

[宏观策略]

策略研究员：李勇强(执业证书编号：S0640511050001)

电话：010-84801800-8130

Email: forumloach@yahoo.com.cn

联系人：刁志学

电话：0755-83520942

2011年06月15日

这个股市不太冷

——2011年中期投资策略报告

人们似乎适应了宏观波动的投资策略，面对当前宏观微调、区间震荡的市场已经无从感知，迷惑产生恐惧。如果换句话问，你认为中国经济在未来两到三年是否彻底崩溃，大多数人都会持否定的回答；问人民币是否还会升值，回答又是肯定的，一个资产项受到支撑的最大动力是“增长和升值”，宏观微调，如谨慎的调息，收货币时又放出社会融资来，规范和展期了地方融资平台债务，种种迹象表明政府都在平衡物价和增长，努力维持着增长和资产价格。这就让投资者必须放弃宏观波动投资的自上而下的策略，转向自下而上的公司配置策略，在不断震荡的市场中寻找获利的企业，只有优秀的企业能帮助投资者穿越“震荡”，而不是猜政府。

投资要点：

- 严格意义上说，当前的市场属于震荡市，不是熊市。区间震荡时的投资原则是区间上限卖出、区间下限买入，现在正处于区间下限附近，底部区域。经济温度还高，仍保持在潜在增长率附近，未来会有所下降，也仅仅是转凉而已；股市也不太冷，真正冷的是投资者的情绪。都说在别人恐慌的时候要贪婪，现在正是开始着手实践的良机。
- 作为应对金融危机的非常手段，国内外流动性泛滥的局面迄今仍未消除，新兴市场国家全面进入加息周期遏制通胀，欧美发达国家今年起也先后加入紧缩的队伍，国内10年10月开始的货币紧缩政策目标是抑制通胀水平，11年三季度后通胀形势将大为缓和，尽管未来的通胀基数会有所提高，但货币紧缩政策有望终结。
- 通胀变数频仍，负利率水平扩大，仍有加息预期，持续的货币紧缩政策对经济增长的负面影响正在显现，但经济总体仍然强劲，当前维持在潜在增长率水平。
- 二级市场已经处于估值底，经济底和市场底还需要等待宏观经济和后续政策的明朗，在此过程中反复震荡夯实底部。我们认为11年下半年市场总体仍然属于区间箱体运行，波动范围在2650-3100点之间，并呈现前低后高的局面。



中航证券金融研究所发布

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

[宏观策略]

策略研究员：李勇强(执业证书编号：S0640511050001)

电话：010-84801800-8130

Email: forumloach@yahoo.com.cn

联系人：刁志学

电话：0755-83520942

2011年06月15日

- 三季度中后期之前建议超配债券、低配股票，股票配置中优选食品饮料、纺织服装、金融服务、信息服务、综合，以及部分机械设备行业，其中金融服务是指数的定盘星；三季度后期到四季度初，政策进入观察期后，建议超配股票、低配债券，优先配置机械设备、建筑建材、信息设备、黑色金属、房地产等未来业绩一致预期增长较快以及涉足战略新兴产业规划所指引方向的相关行业，尤其是弹性较大的可选消费类周期股。中小板和创业板当前整体估值压力仍然很大，但相对于沪深300成分股而言调整幅度够深、时间够长，由于行业跨度大，建议自下而上精选成长明确、估值合理的品种，中小板优于创业板。



中航证券金融研究所发布

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

目录

一、政策底线	4
二、十二五开局，增长不悲观	5
三、三季度通胀迎来拐点	7
四、流动性充裕，但进一步紧缩余地不大	9
五、经济周期与投资逻辑	10
六、估值的历史比较	12
七、国际板的影响	13
八、各行业增长情况分析	13
九、中小板和创业板的机会	15
十、投资建议及行业配置策略	16

一、政策底线

- 自然增长率是指无通胀的增长，过去 30 年长期增长均值为 9.7%，如果按无通胀和通缩的增长 8-9.5% 为最优区间，政策维持中性；
- 经济的潜在增长率为 9.5%，十二五期间潜在增长率随产业结构调整而逐步下降，11 年经济增长目标 8%，未来四年目标是 7%；
- CPI 5% 为温和通胀，10% 以上恶性通胀，低于 0 为通缩，最优区间 1%-4%，对应的经济增长速度为 8%-9.5%，未来最优区间有望提升至 2%-5%。

政策底线，GDP 低于 8%，经济需要激励；低于 7% 并伴随通缩，需要强烈激励；高于潜在增长率 9.5% 之上 1% 即 10.5% 并伴随 5% 的通胀，宏观开始微调，超过 2 个百分点 11.5% 并伴随着通胀向 10% 迈进则强烈干预、货币紧缩等，甚至采取冻结物价等行政措施。

表 1：政策对 GDP 和 CPI 的关注点

CPI	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
GDP	4.8	5.3	5.9	6.4	6.9	7	8	8.5	9	9.5	10.1	10.6	11.1	11.7	12.2	12.7

十一五期间已经出现的影响通胀走势的因素将持续，即便未来输入性通胀压力减轻，中国经济的通胀水平也将上升一个台阶，3% 以下的通胀很难见的到。

表 2：通胀水平长期上台阶

影响因素	具体表现
劳动成本	十二五关注民生，人口红利进入尾声，城市化加快城市人口增长，经济增长以及医疗、社保等开支加大推动劳动成本上升
原材料	全球货币泛滥以及国内经济增长推动原材料价格快速上涨并在高位盘桓
公共品	过去人为压低的公共品价格正面临还债压力，公共品价格上涨是长期趋势
土地价格	土地稀缺，价格长期居高不下
利率	作为应对通胀最有利的价格工具，央行利率不断提高，贷款规模控制情况下总社会融资成本提升更快，其他类型的社会融资进一步推高资金成本
税收	出口退税力度减弱
节能	能源价格提高，呼唤替代能源
减排	减排需要企业资金支出，这对于重化工业尤其突出

技术	以往制造业采用技术模仿，未来提高竞争力要求技术创新，需要大量研发投入
----	------------------------------------

资料来源：中航证券金融研究所

全球应对金融危机，不约而同地选择凯恩斯主义，政府干预，加大货币投放，因而产生了美国的量宽和中国的 4 万亿，欧洲和日本也不甘落后。大量货币投放的直接后果是全球资金泛滥，大宗商品价格不断创出新高。去年十月份启动的货币紧缩政策目标直指通胀，而经济高速增长也为不断加息和提高存款准备金提供了足够的安全边际。由于大国效应的存在，只有靠经济减速，同时美国经济复苏，才能有效遏制输入性通货膨胀给国内带来的巨大冲击。尽管美国经济复苏道路曲折，但前途明朗，而中国经济在产业结构调整的大背景下面对不断上升的资源品、公共用品、劳动力、资金成本压力，当前经济正在逐步降温。这也就意味着未来一段时间我们将确定地看到通胀回落到 5% 以下，货币紧缩周期结束，经济重新回到稳定增长的轨道上。

当前面临的系统性风险是，当国家风险加大时出现资金外逃现象，引发资产价格严重缩水。触发系统风险的因素包括通货膨胀难以控制、货币紧缩政策压垮房地产，造成房价崩盘、人民币升值过快，实体经济竞争力加速下降，导致进出口连续巨额逆差、资金流动方向变化由流入转变为大规模流出。从当前形势看这些极端情况发生的可能性都很小，通胀的控制问题中最大的变量是气候原因造成的农业问题，目前夏粮丰收在望，旱涝急转的形势已经渐趋明朗，食品 CPI 上升势头比较猛烈，秋粮存在不确定性，但秋粮主产区东北地区并未受到旱涝灾害影响；银行系统进行压力测试，房价下跌 30% 的压力可承受，尽管压力测试结果往往过于乐观，但地方政府与房价捆在一起，政府对房价下跌有足够充分的心理预期和准备，1000 万套保障房年内开工的硬性指标也有助于缓解房地产行业的压力；人民币升值以我为主，节奏上有掌控，技术进步和劳动生产率的提高使出口产业具有较高的适应能力，净出口动能减弱是长期趋势，但随着全球经济复苏进出口连续巨额逆差短期内不会出现；欧美经济复苏曲折，国内对外汇流动的管制使资金流动方向大规模逆转的可能性极小，短期内不具备热钱大量外逃的条件，热钱外流对宏观经济以及二级市场的剧烈冲击可能性不大。

二、 十二五开局，增长不悲观

- 地方政府换届今年年内完成，中央政府换届明年初完成，新的政治周期刚刚开始，地方政府有很强的投资冲动，特别是加快基础设施建设和城市化过程中的医疗、卫生、教育、能源等领域的投资；
- 十二五主体功能区规划已上升到国家战略层面，为各地区未来经济增长定下基调，发达地区谋求服务突破，落后地区寻找产业转移和资源类开发；
- 产业结构调整，催生战略新兴产业规划，形成新的投资热点。

09 年在非常时期大规模动用投资手段刺激经济增长，11 年以后消费唱主角将成为必然趋势，投资的边际效应递减，对 GDP 的贡献比重下降，净出口的贡献逐步弱化，这是十二五定

下的基调，也是势在必然。

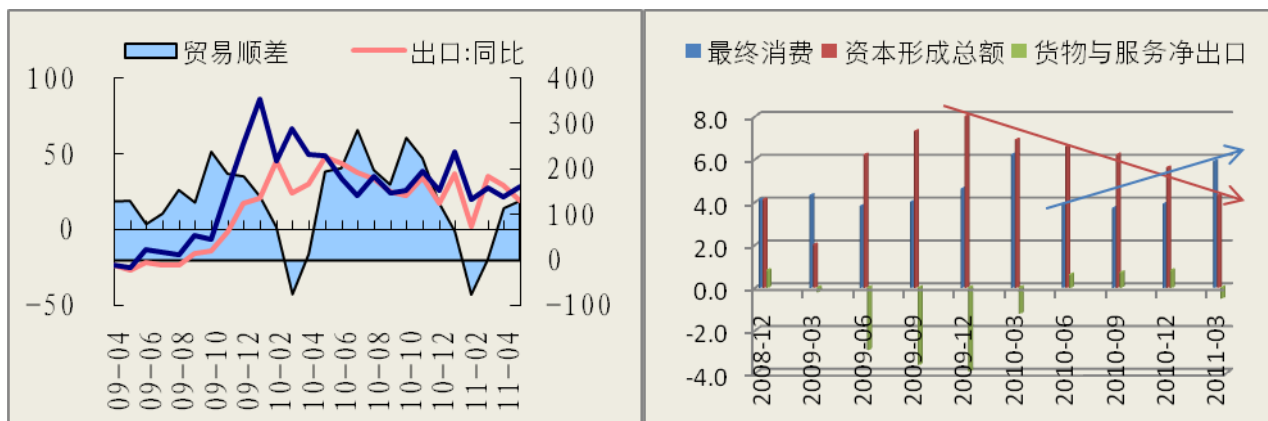
表 3：三大需求对 GDP 的贡献和拉动

年份	最终消费		资本形成总额		货物和服务净出口	
	贡献率%	拉动%	贡献率%	拉动%	贡献率%	拉动%
1987	50.30	5.80	23.50	2.70	26.20	3.10
1988	49.60	5.60	39.40	4.50	11.00	1.20
1989	39.60	1.60	16.40	0.70	44.00	1.80
1990	47.80	1.80	1.80	0.10	50.40	1.90
1991	65.10	6.00	24.30	2.20	10.60	1.00
1992	72.50	10.30	34.30	4.90	-6.80	-1.00
1993	59.50	8.30	78.60	11.00	-38.10	-5.30
1994	30.20	4.00	43.80	5.70	26.00	3.40
1995	44.70	4.90	55.00	6.00	0.30	0.00
1996	60.10	6.00	34.30	3.40	5.60	0.60
1997	37.00	3.40	18.60	1.70	44.40	4.20
1998	57.10	4.40	26.40	2.10	16.50	1.30
1999	76.80	5.80	24.70	1.90	-1.50	-0.10
2000	65.10	5.50	22.40	1.90	12.50	1.00
2001	50.20	4.20	49.90	4.10	-0.10	0.00
2002	43.90	4.00	48.50	4.40	7.60	0.70
2003	35.80	3.60	63.20	6.30	1.00	0.10
2004	39.50	4.00	54.50	5.50	6.00	0.60
2005	37.90	4.30	39.00	4.40	23.10	2.60
2006	40.00	5.10	43.90	5.60	16.10	2.00
2007	39.20	5.60	42.70	6.10	18.10	2.50
2008	43.50	4.20	47.50	4.60	9.00	0.80
2009	47.60	4.40	91.30	8.40	-38.90	-3.70
2010	36.80	3.80	54.00	5.60	9.20	0.90

资料来源：中航证券金融研究所

图 1：净出口对 GDP 影响长期看趋于减弱

图 2：投资与消费对 GDP 的贡献逆转趋势延续

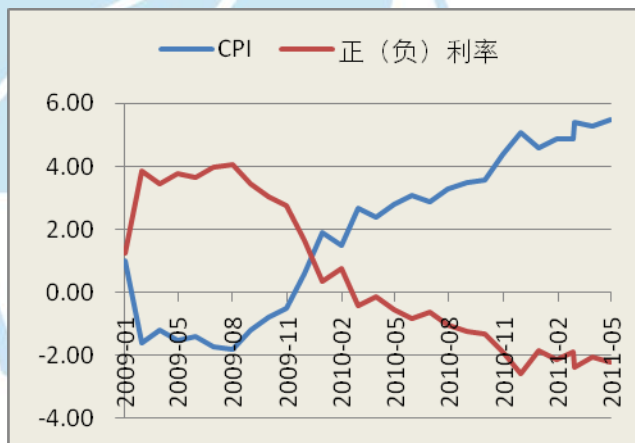


资料来源: WIND、中航证券金融研究所

三、 三季度通胀迎来拐点

通胀将在三季度出现回落迹象, 四季度明显回落。3、4 月份 CPI 分别为 5.4%、5.3%, 5、6 月份 CPI 预计为 5.4%、5.9%, 仍在爬坡过程中。6、7、8 月份 CPI 的翘尾因素分别为 3.55%、3.24%、2.62%。美元指数 5 月初出现拐点, 国际大宗商品价格回落趋势形成, 尽管未来还会有反复, 但输入型通胀压力下半年逐渐减轻的趋势较为明朗, 并可能将持续到明年上半年。正常情况下 8 月份数据 (9 月份公布) CPI 将发出明显回落的信号。

图 3: CPI 上升, 负利率继续



资料来源: WIND、中航证券金融研究所

图 4: 国债收益居高不下, 通胀短期继续发酵

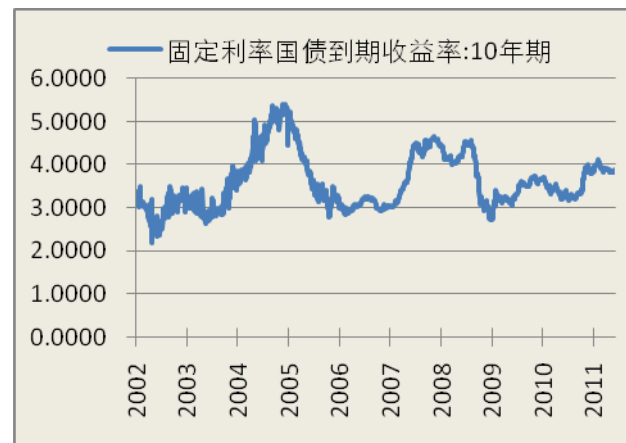
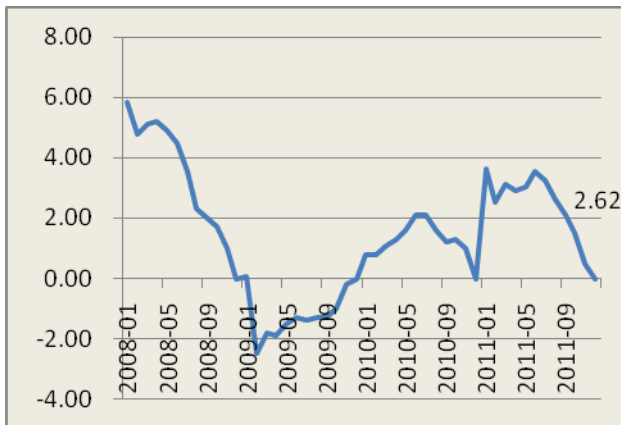
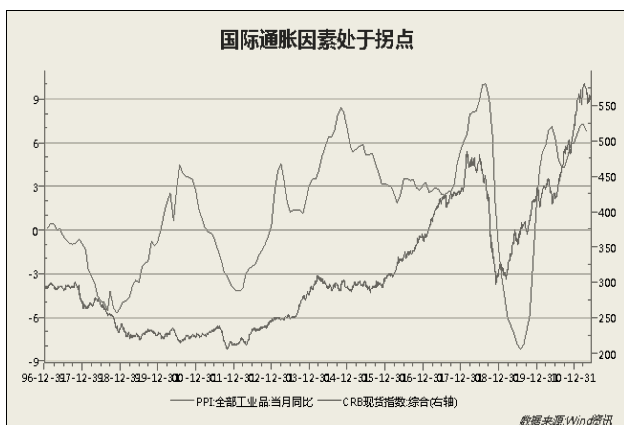


图 5: 国际通胀因素处于阶段性拐点

图 6: CPI 翘尾因素 8 月份明显回落

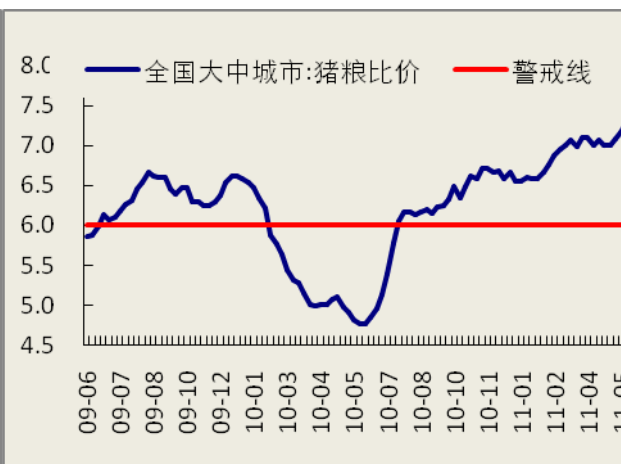
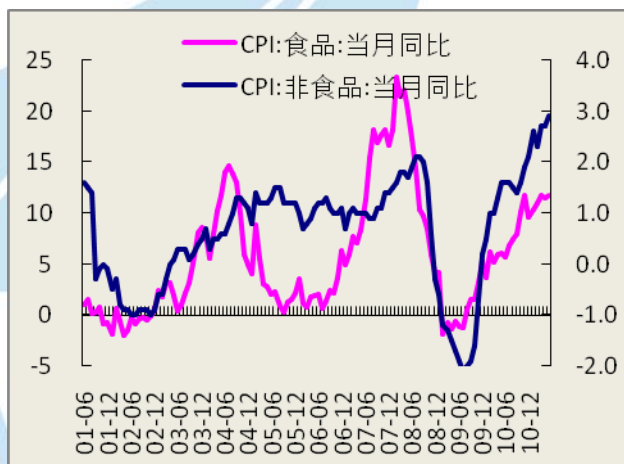


资料来源: WIND、中航证券金融研究所

5月南方旱情严重，但进入6月后出现旱涝急转的态势。无论旱还是涝，均可能导致农产品价格上涨。劳动力成本、土地价格、资金成本的上升使猪肉价格呈现淡季不淡的局面，猪粮比价超过警戒线。好消息是夏粮丰收在望，且旱涝目前均集中在南方，对东北秋粮主产区影响不大，暂时对秋粮丰收不构成威胁。自然灾害对食品类CPI的影响是否会使CPI的确定回落时间推迟还需要进一步观察，但无论如何三季度将出现通胀的拐点，四季度期间月度CPI将见到4.5%以下，即货币紧缩政策目标达成，进入观察期。

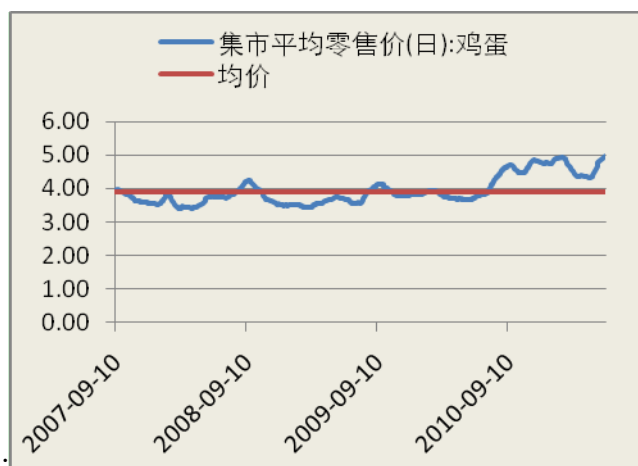
图 7: 食品 CPI 短期强劲, 非食品 CPI 长期看涨

图 8: 猪粮比价坚挺



资料来源: WIND、中航证券金融研究所

图 9: 鸡蛋价格迭创新高

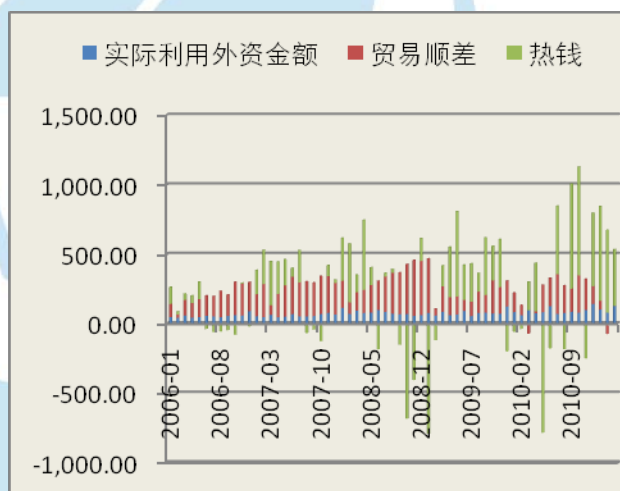


资料来源: WIND、中航证券金融研究所

四、流动性充裕，但进一步紧缩的余地不大

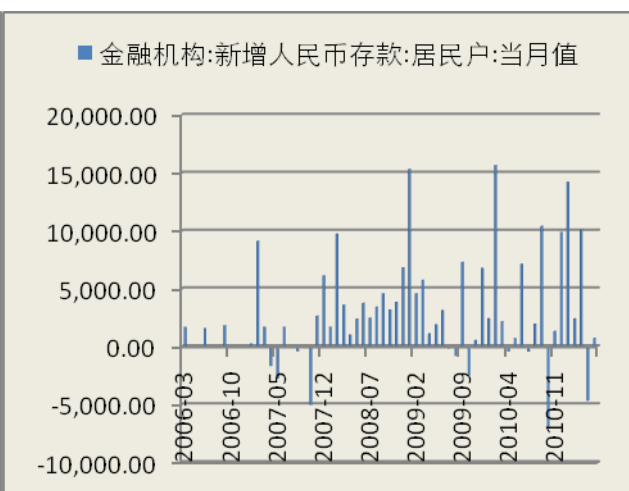
近年来社会融资渠道逐渐多样化，新增人民币银行贷款占社会融资总额的比重从 02 年的 92% 降到 10 年的 55.60%，11 年以来银行系统在贷款控制方面力度较大，但截至到 5 月份新增贷款累计达到 3.5462 万亿，总量上已接近危机之前 2007 年全年的 3.6337 万亿水平。且 11 年一季度社会融资总量仅较去年同期减少了 3225 亿，降幅 7.15%，总体来说货币紧缩政策看似疾风骤雨，实则风和日丽，对通胀的抑制作用有限，对实体经济的打击也有限。

图 10、热钱流入依然汹涌



资料来源: WIND、中航证券金融研究所

图 11: 储蓄搬家没入股市

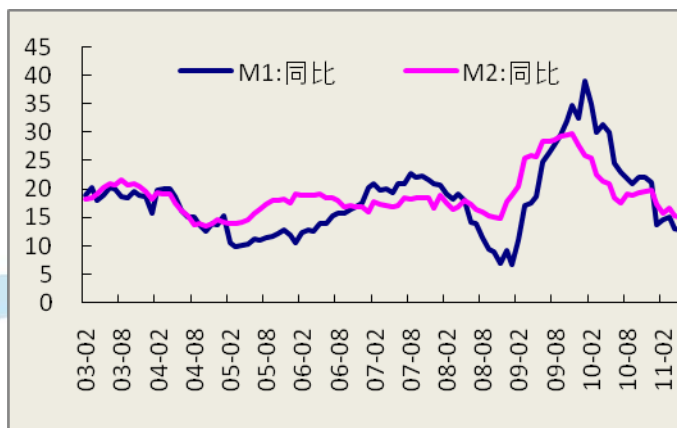


尽管欧元区 4 月份首次加息 0.25%，7 月再次加息可能性较大，美国 6 月份 QE2 结束前加息呼声已经开始出现，估计明年初加息，国内热钱流入虽有放缓迹象，但 3 月份仍达到 406.92 亿美元。居高不下的社会融资总量，加上热钱仍在源源不断流入，央行数量调控的压力很大；

另一方面商品房销售明显萎缩，投机性炒房基本被扼杀，在货币紧缩背景下国内仍然处在流动性充裕的状态。一个有趣的现象是 4 月份居民新增人民币存款为-4678 亿元，历史上 07、09、10 年多次出现负值时均为股市最疯狂阶段储蓄搬家，而这次搬家却更多地流入信托、委托贷款等理财产品。

5 月份 M1 和 M2 分别回落到 12.7% 和 15.1%，M1 已低于 GDP+CPI 的水平，M2 则与此基本相当。尽管不断高涨的 CPI 仍可能迫使管理层年内再度加息，但目前判断年内利息上调到 3.5% 已经较为充分，从货币供应量的角度来看未来政策余地已经不大了。

图 12：货币供应趋于合理

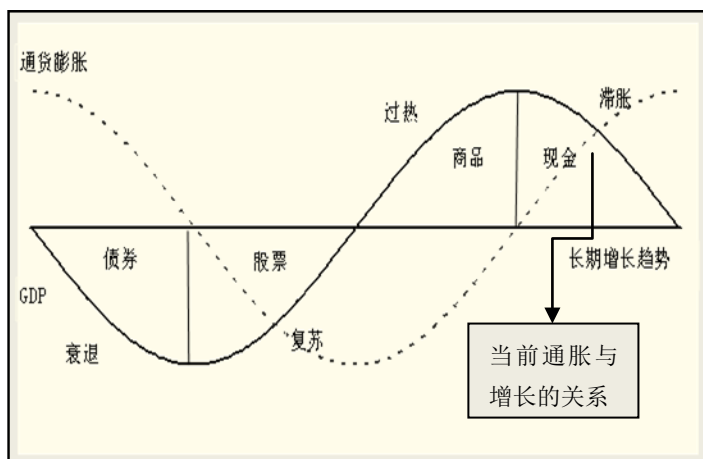


资料来源：WIND、中航证券金融研究所

五、经济周期与投资逻辑

从经济运行周期来看，当前处在滞涨阶段，即 GDP 在紧缩政策下已开始回落，但 CPI 仍未见顶。滞涨阶段初期公司业绩下滑使估值承受压力，加息过程之中债券收益率仍在上升，因此股票不是优选，资金配置理论上应以现金为主、债券为辅；当 CPI 见顶后经济仍在下降之中，股票估值未见底，而债券收益率已达到高位，开始超配债券，辅之以股票；经济见底后开始复苏阶段，通胀仍在下降，股票估值处在底部而未来预期收益率大幅度攀升，配置上以股票为主，辅之以债券。

图 13：经济周期与资产配置



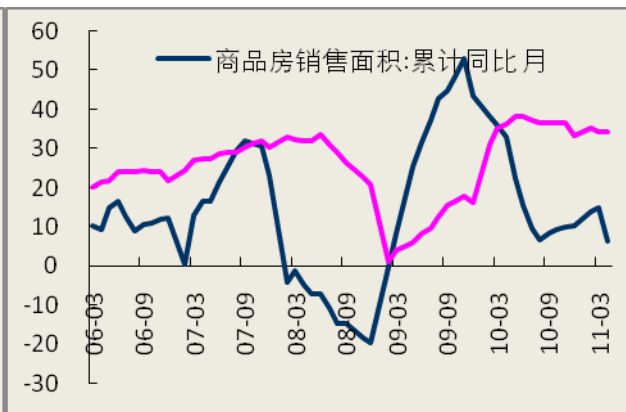
资料来源：中航证券金融研究所

经济软着陆是指国民经济的运行经过一段过度扩张之后，平稳地回落到适度增长区间。软着陆的基本指标：经济增长率 $>7\%$ 、失业率 $\leq 4.5\%$ （国内现阶段在 $4.5-6\%$ 区间可接受）、通胀率 $\leq 4.5\%$ （现阶段小于 3% 的理论指标不现实）。11 年政府 GDP 目标保八，预计三季度 GDP 将有望回落到 9% 以下，仍处在最优增长区间内，届时宏观紧缩趋于终结并进入政策观察期，决策层将根据经济下滑的速度以决定政策转向的时间和力度，预计决策层将力保季度 GDP 数据不至于低于 8% 。基于此，本轮经济调整实现软着陆是计划内的事情，且实现的可能性非常大，对未来经济的过度担忧是不必要的。

图 14: 发电量季调后下降趋势待变



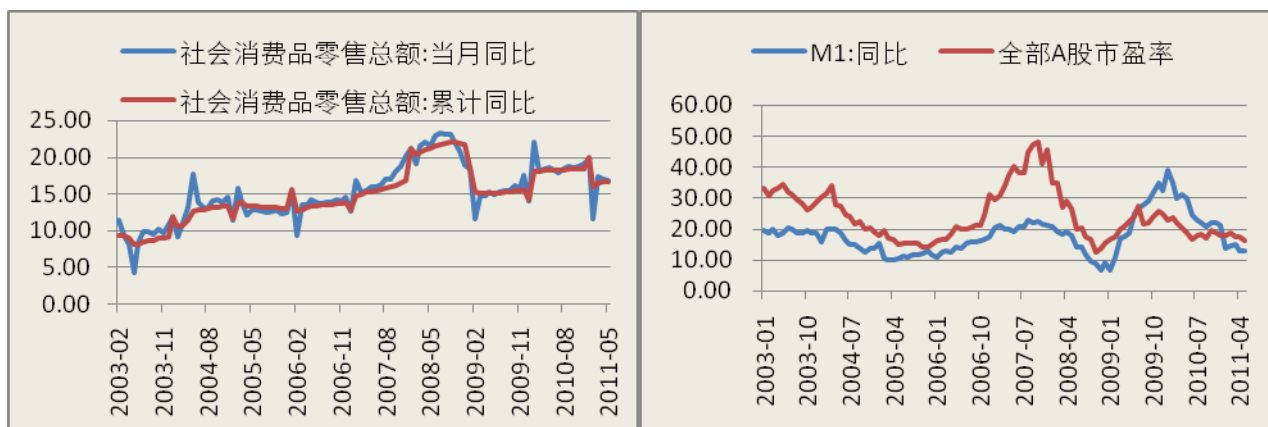
图 15: 房地产需求等待保障房引爆



资料来源：WIND、中航证券金融研究所

图 16: 社会消费稳步增长

图 17: M1 与市盈率相关性高

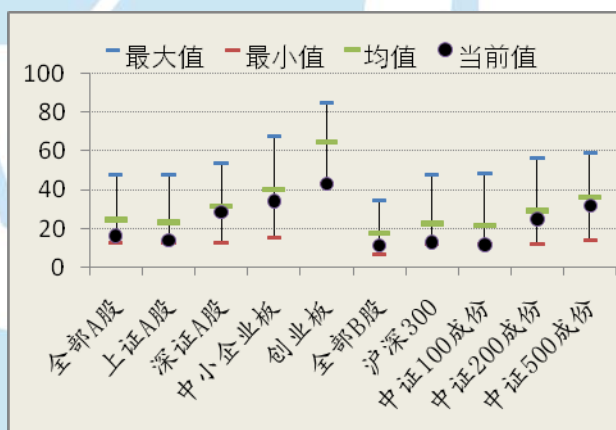


资料来源: WIND、中航证券金融研究所

六、估值的历史比较

当前市场运行状态下,无论是风格指数还是各行业板块的 PE 和 PB 普遍都低于历史平均水平。中证 100 成份股当前 PE、PB 已创出历史新低的 11.81 倍和 1.97 倍、沪深 300 成份股当前 PE、PB 水平分别为 13.11 倍和 2.12 倍,接近历史最低的 12.14 倍和 2.05 倍。从行业角度观察,金融服务行业 PE、PB 已创出历史新低的 9.62 倍和 1.71 倍。金融服务行业、中证 100 成份股、沪深 300 成份股的流通市值占 A 股市场总流通市值的比重分别达到 22.07%、54.25%、69.38%,这些公司构成 A 股市场的主体,尽管未来不排除继续创造新低的可能性,但无论如何,当前市场处在阶段性底部的判断是合理的。其中金融服务行业在利息不断上调的背景下利差进一步扩大,获利能力仍在提高,因而能够在市场下跌过程中发挥稳定器的作用。

图 18: 风格指数历史 PE 比较



资料来源: WIND、中航证券金融研究所

图 19: 风格指数历史 PB 比较

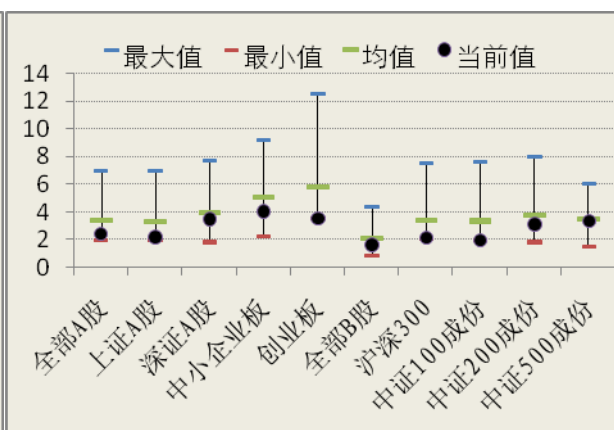
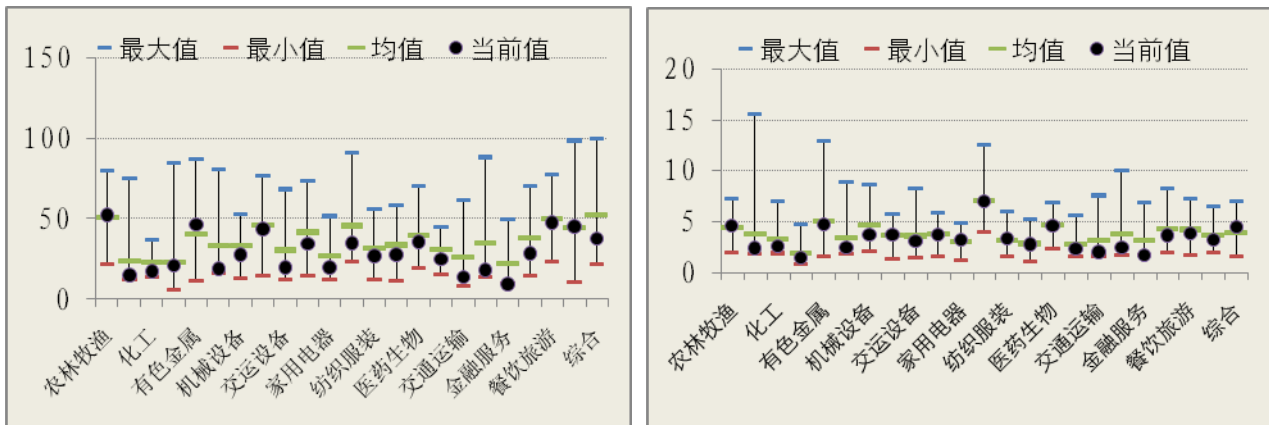


图 20: 板块历史 PE 比较

图 21: 板块历史 PB 比较



资料来源: WIND、中航证券金融研究所

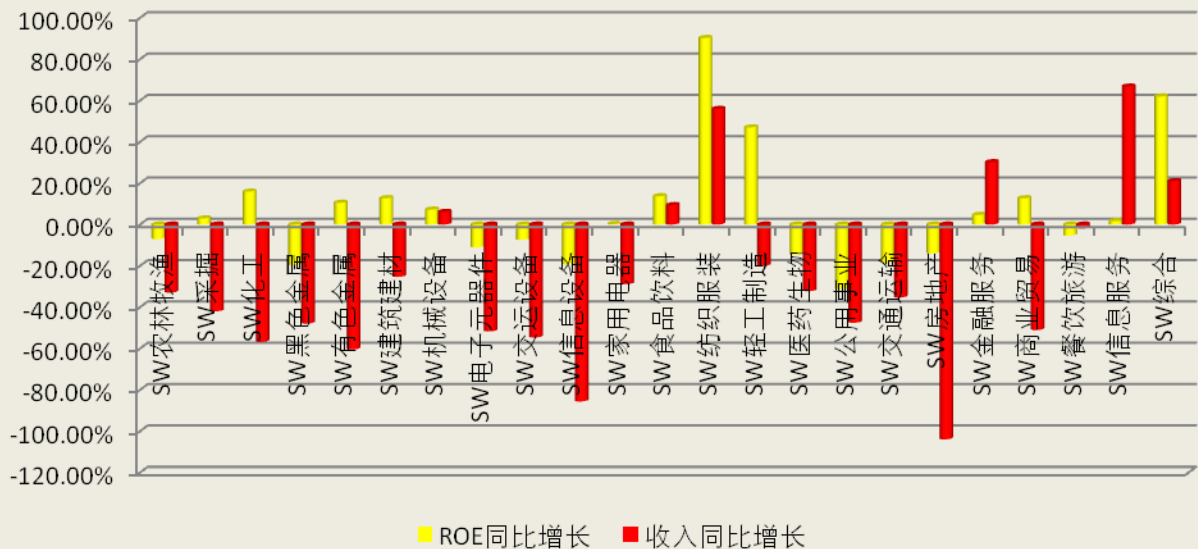
七、国际板的影响

市场普遍认为,国际板的推出将进一步压低A股估值水平,这可能也是近期B股连续大跌的原因。我们的看法有所不同,我们认为首先国际板推出时间至少也在四季度,届时通胀回落趋势基本明确,政策进入观望期,市场情绪好转,国际板很可能再度满足国内投资者释放炒新热情的需求。若不其然,管理层也会迫于压力适当推延国际板的上市工作;其次年内国际板融资规模估算仅1000亿元人民币左右,对市场资金压力不大;第三国际板将会集中在红筹股、恒生指数成分股和重要的跨国公司股,当前沪深300成份股PE仅为13.11倍,国际板对A股蓝筹股的估值压力不会很大,如汇丰控股当前静态PE为13.7倍左右,较国内上市银行平均PE有30%以上的溢价,从另一个角度看,A+H股中的银行类A股对H股存在大面积折价的现象,本身也说明香港甚至海外成熟市场对蓝筹股的估值较高。第四,国际板进场将有助于国内上市公司内部治理结构的改善以及股利分配政策的变化,长期看有利于A股市场的成熟和稳定。

八、各行业增长情况分析

图 21: 11 年一季度申万行业 ROE 和主营业务收入同比增长情况

11年一季度行业增长情况



资料来源：WIND、中航证券金融研究所

从11年一季度同比数据考察，主营业务收入同比增长的行业包括机械设备增长6.13%、食品饮料增长9.39%、纺织服装增长55.96%、金融服务增长30.19%、信息服务增长66.78%、综合增长20.99%；ROE同比增长的行业包括采掘增长2.98%、化工增长15.96%、有色金属增长10.53%、建筑建材增长12.77%、机械设备增长7.24%、家用电器增长0.28%、食品饮料增长13.75%、纺织服装增长90.30%、轻工制造增长47.02%、金融服务增长4.66%、商业贸易增长12.71%、信息服务增长1.69%、综合增长61.98%。主营业务同比增长代表行业的下游需求强劲，尤其是同比增长超过GDP增长速度的行业更值得关注；ROE水平提升代表了盈利能力提高，无论是由于管理能力或是定价能力所带来。主营业务收入和ROE水平同比同时提升的行业无疑业绩增长的确定性更高，尤其是对容量大市值高的行业更有指导意义。这类行业即便是在下跌的大势之下，抗风险能力更强，未来的爆发性机会都会更大，坑挖的越大投资收益越高。

主营业务收入和ROE水平同比都录得增长的行业包括机械设备、食品饮料、纺织服装、金融服务、信息服务、综合，其中机械设备行业属于较为典型的后周期行业，该行业的两项指标均较为乐观，一定意义上也显示了近期的宏观经济下降的趋势并不激烈。另外家用电器行业也值得关注，该行业主营业务收入同比下滑的主要原因是家电下乡优惠政策的取消，但作为消费类产业未来的整体增长仍然很乐观，且盈利能力继续保持提升。相反对于采掘、化工、有色金属、建筑建材、轻工制造等典型的周期类行业而言，全球宏观紧缩周期逐渐临近、国内经济增长下滑趋势已形成的背景下，行业未来需求的压力逐渐显现，过去由于流动性泛滥造成的价格上涨带来ROE的快速提升未来有逆转或回落的可能性，因此当前对该类行业需要保持一份冷静。当然我们预计四季度国内宏观经济见底，之后宏观经济一旦再度进入平稳增长轨道，周期类行业将咸鱼翻身，尤其是弹性较大的可选消费未来仍有间歇性爆发的机会。

表4：申万行业增长的一致预期

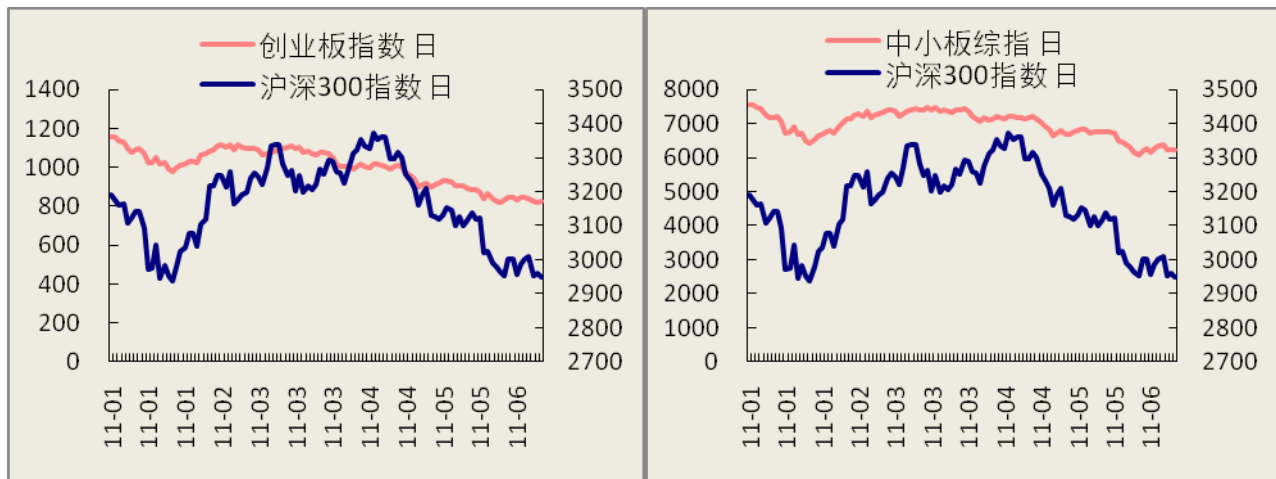
板块名称	PB	EPS (元)			PE			净利润 (合计, 十亿元)			净利润增长率		
	(最新)	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
全部 A 股	2.43	0.49	0.64	0.78	23.65	13.45	10.95	1766.49	2126.65	2571.05	39.73%	20.39%	20.90%
上证 A 股	2.18	0.5	0.62	0.75	19.88	11.9	9.88	1499.21	1757.03	2095.91	39.03%	17.20%	19.29%
深证 A 股	3.48	0.47	0.68	0.93	45.75	20.81	15.7	267.28	369.62	475.14	43.79%	38.29%	28.55%
中小板	4.04	0.57	0.73	1	59	24.64	18.17	89.23	125.52	167.03	35.26%	40.68%	33.07%
创业板	3.5	0.65	0.74	1.07	85.24	28.51	19.98	15.95	25.15	35.72	32.53%	57.66%	42.04%
沪深 300	2.12	0.55	0.68	0.81	19.02	11.3	9.44	1510.17	1771.22	2118.35	37.47%	17.29%	19.60%
农林牧渔	4.55	0.21	0.43	0.59	76.83	30.65	22.86	6.39	11.14	14.31	30.86%	74.17%	28.49%
采掘	2.4	0.89	1.02	1.17	21.48	13.52	11.84	239.26	256.29	291.14	38.93%	7.12%	13.60%
化工	2.56	0.56	0.76	0.94	22.37	14.59	11.87	111.25	130.52	154.91	36.28%	17.32%	18.69%
黑色金属	1.48	0.28	0.4	0.53	35.28	15.17	11.57	30.2	43.93	57.63	183.52%	45.47%	31.19%
有色金属	4.72	0.32	0.58	0.78	81.17	29.41	22.2	27.09	41.89	54.4	149.88%	54.63%	29.86%
建筑建材	2.42	0.42	0.57	0.74	26.79	13.49	10.34	69.52	91.71	116.06	30.77%	31.91%	26.55%
机械设备	3.68	0.51	0.7	0.94	51.31	20.87	15.64	68.2	95.32	125.21	42.59%	39.76%	31.36%
电子元器件	3.7	0.18	0.38	0.64	99.26	29.6	18.39	8.49	16.45	25.79	-	93.81%	56.80%
交运设备	3.09	0.61	0.78	0.96	35.2	16.19	13.27	71.96	75.66	91.77	86.94%	5.15%	21.29%
信息设备	3.73	0.42	0.66	0.92	50.97	24.13	17.69	13.89	17.68	23.69	23.31%	27.22%	34.02%
家用电器	3.21	0.57	0.65	0.81	32.27	16.49	13.45	18.15	20.99	25.85	43.50%	15.66%	23.17%
食品饮料	6.92	0.83	1.19	1.65	50.67	28.08	21.32	26.05	34.48	44.78	29.30%	32.36%	29.88%
纺织服装	3.33	0.37	0.46	0.75	38.38	23.99	16.11	13.47	15	19.45	43.82%	11.38%	29.65%
轻工制造	2.77	0.28	0.5	0.67	39.11	21.53	16.04	9.17	12.47	16.28	31.20%	35.98%	30.52%
医药生物	4.57	0.5	0.72	0.94	50.81	25.79	19.94	31.37	42.62	54.04	17.74%	35.89%	26.78%
公用事业	2.3	0.25	0.31	0.37	29.74	21.48	18.56	37.53	38.19	44.3	15.44%	1.76%	16.02%
交通运输	1.99	0.43	0.46	0.5	29.64	13.29	12.05	88.27	89.1	96.48	213.28%	0.95%	8.28%
房地产	2.44	0.44	0.62	0.84	24.35	12.72	9.35	61.36	78.97	97.14	29.56%	28.71%	23.00%
金融服务	1.71	0.51	0.63	0.75	13.38	8.42	7.07	783.93	949.75	1132.53	29.45%	21.15%	19.25%
商业贸易	3.63	0.42	0.67	0.9	45.04	20.46	15.51	23.25	31.01	39.91	32.12%	33.38%	28.68%
餐饮旅游	3.83	0.27	0.45	0.59	60.92	28.23	21.85	3	3.84	4.86	27.96%	28.05%	26.53%
信息服务	3.18	0.26	0.38	0.54	59.69	30.5	21.6	18.74	22.5	31.59	-7.28%	20.05%	40.42%
综合	4.45	0.24	0.48	0.63	52.44	21.24	16.37	5.15	6.09	7.56	71.70%	18.34%	24.10%

资料来源: WIND、中航证券金融研究所

九、中小板和创业板的机会

图 22: 沪深 300 指数与创业板指数比较

图 23: 沪深 300 指数与中小板综指比较



资料来源: WIND、中航证券金融研究所

年初以来截止到 6 月 10 日, 中小板综指下跌了 17.33%、创业板指数下跌了 28.66%、沪深 300 指数下跌了 7.14%。10 年中小板和创业板大幅跑赢沪深 300 指数(10 年内中小板综指上涨了 27.76%、6 月份启用的创业板指数上涨了 16.90%、沪深 300 指数下跌了-11.51%), 但从实际净利润增长情况来看, 10 年中小板和创业板利润增长分别为 35.26%和 32.53%, 均低于沪深 300 的 37.47%, 这是 11 年以来市场反弹过程中中小板和创业板大幅跑输沪深 300 指数的根源。不过中小企业代表了中国经济成长的动力, 11 至 12 年中小板净利润增长的一致预期分别为 40.68%、33.07%, 创业板分别为 57.66%、42.04%, 沪深 300 成分股分别为 17.29%、19.60%。尽管中小企业丑闻不断, 估值水分较之成熟企业更大, 但上市的中小企业在资金面得到有效改善后, 周期性特征不太明显, 比大盘蓝筹股具备更多的活力是不争的事实。上半年大幅度调整后, 未来中小板和创业板有望整体跑赢沪深 300 指数。当然, 由于中小板和创业板的行业跨度非常大, 自下而上的选股是不能缺省的。另外, 创业板之前被寄予的希望更高, 三高发行的问题更严重, 而实际增长尚差于中小板, 创业板的地雷更多, 且未来新三板至少在心理层面上对创业板也有打击, 因此在中小板和创业板之间相对更倾向于中小板。

十、投资建议及行业配置策略

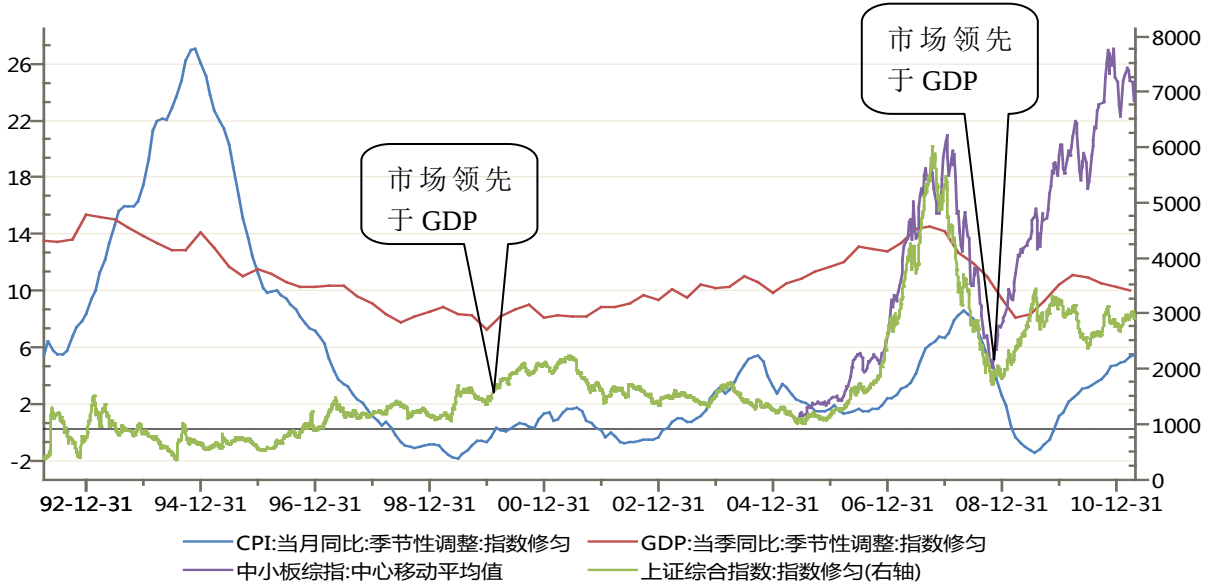
综合来看, 我们观点三季度中后期宏观经济形势明朗化, 尽管经济仍有惯性下滑, 但二级市场开始逐渐盘出底部, 四季度经济见底。11 年下半年市场仍然属于区间箱体运行, 波动范围仍然在 2650-3100 点之间, 并呈现前低后高的局面。

三季度中后期之前二级市场中线反复震荡筑底, 我们建议轻股票、重债券, 在股票的配置上推荐食品饮料、纺织服装、金融服务、信息服务、综合, 以及部分机械设备, 其中金融服务行业是指数的定海神针;

三季度中后期以后, 我们建议轻债券、重股票, 并根据宏观政策放松的进度, 逐步增加周期类行业的配置如机械设备、建筑建材、信息设备、黑色金属、房地产等未来业绩一致预期增长较快以及涉足战略新兴产业规划所指引方向的相关行业。

图 24：流动性充裕条件下，股市作为经济晴雨表的功能得以体现

GDP领先于CPI、市场领先于GDP



数据来源:Wind资讯

资料来源: WIND、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

李勇强，SAC执业证书号：S0640511050001

宏观策略研究员，清华MBA硕士。2010年2月加入中航证券金融研究所，主要研究方向为投资策略。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。