

策略研究员

刘浩波

0755-82026839

liuhaobo@cjis.cn

曹雪锋

010-66276925

caoxuefeng@cjis.cn

张媛媛 (实习)

010-66270010

相关报告

6 月 15 日 《地产投资有望成为增长的重要引擎》

6 月 1 日 《市场开始寻找新的增长引擎》

5 月 20 日 《原油价格决定新能源发展进程》

策略周报

下半年企业盈利大幅增长存在压力

投资要点:

- 基于盈利增长好于预期的原因,金融工程组将估值中枢上调到 2687 点的水平,相应地,我们对上证指数的点位预期区间也相应调整为 2300 点到 3200 点。
- 虽然市场纷纷调高盈利预测,但是根据 PPI 预测数据、短期贷款增速预测数据,我们认为在去产能周期内盈利大幅上涨的可能性不大。我们看好盈利超预期或者稳定增长的行业。
- 从 1998 年以来的数据显示,企业增值税和企业所得税同比增速与 PPI 走势高度相关。我们预测 2009 年下半年两个季度的 PPI 分别为-3%和-1%。从企业增值税和企业所得税同比增速与 PPI 走势高度相关而它们也与企业盈利水平高度相关的角度看,我们认为企业盈利增速将见底回升,但是幅度仍然缓慢。
- 我国 2003 年以来企业盈利增速的季度数据也显示,其与短期贷款和票据融资存在明显的关联关系。我们认为,企业对经济周期波动的反应最先体现在对短期贷款和票据融资的需求上面。这使得企业的经营,包括盈利状况与短期贷款和票据融资存在密切关系。我们宏观团队预测贷款增速在未来两个季度将出现同比增幅下降的趋势,而短期贷款和票据融资在贷款中的比例也将逐步下降。从短期贷款增速与企业盈利增速的关联关系判断,企业盈利增长出现 V 型反转的可能性不大。
- 美国产能利用率同比增速与企业盈利同比增速高度相关,即使需求出现回暖并带动销售增长,但如果产能过剩问题严重,企业的盈利状况仍然不容乐观。在我国多数制造业产能过剩的背景下,在经济见底复苏的最初阶段,即使需求出现回暖,企业盈利状况仍然不容乐观。
- 中投证券金融工程组最近依据宏观预测数据上调盈利增速预测。最新的 2009 年上市公司盈利增长由-14.3%上调到-5.13%,但是仍然为负值。
- 从 6 月 1 日到 6 月 19 日中投行业配置收益为 9.57%,高于基准权重配置收益率的 9.43%,两者之差为 0.134%。与上周相比,中投行业配置跑赢基准权重的幅度扩大了 0.09%。我们建议超配的银行和地产贡献的超额收益分别为 0.05%和 0.03%。建议低配的所有板块都贡献了正向的超额收益。它们的共同作用使得中投行业配置收益跑赢基准权重收益的幅度再度有所扩大。
- 6 月以来中投精选组合跑赢沪深 300 指数的幅度达到 1.52%。与上周相比,中投精选组合跑赢沪深 300 指数的幅度有所扩大。

风险提示: 信贷、投资和工业生产继续超预期。

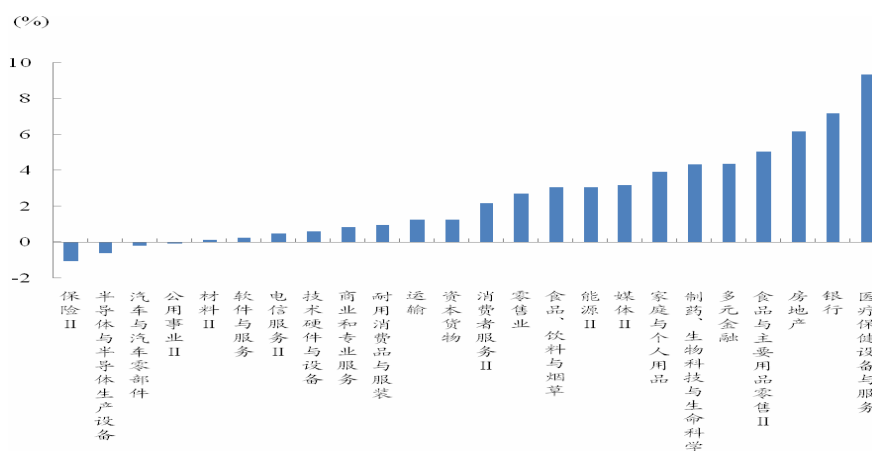
一周回顾

上周 A 股市场大幅上涨，从全周来看，上证指数上涨 4.98%，深证成指上涨 6.82%。两市成交量分别下降 8.89%和 9.46%。

上周全球市场涨少跌多，其中深证成份指数涨幅最大，达 6.82%，俄罗斯 RTS 指数跌幅最大，达-9.84%。

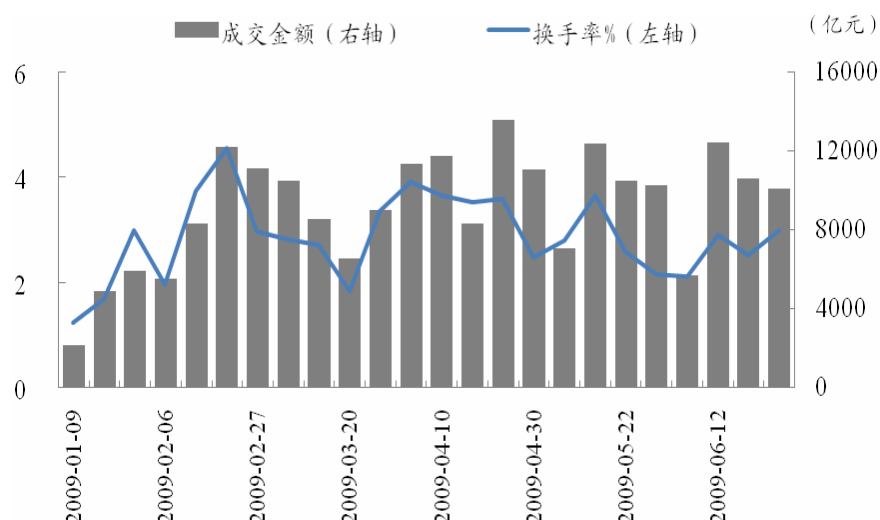
从行业板块来看，上周各行业以上涨为主，涨幅最大的是医疗保健设备与服务，达 9.35%，其次为银行，涨幅为 7.17%；跌幅最大的是保险 II，达-1.06%，其次为半导体与半导体生产设备，下跌 0.60%。

图 1：一周行业涨跌幅排名（GICS 二级）



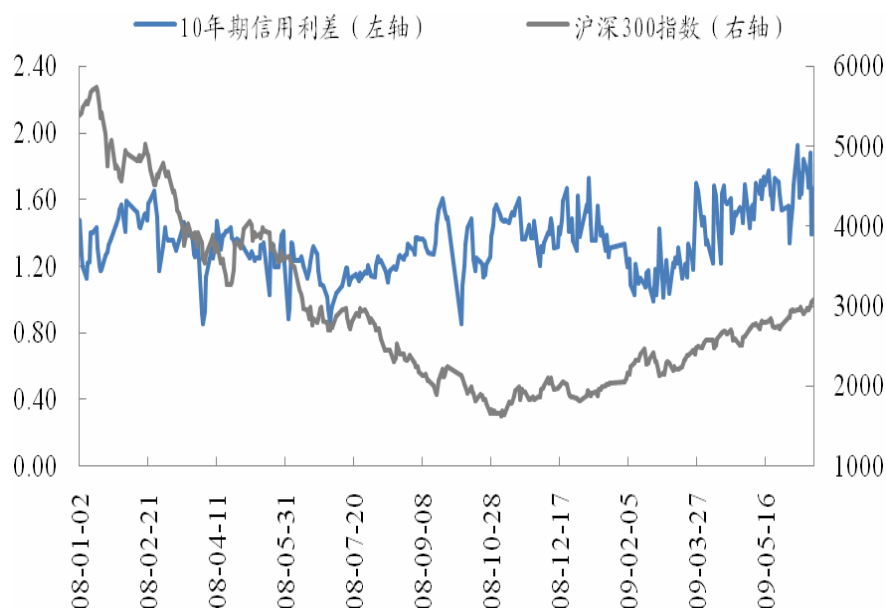
资料来源：wind，中投证券研究所

图 2：A 股市场 24 周成交金额与换手率



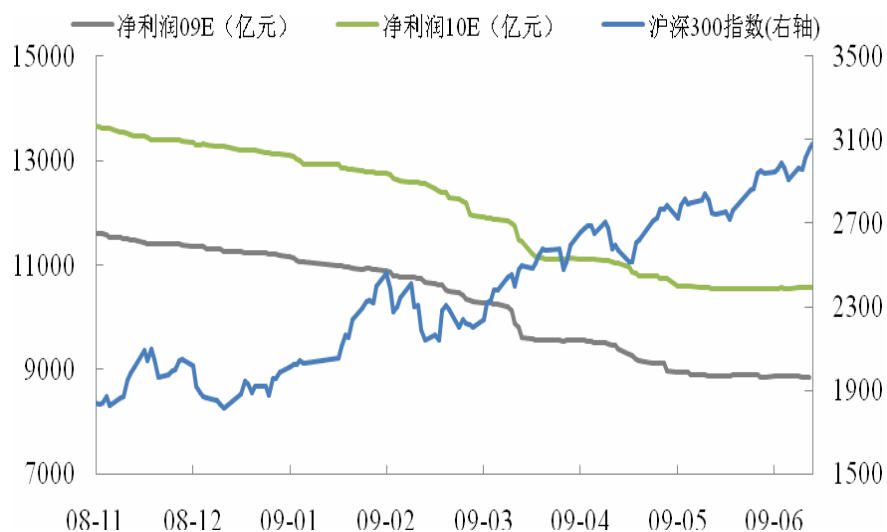
资料来源：wind，中投证券研究所

图 3：10 年期信用利差与沪深 300 走势变化图



资料来源：wind，中投证券研究所

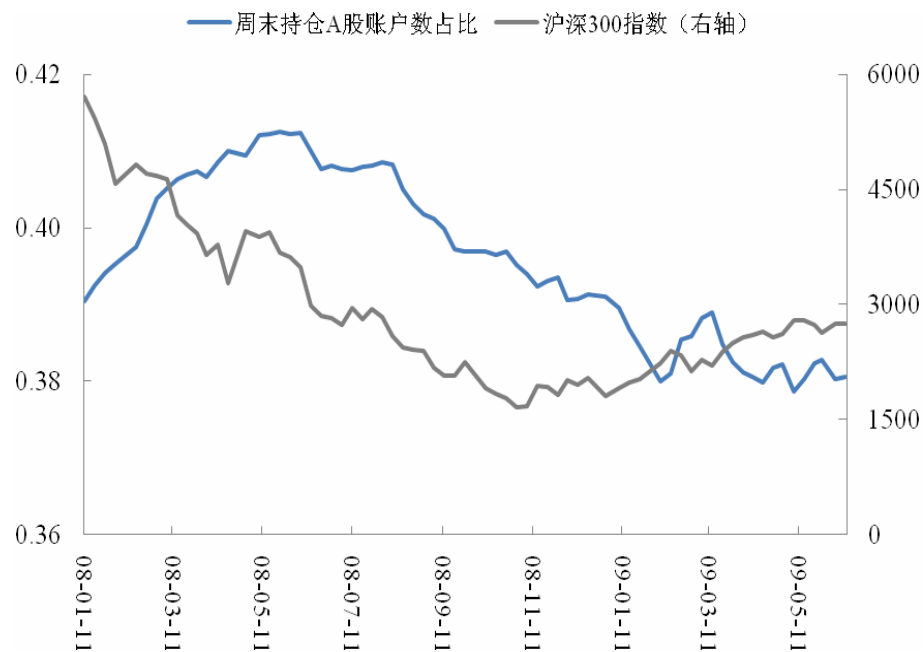
图 4：分析师一致性盈利预测变化与沪深 300 走势变化图



资料来源：wind，中投证券研究所

截至 6 月 12 日，沪深投资者期末持仓 A 股帐户占比小幅上涨，至 38.06%；沪深投资者本周参与交易账户占比下跌，至 14.51%；单周新增 A 股股票开户数小幅增加至 32.85 万户；基金开户数增至 5.52 万户，较上周增长 22.38%。

图 5：沪深投资者持仓账户占比与沪深 300 指数



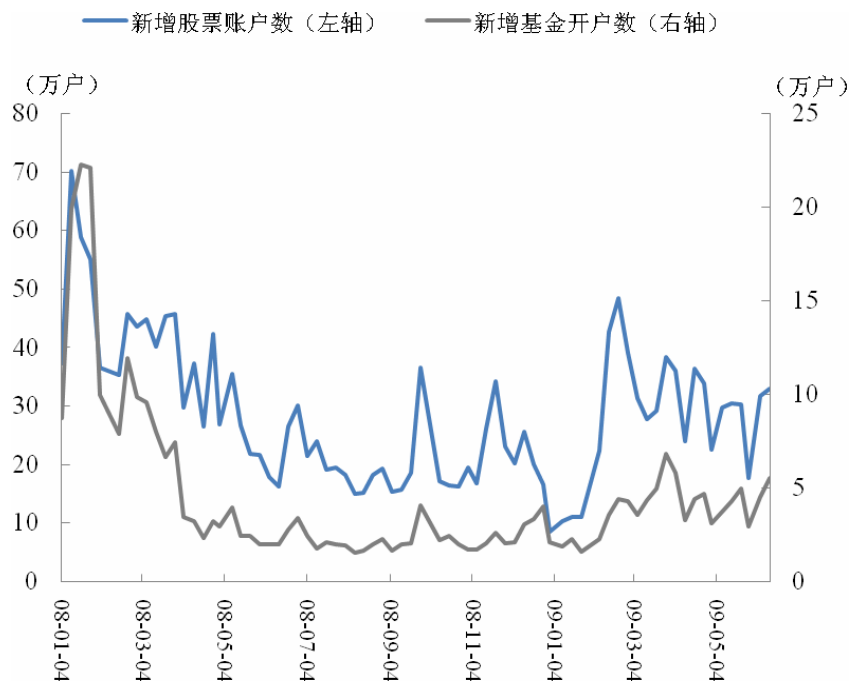
资料来源：wind，中投证券研究所

图 6：沪深投资者交易账户占比与沪深 300 指数



资料来源：wind，中投证券研究所

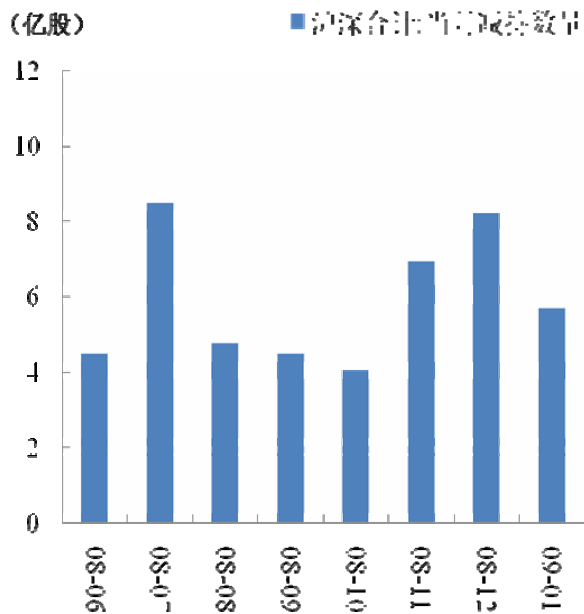
图 7：A 股和基金开户数



资料来源：wind，中投证券研究所

2009 年 5 月，大小非和大小限减持有所上涨，5 月份较 4 月份环比上涨 3.74%，达到 10.54 亿股。

图 8：大小非、大小限减持情况



资料来源：wind，中投证券研究所

策略展望

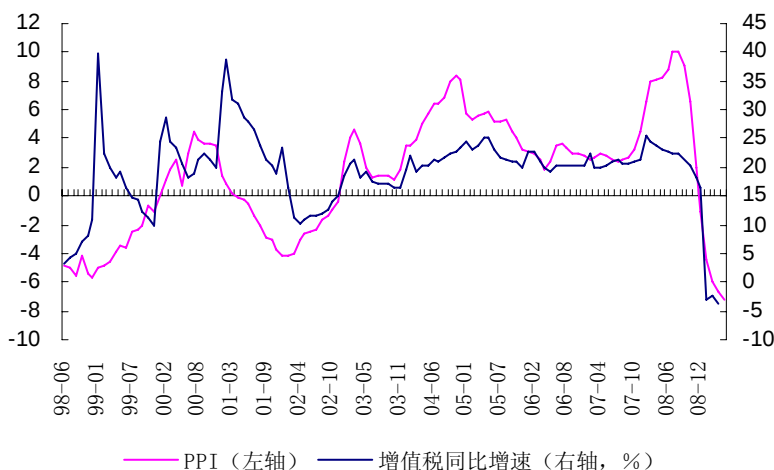
基于盈利增长好于预期的原因，金融工程组将估值中枢上调到 2687 点的水平，相应地，我们对上证指数的点位预期区间也相应调整为 2300 点到 3200 点。

虽然市场纷纷调高盈利预测，但是根据 PPI 预测数据、短期贷款增速预测数据，我们认为在去产能周期内盈利大幅上涨的可能性不大。从这个角度出发，我们看好下半年盈利增长超预期或者保持稳定的行业，比如银行、地产和建筑工程等。

1.1 PPI 数据显示未来半年盈利水平 v 型反转的可能性不大

由于我国经济结构中，制造业比重较大，企业盈利水平受 PPI 的影响较大。由于企业盈利数据是按季度公布，时间相对滞后，对预测工作帮助相对较小。与企业盈利水平高度相关的增值税和企业所得税数据是按月公布，因此我们用增值税和企业所得税数据与 PPI 的关联关系来预测企业未来的盈利状况。

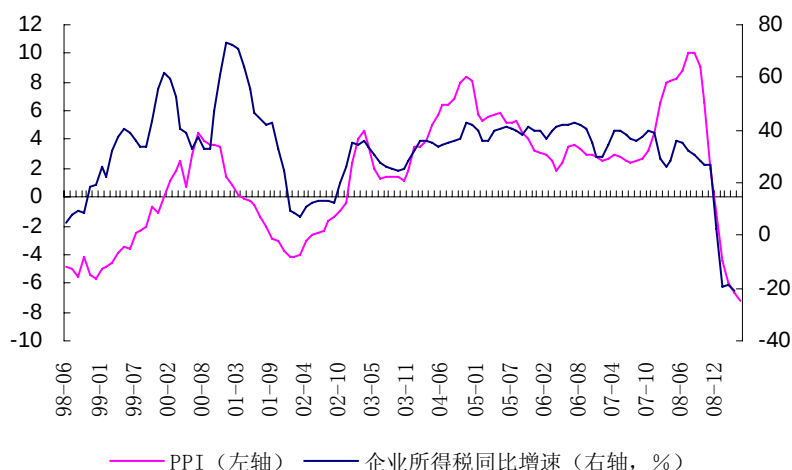
图 9：PPI 与增值税同比增速



资料来源：CEIC、中投证券研究所

从 1998 年以来的数据显示，企业增值税和企业所得税同比增速与 PPI 走势高度相关。

图 10：PPI 与企业所得税同比增速



资料来源：CEIC、中投证券研究所

我们宏观团队预测，2009 年下半年两个季度的 PPI 分别为-3%和-1%。从企业增值税和企业所得税同比增速与 PPI 走势高度相关而它们也与企业盈利水平高度相关的角度看，我们认为企业盈利增速将见底回升，但是幅度仍然是比较缓慢的。

表 1：PPI 增速预测

中国主要经济指标预测										
(%)		2008		2009				2008	2009E	2010E
		Q3	Q4E	Q1	Q2E	Q3E	Q4E			
	PPI	8.3	6.9	-4.6	-5	-3	-1	6.9	-3	3↑
	人民币贷款增速*	14.48	18.76	29.78	29.3	28.5	26	18.76	26↑	16↑
数据来源: Bloomberg 中投证券研究所										
注: *期末值 ↑上调预测 ↓下调预测										

数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

注：*期末值 ↑上调预测 ↓下调预测

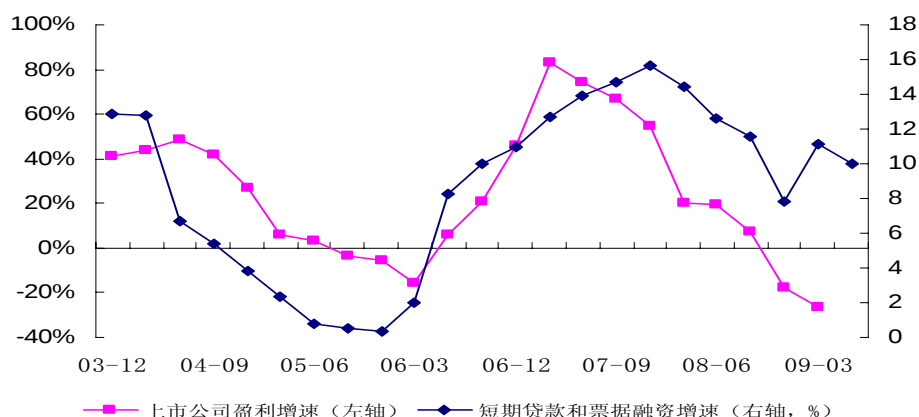
资料来源：中投证券研究所

1.2 短期贷款和票据融资指标显示企业盈利 V 型反转的可能性不大

我国 2003 年以来企业盈利增速的季度数据也显示，其与短期贷款和票据融资存在明显的关联关系。我们认为，企业对经济周期波动的反应最先体现在对短期贷款和票据融资的需求上面。这使得企业的经营，包括盈利状况与短期贷款和票据融资存在密切关系。

我们宏观团队预测贷款增速在未来两个季度将出现同比增幅下降的趋势（分别为 28.5% 和 26%），而短期贷款和票据融资在贷款中的比例也将逐步下降。从短期贷款增速与企业盈利增速的关联关系判断，企业盈利增长出现 V 型反转的可能性不大。

图 11：短期贷款和票据融资与企业盈利增速

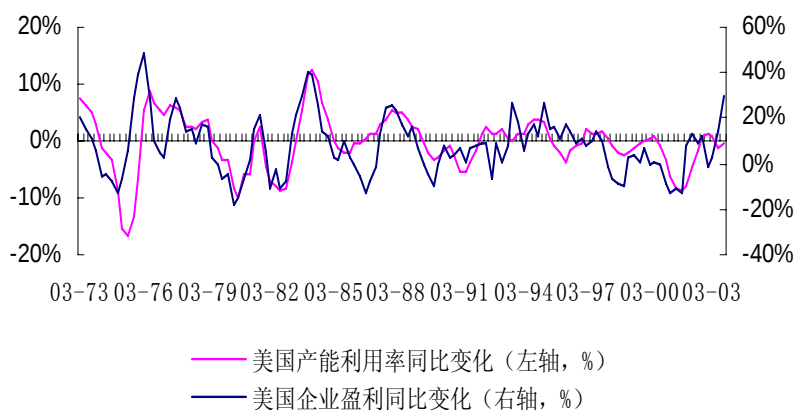


资料来源：CEIC、中投证券研究所

1.3 去产能周期下盈利水平不会出现 V 型反转

从美国产能利用率同比增速与企业盈利同比增速高度相关的数据来看，即使需求出现回暖并带动销售增长，但是如果产能过剩问题严重的话，企业的盈利状况仍然不容乐观。

图 12：美国产能利用率与企业盈利的变化关系



资料来源：CEIC、中投证券研究所

在我国多数制造业产能过剩的背景下，在经济见底复苏的最初阶段，即使需求出现回暖，企业盈利状况仍然不容乐观。

1.4 2009 年企业盈利增长预测上调后仍为负值

根据宏观团队的最新预测数据，中投证券金融工程组最近上调了上市公司 09 年业绩增长预测。与 5 月份的预测相比，最新的 2009 年上市公司盈利增长由-14.3%上调到-5.13%，但是仍然为负值。

表 2：整体上市公司的盈利增速测算

	2008年盈利增速A	2009年盈利增速E	2010年的盈利增速E
非金融企业	-30	-23.2↑	47.0↑
整体市场（本次预测）	-14.52%	-5.13%↑	27.96%↑
整体市场（上次预测）	-14.52%	-14.30%	22.13%

资料来源：中投证券研究所金融工程组

行业配置

从6月1日到6月19日中投行业配置收益为9.57%，高于基准权重配置收益率的9.43%，两者之差为0.134%。与上周相比，中投行业配置跑赢基准权重的幅度扩大了0.09%。

我们建议超配的银行和地产贡献的超额收益分别为0.05%和0.03%。建议低配的所有板块都贡献了正向的超额收益。它们的共同作用使得中投行业配置收益跑赢基准权重收益的幅度再度有所扩大。

另一方面，作为交易性机会超配的综合石油天然气依然出现了负向超额收益。

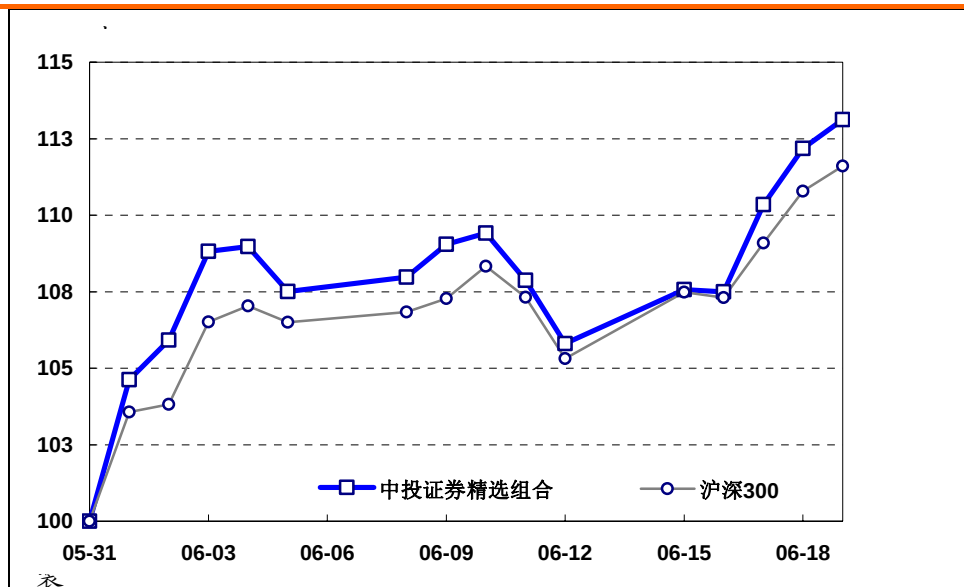
表 3：6 月行业配置收益比较

行业	涨跌幅	组合权重	基准权重	相对权重差异	绝对权重差异	行业超额收益	行业超额收益贡献
石油天然气设备与服务	8.1%	0.8%	0.7%	1.25	0.2%	-1.4%	-0.002%
综合性石油天然气	1.8%	3.1%	2.5%	1.21	0.5%	-7.6%	-0.041%
煤炭与消费用燃料	5.9%	3.7%	3.3%	1.12	0.4%	-3.5%	-0.014%
房地产	15.7%	7.8%	7.0%	1.11	0.8%	6.3%	0.050%
银行	24.0%	12.9%	12.7%	1.02	0.2%	14.5%	0.033%
公用事业 II	2.5%	1.3%	1.2%	1.01	0.0%	-7.0%	-0.001%
多元金融	17.7%	4.1%	4.0%	1.01	0.1%	8.2%	0.005%
建筑与工程 III	8.7%	1.8%	1.8%	1.00	0.0%	-0.7%	0.000%
保险 II	15.2%	3.4%	3.4%	1.00	0.0%	5.7%	0.000%
电力	3.9%	4.4%	4.4%	1.00	0.0%	-5.6%	0.000%
电气设备	-6.3%	2.4%	2.4%	1.00	0.0%	-15.7%	0.000%
电信服务 II	6.0%	0.9%	0.9%	1.00	0.0%	-3.5%	0.000%
钢铁	9.5%	4.7%	4.7%	1.00	0.0%	0.1%	0.000%
工程机械	5.0%	1.4%	1.4%	1.00	0.0%	-4.5%	0.000%
工业机械与机床	3.4%	2.6%	2.6%	1.00	0.0%	-6.0%	0.000%
公路与铁路运输	8.3%	1.2%	1.2%	1.00	0.0%	-1.2%	0.000%
家庭耐用消费品	2.3%	1.9%	1.9%	1.00	0.0%	-7.2%	0.000%
建材 III	1.6%	1.8%	1.8%	1.00	0.0%	-7.8%	0.000%
交通基础设施	8.7%	2.4%	2.4%	1.00	0.0%	-0.7%	0.000%
零售业	10.3%	2.9%	2.9%	1.00	0.0%	0.8%	0.000%
贸易公司与工业品经销商 III	5.2%	0.9%	0.9%	1.00	0.0%	-4.2%	0.000%
媒体 II	4.8%	0.9%	0.9%	1.00	0.0%	-4.6%	0.000%
汽车与汽车零部件	-0.3%	2.2%	2.2%	1.00	0.0%	-9.7%	0.000%
食品、饮料与烟草	12.6%	4.7%	4.7%	1.00	0.0%	3.1%	0.000%
食品与主要用品零售 II	12.0%	0.7%	0.7%	1.00	0.0%	2.6%	0.000%
消费者服务 II	9.9%	0.7%	0.7%	1.00	0.0%	0.5%	0.000%
纸与林木产品	4.4%	0.7%	0.7%	1.00	0.0%	-5.0%	0.000%
制药、生物科技与生命科学	11.4%	4.4%	4.4%	1.00	0.0%	1.9%	0.000%
技术硬件与设备	3.2%	3.2%	3.4%	0.95	-0.2%	-6.3%	0.011%
航天航空与国防 III	2.0%	0.4%	0.5%	0.92	0.0%	-7.5%	0.003%
化工	1.5%	4.2%	4.6%	0.92	-0.4%	-8.0%	0.030%
金属、非金属与采矿	7.4%	4.2%	4.6%	0.91	-0.4%	-2.0%	0.008%
纺织品、服装与奢侈品	7.7%	1.5%	1.6%	0.90	-0.2%	-1.8%	0.003%
综合类 III	5.3%	2.2%	2.4%	0.90	-0.3%	-4.2%	0.010%
软件与服务	-0.8%	0.8%	0.9%	0.88	-0.1%	-10.2%	0.011%
造船	6.2%	0.1%	0.2%	0.81	0.0%	-3.2%	0.001%
海运 III	6.8%	1.0%	1.5%	0.70	-0.4%	-2.7%	0.012%
航空 III	2.7%	0.2%	0.4%	0.46	-0.2%	-6.7%	0.016%
收益		9.57%	9.43%				0.13389%

资料来源：中投证券研究所

精选组合

图 16: 中投精选指数与沪深 300 指数走势比较(2009 年 6 月 12 日)



资料来源: 中投证券研究所

过去一周中投精选组合(算术平均权重)继续跑赢沪深 300 指数。6 月以来中投精选组合跑赢沪深 300 指数的幅度达到 1.52%。与上周相比,中投精选组合跑赢沪深 300 指数的幅度有所扩大。

在中投精选组合 20 只股票中,有 10 只股票在 6 月以来跑赢沪深 300 指数。这 10 只个股中,4 家为金融股,3 家为地产股,2 家为建筑和工程股,1 家为钢铁股。6 月新置换入中投精选组合的 5 只个股中,武钢股份、海通证券、工商银行跑赢沪深 300 指数,远望谷和中国石油跑输沪深 300 指数,但是也都贡献了正收益。

表 4: 中投精选组合 6 月涨跌幅

代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	6月以来涨跌幅 (%)	PE(TTM)
000046.SZ	泛海建设	16.80	42.1	320.6
601939.SH	建设银行	14.09	29.0	15.9
000002.SZ	万科A	13.05	27.8	33.4
601398.SH	工商银行	10.66	23.8	15.4
600837.SH	海通证券	4.58	21.9	41.5
600067.SH	冠城大通	9.72	18.8	50.8
600030.SH	中信证券	8.44	18.3	31.1
601390.SH	中国中铁	10.71	16.1	91.0
600583.SH	海油工程	5.33	12.2	33.1
600005.SH	武钢股份	3.53	11.7	18.2
000024.SZ	招商地产	11.80	9.0	38.1
002161.SZ	远望谷	-0.49	8.8	70.4
601186.SH	中国铁建	4.90	7.6	32.0
601898.SH	中煤能源	3.32	5.2	21.6
000983.SZ	西山煤电	2.86	5.0	16.6
601857.SH	中国石油	1.66	4.5	24.4
601001.SH	大同煤业	2.14	4.3	12.5
600102.SH	莱钢股份	1.16	2.8	-14.8
002028.SZ	思源电气	5.49	-2.9	27.6
000651.SZ	格力电器	5.62	-3.5	16.4

数据来源：中投证券研究所

海外追踪

表 5：全球市场一周涨跌情况

名称	5 日涨跌幅	10 日涨跌幅	20 日涨跌幅	60 日涨跌幅	120 日涨跌幅
俄罗斯 RTS 指数	-9.84%	-10.30%	-1.23%	37.19%	44.51%
印度孟买 Sensex30 指数	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
标准普尔 500 指数	-2.50%	-2.25%	1.97%	14.26%	6.11%
道琼斯工业平均指数	-2.64%	-2.41%	1.40%	11.48%	0.84%
东京日经 225 指数	-3.45%	0.19%	6.07%	19.12%	12.91%
上证综合指数	4.98%	4.60%	8.64%	23.87%	45.71%
纳斯达克综合指数	-1.87%	-1.22%	5.77%	20.38%	19.84%
法国巴黎 CAC40 指数	-3.41%	-2.74%	0.12%	12.26%	3.37%
伦敦金融时报 100 指数	-2.60%	-0.93%	-2.74%	13.09%	2.11%
台湾加权指数	-3.37%	-7.92%	-7.33%	25.59%	34.06%
沪深 300	5.98%	4.79%	9.50%	26.26%	53.89%
恒生指数	-5.13%	-4.06%	4.19%	33.27%	18.47%
德国法兰克福 DAX 指数	-5.24%	-4.45%	-1.25%	15.88%	4.32%
韩国综合指数	-3.17%	-0.82%	-1.45%	12.56%	22.58%
新加坡海峡指数	-4.37%	-5.14%	1.24%	34.37%	31.73%

资料来源：wind，中投证券研究所

下周提示

表 6 下周提示

周	日期	项目	国家
二	23	现房销售	美国
二	23	住宅价格指数 月环比	美国
二	23	PMI 制造业	欧元区
二	23	OECD May Economic Outlook (Table)	欧元区
二	23	PMI Composite	欧元区
二	23	欧元区核心消费者物价指数 (同比)	欧元区
三	24	ABC 消费者信心指数	美国
三	24	耐用品订单	美国
三	24	耐用消费品 (除运输类)	美国
三	24	新建住宅销售	美国
三	24	新建住宅销售 月环比	美国
四	25	FOMC 利率决策	美国
四	25	工业新订单 经季调 (月环比)	欧元区
四	25	工业新订单 经季调 (同比)	欧元区

数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

刘浩波, 中投证券资深策略分析师, 不列颠哥伦比亚大学 MBA, 12 年实业投资、风险投资、股权投资和二级市场投资经验。

曹雪锋, 中投证券策略分析师, 经济学博士, 主要研究宏观策略, 产业配置。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434