

在减速转型中寻找确定性成长机会

——2010年中期A股投资策略

主要观点：

★ 经济增速放缓&政策取向摇摆之间的博弈弱化整体趋势，结构化政策调整继续引领市场预期

2010年下半年对经济增速放缓的担忧以及收缩政策的不确定性将成为困扰A股市场的主要因素，我们预计经济增速在前期的收紧政策影响下第三季度将出现回落，但全年依然将实现8%以上的增长目标，因此下半年经济政策更多体现在维持经济稳定基础上的结构转型层面。风暴式的整体性政策将被结构化的细分政策所取代，因此就宏观经济角度而言，2010年下半年大部分时间A股市场将处于政策迷茫期和等待期，预计可能在第四季度会逐步明朗。期间结构化政策调整则继续成为引领市场预期的主导因素，其中城镇化建设推进、战略新兴产业政策具象化无疑是最主要的推动力。

★ 估值支撑依存但整体回升预期不强，资金供求转暖利于市场情绪回稳

我们下调2010年A股上市公司的业绩增长速度为18%水平，据此推算沪深300指数在2600点（上证指数2400点）附近存在估值支撑。尽管接近08年金融危机时水平，但对赢利增长预期的担忧使得我们对A股估值的整体回升预期不强烈。但基于对社保资金和产业资金入市的预期，以及人民币升级带来的A股估值短期吸引力，我们认为下半年市场资金供求关系将相对优于上半年具有转暖可能，市场情绪相对上半年趋于稳定。而农行上市和股指期货等扰动因素在挤出效应和结算效应作用下对短期行情存在一定的影响。

★ 趋势判断：在弱平衡格局中的结构化震荡行情，关注政策明朗化的趋势性行情

我们认为在经济增速和政策预期不明朗的前提下，下半年大部分时间A股市场将处于弱平衡格局中的结构化震荡行情，但随着政策预期的逐步明朗，市场演绎出新的趋势性行情性可能依然存在。在2010年年初我们对全年市场N型趋势判断的基础上，我们预计下半沪深300指数的核心波动区间为2600-3000点，上证指数2400-2800点。

★ 投资策略：在减速转型中寻求确定性成长机会

在2010年下半年我们建议在减速转型中寻找确定性成长机会，并须规避在政策调整过程中出现的政策优势弱化“高地”。

行业方面我们看好兼具逆经济周期与顺通胀特征的行业，如农林牧渔、食品饮料、生物医药、非金属建筑建材等行业，以及符合经济转型方向的战略新兴产业如节能环保、新材料、新能源等；此外自下而上地看好受益于PPI、CPI剪刀差优势的终端消费品制造企业。

基于上述逻辑，我们下半年推荐的股票投资组合是：天邦股份、建研集团、中金黄金、西山煤电、新海宜、五粮液、海印股份、置信电气、中国卫星、徐工科技。

目 录

一、市场回顾：指数先扬后抑，紧缩政策、欧债风波叠加加大调整幅度	4
二、市场环境：经济增速回落，结构化政策调整继续引领市场预期	4
1、经济增速回落趋于明朗	4
2、整体趋势性政策弱化	7
3、结构性政策调整可期	8
三、内部因素：估值动力不足，资金供求相对回暖	10
1、盈利下调预期压制估值反弹动力	10
2、月度股权融资量维持 200-400 亿的密集态势	11
四、市场扰动因素：产业资本动向、农行发行上市、股指期货	12
五、趋势判断与投资策略	13
1、趋势判断	13
2、投资策略：在减速转型中寻求确定性成长机会	14
3、2010 年下半年投资组合	15

图

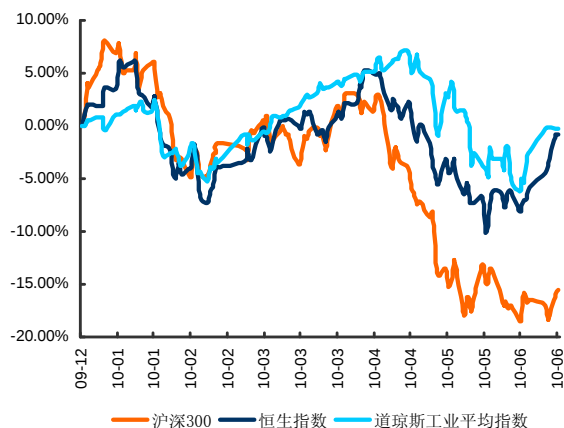
图 1：2010 年上半年沪深 300 指数先抑后扬，整体表现弱于道琼斯与恒生指数	4
图 2：房地产投资增速反弹将昙花一现，固定资产投资增速下行趋势不改	4
图 3：进口环比回落凸显国内需求下降，欧债危机对出口拖累即将反应	5
图 4：美元与欧元可能正在构筑阶段顶底	5
图 5：迫于外部压力的人民币升值重启但操作依然谨慎	5
图 6：产成品库存指数显著回升	6
图 7：工业增加值同比增速的回落，确认下半年经济下行趋势	6
图 8：GDP 单季增长低点将出现在下半年的四季度	6
图 9：中国商品房销售额领先房价 6 个月	7
图 10：我们预测下半年 CPI、PPI 将分别在 9 月份与 5 月份见顶回落	8
图 11：流动性“先抑后扬”，下半年货币政策压力适度放松	8
图 12：日本、我国台湾地区经济转型时期的 GDP 表现	9
图 13：新兴战略型产业小盘股的高估值是合理现象	9
图 14：下半年上市公司单季业绩同比增长回落	10
图 15：A-H 股溢价指数跌破 100，进入历史低位	10
图 16：沪深 300 指数估值	10
图 17：2010 年大小非减持市值显著下降	11
图 18：A 股市场供求关系相对转暖，但农行发行会产生短期挤出效应	11
图 19：重要股东净增持 > 0 是中期底部有效信号	12
图 20：IF1006、IF1012 合约基差的逐步收敛趋势	12
图 21：A 股前十大重磅大盘新股上市对大盘的影响统计	13
图 22：趋势判断：在弱平衡格局中的结构性震荡行情	14
图 23：投资策略：在减速转型中寻找确定性成长机会	14

表

表 1：拟 9 月初公布的《战略性新兴产业规划》将明确如下产业受益.....	9
表 2：不同盈利预期下的估值支撑.....	11
表 3：上证 2010 年中期策略投资组合	15

一、市场回顾：指数先扬后抑，紧缩政策、欧债风波叠加加大调整幅度

图 1：2010 年上半年沪深 300 指数先抑后扬，整体表现弱于道琼斯与恒生指数



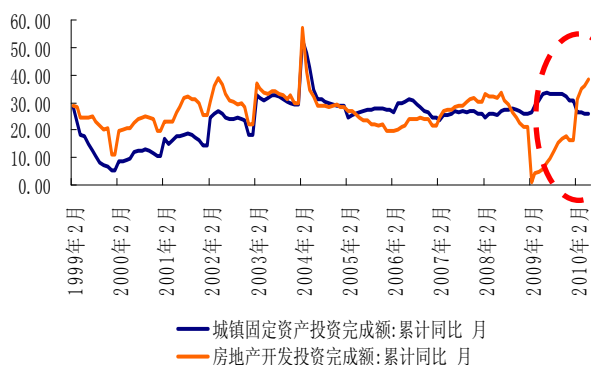
2010 年上半年沪深 300 指数下跌 22.15%，相对于道琼斯工业指数 0.14% 涨幅与恒生指数 4.75% 的跌幅，A 股市场上半年表现明显弱于周边市场。这与我们 2010 年度策略中“前期继续走高；在第二季度受到政策退出的影响，市场面临调整压力”的判断基本一致。但欧债风波给紧缩政策下的中国经济带来不确定性，加大市场的调整幅度。

数据来源：Wind 资讯

二、市场环境：经济增速回落，结构化政策调整继续引领市场预期

1、经济增速回落趋于明朗

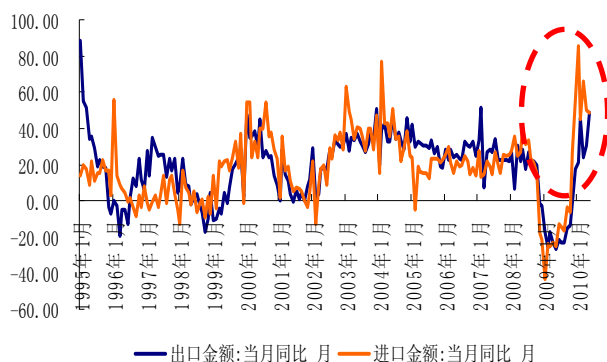
图 2：房地产投资增速反弹将昙花一现，固定资产投资增速下行趋势不改



虽然 5 月房地产投资同比增 43.5%，增速回升 5 个百分点，但销售低迷延续的情况下，我们认为 5 月份房地产投资反弹很可能只是“昙花一现”。固定资产投资未来进一步下滑不可避免。市场对经济增速回落的忧虑依然挥之不去。

数据来源：Wind 资讯

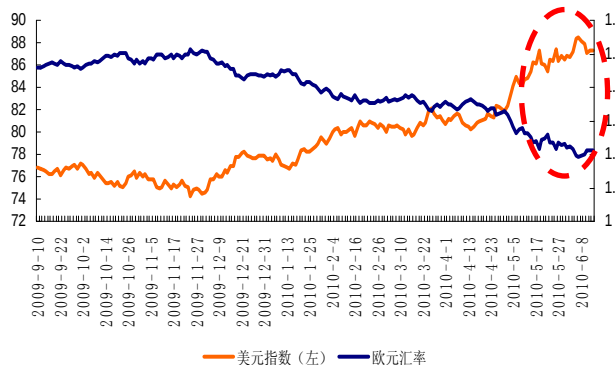
图 3: 进口环比回落凸显国内需求下降, 欧债危机对出口拖累即将反应



5 月份出口同比增速虽超出市场预期。但前期欧元的大幅贬值, 使中国对欧盟出口的影响尚未显现。进口增速环比回落, 进一步验证国内需求由前期的过热向正常回归。由于出口的负面影响因素尚未显现, 而国内需求的回落趋势正是市场的担忧焦点。

数据来源: Wind 资讯

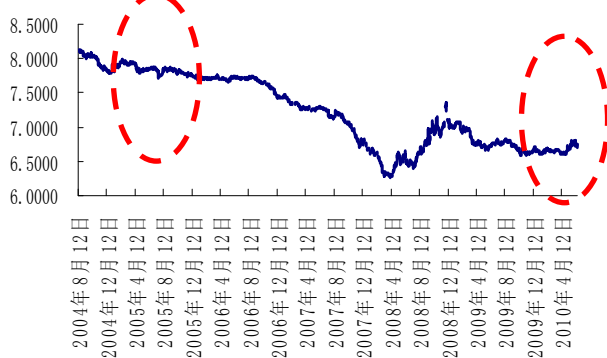
图 4: 美元与欧元可能正在构筑阶段顶部



下半年, 全球投资者的风险偏好以及风险资产定价, 将很大程度取决于欧债危机的演变态势。其中美元指数与欧元兑美元汇率对中国经济趋势判断具有重要的借鉴意义。目前来看, 欧元与美元正在构筑阶段底部与顶部的可能性较大, 下半年欧债危机一旦缓和, 全球资金在美元与风险资产间的流动将出现此消彼长趋势。

数据来源: Wind 资讯

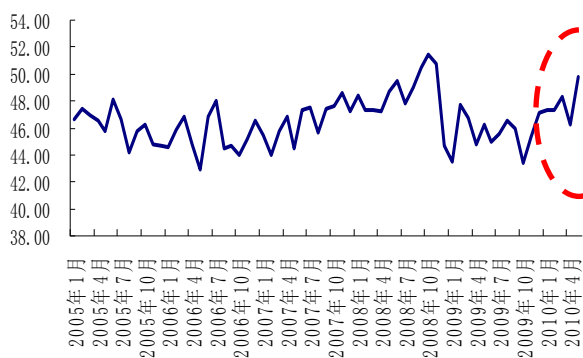
图 5: 迫于外部压力的人民币升值重启但操作依然谨慎



我们认为此次汇改尽管不是一次性大幅升值, 但确实是迫于外部压力的升值重启, 鉴于日本汇改的教训, 人民币此次升值重启在具体操作层面和节奏上依然会比较谨慎。我们维持人民币中期升值 3% 的判断。人民币汇率改革将对市场估值, 相关行业基本面产生影响。

数据来源: Wind 资讯

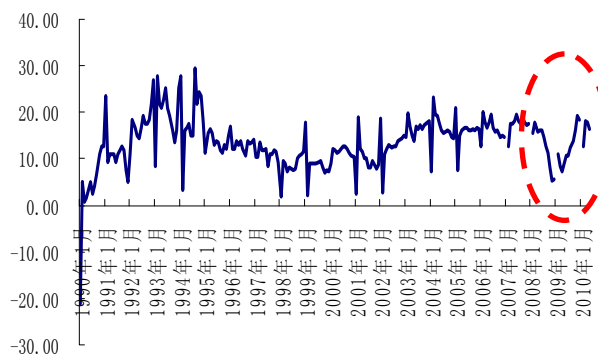
图 6：产成品库存指数显著回升



我们认为，中国经济可能提前进入到去库存阶段。理由之一：全球经济复苏波折，我国出口增速将逐步降低；之二：就国内而言，投资洪峰已逐渐逝去，消费崛起仍显温和。从他国的历史经验来看，去库存行动将会带来整体经济 2-3 个季度的低迷。应关注需求端的快速下滑推升产成品库存，去库存周期可能即将来临，部分行业将再度面临产能淘汰。

国数据来源：Wind 资讯

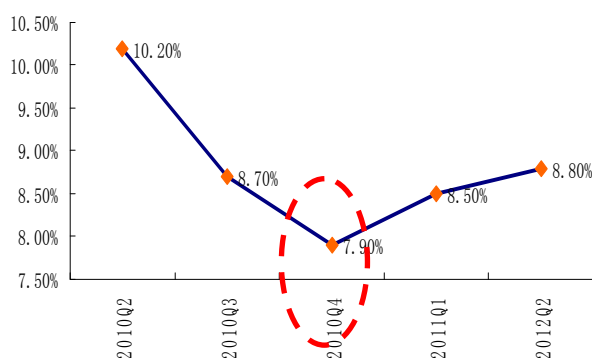
图 7：工业增加值同比增速的回落，确认下半年经济下行趋势



5 月份工业增值同比增长较 4 月份回落 1.3 个百分点，重工业增长大幅回落，伴随着反周期经济政策的弱化，确认了下半年经济增速下行的趋势。

数据来源：Wind 资讯

图 8：GDP 单季增长低点将出现在下半年的四季度



我们预测 2010Q2-2011Q2GDP 分别为 10.20%、8.70%、7.90%、8.50%、8.80%，GDP 单季度增长低点将出现在下半年的四季度。我们预期全年 GDP 增长 9.5%，高于年初制定的 8% 的政府目标。因此，政策正常化以及结构化政策调整将会成为未来的政策重点。

数据来源：Wind 资讯

2、整体趋势性政策弱化

★ 政策转变信号

我们认为下半年构成政策转变信号的主要经济数据是：GDP 增速、企业利润以及 CPI 与房价。其中 GDP、企业利润从过热回归正常后出现加速下滑（就业形势构成我们观察政策对 GDP 增速下滑的底线所在）、CPI 在 3% 的红线上方出现回落趋势以及房价回调到今年“两会”前的水平构成政策转变信号。

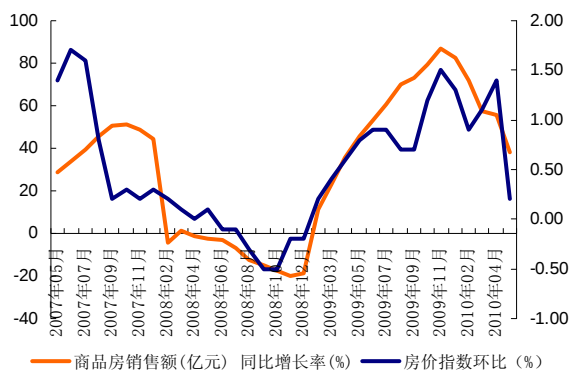
★ 政策转变时点

三季度紧缩政策进入观望期。基于上述政策转变信号可能出现的变化趋势——GDP、企业利润（图 7、图 8））可能在四季度中前段出现加速下滑、CPI 与房价将分别在 9、10 月回落（图 9、图 10）。并综合 10 月国庆假期政策真空期与 11 月上旬中央经济工作会议召开等诸因素，我们预计下半年政策拐点可能出现在四季度中前段。

★ 政策预期

我们认为下半年货币政策和财政政策将在经济增长反复的情况下保持相对稳定性，较之上半年的疾风暴雨式收缩政策会有明显减弱，但基于转型的要求，经济政策更多地以结构化、产业化的方式推进。由此，对 A 股市场的整体影响会相对弱化，但对结构性影响则会深化。

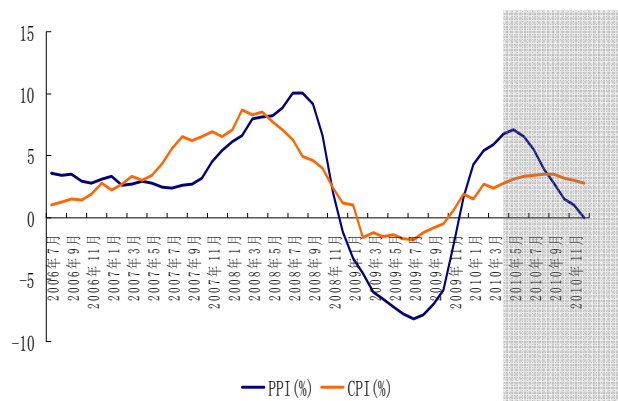
图 9：中国商品房销售额领先房价 6 个月



上一轮周期见顶时中国商品房销售额领先房价 6 个月，因此住房销售的持续下滑对商业性房地产投资的负面效应将在 3 季度显现。由于房价是本轮紧缩政策的重要目标，因此单从房价一个指标判断，自 2 月份以来的收紧政策可能在第四季度获得喘息机会。

数据来源：Wind 资讯

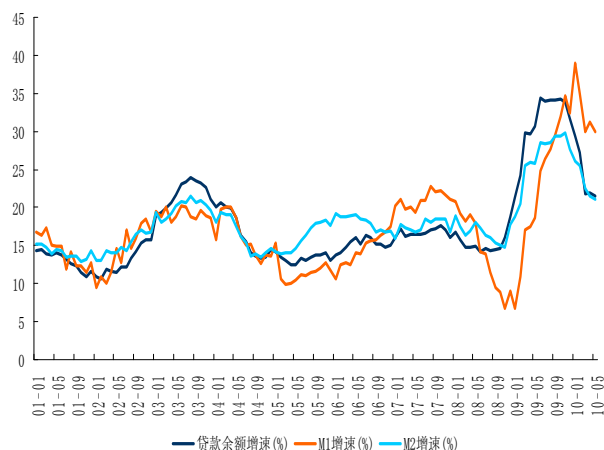
图 10：我们预测下半年 CPI、PPI 将分别在 9 月份与 5 月份见顶回落



由于大宗商品价格下降与国内总需求放缓，将使 PPI 提前 CPI 回落。CPI、PPI 将分别在 9 月份与 5 月份见顶回落。对应的峰值分别为 7.1%、3.8%。由于 CPI 是本轮紧缩政策的重要目标，因此，单就 CPI 趋势而言，本轮紧缩政策也将在第四季度预见较为明确的喘息信号。

数据来源：Wind 资讯

图 11：流动性“先抑后扬”，下半年货币政策压力适度放松



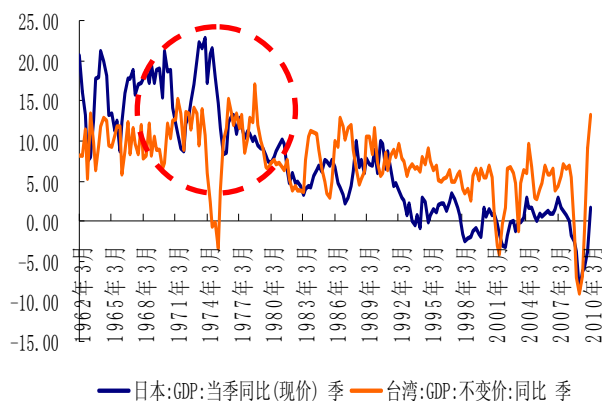
二三季度贷款增速将继续下滑，四季度随着政策放松将出现回升。全年 M2 增长 18-19%。货币政策将保持连续性和稳定性，继续实施适度宽松的货币政策，加息有延后可能。A 股市场下半年面临的货币政策压力适度放松。

数据来源：Wind 资讯

3、结构性政策调整可期

- ★ “促转型”的政策预期——人口红利趋向结束，“刘易斯拐点”正在到来，中国经济转型必须尽快进行，否则将很快失去竞争能力。因此我们判断下半年“促转型”的新兴产业扶持政策将密集出台。
- ★ “转型期”的减速换轨在社会操作层面压力巨大。在 GDP 增速放缓的背景下，“保就业”是对转型的最大考验。而且目前转型的产业载体也不够清晰。因此我们认为转型“稳”字当头是政策的核心要素。
- ★ 经济转型成为国家战略的目前，新兴战略型产业小盘股的高估值是合理现象。但需注意转型期股市震荡加剧带来的短期结构性风险。

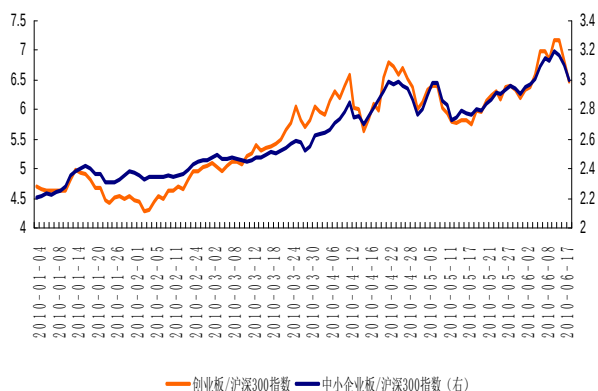
图 12：日本、我国台湾地区经济转型时期的 GDP 表现



日本以及我国台湾地区，上世纪 60 年代末转型后，经济增速由以前的 8% 回落到 4%。减速转型操作层面的压力将使我国的经济转型与传统经济并驾齐驱，就目前我国的经济转型依然存在技术瓶颈的难题，因此，不排除在转型过程中可能出现的反复，但政策“稳”字当头使得转型的速度会相对放缓，且呈现先成熟先推行的模式，因此结构化的政策值得期待。

数据来源：Wind 资讯

图 13：新兴战略型产业小盘股的高估值是合理现象



今年以来，创业板、中小板对沪深 300 指数估值倍率的区间分别在 4.27-7.18、2.21-3.19。在经济转型成为国家战略的目前，新兴战略型产业小盘股的高估值是合理现象。但需注意转型期股市震荡加剧带来的短期结构性风险。

数据来源：Wind 资讯

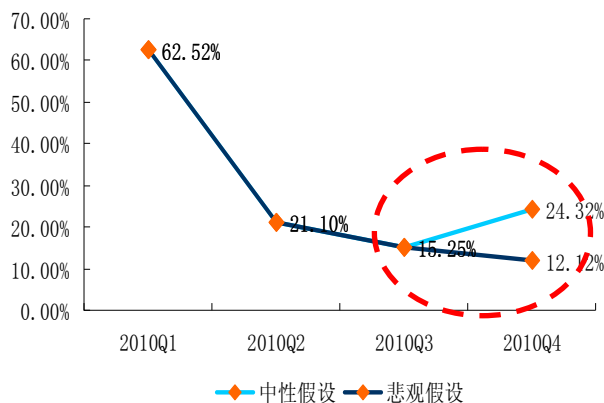
表 1：拟 9 月初公布的《战略性新兴产业规划》将明确如下产业受益

战略性新兴产业的最新方向	受益产业
节能环保	高效节能、先进环保、循环利用
新兴信息产业	下一代通信网络、物联网、三网融合、新型平板显示、高性能集成电路和高端软件
生物产业	生物医药、生物农业、生物制造（替代生物育种）
新能源	核能、太阳能、风能、生物质能
新能源汽车	插电式混合动力汽车和纯电动汽车
高端装备制造业	航空航天、海洋工程装备和高端智能装备（替代新医药）
新材料	特种功能和高性能复合材料两项

三、内部因素：估值动力不足，资金供求相对回暖

1、盈利下调预期压制估值反弹动力

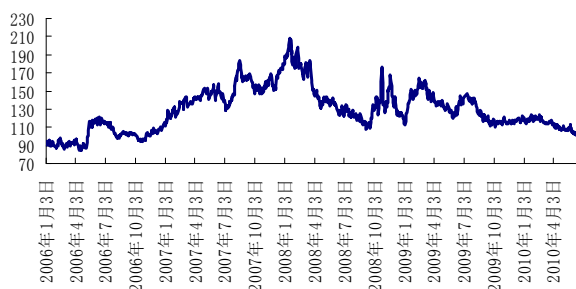
图 14：下半年上市公司单季业绩同比增长回落



下半年上市公司单季业绩同比增长下行趋势明确，不同的是我们对四季度同比增长存在两种情景假设，其中包含了部分对逆周期政策的预期。我们下调 2010 年至 18% 的盈利增长预期。

数据来源：Wind 资讯

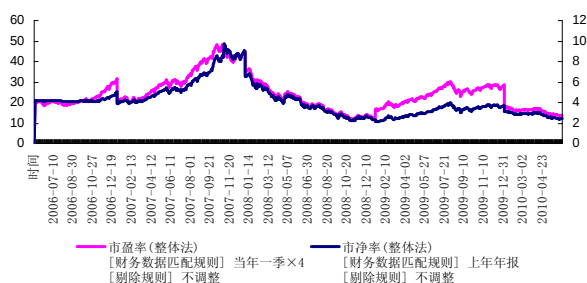
图 15：A-H 股溢价指数跌破 100，进入历史低位



A-H 股溢价指数跌破 100，显示出 A 股相对 H 股已经出现整体折价状态。这显示了 A 股市场已经具备了一定的横向估值优势，但也不排除在全流通市场环境 A 股所面临的前所未有的折价定价压力。

数据来源：Wind 资讯

图 16：沪深 300 指数估值



沪深 300 指数最新 PE=13.59, 最新 PB=2.4, 与 2008 年金融危机底部时 PE=11.79, PB=2.24 水平接近。我们认为该估值现状已经基本反映了盈利下调预期，假设忽略 A 股市场全流通比例差异对估值纵向比较的影响以及经济不进一步恶化，下半年沪深 300 指数 2600（上证指数 2400 点）存在较强的估值支撑。

数据来源：Wind 资讯

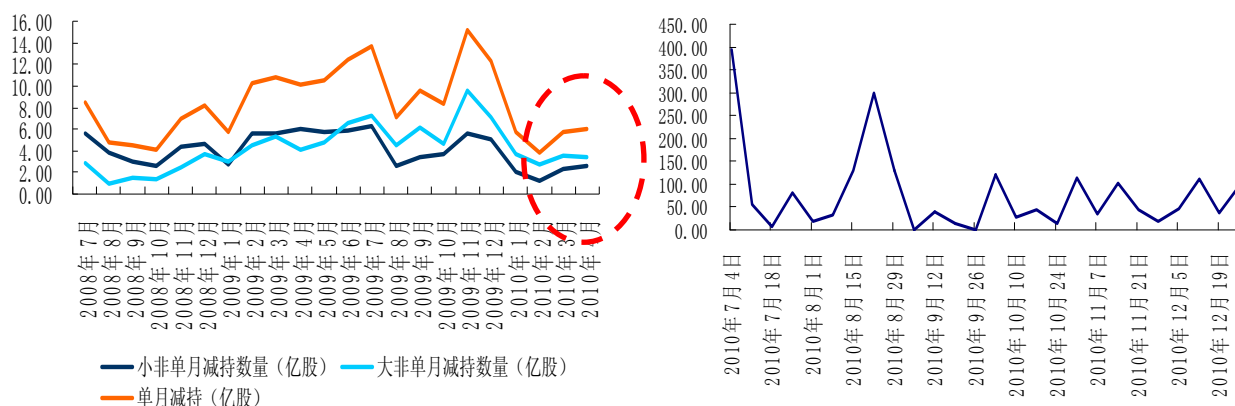
表 2：不同盈利预期下的估值支撑

PE 估值		盈利预期		
		18%	25%	30%
最新	13.57	2580	2680	2740
08 年最低（经济二次探底）	11.79	1860	1980	2020

数据来源：Wind 资讯

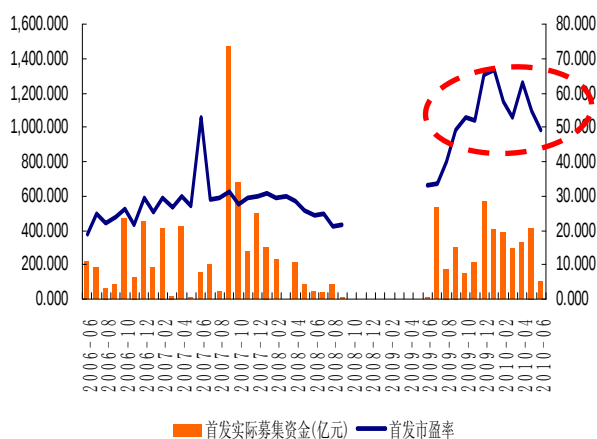
2、月度股权融资量维持 200-400 亿的密集态势

图 17：2010 年大小非减持市值显著下降



数据来源：Wind 资讯

图 18：A 股市场供求关系相对转暖，但农行发行会产生短期挤出效应



数据来源：Wind 资讯

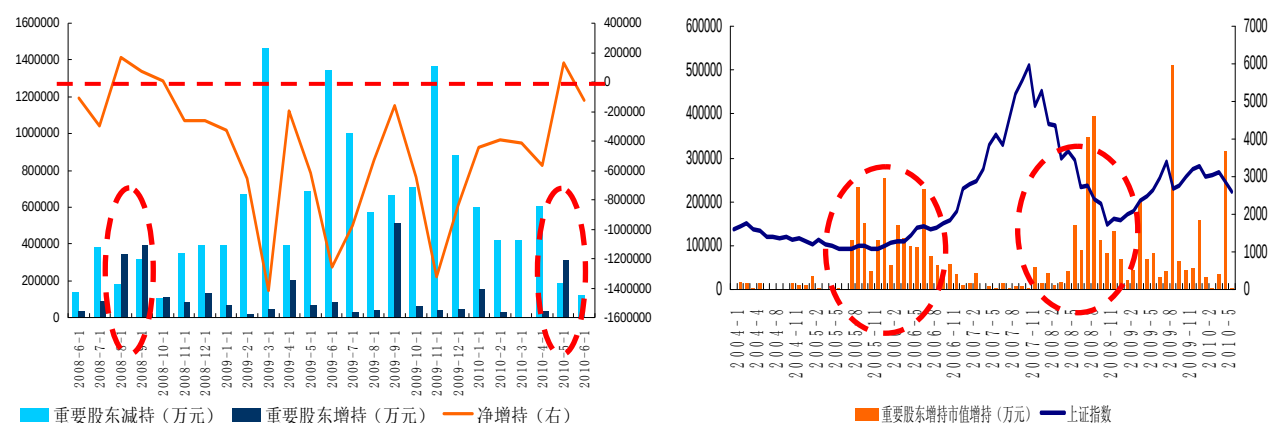
总结：

我们下调 2010 年 A 股上市公司的业绩增长速度为 18% 水平，据此推算沪深 300 指数在 2600 点（上证指数 2400 点）附近存在估值支撑。尽管接近 08 年金融危机时水平，但对赢利增长预期的担

忧使得我们对 A 股估值的整体回升预期不强烈。但基于对社保资金和产业资金入市的预期，以及人民币升级带来的 A 股估值短期吸引力，我们认为下半年市场资金供求关系将相对优于上半年具有转暖可能，市场情绪相对上半年趋于稳定。而农行上市和股指期货则是市场情绪阶段性的扰动因素，对短期行情存在一定的影响。

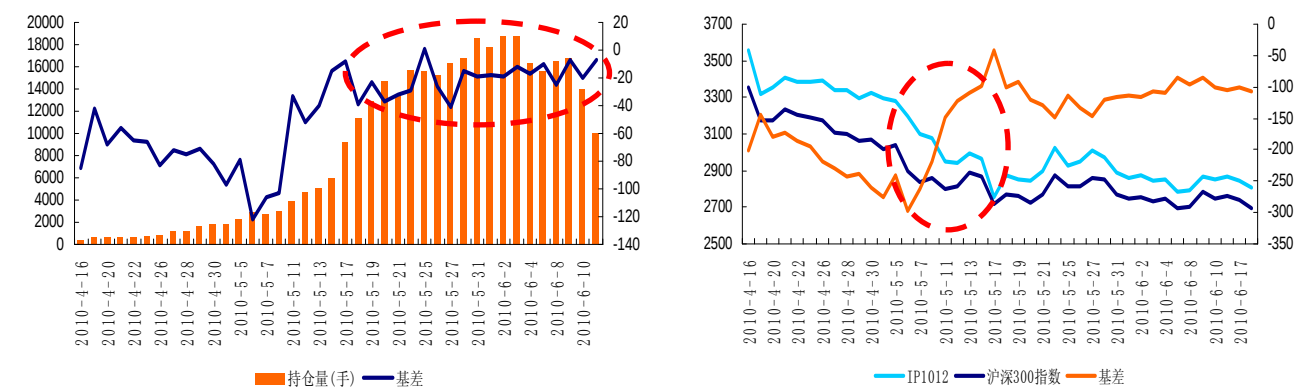
四、市场扰动因素：产业资本动向、农行发行上市、股指期货

图 19：重要股东净增持>0 是中期底部有效信号



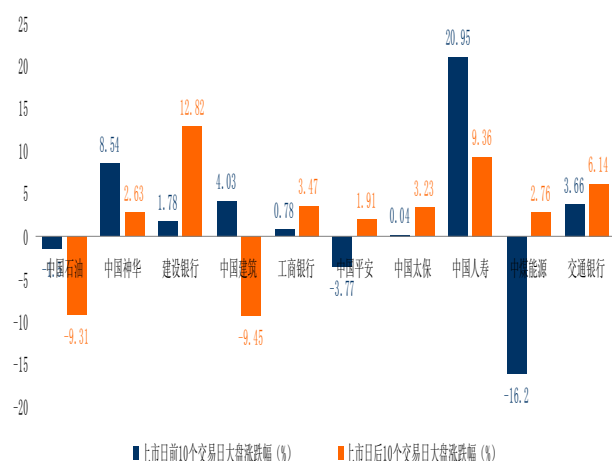
数据来源：Wind 资讯

图 20：IF1006、IF1012 合约基差的逐步收敛趋势



数据来源：Wind 资讯

图 21: A 股前十大重磅大盘新股上市对大盘的影响统计



数据统计显示, A 股前十大重磅大盘新股上市后 10 个交易日大盘上涨次数占 80%, 根据这一重要的历史规律, 我们认为农行上市带来的挤出效应会促使指数出现阶段性的低点。

数据来源: Wind 资讯

总结:

- ★ 2005 年底与 2008 年上半年数据统计显示, 大盘底部与重要股东增持市值变化密切相关。重要股东净增持 (增持市值-减持市值) > 0, 是构成中期底部的有效信号。目前产业资本在二级市场净增持数据支持我们对三季度初大盘构筑阶段性底部的判断。
- ★ 数据统计显示, A 股前十大重磅大盘新股上市后 10 个交易日大盘上涨次数占 80%, 根据这一重要的历史规律, 我们认为农行上市带来的挤出效应会带来阶段性的低点。
- ★ 股指期货推出以来的实证分析显示, 套利交易对现货市场的影响基本可以忽略。而当月合约与远月合约的基差表现较好反映了市场对大盘中短期趋势预期的舆情变化——基差变化与舆情呈现明显的反向关系。

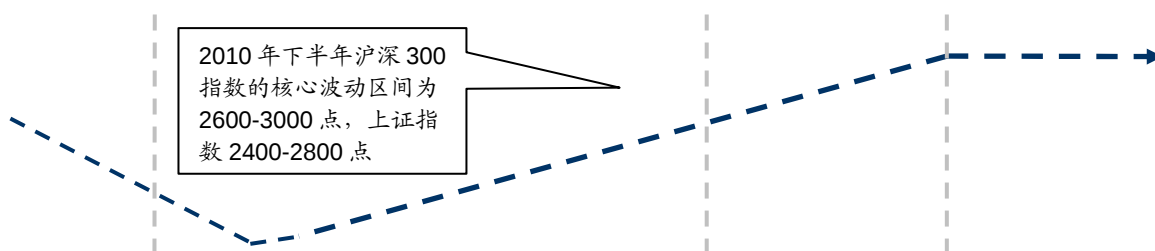
五、趋势判断与投资策略

1、趋势判断: 在弱平衡格局中的结构化震荡行情, 关注政策明朗化的趋势性行情

- ★ 我们认为在经济增速和政策预期不明朗的前提下, 下半年大部分时间 A 股市场将处于弱平衡格局中的结构化震荡行情, 但随着政策预期的逐步明朗, 市场演绎出新的趋势性行情性可能依然存在。
- ★ 在 2010 年年初我们对全年市场 N 型趋势判断的基础上, 我们预计下半沪深 300 指数的核心波动区间为 2600-3000 点, 上证指数 2400-2800 点。

图 22：趋势判断：在弱平衡格局中的结构性震荡行情

市场仍将承受惯性探底的压力	三季度： 农行上市释放了市场资金压力，经济增速回落趋势得到确认，中报披露后盈利下调的负面预期兑现，产业资本增持力度加大，多重压力释放后市场对政策松动预期强化，指数筑底回升。	四季度前半段：政策预期逐步明朗。	四季度后半段：政策紧缩预期兑现，整体趋势化政策弱化，结构性政策调整明朗。但经济回升的疑虑会困扰市场信心和情绪，市场震荡加剧。
---------------	---	------------------	--



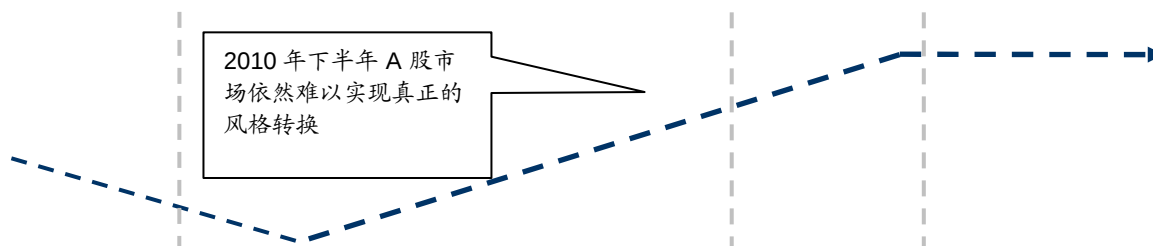
数据来源：Wind 资讯

2、投资策略：在减速转型中寻求确定性成长机会

- ★ 在 2010 年下半年我们建议在减速转型中寻找确定性成长机会，并须规避在政策调整过程中出现的政策优势弱化“高地”。
- ★ 行业方面我们看好兼具逆经济周期与顺通胀特征的行业，如农林牧渔、食品饮料、生物医药、非金属建筑建材等行业，以及符合经济转型方向的战略新兴产业如节能环保、新材料、新能源等；此外自下而上地看好受益于 PPI、CPI 剪刀差优势的终端消费品制造企业。

图 23：投资策略：在减速转型中寻求确定性成长机会

在惯性下跌中逐步增加股票配置	三季度： 新兴战略性行业，确定性增长的抗周期性行业和成本优势企业，适度关注人民币升值受益行业	四季度前半段：重点关注低估周期行业的反弹	四季度后半段：控制股票配置比例，关注具有实质增长的新兴战略性行业的优质企业
----------------	---	----------------------	---------------------------------------



数据来源：Wind 资讯

3、2010 年下半年投资组合：

基于上述逻辑，我们下半年推荐的股票投资组合是：天邦股份、建研集团、中金黄金、西山煤电、新海宜、五粮液、海印股份、置信电气、中国卫星、徐工科技。

表 3：上证 2010 年中期策略投资组合

（单位：元）

证券代码	证券名称	所属行业	09EPS	10EPS	11EPS
002124	天邦股份	农林牧渔	0.39	0.34	0.45
002398	建研集团	建筑材料	0.76	0.69	1.01
600489	中金黄金	有色金属	0.66	1.14	1.50
000983	西山煤电	采掘	0.92	1.42	1.83
002089	新海宜	通信设备	0.38	0.63	0.86
000858	五粮液	食品饮料	0.86	1.25	1.56
000861	海印股份	商业地产	0.29	0.53	0.77
600517	置信电气	节能材料	0.41	0.59	0.74
600118	中国卫星	航天军工	0.56	0.35	0.43
000425	徐工科技	工程机械	2.01	2.55	3.09

数据来源：上海证券

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于免责声明具有修改权和最终解释权。