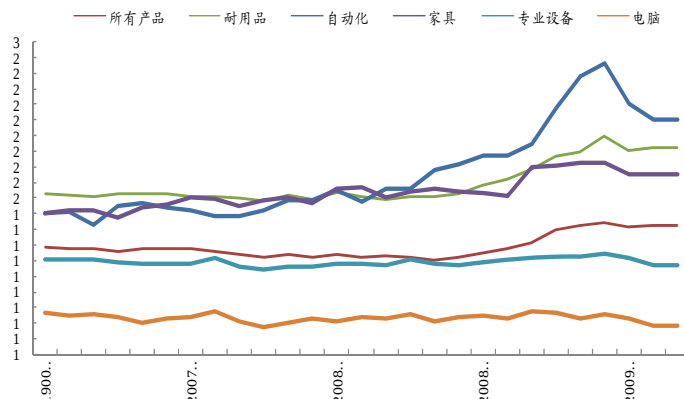
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 3 3 月份批发贸易业非耐用品库存销售比



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 4 3 月份批发贸易业耐用品库存销售比



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

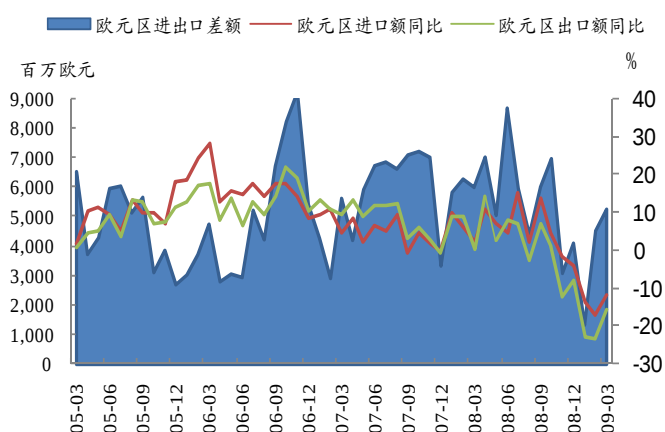
## 欧元区经济情绪指数结束了近两年下跌趋势

欧盟经济委员会调查显示，目前欧元区信贷市场借贷活动依然不活跃，但是对预测 GDP 走势具有重要先行意义的指标经济情绪指数 4 月份已经结束了近两年的持续下跌趋势，从 1 季度的 64.7 上升为 67.2，二季度欧元区经济有可能触底回升。

目前欧元银行间同业拆借率和银行隔夜掉期利率 3 个月平均之差，从 4 月份的 80 个基点左右进一步下降为 58 个基点，已经回到 07 年 10 月份的水平。虽然仍然高于正常时期的约为 10 个基点的水平，但反映银行之间对交易对手的信用风险和流动性风险的规避意愿已经大大降低。

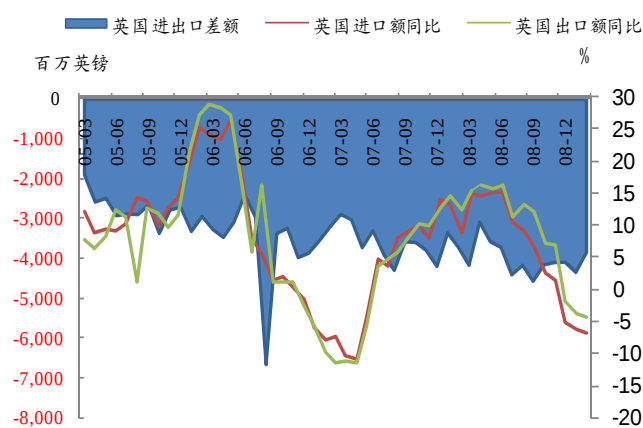
欧元区 09 年第 1 季度 GDP 同比下降了 4.5%，环比下降了 2.5%，年化环比跌幅达 9.8%，创历史最高跌幅，去年第 4 季度 GDP 环比跌幅为 1.6%。欧元区第 1 季度的 GDP 大幅下跌主要是由于 1、2 月份的 GDP 大幅下挫造成，3 月份出口、消费和工业产值等都有所改善。出口方面，欧元区进出口同比增速 1、2 月份大幅下跌以后，3 月份已经开始有所反弹，3 月份贸易顺差额为 52.4 亿欧元。消费方面，零售额环比已经连续 6 个月环比负增长，3 月份为 -0.6%，环比有所回升。同时 4 月份消费者信心指数进一步反弹，从 3 月份的 -33.7 上升为 -31.3，预示着未来消费有可能好转。工业产出方面，3 月份工业产出扭转持续环比下跌趋势，上升为 -2%，产能利用率依然持续下跌。4 月份的 PMI 指数从 3 月份的 33.9 大幅上升为 36.8，主要原因是目前欧元区的库存同样在大幅下降，我们预计厂商和零售商回补库存将使工业产出和产能利用率有所回升。我们认为欧元区经济最坏的阶段已经过去，欧元区经济大幅下滑的风险已经排除。

图 5 欧元区进出口 3 月企稳，仍为贸易顺差



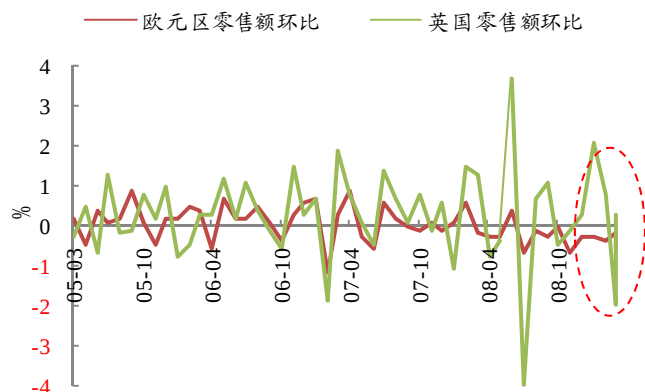
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 6 英国 3 月份进出口仍快速下滑



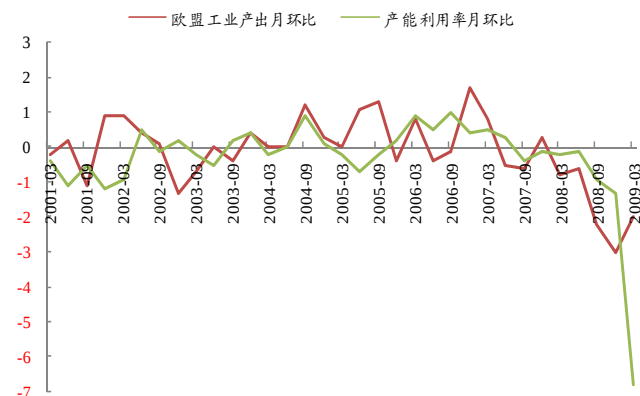
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 7 欧元区和英国 3 月零售额环比回升



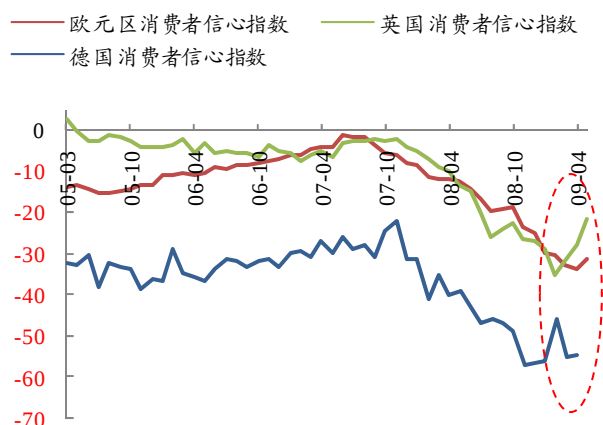
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 8 欧元区产能利用率有望止跌



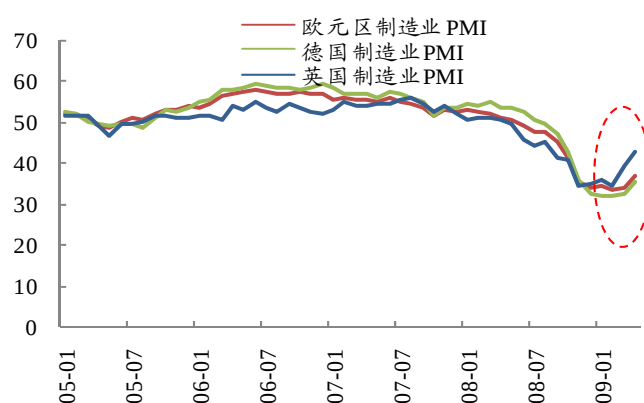
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 9 4 月欧元区消费者信心指数见底回升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

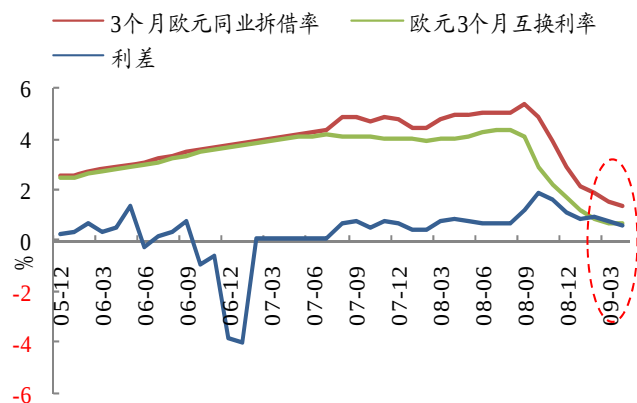
图 10 4 月欧元区 PMI 指数见底回升



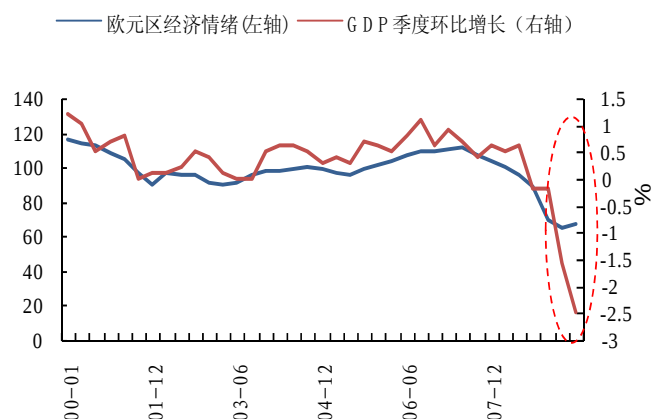
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 11 欧元银行间利差回复至危机前水平

图 12 4 月份欧元区经济情绪指数提前 GDP 见底回升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

### 未来日本经济大幅下滑的可能性非常小

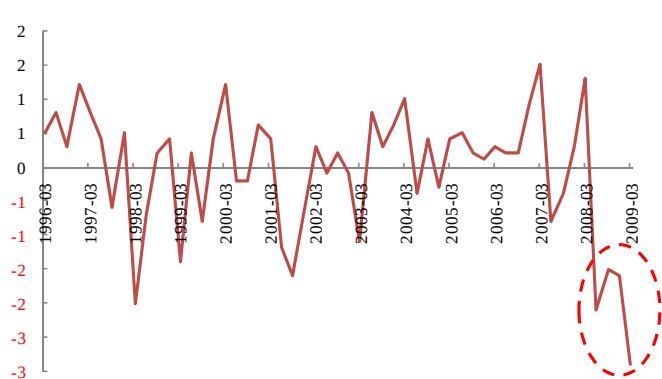
日本内阁府 20 日发表的今年第一季度日本国内生产总值(GDP)初步统计报告显示，**按年率计算**，扣除物价变动因素，一季度日本经济与去年第四季度相比下降 15.2%，2008 年第四季度日本经济按年率计算为负增长 12.1%，今年一季度日本出口比上季度下降 26.0%，设备投资下降 10.4%，跌幅均为历史最高。当季个人消费下滑 1.1%。日本经济连续两个季度出现两位数跌幅，下滑幅度之深创战后纪录。

但我们认为日本一季度的 GDP 大幅下滑主要是由于 1 月份和 2 月份出口和消费的大幅下滑造成，进入 3 月份以来，出口和消费部分都出现了触底企稳的迹象。出口方面，我们仍然认为由于日本的出口的结构以高档和耐用消费品为主，在全球经济去杠杆化的情况下，预计日本出口部分需要相当长的时间来恢复，依然存在小幅下滑的风险。消费方面，3 月份零售同比增长已经触底反弹，4 月份的消费者信心指数已经是自 1 月份以来连续 3 个月回升，我们仍然认为由于日本的储蓄率比较高，消费者不存在去杠杆的压力，日本消费方面继续大幅下滑的可能性非常小。工业生产方面，目前日本的产品库存和库存销售比从高位持续下跌，拉动了日本产能利用率环比从低位开始回升，从 2 月份的月环比-11.9%上升为 3 月份的 0.8%。虽然目前的工业产值同比增速依然很低，3 月份同比下降了 38.4%。我们认为产能利用率的提高将有助于未来工业产值触底回升。

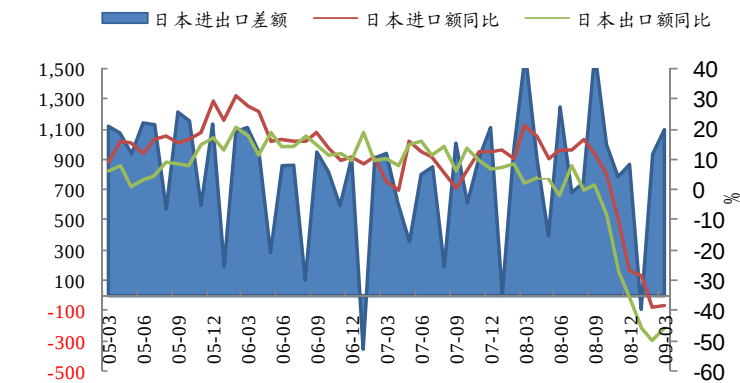
根据我们前面的分析，我们认为日本经济最糟糕的阶段已经过去，未来经济大幅下滑的风险非常小。同时据日本央行(Bank of Japan)发布的 5 月份月度经济报告显示，日本央行上调了对整体经济形势的评估，为 2006 年 7 月以来首次，认为经济恶化步伐可能会逐步放缓。

图 13 1 季度日本 GDP 快速下滑

图 14 3 月份日本进出口止跌



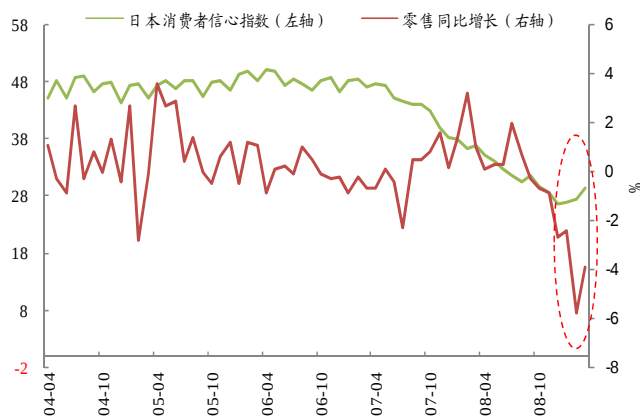
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所



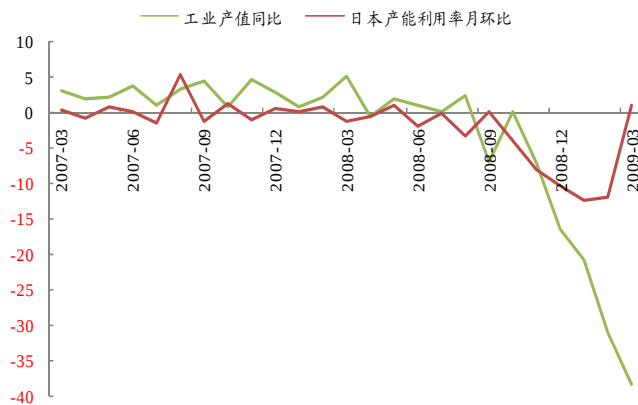
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 15 4 月日本零售同比增长和消费者信心指数触底反弹

图 16 3 月份日本产能利用率开始回升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

### 国内经济回暖中的结构调整——相关经济数据将有所反复

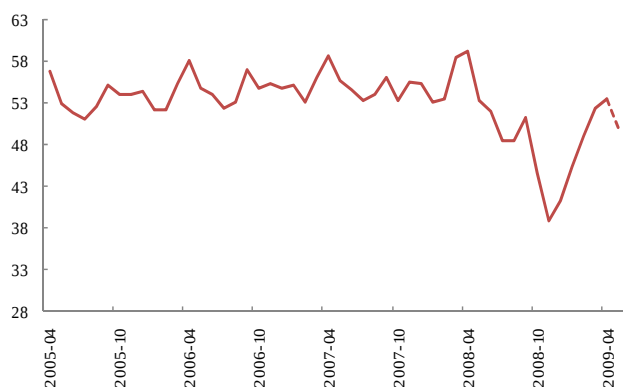
在全球经济最坏时期已经过去和我国经济持续回暖的预期下，4 月底以调整不同项目的资本金比例为契机，我国再一次进入了政策密集期，经济结构调整以及消费促进的政策将尤为值得关注。但是考虑到经济回暖的基础不够稳固，我们预计 5 月份的部分先行指标有可能会有所反复。

工业增加值同比增速有所波动，但是趋势稳定向上。4 月份，全国规模以上工业企业增加值同比增长 7.3%，低于我们之前预期 4 月份工业增加值将延续 3 月份回升态势的判断，回落的主要原因是机电产品、奢侈品和其余一些产能过剩的行业（电解铝、粗钢等等）工业增加值同比下滑态势比较明显。但已经走出了去年 11 月份单月工业增加值同比增速 5.4% 的泥潭，经济企稳态势进一步明确。

另外我们所采用的五个先行指标开始出现分化。我们的宏观小组判断：PMI 指数受季节因素和第三批 700 亿中央投资项目没有按预期下达的影响，可能出现回落，预计为 50.0；原材料、燃料、动力购进价格指数虽然受石油价格环比大幅上升影响，但滞后于国际油价上涨约 1 个月，去年基数高的原因将使该价格指数进一步下跌；沿海主要港口货物吞吐量指标受外围消费低迷拖累，仍将维持低位徘徊的态势；固定资产投资同比增速在地方项目的推动下，预计将小幅上升为 38%；M1 和 M0 同比增速之差在目前央行仍然维持宽松的货币政策的基调下，将小幅上升为 7.2%。

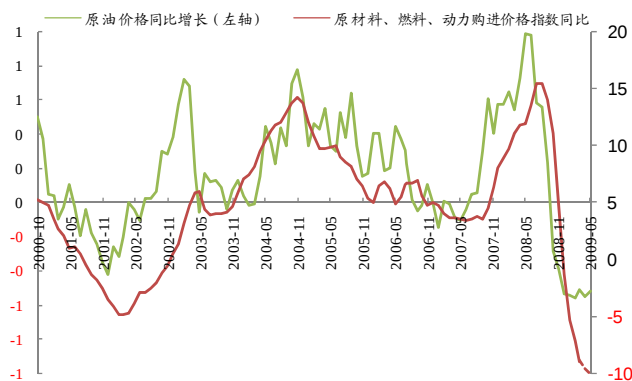
5 月份先行指标开始出现分化，部分指标出现了有所反复。在目前出口没有实质复苏、消费平稳增长的情况下，我国经济持续回暖取决于政府主导的固定资产投资和新增贷款的增速。虽然短期经济回暖进程有所起伏，但在外围经济最坏时期已经过去的背景下，我们认为中长期经济增长态势仍将稳健向上。

图 17 4 月份 PMI 指数上升到 53.5, 5 月份有可能回调



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 18 4 月份原材料、燃料、动力购进价格指数同比增长-9.6%



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 19 沿海主要港口货物吞吐量与出口商品的同比增速高度一致

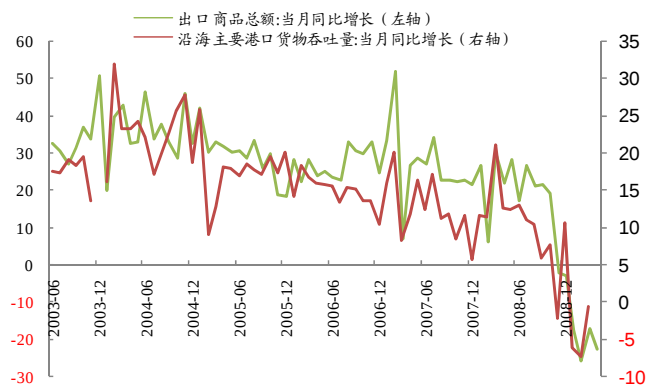
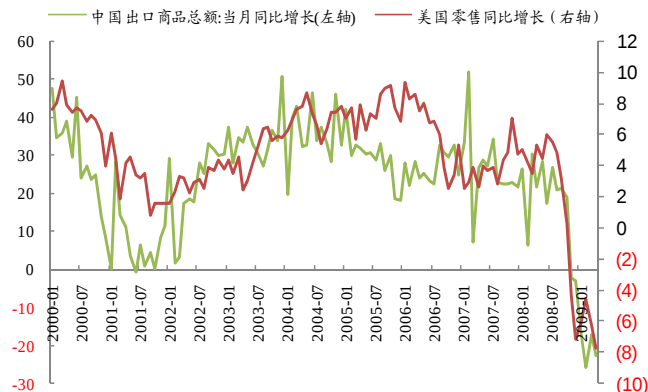
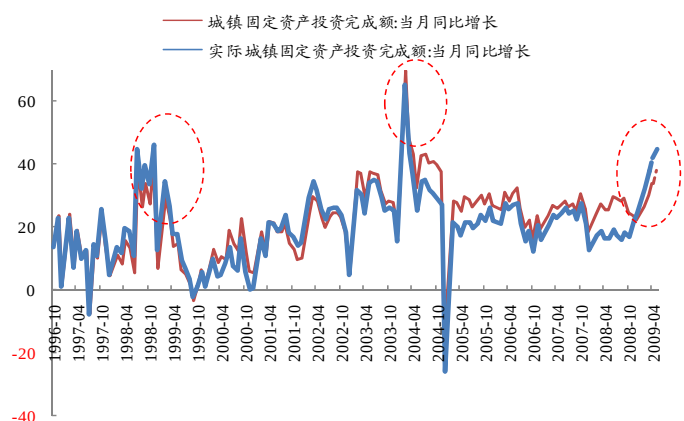


图 20 美国零售提前约 2 个月反映中国出口商品同比增速变化



资料来源：WIND、国海证券研究所

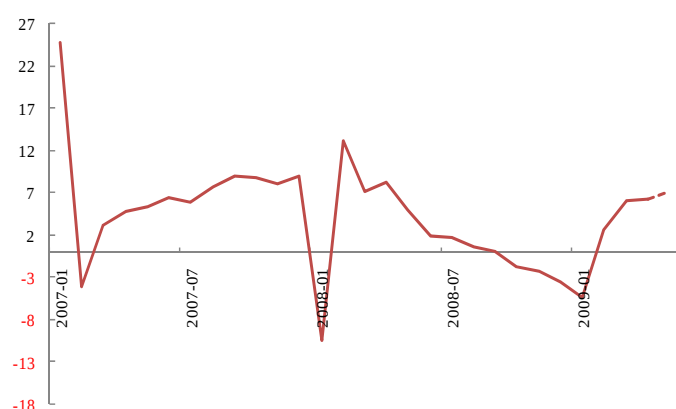
图 21 4 月份城镇固定资产投资完成额当月同比增长 30.3%



资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

图 22 4 月份 M1-M0 同比增速之差上升到 6.22%



资料来源：WIND、国海证券研究所

## 通胀离我们远么？——可能将于四季度重临

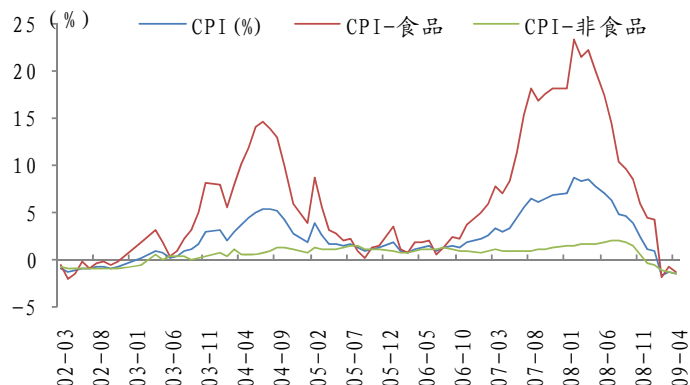
从消费品价格看，导致 CPI 下行的几大主要因素正在逐渐减小，其中，翘尾因素对 CPI 同比的下拉作用正日益降低，而猪肉价格已渐近底部，国家更是为防止肉价的进一步大幅下滑制定了相关应对政策，同时国内粮油价格的逐渐走高也将带动油脂价格回升，房地产的回暖则将带动相关领域价格走高。

在 CPI 食品中，猪肉价格下跌对 CPI 的下拉作用接近尾声。近期猪粮比已跌破 6:1，而且正向 5:1 逼近，预计国家很快将出台调控措施，防止生猪价格过度下跌。若生猪价格企稳，则猪肉价格下跌空间也已较小，即使下跌也将有政策保驾护航，对 CPI 的下拉作用已接近尾声。除了肉禽及其制品价格同比降幅很大外，还有油脂类价格同比降幅也很大，不过近期粮油类期货一直在向上回升，而且也出现相关企业上调价格，油脂价格也将逐渐走上回升通道，同比可能很快回升。而食品类别中的其他产品价格同比降幅逐渐趋缓，有的甚至出现较大回升，多数已同比为正。因此，主要下拉 CPI 同比下行的食品因素也将逐渐回归上升区间。

在 CPI 非食品类别中，居住类价格降幅最大，其中又主要是水、电及燃料价格降幅最大。我们认为随着房地产的回暖，房地产相关领域的价格也将逐渐上行。同时，国际原油期货价格的持续回升将逐步传递至下游的相关产业，如交通运输业等，而这将带来相应价格的上调。

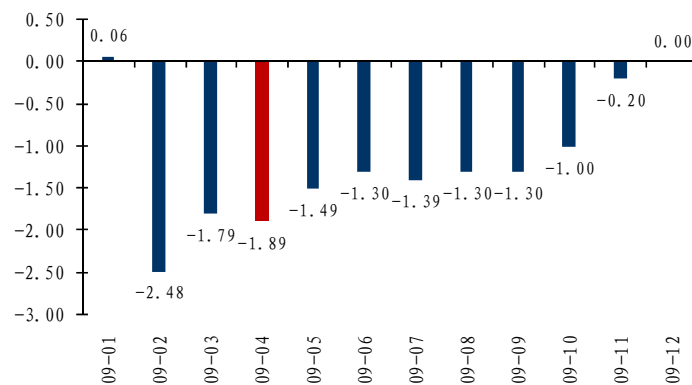
综上所述，我们认为 CPI 同比增速将逐渐上行，7 月份以后回升速度可能加快，至第四季度 CPI 就将由负转正，我国将正式迈入通胀。

图 23 4 月份 CPI 重又回落, 但是未超过 2 月的低点



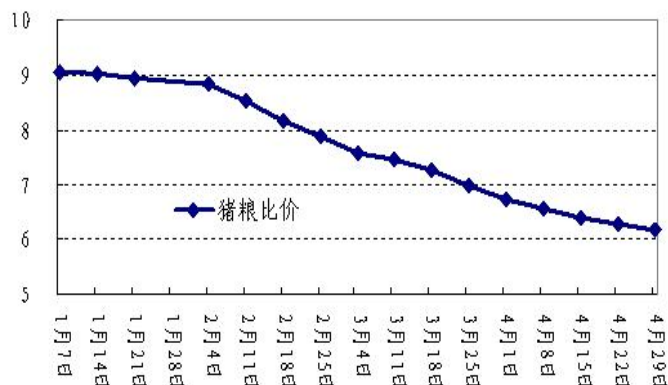
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 24 翘尾因素对 CPI 同比增速的影响将越来越小



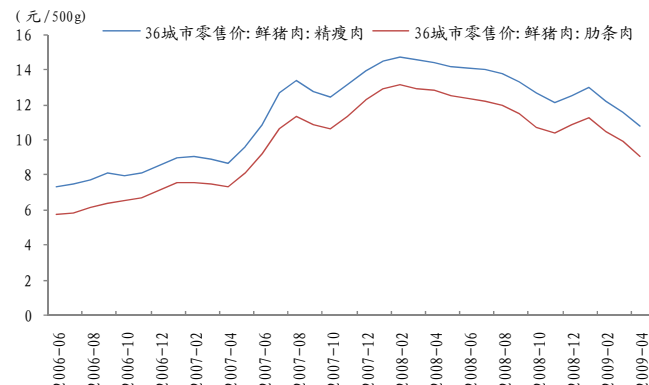
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 25 4 月底猪粮比价已逼近 6: 1 的生猪生产盈亏平衡点



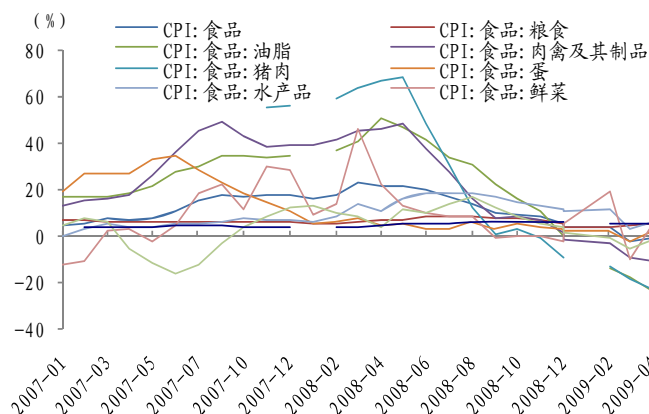
资料来源: 发改委、国海证券研究所

图 26 36 城市猪肉零售价格自去年 2 月至高点后逐渐回落



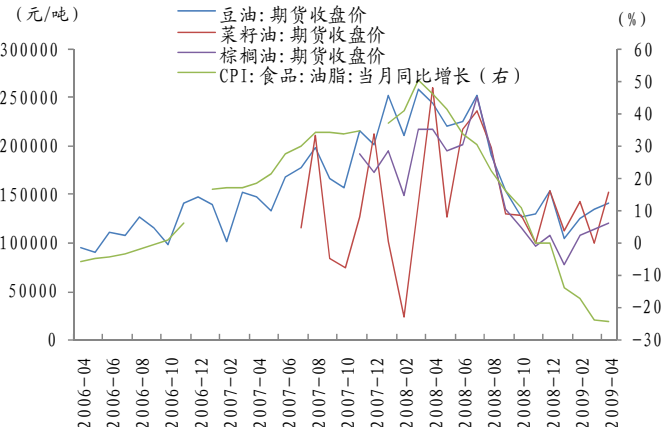
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 27 CPI 食品中肉禽类及油脂价格



资料来源: WIND、国海证券研究所

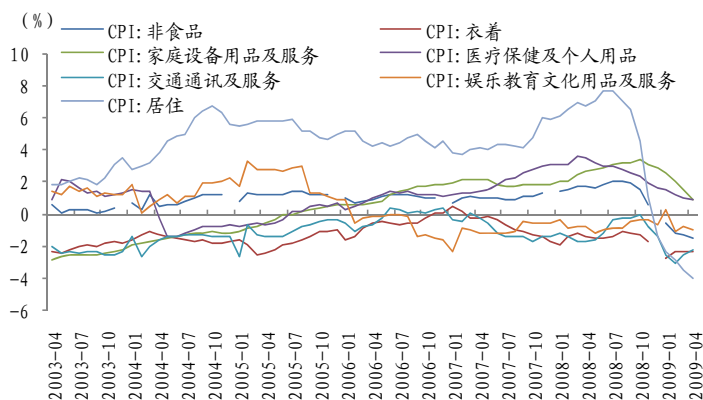
图 28 豆油等食油类期货价格近期逐渐回升



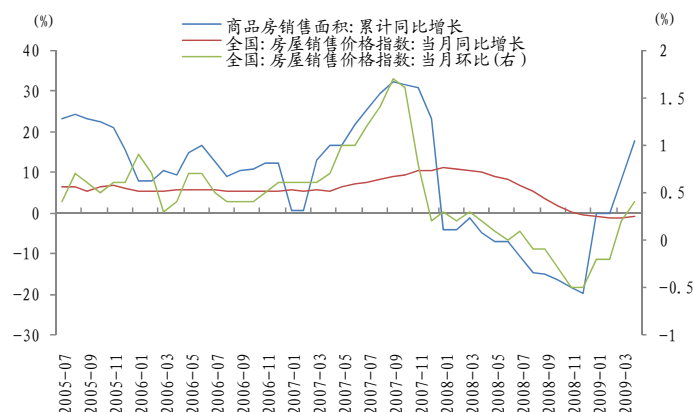
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 29 CPI 非食品各个类别同比增速走势

图 30 房地产回暖带动房价环比大幅回升, 同比也止跌回稳

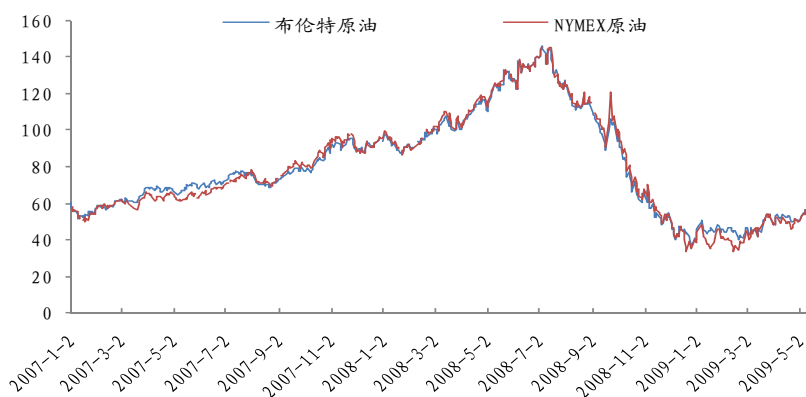


资料来源：WIND、国海证券研究所



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 31 国际原油期货价格逐渐上扬



资料来源：WIND、国海证券研究所

### 哪些可能超预期？——房地产消费再杠杆趋势明显

2009 年前 4 个月房地产销售额远超市场预期，政府去年以来陆续出台的房地产利率优惠和税费优惠利好，加上经济好转预期下居民消费倾向的提高，直接导致了今年依赖房地产销售市场的显著回暖。目前市场的主流观点在于，房地产市场当前的量价齐升的态势不可持续，未来价升量跌会使得房地产销售的未来趋势存在一定变数。相对而言，我们认为由于房地产一级、二级、三级市场都开始次第活跃，政府土地出让的进程将逐步加快，但是考虑到 2007 年以来房地产企业的拿地规模和房地产开发周期，房地产市场供给的加快将有效抑制房价的上涨空间，使得未来房地产销售相对稳定。

我们对房地产销售量的预判主要是建立于对居民消费贷款分析的基础之上。从目前居民资产负债表来看，我国居民消费的杠杆主要来自于对住房和汽车的消费，其中汽车消费主要以短期贷款为主。根据央行

定期公布的按部门分类的金融机构人民币信贷收支表的数据来看，我国居民消费贷款存在着以下几个特点：

1. 在居民消费贷款中，房地产和汽车消费贷款占据了接近 90%的比重，仅在 2008 年略微下滑至 85%左右。但是考虑到汽车消费贷款和房地产消费贷款的不同贷款期限，其中居民汽车消费贷款主要集中于短期消费贷款，而住房消费贷款主要集中于中长期消费贷款。我们预计居民中长期贷款中房地产消费贷款的占比超过 90%。

2. 居民中长期消费贷款在全部贷款余额比重保持稳定。从 2007 年至今，尽管房地产市场出现了大幅调整，并且其间央行还对商业银行信贷投放进行了窗口指导，但是居民中长期消费贷款占比保持稳定，均值为 10.65%。

3. 居民中长期新增贷款要远小于房地产新增销售额。依据政府对房地产贷款首付比率和贷款利率下浮比率的政策，我们假定 2007、2008 和 2009 年居民购置住房时平均首付比例分别为 40%、35%和 30%，另外假设一次性现金购房比例为 10%，以此计算出来的新增房地产消费贷款仍然远大于居民中长期贷款增量。

因此，尽管按照房价收入比和房价租金比所计算的水平要远高于国际平均水平，但是我国居民房地产贷款的还款速度要远高于市场预期。从当前房地产新增销售和居民中长期贷款的比例来看，居民每个月旧房贷还款能够覆盖绝大部分的新增住房贷款。

4. 经济和收入好转预期下，居民住房消费还旧房贷的速度放缓，而新增房贷的速度大大加快。

(1) 考虑到去年下半年以来消费者对未来经济增长和收入增速预期的大幅恶化，因此纷纷降低住房消费贷款的杠杆，直接导致新增中长期消费贷款的降幅远大于房地产销售贷款的降幅，我们认为主要是由于消费者在经济预期不明朗的情况下加快了按揭还款的力度。

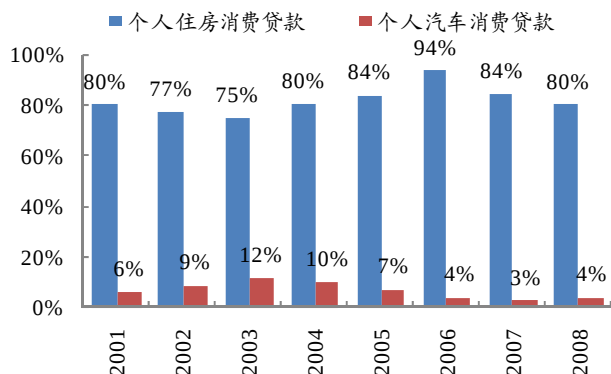
(2) 进入 2009 年之后，随着消费者对经济复苏信心的增强，房地产销售额在前 4 个月超过 2007 年达到历史新高，同时居民中长期消费贷款也呈现出明显的加速扩张趋势。因此，我们判断经济低迷时居民降低消费杠杆，而经济复苏后提高消费杠杆的趋势仍将持续，以此支撑未来房地产销售额的持续。

我们继续上文的假设，同时假设居民住房贷款占居民中长期贷款的比重为 90%。另外，央行按照既定的货币政策目标不变，即 2009 年新增信贷投放 8 万亿。那么，根据居民中长期贷款占贷款余额的比重以及居民还旧房贷占新增房贷的比例来进行敏感性分析，其结果证实在央行适度宽松的货币政策以及居民消费杠杆增大的趋势下，2009 年房地产销

售额有望超过2007年（2.5万亿）。

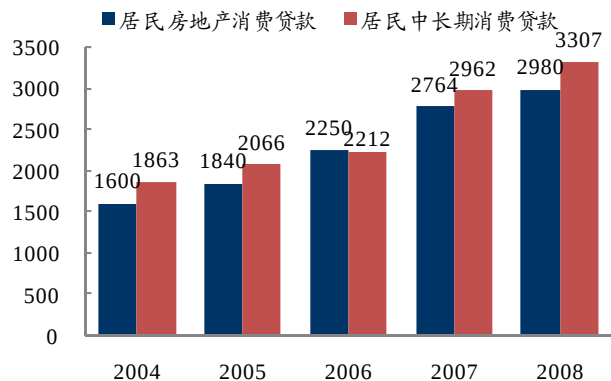
出于对今年房地产销售额较快增长的预期，我们认为房地产下游的家具、建筑及装潢材料、家电及音像器材等行业以及房地产投资加快带来的建材、机械、钢铁等行业的销售增长有望超出市场预期。

图 32 居民住房和汽车贷款占居民消费贷款比重



资料来源：CEIC、中国人民银行、国海证券研究所

图 33 居民住房消费贷款与居民中长期贷款余额



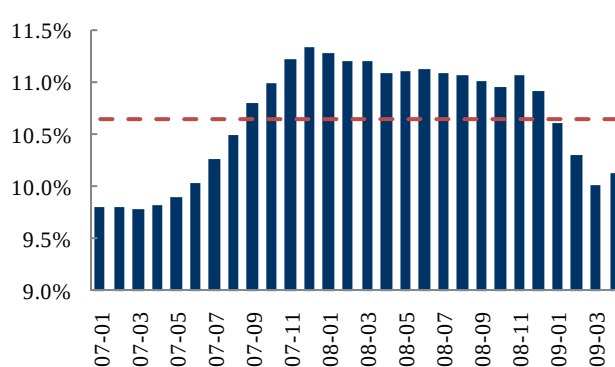
资料来源：CEIC、中国人民银行、国海证券研究所

图 34 住宅销售额与居民中长期贷款



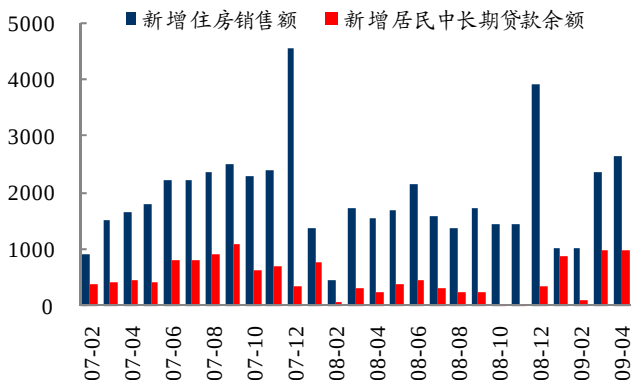
资料来源：WIND、中国人民银行、国海证券研究所

图 35 居民中长期消费贷款占贷款余额保持稳定



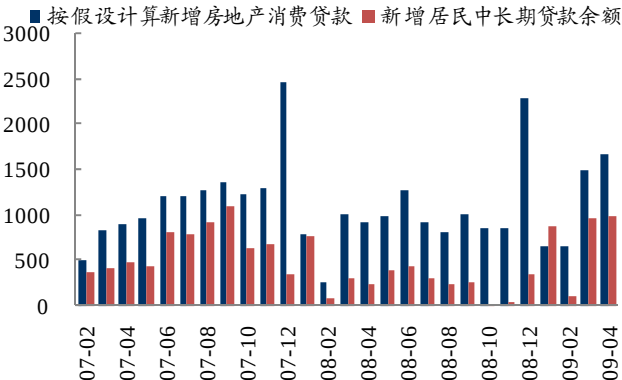
资料来源：CEIC、中国人民银行、国海证券研究所

图 36 新增住房销售额与新增居民中长期贷款余额变化趋势



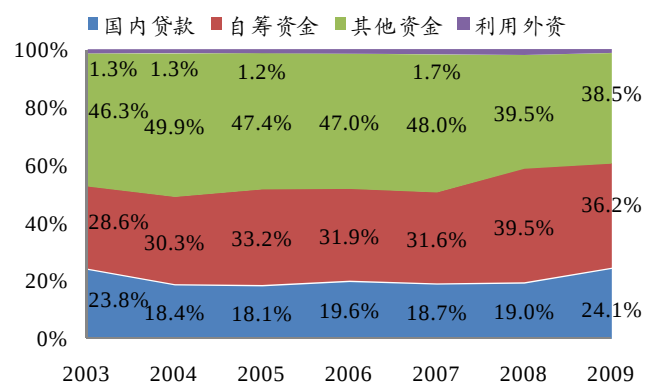
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 37 假设条件下的新增房地产消费贷款变化趋势



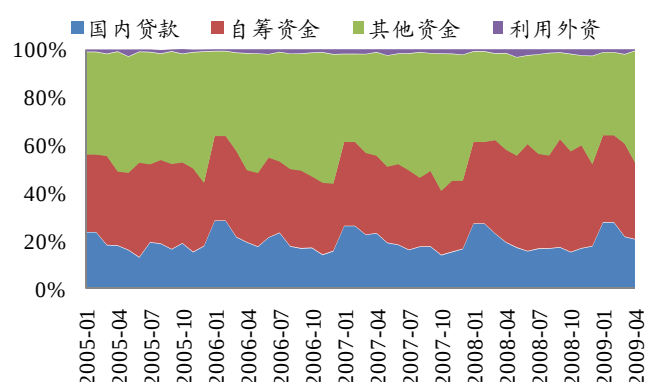
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 38 房地产开发贷款资金来源年度累计占比



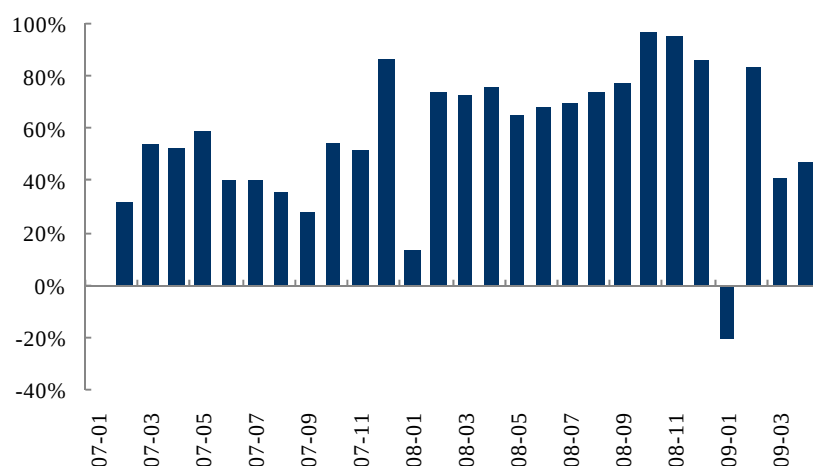
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 39 房地产开发贷款资金来源月度占比



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 40 居民还旧房贷占假设条件下新增房贷的比例



资料来源：国海证券研究所

表 3 2009 年房地产成交额的敏感性分析

|                                 |     | 居民中长期贷款余额占全部贷款余额比重 |        |        |        |        |        |
|---------------------------------|-----|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                 |     | 10.50%             | 10.60% | 10.70% | 10.80% | 10.90% | 11.00% |
| 旧房贷还款<br>占假设条件<br>下应新增房<br>贷的比重 | 35% | 17425              | 18361  | 19297  | 20233  | 21170  | 22106  |
|                                 | 40% | 18289              | 19303  | 20317  | 21332  | 22346  | 23360  |
|                                 | 45% | 19310              | 20417  | 21523  | 22630  | 23736  | 24843  |
|                                 | 50% | 20536              | 21753  | 22970  | 24188  | 25405  | 26622  |
|                                 | 55% | 22034              | 23387  | 24739  | 26091  | 27444  | 28796  |

资料来源：国海证券研究所

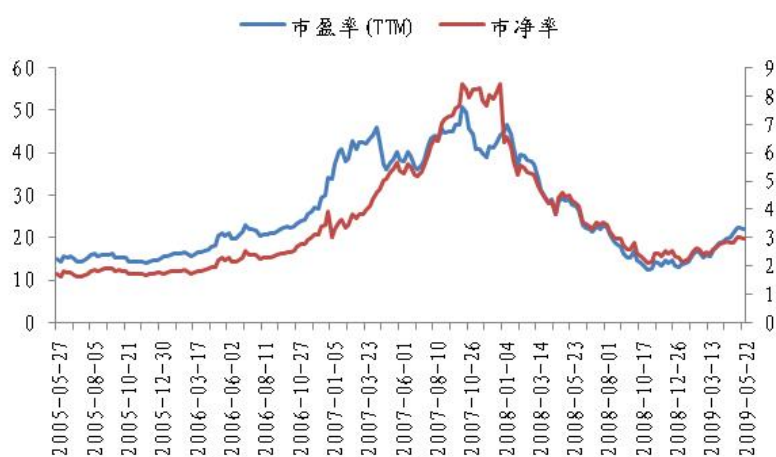
### 市场压力——估值水平随股指“水涨船高”

较去年低点，本轮反弹行情累计涨幅超过 60%，A 股市场的估值水平也“水涨船高”：截止至 2009 年 5 月 25 日，全部 A 股市场的市盈率

(TTM) 为 22.15 倍，市净率(2009 年 1 季报)为 2.88 倍。目前 A 股市场估值水平高于境外大多数股市：成熟市场方面，道琼斯工业指数的 PE 为 20.46 倍，标准普尔 500 指数为 14.5 倍。新兴市场方面，以金砖四国的巴西和印度为例，巴西圣保罗证交所指数和孟买 SENSEX30 指数 PE 分别为 21.17 倍和 15.18 倍。

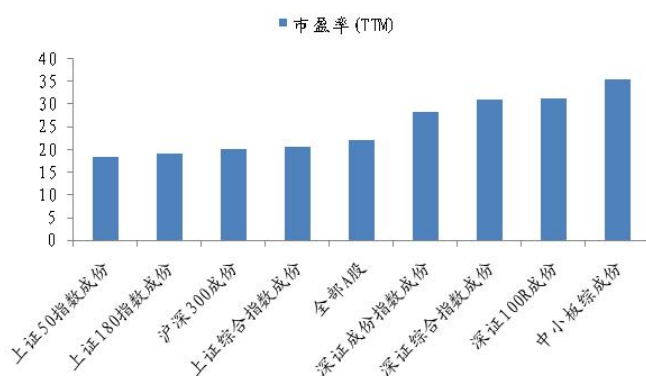
但近期境外股市特别是香港股市的强势上涨，使得恒生 AH 溢价指数持续下降：截止至 5 月 25 日，该指数已经回落至 128% 水平，其中中国平安、海螺水泥、中国人寿等权重股 AH 股股价已倒挂，这将一定程度上缓解同股同权 A 股的估值压力。

图 41 A 股历史估值



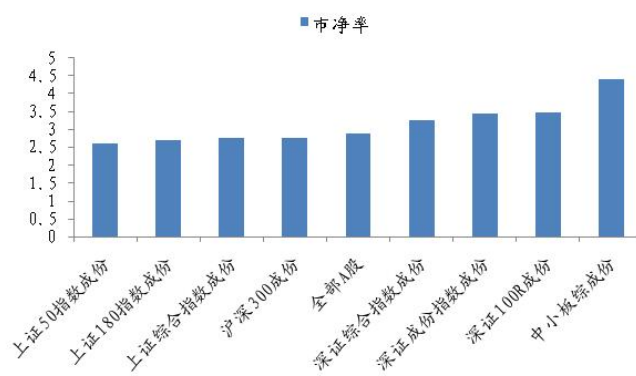
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 42 A 股市场主要指数市盈率



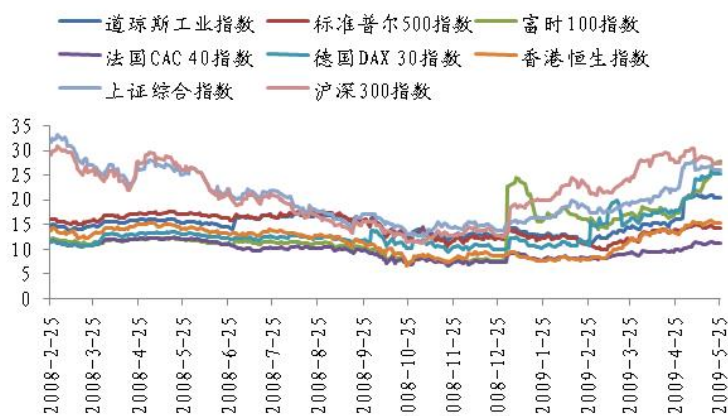
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 43 A 股市场主要指数市净率



资料来源：WIND、国海证券研究所

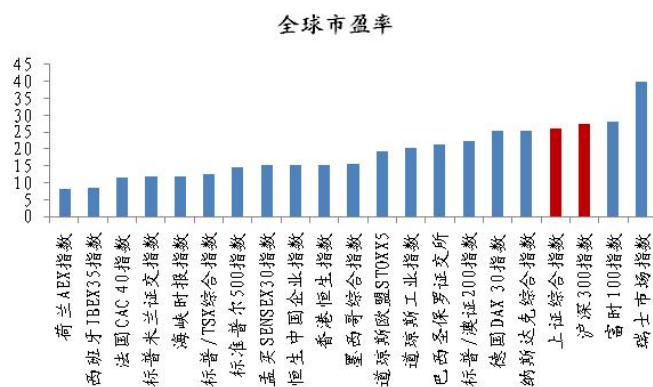
图 44 全球主要市场市盈率走势



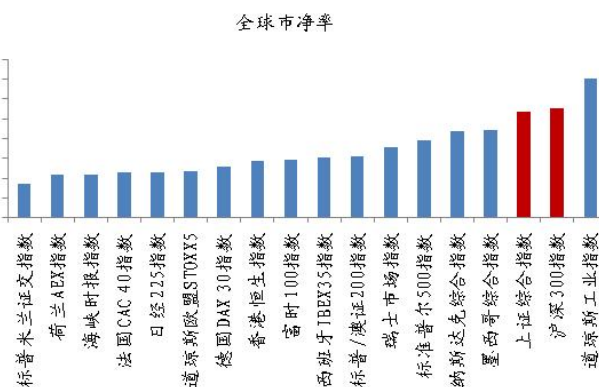
资料来源：BLOOMBERG、国海证券研究所

图 45 全球主要股指市盈率比较

图 46 全球主要股指市净率比较



资料来源：BLOOMBERG、国海证券研究所



资料来源：BLOOMBERG、国海证券研究所

图 47 恒生 AH 溢价指数持续下行趋势



资料来源：WIND、国海证券研究所

### 行业估值水平出现分化

沪深 A 股市场震荡走低，各个行业涨跌不一，导致各个行业估值水平发生相应变化，大部分行业估值水平短期内出现微幅下跌的趋势。

截止至5月25日，A股市场整体市盈率为22.15倍，行业中PE高于市场平均水平的有20个行业，其中PE在30倍以上的行业为16个。

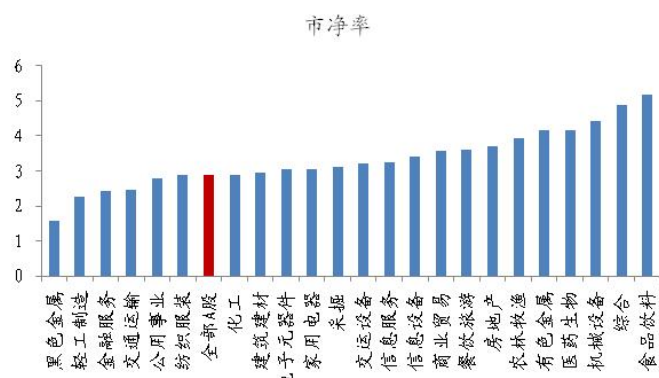
PE 最低的分别是金融服务、信息服务和采掘，其 PE 水平分别为 15.23 倍、15.92 倍和 20.75 倍，PE 最高的三个行业为有色金属、综合和电子元器件，其 PE 水平分别为 49.48 倍、48.77 倍、48.38 倍。

截止至 5 月 25 日，A 股市场整体市净率为 2.88 倍，17 个行业高于市场平均水平。PB 最低的分别是黑色金属、轻工制造和金融服务，其 PB 水平分别为 1.57 倍、2.27 倍和 2.44 倍，PB 最高的三个行业为食品饮料、综合和机械设备，其 PB 水平分别为 5.18 倍、4.9 倍、4.44 倍。可见，金融服务行业估值比价优势渐显。

图 48 A 股行业市盈率 (TTM)



图 49 A 股行业市净率



资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

表 4 A 股行业历史估值

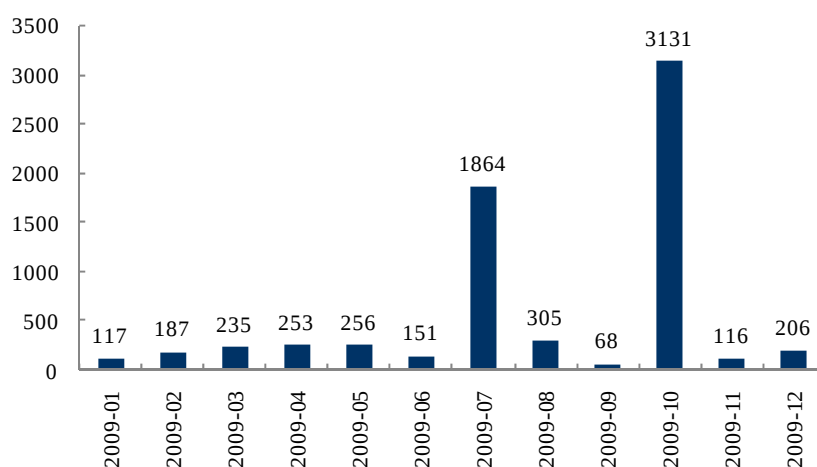
|       | 市盈率   |       |       |                   | 市净率  |      |      |                   |
|-------|-------|-------|-------|-------------------|------|------|------|-------------------|
|       | 历史水平  |       | 当前值   | 相对历史均值的<br>折价/溢价率 | 历史水平 |      | 当前值  | 相对历史均值的<br>折价/溢价率 |
|       | 最小值   | 均值    |       |                   | 最小值  | 均值   |      |                   |
| 农林牧渔  | 18.37 | 43.57 | 48.11 | 10.4%             | 1.29 | 4.56 | 4.01 | -12.1%            |
| 采掘    | 8.94  | 31.41 | 20.75 | -33.9%            | 1.65 | 4.24 | 3.23 | -23.8%            |
| 化工    | 9.38  | 34.42 | 26.91 | -21.8%            | 1.16 | 3.58 | 2.98 | -16.8%            |
| 黑色金属  | 5.30  | 46.26 | 35.68 | -22.9%            | 0.83 | 2.24 | 1.56 | -30.4%            |
| 有色金属  | 10.04 | 49.19 | 49.48 | 0.6%              | 0.98 | 5.01 | 4.14 | -17.4%            |
| 建筑建材  | 7.70  | 40.42 | 35.62 | -11.9%            | 1.33 | 4.91 | 3.04 | -38.1%            |
| 机械设备  | 8.97  | 39.17 | 37.32 | -4.7%             | 1.64 | 4.59 | 4.6  | 0.2%              |
| 电子元器件 | 13.08 | 41.97 | 48.38 | 15.3%             | 1.40 | 4.52 | 3    | -33.6%            |
| 交运设备  | 0.68  | 29.66 | 35.74 | 20.5%             | 1.29 | 4.39 | 3.35 | -23.7%            |
| 信息设备  | 11.46 | 41.13 | 38.33 | -6.8%             | 1.55 | 5.36 | 3.46 | -35.5%            |
| 家用电器  | 7.14  | 37.10 | 23.46 | -36.8%            | 1.10 | 5.12 | 3.18 | -37.8%            |
| 食品饮料  | 11.51 | 40.93 | 31.27 | -23.6%            | 1.52 | 4.93 | 5.5  | 11.6%             |
| 纺织服装  | 11.65 | 49.47 | 27.94 | -43.5%            | 1.19 | 4.18 | 3.13 | -25.2%            |
| 轻工制造  | 10.46 | 35.18 | 34.69 | -1.4%             | 1.25 | 4.71 | 2.28 | -51.6%            |
| 医药生物  | 10.07 | 39.35 | 31.48 | -20.0%            | 1.54 | 4.10 | 4.29 | 4.7%              |
| 公用事业  | 10.43 | 28.26 | 45.01 | 59.3%             | 1.55 | 3.77 | 2.86 | -24.2%            |
| 交通运输  | 7.68  | 36.16 | 24.81 | -31.4%            | 1.70 | 4.27 | 2.56 | -40.0%            |

|      |       |       |       |        |      |      |      |        |
|------|-------|-------|-------|--------|------|------|------|--------|
| 房地产  | 13.02 | 71.72 | 37.35 | -47.9% | 1.35 | 5.28 | 3.81 | -27.8% |
| 金融服务 | 9.36  | 34.61 | 15.23 | -56.0% | 1.75 | 5.33 | 2.57 | -51.7% |
| 商业贸易 | 13.03 | 50.26 | 33    | -34.3% | 1.59 | 6.42 | 3.76 | -41.4% |
| 餐饮旅游 | 11.81 | 53.31 | 47.26 | -11.3% | 1.23 | 4.34 | 3.75 | -13.7% |
| 信息服务 | 14.52 | 59.35 | 15.92 | -73.2% | 1.60 | 5.95 | 3.29 | -44.7% |
| 综合   | 10.37 | 57.10 | 48.77 | -14.6% | 1.46 | 4.52 | 5.08 | 12.3%  |

资料来源：WIND、国海证券研究所

## 大小非——6 月份解禁量环比下降 41%

图 50 2009 年每月大小非解禁数量（亿股）



资料来源：WIND、国海证券研究所

据 WIND 统计,6 月份共有 134 只个股股份解禁股上市,解禁总股数为 151 亿股,比五月份锐减 41%。股改限售股仍是解禁的主力军,其中华夏银行成为 6 月份的“解禁股王”,在 6 月 6 日共有 15.57 亿股解禁。

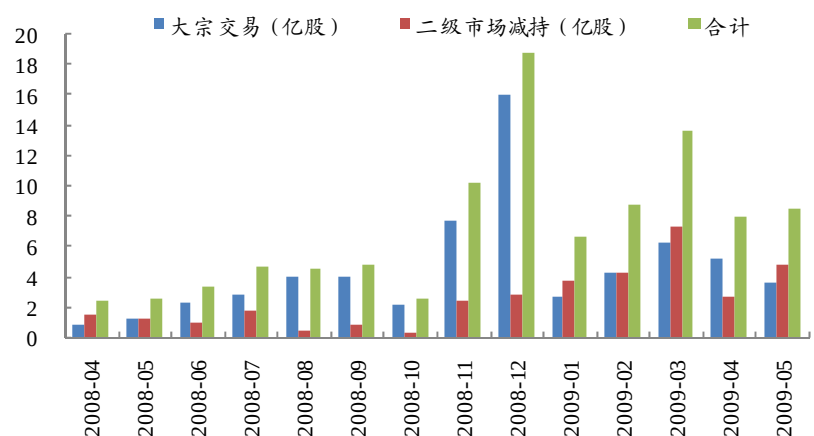
表 5 2009 年 6 月份解禁数量前十名

| 股票代码      | 股票简称  | 本期流通数量<br>(万股) | 可流通时间      | 流通股份类型                 |
|-----------|-------|----------------|------------|------------------------|
| 600015.SH | 华夏银行  | 155680.00      | 2009-06-06 | 股权分置限售股份               |
| 000562.SZ | 宏源证券  | 92548.57       | 2009-06-22 | 股权分置限售股份<br>定向增发机构配售股份 |
| 601001.SH | 大同煤业  | 50610.00       | 2009-06-23 | 首发原股东限售股份              |
| 600269.SH | 赣粤高速  | 49016.14       | 2009-06-19 | 股权分置限售股份               |
| 000022.SZ | 深赤湾 A | 32431.61       | 2009-06-01 | 股权分置限售股份               |
| 600020.SH | 中原高速  | 31795.56       | 2009-06-22 | 股权分置限售股份               |
| 000949.SZ | 新乡化纤  | 28988.55       | 2009-06-08 | 股权分置限售股份               |
| 600695.SH | 大江股份  | 27895.08       | 2009-06-08 | 股权分置限售股份               |
| 600467.SH | 好当家   | 25628.48       | 2009-06-06 | 股权分置限售股份               |
| 600837.SH | 海通证券  | 24985.23       | 2009-06-29 | 定向增发机构配售股份             |

资料来源：WIND、国海证券研究所

5 月份,上证指数突破 2600 点以后出现了大幅的震荡,多空双方争夺激烈。随着市场反弹受到抑制,大小非股东的减持意愿也随之增强。统计显示,截止 5 月 26 日,股东通过二级市场减持股份合计达到了 4.85 亿股,较 4 月份锐增 79.7%。但通过大宗交易平台减持的大小非仅为 3.66 亿股,较 4 月份减少了 1.65 亿股。从总量看,即通过二级市场及大宗交易平台减持的大小非共计 8.53 亿股,较 4 月份仅增加 0.42 亿股,因此大小非对指数的冲击仍较为有限。

图 51 2008 年 4 月份以来各月份大小非减持数量



资料来源：WIND、国海证券研究所

## 6 月证券市场整体判断

经济增长相关数据的反复以及企业盈利增速放缓可能会在短期影响市场预期,与不太具有吸引力的估值水平、IPO 开闸后资金分流预期等一起制约证券市场的继续上行。因此,我们认为 6 月份的证券市场将维持宽幅震荡的市场格局。

不过今年以来,政府政策在证券市场中的作用不可忽视,如果政府如期放开部分垄断行业以活跃民间投资,那么石油、铁路、电力、电信、市政公用设施等传统垄断行业相关上市公司值得关注。我们建议投资者关注证券市场震荡期间的买入机会,逢低增持金融和房地产行业相关企业,我们认为房地产销售超出市场预期可能会带来市场对房地产投资的快速增长以及房地下游行业企业盈利增长。尽管考虑到通胀可能于第四季度带来,但是绝大部分受益于通胀的基础性制造业仍然面临较大的产能过剩行业,我们认为相关上市公司盈利短期难以反转,但是可能存在

政策利好出台带来的交易性机会。

## 行业配置

表 6 6 月份行业配置

| 超 配  | 标 配  | 低 配  |
|------|------|------|
| 银行   | 煤炭   | 有色金属 |
| 商业零售 | 家电   | 钢铁   |
| 房地产  | 农林牧渔 |      |
| 电气设备 | 食品饮料 |      |
| 通信   | 汽车   |      |
|      | 医药   |      |
|      | 建材   |      |
|      | 电力   |      |

## 精选股票池

表 7 国海证券研究所精选股票池

| 股票代码      | 股票简称 | 投资<br>评级 | 市价<br>5.27 | EPS  |      |      | PE    |      |      |
|-----------|------|----------|------------|------|------|------|-------|------|------|
|           |      |          |            | 08   | 09E  | 10E  | 08    | 09E  | 10E  |
| 600000.SH | 浦发银行 | 增持       | 25.65      | 2.21 | 2.06 | 2.26 | 11.6  | 12.5 | 11.3 |
| 000001.SZ | 深发展  | 增持       | 17.84      | 0.20 | 1.49 | 1.68 | 89.2  | 12.0 | 10.6 |
| 000063.SZ | 中兴通讯 | 增持       | 35.52      | 1.24 | 1.66 | 1.97 | 28.6  | 21.4 | 18.0 |
| 600048.SH | 保利地产 | 增持       | 21.38      | 0.91 | 1.13 | 1.28 | 23.5  | 18.9 | 16.7 |
| 000402.SZ | 金融街  | 增持       | 10.10      | 0.42 | 0.48 | 0.65 | 24.0  | 21.0 | 15.5 |
| 002089.SZ | 新海宜  | 增持       | 11.66      | 0.20 | 0.36 | 0.54 | 58.3  | 32.4 | 21.6 |
| 600631.SH | 百联股份 | 增持       | 12.49      | 0.32 | 0.47 | 0.59 | 39.0  | 26.6 | 21.2 |
| 600655.SH | 豫园商城 | 增持       | 18.61      | 0.45 | 0.68 | 0.97 | 41.4  | 27.4 | 19.2 |
| 601088.SH | 中国神华 | 增持       | 25.32      | 1.34 | 1.64 | 1.80 | 18.9  | 15.4 | 14.1 |
| 000690.SZ | 宝新能源 | 增持       | 9.03       | 0.32 | 0.45 | 0.43 | 28.2  | 20.1 | 21.0 |
| 600875.SH | 东方电气 | 增持       | 46.33      | 0.21 | 2.16 | 2.49 | 220.6 | 21.4 | 18.6 |
| 600089.SH | 特变电工 | 增持       | 31.09      | 0.84 | 1.15 | 1.47 | 37.0  | 27.0 | 21.1 |
| 000012.SZ | 南玻 A | 增持       | 18.05      | 0.35 | 0.42 | 0.79 | 51.6  | 43.0 | 22.8 |
| 000911.SZ | 南宁糖业 | 增持       | 13.33      | 0.09 | 0.52 | 0.90 | 148.1 | 25.6 | 14.8 |
| 000527.SZ | 美的电器 | 增持       | 13.40      | 0.55 | 0.70 | 0.82 | 24.4  | 19.1 | 16.3 |

### 国海证券投资评级标准

---

#### 行业投资评级

---

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10% 之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

---

#### 股票投资评级

---

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10% 之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

---

### 免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。