



研究报告:

短期市场有反弹，长期注重成长股

投资策略

策略月度跟踪报告

分析师

桑 俊

SAC 执业证书编号: S0350210100013

(0755)83707385

sangj@ghzq.com.cn

邹 璐

SAC 执业证书编号: S0350210090008

(0755)83707473

zoulu01@ghzq.com.cn

分析师申明

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资策略观点:

5 月回顾: 我们在 5 月份策略《震荡延续，布局消费及新兴产业》中建议短期关注防御性的消费行业（商业零售、食品饮料），中期可以考虑关注前期持续下跌的新兴产业类公司，自下而上选择投资机会。

6 月展望: 斗转星移，白驹过隙。一年前，我们在 2010 年中期投资策略报告——《寻找穿越周期的投资机会》中，清晰地提出了经济转型期的投资逻辑。股票市场实践了这一逻辑，未来仍将持续。2011 年股票市场“非熊非牛”，指数低位波动是常态，抓住消费与新兴产业股的估值溢价反复地从收缩到扩张，是获取超额收益的源泉所在。

中短期，5 月份股票市场下跌，为 6 月份市场反弹奠定了基础，但中长期趋势的反复探底、筑底的过程相对漫长。6 月份的反弹既是对下跌的抵抗，也是布局新投资的机会。我们坚持，投资者应该将目光聚焦于消费与新兴产业股，是兼顾反弹与布局较佳手段，关注消费升级、工业自动化、替代能源、节能减排等的投资机会。

估值: PB 更能反映市场的真实情况。目前，大盘蓝筹股的代表指数上证 180 指数 PB 为 2.17 倍，已经是历史低位。但是，从经济周期角度考虑，中小板估值更适合作为判断市场的定位锚。中小市值指数 PB 为 3.98 倍，跌破历史均值，离历史低位尚有 40% 的空间。鉴于宏观经济下滑尚待企稳，6 月份仍然是“有反弹，无反转”。

流动性: 不必指望重回宽松的货币政策。流动性即使不再成为制约因素，但断不会再来新一轮货币刺激。5 月份 M1 下行到 12.9%、M2 下行到了 15.3%，对宏观经济的收缩效果正逐步体现。我们不必指望再有宽松货币政策，过去两年的经历证明，中国经济的突出矛盾仍然是“转型”，简单的在总量上放松货币会造成更大麻烦。预期 6 月份稳健货币政策不变，但加快经济结构调整将成为共识。6 月份或者 7 月仍会加息一次，且有可能不对称加息，对银行业负面影响。

企业盈利: 非金融企业 ROE 在 2010 年四季度为 14.74%，2011 年一季度为 12.15%，环比逐季下滑趋势不变。

政策及事件: 中国货币政策放松几无可能，美国 QE2 之后再无 QE3 是大概率事件。七月份中期的政治局经济工作会议将在“经济转型”的重要性与决心上达成一致。因此，总量政策的相对紧缩，与经济结构转型的局部扩张政策相映成辉。

6 月策略: 有反弹，无反转。市场波动区间为上证综指 2650-2850。策略上，保持灵活仓位，投资聚焦消费与新兴产业。此外，建议关注“电荒”导致产品价格上涨带来的交易性机会，建议关注有色、水泥、化工等行业的投资机会，具体请参见研究所“电荒”专题报告。

国海证券对于中长期证券市场的分析逻辑与判断，请参考 2010 年中期策略报告——《寻找穿越周期的投资机会》。在策略月度跟踪报告中，我们按照国海证券市场指标分析体系，逐一对估值、盈利、流动性、重大事件的数据基础、逻辑演绎与结论展开讨论。

估值：大盘蓝筹近历史低位，中小板指数跌破历史均值

在经济下行期间，盈利估值变得相对不稳定，有效定位市场水准的是绝对估值 PB。

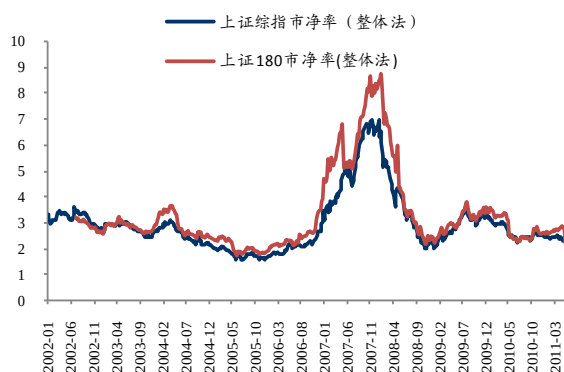
大盘指数上证综指 2700 点（沪深 300 指数大约 3000 点），大盘蓝筹 PB 估值接近历史低位，其代表指数上证 180PB 为 2.17 倍，接近 2008 年低点 2.14 倍；中小板指数 PB 为 3.98 倍，跌破其历史均值 4.55 倍，但距离其曾经的两次低点 2.2 倍 PB，尚有 40% 的距离。

从经济周期的角度，我们认定第四朱格拉经济周期，将是以消费与新兴产业为经济引擎，大盘蓝筹股反映的是上轮经济周期的中坚产业。因此，利用中小板指数的估值作为市场的定位锚，更加能洞察市场趋势。

中小板指数的绝对估值距离其最低点还有相当距离，但时过境迁，我们不认为它们能再次调整到那样的低估值状态。2005 年与 2008 年小企业生存艰难，政府扶持的决心并不足够，产业发展的重心依旧是在重化工业。现在，经济周期本身的运行规律，必然迫使经济转型不可逆转，产业扶持政策、市场开放、制度优化等措施，都为中小企业成长提供空间。

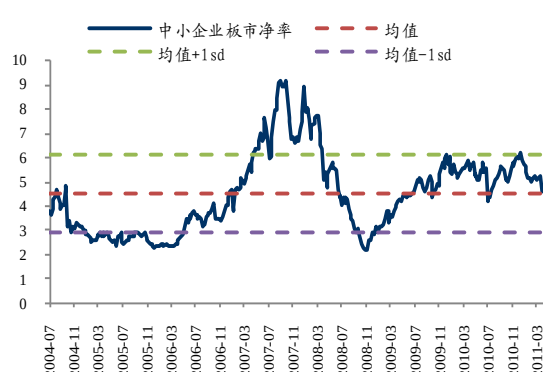
因此，大盘蓝筹估值跌破历史低位是必然，以中小板指数估值来观察市场更为科学。当前而言，大盘蓝筹估值保持缓慢地下台阶走势，消费与新兴产业估值溢价快速收缩，正在积累反弹动能。中期看，中小板指数估值距离历史低位尚有 40% 空间，市场仍有一定幅度的继续下探空间。

图表 1 深圳成指和上证 180 市净率的历史区间



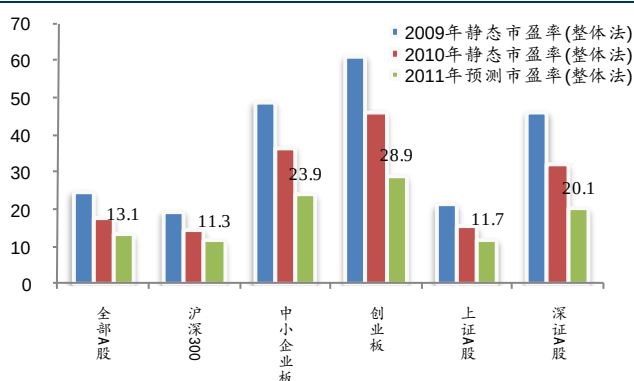
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 2 中小板市净率的历史区间



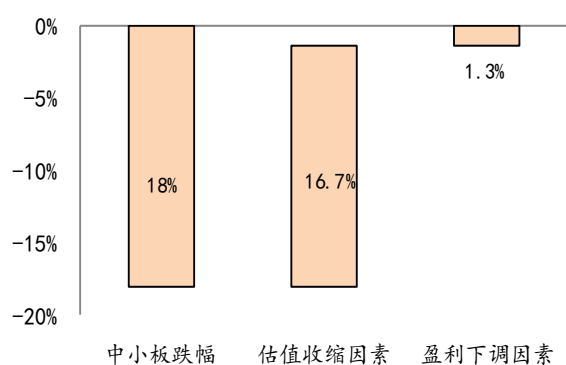
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表3 主要指数的市盈率水平(5月27日)



资料来源: WIND、国海证券研究所

图表4 年初至今中小板下跌因素分解



资料来源: WIND、国海证券研究所

图表5 当前重点行业估值水平

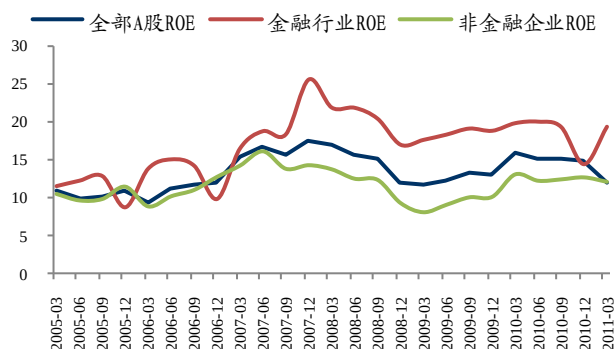
	市盈率				市净率			
	历史水平		当前值	相对于历史均值的折价/溢价率	历史水平		当前值	相对于历史均值的折价/溢价率
	最小值	均值			最小值	均值		
石油石化	9.25	18.54	14.08	-24%	1.56	2.86	2.14	-25%
煤炭	10.54	20.97	18.76	-11%	1.68	3.44	3.39	-1%
有色金属	9.74	36.32	55.88	54%	1.50	4.65	5.07	9%
公用事业	15.65	21.70	32.12	48%	1.58	2.53	2.72	8%
钢铁	6.38	20.22	25.52	26%	0.99	1.68	1.71	2%
基础化工	23.71	52.40	53.55	2%	1.40	4.04	4.62	14%
建筑	18.38	34.05	19.04	-44%	1.05	2.69	2.17	-19%
建材	18.82	39.07	32.15	-18%	1.26	3.69	4.31	17%
机械	13.60	34.57	33.42	-3%	1.62	4.11	4.14	1%
电力设备	19.89	48.97	38.55	-21%	1.79	5.88	4.59	-22%
国防军工	25.06	63.00	62.01	-2%	1.73	4.75	4.87	3%
汽车	10.91	34.14	18.01	-47%	1.30	3.28	3.24	-1%
商贸零售	16.63	45.56	34.29	-25%	1.62	4.03	4.04	0%
餐饮旅游	20.94	71.02	33.44	-53%	1.79	3.93	4.08	4%
家电	18.90	29.07	24.62	-15%	1.10	3.27	3.90	19%
纺织服装	16.90	63.51	32.68	-49%	1.37	3.15	3.79	21%
医药	26.27	50.72	42.05	-17%	1.81	4.83	5.53	14%
食品饮料	32.91	74.59	40.41	-46%	2.46	7.36	7.75	5%
农林牧渔	26.91	71.54	60.38	-16%	1.41	4.17	4.72	13%
银行	8.89	19.03	9.68	-49%	1.62	2.83	1.76	-38%
非银行金融	14.13	22.77	19.65	-14%	1.95	4.01	2.71	-32%
房地产	16.55	45.11	21.93	-51%	1.52	3.03	2.84	-6%
交通运输	10.99	45.09	16.02	-64%	1.77	2.74	2.28	-17%
电子元器件	20.30	47.93	70.24	47%	1.48	3.52	4.31	22%
通信	12.82	52.25	50.14	-4%	1.40	3.07	3.10	1%
计算机	23.72	70.89	49.21	-31%	1.88	4.95	4.76	-4%
传媒	30.92	64.23	41.75	-35%	2.38	4.45	3.52	-21%
综合	37.55	41.00	28.30	-31%	1.47	3.94	3.79	-4%

资料来源: 国海证券研究所

企业盈利：逐季回落态势

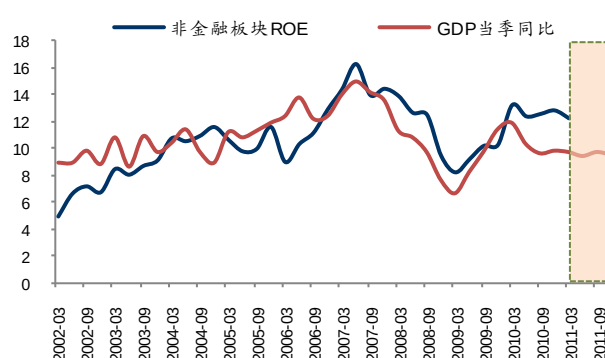
企业盈利仍在逐季度回落。GDP 季度增速趋势明显对企业 ROE 水平有影响。预期全年 GDP 季度增速分别为 9.7%、9.4%、9.4%、9.5%。非金融企业 ROE 则由 2010 年四季度的 14.74%，下降至 2011 年一季度的 12.15%。总资产周转率显著下降是导致 ROE 下降的主要因素。鉴于 M2 下降趋势并未结束，非金融企业 ROE 仍有下滑空间。

图表 6 非金融企业资产周转率与 GDP 增速



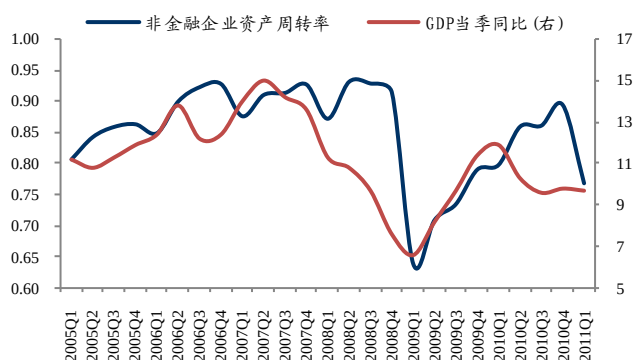
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 7 非金融企业 ROE 与 GDP 同比增速



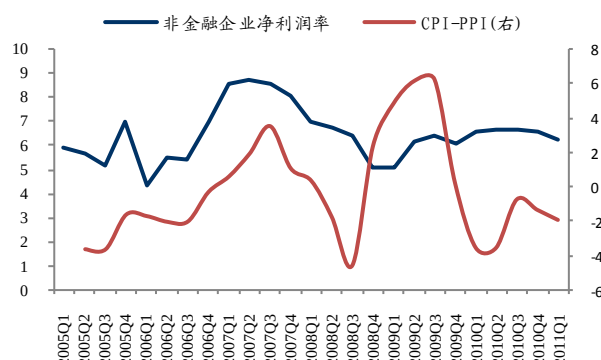
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 8 非金融企业资产周转率与 GDP 增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 9 非金融企业 ROE 与 CPI-PPI 增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

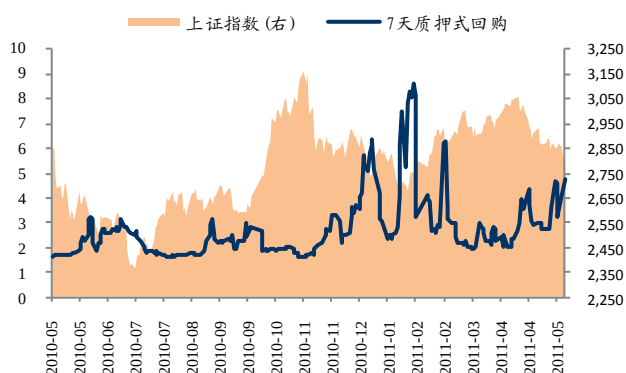
流动性：政策进入观察期，放松货币几无可能

宏观经济下滑的苗头，制约了货币紧缩政策的空间，货币政策逐渐进入观察期。上调准备金率的频率将显著降低，调高利率约还有 2 次机会。

但是，我们不必期望央行会再度放松货币政策。2008 年以来政策调控历史和调控效应，政策目标“保增长”和“控通胀”的两难使得传统财政刺激的边际效应越来越弱，政策实施的空间越来越小，政策收紧和放松的周期越来越短。面对当前通胀高位徘徊制约了政策大规模实施的可能性，从而导致流动性难以大幅宽松。

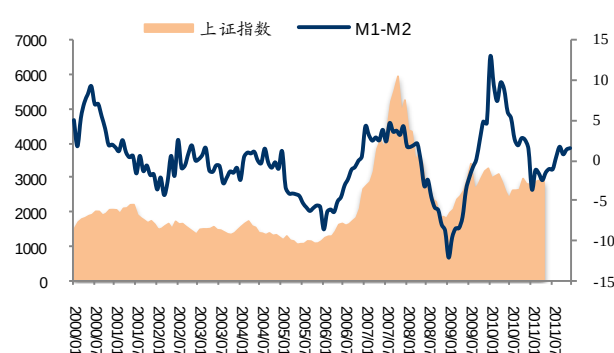
短期流动性压力阶段性缓解。货币市场收益率对证券市场的影响今年以来明显增强。前期三年期央票和存款准备金上调同时出台后的收紧效果显现，质押式回购利率达到高位。随着央行净投放增加，流动性压力阶段性缓解有利于市场超跌反弹。

图表 10 上证综指与货币市场利率



资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 11 上证综指与 M1-M2 增速



资料来源: WIND、国海证券研究所

宏观经济: 通胀回落有限, 经济增速放缓

宏观经济“物价高位徘徊、经济同比趋缓”总体格局仍将持续, 5 月份的数据预测基本延续这一趋势。

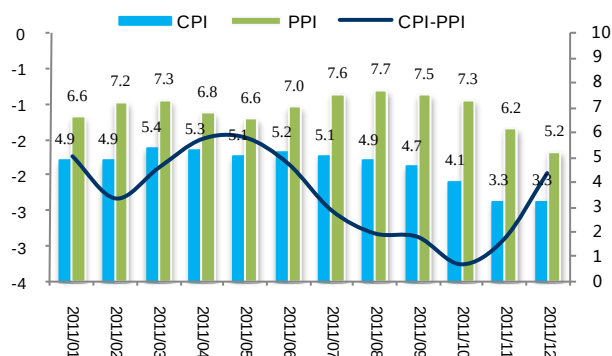
- CPI 高位徘徊:** 此前我们认为以蔬菜和猪肉价格为代表的食品 CPI 二季度下滑幅度可能低于预期, 当前数据的确反映了我们的担忧。前期货币超发和刘易斯拐点的共同作用效果开始显现, 一方面流动性推动下租金和物流成本的上行动力较强, 另一方面劳动力成本的价格刚性突出。未来食品 CPI 仍将保持稳定或小幅回落, 非食品 CPI 上行态势尚未扭转。
- 货币供应量增速 (M1、M2) 有所反弹:** 受基期因素及统计数据调整的因素影响, M1、M2 在 5 月份将会企稳回升, 此外, 近期相对紧张的货币市场收益率也将显著回落, 流动性相对趋于改善。
- 工业增加值低位徘徊:** 预计 5 月份工业增加值同比增速将继续小幅回落, 货币政策持续紧缩的效应在一季度已经显现, 二季度随着库存的回落, 工业增加值同比增速的回落将会趋缓。
- 对外贸易 (进口、出口增速) 继续回落:** 预计前期人民币升值和近期美元指数低位反弹的综合影响开始体现, 出口增速会显著回落。而与国内投资和消费的相对稳定类似, 进口增速放缓有限, 继续高于出口增速。

图表 9 2011 年 5 月宏观经济数据预测

指标名称 (单位, %)	2010-03	2010-06	2010-09	2010-12	2011-01	2011-02	2011-03	2011-04	2011-05E
工业增加值:当月同比	18.1	13.7	13.3	13.5	/	14.9	14.8	13.4	13.2
城镇固定资产投资完成额:累计同比	26.4	25.5	24.5	24.5	/	24.9	25.0	25.4	25.0
社会消费品零售总额:当月同比	18.0	18.3	18.8	19.1	19.9	11.6	17.4	17.1	16.6
进口商品总额:当月同比	66.3	34.0	24.1	25.7	51.0	19.5	27.3	21.8	20.7
出口商品总额:当月同比	24.2	43.9	25.1	17.9	37.7	2.4	35.8	29.9	19.1
CPI:当月同比	2.4	2.9	3.6	4.6	4.9	4.9	5.	5.3	5.1
PPI:全部工业品:当月同比	5.9	6.4	4.3	5.9	6.6	7.2	7.3	6.8	6.6
人民币新增信贷: 当月值 (亿)	5107.0	6034.0	5955.0	4807.0	10400.0	5356.0	6794.0	7396.0	
人民币贷款余额: 当月同比	21.8	18.2	18.5	19.9	18.5	17.7	17.9	17.5	
M2: 当月同比	22.5	18.5	19.0	19.7	17.2	15.7	16.6	15.3	15.59
M1: 当月同比	29.9	24.6	20.9	21.2	13.6	14.5	15.0	12.9	14.12

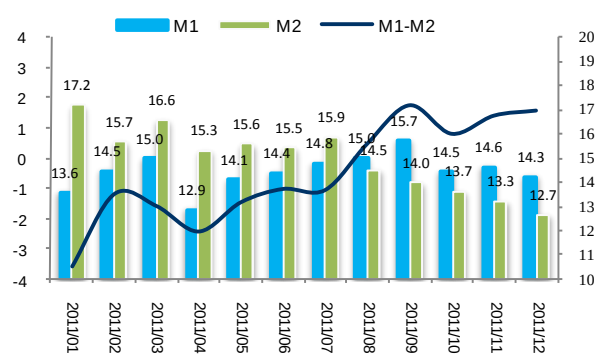
资料来源: 国海证券研究所

图表 12 2011 年 CPI 和 PPI 预测



资料来源：国海证券研究所

图表 13 2011 年货币供应量增速预测



资料来源：国海证券研究所

政策与事件：国际版进程有反复

推出国际板是必然趋势，国际板对现有证券市场估值有显著冲击，特别是对中小市值股票冲击更大。这也是导致近期市场下跌的重要因素。

不过，事情总是在曲折反复中前行，目前境地，年内推出国际板概率并不大：

首先，人民币资本项目尚未开放，国际板推行与政策相悖。由于资本账户监管严格，因此大规模的跨国资金流动得以监控。但是国际板的推出将使得国外企业能够将外币资产在国内进行高价兑现，如果再经过跨国公司内部的资金周转汇出，这等同于国外资产的国内套现，将直接冲击目前看似完备的资本项下的监管。

其次，证券市场融资压力显著加大，市场已经不堪重负。

最后，国内中小企业资金紧张，亟待上市者众多。此时推出国际板，面临的压力不小。

因此，在技术准备没有充分完备，市场没有达成共识前，国际板政策可能会延迟执行。这或许是支持 6 月份产生反弹的借口之一。

图表 14 全球估值比较(截止到 5 月 25 日)

指数	PE(剔除负值)	PB	指数	PE(剔除负值)	PB
成熟市场			新兴市场		
道琼斯指数	13.84	2.81	巴西圣保罗	8.77	1.57
标普500	14.92	2.27	墨西哥综指	16.48	2.95
纳斯达克综指	18.09	2.89	泰国证交所	12.67	2.03
加拿大标普	17.52	2.14	均值	12.64	2.18
德国DAX	12.70	1.52	中国市场		
法国CAC	12.01	1.30	恒生指数	12.22	1.77
比利时BEL20	14.54	1.24	恒生国企	11.84	2.05
英国富时100	12.85	1.85	上证综指	15.61	2.45
新加坡海峡	10.63	1.61	中小板	38.20	4.36
日经225	15.91	1.24	创业板	46.20	3.66
均值	14.30	1.89			

资料来源：国海证券研究所

图表 15 6 月份重要影响因素评估

时间点	因素	初步判断	市场影响
6月	基准利率上调	概率较大, 但是市场已经提前预期	中性偏负面
6月	存款准备金上调	视外汇占款趋势而定	中性
6月	日本重建进程	日本重建对于大宗商品的影响尚未显现	中性偏负面
6月	欧债危机	评级机构继续调低希腊的债务评级, 欧债危机间或扰动	中性偏负面
6月	房地产调控	销量开始萎缩, 6月份迎来关键时点	偏负面
6月	电荒	二季度末, 电荒面临用电高峰, 拉闸限电对经济冲击不可避免	偏负面
6月	美国货币政策	美元的流动性趋势面临拐点	偏负面

资料来源: 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。