

第二季度投资策略

步出沼泽地，攀登小山峰

策略研究小组

余晓宜 研究员

电话: 020-87555888-648

eMail: yxy2@gf.com.cn

张海波 研究助理

电话: 020-87555888-337

eMail: zhb@gf.com.cn

李太勇 研究员

电话: 020-87555888-689

eMail: lty2@gf.com.cn

林海 研究助理

电话: 020-87555888-418

eMail: lh19@gf.com.cn

林鲁东 研究助理

电话: 020-87555888-696

eMail: lld2@gf.com.cn

● 我们认为第二季度A股市场存在以下几个向上动力

第一，此前市场过度反应了政策退出的负面影响以及对经济增长的担忧，估值有向上修正的需要；第二，经济基本面影响存在超预期的因素，其中出口、消费表现亮丽，需求带动的盈利增长趋势和幅度均提升，形成超额收益来源。第三，政策面的影响存在超预期因素，其中经济结构调整实施进度和力度超出预期，股指期货的杠杆也将发挥正面作用。

● 配置建议

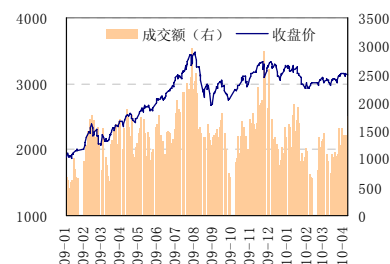
市场不仅存在确定性收益上升与估值安全边际比较带来的安全收益，同时也将存在政策和经济基本面超预期因素带动估值上升带来的超额收益，从而促使二季度成为安全收益与超额收益并存的投资旺季。为此，我们从“估值安全边际+确定性收益上升”、“收益超预期”、“政策执行力度超预期”三个角度考虑行业配置建议。

建议第二季度回避房地产行业；超配有色金属、建材、军工机械与铁路设备、电子元器件、世博展会相关的零售与旅游；标配金融、医药、白色家电、钢铁、煤炭。

● 最大的不确定性风险——房地产调控政策

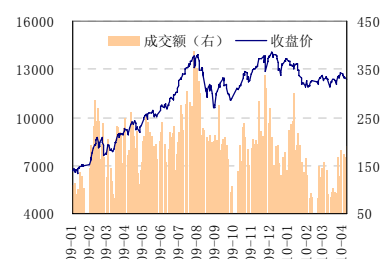
我们认为必须弄清楚一个问题，那就是当前的房价上升是供需不匹配拉动、通胀预期下的投资拉动还是投机拉动呢？我们没有找到可靠的指标来验证，但三种情形导致的结果差异比较大，我们分析各种可能性，总体对房地产行业负面影响比较大，但是要发展到对A股市场形成致命打击的可能性仍比较小，其他中间情形实现的可能性则需要紧密跟踪房地产调控措施才能确定。

上证综合指数走势图



一季末收盘: 3109.10 季度涨跌幅: -5.13%

深证成分指数走势图



一季末收盘: 12494.35 季度涨跌幅: -8.60%

金股组合	10EPS(元)	11EPS(元)
招商银行	1.14	1.47
中国太保	1.23	1.42
神火股份	2.19	3.12
潍柴动力	6.00	6.60
葛洲坝	0.83	1.11
洪都航空	0.60	0.72
铜陵有色	0.88	1.23
中恒集团	1.63	2.06
佛塑股份	0.38	0.95
通程控股	0.33	0.49
中小盘组合	10EPS(元)	11EPS(元)
超声电子	0.41	0.62
广州国光	0.66	0.90
威创股份	0.91	1.32
东方锆业	0.31	0.45
莱宝高科	0.9	1.14
理工监测	2.40	4.30
粤富华	0.87	0.87
科华生物	0.67	0.82
罗莱家纺	1.48	1.97
丽江旅游	0.31	0.89

目 录

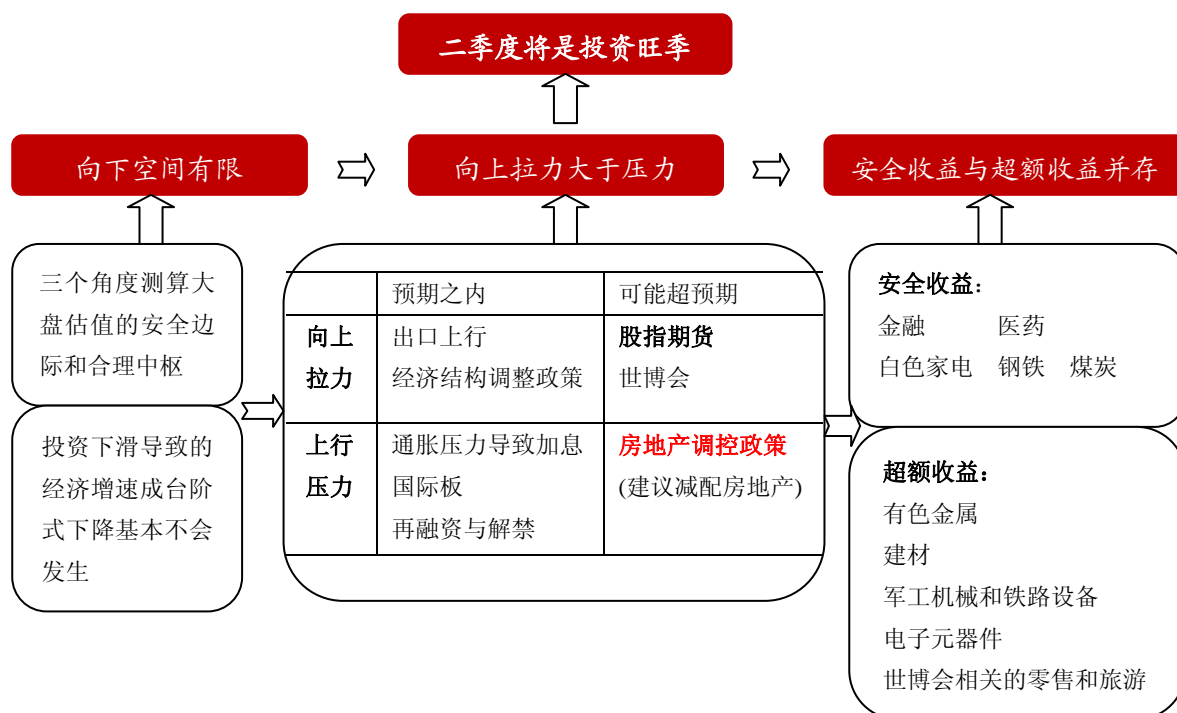
一、本季观点.....	3
二、 为何说市场下跌空间有限?	6
(一) 投资增速回落的过度影响情形基本不会发生.....	6
1、上半年经济增速仍将超过 10%。	6
2、投资增速回落对经济的过度影响情形基本不会发生。	8
(二) 三个角度考察估值	9
1、估值压力测试	10
2、均值回归	12
3、国际估值比较	13
三、 市场向上拉力与上行压力因素有哪些?	15
(一) 向上拉力	15
1、出口上行	15
2、经济结构调整政策	16
3、世博会	16
4、股指期货	17
(二) 上行压力	18
1、通胀压力导致加息	18
2、国际板	18
3、再融资与解禁	19
4、房地产调控政策	19
四、基于估值和超预期因素的行业配置	21

一、本季观点

历史总是不断重演，与多个国际市场的历史表现一致，A股市场在获得经济复苏带来的高收益率之后，自2009年第四季度开始，经历了两个季度的调整，现在回顾导致调整的原因，大致有三：第一是经济复苏明朗之后，政策退出预期增强，货币政策改向使投资情绪下降，两者同时发生加重流动性驱动减弱，估值下移；第二是流动性减弱的预期下，投资风险成本上升，投资关注点从政策驱动溢价开始转向企业盈利的真实改善状况，导致估值波动弹性减小；第三，通胀预期上升导致政策退出实施超出预期，同时经济结构调整提上议程，经济增长动力和政策的不明朗导致风险溢价上升，合理估值下移。

2010年第一季度市场的表现符合我们在年度策略中的预期：第一，通胀问题是核心问题；第二，超额收益从Beta转向Alpha。但是也因为当前的估值水平显示，市场已经过度反应了政策退出的负面影响以及对经济增长的担忧，事实上更多的经济基本面因素和政策措施对市场的向上拉力大于向上压力，我们认为第二季度市场不仅存在确定性收益与估值安全边际比较带来的安全收益，同时也将存在政策和经济基本面超预期因素带动估值上升带来的超额收益，从而促使二季度成为安全收益与超额收益并存的投资旺季。

图1：二季度投资逻辑



数据来源：广发证券发展研究中心

表 1: 投资组合推荐

证券代码	证券简称	业绩预测			合理估值 (元)	当前价格 (元)	潜在涨幅%	推荐关注点
		2009	2010	2011				
600036	招商银行	0.99	1.14	1.47	20.68	16.26	27.18%	1、配股将于近期完成,资本内生性强,补充后资本压力小;2、活期存款占比较高,资产负债结构在加息周期中弹性较大;3、在沪深300中权重最高,受益于融资融券及股指期货。
601601	中国太保	1.07	1.23	1.42	36.90	26.99	36.72%	1、预计新准则下中国太保业绩提升幅度最高。2、太保地处上海,又收购了长江养老,预计养老保险税收递延在上海率先试点后,公司相对更加受益。3、寿险公司受益于加息周期。
000933	神火股份	0.80	2.19	3.12	40.00	33.92	17.92%	1、煤炭产量未来快速增长;未来资源整合的潜在受益者;2、电解铝拖累09年业绩,但也将成为10年亮点
000338	潍柴动力	4.15	6.00	6.60	100.00	70.89	41.06%	1、长期并不存在市场所理解的天花板,公司未来有望到印度市场开疆拓土,且在12L以上和7L以下发动机领域进展迅速2、全年估值很低,目前仅仅10多倍PE,且一季度业绩有望超过1.8元
600068	葛洲坝	0.61	0.83	1.113	20.00	14.14	41.44%	1、新签合同、09年业绩等基本超预期,奠定10年快速增长基础;2、新疆煤炭基本确定4月获批,电网辅业资产剥离注入方案预计3季度实施,事件驱动型行情有望展开。
600316	洪都航空	0.56	0.60	0.72	50.00	38.88	28.60%	1、2010年航天军工重组力度显著加快;2、公司防务平台定位逐渐清晰、公司未来可能向轻型战斗机定位;作为防务平台的公司市值仅130亿、而L15及衍生飞机合理估值超过100亿元;3、增发完成。
000630	铜陵有色	0.47	0.88	1.23	24.60	20.49	20.06%	1、铜冶炼环节具有明显优势;2、资源有望大幅扩张;3、所得税优惠;4、硫酸价格上涨提升公司业绩;5、股价对铜价最敏感,是铜业类公司中的首选。
600252	中恒集团	0.55	1.63	2.06	60.00	38.24	56.90%	1、在血栓通进入基本药物目录和公司产能扩张的作用下,增厚公司EPS保守1.347元,乐观1.791元。2、公司持有国海证券7.5%的股权,每股含国海证券股权价值为4.52元。公司地产业务价值约为每股2元左右。3、血栓通二期工程的顺利投产使得销售量明显上升。
000973	佛塑股份	0.01	0.38	0.95	17.60	12.46	41.25%	1、在更换大股东后,进行产业整合,对企业盈利影响深远。业绩拐点已经清晰显现。2、公司加强高新塑料产品的开发,其中拥有国内最先进的锂电池隔膜研究和生产技术,前景光明;偏光膜产品进入“3D眼镜”细分市场,全球市场占有率非常高,盈利情况亦良好。3、广新外贸对公司支持力度很大,并在收购时承诺适时注入资产。
000419	通程控股	0.16	0.33	0.49	15.00	10.50	42.86%	1、符合长株潭主题投资板块,市值适中;2、公司家电连锁已经在湖南确认龙头地位,将显著受益于以旧换新和家电下乡;3、典当业务将受益于经济向好下的

								信贷收紧；4、今年有融资需求使得公司持续释放业绩的动力强大。
000823	超声电子	0.25*	0.41	0.62	13.81	18.00	30.34%	1、PCB 复苏，触摸屏可期，是业内不多的同时生产 CCL 与 PCB 的企业之一，中游与下游的一体化是公司的重要战略。2、新增 12 万平方米二阶 HDI 提升公司业绩；3、拥有两个 LCD 显示器制造厂，除了关键原材料，公司基本掌握了触摸屏的核心技术。
000061	广州国光	0.44*	0.66	0.9	16.92	22.00	30.02%	1、OEM/ODM 外销业务将保持稳定快速增长。新增净利润达到 4000 万元；2、品牌内销将可实现跨越式发展。
002308	威创股份	0.85*	0.91	1.32	42.94	48.00	11.78%	1、大屏幕拼接显示系统（VW）应用呈现行业范围增加及利用区域由上往下扩张特征，公司技术优势明显，市占率 30%左右，是国内行业龙头；2、公司交互式视频会议系统（IDB）将逐步取代利用投影仪建立的视频会议系统；3、国家 4 万亿投资项目后期信息化逐步启动；4、铁路六所一中心招标逐步开始。
2167	东方锆业	0.34*	0.31	0.45	22.92	30.00	30.89%	1、公司 07 年募投项目今年达产、09 年增发项目明年投产，公司进入业绩快速增长期；2、公司加大高端锆制品的开发和生产，具有国内最先进的锆产业技术和产业地位，将直接受益于国家核电设备国产化的加强。
2106	莱宝高科	0.54*	0.9	1.14	29.22	35.64	21.97%	1、随着下游需求转好，中小尺寸 TFT-LCD 空盒项目将在 2010 年获得明显盈利，预计增厚每股收益 0.20 元；2、预计 2010 年触摸屏产品将会较快实现量产，将增厚每股收益 0.28 元。
2322	理工监测	1.52*	2.4	4.3	106.83	130.00	21.69%	1、行业面临井喷。仅 MGA 产品一项，未来 5 年的市场规模就将是现在的 170 倍；2、销售模式转变。国家电网和南方电网主动放开市场，公司在国内几无有力竞争对手；3、长期毛利率下滑将被市场放量所弥补。
507	粤富华	0.27	0.87	0.87	11.63	13.50	16.08%	1、业绩平稳增长，有效支撑股价；2、新股东实力雄厚，资产重组与注入预期强烈。
2022	科华生物	0.53	0.67	0.82	24.51	30.00	22.40%	随着血筛市场对 PCR 试剂放开，会有越来越多的血站使用 PCR 品种。目前和血站合作最多的是科华（使用 PCR 试剂的血站 8 成以上是用科华的）。如果市场开放，则科华最保守占 3 成，乐观占 7-8 成。此产品毛利率高于 95%，净利率约为 50%以上。若按整个市场 10 亿（最保守市场规模）计算，则增厚利润 4 毛至 1 元。
2293	罗莱家纺	1.33*	1.48	1.97	45.46	60.00	31.98%	公司目前作为国内中高档家纺产品的市场龙头之一，准备在适当时候选择一些在品牌、产品、渠道等方面有特色的企业进行兼并收购，形成优势互补，进一步巩固在行业中的领先地位
2033	丽江旅游	0.39*	0.31	0.89	19.49	24.00	23.14%	1、索道改造后 2011 年业绩必将沿着“运能提升——接待人次提升——收入与毛利率双双提升”的路径演进。2、新酒店经营情况良好。

数据来源：广发证券发展研究中心

二、为何说市场下跌空间有限？

我们对可能导致大盘向下的两个问题进行探讨：第一个问题是投资增速下滑的可能性以及下滑的影响，第二个问题是在当前的一致盈利预期以及政策退出实施预期下，A股市场的估值安全边际应该是什么水平。

结果是，对基本面的担忧显得有点过虑，而估值显示当前市场下跌空间远低于上涨空间。

（一）投资增速回落的过度影响情形基本不会发生

1、随着信贷增速的正常化，投资增速下降，经济上升的速度正在趋缓。PMI指数虽然有所下降，但仍高于50，显示经济仍在扩张。在库库存回补和效应作用下，上半年经济增速仍将超过10%。

（1）多个指标显示库存回补将推动经济增长。从PMI指数看，产成品库存虽然仍低于50，但持续上升（2月份受季节因素影响与1月持平），说明企业降低产成品库存的速度正在放缓；产成品库存指数与生产指数的差值持续扩大，说明库存对生产的拉动作用增大。根据这一趋势，企业将在上半年增加产成品的库存。以上两方面都将对经济增长产生正的贡献。

人民银行对5000户工业企业的调查则显示，国内订单扩散指数在2009年中持续上升，库存扩散指数持续下降。根据中国在1997年后亚洲金融危机中的复苏经验，经济走出低谷后，订单的持续上升将带动库存的增加，可以预见，工业企业库存的回补也将带动经济增长。

从流通环节来看，商务部公布的耐用品库存指数已经低于危机前的水平，生产资料库存指数已经很低，且1月份有所回升，同样意味着库存将在一季度有所回补。

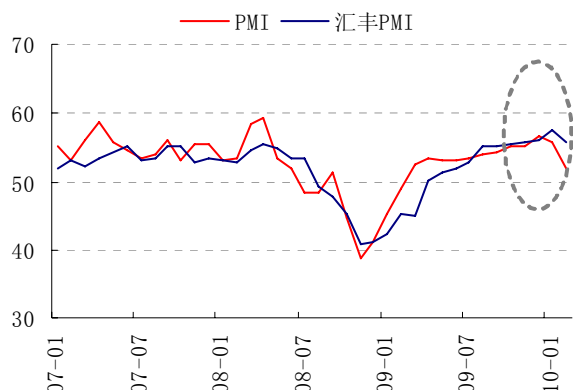
从经济增速来看，去年四季度以来，工业增速（累计）继续快速上升，用电量数据也印证工业生产十分旺盛，然而消费增速基本保持平稳，投资增速却有较大的下滑，说明有部分产品进入库存。

（2）从宏观经济景气指数来看，先行指数在去年底开始回落，而一致指数继续上升，历史上看，先行指数领先于一致指数1个季度。因此先行指数有望在一季度继续保持上升，从而经济增速进一步上行。

（3）从单季度增长率来看，GDP单季同比增长率的低点出现在2009年一季度，由于中国经济在2009年快速反弹，即使今年一季度GDP环比没有增长，同比也将录得较高的增速。

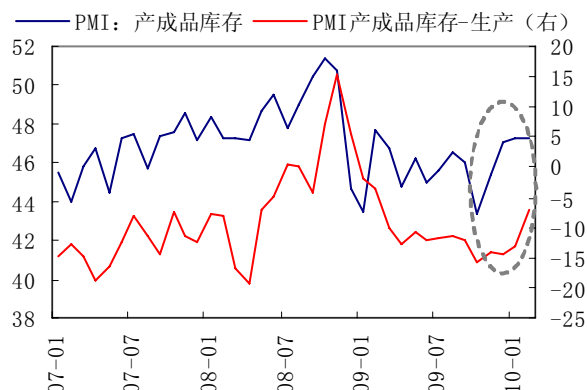
综上，我们认为库存重建和基数原因将使经济增速在上半年保持较高水平，随着这两个推动因素的减弱，下半年经济增速将有所回落，回归至正常水平。

图1: PMI指数显示经济增速趋缓, 但仍在扩张



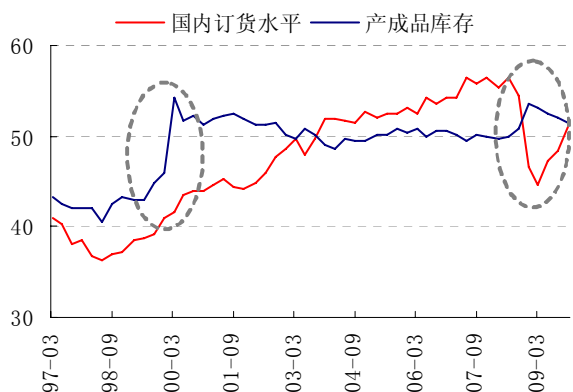
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图2: PMI指数显示库存或将回补



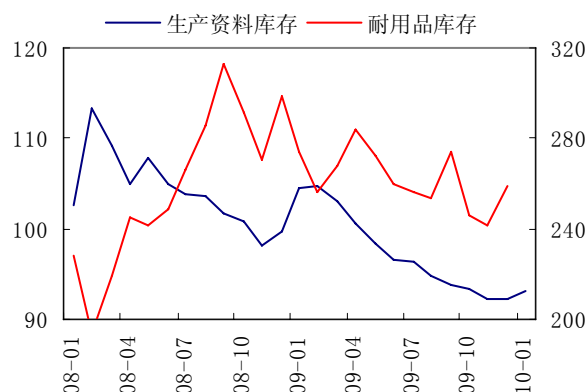
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 人民银行景气扩散指数: 订单拉动库存



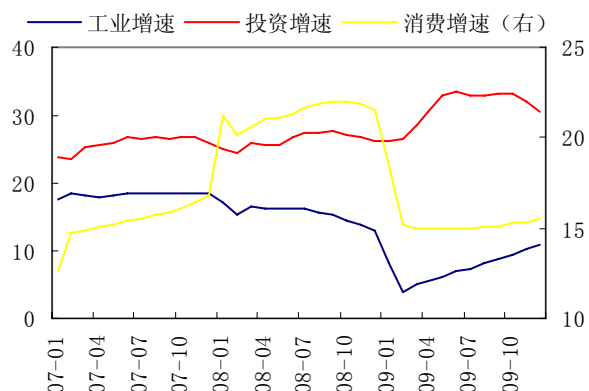
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 流动企业库存指数



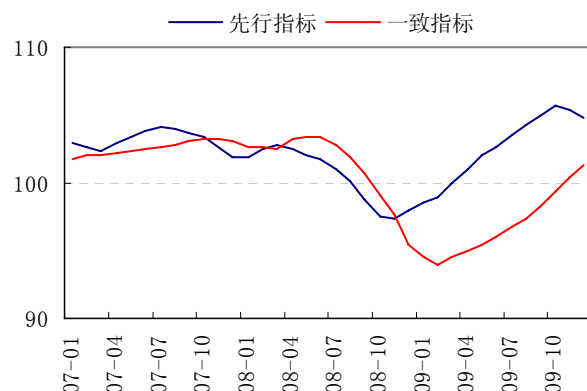
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 生产加速显示新增产量可能进入库存



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 先行指标领先一致指标1个季度



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2、投资增速回落对经济的过度影响情形基本不会发生。

在三驾马车之中，消费一直以来是一个较为稳定的因素，而在全球温和复苏的背景下，净出口对经济增长的贡献也将较为温和。因此，投资仍然是造成经济波动的关键因素。

信贷主导投资。我们发现固定资产增速与信贷增速密切相关，在2008年底以来的经济刺激中，二者关系表现得尤为密切。脉冲响应分析显示，信贷增速的意外下降引起投资增速的显著下降，反过来，投资增速的变动对信贷增速没有显著影响。这在一定程度上说明，投资是被信贷政策外生决定的。

按照2010年新增7.5万亿人民币贷款和“3322”的季节分布估算，信贷增速较去年明显回落，从而将带动投资增速回归常态。

因此我们假定消费和净出口对GDP增长的贡献均为历史平均水平（中位数），在三种不同的情境下，计算出不同的GDP增长率，以考察GDP下滑一个台阶的可能性：

- 中性情景：信贷增速符合预期，2010年信贷增速18.8%，新增信贷7.5万亿，相应的固定资产投资增速约为22.9%；
- 悲观情景：信贷增速严重低于预期，2010年信贷增速比基准情形低1个标准差（13.2%），新增信贷5.3万亿，相应的固定资产投资增速降至19.3%；
- 乐观情景：信贷增速大幅超预期，增速比基准情形高1个标准差（24.3%），新增信贷达到9.7万亿，相应的固定资产投资增速上升至26.6%。

在中性情景下，2010年的GDP增速约为10.0%；悲观情景下，也达到9.2%；乐观情景下，则高达10.7%。在悲观情景中，即使净出口对GDP增长的贡献为零，经济增速也可达到8.4%，仍然高于8%的底线。

表2：GDP增速情景分析

情景	信贷增速（%）	新增信贷（万亿）	固定资产投资增速（%）	GDP 增速（%）
中性情景	22.9	7.5	22.9	10.0
乐观情景	24.3	9.7	26.6	10.7
悲观情景	13.2	5.3	19.3	9.2
极度悲观	基本假设与悲观情景相同，且出口拉动为 0			8.4(>8%)

总体而言，我们预计今年经济增长率降达到10%，增速逐季趋向平稳；通胀逐步走高，高点可能出现在三季度，由于通胀具有惯性，通胀率在四季度仍将维持较高水平。

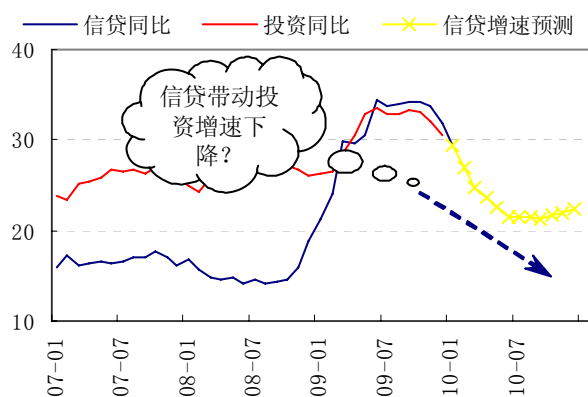
表3: 宏观经济指标预测

	2007	2008	2009E	2010E	10Q1E	10Q2E	10Q3E	10Q4E
GDP	13.0	9.0	8.3	10.0	11.1	10.2	9.7	9.0
CPI	4.8	5.9	-0.7	3.5	2.2	3.3	4.5	4.1
工业增加值	18.5	12.9	11.0	15.9	18.9	17.6	15.1	13.1
城镇固定资产投资	25.8	26.1	30.5	23.0				
消费品零售总额	16.8	21.6	15.5	19.1				
出口	25.8	17.4	-16.0	17.6				
进口	20.8	18.5	-11.2	16.8				
M2	16.7	17.8	27.7	18.6	20.5	18.6	18.5	18.6

注: 数据均为同比增长率, 其中GDP、工业增加值为实际增长率, 投资、消费为名义增长率。

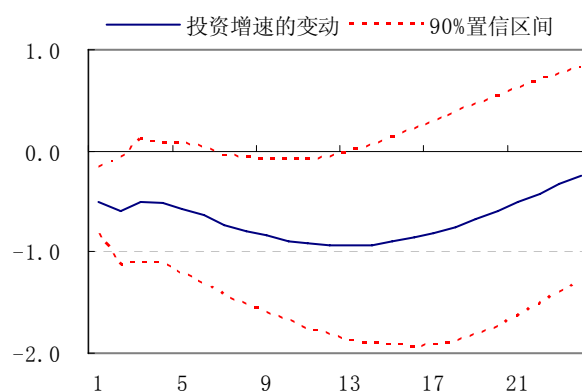
数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心。

图7: 固定资产投资增速与信贷密切相关



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 信贷增速下降引起投资增速下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）三个角度考察估值

市场的估值水平主要受几个因素的影响——国际估值水平比较、历史估值水平比较、宏观经济和政策预期影响下的投资情绪波动。为此，我们从三个角度探讨A股市场的估值问题：

第一个角度，通过考察投资情绪波动影响，对当前市场进行估值压力测试，找出对应风险溢价极大值时当前A股市场的估值安全边际。

第二个角度，历史数据显示，A股市场PE存在均值回归同时均值下移的特征，取可比历史经验进行情景分析，测算A股市场的回归中枢。

第三个角度，通过考察相对均值溢价，探讨A股市场与国际市场之间联动带来的估值安全性。

压力测试结果显示在不加息、加息一次、加息两次三种不同情景下，市场风险溢价水平以历史极大值为比较基准（2004年），则上证指数的安全点位

分别为2980、2870和2766。历史均值回归测算结果显示A股市场的回归中枢对应点位分别为3000，3200和3600。国际市场估值相对均值溢价的比较结果显示国际估值溢价显著高于A股市场,对A股市场估值也具有一定程度支持。大盘当前点位向下空间非常有限。

1、估值压力测试

在当前的市场环境下，A股上市公司未来几年的盈利增长相对容易预测，但是风险贴现值比较难以确定，主要原因是在政策调整的大背景之下，市场风险偏好发生变化，投资情绪波动较大。在此情况之下，我们试图找出A股市场在历史上最大的风险溢价，并以此风险溢价极大值对当前市场进行估值压力测试，从而找出当前A股市场的估值安全边际。

具体步骤如下：

- a. 在理想预期和惯性预期两种假定下，由三阶段估值模型，逆推两种假定下的历年A股市场的风险贴现值；
- b. 由公式：风险溢价 = 风险贴现值 - 无风险利率，得到A股市场历年风险溢价，找出风险溢价极大值。
- c. 再次利用三阶段估值模型对当前A股市场进行估值，与一般估值不同的是，在此次估值中我们设定当前的风险溢价为历史风险溢价极大值。比较估值模型结果与当前A股市场实际估值水平，以判断当前估值是否处于安全边际之内，此即压力测试。

（1）逆推风险贴现值

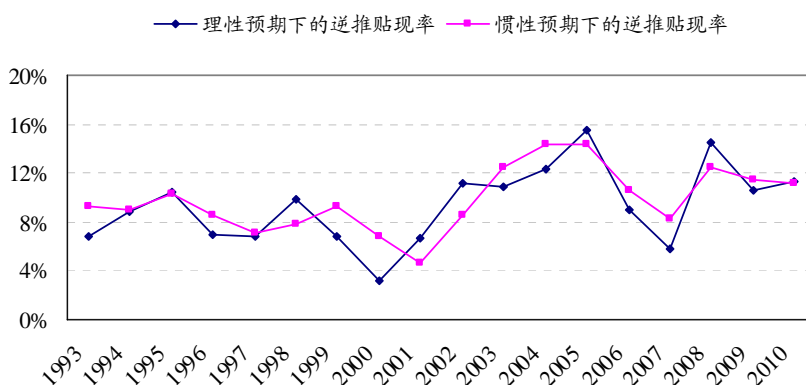
在由三阶段估值模型逆推上证综指历年风险贴现值的过程中，我们做出了两种假定：其一是理性预期，即假定在各年末上证综指未来两年盈利增长预期为现实中未来两年的实际盈利增长；其二是惯性预期，即假定各年末上证综指未来两年盈利增长预期为当年以及次年的盈利增长水平。之所以做出这两种假定是因为在历史上各年对未来两年的盈利增长预期数据已经无从获得，而如果理性预期和惯性预期所逆推的风险贴现值在数值上相近并且趋势上相同，那么就表明盈利增长预期在数值并不重要，重要的是反映投资者乐观或悲观的风险溢价水平。

模型其他参数设定如下：

净利润增长率：前两年取理性预期值或惯性预期值，随后五年固定增长率为17.71%（此值为上证综指的净利润复合增长率），从第八年开始净利润同比增长率开始线性衰减，至第30年进入稳定增长期，长期增长率为3%（长期通胀率）；

分红率：初始分红率统一设定33%，其后线性提高至第30年达到50%的稳定分红率。

图 9： 理性预期和惯性预期假定下的逆推风险贴现率（1993-2010）



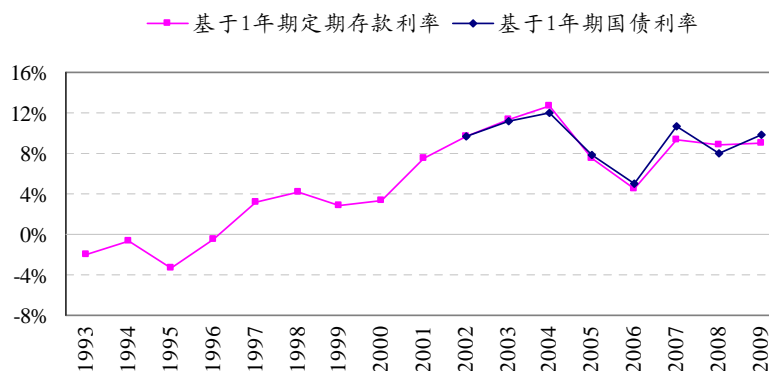
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

结果发现：理性预期和惯性预期的两种假定下所得到风险贴现率不仅在数值上颇为接近而且趋势一致。这恰好验证我们前面的猜想，影响估值水平最重要的因素不是盈利数值而是蕴含盈利趋势中的投资情绪和风险偏好。

（2）风险溢价极大值

由公式：风险溢价 = 风险贴现值 - 无风险利率，得到A股市场历年风险溢价水平，找出风险溢价极大值。其中风险贴现值取理性预期与惯性预期逆推值的均值。无风险利率比较合适的是历年的1年期国债利率，但是由于1年期国债利率数据样本不够，我们采用了1年定期存款利率作为一个补充。

图 10： 历年风险溢价价值（1993-2009）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据结果显示，风险溢价最大的年份是2004年，对应风险溢价为12.08%（基于1年期国债）。当前1年期国债利率为1.58%。由此可得在历史风险溢价极大的基础上的风险贴现率为13.66%。根据三阶段估值模型，压力测试下的2010年的模型PE为16.74。而4月2日上证综指2010年动态PE为17.77倍。在各种加息假定之下，上证综指的压力测试点位（安全边际）如下：

表 4： 各种加息假定之下，上证综指的压力测试点位

加息假定	无风险利率	模型 PE	当前动态 PE	压力测试点位
------	-------	-------	---------	--------

不加息	1.58 %	16.74	17.77	2980
加息 27bp	1.85 %	16.15	17.77	2870
加息 54bp	2.12 %	15.56	17.77	2766

数据来源：广发证券发展研究中心

比较2004年的市场环境是当前市场环境，发现两者存在两个共同点，其一是经济增长趋势或上证综指盈利增长趋势存在某相似之处，相比前一年增速加快，其后增速出现回落（2010年和2011年使用的是一致预期数据）。第二是政策环境相同。2004年出口迅猛增长引发投资快速上升，并导致经济过热。期间央行先是采取了提高存款准备金率150bp的公开市场操作数量调控工具，窗口指导，最后加息27bp。而年初至今，央行已经上调存款准备金率100bp，频繁公开市场操作，并动用信贷窗口指导。但从国内经济环境来看，2010年欧美发达国家经济难现强劲复苏，出口快速增长所导致的经济过热尚难以出现。而地方政府投资过热的迹象并不明显。另外2004年CPI连续数月超过5%，而当前国内CPI尚较大概率处于节后回落阶段。综合来看，当前市场风险溢价水平超过2004年的风险溢价水平的可能较小。另外近期加息预期也有所降温，所以我们认为当前市场已经在很大程度上反映政策调整预期，估值较为合理，向下有支撑。

图 11： 上证综指盈利增长与 ROE 水平

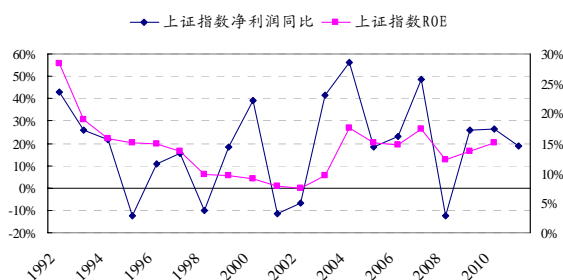
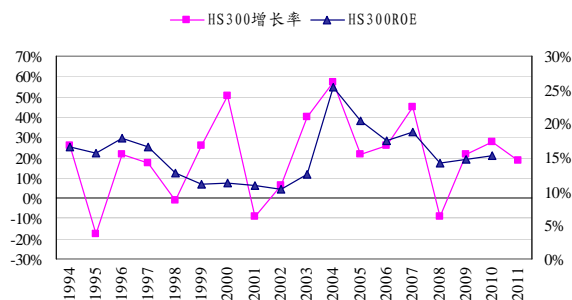


图 12： 沪深 300 盈利增长与 ROE 水平



注：2009-2011 年净利润增长同比和 ROE 为市场一致预期值数据

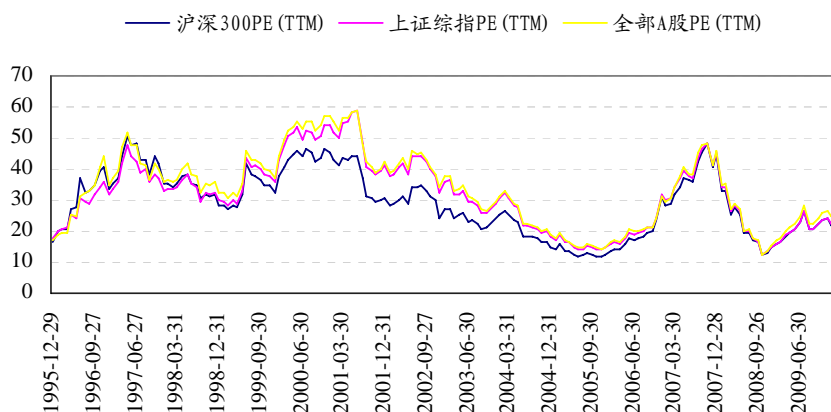
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2、均值回归

压力测试的结果表明当前A股市场估值具有较好的支撑。那么A股市场的合理估值中枢应该在哪里呢，回答这一问题比较难。此处我们试图从均值回归的角度对这一问题进行探讨。

长期看，A股市场PE存在均值回归的特征（PB并无此特征，呈整体下移趋势，近几年有趋稳迹象），所以将PE均值作为长期估值中枢或是一个比较好的选择。但是仔细观察A股市场估值，我们发现A股在均值回归的过程中还呈现均值下移的特点。均值下移与A股市场投资者结构变化、投资理念改进、市场扩容、限售股流通等因素有很大关系，随着各因素的进一步影响以及国内经济结构转型，这一趋势仍将继续。

图 13: A 股市场 PE 具有均值回归特征



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: A 股市场估值均值呈下移趋势

周期	PE 均值 (HS300)	PE 下移速度
1995.12-1999.01	34.62	
1999.02-2005.10	29.11	-16%
2005.11-2008.11	25.81	-11%
1995.12-2005.10	30.92	
2005.11-2008.11	25.81	-17%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

尽管均值下移幅度难以确定, 我们还是在历史经验的基础上进行情景分析, 具体结果如下表:

表 6: 上证指数估值下移情景分析

下一阶段均值	具体调整	PE 2010.03	潜在空间	上证综指 (2010.03)	上证综指 均值点位
22.87	相对 2005.11-2008.11 阶段 下调 11%	22.45	1.87%	3130	3189
21.54	相对 1995.12-2005.10 阶段 下调 17%	22.45	-4.05%	3130	3003
25.81	相对 2005.11-2008.11 阶段 不下调	22.45	14.97%	3130	3598

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

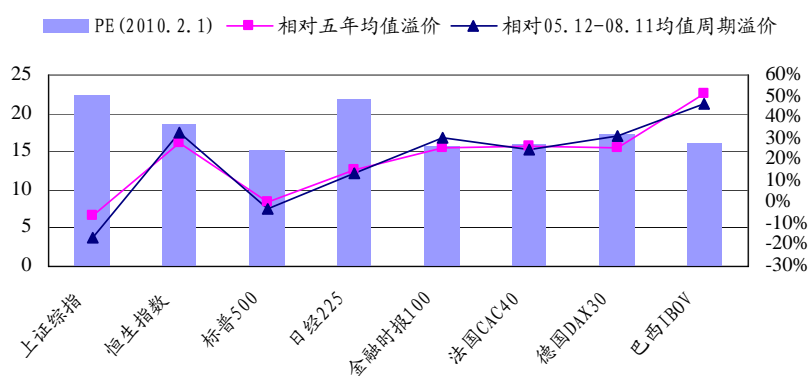
3、国际估值比较

从国际估值的比较来看, 国际估值相对均值溢价显著高于 A 股市场的显著为 A 股市场当前估值也提供了一定程度的支撑。从当前估值来看, A 股市场估值除略高于日经 225 之外, 显著高于其他国际指数, 但从相对均值溢价水平来看, A 股市场估值却存在低估。其他多数国际指数相对均值溢价多数已经超过 20%。而 A 股市场估值尚低于均值水平, 即使考虑潜在的均值下移因素, A 股

市场估值相对均值溢价仍然显著低于国际主要市场指数。这表明自金融危机以来，股市指数自低谷反弹的过程中，国际主要市场的反弹情况在某种程度上要好于A股市场。A股市场估值相对均值溢价落后于国际主要市场，这在一定程度上反映了国内的政策调整以及经济结构调整的约束，但从A股与国外主要市场尤其是美国和港股的联动性上来看，相对均值溢价的差距对A股市场估值也具有一定程度支持。

比较A股市场与美国市场各行业估值差异，我们发现国内的机场、通信运营、林业和房地产行业被绝对低估，而银行、铁路运输、家用电器、零售、交运、餐饮被相对低估，食品饮料相对合理。

图 14: 国际指数相对均值溢价比较显示 A 股市场处于较低水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、市场向上拉力与上行压力因素有哪些？

既然市场下行风险被锁定，那么上行空间自然成为关注重点。从经济基本面、货币与财政政策面、资本市场政策面三个方面分析，市场上行的拉力主要来自财政政策、出口表现、世博会消费热情超预期，但是其中出口表现向好但难超预期、世博会的影响范围有限、财政政策作用效果有待预期，所以股指期货将成为上行拉力中最具发挥空间的因素，带杠杆作用的股指期货推出，可能推动市场超出合理估值预期（3200-3600点）。但是与此同时上行压力是存在的，但是其中加息已经在预期中，而国际板和再融资、解禁既是预期中的问题，也是负面影响有望比预期小的问题，所以房地产调控政策成为上行压力因素中作用力最大的因素。

（一）向上拉力

1、出口上行。三个因素显示出口上行，其中库存回补可能带动出口在上半年超预期增长，但是随着下半年美国经济回归常态，出口增速也将回归常态，全年出口增速可能呈现前高后低的态势：（1）2月份新出口订单PMI指数虽然有所回落，但仍高于50。2月份的指数明显春节因素的影响，我们对PMI指数进行季节调整后发现，2月份的新出口订单指数实际上超过55，显示出口复苏仍力度仍然较强。（2）国外经济库存回补短期有助出口上升。在几大发达经济体中，美国经济在危机调整中更为灵活，其去库存的过程更为强烈，从而库存回补过程也将更为有力，因此美国库存重建的过程对我国的出口有重要的影响。2009年四季度，美国企业去库存的速度开始放缓，为经济环比增长率作出了较大贡献。我们预期美国企业将在今年一季度开始强力的库存回补，并延续至二季度，这一过程将有力拉动我国的出口。随着库存回补的结束，而美国消费支出预期依然疲弱，下半年出口增速将有所回落。（3）东盟已经成为我国的第三大贸易伙伴，根据IMF的最新预测，东盟五国2010和2011年的经济增长率将分别达到4.7%和5.3%，高于发达国家平均水平，东盟国家较高的经济增速有利于我国的出口。

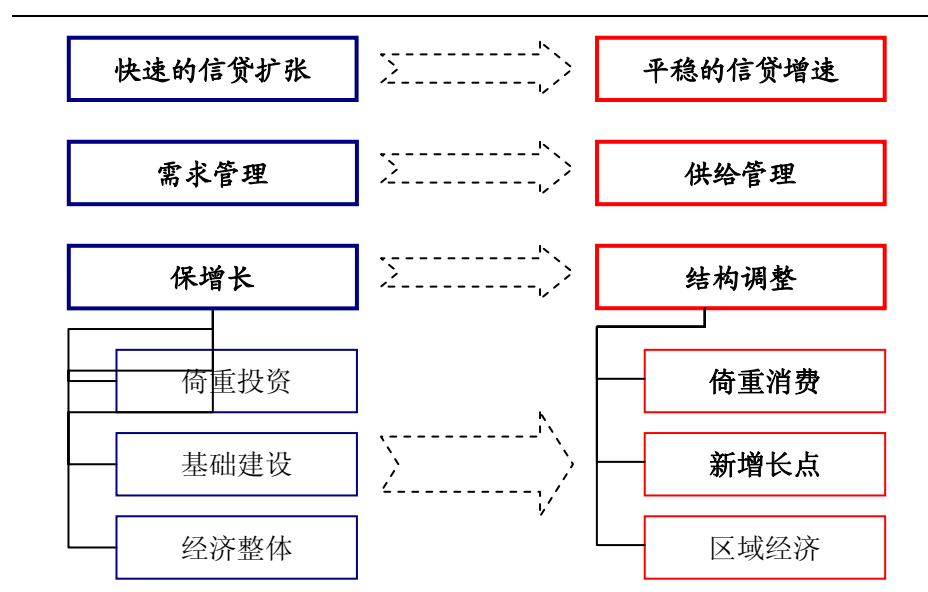
表 7：全球 GDP 增长率（%）与出口弹性

	2000-2008	2007	2008	2009	2010E
全球 GDP 增长率（%）	3.17	3.7	2.06	-2.2	2.7
全球出口增长率（%）	5	6	2	-12	4.3
中国出口增长率（%）	21	20	8	-16	15
全球出口弹性	1.58	1.62	0.97	5.45	1.59
中国出口弹性	6.62	5.41	3.88	7.27	5.56
中国/全球出口增长率	4.2	3.3	4.0	1.3	3.5

数据来源：WTO、世界银行与中国统计局等。2010年全球GDP与出口增长率的数据为世界银行预测的数据。

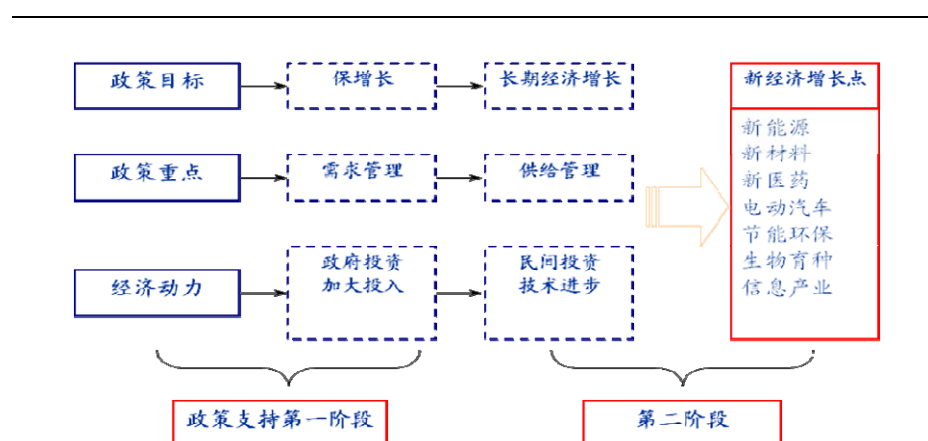
2、经济结构调整政策。本次金融危机促使宏观经济政策产生三个明显的转变：（1）货币政策从扩张到紧缩过度；（2）财政政策从注重需求管理，开始转向注重供给管理；（3）危机倒逼政策对经济结构进行实质性的调整。经济政策目标从保增长向结构调整转移，政策的着力重点将从倚重投资向倚重消费转移，经济增长动力将从倚重政府投资向倚重民间投资和技术进步转移，从资源利用效率和资本利用效率发展趋势上看，估值得以提升，同时政策实施途径的转移，将在短期内为资本市场提供新的阶段性投资机会。其中传统产业整合、新兴产业、消费都将成为投资带来超额回报。

图9：宏观经济政策的转变



数据来源：广发证券发展研究中心

图16：财政政策的两个转变



数据来源：广发证券发展研究中心

3、世博会。世博会的召开将为上海及周边地区制造一个开国以来时

间最长的假日效应，我们分析世博期间参观总人数将达到1亿人次以上，日均接待量约为58万人次，相当于08年5-10月的上海旅游人数增加60%。与世博局所设定的7000万人次目标相比，增量部分主要来自于上海本地游客的出游频次提高以及长三角区域的专程游客数量增量。如果考虑到参展国家增多带动国外参观人数增加、国内黄金周、以及七月份开始的学生暑假等积极因素，世博参观的实际人次可能会更高，从而形成超预期的投资机会。以2003-2008年上海旅游人均消费支出约1500元的标准计算，世博会将产生1600亿元的旅游增加值，以各行业对旅游产业增加值的贡献程度看，零售业、旅馆业、运输业、餐饮业、园林文化业是消费链上最受益的，其中上海本地的零售以及周边的旅游业更可能获取超额收益。

表 8：世博期间参观人数预测

参观者类型	人数（万人次）	比例（%）
总人数	10685	100
入境游客	350	3.3
其中：基本游客	235	67.1
其中：专程游客	115	32.9
国内游客	7710	72.2
其中：基本游客	4310	55.9
其中：专程游客	3400	44.1
本地游客	2625	24.6

数据来源：广发证券研发中心

4、股指期货。从中长期看，经济基本面是决定股市走势的主要原因，股指期货的影响并不明显。而从估值角度来看，股指期货推出是否会影响长期估值水平难以判断。从短期看，不同市场在股指期货推出前后未出现一致的规律性，但从统计数据尤其是新兴市场的统计数据来看，推出前上涨，推出后下跌的可能性较大一些。由此可见，股指期货的推出在短期内很可能会影响到市场估值的波动。从股指期货参与者看，短期以投机为主要目的的参与者远超出以套期保值为目的的参与者，将导致市场更有可能走出超预期的行情，逼空行情远比做空行情成本和风险低。

表 9：股指期货影响的国际表现

期指标的	推出时间	前 1 月	后 1 月	当日	前 6 月	后 6 月	前 1 年	后 1 年
S&P500	1982-4-21	2.62	-0.72	0.24	-3.65	20.17	-13.79	38.31
FTSE100	1984-5-3	-8.37	0.1	0.48	11.81	16.72	12.9	29.42
NIKKEI225	1986-9-3	7.2	-6.84	-1.01	34.51	13.33	46.51	38.61
DAX30	1990-11-23	-2.05	-4.62	-0.85	-19.02	11.42	1.58	7.88
HIS	1986-5-3	13.41	-4.62	-0.29	10.76	22.55	18.85	45.72
KOSPI200	1996-5-3	8.69	-8.97	-0.43	-2.43	-27.81	3.06	-34.11
TWSE	1998-7-21	3.33	-9.26	-1.22	-1.85	-20.34	-19.16	-2.04

S&P CNY NIFTY 2000-6-12 12.29 6.45 -1.82 0.89 -7.43 26.14 -21.75

数据来源: bloomberg, 广发证券发展研究中心

(二) 上行压力

1、通胀压力导致加息。历史上看,我国的几次加息具有以下几个特征:第一,GDP增长率均超过10%,经济存在过热风险;第二,连续加息中,CPI增速均超过3%;第三,从加息的时机选择来看,加息的前瞻性在不断增强。以此判断,二季度开始加息的可能性最大。然而无论央行加息与否,流动性的紧缩已成定局。如果目前央行加息,将直接造成流动性的收缩;如暂不加息,为了收缩流动性必须依靠有力的信贷控制。而另一方面,实体经济在复苏中对资金具有较大的需求:(1)库存回补并扩大投资,需要更多资金;(2)衰退催生技术进步,而技术进步需要资金支持。由于信贷这一融资途径逐步收紧,实体经济的资金需求必须通过资本市场这一途径加以补充,这也加大了A股市场的资金压力。

表10: 历次加息及其经济背景

	加息时期	加息次数	加息幅度	经济背景
1	1993.05~1993.97	2	3.42%	GDP 当季同比增长 14.5%, 全年增长 14%; CPI 增速 14%, 且继续快速上升
2	2004.10	1	0.27%	GDP 增速超过 10%; CPI 增速从 2004 年 3 月期持续超过 3%
3	2006.08~2007.12	7	1.89%	GDP 增速超过 11%; CPI 增速超过 1.3%之后开始加息, 超过 3%之后连续多次加息

数据来源: 广发证券发展研究中心

2、国际板。对比A股与港股长期估值关系以及其与AH溢价指数的关系,发现A股与港股估值有趋同趋势;主要原因除了A股市场投资结构的改善之外,不排除H股的影响。目前来看,A股市场当前估值以及周期均值均要高于主要国际指数。如果发生趋同效应,国际板的创立对A影响走势存在负面效应,可能会影响到A股长期估值,但是从初期看,由于样本量小,更可能走个股的独立行情,而不会影响整体表现。

图17: A股与H股市场估值比较

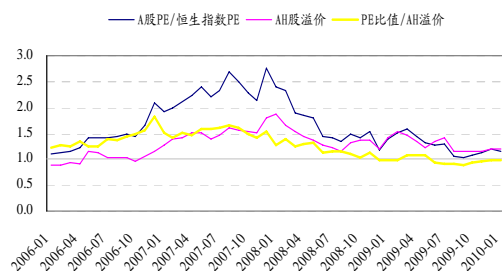
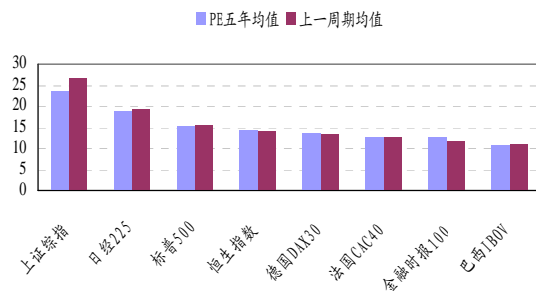


图18: A股估值水平的国际比较

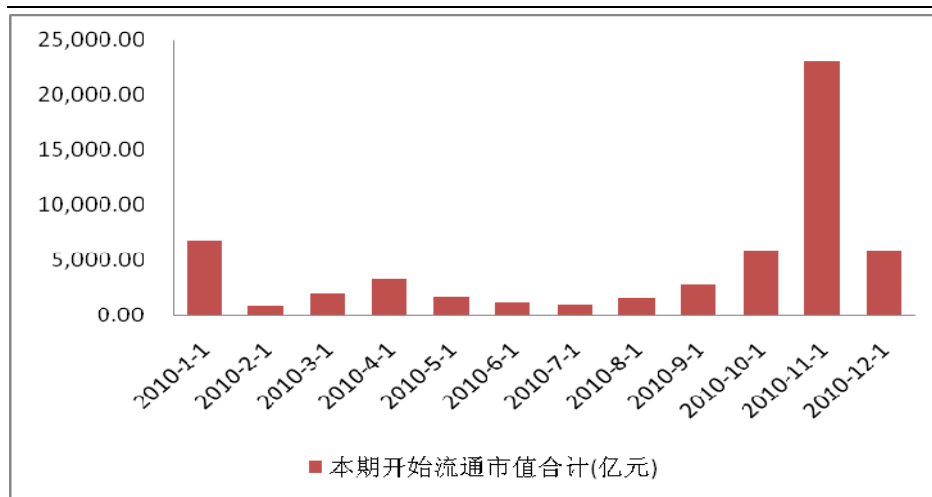


数据来源：广发证券发展研究中心

数据来源：广发证券发展研究中心

3、再融资与解禁。我们研究发现，A股市场融资额度与市场表现成关联关系，特别是其中的IPO、增发，与市场表现成互相关关系，所以考察再融资对市场的影响更应该从额外融资量的因素考虑。今年额外融资量是银行的再融资，根据我们银行业研究员的测算，银行为满足新的资本充足率协议要求，需要再融资的规模超过1000亿，但是从目前实际运行的情况看，多家银行通过H股市场、债券市场、A股市场多渠道解决融资问题，与此前市场预期相比，实际压力会轻许多。另一个供给增加来源是限售流通股的解禁，一方面2010年集中解禁压力大的时间是11月份，对第二季度不构成实际负面影响，另一方面在信贷紧缩和经济结构转型的双重背景下，企业更需要资本市场这个平台进行融资和业务调整，大股东对手中股权的主动抛售意愿呈下降趋势。我们认为这两个方面导致的供给增加对市场虽然形成一定压力，但是压力将远比预期小。

图 19：2010 年限售流通股转无限售流通股（亿元）



数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

4、房地产调控政策。自两会召开以来，万众瞩目的房地产价格加速上升的事实，已经成为众矢之的，政府出面打压价格的形势显得十分迫切。但是当前的价格上升是供需不匹配拉动、通胀预期下的投资拉动还是投机拉动呢？我们没有找到可靠的指标来验证。三种情形导致的结果差异比较大：（1）如果是供需不匹配拉动的价格上升，那么政府管理应从供给入手，加快加大供应量，另一方面就是等待下半年供给上升，这种做法对房地产投资链条上的利益各方影响是正面的。（2）如果是通胀预期下的投资拉动，那么政府管理应从银行信贷入手，通过信贷供给量和利率同时影响供需双方，这种做法对房地产行业的影响负面，对银行业影响中性，对房地产投资的中上游行业影响略偏负面。（3）如果是投机拉动，那么政府管理就应从税收入手，提升投机成本影响回报预期，直接打击投机需求，这种做法

对政府的管理水平和信息可获度要求最高，如果无法清楚界定投机行为的特征，就很有可能同时打击了投机、投资、自住等全方位的需求方，直接抑制了房地产终端需求，从而逆向影响房地产的中游和上游行业，进而对经济增长率形成负面影响，打破经济结构转型所需要的稳定基础，这个结果将对A股市场形成致命打击。我们分析各种可能性，对房地产行业负面影响比较大，但是要发展到对A股市场形成致命打击的可能性仍比较小，其他中间情形实现的可能性则需要紧密跟踪房地产调控措施才能确定。

四、基于估值和超预期因素的行业配置

我们认为第二季度的行情动力来自以下几个方面：第一，此前市场过度反应了政策退出的负面影响以及对经济增长的担忧，估值有向上修正的需要；第二，经济基本面影响存在超预期的因素，其中出口、消费表现亮丽，需求带动的盈利增长趋势和幅度均提升，形成超额收益来源。第三，政策面的影响存在超预期因素，其中经济结构调整实施进度和力度超出预期，股指期货的杠杆也将发挥正面作用。

以上因素将使市场不仅存在确定性收益上升与估值安全边际比较带来的安全收益，同时也将存在政策和经济基本面超预期因素带动估值上升带来的超额收益，从而促使二季度成为安全收益与超额收益并存的投资旺季。为此，我们从“估值安全边际+确定性收益上升”、“收益超预期”、“政策执行力度超预期”三个角度考虑行业配置建议：

- 建议回避房地产行业；
- 超配有色金属、建材、军工机械与铁路设备、电子元器件、世博览会相关的零售与旅游；
- 标配金融、医药、白色家电、钢铁、煤炭。

表 11：行业配置建议

建议超配	理由	建议标配	理由
有色金属	有色金属价格走势持续与股票估值背离；第二季度需求推动的价格上升确定性大；升值利好预期；通胀受益品种。	金融	估值有安全边际；再融资压力可能比预期轻；加息利好；升值预期利好。
建材	估值拐点形成向上趋势；下游需求存在超预期可能；出口拉动的超预期可能性大；节能政策受益品种。	医药	需求持续看好；通胀受益品种；几乎无潜在的负面因素。
军工机械 铁路设备	估值的系统性风险小但个股的估值弹性大；军费开始增加受益品种；行业整合；需求景气度高。	白色家电	需求持续看好；财政政策受益对象；几乎无潜在的负面因素。
电子元器件	进入行业景气周期；出口需求超预期；内需超预期；政策扶持受益品种；估值弹性大。	钢铁	估值有安全边际；矿石价格上涨可转嫁给需求方；第二季度需求推动的价格上升确定性大。
世博会相关的 零售与旅游	参观人数超预期可能大。	煤炭	估值有安全边际；第二季度早情和世博会会使需求可能超预期；通胀受益品种。

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。