

仍是缓慢恢复期

——2010年下半年策略报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

穆启国

SAC 执业证书编号: S0930209030186
021-5010 6020 muqg@lhqz.com

刘湘宁

SAC 执业证书编号: S1000206110084
liuxn@lhqz.com

荀玉根

SAC 执业证书编号: S1000210050052
021-5010 6029 xunyg@lhqz.com

刘国宏

SAC 执业证书编号: S0990207090048
liugh@lhqz.com

王爽

SAC 执业证书编号: S1000207110112
wangshuang@lhqz.com

冯伟

SAC 执业证书编号: S0350209030573
fengweis@lhqz.com

联系人

姚卫巍

021-5010 6033 yaoww@lhqz.com

市场看法: 震荡筑底

经济底仍未出现, 难以出现趋势反转。宏观经济增速回落, 但二次探底概率较小。由于总需求绝对水平较低, 经济增速上升不能立即提高通胀, 经济增速下降也不能迅速降低通胀, 三季度经济将出现阶段性“滞胀”, 制约了政策的全面放松。紧缩性政策预期有望改善, 但难以完全消除。新兴市场收缩流动性, 发达国家减少财政支出。无论是“经济下, 通胀升”, 还是“经济下, 通胀降”, 对股票市场的基本面来说都是不利的。股市反转的条件(估值底、政策底和经济底三重合一)仍难出现**估值底逐步显现。**我们对10年盈利增速从25%略微下调到23%, 市场一致预期的33%有较大下调风险。流动性紧缩与资金供求紧张使得估值水平将较长时间内维持在历史较低水平, 20倍以下PE将是今年的常态。

政策底将催化中级反弹: 静待通胀回落。估值底和政策底的出现可能带来市场的反弹机会, 演绎的进程大概率不是08年底般的V型反转, 在结构调整的政策催化下筑底逐步回升。催化剂可能来自: 全球资金对新兴市场风险偏好的再次增强, 国内结构调整力量逐步强化, 以及估值相对债券达到极端值后的资金回流。

投资主线: 消费与经济转型为本, 周期为辅

消费与经济转型为本。科技为主要驱动力的经济周期将促使全球股市的风格仍偏向于中小市值。劳动力成本提升等因素使得出口优势逐步递减, 资源瓶颈也使得投资驱动的增长面临较大的阻力, 长期增长动力必须依赖于消费和新产业在GDP占比的提升, 投资主线仍以经济转型和内需消费为主。周期性行业更多的可能是均值回归促发的阶段性机会。

行业配置最优的选择在于“高景气 and 低估值”。次优选择是“高景气 and 高估值”以及“低景气 and 低估值”组合。随着中国和美国经济领先指标回落, 新兴产业、医药、基本消费、百货超额收益有望持续上升, 交通运输、军工、建筑工程等工业中的细分行业超额收益有望维持, 三季度末段可关注汽车和家电可选消费。

投资组合: 战略新兴产业、区域振兴、行业推荐组合

战略新兴产业: 合康变频、英威腾、烟台冰轮、汉钟精机、三安光电、碧水源、永太科技、鼎龙股份、新宙邦、回天胶业、钢研高纳、中材科技、银星能源、南风股份、奥特迅、海通集团、当升科技、多氟多、江苏国泰、科力远、曙光股份

区域振兴: 新疆(广汇股份)、成渝(水井坊)、长三角(杉杉股份)、海西(闽闽东)、关中天水(陕鼓动力)、长株潭(时代新材)

行业推荐组合: 康美药业、康缘药业、华润三九、中国国航、ST东航、大商股份、重庆百货、一汽轿车、曙光股份、中国平安、中国太保、中国卫星、中核科技、航民股份、报喜鸟、美的电器、三花股份

目 录

一、市场分析：震荡筑底	5
经济底仍未出现，难以出现趋势反转	5
估值底逐步显现：盈利增长、资金供求与市场情绪	8
政策底将催化中级反弹：静待通胀回落	16
二、投资主线：消费与经济转型为本，周期为辅	19
医药与必需消费：经济领先指标回落受益的行业	21
科技行业：低配外需驱动的科技股，超配内需驱动的新兴产业	22
周期行业：周期性行业景气仍未改善，关注细分结构机会	24
可选消费：静待经济底出现	27
三、行业比较与配置：景气与估值的平衡	27
行业景气：消费类行业景气上升	27
行业估值：周期性行业估值偏低	29
行业配置：经济增速回落下的投资机会	31
四、投资组合：战略新产业、行业组合、区域振兴	32
战略新产业：节能、电动汽车、新能源、新材料	32
行业推荐投资组合	33
基于区域主题的组合	33

图表目录

图 1 通胀压力使得货币供给增速回落至历史平均水平	5
图 2 货币供给增速回落使得工业生产增速回落	5
图 3 中国宏观经济先行指数与中国股指	5
图 4 PMI 同比增速 09 年 11 月触顶回落	5
图 5 美国经济先行指标同比回落，进入震荡市	7
图 6 经济领先指标触顶后，盈利增速难以超预期	7
图 7 领先指数同比增速回落降低美国股市超额收益	7
图 8 领先指数同比增速回落降低欧洲股市超额收益	7
图 9 10 年上市公司盈利增速的一致预期	8
图 10 上证 E/P 与国债收益率之差	10
图 11 沪深 300E/P 与国债收益率之差	10
图 12 上证指数 PE 历史	11
图 13 上证指数 PB 历史	11
图 14 流通市值大扩容	12
图 15 居民储蓄/流通市值处于历史最低	12
图 16 市场换手率是市场情绪的表现	13
图 17 中国企债与国债 4 月开始利差拉大	14
图 18 美国企债与国债 4 月开始利差拉大	14
图 19 市场恐慌情绪带动股指向下	14
图 20 市场恐慌情绪带动股指向下	14
图 21 货币供给增速回落（虚线为预测数据）	15
图 22 信贷增速回落	15
图 23 A 股开户数与仓位	15
图 24 基金开户数与仓位	15
图 25 下半年份微观资金供给远小于资金需求	16
图 26 通胀突破政府目标后往往带动价格调控工具	16
图 27 货币政策力度未见松动	16
图 28 经济增长的动力	20
图 29 消费双重升级	20
图 30 一线城市人均 GDP 落后韩国 8 年	20
图 31 二三线城市人均 GDP 落后一线城市	20
图 32 中国汽车消费量相当于美国 1915-18 年的水平	21
图 33 中国汽车消费量相当于日本 1965-68 年的水平	21
图 34 宏观主题和行业配置	21
图 35 美国医疗超额收益的先行指标是经济领先指数触顶	22
图 36 中国医疗超额收益的先行指标是经济领先指数触顶	22
图 37 美必需消费品超额收益	22
图 38 中国必需消费品为股市波动提供了对冲品	22
图 39 美国经济领先指标与科技股超额收益	23
图 40 中国宏观先行指标与科技股超额收益	23
图 41 美国科技股与费城半导体指数	23

图 42 中国科技股与台湾内存大盘指数	23
图 43 美国电子新订单增速与科技股超额收益同步	23
图 44 美国订单出货比 (B/B) 与科技股超额收益同步	23
图 45 中国工业生产与大宗商品	24
图 46 新兴市场指数与原油价格变化	24
图 47 美元汇率是美国原材料行业超额收益的反向先行指标	24
图 48 美元汇率是中国原材料超额收益的反向先行指标	24
图 49 美国工业超额收益滞后于经济领先指标 6 个月	24
图 50 中国工业超额收益和经济领先指标反向	24
图 51 资本品超额收益和领先指数同步	25
图 52 机械的投资机会随着领先指数触顶已经结束	25
图 53 建筑产品在通胀压力不大的情况下会有表现	25
图 54 建筑与工程在领先指数触顶之后有好的表现	25
图 55 交通运输通常在领先指数触顶后表现优异	26
图 56 商业和专业服务超额收益和领先指数负相关	26
图 57 中国资本品和领先指数同步	26
图 58 中国机械的投资机会随着领先指数触顶已经结束	26
图 59 中国交通运输滞后领先指数	26
图 60 工业子行业的轮动	26
图 61 美国能源与可选消费的配对逆向交易驱动力在于通胀	27
图 62 中国油价与可选消费的配对逆向交易驱动力在于通胀	27
图 63 不同经济阶段的投资逻辑	27
图 64 行业配置逻辑	27
图 65 各行业景气趋势 (2011 比 2010 年)	28
图 66 各行业景气位置 (2010 年比历史)	28
图 67 当前 PE (TTM) 相对熊市阶段均值的偏离程度	29
图 68 当前 PB 相对熊市阶段均值的偏离程度	29
图 69 最近三个熊市底部反弹至年线时行业超额收益	30
图 70 行业估值和超额收益对比	31
图 71 行业配置	32

市场趋势受估值底、政策底和经济底的驱动。如果仅仅是估值底，那么市场往往是弱势反弹；如果是估值底和政策底，那么市场往往出现中级反弹；如果是估值、政策和经济三重底部，那么市场将会反转。

经济底没有出现，由于总需求绝对水平较低，经济增速上升不能立即提高通胀，经济增速下降也不能迅速降低通胀，三季度经济将出现阶段性“滞胀”，制约了政策的全面放松。新兴市场收缩流动性，发达国家减少财政支出，政府和银行均面临再融资的压力。在经济底没有出现之前，市场难以形成反转趋势。

估值底和政策底的出现可能带来市场的反弹机会，演绎的进程大概率不是 08 年底般的 V 型反转，在结构调整的政策催化下筑底逐步回升。催化剂可能来自：全球资金对新兴市场风险偏好的再次增强，国内结构调整力量逐步强化，以及估值相对债券达到极端值后的资金回流。

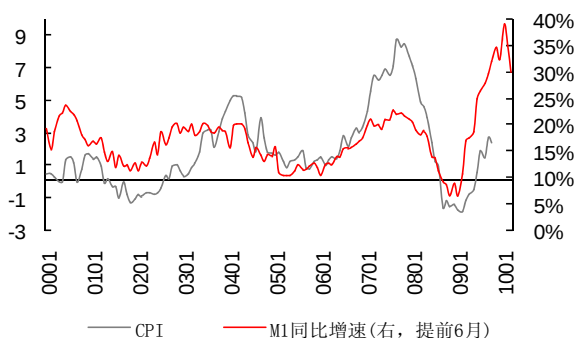
科技为主要驱动力的经济周期将促使全球股市的风格仍偏向于中小市值。劳动力成本提升等因素使得出口优势逐步递减，资源瓶颈也使得投资驱动的增长面临较大的阻力，长期增长动力必须依赖于消费和新产业在 GDP 占比的提升，投资主线仍以经济转型和内需消费为主。周期性行业更多的可能是均值回归促发的阶段性机会。

一、市场分析：震荡筑底

经济底仍未出现，难以出现趋势反转

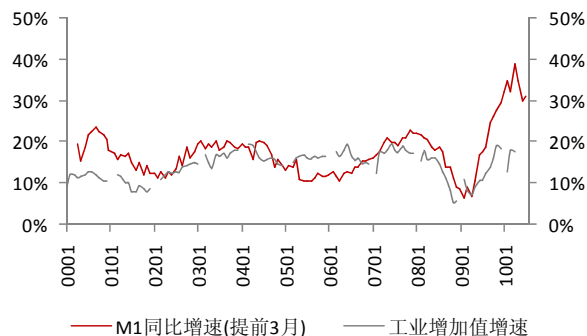
A 股市场上半年面临政策的不确定，下半年将面临经济增速下滑。无论是“经济下，通胀升”，还是“经济下，通胀降”，对股票市场的基本面来说都是不利的。与政策不确定带来的快速大幅波动不一样，经济对市场波动影响往往是缓慢的。

图 1 通胀压力使得货币供给增速回落至历史平均水平



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 2 货币供给增速回落使得工业生产增速回落

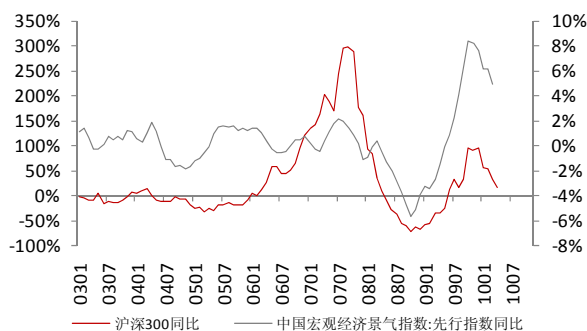


资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

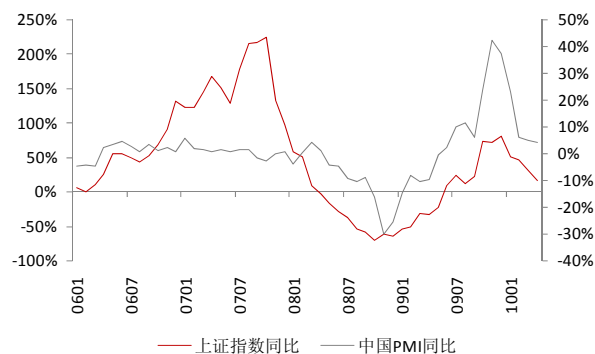
中国经济领先和同步指标下半年继续回落，股市反转的条件（估值底、政策底和经济底三重合一）仍难出现。

图 3 中国宏观经济先行指数与中国股指

图 4 PMI 同比增速 09 年 11 月触顶回落



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

政策对新开工的压缩使得投资增速回落, 中国出口增速的驱动也将在下半年发生变化。尽管上半年中国对新兴经济体出口增速较高, 但大多出口增速较快的区域都是中国的贸易逆差国, 因此中国经济增速回落也将促使对这些国家出口增速回落, 而三季度美国经济领先指标将出现回落, 中国经济出口拉动的效应逐步减弱。

表 1 美国经济领先指标的监控体系

经济先行指数	2009/12	2010/1	2010/2	2010/3	2010/4	2010/5	趋势
OECD 北美领先指标	100.5	100.9	101.2	101.5			↓
ISM 制造业领先指数	54.9	58.4	56.5	59.6	60.4		↓
ISM 非制造业综合指数	49.8	50.5	53.0	55.4	55.4		↓
芝加哥采购经理人指数	58.7	61.5	62.6	58.8	63.8		↓
纽约州制造业调查指数	4.5	15.9	24.9	22.9	31.9	19.1	↓
费城联储商业前景指数	22.5	15.2	17.6	18.9	20.2	21.4	↓
存货周期指数							
ISM 新订单/存货	1.51	1.42	1.26	1.11	1.33		↓
半导体订单出货比	1.07	1.23	1.23	1.21	1.13		↓
货币市场指数							
美国 M1 同比增速	6.4	6.7	9.7	9.5	6.8		→
美联储实际利率(%)	0.12	0.11	0.13	0.16	0.20		↑
OECD 美国十年期国债收益率	3.59	3.73	3.69	3.73	3.85		↑
价格指数							
美国 CPI	2.7	2.6	2.1	2.3	2.2		↓
CRB 指数	421.1	415.5	427.5	431.2	444.9	426.9	↓
矿业国家货币指数	0.90	0.88	0.90	0.92	0.92	0.83	↓
亚洲发展中国家股指	85.7	83.0	82.2	88.2	87.3	79.5	↓

数据来源: 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

下半年 A 股市场的宏观环境将弱于上半年。09 年 8 月前 (上证高点 3478), 全球经济领先指标上升, 低通胀环境; 10 年上半年 (上证高点 3306), 美欧经济领先指标上升, 但中国存在结构性泡沫; 10 年下半年, 全球经济领先指标下降, CPI 突破 3% 政府年度目标。

表 2 股票市场的宏观经济情景设定

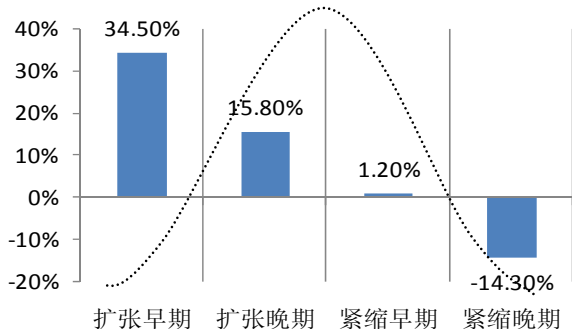
	2010 上半年	2010 下半年	变化
--	----------	----------	----

国内经济	中国经济领先和同步指标同比增速回落	中国经济领先和同步指标增速回落	负贡献
国际经济	美欧经济领先指标上升	新兴经济体和美国欧洲经济领先指标增速	负贡献
通胀	结构性资产泡沫, 整体通胀处于 3%以下	CPI 处于 3%以上,	负贡献
流动性	快速下滑	快速下滑	负贡献
政策	货币政策限于数量工具, 没有动用价格工具	货币政策可能动用价格工具	结构性正贡献
	财政政策强化调结构	财政政策强化调结构	

数据来源: 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

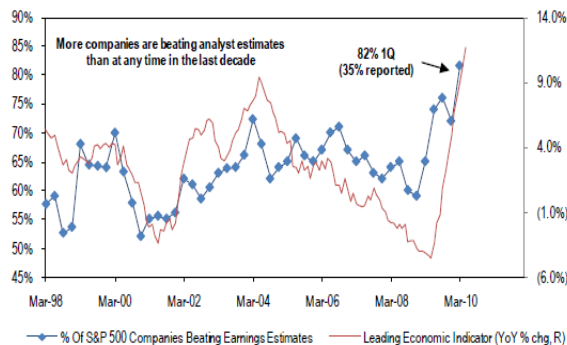
从美国历史经验来看, 领先指标上升时, 盈利增速往往超预期; 经济领先指标触顶后, 盈利增速难以超预期。经济领先指标触顶使得美国股市在下半年重演 09 年 8 月份以来的中国市场, 逐步从单边上涨开始进入震荡市, 这将加大国内市场的波动。

图 5 美国经济先行指标同比回落, 进入震荡市



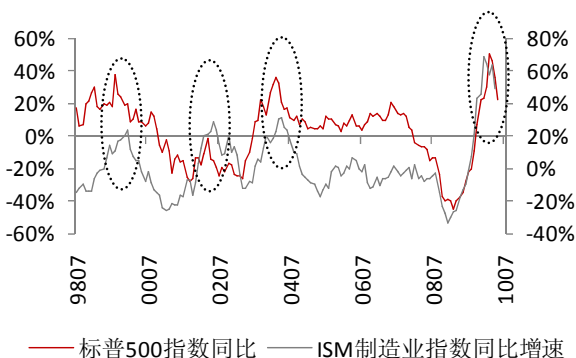
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 6 经济领先指标触顶后, 盈利增速难以超预期



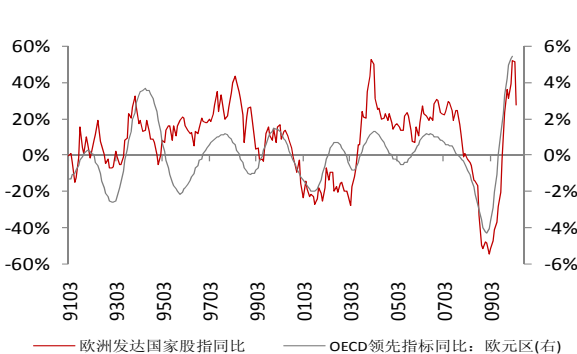
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 7 领先指数同比增速回落降低美国股市超额收益



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 8 领先指数同比增速回落降低欧洲股市超额收益

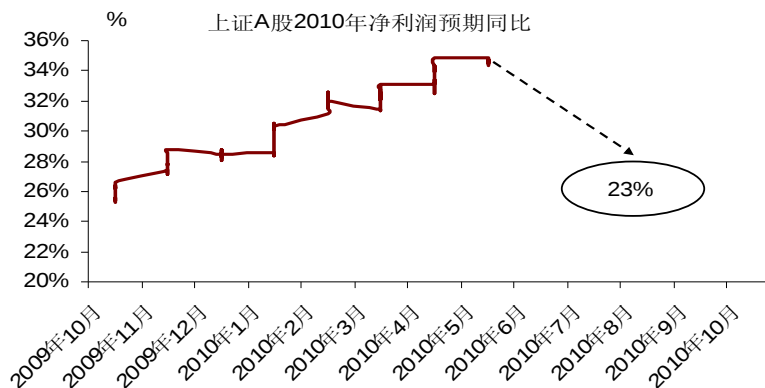


资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

估值底逐步显现：盈利增长、资金供求与市场情绪

10 年盈利增速从 25%略微下调到 23%，市场一致预期的 33%有较大下调风险。

图 9 10 年上市公司盈利增速的一致预期



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

我们预测 A 股 2010 年中性净利润增速为 23.72%。从上至下的分析框架中，我们认为 A 股 2010 年净利润增速，在乐观、中性、悲观三个情景下分别为：31.48%、24.50%、18.65%。从自下而上的分析框架中，2010 年 A 股净利润增长 22.94%。

表 3 A 股及 GICS 行业净利润增长情景分析

	净利润增速		乐观假设		中性假设		悲观假设	
	2009	2010Q1	一季度净 利占比	2010 年全 年增速	一季度净 利占比	2010 年全 年增速	一季度净 利占比	2010 年全 年增速
能源	14.0%	56.6%	25.00%	23.91%	26.00%	19.15%	28.00%	10.64%
原材料	-4.4%	23604.0%	24.50%	111.48%	26.00%	99.28%	27.00%	91.90%
工业	26.6%	109.6%	24.50%	39.55%	25.70%	33.04%	28.00%	22.11%
非日常生活消费品	100.8%	121.2%	26.50%	32.33%	28.00%	25.24%	30.00%	16.89%
日常消费品	59.6%	32.9%	23.50%	48.69%	25.00%	39.77%	28.00%	24.79%
医疗保健	68.0%	38.8%	20.50%	41.44%	22.00%	31.80%	25.00%	15.98%
金融	29.1%	36.1%	24.50%	27.89%	26.00%	20.51%	26.50%	18.24%
信息技术	30.2%	423.2%	14.00%	69.96%	15.00%	58.63%	16.50%	44.21%
电信业务	35.2%	-66.7%	18.50%	-33.87%	20.00%	-38.83%	22.00%	-44.39%
公用事业	1555.7%	19.0%	20.50%	-12.31%	22.00%	-18.29%	24.00%	-25.10%
全部 A 股	29.5%	58.2%		31.48%		24.50%		18.65%

数据来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

表 4 A 股申万一级行业净利润增长（华泰联合研究所行研预测）

申万一级行业	净利润 (亿元)		2010 年净利润增速	
	2010 (E)	2011 (E)	2010 (E)	2011 (E)
农林牧渔	53.48	66.86	28.90%	25.00%
采掘	2236.33	2571.77	30.00%	15.00%
化工	1038.67	1194.46	30.00%	15.00%

黑色金属	320.05	431.43	200.48%	34.80%
有色金属	141.77	177.21	50.00%	25.00%
建筑建材	585.69	673.54	15.00%	15.00%
机械设备	459.20	551.04	20.67%	20.00%
电子元器件	-21.26	-28.92	132.00%	36.00%
交运设备	433.62	498.66	20.00%	15.00%
信息设备	125.18	159.94	21.37%	27.77%
家用电器	155.14	190.82	30.00%	23.00%
食品饮料	253.81	312.18	33.00%	23.00%
纺织服装	89.98	107.98	19.00%	20.00%
轻工制造	66.80	74.82	10.00%	12.00%
医药生物	343.57	466.64	38.31%	35.82%
公用事业	197.40	236.88	-40.00%	20.00%
交通运输	421.29	517.18	65.58%	22.76%
房地产	645.63	826.40	51.00%	28.00%
金融服务	6146.01	7364.57	15.74%	19.83%
商业贸易	201.87	253.42	27.65%	25.54%
餐饮旅游	24.02	35.10	5.93%	46.09%
信息服务	202.94	283.23	12.15%	39.56%
综合	38.18	45.81	20.00%	20.00%
全部 A 股	14159.36	17011.04	22.94%	20.14%

数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所

表 5 各行业盈利预测变化 (华泰联合研究所行研预测)

华泰联合 行业	年度策略报告时预测 (2009 年 12 月)		二季度策略报告时预测 (2010 年 3 月底)		目前预测 (2010 年 5 月底)		目前相比二季度策略变化 (5 月底相对于 3 月底)	
	2010 (E)	2011 (E)	2010 (E)	2011 (E)	2010 (E)	2011 (E)	2010 (E)	2011 (E)
银行	25.00%	21.00%	20.00%	21.00%	18.00%	20.00%	-2.00%	-1.00%
保险	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	10.00%	20.00%	-10.00%	0.00%
证券	-10.00%	5.00%	-20.00%	5.00%	-33.50%	14.23%	-13.50%	9.23%
地产	55.00%	30.00%	55.00%	30.00%	51.00%	28.00%	-4.00%	-2.00%
建材	15.00%	20.00%	15.00%	20.00%	15.00%	15.00%	0.00%	-5.00%
化工	31.62%	16.26%	36.54%	17.39%	30.00%	15.00%	-6.54%	-2.39%
钢铁	248.27%	37.64%	298.47%	28.82%	200.48%	34.80%	-97.99%	5.98%
有色	65.00%	28.00%	60.00%	28.00%	50.00%	25.00%	-10.00%	-3.00%
煤炭	33.87%	17.89%	25.00%	20.00%	30.00%	15.00%	5.00%	-5.00%
电力	-90.00%	15.00%	-70.00%	20.00%	-40.00%	20.00%	30.00%	0.00%
电力设备	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	0.00%	0.00%
机械	29.00%	22.00%	29.00%	22.00%	27.00%	22.00%	-2.00%	0.00%
汽车	22.00%	26.00%	25.00%	28.00%	20.00%	23.00%	-5.00%	-5.00%
通信运营	40.00%	20.00%	30.00%	20.00%	20.00%	15.00%	-10.00%	-5.00%
通信设备	17.25%	41.89%	6.08%	49.08%	5.93%	46.09%	-0.15%	-2.99%
电子	30.65%	20.89%	30.32%	25.16%	21.37%	27.77%	-8.95%	2.61%

软件	352.60%	38.11%	249.45%	36.08%	168.00%	36.00%	-81.45%	-0.08%
传媒	25.90%	30.00%	27.00%	30.00%	25.00%	28.00%	-2.00%	-2.00%
商贸	24.24%	14.95%	30.22%	15.85%	30.00%	17.00%	-0.22%	1.15%
农业	32.79%	25.78%	27.00%	24.00%	27.65%	25.54%	0.65%	1.54%
食品饮料	35.00%	27.00%	35.00%	27.00%	33.50%	26.43%	-1.50%	-0.57%
纺织服装	32.70%	24.40%	28.90%	25.00%	28.90%	25.00%	0.00%	0.00%
医药	30.29%	21.00%	33.00%	23.00%	33.00%	23.00%	0.00%	0.00%
航空	14.00%	12.00%	12.00%	12.00%	10.00%	12.00%	-2.00%	0.00%
旅游	18.00%	20.00%	19.00%	20.00%	19.00%	20.00%	0.00%	0.00%
航运	23.31%	21.01%	32.27%	31.32%	38.31%	35.82%	6.04%	4.50%
新能源	-0.19%	20.92%	54.15%	9.72%	46.00%	19.80%	-8.15%	10.08%
家电	148.72%	115.12%	180.18%	65.53%	166.92%	44.50%	-13.26%	-21.03%

数据来源：华泰联合证券研究所

对于估值的衡量用四种方法：其一是跟债券市场相比；其二是跟历史上比较极端预期或者底部进行对比；其三是根据未来的盈利预测，用 DDM 模型来进行测算；其四是根据各大类行业与美国市场对比的估值情况。

表 6 估值底的确定

估值模型	自上而下
上证指数 E/P 与国债收益率之差达到区间外均值	2344
上证指数 PE 跌到一倍方差外的均值 15.4 倍	2390
上证指数 PB 跌到 00 年以来的最低 PB2.2	2227
DDM 股利折现模型（悲观假设 10 年利润增速 18.7%）	2294
上证指数大类行业 PE、PB 水平达到美国对应行业的 PE、PB 水平	2076
平均	2266

数据来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

按照股市 E/P 和国债收益率的历史关系来看，5 月 19 日上证指数 E/P 与国债收益率之差为 2.8%，处于历史高位，假设进一步达到超出 1 倍标准差区间的均值 3.4%，即上证指数的 PE 下跌到 15.1 倍，对应上证指数 2344 点。

图 10 上证 E/P 与国债收益率之差



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 11 沪深 300 E/P 与国债收益率之差



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

按照PE/PB的极值点来看，2000年以来2个PE最低点：05年11月PE14倍，08年10月底的12.5倍，如果当前股市PE跌到一倍标准差的均值15.4倍，对应上证指数2390点。2000年以来PB低点只有1个，08年10月底的2.22倍，如果当前股市PB跌到2.22倍，对应上证指数2227点。

图 12 上证指数 PE 历史



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 13 上证指数 PB 历史



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

悲观盈利增速假设下，DDM股利折现模型测算结果显示上证指数的低点在2294点。模型的假设条件：利润增速从18.7%递减至3.0%，股权成本8%，分红率从30%递增到50%，测算结果显示指数的低点在2294点。

表 7 DDM 预测模型—悲观假设

	显性阶段			半显性阶段 1	半显性阶段 2	永续阶段	10 年合理指数	市盈率
悲观情景	2009	2010	2011	2012-2016	2017-2026	2027 年后	2294	14
利润增速	27%	19%	16%	10%	-1%	3%		
分红率		30%	33%	35%	2%	50%		
股权成本		10%	11%	9%	8%	8%		

数据来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

按照中、美主要行业估值水平的对比，如果中国估值水平达到美国的估值水平，对应上证指数约为2250点。上证指数大类行业PE水平达到美国对应行业的PE水平，对应2329点；上证指数大类行业PB水平达到美国对应行业的PB水平，对应1823点；上证指数大类行业相对PE水平达到美国对应行业的相对PE水平，对应2590点。

表 8 中、美估值对比

	中国				美国				达到美国估值水平的涨跌幅
PE (TTM)	目前	历史最低	历史最高	历史平均	目前	历史最低	历史最高	历史平均	
能源	16.0	9.2	67.8	27.2	13.5	6.2	49.4	17.8	-16%
工业	23.7	10.9	68.6	37.2	17.6	2.4	19.1	7.4	-26%
信息技术	41.0	16.1	77.2	43.3	15.5	11.6	70.4	30.8	-62%
金融	12.8	11.3	73.9	37.3	15.6	2.2	18.1	9.7	22%

原材料	26.8	8.6	56.3	29.9	16.7	8.5	42.9	21.0	-38%
中国					美国				
PB	目前	历史最低	历史最高	历史平均	目前	历史最低	历史最高	历史平均	
能源	2.5	2.3	49.4	13.5	2.0	1.6	3.9	2.7	-21%
工业	2.9	2.3	15.4	6.5	2.7	1.6	4.8	3.4	-10%
信息技术	4.3	2.2	26.9	8.9	3.5	2.5	12.5	4.9	-19%
金融	2.3	2.2	16.1	8.8	1.1	0.6	3.4	2.2	-53%
原材料	2.7	1.5	13.4	5.5	2.5	1.5	3.2	2.6	-7%

数据来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所（截止日：2010年5月20日）

除了底部的测算外，我们也对高点进行测算。一方面从资金面的居民储蓄和流通市值的关系进行测算；其二是通过DDM的乐观盈利预测来测算。

表9 自上而下的股市顶部预测模型

估值模型	自上而下
居民储蓄/流通市值（剔除大股东）达到历史极值	3250
DDM 股利折现模型（乐观假设 10 年利润增速 31.5%）	3408
预测上证指数顶部	3329

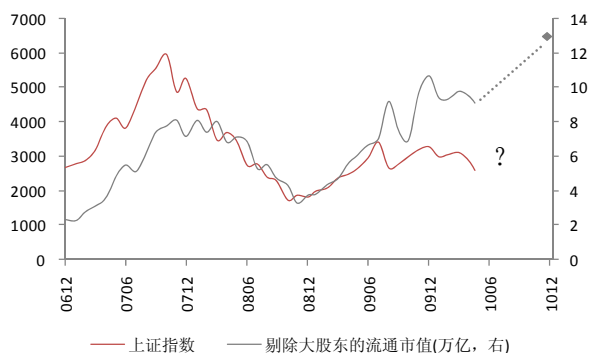
数据来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

10年末31万亿居民储蓄能支撑的流通市值约15万亿，对应年内所能支撑最高点位为3250点。截至4月底，居民储蓄/流通市值（剔除大股东持有的流通部分）处于较低水平，显示外围资金不支持流通市值规模大幅扩大。

如果10年新增信贷达到7.5万亿的既定目标，居民储蓄与信贷余额比平均为68%，据此测算10年末居民储蓄达到32.3万亿。如果按照07年股市达到最高点时的2.1倍来看，32.3万亿居民储蓄能支撑的流通市值约15.4万亿。

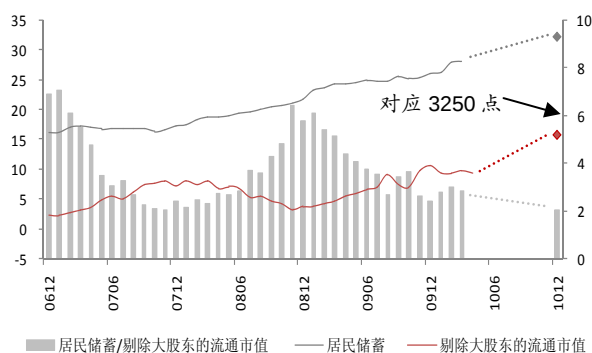
4月末流通市值（剔除大股东持有的流通部分）是9.5万亿，加上6-12月限售解禁（剔除大股东持有部分）、IPO、再融资约3.8万亿，维持当前股价的情况下10年末流通市值将达到13.3万亿，按照居民储蓄能支撑的流通市值，最高能扩容15%，对应3250点。

图14 流通市值大扩容



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图15 居民储蓄/流通市值处于历史最低



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

乐观假设下，DDM股利折现模型测算结果显示上证指数的高点在3408点。模型的假设条件：利润增速从31.5%递减至3.5%，股权成本8%，分红率从30%递增到50%，测算结果显示指数的高点在3408点。

表 10 DDM 预测模型—乐观假设

	显性阶段			半显性阶段 1	半显性阶段 2	永续阶段	10 年合理指数	市盈率
乐观情景	2009	2010	2011	2012-2016	2017-2026	2027 年后	3408	19
利润增速	27%	31%	25%	12%	-1%	4%		
分红率		30%	33%	35%	2%	50%		
股权成本		10%	11%	9%	8%	8%		

数据来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

在确定了股市的低点和高点下，我们测算股市的合理点位在3110点。中性假设下，DDM股利折现模型测算结果显示上证指数的合理值在3110点。模型的假设条件：利润增速从24%递减至3.5%，股权成本8%，分红率从30%递增到50%，测算结果显示指数的合理值在3110点。

表 11 DDM 预测模型—中性假设

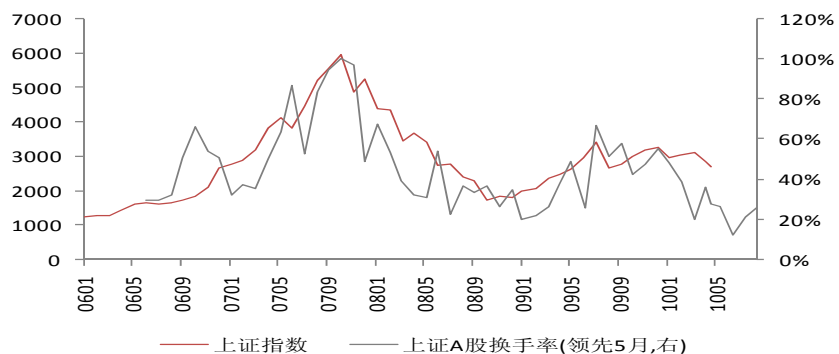
	显性阶段			半显性阶段 1	半显性阶段 2	永续阶段	10 年合理指数	市盈率
中性情景	2009	2010	2011	2012-2016	2017-2026	2027 年后	3110	18
利润增速	27%	24%	20%	12%	-1%	4%		
分红率		30%	33%	35%	2%	50%		
股权成本		10%	11%	9%	8%	8%		

数据来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

底部和顶部区域之间的市场趋势取决于市场情绪和资金供求。市场情绪的度量往往是通过换手率、其他资产市场、股市结构来分析。目前市场情绪有好转迹象，但是没有大幅改善，因此大概率是震荡筑底。

从历史换手率来看，换手率的顶部和底部先于股指5个月出现，目前市场换手率处于历史低位，但是趋势性的向上还未出现。如果市场能出现一波09年上半年的反弹行情，则月度换手率至少要达到36%，对应每日成交额1800亿以上。

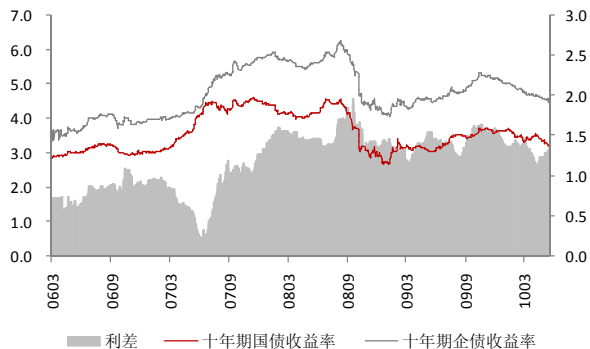
图 16 市场换手率是市场情绪的表现



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

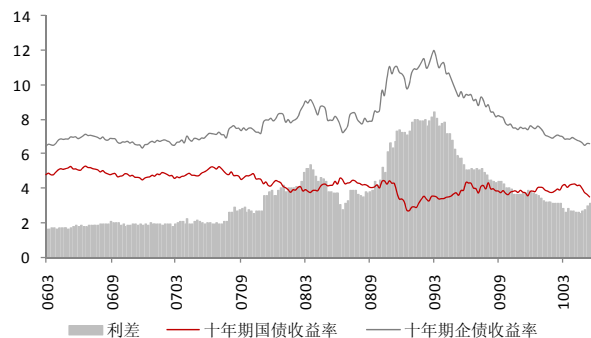
从债券市场表现来看市场情绪，中国十年期企业债与国债利差在5月中旬达到最大，随后利差开始收窄，说明风险偏好开始改善。而美国的十年期企业债与国债利差目前仍在放大的过程中，显示风险偏好趋于谨慎。

图 17 中国企债与国债 4 月开始利差拉大



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 18 美国企债与国债 4 月开始利差拉大



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

利用行业相对收益考察市场情绪的变化，中国市场情绪开始处于平稳，美国市场情绪向下趋势明显。

表 12 市场情绪实时监控

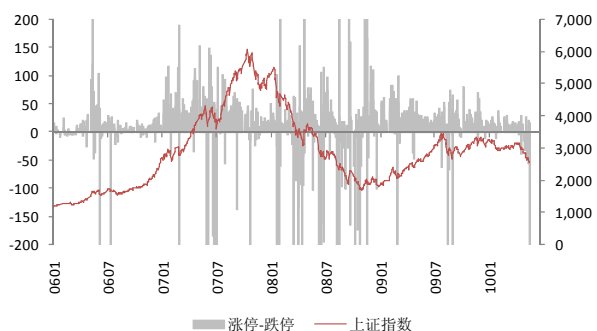
实时监控指标	美国市场	中国市场
半导体/信息技术	→	→
汽车/可选消费品	↓	→
机械/工业	↓	↑
个人用品/核心消费品	↓	↓
金属采掘/原材料	↑	↑
非银行金融/金融	→	↓
资本品/工业	↓	→
小盘股/大盘股	↓	→

数据来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

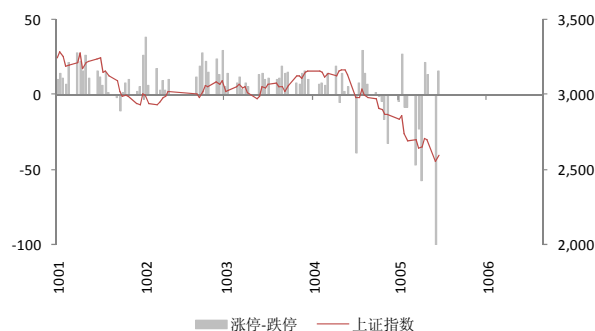
涨跌停个股数，利用涨停个股数减去跌停个股数来反映市场情绪的乐观或悲观程度，4月份以来显示悲观情绪蔓延，指数也不断往下。市场出现好转的另一个信号是每天涨停个股数减去跌停个股数达到22以上。

图 19 市场恐慌情绪带动股指向下

图 20 市场恐慌情绪带动股指向下



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

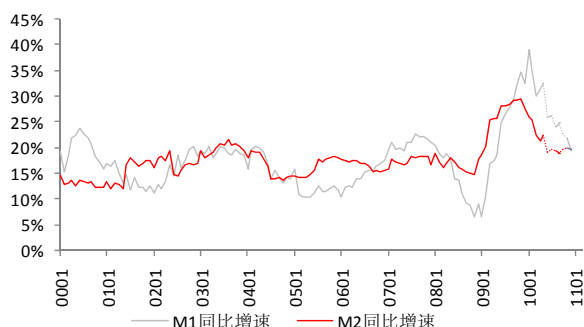


资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

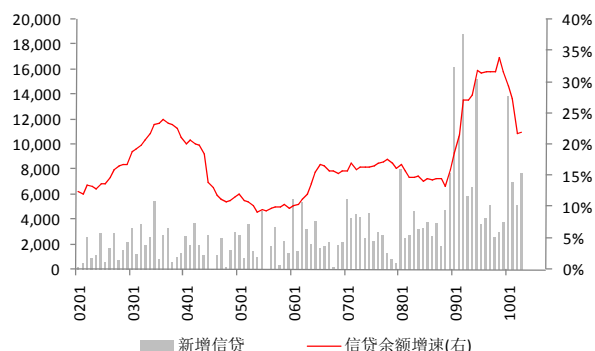
从资金供求来看, 各类资产市场的资金供求往往取决于宏观的流动性。宏观流动性演变为股市的资金必然是通过散户、基金和保险等方式进入股票市场。虽然下半年资金供给 (包括新基金发行、新开户带来的新增资金等) 约 4900 亿, 资金需求 (包括 IPO、再融资、限售解禁) 约 7500 亿, 显示资金供需情况紧张。

图 21 货币供给增速回落 (虚线为预测数据)

图 22 信贷增速回落



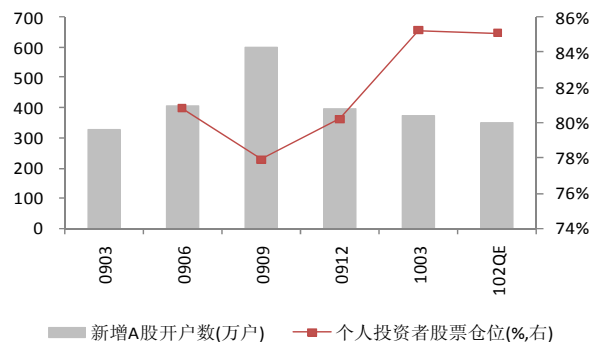
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所



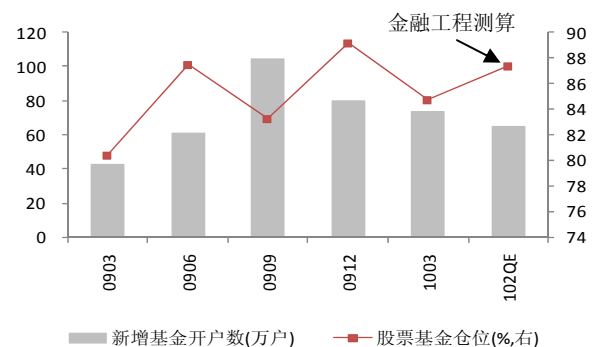
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 23 A 股开户数与仓位

图 24 基金开户数与仓位

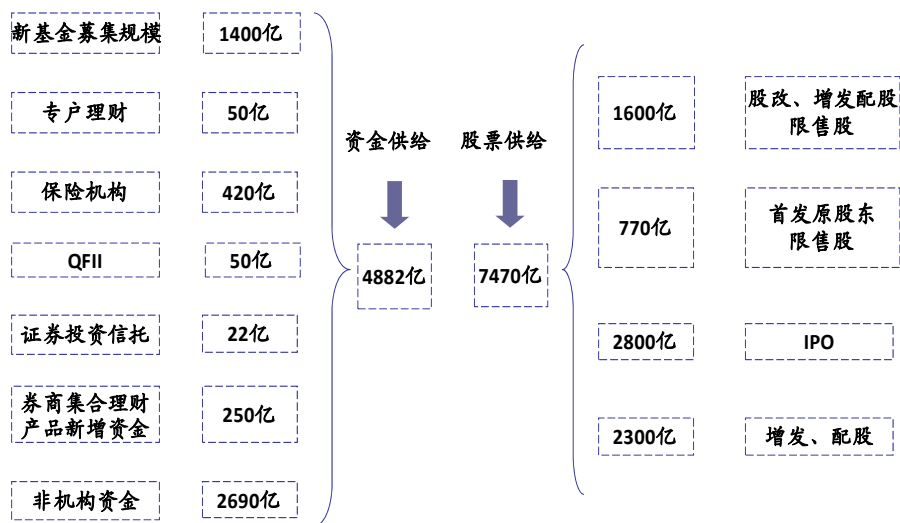


资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 25 下半年份微观资金供给远小于资金需求

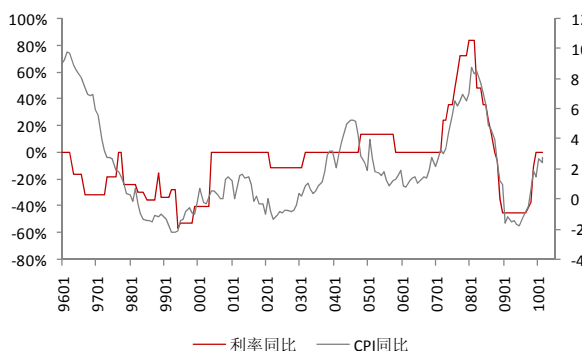


资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

政策底将催化中级反弹: 静待通胀回落

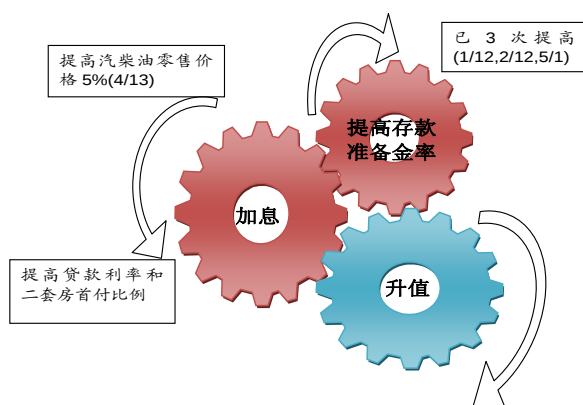
通胀突破3%的政府目标后往往会带动价格调控工具如加息等政策的出台, 因此货币政策力度未见松动, 市场的紧缩预期难以消除。房地产调控在房价逐步回落的背景下才有可能变得宽松, 因此政策的全面放松需要等待通胀回落。根据我们宏观分析师认为, 三季度加息1次, 人民币汇率难以一次性重估。政策放松可能是在四季度。

图 26 通胀突破政府目标后往往带动价格调控工具



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 27 货币政策力度未见松动



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

通胀回落之前, 政策松动更多的是结构性改善, 如民间投资新三十六条、中央项目投资加快拨付, 以及保障性住房政策。

表 13 经济转型的政策是可以预期的

政策类别	政策工具	措施
货币政策	利率	至多一次
	汇率	升值压力缓解
	存款准备金率	如果外汇占款增长, 上调 1-2 次
房地产政策	国十条	各地细则出台
	保障房	落实目标责任书
	税收	房产税/物业税难出
财政政策	民间投资	民间投资新三十六条细则, 尚未放开产业投资占比与房地产业几乎相当, 工业增加值占比是房地产业 2 倍多。
	节能减排	淘汰落后产能的力度空前, 针对两高一资行业的水、电、气价格上调, 财政用于节能的补贴投入会加大。
	民生工程 (加速城市化)	原有市政基础设施的建设, 建设廉租房、医院、学校等, 分配制度改革提上议事日程
	扩大消费政策的延续	家电、汽车的优惠政策将会继续, 农机、农资的补贴力度可能加大
产业政策	资源价格改革	资源税从量征收改为从价征收; 水电气等资源价格改革提速
区域政策	区域振兴	新疆、内蒙、关中天水、云南、贵州、京津冀、成渝经济区

数据来源: 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

虽然房地产调控政策将打压商品房开工建设, 但保障房建设可以弥补商品房建设的大部分缺口, 对上下游行业的拉动作用也将延续。2010 年全国房地产新开工面积 11.54 亿平方米。按照 700 万套、每套 60 平方米的保障房建设估算, 这一计划将导致新开工 4.2 亿平方米, 占 2009 年全部新开工面积的 36.4%。假设该计划年内全部完成, 按照经济适用房每平米 1847 元的建筑成本, 该建设计划将带动 7755 亿元的固定资产投资。考虑新增部分, 据统计, 2009 年全国经济适用房建设规模 200 万套, 棚户区改造 130 万户, 因此 2010 年新增 370 万套保障房建设, 新开工面积 2.2 亿平方米, 新带动投资 4099 亿元。新增保障房建设面积可以弥补 73% 的缺口。根据房地产行业研究员估计, 房地产政策调控将在四季度对开工造成显著影响。我们按照年度最悲观和最乐观情形估算, 将两者之差作为调控政策对房地产投资的影响力度。2006 年房地产施工面积增长 26%, 2008 年政策调控使房地产施工增速降至 16.2%, 因此, 我们估计政策调控将造成 10% 的施工面积缺口。2009 年的施工总面积为 32.0 亿平方米。按照历史最高增速, 2010 年施工面积将达 40.3 亿平方米, 按历史最低增速, 2010 年施工面积将达 37.2 亿平方米, 由此计算, 调控造成的缺口为 3.1 亿平方米, 新增保障房建设面积 2.2 亿平方米, 可以弥补 73% 的缺口。

居民收入分配制度改革已从“未雨绸缪”转变为“势在必行”。资本密集型驱动的经济增长, 城市化率低于 50%, 资源禀赋、制度安排均是分配不公因素。

从经济增长来看, **经济增长对收入分配影响是倒 U 形曲线**, 收入分配不公随着经济增长初期是扩大, 然后变得稳定, 最后逐步缩小。**拐点的催化剂在于资本在各部门间的自由流动, 降低资本的回报率, 其他生产要素 (如劳动力) 的回报率则会上升, 从而达到改善收入分配的目的。**我国劳动者报酬占 GDP 的比重不断下降, 而企业盈余和政府占比却大幅提高。从 1997 年到 2007 年, 劳动者报酬占 GDP 的比重从 53.4% 下降到

39.74%；企业盈余占 GDP 比重从 21.23%上升到 31.29%，而在发达国家，劳动者报酬占 GDP 的比重大多在 50%以上。资本目前并不能在部门间自由流动，国有企业仍获得大多的资本。2009 年上半年，占全国企业总数 1%的国企获得全国借贷的 91.2%，而民营企业仅获得 8.2%。因此**政策必须使得民间资本和小企业获得更多的信贷以进入国有部门的生产领域，提高劳动生产率，从经济增长层面解决分配不公。**

从产业结构来看，劳动密集型产业向资本技术密集型转化时对收入分配影响也是倒 U 形型。资本密集型工业化吸纳的是有技术和半技术劳动力，而且以男性劳动力为主，而劳动密集型使得大量低技术的城市女性劳动力和农村劳动力。因此**政策的着力点在于提高产业结构中的服务业比重，能够吸纳更多的劳动力。**

从城市化率的角度来看，城市化对收入分配的影响也是倒 U 形。当大量储蓄集中在推进城市化，农村劳动力也开始向城市转移时，城乡之间的收入差距将逐渐扩大。当这一过程接近完成时，大多数劳动者转移到了城市，城乡收入差距对收入分配不公的影响会逐步减少。国外的经济学家认为，当城市化率达到 50%时，城市化对收入分配的负面影响最大。截至 2009 年第二季度末，全国农村外出务工者参加养老保险者占 15.88%，参加医疗保险者占 27.5%，参加失业保险者占 10.1%，参加工伤保险者也仅占 33.5%。由于农民收入低，消费能力被极度压抑，因此**政策的着力点在于提高城市化率，尤其通过区域振兴提高。**

自然资源部门的发展吸收了非常稀缺的资本，却很少创造足够的就业机会。对于资本比较匮乏而劳动力资源比较丰富的发展中国家来说，无疑会提高资本的相对价格，降低劳动力价格，最终使收入分配得不到改善。因此**政策的着力点在于通过资源税、物业税等方式最后实现转移支付。**

税收制度主要是调节富裕阶层与中低收入人群。发达国家高税收大部分都是通过消费退税方式返回给纳税人，而发展中国家大量税收是用来政府投资。近 20 年，中国劳动报酬和居民储蓄所占份额越来越小，政府储蓄率却在上升，政府预算内财政收入占 GDP 的比重从 10.95%升至 20.57%。

表 14 收入分配不公原因分析

因素	导致收入不公的机制	政策	股市投资主线
经济增长	资本在个别部门的集中，让民间资本和小企业难以获得资本，资本回报率较高，资本所有者和政府往往高于劳动者报酬，劳动效率无法提升	强化民间投资，针对民间资本和小企业的信贷提升；降低政府开支	关注为民间投资和小企业的服务型企业；回避受益于政府开支的行业或公司
产业结构	资本密集型吸收的劳动力少，服务业吸收较多	产业结构调整	消费类、服务类企业
城市化率	城市化率低于 50%时，收入分配不公上升；城市化率高于 50%时，收入分配不公下降。	区域振兴	区域主题
资源禀赋	自然资源部门的发展吸收了非常稀缺的资本，却很少创造足够的就业机会	资源税、物业税等方式	关注资源城市政府支出投向
税收	针对贫富收入人群的收入调节机制	消费抵税政策，目前还没有	回避历史上受益于政府消费的公司
历史原因		提高最低工资标准，改革新股询价制度，改变超高市盈	

率发行，规定上市公司必须
合理分红

资料来源：华泰联合证券研究所

国际上通常认为，基尼系数 0.4 是警戒线，一旦基尼系数超过 0.4，表明财富已过度集中于少数人。我国基尼系数已从改革开放初的 0.28 上升到 2007 年的 0.48。经过 6 年的准备和等待，收入分配制度改革启动已经具备了天时、地利、人和的条件。一是经济环境（天时），2008 年金融危机彻底暴露了过度依赖出口和投资的增长方式的弊端，经过 2009 年保增长后，实现“调结构”必须启动收入分配改革。二是政策准备（地利），近 3 年来不断征求意见、修订，政策实施和操作技术层面问题准备充分，今年前 4 个月的财政收入增速高达 34% 原高于全年 8% 的目标，政府有财政基础推进改革。三是决策意向（人和），2009 年 4 月 29 日《2009 年深化经济体制改革工作的意见》第六条提出，加快就业和收入分配制度改革，2010 年 3 月 14 日《2010 年政府工作报告》着重提出改革收入分配制度，“调结构”大目标下，决策层改革收入分配制度意愿强烈。

初次、再次分配领域将齐发力。从收入分配层次看，改革涉及两大领域：初次分配领域（工资、福利）和再分配领域（社会保障、转移支付），而财税改革和两个领域都有关系。2007 年十七大报告对“初次分配注重效率”，“再分配注重公平”的提法作了重要修正：“初次分配和再分配都要处理好效率和公平的关系”，这说明实现收入分配制度改革是一项完善的系统工程，真正的改革必将两大领域齐发力。初次分配领域看，由劳动和社会保障部起草修订的《工资条例》有望成为配套政策。今年以来，江苏、宁夏、吉林、山西、上海、浙江、福建、广东、天津等省（市、自治区）已相继调高了最低工资标准，调整幅度都在 10% 以上，一些省份超过 20%。再分配领域，医疗保障将继续推进，《2010 年政府工作报告》提出今年要把城镇居民基本医保和新农合的财政补助标准提高到 120 元，比上年增长 50%。财税改革方面，个税起征点 2006 年 1 月和 2008 年 3 月上调后今年有望继续上调。

表 15 收入分配改革影响

	经济影响	股市主线
居民收入增加	基本消费升级	1、基本消费品升级的公司，如品牌服装、家纺等；2、消费占比小，有提价空间的公司，如啤酒、牛奶等；3、消费能力提升，对于动物肉类的消费量逐步增加；
企业人力成本增加	增加装备投资	小型的机械装备
政府转移支付增加	医疗	医疗，尤其是有技术壁垒的品牌药和医药原料
农业	将增加对饲料类农产品补贴	

资料来源：华泰联合证券研究所

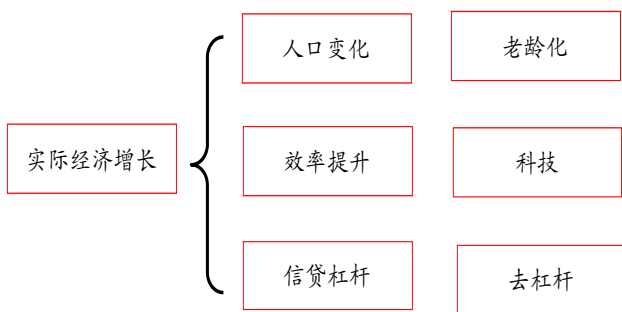
二、投资主线：消费与经济转型为本，周期为辅

投资主线的最优选择在于高景气 and 低估值，次优选择是“高景气和高估值”以及“低

景气和低估值”组合。长期看好的非周期行业估值偏高，而估值偏低的周期性行业在经济底未探明的情况下景气持续回落。因此下半年行业配置效应在弱化，仍偏向于个股机会。

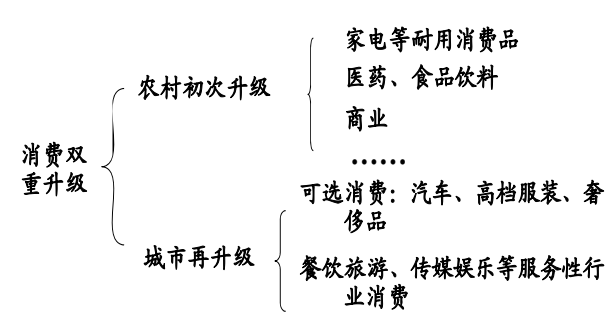
经济原动力来自于人口、科技和信贷杠杆。在全球去杠杆进程中，中国的人口红利也在逐步弱化，科技作为唯一有可能在未来成为经济新引擎的行业。长期经济结构发展来看，全球经济增长依赖于新兴经济体的需求增量，以及科技为主要驱动力的经济增长将促使全球股市的风格偏向于中小市值。劳动力成本提升等因素使得出口优势逐步递减，资源瓶颈也使得投资驱动的增长面临较大的阻力，长期增长动力必须依赖于消费和新产业在 GDP 占比的提升。经济转型的区域基础在于二三线城市。

图 28 经济增长的动力



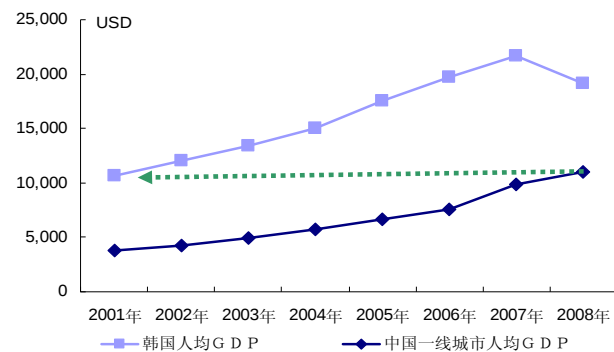
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 29 消费双重升级



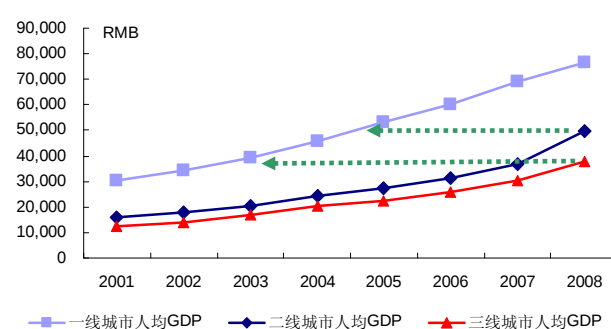
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 30 一线城市人均 GDP 落后韩国 8 年



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

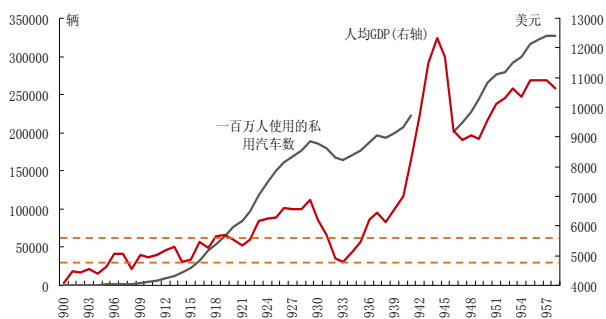
图 31 二三线城市人均 GDP 落后一线城市



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

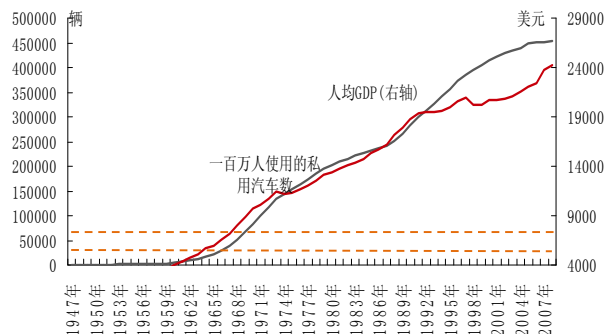
经济转型的驱动在于自发性消费增长。传统的可选消费品中彩色电视机饱和度已较高，空调的拥有率还有提升空间。新兴的可选消费品中移动电话的饱和度也较高，而家用电脑的拥有率仍有提升空间。家用汽车方面我国汽车消费量相当于美国 1915 - 1918 年间的水平，相当于日本 1965 - 1968 年间的水平，中、西部的汽车消费仍较大的提升空间。

图 32 中国汽车消费量相当于美国 1915-18 年的水平



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

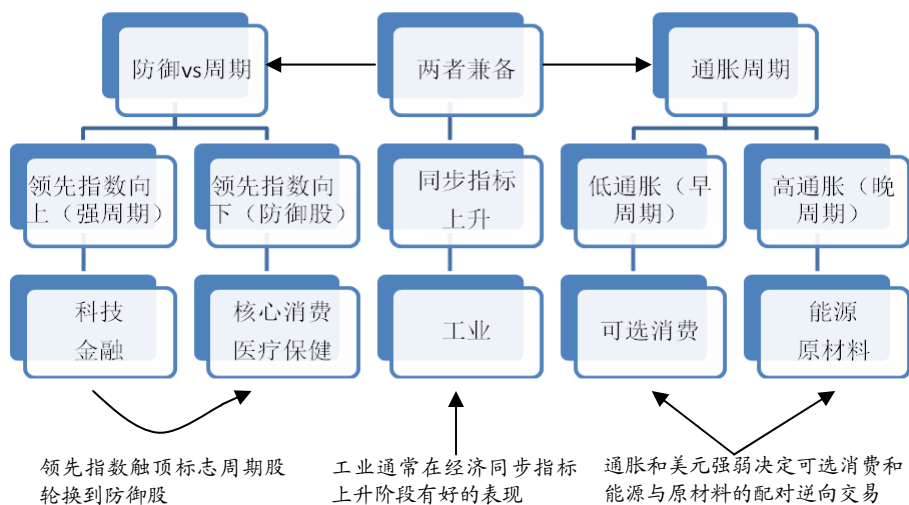
图 33 中国汽车消费量相当于日本 1965-68 年的水平



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

经济增速继续回落，通胀依然保持高位，国内货币政策和地产政策依然保持高压，并且欧美经济领先指标也逐步向下，回避对经济增速敏感的行业，周期性行业更多的可能是均值回归促发的阶段性机会。

图 34 宏观主题和行业配置

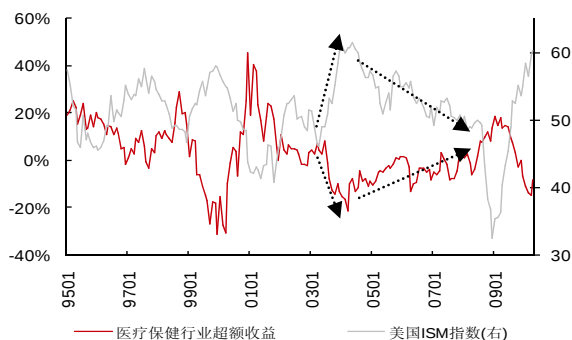


资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

医药与必需消费：经济领先指标回落受益的行业

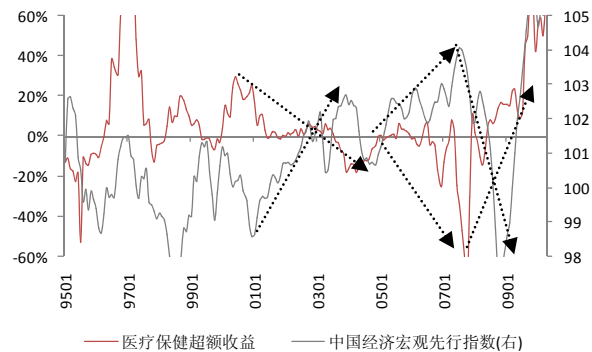
经济领先指标触顶是医药行业出现超额收益的领先指标，随着中国和美国经济领先指标回落，医药行业超额收益有望持续上升。再加上人口老龄化、医疗制度改革、收入分配制度改革也利于医药市场的扩大。

图 35 美国医疗超额收益的先行指标是经济领先指数触顶



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

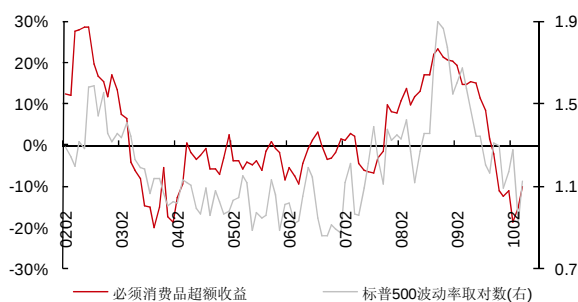
图 36 中国医疗超额收益的先行指标是经济领先指数触顶



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

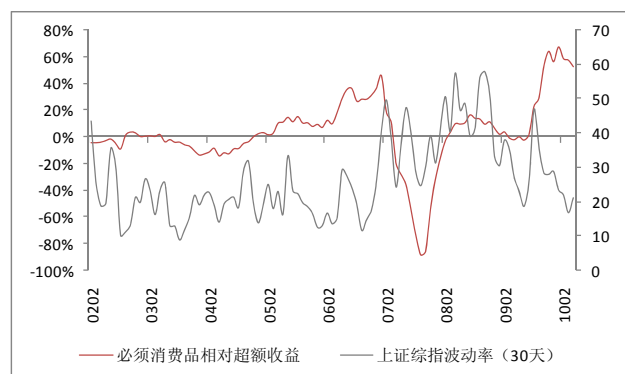
必需消费受经济增速下滑的影响比较小，宏观上看消费增速下半年仍保持平稳。历史经验来看，必需消费品的超额收益与市场波动率成正相关，市场整体波动率增大将带来必需消费品的超额收益。在收入分配制度改革、房地产调控、医疗体制改革、社保体系逐步完善的过程中，我们认为消费将实现长期稳健持久的增长。

图 37 美必需消费品超额收益



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 38 中国必需消费品为股市波动提供了对冲品



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

科技行业：低配外需驱动的科技股，超配内需驱动的新兴产业

科技股的超额收益与经济领先指标正相关。美国科技股超额收益与经济领先指标是同步表现，而中国科技股超额收益与经济领先指标滞后12个月，这种差异主要是由上市公司的行业特征所决定的。拿软件行业来说，中国上市公司大多是面向企业应用的，而对于企业而言，软件采购是一种投资，而不是消费，而投资决策与上年收入和利润相关，所以中国软件行业增速具有明显的滞后性。上半年科技股超额收益很大程度来自于美欧经济领先指标增速的上升，而下半年美国和中国的经济领先指标均回落，将降低科技股的超额收益。

从产业链的角度看，电子订单增速远高于历史平均，预期未来几个月下降；订单出货比已经开始回落，费城半导体指数依旧上升。从全球科技股的景气来看，微观下游需求景气有所回落。我们认为应逐步逐渐降低全球产业链下的科技股，超配中国内需驱

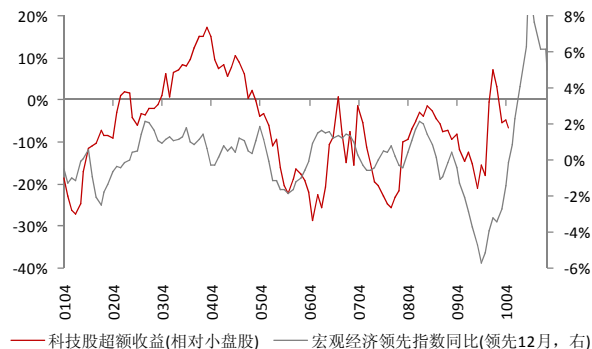
动的新兴产业。

图 39 美国经济领先指标与科技股超额收益



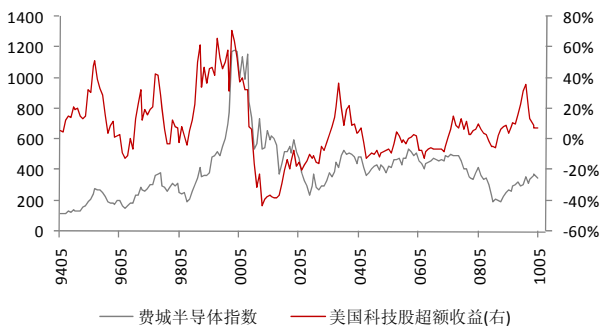
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 40 中国宏观先行指标与科技股超额收益



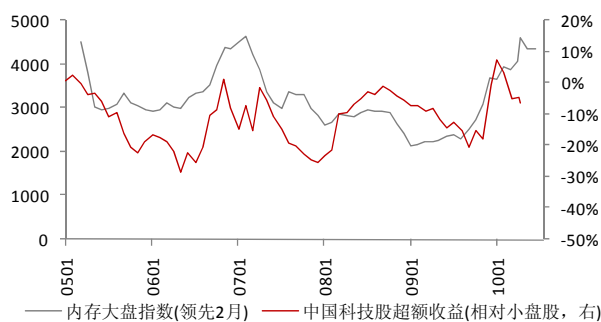
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 41 美国科技股与费城半导体指数



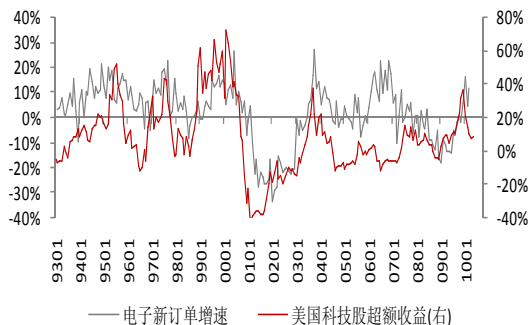
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 42 中国科技股与台湾内存大盘指数



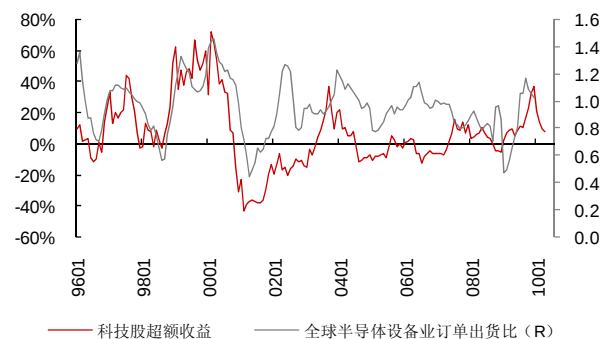
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 43 美国电子新订单增速与科技股超额收益同步



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 44 美国订单出货比 (B/B) 与科技股超额收益同步

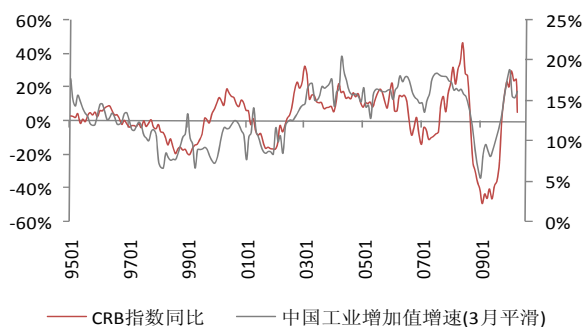


资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

周期行业：周期性行业景气仍未改善，关注细分结构机会

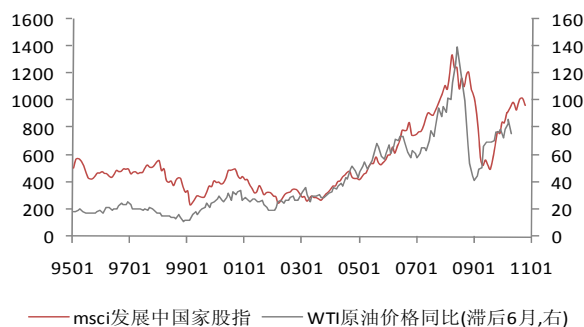
在美元上涨和全球经济增速回落的情况下，金属等原材料超额收益下降是大概率事件。无论美国市场还是中国股票市场，原材料行业超额收益与美元走势是较强的负相关。

图 45 中国工业生产与大宗商品



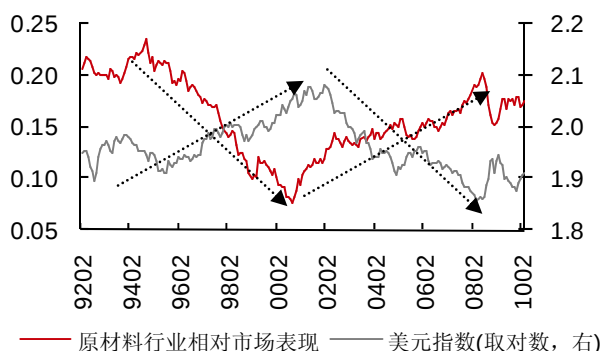
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 46 新兴市场指数与原油价格变化



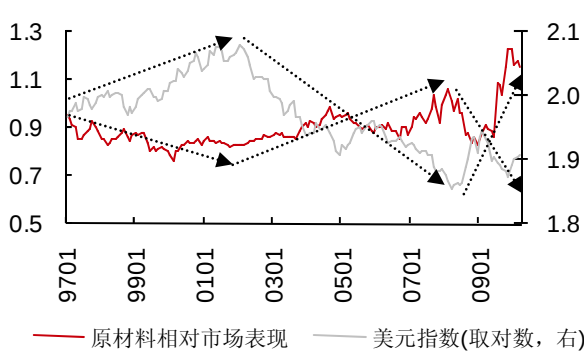
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 47 美元汇率是美国原材料行业超额收益的反向先行指标



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 48 美元汇率是中国原材料超额收益的反向先行指标

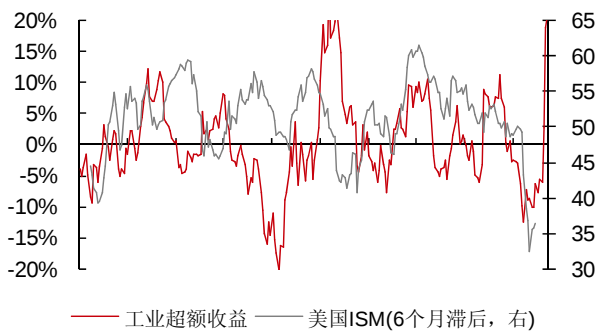


资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

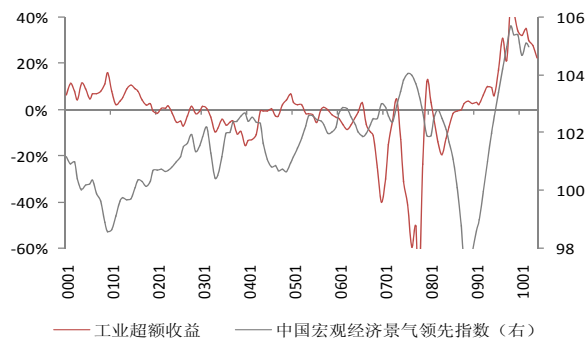
中游工业制造连接下游需求和上游成本，从需求的角度来看，工业往往与经济同步指标相关，美国工业超额收益往往滞后经济领先指标6个月，中国工业超额收益往往滞后经济领先指标超过6个月。从成本的角度看，中游工业制造往往是在需求上升和通胀下降期间超额收益高。三季度需求下降和通胀上升阶段，超额收益难以有表现。

图 49 美国工业超额收益滞后于经济领先指标 6 个月

图 50 中国工业超额收益和经济领先指标反向



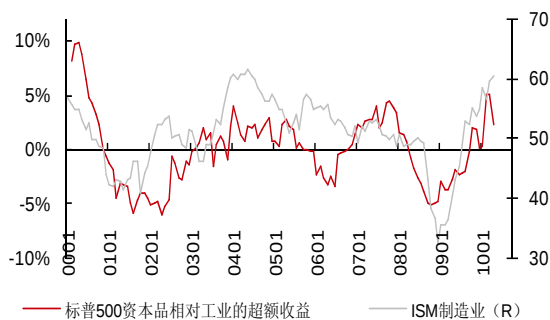
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

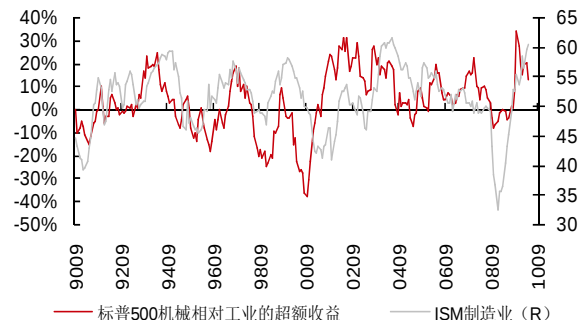
从工业行业的结构来看, 资本品与机械股票的超额收益往往与经济领先指标增速相关。交通运输、建筑工程、军工在经济领先指数触顶之后有好的表现。

图 51 资本品超额收益和领先指数同步



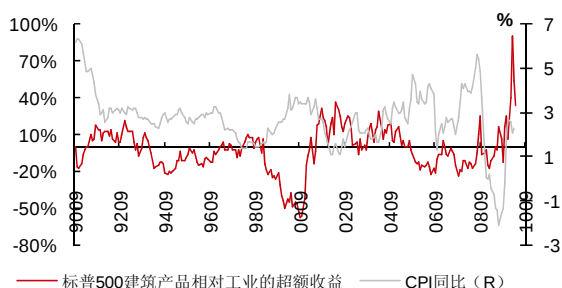
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 52 机械的投资机会随着领先指数触顶已经结束



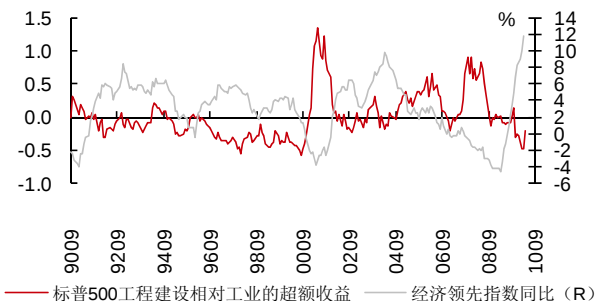
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 53 建筑产品在通胀压力不大的情况下会有表现



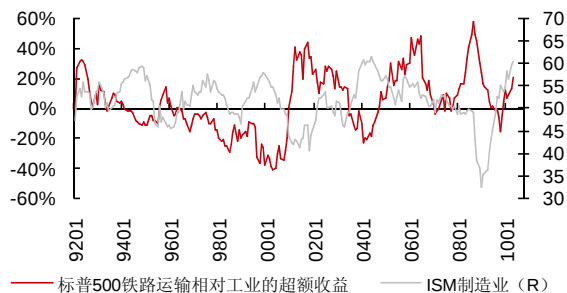
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 54 建筑与工程在领先指数触顶之后有好的表现



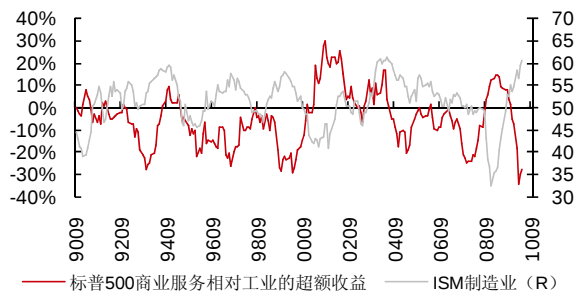
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 55 交通运输通常在领先指数触顶后表现优异



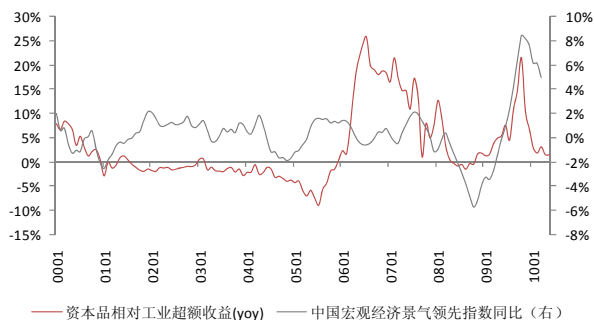
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 56 商业和专业服务超额收益和领先指数负相关



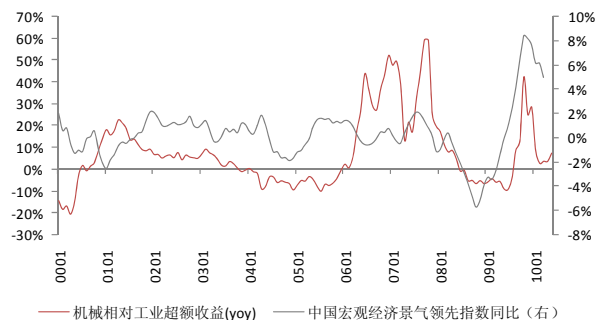
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 57 中国资本品和领先指数同步



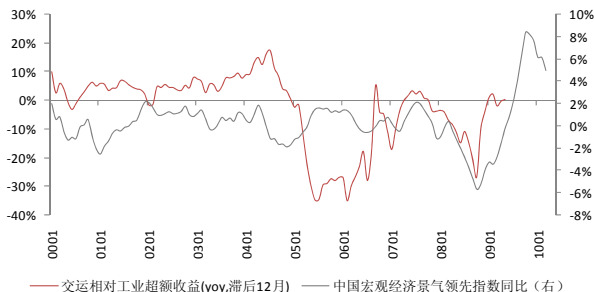
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 58 中国机械的投资机会随着领先指数触顶已经结束



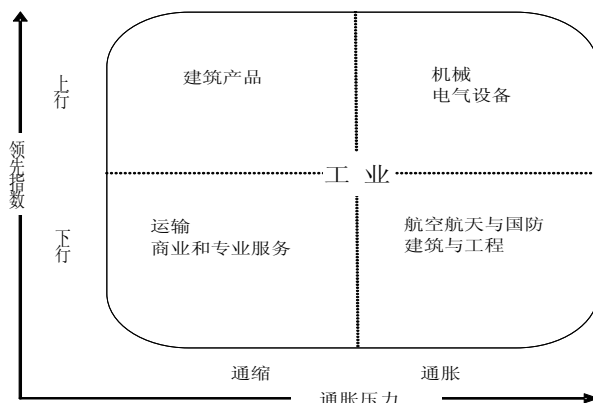
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 59 中国交通运输滞后领先指数



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 60 工业子行业的轮动

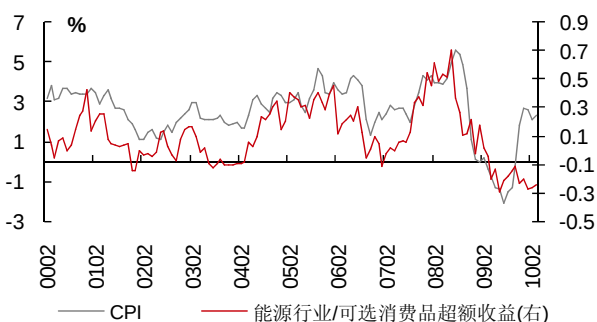


资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

可选消费：静待经济底出现

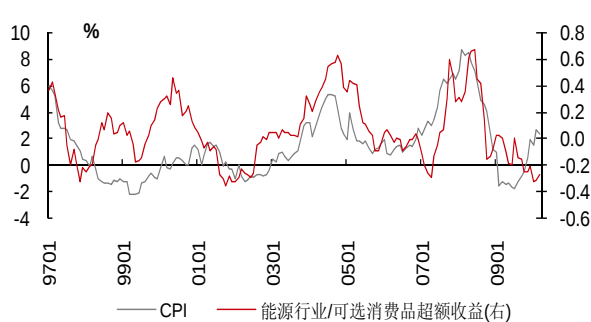
经济回落使得大宗商品价格上行空间受到抑制，因此通胀环比压力将逐步下降，尤其是工业品的价格，因此可选消费品和工业制造的成本压力开始逐步下降，居民实际收入增速也将逐步好转，经济底出现后，汽车等可选消费景气随之将回升，时间可能在三季度末端。

图 61 美国能源与可选消费的配对逆向交易驱动力在于通胀



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 62 中国油价与可选消费的配对逆向交易驱动力在于通胀

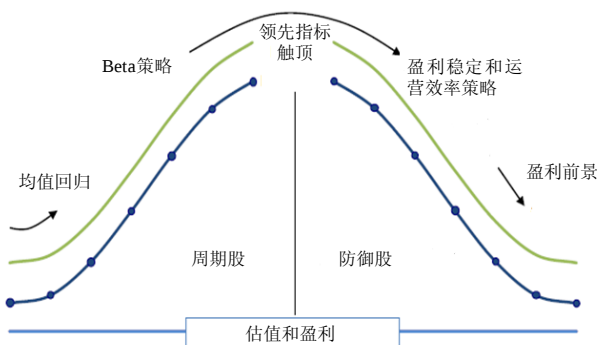


资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

三、行业比较与配置：景气与估值的平衡

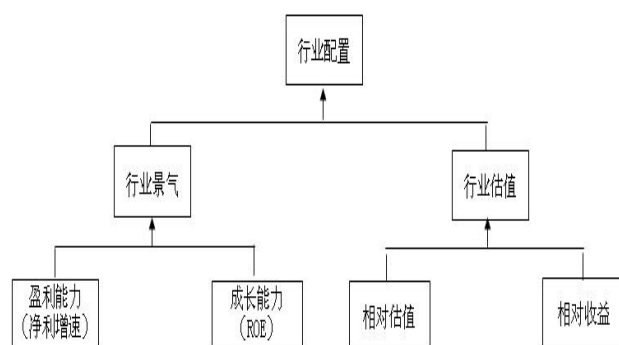
行业配置最优的选择在于“高景气和低估值”。次优选择是“高景气和高估值”以及“低景气和低估值”组合。我们首先对各个细分行业的景气与估值进行分类分析。行业景气取决于盈利能力和盈利增速的提升，估值取决于价值与超额收益的变化。

图 63 不同经济阶段的投资逻辑



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 64 行业配置逻辑



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

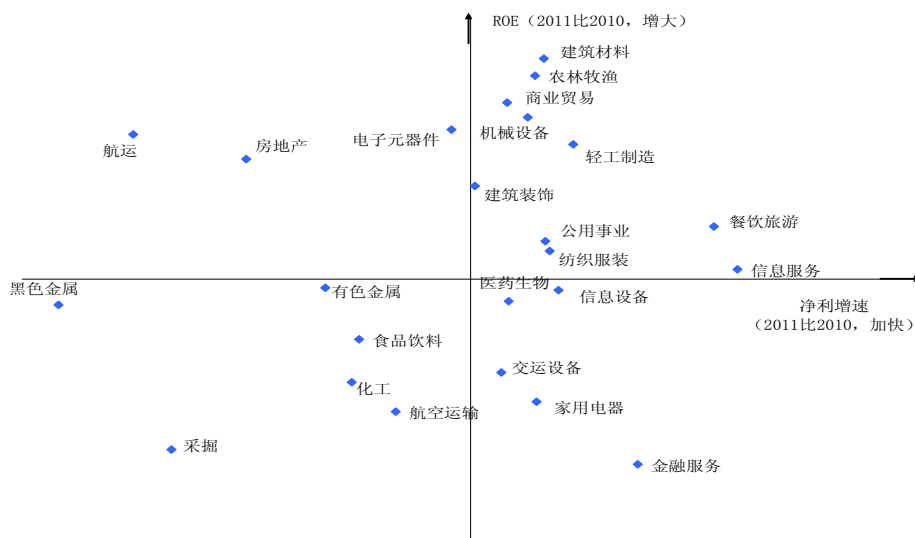
行业景气：消费类行业景气上升

对于行业景气的比较，我们从两个层次分析：反映盈利能力的 ROE 和反映成长性的净

利润增速。成长性的分析依据华泰联合研究所行研预测 2010、2011 年净利润，盈利能力分析依据朝阳永续分析师一致预期的 2010、2011 年 ROE。

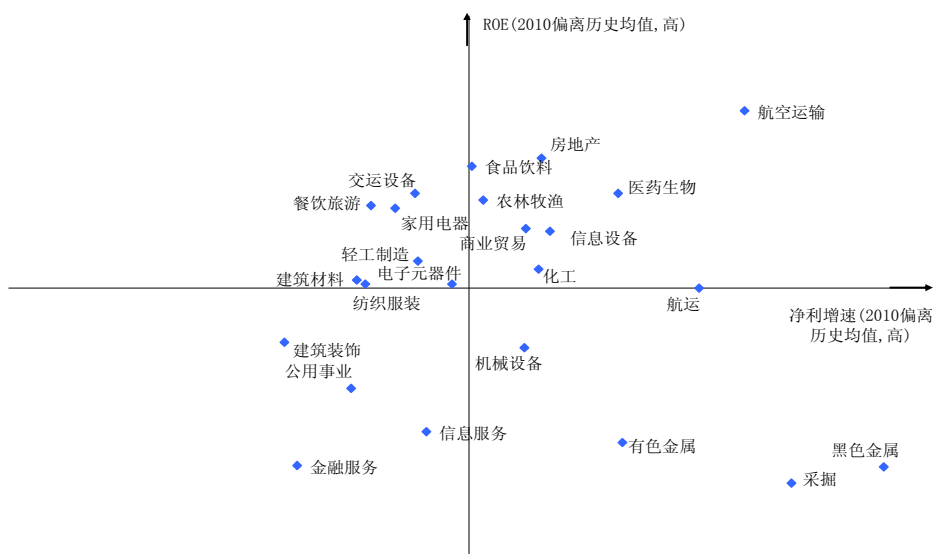
行业选择上，我们侧重净利润增速趋势仍在上升，同时 ROE 水平处于历史均值上方的行业。即景气趋势图中右半段和景气位置图的上半段，具体为：建筑材料、商业贸易、家用电器、餐饮旅游、交运设备、医药生物、轻工制造、农林牧渔、信息设备。相反，净利润增速下降，且 ROE 处低位的行业是：黑色金属、有色金属、采掘。

图 65 各行业景气趋势（2011 比 2010 年）



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 66 各行业景气位置（2010 年比历史）



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

行业估值：周期性行业估值偏低

以股指相对年线的位置划分牛熊市的话，4月19日上证指数跌破年线后，市场步入熊市区域。因此，当前阶段分析比较行业间的估值需放在熊市的大背景中去思考。近10年来，包括本次A股共四次处于熊市区域。

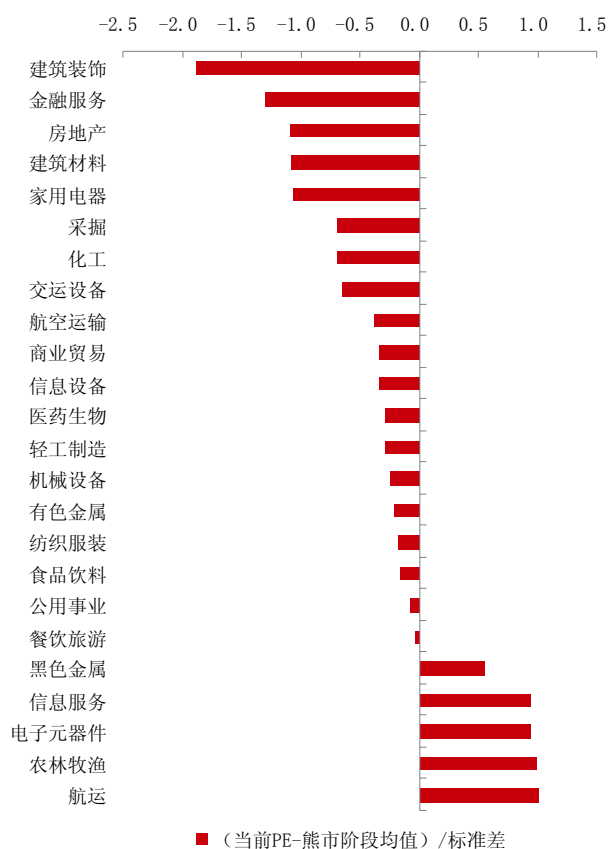
表 16 近 10 年上证指数跌破年线的情况

跌破年线时间（收盘价，年线点位）	最低点时刻	反弹至年线时刻
01/07/27（2066，2068）	03/11/13（1307）	03/12/22（1493）
04/06/07（1517，1529）	05/06/06（998）	05/12/28（1157）
08/02/22（4370，4466）	08/10/27（1664）	09/04/13（2514）
10/04/19（2980，3007）	？	？

数据来源：Wind，华泰联合证券研究所

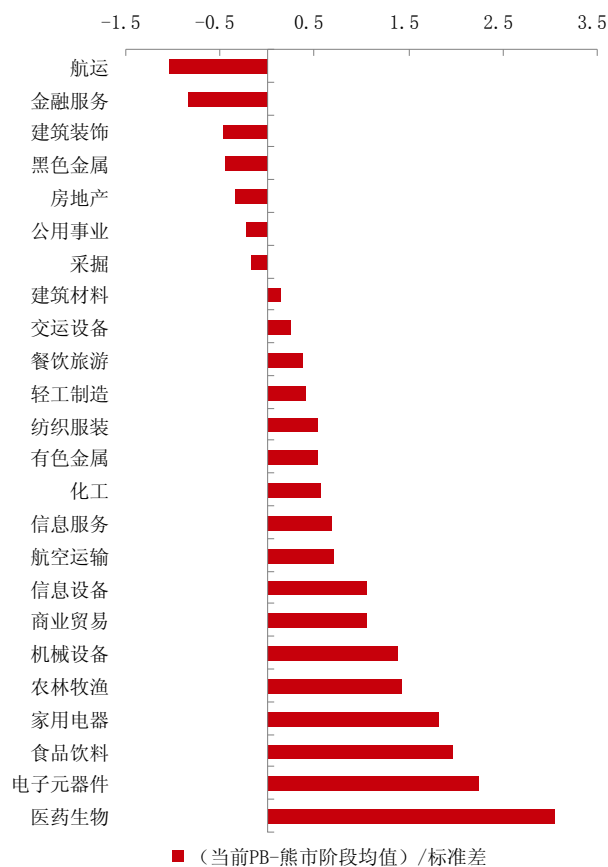
估值对比分析，各行业当前估值（TTM 算法）相比较三次熊市阶段均值的偏离度显示，PE、PB 相对值较低的是：金融、建筑装饰、房地产、采掘，较高的是：电子元器件、农林牧渔。

图 67 当前 PE（TTM）相对熊市阶段均值的偏离程度



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 68 当前 PB 相对熊市阶段均值的偏离程度



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

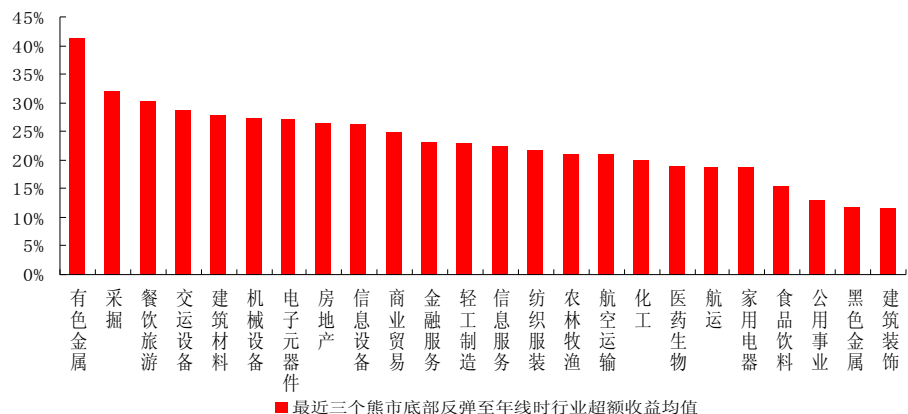
从行业的超额收益来看，2010 年以来和 3478 点以来超额收益相对较低的行业是：采掘、黑色金属、地产、化工；较高的行业是：医药、农业、电子元器件、餐饮旅游。

表 17 A 股申万一级行业的超额收益

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	3478 点以来	2010 年累计
农林牧渔	-18.1%	-5.7%	-34.7%	-7.6%	-6.7%	-47.9%	65.4%	18.9%	11.2%	30.5%	17.8%
采掘	-2.2%	-6.3%	16.0%	15.4%	-2.0%	-70.9%	166.5%	-2.7%	88.2%	-7.5%	-7.1%
化工	-0.4%	-3.2%	-10.2%	3.5%	-1.8%	-41.0%	88.3%	0.7%	30.9%	-1.7%	-7.8%
黑色金属	2.3%	3.2%	25.4%	7.3%	-9.6%	-18.5%	77.9%	-5.5%	16.2%	-15.6%	-10.5%
有色金属	-9.9%	-5.8%	0.1%	-5.2%	0.0%	13.6%	165.9%	-11.9%	100.0%	-4.0%	2.9%
建筑建材	-2.4%	-4.1%	-19.7%	-7.7%	-7.8%	-19.0%	86.4%	13.2%	-10.7%	-0.1%	0.3%
机械设备	-1.2%	0.6%	-19.4%	-5.9%	-1.5%	-8.2%	96.3%	9.6%	27.0%	17.0%	8.4%
电子元器件	-14.3%	-6.5%	-16.8%	8.6%	-18.4%	-88.5%	34.6%	-0.2%	65.2%	41.6%	21.4%
交运设备	5.1%	11.0%	1.8%	-28.4%	-3.8%	-14.8%	88.3%	-3.9%	107.0%	16.5%	-0.8%
信息设备	-12.6%	-10.1%	-19.6%	9.2%	-18.0%	-86.9%	31.9%	8.6%	49.4%	35.7%	11.3%
家用电器	-6.3%	-9.3%	-18.1%	-4.3%	-3.8%	-58.5%	105.9%	9.9%	73.9%	26.3%	-2.9%
食品饮料	6.2%	1.2%	-20.2%	2.9%	14.6%	40.6%	28.1%	6.7%	29.9%	23.6%	7.0%
纺织服装	4.4%	-1.5%	-27.8%	-4.0%	-16.0%	-67.0%	88.7%	2.7%	39.1%	23.8%	13.2%
轻工制造	-3.5%	-0.1%	-28.9%	-0.5%	-11.8%	-55.4%	74.6%	-0.4%	39.2%	21.8%	10.0%
医药生物	-1.5%	4.2%	-27.9%	-3.3%	-4.0%	-63.2%	89.5%	22.0%	22.8%	55.4%	25.0%
公用事业	-1.5%	0.1%	10.9%	-6.1%	-7.2%	-74.2%	78.5%	10.0%	-27.9%	1.4%	6.5%
交通运输	2.8%	2.5%	1.8%	17.4%	-3.3%	-61.1%	71.9%	-3.2%	-1.3%	1.2%	6.2%
房地产	0.2%	0.7%	-28.7%	-1.5%	4.5%	23.0%	68.6%	1.3%	36.4%	-13.7%	-10.4%
金融服务	5.5%	-0.5%	-1.0%	-6.9%	22.8%	52.2%	20.7%	-0.1%	22.2%	-0.5%	-0.6%
商业贸易	-1.7%	-2.6%	-30.2%	7.2%	5.9%	0.7%	96.2%	6.9%	29.8%	28.4%	8.4%
餐饮旅游	-6.2%	3.2%	-33.9%	6.9%	17.8%	-21.1%	23.3%	-3.4%	53.5%	25.0%	13.8%
信息服务	-16.6%	-6.6%	-6.8%	4.3%	-7.1%	-44.9%	28.0%	10.8%	0.1%	14.5%	7.9%

数据来源：Wind，华泰联合证券研究所（红色表示超额收益前五名，蓝色表示超额收益后五名）

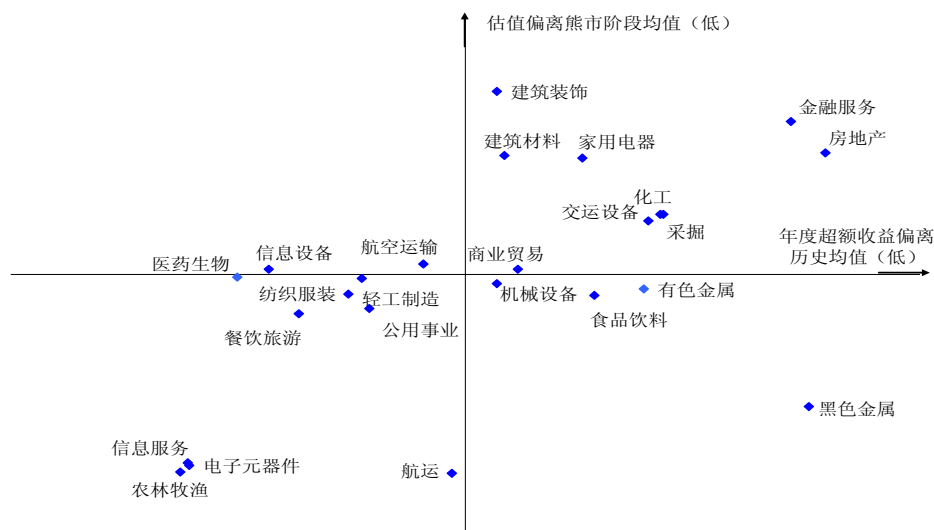
图 69 最近三个熊市底部反弹至年线时行业超额收益



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

综合估值和超额收益相对均值的偏离，相对较优的行业是：金融、房地产、建筑建材、建筑装饰、采掘、家用电器、交运设备、化工、采掘、商业贸易，相对较劣的行业是：农林牧渔、信息服务、航运、电子元器件、纺织服装、餐饮旅游、轻工制造、公用事业。具体分布情况如下图：

图 70 行业估值和超额收益对比



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

行业配置：经济增速回落下的投资机会

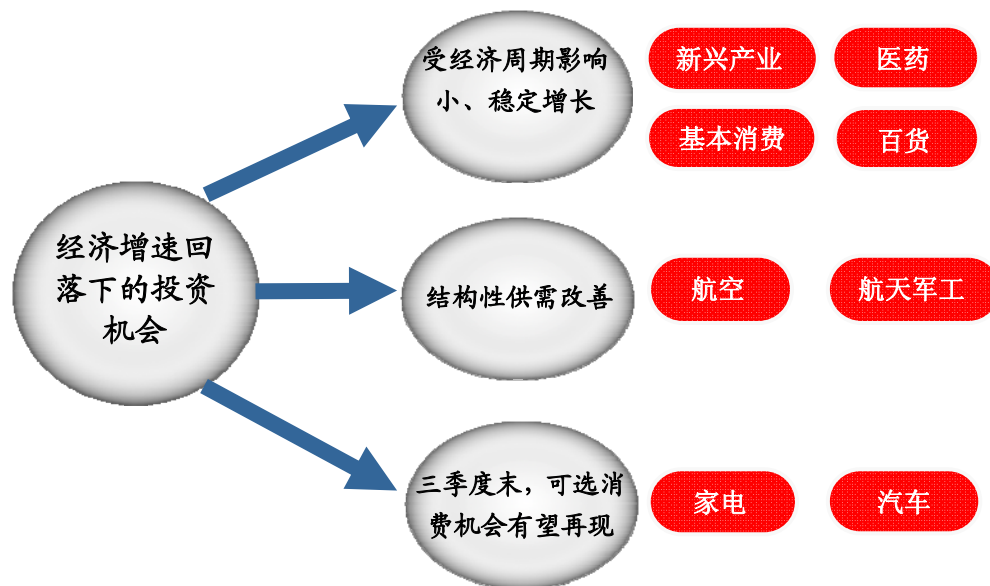
经济增速回落，消费优于周期，必需消费品依然是配置主线，伴随着通胀回落，可选消费景气往往开始回升，景气和估值显示，医药、汽车、商贸较优。周期性行业中，挖掘供需改善的细分行业，关注航空、军工与水泥，中国航空业有特殊的需求与供给周期，供需改善依旧，下半年看点尚多。全球经济领先指标回落，降低依赖于外需的传统科技股配置，超配内需驱动的战略新兴产业，如节能等。趋紧的货币政策和房市政策下，大金融受制于政策和流动性紧缩，保费增长和投资双轮驱动下保险股仍具优势。

表 18 行业景气和估值对比

指标分析	较优行业	较劣行业
景气（盈利性、成长性）	建筑材料、商业贸易、家用电器、餐饮旅游、 交运设备、医药生物、轻工制造、农林牧渔、 信息设备	黑色金属、有色金属、采掘
估值（估值、超额收益）	金融、房地产、建筑建材、建筑装饰、采掘、 家用电器、交运设备、化工、采掘、商业贸易	农林牧渔、信息服务、航运、电子元器件、纺 织服装、餐饮旅游、轻工制造、公用事业
综合较优行业	建筑材料、商业贸易、家用电器、交运设备、医药生物	

数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 71 行业配置



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

四、投资组合：战略新产业、行业组合、区域振兴

战略新产业：节能、电动汽车、新能源、新材料

表 19 战略新产业组合

分类	股票简称	2009 EPS	2010 EPS	2011 EPS	2012 EPS	CAGR 2ys/3ys
节能	合康变频	0.59	1.01	1.56	2.02	50.70%
	英威腾	1.28	1.53	2.04	-	26.20%
	烟台冰轮	0.47	0.74	1.04	-	48.80%
	汉钟精机	0.47	0.77	1.08	1.58	49.80%
	三安光电	0.71	0.9	1.63	2.58	53.70%
	碧水源	0.73	1.39	2.45	4.23	80%
新材料	永太科技	0.43	0.7	1.14	2.1	70%
	鼎龙股份	0.65	0.82	1.27	3.01	67%
	新宙邦	0.56	0.7	0.89	1.1	25%
	回天胶业	0.77	1.03	1.53	2.11	40%
	钢研高纳	0.32	0.39	0.49	N/A	24%

新能源	中材科技	0.72	1.51	2.31	2.73	55.90%
	银星能源	0.15	0.35	0.57	1.04	90.70%
	南风股份	0.64	0.88	1.39	-	47.40%
	奥特迅	0.22	0.44	0.7	1.34	82.60%
	海通集团	0.01	1.09	1.49	1.64	447.40%
电动汽车	当升科技	0.5	0.83	1.44	2.13	62.10%
	多氟多	0.72	1.15	1.6	2.13	43.60%
	江苏国泰	0.49	0.61	0.74	0.97	25.60%
	科力远	0.07	0.21	0.52		172.60%
	曙光股份*	0.72	0.8	1.1		23.60%

数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所

行业推荐投资组合

表 20 行业推荐组合

行业	股票简称	行业	股票简称	行业	股票简称
医药	康美药业	银行	招商银行	农业	海大集团
	康缘药业		兴业银行		金德发展
	华润三九		思源电气		招商轮船
航空	中国国航	电气设备	森源电气	航运	长航油运
	ST东航		福星股份		三维丝
	大商股份		华侨城		万邦达
商业零售	重庆百货	房地产	鲁润股份	化工	五粮液
	一汽轿车		广汇股份		恒顺醋业
	曙光股份		大冶特钢		亨通光电
汽车	中国平安	煤炭	八一钢铁	通信设备	漫步者
	中国太保		西藏矿业		恒宝股份
	中国卫星		宝钛股份		石基信息
军工	中核科技	有色金属	中材科技	计算机	天源迪科
	航民股份		路翔股份		金山股份
	报喜鸟		龙溪股份		文山电力
纺织服装	美的电器	机械	秦川发展	电力	中视传媒
	三花股份				蓝色光标

数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所

基于区域主题的组合

表 21 区域主题组合

区域	重点关注公司
新疆	广汇股份
成渝	水井坊
长三角	杉杉股份
海西	闽闽东

关中天水
长株潭

陕鼓动力
时代新材

数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com