

# 市场进入泡沫初期，向上趋势不改

## ——8月A股市场投资策略

2009年7月31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 |

□ **基本面利好推动7月市场走强。**进入7月，上证综指在四连阳后进入平台整理，这是市场等待经济基本面的确定信号的表现。在7月14日后随着上半年经济数据的公布，乐观的上半年特别是二季度经济数据大幅提振了市场信心，推动市场结束平台整理，继续向上。

□ **风格转换再度偏向周期类行业。**7月中旬上半年经济数据的公布提振了市场对于周期类行业的信心，使得6月底开始的市场风格向防御类行业转换的趋势出现逆转，再次向周期类转换。大小盘的风格转换中，7月初市场风格向小盘股转换，但随着7月14日上半年经济数据的公布市场风格再次向大盘股转换。

□ **8月后流动性时代特点逐渐显现，**表现为：整体货币政策仍然以宽松为基调；实体经济逐渐复苏，企业货币需求上升，流动性向实体经济回流；市场利率逐渐上升。

□ **8月市场趋势向上。**虽然从市场的估值水平看，沪深300PEG高达1.58，高于07年牛市时的水平，可以说目前市场已经进入泡沫化初期，但是我们认为在后流动时代宽松的货币政策有利于市场泡沫的持续，我们认为在国内经济明确复苏的信号下，随着后流动性时代产出效应的继续显现，目前市场的乐观预期有望延续，特别是对10年国内经济的乐观预期将助推市场估值继续向上，市场泡沫有望持续，因此，我们认为8月市场仍将趋势向上。但实体经济实际盈利修复速度滞后于市场预期将导致上市公司09年上半年实际业绩存在低于当前预期的可能，这对短期盈利预期构成负面影响，进而构成8月市场的调整压力。

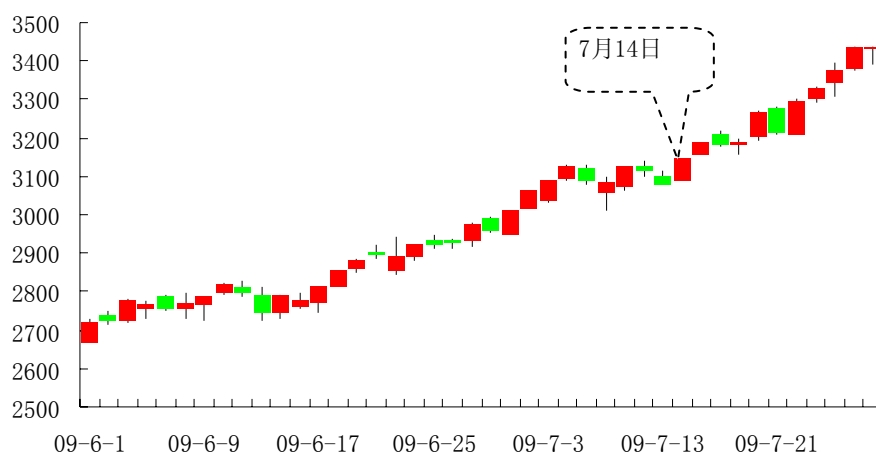
□ **基于8月市场趋势向上的判断，**我们认为8月市场在基本面乐观预期的推动下，市场风格仍将分化：周期类行业仍将领先于防御类行业。在具体行业选择上，我们在8月建议**重点关注**：滞涨周期类行业，如公用事业、建筑建材；新股相对估值受益类的银行业；通胀预期类行业如采掘、有色等资源品行业及地产行业；以及新能源板块。

## 一、7 月市场回顾

### 基本面利好推动 7 月市场走强

进入 7 月，上证综指在四连阳后进入平台整理，我们策略小组在 7 月 3 日晨会中即指出过国内 A 股市场流动性环境没发生根本变化，高估值仍将持续，然而上市公司盈利修复速度可能慢于市场预期，这将是导致市场在中报公布期间出现调整压力的主要负面因素。7 月 5 日开始的延续 7 个交易日的平台整理正是市场等待经济基本面的确定信号的表现。在 7 月 14 日后随着上半年经济数据的公布，乐观的上半年特别是二季度经济数据大幅提振了市场信心，推动市场结束平台整理，继续向上。

图1. 近两月上证综指日 K 线



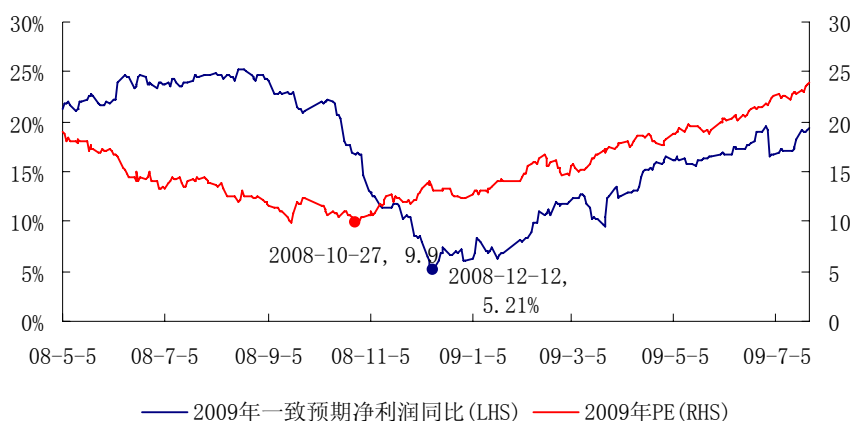
资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

我们在 09 年下半年投资策略报告中曾指出 09 年下半年市场将从由流动性推动的估值回升向由盈利推动的估值扩张转变，7 月市场估值和盈利的变化已经开始显示出这一转变趋势。

从市场盈利预期的变化看，7 月初 2009 年沪深 300 盈利预测由 6 月底的 19.27% 下降至 16.60%，7 月 16 日后再次向上，至 7 月底恢复至 19.32%，盈利预期由 7 月底底部到 7 月提高了 2.72 个百分点，提升幅度为 16.4%，而沪深 300 动态估值水平则由 6 月底的 21.66x 上升至 23.96x，提升幅度为 10.6%。

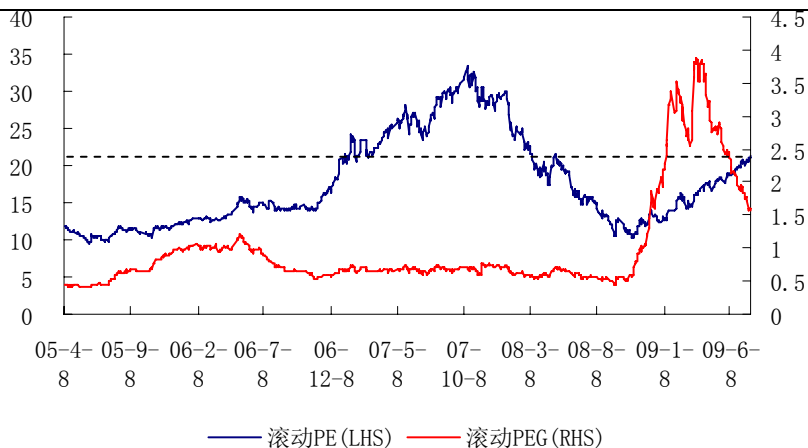
盈利预期的逐步向上开始化解当前市场的高估值，沪深 300 滚动估值水平虽然继续向上扩张，达到 21.31x，但沪深 300 滚动 PEG 却在盈利预期向上的作用下出现了明显的回落，由 6 月底的 1.86 下降至 7 月底的 1.58。

图2. 沪深 300 动态 PE 与净利润预期增长率



资料来源: 朝阳永续 东海证券研究所

图3. 沪深 300 滚动 PE 与 PEG



资料来源: 朝阳永续 东海证券研究所

### 风格转换再度偏向周期类行业

7月中旬上半年经济数据的公布也提振了市场对于周期类行业的信心,使得6月底开始的市场风格向防御类行业转换的趋势出现逆转,市场风格再次向周期类转换。

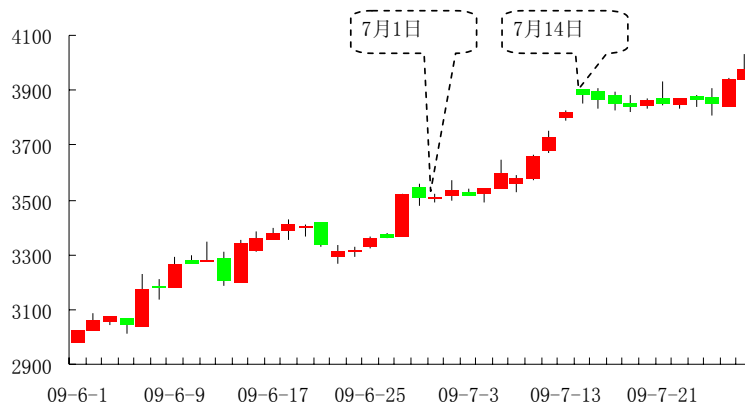
图4. 周期/防御 TTM PE 比



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

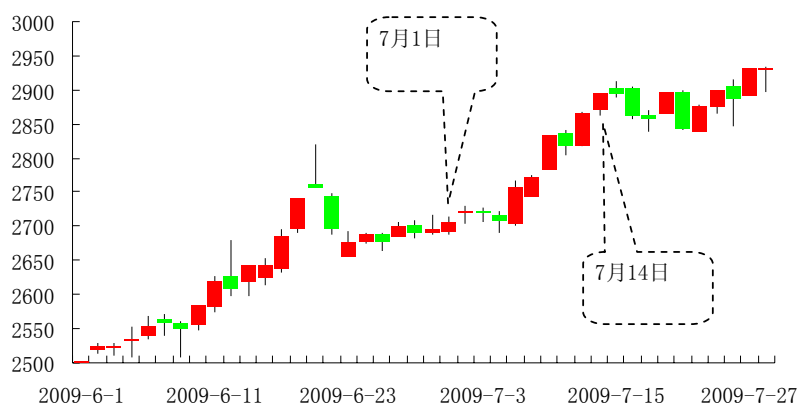
具体行业看，典型的防御类行业，如食品饮料、医药生物在7月初均出现明显的上涨行情，但随着7月14日上半年经济数据的公布，行业进入平台整理。

图5. 近两月食品饮料行业指数日K线



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

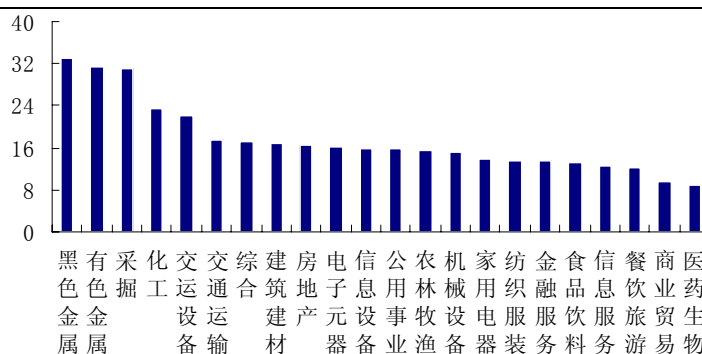
图6. 近两月医药生物行业指数日K线



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

因此，防御类行业在7月的整体表现落后于周期类行业。食品饮料、信息服务、餐饮旅游、商业贸易、医药生物这些防御类的行业分别上涨13.29%、12.59%、12.23%、9.73%、8.79%，涨幅明显小于黑色金属的32.98%、有色金属的31.39%和采掘的30.97%，而8月涨幅第一的金融服务业在7月表现滞后。

图7. 7月各行业涨跌幅 %



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

同样，在大小盘的风格转换中，7月初市场风格向小盘股转换，但随着7月14日上半年经济数据的公布市场风格再次向大盘股转换。

图8. 小盘股/大盘股 TTM PE 比

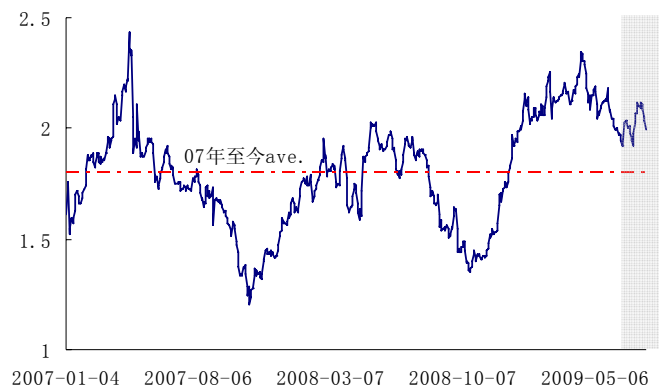
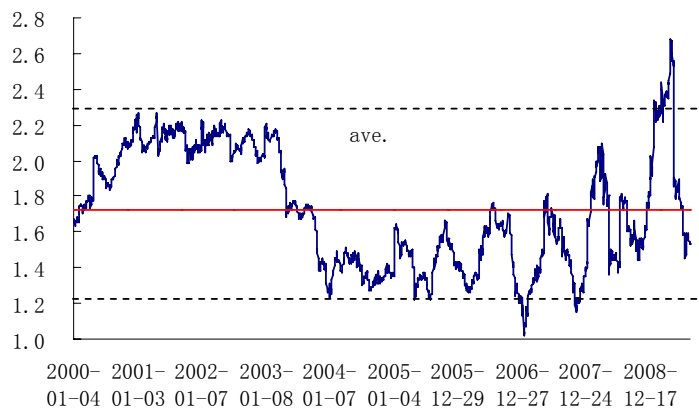


图9. 小盘股/大盘股 PB 比



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

## 二、8 月市场走势预测

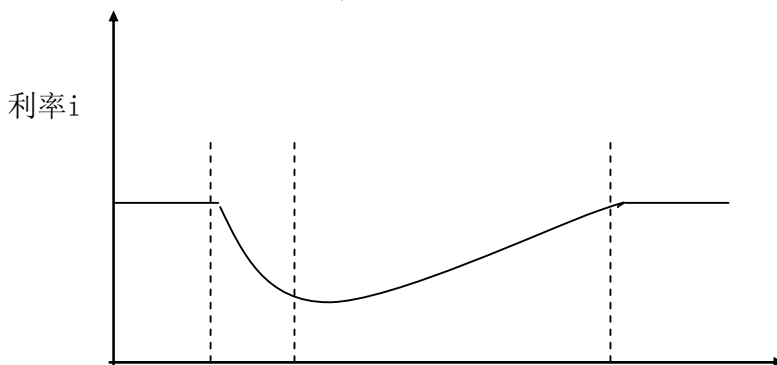
### 一、后流动性时代特点逐渐显现

我们在 09 年下半年投资策略中曾经指出 09 年下半年市场总体上处于“后流动性时代”，即处于（货币供给）流动性效应阶段向产出效应阶段转换的过程。

这一阶段的特点有：

- 货币宽松政策保持不变，整体流动性依旧充裕。
- 实体经济开始逐渐复苏。实体经济的货币需求上升，企业活期存款上升，流动性向实体经济回流。
- 产出效应尚未全面发挥作用，企业盈利能力处于逐步恢复过程中。
- 通胀预期逐步上升，导致在期末货币供给有趋于收缩的倾向。

图10. 利率对货币供给增长率提高的反应



流动性效应 产出效应和通胀预期效应

资料来源：《货币金融学》弗雷德里克-S-米什金

从 7 月市场环境看，后流动性时代的特点逐渐显现。

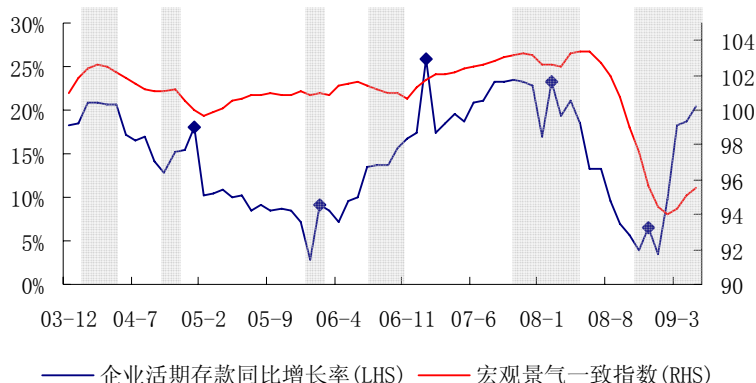
### 整体货币政策仍然以宽松为基调

尽管目前对 09 年下半年货币政策争论较多，但我们认为在后流动性时代，经济仍然处于由底部向上的复苏过程，在经济企稳前国内货币政策宽松的基调不会根本改变。7 月 7 日和 9 日国务院总理温家宝在经济形势座谈会上表示“必须坚定不移地实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，而央行在 7 月 26 日表示将“继续实施适度宽松的货币政策”，“巩固经济企稳回升的势头”。

### 实体经济逐渐复苏 企业货币需求上升 流动性向实体经济回流

6 月，国内宏观景气一致指数由 5 月的 95.50 上升至 96.15，显示经济复苏迹象明显，同时企业活期存款（本外币）同比增长率由 5 月的 20.4% 上升至 28.7%，企业存款活期占比由 5 月的 60.68% 上升至 61.63%。

图11. 中国企业活期存款与经济景气

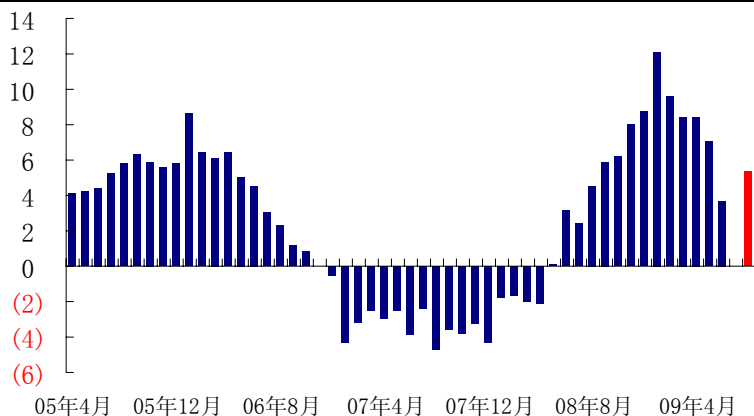


注：带点的表示春节因素造成的企业活期存款异常增长

资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

而衡量市场流动性的指标 M2-M1 增长率差在 6 月下降至 3.67%，显示在实体经济复苏向资金开始逐渐向实体经济回流。

图12. 2009 年 M2-M1 预测 %

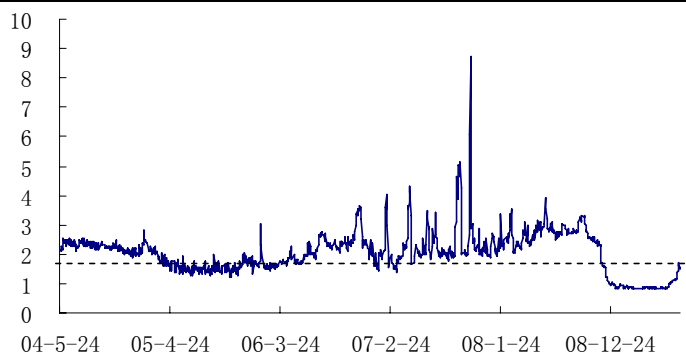


资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

### 市场利率逐渐上升

虽然 7 月银行间同业拆借加权平均利率出现上升，7 月底为 1.49%，但仍然处于较低水平。市场利率的这种变化符合后流动性时代产出效应对市场利率的变化。

图13. 银行间同业拆借加权平均利率 单位：%



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

## 二、8月市场趋势向上

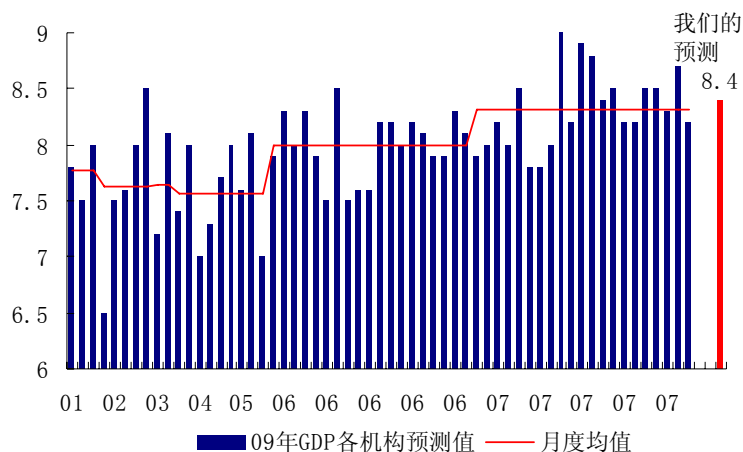
我们在 09 年下半年投资策略报告中深入分析了影响市场主要趋势的估值水平和盈利预期的变化，我们仍然认为下半年市场虽然估值水平继续大幅向上扩张的空间不大，但高估值现状仍将维持，而盈利预期仍有向上动力，市场估值将由流动性推动转向盈利推动。

### 市场进入泡沫初期，市场泡沫有望持续

虽然从市场的估值水平看，沪深 300PEG 高达 1.58，高于 07 年牛市时的水平，可以说目前市场已经进入泡沫化初期，但是我们认为在后流动时代宽松的货币政策有利于市场泡沫的持续，

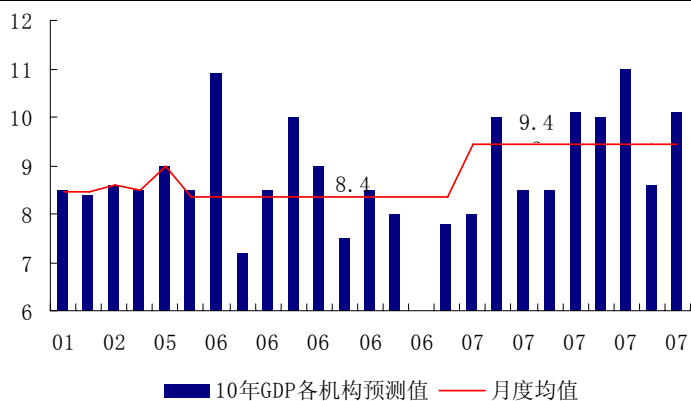
在后流动性时代宽松的货币政策下，我们认为目前市场的乐观预期有利于维持目前市场的高估值。当前沪深 300 滚动估值水平达到 21.31x，我们认为这一估值水平在基本面和市场信心作用下仍将延续。在上半年经济数据公布后，市场对 09、10 年国内 GDP 增速的预测在 6 月的基础上继续提高，分别达到 8.31% 和 9.42%。

图14. 09 年年初至今中国 09 年 GDP 增速各机构预测值



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

图15. 09 年年初至今中国 10 年 GDP 增速各机构预测值 %



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

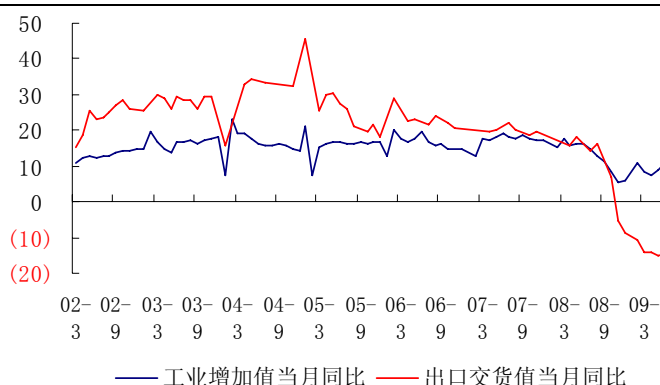
我们认为在国内经济明确复苏的信号下，随着后流动性时代产出效应的继续显现，目前市场的乐观预期有望延续，特别是对 10 年国内经济的乐观预期将助推市场估值继续向上，市场泡沫有望持续，因此，我们认为 8 月市场仍将趋势向上。

### 8 月中报公布对短期盈利预期构成负面影响

我们认为目前实体经济的盈利情况正处于逐步恢复的过程中，同时市场的盈利预期仍然存在向上修正的趋势，但产能过剩压力一定程度上降低了总需求回升对盈利恢复的拉动作用，因此实体经济实际盈利修复速度滞后于市场预期。

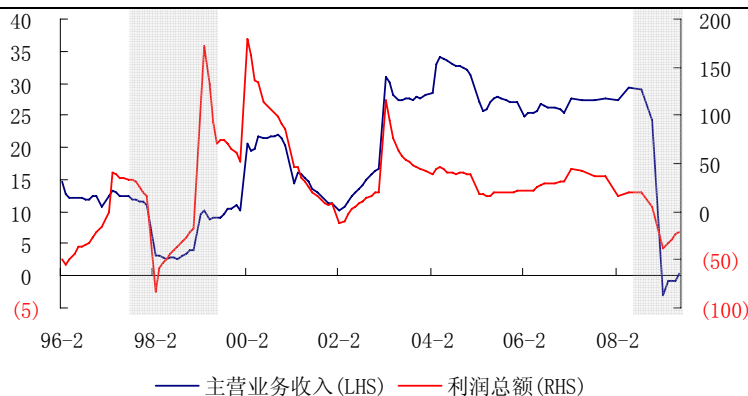
从工业企业工业增加值和出口交货值月度同比变化看，明显的一点是虽然工业企业生产恢复，工业增加值月度同比增长由底部反弹，但受外部因素主导的出口交货值同比增长仍然处于下降通道，两者的背离表明工业生产恢复的产量主要通过国内市场消化，这对产品价格和产业盈利能力的提高形成了一定的压力。体现在工业企业经营效益上，则是主营业务收入同比增长率与利润总额同比增长率的不一致。上半年工业企业主营业务收入同比增长 0.40%，是连续六个月以来首次正增长，而上半年工业企业利润总额虽然降幅较前 5 月有所缩小，但仍然下降了 21.20%。

图16. 工业增加值和出口交货值当月同比增长 %



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

图17. 工业企业主营业务收入和利润总额累计同比增长 %



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

而从 98 年亚洲金融危机后工业企业盈利修复速度看,利润总额由负转正用了将近 12 个月的时间,而当前利润总额仅连续 6 个月负增长,因此,实体经济实际盈利修复速度滞后于市场预期。这对于市场预期短期而言是一个负面的影响,将会使得市场预期在短期内出现调整。7 月初市场预期已经出现了向下调整,但在 7 月中旬上半年经济数据的提振下,盈利预期恢复到了 6 月的水平,但我们认为随着 8 月上市公司中报陆续披露完毕,市场对上市公司 09 年上半年实际盈利情况将有更清醒的认识,实体经济实际盈利修复速度滞后于市场预期下,上市公司 09 年上半年实际业绩存在低于当前预期的可能,这对短期盈利预期构成负面影响,进而构成 8 月市场的调整压力。

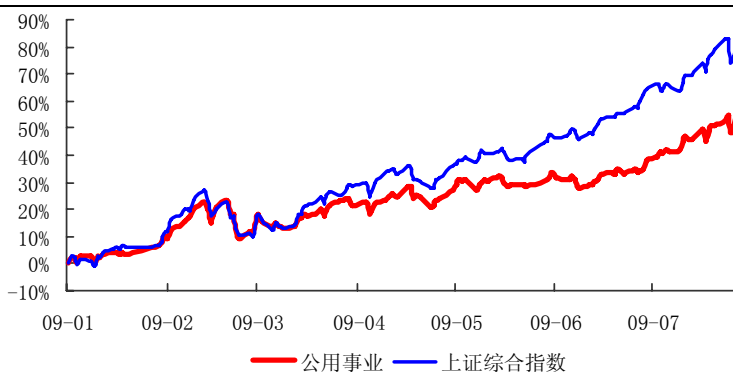
### 三、8 月市场投资策略

我们在 6 月策略报告中即指出市场有向防御类行业转换的趋势，在随后的 6 月市场中，食品饮料和医药生物、餐饮旅游、商业贸易几个防御类行业月度涨幅在 23 个行业中分别列第 3 和第 7、8、9 位，在 7 月初至 7 月 14 日防御类行业明显走强于周期类行业（见图 4），但在 7 月 14 日上半年经济数据公布后市场风格向防御类行业转换的趋势出现逆转。基于对 8 月市场趋势向的判断，我们认为 8 月市场在基本面乐观预期的推动下，市场风格仍将分化：周期类行业仍将领先于防御类行业。在具体行业选择上，我们遵循以下四种投资策略：

#### 滞涨周期类行业

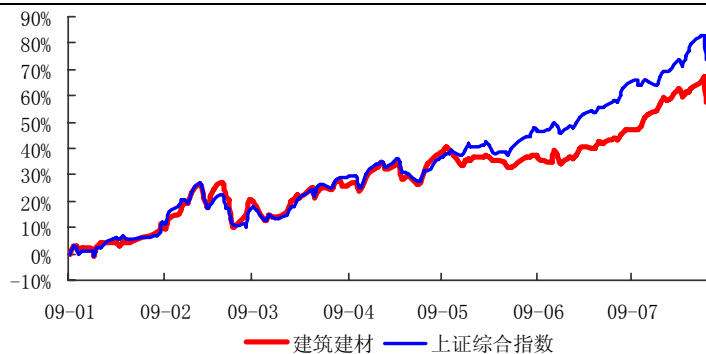
在整体周期类领先于防御类时，部分周期类行业在 09 年至今市场表现一直落后指数，体现出滞涨属性，我们认为在周期类行业整体估值扩张的同时，这些滞涨的周期类行业将成为市场下一阶段向上的主力，相关行业如公用事业、建筑建材。

图18. 09 年以来公用事业行业相对上证综指走势



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

图19. 09 年以来建筑建材行业相对上证综指走势



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

#### 新股相对估值受益类

在中国建筑（601668）和四川成渝（601107）两个大盘新股上市后其 TTM PE 分别达到了 74.85x 和 50.7x，而目前市场上大盘股估值仅为 25.14x，特别是其中的金融服务类中的银行业，其估值仅为 18.32x，大盘新股上市后高估值对低估的大盘银行股无疑具有拉动效应。

### 通胀预期类行业

我们在 09 年下半年投资策略中指出虽然在后流动性时代市场环境由流动性效应向产出效应转换，此时虽然通胀预期效应未占据主导地位，但这一效应也在逐渐上升。我们认为在前期通胀预期类行业调整到位后，相关行业仍有继续向上的空间。相关行业有上游的采掘、有色等资源品行业及地产行业。

### 关注新能源概念新机会

新能源概念在 7 月中旬后市场表现明显落后，我们一直看好新能源类上市公司的长期发展，我们认为在后流动性时代产出效应发挥作用后，产业结构调整将成为政策关注的重点，而 08 年 11 月推出的“4 万亿”投资中新能源相关的投资明显规模较小，未来相关投资规模有望加大。新能源也是我们 09 年下半年投资策略重点提出的主题策略，我们认为在 8 月可关注其短期交易性机会。

因此，我们在 8 月建议重点关注：滞涨周期类行业，如公用事业、建筑建材；新股相对估值受益类的银行业；通胀预期类行业如采掘、有色等资源品行业及地产行业；以及新能源板块。

## 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