

风格转换仍将继续，权重股推动市场震荡向上

——6月A股市场投资策略

2009年6月5日 星期五

报告要点

东海证券宏观策略研究小组

分析师 鲍庆
电话 021-50586660-8642
邮件 bq@longone.com.cn

分析师 王凡
电话 021-50586660-8641
邮件 wangf@longone.com.cn

分析师 董高峰
电话 021-50586660-8632
邮件 dgf@longone.com.cn

联系人 顾颖
电话 021-50586660-8638
邮件 dhresearch@longone.com.cn

□ **乐观情绪推动风险溢价下降。**5月市场在乐观的宏观经济预期和海外市场的带动下，市场股权风险溢价持续下降，整体市场仅出现了短暂的调整，延续了年初至今月度上涨的态势。大盘股继4月底的短暂表现后，5月底再度表现抢眼。

□ **乐观预期推动市场风险溢价下降。**市场股权风险溢价的转变将遵循着“基本面乐观预期-股权风险溢价下降-市场趋势上扬-投资者对市场信心提高-股权风险溢价下降”的逻辑演进。

□ **短期市场估值仍有向上可能。**股权风险溢价的下降体现为市场估值水平的上升。而估值较低的大盘权重股如金融服务，其估值上升更有处于拉动整体市场估值向上。

□ **政策面维稳态度明显。**我们认为在IPO重启前，政策面维持市场稳定的态度十分明显。

□ 因此，虽然我们认为目前盈利预期趋稳，但在市场乐观预期下，受权重股估值向上的带动，短期市场仍将保持震荡向上的格局。但上游大宗商品价格上涨对国内中游行业将产生负面影响，使得未来盈利预期面临下调的压力，进而导致市场调整。

□ 结合当前市场各行业绝对估值和相对盈利的估值情况，我们建议在6月市场坚持以下投资策略：周期类个股短期仍具上涨动力，未来可能向防御类板块转换。关注上游，回避中游。基于估值安全性的选择。关注区域振兴规划带来的投资机会。

6月行业推荐

	09PE	09PEG	推荐理由
采掘	21.441	2.874	短期有调整压力，通胀预期受益类
有色金属	60.992	2.01	短期有调整压力，通胀预期受益类
黑色金属	26.035	1.065	相对估值较低，盈利预期有上调可能
化工	23.082	0.763	相对盈利估值较低
金融服务	14.464	1.373	绝对估值最低，有一定盈利风险
食品饮料	28.524	1.063	防御行业，估值较低
建筑建材	23.453	0.834	确定性增长，相对盈利估值较低
医药生物	27.476	1.169	防御行业，估值较低
公用事业	28.121	—	防御行业，盈利预期有上调可能

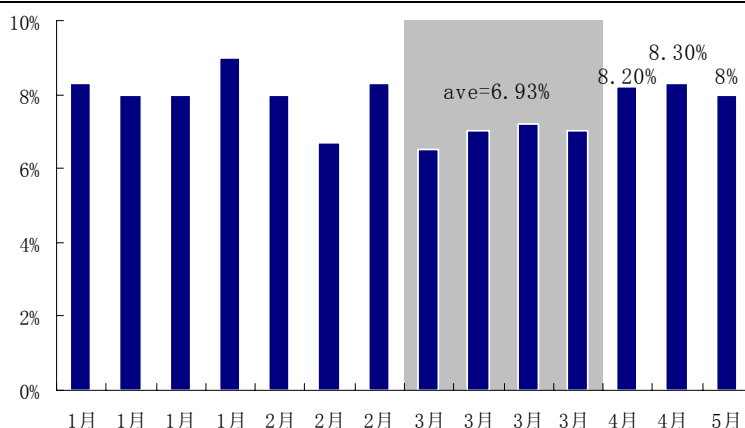
一、5 月市场回顾

乐观情绪推动风险溢价下降

5 月国内市场虽然一度出现调整，上证综指由 5 月 19 日高点调整至 22 日，下跌 2.95%，但基本上延续了震荡上行的态势，全月上证综指上涨 6.27%，沪深 300 上涨 5.22%，深证成份指数上涨 6.58%。这一走势与我们在 5 月策略月报中作出的“市场震荡探低”的判断出现了明显的不同，但符合我们当时提出的政策刺激将延缓和减轻市场震荡探低的时间和幅度的观点。我们认为市场对宏观经济的乐观预期和海外市场的强劲表现助推了国内市场乐观情绪的进一步扩散。

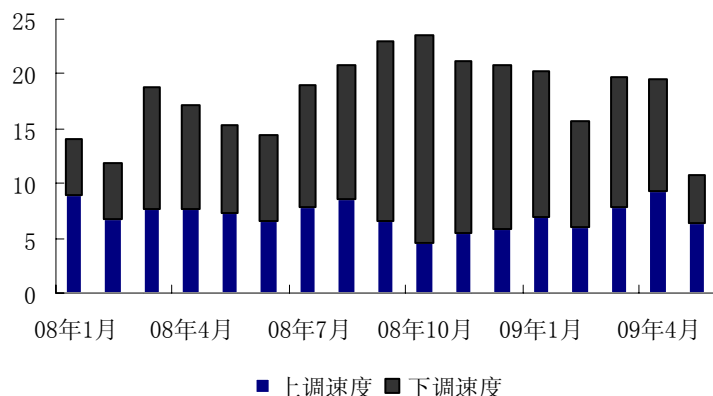
首先，在财政刺激、行业振兴规划、区域振兴规划等一系列经济政策下，国内投资者对中国宏观经济产生了乐观预期，09 年中国 GDP 增速的预期较 3 月明显提高，3 月份 09 年中国 GDP 增速预测值的平均值为 6.93%，而 4 月、5 月预期值明显提高到了 8% 之上。正是在对中国宏观经济的乐观预期下，市场对上市公司盈利预期出现了明显的乐观趋势。沪深 300 业绩调整速度和调整广度均表现出了乐观的市场预期——业绩下调速度明显迅速下降，同时下调广度明显下降，整体沪深 300 一致预期 09 年净利润同比增长率由 4 月底的 16.54% 提高至 16.56%。这一点符合我们在 4 月策略月报中指出的业绩或超预期的判断。

09 年年初至今中国 09 年 GDP 增速各机构预测值

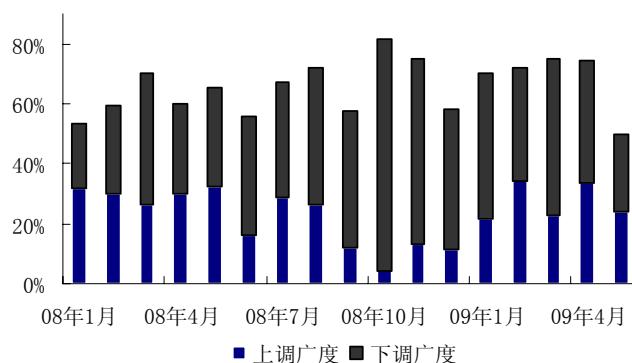


资料来源：路透 东海证券研究所

沪深 300 业绩调整速度



沪深 300 业绩调整广度



上调速度=Σ区间内研究员业绩调高的股票的流通市值; 下调速度=Σ区间内研究员业绩调低的股票的流通市值;

上调广度=100% * Σ区间内由于研究员调高预测导致一致预期调高的股票流通市值 / Σ 组合样本股流通市值; 下调广度=100% * Σ区间内由于研究员调低预测导致一致预期调低的股票流通市值 / Σ 样本股流通市值;

资料来源: 朝阳永续 东海证券研究所

而海外市场的强劲表现则进一步助推了市场的乐观情绪。5 月标准普尔 500 上涨 5.31%, 伦敦金融时报 100 上涨 4.10%, 东京日经 225 上涨 7.86%, 印度孟买 Sensex 上涨 28.26%, 香港恒生指数上涨 17.07%, 国企指数上涨 14.79%, 红筹指数上涨 16.05%。

这种乐观情绪在市场中的直接体现就是市场股权风险溢价(ERP)的下降, 目前国内市场股权风险溢价较 4 月底下降了 4.15%, 较 08 年底下降了 35.49%, 较 08 年最高下降了 37.29%, 这是推动市场估值扩张的主要力量。

上证 A 股短期隐含风险溢价 单位: %



隐含风险溢价为以 FED 法计算的, 其中无风险利率选用了银行间市场 1 年期国债即期收益率

资料来源: 朝阳永续 东海证券研究所

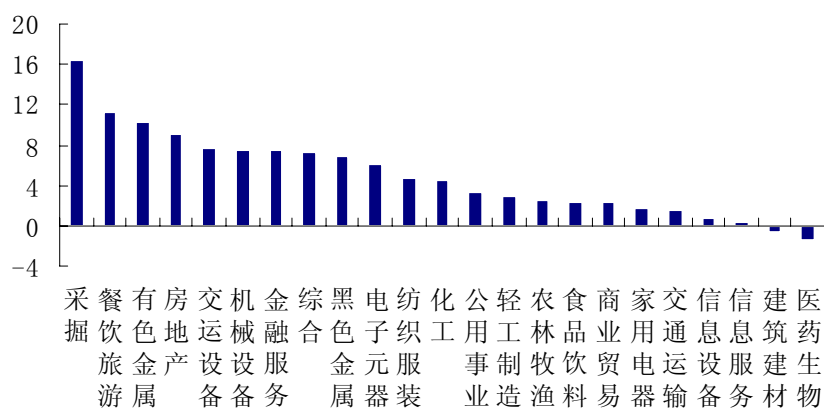
正在盈利乐观和股权风险溢价持续下降的推动下, 5 月国内市场仅出现了短

暂的调整，延续了年初至今月度上涨的态势。

行业表现出现分化 市场风格再现转换

从各行业 5 月表现来看，仅有两个行业下跌，分别是建筑建材和医药生物，采掘、餐饮旅游、有色金属、房地产、交运设备是涨幅最大的五个行业，分别上涨 16.36%、11.33%、10.3%、9.14%、7.67%，我们在 5 月策略月报中推荐的机械设备、金融服务分别上涨 7.58%和 7.45%，列涨幅的六、七位。整体来看，行业表现出分化，即通胀预期类的采掘、有色和估值安全类的有金融、机械设备均有较好的表现。

09 年 5 月各行业市场涨跌幅 单位：%



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

继 4 月底市场风格向大盘股转换后，5 月底市场风格如再次出现转换，金融、采掘等大盘权重股成为助推市场指数上行的主要力量。

二、6 月市场走势预测

一、权重股带动下市场有望震荡向上

乐观预期推动市场风险溢价下降

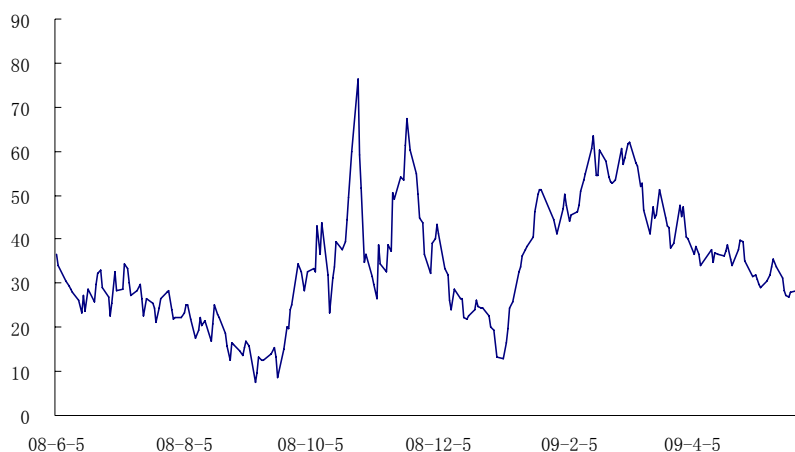
虽然目前市场股权风险溢价已接近 06 年 3 月的水平,但短期内受市场对宏观经济和上市公司盈利乐观预期的正面影响,以及市场趋势上扬后对投资者信心的激发,我们认为市场股权风险溢价仍有继续下降的可能,市场股权风险溢价的转变将遵循着“基本面乐观预期-股权风险溢价下降-市场趋势上扬-投资者对市场信心提高-股权风险溢价下降”的逻辑演进。

短期市场估值仍有向上可能

股权风险溢价的下降体现为市场估值水平的上升。虽然目前国内 A 股市场已经出现结构性估值泡沫,但从整体来看,市场估值较为合理,特别是与海外市场相比,当前市场 A-H 股溢价率自 3 月中旬以来一直下降。

大盘权重股估值上升拉动整体市场估值向上。由于目前大盘权重股,如金融服务、采掘、黑色金属的估值水平仍然较低,虽然在消化结构性估值压力的同时,受大盘权重股估值上升的拉动,整体市场估值水平仍然有可能继续向上。

A-H 股溢价率变化 单位: %



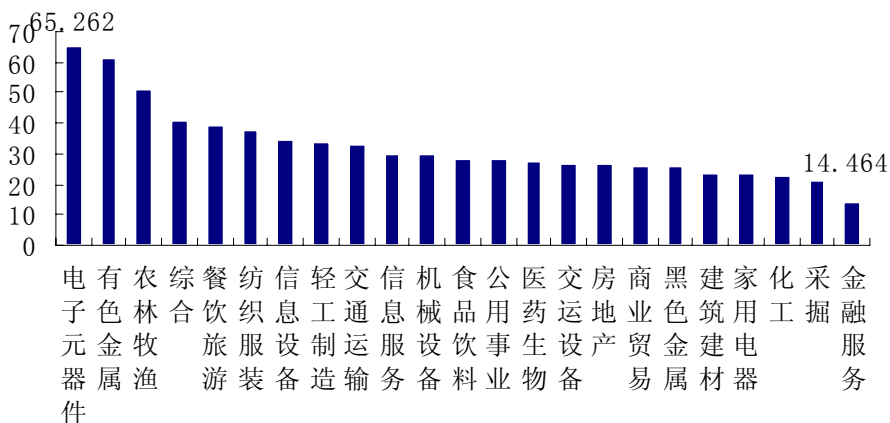
资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

盈利预期趋稳

受乐观预期的影响,5 月底沪深 300 一致预期 09 净利润同比增长率为 16.56%,较 08 年底提高了 10.54 个百分点,但是很明显进入 5 月后这一盈利预期向上调整速度明显趋缓,仅较 4 月底提高了 0.02%,是 09 年各月提高幅度最小的一个月,

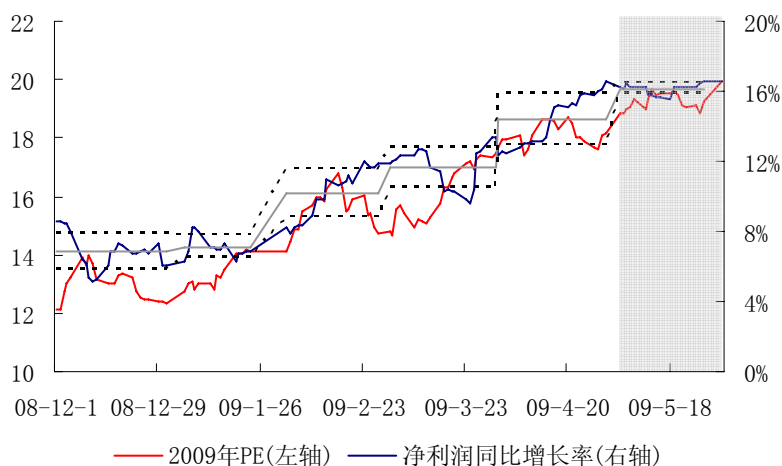
我们对这一盈利预期各月均值及其 1 倍标准差区间的作图明显显示出了这一调整趋缓的特点。

各行业 09 年 PE



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

沪深 300 一致预期 09 年净利润同比增长率和 PE



黑色线为各月净利润同比增长率的均值，虚线为均值上下 1 倍标准差

资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

政策面维稳态度明显

我们认为在 IPO 重启前，政策面维持市场稳定的态度十分明显。本次金融危机由次贷危机上升到金融危机的演变过程说明虚拟经济对实体经济的影响，通过稳定国内 A 股市场，有利于股市财富效应的发挥，进而有利于中国实体经济的稳定，这一点已成为政府的一致观点。

因此，我们认为在市场乐观预期下，受权重股估值向上的带动，短期市场仍将保持震荡向上的格局。

二、市场震荡向上过程中的压力相应增大

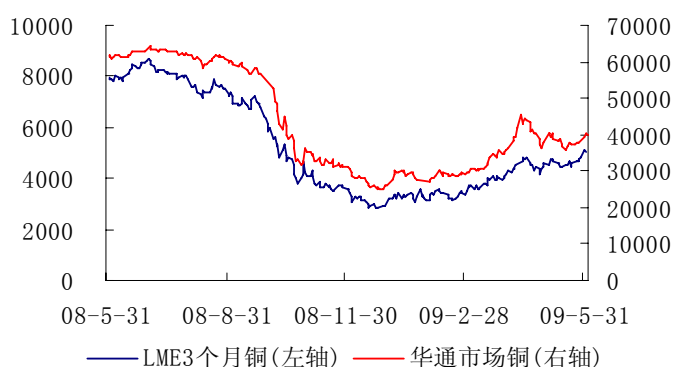
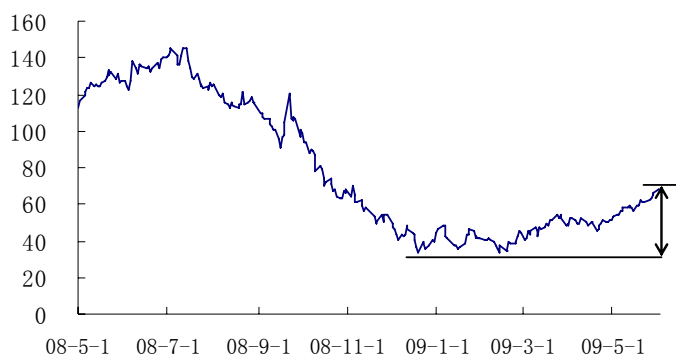
我们认为这种调整压力主要在于乐观盈利预期存在的下调风险。这种下调在 09 年并非没有发生过，在 3 月中旬，沪深 300 一致预期 09 净利润增长率由 3 月 10 日的 12.69% 下调至 3 月 24 日的 9.57%。

我们认为未来盈利预期下调的压力主要在于：上游大宗商品价格上涨对国内中游行业将产生负面影响。

近期由于大宗商品市场预期全球经济复苏，加上各国数量性宽松政策导致流动性进入大宗商品市场，海外大宗商品价格出现了较大幅度的上涨。其中，WTI 原油期货结算价由 08 年底的最低值 33.87 美元/桶上涨到 68.55 美元/桶，涨幅达 102.4%，而有色金属市场中和锌、铅、锡、镍、铜等也有不同程度的上涨，其中 LME3 个月铜价格由底部上涨了 98.27%。

WTI 原油期货结算价走势 单位：美元/桶

LME3 月铜和华通市场铜收盘价 单位：美元/吨、元/吨



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

国外大宗商品价格的上涨已经逐渐向国内大宗商品市场传导。国内成品油价格受此影响在 09 年已上调两次，未来仍然存在上调的可能性。华通市场铜收盘价也由底部上涨了 60.40%。我们认为在国内生产总值存在产出缺口时，上游大宗商品价格上涨将对国内制造业中的中游行业产生不利影响。

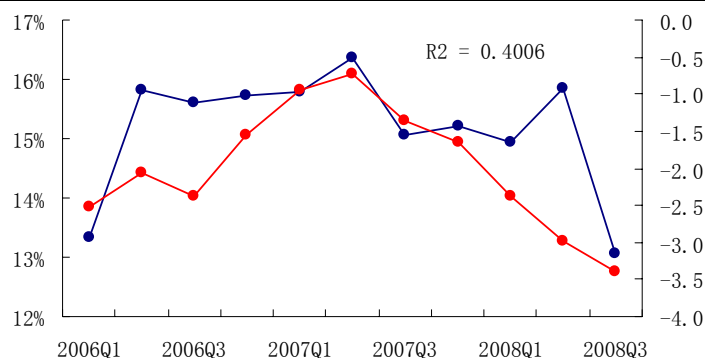
我们用 PPI 中生产资料价格当月增长率和原材料、燃料、动力购进价格当月增长率 (RPI) 的差作为衡量中游行业所受上游行业成本压力和向下游行业传导成本压力情况的指标，将它与上市公司中游行业单季销售毛利率的变化进行比较。我们发现两者存在一定的正向相关性，即生产资料与 RPI 价格增长率差越高，则中游行业销售毛利率越高，生产资料与 RPI 价格增长率差每提高一个百分点，则上市公司中游行业单季销售毛利率提高 0.8 个百分点，反之亦然。

我们认为在目前中国经济产出缺口存在时，中游行业无法消化上游行业的成本上升。从历史上中国国内生产总值产出缺口与 PPI 中生产资料价格增长率的历

史变化来看,在产出缺口 >0 时,生产资料价格增长率 >0 ,表明中游行业可以上游行业的成本通过提价向下游行业转嫁,但在产出缺口 <0 时,由于产能过剩压力,中游行业无法将成本压力向下游转嫁,因此,生产资料价格增长率 <0 。

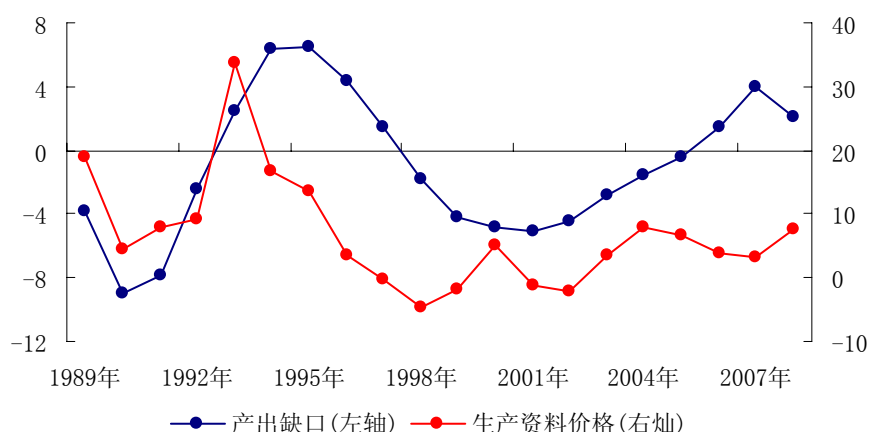
目前沪深 300 中中游行业流通市值占 22.9%,中游行业盈利压力对沪深 300 而言也是引起盈利下调的负面因素。

上市公司中游行业单季销售毛利率与价格增长率差 单位: %



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

中国国内生产总值与 PPI 中生产资料价格增长率 单位: %



产出缺口数据来自于《2007 中期宏观经济分析与预测》郑超愚——中国宏观经济形势与政策: 技术分析

资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

因此,我们认为 6 月市场在乐观预期的推动下,受权重股的带动,短期将保持震荡向上,而这一过程中由于盈利预期具有向下调整的可能,向上的动力将逐渐衰竭,而调整的压力将逐渐累积。

上行风险: 盈利预期面临下调风险

下行风险: 进一步的政策刺激、监管当局稳定市场的态度。

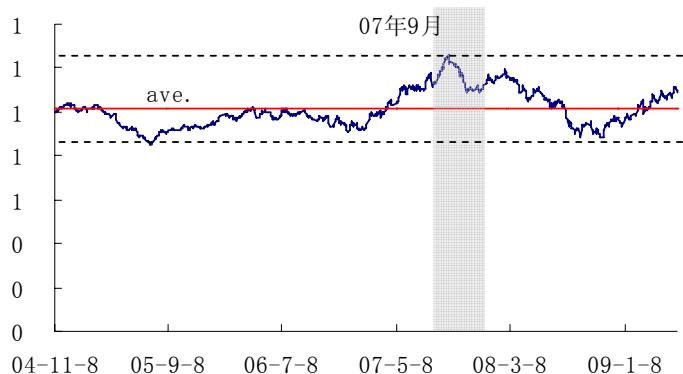
三、6 月市场投资策略

结合当前市场各行业绝对估值和相对盈利的估值情况，我们认为 6 月市场的投资策略如下：

周期类个股短期仍具上涨动力，未来可能向防御类板块转换

在对经济乐观预期特别是对投资拉动经济效果的乐观预期下，市场对周期类个股短期仍将保持青睐，而从周期类与防御类板块相对走势来看，短期的调整风险较小，周期类仍然具向上动力，但正如我们之前强调过从经济周期的角度来看，目前周期类板块不同于 07 年经济周期顶部时，在短期向上后面临着向均值的回归，这意味着市场未来将向在 09 年受轻视的防御类板块的转换。但是在国内经济结构分化下，周期类板块在调整完成后仍然具有投资价值。

周期/防御相对走势



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

关注上游，回避中游

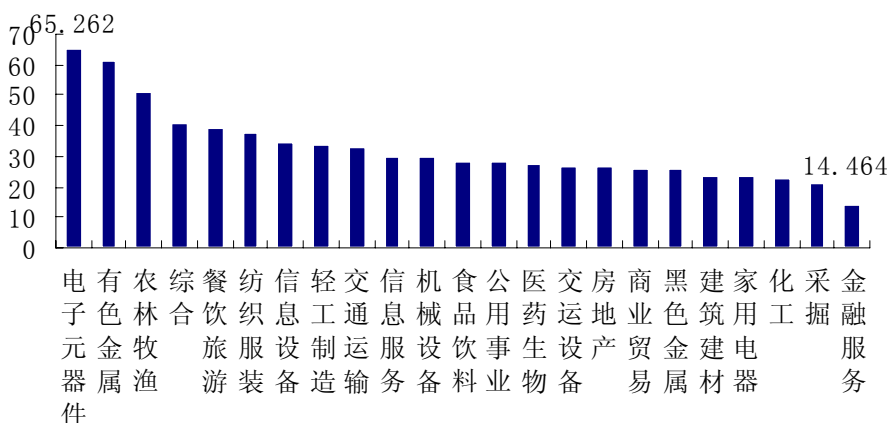
在通胀预期下，上游行业因较中游行业具有定价权，相对而言其盈利情况受益于通胀更多，因此，我们建议更多的关注上游行业，回避中游行业。但是从估值和相对盈利估值的角度来看，短期而言，上游行业估值相对盈利明显过高，如采掘和有色，这使得短期相应行业可能有调整压力，但中期仍然值得关注。

基于估值安全性的选择

从估值安全性的角度看，相对于盈利而言，建筑建材、化工、交通运输三个行业 09 年 PEG 小于 1，而绝对估值较低的采掘、金融服务其 09 年 PEG 并不低，表明其估值安全性并不高。

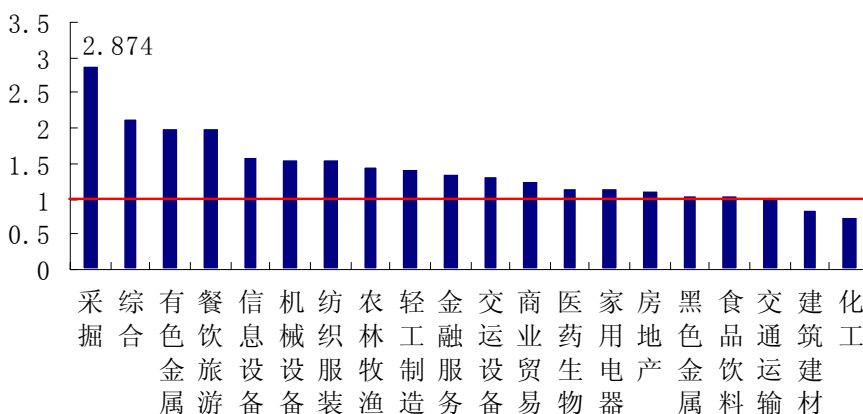
基于我们银行业盈利预期下调的判断，我们认为当前金融服务受盈利预期下调的影响，其估值安全性已经不明显，而化工、建筑建材、黑色金属、交通运输虽然受盈利下调影响未来 PEG 面临向上，但短期估值安全性仍然存在，食品饮料、医药生物作为传统的具有一定溢价的防御板块，相对估值较为安全。

各行业 09 年 PE



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

各行业 09 年 PE



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

关注区域振兴规划带来的投资机会

政策的着力点从偏重“保增长”开始转移到“调结构”和“保增长”，在前期一系列产业振兴规划偏重于“条”的刺激政策后，面向“块”的区域振兴规划开始逐渐增多。在近期继国务院规划上海“两个中心”建设目标要点出台以及支持福建加快建设海西经济区后，东北区域振兴规划开始成为近期关注的焦点，近期，国务院将召开振兴东北地区等老工业基地领导小组会议，这是本届政府就任以来首次举行的振兴东北地区等老工业基地领导小组会议，会议将研究老工业基地应对当前金融危机的办法，并将系统研究东北全面振兴的一系列政策措施。我们认为，考虑与以往不同的经济背景，这次会议的召开，有可能会推出一些新的东北振兴举措，这将不仅为东北地区的振兴提供了新的发展方向和思路，也将会为与东北地区相关的板块和个股带来一些投资机会。

附注:

分析师简介:

鲍庆: 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 1 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

王凡: 策略分析师, 武汉大学商学院金融学专业硕士, 10 余年证券行业从业经验

董高峰: 宏观策略分析师, 中国科学院研究生院管理科学与工程硕士, 2008 年加入东海证券研究所。

一、行业评级

推荐 Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122