

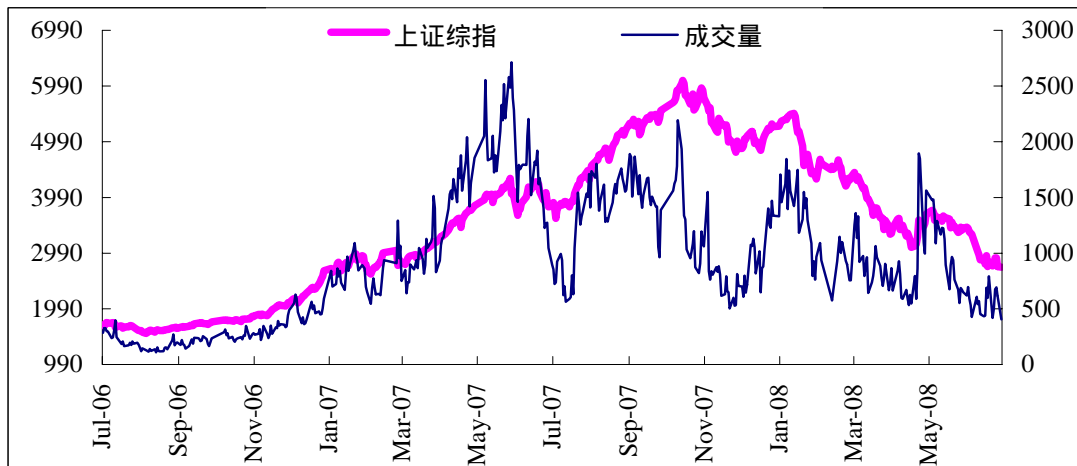
不畏浮云遮望眼

——6月份证券市场回顾及7月份证券市场展望

一、6月份市场回顾

6月份，投资者信心崩塌，国内A股市场出现了单边大幅下跌的态势，上证指数最终收报于2736.10点，月度跌幅达到20.31%，创下了十余年来一项新的纪录。上证指数月内一度走出了十连阴的颓势，交易量亦出现了大幅萎缩（参见图1）。对基本面和外围市场的过度忧虑成为导致市场非理性重挫的直接因素，脆弱的市场信心似乎已经受不起任何的风吹草动。尽管短期内的行情难言乐观甚至尚未见底，但估值水平已经回归到了价值区域，许多个股具备了较为显著的中长期投资价值，而在投资者的眼里，似已全然看不到乌云所镶的金边。

图 1：06年8月至08年6月A股市场走势



资料来源：天相数据，中银基金整理

高位持续的通胀压力，为抵御通胀而采取的各项紧缩性政策，不断流入的热钱以及扩容的陡然提速成为影响本月市场波动的主要原因，而回到基本面上看，我们认为，任何一个经济体的转变都是渐进的过程，工业企业利润增长数据似乎证明了这一点。

6月份全国甚至全球经济都在于通胀的阴影做抗争。通胀压力之一来自国际市场原油价格不断创新高，已经突破了140美元每桶的关口，如此之高的油价已经灼伤了

全球经济，加之高企的粮价，通货膨胀的阴影出现在各个经济体。越南因高通胀引发的金融危机，加重了市场的担忧。而国内6月份公布的最新数据表明，尽管CPI显示的通胀压力出现了略有放缓的迹象，但是由于多重因素的影响，通胀形势仍然难言乐观。5月份CPI同比上涨7.7%，增幅比上月回落0.8个百分点，但PPI同比上涨8.2%，增幅比上月上升0.1个百分点，市场担心未来PPI向下传导导致CPI居高不下。更为让市场担忧的是，要素价格的市场化调整才刚刚开始，月内，发改委宣布调升成品油和电力的价格，尽管缓解了价格管控下的石油和电力企业经营压力，但提价之举并未涉及价格形成机制的变革。由于顾及CPI上行压力，对城乡居民用电和农业、化肥生产用电价格不作调整。此外，发改委还宣布了对全国电煤实施临时价格干预措施，限定了煤炭生产企业电煤的出矿价。无疑，提价仍会推升通胀上行压力。

热钱的不断流入则使央行的货币政策更为谨慎。5月末，国内外汇储备余额接近1.8万亿美元，其中5月份当月新增403亿美元，学术界和证券领域关于热钱的讨论则反映出资金流入境内的速度仍处于较高水平，这对现行货币政策和宏观调控手段提出了新的挑战。

回到资本市场上，中国建筑IPO获得审核通过，拟发行120亿股，预计融资规模超过400亿元。在停顿了五年多之后，证券公司IPO重新启动，光大证券获准发行5.2亿股，预计融资规模超过100亿元。大规模IPO的启动对脆弱的市场信心和趋紧的资金供给产生了一定的负面影响。

加上为抵御通胀压力和加强对热钱的管制，央行本月大幅提高存款准备金率1个百分点（达至17.5%），市场担忧未来经济面临更大压力。在我们看来，提高存款准备金率会导致银行的资金利用效率降低，未来一段时间内经济增速将放缓。不过，短期内，看不出对市场和实体经济产生破坏性影响，数据显示，经济的基本面仍然处于较好的运行状态，1-5月份，全国规模以上工业企业利润同比增长20.9%，相对于1-2月份数据的大幅回落，3-5月份还是出现了明显的回升，经济仍然处于较为合理的增长空间。

（一）各个分指数情况分析

6月份，上证指数报收于2736.10点，跌幅为20.31%，沪深300指数报收于2791.82

点，跌幅为22.69%（参见表1）。

表 1：08年6月A股市场数据统计

名称	开盘	收盘	涨幅[%]	振幅[%]	成交量[亿股]	成交金额[亿元]
企债指数	117.34	117.52	0.16	0.65	1.80*	1.74
国债指数	113.55	113.41	-0.09	0.31	629.99*	62.06
上证指数	3426.20	2736.10	-20.31	23.02	1018.35	11292.95
A股指数	3595.08	2869.94	-20.34	23.05	1010.24	11239.49
深证成指	11999.95	9370.78	-22.22	27.16	85.58	1337.51
中证100	3703.38	2886.43	-22.32	24.91	369.82	5078.33
上证50	2792.24	2175.61	-22.32	24.57	266.36	3380.60
上证180	8071.39	6265.44	-22.56	26.26	483.37	6111.81
沪深300	3600.23	2791.82	-22.69	26.54	649.94	8483.55
深证综指	1033.44	793.13	-23.52	28.18	495.14	5533.63
红利指数	3097.62	2277.01	-26.78	29.32	114.18	1218.18

注*：债券指数单位为万手。

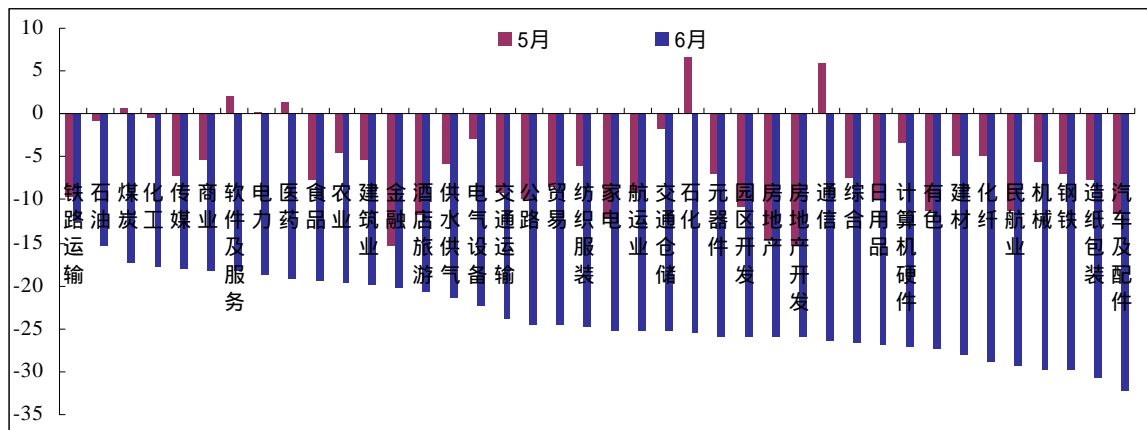
资料来源：天相数据，中银基金整理

（二）各主要热点分析

1. 行业热点板块情况

6月份，从行业板块来看，所有行业板块的跌幅均超过了10%，铁路运输、石油和煤炭板块跌幅相对较小，而造纸包装和汽车及配件板块的跌幅超过了30%（参见图2）。

图 2：2008年5月份和2008年6月份各细分行业市场现对比 单位：%

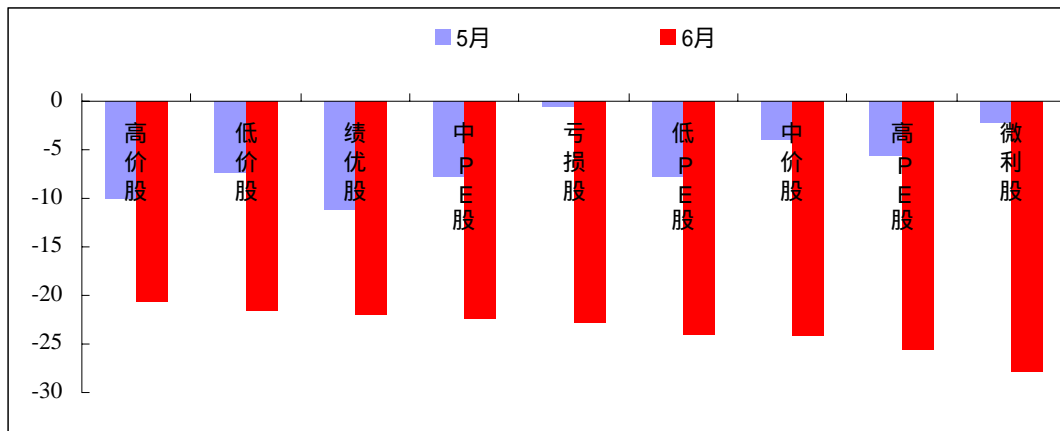


资料来源：天相数据，中银基金整理

2. 风格热点板块情况

6月份，所有风格的跌幅均超过了20%，其中中价股、高PE股和微利股的表现最差（参见图3）。

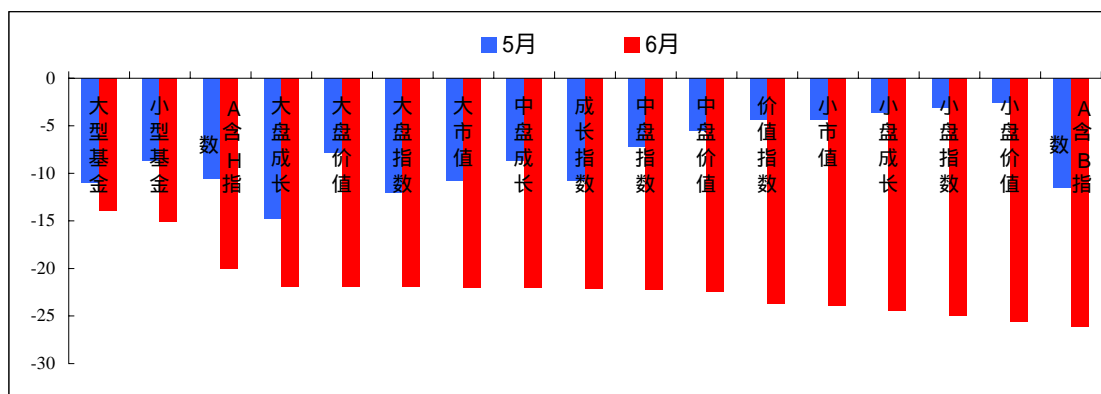
图 3：按照股价和业绩统计的各风格板块走势 单位：%



资料来源：天相数据，中银基金整理

从市值和规模统计看，大盘股、中盘股和小盘股的表现渐次递弱（参见图4）。

图 4：按照市值和规模统计的风格指数表现情况 单位：%



资料来源：天相数据，中银基金整理

3. 银行股压力陡增

随着准备金率的再次上调，银行面临的压力进一步加大，而在通胀形势依然严峻的情况下，未来不排除进一步的紧缩措施。从目前的情况判断，房地产行业的调整已经难以避免，如果调整过度，银行也可能会遭受较大的负面影响。总而言之，随着累积效应的逐步显现，银行盈利出现逐季下滑态势的可能性正在加大。

月内，银行股A/H溢价率进一步回落，两地价格正逐步趋同（参见表2、表3）。

表 2：2008年6月银行A股和H股的比较，以及香港市场银行股的定位情况

股票名称	08P/E	P/B	08 利润增长率%	08 ROE	08PEG	开盘	收盘	本月涨幅%
A 股								
工商银行	13.91	2.92	46.61	20.37	0.30	5.87	4.96	-15.65

中国银行	13.67	2.31	33.73	16.35	0.41	4.75	4.05	-14.92
交通银行	11.95	2.71	49.48	21.80	0.24	8.85	7.48	-15.10
招商银行	14.59	4.61	54.90	29.88	0.27	29.66	23.42	-21.04
中信银行	15.55	2.33	55.29	15.15	0.28	6.39	5.13	-19.47
建设银行	13.17	3.09	51.86	22.07	0.25	7.08	5.91	-17.34
民生银行	10.68	2.20	58.65	18.82	0.18	7.18	5.70	-20.94
浦发银行	12.13	3.96	86.75	25.88	0.14	27.88	22.00	-21.76
华夏银行	10.97	2.80	68.19	18.58	0.16	11.55	9.23	-21.65
深发展	11.11	3.29	50.62	23.42	0.22	25.23	19.33	-23.38
宁波银行	19.83	3.24	43.12	15.98	0.46	12.82	10.80	-16.73
南京银行	16.66	2.01	38.46	12.16	0.43	14.33	11.42	-20.53
兴业银行	10.27	3.03	44.39	26.75	0.23	34.39	25.47	-26.17
北京银行	16.63	3.01	53.80	17.63	0.31	15.27	13.75	-10.95
平均(算术)	13.65	2.97	52.56	20.34	0.28			-18.97
H 股	08P/E	P/B	08 利润增长率%	08 ROE	08PEG	开盘	收盘	本月涨幅%
工商银行	15.19	3.30	42.65	20.76	0.48	5.85	5.33	-8.58
中国银行	12.13	2.10	29.63	16.73	0.56	3.98	3.47	-12.59
交通银行	15.55	3.37	42.14	20.34	0.47	10.1	9.13	-9.69
招商银行	16.38	5.30	55.38	29.00	0.52	27.94	24.5	-12.31
中信银行	11.72	2.03	56.24	14.49	0.37	5.54	4.37	-21.40
建设银行	14.57	3.49	41.26	22.60	0.46	6.94	6.28	-8.72
平均	14.26	3.26	44.55	20.65	0.48			-12.22
港股	08P/E	P/B	08 利润增长率%	08 ROE	08PEG	开盘	收盘	本月涨幅%
恒生银行	18.41	5.57	9.036	29.845	2.538	160	164.5	4.05
中银香港	13.34	2.35	11.56	16.986	0.757	19.88	20.6	3.41
东亚银行	15.81	2.22	5.462	12.817	2.336	47.3	42.15	-11.26
汇丰控股	11.25	1.43	-9.09	12.667	N/A	132	120.9	-8.20
渣打集团	12.74	1.99	17.527	15.594	0.826	287.39	230	-19.97
平均	14.31	2.71	6.90	17.58	1.61			-6.39

资料来源：Wind资讯，Bloomberg，中银基金整理

表3：金融类银行股A/H股溢价率 单位：%

	A 股	H 股(单位:RMB)	A/H (5月)	A/H (6月)
工商银行	4.96	4.69	1.13	1.06
中国银行	4.05	3.05	1.35	1.33
交通银行	7.48	8.03	0.97	0.93
招商银行	23.42	21.54	1.19	1.09
中信银行	5.13	3.84	1.29	1.34
建设银行	5.91	5.52	1.16	1.07

资料来源：Wind资讯，Bloomberg，中银基金整理

二、7月份市场展望

1. 7月市场展望

随着市场的深幅回落，估值水平已经进入了相对合理的中长期价值区域。但不可否认的是，在过度悲观的市场情绪中如何企稳投资者信心是当前首要的问题。市场估值体系的自我修正可能会是一个较为漫长的过程。在基本面因素趋好之前，在过度忧虑和悲观的情绪之中，市场重拾升势的可能性不大，甚至有进一步下挫的空间。但是，这不能影响我们对企业价值的评估和判断，如前所言，市场已经重新给予了投资者披沙拣金的机会，相信会有更多的投资者会从过度防御转向谋划长远的积极配置。

7月份，中报将陆续公布，投资者的情绪可能会有所缓和，而一些被错杀的行业和个股有可能会重新获得青睐。

奥运会日益临近，从政策面来看，管理层有可能会有新的举措以启稳投资者信心，以维持稳定的大局。

2. 主要机会和风险

(1) 主要机会

仍然维持前期观点，重个股而轻行业的选择，建议投资者不受市场情绪的影响，合理评估企业价值，从长期投资的角度而非短期博弈的角度进行个股甄选。

(2) 主要风险

通胀形势仍然较为严峻，宏观调控从紧基调未变，有可能会出台进一步的紧缩措施。市场信心并未出现企稳的迹象。新股发行将考验市场信心和资金面。