

景气分化、信心重塑、估值反弹

2011年5月A股市场投资策略

上证综指

持续的紧缩政策和经济增速的放缓使得市场对未来国内基本面景气的持续性和未来拐点产生了担忧,表现为对A股市场的信心不足,因此,在1月至今的反弹中市场估值水平提升有限。而创业板和中小板年报与一季报低于预期也导致了中小板指数和创业板指数出现盈利预期下调和估值收缩的“戴维斯双杀”。这种谨慎的态度,使得市场对于倾向于夸大负面传闻的影响,弱化正面传闻的影响。

我们认为当前国内经济面临结构性景气分化,这主要由于政策性因素的拉动与部分市场性因素的回落。市场性因素的回落主要指商品房调控导致的商品住宅投资增速下滑,从而拖累整体固定资产投资,以及经济危机后刺激政策效应退散后部分行业景气高位回落,如周期类消费品汽车和家电。政策性因素则是保障房启动带来的相关产业的增长。目前来看,市场性因素回落带来的负面影响的预期大于政策性因素拉动的正面影响。但是我们认为政策性因素拉动的正面影响并未像市场预期的那样弱。以保障性住房、水利建设为主的政策将拉动相关产业。在政策性因素的正面拉动下,我们预计国内经济基本面在下半年出现回升。

未来估值继续下行的空间较小。按照11年最低估值水平来看,未来市场估值继续下行的空间较小,估值水平收缩的幅度不大。短期来看,当前市场信心不足,导致当前市场估值较低,中期货币政策而言,当前通胀压力逐渐趋缓,随着6月CPI的见顶回落,货币政策收紧的频率将有所放缓,有利于当前估值水平的逐渐恢复。长期来看,A股市场估值水平与宏观经济先行指数在中长期具有较强的相关性,因此,我们认为**随着宏观先行指数的回升,货币政策收紧的频率的放缓,市场信心将逐渐重塑,未来A股市场估值水平仍然存在着向上回升的动力。**

我们维持对市场中期“看多”的判断。虽然5月处于通胀见顶前,货币政策仍是制约市场估值迅速反弹的因素,但在当前市场估值水平下,未来市场估值水平向下收缩的空间不大。我们认为5月市场总体呈区间震荡走势,沪深300指数波动区间在(2900, 3300)间。

我们认为在景气分化下,寻找未来景气持续上升和估值存在反弹可能的行业是5月投资主线。

关注三类机会:景气向上+估值存在反弹空间的行业:银行、煤炭、钢铁、食品饮料、零售;景气稳定和估值较低:农林牧渔、医药生物;事件驱动类投资机会:美元指数反转预期下的机会、营业税改征增值税下的投资机会。

维持**看平**

策略研究小组 鲍庆

投资咨询执业证书编号:

S0630511010013

联系信息:

021-50586660-8642

bq@longone.com.cn

日期

分析: 2010年5月5日

正文目录

一、经济增速放缓下市场信心不足	4
二、从景气分化到景气向上	5
1、结构性景气分化	5
2、未来经济仍然具有向上动力	7
三、信心重塑下A股市场走势	8
1、估值继续下行的空间较小	8
2、先行指数回升，信心重塑与估值反弹	8
三、景气分化下的投资策略	9
1、景气向上+估值存在反弹空间的行业	10
2、景气稳定和估值较低行业	10
3、事件驱动类投资机会	11

图表目录

图 1. 历年 4 月 PMI 指数	4
图 2. 历年 4 月 PMI 新订单指数	4
图 3. 沪深 300 估值与盈利预期变动	4
图 4. 沪深 300 滚动 PEG	4
图 5. 中小板指数估值与盈利预期变动	5
图 6. 创业板指数估值与盈利预期变动	5
图 7. 5000 户工业企业景气扩散指数:产品市场需求	5
图 8. 5000 户工业企业景气扩散指数:固定资产投资情况	5
图 9. 固定资产投资指标累计增长率 %	6
图 10. 固定资产投资完成额累计增长率一致预期 %	6
图 11. 固定资产投资新开工项目计划总投资额同比 %	6
图 12. 平均劳动报酬与消费者信心指数同比增长率 %	7
图 13. 消费者信心与食品、饮料行业景气指数	7
图 14. 宏观经济先行指数与一致指数	7
图 15. 历年 3 月宏观经济先行指数	7
图 16. 沪深 300 滚动 PE	8
图 17. 先行指数与市场估值	8
图 18. 创业板指数滚动 PEG	9
图 19. 中小板指数滚动 PEG	9

图 20.	创业板指数 11 年净利润增长率一致预期	9
图 21.	沪深 300 和中小板指数 11 年净利润增长率一致预期.....	9
图 22.	景气环比上升的行业数/景气环比下降的行业数.....	10
表 1.	历年上半年库存高点到 4 月底钢铁去库存幅度	6
表 2.	沪深 300 当前估值与历史低点比较.....	8

景气分化、信心重塑、估值反弹

2011年5月A股市场投资策略

一、经济增速放缓下市场信心不足

4月PMI指数在3月小幅反弹的基础上出现回落，同时，明显低于历年4月数值，而作为PMI指数的先行指标PMI新订单指数也显示出了低于历史同期的势头。这显示了当前经济在持续的紧缩政策影响下已经出现放缓，

图1. 历年4月PMI指数

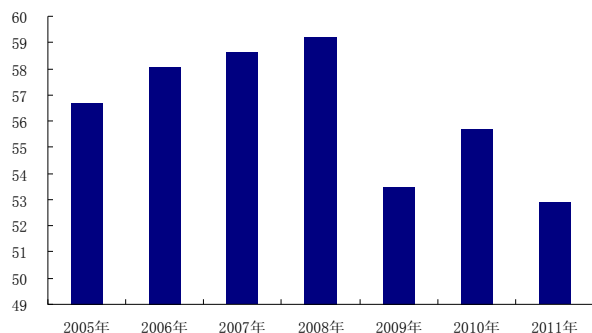
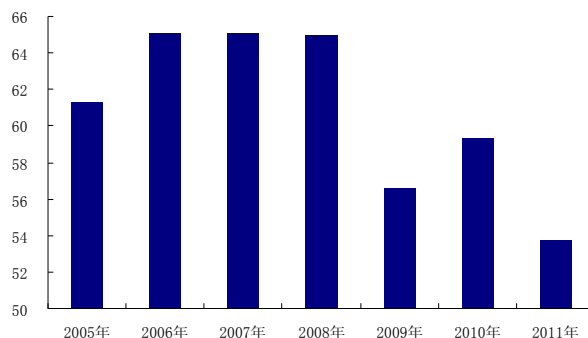


图2. 历年4月PMI新订单指数



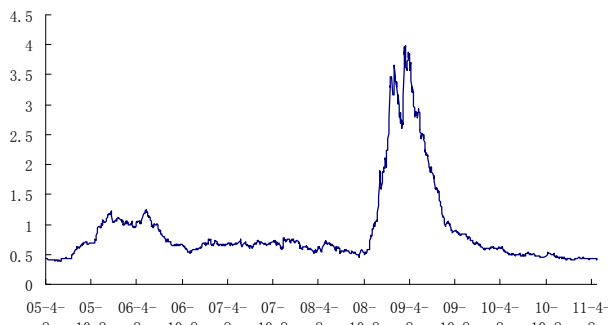
资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

持续的紧缩政策和经济增速的放缓使得市场对未来国内基本面景气的持续性和未来拐点产生了担忧，由此产生了3月初对于去库存和重卡销量的争论，这种担忧反映在A股市场上，表现为对A股市场的信心不足，因此，在1月至今的反弹中，虽然在权重股的年报和一季报的提振下，沪深300盈利预期出现了上调，但市场估值水平提升有限。1月25日沪深300的11年动态PE为11.52倍，4月13日达到阶段最高12.74倍，上升幅度为10.59%，小于其11年盈利预期上调幅度14.71%。这也使得沪深300滚动PEG一直处于低位。

图3. 沪深300估值与盈利预期变动



图4. 沪深300滚动PEG



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

而创业板和中小板年报与一季报低于预期也导致了中小板指数和创业板指数出现盈利预期下调和估值收缩的“戴维斯双杀”。

图5. 中小板指数估值与盈利预期变动

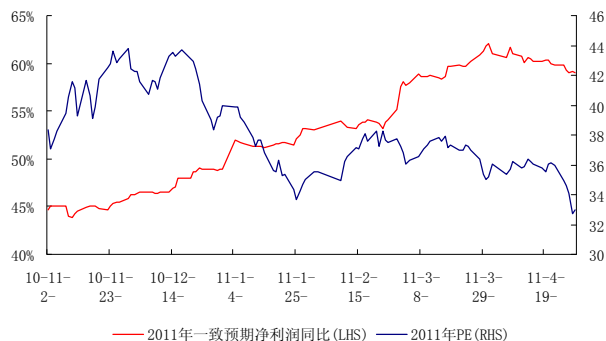
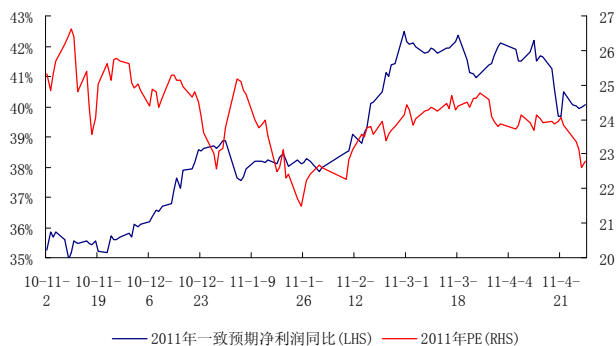


图6. 创业板指数估值与盈利预期变动



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

这种谨慎的态度，使得市场对于倾向于夸大负面传闻的影响，弱化正面传闻的影响，从而导致近期国内A股市场与海外市场呈现出冰火两重天的走势。

二、从景气分化到景气向上

1、结构性景气分化

目前经济景气指数 PMI 的走势并不能说明整体经济增长趋缓，由于 PMI 指数的综合性，不能反映结构性的景气分化。我们认为目前国内经济面临的正是这种结构性的景气分化，这与各子行业的景气整体回落明显不同。

从央行公布的 5000 户工业企业景气扩散指数:产品市场需求和固定资产投资情况来看，10 年 12 月，两个指数均形成了向下的拐点。扩散指数的编制原理正是基于结构性，扩散指数的回落，说明多数指标出现了回落，但同时也表明部分指标仍然在上升。

图7. 5000 户工业企业景气扩散指数:产品市场需求

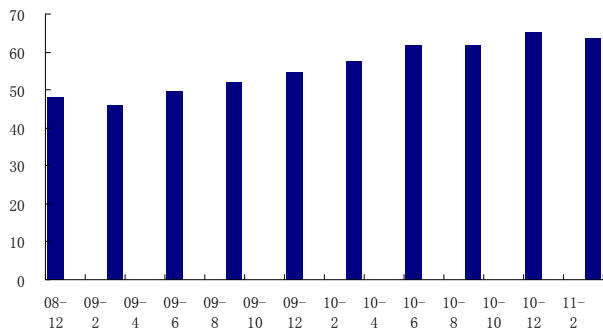
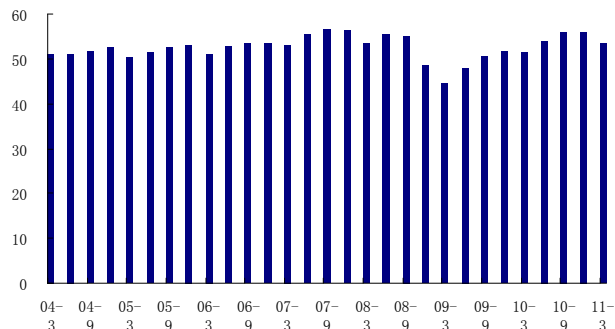


图8. 5000 户工业企业景气扩散指数:固定资产投资情况



资料来源：wind 资讯 东海证券研究所

我们认为当前的这种结构性景气分化主要由于**政策性因素的拉动与部分市场性因素的回落**，市场性因素的回落主要指商品房调控导致的商品住宅投资增速下滑，从而拖累整体固定资产投资，以及经济危机后刺激政策效应退散后部分行业景气高位回落，如周期类消费品汽车和家电，从目前市场预期来看，固定资产投资累计增长率呈明显的回落趋势。政策性因素则是保障房启动带来的相关产业的增长。目前来看，市场性因素回落带来的负面影响的预期大于政策性因素拉动的正面影响。

由于固定资产投资本年施工项目计划总投资额累计增长率快速下降，导致对未来固定资产投资完成额累计增长率一致预期趋于保守，当前市场预期4月后固定资产投资完成额累计增长率将逐渐下滑。

图9. 固定资产投资指标累计增长率 %

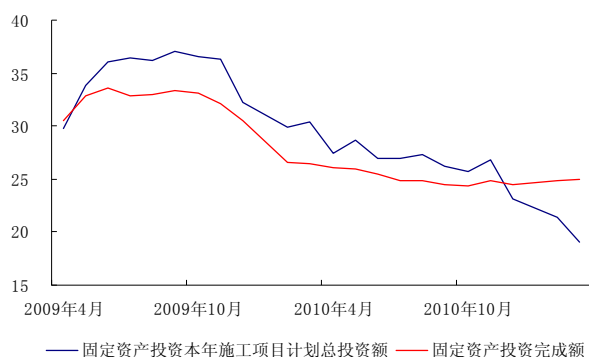
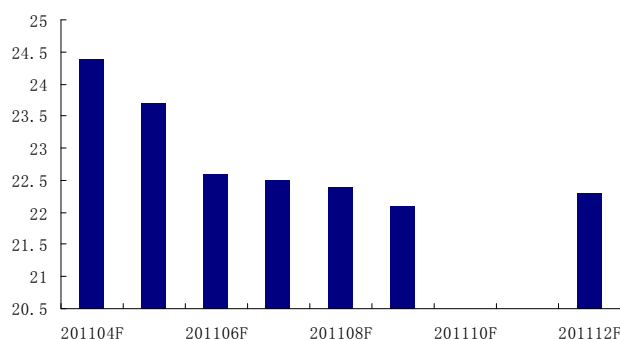


图10. 固定资产投资完成额累计增长率一致预期 %



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

但是我们认为**政策性因素拉动的正面影响并未像市场预期的那样弱**。以保障性住房、水利建设为主的政策将拉动相关产业。以保障性住房为例，2011年计划为1000万套，目前进展顺利，央行4月27日发布的《2011年一季度金融机构贷款投向统计报告》显示保障性住房开发贷款比年初增长40.1%，我们认为第三季度将会是保障房大规模集中开工与建设的时间窗口，保障房对经济增长的对冲效应将在第三季度集中体现。

从固定资产投资的先行指标本年新开工项目计划总投资额来看，3月累计同比增长率较2月明显回升，显示**政策性投资已然启动**。但是这种政策性因素拉动的结构性的正面影响，即与建设相关的螺纹钢、线材、建材等相对受益明显，而由于保障性住房的财富效应较小，对汽车等周期类消费品的拉动效应较小，导致钢铁中板块类受益较小。从各类钢铁产品去库存情况来看，与保障房相关的螺纹钢、线材去库存最迅速，明显高于热轧、冷轧等板材产品。

图11. 固定资产投资新开工项目计划总投资额同比 %

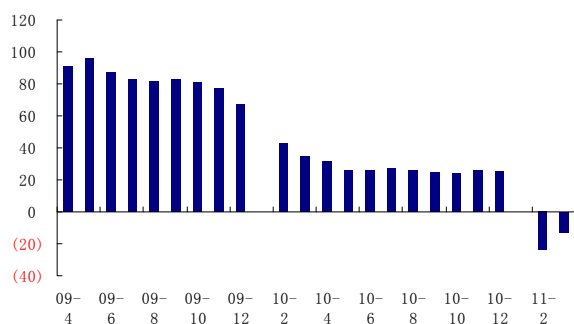


表1. 历年上半年库存高点到4月底钢铁去库存幅度

	螺纹钢	线材	热卷(板)	中板	冷轧
2007年	-27.08%	-48.94%	-15.39%	-5.70%	-6.82%
2008年	-22.97%	-35.02%	-13.86%	-7.81%	-10.93%
2009年	-20.93%	-35.60%	-7.33%	-12.13%	-12.07%
2010年	-13.60%	-23.44%	-18.55%	-25.17%	-8.64%
2011年	-17.65%	-25.31%	-11.94%	-12.20%	-2.93%

资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

另一个政策性因素是最低工资标准的上调。10 年全国 30 个省市先后上调了最低工资标准，增幅大约在 24%。11 年以来已有 7 个省再次提高了最低工资标准。3 月初人社部已与国家发改委、财政部等联合发文，要求各地在今年年底前建立社会救助和保障标准与物价上涨挂钩的联动机制。

11 年一季度城镇单位就业人员劳动报酬总额累计同比达到 14.70%，推动消费者信心指数反弹，3 月消费者信心指数为 107.6，较 2 月明显出现反弹，同比增速也由 2 月的-4.41%上升为-0.28%。我们认为随着收入增长和通胀压力回落，消费者信心指数有望继续回升。从历史经验来看，消费者信心指数是消费类行业的领先指标，随着消费者信心指数的回升，消费类行业景气度有望提升。

图12. 平均劳动报酬与消费者信心指数同比增长率 %

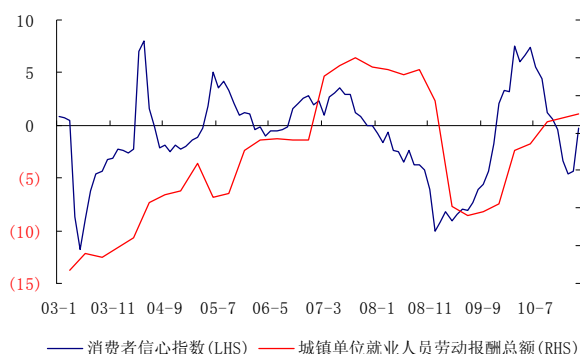
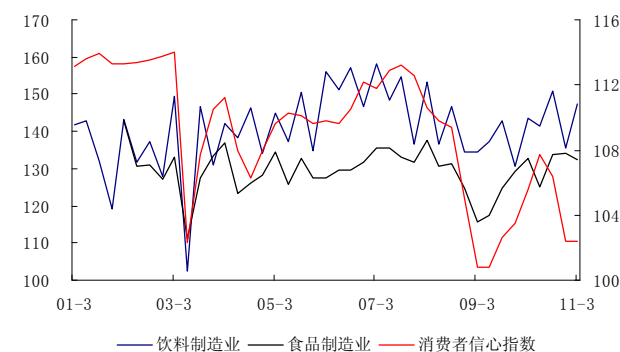


图13. 消费者信心与食品、饮料行业景气指数



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

2、未来经济仍然具有向上动力

在政策性因素的正面拉动下，我们预计国内经济基本面在下半年出现回升。观察中国宏观经济先行指数，中国宏观经济先行指数在 11 年 1 月触底反弹，3 月宏观经济先行指数继续上行，而宏观经济一致指数则继续下行，由于宏观经济先行指数往往领先一致指数 6 个月左右的时间，因此，可以认为 6-7 月经济一致指数将出现反弹。同时，从宏观经济先行指数的反弹力度来看，3 月环比反弹力度较大。

图14. 宏观经济先行指数与一致指数

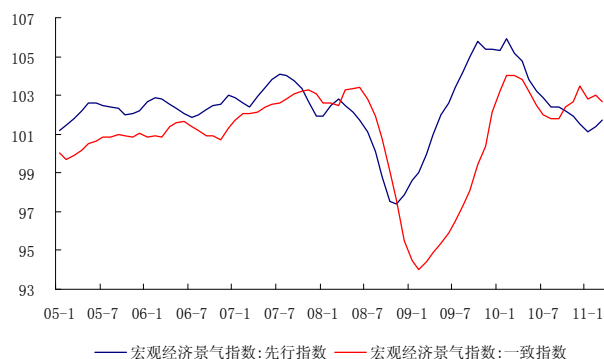
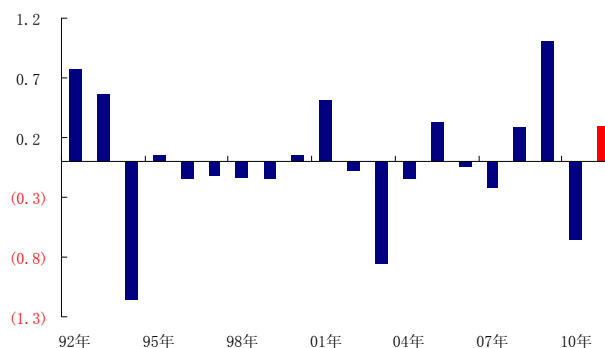


图15. 历年3月宏观经济先行指数



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

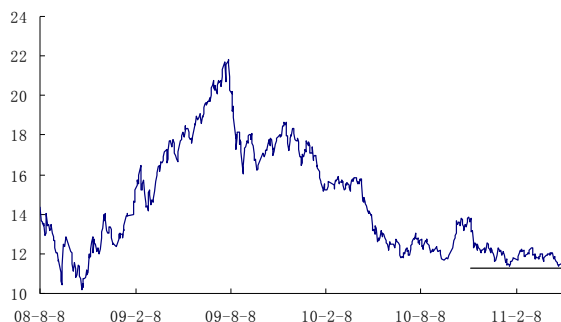
虽然近期宏观先行指数的走势与 PMI 出现了背离，我们认为这主要由于两种指数存在时滞性，PMI 指数与工业增加值同步，而宏观经济先行指数领先性更强。

三、信心重塑下 A 股市场走势

1、估值继续下行的空间较小

目前 A 股市场沪深 300 滚动 PE11.47 倍，假设盈利预期不变，以 08 年经济危机时的最低估值水平，目前估值向下的收缩幅度为 12.8%，如果以 11 年最低估值水平，那么，估值向下的收缩幅度仅为 0.79%。以当前的基本面环境，我们认为下降至 08 年经济危机时的最低估值可能性不大，因此，如果按照 11 年最低估值水平来看，未来市场估值继续下行的空间较小，估值水平收缩的幅度不大。虽然近期市场关注美元指数上升对 A 股市场的影响，但我们认为近期 A 股市场的下跌使得这一影响相对弱化。

图16. 沪深 300 滚动 PE



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

表2. 沪深 300 当前估值与历史低点比较

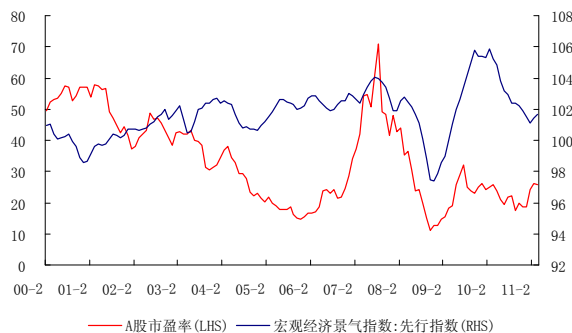
时点	08 年至今最低 (2008-10-27)	11 年最低 (2011-1-25)
估值水平	10.165	11.378
较当前估值收缩幅度	-11.36%	-0.78%

2、先行指数回升，信心重塑与估值反弹

短期而言市场估值水平更多的取决于市场信心，中期则更多的取决于货币政策，而长期来看，与基本面趋势密切相关，而短期、中期因素最终受长期因素的影响。

短期来看，当前市场信心不足，导致当前市场估值较低，中期货币政策而言，当前通胀压力逐渐趋缓，随着 6 月 CPI 的见顶回落，货币政策收紧的频率将有所放缓，有利于当前估值水平的逐渐恢复。长期来看，A 股市场估值水平与宏观经济先行指数在中长期具有较强的相关性，因此，我们认为随着宏观先行指数的回升，货币政策收紧的频率的放缓，市场信心将逐渐重塑，未来 A 股市场估值水平仍然存在向上回升的动力。

图17. 先行指数与市场估值



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

同样，我们认为中小板指数和创业板指数估值水平继续下行的空间也不大。按照中小板和创业板目前的滚动 PEG 0.541 和 0.604，相对均在较低水平。

图18. 创业板指数滚动 PEG

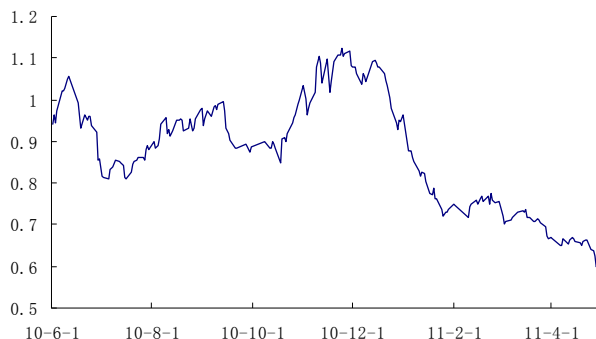
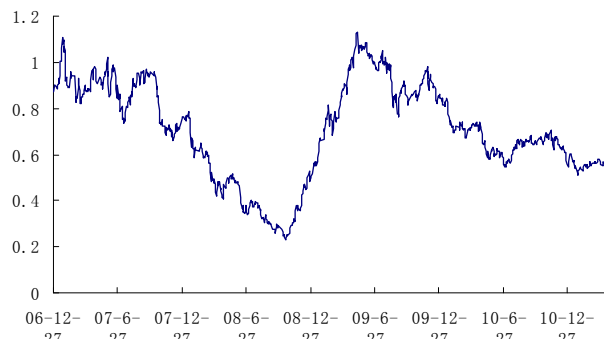


图19. 中小板指数滚动 PEG



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

而影响市场的另一因素盈利预期来看，年报一季报的公布导致市场出现盈利预期的分化。创业板和中小板由于盈利低于预期，从而盈利预期出现下调，而以权重股为主的沪深 300 盈利预期则较为稳定。目前沪深 300 净利润增长率预期为 24.49%，略高于我们年度策略中预期的（19%，24%）的区间。从盈利预期变动趋势来看，由于业绩报告披露完毕，短期内对盈利预期大的负面影响因素相对较少，盈利预期大幅回落的可能性较小，同时，估值回升也可以抵消盈利预期下调对市场的负面影响。

图20. 创业板指数 11 年净利润增长率一致预期

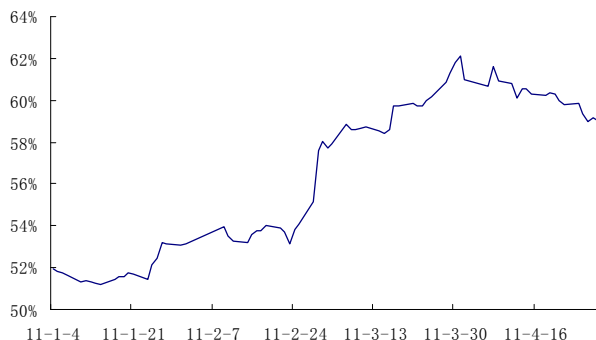
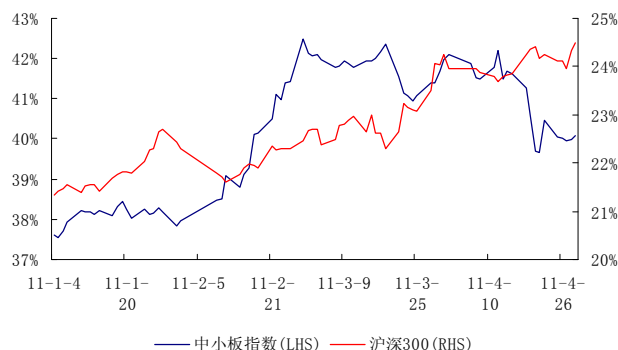


图21. 沪深 300 和中小板指数 11 年净利润增长率一致预期



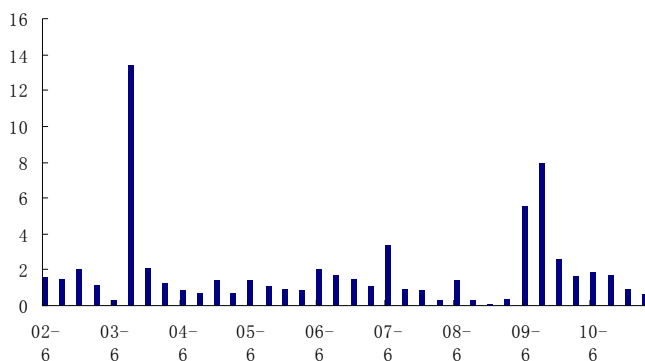
资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

因此，我们认为随着市场信心逐渐重塑、通胀顶点的临近，货币政策收紧频率的放缓以及宏观先行指数的回升，未来市场估值水平有望回升，而盈利预期变动趋势相对较小，因此，我们维持对市场中期“看多”的判断。虽然 5 月处于通胀见顶前，货币政策仍是制约市场估值迅速反弹的因素，但在当前市场估值水平下，未来市场估值水平向下收缩的空间不大。我们认为 5 月市场总体呈区间震荡走势，沪深 300 指数波动区间在（2900，3300）间。

三、景气分化下的投资策略

宏观的景气分化在结构中表现为中观层面各行业景气分化，从各季度行业景气指数环比变化来看，09 年 9 月以来，景气环比上升的行业数/景气环比下降的行业数开始逐渐下降。目前这一比值仅高于 08 年经济危机时。我们认为在景气分化下，寻找未来景气持续上升和估值存在反弹可能的行业是 5 月投资主线。

图22. 景气环比上升的行业数/景气环比下降的行业数



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

1、景气向上+估值存在反弹空间的行业

这类行业的投资机会在于景气持续上升，推动估值和盈利预期的回升。相关行业主要有煤炭、食品饮料、钢铁、商业零售、专用设备业、银行等。

- ❑ 煤炭行业虽然面临政策对重点合同动力煤的限价要求，但重点合同煤在煤炭市场占比较小，市场合同煤近期上涨明显，短期虽然大秦线检修完成，但电厂补库存需求较大，构成对未来市场动力煤价格的上涨推动；
- ❑ 食品饮料行业则受益于消费者信心和收入增长，景气有望持续，特别是其中啤酒子行业，5 月开始进入销售旺季，同时估值水平接近 11 年低点。
- ❑ 钢铁行业面临结构性机会，受益于保障房建设的线材类去库存进程顺利，产品价格也出现持续的上涨，目前估值水平虽然已经有所反映，但在景气上升推动下，仍有阶段性机会。
- ❑ 零售行业受益于消费者信心和收入增长，当前相对 11 年估值低点和相对指数估值较低。
- ❑ 专用设备业如机床，长期来看受益于产业升级，短期来看受益于工程机械中保障房建设类相关行业拉动，
- ❑ 银行板块经过近期下跌后，估值洼地优势再现，未来再次加息下净利差有望继续扩大。

2、景气稳定和估值较低行业

这类行业投资机会主要在于估值较低所带来的安全性和未来估值反弹的空间较大，如农林牧渔和医药生物。

- 农林牧渔整体估值较 11 年最低接近，同时，种业受益于国家二季度将出台的种子政策、水产品子行业同受益于行业需求扩张和二季度涨价趋势。
- 医药生物目前估值水平较低，作为传统的防御性品种，在短期市场波动时可抵御市场风险。

3、事件驱动类投资机会

- 美元指数反转预期下的机会。如果美元指数持续反弹，那么市场将形成对美元指数反弹趋势形成的预期，将驱动相关板块的市场表现，如出口类纺织服装。
- 营业税改征增值税下的投资机会。根据我们之前的专题报告，未来营业税存在着改征增值税的可能，相关试点行业为交通运输业和建筑，税制改革对相关行业内上市公司存在着一次性业绩提升的利好。

作者简介

鲍庆: 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 3 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

评级定义

- 市场指数评级**
- 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
 - 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 - 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
- 行业指数评级**
- 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
 - 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 - 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
- 公司股票评级**
- 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
 - 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
 - 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 - 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
 - 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所
中国 北京 100089
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F
电话: (8610) 66216231
传真: (8610) 59707100

上海 东海证券研究所
中国 上海 200122
世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8621) 50586660
传真: (8621) 50819897