

深度报告

投资策略

2010 年下半年投资策略

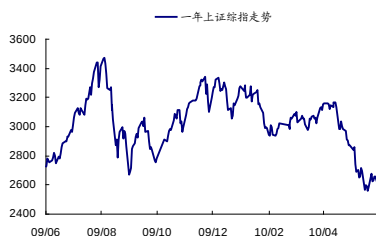
2010 年 6 月 8 日

本报告的独到之处

■指出 A 股在经济转型中还享有结构性红利，而没有制度改革的普惠制红利。

■建立政策和流动性作为先行指标的分析框架来构建当前 A 股投资策略

一年上证综合指数走势



相关研究报告:

寻找经济转型中的“阿尔法”行业

分析师: 黄学军

电话 021-60933142

邮箱 huangxjun@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210030029

分析师: 廖喆

SAC 执业证书编号: S0980210040033

分析师: 崔嵘

SAC 执业证书编号: S0980209080423

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

定期策略

转型中的 A 股

A 股在自身制度变革和经济结构调整中转型

A 股面临二大转型，一是面对危机后的经济转型。短期内存货驱动力的减弱导致经济下行风险加大。主权债务风险下的“保障性住房”和“民间投资”36 条出台，以此对冲存货投资的冲击。中期的角度看，国内的城镇化率的提升和投资率维持高位依然是促经济增长的驱动力，也就说经济二次探底的概率较小。但是投资结构面临着转型，如产能过剩行业的抑制和新兴战略产业的支持。二是直面全流通和做空机制下的制度转型，股市告别短缺时代。这两类转型将使得 A 股的估值、结构和行业选择都将与以往不同。

下半年经济向下，政策退出放缓

基于基数效应和存货周期力量的减弱，下半年经济增速放缓。从盈利来看，全年增长确定，但前高后低，我们判断全年 A 股盈利增速 20% 左右。

政策退出放缓或放松可能要到 3 季度后。对于后市政策的判断，一看物价（货币），二看地价（房价），三看出口。当前所有的指标指向“高压”政策效果的观察期。按照我们的判断，物价滞后流动性 6-9 个月，流动性 09 年 11 月见顶，那么 10 年三季度才见分晓；地价（房价）滞后于股市 9 个月左右，股市是 09 年 7 月份见顶，我们判断 10 年 3 到 4 月土地价格见顶，但土地价格的调整幅度会比较小，比 08 年的幅度小，这是因为目前的低利率水平。目前的变量是出口，从欧洲主权债务危机的影响程度来看，起到了自然紧缩的作用，目前政策有退出放缓的意图。

当前流动性仍趋紧，放松可能要等到政策调控效果显现后。

对于估值和市场趋势：沪深 300 的动态估值目标为 13-19 倍之间

三季度将是一个震荡筑底的过程，四季度随着经济下行的风险加大，调控效果显现，政策紧缩的力度也将见顶，不排除放松的可能性，那么我们看好四季度的行情。沪深 300 的动态估值中枢运行在 13-19 倍之间。A 股在做空和全流通的制度转型下，市场的估值中枢会相对稳定。如果全流通下股指期货成为大非减持的过桥工具，这将制约 A 股估值，如果机构套期保值增多，有利于稳定市场。历史的底部估值是 11-12 倍，但是持续的时间很短，顶部的压力来自于扩容。

行业配置：寻找转型期的 Alpha 行业

基于以下四个维度寻找投资机会，一是转型过程中的新兴战略产业和有技术优势的传统产业升级机会一直存在，这是未来较长时间跑赢大市的 Alpha 行业。二是受益于从“压”到“保”的政策，如在城镇化进程中保障性住房的推出，鼓励民间投资带动相关的投资品行业。三是受益于进入设备投资周期的美国经济复苏相关的行业。四是随着欧洲主权债务危机的解决，强周期的资源性行业仍有阶段性的机会。综上，超配的行业是生物医药、电子、传媒、机械、建材等。到四季度基于政策放松的预期可均衡配置受益于政策放松的周期板块和弱周期板块。

风险提示

需要提示投资者的是，我们并没有从整体上考虑全球政策退出的风险。如果全球政策退出力度较大，将减少全球宽松的流动性，会对大宗商品以及股市带来冲击。

内容目录

危机后的经济主题：全球再平衡，中国要转型	4
短期的中国经济：一个压缩版经济周期的“滞胀”阶段。.....	4
美国经济致二次探底的概率低：存货周期转向设备投资周期.....	5
变量：各国的财政赤字上升-08年危机的后遗症.....	6
中期的中国经济：城市化进程和经济转型同在.....	7
先行指标看政策：下半年“保”后待解“压”	8
当前宽货币紧信贷改变至少要到第三季度.....	8
土地价格与A股指数一致性背后：土地价格已见顶.....	9
“保”后待解“压”.....	9
流动性：反转还需时日	10
盈利：流动性的滞后指标-全年增长，前高后低	11
工业企业利润一季度见顶概率大.....	11
上市公司的全年盈利增速预计20%，一季度增速为63%.....	12
市场趋势：下半年随着政策放松机会显现	13
沪深300的动态估值中枢目标在[13 19]之间.....	13
扩容压制估值.....	14
A股制度转型：告别短缺时代.....	14
行业配置：寻找转型中的Alpha行业	15
寻找转型中的Alpha行业.....	16
寻找美国经济复苏和对冲政策效果而“保”增长的行业.....	17
大宗商品和强周期行业：静待欧元区风险释放.....	17

图表目录

图 1：信贷与投资增速的关系.....	4
图 2：中国经济正在经历补库存的过程.....	4
图 3：出口接力投资.....	5
图 4：通胀的预期依然存在.....	5
图 5：美国总库存环比变化（1980/01-2010/03）.....	5
图 6：美国库存、设备投资周期（1980/01-2010/02）.....	5
图 7：美国库存、房地产投资周期（1980/01-2010/02）.....	6
图 8：欧元区相关国家的财政赤字/GDP的比值.....	6
图 9：欧元区相关国家的经常帐户/GDP的比值.....	6
图 10：发达国家的经常帐户/GDP有再平衡变化的趋势.....	7
图 11：救市后发达国家的赤字水平（赤字/GDP）上升很快.....	7
图 12：日本投资率变化.....	7
图 13：韩国投资率变化.....	7
图 14：中国的城市化率.....	8

图 15: 中国消费率与投资率及 5 年移动平均.....	8
图 16: 韩国转型中的经济保持高速增长将成为过去式.....	8
图 17: 进入转型期, 日本经济下一个台阶.....	8
图 18: 贷款和 M1 增速超过 20% 紧缩力度难放松	9
图 19: 通胀压力难以消除	9
图 20: 股市领先于土地价格的走势	9
图 21: 利率与土地价格的关系	9
表 1: 救市后面临着政策退出	10
图 22: 国外净资产和国内信贷的关系 (增速)	11
图 23: 国外净资产和国内信贷的关系 (占比)	11
图 24: 工业企业利润增速一季度见顶	12
图 25: 工业企业盈利能力	12
图 26: 沪深 300 的估值水平	14
图 27: 扩容的压力困扰 A 股市场 (上海市场)	14
图 28: 扩容的压力困扰 A 股市场 (深圳市场)	14
图 29: A 股将迎来全流通	15
图 30: 流通市值与储蓄存款的占比 (%)	15
表 2: 建议的行业配置比例 (%)	16
表 3: 重化工业阶段房地产和股市同时出现牛市	16
表 4: 转型阶段股市里的行业表现	17
图 31: 美元指数、Libor (3M) 以及十年期国债	17
图 32: 美元指数与欧洲主权债务危机的关系	17
图 33: 美元指数与黄金价格的关系	18
图 34: 美元指数与石油的关系	18

危机后的经济主题：全球再平衡，中国要转型

危机后的中国面临着经济转型。依靠投资和出口拉动的粗放的经济增长模式是否会面临着转变。短期来看，中国经济正在经历一个存货周期的影响，下半年会因为基数效应和出现存货投资减弱而致经济增速有所放缓。尽管欧洲的主权债务危机会增加一些变数，但是与美国的存货周期的不一致性，以及美国的存货周期开始过渡到设备投资周期，因此短期出现二次探底的风险较小。另外，主权债务风险下的“保障性住房”和“民间投资”36条出台，也是对存货投资的冲击的对冲。

中期的角度看，国内的城镇化进程和投资率高企保证经济增长的驱动力仍存在，二次探底的概率较小。尽管投资结构面临着转型，如产能过剩行业的抑制和新兴战略产业的支持，单是总体的投资率还能保持。

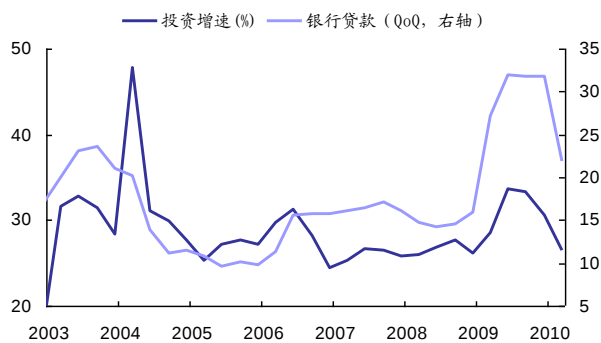
短期的中国经济：一个压缩版经济周期的“滞胀”阶段。

宏观经济从08年以来如同一个压缩版的经济周期演变。起点在08年底的巨量流动性的释放，短期冲击GDP迅速回升，但是中长期来看必将抬升价格水平。在短短的一年多时间里经济经历了从量价齐跌、量涨价跌、量价齐升的扩张阶段。能在如此短的时间里出现这样的V型反转，背后的驱动因素是天量的信贷，依靠的是投资，而这里的投资主要是政府投资，同时房地产市场在刚性需求的带动下，迅速恢复到危机前的水平。

从周期演变的驱动力看，主要是存货周期在起作用，从去库存到回补库存，整个演变的时间间隔很短。从PMI的产成品库存指标和5000家工业企业存货指数看，中国经济从08年底就开始出现了补库存现象，预计到2010年二季度接近尾声。

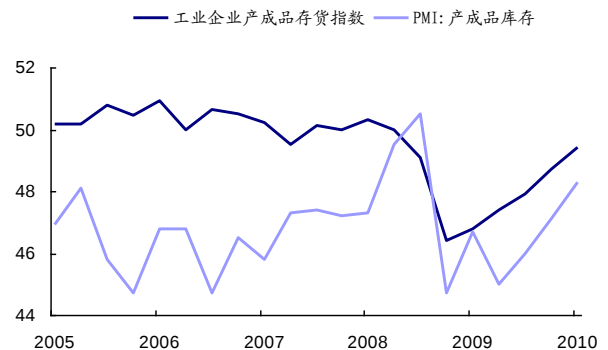
从价上看，通胀未来还将继续上升。从指标轮动来看，流动性（信贷）领先于经济增长和物价。而按照流动性与通胀的关系，流动性大约领先于通胀6-9个月时间。

图 1：信贷与投资增速的关系



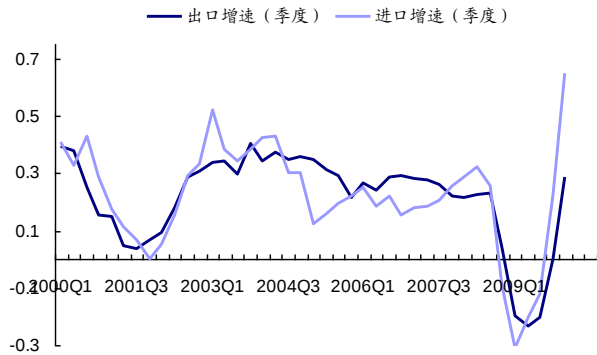
资料来源：CEIC 国信证券经济研究所整理

图 2：中国经济正在经历补库存的过程



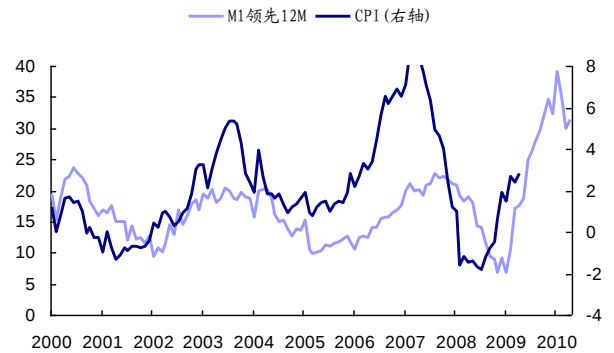
资料来源：CEIC 国信证券经济研究所整理

图 3: 出口接力投资



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

图 4: 通胀的预期依然存在



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

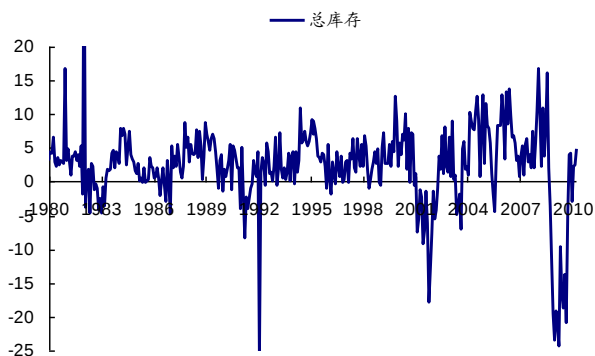
美国经济致二次探底的概率低: 存货周期转向设备投资周期

从整个库存周期的变化来看, 中国经历一次完整的去库存和补库存的周期, 那么从美国经济来看, 目前正在从补库存阶段过渡到设备投资阶段。与企业设备投资和住宅投资相比, 库存投资占 GDP 中的比重非常小 (约 0.55%), 但在经济波动中, 库存投资的波动影响相对较大。研究表明, 战后美国实际 GDP 的波动中有超过三分之一是由于库存投资的波动造成的, 由此可见, 库存周期是宏观波动中的重要变量, 可以据此来判断实体经济在周期波动中所处的阶段和未来的发展。

从历史上库存周期数据来看, 90 年来以来, 库存半周期的时间跨度一般为 10-13 个月, 而在 2001 年互联网泡沫破灭后, 库存周期明显缩短。如果按照美国一个完整的经济周期包含 3-4 个库存周期计算, 本次补库存起始于 2009 年 9 月份, 预计将于 2010 年第三季度末结束, 但我们不认为未来可能出现的二次去库存会导致经济的全面下行, 因为持续期间更长的企业设备投资周期以及房地产周期将逐步承接库存周期, 经济在今年第三和第四季度短暂放缓后仍将继续上行。

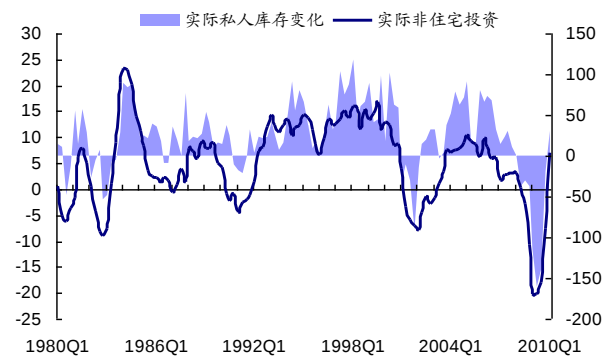
数据显示, 补库存周期在 2009 年第三季度启动后至少可持续至 2010 年中期, 而企业设备的投资周期也已在 2009 年的第四季度启动, 对该季 GDP 贡献正面; 房地产投资虽然环比仍然负增长, 但降幅已经较 2009 年第二季度明显收窄, 尤其 2010 年第一季度表现更为显著。

图 5: 美国总库存环比变化 (1980/01-2010/03)



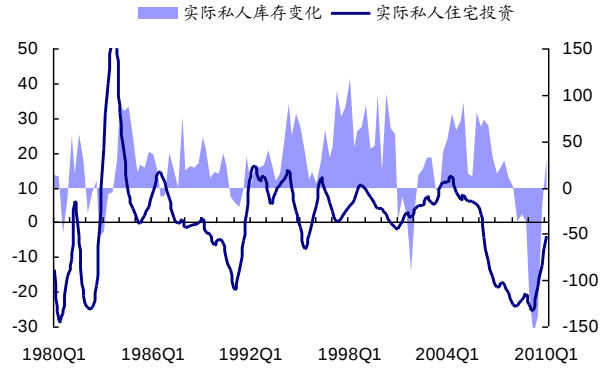
资料来源: Bloomberg 国信证券经济研究所

图 6: 美国库存、设备投资周期 (1980/01-2010/02)



资料来源: Bloomberg 国信证券经济研究所

图 7：美国库存、房地产投资周期（1980/01-2010/02）



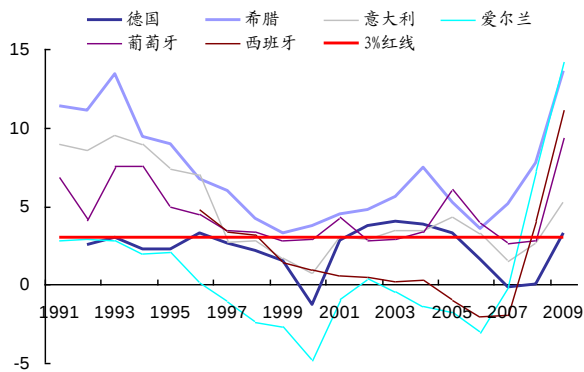
数据来源：Bloomberg 国信证券经济研究所

变量：各国的财政赤字上升-08 年危机的后遗症

由于 2008 年金融危机后，各国政府纷纷加入救市，这使得很多国家的债务水平上升较快，除了这次爆发的主权债务问题的欧元区国家，一些主要发达国家如美国、日本等国更是。但是我们看到另外一个积极的方面，原来的很多贸易赤字国家的逆差水平在下降，而主要的贸易盈余国家的顺差水平也在下降，这意味着全球的再平衡进程在进行。

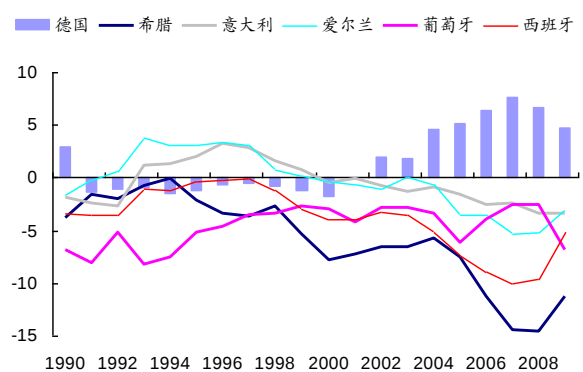
中国的救市后遗症是地方融资平台的大量贷款。随着国务院部署加强地方政府融资平台公司管理的意见出台，相关风险正在逐步释放中，也标志着去年救市政策的进一步退出。根据我们的判断，土地价格出现 08 年的降幅概率比较低，主要是目前的低利率水平，因此地方政府融资平台出现崩溃的概率较低。根据银监会近期公布的数据，截止至 2009 年地方融资平台贷款余额已达到 7.4 万亿元左右，占 09 年的 GDP 的比值是 22%。这个数字加上等当规模的国债水平，总体来说，负债水平还在稳健可控之列。

图 8：欧元区相关国家的财政赤字/GDP 的比值



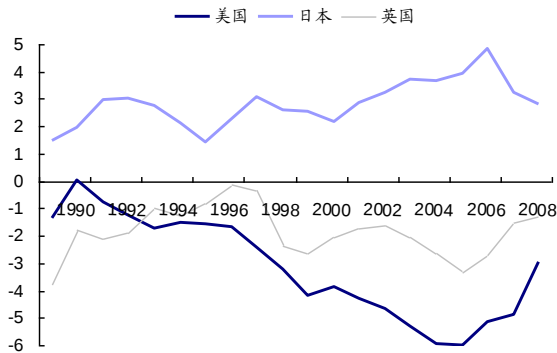
资料来源：IMF 国信证券经济研究所

图 9：欧元区相关国家的经常帐户/GDP 的比值



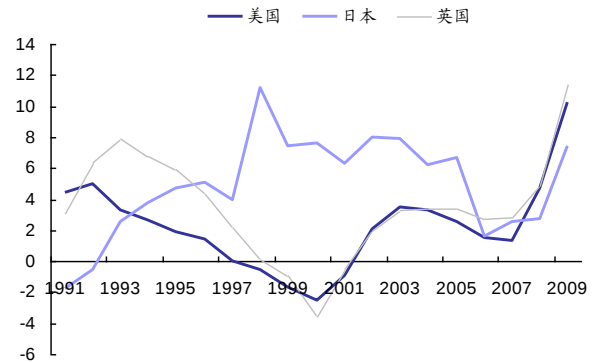
资料来源：Bloomberg 国信证券经济研究所

图 10: 发达国家的经常账户/GDP 有再平衡变化的趋势



资料来源: IMF 国信证券经济研究所

图 11: 救市后发达国家的赤字水平 (赤字/GDP) 上升很快

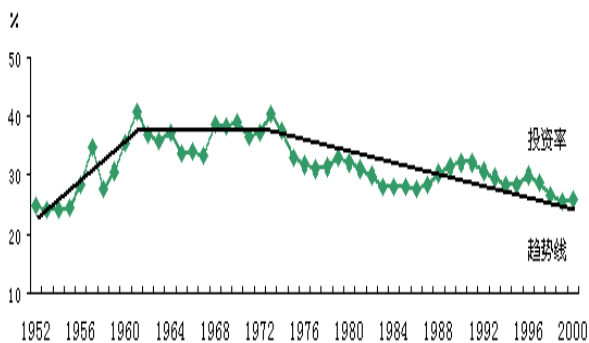


资料来源: IMF 国信证券经济研究所

中期的中国经济: 城市化进程和经济转型同在

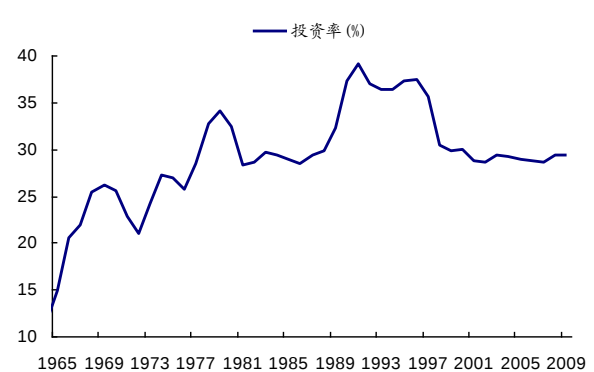
工业化后期并不意味着投资率的大幅下降。日本和韩国的经验表明,在工业化初期,投资率呈上升趋势,上升到一定程度后,工业化处于中后期,投资率在较长的时期内保持较高水平,而在工业化城市化基本完成后,投资率才表现为逐步下降的趋势。如日本 1952 年投资率为 21.3%,1961 年上升到最高 40.9%,1961-1973 年间投资率保持较高水平,处于 33.4%-40.9%之间,平均为 37%。1973 年后,日本基本完成工业化城市化进程,投资率才逐渐趋势性下降,2000 年下降至 26%。韩国同样如此,1970-1991 年,投资率从 25.5%上升至最高 39.9%,1991-1996 年韩国投资率在高位保持相对平稳,平均为 37.4%,1996 年,工业化城市化基本结束后投资率开始下降,2002 年下降至 26%水平。

图 12: 日本投资率变化



资料来源: 投资率变动规律及对我国的启示 国信证券经济研究所

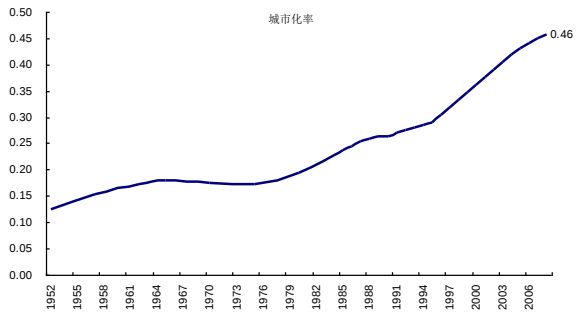
图 13: 韩国投资率变化



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

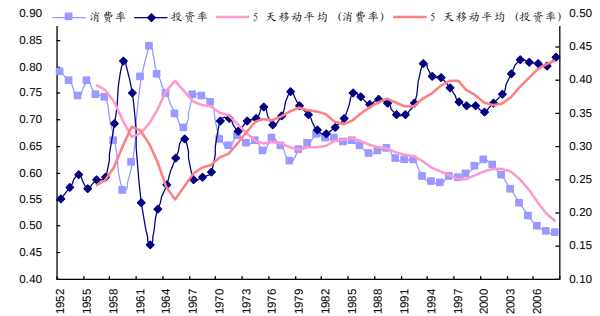
城市化率的提升意味着投资率依然可以维持高位。目前中国投资率为 44%,处于历史高位水平,较 70 年代的日本基本相当,然而当前 0.46 的城市化率水平却较发达国家同期水平差距较大,日本 70 年、韩国 90 年城市化率基本都略高于 0.70。我国中西部地区的城市进程将使得中国投资率拐点仍未到来,重工业化阶段并未结束。而投资率在未来一段时间内维持高位水平,如 1961 年到 1973 年的日本及 90 年代的韩国。

图 14: 中国的城市化率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

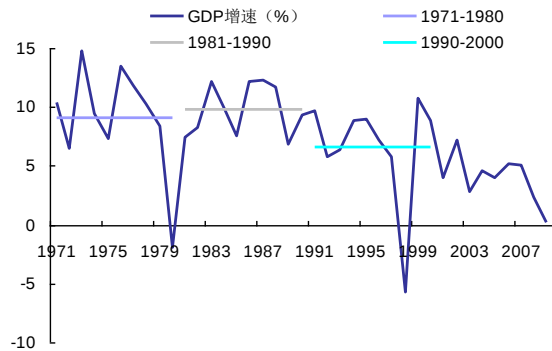
图 15: 中国消费率与投资率及 5 年移动平均



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

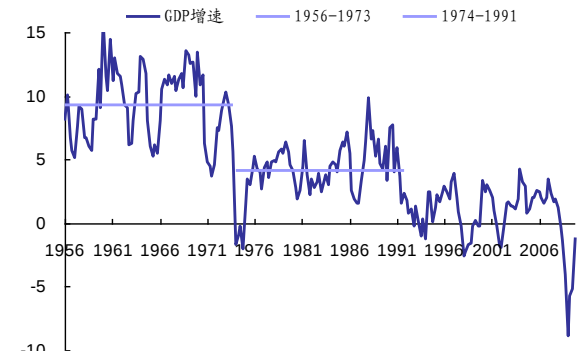
另外一方面, 我们发现中国经济有可能如同韩国 90 年代, 投资率依然比较高, 但是转型中的经济增速有所放缓; 也有可能如同日本 1961-1973, 这段时间依然高速增长, 但是随后转型后经济下滑的落差较大。我们认为中国经济的转型未来可能体现在传统产业和政策导向的产业投资结构的变化, 而不是总体水平的减少。

图 16: 韩国转型中的经济保持高速增长将成为过去式



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 17: 进入转型期, 日本经济下一个台阶



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

先行指标看政策: 下半年“保”后待解“压”

我们认为政策的紧缩力度是否放松, 可观察三个指标, 一个是物价 (货币), 一个是土地价格 (房价), 还有一个就是出口。其中的逻辑是看出口和投资的需求是否过热。

从目前的时点来看, 房地产政策和货币政策短期内难以放松。我们判断土地价格的拐点刚刚出现, 但回落幅度有待观察。针对货币的从紧政策要放松, 在 M1 增速超过 20% 的情形下, 放松的可能性也不大。

在上述两个难以放松的前提下, 出口的不确定性将成为平衡政策力量的重要因素。由于欧洲主权债务危机的影响, 估计经过上半年针对房价和通胀预期的高“压”政策后, 担心经济出现下滑过快, 针对上述措施恶化后果的“保”会陆续出台。

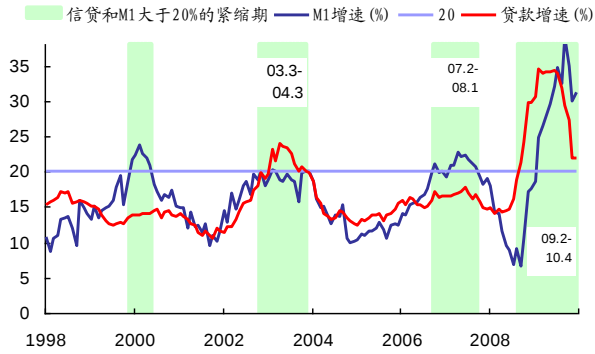
当前宽货币紧信贷改变至少要到第三季度

从领先指标和通胀压力看, 短期货币政策放松难以实现。从通胀的领先指标来看, M1 和贷款增速超过 20% 的时候, 从历史的经验看, 这时货币政策放松不是很现实。另外一个方面, 由于担心经济的硬着陆风险, 大力度继续紧缩的可能性也在降

低。

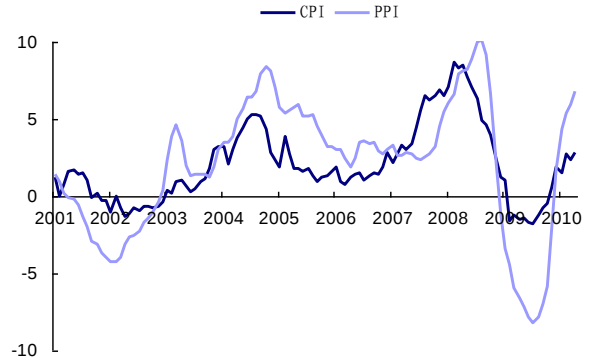
我们判断，去年天量流动性的释放对通胀的影响要持续到三季度，因此针对通胀的压力是否缓解还要看三季度的数据。

图 18: 贷款和 M1 增速超过 20% 紧缩力度难放松



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

图 19: 通胀压力难以消除

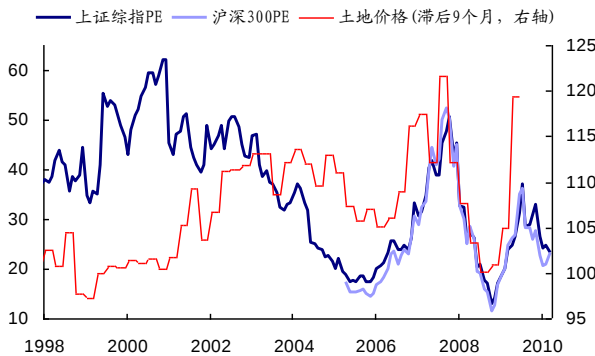


资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

土地价格与 A 股指数一致性背后: 土地价格已见顶

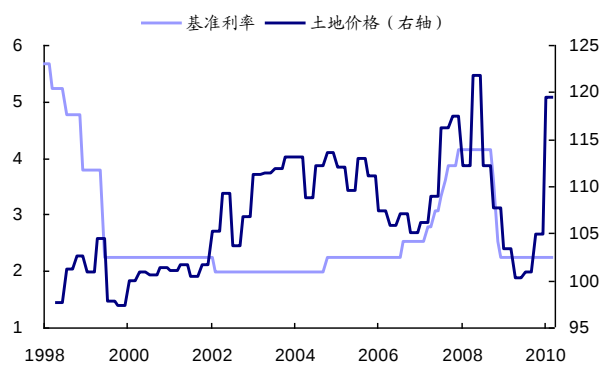
通过比较我们发现，重化工业阶段，确实存在土地等要素的重估，这点也在股市上进行验证。如果深究背后的因素，还是流动性推动。也就是说，股市可作为先行指标，大概领先于土地价格的周期是 9 个月左右。我们判断，股市在 2009 年 7 月见顶，那么 2010 年 3 到 4 月份土地价格见顶的概率在加大。由于土地价格的粘性，管理层观察到土地价格的回落需要等到二到三季度。但是我们认为调整的幅度不会很大，这是因为目前整个利率水平比较低，如果小幅加息可能会有所影响，单是不会出现 2008 年的调整幅度。

图 20: 股市领先于土地价格的走势



资料来源: IMF 国信证券经济研究所

图 21: 利率与土地价格的关系



资料来源: IMF 国信证券经济研究所

“保”后待解“压”

今年 1-4 月份，针对房地产价格和投资增速的过快上涨，4 月 15 日出台了《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》。针对通胀预期，今年三次提高存款准备金率。随着欧洲主权债务危机的影响，管理层出台了保障性住房以及鼓励民间投资进行对冲。

按照我们的理解，很多政策的出发点是出口对国内经济的影响。从去年救市的措施出台的时间顺序来看，首先是出口退税，然后才是货币政策、房地产政策以及 4 万亿的财政政策出台，救市起始的逻辑在出口。从目前的退出情况看，主要集中在

在货币政策和房地产政策。一个是针对物价（CPI），一个是针对房价，逻辑的起点还是在出口的复苏给国内政策以调整空间。

表 1: 救市后面临着政策退出

	2008 年的救市政策	效果和副作用	2010 年以来的退市政策（压）	2010 年以来“保”的政策
房地产	2008 年 10 月 22 日财政部《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》 2008 年 11 月 12 日, 北京 11 个政府部门《关于促进北京市房地产市场稳定发展的若干意见》和《北京市享受优惠政策住房平均交易价格的通知》	房地产市场企稳并交易活跃, 但是部分城市价格上涨过快	2010 年 4 月 17 日《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》 2010 年 4 月 30 日, 《北京市人民政府贯彻落实国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨文件的通知》, 同一购房家庭只能新购买一套商品住房, 暂停三套房贷。随后有深圳（5 月 6 日）、杭州（5 月 19 日）	2010 年 5 月 19 日, 住房和城乡建设部与各省、自治区、直辖市人民政府主管部门在北京签订保障房建设“责任书”, 以确保完成 2010 年保障性安居工程建设目标。
财政 政策	2008 年 11 月 9 日国务院扩大内需十条, 4 万亿投资计划出台; 2008 年 11 月 30 日财政部、商务部、工业和信息化部, 家电下乡; 2009 年 1 月 14 日公布的《汽车行业调整振兴规划》中提出汽车下乡, 十大产业振兴计划。	固定资产投资增速超过 30% 以上, 消费增速 2009 年是历史最好的年份之一, 引发经济过热担忧	3 月 5 日政府工作报告中提出, “各级政府投资都要集中力量保重点, 严格控制新开工项目”。5 月 26 日, 国务院部署加强地方政府融资平台公司的管理, 标志着四万亿救市的完全退出。	5 月 13 日, 国务院发布《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》, (“民间投资 36 条”)
出口 退税	2008 年 8 月 1 日, 2008 年 10 月 21 日, 2008 年 11 月 12 日 3 次提出出口退税调整	出口 09 年底以来快速复苏		
货币 政策	2008 年 9 月 15 日, 下调贷款利率和部分存款准备; 2008 年 10 月 8 日, 下调贷款利率和存款准备金率; 2008 年 10 月 29 日, 下调存贷款利率; 2008 年 11 月 26 日央行降息并调低存款准备金率; 2008 年 12 月 23 日央行降息并调低存款准备金率		2010 年 1 月 12 日, 2 月 12 日, 5 月 2 日三次提高存款准备金率, 并在今年实施了信贷调控; 年初实行信贷额度控制	

资料来源: 国信证券经济研究所整理

流动性：反转还需时日

下半年信贷推动的流动性还在退出，真正放松还要看调控的效果。回顾历史，我们发现信贷的紧缩受到了三个主要因素的影响，一个是宏观调控的影响，如存款准备金的上调，信贷的窗口指导等。一个是经济周期的影响，如投资、出口等景气度持续的向好。还有一个就是金融机构自身的约束，如银行资本充足率的影响。目前来看，流动性的紧缩主要是受到第一个因素的影响。分析流动性的影响，核心是为了寻找背后的钱对股市的影响，主要是金融机构的这些行为会影响整个市场的流动性和风险溢价水平。

(1) 2003 年以来出现了信贷的急剧增加，主要经济指标出现了过热现象。这是自 1997 年亚洲金融危机冲击后，在随后的 1998-2002 年中国经济处于的通缩状态，为刺激需求，促进经济，整个政策的基调比较宽松，其中就有信贷政策的放松，持续的宽松信贷导致了经济在 2003 年出现了过热。

(2) 从 2003 年 9 月份以来，央行上调法定存款准备金率、对商业银行进行“窗口指导”等收缩性措施效果，随后整个信贷出现了下降。

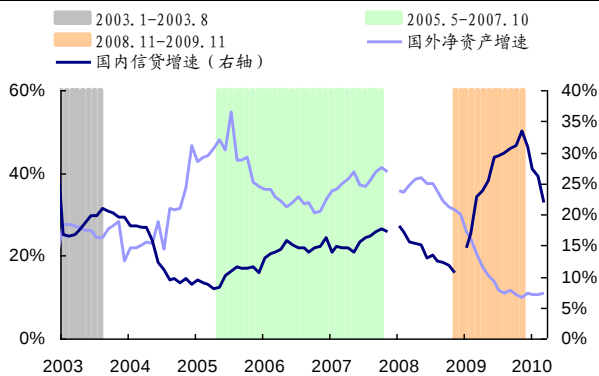
(3) 2004.9-2005.4，延续了 2003 年以来的信贷紧缩，整个信贷继续萎缩。这个主要基于银行的资本充足率不足，商业银行受到自身的约束。2004 年 3 月实施《商业银行资本充足率管理办法》。同时银行为了改制上市，在发放贷款上采取了审慎原则。

(4) 2005. 5-2007. 10, 这段时间的信贷受到经济周期的影响较大。我们知道, 这段时间由于出口不断好转, 贸易顺差较大, 而央行对冲外部流动性, 信贷出现了持续的上升, 整个市场的流动性比较充沛。

(5) 2008. 1-2008. 9, 信贷也出现了急剧的萎缩, 这是基于经济过热的风险。在 2007 年 12 月初召开的中央经济工作会议中把防止经济增长由偏快转为过热, 防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀, 实施稳健的财政政策和从紧的货币政策确定为 2008 年的宏观调控任务。

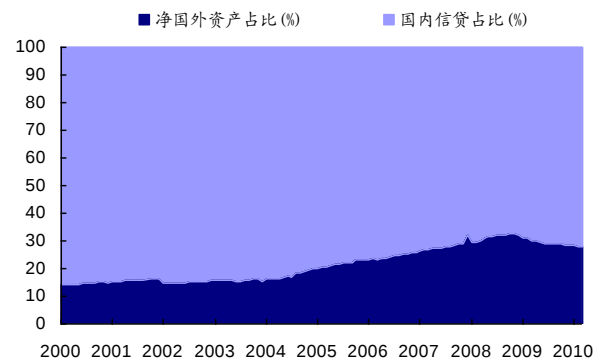
(6) 随着 2009 年 7 月货币政策出现微调, 在年底整个信贷也开始出现了萎缩, 至今年来看, 整个信贷政策的调控依然较紧, 从趋势上看, 目前并没有看到力度放松的迹象。

图 22: 国外净资产和国内信贷的关系 (增速)



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

图 23: 国外净资产和国内信贷的关系 (占比)



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

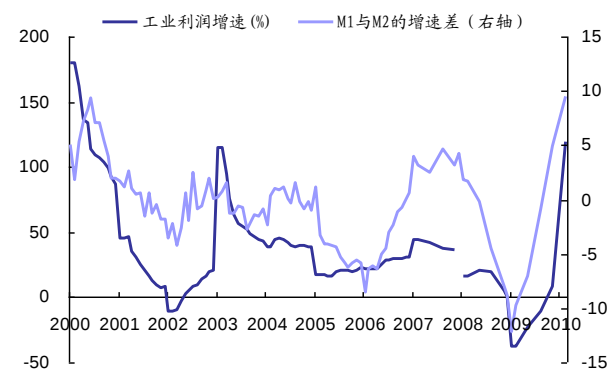
盈利: 流动性的滞后指标-全年增长, 前高后低

由于基数效应和存货周期力量的减弱, 下半年经济增速放缓, 从盈利来看, 全年增长确定, 但前高后低, 我们判断全年 A 股盈利增速 20% 左右。

工业企业利润一季度见顶概率大

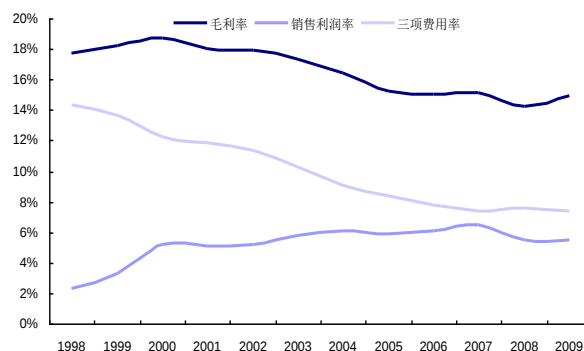
首先从工业企业的利润看, 一季度见顶的概率比较大。由于存货周期的影响, 企业的利润增速从 2008 年底见底以来保持较快增长, 这个主要体现在整个工业企业利润的迅速恢复。从工业企业利润增速与流动性的关系看, 目前 M1-M2 的增速维持在高位为 9.77, 比起去年末 4.89 的水平和 1-2 月份 11.6, 有所回落。

图 24: 工业企业利润增速一季度见顶



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

图 25: 工业企业盈利能力



资料来源: Wind 国信证券经济研究所整理

上市公司的全年盈利增速预计 20%，一季度增速为 63%

由于信贷及房地产市场政策调控效应，以及去年下半年基数较高原因，我们预计需求增速 3 季度开始回落，加上基数效应的下价格水平增速放缓，主营业务收入增速预计将在 2 季度维持较高水平后，3、4 季度逐季放缓。而总体毛利率水平较去年将有所回落，主要由于原油、煤炭及铁矿石等上游能源原材料价格上涨背景下，目前制造业历史相对较高的毛利水平难以持续，未来将面临回落，石油天然气开采业可能维持目前阶段相对均衡的毛利率水平甚至在原油均价提升的背景下仍将小幅回落。同时，考虑到主营业务收入增速回升及费用的相对刚性，全年的费用率预计较去年将小幅改善，但费用率长期改善趋势基本结束。综合考虑毛利率的回落及费用率小幅改善，预计目前处于相对高位的销售净利率继续提升的空间有限，10 年总体水平将较 09 年基本相当略微改善，上市公司未来盈利能力改善的主要动力来自于产品升级、需求扩张或资产效率提升下的资产周转率提高及提高杠杆。综合考虑上述因素，我们认为 10 年全部 A 股上市公司 ROE 将较 09 年继续小幅提升至 13.5%~14% 左右水平，低于 07 年但高于 06 年水平，对应 10 年实现净利润约 1.27~1.32 万亿，同比增长 18.84%~23.72%。

自下而上，我们统计覆盖的 388 家公司盈利预测，09 年合计净利润约占全部 A 股可比公司的 88%，样本覆盖比较广泛，09 年实际盈利增长 24.96%，基本接近全部 A 股可比公司盈利增速，10 年预测盈利增长 25.93%，略高于我们的预测结果。

表 7: 全部 A 股公司 10 年盈利预测

	2009A	% YOY	ROE	
净利润	10695	27.24%	12.55%	
净资产	85248	18.88%	假设 ROE	09 年末净资产
	11678	9.19%	12.5%	93422
	12192	13.99%	13.0%	93782
10 年预测利润	12710	18.84%	13.5%	94145
	13231	23.72%	14.0%	94510
	13757	28.63%	14.5%	94878

资料来源: 国信证券经济研究所

表 8: 全部 A 股公司 10 年盈利预测

国信行业	2009A	2010E	2011E	09 年同比	10 年同比	11 年同比
传媒	18.38	23.45	26.49	9.93%	27.58%	12.96%
电气设备	74.48	88.26	101.19	72.69%	18.50%	14.65%
房地产	270.06	401.66	527.58	39.85%	48.73%	31.35%
纺织服装	59.33	55.68	68.98	52.36%	-6.15%	23.89%
公用事业	211.09	258.7	221.77	278.98%	22.55%	-14.28%
黑色金属	107.05	242.16	365.05	-37.14%	126.21%	50.75%
机械设备	161.86	223.95	274.8	-6.67%	38.36%	22.71%
基础化工	50.86	106.68	132.22	-33.00%	109.75%	23.94%
家用电器	81.17	107.51	127.98	52.52%	32.45%	19.04%
建筑建材	255.92	326.44	377.7	113.39%	27.56%	15.70%
交通运输	295.32	392.39	431.31	845.02%	32.87%	9.92%
金融	4995.41	5860.5	6379.9	24.52%	17.32%	8.86%
旅游休闲	11.75	14.56	18.93	15.88%	23.91%	30.01%
能源	2129.27	2772.31	3346.49	12.53%	30.20%	20.71%
农林牧渔	16.43	26.38	30.53	13.55%	60.56%	15.73%
汽车汽配	188.23	193.32	211.72	139.05%	2.70%	9.52%
商业贸易	38.97	52.82	64.68	26.53%	35.54%	22.45%
食品饮料	143.87	205.53	255.25	69.22%	42.86%	24.19%
信息技术	121.81	149.59	206.14	-55.27%	22.81%	37.80%
医药保健	89.72	119.33	145.7	57.99%	33.00%	22.10%
有色金属	51.64	188.97	232.41	-35.88%	265.94%	22.99%
造纸印刷	33.15	34.32	41.68	50.27%	3.53%	21.45%
综合	4.55	6.12	6.68	2.02%	34.51%	9.15%
总计	9410.32	11850.63	13595.18	24.96%	25.93%	14.72%

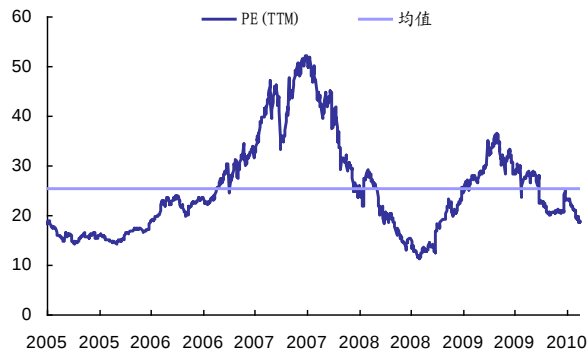
资料来源：国信证券经济研究所

市场趋势：下半年随着政策放松机会显现

沪深 300 的动态估值中枢目标在[13 19]之间

从滚动市盈率看，目前沪深 300 的估值水平为 18 倍，低于历史的平均水平；从动态市盈率来看，2010 年的利润增速可能达到 20%左右，动态的估值水平为 15 倍，对应着沪深 300 的点位是 2760 点。我们的分析师自下而上的盈利增速预测为 26%，对应着动态市盈率为 14.2 倍。我们预计下半年沪深 300 的动态估值中枢在[13 19]之间，历史的最低水平在 11-12 之间，低于 12 倍市盈率的时间很短。

图 26: 沪深 300 的估值水平

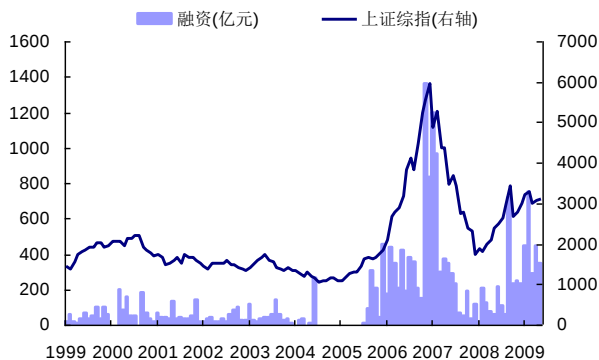


数据来源: Bloomberg 国信证券经济研究所

扩容压制估值

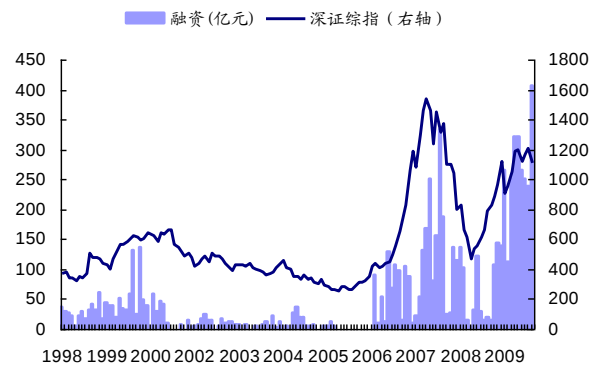
市场的供求关系是影响 A 股市值的重要因素。短期来看, A 股的扩容节奏并没有发生改变, 尤其是深市比沪市融资规模更大, 这些都是制约市场的因素。随后的农行、光大以及上海银行等较大规模的融资以及银行的再融资等, 都一定程度给市场带来冲击。

图 27: 扩容的压力困扰 A 股市场 (上海市场)



资料来源: IMF 国信证券经济研究所

图 28: 扩容的压力困扰 A 股市场 (深圳市场)



资料来源: IMF 国信证券经济研究所

A 股制度转型: 告别短缺时代

整个市场的供求关系将进入到买方市场, 结束了股市供给的短缺时代。随着 A 股进行股权分置改革以来, 整个 A 股市值将迎来全流通, 目前流通市值占整个市值达到 64%。

从整个流通市值与储蓄存款的占比来看, 截至到 4 月末, 目前整个流通市值在 14 万亿, 而储蓄存款在 21 万亿, 目前的流通市值与储蓄存款的占比超过了大牛市的 2007 年的顶点时期。

A 股在做空和全流通的制度变革下, 市场的估值难现 07 年大牛市的疯狂, 估值中枢相对稳定。如果是投资者做套利使用的比例比较大, 或者说机构套期保值增多, 有利于稳定市场。如果全流通下股指期货成为大非减持的过桥工具, 尤其是一些权重股, 这将制约 A 股估值。

图 29: A 股将迎来全流通



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

图 30: 流通市值与储蓄存款的占比 (%)



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所整理

行业配置:寻找转型中的 Alpha 行业

我们可以基于以下四个维度寻找投资机会,一是转型过程中的新兴战略产业和传统有技术优势的战略性新兴产业机会一直存在,这是未来较长时间跑赢大市的 Alpha 行业。二是受益于从“压”到“保”的政策,如在城镇化进程中的保障性住房的推出,鼓励民间投资相关的投资品行业。三是受益于进入设备投资周期的美国经济复苏相关的行业。四是随着欧洲主权债务危机的解决,强周期的资源性行业仍有阶段性的机会。综上,超配的行业是生物医药、机械、电子、传媒、建材等。到四季度基于政策放松的预期可均衡配置受益于政策放松的板块和弱周期板块。

根据上述行业的看法,建议配置比例如下:

表 2: 建议的行业配置比例 (%)

申万行业	二级行业	标准配置	建议配置	超配与否	配置的简单理由
农林牧渔		0.75	0.75	标配	
采掘		7.19	5	低配	
化工		3.7	2	低配	
	石油化工	1.39	-		
黑色金属		3.65	-		
有色金属		6.97	6.97	标配	
建筑建材		4.14	5	超配	看好保障性住房带动和节能材料
机械设备		4.84	10	超配	看好保障性住房和下游消费需求旺盛，以及装备业升级
	电气设备	2.47	6		
电子元件		0.13	3	超配	看好景气度的持续，以及产业升级带来的需求
交运设备		4.17	3	低配	看好新能源汽车
信息设备		1.58	1.58	标配	
家用电器		1.89	1.89	标配	
食品饮料		4	4	标配	
纺织服装		0.45	-	低配	
轻工制造		0.3	-	低配	
医药生物		3.84	8	超配	医药下乡，未来三年都保持较快增长
公用事业		3.6	2.9	低配	
	环保	0	2.9		
交通运输		5.03	4.4	低配	
房地产		6.35	6	低配	
金融服务		31.67	29	低配	
	银行	20.77	19		
	证券	5.3	-		
	保险	5.16	9		
商业贸易		2.92	2.92	标配	
餐饮旅游		0	1		
	景点	0	1	超配	看好旅游消费升级
信息服务		2.28	3	超配	
	传媒	0.56	3		看好产业升级以及政策支持
综合		0.55	0.55	标配	

资料来源：国信证券经济研究所整理

寻找转型中的 Alpha 行业

重工业化时期的 Alpha 行业是金融、地产和资源类的股票。这是因为重化工业典型的特征就是要素成本不断抬升，经济增速较快，相对于股市来说，容易产生大牛市行情，而且持续的时间长。

通过对比我们也发现，土地价格的上涨和股市的上涨趋势一致，时间上也表现出较高的一致性。但是我们看到这种上涨是不具备可持续性，上涨的时间越长和幅度越大的市场，调整的幅度也越大，调整的时间也越长。日本和中国的股市就是个案。

表 3: 重化工业阶段房地产和股市同时出现牛市

	实体的房地产表现			股市表现	
	时间跨度	上涨幅度	时间跨度	指数上涨	领涨行业
台湾	86-90	接近 4 倍	87.1-90.1	TWSE: 948%	金融
韩国	87-91	接近 2 倍	85.1-89.3	KOSPI: 643%	金融、交通运输和原材料
日本	持续时间 长(55-91)	超过 7 倍			
中国	06-08	涨幅较大，区域差别大	05.5-07.10	沪深 300: 565%	金融、有色、房地产

资料来源：WIND 国信证券经济研究所整理（日本股市如果算大周期从 74 年到 90 年一直牛市，涨幅接近 9 倍）

但是进入到转型阶段后，行业发生了很大的转变，Alpha 行业是政策支持的行业和有技术优势而升级的传统行业。首先是台湾、韩国和日本等经济体的金融业在

股市表现远逊色于重工业化阶段。其次一些受到产业政策鼓励和升级的行业如电子信息、原材料（典型的是韩国的钢铁）、电气设备和精密仪器（日本）表现都非常不错。

表 4：转型阶段股市里的行业表现

	时间跨度	指数上涨	领涨行业
台湾	92.9-94.12	TWSE: 102%	金融和电子表现超越大盘，建筑建材表现较差
	96.1-97.7	TWSE: 111%	电子（260%）居首，陶瓷业表现较差
	99.1-00.1	TWSE: 62%	电子（115%）居首，建筑建材负增长
韩国	92.7-94.11	KOSPI: 110%	原材料（190%）、电子信息（183%）和交通运输（143%）表现很好，而金融表现很差
	98.6-99.12	KOSPI: 199%	电子信息（298%）和服务业（143%），造纸表现很差
日本	74.10-78.10	日经 500: 93%	通信、医药、证券、交运设备等消费升级行业以及电气机械、精密仪器
	79.11-85.9	日经 500: 95%	通信、医药、证券等

资料来源：WIND 国信证券经济研究所整理（日本股市如果算大周期从 74 年到 90 年一直牛市，涨幅接近 9 倍）

结合中国目前的现状：我们觉得电子信息、装备制造业上都有机会，如拥有核心技术的高铁等都可能成为未来产业升级的受益的行业。一些新能源、新材料、生物医药、节能环保、电动汽车、信息通讯等政策推动未来技术至高点的新兴战略性新兴产业是我们中长期关注与配置的重点。

寻找美国经济复苏和对冲政策效果而“保”增长的行业

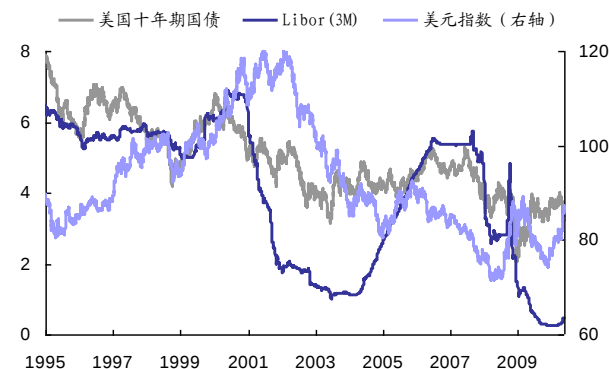
按照后复苏以及美国经济从存货周期过渡设备投资周期，我们认为电子类的行业会受益。由于保障性住房出台对冲投资增速下滑的比例，这将给相关行业带来的投资机会如建材和工程机械。

大宗商品和强周期行业：静待欧元区风险释放

美元指数的判断对于大宗商品价格指数的走势判断很重要。我们发现美元的走势要么跟随 Libor 水平，尤其是市场恐慌时。如从 2009 年 4 月-2009 年底，即美国实施量化宽松的货币政策以来，美国的 Libor 水平比较好的反应美国的货币政策，取代美国国债的指标作用，这时国债收益率难以像以往一样反映货币政策。这是由于美国政府大举发债，导致国债供给暴增，扭曲了收益率走势。其次是，跟随美国国债。2009 年底以来，随着经济复苏，逐步回归正常，十年期国债又开始成为货币政策的指标，美元开始跟随国债进行波动。

当前是欧元区采用量化宽松的货币政策，美元再次与跟随 Libor，表明市场的恐慌情绪仍没有缓解，随着欧元区风险的释放，美元将止住升势，未来重新出现调整的可能性较大。这样可以把握一些强周期行业如煤炭和有色阶段性反弹的投资机会。

图 31：美元指数、Libor（3M）以及十年期国债



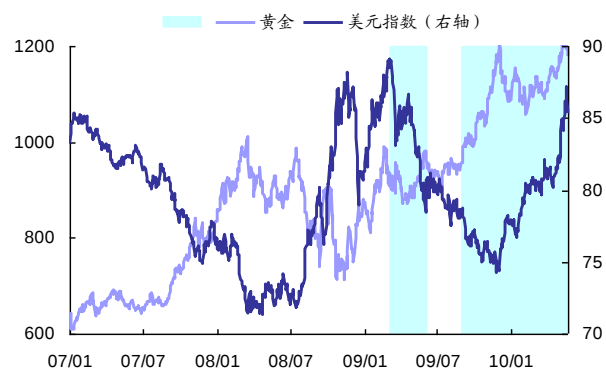
资料来源：Bloomberg 国信证券经济研究所整理

图 32：美元指数与欧洲主权债务危机的关系



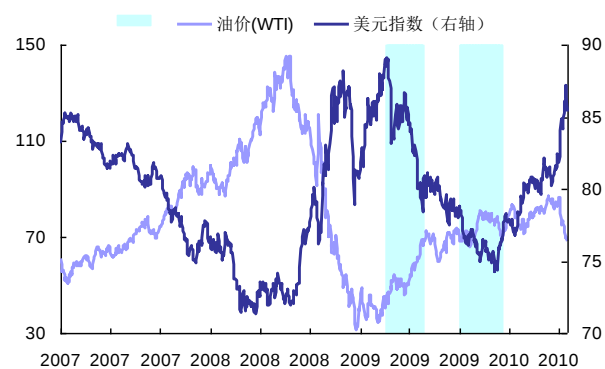
资料来源：Bloomberg 国信证券经济研究所整理

图 33: 美元指数与黄金价格的关系



资料来源: Bloomberg 国信证券经济研究所整理

图 34: 美元指数与石油的关系



资料来源: Bloomberg 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	崔 嵘	021-60933159	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	廖 喆	021-60933162	陈建生	0755- 82133766
		黄学军	021-60933142	岳 鑫	0755- 82133766
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煜	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66022025	李遵庆	0755-82130532	高 宇	0755- 82130876
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	戴 军	0755-82133129
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	黄志文	0755-82133928
周 琦	0755-82133568			秦国文	0755-82133528
赵学昂	0755-66025232			林晓明	021-60933154
				赵斯尘	021-60875174
				程景佳	021-60933166
				徐左乾	0755-82133090

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	