

经济与市场的纠结

2010年二季度投资策略

报告关键点:

- 预计一季度企业盈利将符合市场预期
- 关注利润分配格局的变化
- 通胀对经济增速和流动性的约束可能超预期

报告摘要:

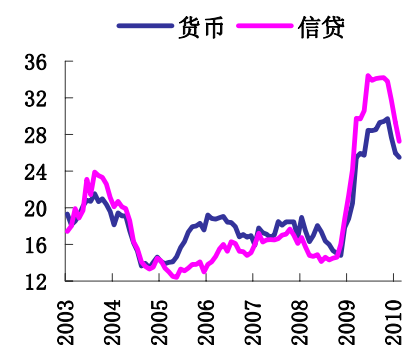
- 预期1Q2010A股上市公司可实现40%左右的利润增长,将符合市场预期。但我们更关注利润格局的变化:中下游行业受成本挤压利润率开始回落,且中游行业利润率下降的时间和幅度都领先于下游行业,显示其产能压力更大。
- 我们预期通胀对经济增速和流动性的约束会贯穿全年:(1)由于通胀预期的存在,我们对通胀在不经管理的情形下自然从高点回落持怀疑态度;(2)受国内外经济形势的影响,大宗商品价格上涨迹象再次显露;(3)预期下半年猪肉价格将出现力度较大的反弹。
- 在此背景下,我们预期全年信贷供给不大可能突破7.5万亿的目标,并且呈逐季收紧的趋势。同时,我们判断二季度开始,主板市场融资的占比将逐步上升,全年IPO将维持月均800亿或更高的水平,A股市场的供给压力不会出现明显好转。
- 历史经验显示,随着流动性供给与名义GDP之差逐步接近于0,A股市场出现系统性风险的概率将上升。我们趋向于认为下半年流动性不足的压力通过经济增速系统性下降来化解的概率较大。
- 近期专题报告《潮流正在转变》给出了我们对行业的趋势性判断。在此前提下,结合短期估值、盈利格局等因素,二季度我们建议超配农业、煤炭、医药、商业和低端消费品。

报告日期 2010-04-07

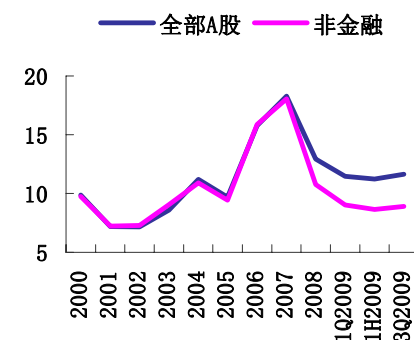
指数表现(%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	2.90	-4.71
上证综指	2.76	-3.64
上证 50	0.04	-6.84
深成指	1.74	-6.80
中小板指	5.12	8.08

货币信贷余额同比增速(%)



A股上市公司 ROE(%)



研究员

张治	高级策略分析师
证书编号	S1450209090274
021-68766135	zhangzhi@essences.com.cn
程定华	首席策略分析师
证书编号	S1450209070222
021-68766193	chengdh@essences.com.cn
诸海滨	策略分析师
证书编号	S1450209070214
021-68766170	zhuhb@essences.com.cn
范妍	策略分析师
证书编号	S1450210010313
021-68765053	fanyan@essences.com.cn

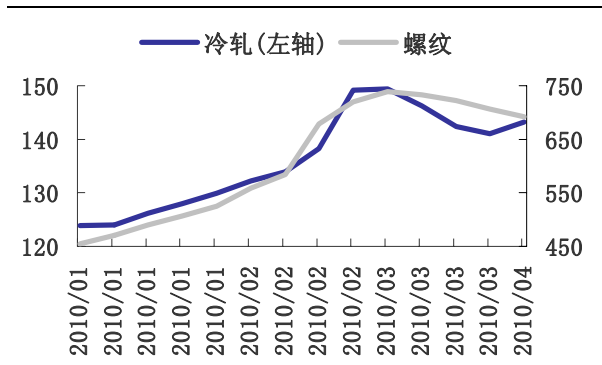
前期研究成果

- 《行业格局趋势性分化》2010年3月2日
- 《重建预期》2010年2月2日
- 《美好预期能实现吗》2010年1月4日
- 《盛衰相继》2009年12月5日

1. 盈利：符合预期

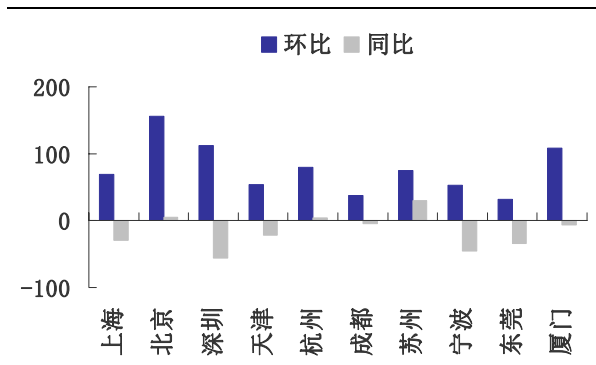
可能因为天气的原因，一季度国内工业活跃度从3月下半月才开始明显提升(图 1、2)，但总体仍然维持了扩张的态势(图 3)。

图 1 钢铁库存的去化(万吨)



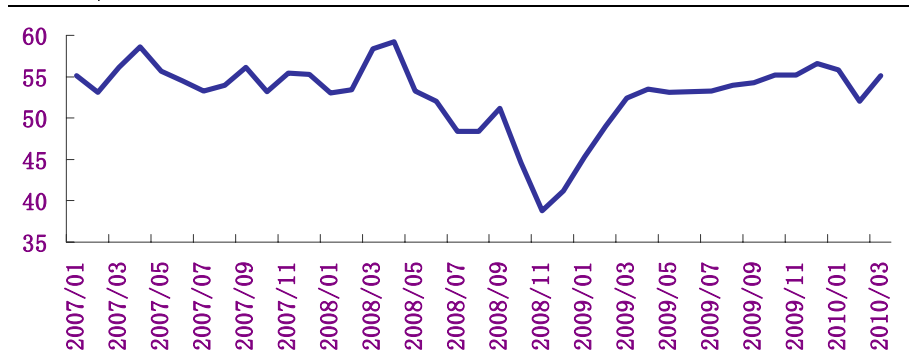
数据来源：Mysteel，安信证券研究中心

图 2 主要城市 3 月下半月住房销售大幅回升(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

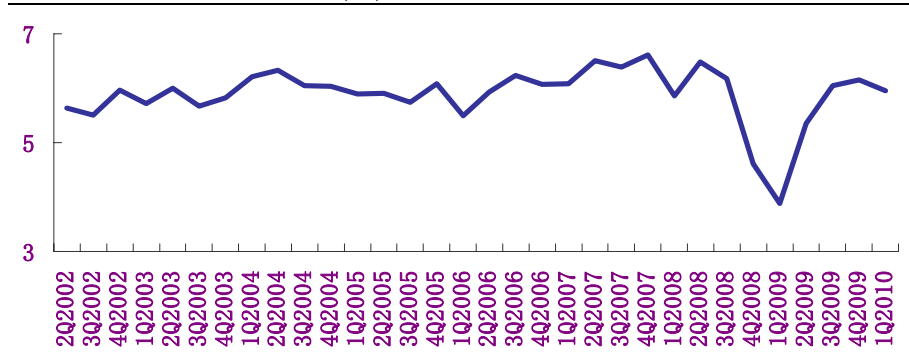
图 3 中国 PMI



数据来源：统计局，安信证券研究中心

结合较高的利润率水平(图 4)以及草根层面的数据，我们预期 1Q2010A 股上市公司可实现 40% 左右的利润增长，将符合市场预期。

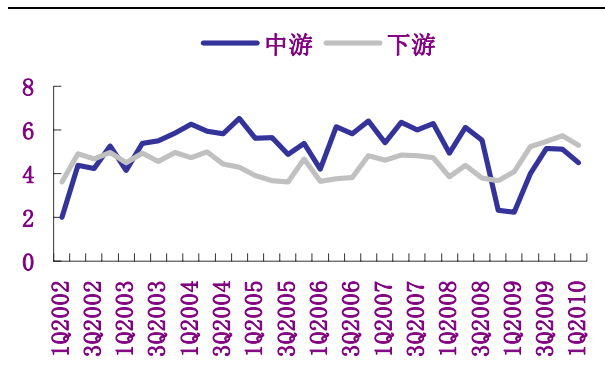
图 4 工业企业税前利润率(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

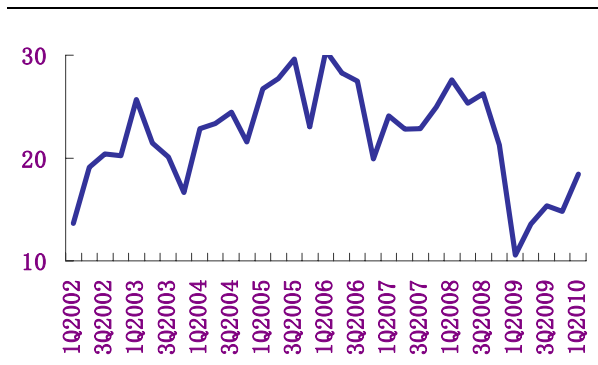
不过相比而言，我们更关注利润格局的变化：上游行业维持了利润回升的格局，但成本挤压对中下游行业的影响开始体现(图 5、6)；同时，中游行业利润率下降的时间和幅度都领先于下游行业，显示其产能压力更大。

图 5 中下游行业税前利润率(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6 上游行业税前利润率(%)



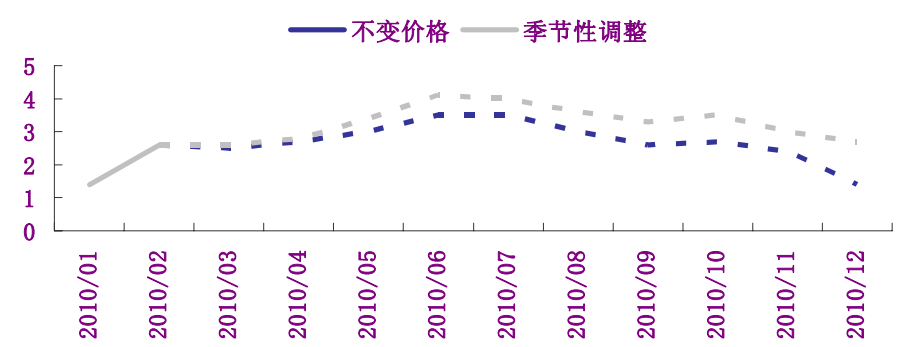
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

2. 通胀：可能的变数

展望二季度，我们认为通胀水平的变化对 A 股的影响将逐步抬升，因为它决定了下半年经济的潜在增速，以及政策相机抉择的后果。

对 CPI 的判断，市场普遍的共识如图 7 所示：年中会达到全年高点，之后回落，全年平均水平在 3 左右。基于这样的认识，很自然的推导是二季度货币政策会延续一季度偏紧的态势，但下半年存在放松的可能，并留出了对经济进行干预的空间。

图 7 对 CPI 的预测(%)



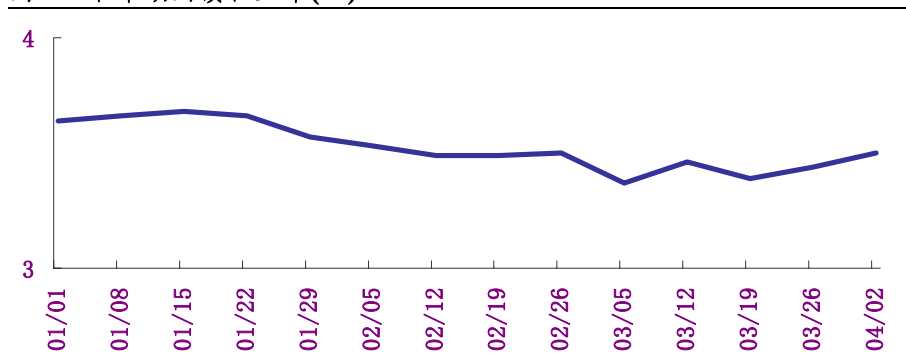
数据来源：安信证券研究中心

对此，我们的担忧是：

首先，由于通胀预期的存在，如果不经政府的宏观管理，通胀是否会自然回落？比如最近南方旱灾对粮食产量影响的预期已经使得通胀预期开始抬头，部分地区出现抢购和囤积大米的现象；资本市场上，国债收益率的波动也反映了市场对通胀看法的变化(图 8)。

同时，如果要管理通胀预期，小幅度的加息是否足够？是否需要货币供应量采取进一步的管理措施？

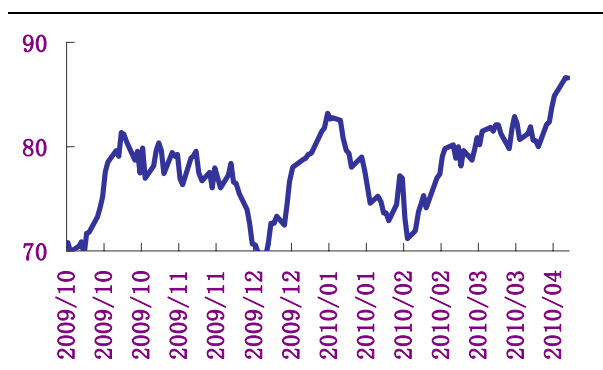
图 8 十年期国债收益率(%)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

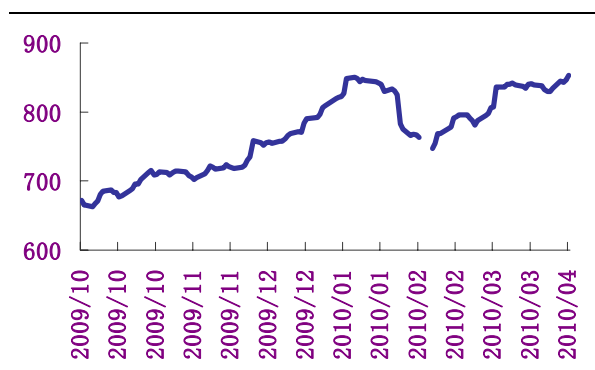
其次,从宏观主体的博弈来看,商业银行趋向于抢先放贷,地方政府则会选择尽早推出区域振兴方案,由此带来的短期需求刺激会支撑工业产品价格。结合最近国际经济形势向好与货币供给充裕的现状,大宗商品价格上涨迹象再次显露(图 9、10)。

图 9 WTI 原油期货价格(美元/桶)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 10 CRB 工业品价格指数

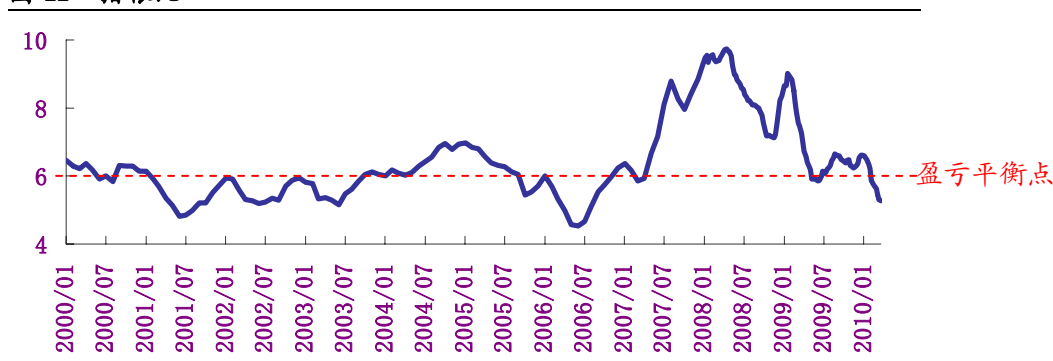


数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

第三,近期猪肉价格的下跌在一定程度上拉低了国内 CPI。但在猪粮比持续低于盈亏平衡点(图 11)的背景下,养猪户大量宰杀生猪并致使存栏量下降(图 12、13),显示本轮猪肉价格下跌很可能是供给收缩过程中的短期冲击,并有可能带来价格水平的超跌。

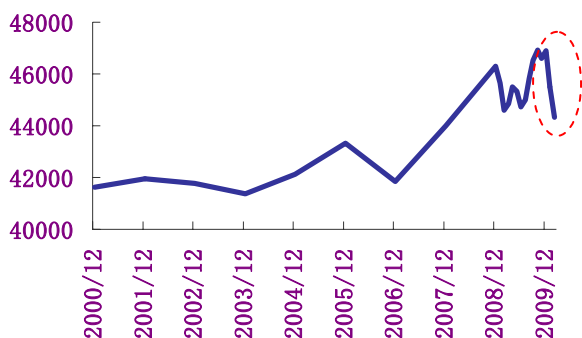
如果我们的推断正确,那将意味着未来猪肉价格的反弹力度会非常大,比如 2006-2007 年猪肉价格上涨及其对 CPI 的影响(对此,我们宏观组将会有专门论述)。我们预期上述影响最晚会在 4Q2010 出现。

图 11 猪粮比



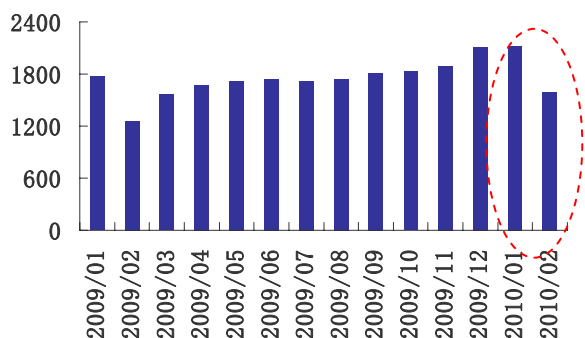
数据来源: 商务部, 安信证券研究中心

图 12 生猪存栏量(万头)



数据来源：农业部，安信证券研究中心

图 13 规模以上屠宰量(万头)



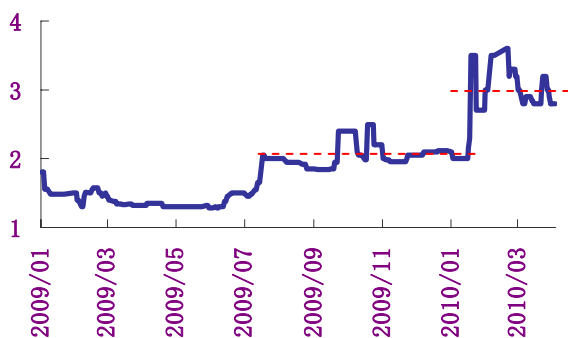
数据来源：商务部，安信证券研究中心

因此，我们预期通胀对经济增速和流动性的约束会贯穿全年。

3. 流动性：相机抉择

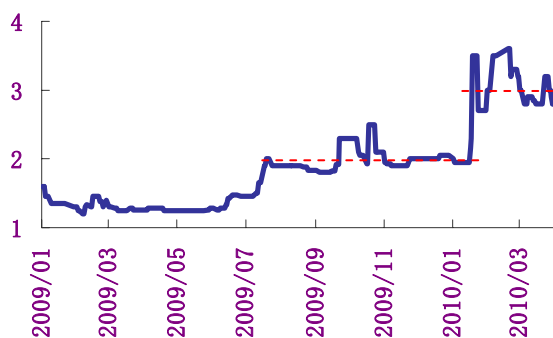
流动性对 A 股市场的影响要远大于盈利的波动，受宏观调控以及银行博弈的影响，短期流动性供给分别在 2009 年 8 月和 2010 年 1 月出现了两次跳升(图 14、15)。与之相对应，A 股指数的波动区间也在同期两次下了一个台阶。

图 14 珠三角直贴现利率(%)



数据来源：中国票据网，安信证券研究中心

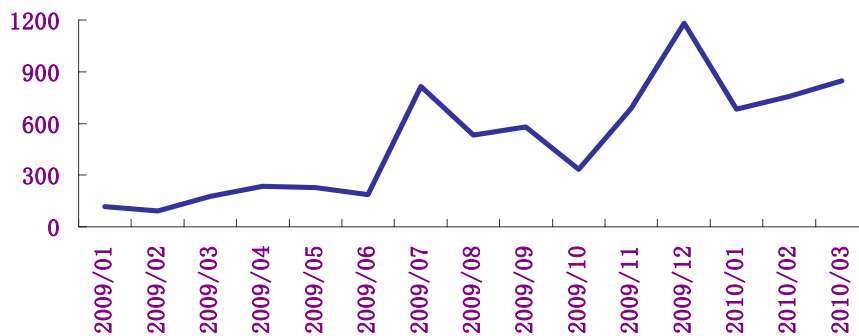
图 15 长三角直贴现利率(%)



数据来源：中国票据网，安信证券研究中心

另外，同样面对流动性的变化，A 股市场的表现一直弱于其它风险资产，比如地产、商品等，我们认为与市场的供给上升有一定联系。比如从 3Q2009 开始，A 股 IPO 融资额亦呈台阶式上升(图 16)。

图 16 A 股 IPO 融资额(亿)



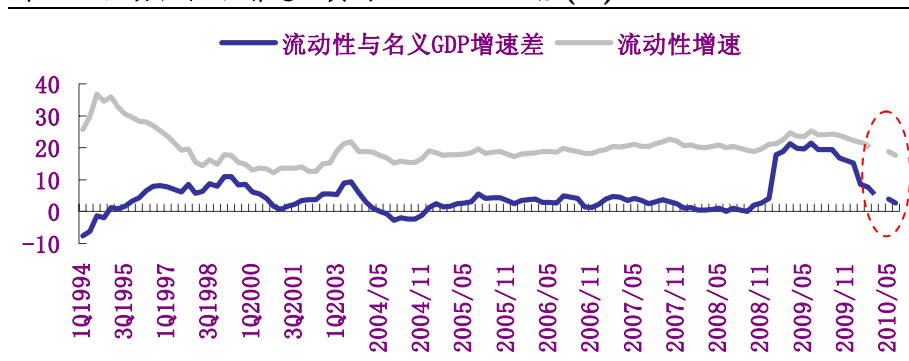
数据来源：Wind，安信证券研究中心

针对上述两方面影响 A 股流动性的因素，我们认为：

- 1、二季度开始，主板市场融资的占比将逐步上升，全年 IPO 将维持月均 800 亿或更高的水平，供给压力不会出现明显的好转；
- 2、受前述通胀因素的制约，在相机抉择的政策指引下，全年信贷供给不大可能突破 7.5 万亿的目标，并且呈逐季收紧的趋势。

基于此，我们维持 2010 年流动性供给及其与名义 GDP 之差将分别下降 7 个百分点和 15 个百分点的判断(图 17，参见《盛衰相继》，2009 年 12 月 5 日)。

图 17 流动性供给增速及其与名义 GDP 之差(%)



数据来源：人民银行，安信证券研究中心

注：流动性供给=国内信贷+海外净资产

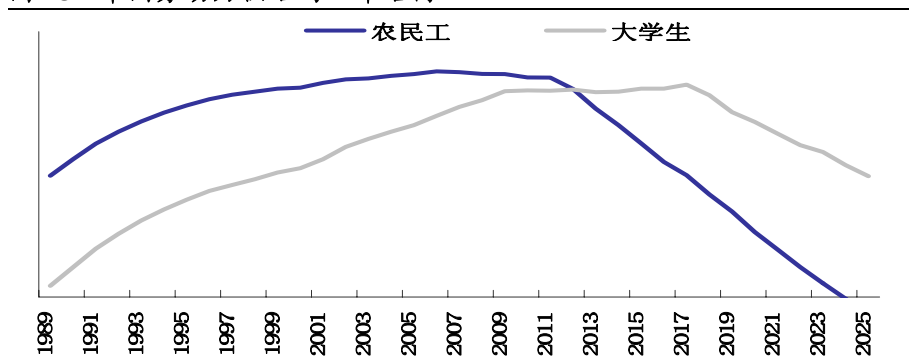
历史经验显示，随着流动性供给与名义 GDP 之差逐步接近于 0，A 股市场出现系统性风险的概率就会上升。我们趋向于认为下半年流动性不足的压力通过经济增速系统性下降来化解的概率较大。

4. 行业格局：长期趋势与短期波动

基于中国未来劳动力国内供给的双峰结构(图 18)，我们在 3 月份的投资策略中明确提出了行业格局的趋势性分化(参见《行业格局趋势性分化》，2010 年 3 月 2 日)，并在近期的专题报告中进行了详细的阐述(参见《潮流正在转变》，2010 年 4 月 6 日)。

我们认为，低端制造业、建筑工程承包、钢铁、建材、基础化工、外向型港口以及银行业将在转型中受到冲击，未来这些行业将长期维持低估值趋势；同时，低端消费品、医药、替代人力的机械、TMT 与新能源等行业将长期受益。

图 18 中国劳动力供给的双峰结构

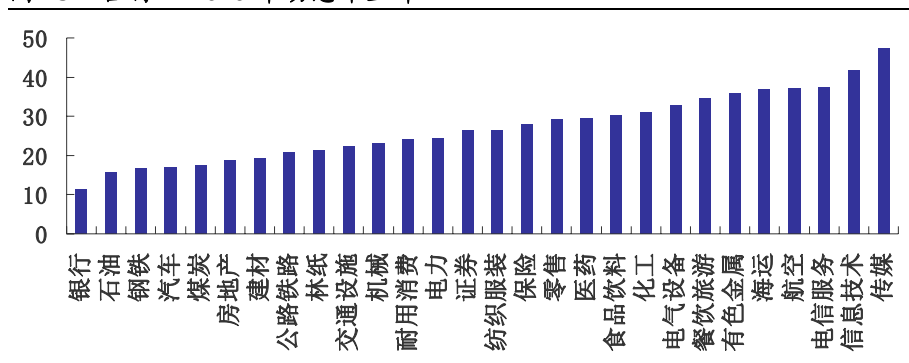


数据来源：统计年鉴，安信证券研究中心

以此为背景，从短期波动及估值的角度考虑(图 19)，我们对二季度的行业配置做如下变化：

- 1、由于盈利继续上调空间有限且估值已较高，适当调低 TMT 的配置
- 2、结合盈利格局的变化，增配煤炭、农业，用以对冲通胀超预期的风险

图 19 各行业 2010 年动态市盈率



数据来源：Wind，安信证券研究中心

5. 配置与组合

综上所述，我们二季度配置与组合如表 1 所示。

表 1、行业配置与组合

行业	基准比例	超配	标配	低配	重点公司
农林牧渔	1.39%	○			北大荒
采掘	3.50%	○			中国神华、开滦股份、西山煤电
化工	9.92%			○	中国石化、双良股份、佛山照明
黑色金属	2.92%			○	新兴铸管、八一钢铁、金岭矿业
有色金属	3.22%		○		中金岭南、中孚实业、格林美、神火股份、江西铜业
建筑建材	3.44%		○		祁连山、彩虹股份、冀东水泥、青松建化、葛洲坝、隧道股份、路桥建设
机械设备	4.94%		○		金风科技、国电南瑞、许继电气、杰瑞股份、中集集团、二重重装、中国南车、厦工股份
电子元器件	1.66%		○		莱宝高科、拓邦股份、超声电子
交运设备	4.11%		○		江铃汽车
信息设备	1.83%		○		中兴通讯、烽火通信
家用电器	1.41%	○			深康佳、格力电器
食品饮料	3.41%		○		洋河股份、五粮液、顺鑫农业
纺织服装	1.10%		○		报喜鸟、美邦服饰、瑞贝卡
轻工制造	1.09%			○	永新股份、宜华木业、劲嘉股份
医药生物	4.22%	○			丽珠集团、健康元、华东医药、西南合成、长春高新、双鹭药业
公用事业	3.70%			○	内蒙华电、长江电力、国电电力
交通运输	5.33%		○		日照港、厦门空港、宁沪高速、楚天高速
房地产	5.19%		○		金地集团、栖霞建设、南湖中宝、苏宁环球
金融服务	30.09%			○	华夏银行、招商银行、建设银行、中国太保、中国平安、中国人寿、华泰证券、国元证券、海通证券
商业贸易	3.06%	○			苏宁电器、武汉中百、东百集团、合肥百货、广州友谊
餐饮旅游	0.49%		○		锦江投资
信息服务	2.96%		○		中国联通、青岛软控、银江股份、同方股份
综合	1.00%		○		

资料来源：安信证券研究中心

注：采用申万行业分类标准，行业权重以 2010 年 3 月 31 日行业流通市值为基准计算

作者简介

张治，CFA，南京大学理学学士、金融学硕士，七年证券、期货投资与研究经验，2007年4月加盟安信证券研究中心。

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，八年证券研究经验，2007年5月加盟安信证券研究中心，从事策略、行业组合研究。

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所，从事策略研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034