

分歧中前行——2009年6月投资策略

报告日期：2009年6月2日

相关报告：

《市场进入结构调整期》——2009年5月投资策略 2009年5月4日

《振荡中寻找超额收益》——2009年二季度投资策略 2009年3月2日

《投资热情期待经济的曙光》——2009年2月投资策略 2009年2月3日

《寻找有行业支持的股票》——2009年1月投资策略 2009年1月6日

《拐点·成长》——2009年度投资策略 2008年12月23日

《关注政策预期，调整配置方向》——2008年四季度股票投资策略 2008年10月6日

《反周期经济政策酝酿反弹行情》——9月投资策略 2008年9月3日

《重建新秩序》——2008年中期投资策略 2008年6月16日

《寻找令人尊敬的企业》——2008年度策略 2007年12月7日

《洗尽铅华见纯净》——2007中期投资策略 2007年6月18日

《从“山重水复”到“柳暗花明”》——二季度投资策略 2007年3月26日

《经济的黄金岁月，股市的花样年华》 2006年12月12日

《贪婪地持有股市“稀缺筹码”》 2006年3月2日

《多年以后我们需要俯视今天的低点》 2005年7月4日

宏观策略组：

021-58824282-816 qiuyy@txsec.com

服务热线 010-66045555

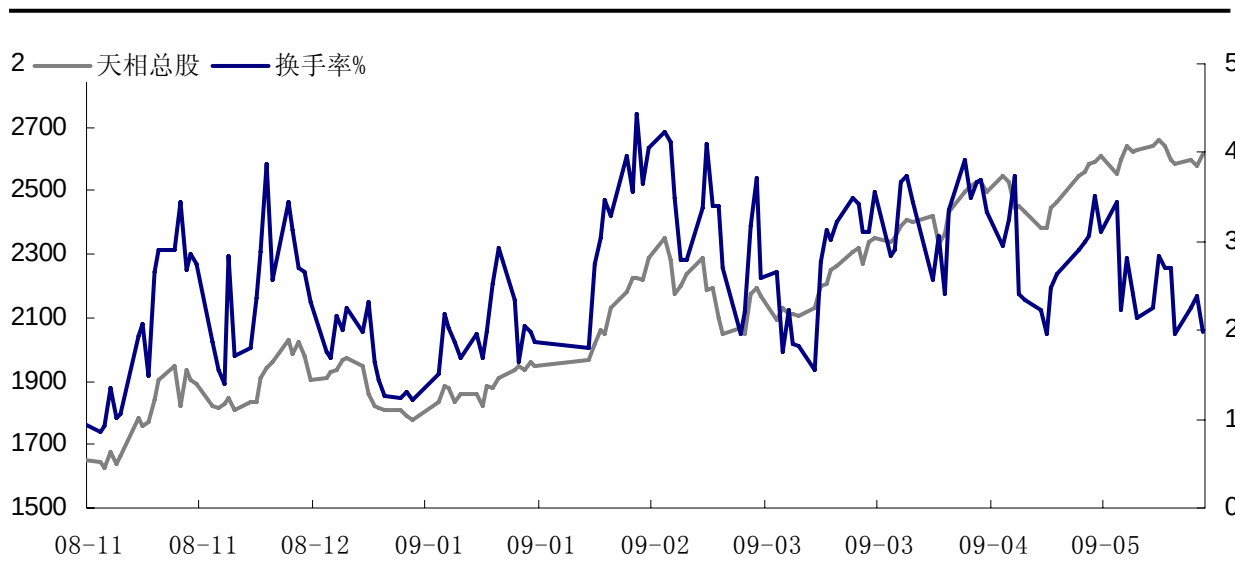
服务邮箱 service@txsec.com

- 5月份以来，市场分歧有所加大，反映市场人气的换手率指标下降，市场主要表现为结构性的调整，与我们前期的判断一致。
- 当前市场的分歧主要体现在以下五个方面：一是经济复苏预期的不稳定性，表现为部分经济指标的反复；二是上市公司利润增长的不确定性；三是估值结构的不合理性，中小盘股票明显高估；四是重启IPO增加供给对市场产生的压力；五是历史成交密集区产生的技术压制。
- 我们认为市场在分歧中会逐步在后期形成较为稳定的预期，股市基本的上涨趋势将延续。从目前情况看，居民财富转移以及外围股市的大幅反弹都在激发乐观的情绪。
- 根据历史的经验，在上升趋势中，股市的流动性通常会经历以下两个主要阶段：一是货币活化趋势以及居民储蓄转移的共同驱动，货币活化主要参考的指标是（M1-M2）增速的剪刀差；第二个阶段主要是由情绪性资金推动的，这一时期货币活化已基本完成，企业盈利在经历了一段时间的增长后也开始高位徘徊，但此时市场预期已明显转好，大量后知后觉的投资者蜂拥入市，这一过程将一直持续到储蓄存款增速趋势性回升之前。
- 从目前情况看，代表货币活化的（M1-M2）增速剪刀差已出现趋势性回升迹象，储蓄存款的增速也已于09年2月形成向下的拐点，居民财富转移的趋势也有望逐步形成，近期新基金旺销是个很好的佐证。因此，站在周期的角度，我们认为未来一段时间内，盈利和流动性对市场产生正面驱动是大概率事件，这也是我们维持谨慎乐观判断的主要依据。
- 需要提示的是，当前经济经历的调整是长周期，复苏有一个漫长的过程，支持股市长期走强的因素还需等待，因此我们认为今年仍然值得珍视，明年的股市相对反而会比较危险。
- 在具体的投资策略上，可以按照两条基本的投资主线：**第一条：从行业的角度**，我们继续建议按照大宗商品价格引导的行业利润分配格局，进行配置。**第二条：从主题投资的角度**，在可以预期的因素下，股市的上涨已经在二季度中体现为很多上市公司的业绩，因此，我们建议重点把握直接受益于股市上涨的行业与股票。
- 我们推荐本月组合：江西铜业、厦门钨业、中国神华、金牛能源、万科A、保利地产、长江电力、民生银行、兴业银行、中国平安、海通证券、东北证券、辽宁成大、吉林敖东、泸州老窖。

1 分歧中前行

在经历了指数的大幅反弹，5 月份以来，市场分歧有所加大，反映市场人气的换手率指标下降，市场主要表现为结构性的调整。

图表 1 天相总股与日换手率

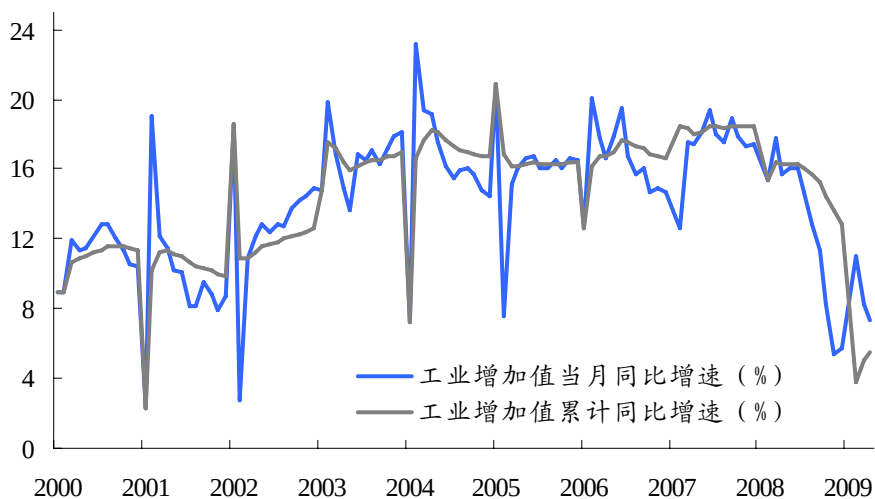


资料来源：天相整理

我们认为目前市场的分歧主要体现在以下五个方面：

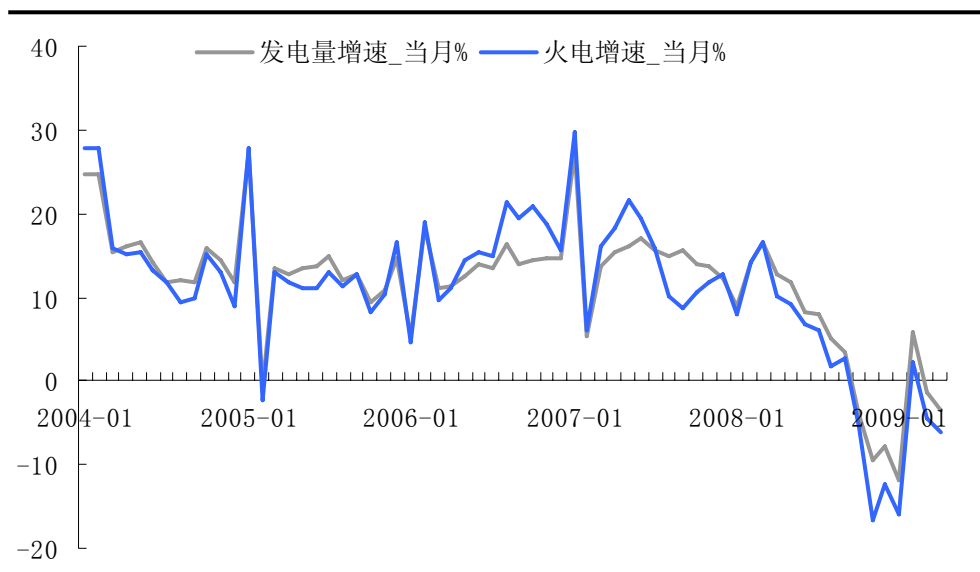
一是经济复苏预期的不稳定性，表现为部分经济指标的反复。在物价指数短期难以明显回升的背景下，主要工业品的产量将决定经济反弹的持续性，就 4 月份单月数据看，工业增加值、发电量增速以及原煤、粗钢、十种有色等主要工业品的产量增速较 3 月份有所回落，反映实体经济的需求仍存在不稳定性。

图表 2 月度工业增加值出现反复



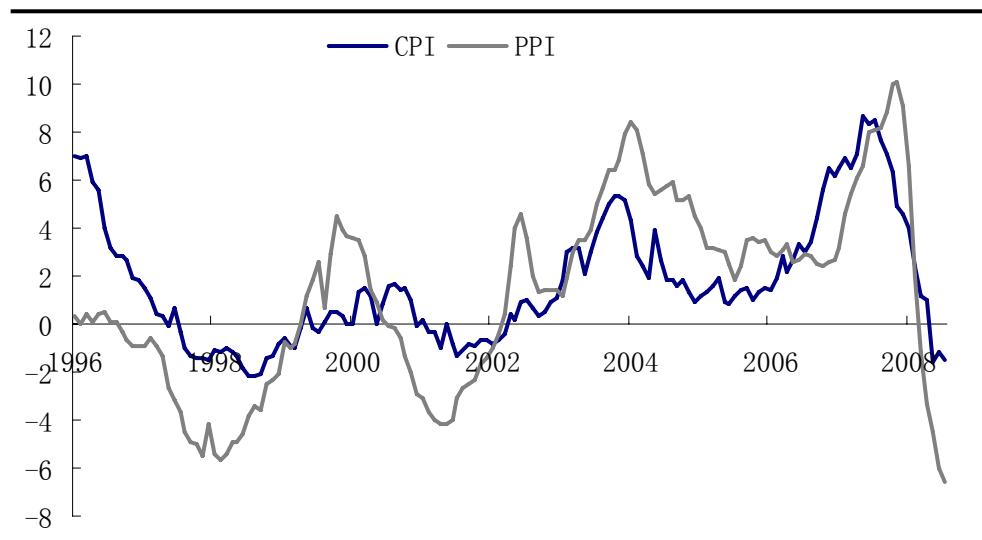
资料来源：天相整理

图表 3 发电量增速出现反复



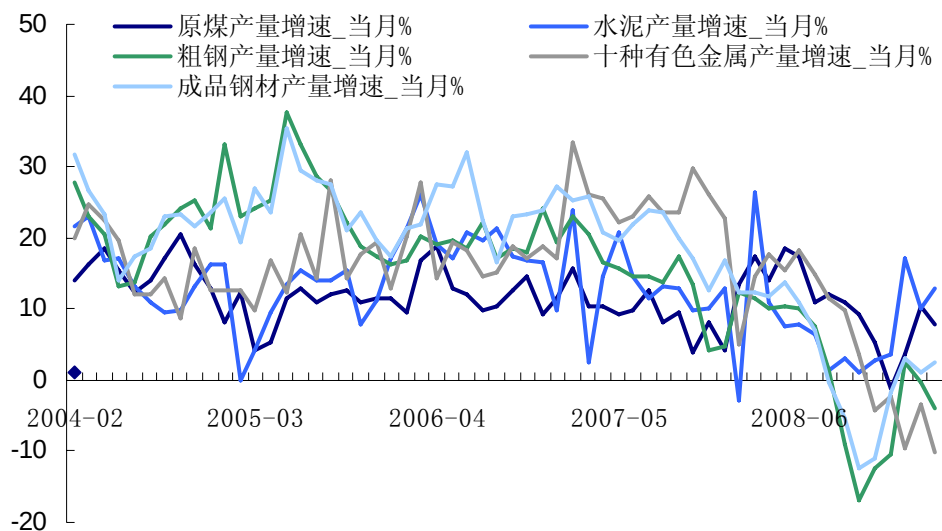
资料来源：天相整理

图表 4 物价指数低位徘徊



资料来源：天相整理

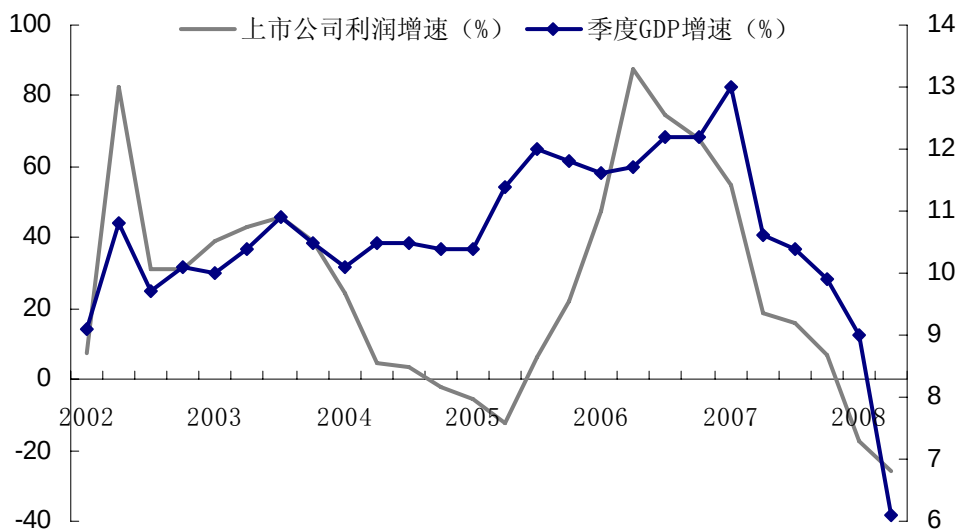
图表 5 主要工业品产量增速反弹能否持续？



资料来源：天相整理

二是业绩增长的不确定性。在 5 月投资策略《市场进入结构调整期》中，我们判断 09 年全部 A 股上市公司利润增速将达到 13%，但宏观经济的不确定性使得上市公司利润增长同样存在变数，两者的波动在趋势上是一致。

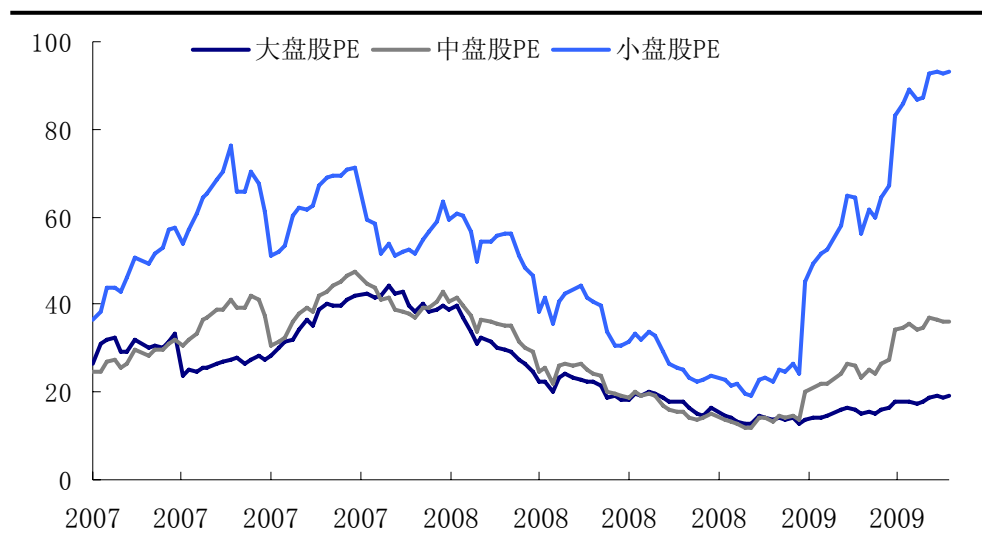
图表 6 上市公司利润增速与宏观经济波动趋势一致



资料来源：天相整理

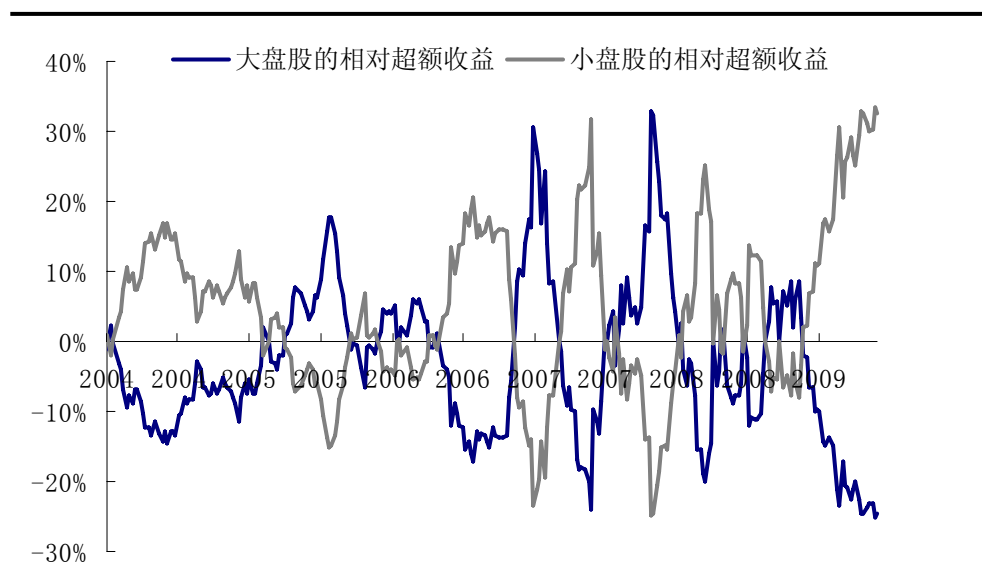
三是估值结构的不合理性。从风格的角度看，目前市场中小盘股的估值明显偏高，市场存在结构性调整的压力，大盘股和小盘股之间的相对超额收益图也显示出结构性调整的压力。

图表 7 市场估值结构不合理



资料来源：天相整理

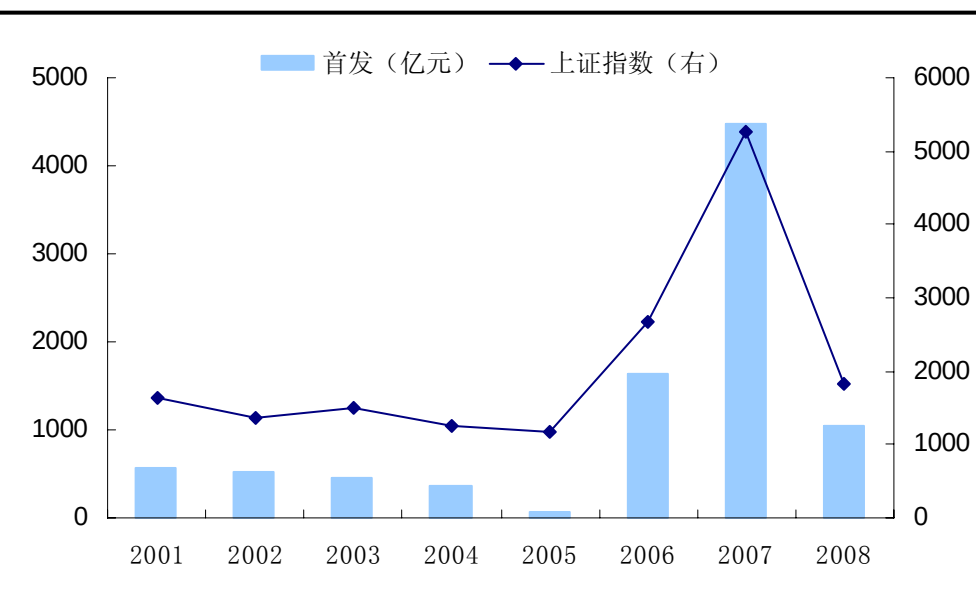
图表 8 风格切换的压力仍然存在



资料来源：天相整理

四是重启 IPO 增加供给对市场产生的压力。这主要取决于未来新股发行的定价机制以及数量，但从历史数据看，年度 IPO 融资规模并不会影响市场运行的基本趋势。

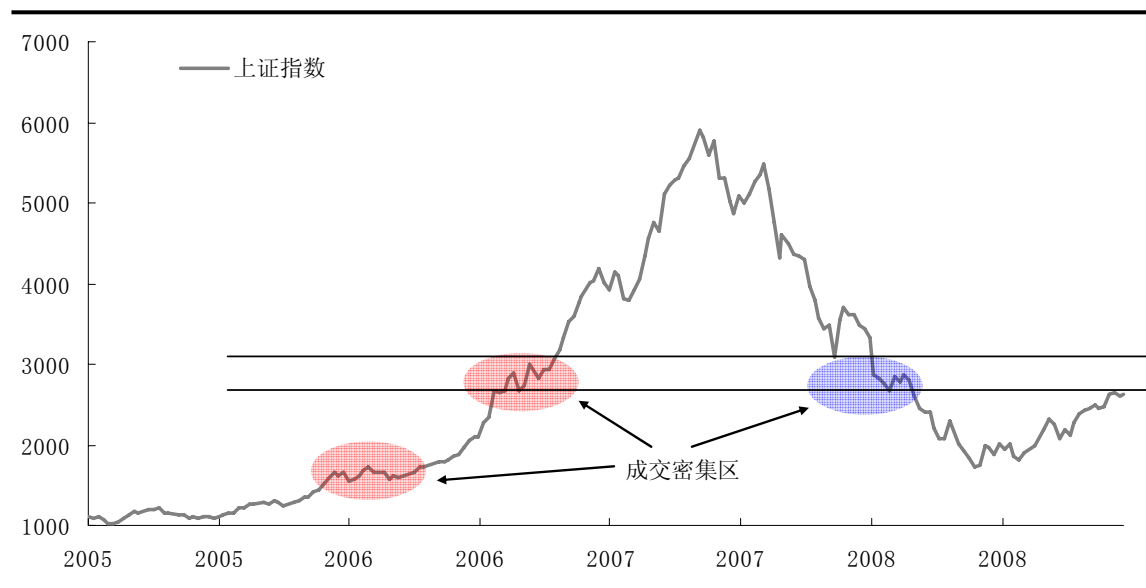
图表 9 IPO 不改变市场趋势



资料来源：天相整理

五是技术压力的制约。每当市场运行至先前趋势的成交密集区时都有一定技术上调整的压力，眼下 2600 点-2900 点是 08 年 7 月份市场下跌途中的盘整区域，需要通过一定时间来消化。

图表 10 成交密集区前的技术压力



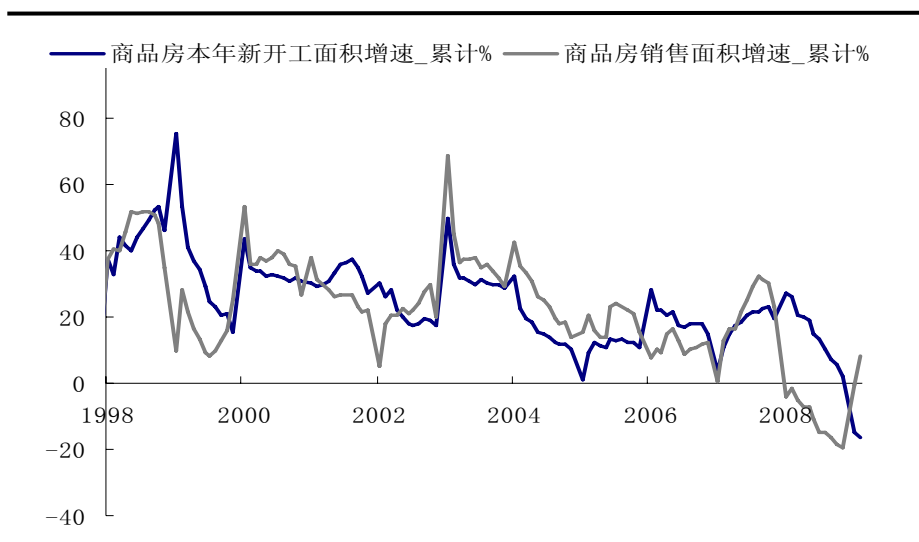
资料来源：天相整理

2 谨慎乐观看待后市

虽然目前市场存在上述种种压力，但我们认为只要在后期能形成较为稳定的预期，股市基本的上涨趋势将延续。从目前情况看，持续的政策红利、货币活化、居民财富转移以及外围股市的大幅反弹都是激发乐观预期的因素。

5月27日，国务院公布了固定资产投资项目资本金比例的调整结果，其中，普通商品住房项目投资的最低资本金比例从35%调低至20%。2008年房地产的投资额为35215亿元，此次资本金比例下调5~15个百分点，下半年房地产投资估计将释放3000亿元左右的资本金，按现行的资本金比例有望带动上万亿元的投资。政府之所以出台这样的政策，不外乎出于两点考虑：一是通过调低资本金来刺激房地产投资，拉动经济增长；其二，是欲通过大幅调低保障性住房和普通商品房的资本金比例，以期达到增加市场供应稳定房价的目的。

图表 11 政策驱动与销售回暖有望带动房地产新开工面积增速回升

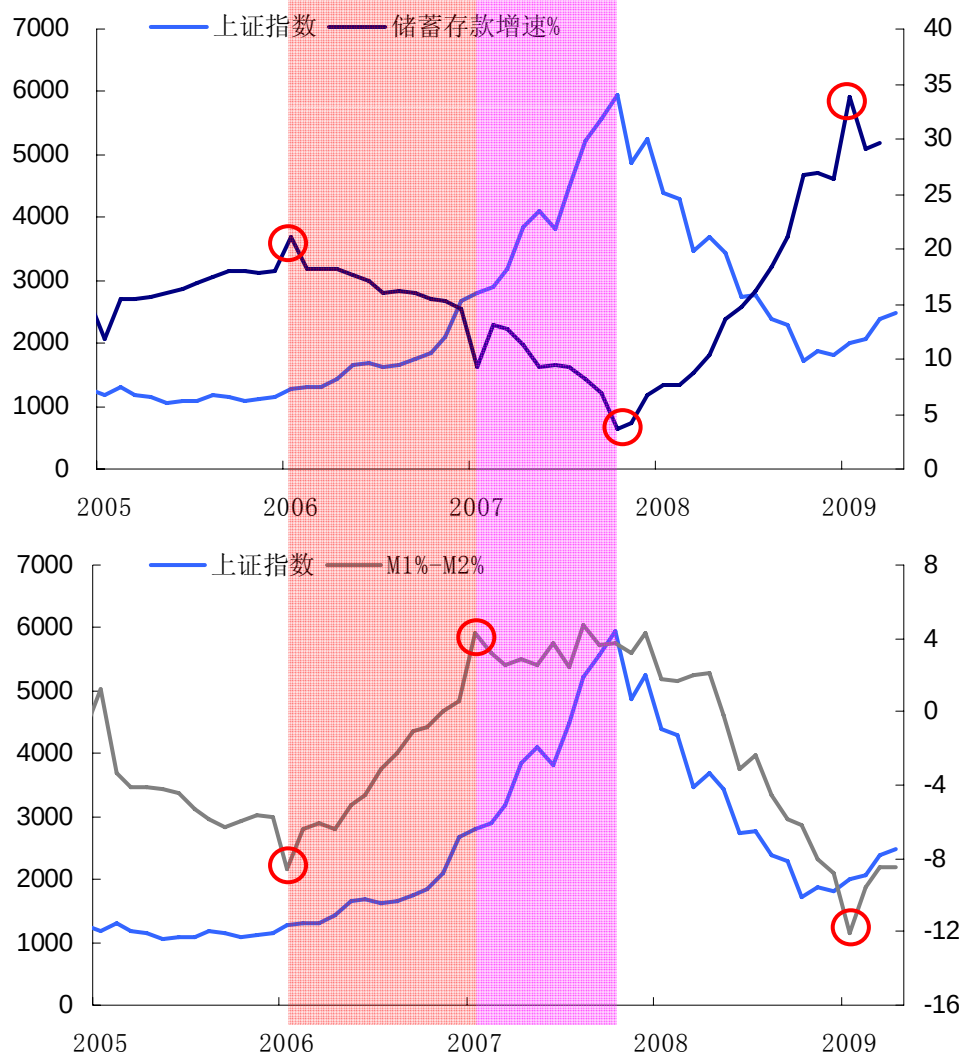


资料来源：天相整理

另外，根据历史的经验，在上升趋势中，股市的流动性通常会经历以下两个主要阶段：一是货币活化趋势以及居民储蓄转移的共同驱动，货币活化主要参考的指标是（M1-M2）增速的剪刀差，该指标的上升趋势意味着货币从低能向高能的转化过程，微观层面活力逐步上升，企业盈利的恢复性增长也将随之到来。居民储蓄转移同样会对市场产生正面的驱动，只是在这一阶段这种驱动是相对温和和理性的。上升趋势中股市流动性的第二个阶段主要是由情绪性资金推动的，这一时期货币活化已基本完成，企业盈利在经历了一段时间的增长后也开始高位徘徊，但此时市场预期已明显转好，大量后知后觉的投资者蜂拥入市，这一过程将一直持续到储蓄存款增速趋势性回升之前。

从目前情况看，代表货币活化的（M1-M2）增速剪刀差已出现趋势性回升迹象，储蓄存款的增速也已于09年2月形成向下的拐点，居民财富转移的趋势也有望逐步形成，近期新基金旺销是个很好的佐证。因此，站在周期的角度，我们认为未来一段时间内，盈利和流动性对市场产生正面驱动是大概率事件，这也是我们维持谨慎乐观判断的主要依据。

图表 12 货币活化与居民财富转移是研判市场趋势的关键变量



资料来源：天相整理

图表 13 近期正在募集的新基金

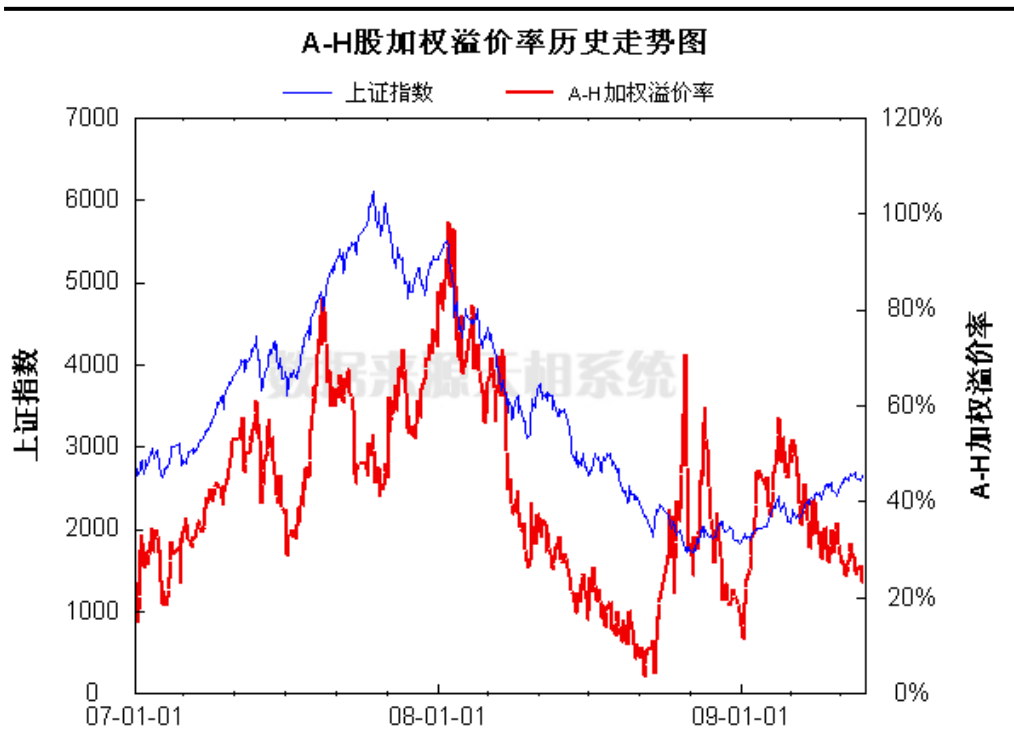
基金名称	基金类型	发行起始日	发行结束日	股票投资比例 上限	债券投资比例 上限
长城景气	混合型	20090601	20090626	80%	70%
金鹰行业优势	股票型	20090525	20090625	95%	40%
华富价值增长混合	混合型	20090525	20090626	80%	70%
汇添富上证指数	指数型	20090525	20090626	95%	0%
中海量化策略	股票型	20090520	20090619	95%	40%
汇丰晋信大盘	股票型	20090518	20090619	95%	0%
广发聚瑞股票	股票型	20090513	20090612	95%	40%
招商行业领先	股票型	20090511	20090616	95%	40%
申万巴黎消费增长	股票型	20090507	20090605	95%	35%
长盛同庆	股票型	20090506	20090603	100%	40%
东方核心动力	股票型	20090505	20090605	95%	40%
浦银生活	混合型	20090427	20090527	80%	70%



资料来源：天相整理

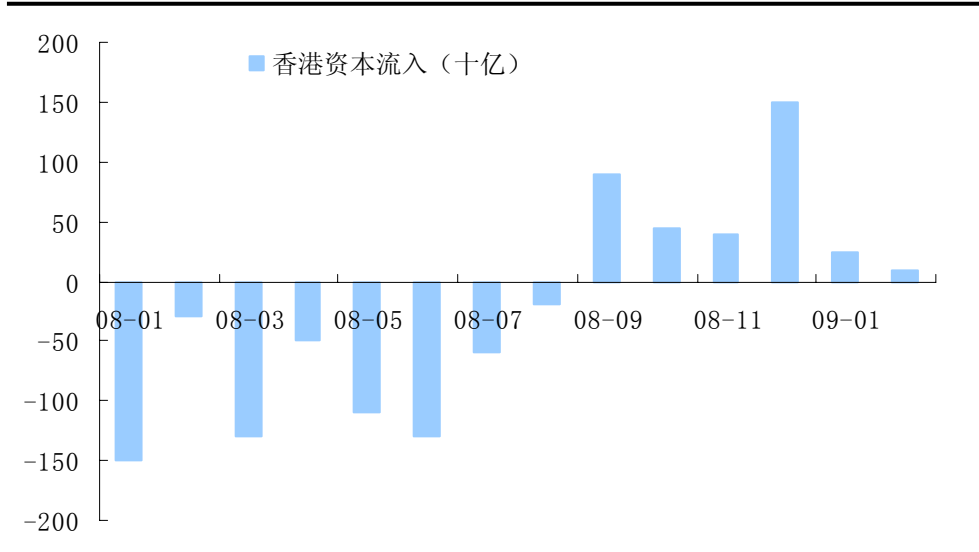
此外，对于全球股市，特别是香港股市，我们看到同样面临流动性的支持，H 股的走强将压制 A 股市场调整的空间。

图表 14 近期 AH 溢价缩小



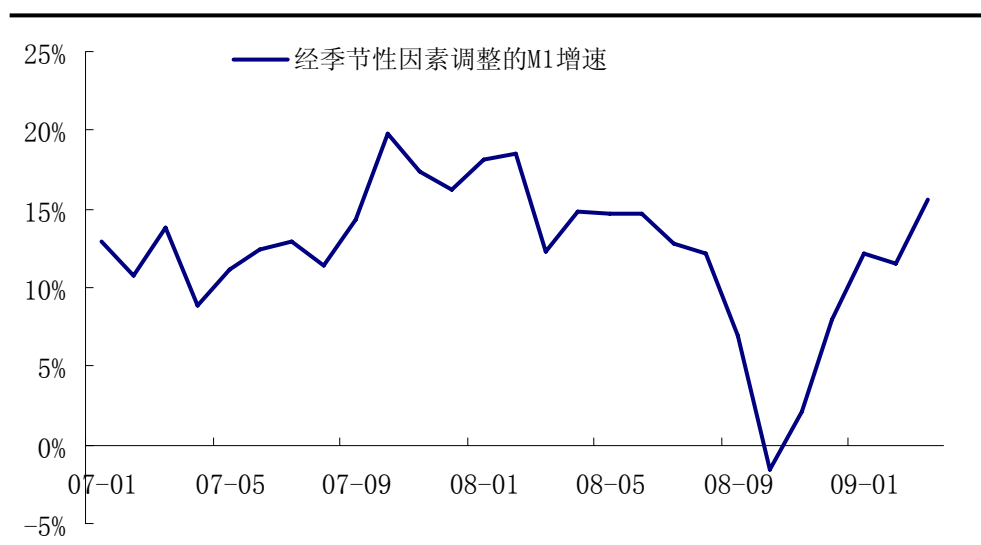
资料来源：天相整理

图表 15 去年四季度以来香港资本净流入



资料来源：天相整理

图表 16 去年四季度以来香港 M1 增速持续反弹



资料来源：天相整理

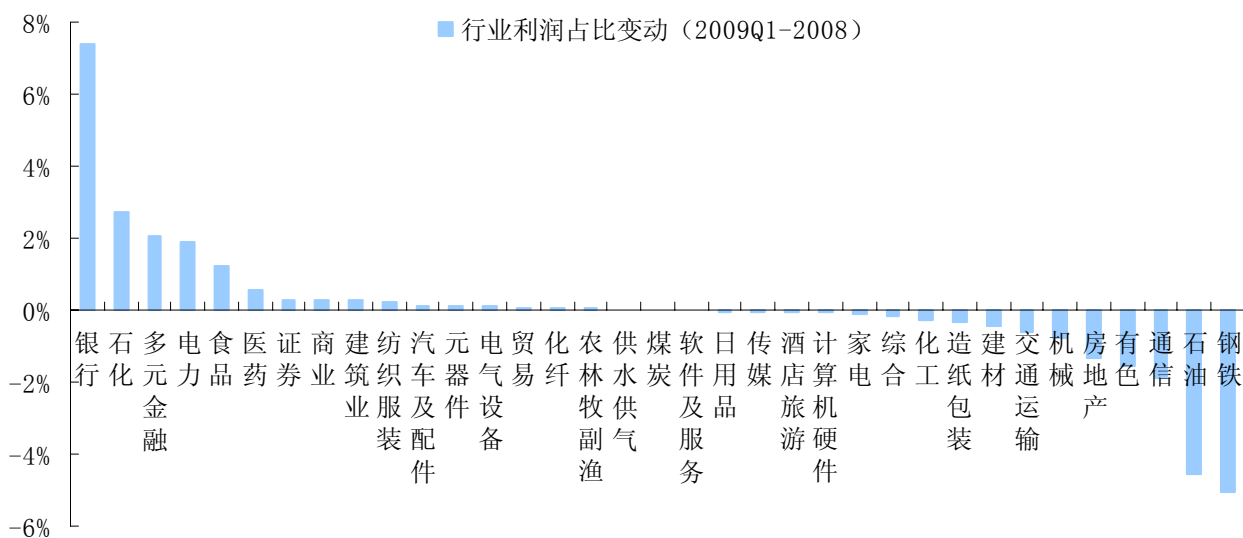
当然需要警惕的是，如果经济是长周期的，复苏就有一个漫长的过程，接下来明年、后年会处在低增长状态，如保持 8% 的增速，但没有了从 8% 到 9% 的增长态势，明年的股市相对反而会比较危险。东南亚金融危机之后的调整是长周期调整，股市在经济刺激计划下跌了 1 年多，但 2001 年中期股市就进入了比较漫长的回调过程。同样，如果认为这次调整是一个长周期复苏，明年的经济维持 8% 的增长，后面的 2、3 年，股市对增长率的要求得不到满足，股市反而不会有很好的表现，这是投资者在后期需要关注的。

3 投资策略：受益资产价格回升的股票

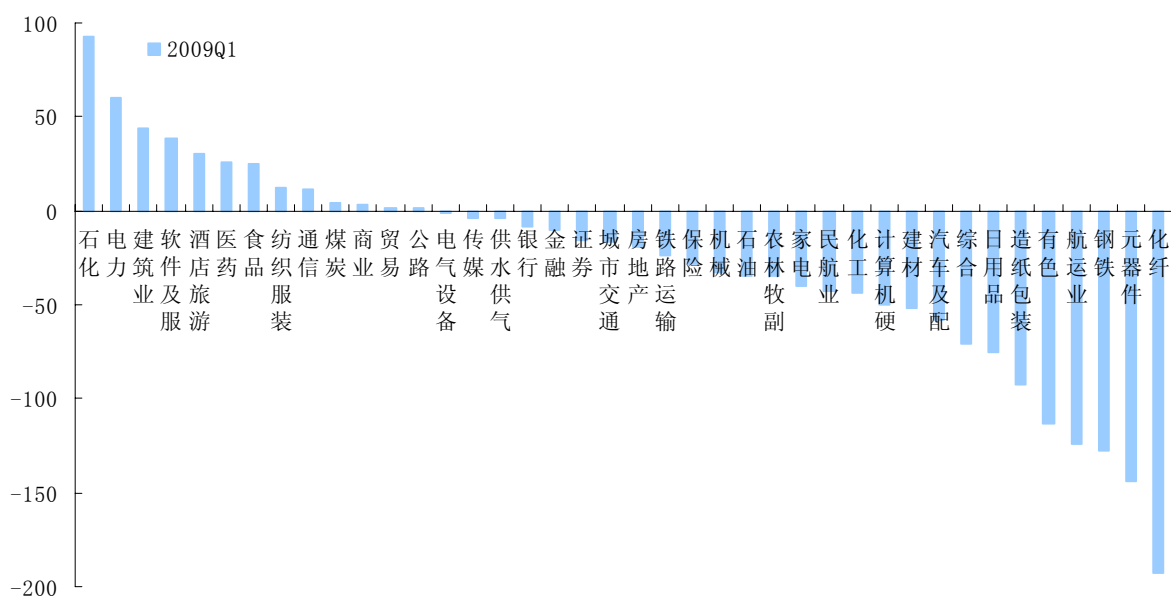
在具体的投资策略上，可以按照两条基本的投资主线：

第一条：从行业的角度，我们继续建议按照大宗商品价格引导的行业利润分配格局，进行配置。在当前的行业运行态势下，一方面是上游产业仍然受益于经济复苏的预期，重点是石油、煤炭、有色金属、房地产；另一方面是价格调整和需求支持下的利润占比提升，重点是金融、石化、食品，电力则需要进一步的价格改革来支持盈利的稳定预期。

图表 17 行业利润结构的变动



图表 18 石化、电力、建筑等行业一季度净利润同比增速较快



资料来源：天相整理



第二条：从主题投资的角度，在可以预期的因素下，股市的上涨已经在二季度中体现为很多上市公司的业绩，因此，我们建议重点把握直接受益于股市上涨的行业与股票。由此，可以概括为两类投资，一类是交叉持股，随着股市的上涨，上市公司持有股票的市值上涨成为业绩的助推器，在需求未能有效恢复的情况下，这将是中报业绩的一大看点，代表性的重点股票有南京高科、辽宁成大、吉林敖东、新希望、雅戈尔、盾安环境等。二类是券商股、保险股，特别是券商股，二季度股市成交额较一季度继续提高，券商经纪业务收入或将再创新高。同时，随着股市上涨，券商自营业务收入也有望增加。创业板即将推出以及 IPO 即将重启，都对券商承销业务收入提高有利，另外预期发行股票的券商也将对现有券商股产生一定刺激，重点关注的股票有海通证券、中信证券、东北证券等。

根据上述策略，我们推荐本月组合：江西铜业、厦门钨业、中国神华、金牛能源、万科 A、保利地产、长江电力、民生银行、兴业银行、中国平安、海通证券、东北证券、辽宁成大、吉林敖东、泸州老窖。

图表 19 推荐组合

代码	公司简称	投资评级	每股收益（元）		
			2008A	2009E	2010E
601318	中国平安	增持	0.09	1.21	1.25
600362	江西铜业	增持	0.76	0.71	0.99
600549	厦门钨业	增持	0.30	0.21	0.34
601088	中国神华	增持	1.34	1.39	1.81
000937	金牛能源	增持	2.49	1.60	na
000002	万科 A	增持	0.37	0.50	na
600048	保利地产	买入	0.70	0.95	1.29
600900	长江电力	增持	0.42	1.21	1.25
600016	民生银行	增持	0.42	0.57	0.59
601166	兴业银行	增持	2.28	2.31	2.53
000686	东北证券	增持	0.71	1.04	1.08
600837	海通证券	增持	0.40	0.44	0.56
000568	泸州老窖	增持	0.91	1.07	1.33

资料来源：天相整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014