

弱势震荡 政策驱动

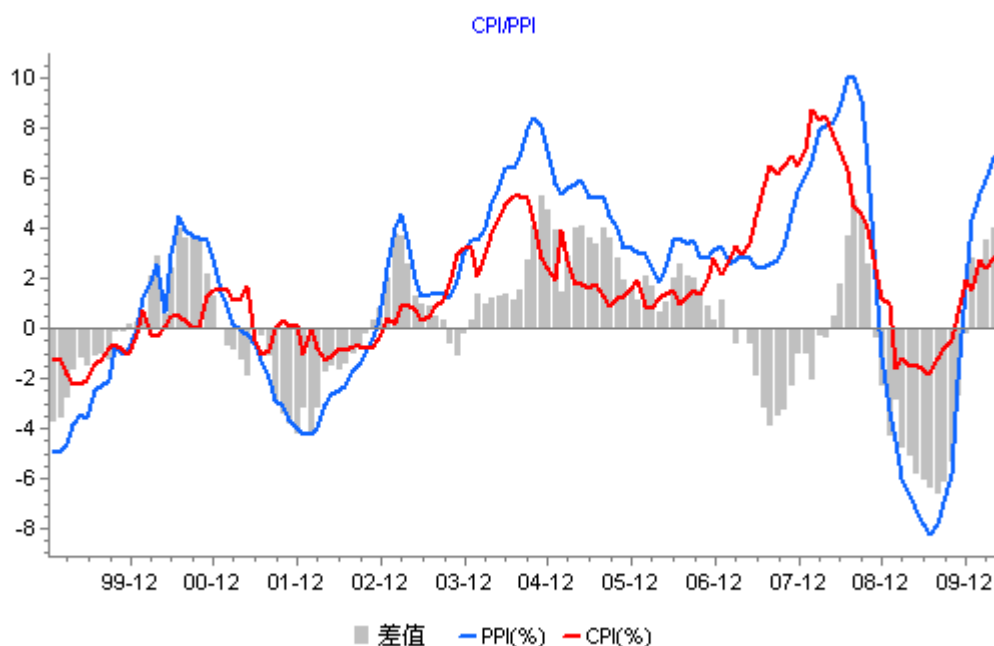
-----2010 年三季度投资策略

汇丰晋信 2010 年 7 月

宏观经济：重新步入回落期

快速复苏之后的阶段回落。上半年，中国经济在内需提振和外需回暖的共同推动下，经历了一轮持续快速的复苏过程。但是，伴随着中国相关财政和货币刺激政策的渐次退出，以及经济结构调整力度不断加大，内需增长开始逐渐进入平稳期；与此同时，伴随着欧美补库存周期结束，以及欧债危机影响扩散，出口在经历了一轮快速反弹后很可能重新陷入低迷。**展望**三季度，我们认为中国经济最强劲的复苏阶段已经过去，未来将步入经济增长的阶段回落期。我们预计三季度 GDP 增速将回落至 9%左右，CPI，PPI 将逐渐回落至 3%左右，投资增速将回落至 20%左右，之后中国经济将逐步进入平稳增长期。

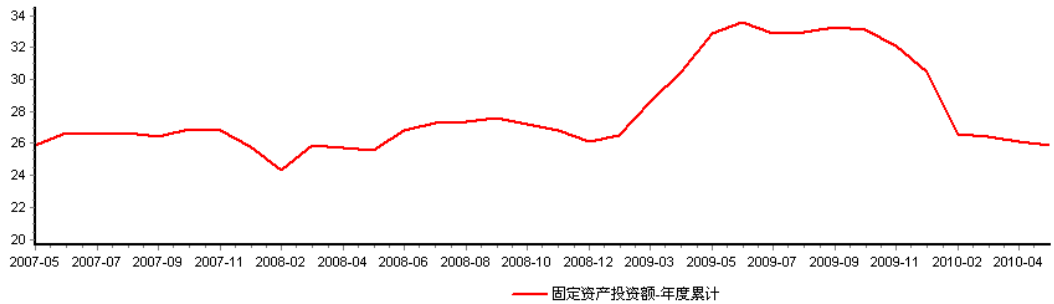
图 1：月度 CPI 和 PPI



数据来源：Wind 资讯

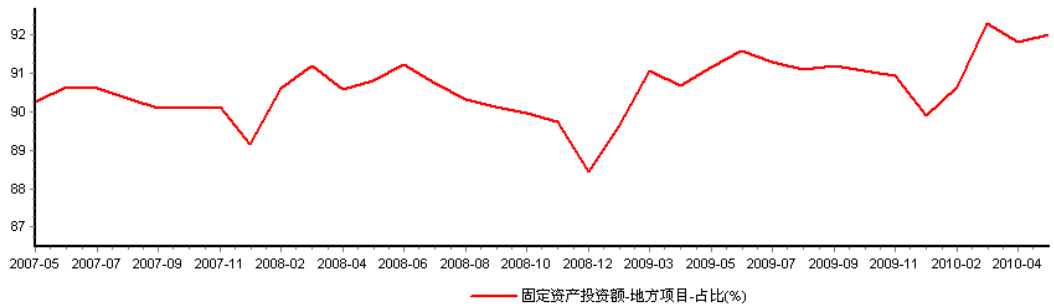
政策成为决定经济走向的重要因素。在经济回落期，政策将成为决定中国经济未来走向的重要因素。首先，伴随着以房地产为代表的民间投资持续低迷，政府投资能否重新启动将成关键。在保障房建设，区域振兴等方面，政府的投资力度大小将在很大程度上决定了未来投资增速回落的幅度。

图 2：固定资产投资增速



数据来源: Wind资讯

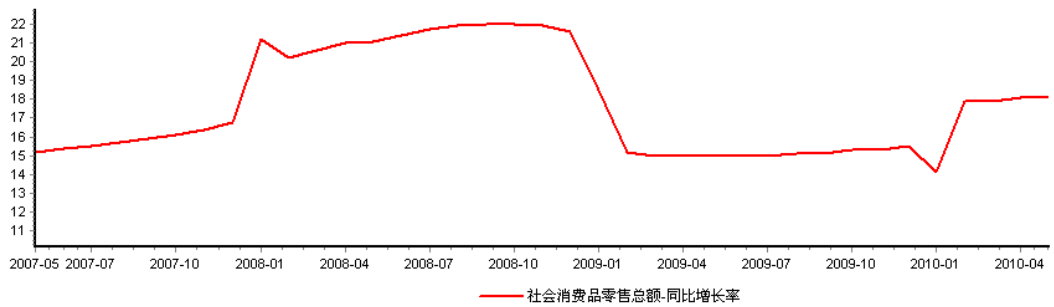
图 3：地方政府固定资产占比



数据来源: Wind资讯

其次，政府在经济结构转型方面的推进力度，以及在刺激消费方面的政策举措，将决定下半年居民消费能否继续持续增长。如果政府在收入分配改革，消费信贷和税收等方面能够有更多实质性的政策举措，那么消费将最有可能成为中国经济未来增长中的最大亮点。

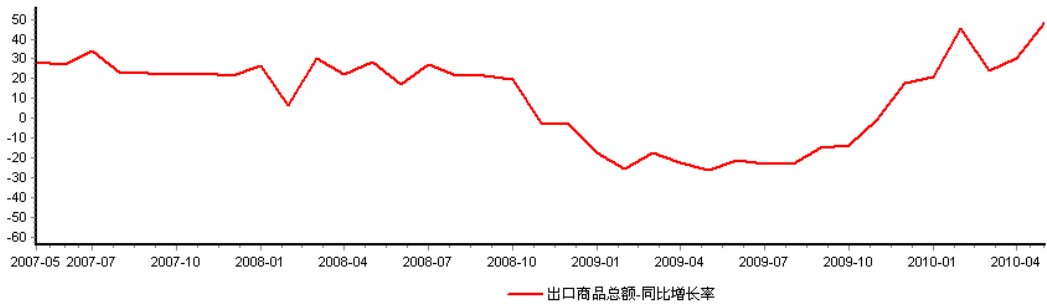
图 4：社会消费品零售总额增长率



数据来源: Wind资讯

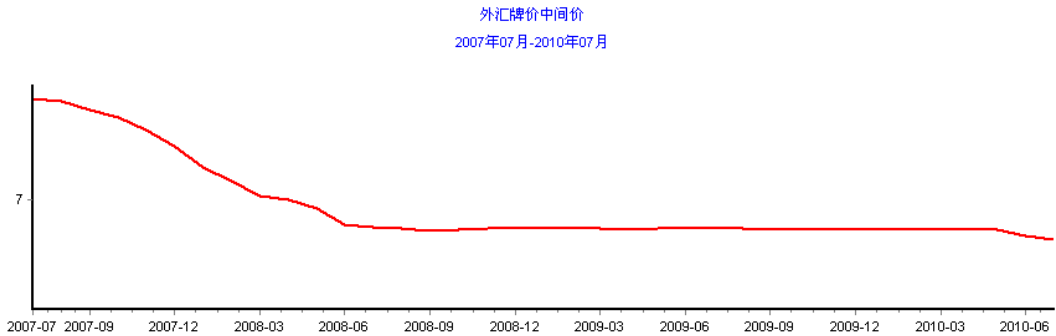
至于出口，我们判断三季度将面临极大的不确定性和不可控性，政府的汇改进程和经济结构调整进程，都将成为影响出口增长的重要变量，三季度出口预计很难给市场带来惊喜。

图 5：进出口总额增长率



数据来源：Wind资讯

图 6：人民币汇率波动



综合而言，我们判断在经济回落期，政策导向将成为决定经济未来走向的关键。在“保增长，调结构”的艰难政策平衡之中，政府将面临更大的政策决策压力。

警惕企业盈利下调风险。随着总需求回落，企业的库存压力将再次浮出水面，新一轮的去库存化和去产能化将再次威胁企业下半年的盈利增长。目前，市场对 A 股企业的盈利预期明显过高，沪深 300 指数 2010 年的盈利增速预期达到 30%，而股本回报率预期达到 15.7% 以上，这不但超过了 2005 沪深 300 指数 15.2% 的股本回报率，而且也接近了 2007 年最高点时 16.5% 的股本回报率。我们认为当前市场对企业的盈利预期过于乐观，伴随着经济步入阶段回落期，前期企业盈利快速增长的势头将明显减弱，企业盈利继续大幅改善的空间十分有限，相反当前过高的盈利预期将面临大幅下调风险。**我们预计：随着经济结构调整力度的不断加大，投资增速逐步回落，出口重陷低迷，未来与投资 and 出口相关的行业将面临较大的盈利下调压力。**

表 1：一致盈利预期

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
指数一致预期净利润(万元)	95814288	125923861	150384914	175179235
指数一致预期净利同比(%)	20.25%	31.42%	19.43%	16.49%
指数一致预期ROE(%)	13.79%	15.75%	16.42%	16.65%
总市值加权PE	17.843	13.642	11.451	9.789
区间净利预期变化率(%)	0.00%	-0.68%	-0.55%	-0.93%
组合预期变动指数变化率(PEI变化率)	--	-0.67%	-0.55%	-0.93%
1周PEI变化率(%)	--	-0.23%	-0.30%	-0.08%
4周PEI变化率(%)	--	-0.79%	-0.68%	-0.92%
13周PEI变化率(%)	--	0.39%	1.45%	--
指数变化率(%)	-1.55%			
沪深300指数相关数据由中证公司授权发布				

市场展望：弱势震荡 政策驱动

市场步入弱势震荡阶段。伴随着中国经济进入阶段回落期，市场回落和政策扶持又将重新交织，再现此消彼长态势，力量对比将决定下阶段市场的运行趋势。**我们认为：经济增速的自然回落，以及市场情绪的逐渐冷却，将导致市场重新步入下跌趋势；但是，刺激政策的再次回归，以及相比 2008 年更加理性和睿智的中长期政策规划，将使得市场孕育着更加强劲和持续的上涨力量。**从三季度情况来看，在估值和政策的有效支撑下，我们预计市场将在较多的时间里运行于一个弱势震荡的价值区间。伴随着中长期经济结构调整政策效果的逐步显现，市场将在较长时间的弱势震荡之后，再次寻找到新的向上突破的市场方向。

政策驱动仍为主要特征。在经济增速回落的弱势震荡期，政策驱动的主题投资将成为下阶段市场的主要热点。从政策导向来看，我们预计推动经济结构和产业结构的转型是当前政府各项经济政策的重中之重。从内容上来看，政府未来将很可能继续加大社保投入和农村投入，推进新农村建设，加快城市化进程；继续大力推进节能减排，发展低碳经济；继续减小地区差距，推进区域振兴计划；继续推进医疗改革和保障房建设；继续发展新兴产业；继续加快收入分配体制改革，启动消费，培育新的消费热点。因此，经济结构调整和改革的相关政策将持续推进，市场将跟随政策变化不断演绎出新的主题性投资热点。

投资策略：攻守平衡 精选个股

在市场弱势震荡的背景下，我们判断下阶段依然是个股机会大于行业机会；结构机会大于仓位机会。而从投资策略角度而言，**我们考虑三季度采取“攻守平衡，精选个股”的防御型投资策略。**

攻守平衡。由于三季度难以出现趋势性上涨机会，在估值和政策维护下也难以有较大的持续性的下跌空间。因此，**在弱势震荡的市场状态下，一方面我们会主动跟随政策方向，积极参与各类主题投资机会，主动建仓符合未来政策扶持方向的优势行业中的高成长公司；另一方面，对于处于历史估值底部的弱势行业和公司，我们也将给予密切关注，择机参与政策推动下，相关行业和公司的估值回升所带来的阶段性反弹机会。**

精选个股。在弱势震荡市场，战胜市场最有效的途径就是精选个股。对于转型期的中国经济来说，随着传统产业的衰落，未来必将涌现出一批新的高成长行业，出现一大批新的高成长公司，以此来推动中国经济下一轮的持续增长。因此，把握未来中国经济发展的方向，从中选择出最具优势和竞争力的公司，将决定转型期市场的投资成败。**下阶段，我们将继续看好如下三个方向：一是新能源，节能减排，信息技术等技术创新所带来的新兴产业机会；二是收入分配体制改革所带来的食品饮料，零售，医药等消费行业的投资机会；三是区域振兴，新农村，保障房等城市化进程加速所带来的投资机会。**

图 7：信息技术行业景气指数

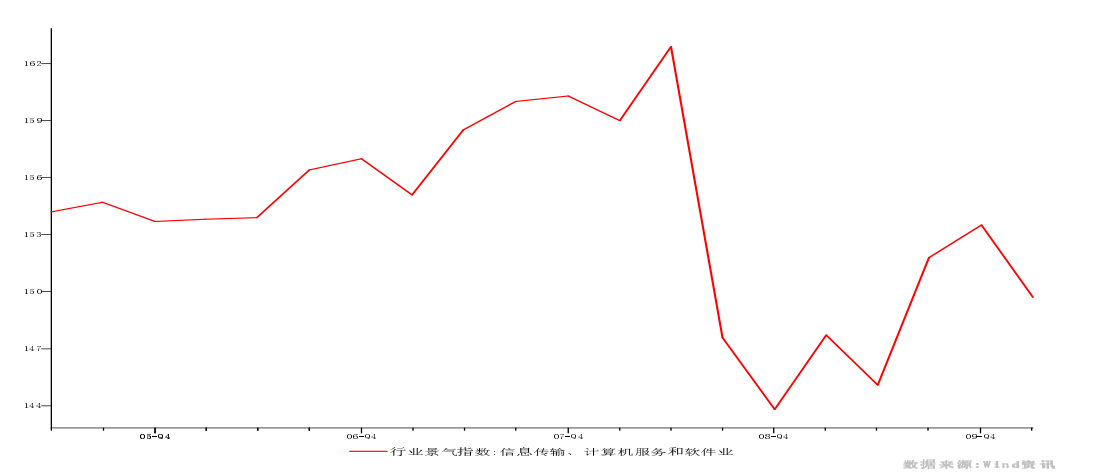


图 8：医药行业景气指数

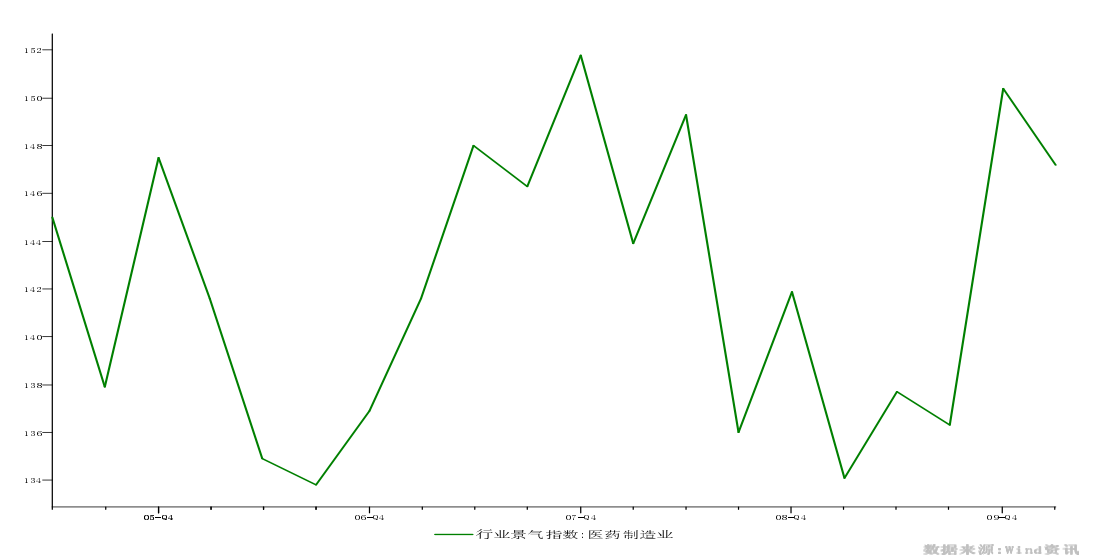


图9：零售行业景气指数

