

风动？帆动？心动？

研究结论

A股市场昨日大幅下跌，上证指数收盘大幅下跌5%。我们认为目前整个A股市场充裕的流动性，宏观经济以及企业盈利环比处于改善期的背景并没有发生大的变化。08年11月以来，A股市场9个月以来上涨幅度已经接近100%，估值提升的幅度超过经济复苏的程度，市场本身存在一定调整的压力。

展望未来，A股市场存在以下几方面的不确定，这些不确定因素未来的演变将主导A股市场未来的走势。

第一，未来政策的选择。针对高企的房地产价格以及股票市场过剩的流动性，近期央票的重新发行，对于针对二套房政策的调整以及7月份信贷额环比可能出现较大幅度的下降引发了市场对于政策转向的担忧。未来政策调整的力和速度将对市场预期和投资者情绪产生重要影响。

第二，上市公司业绩是否符合市场预期。截止目前，已有超过130家上市公司公布了其2009年中报，可比上市公司净利润同比下降达24.3%，低于市场此前的预期。如果2009年上市公司中报业绩显著低于市场预期，对于市场将造成一定的负面影响。

第三，A股市场扩容的速度。从市场供求关系角度看，未来A股市场是否加速扩容将对于A股市场的供求关系产生一定的影响。目前已经过会但是尚未在主板发行上市的公司已经有30家，累计发行股份数超过35亿股，加上即将推出的创业板在成立之初也会有较大的融资需要，这都将对于市场供求关系产生一定的影响。

目前A股市场的估值水平存在一定的隐患。目前整个A股静态估值水平为28倍，基本处于合理范围，但是从估值分布的角度看，结构性高估迹象明显。A股有75%的股票市盈率超过35倍，有一半以上股票市盈率超过60倍。2007年A股创出6124点高点时也不过有一半的股票市盈率超过65倍。如果宏观经济和企业盈利的复苏低于市场预期，将会加大A股市场未来的估值压力。

以史为鉴，A股市场泡沫催生条件仍不充分。回顾20世纪以来历次大泡沫产生的必要条件。我们发现：持续高位的GDP增速和企业盈利、实际利率持续走低、货币供应大于实体经济需求是历次大泡沫产生的重要背景。目前中国的宏观经济和企业盈利环比虽然都处于改善期，但是与催生泡沫的繁荣预期仍然存在本质的区别，回顾历史，泡沫破灭后短期内指数迅速反弹甚至超过100%的案例出现频率较高，但是这是否将成为新一轮泡沫催生的起点仍有待于进一步观察。

行业配置：上游受益于通胀预期的资源和资产类行业可能会有一休整过程，行业景气程度明显提升的钢铁、石化、机械等板块有望继续得到资金的关注，其中将会蕴含较多个股机会；市场大幅波动后，投资者风险偏好或将发生微妙变化，消费板块中优质公司也将得到更多关注；此外，银行板块仍然具有明显的估值优势，仍可重点关注。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期 2009年7月30日

刘俊 股票策略资深分析师
8621-63325888x6109
liujun@orientsec.com.cn

毛楠 股票策略高级分析师
8621-63325888x6107
maonan@orientsec.com.cn

王晓李 策略助理
8621-63325888x6108
wangxiaoli@orientsec.com.cn

陈舒薇 策略助理
8621-63325888x6112
chenshuwei@orientsec.com.cn

樊磊 策略助理
8621-63325888x6116
fanlei@orientsec.com.cn

1 企业盈利仍存不确定性

从企业盈利的角度来说,截止今天为止公布企业中期报告的 134 家上市公司实现总利润 65.5 亿元,扣除新上市的桂林三金较去年同期下降 24.66%。这 134 家公司中间虽然没有出现权重股的身影,但这些公司仍不失为 A 股 1600 家上市公司的一个具有代表性的样本:尽管权重不同和行业各异,但上市公司所处的宏观环境和经济大背景基本一致,都经历了国际金融危机和资源商品价格巨幅变动。目前 134 家公司从某种程度上透露出上市公司上半年整体业绩将会下滑,下滑幅度很可能在 30%左右。远远低于市场对于 A 股上市公司盈利下降 18%左右的预期。同时,在公布中报预警的 869 家上市公司中,业绩向好的只有 347 家,业绩下滑的企业则高达 511 家。扣除 11 家不确定的企业,业绩上升和下降的企业之比约为 4:6。上述两组数据都表明企业盈利的恢复可能并不像市场所预期的那么乐观。

表 1: 截止 09 年 7 月 21 日公布中报的上市公司利润总额及同比增长

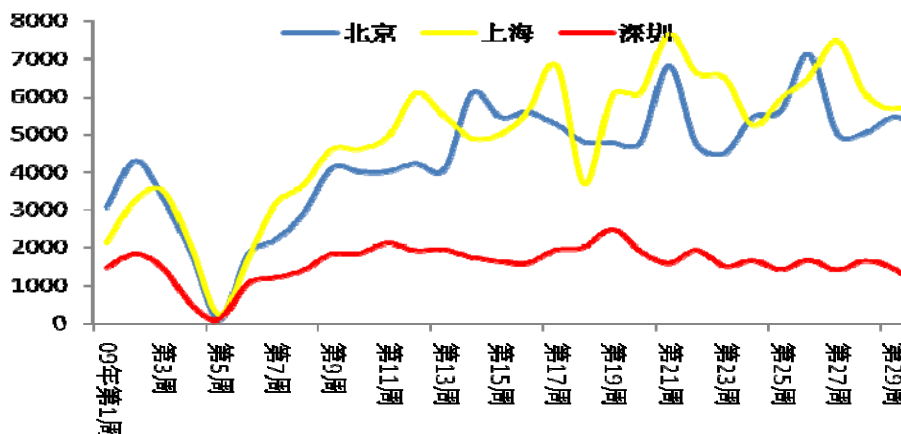
	全部利润 (元)	扣除桂林三金利润 (元)
2008 上半年	13,367,378,466	13,226,222,330
2009 年上半年	10,124,280,159	9,964,298,061
2009 年上半年同比	-24.26%	-24.66%

资料来源: Wind, 东方证券研究所

地产业被认为是下一阶段拉动中国经济增长的主导力量之一,前一阶段地产业量价齐升的火热行情使市场对于地产业产生了较高的期待。而我们认为半年地产业的经营状况还有相当大的不确定性。京沪的房地产销售套数目前虽然还维持在高位,但深圳的房地产销售状况最近几周已经出现了明显的下滑。07 年的下跌和 08 年的回暖深圳都是风向标,所以特别值得我们观察。

同时,当房地产价格持续上涨时,我们预期政策会出现调整。预期中的政策包括二套房,契税等。政策的转向将对地产企业的利润和持续投资产生不利影响,进而影响地产业下游的钢铁,水泥等行业的盈利状况。

图 1: 京沪深三地房屋销售数据, 单位: 套

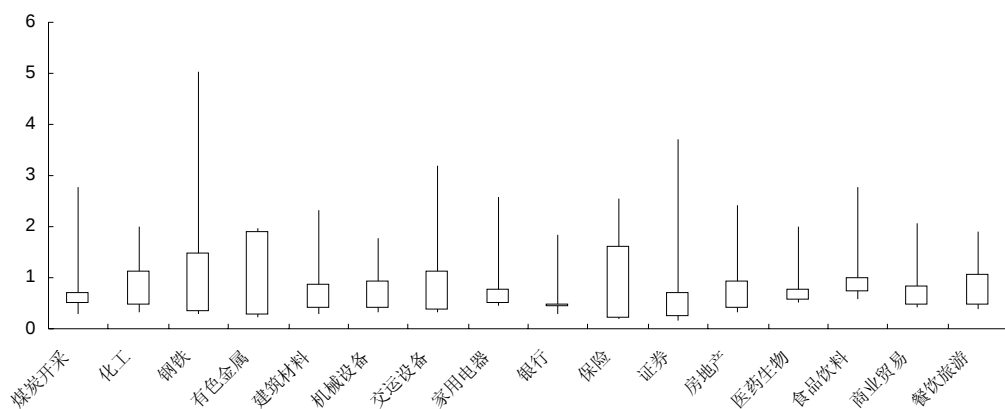


资料来源: CEIC, 东方证券研究所

2 行业估值水平处于历史高位

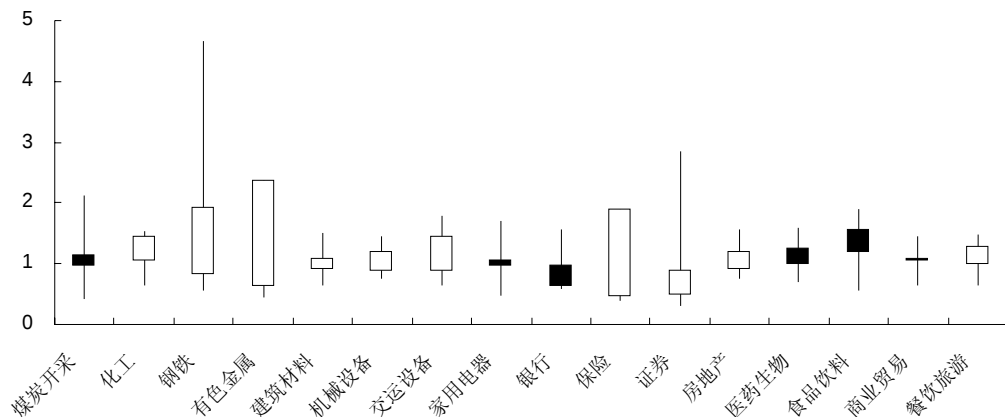
从 08 年 10 月 16 日的市场低位到现在,随着大盘的恢复性上涨,各行业估值水平都得到大幅提升。从各行业相对历史平均估值水平来看,除煤炭、家用电器、银行和医药生物外,大多数行业已明显位于历史平均估值水平之上。如果我们综合考虑各行业相对大盘的估值情况,则会发现,所有观察行业中只有银行、证券行业处于相对大盘估值的历史地位水平,绝大部分行业的估值水平都已处于相对大盘估值的历史高位。因此,不论是从行业自身历史估值水平,还是从相对大盘的历史估值水平来看,绝大多数行业估值水平已经较 08 年 10 月出现大幅恢复迹象,有些行业如钢铁、有色金属和保险的大幅上涨已经令估值水平达到历史高位,不论是从短期资金的获利回吐需求,还是从长期价值投资角度,目前如此高的行业估值水平在遇到市场任何利空消息的鼓吹下,都会呈现一定程度的回落调整。

图 2：各行业相对历史估值水平



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 3：各行业相对市场估值水平



资料来源：WIND，东方证券研究所

3 政策微调端倪已显

根据央行最新公布的信贷数据，上半年新增信贷高达 7.37 万亿元，这个数字已经超过新中国成立以来任何一年的信贷投放总量。其中，有 5381 亿元的信贷资金进入房地产开发领域，个人按揭贷款达到 2829 亿元，即直接进入房地产领域的新增信贷达到 8210 亿元。信贷扩张导致的巨额流动性进入房地产市场，致使多个城市的房地产价格出现大幅上涨态势，量价均甚至超过 07 年房地产高度景气时的顶点。于此同时，流动性泛滥推动 A 股估值大幅提升，在经历了连续 8 个月的上涨之后，A 股突破了 3400 点，较最低点涨幅已达 100%。流动性的快速扩张已经引发管理层对资产价格快速上涨乃至泡沫重起的担忧。

尽管在经济复苏的基础尚不稳固的情形下，7 月 23 日召开的中共中央政治局召开会议指出“要继续把促进经济平稳较快发展作为经济工作的首要任务，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面落实和充实完善刺激经济的一揽子计划和相关政策措施，巩固经济企稳回升势头，努力实现今年经济社会发展预期目标”，但在坚持政策主基调的前提下，最近监管层频繁流露出对未来风险的担忧；在具体的货币信贷政策方面，进行适度微调已经没有悬念。无论是从上海、北京、杭州等地陆续收紧二套房贷政策，还是央行重起央票发行；无论是人大财经委“适时适度进行微调”的表态，还是前央行行长吴晓灵表示“市场对提高存款准备金率不应过度恐慌”，都可看出管理层已经逐步采取措施微调信贷政策。

表 2：货币政策微调端倪已显

7 月 8 日	央行宣布重启一年期央票发行。数据显示，7 月 9 日、7 月 16 日和 7 月 21 日招标的一年期央票发行量分别为 500 亿元、200 亿元和 150 亿元
7 月 15 日	全国人大财经委建议，央行对这一轮信贷的质量、去向、风险等做好评估，以便采取有区别的调控和监管；下半年在保持宏观政策的连续性和稳定性的同时，应根据国内外经济形势变化，“适时适度进行微调，及时发现和解决苗头性问题”。央行担心，由于大规模信贷造成的流动性过剩，可能已经进入股市和房市，而对通胀的预期，可能会促使国外热钱进入国内资本市场。
7 月 17 日	银监会主席刘明康再提防范信贷风险，指出“贷款高速投放积聚的风险隐患也在增加”。同时还强调，要严格执行“二套房”标准。
7 月 20 日	保监会主席吴定富在保险年中监管工作会上四次提醒保险公司，警惕在资本市场持续回暖的情况下过于热衷股市投资。
7 月 22 日	央行前副行长吴晓灵表示，“如果上调存款准备金率，大家不要有过多恐慌”，引起市场关注
7 月 23 日	针对部分媒体有关二套房贷款一事，银监会新闻发言人廖岷表示，银监会二套房贷政策没有调整，银监会始终严格执行二套房贷的有关政策不动摇。
7 月 26 日	继工行将全年新增贷款额度设定 1 万亿元的目标之后，建行也宣布将设定全年贷款额 9000 亿元，而上半年这工行和建造新增贷款额度分别为 8646 亿元和 7085 亿元，这意味着按照目标，下半年新增贷款额度将非常有限。
7 月 27 日	银监会关于限制资金进入实体经济银监会昨天发布《固定资产贷款管理暂行办法》和《项目融资业务指引》，确保固定资产贷款资金真正用于实体经济的需要，防止贷款被挪作他用。
7 月 28 日	据市场估计 7 月份新增贷款总额仅为 5000 亿元，相比于上半年月均 1.2 万亿元有大幅下降，反应了资金面微调的开始。央行调查统计司也发布报告分析了未来信贷放缓的四大因素。其中，资本充足率下降较快和风险管理加强将对银行业持续快速投放信贷资金产生一定约束。

数据来源：WIND，东方证券研究所

4 资金供需或有“覆雨翻云手”

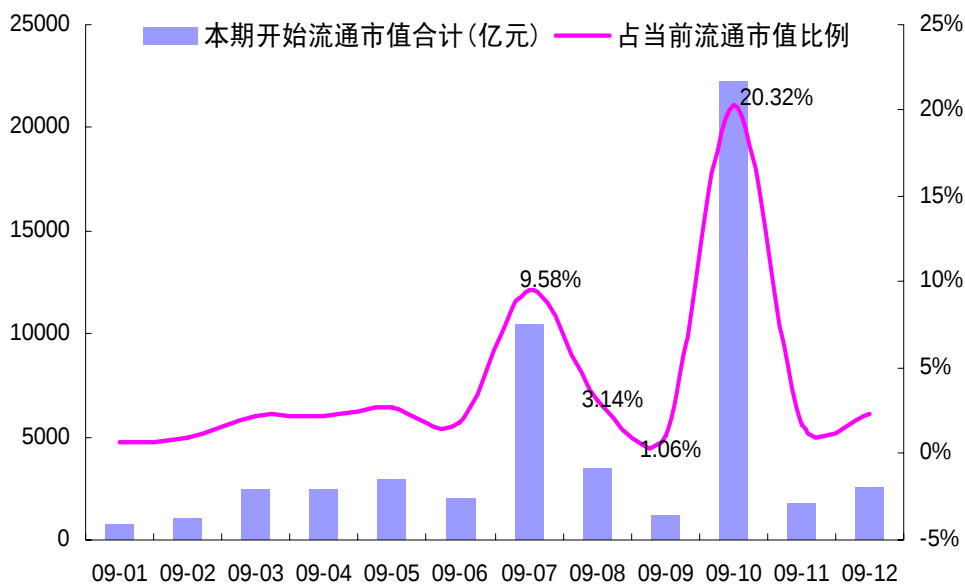
从资金供需层面看，市场的压力也进一步显现。一方面，在大盘股中国建筑上市发行之后，尚有 33 家已过会 IPO 项目进入发行流程，其中大盘股光大证券、招商证券等预计融资额均在 100 亿元左右，势必将会对市场造成一定的冲击。而与此同时，近日关于红筹股中移动、中海油、中海外等回归传闻也逐步增加，这对于 A 股的市场情绪冲击也将是巨大的。

表 3：审核过会未发新股一览表

审核通过会议日期	公司名称	预计发行股数(万股)
2009-07-27	中国船舶重工股份有限公司	199500
2009-07-24	深圳市齐心文具股份有限公司	3120
2009-07-22	福建圣农发展股份有限公司	4100
2009-07-20	中国国旅股份有限公司	22000
2009-07-15	安徽鑫龙电器股份有限公司	2800
2008-09-16	湖南博云新材料股份有限公司	2700
2008-09-08	招商证券股份有限公司	35855
2008-09-08	深圳信立泰药业股份有限公司	2850
2008-09-05	罗莱家纺股份有限公司	3510
2008-09-01	广东奥飞动漫文化股份有限公司	4000
2008-08-29	福建南平太阳电缆股份有限公司	3400
2008-08-29	佛山星期六鞋业股份有限公司	5500
2008-08-22	河南辉煌科技股份有限公司	1550
2008-08-22	广东精艺金属股份有限公司	3600
2008-08-15	苏州禾盛新型材料股份有限公司	2100
2008-08-13	广东超华科技股份有限公司	2200
2008-08-13	深圳市宇顺电子股份有限公司	1850
2008-08-11	西藏奇正藏药股份有限公司	4100
2008-08-11	保龄宝生物股份有限公司	2000
2008-08-04	武汉光迅科技股份有限公司	4000
2008-08-04	深圳世联地产顾问股份有限公司	3200
2008-07-30	杭州新世纪信息技术股份有限公司	1350
2008-07-25	广州珠江啤酒股份有限公司	7000
2008-07-07	博深工具股份有限公司	4340
2008-07-07	汉王科技股份有限公司	2700
2008-07-07	浙江亚太机电股份有限公司	2400
2008-07-07	天润曲轴股份有限公司	6000
2008-06-27	福建星网锐捷通讯股份有限公司	4400
2008-04-29	遵义钛业股份有限公司	5500
2008-04-18	珠海银邮光电技术发展股份有限公司	3000

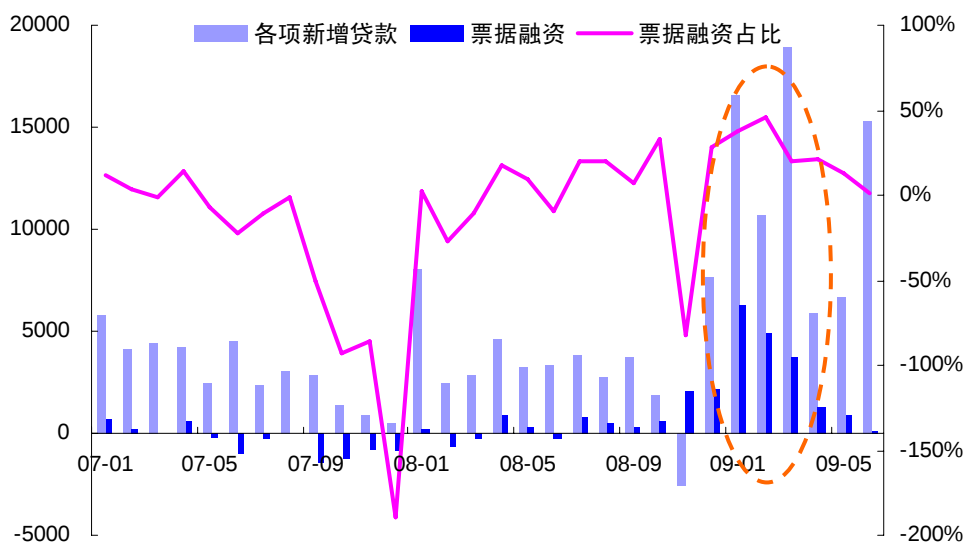
数据来源：WIND，东方证券研究所

另一方面，从限售股的解禁来看，未来的几个月内，将迎来非流通股解禁的高峰，尤其是在 10 月份，解禁市值超过 2 万亿，占当前流通市值的 20%以上，无疑也会给市场供给带来压力。

图 4：未来数月 A 股解禁市值超过当前流通市值的 30%


数据来源：WIND，东方证券研究所

而从资金供给的角度来看，除了政策微调可能引发信贷收缩以外，上半年占新增贷款比例较高的票据融资集中到期也将引发流动性在短期内收缩。可以发现，今年一季度信贷规模的大幅攀升主要来自于短期票据融资，占到当期新增信贷的一半左右；而票据融资的期限一般为三个月或半年，这就意味在最近的两三个月内，将有大量的票据融资到期，规模可能超过 1 万亿；这无疑会导致市场流动性的收缩，进而给资本市场的资金供给带来压力。

图 5：票据融资到期获将引发流动性收缩


数据来源：WIND，东方证券研究所

5 行业配置

我们认为，5月份以来市场在“通胀预期+经济景气全面复苏”的预期下，上证指数快速从2400点上升到3400点。目前来看，市场环境逐步发生了系列变化：首先，货币政策出现微调迹象，从近期部分大银行公布的全年信贷目标来看，下半年新增贷款总量约只有上半年的1/4；其次，央行、银监会、保监会开始关注资产价格泡沫可能带来的危害；第三：实体经济复苏迹象进一步明显，部分行业景气的明显复苏以及企业盈利环比的改善已经逐步变为现实，实体经济盈利的恢复有可能会吸引部分资金回流实体经济。也就是说，在实体经济复苏的大背景下，前期一系列刺激政策逐步进行结构性调整的预期逐步增强。

基于上述判断，上游受益于通胀预期的资源和资产类行业在前期良好表现之后可能会有休整过程，对二套房政策的收紧也可能对上游行业带来一定不利影响；近期行业景气程度明显提升的钢铁、石化、机械等板块，在市场复苏预期仍然强烈的背景下有望继续得到资金的关注，其中将会蕴含较多深入挖掘的个股投资机会；同时，市场大幅波动后，预期投资者风险偏好或将发生微妙变化，消费板块中盈利稳定增长的优质公司也将得到更多市场关注，重点关注医药、食品饮料、商业板块；此外，银行板块仍然具有明显的估值优势，景气在3季度有望持续好转，从风险收益比的角度来看其目前具有攻防兼备的属性，仍将得到机构以及海外热钱的重点关注。

分析师承诺

东方证券策略团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn