

[2010.07.26]

A 股投资策略周报:

担忧减退促反弹 稳中求胜是关键

✍ 周 喜

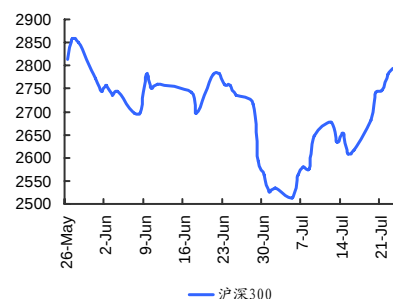
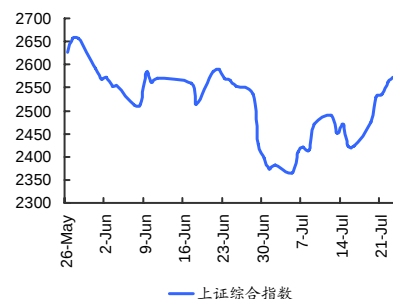
房振明

S1150208030107

S1150208020105

投资要点:

- 总理及各有关部门先后指出二季度经济增速的下行是政策调控所致,且在管理层的控制之内,这在一定程度上缓解了市场对于经济二次探底的担忧,从而成为市场超跌反弹的促发因素,由此我们认为本轮反弹是由情绪化所主导的超跌反弹。
- 对于决定上市公司业绩的国内宏观经济而言,我们仍坚持之前的观点,即中国经济正处于一个短周期的收缩阶段,固有的经济增长方式已经难以为继,而新的经济增长方式尚未建立。在这个增长方式新老交替的阶段内,经济的内生增长动力必然略显不足,由此导致的经济增长重心下移则必将在一定程度上抑制上市公司的业绩增速。
- 积极财政政策和适度宽松货币政策的实施目的应当是对调结构政策的对冲,为此我们认为虽然 2010 年下半年货币政策和财政政策将不再继续收紧,甚至可能在上半年的基础上有所放松,但其目的仅仅是为调结构政策的出台创造一个较为平稳的经济环境,所以希望信贷货币大量投放是不现实的。
- 我们认为,一方面由于调结构要以稳增长为前提条件,所以货币政策持续收紧的必要性逐步消退,这就使得压制 A 股市场估值下行的流动性环境不再进一步恶化, A 股市场从之前政策持续收紧和经济增速下行的双重压力中稍获舒缓。另一方面,距离 7 月份经济增速数据发布尚有时日,而且二季度上市公司业绩增速亦不会出现显著回落,所以近期不存在因数据引起的对业绩增速预期的向下修正。综合这两方面因素,我们判断尽管本周市场因前期的过快上涨存在震荡整固的要求,但仍将保持强势,市场在经历个股普涨后将重回对结构性机会的挖掘。
- 对于投资,我们认为,既然本轮反弹源于市场担忧情绪的暂时缓解,而非源于经济、政策等基本面的明确改善,所以投资者选择适度参与的同时应当坚持以“稳中求胜”作为标的选择的核心,建议投资者继续关注医药、商业零售、航空、家电和机械等行业中低估值、高成长个股以及中报预喜个股,同时近期猪肉价格的持续快速走高仍会强化投资者对于猪肉制品行业的关注。另外结合稳增长和调结构的双目标要求,我们认为同时受益这两个目标的中西部基建、建材类公司以及新兴产业相关公司在下半年将持续受益。



相关报告

《业绩承压 安全第一》

——2010 年 7 月 A 股投资策略

《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

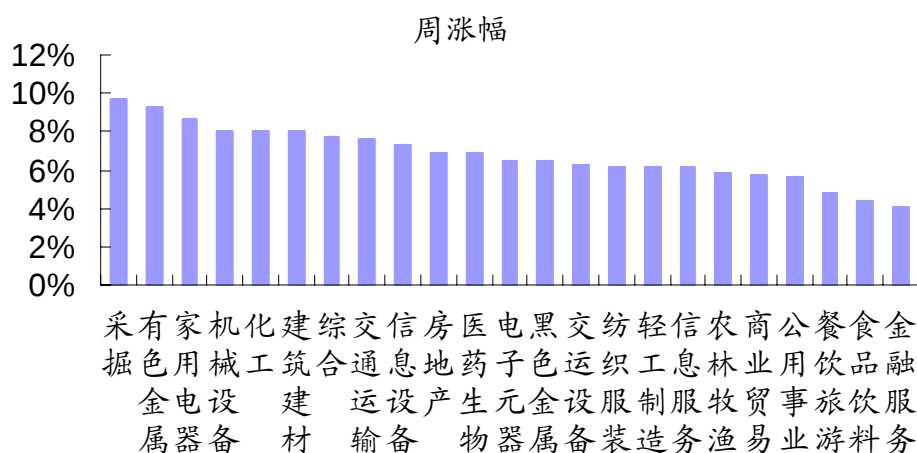
以成长立足长远》

——2010 年 5 月 A 股投资策略

1. 一周市场回顾

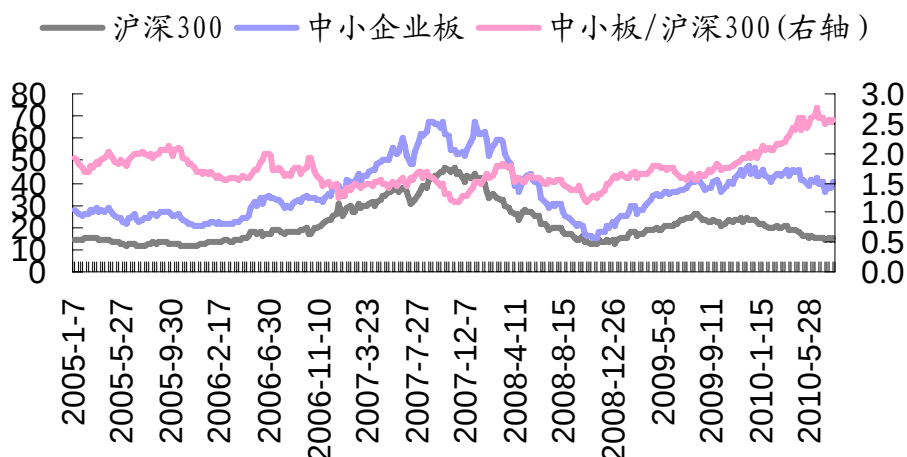
上周市场的反弹走势超过了我们的预期，总理有关经济下行依然可控的表态大大缓解了投资者对于业绩下滑的担忧，这成为促使市场显著反弹的关键。截止上周五，上证综指和深证成指分别收于 2572.03 点和 10527.95 点，较前一交易周分别上涨 6.10% 和 7.36%，当周两市共成交 9105.68 亿元，较前一交易周放大近四成。

图 1: 上周 (2010.07.19~2010.07.23) 市场各板块涨跌幅对比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 2: 指数估值变动趋势



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2. 情绪化反弹中的经济增长困惑

2.1 担忧情绪减弱促成情绪化反弹

我们在上期周报中延续之前的分析路径,认为低估值尚无法推升市场的有效上升,业绩增速下行风险的继续释放及政策压力难有显著放松是抑制上升的关键,但总理及各有关部门先后指出二季度经济增速的下行是政策调控所致,且在管理层的控制之内,这在一定程度上缓解了市场对于经济二次探底的担忧,从而成为市场超跌反弹的促发因素,由此我们认为本轮反弹是由情绪化所主导的超跌反弹。

2.2 增长模式新老交替 经济短期你难改平庸

既然将上周的显著上涨定义为担忧情绪减弱后的超跌反弹,那就表示包括业绩增速及政策调控在内的基本面因素并未发生改善,改变的仅仅是市场的担忧情绪。对于决定上市公司业绩的国内宏观经济而言,我们仍坚持之前的观点,即中国经济正处于一个短周期的收缩阶段,固有的经济增长方式已经难以为继,而新的经济增长方式尚未建立。在这个增长方式新老交替的阶段内,经济的内生增长动力必然略显不足,由此导致的经济增长重心下移则必将在一定程度上抑制上市公司的业绩增速。

二季度的 GDP 增速以及 6 月份的工业增加值恰恰是对这一趋势的进一步印证,同时使得有关 2010 年经济增速前高后低的观点更为深入人心,所以目前令市场困惑的已不是经济增速是否趋势,而是经济增速下行的幅度和速度,如果说将目光放得更远一些的话,市场的困惑则在于在短期收缩之后,经济增长方式能否有效重构并替代之前旧有的模式,并推动中国经济进入一个新的中周期的上升通道。

2.3 保增长和调结构双目标下的政策决断

在政策方面,我们在上一期周报中又一次谈及了保增长与调结构的辩证关系。面对国内外复杂的经济形势,政策调控仍将在短期和长期两个目标间寻求平衡,既不能因结构调整而导致经济增速的大幅回落,同时也不能因一味维持的经济增速而拖延结构调整的步伐。于是积极财政政策和适度宽松货币政策的实施目的应当是对调结构政策的对冲,为此我们认为虽然 2010 年下半年货币政策和财政政策将不再继续收紧,甚至可能在上半年的基础上有所放松,但其目的仅仅是为调结构政策的出台创造一个较为平稳的经济环境,所以希望信贷货币大量投放是不现实的。

在 7 月 20 日中共中央召开的党外人士座谈会上，胡主席强调“要保持宏观经济政策连续性和稳定性，努力促进经济平稳较快发展”，并明确提出“加强经济监测预测预警，加强宏观经济政策协调配合，注意把握好政策调控力度和节奏，推进解决深层次矛盾和问题”，而“无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行”的表态则更加印证了我们有关调结构要以稳增长为前提的判断。然而，稳增长的最最终目的则是调结构，在 7 月 20 日召开的 2010 年第三次经济形势通报会上，银监会有关“政府融资平台、房地产、过剩产能领域的风险值得关注”的表态则基本上明确了 2010 年下半年将延续目前的地方政府融资平台整顿、房地产调控、过剩产能贷款控制等政策。

表 1: 7 月份以来国务院和相关部委召开的重要会议

时间	会议	主要内容
7.20	中共中央党外人士座谈会	保持宏观经济政策的连续性和稳定性，努力促进经济平稳较快发展。要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，同时要加强经济监测预测预警，注意把握好政策调控力度和节奏，推进解决深层次矛盾和问题。无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行。 要继续构建扩大内需的长效机制，要继续加强对经济结构调整的支持和引导，要继续推进节能减排，要继续深化改革开放，要继续深化改革开放。
7.20	银监会 2010 年第三次经济形势通报会	中国经济总体来看继续向宏观调控预期方向发展，调整经济结构和转变发展方式仍面临挑战。当前宏观经济金融环境仍复杂多变，银行业持续健康发展面临多方面的挑战，特别是政府融资平台、房地产、过剩产能等领域的风险值得关注。进一步加强地方政府融资平台贷款管理，防范地方政府融资平台的代偿性风险，严格控制新项目贷款，强化贷款风险管理。 坚持调控力度不放松，确保政策实施的稳定性和持续性。进一步加强房地产开发贷款风险管理，持续深入开展房地产及相关行业贷款压力测试。 严控“高耗能、高排放”、过剩产能、落后产能等“三类”行业项目的授信。
7.8	央行货币政策委员会 2 季度例会	经济正朝着宏观调控预期方向发展，但管理通胀预期、保持经济平稳较快发展、调整经济结构和转变经济发展方式的任务依然艰巨。继续实施适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，增强调控的针对性和灵活性，把握好政策实施的力度、节奏和重点。
7.6	西部大开发工作会议	西部大开发在我国区域协调发展总体战略中居于优先地位。加大对西部大开发的支持力度。
7.4—5	国家统计局部分地区上半年经济形势座谈会	前宏观经济正处在企稳回升的关键时期，宏观调控正向预期方向发展，但在国际经济环境复杂多变的情况下，国内经济运行的不确定性和复杂性增加。今年上半年的经济增速有望比一季度有所下降，但是这种下降，是国家调控的正常结果。
7.4	全国国土资源厅局长座谈会	下半年积极参与房地产调控。根据年初供地计划，要保障房地产特别是保障性住房建设土地供应，及时向社会披露供地情况；开展房地产企业土地专项治理，系统清理房地产闲置土地；完善土地出让合同，加强批后监管；进一步完善土地招拍挂制度。
6.28—29	国务院经济专家和企业界人士座谈会	当前国内外经济形势仍然极为复杂。当前我国经济正朝着宏观调控的预期方向发展，要坚持处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系，保持宏观经济政策连续性和稳定性，增强宏观调控的针对性、灵活性，提高宏观调控水平，把握好政策实施的力度、节奏和重点，进一步巩固和发展好的经济形势。 要着眼当前，谋划长远，为明年乃至更长时期经济平稳较快发展奠定基础。要抓住当前有利时机，着力推动经济结构调整、体制改革和经济发展方式转变，使宏观调控既有利于克服短期困难，解决当前的突出矛盾，又有利于构建可持续发展

	的体制机制，缓解经济长期发展的体制性、结构性矛盾。
--	---------------------------

资料来源：渤海证券研究所

3. 适度参与 稳中求胜

由情绪回暖所促成的市场反弹已然延续了一周，投资者目前所最为关心的无疑是这一反弹未来的发展态势。我们认为，一方面由于调结构要以稳增长为前提条件，所以货币政策持续收紧的必要性逐步消退，这就使得压制 A 股市场估值下行的流动性环境不再进一步恶化，A 股市场从之前政策持续收紧和经济增速下行的双重压力中稍获舒缓。另一方面，距离 7 月份经济增速数据发布尚有时日，而且二季度上市公司业绩增速亦不会出现显著回落，所以近期不存在因数据引起的对业绩增速预期的向下修正。综合这两方面因素，我们判断尽管本周市场因前期的过快上涨存在震荡整固的要求，但仍将保持强势，市场在经历个股普涨后将重回对结构性机会的挖掘。

对于投资，我们认为，既然本轮反弹源于市场担忧情绪的暂时缓解，而非源于经济、政策等基本面的明确改善，所以投资者选择适度参与的同时应当坚持以“稳中求胜”作为标的选择的核心，建议投资者继续关注医药、商业零售、航空、家电和机械等行业中低估值、高成长个股以及中报预喜个股，同时近期猪肉价格的持续快速走高仍会强化投资者对于猪肉制品行业的关注。另外结合稳增长和调结构的双目标要求，我们认为同时受益这两个目标的中西部基建、建材类公司以及新兴产业相关公司在下半年将持续受益。

A 股投资策略周报 (2010.07.26)

图 3: 美元指数

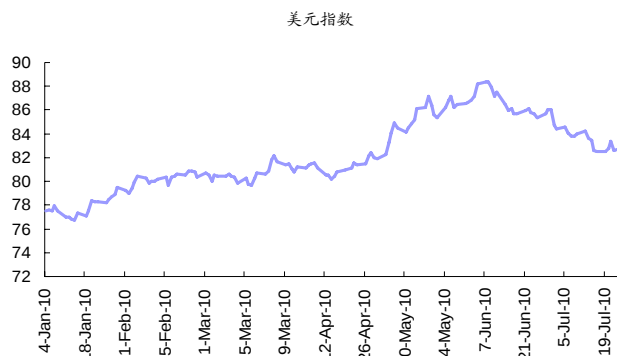
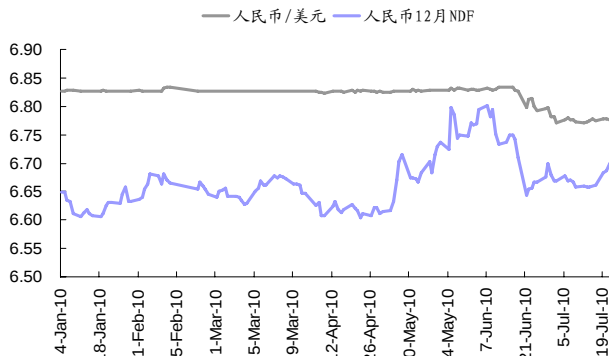
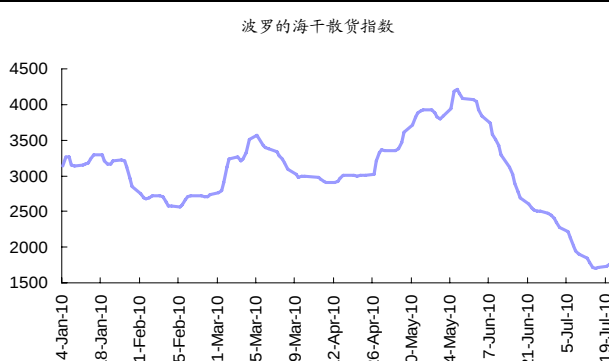
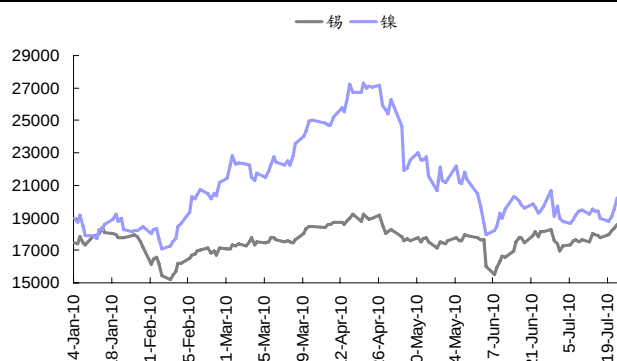
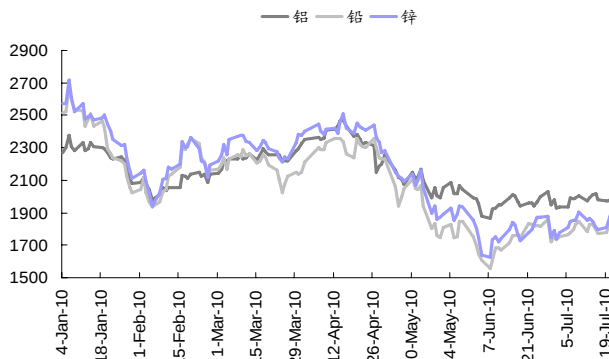
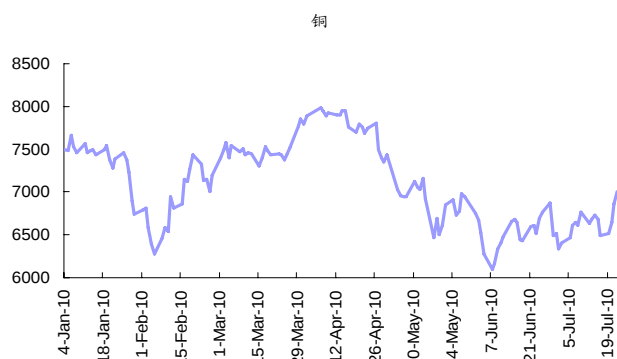
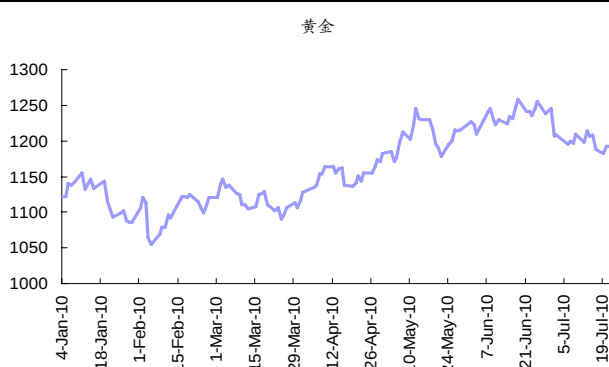
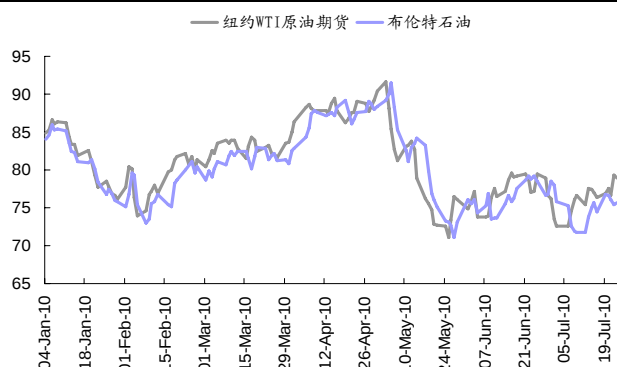


图 4: 人民币升值预期



资料来源: 彭博, 渤海证券研究所

图 5: 大宗商品价格走势



A 股投资策略周报 (2010.07.26)

资料来源：彭博，渤海证券研究所

图 6：上证综指 PE 国际比较

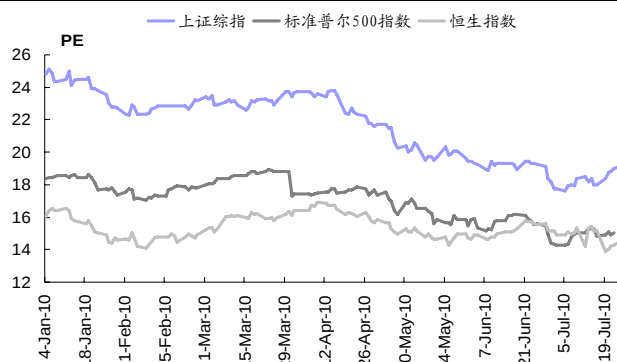
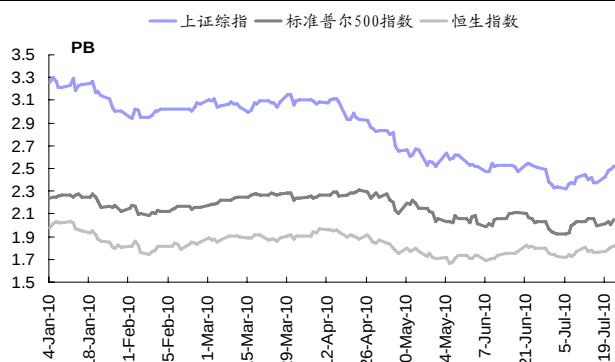


图 7：上证综指 PB 国际比较



资料来源：彭博，渤海证券研究所

图 8：A 股主要板块 PE 历史对比

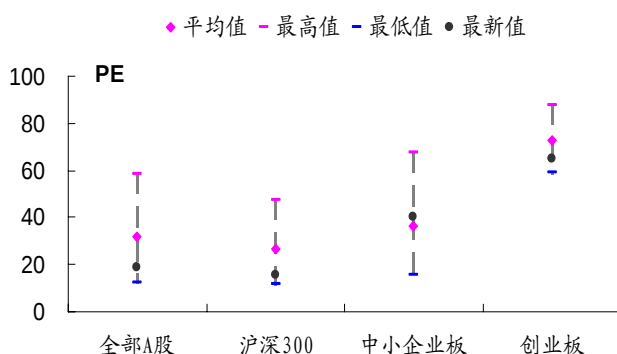
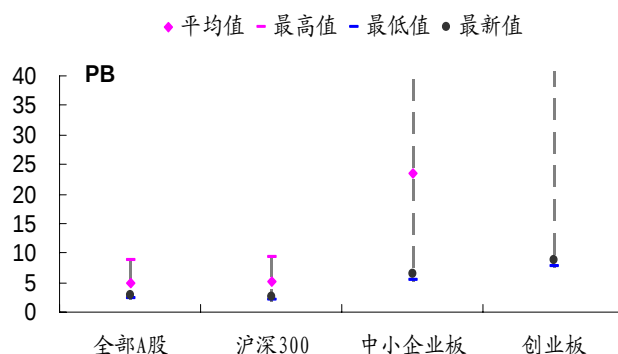


图 9：A 股主要板块 PB 历史对比



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 10：申万行业 PE 历史对比

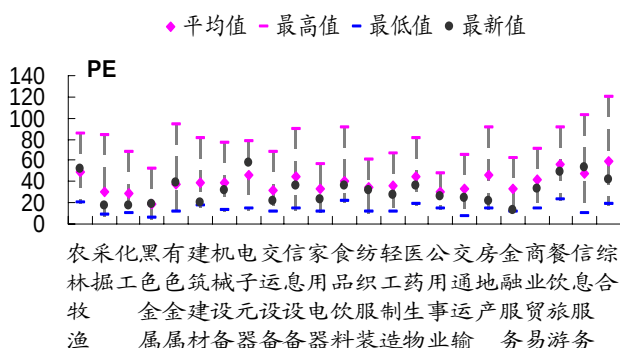
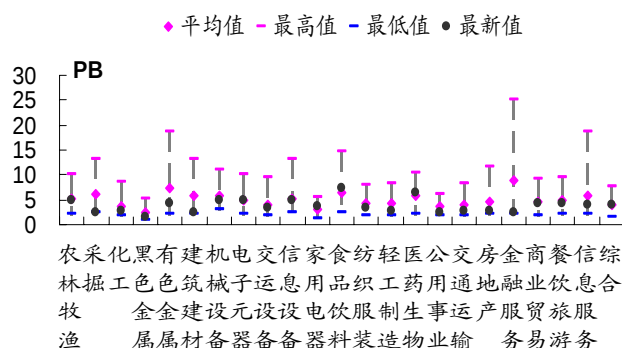


图 11：申万行业 PB 历史对比



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

A 股投资策略周报 (2010.07.26)

图 12: 全部 A 股 PE 分布

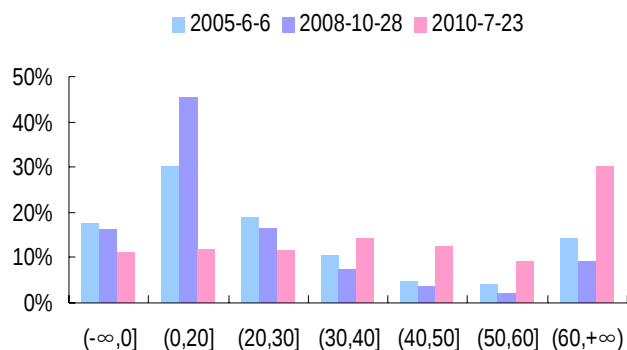
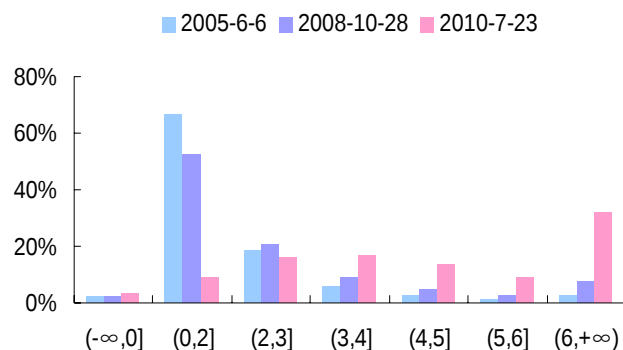


图 13: 全部 A 股 PB 分布



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 14: A 股主板 PE 分布

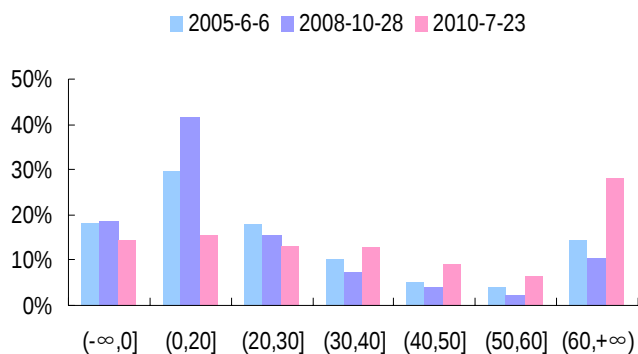
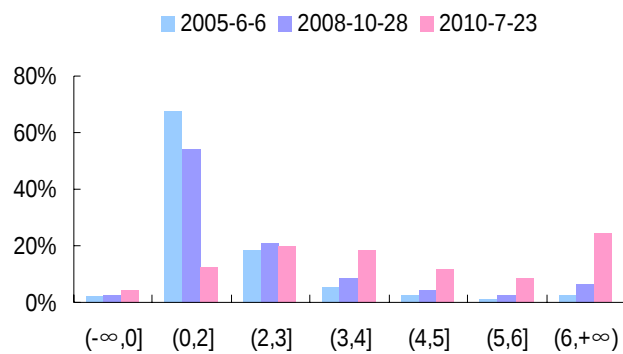


图 15: A 股主板 PB 分布



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 16: A 股股票开户情况

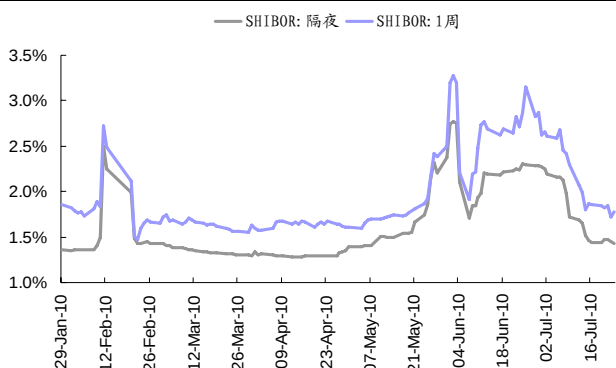
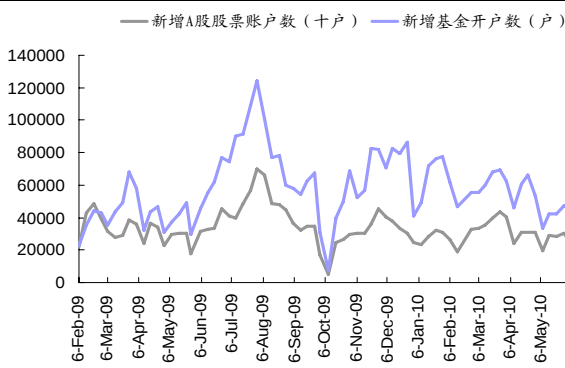


图 17: 市场利率走势



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

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-5%~5%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1：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