

货币变数预期博弈结构性高估

——2009年下半年A股投资策略报告

2009年6月22日

投资要点:

➤ 2009年上半年A股上涨行情40%归结为全球经济复苏预期下的境内外市场联动性,其余则更多的归结为双积极政策下的中国经济自身复苏路径。而其中一个极为重要的市场变量就是货币因素,强信贷周期创造的流动性为通胀预期插上了想象翅膀,从而推动各类市场及大类资产价格的飙升。

➤ 2009年下半年主导市场的力量在经济复苏、积极财政政策的对比中,货币变数更具有超级能量,而货币变数中流动性惯性仍将依然存在,可变之处更将集中于政策导向。在全球低利率、极度宽松的货币政策背景里,以美国为首的经济大国中,任何国家的货币政策导向预期力量都足以彻底改变各类市场的不同走向,颠覆市场已有趋势。各国政府引入通胀预期目标制的调控经济复苏增长政策意向一旦显露,大类资产价格回落、高估值市场的行情调整也就会接踵而至。中国A股市场在经济复苏进入常态、积极财政政策稳定持续、上市公司业绩预期难有根本改善的明朗条件里,极度关注货币变数的一元性更为明显,对本国货币乃至国际货币政策导向预期的反应更会超乎想象,货币变数制导2009年下半年A股高估行情在境内外市场关联中调整的逻辑期待市场验证。

➤ 境内外市场的联动性使得市场更多关注美元货币以及港股的走势:

各国量化货币政策促使银行体系逐渐恢复正常,美元隔夜拆借利率创新低,为美联储适时控制资产规模创造了可能。美元长短债利差扩大,短期仍有扩大可能;但是,未来美联储控制资产规模,届时将导致美元出现阶段性反弹。鉴于美股尤其是港股与A股的联动性,港股处于17倍市盈率的经验高估区间,面临着调整风险。

➤ 中国经济内在修复缓慢的特征使得双积极政策将具有持续性:

先导性行业的好转部分对冲外需的低迷,宏观经济结构性复苏特征明显。货币变数中重要的信贷规模当前呈现双溢出特征,新增信贷规模/GDP大于历史高点;信贷溢出至虚拟市场;信贷规模下半年将延续前高后低的特征,对股市作用力逐渐弱化。

➤ 市场在流动性与估值之间展开博弈:

流动性逐渐弱化以及流通市值逐渐扩张,供求关系逐渐转换。市场自下而上预期09年业绩增速为11-26%、均值19%;市盈率静态28倍;乐观预期在面临微观实体偏中性的业绩数据时,市场将诱发股价调整。

➤ 市场行情展望

市场方向和性质判断,结构性高估值面临货币变数制导形成调整趋势;市盈率与市净率非对称性调整特征不会再创市场新低。

双积极政策在经济复苏初期将得以持续,助推股指从合理估值区间逐渐向高估值区间运行、紧接着进入超调后的市值膨化和结构性泡沫阶段;最后在美元反弹、港股调整、A股供求关系逐渐转换的过程中A股向下纠错,回落至合理估值。因此,未来股市可能将演绎冲高回落的中期调整态势,年末在外需恢复预期下逐步进入顺周期行情。未来合理估

金融与产业研究所策略组

TEL: (021)63367000-269

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址:上海市延安东路45号

20F (邮编 200002)

值区间 2300-2700, 冲高区间可能为 2700-3250、对应静态市盈率为 27-33 倍。

➤ 投资组合:

- 流动性助推结构性高估值背景下市场后续仍将以寻找风格估值、行业“洼地”的行为特征, 关注钢铁、高速公路、造纸、通信运营、航运、机场、银行、电力、医药等。
- 以通胀预期、国内信贷扩张以及经济复苏预期为主要催化剂, 关注通胀预期下的广义资源类个股, 如有色、能源、地产、零售、食品饮料、畜牧等;
- 阶段性调整后市场将逐步进入顺周期行情阶段, 届时可以再度关注投资推动、需求拉动的行业机会, 比如房地产、汽车、新能源、智能电网等结构转型类行业。
- 主题投资: 创业板概念股、军工概念股、区域经济概念股等。

引言：市场演绎逻辑.....	4
一、金融危机渐行渐远.....	5
1、Libor 利差缩小，金融企业扭亏为盈，全球金融体系在恢复.....	5
2、信心在恢复、新兴市场反弹至危机前水平.....	7
二、摇摆 in 通胀预期与美元地位之间的美元走势.....	8
1、利差扩大，通胀预期进一步提升的空间在缩小.....	8
2、大宗商品反弹助推通胀预期，但主因是货币.....	9
3、经验丰富的伯南克有控制联储资产规模的动机和能力.....	11
4、美元阶段性反弹将对股市产生负面影响.....	12
三、港股面临中期调整将对 A 股产生压力.....	13
1、外盘对 A 股影响力在增强.....	13
2、港股面临中期调整.....	14
四、国内宏观经济复苏的结构化.....	15
1、先导性行业部分对冲外需疲弱.....	15
2、内需恢复过程较为缓慢、市场化指标较为疲软.....	16
五、信贷、热钱与股市供求.....	18
1、信贷规模超预期、“双溢出”.....	18
2、金融危机冲击下资本流动.....	20
3、大小非、IPO、国有股转持.....	21
六、A 股估值正在反映着市场乐观预期.....	22
1、A 股估值高企、膨化特征显现.....	22
2、业绩预测的分歧将导致市场带来估值压力.....	24
七、市场将以调整来实现行情周期的轮动.....	24
1、市场运行趋势分析.....	24
A、市场进入了高估值阶段.....	24
B、高估值将在一定时间内得以延续.....	24
C、高估值回落的催化剂.....	25
D、高估值回落的模式——A 股面临的是“PE-Bubble”.....	25
2、市场高估值区间 2700-3250，并将回归至 2300-2700 的合理区间.....	25
八、投资组合.....	26
2009 年下半年行情演绎逻辑图.....	5
图 1：LIBOR 隔夜利差显示银行体系资金充裕程度创历史之最.....	6
图 2：LIBOR(3 月)-OIS 利差显示银行体系信用危机正在快速消散.....	6
表 1：主要银行业绩开始回升，金融危机开始消散.....	7
图 3：美国消费者信心指数、PMI 在回升.....	7
图 4：中国 PMI 指数连续 3 个月站在 50 以上.....	8
图 5：全球股市大幅反弹，新兴市场多恢复至危机前状态.....	8
图 6：欧元、美元长短期利差的扩大表明通胀预期正在加强.....	9
表 2：大宗商品大幅度反弹.....	10
图 7：油价上涨更多源自美元贬值而非供求以及库存.....	10
图 8：美联储维持低利率水平的的时间区间不会太长.....	11
图 9：美联储扩张资产规模的特征表明，具有快速回笼流动性的能力.....	12

图 10: 美联储资产扩张并未带来消费信贷的好转	12
图 11: 联储资产规模与道指的方向关系	13
图 12: 美元波动对资源股的估值压力	13
图 13: 境内外市场联动性在加强, 外盘对 A 股的影响力占四成	14
图 14: 港股处于市盈率泡沫中, 面临中期调整压力	14
图 15: 汽车地产相继快速回升, 对冲经济下行空间	15
图 16: 出口持续低迷, 零售维持中速增长	16
图 17: 固定资产投资超高速增长, 新增固定资产增速有回调趋势	16
图 18: 表现不甚理想的钢价、发电量、国内航运价以及财政收入, 显示复苏的结构性	17
图 19: 本轮信贷规模/GDP 比值将远超历史数据	19
表 3: 2009 年信贷规模模拟	19
图 20: 本轮信贷扩张中 (M2%-M1%) 为正	19
图 21: 热钱创纪录的涌入香港市场	20
图 22: 热钱开始流入国内	21
图 23: 大小非解禁月序列图	22
表 4: 全球股市估值横向比较	22
表 5: 三时点 (2007 年 5 月 29 日、2007 年 10 月 19 日、2009 年 6 月 17 日) 估值水平的比较	23
图 24: 基于 2005 年前上市公司的整体法市盈率表明估值偏高	23
表 6: WIND 系统内八家券商研究员报告的 2009 年、2010 年业绩预测	24
表 7: 上市公司业绩模拟预测	25
附录: 上证部分 A 股 (54 只) 的预测值以及对应的指数点位贡献率	26

引言：市场演绎逻辑

金融危机冲击下, 全球资本市场经历了坠崖式的回落。2008 年底开始, 新兴市场股市率先出现反弹, 并逐渐从新兴市场扩散到了全球资本市场。A 股市场在中国经济自身复苏轨迹以及全球股市反弹进程的双重作用下也逐级向上拓展, 出现了较大级别的反弹; 在政策刺激以及流动性的支撑下, 驱动市场上涨的显性特征也由超跌反弹拓展到经济复苏预期、通货膨胀预期, 甚至滞胀预期, 并逐步实现了市场合理估值水平的回归。

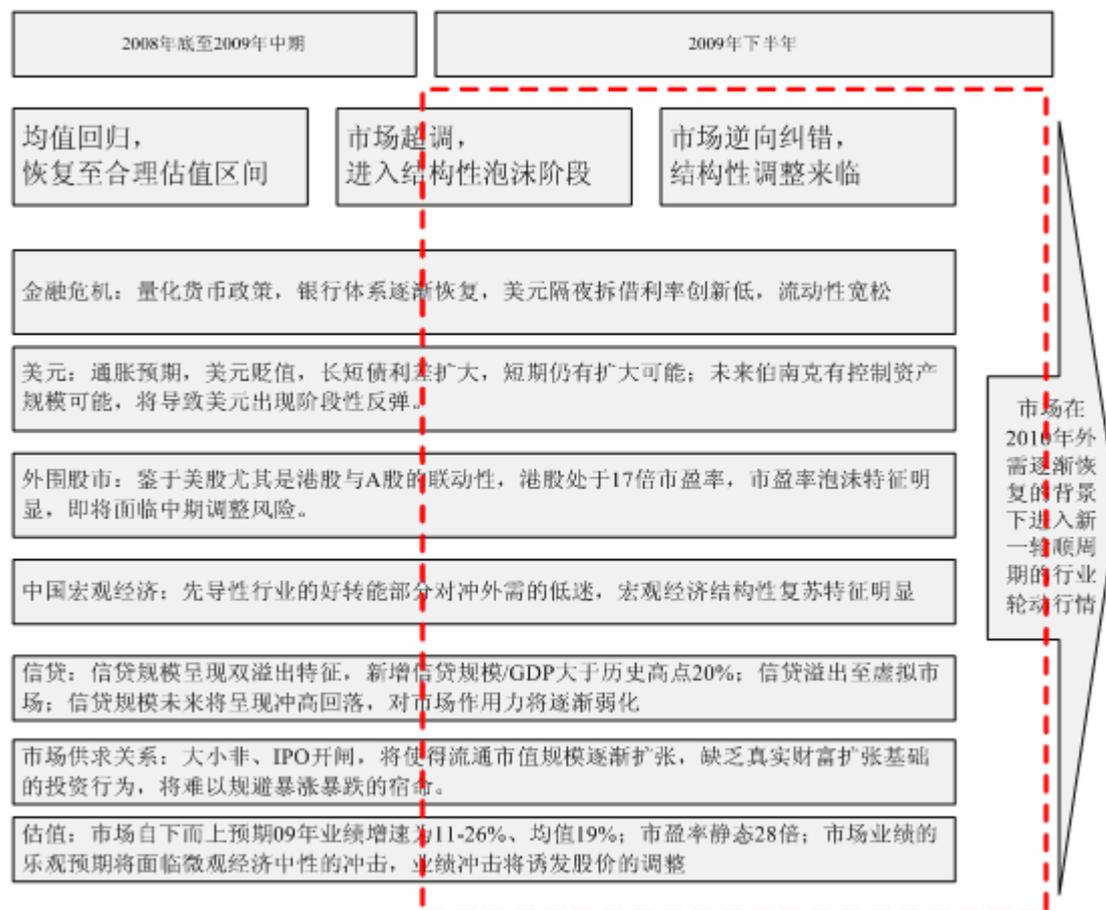
细解 A 股延续至今的大级别反弹, 我们认为, 在经济全球化与金融自由化的作用下, 全球经济周期同步性趋势在加强, 全球股票市场的联动性特征也日益显著; 2009 年上半年 A 股上涨行情 40% 归结为全球经济复苏预期下的境内外市场联动性, 其余则更多的归结为双积极政策下的中国经济自身复苏路径。而其中一个极为重要的市场变量就是流动性因素, 强信贷周期创造的流动性为通胀预期插上了想象翅膀, 从而推动各类市场及大类资产价格的飙升。

2009 年年度策略报告, 我们认为基于绝对估值的吸引力, 2000 点以下适合加仓; 在结构与内需“初醒”的催化下, 在市场内在的均值回归力的作用下, 市场合理的估值区间为 2300-2700。当下, 市场估值水平已经恢复到了经济复苏阶段合理估值的上轨区域, 后市面临着两种选择: 一种是市场以时间换空间的形式来迎接经济复苏、上市公司业绩的恢复, 最终以业绩支撑估值、估值带动股指运行的特征来实现股市的由熊转牛; 第二种是以股票市场较为常见的运行方式, 即“超跌反弹—回归合理—超调至高估—向下纠错调整”的完整运行周期来实现股市的轮回。未来的行情演绎将在 A

股市场自身的复苏路径与境外大类资产(汇率、股市、商品、利率、利差等)的变动之间形成平衡，并选择合适的运行路径。我们认为，市场正以第二种运行的方式在演绎。

2009年下半年主导市场的力量在经济复苏、积极财政政策的对比中，货币变数更具有超级能量，而货币变数中流动性惯性仍将依然存在，可变之处更将集中于政策导向。在全球低利率、极度宽松的货币政策背景里，以美国为首的经济大国中，任何国家的货币政策导向预期力量都足以彻底改变各类市场的不同走向，颠覆市场已有趋势。各国政府引入通胀预期目标制的调控经济复苏增长政策意向一旦显露，大类资产价格回落、高估值市场的行情调整也就会接踵而至。中国 A 股市场在经济复苏进入常态、积极财政政策稳定持续、上市公司业绩预期难有根本改善的明朗条件里，极度关注货币变数的一元性更为明显，对本国货币乃至国际货币政策导向预期的反应更会超乎想象，货币变数制导 2009 年下半年 A 股高估值行情在境内外市场关联中调整的逻辑期待市场验证。基于对 2700 点上方股市结构性高估的成因、催化剂以及调整模式的判断，我们维持合理估值区间 2300-2700 的判断，市场可能上探的区间为 2700-3250，但在业绩真实释放之前将会阶段性的回归至合理估值区间，完成调整。

2009 年下半年行情演绎逻辑图



一、金融危机渐行渐远

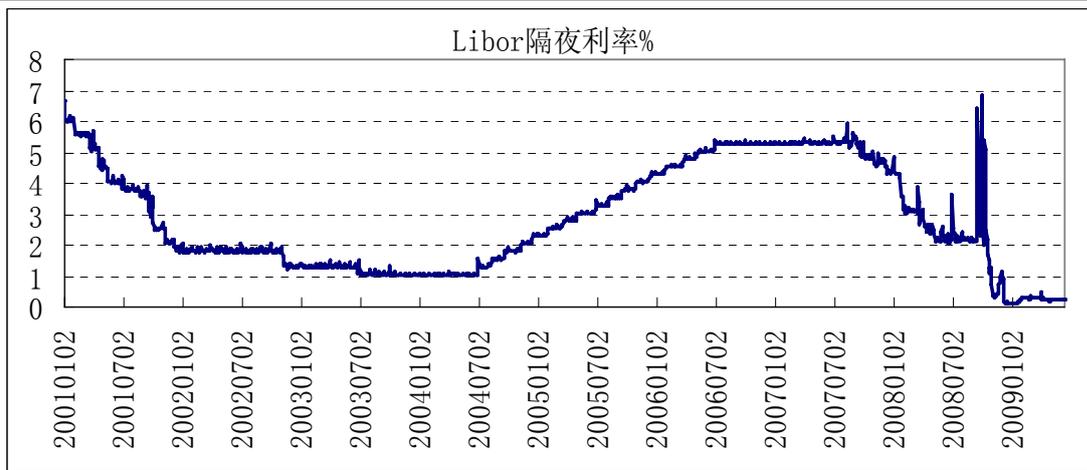
1、Libor 利差缩小，金融企业扭亏为盈，全球金融体系在恢复

金融危机下，各国央行降低利率水平，量化投放货币，整个银行体系的流动性逐渐恢复乃至充

裕。充裕的流动性降低了银行同业间的信用风险，同业市场已接近恢复至金融危机前的水平。从 Libor 利率数据来看，美元隔夜拆借利率随着联储的降息，隔夜利率在经历了 2008 年 9 月中下旬 6% 左右的高位后快速回落，当前利率水平已经降至 26BP 左右，与联邦基准利率之间接近平衡；同时，反应银行间短期信用风险的 Libor3 月利率与联储基准利率的利差数据，也已经恢复至金融危机前 2007 年的水平，利差维持在 40BP 左右。

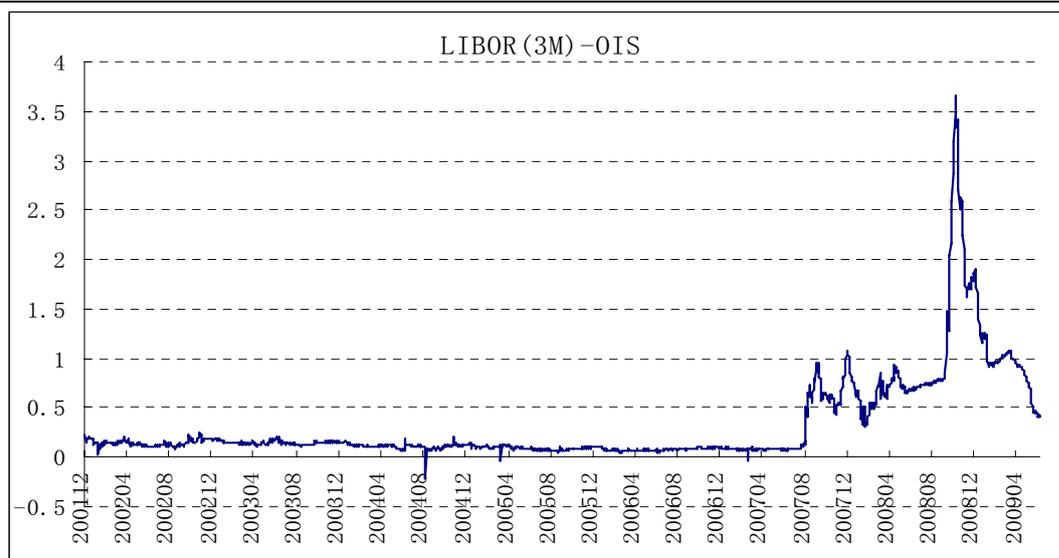
定量宽松的货币政策下，利率、利差水平的逐渐恢复，显示出银行间信用风险的正常化；同时，全球主要金融企业业绩也表现出了扭亏为盈的态势，美国银行、富国银行、花旗集团等大型金融企业 2009 年 1 季报的业绩出现了较大的改善。两者表明了全球金融体系在恢复，银行体系随着业绩的改善逐渐修复资产负债表，金融危机渐行渐远。

图 1: LIBOR 隔夜利差显示银行体系资金充裕程度创历史之最



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所；

图 2: LIBOR(3月)-OIS 利差显示银行体系信用危机正在快速消散



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所；

表 1: 主要银行业绩开始回升, 金融危机开始消散

名称	2009Q1 净利润(百万美元)		2008Q4 净利润(百万美元)	
	日期	净利润	日期	净利润
花旗集团	2009-3-31	1593	2008-12-31	(17263)
Regions 金融	2009-3-31	77	2008-12-31	(6218)
五三银行	2009-3-31	50	2008-12-31	(2142)
M&T 银行	2009-3-31	64	2008-12-31	102
北方信托	2009-3-31	162	2008-12-31	342
SunTrust 银行	2009-3-31	(815)	2008-12-31	(348)
PNC 财务服务	2009-3-31	526	2008-12-31	(248)
纽约银行	2009-3-31	369	2008-12-31	61
BB&T 公司	2009-3-31	312	2008-12-31	305
摩根士丹利	2009-3-31	(177)	2008-11-30	(2295)
道富集团	2009-3-31	476	2008-12-31	87
高盛	2009-3-27	1814	2008-11-28	(2121)
富国银行	2009-3-31	3045	2008-12-31	(2734)
美国运通	2009-3-31	437	2008-12-31	240
US Bancorp 公司	2009-3-31	529	2008-12-31	330
美国银行	2009-3-31	4247	2008-12-31	(1789)
摩根大通	2009-4-30	2141	2008-12-31	702

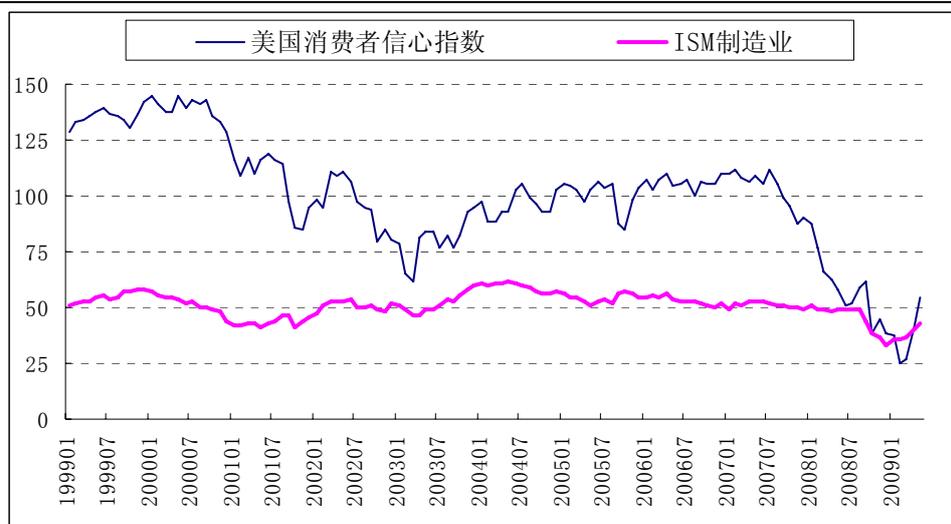
数据源自彭博, 东北证券金融与产业研究所;

2、信心在恢复、新兴市场反弹至危机前水平

实体经济在各国财政以及货币政策的推动下, 信心得到了极大的恢复。美国消费者信心指数由 25 恢复至 50 以上, ISM 制造业指数也逐渐恢复至接近 50 的水平。以中国为代表的新兴经济体信心恢复更为迅捷, 中国官方 PMI 指数已经连续 3 个月站上 50、里昂 PMI 指数也连续两个月站在 50 以上, 这表明全球主要经济体参与者的信心在经历了雪崩之后正在逐渐恢复。

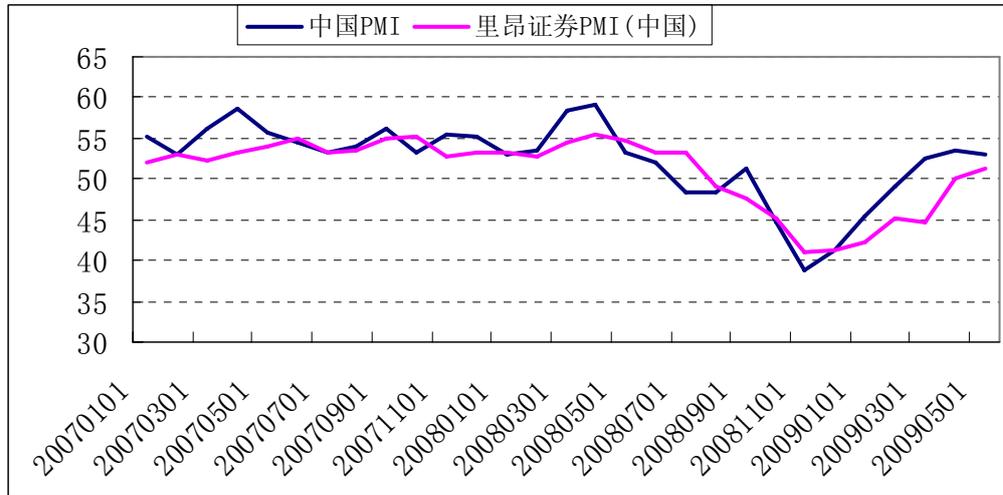
微观实体信心的恢复, 使得资本市场也出现了大幅度的反弹。其中新兴市场反弹的力度最大, 主要新兴经济体的股市年初以来反弹的力度多在 50% 以上, 基本恢复至金融危机前的股指水平。信心在流动性支撑下将虚拟资产进行了充分的推升。

图 3: 美国消费者信心指数、PMI 在回升



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所；

图 4：中国 PMI 指数连续 3 个月站在 50 以上



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；

图 5：全球股市大幅反弹，新兴市场多恢复至危机前状态

点数: 90 指数		回报周期: 10	地区: 4	基本货币: USD	调整? N
表现最佳指数		1 秘鲁利马综合指数			100.05
主要股票指数		2 俄罗斯 RTS 指数 (美元)		77.53	
未调整货币		3 越南证交所指数		61.99	
开始日期 截止日期		4 孟买 SENSEX 30 指数		60.31	
12/30/08 - 6/11/09		5 雅加达综合指数		55.05	
		6 上证综合指数		53.56	
		7 阿根廷 Merval 指数		53.29	
		8 乌克兰 PFTS 指数		47.88	
		9 科伦坡全部股指		46.67	
		10 台湾证交所加权股价指数		43.04	
		11 斯洛伐克股票指数		-1.14	表现最差指数
		12 道琼斯工业平均指数		-0.43	
		13 瑞士市场指数		-1.77	
		14 达卡证交所指数		-1.87	
		15 马耳他证交所指数		-4.02	
		16 尼日利亚证交所指数		-9.16	
		17 巴林证交所全部股票指数		-11.28	
		18 博茨瓦纳国内公司指数		-12.60	
		19 OMX 里加指数		-15.49	
		20 肯尼亚内罗毕证交所指数		-16.13	

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 45 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2009 Bloomberg Finance L.P.
SH 171083 6458-1288-1 11-Jun-2009 14:20:18

数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所；

二、摇摆 in 通胀预期与美元地位之间的美元走势

1、利差扩大，通胀预期进一步提升的空间在缩小

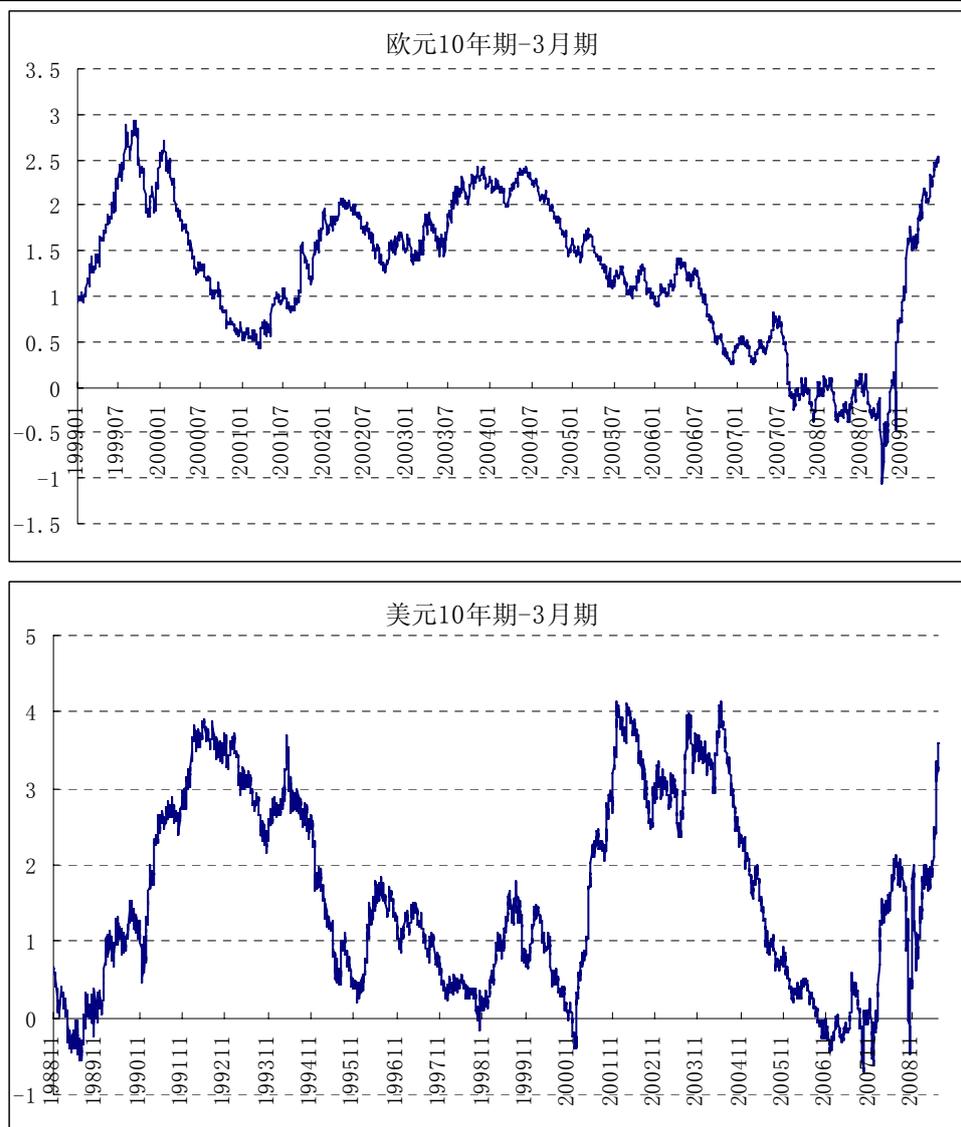
量化宽松货币政策在激活金融体系的同时，通胀预期也正在形成。一种货币长短期利差通常蕴含着对时间价值、通货膨胀的预期，目前欧元、美元中长期利差出现了快速的飙升，10 年期与 3 月期

的欧元利差升至 2.5%，已经超过 2002 年全球低利率时期的利差水平，但是离 1999 年时期的接近 3% 的利差还有些距离；同理，10 年期与 3 月期的美元利差已经升至 3.5% 左右，但是离前期 1999 年、2002 年的两次 4% 左右的利差高点还有些距离。

利差的上升一方面表明了通胀预期的增强，另一方面也构成了汇率的波动。从欧元与美元利差来看，我们认为欧元的长短期利差继续扩大的空间在缩小，而美元还有一定的扩大空间，这将构成美元对欧元利差的扩大，另一方面也暗含着短期内通胀压力将还会存在、美元还存在微小的贬值空间。

因此，从欧元、美元长短期利差的趋势来看，短期内美元依然存在微小的贬值空间，对通胀预期存在一定的支撑；但是中期来看，随着利差的收缩，美元却存在着阶段性的升值可能，这是一个大概率事件。

图 6：欧元、美元长短期利差的扩大表明通胀预期正在加强



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所；

2、大宗商品反弹助推通胀预期，但主因是货币

在全球流动性的支撑下，全球大宗商品与股票市场同步进入了价值回归之旅，最近三个月来能

源、有色金属等资源价格出现了 50% 左右的反弹。除了超跌反弹的缘故，更多的在于货币的因素，更多的体现为美元贬值带来的美元资产的回升。以石油价格为例，当前美国石油库存是 3.7 亿桶左右的水平，处于 1990 年以来的历史高位区间；同时，根据 OPEC 的预测数据显示，石油供给出现的是正缺口，总体而言，石油供给要大于需求。

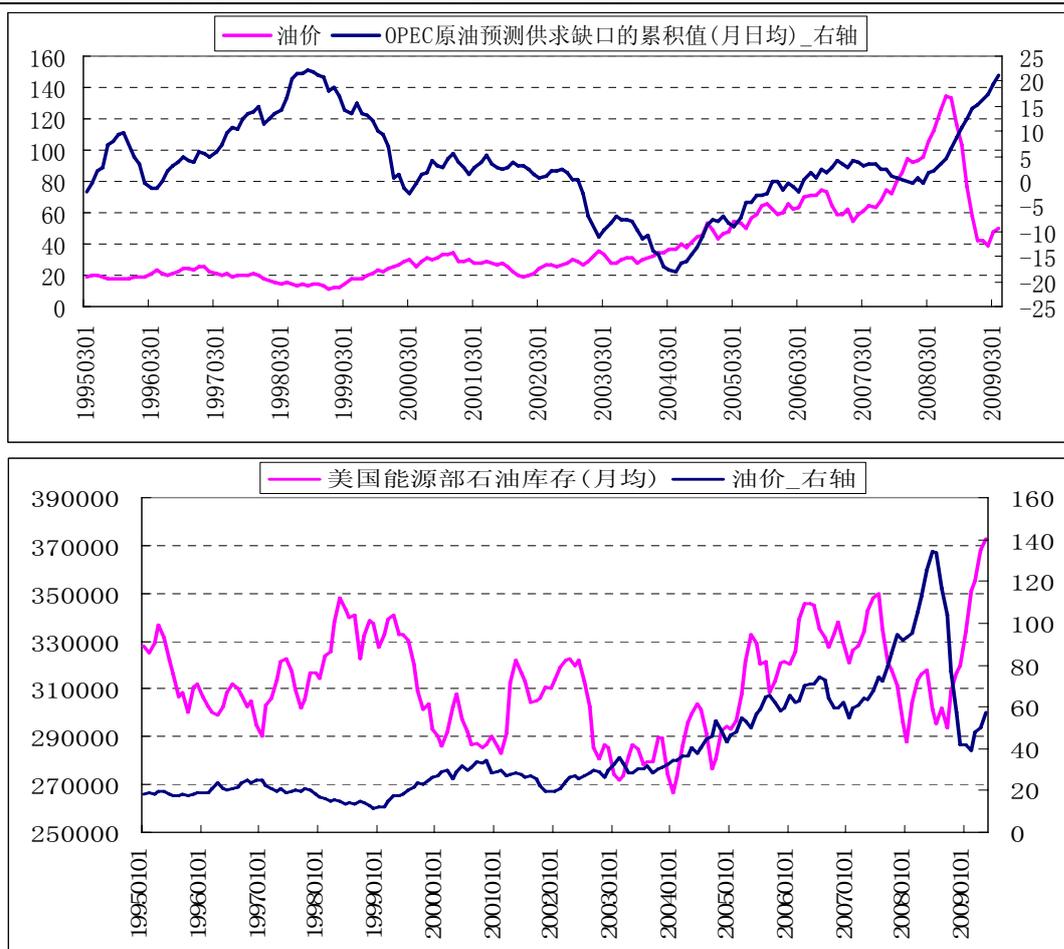
在全球经济复苏初期，大宗商品的快速上涨更多的是货币因素而非基本面因素，因此，需要警惕期间美元的波动。美元未来的阶段性反弹将对大宗商品造成一定的调整压力。

表 2：大宗商品大幅度反弹

大宗商品市场	最新价	最近 1 月涨幅%	最近 3 月涨幅%	1 月前价格	3 月前价格
BDI 指数现货	3452	55.92	50.22	2214.00	2298.00
CRB 指数	260.87	7.53	28.19	242.60	203.50
WTI 原油期货	73.49	22.02	62.27	60.23	45.29
NYMEX 煤炭期货	52.28	10.53	11.14	47.30	47.04
COMEX 黄金期货	959	4.62	4.84	916.90	915.00
伦敦锌期货	1618	4.35	28.18	1550.50	1262.25
伦敦锡期货	15775	12.24	40.85	14055.00	11200.00
伦敦铜期货	5166	10.26	39.04	4685.00	3715.25
伦敦镍期货	14903	13.91	50.25	13083.00	9919.00
螺纹钢	3887.00	6.52	#VALUE!	3649.00	#N/A N/A
线钢	3776.00	6.52	#VALUE!	3545.00	#N/A N/A

数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所；

图 7：油价上涨更多源自美元贬值而非供求以及库存



数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所；

3、经验丰富的伯南克有控制联储资产规模的动机和能力

从 1971 年以来的美联储经验来看，联储维持一个低利率的时间区间一般不会太长，比如 1993 年 3% 的低利率维持了 1 年半时间、2003 年起的 1% 的低利率维持的时间在 1 年；本次从 2008 年 12 月开始降息至 0.25%，迄今已经持续了半年有余了，目前联邦利率期货显示市场预期联储在年底有可能加息以便回笼流动性，其概率在 70% 以上。

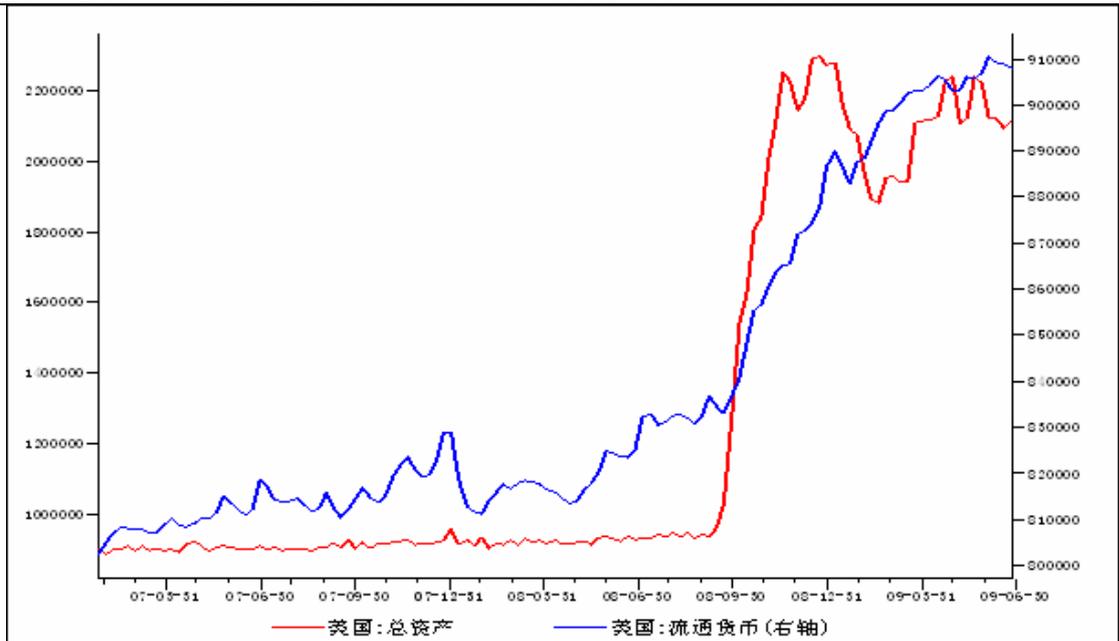
我们认为，美联储收缩资产规模将是必然的。逻辑上，伯南克不能听任通货膨胀预期恶化。实际上，美联储的宽松货币政策也已经导致了流动性在银行体系反弹，Libor 隔夜拆借利率已经接近联储基准利率了，表明目前已经没有再大量投放货币的动因了。而且，金融危机后，美联储扩张货币经历了两个阶段，第一阶段资产规模从危机前的 9 千亿扩张到 2.2 万亿以上；目前联储已经进入了第二阶段，就是由单向扩张资产规模转变为维持资产规模，从 2008 年底开始，美联储不再扩张资产负债表规模了。联储收缩流动性，除了前述的必然性以及可能性，还有一个条件是联储资产规模的扩张并未体现在流通货币 M0 的大规模扩张；相对同期资产总规模的倍增，流通货币只是从危机前的 8100 亿扩张到了 9100 亿，只是扩张了 11% 左右，因此，未来联储只要通过减持各类权益就能比较迅速的为联储资产负债表瘦身。

图 8：美联储维持低利率水平的时间区间不会太长



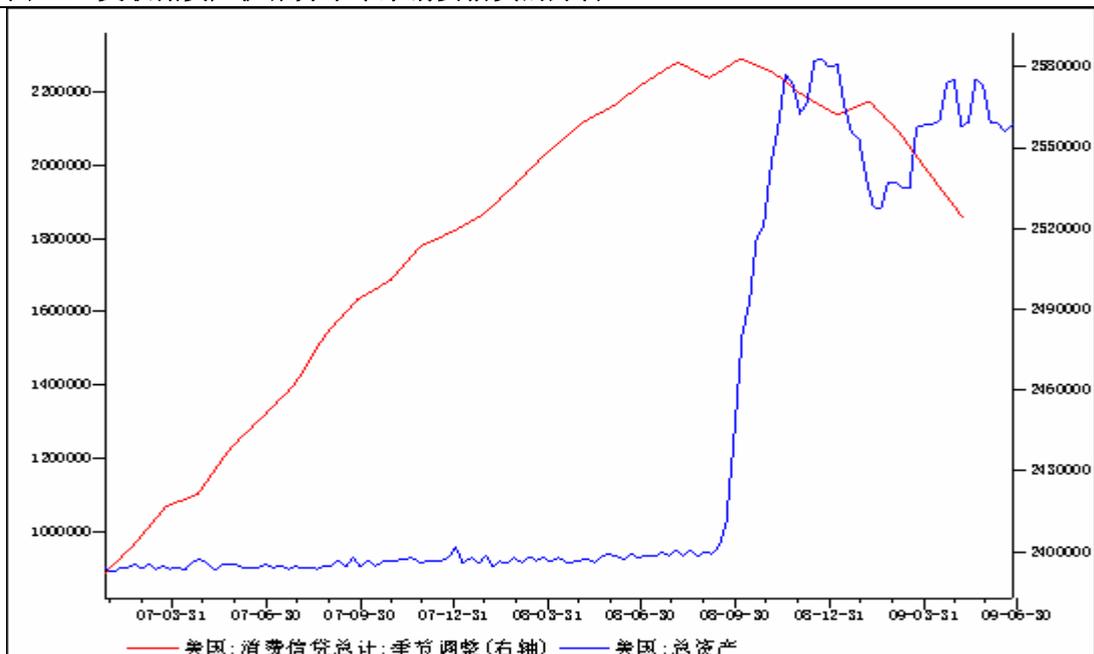
数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所；

图 9：美联储扩张资产规模的特征表明，具有快速回笼流动性的能力



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；

图 10：美联储资产扩张并未带来消费信贷的好转



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；单位：百万美元。

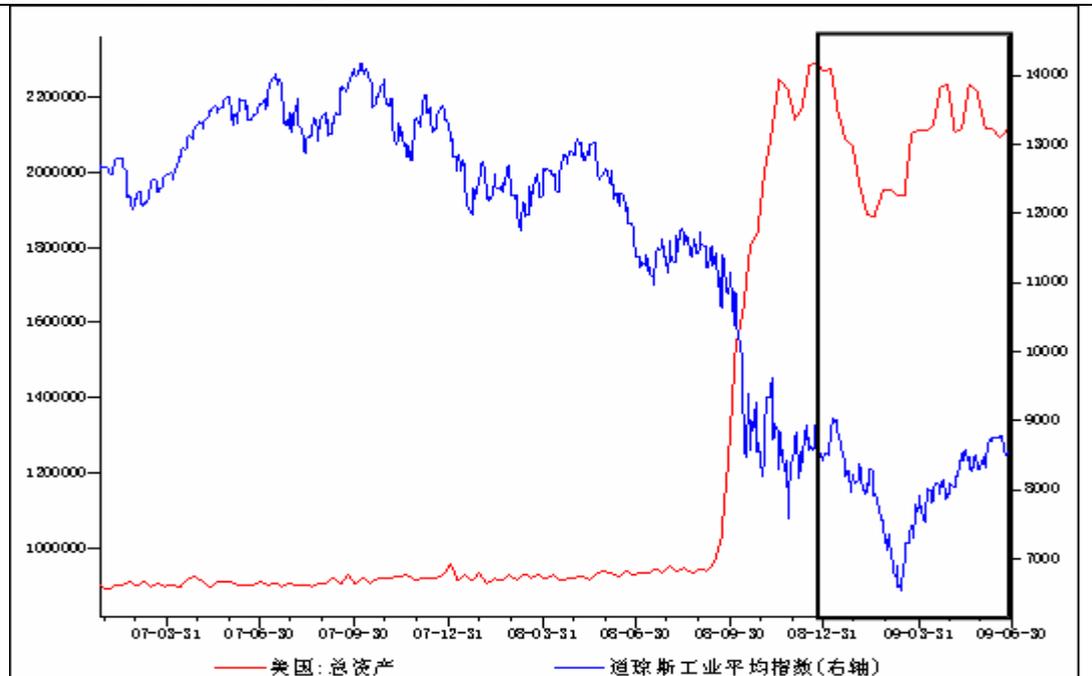
4、美元阶段性反弹将对股市产生负面影响

当前，美联储扩张资产负债表已经进入了第二阶段，即由金融危机前 9 千亿的规模单向扩张至 2.2 万亿以上，演变为 2009 年以来联储资产规模的区间震荡。在美联储资产规模的收缩扩张过程中

恰恰伴随着美元的升值贬值，并对应着美股的下跌与上涨，却也对应着新兴市场的涨跌。

对于 A 股，美元走势除了通过影响国际资本在新兴市场与成熟市场之间的流动外，还将通过影响大宗商品市场来作用到 A 股。因为，A 股中 20% 的权重为石油、煤炭、有色等资源股，因此，美元的反弹将会制约资源股的表现，并可能导致市场整体的回调。

图 11：联储资产规模与道指的方向关系



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；单位：百万美元。

图 12：美元波动对资源股的估值压力

板块名称	市盈率上年年报 20090617	市净率当年一季 20090617	流通 A 股市值 20090617 (亿)	总市值 20090617 (亿)	比例
煤炭开采 II	18.75	3.47	2967	10195	5.31%
石油开采 II	22.34	3.14	561	22499	11.72%
有色金属	103	4.61	4037	7589	3.95%
全部 A 股	28.36	3.15	85614	191991	100.00%

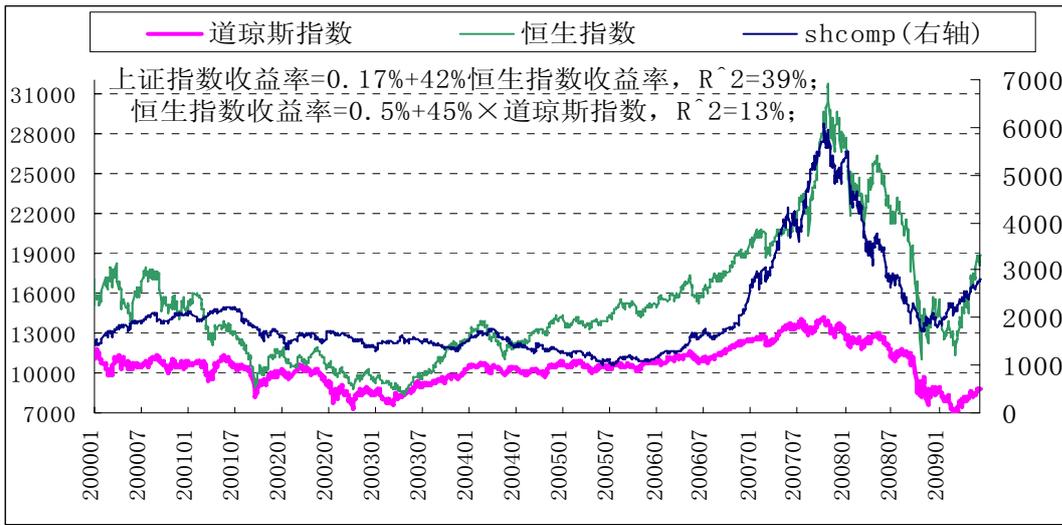
数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；

三、港股面临中期调整将对 A 股产生压力

1、外盘对 A 股影响力在增强

当前全球经济周期同步性特征趋于一致，各国股市的联动性在加强。A 股市场与境外股市之间的联动性特征更为明显，A 股与港股美股呈现着比较强的正相关性，本轮反弹行情以来 A 股上涨的一大动因就是全球经济复苏，在此基础上，我们发现外盘对 A 股的影响力大致在 40%，因此，外围股市尤其是港股的波动对 A 股将产生比较明显的冲击。

图 13: 境内外市场联动性在加强, 外盘对 A 股的影响力占四成

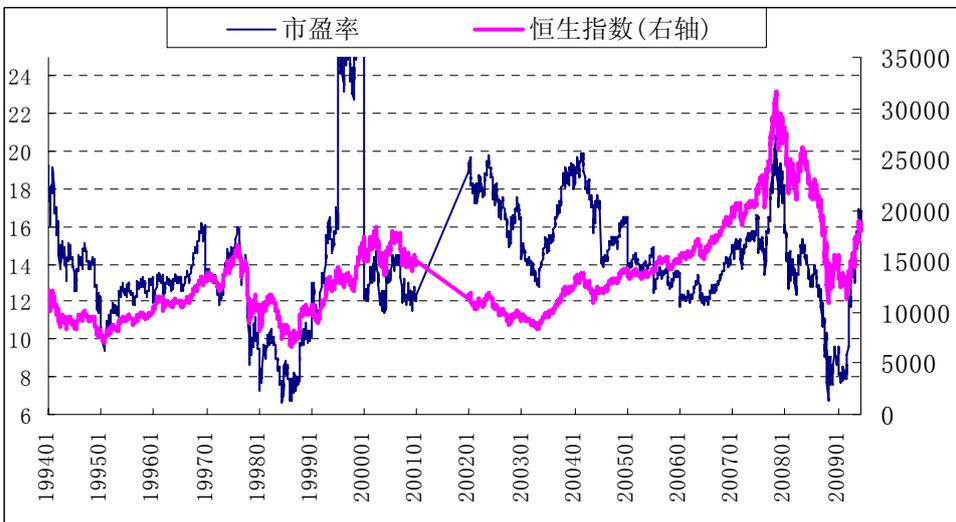


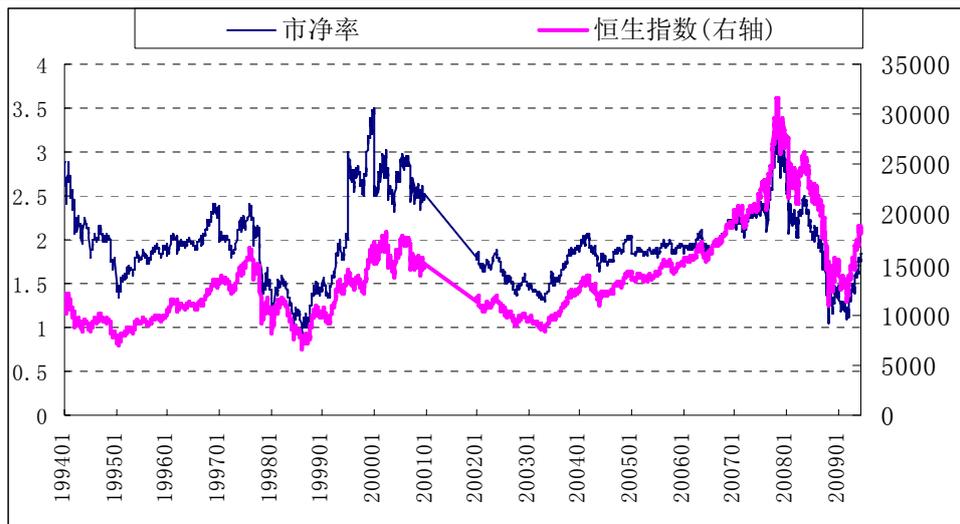
数据源自彭博, 东北证券金融与产业研究所; 回归模型数据周期取年初反弹以来。

2、港股面临中期调整

香港股市受美股的影响较大, 是一个波动较大的市场, 但是港股的估值水平却呈现出相对稳定的一方面。港股历史的平均市盈率水平在 14 倍左右, 同时港股在 18 倍以上则随时面临着估值的向下回调。当前恒生指数估值水平为 17 倍(恒生指数 19000 点), 考虑到二季度业绩同比的向下修正, 因此, 恒生指数在 19000 点已经处于泡沫期, 且随时面临着估值诱发的中期调整。港股的回调将会对 A 股产生冲击。

图 14: 港股处于市盈率泡沫中, 面临中期调整压力





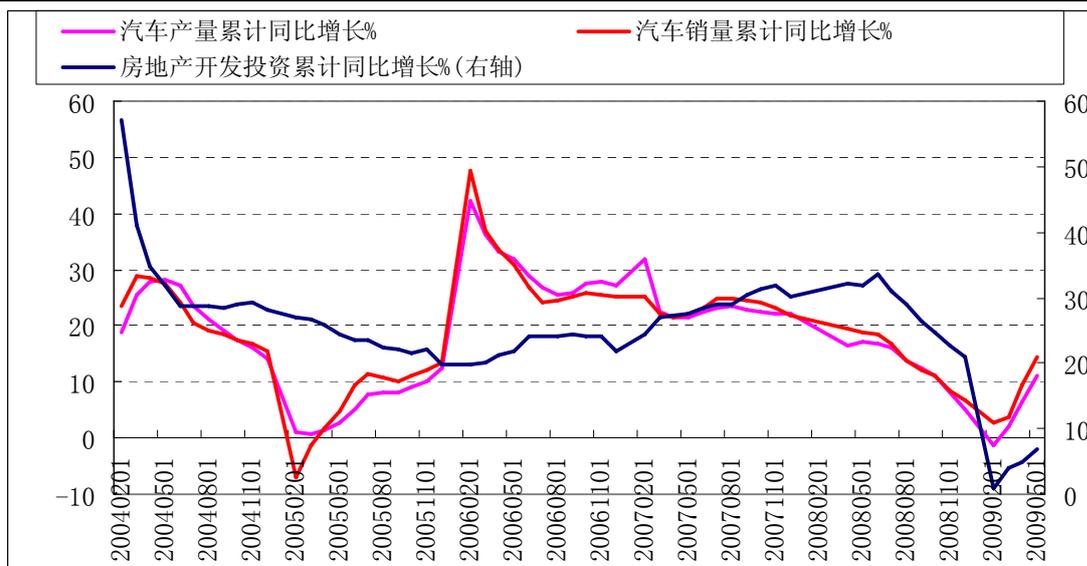
数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所

四、国内宏观经济复苏的结构化

1、先导性行业部分对冲外需疲弱

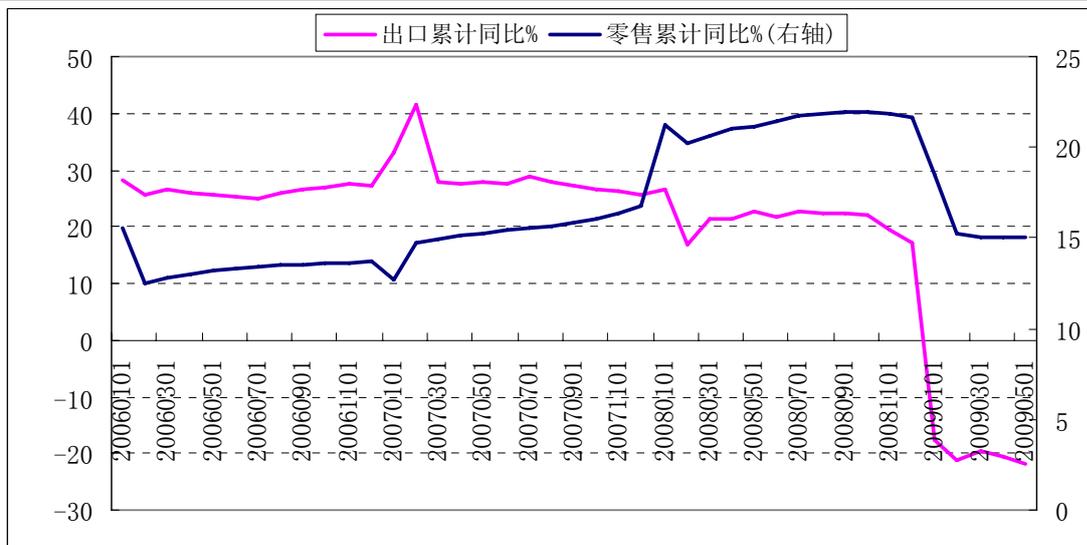
实体经济由于外需恢复的乏力，经济复苏道路较为曲折，“三驾马车”表现各异，一些市场化的经济指标(比如钢价、发电量、运价指数、财政收入等)依然比较低迷。全球金融危机冲击下，2009 年全球经济将面临二战以后最为严重的衰退和经济萎缩。中国经济 2009 年第 1 季度 GDP 创出本轮经济周期的低谷(6.1%)后逐步企稳，且有望在 2009 年中期以后开始缓慢复苏。在这一阶段由于全球经济尚未出现实质性改善，金融危机冲击仍向实体经济进行扩散，中国经济在宏观经济政策的刺激下处于内在修复筑底阶段，实体经济指标仍存在不稳定和反复状态，由于外需的滞后，经济难以实现 V 型复苏。

图 15：汽车地产相继快速回升，对冲经济下行空间



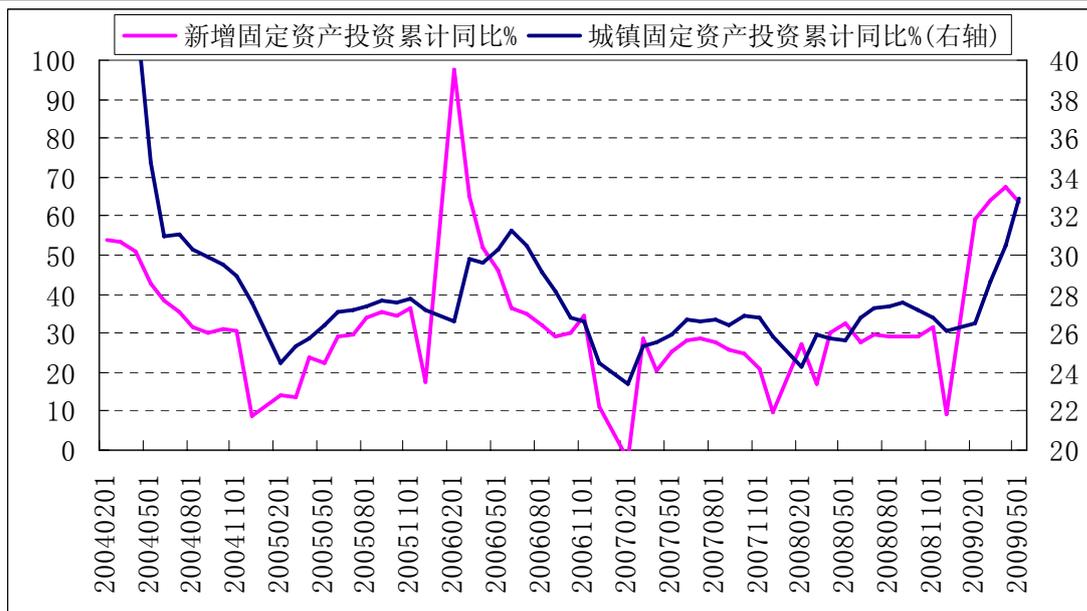
数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；

图 16: 出口持续低迷, 零售维持中速增长



数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所;

图 17: 固定资产投资超高速增长, 新增固定资产投资增速有回调趋势



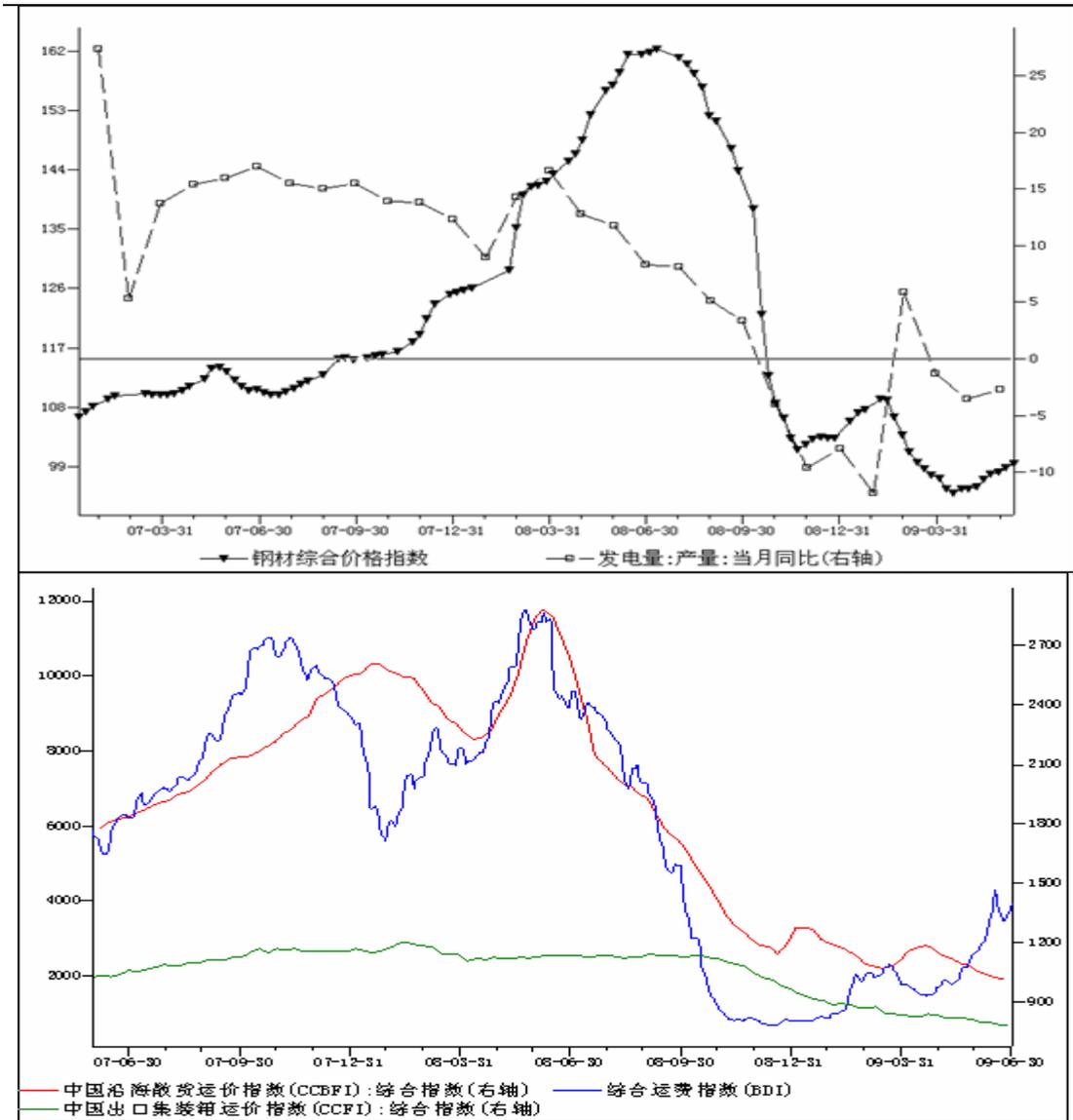
数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所;

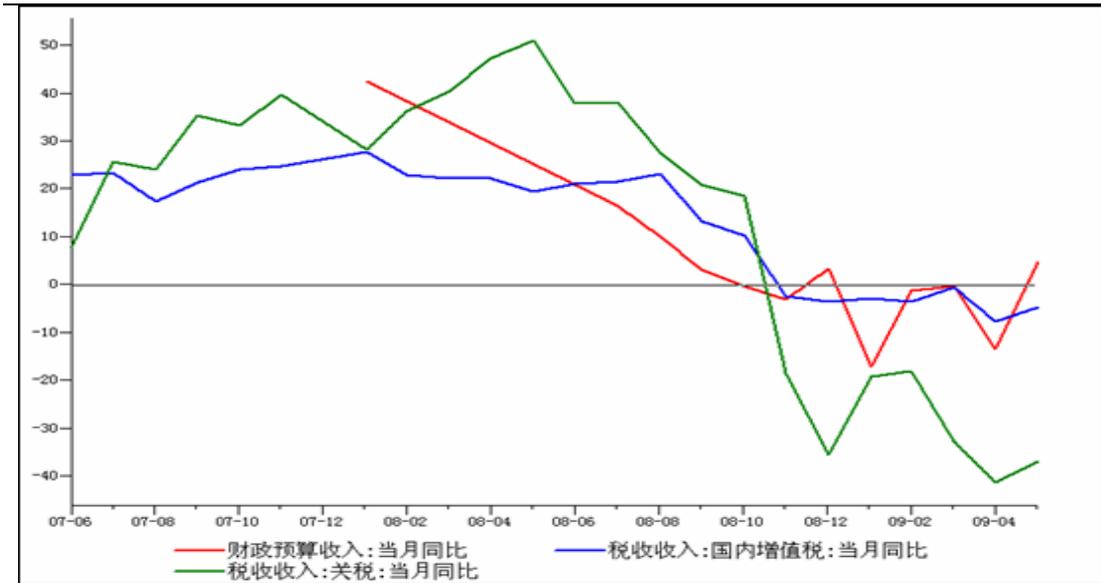
2、内需恢复过程较为缓慢、市场化指标较为疲软

尽管我们看到投资的超常规扩张以及汽车房地产的恢复, 但是一些市场化的指标显示中国经济复苏之路较为缓慢。钢材价格依然处于低位反弹, 发电量连续 3 个月负增长; 反映国内贸易状态的内河干散货运价指数依然处于下行通道中, 整个财政收入虽然 5 月份转正, 但是主要的增值税与关

税依然呈现着负增长。种种迹象表明，中国经济复苏过程较为缓慢，难以实现 V 型反转。

图 18：表现不甚理想的钢价、发电量、国内航运价以及财政收入，显示复苏的结构性





数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

五、信贷、热钱与股市供求

1、信贷规模超预期、“双溢出”

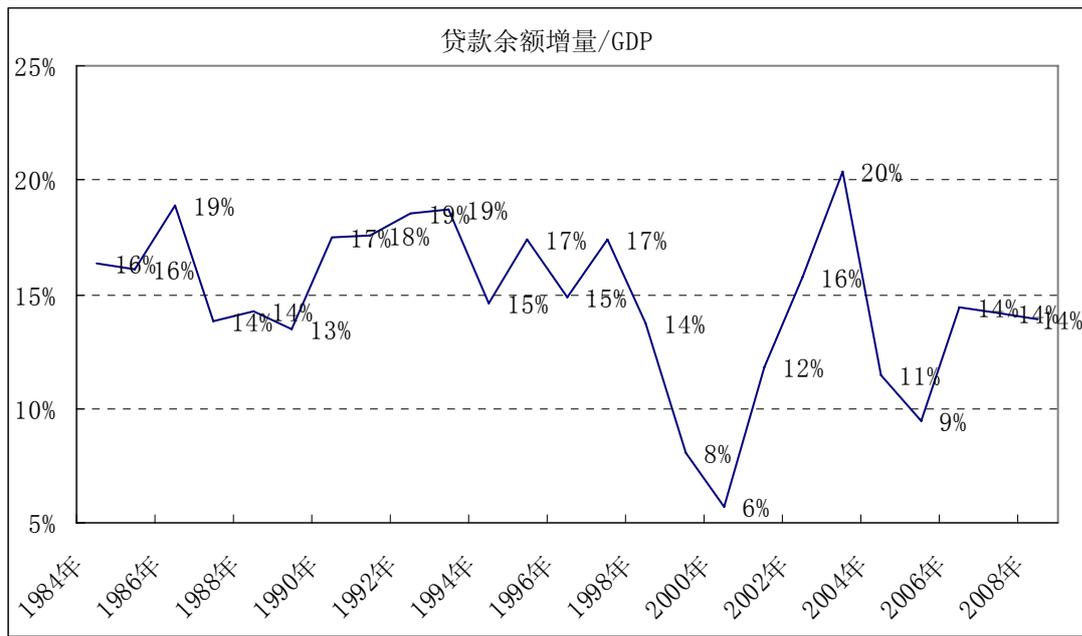
以投资为主导的中国经济，信贷规模及投向决定了经济的发展以及股市的走向。当前信贷规模呈现出双重溢出的特征。

首先，信贷规模的扩张速度远超实体经济的扩张速度，即信贷超出常规经济发展的需求。我们用信贷规模与 GDP 的比值关系来考察均衡信贷数据。我们发现改革开放以来，信贷规模总体而言维持在当年 GDP 的 15% 左右。但是，2009 年前 5 个月信贷规模已经达到 5.8 万亿，历来不占比重的票据融资前 5 个月也超预期的达到了 1.7 万亿。未来信贷规模做简单测算，假定未来 7 个月票据融资比例为 15%、2009 年全年 GDP 规模为 32.5 万亿，假定非票据融资的信贷规模与 GDP 的比重为 20%，则 2009 年信贷总规模为 8.5 万亿；从目前的运行轨迹来看，信贷规模将极有可能超过 8.5 万亿，体现为信贷规模大大溢出了实体经济的需求量。

其次，信贷溢出至虚拟经济，即信贷从实体经济中转移出去。我们观察 M2 增速与 M1 增速之差，M2-M1 在 2008 年下半年以来持续的表现为正剪刀差，也就是说货币扩张的速度远大于实体经济的需求，其中流入虚拟经济体将是必然的。

我们认为，目前行情的主要驱动因素就是信贷的扩张、信贷的双溢出特征。因此，未来信贷扩张的持续性将为虚拟市场的活跃度创造条件，并形成资产价格膨化。但是，由于未来信贷规模正常化将是必然的，否则通胀将不可避免。因此，可以推断，随着信贷扩张速度的弱化，对 A 股的正向提升作用也将弱化。

图 19: 本轮信贷规模/GDP 比值将远超历史数据



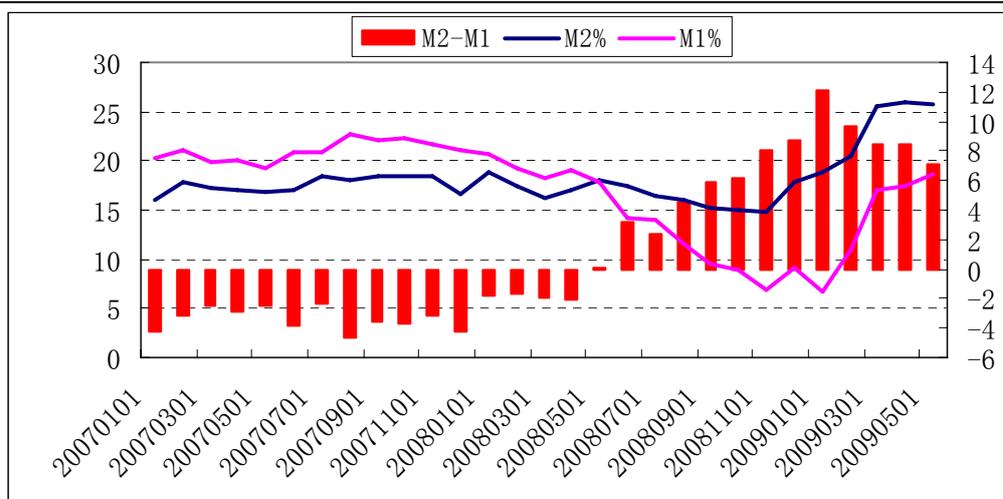
数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所;

表 3: 2009 年信贷规模模拟

假定未来票据融资比例在 15%、非票据融资/GDP=20%; 则全年信贷规模	
前 5 个月票据融资	16919
前 5 个月非票据融资	41444
前 5 月总	58363
后 7 个月的票据融资	3525
后 7 个月的非票据融资	23501
全年规模	85389

数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所;

图 20: 本轮信贷扩张中 (M2-M1) 为正



数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所;

2、金融危机冲击下资本流动

金融危机冲击下，全球资本流动发生了较明显的波动。我们可以观察香港和境内市场货币结余和外汇占款的变化，可以发现全球资本流动正在发生着变化，对于境内，我们定义人民币外汇占款-贸易顺差-FDI 为所谓热钱。

我们发现，热钱流动存在三个阶段。

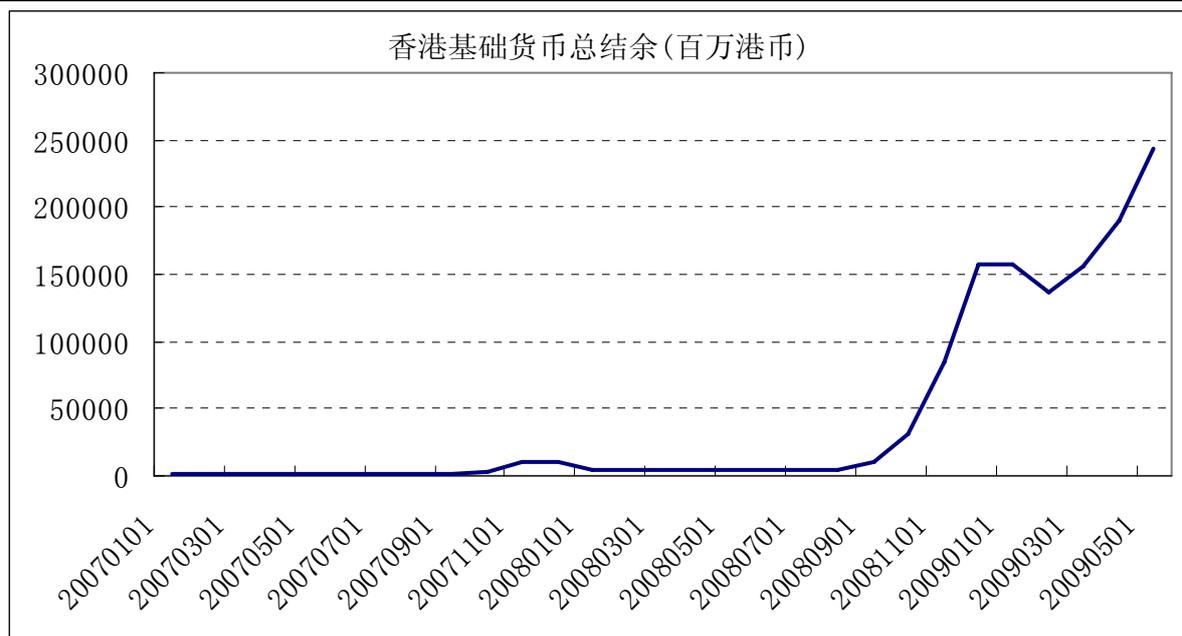
第一阶段，2008 年 10-2009 年 1 月，在中国 4 万亿政策公布后，热钱并没有直接流入境内市场，而是由于 A H 股的价差，大量的流入了香港市场，体现为香港基础货币结余额逐月增加。

第二阶段，2009 年 1-2009 年 3 月，美元阶段性的升值，小部分投机资金可能回流美国市场，使得香港货币结余额出现了阶段性的回调。同期，境内热钱并无显著特征。

第三阶段，2009 年 3 月-2009 年 5 月，美元贬值，再次诱发资金流动。香港货币结余额再次飙升，目前已经飙升至 2436 亿；同期，我们发现人民币外汇占款上升，而贸易顺差和 FDI 表现平稳，两者的差值即所谓热钱却开始出现上涨，这已经是连续两个月了，而且从数据上来看，5 月这个差值已经达到了 1 千亿人民币。这时期，除了美元贬值外，中国经济率先触底开始步入复苏之旅逐渐成了共识。

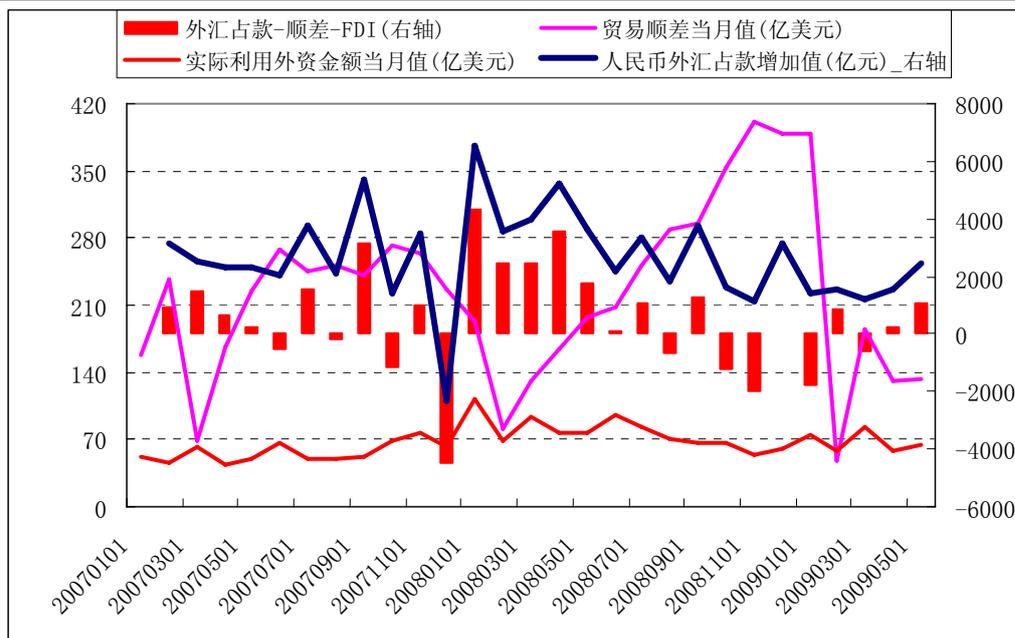
因此，我们认为，短期而言，美元是关键因素，是“贝塔的贝塔”；中长期看，中国经济复苏的进程对资本流动具有决定性的影响力。

图 21：热钱创纪录的涌入香港市场



数据来源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；

图 22：热钱开始流入国内



数据来源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；

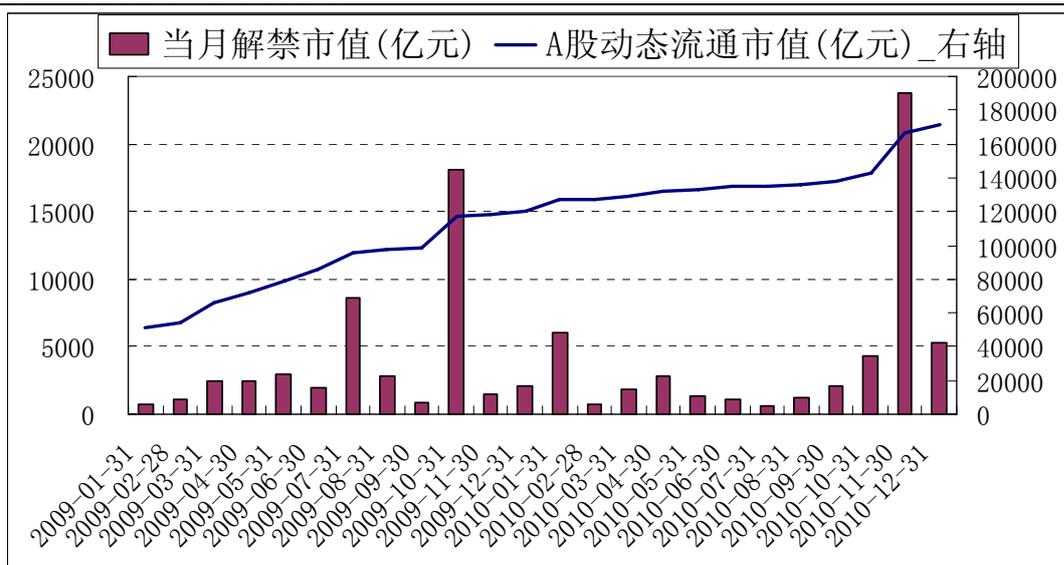
3、大小非、IPO、国有股转持

大小非是A股市场绕不开的一个话题，其投资取向将直接影响到市场供求关系的变化。考察大小非的解禁序列，其中7月解禁8千亿、10月解禁1.8万亿。大小非的解禁对应着流通市值的扩张，届时市场供求将逐渐发生改变。

对于国有股划转政策，我们在2009年6月22日的研究晨报中认为，在社保基金股票仓位是否随着国有股的划转而做出相应提升的情况下，我们认为短期内国有股划转偏中性。

因此，在资金供给方面，我们认为信贷的规模以及效用将有一个弱化的过程；同时，大小非、IPO将对资金面造成直接冲击，而国有股划转短期而言偏中性。因此，在经济结构性复苏过程中，在上市公司业绩总体而言将难有大幅度提升的情况下，供求关系将逐渐走出弱式均衡，有失衡风险。

图 23：大小非解禁月序列图



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；

六、A 股估值正在反映着市场乐观预期

1、A 股估值高企、膨化特征显现

A、横向比较：A 股估值水平再次处于全球高估值水平，当前沪深 300 指数的股息率为 1.2%、市净率为 3.1 倍，市盈率 28 倍，并不具有安全边际。

表 4：全球股市估值横向比较

	6 月 12 日	市盈率	股息率%	市净率
道琼斯工业指数	8771	21.68	3.31	4.01
标普 500 指数	945	14.85	2.93	2.06
法国 CAC 40 指数	3324	11.75	4.63	1.20
俄罗斯 RTS 指数	1127	6.80	1.86	1.00
巴西圣保罗指数	53411	21.52	3.41	1.75
印度 SENSEX 指数	15388	16.48	1.08	3.37
上证指数	2744	27.67	1.71	2.99
沪深 300 指数	2906	28.41	1.19	3.11
香港恒生指数	18839	16.86	3.39	1.84
中国 H 股指数	11073	17.21	2.43	2.19

数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所；

B、纵向比较：估值水平已经处于经济复苏阶段的上轨，结构性泡沫特征显著

我们考察银行股、中国石油中国石化、2008 年业绩亏损的 245 家公司、2008 年盈利且剔除银行和石化的 1312 家公司进行分类分析。当前所有 A 股静态市盈率为 28 倍，“530”前动态市盈率为 33 倍、6000 点时动态市盈率为 44 倍。但是，分类观察，我们假定 2009 年上市公司业绩与 2008 年持平，则当前市盈率与“530”前动态市盈率相比，只有银行股低估，而石化、其他非银行石化股整体的估值水平均高于“530”前的估值水平。

因此，纵向对比，我们认为市盈率估值水平已经处于经济复苏阶段的上轨，整体而言处于膨化

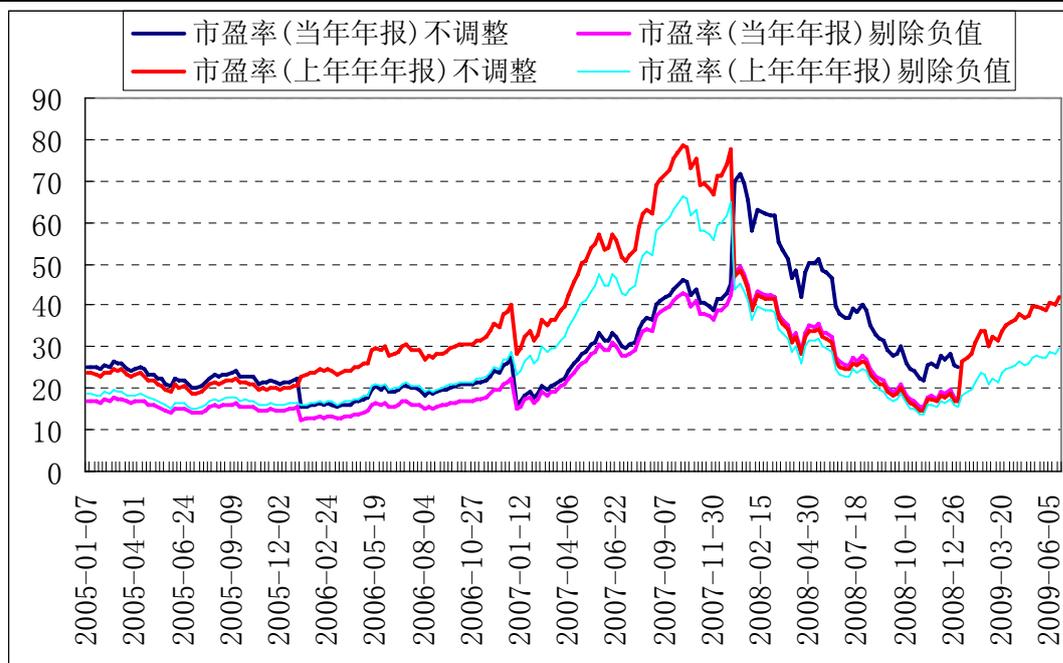
状态，结构性泡沫特征显著。

表 5：三时点(2007 年 5 月 29 日、2007 年 10 月 19 日、2009 年 6 月 17 日)估值水平的比较

板块名称	成份股个数	市净率 20070529(当年 1 季报)	市净率 20071019	市净率 20090617(当年 1 季报)
银行	14	4.3	5.06	2.59
石化双雄	2	4.09	7.14	2.97
非银行及石化 双雄	1557	6.11	6.82	3.51
08 年亏损股	245	5.66	5.96	4.51
08 年盈利股非 银行和石化	1312	6.18	6.92	3.44
全部 A 股	1600	5.45	6.25	3.15
板块名称	市盈率 20070529(当年 年报)	市盈率 20071019(当年 年报)	市盈率 20090617(上年 年报)	市盈率 20090617(上年 年报, 剔除负值)
银行	25.65	33.35	15.28	15.28
石化双雄	20.62	39.13	23.81	23.81
非银行及石化 双雄	38.08	51.02	46.97	32.59
08 年亏损股	76.91	88.17	-11.94	NA
08 年盈利股非 银行和石化	35.64	48.9	32.6	32.59
全部 A 股	32.78	43.84	28.36	24.09

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；

图 24：基于 2005 年前上市公司的整体法市盈率表明估值偏高



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所；

2、业绩预测的分歧将导致市场带来估值压力

根据 2009 年 4 月以来八家券商研究员对总市值 74%、总利润 93% 的 462 家样本股进行了业绩预测，分别统计研究员对样本股业绩预测的最大值、最小值、平均值，进行汇总，可以发现该样本组合 2009 年的业绩同比增速区间在 11.95%-26.95%，平均值为 19.46%；2010 年业绩预测的平均值同比为 19.19%。从数据中可以发现，自下而上的业绩预测比较乐观，即市场一致预测的 2009 年业绩增速为 19%、净利润为 9078 亿，即已经接近恢复至 2007 年上市公司的总业绩水平。单此一项，表明自下而上的业绩预测，对于宏观经济结构性复苏的特征可能过于乐观。我们认为，2009 年上市公司业绩增速在 10% 已经是较为乐观的了，而与 2008 年业绩总体持平或小幅上涨 5% 左右较为合理。

自上而下与自下而上业绩预测的差异，在业绩明朗时将对市场产生冲击；我们认为上市公司业绩将没有市场一致预期的那么乐观，因此，未来给市场带来估值压力将是必然的。

表 6： WIND 系统内八家券商研究员报告的 2009 年、2010 年业绩预测

全部 A 股总市值(亿)	189436	2008 年 A 股净利润(亿)	8166
样本股市值 0616(亿)	140477	2008 年样本股净利润(亿)	7599
样本股市值比例	74.16%	样本股净利润比例	93.06%
机构对样本股 2009 年、2010 年净利润预测(亿)			
平均值项:2009E	9078	平均值项:2009E	19.46%
最大值项:2009E	9647	最大值项:2009E	26.95%
最小值项:2009E	8507	最小值项:2009E	11.95%
平均值项:2010E	10820	平均值项:2010E	19.19%

数据源自 wind，业绩预测的时间区间取 4 月 1 日至 6 月 17 日；

七、市场将以调整来实现行情周期的轮动

1、市场运行趋势分析

站在当下合理估值上轨附近的位置，后市面临着两种选择：一种是市场以时间换空间的形式来迎接经济复苏、上市公司业绩的恢复，最终以业绩支撑估值、估值带动股指的运行特征来实现股市的由熊转牛；第二种是市场以其股票市场较为常见的运行方式，即“超跌反弹—回归合理—超调至高估—一向下纠错调整”的完整运行周期来实现股市的轮回。

我们认为市场将以第二种运行的方式在演绎。理由在于：

A、市场进入了高估值阶段

去年年度策略报告中，我们认为 2000 点以下适合加仓，在结构与内需“初醒”的催化下，在市场内在的价值回归力的作用下，市场合理的估值区间为 2300-2700。当下，市场估值水平已经恢复到了经济复苏阶段合理估值的上轨区域。但是，实体经济由于外需恢复的乏力，经济复苏道路较为曲折，“三驾马车”表现各异，一些市场化的经济指标(比如钢价、发电量、运价指数、财政收入等)依然比较低迷。在上市公司业绩回归相对滞后的背景下，市场在信贷扩张、全球流动性充裕的作用下借助经济复苏以及通货膨胀预期的主题，A 股市值正在膨化，并进入了结构性泡沫阶段，股市整体而言已经不便宜了。

B、高估值将在一定时间内得以延续

经济复苏的曲折性、私人需求释放的滞后性使得中国积极财政以及适度宽松货币政策在一定时间内将会延续；信贷规模的“双重溢出”，将维系市场流动性。

中国经济率先复苏，大国崛起、经济强国的国家需求，资本市场在非业绩面的利好作用下得以

维持强势；

美国长债利率、长短债利差在上扬；国际关系中的合纵、“囚徒困境”使得减持美国长债、缩短久期，甚至总量上减少美国国债成了部分国家的选择。在美国量化宽松货币政策下，美债利差还有上升的空间，通胀预期还将延续。

市场整体的高估值与部分行业的低估值的结构性矛盾在美元贬值、通胀预期的名义下使得价格膨化在操作层面以不断的寻找风格“洼地”以及行业“洼地”的过程中得以延续。

C、高估值回落的催化剂

IPO 发行以及流通市值的扩张导致了供求关系的变化，同时，储蓄资金为代表的流动性第二波的力度低于市场预期，也将使得市场高估值水平难以较长时间维持。

美元作为全球资本流动的一个关键变量，将直接影响着新兴市场的反弹力度。伯南克将不会容忍美元强势地位的沦陷。未来在定量宽松的货币政策下配合通货膨胀目标制，将是伯南克可能的选择。

作为最重要的催化剂，美元阶段性的升值，会改变全球资金流动的方向，将直接促使港股从理论的调整压力演变为现实的中期调整。境外市场的调整，将制约 A 股的价值膨化程度，并成为缩小 A 股高估的催化剂。

D、高估值回落的模式——A 股面临的是“PE-Bubble”

经济触底回升、逐渐步入复苏过程的股市高估值，将不同于经济高涨时期的股市高估值，前者的特征多表现为结构性的、阶段性的、扁平型，是市盈率(PE)膨化、而非市净率(PB)膨化。也不是市盈率与市净率并发的膨化，即我们定义为“PE-Bubble”。

“PE-Bubble”的特征注定了高估值回落后的股市形态，即回落过程中 A 股不会创新低、A 股 1664 点的底部已经探明；调整的空间不大，即股市再次回归至合理估值区间但合理估值区间的下轨具有较强的支撑能力。调整结束后，市场最终将在业绩回归的基础上借助真实的第二波流动性支撑，在需求驱动下进入顺周期行情。

“PE-Bubble”的历史经验表明，市盈率恢复要比市净率快，两者规律不同；且金融危机后，只可能实现市盈率的快速恢复而不太可能市净率快速回复。市盈率与市净率恢复周期不同，使得市盈率恢复后，市场将出现调整。

2、市场高估值区间 2700-3250，并将回归至 2300-2700 的合理区间

双积极政策在经济复苏初期将得以持续，助推股指从合理估值区间逐渐向高估值区间运行、市场进入超调后的结构性泡沫阶段；然后在美元反弹、港股中期调整、A 股供求关系逐渐转换的过程中 A 股再次向下纠错，回落至合理估值。因此，未来股市可能将演绎冲高回落的调整态势，年末在外需恢复预期下逐步进入顺周期行情。未来合理估值区间 2300-2700，冲高区间可能为 2700-3250、对应静态市盈率为 27-33 倍。

对 54 只上证权重 A 股目标价进行分析，并自下而上的推测估值的上行空间。假定 54 只上证 A 股同步达到目标位，且其他 800 只上证 A 股也同比例获得提升空间，则指数的区间为 2800-3250；但是，受制于市场自下而上 11%-26%、平均 19%的乐观业绩预测，对于我们自上而下业绩增速 10%以下的业绩结果而言，该乐观业绩预测已经处于不合理的状态，因而对应的指数点位也处于市值膨化、结构性泡沫共存阶段，并将回归至业绩增速 10%以内即 2700 点以内的合理估值区间。

表 7：上市公司业绩模拟预测

	上证 54 只样本股对上证指数的点位贡献	假定预期上证 A 股对指数贡献度相同，则上证 A 股的贡献率	上证指数预测点位
--	----------------------	--------------------------------	----------

达到目标价的平均价	184	283	3036
达到目标价的上限价	328	506	3259
达到目标价的下限价	38	59	2812
其中，54只样本股市值为9.6万亿，占上证股票市值的65%；6月5日上证指数为2753。			

数据源自WIND，东北证券金融与产业研究所；

八、投资组合

基于估值膨化与结构性泡沫共存的估值判断，以寻找风格估值、行业洼地特征为目标，可以关注钢铁、高速公路、造纸、通信运营、航运、机场、银行、电力、医药等。

基于美元贬值、通胀预期、国内信贷扩张以及经济复苏预期为主要催化剂的动因，可以关注通胀预期下的广义资源类个股，如有色、能源、地产、零售、食品饮料、畜牧等；

基于调整后市场将逐步进入顺周期行情阶段，可以关注投资推动、需求拉动的行业机会，比如房地产、汽车、新能源、智能电网等结构转型类行业。

主题投资：创业板概念股、军工概念股、区域经济概念股等。

附录：上证部分A股（54只）的预测值以及对应的指数点位贡献率

名称	平均值	最大值	最小值	当前价 0607	占上证A 股比重	平均值 调整	最大值 调整	最小值 调整
中国石油	15.33	16.8	13.85	14.14	15.48%	35.74	80.07	-8.73
工商银行	5.03	5.06	5	4.47	7.58%	26.13	27.53	24.73
中国石化	11.40	11.8	11	10.21	4.83%	15.47	20.67	10.27
中国银行	3.89	4.3	3.47	3.69	4.44%	6.45	20.16	-7.27
中国人寿	27.28	35.56	19	24.20	3.41%	11.92	43.97	-20.13
中国神华	30.90	33	28.79	27.23	3.04%	11.24	17.69	4.78
招商银行	19.05	21	18	19.20	1.56%	-0.34	4.03	-2.69
中国平安	46.70	48.4	45	45.10	1.46%	1.42	2.94	-0.09
交通银行	7.87	7.88	7.85	7.72	1.35%	0.70	0.77	0.63
中信证券	30.00	30	30	26.90	1.21%	3.82	3.82	3.82
浦发银行	27.83	30	26.5	30.28	1.16%	-2.57	-0.29	-3.98
兴业银行	29.00	29	29	31.44	1.06%	-2.27	-2.27	-2.27
中国太保	22.47	24	20	18.43	0.96%	5.78	7.97	2.25
中信银行	6.11	6.37	5.67	5.16	0.93%	4.72	5.99	2.52
民生银行	7.90	8.39	7.41	7.27	0.93%	2.20	3.92	0.49
中国联通	7.75	11.06	4.5	6.41	0.92%	5.27	18.32	-7.53
长江电力	16.45	18.5	13.37	13.89	0.88%	4.48	8.07	-0.91
大秦铁路	10.04	11	9.08	9.63	0.84%	0.99	3.30	-1.33
中国铝业	10.50	10.5	10.5	12.47	0.81%	-3.51	-3.51	-3.51
中煤能源	12.32	12.32	12.32	12.24	0.76%	0.14	0.14	0.14
中国远洋	16.00	16	16	14.08	0.73%	2.73	2.73	2.73
紫金矿业	13.42	13.42	13.42	10.17	0.72%	6.37	6.37	6.37
中国中铁	7.34	8.5	6.22	6.04	0.70%	4.14	7.82	0.57
中国铁建	13.50	13.5	13.5	9.64	0.67%	7.36	7.36	7.36
上海汽车	16.15	17.5	14.8	14.09	0.62%	2.51	4.15	0.86

北京银行	15.25	15.5	15	14.32	0.60%	1.08	1.37	0.79
保利地产	30.00	30	30	24.55	0.53%	3.23	3.23	3.23
大唐发电	6.52	7	6.26	7.95	0.45%	-2.25	-1.49	-2.66
武钢股份	9.50	10	9	7.99	0.42%	2.20	2.93	1.47
海螺水泥	59.80	59.8	59.8	41.95	0.38%	4.42	4.42	4.42
华夏银行	13.00	13	13	10.49	0.35%	2.33	2.33	2.33
中国国航	9.00	9	9	6.34	0.34%	3.88	3.88	3.88
中海油服	17.25	17.25	17.25	16.76	0.34%	0.27	0.27	0.27
中国南车	5.40	5.4	5.4	4.72	0.31%	1.24	1.24	1.24
兖州煤业	14.07	14.07	14.07	15.34	0.31%	-0.70	-0.70	-0.70
潞安环能	50.00	50	50	38.39	0.30%	2.48	2.48	2.48
天威保变	48.00	48	48	36.71	0.29%	2.45	2.45	2.45
三一重工	28.00	28	28	25.49	0.26%	0.69	0.69	0.69
中金黄金	37.65	37.65	37.65	46.55	0.25%	-1.31	-1.31	-1.31
海油工程	13.13	13.25	13	11.21	0.25%	1.15	1.23	1.08
东方电气	48.30	48.3	48.3	42.67	0.21%	0.75	0.75	0.75
国投新集	19.00	20	18	16.41	0.21%	0.89	1.23	0.55
新潮中宝	11.55	12	11.1	10.60	0.20%	0.50	0.73	0.26
中海发展	16.00	16	16	14.01	0.20%	0.78	0.78	0.78
申能股份	13.00	13	13	9.73	0.19%	1.76	1.76	1.76
南京银行	15.00	15	15	15.16	0.19%	-0.05	-0.05	-0.05
上海机场	14.80	14.8	14.8	13.85	0.18%	0.34	0.34	0.34
烟台万华	18.00	18	18	15.83	0.18%	0.67	0.67	0.67
南方航空	6.63	7.25	6	5.25	0.17%	1.23	1.78	0.67
国阳新能	34.00	34	34	25.47	0.17%	1.53	1.53	1.53
小商品城	43.97	43.97	43.97	33.67	0.15%	1.30	1.30	1.30
开滦股份	16.42	16.42	16.42	18.14	0.15%	-0.39	-0.39	-0.39
张江高科	16.60	17.87	15.32	14.30	0.15%	0.66	1.03	0.29
华域汽车	11.69	12.88	10.2	8.43	0.15%	1.57	2.14	0.85

数据源自 WIND，并不构成东北证券金融与产业研究所对样本股票的目标价预测。

免责声明:

本报告中的信息均来源于公开数据，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归东北证券股份有限公司所有。

评级说明:

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、弱于大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的涨幅超越综合指数;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的涨幅与综合指数基本持平;

弱于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的涨幅落后于综合指数;;

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股价的涨幅超过综合指数 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股价的涨幅超过综合指数 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股价的涨幅超过综合指数 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股价的涨幅低于综合指数 5%以上;