

兴业证券A股策略报告

平淡中惊喜，决胜三季度

——A股市场中期投资策略

首席策略分析师 张忆东

证书编号: S0190207040090

策略研究员 吴峰、李彦霖、聂清廉

2010.07.02



主要观点：Q3熊市大反弹 金融地产为矛 消费新兴为盾

- 长趋势看，转型势必加速，反思经济转型期的股市动荡和前景
 - 转型困难期，经济和社会不确定性大，制约行情，期间阶段性反弹和结构性机会
 - 一旦转型初见成效，经济增长更可持续，即使下台阶，股市反而更好
- 下半年行情依然偏弱，3季度反弹有戏
 - 宏观政策：至少不会更紧，甚至会有所松。经济数据已快速趋冷，政策转向可能早于市场的一致预期，最早在7、8月份就有所减压。
 - 资金面：较6月份改善。商业银行75%贷存比大限前揽存、农行上市等因素减弱，三季度大小非解禁规模全年最低，人民币脱钩引发的资本流入动力，小“QFII”进展
 - 估值优势在下阶段分析行情时的重要性提升，估值修复性的反弹值得关注
- 反弹路径——3季度有望爆发类似04年“9.14”熊市反弹行情
 - 先跌深，在融资压力和经济数据的悲观预期下，7月初，市场进一步调整，调整低点的判断——按照05年、08年的调整极点都是在15倍静态市盈率，再按悲观预期2010年盈利增长15%~20%，对应上证指数2243~2341点。
 - 后反弹，私募特别是跨市场套利资金有望打响反弹第一枪，之后社保保险等长线资金入场，最后低仓位基金增持。
- 策略应对——防守反击，立足相对收益、耐心选择长期品种的回归
 - 宏观周期处于普林格经济周期第6阶段，因此，股票仓位依然采取保守配置
 - 投资机会在于：适度参与估值修复、超跌反弹的地产金融等；立足长期，逢调整在消费升级、制造业精细化、新兴产业中选择“估值-成长”匹配度高的公司

主要内容

1

宏观背景：长转型、短转向

2

行情：箱体震荡，Q3反弹

3

行业配置和投资机会

1.1 经济长趋势：转型加速、增长略下台阶、看好新增长

- 转型必然加速——中国青壮人口比率拐点来临，超越调控和周期
 - 2010年中国新增劳动供给“小年”
 - 劳动工资的快速增长加速中国不同行业的资本深化，也就是资本替代劳动的进程，同时，也可以说是，企业向个人让利
 - 国民收入分配体制改革加速，同时，也可以说是，国家向个人让利
- 转型必然加速——传统经济增长模式受资源和能源价格的硬约束
 - 中国需求成为国际商品期货市场炒作的主要动力
 - 2005- 2009年中国累计新增石油消费占全球比例为137.5%；
- 预计未来几年，中国经济增速将会略下台阶，看好新产业和消费升级
 - 消费率肯定起来，但增速平稳；投资对经济的拉动放缓，但城镇化加速、民间投资活跃、新兴产业受扶持等有助投资维持；出口可能下台阶
 - 预计在2010-2020年中国财政支出中，社会保障和就业、医疗卫生、环境保护、农林水事务支出、教育、城乡社区事务、交通运输支出增长加速
 - GDP增速从8~14%下到6-10%时，中国经济发展的质量有望提升，我们看好受益于转型经济的新兴产业和传统产业升级

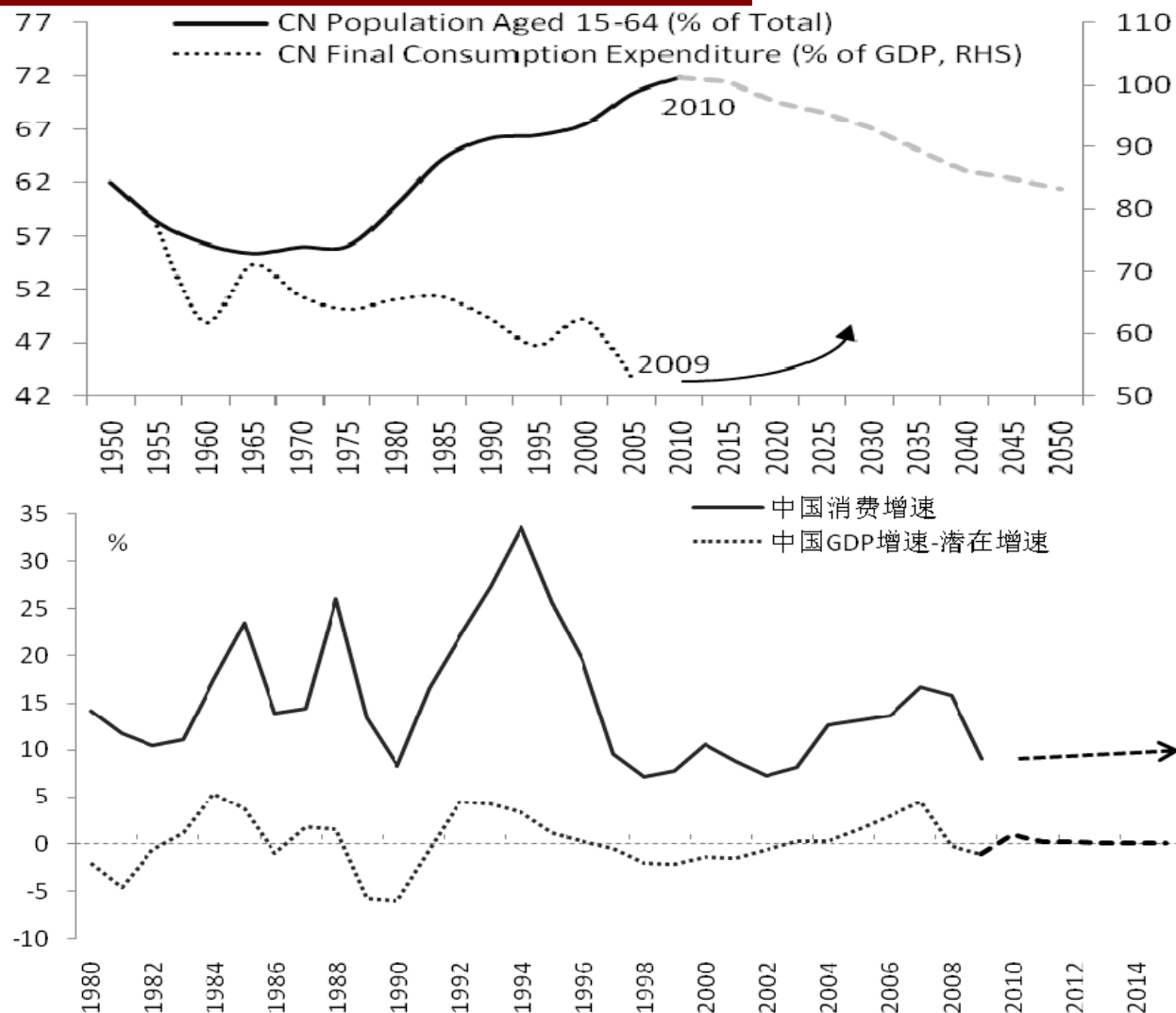
1.1 经济长趋势：转型加速、增长略下台阶、看好新增长

根据兴业证券宏观组的判断

■ 2010年是中国新增劳动供给“小年”，首次出现负增长，之后持续负增长。

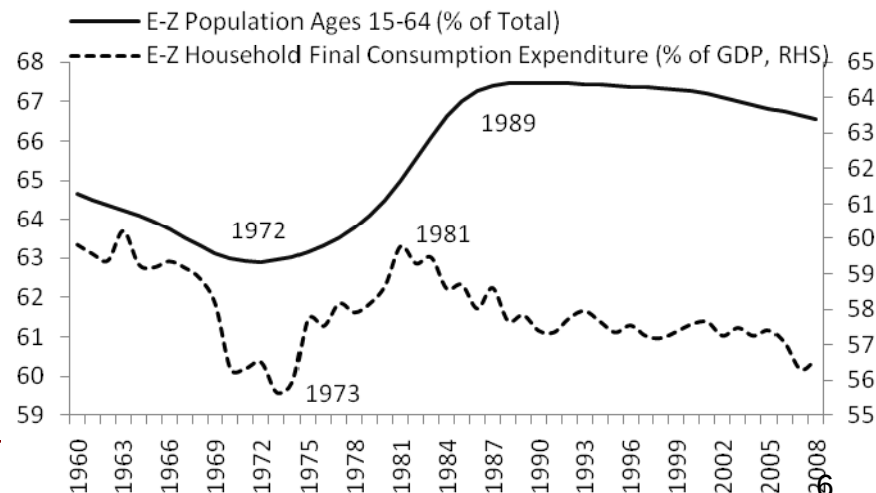
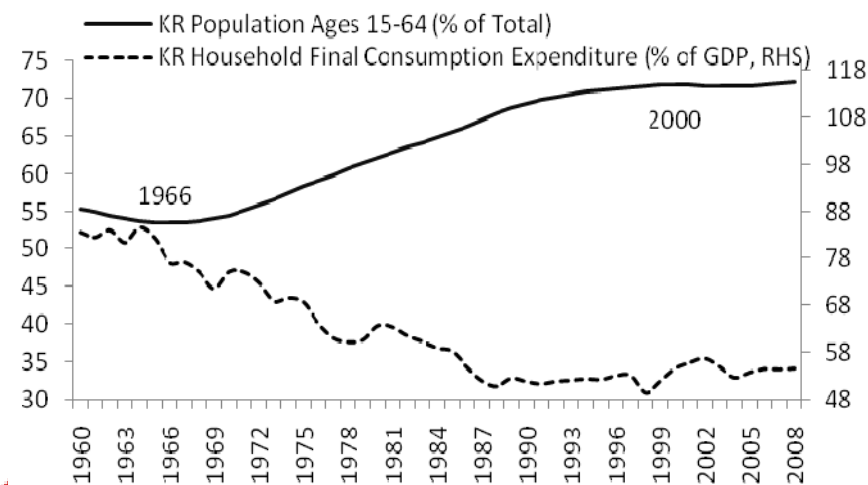
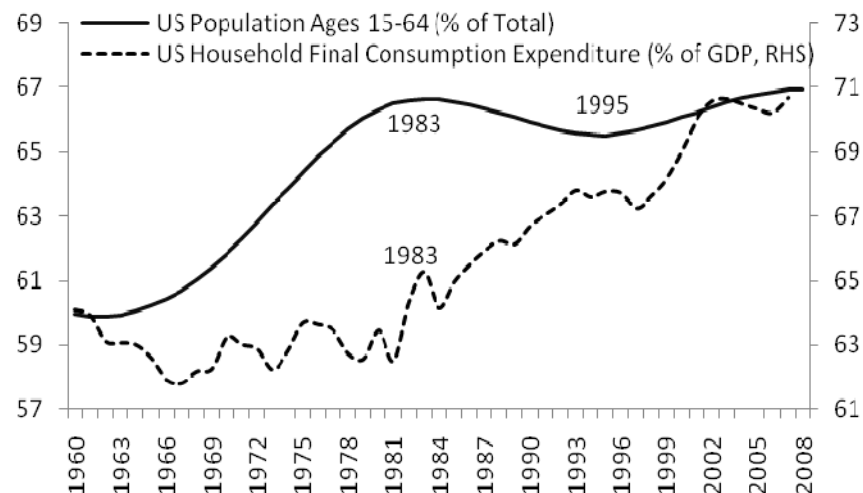
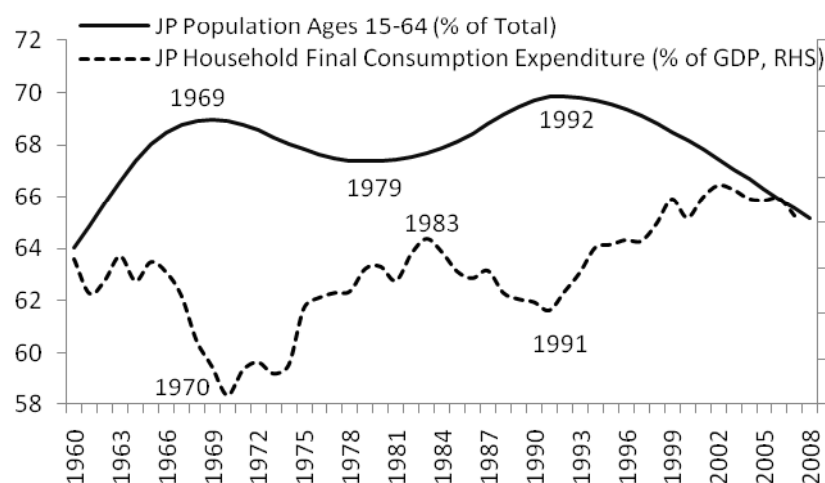
■ 中国制造业工资成本今年快速提升。制造业平均工资（剔除通胀）过去10年（1999-2008）以11.31%年率增长，2009年约4%，2010-2011年分别17%和15%

■ 劳动工资的快速增长加速中国不同行业的资本深化，也就是资本替代劳动的进程。劳动工资的快速增长加速中国资本深化。



1.1 经济长趋势：转型加速、增长略下台阶、看好新增长

青壮比率决定消费率拐点，超越调控和周期



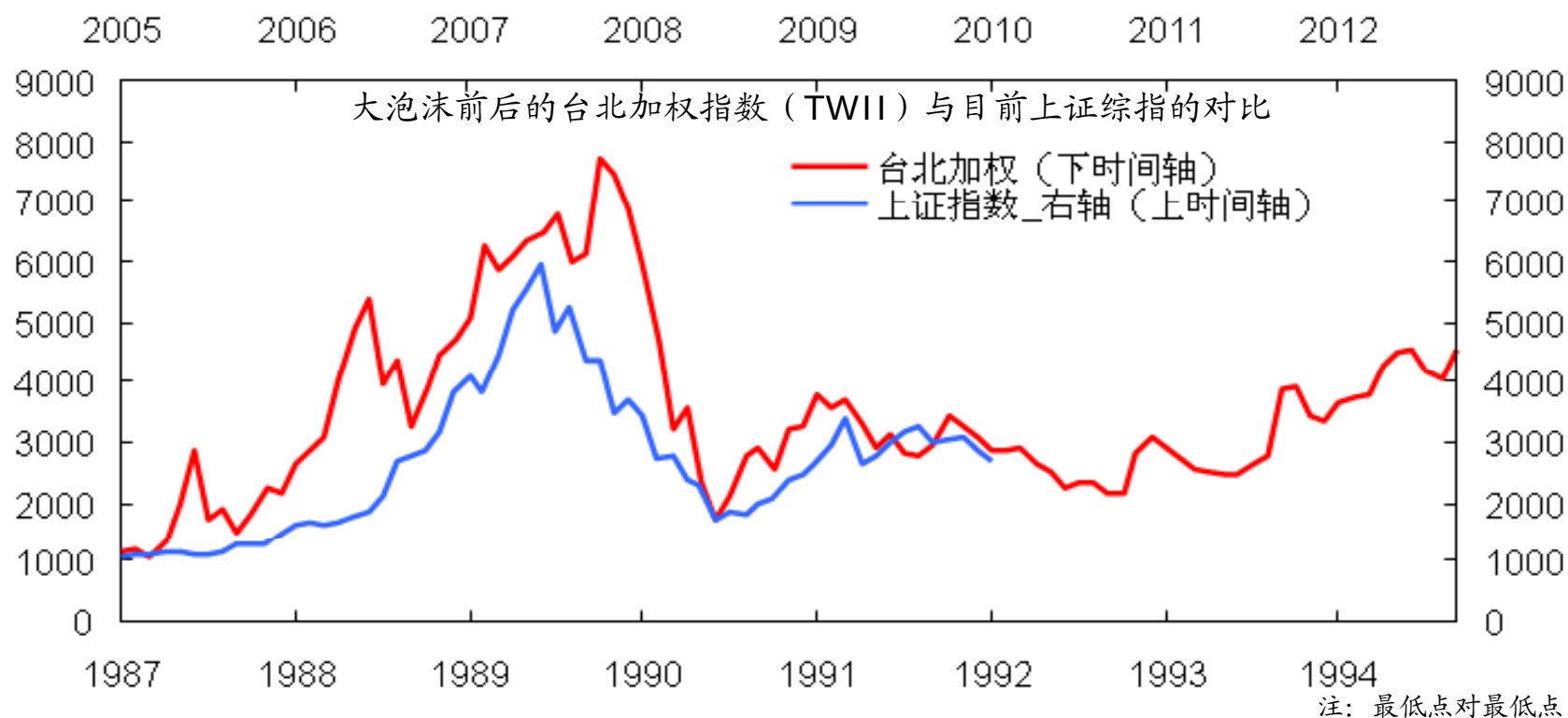
1.2反思经济转型期的股市动荡和前景

- 这一次不一样，但每一次的结果都一样——华尔街的教训
- 日光之下没有新事——《圣经·传道书》
- 市场走在前面，即市场提前反映经济运行——《金融心理学：掌握市场波动的真谛》
- 经济只是影响行情的一个因素，但是，经济高速增长并非牛市的必要条件，不能用长期的东西，来简单地解决短期的因素。政策、流动性、估值等都影响投资者预期和行情，不同阶段，影响的比重不同
- 经济转型的不确定性会阶段性制约，但是，一旦当新的增长点成型，纵使经济增速放缓，股市依然有望走出行情

1.2转型期的股市动荡和前景

❑反思1991年中期到1993年初，台湾加权指数调整背后的预期博弈因素——再泡沫化之后的去泡沫化，社会转型的噪声和信心的迷失

❑1993年之后，经济虽然略有下台阶，但是，以电子信息业为主的高科技产业成为经济增长的新支撑点，股市再次步入升途



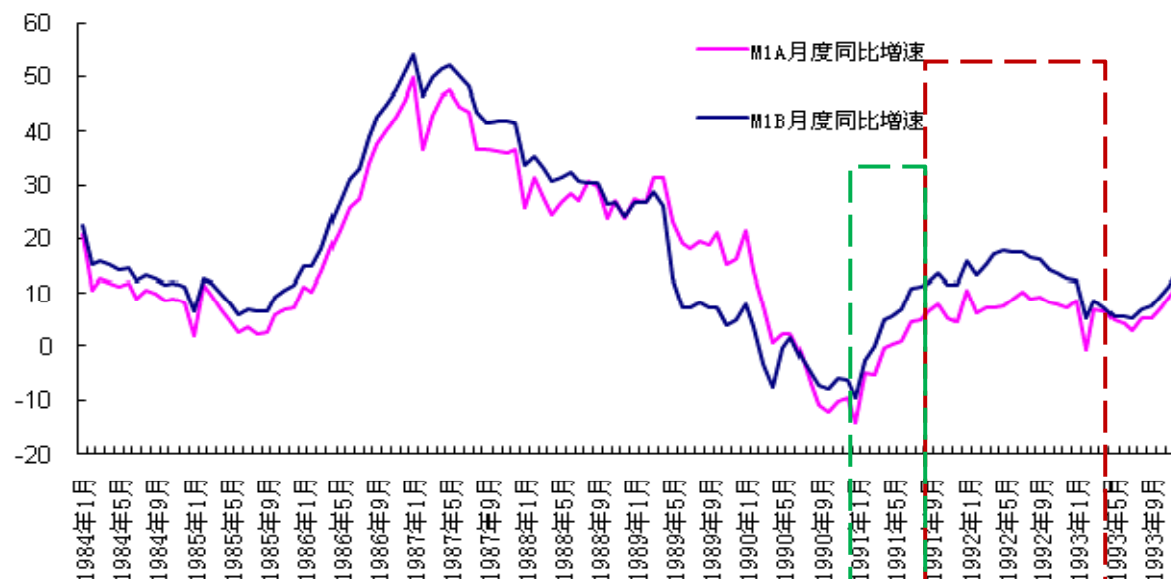
1.2转型期的股市动荡和前景

台股超级反弹后，为什么
矫枉过正？信心问题

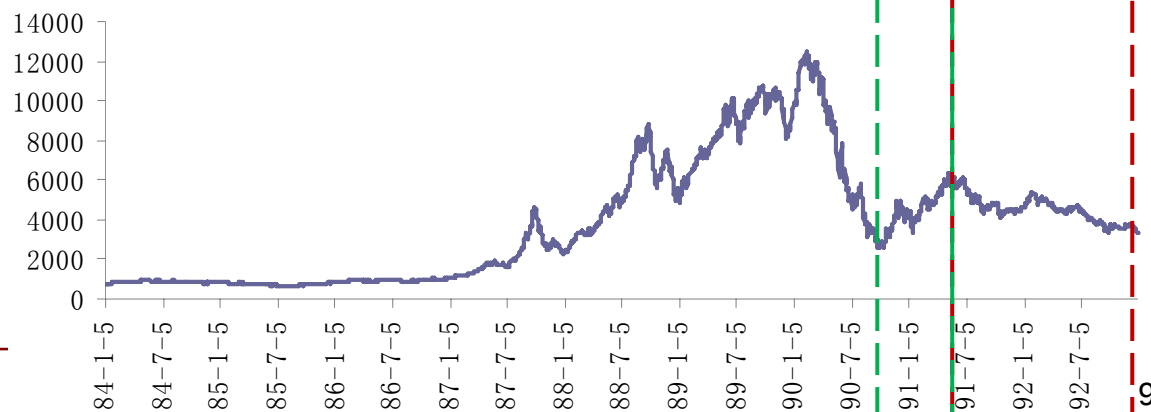
■1990年底，货币供应量
见底回升，台湾股指也见
底并持续上涨

■1991年中期之后，尽管
货币供应充足，股市持续
回落

■台湾经济、政治与社会
均进入转折时期，经济发
展失去以往有利因素，汇
率升值、劳动力成本提升，
政局动荡，社会矛盾不断
爆发出来



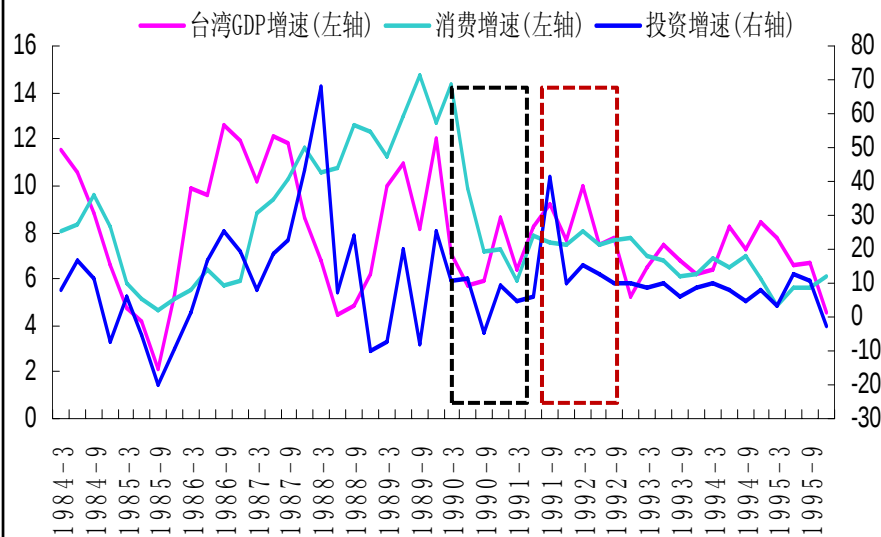
台湾加权指数



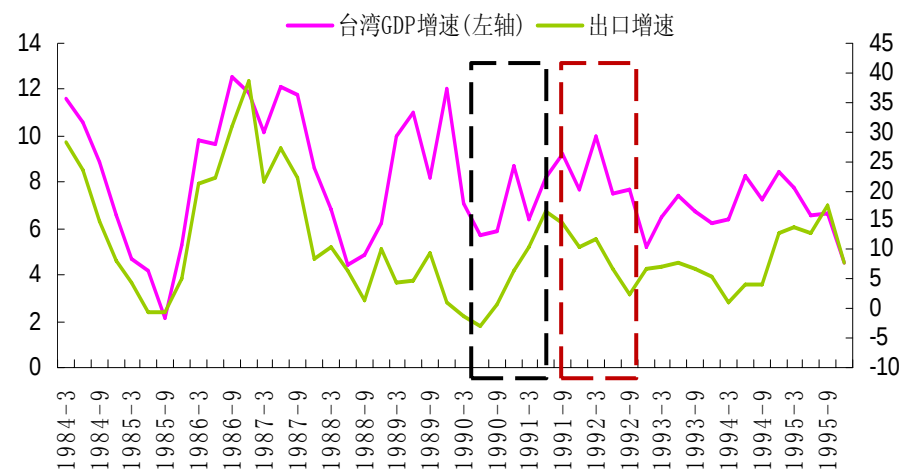
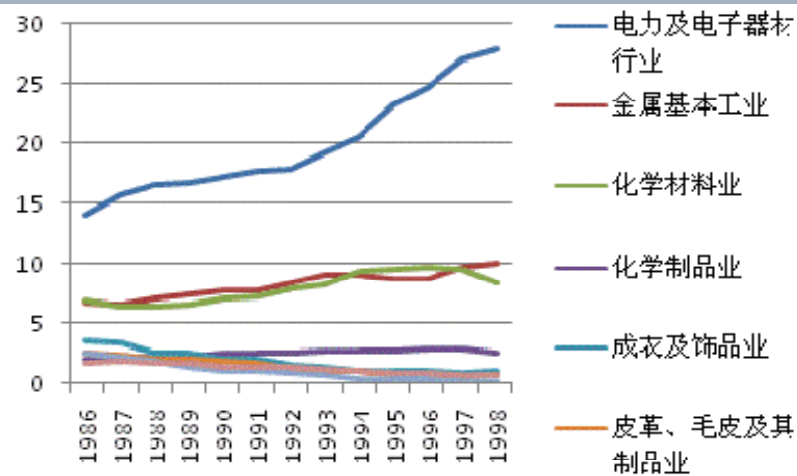
1.2 转型期的股市动荡和前景

□ 90年代，经济从8%的均值增速稍降到6%，而且增长更平稳

■ 90年度上半期台湾产业结构成功升级，以电子信息业为主的高科技产业成为经济增长的新支撑点

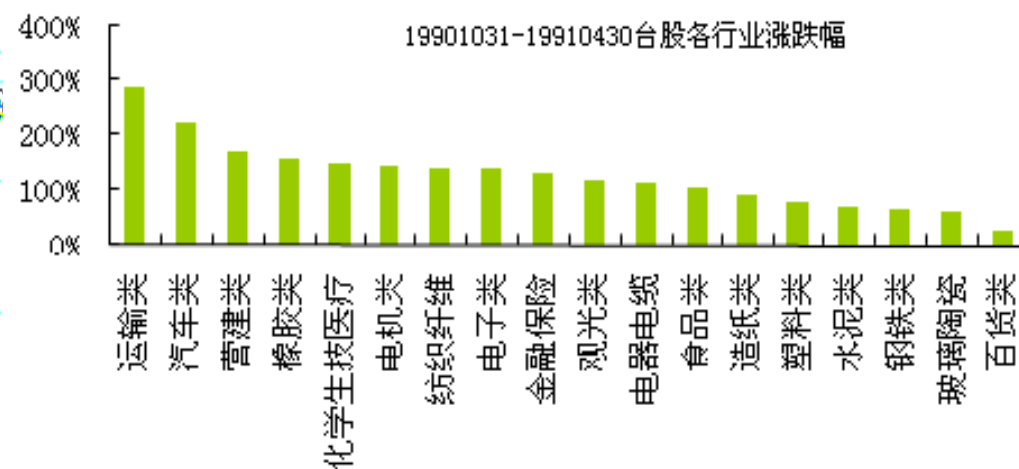
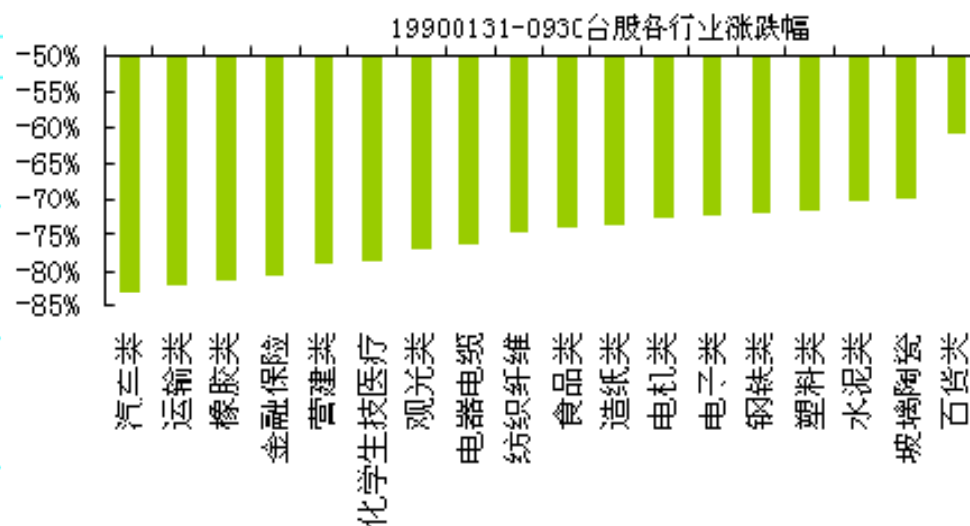
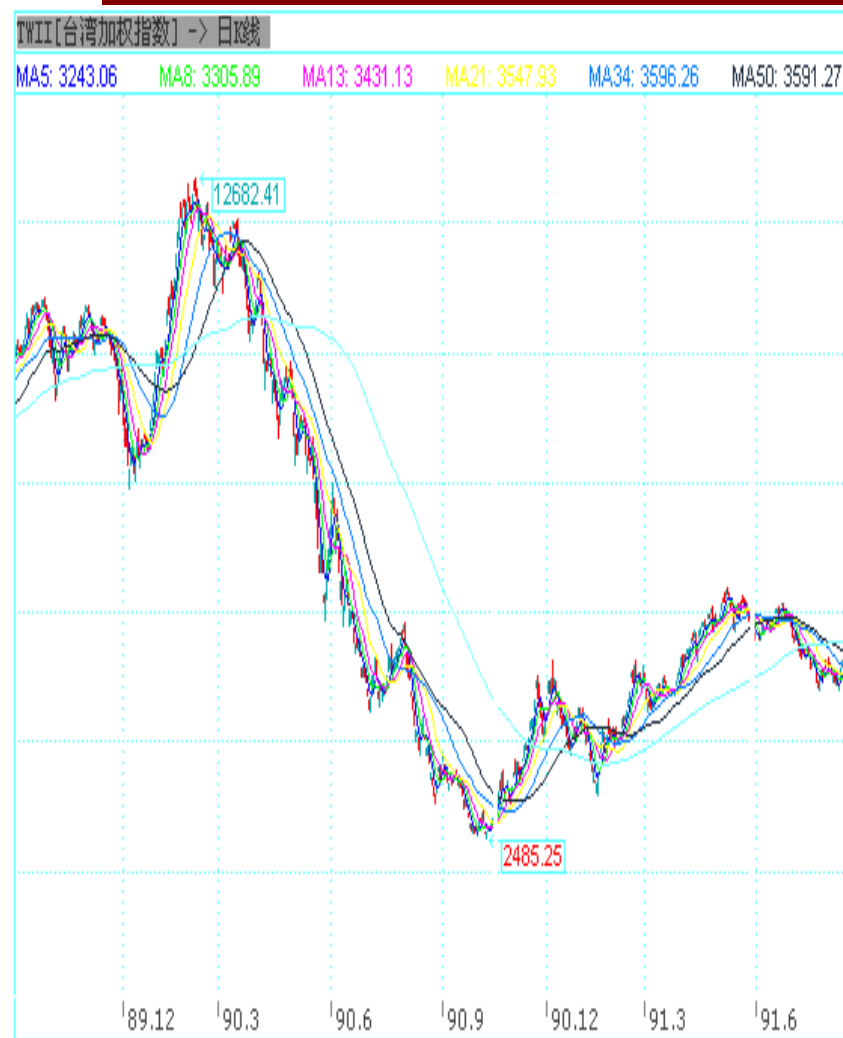


占制造业生产净值百分比



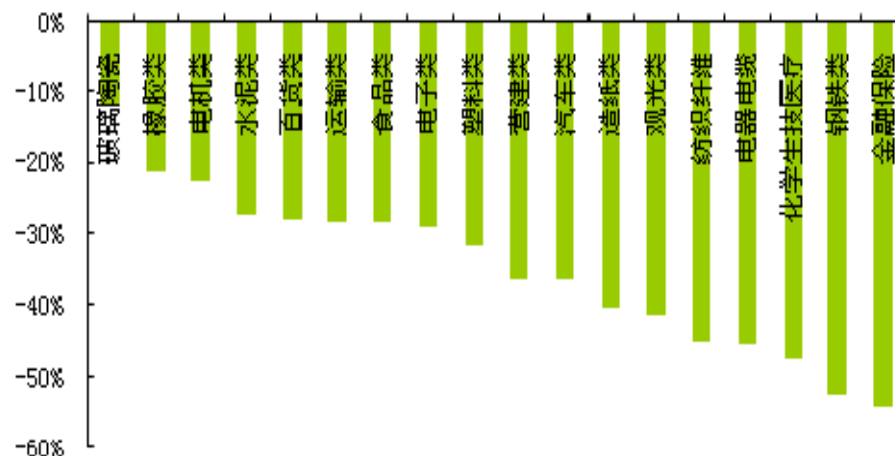
数据来源：台湾“经济部”统计处

1.2转型期的股市动荡和前景

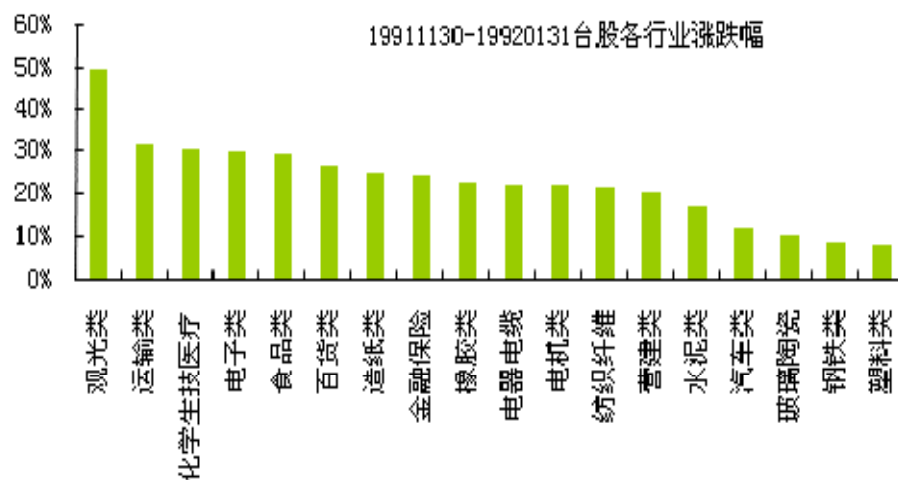


1.2转型期的股市动荡和前景

19910531-19921231台股各行业涨跌幅



19911130-19920131台股各行业涨跌幅



TWII[台湾加权指数] -> 日线
MA5: 4517.40 MA8: 4530.66 MA13: 4578.00 MA21: 4471.44 MA34: 4229.56 MA50: 3968.45 MA120



□1991年12月16日，“海协会”在北京成立，它以促进海峡两岸交往，发展两岸关系，实现和平统一为宗旨

□1991年12月21日，举行了第二届“国民大会代表”的选举，被认为是整个台湾宪政改革具有奠基性的第一次定期举行的普选，它是台湾国民普遍意志的实现

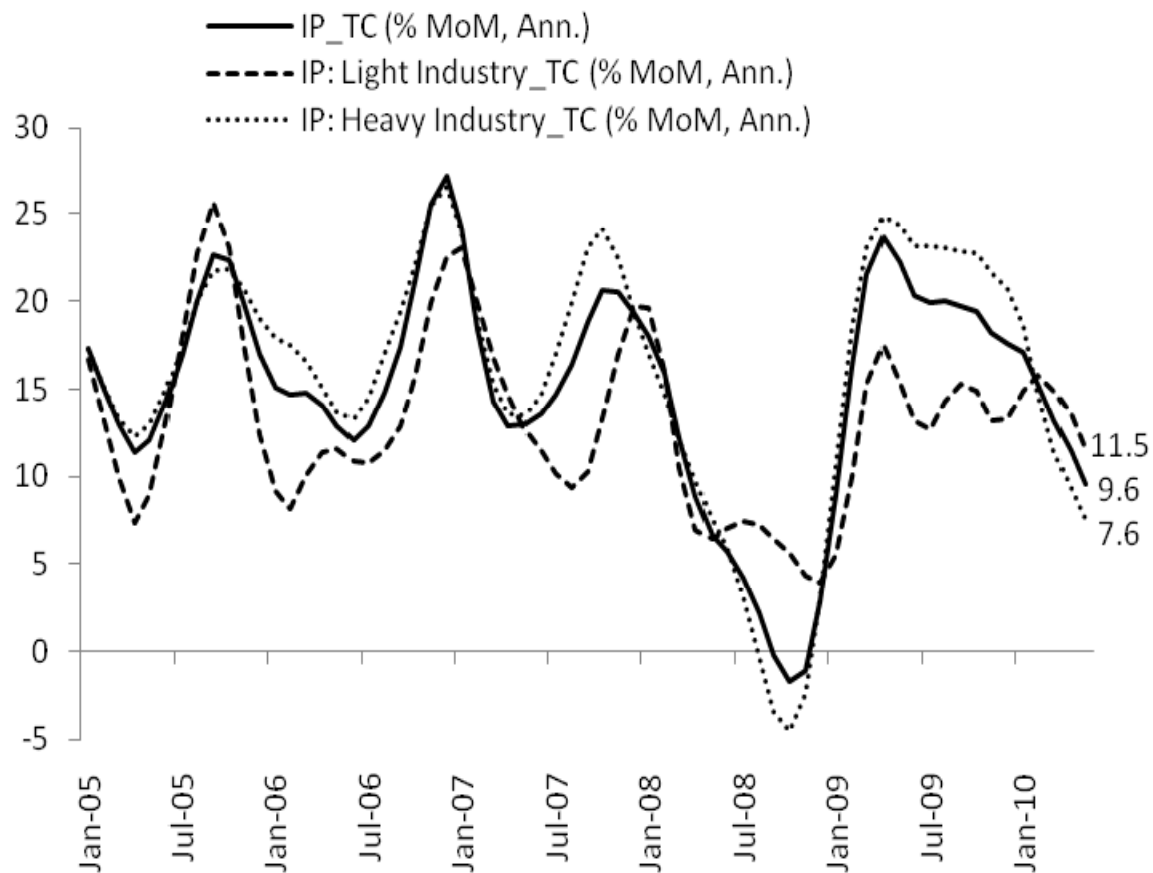
1.2 转型期的股市动荡和前景

- 经济高增长并非牛市的必要条件。不能用长期经济的东西，来简单地判断股市行情。经济增速放缓时，而经济结构升级、国民收入提升，往往伴随着更大的行情。2012年之后，类似有望在A股市场出现
- 转型期间的不确定固然制约行情，但是，行情的发展也非线性，期间依然有阶段性反弹和结构性机会

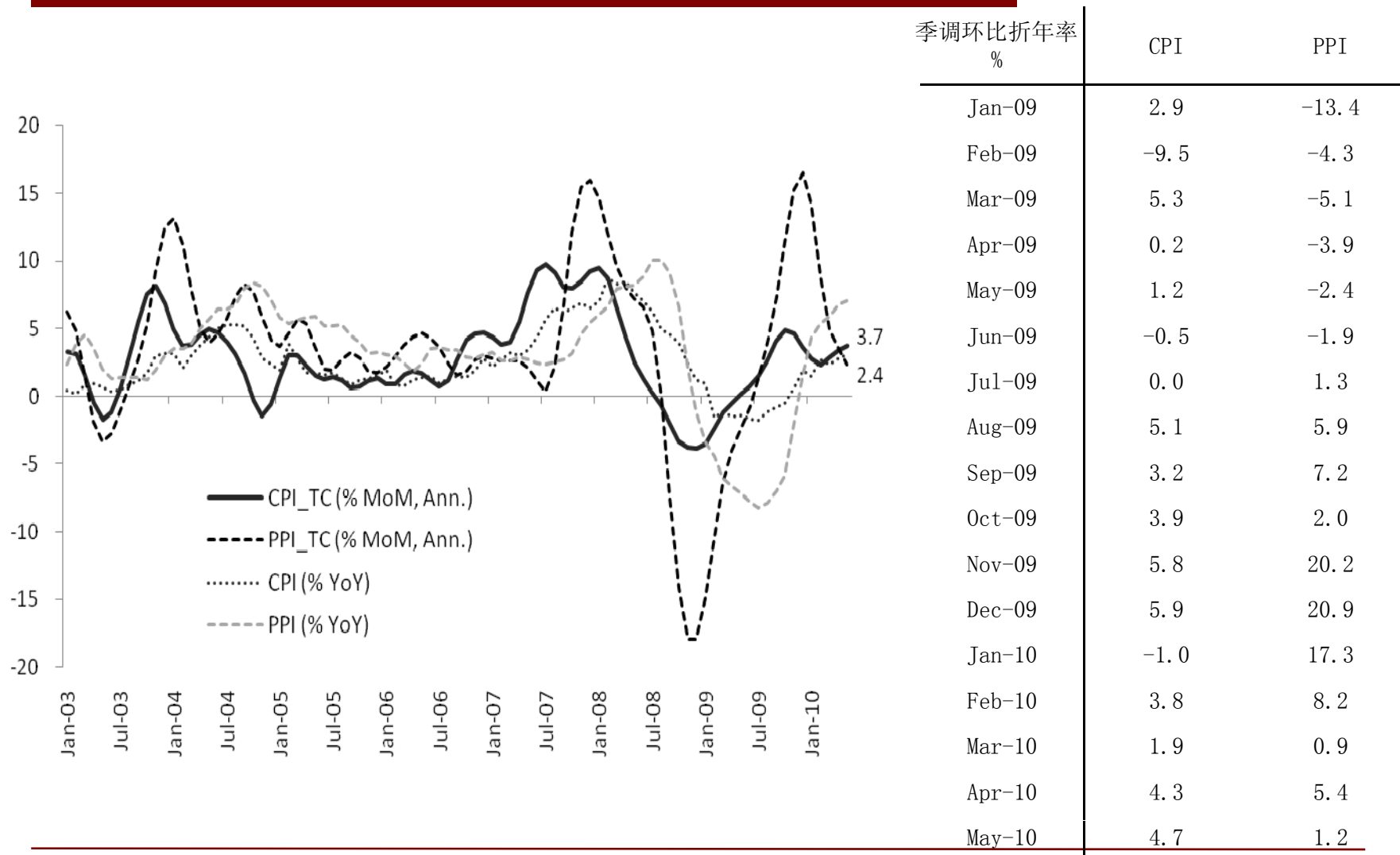
1.3宏观短中期：经济降温，三季度政策转向

- 时点：7月中下旬，国家统计局将陆续发布6月份和2季度宏观经济数据
- 变局：总需求已经偏冷，调控通胀预期和房价已见成效
 - 1季度过热，2季度过冷，GDP环比折年从11%降至8%，降速太快
 - 5月数据表明企业预期已快速转化，明显去库存。工业增加值环比折年已下滑至8%以下，而正常月份是2位数
 - 通胀7月份同比见顶，约3.5%；PPI季调环比折年已经降至1.2%
 - 目前房价环比已见顶，是强弩之末。按照决策层的思路，地产价格再度大幅上涨必然遭到严厉的行政调控。投资需求，在预期不到快速上涨的情况下，会有所收敛
- 7月份，政策转向——不加码紧缩+刺激内需，股市的政策预期改善
 - 刺激超大城市与大城市地铁项目、高速铁路与公路网络、边疆口岸、农林水利及其它公共基础设施投资；
 - 延长或新增消费刺激措施，包括轿车税收优惠延长，特别是环保型电动、混合动力车补贴，公务员工资、最低工资、养老抚恤金等调整；
 - 进一步明确鼓励民间投资
 - 进一步扶持新兴产业

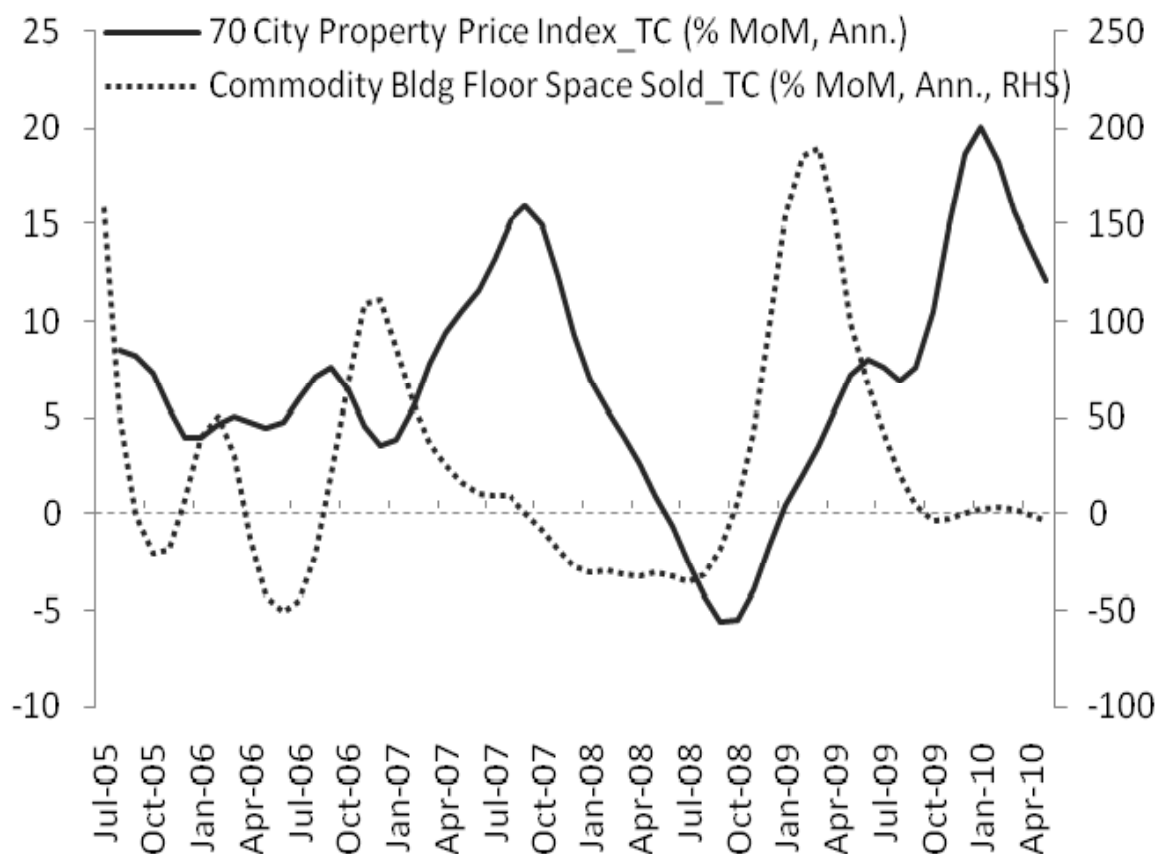
1.3宏观短中期：经济降温，三季度政策转向



1.3宏观短中期：经济降温，三季度政策转向



1.3宏观短中期：经济降温，三季度政策转向



季调环比折年率, %	70个城市房屋销售价格指数	商品房销售面积
Jan-09	3.0	218.2
Feb-09	0.1	39.1
Mar-09	4.0	242.3
Apr-09	4.9	163.7
May-09	7.2	293.3
Jun-09	9.2	-4.0
Jul-09	8.0	26.1
Aug-09	7.4	50.1
Sep-09	4.3	-46.6
Oct-09	4.9	106.5
Nov-09	19.3	81.2
Dec-09	23.7	-82.7
Jan-10	24.3	83.8
Feb-10	14.1	44.0
Mar-10	15.8	42.6
Apr-10	18.0	45.0
May-10	2.7	-80.0

主要内容

1

宏观背景：长转型、短转向

2

行情：箱体震荡，Q3反弹

3

行业配置和投资机会

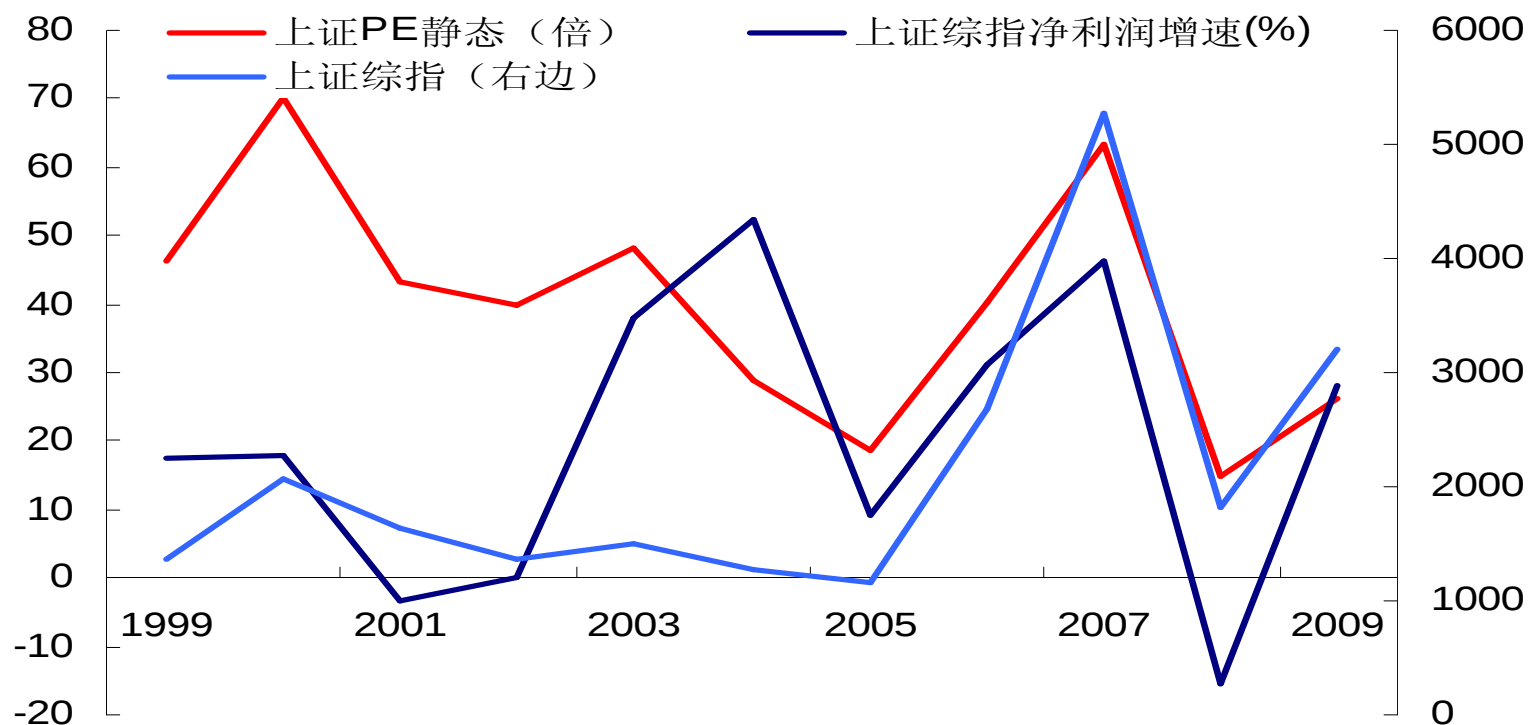
策略判断：行情平淡，把握3季度跌深反弹

下半年整体上看，宏观转冷，政策减压，资金面偏紧，业绩下滑，估值整体趋于合理但结构性继续挤泡沫，因此，行情偏淡，仅有跌深反弹、结构机会

- 宏观政策——经济走弱，3季度政策紧缩压力或缓解；但是，08-09年刺激政策的后遗症加剧了经济转型的复杂性，因此即使放松，大规模刺激也很难重演
- 资金面——整体不宽松，但是7、8月比6月份改善；投资者“用脚投票”后，股市资金面或迎来喘息期，7月中旬农行上市后破发，或触发监管层维护市场
- 业绩与估值——下阶段把握行情时，估值的重要性提升，关注估值修复性反弹
- 3季度博弈跌深反弹，类似04年“9.14”熊市反弹行情
 - 机构投资者仓位偏低，特别是，决定大盘的大市值股票，比如银行、地产普遍估值严重低估，且机构投资者持股较低，缺少做空筹码
 - 先跌深，在融资压力和经济数据的悲观预期下，7月市场或进一步调整，调整低点——对应上证指数2243~2341点
 - 后反弹，私募特别是跨市场套利资金有望打响反弹第一枪，之后社保保险等长线资金入场，最后低仓位基金增持。

对于中国股市影响因素的思考：宏观、业绩、资金、估值

- 估值优势在下阶段分析行情时的重要性提升，估值修复性的反弹值得关注
- 中国A股市场，指数与PE的相关性更为密切，PE主要受资金面影响
 - 宏观经济增速会直接影响企业业绩，特别是周期性行业利润，间接影响估值；而资金面的充裕程度直接影响PE



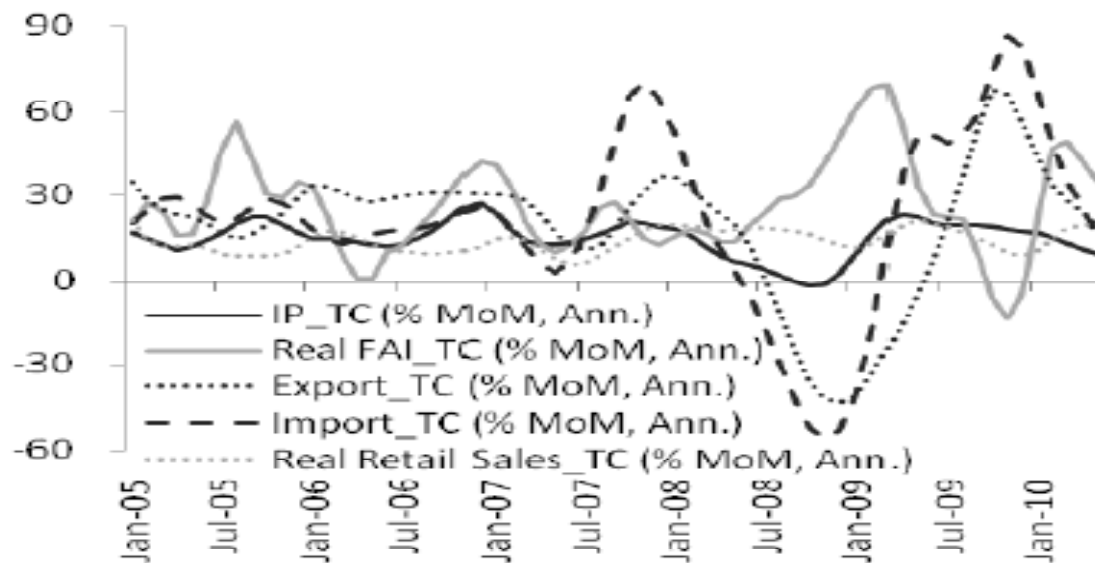
2.1 资金面分析：难言宽松，但有所改善

- 宏观流动性总量分析：难现宽松，有所改善
 - M2与名义GDP差值继续向下，但是，二阶导数有望改善
 - 经济先行指标回落预示着实体经济对流动性需求减弱
 - 人民币年内升值幅度约为2%，对资本流动影响正面，但是程度有限
- 三季度资金价格分析：涨幅或趋缓，难以明显回落
 - 6月底，商业银行均已达到了75%的贷存比要求，增量资金拆入的需求回落，市场资金面边际改善
 - 准备金累积效应已显现，再次上调已经没有必要
 - 超额存款准备金率三季度处于年内低位，银行间资金面季节性偏紧
 - 农行上市的扰动因素消除
- 资金价格先行指标显示资金面继续偏紧，拐点信号发出前，资本市场表现偏弱
- 三季度股市资金面供求分析

2.1.1流动性总量分析：难言宽松，但有所改善

宏观流动性的来源	影响	备注
信贷	中性偏负面	宏观经济需求萎缩，通胀压制
顺差	中性偏正面	进口回落快于出口回落
海外资本净流入	中性	人民币兑美元年内升值幅度约为2%，对资本流动影响不大

实体经济流动性需求：回落



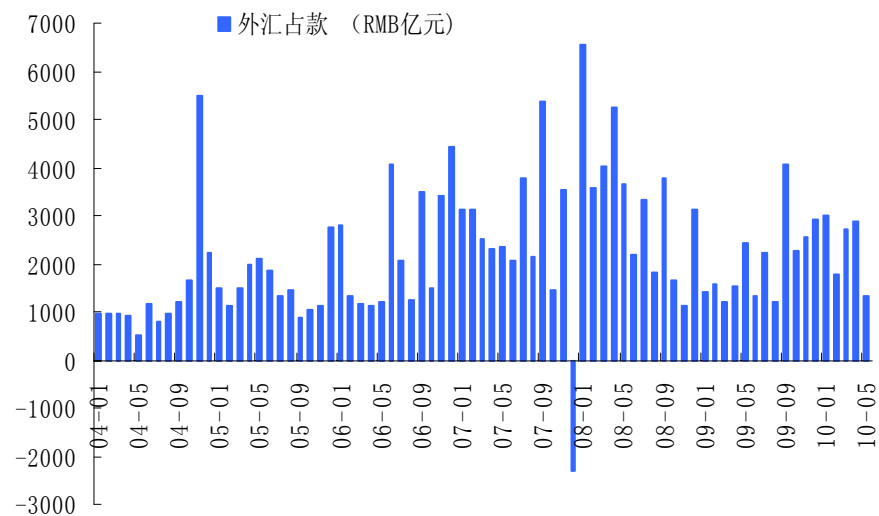
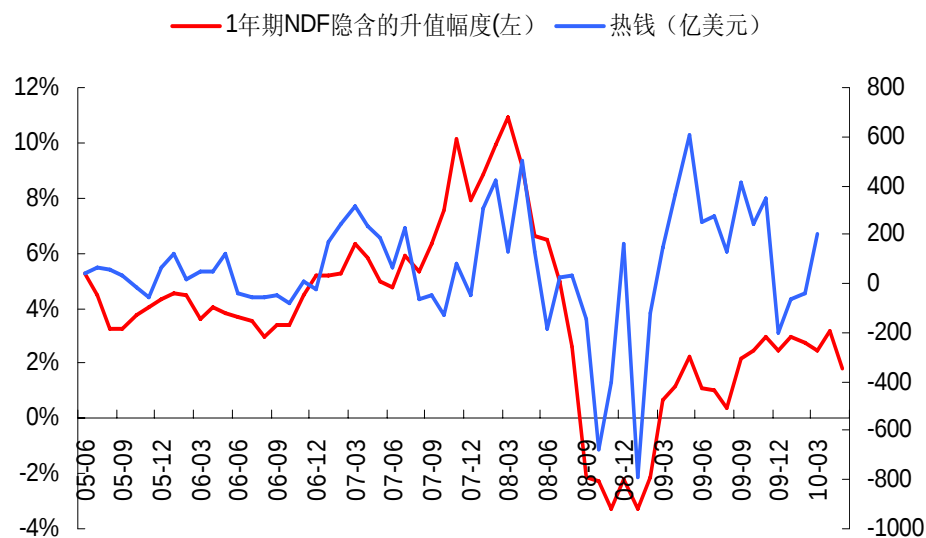
□ 变数在于7月份

■ 政策较一致预期提前转向

■ 通胀7月份见顶

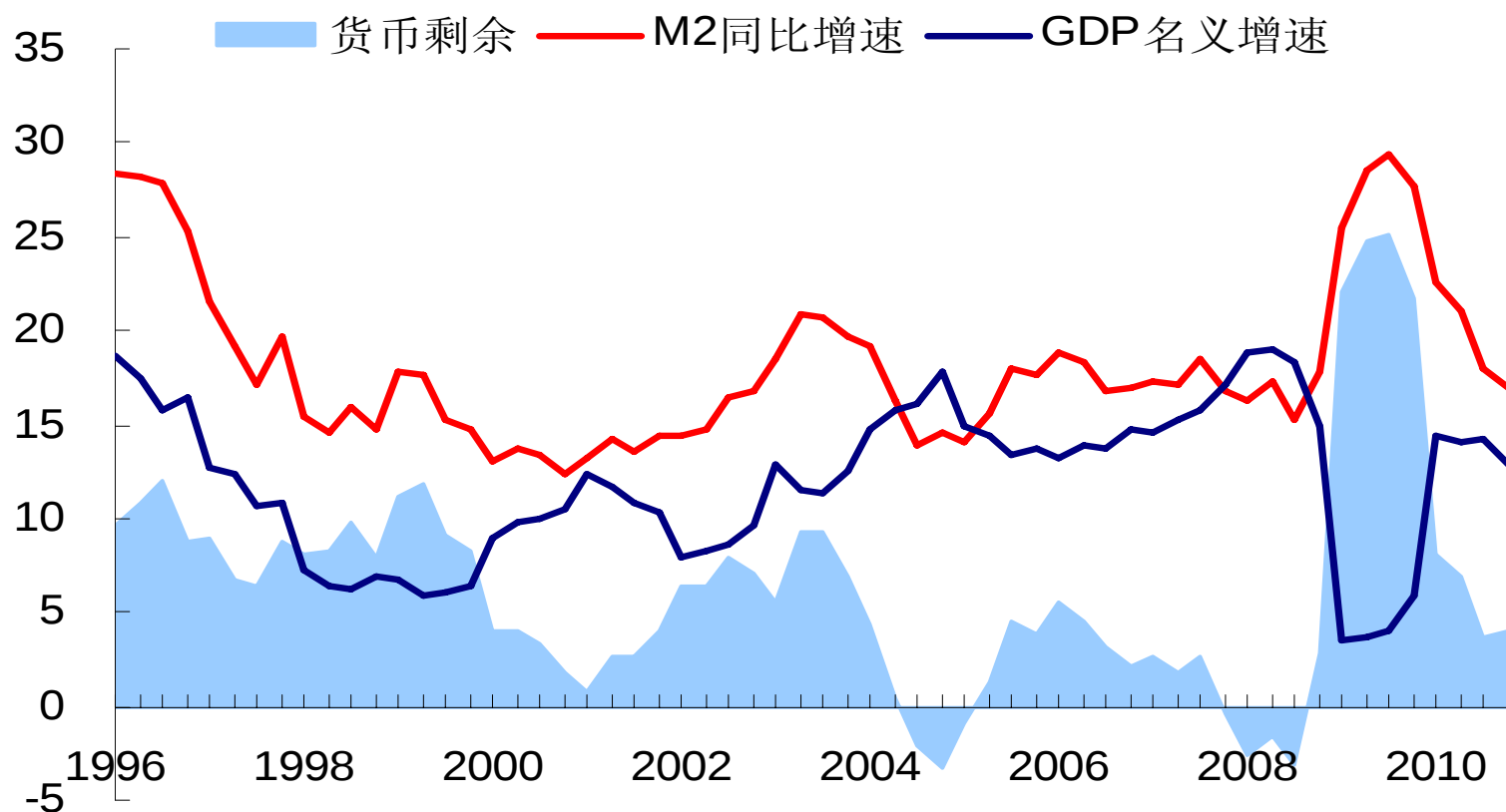
2.1.1流动性总量分析：难言宽松，但有所改善

□年内升值幅度约2%，热钱流动性正面影响，程度有限



2.1.1流动性总量分析：难言宽松，但有所改善

货币剩余仍处于回落阶段，但是回落速度会放缓



2.1.1流动性总量分析：难言宽松，但有所改善

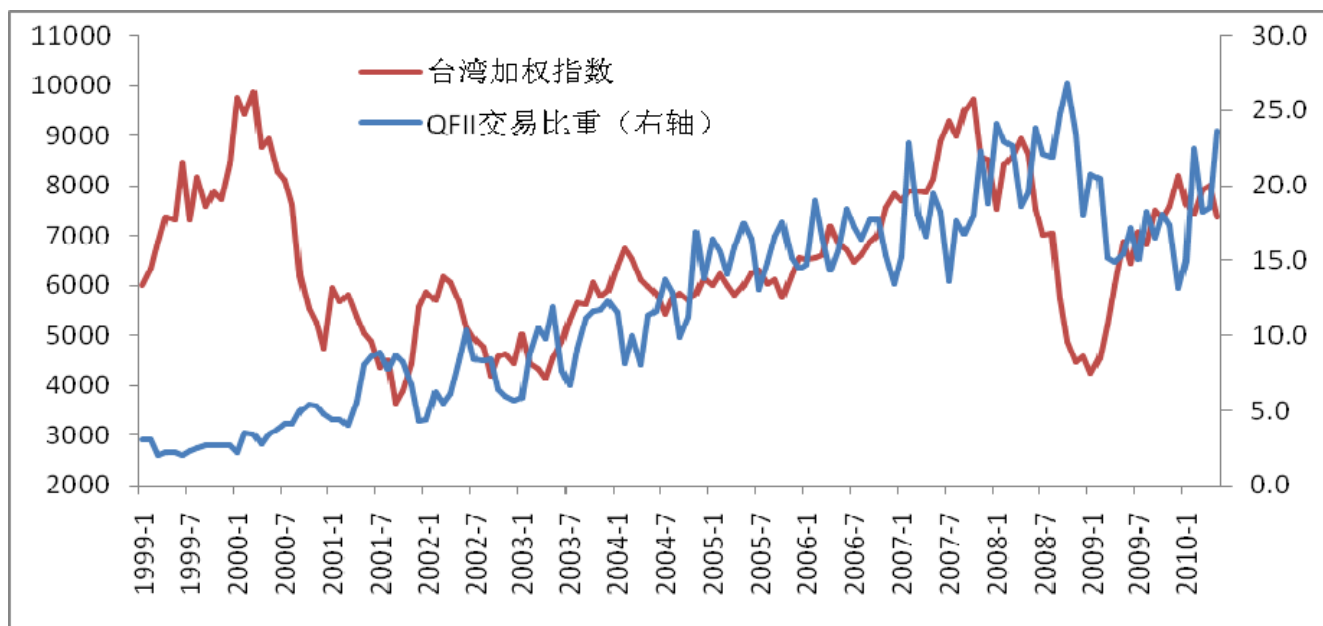
□QFII制度的扩展

■小“QFII”-境外人民币
汇率渠道的安排

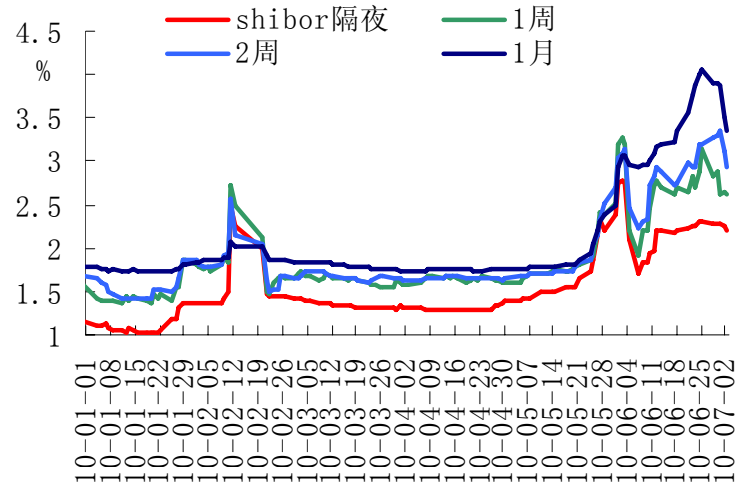
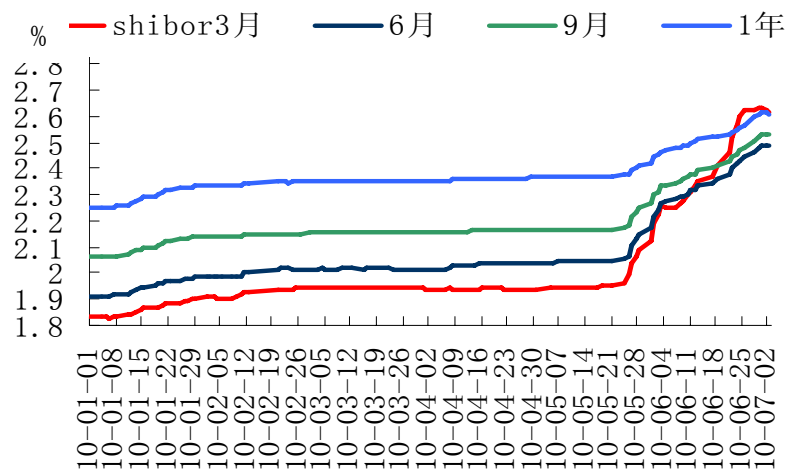
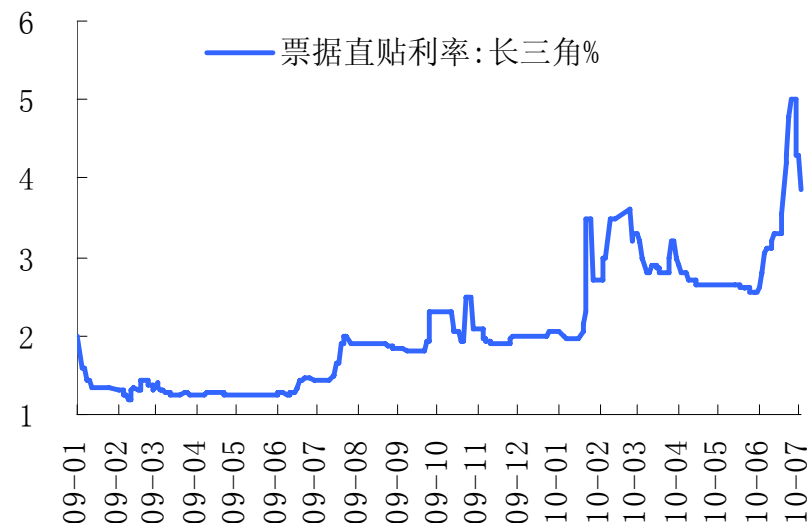
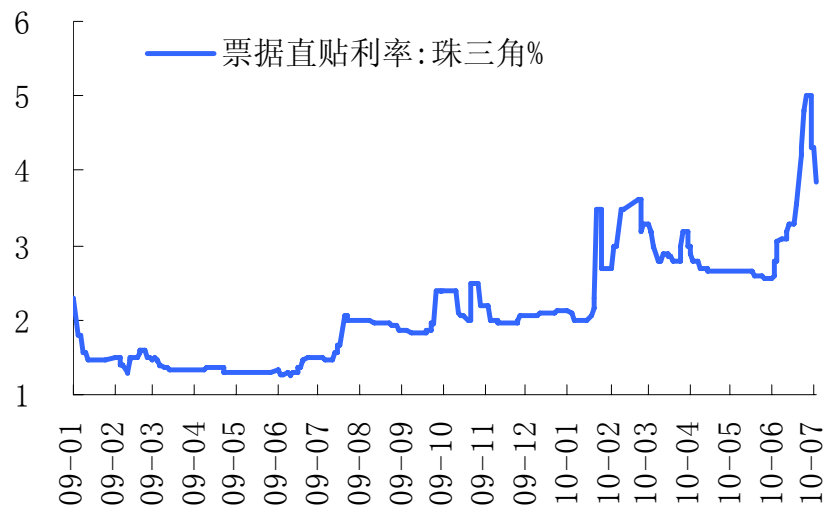
■海外个人投资者直接投资
A股

表1 台湾QFII制度的阶段开放进程

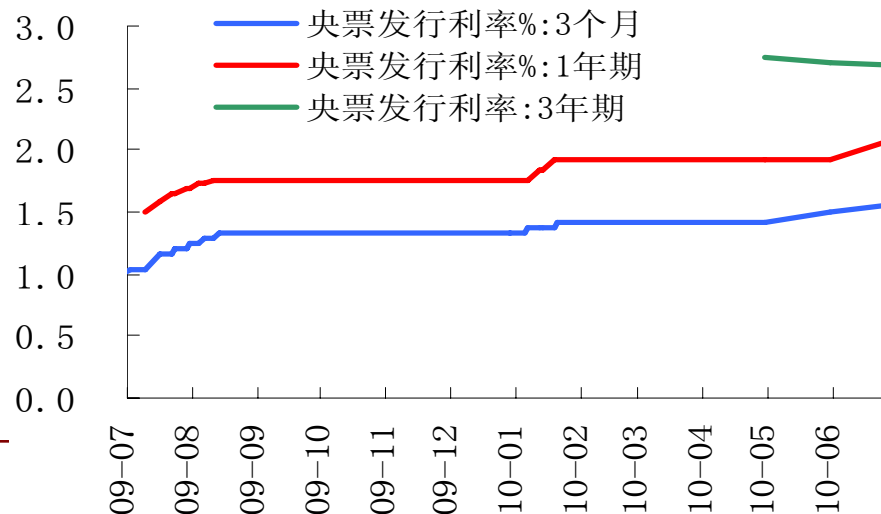
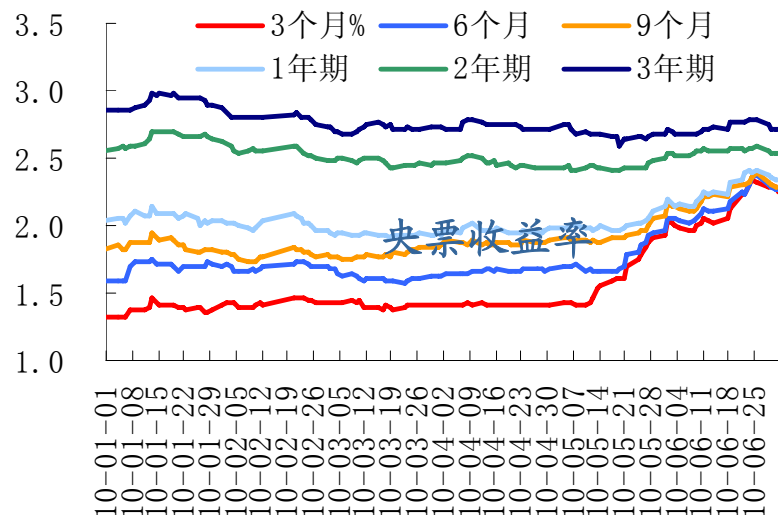
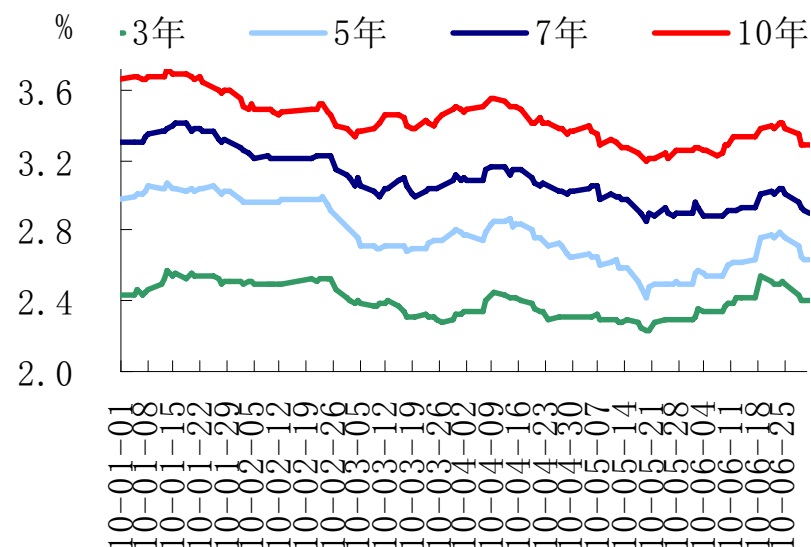
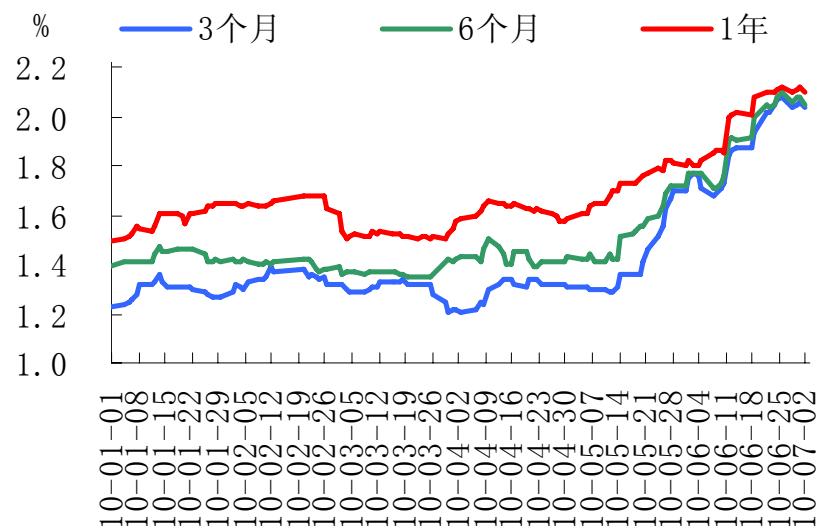
阶段	时间	开放类别
1	1983.5.26	证券投资信托事业（Securities Investment Trust Enterprise, SITE）于境外发行募集，投资境内证券市场之信托基金。
2	1990.12.28	外国专业投资机构（Qualified Foreign Institutional Investor, QFII）直接投资境内证券市场。
3	1996.03.03	全面开放境内外华侨及外国人（General Foreign Institutional Investor, GFII）直接投资境内证券市场。



2.1.2 资金价格：可能较6月份回落，至少涨幅趋缓



2.1.2 资金价格：可能较6月份回落，至少涨幅趋缓



2.1.2 资金价格：可能较6月份回落，至少涨幅趋缓

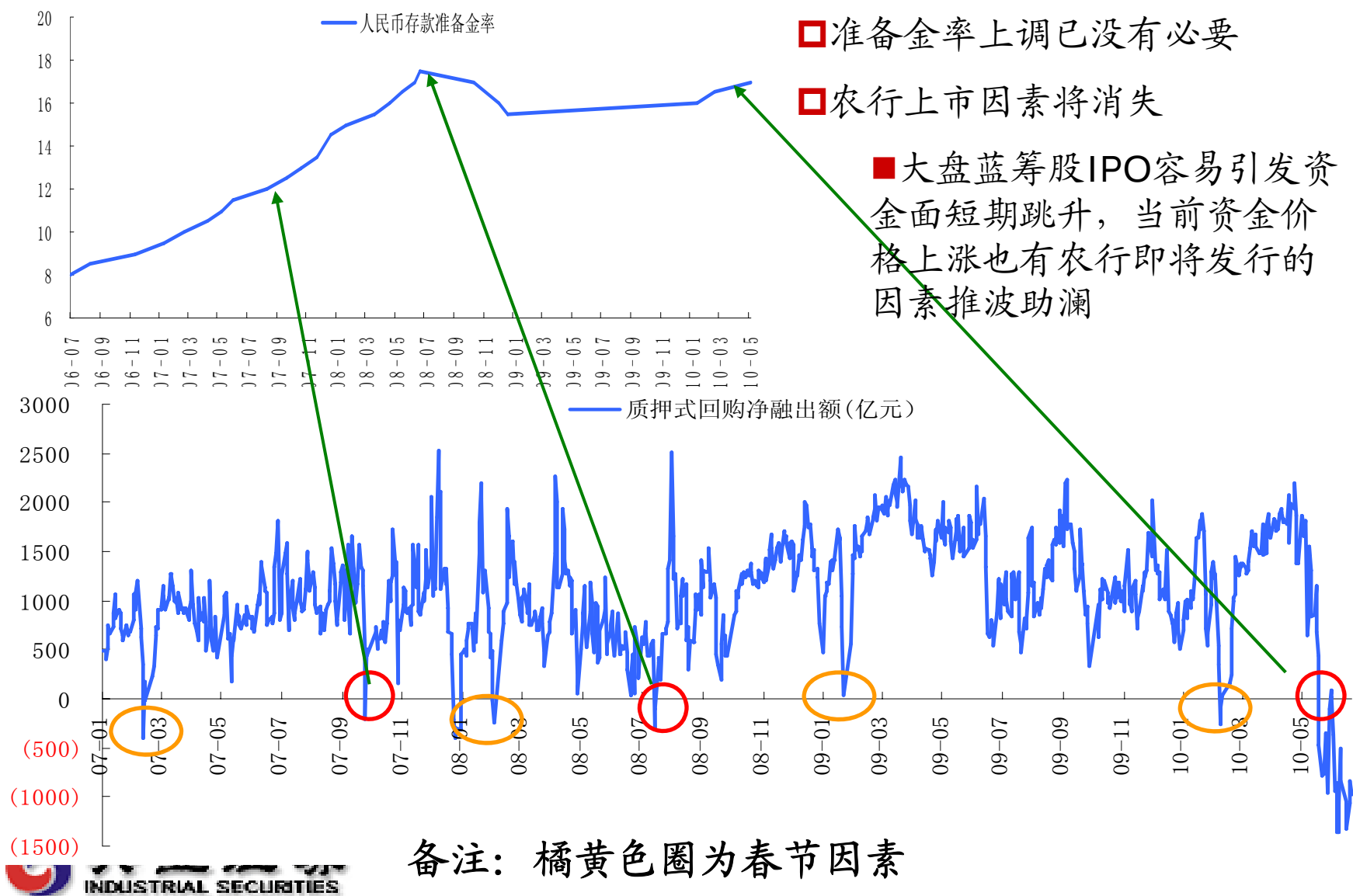
□6月底是75%贷存比考核时点，该时点过后对资金的需求有所减弱

■截止今年一季度末，14家上市银行中有7家银行贷存比高于银监会规定的75%的红线，扩大分母降低贷存比引发较强的资金拆入需求

■6月底之后，商业银行均已达到了75%的贷存比要求，增量资金拆入的需求回落，市场资金面边际改善

贷存比	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10
民生	78.83%	82.83%	80.04%	76.93%	81.89%
兴业	80.44%	77.61%	82.00%	76.81%	78.98%
深发展	79.09%	81.39%	84.20%	78.21%	78.61%
中信	78.87%	83.84%	83.06%	78.28%	76.80%
交行	73.57%	71.75%	73.94%	75.95%	76.46%
招商	67.31%	73.23%	72.37%	72.25%	75.93%
浦发	78.71%	74.56%	71.44%	70.29%	75.76%
宁波		66.22%	74.98%	72.93%	74.32%
华夏	74.74%	73.77%	74.17%	72.11%	71.85%
中行	62.48%	66.74%	71.18%	71.76%	70.70%
南京	60.08%	63.73%	65.51%	64.24%	63.59%
北京	64.90%	65.18%	63.60%	59.84%	60.34%
建行	58.28%	57.94%	58.57%	58.65%	58.39%
工行	55.66%	55.60%	55.81%	57.14%	57.26%
平均	70.23%	71.03%	72.20%	70.38%	71.49%

2.1.2 资金价格：可能较6月份回落，至少涨幅趋缓



2.1.3 股市供求：整体偏紧，“用脚投票”或迎来喘息期

□ 资金供给（静态测算）：

- 新基金发行约 400 亿元
- 新增保险资金流入约 580 亿元
- 新开户数维持低位，增量资金贡献较弱

□ 资金需求（静态测算）：

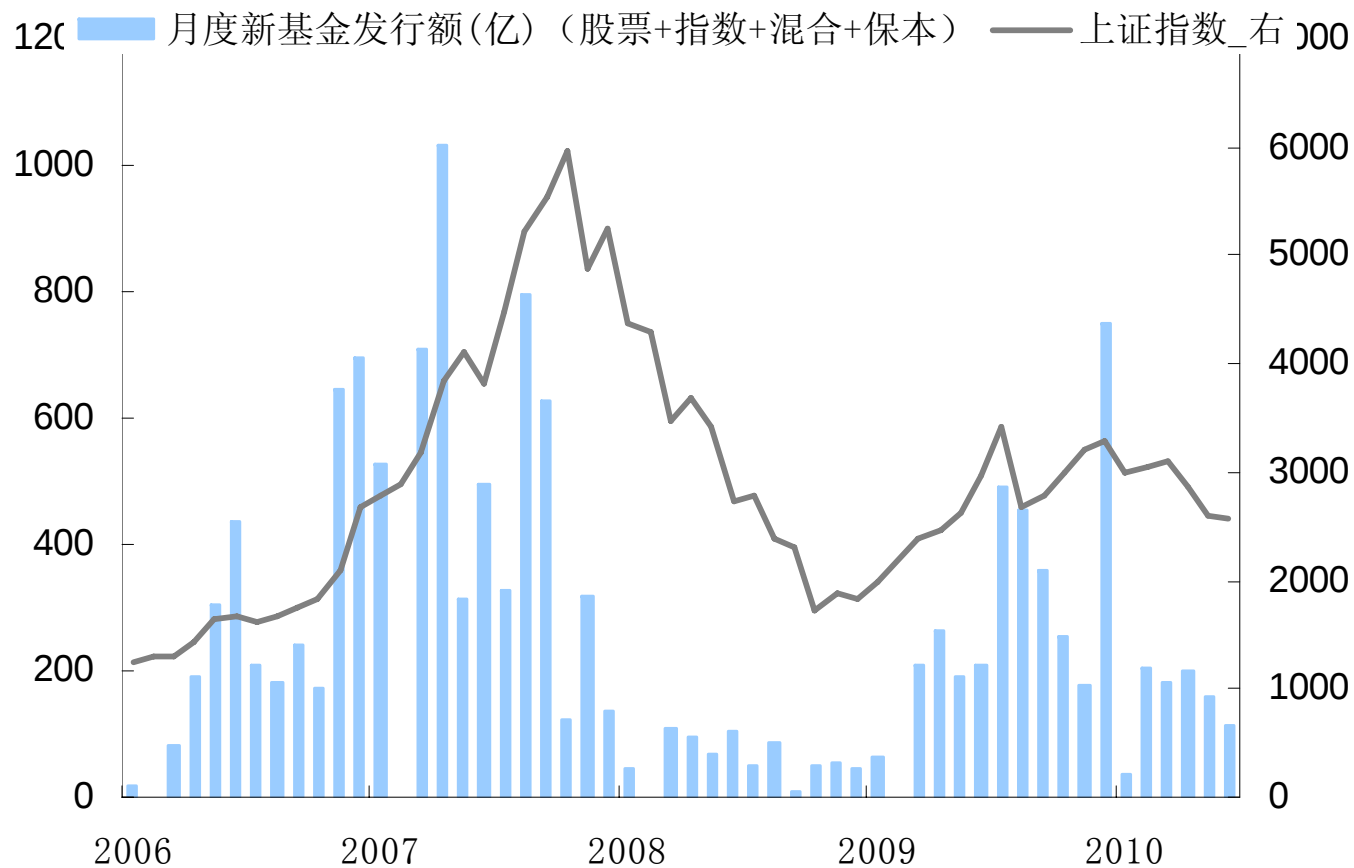
- 限售股解禁约：5000 亿元（其中实际减持压力约 1000 亿），年内最少
- IPO 约：900 亿元
- 增发配股合计约：950 亿元

□ 变数：关键在于行情点位和预期的变化

■ 上述均为静态测算。动态的看，一方面，若大盘指数进一步缩量、下跌，特别是 7 月中旬农行上市后若破发，或引发监管层维护市场，则增发、IPO、减持也将随之节奏放缓、规模缩减。另一方面，若股市预期好转，则场外资金进入，基金保险等提高仓位，将增加资金供给

2.1.3股市供求分析：新发基金

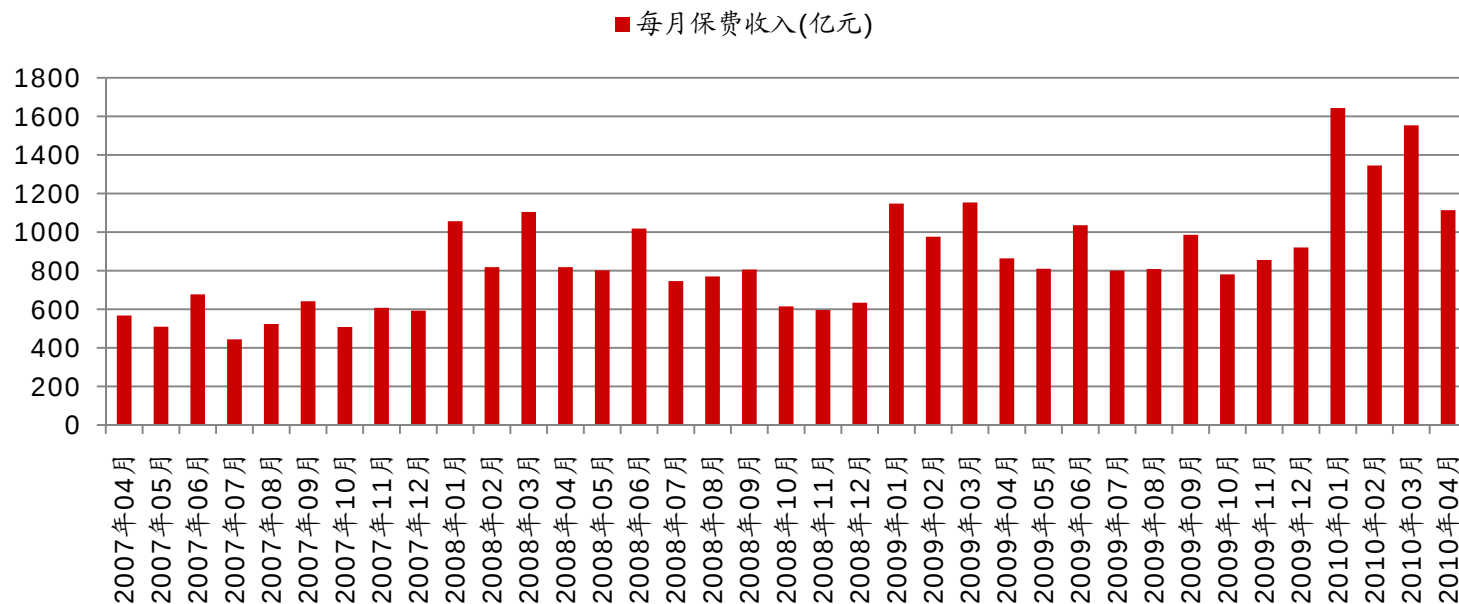
■ 截止6月22日，今年1-6月股票、指数、混合、保本四类新基金合计发行规模为896亿元，假设三季度按照相同发行速度，约带来400亿左右的资金流入



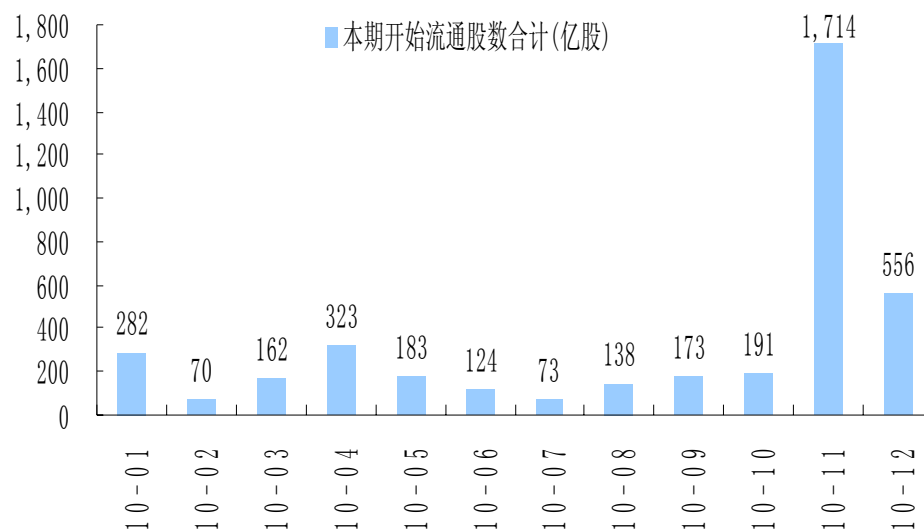
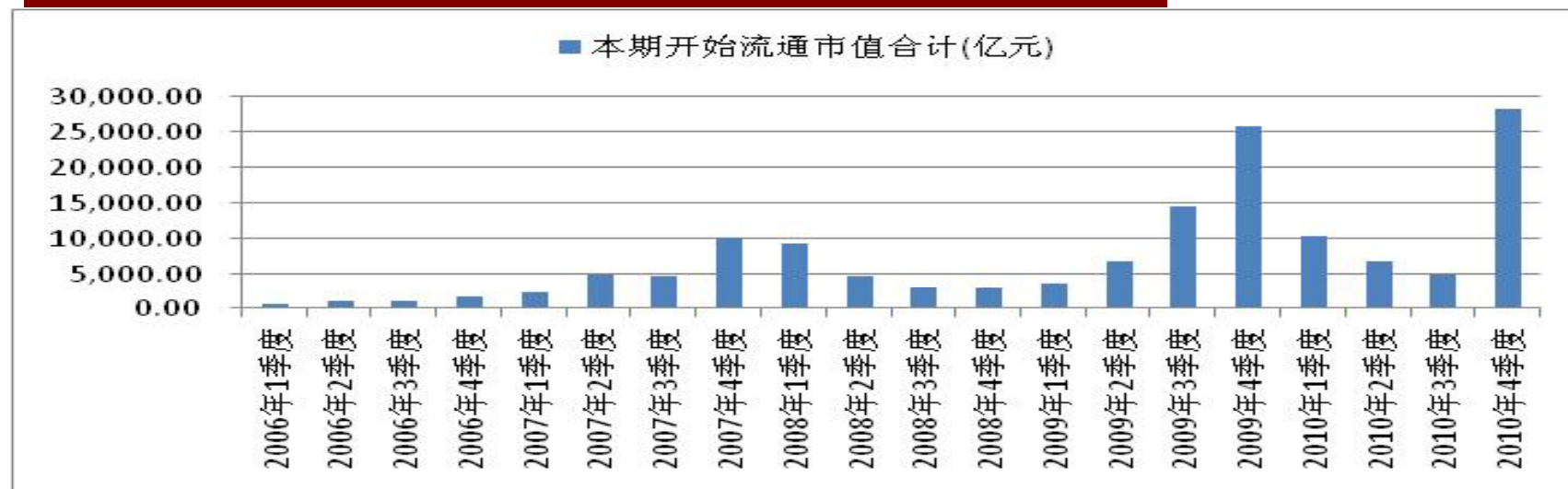
2.1.3 股市供求分析：新增保险资金

■ 保险：截止4月，今年平均每月保费收入1413亿，假设三季度按照此月均保费收入，将新增保费4241亿。假设其中80%资金可用，按照20%投股票及混合型基金的假设，以及60%的仓位，估计新增资金为407亿。

■ 社保：根据戴相龙表示，社保基金股票投资比例年内将提至30%。09年底社保总资产规模约7000亿元，境内外股票资产投资约占30%，其中估计境内股票资产约25%，若下半年匀速提高仓位年底至30%，则带来三季度增量资金约178亿元。



2.1.3 股市供求分析： 3季度限售股解禁规模年内低位

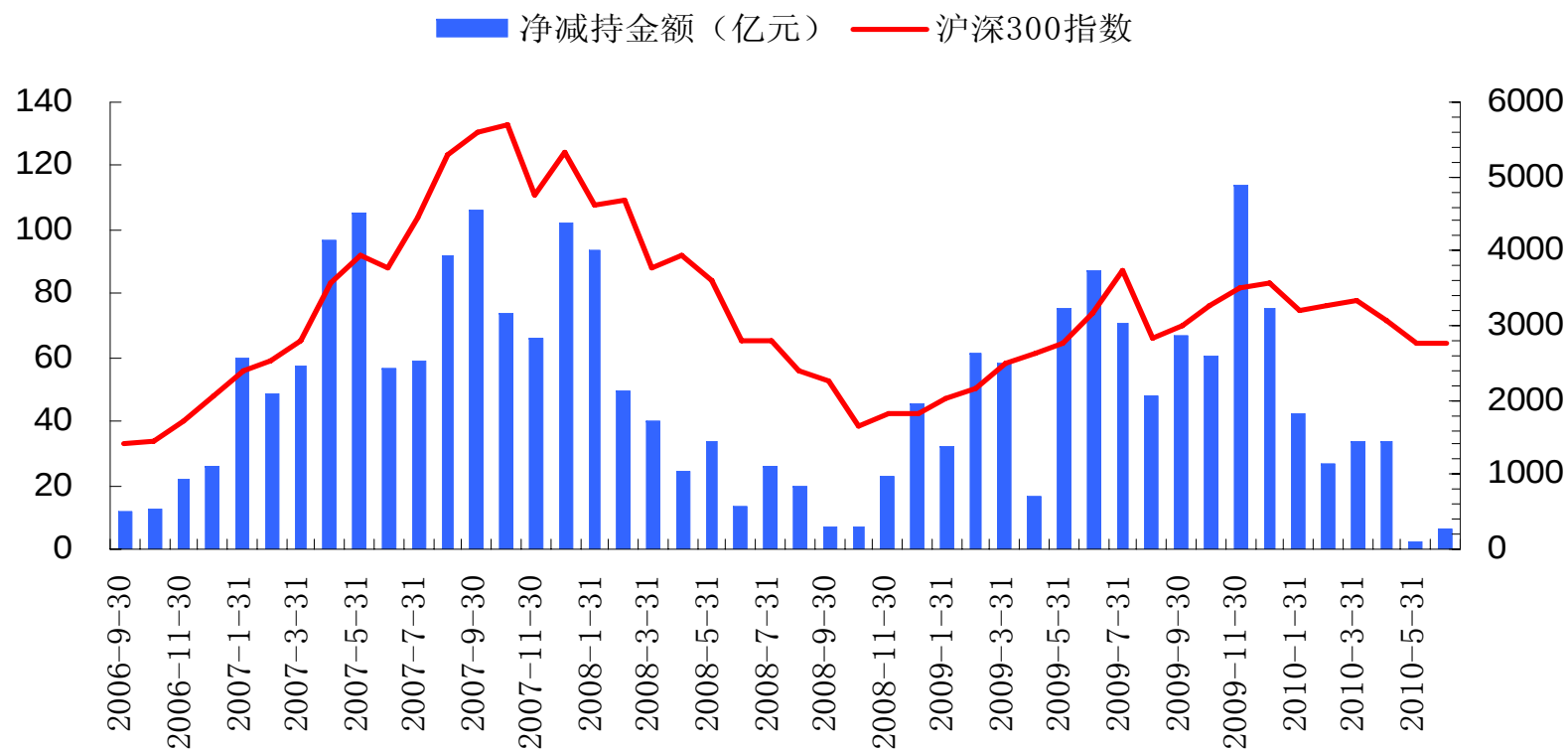


剔除大型国企集团控股股东后的有效解禁		
月份	解禁股(亿)	解禁市值(亿元)
7	73.00	894.67
8	104.91	1541.92
9	106.19	1233.95
10	45.53	476.46
11	119.38	1894.88
12	226.97	2694.36
三季度合计	284.09	3670.54
四季度合计	391.88	5065.69

2.1.3 股市供求分析：净减持金额指标处于历史低位

□ 大股东逐步增持等，意味着当前估值水平已处于产业资本认可区间。从历史来看，熊市的底部区域，大小非股东净减持金额也处于低位

□ 预计整个三季度净减持金额预计在50-100亿之间

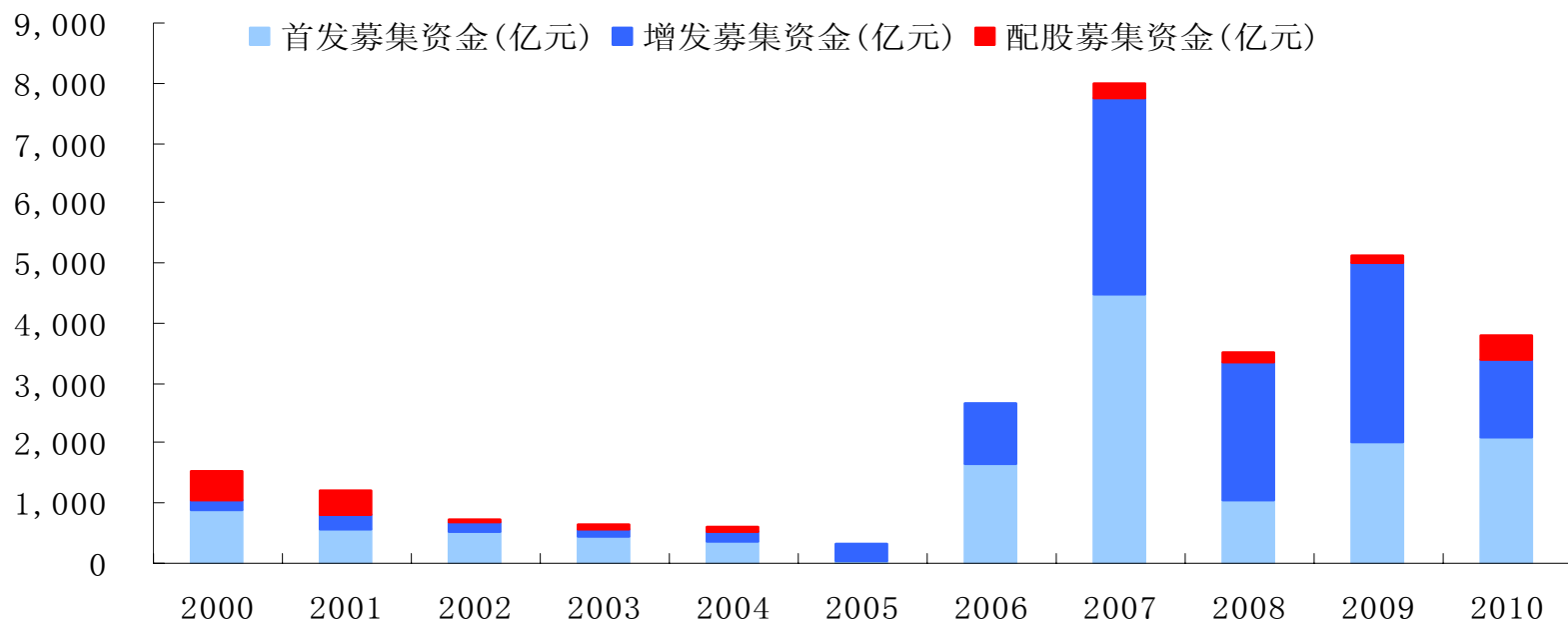


2.1.3 股市供求分析：IPO、增发、配股

□ 预计三季度增发、配股合计950亿元

□ 预计三季度IPO：900亿元

■ 假设三季度维持上半年的发行速度，中小板及创业板合计预计募集资金300亿元。考虑农行之后，保守估计，大盘股预计融资规模为600亿元



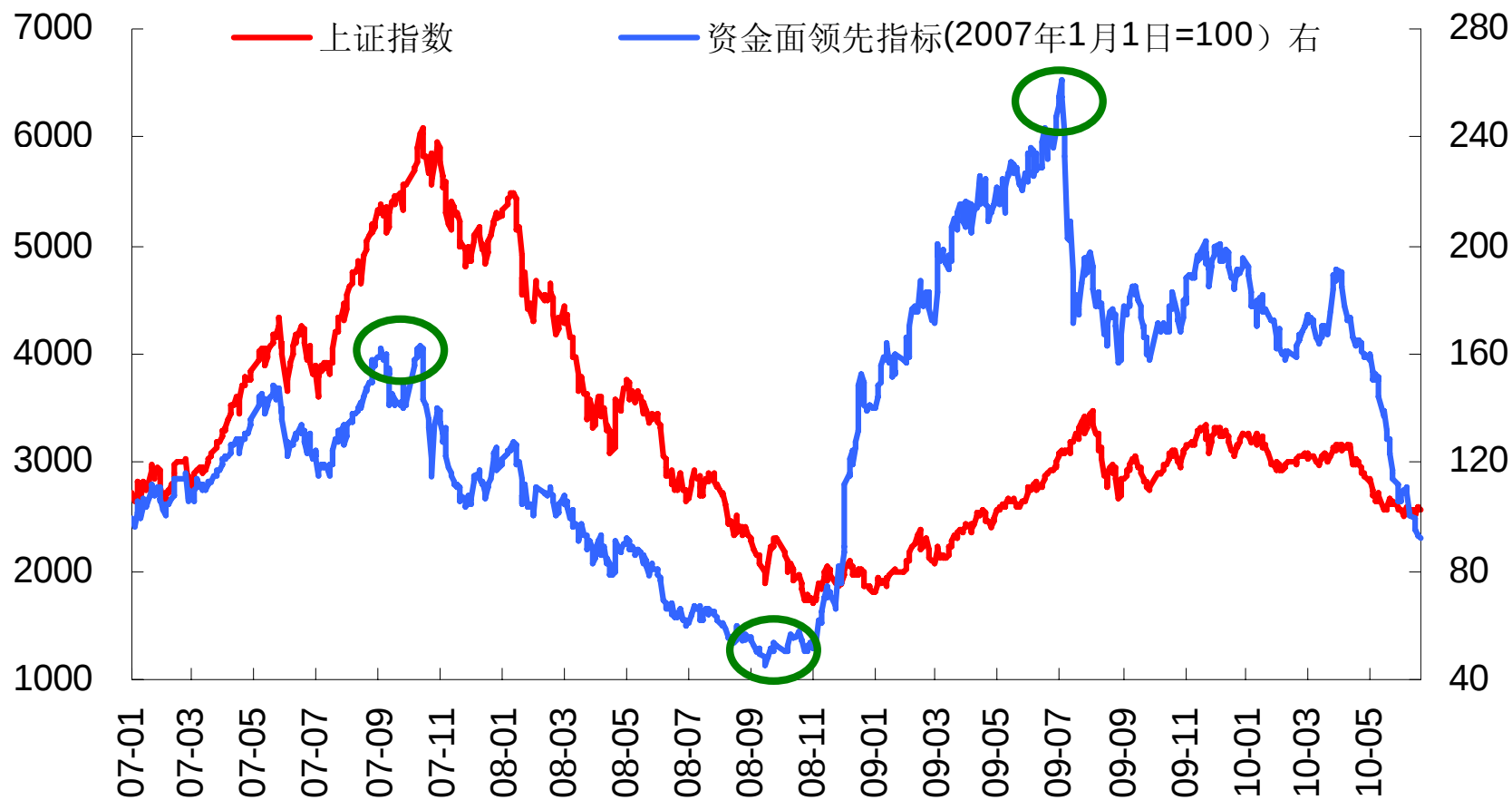
2.1.4 我们编制的资金领先指标依然偏紧

资金指标1：基于普林格经济周期构建的资金面领先指标

- 内在逻辑：根据普林格经济周期对大类资产配置的经验总结，债券收益率高点通常领先股市低点，债券收益率低点领先股市高点。
 - 在股市进入下跌趋势尾声阶段时，虽然指数仍可能出现恐慌性下跌，但以3个月国债到期收益率为代表的资金成本已下降并对估值产生正面影响，资本面领先指标通常情况下领先于股票指数见底。（如2008年9月）
 - 在股市进入上升趋势尾声时，市场情绪亢奋，但资金价格的连续跳升预示着资金面的紧张已难以支持股市的继续上升，此时资金价格上升对估值产生负面影响，资金面领先指标会领先股指见顶。（如2009年7月，2007年9月）
- 注意：资金价格未出现异动时（明显跳升或下降），资金面领先指标与上证指数同步，预示着股市原趋势延续。
- 资金面领先指标方向上的意义远远大于数值高低，其判断大趋势拐点效果较好，对阶段性行情拐点的判断指导意义一般。

2.1.4我们编制的资金领先指标依然偏紧

□ 资金指标1：基于普林格经济周期构建的资金面领先指标



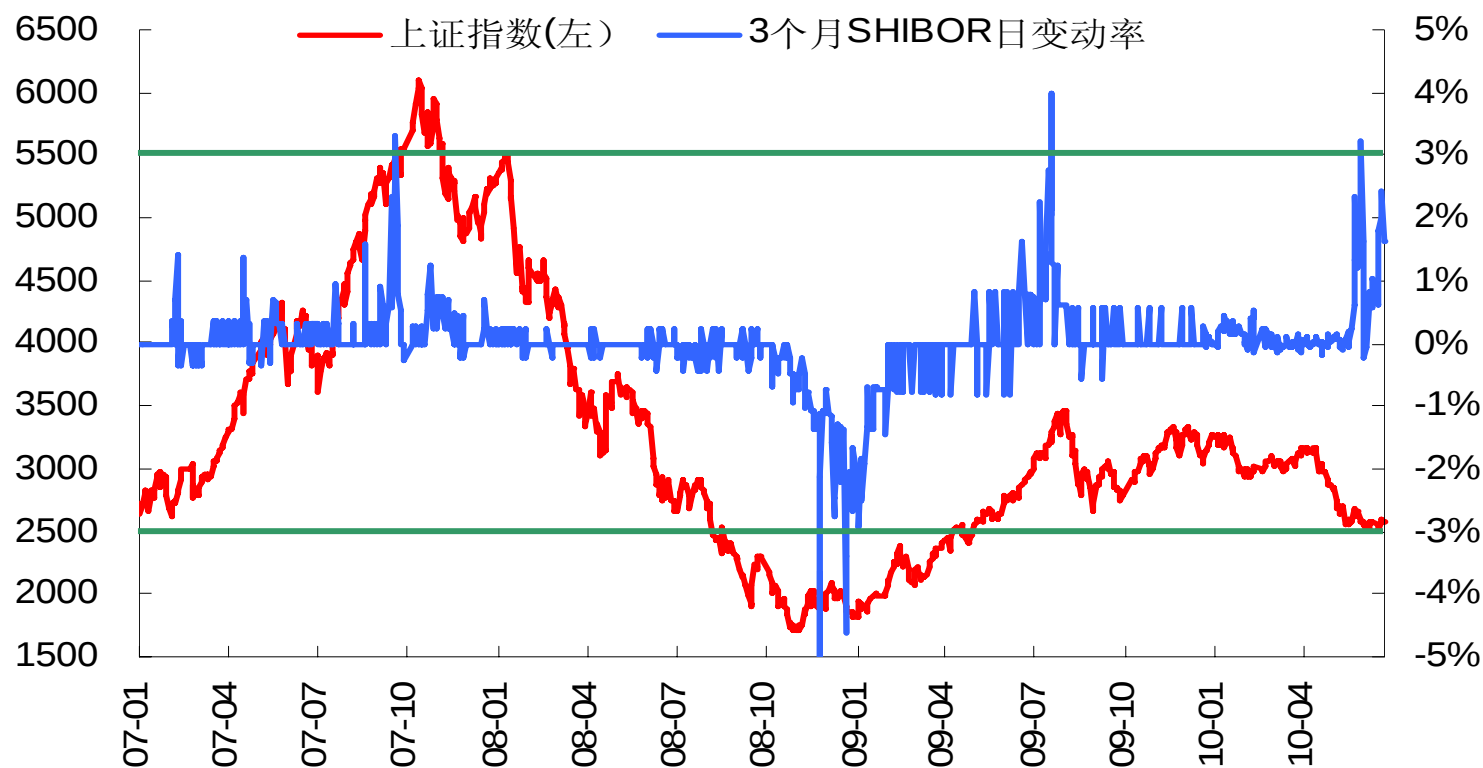
2.1.4 我们编制的资金领先指标依然偏紧



2.1.4我们编制的资金领先指标依然偏紧

资金指标2： 三个月SHIBOR和拐点

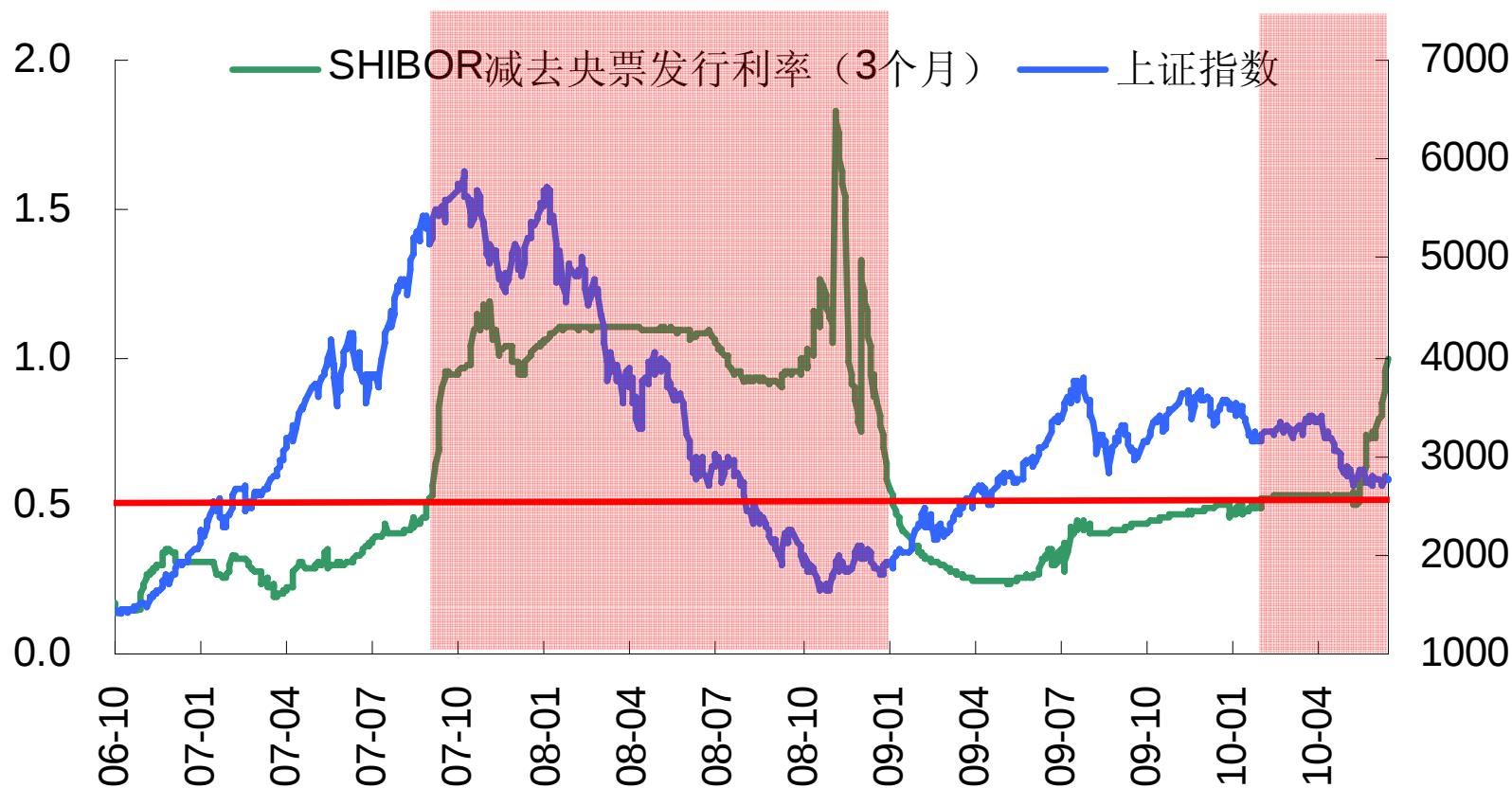
■历史统计显示，当3个月SHIBOR日环比变动超过正负3%时，代表资金面发生明显变化，股市往往会对这种变化作出剧烈反映。6月份A股调整，再次验证



2.1.4我们编制的资金领先指标依然偏紧

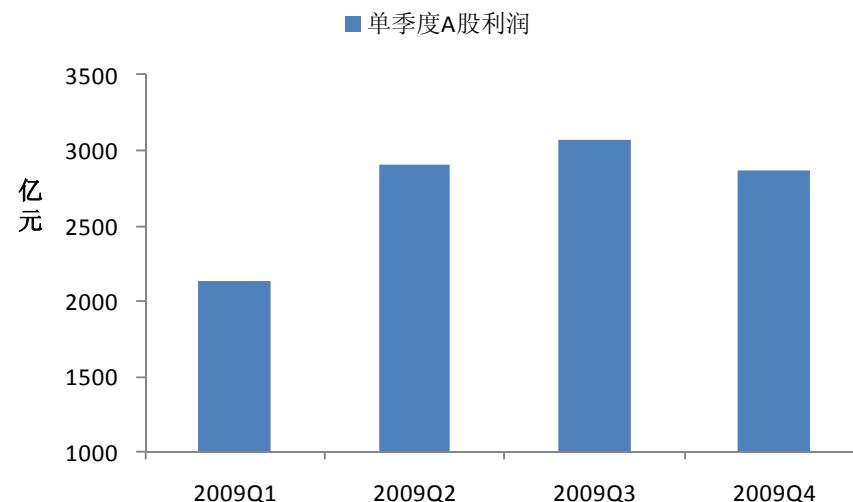
资金指标3：市场利率与政策利率的利差反映资金面松紧程度

■ SHIBOR代表市场利率，央票发行利率可理解为官方利率，两者差值可反映资金面松紧程度，历史显示，3个月SHIBOR与3个月央票发行利率利差高于50BP时，资本市场表现欠佳



2.2盈利增速:中报初现业绩下调冲击,下半年更明显

- 中报预告逊色一季报,符合市场预期。全年23%低于市场预期(30%)
- 结合工业企业利润变动、利润环比变动规律,以及09年利润前低后高,我们作出如下表假设



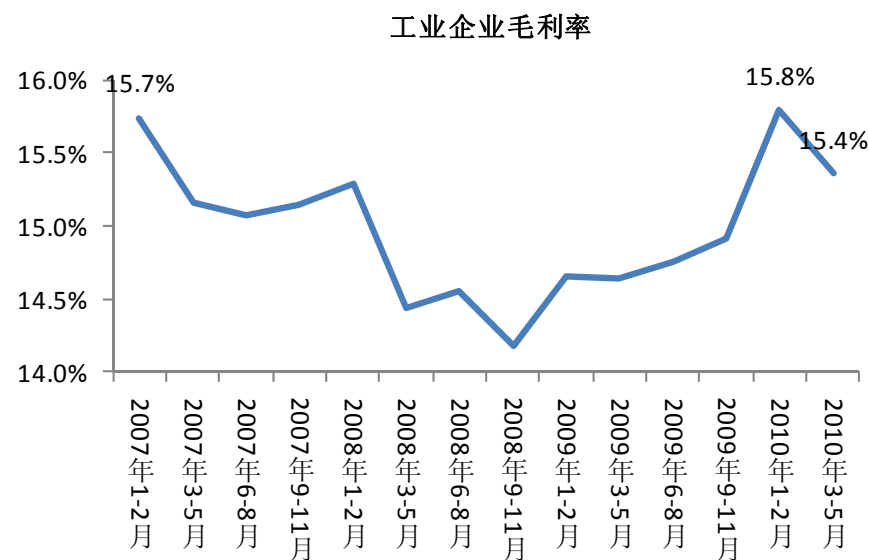
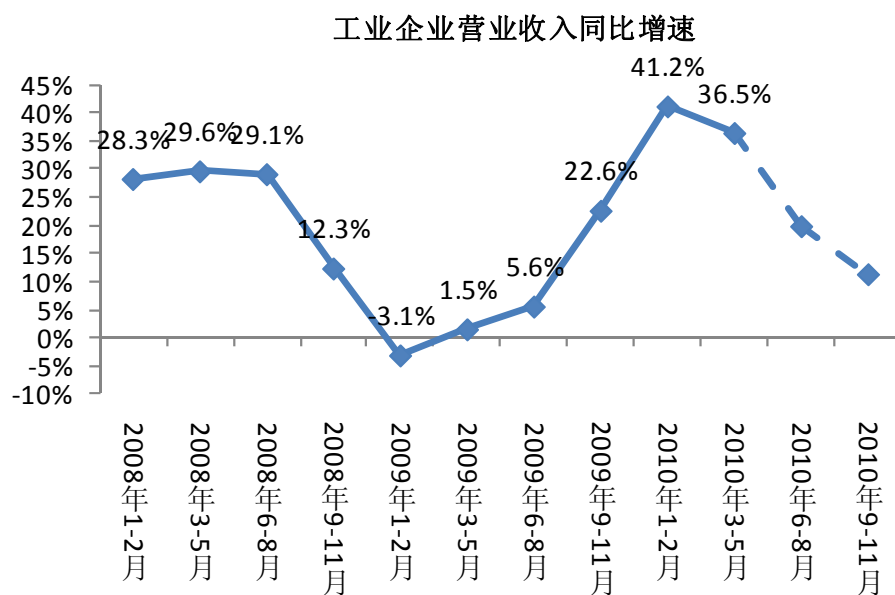
	2010Q4 (E)	2010Q3 (E)	2010Q2 (E)	2010Q1 (A)
单季利润 (亿元)	2810.5662	3306.54851	3890.057	3536.42
单季利润环比	-15%	-15%	10%	23.32%
单季利润同比	-2.0%	7.8%	33.7%	66.2%
累计利润	13543.587	10733.2543	7426.706	3536.649
累计利润同比	23.4%	32.4%	47.4%	66.2%

2.2 盈利增速：中报初现业绩下调冲击，下半年更明显

□ 工业企业利润

□ 收入同比增速逐季放缓——3-5月工业企业营业收入同比增速已较1-2月放缓；基数效应，09年下半年收入增速逐季提升；根据宏观判断，2季度GDP环比折年率放缓至8%；假设6-8月、9-11月收入与3-5月持平，收入同比增速将大幅放缓

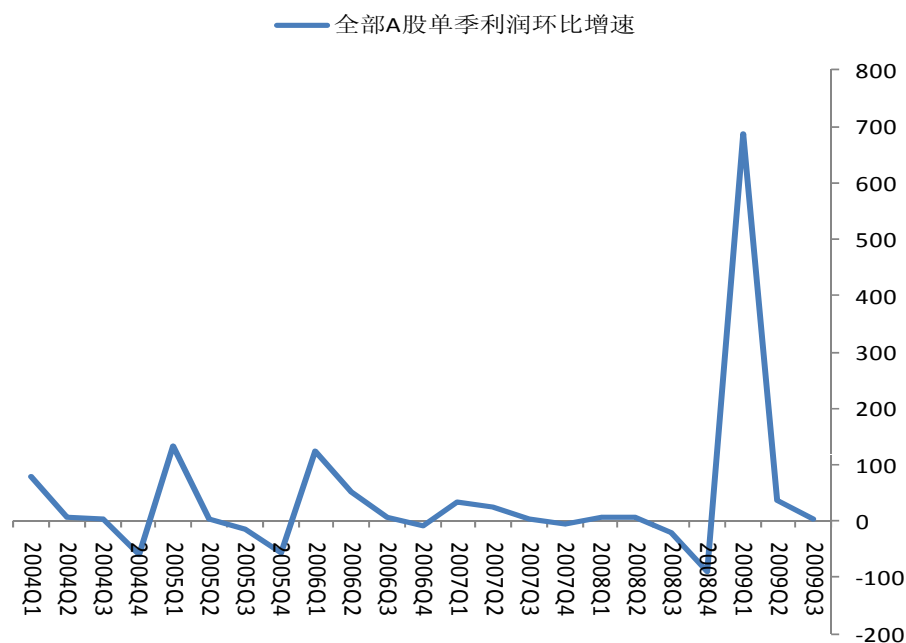
□ 毛利率下降——1-2月毛利率恢复至07年高点的水平，3-5月已回落；三季度物价指数触顶，在物价指数大幅飙升和下滑的过程中，往往见到企业毛利率的下滑



2.2 盈利增速：中报初现业绩下调冲击，下半年更明显

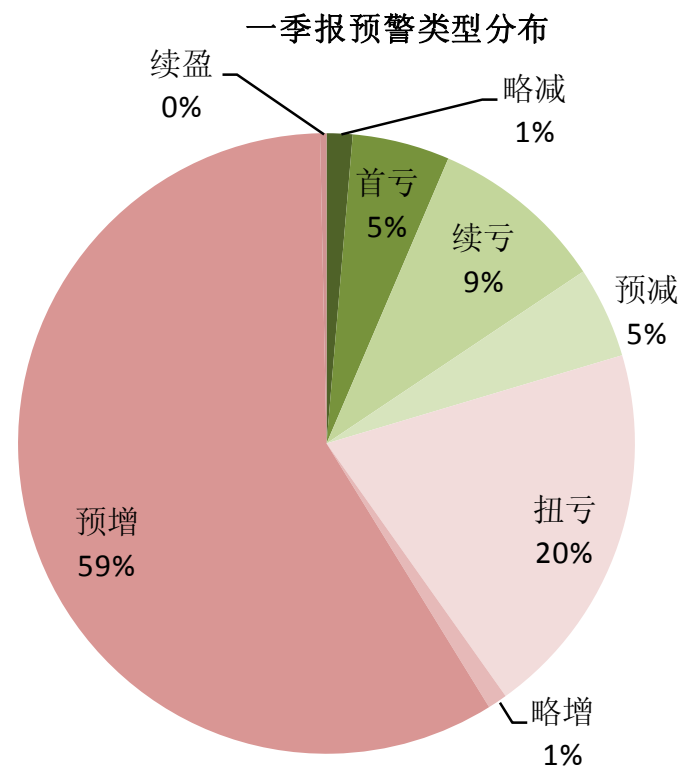
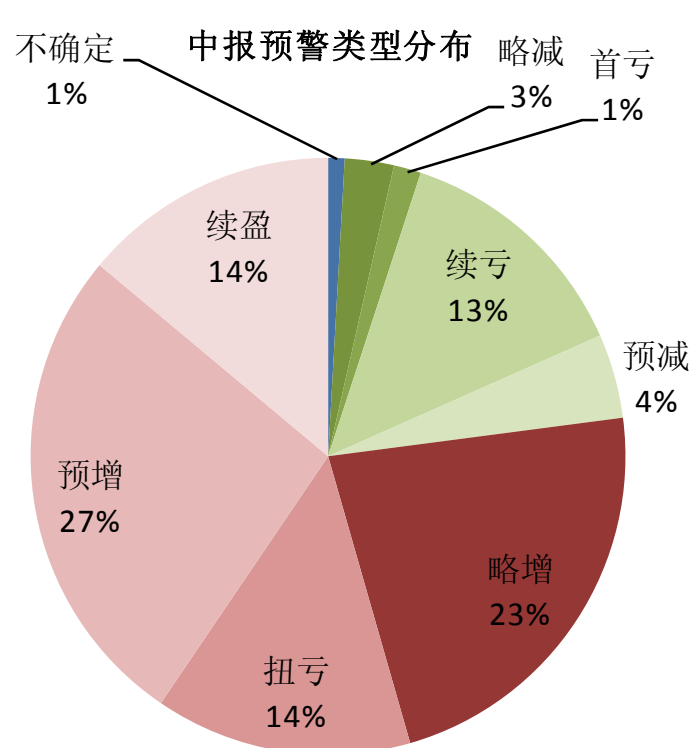
	全部A股单季利润环比增速
2010Q1	23.32
2009Q4	-6.48
2009Q3	4.71
2009Q2	35.49
2009Q1	687.16
2008Q4	-88.87
2008Q3	-21.05
2008Q2	5.66
2008Q1	6.12
2007Q4	-4.58
2007Q3	3.94
2007Q2	24.61
2007Q1	33.33
2006Q4	-7.7
2006Q3	7.56
2006Q2	50.45
2006Q1	123.29
2005Q4	-55.84
2005Q3	-15.06
2005Q2	4.56
2005Q1	132.21
2004Q4	-57.98
2004Q3	2.28
2004Q2	6.43
2004Q1	77.94

- 单季利润环比增速有明显的季节性规律
 - 总体而言，上半年环比增速高于下半年
 - 一季度环比增速最高，二季度环比增速略降，三季度环比持平或略降，四季度环比下降。



2.2 盈利增速：中报初现业绩下调冲击，下半年更明显

■ 中报报喜公司占比低于一季报——报喜公司，中报占比77%，一季报占比79%；预增公司，中报占比27%，一季报占比59%



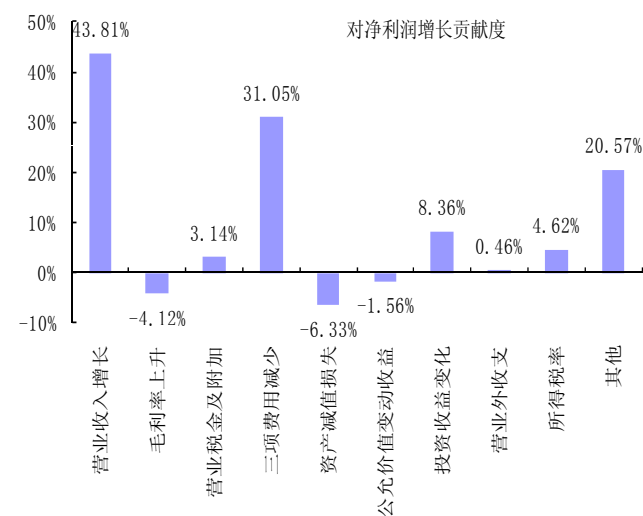
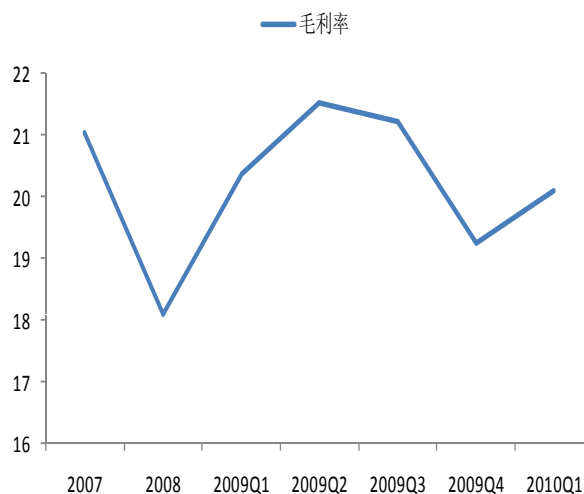
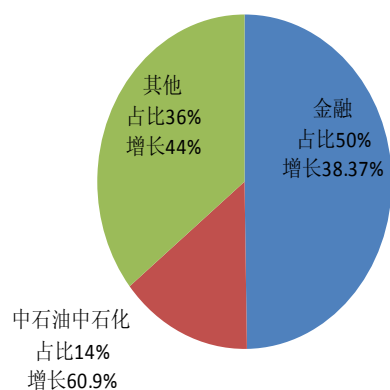
2.2 盈利增速: 中报初现业绩下调冲击, 下半年更明显

2010Q1全部公司归属母公司净利润增长64.54%，中石油贡献最大

2010Q1，非金融企业，毛利率从20.38%下降至20.09%，ROE仍较低

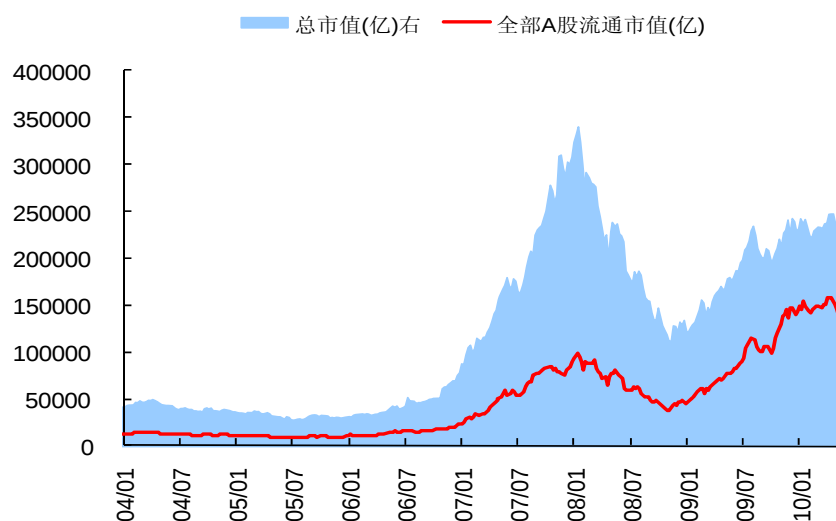
	净利率	资产周转率	资产负债率	非金融公司 ROE
2004	7.93%	75.29%	51.77%	12.38%
2005	7.10%	81.34%	53.23%	12.34%
2006	7.14%	84.54%	54.42%	13.24%
2007	8.15%	83.05%	53.29%	14.50%
2008	4.96%	83.56%	54.55%	9.12%
2009	5.93%	71.06%	57.26%	9.85%

归属母公司股东净利润占比



2.3 估值分析：大盘合理，结构性压力，超跌后将有修复

- 全流通进程的逐步完成，将促使A股市场的估值向海外成熟市场接轨
- 当前A股大盘指数合理，而决定指数的大市值板块估值偏低，一旦进一步过度下跌，则市场有自身修复的动能
- 中小盘题材股的估值泡沫还需要化解



2.3估值分析：大盘合理，结构性压力，超跌后将有修复

□ 行业估值变化和机会提示

■ 全部A股整体PE、PB均低于均值

■ 保险PE创新低,PB接近最低值; 银行PE和PB、证券及其他金融PB在最低值附近徘徊

■ PE最低(且大于0)的行业 银行、石油石化、建筑业、汽车及配件

■ PB最低的行业钢铁、建筑业、银行、高速公路及物流

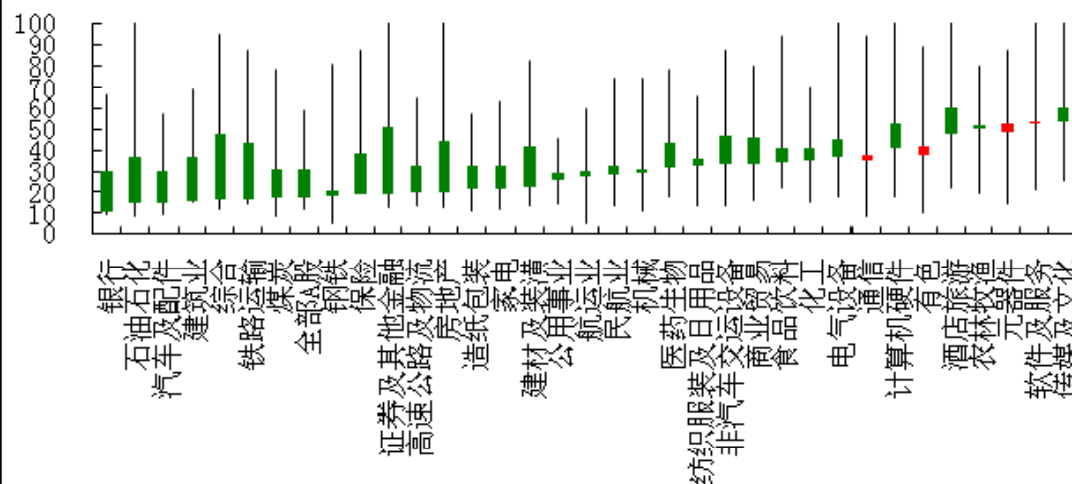
□ PE高于历史均值的行业

■ 有色、元器件;

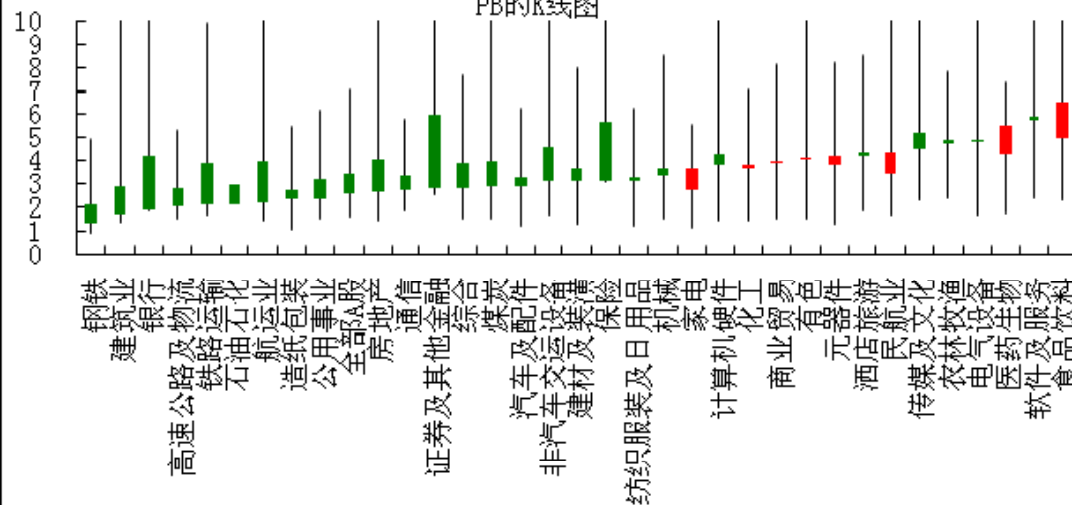
□ PB高于历史均值的行业

■ 家电,化工,商业贸易,有色,民航业,元器件,电气设备,软件及服务、医药生物,食品饮料

PE(TTM, 剔除亏损)的K线图



PB的K线图



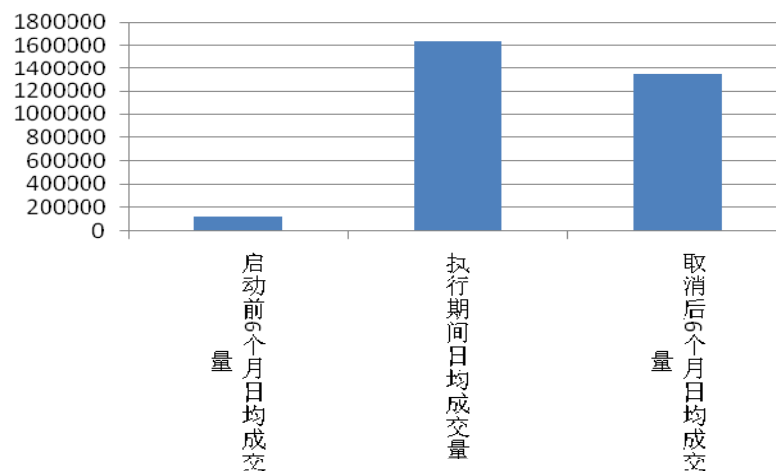
2.4行情路径：跌深反弹，防守反击

- **估值修复在下阶段行情中的重要性提升。**下阶段上证综指一旦受阶段性因素影响而超跌，则具备修复性反弹，类似01年10月-12月，04年9月等
- 反弹路径：**先跌深，7月初**，在融资压力和经济数据的悲观预期下，市场进一步调整，调整低点的判断——按照05年、08年的调整极点都是在15倍静态市盈率，再按悲观预期2010年盈利增长15%~20%，对应上证指数2243~2341点。**后反弹，7月下旬**，私募特别是跨市场套利资金有望打响反弹第一枪，之后社保保险等长线资金入场，最后低仓位基金增持。

对应的上证指数		2010年净利润增速				
		0%	10%	15%	20%	25%
市盈率	14	1821	2003	2094	2185	2276
	15	1951	2146	2243	2341	2439
	17	2211	2432	2543	2653	2764
	18	2341	2575	2692	2809	2926
	20.5	2666	2933	3066	3199	3333
	22	2861	3147	3290	3433	3576

2.4行情路径：跌深反弹，防守反击

- 关注股指期货推出后，跨市场套利资金的四两拨千斤
 - 基金整体对于金融、地产严重低配，相关板块缺乏做空动力
 - 确定大盘指数的行业板块，比如金融、地产等，股价隐含了较悲观的预期，至少有相对收益，相对应的小盘股“皇帝的新衣”刚刚被揭开
 - 关注交易制度的潜在变革——沪深300指数成分股“T+0”？当年上所在1992.12.24 开始执行A股“T+0”，股指由此前的横盘震荡开始迅速上扬，不到2个月时间，股指上涨了1倍，但随后逐渐回调并接近执行“T+0”之前的水平



主要内容

1

宏观背景：长转型、短转向

2

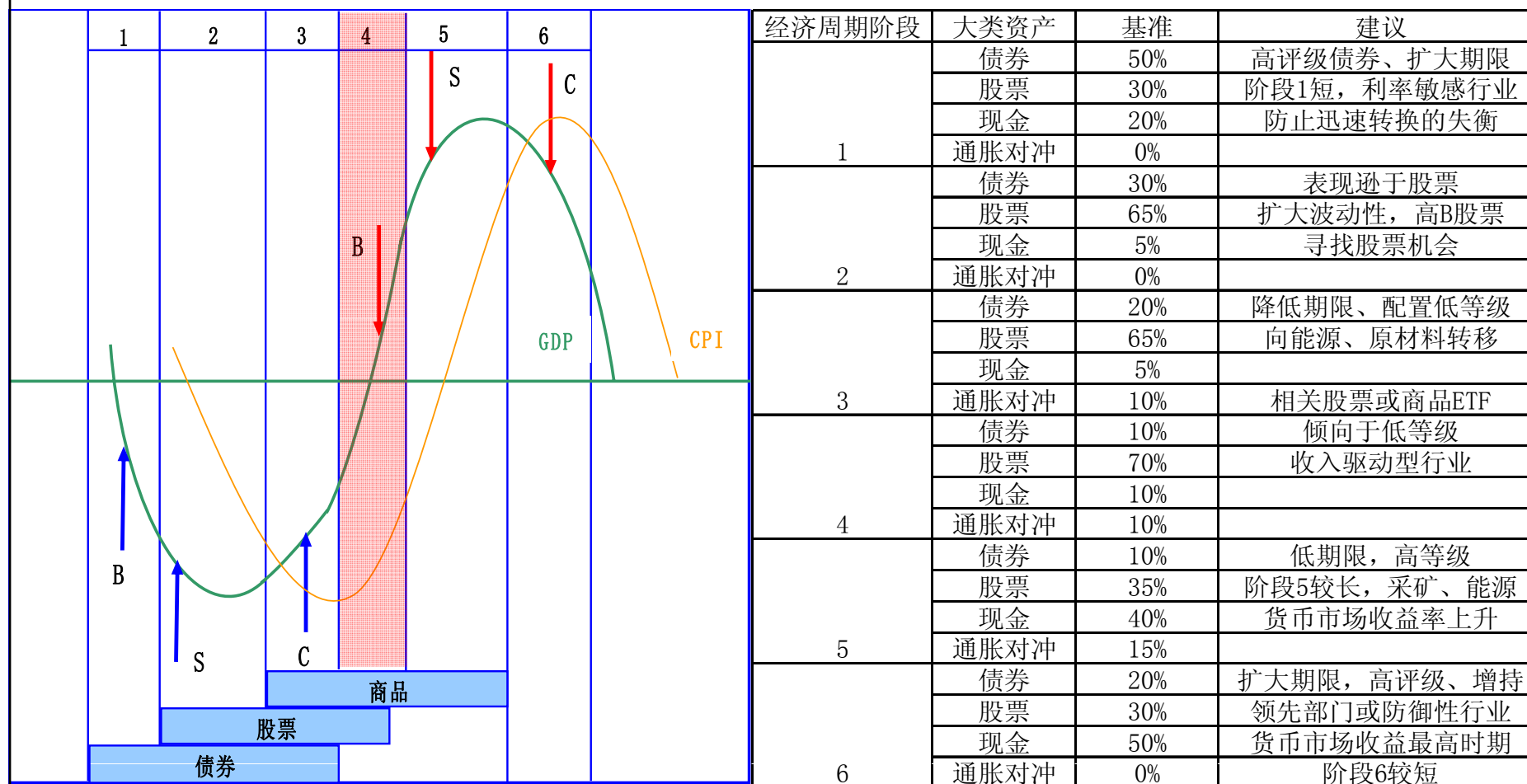
行情：箱体震荡，Q3反弹

3

行业配置和投资机会

大类资产配置的思考：保守仓位，放眼未来

未来两年，宏观经济周期处于普林格经济周期的第6、1阶段之间，因此，股票仓位依然采取保守配置

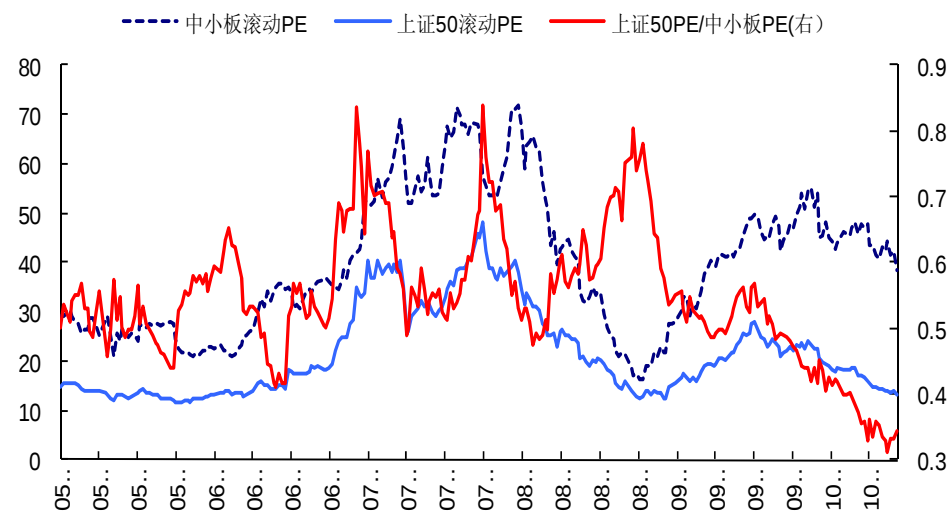
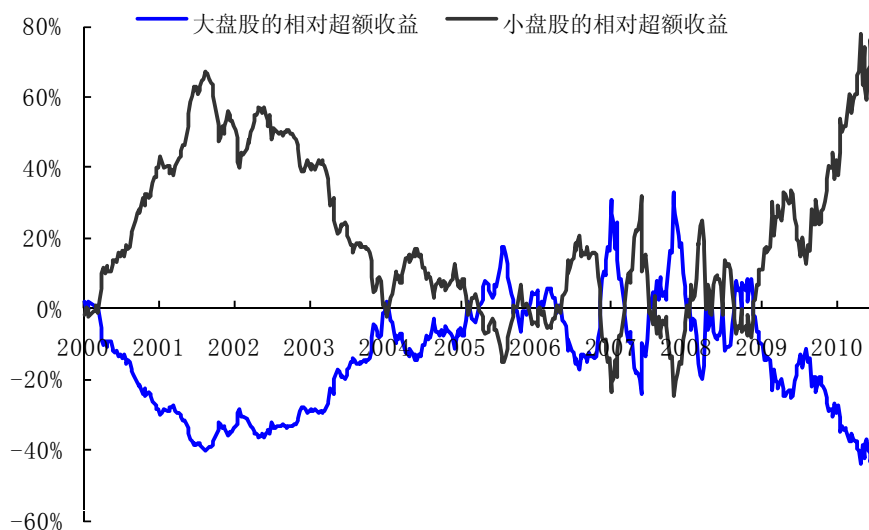


投资机会：矛盾组合，立足相对收益，耐心等待超额收益

❑ 矛盾组合——适度增持相对收益品种参与反弹，逢低增持长线绝对收益品种

■ 以金融、房地产等“传统经济”为矛——适度增持这些包含过度悲观预期的“木乃伊”行业，比刚被揭穿“皇帝新衣”的中小盘股，至少有相对收益

■ 以大消费和新兴产业为盾——耐心等待补跌。9月~10月份，经历了机构多杀多、中报和三季度报检验、以及大小非解禁的冲击后，立足长线景气，发掘真正的成长个股。关注消费升级、高铁、战略性新兴产业等相关的商业、食品饮料、医药、TMT、电力设备、精密机械、精细化工、军工等



2004年9月份反弹

板块名称	反弹阶段涨跌幅 %(20040914~20040923)	反弹起始点前2周涨跌幅 %(20040831~20040913)	反弹高点前2周涨跌幅 %(20040909~2004-9-23)	反弹高点后2周涨跌幅 %(2004-9-24~2004-10-14)	反弹起始点前2周到反弹高点后2周涨跌幅 %(2004-8-31~2004-10-14)
信息设备	24.29	-5.25	16.15	-6.61	9.79
信息服务	21.76	-8.2	14.8	-7.7	3.09
电子元器件	21.36	-4.44	13.64	-7.13	7.61
餐饮旅游	20.96	0.16	13.66	-13.38	4.89
有色金属	20.63	-5.57	14	-8.42	4.23
机械设备	19.41	-3.51	14.23	-7.94	5.92
医药生物	19.12	-3.17	14.41	-10.16	3.32
黑色金属	18.16	-5.45	13.29	-9.12	1.52
综合	17.99	-3.05	12.25	-10.06	2.78
采掘	17.59	-6.11	12.4	0.89	11.3
房地产	17.39	-2.69	12.34	-8.05	4.82
交运设备	17.31	-4.2	11.93	-12.37	-1.39
轻工制造	16.84	-1.98	13.17	-8.72	4.4
化工	16.56	-3.34	12.39	-8.04	3.44
农林牧渔	16.28	0.61	13.65	-12.17	2.78
食品饮料	16.27	-1.73	12.46	-4.55	8.79
商业贸易	15.6	-0.67	11.83	-8.89	4.45
家用电器	15.6	-4.02	10.35	-10.3	-0.63
纺织服装	15.49	-2.91	12.47	-9.06	1.48
建筑建材	15.13	-2.73	10.85	-10.98	-0.44
交通运输	14.69	-3.49	11.65	-6.15	3.74
金融服务	14.39	-3.45	10.56	-11.91	-2.77
公用事业	14.23	-4.16	10.5	-10.18	-1.69

3.1传统行业的机会：行业利润增速是GDP 增速的2倍

利润增长率	2009年11月	2008年11月	2007年11月
其他采矿业	67.89%	61.55%	125.24%
食品制造业	36.33%	26.88%	33.20%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	22.18%	27.69%	60.26%
医药制造业	25.34%	29.12%	51.07%
饮料制造业	28.78%	21.15%	41.00%
非金属矿物制品业	27.60%	27.66%	63.10%
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	20.82%	23.10%	33.50%
电气机械及器材制造业	19.20%	22.47%	41.42%
GDP	8.7	9.6	14.2

3.1传统行业的机会：ROE是银行贷款利率的2倍以上

符合标准的行业包括：金融、采掘、机械、化工、食品饮料、医药

接近标准的包括：房地产、交运设备、建材、信息服务

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
全部A股	7.51	8.79	7.57	9.89	13.52	11.31	12.34
全部A股ex金融电力	7.05	8.48	7.28	9.54	12.76	9.58	9.98
非金融企业	7.44	8.73	7.47	9.58	12.51	8.92	9.85
金融服务	9.20	10.19	9.76	14.59	16.01	15.92	17.17
采掘	7.30	13.92	13.79	11.89	15.57	16.30	12.91
餐饮旅游	1.29	(1.70)	3.29	4.24	7.01	6.29	8.00
电子元器件	6.27	5.63	(6.29)	(2.70)	5.93	(2.89)	(3.06)
房地产	1.69	3.56	4.38	8.38	11.00	9.73	11.54
纺织服装	3.96	(1.01)	2.05	3.80	8.72	5.42	8.71
公用事业	10.70	10.82	9.14	9.94	10.47	(0.55)	7.95
黑色金属	15.60	17.83	14.03	13.96	14.72	6.08	2.44
化工	8.64	13.61	12.22	13.65	14.64	5.65	12.15
机械设备	7.44	8.66	8.59	12.38	15.54	11.72	12.46
家用电器	2.84	(4.13)	(6.56)	(2.89)	8.25	8.34	13.97
建筑建材	5.91	6.50	4.38	7.20	10.59	7.19	11.46
交通运输	6.06	9.62	8.74	8.81	13.40	5.32	5.17
交运设备	10.13	7.44	4.29	6.82	14.05	8.14	13.39
农林牧渔	5.52	(1.02)	(1.90)	0.74	6.83	5.07	6.40
轻工制造	2.34	2.37	3.75	5.88	11.21	5.79	7.22
商业贸易	4.46	6.08	5.60	9.17	12.35	10.65	10.45
食品饮料	3.32	6.40	6.88	9.47	13.47	11.35	17.70
信息服务	6.07	5.29	4.21	3.65	10.34	15.18	5.72
信息设备	4.30	(0.41)	(3.84)	3.00	7.47	5.52	10.38
医药生物	6.44	3.95	3.80	4.73	9.22	10.16	14.91
有色金属	5.58	9.15	10.07	21.26	18.86	1.76	4.34
综合	3.36	2.73	(1.75)	2.21	5.28	5.92	7.53
一年期贷款利率(年末)	5.31	5.58	5.58	6.12	7.47	5.31	5.31

3.1传统行业的机会：进口替代行业筛选

- 进口替代的判断：
 - 目前，进口替代发生的主要原因——技术升级；
 - 尽管单项技术的突破，能带来某类产品进口替代过程的爆发，但对整个行业而言，进口替代应该是一个较长的过程；
- 进口替代行业的初步识别：
 - 非原材料或初级产品行业；
 - 近年的出口增速较高（由于09年整体出口大幅下降的原因，考虑以06-08年复合增速30%以上，07-09年复合增速为正的行业）；
 - 进口金额在该项产品的进出口总额中占比较高，或者进口金额较大。
- 进口替代行业筛选结果：

航空航天技术；金属加工机床；计算机集成制造技术；电子技术；光电技术；材料技术；通断及保护电路装置；汽车和汽车底盘；汽车零件；医疗仪器及器械；机电产品：运输工具；生命科学技术；二极管及类似半导体器件；变压、整流、电感器及零件；电线和电缆等十五类产品的进口替代存在较大的空间。

进口替代行业筛选

产品类别	出口增速		进口规模（百万美元）			进口份额		
	06-08年复合增速	07/08/09年复合增速	2010年1-5月	2009年	2008年	2010年1-5月	2009年	2008年
汽车和汽车底盘	67.1%	9.8%	11947	15339	15123	84.7%	76.6%	63.0%
高新技术产品:航空航天技术	31.8%	3.5%	6120	14199	13261	83.9%	84.0%	80.4%
金属加工机床	36.9%	5.9%	3133	5907	7598	82.7%	80.7%	78.3%
高新技术产品:计算机集成制造技术	45.6%	20.8%	11389	19789	24820	80.6%	79.5%	79.5%
高新技术产品:电子技术	31.4%	12.4%	73413	148469	161176	72.8%	74.4%	74.4%
高新技术产品:光电技术	50.8%	43.5%	20623	38516	48521	65.1%	64.8%	66.4%
高新技术产品:材料技术	61.1%	32.5%	2254	5075	5777	60.0%	63.1%	61.5%
通断及保护电路装置	30.9%	12.1%	5331	10442	11886	59.1%	60.2%	59.6%
汽车零件	31.1%	13.5%	7539	12814	11087	52.5%	49.7%	42.8%
医疗仪器及器械	32.4%	21.5%	1584	3594	2880	44.1%	44.0%	39.0%
机电产品:运输工具	35.5%	16.1%	25585	43105	39833	43.8%	41.8%	36.0%
高新技术产品:生命科学技术	43.3%	20.3%	4147	9489	8054	43.0%	46.3%	37.5%
二极管及类似半导体器件	67.4%	41.2%	5875	11278	12362	38.3%	44.0%	44.0%
变压、整流、电感器及零件	33.2%	19.7%	4188	8655	8713	32.5%	49.6%	51.1%
电线和电缆	35.1%	8.5%	1740	3676	4378	27.0%	28.4%	26.8%

进口替代行业备选 - 进口占比较高的行业

进口/（出口+进口）	2010年 1-5月	2009年	2008年	2007年	2006年	2005年	2004年	2003年	2002年	2001年
汽车和汽车底盘:四轮驱动轻型越野车(包括整套散件)	98.8%	98.5%	96.5%	94.2%						
手表:机械手表	95.8%	93.6%	92.6%							
汽车和汽车底盘:小轿车(包括整套散件)	93.5%	89.1%	78.0%	78.1%						
集成电路及微电子组件	83.8%	83.7%	84.1%	84.5%	83.3%	85.0%	84.7%	86.5%	86.1%	87.0%
高新技术产品:其它技术	71.5%	62.9%	59.0%		42.0%	39.7%	51.4%	73.4%	64.0%	72.2%
液晶显示板	64.5%	64.5%	66.3%							
机电产品:仪器仪表	63.7%	63.2%	64.2%	65.2%	64.3%	66.3%	71.2%	70.4%	64.6%	60.2%
自动数据处理设备及其部件:存储部件	61.9%	61.1%	59.7%	56.2%						
手表	54.0%	46.9%	49.1%							
高新技术产品:生物技术	53.0%	54.7%	55.1%	43.2%	37.5%	34.3%	32.9%	35.7%	39.6%	28.5%
印刷电路	51.8%	52.4%	51.8%	53.0%	53.2%	55.1%	57.0%	60.2%	57.9%	56.0%
高新技术产品	46.6%	45.1%	45.1%	45.3%	46.8%	47.5%	49.3%	52.0%	55.0%	57.8%
汽车和汽车底盘:装有引擎的汽车底盘	46.0%	30.5%	21.8%							
机电产品:电器及电子产品	45.8%	44.7%	43.8%	46.2%	49.1%	50.4%	52.3%	53.9%	52.9%	52.1%
机电产品	42.2%	40.8%	39.6%	41.6%	43.8%	45.1%	48.2%	49.7%	49.8%	50.3%
自动数据处理设备的零件	39.4%	33.8%	32.3%	34.3%	35.8%	35.6%	36.3%	38.7%	41.2%	45.4%
机电产品:机械及设备	35.8%	34.4%	34.1%	35.2%	37.0%	39.2%	43.6%	46.2%	50.7%	54.7%
电动机及发电机	34.2%	37.6%	32.5%	34.0%	36.1%	39.9%	42.0%	41.3%	40.4%	38.7%

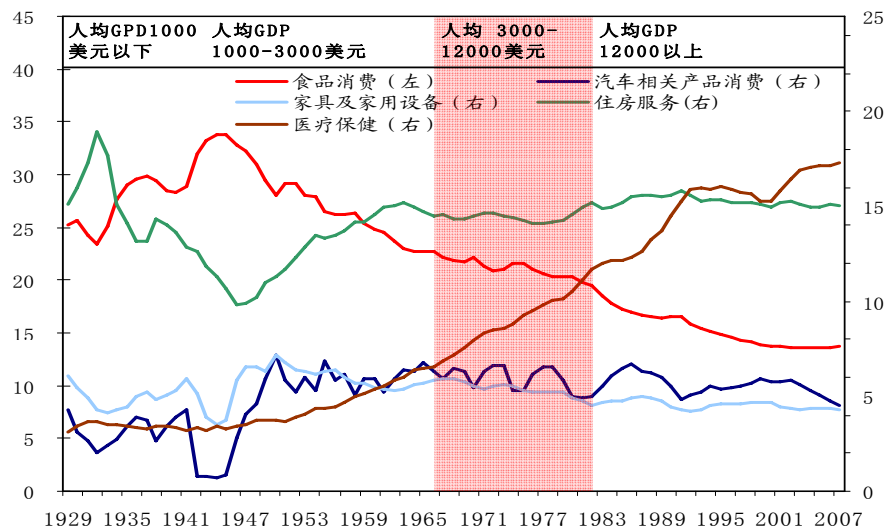
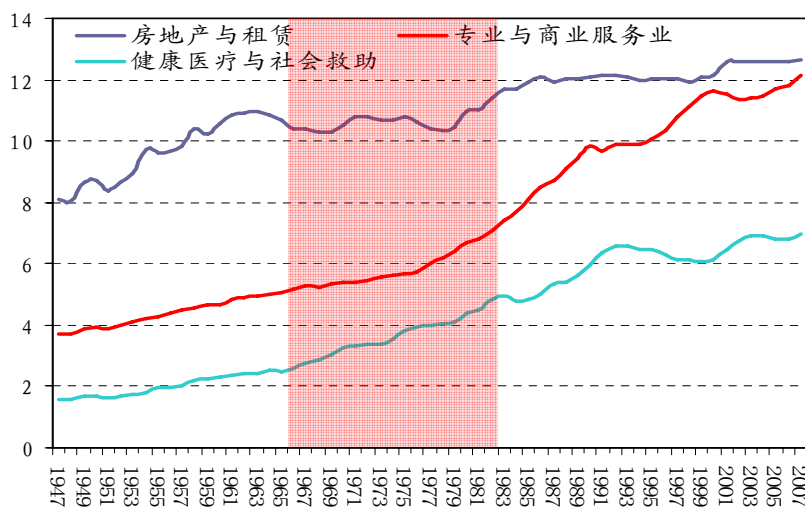
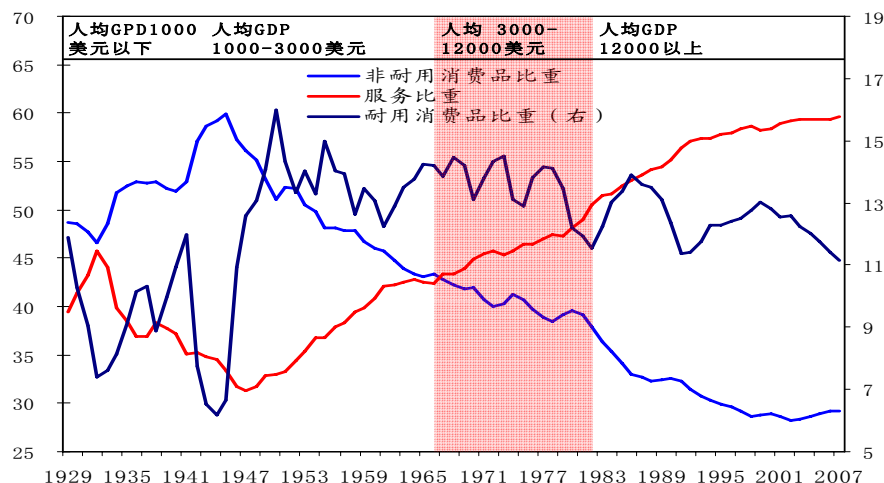
进口替代备选行业 - 进口规模较大的细分行业

进口金额数据（单位：百万美元）	2010年	2009年	2008年	2007年	2006年	2005年	2004年	2003年	2002年	2001年
计量检测分析自控仪器及器具	7699	15164	15911	13076	11503	9566	8979	6665	4686	3934
飞机	3911	9439	8765	9287	9803	5766	4206	3501	2842	3542
印刷、装订机械	3854	7193	7839	7758	1587	1591	1650	1530	1175	1317
电视、收音机及无绳电讯设备的零附件	2672	6234	8397	8028	19685	16570	12439	7215	4116	3580
电容器及其零件	2916	5995	6683	6861	5419	4221	3634	2947	2282	1651
阀门	1924	4373	4379	3185	2929	2393	1968	1233	807	580
建筑及采矿用机械	2849	4258	4941	3742	2853	2024	2292	2596	1279	879
非泡沫塑料的板、片、膜、箔	2487	4174	3962	3578	2925	2486	1999	1419	1124	980
电视摄像机、数字照相机及视频摄录一体机	1393	3220	3184	3046						
机械提升搬运装卸设备及零件	1399	3180	3696	2913	2806	2651	2563	1918	1348	1073
液泵及液体提升机	1265	2754	2898	2121	1648	1405	1382	965	624	457
金属加工机床:数控机床	1223	2643	2934							
纺织机械	1466	2573	3816	4863	4061	3408	4481	4370	3519	2513
活塞式内燃机的零件	1370	2325	2528	2158	1929	1484	1639	1350	826	607
橡胶或塑料加工机械	1139	2035	2878	2571	2452	2458	3188	2552	2048	1554
制造半导体器件或集成电路用的机器及装置	0	1980	2708							
电阻器及其零件	648	1375	1603	1532	1315	1105	1016	785	652	541
发电机组及旋转式变流机	348	1333	1587	1270	937	1241	1196	495	384	359
金属轧机及零件	408	1237	1260	1115	1194	1133	1010	819	586	263
型模及金属铸造用型箱	555	1210	1443	1287	1271	1418	1268	1057	1104	1051
制造纸及纸制品用机械	279	1206	1593	1128	874	838	1388	981	693	432
航空器零件	559	1155	1228	1086	1086	784	680	934	1143	881
制造平板显示器用的机器及装置	929	1044	1245							

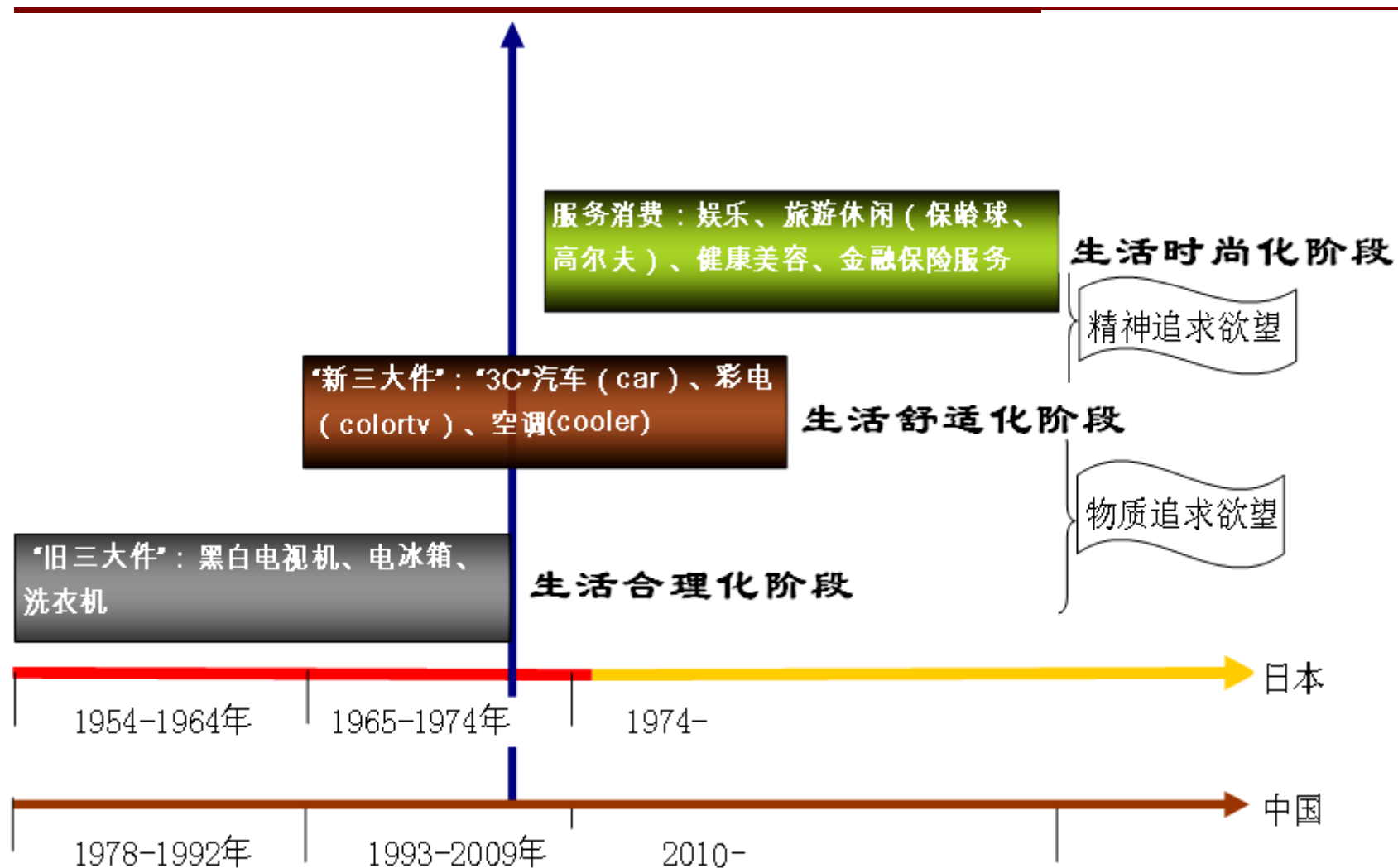
3.2新兴产业的机会：消费升级

消费升级，以美国为例，中国正进入耐用消费品和服务消费的时代

- 人均GDP在1000-3000美元之间时，耐用品消费逐渐超过非耐用品消费成为居民消费结构的主导；
- 人均GDP在3000-12000美元之间时，居民服务消费的比重稳步提高；
- 人均GDP超过12000美元时，居民服务消费的比重主导居民消费结构。

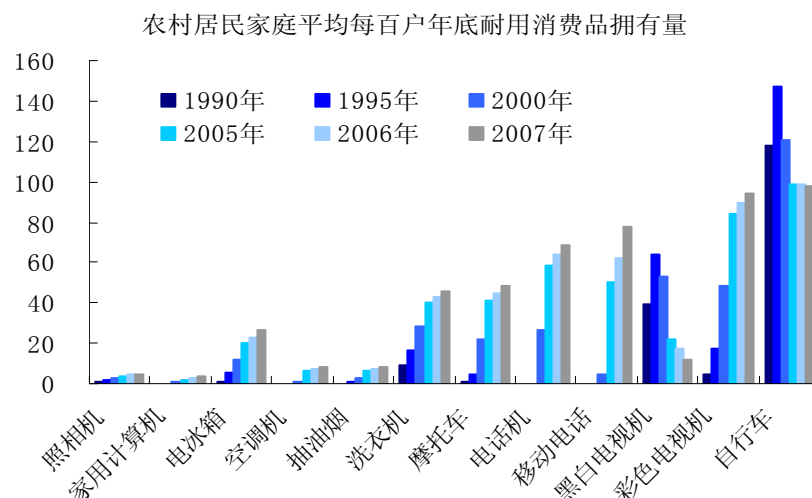
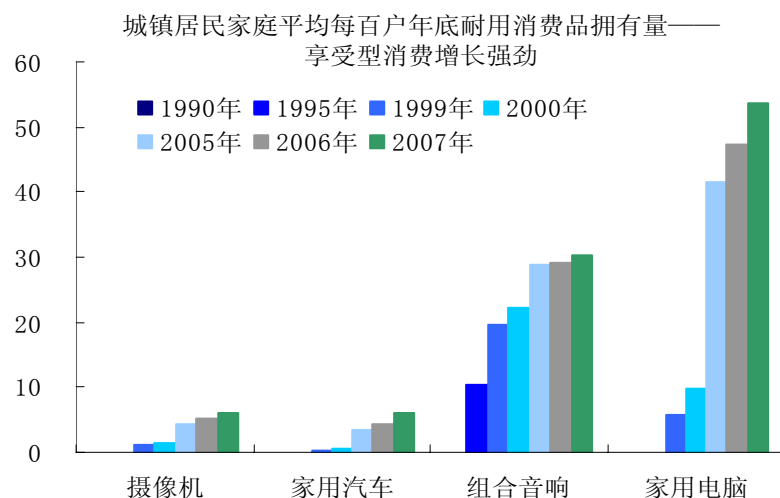
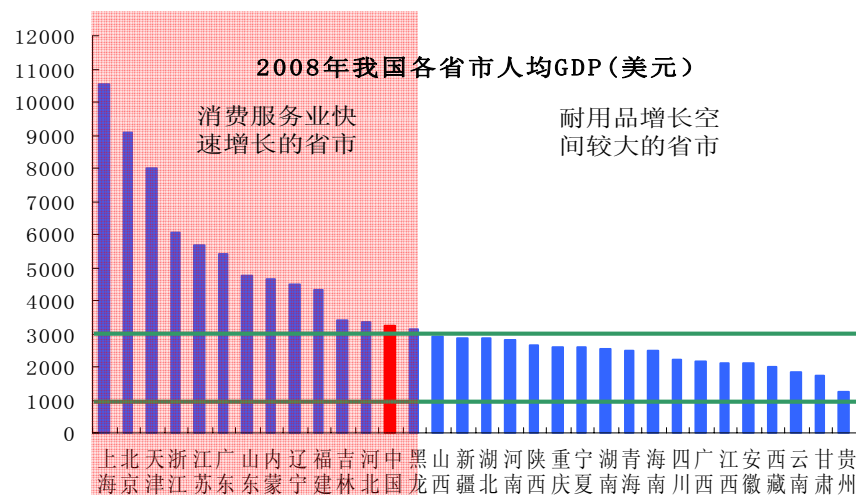


日本消费升级经验借鉴



消费服务业进入加速发展阶段

- 我国人均GDP已突破3000美元大关，根据美国的经验，消费服务业将进入加速发展的阶段，医药保健、信息服务、商业等能够长大的行业值得重点关注。
- 需关注的是，我国城乡、区域之间的人均GDP差距较大，城市及东部地区可选消费、房地产为代表的享受型消费已进入加速增长阶段，而在农村、中西部地区，以家电、汽车为代表的耐用消费品增长空间仍较大。



3.2新兴产业的机会：战略性新兴产业等待真成长

- 战略性新兴产业等待市场的验证，是皇帝的新衣，还是大浪淘沙后的金子
 - 最迟9月~10月份，经历了机构多杀多、中报和三季度报检验、以及大小非解禁的冲击后，一批真正的成长股将值得被勇敢投资。
 - 届时，“十二五规划”对战略性新兴产业的支持或再成导火索
- 新能源、新材料
 - 核电、风能、新能源汽车电池、高铁产业链中的化工新材料、新能源产业链(晶硅切割液、光伏用胶)
- 节能环保进入黄金发展期
 - 污水处理、固废治理
- TMT/移动互联网
 - 智能手机、智能电脑、电子阅读器、互联网电视等超级终端领域的相关设备制造商、网络运营商、内容和应用服务提供商
- 军工/航空航天
- 新医药

欢迎交流

兴业证券研发中心策略组
张忆东 李彦霖 吴峰 聂清廉
zhangyd@xyzq.com.cn
(021) 38565932