

## 季度策略

2010 年 4 月 1 日

海通综指年初至今走势

## 多种力量角力下的宽幅振荡

## ——2010 年二季度 A 股投资策略

## 相关研究

《政策预期的摇摆可能伴随系统性的机会与风险》—2010 年 3 月 A 股投资策略》  
20100301

《2010 年调结构的投资思路》 20100222

《利空打压后的估值修复—2010 年 2 月 A 股投资策略》  
20100129

《总体良好 但存在隐忧—2010 年 1 月份 A 股投资策略》  
20100117

《动态估值优势支持股指振荡上行—2009 年 12 月份 A 股投资策略》  
20091201

《回归正常化—2010 年年度 A 股投资策略》  
20091218

## 策略核心分析师

陈久红

SAC 执业证书编号:  
S0850203100088  
电 话: (021) 23219393  
Email: chenjiuhong@htsec.com

## 策略高级分析师

单磊

SAC 执业证书编号:  
S0850208070553  
电 话: (021) 23219428  
Email: shanl@htsec.com

● **一季度 A 股市场呈先抑后盘的格局。**在政府对房地产市场实施持续调控、融资再融资的持续压力以及对货币政策由宽渐紧的担忧等多种因素的综合影响下，加上去年整体市场累积的可观获利盘存在随时套现的意愿，一季度 A 股市场呈现先抑后盘的格局。上证指数在一月份几乎呈单边下跌探底状，在 2890 点一线获得支撑，2 月份指数止跌回稳，随后指数一直围绕 3000 点上下波动，多空呈胶着粘滞状态。截止到 2010 年 3 月 23 日，上证指数已累计下跌了 5.19%。下游小市值板块以及区域经济板块、低碳经济板块则是一季度资金追逐的局部热点。

● **两大金融创新品种的推出将打破市场的胶着状态。**尽管股指期货和融资融券均本着“高标准、稳起步”的原则推出，但终究是中国证券市场上一项重要的金融创新。在投资者通过实际交易逐步熟悉了这两项新金融创新品种后，会渐渐展示出 A 股市场惯有的“追新”特质，二级市场也会因此打破前期的胶着状态。且融资融券标的股板块在一季度已下跌了 10% 以上，这也将给其在二季度有腾出了表现机会。

● **人民币升息的预期将逐步明朗。**一季度全球已有部分国家进入了加息的行列。3 月中旬印度提前意外加息，更加增强了人民币加息的预期。加上，今年我国 1、2 月份 CPI 与 PPI 连续上升。这样一来，对人民币升息的预期已较前更加强烈。我们认为，随着时间的推移，二季度人民币升息的预期会逐步明朗。一旦升息，久悬的疑虑除去，前期市场左右摇摆的局面会明显减轻。

● **但是中长期估值中枢受到 A 股市场持续扩张的制约。**数据显示，A 股市场的规模正以内涵式和外延式两种方式在进一步快速扩张，这不仅只是对资金面产生一定的压力，更重要的是对 A 股中长期估值中枢构成压力。从目前来看则将对二季度估值中枢的明显上升产生制约。而目前 A 股市场的动态估值，虽然有安全边际，但幅度并不大。

● **二季度市场趋势观点：**多种力量角力，市场由胶着转向宽幅振荡。

● **行业配置：**融资融券与股指期货有望点燃蓝筹的交易性投资机会。超配金融以及食品饮料等估值优势品种。融资融券、股指期货等新产品的推出有望增加市场的流动性和配置性需求。此外，上海世博会即将召开，由此对航空运输、旅游餐饮、机场服务等均带来相关机会。

---

## 目录

---

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1. 市场回顾：一季度全球主要股市强弱有别 .....          | 4  |
| 1.1 海外主要股市：新兴市场与成熟市场强弱各异 .....       | 4  |
| 1.2 A 股市场：一季度指数先跌后盘，下游小市值行业偏强 .....  | 5  |
| 2. 两大创新金融品种的推出将打破市场的胶着状态 .....       | 7  |
| 2.1 融资融券业务有利于激活标的股 .....             | 7  |
| 2.2 股指期货高标准、稳起步 .....                | 8  |
| 3. 人民币升息预期将逐步明朗化 .....               | 10 |
| 4. A 股规模的持续扩张将影响估值中枢 .....           | 11 |
| 4.1 再融资的能量已悄然超越 IPO，A 股内涵式扩张成势 ..... | 11 |
| 4.2 A 股市场着力造实结构，外延式扩张力道不小 .....      | 12 |
| 4.3 A 股市场的持续扩张对中长期估值中枢的影响 .....      | 14 |
| 5. 二季度市场趋势观点：多种力量角力下的宽幅振荡 .....      | 14 |
| 6. 行业配置：重点配置优质蓝筹 .....               | 15 |
| 6.1 配置策略总纲 .....                     | 15 |
| 6.2 各行业之绝对估值水平横截面一览 .....            | 15 |
| 6.3 各行业估值区间位度列示 .....                | 16 |

---

## 图目录

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| 图 1 2010 年一季度 A 股市场各行业的市场累计表现概况 (%) .....              | 6  |
| 图 2 2010 年一季度沪深 300 指数与 PE 走势 .....                    | 6  |
| 图 3 2010 年一季度沪深 300 指数走势与 PB 走势 .....                  | 6  |
| 图 4 2010 年一季度 A 股市场主题投资类股的市场表现情况(%) .....              | 7  |
| 图 5 CPI 走势 (%) .....                                   | 10 |
| 图 6 PPI 走势 (%) .....                                   | 10 |
| 图 7 一年期央行票据利率走势 (%) .....                              | 11 |
| 图 8 三个月央行票据利率走势 (%) .....                              | 11 |
| 图 9 近一年来 A 股市场融资与再融资情况对比 .....                         | 11 |
| 图 10 行业当前估值于历史区间相对位置 (月度 PE, TTM, 2000.3~2010.3) ..... | 16 |
| 图 11 PPI 与 CPI .....                                   | 17 |

## 表目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 表 1 全球主要股票市场指数累计表现概况 .....                   | 4  |
| 表 2 2010 年以来 A 股市场各行业的市场表现以及最新估值状态 .....     | 5  |
| 表 3 融资融券标的群体的市值情况 .....                      | 7  |
| 表 4 融资融券标的股中权重最大的前 30 只个股 .....              | 8  |
| 表 5 沪深 300 各行业构成及权重情况 .....                  | 9  |
| 表 6 沪深 300 权重最大的前 30 家上市公司 .....             | 9  |
| 表 7 近一年来 A 股市场融资与再融资情况 .....                 | 12 |
| 表 8 2010 年以来已过发审会尚待发行的公司 .....               | 12 |
| 表 9 当前 A 股各行业（一级行业）之估值水平（截至 2010.3.29） ..... | 15 |
| 表 10 各主要行业之区间涨幅与估值调整 .....                   | 17 |
| 表 11 2010 年二季度 A 股行业配置策略建议 .....             | 18 |

## 1. 市场回顾：一季度全球主要股市强弱有别

### 1.1 海外主要股市：新兴市场与成熟市场强弱各异

全球股市在经历了 2009 年的普遍上涨之后，在 2010 年出现了分化，全球主要股市的表现也因此显得扑朔迷离。统计数据显示，截止 2010 年 3 月 22 日的近 60 个交易日中，部分新兴市场股市与成熟市场股市走出了强弱各异的走势。在下跌排行榜中，新兴股市占据前列，分别是西班牙、希腊，沪深股市也位列其中。相对而言，成熟市场整体表现比较平稳。美国标普 500 指数、道琼斯工业平均指数、日经 225 指数、法国巴黎 CAC40 指数、德国法兰克福 DAX 指数、伦敦金融时报 100 指数等累计涨幅基本都在 0~6% 之间。

我们认为，希腊债务危机、对主要经济央行是否退出宽松货币政策的反复斟酌与讨论、美元汇率出现阶段性反弹引发的全球主要大宗商品价格大幅波动、以及中国本身对房地产行业的调控等，是导致部分新兴市场与全球其他主要市场走势分化的主要原因。

表 1 全球主要股票市场指数累计表现概况

| 代码          | 名称               | 最新指数     | 20 日涨跌幅 | 60 日涨跌幅 | 120 日涨跌幅 | 250 日涨跌幅 |
|-------------|------------------|----------|---------|---------|----------|----------|
| IBEX.GI     | 西班牙 IBEX35 指数    | 10861.9  | 2.76%   | -8.65%  | -8.37%   | 34.49%   |
| ASE.GI      | 希腊雅典 ASE 综合指数    | 2010.22  | 2.70%   | -5.12%  | -23.03%  | 27.34%   |
| 399001.SZ   | 深证成份指数           | 12355.56 | 2.37%   | -5.04%  | 3.16%    | 54.01%   |
| 000001.SH   | 上证综合指数           | 3065.76  | 2.79%   | -1.83%  | 3.48%    | 42.38%   |
| HSI.HI      | 恒生指数             | 21149.39 | 2.55%   | -0.84%  | 2.72%    | 57.27%   |
| FCHI.GI     | 法国巴黎 CAC40 指数    | 3928     | 4.56%   | 0.39%   | 5.57%    | 44.45%   |
| GDAXI.GI    | 德国法兰克福 DAX 指数    | 5987.5   | 5.26%   | 0.70%   | 4.80%    | 40.57%   |
| AEX.GI      | 荷兰 AEX 指数        | 338.13   | 4.00%   | 1.36%   | 10.59%   | 60.17%   |
| KS11.GI     | 韩国综合指数           | 1681.82  | 3.36%   | 1.59%   | 0.37%    | 35.22%   |
| TWII.TW     | 台湾加权指数           | 7779.08  | 3.38%   | 1.68%   | 6.36%    | 70.70%   |
| IBVC.GI     | 委内瑞拉股票市场指数       | 56363.88 | -0.76%  | 2.56%   | 5.25%    | 50.33%   |
| IBOVESPA.GI | 圣保罗 IBOVESPA 指数  | 68829    | 2.45%   | 2.63%   | 12.97%   | 76.42%   |
| GSPTSE.GI   | 多伦多股票交易所 300 指数  | 11947.98 | 2.69%   | 2.75%   | 5.37%    | 33.37%   |
| AS51.GI     | 澳大利亚标普 200 指数    | 4874.8   | 3.32%   | 2.86%   | 2.77%    | 32.75%   |
| DJI.GI      | 道琼斯工业平均指数        | 10785.89 | 3.88%   | 3.07%   | 10.18%   | 40.80%   |
| PSI.GI      | 菲律宾马尼拉综合指数       | 3129.24  | 3.85%   | 3.75%   | 10.91%   | 66.48%   |
| KLSE.GI     | 马来西亚吉隆坡指数        | 1302.93  | 2.88%   | 3.76%   | 6.97%    | 52.07%   |
| SPX.GI      | 标准普尔 500 指数      | 1165.81  | 5.22%   | 4.27%   | 9.67%    | 44.60%   |
| SENSEX.GI   | 印度孟买 Sensex30 指数 | 17421.02 | 7.29%   | 4.94%   | 4.06%    | 108.79%  |
| FTSE.GI     | 伦敦金融时报 100 指数    | 5644.54  | 5.46%   | 5.07%   | 9.95%    | 44.72%   |
| N225.GI     | 东京日经 225 指数      | 10774.15 | 3.59%   | 5.80%   | 3.89%    | 49.68%   |
| RTS.GI      | 俄罗斯 RTS 指数       | 1533.39  | 8.69%   | 5.82%   | 22.76%   | 120.73%  |
| IXIC.GI     | 纳斯达克综合指数         | 2395.4   | 6.84%   | 6.34%   | 12.42%   | 57.79%   |
| MERV.GI     | 阿根廷 MERV 指数      | 2413.67  | 2.85%   | 7.70%   | 20.34%   | 135.39%  |

资料来源：WIND 资讯（数据截止日期 2010 年 3 月 22 日）

## 1.2 A 股市场：一季度指数先跌后盘，下游小市值行业偏强

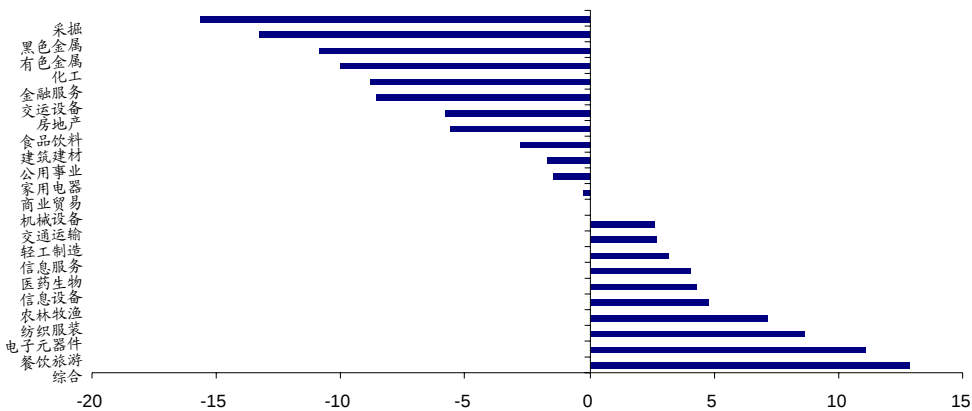
在政府对房地产市场实施持续调控、融资再融资的持续压力以及对货币政策由宽渐紧的担忧等多种因素的综合影响下,加上去年整体市场累积了可观的获利盘存在随时套现的意愿,一季度 A 股市场呈现先抑后盘的格局。上证指数在一月份几乎呈单边下跌探底状,直到 2890 点一线才获得支撑。2 月份指数止跌回稳,随后指数一直围绕 3000 点上下波动,多空双方呈胶着状态。截止到 2010 年 3 月 23 日,上证指数已累计下跌了 5.19%。

表 2 2010 年以来 A 股市场各行业的市场表现以及最新估值状态

| 板块名称          | 成份区间涨跌幅%<br>(流通市值加权平均) | 市盈率(TTM,整体法) | 市净率(整体法)    | 区间换手率(算术平均) % |
|---------------|------------------------|--------------|-------------|---------------|
| 综合            | 12.89                  | 66.2         | 5.04        | 198.8         |
| 餐饮旅游          | 11.11                  | 56.41        | 5.08        | 210.89        |
| 电子元器件         | 8.66                   | 60.57        | 4.86        | 211.99        |
| 纺织服装          | 7.14                   | 46.87        | 3.78        | 167.49        |
| 农林牧渔          | 4.81                   | 49.52        | 5.87        | 197.5         |
| 信息设备          | 4.34                   | 45.22        | 5.14        | 177.95        |
| 医药生物          | 4.06                   | 42.34        | 6.39        | 131.9         |
| 信息服务          | 3.18                   | 23.81        | 4.55        | 167.73        |
| 轻工制造          | 2.7                    | 47.99        | 3.52        | 171.67        |
| 交通运输          | 2.66                   | 30.78        | 3.06        | 151.91        |
| 机械设备          | 0.03                   | 40.35        | 5.6         | 175.73        |
| 商业贸易          | -0.32                  | 42.61        | 4.69        | 126.08        |
| 家用电器          | -1.51                  | 29.01        | 4.09        | 142.15        |
| 公用事业          | -1.72                  | 34.01        | 2.94        | 114.18        |
| 建筑建材          | -2.78                  | 30.04        | 2.9         | 175.78        |
| <b>全部 A 股</b> | <b>-5.19</b>           | <b>25.01</b> | <b>3.43</b> | <b>153.1</b>  |
| 食品饮料          | -5.57                  | 39.47        | 7.51        | 120.49        |
| 房地产           | -5.81                  | 29.48        | 3.49        | 134.49        |
| 交运设备          | -8.62                  | 37.42        | 4.31        | 134.66        |
| 金融服务          | -8.8                   | 18.39        | 2.95        | 86.91         |
| 化工            | -10.06                 | 22.35        | 3.53        | 143.42        |
| 有色金属          | -10.87                 | 70.31        | 4.85        | 123.92        |
| 黑色金属          | -13.24                 | 51.4         | 1.93        | 90.06         |
| 采掘            | -15.61                 | 22.05        | 3.12        | 97.87         |

资料来源: WIND 注: 统计日 2010 年 3 月 23 日 (区间为今年以来)

图 1 2010 年一季度 A 股市场各行业的市场累计表现概况 (%)



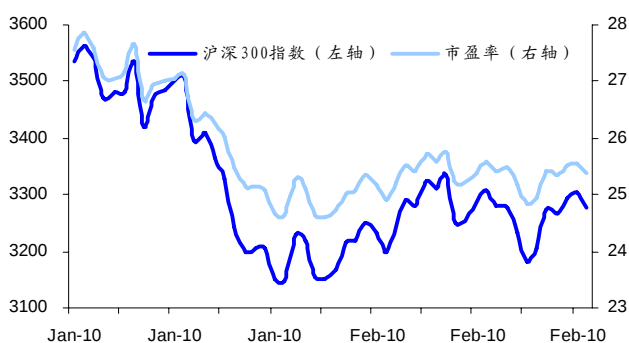
资料来源：WIND 资讯（数据截止日期 2010 年 3 月 23 日）

从各行业的市场表现来看，今年一季度下游的小市值行业的表现明显强于上游的大市值权重行业。统计显示，餐饮旅游、电子元器件、纺织服装以及农林牧渔，一季度累计涨幅在 4%~12% 不等，而累计跌幅达到 10% 的基本上均是大市值的权重行业，煤炭采掘业、钢铁、有色以及化工业，房地产累计跌幅也达 5.8%、金融类股则平均下跌了 8.8%。所以，这也是一季度大盘疲弱不振，而个股热点不断的原因所在。

一季度资金主要活动的区域也在小市值的行业板块。从换手率看，一季度市场平均换手率为 153.1%，而餐饮旅游业、电子业等的换手率却高达 200%。

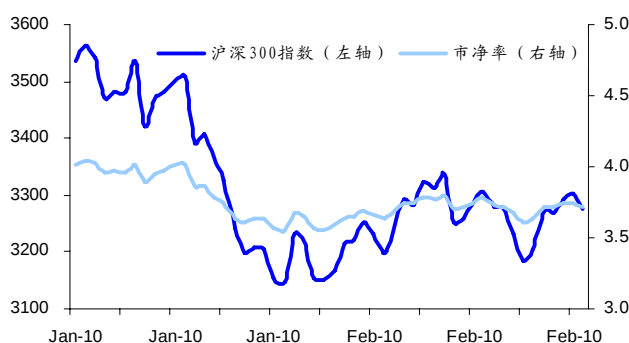
尽管大市值行业在一季度处于调整状，但因处于盈利的下行周期中，其平均估值并不低，尤其是钢铁类股以及有色金属类股，致使当前市场静态市盈率虽然不是太高，但也并没有出现偏低的状态，统计数据显示，截止到 2010 年 3 月 23 日，按 TTM 法计算的市盈率是 25.01 倍。

图 2 2010 年一季度沪深 300 指数与 PE 走势



资料来源：WIND（数据截止日期 2010 年 3 月 23 日）

图 3 2010 年一季度沪深 300 指数走势与 PB 走势



资料来源：WIND（数据截止日期 2010 年 3 月 23 日）

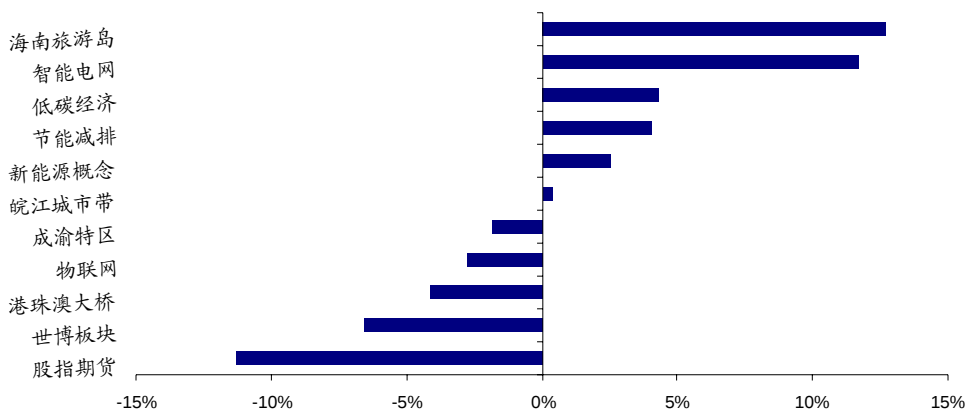
A 股市场先抑后盘这种相对偏弱的格局并没有影响到资金对投资热点的追寻。

一季度两类投资热点获得了不少的正收益，一是以海南旅游岛为代表的区域类题材，这一点我们在三月份的策略报告中已阐述过；二是题材股。统计显示，一季度智能电网涨

幅 11.69%、低碳经济和节能减排类股获得了 4% 的正收益。

但是值得注意的是，股指期货以及世博题材在一季度并未受到资金的青睐，不仅如此，这两个原本市场普遍预期较高的题材在一季度不涨反跌，跌幅还不少，超过了大盘的平均跌幅。融资融券标的股的跌幅也不小。当然，这也给二季度的市场预留下了想象和运作的空间。

图 4 2010 年一季度 A 股市场主题投资类股的市场表现情况(%)



资料来源：WIND 资讯（数据截止日期 2010 年 3 月 23 日）

## 2. 两大创新金融品种的推出将打破市场的胶着状态

### 2.1 融资融券业务有利于激活标的股

三月下旬，券商已经开始接受融资融券的开户申请，融资融券在二季度推开已经是没有任何疑问了。而且在二季度还有第二批融资融券试点券商名单推出。

在三月份的策略报告中，我们也谈到，A 股股指存在类似海外股票市场“先涨后跌”的可能性。毕竟融资融券业务是今年我国证券市场中一件大事，在市场中一点也没有反响，也是不现实的，只是由于刚开伊始、开户门槛较高、管理层着力控制新产品的风险宣传，融资融券新业务需要一段时间的浸润期。

在前面我们也谈到，一季度融资融券标的股板块和股指期货类板块的表现并不好，两者跌幅均在 10% 以上，这可能给二季度这两个板块一定的表现机会。若果真如此，二季度也可能因此而出现良好预期。

目前融券融券标的股共 90 家，其中上海 50 家、深圳 40 家。融资融券标的股的流通 A 股市值占 A 股流通市值的权重 51.76%；标的股总市值占 A 股总市值的权重 50.15%。

表 3 融资融券标的群体的市值情况

| 板块名称   | 流通 A 股市值(合计) ( 亿元 ) | 总市值 ( 亿元 ) | 市盈率(TTM,整体法) |
|--------|---------------------|------------|--------------|
| 融资融券标的 | 77403.55            | 118675.22  | 19.64        |
| 全部 A 股 | 149542.82           | 236647.46  | 24.68        |

融资融券标的股的流通 A 股市值占 A 股流通市值的权重 51.76%；标的股总市值占 A 股总市值的权重 50.15%。

资料来源：WIND 资讯（数据截止日期 2010 年 3 月 25 日）

表 4 融资融券标的股中权重最大的前 30 只个股

| 证券代码      | 证券简称 | 权重(总市值) | 权重(流通市值) | A 股合计 (亿股) | 流通 A 股 (亿股) | 市盈率 (PE, TTM) | 市净率   |
|-----------|------|---------|----------|------------|-------------|---------------|-------|
| 601857.SH | 中国石油 | 8.66%   | 0.34%    | 1619.22    | 40.00       | 21.37         | 2.73  |
| 601398.SH | 工商银行 | 5.16%   | 8.17%    | 2509.62    | 2509.62     | 13.79         | 2.41  |
| 600028.SH | 中国石化 | 3.39%   | 5.37%    | 699.22     | 699.22      | 16.12         | 2.73  |
| 601988.SH | 中国银行 | 3.13%   | 4.95%    | 1778.19    | 1778.19     | 13.07         | 2.05  |
| 601628.SH | 中国人寿 | 2.41%   | 3.82%    | 208.24     | 208.24      | 46.01         | 5.23  |
| 601088.SH | 中国神华 | 1.94%   | 0.34%    | 164.91     | 18.00       | 18.33         | 3.28  |
| 600036.SH | 招商银行 | 1.15%   | 1.82%    | 176.66     | 176.66      | 21.51         | 3.73  |
| 601318.SH | 中国平安 | 0.95%   | 1.51%    | 47.86      | 47.86       | 41.81         | 3.83  |
| 601328.SH | 交通银行 | 0.88%   | 0.85%    | 259.30     | 159.55      | 13.69         | 2.50  |
| 600000.SH | 浦发银行 | 0.81%   | 1.15%    | 88.30      | 79.26       | 14.72         | 2.93  |
| 600030.SH | 中信证券 | 0.76%   | 1.19%    | 66.30      | 65.70       | 23.33         | 3.10  |
| 601166.SH | 兴业银行 | 0.74%   | 1.17%    | 50.00      | 50.00       | 13.14         | 2.93  |
| 601601.SH | 中国太保 | 0.66%   | 0.43%    | 62.87      | 25.77       | 139.78        | 4.02  |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 0.63%   | 1.00%    | 9.44       | 9.44        | 33.55         | 10.69 |
| 600016.SH | 民生银行 | 0.58%   | 0.92%    | 188.23     | 188.23      | 17.27         | 2.74  |
| 600900.SH | 长江电力 | 0.58%   | 0.41%    | 110.00     | 49.09       | 31.13         | 1.70  |
| 600019.SH | 宝钢股份 | 0.57%   | 0.91%    | 175.12     | 175.12      | (58.48)       | 1.46  |
| 600837.SH | 海通证券 | 0.57%   | 0.44%    | 82.28      | 40.02       | 32.15         | 3.23  |
| 600050.SH | 中国联通 | 0.56%   | 0.89%    | 211.97     | 211.97      | 42.23         | 1.87  |
| 600104.SH | 上海汽车 | 0.54%   | 0.86%    | 65.55      | 65.55       | 53.41         | 3.23  |
| 601668.SH | 中国建筑 | 0.53%   | 0.34%    | 300.00     | 120.00      | 31.94         | 1.85  |
| 601600.SH | 中国铝业 | 0.51%   | 0.33%    | 95.81      | 39.31       | (28.32)       | 3.33  |
| 601006.SH | 大秦铁路 | 0.51%   | 0.80%    | 129.77     | 129.77      | 20.96         | 2.92  |
| 600018.SH | 上港集团 | 0.49%   | 0.77%    | 209.91     | 209.91      | 33.52         | 3.72  |
| 000858.SZ | 五粮液  | 0.46%   | 0.72%    | 37.96      | 37.96       | 33.22         | 7.55  |
| 601898.SH | 中煤能源 | 0.44%   | 0.12%    | 91.52      | 15.18       | 25.02         | 2.23  |
| 601169.SH | 北京银行 | 0.42%   | 0.42%    | 62.28      | 39.56       | 18.17         | 2.70  |
| 601390.SH | 中国中铁 | 0.41%   | 0.18%    | 170.93     | 46.75       | 25.67         | 1.96  |
| 601919.SH | 中国远洋 | 0.40%   | 0.18%    | 76.36      | 21.63       | (9.01)        | 2.85  |
| 601111.SH | 中国国航 | 0.40%   | 0.63%    | 78.46      | 78.46       | (31.64)       | 6.28  |

资料来源：WIND 资讯（数据截止日期 2010 年 3 月 25 日）

## 2.2 股指期货高标准、稳起步

2010 年 3 月 26 日，中国金融期货交易所正式公布关于沪深 300 股指期货合约上市交易有关事项的通知，合约自 2010 年 4 月 16 日起正式上市交易，首批上市合约分别为 2010 年 5 月、6 月、9 月和 12 月合约。

从中金所通知中，我们可以看到沪深 300 股指期货合约的保证金水平比最低水平 12% 有明显提高，近月和次月合约比例为 15%，远月合约比例为 18%，如果考虑期货公司还会再加点，客户保证金比例最终可能达到 18%-20%，使期货杠杆明显降低，对投机交易有明显的限制作用。上市当日涨跌停板幅度近月为 10%，远月为 20%，这也是考虑到

远月合约波动比较大，防止出现因流动性问题造成合约出现极端涨跌停。另外，每个交易日结束后，交易所将发布单边持仓达到 1 万手以上和当月（5 月）合约前 20 名结算会员的成交量、持仓量。总体来看，监管层的原则是“高标准、稳起步”，提高风控要求，适当牺牲交易量和流动性，能够保证期货平稳推出和安全运行，这才是最重要的。

尽管股指期货本着“高标准、稳起步”的原则推出，但终究是中国证券市场上一项重要的金融创新品种，加上融资融券也开始正式交易。在投资者通过实际交易逐步熟悉了这两项新金融创新品种后，会渐渐展示出 A 股市场惯有的“追新”特质，二级市场也会随之产生联动效应。沪深 300 的主力构成即，金融类股、钢铁、有色金属和能源类股等权重类股多少会有不同程度的反应。

按 2010 年 3 月 26 日收盘价计，在沪深 300 中，权重超过 2% 的个股有七只，即招商银行、交通银行、民生银行、中国平安、中信证券、兴业银行和浦发银行，清一色的金融类股。

表 5 沪深 300 各行业构成及权重情况

| 行业名称   | 流通市值(亿元)       |                      |                |                                   | 总市值(亿元)        |                  |                |                           |
|--------|----------------|----------------------|----------------|-----------------------------------|----------------|------------------|----------------|---------------------------|
|        | 行业合计<br>(指数成份) | 占沪深<br>300 比重<br>(%) | 行业合计(全部<br>成份) | 行业合计<br>(指数成份)/<br>行业合计<br>(全部成份) | 行业合计<br>(指数成份) | 占沪深 300<br>比重(%) | 行业合计<br>(全部成份) | 行业合计(指数成份)/<br>行业合计(全部成份) |
| 沪深 300 | 104690.93      | 100.00               | 149332.94      | 70.11                             | 199862.53      | 100.00           | 276993.59      | 72.15                     |
| 金融     | 47960.71       | 45.81                | 51653.77       | 92.85                             | 82841.87       | 41.45            | 92813.95       | 89.26                     |
| 工业     | 14329.56       | 13.69                | 24310.35       | 58.94                             | 26148.50       | 13.08            | 44820.65       | 58.34                     |
| 能源     | 12706.43       | 12.14                | 13567.24       | 93.66                             | 46456.01       | 23.24            | 47981.23       | 96.82                     |
| 材料     | 10108.26       | 9.66                 | 18242.17       | 55.41                             | 18507.83       | 9.26             | 31546.53       | 58.67                     |
| 可选消费   | 6882.84        | 6.57                 | 14637.37       | 47.02                             | 8646.45        | 4.33             | 20549.46       | 42.08                     |
| 日常消费   | 4044.91        | 3.86                 | 8261.30        | 48.96                             | 5071.11        | 2.54             | 11538.25       | 43.95                     |
| 公用事业   | 2982.11        | 2.85                 | 5082.21        | 58.68                             | 5411.87        | 2.71             | 8254.41        | 65.56                     |
| 医疗保健   | 2577.80        | 2.46                 | 5629.27        | 45.79                             | 3213.54        | 1.61             | 7910.51        | 40.62                     |
| 信息技术   | 1699.34        | 1.62                 | 6702.84        | 25.35                             | 2063.75        | 1.03             | 10724.49       | 19.24                     |
| 电信服务   | 1398.96        | 1.34                 | 1440.56        | 97.11                             | 1501.60        | 0.75             | 1578.21        | 95.15                     |

资料来源：WIND 资讯（数据截止日期 2010 年 3 月 25 日）

表 6 沪深 300 权重最大的前 30 家上市公司

| 代码        | 名称    | 权重   | 代码        | 名称   | 权重   |
|-----------|-------|------|-----------|------|------|
| 600036.SH | 招商银行  | 3.69 | 600900.SH | 长江电力 | 1.05 |
| 601328.SH | 交通银行  | 2.78 | 000858.SZ | 五粮液  | 1.02 |
| 600016.SH | 民生银行  | 2.67 | 600050.SH | 中国联通 | 1.00 |
| 601318.SH | 中国平安  | 2.62 | 002024.SZ | 苏宁电器 | 0.97 |
| 600030.SH | 中信证券  | 2.41 | 601939.SH | 建设银行 | 0.95 |
| 601166.SH | 兴业银行  | 2.31 | 600028.SH | 中国石化 | 0.93 |
| 600000.SH | 浦发银行  | 2.23 | 601857.SH | 中国石油 | 0.91 |
| 601088.SH | 中国神华  | 1.76 | 000063.SZ | 中兴通讯 | 0.90 |
| 000002.SZ | 万科 A  | 1.70 | 601899.SH | 紫金矿业 | 0.81 |
| 601601.SH | 中国太保  | 1.52 | 601628.SH | 中国人寿 | 0.78 |
| 601398.SH | 工商银行  | 1.36 | 600019.SH | 宝钢股份 | 0.78 |
| 000001.SZ | 深发展 A | 1.34 | 000983.SZ | 西山煤电 | 0.77 |

|           |      |      |           |      |      |
|-----------|------|------|-----------|------|------|
| 601169.SH | 北京银行 | 1.34 | 000651.SZ | 格力电器 | 0.69 |
| 600837.SH | 海通证券 | 1.29 | 600015.SH | 华夏银行 | 0.69 |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 1.14 | 601006.SH | 大秦铁路 | 0.69 |

资料来源：WIND 资讯（数据截止日期 2010 年 3 月 26 日）

### 3. 人民币升息预期将逐步明朗化

2010 年的宏观政策取向与 2009 年的明显不同之处在于：

2009 年采取的是显著的扩张性政策，这几乎体现在投资规模、货币政策等各个方面，而 2010 年的政策则明显转向结构性调整上。在安全渡过危机并取得较佳成效之后，政策转向防止经济过热、扶持地区发展的意图和行动均有，最早的就体现为对房地产的多次调控与管理政策，而且至今还在延续，三月份国土资源部对全国土地资源的管理，强调地方政府尤其要保证保障性住房的用地。再就是政策推动区域经济的发展，继续推出区域振兴计划。在此大背景下，市场对人民币升息预期进一步加强。

自年初以来，央行已在 1 月 18 日和 2 月 25 日两次上调银行存款准备金率，存款准备金率已达 16.5%，市场一直预期年内将加息，加息也成为今年以来财经界热议的话题，到目前为止。全球已有部分国家进入了加息的行列。3 月中旬印度也提前意外加息。

印度央行 3 月 19 日的意外提前加息。这是印度自 2008 年 7 月以来的首次加息。印度早于市场预期的加息，经济方面的原因，一方面是因为印度已基本步出了金融危机的阴影，经济恢复比较明显；二是印度出于对通胀的担忧。2010 年 2 月份印度商务部公布的基准批发价格指数的通胀率较上年同期上升 9.89%，为 16 个月来最大的增幅，远高于印度央行预期值。印度央行的提前加息，更加增强了人民币加息的预期。

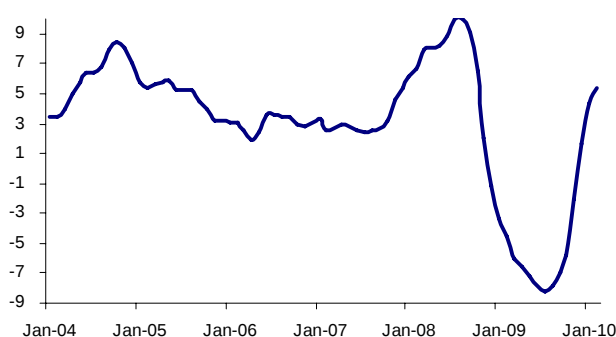
加上，今年我国 1、2 月份 CPI 与 PPI 连续上升。这样一来，对人民币升息的预期已较前更加强烈。我们认为，随着时间的推移，二季度人民币升息的预期会逐步明朗。一旦升息，久悬的疑虑除去，市场会一改前期胶着的状态，至少在一个阶段中作出较为明确的阶方向性选择。前期市场左右摇摆的局面会明显减轻。

图 5 CPI 走势 (%)



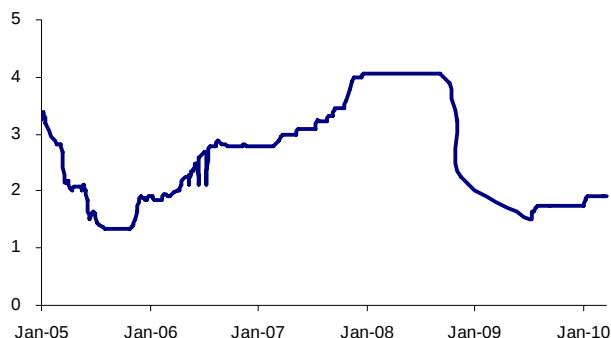
资料来源：WIND

图 6 PPI 走势 (%)



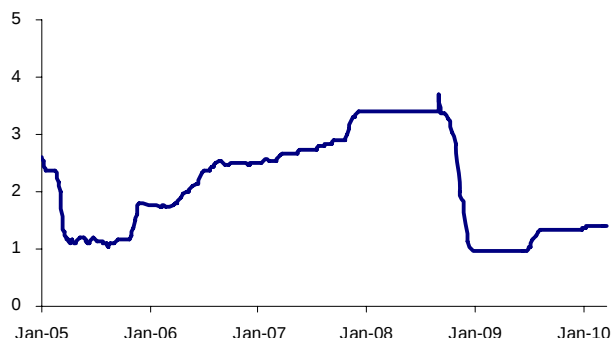
资料来源：WIND

图 7 一年期央行票据利率走势 (%)



资料来源: WIND

图 8 三个月央行票据利率走势 (%)



资料来源: WIND

## 4. A 股规模的持续扩张将影响估值中枢

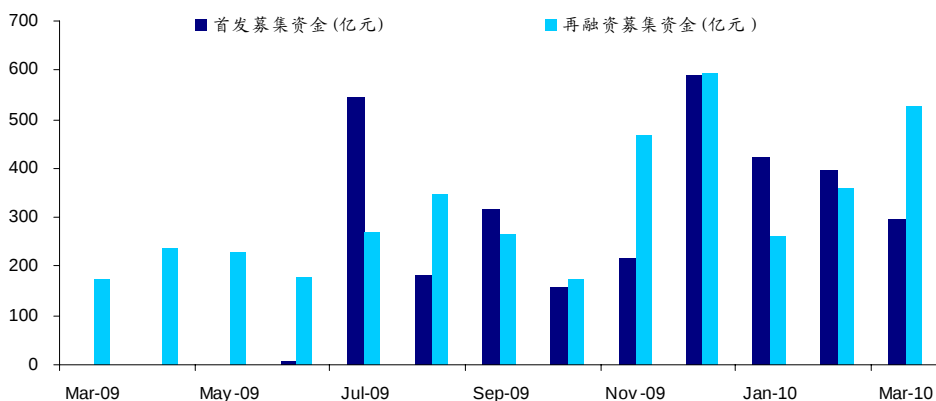
### 4.1 再融资的能量已悄然超越 IPO，A 股内涵式扩张成势

当市场视角一直在重点放在 IPO 上时，一级市场的结构却在悄然发生着新的变化。

在跟踪一级市场的过程中，我们看到一个重要新现象就是增发与配股的再融资开始间歇性地超越 IPO，从股票数量、募资金额上都是如此。今年三月份，A 股市场的再融资额达到 527.84 亿元，远超出当月 IPO 融资额 295.27 亿元。我们认为，这与 A 股市场经过长期的发展，已达到一定的成熟度有较大的关联，今后或将会成为一种常态。

之所以要指出这一点，是因为这些数据在告诉我们，当前 A 股市场的扩张并不仅仅只是表现在 IPO 新发股票，还更多地表现为已有上市公司规模的扩张，当然还包括解禁股的增加。这表明，A 股市场规模的内涵性扩张态势正在悄然成势。

图 9 近一年来 A 股市场融资与再融资情况对比



资料来源: WIND 资讯 (数据截止日期 2010 年 3 月 29 日)

表 7 近一年来 A 股市场融资与再融资情况

| 日期      | 集资金额合计   |         | IPO 统计   |            |       | 增发统计    |          |            |       | 配股统计    |          |            |
|---------|----------|---------|----------|------------|-------|---------|----------|------------|-------|---------|----------|------------|
|         | 募集资金(亿元) | 首发家数(家) | 首发股数(亿股) | 首发募集资金(亿元) | 首发市盈率 | 增发家数(家) | 增发股数(亿股) | 增发募集资金(亿元) | 增发市盈率 | 配股家数(家) | 配股股数(亿股) | 配股募集资金(亿元) |
| 2009-03 | 174.35   | 0       | 0.00     | 0.00       |       | 8       | 25.33    | 174.35     |       | 0       | 0.00     | 0.00       |
| 2009-04 | 235.83   | 0       | 0.00     | 0.00       |       | 9       | 32.04    | 235.83     |       | 0       | 0.00     | 0.00       |
| 2009-05 | 228.76   | 0       | 0.00     | 0.00       |       | 12      | 21.89    | 228.76     |       | 0       | 0.00     | 0.00       |
| 2009-06 | 186.56   | 1       | 0.46     | 9.11       | 32.89 | 10      | 60.15    | 177.45     |       | 0       | 0.00     | 0.00       |
| 2009-07 | 814.70   | 6       | 126.61   | 546.61     | 33.74 | 12      | 32.61    | 268.09     |       | 0       | 0.00     | 0.00       |
| 2009-08 | 530.95   | 14      | 9.50     | 182.75     | 40.02 | 16      | 35.04    | 337.02     | 42.48 | 2       | 1.25     | 11.17      |
| 2009-09 | 581.23   | 18      | 41.35    | 318.01     | 49.01 | 11      | 24.15    | 258.84     | 19.90 | 1       | 0.49     | 4.38       |
| 2009-10 | 332.68   | 25      | 6.46     | 158.91     | 53.07 | 11      | 29.35    | 166.22     |       | 2       | 1.58     | 7.54       |
| 2009-11 | 685.36   | 12      | 7.87     | 217.84     | 52.09 | 9       | 31.53    | 414.72     |       | 2       | 9.79     | 52.81      |
| 2009-12 | 1182.99  | 35      | 68.13    | 588.73     | 65.44 | 25      | 81.91    | 564.19     |       | 3       | 4.16     | 30.07      |
| 2010-01 | 684.35   | 35      | 27.30    | 424.71     | 66.87 | 8       | 40.51    | 259.64     |       | 0       | 0.00     | 0.00       |
| 2010-02 | 755.61   | 20      | 32.84    | 394.79     | 57.38 | 8       | 54.97    | 341.18     |       | 2       | 2.71     | 19.64      |
| 2010-03 | 823.10   | 36      | 40.13    | 295.27     | 52.57 | 13      | 42.63    | 347.35     |       | 2       | 20.45    | 180.49     |

资料来源：WIND（数据统计截止日：2010 年 3 月 29 日）

## 4.2 A 股市场着力造实结构，外延式扩张力道不小

今年以来，A 股市场正在全力打造一个结构齐全的市场。在继主板格局已定之后，管理层着力拓展中小板市场和创业板市场。截止到 2010 年 3 月 29 日，今年 A 股市场共新发行了 93 家公司，其中中小板市场发行了 58 家、创业板市场 24 家，主板市场仅 11 家。

可见，今年 IPO 的重点戏就围绕着创业板和中小板。A 股市场的外延式扩张速度依旧不慢。

三月份以来，发审委审核通过的 IPO 项目不少，仅 18 天就达到了 24 家。截止到 2010 年 3 月 18 日，发审委审核通过但尚未发行的公司已达 64 家。其中除一家是主板公司外，其余全是中小板与创业板。64 家待发行公司合计拟将发行 24.51 亿股，拟募资金额达 274.64 亿元。按 3 月 18 日最新总股本加权法，中小板二级市场均价 22.04 元、创业板二级市场均价 45.94 元，以此计算，64 家待发行公司将要吸附资金额将可达到 1054.45 亿元。以中小板和创业板公司为主角的外延式扩张仍然力道不小。

表 8 2010 年以来已过发审会尚待发行的公司

| 公司名称              | 审核通过会议日期  | 上市板  | 主承销商         | 预计发行股数(万股) | 预计募集资金(万元) |
|-------------------|-----------|------|--------------|------------|------------|
| 北京数字政通科技股份有限公司    | 2010-3-16 | 创业板  | 招商证券股份有限公司   | 1400.00    | 15000.00   |
| 河南新大新材料股份有限公司     | 2010-3-16 | 创业板  | 华林证券有限责任公司   | 3500.00    | 38940.00   |
| 浙江金洲管道科技股份有限公司    | 2010-3-15 | 中小企板 | 安信证券股份有限公司   | 3350.00    | 38576.00   |
| 哈尔滨誉衡药业股份有限公司     | 2010-3-15 | 中小企板 | 国信证券股份有限公司   | 3500.00    | 42871.96   |
| 浙江闰土股份有限公司        | 2010-3-12 | 中小企板 | 海通证券股份有限公司   | 7382.00    | 99900.00   |
| 长江润发机械股份有限公司      | 2010-3-12 | 中小企板 | 国海证券有限责任公司   | 3300.00    | 43000.00   |
| 浙江万里扬变速器股份有限公司    | 2010-3-10 | 中小企板 | 国信证券股份有限公司   | 4250.00    | 62044.00   |
| 深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司 | 2010-3-10 | 中小企板 | 华泰联合证券有限责任公司 | 2793.00    | 37371.00   |
| 烟台龙源电力技术股份有限公司    | 2010-3-9  | 创业板  | 中银国际证券有限责任公司 | 2200.00    | 46465.00   |
| 北京三聚环保新材料股份有限公司   | 2010-3-9  | 创业板  | 宏源证券股份有限公司   | 2500.00    | 24330.34   |
| 浙江金利华电气股份有限公司     | 2010-3-9  | 创业板  | 新时代证券有限责任公司  | 1500.00    | 11000.00   |
| 宁波 GQY 视讯股份有限公司   | 2010-3-9  | 创业板  | 平安证券有限责任公司   | 1364.00    | 26790.00   |

|                    |           |        |                |                  |                   |
|--------------------|-----------|--------|----------------|------------------|-------------------|
| 上海安诺其纺织化工股份有限公司    | 2010-3-9  | 创业板    | 平安证券有限责任公司     | 2700.00          | 20856.06          |
| 深圳市兆驰股份有限公司        | 2010-3-8  | 中小企企业板 | 国信证券股份有限公司     | 5600.00          | 50000.00          |
| 天津九安医疗电子股份有限公司     | 2010-3-8  | 中小企企业板 | 新时代证券有限责任公司    | 3100.00          | 23610.00          |
| 秦皇岛天业通联重工股份有限公司    | 2010-3-5  | 中小企企业板 | 海通证券股份有限公司     | 4300.00          | 32666.00          |
| 杭州杭氧股份有限公司         | 2010-3-5  | 中小企企业板 | 华融证券股份有限公司     | 7100.00          | 78140.00          |
| 大连壹桥海洋苗业股份有限公司     | 2010-3-5  | 中小企企业板 | 平安证券有限责任公司     | 1700.00          | 24800.00          |
| 北京当升材料科技股份有限公司     | 2010-3-5  | 创业板    | 平安证券有限责任公司     | 2000.00          | 17196.91          |
| 北京碧水源科技股份有限公司      | 2010-3-5  | 创业板    | 第一创业证券有限责任公司   | 3700.00          | 56613.00          |
| 深圳欧菲光科技股份有限公司      | 2010-3-3  | 中小企企业板 | 中银国际证券有限责任公司   | 2400.00          | 24146.00          |
| 广东棕榈园林股份有限公司       | 2010-3-3  | 中小企企业板 | 国金证券股份有限公司     | 3000.00          | 16882.00          |
| 浙江尤夫高新纤维股份有限公司     | 2010-3-1  | 中小企企业板 | 国信证券股份有限公司     | 4600.00          | 35797.00          |
| 苏州胜利精密制造科技股份有限公司   | 2010-3-1  | 中小企企业板 | 东吴证券有限责任公司     | 4010.00          | 34080.00          |
| 龙星化工股份有限公司         | 2010-2-26 | 中小企企业板 | 国信证券股份有限公司     | 5000.00          | 55995.00          |
| 贵州百灵企业集团制药股份有限公司   | 2010-2-26 | 中小企企业板 | 宏源证券股份有限公司     | 3700.00          | 35075.11          |
| 云南临沧鑫圆锗业股份有限公司     | 2010-2-26 | 中小企企业板 | 招商证券股份有限公司     | 3200.00          | 34946.42          |
| 中原特钢股份有限公司         | 2010-2-26 | 中小企企业板 | 海通证券股份有限公司     | 7900.00          | 67279.10          |
| 天虹商场股份有限公司         | 2010-2-8  | 中小企企业板 | 招商证券股份有限公司     | 5010.00          | 105643.54         |
| 四川科伦药业股份有限公司       | 2010-2-8  | 中小企企业板 | 国金证券股份有限公司     | 6000.00          | 149107.33         |
| 西安陕鼓动力股份有限公司       | 2010-2-8  | 主板     | 中国国际金融有限公司     | 10925.13         | 123245.00         |
| 广州毅昌科技股份有限公司       | 2010-2-5  | 中小企企业板 | 国金证券股份有限公司     | 6300.00          | 45356.00          |
| 浙江康盛股份有限公司         | 2010-2-5  | 中小企企业板 | 国金证券股份有限公司     | 3600.00          | 35190.00          |
| 浙江南都电源动力股份有限公司     | 2010-2-5  | 创业板    | 安信证券股份有限公司     | 6200.00          | 52087.60          |
| 广东皮宝制药股份有限公司       | 2010-2-1  | 中小企企业板 | 广发证券股份有限公司     | 2500.00          | 11607.30          |
| 福建三元达通讯股份有限公司      | 2010-2-1  | 中小企企业板 | 太平洋证券股份有限公司    | 3000.00          | 22375.32          |
| 凯撒(中国)股份有限公司       | 2010-2-1  | 中小企企业板 | 海通证券股份有限公司     | 2700.00          | 24973.00          |
| 武汉高德红外股份有限公司       | 2010-1-29 | 中小企企业板 | 华泰联合证券有限责任公司   | 7500.00          | 47460.00          |
| 江苏常发制冷股份有限公司       | 2010-1-29 | 中小企企业板 | 江南证券有限责任公司     | 3700.00          | 33000.00          |
| 安徽荃银高科种业股份有限公司     | 2010-1-29 | 创业板    | 国元证券股份有限公司     | 1320.00          | 10030.46          |
| 杭州海康威视数字技术股份有限公司   | 2010-1-29 | 中小企企业板 | 招商证券股份有限公司     | 5000.00          | 126607.00         |
| 深圳市爱施德股份有限公司       | 2010-1-29 | 中小企企业板 | 平安证券有限责任公司     | 5000.00          | 86639.50          |
| 广东高新兴通信股份有限公司      | 2010-1-29 | 创业板    | 兴业证券股份有限公司     | 1710.00          | 26125.13          |
| 江苏九九久科技股份有限公司      | 2010-1-25 | 中小企企业板 | 广发证券股份有限公司     | 2180.00          | 15500.00          |
| 湖南汉森制药股份有限公司       | 2010-1-25 | 中小企企业板 | 宏源证券股份有限公司     | 1900.00          | 15543.30          |
| 文峰大世界连锁发展股份有限公司    | 2010-1-25 | 主板     | 安信证券股份有限公司     | 11000.00         | 76703.00          |
| 深圳和而泰智能控制股份有限公司    | 2010-1-22 | 中小企企业板 | 国信证券股份有限公司     | 1670.00          | 14722.45          |
| 北京四维图新科技股份有限公司     | 2010-1-22 | 中小企企业板 | 中信建投证券有限责任公司   | 6000.00          | 58490.00          |
| 浙江爱仕达电器股份有限公司      | 2010-1-22 | 中小企企业板 | 宏源证券股份有限公司     | 6000.00          | 53679.00          |
| 江苏雅克科技股份有限公司       | 2010-1-22 | 中小企企业板 | 华泰证券股份有限公司     | 2800.00          | 32017.97          |
| 许昌远东传动轴股份有限公司      | 2010-1-20 | 中小企企业板 | 中原证券股份有限公司     | 4700.00          | 34822.00          |
| 浙江嘉欣丝绸股份有限公司       | 2010-1-20 | 中小企企业板 | 光大证券股份有限公司     | 3350.00          | 34102.00          |
| 上海交技发展股份有限公司       | 2010-1-18 | 中小企企业板 | 日信证券有限责任公司     | 1330.00          | 11485.00          |
| 广东省广告股份有限公司        | 2010-1-18 | 中小企企业板 | 德邦证券有限责任公司     | 2060.00          | 16830.00          |
| 深圳市海普瑞药业股份有限公司     | 2010-1-15 | 中小企企业板 | 中国建银投资证券有限责任公司 | 4010.00          | 86477.07          |
| 淄博齐翔腾达化工股份有限公司     | 2010-1-15 | 中小企企业板 | 华泰联合证券有限责任公司   | 6500.00          | 75385.00          |
| 广联达软件股份有限公司        | 2010-1-15 | 中小企企业板 | 华泰证券股份有限公司     | 2500.00          | 29575.03          |
| 江苏长青农化股份有限公司       | 2010-1-13 | 中小企企业板 | 光大证券股份有限公司     | 2500.00          | 23721.00          |
| 厦门市建筑科学研究院集团股份有限公司 | 2010-1-11 | 中小企企业板 | 广发证券股份有限公司     | 3000.00          | 39303.00          |
| 贵州信邦制药股份有限公司       | 2010-1-11 | 中小企企业板 | 民生证券有限责任公司     | 2170.00          | 19600.00          |
| 黑牛食品股份有限公司         | 2010-1-8  | 中小企企业板 | 国金证券股份有限公司     | 3350.00          | 28495.90          |
| 多氟多化工股份有限公司        | 2010-1-8  | 中小企企业板 | 平安证券有限责任公司     | 2700.00          | 36964.00          |
| 浙江南洋科技股份有限公司       | 2010-1-8  | 中小企企业板 | 华林证券有限责任公司     | 1700.00          | 16396.00          |
| 无锡双象超纤材料股份有限公司     | 2010-1-8  | 中小企企业板 | 华泰联合证券有限责任公司   | 2250.00          | 32747.20          |
| <b>合计</b>          |           |        |                | <b>245184.13</b> | <b>2746377.00</b> |

资料来源：WIND 资讯（数据截止日期 2010 年 3 月 18 日）

### 4.3 A 股市场的持续扩张对中长期估值中枢的影响

A 股市场现在之所以能将市场规模的内涵式和外延式的扩张消弭于“无形”，一是因为新量与存量的比在下降，因为存量已经大到了一个相当的程度。二是因为内涵式扩张相对于外延式扩张并不太张扬。

但其对 A 股市场的估值中枢的影响却不可忽视。

在 A 股市场规模越来越大后，各行业大型重点公司基本完成上市、A 股市场重点构建市场结构，内涵式扩张力道加强将可能成为一种常态。而内涵式扩张最大的影响并不完全在于它带来的资金压力，更重要地在于它会直接影响到 A 股市场估值中枢的变化，而且这种变化是一个持续的过程，并影响 A 股市场的中长期走势。目前 A 股市场的静态估值在 27 倍左右、动态估值在 15 至 18 倍左右。这也是三月 A 股市场表现出的估值中枢。在 A 股市场规模不断扩展的过程中，估值中枢的长期压力是不可避免的。到今年二季度末，内涵式扩张（再融资+解禁股）的速度并不太慢，因此，估值中枢在这种规模的压力下至少是难以明显抬升的。

## 5. 二季度市场趋势观点：多种力量角力下的宽幅振荡

我们认为，二季度 A 股市场将进入多种力量角力下的宽幅振荡格局，阶段性上升与下跌的节奏会较一季度明快，不似前期的多空胶着状态。在明快的涨跌节奏下，波段操作更加得心应手一些。

首先，中国证券市场年内最重要的金融创新品种融资融券与股指期货都在二季度正式进入投资者的视野。融资融券与股指期货的推出有望扩大市场成交量，增强市场的活跃度，在机构积极收集筹码的背景下有可能激发和启动蓝筹的波段上涨行情。若蓝筹行情启动，则股指有望突破此前的窄幅振荡整理格局，变为宽幅振荡。

其次，升息预期会逐步明朗化。升息的预期一旦尘埃落定，会解除市场久留不去的悬疑，触发一波反弹行情。而人民币升值的预期也会支撑几大权重行业。同时，经济复苏、货币流通速度上升以及自然灾害等因素的叠加，有可能进一步推高资产价格，CPI、PPI 的持续上行在成本推动和预期两个方面加大通胀压力，由此可能使得央行被迫进一步加大货币收缩力度，由此可能触发市场的宽幅调整。

最后，当前大多数上市公司已经披露年报或业绩预告，总体上看，利润同比增长 20% 以上几无悬念。对应于 2010 年 GDP 增长 9.5-10.5% 的普遍预期而言，对应于上市公司微观盈利增长也不会太差，如此形成股指的下方支撑。当前市场对应于 2010 年的动态 PE 在 16X-17X 之间，估值合理。而市场对 2009 年的静态 PE 与 2010 动态 PE 所隐含的盈利增长率为 33%，从这个角度看，当前 A 股市场并没有明显的估值下行压力，围绕当前的位上下宽幅振荡的可能性很大。因此，当前合理的估值加之增长预期构筑股指下方的较强支撑。

不过，不利因素也存在，那就是在 A 股市场规模的快速扩张下，A 股中长期估值中枢将面临压力，或者说在短期内至少不会出现明显的抬升，这必定制约了 A 股出现显著上升空间的可能。此外，市场规模的快速扩张、持续的融资与再融资压力以及大小非的减持等，这些不利因素也不能轻视。这使得大盘走单边行情的可能性不大。

在宽幅振荡的格局下，市场的投资机会比较多。由于涨跌节奏的明快，热点的转换频率不会像一季度那么快，而是相对集中。

## 6. 行业配置：重点配置优质蓝筹

### 6.1 配置策略总纲

基于我们对市场的总体判断，二季度我们强调配置优质蓝筹，同时结合一些区域经济特点和事件驱动因素共同给出行业配置建议：

超配金融、食品饮料等估值优势品种。这些板块既是金融创新产品推广的受益者也是通胀受益品种。

上海世博会即将召开，由此对航空运输、旅游餐饮、机场服务等均带来相关机会。

其他板块维持上一期的配置建议。

另外，特别提示小盘股的泡沫风险。

### 6.2 各行业之绝对估值水平横截面一览

截至 2010 年 3 月 29 日，A 股上市公司各行业之 PE 估值横比如下表所示。表中各行业以整体法 TTM 的行业 PE 按照从低到高排序。

由表可见，相对于其他行业以及市场整体而言，金融板块的估值严重偏低。而在加息预期以及资本市场建设的背景下，金融板块面临广阔发展前景。导致金融板块估值偏低和市场表现不如人意的主要原因是：货币紧缩的冲击、再融资压力。这些利空因素已经得到充分反应，且这些利空因素正在向优化方向发展；而利多因素也正逐步展开。因此，对金融板块进行战略性长期配置已是较好的时机。

表 9 当前 A 股各行业（一级行业）之估值水平（截至 2010.3.29）

| 板块名称 | 市盈率(整体法, 2009 年报最新数据披露) | 市盈率(TTM, 整体法) | 预测市盈率(整体法, 2010E) |
|------|-------------------------|---------------|-------------------|
| 金融服务 | 17.34                   | 17.41         | 13.39             |
| 采掘   | 21.64                   | 22.54         | 15.85             |
| 化工   | 23.60                   | 22.67         | 18.25             |
| 房地产  | 31.23                   | 29.08         | 18.39             |
| 家用电器 | 33.03                   | 29.82         | 22.53             |
| 建筑建材 | 38.07                   | 29.88         | 17.82             |
| 交通运输 | 25.23                   | 30.18         | 26.89             |
| 公用事业 | 40.02                   | 31.58         | 23.19             |
| 纺织服装 | 36.18                   | 33.66         | 26.92             |
| 交运设备 | 38.57                   | 37.01         | 21.13             |
| 机械设备 | 40.80                   | 39.79         | 26.50             |
| 食品饮料 | 44.43                   | 39.82         | 29.10             |
| 轻工制造 | 38.51                   | 40.89         | 26.76             |
| 医药生物 | 41.44                   | 41.38         | 29.65             |
| 信息设备 | 48.56                   | 42.49         | 32.81             |
| 商业贸易 | 43.87                   | 42.75         | 27.89             |
| 农林牧渔 | 75.17                   | 47.29         | 36.97             |
| 黑色金属 | 28.42                   | 51.00         | 16.35             |
| 信息服务 | 59.71                   | 57.13         | 42.25             |
| 餐饮旅游 | 67.93                   | 57.52         | 42.02             |

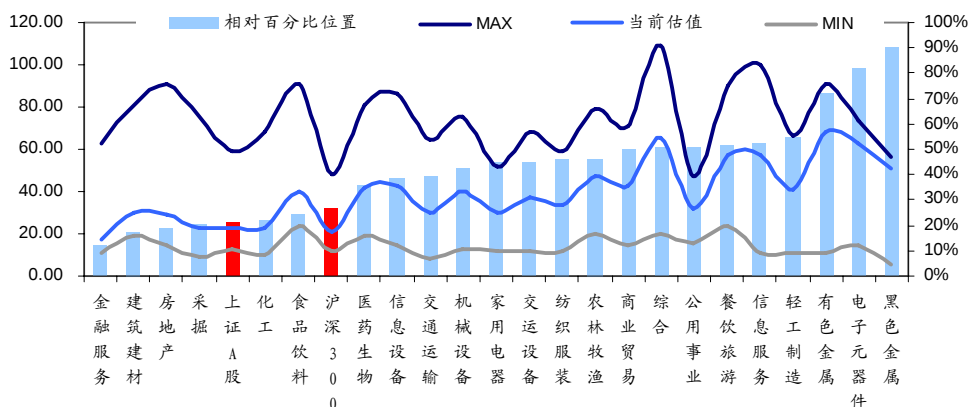
|        |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|
| 电子元器件  | 70.13 | 62.88 | 47.86 |
| 综合     | 76.82 | 65.14 | 30.35 |
| 有色金属   | 49.66 | 67.95 | 34.00 |
| 沪深 300 | 21.45 | 21.34 | 15.99 |
| 上证 A 股 | 22.81 | 22.48 | 16.79 |

资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

### 6.3 各行业估值区间位度列示

为克服绝对估值的局限性，同时引入相对估值法。将历史上各个行业的 PE 变动的区间进行统计，观察当前的估值水平与该行业历史区间之上限和下限之间的相对位置关系，采用统一百分比的归一化处理并排序，以便于各行业的景气周期位置和市场相对表现状况，同时增强行业间的横向可比性。根据当前估值水平在历史区间中的相对位置关系进行排序，由此得到下图：

图 10 行业当前估值于历史区间相对位置（月度 PE，TTM，2000.3 ~ 2010.3）

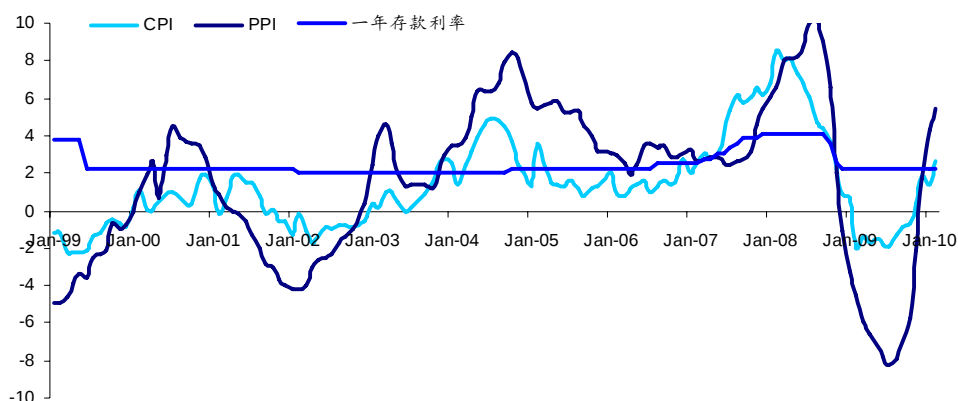


资料来源：海通证券研究所、WIND 资讯

基于该图并结合各行业的景气周期运动前景以及市场表现的波动状况，提出基本配置建议：

- **超配金融、食品饮料等低估值品种。**此类板块具备估值优势，前期的利空得以充分消化和调整。在新的政策背景和事件推动下具有更大的表现机会或安全边际。低估值板块中，剔除化工板块，主要原因是，当前 PPI 上涨速度超过 CPI，说明利润在向上游转移，不利于中游行业。此外，房地产及其相关行业（房地产、建材、钢铁、有色金属等）受政策调控影响而估值偏低，不在低估之列。食品饮料前期跌幅较大，已进入合理估值区间。建议超配。

图 11 PPI 与 CPI



资料来源：海通证券研究所、WIND 资讯

- 增加世博概念下的行业配置，包括：航空、机场、旅游等板块。
- 降低前期超配的信息服务板块至低配。短期涨幅过大，面临估值的调整。

各行业之区间涨幅与估值水平调整见下表。由表中可见，信息服务板块的总体涨幅统计中，按照算术平均为 12.28%，按照总市值加权平均则为 4.77。两者间的巨大差距反映出大盘股和小盘股之间的市场表现迥异。换言之，小盘股的短期涨幅过大，阶段性泡沫明显。在经历了股价大幅上涨同时，估值水平也显著上升，因此本期将之降为低配。

表 10 各主要行业之区间涨幅与估值调整

| 板块名称  | 两月间的涨幅(算术平均) | 两月间的涨幅(总市值加权平均) | 两月前之预测市盈率(整体法, 2009E) | 当前市盈率(整体法, 2009E) |
|-------|--------------|-----------------|-----------------------|-------------------|
| 综合    | 18.54        | 14.96           | 31.23                 | 52                |
| 金融服务  | 16.39        | 5.68            | 13.72                 | 14.03             |
| 交运设备  | 15.93        | 6.74            | 21.74                 | 33.36             |
| 电子元器件 | 14.36        | 12.71           | 48.44                 | 58.1              |
| 房地产   | 12.62        | 10.41           | 19.03                 | 28.32             |
| 信息服务  | 12.28        | 4.77            | 43.84                 | 53.71             |
| 机械设备  | 12.15        | 7.48            | 27.15                 | 39.7              |
| 纺织服装  | 11.46        | 9.11            | 27.23                 | 27.47             |
| 轻工制造  | 11.4         | 9.16            | 27.44                 | 37.39             |
| 建筑建材  | 10.98        | 6.12            | 18.19                 | 29.32             |
| 餐饮旅游  | 10.49        | 7.61            | 42.06                 | 50.91             |
| 交通运输  | 10.38        | 7.65            | 27.2                  | 28.79             |
| 公用事业  | 10.12        | 3.89            | 24.13                 | 29.03             |
| 化工    | 9.48         | 5.33            | 18.96                 | 22.84             |
| 信息设备  | 9.39         | 5.77            | 31.86                 | 38.69             |
| 医药生物  | 9.23         | 5.98            | 29.91                 | 35.81             |
| 家用电器  | 8.97         | 9.2             | 22.87                 | 31.73             |
| 商业贸易  | 8.88         | 6.09            | 28.46                 | 37.53             |
| 采掘    | 8.6          | 0.46            | 16.78                 | 22.82             |
| 有色金属  | 7.9          | 4.94            | 34.96                 | 53.33             |
| 农林牧渔  | 7.29         | 5.41            | 37.35                 | 69                |
| 食品饮料  | 6.04         | -0.88           | 29.45                 | 41.36             |

黑色金属 4.42 2.76 16.59 54.48

资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

综合各个方面，对各行业之季度配置建议如下：

表 11 2010 年二季度 A 股行业配置策略建议

| 行业名称 | 配置建议 | 行业名称   | 配置建议 |
|------|------|--------|------|
| 银行   | 超配   | 建筑施工   | 标配   |
| 证券   | 超配   | 汽车及零部件 | 标配   |
| 保险   | 超配   | 铁路设备   | 标配   |
| 煤炭   | 标配   | 船舶制造   | 低配   |
| 房地产  | 超配   | 食品饮料   | 超配   |
| 有色金属 | 低配   | 通信运营   | 低配   |
| 钢铁   | 标配   | 传媒     | 低配   |
| 航运   | 标配   | 计算机应用  | 低配   |
| 航空运输 | 超配   | 网络服务   | 低配   |
| 铁路运输 | 标配   | 零售     | 标配   |
| 机场   | 超配   | 医药生物   | 标配   |
| 高速公路 | 标配   | 白色家电   | 标配   |
| 港口   | 低配   | 通信设备   | 标配   |
| 电气设备 | 标配   | 计算机设备  | 标配   |
| 建筑机械 | 标配   | 纺织服装   | 低配   |
| 化工化纤 | 标配   | 农林牧渔   | 标配   |
| 电力   | 低配   | 造纸     | 低配   |
| 水务   | 低配   | 包装印刷   | 标配   |
| 水泥制造 | 标配   | 电子元器件  | 标配   |
| 燃气   | 低配   | 旅游     | 超配   |

资料来源：海通证券研究所

## 信息披露

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明  
所 长  
(021) 63411619  
wangym@htsec.com

高道德  
副所长  
(021) 63411586  
gaodd@htsec.com

路 颖  
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师  
(021) 23219403  
luying@htsec.com

陈 露  
所长助理 宏观经济首席分析师  
(021) 23219435  
chenl@htsec.com

陈美凤  
计算机及通信行业首席分析师  
(021) 23219409  
chenmf@htsec.com

江孔亮  
建筑工程行业首席分析师  
(021) 23219422  
kljiang@htsec.com

丁 频  
农业及食品饮料行业首席分析师  
(021) 23219405  
dingpin@htsec.com

韩振国  
煤炭行业核心分析师  
(021) 23219400  
zghan@htsec.com

潘洪文  
保险行业核心分析师  
(021) 23219389  
panhw@htsec.com

邓 勇  
石化及基础化工行业核心分析师  
(021) 23219404  
dengyong@htsec.com

龙 华  
机械及公用事业行业核心分析师  
(021) 23219411  
longh@htsec.com

钮宇鸣  
港口及水运行业核心分析师  
(021) 23219420  
ymniu@htsec.com

刘 金  
基础化工及造纸印刷行业高级分析师  
(021) 23219421  
liujin@htsec.com

邱春城  
电子元器件行业高级分析师  
(021) 23219413  
qiucc@htsec.com

区志航  
纺织服装行业高级分析师  
(021) 23219407  
ouzh@htsec.com

谢 盐  
证券信托行业高级分析师  
(021) 23219436  
xiey@htsec.com

陈志鹏  
航空及机场行业分析师  
(021) 23219154  
chenzp@htsec.com

余闵华  
银行业分析师  
(021) 23219390  
shemh@htsec.com

杨红杰  
有色金属行业分析师  
(021) 23219406  
yanghj@htsec.com

范坤祥  
金融行业分析师  
(021) 23219382  
fankx@htsec.com

刘彦奇  
钢铁行业分析师  
(021) 23219391  
liuyq@htsec.com

赵 勇  
食品饮料行业分析师  
(021) 23219460  
zhaoyong@htsec.com

方 维  
机械行业分析师  
(021) 23219438  
fangw@htsec.com

江维娜  
医药行业  
(021) 23219610  
jiangwn@htsec.com

帅 虎  
房地产行业分析师  
(021) 23219401  
shuaih@htsec.com

汪立亭  
批发和零售贸易行业  
(021) 23219399  
wanglt@htsec.com

王茹远  
互联网及传媒行业  
(021) 23219474  
wangry@htsec.com

赵晨曦  
汽车行业分析师  
(021) 23219473  
zhaocx@htsec.com

曹小飞  
化工小组  
(021) 23219267  
caoxf@htsec.com

陈子仪  
TMT 小组  
(021) 23219244  
chenzy@htsec.com

郭世凯  
消费小组  
(021) 23219269  
guosk@htsec.com

刘惠莹  
煤炭行业助理分析师  
(021) 23219441  
liuhy@htsec.com

潘 鹤  
消费小组  
(021) 23219423  
panh@htsec.com

蒲世林  
建筑建材及建筑工程小组  
(021) 23219054  
pusl@htsec.com

钱列飞  
交通运输小组  
(021) 23219104  
qianlf@htsec.com

舒 灏  
机械小组  
(021) 23219171  
shuh@htsec.com

张 浩  
电力及电力设备小组助理分析师  
(021) 23219383  
zhangh@htsec.com

李明亮  
宏观经济核心分析师  
(021) 23219434  
lml@htsec.com

汪 辉  
宏观经济高级分析师  
(021) 23219432  
wanghui@htsec.com

刘铁军  
产业经济  
(021) 23219394  
liutj@htsec.com

熊 伟  
宏观经济  
(021) 23219396  
xiongww@htsec.com

陈久红  
策略核心分析师  
(021) 23219393  
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍  
策略高级分析师  
(021) 23219387  
wuyiping@htsec.com

张冬云  
策略高级分析师  
(021) 23219442  
zhangdy@htsec.com

单 磊  
策略高级分析师  
(021) 23219428  
shanl@htsec.com

陈瑞明  
策略分析师  
(021) 23219197  
chenrm@htsec.com

娄 静  
金融工程首席分析师  
(021) 23219450  
loujing@htsec.com

胡 倩  
金融工程首席分析师  
(021) 23219472  
huqian@htsec.com

姜金香  
固定收益高级分析师  
(021) 23219445  
jiangjx@htsec.com

单开佳  
金融工程高级分析师  
(021) 23219448  
shankj@htsec.com

雍志强  
期货高级分析师  
(021) 23219424  
zqyong@htsec.com

周 健  
金融工程分析师  
(021) 23219444  
zhouj@htsec.com

吴先兴  
金融工程分析师  
(021) 23219449  
wuxx@htsec.com

邱庆东  
固定收益分析师  
(021) 23219424  
qiuqd@htsec.com

丁鲁明  
金融工程  
(021) 23219068  
dinglm@htsec.com

张 峰  
金融工程  
(021) 23219370  
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦  
金融工程  
(021) 23219402  
fengzq@htsec.com

郑雅斌  
金融工程  
(021) 23219395  
zhengyb@htsec.com

贺振华  
机构客户部经理 核心销售经理  
(021) 23219381  
hzh@htsec.com

潘春晖  
核心销售经理  
(021) 23219374  
panch@htsec.com

高 溱  
高级销售经理  
(021) 23219386  
gaoqin@htsec.com

孙 俊  
高级销售经理  
(021) 23219454  
sunj@htsec.com

胡雪梅  
高级销售经理  
(021) 23219385  
huxm@htsec.com

季唯佳  
销售经理  
(021) 23219384  
jiwj@htsec.com

黄 毓  
销售经理  
(021) 23219410  
huangyu@htsec.com

毛艺龙  
销售经理  
(021) 23219373  
maoyl@htsec.com

申林英  
销售经理  
(021) 23219415  
shenly@htsec.com

殷怡琦  
销售经理  
(021) 23219397  
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼  
电话: (021) 23219381  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com