

“硬着陆”远在天涯、关注纠偏

A 股中期策略报告

2011 年 6 月 22 日

● 主要观点:

- 经济虽有回落压力, 但不会“硬着陆”; 物价冲高后逐步回落, 产出三季度末有望回升。美日经济下半年好于上半年; 通胀的货币因素已经得到较大的控制, 政策将由以控总需求压通胀逐步转为缓需求回落、促供给改善、防类滞胀; 财政与信贷的余地, 为需求端缓和、供给端改善提供可能。
- 无论是准备金率、市场利率还是外汇占款的对冲率、银行资金在信贷领域的配置比例, 均表明当前资金面趋于最紧时。外汇占款对冲率在 6、7 月将逼近 80% 的历史高点, 准备金率有望迎来观察期; 期限结构上, 长短端收益率因极度背离而有均值回归需要。考虑到通胀 6 月后有回落, 当下货币紧缩接近尾声。
- 目前 A 股市盈率为 16 倍、非金融类市盈率为 22 倍。纵向看整体估值水平已经处于估值底部, 但伪成长股的存在使得估值分布结构还有一定调整空间。基于股指市盈率与 10 年期国债收益率的倒数长期收敛的规律, 又当前利率期限结构的长端趋于平坦、10 年期国债收益率保持在 4% 左右; 因此, 当下 22 倍的非金融类板块市盈率也属低估。谨慎估计, 2011 年非金融类企业业绩增速有望获得 8% 以上的正增长; 以静态市盈率(TTM、1 季度×4)来看, 估值水平已经较多的反应了业绩增速回落的预期。当下的估值水平具有安全边际。
- 当下市场主要的观测项为经济回落之下政策的走向、流动性的拐点; 在估值已近底部的情况下, “戴维斯双杀”将更多冲击的是一些伪成长股而非市场整体。市场底部的确立将介于估值底与流动性底之间且多在流动性底部附近, 但将提前于经济和业绩增速的底。筑底的催化剂在于财政产业政策的暖风、保障房等民生建设资金的落实、准备金率等货币政策进入观察期、流动性出现拐点。
- 2750 点的估值水平反应了经济软着陆的预期, 下方则是硬着陆悲观预期与流动性紧张的共振。尽管我们在年度策略中指出硬着陆悲观预期下的点位在 2450 点, 但 2750 点下方已属低估、下半年有望纠偏。预计下半年指数合理区间为 2750-3050。
- 市场筑底向上, 逢低布局。以拆借利率、外汇对冲率、准备金率等流动性指标体系作为市场拐点的依据, 审慎而乐观的进行左侧配置。风格上, 先价值后成长。行业角度, 以泛周期为主要标的, 重点关注基建和设备类板块。即, 短看保障房等建设相关受益的工程机械、区域建材、建筑装饰等板块; 中长期关注设备投资上行过程中的电力设备、水利设备、铁路设备以及其他专用设备的投资机会。相对而言, 中小板与创业板的机会更多是结构性的, 该类股票中市盈率低于 30 倍且市销率低于 5 倍的大致在 14% 左右; 在此估值基础上, 重点关注合理运用超募资金、进行外延式扩张的公司, 其中将不乏“真成长股”。

策略组

分析师: 沈正阳

执业证书编号: S0550511010009

TEL: (021)63367000-314

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

一、引言	3
二、缓需求下降、促供给改善，经济回落将有度	3
1、供求曲线看经济演绎路径	3
2、下半年经济回落但有度的归因分析	5
A、美日经济在复苏过程之中、好于上半年	5
B、以控总需求压通胀转为缓需求回落、促供给改善、防类滞胀的政策导向	6
C、财政与信贷的余地，为经济回落有度提供了可能性	8
三、紧缩力度趋于最紧时，流动性有望得改善	9
1、银行可贷资金中贷款比重创新高、资金紧张推升市场利率	9
2、外汇占款对冲率逼近 80%、准备金率有望迎来观察期	10
四、估值已处底部、业绩仍有增长	11
1、纵向比较估值水平处于历史低位	11
2、大类资产比较中看待 A 股估值的低估问题	13
A、估值水平的美国经验	13
B、估值水平的中国实证	14
3、谨慎估计，全年非金融类业绩增速在 8% 上方	16
4、整体估值水平已经较多的反应了业绩增速回落的预期	18
五、市场运行及投资策略	18
1、市场逻辑及运行趋势	18
A、市场逻辑及市场底的看法	18
B、市场运行趋势	19
2、投资策略	19
A、风格的看法：先价值后成长	20
B、价值股中的行业机会	21
C、成长股中的局部机会	23
D、重点个股(暂略)	24
图 1：供需曲线视野下 2011 年经济运行图解	4
图 2：上半年工业增加值与 PPI 先上后下、CPI 则持续上行	4
图 3：宏观预测：下半年经济下行后有回升、物价则有望逐季回落	5
图 4：预期美日经济下半年要好于上半年	6
图 5：M1 增速从回落时间和幅度看已经对冲了物价上涨中的货币因素	6
图 6：扣除准备金后的货币供应/GDP 的比值已经大幅回落	7
表 1：2011 年 5 月与 2008 年 12 月的货币/GDP 比值已经持平	7
表 2：缓需求回落、促供给增加的政策在逐步出台	8
表 3：从固定资产投资资金来源看，信贷与预算支出将是主要看点	8
表 4：目前为止信贷低于预期，未来有适度投放空间	9
图 7：银行可贷资金受限于准备金率上调，信贷紧张以创新高	10
图 8：货币市场资金利率飙升至历史高点附近	10
图 9：外汇占款对冲率已达 79.5%、预计 1-2 月内达 80% 历史高点，未来将改善	11
表 5：权重指数整体估值水平已处于历史估值底部区域	11

表 6: 从沪深 300 成分股的估值分布看, 权重股进入“白银时代”	12
表 7: 市盈率分布结构仍存在一定的不均衡, 全部 A 股介于“青铜”与“白银”之间	12
表 8: 市销率分布结构仍存在一定的不均衡, 全部 A 股介于“青铜”与“白银”之间	12
图 10: 非银行估值水平市盈率 22 倍、市净率 2.8 倍, 也处于低位区域	13
图 11: 标普 500 指数估值与业绩的关联度较弱	14
图 12: 标普 500 指数估值与 10 期国债收益率倒数的关联度强、有趋同性	14
图 13: 利率期限长端平稳、10 年期国债收益率在 4% 左右平稳	15
图 14: 非金融类市盈率低于 10 年期国债收益率的倒数、存在向上修正要求	15
表 9: 基于 WIND 一致预期下非银行的业绩增速至少在 8%, 回落中有一定增长	16
表 10: 基于非金融企业季度业绩分布的规律、谨慎推测非金融企业业绩增速 9% 左右。	16
图 15: 非金融类股票与工业企业、央企利润增速具有较强相关性	17
表 11: 非金融企业中期业绩增速同比约 15%	17
表 12: 当前整体估值已经较为充分的反映了业绩增速回落预期	18
图 16: 市场底与估值底、流动性底、经济与业绩底的序次关系	19
图 17: 中小板估值溢价在经济回落中依然面临着一定的下调压力	20
图 18: 中小板、创业板对上证 180 的成长优势正遭受着业绩回落压力	20
图 19: 设备投资再现绿芽、有望上行	21
表 13: 重点行业市盈率水平与历史估值序列中的位置	21
表 14: 重点行业市净率水平与历史估值序列中的位置	22
图 20: 新股发行市盈率创新高股重启以来的新低	23
图 21: 新股首日破发率上行、部分次新股值得关注	23
表 15: 中小板和创业板中 PE 低于 30 倍且 PS 低于 5 倍的占比 14%、114 家	24

一、引言

回顾 2011 年上半年, 全球范围内的不确定性有增无减, 资本市场的波动不亚于 2010 年。短期总供给端的限制, 促成了 1 季度 A 股市场部分周期性板块借助保障房建设预期而出现了结构性小幅回升; 但是, 通胀的压力、货币的紧缩, 总需求的回落, 使得股市自 4 月中旬以来出现了显著的回落, 周期与消费齐跌、价值共成长尽绿。市场跌破去年 2300 点估值水平对应的 2750 点一线, 在经济硬着陆等悲观情绪共振之下有向我们年度策略中的低点 2450 点一线靠拢的迹象。

站在当下的市场位置, 我们需要思考, 在市场已经与 2300 点估值水平持平甚至更低的情况下, 市场何以未出现去年 2300 点附近止跌回升、未来回升的催化因素何在? 面临估值水平的扰动, 市场情绪的波动, 市场的价值底线何在? 更为关键的是, 在诸多不确定性, 国内经济回落的路径将怎样呈现、会否硬着陆、下半年经济的亮点何在; 市场是步入熊途、一蹶不振呢, 还是阵痛之后绝处逢生、筑底有升呢? 市场作何演绎、机会又在何处? 本文将就这些问题做重点阐述。

二、缓需求下降、促供给改善, 经济回落将有度

1、供求曲线看经济演绎路径

经历了 2008、2009 年经济快速回落及快速复苏的波动后, 中国经济周期波动更显短期化特征, 这一点在 2010 年表现尤为突出。同时, 2011 年 1、2 季度经济波动的特征也显示出经济周期波长的缩短、波动的短期化特征。经济周期的短期化, 既有后危机时代货币政策决策短期化、宏观经济决策短期化, 也有企业和个人的投资和消费行为的短期化、金融市场波动的短期化的归因, 即由经济微观主体以及虚拟市场行为的短期化所决定。核心理念, 我们认为本轮经济回落的程度也将是可控的、经济成功软着陆的可能性更大。

“大道至简”, 从供求曲线角度看 2011 年的宏观图景:

1 季度由于部分产业供给端的受限使得短期总供给不足，比如水泥、电力以及受中东以及日本地震影响的石油以及部分工业品的供给缺口，对应的物价水平继续上升、经济产出水平有所回落；即短期总供给曲线的上移导致了价格的上行、产出的回落，表现为 1 季度 CPI 由去年底的 4.6% 上行至 3 月份的 5.4%、PPI 由 5.9% 上行至 7.3%、GDP 也由 9.8% 小幅回落至 9.7%。

二季度在宏观调控累积效应的作用下，在欧债危机以及自然灾害等冲击下，内外需求回落明显。总需求曲线回落明显，对应的 4 月中旬开始全球大宗商品价格暴跌，输入型通胀压力有所缓解，但由于国内劳动力成本以及极端气候的影响，尽管与全球大宗商品价格关联度更高的 PPI 从 3 月的 7.3% 逐步回落至 6.8%，但 CPI 还是由 3 月的 5.4% 曲折的上行至 5.5%、且 6 月有上冲 6% 创年内高点的动力；同时，经济产出水平继续回落、工业增加值增速由 14.8% 回落至 5 月的 13.3%，对应 2 季度 GDP 增速可能显著回落，预计在 9.2%。

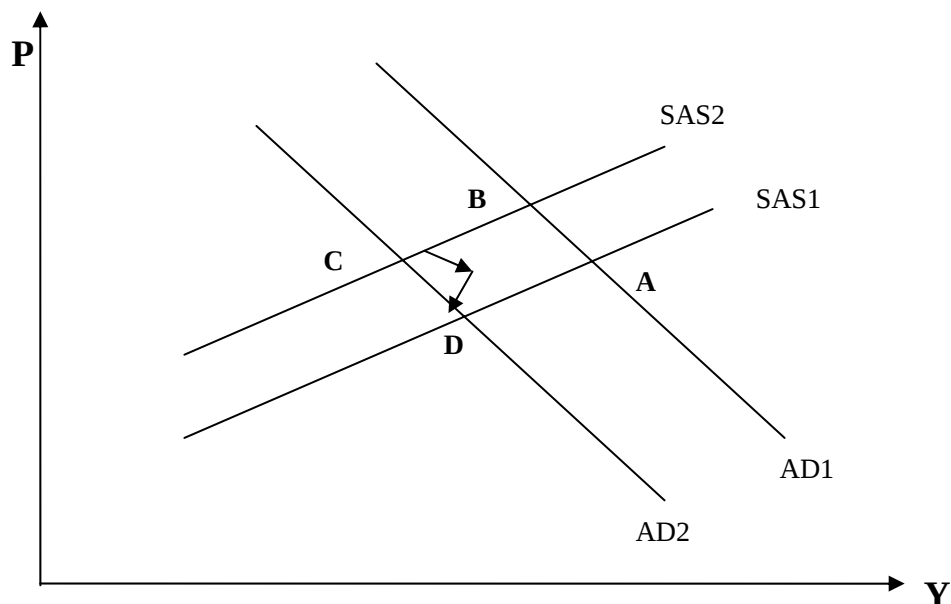
展望下半年，我们认为，需求曲线向下移，3 季度经济依然有回落压力、GDP 增速回落至 9% 附近，而物价在 6 月创出新高后将有所回落、三季度 CPI 均值在 5% 左右。但是，这种经济回落将是可控的，3 季度末经济面有望好转，4 季度经济增速小幅回升至 9.2%、物价继续保持温和回落。

经济结构调整的复杂性、生产效率及供给曲线改善的长期，需求的短期易波动性，使得中国经济面临着转型期的政策及增长的波动。但是，如何将短期需求的波动与长期供给的改善相结合、相平衡，是中国经济能否转型成功的关键，在这过程中需要避免经济“硬着陆”的发生。

我们认为，所谓“硬着陆”，即指在供给曲线未得到显著改善之前、需求却遭遇持续的超预期的打击导致需求曲线持续且大幅的向下方移动，对应着经济产出水平骤降、显著低于潜在产出水平。考虑本次经济回落主要基于政策主动性调控所致，我们认为，经济不会硬着陆。

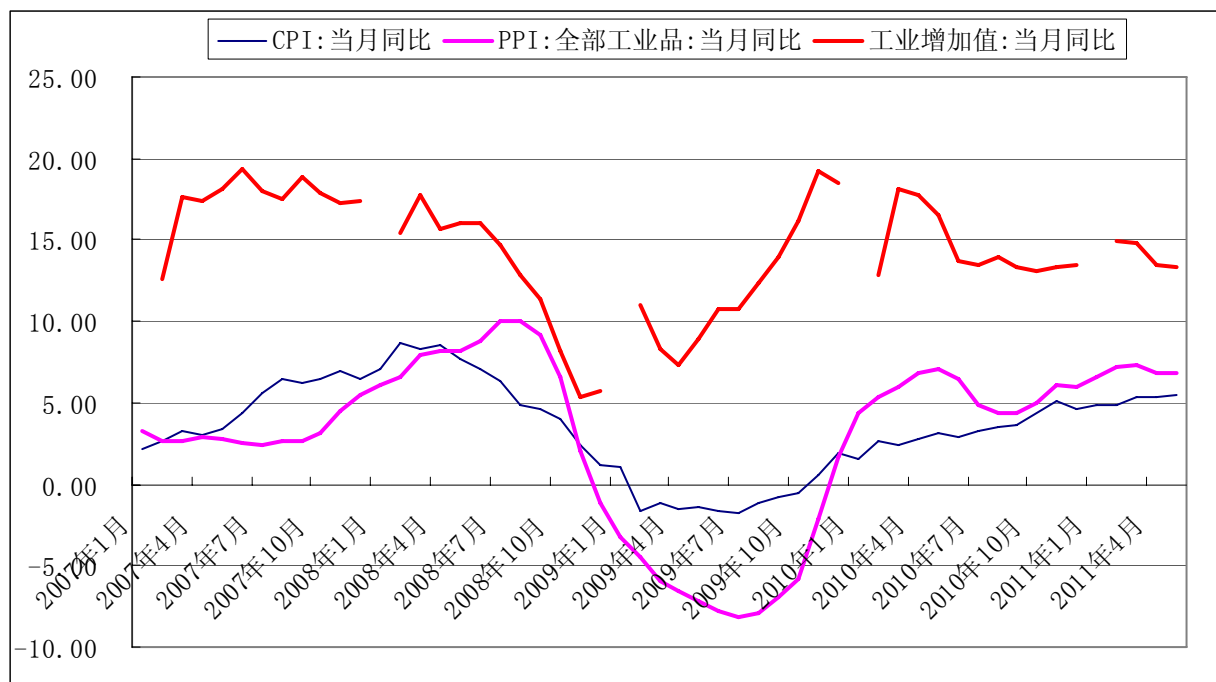
从经济图景上描述，即下半年经济将回落有度，主要在于外需相对 2 季度有所好转、且远远好于 2008 年经济硬着陆的背景，内需方面则来自于保障房、水利等十二五规划项目建设；同时，物流改革、要素改革、财税改革、设备投资等有利于供给的逐步改善。即，下半年在经历需求曲线 3 季度适度回落后，有望在供需改善下实现短期总供给曲线小幅下移、需求曲线小幅上移；这将是经济转型复杂性的客观体现。

图 1：供需曲线视野下 2011 年经济运行图解



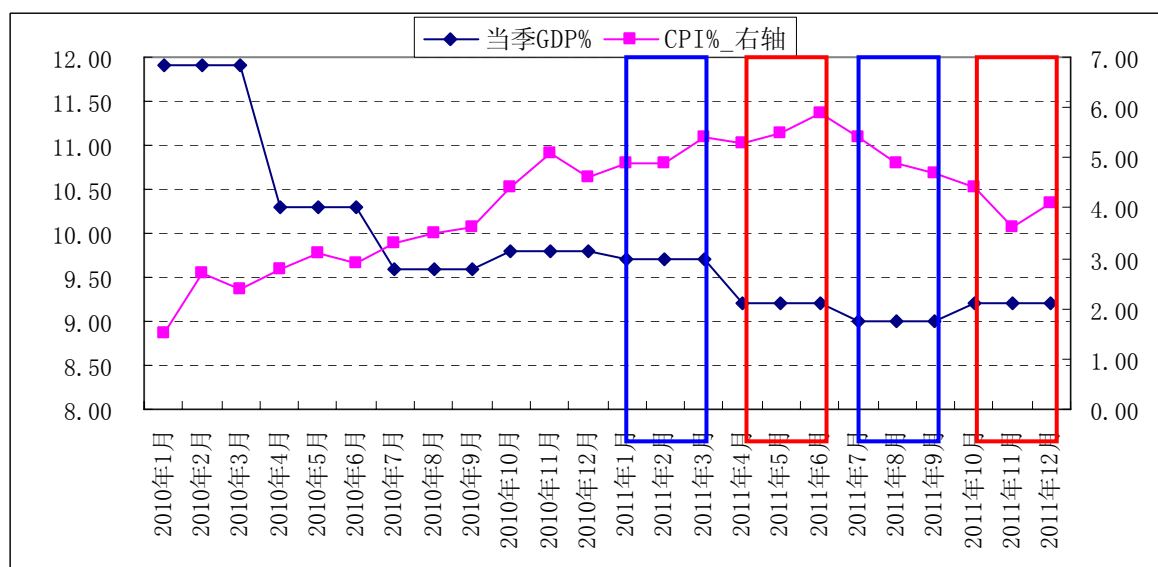
数据源自东北证券

图 2：上半年工业增加值与 PPI 先上后下、CPI 则持续上行



数据源自 WIND，东北证券

图 3：宏观预测：下半年经济下行后有回升、物价则有望逐季回落



数据源自 WIND，东北证券

2、下半年经济回落但有度的归因分析

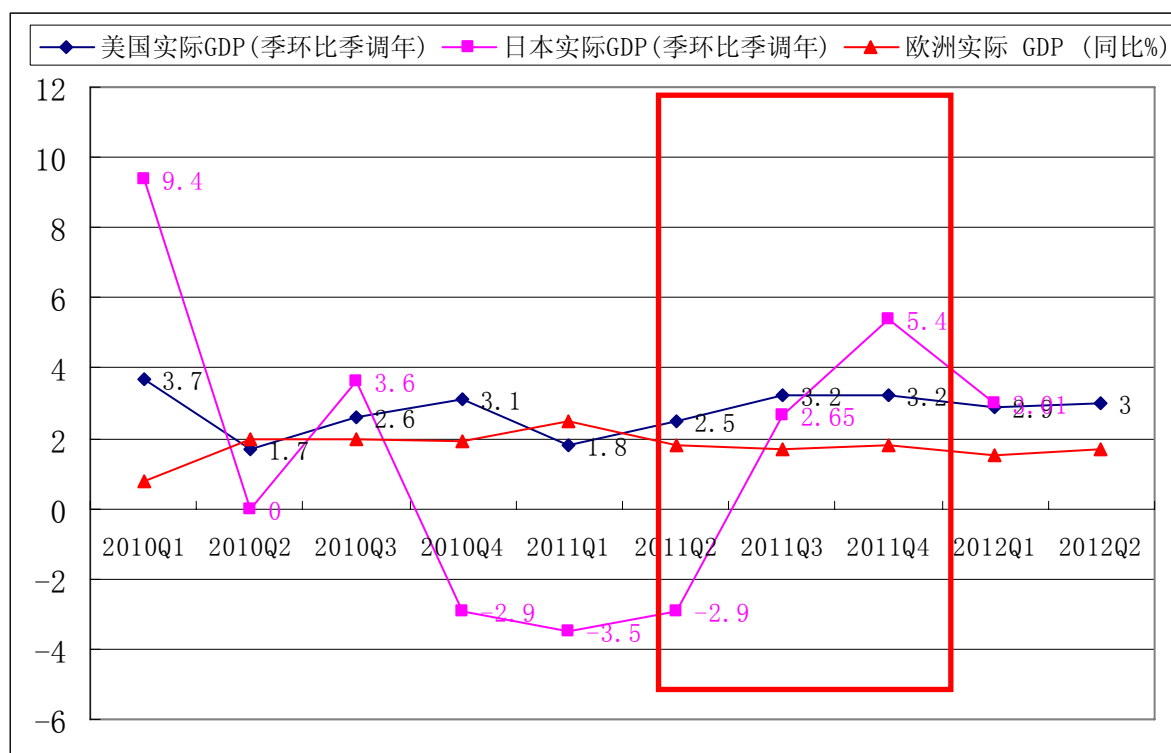
当前经济面对的风险主要在于需求曲线短期下移的程度。从 2 季度经济回落的因素看，政策紧缩的累积效应在进一步体现，但是，这种需求的回落更类似于 2010 年而非 2008 年，经济回落但有度。

A、美日经济在复苏过程之中、好于上半年

受欧债危机的困扰，全球经济复苏的轨迹较为曲折，欧洲经济增速则止步不前。尽管如此，美日经济尤其是日本重建将使得外围经济比上半年带来更多亮色。美国经济 1 季度增速在 1.8%，预期二三四季度分别为 2.5%、3.2%、3.2%。日本经济受地震冲击，1 季度经济增速为-3.5%、2 季度预期在-2.9%；在重建推动下，日本 GDP 三四季度有望分别实现 2.65%、5.4%的增速跳升。

因此，下半年在日本灾后重建以及美国经济缓慢复苏的作用下，外部需求将比上半年有所改善，这是当下有别于 2008 年外需崩坍的悲观场景。

图 4：预期美日经济下半年要好于上半年



数据源自彭博，东北证券；注：美日 GDP 年率分别为不变价折合的季调后的环比年率。

B、以控总需求压通胀转为缓需求回落、促供给改善、防类滞胀的政策导向

劳动力成本的上行，要素价格等改革的滞后，社会交易费用的居高不下，以及货币的超发，是本轮通胀的主要推手。当前主要的政策导向是货币紧缩、控制总需求，从而压制通胀水平；但由于物价上行除了货币因素外，还有供给端的结构性失衡等因素，通胀是复杂的。

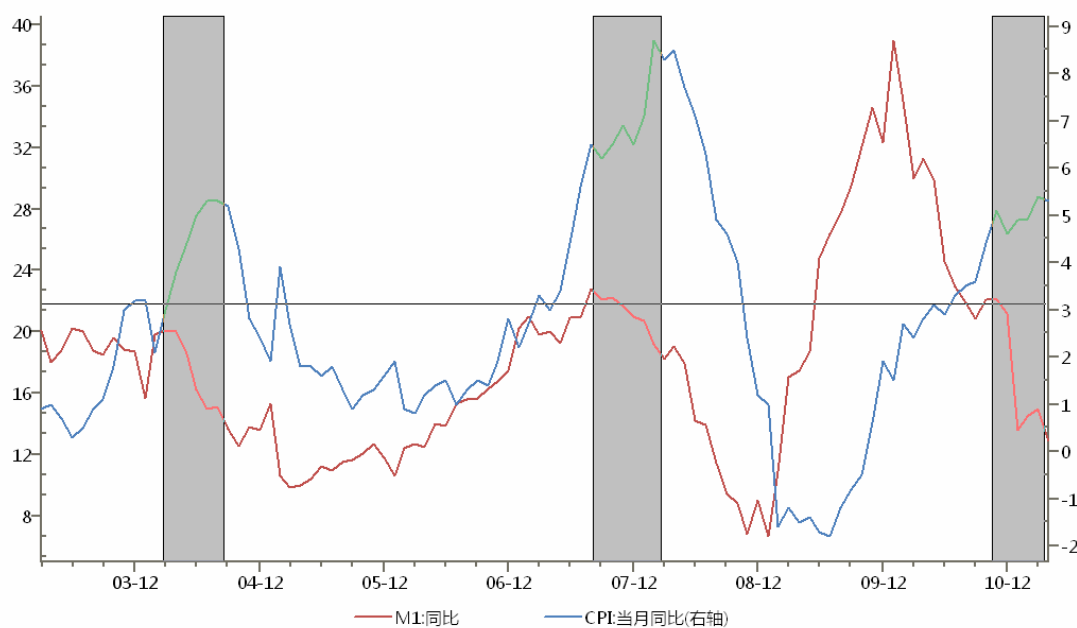
——通胀的货币因素已经得到较大的控制

目前 M1 增速回落至 5 月的 12.7%，这是自 2010 年 1 月 38.9% 回落的 17 个月份、也是自 2010 年底 21% 回落的第 6 个月份。根据 2004 年、2008 年 CPI 与 M1 的经验，彼时 M1 增速分别从 20%、22% 开始经历 5-7 个月的回落后 CPI 分别见 5.3%、8.5% 高点后回落。考虑到 2009 年金融危机时较低的货币供应量 M1 基数，即使从去年底 M1 在 21% 左右回落的周期来看，本轮物价上行的货币因素也将在 6 月有望弱化。

国内货币供应量整体较高、M2/GDP(上年)依然处于 1.9 倍的高位，这是近来一直被诟病的；但是，事实上，由于创新高的准备金率，扣除被央行回收的准备金后的存量货币相对 GDP 的比例出现了显著的回落。5 月准备金率 21% 对应的(存款余额-准备金)/GDP 为 1.5 倍，而 2008 年 6 月准备金率 17.5% 时该指标为 1.36 倍、2008 年 12 月准备金率回落至 15.5% 时该指标为 1.48 倍。

即，由于央行“池子”的存在，实际可贷资金与 GDP 的比值，已经出现了显著的回落、且该指标已经回落至 2008 年末的水平。为了防止重蹈 2008 年经济硬着陆的覆辙、防范矫枉过正，防止出现 2008 年政策 180 度转弯的被动，调控需要弹性，单纯为了控制通胀的货币紧缩已经接近尾声。

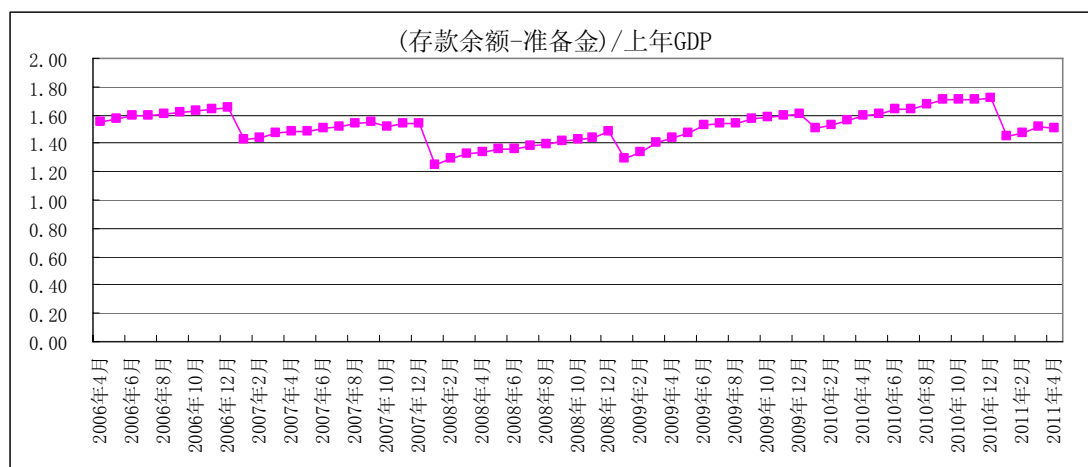
图 5：M1 增速从回落时间和幅度看已经对冲了物价上涨中的货币因素



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

图 6: 扣除准备金后的货币供应/GDP 的比值已经大幅回落



数据源自 WIND, 东北证券

表 1: 2011 年 5 月与 2008 年 12 月的货币/GDP 比值已经持平

	2008 年 6 月	2008 年 12 月	2011 年 5 月
准备金率	17.50%	15.5%	21%
存款余额	438989	466203	756216
存款余额-准备金	362166	393942	597410
M2	443141	475167	757338
上年 GDP	265810	265810	397983
M2/上年 GDP	1.67	1.79	1.90
(存款余额-准备金)/上年 GDP	1.36	1.48	1.50

数据源自 WIND, 东北证券

——缓和需求回落、促进供给改善，防范类滞胀的政策导向

通过从紧的货币信贷政策抑制总需求、从而控制通胀是上半年控通胀的主要手段。总需求管理下，伴随着 6 月 CPI 冲高后有所回落以及经济增速回落至潜在产出乃至下方(当前潜在产出在 8-10%、较为中性的观点是在 9.3%)，单纯为了控制通胀的货币紧缩已经接近尾声；未来更多的将从降低全社会的交易费用、改善供给端、保障房等民生建设来对冲劳动力瓶颈，通过供给曲线的小幅下移和需求曲线的小幅前推来管理通胀，防范经济硬着陆。即，以控总需求压通胀、转变为促总供给防范类滞胀的政策导向。

需要注意的是，供给端的改善是长期的过程，远比需求端的改善要困难的多。因此，防范“类滞胀”的政策导向，短期的看点依然是货币政策紧缩力度的趋缓以便缓和需求的回落、财政产业政策推进促进短期需求和长期供给的改善，这也将是市场所主要关注的主线。

——缓需求回落、促供给增加的政策在逐步出台

目前来看，鼓励银行向中小企业投放信贷，保障房的推进，兴边富民、区域建设以及种业、物流等产业政策，是经济回落过程中已经看得见的积极的因素；预期将会有更多的积极因素。

表 2：缓需求回落、促供给增加的政策在逐步出台

时间	政策面动向
5 月 31 日	胡锦涛：推动战略性新兴产业快速健康发展
6 月 3 日	发改委下发关于适当调整电价有关问题的通知，上调了部分地区水电企业的上网电价。
6 月 8 日	国务院会议，研究部署进一步加大财政教育投入工作和促进物流业健康发展工作。
6 月 11 日	发改委为缓解电荒将加快火电项目审批
6 月 11 日	李克强：三方面推进实现今年保障房建设目标
6 月 15 日	国务院法制办发布《中华人民共和国车船税法实施条例(征求意见稿)》
6 月 15 日	国务院会议，研究部署进一步促进内蒙古自治区经济社会又好又快发展的“八点措施”
6 月 15 日	五部委：已还清贷款公路须立即停止收费
6 月 15 日	商务部表示，中国将进一步下调进口关税，包括部分中高档商品的关税。
6 月 18 日	财政部首发 504 亿元地方债为“保障房筹资”

数据源自东北证券

C、财政与信贷的余地，为经济回落有度提供了可能性

经济回落有度的现实驱动力在于目前财政、信贷均有余地。

从固定资产投资资金来源看，2009 年是 2007 年以来预算内比例和贷款比例最高的年份，当年预算内资金在固定资产投资资金来源的比例为 5.2%、总量信贷下贷款资金比例占 17.23%；而 2010 年两者略有下降，分别为 4.79%、16.47%。截至 2011 年 5 月，预算内资金比例以及贷款比例分别继续显著下降至 3.74% 和 15.59%。

当前预算内资金、信贷的快速大幅收缩，使得固定资产投资中资金源大多来自自筹、从而推高了资金成本；根据资金来源的此消彼伏，预期未来经济回升的资金面动力主要来自十二五规划项目的推进以及由此带来的信贷的适度配合，相对而言、民间自有投资的力量较小。因此，以财政、信贷为支撑的包括保障房在内的十二五规划项目投资将是主要看点。

同时，从信贷角度看，2011 年前 5 月信贷规模 3.5 万亿，按照“3-3-2-2”节奏、以全年 7-7.5 万亿信贷规模计算，则上半年合意信贷投放额为 4.2-4.5 万亿。因此，下半年信贷紧缩存在适度放缓的可能，又经济回落为信贷适度放缓提供要求；由此，将下半年信贷作为期待项具有极高的合理性。

表 3：从固定资产投资资金来源看，信贷与预算支出将是主要看点

	12 月累积				前 5 个月累积		
	预算内比例	贷款比例	自筹比例	FAI 资金来源额	预算内比例	贷款比例	自筹比例
2003	5.48%	23.54%	47.49%	45,802	4.87%	25.81%	46.34%

2004	4.25%	20.36%	51.26%	62,758	3.54%	23.97%	48.97%
2005	4.38%	18.76%	54.44%	80,934	3.61%	21.73%	51.28%
2006	4.49%	18.47%	55.59%	101,622	3.58%	20.76%	54.45%
2007	4.17%	16.93%	57.04%	130,294	3.34%	19.15%	56.86%
2008	4.70%	15.72%	62.21%	156,927	3.84%	18.20%	59.43%
2009	5.20%	17.23%	58.53%	218,279	5.22%	17.86%	59.85%
2010	4.79%	16.47%	61.01%	272,452	4.29%	17.77%	59.19%
2011					3.74%	15.59%	63.93%

数据源自 WIND，东北证券

表 4：目前为止信贷低于预期，未来有适度投放空间

月增信贷	2009 年	2010 年	2011 年
1 月	16200	13900	10400
2 月	10700	7001	5356
3 月	18900	5107	6794
4 月	5918	7740	7396
5 月	6645	6394	5516
全年	95769	79235	75000
1-5 月	58363	40142	35462
1-5 月占比	60.94%	50.66%	47.28%

数据源自 WIND，东北证券

综上，经济虽有回落压力，但不会“硬着陆”；物价 6 月冲高后逐步回落，产出三季度末有望回升。美日经济下半年有好转；通胀的货币因素已经得到较大的控制，政策将由以控总需求压通胀逐步转为缓需求回落、促供给改善、防类滞胀；财政与信贷的余地，为需求端缓和、供给端改善提供可能。

三、紧缩力度趋于最紧时，流动性有望得改善

在通胀有望冲高回落、经济面临超调风险的情况下，当前货币紧缩趋于最紧时、单纯的货币紧缩政策存在改善的必要性。从资本市场角度看，最为关注的是流动性指标紧缩的程度以及未来流动性指标的演绎路径；这更有利于把握流动性的节奏、并分析对资本市场的影响。

目前来看，由于较高的准备金率以及信贷的控制，政策从紧的力度已经达到或接近 2008 年最紧张的时点。无论是准备金率、市场利率还是外汇占款的对冲率、银行资金在信贷领域的配置比例，均表明了当前资金面处于极其紧张力度的状态、趋于最紧时。

1、银行可贷资金中贷款比重创新高、资金紧张推升市场利率

首先，由于准备金率上调至 21.5% 的新高，银行可贷资金规模下降。从银行资产配置的角度看，尽管银行存贷比维持在 67% 附近、这是 2009 年来的平均水平。但是，极高的准备金率，使得银行可贷资金中配置于贷款的比重却处于历史高位，贷款/(存款-准备金)的比值从 2006 年的 73% 左右上行至 2010 年的 80%，由于自 2010 年 11 月开始的准备金率持续的上调导致该比值在 2011 年 5 月份再创新高、已经上升至 84% 左右。准备金率的上行，信贷的控制，比利率工具实体经济的影响要更大些；也推升了同业市场的利率，并间接推高了市场利率、信贷价格、全社会资金成本。

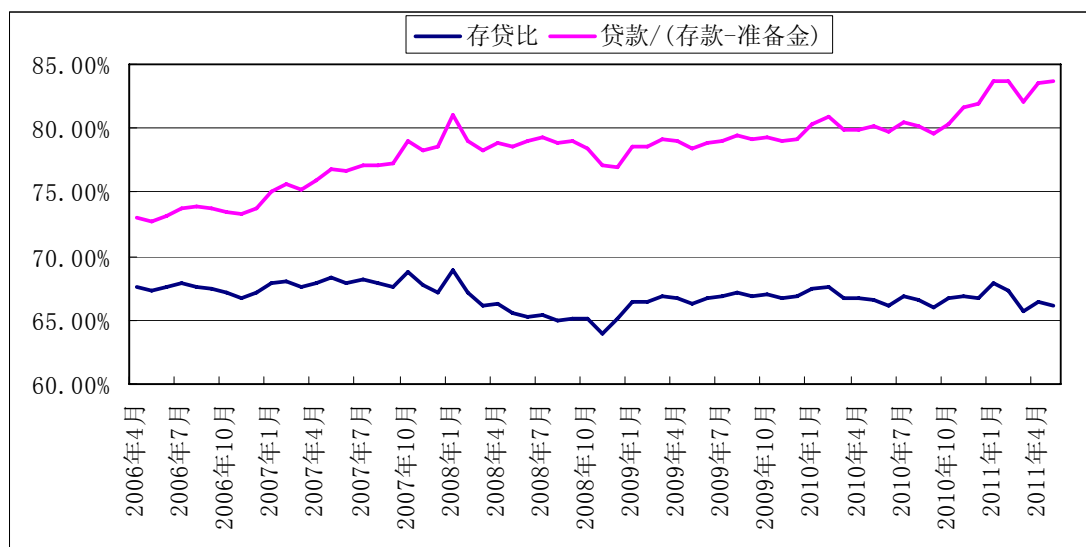
可贷资金规模的受限制，贷款/(存款-准备金)的比值远高于 2008 年，最终导致当前股市的低迷、市场利率的飙升、债券平稳而无特别表现；这不同于 2004 年、2008 年时期股市低迷、债市火爆的跷跷板规律。因此，密切观测准备金率的动向、观测市场利率的动向，则成了关注股市流动性动向、流动性拐点的重要指标。

其次，当下市场利率再次接近历史高点。SHIBOR 以及贴现利率等资金价格指标接近 2011 年 1 月春节前后的紧张力度、也与 2007 年末的资金紧张状态类似。这既是货币紧缩的结果也是经济内生性增长动力较

强的表现。换句话说，准备金率上调使得资金在信贷与拆借市场的配比失衡，使得市场利率上行、导致信贷低于预期；但是，5月固定资产投资增速仍然在25.8%的水平，显示经济内在动力依然较为强劲。

因此，未来如果准备金率上调节奏趋缓、出现类似于2008年6月后、2010年5月后长达数月的准备金率调整真空期、观察期，那么将有利于激发信贷、同时也有利于缓和拆借利率的紧张格局，有利于经济的平稳；这将是下半年实体经济也是资本市场重点关注的显性指标。这种预期存在极大的合理性。

图7：银行可贷资金受限于准备金率上调，信贷紧张以创新高



数据源自 WIND，东北证券

图8：货币市场资金利率飙升至历史高点附近



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

2、外汇占款对冲率逼近80%、准备金率有望迎来观察期

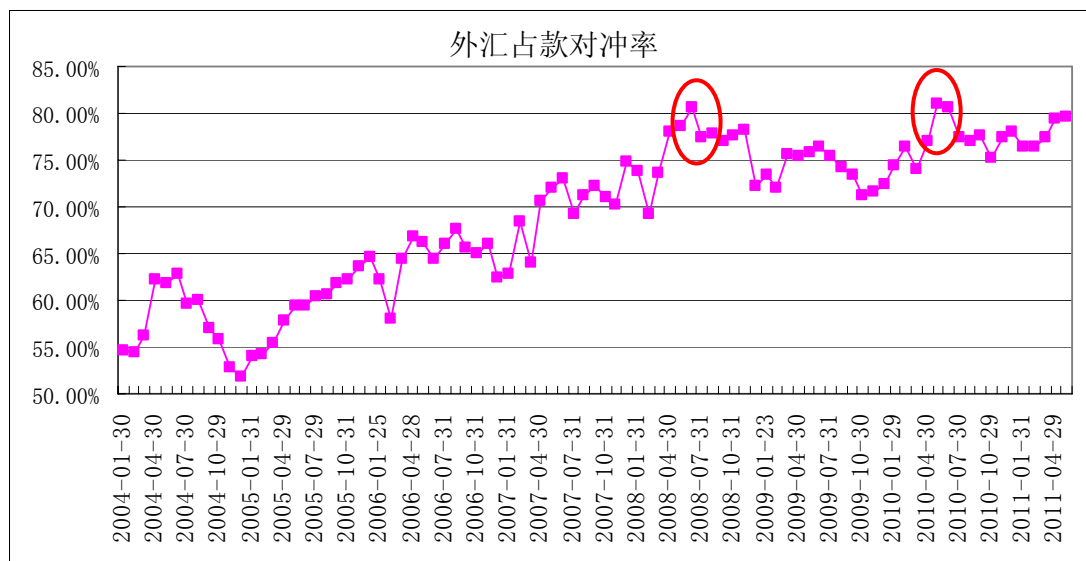
我们关注准备金率上调的跟踪指标——外汇占款及外汇占款对冲率，以推断准备金率调整是否有望进入观察期以及其对应时点。

历史来看，外汇占款对冲率最高值在80-81%、且持续月份不超过2个月；超过80%的对冲率曾经出

现在 2008 年的 6 月以及 2010 年的 5、6 月。同时，外汇占款对冲率上冲 80% 后，往往有一个观察缓冲期；2008 年准备金率从 6 月 17.5% 下降至 10 月的 17%、观察 4 个月；2010 年 5 月的 17%、观察 6 个月，在 11 月再度上调准备金率；准备金率上调后的观察期将带来外汇占款对冲率的缓冲期、流动性的缓和。

最近 5 月份的外汇占款对冲率已经达到为 79.6%、考虑到 6 月准备金率又上调至 21.5%、预计 2011 年 6、7 月份的外汇占款对冲率将上冲至 80% 上方。根据经验，这种状态不会持久。也就是说，伴随着物价的冲高回落以及流动性指标接近历史高点，预计下半年紧缩的力度将不会是 2 月一次加息、1 月一次准备金率；政策紧缩的力度将趋缓、货币紧缩接近尾声。由此，预期准备金率可能在 8 月前后进入观测期，这将有利于外汇占款对冲率的和缓、有利于银行可贷资金的回升。

图 9：外汇占款对冲率已达 79.5%、预计 1-2 月内达 80% 历史高点，未来将改善



数据源自 WIND，东北证券；注：外汇对冲率 = (准备金 + 公开市场未到期资金) / 外汇占款。

综上，无论是准备金率、市场利率还是外汇占款的对冲率、银行资金在信贷领域的配置比例，均表明当前资金面趋于最紧时。外汇占款对冲率在 6、7 月将逼近 80% 的历史高点，准备金率有望迎来观察期；期限结构上，长短端收益率因极度背离而有均值回归需要。建立在对宏观图景中物价回落、政策有缓和需求的认识，考虑到通胀 6 月后有回落，当下货币紧缩接近尾声。未来可能加息 1 次、准备金率上调 1-2 次。根据外汇对冲率在 7 月前后上冲 80% 的高点、预期准备金率可能在 8 月前后进入观测期，彼时将带来流动性的改善。从策略跟踪的指标看，短看资金利率、中看外汇占款对冲率，以作验证。

四、估值已处底部、业绩仍有增长

1、纵向比较估值水平处于历史低位

当前 A 股市盈率为 16.7 倍、市净率为 2.4 倍；非金融类市盈率为 22.7 倍、市净率 2.8 倍；沪深 300 指数的市盈率为 13.26 倍、市净率为 2.12 倍，均与 2300 点时的估值水平持平甚至略低于彼时水平。即使以保守的市净率指标来看，沪深 300 市净率与 1700 点时也仅有 5% 左右距离。

从可比公司的估值结构上看，沪深 300 成份股市盈率低于 30 倍有 187 家、占比 68.75%，2008 年时该比值为 86%；全部 A 股中市盈率低于 30 倍的有 730 家、占比 45.9%，而 2300 点时为 46.9%、1700 点时为 71%。整体估值水平已经处于估值底部，但由于伪成长股的存在使得市场估值分布结构还有一定调整空间。

市场整体的投资价值已现，如果说 1664 点的投资机会是“遍地黄金”的时代，2300 点时是投资的“白银时代”的话，那么目前以沪深 300 为代表的权重股也已经处于“白银时代”而非沪深 300 板块则介于“白银”与“青铜”之间，但绝非“黑铁”、投资价值逐渐体现。

表 5：权重指数整体估值水平已处于历史估值底部区域

	市盈率 TTM			市净率		
	20081031	20100630	20110610	20081031	20100630	20110610
全部 A 股	13.36	17.45	16.78	1.97	2.46	2.44
上证 180	12.43	13.66	12.2	2.04	2.14	1.97
沪深 300	12.34	14.35	13.26	2.05	2.24	2.12
中小企业板	16.2	36.11	35.1	2.2	4.29	4.04
创业板		60.41	43.02		4.33	3.5
中小板/上证 180	1.30	2.64	2.88	1.08	2.00	2.05

数据源自 WIND，东北证券

表 6：从沪深 300 成分股的估值分布看，权重股进入“白银时代”

市盈率(家数、比例)	20081031	20100630	20110610	20081031	20100630	20110610
<0	11	8	9	4.04%	2.94%	3.31%
0-10	92	23	21	33.82%	8.46%	7.72%
10-20	93	110	102	34.19%	40.44%	37.50%
20-30	39	47	55	14.34%	17.28%	20.22%
30-40	21	27	26	7.72%	9.93%	9.56%
40-50	7	17	12	2.57%	6.25%	4.41%
50-100	8	36	37	2.94%	13.24%	13.60%
100-high	1	4	10	0.37%	1.47%	3.68%
All	272	272	272	100.00%	100.00%	100.00%
小于 30 倍	235	188	187	86.40%	69.12%	68.75%

数据源自 WIND，东北证券

表 7：市盈率分布结构仍存在一定的不均衡，全部 A 股介于“青铜”与“白银”之间

市盈率	20081031	20100630	20110610	20081031	20100630	20110610
<0	234	229	153	14.72%	14.40%	9.62%
0-10	266	44	38	16.73%	2.77%	2.39%
10-20	498	253	225	31.32%	15.91%	14.15%
20-30	249	227	223	15.66%	14.28%	14.03%
30-40	124	222	244	7.80%	13.96%	15.35%
40-50	51	141	124	3.21%	8.87%	7.80%
50-100	95	272	297	5.97%	17.11%	18.68%
100-high	73	202	286	4.59%	12.70%	17.99%
All	1590	1590	1590	100.00%	100.00%	100.00%
小于 30 倍	1137	746	730	71.51%	46.92%	45.91%

数据源自 WIND，东北证券

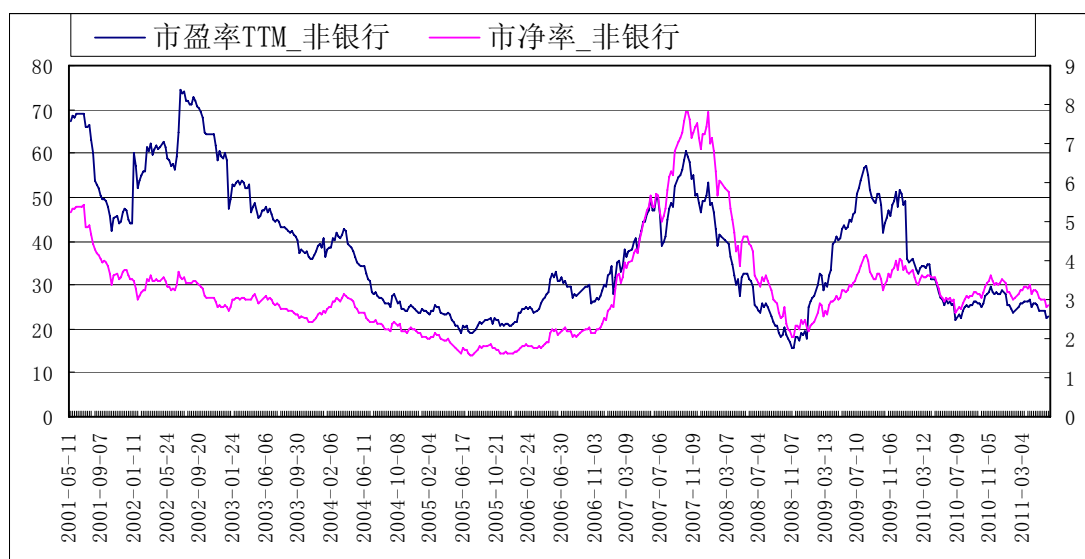
表 8：市销率分布结构仍存在一定的不均衡，全部 A 股介于“青铜”与“白银”之间

市销率	20081031	20100630	20110610	20081031	20100630	20110610
<0	5		1	0.3%	0.0%	0.1%
0-1	643	248	199	41.2%	15.9%	12.7%
1-2	417	352	326	26.7%	22.5%	20.9%
2-3	172	261	260	11.0%	16.7%	16.6%
3-4	100	165	185	6.4%	10.6%	11.8%

4-5	60	131	134	3.8%	8.4%	8.6%
5-6	40	73	90	2.6%	4.7%	5.8%
6-7	20	54	60	1.3%	3.5%	3.8%
7-8	18	50	55	1.2%	3.2%	3.5%
8-9	12	27	28	0.8%	1.7%	1.8%
9-20	12	26	27	0.8%	1.7%	1.7%
10-high	63	175	197	4.0%	11.2%	12.6%
All	1562	1562	1562	100.0%	100.0%	100.0%

数据源自 WIND，东北证券

图 10：非银行估值水平市盈率 22 倍、市净率 2.8 倍，也处于低位区域



数据源自 WIND，东北证券

2、大类资产比较中看待 A 股估值的低估问题

当前 A 股整体估值水平 16 倍、非金融股的估值水平为 22 倍。但是，由于均衡的估值水平往往见仁见智、也容易产生混淆，那么指数的估值水平可否衡量、估值水平到底是低估了呢还是高估呢？

根据大类资产收益率匹配规律，股票指数的市盈率与 10 年期国债收益率的倒数(1/R10，下文同)存在长期收敛效应；相反，股指的估值水平与当期的业绩增速水平的关联度不大、即业绩的调升或调减将更多影响的是具体个股而非指数整体的估值水平。

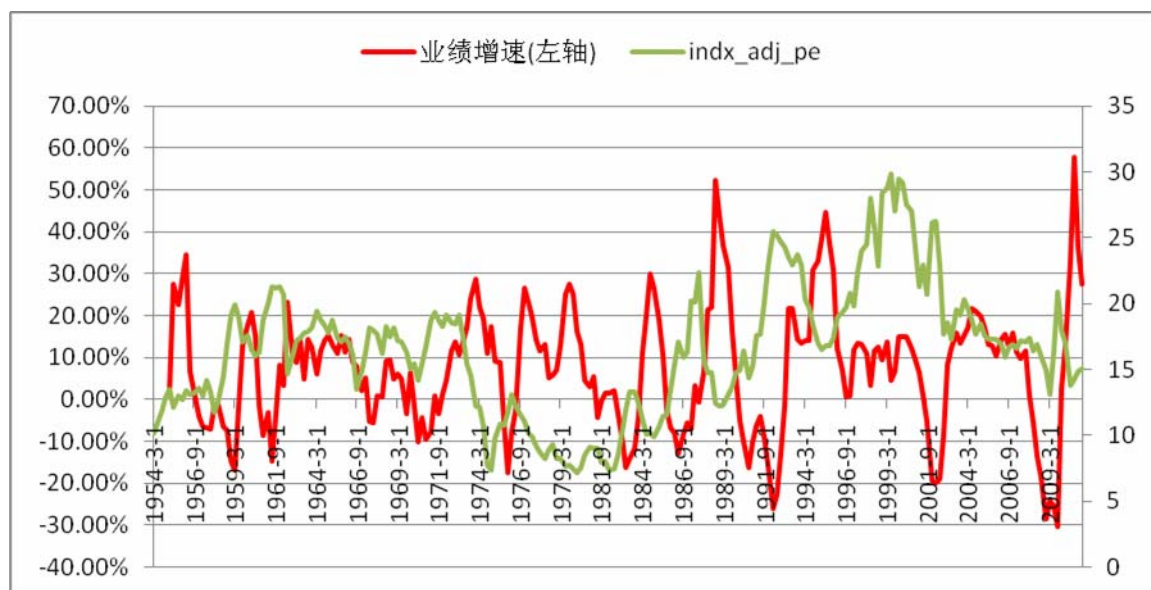
A、估值水平的美国经验

考察估值水平与业绩、资金成本的关系，以美国标普 500 指数 1962 年至今的估值水平、业绩增速以及 10 年期国债收益率数据来看，50 年间美国标普 500 指的业绩增速均值为 7.8%、10 年期国债收益率均值为 6.7%、市盈率为 16.5 倍——该值恰好与 10 年期国债收益率 6.7% 的倒数(1/R10)持平。

根据三者的序列图，整体而言，估值水平与业绩增速之间的关联性较弱、而与国债收益率水平之间的关联度较高。例如美国 60 年代上市公司业绩增速多在 (-5%、5%) 之间、但估值水平却多在 15-20 倍；相反，70 年代业绩增速多在 15% 左右、但估值水平却被压制在 10 倍以下。其中原因，主要在于 60 年代美国利率政策尚未收紧、10 年期国债收益率处于低位，这导致了标普 500 指数估值水平处于相对高位而未受到业绩增速的影响；而在 70 年代、经济滞胀时期，尽管业绩增速保持着良性、但是估值水平却受制于高企的国债收益率而一直处于低位。

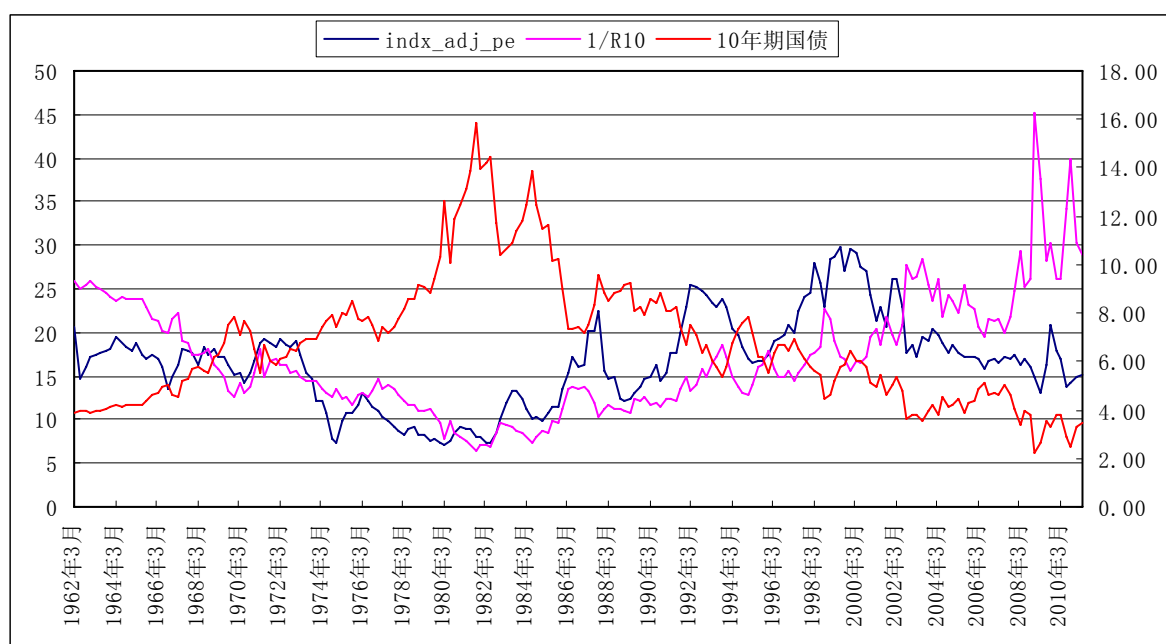
估值风险的忧虑，与其是担忧经济回落、业绩增速回落的风险，还不如说担忧流动性的紧缩风险。这也是我们优先考察流动性、其次考察业绩增速的原因。

图 11：标普 500 指数估值与业绩的关联度较弱



数据源自 WIND，东北证券

图 12：标普 500 指数估值与 10 年期国债收益率倒数的关联度强、有趋同性

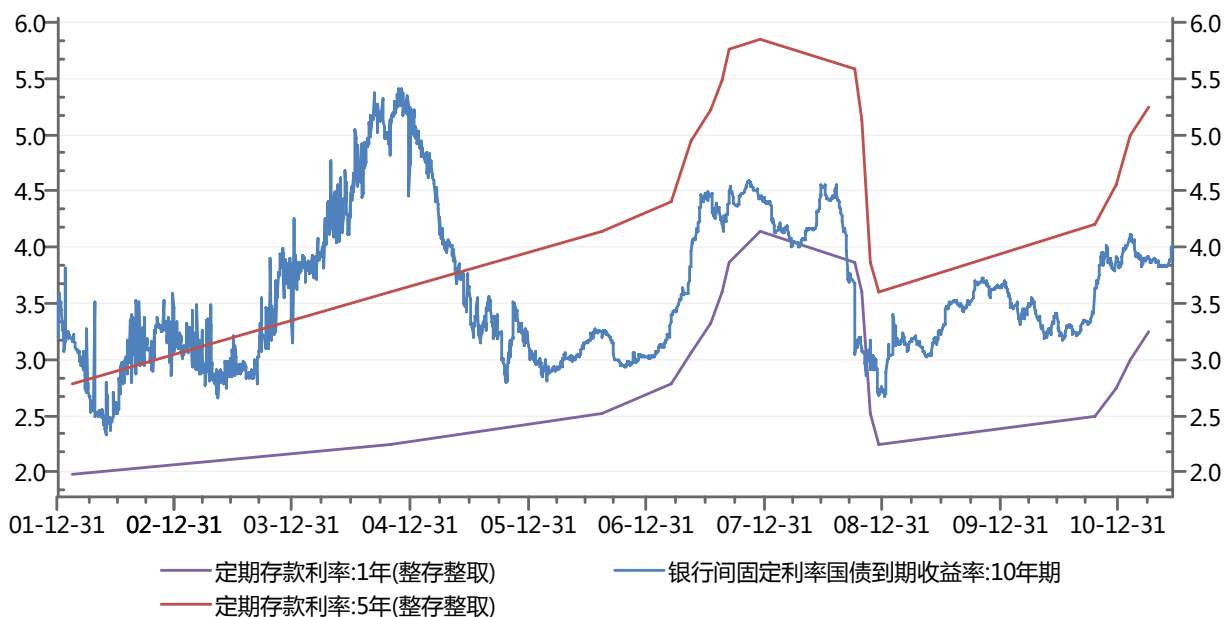


数据源自 WIND，东北证券

B、估值水平的中国实证

2004 年至今，10 年期国债到期收益率的均值为 3.6%、其倒数(1/R10)均值为 28.5；对应的，全部 A 股的平均市盈率为 33 倍、非金融类平均市盈率为 36 倍。考察中国 10 年期国债收益率运行规律，考虑到通胀回落预期、当前利率期限结构的长端趋于平坦，未来加息 1 次后也不会对 10 年期国债收益率产生明显冲击，10 年期国债收益率大致可以保持在目前的 4% 左右且不排除有所回落。而目前全部 A 股市盈率为 16 倍、非金融类市盈率为 22 倍、10 年期国债收益率 3.98%；考虑到当下银行股的特殊性，这里以非金融类板块 22 倍的市盈率与 10 年期国债收益率的倒数相比，则当下 22 倍的非金融类板块市盈率属于低估、即整体 A 股估值水平在大类资产比较中属于低估了。

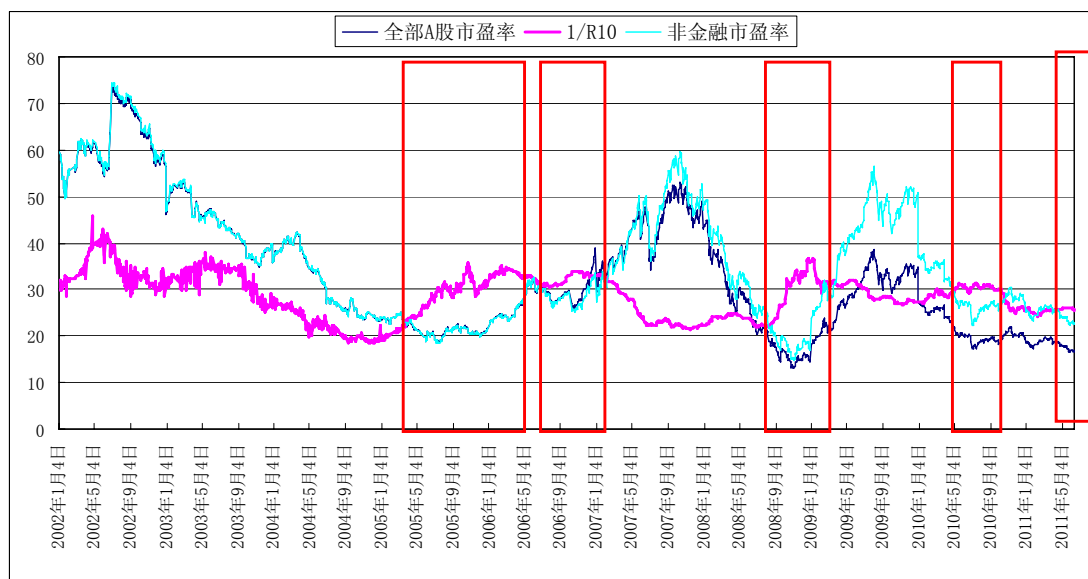
图 13：利率期限长端平稳、10 年期国债收益率在 4%左右平稳



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

数据源自 WIND，东北证券

图 14：非金融类市盈率低于 10 年期国债收益率的倒数、存在向上修正要求



数据源自 WIND，东北证券

那么处于低估的估值水平在与国债收益率的比较中，做何演绎呢？经验规律看，2002 年至今，非金融类市盈率低于 1/R10 的时期曾经出现过 5 次：

第一次在 2005 年 5 月至 2006 年 4 月、持续时间最长，约 11 个月，其中非金融类板块估值下探的时间在 4 个月左右，这是最长的一次；

第二次在 2006 年 6 月至 2006 年 12 月、持续 6 个月，其中非金融类板块估值下探的时间在 3 个月；

第三次为 2008 年 10 月前后，持续时间 5 个月，估值下探时间在 3 个月；

第四次为 2010 年 6 月前后，持续时间最短、为 3 个月，估值下探时间在 1 个半月；

第五次，即当下，从 4 月中旬开始，非金融类板块估值从 25 倍下行至 22 倍。

根据 2002 年至今的规律来看，但凡股票市盈率低于 10 年期国债收益率倒数的案例，其总持续时间平

均在半年左右、且股指市盈率经历先低于 1/R10、且持续下探而后上行至 1/R10、再定方向；其中，股指市盈率下探的期间约占 50%时间、即大致在 3 个月左右，2010 年 6 月前后那次最短些。考虑到本轮 4 月开始的回落、因此未来非金融类板块估值回调的时间将有限、大致还有 1-2 个月。从这种角度看，市场估值有望经历一个筑底后修复的过程。

抛开在机械的时间周期规律，基于股票市盈率与 10 年期国债收益率的倒数长期收敛的规律，以及 10 年期国债收益率能够稳定在 4%左右的推断，当下市场整体的估值水平是低估而非高估；相对而言，股指市盈率与业绩增速长期并不存在均衡特征，其中的解释在于业绩增速本身的高波动性以及业绩增速变动背后的宏观因子已经隐含在了长期国债收益率的波动之中了。换句话说，对于后市，我们更关注基于流动性的估值演绎过程、而非业绩的演绎过程。

3、谨慎估计，全年非金融类业绩增速在 8%上方

2011 年 1 季度金融类业绩增速 28%、其中银行业绩增速为 33%，考虑金融行业整体业绩增速的平稳，预计 2011 年全年业绩增速为 25%左右。

这里重点关注非金融类板块。

根据 WIND 一致预期，在悲观预期下，2011 年非金融类企业的业绩增速为 8.59%。

上市公司业绩的存在季度分布的规律，2007 年-2010 年 1 季度占全年业绩的比重在 15.92%-33%、均值在 23.35%；悲观情形下如 2008 年、1 季度占比为 33%，乐观如 2009 年、1 季度业绩占比为 15.92%；同时，2010 年 1 季度业绩占比为 21.11%。谨慎看，取 2011 年 1 季度业绩占比为四年来的均值水平、23.35%，则对应的可比非金融类上市公司年业绩增速约在 9.9%。

自上而下、以非金融类企业 ROE11%测算、业绩增速大致也在 10%左右。

其次，从中观数据看，非金融类上市公司的业绩增速与工业企业利润增速、央企利润增速存在线性相关性，根据 1-4 月累计的工业企业业绩增速 29.7%以及 1-5 月累计的央企利润增速 19.1%来看，预计央企 2 季度单季利润同比增速为 12%、环比 5%，上半年央企利润增速在 17%。对应的非金融类上市公司 2 季度单季度业绩有望环比持平、同比增速在 10%左右，上半年累计业绩增速在 15%左右。

因此，2011 年全年的非金融类上市公司业绩增速相对 1 季度的 20%将会下滑，但全年看仍会保持正增长，谨慎估计在 8%上方；其中，中期业绩增速在 15%左右、2 季度环比持平。

表 9：基于 WIND 一致预期下非银行的业绩增速至少在 8%，回落中有一定增长

	银行	同比增速	非银行	同比增速
2009 年业绩	5074.68		6790.64	
归属母公司净利润 2010 年度	6773.89	33.48%	9542.83	40.53%
预测净利润平均值 2011	8404.4	24.07%	12407.45	30.02%
预测净利润中值 2011	8448.51	24.72%	12339.21	29.30%
预测净利润最大值 2011	9298.76	37.27%	14592.11	52.91%
预测净利润最小值 2011	7341.2	8.37%	10362.24	8.59%
2011 年 1 季度银行业绩增速同比 33.23%、环比 49%，非银行同比增速 19.11%、环比-12%。				

数据源自 WIND，东北证券

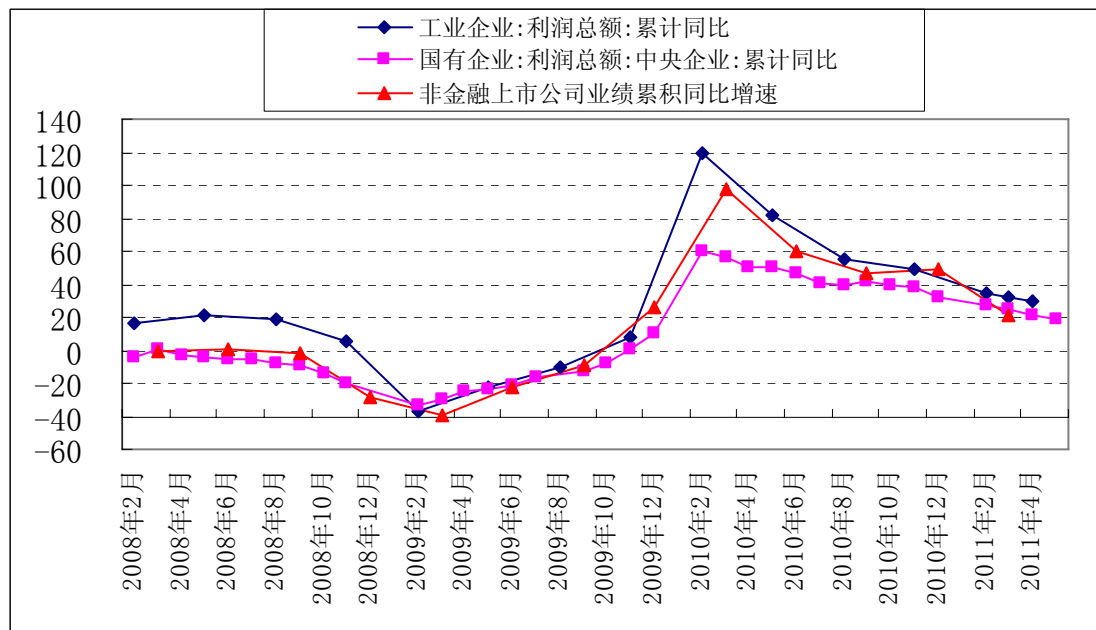
表 10：基于非金融企业季度业绩分布的规律、谨慎推测非金融企业业绩增速 9%左右。

非金融类	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	样本数	全年	1 季度占比
2003	280.35	290.73	324.70	199.53	1141	1095	25.60%
2004	414.97	445.22	446.32	145.00	1211	1452	28.59%
2005	447.26	463.92	400.10	85.44	1290	1397	32.02%
2006	407.28	607.98	647.89	536.09	1390	2199	18.52%

2007	1260.73	1465.42	1327.88	1340.98	1529	5395	23.37%
2008	1372.19	1539.70	1301.31	-55.10	1560	4158	33.00%
2009	893.55	1525.55	1656.29	1538.45	1838	5614	15.92%
2010	1821.28	2189.57	2138.24	2478.97	2014	8628	21.11%
2011	2256.03				2129		

数据源自 WIND，东北证券

图 15：非金融类股票与工业企业、央企利润增速具有较强相关性



数据源自 WIND，东北证券

表 11：非金融企业中期业绩增速同比约 15%

指标名称	工业企业:利润总额:累计值	工业企业:利润总额:累计同比	全国国有企业:利润总额:中央企业:累计值	全国国有企业:利润总额:中央企业:累计同比
Feb-10	4867	119.69	1871	60.1
Mar-10			2969	55.8
Apr-10			4122	50.2
May-10	15396	81.64	5234	50.4
Jun-10			6411	46.4
Jul-10			7558	40.7
Aug-10	26005	55.01	8773	39.1
Sep-10			10022	41.4
Oct-10			11288	39.9
Nov-10	38828	49.35	12475	38
Dec-10			13415	32.7
Feb-11	6455	34.3	2427	27.5
Mar-11	10659	31.99	3681	24.9
Apr-11	14869	29.7	5013	21.5
May-11			6287	19.1

预测:	6月央企利润环比持平; 央企2季度同比12.72%, 央企2季度环比5.39%, 央企上半年业绩增速17.94%。
-----	---

数据源自 WIND, 东北证券

4、整体估值水平已经较多的反应了业绩增速回落的预期

通过历史纵向比较以及股指估值与资金成本的对比分析看, 在10年期国债收益率4%左右水平下, 非金融类企业22倍的市盈率属于低估。展望2011年全年非金融类企业业绩增速有望获得8%左右的正增长, 因此, 当下的估值水平具有安全边际。

考察估值水平是否反应了2、3季度业绩回落的预期, 这里以静态市盈率(TTM、1季度×4)来看。当前非金融类整体估值分别为22.73倍、23.06倍, 只要业绩能有正增长, 该估值水平整体就不会有强烈的冲击。但是, 中小板尤其是创业板, 由于依然相对较高的估值水平, 其将面临着一定的业绩回落考验; 因为, 当下中小板TTM静态估值在35倍、创业板在43倍, 而1季度×4的静态估值则相对更高些、中小板为37倍、创业板为51倍, 部分伪成长股的压力依然存在。

事实上, 短期市场整体估值的压力更多的是来自短期资金成本(SHIBOR)抬升对估值的冲击而非来自长期资金成本(10年期国债收益率)的抬升冲击。又由于短期资金成本的冲击终将过去, 而且时点上能够在通胀回落、准备金率等指标进入观察期后即能实现。因此, 估值的短期压力将会为长期的估值支撑所取代, 届时市场有望获取显著的回升。

表 12: 当前整体估值已经较为充分的反映了业绩增速回落预期

板块名称	市盈率(TTM)	市盈率当年1季×4	市盈率上年年报	预测市盈率2011
全部A股	16.78	15.36	17.76	13.47
非金融股	22.73	23.06	23.76	17.17
上证180	12.2	10.77	12.93	10.54
中小企业板	35.1	37.27	37.11	24.65
创业板	43.02	51.81	45.52	28.51

数据源自 WIND, 东北证券; 股价取2011年6月10日。

五、市场运行及投资策略

1、市场逻辑及运行趋势

A、市场逻辑及市场底看法

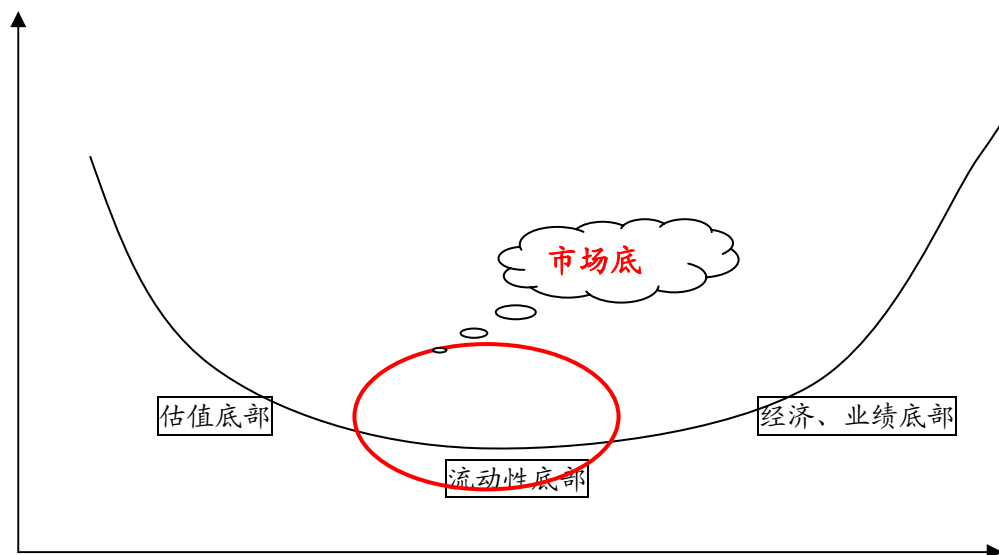
当下展望下半年市场的逻辑, 主要在于观测经济回落之下政策的走向、流动性的拐点; 考虑到整体估值的底部以及非金融类整体业绩的正增长, 阶段性业绩的回落将更多体现为扰动项目。因为, 在估值已近底部, 业绩的回落对于整体估值的冲击是较小的, “戴维斯双杀”将更多冲击的是一些伪成长股而非市场整体。下半年经济回落有度, 市场将筑底回升。

当下经济处于回落过程, 但这种回落是后金融危机时代的经济周期短期化的常态, 经济硬着陆的可能性较小。换句话说, 政策导向上需要平衡经济转型长期性所需要的时间长度和需求超调的即时性所带来的冲击程度。从紧的货币信贷政策, 抑制总需求、从而控制通胀是上半年控通胀的主要手段。总需求管理下, 伴随着6月CPI年内高点以及经济增速回落至潜在产出乃至下方, 从紧的货币政策接近尾声。未来更多的将经济结构的纠偏出发, 以保障房、水利等民生建设来改善经济环境, 缓和需求回落的速度, 从改善供给曲线的角度逐步降低全社会的交易费用, 管理通胀, 防范经济硬着陆。即, 以控总需求压通胀, 转变为缓需求、促供给来防类滞胀的政策导向。

考察政策、流动性的走向, 印证我们供求需求图景下的经济运行路径, 有利于把握市场运行。当前市场处于估值底部、流动性处于最坏的时期, 经济增速有望在3季度见底、物价有望在6月见年内最高点。因此, 估值底部、流动性底部、经济与业绩的底部, 市场底部的确立将介于估值底部与流动性底部且多在流动性底部附近, 但将提前于经济和业绩增速的底部。催化剂在于财政产业的暖风、保障房等民生工程资

金的落实、准备金率等货币政策进入观察期、流动性出现拐点，在此期间的业绩担忧则为扰动项。

图 16：市场底与估值底、流动性底、经济与业绩底的序次关系



数据源自 WIND，东北证券

B、市场运行趋势

2750 点一线的估值水平与 2300 点持平、而当前估值水平已经低于 2300 点，但是市场弱势而没有像样的反弹。主要理由在于去年 6 月 2300 点附近企稳，除了有估值支撑外，彼时地方债重启、准备金率在去年 6 月后开始进入观察期，财政方面的支撑以及流动性的改善，成了去年跌至 2319 点后市场 V 型向上的主要动力。相反，在本轮跌破 2750 点一线后，并没有看待地方债的发行相反是准备金率的继续上调，这是市场合理估值的主要催化剂。但是，目前一些积极的因素正在出现，比如地方债的重启、保障房资金的落实等。

2750 点的估值水平反应了经济软着陆的预期；在缓需求回落和促供给改善的政策导向下，在外围经济缓慢复苏的背景下，经济回落有度、硬着陆远在天涯。尽管年度策略中硬着陆的悲观预期点位在 2450 点，但我们认为 2750 点下方已经属于低估了。考虑到估值、流动性、经济与业绩增速在下半年渐次触底、改善，经济最终将实现软着陆，中性看，当前距离市场底部的空间在 5% 左右。

因此，2750 点下方是硬着陆的悲观预期与流动性紧张的共振，未来必将纠偏。市场有望在估值底与流动性底之间以筑底的方式运行，在财政产业政策陆续出台、通胀回落、货币政策趋缓、流动性拐点等逐步展开向上行情。考虑到非金融类上市公司 22 倍估值水平的低估状态而有纠偏以及谨慎看 8% 左右的业绩正增速，市场有望在对经济硬着陆预期纠偏之后将运行至 3000 点上方；即下半年的合理区间为 2750-3050。

2、投资策略

市场在筑底、并有望迎来向上机遇。操作上，以行情筑底向上为基础、逢低布局，以流动性指标体系作为市场拐点的依据，审慎而乐观的进行左侧配置。

配置风格上，先价值后成长。

行业角度，考虑到经济 3 季度末有好转、需求回落在时空上均适度，因此，以周期为主要标的，重点关注基建和设备类板块。

保障房、水利、电力、物流等领域的纠偏性投资，有利于缓和需求回落、也有利于改善未来供给，是中期主要的投资看点；同时，劳动力成本的制约、成长效率的制约，设备投资是长期的看点，只是短期受到资金成本上行和经济回落而出现了阶段性的回落，考虑到 5 月设备投资数据的改善，预期设备类板块下

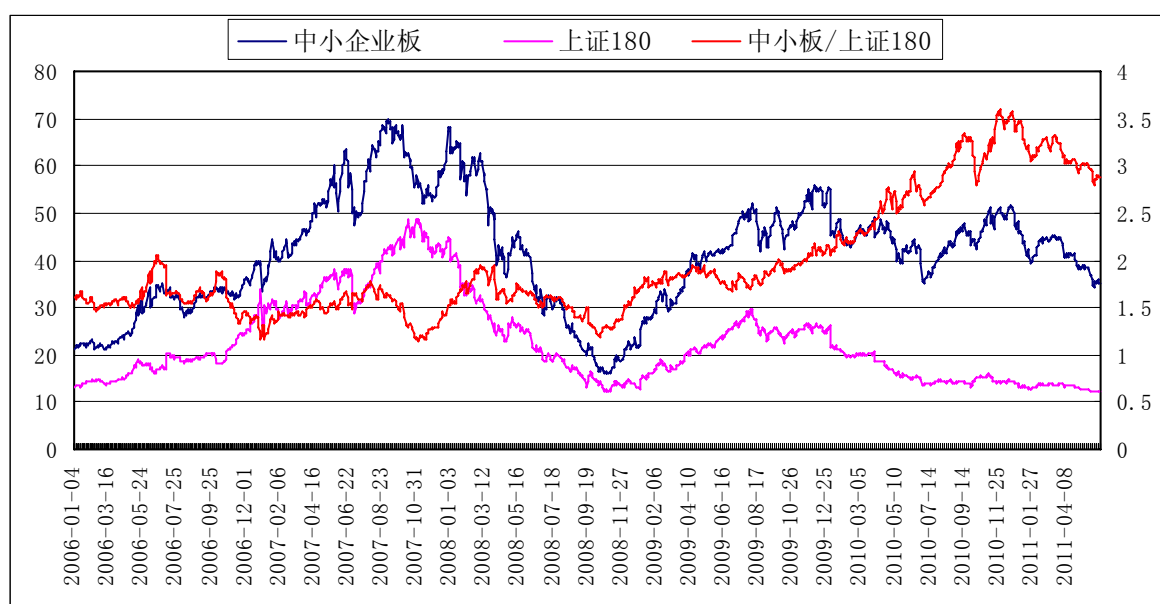
半年依然值得期待。即，短看保障房建设相关受益的工程机械、区域建材、建筑装饰类公司；中长期关注电力设备、水利设备、铁路设备以及其他专用设备的投资机会。

对于中小板、创业板为代表的成长股板块，由于在经济回落阶段中小板估值溢价依然有调整压力，机会更多在于结构性的而非系统性的。目前看该类股票中估值安全边际高的个股比例不多，市盈率低于 30 倍且市销率低于 5 倍的大致在 14% 左右；在此估值基础上，重点关注合理运用超募资金、进行外延式扩张的公司，其中将不乏“真成长股”。

A、风格的变化：先价值后成长

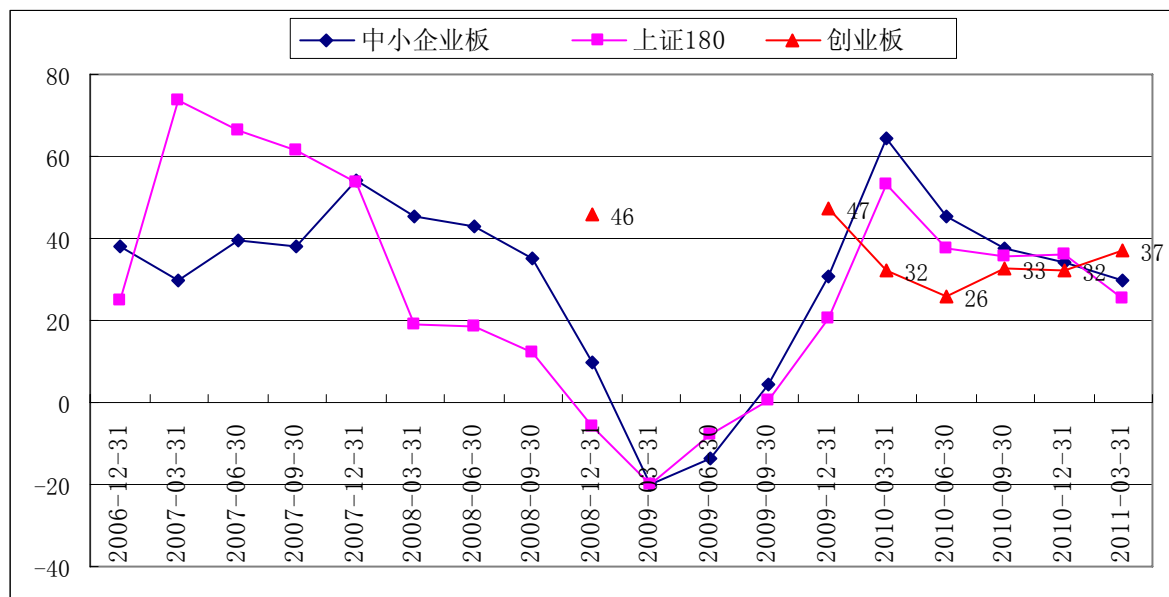
根据下半年的经济图景、经济需要经历一个适度回落的过程，并在 4 季度有望好转。在经济回落的过程中，中小盘的业绩增速将较难快于上证 180 指数为代表的权重板块，因此，中小盘股的估值溢价依然有向下做修正的需要。而只有在经济确立回升、中小盘股业绩再次引来持续增长且增长速度大于传统产业时，中小盘的成长溢价才能得以体现，因此，从风格的角度看，先价值后成长。

图 17：中小板估值溢价在经济回落中依然面临着一定的下调压力



数据源自 WIND，东北证券

图 18：中小板、创业板对上证 180 的成长优势正遭受着业绩回落压力



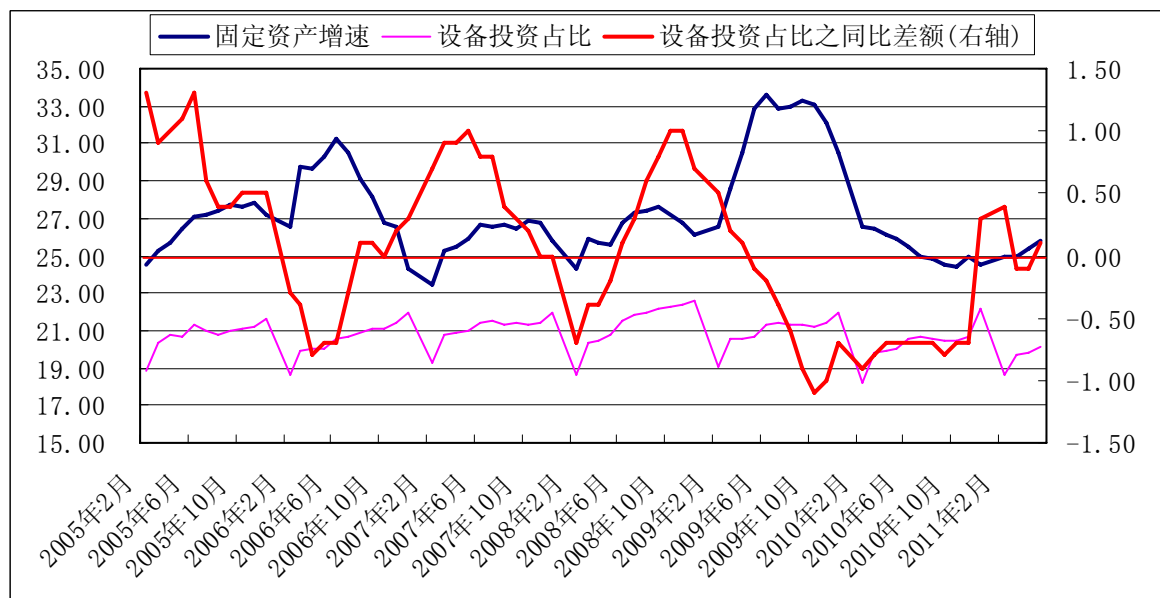
数据源自 WIND，东北证券

B、价值股中的行业机会

价值股中以周期股为主、以受益保障房、水利等民生基建为载体，同时兼顾改善供给下的设备投资增长的长期导向，即以基建与设备为主。

从估值的角度看，大部分板块的估值均处于历史估值的均值下方；其中，建筑装饰、房地产、汽车、工程机械以及电气设备等板块相对于非金融类板块整体估值的溢价也处于低位。因此，结合下半年经济回落回升的驱动因素，可以重点关注基建与设备，即关注保障房、水利等相关受益的基建类板块：工程机械、区域建材、建筑装饰类公司；中长期关注电力设备、水利设备、铁路设备以及其他机械设备的投资机会。

图 19：设备投资再现绿芽、有望上行



数据源自 WIND，东北证券

表 13：重点行业市盈率水平与历史估值序列中的位置

市盈率(TTM)	最小值	下四分位	中位数	平均值	2011-06-10	板块 PE(中位值)/非金融	板块 PE(现值)/非金融

钢铁	-41.23	9.48	17.37	22.57	24.21	0.58	1.07
建筑装饰	15.54	22.63	30.50	34.14	17.90	1.02	0.79
电力	-213.82	19.36	29.63	26.11	28.89	0.99	1.27
房地产开发	14.84	22.21	41.11	47.71	18.61	1.37	0.82
化工	14.34	20.74	25.99	27.83	18.53	0.87	0.82
交运设备	12.75	22.98	36.11	36.71	20.48	1.20	0.90
煤炭开采	9.95	15.46	18.69	24.80	17.32	0.62	0.76
水泥制造	13.52	25.20	35.57	54.07	20.56	1.19	0.90
家用电器	-653.16	18.43	24.65	29.08	21.27	0.82	0.94
服装 II	11.55	25.93	29.72	30.96	27.68	0.99	1.22
电气设备	16.62	35.32	41.12	41.20	33.92	1.37	1.49
零售	18.60	37.75	43.34	49.42	30.22	1.44	1.33
建筑机械	10.92	19.69	23.89	27.13	16.32	0.80	0.72
餐饮旅游	30.68	55.63	62.39	68.65	47.65	2.08	2.10
医药生物	22.55	40.22	46.83	52.81	37.48	1.56	1.65
有色金属冶炼	-206.12	18.68	32.41	109.41	49.79	1.08	2.19
白酒	19.97	32.50	37.27	46.68	32.49	1.24	1.43
非金融	15.18	25.77	30.01	33.38	22.73	1.00	1.00

数据源自 WIND，东北证券

表 14：重点行业市净率水平与历史估值序列中的位置

市净率	最小值	下四分位	中位数	平均值	2011-06-10	板块 PB(中值)/非金融	板块 PB(现值)/非金融
钢铁	0.90	1.32	1.60	1.92	1.48	0.49	0.51
建筑装饰	1.46	2.23	2.55	3.17	2.06	0.79	0.72
电力	1.52	2.12	2.43	2.66	2.07	0.75	0.72
房地产开发	1.73	2.56	3.03	3.87	2.46	0.94	0.85
化工	1.84	2.59	2.98	3.31	2.59	0.92	0.90
交运设备	1.52	2.49	3.39	3.57	3.11	1.05	1.08
煤炭开采	1.73	2.45	3.33	4.17	3.14	1.03	1.09
水泥制造	1.28	2.30	2.94	3.50	3.21	0.91	1.11
家用电器	1.15	2.24	3.40	3.14	3.25	1.05	1.13
服装 II	1.53	2.65	3.45	3.46	3.58	1.06	1.24
电气设备	2.40	4.15	5.37	5.73	3.84	1.66	1.33
零售	1.91	3.39	4.41	4.63	3.88	1.36	1.35
建筑机械	1.40	3.39	4.43	4.72	3.98	1.37	1.38
餐饮旅游	1.79	3.09	4.35	4.27	3.99	1.34	1.39
医药生物	1.87	3.45	4.99	4.64	4.63	1.54	1.61
有色金属冶炼	1.60	3.41	4.74	4.99	4.67	1.46	1.62
白酒	2.73	6.52	8.83	9.01	8.70	2.73	3.02
非金融	1.73	2.65	3.24	3.53	2.88	1.00	1.00

数据源自 WIND，东北证券

C、成长股中的局部机会

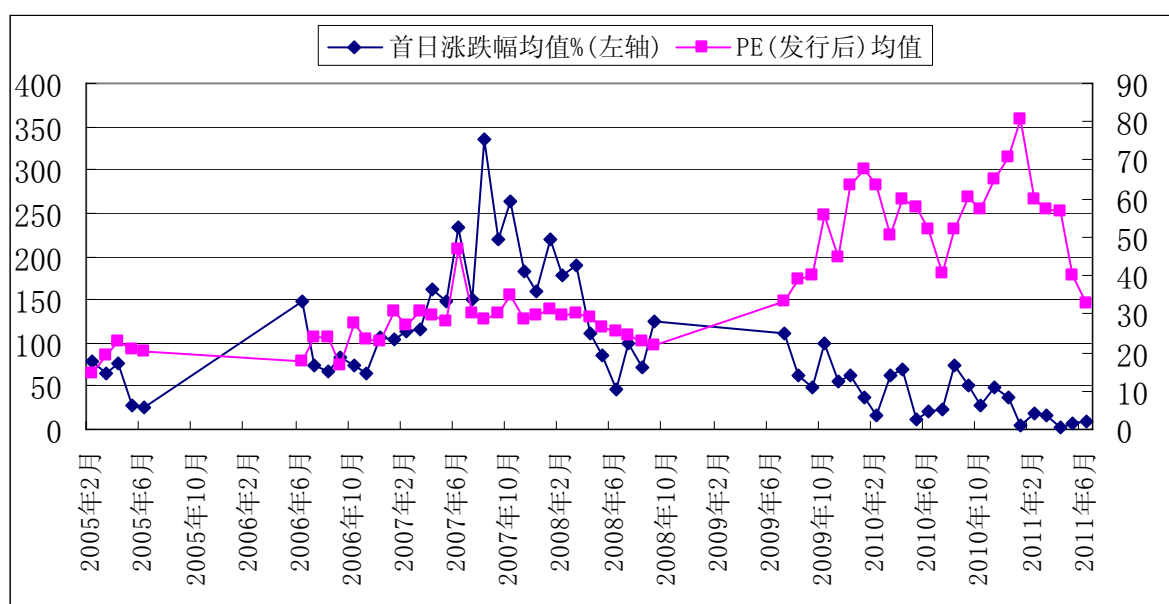
由于成长股整体估值依然偏高，因此，成长股的机会更多在于局部性、在于自下而上、在于行业内的结构机会。

因此，成长股中的局部机会可以从两个角度出发。

首先，可以关注近期低发行市盈率、低首日涨跌幅的次新股。6 月以来新股发行市盈率跌创新低；自从 2009 年新股发行重启以来，当前新股发行市盈率创新低，同时新股首日涨幅创新低、破发率增多，因此，该类次新股具有一定的板块性机会；

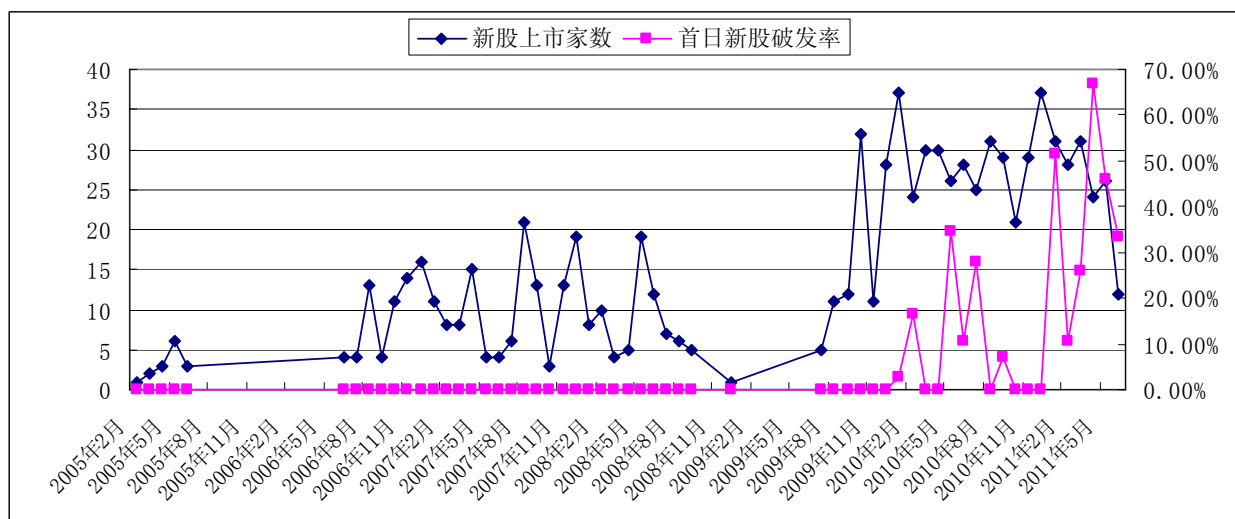
其次，我们考察 815 家中小板和创业板公司的估值分布，尽管系统性估值偏高，但是，依然不乏估值合理乃至低估的个股。其中市盈率低于 30 倍的 134 家、占比 16.44%；市销率低于 5 倍的有 398 家、占比 49%；而市盈率低于 30 倍且市销率低于 5 倍有 114 家、占比 14%。因此，从估值分布看，中小板和创业板中依然不乏估值合理个股，投资者可以重点关注该类市销率低于 5 倍、市盈率低于 30 倍的个股；在此基础上，重点关注合理运用超募资金、进行外延式扩张的公司，我们相信其中将不乏“真成长股”。

图 20：新股发行市盈率创新低重启以来的新低



数据源自 WIND，东北证券

图 21：新股首日破发率上行、部分次新股值得关注



数据源自 WIND，东北证券

表 15：中小板和创业板中 PE 低于 30 倍且 PS 低于 5 倍的占比 14%、114 家

20110610		市盈率						
		<0	0-30	30-40	40-50	50-100	100-high	All
市 销 率	0-3	6	76	67	24	28	12	213
	3-5	3	38	67	39	28	10	185
	5-10	7	15	80	74	76	12	264
	10-high	2	5	26	41	68	11	153
	All	18	134	240	178	200	45	815
20110610		市盈率						
		<0	0-30	30-40	40-50	50-100	100-high	All
市 销 率	0-3	0.74%	9.33 %	8.22%	2.94%	3.44%	1.47%	26.13 %
	3-5	0.37%	4.66 %	8.22%	4.79%	3.44%	1.23%	22.70 %
	5-10	0.86%	1.84%	9.82%	9.08%	9.33%	1.47%	32.39%
	10-high	0.25%	0.61%	3.19%	5.03%	8.34%	1.35%	18.77%
	All	2.21%	16.44 %	29.45 %	21.84%	24.54%	5.52%	100.00%

数据源自 WIND，东北证券

D、重点个股(暂略)

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。