

6月投资策略

宏观策略组

张溟

SAC 执业证书编号: S1410210030006

021-58766929-8053

zhangming@jhzqrs.com

徐圣钧

021-58766929-8006

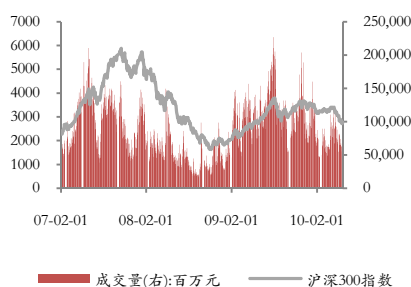
xushengjun@jhzqrs.com

杜长春

021-58766929-8025

duchangchun@jhzqrs.com

沪深300走势图



相关研究报告

- 1、2010.05.24《投资策略周报:关注中美经济对话,把握新兴产业发展机遇》
- 2、2010.05.17《投资策略周报:维稳行情或再现,振荡仍是主基调》
- 3、2010.05.10《投资策略周报:寻找资金的避风港》
- 4、2010.05.04《投资策略周报:政策紧缩,基本面向好将造成市场宽幅振荡》
- 5、2010.04.25《投资策略月报:把握新兴产业的结构性机会》

风雨之后见彩虹,反弹回升之旅依旧坎坷

投资要点:

政策退出放缓,保障房建设解忧。4月中旬起楼市新政的严厉出台使市场大幅下跌,之后海外市场调整、查处地方融资平台、通胀预期加大了市场对经济下半年再次下滑触底的担心,市场对此作出了较大的调整。但目前我们观察到调控政策放缓的信号,温家宝总理指出要防止多项政策叠加的负面影响,在全球经济增长不确定增强、我国经济增速可能回落的背景下,刺激政策的退出可能放缓,股市宏观环境将趋于稳定。

中国经济存在“硬着陆”风险。4月以及今年1至4月工业增加值同比增速均出现一定回落,实体经济特别是第二产业正面临严峻形势,增长下滑的特征十分明显。我们认为二季度GDP同比增速可能显著下滑至10%左右。4月份以及1至4月份城镇固定资产投资也面临增速回落。考虑到近期的欧洲债务危机,而欧盟是我国第一大贸易伙伴,欧元较美元大幅贬值等事实,出口对经济的拉动能力将会减弱。消费虽然有望继续稳定增长,但整体对经济的拉动作用有限。

欧美的实体经济也正在遭受冲击。欧洲公布的各项景气指标和佐证指标均出现了下滑。5月份欧元区综合采购经理人指数初值从4月份的57.3降至56.2,德国的综合PMI从4月份的59.3降至55.5,都是近一年多以来的首次下降。目前债务危机已迫使各国采取财政紧缩政策,政府支出刺激经济的措施将会受到限制,复苏的进程难免会放缓。虽然美国的基本面比欧洲要健康,而且有较多的积极复苏现象,但也出现了经济领先指标下降和失业人数上升的情况,如果欧洲陷入衰退,美国也难独善其身。

6月份出现反转行情的可能性不大,7月或有转机。从上两次调控的经验来看,股市通常领先经济增速见底,经济再次显示出加速迹象是带动市场走出低迷状态的根本因素,信贷增速、工业增加值增速以及进口增速等指标见底回升对市场的底部有一定的指示作用。但6月份走出反转行情的可能性不大,7月份或有转机。我们后期将会密切关注政策是否存在明确转向的可能性及时间点,以及经济的自身恢复能力是否会超出预期。

策略配置。股指中期仍有下跌空间,但在悲观预期缓解以及事件性机会驱动(如汇金增持、新股发行暂缓、海外股市大幅反弹、政府出强力言论等)将带来大盘反弹的机会,建议投资应把握两条有望获得超额收益的主线:一是低估值且存在政策支撑的保障房建设受益类行业,二是受益于中国经济结构调整的新兴产业板块

6 月投资策略： 风雨之后见彩虹，反弹回升之旅依旧坎坷

1 政策退出放缓，保障房建设解忧

4月中旬起楼市新政的严厉出台使市场大幅下跌，之后海外市场调整、查处地方融资平台、通胀预期加大了市场对经济下半年再次下滑触底的担心，市场对此作出了较大的调整。但目前我们观察到调控政策放缓的信号，温家宝总理指出要防止多项政策叠加的负面影响，在全球经济增长不确定增强、我国经济增速可能回落的背景下，刺激政策的退出可能放缓，股市宏观环境将趋于稳定。

国家统计局预计 5、6 月的 CPI 在 3% 左右，加上近期蔬菜、鲜果价格的回落，国际油价跌破 70 美元重要关口，这在很大程度上有利于实现全年 3% 左右的 CPI 调控目标，二季度加息可能性不大。此外，国税总局也对部分城市试点房产税的问题进行了解释，从中可以看到短期内出台相关政策的可能性正在降低，投资者的担忧也将有所缓解。

保障房建设短期冲销楼市新政对投资的负面效应，拉动相关产业链的增长。我们粗略估计 10 年保障房新开工面积约 3.43 亿平米，投资额为 4300 亿元。将商品房开发按 08 年调控时期的增长测算，今年商品房新开工面积约 11.8 亿平米，房地产总的新开工面积约 15.2 亿平米，由此估算房地产新增固定资产投资大约 2.3 万亿。我们估算 10 年房地产投资完成额约为 4.5 万亿元，较去年同比增长 25%，主要是保障房建设的贡献。

保障房政策如能落实，将有望直接拉动 GDP 增长 1 个百分点。上半年投资逐步回落之势已成定局，我们认为下半年伴随着地方基建项目的增加和保障房建设的实施，固定资产投资增速将有所回升，其重要不确定性在于地方政府是否有充分的执行动力。

2 经济基本面的风险仍有进一步增加的可能，做好二次探底的心理准备

中国经济存在“硬着陆”风险。4 月以及今年 1 至 4 月工业增加值同比增速均出现一定回落，实体经济特别是第二产业正面临严峻形势，增长下滑的特征十分明显。我们认为二季度 GDP 同比增速可能显著下滑至 10% 左右。4 月份以及 1 至 4 月份城镇固定资产投资也面临增速回落，政府对于房地产调控的态度虽有微妙转变，但决策层调控的决心不容怀疑。二季度传言的上海的楼市

调控方案中房产税即便不出台，未来由房地产投资所带来的经济增长动力下滑已难以避免。考虑到近期的欧洲债务危机，而欧盟是我国第一大贸易伙伴，欧元较美元大幅贬值等事实，出口对经济的拉动能力将会减弱。消费虽然有望继续稳定增长，但整体对经济的拉动作用有限。

欧美的实体经济也正在遭受冲击。欧洲公布的各项景气指标和佐证指标均出现了下滑。5月份欧元区综合采购经理人指数初值从4月份的57.3降至56.2，德国的综合PMI从4月份的59.3降至55.5，都是近一年多以来的首次下降。目前债务危机已迫使各国采取财政紧缩政策，政府支出刺激经济的措施将会受到限制，复苏的进程难免会放缓。虽然美国的基本面比欧洲要健康，而且有更多的积极复苏现象，但也出现了经济领先指标下降和失业人数上升的情况，如果欧洲陷入衰退，美国也难独善其身。

3 投资策略:逢低潜伏以待反弹，看好保障房建设受益行业及新兴产业

股指中期仍有下跌空间。近期市场的资金面和情绪面有所恶化，市场的下跌虽已反映了一定的悲观预期，但由于经济，政策的预期非常混乱，我们判断股指在6月份将呈现宽幅振荡的格局，整体上涨动力有限，在悲观预期实现的情况下，即全球经济二次衰退，中国经济硬着陆的情况下，A股将会面临估值中心下移和盈利预期下调的双重压力，沪深300指数有可能试探2400点的支撑。

但反弹也是大概率事件。在悲观预期缓解以及事件性机会驱动（如汇金增持，新股发行暂缓，海外股市大幅反弹，政府出强力言论等）将带来大盘反弹的机会，建议投资应把握两条有望获得超额收益的主线：一是低估值且存在政策支撑的保障房建设受益类行业，主要看好：工程机械、家用电器、建筑建材等；二是受益于中国经济结构调整的新兴产业板块，如低碳新能源，智能电网，医药以及科技板块。中国巨大的市场和美国高端的技术为两国加强新能源合作提供了有力的支持。而日前下发的《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》也表明，鼓励民间资本参与电力建设，包括风能、太阳能、地热能、生物质能等新能源产业建设已经引起国家的高度重视，这将为低碳新能源，节能环保以及高科技拥有长期发展机遇，相关板块的走势也将更有持续性。

6月份出现反转行情的可能性不大，7月或有转机。从上两次调控的经验来看，股市通常领先经济增速见底，经济再次显示出加速迹象是带动市场走出低迷状态的根本因素，信贷增速、工业增加值增速以及进口增速等指标见底回升对市场的底部有一定的指示作用。但6月份走出反转行情的可能性不大，7月份或有转机。我们后期将会密切关注政策是否存在明确转向的可能性及时间

点，以及经济的自身恢复能力是否会超出预期。

3.1 保障房建设，看好水泥及建筑工程

保障房建设纳入政绩考核和问责，有望带动上下游需求。5月19日住房和城乡建设部与各地政府签订2010年住房保障工作目标责任书。按照要求，各省要在今年7月底前全面开工建设保障性住房项目。签约各省区市政府及新疆生产建设兵团要在今年共建设各类保障性住房和棚户区改造住房580万套，改造农村危房120万户。此外，住房保障工作目标责任书的完成情况，将纳入住房和城乡建设部、监察部对各省区市住房保障工作的考核和问责。

保障性住房政策作为一项安居工程，受到地方土地财政和房价的高增长影响，导致地方政府缺乏保障房建设的积极性，2009年，全国保障房建设的完成量不足当年计划的30%。在房地产面临严厉调控的背景下，出台保障房建设政策一方面可以调节因商品房政策调控可能导致的房地产开发投资下降而影响上下游行业的需求；另一方面，可以通过对房地产市场增加供给，进一步起到控制房价过快上涨的目的。

从保障房对行业的影响看，更多体现在对住房建设的上下游需求上，**对上游需求主要包括钢铁、水泥，建筑、工程机械；下游包括家电以及装修行业。**

保障房对钢铁需求拉动作用较小。从行业上看，由于保障房单位面积耗钢强度小于商品房，保障房每平米对钢材的需求量在0.03-0.04吨，商品房为0.03-0.07吨，按照今年计划完成建设保障房责任书套数看，假设每套面积在60-70平米计算，对钢材需求增量为1044-1624万吨之间，占09年我国钢材产量5.67亿吨的1.84%-2.86%。因此，保障房建设对钢材需求贡献较小。

看好水泥，建筑建材、工程机械以及下游的家电以及装修行业。对于水泥行业来说，由于房地产需求占比为30%左右，而由于房地产市场政策调控导致的投资增速下滑以及对水泥需求下降。按照580万套计算，保障房每套面积在60-70平米，建筑面积为3.48亿-4.06亿平，占09年我国房地产新开工面积11.5亿平米的30.26%-35.30%。可见保障房对水泥的增量需求在一定程度上对冲了房地产政策调控带来的负面影响。而家居建材，电器，工程机械等行业也将受益，但拉动作用相对有限。

3.2 新兴产业看好低碳新能源、智能电网、医药生物

发展新兴产业乃必经之路，看好新兴产业的长期投资机会。我国正处于经济结构转型时期，传统的高能耗、高污染、高排放行业已经不符合时代发展的步伐，取而代之的是清洁、高效的新兴产业。这一方面符合全球低碳发展的时代特征，另一方面，金融危机导致的传统出口受阻、过度依靠房地产拉动经

经济增长导致的社会问题、过重依赖外需的弊端以及上游资源瓶颈，都促使我国改变经济发展方式，而且在当前宏观经济环境下，行业内也进行了一次深刻的重新洗牌，更有利于推进经济结构转型、发展新兴产业。

政策扶持有利长期发展。国务院在 5 月 13 日下发的《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》中，提出鼓励民间资本参与电力建设，包括风能、太阳能、地热能、生物质能等新能源产业建设。而此前由国家发改委及工信部、财政部等多部门起草的《国务院关于加快培育战略性新兴产业的决定》代拟稿的调研已经接近尾声，将争取在今年上半年提交到国务院。国家发改委副主任张晓强表示，五类产业将被纳入这一规划之中：首先是新能源产业，包括节能环保、资源的循环利用等；其次是生命科学产业，以及与之相关的生物农业、生物医药等；第三是电子信息领域，包括遥感、物联网、新一代宽带移动通信等；此外，海洋工程产业以及新材料也将是新兴产业中非常有前景的行业。

美国商务部部长骆家辉之行推动新兴产业发展。在近期开始的中美战略与经济对话前夕，美国商务部长骆家辉率领由 24 家美国企业组成的清洁能源代表团抵达中国，先后访问了香港、上海、北京和天津。这是奥巴马政府派出的第一支内阁级贸易代表团，代表了美国在清洁能源、能效、电力储存以及输配电领域的最高水平。骆家辉此行的目的在于推广清洁能源方面的领先技术，拓展中美两国在能源领域的合作。我国目前正处于经济结构转型与发展新兴产业的关键时刻，国内存在着迫切需求也具有广阔的市场，而骆家辉此次清洁能源之行或为中美在清洁领域的合作打下基础，并为我国新兴产业的发展提供催化剂。

4 中报业绩预告显示上市公司业绩仍在改善

截至 2010 年 5 月 25 日，两市已有 656 家上市公司披露了业绩预警公告。其中，预减 31 家，占 4.7%、续亏与首亏合计 99 家，占 15.1%、扭亏 91 家，占 13.9%。从预告中披露的净利润增长幅度**超过**100%的有 147 家，占 22.4%；净利润负增长的有 72 家，占 10.9%，不含亏损但没有进行预告的上市公司

从行业上看，房地产行业 41 家，其中首亏与续亏 7 家、预减 8 家、预增 16 家，金地集团、北京城建大幅上涨，中粮地产、广宇发展扭亏。耐用消费品与服装行业中，一家首亏五家续亏，连续亏损的公司中四家为 ST 类公司，其余多为略增、续盈或预增，但公司净利润增长一般均小于 50%，美邦服饰下降 70%-100%、汉王科技增长 320%-370%。生物制药版块业绩收入稳定增长，亏损仅有三家且均为 ST 公司，行业表现出良好的成长性。交通运输版块仅有亚通股份大幅下降，其余均出现增长，其中上海机场、南京港、日照港等

增幅均在 50%以上，反映了当前经济回升对港口、机场的拉动作用。

表 1：发布 2010 年中报业绩预告情况

事项	预增	预减	续盈	续亏	首亏	扭亏	略增	略减	不确定
家数	171	31	91	89	10	91	151	17	5
占比 (%)	26	4.7	13.9	13.6	1.5	13.9	23.0	2.6	0.7

数据来源：Wind，江海证券研发部

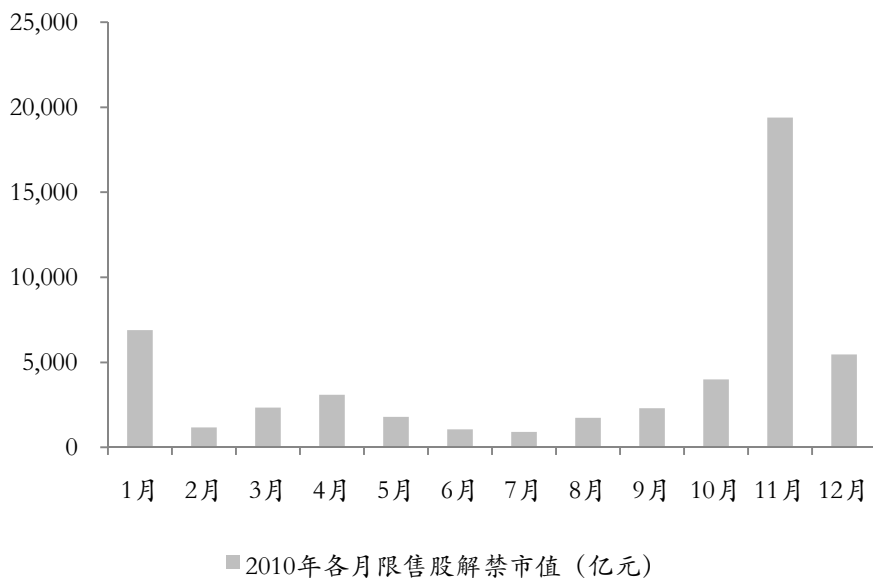
5 新股 IPO 压力较大、估值处于合理区间

5.1 6 月限售股解禁压力较小、新股 IPO 压力较大

根据 Wind 统计数据，6 月限售股解禁 90.52 亿股，以 5 月 25 日的收盘价格计算所得市值约为 1058.09 亿元，与年内其他月份相比较而言，6 月限售股解禁压力比较小。

另一方面，从目前新股发行的频率看，虽然市场中已经出现大面积的破发潮，但管理层对于新股发行并没有出现明显的放松迹象，市场扩容压力依然存在，尤其是农行 IPO 临近，对市场资金也将形成考验，而光大银行、上海银行也都开始了 IPO 进程，新股 IPO 对投资者心理构成压力。

图 1、6 月限售股解禁量相对较少



数据来源：WIND，江海证券研发部

5.2 市场估值较为合理

从目前市场估值看，上证A股目前的市盈率为17.75倍，2004年5月以来的平均值为27.25倍，已经偏离平均值，接近08年低点13.27倍，上证A股具有一定的估值优势。深证A股的平均估值为44.35倍，而目前市场为33.92倍，历史低点为14.45倍，深证A股估值优势并不明显。

图2、上证A股市盈率接近历史低点



数据来源：WIND，江海证券研发部

图3、深证A股市盈率处于均值之下

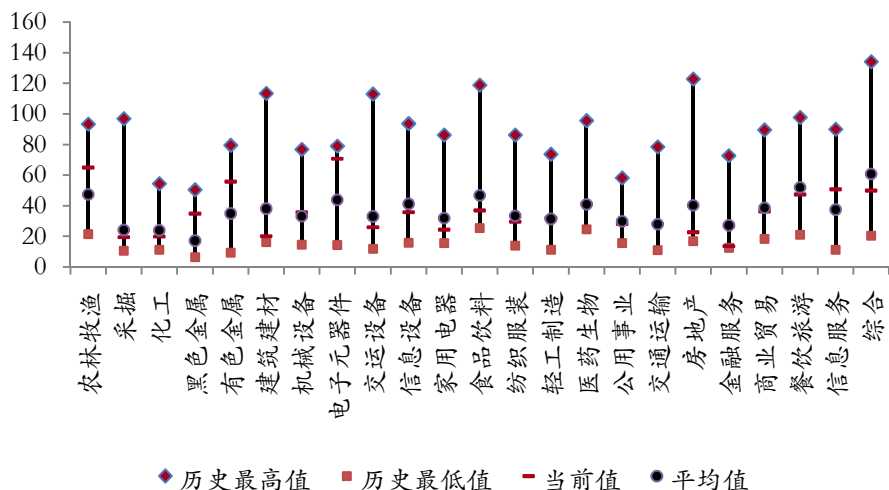


数据来源：WIND，江海证券研发部

从各行业角度看，目前市场估值高于历史平均值的版块包括了农林牧渔、黑色金属、电子元器件、信息服务；而目前估值接近历史地位的版块包括建筑建材、家用电器、金融服务、房地产。市场估值的情况也充分反映了当前市场的热点，和各版块的涨势。由于通胀预期以及受政策利好因素影响，农林牧渔、电子元器件、信息服务行业估值较高，而受到房地产政策调控影响

地产、金融、家用电器、建筑建材估值相对较低。由此可见，宏观政策的导向对市场的走势影响还是非常显著的，在一系列的房地产调控政策出台之后，市场也将进入政策效果观察期，受此影响，相关行业有望在政策落实之后产生估值修复。

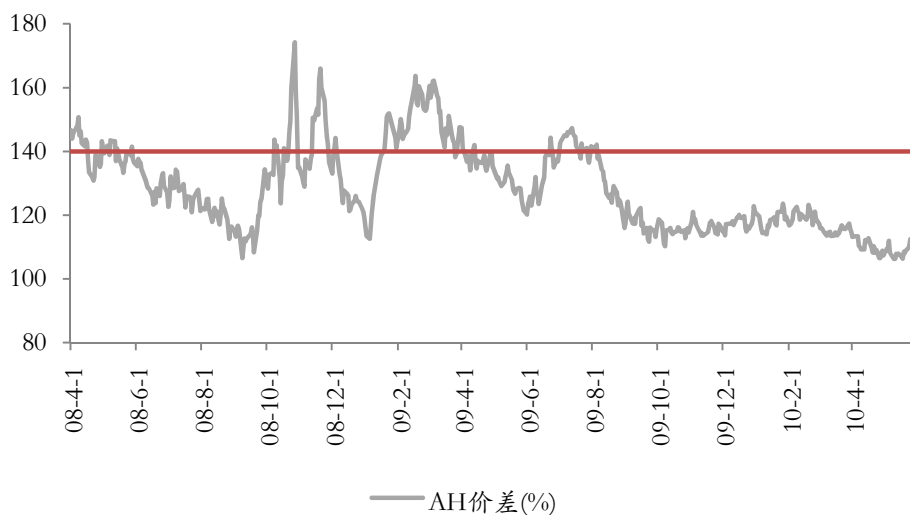
图 4、主要版块估值情况



数据来源：WIND，江海证券研发部

根据恒生 AH 溢价指数，截止 5 月 25 日 A 股和 H 股的最新溢价率为 12.49%，AH 溢价水平仍处于历史较低水平，但已经出现向上修复的趋势，A 股中银行保险较港股具有一定的估值优势。

图 5、AH 溢价指数仍然处于低位



数据来源：Bloomberg，江海证券研发部

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

分析师介绍

张溟，策略研究

徐圣钧，策略研究

杜长春，行业数据及行业比较研究

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。