

逆向投资的回归

——2011 年中期 A 股投资策略分析

核心要点:

- 市场的宏观环境不会变得更糟糕，短期增长无忧、物价高位趋稳，市场在遭遇年初以来持续的紧缩压力之后，有望企稳回升。
- 从估值来看，当前市场处于底部区域，2600 点附近将是长期价值投资的良机；从市场情绪来看，连续 10 周的向下调整之后，或有最后一次挖坑，但调整的时间窗口基本到位，7 月可望筑底回升。
- 大危机之后没有更大的风险，市场往往为长期震荡市，等待新的上行动力。上证综指的震荡底部已经从 1664、2319 垫高到了 2500 点之上。从长期来看，2600 点附近是长期建仓价值位；若情绪的最后释放导致调整到 2600 点下方，无疑是难得的长期机遇。
- 小股票从来都是底部反弹的急先锋，是反弹第一阶段首选标的。但新兴泡沫的破灭并未结束，价值回归是市场演绎的主基调。“传统复兴”之下，中型蓝筹股兼具安全性与进攻性。
- 寻找新蓝筹必先经历大浪淘沙之旅。尽管新兴小股票在反弹中往往较快，但大多数具有泡沫的仍将再次破灭。新蓝筹公司必须具备两个特征：其一，下游相对分散；其二，具有特定壁垒。
- 在长期投资价值凸现，下行风险有限的前提下，我们倡导优选具有长期投资价值的优质公司，在下跌中坚定买入。在调整中坚定实施逆向投资战略，在企稳回升后进一步巩固持仓。
- 2011 年下半年基本判断与投资建议

核心波动区间：2600-3300

情绪扰动：2600 点下方挖坑是长期投资机遇

投资理念：在下跌中逆向投资，寻找长期价值标的

投资风格：优选中型蓝筹，看好投资和消费双升级

行业选择：电力与通信设备、机械、建材、商贸零售、医药

分析师



孙建波 博士

☎：(8610) 83571306

✉：sunjianbo@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511040002



秦晓斌

☎：(8610) 6656 8746

✉：qinxiaobin@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130207091549



王皓雪

☎：(8610) 6656 8607

✉：wanghaixue@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130208021566

Studying the Value, Buying when Falling ——Investment strategy for the 2H of 2011

Abstract:

- The macro environment won't be worse. The short-term growth is out of question; the price expecting will stabilize in a high position. After suffering the sustained policy pressure since the beginning of the year, the market is expected to steadily rise.
- From the view of valuation, the current market is in the bottom of the interval, and the opportunity of the long-term value will be around 2,600 point. From the view of market sentiment, after ten weeks' downward adjustment, there might be a last significant fall, but the adjustment will complete soon, then rebound after June.
- There is no bigger risk after huge crisis. The market is often in a long-term wave between a rational range, waiting for the new upward momentum. The bottom of Shanghai Composite Index has increased from 1664 to 2319, and then over 2500 points. In the long term, the position with long term investment value is around 2600 points. If the final release of sentiment cause the adjustment towards below 2600 points, then it is undoubtedly a rare long-term opportunity.
- Although small-sized stocks always rebound from the bottom at first, the burst of new bubbles has not ended, and the return of the value is still the main theme of the market. With the basic cognition of traditional renaissance, we think that the mid-sized blue-chips are both safe and aggressive.
- Searching for the new blue-chips must experience the repeated filtering process. Although some new small-sized stocks often rebound very fast, most of them will burst again. New blue-chips must have the two characteristics: relatively diversified downstream and some certain barriers.
- Since there happens to be the long term investment value and the downward risk is limited, we propose to select the good companies with long term investment value and firmly buy low in the downslide. We suggest to firmly implement the reverse investment strategy in the adjustment and further consolidate the position after steady rise.
- Basic Judgments and Investment Suggestions for the 2nd Half of 2011

Major Fluctuation Interval: SHCOMP, 2600 – 3300

Mood Perturbation: Below 2600 is the opportunity for long term investment.

Investment Philosophy: Buying when falling, Searching for targets with value in the long run.

Investment Style: To select the mid-sized blue-chips, and overweight the upgrade in both consumption and investment.

Recommended Industries: Electricity and Telecommunication Equipment, Machinery, Building Material, Commerce and Retail, Medicine.

分析师



Sun Jianbo PhD

☎: (8610) 83571306

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

Certificate No: S0130511040002



Qin Xiaobin

☎: (8610) 6656 8746

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

Certificate No: S0130207091549



Wang Haoxue

☎: (8610) 6656 8607

wanghaoxue@chinastock.com.cn

Certificate No: S0130208021566

目 录

一、底部不远：景气与估值的轮动	1
（一）宏观基础：短期增长无忧、物价高位可控	1
（二）盈利预期：进入平稳期	4
（三）估值比较：进入价值投资区间	6
二、风险可控：大危机之后没有更大风险	13
（一）全球经验：大危机之后市场总在寻找上行力量	13
（二）中国趋势：融入全球金融体系之后规律可循	15
（三）情绪扰动：冷静面对尾部挖坑	16
三、价值回归：大浪淘沙之下蓝筹浮现	23
（一）蓝筹股：行情深化的中坚力量	23
（二）新兴股票：大浪淘沙后的价值发现	25
四、操作策略：逆向投资的回归	27
（一）大危机之后，逆向投资是最佳策略	27
（二）行业配置：投资与消费双升级	31
插图目录	37
表格目录	38

一、底部不远：景气与估值的轮动

在《震荡时代、传统复兴》中，我们阐述了当前全球处于大牛市与大危机之后的震荡市，A股将在2500-3500的长期震荡区间中波动。

2010年4季度以来，政策持续袭击脆弱的A股市场，悲观的情绪自2011年4月中旬起持续释放，至今已达10周，历史来看，悲观情绪的释放一般不超过14周。

结合经济景气与估值轮动，以及情绪的波动，我们认为，下半年市场应呈筑底回升态势。

（一）宏观基础：短期增长无忧、物价高位可控

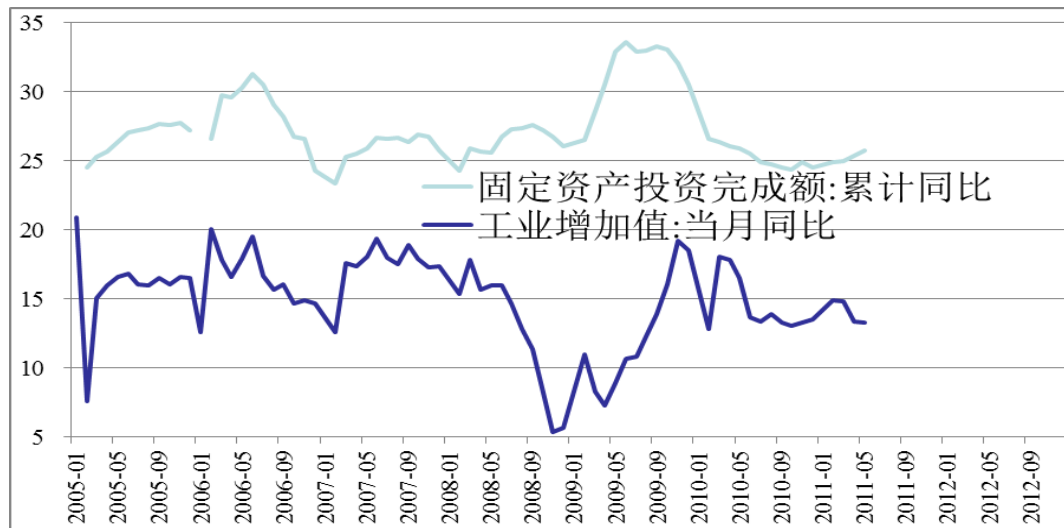
股市是经济的晴雨表，股市的波动或提前、或滞后，但整体上摆脱不了经济景气波动。上半年的宏观经济及政策态势是市场调整的根本原因，下半年的形势有望好转。

1、经济增长

从经济增长角度来看，2季度将成为阶段性底部，工业生产和固定资产投资的景气将在3季度起有所回升。

从固定资产投资的角度来看，5月份累计增速继续上扬，表明5月份单月同比上扬幅度更大，背后是对工业增加值回落的对冲。而随着投资增长的加快，工业增加值的增速则有望跟随上扬，最终形成两者互动，共同上扬的局面。

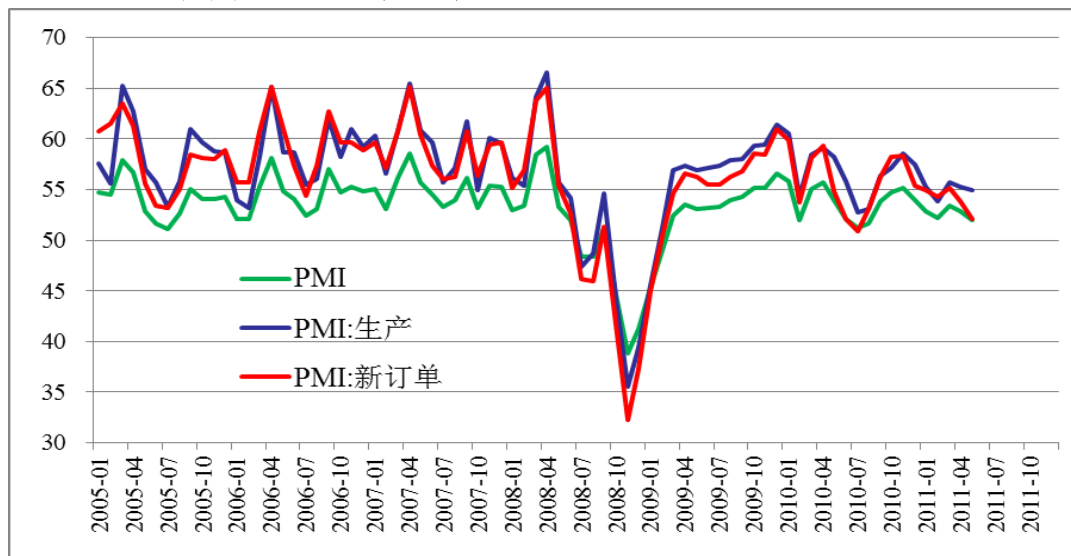
图1：固定资产投资和工业生产总产值



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

职业经理人采购指数（PMI）是经济的先行指标。该指标反映了经济的环比变化情况。也正是其环比特征，决定了该数据在一年的3、4月份和9、10月份出现季节性高点。我们认为，4、5月份PMI的下滑有经济相对低迷的因素，也有季节性回落的因素。随着投资的上扬，已经季节性因素消失，PMI指数也将度过炎热夏季的季节性低点。

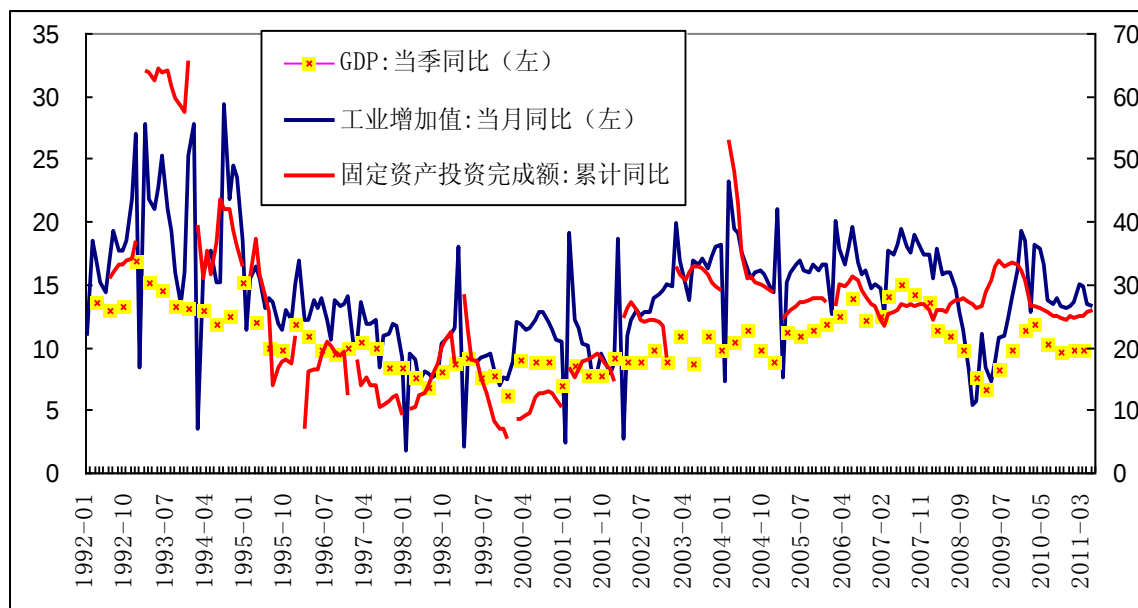
图 2: PMI 指数在季节性低点之后有望回升



资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

相应的, GDP 同比增速将有所回升。这既与同比基数变化有关, 更多的是因为经济环比增长在下半年也将加速。从而出现同比与环比起飞的局面。

图 3: GDP 同比增速将回升

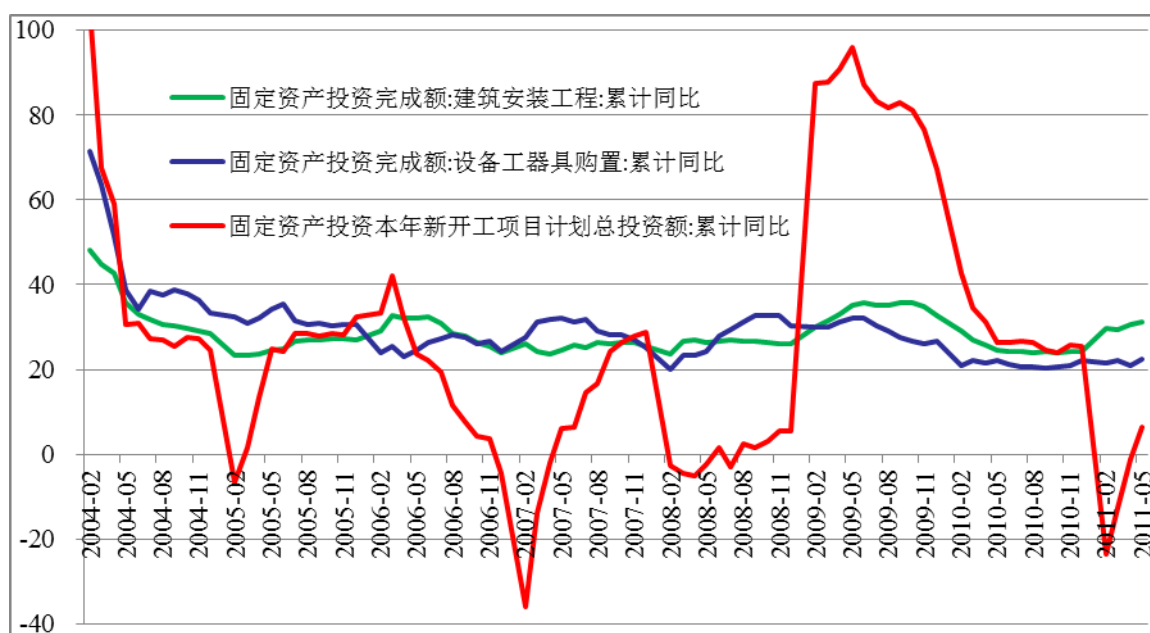


资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

当前, 对经济增长动力的质疑较多。实际上, 中国经济的增长取决于发改委等部门对投资项目的控制。如果经济增长明显减缓, 新项目也将随之开建。

我们看到, 5 月份固定资产投资新开工项目计划总投资额快速上升。这一数据的触底反弹可以理解为政策面开始开启投资闸门。

图 4: 固定资产投资增速有望加快

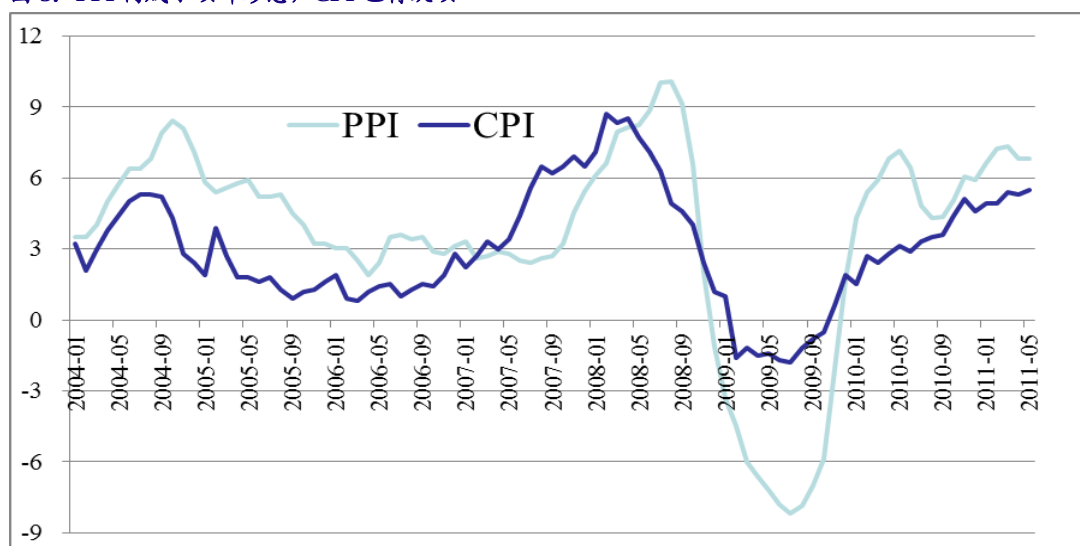


资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

2、物价高位趋稳

控通胀是上半年政策调控的基调，多次加息和上调准备金带来的压力最终作用于股市，引致市场大幅调整。当前，在 CPI 相对高位状态下，应更多地关注未来的趋势及持续紧缩的滞后效应。我们认为，当前物价高位可控：PPI 构成了顶部形态，CPI 也将筑顶。

图 5: PPI 构成了顶部形态，CPI 也将筑顶

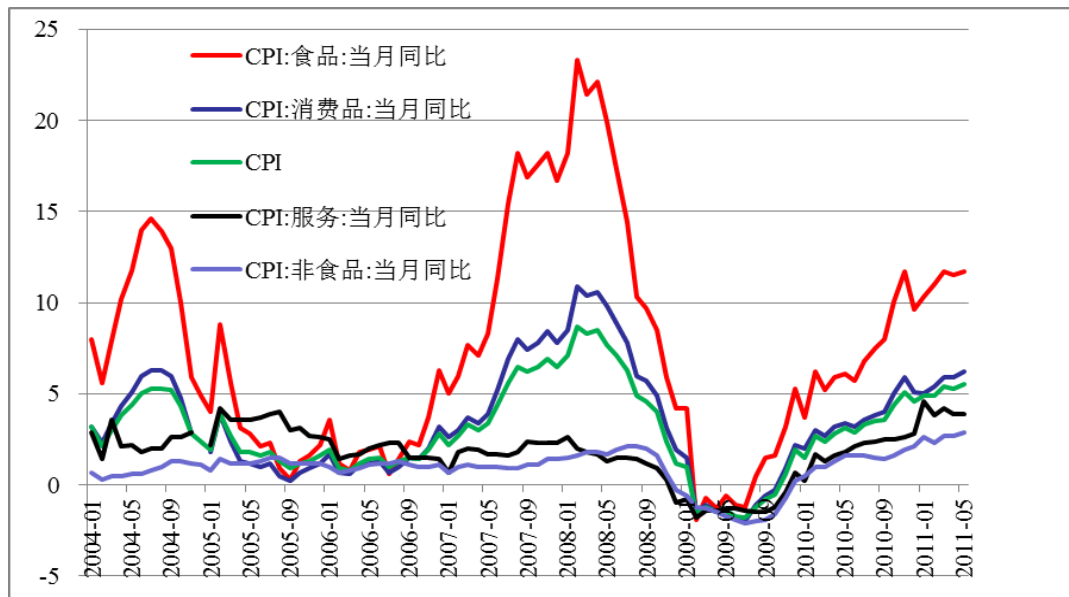


资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

从 CPI 各构成成分来看，也都基本接近顶部区域。从当前物价跟踪来看，除了猪肉价格逼近 2008 年高点，其他各类物价涨幅还是比较温和的。考虑到同比翘尾因素等原因，我们认

为物价指数已经筑顶，但实际物价水平将在相当长的时间里维持温和上涨状态。

图 6: CPI 各主要成分基本接近顶部区域



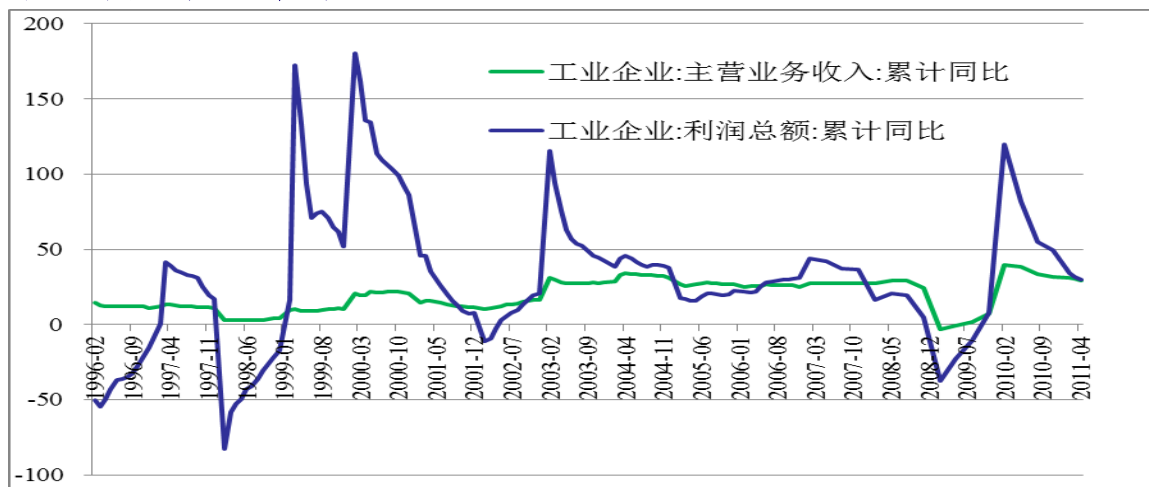
资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

(二) 盈利预期: 进入平稳期

1、工业企业盈利回归稳定

从工业企业主营业务收入和利润总额的累计同比增长情况来看,主营业务收入在危机之后维持稳定,利润也由于基数原因回归正常增长。危机已经过去,在主营业务收入增长平稳的条件下,利润增速不会出现向下的大幅扰动。

图 7: 主营收入增速进入平稳期

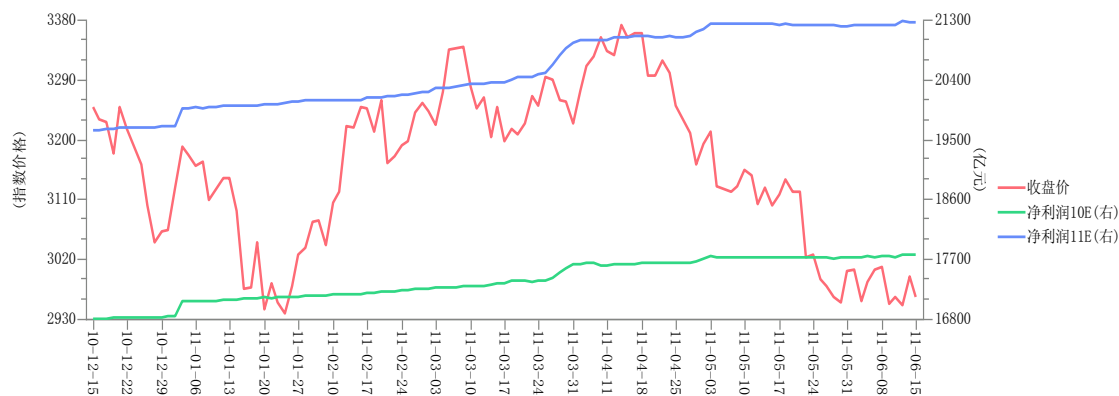


资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

2、沪深 300 盈利预期稳定

从 wind 数据来看，沪深 300 盈利增长一致预期维持稳定。2011 年盈利水平较之 2010 年的盈利水平的预期增长较为稳定。

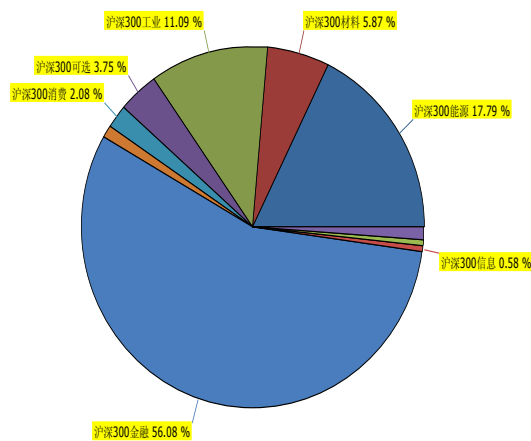
图 8：沪深 300 盈利增长一致预期维持稳定



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

金融业利润的稳定性决定了沪深 300 整体盈利的稳定。金融企业利润在沪深 300 中占据半壁江山，而金融企业在沪深 300 中的市值占比小于其盈利占比。

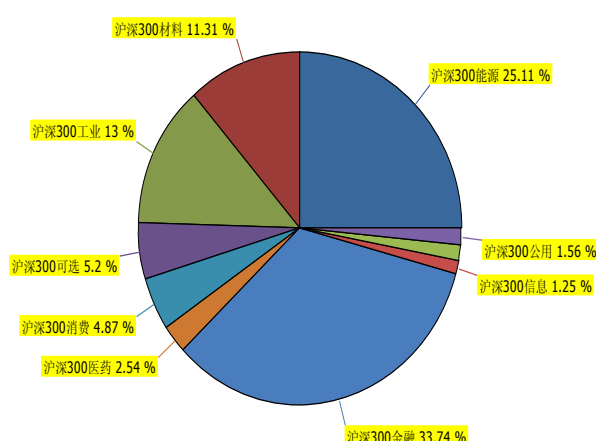
图 9：金融企业利润在沪深 300 中占据半壁江山



数据来源:Wind资讯

资料来源：中国银河证券研究部（整理）

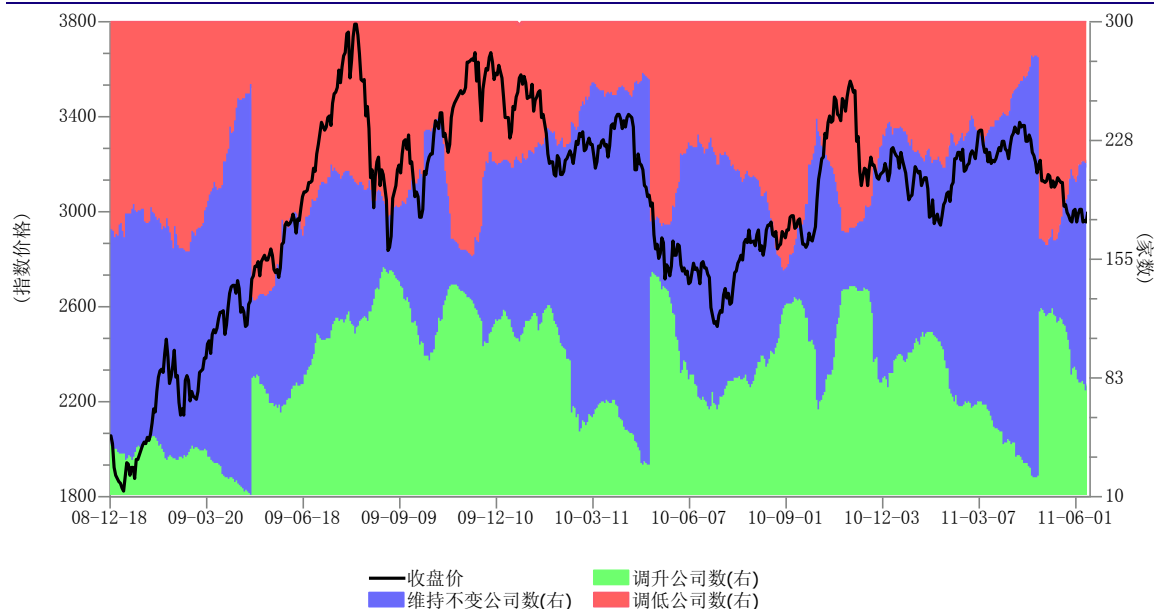
图 10：沪深 300 市值占比



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

从分析师对上市公司盈利的预测来看，经过 1 季报之后的业绩下调，沪深 300 公司市场一致盈利预测开始稳定。

图 11: 沪深 300 公司市场一致盈利预测开始稳定



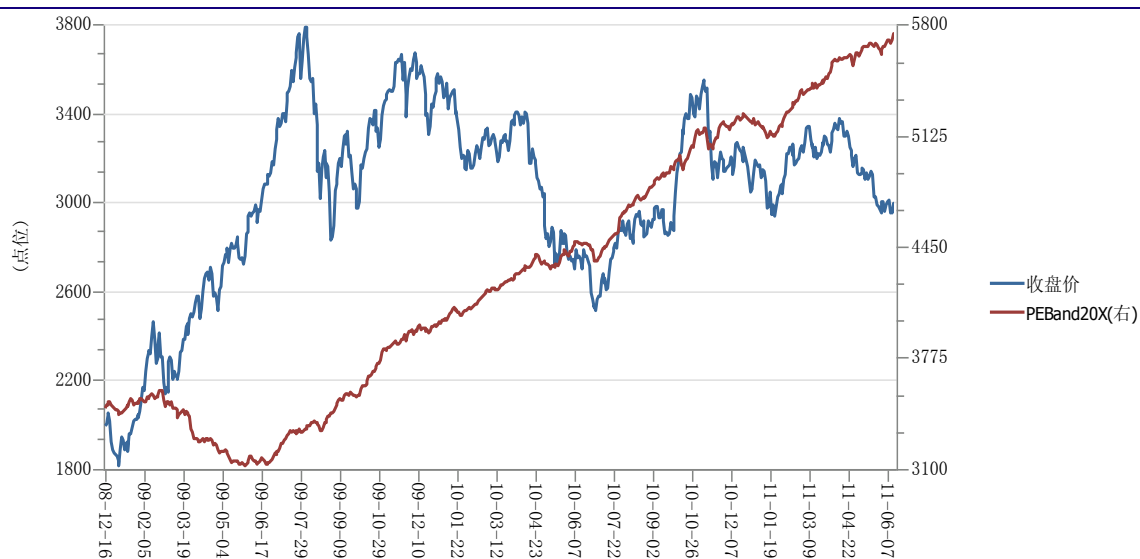
资料来源：中国银河证券研究部（整理）

（三）估值比较：进入价值投资区间

1、沪深 300 整体估值处于低位

从沪深 300 的 20 倍 PE-Band 来看，当前市场估值处于历史低位。

图 12: 沪深 300PE-BAND20X



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

2、分行业估值情况

由于沪深 300 中金融业利润占比过大，有必要分行业来看沪深 300 的估值变化。

沪深 300 金融指数与 10 倍 PE-BAND 的背离较大，反映了估值回归的空间很大。

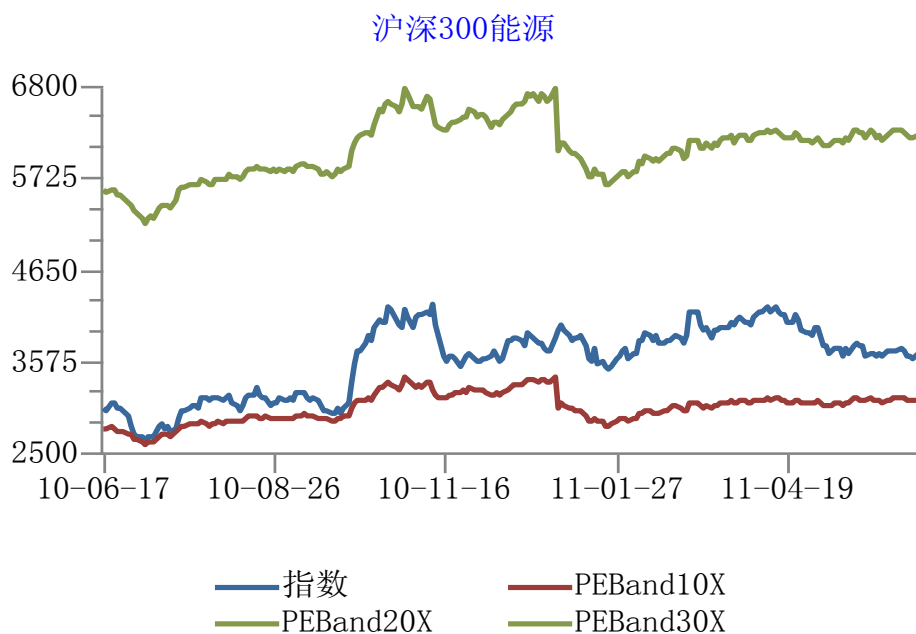
图 13: 沪深 300 金融 PE-BAND



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

沪深 300 能源指数与 20 倍 PE-BAND 的背离较大，正在接近 10 倍 PE-BAND，具有一定估值回归的空间。

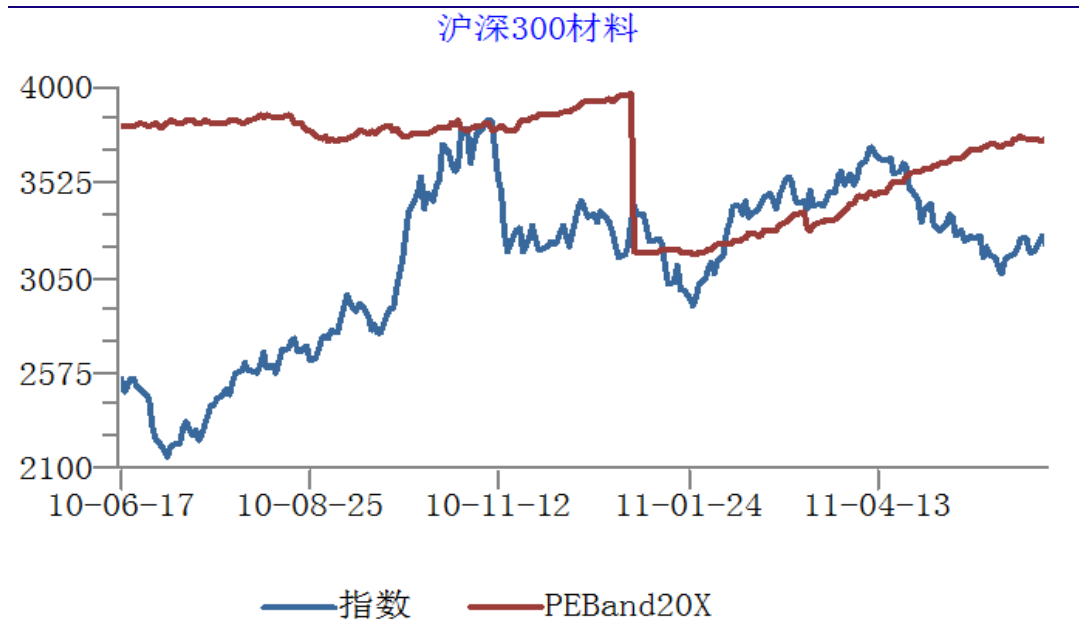
图 14: 沪深 300 能源 PE-BAND



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

沪深 300 材料指数与 20 倍 PE-BAND 的有了一定的向下背离，但处于历史可接受范围。随着目前材料特别是建材的景气上升，其 20 倍的 PE-BAND 有望上扬，目前估值水平处于可接受范围。

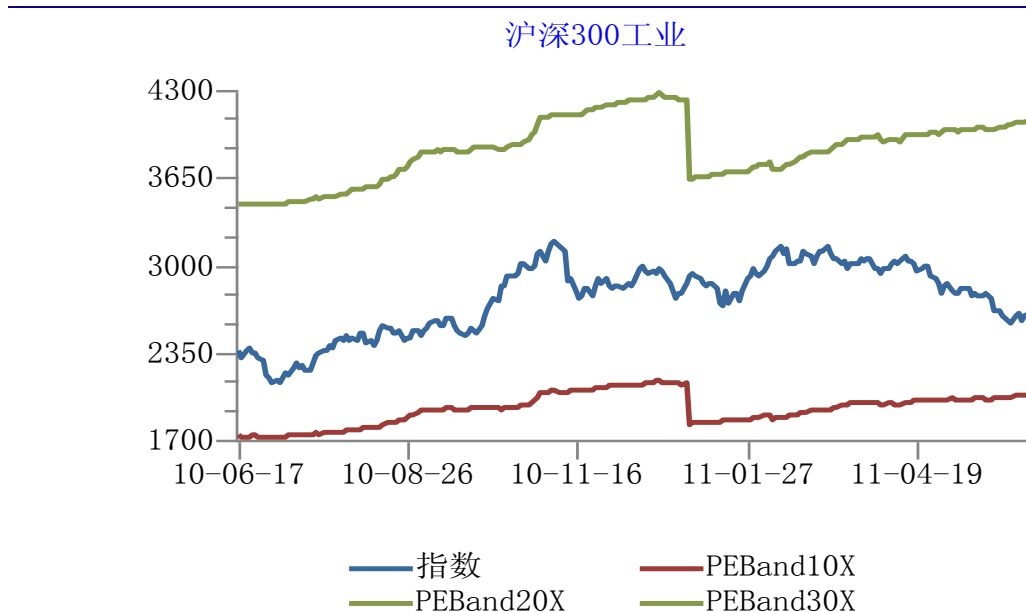
图 15: 沪深 300 材料 PE-BAND



资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

沪深 300 工业 PE-BAND 正在靠近 10X 曲线，远离 20X 曲线。表明目前工业类估值在下降。从历史比较来看，目前在 10X 与 20X 之间处于较低区域。

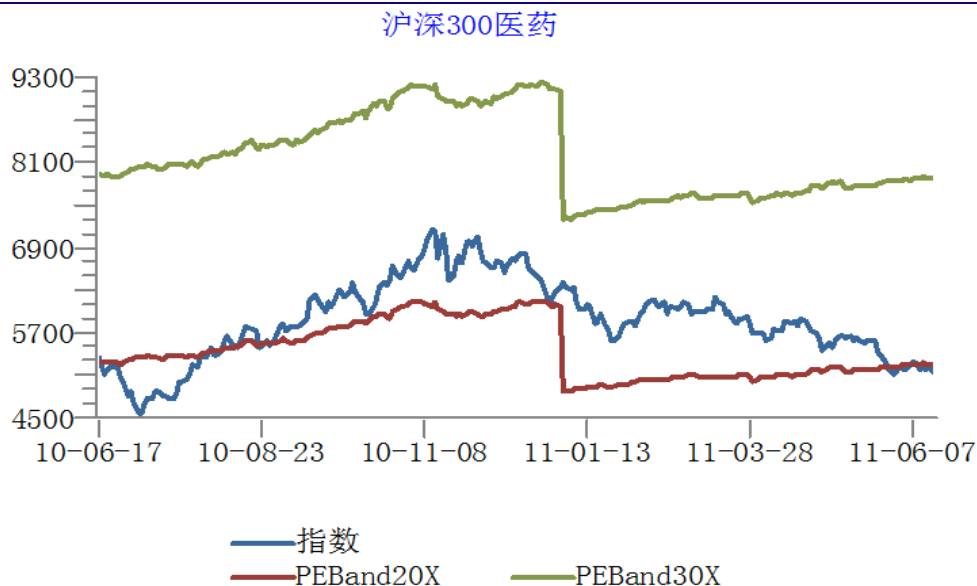
图 16: 沪深 300 工业 PE-BAND



资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

沪深 300 医药 PE-BAND 已经低于 20X 曲线，远离 30X 曲线。作为稳定类行业，医药指数的估值已经处于历史较低位置。

图 17: 沪深 300 医药 PE-BAND

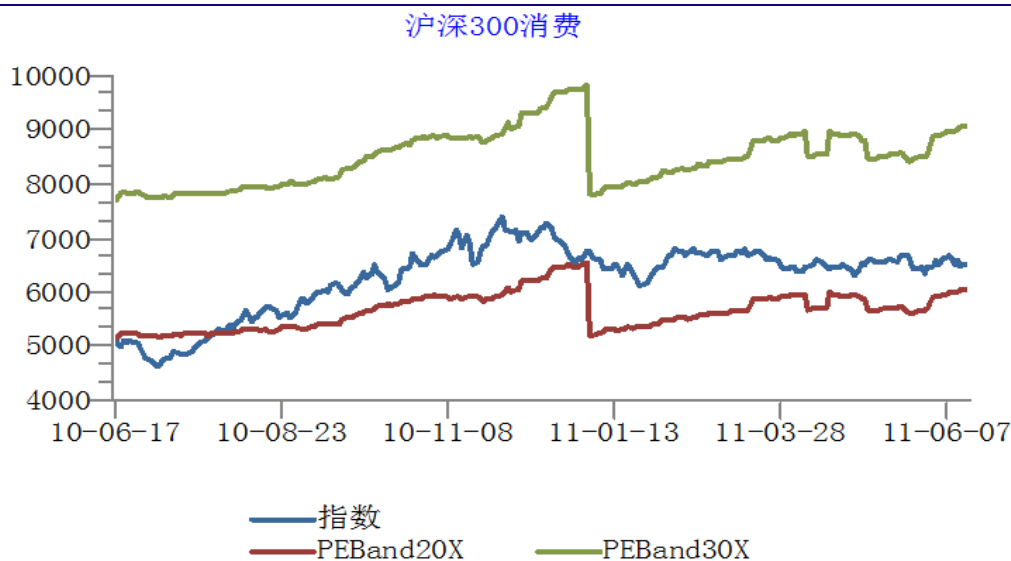


资料来源：中国银河证券研究部（整理）

估值比较：沪深 300 消费 PE-BAND，20X，30X。

沪深 300 消费 PE-BAND 也在接近 20X 曲线，远离 30X 曲线。同样作为稳定类行业，消费指数的估值已经处于历史较低位置。医药可必须消费的估值同样处于较低位置，反应了市场情绪的低迷，也给长期稳定型投资者带来了机会。

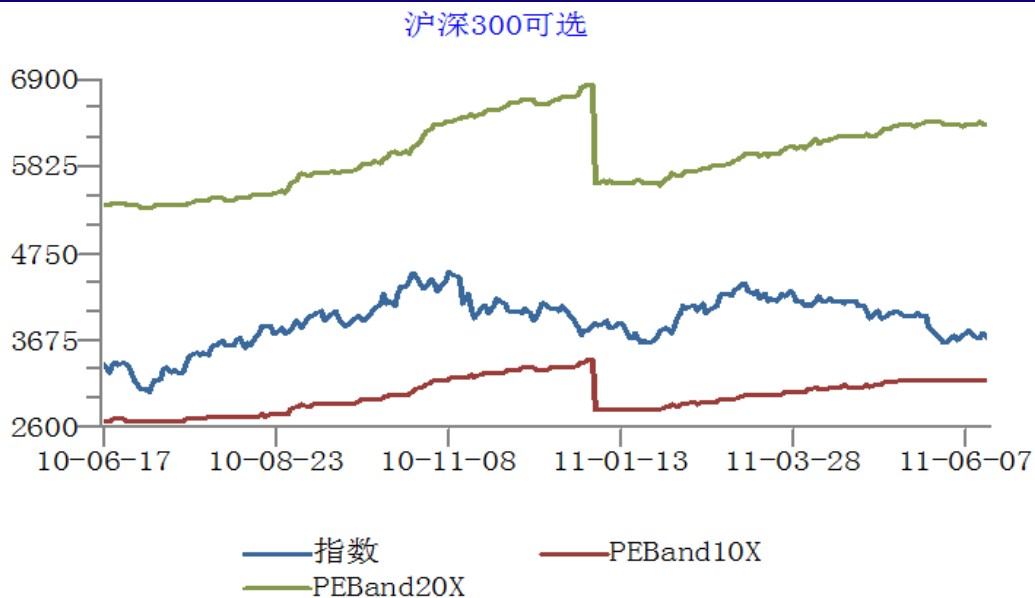
图 18: 沪深 300 消费 PE-BAND



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

沪深 300 可选消费 PE-BAND 也在接近 10X 曲线，远离 20X 曲线。可选消费是周期性较强的行业，但目前的估值水平意味着长期中具有投资机会。

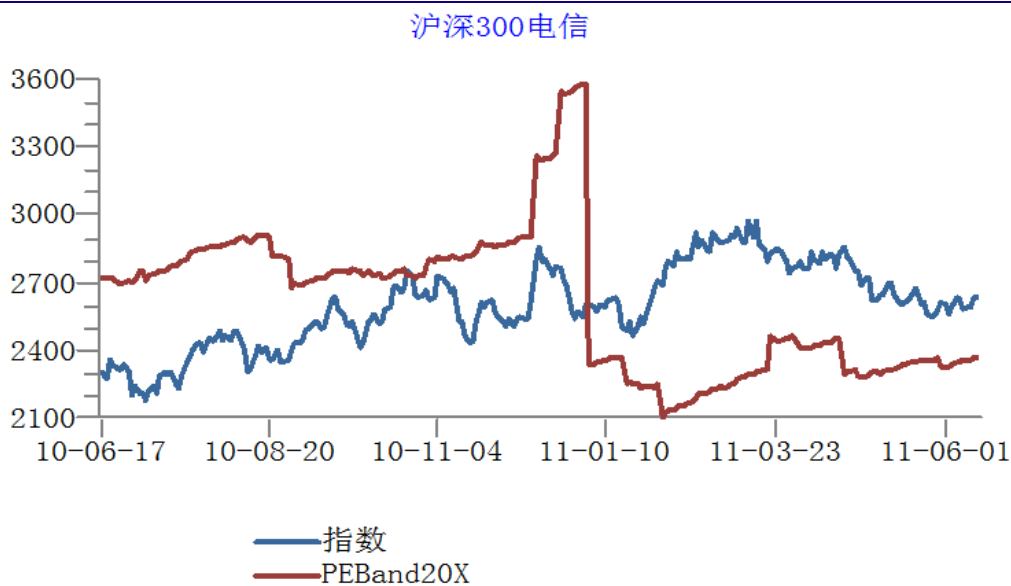
图 19：沪深 300 可选消费 PE-BAND



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

沪深 300 电信 PE-BAND 处于 20 倍曲线上方，这与电信类公司在 2011 年以来的盈利增长有所下调有关。由于盈利变化较大，电信类公司在估值角度已经缺乏历史比较基础，更应该从基本面把握其成长空间。

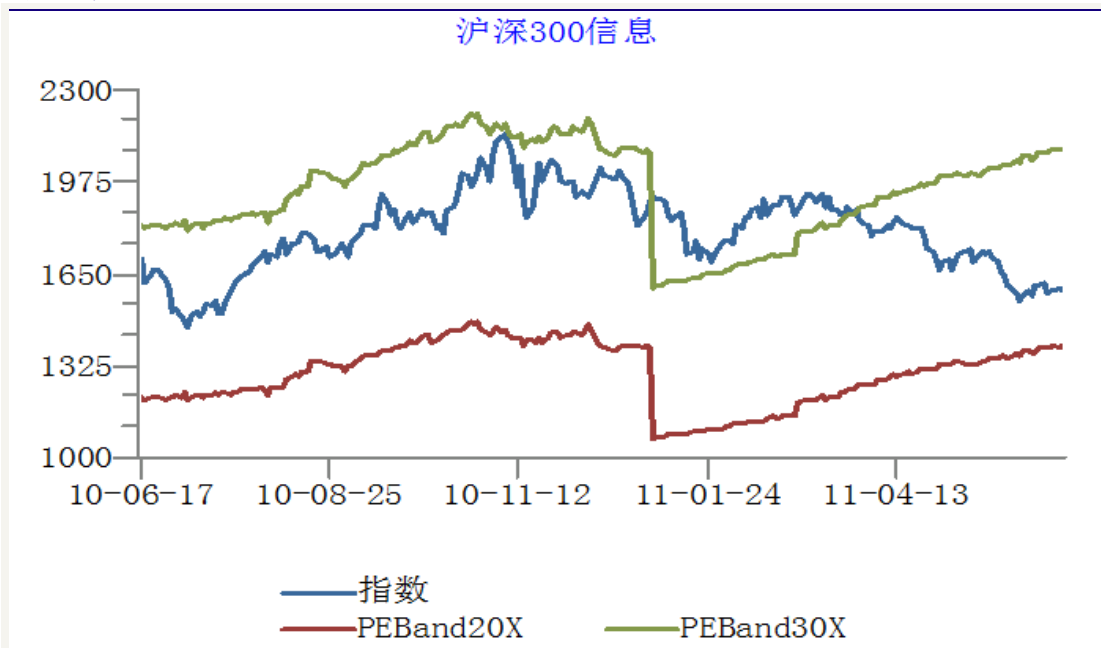
图 20：沪深 300 电信 PE-BAND



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

沪深 300 信息指数已经刺破 30 倍 PE-BAND，正在接近 20 倍 PE-BAND，估值处于历史较低位置，表明估值回归的空间较大。

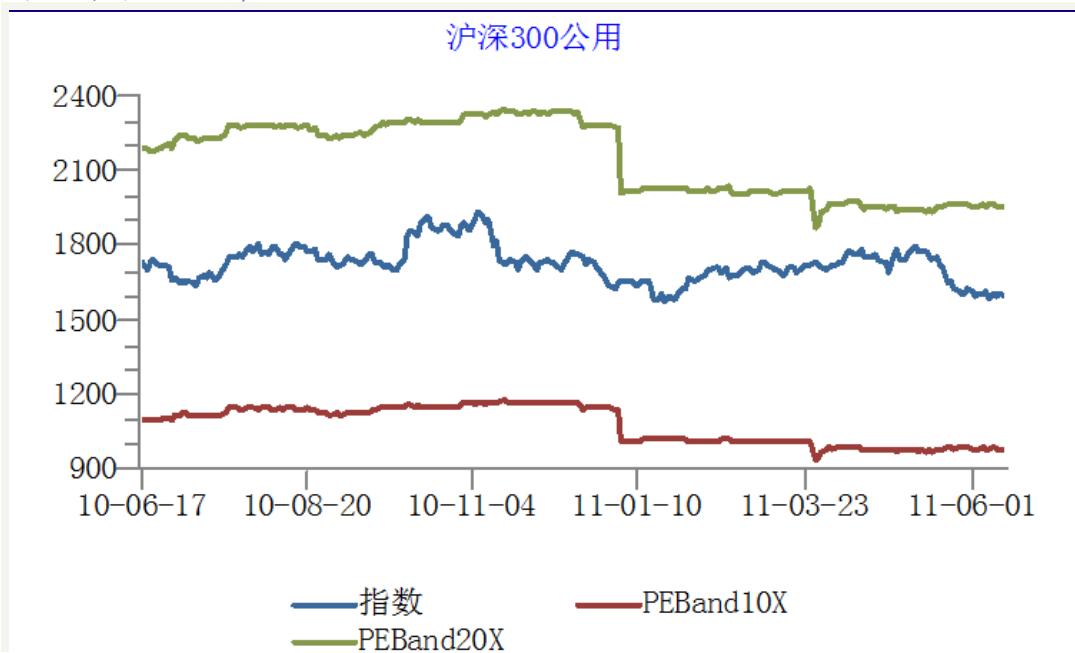
图 21: 沪深 300 信息 PE-BAND



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

沪深 300 公用事业 PE-BAND 偏离 20X 曲线的距离也在扩大。作为盈利稳定，现金流较好的行业，公用事业指数有望适度回升。

图 22: 沪深 300 公用事业 PE-BAND

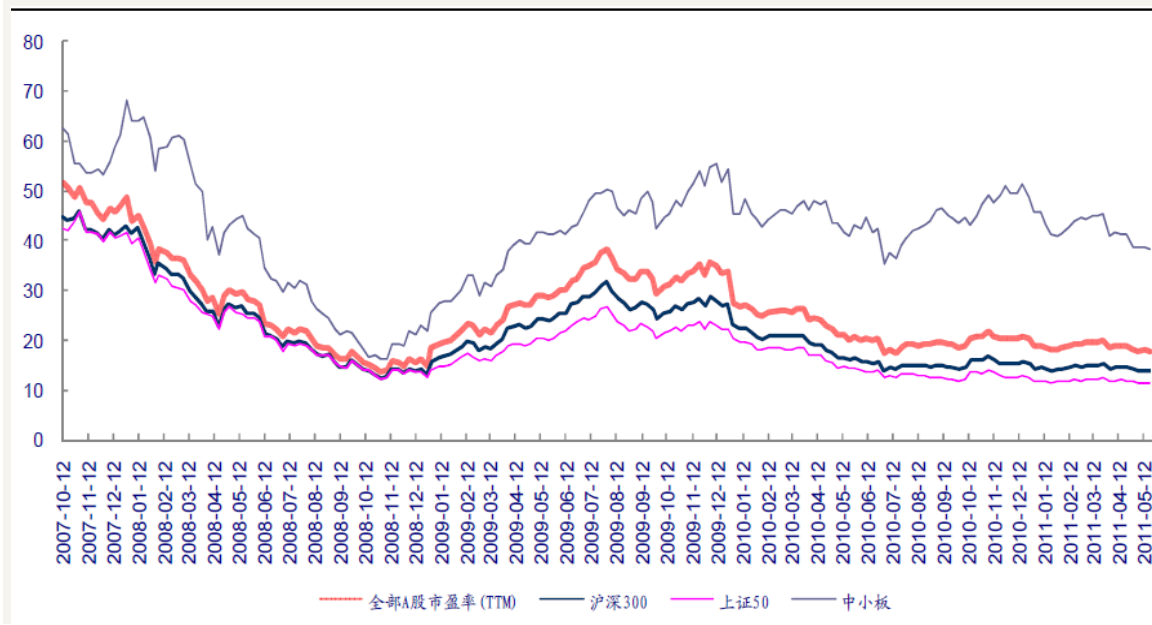


资料来源：中国银河证券研究部（整理）

3、全市场处于估值底部区域

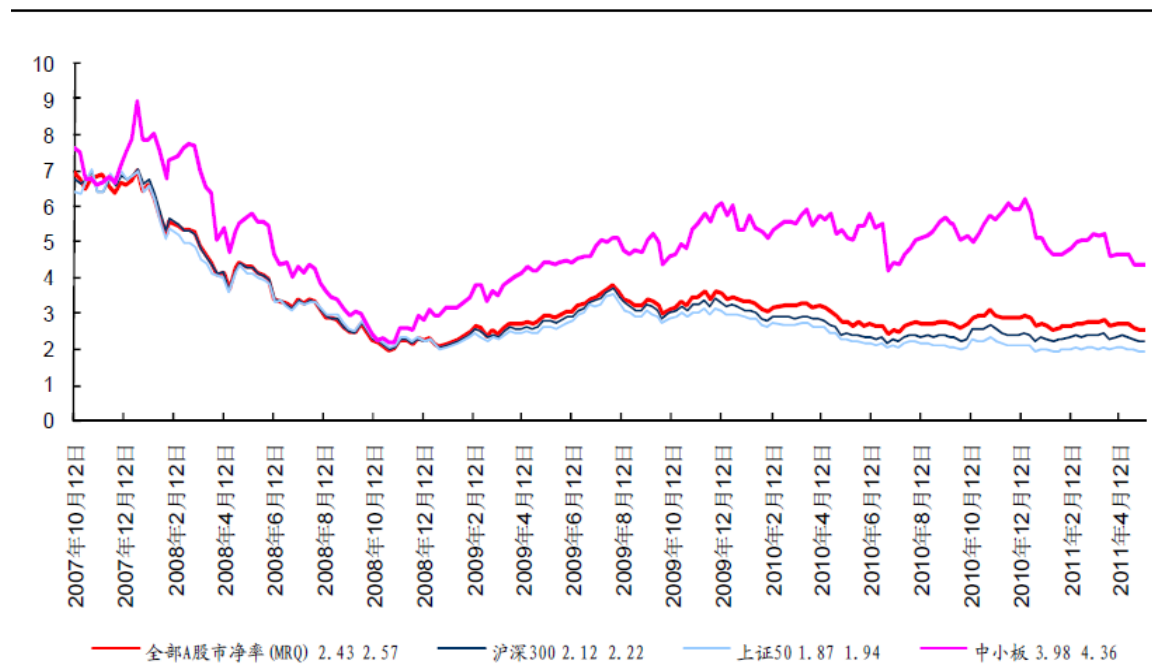
无论从 PE 还是 PB 的角度来看，当前都已经处于估值的底部区域。尽管我们都知道估值底部不一定是绝对底部，但同时也可以肯定的是，估值底部，距离真正的底部不会太远。

图 23: 全市场 PE 估值历史变化情况



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

图 24: 全市场 PB 估值历史变化情况



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

二、风险可控：大危机之后没有更大风险

每一次危机之后，人类社会总能在更高的起点上发展。泡沫的破灭是新纪元的开始，从股市投资的角度来看，也正是新的低风险时代的开始。

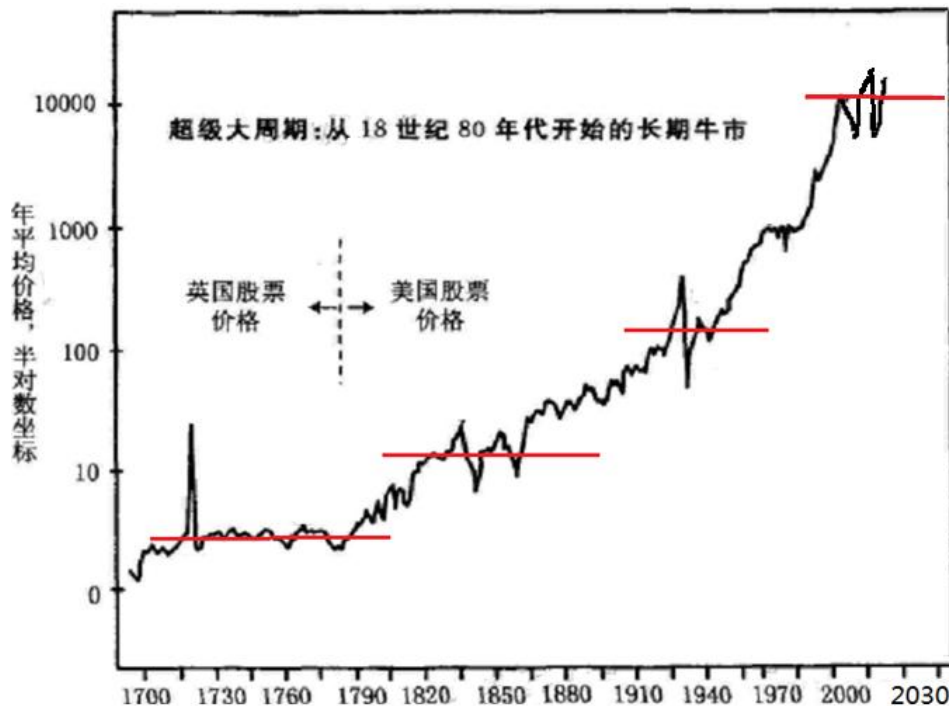
泡沫会制造可以被企业分享的基础设施，正是它们使得新技术变得有利可图，而如果没有泡沫就没有任何投资者会有经济动机来建设它们。当股市下跌到最低点时，经济回报就慢慢出现了，正是企业家们开始利用新技术和基础设施，使他们巨大的订单完成起来更有效率。从而开启了新的低风险时代。

（一）全球经验：大危机之后市场总在寻找上行力量

1、金融风险 300 年回眸

大危机之后，市场总在寻找上行力量。无论是南海泡沫和密西西比泡沫的破灭，还是 19 世纪中叶的大危机，抑或 1929 年的大危机，危机之后市场总在寻找新的上行力量。同样，2008 年的危机之后，市场没有更大的风险，全球经济都在震荡中寻找复苏的力量，全球股市也都在震荡中寻找新的上行动力。

图 25：全球超级周期



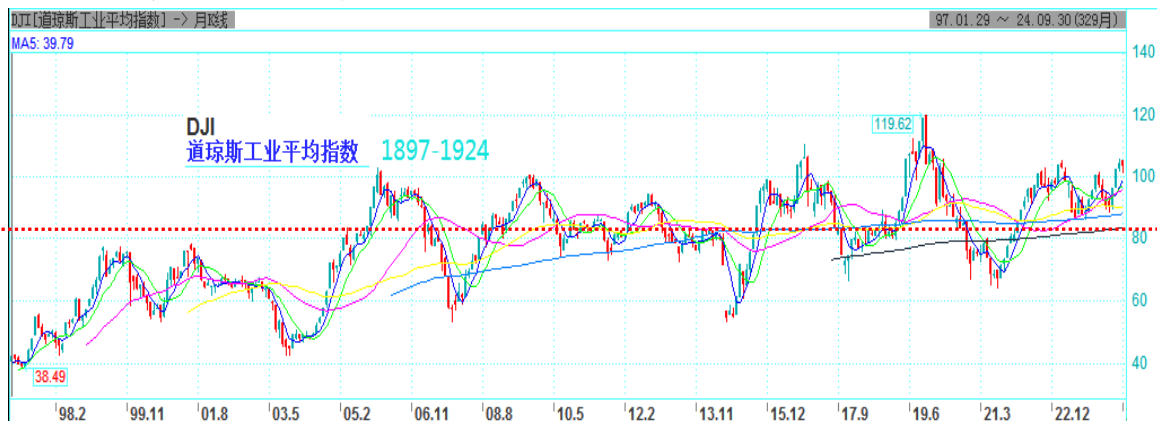
数据来源：中国银河证券研究部（整理）。

2、1905 年泡沫之后的震荡上行

1906 年 1 月，道指创下 103 点的记录，在此后的近两年时间里连续下跌到 1907 年 11 月的 53 点。

此后道指进入震荡时代，1914 年底的大调整没有创新低，道指的震荡中轴约为 80 点。直至 1925 年下一个大牛市启动。

图 26：1905 年泡沫破灭之后的震荡上行



数据来源：中国银河证券研究部（整理）。

3、1929 年泡沫之后的震荡上行

1929 年 9 月，道指创下 381.17 点的记录，此后 2 年多时间里连续下跌，1932 年 6 月跌至 40.60 点低位，建筑业大衰退！

1932 年之后，道指稳步反弹，在此后 10 多年时间里稳住了 130 点上下这一震荡中轴，100 点成为震荡下限，1945 年之后稳定在 150 点上方。

图 27：1929 年泡沫之后的震荡上行



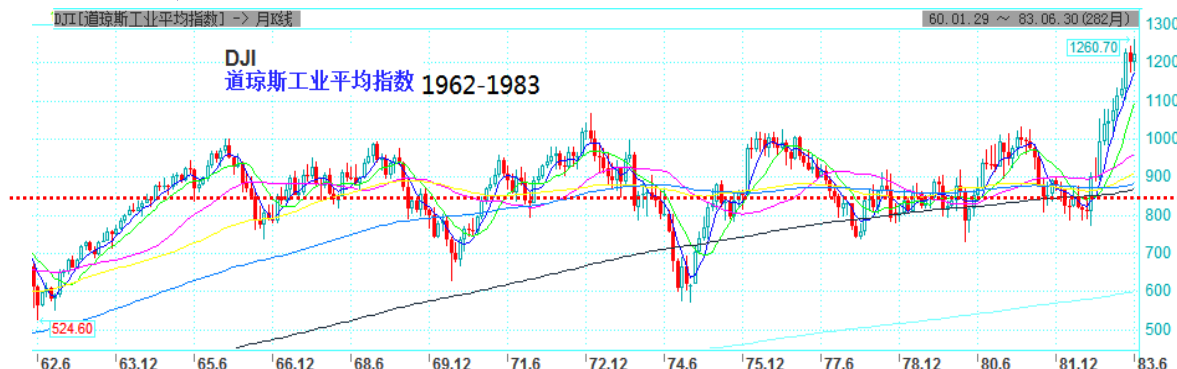
数据来源：中国银河证券研究部（整理）。

4、1966 年泡沫之后的震荡上行

1966 年 2 月，道指创下 1001.10 点的记录，1966 年 10 月跌至 735.70 点，第四次中东革命爆发后，道指跌至 570.00 点。

1966 年后，道指进入震荡时代，道指基本围绕 850 点上下震荡，尽管中东革命一度暴跌，但也在很短时间内反弹。

图 28: 1966 年泡沫之后的震荡上行



数据来源: 中国银河证券研究部 (整理)。

5、2008 全球金融危机之后亦将震荡上行

2000 年 1 月, 道指创下 11908.5 点的记录, 在 2002 年 10 月下跌至 7181.47 点, 随着全球化大发展, 道指再升至 14279.96 点。

尽管全球金融危机促使道指一度跌至 6440.08 点, 我们深信, 危机之后的经济在恢复, 万点大关将成为道指价值位。

图 29: 2008 全球金融危机之后亦将震荡上行



数据来源: 中国银河证券研究部 (整理)。

(二) 中国趋势: 融入全球金融体系之后规律可循

2005 年股改启动以来, 伴随着中国全面参与全球产业分工, 中国资本市场开始逐步融入全球金融体系。

我们认识 A 股, 不应与 2005 年之前的 A 股进行对照。

我们既然已经融入了全球金融体系, 就应从全球的大历史维度, 来思考 A 股的未来。

2007 年 10 月, 上证综指创下 6124.04 点的记录, 这是“世界工场”的过度狂热, 2008 年 10 月, 梦碎跌至 1664.93 点。

与美国 1932 年对照，A 股的低位已经从 1664 垫高到了 2300、2500 两个点位。今后底部逐步垫高，3000 点为长期价值线。

图 30: 上证综合指数震荡趋势



数据来源：中国银河证券研究部（整理）。

经济转型、GDP 下台阶，不会导致企业利润大幅下滑。从估值角度来看，3000 点长期价值位终将回归。中国的新 30 年将是第三次工业化推动中国走向成熟化的过程。

转型之下 GDP 减速，但本国企业利润不会快速下滑。从基本的国民经济恒等式来看， $GDP = \text{劳动者报酬} + \text{生产税净额} + \text{固定资产折旧} + \text{营业盈余}$ ，而其中， $\text{营业盈余} = \text{本国企业所得} + \text{外国企业所得}$ 。在过去，中国的 GDP 中，外国企业所得占比较大，今后，这一块将下降，本国企业盈余的占比将提升，与 GDP 增速的下滑相权衡，整体民族企业盈利不会大幅下滑。

（三）情绪扰动：冷静面对尾部挖坑

1、情绪释放的时间尺度

市场不仅仅是基本面的反应，更是人类情绪的反应。从历史经验来看，悲观信息的累积到一定程度，才会导致市场的大调整。

有人认为，我们必须从公开媒体上寻找到 8 条以上看空的理由，市场才会大调整。但调整一旦来临，往往持续一段较长的时间。这个时间区间一般为 3 个月左右的时间，从中国股市过去的经验来看，一般为 10-14 周。很少有少于 10 周的持续调整，也很少有长达 15 周以上的持续调整。不仅中国如此，海外市场亦如此。

有研究认为，可能是多头的等待时间一般为 3 个月左右。即便是大熊市也不例外，从 2008 年的经验来看，1 月中旬市场开始调整，4 月下旬市场大幅反弹。尽管我们可以给出来自政策和经济基本面等众多解释，但事实就是，是在 3 个月左右的下跌之后，做多的情绪才集中释放，无论激发因素是什么。

我们认为，还有另外一个原因：人们对悲观情形的理解与想象，经历 3 个月时间已经能够达到很充分的状态。在大熊市中，更坏的状况也是人们难以一时想到的，所以也需要先反弹之后再去看明白更长远的事情。此时，第一轮下跌的底部，很可能成为第二轮下跌之后的反弹中能够达到了长期价值中枢。

(1) 本轮调整已经接近十周

自 2011 年 4 月中旬市场开始大幅调整以来，周 K 线显示，目前股市的调整已经接近 10 周。截至 6 月 17 日收盘，股市已经连续调整 9 周，截至银河证券策略会（23 日）前夕，市场已经进入了第十周的调整。调整基本接近尾声。

图 31: 本轮调整已经接近十周



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

实际上，正如前文所述，调整至今，我们已经从经济基本面、估值层面，乃至政策层面，找到了一些支持底部渐行渐明的信号。当这些信号越来越明朗，特别是 CPI 顶部越来越明朗之后，我们认为底部反弹也将来临。

(2) 2010 年 11 月至 2011 年 1 月的调整持续 11 周

2010 年 11 月以来的调整持续了 11 周，上证综指在 2661 点止跌。无论此后的行情是反弹还是反转，本次向下调整宣告结束。

图 32: 2010 年 11 月至 2011 年 1 月的调整持续 11 周



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

(3) 2010 年 4 月至 2010 年 6 月的调整持续了 12 周

2010 年 4 月至 2010 年 6 月的调整持续了 12 周，市场达到底部 2319 点。尽管之后的反弹经历了两周的反复，但市场终究在这一点位之后展开上行。

图 33: 2010 年 4 月至 2010 年 6 月的调整持续 12 周



资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

(4) 2009 年 8 月至 10 月的调整持续 9 周

2009 年 7 月 30 日之后的调整有其特殊性，从更大的形态上看，该轮调整之后至 2010 年 4 月的次高点构成了 M 顶形态，完成了筑顶过程。严格地说，本轮调整的时间区间不具备典型意义。在第五周达到调整低点，此后的四周完成了 M 顶的凹口形态。

图 34: 2009 年 8 月至 10 月的调整持续 9 周



资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

(5) 2008 年的大熊市由三轮调整构成

2008 年的大熊市由三轮调整构成，第一轮调整历史较长，从 1 月中旬的 5522 点，至 4 月下旬的 2990 点，大熊市完成了第一轮下跌。这一轮下跌之后，由于政策因素的激发，市场展开了大幅反弹。不过，无论是什么因素，我们看到的结果是下跌并未超过 15 周。应当承认的是，政府政策也是市场情绪的一部分，不应将其抽象化。是否可以理解为，政府能够容忍的下跌时间是 15 周？

图 35：2008 年的第一轮大调整持续至第 15 周



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

2008 年的第二轮大调整持续了 9 周，在奥运会开幕前一个月企稳。其时，官方的维稳基调占据了主导，一些人也会奥运会行情寄予了厚望。

图 36：2008 年的第二轮和第三轮调整分别持续了 9 周和 13 周



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

但奥运会是下跌的开始，2008 年的第三轮调整持续了 13 周。尽管到第 8 周就已经下探到 2000 点之下，但尾部风险导致市场继续深幅调整。

(6) 2004 年 11 月至 2005 年 6 月的大熊市由三轮调整构成

2004 年 11 月开始的大熊市也是由三轮调整构成，第一轮调整自 2004 年 4 月初开始，调整至 6 月底，耗时 11 周。之后进入了历史 5 个月的低位盘整状态。

2004 年 11 月下旬，新一轮下跌开始，耗时也是 11 周。2005 年 3 月开始的调整也是持续了 11 周，跌出了世纪大底 998。

可见，每一轮下跌的时间是有区间的，但大熊市却是由多轮下跌构成。回到当前，2011 年夏天，我们面临的问题应该是：这是大熊市的开始吗？如果不是，就不必担心多轮暴跌。

图 37: 2004 年 11 月至 2005 年 6 月的大熊市由三轮调整构成



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

(7) 2001 年 7 月至 2003 年 11 月的大熊市也由三轮下跌构成

2001 年 7 月下旬至 10 月中旬，第一轮调整耗时 12 周。此后，市场进入了长达八个月的窄幅震荡期。此后，市场分别于 2002 年 9 月，2003 年 6 月两次下跌，时间区间均超过 15 周。

无疑，这一大熊市是中国股市历时最久，形势最煎熬的。

图 38: 2001 年 7 月至 2003 年 11 月的大熊市也由三轮下跌构成



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

(8) 亚洲金融危机之后的震荡市

亚洲金融危机之后，中国股市也遭遇了滑铁卢。虽经历了 2 年震荡，但跌幅不深。每次调整的时间区间也未超过 12 周。

图 39: 亚洲金融危机之后的震荡市



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

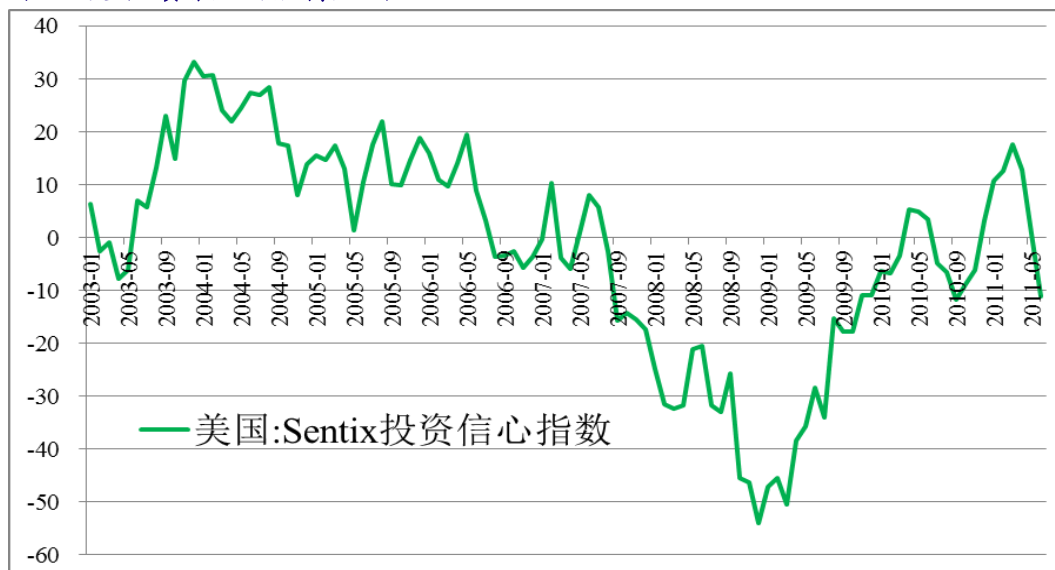
1995 年之前的中国股市，即便抛开基本面，在技术面也尚不具有代表性。尽管也大致符合我们的这一观察，但还是不去赘述。

2、冷静面对尾部挖坑

尽管截至 6 月 17 日，市场的调整已达 10 周，但不能确认调整的时间是否就此结束，抑或还需要几周的尾部调整。不过肯定的是，尾部挖坑是长期买入机会了，应冷静面对，积极把握。

(1) 外围扰动：国际资本市场风险是未来 6 个月最大心理挑战。

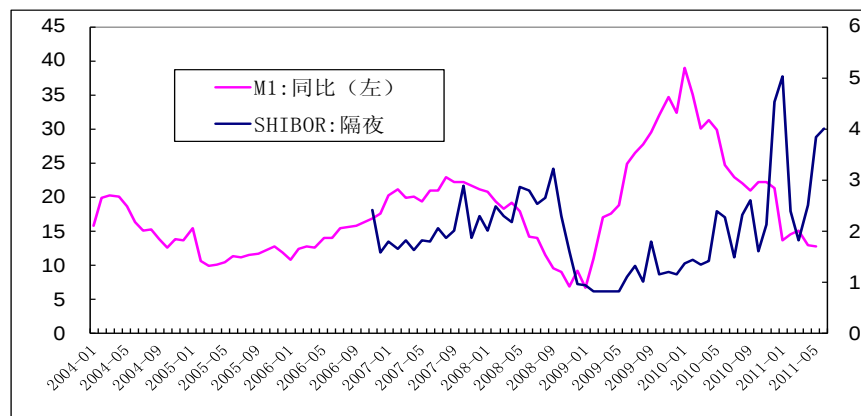
图 40: 美国投资者信心指数高位回落



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

(2) 流动性扰动：不排除再加息一次，流动性扰动风险不可忽视。

图 41：流动性风险是重要的尾部风险之一

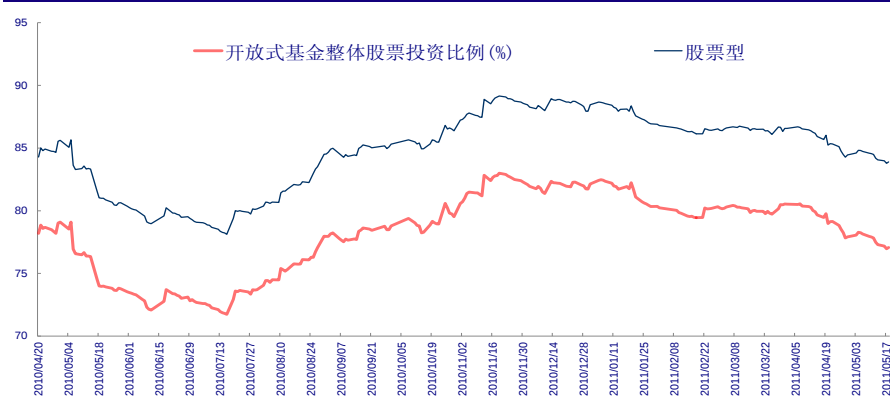


数据来源：中国银河证券研究部（整理）。

(3) 情绪扰动：基金操作渐回理性，保证金账户波动不会走极端

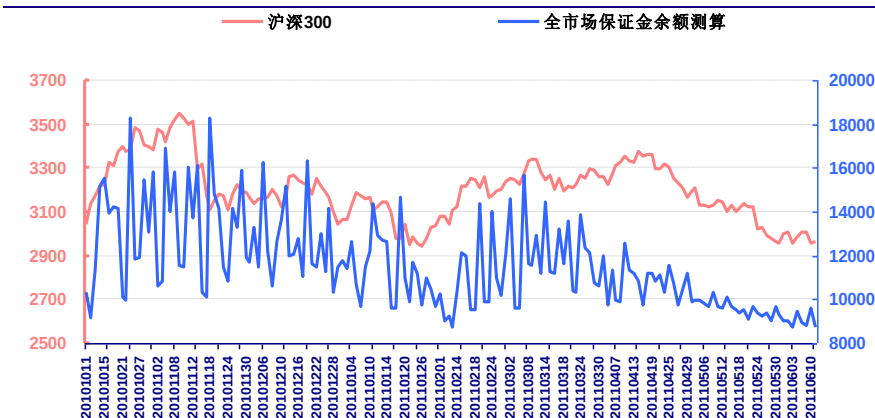
投资者的情绪波动是尾部风险的重要特征，也是关键特征。

图 42：基金仓位波动



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

图 43：保证金账户波动



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

三、价值回归：大浪淘沙之下蓝筹浮现

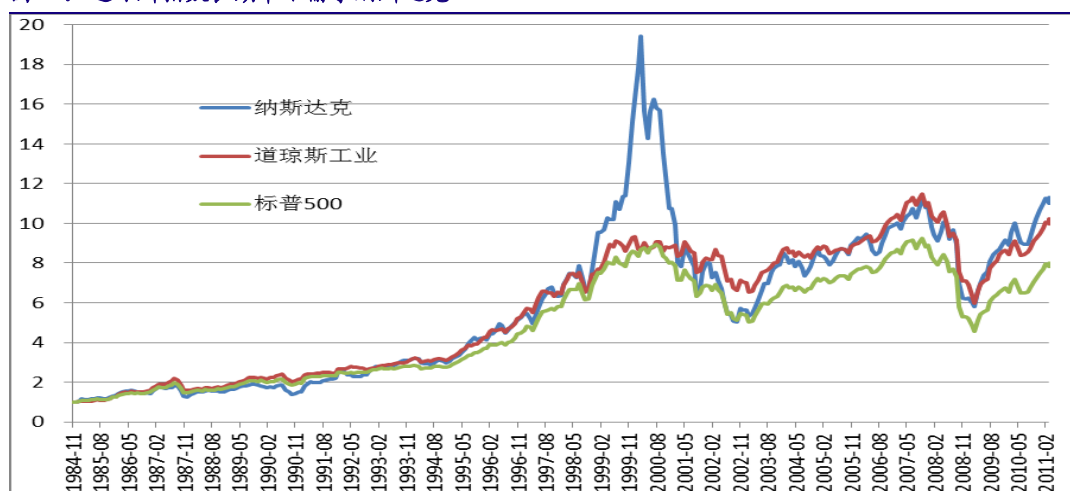
历来，价值投资被奉为主臬。无论是经典教科书，还是实战中的演练，基本都以寻找价值作为基本教条。尽管寻找价值的方法各异，我们发现，蓝筹股的魅力在长期中凸显。

（一）蓝筹股：行情深化的中坚力量

1、主流工业股票的长期回报不输于新兴小股票

什么是价值呢？我们发现，道琼斯指数在过去近 30 年并没有明显输于纳斯达克。

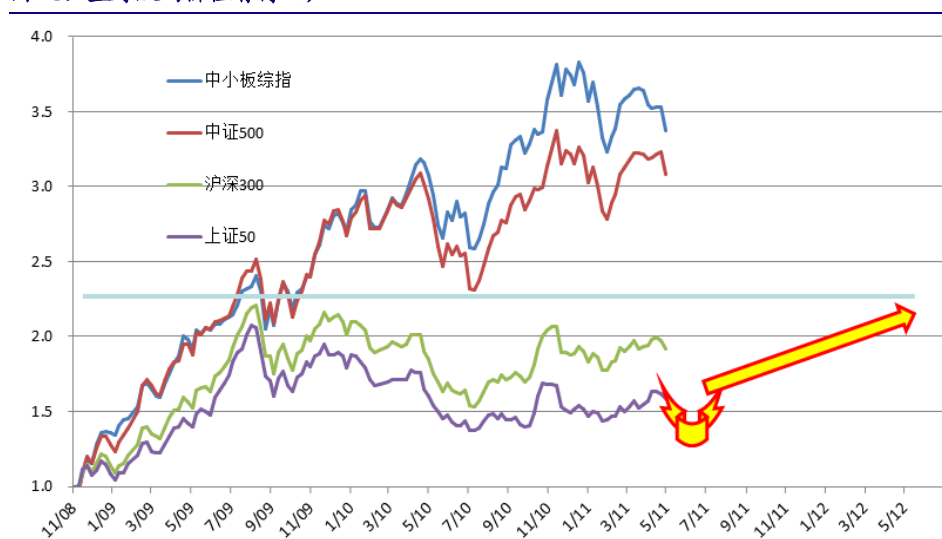
图 44：道琼斯指数长期中不输于纳斯达克



数据来源：中国银河证券研究部（整理）。

从第一部分我们看到，蓝筹股的盈利是稳定的，其未来市场表现值得期待。在挖坑中，下行风险较小；在反弹和上涨中，上行空间无劣势。尽管在反弹中的速度往往比小股票慢得多，但从长期增长来看，其确定性远高于新兴小公司。

图 45：蓝筹股的价值有待回归



数据来源：中国银河证券研究部（整理）。

2、识别制造业企业类型

在制造业中，并非所有公司都能成长为蓝筹，我们认为，中国在全球科技进步中，是缺乏新领袖型企业的。我们的民族企业在做学徒工的时候，依托国内市场，同样能够做大做强，抑或成为隐形冠军。但包工头和临时工型企业并未进入全球价值链的关键环节，其盈利必然难以维持。当前，很多小型公司所做的正是“临时工”性质的事情，而不是因创业初期而规模较小。

(1) 新领袖：可遇不可求的未来王者

新领袖成长为新蓝筹的概率是最大的。因为这类企业在产业链上具有整合能力，掌握核心技术，并领导着产业进步的方向。

IBM、惠普、微软、谷歌和苹果无疑是新领袖的典型。在汽车工业时代，通用和福特是汽车产业的新领袖。

中国是技术追赶型国家，在新技术领域很难产生新领袖。但中国有着庞大的市场，技术或工艺壁垒较弱的领域或许能有突破。目前，人们把目光聚焦在网络和新能源领域。

(2) 学徒工：忍辱负重的民族工业领袖

中国是一个技术追赶型国家，这就决定了中国企业很难成为新技术领域中立足全球的产业领袖。但这不代表中国企业没有希望。中国过去几十年的发展中，以市场换技术的做法实际上是培养了自己的企业成为“学徒工”。在积累了技术和资金之后，学徒开始自立门户。

学徒工在摆脱洋师傅时候，依托庞大的国内市场，能够在成熟工业领域成长起来。我们看好中国的主流产业升级，提出“传统复兴”的投资思路，正是基于这一考虑。

我们认为，在我国的机械领域、机电领域、新技术领域，未来也将有中国的卡特彼勒、中国的西门子、中国的通用电气、中国的 IBM。

(3) 隐形冠军：空间有限的现金小奶牛

隐形冠军的优势在于能够形成稳定的竞争力，弱点在于规模天花板也很明显。中国是一个技术追赶型国家，很难产生产业领袖，但却是培养隐形冠军的最好土壤：庞大的市场为每一个追求进步的厂商在特定领域提供了机会。中国工业集中区域形成的众多“产业集群”正是这些隐形冠军的集中场所。比如浙江永康的五金件，广东惠州和江苏昆山的电子产品。

隐形冠军专注于独特的细分领域，他们在产业链中不可或缺，他们的存在或许只有他们的下游才知道，其真正的竞争优势就在于有些事情只有他们才做得了。

(4) 包工头：难以摆脱没落的宿命

我们认为，代工企业在本质上不是生产企业，是服务企业。代工企业一面组织制造能力，另一面寻找制造服务需求者。他们能够为相似技术路线的多种产品提供制造服务(更多的时候，只是组装服务)。

典型的代工企业就是富士康。富士康的核心竞争力在于根据客户提供的零配件和工艺标准完成产品的最终装配。这对富士康来说是极大的挑战，公司必须设计具有充分柔性的制造业流程，一方面要能够在同一时间完成不同客户的不同产品；另一方面要能够满足客户不断更新的

制造服务需求。

换个表达方式来说,为很多厂商的很多产品做加工制造服务叫代工;如果只为某一类产品,乃至某一个公司做零部件的加工制造服务,就叫配套厂商了。如果说代工者是包工头,那么,配套厂商只是临时工,无论是包工头还是临时工,都并未融入主流产业价值链体系。

(5) 临时工：仍未入流的产业旁观者

临时工,顾名思义,就是非正式工人,是游离于产业核心价值链之外的。

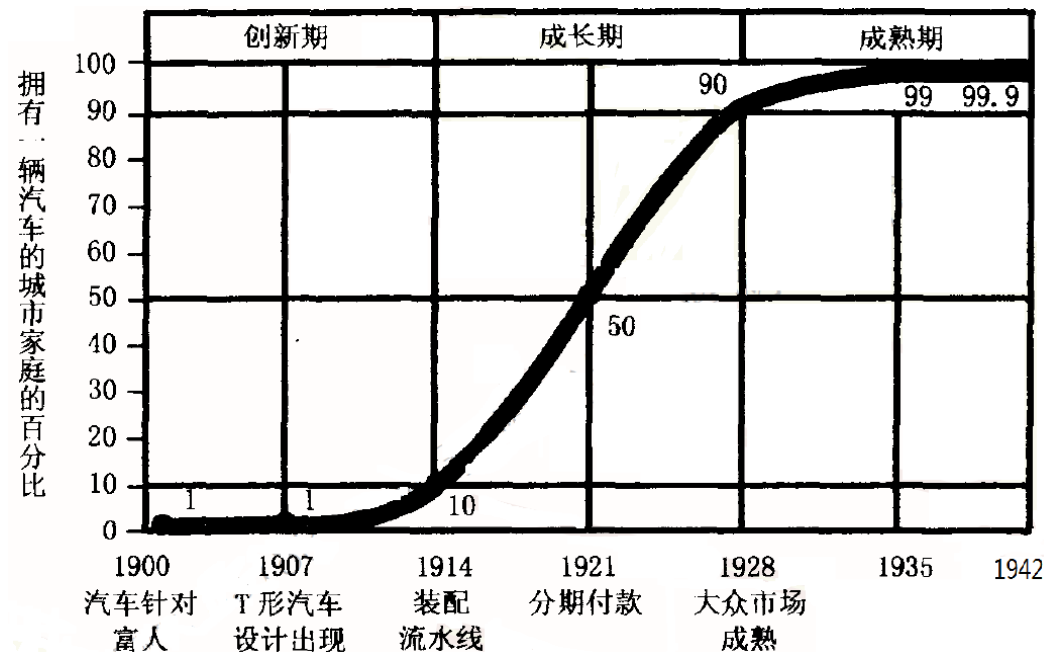
典型的临时工就是配套企业。这些配套企业为大企业做产品配套,是大企业的成本中心。其技术进步节约了大企业的成本,而当大企业出现产品更新时,并不必然维持其配套厂商地位。配套厂商的利润是不具有可持续性的,当为某一最新产品做零部件配套时,利润率往往较高。随着产品的逐步成熟,生产工艺的进步,成本的降低,利润也在走下坡路。

(二) 新兴股票：大浪淘沙后的价值发现

1、选择确定的科技方向

一项科技,当其社会渗透率低于 10%的时候,能够成为新方向并不明朗,风险较大。主流科技产品渗透率从10%走向50%的股票表现是最佳的。汽车在美国渗透率达到10%是在1914年,达到50%是在1921年,步向成熟是在1928年之后。相应的,从1912年算起,直到1919年底的汽车股成长期泡沫高峰,标准普尔汽车股指数上涨了大约14倍。在1919-1929年期间上涨了12倍。

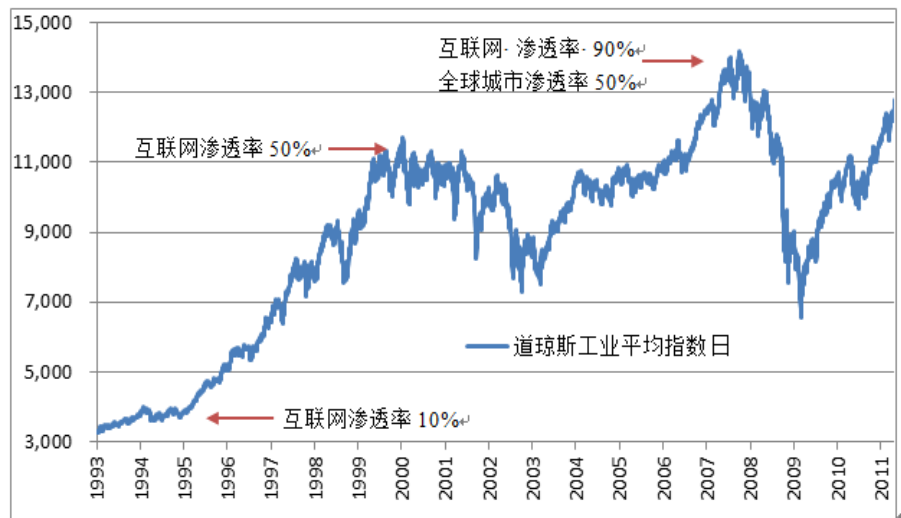
图 46: 美国的汽车渗透率变化



数据来源：中国银河证券研究部（整理）。

互联网在美国城市家庭的渗透率于 1995 年达到 10%，2000 年达到 50%。期间，互联网相关的股票实现了历史上最为壮观的泡沫。直至互联网渗透率达到 90% 的 2007 年，有关互联网的各类新应用独占鳌头。

图 47：互联网作为新兴产业的社会渗透率生命周期



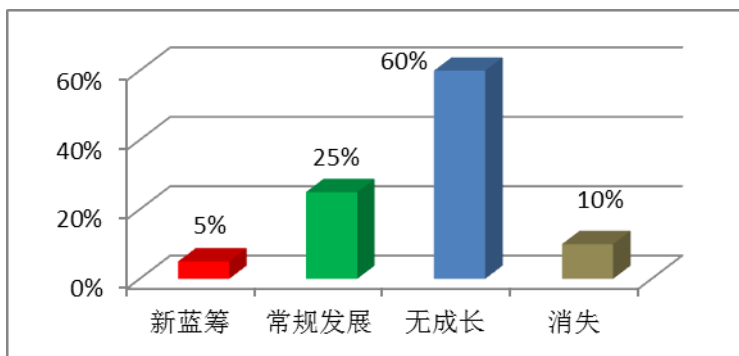
数据来源：中国银河证券研究部（整理）。

2、有多少小公司能成长为新蓝筹？

新兴公司还是小公司的时候，我们并不知道他的产业是否能够成为未来的主流，也不知道该公司能否在未来的竞争中胜出。

这些公司的未来大概有 4 种情况：（1）成长为新蓝筹；（2）并未体现出高成长性，与大盘指数变化相当；（3）业务在发展中被淘汰，规模难以变大乃至越来越小；（4）消失。

图 48：新兴小型公司的可能出路

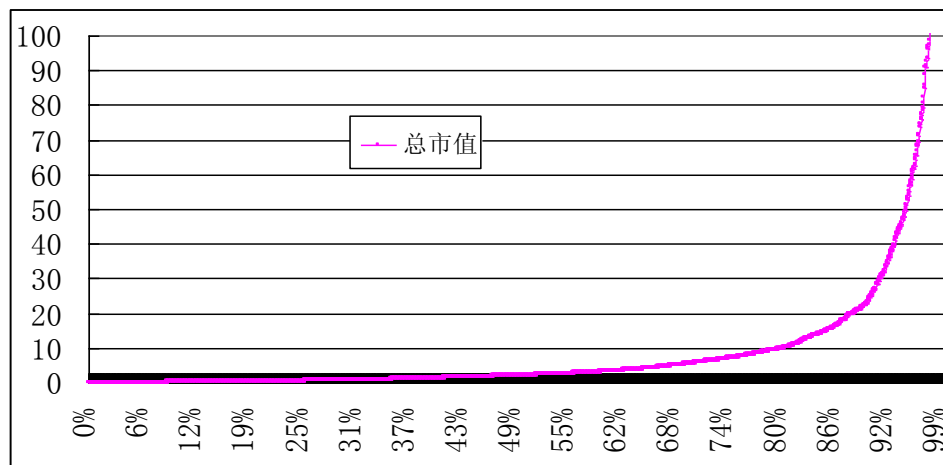


数据来源：中国银河证券研究部（整理）。

我们的任务是找到 5% 的新蓝筹，我们能够允许的偏差是找到常规发展的企业，尽力回避比例可能高达 70% 的无成长乃至消失的企业。

从纳斯达克市场的市值分布来看，34%的公司市值小于1亿美金；68%的公司市值小于5亿美金；80%的公司总市值小于10亿美金；市值大于100亿美金的大蓝筹仅占3%的比重。

图 49：纳斯达克市场（不含跨市场）总市值分布（单位：亿 美金）



数据来源：BLOOMBERG

如果考虑跨市场的股票，纳斯达克当前的市值构成稍有变化，跨市场股票的加入使得大市值个股的比重较大。即便如此，我们仍可以看出，大多数公司，市值处于1亿美金至5亿美金之间，占比约为26.3%；其次是10亿美金至50亿美金之间的，占比约为19.9%。在这些比例中，不包括退市的公司。

四、操作策略：逆向投资的回归

当我们想了解市场下一步的走向时，最好听听大师的看法。但是，当投资大师们遭遇困境、低潮时，才是倾听大师声音的最好时机。

上个时机90年代末美国网络股泡沫时期，巴菲特、Mason Hawkins这些投资常胜将军倍遭媒体的挖苦和奚落。而那时投资大众最应该认真聆听他们充满智慧和洞察力的简介。

逆向投资大师比尔·米勒，这个曾创下连续15年击败标普500指数的基金经理，无疑是投资领域的“传奇”。在2006-2008年遭遇滑铁卢，但米勒沉寂三年后重振雄风，王者归来。

（一）大危机之后，逆向投资是最佳策略

从图25（全球超级周期）中，我们可以直观地看出，每次大的泡沫破灭，在此后的长期中，都是大的机遇。

然而，逆向投资者并不是盲目的。应该充分估计市场预期与现实的差异，分析市场可能的走向。在充分的分析基础上，才能做到心安理得的“逆向投资”。

分析当前市场，我们对几个基本问题的解答如下。

市场已经反映了：经济下滑预期，业绩下滑预期

市场未来的预期：中国经济存在硬着陆风险

我们的预期是：中国政府能够通过投资托起经济

市场的风险在于：硬着陆恐慌导致深度挖坑

我们的操作建议：价值低位，做好逆向投资计划。

1、在股市进入低估值区域时制定区间买入纪律

逆向投资者强调买入纪律。因为，市场的底部区域可以预期，但绝对底部不可能准确预测。为此，在相对低位，制定区间买入纪律，能够帮助克服人性的弱点，实现在市场相对低位的低成本建仓。

图 50：市场处于底部区域



数据来源：中国银河证券研究部（整理）。

表 1：过去一年主要行业涨跌情况

指数名称	市盈率	市净率	市现率	市销率	净资产收益率	流通市值 [百亿]	一年涨跌幅[%]
传媒	37.22	3.14	9.51	3.90	8.43	9	-5.78
非银行金融	18.04	2.49	-14.39	2.11	13.81	115	-5.18
银行	8.98	1.63	12.08	3.46	18.17	297	-0.14
交通运输	14.20	2.02	26.01	1.91	14.23	81	2.19
计算机	43.97	4.26	25.12	2.10	9.70	23	5.44

电力设备	34.07	4.10	18.70	2.61	12.03	46	7.58
商贸零售	30.86	3.64	23.82	0.80	11.79	52	8.09
电力及公用事业	27.75	2.35	64.76	1.79	8.47	56	8.23
通信	46.08	2.89	16.67	1.47	6.28	34	9.12
餐饮旅游	30.08	3.67	32.01	3.67	12.20	12	11.64
医药	38.03	5.00	29.29	3.31	13.15	81	15.14
石油石化	13.45	2.04	---	0.84	15.20	249	16.38
房地产	20.06	2.59	36.17	2.80	12.93	82	16.80
建筑	17.61	2.01	77.57	0.36	11.41	41	18.45
电子元器件	62.79	3.96	19.56	3.89	6.30	40	18.48
农林牧渔	56.79	4.48	27.28	2.49	7.89	31	19.11
轻工制造	37.38	2.61	18.75	2.00	6.99	14	20.16
纺织服装	29.53	3.50	27.37	2.49	11.87	22	23.60
汽车	16.67	3.01	14.66	0.85	18.05	57	25.44
国防军工	65.15	5.12	195.29	3.85	7.86	14	26.02
钢铁	23.62	1.58	716.18	0.54	6.69	50	29.06
家电	22.49	3.57	19.37	0.85	15.86	28	32.44
食品饮料	39.18	7.51	53.64	4.58	19.18	74	33.16
基础化工	45.70	4.28	40.78	2.56	9.37	66	34.94
机械	31.19	3.86	20.55	2.36	12.39	81	45.31
煤炭	18.38	3.32	53.94	2.71	18.05	106	46.21
有色金属	54.41	4.93	116.27	2.11	9.06	94	48.60
建材	28.56	3.82	94.25	3.10	13.39	35	56.17

资料来源：中国银河证券研究部

2、优选价值型公司长期买入持有

逆向投资者更加注重价值型股票的选择。特别强调深入研究目标公司的基本面，通过对其长期价值的深入分析，制定长期投资计划。

关键：找到对的公司，并坚持下去。

表 2: 比尔米勒购买亚马逊的案例

案例: 亚马逊, 比尔·米勒从 1999 年 9 月持续购买到 2001 年 10 月

拥有的股数	2300 万股
最高购买的价格	82.9 美元
最低购买的价格	7.47 美元
平均购买成本	19.69 美元
2006 年 6 月 12 日股价	46.32 美元
净账面收益	6.12 亿美元

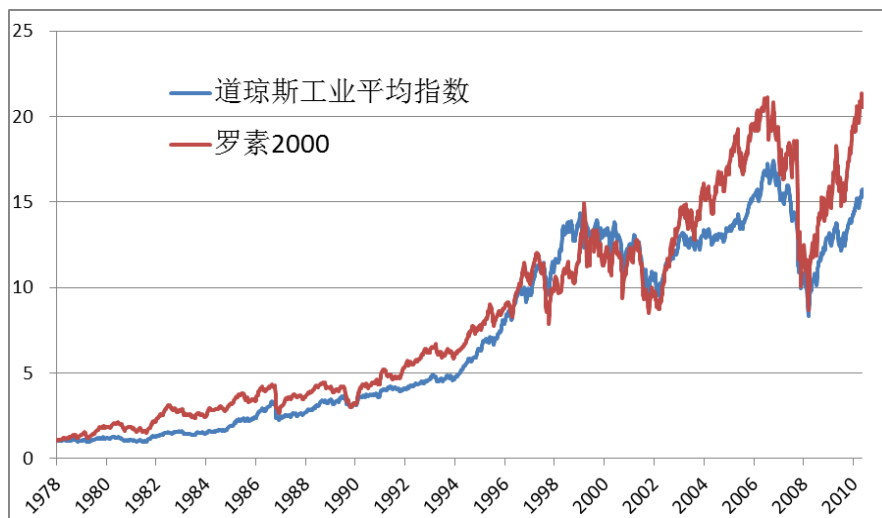
资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

3、中型蓝筹兼具安全性与进攻性

从美国市场来看, 中型股票兼具安全性与进攻性。

如果说纳斯达克是新兴的代表, 那么, 罗素 2000 则应该是优秀中型股票的代表。

图 51: 罗素 2000 兼具安全性与进攻性



资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

罗素 2000 的成分股选择大致分为两步, 第一步是从全美所有股票中选取市值最大的 3000 支, 无疑, 这些市值较大的股票, 经营破产风险大大降低了; 第二步则是从这最大的 3000 支里面选择最小的 2000 支, 无疑, 这一选择保证了成长性。

经过筛选之后的中型股票, 在风险和收益方面体现出了一定的优越性, 在过去 30 多年里表现出了更强的进攻性。但也未表现出明显的“长期跑赢”特征。

(二) 行业配置：投资与消费双升级

1、行业配置建议

下半年的行业配置，着重于投资升级和消费升级两个方面，其中投资是最主要的方面：

从投资角度看，是拉动今年经济增长的主要动力，下半年投资增速不会下降，投资相关的行业能够保持较高的景气度，在估值基本合理的条件下，投资受益行业有望跑赢大盘，获得较好回报，如水泥、机械、电力设备、通信设备、有色金属、煤炭等。

从消费角度看，需求长期稳定增长是确定的，估值成为重要的参考因素。商贸零售一方面估值具有吸引力，另一方面也是较高通胀的受益者，因此可与重视。食品饮料虽然估值吸引力一般，过去两个月和过去一年都显著强于大盘，但行业整合有利于上市公司提高集中度、提升估值水平。因此，食品饮料仍然具有较好的投资价值。

综合来看，建议超配水泥、机械、电力设备、通信设备、商贸零售、有色金属、煤炭、食品饮料等行业。

低配弹性不足又缺乏业绩支撑的行业，如交通运输、传媒、电力、农业、计算机、电子元器件等。

表 3：建议关注的股票

行业名称	配置建议	配置系数	配置比例	流通市值占比
建材	超配	1.6	3.15%	2.14%
国防军工	超配	1.5	1.01%	0.73%
机械	超配	1.4	5.44%	4.22%
商贸零售	超配	1.4	3.41%	2.64%
电力设备	超配	1.4	2.98%	2.31%
煤炭	超配	1.3	6.54%	5.47%
有色金属	超配	1.3	5.67%	4.74%
食品饮料	超配	1.3	4.84%	4.05%
医药	标配	1.2	4.64%	4.20%
家电	标配	1.2	1.70%	1.54%
非银行金融	标配	1.1	5.91%	5.84%
房地产	标配	1.1	5.00%	4.94%
基础化工	标配	1.1	3.54%	3.50%
汽车	标配	1.1	3.22%	3.18%
银行	标配	1	14.07%	15.30%
石油石化	标配	1	11.80%	12.82%
钢铁	标配	1	2.36%	2.56%
建筑	标配	1	1.95%	2.12%
通信	标配	1	1.60%	1.74%
纺织服装	标配	1	1.10%	1.19%
轻工制造	标配	1	0.68%	0.74%

餐饮旅游	标配	1	0.64%	0.69%
综合	标配	1	0.59%	0.64%
交通运输	低配	0.7	2.82%	4.38%
电力及公用事业	低配	0.7	1.88%	2.91%
电子元器件	低配	0.7	1.40%	2.17%
农林牧渔	低配	0.7	1.01%	1.56%
计算机	低配	0.7	0.76%	1.19%
传媒	低配	0.7	0.31%	0.48%
合计			100.00%	100.00%

资料来源：中国银河证券研究部

2、重点关注行业

(1) 水泥：

水泥是今年我们最看好的行业，事实上也是今年以来表现最好的行业。下半年，我们继续看好水泥。如果说很多行业的基本面都或多或少的有一些“硬伤”的话，水泥的基本面仍然是最好的。

一是行业需求仍然旺盛。前5个月固定资产投资增速达到25.8%，说明上半年的经济增长主要依靠投资，三季度保障房建设、水利建设、能源建设必然提速，新疆、福建、内蒙古等区域振兴也在加快，对水泥的需求是刚性的，下半年水泥需求增长是确定的。即便是商品房的投资增速略有下降，但其他投资提速也将保证水泥的需求。

二是通过行业整合，关闭落后产能，水泥的区域垄断性和集中度不断提高，使水泥行业的定价能力得到明显提升，规模经济也使得上市公司盈利非常强。

三是成本上升幅度有限。新型干法水泥的比重越来越高，人工成本占总成本的比重越来越低，电价、煤炭、石灰石的价格上涨较为温和，这使水泥上市公司能保持较高的盈利能力。

四是经过前期的下跌，估值再次具有很强的吸引力。一些公司的动态市盈率已经接近12倍左右，无论是短期还是中期来看，都是具有较好吸引力的。尽管水泥是过去一年涨幅最高的行业，但优秀的半年报可能成为驱动股价的动力，仍然可以重点关注。

可关注青松建化、天山股份、海螺水泥、冀东水泥、福建水泥等。

(2) 机械：

下半年我们对机械行业是比较看好的，主要基于如下理由：

一是投资加速对工程机械的拉动非常显著。工程机械对投资是高度敏感的，投资作为拉动经济的主要动力，三季度保障房建设、水利建设、能源建设、区域振兴使投资加速，有利于显著提升工程机械的估值水平和行业预期。三一重工、中联重科、柳工、徐工机械等是其中的代表。

二是周边紧张局势对军工板块的催化。强大的国防是经济社会快速发展的基本保障，建党九十周年以及紧张的周边局势，预计下半年军工资产整合可能加快，将增强军工板块的投资吸

引力。中国重工、航空动力、中国卫星、中航光电等是其中的代表。

三是机械将受到国家振兴高端制造业战略的拉动。机械是装备制造业的主体，要实现经济结构转型，提高制造业的附加值和效率，要实现传统产业的升级与复兴，没有强大的装备制造业是不可能的，因此国家政策支持将成为推动机械工业长期较快发展的重要动力。高铁、海洋工程、高精尖机床、自动化装备、化工装备等都会得到快速发展。

四是经过前期的下跌，估值已经具备较强的吸引力。部分工程机械类上市公司的动态市盈率已接近 10 倍，高铁类上市公司的估值风险也已经释放。

可关注三一重工、中联重科、中集集团、中国南车、中国重工、航空动力、中国卫星、张化机等。

(3) 电力设备:

我们看好电力设备基于如下理由:

一是电力紧张的催化作用。从电荒的成因来看，电网投资滞后、电源投资结构不合理是导致电荒的重要原因，未来加大投资是必然趋势。从电网建设看，特高压、智能电网是重头戏，从电源建设看，未来水电、火电等传统电源的重要性将重新认识。近期国家能源局表示将批准一批大型火电项目和特高压项目，充分表明电荒的根本原因是投资不足。

二是大力发展节能产品既是传统产业升级改造的需求，也能助力新兴产业的发展。电力电子在节能和控制方面的优势使其在工业节能和交通节能方面应用前景广阔，未来成长空间巨大。

三是电力设备作为重要的装备制造业，将在国家振兴高端制造业中扮演重要角色。

四是经过前期的下跌，风险已得到充分释放，估值已经极具吸引力。

在子行业的排序中，看好的顺序是：电力电子、智能电网、传统发电、特高压、光伏发电。

在新能源中，日本核泄漏给核电的长期前景蒙上了一层阴影，但短期业绩不受影响，因为在建项目继续推进，影响的是新项目的审批。

与此同时，光伏发电的重要性提升。对于光伏发电，技术进步是推动行业发展的关键，短期可能受产能供求关系的影响，但长期前景是不错的。我国在刚刚公布的新能源十二五规划中大幅提高了光伏产业的比重。

上市公司可关注：荣信股份、汇川技术、英威腾、东方电气、特变电工、平高电气、四方股份、许继电气、国电南瑞、国电南自、天威保变、乐山电力等。

(4) 电信设备:

下半年我们比较看好电信设备行业，主要理由如下:

一是电信投资的回升是投资电信设备行业的根本原因。全球进入“超高速信息公路发展阶段”，全球发达国家大力推进“宽带战略”，普及基础有线宽带网络，建设超高速光纤网。自 iPhone 引爆移动互联网应用后，移动互联网数据指数性增长驱动无线宽带从 3G 向

HSPA/3.9G/4G 升级，而这种网络升级的演进可能超出预期。

2011 年国内三大运营商电信资本开支计划（不含集团公司）整体达 2562 亿，同比增长 7.86%，而 2010 年同比下降了 15.14%。

——中国移动：资本开支增长重心是 GSM 网络扩容、新技术新业务、局房建设，而传输投资略缩减

——中国电信：增长重心在于宽带；无线网络覆盖已比较好，基本是完善热点覆盖和优化

——中国联通：增长重心仍是完善 WCDMA 覆盖；而传输和宽带投资合计基本持平

因此，无论是国内还是国际，新一轮的电信投资可能使电信设备行业景气度逆转，进入上升阶段，从而可以提高行业与上市公司的估值水平。

二是国内下半年电信投资会加快。上半年由于运营商人事变动等原因，导致实际投资增速低于预期，这将会加快下半年的投资增速和更好的业绩表现。

三是前期的下跌释放了市场风险。在上半年的下跌中，一些基本面较好的股票释放了股价风险。

可重点关注中兴通讯、中创信测等公司。

（5）商贸零售：

下半年我们比较看好商贸零售行业，主要基于如下理由：

一是需求拉动股价。一方面，下半年季节性需求旺盛，尤其四季度是传统的需求旺季，另一方面，是商贸零售是通胀受益行业，下半年通胀压力不会较快消失，仍然面临一定的物价上涨压力，而商贸零售行业是通胀受益的，尤其是超市子行业。

二是估值具有吸引力。对消费类公司，20/30 法则是一个较好的投资方法，即动态市盈率接近 20 倍时买入，在接近 30 倍时卖出。目前一些公司的动态市盈率在 25 倍以下，已经具备较好的投资时机。

三是最近一年来股价涨幅小。一年来商贸零售行业的涨幅仅有 4.9%，下半年股价补涨的需求是较为强烈的。

可关注西单商场、友阿股份、步步高、合肥百货等。

（6）煤炭：

下半年，我们也比较看好煤炭，基于如下理由：

一是需求旺盛刺激股价。我国能源结构的特点决定了随着经济复苏，对煤炭的需求是持续上升的。煤炭作为我国一次能源的主力无法改变，经济转型也不是一蹴而就的，经济发展需要传统产业的复兴，因此对能源的需求仍将不断上升。即将到来的夏季和四季度都是煤炭需求的高峰期，这将对煤炭上市公司的股价有催化作用。电力紧张、电价上调对煤炭的需求有刺激作用，虽然在国家的严厉干预下煤价不一定能大幅上涨，但市场机制仍能对股价形成正向刺激。

二是高弹性。与有色金属一样，煤炭也是弹性最高的行业之一，上涨市场中跑赢大盘的概率很大。

三是经过前期的下跌，估值已经处于历史平均水平之下。目前煤炭股的 2011 年动态市盈率在 17 倍左右，虽然稍高于历史最低的 15 倍，但低于历史平均水平。

四是行业整合有利于提升煤炭公司的定价能力。过去几年来，通过行业整合、资产注入使行业集中度大幅提高，定价能力显著增强，盈利快速增长，这是煤炭股能够吸引投资者的重要方面。目前，国家对于焦炭行业的整合正在进行，而各地方如内蒙、河南、陕西等省也在效仿山西，提高行业集中度，这将确保煤炭行业保持较高的景气度。

可关注两类上市公司，一是整合预期强烈的焦煤，如盘江股份、冀中能源，二是估值较低或资产注入强烈的公司，如中国神华、国阳新能、潞安环能等。

(7) 有色金属:

我们比较看好有色金属，主要基于如下理由:

一是经济复苏对有色金属的需求在增加。从全球看，尽管经济复苏的过程有波折，但复苏的趋势不会改变，尤其是发展中国家的需求增加对有色金属是有利的。比如，近期国内对铜的需求增加，但铜的库存不多，所以国际国内铜价都比较坚挺。下半年，投资仍然是拉动经济增长的主要动力，保障房建设、水利建设、能源建设提速将提升有色金属的需求。

二是通胀预期较强，有色金属是抗通胀的重要品种。由于发达经济体的经济复苏力度不强，美国二季度经济表现低于市场预期，欧洲债务危机仍在延续，日本灾后重建需要资金，因此，作为发达经济体大幅收紧货币的可能性不大，国际流动性环境仍较宽松，通胀预期较为强烈，这将为有色金属的价格提供支撑。

三是股价弹性高，有望跑赢大盘。有色金属是 A 股市场中认同度最高的高弹性行业之一，几乎每一次上涨波段中都有非常优异的表现。尽管过去一年来有色金属指数的涨幅是相对较大，但前期的下跌释放了部分风险，股票估值处于基本合理水平，对于下半年的行情，我们是偏乐观的，因此，有色金属有望跑赢大盘。

总体来看，对有色金属的投资主要是基于需求和流动性的平衡，与经济处于复苏初期和经济过热阶段的强劲表现不同，目前的复苏可以使有色金属有较好表现，但难有非常卓越的表现。

从具体品种看，基本金属的铜和锌需求较为强劲，贵金属由于信用货币的信任度下降而受追捧，而稀土整合仍在进行之中，但需要注意股价过度透支的风险。

可关注上市公司：江西铜业、铜陵有色、中金岭南、山东黄金、中金黄金、中色股份等。

(8) 食品饮料:

过去两个月以来，食品饮料行业是跑赢大盘的，下半年有望继续良好的表现:

一是行业整合有利于行业龙头的快速发展。中国的食品安全问题非常突出，国家空前重视，食品行业整合迫在眉睫，势在必行，这意味着行业进入门槛提高，市场集中度上升，而上市公司多是行业龙头，整体而言，受益明显。行业集中度的提高既标志市场份额和收入的上升，也

意味着定价能力的提高，两者共同作用推动公司估值水平的提升。

二是从子行业看，政商务消费的中高端白酒和中高端葡萄酒提价预期强烈，成长确定性很强，作为个人消费品的啤酒和乳制品即将迎来夏季需求高峰，长期前景看好。

三是一些核心公司的估值水平在 25 倍以下，仍然具备较好的中长期投资价值。

从时间节奏看，由于过去两个月表现较好，就整体而言，三季度食品饮料股票的表现可能略差，但四季度有望强劲表现。

可关注贵州茅台、伊利股份、三全食品、五粮液、青岛啤酒、张裕 A 等。

插图目录

图 1: 固定资产投资和工业生产总值.....	1
图 2: PMI 指数在季节性低点之后有望回升.....	2
图 3: GDP 同比增速将回升.....	2
图 4: 固定资产投资增速有望加快.....	3
图 5: PPI 构成了顶部形态, CPI 也将筑顶.....	3
图 6: CPI 各主要成分基本接近顶部区域.....	4
图 7: 主营收入增速进入平稳期.....	4
图 8: 沪深 300 盈利增长一致预期维持稳定.....	5
图 9: 金融企业利润在沪深 300 中占据半壁江山.....	5
图 10: 沪深 300 市值占比.....	5
图 11: 沪深 300 公司市场一致盈利预测开始稳定.....	6
图 12: 沪深 300PE-BAND20X.....	6
图 13: 沪深 300 金融 PE-BAND.....	7
图 14: 沪深 300 能源 PE-BAND.....	7
图 15: 沪深 300 材料 PE-BAND.....	8
图 16: 沪深 300 工业 PE-BAND.....	8
图 17: 沪深 300 医药 PE-BAND.....	9
图 18: 沪深 300 消费 PE-BAND.....	9
图 19: 沪深 300 可选消费 PE-BAND.....	10
图 20: 沪深 300 电信 PE-BAND.....	10
图 21: 沪深 300 信息 PE-BAND.....	11
图 22: 沪深 300 公用事业 PE-BAND.....	11
图 23: 全市场 PE 估值历史变化情况.....	12
图 24: 全市场 PB 估值历史变化情况.....	12
图 25: 全球超级周期.....	13
图 26: 1905 年泡沫破灭之后的震荡上行.....	14
图 27: 1929 年泡沫之后的震荡上行.....	14
图 28: 1966 年泡沫之后的震荡上行.....	15
图 29: 2008 年全球金融危机之后亦将震荡上行.....	15
图 30: 上证综合指数震荡趋势.....	16
图 31: 本轮调整已经接近十周.....	17
图 32: 2010 年 11 月至 2011 年 1 月的调整持续 11 周.....	17
图 33: 2010 年 4 月至 2010 年 6 月的调整持续 12 周.....	18
图 34: 2009 年 8 月至 10 月的调整持续 9 周.....	18
图 35: 2008 年的第一轮大调整持续至第 15 周.....	19
图 36: 2008 年的第二轮和第三轮调整分别持续了 9 周和 13 周.....	19
图 37: 2004 年 11 月至 2005 年 6 月的大熊市由三轮调整构成.....	20
图 38: 2001 年 7 月至 2003 年 11 月的大熊市也由三轮下跌构成.....	20
图 39: 亚洲金融危机之后的震荡市.....	21

图 40: 美国投资者信心指数高位回落	21
图 41: 流动性风险是重要的尾部风险之一	22
图 42: 基金仓位波动	22
图 43: 保证金账户波动	22
图 44: 道琼斯指数长期中不输于纳斯达克	23
图 45: 蓝筹股的价值有待回归	23
图 46: 美国的汽车渗透率变化	25
图 47: 互联网作为新兴产业的社会渗透率生命周期	26
图 48: 新兴小型公司的可能出路	26
图 49: 纳斯达克市场（不含跨市场）总市值分布（单位：亿 美金）	27
图 50: 市场处于底部区域	28
图 51: 罗素 2000 兼具安全性与进攻性	30

表格目录

表 1: 过去一年主要行业涨跌情况	28
表 2: 比尔米勒购买亚马逊的案例	30
表 3: 建议关注的股票	31

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波，秦晓斌，王皓雪，策略研究证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908