

投资快报

2011 年 5 月 17 日

下行空间有限，政策拐点未明，看好大消费和中小市值股票

策略高级分析师：陈瑞明
SAC 执业证书号：S0850209080673

chenrm@htsec.com

021-23219197

联系人：汤慧

tangh@htsec.com

021-23219733

联系人：王旭

wx5937@htsec.com

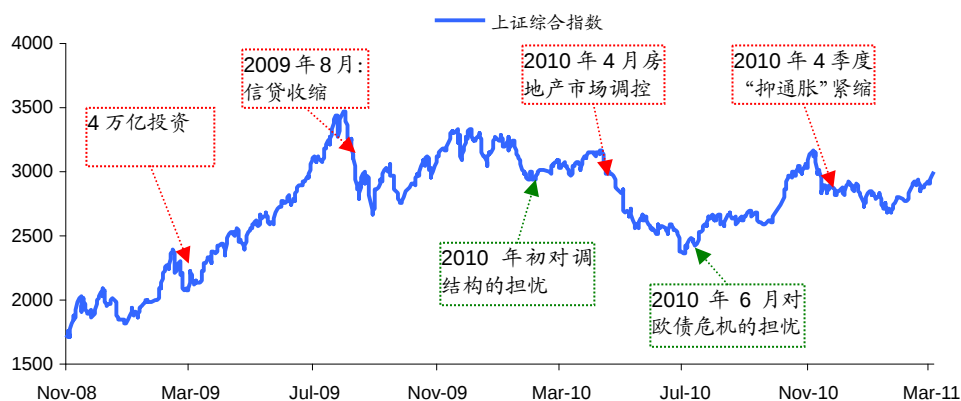
021-23219396

核心观点：

- (1) 二季度投资策略报告《经济下滑先防守，放松预期后进攻》中观点“2 季度应先规避经济增速下滑风险对股市的冲击”，得到验证。目前指数接近底部区域，虽然存在挑战极限点位 2750 的可能性，但从投资操作看，继续系统做空的意义不大。
- (2) 我们认为市场向上的拐点将由“政策预期变化”打造出来。我们在 2 季度投资报告中曾指出，2 季度市场将出现“向稳增长适度倾斜”的政策放松预期。但目前看，这个判断需要推后，当前出现政策拐点的时机尚不成熟。
- (3) 在下跌空间有限、政策拐点未明之时，市场趋势性机会不大，投资差异关键在于行业选择，我们认为机会在于大消费和中小市值股票。

1、在看待市场的问题上，我们坚持年度策略和季度策略报告的一贯观点：政策预期是第一要素，经济预期是第二要素。

图 1 政策经济双波动影响 A 股市场演绎路径



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

2、目前指数接近底部区域，虽然存在挑战极限点位 2750 的可能性，但从投资操作看，继续系统做空的意义不大。

在二季度投资策略报告《经济下滑先防守，放松预期后进攻》中，我们明确提出“2 季度应先规避经济增速下滑风险对股市的冲击”，这个观点已经逐步得到市场的验证。

同时，我们还提出，二季度市场向下运行极限点位是上证综指 2750 点，其估值对应 2010 年最低点 2319 点的估值

16.5 倍 TTM - PE，两者均反应“政策紧缩 + 经济增速担忧”的风险。目前指数接近底部区域，虽然存在挑战极限点位的可能性，但从投资操作看，继续系统做空的意义不大。

3、市场拐点出现的条件还不成熟。

接下来的问题是：市场何时出现向上拐点？根据我们年度和二季度策略周报的逻辑框架，拐点将由“政策预期变化”打造出来。而政策预期变化取决于决策层对“通胀”和“增长”目标的权衡。

我们在 2 季度投资报告中曾指出，2 季度市场将出现“向稳增长适度倾斜”的政策放松预期。但目前看，这个判断需要推后。

尽管我们认为“通胀压力趋缓，经济增速下滑风险开始显现，从而政策可能从抗通胀的紧缩适度稳增长适度放松倾斜”，但逻辑推理不能替代政策本身。决策层仍将通胀作为当前首要宏观目标，央行 1 季度货币政策执行报告中关于下一步思路提到：“当前增长速度和就业都处在合理水平，稳定物价和管好通胀预期是关键，也是宏观调控的首要任务。”在此政策思路下，我们认为出现政策拐点的时机尚不成熟，从而出现市场拐点的条件还不成熟。

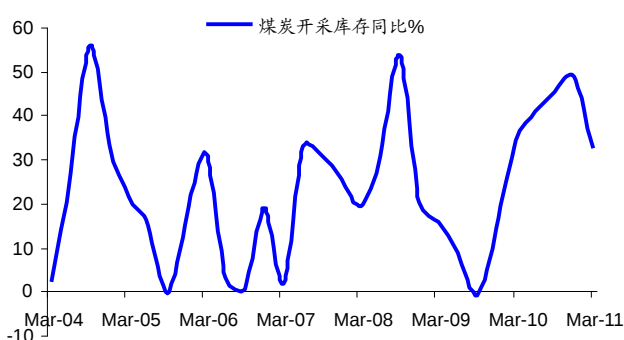
4、投资建议：市场趋势性机会不大，投资差异关键在于行业选择，我们认为机会在于大消费和中小市值股票。

在下跌空间有限、政策拐点未明之时，市场趋势性机会不大，投资差异关键在于行业选择。在周期类、大消费类、金融地产类、中小市值股票类 4 大分类中，我们认为机会在于大消费和中小市值股票。阐述如下：

- 1) 周期类，去年至今周期类的两次上涨一次是 2010 年 10 月受国际大宗商品价格上涨推动，另一次是 2011 年春节后紧缩政策对市场冲击力弱化后的反弹，两次都是反弹式行情而非趋势性机会。我们继续认为，除非经济环比加速增长、或者政策放松，否则周期类难有趋势性上涨机会。短观基本面看，2 季度，中国经济将经历“去库存”小周期，对周期类（指上游资源品和中游制造业）构成业绩压力。因此我们建议在去库存进程中，在 2 季报业绩压力释放之前，总体建议低配周期类（上游资源品和中游制造业）板块。

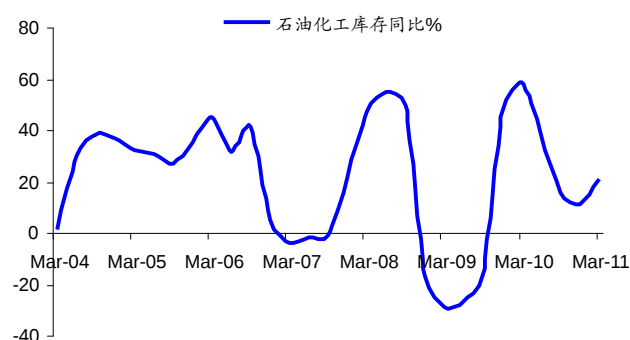
从刚刚公布的上市公司 1 季度财务报告也可以看到，目前许多行业都呈现终端需求不旺，库存累积的情况。煤炭、有色金属等上游行业上市公司的库存都从高位回落，呈现去库存的迹象。石化行业库存情况较为乐观，同比增长处于相对低位。化工行业、通用设备等中游行业库存也呈现回落态势。由房地产需求引导的工程机械、玻璃行业库存一季度已经从高位开始回落，二季度这一去化过程预计将延续。乘用车行业需求低迷，上游的轮胎上市公司库存再度累计，重要的原材料冷轧薄板的库存也在高位，二季度都有去化要求。

图 2 煤炭行业库存从高位下降



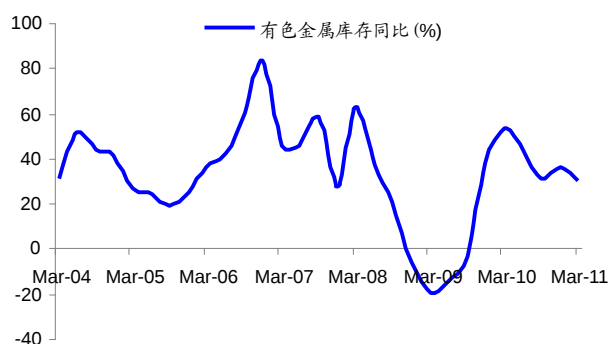
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 3 石油化工行业库存开始攀升



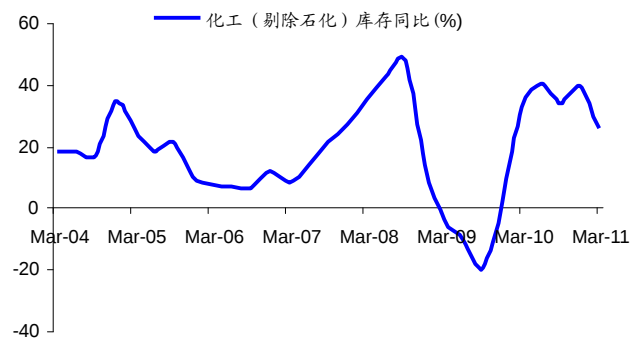
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图4 有色金属库存下滑



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图5 化工行业库存开始攀升



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图6 通用设备库存同比下滑

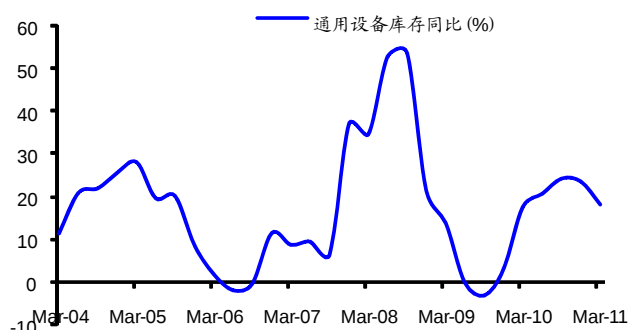
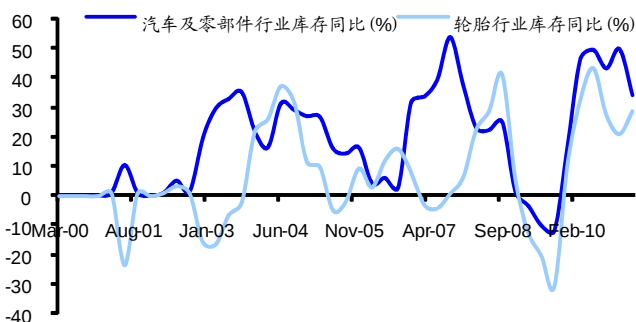
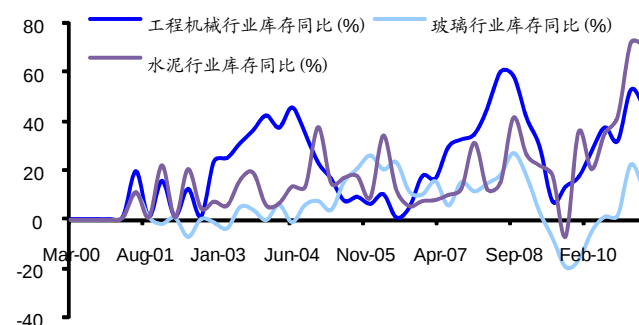


图8 乘用车需求低迷, 轮胎行业库存累积



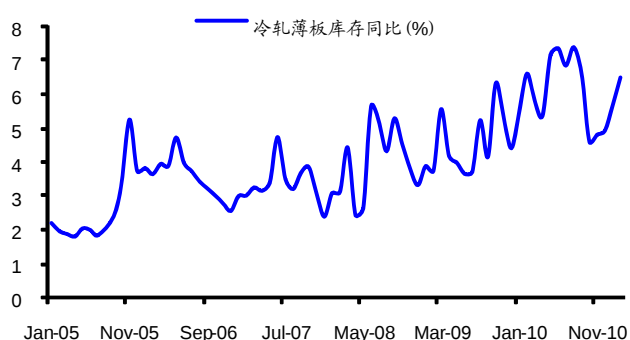
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图7 工程机械、玻璃、水泥行业库存去化二季度将延续



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图9 汽车用钢材库存高位堆积



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

- 2) 大消费类, 决定其投资价值的最大因素是估值。目前零售 11 年动态PE处于历史 17.39%的低位水平、医药处于 35.5%水平、食品饮料处于 21.73%水平, 具备绝对收益价值。从短观投资节奏看, 大消费在经历前 2 个季度的调整之后, 在周期类板块反弹行情暂停之时, 其相对投资价值凸显, 给予超配建议。
- 3) 银行地产类, 决定其投资价值的最大因素是政策。在政策拐点未明朗之前, 不具备趋势性机会。但其估值比资源品和制造业更具优势, 且业绩压力小于他们, 给予接近标配的建议。
- 4) 中小市值股票, 市场趋势性机会不大时, 中小市值股票和主题板块往往成为投资关注点。在经历近半年调整后, 中小市值股票释放了高估值风险, 后期可望获得超额收益。具体标的选择, 将结合海通行业分析师观点, 后续推出。

表 1 以零售、食品饮料为代表的大消费类估值分位处于历史相对低位

板块名称	PE (截至 2011-5-17)	估值分位
建筑工程	12.85	0.36%
非银行金融	17.01	0.72%
银行	7.8	1.44%
石油化工	11.79	5.79%
建筑材料	15.65	6.15%
房地产	12.24	7.97%
汽车及零部件	12.95	8.69%
交通运输	14.23	11.59%
电力设备	25.65	15.94%
信息设备	23.73	17.02%
商贸零售	20.6	17.39%
家电	16.93	18.11%
食品饮料	26.43	21.73%
社会服务	30.27	22.82%
机械	19.59	24.63%
电子元器件	32.69	31.88%
医药生物	26.76	35.50%
农林牧渔	30.36	38.40%
公共事业	23.98	40.57%
纺织服装	20.45	41.66%
造纸印刷	19.53	41.66%
煤炭	15.18	45.28%
TMT	34.45	45.28%
有色金属	29.49	51.81%
基础化工	24.61	52.17%
钢铁	15.16	55.79%

资料来源：海通证券研究所

注：图中提到的 PE 分位点是指一种相对估值方法，它借用统计学分位点概念将行业自 2006 年 1 月 6 日起每周的 PE 估值从高到底排序，最高 PE 用分为点 1 (100%) 表示，最低 PE 用分位点 0 (0%) 表示。分位点 30% 就表明 A 股目前估值在自 2006 年起的所有估值水平中处于 30% 的地位。

信息披露

分析师声明

陈瑞明：策略部

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。