



湘财证券研究所

饶建辉

Tel: 021-68634518-8615

E-Mail: rjh0859@xcsc.com

陈钢

Tel: 021-68634518-8331

E-Mail: cg2012@xcsc.com

张权

Tel: 021-68634518-8508

E-mail: zq2579@xcsc.com

主要观点:

- 牛市不期而至，21.30%的公司股价已超过 2007 年 10 月。动力来自超预期的流动性和房市、车市超预期的复苏。
- 宏观经济触底回升、流动性持续扩张、投资者信心恢复、估值处于合理区间，共同支撑下半年 A 股市场震荡走高。
- 中期风险来自 10 年经济可能二次探底，股指提前反应；短期风险来自技术调整压力，3000 点附近有可能成为重要阻力。
- 投资策略：1、风格转向大盘股。大盘/小盘的风格轮动周期大致在 3-7 个月，从 08 年底以来，小盘指数已经连续 7 个月跑赢大盘指数，从概率上来说，下半年大盘股表现将明显强于小盘股。2、超配处于估值洼地的金融、交通运输、建筑建材和采掘业。3、关注通胀、低碳经济与世博主题的阶段性机会。

□ 重点推荐

十大价值股：中国平安、中信证券、招商银行、万科、金融街、现代投资、华新水泥、中国神华、泸州老窖、双鹤药业

十大主题股：冠农股份、国电南瑞、荣信股份、思源电气、金风科技、东方电气、中国宝安、锦江股份、百联股份、豫园商城

图目录

图 1: 商品房销售增速	3
图 2: 汽车产销量增速	3
图 3: GDP 见底回升可期	4
图 4: 上市公司净利润增速与 GDP 同步	4
图 5: 货币供应与证券市场	5
图 6: 居民新增存款与上证综指的关系	6
图 7: 居民投资意愿	6
图 8: 沪深 300 成份股盈利预期变化	7
图 9: A 股盈利收益率与 10 年期国债收益率差值缩窄	7
图 10: AH 溢价指数	8
图 11: 1997-2001 年 GDP 增速	10
图 12: 98 年金融危机的中国经济与股市	11
图 13: 1756 点的压力	11
图 14: 3000 点也可能成为重要阻力	12
图 15: 风格轮动	13

表格目录

表格 1: A 股市场估值	8
表格 2: 行业估值	9
表格 3: 市场统计	12
表格 4: 估值较低行业	13

牛市不期而至

□ 局部牛市已现

截至 6 月 12 日, 21.30% 的公司股价超过 07 年 10 月, 64.67% 的公司股价与 07 年 10 月相比跌幅在 50% 以内, 只有 14.03% 的公司股价与 07 年 10 月相比跌幅超过 50%。

□ 动力来自超预期的流动性和超预期的经济复苏

央行 2009 年货币政策目标: 广义货币供应量 (M2) 增长 17%, 新增贷款 5 万亿以上。实际情况远超预期: 5 月 M2 增长 25.7%, 连续 3 个月保持在 25% 以上; 前 5 月新增贷款 5.83 万亿, 5 月贷款增速创历史新高, 达 30.6%。

房市和车市的复苏远超预期。08 年底, 行业分析师普遍预期 09 年商品房销售零增长, 实际前 5 月商品房销售面积、销售额累计增速分别达到 25.5%、45.3%, 接近 06-07 年的峰值; 年初中国汽车工业协会预计 09 年汽车产销量目标为 985 万辆, 较 08 年增长约 5%, 实际前 5 月产销量增速分别达到 11.1%、14.3%, 回升到 08 年三季度雷曼兄弟倒闭之前的水平。

图 1: 商品房销售增速

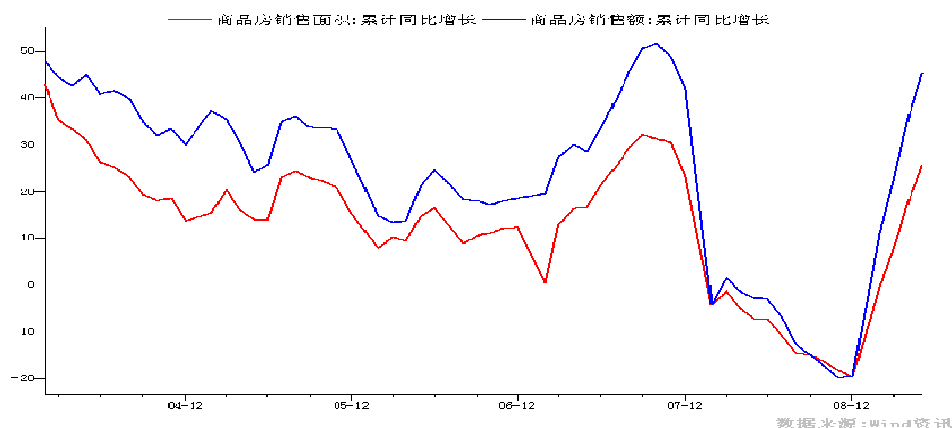
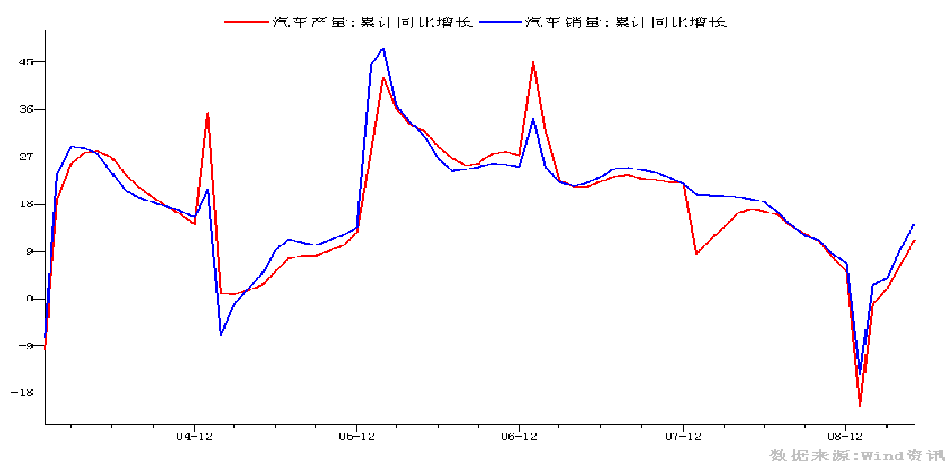


图 2: 汽车产销量增速



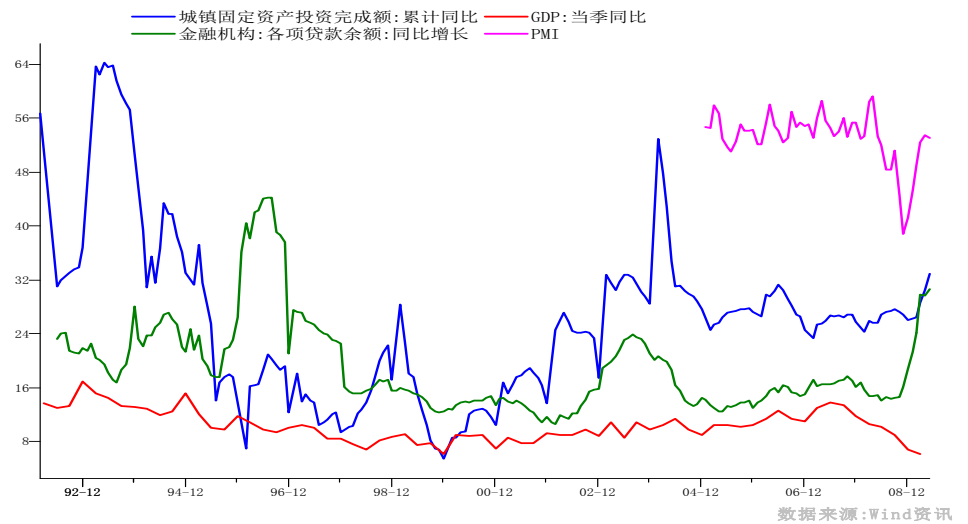
震荡向上格局难改

股市的驱动力有二：盈利提升和估值倍数提升。前者取决于宏观经济，后者取决于资金供求和投资者信心。宏观经济触底回升、流动性持续扩张、投资者信心恢复、估值处于合理区间，共同支撑下半年 A 股市场震荡走高。

□ 宏观经济触底回升

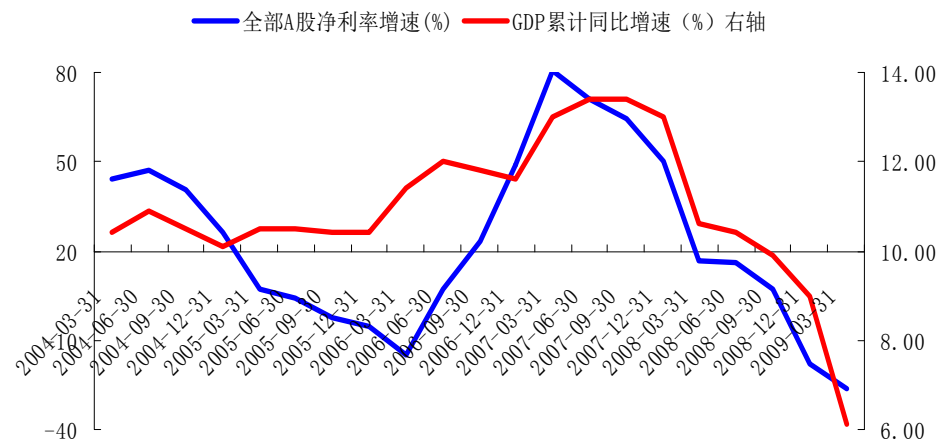
2009 年一季度 GDP 增速 6.1%，降至有史以来的最低水平。随着先行指标 PMI 连续三个月回升至荣衰线 50 以上，固定资产投资增速和贷款增速进一步攀升，预计二季度起 GDP 增速逐季回升，至 2010 年一季度达到 10% 左右。

图 3：GDP 见底回升可期



上市公司净利润增速与 GDP 增速步调基本一致。可以预期，随着宏观经济复苏，上市公司的盈利状况也将明显改善。

图 4：上市公司净利润增速与 GDP 同步



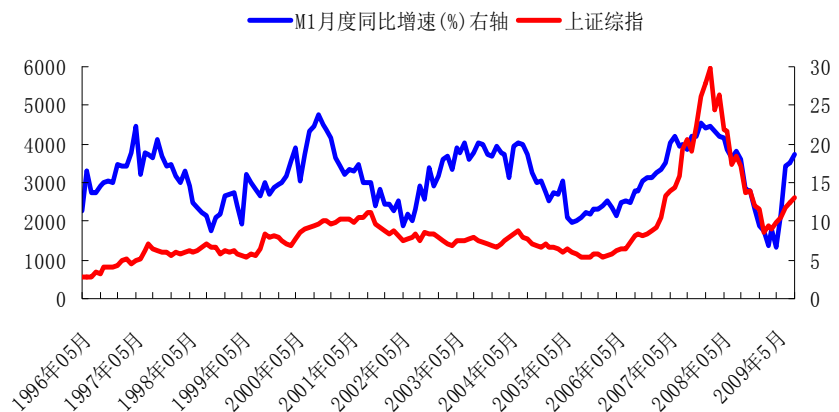
□ 流动性持续扩张

08 年四季度，央行货币政策转向宽松，货币供应增速大幅回升，M2 增速创出 96 年以来的新高，M1 增速回升超过 10 个百分点。从流动性周期分析，我们认为本轮扩张周期的持续时间约 18 个月，M1 增速将达到 25% 附近，当前处于扩张初期。

1996-2008 年，中国货币供应(M1)呈现四个明显的周期，四个扩张周期分别为：1996. 1-1997. 1，持续 12 个月；1998. 6-2000. 6，持续 24 个月；2002. 1-2003. 6，持续 17 个月；2005. 3-2007. 8，持续 29 个月。我们认为：由于 2005 年汇改后大量热钱涌入国内，压注人民币升值，使得央行货币供应被动扩张，而从未来一年看，人民币兑美元虽有升值潜力，但空间并不大，不太可能重现 2005-2007 年的局面，因此该扩张期的可比性较小。按前三个扩张周期推算，本轮扩张期的持续时间在 18 个月左右。

中国股市周期与流动性周期呈现显著的正相关，二者趋势基本吻合，表明由流动性变化引发的估值变动是股市波动的决定性因素。流动性扩张对市场形成支撑。

图 5：货币供应与证券市场



资料来源：WIND 资讯、湘财证券研究所

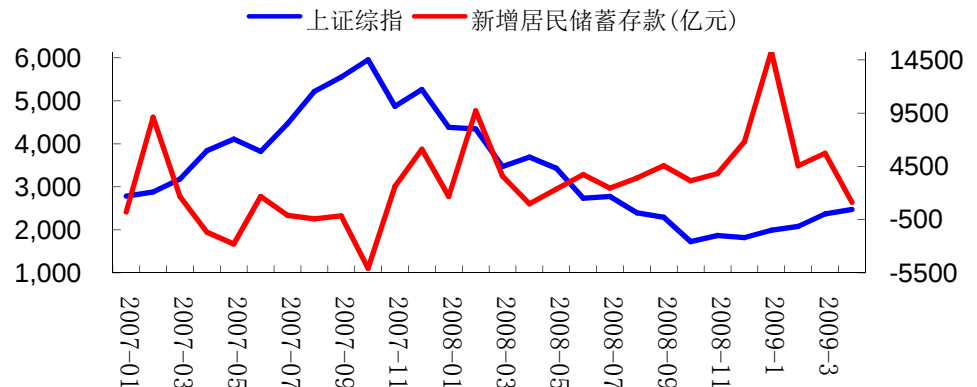
□ 投资者信心恢复

◇ 居民投资意愿上升

中国 A 股市场上，大部分股票持有者还是个人投资者，居民直接入市或通过购买基金、投资联结保险、集合理财产品、信托产品间接入市，储蓄搬家是牛市中资金推动的引擎。

2007 年，个人投资者持有 A 股流通市值占比是 51.29%，基金只占 25.68%。考虑到个人投资者持有基金份额超过 80%，实际上个人投资者直接或间接持有的流通市值在 70% 以上。

图 6：居民新增存款与上证综指的关系

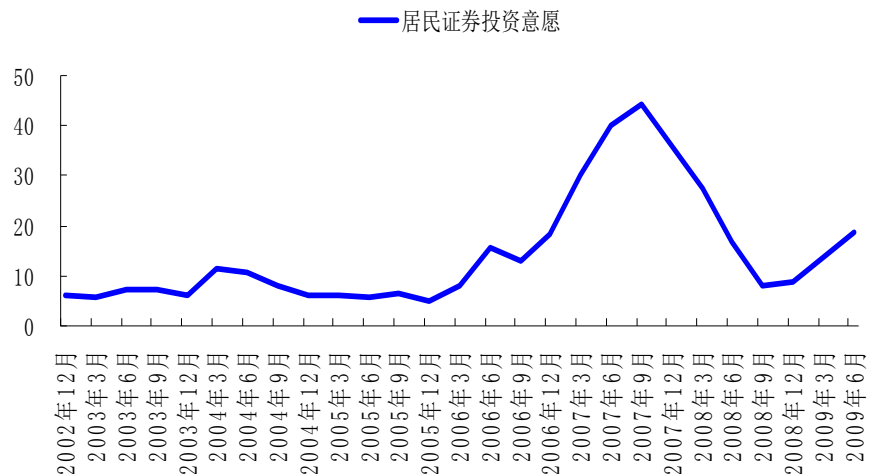


资料来源：WIND 资讯、湘财证券研究所

居民证券投资意愿，与股市的财富效应紧密相关。随着 A 股市场反复走高，居民投资意愿逐步上升，更多储蓄资金流入股市，增量资金入市与股市上涨形成正反馈。新增 A 股开户数回升、基金销售回暖印证了这一点。

根据央行城镇储户问卷调查结果，居民投资意愿自 08 年四季度起连续三个季度回升。2009 年二季度，央行将股票基金投与其他投资合并统计投资意愿，该数据为 37.9，较一季度上升 5 个百分点。我们据此估算二季度证券投资意愿为 18.8，与 06 年底 18.5 相近，仅次于泡沫高涨的 2007.3-2008.3。

图 7：居民投资意愿



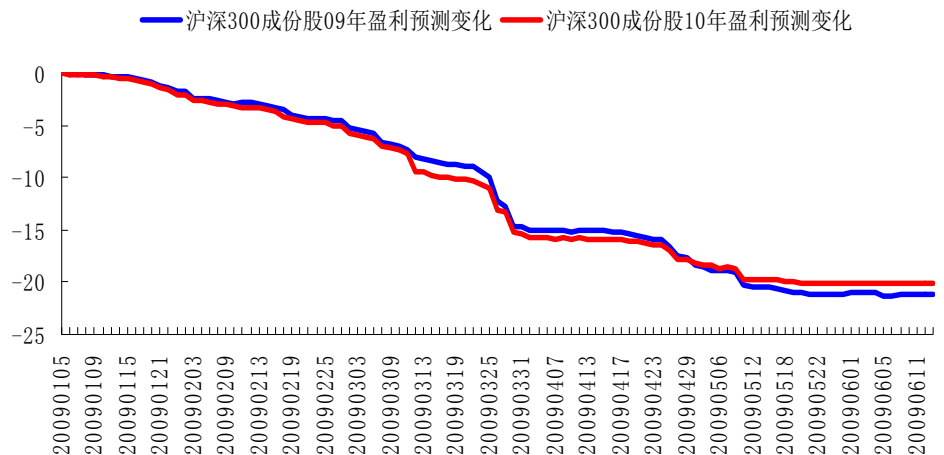
资料来源：中国人民银行、湘财证券研究所

◇ 分析师信心回升

代表分析师信心的指标——上市公司盈利一致预期趋于稳定。前 5 个月，分析师对 300 成份股 09、10 年盈利一致预期不断下调，平均每个月下调 4%。但 5 月中旬以后，盈利预期基本持平。我们认为这是一个积极的信号，表明卖方分析师信心提升，并有可能通过卖方分析师的推介提振投资者信心。

图 8：沪深 300 成份股盈利预期变化

#



#

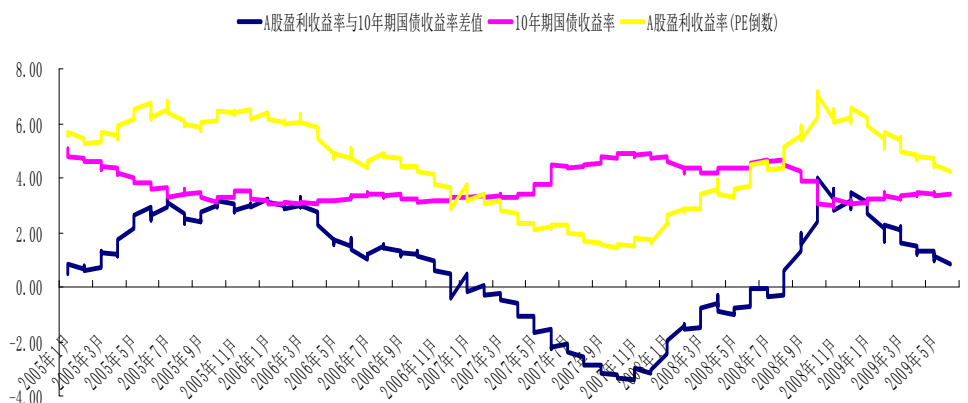
□ 整理估值合理 局部泡沫显现

◇ 整体估值合理

多种估值方法表明，A 股市场整体估值处于合理区域。

A 股盈利收益率（PE）与 10 年期国债收益率差值自 08 年 11 月大幅收窄，6 月 12 日差值为 0.83，但仍高于 05 年以来均值 0.69。

图 9：A 股盈利收益率与 10 年期国债收益率差值缩窄



资料来源：WIND 资讯、湘财证券研究所

全部 A 股市盈率、市净率较 05 年以来均值低 8-15%，沪深 300 市盈率、市净率较 05 年以来均值低 16-17%。相对而言，沪深 300 估值偏低。

表格 1：A 股市场估值

	静态市盈率		静态市净率	
	全部 A 股	沪深 300	全部 A 股	沪深 300
当前值	23.44	21.36	3.14	3.02
05 年以来均值	26.95	25.05	3.40	3.49

资料来源：WIND 资讯、湘财证券研究所

AH 溢价指数反映两地上市的公司其 A 股相对 H 股的加权平均溢价幅度。6 月 12 日指数为 124，低于最近一年的均值 134。从 AH 溢价指数看，当前 A 股市场估值亦处于合理水平。

图 10：AH 溢价指数



资料来源：WIND 资讯、湘财证券研究所

◇ 局部泡沫显现

在 23 个申万一级行业中，PB 高于历史均值 10%以上的行业有 8 个，PE 高于历史均值 10%以上的行业有 7 个，两项指标均高出 10%的行业有三个，局部泡沫已经显现。

表格 2：行业估值

	当前 PB	PB 均值	比值	当前 PE	PE 均值	比值
SW 金融服务	2.74	3.50	0.78	17.83	28.92	0.62
SW 交通运输	2.54	3.10	0.82	19.19	27.95	0.69
SW 黑色金属	1.69	1.87	0.90	23.55	14.37	1.64
SW 建筑建材	2.94	3.23	0.91	37.12	40.08	0.93
SW 采掘	3.24	3.47	0.93	20.93	22.56	0.93
SW 轻工制造	2.33	2.46	0.95	32.98	31.46	1.05
SW 化工	2.99	3.10	0.96	30.33	22.14	1.37
SW 信息服务	3.12	3.12	1.00	14.83	38.32	0.39
SW 商业贸易	3.71	3.70	1.00	33.83	38.65	0.88
SW 食品饮料	5.61	5.52	1.02	36.83	50.01	0.74
SW 有色金属	4.50	4.40	1.02	55.41	28.32	1.96
SW 交运设备	3.19	3.12	1.02	33.23	34.36	0.97
SW 餐饮旅游	3.56	3.47	1.03	50.19	50.27	1.00
SW 房地产	3.88	3.76	1.03	38.02	41.06	0.93
SW 公用事业	2.76	2.63	1.05	44.65	27.74	1.61
SW 信息设备	3.44	3.10	1.11	40.04	43.17	0.93
SW 纺织服装	3.02	2.70	1.12	34.89	33.79	1.03
SW 农林牧渔	3.85	3.43	1.12	53.17	46.71	1.14
SW 机械设备	4.53	3.95	1.15	37.19	31.76	1.17
SW 医药生物	4.36	3.56	1.23	35.13	41.92	0.84
SW 综合	4.04	3.29	1.23	62.54	60.38	1.04
SW 电子元器件	3.61	2.93	1.23	50.21	40.63	1.24
SW 家用电器	3.09	2.38	1.30	23.07	32.68	0.71

资料来源：WIND 资讯、湘财证券研究所

主要风险因素

□ 中期风险来自经济二次探底

尽管经济复苏可期，但是否 V 型反转并不确定，10 年出现二次探底的可能性仍然存在，而股市也可能提前反应。

正面因素：

- ◇ 政府不遗余力保增长。国务院总理温家宝 6 月 12 日到 14 日，在湖南考察时发表讲话，强调：我们要坚定不移的全面实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，贯彻落实应对国际金融危机的一揽子计划，并根据形势变化不断丰富和完善。
- ◇ 尽管持续性还有待观察，近期房市、车市的复苏透露出内需启动的一丝曙光。如果美欧经济体能在 09 年下半年至 10 年上半年复苏，10 年中国出口回升将弥补掉投资回落的缺口，GDP 出现弱 V 型反转。

负面因素：

- ◇ 中国经济自 07 年四季度进入下行周期，从过去 30 年的历史看，下行周期最短三年（1978-1981），最长六年（1984-1990，1993-1999）。
- ◇ 98-99 年亚洲金融危机时期，中国经济经历二次探底。GDP 增速反弹三个季度后，连续三个季度回落，于 99 年四季度真正触底。本轮次贷危机中，美欧经济遭受重创，而中国的出口依存度较 98-99 年大幅提升，经济复苏的难度远超亚洲金融危机时期。
- ◇ 尤为重要，中美模式（CHINAMERICA），即中国生产、美国消费的共荣模式破灭。在去杠杆化进程中，美国不可能回到 21 世纪初期过度信用消费的状态，中国产能过剩的矛盾凸现，抑制私人投资。
- ◇ 通胀隐忧显现。在全球流动性扩张的推动下，大宗商品价格大幅反弹，其中原油较去年底低点上涨一倍有余。如果大宗商品维持当前价格，09 四季度至 10 年一季度 PPI 指数将大幅攀升，全球央行或将被迫收缩流动性以抑制通货膨胀，阻碍实体经济复苏。

图 11：1997-2001 年 GDP 增速

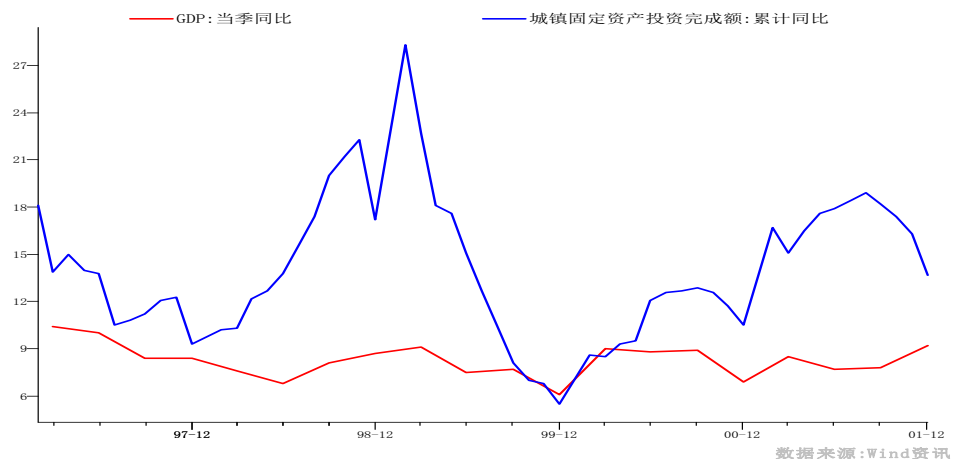
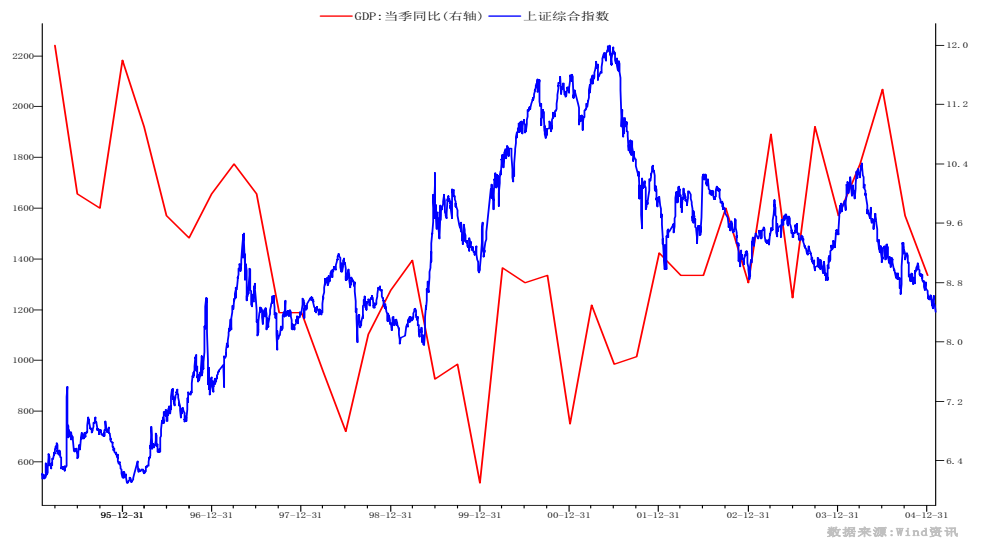


图 12：98 年金融危机的中国经济与股市



□ 短期技术调整压力增大

前期高点，往往成为股指上涨的重要阻力。99 年 5.19 行情高点 1756 点，成为 01-05 熊市多次反弹的强阻力，并引发 05-07 年大牛市的首次调整。上证综指 3000 点附近，也有可能本轮上升的重要阻力。

图 13：1756 点的压力



图 14: 3000 点也可能成为重要阻力



96 年以来的 9 个牛市主升浪，升幅 67%至 94%，平均升幅 75%；6 个牛市调整浪，调整幅度 12%至 32%，平均回调 20%。自 08 年 10 月 1664 点以来，上证综指最大涨幅达到 70%，从统计概率来说，近期回调压力显著增大

表格 3: 市场统计

主升浪	幅度	调整浪	幅度
512-894	75%	894-752	-16%
752-1258	67%	1258-855	-32%
855-1510	76%	1756-1341	-23%
1047-1756	68%	1757-1541	-12%
1341-2245	67%	2994-2541	-15%
998-1757	76%	4335-3404	-21%
1541-2994	94%		
2541-4335	71%		
3404-6124	80%		
平均	75%	平均	-20%

资料来源：湘财证券研究所

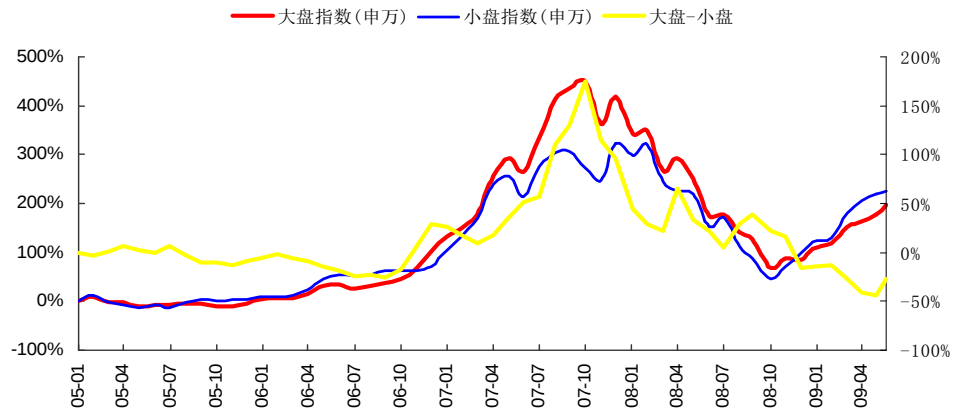
投资策略

总体而言，下半年 A 股市场的宏观、资金环境仍比较宽松，经济刺激政策仍将不断出台，投资者信心回升，A 股市场仍将保持震荡上升格局。建议投资者关注以下投资方向：

□ 风格转向大盘股

05 年以来，大盘/小盘的风格轮动周期大致在 3-7 个月。从 08 年底以来，小盘指数已经连续 7 个月跑赢大盘指数，从概率上来说，下半年大盘股表现将明显强于小盘股。

图 15：风格轮动



资料来源：WIND 资讯、湘财证券研究所

□ 估值洼地

在流动性充裕的背景下，估值洼地将被逐步填平，超配金融、交通运输、建筑建材和采掘业。

表格 4：估值较低行业

	当前 PB	PB 均值	比值	当前 PE	PE 均值	比值
SW 金融服务	2.74	3.50	0.78	17.83	28.92	0.62
SW 交通运输	2.54	3.10	0.82	19.19	27.95	0.69
SW 建筑建材	2.94	3.23	0.91	37.12	40.08	0.93
SW 采掘	3.24	3.47	0.93	20.93	22.56	0.93

资料来源：WIND 资讯、湘财证券研究所

□ 主题投资

- ✧ 通胀收益板块，超配受益于资产价格复苏的金融、房地产、采掘行业，有色金属估值偏高不建议超配。
- ✧ 低碳经济。重点关注在新能源、节能减排、智能电网方面已经实现产业化的龙头公司，包括天威保变（太阳能）、金风科技（风能）、东方电气（水电、风能、核能）、中国宝安（新能源电池）、置信电气（节能减排）、荣信股份（节能减排、智能电网）、国电南瑞（智能电网）、思源电气（智能电网）。
- ✧ 上海世博概念。从奥运板块的炒作逻辑，重点关注旅游、商业的龙头公司锦江酒店、百联股份、豫园商城。

□ 重点推荐

十大价值股：中国平安、中信证券、招商银行、万科、金融街、现代投资、华新水泥、中国神华、泸州老窖、双鹤药业

十大主题股：冠农股份、国电南瑞、荣信股份、思源电气、金风科技、东方电气、中国宝安、锦江股份、百联股份、豫园商城

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。