

[2010.07.02]

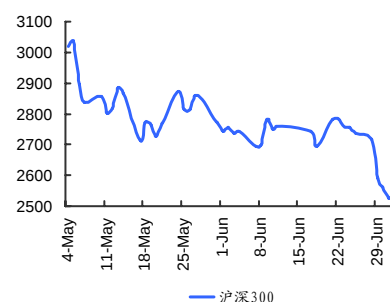
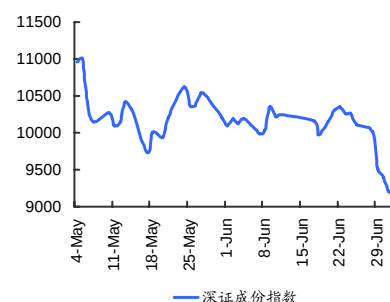
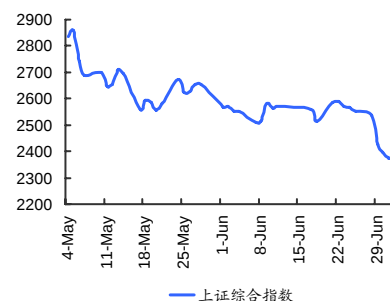
业绩承压 安全第一

——2010 年 7 月份 A 股投资策略报告

房振明 周 喜
S1150208020105 S1150208030107

投资要点:

- 六月份是各家机构中期报告的密集发布期,随着报告思想在投资者中的不断发酵,市场再次呈现出自我实现的特性。各家报告均认为下半年国内经济增速将趋势性回落,并将导致对上市公司业绩增速预期的向下修正,于是 A 股市场的压力由上半年的估值压力逐步转变为业绩压力。
- 进入下半年中小企业板和创业板将迎来大规模的限售股解禁,加之持续进行的 IPO,中小企业板和创业板的流通股都将迎来较大的扩容,这必将减弱该类个股的稀缺性,从而对其整体估值形成压力。
- 我们认为 7 月份,面临业绩压力的 A 股市场在流动性方面也难获得支撑,于是市场整体仍将在震荡寻底中逐步释放业绩增速回调所带来的风险。同时市场压力由流动性向业绩的悄然转变还将促使市场风格的转换,蓝筹股相对于中小市值个股的配置优势逐步凸显。
- 我们从市场风格转换和行业特性两个角度出发,建议投资者以安全防御为第一要义,并在此基础上追寻投资标的的配置价值。从风格角度看,投资者可重点关注低估值其业绩稳定的蓝筹个股,同时规避业绩增长预期不明朗且估值过高的中小市值个股。在行业层面,我们根据行业估值的历史对比,建议投资者关注金融服务、公用事业以及食品饮料行业。



相关报告

《E 马当先求成长

结构调整铸辉煌》

——2010 年下半年 A 股投资策略

《弱势中以估值寻求安全

以成长立足长远》

——2010 年 5 月 A 股投资策略

《双线作战应对震荡

配置主题灵活转换》

——2010 年二季度 A 股投资策略

《政策指导投资 主题仍是热点》

——2010 年 3 月 A 股投资策略

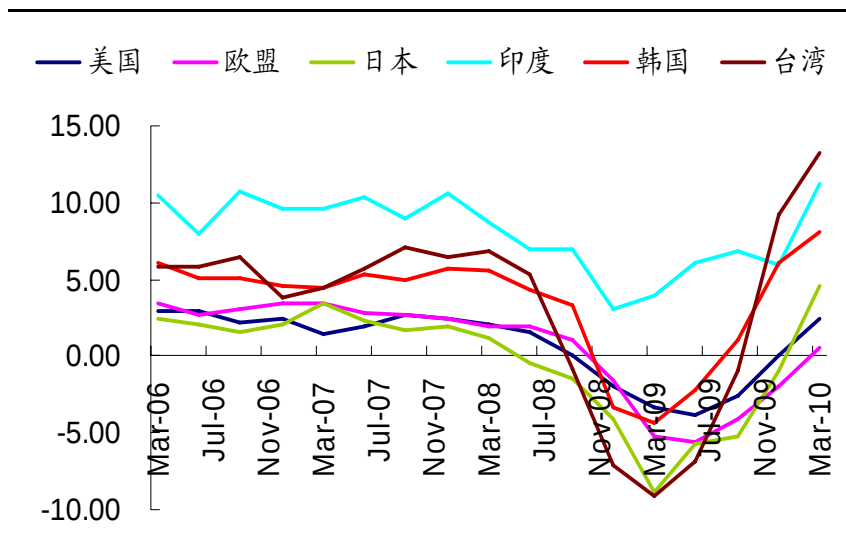
六月份是各家机构中期报告的密集发布期,随着报告思想在投资者中的不断发酵,市场再次呈现出自我实现的特性。各家报告均认为下半年国内经济增速将趋势性回落,并将导致对上市公司业绩增速预期的向下修正,于是 A 股市场的压力将由上半年的估值压力逐步转变为业绩压力。

1. 外需前景难言乐观 内需增长受制政策

承接我们中期报告的思想,我们对国内经济的关注重点依然放在投资和出口这两个层面:对于前者,调控政策的走向成为其关键的决定因素;而对于后者,欧美等国的经济形势则是核心所在。

1.1 世界经济复苏分化 各国博弈政策进退

图 1: 世界经济复苏呈现分化现象



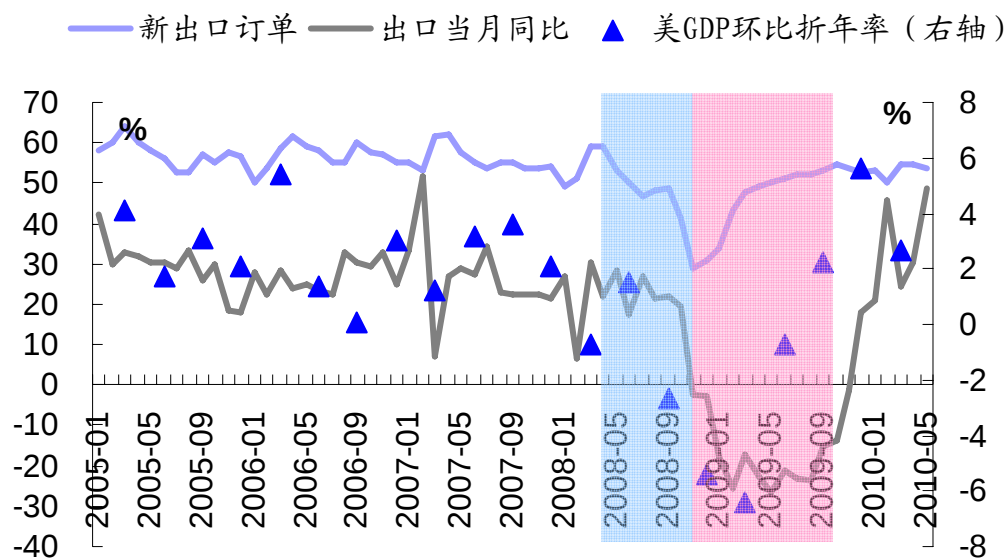
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

央行在 G20 会议召开前宣布“进一步推进人民币汇率形成机制改革”,这在一定程度上避免了人民币问题成为 G20 会议的焦点内容,而随着世界经济复苏的分化,各国在政策上的博弈成为该次会议的关键,刚刚经受了欧债危机影响的欧洲成员要求整顿财政,通过大幅削减财政赤字以降低风险,而这势必影响该地区的经济复苏势头;但复苏情况良好的美国则希望在经济出现稳定增长前各国继续执行此前的刺激计划, FOMC 在其近期召开的议息会后发表声明指出“预计处于较低水平的资源利用率、受抑制的通胀趋势以及稳定的通胀预期等经济状况很可能将使 FOMC 有理由在更长时期内将联邦基金利率维持在极低水平”。

另外，除了对于政策退出与否的博弈外，银行税的开征与否也成为该次 G20 峰会的主要议题，其中欧洲各国成为开征银行税的积极推进者，同时欧洲各国还希望在全球范围内对现货外汇交易课征“金融交易税”；作为欧洲各国的对立方，日本等国则是银行税最大的反对方，同时中国也反对在银行征税问题上“一刀切”，中国财政部国际司司长郑晓松指出：“征收金融机构系统风险税不是有效降低金融机构风险，避免金融危机的唯一选择”；作为银行税开征中间派的美国，一方面不愿因反对银行税的开征而引起国内纳税人的激烈反对，另一方面其对于“金融交易税”的提议则并不赞同。

世界各国在经济复苏之路上的参差不齐使其在未来政策的选择方面呈现出显著的不同，中国、印度、澳大利亚等国早已实施政策退出，而欧元区各国也为避免财政风险的蔓延而不得不实施一定规模的去杠杆，这将直接影响世界经济复苏的进程，而希望拥有良好外部环境的美国成为继续保持刺激政策的最大支持方。针对目前形势，我们认为各国和地区经济政策的选择无疑是在着眼于自身利益的基础上求同存异，所以政策博弈下世界经济前景的迷茫进一步加大了我国外需的不确定性。

图 2：出口对经济危机反应滞后



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

特别是考虑到欧债危机对国内出口影响的滞后性，下半年我国出口增速将面临较大的下行风险。以美国次债危机为例，2007 年中期之后美国次债危机已开始蔓延，并导致其国内 GDP 增速趋势性回落，而此时我国整体出口仍未受到明显影响，即使是 PMI 中的新出口订单指数也直到 2009 年 4 月份之后才出现趋势性回落，

并带动出口增速逐步走低，但当新出口订单指数在 2008 年 11 月见底后，出口当月增速仍继续回落，直到 2009 年 8 月份方才见底回升。对比此次欧债危机，我们认为，虽然危机所导致的欧洲经济复苏放缓对于国内出口的影响尚未显现，但数据显示新出口订单指数已经出现回落迹象，所以随着危机的进一步蔓延，我国对欧出口增速将在下半年面临较大压力。

1.2 调控政策稳步推进 经济增速趋势回落

1.2.1 调结构成下半年政策调控重点

对于外需，管理层仅仅能够被动处置，相对于此其对以投资为主的内需更具掌控力，自 2009 年底开始的货币政策退出已然取得了一定的成效，面对错综复杂的国际经济环境，管理层在近期并未进一步收紧该政策，甚至公开市场操作方面还重现净投放，对此我们认为这，这恰恰是货币政策调控亦步亦趋特征的体现，而并非货币政策放松的征兆。

图 3：货币政策退出初见成效

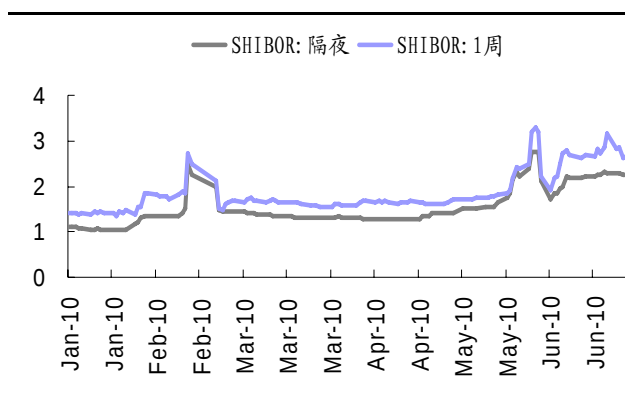
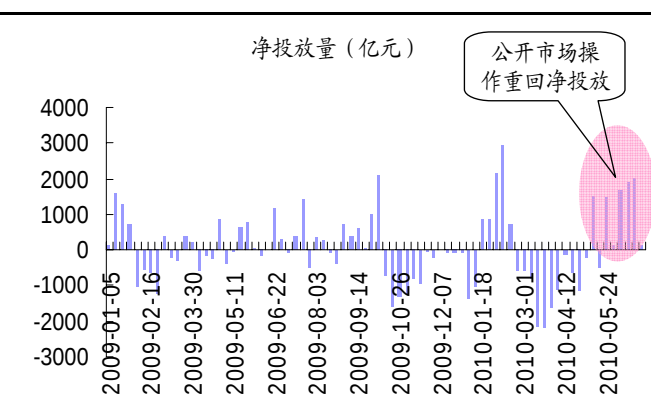


图 4：央行公开市场操作重回净投放



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

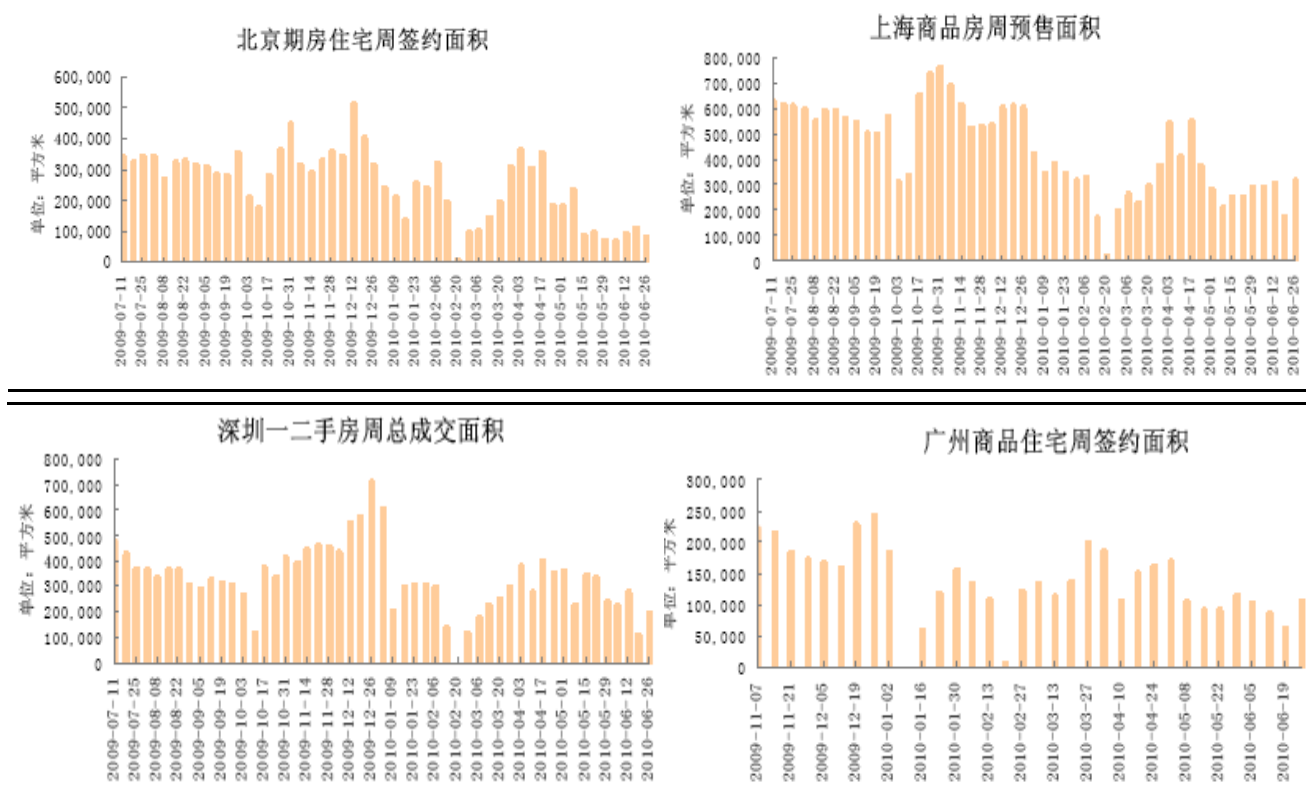
另一方面，管理层有关经济结构调整的相关政策则依然在有条不紊的推进当中，在节能减排目标下达之后多项调结构政策相继出台：

（1）6 月 13 日住建部下发《关于做好住房保障规划编制工作的通知》，要求省级 2010-2012 年保障性住房建设规划要确保于 2010 年 6 月 30 日前上报。对此我们认为，保障性住房建设规划的逐步明朗将有益于购房人建立明确的预期，同时也有利于助推存量房进入二手交易市场，从而打破目前买卖双方的博弈困境，由此成为商品房投资增速回落的压力。

（2）6 月 19、20 日央行连续两日在其官方网站上发表文章阐述我国进一步推进

人民币汇率形成机制改革的有关精神。我们认为，央行宣布推进人民币汇率形成机制改革的意图主要包括两个方面：其一，为了应对外界压力，以避免G20会议期间人民币汇率问题政治化；其二，就自身经济发展而言，推进汇率形成机制改革短期内将有利于缓解输入型通胀，长期则有利于促进国内经济结构的调整。尽管央行有关推进人民币汇率形成机制改革的表态说明管理层对经济复苏前景的信心，且考虑到汇改的渐进性，但是人民币汇率的双向波动无疑是加大了大国内出口企业的风险。

图 5：主要城市房地产成交情况



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 6：2010 年初以来人民币有效汇率持续上扬

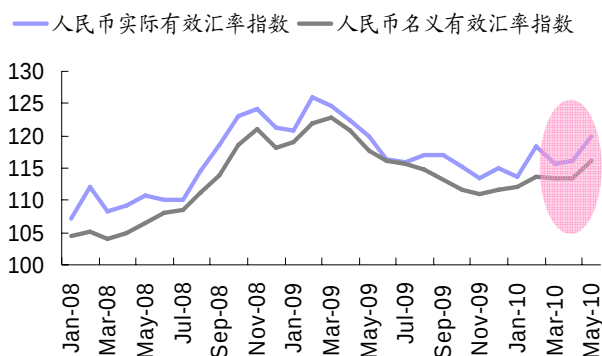
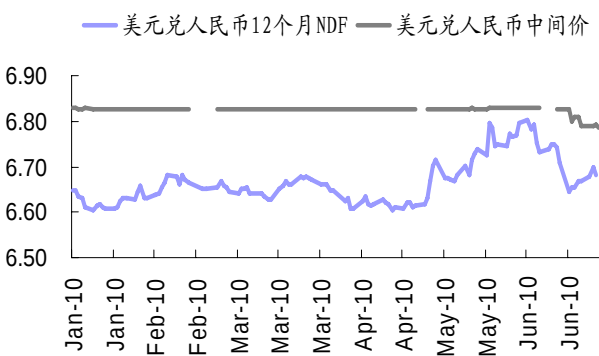


图 7：央行表态令人民币升值预期大增



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

(3) 6 月 22 日财政部与国税总局发布通知指出，自 7 月 15 日起取消 406 种商品的出口退税，主要涉及钢铁、玻璃、农药和橡胶等四个大类。在 2007 年为了经济结构调整，管理层先后下调或取消了多种商品的出口退税，但是面临次债危机后外需的急速衰竭，管理层不得已暂时中断了经济结构调整的步伐，重新提高了钢铁等众多商品的出口退税率，当时我们即指出这仅仅是权宜之计。如今经济结构调整再度重启，虽然从长期看，出口退税的取消将有助于倒闭国内的产业升级，但是短期内其对于出口增速的负面影响不可忽视。

1.2.2 去库存令经济增速趋势性回调

面对难以放松的货币政策和持续推进的经济结构调整政策，未来投资增速还将直接面临来自于再次去库存的压力，并与出口增速回落一起成为国内经济增速趋势性回落的重要原因。

根据企业库存形成的原因，库存可分为合意库存投资和非意愿库存投资。一般情况下，如果经济增速放缓，企业会自愿地消减原材料库存；而由于经济增速放缓，需求下降，将产生产成品等非意愿库存。6 月份原材料库存指数连续第 2 月下降，分别较 5、4 月回落 1.6 和 2.1 个百分点，呈现加速下降的势头。与之截然不同，6 月份产成品库存指数分别较 4、5 月提高 1.5 和 5.1 个百分点。产成品库存指数的行业数据显示，20 个行业中，以黑色金属冶炼及压延加工业、饮料制造业为首的 10 个行业高于 50%，为首的两个行业达到 60% 以上。这和生产指数中，黑色和有色金属冶炼及压延加工业等行业生产指数均回落到 50% 以下相一致。当前原材料库存下降而产成品库存持续增加，显示经济正处于二次去库存的第一阶段。未来随着产成品库存的减少，将进入二次去库存的第二阶段，经济可能会加速下滑。

图 8：PMI 指数继续走低，经济活力下降

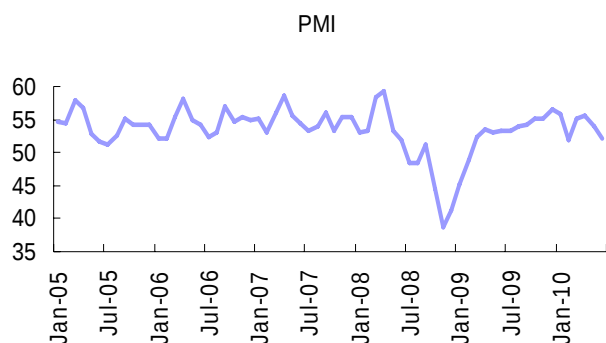
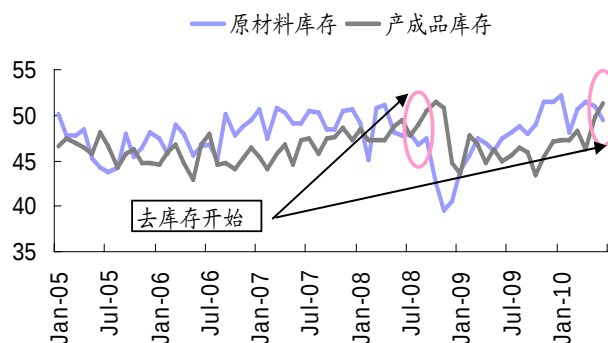
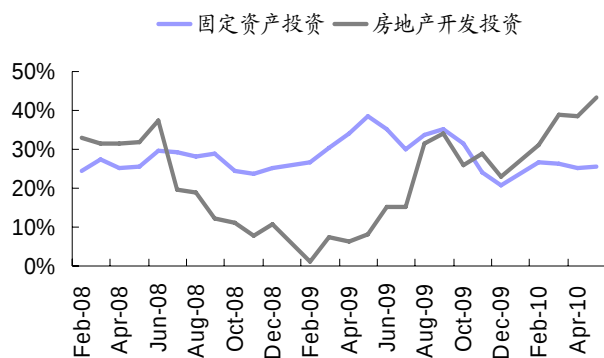


图 9：国内经济面临二次去库存压力

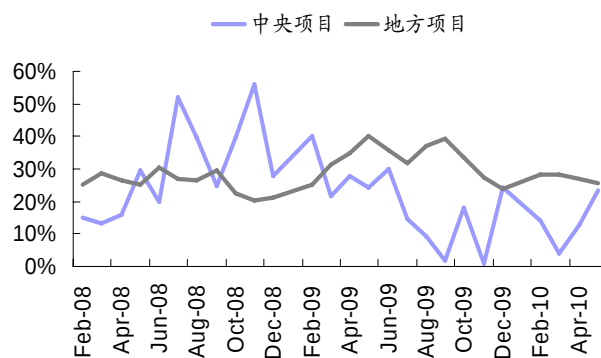


资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

**图 10: 当月固定资产投资增速稳中有降，
房地产当月投资增速继续走高**



**图 11: 中央项目投资当月增速低位徘徊，
地方项目投资当月增速逐步回落**

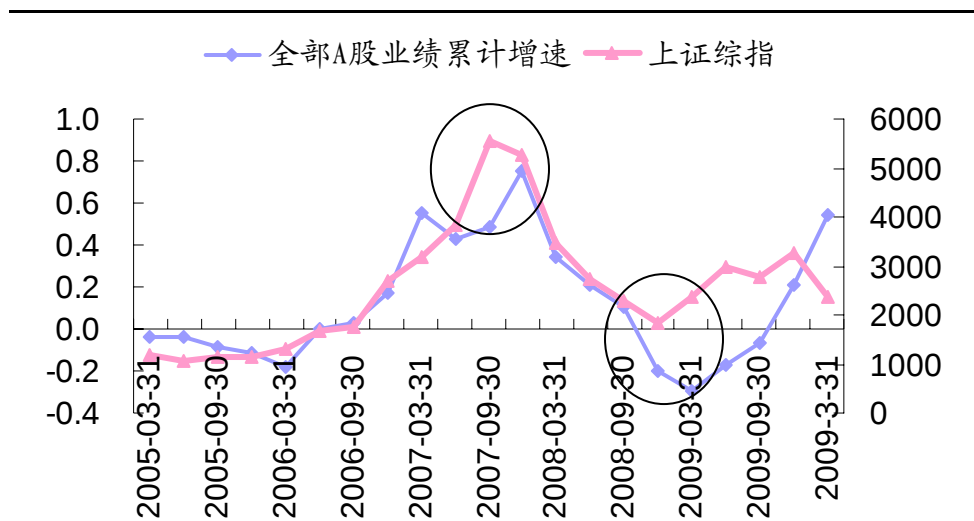


资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

2. 业绩压力再临市场上空

既然下半年国内经济增速将不可避免地出现趋势性回落，那么对于身处其中的上市公司而言，其业绩增长必然承压，上半年因流动性逐步收紧而估值下移的 A 股市场又将面临来自于业绩层面的压制，而这不仅体现在市场整体层面，而且还将对 A 股市场的风格产生显著的影响。

图 12: A 股市场提前反应业绩变动



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

回顾历史, 我们发现 2007 年市场见顶和 2008 年市场见底, 均领先于 A 股市场全部上市公司业绩累积增速见顶和见底的时间, 这说明 A 股市场将依据投资者对于业绩的预期提前做出反应。

尽管流动性的萎缩是导致 2010 年上半年股指走低的关键, 但是进入 6 月份后的市场下跌则并非受此影响。我们认为, 6 月初以来各家券商相继召开 2010 年中期策略报告会, 而对于业绩增速的担忧多有提及, 于是谨慎的市场情绪随着各家机构策略报告会的相继召开而逐步蔓延, 并成为市场下跌的主因。

在市场压力逐步由流动性转变为业绩的过程中, 市场风格也出现逐步转变, 6 月份以来大盘蓝筹股较中小市值个股具有明显的抗跌性。对此我们认为, 上半年出台的各项政策令中小市值为主的新兴产业受益个股具有良好的成长预期, 并直接导致该类个股相对于大盘蓝筹股的估值溢价在上半年持续走高, 但进入 6 月份, 投资者对经济增速回落逐步达成一致预期, 受此预期影响, 投资者对中小市值个股的高成长性形成质疑, 并导致中小市值股票股价的显著回落。

另外，进入下半年中小企板创业板将迎来大规模的限售股解禁，统计显示，即使不考虑新股发行，下半年中小企板创业板的解禁市值也可达到 3282.68 亿元，其中“首发原股东解禁”市值预计达 2660.34 亿元，占全年解禁额的 78.73%。目前，中小板和创业板的流通市值合计 9221.14 亿元，也就是说下半年中小企板创业板的解禁市值达到目前流通市值的 35.6%，其中首发原股东解禁市值达到流通市值的 28.85%。如果考虑到持续进行的 IPO，那么下半年中下企板和创业板的流通股都将迎来较大的扩容，这必将减弱该类个股的稀缺性，从而对其整体估值形成压力。

表 1：2010 年下半年中小板及创业板将迎来大规模的限售股解禁（亿元）

	解禁市值	首发机构配售股份	首发一般股份	首发原股东限售股份
一月	282.43	6.84	209.08	66.35
二月	243.78	72.29	112.66	45.28
三月	395.20	73.19	149.31	165.53
四月	670.57	74.94	254.73	337.37
五月	386.54	36.20	267.22	56.04
六月	339.54	50.37	241.02	48.15
七月	341.18	74.62		265.78
八月	841.88	60.94		586.23
九月	361.83	63.76		229.26
十月	82.99			56.31
十一月	962.60			922.24
十二月	692.20			600.52
全年合计	5600.73	513.14	1234.02	3379.06
下半年合计	3282.68	199.32		2660.34

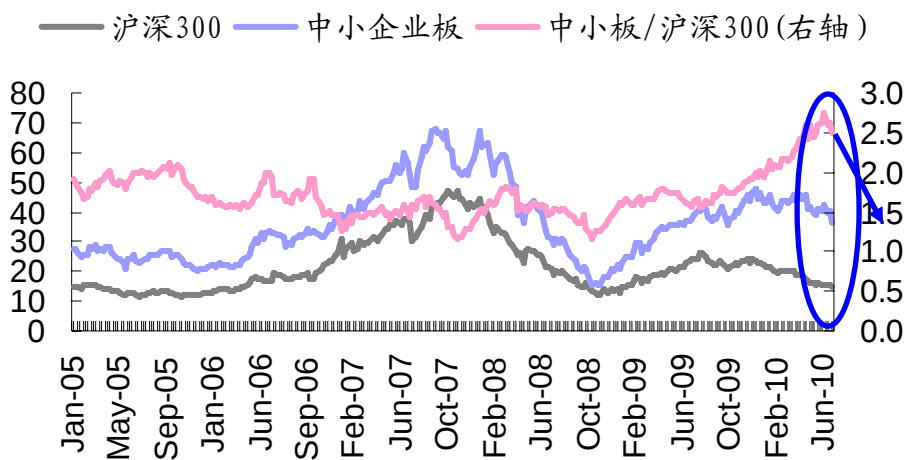
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

注：七月之前个股的解禁市值以其解禁日前一交易日的收盘价计算

七月（含七月）之后个股的解禁市值以七月一日收盘价计算

综上所述，我们认为 7 月份，面临业绩压力的 A 股市场在流动性方面也难获得支撑，于是市场整体仍将在震荡寻底中逐步释放业绩增速回调所带来的风险。同时市场压力由流动性向业绩的悄然转变还将促使市场风格的转换，蓝筹股相对于中小市值个股的配置优势逐步凸显。

图 13: A 股市场面临风格转换, 中小板面临估值回归

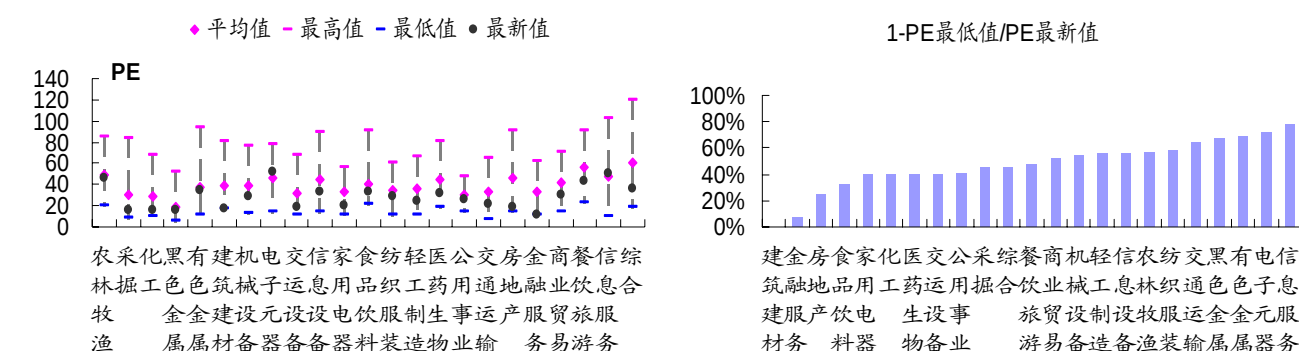


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

3. 以安全防御追寻配置价值

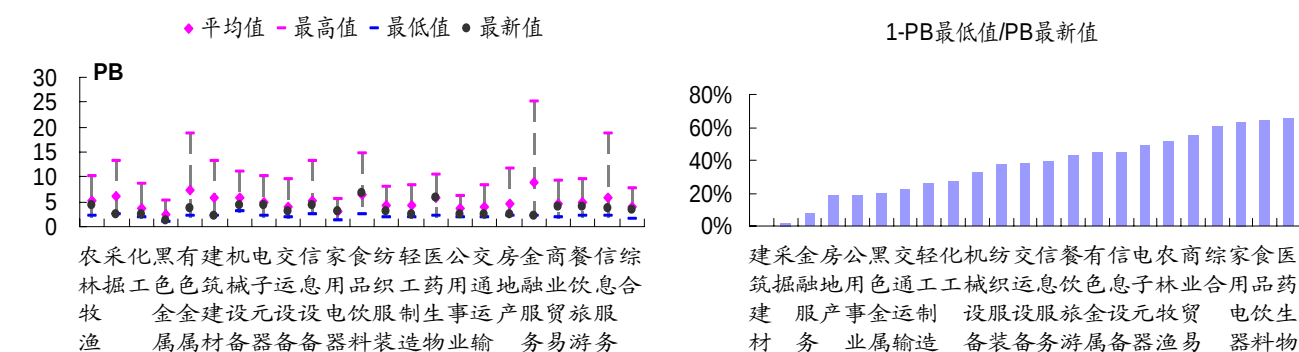
在中期策略报告《E 马当先求成长 结构调整铸辉煌》中我们重点指出，2010 年下半年，乃至未来几年间，必须将成长性作为投资标的选择的重要指标，同时建议投资者关注消费升级和产业升级两大层面以及顺应经济可持续发展的节能减排相关行业。

图 14: 申万行业 PE 历史对比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 15: 申万行业 PB 历史对比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

对于 7 月份的投资标的选择，我们依然坚持认为，成长性投资标的选择的关键因素，但值得注意的是由于经济增速回落预期的影响，投资者对于标的成长性的预期趋于谨慎，因此我们有必要将成长预期明确或业绩稳定，且估值合理的投资品种作为重点关注品种（只有稳定的业绩才能令目前合理的估值水平为其股价提供保障）。因此，我们从市场风格转换和行业特性两个角度出发，建议投资者以安全防御为第一要义，并在此基础上追寻投资标的的配置价值。从风格角度看，投资者可重点关注低估值其业绩稳定的蓝筹个股，同时规避业绩增长逾期不明朗且

估值过高的中小市值个股。在行业层面，我们根据行业估值的历史对比，建议投资者关注金融服务、公用事业以及食品饮料行业。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%之间；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明2：本报告PDF版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn

谢晓冬 022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602-603

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362776

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn