

南方基金 2010 年下半年策略报告

——震荡筑底 蓄势待发

- 从已公布的 4、5 月经济数据来看，当前我国宏观经济在经历一季度高点之后，呈现逐月回落的态势。今年以来，房地产调控、信贷规模控制、淘汰落后产能等一系列紧缩政策的出台，都是为了转变经济发展方式，转型期间部分经济数据的暂时回落是正常现象，这种短期回落更加夯实了中长期经济发展的基础，不必过于担忧经济二次探底的可能性。
- 最近公布的美国工业部门数据显示经济仍在经历扩张，但零售数据和物价数据却显示经济增速有趋缓的迹象。我们认为美国经济经历了从谷底开始的快速复苏后，扩张步伐将会放慢，但经济复苏的趋势并没有发生改变。欧洲主权债务危机是当前全球经济最大不确定性的主要来源，但是债务最严重的希腊、葡萄牙及爱尔兰三国 GDP 占欧盟 GDP 比重低于 5%，而欧洲最大的经济体德国经济复苏强劲，因此欧洲债务危机对欧盟经济增长影响有限，除非有重大意外发生，不至于导致第二波金融危机。
- 近几年来，A 股市场走势总是在政策和经济两种力量博弈下运行。经过上半年的超预期紧缩之后，当前政策已进入观察期，政策的明朗化还需要时间。若经济数据回落较快，政策有望再次放松；若经济数据依然强劲，政策可能会继续收紧，但收紧的幅度不会再次超预期。同时，由于新股发行和再融资的节奏较快，市场的资金面仍然较紧，因此，市场走势短期内仍以震荡筑底为主。
- 经过前期大幅下跌，A 股市场当前的整体 PE 水平已经相当于 2005 年的 998 点和 2008 年的 1664 点左右的水平，市场估值已经处于历史底部区域。5 月份上市公司大股东增持金额达到减持金额的 1.68 倍，为 2008 年 10 月以来的首次月度净增持，体现了产业资本对 A 股当前估值水平的认可。AH 股溢价指数跌破 100，创近 4 年新低，说明与国际资本市场估值水平比较，A 股市场的估值也已处于低位。一旦政策面和资金面有所改善，下半年市场将在震荡筑底的过程中酝酿大幅反转的机会。
- 我们前期关注的风格转换在过去的两个月中已经初步显现，中小股票在医药股的带动下出现大幅回调，同时以金融地产为代表的大盘蓝筹开始领先市场。预计上半年强势的题材股结构性行情在下半年将有所降温，行业配置的重要性将显著提高。
- 下半年主要的行业配置思路为：1. 受政策冲击已跌入历史低估值区域的行业，如银行、保险、机械、商业地产等；2. 受益于收入分配改革的中低端消费品，如商业零售、家电、食品饮料、酒店旅游等；3. 主题投资热度将降温，但是手机支付、三网融合和低碳经济等仍有交易性机会。

本报告所载内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成我公司对所述证券买卖发出买卖要约。报告中的信息均来自于我公司认为可靠的来源，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中所载观点、分析、预测、模型和预期价值仅反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。除另有说明，报告中所阐述的观点和预测反映我公司于最初发布此报告当日的判断，可在未加通知的情况下进行更改。

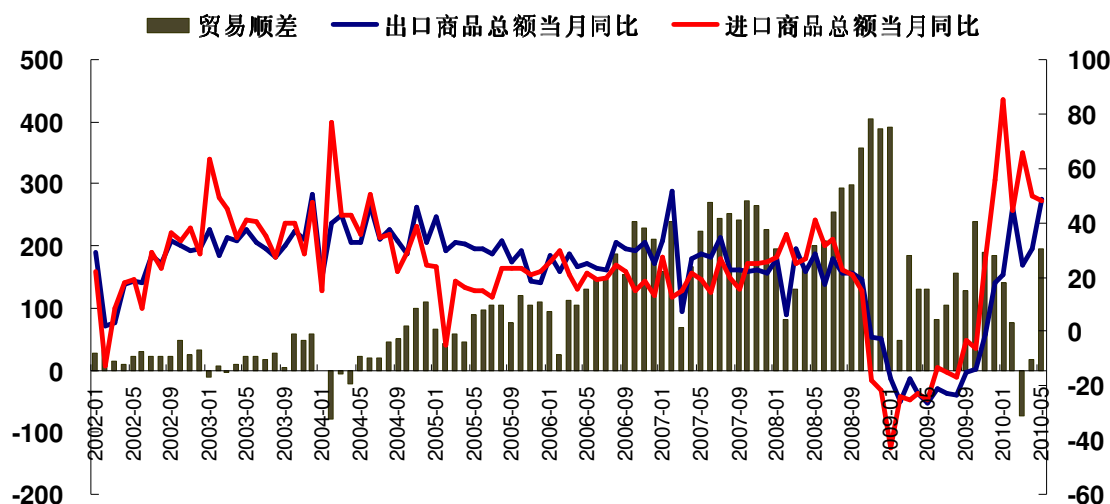
这里所述任何投资都包含巨大风险或者并不适用于所有投资者。据此投资的证券价值或收入会有波动，过往业绩不代表未来结果。本报告没有考虑单个投资者投资目标、财务状况或个别需求，客户基于此报告作出任何投资决定前应咨询专业财务顾问。

本报告版权为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登或引用。

一、国内经济：经济转型带来数据回落是正常现象

5 月国民经济运行情况的相关经济数据已经公布，该组数据将进一步确认经济的运行是否回落，成为影响市场走势的重要因素。根据已公布进出口数据，5 月份出口 1317.6 亿美元，同比增长 48.5%，比上月加快 18.1 个百分点，增速创 2007 年 3 月以来新高。这是由于去年同期基数较低和外部经济开始复苏。今年出口形势总体向好，但增速或已开始见顶，未来几个月将逐步回落。这是因为：1) 5 月份官方与民间 PMI 双双下滑，其中的出口订单指数开始回落。2) 美国 5 月零售数据大幅低于预期，环比出现下降。3) 为了完成节能减排的任务，国家财税部门对 406 种商品取消出口退税，不利于出口增长。4) 前期欧洲债务危机导致人民币对欧元及新兴市场国家货币显著升值，使得中国对它们的出口表现也会受到影响。

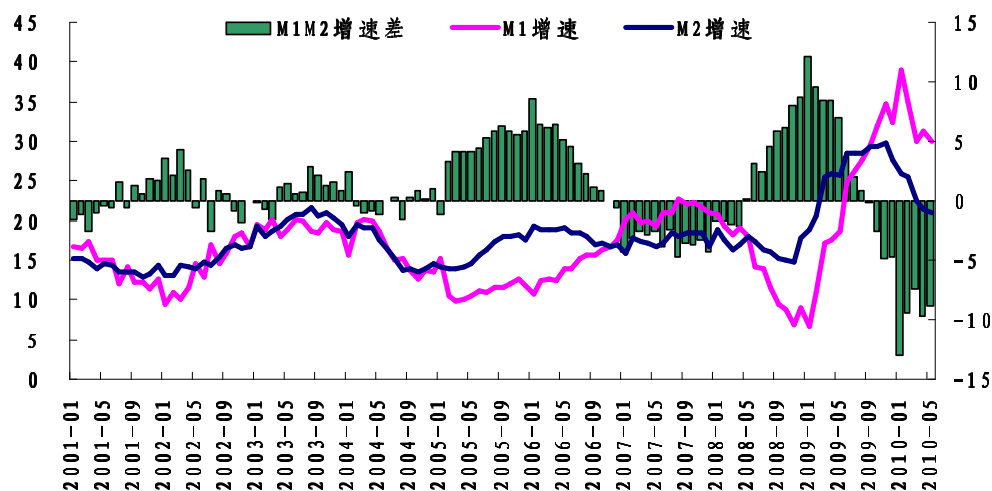
图 1：出口形势总体向好，但增速见顶回落



数据来源：WIND 资讯，南方基金

5 月份 CPI 同比涨幅 3.1%，仍维持上升的态势，但通胀压力仍在可控范围内，加息压力并不急迫。5 月份工业增加值同比增长 16.5%，前 5 个月固定资产投资 25.9%，显示经济继续缓慢回落。预计 5 月份新增贷款 6394 亿元，M2 增速 21% 连续 6 月回落，显示货币增速急速回落之后开始稳定在 20% 左右水平。整体来看，5 月份宏观指标数据显示经济缓慢回落，通胀温和可控，对市场整体影响中性偏正面。

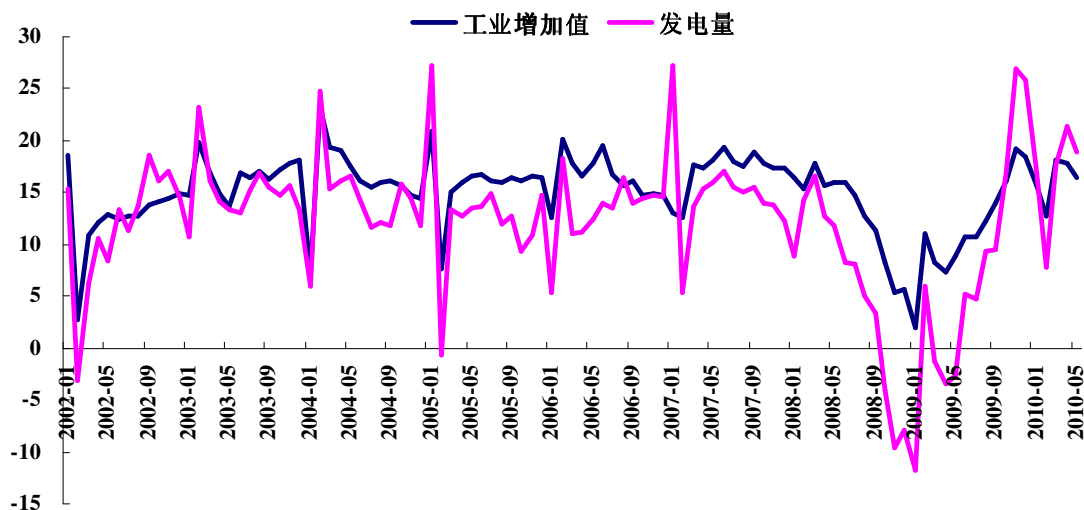
图 2: M1、M2 见顶回落的趋势已经形成



数据来源: WIND 资讯, 南方基金

从已公布的 4、5 月经济数据来看, 当前我国宏观经济在经历一季度高点之后, 呈现逐月回落的态势。今年以来, 房地产调控、信贷规模控制、淘汰落后产能等一系列紧缩政策的出台, 都是为了加快经济发展方式转变, 而这种转变将是复杂而渐进的过程, 期间部分经济数据的回落是正常现象, 这种短期回落更加夯实了中长期经济发展的基础, 对我国经济二次探底的可能不必过于担忧。

图 3: 宏观经济一季度冲高之后缓慢回落



数据来源: WIND 资讯, 南方基金

政策方面, 目前需观察房地产政策的调控效果, 从而判断下一步政策走向。在严厉政策出台后, 北京、上海、深圳成交量均大幅下降。预计房地产行业未来调整的形式是量领先价格调整, 二手房价格领先新房调整, 三个月后新开工量增速将会出现明显回落。5 月份全国 70 个大中城市房地产市场销售额环比下降 25.0%, 房价环比仅上涨 0.2%, 与新政公布前相比明显回落。目前房地产行业还处于量跌价平的阶段, 新

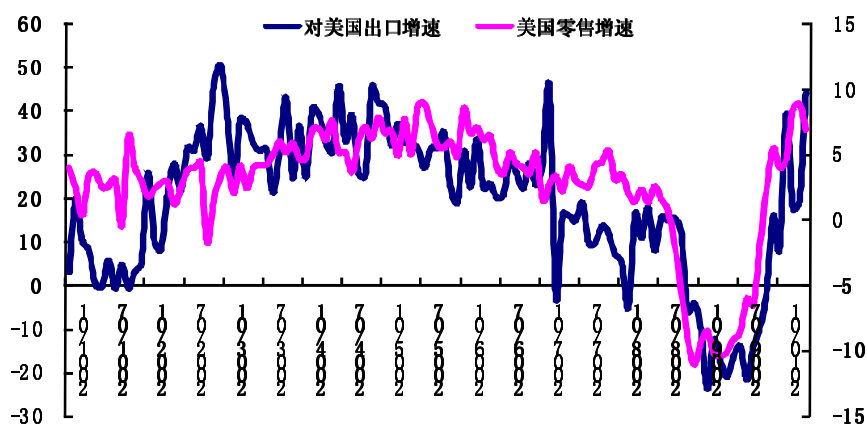
开工面积与房地产投资环比依然保持上升。2007 年政府出台房地产调控政策后，房地产业先后出现过“量跌价平供给上升”与“量跌价跌供给放缓”的两个阶段，“量跌价平”阶段持续半年。预计今年下半年房地产投资会随房价下滑而逐步放缓，同时导致工业生产与投资进一步降速。我们认为，政府出台针对房地产的政策主要是为了遏制房价非理性上涨的势头，并不是为了打压房地产市场，预计在看到调控效果显现后，政府对房地产的打压可能会减轻。

汇改方面，人民银行于 6 月 19 日宣布推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。但否认了任何一次性升值的可能性，此后几天人民币兑美元交易波动区间也并未扩大。这意味着人民币汇率机制恢复到金融危机之前的状态，不再盯住美元不变，但并不意味着短期内汇率的大幅变化。未来人民币将更多参考一揽子货币，对美元走势取决于欧元等主要货币对美元走势。考虑到欧元兑人民币自 09 年 11 月底达 1: 10.3 后，人民币价格急剧上升，6 月底已升至 1: 8.3，人民币相对欧元升值达 19%多，欧元的大幅贬值给人民币升值带来很大的变数。我们认为央行再次启动汇率体制改革，说明宏观经济已进入了汇率改革的最佳时间点，此时主动改革汇率对中国经济利大于弊。另一方面，与美元脱钩的人民币或许可以改变对欧元的被动升值局面，以保证对欧盟出口增速的可持续性，抵御欧洲债务危机对中国出口的潜在影响。也许，未来人民币汇改的走向将倾向于更加缓慢的升值。

二、全球经济：二次探底风险很小

美国：最近公布的美国工业部门数据显示经济仍在经历扩张，但零售数据和物价数据却显示经济增速有趋缓的迹象。我们认为美国经济经历了从谷底开始的快速复苏后，扩张步伐将会放慢，但经济复苏的趋势并没有发生改变。

图 4：美国经济复苏态势没有改变

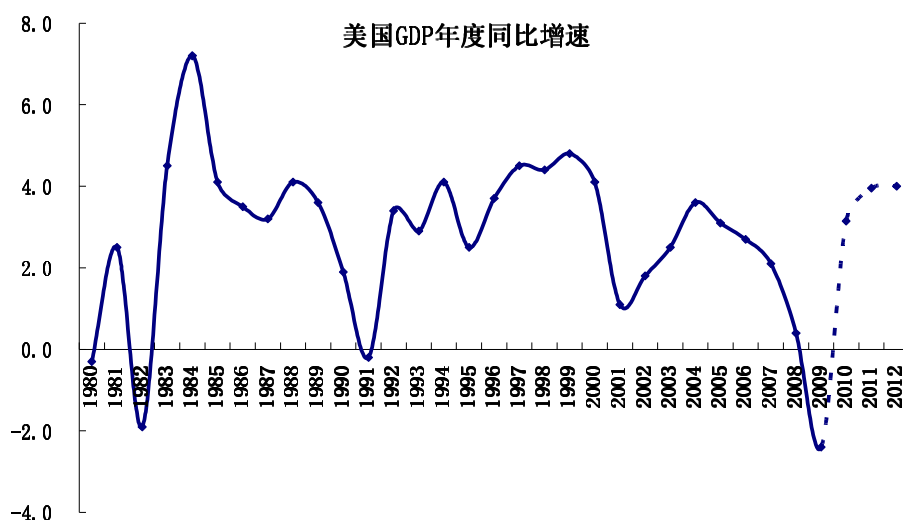


数据来源：WIND 资讯，南方基金

近期物价持续回落显示美国经济有步入通缩迹象，我们认为通缩是指经济增长和物价水平步入交替下滑的通道，然而从上半年的经济数据来看，经济的增长还是非常强劲的，在这种背景下，物价出现回落主要有两个原因：第一，美元从年初开始强势反弹，导致大宗商品和原材料价格回落，由此拉低物价；第二，近期经济回升虽然非常快，但经济整体仍与危机前的产能利用有差距，产出缺口仍为负，由此也不能产生实质性的物价上涨压力。因此，在经济仍保持增势的情况下，物价的短期回落并不能确认经济

已步入通缩。

图 5：美联储再次上调美国 GDP 增速预测

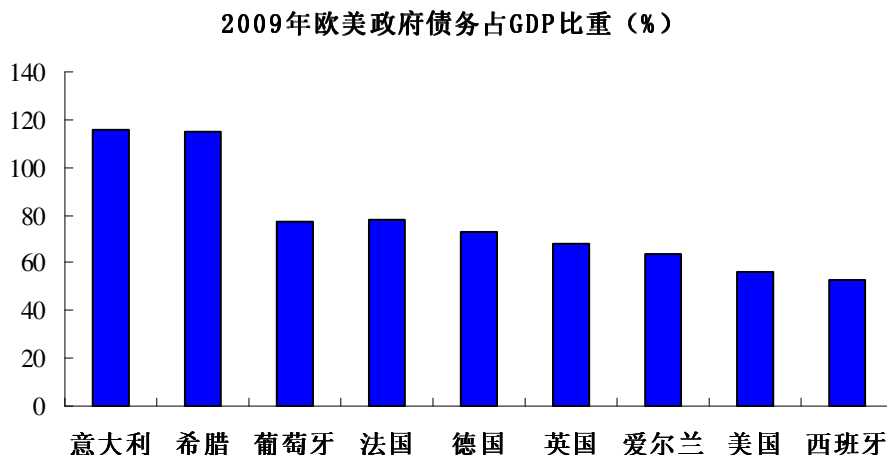


数据来源：WIND 资讯，美联储

欧洲：欧洲主权债务危机是当前全球经济最大不确定性的主要来源。2008 年的金融海啸让欧洲各国一方面为了应对金融危机而出台巨额经济刺激方案，另一方面又因为经济衰退导致税收缩水 and 失业保险等既有的“内在稳定器”支出攀升，欧元区各国预算赤字都上升到历史罕见的水平。其中希腊、葡萄牙、西班牙、爱尔兰以及意大利是问题较严重的。从去年 11 月希腊政府上调 2009 年赤字估计值至 12.7% 开始，希腊债务危机逐渐展开。近期，随着希腊危机的加剧，市场对其他高债务国的担忧也日益攀升。从总债和预算赤字占 GDP 比看，主要风险在希腊、葡萄牙和爱尔兰。按照欧元成立时规定，成员国要保证存量债务占名义 GDP 比重不超过 60%、预算赤字不超过名义 GDP 3%。2009 年底，除了西班牙外，多数欧元区国家存量债务均超过 GDP60%，意大利、希腊尤为严重（见图 6）。

5 月 10 日，为应对急剧恶化的欧洲债务危机，拯救命悬一线的欧元，欧盟成员国财政部长达成总额为 7500 亿欧元的救助计划，以帮助深受债务危机困扰的欧元区国家度过难关。同时，欧洲央行也一改之前的强硬态度，史无前例的承诺将在二级市场上收购债务危机国家的国债和非公债券以压低市场利率。另外，为对抗欧洲债务危机可能引发的全球金融系统性风险，美联储联合加拿大央行向欧央行、英国以及瑞士央行重启无限额的美元汇率互换，以稳定当地金融机构的美元借贷需求。我们认为，这次欧盟联合推出的救援计划稳定了市场信心，并且随着救援资金的到位，希腊将能够按时偿还债务，债务危机将逐渐平息。但是债务最严重的希腊、葡萄牙及爱尔兰三国 GDP 占欧盟 GDP 比重低于 5%，而欧洲最大的经济体德国经济复苏强劲，因此欧洲债务危机对欧盟经济增长影响有限，除非有重大意外发生，不至于导致第二波金融危机。

图 6：多数欧元区国家存量债务超过 GDP60%



数据来源：Bloomberg，南方基金

日本：受海外市场高速增长的影响，日本经济复苏速度明显超出年初市场的预期。日本经济自主复苏的基础正在形成，我们对日本经济增长仍有信心。但受欧洲债务危机对全球金融市场信心打击严重，导致全球商品价格下降，日本 PPI 或将下降，通货紧缩面临加重的风险，日本货币政策将更趋宽松。

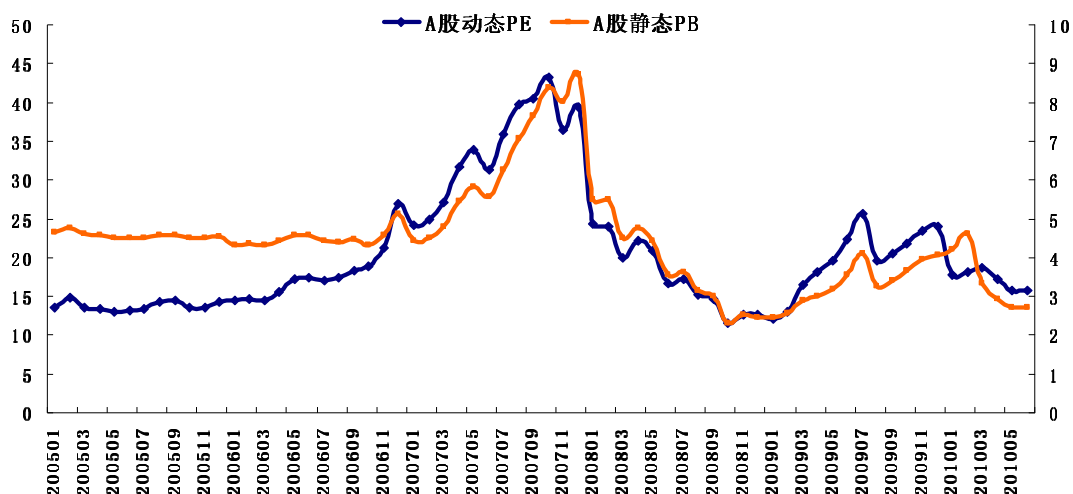
其他国家：韩国失业率下降，经济持续好转，韩国的货币刺激政策将逐渐减弱；上月经济数据显示澳大利亚国内经济增长仍将持续，就业增长势头强劲；印度则面临经济过热的风险。

三、市场展望：震荡筑底 蓄势待发

近期市场的调整，主要有四个方面的原因，即房地产调控、加息预期再起、外围市场动荡、资金面压力等。首先，房地产调控风声鹤唳，政策打压一直存在。继北京出台严厉的房地产调控措施之后，深圳、上海等地也相继出台了楼市调控措施，政策对房地产行业的调控表现出前所未有的坚决态度。从落实情况看，如果一系列的调控措施并没有达到预期效果，不排除采取更加严厉政策的可能。房地产调控的政策风险使得银行、钢铁、机械等相关性较高的行业受到牵连，拖累大盘连续下跌。其次，5 月份 CPI 达到 3.1%，连续四个月超过一年期定期存款利率，加息预期增强。第三，在外围市场方面，希腊债务问题引发了对全球经济二次探底的担忧，欧美股市也因此而出现重挫。另外，市场资金面也是市场大跌的一个因素，近期中小板、创业板新股仍在密集打包发行，光大银行、农行等大盘股也将登陆 A 股市场，加上其他银行股的再融资，市场资金压力剧增。

我们认为经过前期大幅下跌之后，市场已经接近底部区域，但中期底部的确认仍然有待时日。市场底部确立的核心因素在于政策和经济走向。目前来看，政策面仍然会维持整体偏紧状态，物价与经济的走势对政策变化有决定性影响。如果高通胀、低增长的格局没有明显变化，政策进退两难，市场弱势整理格局无法改变；如果下半年通胀数据开始冲高回落，经济增速有所放缓，政策将转向对经济增长的关注，市场将迎来难得的上涨机会。

图 7: A 股整体估值处于历史底部区域



数据来源: WIND 资讯, 南方基金

AH 股溢价指数跌穿 100, A 股比价优势逐步体现。今年以来, AH 股溢价指数持续走低, 并首度跌穿 100。同时, 中国人寿、中国太保和招商银行等权重股的 A 股股价相对 H 股股价的折价幅度均超过 21%, 相对估值优势进一步扩大。外围市场持续反弹对 A 股市场将逐步构成信心和比价上的支持, 使得折价率不断扩大的权重 A+H 股, 很有可能成为部分增量资金关注的重点。

图 8: AH 股溢价指数跌破 100 体现 A 股比价优势



数据来源: WIND 资讯, 南方基金

最近以医药为代表的传统防御性行业的大幅下跌打破了延续半年的结构性牛市格局, 这意味着在指数重心整体下移的过程中, 结构性牛市的行情难以为继。本轮上证指数从 3181 点下跌以来, 以银行、地产为代表的大盘蓝筹股领跌, 跌去 20% 之后到 2500 点基本释放了政策风险, 估值接近历史低点, 形成一

个大的“弹坑”，短期成为资金的避风港。除医药板块受到政策影响之外，消费类板块虽然业绩确定性较高，但是较高的价格涨幅以及相对较高的估值水平，也给这些板块增加了较大的不确定性。所以当前投资者面临一个很尴尬的两难选择，选择低估值或者高增长，都难以获得确定性较高的收益。总体上来看，在政策和经济面临较多变数的情况下，短期投资者仍需保持谨慎态度。

图 9：上证指数走势与政策经济的关系



数据来源：WIND 资讯，南方基金

近几年来，A股市场走势总是在政策和经济两种力量博弈下运行。06和07年，政策向上，经济向上，市场大牛；08年政策向下，经济向下，市场大熊；09年8月前，政策向上，经济向上，市场大牛；09年8月至今，政策向下，经济向上，市场震荡下行。今年上半年虽然宏观经济强劲复苏，但是超预期的紧缩政策，特别是对房地产市场的调控，带来了市场的大幅回落。经过上半年的超预期紧缩之后，当前政策已进入观察期，政策的明朗化还需要时间。若经济数据回落较快，政策有望再次放松；若经济数据依然强劲，政策可能会继续收紧，但收紧的幅度不会再大超预期。同时，由于新股发行和再融资的节奏较快，市场的资金面仍然较紧，因此，市场走势短期内仍以震荡筑底为主。

经过前期大幅下跌，A股市场当前的整体PE水平已经相当于2005年的998点和2008年的1664点左右的水平，市场估值已经处于历史底部区域。A股上市公司盈利增长与盈利能力已恢复到历史平均水平，两市整体估值偏低。根据我们内部对上市公司盈利预测，全部A股2010年净利润增长26.3%，2011年净利润增长22%，当前点位对应2010年动态PE仅有15倍。5月份上市公司大股东增持金额达到减持金额的1.68倍，为2008年10月以来的首次月度净增持，体现了产业资本对A股当前估值水平的认可。AH股溢价指数跌破100，创近4年新低，说明与国际资本市场估值水平比较，A股市场的估值也已处于低位。一旦政策面和资金面有所改善，下半年市场将在震荡筑底的过程中酝酿大幅反转的机会。

四、指数测算：通过利润增速和估值水平测算指数波动区间

最悲观预期下的景象：与 05 年，08 年的底部比较

2005 年的 998 点和 2008 年的 1664 点反映了最悲观的经济预期以及市场条件（流动性，市场情绪等）。2006-2008 年上证综指所有公司的利润增速为 32.21%，47.54%，-15.59%。我们从 2005 年的 998 点出发，简单测算在同 05 年最低点相同的悲观经济预期以及市场条件下，2008 年合理点位应在 1643 点（ $=998 \times 132.21\% \times 147.54\% \times 84.41\%$ ），与 2008 年的最低点 1664 基本相同。

采用相同的方法，我们测算一下在最悲观的经济预期以及市场条件下，2010 年的合理低点在什么位置。首先我们需要对 10 年的盈利增速做一个判断。2009 年上证综指的整体盈利增速为 24%，2010 年上证综指整体盈利增速在朝阳永续中的一致预期为 32%，我们认为随着中报的公布，上市公司的盈利增速会被普遍下调。我们认为中性的预期大约为 25%，悲观的预期在 20%。从 05 年底部开始推算，10 年的合理底部在中性预期下为 2547 点，悲观预期下为 2445 点；从 08 年底部开始推算，10 年的合理底部在中性预期下为 2579 点，悲观预期下为 2476 点。

目前市场所隐含的经济预期与市场条件，同 05 年和 08 年的底部时的悲观预期基本相近。

目前市场所隐含的市盈率及盈利增速预期

我们首先来回顾一下历史上市场 PE 的波动区间。我们以指数当年实际的盈利作为当年的预测盈利，2004 年以来上证指数预测 PE 波动的上限是 50 倍，下限是 15 倍，均值是 23 倍，中位数是 22 倍。

图 10：上证综指 PE 图



数据来源：WIND 资讯，南方基金

目前市场 2500 点附近，对应 09 年 19 倍的 PE。我们测算市场在不同 10 年 PE 以及 10 年盈利增速预期下，上证综指的合理点位。在 15 倍 10 年 PE 和 20% 盈利增速的悲观预期下，对应上证综指 2435 点，同我

们从 05 年、08 年所推算的结论基本相同。

图 11: 上证综指点位测算表格

10PE 增速	15	16	17	18	19	20
15%	2333	2489	2644	2800	2956	3111
20%	2435	2597	2759	2922	3084	3246
25%	2536	2705	2874	3043	3213	3382
30%	2638	2813	2989	3165	3341	3517

数据来源：南方基金

五、投资策略：行业配置的重要性显著提高

6 月以来，以医药为代表的强势板块出现大幅回调，打破了延续半年的结构性行情。我们前期关注的大小盘风格转换在最近两个月已经部分显现。今年以来，小盘股相对大盘股获得了约 80% 的超额收益，达到了历史前期高点，风格转换随时可能触发。预计上半年大幅走强的题材股行情在下半年将有所降温，行业配置的重要性将显著提高。

下半年主要的行业配置思路为：1. 受政策冲击已跌入历史低估值区域的行业，如银行、保险、机械、商业地产等；2. 受益于收入分配改革的二线消费品行业，如商业零售、家电、食品饮料、酒店旅游等；3. 主题投资热度将有所降温，建议重点关注手机支付、三网融合和低碳经济等新兴产业个股的阶段性投资机会。

六、市场风格：关注三个维度的风格转换

2010 年上半年，货币政策的收紧和 M1 增速的回落引发市场对流动性的担忧，投资者对大盘蓝筹股普遍缺乏信心，市场热点集中在中小盘的题材股上，特别是景气处于高点的电子行业以及受国家政策支持医药行业。09 年以来，小盘股持续跑赢大盘股，目前超额累计收益已经达到 80%，突破了前期的历史高点。

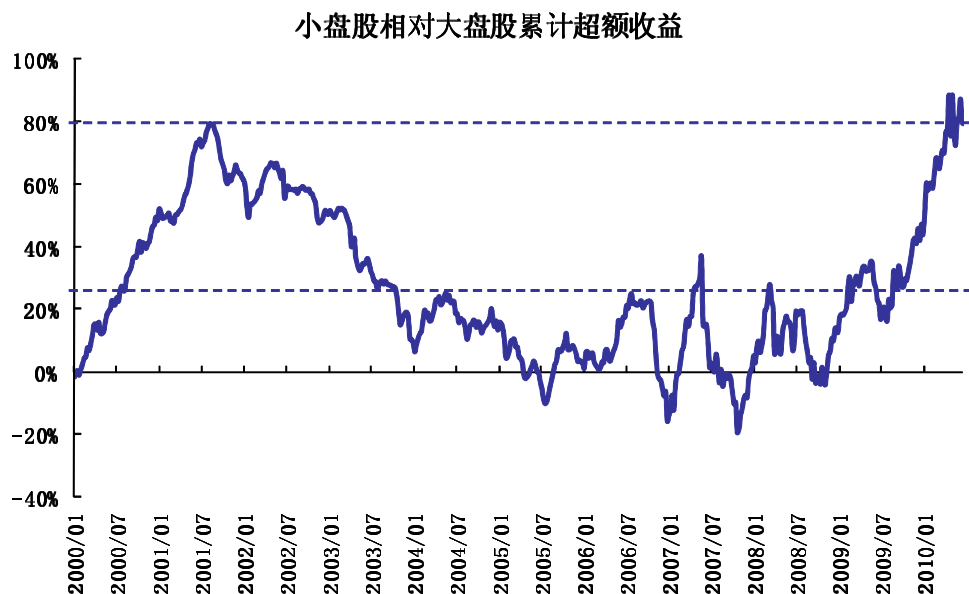
6 月中旬，国家出手打击医药商业贿赂，并出台《药品价格管理办法（征求意见稿）》。在小盘股估值高企的情况下，国家政策的出台，可能将成为小盘股大幅调整的导火索。在当前市况下，我们建议关注三个维度的风格转换，即小盘与大盘、非周期与周期、主题与基本面等。尽管在市场缺乏增量资金的情况下，大盘股大幅上涨可能缺乏足够动力，风格转换可能会通过向下的调整完成。这三个维度的风格转换仍应该是投资者在下半年关注的焦点。

1. 大小盘风格

从 09 年初到现在，在流动性和市场盈利预期的推动下，小盘股相对大盘股获得了约 80% 的超额收益，达到了历史前期高点。从 2000 年开始，A 股市场表现出较为明显的大小盘风格转换的现象。06 年之前，小盘股相对大盘股估值有高额溢价，大小盘风格转化频率也较低。06 年之后，小盘股的相对估值中枢有大幅下降，风格转换的频率也升高，同时累计超额收益的波动区间也大幅缩窄。目前，小盘股相对大盘股的累计超额收益在历史高点附近已经震荡两个月，相对估值也已经达到历史高点。国家针对医药行

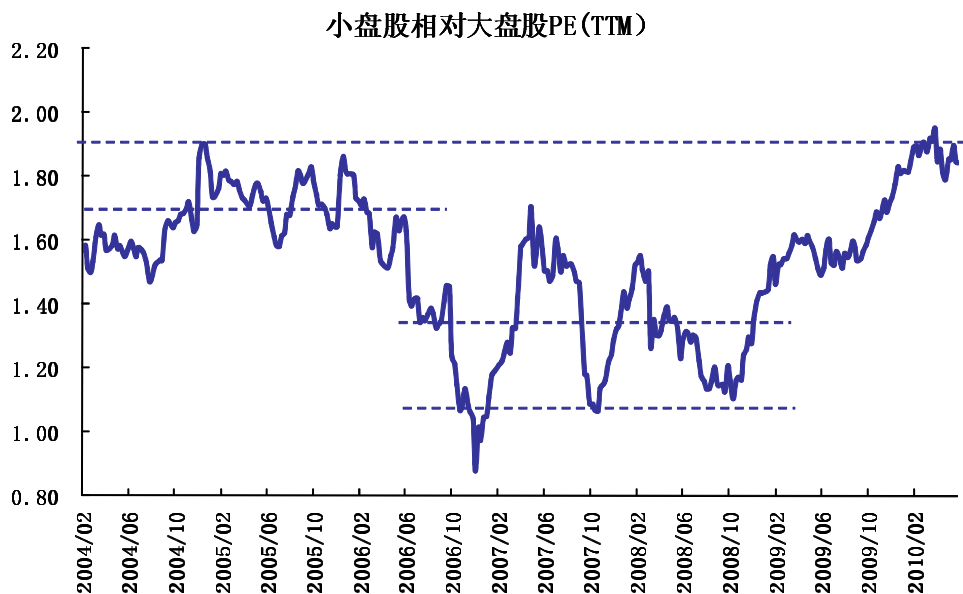
业政策的出台，可能会成为风格转换的催化剂。

图 12：小盘股相对大盘股的超额收益达到 75%



数据来源：WIND 资讯，南方基金

图 13：小盘股相对大盘股的 PE 达到历史高点



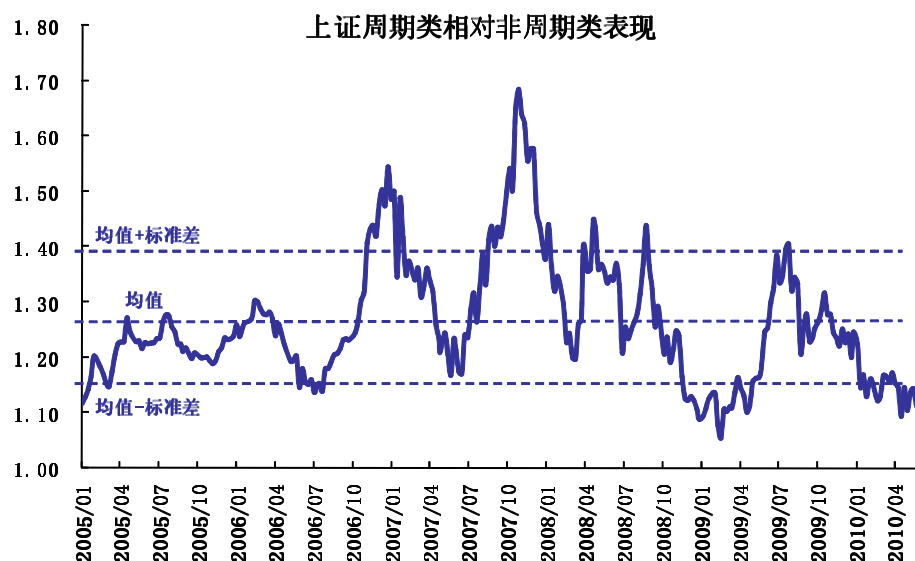
数据来源：WIND 资讯，南方基金

2. 周期非周期风格

周期类股票与非周期类股票也存在风格转换的现象，从频率上看，周期非周期转换周期大约为 3-6 个月。从 09 年中旬以来，周期类股票持续跑输非周期类股票。目前，周期类股票的相对表现以触及前期历史低点，而周期类股票的相对估值也突破前期历史低点。从经济周期的角度来观察，周期股见顶往往不是在政策收紧的上半阶段，而是在下半阶段（经济增长的动力衰竭）。目前经济仍处于复苏阶段，下半年随着经济指标的温和回落，紧缩政策将会逐渐放松。受政策紧缩影响，估值接近历史底部的周期类股

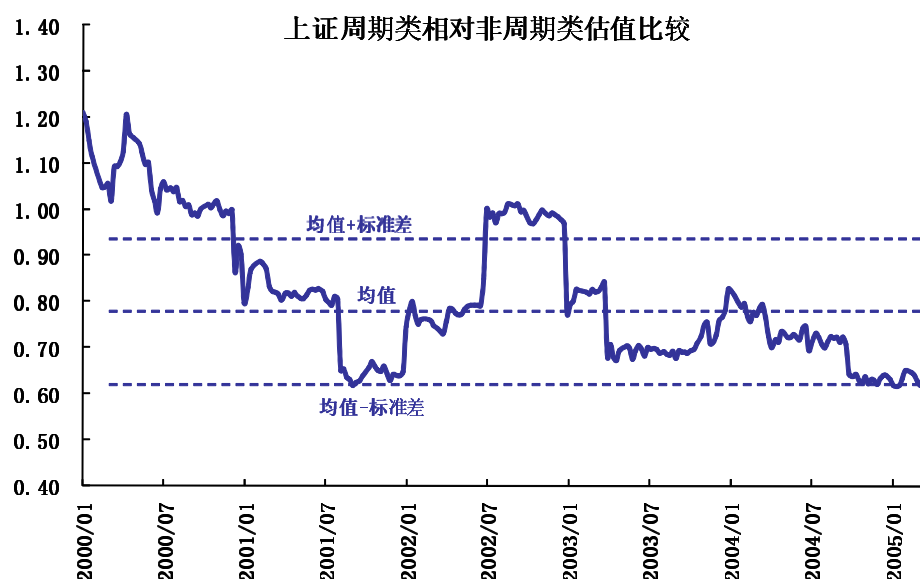
票，将可能会迎来风格转换。

图 14：周期类相对非周期类表现处于历史低点



数据来源：WIND 资讯，南方基金

图 15：周期类相对非周期类估值比较处于历史低点



数据来源：WIND 资讯，南方基金

七、事件驱动型主题投资：世博会，游客人数可能超出前期预期，关注相关投资机会

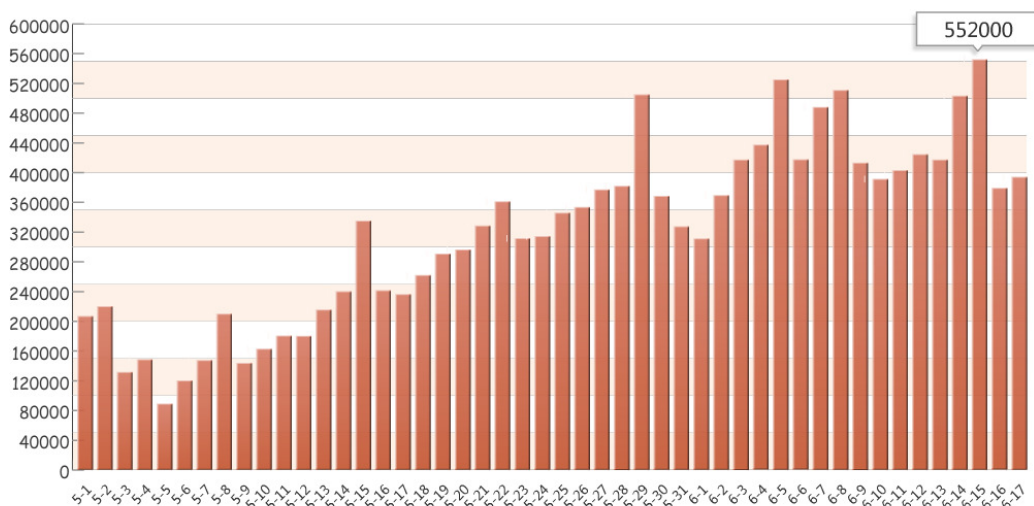
世博园接待游客人次快速上升。截止至 6 月 18 日，世博会接待累计游客达到 1574.01 万人，6 月 15 日入园人数达到 55.2 万人次，创开园新纪录。会前官方预计上海世博会期间的客流将达到 7000 万人次，日均 39 万。目前平日游客已经达到 40 万，而且面临暑期旅游旺季，世博会期间的客流量可能会超出之

前的市场预期。

4月以来，世博概念板块已经有接近30%的调整，与世博相关的零售、交运，旅游股估值安全边际已有显现，股价具有一定吸引力。

同时，我们也关注世博会的展示效应。世博中所展示的新应用技术，除了带给游客直接的感官冲击以外，也有利于这些技术的推广和使用。关注在世博中广泛应用的新能源汽车、新型显示技术，人工智能，以及被媒体所广泛报道的建筑节能等领域。

图 16：世博园每日入园人数



数据来源：世博会官方网站，南方基金

八、新兴产业主题投资

在经济危机后，原有的经济格局和增长轨迹都面临着改变。为了寻找在新的经济增长动力，美国、日本、欧盟等都将注意力转向新兴产业，并给予前所未有的强有力政策支持。我们国家也提出经济结构转型和大力发展“战略性新兴产业”，在此背景下，三网合一、节能环保、新能源、新技术、新材料等受国家强力扶持的“新概念”板块表现出色。我们认为挖掘“战略性新兴产业”为主导的市场新概念，将是长期的、可持续的，并将贯穿今年乃至今后更长时期的投资主线。

当前产业结构调整并不是权宜之计，而是上升到国家战略高度，新能源、核电设备、风电设备、高铁、战略性新兴产业等相关行业的成长前景是相对乐观的，不仅不受政策的限制，而且得到财政的大力扶持。该类个股的补跌只是因为估值高企，而通过急跌已经初步释放了估值高企的泡沫，从而再度急跌的空间已不大。我们预计中小盘个股的补跌行情可能会产生分化，一些成长性不强，主要依靠题材与市场的乐观氛围支撑的个股可能还会补跌，而一些被市场普遍看好的实质性利好的个股可能会重拾升势。

1、三网融合：有线运营商、设备商和内容商

三网融合是指有线电视网、电信网和互联网三大网络通过技术改造，提供包括视频、语音和数据等综合多媒体业务，在技术、内容和监管三个层面上的相互渗透与融合。目前主要指第二个层面，即内容和服

务的融合（即不同网络平台承载实质相似的业务）。

我们认为，有线运营商主要是受到政策的促进，加快跨区域整合、网络改造及市场化运作；设备商则主要受益于有线运营商的线路改造和电信运营商的光纤到户投资；内容商则进入内容为王的时代。

在目前的形态当中，广电和电信互有优劣势。总的来说，电信优势更为明显，因此，结合美、英、日韩等国外经验以及香港特别行政区的经验，三网融合将从保护广电的角度出发，实行不对称进入政策，在政策上给予广电支持。

广电的优势：

- 广播成本低
- 用户接入度高
- 内容制作强
- 内容控制能力强

电信的优势：

- 全国一张网
- 成熟的管理、计费、服务、业务运营体系
- 市场化运作经验
- 细致、多样、灵活的业务产品
- 融资/资金能力强

广电的劣势：

- 缺乏统一的网络
- 缺乏市场化的运作
- 缺乏宽带相关基础设施
- 融资能力弱
- 自身实力弱

电信的劣势：

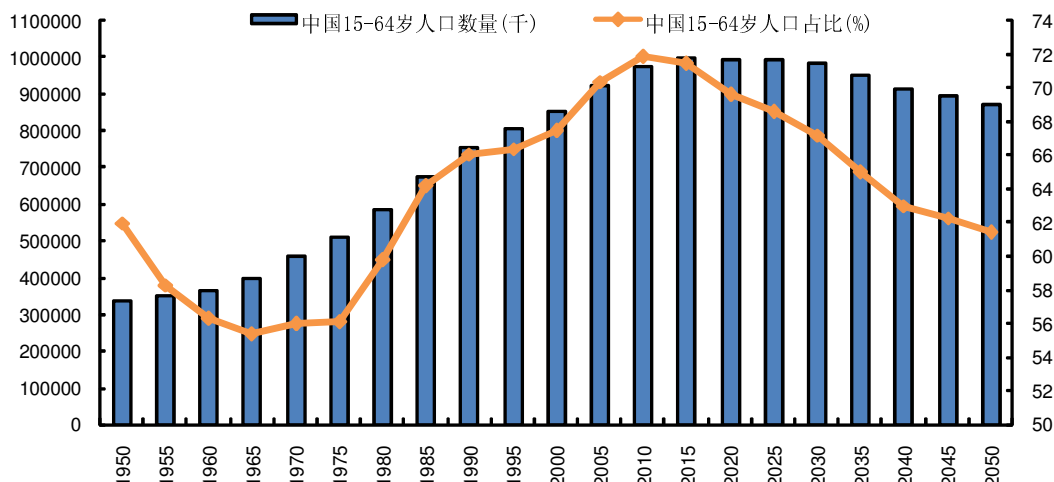
- 内容面临监管
 - 传输带宽低
-

由于电信运营商的体量较大，因此，在三网融合的投资当中，我们建议着重观察有线板块、设备商板块以及内容商板块。三网融合的难度不在于技术，而在于广电与电信部门差异悬殊导致的利益博弈。所以，对于有线运营商的投资主要逻辑在于对政策的预期上。一旦市场有对三网融合有利的预期或者有对有线政策有利、有线重组的预期时，有线板块就会出现上涨行情。

2、劳动力结构性短缺与成本上升：关注中低端消费，与机械对劳动力替代

随着中国经济的快速发展，中国劳动力从过剩走向结构性缺乏。年初，沿海制造业发达的地区均不同程度的出现了“民工荒”，同时西部省市的快速发展，产业逐步向内地转移，农民工也开始向内地回流，导致劳动力的结构性缺乏。随着人口红利的逐步消失，劳动力成本上升是大势所趋。从各地的“罢工潮”，“加薪潮”可见一斑，最引人注目的是富士康为最低层员工大幅加薪以及本田产业工人的罢工。近两个月，14省市已出台上调最低工资标准，平均涨20%，最低涨10%。根据联合国的预测，中国劳动力在总人口的占比将在今年迎来拐点，而总劳动力的拐点将会在2015-2025年达到。

图 17：中国人口结构变化



数据来源：联合国，南方基金

劳动力报酬的上升，将有力的促进消费的提升，特别是对边际消费倾向较高、收入增长较快的低收入人群，建议关注与此相关的中低端消费。我们认为外出就餐有望增长最快，啤酒、乳品、低端白酒将会受益于品牌消费的深化，植物饮料新型饮料有望继续保持快速。服装的品牌化消费将渐成主流，领先品牌市场地位差距将越来越大，拥有二三线市场渠道优势将优先获益。在消费的支撑下，中西部商业有望获得较好的成长性。收入增长也将会促进居民的外出旅游。

此外从生产的角度来看，劳动力成本上升将推动生产结构的调整，利于劳动力替代的生产资料将更加受欢迎。劳动力成本的持续上升，也将迫使用工企业不断提高自动化水平以替代人工，自动化相关的装备制造、系统集成商等企业也将直接受益。而智能化将极大地提升各产业的效率，节约能源，推动产业升级，关注智能电网、智能建筑、智能交通等领域，以及物联网相关的传感器、系统集成和通讯网络相关公司。目前自动化与智能化相关行业跨度较大，较为分散，许多相关产品还未大规模推广，其中不乏概念的炒作，我们更偏好拥有成熟的核心技术，应用范围广泛，市场短期内可能启动的相关产业，如手机支付，智能电网，智能建筑等。

3、新材料：关注有技术优势和资源优势的企业

新材料是指新出现或者正在发展中的，具有传统材料所不具备的优异性能和特殊功能的材料。对于新兴产业来讲，一些新材料是这些新兴产业发展所必不可少的基本原料。比如电子信息发展所需的 LED、电子陶瓷材料，新能源所需的磷酸铁锂、非晶材料，节能建筑所需的新型墙体材料、Low-E 玻璃，以及可以提升材料性能的各种稀土资源等。

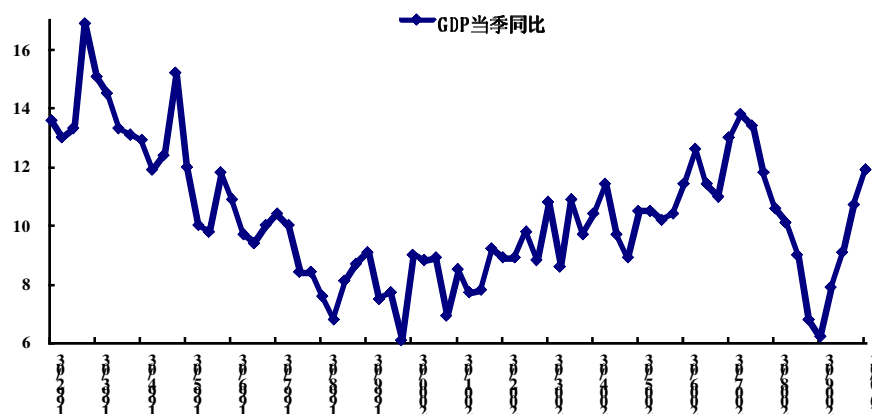
我们认为，我国的新材料产业正迎来高速成长期，作为新兴产业的基本原材料，以及传统材料的替代产品，新材料正被逐步广泛地应用于各个领域。建议关注在新材料领域具有技术优势，以及资源优势的公司。由于许多新兴材料制造技术仍还未成熟，受到市场的追捧，相关股票估值偏高，投资者在投资时应仔

细甄别。

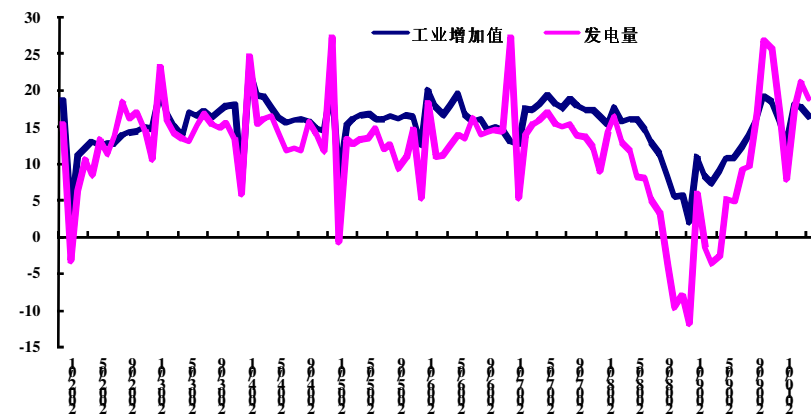
新型材料分类	代表材料
电子信息材料	LED, OLED, 单晶硅, 磁性材料, 电子陶瓷材料, 压电晶体管材料, 绿色电池
新能源材料	太阳能电池, 锂离子电池, 储氢材料, 非晶材料
生态环境材料	新型墙体材料, Low-E 玻璃等
高性能结构材料	特种钢铁材料, 稀有金属新材料, 高温合金, 高温结构陶瓷材料, 碳纤维复合材料
新型功能材料	高温超导材料, 磁性材料, 金刚石薄膜, 功能高分子材料等
化工新材料	有机氟材料、有机硅材料、高性能纤维、纳米化工材料、无机功能材料

九、宏观经济-GDP与整体经济形势

1 季度中国 GDP 同比增速继续强劲反弹至 11.9%。预计 10 年消费增长较为稳定，投资增长略微降低，全年 GDP 会保持较高速增长，呈前高后低态势。



5 月份工业增加值与发电量小幅回落。5 月份工业增加值同比增长 16.5%，发电量同比增速 19.0%，较 4 月份小幅回落，受国家紧缩政策影响，预计第三季度会继续温和回落。

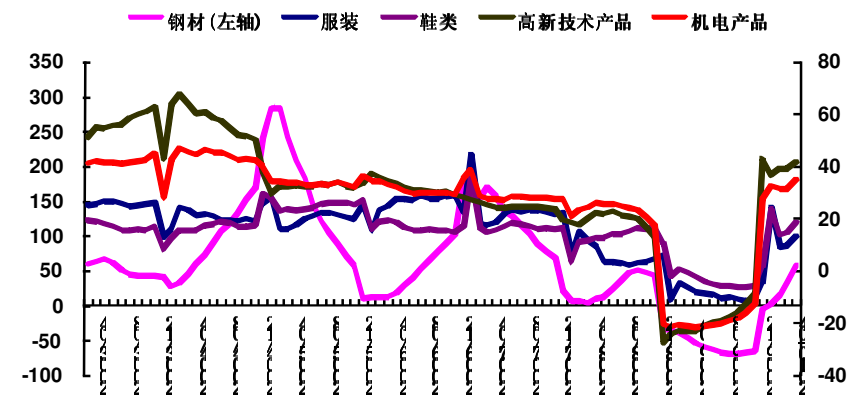
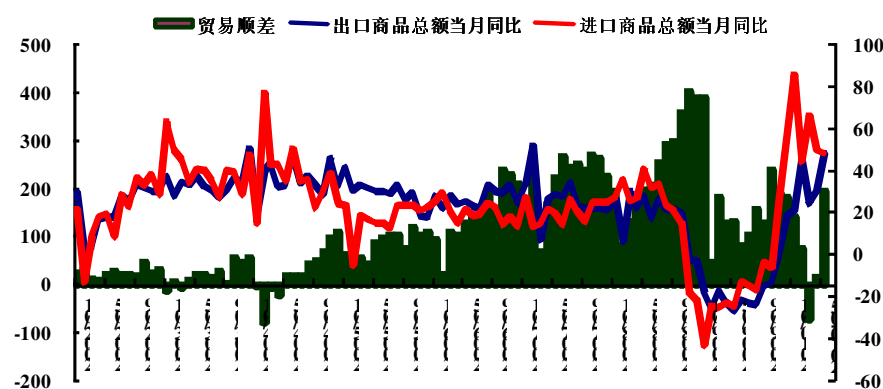


	2000 A	2001 A	2002 A	2003 A	2004 A	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010.1-3
GDP 同比增长%	8.4	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	11.6	13.0	9.0	8.7	11.9
GDP (亿元)	99,215	109,655	120,333	135,823	159,878	183,217	211,924	257,306	300,670	335,353	80,577
工业企业增加值同比增长%	14.93	13.79	16.82	30.38	31.15	29.45	14.45	18.5	12.9	11.0	19.6
工业企业增加值 (亿元)	23685	26950	31482	41045	53830	69682	79752	94506	106697	-	-

九、宏观经济-出口与顺差

5月份我国外贸进出口总值2440亿美元，同比增长48.58%；其中出口值1318亿美元，同比增长48.5%；进口1122亿美元，同比增长48.3%；出口数据大幅超出市场预期，

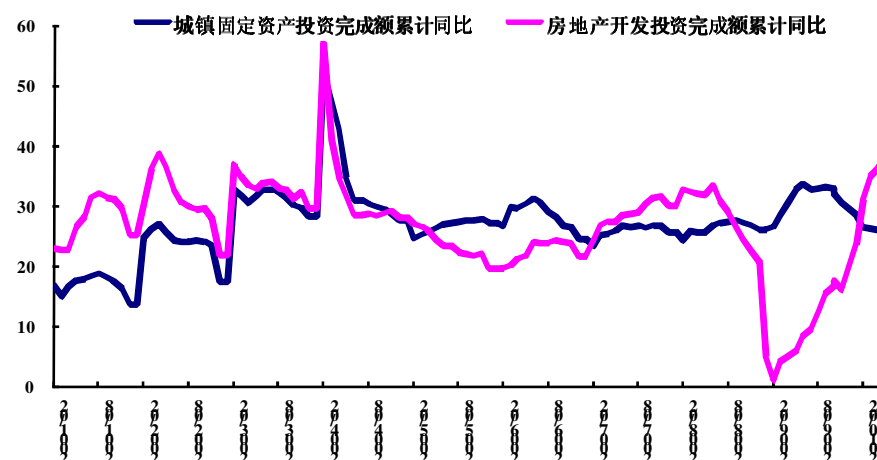
从出口细项产品分布来看，来自于低端劳动密集型产品增长速度要小于机电设备和高新技术类产品。但以电子产业为代表的高新技术类出口增速较高。钢材的出口增速继续回升。



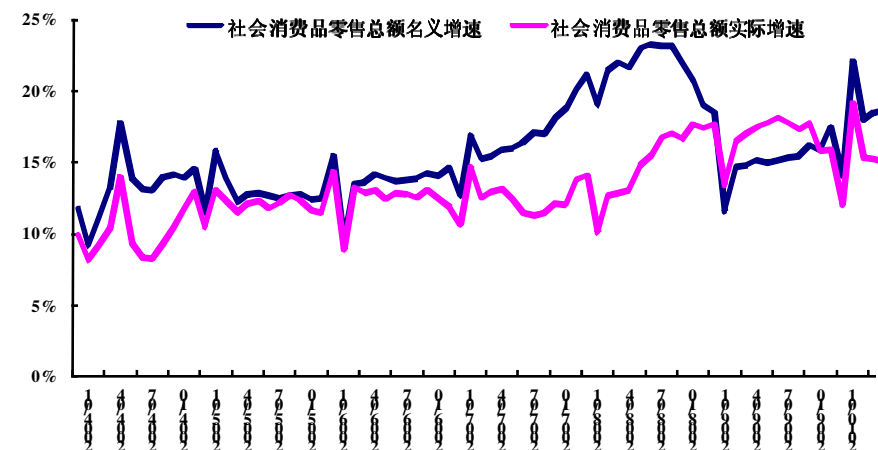
	2000 A	2001 A	2002 A	2003 A	2004 A	2005 A	2006 A	2007 A	2008A	2009A	2010.1-5
进口同比增长%	35.8	8.2	21.2	39.9	35.8	17.7	19.9	20.8	18.5	-11.2	57.5
进口总额（亿美元）	2251	2436	2953	4131	5608	6602	7918	9563	11331	10056	5323
出口同比增长%	27.8	6.8	22.4	34.7	35.4	28.4	27.2	25.7	17.2	-16.0	33.2
出口总额（亿美元）	2492	2661	3256	4385	5937	7623	9693	12182	14285	12017	5677
顺差同比增长%	-17.4	-6.8	34.7	-16.3	29.5	211	73.9	47.5	13.3	-34.2	-59.5
顺差（亿美元）	241	225	303	254	328	1021	1775	2619	2969	1961	355

九、宏观经济-投资与消费

1-5 月城镇固定资产投资67358亿元，同比增长25.9%。其中，房地产开发投资完成额为13917亿元，增长38.2%，固定资产投资增速温和回落，而房地产开发投资完成额累计同比增速继续上升。



5月份社会消费品零售总额同比增长18.7%。私人部门的需求发挥更重要的作用，未来经济增长更趋平衡。随着居民薪酬的提升，消费将成为促进增长的亮点。扩大居民消费将依然今年财政政策的重要导向。

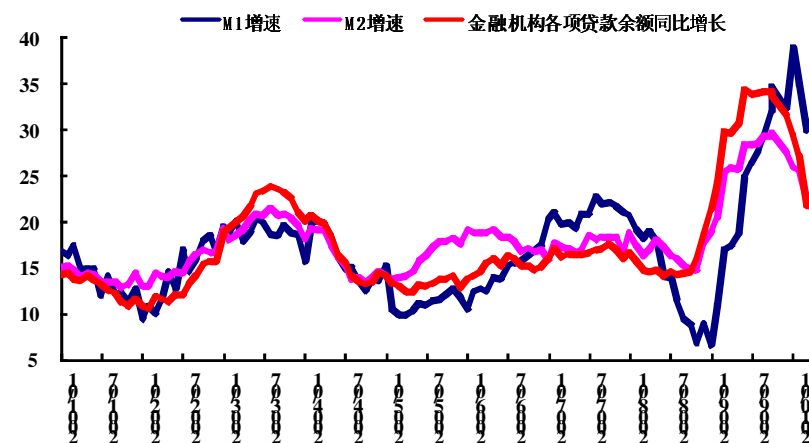
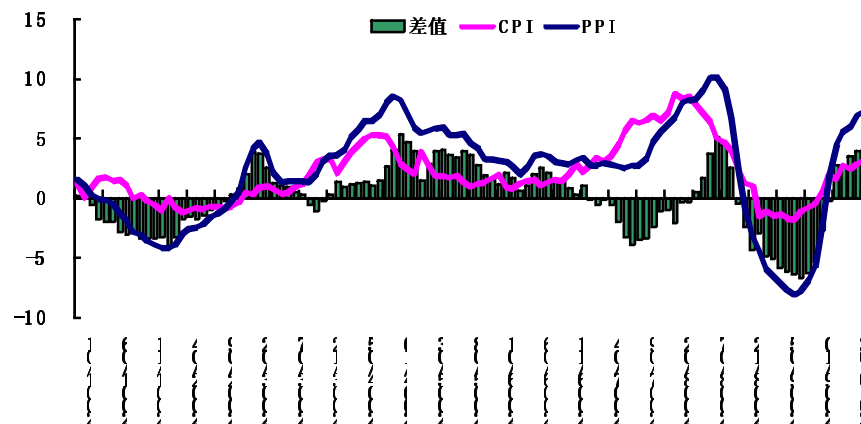


社会消费品零售总额	2000 A	2001 A	2002 A	2003 A	2004 A	2005 A	2006 A	2007 A	2008A	2009A	2010.1-5
同比增长%	9.7	10.1	8.8	9.1	13.3	12.9	13.7	16.8	21.6	15.5	18.2
零售总额（亿元）	34153	37595	42027	47602	59501	67177	76410	89210	108487	125343	60339
固定资产投资	2000 A	2001 A	2002 A	2003 A	2004 A	2005 A	2006 A	2007 A	2008A	2009A	2010.1-5
同比增长%	10.5	14.4	18.3	29.1	27.6	27.2	24.5	25.8	26.1	30.5	25.9
固定资产投资（亿元）	26222	30001	35489	45812	58620	75096	93472	117414	148167	194139	67358

九、宏观经济-物价与流动性

5月份居民消费价格(CPI)同比上升3.1%。PPI同比上升7.1%，创09年以来的新高。市场面临一定通货膨胀压力，根据M1增速领先CPI3-6个月的规律，以及翘尾因素的分析，预计6、7月份CPI达到年内高点。

5月份新增人民币贷款6394亿，较上月少增1346亿元。1-5月人民币各项贷款增加4.01万亿元，同比减少1.8万亿元。由于从年初开始紧缩货币政策，M1，M2下降趋势较为明显。



CPI	2000 A	2001 A	2002 A	2003 A	2004 A	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010.5
同比增速%	0.4	0.7	-0.8	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.1
PPI	2000 A	2001 A	2002 A	2003 A	2004 A	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010.5
同比增速%	2.8	-1.3	-2.2	2.3	6.1	4.9	3.0	3.1	6.9	-5.4	7.1

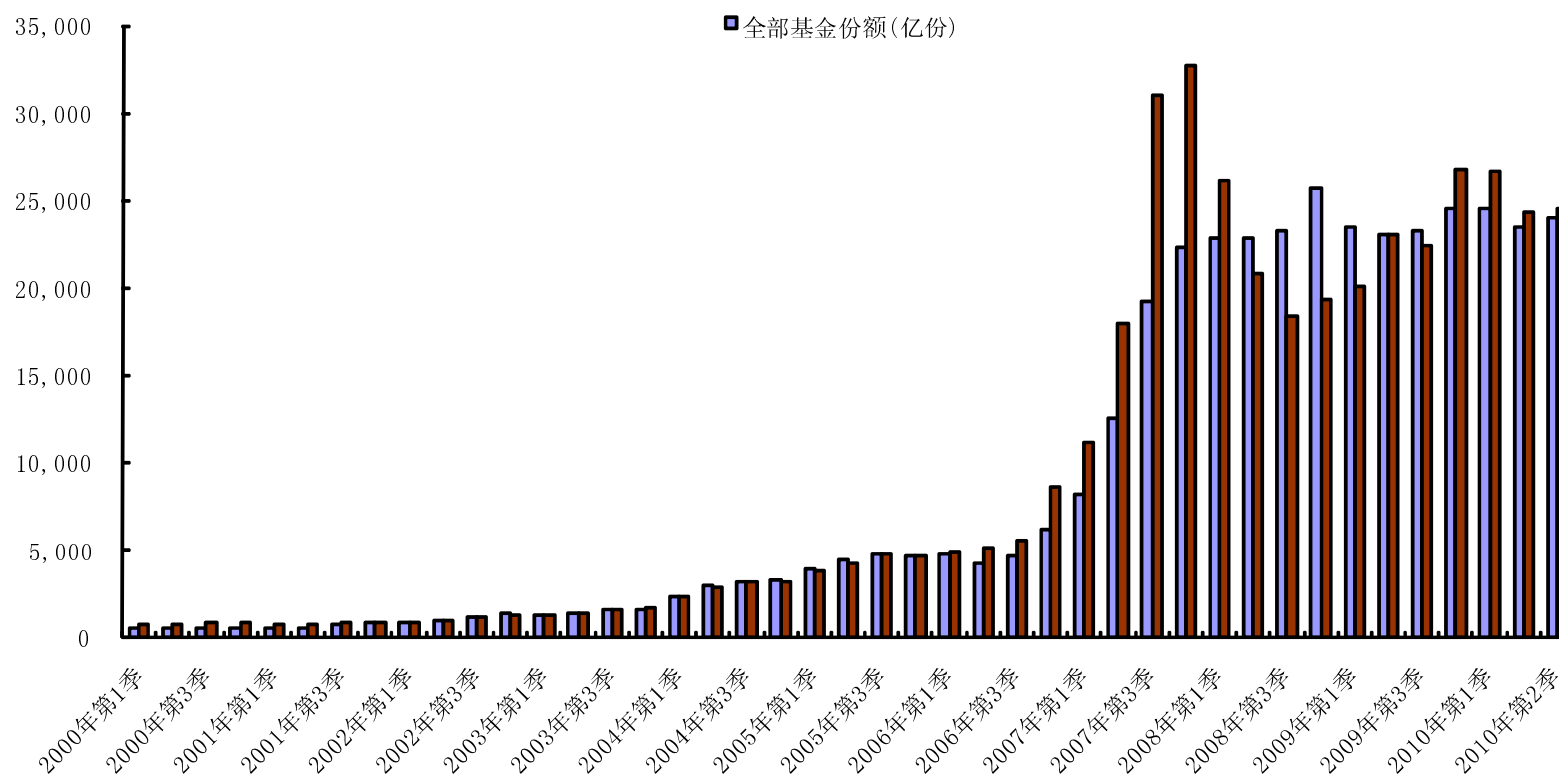
九、宏观经济-证券市场与证券化率

2007年底A股总市值达到32.71万亿元，年末证券化率（总市值/GDP）首次超过1，达到131%；此后迅速下降。

截止到2010年6月21日，A股总市值为20.96万亿元，证券化率为62.51%。

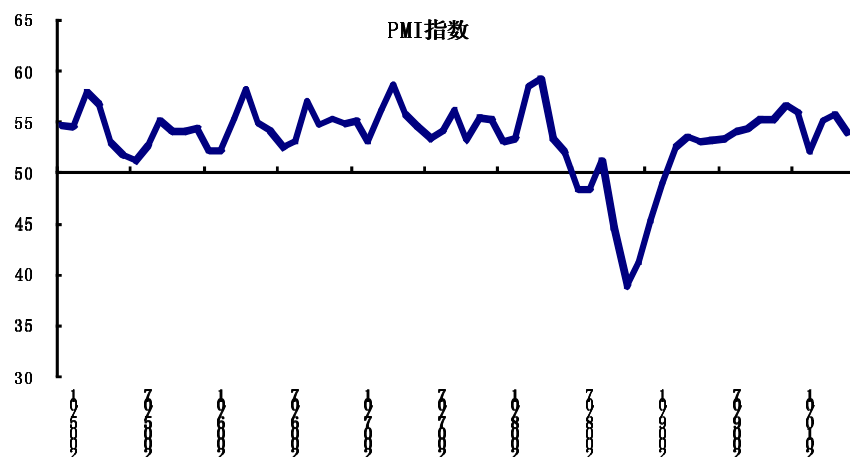
	2000 A	2001 A	2002 A	2003 A	2004 A	2005 A	2006 A	2007 A	2008A	2009A	2010.6
总市值(亿元)	48091	43522	38329	42458	37209	32430	89404	327140	161404	243939	209639
GDP(亿元)	99215	109655	120333	135823	159878	183217	211924	249530	300670	335353	335353
证券化率	48.5%	39.7%	31.9%	31.3%	23.3%	17.7%	42.2%	131.1%	53%	72.7%	62.5%

截至到5月底，基金总份额24,028亿份，管理资产净值24,618亿元。



九、宏观经济—其他数据显示内需活力，工业活动加速

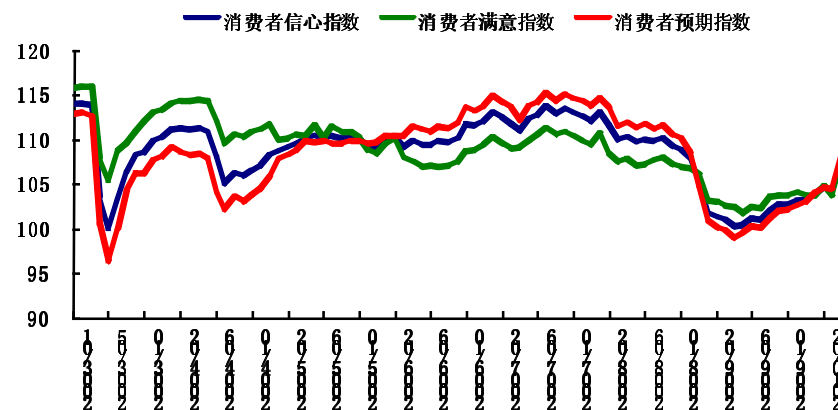
5月，全国制造业 PMI 指数为 53.9，比 4 月份略有下降。PMI 指数从 2009 年 3 月以来，连续 14 个月在 50 以上。但 PMI 的回落，预计着未来的几个月内，制造业也可能会温和回落。



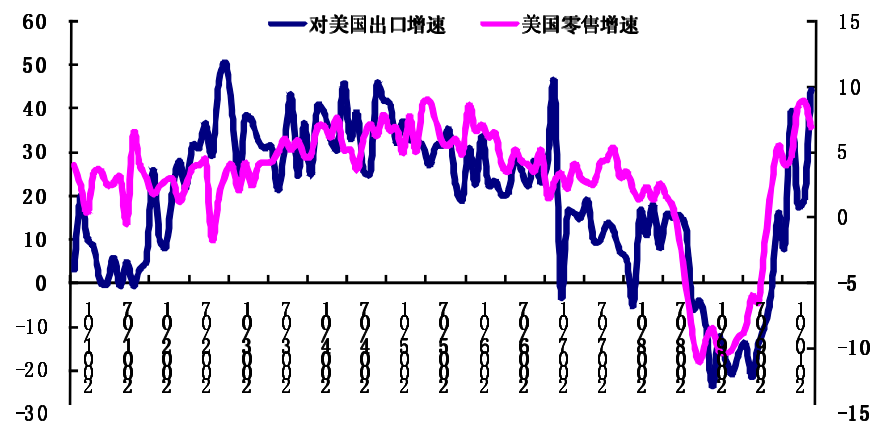
我国宏观经济景气指数在 2 月份见顶后，略有回落。但现在再仍处于历史的较高水平。



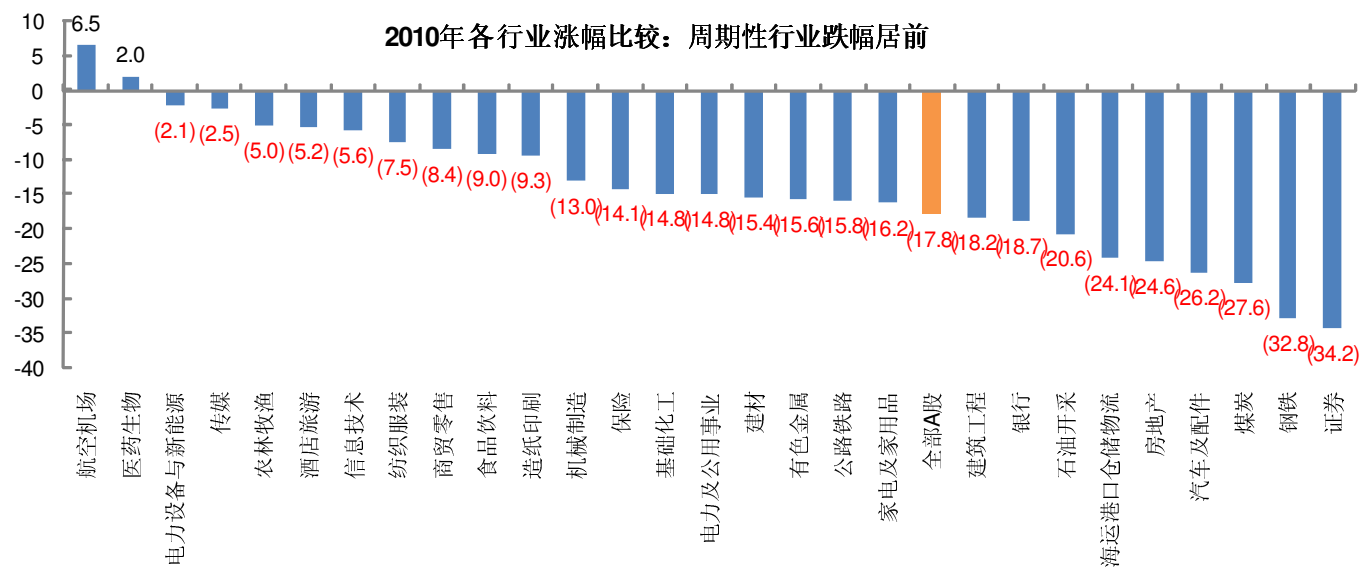
我国 4 月份消费者信心指数达到 106.6，比 3 月 107.9 略有回落。其中：消费者预期指数为 106.8（3 月为 108.2），消费者满意指数为 106.2（3 月为 107.5）。消费者信心指数是监控消费变化趋势的重要前瞻性指标之一。



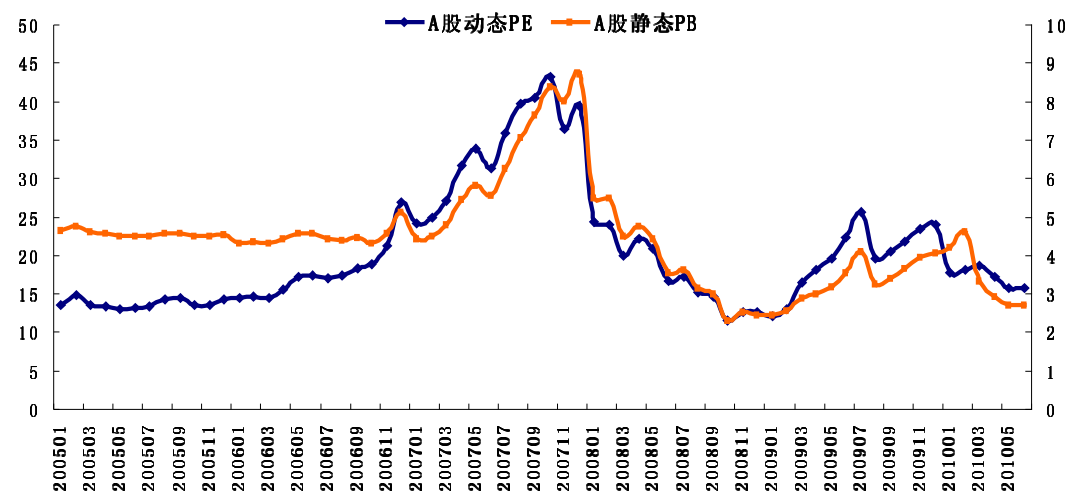
中国对美出口与美国经济复苏密切相关。其中美国零售增速可以作为中国对美出口的先行指标。美国经济稳步复苏，零售增速继续上升，有利于我国出口的恢复。



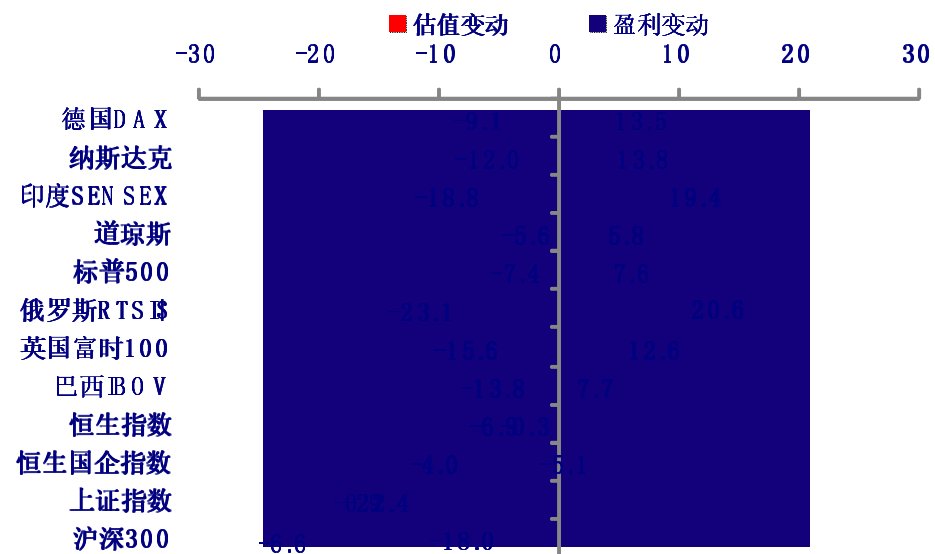
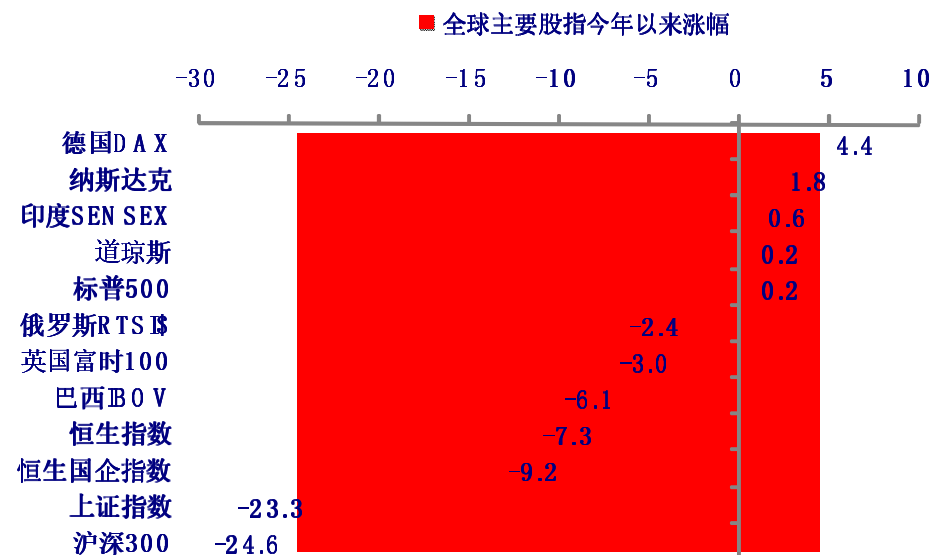
十、证券市场-市场表现和估值



PE、PB 历史走势



十、证券市场-全球市场表现和估值比较

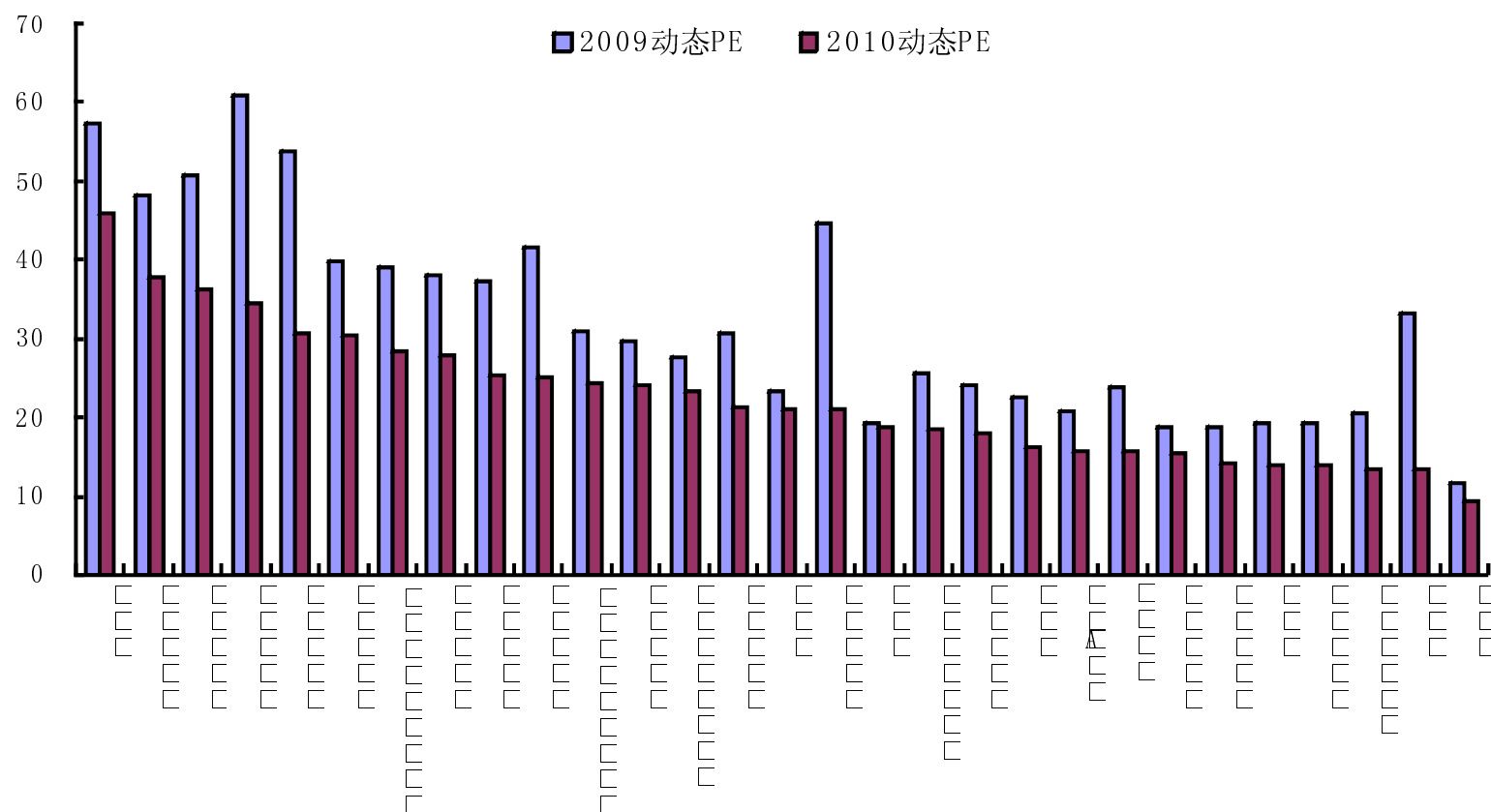


十、证券市场-全球市场表现和估值比较

全球市场估值一致预期汇总				
	P/E		EPS 增速	P/B
市场	2009A	2010E	2010E	2010E
澳大利亚	25.4	14.4	24.5%	2.0
中国海外	15.8	13.2	17.4%	2.1
A 股	18.6	15.5	22.1%	2.3
红筹	18.9	15.6	16.1%	1.8
香港	11.9	15.7	10.0%	1.4
印度	18.9	16.9	22.6%	2.7
印尼	16.8	15.0	20.0%	3.6
日本	27.0	17.1	13.6%	1.1
韩国	10.4	9.7	3.5%	1.4
马来西亚	17.0	15.4	14.6%	2.0
巴基斯坦	8.0	7.5	14.0%	1.6
菲律宾	17.7	15.0	13.4%	2.4
泰国	12.6	11.6	17.5%	1.8
亚太地区	20.1	14.6	14.1%	1.4
亚太地区（除日本）	17.0	13.2	14.4%	1.8
亚洲（除日本）	15.2	12.8	11.3%	1.8
远东地区（除日本）	14.9	12.4	10.3%	1.7
美国	16.1	13.8	17.6%	1.9
欧洲	15.1	11.7	19.5%	1.5

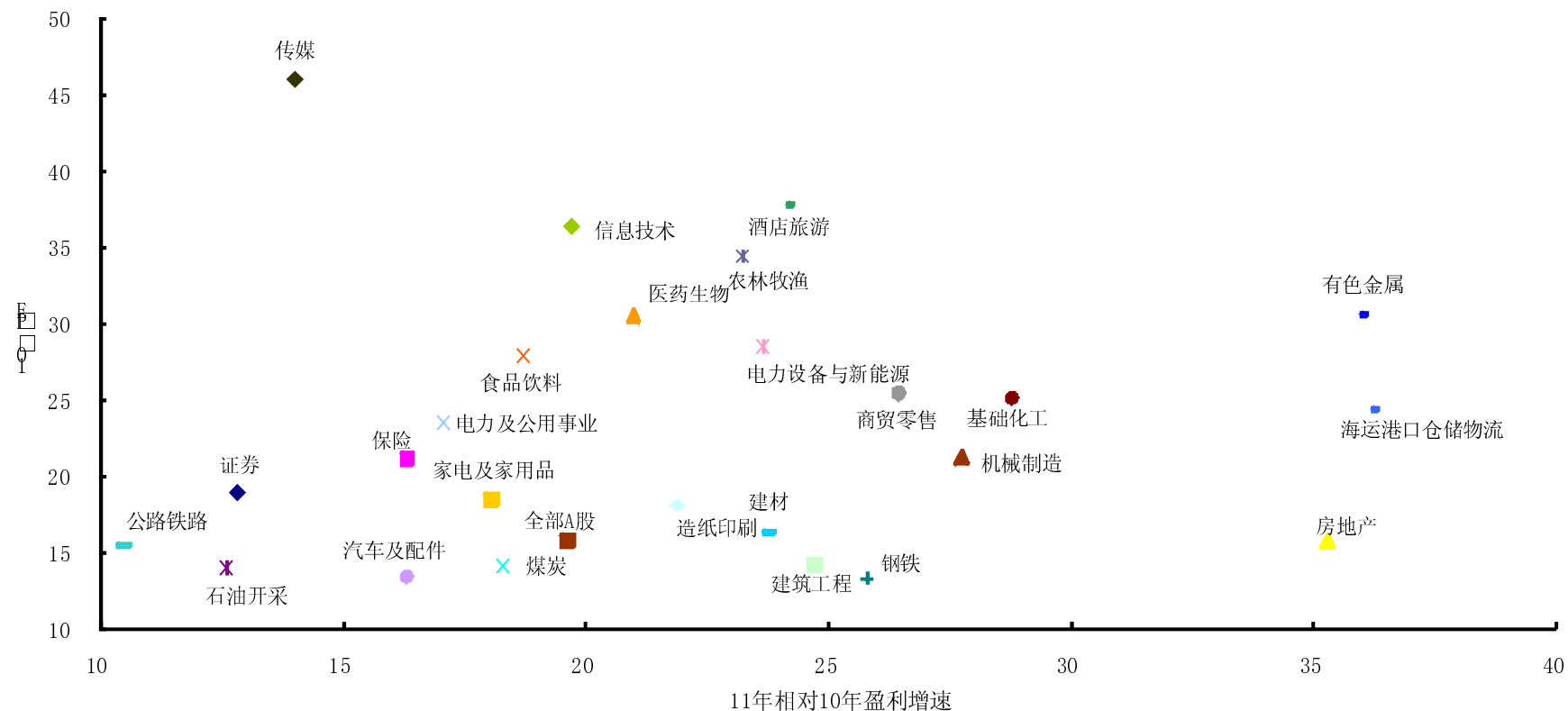
发达市场	16.8	13.5	18.2%	1.6
新兴市场	14.7	11.8	17.1%	1.8
全球市场	16.5	13.2	18.0%	1.6

十、证券市场-行业比较

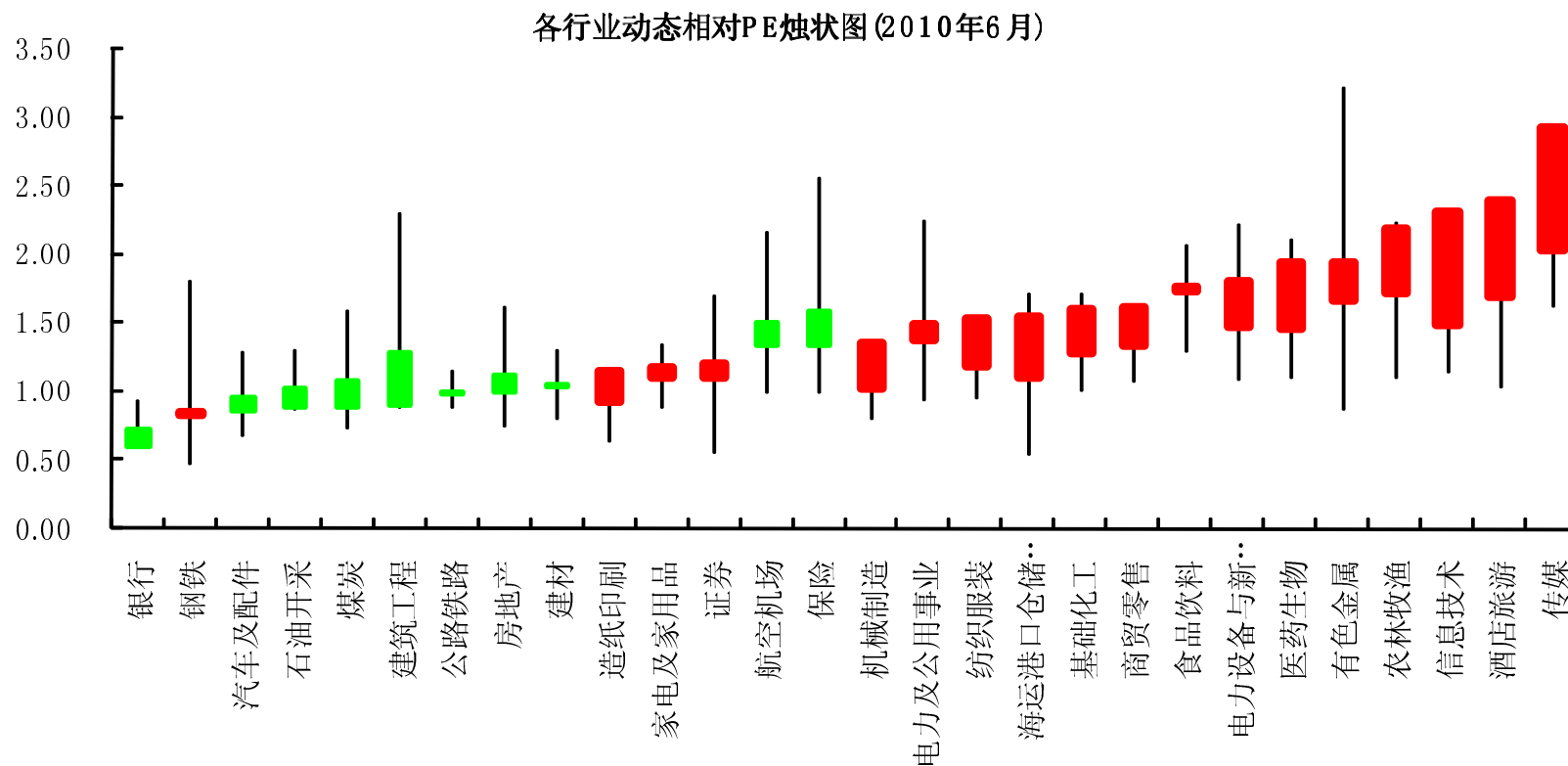


十、证券市场-行业比较

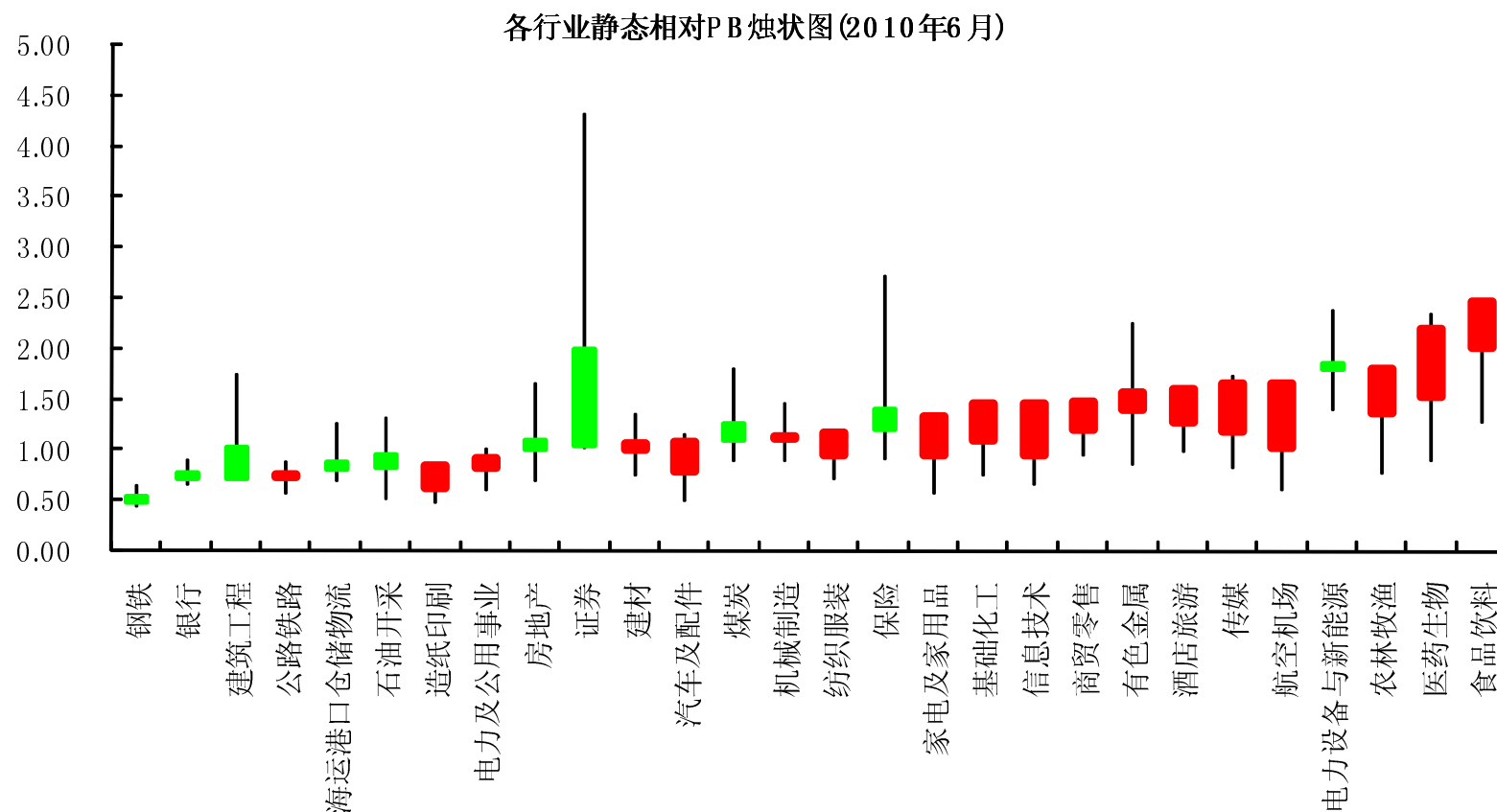
行业估值和盈利成长比较(X:11 比 10 年利润增速; Y:10PE)



十、证券市场—过去三年各行业相对估值情况：烛状图开盘价表示历史均值，收盘价表示当前值

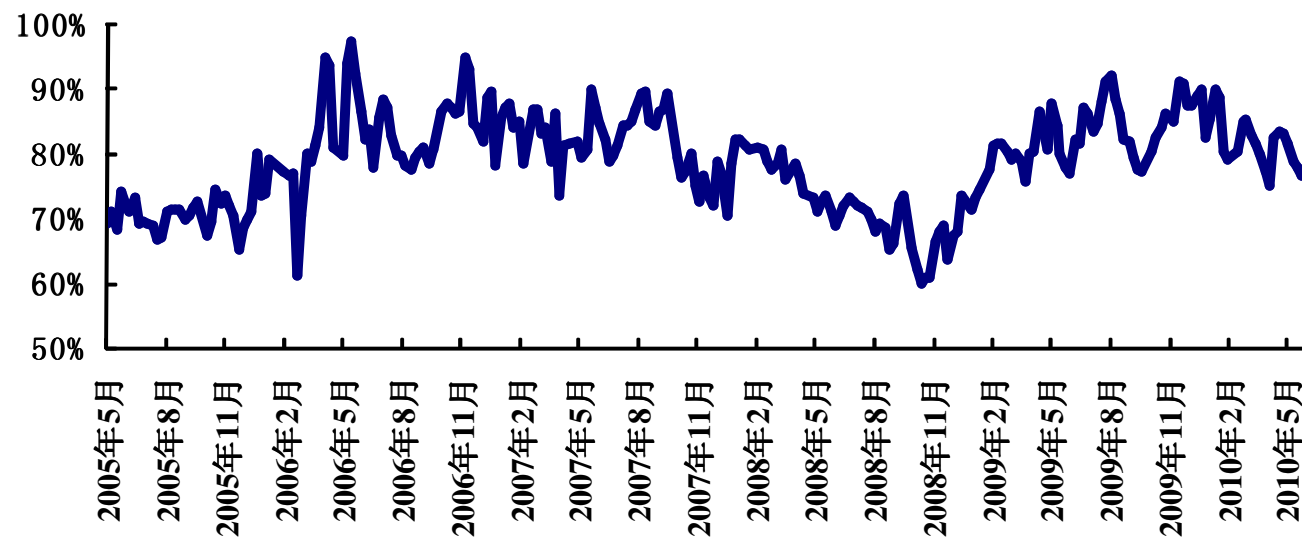


十、证券市场—过去三年各行业相对估值情况：烛状图开盘价表示历史均值，收盘价表示当前值



十、证券市场—基金同业仓位情况

股票型基金历史仓位测算

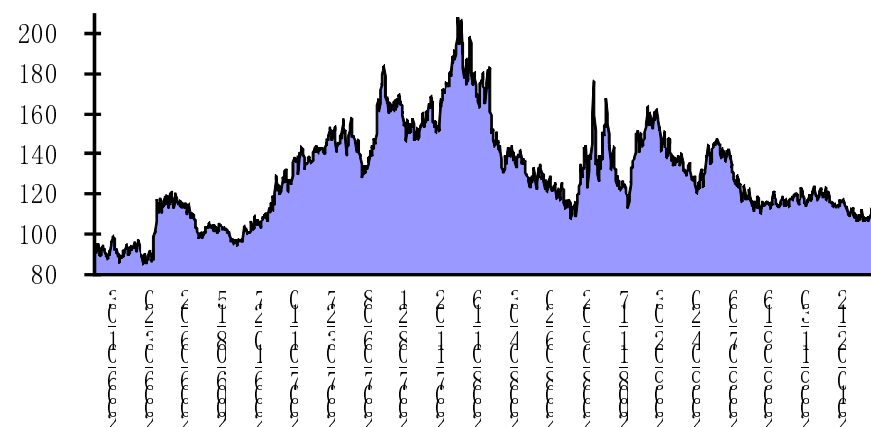


十一、其他：大宗商品、外汇、A-H溢价

大宗商品市场					
商品名称	最新收盘价	涨跌幅(%)			
		1 周	1 个月	3 个月	今年以来
船运					
干散货指数	2784	(18.1)	(30.6)	(20.7)	(10.3)
石油					
WTI	76.79	4.6	11.2	(6.1)	(2.8)
布伦特	77.23	1.7	10.4	(0.4)	1.8
新加坡航油	90.05	1.2	13.4	2.7	4.5
有色金属					
CMX 黄金	1257.2	0.2	7.1	13.7	14.9
LME 铜	6430.5	0.0	(3.8)	(14.0)	(12.7)
LME 铝	1946.75	0.0	(5.2)	(14.7)	(12.6)
上海黄金	272.83	1.5	7.4	7.7	14.7
上海铜	51700	2.7	(0.7)	(11.0)	(10.7)
上海铝	14350	1.9	(0.9)	(11.4)	(12.5)
农业					
NYB 棉花	81.78	1.4	(0.1)	0.9	9.7
NYB 糖	15.58	0.3	(0.1)	(16.1)	(42.0)
CBOT 豆粕	289.4	0.8	5.8	7.9	(7.1)
CBOT 豆油	37.92	1.0	3.6	(2.5)	(5.1)
大连玉米	1911	0.8	(1.6)	3.1	6.6
大连大豆	3750	0.6	0.1	(7.8)	(7.3)
大连豆粕	2663	1.0	(4.3)	(8.9)	(20.0)
大连豆油	7290	0.2	0.6	(0.2)	(5.0)
郑州小麦	2166	(0.6)	(1.2)	(4.1)	1.4

外汇币种	最新收盘价	涨跌幅(%)			
		1 周	1 个月	3 个月	今年以来
美元/人民币	6.8262	0.42	0.44	0.43	0.43
美元/人民币 3 个月远期	6.7841	0.67	0.88	0.89	1.17
美元/人民币 6 个月远期	6.7596	0.74	0.94	0.87	1.02
美元/人民币 12 个月远					
期	6.7125	1.08	1.54	0.66	0.35
美元/人民币 18 个月远					
期	6.6570	1.02	1.44	(0.39)	(0.87)
美元/人民币 2 年远期	6.5915	1.83	2.50	(0.37)	(1.44)
美元现货指数	85.6990	(0.18)	0.21	5.97	9.87
欧元/人民币	8.4606	0.50	1.92	9.94	16.17
日元/人民币	0.0753	1.17	1.91	1.77	(1.34)
澳大利亚元/人民币	5.9548	(0.88)	(5.53)	4.35	2.03
港币/人民币	0.8774	0.33	0.06	0.58	0.69

恒生AH股溢价指数



十一、其他：7月解禁股名单

7月即将解禁的A股						
代码	名称	解禁市值(亿元)	可流通数量(万股)	占总股本比例(%)	股价(元)	可流通起始日
002380.SZ	科远股份	1.7	340	5.00	48.99	20100701
601101.SH	昊华能源	8.0	2,200	4.85	36.58	20100701
002378.SZ	章源钨业	2.6	860	2.01	30.15	20100701
002379.SZ	鲁丰股份	1.5	390	5.03	38.86	20100701
002381.SZ	双箭股份	1.4	400	5.13	34.14	20100702
002383.SZ	合众思壮	3.4	600	5.00	56.78	20100702
002382.SZ	蓝帆股份	1.5	400	5.00	37.52	20100702
600827.SH	友谊股份	4.6	2,797	5.92	16.6	20100705
600781.SH	上海辅仁	6.9	6,315	35.56	11	20100705
600486.SH	扬农化工	10.5	4,927	28.62	21.32	20100705
000923.SZ	河北宣工	0.9	990	5.00	9.25	20100705
600088.SH	中视传媒	2.7	1,184	5.00	23.1	20100705
600213.SH	亚星客车	12.8	10,657	48.44	12.02	20100705
600969.SH	郴电国际	12.8	11,787	56.06	10.87	20100707
600703.SH	三安光电	1.7	400	0.72	42.91	20100708
600243.SH	青海华鼎	3.7	5,000	21.11	7.37	20100708
600745.SH	中茵股份	0.5	609	1.86	7.44	20100708
002384.SZ	东山精密	4.5	800	5.00	56.34	20100709
002386.SZ	天原集团	3.5	2,000	5.00	17.32	20100709
002385.SZ	大北农	4.7	1,216	3.03	38.25	20100709
002276.SZ	万马电缆	7.6	5,635	14.09	13.55	20100712
002275.SZ	桂林三金	20.2	8,548	18.83	23.61	20100712

002140.SZ	东华科技	41.7	16,728	60.01	24.9	20100712
601168.SH	西部矿业	74.6	67,230	28.21	11.1	20100712
002388.SZ	新亚制程	1.6	560	5.05	28.94	20100713
002387.SZ	黑牛食品	2.5	670	5.02	37.66	20100713
002389.SZ	南洋科技	1.6	340	5.07	47.17	20100713
000628.SZ	高新发展	2.2	2,227	10.15	10.08	20100713
600048.SH	保利地产	41.3	35,033	7.66	11.8	20100714
000034.SZ	*ST 深泰	1.8	2,000	5.59	8.8	20100714
000753.SZ	漳州发展	1.4	1,582	5.00	8.97	20100714
000631.SZ	顺发恒业	1.1	1,546	1.48	7.06	20100714
000012.SZ	南玻 A	1.6	1,520	0.73	10.79	20100714
002390.SZ	信邦制药	1.6	434	5.00	37.01	20100716
002391.SZ	长青股份	2.3	500	5.05	46.18	20100716
600376.SH	首开股份	53.3	33,995	29.57	15.69	20100719
601009.SH	南京银行	95.3	87,821	36.78	10.85	20100719
600611.SH	大众交通	27.5	32,718	20.76	8.42	20100719
600713.SH	南京医药	6.8	6,320	18.22	10.81	20100719
600318.SH	巢东股份	8.6	11,939	49.33	7.2	20100719
002277.SZ	友阿股份	24.6	11,614	33.26	21.18	20100719
002142.SZ	宁波银行	167.3	141,500	56.60	11.82	20100719
000616.SZ	亿城股份	5.7	11,910	11.99	4.76	20100719
601607.SH	上海医药	27.3	16,898	8.48	16.18	20100719
002250.SZ	联化科技	9.5	3,148	12.83	30.12	20100719
002143.SZ	高金食品	12.8	11,904	74.17	10.77	20100720
300068.SZ	南都电源	3.6	1,240	5.00	28.91	20100721

300069.SZ	金利华电	0.8	300	5.00	27.55	20100721
300067.SZ	安诺其	1.1	540	5.05	20.02	20100721
300071.SZ	华谊嘉信	0.8	260	5.02	32.29	20100721
300070.SZ	碧水源	8.8	740	5.03	119.09	20100721
000650.SZ	仁和药业	14.1	6,000	21.42	23.52	20100722
002141.SZ	睿胜超微	8.8	5,862	51.56	14.98	20100722
002393.SZ	力生制药	4.1	920	5.04	44.43	20100723
002394.SZ	联发股份	2.1	540	5.00	39.3	20100723
002392.SZ	北京利尔	2.4	675	5.00	34.99	20100723
600725.SH	云维股份	30.2	35,882	58.23	8.42	20100726
600455.SH	*ST 博通	0.4	312	5.00	13.4	20100726
600356.SH	恒丰纸业	6.3	5,300	27.46	11.98	20100726
002013.SZ	中航精机	0.9	702	4.20	12.2	20100727
300074.SZ	华平股份	1.4	200	5.00	70.71	20100727
300075.SZ	数字政通	1.5	280	5.00	55.2	20100727
300072.SZ	三聚环保	2.4	500	5.14	48.83	20100727
601107.SH	四川成渝	48.5	65,745	21.50	7.38	20100727
300073.SZ	当升科技	2.6	400	5.00	64.95	20100727
600209.SH	*ST 罗顿	15.9	21,525	49.03	7.38	20100728
601369.SH	陕鼓动力	3.4	2,185	2.00	15.41	20100728
002395.SZ	双象股份	1.1	450	5.03	24.85	20100729
002397.SZ	梦洁家纺	1.7	320	5.08	52.9	20100729
300076.SZ	宁波 GQY	1.5	273	5.15	55.45	20100730
300078.SZ	中瑞思创	2.4	340	5.07	69.47	20100730
300077.SZ	国民技术	7.9	544	5.00	145.9	20100730

300079.SZ	数码视讯	3.0	560	5.00	53.8	20100730
000732.SZ	*ST 三农	1.3	3,763	3.70	3.42	20100730
合计		911.10				
2月解禁股票已流通市值 (亿元)		2294.01	全市场总流通市值 (亿元)	135,097		
2月解禁股占已流通市值比 例		39.72%	4月解禁股占全市场 流通市值比例	0.67%		