

2009 年 8-9 月策略报告

► 2009 年 8 月 11 日

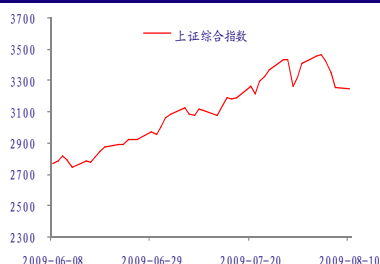
A 股进入全面泡沫期， 看好科技网络股、医药板块、军工概念

核心观点：

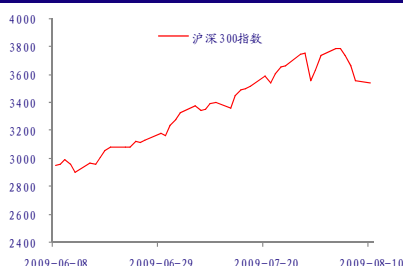
- 在高估值的背景下，市场关注的焦点集中在两个方面：一是宏观经济的恢复情况，二是全社会流动性过剩的局面还会不会持续。
- 国内外经济环境有望持续改善。经过上半年的筑底企稳后，下半年在房地产投资和基建投资的双轮驱动下，中国经济将实现 U 型反转。从国际市场看，虽然全球经济复苏之路漫长，但企稳迹象已经显现。
- 资本市场的流动性将出现阶段性趋紧。下半年新增信贷将明显回落，我们难以看到商业银行继续通过降低超额存款准备金率、提高货币乘数来扩充流动性；海外资金流入国内市场的趋势放缓，基础货币扩张速度有限。虽然投资者入市积极性仍然较高，但是新股发行和再融资加快将造成较大的供给压力，股市资金面波动将加大。
- 经过 7 月底的剧烈调整，市场单边上扬的格局已经发生变化。随着化工、钢铁、公路港口、电力等最后估值洼地的填平，当前 A 股已经进入全面泡沫期。在目前资本市场流动性出现阶段性趋紧的环境下，市场震荡风险会加大。
- 看好全面泡沫化背景下的高估值弹性、低估值约束板块，科技网络股、医药板块、军工概念等将有较好的表现。
- 三大板块股票组合：
 - ✧ 科技网络股：航天信息、川大智胜、广电网络、天威视讯、歌华有线、东软集团、海虹控股。
 - ✧ 医药板块：哈药股份、三九医药、一致药业、双鹤药业、恒瑞医药、国药股份、复星医药。
 - ✧ 军工概念：中国卫星、哈飞股份、新华光、中航光电、火箭股份。

主要指数走势

上证指数



沪深 300



资料来源：中国银河证券研究所

分析师

秦晓斌 策略分析师 总监

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8746

张琢 策略分析师

✉: zhangzhuo_yj@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8477

A 股市场数据

总市值 (万亿)	22.57
流通市值 (万亿)	11.41
市盈率 (TTM)	37.8
市净率	3.85

相关研究

- 1、《L 型增长下的八大投资机会》
08.11.21
- 2、《战略投资现代服务业》——09 年 2 季度投资策略报告 2009.3.23
- 3、《暴涨暴跌 vs. 泡沫常态化——如何实现从 β 到 α 策略的转变》：09 年中期 A 股投资策略报告 2009.6.30

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

在指数已经大幅反弹、全市场高估值的背景下,市场关注的焦点集中在两个方面:一是宏观经济的恢复情况,二是全社会流动性过剩的局面还会不会持续。

经过上半年的筑底企稳后,下半年在房地产投资和基建投资的双轮驱动下,中国经济将实现 U 型反转。从国际市场看,虽然全球经济复苏之路漫长,但企稳迹象已经显现。预测 2009 年 GDP 增长 8.3%,CPI 为-0.8%,上市公司净利润增长 15%。

我们与市场的不同之处:

我们认为资本市场的流动性将出现阶段性趋紧。下半年新增信贷将明显回落,我们难以看到商业银行继续通过降低超额存款准备金率、提高货币乘数来扩充流动性;海外资金流入国内市场的趋势放缓,基础货币扩张速度有限。虽然投资者入市积极性仍然较高,但是新股发行和再融资加快将造成较大的供给压力,股市资金面波动将加大。

我们认为市场进入全面泡沫期,看好高估值弹性、低估值约束板块:科技网络股、医药板块、军工概念。

市场运行趋势与特点:

市场经过 7 月底的剧烈调整,单边上扬的格局已经发生变化。随着化工、公路港口、电力等最后估值洼地的填平,当前 A 股已经进入全面泡沫期。在目前资本市场流动性出现阶段性趋紧的环境下,市场震荡风险会加大。

投资策略:

一是中报行情,8 月份是上市公司中报业绩披露的密集期,中期业绩有较好表现的个股可能会继续受到追捧,包括水泥、造纸、商业、医药、食品等消费行业。

二是全面泡沫化下的高估值弹性、低估值约束板块,主要包括科技网络股、医药板块、军工概念。

风险因素:

风险因素主要来自于经济复苏的进度和宏观政策的变化,如果变化显著超出预期,将改变我们对股市运行趋势的判断。

目 录

一、宏观：投资驱动经济回暖，外围好转迹象显现.....	1
（一）投资加速，推动国内经济 U 型复苏.....	1
（二）外围市场好转迹象显现.....	2
二、资本市场流动性阶段性趋紧.....	3
（一）监管层对宽松流动性的态度发生微调.....	3
（二）信贷有可能大幅回落.....	4
（三）海外资金流入内地速度放缓.....	5
（四）市场供给压力增加，股市资金供求波动加大.....	6
三、估值：A 股进入全面泡沫期.....	8
（一）A 股市场 TTM 市盈率为 38 倍.....	8
（二）历史估值变化：当前处于十年均值之上.....	10
（三）DDM 估值：当前指数位于我们的乐观预期上限.....	10
（四）国际估值对比中 A 股不具备优势.....	11
四、市场运行与投资策略.....	11
（一）市场上涨行情中的三个阶段.....	11
（二）国际经验：1996-1999 年美国股市的三个阶段.....	12
（三）流动性推动泡沫常态化，震荡风险加大.....	13
（四）看好中报行情与高估值弹性板块.....	14
五、股票组合.....	17
插图目录.....	18
表格目录.....	18

经过 7 月底的剧烈调整，市场单边上扬的格局已经发生变化。随着化工、钢铁、公路港口、电力等最后估值洼地的填平，当前 A 股已经进入全面泡沫期。在高估值背景下，市场关注的焦点集中在两个方面：一是宏观经济的恢复情况，二是全社会流动性过剩的局面还会不会持续。我们认为下半年在房地产投资和基建投资双轮驱动下，中国经济将实现 U 型反转，宏观环境继续向好。资本市场流动性出现阶段性趋紧，货币政策微调 and 融资速度加快带来的累积效应，将加大市场的震荡风险。投资策略上，8 月份是上市公司中期业绩的密集披露期，中报行情继续值得期待；在 A 股进入全面泡沫化的背景下，高估值弹性、低估值约束板块，如科技网络股、医药板块、军工概念等会有较好的表现。

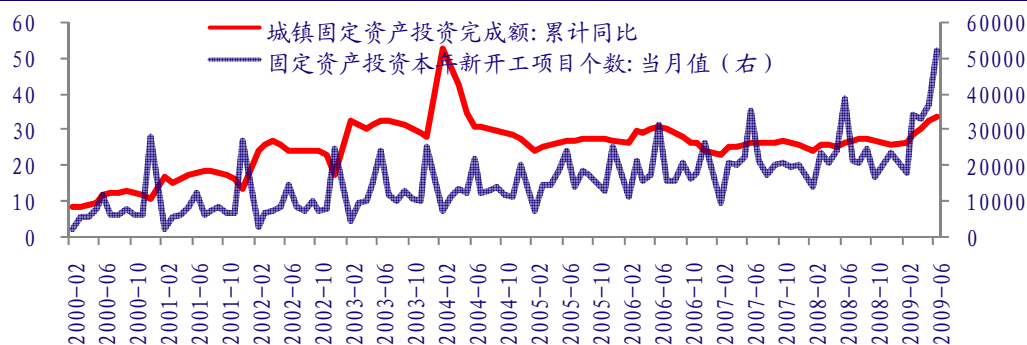
一、宏观：投资驱动经济回暖，外围好转迹象显现

经过上半年的筑底企稳后，下半年在房地产投资和基建投资的双轮驱动下，中国经济将实现 U 型反转。从国际市场看，虽然全球经济复苏之路漫长，但企稳迹象已经显现。下半年国内外经济环境有望持续改善。

（一）投资加速，推动国内经济 U 型复苏

政府加大投资效果显现，固定资产投资保持高速增长，预计下半年仍将保持高位。1-6 月城镇固定资产投资增速达到 33.6%，创近五年来的新高，其中新增固定资产投资增速达到 68.1%，远高于近两年其他月份。从新增开工项目数和投资之间关系来看，今年以来新开工项目数迭创新高，6 月份当月新开工项目超过 5 万个，远高于历史平均水平并创出最高记录，在接下来的时间我们还将看到新开工项目将推动投资的大幅反弹。基础建设投资和房地产投资是支撑投资反弹的两个主要支柱。

图 1：固定资产投资本年新增开工项目个数创新高



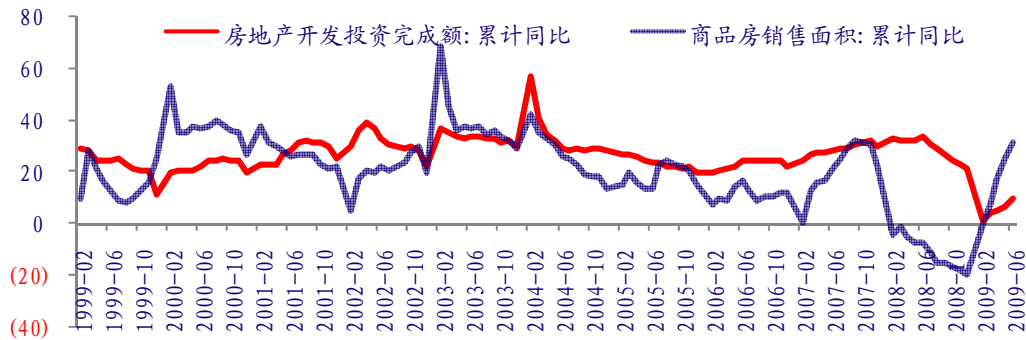
资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

下半年房地产投资大幅回升

房地产投资将快速上升，成为推动固定资产投资的重要力量。房地产投资增速从 1-2 月的 1% 快速上升到 1-6 月的 9.9%。一般而言房地产市场投资的变化往往要滞后于销售情况。由于房地产建设周期长，市场供给在短期内缺乏弹性，在需求上升时，虽然交易量增加，但投资建设却在萎缩，供给调整滞后。这也是上半年前几个月房地产销售火热但是投资没有明显起色的

原因。下半年，房地产投资增速将继续上升。前 6 个月商品房销售面积同比增长 53%，但是房屋竣工面积同比增长 22%，销售面积大于竣工面积 13416 万平方米，较前五个月扩大 4991 万平方米。空置面积减少，空置面积指数回落。另外，前 6 个月房屋新开工面积同比下降 10.4%，较前五个月明显缩小。随着存量房的快速消化，市场上可供销售的房产继续减少，各大地产公司纷纷大规模购置新土地、启动新项目建设，这将推动下半年地产投资大幅反弹。

图 2：上半年房地产投资探底后迅速回升

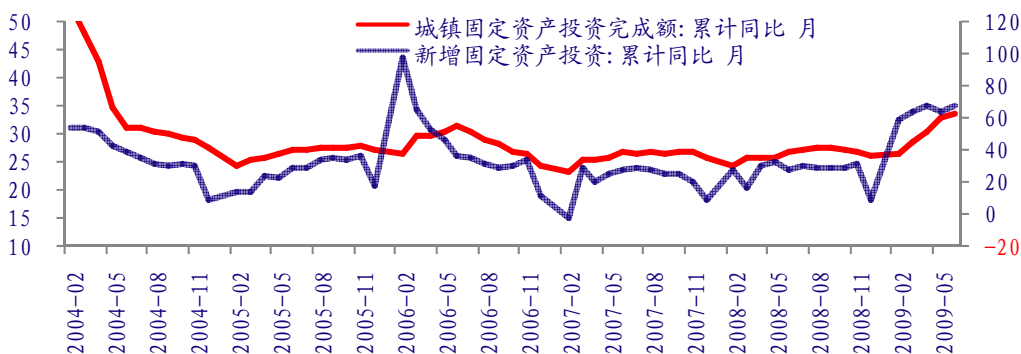


资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

基建投资保持高位

去年年底政府推出的4万亿投资中，基础设施建设占1.5万亿，从实体投资来看，在前5个月基建投资占城镇投资的比重高达67%。此外，继国家发改委紧急调查地方中央投资项目的进度，并下文要求地方保障前三批中央投资项目100%开工、资金配套100%到位后，进入7月份后，我国第四批中央投资计划已经开始下发。因此下半年基建投资建设还将继续加快。

图 3：固定资产投资与新增固定资产投资大幅反弹



资料来源: wind, 中国银河证券研究所

(二) 外围市场好转迹象显现

美国经济拐点已现。美国今年二季度 GDP 下降 1%，下跌幅度比一季度的 6.4 大幅收窄。从主要行业来看，房地产率先见底反弹，二季度以来美国房屋销售与开工率上升，房价连续上涨，房地产领先指标也表明房地产下降已经结束，将继续回暖。工业生产将在三季度开始恢复，目前美国存货已基本清理完毕，工厂订单正在上升中，工业生产将在三季度开始回稳。领先指

标表明下半年美国经济将好转,就制造业的趋势看,目前美国的制造业 PMI 指数连续 6 个月上升;同时,非制造业 PMI 指数连续上升,合成领先指数与企业家信心指数都大幅上升,这些领先指标表明,美国经济将在未来半年结束衰退。此外,欧洲和日本最新公布的经济指标也显示部分细分行业开始出现好转。外围市场的好转有望改善我国的出口环境。

二、资本市场流动性阶段性趋紧

我们认为资本市场的流动性将出现阶段性趋紧。一方面,受银行自身可用资金约束和出于风险控制的考虑,下半年新增信贷将明显回落,我们难以看到商业银行继续通过降低超额存款准备金率、提高货币乘数来扩充流动性;另一方面,海外资金流入国内市场的趋势放缓,基础货币扩张速度有限。虽然投资者入市积极性仍然较高,但是新股发行和再融资速度加快将对市场造成较大的供给压力,加上创业板推动箭在弦上,股市资金面波动将加大。

(一) 监管层对宽松流动性的态度发生微调

近期央行、银监会、证监会等机构的一系列举措表明监管层有意收紧流动性。

央行在二季度货币政策执行报告中首次提出对货币政策“注重运用市场化手段进行动态微调”。虽然此前央行曾在一周时间内连续四次表态货币政策基调不会发生变化,但是被市场理解为“雷声小、雨点大”,实际的收紧措施已经在陆续展开。从央行公开市场操作来看,7月8日重启1年期品种、7月16日又对10家银行发行定向央票,同时“窗口指导”密集展开,规定每月后5日商业银行要逐日上报存贷款数据。央行对下一阶段流动性的展望也发生改变,保持银行体系流动性由“总体充裕”改为“合理充裕”。我们认为未来两个月货币政策发生转向的可能性不大,但是货币政策已经进入微调期,货币政策的动态微调带来的累积效应值得警惕。

此外,银监会在7月底连续发布三份文件:《固定资产贷款管理暂行办法》、《项目融资业务指引》、《流动资金贷款管理暂行办法(征求意见稿)》,提醒银行对信贷进行风险控制,并要求商业银行在年底前必须将拨备覆盖率提高到150%。证监会对审批新基金的速度进行动态调整和控制,并在近期明显放缓了新基金发行。

在整体流动性充裕的格局下,各方对流动性预期出现分歧,同时来自监管层的约束条件不断增多,监管层的态度和措施将直接对全社会和资本市场流动性造成影响。

表 1: 7 月份以来发行的基金

名称	发行份额(亿份)	截止日份额(亿份)	认购起始日期	投资类型
中银中证 100			2009-7-31	股票型
国富沪深 300			2009-7-30	股票型
易方达沪深 300			2009-7-28	股票型
金元比联价值增长			2009-7-27	股票型
信诚优胜精选			2009-7-22	股票型
国联安主题驱动			2009-7-20	股票型
宝盈货币 A			2009-7-20	货币市场型
宝盈货币 B			2009-7-20	货币市场型
工银瑞信上证 50ETF			2009-7-20	股票型

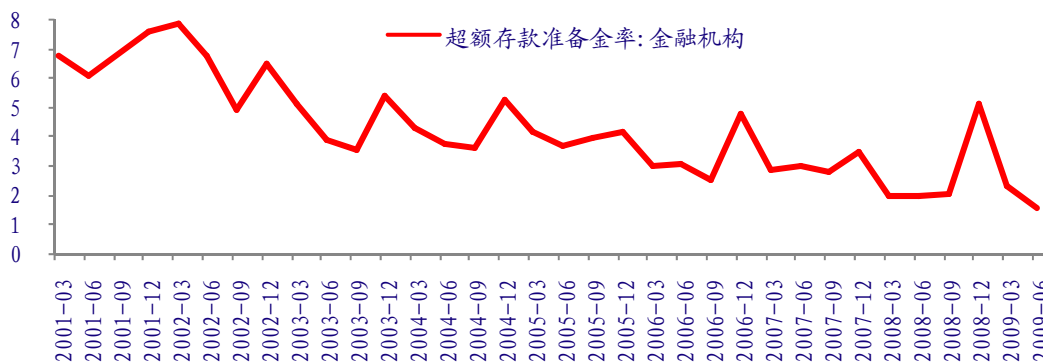
博时策略灵活配置			2009-7-15	混合型
嘉实回报灵活配置			2009-7-14	混合型
万家稳健增利 A			2009-7-14	债券型
万家稳健增利 C			2009-7-14	债券型
华夏沪深 300	247.72	247.72	2009-7-6	股票型
银华内需精选			2009-7-6	股票型
兴业磐稳增利债券	14.18	14.18	2009-7-1	债券型
友邦华泰行业领先			2009-7-1	股票型

资料来源: wind, 中国银河证券研究所

(二) 信贷有可能大幅回落

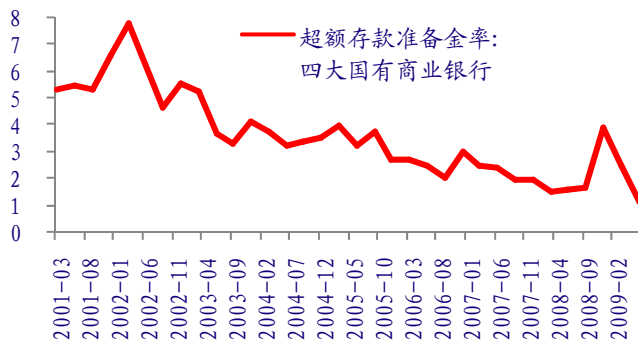
经过上半年的天量贷款后,下半年银行新增信贷将大幅回落。一方面,商业银行可用资金有限,金融机构超额准备金率由去年底的 5.11%大幅下降至 1.55%,创有公布数据以来的最低点,其中四大国有商业银行降至 1.15%的历史低点,股份制商业银行降至 0.95%,继续下降的空间极为有限,这也意味着商业银行可用的资金已经不多。另一方面,出于控制风险的考虑,各大商业银行正在陆续收紧信贷,根据我们的了解不仅二手房贷款开始控制,新房贷款的条件也较前期更为苛刻,部分银行甚至明确了下半年信贷的总规模。作为传导流动性和创造流动性最重要的载体,下半年我们难以看到商业银行继续通过降低超额存款准备金率、提高货币乘数来扩充流动性。

图 4: 金融机构超额存款准备金率降至历史最低点 (%)



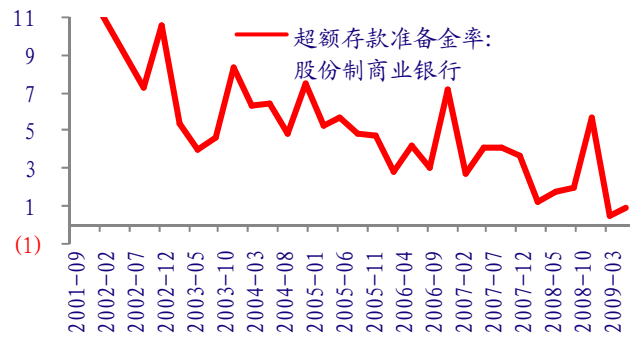
资料来源: wind, 中国银河证券研究所

图 5: 6 月底四大国有商业银行超额准备金率为 1.15%



资料来源: wind, 中国银河证券研究所

图 6: 6 月底股份制商业银行超额准备金率为 0.95%

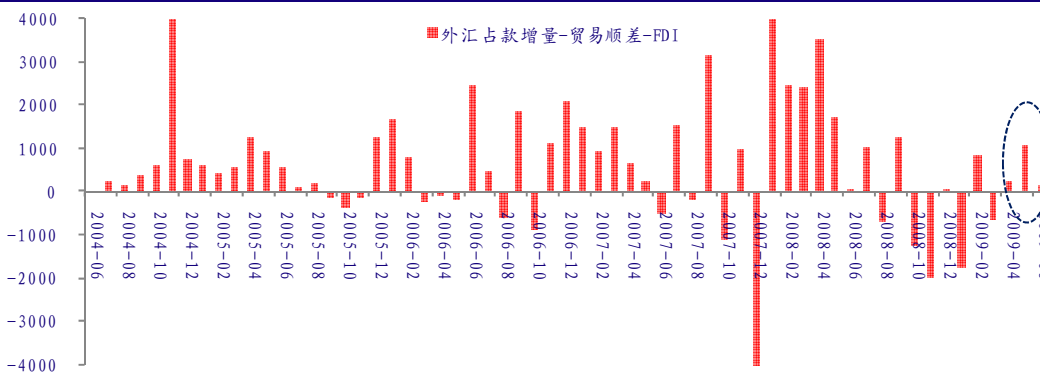


资料来源: wind, 中国银河证券研究所

(三) 海外资金流入内地速度放缓

近期海外资金流入内地的速度有所放缓,由此带来的通过基础货币扩张推动流动性的速度放慢。以外汇占款-贸易顺差-FDI 来衡量热钱,我们看到从今年二季度起,热钱的趋势发生变化,由净流出变为净流入,4、5、6 三个月净流入分别为 235 亿元、1081 亿元、151 亿元,6 月份净流入较前几个月大幅减少。

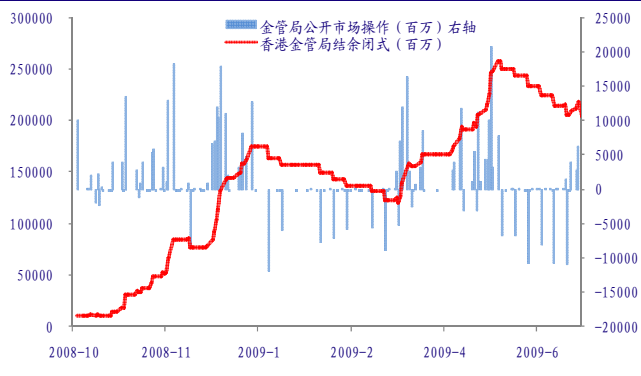
图 7: 6 月份热钱净流入内地 150 亿元 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究所

与内地市场一样,香港市场上热钱流入的速度也在减缓。从香港金融管理局银行总结余账户来看,今年3月份开始,海外资金流入香港的趋势发生变化,由净流出变为净流入,3、4、5 三个月净流入分别为 208 亿港元、329 亿港元、527 亿港元。而随着市场估值的大幅反弹,海外资金流入趋势放缓,6 月资金净流出 259 亿港元,7 月小幅回升至 115 亿港元。

图 8：6 月、7 月热钱流入香港势头减缓



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究所

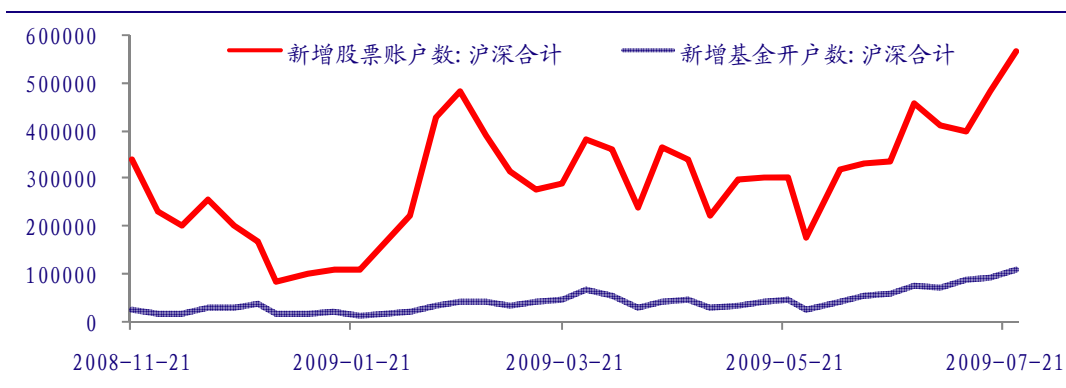
虽然中国经济下半年将继续回暖，但是美国经济也已经见底，海外资金能否大规模流入内地还需要观察。

（四）市场供给压力增加，股市资金供求波动加大

从股市供求看，资金面的压力明显增加。虽然新增资金入市积极性较高，但是股票发行明显加快，股票供给总量显著增加，市场资金供求面临较大的压力。

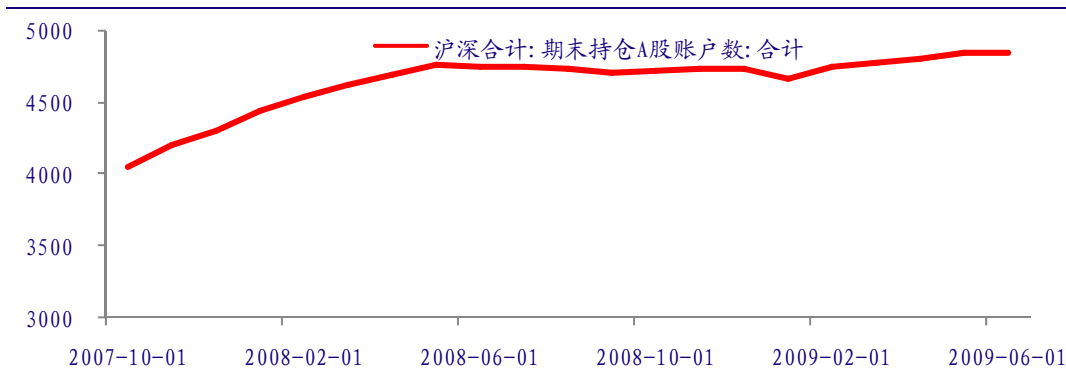
7 月份以来无论是股票投资者还是基金投资者入市积极性都较高，这主要表现在三个方面。一是基金和股票开户数迭创新高，上周新增股票开户数达到 57 万户，新增基金开户数达到 11 万户，平均较年初增长了 5 倍，年初分别为 11 万户和 2 万户。二是持仓账户数和交易账户数维持高位，最新的期末持仓 A 股账户数达到 4855 万户，位于历史高位，上周参与 A 股交易的账户数突破 2600 万户，创出历史新高。持仓账户数和交易账户数高表明市场参与者热情高。三是全市场保证金小幅攀升。今年以来全市场保证金的变化可以分为三个阶段，年初至 4 月份保证金一路攀升，中小投资者入市积极性非常高，5、6 月份呈现高位震荡格局，流入趋势趋缓，7 月份开始继续走高，保证金重新呈现流入态势。

图 9：两市新增股票和基金开户数大幅攀升



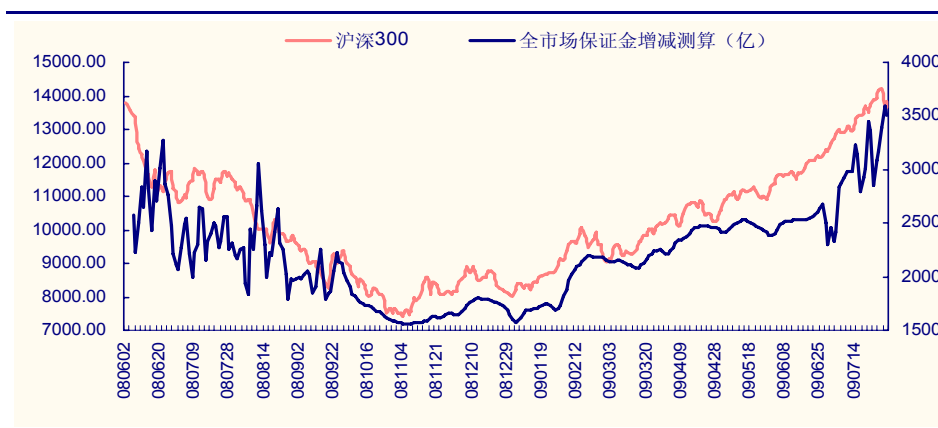
资料来源：wind，中国银河证券研究所

图 10: 两市持仓 A 股账户数创历史新高



资料来源: wind, 中国银河证券研究所

图 11: 全市场保证金经过前期高位震荡后继续大幅攀升



资料来源: wind, 中国银河证券研究所

从股票供给来看, 市场面临的压力显著增大, 新股发行和再融资的速度在加快, 过去两个月仅新股发行和再融资带来的资金需求就接近 1300 亿元, 接下来这一速度还会加快, 而限售股解禁的压力仍然存在, 创业板和国际板推出的预期将增大市场的心理压力。

一是新股发行明显加快, 截止 8 月 5 号, IPO 重启以来已经有 8 家公司在 A 股市场发行成功, 募集资金合计 665 亿元。从发行节奏上看, 在中国建筑发行 400 多亿元仅几个交易日后, 又有光大证券近 100 亿元 IPO 获得批准, 天润曲轴、博深工具、光迅科技、新世纪等已经通过证监会审批即将进入发行程序, 在接下来的时间新股发行的速度还会继续加快。

二是限售股解禁, 包括股改限售股和首发原股东限售股, 8 月份预计实际的解禁压力为 680 亿元。

三是创业板开闸, 目前已有 105 家企业通过初审, 证监会已向其发出受理通知书, 虽然合计的融资规模并不大, 但是将吸引大量主板上追捧高科技概念的资金流入到创业板市场。

四是在新股发行以外, 各种形式的再融资如公开增发、公司债、可分离债等已陆续重启,

再融资的供应压力可能不在新股发行之下,过去两个月已经有 29 家公司实施了增发或者配股,合计募集资金在 630 亿元,也是构成未来资金需求的重要部分。

五是国际板推出。根据《上海日报》援引上海市副市长屠光绍的讲话说,海外企业将会在明年获准在上海证券交易所上市,这是官方人士首次就上海市场国际板正式推出的时间作出表态。同时,据外电消息,汇丰控股计划明年在上海证交所首次公开募股筹资 30 亿—50 亿美元,这也预示着中国内地股市“国际板”即将开闸。虽然“国际板”在短期不会造成实际的资金压力,但是会对市场造成心理压力。

表 2: 6 月份以来增发的公司:(截止 2009 年 8 月 5 日)

类型	募集资金合计(亿元)	公司个数
新股发行	665	8
定向增发	560	25
公开增发	65	2
配股	5	2
总计	1295	37

资料来源: wind, 中国银河证券研究所

三、估值: A 股进入全面泡沫期

(一) A 股市场 TTM 市盈率为 38 倍

A 股市场呈现严重的结构分化格局,各行业和板块估值差异很大,我们认为全市场整体估值已不具备优势,市场进入全面泡沫阶段。

TTM 市盈率突出地显示目前 A 股市场的估值泡沫特征。用整体法计算的全部 A 股的 TTM 市盈率为 38 倍,用中位数计算则为 51 倍,如果剔除金融、石油石化、电力、钢铁、有色等周期性波动比较大的行业之后为 50 倍。对大多数公司而言,这样的估值水平偏高,估值泡沫明显。对于沪深 300 指数 TTM 市盈率中位数为 39,估值水平略高。即便是上证 50,TTM 市盈率为 27 倍,中位数达到 34 倍,也不存在低估的问题。

从市净率看,A 股的泡沫特征也十分明显。假设 A 股市场按 6%的永续增长率、8.5%的折现率、12%的 ROE 计算,则合理的市净率应为 2.4 倍,目前 3.85 倍的 PB 明显偏高。

从行业看,经过前一阶段的补涨,钢铁、造纸、化工、公路港口等估值洼地已经被填平。只有金融服务、家用电器、建筑建材三个行业 2009 年预测市盈率低于 25 倍,过半数行业市盈率都在 30 倍以上,处于较高水平。

表 3: A 股市场及行业的估值水平

板块名称	预测市盈率(整体法, 09)	市盈率(TTM, 整体法)	市盈率(TTM, 中值, 剔除)	市盈率(TTM, 算术平均, 剔除或大于 500)	市净率(整体法, MRQ)
全部 A 股	26.25	37.78	51.28	80.97	3.85
上证 A 股	25.22	34.49	50.71	77.27	3.72
深证 A 股	33.05	66.95	52.33	85.01	4.62
中小企业板	32.64	48.18	46.67	63.7	5.15
上证 50	23.22	27.39	33.65	44.59	3.54
上证 180	24.25	29.66	41.41	56.63	3.63
沪深 300	25.08	31.46	38.73	60.1	3.72
剔除金融	31.07	52.92	51.28	81.22	4.04
剔除金融、石油石化、电力、钢铁、有色	31.28	54.17	50.12	80.14	4.34
大盘指数成份	24.26	30.9	41.95	65.23	3.53
中盘指数成份	36.41	179.51	68.58	94.67	4.66
小盘指数成份	39.51	65.2	54.44	81.21	5.64
金融服务	20	23.37	45.84	76.44	3.45
家用电器	23.94	45.9	30.58	59.09	3.85
建筑建材	24.85	47.38	47.82	63.56	3.45
化工	25.8	68.9	27.77	84.37	4.01
采掘	26.35	26.75	45.2	48.67	3.99
纺织服装	27.22	53.25	54.25	81.28	3.45
医药生物	28.29	47.03	60.68	75.14	5.08
商业贸易	28.77	44.03	43.52	62.07	4.2
交运设备	28.79	61.24	59.75	103.39	4.13
轻工制造	29.69	83.57	49.39	77.77	2.9
公用事业	31.13	2420.28	52.83	86.11	3.42
机械设备	31.84	49.86	47.88	86.16	5.31
信息设备	32.39	86.75	64.39	80.18	4.35
食品饮料	33.24	57.34	50.71	78.76	6.86
房地产	33.51	52.92	53.15	93.44	4.92
信息服务	35.63	18.35	52.42	74.34	3.8
农林牧渔	36.24	139.09	60.04	95.26	5.27
黑色金属	37.26	306.26	50.76	79.75	2.48
餐饮旅游	41.22	77.8	84.02	105.35	4.44
交通运输	41.79	633.79	33.46	48.48	3.34
综合	57.39	130.82	103.93	123.58	4.93
电子元器件	60.4	-85.1	66.1	81.35	4.33
有色金属	84.76	-12010.24	132.39	118.52	6.44

资料来源: wind, 中国银河证券研究所

(二) 历史估值变化：当前处于十年均值之上

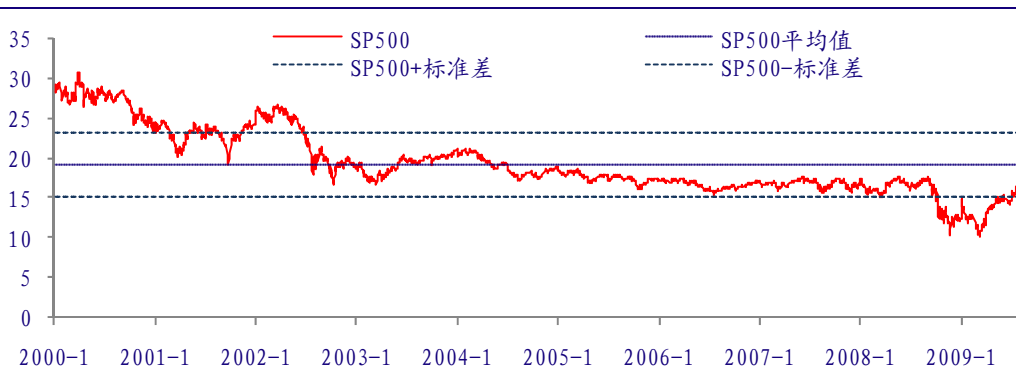
从估值的变化来看，今年以来市场的大幅反弹完全由估值推动。沪深 300TTM 市盈率已经回到十年均值之上，虽然较历史最高点还有一定空间，但是应注意有两个因素已经发生变化，一是全流通时代来临后，全市场的合理估值应该较历史水平有所降低，二是随着市场的成熟和经济潜在增长率的下降，市场合理的市盈率也会逐步降低，我们观察美国股市的估值变化也发现了同样的规律，标普 500 指数的市盈率中枢在过去十年中呈现下降的趋势。

图 12：沪深 300 指数 TTM 市盈率超过十年平均水平



资料来源：wind，中国银河证券研究所

图 13：标普 500 指数 TTM 市盈率呈下降趋势



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究所

(三) DDM 估值：当前指数位于我们的乐观预期上限

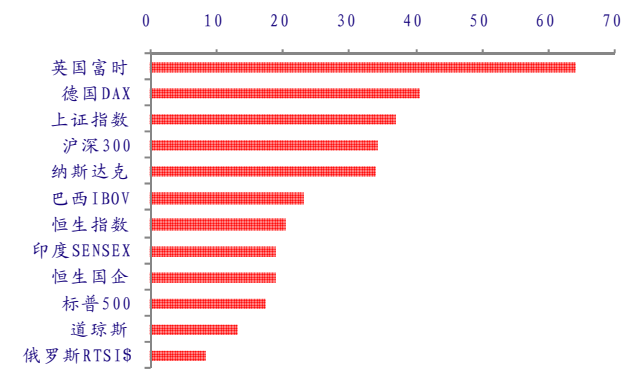
从较长的时间看，DDM 绝对估值具有很好的指导意义。我们在去年年底的 DDM 估值模型中认为 2009 年上证指数的合理估值区间是 2500-3000 点。就目前而言，充裕的流动性使得估值模型的参数发生变化，主要是无风险利率水平降低带来的折现率下降。在无风险收益率 3.5%、股权风险溢价 5.5%、分红率 30-45%、2009 年盈利增长率 18%、永续增长率为 4%等一系列假设基础上，用 DDM 模型测算的沪深 300 指数 2009 年合理预测市盈率为 20 倍。放宽对折现率与增长率的假设，则沪深 300 估值 PE 倍数的波动区间为 16—25 倍。如果考虑到目前

流动性的极度充裕局面和市场最为乐观的情况，DDM 估值推算出来的上证指数最高点位是 3400 点，当前市场已经处于我们乐观预期的上限，全市场泡沫的特征明显。

（四）国际估值对比中 A 股不具备优势

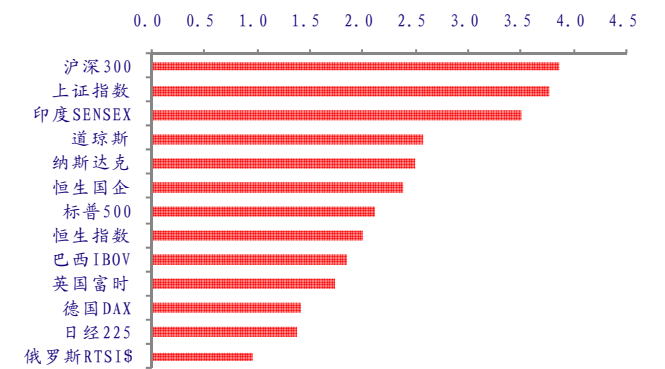
从国际市场估值对比来看，A 股市盈率位居主要市场前列，市净率则位居首位，在国际估值比较中完全没有优势。A 股市场 TTM 市盈率仅低于英国和德国，远高于巴西、印度、俄罗斯等新兴市场。

图 14：主要市场静态市盈率对比



资料来源：wind，中国银河证券研究所，20090805 日数据

图 15：主要市场市净率对比



资料来源：wind，中国银河证券研究所，20090805 日数据

四、市场运行与投资策略

市场经过 7 月底的剧烈调整，单边上扬的格局已经发生变化。随着化工、公路港口、电力等最后估值洼地的填平，当前 A 股已经进入全面泡沫期。在目前资本市场流动性出现阶段性趋紧的环境下，市场震荡风险会加大。投资策略上，8 月份是上市公司中期业绩的密集披露期，中报行情继续值得关注；在全面泡沫化的背景下，高估值弹性、低估值约束板块，如科技网络股、医药板块、军工概念等往往有较好的表现。

（一）市场上涨行情中的三个阶段

在一轮大的上涨行情中，市场在各个阶段会有不同的特点，对应的投资策略和思路也应发生变化。从投资理念的角度出发，我们把上涨行情中的市场表现分为三个主要阶段。

第一阶段：业绩弹性选股阶段。在经济复苏的初始阶段，市场偏好业绩弹性大、盈利有明显改善的公司，比如有色金属，基本面的一点改变能够引起业绩的大幅波动，或者是直接受益于刺激政策的板块。

第二阶段：估值洼地选股阶段。当上市公司的业绩被挖掘到一定程度时，市场估值出现分化，部分板块的涨幅巨大、估值较高，此时投资者更倾向于从全市场横向对比的角度出发，寻找处于估值洼地的板块。比如，用市盈率代替传统的市净率方法，对银行板块进行重估。当银行、钢铁这些传统的低估值行业受到追捧以后，估值洼地的最后区域已经被找到。

第三阶段：全面泡沫化与高估值弹性选股阶段。在市场上涨的中后期，指数已经脱离了估值约束，出现明显泡沫。从传统的业绩增长和估值角度出发，很多公司已经被高估，不具备投资价值。在这一阶段估值的约束力减弱，市场会更青睐低估值约束、业绩弹性小但是估值弹性大的板块，它们所处的行业成长空间巨大，企业盈利有望实现爆发性增长、或者有资产注入可能实现外延式增长。

前两个阶段相当于我们之前所提出的暴涨暴跌模型中的朦胧期和理性期，业绩有明显改善、具有强估值约束的板块受到偏好。第三个阶段相当于暴涨暴跌模型中的暴涨期，此时市场泡沫已现，估值的约束力变弱。这主要是由于以传统的制造业为代表的硬财富，估值时注重对物理资产的分析，以科技、知识、网络为代表的软财富定价相对主观，因而估值弹性大。

（二）国际经验：1996-1999 年美国股市的三个阶段

以美国为例，1996 年-1999 年美国股票市场的行情特点与我们提出的三个阶段基本吻合。

第一个阶段是 1996-1997 年初，市场注重业绩和基本面弹性，投资者更注重以业绩为基础、运用传统的模型和方法对企业进行估值，这一过程中指数的上扬有基本面做支撑。

第二个阶段是 1997 年上半年到 1998 年初，在金融股的推动下市场整体估值跟随指数大幅上扬，道琼斯指数上涨 23%，纳斯达克上涨 22%，金融、制造业等涨幅居前，其中金融板块涨幅接近 60%。

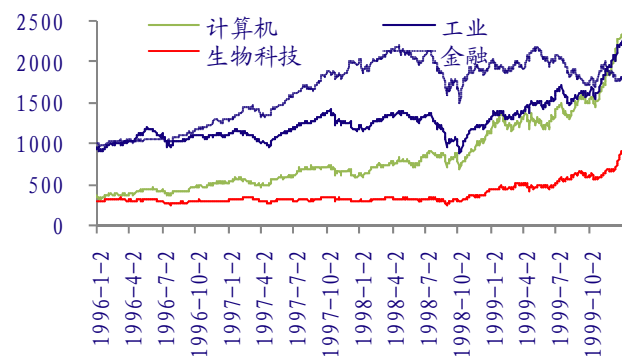
第三个阶段是 1998 年-1999 年，市场开始出现泡沫，估值显著高于历史均值，各板块表现严重分化，传统行业区间震荡、表现落后，网络、医药等科技含量高、成长前景巨大、估值弹性高的股票涨幅居前。两年间道琼斯指数上涨 45%，纳斯达克指数涨幅高达 160%，与此相对应的是，医药生物、计算机行业涨幅分别为 190%、275%，但是金融行业出现了 11% 的下跌。

图 16：1996 年-1999 年美国股市整体表现



资料来源：wind，中国银河证券研究所

图 17：1996 年-1999 年美国股市主要行业表现



资料来源：wind，中国银河证券研究所

表 4：1996 年-1999 年美国股市的三个阶段

时间	道琼斯	纳斯达克	道指 PE	纳指 PE	生物科技	金融	计算机	工业
96 年	24.5%	22.0%	22.6%	50.1%	0.2%	28.2%	39.6%	14.6%
97 年	22.6%	21.6%	60.6%	-2.0%	-0.1%	56.7%	19.3%	10.0%
98 年 99 年	45.4%	159.1%	48.4%	712.4%	190.9%	-11.5%	275.9%	83.4%

资料来源: wind, 中国银河证券研究所

(三) 流动性推动泡沫常态化, 震荡风险加大

从估值的角度看, A 股市场已经进入到泡沫化阶段, 也就是上涨行情中的第三阶段和暴涨暴跌模型中的暴涨期。全社会整体流动性充裕将使泡沫呈现常态化, 但是随着估值的上升和资本市场流动性阶段趋紧, 个股震荡风险会加大。

市场泡沫将常态化。流动性是 2009 年推升市场的重要力量。尽管经济出现较快回升, 但基础并不稳固, 因此适度宽松的货币政策不会发生转向, 全社会流动性充裕格局不会发生根本改变。我们预计今年 M1 同比增速为 23%, M2 增速为 25%, 全年新增人民币贷款将超过 9 万亿元, 贷款余额增速可能会达到 30%。因此, 整体充裕的流动性可能使市场的估值泡沫常态化。

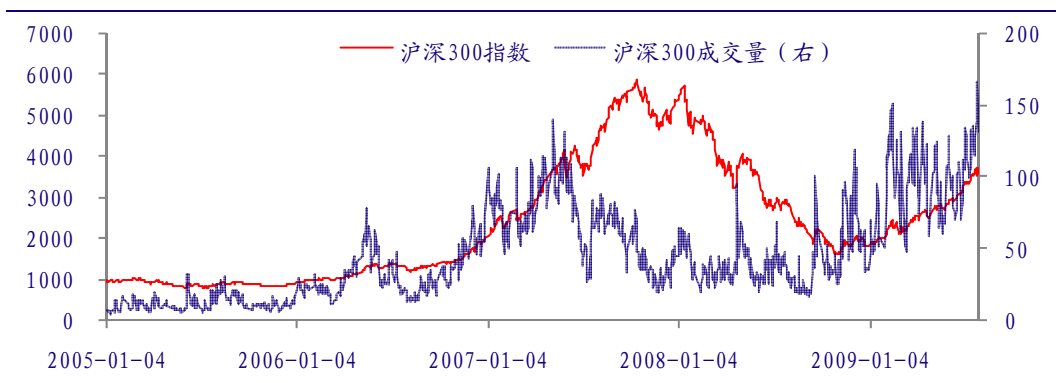
此外, 从市场活跃度与指数走势的关系也可以看出, 无论是成交金额还是成交量, 高点往往出现早于指数高点, 提前约半年左右, 这也符合量先价行的惯例。在目前两市成交金额仍然历史高位的情况下, 指数的泡沫化行情有望维持。

图 18: 沪深 300 指数与成交金额走势对比



资料来源: 中国银河证券研究所

图 19: 沪深 300 指数与成交量走势对比



资料来源: 中国银河证券研究所

但是,随着市场点位的上升,全市场估值已不再便宜,宏观政策已经出现微调,在新股发行和再融资速度加快的压力下,资本市场流动性会出现阶段性趋紧的局面,因此指数和个股波动的风险将加大,投资者还需控制好仓位保持谨慎。

(四) 看好中报行情与高估值弹性板块

从行业或主题投资选择上,8-9 月份应重点把握以下两条投资思路:

一是中报行情,8 月份是上市公司中报业绩披露的密集期,中期业绩有较好表现的个股可能会继续受到追捧,包括水泥、造纸、商业、医药、食品等消费行业。

二是全面泡沫化下的高估值弹性、低估值约束板块,主要包括科技网络股、医药板块、军工概念。

1、科技网络股

按照国家中长期科学与技术发展规划纲要的指导,政府将在核心电子元器件、高性能芯片、基础软件 3 个领域给予企业以资金和市场的全面支持。以网络、电子、软件、通讯为代表的科技行业具有很强的内在增长潜力。目前 A 股市场科技股估值水平偏低,创业板推出将凸显这一矛盾。创业板推出将使得市场对科技网络股进行价值重估,这也是我们尤其看好科技网络股的原因。

第一,高成长的科技股已具有估值优势。

整个市场目前 TTM 市盈率 38 倍,中小板 TTM 市盈率接近 50 倍,而在我们的 TMT 行业中一些业绩比较优良的上市公司,成长性也比较确定,估值水平还在 30 倍左右,如果考虑动态市盈率估值优势更为明显。目前大家关注不多的理由主要是,这种公司增长稳定,没有什么超预期事情,业绩的可预测性比较强,估值水平不能太高。我们认为,恰恰是由于这种公司增长稳定,业绩的可预测强才可以基于更高的估值水平。

第二,创业板将推动我国高科技企业更快成长。

大多数国家和地区的创业板并不是很成功,有些相对于主板的估值优势也不明显,可是有一个二板市场例外,就是美国的纳斯达克,它的估值水平远远高于纽约市场。这是因为纳斯达克出了微软,思科,雅虎等很多世界级的科技领域领头羊,类似的一大批公司借助纳斯达克市场获得飞速的成长,同时推动了纳斯达克市场的发展,这与美国硅谷创造性的土壤是分不开的。

我们认为,我国也有许多大批高成长公司,凭借着中国人创造力和创业板市场的推动,其中有些公司也不排除成为世界级公司的可能。客观讲,从创业板中出现一些世界级公司的可能性虽不能说一定与纳斯达克相当,但是远远高于其他一些国家或者地区。这反过来又会推动创业板发展并提升创业板的估值水平,间接提升主板中科技股的估值水平。

第三,创业板的推出将提升科技股的估值水平

市场的估值水平都是有比价效应的,由于创业板公司的行业属性与目前科技股十分相近,甚至相同,因此创业板公司上市后将会与主板的科技股板块形成一定的估值比价效应。我们判断,我国创业板上市公司的平均 PE 在 50-60 倍之间,这将给予主板科技股的估值提升以强大

的推动作用。由于主板的优质科技股相对于创业板公司的风险要小得多,同样具有良好成长性,估值水平也应该相差不多。

市场预期创业板将在十月份推出,在此之前主板的科技股估值预计将会大幅提升,优质科技股更值得我们关注。

2、医药板块

部分投资者把医药看做防御性板块,实际上由于生物医药技术含量高和行业准入门槛高行业具有高成长的潜力。我们着重强调:医药行业的成长具有确定性,且由于子行业的差异性,很多细分市场具备更高的成长空间和速度;同时,因并购重组、“期权”特性等多种因素的存在,医药行业的估值水平其实存在较大差异和弹性,而并非想象中的保持稳定,整个行业的估值水平亦存在较大的提升空间。

医药板块的投资机会主要在于以下四个方面:

第一,具有较高成长性的公司。对于医药板块的成长性投资逻辑,主要关注两个方面。

一是我们更强调成长性和估值的匹配。我们认为部分成长良好的低市盈率公司价值明显低估,其估值水平存在较大的提升空间,存在明确的正收益机会,下半年跑赢医药指数的概率更高。这些公司包括:哈药股份、三九医药、一致药业、复星医药、双鹤药业等等。

二是投资于可享受成长性溢价的公司。我们又将其分为四种情况:(1)医药主业具备强大的核心竞争力的公司,包括研发、营销等,具备持续高成长的能力。包括恒瑞医药、国药股份。(2)具备强大的品牌价值,价格控制力强,并可能向其它相关领域有效延伸,进而提升市场容量和增长空间的公司,当这些公司的经营模式发生有效转变的时候,市场可能给予高估值。包括云南白药、东阿阿胶、片仔癀、同仁堂等。(3)基于 PEG 等方法,对部分高成长或高增长的公司享受较高的溢价。如华兰生物、双鹭药业、鱼跃医疗、恩华药业。(4)增长速度超出预期的公司。如亚宝药业、中恒集团、康美药业等。

第二,具有并购、重组预期的公司。并购、重组是医药行业估值提升的重要驱动因素。

由于产业资本和金融资本的博弈更加明显,出于重置价值或产业整合等目的,企业的并购、回购、重组等行为将日益增多,虽不确定性较强,但存在较多投资机会。适当关注一些确定性较高的事件的进展,如上实集团重组上药集团,相关公司上实医药、上海医药、中西药业可能会有脉冲式的表现;国药控股上市一事则涉及国药股份、一致药业和复星医药三家公司;中国医药集团总公司合并中国生物涉及天坛生物;另外,仁和药业存在集团后续资产持续注入预期;恒瑞医药存在合并豪森预期;中恒集团持有将要上市的国海证券股权等等。

就目前而言,我们认为并购、重组及相关事宜对医药股的估值提升作用非常明显,在市场乐观预期及实质性的运营或业绩改善驱动下,相关公司估值往往大幅度上涨。我们认为近期关注的焦点是国控相关的三家公司。

第三,存在“期权”性质、可部分或全部摆脱估值约束的公司。

一般而言,此类公司最多出现在生物医药类公司,但也可出现在某些经营模式转变或存在某些重大机遇的公司之中。1、生物医药类公司。由于市场预期该类公司的科技含量较高,研

发能力较强，成长能力较好，且较小的规模意味着存在较大的上升空间，往往一种新产品即可带来业绩的巨大提升，因此该类公司估值水平一直较高，相关公司包括：天坛生物、华兰生物、上海莱士、长春高新、兰生股份，以及华神集团、重庆啤酒以及岳阳兴长。2、部分公司正在研发市场预期良好的新产品。如海南海药的人工耳蜗；羚锐股份的透皮贴剂。

第四，景气度提升预期的原料药公司。

由于具有强周期性，原料药（重点是维生素生产企业）公司一直估值水平偏低，但是其估值水平存在提高理由：1、行业景气度回升。由于限产保价、经销商补货以及最终需求的逐步回升，部分产品价格维持高位，如维生素 C；部分公司的产品正在回升，如维生素 E、A、核黄素，相关公司的业绩将回升。2、其它周期性行业估值提升带来的比价效应。上半年，各类周期性行业的估值水平均有提升，我们认为对原料药公司提升估值水平有正面作用。3、部分公司的周期性正在减弱。部分公司涉足制剂行业，或由于行业格局的变化而导致周期延长，估值水平因而提升，如特色原料药生产企业海正药业、维生素 E 生产企业浙江医药。

3、军工概念

60 年国庆阅兵将重点展示中国特色武装力量体系建设的成果，展示大量国产现役主战装备，将使军工行业的关注度空前提高。作为抗周期的国家战略行业，军工行业重点公司目前的市盈率并没有高估。而且多数上市公司面临资产注入的可能性，外延性增长的机会远远大于其它行业。因此我们认为，目前阶段军工行业上市公司仍有较大的投资机会，主要亮点是资本运作与军队的信息化建设。

第一，军工领域资本运作正在积极推进。

近 10 年来十大军工集团快速发展，2008 年有 4 家军工集团的经营规模超过千亿元。按照产业发展趋势，我国的军工行业正在进入与资本市场相互依赖、共求发展的新时期。

在航空领域，目前我们看好哈飞股份对于直升机资产的整合，以及中航系统公司的资产整合。哈飞股份是中航直升机下属的重要上市平台，未来将受益于直升机的快速发展和相关的资产整合。

航天领域中，航天科技集团的资本运作快于航天科工集团。我们关注航天科技集团下属卫星资产整合；航天科工集团大规模资本运作还未开始，我们关注航天科技、航天长峰和航天通信可能的重组机会。此外航天信息等以民品为主的公司，也将受到集团的大力支持，发展前景看好。

兵器工业集团的思路是优质资产优先上市，光电类资产的资本运作值得关注。兵器装备集团可能有所突破，关注长安汽车等公司资本运作的后续进展。

第二，与信息化相关的领域成长性将高于平均水平。

从我国未来主要军种的发展方向上看，信息化水平的提高是增强部队作战能力、提升军力

的重要方向。与信息化相关的领域成长性将好于平均水平。具体而言，我们看好航空制造、航天领域中的卫星产业、兵器领域中的光电类产业的成长性。相关的公司有中国卫星、火箭股份、新华光、中航光电、中兵光电等。

五、股票组合

关注三大板块的股票组合：

科技网络股：航天信息（600271）、川大智胜（002253）、广电网络（600831）、天威视讯（002238）、歌华有线（600037）、东软集团（600718）、海虹控股（000503）。

医药板块：哈药股份（600664）、三九医药（000999）、一致药业（000028）、双鹤药业（600062）、恒瑞医药（600276）、国药股份（600511）、复星医药（600196）。

军工概念：中国卫星（600118）、哈飞股份（600038）、新华光（600184）、中航光电（002179）、火箭股份（600879）。

详见我们近期推出的银河证券三大专题报告。

插图目录

图 1: 固定资产投资本年新增开工项目个数创新高	1
图 2: 上半年房地产投资探底后迅速回升	2
图 3: 固定资产投资与新增固定资产投资大幅反弹	2
图 4: 金融机构超额存款准备金率降至历史最低点 (%)	4
图 5: 6 月底四大国有商业银行超额准备金率为 1.15%	5
图 6: 6 月底股份制商业银行超额准备金率为 0.95%	5
图 7: 6 月份热钱净流入内地 150 亿元 (单位: 亿元)	5
图 8: 6 月、7 月热钱流入香港势头减缓	6
图 9: 两市新增股票和基金开户数大幅攀升	6
图 10: 两市持仓 A 股账户数创历史新高	7
图 11: 全市场保证金经过前期高位震荡后继续大幅攀升	7
图 12: 沪深 300 指数 TTM 市盈率超过十年平均水平	10
图 13: 标普 500 指数 TTM 市盈率呈下降趋势	10
图 14: 主要市场静态市盈率对比	11
图 15: 主要市场市净率对比	11
图 16: 1996 年-1999 年美国股市整体表现	12
图 17: 1996 年-1999 年美国股市主要行业表现	12
图 18: 沪深 300 指数与成交金额走势对比	13
图 19: 沪深 300 指数与成交量走势对比	13

表格目录

表 1: 7 月份以来发行的基金	3
表 2: 6 月份以来增发的公司: (截止 2009 年 8 月 5 日)	8
表 3: A 股市场及行业的估值水平	9
表 4: 1996 年-1999 年美国股市的三个阶段	12

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908