



外围因素成为主导，风格转换趋势明显

——六月投资策略

本期执笔：张书林

监 制：王汉东

策 划：王汉东 李莹莹 张书林 黄泽丰 沈明斌 詹晓康 罗震

上海 广东路 689 号 1001

电话：021-23219000

传真：021-63410624

策略要点：

- 上月回顾：上月策略中我们认为5月上旬仍有惯性上冲动力，但中旬经济数据公布敏感期前后，可能面临较大的震荡压力；大盘实际运行态势与我们的判断基本吻合，但运行点位高于我们预期；
- 5月经济指标继续改善，宏观热微观冷局面也将持续，但对更多新政策的出台预期在降低，且后续政策对市场刺激的力度和持续性仍在进一步减弱。市场对政策利好正出现审美疲劳。
- 世界实体经济增长中期前景仍令市场担忧，经济复苏之路难以一帆风顺。但近期美元大幅度贬值对全球资本流动性产生了重要影响，美股已经走出通用破产的阴影、同时新兴经济体普遍出现转暖信号支撑了全球股市反弹，我们认为六月份海外资本市场的强弱将成为影响国内资本市场的走势的主导因素。
- 结构性泡沫严重，市场风险增大，从中小板及一些中小市值公司相对沪深300 的估值溢价率看，目前的溢价水平处于高位。鉴于充裕的流动性，市场风格明显有向低估值的大盘股转换的趋势。
- 但从6月市场运行环境看，仍存在不利因素。首先是IPO即将重启，分流市场资金并打击市场人气；二是热点持续性的匮乏，赚钱效应的减弱；三是5月部分宏观数据可能低于市场的乐观预期。综合看，我们认为6月行情出现大幅震荡走势的可能性大。考虑到当前股指的上涨已经远远超越了基本面复苏的力度，我们仍然维持此轮已经持续半年的熊市反弹越来越接近尾声的判断。
- 建议客户6月整体保持谨慎，仓位控制在5成以下，积极调整持仓结构。激进型的投资者可低仓位逢低关注以下投资主线：低估值的大盘股、智能电网规划受益公司、新能源振兴规划受益公司、美元贬值受益的资源股。

一、市场运行环境分析

5月经济指标继续改善，宏观热微观冷局面也将持续，但对更多新政策的出台预期在降低，且后续政策对市场刺激的力度和持续性仍在进一步减弱。鉴于经济刺激政策的逐步落实，预计5

月份固定资产投资与社会零售增速仍将继续维持在高位，新增贷款规模有望保持在5000亿元左右，工业增加值也有望小幅反弹，预计在-7%左右，CPI、PPI 双双下降，但PPI降幅可能继续扩大，双降趋势不仅表明物价水平持续下行，治理通货紧缩压力加大，同时也突显了当前市场总需求不足，需求仍处于下降通道中，供求失衡矛盾突出，企业的去库存化过程实际上没有完全结束。同时注意到，虽然投资、消费保持快速增长，出口形势依然严峻，两强一弱格局没有根本改变，港口集装箱吞吐量也显示外需依然低迷，预计5月出口同比降幅继续扩大，PMI回落至53%。说明当前经济宏观热微观冷的局面仍将继续延续，扩张政策和消费仍难敌出口下滑冲击，回暖之路将充满曲折。在后续政策来看，一是产业政策方面，存在系列实施细则的陆续公布和落实，如新能源振兴规划的预期；二是区域经济振兴政策，如重庆的“两江一区”，海南的“国际旅游岛”等；三是国家智能电网建设规划。但在这些可预期的政策来看，对市场的刺激力度和持续性将大打折扣，政策效应越来越弱，市场对政策利好正出现审美疲劳，反应甚微甚至不反应。如最近的汽车、家电以旧换新的补贴激励，市场近似于无声无息。

结构性泡沫严重，市场风险增大，从中小板及一些中小市值公司相对沪深300 的估值溢价率看，目前的溢价水平处于高位。当鉴于充裕的流动性，市场风格出现明显向低估值的大盘股转换的趋势。就估值来说，目前A 股的估值已经相当不便宜，全部A 股静态PB 为3倍以上，除去银行为3.37倍。如果不剔除亏损，除银行的所有A 股的静态PE 达到38 倍。中小板指数静态PE更是在50倍以上，沪深300 指数在25倍左右，故从这个角度来说，市场结构性泡沫较为严重，一旦支持趋势看多的因素发生变化时，一波大级别的调整即将来临。当鉴于充裕的流动性，市场风格有向低估值的大盘股转换的趋势。5月22日证监会公告的《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见（征求意见稿）》预示着IPO将在6月5日后重启。大盘IPO重启一方面将分流大量股市资金，加速大小非抛压；另一方面也严重打击做多信心。其实本轮市场的上涨固然有经济恢复的因素，但是其核心仍然是流动性充裕，IPO的推出，无论是从资金供给还是资金流向，都将产生难以估量的影响。当然，假如从A股以往的历史上，IPO暂停时间在一个月以上的共有7次(其中包括08年9月至今的暂停)，此以往重启的6次情况显示，重启后一个月内上证指数上涨概率高达83.3%。且有市场人士也认为管理层能在此位置推出新股发行制度，从另一个侧面也反应出管理层对未来经济和股市的信心和把握度，时下的关键是看资金量的充裕情况。但我们更倾向于谨慎的一面，毕竟市场从1640点到2688点已经积累了1000点的涨幅，翻翻的个股有约900只，翻几翻的个股也有约100只，市场积累了巨大的风险需要释放。

世界实体经济增长仍令市场担忧，经济复苏之路难以一帆风顺。但近期美元大幅度贬值对全球资本流动性产生了重要影响，美股已经走出通用破产的阴影、同时新兴经济体普遍出现转暖信号支撑了全球股市反弹，我们认为六月份海外资本市场的强弱将成为影响国内资本市场的

走势的主导因素。虽然美国经济目前总体下滑势头已有所趋缓，但其复苏之路仍将充满了坎坷。5月中旬公布的美国4月房屋开工月环比下降12.8%，营建许可月环比下降3.3%。4月房屋开工和营建许可双双降至历史新低，原因是多户型住宅单位建设大幅下降，预示房屋销售和房价可能进一步下降；另外劳动力市场、企业和货币当局依然面临恶化的状况；最新的联邦公开市场委员会（FOMC）会议纪要也显示，该委员会对2009年的GDP增长预测进行了修正，从下降0.5-1.3%修正至下降1.3-2%。好的一面是5月份美国消费者信心指数从4月份的40.8跃升至54.9，为8个月来的最高水平。欧元区经济更不容乐观，欧盟统计局5月公布，今年第一季度的欧元区经济比去年第四季度萎缩了2.5%。这一“急剧”下滑的数据大大超出了市场的预期，经济下滑的速度明显超过了美国（下滑1.6%），从而也加深了人们对欧洲经济前景的忧虑。英国最高评级岌岌可危，标准普尔公司将该国的信用评级展望从“稳定”下调至“负面”，引发了市场对美国今后可能也被调降3A评级的担忧，从目前来看，美国若想缓解投资者的担忧，在中期解决财政赤字就成了非常关键的因素。而通用汽车进入破产保护程序，市场担心一旦通用申请破产，包括经销商在内的一系列相关行业都会受到波及，增加失业的压力。以上因素均表明，海外经济仍处于不稳定时期。但从资本市场看，美股已经走出了通用破产的阴影，同时我们也看到近期美元持续大幅贬值，从而使得对市场充裕流动性以及可能发生的通货膨胀的强烈预期，海外资本市场不断创反弹新高，石油、黄金重新走强，在国内的宏观数据不会超预期的状况下，海外市场的强弱将直接影响国内A股的趋势。海外资金对大市值公司的偏好（如香港市场）也恰好成为引发国内出现二八风格转换的催化剂。

中长期看在明显好转经济数据没出来之前，美元的贬值应看成美国采取量化宽松货币政策的必然结果，这也是美国转嫁经济危机于全球的必然选择，应该关注是这样会不会出现全球滞涨的现象。

二、市场趋势判断及操作策略

（一）市场趋势判断

5月市场呈现冲高回落的走势，月线上连续5个月上涨，技术上仍然保持强势，但量价出现背离，趋势上出现超买。从6月市场运行环境看，不利因素将占上风，首先是IPO即将重启，分流市场资金并打击市场人气；二是热点持续性的匮乏，赚钱效应的减弱；三是5月部分宏观数据可能出现低于市场的乐观预期。当前在国内因素相对平静的状况下，海外市场在美元贬值导致对通胀强烈预期的情况下强劲反弹，近期将成为A股市场的主导因素。综合看，我们认为6月行情出现大幅震荡走势的可能性大。考虑到当前股指的上涨已经远远超越了基本面复苏的力度，我们仍然维持此轮已经持续半年的熊市反弹越来越接近尾声。

（二）操作策略

根据上述市场走势分析，我们建议客户6月整体保持谨慎，仓位控制在5成以下，激进型的投资者可低仓位逢低关注以下投资主线：

- 一是智能电网规划受益公司；
- 二是新能源振兴规划受益公司；
- 三是美元贬值受益的资源股；
- 四是低估值的大盘股。

三、五月组合推荐

招商银行（600036）：公司在零售业务上的优势在国内银行中仍然相当明显，且一直以来在对公业务上严控风险，资产质量和拨备覆盖率属于上市银行中较高水平，盈利能力突出。收购永隆对资产负债表中股东权益的后续影响已经减弱，而利润表中资产减值准备也将在后续年份中稳步计提，对净利润的影响不会特别突出。估计公司09,10年EPS分别为1.30,1.55元。走势稳健，建议关注

平高电气（600312）：特高压GIS将成利润新增长点。未来电网建设将向特高压方向发展。公司作为三家特高压开关龙头之一，增发项目投产后有望一枝独秀，尽享特高压盛宴。若09年特高压项目中标，可在2010年确认14亿元收入。未来特高压GIS产品将成公司利润新增长点。预计公司09,10年EPS分别为0.51和0.68元。公司也将在国家大规模建设智能电网中受益，建议关注

四、上月荐股回顾

股票名称	推荐月度	市场表现及跟踪建议
风帆股份	5月	下跌7.76%；趋势走坏，建议了结
晋亿实业	5月	下跌7.56%；趋势走坏，建议了结

重要声明

本产品面向公司 500 万以上客户，并作为其投资过程的参考，客户据此投资，风险自担。产品更新以月为时间单位，每月初可得到更新版本。但在无显著市场交易机会的情况下，我们不做个股推荐。本报告中提出的备选股票并非建议客户看到即操作，相反客户应根据市场阶段性变化，结合个人交易经验选择合适的买卖时机和价位。

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，我们力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券销售交易总部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。
