

研究所策略部

否极泰来

---2010年下半年A股市场投资策略

研究报告—A股策略

发布日期: 2010年6月7日

李俊 S0730209090115
021-50588666-8109 lijun@ccnew.com

张刚 S07302071200577
021-50588666-8100 zhanggang@ccnew.com

刘锋 S0730209090111
021-50588666-8012 liufeng@ccnew.com

方夏虹 S0730208090068
021-50588666-8042 fangxh@ccnew.com

联系人: 马嵌奇

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F

邮编: 200122

投资要点:

- 国内经济历经五个季度,从“去库存化”复苏到加速复苏之后,短期很难出现新的经济增长点。在国内地产市场的严厉调控与信贷政策的收紧下,复苏开始进入小周期的末端。自4月份开始,宏观调控下的国内经济增长势头或已经见顶,预计未来三个季度将趋于放缓,但经济出现硬着陆的风险不大,且实际通胀压力应在可承受的范围之中。
- 资本市场表现得相当有效。前期A股市场的下跌提前反应了国内经济未来6-9个月基本面的变化,市场的价值底部已经出现。虽然从业绩驱动与流动性推动来看,下半年市场估值大幅扩张仍然缺乏强有力的基础,但我们预计随着政策调控压力的逐步释放,A股市场环境有望好转,投资者的悲观预期也将随之改变。
- 不过,经济数据下滑、通胀预期以及欧洲主权债务危机的演化在未来一段时间仍会修正投资者的预期,A股市场将需要相当长时间的筑底过程。我们预计A股市场将在寻底成功之后逐渐回升,市场重心随之出现上移,上证综指运行区间有望在2200-3000点,对应2010年市盈率14.4倍-19.6倍。
- 我们认为“否极”将会“泰来”。在投资者预期出现变化之后,2010年下半年A股市场将出现阶段性、结构性的投资机会。经过调整之后的大盘蓝筹股开始显现长期投资的价值,而受益于经济调结构进程的题材概念仍会有继续表现的空间,但个股走势难免出现分化。建议投资者关注以下三类主题:消费升级、小盘+新兴产业以及外延式增长。
- 风险提示:国内政策持续紧缩;欧洲主权债务危机深化;A股市场大幅扩容

目录

1	引言	4
2	上证综指跌破年线之争	5
3	持续五个季度的经济复苏进入小周期末端	6
3.1	货币政策调整预期减弱	6
3.2	地产行业进入政策观察期	7
3.3	宏观调控推动GDP增速逐季回落	9
3.4	通胀应在承受范围	9
4	估值扩张的空间不大	10
4.1	盈利面临下调的压力	11
4.2	流动性制约估值扩张	13
4.3	外围市场不确定性加大	15
5	市场存在结构性机会	16
5.1	市场风格能否转换是个问题	16
5.2	中小盘股处于走势的第二阶段，但分化难免	17
5.3	大盘蓝筹股估值合理，长期投资价值显现	18
6	下半年A股市场投资策略	19
6.1	下半年A股市场投资机会	19
6.2	下半年A股市场投资机会	21

图表目录

图 1:	上证综指跌破年线	5
图 2:	上证综指跌破年线后阶段表现	5
图 3:	当前经济环境与 2004 年相似	6
图 4:	上证综指跌破年线时的估值	6
图 4:	准备金率继续上调空间有限	7
图 5:	上证综指在三次准备金率上调后表现	7
图 6:	信贷收紧迹象明显	7
图 7:	公开市场操作力度较大	7
表 1:	地产调控政策频出	8
图 8:	信贷收紧下投资增速出现回落	9
图 9:	工业增加值高位出现拐点	9
图 10:	推动GDP增速回落	9
图 11:	持续五个季度的经济复苏进入小周期末端	9
图 12:	年内CPI高点有望出现在三季度	10
图 13:	翘尾因素与新涨价因素共同作用	10
图 14:	PMI购进价格领先PPI在 3-6 个月	10
图 15:	PPI向CPI传导的过程仍未结束	10
图 16:	PVC期货价格下降	11
图 17:	纯碱价格大幅回落	11
图 18:	钢材价格出现拐点	12
图 19:	水泥价格继续向下	12

图 20: 工业企业盈利在不同周期下的表现	12
图 21: 原材料价格影响工业企业利润	12
图 22: 2010Q1 盈利创新高, 剔除银行后明显放缓	13
图 23: 房地产利润占比 3.5%	13
图 24: 预计 2010 年ROE在 15%-16%之间	13
图 25: 2010 年度盈利预测	13
图 26: 信贷是M1 的长期领先指标	14
图 27: M1、M2 与上证综指	14
图 28: IPO重启之后, 发行速度加快	15
图 29: 银行股巨额融资	15
图 30: A股市场仍处在全流通过程中	15
图 31: 大小非的减持压力仍然存在	15
数据来源: 中原证券研究所 Wind资讯	15
数据来源: 中原证券研究所 Wind资讯	15
图 32: 欧洲各国债务占比GDP情况	16
图 33: 欧洲各国赤字占比GDP情况	16
图 34: 黄金与美元同时上涨	16
图 35: 美股进一步上扬空间不大	16
图 36: 中证 200 较中证 100 溢价率	17
图 37: 中证 500 较中证 100 溢价率	17
图 38: 2005 年以来A股市场的三次风格转换	17
图 39: 不同风格指数的市盈率与涨跌幅	17
图 40: 高成长性的中小盘股走势预测 (索罗斯模型)	18
图 41: 市盈率离最低点不远	19
图 42: 市净率更有优势	19
图 43: 大盘股估值略高于发达国家	19
图 44: 市场估值与印度大体持平	19
图 45: 2010 年下半年行业配置	23

1 引言

在 2010 年年度 A 股市场投资策略报告《一半火焰、一半海水》中，我们曾明确提出今年资本市场环境将相当复杂：一方面，中国经济已经开始踏上复苏之路，上市公司盈利恢复稳定增长，基本面将赋予市场一定的支撑；另一方面，货币政策、A 股融资均回归正常化，市场估值又难以大幅扩张。

我们认为市场将处于宽幅振荡的格局。但是，在经济由“保增长”向“调结构”演化的过程中，A 股投资者对调控政策的激烈反应超出了我们的预期。伴随信贷收紧、地产调控以及欧洲主权债务危机的愈演愈烈，无论是技术派还是宏观派，都逐渐认同基本面、政策面、资金面存在压力，市场调整的幅度也随之加大。

值得注意的是，在 2010 年 4 月 19 日，上证综指跌破所谓“牛熊分界线”的年线之后，市场更是开始陷入“深度回调”还是“熊市开始”之争。乐观者认为本轮调整是对 2008 年 10 月以来巨大涨幅的修正，市场趋势没有发生根本性变化；悲观者认为熊市已经开始，市场寻底的过程仍然漫长。

展望下半年，我们认为当前中国经济处于向下的小周期当中，国内经济增长势头已经见顶，上市公司盈利存在下调的可能，对应的整体净资产收益率也趋于下降过程之中，市场估值难有大的提升。而国内货币政策的收紧以及外围市场的动荡也会抑制 A 股市场估值扩张的空间。此外，股指期货、融资融券的推出，改变了国内一直以来的多头思维，市场盈利模式发生重大的改变，投资者开始面临更大的挑战。

但另一方面，宏观经济基本面并未出现明显的恶化。当前国内政策会逐步回归正常化的目的，更多是为了提前预防通货膨胀与可能出现的经济过热，房地产市场的调控以及经济结构的调整也有助于国内经济的长期持续平稳运行。既然管理层将 2010 年国内经济定义为“最为复杂的一年”，这就意味着政策调控难以激进，还是会统筹兼顾各方利益来逐步解决经济运行中存在的问题。我们预计后续的政策将会保持在适度的范围，先紧后松的可能性更大一些。因此，本轮股市调整的冲击力或低于以往。

有鉴于此，我们认为市场言“熊”尚早，本轮的调整可能只是对 1664 点-3478 点以来的一次技术性的修正。我们认为随着股指的下跌，估值洼地效应也将渐渐体现出来，包括产业资本在内的价值派将迎来新的黄金投资周期。回想 2008 年，在股指急跌的过程中，不少上市公司的控股股东大幅增持，在后来的弹升行情中获益匪浅。如今，在青岛海尔、海信电器、贵州茅台等个股身上，同样的一幕情形正在发生。

“否极”定会“泰来”。在宏观经济未有实质性改变之前，持续的急跌往往隐含着报复性反弹，而产业资本的出手也意味着底部越来越近。但由于资金的充裕程度难以与 2009 年相比，我们预计 A 股市场所存在的投资机会更多是结构性的。从 2010 年下半年的市场表现来看，预计经济调整过程中出现的新兴产业类投资机会，仍将有继续表现的空间，但个股难免会出现分化的格局；而对于传统产业来说，调整之后的部分蓝筹股开始逐步显现出长期的投资价值。

2 上证综指跌破年线之争

2010年4月19日，上证综指跌破年线，A股市场陷入“熊市开始”还是“深度回调”之争。我们统计了上证综指历史上前五次跌破年线后的走势情况，发现随后一年左右的时间基本以下跌为主，平均跌幅高达40.9%。

从一般的规律来看，跌破年线到出现阶段性低点之间的时间越长，下跌的累计幅度会越大。比如1998年8月10日，上证综指跌破年线后收于1234点，但在8月18日即见到阶段性低点1043点，随后出现一轮反弹，期间跌幅仅为15%。但是，其他四次从跌破年线至阶段性低点的间隔时间均超过三个月，对应的跌幅在26%-65%之间。就当前市场环境来看，期望短期内股指成功收复年线的可能性较小，如果按26%左右的跌幅计算，上证综指年内可能会跌至2200点附近。

图 1：上证综指跌破年线



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 2：上证综指跌破年线后阶段表现

开始时间	结束时间	当日收盘	阶段低点	区区间隔	区间跌幅
1993.07.05	1994.08.01	952	326	一年零一个月	65.76%
1998.08.10	1998.08.18	1234	1043	较短	15.48%
2001.07.27	2001.10.22	2065	1514	三个月	26.68%
2004.06.07	2005.06.06	1518	998	一年	34.26%
2008.01.30	2008.10.28	4417	1664	9个月	62.33%
2010.04.19	?	2980	?	?	?

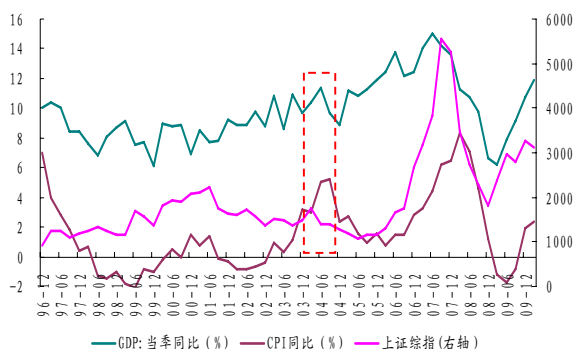
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

而从跌破年线所需要的条件来看，一般均与基本面的变化有关。比如1998年8月上证综指的下跌主要是受亚洲金融危机的影响，而2001年7月的下跌更多是与美国网络股泡沫的破灭有关；最近的2008年1月30日，上证综指跌破年线与美国金融危机分不开。仅就比较来看，目前宏观经济基本面没发生大的变化，指数下跌的根本原因在于市场对宏观调控的担忧，这与2004年-2005年更为相似。如果按34%的跌幅来计算，上证综指年内低点将在2000点附近。

此外，如果仅仅只是比较宏观方面的因素，未来一段时间，国内经济增长速度有望放缓，而实际的通胀压力将会回升，对应历史上的2004年3月-2004年9月也出现过类似的情景。我们发现在这一阶段，股指呈现出宽幅震荡走势，在通胀高点出现之前向下，而在通胀缓解之后出现明显反弹。

不同的是，本次跌破年线时的A股市盈率水平明显低于以往。综合来看，我们判断本轮调整的冲击力相对要低，市场向下空间有限。有鉴于此，我们认为跌破年线并不意味着熊市的必然到来，本轮的调整可能只是对1664点-3478点以来的一次修正。虽然投资者市场一致预期的修正仍需要相当长的时间，但我们认为过分悲观并不可取。

图 3: 当前经济环境与 2004 年相似



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 4: 上证综指跌破年线时的估值



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

3 持续五个季度的经济复苏进入小周期末端

管理层年内以来的政策收紧措施超出我们的预期，尤其是对房地产市场的政策。在货币政策收紧以及地产调控的影响下，投资者对国内经济二次探底的担忧开始增加。我们认为：

1、在大规模的刺激性政策过后，政策回归正常化有利于国内经济增长的持续性与稳定性。在应对通胀预期的过程中，通过数量型的办法（如提高法定准备金率、公开市场操作以及信贷规模的控制）进行调控的空间已经越来越小，下一阶段的调控手段应会侧重于价格型（如利率的调整，人民币升值的重新启动），但我们认为年内出台的可能性较小。

2、房地产市场将经历痛苦的调整阶段。随着新“国十条”的出台，地方政府房产新政的细则也将陆续推出。下一阶段，随着地产调控政策的告一段落，市场将会进入政策效果观察期。从我们的观点来看，地产价格大幅下跌的同时，政策调控有望出现适度放松，此外，随着下半年保障性住房将展开大规模的建设，地产调控下的相关行业盈利下调幅度将低于当前的悲观预期。

3、下一阶段经济展望：国内经济历经五个季度，从“去库存化”复苏到加速复苏之后，短期很难出现新的经济增长点。在国内地产市场的严厉调控与信贷政策的收紧下，复苏开始进入小周期的末端。就 2010 年 4 月份的经济数据来看，宏观调控下的国内经济增长势头或已经见顶，预计未来一段时间将趋于放缓，但硬着陆的风险不大，实际的通胀压力应在可承受的范围之中。

3.1 货币政策调整预期减弱

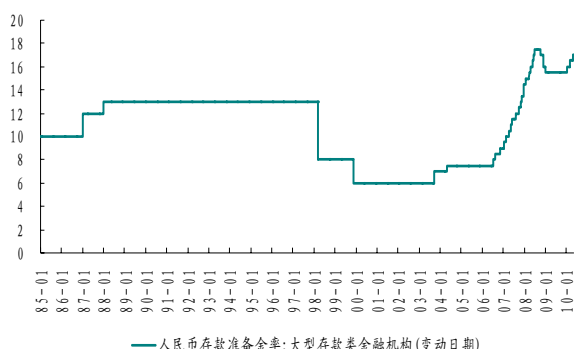
2010 年来的政策调整超出市场的预期。三次上调准备金率、银行信贷资金明显收紧、公开市场操作力度明显加大，A 股市场明显感受到政策紧缩带来的压力，市场陷入深幅调整之中。

而在下半年，政策调整的预期仍然存在。从国内来看，实际通胀压力的上升下的负利率使得加息成为可能。从国外来看，贸易不平衡下的人民币升值预期一直存在。但我们认为从时间点上来看，2010 年至多加息一次，而升值更有可能被推迟至 2011 年。

我们的逻辑如下：1）由于全球经济复苏进展不平衡，通胀的压力也不尽相同，各国加息的步伐十分混乱。对于我国来说，公开市场操作和存款准备金率下一步的操作空间越来越小，但如果独自加息，中美利差继续扩大，套利资金流入中国将带来通胀和升值压力。

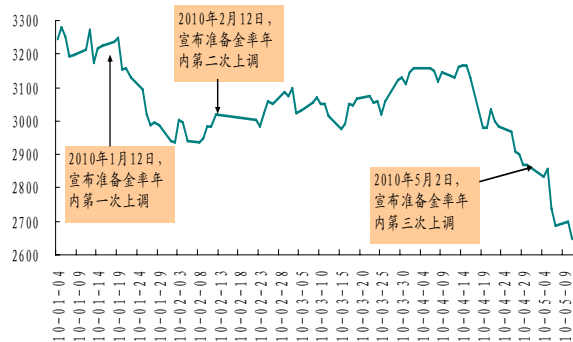
2）欧洲全盘托出了 7500 亿欧元的救助计划，这就意味着新一轮注资潮可能来临。在全球经济一体化的环境中，外部流动性泛滥明显削弱中国政府政策收缩的效果。此外，在外围经济仍不确定的情况下，贸然加息或升值将给国内经济带来相当大的风险。

图 4：准备金率继续上调空间有限



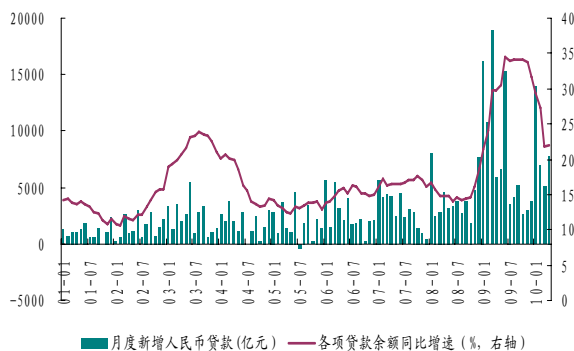
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 5：上证综指在三次准备金率上调后表现



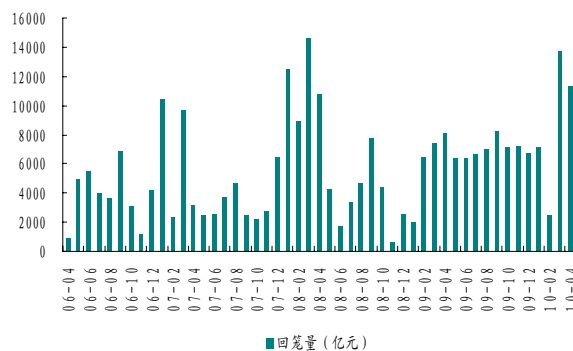
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 6：信贷收紧迹象明显



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 7：公开市场操作力度较大



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

3.2 地产行业进入政策观察期

自 4.15 “国十条” 出台以来，各地方政府和各部委目前仍在制定相关的实施细则。比如，北京出台的地方性措施，相比于全国性政策更加严厉。就当前来看，地产政策调控已经导致 4 月-5 月份的房地产成交量出现萎缩，但商品房价格和房地产投资活动暂时还没有出现明显下降。于是，进一步实施如房产保有税的必要性加大，房地产市场的政策利空似乎仍未出尽。

但我们认为在密集的政策出台之后，地产行业再出严厉调控政策似无必要。从近期部分城市如重庆等出台的细则来看，调控力度明显缓和。我们预

计房地产行业将经历几个月的效应观察期，虽然政策调控的方向不变，但在进一步紧缩的问题上将会更慎重。

在下半年，我们预计政府将大力推动保障性住房建设与棚户区改造工程，国内城镇化的推进会部分抵消掉商品房市场中的投资和新开工活动的放缓。尽管如此，房地产投资、商品房价格出现部分调整仍不可避免。我们认为 2010 全年房地产投资增速同比将增长 15%，但个别月份将会出现同比负增长。

表 1：地产调控政策频出

日期	措施	要点
2010. 04. 21	二套房以住房套数界定	新的房贷政策是以房屋数量来认定是否为第二套、第三套，同时，认定范围以家庭为单位。
2010. 04. 19	住建部：商品住房严格实行购房实名制	住建部要求商品住房严格实行购房实名制 住房城乡建设部发出《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》，要求商品住房严格实行购房实名制，认购后不得擅自更改购房者姓名。
2010. 04. 17	国务院：房价过高地区可暂停发放第三套房贷	商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。
2010. 04. 15	国务院常务会：贷款买二套房首付不得低于 50%	国务院常务会议要求，对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。对购买首套住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%。
2010. 04. 13	住建部：加快保障房建设	住房城乡建设部 13 日召开电视电话会议，要求加快保障性住房建设，其中，公共租赁住房建设是下一阶段工作的重点，同时遏制部分城市房价过快上涨。
2010. 04. 11	银监会：银行不得对投机投资购房贷款	银行业金融机构要增加风险意识，不对投机投资购房贷款，如无法判断，则应大幅度提高贷款的首付款比例和利率水平，加大差别化信贷政策执行力度。
2010. 03. 18	国资委要求 78 家非地产主业央企 15 天退出方案	按照国资委要求，除已确定的 16 家以房地产为主业的央企外，78 家不以房地产为主业的央企正在加快调整重组，在完成自有土地开发和已实施项目后要退出房地产业务。
2010. 03. 10	国土部强调房地产用地监管	国土部发通知：一、加快住房建设用地供应计划编制；二、促进住房建设用地有效供应；三、切实加强房地产用地监管；四、建立健全信息公开制度；五、开展房地产用地突出问题专项检查。
2010. 02. 20	银监会发布流动资金贷款管理暂行办法打击炒房者	流动资金贷款不得用于固定资产、股权等投资，不得用于国家禁止生产、经营的领域和用途。
2010. 01. 12	央行上调准备金率强力遏制信贷冲锋	中国人民银行决定，从 2010 年 2 月 25 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2010. 01. 10	国办发出通知要求促进房地产市场平稳健康发展	国办发出通知，要求进一步加强和改善房地产市场调控，稳定市场预期，促进房地产市场平稳健康发展。
2009. 12. 23	财政部：五年内住房转让全额征收营业税	自 2010 年 1 月 1 日起，个人将购买不足 5 年的非普通住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买超过 5 年(含 5 年)的非普通住房或者不足 5 年的普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买超过 5 年(含 5 年)的普通住房对外销售的，免征营业税。
2009. 12. 17	5 部委新政打击囤地炒地：拿地首付不低于 50%	五部委出台《进一步加强土地出让收支管理的通知》，明确开发商以后拿地时，“分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，特殊项目可以约定在两年内全部缴清，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的 50%”。
2009. 12. 14	国务院提四措施遏制部分城市房价过快上涨	国务院提四措施遏制房价：一要增加普通商品住房的有效供给；二是继续支持居民自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房；三要加强市场监管；四要继续大规模推进保障性安居工程建设。
2009. 12. 09	个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年	国务院决定个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年，其他住房消费政策继续实施。

2009.12.07

中央经济工作会议：明年要增加普通商品房供给

中央经济工作会议指出，增加普通商品房供给，支持居民自住和改善性购房需求，加大农村危房改造支持力度。

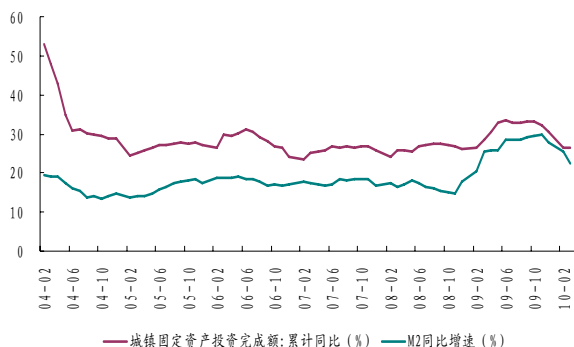
数据来源：中原证券研究所整理

3.3 宏观调控推动 GDP 增速逐季回落

受货币政策收紧以及地产调控的影响，固定资产投资增速明显回落，工业增加值已现拐点。我们预计未来一段时间，保障性住房可以弥补部分商品房投资的下滑，但固定资产投资增速仍将继续回落，并带动 GDP 增速回落。

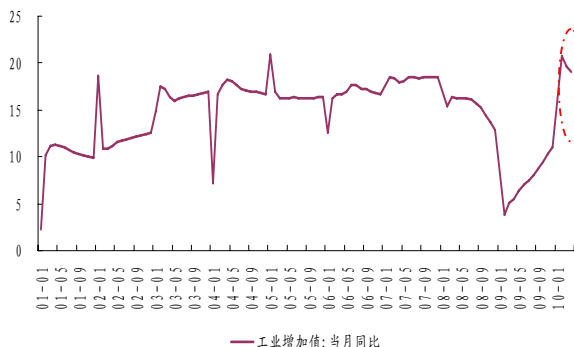
此外，从国内经济的小周期运行来看，持续 3-5 个季度的上升之后，增长的速度将明显放缓。这一点在 98-99 年、03-04 年、05-06 年上得到例证。由于本轮调控与 03-04 年较为相似，我们预计国内 GDP 增速由一季度的 11.9% 回落至二季度 10%、三季度的 9%、四季度的 9% 左右。

图 8：信贷收紧下投资增速出现回落



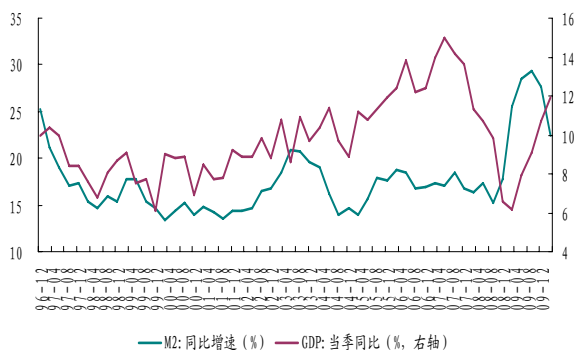
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 9：工业增加值高位出现拐点



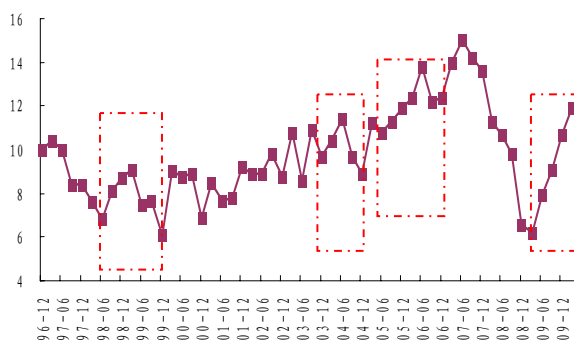
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 10：推动 GDP 增速回落



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 11：持续五个季度的经济复苏进入小周期末端



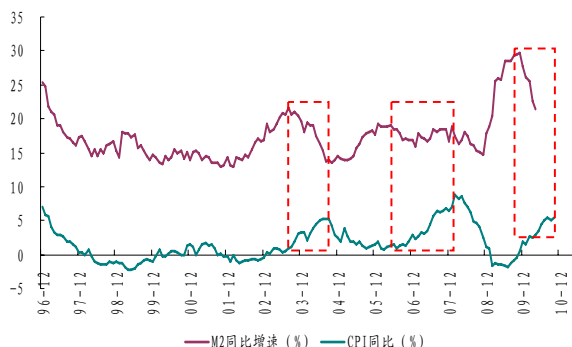
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

3.4 通胀应在承受范围

在一季度经济偏热的环境下，物价滞后于信贷增速，仍将会处于上升通道。各种新涨价因素和正翘尾因素导致短期通胀压力继续增大，而随着国内资源性产品改革的深入，生产资料价格的上涨将主导 PPI 继续上行并传导至 CPI 环节，2010 年下半年国内通胀压力明显加大。

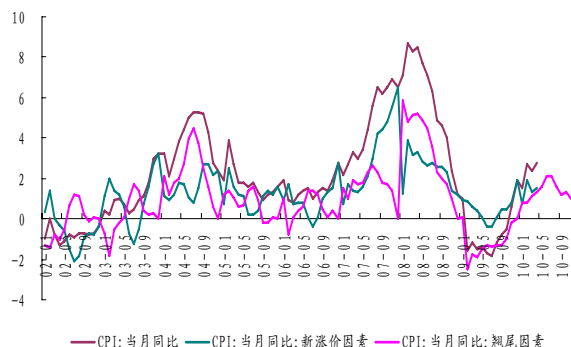
综合来看，我们预计 CPI 增速将在三季度达到年内高峰，最高月份将接近 5%，随后将在四季度有所回落。而在二季度末至三季度期间，国内通胀的预期将有望得到强化，但随着国内经济增速的放缓，通胀预期也会随之弱化。预计全年 CPI 增速略高于 3%，相对于经济增长来说，实际的通胀压力并不大。

图 12：年内 CPI 高点有望出现在三季度



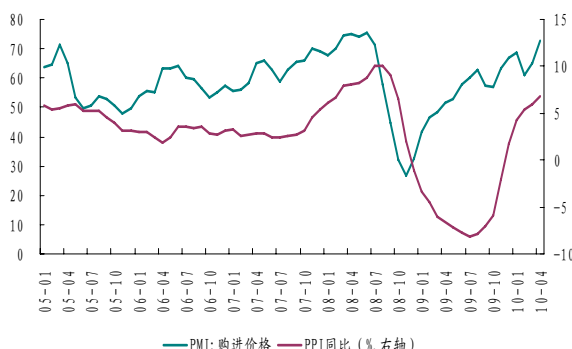
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 13：翘尾因素与新涨价因素共同作用



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 14：PMI 购进价格领先 PPI 在 3-6 个月



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 15：PPI 向 CPI 传导的过程仍未结束



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

4 估值扩张的空间不大

从年初以来的调整方式来看，大盘提前反应了经济基本面的变化，A 股市场显得相当有效。而对于下半年 A 股市场来说，估值能否得到提升主要还是看业绩与流动性的变化。我们认为：

1、盈利面临下调的压力。地产调控带来相关投资品价格的下滑，如果 PPI 增速过高并且维持较长的时间，工业企业盈利将被侵蚀，而银行板块仍面临地方融资平台以及地产调控的双重压力。我们下调 2010 年盈利增速至 10%-20% 左右，预计中报之后部分行业的盈利预测将被大幅下调。

2、流动性不支持估值大幅扩张。国内货币政策明显收紧，信贷资金得到有效控制。从目前来看，三月期央票利率、银行间隔夜拆借利率以及长三角票据直贴利率均出现明显的提高，相较于以前，市场资金成本明显上升。而

另一方面，新股 IPO、再融资以及配股下的市场扩容压力仍然存在。除此之外，人民币升值预期的减弱也难以支持 A 股市场整体估值的提升。

3、外围市场进一步上升的空间有限。美国主要股指反弹时间已超过一年，反弹幅度也相当大，继续向上的空间有限。此外，欧洲主权债务危机仍处在演化过程之中。而一旦市场出现美国刺激政策退出的预期，美元大量的回流也不利于新兴市场股市的走强，如果香港市场估值难以得到提升，必会通过 AH 之间的联动效应来影响 A 股市场。

4、我们认为，无论是业绩驱动，还是流动性推动，A 股的估值均缺乏强有力的基础。而由于外围市场的不确定性，纯粹寄希望欧美股市的带动也不现实。综合而言，2010 年下半年估值出现大幅扩张的可能性不大。

4.1 盈利面临下调的压力

1、地产调控下，部分投资品价格开始回落

可以预料的是，房地产市场的调控将对 A 股市场带来深远的影响。在国内，房地产投资占固定资产投资的四分之一，对 GDP 增长贡献度超过二个百分点，与其相关的行业超过 60 个，房地产板块牵一发而动全身。除银行外，房地产的调控对其产业链上的上下游相关行业影响也很深远，其景气度关乎上游资源品价格涨跌以及下游消费品销售，地产在 2010 年上半年受到的调控影响将会在下半年逐步显现。

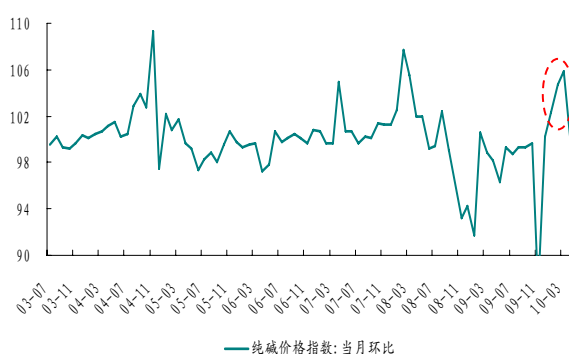
总体来看，房地产市场的调控会在短期内加剧上游行业产能过剩的程度，并给下游消费产业带来负面影响。从目前来看，与地产相关的一些投资品如 PVC、纯碱、钢材、水泥等价格已经开始出现明显回落。我们预计中报附近将是市场对盈利预测进行集中调整的时刻，与房地产相关的投资品板块盈利下调的可能性较大。

图 16: PVC 期货价格下降



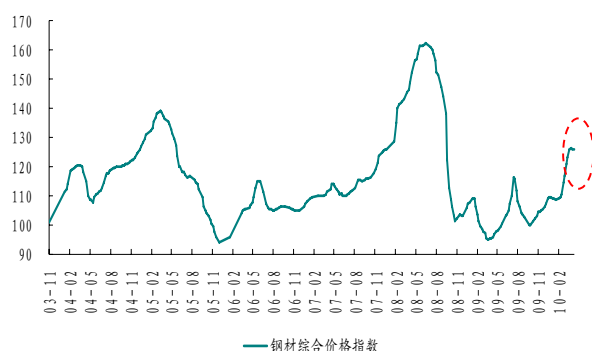
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 17: 纯碱价格大幅回落



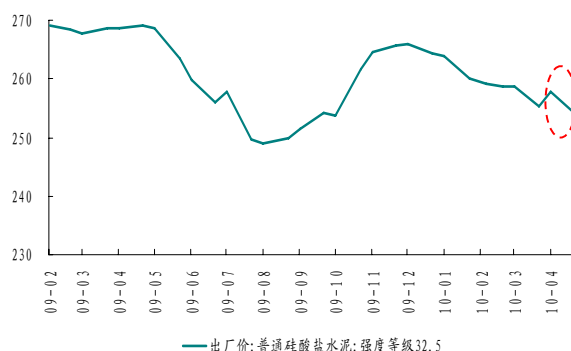
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 18: 钢材价格出现拐点



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 19: 水泥价格继续向下



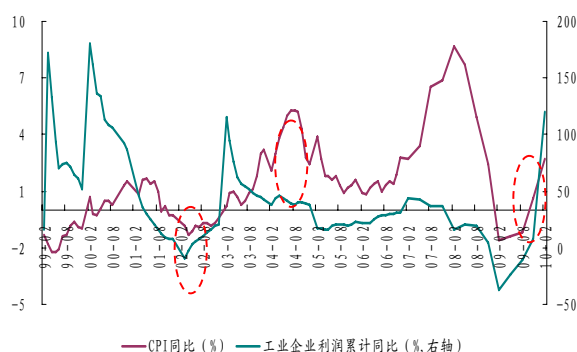
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

2、原材料价格上涨, 工业企业盈利不容乐观

从工业企业盈利来看, 一般情况下, “通缩” 对应着企业利润的大幅下滑, 如历史上的 2002 年; 较高的 “通胀” 也会导致工业企业盈利的迅速下降, 如历史上的 2004 年; 在逐步走出通缩进入温和通胀阶段, 工业企业的利润同比会出现趋势性的上升, 如刚过去的 2009 年。

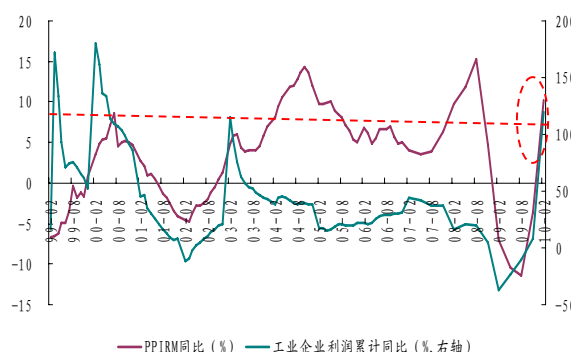
在未来一段时间内, 我们预计 PPI 增速有望继续上行, 工业企业盈利将呈现出明显的周期性特征, 部分行业景气度将有所变化。从这个角度来说, 如果 PPI 增速过高并且维持较长的时间, 周期性行业的盈利将面临一定的下调压力。

图 20: 工业企业盈利在不同周期下的表现



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 21: 原材料价格影响工业企业利润



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

3、预计 2010 年上市公司盈利增速在 10%-20%之间

从单季盈利的角度来看, 如果 A 股全年维持一季度的强劲增长, 则 2010 年盈利增速将达到 27.22%; 但如果剔除银行业的 2010 年后三季度盈利与 2009 年当期一致, 以银行盈利增长 20% 计算, 2010 年全年盈利增速仅为 17.22%。

此外, 从上市公司整体 ROE 的角度来看, 我们预计 2010 年 A 股 ROE 将高于 2006 年 14.6%, 但低于 2007 年的 17.3%, 全年将处于 15%-16% 之间, 对应

2010 年盈利增长 10.1%-17.2%。

我们预计 2010 年上市公司盈利增速在 10%-20%之间：

首先，2010 年一季度虽然 A 股整体盈利强劲，但剔除银行后增速却明显放缓，这表明在信贷收紧以及地产调控的负面影响已经开始显现；而就银行板块来看，仍面临地方融资平台以及地产调控的双重压力，再融资完成之后继续大幅释放业绩的可能性不大。

其次，虽然地产板块在 A 股中盈利占比仅 3.5%，但地产投资对其产业链的冲击正在发生，部分个股的盈利下调不可避免。很明显，产业链板块受影响的程度与下半年保障性住房建设以及国内城镇化的进程速度相关。即使如此，我们仍然预计房地产投资增速将会有所下滑，部分投资品盈利增速有望下调。

图 22：2010Q1 盈利创新高，剔除银行后明显放缓

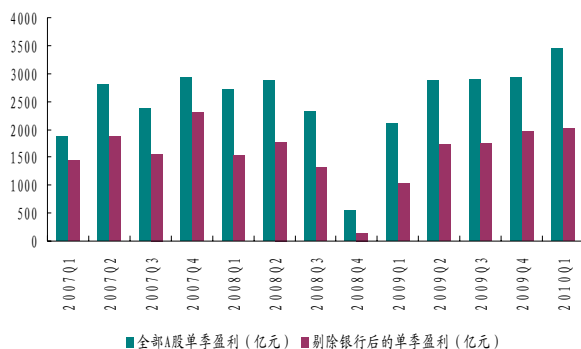
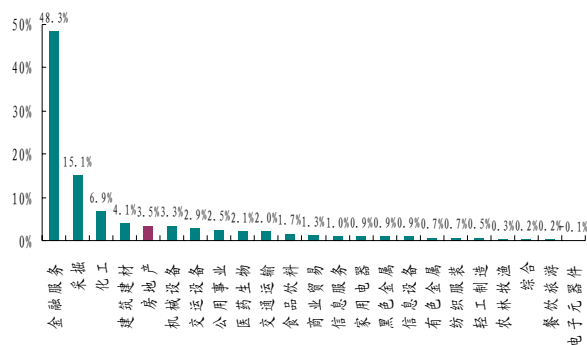


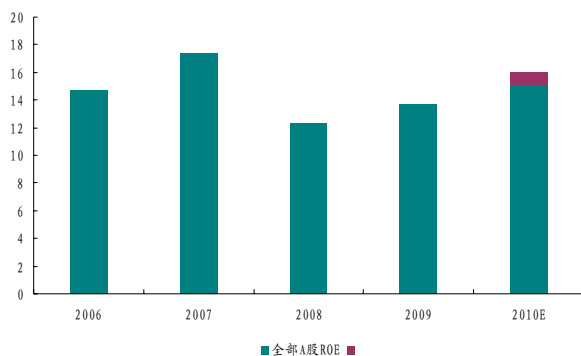
图 23：房地产利润占比 3.5%



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 24：预计 2010 年 ROE 在 15%-16%之间



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 25：2010 年度盈利预测

利用季度预测	归属母公司净利润 (亿元)	同比增速
2010Q1*4	13749	27.22%
银行20%增速, 其他=2009年盈利最高季度*4	13075.92	20.98%
银行20%增速, 其他=2009Q2-2010Q1盈利之和	12669	17.22%
利用ROE预测	归属母公司净利润 (亿元)	同比增速
2010年ROE=15%	11955.759	10.10%
2010年ROE=16%	12726.748	17.20%

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

4.2 流动性制约估值扩张

1、流动性过剩的局面出现逆转

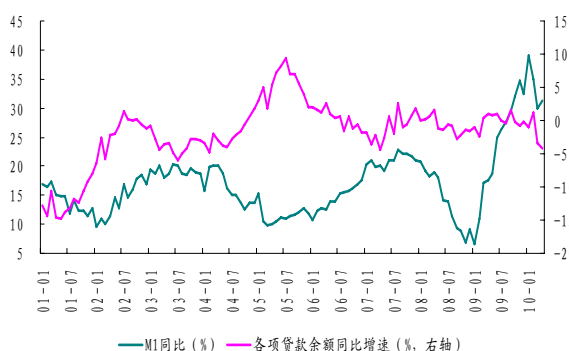
从历史上来看，A 股市场对 M1 增速极为敏感。这主要是由于 M1 由流通中货币和企业活期存款构成，而 M2 = M1 + 储蓄存款 + 企业定期存款 + 证券公司客户

保证金+其他存款，M2 中除 M1 以外的准货币或流动性差难以构成股市资金的主要供应源。

就当前来看，国内 M1 仍然维持较高的增速，而 M2 增速回落迹象明显，与投资者的经验判断出现了较大的反差。我们认为这并不奇怪：首先，从信贷增速与 M1 的关系来看，信贷是 M1 的领先指标。由于银行信贷的收紧，贷款余额增速已经明显回落，未来一段时间 M1 增速也有望下降，A 股市场提前做出反应也不奇怪。其次，就短期来看，M1、M2 交叉之后，M1 向上而 M2 向下的情况也在 1999 年 9 月份前后出现过。从当时来看，上证综指调整了四个月左右，下跌最大幅度超过 20%。

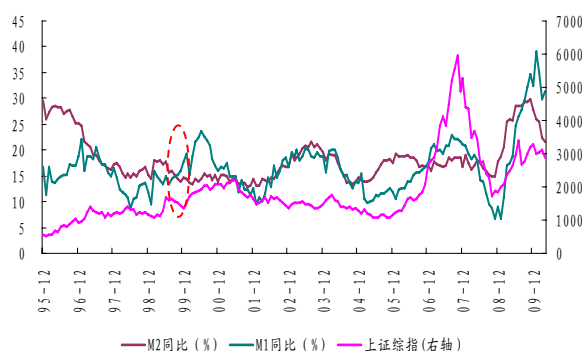
我们认为，国内经济从“保增长”向“调结构”转换，国内货币政策明显收紧，信贷资金得到有效控制，A 股流动性过剩的局面出现逆转，对资金敏感的大盘股的估值难以提升。

图 26：信贷是 M1 的长期领先指标



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 27：M1、M2 与上证综指



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

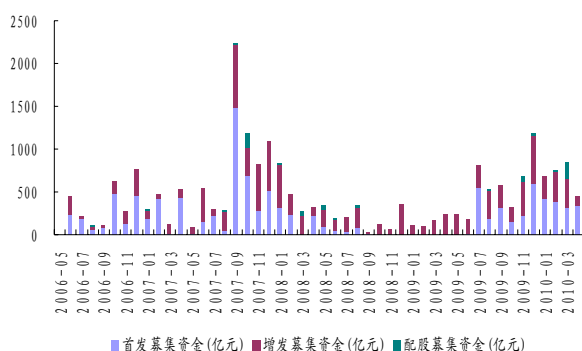
2、A 股市场急速扩容

从国内来看，A 股市场资金面遭遇挑战。首先，自 2009 年 6 月份 IPO 重启以来，A 股发行速度明显加快，配股、增发层出不穷。截止 2010 年 5 月 31 日，过去一年内 A 股 IPO 金额达 3479 亿元，同期配股 306 亿元，同期增发 3254 亿元，共 7309 亿元，月均达 609 亿元。

其次，巨额的银行股融资。在补充资本金的压力下，国内银行纷纷出台巨额融资计划，如发行可转债、增发、配售等，我们统计上市银行融资总额将达到 3069 亿元。

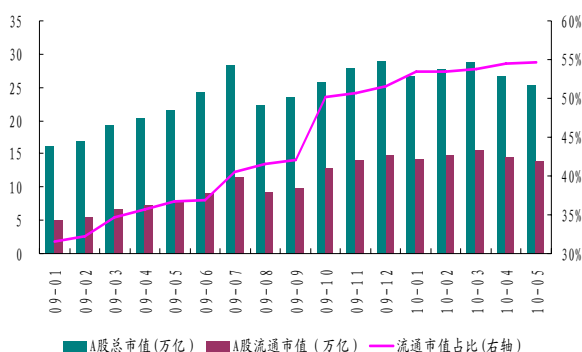
最后，限售股解禁后的减持。截止 2010 年 5 月 31 日，A 股流通市值占比达到 54.62%，较一年前增加了 17.8 个百分点。在资金压力或是兑现收益的冲动下，部分大小非选择了减持，如 2007、2008、2009 年减持金额分别达 985 亿元、345 亿元以及 1029 亿元。从中可以看出，大小非减持的力度与市场走势密切相关，这从某种程度上抑制了市场估值的快速提升。

图 28: IPO 重启之后, 发行速度加快



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 30: A 股市场仍处在全流通过程中



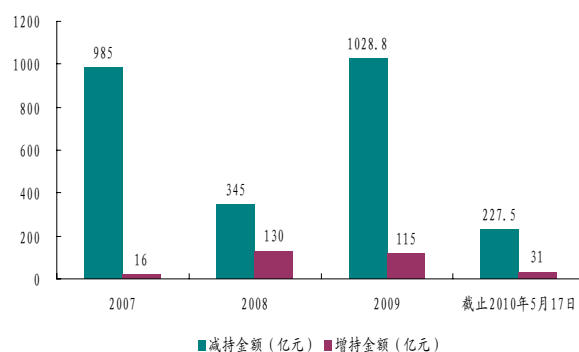
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 29: 银行股巨额融资

融资方案	A 股募资 (亿元)
中国银行 <=400 亿 A 股可转债+H 股 <=20% 股本配售	400
交通银行 A+H 股配售 <=420 亿	220
工商银行 <=250 亿可转债+<=H 股股本 20% 配售	250
建设银行 A 股增发 450 亿元, H 股配售融资 300 亿元	450
招商银行 10 股配售 1.1 股的方案, 共 420 亿元	220
浦发银行 向中国移动定向增发 22 亿股	398
农业银行 今年可能 IPO	700
南京银行 每 10 股配售不超过 2.5 股	50
深发展 规划定向增发	106.83
兴业银行 规划配股融资	180
宁波银行 规划定向增发	50
华夏银行 发行次级债	44

数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 31: 大小非的减持压力仍然存在



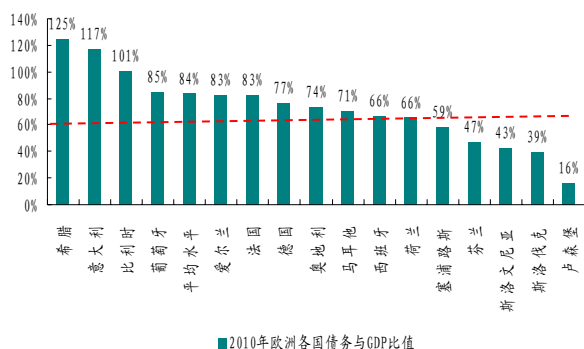
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

4.3、外围市场不确定性加大

从国外来看, 欧美主要股指继续向上的空间不大。首先, 欧洲主权债务危机方兴未艾。希腊债务重组前景仍不确定, 欧美股市的避险情绪有所上升, 欧洲主权债务危机依然是全球经济的一大不确定因素。在欧元区问题上, 7500 亿欧元能解决主权债务危机吗? 似乎有难度。因为这是用新债来还旧债, 只是把希腊等债务国的偿付压力延后而已。在压力延后的这几年内, 经济增速如果跟不上债务成本上升的速度, 问题以后还是会暴露。可问题是, 一旦要求债务国实行紧缩政策, 这能刺激经济增长吗? 也许正如巴菲特所言, 希腊债务危机将是“一部高潮迭起的惊悚片”。

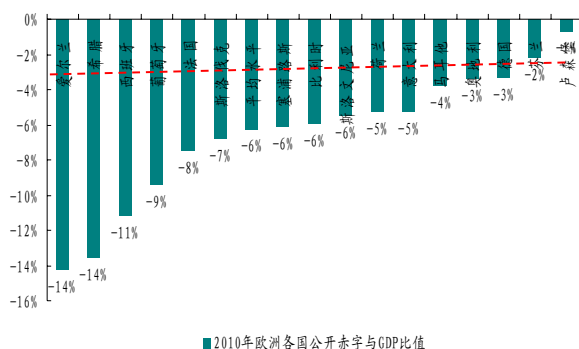
其次, 从技术上来看, 美股上涨时间超过一年, 反弹的幅度达到了跌幅 0.618 的黄金分割点, 在中国股市连续下挫之后, 美股似乎也正逐渐形成一个阶段性头部。此外, 从黄金、美元的走势来看, 国外市场投资者的避险情绪仍在蔓延。我们一方面担心美股的调整引发 A 股市场投资者的担忧, 另一方面我们也担心美国将逐步考虑刺激政策的退出, 而美元的回流也将给港股带来不利的影响, 并抑制 A 股估值水平的提升。

图 32：欧洲各国债务占比 GDP 情况



■ 2010年欧洲各国债务与GDP比值

图 33：欧洲各国赤字占比 GDP 情况

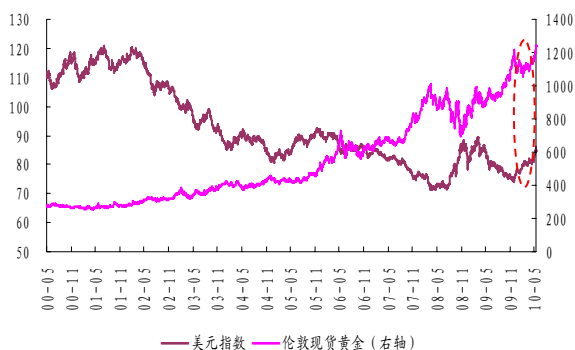


■ 2010年欧洲各国公开赤字与GDP比值

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

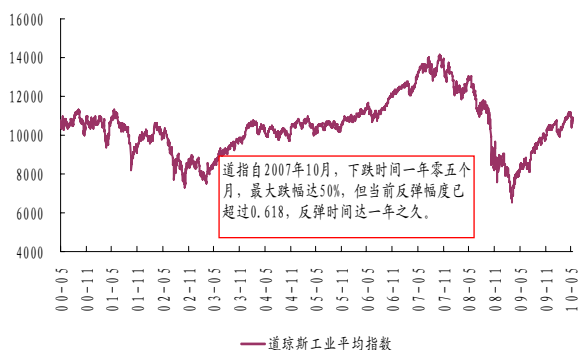
图 34：黄金与美元同时上涨



— 美元指数 — 伦敦现货黄金 (右轴)

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 35：美股进一步上扬空间不大



— 道琼斯工业平均指数

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

5 市场存在结构性机会

从市场所处的阶段来看，A 股估值水平提升的空间不大，这意味着 2010 年下半年 A 股市场投资风格仍然难以顺利转化。但是，这不代表我们全面看空下半年的市场运行，我们认为市场仍然存在结构性的机会。

从大盘蓝筹股的角度来看，虽然年内累计跌幅偏大，静态估值有优势，但其估值修复仍将依赖于市场预期的改变。反过来，当前部分小盘题材股契合国内经济调结构的趋势，经历大幅上涨之后，静态估值优势不明显，但在当前的市场预期下，调整更有可能演化成为新一轮的上涨。

我们认为，深跌之后的一些大盘蓝筹股已经逐渐具备长期投资的价值；而从战略的角度来看，部分小盘题材股更容易成为经济转型过程中 A 股市场阶段性的热点。不过，我们提醒小盘题材股可能将呈现出分化的格局。

5.1 市场风格能否转换是个问题

截止 2010 年 5 月 31 日，中证 200、中证 500 较中证 100 出现明显溢价，而在溢价率达到近五年的均值加三倍标准差之后，当前溢价率开始出现逐步回落的迹象。

就市场本身的运行特征而言，市场风格能否转换是个热点话题。从近年来的历史来看，2005年3月-2005年7月、2006年8月-2006年12月、2007年5月-2007年12月均形成一定程度的风格转变。与后两次不同的是，2005年发生的风格转换是以两者出现同时下跌来表现的，只不过大盘股下跌的幅度更小，最终转换出现失败。

我们认为A股市场的投资风格若要顺利转换，则需要政策面、经济面以及资金面等多重因素的配合。从整个下半年来看，虽然不排除个别月份出现转换迹象，但总体而言，市场风格转换仍难言成功。

图 36：中证 200 较中证 100 溢价率

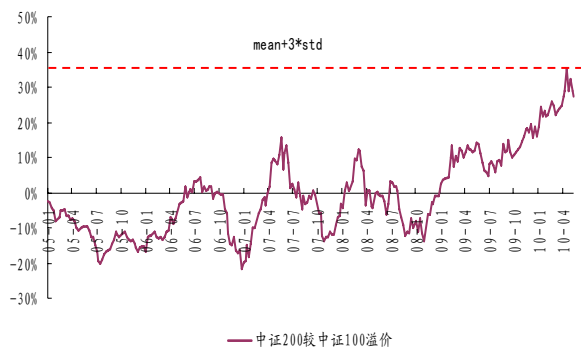
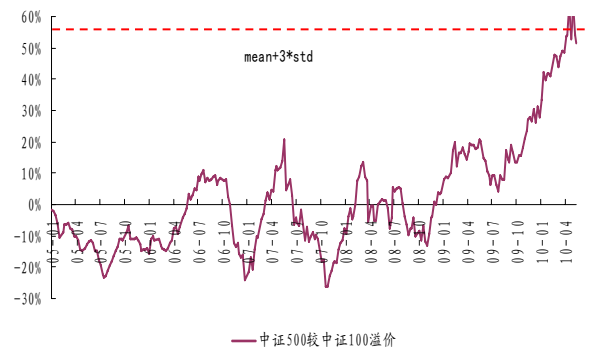


图 37：中证 500 较中证 100 溢价率



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 38：2005 年以来 A 股市场的三次风格转换

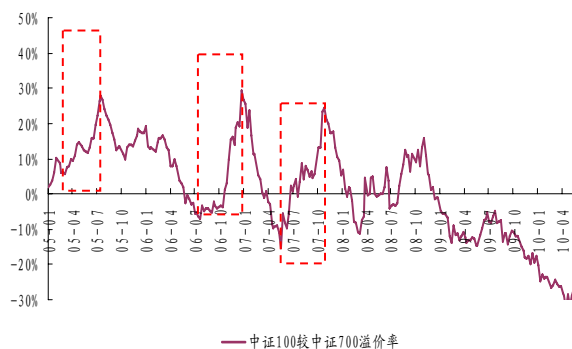
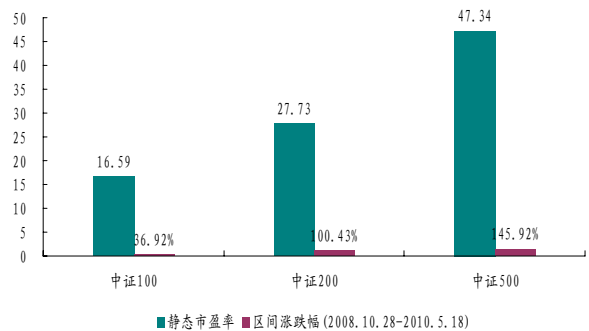


图 39：不同风格指数的市盈率与涨跌幅



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

5.2 中小盘股处于走势的第二阶段，但分化难免

我们将中小盘股的整体走势分为三个阶段，我们预计在第二阶段个股将出现明显的分化，但却是投资者发现并挖掘价值的好时机。

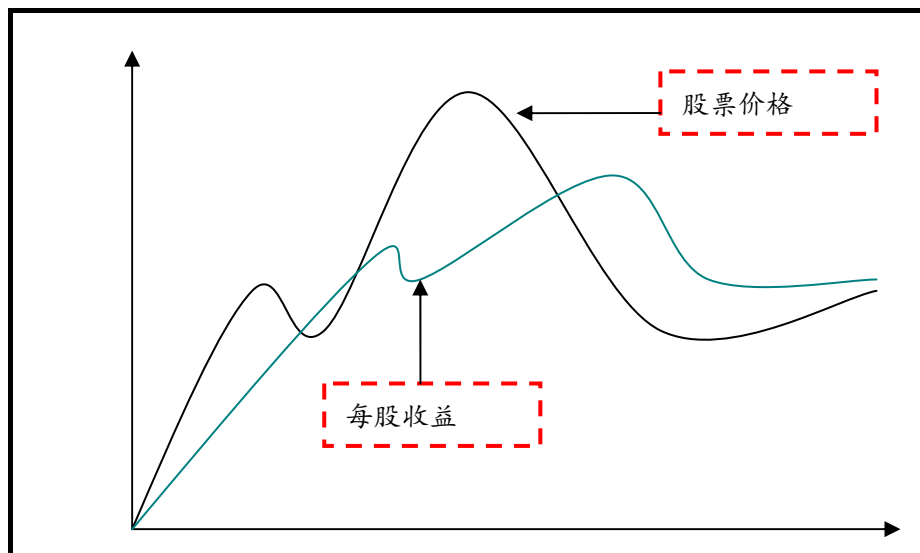
第一阶段，中小盘股的趋势逐渐形成。经济两难下政策的不确定性与投资者认识之间的正向强化，引发中小盘股出现整体上扬的趋势。

第二阶段，趋势遭遇负反馈。中小盘股在上涨的过程将会遭遇带有自我纠正作用的负反馈，比如畸高市盈率、供给加速、大小非减持及低于预期的业绩。这个阶段，中小盘整体将出现一定幅度的震荡调整，个股明显分化。

第三阶段，关注负反馈力量的强弱。如果负反馈力量不足，趋势会得到进一步的强化；如果力量足够强，主导的趋势出于惯性仍将延续，直至达到趋势的拐点，然后朝相反的方向强化。

我们预计当前的中小盘股走势处于第二阶段，这一阶段的个股走势将出现分化。对于确实受益于经济调整、存在巨大成长空间的中小盘个股来说，第二阶段的调整过程也是挖掘并发现价值的好时机。

图 40：高成长性的中小盘股走势预测（索罗斯模型）



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

5.3 大盘蓝筹股估值合理，长期投资价值显现

截止 2010 年 5 月 31 日，上证 50 代表的大盘股市盈率(TTM)为 14.45，而 2008 年底的最低点为 12.59，溢价仅 14.7%；静态市净率为 2.35，而 2009 年初的最低点为 2.13，溢价仅 10%。

从海外市场来看，A 股市场的大盘股较成熟市场的估值略高一些：道指 13.15 倍，欧洲三大股指在 11-13 倍附近。此外，A 股估值也较新兴市场主要股指要高：巴西与阿根廷在 10-12 倍之间，澳大利亚 14.6 倍，也略高于印度市场 16 倍左右的估值水平。

考虑到国内经济 2010 年 9.5%-10%左右的增长速度，我们认为当前大盘股的估值水平相当合理。虽然从短期来看，市场走势受制于国内政策的不确定性以及经济增速的放缓，但我们认为大盘蓝筹股具备相当强的安全边际，其长期投资价值必会随着市场的调整而逐步显现。

我们建议投资者关注政策面的变化以及季度经济数据环比的趋稳，如果政策面出现松动迹象，或是经济增长放缓的势头被遏制，大盘蓝筹股有望出现一轮估值修复行情。

图 41: 市盈率离最低点不远



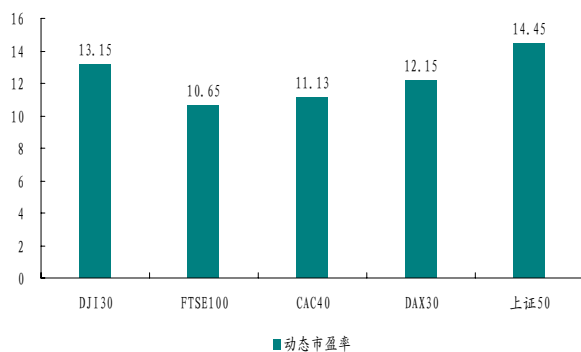
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 42: 市净率更有优势



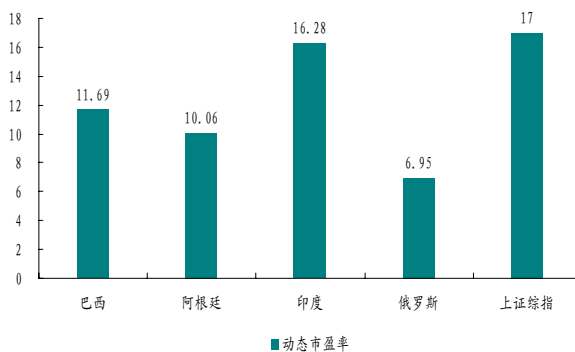
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 43: 大盘股估值略高于发达国家



数据来源: 中原证券研究所 Bloomberg 资讯

图 44: 市场估值与印度大体持平



数据来源: 中原证券研究所 Bloomberg 资讯

6 下半年 A 股市场投资策略

6.1 下半年 A 股市场运行判断

对于2010年下半年的A股市场,我们保持相对乐观的看法。首先,从宏观环境来看,上证综指跌破年线之后出现的深幅调整,我们认为并不意味着熊市的必然到来,只不过调整的幅度略大了一点。从信贷收紧、地产调控以及欧洲主权债务危机的影响来看,我们认为上证综指年内合理的向下调整空间在30%左右。

其次,A股已经对下一阶段国内的宏观经济、政策以及资金等不利因素有所反应,甚至有些过度。截止2010年5月31日,在今年全球表现最糟糕的股市榜单上,债台高筑的国家当然名列前茅,希腊位居第一,西班牙位居第三,但深成指以23.41%、上证综指以19.02%的跌幅位居第二与第四位实在是让人惊讶。与此同时,AH溢价指数仅106%,创下近年来的新低。

考虑到国内经济前景仍然良好,投资者情绪面可能受调控影响有所波动,但我们预计随着忧虑情绪的消化,市场有望出现否极泰来的一面。但我们也认为,虽然当前市场对实体经济以及企业盈利的下行已经达成共识,但是下一阶段,宏观经济数据、通胀预期以及外围市场波动都将影响并修正投资者

的预期，A股市场将需要相当长时间的筑底过程。我们预计A股市场将在下半年寻底成功之后逐渐回升，市场重心随之出现上移，上证综指运行区间有望在2200-3000点，对应2010年动态市盈率14.4倍-19.6倍。

宏观经济：增速放缓，通胀压力逐渐缓和

国内经济历经五个季度，从“去库存化”复苏到加速复苏之后，短期很难出现新的经济增长点。在国内地产市场的严厉调控与信贷政策的收紧下，复苏开始进入小周期的末端。就2010年4月份的经济数据来看，宏观调控下的国内经济增长势头或已经见顶，预计未来将逐步趋于放缓。

但另一方面，在中央严厉的政策调控之下，经济过热的风险有所下降，经济增长的动力却仍然存在。从地产来看，虽然下半年房地产市场的销售价格、销售量以及新开工增速会出现下滑，但政府对于全年完成580万套保障房这一目标相当坚决，我们认为由此拉动相关行业，如钢铁、建材等的需求，会在相当大程度弥补商品房投资下降所带来的负面影响。从出口来看，欧元的大幅走弱有助于增加以德国为代表的欧元区主要经济体的竞争力，中国出口的增速应能维持在15%左右。

从通胀角度来看，5月份之后的物价仍处于上升通道，各种新涨价因素和正翘尾因素导致短期通胀压力继续增大。而随着国内资源性产品改革的深入，生产资料价格的持续上涨将主导PPI继续上行。但另一方面，随着美元的走强，大宗商品的价格有望出现回落，这将有助于减轻输入型通胀的压力。而随着国内货币政策收紧效应的显现，新涨价因素也将开始趋弱。我们认为实际的通胀压力在三季度将会见顶，然后在四季度将现回落迹象。

政策调控：忧虑情绪将逐渐消化

很明显，在保增长与防通胀之间，2010年以来的宏观政策调控更侧重于后者，并主要体现在地产调控以及信贷收紧上。我们认为投资者对此感到忧虑是有道理的：一方面，在以房地产为代表的资产价格高位运行并呈现泡沫化的背景下，如果政策调控措施过紧的话，可能引发地方政府融资平台以及大量的银行坏账，并导致经济增长速度出现系统性的下降；另一方面，虽然管理层推出大量新兴产业政策、区域经济政策并鼓励民营企业进入法律允许的垄断行业，但投资者对经济转型的结果仍有疑问。

从下半年来看，公开市场操作和存款准备金率可操作空间越来越小，而如果国内选择升值与加息，如何防止大量套利资金的进入也是一大难题，预计政策将会在一个适当的范围内相机抉择。从04年的经验来看，在紧缩信贷之后，最后的信贷投放额度可能将低于年初目标，我们预计全年在7万亿元左右。由于信贷控制得力，经济过热的风险得以消除，进一步继续收紧的可能性不大。但从CPI的角度来看，预计2010年至多加息一次。而在人民币指数出现较大幅度上升的背景下，启动升值的步伐将大为减慢。

综合来看，一旦投资者对政策调控目标达到共识之后，市场对下半年经济放缓的总体看法将趋同，这必然会提前反应A股市场上。就这个角度而言，政策调控下投资者的忧虑情绪将逐渐缓解，市场反应最激烈的时候应该已经过去。

盈利下调：市场已有所反应

当前 A 股市场对于 2010 年的盈利增长预期在 25%-30% 左右，但我们认为随着地产调控的后续影响显现以及 PPI 的回升，A 股市场盈利存在下调的空间。我们预计 2010 年中报前后将是市场对盈利预测进行集中调整的时刻，2010 年 A 股市场盈利增速将在 10%-20% 之间。

地产调控之后，与地产相关的投资品如 PVC、纯碱、钢材、水泥等价格已经开始出现明显回落。从银行股来看，我们担心地方政府融资平台的清理将导致银行不良率的上升，从而拖累银行业 2010 年的盈利增速。我们预计 PPI 增速有望继续上行，工业企业盈利将呈现出明显的周期性特征，部分行业景气度将有所变化。如果物价水平持续高位运行，油、气、电等资源价格改革也将存在权衡的可能，这将不利于权重股盈利水平的提升。此外，政策的不确定性也将影响盈利水平的变化。比如加息的方式、加息的时间，如果对称加息，银行股明显受益，但其他行业受损；如果非对称加息，则市场整体盈利影响程度又大不相同。

不过，虽然我们不确定市场是否已经充分反应了盈利下调的风险，但是，就地产板块运行过程中的股价表现来看，市场已经明显认识到这一点。就这点来看，我们认为盈利下调的风险已经得到部分释放，再进一步扩大化的可能性不大。

市场资金：相对比较温和

实体经济资金需求的上升与信贷控制力度的加大，对 A 股市场资金面带来一定的压力。但是，从存量资金来看，中国 M2/GDP 达到 180%，远高于日本的 110% 以及美国的 65%，这么高的货币存量完全可以支撑 A 股的资金需求。

但就短期来看，资金面的变数还在于新股扩容的速度以及大小非减持的力度。一方面，在银行信贷收紧的情况下，A 股市场直接融资比例有望扩大，这在今年两会期间的政府工作报告中曾明确提出。就目前来看，光大银行、农业银行的上市时间点已近，而与地方政府融资平台相关的资产证券化要求更是相当迫切；另一方面，A 股市场仍处于全流通过程当中，限售股解禁后的减持将提升 A 股市场的资金需求，而实体经济资金需求的上升客观上也加快了部分限售股减持的进程。

我们认为市场资金面仍可以维持相对温和的局面。一方面，国内整体的存量资金规模很大，宏观政策的松动或是市场估值水平的下移都有可能吸引资金的流入；另一方面，管理层可以通过 IPO 发行的规模与频率来影响 A 股市场的资金面，使其维持一定程度上的平衡。

6.2 下半年 A 股市场投资机会

综合来看，在国内经济增速放缓、经济结构调整的大背景下，下半年 A 股市场难以出现趋势性、系统性的投资机会，但随着市场风险的不不断释放，阶段性、结构性的投资机会将逐步显现。尤其是，当市场逐步进入价值投资区域时，长线资金可以开始陆续布局。从 2010 年下半年具体的投资机会来看，我们看好以下三类主题：

消费升级

改革开放以来，我国出现了三次消费升级，推动了经济的高速增长，消费结构的演变带动了我国产业结构的升级。新一轮的消费升级所带来的医疗、网络传媒、通讯、旅游、文化体育等相关行业的发展，都将为投资者提供良好的投资标的。

(1) 第一次消费结构升级出现在改革开放之初。此时，粮食消费下降、轻工产品消费上升。这一转变对我国轻工、纺织产品的生产产生了强烈的拉动。

(2) 第二次消费结构升级出现在 20 世纪 80 年代末至 90 年代末。家用电器消费快速增加，耐用消费品向高档化方向发展，普及率进一步提高。这一转变对电子、钢铁、机械制造业等行业产生了强大的驱动力。

(3) 目前正在进行的第三次消费结构升级转型正驱动着相关产业的增长。在这一过程中，增长最快的是教育、娱乐、文化、交通、通讯、医疗保健、住宅、旅游等方面的消费，尤其是与 IT 产业、汽车产业以及房地产业相联系的消费增长最为迅速。

小盘+新兴产业

小盘题材股整体的表现与 A 股市场所处的经济大环境是分不开的。一方面，源于经济从“保增长”向“调结构”的转换，国内货币政策明显收紧，信贷资金得到有效控制，对资金敏感的大盘股的估值难以提升。与此同时，在前期巨额信贷的催生下，国内资产价格持续高位运行，由此而导致的地产政策也加深了投资者对相关传统周期性板块的担忧。

另一方面，在我们市场中，还是有相当多的资金在寻找着投资的机会，而以新兴产业与区域经济为代表的中小盘个股提供了大量的政策驱动或事件驱动的题材。于是，经济“调结构”引发股市“调结构”，一些中小盘题材股成为投资标的，在市场中表现得鹤立鸡群。

但自 2010 年 4 月份一季报之后，高成长的新兴产业遇到成长消化估值的约束，出现一轮相当大的调整。但我们认为，部分传统产业正在或即将步入盈利能力趋势性下降的通道，未来新兴产业与传统产业之间的分化格局也将是趋势性的，以寻找新的经济增长点为目标的主题投资有望持续活跃。建议关注新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种和信息产业等板块中的小盘题材股。

外延式增长

2010 年下半年，经济增速有所放缓，经济将在结构调整中夯实整固，上市公司整体出现超预期的业绩增长可能性不大。更何况，在 2010 年中报附近，部分企业盈利仍有下调的趋势，相对于内生性增长来说，A 股市场有可能更关注外延式增长所带来的投资机会。

其中有两方面值得重点关注：一是资产证券化是未来国有资产的大势所趋。在今年的中央经济工作会议中，政府明确提出积极扩大直接融资。而在信贷收紧下，地方政府融资平台的资产证券化尤为迫切。二是在产业结构调整的压力下，资产并购、资产注入是优化结构的主要途径。

我们的看法是，下半年 A 股市场依靠内生性的业绩推动的可能性很小，而事件驱动下的外延性增长更有可能成为市场资金关注的题材。建议投资者关注军工航天、煤炭以及电力等板块的央企整合，地方国资整合方面重点关注上海与重庆。

6.3 下半年 A 股市场的行业配置

从前面的分析中，我们很容易得出以下结论：1、A 股市场的价值底部已经出现，但是否会出现所谓的“政策底”与“市场底”仍需要关注。2、市场底部的形成也难以一蹴而就，需要相当长时间的震荡整理过程。

有鉴于此，我们建议投资者立足防御，伺机进攻。相对应的是，我们 2010 年下半年的行业配置首先考虑市场“否”的一面，然后再考虑市场“泰”的一面。不过，“否极”而“泰来”的转折时间点，我们建议投资者还是耐心等待明确的市场信号出现。

图 45：2010 年下半年行业配置

行业	基准比例	否(偏防御)			泰(偏进攻)			重点公司
		超配	标配	低配	超配	标配	低配	
农林牧渔	1.51%	2.42%					0.91%	顺鑫农业、北大荒、中粮屯河、登海种业、新农开发
采掘	3.62%		3.62%		4.34%			西山煤电、大同煤业、国投新集、山煤国际、恒源煤电
化工	9.23%			5.54%			7.38%	烟台万华、红宝丽、中信国安、中材科技、天龙集团、神剑股份
黑色金属	2.70%			2.16%		2.70%		酒钢宏兴、宝钢股份、鞍钢股份、*ST 钒钛
有色金属	3.48%		3.48%		4.18%			中金岭南、金钼股份、格林美
建筑建材	3.29%			1.97%		3.29%		海螺水泥、青松建化、福耀玻璃、冀东水泥
机械设备	5.34%			4.27%		5.34%		航空动力、中国卫星、哈飞股份、成发科技、湘电股份
电子元器件	1.85%	3.32%				1.85%		三安光电、士兰微、长电科技、超声电子、莱宝高科
交运设备	4.00%			2.40%		4.00%		上海汽车、一汽轿车、福耀玻璃、中鼎股份、华域汽车
信息设备	1.85%		1.85%		2.22%			烽火通信、光迅科技、恒宝股份
家用电器	1.30%	1.56%				1.56%		海信电器、格力电器、美的电器、青岛海尔、爱仕达
食品饮料	3.58%	5.02%				3.58%		贵州茅台、五粮液、泸州老窖、青岛啤酒、燕京啤酒
纺织服装	1.09%			0.44%			0.66%	杉杉股份、江苏阳光、美邦服饰、雅戈尔
轻工制造	1.06%			0.85%		1.06%		劲嘉股份、太阳纸业、博汇纸业、华泰股份
医药生物	5.12%	7.17%				5.12%		三九医药、千金药业、恒瑞医药、科华生物、天士力、天方药业
公用事业	3.78%		3.78%					国投电力、天富热电、ST 豫能
交通运输	5.16%	6.19%				5.16%		南方航空、ST 东航、铁龙物流
房地产	4.54%		4.54%		6.36%			荣盛发展、华侨城 A、招商地产、金地集团、苏宁环球、福星股份
金融服务	31.52%		31.52%		34.67%			招商银行、深发展 A、交通银行、中国平安、广发证券
商业贸易	3.11%	4.36%					2.49%	小商品城、广州友谊、王府井、宏图高科、苏宁电器
餐饮旅游	0.48%	0.58%					0.38%	锦江股份、黄山旅游、中青旅
信息服务	2.93%		2.93%				2.64%	东软集团、北纬通信、拓维信息、博瑞传播、中视传媒、歌华有线
综合	0.96%			0.03%			0.11%	航天机电、嘉宝集团、哈高科

数据来源：中原证券研究所

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用。