



证券研究报告·策略深度

整固中积蓄力量

——六月市场趋势月报

六月趋势研判

在经历5月市场快速杀跌之后,我们由原本的担忧开始变得乐观。一方面经济周期的回落仅是一次短周期调整,并不存在硬着陆风险,因此也就不存在所谓的业绩大幅下调;另一方面,通胀虽然仍在高位,但市场给予的充分预期已经在指数中有所体现。即使未来通胀仍然较高,也不会对指数形成明显的压制。此外,市场估值水平快速回落,即使考虑到未来业绩的调整,也不超过13倍,可以说市场的估值底部已经出现。因此,虽然未来指数运行仍会有所波折,但下跌空间有限,市场将在整固中为接下来展开的反弹作力量积蓄。

经济短周期回落无系统性风险

根据我们对三周期嵌套理论的分析,本次经济回落仅仅是一次短周期的正常波动,而无硬着陆风险。由于本次库存周期是在流动性约束下进行的,因而注定只会是一次温和的波动,在经济表征上也不会是一次硬着陆。我们认为未来库存调整的节奏会变短,幅度会变窄,时间上我们推算在三季度后半期将出现新的低点。

密切跟踪先行指标

为了更好的跟踪指数运行变化,我们建立了货币供应量—工业增加值环比—产出缺口—市场趋势—库存变动等跟踪指标体系。虽然从目前该指标体系中,还不能找到任何一个先行指标出现向上拐点,但根据我们对于库存周期变动规律的研究,也许在6月宏观经济数据公布后,我们就能够观测到一些数据的变化,这将成为指导我们研判市场趋势的重要依据。

充分预期下的高通胀

就目前经济运行来看,高通胀仍是最大的冲击因素,而且在未来一段时间内,通胀将持续保持在高位。根据CPI与股指的历史关系来看,物价的高点与股指的阶段高点大致相差4个月的时间,如果CPI的高点在6-7月出现,那么2季度就应该是指数下跌、整固的过程。

估值底部已经出现

目前就指数估值来看,上证A股2011年的动态PE已回落至12倍左右,接近历史底部。由于二季度经济增速回落,我们预期未来市场对上市公司的盈利预期仍会进行一次全面的调整,如果调整幅度在5%以内,那么上证A股的动态PE仍不足13倍。因此,我们有理由相信,估值底正在出现。

投资策略

陈祥生

chenxiangsheng@csc.com.cn

010-85130953

执业证书编号: S1440206070029

吴启权

wuqiquan@csc.com.cn

010-85130211

执业证书编号: S1440210050002

联系人:

郑联盛

zhengliansheng@csc.com.cn

010-85130208

发布日期: 2010年6月7日

上证指数走势图



深证指数走势图





目录

正文	1
市场回眸：市场出现超预期下跌	1
经济短周期回落无系统性风险	2
市场与经济周期	2
短周期 or 硬着陆	3
密切跟踪先行指标	5
通胀高位维持，但市场预期较为充分	5
通胀是中国经济的最大冲击因素	5
通胀高位维持对经济的扭曲是明显的，但将呈现结构性特征	8
通胀高点与市场阶段高点：历史与现实的分析	11
估值与投资情绪分析	12
市场整体估值：估值底部出现	12
5 月业绩一致预期变化：调整幅度有限	13
六月趋势研判	14



图表目录

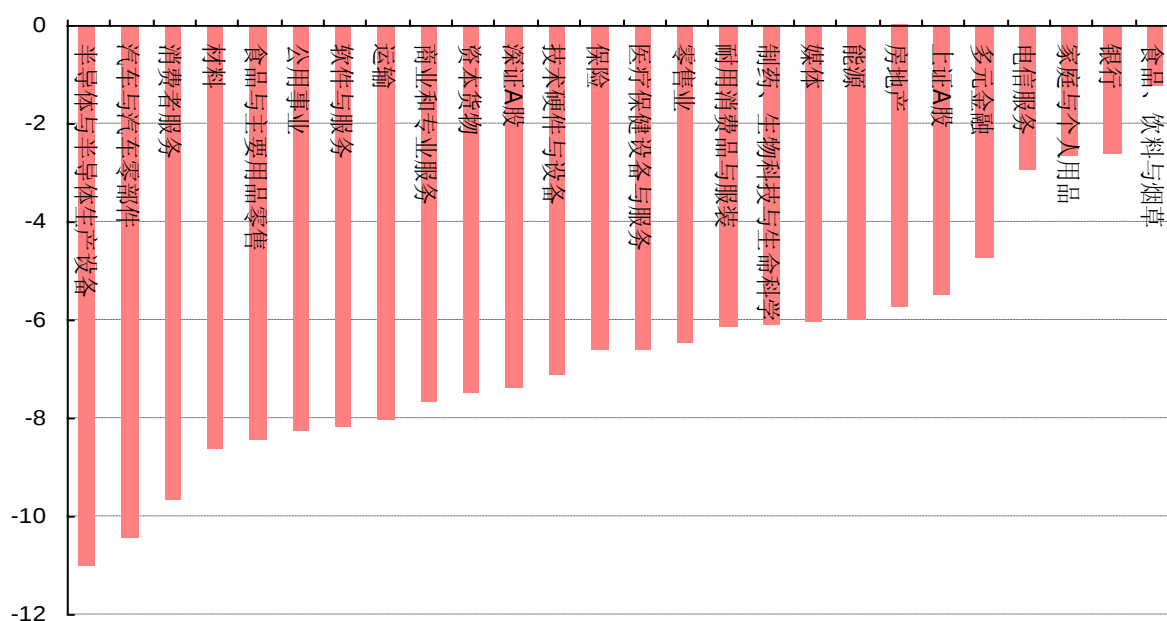
图 1: 5 月各行业涨跌幅	1
图 2: 从周期复辟到周期右侧	2
图 3: 工业增加值同比环比双双回落	3
图 4: PMI 产成品库存指数	3
图 5: 产出缺口与库存变化	4
图 6: 本轮库存重建的背景: 流动性约束: M2 环比继续下行	4
图 7: 上证指数 (对数) 与增加值环比	5
图 8: 人民币兑美元大幅升值, 但实际有效汇率并没有大幅升值	6
图 9: 大宗商品价格有所回调, 但仍处高位	6
图 10: 中国面临相对严重的通胀压力	7
图 11: 美元指数	8
图 12: CRB 综合期货指数	8
图 13: 工业增加值季调趋势项环比仍在下滑, 但接近被动去库存时的底部	9
图 14: 1 季报只有金融服务盈利高于市场预期	9
图 15: 股票指数的高点领先物价指数的高点大致 4 个月	11
图 16: 股票指数出现明显好转要在 CPI 有所下降之时, 6 月是个寻底的阶段	11
图 17: 上证指数动态 PE	12
表 1: 企业成本调研显示, 成本压力仍将继续上扬, 但企业已有明确预期	10
表 2: 行业估值表	12
表 3: 5 月市场预期变化表	13

正文

市场回眸：市场出现超预期下跌

在经济回落和通胀继续高企预期下，市场出现惨烈下跌，各个行业无一幸免。对于经济回落，我们早在 4 月就给出过预警，对于通胀的判断我们提出可以善意的忽视。但长江中下游干旱、下半年将出现电荒等因素的出现，改变了市场对于通胀的预期，这放大了经济下行风险，导致市场出现超预期下跌。

图 1：5 月各行业涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，中信建投证券研究发展部

中信建投策略近期观点汇总：

1. 库存周期的分析方法和逻辑仍然是分析市场短期波动的基本方法，但在中周期加速直至繁荣的背景下，库存的节奏以及决定库存的变量都会发生变化，所以，在今年的第二和第三季度将是影响经济最核心变量的转换期，也是分析方法演进的过程，经济在这个过程中将呈现过渡特征，这也与当前市场的迷茫异曲同工。（见《周期复辟之五：中周期加速中的两个转折》）

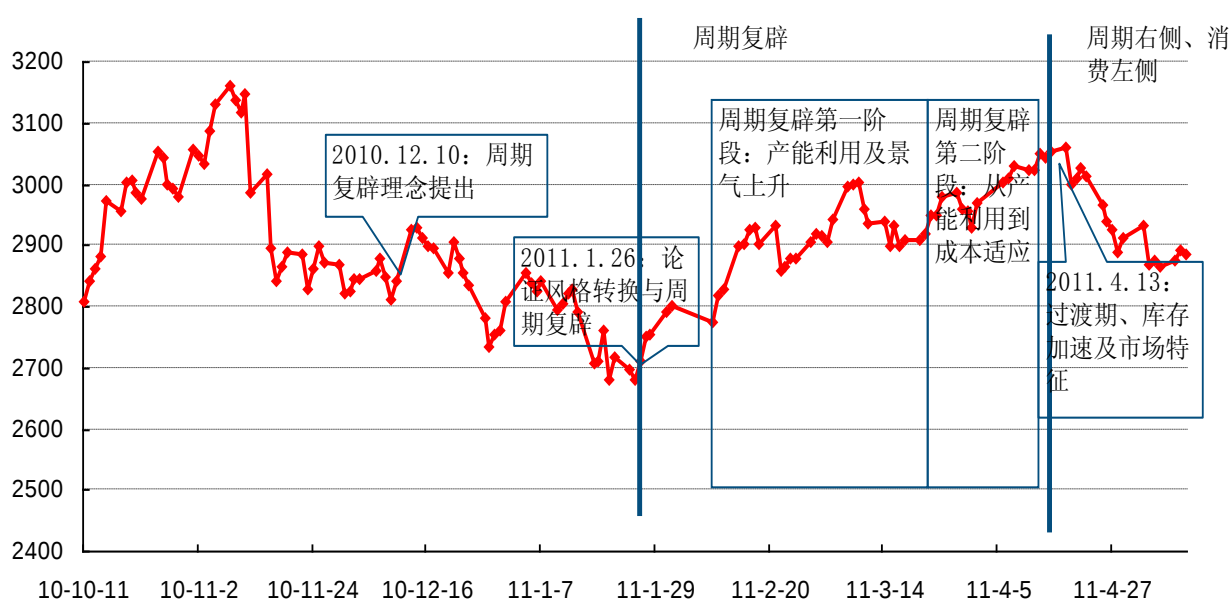
2. 根据我们的逻辑，产出缺口底部有可能出现在三季度末、四季度初，新的趋势性机会仍需要等待，虽然我们认为当前的调整空间有限，但调整时间上仍略显不足。因而，在当下，防守仍然是至理，我们仍然建议对医药、通信器材、食品饮料、日用品以及服装等必需消费品以及公用事业进行配置。（见《从周期复辟到周期右侧》）

经济短周期回落无系统性风险

市场与经济周期

自 2010 年末我们提出周期复辟以来，正是出于对经济周期的深刻理解和库存周期的准确把握，我们成功的预测到市场的转换节奏。从最早的周期复辟提出，到对该阶段的特征解读，直到 4 月我们预测到库存周期环比顶峰的出现，可以说基本把握了市场运行的趋势。

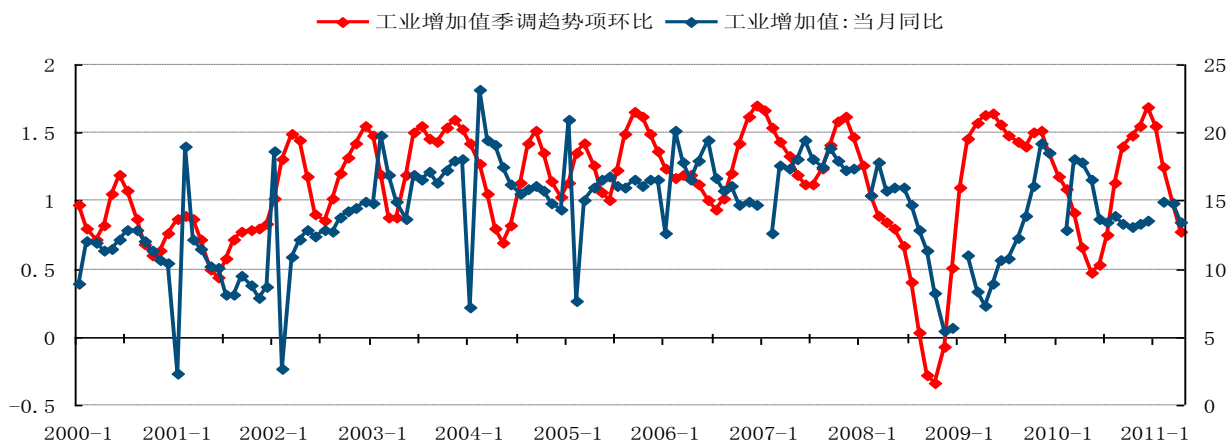
图 2：从周期复辟到周期右侧



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

5 月市场出现大幅下跌，这是对短期出现的温和“滞胀”（即经济增长减速+高通胀）做出的明确反映。值此时刻，一方面工业增加值同比环比均处于下降通道，库存周期由年初的去库存向主动补库存开始过渡，经济增速回落已成必然，这也引发了市场对于上市公司盈利前景的忧虑；另一方面，通胀居高不下引发市场的进一步担忧，原本市场预期 7 月 CPI 指数将会出现明显回落，但由于长江中下游干旱、短期蔬菜价格反复、未来将出现电荒等原因，使得对于通胀的判断出现变化，市场开始担忧通胀回落的时点会否因此而延后，或者即使 7 月出现回落，也是小幅回落，未来超过 4% 的通胀将持续存在，这将进一步改变货币政策运行的节奏，紧缩政策放松的预期因此而减弱。因此，市场以出乎意料的方式来宣泄这种利空，悲观情绪成为主导市场的绝对力量。

图 3：工业增加值同比环比双双回落



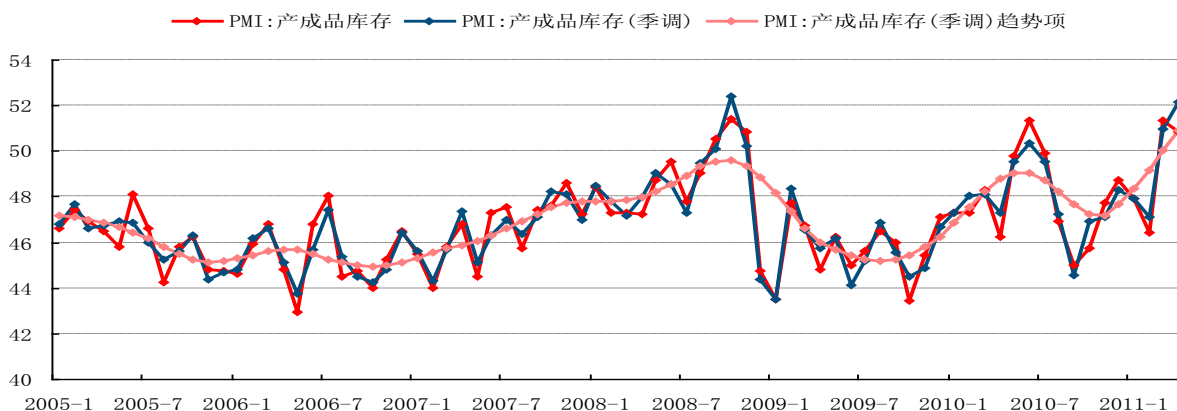
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

指数在经历大幅下跌以后，市场悲观情绪弥漫，但我们却对未来开始变得谨慎乐观起来。原因无他，只源于根据我们的判断，本次经济的回落只是短周期调整，并无系统性风险。

短周期 or 硬着陆

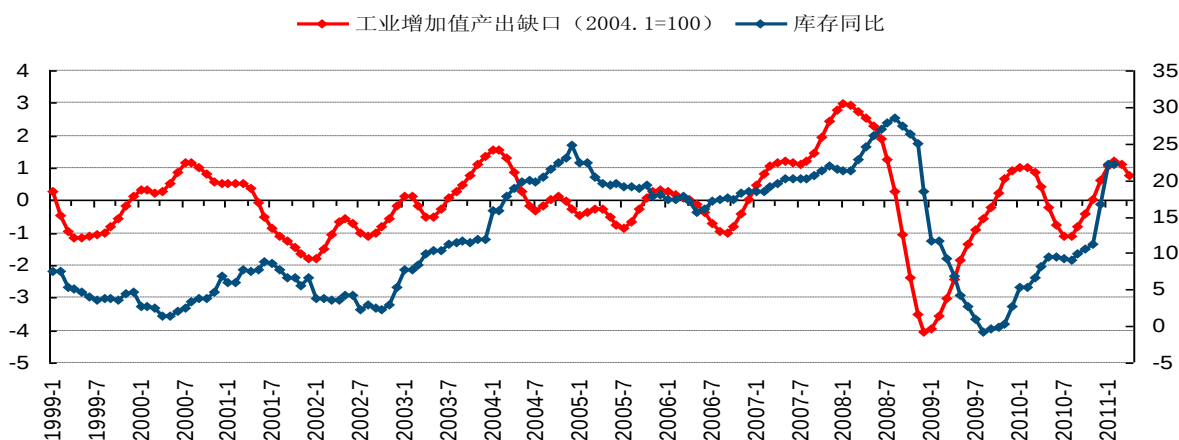
根据我们对于三周期嵌套理论的理解，在 2008 年 10 月伊始，投资周期开始启动，伴随着库存周期波动规律开始出现。对于为期 10 年左右的投资周期，通常会包括三个大的库存周期。2008 年 10 月至 2010 年 7 月，第一轮库存周期完成，随之第二轮库存周期开始出现，正是出于对库存重建的判断，我们提出了周期复辟的观点。从第二轮库存周期来看，其持续时间通常为 4 年，期间当然会包含库存的短期波动。而就自 2010 年 10 月以来的本次库存波动来看，根据我们之前的研究，其领先指标——产出缺口已拐头向下，这意味着在未来 3-6 个月内库存仍将向上加速并达到顶峰。因此我们判断 4 月到 7 月之间，可能会出现因产品滞销、库存积压导致的库存加速，其体征就是经济回落。

图 4：PMI 产成品库存指数



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

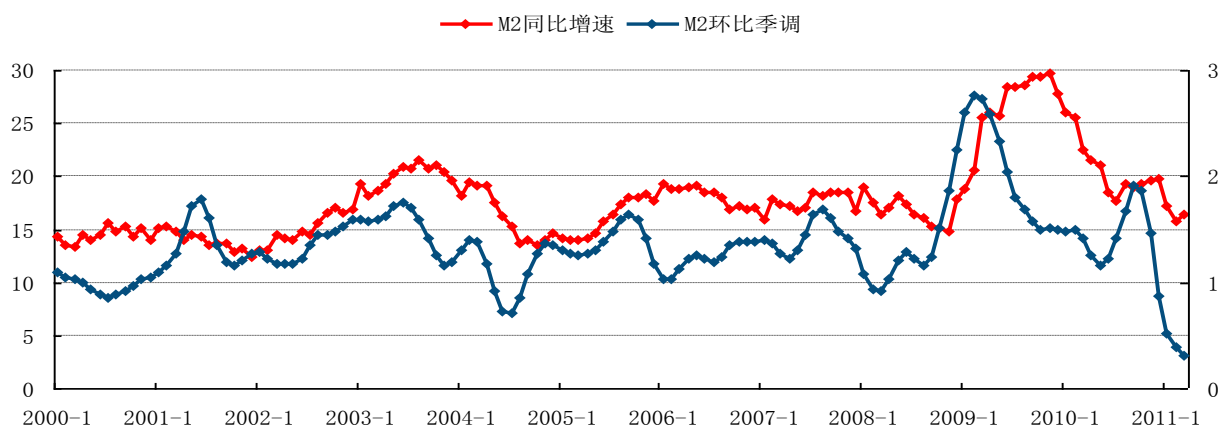
图 5：产出缺口与库存变化



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

但必须强调的是，本次经济的回落是一种正常的经济波动，而非趋势的根本性转变。其判断依据也来自于我们对本次库存波动特点的认知。本次库存的波动与以往不同的是，其库存重建的背景是在资金成本显著提高以及流动性紧缩背景下进行的，库存重建的力度是受到限制的。在资金成本的约束下，主动补库存和产能扩张的冲动被抑制，所以现实中体现出的补库存的速度和力度都明显要弱于正常的库存周期，本次库存周期的上冲加速度也是相对和缓的。同理可推，既然没有急速上冲，就不会存在急速回落，虽然理论和逻辑上必定存在库存周期第二季度的环比高点，但在现实中，其表现可能并没有那么猛烈。

图 6：本轮库存重建的背景：流动性约束：M2 环比继续下行



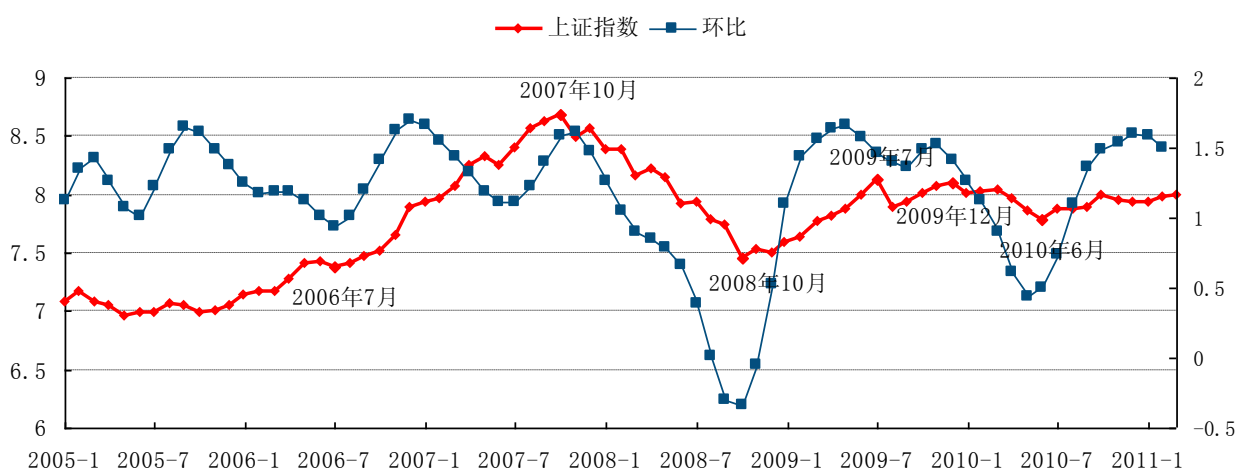
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

因此，流动性约束下的本轮库存周期注定会是一次温和的波动，在经济表征上也不会是一次硬着陆。而且按照我们对于中周期与库存周期的关系来分析，本次库存波动的高点只能称之为库存的短期波动高点，我们认为会出现去库存，但那不会是一个剧烈的过程，库存的调整节奏会变短，幅度会变浅。从时间的角度看，我们推算在今年的三季度后半期出现新的低点，因此，无论从时间和程度上来看，这个调整的过程都在可控的范畴之内。

密切跟踪先行指标

为了更好的跟踪经济与市场运行，我们建立了货币供应量—工业增加值环比—产出缺口—市场趋势—库存变动等跟踪指标体系。从这些指标之间的关联性来看，货币供应量为最早的先行指标，其领先工业增加值环比在 1-2 月左右。工业增加值环比自 2007 年下半年开始，与指数运行的相关性明显增强，因此也成为我们重点观测的指标之一。从二者时间轴来看，工业增加值环比领先的时间大概在 2-3 个月，这与工业增加值环比与产出缺口之间的关系大体相当。库存变动虽然是滞后指标，但其综合反映出我们研究判断的准确性，因此也进入到我们跟踪指标体系。

图 7：上证指数（对数）与增加值环比



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

虽然从目前该指标体系中，还不能找到任何一个先行指标出现向上拐点，但根据我们对于库存周期变动规律的研究，也许在 6 月宏观经济数据公布后，我们就能够观测到一些数据的变化，这将成为指导我们研判市场趋势的重要依据。

通胀高位维持，但市场预期较为充分

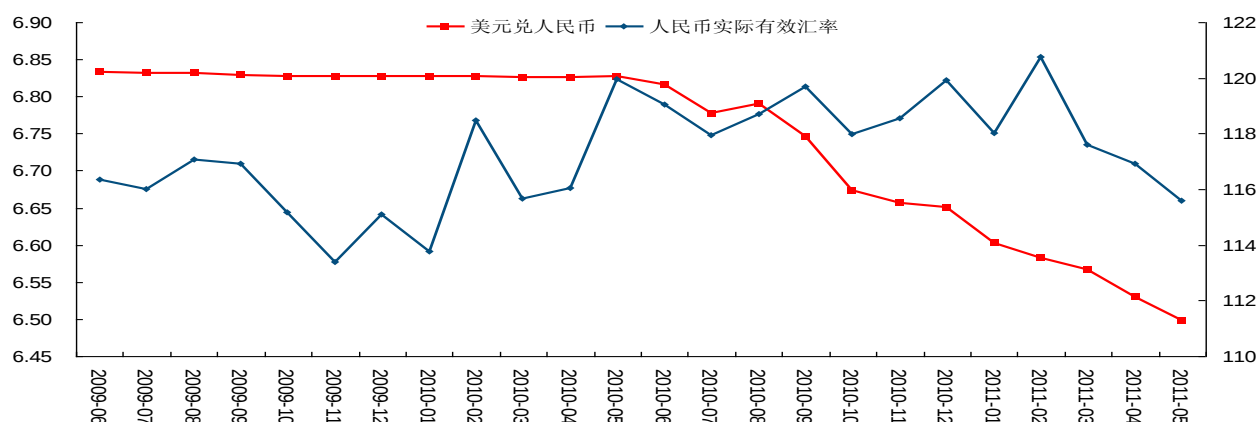
通胀是中国经济的最大冲击因素

中周期复苏的冲击因素

中周期复苏阶段的市场特征，正在演绎一个周期复辟的逻辑。这个过程的演进取决于中周期复苏是否有力以及其持续性如何，特别是中周期复苏能否转化为一个具有系统性趋势的中周期繁荣。从时点来看，繁荣的起点尚未到来，目前，周期力量仍然是处在一个过渡期中。这是市场趋势的决定力量。

在这个过渡期中，经济增长存在较多的不确定性。工业化理论之父罗斯托指出，这是一个充满机遇的时期，也是一个危险的阶段。就中国目前的工业化演进或周期演进中，冲击因素包括：通胀、升值以及政策失误等。

图 8：人民币兑美元大幅升值，但实际有效汇率并没有大幅升值



数据来源：Wind

这些冲击因素，将会改变经济运行的节奏，同时也会改变市场的节奏。比如，政策的过度紧缩可能就会使得市场经历一个空间换时间的过程，从而改变市场的节奏及其力度。为此，2 季度市场应该是整固阶段，市场将是疲弱的表现形式。

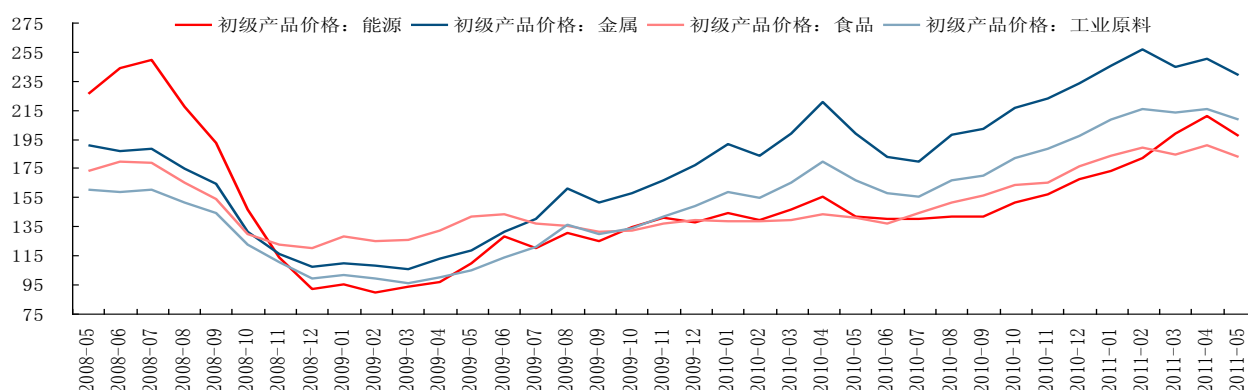
我们在 4 月份的 2 季度策略趋势报告中，也指出了上述观点，截止 6 月初，市场的现实演绎与我们的逻辑基本是吻合的。

通胀是中国经济的最大冲击因素

2011 年中国经济有三大冲击因素：通胀、升值和政策紧缩。在这些冲击因素中，最为系统性的可能是通胀，相对于货币政策的外生性和间接性而言，通胀对经济运行的冲击更为基础。

2011 年 3 月份的 CPI 创出近期新高，4 月份仍然维持在 5.3% 的高位水平上，预计 6-7 月是通胀的高点。通胀是一个具有累积效应的经济变量，CPI 从 2% 上升到 4%，与从 4% 上升到 6%，是完全不一样的，虽然后者上升的比较幅度更小，但是对微观主体产生的冲击更大。

图 9：大宗商品价格有所回调，但仍处高位

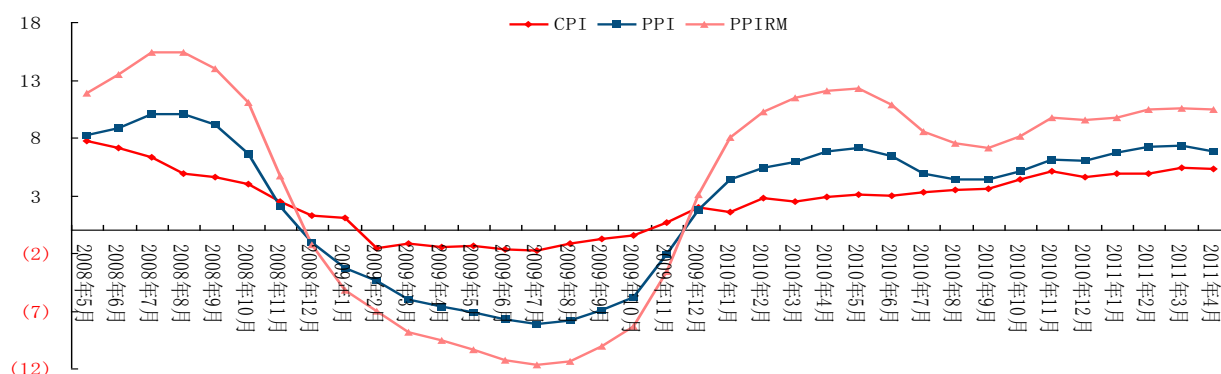


数据来源：Wind

根据德国和日本在工业化进程中的经验，以及在中周期转换的过程中，通胀对经济运行的冲击的规律看，通胀高企的阶段是对经济冲击最为明显的阶段，因为不管是公共部门还是私人部门，对这些突如其来的内生性冲击显得无所适从，私人部门的工业产出和利润下滑是最典型的表现。

对于市场的走势而言，通胀高企阶段也是市场下跌的阶段，这是具有经济、生产和利润的内在逻辑，市场下跌是经济内生性冲击的市场表现。当然，在通胀高位维持阶段，市场的表现将更为复杂，因为不同的企业和行业将表现出不同的适应能力。

图 10：中国面临相对严重的通胀压力



数据来源：Wind 资讯

中国的通胀具有一定的刚性，将高位维持

3 月份 CPI 同比达到 5.4%，4 月份 CPI 同比 5.3%，显示出较为明显的通胀刚性。值得关注的是，交通通讯及服务也一改负增长的格局，实现了正增长。从 3-4 月份看，非食品价格的刚性再次体现，即非食品价格是未来 CPI 中枢提高的刚性因素。其中，居住价格刚性最强，按揭贷款利率、房租持续上升，而水、电、燃气等资源的终端消费价格改革如箭在弦。

5 月的通胀仍然不容乐观。5 月前三周水产品价格环比涨幅扩大，肉类和蛋类价格加速上涨，粮食类和禽类涨势平稳，而前期环比下跌的蔬菜价格也基本恢复了涨势。初步估算，5 月 CPI 食品部分同比增幅将达到 11% 左右，5 月份 CPI 低于 4 月份的概率较小。

输入性通胀的压力仍然很紧。虽然，美联储宣布如期退出 QE2 之后，大宗商品市场出现了一定程度的回调，但是在流动性充裕和总需求温和回升的过程中，供给需求缺口仍然是偏紧的。欧美两个经济体的博弈在一定程度上决定了美元指数和大宗商品价格。在没有明显结果的情况下，未来短期内，美元指数和大宗商品价格将主要在目前区间进行震荡，这决定了大宗商品价格将是高位整固的趋势。

图 1：美元指数



数据来源：中信建投证券研究发展部

图 2：CRB 综合期货指数



数据来源：中信建投证券研究发展部

我们维持对未来 CPI 走势的判断，即二季度 CPI 继续走向顶部，全年 CPI 将达到 4.4% 左右。即使在 2012 年中国通胀的中枢仍然有很大的可能高于 3%，特别是非贸易品部门的价格上涨将是一个重大的趋势，在短期内可能是无法逆转的。

通胀高位维持对经济的扭曲是明显的，但将呈现结构性特征

物价高位维持，仍是经济增长的掣肘

CPI 大致会在四个方面引发扭曲。一是 CPI 累积上涨，就会提高持有货币的成本，微观主体会将注意力从窖藏其货币转为“更有效地”使用货币，从而引发一个金融加速效应，可能导致价格螺旋。

二是，从消费讲，货币的过度流动以及消费的虚假旺盛，导致消费者倾向于过度消费，其后由于财富效应的影响，又产生消费不足。

三是，对生产部门而言，由于价格调整是滞后的，通胀累积升高，将会导致部分生产主体相对其他厂商出现价格相对波动或下降，最后导致成本和利润双向压力；同时由于消费需求的逆转或降低，往往导致产能过剩。

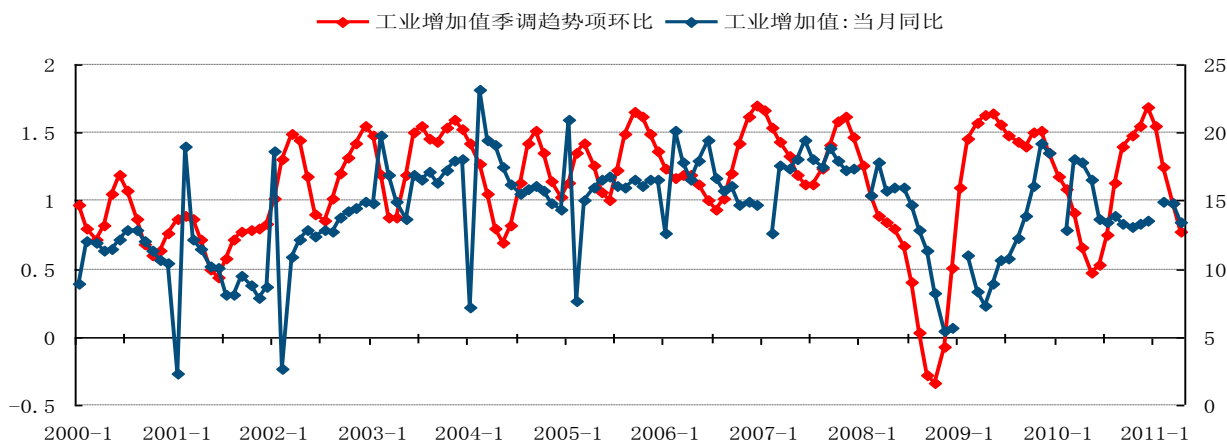
最后，由于物价累积上涨，使得经济主体对货币的价值尺度不那么信任，可能导致对商品或资产的过度追逐，引发泡沫。鉴此，通胀累积上涨的边际成本是上升的。

工业生产和企业利润承受压力

从工业增加值看，不管是从工业增加值的当月同比，还是趋势项环比，都可以看出工业生产在高通胀的背景下的疲软表现。

从环比的趋势看，工业增加值的趋势环比基本接近 2010 年第一季度去库存以来的最低水平。由于现在所处的是一个过渡期，虽然库存水平可能有所降低，但是在一个主动型库存中，去库存的力度和持续性都要低于被动去库存。即是说，虽然工业增加值的整体状况不佳，但从环比看，基本接近去库存的底部。不需要特别的悲观，当然这需要继续观察物价的走势以及企业的消化能力。

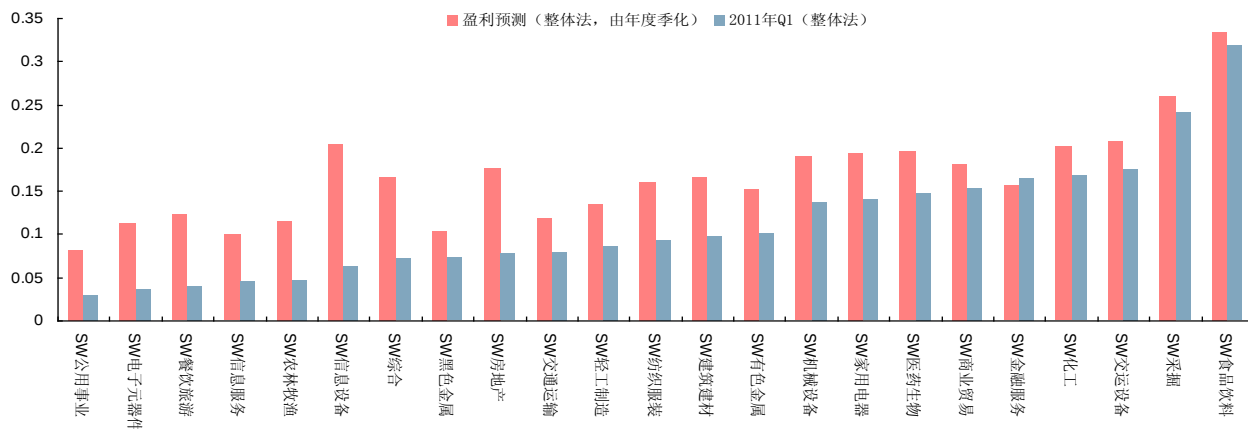
图 13: 工业增加值季调趋势项环比仍在下滑, 但接近被动去库存时的底部



数据来源: wind

同时, 企业的利润开始明显下滑。虽然 1 季度数据可能有季节性因素, 与年度预测数据的季度平均相比较, 存在一定的不合理性。但是, 从整体的盈利水平看, 除了金融服务的盈利相对高于预期之外, 所有的行业的盈利都低于预期, 这说明实体经济的盈利水平在一季度的下跌是具有一定的趋势性的。我们认为, 这是各行业对成本不断上扬的对微观企业运行造成的较为重大的冲击。这也是中国经济在 1 季度之后开始放缓的重大根源。

图 14: 1 季报只有金融服务盈利高于市场预期



数据来源: Wind

通胀冲击的边际效应将放缓

不过, 对于我们研究市场趋势而言, 回顾过去可能是为了更好的展望未来, 未来的变化可能更加重要。从目前的情况看, 微观企业对成本高涨已经出现一定的适应性。大部分企业已经充分预期, 成本高企是一个中长期趋势, 特别是人力资本的上升。

为此, 我们倾向于认为, 通胀高位维持下的高成本压力的边际作用在减缓, 这对于企业提高投资规模、提高产能利用率以及提高利润率水平都是有一定的益处。只是, 整体通胀的环境下, 大幅度改善投资、生产和利润的可能性比较小。也就是说, 整体而言, 工业生产和企业利润仍然处在受约束的过程中, 但是约束的力度在



减少，而且，企业自身对成本压力的上涨已经有了较为明显的预期。市场预期的明确，对于企业提高成本适应能力是有利的。

表 1：企业成本调研显示，成本压力仍将继续上扬，但企业已有明确预期

企业	行业	主业	2009-10 年(2 年)	2009-10 年(2 年)	2011 年上游原材	2011 年人力成本
			原材料成本涨幅	人力成本涨幅	料预期涨幅	预期涨幅
HK01	运输、贸易	集装箱	16	22	6	8
SZ01	制造业	电池	15	30	5	至少 10
SZ02	贸易	贸易及贸易代理	-	35	-	15
SZ03	电子	电子线材	33	30	7	8
SZ04	地产	地产	建工 35	40	建工 10	10
MZ01	制造业	木材加工	15-20	25-30	5-8	10-15
MZ02	制造业	钢结构	15	20	5	20
MZ03	制造业	车轴及配件	20	45	8	去年已经涨过
MZ04	电子	电路板等	38	32	5	10
MZ05	纺织服装	皮具、服装	35	35	10	15
MZ06	制造业	打码机	15	40	5	10
MZ07	服务业	度假旅游	-	35	-	10
MZ08	服务业	餐饮	100	50	20	20
MZ09	纺织服装	床垫、布料	30 以上	30	7-8	10 左右
MZ10	化工	化工、塑料	15	35	10	10
MZ11	制造业	切割机床	20	30	10	10

注：经询行业分析师认为，MZ04-电子-电路板等成本上涨可能过高，分析师估计为 20%左右；MZ10-化工-塑料等成本上涨幅度太小，分析师预测为 30-50%。

资料来源：中信建投研究部

在这个背景下，不同微观企业主体和行业对通胀和成本的适应性是有差异的，即会出现结构性的特征，**企业和行业将会出现结构性的工业生产复苏和企业利润改善**。究竟会是哪些企业和行业更加具有弹性呢？从微观企业来看，大致有以下几类企业：一是具有定价权的垄断性企业；二是具有上下游关联性的企业；三是具有创新能力内化成本压力的企业。

整体而言，大型垄断性企业-上下游产业链长的企业-创新性企业整体-一般大型企业-一般中小企业的弹性由强至弱。当然，不管是哪种类型的企业，所有的弹性必须有需求的支撑，从这点看，消费需求的稳定性是最为重要的指标。为此，从通胀与总需求关联性的视角出发，消费类行业-偏消费行业-上游行业-中游制造业整体的弹性由强至弱。

总之，随着通胀对经济增长和工业生产的冲击力量在边际下降，经济、行业和企业生产及利润整体正在接近底部，将会出现结构性的工业生产复苏和企业利润改善，加上市场估值等因素的影响，我们认为，6 月份市场对经济增长和利润回升的预期将会变化，市场将是一个寻底和筑底的过程。

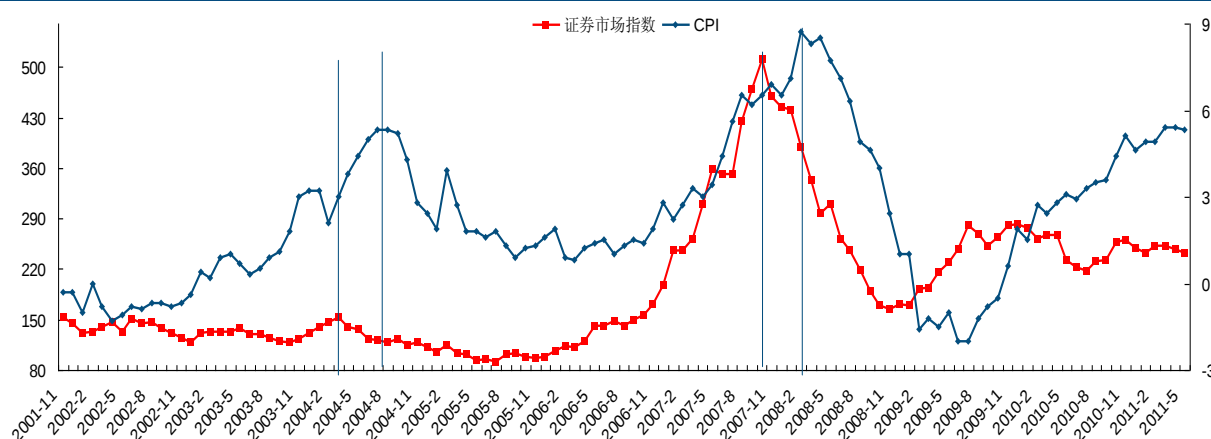
通胀高点与市场阶段高点：历史与现实的分析

从中国的 CPI 和股指的走势看，还有一个重要信息，就是物价的高点与股指的阶段高点大致相差 4 个月的时间，从 2002-06 周期和 2006-09 周期，都是如此。股票指数的高点领先于物价指数的高点大致 4 个月。这对于判断股票市场的走势可能是有意义的。

根据我们宏观的研究，2011 年 6-7 月份可能是 CPI 的高点，那根据 CPI 与股指的历史关系，那 **2011 年 2-3 月份可能是股指的阶段高点**。据此，**2011 年 2 季度，市场将是一个下跌、巩固的过程**。虽然我们现在已经看到市场正在下跌，但我们仍然认为巩固过程仍将持续，6 月份市场将是一个寻底和筑底的过程。

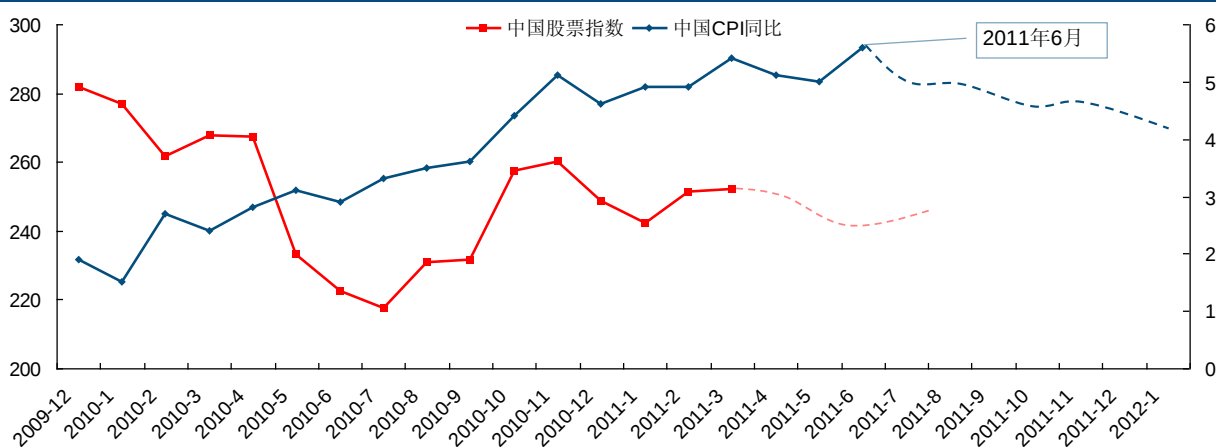
但是，这个底部是何种级别的底部，我们仍然需要等待经济基本面的确认，其最关键的因素是中周期进程的快慢和效率。CPI 是一个良好的指标，如果物价如预期有所缓解，但下降程度相对有限，那 6 月份的底部可能是有效的。但是如果物价下跌过快，市场可能预期是一个硬着陆，那市场可能就是另外一个故事了。

图 15：股票指数的高点领先物价指数的高点大致 4 个月



资料来源：CEIC

图 16：股票指数出现明显好转要在 CPI 有所下降之时，6 月是个寻底的阶段



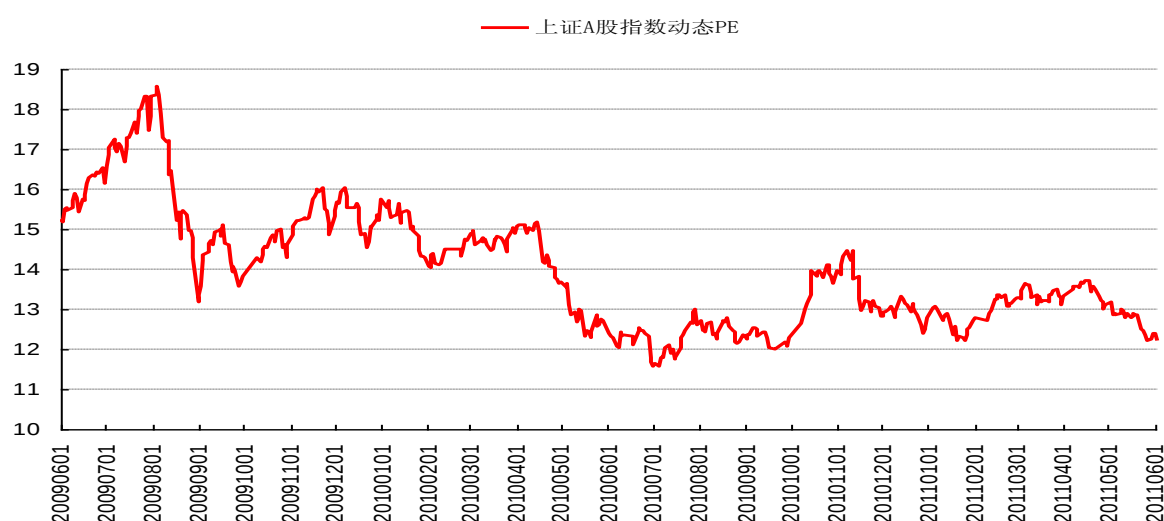
资料来源：CEIC

估值与投资情绪分析

市场整体估值：估值底部出现

目前就指数估值来看，上证 A 股 2011 年的动态 PE 已回落至 12 倍左右，接近历史底部。由于二季度经济增速回落，我们预期未来市场对上市公司的盈利预期仍会进行一次全面的调整，如果调整幅度在 5% 以内，那么上证 A 股的动态 PE 仍不足 13 倍。因此，我们有理由相信，估值底正在出现。

图 17：上证指数动态 PE



资料来源：wind，中信建投研究发展部

就行业来看，估值情况也同样如此。目前金融板块估值仅有 8.43 倍，典型的周期性行业估值也基本在 10-14 倍之间。非周期类行业，商业贸易动态 PE 为 23.51 倍，医药生物动态 PE 仅为 25.93 倍，这基本接近历史最低水平。其他如餐饮旅游、食品饮料、信息服务等虽然估值在 30 倍附近，但也已接近市场可接受范围。

表 2：行业估值表

	2010(A)	2011(E)	2012(E)		2010(A)	2011(E)	2012(E)
金融服务	10.30	8.43	7.06	公用事业	25.00	22.69	18.94
上证 A 股	15.16	12.21	10.16	综合	36.68	23.38	17.62
建筑建材	18.67	12.47	9.92	商业贸易	33.71	23.51	18.66
化工	15.18	12.49	10.56	医药生物	36.53	25.93	20.85
采掘	15.40	13.23	11.51	有色金属	47.99	28.06	21.35
交通运输	14.29	13.84	12.76	轻工制造	41.89	28.08	18.04
房地产	19.57	13.86	10.64	餐饮旅游	41.94	30.37	23.27
黑色金属	18.38	14.09	11.78	电子元器件	48.79	30.56	21.55
交运设备	22.47	16.11	13.15	食品饮料	44.21	31.10	23.66
家用电器	24.35	17.93	14.42	信息服务	45.28	31.54	21.56



机械设备	33.17	22.22	17.01	信息设备	56.94	36.55	26.57
纺织服装	22.20	22.40	17.37	农林牧渔	94.79	38.17	30.32

资料来源: <http://www.go-goal.cn>, 中信建投研究发展部

5 月业绩一致预期变化: 调整幅度有限

对于市场的涨跌,一方面来自于估值的变化,同时业绩预期的改变也可以一定程度带来股价的变化。我们以朝阳永续的一致预期作为分析基础,试图通过近一个月内分析师对于各个子行业业绩预期的改变来说明目前市场的投资情绪。

从 5 月市场预期变化来看,虽然经济短周期回落使得市场对于上市公司未来盈利前景开始担忧,但分析师情绪依然稳定,上调与下调利润的行业大体持平。其中交运设备上调幅度最大,接近 4%,而除综合类行业,其他下调行业调整幅度均在 1.5% 以内。

表 3: 5 月市场预期变化表

行业名称	净利润同比 (%) (2010A)	净利润同比 (%) (5.31)		净利润同比 (%) (4.30)		2011 年利润 增长预期变 化幅度	2012 年利 润增长预期 变化幅度
		2011 (E1)	2012 (E2)	2011 (E1)	2012 (E2)		
交运设备	68.23%	35.37%	19.71%	30.26%	20.24%	3.92%	-0.44%
餐饮旅游	31.18%	45.49%	27.38%	41.73%	25.99%	2.65%	1.10%
房地产	28.61%	41.92%	32.02%	38.39%	30.99%	2.55%	0.79%
公用事业	18.67%	22.76%	21.95%	19.73%	20.18%	2.53%	1.47%
农林牧渔	35.65%	96.32%	29.76%	91.68%	31.38%	2.42%	-1.23%
家用电器	46.55%	34.79%	25.13%	32.90%	24.98%	1.42%	0.12%
食品饮料	30.70%	46.96%	31.24%	44.92%	30.31%	1.41%	0.71%
信息设备	28.89%	43.65%	34.71%	42.05%	32.65%	1.13%	1.55%
信息服务	12.06%	47.17%	41.97%	46.17%	41.04%	0.68%	0.66%
金融服务	29.77%	23.61%	20.06%	22.90%	19.84%	0.58%	0.18%
电子元器件	685.74%	105.87%	59.72%	105.06%	58.19%	0.40%	0.97%
黑色金属	191.81%	56.63%	29.73%	56.51%	29.12%	0.08%	0.47%
建筑建材	29.27%	53.14%	28.15%	53.17%	27.60%	-0.02%	0.43%
商业贸易	33.99%	44.96%	28.12%	45.61%	27.12%	-0.45%	0.79%
交通运输	230.41%	6.34%	9.35%	6.99%	7.08%	-0.61%	2.12%
医药生物	21.89%	44.91%	27.45%	45.86%	26.48%	-0.65%	0.77%
轻工制造	37.29%	50.47%	34.86%	51.50%	33.81%	-0.68%	0.78%
采掘	35.54%	17.80%	13.14%	18.93%	13.84%	-0.95%	-0.61%
机械设备	43.54%	49.65%	31.08%	51.25%	31.38%	-1.06%	-0.23%
有色金属	137.92%	75.19%	36.03%	77.11%	36.81%	-1.08%	-0.57%
纺织服装	44.83%	19.30%	32.38%	20.88%	32.12%	-1.31%	0.20%
化工	32.66%	35.11%	21.75%	37.12%	21.78%	-1.47%	-0.02%
综合	93.69%	103.77%	10.19%	112.43%	10.82%	-4.08%	-0.57%

资料来源: <http://www.go-goal.cn>, 中信建投研究发展部



六月趋势研判

在经历 5 月市场快速杀跌之后，我们由原本的担忧开始变得乐观。一方面经济周期的回落仅是一次短周期调整，并不存在硬着陆风险，因此也就不存在所谓的业绩大幅下调；另一方面，通胀虽然仍在高位，但市场给予的充分预期已经在指数中有所体现。即使未来通胀仍然较高，也不会对指数形成明显的压制。此外，市场估值水平快速回落，即使考虑到未来业绩的调整，也不超过 13 倍，可以说市场的估值底部已经出现。因此，虽然未来指数运行仍会有所波折，但下跌空间有限，市场将在整固中为接下来展开的市场反弹作力量积蓄。

此一时期为过渡期，它不仅仅是经济短周期的一次过渡，同时也是市场运行消化负面信息的一次过渡。虽然我们无法判断指数拐点是否会在六月出现，但至少我们对未来会更为乐观一些。接下来我们将密切跟踪观测市场先行指标，希望能够借此找到市场运行的拐点。



分析师介绍

陈祥生：中央财经大学金融学硕士，策略组组长。长期从事策略研究，把握市场运行趋势，在股市周期、流动性分析等方面形成独特研究视角。2006 年入围《新财富》最佳投资分析师。

吴启权：天津大学计算机硕士、管理学博士，策略分析师。致力于量化技术为基础的投资策略研究、并从投入产出角度研究中国产业经济与资本市场运行规律。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。