

2010 年 A 股投资策略周报(16)

股票投资策略报告

本报告的主要看点：

1. 市场目前处于弱平衡状态。反弹高度难以期待，布局更为重要。

短期内市场进入弱平衡状态

基本结论

- **上周回顾。**上周国际市场风险担忧情绪缓和，欧美股市大幅反弹收复前一周下跌失地。在上证综指快速下跌至 2319 点之后，由于（1）相对合理的估值；（2）朦胧政策利好的冲击；（3）银行再融资的明朗化，市场出现了估值的普遍性修复，上证综指周涨幅 3.69%。以机械为代表的周期性行业、以医药为代表的成长股均出现不同程度的上涨；国金风格指数也如同我们预期的出现了大盘风格的相对走强。
- **短期内市场进入弱平衡状态。**一方面我们将看到实际数据的不断下滑；另一方面，对于政策放松的预期也随数据的恶化而升温。这种数据与预期的交互影响，推动市场进入一个弱平衡。具体而言，利好的方面主要体现为静态盈利优良、融资规模阶段性降低、宏观经济政策面偏暖。不利的因素，主要源于经济和企业盈利增速的下降、房地产行业调整的胶着。目前估值处于中庸之道，可上可下，在没有重大事件改变企业盈利预期之前，市场也将处于弱平衡状态。
 - 政策面偏暖，但是一致预期的形成还需等待。近期管理层的表态显示，宏观政策的整体性紧缩已经过去，经济政策面持续偏暖是大概率事件。但是，对政策放松时点、形式和力度的一致预期仍然不大可能形成。6 月底以来零星出现的政策暖意，更多的是以“安抚、增强信心”为特征，实质上的刺激和放松还没有开始，也无法准确预期。
 - 盈利预期阶段性企稳，但是未来需向下修正。上周，朝阳永续 2010 年沪深 300 企业盈利增速一致预期为 29.82%，为连续第二周的小幅回升，显示市场短期内对企业业绩增长信心企稳。我们认为，市场需要向下修正盈利预期，这决定了市场估值的向上修复不具有持续性。
 - 市场估值总体上处于中庸之道，可上可下。目前市场整体估值已经与我们 2010 年增长[18%，25%]，2011 年增长[6%，18%]的企业盈利增长预期相匹配。这一估值水平处于中庸之道，可上可下。在没有重大事件改变企业盈利预期之前，市场也处于弱平衡状态。
- **反弹高度难以期待，布局更为重要。**目前偏暖的政策舆论在一定程度上支撑市场信心，在没有新的利空打压下，市场就会在积极的舆论推动下产生反弹。但是在房地产行业充分调整、政策实质放松之前，我们认为市场仍处于不确定性之中，对反弹的高度不可持有过高期望。短期而言，市场博弈的特性、政策热点可能会导致部分小盘股上涨的更高、更快，但是不具有普遍的指导意义。具有更佳中报业绩和低估值的蓝筹股具有更强的安全边际，同时，政策放松的预期也赋予周期性行业更大的弹性和上涨空间。我们维持前期的观点，阶段性看好绩优大盘股，减持没有业绩支撑的概念股。

陶敬刚 联系人
 (8621)61038296
 taojg@gjzq.com.cn

徐炜 分析师 SAC 执业编号：S1130208040232
 (8621)61038251
 xuwei1@gjzq.com.cn

王晓辉 分析师 SAC 执业编号：S1130210010312
 (8621)61038297
 wangxh@gjzq.com.cn

内容目录

短期内市场进入弱平衡状态.....	3
国际市场风险资产价格强劲反弹	3
中国 A 股：朦胧利好推动估值快速修复	3
短期内市场进入弱平衡状态.....	4
反弹高度难以期待，布局更为重要	7

图表目录

图表 1：上周全球风险资产普遍大幅反弹	3
图表 2：上周 A 股涨跌幅：行业-剔亏	4
图表 3：上周 A 股涨跌幅：市场、产业-剔亏	4
图表 4：上周大盘风格略有走强	4
图表 5：预计 6 月份 CPI 同比仍将继续攀升	5
图表 6：6 月份出口增长依旧强劲，顺差规模扩大	5
图表 7：市场盈利预期阶段性企稳	5
图表 8：我们对 2010 年企业盈利增长的假设	6
图表 9：不同的环比假设	6
图表 10：2011 年增长与估值	7

短期内市场进入弱平衡状态

国际市场风险资产价格强劲反弹

随着近期西班牙国债成功发行、欧洲商业银行如期顺利偿还 4420 亿欧元紧急贷款，国际市场风险担忧情绪缓和，将关注焦点从金融风险转向实体经济数据上，并对数据的解读采取了乐观的倾向：虽然增速有所放缓，但是仍在增长的数据显示经济复苏仍在持续。欧洲领头羊德国 5 月份出口同比增长 28.8%、工业生产同比增长 12.4%、新订单同比增长 24.8%，美国周失业初请人数下降等均提振市场信心。国际风险资产价格普遍回升，欧美股市大幅反弹并收复前一周下跌失地。

图表 1：上周全球风险资产普遍大幅反弹

上证综合指数	3.69	澳元兑美元	4.14
澳大利亚标普 200 指数	3.72	欧元兑美元	0.71
恒生指数	2.38	英镑兑美元	-0.93
标准普尔 500 指数	5.42	美元兑日元	0.97
东京日经 225 指数	4.15	LME 铜连续	7.03
法国巴黎 CAC40 指数	6.16	LME 铝连续	3.35
伦敦金融时报 100 指数	6.09	LME 铅连续	5.61
德国法兰克福 DAX 指数	3.96	LME 锌连续	7.93
圣保罗 IBOVESPA 指数	3.33	LME 锡连续	3.26
俄罗斯 RTS 指数	3.25	LME 镍连续	2.15
印度孟买 Sensex30 指数	2.13	CBOT 大豆连续	-0.16
NYMEX 布油连续	5.22	CBOT 玉米连续	-5.56
美元指数	-0.46	CBOT 小麦连续	-0.92

来源：国金证券研究所

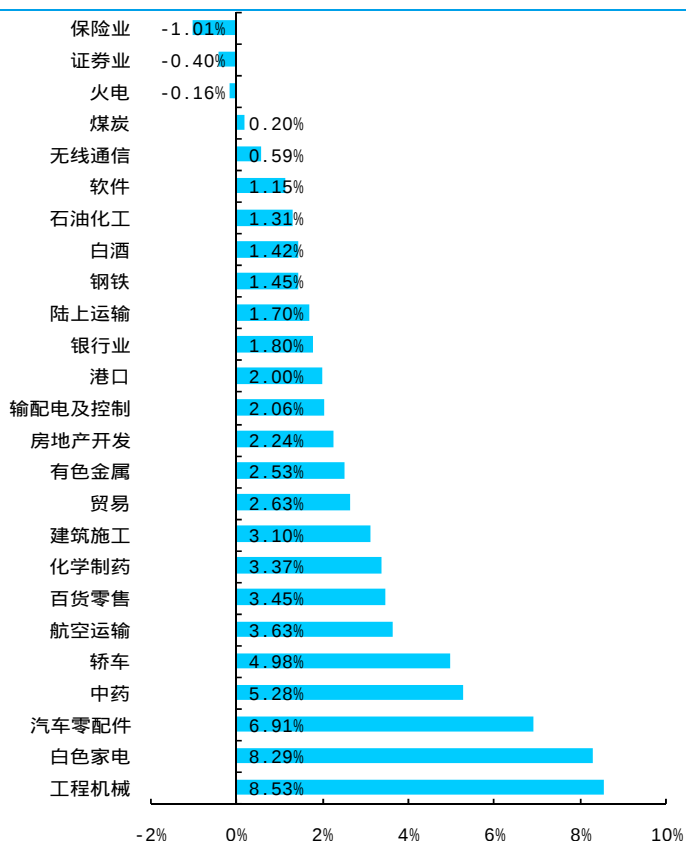
中国 A 股：朦胧利好推动估值快速修复

在上证综指快速下跌至 2319 点之后，上周 A 股绝地反攻，上证综指周一惯性低开后持续走强，周涨幅 3.69%，深成指、中小板指等上涨幅度更大。反弹主要来源于三个因素：（1）相对合理的估值；（2）朦胧政策利好的冲击；（3）银行再融资的明朗化。

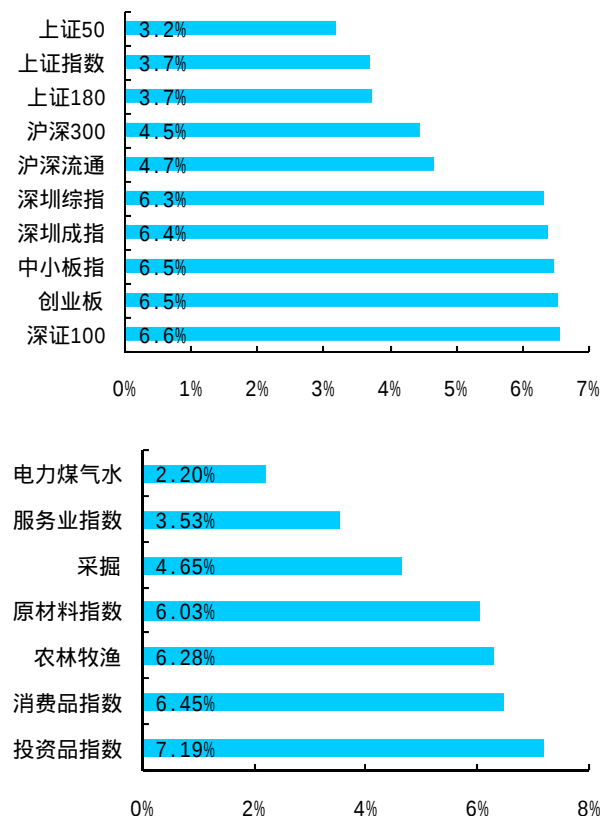
静态来看，上证综指在 2300 点的估值高出 2008 年的低点约 15%，考虑到目前国内外经济环境远远好于 2008 年三、四季度，这一估值并无明显高估。而 6 月底市场的快速下跌本身酝酿了反弹需求。恰逢近期西部大开发高调宣传、人民银行二季度货币政策强调“继续实施适度宽松的货币政策”，管理层对经济增长的呵护之意十分明显。三是，农行 IPO 尘埃落定，预计将“释放”逾 4000 亿元资金；汇金对中行配股的按比例认购也稳定了市场对大行再融资的预期和信心。

在以上利好的推动下，市场出现了估值的普遍性修复，以机械为代表的周期性行业、以医药为代表的成长股均出现不同程度的上涨；国金风格指数也如同我们预期的出现了大盘风格的相对走强。

图表2：上周 A 股涨跌幅：行业-剔亏

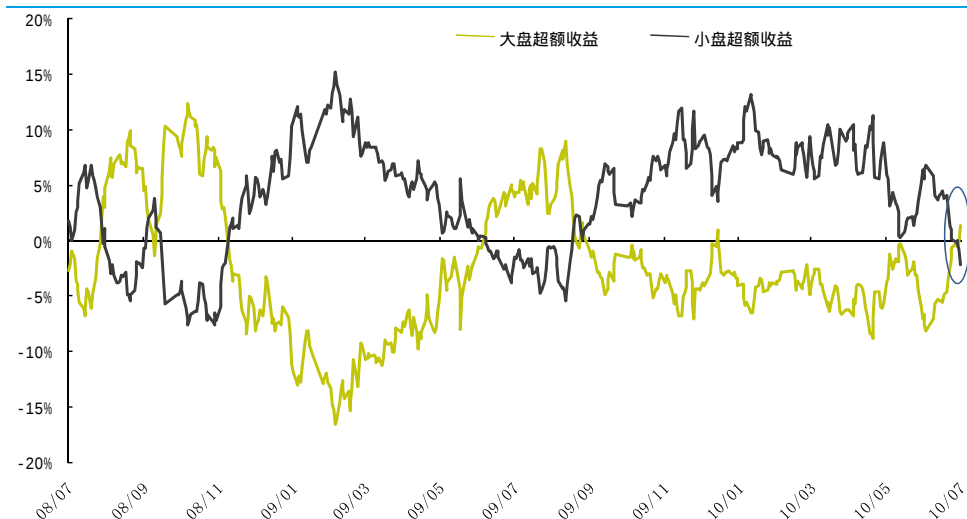


图表3：上周 A 股涨跌幅：市场、产业-剔亏



来源：国金证券研究所

图表4：上周大盘风格略有走强



来源：国金证券研究所

短期内市场进入弱平衡状态

市场短期内进入弱平衡状态。一方面我们将看到实际数据的不断下滑；另一方面，对于政策放松的预期也随数据的恶化而升温。这种数据与预期的交互影响，推动市场进入一个弱平衡。具体而言，利好的方面主要体现为静态盈利优

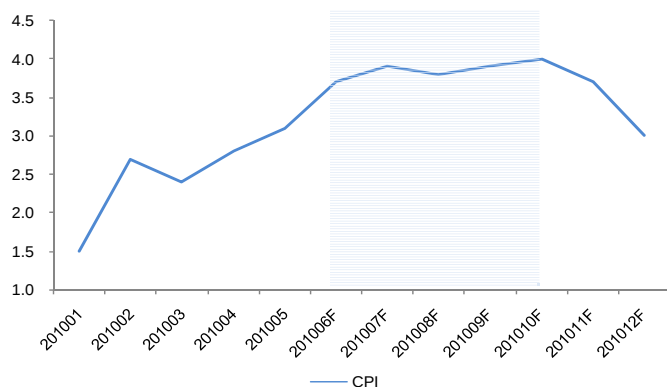
良、融资规模阶段性降低、宏观经济政策面偏暖。不利的因素，主要源于经济和企业盈利增速的下降、房地产行业调整的胶着。目前估值处于中庸之道，可上可下，在没有重大事件改变企业盈利预期之前，市场也将处于弱平衡状态。

■ 政策面偏暖，但是一致预期的形成还需等待

近期管理层的表态显示，宏观政策的整体性紧缩已经过去。国外经济形势的不确定（而不是此前的“逐步复苏”）、国内经济“向着宏观调控预期方向发展（经济降、房价稳）”（而不是“经济回升势头进一步巩固”），政策的整体性紧缩已经结束，经济政策面持续偏暖是大概率事件。

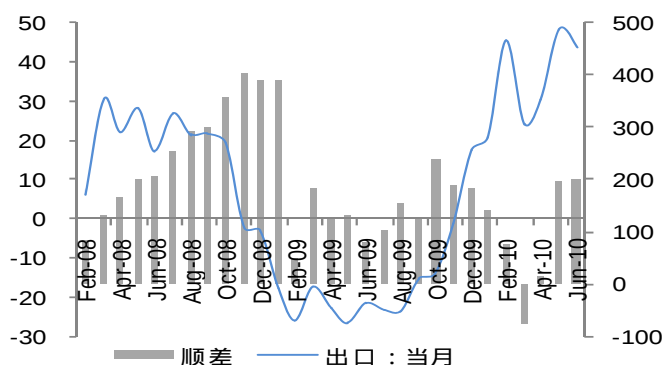
但是，对政策放松时点、形式和力度的一致预期仍然不大可能形成，这主要基于四个因素：（1）上升中的 CPI；（2）房地产博弈的胶着；（3）依旧强劲的出口增长；（4）政府手中的筹码。6 月底以来零星出现的政策暖意，更多的是以“安抚、增强信心”为特征，实质上的刺激和放松还没有开始，也无法准确预期。

图表5：预计6月份CPI同比仍将继续攀升



来源：国金证券研究所

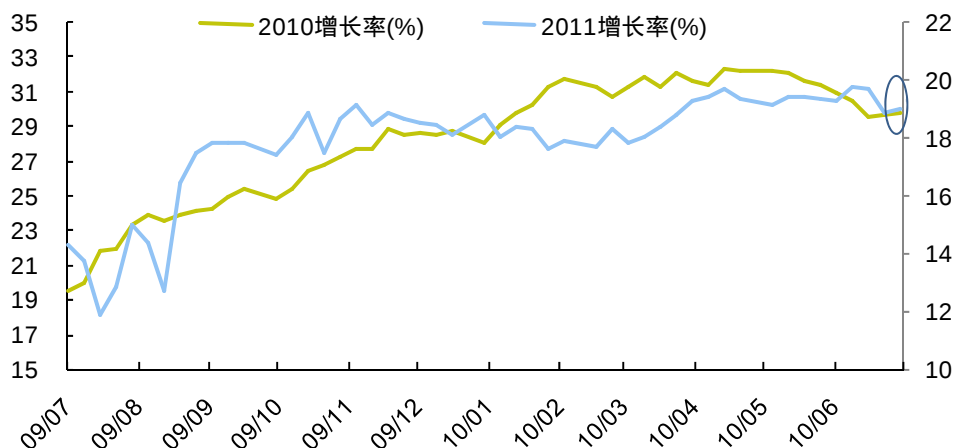
图表6：6月份出口增长依旧强劲，顺差规模扩大



■ 盈利预期阶段性企稳，但是未来需向下修正

上周，朝阳永续 2010 年沪深 300 企业盈利增速一致预期为 29.82%，为连续第二周的小幅回升，显示市场短期内对企业业绩增长信心企稳。

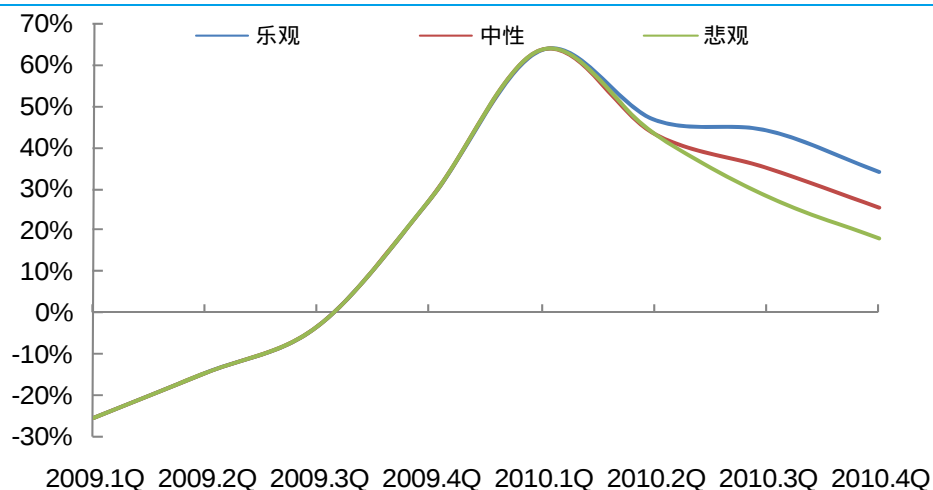
图表7：市场盈利预期阶段性企稳



来源：国金证券研究所

我们根据国金行业研究员自下而上对所覆盖的超过 200 家 A 股上市公司（样本公司利润大约占到全市场利润的 80%）的中期业绩预测，汇总下来样本公司的中期利润增速大致为 33%。因为增速相对较高的制造业覆盖相对较少，我们粗略判断最终全部 A 股的中期利润增速可能高于 33%，大约在 40%-45%。尽管如此，基于下半年经济增长出现并不是十分剧烈的放缓，我们维持 10 年 A 股盈利增长[18%，25%]，其中银行增长 16%的预期。对 2011 年的利润增长，目前初步判断 2011 年上市公司盈利增速在[6%，18%]。我们认为，市场需要向下修正盈利预期，这决定了市场估值的向上修复不具有持续性。

图表8：我们对 2010 年企业盈利增长的假设



来源：国金证券研究所

图表9：不同的环比假设

不同情形	2010.2Q	2010.3Q	2010.4Q	2010
乐观	10%	5%	-30%	31%
中性	5%	0	-25%	25%
悲观	5%	-15%	-20%	18%
极度悲观	5%	-15%	-60%	6%

来源：国金证券研究所

■ 市场估值总体上处于中庸之道，可上可下

虽然我们认为市场未来可能下调盈利预测，但是目前市场整体估值已经与我们对企业盈利的增长预期相匹配。我们目前的预测为，2010 年增长[18%，25%]，2011 年增长 [6%，18%]，对应的 PE 为 14x，PB 为 1.9x。上证指数在 2300-2400 一带的总体估值水平基本反应了这种利润增长的预期。目前这一估值水平处于中庸之道，可上可下。在没有重大事件改变企业盈利预期之前，市场也处于弱平衡状态。

图表10：2011 年增长与估值

11增长率 指数位	5%		10%		18%	
	11ROE%	13.199	11ROE%	13.767	11ROE%	14.666
	11PE	11PB	11PE	11PB	11PE	11PB
3400	21.010	2.773	20.055	2.761	18.695	2.742
3300	20.392	2.692	19.465	2.680	18.146	2.661
3200	19.774	2.610	18.875	2.599	17.596	2.581
3100	19.156	2.529	18.286	2.517	17.046	2.500
3000	18.538	2.447	17.696	2.436	16.496	2.419
2900	17.920	2.365	17.106	2.355	15.946	2.339
2800	17.302	2.284	16.516	2.274	15.396	2.258
2700	16.685	2.202	15.926	2.193	14.846	2.177
2600	16.067	2.121	15.336	2.111	14.297	2.097
2500	15.449	2.039	14.746	2.030	13.747	2.016
2400	14.831	1.958	14.157	1.949	13.197	1.935
2300	14.213	1.876	13.567	1.868	12.647	1.855
2200	13.595	1.794	12.977	1.787	12.097	1.774
2100	12.977	1.713	12.387	1.705	11.547	1.693
2000	12.359	1.631	11.797	1.624	10.997	1.613
1900	11.741	1.550	11.207	1.543	10.447	1.532

来源：国金证券研究所

反弹高度难以期待，布局更为重要

目前偏暖的政策舆论在一定程度上支撑市场信心，在没有新的利空打压下，市场就会在积极的舆论推动下产生反弹。但在房地产行业充分调整、政策实质放松之前，我们认为市场仍处于不确定性之中，对反弹高度不可持有过高期望。

短期而言，市场博弈的特性、政策热点可能会导致部分小盘股上涨的更高、更快，但是不具有普遍的指导意义。具有更佳中报业绩和低估值的蓝筹股具有更强的安全边际，同时，政策放松的预期也赋予周期性行业更大的弹性和上涨空间。我们维持前期的观点，阶段性看好绩优大盘股，减持没有业绩支撑的概念股。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室