

探底反弹：适度防御下的进攻

——2011年6月份A股投资策略

核心要点：

- 6月份市场运行出现探底反弹的概率较大，上证综指的核心波动区间为2600-2900点。
- 当前市场已进入探底挖坑阶段。负面因素的集中爆发使悲观情绪集中释放，股指突破合理估值区间下限后的暴跌通常是下跌接近尾声的标志和特征，大股东和管理层增持的增加、社保基金进场表明股市的长期投资价值突出。
- 在二季度的增速放缓之后，三季度经济增速将回升。与此同时，财政政策可能松动，固定资产投资或有所放开。这是主导6月份市场运行的驱动因素。
- 适度防御下的进攻将是本月的主要投资思路和策略。作为机构投资者，是考虑买股票的时候，而非考虑卖股票的时候。
- 在行业选择上以低估值的周期性行业为主，重点关注电力设备、有色金属、煤炭、建材、机械等。在股票选择上，应注重高弹性与低估值的有机结合。
- 本月股票组合（以代码为序）：荣信股份（002123）、东方电气（600875）、中金岭南（000060）、江西铜业（600362）、中集集团（000039）、青松建化（600425）、国阳新能（600348）、新希望（000876）、中国平安（601318）、天利高新（600039）。
- 风险因素：如果通胀压力显著加大，货币紧缩超出了预期，投资松动难以实现，成为本报告的主要风险因素。

分析师



孙建波

☎：(8610) 83571306

✉：sunjianbo@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511040002



秦晓斌

☎：(8610) 6656 8746

✉：qinxiaobin@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130207091549



王皓雪

☎：(8610) 6656 8607

✉：wanghaixue@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130208021566

李亚明

☎：138 1032 4902

✉：liyaming@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0490510120006

主要指数走势

上证指数



沪深300指数



资料来源：中国银河证券研究部

A股市场数据

总市值（万亿）	25.70
流通市值（万亿）	19.26
市盈率（TTM）	16.75
市净率	2.43

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

经济与政策预期是驱动市场运行的主要因素。

在二季度经济增速放缓之后,三季度经济将重回升势。与此同时,财政政策在三季度有松动的可能,固定资产投资项目或有所放开。经济和政策的变化将促使股市运行发生逆转而反弹,但在此之前,负面因素集中爆发,市场悲观情绪集中释放,股指可能出现探底走势。

如果2季度GDP小幅放缓至9.3%左右,相应的上市公司业绩也从1季度的25%下降到11-15%,半年报则下降为18-20%。

我们与市场的不同之处:

与市场强烈看空的观点不同,我们对市场相对乐观。当前已经处于突破合理估值底线的暴跌挖坑阶段,这种非理性的下跌通常是下跌接近尾声的标志和特征。产业资本介入和社保基金买入,表明股市长期投资价值较为突出。

与单纯追求防御或进攻的策略不同,我们认为6月份的投资思路是追求适度防御下的进攻,既要保证探底过程中具有一定的防御性,也要保证在反弹过程有较好的进攻性,从而获得较好的收益。

市场运行趋势与特点:

预计运行趋势为探底反弹的概率较大,沪指核心波动区间为2600-2900点。

投资策略、行业配置与股票组合:

适度防御下的进攻将是本月的主要投资思路和策略。总体而言,当前不应该感到恐慌,作为机构投资者,是考虑买股票的时候,而非考虑卖股票的时候。

在行业选择上,以低估值的周期性行业为主,重点关注电力设备、有色金属、煤炭、建材、机械等。

在股票选择上,注重低估值与高弹性的有机结合。本月十大金股(不分先后):

荣信股份(002123)、东方电气(600875)、中金岭南(000060)、江西铜业(600362)、中集集团(000039)、青松建化(600425)、国阳新能(600348)、新希望(000876)、中国平安(601318)、天利高新(600039)。

风险因素:

如果通胀压力显著加大,货币紧缩超出了预期,投资松动难以实现,将成为本报告的主要风险因素。

目 录

一、市场运行趋势判断：探底反弹的概率较大	1
（一）负面因素集中爆发使市场悲观情绪集中宣泄	1
（二）突破估值底线之后的暴跌经常是下跌尾声的标志和特征	1
（三）产业资本和社保介入表明长期投资价值已经来临	3
（四）经济探底回升和财政政策放松将成为主要驱动因素	3
（五）6 月份探底反弹的概率较大	3
二、投资策略：适度防御下的进攻	4
（一）策略：适度防御下的进攻	4
（二）行业配置：以低估值的周期性行业为主	4
（三）投资组合：高弹性与低估值的有机结合	6
三、银河策略本月视点	8
（一）大浪淘沙，寻觅新蓝筹	8
（二）国际板年内很难面世，象征意义大于实际意义	11
（三）传统与周期的区别	13
（四）电荒源于投资不合理，对经济影响大	13
（五）干旱成灾面积有限，短期助涨 C P I	15
插图目录	17
表格目录	17

5 月份多种负面因素集中爆发，市场悲观情绪集中释放，股指快速下行，然而，突破合理估值底线的暴跌多数情况下标志着底部的临近，市场处于最后的挖坑阶段，黎明或就在眼前。

一、市场运行趋势判断：探底反弹的概率较大

（一）负面因素集中爆发使市场悲观情绪集中宣泄

4 月份以来市场出现了两波明显的下跌。第一波下跌主要是受基金高仓位、一季度业绩差、人口快速老龄化等因素的影响，上证综指从 3067 下跌至 2800 点附近构筑平台，而第二波下跌则主要是受干旱、电荒、企业资金紧张、PMI 数据疲软、国际板传言、欧债危机加剧等负面因素的集中爆发，导致股指从 2800 点平台下滑突破 2700 点。

其中，干旱、电荒、企业资金紧张、PMI 数据疲软都是关于经济基本面的。连续的宏观紧缩已经给企业尤其是中小企业带来了严重的资金困难，银行信贷额度非常紧张，民间融资利率飙升，资金链绷得很紧，不时有高利贷资金链断裂的报道。连续紧缩也使得企业需求下降，PMI 显著低于历史同期正常水平，显示经济后劲严重不足。

就在此时，又遭遇了历史罕见的干旱和电荒，一方面干旱加大了通胀压力，强化了投资者关于货币紧缩的预期，另一方面电荒又加大了经济下滑的担忧。是否会出现滞胀成为投资者普遍关心的话题。

屋漏偏逢连夜雨。在担忧基本面的同时，国际板传言和欧债危机加剧也困扰着投资者的神经。

这些负面因素的集中暴发，对投资者的心理造成了极大影响。成交量萎缩，股指毫无抵抗的快速下滑，以及强势股的补跌就是市场悲观情绪集中宣泄的表现。

（二）突破估值底线之后的暴跌经常是下跌尾声的特征

自年初以来我们认为上证综指 2800 点是合理估值的下限。其隐含的基本假设是：

无风险收益率 R_f （10 期国债利率）为 4.2%、股权风险溢价 ERP 为 5.5%、永续增长率 4%、2011 年和 2012 年盈利分别增长 15%、17%，分红率 30-45%。

根据 DDM 模型测算的 2011 年合理动态市盈率下限为 15 倍，对应上证综指 2800 点。

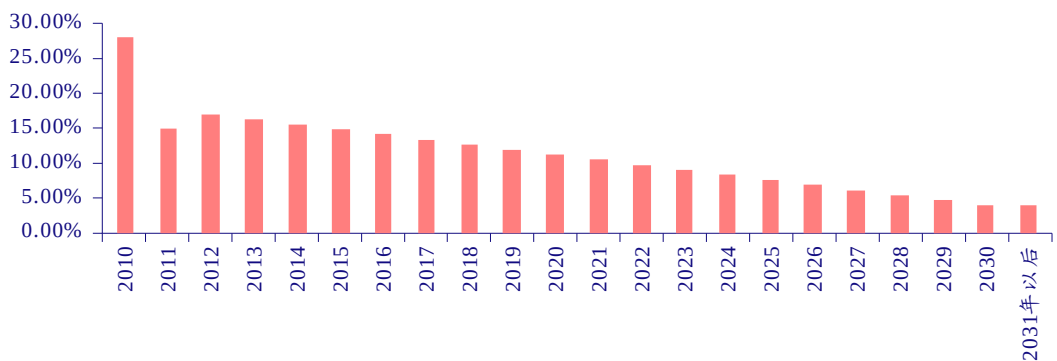
我们认为，2011 年业绩增速 15%、2012 年业绩增速 17%并不是过于乐观的假设，即便是经济形势不太好，全年达到 15%也是很有可能达到的。也就是说，股指快速下滑到 2700 点附近已经是把对经济和业绩的很糟糕的预期体现在其中了。

表 1: DDM 测算合理市盈率的下限是 15 倍对应沪综指 2800 点

	永续增长率 g					
	18.1	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
折现率 k	8.20%	21.9	24.1	26.8	30.2	34.7
	8.70%	19.4	21.1	23.2	25.8	29.1
	9.20%	17.4	18.7	20.4	22.4	24.9
	9.70%	15.6	16.7	18.1	19.7	21.6
	10.20%	14.1	15.1	16.2	17.4	19.0
	10.70%	12.9	13.7	14.6	15.6	16.8
	11.20%	11.8	12.4	13.2	14.1	15.1

资料来源: 中国银河证券研究部

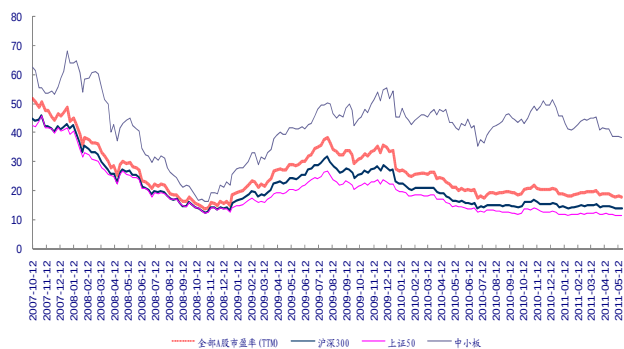
图 1: 上市公司每股收益盈利预测假设



资料来源: 中国银河证券研究部

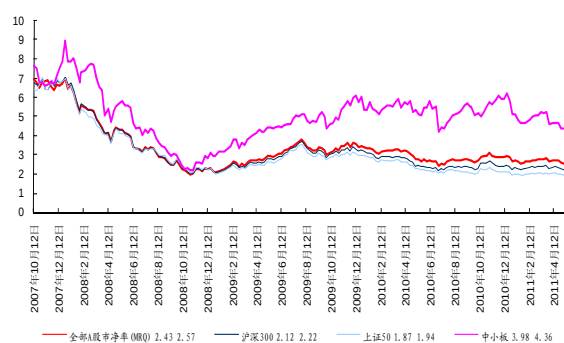
目前上证 50 指数 TTM 市盈率和市净率处于历史最低水平, 甚至低于 2008 年 10 月底金融危机最严重的时候, 沪深 300 指数与 2008 年最低点非常接近。这表明投资者对经济是过于悲观了, 或者说目前的市场不是经济基本面、价值因素所能完全解释的。

图 2: 上证 50 指数 TTM PE 已经低于 2008 年金融危机时



资料来源: wind

图 3: 上证 50 指数 PB 也低于 2008 年金融危机时



资料来源: wind

市场有自身的规律, 未必总会在停留合理价值区间。当一种趋势形成之后, 股指经常会突破合理估值区间出现暴涨暴跌, 这要么是美丽的黄昏, 要么是黎明前的黑暗。

我们认为，上证综指 2 8 0 0 点是合理估值的下限，目前处于突破合理估值区域的非理性暴跌之中，这恰恰表明当前下跌空间有限，市场处于最后的挖坑阶段，黎明或就在眼前。

（三）产业资本和社保介入表明长期投资价值已经来临

一定程度上，这个市场上真正的价值投资者并不多，而产业资本和社保基金就是其中最典型的代表。从历史上看，当上市公司大股东或管理层增持或买入自家股票较多的时候，从长期看，也往往股价接近底部区域的时候，作为内部人，他们对自己公司的价值有更多的信息优势与判断依据。

同样，社保基金作为重要的市场参与者，他们的风险偏好相对较低，是 A 股二级市场上价值投资者的典范。社保大规模买入常常是股市长期投资价值来临的标志，虽然不能说绝对低点已经出现，但处于相对低点却是被历史屡屡验证的。过去的实际投资履历也表明了社保在较低点买入、在较高点卖出的准确把握和对投资价值的清晰判断。

（四）经济探底回升和财政政策放松将成为主要驱动因素

银河证券宏观分析师认为，在 2 季度 GDP 增速回调后，3 季度经济将回升。在宏观政策上，货币政策可能难以出现较大变化，更多的政策变化可能出现在投资与财政方面。

目前的经济减速与主动收缩投资有很大关系。今年以来，固定资产投资施工项目数、新开工项目总投资额都同比下降，这是当前经济减速的重要原因。如果在投资方面适度放松，则经济发展趋势将出现逆转，银河证券研究部预计随着经济的快速回落、通胀压力的部分缓解，投资方面可能有所放松。在财政方面，可能更多的表现为国有企业在债券融资方面的支持力度加大。

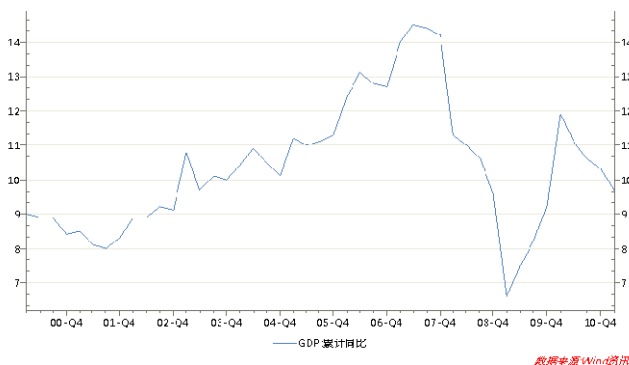
（五）6 月份探底反弹的概率较大

经济形势和政策调整可能是 6 月份市场运行趋势的主要驱动因素。在上述预期逐渐成为市场主流后，股指将反弹。

在反弹之前，由于负面因素较多，在较高的通胀数据和欧债危机发酵等因素影响下，投资者情绪可能仍然较为低迷，在市场向上动力不足的情况下，股指可能继续探底或低位震荡。

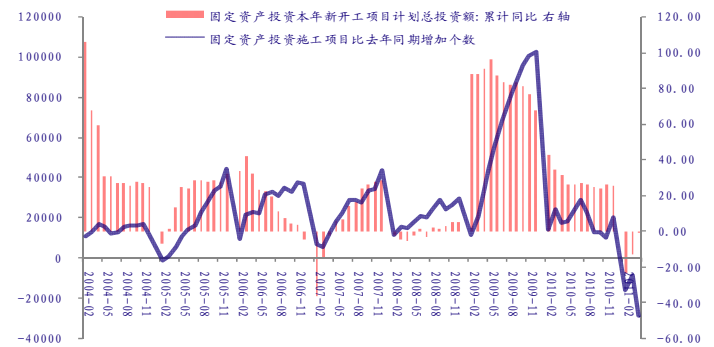
因此，我们判断 6 月份股指运行出现探底反弹的概率较高，预计上证综指核心波动区间为 2600-2900 点。

图 4：3 季度 GDP 增速可能企稳回升



资料来源: wind

图 5：经济减速是主动收缩投资的结果，三季度投资或放松



资料来源: wind

二、投资策略：适度防御下的进攻

（一）策略：适度防御下的进攻

基于对 6 月份股指可能探底反弹的判断,适度防御下的进攻将是本月的主要投资思路和策略。

由于在反弹之前可能会出现一定程度的下跌或低位震荡,需要在投资中保持一定的防御性,但是这种防御不是单边下跌中的防御,不是纯粹的防御性投资。

在挖坑筑底之后的反弹要注重投资的进攻性,但是这种进攻不是单边上涨中的进攻,是在适度防御下的进攻。

也就是说,对于 6 月份既要保证探底过程中具有一定的防御性,也要保证在反弹过程有较好的进攻性,从而获得较好的收益。

（二）行业配置：以低估值的周期性行业为主

1、行业配置建议

6 月份行业配置需要重点考虑以下几个方面:

一是具有良好的行业基本面,或较高的景气度和趋势。电荒和干旱是目前遇到的重要问题,相关受益行业可多加关注,如电力设备、农业、煤炭、建材等。

二是具有较高的估值弹性,有色、煤炭、保险等是认同度最高的高弹性行业。

三是具有业绩支撑和较低的估值,可以避免不必要的冒进风险,如建材、保险、机械等。

四是跌幅较大,在相同情况下前期跌得越多反弹的动力越足,如机械、优势化工、保险、建材等。

五是盘子适中，流动性较好也不至于太大。既可以为投资者提供较好的可操作性，又具有较好的反弹动力。银行虽然估值很低，也属于周期性行业，但由于盘子太大，反弹时很难具有超额收益。

综合来看，建议超配有色、煤炭、电力设备、建材、机械。

低配弹性不足又缺乏业绩支撑的行业，如交通运输、传媒、电力、纺织服装等。对于银行和医药，短期具有补跌的可能性，而且在反弹中可能难以超越市场，所以尽管长期比较看好，但短期给予低配的建议。

表 2：6 月份行业配置建议表

行业名称	配置建议	配置系数	配置比例	流通市值占比
有色金属	超配	1.5	7.14%	4.74%
电力设备	超配	1.5	3.63%	2.41%
煤炭	超配	1.4	7.72%	5.50%
建材	超配	1.4	2.68%	1.91%
机械	超配	1.3	5.37%	4.12%
石油石化	标配	1.1	14.55%	13.18%
基础化工	标配	1.1	3.62%	3.28%
汽车	标配	1.1	3.19%	2.89%
农林牧渔	标配	1.1	1.77%	1.60%
家电	标配	1.1	1.59%	1.44%
国防军工	标配	1.1	0.79%	0.71%
非银行金融	标配	1	6.24%	6.22%
食品饮料	标配	1	3.88%	3.87%
钢铁	标配	1	2.55%	2.54%
建筑	标配	1	2.14%	2.13%
电子元器件	标配	1	1.98%	1.97%
通信	标配	1	1.79%	1.79%
计算机	标配	1	1.22%	1.22%
轻工制造	标配	1	0.71%	0.70%
综合	标配	1	0.65%	0.65%
餐饮旅游	标配	1	0.63%	0.63%
房地产	标配	0.9	3.80%	4.20%
商贸零售	标配	0.9	2.38%	2.63%
银行	低配	0.7	11.63%	16.55%
医药	低配	0.7	2.94%	4.19%
电力及公用事业	低配	0.7	2.09%	2.98%
纺织服装	低配	0.7	0.81%	1.15%
传媒	低配	0.7	0.35%	0.50%
交通运输	低配	0.5	2.15%	4.29%

资料来源：中国银河证券研究部

2、重点关注行业

电力设备：

我们看好电力设备基于如下理由：

一是电力紧张的催化作用。从电荒的成因来看，电网投资滞后、电源投资结构不合理是导致电荒的重要原因，未来加大投资是必然趋势。从电网建设看，特高压、智能电网是重头戏，从电源建设看，未来水电、火电等传统电源的重要性将重新认识。

二是电力设备作为重要的装备制造业，将在国家振兴高端制造业中扮演重要角色。

三是经过前期的下跌，估值已经极具吸引力。

在新能源中，核电长期前景受影响，光伏发电的重要性提升。

由于日本核危机的影响，全球核电增长速度将受抑制，德国承诺关闭核电站仅仅是一个先例，因此要回避核电业务比重过高的公司。

对于光伏发电，技术进步是推动行业发展的关键，短期可能受产能供求关系的影响，但长期前景是不错的，我国在刚刚公布的新能源十二五规划中大幅提高了光伏产业的比重。对于技术上有较强核心竞争力的公司值得长期关注，

可关注荣信股份、东方电气、特变电工、平高电气、许继电气、国电南瑞、国电南自、天威保变、乐山电力等。

有色金属：

我们看好有色金属基于如下理由：

一是经济复苏对有色金属的需求在增加。从全球看，尽管经济复苏的过程有波折，但复苏的趋势不会改变，需求的增加对有色金属长期是有利的。

二是股价弹性高。有色金属是 A 股市场中认同度最高的高弹性行业之一，几乎每一次上涨波段中都有非常优异的表现。

三是拉闸限电可能使有色金属生产受限，成为涨价的理由和推动股价上升的催化剂。

四是黄金价格维持历史高位，但股价前期深幅调整释放了风险，而稀土整合也有利于价格的上涨。

可关注基本金属中估值较低的铜和锌，上市公司如江西铜业、铜陵有色、中金岭南等，山东黄金、中金黄金、中色股份等公司也可关注。

煤炭：

我们看好煤炭基于如下理由：

一是夏季即将到来，对煤炭的需求上升，而电力紧张对煤炭上市公司有股价催化作用。电力紧张、电价上调对煤炭的需求有刺激作用，虽然煤价不一定能大幅上涨，但仍对股价形成正向刺激。

二是高弹性。与有色金属一样，煤炭也是弹性最高的行业之一，上涨趋势中跑赢大盘的概率很大。

三是经过前期的下跌，估值已经处于历史平均水平之下。

四是行业整合有利于提升煤炭公司的定价能力。

可关注国阳新能、中国神华、潞安环能等。

建材：

我们看好建材中的水泥，基于如下理由：

一是行业需求仍然旺盛。保障房建设、水利建设、区域振兴对水泥的需求是刚性的，未来一段时间的高增长使确定的。如果三季度固定资产投资放开，则是水泥股价的催化剂。

二是水泥的区域垄断性和集中度不断提高，使水泥行业的定价能力得到明显提升，规模经济也使得上市公司盈利非常强。

三是经过前期的下跌，估值已经极具吸引力。一些公司的动态市盈率已经接近 10 倍，如海螺水泥等。

可关注青松建化、天山股份、海螺水泥、冀东水泥、福建水泥等。

机械：

我们看好机械基于如下理由：

一是高弹性和催化剂。机械涵盖范围很广，其中的部分子行业如工程机械具有很高的弹性。一旦经济回升、投资加速，对工程机械的刺激是非常显著的。

二是机械作为装备制造业的主体，将在国家振兴高端制造业中扮演重要角色。除了汽车、电力设备以外，装备制造业的主体就是机械了，要实现经济结构转型，提高制造业的附加值和效率，要实现传统产业的升级与复兴，没有强大的装备制造业是不可能的，因此国家政策支持将成为推动机械工业长期较快发展的重要动力。

三是经过前期的下跌，估值已经极具吸引力。部分工程机械类上市公司的动态市盈率已接近 10 倍，高铁类上市公司的估值风险已经完全释放。

可关注中集集团、三一重工、中联重科、张化机、中国南车等。

（三）投资组合：高弹性与低估值的有机结合

根据自上而下与自下而上的结合，综合考虑行业基本面、估值、业绩、市场表现、催化剂等多种因素，6 月份的十大金股出自电力设备、有色金属、煤炭、建材、机械、保险、农业、化工等行业，其中电力设备和有色金属各 2 只股票，其他行业各 1 只股票。

本月股票组合（不分先后）：

荣信股份（002123）、东方电气（600875）、中金岭南（000060）、江西铜业（600362）、中

集集团(000039)、青松建化(600425)、国阳新能(600348)、新希望(000876)、中国平安(601318)、天利高新(600039)。

表3：银河证券6月份投资组合（注：股价取2011年5月27日收盘价）

公司代码	公司名称	EPS (元)			PE (X)			分析师
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
600875	东方电气	1.29	1.61	1.94	19.7	15.7	13.0	邹序元、张玲
002123	荣信股份	0.53	0.70	1.02	37.4	28.3	19.4	邹序元、张玲
000060	中金岭南	0.45	0.47	0.58	28.1	26.8	21.5	董俊峰，联系人张一凡，张迪
600362	江西铜业	1.42	2.14	2.65	23.0	15.3	12.3	董俊峰，联系人张一凡，张迪
000039	中集集团	1.13	1.77	2.17	17.5	11.2	9.1	邹润芳
600425	青松建化	0.64	1.10	1.60	35.0	19.1	13.1	洪亮
600348	国阳新能	1.00	1.21	1.37	24.3	20.1	17.8	赵柯
000876	新希望	0.70	1.13	1.23	27.5	16.0	14.8	董俊峰，联系人吴立
601318	中国平安	2.26	3.08	3.98	21.2	15.6	12.1	叶云燕，联系人唐子佩
600339	天利高新	0.44	0.80	1.26	25.2	13.9	8.8	李国洪

资料来源：中国银河证券研究部

三、银河策略本月视点

（一）大浪淘沙，寻觅新蓝筹

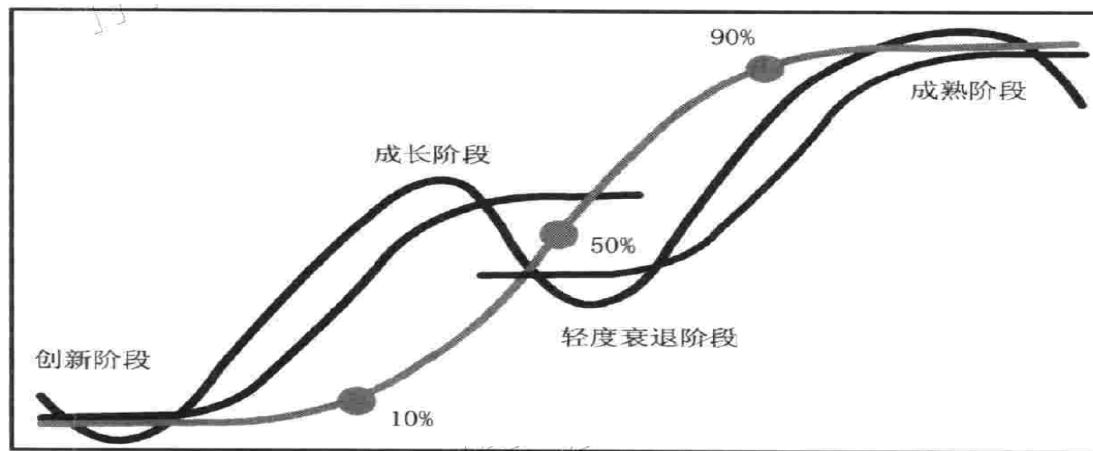
“传统复兴”是今年的投资主题，新兴小型股票的泡沫接近纳斯达克泡沫。然而，5年10倍的大牛股，还得要从新兴公司里去找。

大浪淘沙之下，方知哪些新兴能够成为经典，炼成新蓝筹。大潮退去，方知裸泳者是谁，也才能看到谁的泳衣最漂亮！

1、新兴股票的投资机会与卖出时机

当一项新科技的特定人群渗透率低于10%的时候，是否能成为社会主流科技尚不明确。主流科技在资本市场最具爆发力的阶段是特定市场渗透率从10%向50%过渡的阶段。汽车就是这样的例子。

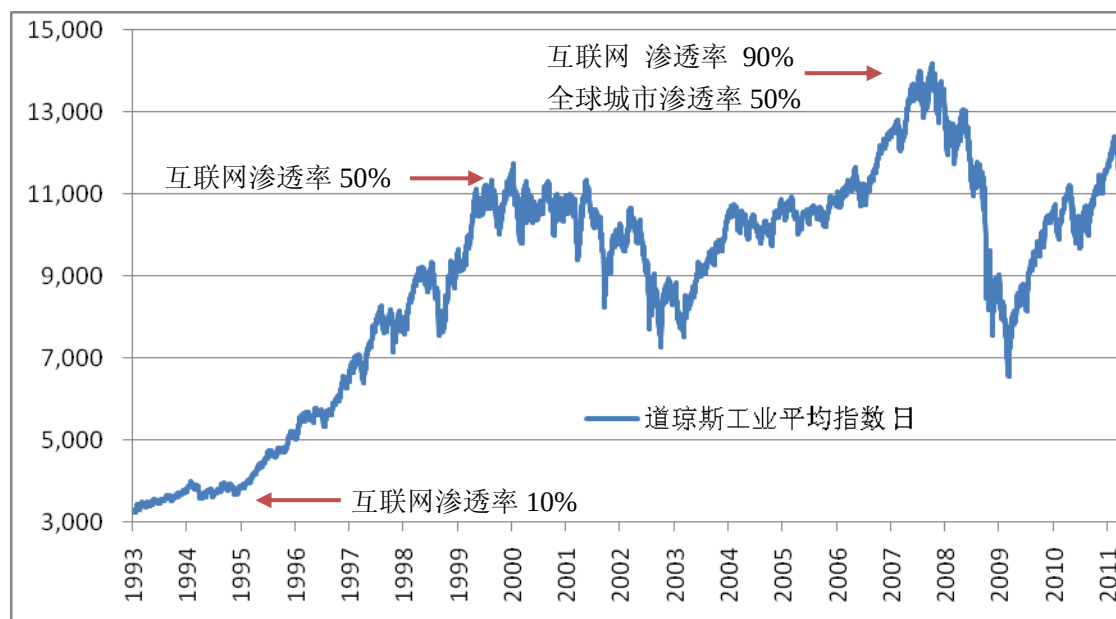
图 6：四阶段的产业发展 S 形曲线周期



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

主流科技硬件渗透率达到 50% 之后，硬件生产商不再具有投资价值。在渗透率从 50% 走向 100% 的时候，由此催生的新应用和新商业模式层出不穷。

图 7：互联网在美国成长与成熟期间的股市表现



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

因此，对于新兴科技或产品，把握渗透率从 10% 到 50% 这个阶段的黄金投资机会。

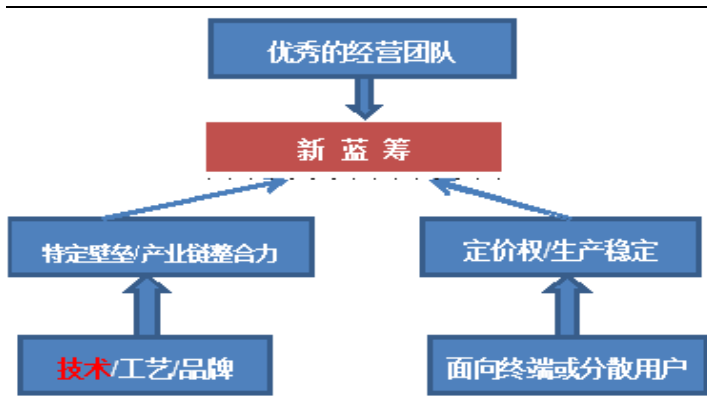
从 A 股中的新兴小股票整体来看，应把握中报明朗前的卖出机会。新兴股票需要两个回归：业绩预期回归理性、估值体系回归正常。尽管有泡沫，中国的中小板和创业板比股票比当年的纳斯达克股票还是要安全很多。

2、如何挖掘 5% 概率的新蓝筹机会

从海外经验看，新兴小股票成长为新蓝筹的概率或仅 5%。要想寻找 5 年 10 倍的股票，

还得要从新兴公司里去找。我们从市场和技术两个方面去挖掘新蓝筹。

图 8：新蓝筹的基本标准



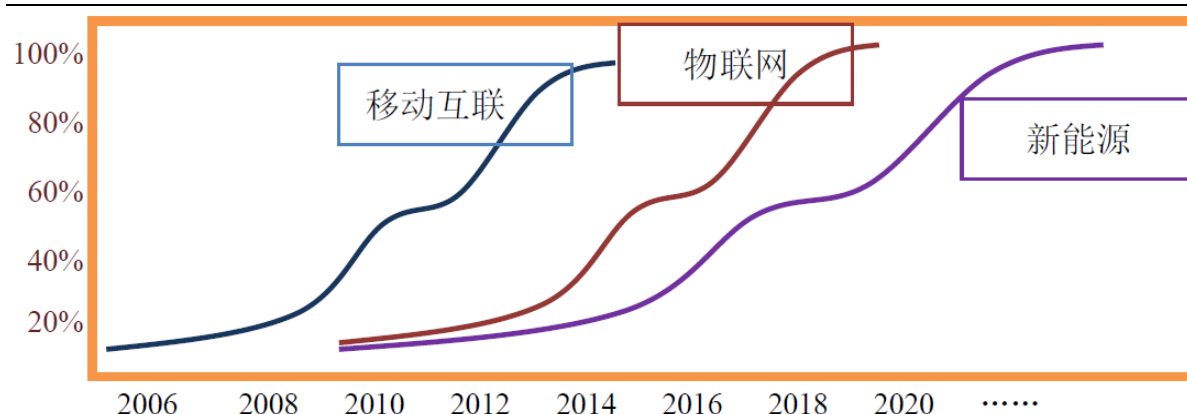
资料来源：中国银河证券研究部

我们认为，新蓝筹的标准有以下几个方面：

- （1）符合国家产业发展方向主流制造业领袖。
- （2）符合未来社会变迁方向的新商业模式。
- （3）产品面向终端使用，或其下游相对分散。
- （4）具有上下游整合能力，能够在技术进步中保持竞争壁垒。

从全球视野来看，能与汽车、半导体、计算机和互联网相提并论的，或许不是移动互联和物联网，而是新能源。

图 9：移动互联、物联网和新能源技术 3 个 S 形曲线的叠加



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

3、行业研究员推荐股票组合

航天信息（600271）、东华软件（002065）、用友软件（600588）、海康威视（002415）、川大智胜（002253）、天舟文化（300148）、捷成股份（300182）、乐视网（300104）、宋城股份

(300144)、天利高新(600339)、华鲁恒升(600426)、荣信股份(002123)、中兴通讯(000063)、中创信测(600485)、卓翼科技(002369)。

(二) 国际板年内很难面世，象征意义大于实际意义

1、时间仍然遥远，年内很难面世

(1) 国际板的理论问题尚未厘清

用美元计价还是用人民币计价？从近一个月来的新闻稿件可以看出，讨论以美元计价的论调复出。也有讨论认为外企挂牌优先于红筹回归，纯外资优先。这些认识没有统一，表明争议仍然很大。也就说明，距离《征求意见稿》的问世时间还有距离。

对这些基本理论问题，我的答案是：必须用人民币计价，必须优先满足境外公司开展中国业务的融资需求。

(2) 《征求意见稿》面世之后，仍需几个月时间

国际板的运作，所需要的部门配合远比创业板复杂得多。从创业板的运作实践来看，即便《征求意见稿》面世之后，也需要几个月时间才能迎来第一支股票面世。

附：创业板重要事件时间表

2009年10月30日，创业板第一股特锐德上市交易

2009年9月14日，创业板第一股特锐德发布招股说明书

2009年6月5日，深圳证券交易所创业板股票上市规则

2009年5月8日，《深圳证券交易所创业板股票上市规则(征求意见稿)》公开征求意见

2009年3月31日，《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，5月1日实施

2009年两会期间，据悉创业板细则将进一步放松门槛，有望上半年推出。有关官员表示时机已经成熟。

2009年1月15日，全国证券期货监管工作会议上，尚福林表示年内推出创业板。

2008年12月15日，“金融三十条”提出，完善中小企业板市场各项制度，适时推出创业板，逐步完善有机联系的多层次资本市场体系。

2008年5月22日，深圳证券交易所上市推广部副总监邹雄表示，深交所正在研究提高创业板的交易门槛，限制小投资者进入。

2008年1月17日，尚福林表示争取今年上半年推出创业板。

2007年8月22日，《创业板发行上市管理办法》(草案)获国务院批准。

2004年5月17日，证监会同意深交所设立中小企业板块。

2001年11月，朱镕基表示，主板市场整顿好后才推出创业板市场。

2000 年 10 月，深市停发新股，筹建创业板。

2000 年 5 月，国务院原则同意证监会关于设立二板的意见，将二板市场定名为创业板市场。

2000 年 4 月，证监会向国务院报送《关于支持高新技术企业发展设立二板市场有关问题的请示》。

1999 年 1 月，深交所向证监会呈送《深圳证券交易所关于进行成长板市场的方案研究的立项报告》。

1998 年 12 月，国家计划发展委员会向国务院提出“尽早研究设立创业板块股票市场问题”。

2、数量级不足以冲击中国资本市场，象征意义大于实际意义

（1）任何工业国的资本市场都是以本国股票为主

从纽约交易所、法兰克福交易所、东京交易所、伦敦交易所等全球重要的交易所来看，所接受的非本土融资比重均不超过 5%。实际上，优秀公司股权，是一个主权国家的重要资源，除非基于业务扩张的战略性需要，是不会到他国上市的。

在中国缺外汇的时候，我们为了支持出口导向型企业的发展，发行了 B 股，获得了外汇融资。

在中国惧怕“创业风险”的时候，我们有很多优秀的新兴公司在境外上市，获得了资金。国内不缺资金，但这些企业由于制度性原因只能到境外融资，这是一种“制度性资金错配”。

即便到今天，这些都是非主流的。截至 2011 年 5 月 30 日，A 股总市值约为 25.2 万亿，A 股公司的其他股权合计约为 4.14 万亿，占比仅为 16.4%。而究其原因，是因为香港是中国的一部分，香港市场是中国企业对外融资的重要窗口。

（2）国际板的本质是消除外商直接投资引致的外汇储备增加

为什么要国际板呢？是要欧美日等发达国家的企业来中国上市。

欧美日发达国家的企业缺钱吗？需要来中国融资吗？

显然不需要来中国融资，国际上有的是钱。

反驳者或许会说：中国的外汇储备多啊，中国有钱啊！

瞧！说到点子上了！人家需要的是中国的外汇储备，中国的外汇储备与其他各国主权财富一样，是国际资本市场上的自由流动资金。这些钱，不需要到中国上市就能拿到的。要是到中国上市了，拿到的就不是这个钱啦。

中国是个外汇储备多的国家，要想办法花掉这些外汇储备。外国企业到中国投资，是中国缺外资吗？不是，中国不缺外资，但还是要接受外国企业投资的，怎么办？

办法就是，可以来投资，但在中国开展业务所需要的资金，最好从中国进行融资，也就是说，通过在中国发行人民币股票，筹集资金，开展中国业务。

这是一箭双雕啊。一方面，缓解了外汇储备过多和本币被动发行的压力；另一方面，实现了对外资企业的直接投资，缓解了中国外汇储备在境外难以购买优质企业的尴尬。

基于以上讨论，国际板的上市主体必须以外资优秀企业开展在华业务的融资为优先。

但，这只是我们的目标，实际上，优秀的外资企业，在华上市可能只是为了“广告效应”。他们不会把优质股权卖给中国的。

而红筹股回顾呢？如果是因继续扩大中国国内业务需要资金的，可以在国际板发行股票以筹集特定项目所需的资金。而单纯的回归，意义何在呢？

这样看来，国际板的扩容必然是非常艰难的。优秀的国际企业即便开展在华业务，也不希望在中国过多地发行股份；而劣质的企业，我国在审核上也必然严格把关。结果是：只有少数在宗主国资本市场已经上市且业绩优良的上市公司，才会在中国的国际板中发行少量股份。

（三）传统与周期的区别

“传统复兴”与“周期复辟”区别何在？

对传统和周期的辨别，有助于我们进一步厘清思路。

第一，传统的对立面是新兴。

我们提“传统复兴”，对立面是新兴小股票不好。

第二，周期的对立面是稳定

如果提周期复辟，对立面是稳定类的不好。

我们认为这个“震荡时代”里，便宜的、传统的、效率能有所提升的主流中型规模以上公司是投资的首选。

中国的转型就是主流产业的升级，无论是周期性的，还是消费类的，只要符合以上条件，就是好的。这就是传统复兴。

如果是周期复辟呢？就是强周期的股票好，稳定类的股票不好。

过去的市场表现我们看到，差异最抢眼的是 A50 与中小板、创业板指数。传统的便宜的公司在下跌中具有抗跌性，而新兴小股票的表现十分糟糕。这就是“传统复兴”的内涵。

周期类与稳定类的差异并不非常明显。

以上解释，旨在说明“传统复兴”是什么。

（四）电荒源于投资不合理，对经济影响大

今年淡季缺电严重，全年高峰缺电 3000-4000 万千瓦，未来两年缺电可能更为严重。

1、煤电价格机制不顺是重要原因，但不是主要原因。市场上很多人都将电荒归咎于煤电价格机制不顺，但我们认为，从整体看，电厂存煤量仍然处于相对合理的水平，

缺煤停机不是普遍显现。干旱和需求回升一定程度上加剧了电力紧张的程度，但也不是重要因素。

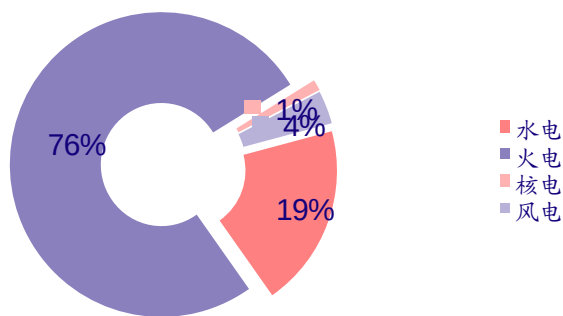
2、电荒主要源于电网投资滞后和电源投资结构不合理。电网投资远低于预期，火电投资比重太低，这是导致电荒的主要原因。2010 年以来电网投资低于电源投资，与巨大的电力调度需求形成强烈反差。过去两年火电投资比重从 40%下降至 34%，电源投资结构明显不合理。过去三年火电装机容量增速仅为 8.4%，今年 1 季度仅为 6.7%。

表 4：我国电力投资结构不合理，电网投资落后于电源投资 （单位：亿元）

时间	电源	电网	水电	火电	核电	风电
2009	3711	3847	869	1492	576	759
2010	3641	3410	791	1311	629	891
2011.1-3	612	409	155	207	152	91

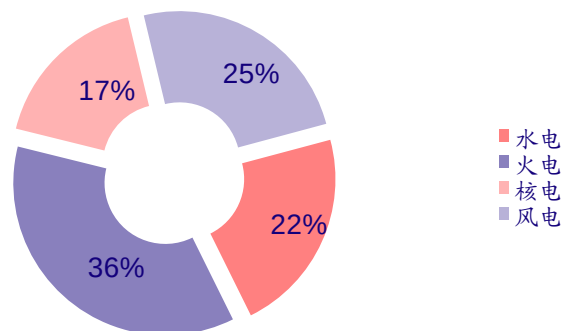
资料来源：中国银河证券研究所

图 10：截至 2011 年 1 季度电力装机容量结构



资料来源：中国银河证券研究部

图 11：2010 年电源投资结构中火电占比仅为 36%



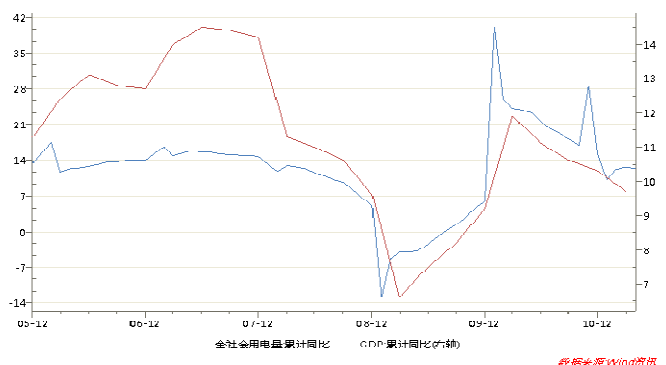
资料来源：中国银河证券研究部

3、电力紧张局势可能持续。由于投资周期长，煤电价格机制理顺难度大，大幅上调电价不现实，如果干旱加剧，加上需求回升，电力紧张形势有可能会持续甚至恶化。

短期上调电价、加大补贴是当务之急，长期看加大投资电网力度、改善电源投资结构、加快电力体制改革步伐、理顺煤电价格机制是必然趋势。

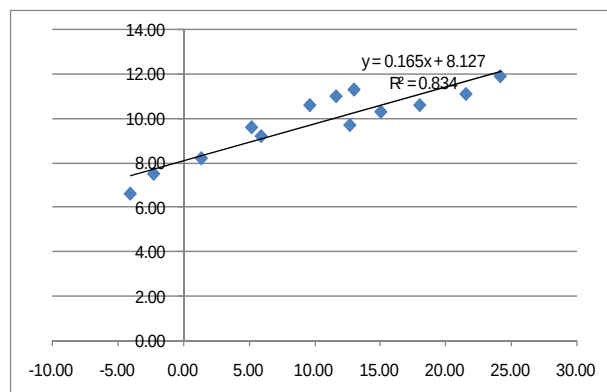
4、电荒对 CPI 的影响不大，但对经济增长的影响很大。如果全社会用电增速下降 2 个百分点，即所有机组每天停电 14 分钟，则 GDP 增速将下降 0.33 个百分点。

图 1 2：2008 年以后用电量与 GDP 有比较显著的相关性



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 1 3：GDP 增速与用电增速的相关性很强



资料来源: 中国银河证券研究部

5、电荒给电力设备、火电以及煤炭行业带来投资机会。关注东方电气、特变电工、天威保变、许继电气、华能国际、大唐发电、国电电力，中国神华、潞安环能、国阳新能等公司。

(五) 干旱成灾面积有限，短期助涨 C P I

1、成灾面积可控。长江中下游地区的干旱在短期内难以实质缓解；但南方的不均降水、三峡放水以及抗旱措施可保成灾面积可控。

2、水产品、蔬菜受严重影响，对水稻影响较大，短期助涨 C P I。历史罕见的春夏连旱直接影响了农副产品生产。由于粮食成灾面积可控，长江中下游干旱问题不会对全国粮食产量构成严重冲击。本次干旱对小麦等品种影响不大，对水稻的影响要大一些，但具体影响仍要观察。

长江中下游省份是全国重要的水产品生产区，也是各类瓜果蔬菜的重要生产区。农副产品供应势必受到较大影响，对 5、6 月份 CPI 构成严重威胁。

弱势震荡的股市非常脆弱，干旱势必助长 CPI，或将是压垮悲观者心理的最后一根稻草。引致市场较大幅度调整，构成买入机会。

3、主题性投资机会有以下几个方面。

(1) 水利

此次长江中下游大旱将进一步深化政府对农田水利建设的迫切性的认识。强化 2011 年中央一号文件的执行。

《中共中央、国务院关于加快水利改革发展的决定》，是新世纪以来中央关注“三农”的第八个“一号文件”。“十二五”时期，是加强水利重点薄弱环节建设、加快民生水利发展的关键时期，是深化水利改革、加强水利管理的攻坚时期，也是推进传统水利向现代水利、可持续发展水利转变的重要时期。明确水利的战略地位，是关系水利长远发展的根本问题。随着经济社会快速发展，我国水资源形势深刻变化，水安全状况日趋严峻，水利对全局的影响更为重大，地位愈加凸显。

从上市公司来看，受益于水利建设施工的有：三峡水利、安徽水利、钱江水利、葛洲坝、国统股份和青龙管业等。

(2) 水泵与农业机械

无论是农田水利建设，还是当前的抗旱，水泵与农业机械的需求都将受到正面刺激。目前生产该类设备或机械的公司有：利欧股份、天一科技、林海股份、湘电股份、三花股份、江淮动力、石油济柴、云内动力。

(3) 节水

大旱之下，当前的抗旱工程要求能够节水抗旱，也将激起人们对未来农田灌溉节水的认识深化。受益于节水的上市公司有：大禹节水、新疆天业、湖南投资、亚盛集团、汇通集团。

(4) 人工降雨

如果长江中下游地区旱情持久，人工降雨措施的采取将是必然的。目前，中信海直具有与之相关的业务。

(5) 种子与粮食

抗旱之后的补种以及未来对优质种子的需求或有利于种子公司的经营，相关的上市公司有隆平高科、登海种业和敦煌种业等。

在粮食价格提高的时候，粮食加工企业或将受益，如金健米业、北大荒、农产品、东凌粮油等。

插图目录

图 1: 上市公司每股收益盈利预测假设.....	2
图 2: 上证 50 指数 TTM PE 已经低于 2008 年金融危机时	2
图 3: 上证 50 指数 PB 也低于 2008 年金融危机时	2
图 4: 3 季度 GDP 增速可能企稳回升.....	4
图 5: 经济减速是主动收缩投资的结果, 三季度投资或放松	4
图 6: 四阶段的产业发展 S 形曲线周期	9
图 7: 互联网在美国成长与成熟期间的股市表现	9
图 8: 新蓝筹的基本标准	10
图 9: 移动互联、物联网和新能源技术 3 个 S 形曲线的叠加	10
图 10: 截至 2011 年 1 季度电力装机容量结构	14
图 11: 2010 年电源投资结构中火电占比仅为 36%	14
图 12: 2008 年以后用电量与 GDP 有比较显著的相关性	15
图 13: GDP 增速与用电增速的相关性很强	15

表格目录

表 1: DDM 测算合理市盈率的下限是 15 倍对应沪综指 2800 点	2
表 2: 6 月份行业配置建议表	5
表 3: 银河证券 6 月份投资组合 (注: 股价取 2011 年 5 月 27 日收盘价)	8
表 4: 我国电力投资结构不合理, 电网投资落后于电源投资 (单位: 亿元)	14

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。

孙建波、秦晓斌、王皓雪、李亚明，策略研究证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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受任何形式的补偿。

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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

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