

反转需等待，布局经济转型和实质业绩增长

——2010年8月A股投资策略报告

研究员：李晶 潘俐俐
执业证书编号：S0570209030303
S0570208080168
电话：025-84457777
E-mail: lijing@mail.htsc.com.cn

投资要点：

在内部和外部环境变化的影响下，中国经济从二季度开始步入下行通道，宏观经济先行指数也提示宏观经济在未来3-6个月内处于减速状态。按照历史估值的低点以及悲观预期的盈利增长，前期上证综指的低点已接近底部区域，七月以来的估值修复行情主要来自于对经济预期与政策预期的逐渐明朗。

不过当前企业盈利增长的高点已过，业绩增速下降的趋势已基本确立，钢铁、石化、电力行业因成本上升，而销售价格得不到改善，行业盈利能力趋于下降；汽车行业去年实现爆发式增长，今年增速回落趋势明显；银行、地产行业未来仍存在相当强的政策不确定性干扰。

外部复苏环境尚不稳定，但国内经济出现二次探底的可能性应该不大。因此，虽然央行货币政策委员会二季度例会指出，下半年继续实施适度宽松的货币政策，但银行流动性依然不容乐观，预计信贷仍将以调结构为主，总量上难有松动空间。且在全球流动性偏紧的大背景下，虽然重启汇改引发了人民币升值的预期，恐也难出现大量热钱涌入的情况。综合看，下半年流动性压力仍未消除，不过供政策调控的空间较大。宏观周期正处于同步回落的衰退阶段，在企业盈利增速高点已过的背景下，市场反转的信号仍需要等待。

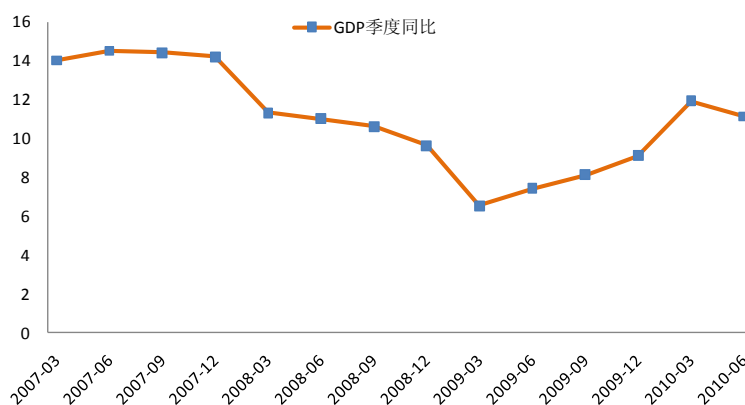
从引导经济结构性调整的角度出发，预期政策将继续通过加快保障房和基础设施建设等措施弥补投资的下降，而对消费政策的支持力度将得以延续，而包括新兴能源产业规划、收入分配改革、西部振兴计划等在内的政策细则的发布和实施，也是未来较长一段时间投资策略值得关注的方向，当前正值中报业绩公布期，经济和政策的趋于明朗也给了市场以业绩为主线思考的机会。

建议关注：（1）盈利能力较为稳定的基础消费类行业；（2）低估值且增长相对明确、负面因素逐步释放的行业；（3）受益于经济结构转型与调整，未来成长性相对明确的细分行业。

一、宏观经济：增速步入回落通道，政策处于观察期

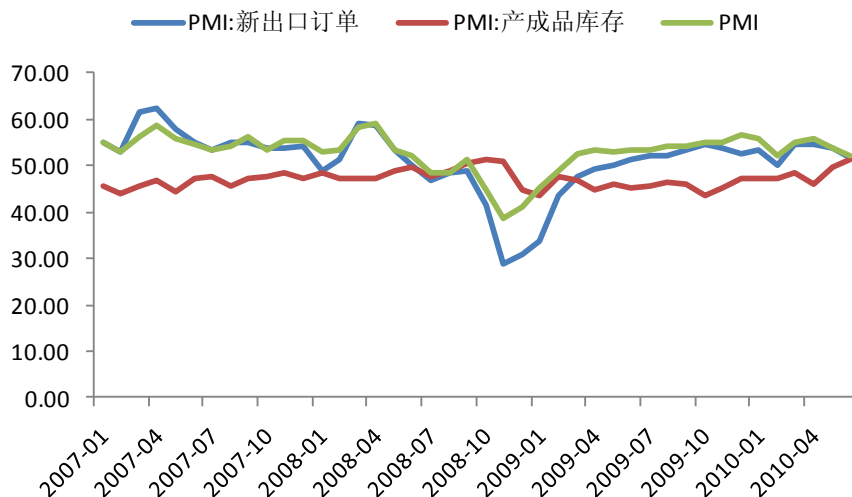
在内部和外部环境变化的影响下，中国经济从二季度开始步入下行通道，宏观经济先行指数也提示宏观经济在未来 3-6 个月内处于减速状态。最新经济数据显示，6 月份工业增加值和发电量双双出现急跌，显示经济放缓已经开始从投资蔓延至工业生产；在世界经济复苏前景低迷、房地产销售不佳、下半年投资增速总体趋于缓步下滑，而出口的高增速在下半年也难以以为继；另一方面，受汽车销售放缓的影响，零售数据也出现了一定的下滑，但整体来看，消费的环比增速仍然处于历史较高的水平；虽然本期 CPI 低于预期，但近期生猪价格的快速上升，使得后期仍需警惕 CPI 的上升。由于经济步入下行通道，短期内预计政策将以保持连续性为主，紧缩政策难以继续加码，而由于经济虽然步入回落通道但仍能保持在一定增速，当前大幅放松或者继续推出经济刺激政策的可能性更低。

图 1：经济增速步入回落通道



数据来源：华泰证券研究所，WIND 资讯

图 2：PMI 显示订单回落，库存上升



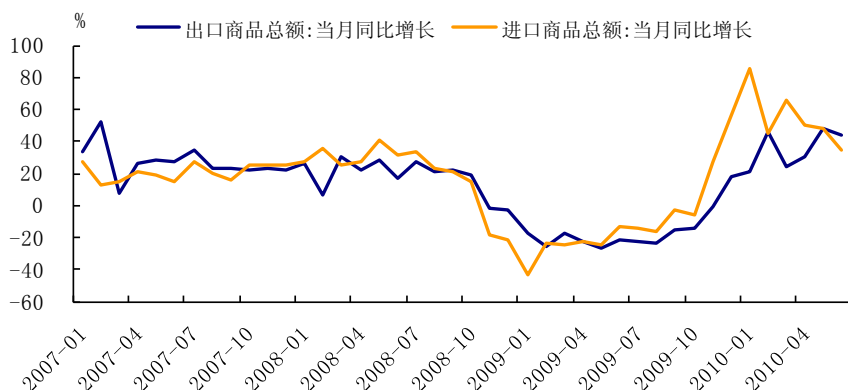
数据来源：华泰证券研究所，WIND 资讯

1、出口再超预期，下半年增速将放缓

上半年我国进出口总值 13548.8 亿美元，比去年同期（下同）增长 43.1%，其中出口 7050.9 亿美元，增长 35.2%，进口 6497.9 亿美元，增长 52.7%，显示上半年我国出口复苏强劲，增速回到金融危机前水平，进出口创历史新高。

6 月份当月，我国进出口值 2547.7 亿美元，增长 39.2%。其中出口 1374 亿美元，增长 43.9%，单月 1374.0 亿美元的出口规模，不仅大幅超过去年同期水平，而且再次刷新历史纪录，而 43.9% 的同比增速虽然较上月回落 4.6 个百分点，但是季节调整后，环比增长 4.3%，显示外需依然旺盛，美国和欧洲需求的反弹是中国出口恢复的关键因素，但未来数月，欧洲主权债务状况恶化导致相关国家财政紧缩、出口退税和人民币升值的不利因素影响可能将逐步体现，从 PMI 出口新订单指数已经连续两个月回落的现象看，预计出口增速的逐步回落将在下半年体现。

图 3：出口再超预期



数据来源：华泰证券研究所，WIND 资讯

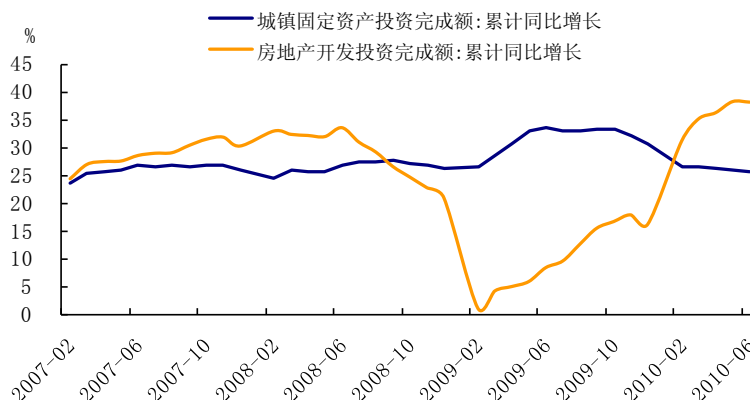
2、地产高增速难维持，固定资产投资继续缓步下滑

上半年我国城镇固定资产投资同比增长 25.5%，比 1-5 月下滑 0.4 个百分点。6 月单月固定资产投资增速为 24.6%，比上月降低 0.8 个百分点。2009 年我国政府施行了积极的财政政策与宽松的货币政策，固定资产投资增速在 2009 年 9 月达到高点 33.3%。之后政府投资项目主要为延续投资，整体投资增速数据呈现逐月下降趋势，自 2010 年年初开始，伴随政府控制新建项目、控制信贷以及对地方融资平台风险的关注，投资延续了逐步回落的态势。房地产依然保持了较高的增速，上半年我国房地产开发投资增长 38.1%，比去年同期加快 29.8 个百分点，而非房地产投资增长 22.7%，比去年同期下降了 18.3 个百分点，由于房地产开发投资增速对于调控有一定的滞后效应，预计二季度出台的地产调控政策影响可能在四季度开始体现。

由于当前工业生产已明显降温，工业品出厂价格也高位回落，工业企业的盈利前景并不乐观，PMI 库存指数

也显示未来两个季度工业企业可能会面临库存调整，因此，投资增速继续下滑的趋势难以改变。不过考虑到下半年信贷相对宽松、保障性住房和促进民间投资措施的落实，整体投资增速的下滑可能将以缓步回落的形式来体现。

图 4：城镇固定资产投资增速趋降

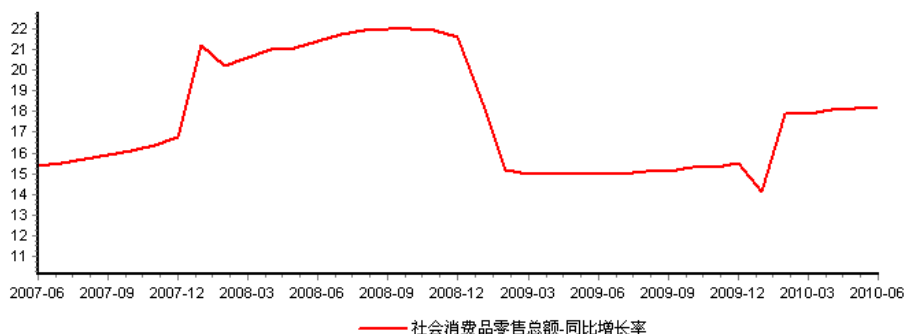


数据来源：华泰证券研究所，WIND 资讯

3、消费保持平稳

6 月份社会消费品零售总额 12330 亿元，同比增长 18.3%，比上月回落 0.4 个百分点。从扣除商品零售价格指数涨幅后的实际增速看在 15.2%，基本与上月水平相当。上半年累计实现社会消费品零售总额 72669 亿元，同比增长 18.2%。其中一季度 17.9%，二季度 18.5%，二季度消费名义增速的提高有价格上涨的带动。从实际增速看，二季度在 15.2%，比一季度略有回落，回落幅度 0.3 个百分点。分类别看，耐用消费品中，汽车销量增速由于去年存量的集中释放和高基数效应，增速由年初高位回落，家电销售也稳中有降。近期，国家延长了汽车、家电以旧换新政策的实施期限，并将家电以旧换新政策的试点区域扩大，同时对新能源汽车和节能汽车进行补贴，这些都表明刺激消费和推定消费升级仍是政策的主要目标。而收入分配改革的重点在于提高居民，特别是中低收入者的工资水平，未来消费的持续稳定增长值得期待。

图 5 消费增速保持平稳



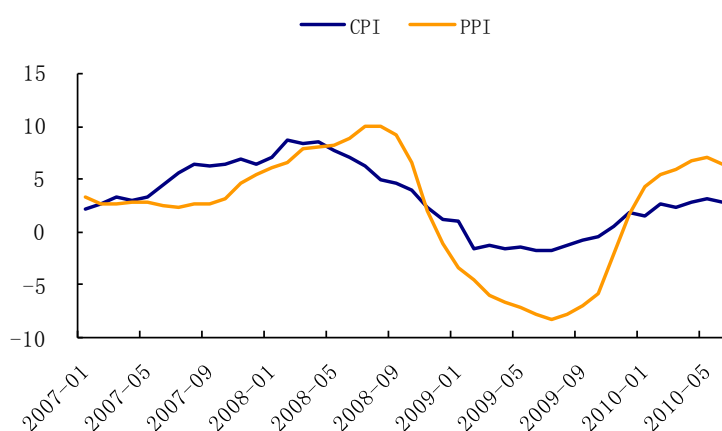
数据来源：华泰证券研究所，WIND 资讯

数据来源：Wind 资讯

4、物价低于预期，结构性上行压力仍在

上半年，居民消费价格同比上涨 2.6%，工业品出厂价格同比上涨 6.0%，原材料、燃料、动力购进价格同比上涨 10.8%。6 月份 CPI 数据从 5 月份 3.1% 回落至 6 月份的 2.9%。并且季调后环比数据 5 个月来首次开始负增长。6 月份 PPI 同比上涨 6.4%，较上月涨幅回落 0.7%，同比涨幅结束了自去年 9 月以来的连续攀升态势。随着下半年，经济回落趋势明显，季节性因素减弱，输入性通胀压力减缓和翘尾因素的影响减弱，下半年物价上涨压力有所幻剑，不过虽然 6 月份 CPI 涨幅明显低于预期，但从目前来看，粮食价格和猪肉价格在下半年的变化情况还需要持续跟踪和关注。

图 6 我国月度物价指数

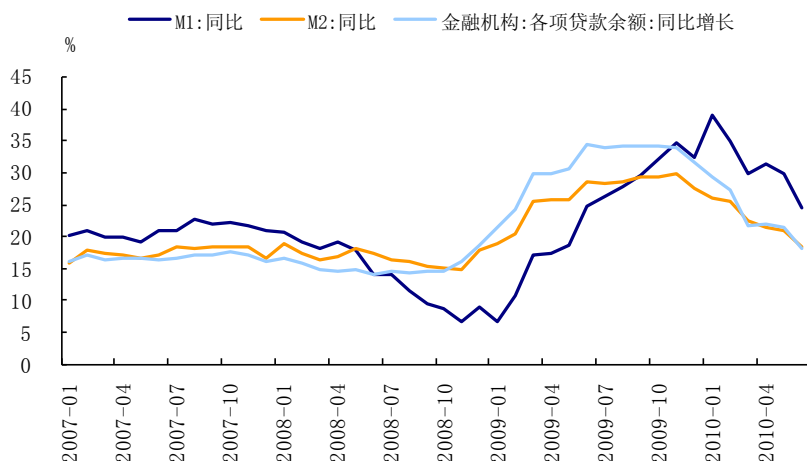


数据来源：华泰证券研究所，WIND 资讯

5、政策调控处于观察期

由于今年国内外经济环境比较难以把握，因此政府前期主要通过数量型手段来控制流动性。而当前经济步入下行通道，短期内预计政策将以保持连续性为主，紧缩政策难以继续加码，不过由于经济仍能保持在一定增速，当前大幅放松或者继续推出经济刺激政策的可能性更低。短期来看，物价保持在较为温和的阶段，政府紧缩政策在观察期后似有松动迹象，有利于市场资金面的好转，而中期来看，物价走势不容乐观，物价存在波动增大的可能，下半年通胀如果未如预期下降可能会制约政策朝宽松方向发展的走向。预计人民币对美元仍将保持小幅升值的态势，升值幅度可能伴随出口回落放慢。

图 7：货币和信贷增速小幅回落



数据来源：华泰证券研究所，WIND 资讯

二、市场环境：盈利增速放缓，估值提升恐受限

1、盈利增速放缓

经济减速已是不争的事实，在此背景下，企业目前已经进入了一个盈利减速增长的阶段。今年1~5月份工业企业实现利润15396.5亿元，同比增长81.6%，但这样大幅的增长主要是基于三个原因——1、去年同期工业利润的基数很低，同期仅实现利润8501.6亿元，2、工业企业的主营业务收入大幅增长，拉动了利润相应大幅增加，3、工业品出厂价格指数由去年同期下降5.5%转为上涨5.9%，推高了今年以现价计算的工业利润的增幅。虽然企业盈利仍属恢复性增长，但增速已明显放缓。1-5月盈利增速较比1-2月的119.7%大幅回落了38.1个百分点。从未来趋势上看，随着基数效应消失，取消部分行业出口退税、楼市调控等调控政策因素的影响，工业企业利润增速可能将进一步下滑。而从具体行业看，多数行业盈利仍处于增长，比如黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、电力、热力的生产和供应业、化学纤维制造业、石油和天然气开采业、通信设备、计算机及其它电子设备制造业、交通运输设备制造业、煤炭开采和洗选业、专用设备制造业、化学原料及化学制品制造业；而石油加工、炼焦及核燃料加工业则出现利润同比下降的情况。

具体到上市公司，根据WIND统计数据显示，截至7月27日，发布中期业绩预告的公司一共有1005家，其中发布业绩预增公告的公司有373家，占比37.1%，其中业绩预增公司多集中在机械设备、电子元器件、医药生物、化工、交运设备和房地产等行业。在沪深300成分股中，105家公司发布了业绩预告，70家预增，预增公司占比66.7%。我们认为企业盈利增长的高点已过，业绩增速下降的趋势已基本确立，钢铁、石化、电力行业因成本上升，而销售价格得不到改善，行业盈利能力趋于下降；汽车行业去年实现爆发式增长，今年增速回落趋势明显；银行、地产行业未来仍存在相当强的政策不确定性干扰。预计今年业绩增速将低于市场一致预测的30%左右，回落到20%左右的可能性比较大。

2、估值进一步提升缺乏刺激因素

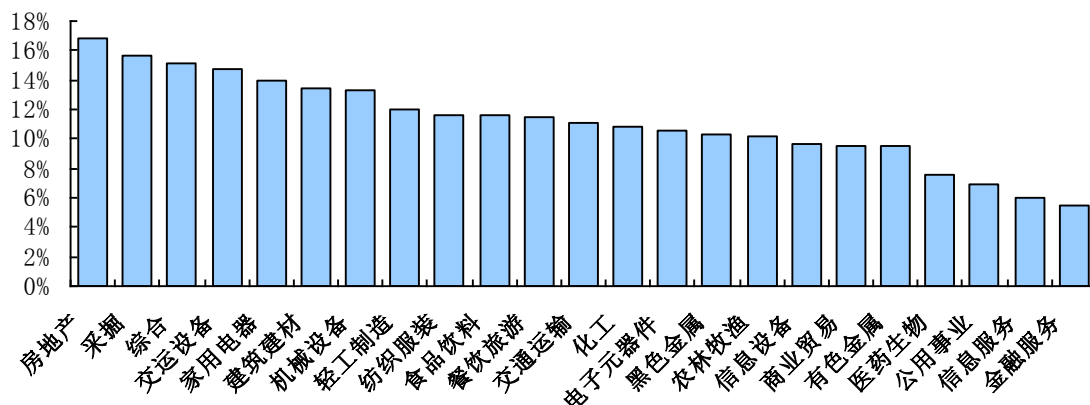
自7月初以来，市场逐步反弹，估值也得到了一定修复，特别是前期大幅调整后估值处于底部的部分行业，在这一轮反弹中表现较好。从行业涨跌情况看，7月份涨幅居前的行业为房地产、采掘、综合、交运设备、家用电器、建筑建材和机械设备等。目前A股市场整体静态市盈率为22.4，10年动态市盈率15.6，沪深300指数的静态市盈率18.2，10年动态市盈率13.8，目前仍处于历史估值区域的低位。其中金融服务、采掘、黑色金属、化工行业的估值水平低于市场整体估值。但由于上市公司盈利增速放缓的预期，使得估值的提升受到牵制，缺乏因素刺激。此外，从结构上看，结构性的高估和结构性的低估并存的特征仍然存在，小盘绩优和大盘蓝筹之间的估值差异还在不断扩大。

表 1：市场整体及各行业市盈率水平（价格为 7.26 日收盘价）

板块名称	静态市盈率 09 年	预测市盈率 10 年	预测市盈率 11 年
金融服务	13.6	11.1	9.2
采掘	19.1	13.7	12.0
沪深 300	18.2	13.8	11.5
黑色金属	58.7	13.9	11.3
化工	23.3	15.5	13.5
全部 A 股	22.4	15.6	12.9
建筑建材	22.6	16.0	12.8
房地产	25.1	16.4	12.1
交运设备	28.9	18.4	15.7
家用电器	26.5	18.9	15.8
交通运输	53.8	19.6	17.0
轻工制造	42.2	21.9	17.8
公用事业	31.3	23.3	19.6
机械设备	38.1	24.9	19.6
纺织服装	37.2	25.1	21.2
商业贸易	40.3	25.4	20.2
综合	67.2	25.5	20.7
信息设备	42.5	29.1	22.1
食品饮料	42.2	29.1	23.6
有色金属	105.4	30.2	21.7
医药生物	42.9	30.3	24.4
农林牧渔	75.9	33.8	26.6
餐饮旅游	61.3	39.1	32.0
信息服务	54.3	39.8	29.9
电子元器件	--	44.5	33.0

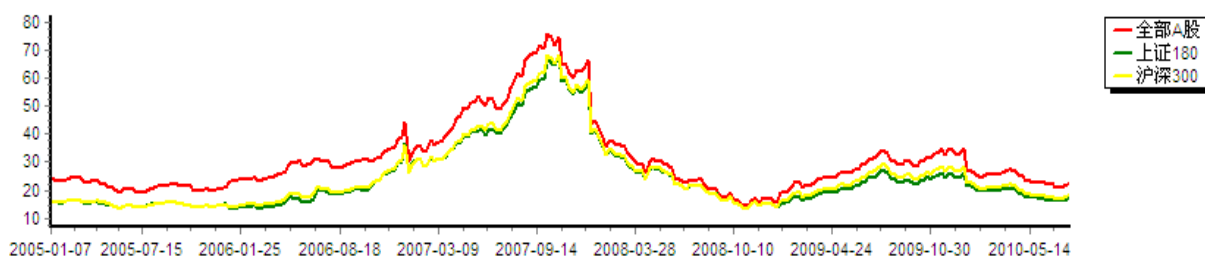
资料来源：WIND、华泰证券研究所

图8：7月份各行业涨跌情况



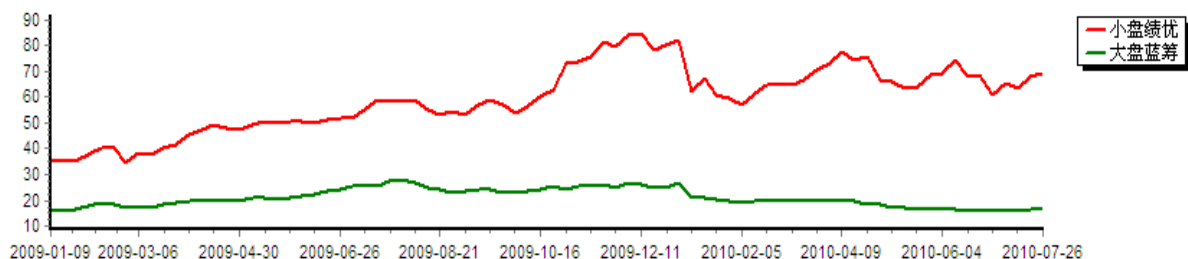
资料来源：WIND、华泰证券研究所

图9：估值仍处于历史低位



资料来源：WIND、华泰证券研究所

图10：大盘蓝筹与小盘绩优板块估值差异成为常态



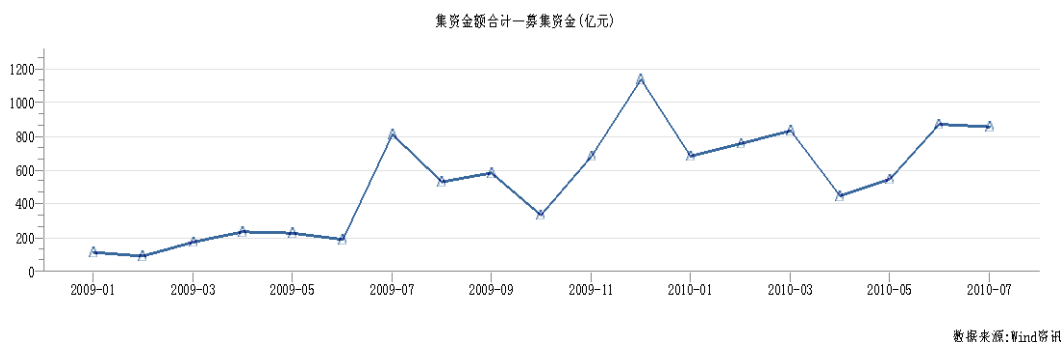
资料来源：WIND、华泰证券研究所

3、资金供给仍偏紧，但需求未减

外部复苏环境尚不稳定，但国内经济出现二次探底的可能性应该不大。因此，虽然央行货币政策委员会二季度例会指出，下半年继续实施适度宽松的货币政策，但银行流动性依然不容乐观，预计信贷仍将以调结构为主，总量上难有松动空间。且在全球流动性偏紧的大背景下，虽然重启汇改引发了人民币升值的预期，恐也难出现大量热钱涌入的情况。综合看，下半年流动性压力仍未消除，不过供政策调控的空间较大。

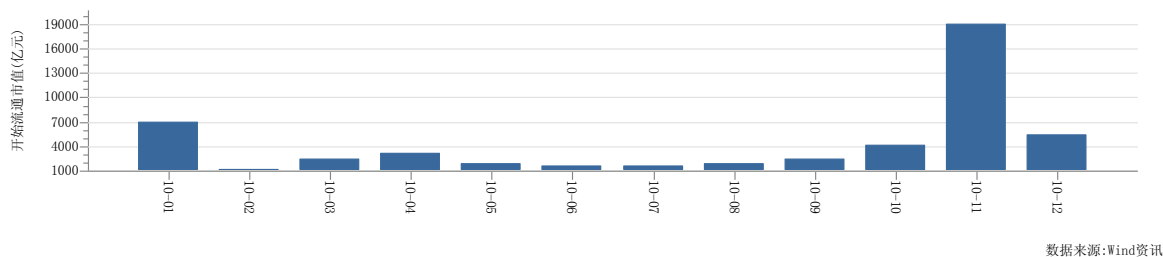
具体到证券市场，自去年恢复IPO以来，新股发行节奏大大加快，再加上增发和配股，市场整体融资规模在迅速提升。今年以来发行新股201家，已超过去年全年的总和，市场融资规模4997.7亿元，已达到去年全年融资规模的约98%，也到达了流动性充裕的2007年全年融资规模的62%。未来IPO、再融资依然是市场主要的资金压力。虽然接下来的8、9月份限售股解禁规模较小，但全流通对市场资金的压力将长期存在。综合而言，市场资金供给仍然偏紧，而资金需求未见缩减，整体流动性状况依然无法乐观。在资金环境尚无法彻底扭转的背景下，市场不具备趋势性向上的条件，更多的是板块轮动的结构性投资机会。

图 11：市场融资规模迅速提升



资料来源: WIND、华泰证券研究所

图 12：2010 年限售股解禁统计



资料来源: WIND、华泰证券研究所

三、投资策略：紧随经济转型步伐，关注实质业绩增长

按照历史估值的低点以及悲观预期的盈利增长，前期上证综指的低点已接近底部区域，七月以来的估值修复行情主要来自于对经济预期与政策预期的逐渐明朗，然而，宏观周期正处于GDP和CPI同比同步回落的衰退阶段，在企业盈利增速高点已过的背景下，市场反转的信号仍需要等待。考虑到近期经济数据发布带来的政策预期的改善，以及上市公司中报业绩的刺激，7月底到8月是一个非常关键的时间区间，我们认为市场总体上处于底部区域震荡。

投资策略上，市场资金面供求关系仍较为紧张，决定了大幅估值提升的行情可能难以为继，而当前财政政策主要以引导经济结构转型为主要目标，继续紧缩或大幅刺激两方面政策出台的可能性都不大，那么紧抓经济结构转型脉络，并在整体盈利增速回落的大环境中把握实质业绩增长不失为较好的选择。从引导经济结构性调整的角度出发，预期政策将继续通过加快保障房和基础设施建设等措施弥补投资的下降，而对消费政策的支持力度将得以延续，而包括新兴能源产业规划、收入分配改革、西部振兴计划等，均兼顾了短期和长期经济增长，这也是未来较长一段时间投资策略值得关注的方向，当前正值中报业绩公布期，经济和政策的趋于明朗也给了市场以业绩为主线思考的机会，建议关注：（1）盈利能力较为稳定的基础消费类行业；（2）低估值且增长相对明确、负面因素逐步释放的行业；（3）受益于经济结构转型与调整，未来成长性相对明确的细分行业。

（1）盈利能力较为稳定的基础消费类行业

劳动力成本的提升和收入结构的变化中，表现的最为明显的是中低收入阶层的收入数据明显回升，我们认为这有利于大众消费品需求。随着我国东西部收入差距缩小与城镇化步伐加快，中西部及二、三线城市有望复制当年一线城市消费升级历程，从消费普及角度出发，东西部或城乡间消费量差距较大的行业更值得看好，如葡萄酒、啤酒、乳品、中低档服饰等。行业景气的向好和行业集中度的提升使得这些行业的龙头公司长期受益于行业的景气增长，盈利能力相对较为稳定，长期股权回报前景较好，在经济下行周期具有较好的防御性。

（2）低估值且增长相对明确、负面因素逐步释放的行业

即使经过七月以来的估值修复行情，当前金融、地产、采掘板块的估值依然处于历史低位。对这些行业建议密切关注政策预期，配置上，由于短期内进一步紧缩预期有所缓解，可适时关注超跌反弹机会，如煤炭、工程机械行业的一些龙头上市公司，以及逢低布局房地产的优质上市公司，但由于行情仍定位于反弹而非反转，当前对这些行业需要坚持阶段性参与的策略。

（3）受益于经济结构转型，未来成长性相对明确的细分行业

从经济结构转型角度看，2009年开始，包括了新能源产业规划等一些列支持新型产业增长的政策陆续出台，政策导向已经演进了近一年的时间，而经济结构转型的落实必将以微观企业主体为带动，现阶段建议进一步关注新兴产业政策的变化和细化，重点能够明确受益于转型和调整的行业，并结合业绩情况选择能够具有实质业绩增长的投资标的，如新兴电子产业、固废处理行业、激光设备行业、中西部基建建材类公司等一些具有较大增长潜力的相关细分行业和公司。另一方面，从消费升级角度来看，随着未来民生保障措施的不断到位和居民收入的逐步提升，城镇居民特别是一线城市居民的消费理念和意识将进一步提升，我们建议从健康与便捷消费理念方面寻找投资机会与投资标的，如旅游、保健行业，电子产品和信息服务的升级更新需求。

免责声明：

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。