

通胀见顶回落 市场乍暖还寒

——2011年下半年A股投资策略

长城证券研究所 宏观策略部

王凭 010-88366060-8765 wangp@cgws.com

执业证书编号: S1070208060266

朱琳 010-88366060-8011 zhul@cgws.com

从业证书编号: S1070111030006

高凌智 0755-83516242 gaolz@cgws.com

执业证书编号: S1070200010015

投资要点

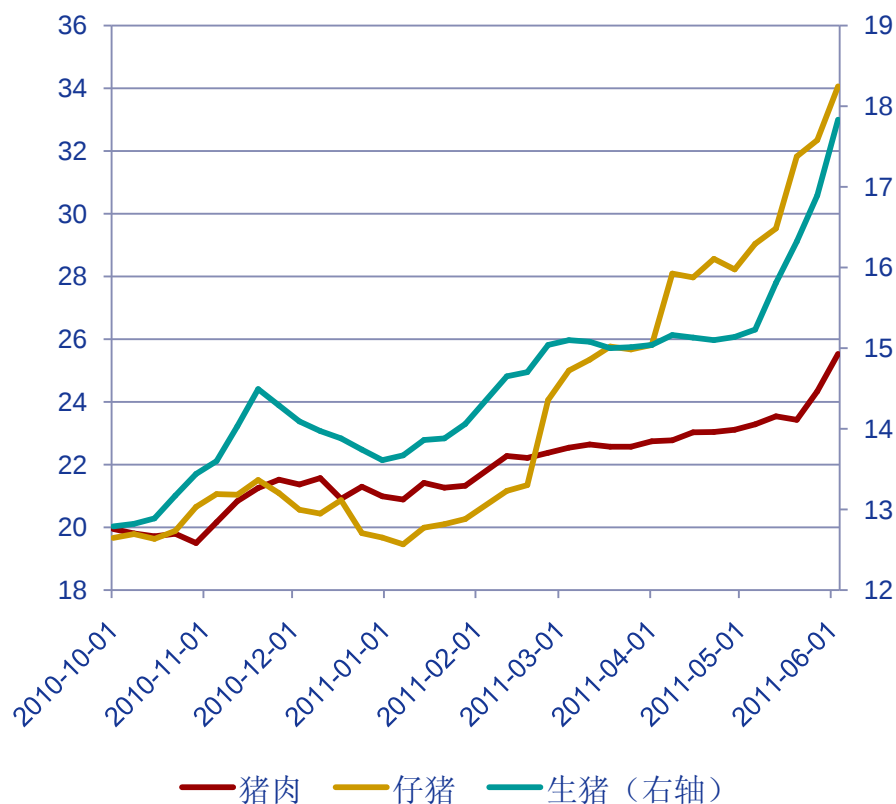
- 通胀周期：见顶回落
——CPI预计3季度见顶，4季度下行
- 经济筑底：大约在冬季
——GDP环比增速3季度见到向上拐点
——GDP同比增速4季度有望筑底
- A股展望：底部临近
——3季度初延续震荡调整，3季度中后期筑底回升
- 通胀回落期的配置逻辑：业绩为王
——经济寻底过程，追求确定性增长
——3季度超配下游：医药、电子、通信、汽车
——4季度超配中上游

1、通胀周期：见顶回落

1.1 猪肉上涨压力持续到年底

- 近期猪肉价格出现“淡季不淡”的特征，6月初猪肉价格同比涨幅达72%，生猪、仔猪价格涨幅更为明显，从存栏量数据来看，去年1月至8月期间，能繁母猪存栏不断下降，一般来讲从母猪存栏到生猪出栏存在约12个月的时滞，至少在三季度内猪肉的供应量不会增加，在目前生猪存栏较低的水平下，预测三季度内猪肉价格将进一步上涨，明年初上涨压力有望缓解。

猪肉价格走势



生猪与能繁母猪存栏

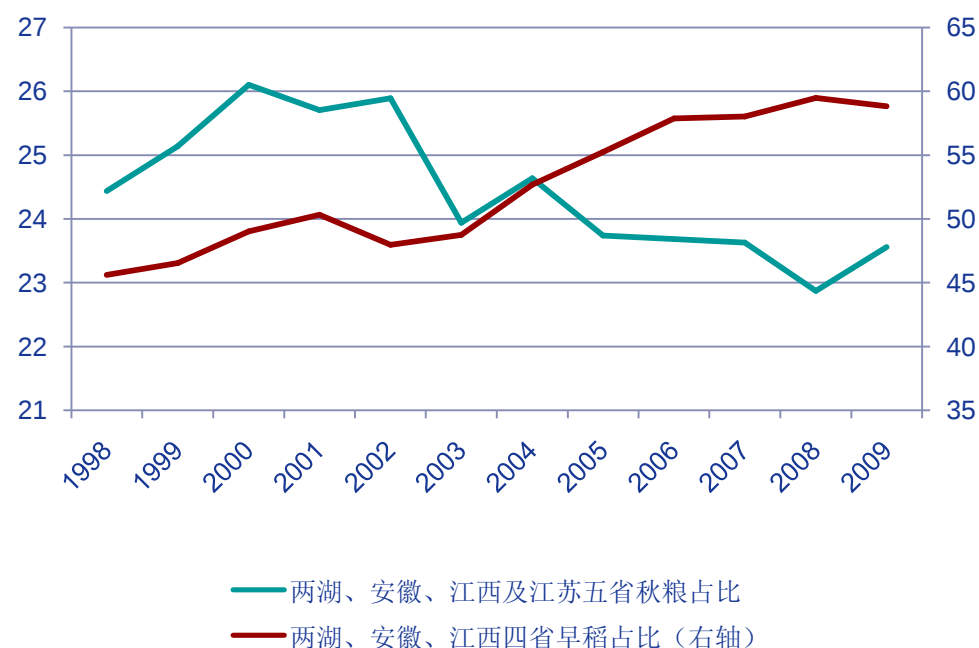


数据来源: wind, 长城证券研究所

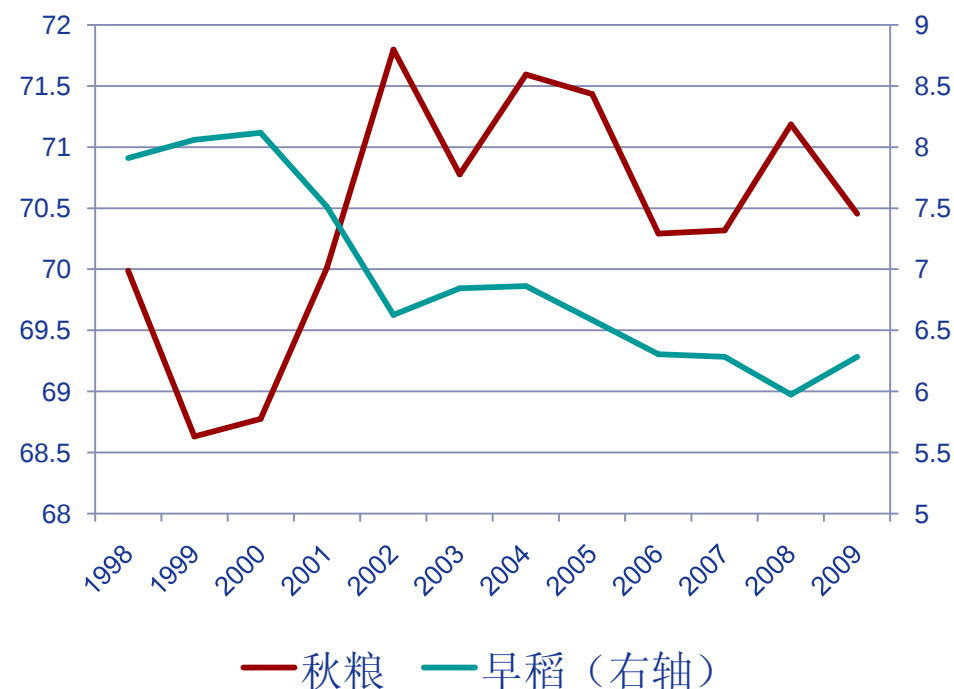
1.2粮食价格上涨幅度有限

- 今年以来长江中下游降水明显减少，湖南、湖北、安徽、江西及江苏五省旱情严重，五省是早稻的主产区，占比近59%，而占秋粮比约为24%。从早稻占全国粮食产量6.3%，秋粮占比近71%。早稻主要是籼稻，作为口粮的比例较小。干旱将引起早稻产量的下滑，由于早稻占比较小，影响有限。6月初的降水对前期旱情有明显的缓解，中稻的生产受旱情影响将减小。整体来看，收购价的提高和干旱将引起价格的上涨，但考虑到影响有限，加之国储丰富，三季度基期数据较高，价格涨幅将受限。

各省粮食产量占比 (%)



早稻和秋粮占我国粮食产量比重 (%)

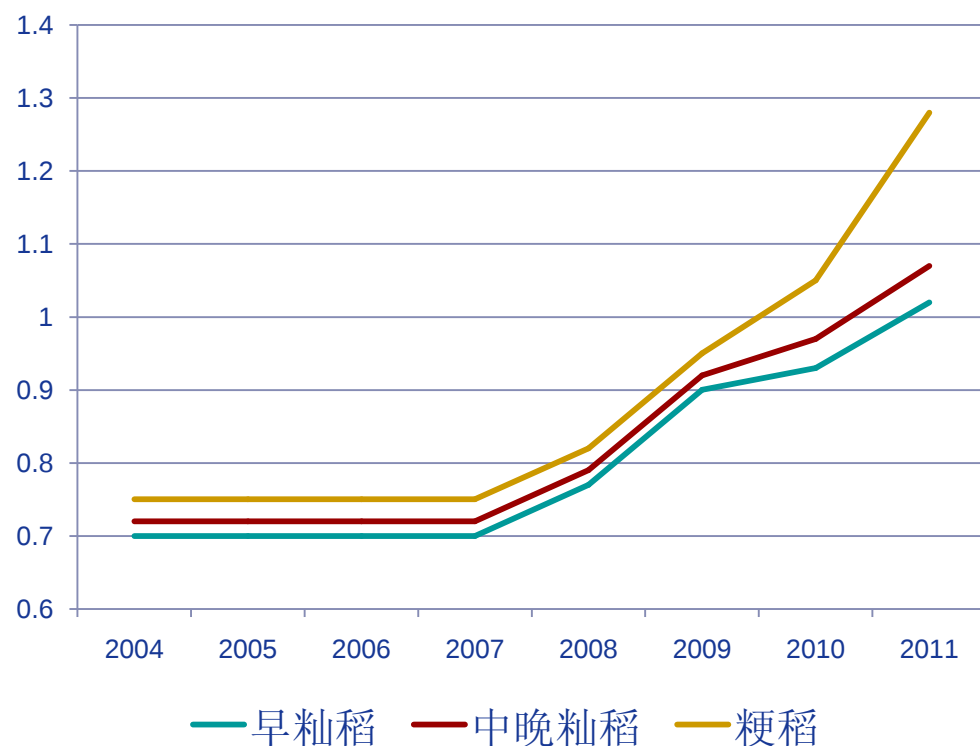


数据来源：CEIC，长城证券研究所

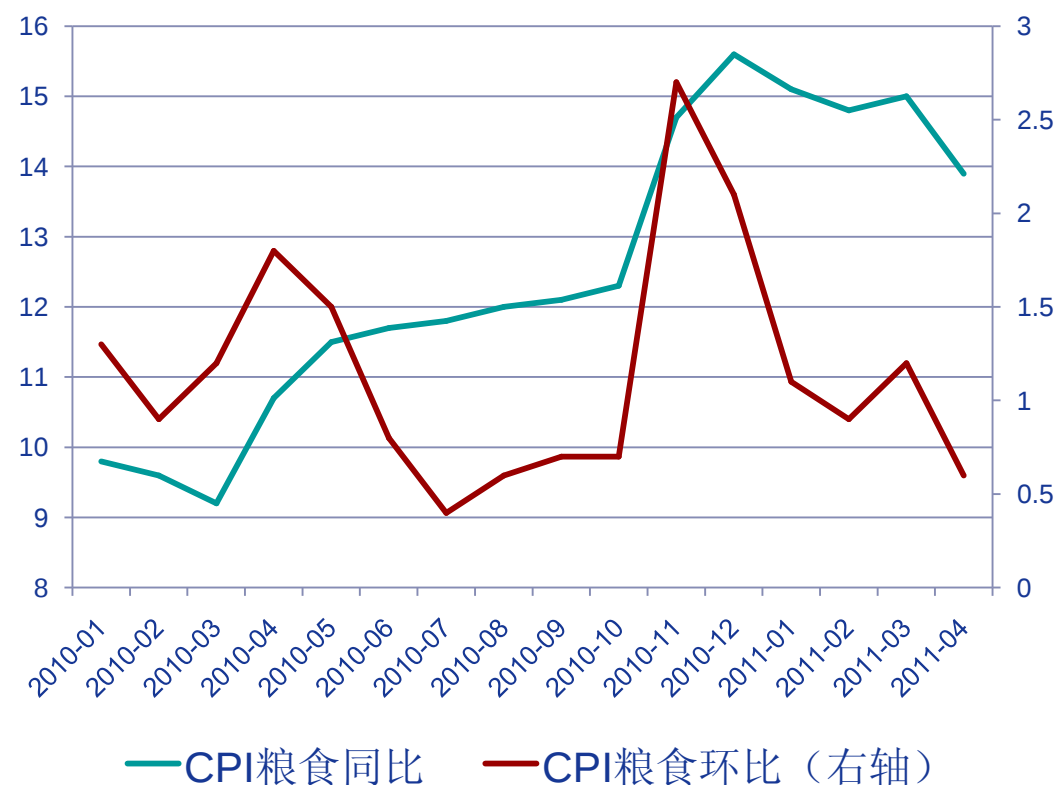
1.2 粮食价格上涨幅度有限

- 食品类占CPI权重是31.4%，是影响CPI的最重要的指标。而肉类和粮食占食品比重较大。从粮食价格来看，2008年以来，我国稻谷的最低收购价不断提高，今年各品种稻谷最低收购价较去年提高9%-22%。今年以来北方旱情、长江中下游旱情推动粮食价格的攀升，2011年各月CPI粮食价格的同比涨幅均在13.5%以上。从基期因素来看，由于2010年4月后同比涨幅较高，三季度粮食价格的基期数值较高。

我国稻谷最低收购价（元/斤）



CPI粮食同比与环比数据 (%)

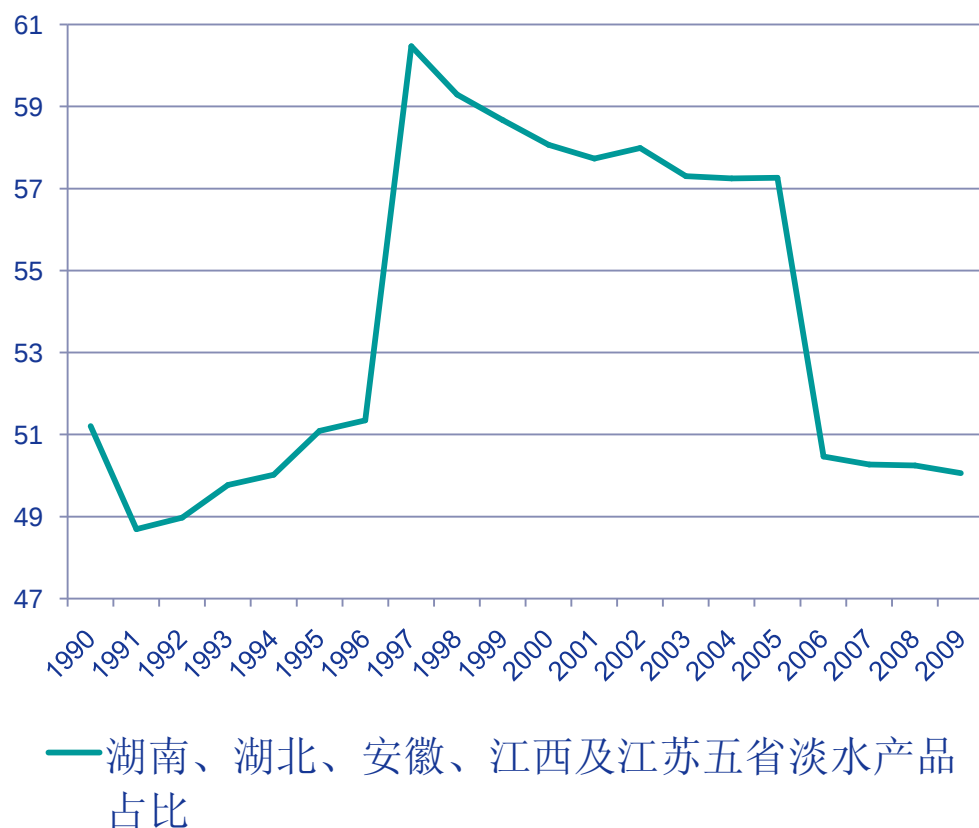


数据来源: wind, 长城证券研究所

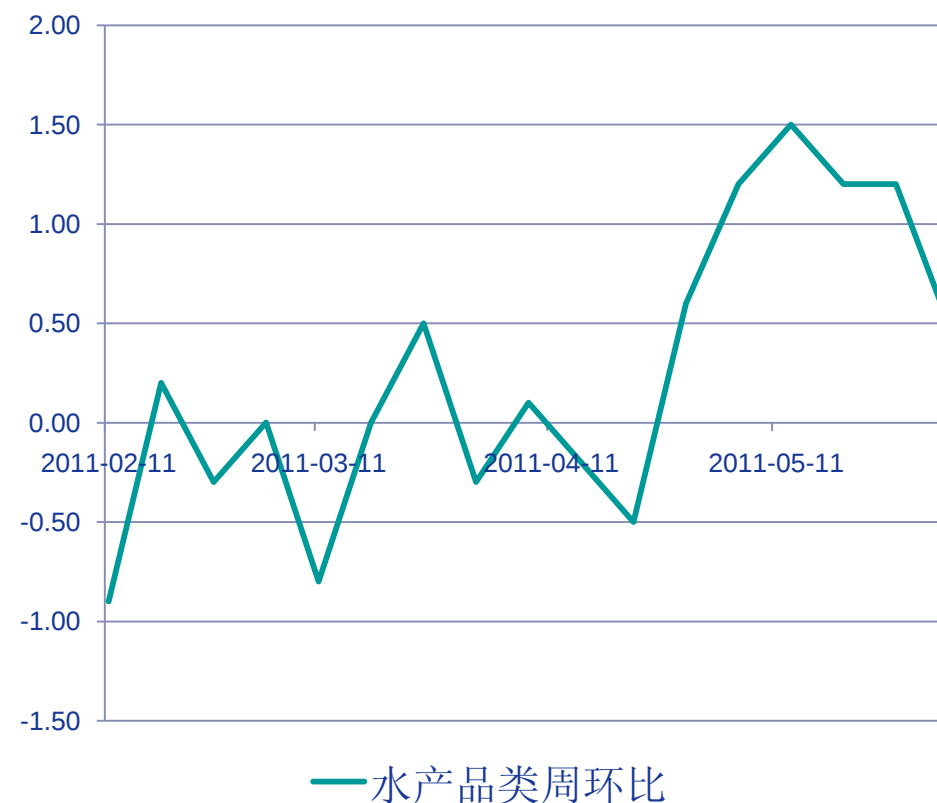
1.3 水产品价格将继续处于高位

- 旱情较为严重的五省淡水产品产量占总产量的50%，旱情使水产品的供应减少，价格不断攀升，近期虽然旱情有所缓解，但经过长时期的干旱，整个水域已经有所减少，以湖北洪湖为例，水域面积只有原来的1/8，考虑到鱼等水产品的生长周期较长，预测三季度水产品价格将继续处于高位

五省淡水产品产量占比 (%)



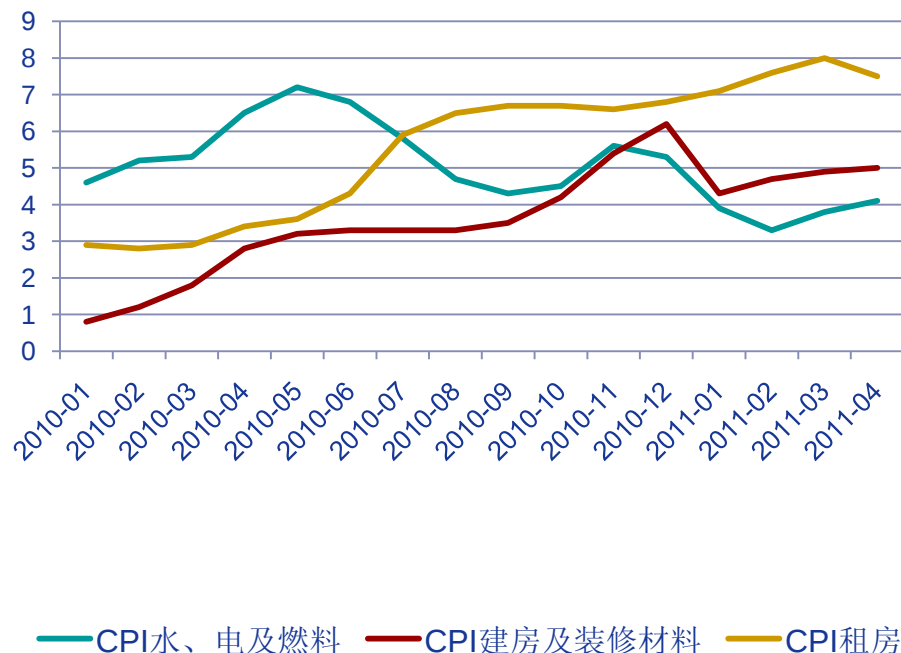
商务部水产品食用农产品指数周环比 (%)



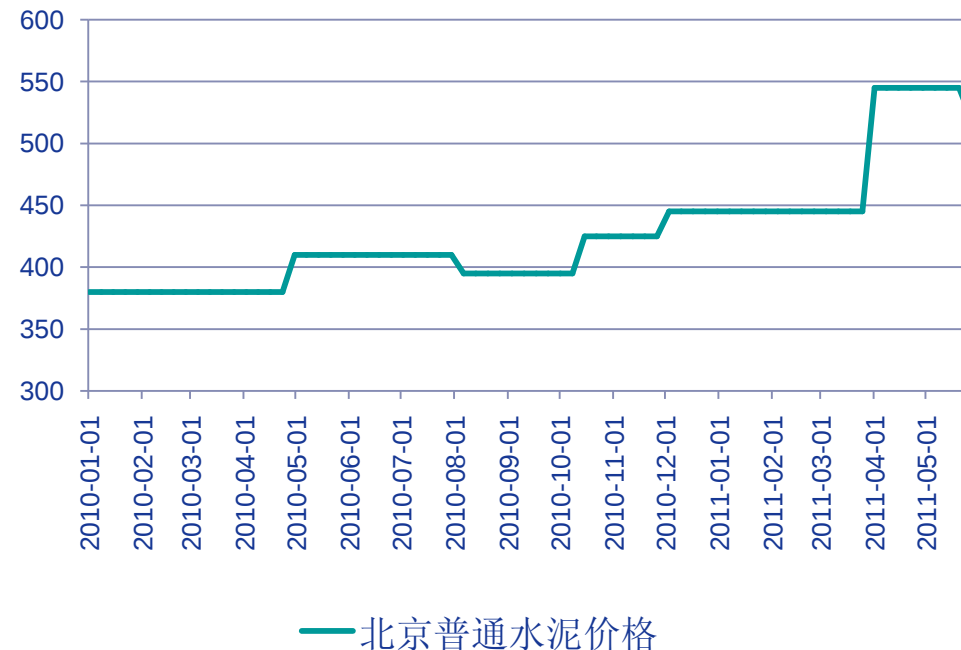
1.4 居住价格将继续上涨

- 从居住价格各分项今年走势来看，各分项特别是租房价格涨幅均较为明显。由于6月至8月是房屋租赁的旺季，房租价格将进一步上涨，但考虑到去年基期房租价格涨幅较高，房租的同比涨幅将受限。由于水、电、燃料占整个居住价格比例较高，对居民生活影响较大，其价格将受到行政措施的干预，同比涨幅将受限。近期建房和装修材料有所回落（以北京地区水泥为例），但从未来走势来看，三季度内保障房的开工将加大对建房材料的需求，预测建房和装修材料价格将继续保持在高位。综合来看，居住类价格将继续上涨。

CPI分项指标走势



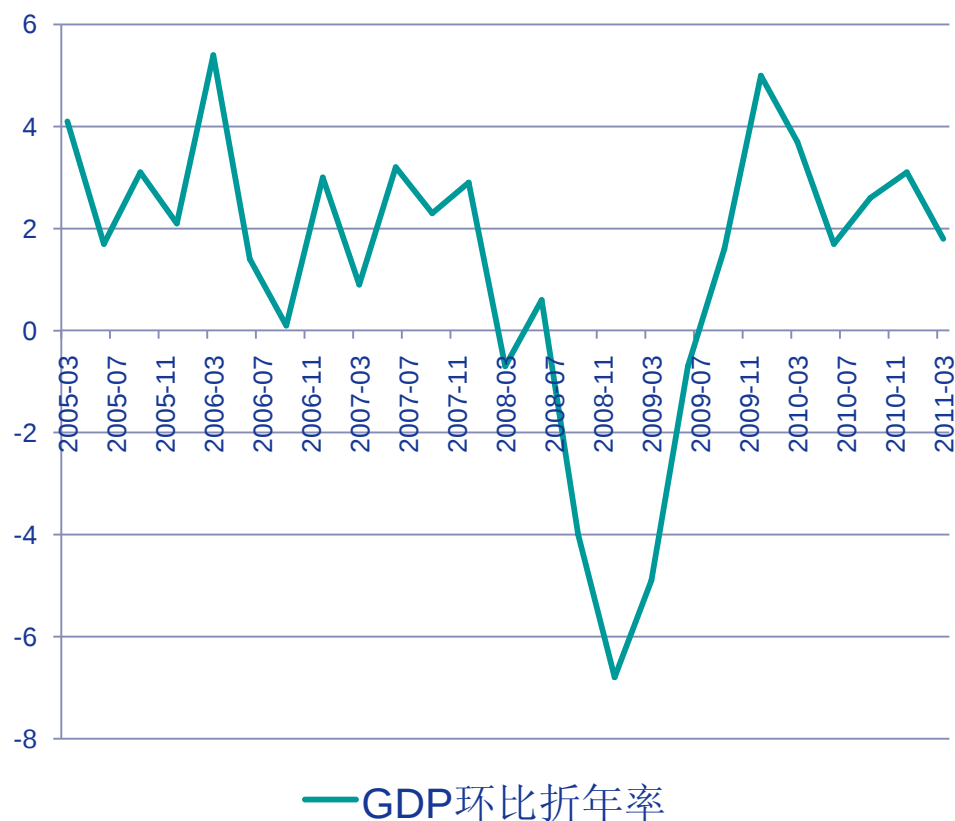
水泥价格走势（元/吨）



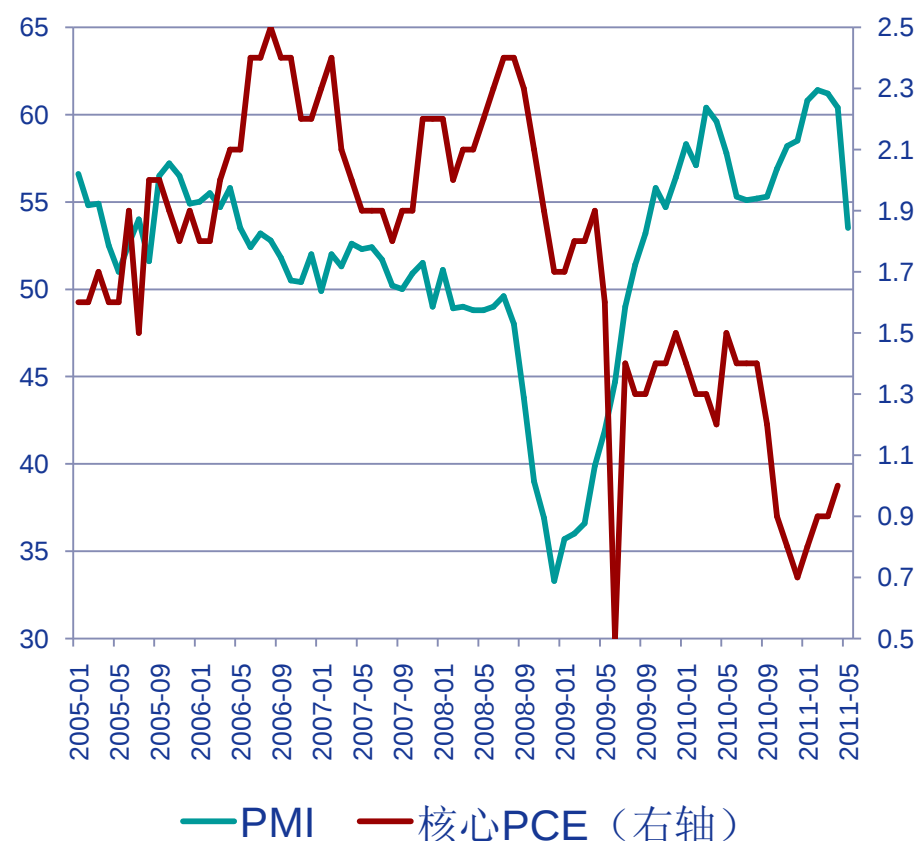
1.5输入型通胀压力缓解

➤ 美国经济复苏放缓：1季度美国GDP环比折年率下滑至1.8%，而经济领先指标PMI自3月起连续下滑，其中5月PMI指数大幅下滑6.9个百分点至53.5。而美联储也下调今年全年美国经济增速预期至3.1%-3.3%，美国经济复苏势头放缓。从通胀情况来看，自年初以来，剔除食品和能源价格后的核心PCE指标连续攀升，但目前仍处在较温和的水平上。

美国GDP环比折年率 (%)



美国PMI和核心PCE指标 (%)

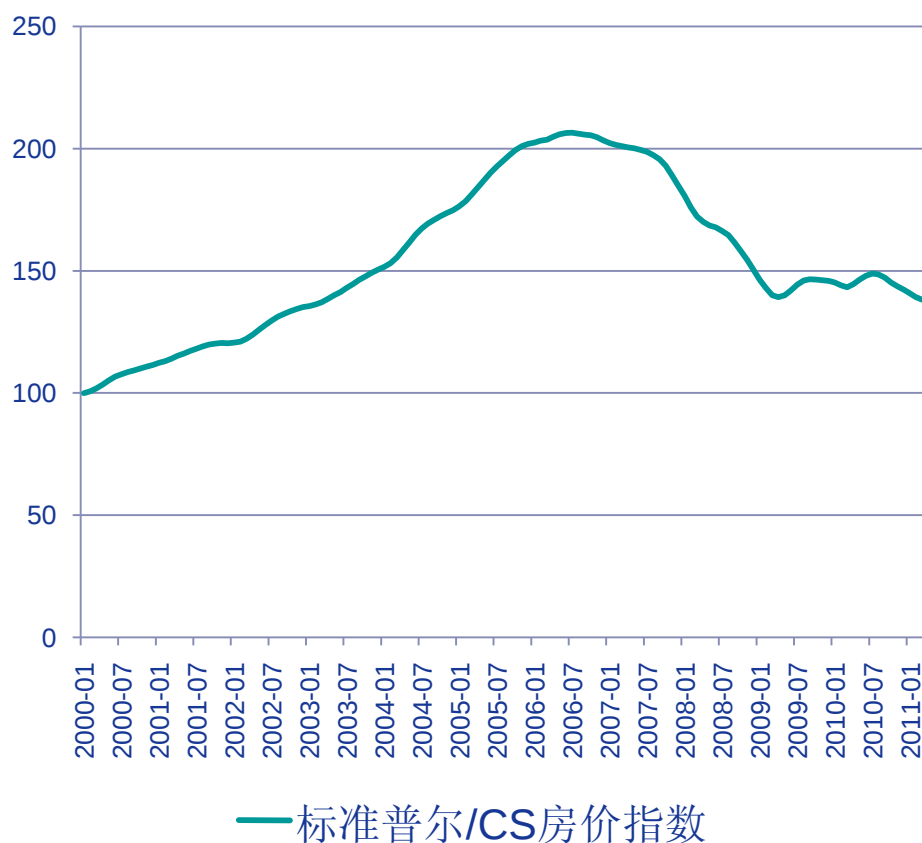


数据来源: wind, 长城证券研究所

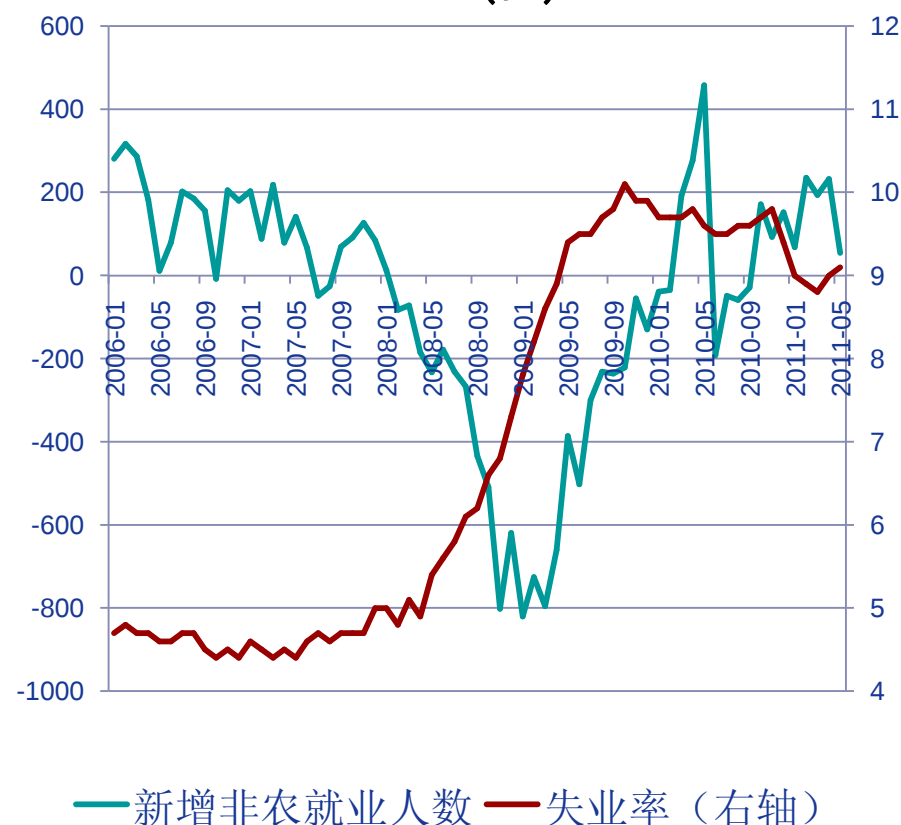
1.5输入型通胀压力缓解

- 房地产疲软，失业情况严峻：从房地产数据来看，房价一季度环比下滑4.2%，已经回到2002年的水平，也是9年来的最低点。而从就业数据来看，5月非农就业人数仅增加5.4万人，远低于预期15万人，增幅为2010年9月以来的最低值；同时5月失业率9.1%，超出预期值8.9%，重新回到9%以上。

美国标普/CS房价指数(2000年1月=100)



新增非农就业人数（千人）及失业率（%）

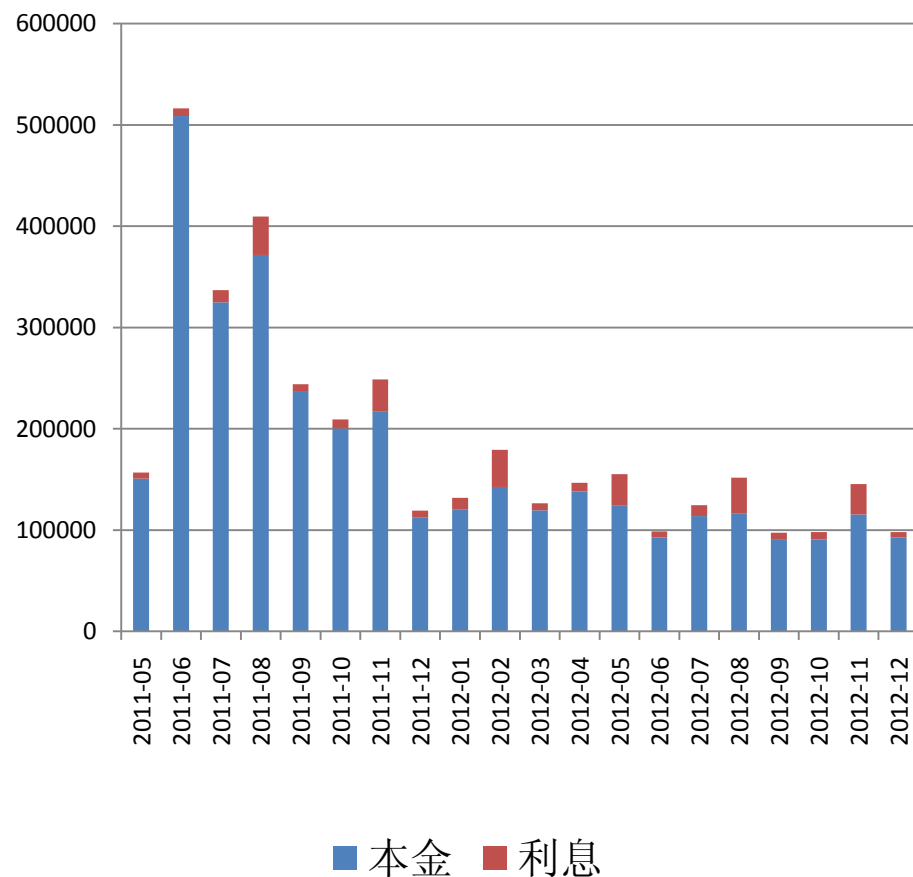


数据来源：wind，长城证券研究所

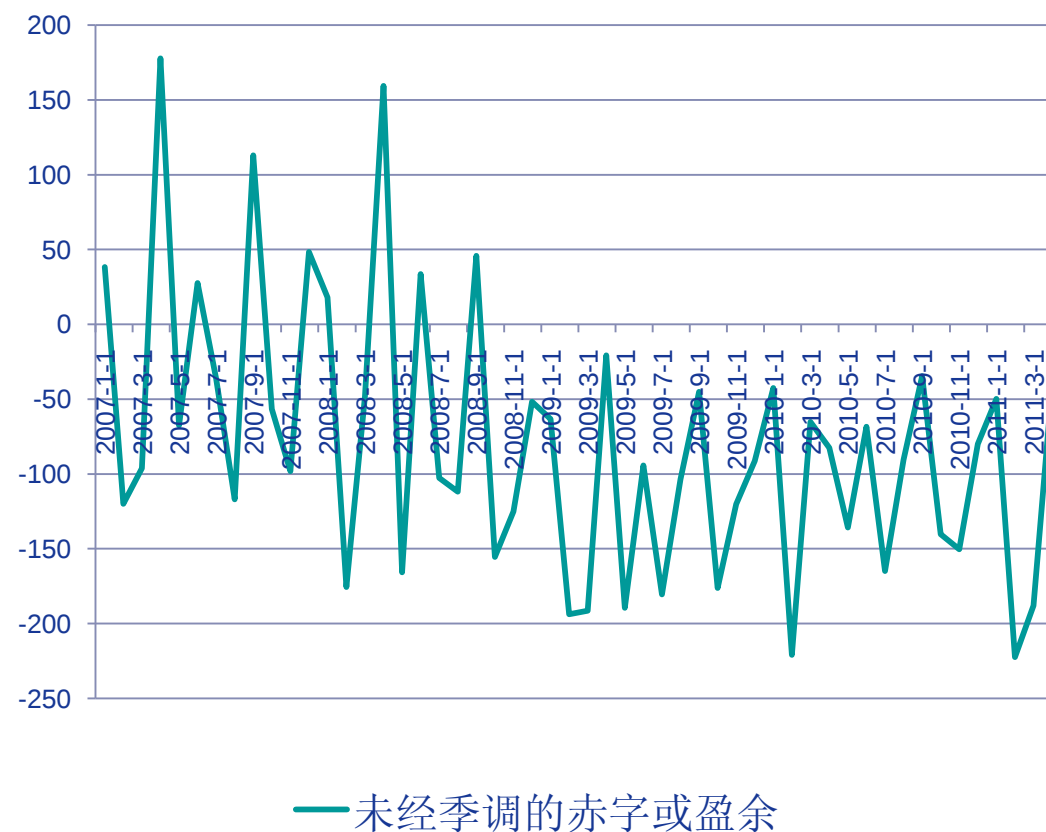
1.5 输入型通胀压力缓解

➤ 美国财政还款压力大：今年5月至12月间美国国债累计到期本金21216亿美元，利息1118亿美元。美国联邦预算从2009年至今始终是赤字，政府还债压力较大。在此情况下，美国政府极有可能会提高债务上限，发行新国债来偿还到期国债本金和利息。

到期美国国债本金及利息（百万美元）



美国财政部联邦预算-未经季调的赤字或盈余（billions）



数据来源：bloomberg，长城证券研究所

1.5 输入型通胀压力缓解

- 欧债危机阴云密布：今年以来希腊、意大利、比利时主权债务评级被下调，6月13日，标普将希腊债务评级下调至CCC,成为全球最低。截止2010年年末，国外银行持有希腊国债总额为526亿欧元。一旦希腊政府债券价值大幅下降，将会对各国银行的资产负债表造成冲击，危机将会向欧洲银行业传导，引发系统性风险，进而对实体经济造成严重冲击。

主权债务评级展望

	S&P	Moody	Fitch
希腊	_____	_____	_____
葡萄牙	neg	_____	_____
爱尔兰	stable	neg	neg
西班牙	neg	neg	neg
冰岛	neg	neg	stable
意大利	neg	stable	stable
比利时	neg	stable	stable

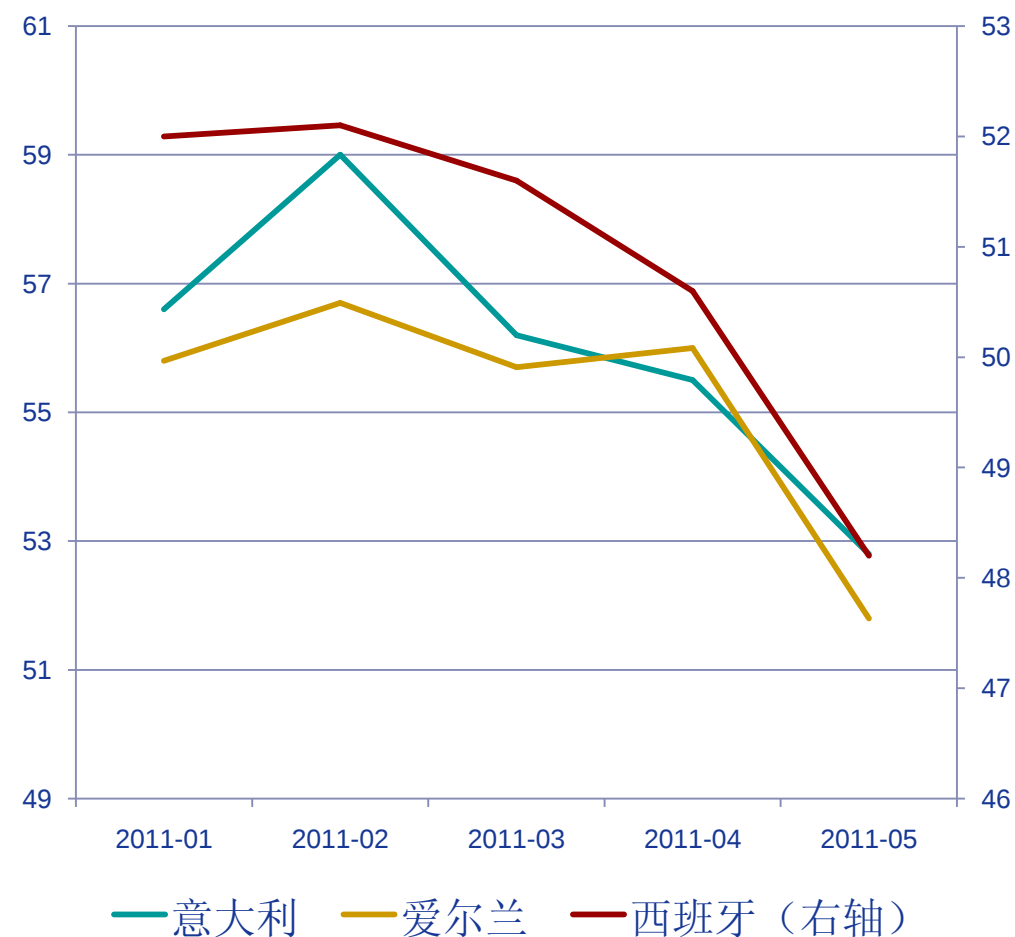
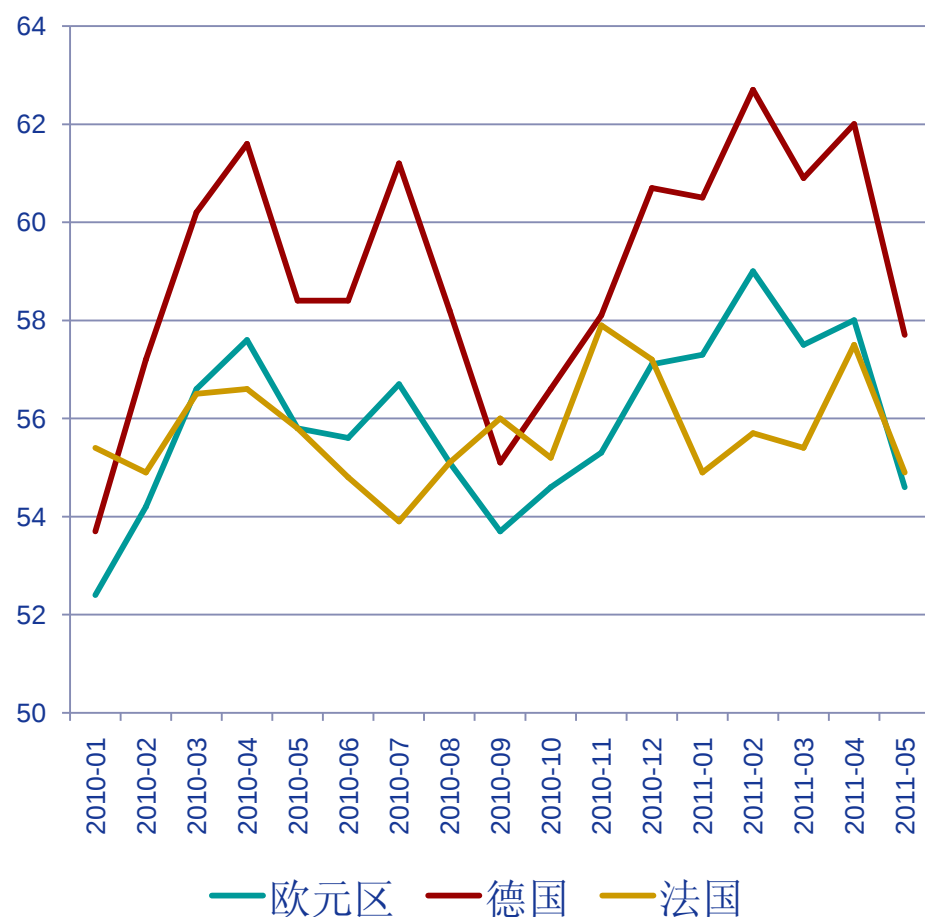
各国5年期国债CDS报价



数据来源：bloomberg，长城证券研究所

1.5 输入型通胀压力缓解

- 欧洲经济复苏的脚步在放缓：5月欧元区PMI指数为2010年10月以来的最低值，西班牙制造业重新出现萎缩，意大利与爱尔兰增速明显放缓，作为经济主力的德国和法国增速也双双放缓。



数据来源：bloomberg，长城证券研究所

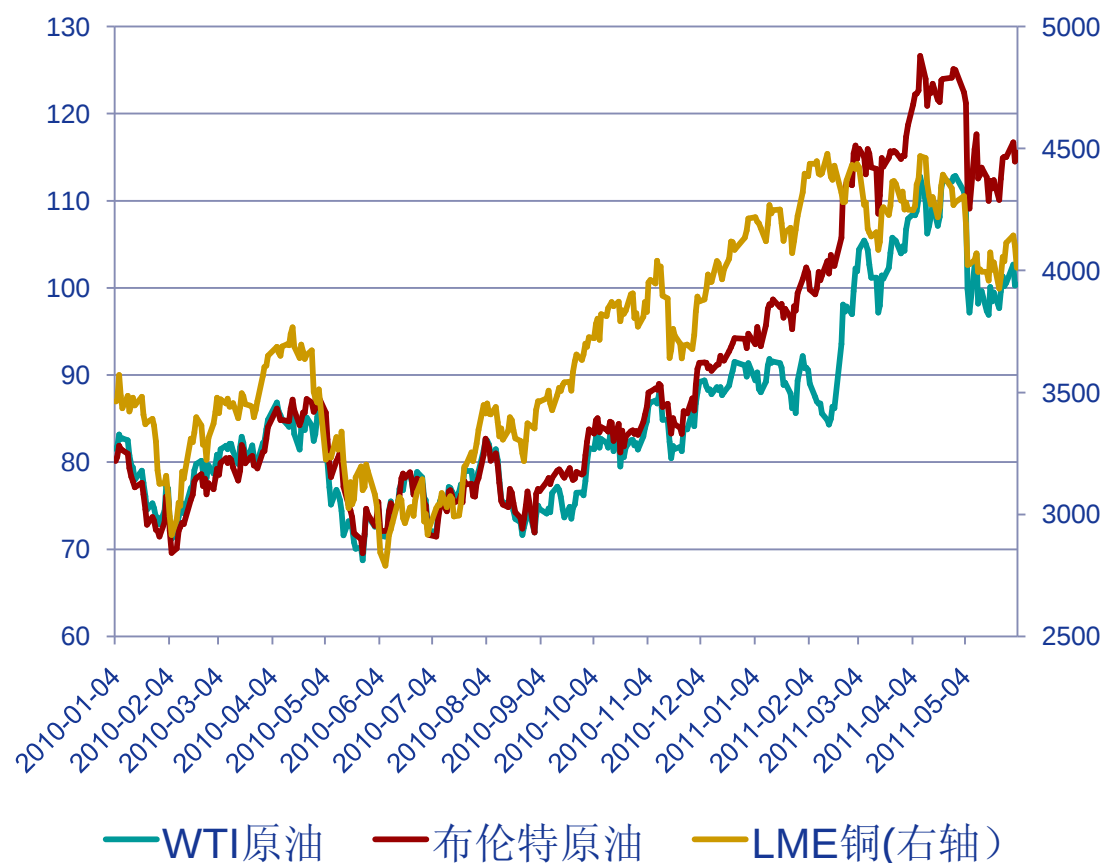
1.5 输入型通胀压力缓解

- ❖ 从欧美经济指标来看，美国制造业、房地产、就业领域以及消费领域增速全面放缓，核心PCE仍处在较温和水平，欧洲的经济复苏虽然亦在放缓，但情况要好于美国。欧美复苏放缓将使得对大宗商品需求减少，支持大宗商品价格下跌。
- ❖ 从货币政策走向来看，美国财政还款压力较大，如果美联储加息，国债收益率将上升，财政部还款压力将增大，考虑到美国经济的现状，美联储在三季度内加息的可能性较小，预计未来美国的货币政策将会处在“不加息亦不进一步宽松”的状态。欧洲方面特里谢暗示“7月欧洲可能加息”。
- ❖ 从欧美经济复苏现状以及利差角度，美元反转走强时机仍不成熟，此外欧债危机是影响未来美元指数走势最大的变量。不管欧洲的决策者最终决定以什么方式来解决希腊的债务问题，问题的最终解决仍要依靠自身还债能力的提升，希腊较高的财政赤字、巨额政府债务负担、经济增速下滑使得希腊的还债前景仍不乐观，而欧洲其他国家例如葡萄牙的债务前景亦堪忧。在欧洲经济回复之前，欧债危机将会成为“达摩克利斯的剑”，存在重复“爆发”可能，预计三季度美元指数将继续弱势震荡。

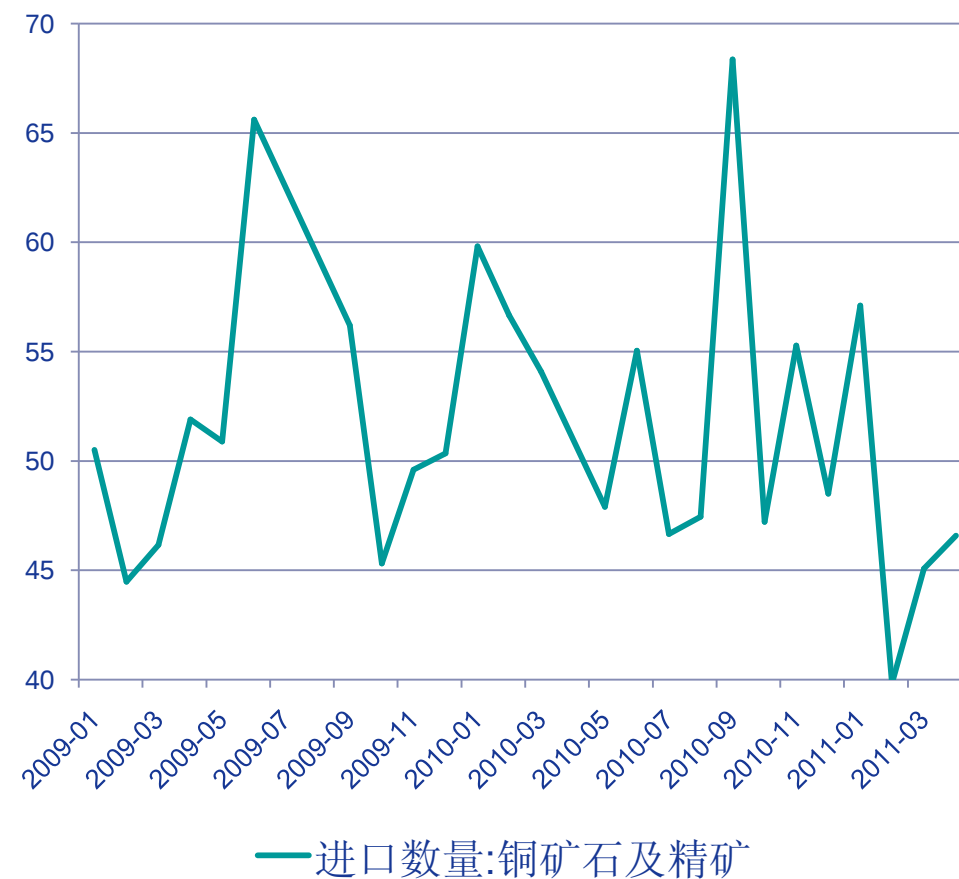
1.5 输入型通胀压力缓解

- 石油和大宗商品价格与前期高点相比已有所回落，但仍处在较高水平上。三季度内，需求回落直接影响大宗商品的“商品属性”，虽然美元指数的弱势震荡会影响商品的“金融属性”，但在目前较高的价格水平上，需求的回落将成为影响价格的主要因素，预计三季度内大宗商品价格将震荡回落。

石油及LME铜价格走势



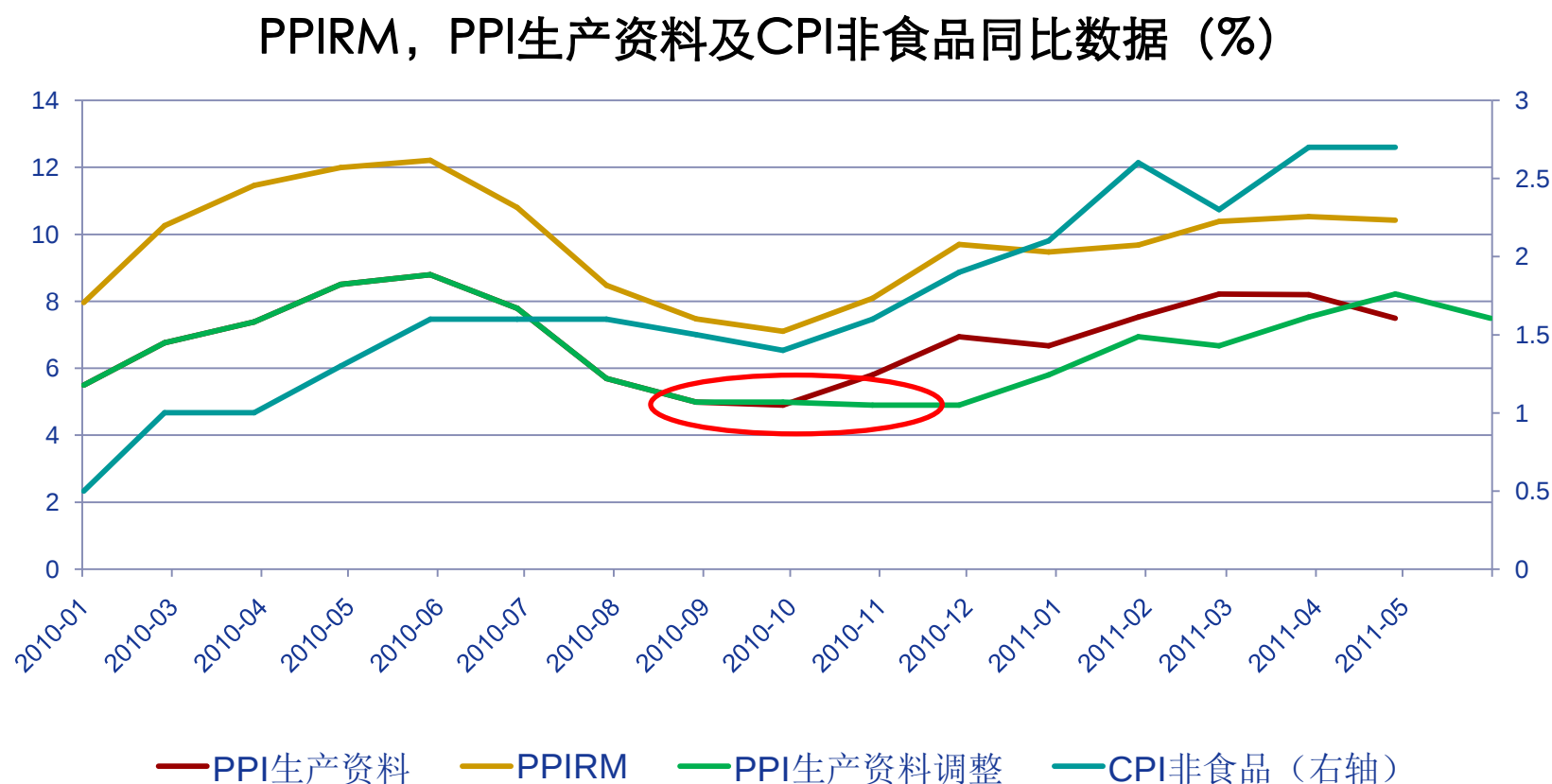
中国铜及精矿进口数量



数据来源: bloomberg, 长城证券研究所

1.5 输入型通胀压力缓解

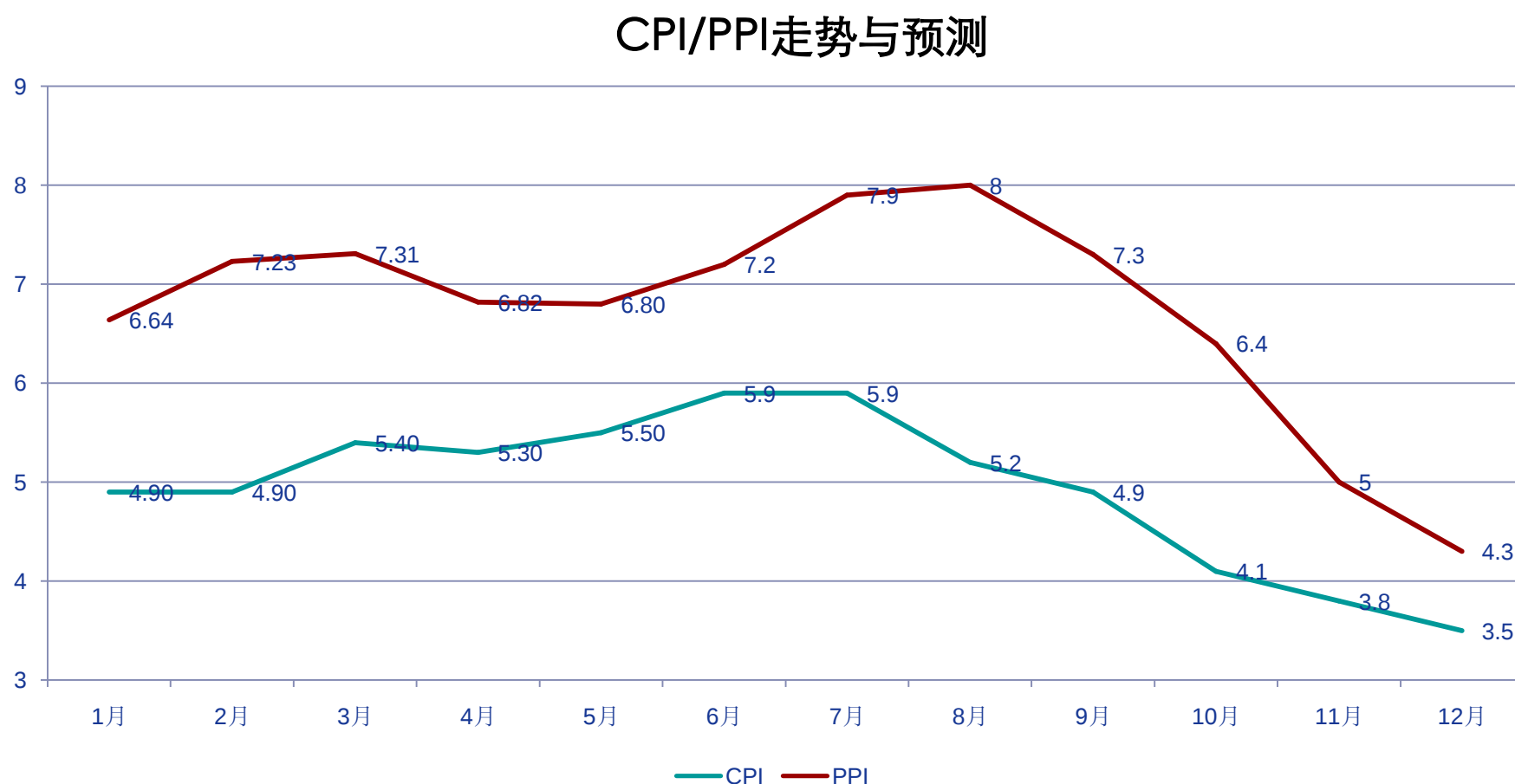
- 大宗商品价格的上涨引起PPIRM（购进价格）的上升，从2010年以来的数据来看，PPIRM指数与PPI生产资料指数同步变化，从数据来看2010年1月至9月间，CPI非食品价格与PPI生产资料价格同步变化，而2010年9月至今，CPI非食品价格滞后于PPI生产资料价格二个月。4月PPI生产资料指数已有所回落，6月CPI非食品价格指数有望下滑。随着大宗商品及石油价格震荡回落，对PPI和CPI非食品价格的压力将有所缓解。



数据来源: wind, 长城证券研究所(PPI生产资料调整2010年1月-9月取当期的数据, 9月至今取前2月的数据)

1.6 通胀接近尾声：3季度末开始下行

- 从CPI未来走势来看，三季度内仍将处于高位，预测7月CPI在5.9%左右，8月将有所回落，但仍处于5%水平以上，9月后CPI将回落到5%水平下。从PPI的走势来看，整个通胀走势亦不容乐观,三季度内将在7%水平之上，9月后将会逐步回落。

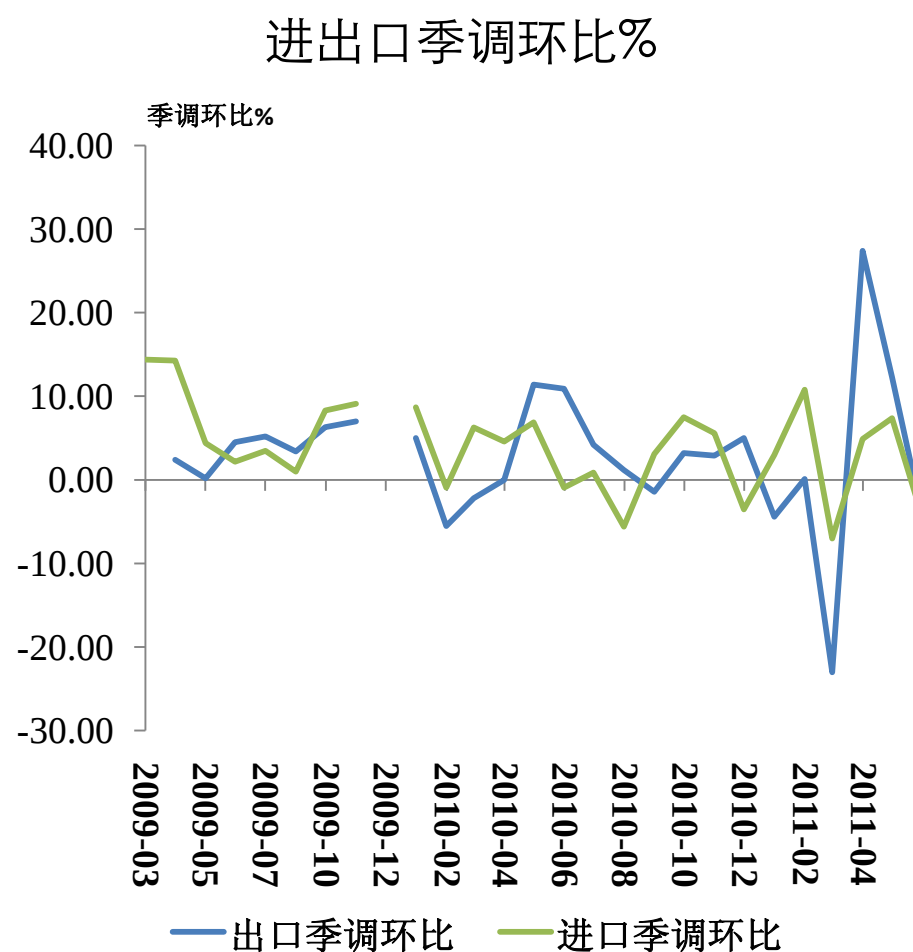


数据来源：wind，长城证券研究所

2、经济筑底：大约在冬季

2.1 外需：出口增速回归常态

- 在逐渐解除2009和2010年由于基数因素对同比数据的扰动后，2011年进出口增速正在回归常态。
- 1-5 月份出口累计增长28.3%，进口累计增长29.4%，贸易顺差130.5 亿美元，同比下降33%。
- 上年外需的特征：出口同比增速虽较去年回落，但整体仍然保持在2005-2008年的均衡水平。

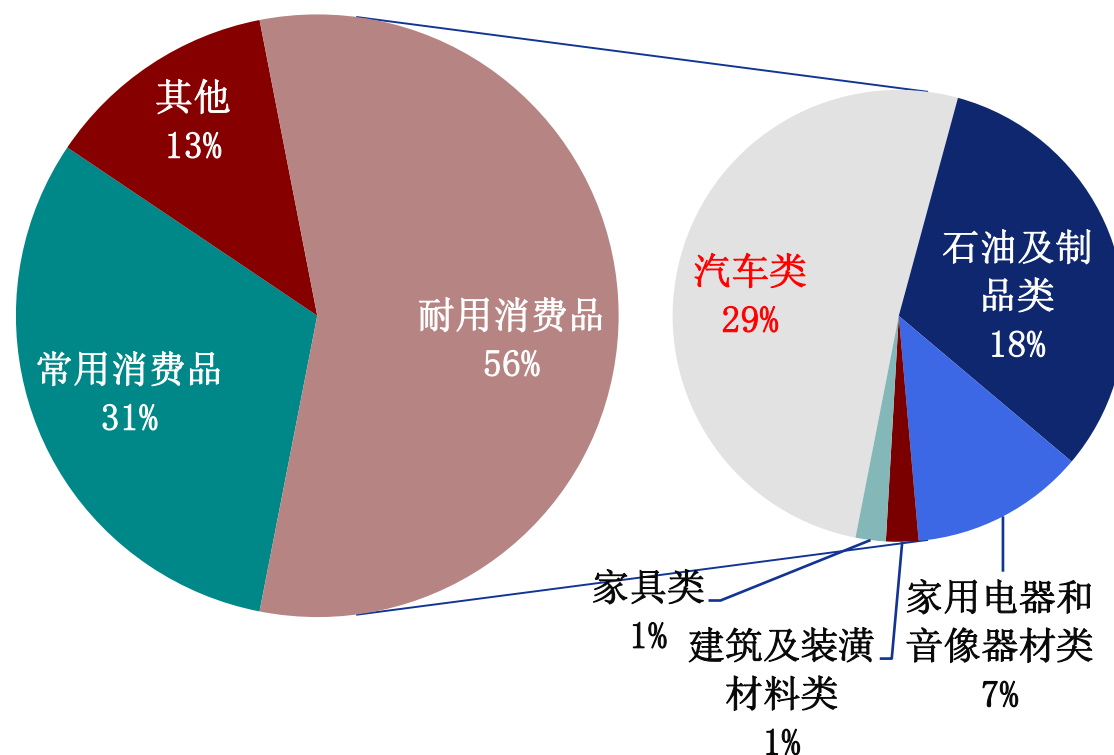
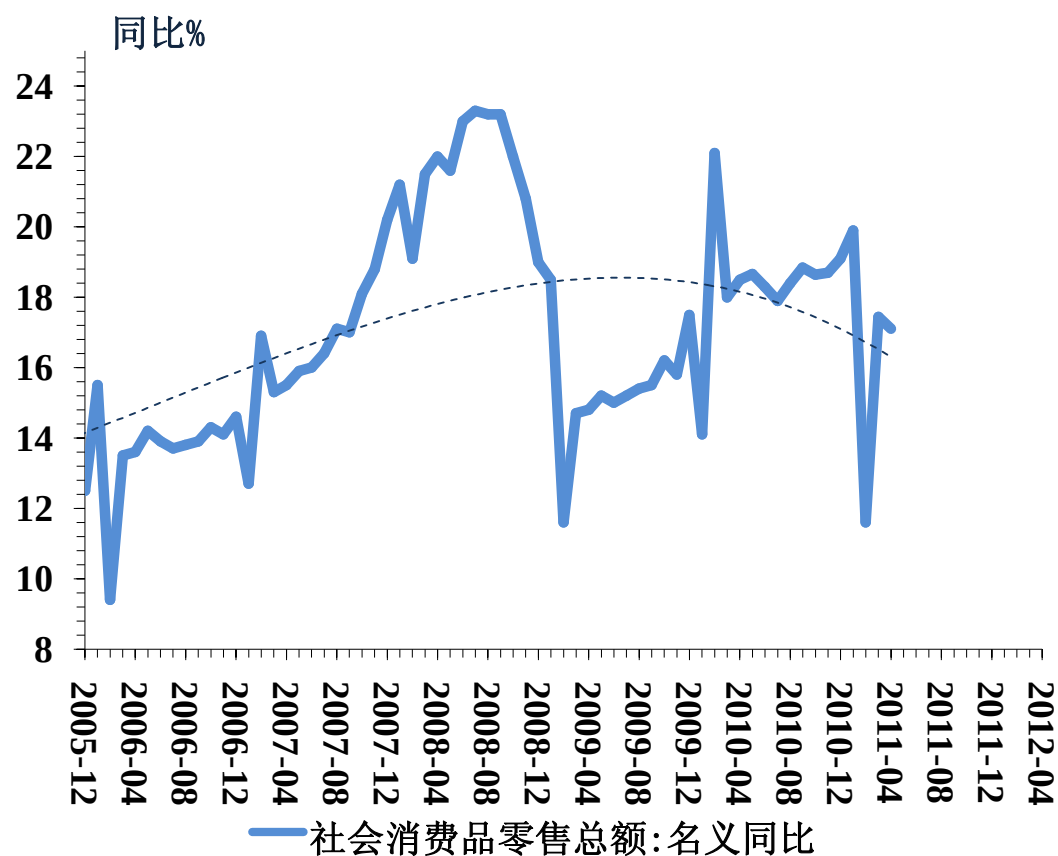


2.2内需：整体消费增速小下一个“台阶”

- 从形态来看，今年社销增速较去年整体呈现一个小台阶的回落（幅度大约在1%左右），。5月社会消费品零售总额同比增长16.9%，较4月17.1%小幅回落，较去年同期回落1.4个百分点。
- 从消费的结构来看，耐用消费品占社销总额的56%，常用消费品占31%。耐用消费品中，汽车占29%，石油制品消费占18%，家电占7%。
- 我们强调的是主流耐用消费品基本都与房地产消费需求挂钩

社会消费品零售同比小降一个“台阶”

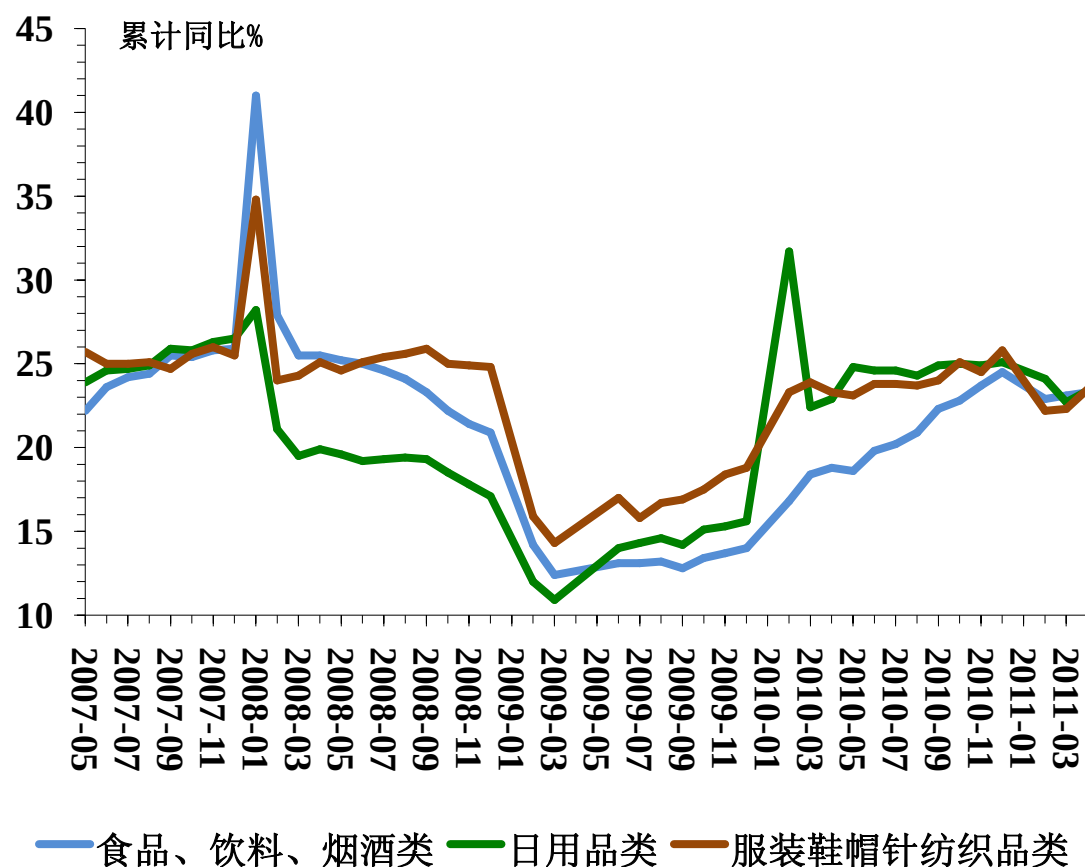
消费的主要构成，耐用品占比达到56%



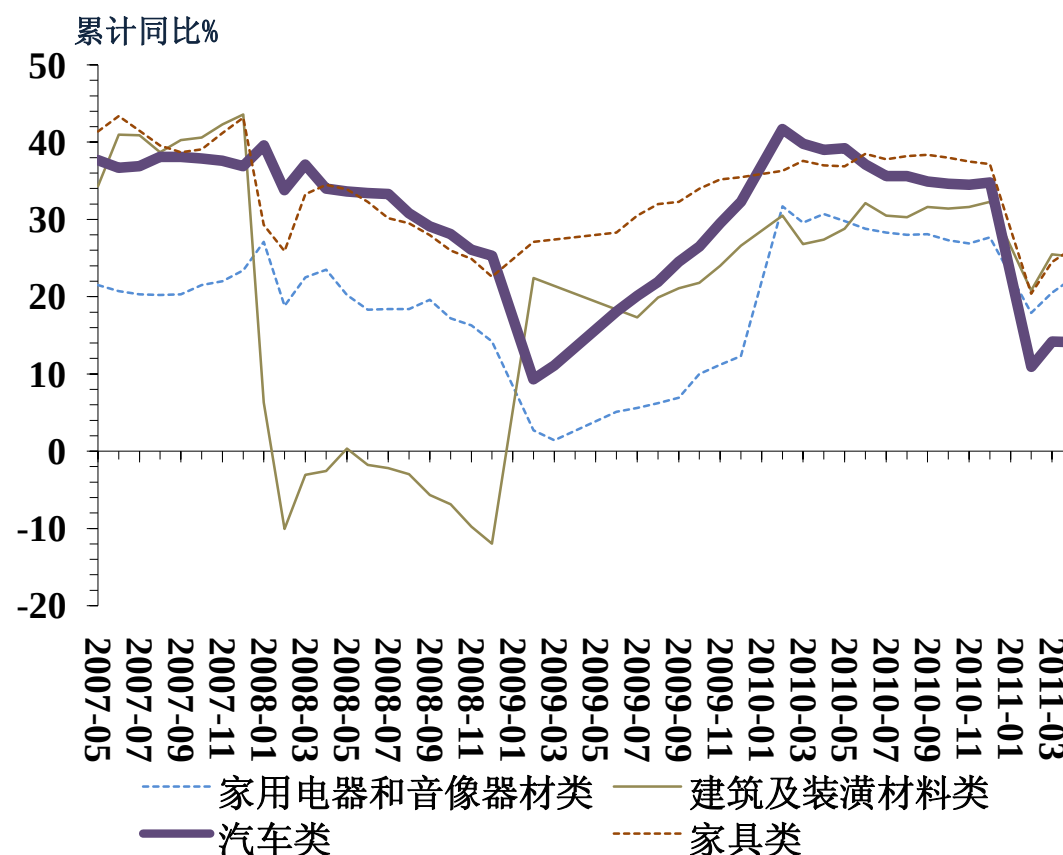
2.2 内需：消费增速回落源于耐用品消费回落

- 社销数据阶梯式下滑的主因在于耐用品消费增速在“内生和外生”因素公共作用下明显下滑。
- 内生因素包括：09和10两年政策刺激透支耐用消费品需求之后，造成的周期性回落。
- 外生因素包括：汽车限购以及房产限购造对整体耐用消费品需求构成的政策性打压。
- 比较而言，常用消费品增速保持平稳趋势。

常用消费品稳定



耐用消费品“阶梯式”下滑后企稳

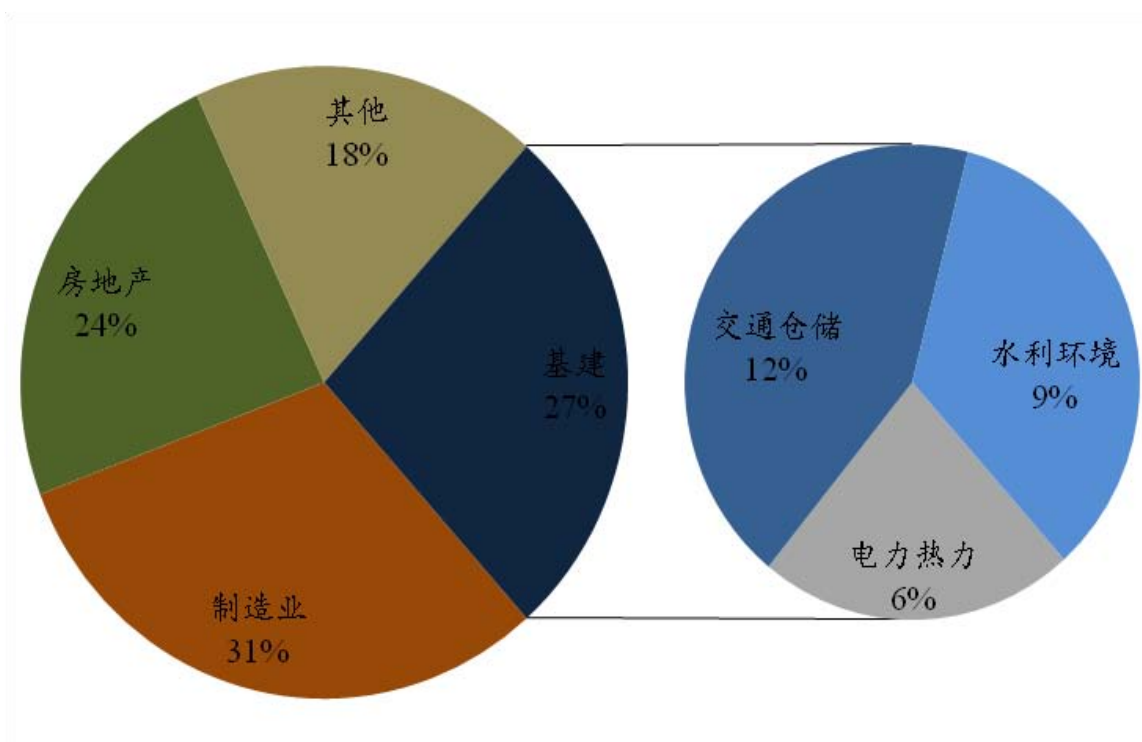


数据来源：wind，长城证券研究所

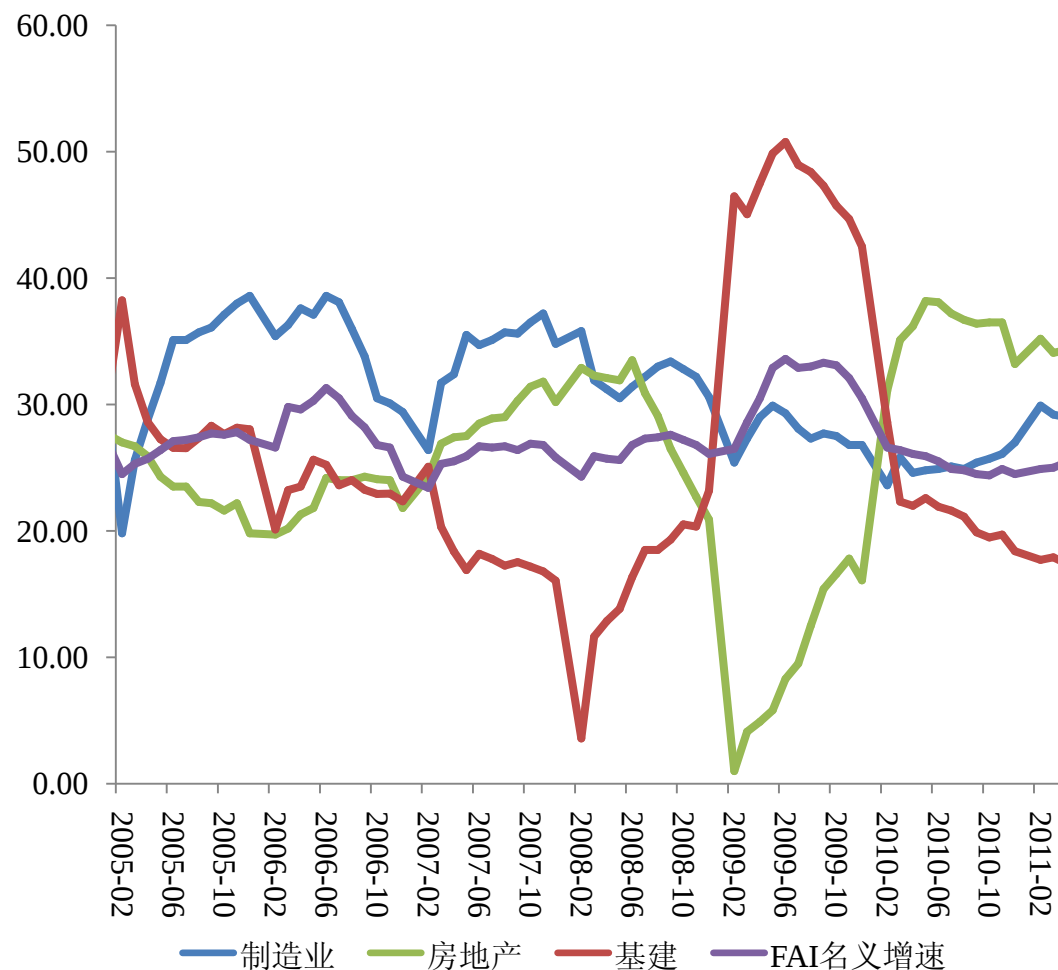
2.2内需：占固定资产投资半数以上的部分仍然保持较快增长

- 固定资产投资主要由三部分构成：房地产、基建、制造业
- 房地产投资保持较快增速，制造业投资稳中有升，基建投资增速继续回落。占整体固定资产投资半数以上的部分（房地产+制造业=55%）仍然保持平稳较快增长。

投资的主要构成



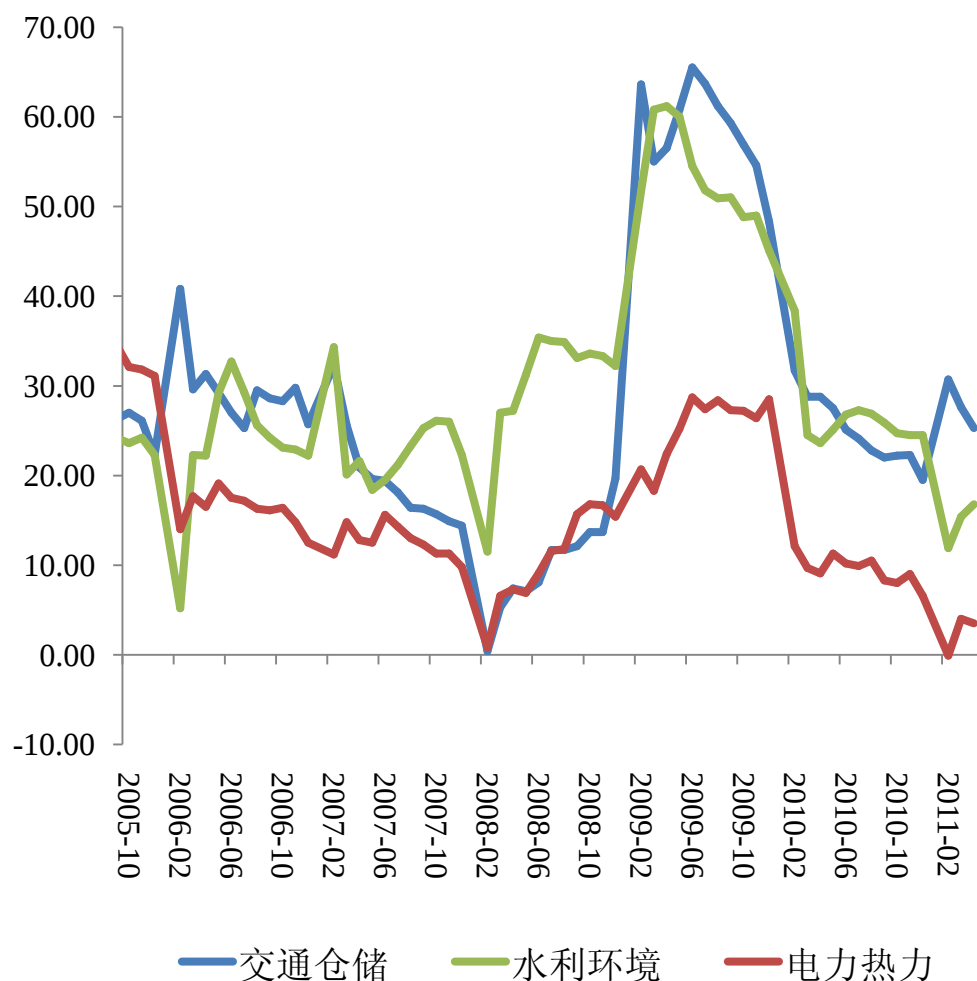
地产投资高增速，基建投资增速继续回落



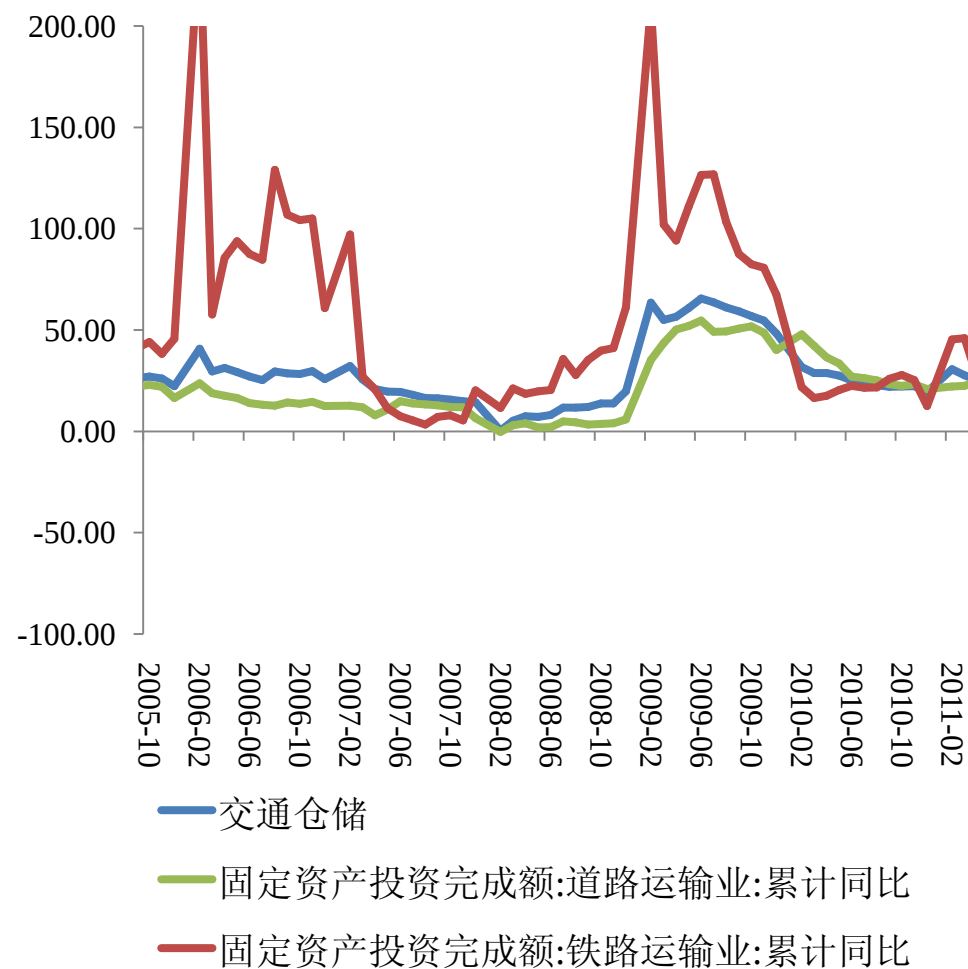
2.2 内需：基建投资增速相对平稳回落

► 具体来看基建投资，铁路投资大幅回落后趋于平稳，道路投资增速回落至“十一五”期间的中性水平。水利投资稍有启动迹象。

交运投资将减速，水利投资有启动迹象



高铁减速，铁路投资将继续回落

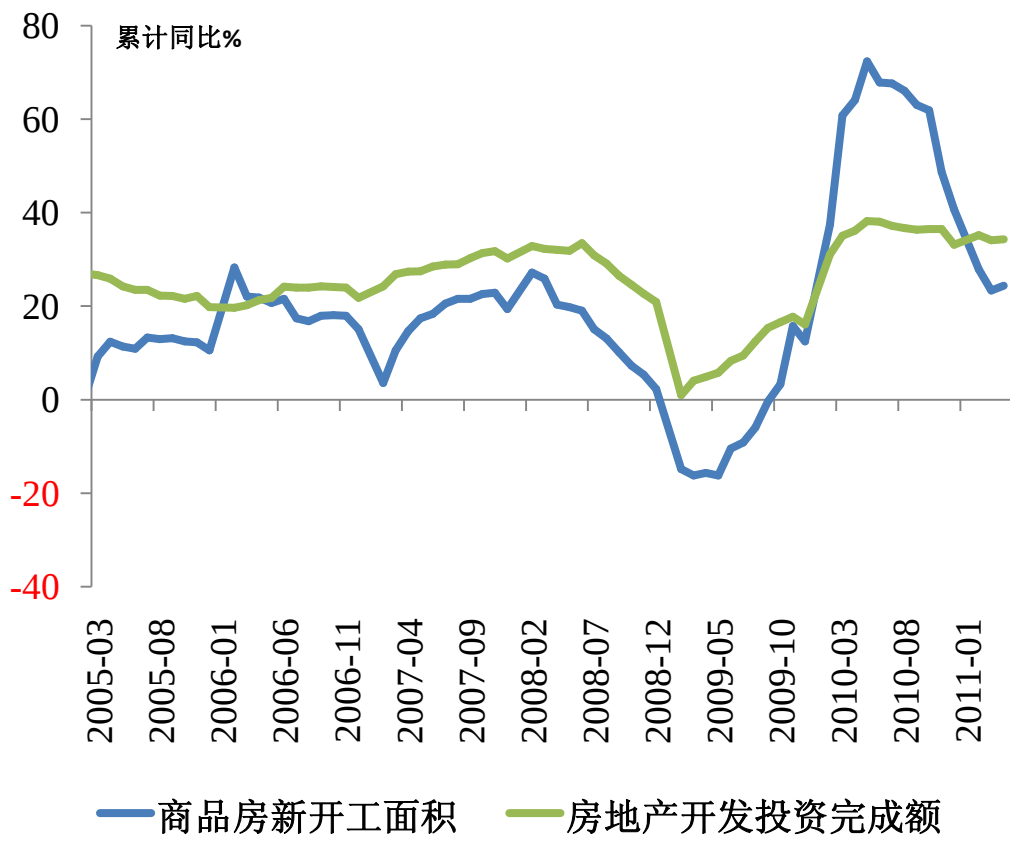


数据来源：wind，长城证券研究所

2.2内需：上半年商品房仍在支撑，下半年看保障房兑现

- ▶ 房地产投资增速依然保持30%以上的历史最快增速水平线上。
- ▶ 商品房新开工面积同比增速回落，但仍然高于2005-2008年的平均水平。
- ▶ 根据我们的敏感性分析，如果商品房投资增速能够保持在15%-20%之间，那么今年整体房地产投资增速将维持在23-30%之间。
- ▶ 根据我们的模型估计，上半年商品房投资仍保持在15%至20%之间，说明商品房如期对经济起到支撑，但下半年随着紧缩政策累计效应深化，其增速趋于进一步回落。是否有支撑就看保障房投资兑现的程度。

房地产投资维持较高增速



如果“安居工程”充分兑现，年内房地产投资增速将保持较快增长

商品房投资增速					
保障房投资	12%	15%	18%	20%	23%
12000	19.5%	22.0%	24.5%	26.2%	27.9%
12500	20.5%	23.0%	25.6%	27.3%	28.9%
13000	21.5%	24.1%	26.6%	28.3%	30.0%
13500	22.6%	25.1%	27.6%	29.3%	31.0%
14000	23.6%	26.1%	28.7%	30.4%	32.0%

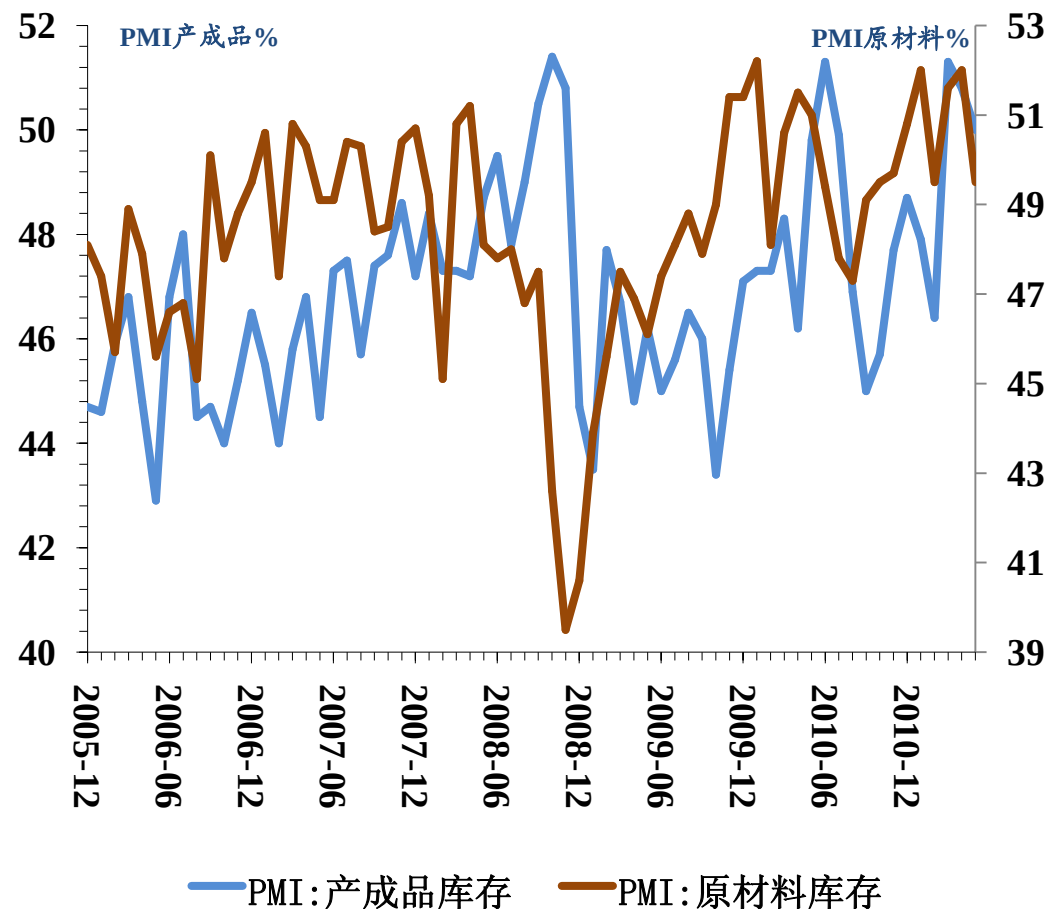
2.3 二季度仅是库存调整，而非“典型”去库存

- 二季度仅是库存调整，具体表现在原材料库存率先温和回落，产成品库存刚有回落的苗头。
- 从制造业库存回落的程度看，无论是产成品库存还是原材料库存，远没达到2008年下半年和2010年二季度的程度。库存回落尚且温和。

上半年工业库存接近高位



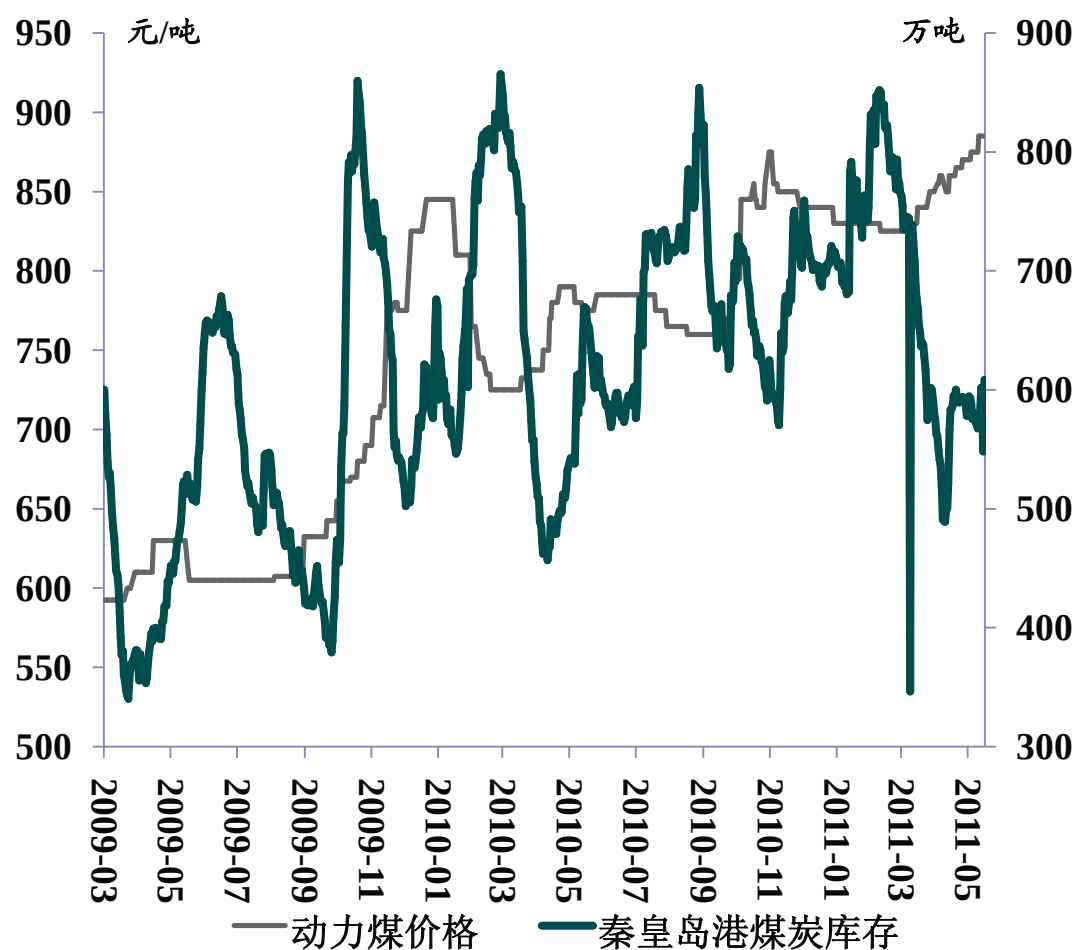
上半年制造业库存正在经历温和调整



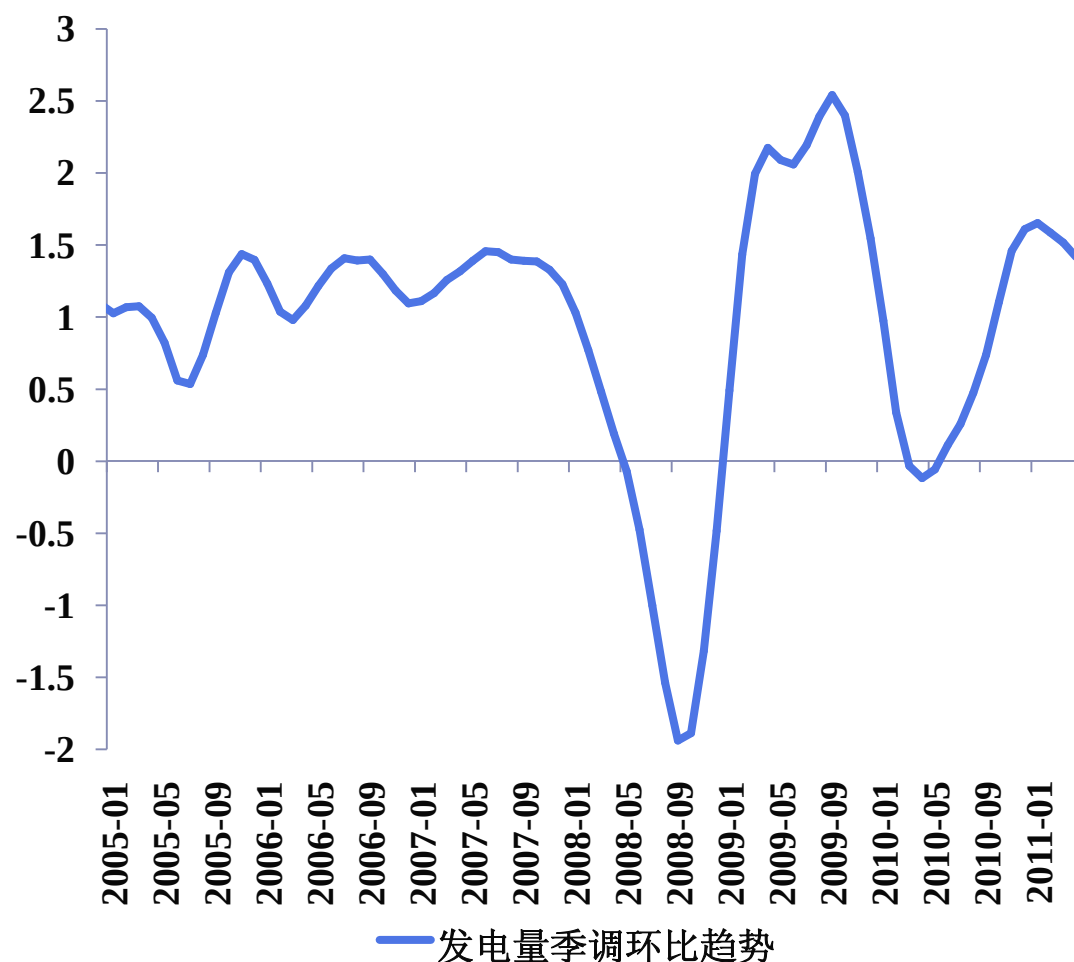
2.3上游：煤炭“库存下，价格稳”，发电量增速仍然较快

- 上游：煤炭的港口库存呈现明显回落，但动力煤价格仍然继续攀高。
- 上游：发电量季调环比趋势增速虽然稍有回落，但整体的环比增速水平基本与2005至2008年的平均水平持平。

上半年煤炭库存降，价格升



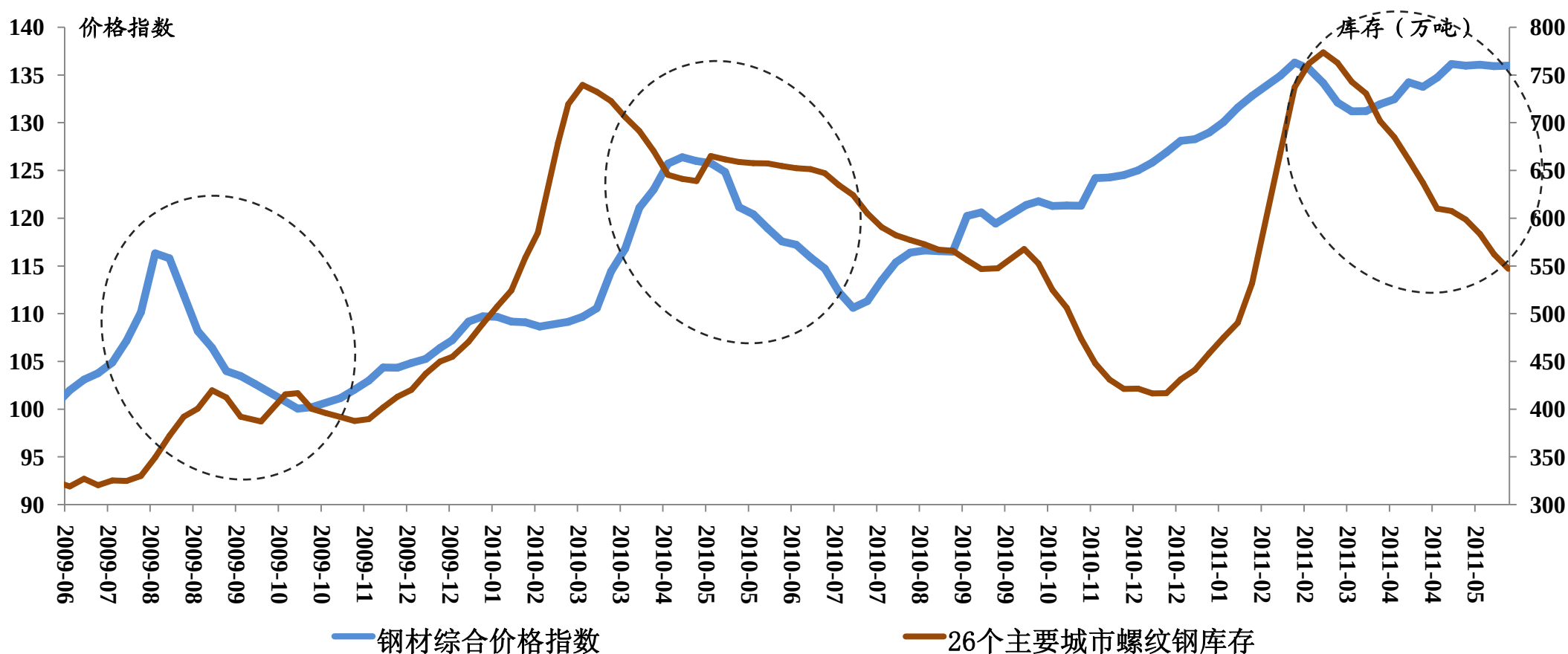
发电量环比趋势仍然保持历史较快水平，却现电荒



2.3 中游：钢铁“库存下，价格稳”

► 中游：钢铁库存出现较为明显回落，但是钢铁库存统计的是中间商的库存，而中间商库存调整的动力并非是实际需求的变化，而是预期需求的变化。不同于09年下半年和2010年上半年钢铁行业去库存周期的是，截止至今年6月，钢材价格仍然在高位盘旋。说明二季度钢铁行业的下游需求仍然有支撑。

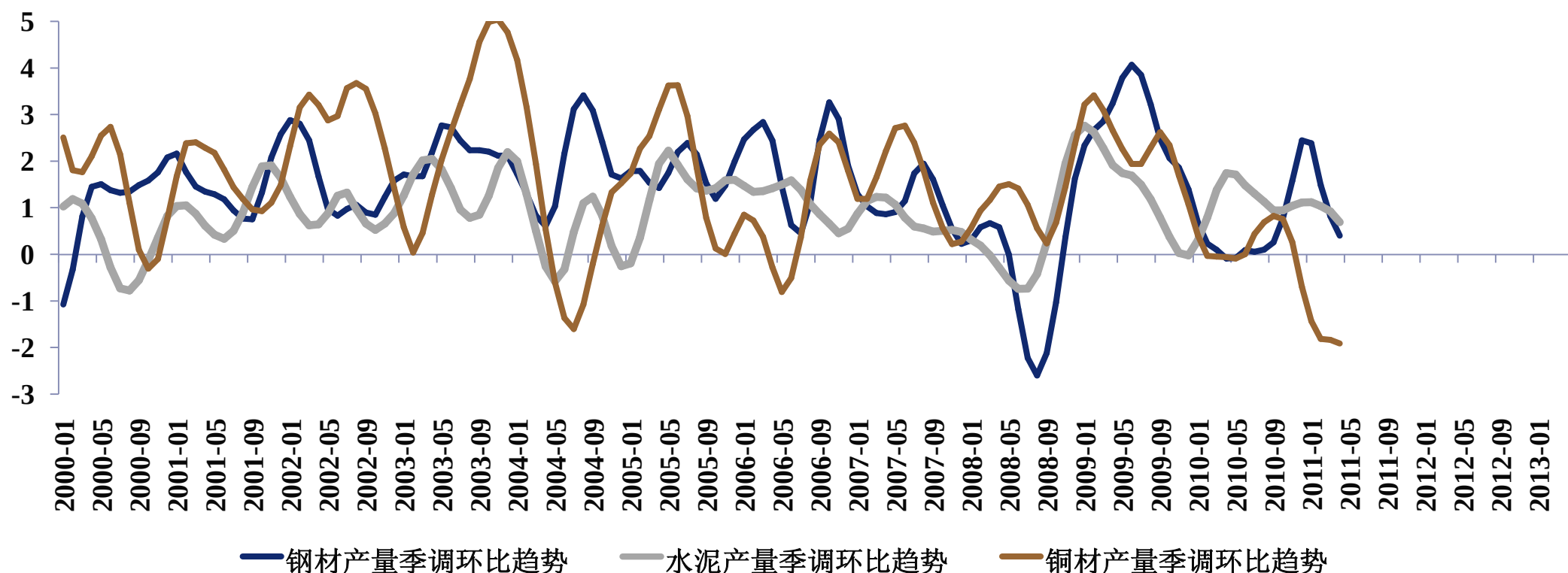
钢铁价格平，库存降，说明产量仍能被有效消化



2.3从中游产量看需求：投资需求仅是温和回落

- 钢铁、水泥、铜对上中下游需求有较强的描述意义。
- （一）钢铁，产量部分取决于实际的投资需求，部分取决于经销商预期。一旦经销商预期悲观，减少进货，去库存，钢铁企业将放慢产量增加值，进行库存调整。钢材产量增速回落较快，但好于2008下半年和2010二季度的去库存周期。
- （二）水泥，以销带产的代表，最为有效刻画投资需求。从2011年的情况来看，产量增速放缓，但仍处于近10年中性水平。水泥产量增速回落最为温和。
- （三）铜材，40%刻画投资需求，40%刻画消费需求。铜材产量增速回落最快。

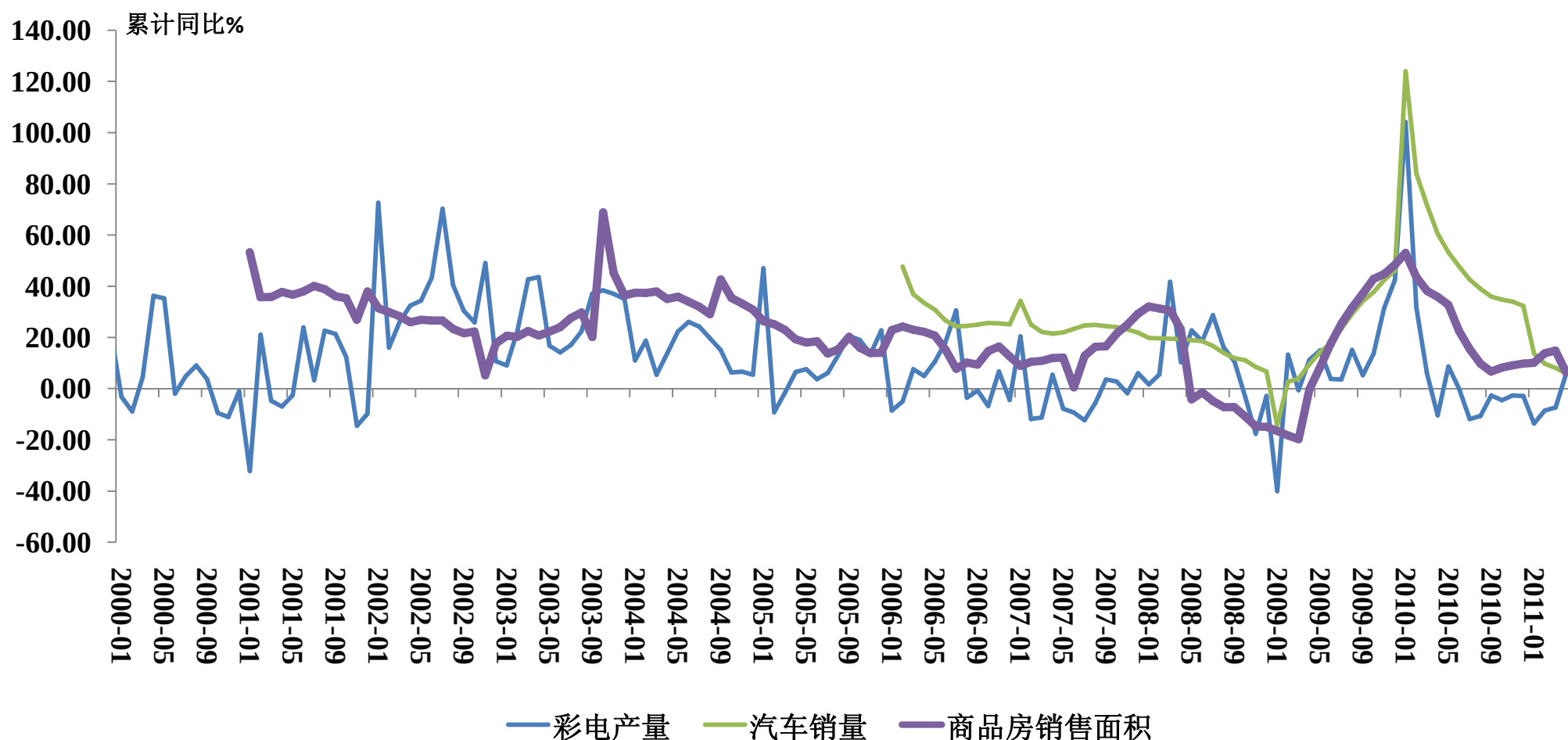
钢铁、水泥、铜的产量环比趋势%



2.3从下游销量看需求：耐用品消费需求回落

➤彩电、汽车、商品房销售增速均明显回落。房地产仍是中国消费活性的催化剂。

房地产、彩电、汽车销量同比增速均回落至低位



2.3总结：上半年经济特征

（一）限房、限车，叠加货币紧缩，经济正处于适度减速阶段。

在整体政策基调趋紧的背景下，整体经济正处于适度减速阶段。投资的“淡季不淡”对经济总量起到支撑作用。消费增速小幅回落的主因在于耐用品消费减速。我们对整体经济趋势采用的关键词是“适度回落”。

（二）投资支撑经济，投资链条好于耐用消费品链条。

从中游产业链条景气状况来分析，投资链条景气状况好于消费链条，主要源于地产投资对整体投资增速的支撑。

（三）周期性行业存在“库存调整”的压力，但未现典型去库存。

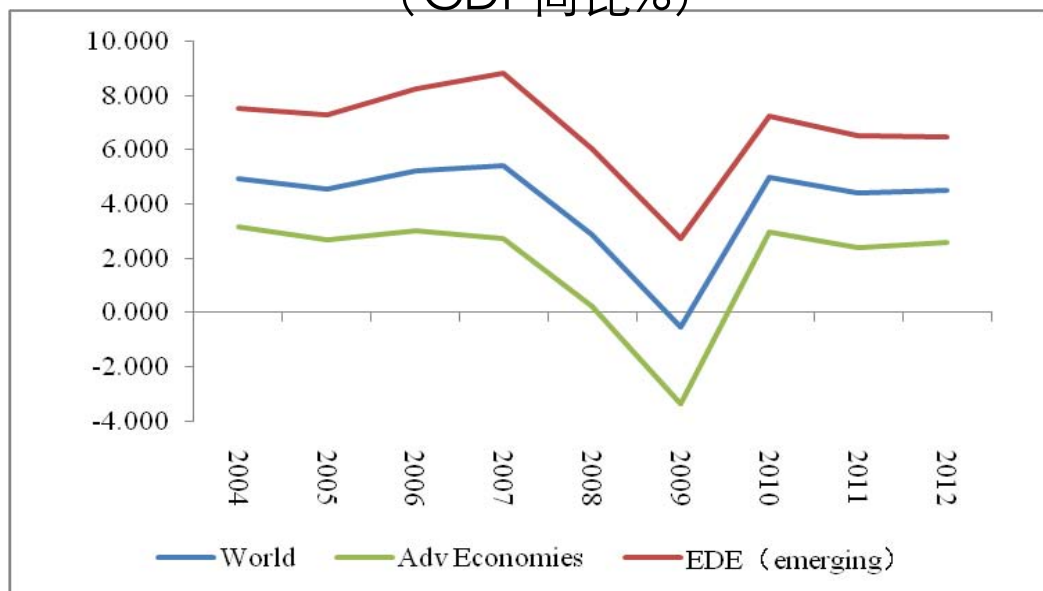
“去库存”这一概念具体到企业层面的特征为需求的快速萎缩造成产成品的“量、价”双下，截止至目前，我们看到的证据部分显示出工业企业的库存调整的压力，但尚且不具备去库存的典型特征。如PMI的产成品和原材料库存仅是稍有下降。这说明至少在二季度范围内，总需求并未快速萎缩。中观层面来看，钢铁企业产能利用率较高，中间商库存仍然能被有效消化，螺纹钢价格高位震荡略有向上；主要地区水泥价格基本持平。银行信贷总规模适度，净息差却仍在上升，但升幅正在缩小。因此，从宏观和中观的角度来看，截止至5月，我们没有看到工业品需求出现类似2008年下半年和2010年二季度那样的快速萎缩。二季度前半段，货币紧缩导致的“内需萎缩”和电荒发酵导致的“供给减少”使总需求和总供给保持弱勢的平衡状态，这决定“价格平，库存降”的格局可以维系。

2.4展望：全球经济同时温和减速

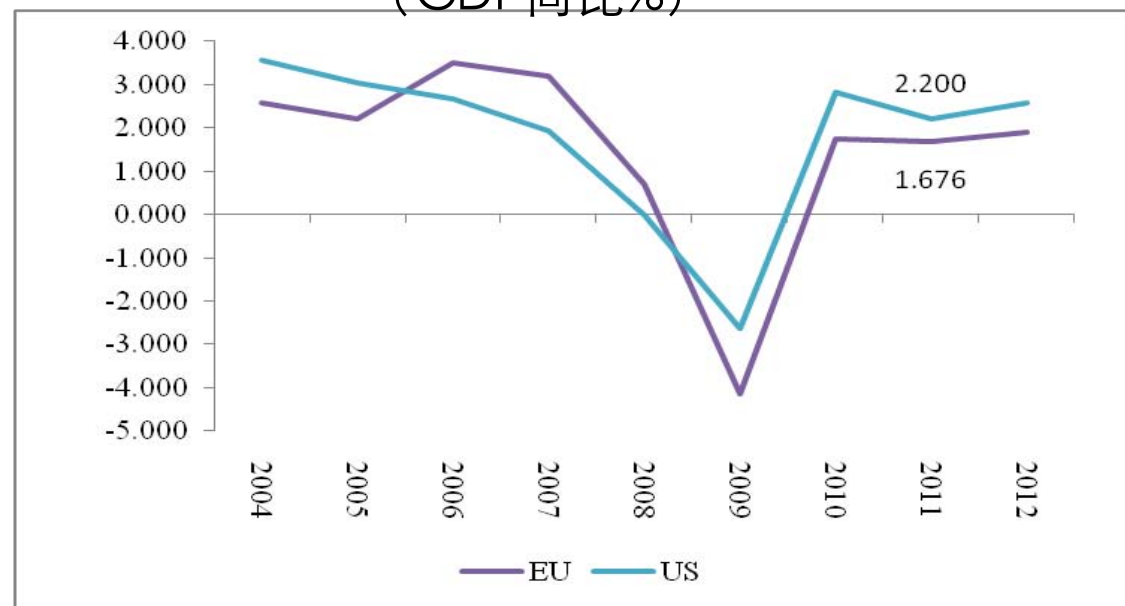
（一）全球经济同时温和减速。

- 欧元区“债务问题”正在传导，德、法等经济引擎正在减速。
- 美国已触碰QE2之后的景气拐点，房地产构造的结构性缺口贯穿美国经济的增长、通胀和就业，在货币刺激边际效应递减之后经济将温和减速。
- 新兴经济体货币紧缩对抗通胀，处于景气回落的进程中。
- 我们预计下半年全球总需求将适度回落，石油、金属、铁矿石等工业属性的大宗商品价格上涨的动力将受到抑制。我们预计WTI原油的震荡中枢将处于100美元/桶。

预计全球经济将在2011年回落，2012年企稳
(GDP同比%)



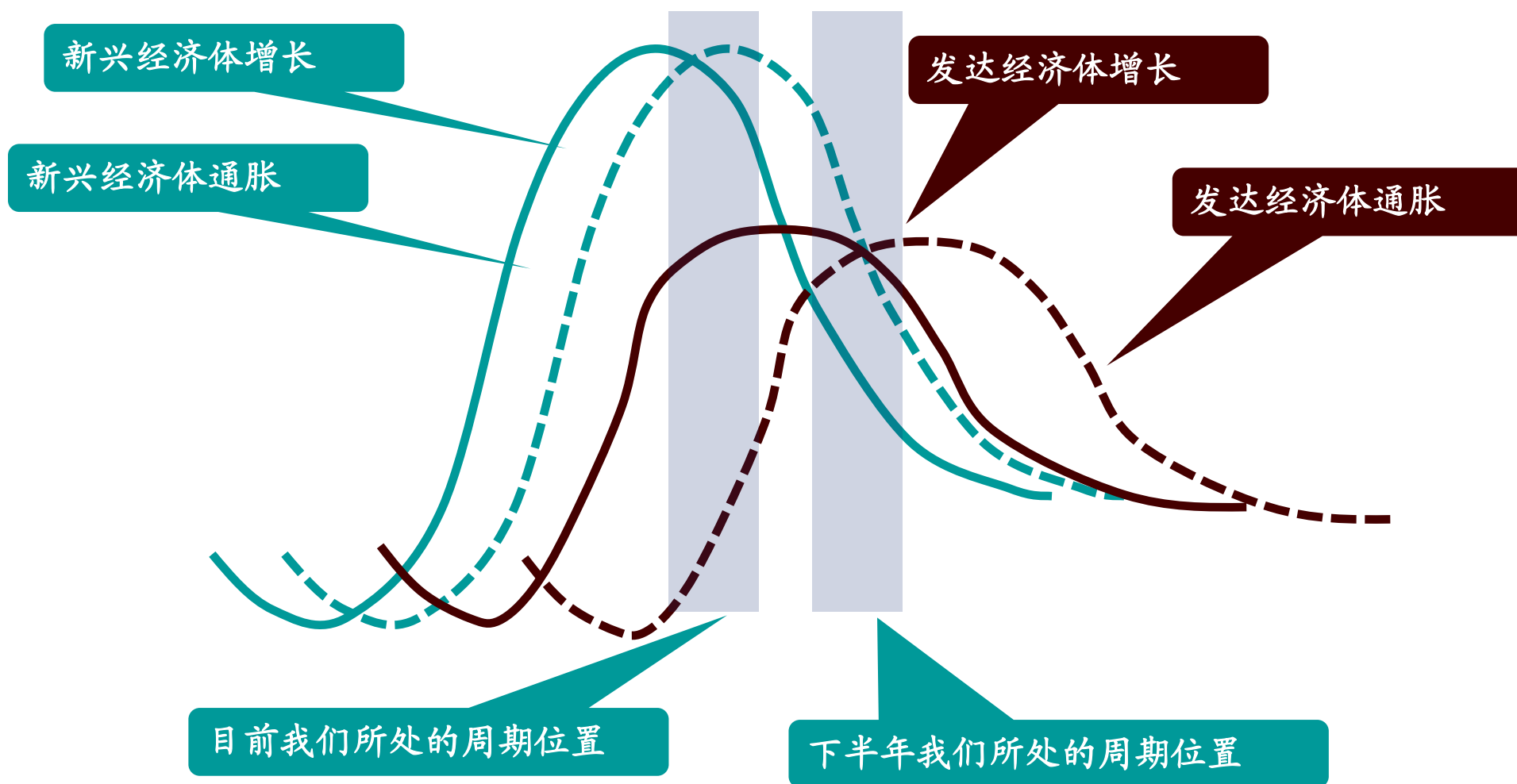
预计欧美经济增长率在2011年将回落
(GDP同比%)



2.4展望：全球周期定位

上半年：中国处于“类滞胀”的尾巴
发达经济体处于“类滞胀”的开始

下半年：中国将向“双下”过渡
发达经济体将向滞胀的高峰推进



2.4展望：中国经济热度的时间、空间格局及含义？

（一）空间看同比：内外周期决定经济同比趋势将延续温和回落

从全球经济的周期格局来看，在全球通胀未得到有效控制之前，经济调整难有改变，欧美最多处于滞涨初期，中国以近滞胀末期，正走在从滞胀到“通胀和增长双下”的路上。对中国而言，今年周期所处的为位置决定内需和外需都将较去年平稳回落。

（二）投资是支撑全年经济增速的核心动力。

欧美经济景气触顶，决定外需对中国经济的拉动正在回落（出口数据已证明）；“内生”、“外生”混合作用，耐用消费品链条不振决定消费动力以减弱；1000万套保障房投资将是经济增量的核心支撑。

（三）上半年保障房开工率仅3成，2-5月固定资产投资年化环比的平均值仅为18.5%，这决定了下半年投资提速存在很大空间。

1-5月投资环比的月均年化增速仅为18.5%，显然偏慢，同时意味着下半年投资提速的空间。截止至5月底，1000万套保障房开工率仅3成，意味着下半年保障房投资存在较大提速空间。根据2011 年中央1 号文件提出“力争今后10 年全社会水利年平均投入比2010 年高出一倍”的目标，水利行业投资仍将持续快速增长。预计年均投资增速可以达到25%至30%。

（四）节奏看环比：既然投资是核心，那么投资的环比趋势将决定经济热度的布局；从时间维度来看，今年经济的环比节奏将与去年相似

我们认为以政治使命来定位的保障房投资，不会明显偏离年初计划的进度。因此，三四季度将进入开工的高峰期，将带动经济在同比回落的趋势中，构造环比回升的波段。从时间维度来看，今年经济热度的布局将与去年极为相似。环比遵循中间低，两边高的形态。

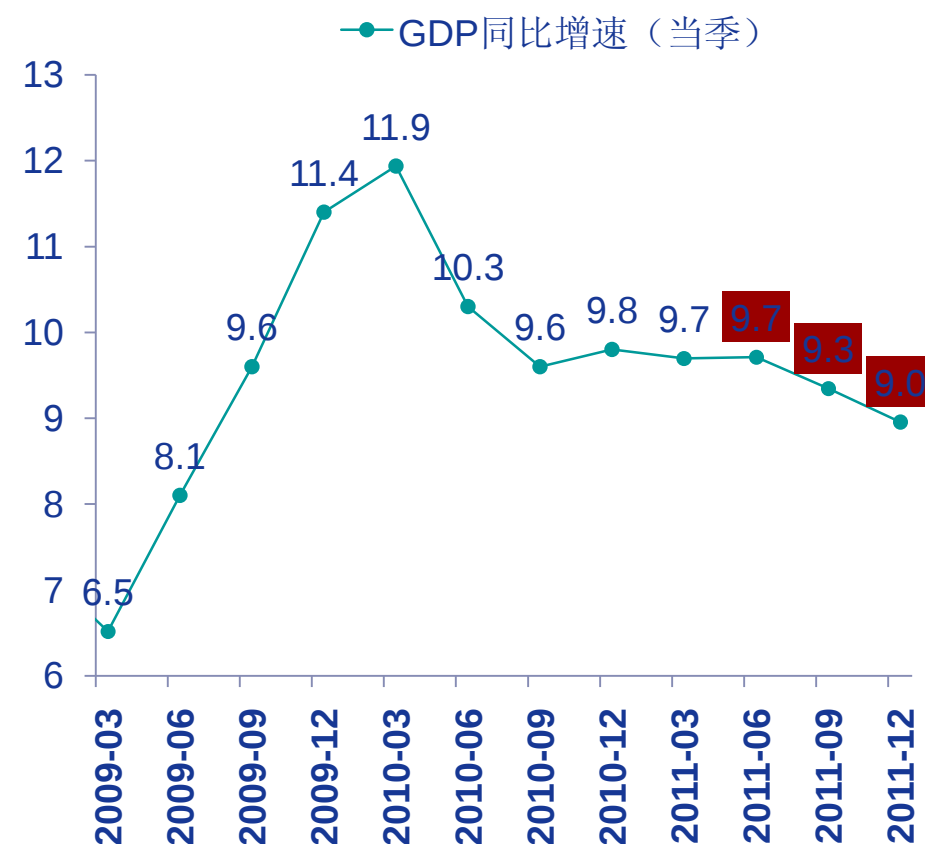
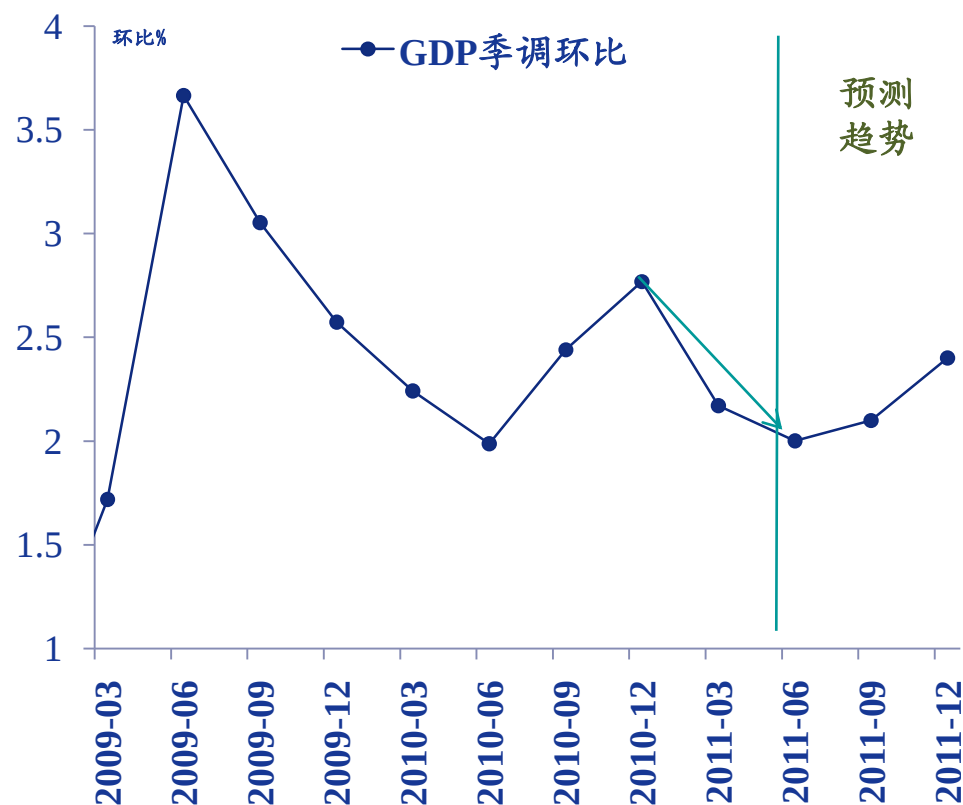
2.4 展望：中国经济，同比回落中的环比回升

经济增速环比将现V型，同比前高后底

预计GDP环比形态将呈现V状一、二季度较快回落，三、四季度缓慢回升。其中，二季度的环比折年率可能处于8%以下，3季度的环比折年率处于9%以下，四季度回升至9%以上。

预计GDP当季同比呈现平稳向下，一、二季度维持高位，三、四季度平稳下行。四个季度分别为9.7%、9.7%、9.3%和9.0%。

预计GDP累计同比呈现更为平稳回落的趋势，围绕9.5%波动。全年GDP累计同比增长9.4%。



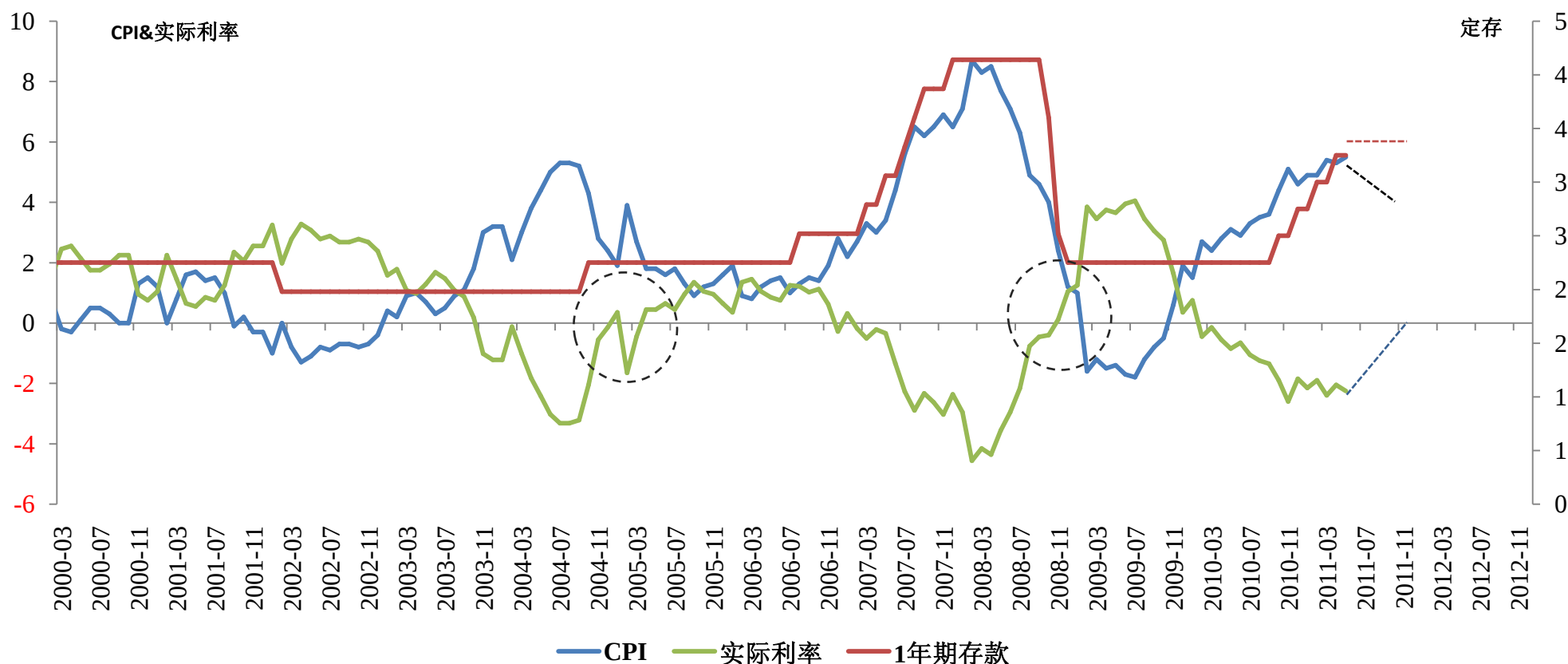
2.4 展望：下半年货币政策取向

加息还有多少空间？

我们认为下半年最多仅有一次加息的空间，原因在于以下两点：

（一）从历史规律出发，央行加息动作一般在负利率被抹平后就告一段落。根据我们宏观团队的测算，今年四季度，CPI同比将回归3.5%的水平。如果央行再上调一次1年期存款利率25个基点，那么负利率将在年末将被抹平。

（二）同时，价格型调控还要考虑目前微观层面的诸多问题。如地方政府债务负担，如中小企业融资成本的负担。

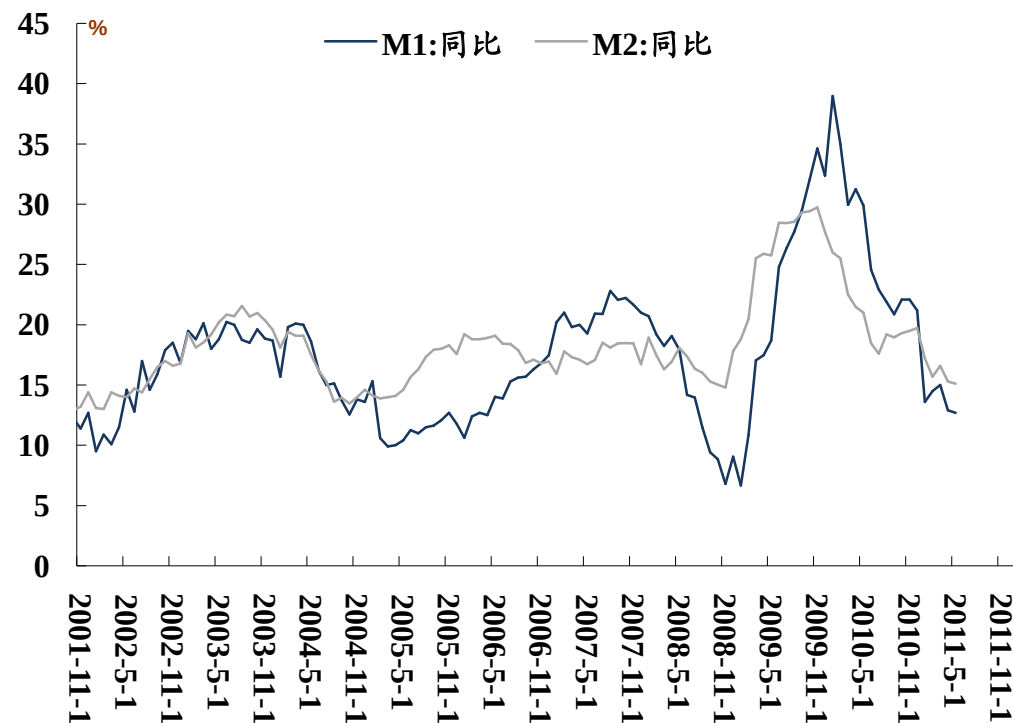
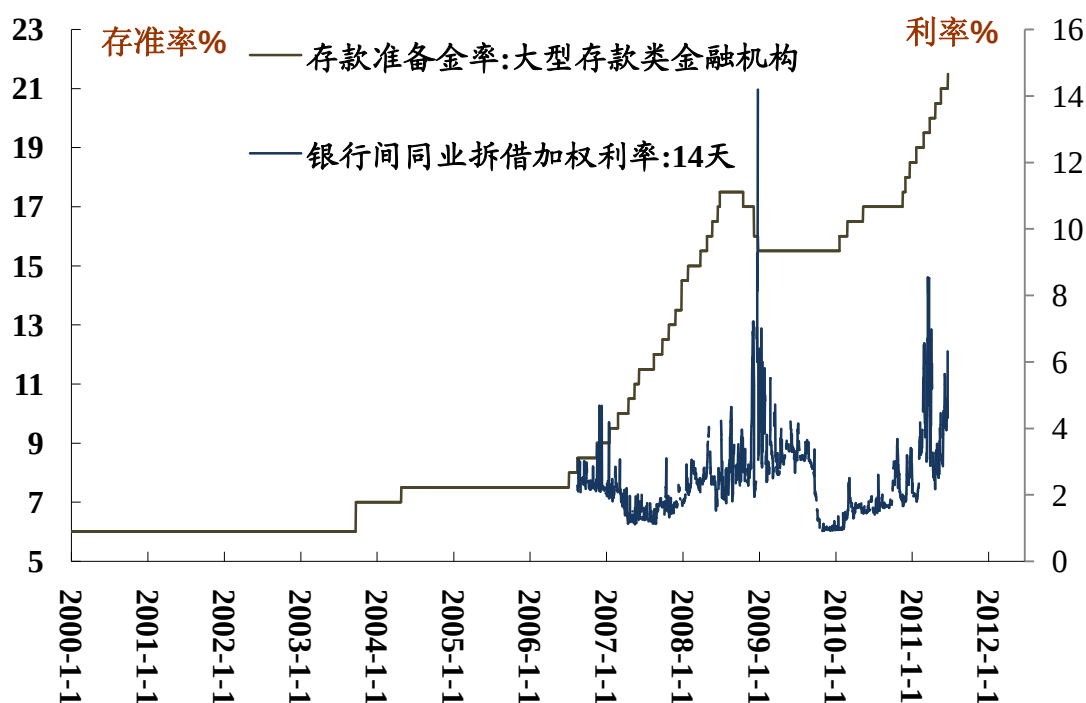


2.4 展望：下半年货币政策取向

货币供应增速离底部还有多远

我们认为三季度存准率上调还有一定可能，只不过空间已经十分狭窄，具体取决于当月的外汇占款。央行会持续控制商业银行信用扩张的能力，将全年新增信贷控制在7-7.5万亿。根据我们的模型计算，M2同比已经非常接近底部，预计随后一段时间M2同比将处于15%左右震荡，四季度或稍有回升。

我们猜测，下一阶段数量型调控的思路将由“防通胀”逐渐向“平衡增长”倾斜，这意味着三季度紧缩的力度将趋于温和。最近一段时间已经浮现了少许信号，央行大量采用了最短期限的28天正回购进行回笼，一方面继续维持紧缩的力度，一方面为下半年商业银行的到期资金布局。但我们提醒的是，今年下半年出现类似去年下半年货币政策阶段性转向的可能性极小。



2.5 主要指标预测

经济数据预测				
	2011-03	2011-06	2011-09	2011-12
GDP（当季%）	9.7	9.6	9.3	9.0
GDP（累计%）	9.7	9.7	9.6	9.4
CPI（季度均值%）	5.0	5.6	5.3	3.8
PPI（季度均值%）	7.0	6.9	7.7	5.3
固定资产投资（累计%）	25.0	25.5	25.4	24.5
社会消费品零售总额（累计%）	16.3	16.7	16.8	16.9
出口（累计%）	--	--	--	18.0
进口（累计%）	--	--	--	20.0
顺差（累计，亿美元）	--	--	--	1627
M2（当月同比%）	16.6	15.0	15.5	16.2

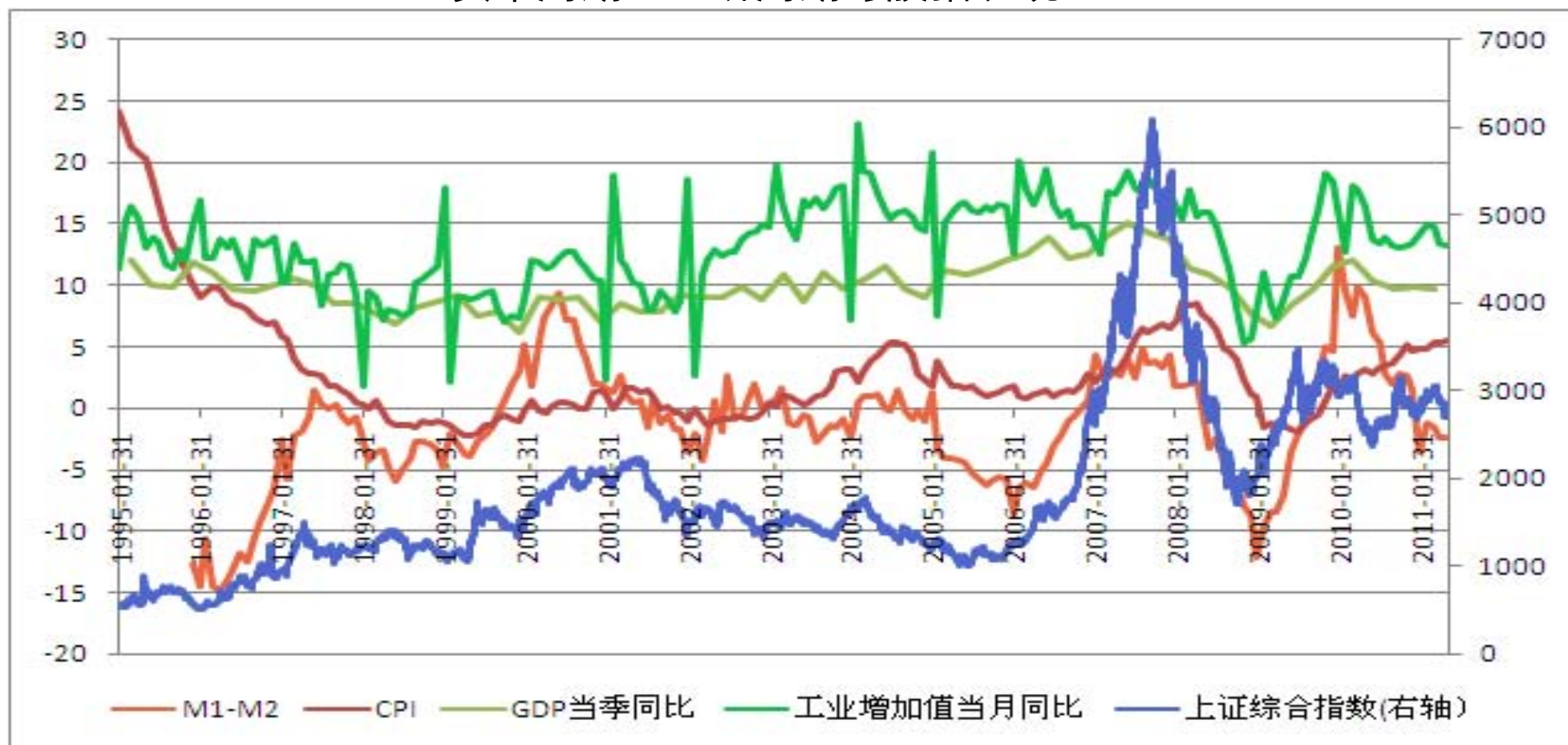
数据来源：长城证券研究所

3、A股展望：通胀回落期的投资逻辑

3.1 从通胀周期、经济周期看A股

- 通胀周期影响A股的逻辑在于背后的紧缩周期与流动性，以及相应地对经济与业绩的影响
- 通胀见顶意味着市场底部临近，但并不能成为马上上涨的充分理由，更重要的是通胀下行何时确立，以及经济何时见底
- 因为通胀见顶后仍然伴随一段时间的经济下行

货币周期、经济周期与股指表现



数据来源：wind，长城证券研究所

3.1 从通胀周期、经济周期看A股

- 银行间市场利率反映了紧缩周期下流动性状况的变化
- 目前仍处在高位的市场利率水平表明紧缩周期尚未结束

银行间市场利率与股指表现

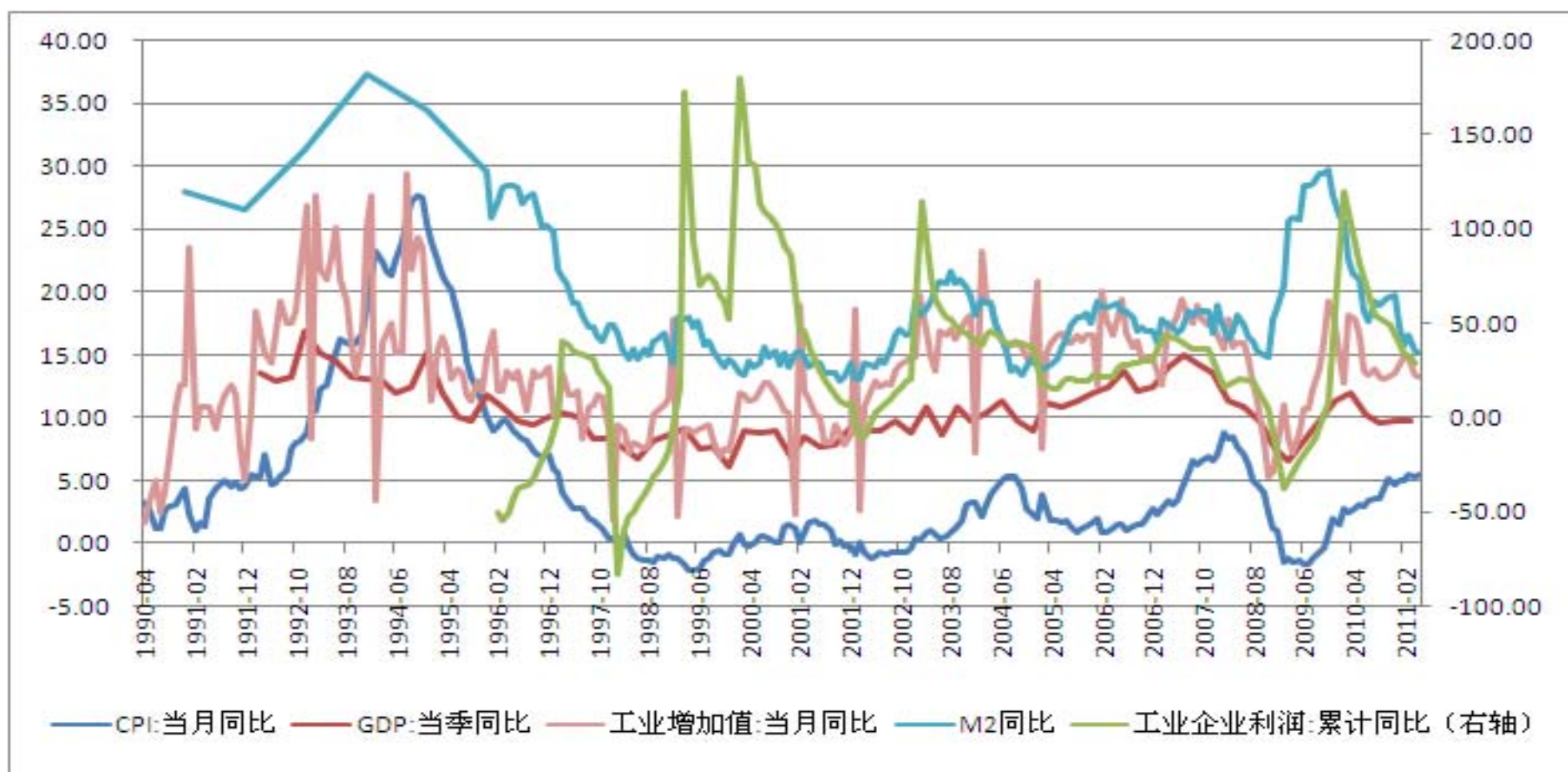


数据来源: wind, 长城证券研究所

3.1 从通胀周期、经济周期看A股

- 在货币周期-经济周期-通胀周期的依次演进规律下，经济与业绩周期领先通胀周期见顶，但是见底的时间则基本同步
- 这意味着，本轮通胀周期见顶（6-7月）后，经济与企业业绩增速仍将呈现一段时间的下行，直到通胀周期结束（CPI回落至3.5左右）

货币周期、经济周期与企业业绩周期



数据来源: wind, 长城证券研究所

3.2 估值与业绩波动

- 估值水平：从静态PE（TTM）、动态PE（当年业绩预测）看，沪深300指数估值与历史底部水平接轨。从结构比较看，非金融类企业的估值水平依然高于05、08年时的底部水平，如深证A股、中小企企业板、沪深300。
- 估值底思考：市场下跌空间，取决于对经济回落幅度，以及未来业绩下滑水平的判断。

主要指数静态PE（TTM）估值水平趋势



主要指数动态PE（当年预测）分布比较

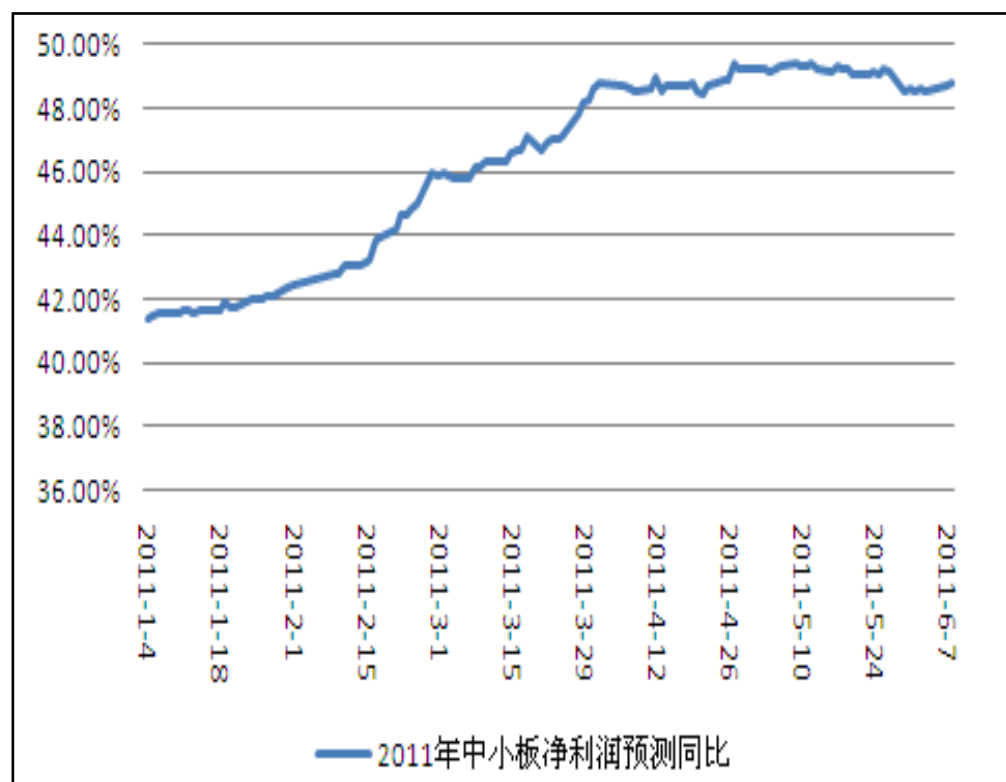
动态PE（当年业绩预测）	沪深300	沪深300 (删除金融石化)	深证A股	中小企企业板	创业板
最近 (11年6月9日)	11.5	16.4	21.3	25.2	29.2
2319点 (10年7月2日)	12.9	16.5	21.3	28.1	44.3
1664点 (08年10月28日)	11.5	10.9	11.1	14.0	
998点 (05年6月6日)	11.0	11.6	14.7	18.5	

数据来源：wind，长城证券研究所

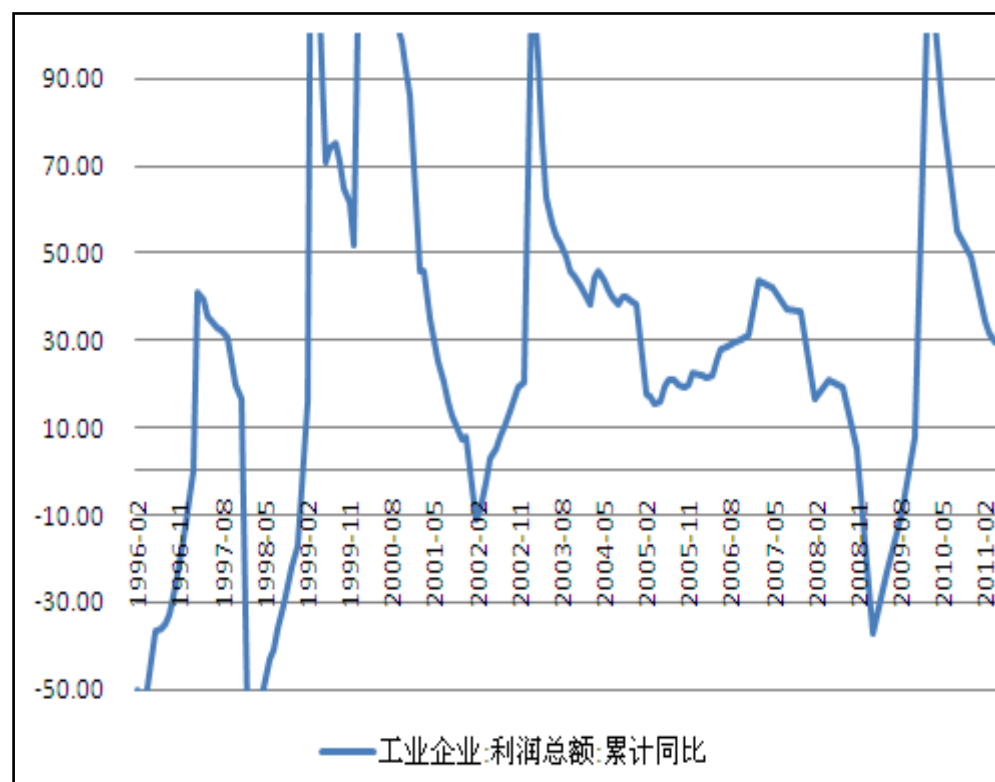
3.2 估值与业绩波动

- 业绩预测：目前沪深300指数2011年的业绩预测在24%左右，中小板利润预测在48%左右。从业绩普遍预期情况看，中小企业业绩预测在2季度没有显著下调，说明市场对于2季度的业绩下滑认识不够充分。
- 中报业绩风险：2季度存款准备金率上调3次、基准利率上调1次，导致工业企业利润增速从目前30%的水平继续回落。市场存在上市公司中报业绩下调风险。

主要指数静态PE（TTM）估值水平趋势



主要指数动态PE（当年预测）分布比较

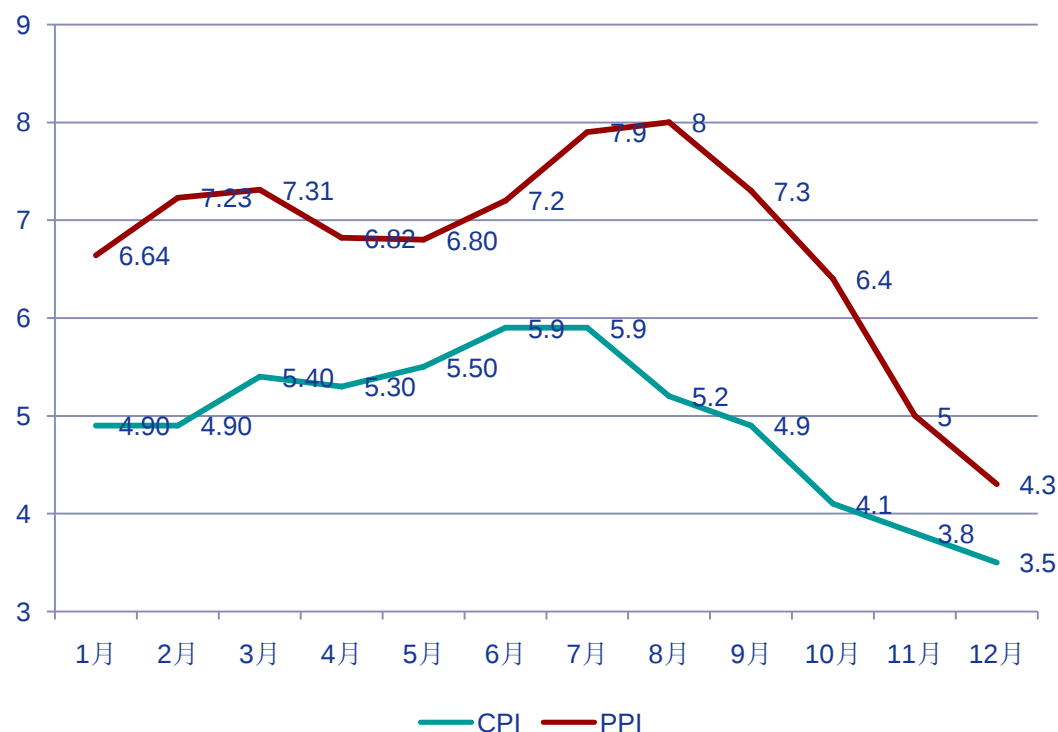


数据来源：wind，朝阳永续，长城证券研究所

3.3 A股展望：3季度见底

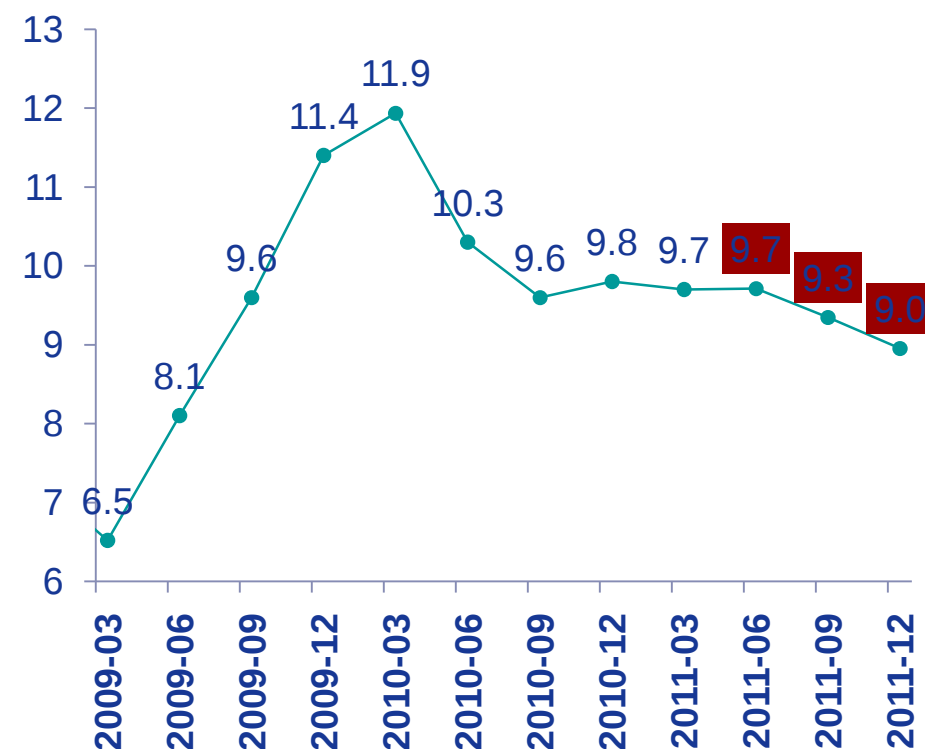
- 通胀仍然是核心考量因素：预计7月见到CPI最后一次高点，8月迎来大幅下行的拐点，这意味着8月下旬将成为市场筑底的关键时间窗口
- 通胀回落期的经济与业绩压力：经济与业绩筑底更可能在年末出现，但是年内最大的业绩冲击应该在半年报时段，指向8月初；其次，经济先行指标（PMI）可望在3季度末率先见底
- A股市场展望：3季度初仍可能延续震荡调整，3季度中后期有望构筑底部、并成为展开阶段性行情的时间窗口

CPI/PPI走势与预测



数据来源：wind，长城证券研究所

GDP同比增速预测（%）



3.4 通胀回落期的配置逻辑：业绩为王

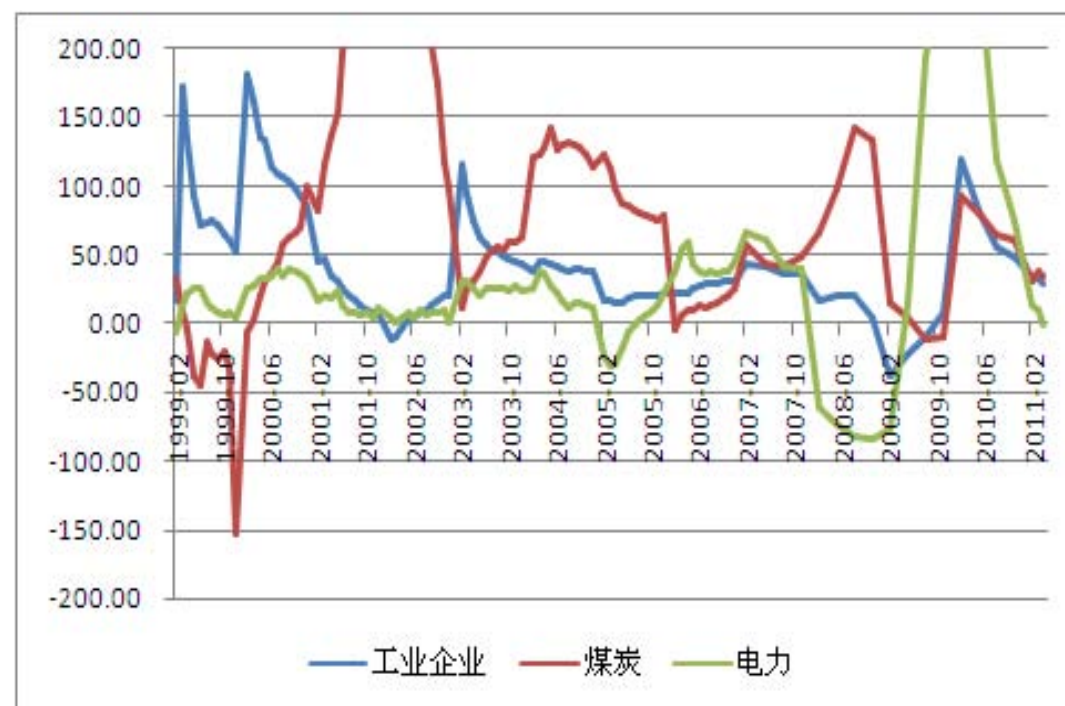
- 下半年行业配置面临的最大问题在于：如何应对通胀冲顶及回落期（后通胀时期）的经济下行，以及相应地上市公司业绩增速下滑
- 寻找通胀回落期稳定增长、确定性增长的行业与公司成为最重要的逻辑
- 可供参考的是04与07年两次通胀周期
- 从煤炭和电力行业来看，能源类行业不具备抵御经济下行的能力，2次通胀回落期都伴随着业绩负增长

过去10年以来的3次通胀周期

	04年通胀		07年通胀		11年通胀	
	起点	终点	起点	终点	起点	终点
温和通胀	03/4	03/11	06/4	07/3	09/12	10/5
通胀	03/11	04/11	07/3	08/10	10/5	11/10
通胀回落	04/11	05/8	08/10	09/1	11/10	NA

数据来源：wind，长城证券研究所

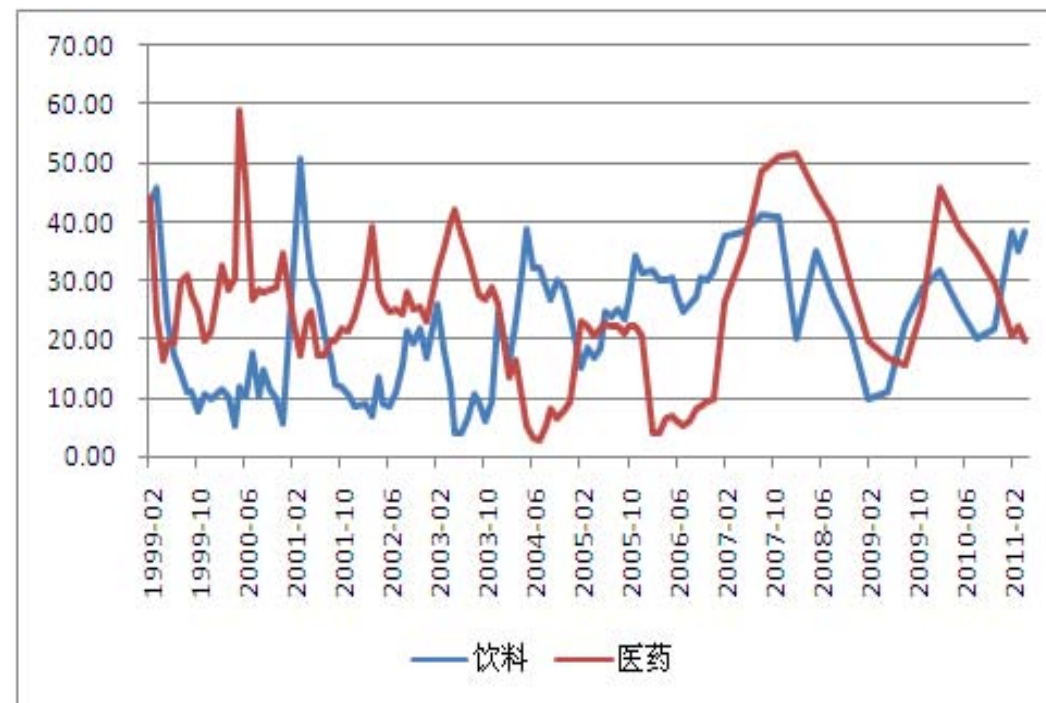
不同通胀时期的行业利润增速表现（%）



3.4 通胀回落期的配置逻辑：业绩为王

- 原材料与工业类的3个代表性行业，在2次通胀回落期同样呈现出利润增速的大幅回落
- 作为典型的消费类行业，医药和食品饮料行业的利润增速回落过程则在通胀阶段已经基本走完，在通胀回落阶段基本体现为增速指标触底回升；另一方面，之前利润回落的幅度相比周期类行业则较为有限
- 从通胀回落期关注业绩的配置逻辑看，下游、消费类行业应该成为3季度配置的主线
- 4季度基本可以看到经济见底的趋势，加大中上游周期股配置比重，尤其以房地产投资链为代表的中游行业（机械、水泥）

不同通胀时期的行业利润增速表现（%）



数据来源：wind，长城证券研究所

3.4 通胀回落期的配置逻辑：业绩为王

- 关注确定性增长，3季度初重点关注下游；3季度末增加中上游配置比重
- 目前时点超配医药、电子、通信、汽车

重点行业评级

行业	评级	景气描述	重点关注公司
农林牧渔	标配	猪肉上涨，导致生猪、饲料与疫苗景气攀升。水产品有望量价回暖。种子面临估值与业绩约束。	雏鹰农牧、新希望、好当家
有色金属	低配	基本金属面临经济下行、流动性收缩双压。小金属受益行业整合、新兴产业拉动。	厦门钨业、辰州矿业、云南锗业、宝钛股份
煤炭	低配	煤价小幅回落，成本上升显著挤压行业利润率。估值修复性机会在3季度末期。	潞安环能、盘江股份
钢铁	低配	钢价受到淡季冲击。高成本、低利润格局延续，业绩改善乏力。关注区域优势类公司。	八一钢铁、酒钢宏兴、新兴铸管
化工	标配	去库存阶段行业整体需求低迷。关注景气攀升子行业如纯碱、钾肥、玻纤等。	盐湖股份、中国玻纤、华鲁恒升、烟台万华
机械	标配	行业销量仍在寻底阶段。关注下半年保障房、水利投资需求释放带来补库存机会。	中集集团、三一重工、中联重科
家电	标配	行业仍处景气周期，估值优势明显。但是经济下行背景下，后续业绩能否达预期需观察。	格力电器、美的电器
电气设备	标配	特高压项目投资缓慢，下游产能迅速释放，行业盈利情况低于预期。关注变频器、智能电网设备。	国电南自、国电南瑞、英威腾
建材	标配	3季度水泥需求淡季，价格改善乏力，限电影响犹存。玻璃行业受成本上升、供给增加负面因素束缚。	天山股份、青松建化、国统股份

资料来源：长城证券研究所

3.4 通胀回落期的配置逻辑：业绩为王

- 关注确定性增长，3季度初重点关注下游；3季度末增加中上游配置比重
- 目前时点超配医药、电子、通信、汽车

重点行业评级

行业	评级	景气描述	重点关注公司
电子元器件	超配	高景气回归平稳增长。智能手机、平板电脑、LED照明子行业景气回升。	超声电子、劲胜股份、宇顺电子
通信设备	超配	光通信行业投资稳定。无线网络优化、WLAN设备子行业延续高速增长。	世纪鼎利、三元达、日海通讯、大富科技
电力行业	低配	电力需求旺盛，紧缺现状突出。成本挤压、行政定价模式延续，紧缩环境中财务继续面临窘境。	凯迪电力、华能国际、国电电力
食品饮料	超配	行业确定性增长。白酒延续量、价齐升趋势。葡萄酒增速平稳。	五粮液、贵州茅台、泸州老窖
房地产	标配	紧缩政策延续，房价缓慢回落。行业机会需要等待限购、放松贷款等松动行为出现。	保利地产、荣盛发展、世茂股份
汽车	超配	乘用车全年5%增长，环比销量缓慢改善。商用车全年增速15%，投资增速放缓，景气继续低迷。	上海汽车、威孚高科
商业零售	标配	消费小幅回落，增速在25%-30之间。百货类关注区域零售龙头企业，品牌升级中的高档品牌企业。	王府井、重庆百货、美克股份
医药	超配	成本回落导致业绩增速前低后高。关注药品降价环境中的中药龙头、独家品种，以及技术创新型公司。	天士力、东阿阿胶、恒瑞医药、人福医药
金融服务	标配	紧缩背景下的高溢价能力表现步入尾声。业绩表现最好时期（1、2季度）结束。	民生银行、兴业银行、招商银行

资料来源：长城证券研究所

3.5 下半年长城30股票池

下半年重点关注公司

股票代码	股票简称	行业	收盘价 (元)	流通市值 (亿元)	11年EPS (元)	12年EPS (元)	11年PE	12年PE
600535	天士力	医药	39.1	190.8	1.2	1.5	31.8	25.7
600079	人福医药	医药	21.6	86.2	0.7	0.9	32.8	25.4
000538	云南白药	医药	55.3	348.0	1.8	2.3	31.1	23.7
000858	五粮液	食品饮料	34.5	1,310.6	1.5	2.0	22.6	17.5
000568	泸州老窖	食品饮料	43.6	311.9	2.0	2.6	21.5	16.6
300134	大富科技	通信	54.9	21.9	2.2	3.0	24.6	18.2
002417	三元达	通信	13.7	10.8	0.5	0.6	29.8	23.2
600050	中国联通	通信	5.4	1,153.1	0.1	0.3	41.8	17.0
000823	超声电子	电子元器件	12.7	36.6	0.5	0.7	23.5	18.7
002289	宇顺电子	电子元器件	22.0	10.8	1.2	1.6	18.2	14.1
600104	上海汽车	汽车	16.6	1,410.3	1.7	2.1	9.6	7.9
600805	悦达投资	汽车	13.8	97.3	1.4	1.7	9.7	8.2
601799	星宇股份	汽车	18.6	11.2	0.9	1.3	21.2	14.9
002477	雏鹰农牧	农业	29.9	20.0	0.9	1.1	35.1	26.4
600467	好当家	农业	11.2	71.2	0.4	0.5	32.1	23.4

3.5 下半年长城30股票池

下半年重点关注公司

股票代码	股票简称	行业	收盘价(元)	流通市值 (亿元)	11年EPS (元)	12年EPS (元)	11年PE	12年PE
600549	厦门钨业	有色	39.8	271.4	1.1	1.9	36.2	21.3
600581	八一钢铁	钢铁	13.8	105.8	1.1	1.4	12.1	10.1
000937	冀中能源	煤炭	24.4	383.7	1.3	2.0	18.7	12.1
000039	中集集团	机械	19.1	234.9	1.7	2.1	11.3	9.3
600031	三一重工	机械	16.8	1,179.1	1.2	1.5	14.3	10.9
300118	东方日升	光伏	20.7	18.6	1.0	1.5	21.6	14.3
600406	国电南瑞	电气设备	33.6	342.9	0.8	1.0	44.2	34.6
600406	国电南瑞	电气设备	33.6	342.9	0.8	1.0	44.2	34.6
000877	天山股份	建材	37.1	124.4	2.4	3.0	15.4	12.4
002205	国统股份	建材	22.9	22.5	0.7	0.9	35.2	26.0
000669	领先科技	公用事业	27.6	20.9	1.0	1.5	28.2	18.8
600859	王府井	商业	38.5	160.8	1.4	1.8	26.7	21.0
600337	美克股份	商业	10.2	52.2	0.3	0.5	30.1	20.0
600649	城投控股	地产	7.8	86.6	0.4	0.5	20.4	15.2
600036	招商银行	银行	12.7	2,248.9	1.6	2.0	7.9	6.5

资料来源：长城证券研究所

长城研究 与您共成长

长城证券研究所
策略研究小组
2011年6月

长城证券研究所投资评级标准：

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人:

刘璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

马珂: 0755-83516433, 13823795859, make@cgws.com

伏财勇: 0755-83510199, 13927451701, fcy@cgws.com

北京联系人

杨洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

黄怡: 021-61680357, 13816523173, yihuang@cgws.com

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。