



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

投资要点

- 7月A股市场多空因素交织。利多因素包括：宏观经济复苏提振投资者信心、货币扩张为股市提供流动性支持、市场处于上升趋势中存在上行惯性；利空因素则包括：技术调整的内在要求、全球投资者风险偏好情绪降温引发流向新兴市场的资金减少甚至出现逆转、估值压力显现。
- 宏观经济复苏趋势确立，对于维系投资者信心至关重要。然而，经济复苏的预期已经在前期的上涨中得以反映，至少是部分反映，验证市场预期经济数据对股市的上推作用有限，只有超预期的经济数据才能对股市产生较大的上推力量。从6月主要城市房屋销售情况看，北京、上海、深圳、广州四大城市中，仅北京环比上涨，上海、深圳、广州环比回落。因此，6月经济数据出现惊喜的可能性并不大，对股市的刺激作用也将有限。
- 流动性是推动股市上涨的最主要动力，也是利多市场的最重要因素。今年以来货币投放和信贷激增，为股票市场注入大量流动性（市场猜测约20%的信贷资金进入股市房市），推动股指反复上扬。7月流动性状况仍然乐观，但市场并没有经历流动性的考验。如果大盘股IPO重启，资金供需的缺口将缩小，对市场的上推作用减弱，且不排除短期失血的可能。
- 就市场自身而言，技术调整的内在要求强烈。首先，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。其次，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77%，从统计概率来说，近期回调压力显著增大。最后，金融板块领涨大盘往往意味着市场即将进入调整。2005年以来，SW金融行业指数月度超额收益接近或超过10%的情况共出现四次，其中三次的次月市场出现下跌，另外一次的次月（2007.1）市场虽然上涨，但出现宽幅震荡。
- 综合判断，在宏观经济复苏和充裕流动性的支撑下，7月初上证综指仍有惯性上行、续创新高的能力，但3000点附近的压力也不容忽视，出现冲高后大幅震荡的概率在增大，上月领涨的金融、地产、钢铁等权重板块将成为大盘走势的风向标。
- 行业板块：逐步从周期性行业转入防御性行业，关注新的估值洼地交通运输、家用电器及生物医药板块。调整后期主题投资将再度活跃，关注近期调整较为充分的新能源、节能减排、智能电网行业中已成功实现产业化的公司，以及集“两个中心建设”、世博、迪斯尼、国资重组等多重概念的上海本地股。
- 7月组合推荐：赣粤高速、格力电器、东方电气、千金药业、百联股份、张江高科。

图目录

图 1：主要股票市场走势 3

图 2：全球主要股票市场月收益率 3

图 3：SW 金融与沪深 300 指数对比..... 7

图 4：全球主要股票市场估值 7

图 5：沪深 300 成份估值 8

图 6：行业估值对比 8

表目录

表 1：A 股市场主要指数表现..... 4

表 2：申万行业指数表现 5

表 3：市场统计 6

表 4：组合推荐 9

回顾篇：大象起舞 赚了指数难赚钱

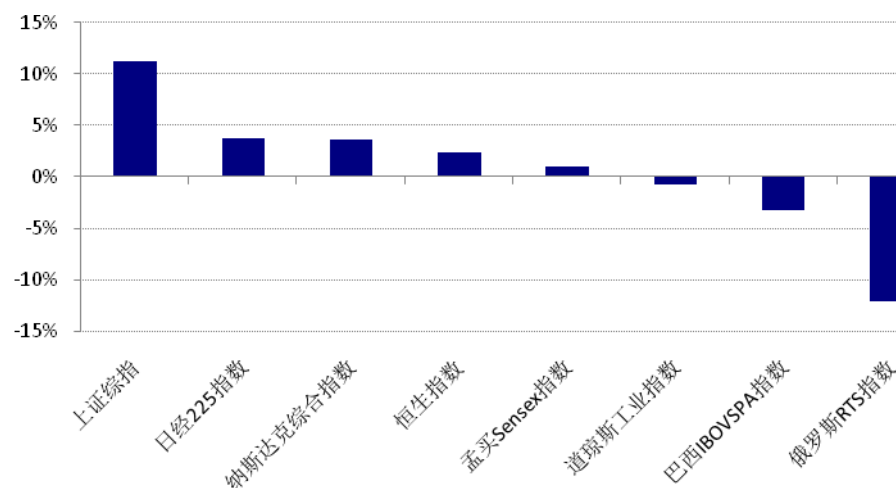
□ 美元企稳，全球主要股票市场和大宗商品高位震荡。6 月美元指数扭转持续下跌态势，围绕 80 一线横向窄幅整理，前期持续升温的风险偏好情绪有所缓和，引发全球主要股票市场和大宗商品高位震荡，其中美日等发达经济体的股票指数自高位回落超过 5%，印度、巴西股票指数自高位回落约 10%，与原油价格波动联系紧密的俄罗斯股市回落幅度达到 20%；大宗商品方面，原油、伦铜自高位回落幅度也接近或超过 10%。

图 1：主要股票市场走势



数据来源：Wind 资讯(截至 2009-6-26)

图 2：全球主要股票市场月收益率



数据来源：Wind 资讯(截至 2009-6-26)

- 6 月 A 股市场一枝独秀，主要股票指数强劲上升。上证综指呈现单边上扬的强势格局，月涨幅达到 13%，离 3000 点仅一步之遥。我们认为有以下一些主要原因：

第一，国内宏观数据继续向好，企业生产活动正在逐步转暖，景气度提高。先行指标 PMI 指数连续数月在 50 之上；5 月工业增加值当月同比增长 8.9%，创出 08 年四季度以来的新高；1-5 月工业企业利润总额同比下降 22.90%，降幅自 2 月以来连续 3 个月缩窄，月均缩窄幅度达到 5 个百分点。根据四五两个月主要经济指标的表现及走势分析，国家统计局官员郭同欣在 6 月 23 日预计二季度 GDP 增幅接近 8%，远远超出之前市场 7% 左右的普遍预期。

第二，超预期的流动性扩张，为市场注入强心剂，成为推动市场 6 月加速上升的重要力量。5 月新增贷款 6645 亿元，贷款余额同比增速 30.6%，且传闻 6 月在商业银行季末冲量的推动下，月新增贷款将达到 10000 亿元；5 月外汇占款突破 2000 亿元，折合 355 亿美元，剔除贸易顺差 133.89 亿美元、FDI63.79 亿美元之后，不可解释的热钱流入约 157 亿美元。

第三，受益经济复苏最为明显的金融行业在 A 股市场权重较大，占全部 A 股流通市值的 22%，总市值的 26%；并且处于估值洼地，5 月底市盈率 16.11，市净率 2.48，分别为行业历史均值的 0.56、0.71 倍，或同期全部 A 股估值的 0.72、0.83 倍。在预期转好的情况下，资金大量涌入金融行业，6 月 SW 金融指数上涨 22.70%，贡献了近一半的大盘指数涨幅。

表 1：A 股市场主要指数表现

	1 个月*	3 个月	半年	1 年
上证综合指数	13.01%	25.04%	69.76%	8.38%
沪深 300	14.81%	25.85%	68.79%	6.34%
上证 180 指数	16.10%	26.79%	69.57%	5.20%
上证 50 指数	20.32%	29.30%	67.27%	3.46%
深证成份指数	13.91%	27.16%	71.44%	11.92%
深证 100R	12.11%	24.67%	70.13%	10.79%
中小板综	4.13%	21.08%	59.07%	17.45%

数据来源：Wind 资讯(截至 2009-6-26) * 一个月为 30 交易日，下同。

- 行业板块方面：6 月各行业板块指数全线上涨，但板块涨幅分化明显。从行业表现看，跑赢沪深 300 指数的仅金融、黑色金属和房地产 3 个行业，而落后沪深 300 指数 10 个百分点的行业多达 7 个。从个股表现看，跑赢沪深 300 指数的股票占比仅约两成，而落后沪深 300 指数 10 个百分点的股票占比达到五成。大象起舞，赚了指数难赚钱。

赢家特征：一、基本面转好，金融受益于经济复苏和资产通胀，房地产受益于房屋销售量齐升，黑色金属受益于钢材价格的大幅反弹；二、估值洼地，5 月底金融为市盈率最低行业、黑色金属为市净率最低行业；三、超预期事件提供股价催化剂，如月度新增贷款反弹、钢材价格劲升等。

表 2：申万行业指数表现

	1 个月	3 个月	半年	一年
农林牧渔	6.34%	6.55%	39.51%	-5.63%
采掘	9.47%	43.15%	101.44%	-6.67%
化工	3.41%	14.42%	52.97%	-9.36%
黑色金属	21.57%	27.08%	57.60%	-5.74%
有色金属	12.57%	19.00%	123.78%	17.91%
建筑建材	6.58%	14.51%	53.71%	16.77%
机械设备	1.24%	19.79%	69.42%	27.49%
电子元器件	2.51%	21.01%	80.06%	14.15%
交运设备	3.37%	24.08%	97.41%	28.95%
信息设备	3.65%	21.29%	65.06%	8.39%
家用电器	5.07%	22.90%	64.75%	23.97%
食品饮料	14.61%	24.68%	42.14%	-0.86%
纺织服装	7.33%	22.80%	71.97%	14.95%
轻工制造	5.13%	16.46%	61.10%	1.11%
医药生物	8.78%	16.73%	46.67%	21.28%
公用事业	3.22%	10.59%	34.85%	0.80%
交通运输	8.04%	14.65%	54.60%	-3.91%
房地产	18.71%	39.91%	116.74%	52.08%
金融服务	26.58%	35.78%	85.34%	11.49%
商业贸易	8.42%	23.35%	56.97%	5.95%
餐饮旅游	6.83%	22.80%	74.26%	7.50%
信息服务	3.32%	19.90%	47.02%	6.80%
综合	5.06%	24.49%	90.96%	17.50%

数据来源：Wind 资讯(截至 2009-6-26)

展望篇：3000点关口有争夺

- 7 月 A 股市场多空因素交织。利多因素包括：宏观经济复苏提振投资者信心、货币扩张为股市提供流动性支持、市场处于上升趋势中存在上行惯性；利空因素则包括：技术调整的内在要求、全球投资者风险偏好情绪降温引发流向新兴市场的资金减少甚至出现逆转、估值压力显现。
- 宏观经济复苏趋势确立，对于维系投资者信心至关重要。然而，经济复苏的预期已经在前期的上涨中得以反映，至少是部分反映，验证市场预期经济数据对股市的上推作用有限，只有超预期的经济数据才能对股市产生较大的上推力量。从 6 月主要城市房屋销售情况看，北京、上海、深圳、广州四大城市中，仅北京环比上涨，上海、深圳、广州环比回落。因此，6 月经济数据出现惊喜的可能性并不大，对股市的刺激作用也将有限。

- 流动性是推动股市上涨的最主要动力，也是利多市场的最重要因素。今年以来货币投放和信贷激增，为股票市场注入大量流动性（市场猜测约 20% 的信贷资金进入股市房市），推动股指反复上扬。7 月流动性状况仍然乐观，但市场并没有经历流动性的考验。如果大盘股 IPO 重启，资金供需的缺口将缩小，对市场的上推作用减弱，且不排除短期失血的可能。

尽管当前的货币政策实质是超宽松而非适度宽松，但央行二季度例会关于下一阶段货币政策取向和措施的表述仍维持“要认真贯彻党中央、国务院关于宏观调控的决策部署，落实适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，引导货币信贷合理增长。”

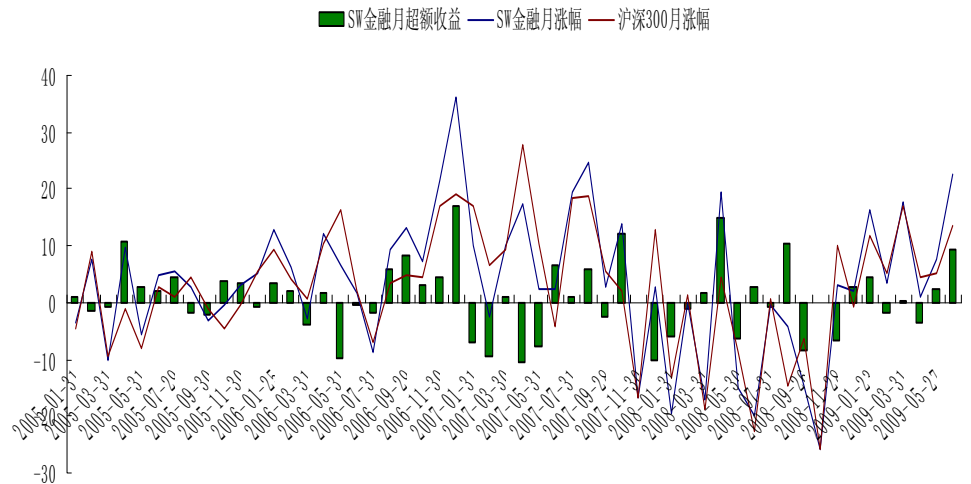
- 就市场自身而言，技术调整的内在要求强烈。首先，前期高点，往往成为股指上涨的重要阻力。99 年 5.19 行情高点 1756 点，成为 01-05 熊市多次反弹的强阻力，并引发 05-07 年大牛市的首次调整，上证综指 3000 点附近，也有可能本轮上升的重要阻力。其次，96 年以来的 9 个牛市主升浪，升幅 67% 至 94%，平均升幅 75%；6 个牛市调整浪，调整幅度 12% 至 32%，平均回调 20%。自 08 年 10 月 1664 点以来，上证综指最大涨幅达到 77%，从统计概率来说，近期回调压力显著增大。最后，金融板块领涨大盘往往意味着市场即将进入调整。2005 年以来，SW 金融行业指数月度超额收益接近或超过 10% 的情况共出现四次，其中三次的次月市场出现下跌，另外一次的次月（2007.1）市场虽然上涨，但出现宽幅震荡。

表 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

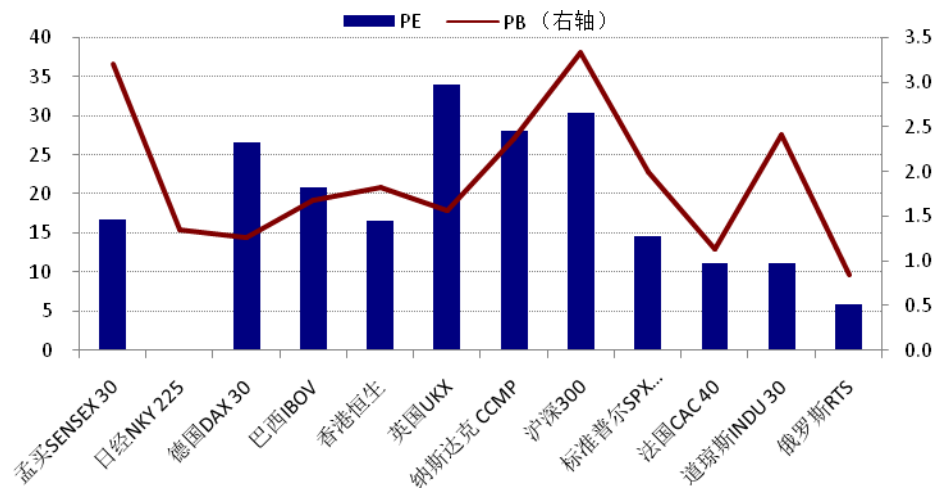
图 3: SW 金融与沪深 300 指数对比



资料来源：湘财证券研究所

- 估值方面，横向比较，A 股市场估值全球最贵，并且与主要股票市场的差距再次拉大，A-H 两地上市公司负溢价的情况基本消失；纵向比较，沪深 300 指数的估值水平已回复到 05 年以来的历史均值附近，估值修复行情已基本完成。从行业估值的角度，建议在继续关注金融和采掘行业的同时，关注新的估值洼地——交通运输和家用电器行业；成长性明确的生物医药目前的市盈率水平已与市场相差无几，溢价率低于历史平均水平，处于相对估值洼地，亦值得密切关注。

图 4: 全球主要股票市场估值



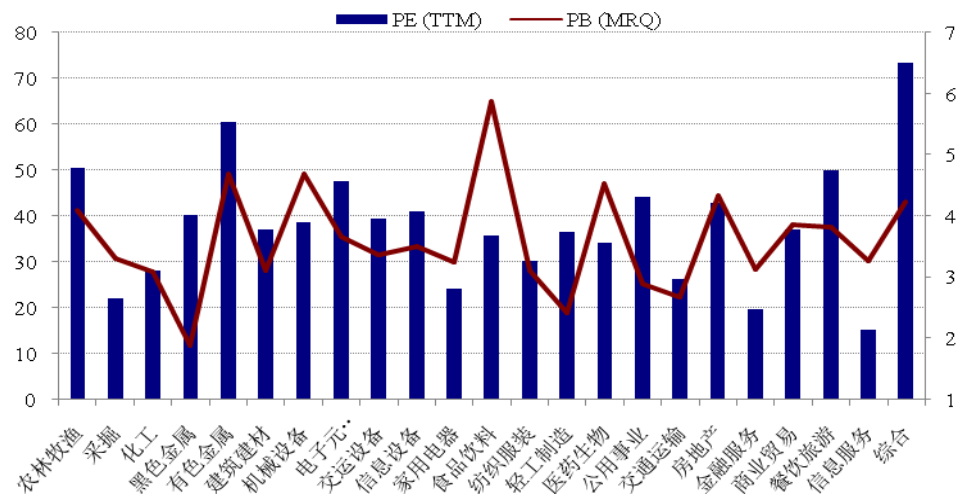
数据来源：Bloomberg(截至 2009-6-26)

图 5：沪深 300 成份估值



数据来源：WIND 资讯(截至 2009-6-26)

图 6：行业估值对比



数据来源：WIND 资讯（截至 2009-6-26）

- 综合判断，在宏观经济复苏和充裕流动性的支撑下，7月初上证综指仍有惯性上行、续创新高的能力，但 3000 点附近的压力也不容忽视，出现冲高后大幅震荡的概率在增大，上月领涨的金融、地产、钢铁等权重板块将成为大盘走势的风向标。
- 行业板块：逐步从周期性行业转入防御性行业，关注新的估值洼地交通运输、家用电器及生物医药板块。调整后期主题投资将再度活跃，关注近期调整较为充分的新能源、节能减排、智能电网行业中已成功实现产业化的公司，以及集“两个中心建设”、世博、迪斯尼、国资重组等多重概念的上海本地股。
- 7 月组合推荐：赣粤高速、格力电器、东方电气、千金药业、百联股份、张江高科。

赣粤高速（600269）：公司旗下昌九高速、昌樟高速、昌傅高速和昌泰高速纵贯江西全

境，是我国南北纵向国道“京福”高速的主要组成部分，是我国华北、华中地区与华南沟通的主要干道之一。公司持有国盛证券 6.74% 股权、湘邮科技 4.26% 股权、信达地产 6.58% 股权，资产大幅增值。预计 09-10 年 EPS 为 0.89、0.95。给予目标价 12 元（剔除可供出售金融资产后约 10.8 元），对应 09 年市盈率 12 倍。

格力电器（000651）：公司是目前国内生产规模最大的空调生产基地，也是世界上单产规模最大的专业化空调企业，是中国空调行业第一个也是唯一一个世界名牌，主业竞争优势明显。预计 09-10 年 EPS 为 1.19、1.40。给予目标价 23.8 元，对应 09 年、10 年市盈率 20 倍、17 倍。

东方电气（600875）：公司目前已形成了“火电、水电、核电、气电、风电”五电并举的战略发展格局，并在各领域均形成极强的竞争优势。预计 09-10 年 EPS 为 1.99、2.42。给予目标价 60 元，对应 09 年、10 年市盈率 30 倍、25 倍。

千金药业（600479）：公司专注于妇科研发与产销，主营产品疗效确定，盈利能力稳定提升，在行业内享有盛誉，是中药行业中标杆公司之一。主导产品妇科千金片和千金胶囊进入医保目录，销售稳定增长。公司正抓紧主导产品产业化项目建设，扩大产能后销售将加速上升，投资已经进入收尾阶段，09 年可能发挥增产放量效果。正值医改启动之际，医疗市场扩大，尤其农村妇科医药市场巨大潜力可能显现，公司主导产品销售可望保持年均 20% 以上增长。预计 09-10 年 EPS 为 0.68、0.84，年均增长 20%。给予目标价 21 元，对应 09 年、10 年市盈率 31 倍、25 倍。

百联股份（600631）：上海商业零售旗舰，商圈资源优势明显，物业资产价值显著高于市值。公司经营门店 22 家，经营面积 109 万平米，自有物业 81 万平米，同时持有海通证券 2.14 亿股，保守估计资产重估价值达每股 14.70 元。作为百联集团的核心上市公司和百货、大型购物中心运营平台，公司有望从上海商业体系重组中受益。同时，世博会召开、迪斯尼建设将促使公司 2010 年后重新进入快速增长轨道。预计 09-10 年每股收益为 0.35 元、0.44 元，给予目标价 14.7 元，相当于公司每股重估价值。

张江高科（600895）：公司立足园区开发，同时发展服务业和高科技投资。大股东的持续资产注入促使上市公司房地产资源超常规发展，未来几年业绩高速增长已成定局。创投方面，公司开展创投的子公司达 4 家，投资企业中有 10 多家新创公司有望在 10 年在境内位市场上市。公司集世博、迪斯尼、创投等多重概念于一身，存在反复炒作的机会。预计 09-10 年每股收益为 0.49 元、0.69 元，年均增长 45%，给予目标价 19.6 元，对应 09 年 40 倍市盈率。

表 4：组合推荐

名称	代码	推荐价位 (元)	目标价 (元)	EPS (元)			复合增长 (%)
				2008A	2009E	2010E	
赣粤高速	600269	10.79	12.00	0.94	0.89	0.95	0
格力电器	000651	20.94	23.80	1.05	1.19	1.40	16
东方电气	600875	39.14	60.00	0.20	1.99	2.42	-
千金药业	600479	17.45	21.00	0.60	0.68	0.84	20
百联股份	600631	12.25	14.70	0.32	0.35	0.44	18
张江高科	600895	14.66	19.60	0.34	0.49	0.69	45

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；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%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。