

# 中庸之道

## --2011年下半年投资策略

报告日期

2011-06-23

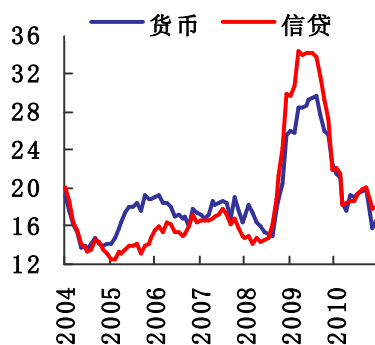
### 报告关键点:

- 从关注估值转向关注盈利
- 盈利最大的下行风险来自于总需求的快速萎缩
- 房地产投资是总需求中最不稳定的因素

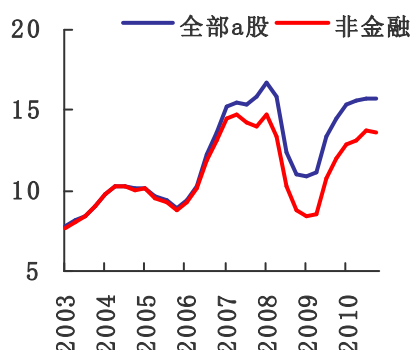
### 报告摘要:

- 随着通胀同比数据的放缓,预计下半年货币政策收紧的力度和频率将同步放缓,市场整体估值水平下行的斜率也将放缓。与此同时,总需求放缓导致的PPI掉头下行以及企业产能利用率见顶,又会引起市场对于企业盈利的负面担忧。
- 市场的主要分歧是:企业盈利究竟有多大的下调空间?如果盈利剧烈下调,那么上证指数将跌破过去两年形成的箱体。历史上已经有过两次相似的经验,一次是2004年-2005年,一次是2008年下半年。2004年是因为宏观调控导致投资的剧烈下滑,2008年下半年是因为房地产投资和出口市场出现崩溃性下跌。另一种情形是总需求和企业盈利的调整幅度有限,估值水平和企业盈利下半年双双温和下行,那么指数仍将维持在过去两年形成的箱体内运行。从产能周期的角度来看,目前的状况要好于2004年;从海外经济周期的角度来看,目前的状况也要好于2008年;最大的变数来自于地产周期的调整。
- 我们倾向于认为下半年估值和盈利温和下行,但需要提醒投资者注意总需求快速萎缩的风险。
- 截至2011年一季度,上市房地产公司的存货/营业成本(过去4个季度)由去年同期的3.7上升到4.8。而相比历史同期水平,在房地产供应量上升的背景下,房地产的需求显得异常疲弱。如果在今年下半年房地产销售仍然继续疲弱,房地产的资金链条有可能出现问题。这是我们目前所能看到的最大的风险。
- 从食品周期来看,下半年CPI尚没有看到出现趋势性下跌的迹象,政策缺乏放松的余地,下半年流动性相对上半年可能有所好转,但出现流动性大幅增长的可能性几乎为零。如果盈利调整的空间并不剧烈,那么市场的整体估值有可能在三季度末企稳。从估值结构来看,虽然整体市场的TTMPE是16.5倍,但个股历史PE小于30倍的股票仅占20%左右。整体市场在缺乏流动性的前提下,高估值个股仍具备结构性调整空间。
- 行业配置建议:1、低估值的银行、电力、地产、交运基础设施板块;2、盈利增长确定的板块,如白色家电、食品饮料、新开门店增速快的部分品牌零售企业、替代低端劳动力的部分机械子行业。3、原材料板块在看到清晰的需求好转信号后,做右侧交易。4、继续看淡高估值、小市值的股票。
- 风险提示:1、政策放松。2、总需求急剧下降。

货币信贷(%)



ROE(%)



程定华

021-68766193  
执业证书编号

诸海滨

021-68766170  
执业证书编号

范妍

021-68765053  
执业证书编号

首席策略分析师

chengdh@essence.com.cn  
S1450511020035

高级策略分析师

zhuhb@essence.com.cn  
S1450511020005

高级策略分析师

fanyan@essence.com.cn  
S1450511020012

### 前期研究成果

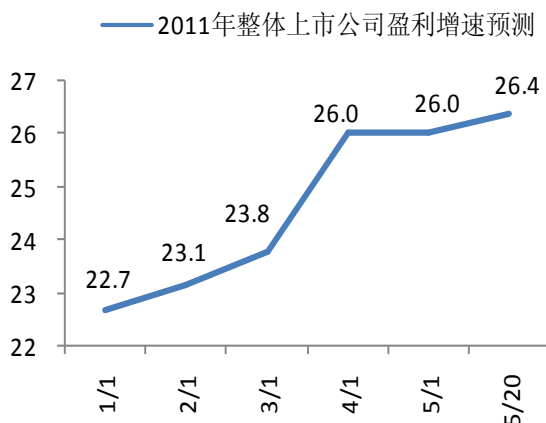
|              |            |
|--------------|------------|
| 《二季度发生了什么变化》 | 2011-06-03 |
| 《区间拉锯战》      | 2011-05-03 |
| 《人间四月芳菲尽》    | 2011-03-29 |
| 《蓝筹当道,市场徘徊》  | 2011-03-03 |

## 1. 估值下行速率放缓

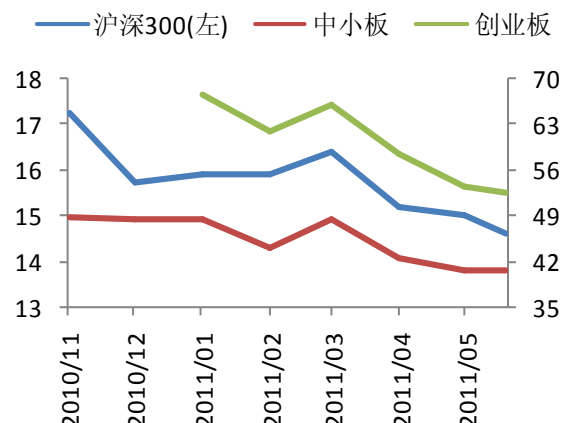
### 1.1. 过去 7 个月市场以估值调整为主线

自 2010 年 11 月以来, A 股市场的调整已经持续了近 7 个月, 其间上证综指下跌约 10%, 而许多中小板、创业板股票跌幅超过 30%。本轮调整具有典型的估值向下盈利向上、盈利估值相互对冲的特征, 沪深 300、中小板、创业板的估值整体已经较 2010 年 11 月的高点下降了 15%-25%, 与此同时, 市场对于上市公司自下而上的盈利预测还处于不断上调的轨道之中 (见图 1-图 2)。

图 1、2011 年上市公司盈利增速预测(自下而上, %) 图 2、分板块整体法 PE (TTM)



数据来源: Wind 一致预期数据, 安信证券研究中心

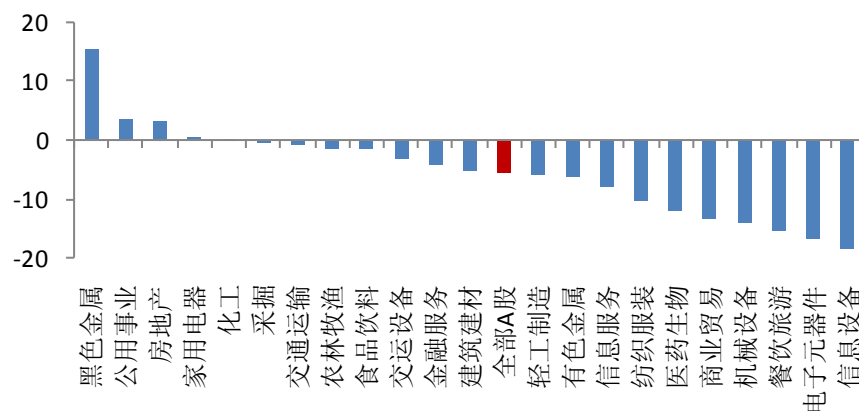


数据来源: Wind, 安信证券研究中心

注: 整体法 TTMPE 指总市值/过去 12 个月盈利总和, 下同。

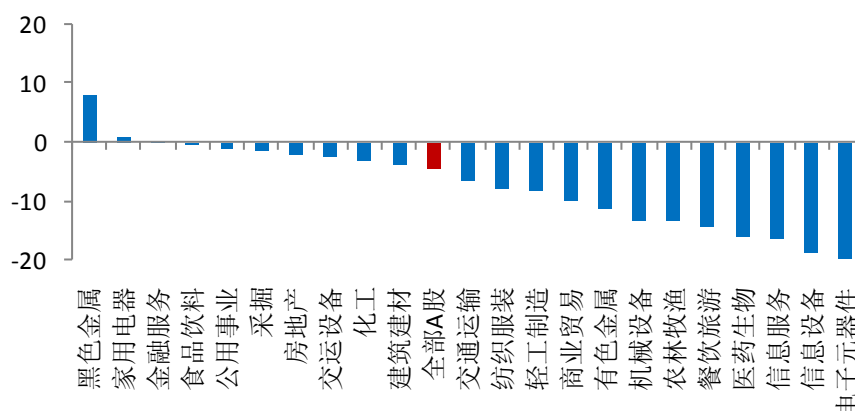
分行业来看, 几乎所有行业上涨都来自盈利的推动, 比如银行、家电、水泥, 仅有电力、钢铁、地产等极少数板块出现了估值的上涨 (见图 3-图 4)。

图 3、2011 年 1 月 1 日至 6 月 3 日分行业估值的变化 (2011 年预期 PE, %)



数据来源: 按照 WIND 的一致预期数据, 申万行业分类, 安信证券研究中心。

图 4、2011 年 1 月 1 日至 6 月 3 日分行业涨跌幅 (%)



数据来源：WIND，申万行业分类，安信证券研究中心。

## 1.2. 估值中枢继续下降的空间有限

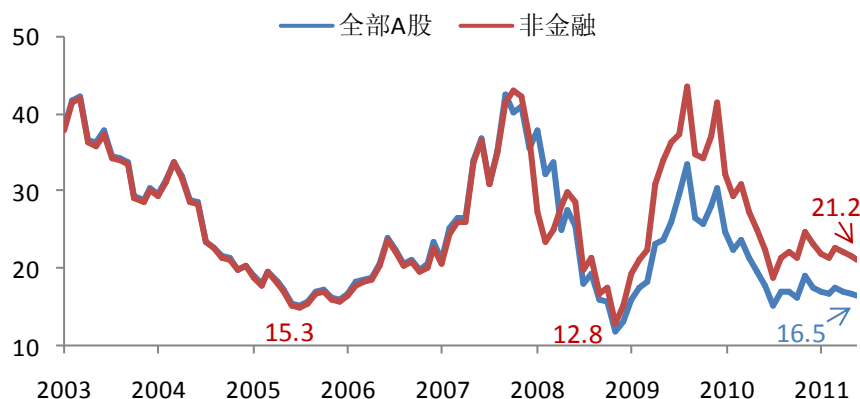
我们认为，下半年估值下行的速率将放缓，原因是：

第一、全部 A 股的 TTMPE 水平为 16.5 倍。如果扣除掉低估值的金融板块的影响，非金融的估值水平在 21 倍，隐含的回报率（我们用 PE 的倒数表示）为 4.7%，而 7 年期国债收益率为 3.7%，房地产租金回报率为 2.6%。如果再考虑今年全部 A 股的盈利增速在 15% 左右，每年股票的分红回报率在 1% 左右，那么非金融 A 股的预期回报率在 6%-7%，在大类资产配置中占优。（见图 5-图 7）

第二、2011 年上半年信贷释放的节奏较预期偏紧。如果按照 7 万亿估算 2011 年信贷投放量，截至 4 月份为止的信贷投放占全年比重约为 42.8%，与 2010 年相当。在目前的信贷投放节奏下，下半年的资金松紧程度将略好于上半年。（见图 8）

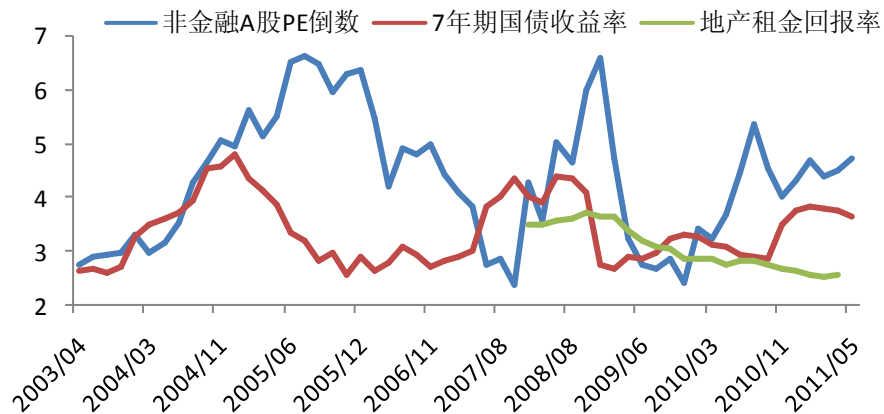
第三、无论食品还是非食品的价格环比涨幅开始趋向稳定。如果下半年物价开始拐头，经济短期偏软，实体经济的资金紧张的趋势缓解，我们预期流动性剩余可能较 2011 年一季度有所回升。（见图 9）

图 5、全部 A 股估值水平（TTMPE）



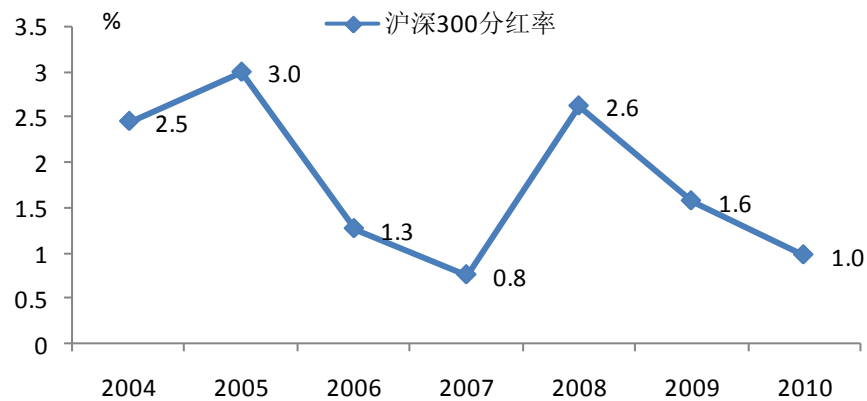
数据来源：WIND，安信证券研究中心。

图 6、大类资产收益率 (%)



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

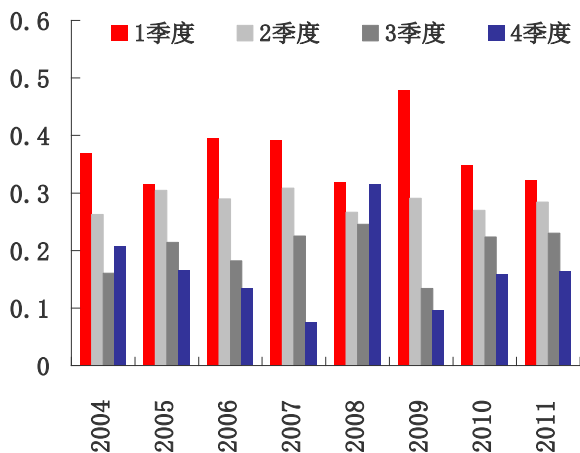
图 7、沪深 300 分红率（整体法）



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

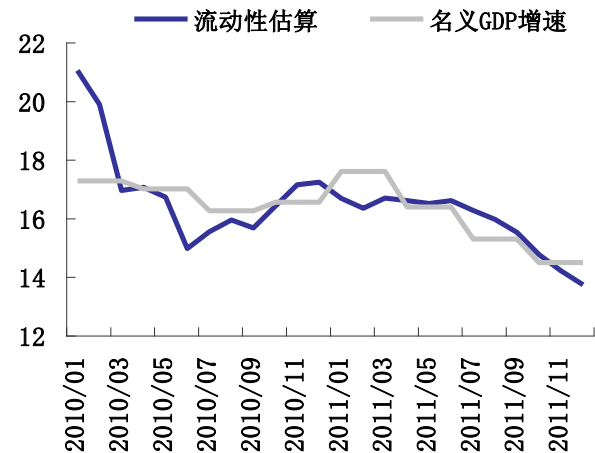
注：根据上市公司年报和半年报的分红方案估算。

图 8、信贷季度分布估算



数据来源：Wind，安信证券研究中心估算

图 9、流动性剩余估算



数据来源：Wind，安信证券研究中心估算

### 1.3. 估值结构仍需调整

虽然 A 股市场整体的估值处于偏低的水平，但是我们认为股票市场具备大幅度上涨的空间：一方面从估值结构来看，许多个股仍然处于历史高位；另一方面，股票市场上涨需要成交量持续的放大，目前尚不具备流动性大规模好转的基础。

#### 1.3.1. 股票估值结构性偏高

从 A 股市场结构来看，股票历史 PE 小于 30 倍的股票仅占 20% 不到。而 2005 年、2008 年在熊市底部，历史 PE 小于 30 倍的股票接近一半。（见图 10-图 13）

图 10、全部 A 股股价分布

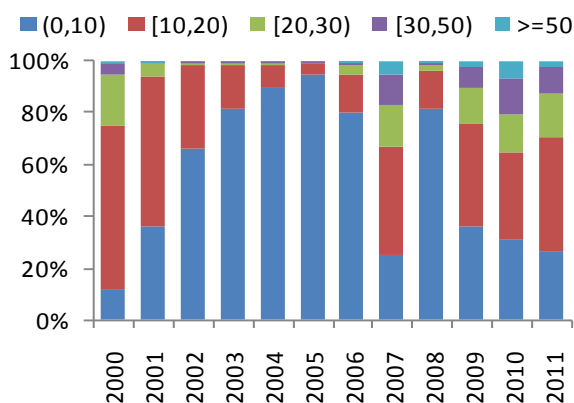
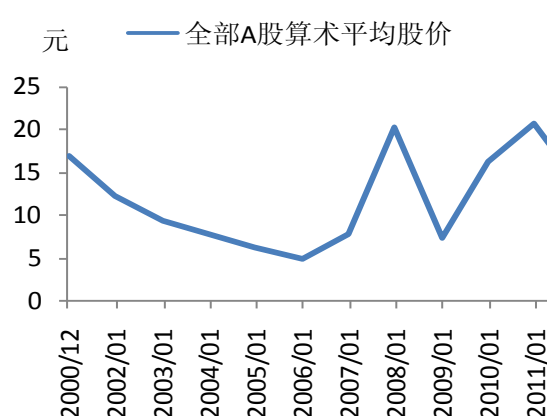


图 11、全部 A 股平均股价（算术平均）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：2000 年至 2010 年股价分布取 12 月 31 日数据，2011 年股价分布为 5 月 20 日数据，下同。

图 12、全部 A 股 TTMPE 分布

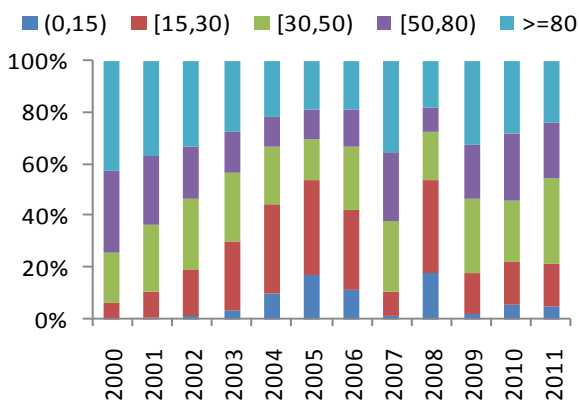
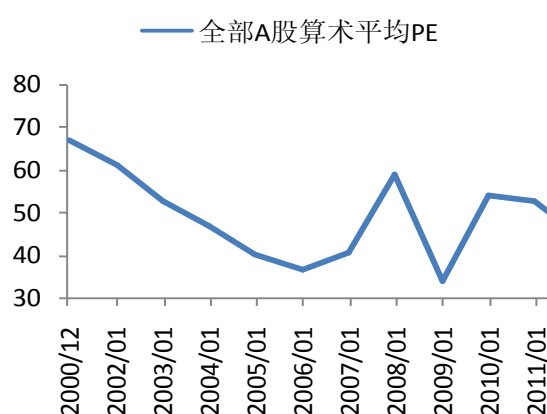


图 13、全部 A 股平均 PE（算术平均）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

数据来源：Wind，安信证券研究中心

#### 1.3.2. 缺乏持续的流动性

从流动性角度来看，我们认为下半年的情形略好于上半年，但推动估值上行的动力并不存在。

第一、随着限售股解禁以及直接融资比例的提高，股票市场深度与广度都出现了巨大

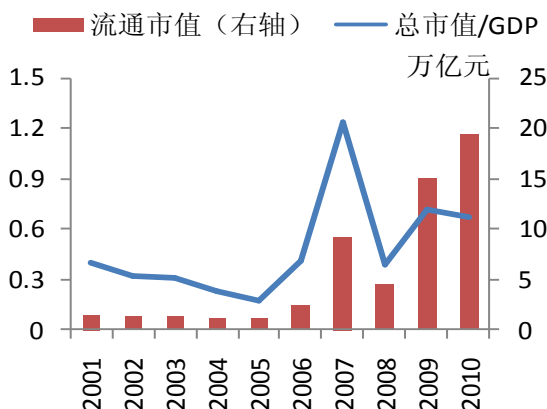
的延伸。股票市场上涨对资金的消耗与 2007 年、2009 年牛市不可同日而语。(见图 14)

第二、尽管 CPI 在下半年将出现缓慢回落，但由于刘易斯拐点已经显现，食品周期表现为螺旋形上升态势，如果非食品价格不出现剧烈调整，CPI 很难快速回落，货币政策尚没有放松的余地。在难以获得间接融资的情况下，上市公司直接融资需求上升。例如在 2010 年四季度和 2011 年一季度，一旦股市上涨，股票市场单月融资量可能迅速上升至 1200 亿元的规模(见图 15,详细估算见 2011 年 4 月月报《人间四月芳菲尽》)。

第三、在政策紧缩的背景下，利率水平上升，存款定期化的趋势开始显现，与 2007 年、2009 年存款活期化趋势相反(见图 16)。

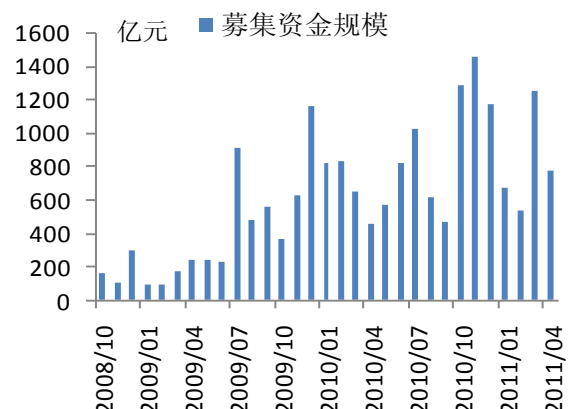
第四、随着存款准备金率上调，外汇占款增量被完全对冲。在二季度末，美联储即将结束 QE2、欧洲进入加息周期的背景下，发生像 2010 年三季度大规模热钱流入新兴市场的概率不大。(见图 17-图 21)

图 14、A 股流通市值规模超过 20 万亿



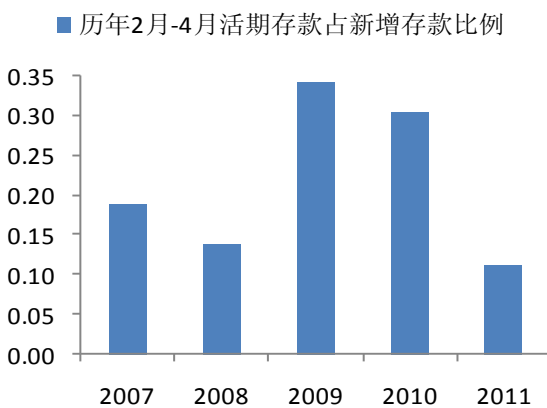
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 15、直接融资需求大幅上升



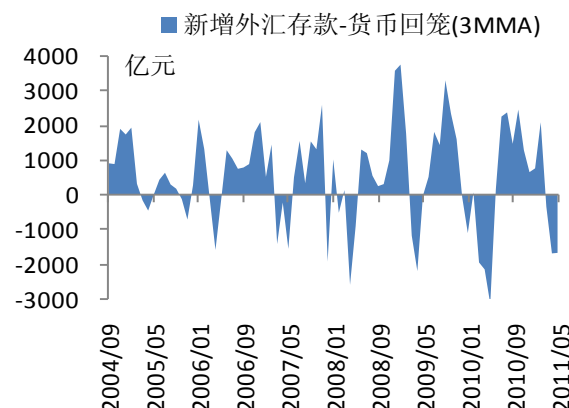
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 16、存款定期化趋势显现



数据来源：Wind，安信证券研究中心

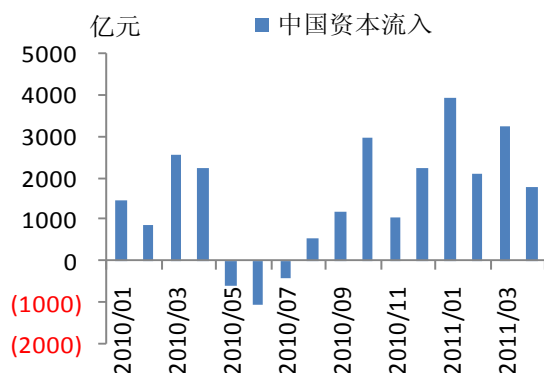
图 17、外汇占款被完全对冲



数据来源：Wind，安信证券研究中心

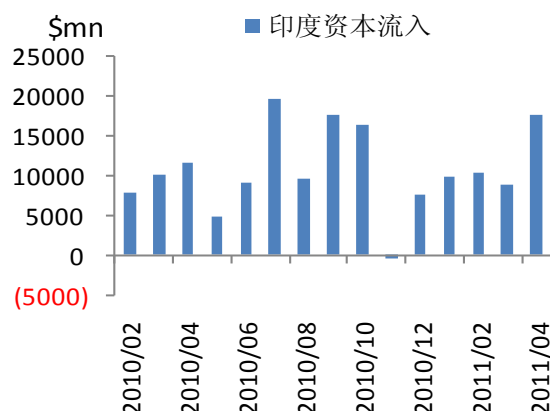
注：货币回笼包括公开市场操作与存款准备金率上调。

图 18、中国资本流入情况



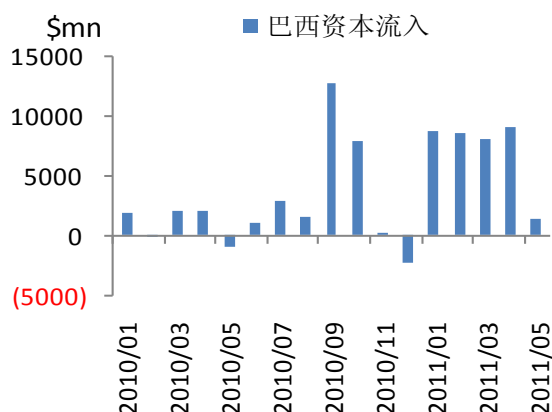
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 19、印度资本流入情况



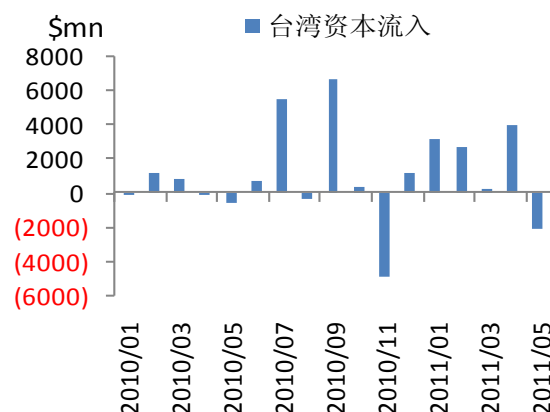
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 20、巴西资本流入情况



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

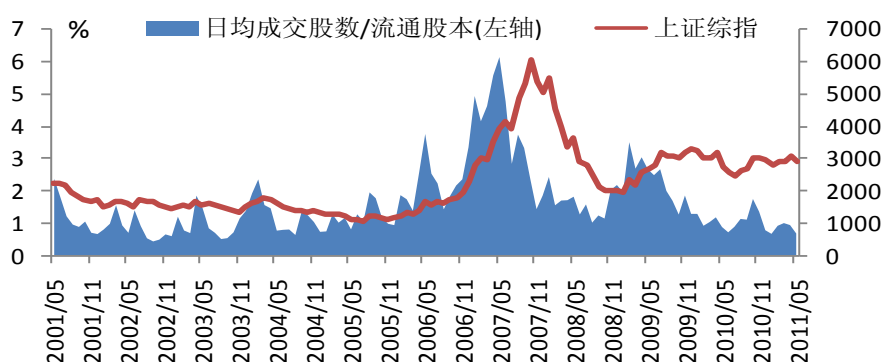
图 21、台湾资本流入情况



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

类似 2003 年-2005 年的市场，我们认为股票市场的成交量难以出现有效的放大（用日均成交股数/总流通股本表示，见图 22）。在缺乏流动性的情况下，指数下跌的空间有限，但个股调整的空间依然很大。

图 22、上市公司日均成交股数/流通股本



数据来源: WIND, 安信证券研究中心。

## 2. 盈利变化主导趋势

二季度末，实体经济开始出现放缓的迹象，流动性恶化的趋势开始缓解，市场关注的焦点逐步从估值中枢下调转向盈利下调。我们认为经济短期波动主要来自于几方面影响的叠加：一是库存周期的扰动。二是总需求的调整。

### 2.1. 盈利下调窗口开启，库存周期非主因

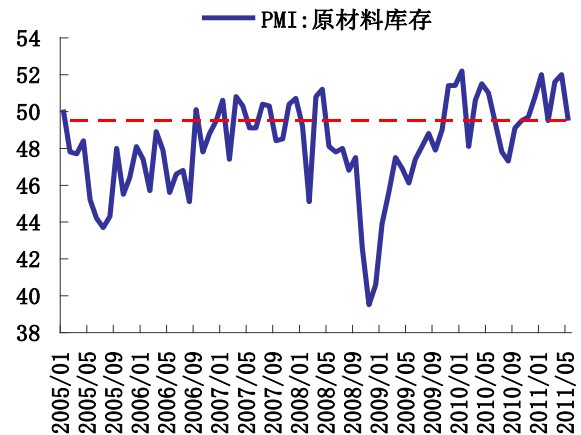
库存周期的影响可大可小，例如，在 2008 年下半年出现的需求剧烈减速所导致的库存调整，历时半年，导致企业盈利出现短期急剧下滑（见图 23-图 24）。

图 23、2008 年 6 月 PMI 新订单剧烈下滑



数据来源：Wind，安信证券研究中心

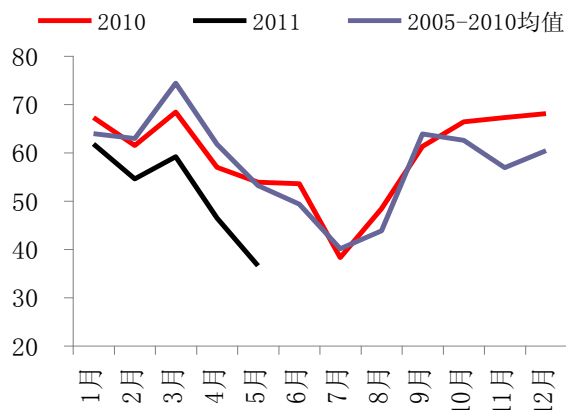
图 24、2008 年 9 月开始 PMI 原材料库存剧烈下滑



数据来源：Wind，安信证券研究中心

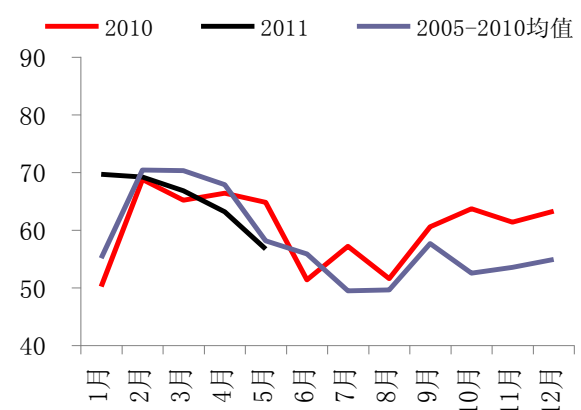
相反的例子是，2010 年二季度同样出现了库存的调整，但更多的体现的是季节性因素的扰动。汽车、机械等行业二、三季度为传统淡季，从季节模式上看，产量通常在二季度下滑、三季度见底回升。在中游行业调整产量的同时，上游原材料行业还处于产能过剩状态。受到季节效应以及上游行业产能过剩的影响，2010 年二季度出现了比较大的库存调整。与 2008 年剧烈的库存调整相比，这样的库存调整对上市公司业绩影响不大，上市公司的盈利能力仅出现两个季度的调整。（见图 25-图 28）

图 25、交运设备行业 PMI 新订单的季节性现象



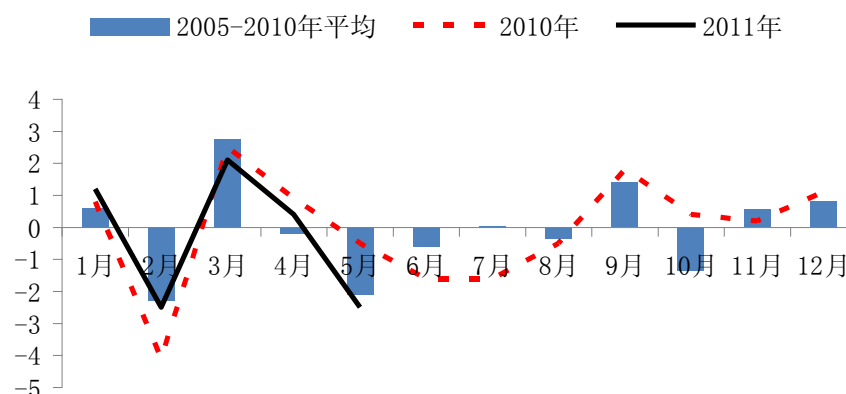
数据来源：中采咨询，安信证券研究中心

图 26、通用设备行业 PMI 新订单的季节性现象



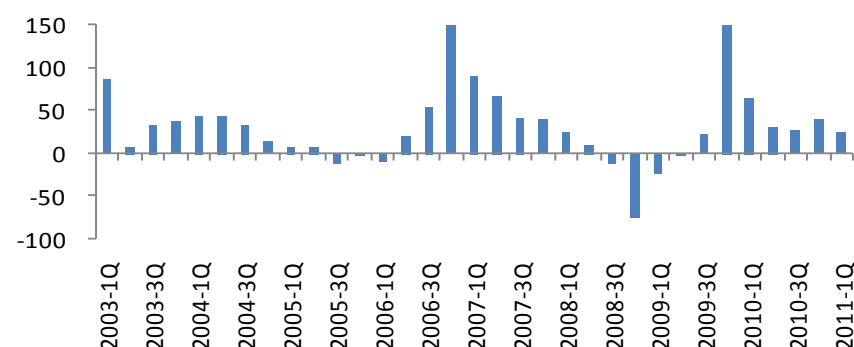
数据来源：中采咨询，安信证券研究中心

图 27、库存去化的季节模式（以 PMI 原材料库存指数的环比变化为例）



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

图 28、上市公司单季度净利润同比增速（%）



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

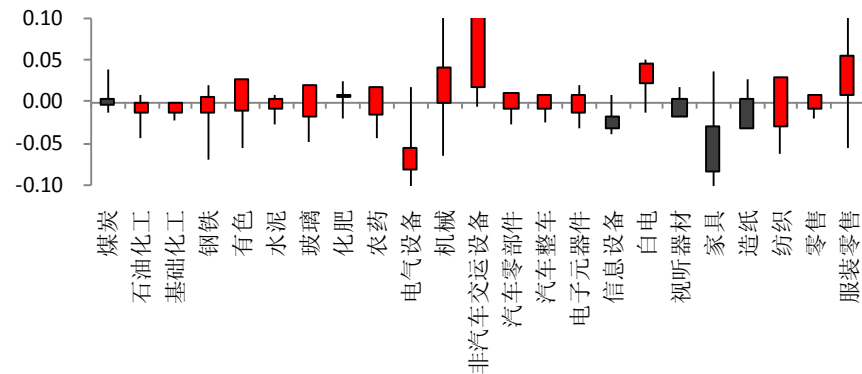
2011 年一季度同样是一个库存累积周期。悲观者认为，这将开启一轮新的剧烈的去库存化，从而导致企业盈利短期急剧下滑；乐观者认为，这只是一个短期的季节模式，三季度之后就会结束，企业盈利受影响有限。真相究竟如何呢？

为了扣除因为销售增长较快而主动补充的存货，我们使用存货/营业成本（TTM）来反映存货的变化趋势。为了扣除季节性因素的扰动，我们将存货/营业成本的变化与过去 5 年同一时期的变化作比较。在剔除了销售增长以及季节效应以后，我们可以发现上市公司的库存在过去两个季度确实出现了超越季节效应的上升。这样的库存上升主要集中于机械、非汽车交运设备、纺织服装等中下游行业，上游行业库存的变化并不显著。（见图 29-图 30）

与 2010 年二季度的库存周期相比，此轮库存累积表现出两个明显的特征：一是在资金收紧、囤货成本上升的背景下，库存囤积的幅度并不高。例如 2011 年 3 月-5 月 PMI 原材料库存指数的变化比 2010 年要低，2011 年一季度上市公司库存/营业成本比的上升幅度比 2010 年四季度要温和（见图 27、图 29-图 30）。二是上游原材料库存的变化受到了供应端的扰动。尤其是钢铁、水泥等行业的新增产能增速偏慢，下游需求即便是没有 2010 年好，中上游原材料行业的库存去化速度也比 2010 年快（见图 31-图 32）。

考虑到这两个因素，我们认为库存调整的杀伤力不及 2010 年二季度。

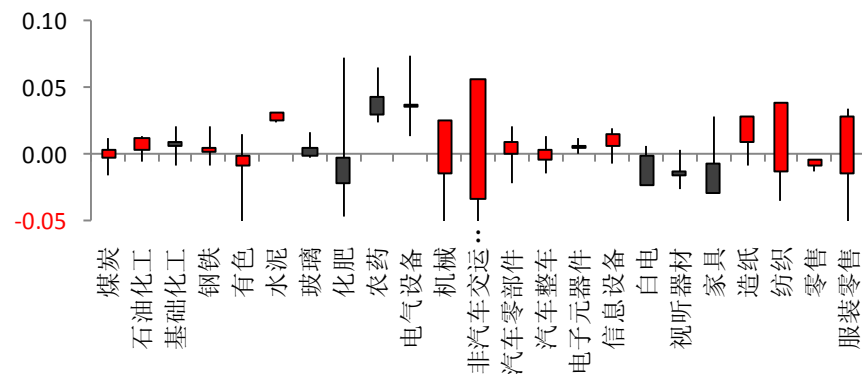
图 29、2010-4Q 库存/营业成本 (TTM) 环比上升幅度与过去五年同期变化相比



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

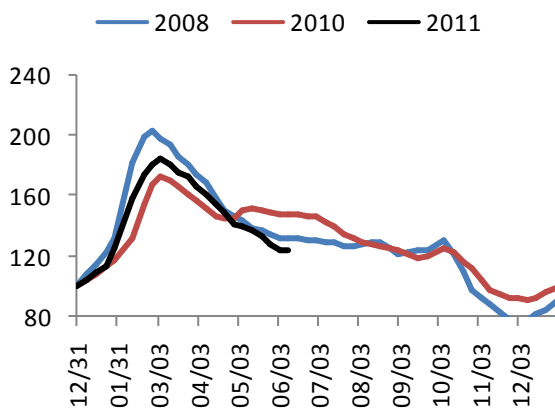
注：开盘价、最高价、最低价分别为过去五年四季度库存比率上升幅度平均值、最高值与最低值，收盘价为 2010 年四季度库存比率上升幅度。

图 30、2011-1Q 库存/营业成本 (TTM) 环比上升幅度与过去五年同期变化相比



数据来源：WIND，安信证券研究中心，指标的定义同上。

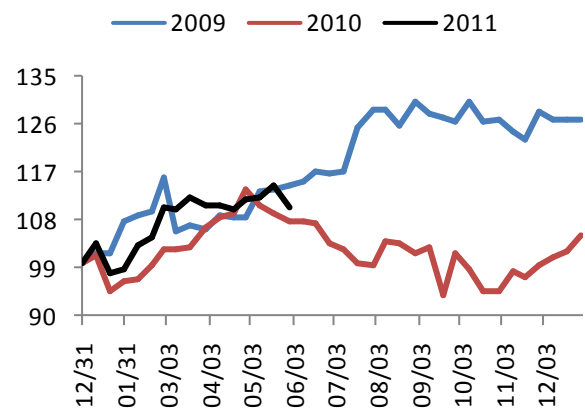
图 31、2010 年、2011 年钢铁社会库存去化对比



数据来源：WIND，安信证券研究中心

注：假设 1 月 1 日为 100。

图 32、2010 年、2011 年粗钢旬度产量对比



数据来源：中钢协，安信证券研究中心

注：假设 1 月 1 日为 100。

库存周期对经济的影响相对温和，如果仅仅是库存周期的扰动，那么企业盈利增速的下调空间并不大，风险溢价也有望在库存调整结束后平复。

但是从资金成本、产出缺口以及终端需求来看，库存调整并不是二季度经济偏软的主因，终端需求的变化才是问题的核心。

## 2.2. 核心在于总需求的变化

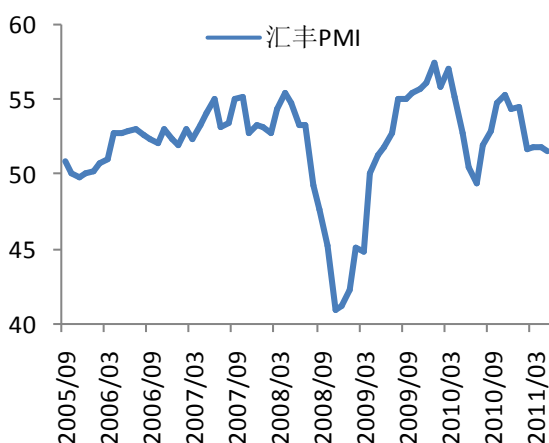
总需求包括：净出口、投资和消费。

### 2.2.1. 消费调整路径清晰

从消费来看，大部分可选消费品，如汽车、家电、纺织服装、地产销售的需求比正常年份偏弱。尤其是以汽车、地产、家电为代表的可选消费品由过去两年的高增长转变为低增长。（见图 33-图 42）

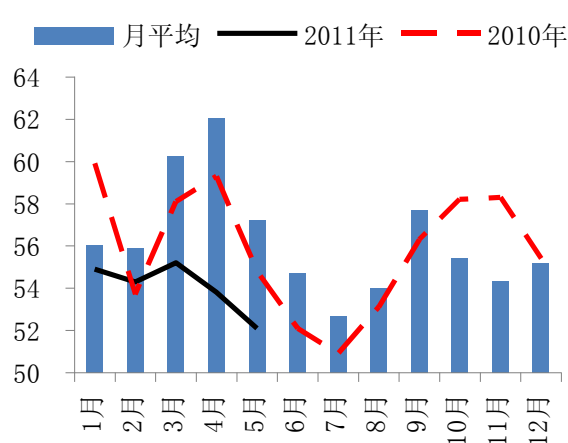
我们认为消费偏软受到了几个因素的影响：一是 2009 年、2010 年连续两年的大规模财政刺激透支了未来的需求（例如家电、汽车）。二是在房地产调控与信贷收紧的背景下，与信贷密切相关的可选消费品的需求受到抑制（例如汽车、地产）。三是价格急涨急跌带来的订单扰动（比如在棉花价格大幅下跌以后，市场观望气氛浓厚，6 月份以后纺织服装企业的订单急剧下滑）。四是部分行业在一季度进行了大规模促销，使得市场对未来的需求存有疑虑（比如工程机械行业）。与之对应，没受到政策补贴影响以及信贷扰动的航空需求则相对平稳。

图 33、汇丰 PMI 指数



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 34、物流采购联合会 PMI 新订单指数



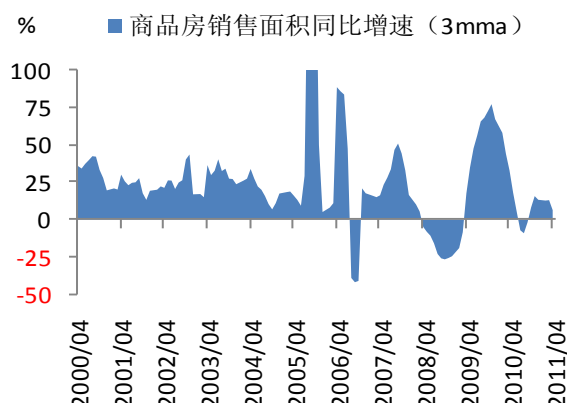
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 35、乘用车销量同比增速



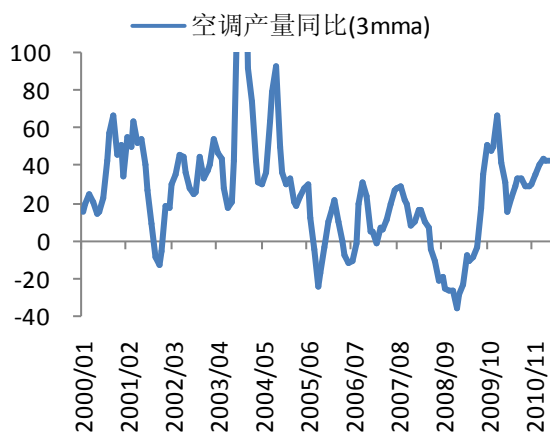
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 36、商品房销售面积同比增速(3个月移动平均)



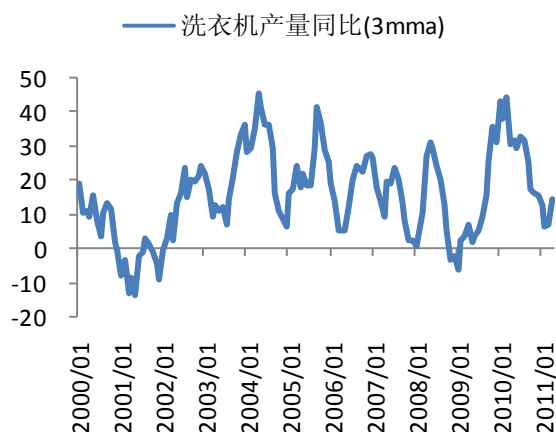
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 37、空调销量同比增速 (%)



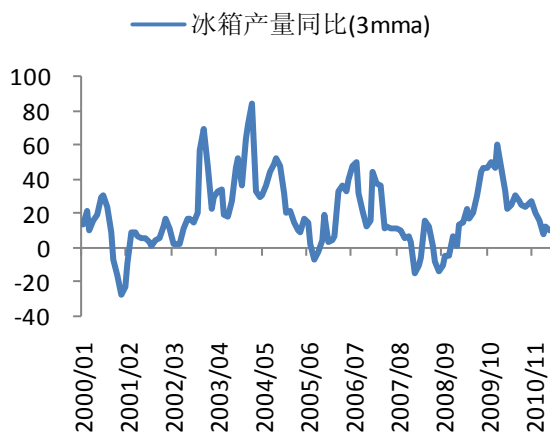
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 38、洗衣机销量同比增速 (%)



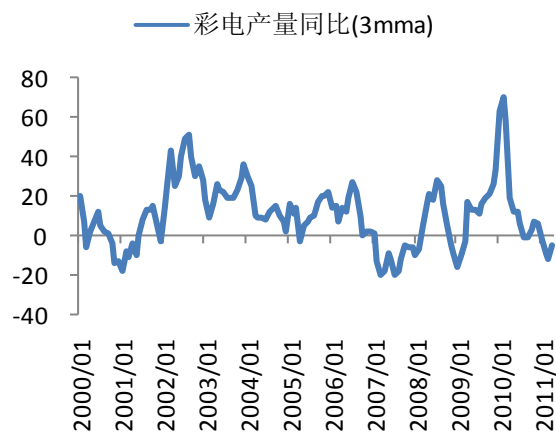
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 39、冰箱销量同比增速 (%)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 40、彩电销量同比增速 (%)



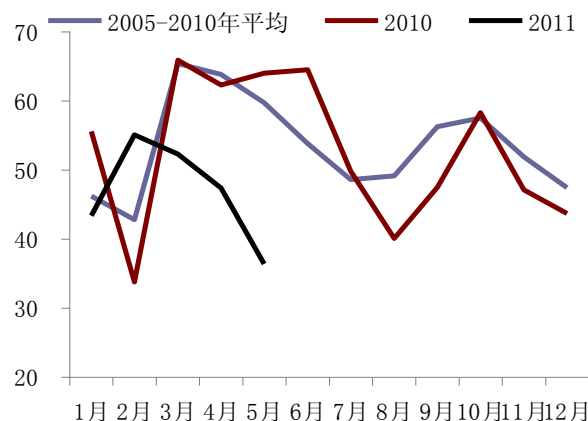
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 41、航空旅客周转量同比增速 (%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 42、纺织 PMI 新订单



数据来源：Wind，安信证券研究中心

### 2.2.2. 投资与外需存在变数

消费需求的调整是相对有序和清晰的，最为不确定的因素是三、四季度会不会出现投资需求或者外需的变化，由此导致总需求在短时间内出现剧烈地下降。

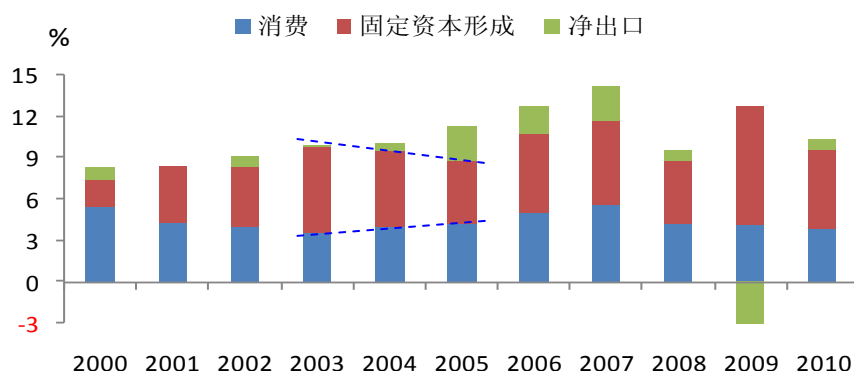
2003 年以来，中国经济出现过两次总需求骤降：一次是 2004 年-2005 年的宏观调控周期，投资增速在一个季度内快速下滑了 20 个百分点，由此导致总需求的骤降；一次是 2008 年全球经济危机，出口与房地产投资调整的叠加导致了总需求的骤降。从目前的情况来看，再度发生投资或者出口需求大幅下滑的可能性有多大呢？

## 2.3. 投资调整的幅度：2004 年 vs 2011 年

### 2.3.1. 2004 年案例

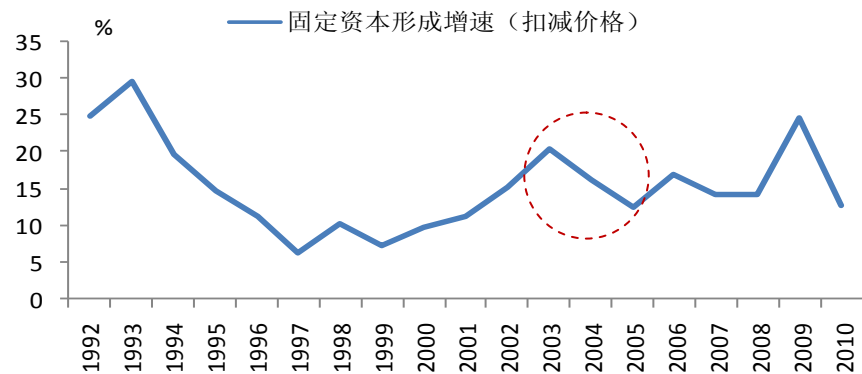
从拉动 GDP 的三架马车来看，2004 年-2005 年经济的调整主要来自于投资需求的剧烈下滑，城镇固定资产投资增速从 2004 年年初 40% 的增速大幅回落了 20 个百分点，消费和净出口均没有出现下滑（见图 43-图 45）。

图 43、三大需求对 GDP 增速的拉动



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

图 44、固定资本形成增速（扣减价格）



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

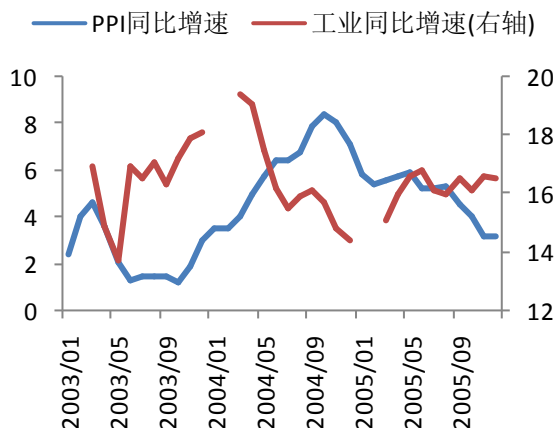
图 45、城镇固定资产投资增速（%）



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

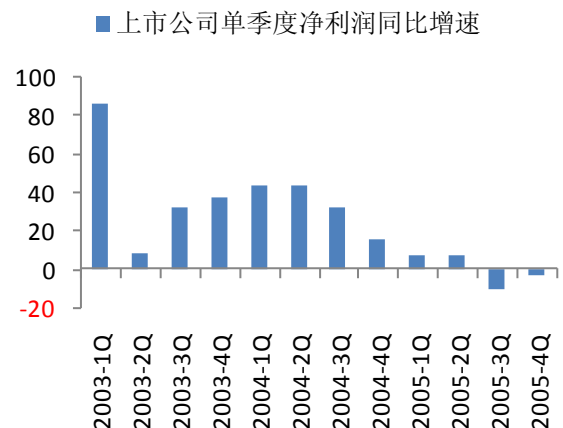
投资大幅度调整带来总需求的骤降。工业增速从 2004 年一季度 20%左右的增速下滑至 2004 年四季度 14%左右，PPI 自 2004 年三季度开始拐头向下。虽然 2005 年工业增速有所反弹，但在 PPI 下行压力下，2005 年全年企业盈利都没有好转。（见图 46-图 47）

图 46、2004 年 10 月 PPI 拐头向下（%）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 47、上市公司单季度净利润同比增速（%）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

### 2.3.2. 2011 年投资下行的风险

那么 2011 年是否会再度经历投资的大幅调整呢？我们认为概率较小。

首先，2011 年经济并不处于一个“过热”的状态。2004 年初的城镇固定资产投资增速一度达到 40%、工业增速达到 20%，在宏观调控信贷收紧后，仅用了—个季度城镇固定资产投资就下降至 20%。而 2011 年，投资的增速在 25%，工业增速在 13%，本身并没有如此巨大的下降空间。

其次，产能周期的差异。在 2003 年-2004 年投资高峰过后，许多行业出现了巨大的产能扩张，2004 年的总需求骤降超出了企业预期，扩张的产能迅速表现严重过剩的产能。比较典型的行业是汽车，随着折旧的上升，汽车行业的盈利大幅下滑，例如上海汽车的盈利 2005 年较 2004 年下降了 50%。（见图 48-图 49）

图 48、分行业 ROE (TTM)

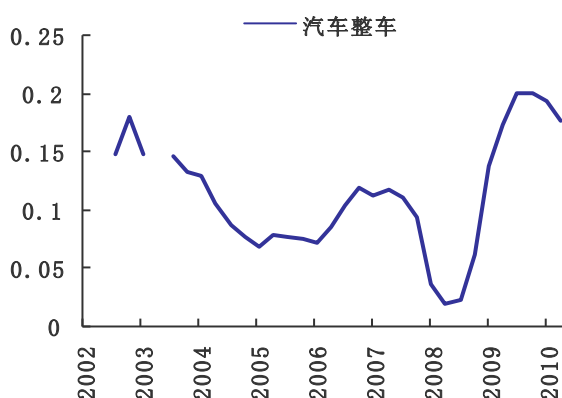
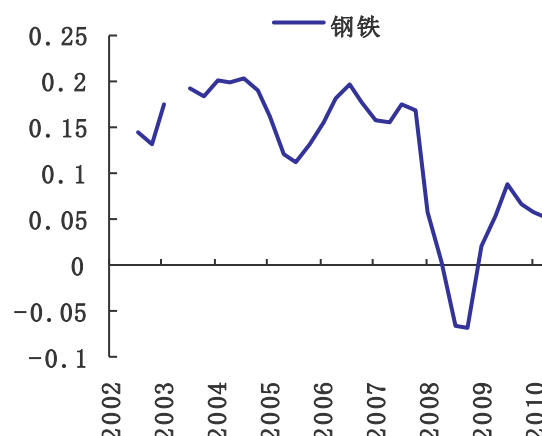


图 49、分行业 ROE (TTM)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

数据来源：Wind，安信证券研究中心

与 2004 年对比，2011 年并没有出现全面的产能过剩，甚至从贸易盈余等指标来看，可能部分行业还存在一定的供应瓶颈。

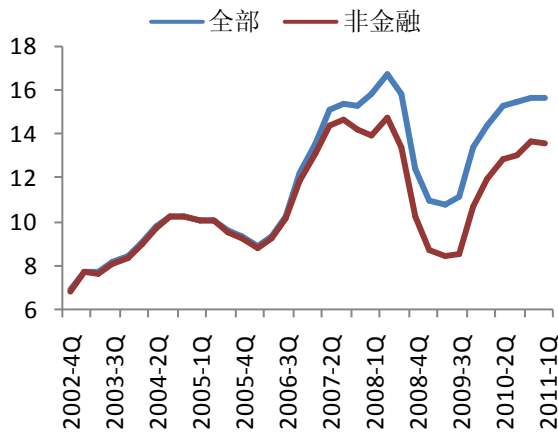
从上市公司盈利能力的变化上也可以看出这一趋势。我们将资本的回报拆解为扣减劳动者报酬、企业折旧、政府税收后的利润。劳动者报酬/工业增加值的比重和政府税收的比重相对稳定，上市公司盈利的上升或者下降短期内主要受到折旧变化的影响。截至 2011 年一季度，上市公司总体的盈利能力处于高位，这意味着折旧份额的占比在下降。（见图 50-图 51）

折旧的下降一方面是来自于销售收入因价格上升带来的增长（由于折旧不会随着物价上升而上升，所以在物价上涨周期，折旧的比重是下降的）。但是我们猜测，折旧占比下降的更为主要的原因是来自于过去两年制造业投资增速的放缓，在房地产投资、政府基建以及耐用品消费增速都比较高的情况下，制造业相对过剩的产能已经有所消化。

在这样的背景下，2010 年四季度开始，我们看到制造业投资增速经历了两年调整之后

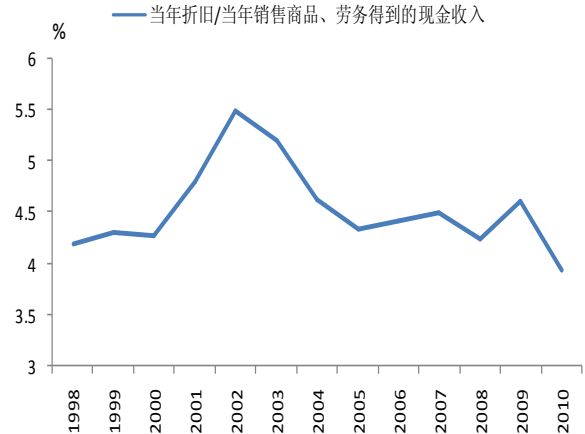
开始起步。盈利能力恢复至历史高位的部分行业都有比较明显的扩产行为，例如汽车和工程机械。但绝大部分的传统产业，比如钢铁、水泥、有色、电力、基础化工尚没有出现大规模的扩产行为。因此，我们判断从投资以及产能周期的角度来看，出现类似 2004 年-2005 年的投资剧烈下滑的概率较小（见图 52）。

图 50、上市公司 ROE (TTM, %)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

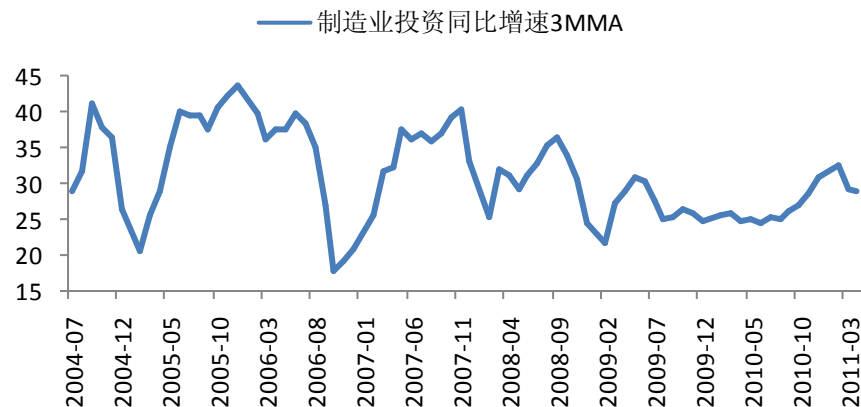
图 51、上市公司折旧/销售收入



数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：已经扣除了信息服务、餐饮旅游等轻资产行业。

图 52、制造业投资增速 (%)



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

## 2.4. 出口与地产调整的幅度：2008 年 vs 2011 年

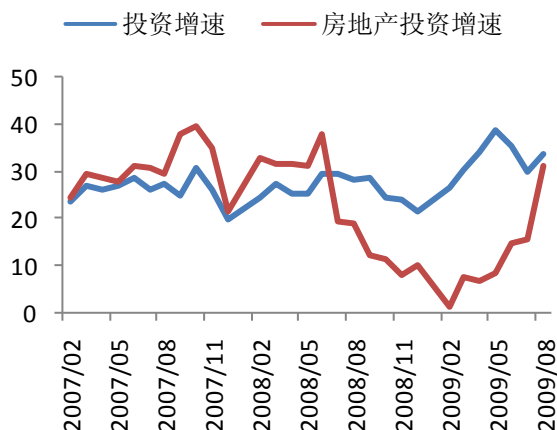
### 2.4.1. 2008 年案例

在 2008 年一季度国内就已经出现了需求增速的放缓，在宏观调控的背景下家电、汽车、住宅等销售增速都开始下降，但直到 2008 年二季度企业盈利增速仅是小幅下降。上证指数整体运行的区间尚能维持在 3000 点附近。

2008 年下半年，部分房地产企业出现现金流断裂的风险，房地产投资在半年不到的时

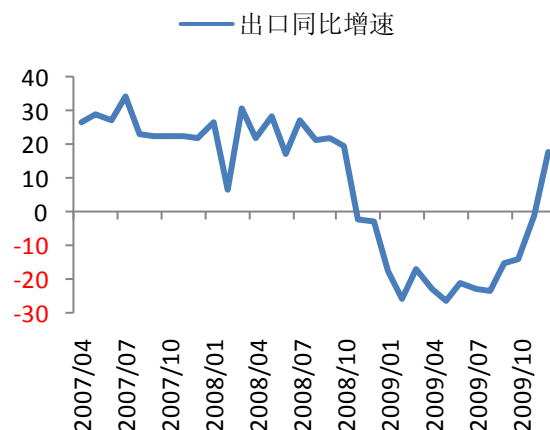
间内从 30%以上的增速下滑至个位数水平。2008 年 8 月，PPI 掉头向下，4 个月内由 10%下滑至负增长。2008 年 11 月，外需崩溃，出口增速在一个月內下滑 20 个百分点。在这样的背景下，企业盈利剧烈下滑，如果扣除银行，2008 年四季度上市公司盈利整体亏损。（见图 53-图 56）

图 53、投资同比增速 (%)



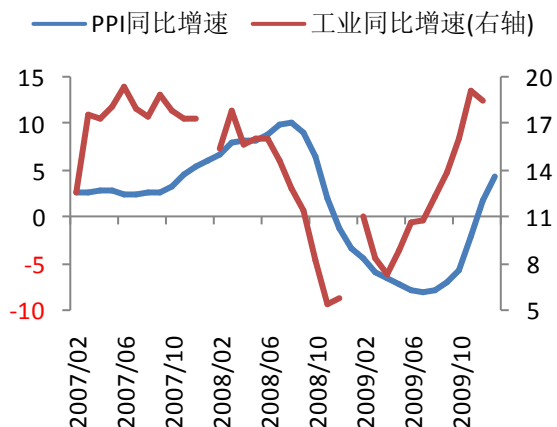
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 54、出口同比增速 (%)



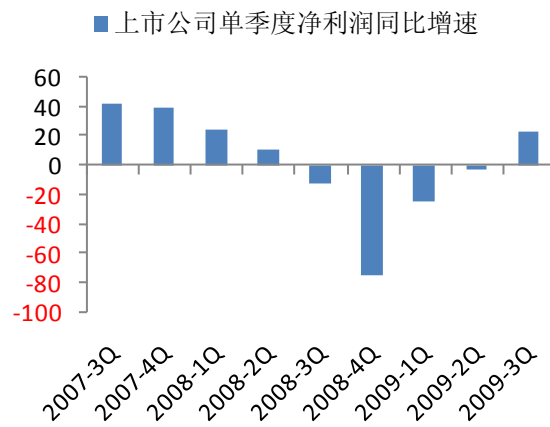
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 55、工业增速和 PPI (%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 56、上市公司单季度净利润同比增速 (%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

#### 2.4.2. 2011 年地产调整的风险

对比 2008 年的出口和地产调整的风险，我们认为出口剧烈下滑的可能性很低，主要风险来自于地产的调整。

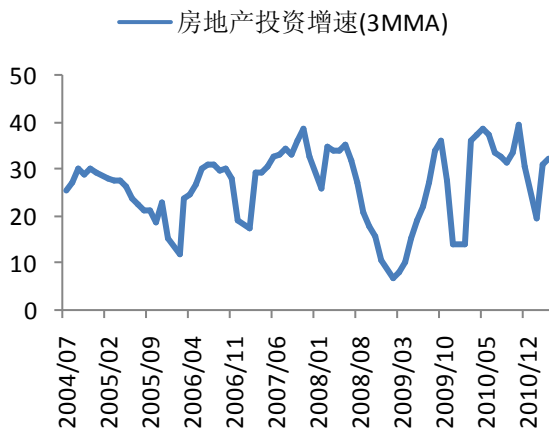
从 2011 年上市房地产企业的一季报情况来看，房地产企业的现金流状况还没有出现 2008 年的问题：第一、房地产企业在过去几年逐步将短期贷款转为长期贷款，债务结构合理；第二、现金较为充裕。和 2008 年的不同，目前上市房地产企业的在手现金占股东权益的比重是五成以上，2008 年不足四成；2011 年上市房地产企业一年期的

到期债务不足四成，2008 年超过四成。（见图 57-图 62）

从房地产企业筹资现金流来看，房地产企业自有资金用于投资的比例在上升。2010 年房地产企业筹资来源中借款同比上升 24%（主要指银行借款和房地产信托），发债、IPO 等下滑 50%以上，房地产企业其它资金来源 2010 年比 2009 上升了 56%（主要指房地产企业从卖房或预售款中得到的资金）。

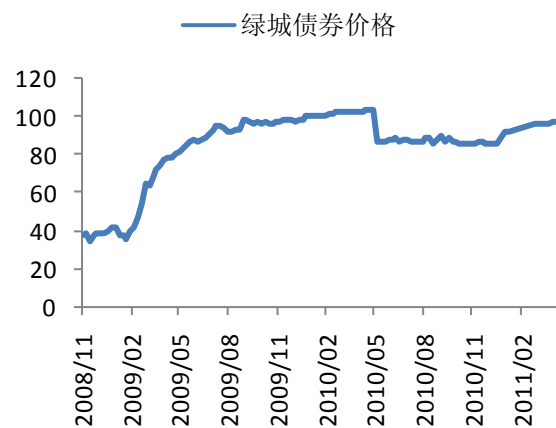
到了今年一季度，房地产开发企业资金来源中，国内贷款的累计增速只有 4.4%，自筹资金同比增速 27%，定金和预收款同比增速 28.7%。银行贷款的资金出现了明显的下降。我们认为房地产企业出现投资骤降的前提是房地产销售收入和预售收入连续多个季度的下降。从截至 5 月份的地产销售数据来看尚无法得出房地产投资将剧烈下滑的结论。（见表 1、图 63-图 64）

图 57、房地产投资增速（%）



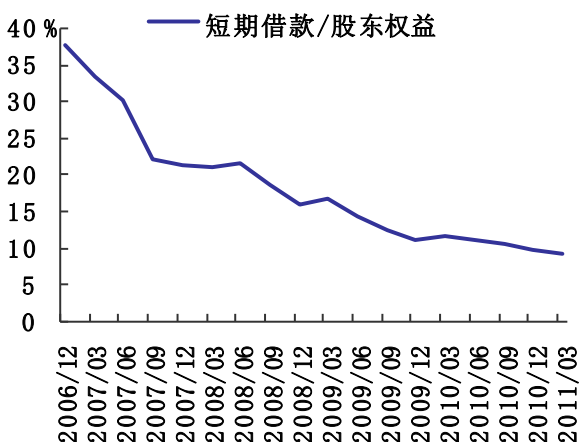
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 58、2008 年房地产企业债券走势（以绿城为例）



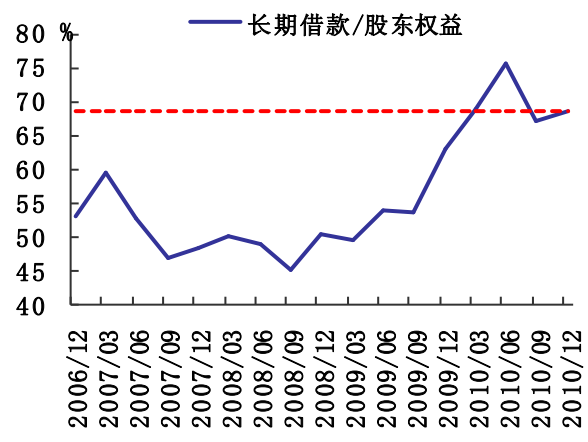
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 59、房地产企业短期借款占比



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 60、房地产企业长期借款占比



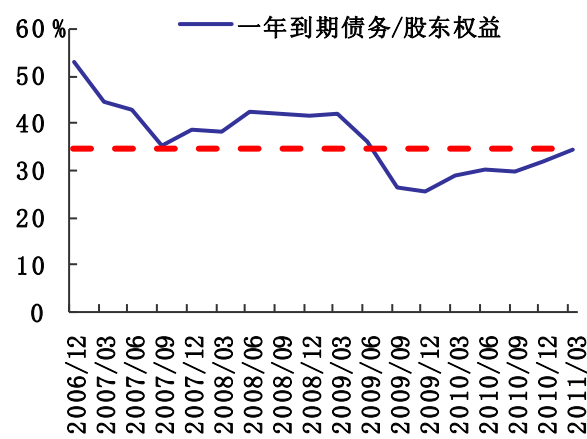
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 61、房地产企业在手现金占比 (%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 62、房地产企业一年期到期债务比重 (%)



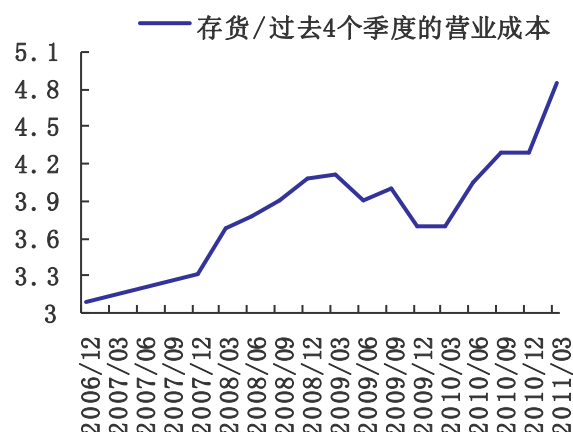
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 63、商品房新开工面积和销售面积同比增速



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 64、上市房地产企业库存/营业成本



数据来源：Wind，安信证券研究中心

表 1 房地产企业筹资来源 (单位: 亿元)

|           | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2010/2009<br>同比增速 |
|-----------|--------|--------|--------|-------------------|
| 吸收投资收到的现金 | 339    | 293    | 141    | -52%              |
| 借款        | 1969   | 2743   | 3392   | 24%               |
| 发行债券      | 114    | 109    | 3      | -97%              |
| 其它来源      | 62     | 100    | 156    | 56%               |
| 合计        | 2484   | 3245   | 3692   | 14%               |

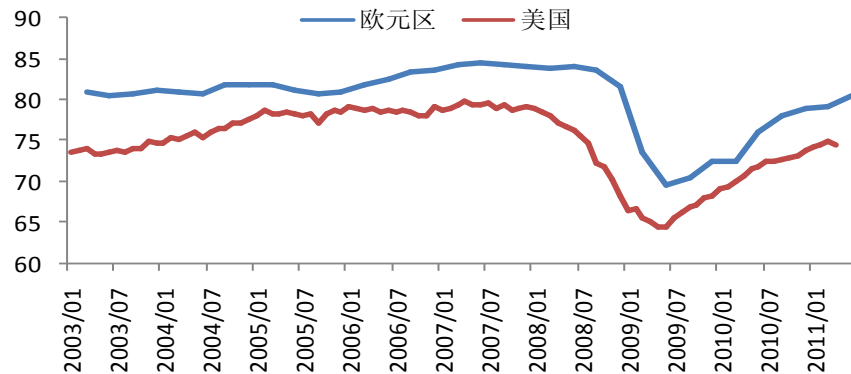
数据来源：中房网，安信证券研究中心

#### 2.4.3. 出口下滑的风险

就海外的需求来看，出口出现类似于 2008 年调整的可能性很小。截至 2011 年 4 月，美国和欧元区制造业的产能利用率分别达到了 74.4% 和 80.5%，与 2007 年生产高峰相

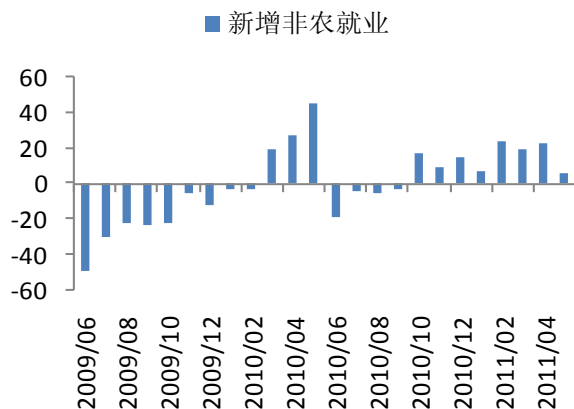
比仅相差 3-4 个百分点，产出缺口仍然处于不断收窄的过程之中，并由此带来人力投资和设备投资的上升。（见图 65-图 69）

图 65、制造业产能利用率（%）



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

图 66、美国月新增非农就业人数（万人）



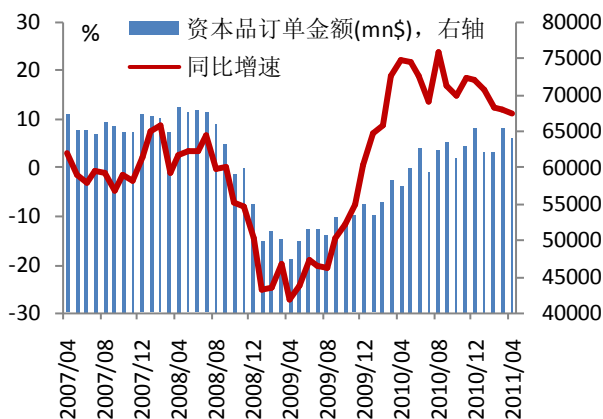
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 67、美国私人企业工资收入同比增速（%）



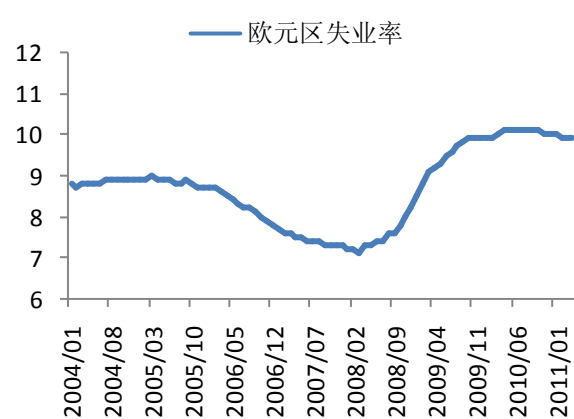
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 68、美国资本品新订单同比增速



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 69、欧元区失业率

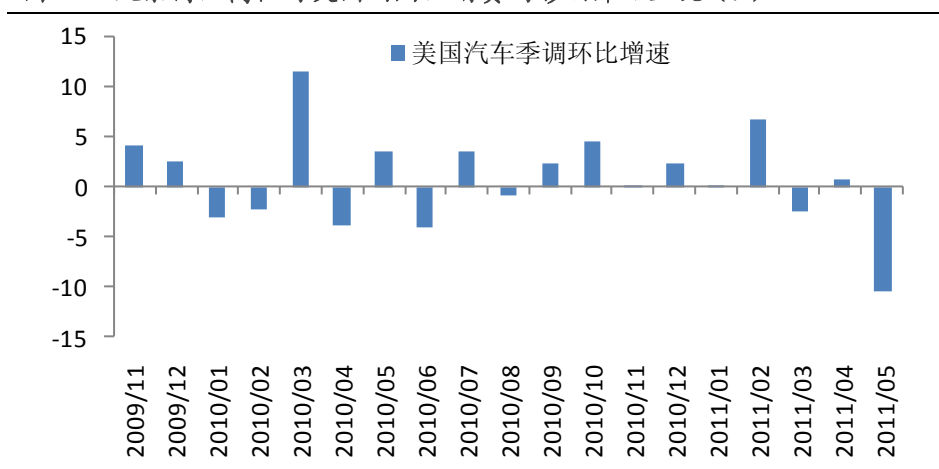


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

短期来看，由于大宗商品价格的上涨，美国的耐用品消费出现了一定的放缓。制造业和服务业的新订单出现了短周期调整。美国本土将 2011 年的 GDP 增速预期由前期的高点下调至 2.4%。但只要海外可持续复苏基石(私人投资与私人消费)没有发生变化，我们并不认为海外经济进入了中期调整的格局。(见图 70-图 73)

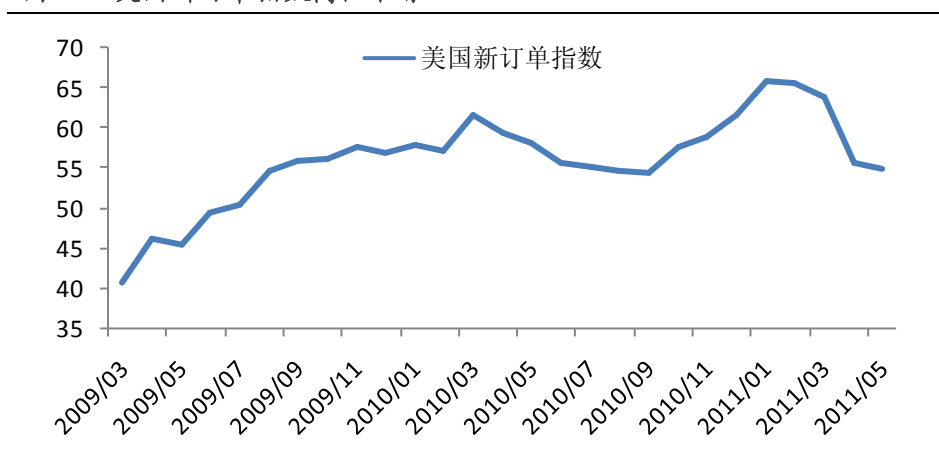
长期来看，美国的房地产市场和长期的债务天花板问题将拖低经济的增速。目前可见的可售房屋库存销售比还在 8 个月左右，同时存在大量的隐性止赎房屋，房地产市场的调整可能还要 1-2 年，短期看不到房地产投资的启动。另一方面，美国政府债务问题将是未来两年的焦点，如果美国债务天花板问题不是以剧烈的方式调整，那么美国经济被大幅度拖低的风险仍然很小。(见图 74)

图 70、大宗商品高位对美国耐用品消费的影响开始显现(%)



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

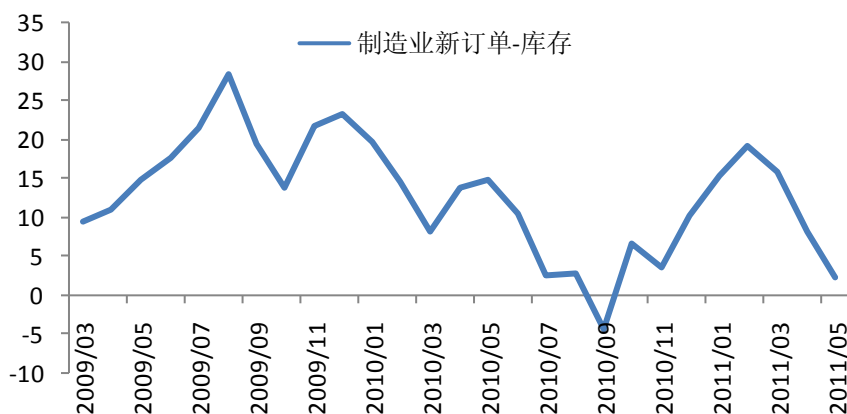
图 71、美国新订单指数高位下滑



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

注：用 1/3 制造业新订单+2/3 服务业新订单

图 72、美国制造业库存订单比预示未来制造业还有调整空间



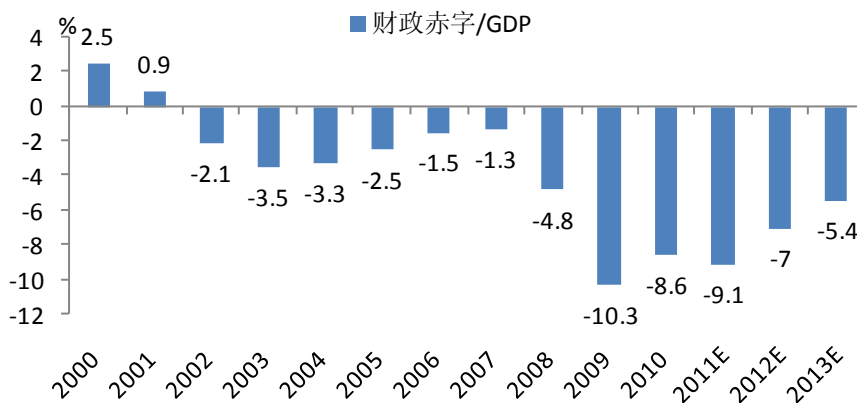
数据来源：WIND，安信证券研究中心。

图 73、对美国 2011 年 GDP 增速的预测



数据来源：Bloomberg 一致预期数据，安信证券研究中心。

图 74、美国政府债务天花板将长期拖低美国经济增长



数据来源：Bloomberg 一致预期数据，安信证券研究中心。

## 2.5. 小结

就目前的情况来看，虽然在部分行业（尤其是偏上游行业）出现了产出缺口的收窄，但由于政策调控以及总需求的放缓，今年的经济增长不会表现出类似上一轮经济周期开始时的强劲增长。但是依赖政府保障房建设、水利投资以及制造业投资的加速，总需求出现类似于 2004 年或者 2008 年那样经济增速骤降的可能性也比较小。

从拉动经济增长的三驾马车来看，2011 年消费增速处于缓慢下行的通道；海外经济复苏虽然短期有所波动，但是随着产出缺口缩小，私人部门投资和消费的复苏，出口剧烈下降的风险比较小；最大的变数仍在于投资，投资中最大的变数在于地产。如果从 2011 年 5 月到 2011 年 10 月间，房地产销售增速没有出现连续多个季度的负增长，那么我们认为今年房地产投资增速仅仅是缓慢下行。

在这种情况下，对于经济增长和盈利下滑不必太过悲观。一旦四季度经济数据出现反弹，市场风险溢价水平回落，股市将出现显著反弹。

但需求复苏的路径并不清晰，我们尚无法排除另一种可能性——需求突然剧烈地向下调整。在这样的情景假设下，盈利预测存在大幅下调的风险，股市箱体运行的下轨也将被打破。

## 3. 行业配置建议

### 3.1. 继续超配低估值板块

由于翘尾因素的存在，三季度无论是 CPI 还是 PPI 的同比增速可能会较二季度有所下滑。但无论是 CPI 还是 PPI 可能仍无法看到趋势性的下降：

第一、CPI 食品价格受到低端劳动力供应瓶颈（猪粮比中枢抬升）、蔬菜价格季节性反弹（7 月-11 月）以及粮食价格每年稳步上升的支撑，在三季度可能价格增速放缓，但不一定能看到趋势性的下降。

第二、原材料价格存在供应瓶颈，其中以铜、原油最为典型。如果总需求不是急剧下滑，这类大宗原材料下跌的空间有限。

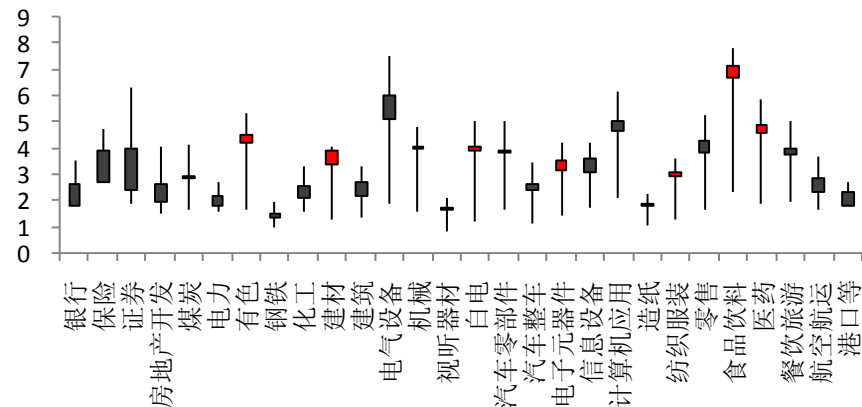
第三、成本推动型的价格企稳，其中以钢材最为典型。海外市场虽然大宗商品的价格有所回落，但我们观察到最新的日本钢厂和美国签订的三季度焦煤价格仅小幅回落（由 330 美金下滑到 315 美金），铁矿石协议价几乎和二季度持平。在成本支撑以及三四季度日本重建需求的带动下，钢材价格大幅下降的空间也有限。

第四、日本供应链中断的恢复以及下半年保障房、水利等项目开工高峰对上游原材料价格的支撑。根据 5 月 25 日日经报道，丰田日本本土的产量计划 6 月份恢复至 3 月份地震前的 90%，5 月份产量仅为地震前的 50%。日本零部件供应对全球工业生产的负面影响预计将逐步消除。

如果价格水平没有趋势性的下降，那么在三季度就出现货币政策放松的可能性依然较

低。按照信贷投放季节性分布与总需求的剪刀差来看，流动性可能仅较一、二季度略有好转。在这样的情况下，我们预计最先看到的信号应该是低估值板块估值的企稳，而不是小市值、高估值股票的全面反弹，继续建议超配业绩增速稳定且估值在底部的行业，比如银行、地产、电力以及交通运输基础设施类板块。（见图 75-图 76）

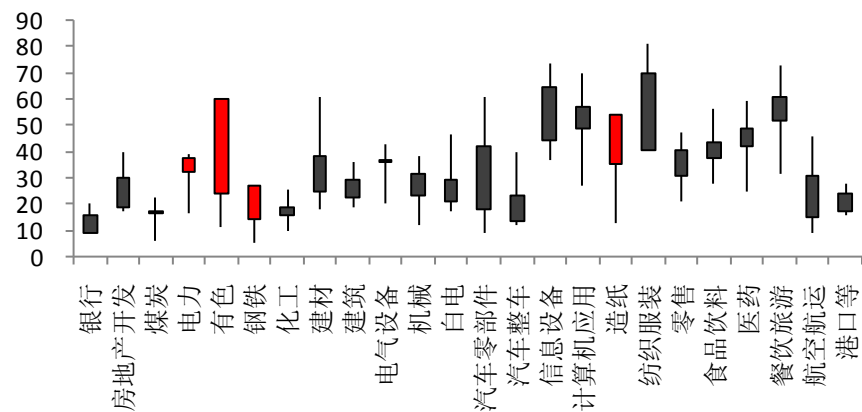
图 75、分行业 PB



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

注：开盘价、最高价、最低价、收盘价分别为 2005 年 1 月 1 日至今的中值、3/4 位数、最低值、5 月 30 日终值

图 76、分行业 TTMPE



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

注：1、扣除估值大于 100 以及行业亏损时的估值。

2、开盘价、最高价、最低价、收盘价分别为 2005 年 1 月 1 日至今的中值、3/4 位数、最低值、5 月 30 日终值

### 3.2. 盈利增速确定的成长类股票

其次，我们建议超配盈利增长较为稳定的白色家电、食品加工、一线白酒、新开门店数增长较快的品牌服饰、劳动力替代的机械装备（见表 2）。

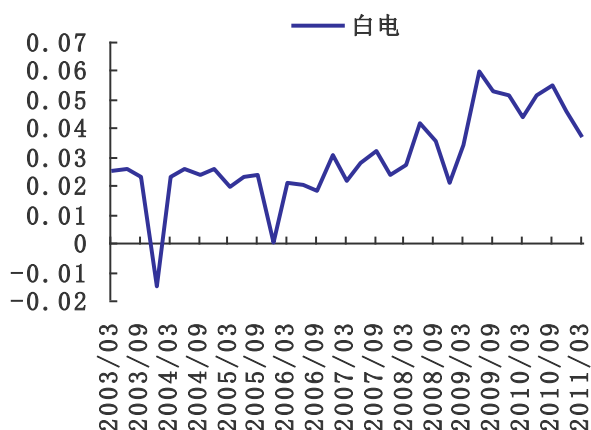
表 2 盈利增速确定的成长类股票

| 公司   | 每股收益 |      |       | ROE (%) |      |      | PE   | 推荐理由                                            |
|------|------|------|-------|---------|------|------|------|-------------------------------------------------|
|      | 10   | 11E  | 12E   | 10      | 11E  | 12E  | 11E  |                                                 |
| 搜于特  | 0.57 | 0.95 | 1.40  | 4.4     | 7.7  | 10.4 | 33.4 | 未来 3 年业绩复合增速超 50%，盈利低于预期概率小。                    |
| 探路者  | 0.20 | 0.34 | 0.46  | 10.8    | 16.0 | 18.5 | 43.5 | 加快开店步伐，盈利增长低于预期可能性较小。                           |
| 七匹狼  | 1.00 | 1.37 | 1.71  | 18.5    | 18.8 | 18.7 | 23.1 | 业绩稳定，估值有一定吸引力。                                  |
| 五粮液  | 1.16 | 1.52 | 2.01  | 25.7    | 24.0 | 22.4 | 21.7 | 具有较高的估值安全边际、业绩增长明确且幅度大，管理层市值考核有释放业绩动力，具备超预期的潜质。 |
| 贵州茅台 | 5.35 | 8.34 | 10.54 | 28.8    | 29.5 | 27.8 | 24.4 | 具有较高的估值安全边际、供求缺口大、渠道价差极大，管理层释放业绩的信号已经显现。        |
| 燕京啤酒 | 0.64 | 0.86 | 1.05  | 9.1     | 11.6 | 12.4 | 22   | 啤酒行业进入销售旺季，公司经营策略稳健，市场份额和利润同步增长。可转债转股有业绩释放动力。   |
| 双汇发展 |      |      |       |         |      |      |      | 事件性冲击结束                                         |
| 格力电器 | 1.52 | 1.95 | 2.43  | 25.4    | 24.3 | 23.7 | 11.0 | 商用空调行业的拓展，变频份额快速提升，行业市场集中度提升利于龙头品牌。             |
| 美的电器 | 1.00 | 1.18 | 1.48  | 24.7    | 24.3 | 22.6 | 15.2 | 冰洗市场份额的提升、受益于变频空调普及大趋势。                         |
| 老板电器 | 0.70 | 0.95 | 1.18  | 10.9    | 12.8 | 13.8 | 16.9 | 行业市场集中度提升、渠道向中西部拓展规避地产风险，且与中西部需求的崛起相契合。         |
| 云南白药 | 1.33 | 1.82 | 2.51  | 21.0    | 24.1 | 28.1 | 31.9 | 中央、基础药物放量，日化产品及透皮制剂稳健增长                         |
| 东富龙  | 1.19 | 1.32 | 1.73  | 43.0    | 10.3 | 12.4 | 31.3 | 冻干系统订单饱满、国际市场开拓超预期                              |
| 新研股份 | 0.92 | 1.24 | 1.74  | 8.8     | 10.7 | 13.2 | 26.7 | 农机市场细分龙头、盈利低于预期的可能性较小。                          |
| 中捷股份 | 0.34 | 0.47 | 0.66  | 15.6    | 17.8 | 19.9 | 14.2 | 下游服装行业劳动力短缺对电控缝纫机形成有效的倒逼机制。                     |

数据来源：安信证券研究中心

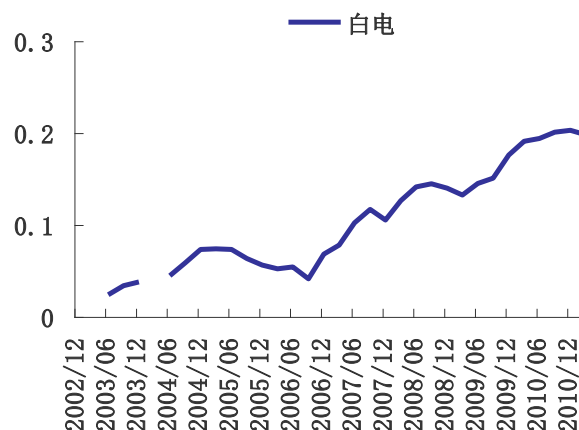
家电板块虽然属于可选消费品板块，但信贷紧缩对行业需求的影响并没有汽车、地产、工程机械那么大。其次，如果上游原材料价格继续上涨，白色家电行业可以通过产品升级转嫁，历史上看白色家电的净利润波动的区间显著的低于汽车、机械等中游行业。以美的为例，假设美的电器的净利润率下滑一个百分点，那么其 2011 年净利润增速由 30% 下调至 20% 左右，盈利增长的势头相对确定。（见图 77-图 78）

图 77、白电行业单季度净利润率



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 78、白电行业 ROE (TTM)



数据来源：WIND，安信证券研究中心

### 3.3. 原材料板块的超配信号不一定出现

如上文所述，传统上游以及部分中游原材料板块表现出一定的供应瓶颈，而三季度随着政府水利投资以及保障房建设高峰到来，大家普遍对这类强周期板块比二季度更为乐观。

我们认为造成二季度经济偏软的核心因素不是短库存周期的波动而是总需求偏弱，尤其是与信贷密切相关的地产、汽车行业表现的尤其明显。2010 年三季度进入销售旺季，汽车、地产等行业的销量大幅反弹，乘用车销量同比增速由 13% 的低点反弹至 2010 年 11 月的 26%，商品房销量同比增速从 7-8 月份-15% 反弹至 15%。由此造成了 2010 年四季度的周期股大反弹。

今年的情况跟 2010 年有比较大的差异，一方面政策的刺激力度在减弱，比如小排量车的补贴政策到期后，国有品牌车型需求立刻下滑；另一方面，在信贷紧缩的背景下，汽车、地产、工程机械的需求都受到影响，三季度政策放松的可能性依然较低，重现 2010 年旺季销售是相当困难的。

因此，三季度重新超配原材料板块需要看到以下几个清晰的信号：

- 1、PMI 新订单指数在 7、8 月份开始回暖，订单-库存指数出现明确的上升；
- 2、汽车经销商库存开始去化或者看到汽车销量同比上升至 10% 左右。
- 3、商品房销售结束目前的疲软趋势。
- 4、欧元区和美国的 PMI 新订单指数见底回升。

具体的行业配置建议见表 3。

**表 3、行业配置**

| 行业    | 基准比例  | 超配   | 标配    | 低配   |
|-------|-------|------|-------|------|
| 农林牧渔  | 1.33  |      | 1.33  |      |
| 采掘    | 14.72 |      | 14.72 |      |
| 化工    | 7.35  |      |       | 5.13 |
| 黑色金属  | 2.45  |      |       | 1.23 |
| 有色金属  | 4.83  |      |       | 2.42 |
| 建筑建材  | 4.16  |      |       | 2.08 |
| 机械设备  | 5.94  |      |       | 5.93 |
| 电子元器件 | 1.78  |      | 1.78  |      |
| 交运设备  | 3.82  |      |       | 1.91 |
| 信息设备  | 1.56  |      | 1.56  |      |
| 家用电器  | 1.38  | 2.76 |       |      |
| 食品饮料  | 3.84  | 4.61 |       |      |
| 纺织服装  | 1.12  |      | 1.12  |      |
| 轻工制造  | 0.96  |      |       | 0.48 |
| 医药生物  | 4.17  |      | 4.17  |      |
| 公用事业  | 3.06  | 3.66 |       |      |
| 交通运输  | 4.33  | 5.20 |       |      |

|      |       |       |      |
|------|-------|-------|------|
| 房地产  | 4.15  | 4.57  |      |
| 金融服务 | 22.78 | 29.60 |      |
| 商业贸易 | 2.58  |       | 2.58 |
| 餐饮旅游 | 0.40  | 0.60  |      |
| 信息服务 | 2.56  |       | 2.56 |
| 综合   | 0.76  |       | 0.00 |

资料来源：安信证券研究中心

## 分析师简介

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，八年证券研究经验，2007年5月加盟安信证券研究中心，从事策略、行业组合研究。

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所，从事策略研究。

## 分析师声明

程定华、诸海滨、范妍分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;  
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;  
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;  
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;  
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;  
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

|               |                         |               |                         |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 梁涛            | 上海联系人                   | 凌洁            | 上海联系人                   |
| 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn | 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn  |
| 朱贤            | 上海联系人                   | 张勤            | 上海联系人                   |
| 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn  | 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn |
| 黄方祥           | 上海联系人                   | 周蓉            | 北京联系人                   |
| 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  | 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn |
| 潘冬亮           | 北京联系人                   | 马正南           | 北京联系人                   |
| 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    | 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     |
| 李昕            | 北京联系人                   | 胡珍            | 深圳联系人                   |
| 010-59113565  | lixin@essence.com.cn    | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn   |
| 李国瑞           | 深圳联系人                   |               |                         |
| 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn     |               |                         |

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
 邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
 邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
 邮编: 100034