

寻底震荡，布局消费

——2011 年 6 月投资策略报告

研究员：郭春燕 潘俐俐
执业证书编号：S0570510120015
S0570510120039
电话：025-84457777
地址：南京市中山东路 90 号

投资要点：

根据 4 月份公布的数据显示，目前宏观经济整体情况是通胀高企、经济下行风险攀升。具体看，固定资产投资增速略有反弹，在季节性投资和开工影响下，固定资产投资环比增长 3.08%。消费方面，消费数据仍维持缓慢增长，4 月份，社会消费品零售总额同比增长 17.1%，考虑到价格指数 4 月份的小幅回落，实际增速回落幅度在 0.2 个百分点左右。从环比看，4 月份增长 1.35%，比 2、3 月份分别高出 0.08 个百分点和 0.04 个百分点，显示消费需求近期有一定的回升。同时 4 月份的经济数据有这样的几个方面显示在通胀压力和紧缩政策的双重影响下，成本提高将继续对经济增长形成压制：一是 CPI 超预期；二是工业增加值增速下滑；三是现行指标 PMI 指标反季节回落。从目前情况看，一方面通胀压力甚嚣尘上，紧缩政策放松的可能微乎其微，甚至不排除政策措施连续出台的可能；紧缩性的货币政策至少在二季度不会改变。另一方面经济下行担心蔓延，目前应是宏观环境对市场最不利的一段时间。A 股市场将承受压力。

从 2011 年的季报公布情况看，上市公司业绩在通胀压力和紧缩政策的双重影响下，成本提高已经对利润形成侵蚀，业绩增长隐忧闪现。首先，一季度整体上市公司利润增长主要来自于银行。其次，单季度利润增速下滑趋势明显。企业经营状况下滑的担心由此而生。最后是从毛利情况看环比下滑亦很明显。目前整个市场的 10 年 PE18.87 倍，11 年 14.09 倍。隐含利润增长率为 33.09%。中小板 10 年 PE40.86、11 年 PE26.91，隐含利润增长率 51.84%。我们认为两者的利润增长预期都偏乐观，在经济缓行背景下，有下调预期的风险。相对而言大盘股的估值更有支撑，整体来看，大盘股 P/E 也 低于历史平均水平。二季度再加息一次也仍是大概率事件，预计管理层仍将运用多种手段加强流动性管理，资金环境难言轻松。

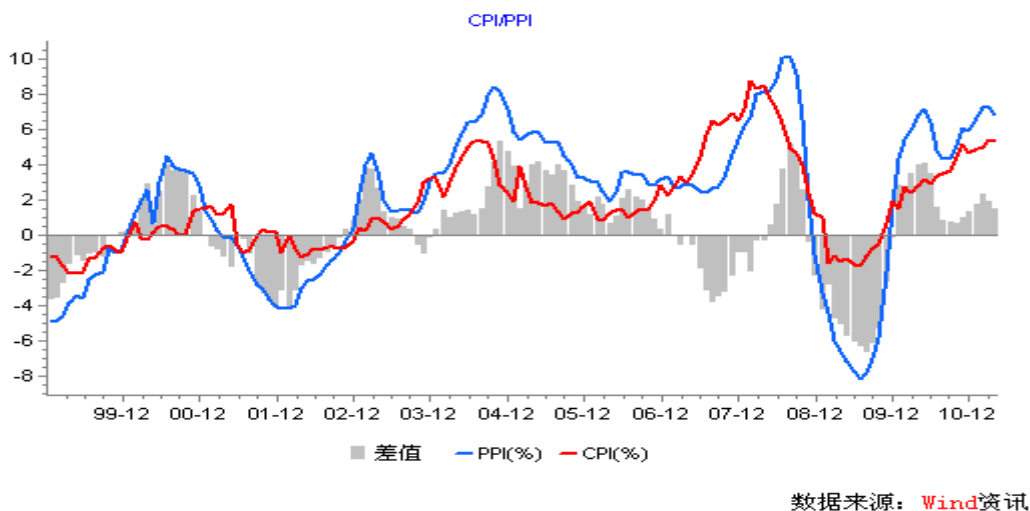
在指数重新站上 3000 点后，低估值修复、业绩超预期的做多热情逐渐褪去，而市场对于宏观面和政策面的关注度开始显著提高，对经济增速、业绩增速和流动性紧缩三方面担忧，是造成市场这一轮暴跌的主要原因，我们认为这些因素仍是影响市场未来运行的主要牵制因素。我们认为市场在经历了 4.19 号以来的调整杀跌后，后市有一定技术性反弹的要求。但是，从前面分析的流动性和业绩角度看，市场难以迎来趋势性反弹机会，下个月的市场较大概率是一个寻底的弱势震荡格局，期间或有反弹，但反弹的高度、时间均有限。市场仍会以结构性的投资机会为主，重点还是要把握业绩主线。在操作上建议需控制好仓位，控制在六成左右。策略方面，建议重点关注：1、酒类、商贸零售、医药中的化学制药和医药商业等消费行业；2、超跌错杀后具备估值优越性的一些中小盘个股；3、“电荒”带来的一些行业投资机会。

一、宏观经济：通胀压力未消 经济下行堪忧

4 月份的宏观经济数据显示：固定资产投资增速略有反弹，在季节性投资和开工影响下，固定资产投资环比增长 3.08%。消费方面，消费数据仍维持缓慢增长，4 月份，社会消费品零售总额同比增长 17.1%，考虑到价格指数 4 月份的小幅回落，实际增速回落幅度在 0.2 个百分点左右。从环比看，4 月份增长 1.35%，比 2、3 月份分别高出 0.08 个百分点和 0.04 个百分点，显示消费需求近期有一定的回升。进出口方面，4 月份进出口总值同比增长 31.3%，比上月提高 0.9 个百分点，其中，出口同比增长 35.1%，比上月提高 1.2 个百分点，进口同比增长 27.4%，比上月提高 0.3 个百分点。从经季节性调整后的环比增速看，在 3 月份大幅上升之后，4 月份进出口环比也保持较高的增速水平。可见 4 月份我国外贸进出口继续延续较强的增长态势。从经济增长的三架马车看，经济仍处于平稳运行之中，但同时 4 月份的经济数据有这样的几个方面显示在通胀压力和紧缩政策的双重影响下，成本提高将可能对经济增长形成压制：

一是 CPI 超预期。4 月份 CPI 同比涨幅为 5.3%，较上月回落 0.1 个百分点，但高于市场预期平均水平。其中食品价格涨幅的回落带动 4 月份 CPI 同比涨幅小幅回落 0.1 个百分点，而在非食品当中，除了居住类价格同比涨幅有所回落之外，其余类别的价格同比涨幅均呈持平或扩大态势，幅度较大的主要是衣着类和交通通讯及服务类，同比涨幅较上月分别扩大 0.6 和 0.4 个百分点。其中，交通通讯及服务类价格主要受 4 月初上调国内成品油价格影响同比涨幅在上月转正之后 4 月份继续上行达到 0.5%。非食品因素成为拉动 CPI 的主要原因。预计 5 月份 CPI 仍将维持高位。

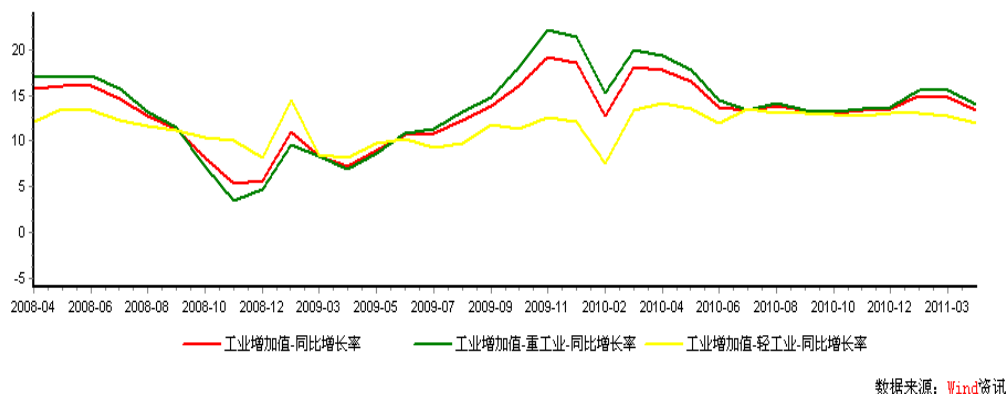
图 1：4 月份 CPI 略超预期



数据来源：Wind 资讯

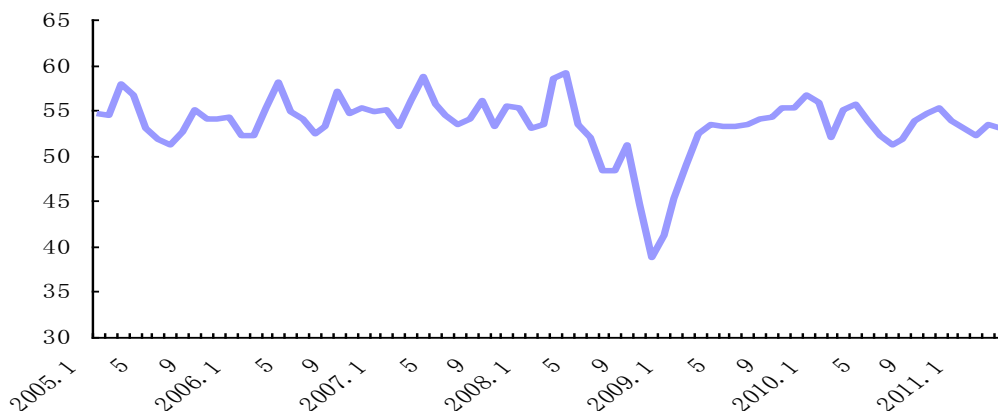
二是工业增加值增速下滑。4 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.4%，比 3 月份回落 1.4 个百分点。1-4 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.2%，比 1-3 月份回落 0.2 个百分点。4 月份工业经济需求回落趋势明显。

图 2：4 月份工业增加值增速下滑



三是先行指标 PMI 指标反季节回落。4 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 52.9%，比上月回落 0.5 个百分点。其中，新订单指数为 53.8%，比上月回落 1.4 个百分点，显示制造业企业新订单数量增速有所放慢，市场需求趋于平稳。4 月份出口订单指数 51.3%，比上月回落 1.2 个百分点，在连续两个月小幅回升之后，出口订单指数的震荡回落显示出口需求的回升势头还需要进一步稳固。4 月份 PMI 指数未延续 3 月份的反弹势头以及往年同期的季节性回升态势而是继续震荡回落，显示经济在持续的政策调控影响下呈现出适度调整之势。经济下行担心氛围蔓延。

图 3：4 月份 PMI 指数反季节下滑



从目前情况看，一方面通胀压力甚嚣尘上，紧缩政策放松的可能微乎其微，控制通胀仍然是目前宏观政策的首务，紧缩性的货币政策至少在二季度不会改变。另一方面经济下行担心蔓延，上市公司业绩有受到挤压的苗头，目前应是宏观环境对市场相对不利的一段时间。A 股市场将承受压力。二季度末随着调控效果的进一步显现，政策紧缩的压力预期会有所缓解。

二、市场环境：制造业利润受挤压、资金环境难宽松

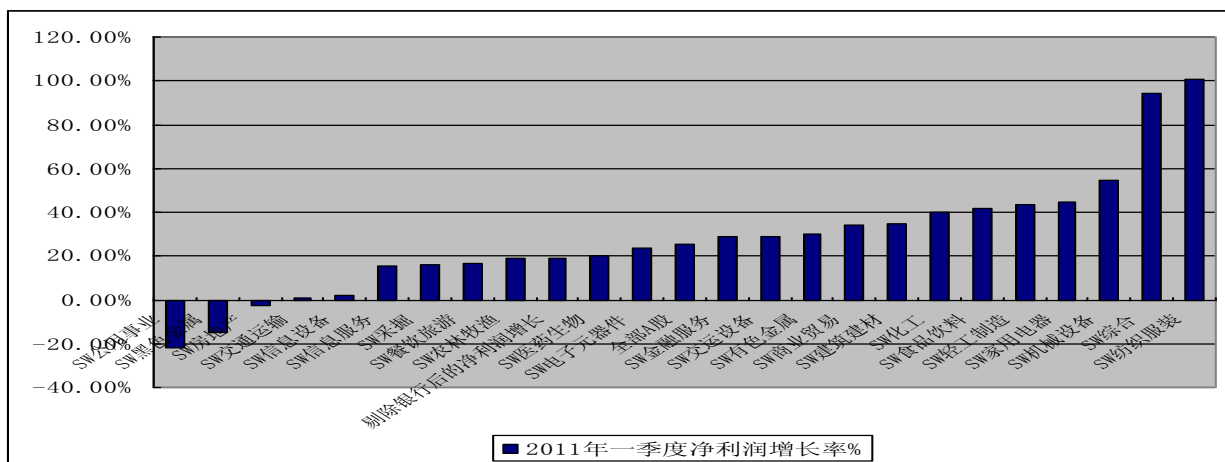
1、季报显示业绩增长隐忧闪现

从 2011 年的季报公布情况看，上市公司业绩在通胀压力和紧缩政策的双重影响下，成本提高已经对利润形成侵蚀，业绩增长隐忧闪现：

首先是一季度整体上市公司利润增长主要来自于银行。

2011 年 1 季度全部 A 股净利润同比增长率 25.45%。其中占据 A 股净利 47.65% 的银行增长 33.22%，剔除银行后的其余 A 股上市公司一季度净利润增长率为 19.12%。可见 2011 年一季度 A 股上市公司净利润的增长主要来自于银行。

图 4：2011 年一季度各行业净利润增长情况

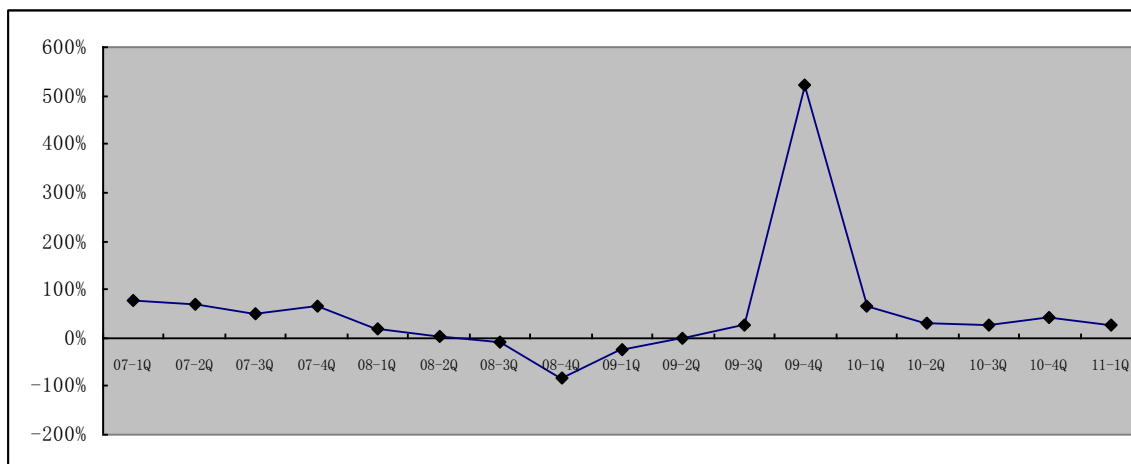


数据来源：华泰证券研究所

其次，单季度利润增速下滑趋势明显。企业经营状况下滑的担心由此而生。

从单季度净利润增速来看，2011 年 1 季度全市场净利润增速为 25% 左右，10 年第四季度为 42%，单季度利润增速下滑趋势明显。

图 5：上市公司单季度净利润增速%

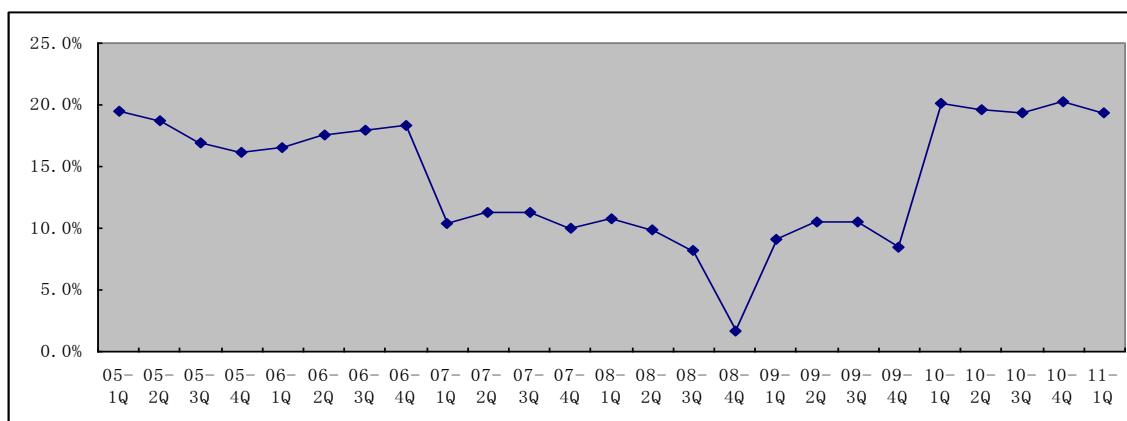


数据来源：WIND

最后是从毛利情况看环比下滑亦很明显。

从毛利情况看,形势也不容乐观。2011 年 1 季度 A 股上市公司毛利平均为 19.4%,同比(2010 年 1 季为 20.1%)与环比(2010 年 4 季为 20.2%)都出现明显下滑

图 6: 上市公司单季毛利

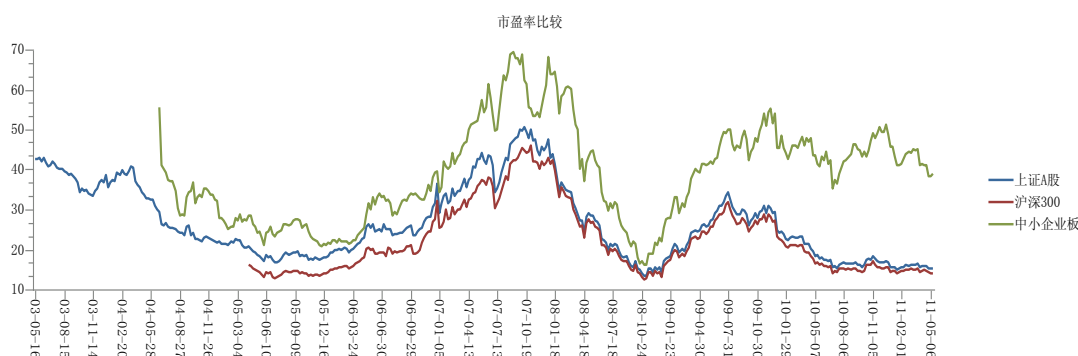


数据来源: WIND

2、估值仍处底部, 大盘蓝筹更有支撑

目前整个市场的 10 年 PE18.87 倍, 11 年 14.09 倍。隐含利润增长率为 33.09%。中小板 10 年 PE40.86、11 年 PE26.91, 隐含利润增长率 51.84%。我们认为两者的利润增长预期都偏乐观, 在经济缓行背景下, 有下调预期的风险。尽管年初以来中小板与创业板的大幅下挫, 使得大小盘估值差异进一步缩小, 但大盘股的估值提升有限使得中小板相对于整个市场的估值溢价仍处历史高位。相对而言, 大盘股的估值更有支撑。目前沪深 300 10 年 PE 为 14.75 倍, 11 年 11.89 倍, 隐含利润增长率 24%, 相对而言大盘股的估值更有支撑, 整体来看, 大盘股 P/E 也 低于历史平均水平。

图 7: 市场估值水平

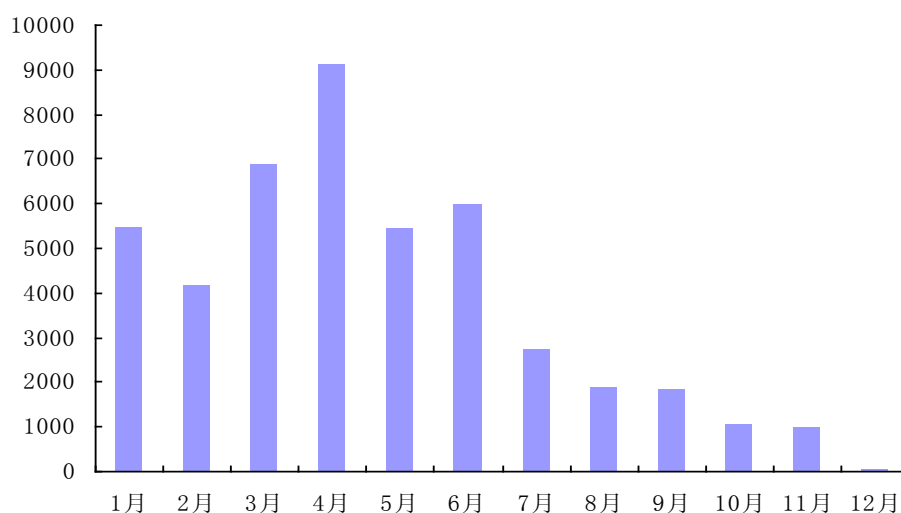


数据来源: Wind资讯

3、政策仍从紧，资金环境难言轻松

从外部形势看，4月我国贸易出口表现强劲，出口同比增长29.9%，实现单月贸易顺差114亿美元，顺差规模的扩大再加上近期人民币升值速度的加快，外汇占款规模预计仍将居高难下，对冲外汇流入投放的新增流动性压力不减。从内部环境看，5月央行大约有5410亿央票和正回购到期，因此央行面临的内部流动性对冲的任务也不轻。长期央票发行已经重启，预计未来公开市场操作频度也会增加。二季度再加息一次也仍是大概率事件，预计管理层仍将运用多种手段加强流动性管理，资金环境难言轻松。

图8：今年公开市场月度到期资金规模（单位：亿元）



数据来源：华泰证券研究

三、市场走势判断：寻底震荡

在指数重新站上3000点后，低估值修复、业绩超预期的做多热情逐渐褪去，而市场对于宏观面和政策面的关注度开始显著提高，对经济增速、业绩增速和流动性紧缩三方面担忧，是造成市场这一轮暴跌的主要原因，我们认为这些因素仍是影响市场未来运行的主要牵制因素：

1、未来通胀上行压力犹在，6月份CPI更有冲高的可能，调控预期难以放松，估计将延续一月一提准、两月一加息的调控节奏，市场资金面阶段性宽松的局面将发生转变，流动性可能面临拐点。在市场资金面重新趋紧的背景下，市场不具备趋势性反弹的基础。

2、PMI超季节性下滑，经济增速存在进一步放缓风险，二季度经济估计仍将延续回调态势，但调整的空间应该有限。

3、从一季报数据统计看，上市公司毛利率和净利润增速均出现下滑，这与过去几年的情况也不同，因为根据过去5年盈利的统计看，除了07年以外，其他几年的一季度毛利率、净利润率均要高于前一年四季度的数据。说明毛利挤压已开始显现，上市公司业绩面临下调风险。

我们认为市场在经历了4.19号以来的调整杀跌后，后市有一定技术性反弹的要求。但是，从前面分析的流

动性和业绩角度看，市场难以迎来趋势性反弹机会，下个月的市场较大概率是一个寻底的弱势震荡格局，期间或有反弹，但反弹的高度、时间均有限。市场仍会以结构性的投资机会为主，重点还是要把握业绩主线。在操作上建议需控制好仓位，控制在六成左右。

四、投资策略：布局消费

1、前期我们提出收获周期、等待消费观点，延续到下月，我们认为可以进一步明确为：减周期、增消费。目前看资金充足和业绩高增长两大推动周期性行业上涨的必备条件已都不具备，且周期行业自估值修复行情以来收益率已经较高，从基本面和技术面都有回调的需求。而消费板块，从业绩的角度，根据一季报统计，下游终端大消费行业中具备一定垄断势力的行业盈利情况保持优良，比如酒类、商贸零售、医药中的化学制药和医药商业等；而从估值的角度，商贸、白酒、医药等行业在经历了较长时间的调整后，目前估值已处于合理甚至历史偏低区间，现在介入的安全边际较高。而消费数据的回暖也将为消费板块带来了刺激因素。

2、在市场反弹时，超跌错杀后具备估值优越性的一些中小盘个股有望成为反弹先锋。尽管前期的下跌使得中小市值公司估值溢价大幅缩小，但目前中小板以及创业板与主板市场之间的估值溢价仍不低，中小板以及创业板相对权重股仍具有一定的估值压力。在市场调整时这些估值高企、缺乏业绩支撑的中小盘股自然成为杀跌的主要对象。但反向来说，中小盘个股在市场好转时也更容易打开获利空间。虽然我们判断，市场未来呈寻底的弱势震荡格局，但也存在短线反弹的机会，考虑到资金面情况，超跌错杀后具备估值优越性的一些中小盘个股更受资金偏好，成为市场反弹的先锋。

3、主题性投资机会：始于3月份的“电荒”愈演愈烈，现在有蔓延全国之势，随后的拉闸限电已不可避免，导致一些行业供给受限，进而带动产品价格提升。其中化工、水泥、钢铁等行业将收益。

根据上述思路，我们认为以下行业和公司可重点关注：

表 1：重点关注行业及公司

行业	投资逻辑	关注公司
食品饮料	一季度细分行业增速仍以白酒为最快，一季报也是白酒上市公司业绩增速最快，随着天气转热，白酒和葡萄酒将进入消费淡季，啤酒迎来消费旺季。食品加工与制造行业由于价格受指导，影响成本转移，而食品安全问题对行业产生的负面影响影响将逐步清除	贵州茅台、五粮液、青岛啤酒
商贸零售	3月份社会消费品零售总额回升至17%以上，消费回暖情况明显，重点零售企业的销售增速较2月份有显著提升。1季报显示零售企业主要上市公司业绩保持稳定增长。目前估值仍处于历史较低水平，板块处于适合的投资区间	西单商场、百联股份、王府井
医药	整体药价水平下调和上游原材料上涨（尤其是中成药）的双重挤压，行业利润整体的负面影响不可避免，医药板块进入估值分化阶段，不受降价影响的医药相关行业、资源性医药上市公司和创新能力很强的药企仍会有较好的表现	科伦药业、东阿阿胶、东富龙
水泥	二季度是水泥销售的旺季，全国水泥均价已经连续四周出现上涨，“电荒”出现后拉闸限电也随之而来，水泥供给受限有利于企业提价，在水泥价格将保持上涨的趋势下，行业盈利水平有望进一步提高；且目前水泥股在业绩支撑下股价没有出现高估	海螺水泥、天山股份

资料来源：华泰证券研究所

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。