

2011 年下半年投资策略

在绝望中寻找希望

广发投资策略研究小组

张海波 分析师

电话: 020-87555888-8337

Email: zhb@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010013

苏舟 分析师

电话: 0755-23942150

Email: suzhou@gf.com.cn

S0260511060002

核心观点

■ 市场现状: 处在底部区域

我们观察到市场隐含的股权风险溢价创新高, 过高的风险溢价意味着市场对未来要求的回报率过高, 反过来也即当前股价过低。IPO 首日涨幅和换手率等指标显示投资者情绪极度悲观。极度乐观或悲观的情绪通常是市场的反向指标。我们认为, 2600 点附近将是中期相对坚实的底部。

■ 市场环境: 经济软着陆, 通胀软触顶; 盈利增速放缓, 盈利预测有下调风险; 流动性偏紧

A 股面临的市场环境如下: (1) 经济增速软着陆, 去库存持续时间较短, 对经济负面影响小; (2) 三季度通胀有所回落但保持高位, 四季度回落明显; (3) 盈利增速温和下滑, 但盈利预测有下调风险, 我们预期 A 股利润增速将由 28% 下调至 20% 左右, 风险释放时点在中报披露前后; (4) 调控累积造成的资金面紧张将持续成为制约市场表现的因素。

■ 市场展望: 从绝望走向希望

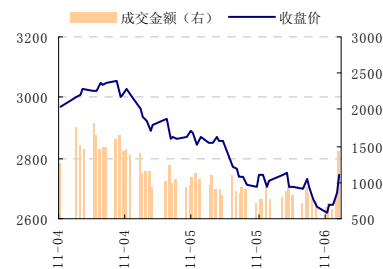
从市场环境来看, 市场真正走出底部仍需时间, 当前的底部呈 U 型的可能性较大。短期中市场有望延续反弹, 动力来自过度悲观预期的纠偏; 反弹的可持续性受到后续经济数据的影响; 风险来自盈利预测下调。我们预计 7 月份市场有望延续反弹趋势, 接近 8 月份中报密集披露时期, 如果盈利下调将对市场形成一定的调整压力。

■ 配置建议: 自下而上, 务实而为

在风格上, 预期改善首先受益的将是前期超跌品种和价值股; 成长股的机会还需等待经济回升的信号; 由于经济变动相对温和, 供给约束也降低了部分周期股的波动程度, 周期与非周期风格之间的优劣相对模糊。

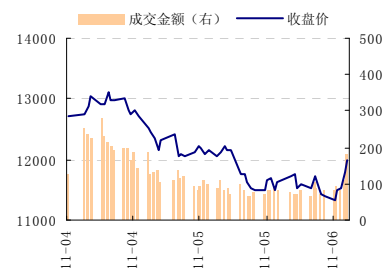
建议更多从自下而上的角度考虑行业配置, 首选具备较好的盈利基础、估值提升空间较大, 行业景气持续或者改善的行业, 建议超配建筑建材、机械、家电、证券、农业 (养殖和饲料); 相对看好地产和汽车。

上证综指



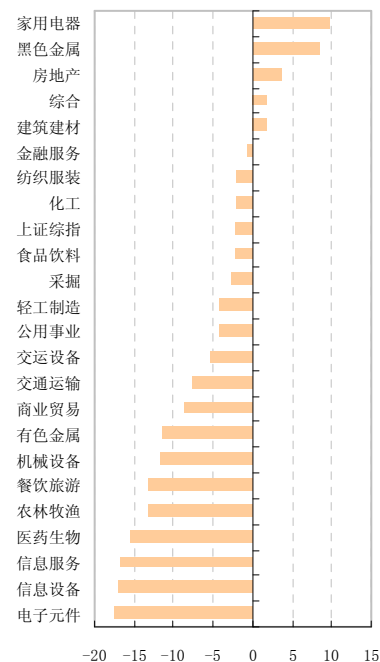
收盘价: 2746.2 年初至今涨跌幅: -2.2%

深证成指



收盘价: 11996.1 年初至今涨跌幅: -3.7%

行业年初至今表现



截至 2011 年 6 月 24 日

目录索引

目录索引	2
图表索引	2
2011 年下半年投资策略概览	4
一、市场现状：处在底部区域	5
二、市场环境：经济软着陆，通胀软触顶；盈利增速放缓，流动性偏紧	8
（一）长期前景：高增长，通胀中枢上移，投资驱动不改	8
（二）短期前景：经济软着陆，通胀软触顶	11
（三）盈利前景：增速温和放缓，盈利预测有下调风险	15
（四）流动性：资金面到了最紧张的时期	17
三、市场展望：从绝望走向希望	19
（一）最坏的时刻或已过去，2600 是中期相对坚实的底部	19
（二）但，走出底部需要时间	20
（三）市场在预期纠偏中反弹，盈利下调带来调整压力	21
四、配置建议：自下而上，务实而为	24
五、十大金股	27

图表索引

图 1：隐含股权风险溢价达到历史最高水平	5
图 2：A 股盈利回报率相对于长债收益率溢价接近历史最高水平	5
图 3：IPO 首日涨幅创新低，显示投资者情绪极度悲观	6
图 4：换手率创 2003 年以来新低，显示投资者情绪极度悲观	6
图 5：上证 A 股 PE 低历史均值低 1 个标准差以上	7
图 6：上证 50 和沪深 300 估值已在历史低位	7
图 7：大部分行业当前 PE 水平低于历史均值	7
图 8：日本转型三阶段的经济增速	8
图 9：韩国转型三阶段的经济增速	9
图 10：台湾转型三阶段的经济增速	9
图 11：日本在转型中工资增速和通胀率显著上升	9
图 12：日本转型中的消费率和工资占比	10
图 13：日本转型中投资比重仍进一步上升	10
图 14：库存增速下降 ≠ 经济增速下滑	11

图 15: 流通领域生产资料库存呈下降趋势	11
图 16: 流通领域耐用品库存呈下降趋势	11
图 17: 工业企业产成品库存销售比处于均衡水平	12
图 18: A 股存货周转天数 (非金融)	12
图 19: A 股存货周转天数 (非金融地产)	12
图 20: 中央项目投资增速显示财政政策有较大的调整空间	13
图 21: 制造业投资顺周期, 非制造业投资逆周期	13
图 22: 实际需求领先于 CPI.....	14
图 23: 货币需求领先于 CPI.....	14
图 24: 实际需求变化领先 CPI 3-4 个季度.....	14
图 25: 需求不出现大幅滑坡, 企业利润增速温和下滑	15
图 26: 2008 年经济大幅下滑, 盈利大幅下调	15
图 27: A 股与工业企业利润增速高度相关	16
图 28: 名义 GDP 与工业企业收入增速高度相关	16
图 29: 工业企业收入利润率从未超过 6.5%.....	16
图 30: 银行间加权平均利率飙升	17
图 31: SHIBOR 创新高	17
图 32: 票据直贴利率大幅上升	17
图 33: 票据转贴利率大幅上升	17
图 34: 三季度公开市场投放量降至 8000 亿左右	18
图 35: 悲观预期的综合反映: 利差下降到历史最低	19
图 36: PE 底部与经济底部相关.....	21
图 37: PB 底部与经济底部相关	21
图 38: 近期经济数据超出市场预期	23
图 39: 近期大股东增持频繁	23
图 40: 年初至今各行业的预测净利润 (2011) 调整幅度	24
图 41: 近 4 周行业业绩调整幅度	25
图 42: 近 4 周行业业绩调整幅度	25
表 1: 2011 年下半年投资策略	4
表 2: 日本经济增长来源的分解	8
表 3: 中国高增长时期的通胀率显著低于日韩	10
表 4: 股市周期	19
表 5: 市场底部及其特征	21
表 6: 近期影响市场的积极信号	22
表 7: 配置建议	26

2011年下半年投资策略概览

表1: 2011年下半年投资策略

	主要观点
关键结论	■ 市场已经处在底部区域，2600 点附近将是中期相对坚实的底部 ■ 市场面临的环境如下：经济软着陆，通胀软触顶；盈利增速放缓，盈利预测有下调风险；流动性偏紧 ■ 经济缓落缓起，市场底部呈 U 型可能性较大，走出底部仍然需要时间 ■ 短期中反弹的机会来自悲观预期的纠偏， ■ 预计 7 月份市场有望延续反弹趋势，接近 8 月份中报密集披露时期，如果盈利下调将对市场形成一定的调整压力
宏观	■ 中长期面临的环境：高增长，通胀中枢上移，<u>投资驱动的增长模式短期难扭转</u> ■ 下半年经济增速（同比）温和下滑，去库存持续时间短，负面影响有限 ■ 新一轮周期的启动需关注制造业投资，预计经济缓落缓起 ■ 通胀三季度有所回落，四季度回落相对明显
流动性	■ M2 增速稳定在 15-16%附近 ■ M1 增速维持低位，暂不会有大幅的反弹 ■ 下半年公开市场操作到期量较上半年大幅减少 ■ 资金价格显示，当前已是资金面最紧张的时期，下半年仍将偏紧
盈利	■ 盈利增速温和下滑 ■ 但 <u>A 股（非金融）企业整体具有一定的盈利下调风险</u> ■ 我们预计全年 A 股企业净利润同比增长 20%左右
市场	■ 市场已处在底部区域，<u>2600 点附近是中期相对坚实的底部</u> ■ 经济缓落缓起的背景下，底部或呈 U 型，走出底部仍然需要时间 ■ 市场反弹的动力来自过度悲观预期的纠偏；反弹的可持续性受到后续经济数据的影响；风险来自盈利预测下调 ■ <u>预计 7 月份市场有望延续反弹趋势，接近 8 月份中报密集披露时期，如果盈利下调将对市场形成一定的调整压力</u>
配置	■ 建议更多从自下而上的角度考虑行业配置，首选具备较好的盈利基础、估值提升空间较大，行业景气持续或者改善的行业 ■ <u>超配建筑建材、机械、家电、证券、农业（养殖和饲料）；相对看好地产和汽车</u> ■ 在风格上，<u>预期改善首先受益的将是前期超跌品种和价值股；成长股的机会还需等待经济回升的信号；周期与非周期风格之间的优劣相对模糊</u>

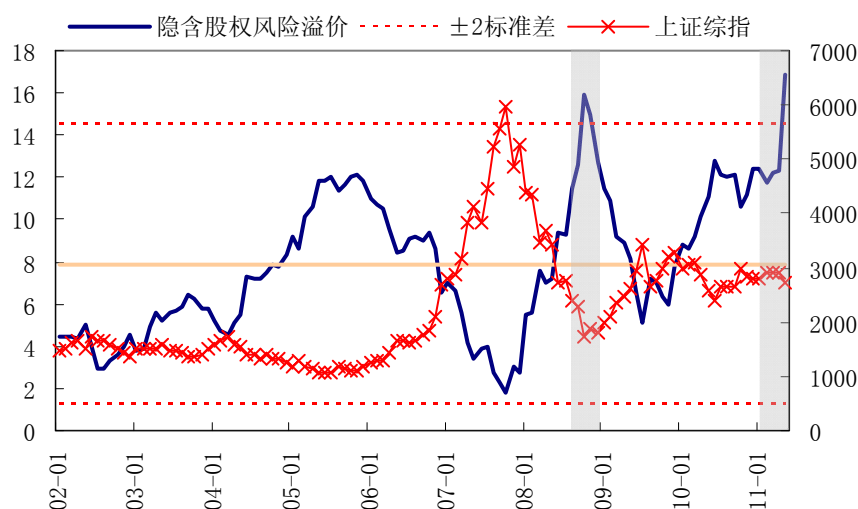
数据来源：广发证券发展研究中心

一、市场现状：处在底部区域

当前市场已经处在底部区域，依据包括：极高的股权风险溢价、极度悲观的投资者情绪和较低的估值水平。

第一，极高的股权风险溢价。（1）市场隐含的股权风险溢价创近10年新高，超出历史均值两倍标准差以上。过高的风险溢价意味着市场对未来股市要求的回报率过高，在现金流既定的条件下，意味着当前股价过低。（2）从A股盈利回报率（PE倒数）相对于实际长债收益率（10年期）溢价¹来看，也可得到类似的结论，股市相对于国债底部严重。

图1：隐含股权风险溢价达到历史最高水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：A股盈利回报率相对于长债收益率溢价接近历史最高水平

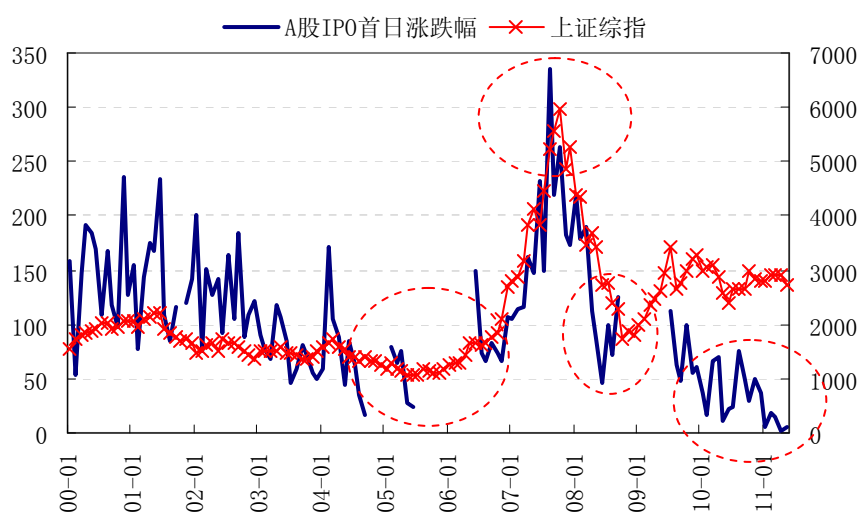


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

¹ 有兴趣的投资者，可参见 Siegel, J. (2005). Perspectives on the Equity Risk Premium. *Financial Analysts Journal*. 61:61-73.
识别风险，发现价值

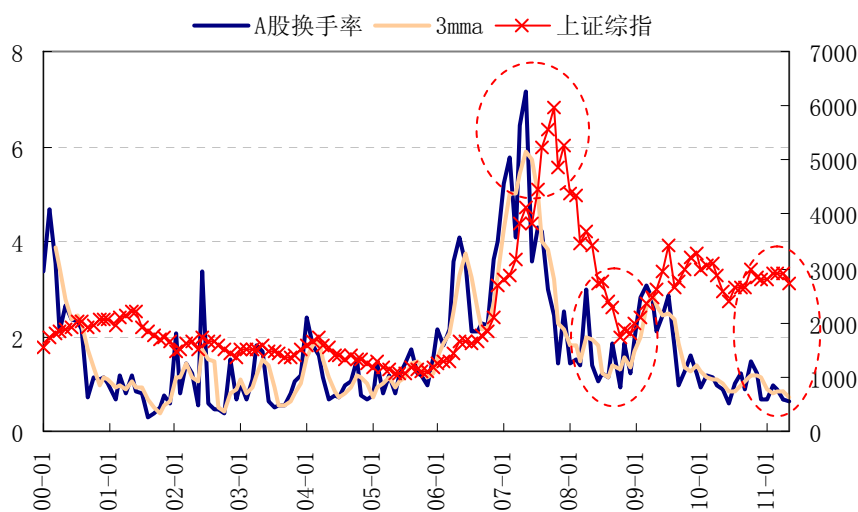
第二，极度悲观的投资者情绪。一般来说，投资者调查、交易量、封闭式基金的折价水平、期权隐含波动率以及IPO首日收益率等指标均可反映投资者情绪。（1）IPO首日涨幅创新低，新股破发严重。5月份上市的26只新股中，有12只破发，4、5两个月IPO首日涨幅平均仅为1.6%和6.4%，是A股历史上新股表现最差的月份。（2）换手率创多年新低。5月份A股市场整体换手率水平仅为0.62，创下2003年9月以来的新低。极度乐观或悲观的情绪通常是市场的反向指标²。

图3：IPO首日涨幅创新低，显示投资者情绪极度悲观



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：换手率创2003年以来新低，显示投资者情绪极度悲观



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

² 有兴趣的投资者，可参阅关于投资者情绪的综述文章：Baker, Malcom and Jeffrey Wurgler. 2007. Investor Sentiment in the Stock Market. *Journal of Economic Perspectives*. 21:129-151.

第三，整体估值水平较低。

(1) 静态看，A股整体PE比历史均值低1个标准差以上，距离2008年的估值低点仍有差距，但历史数据表明，估值低于目前水平的可能性约为5%(估值分位数³)，继续下跌是小概率事件。

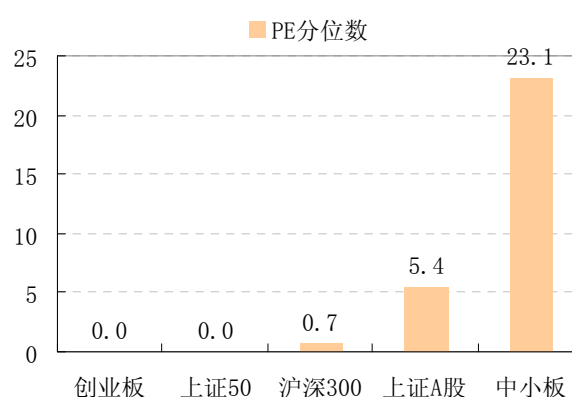
(2) 分结构看，大盘股低估十分明显。上证50和沪深300的估值水平已经达到或者逼近2008年的历史低点。

(3) 分行业看，部分行业的估值均低于历史平均水平，行业不存在明显的高估。

图5：上证A股PE低历史均值低1个标准差以上

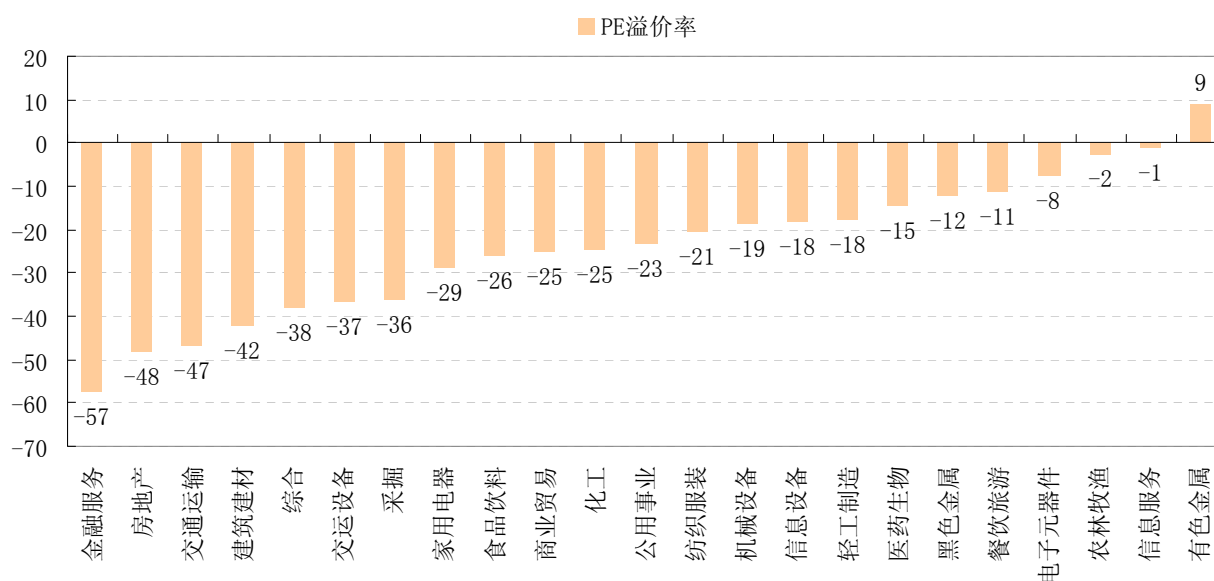


图6：上证50和沪深300估值已在历史低位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：大部分行业当前PE水平低于历史均值



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

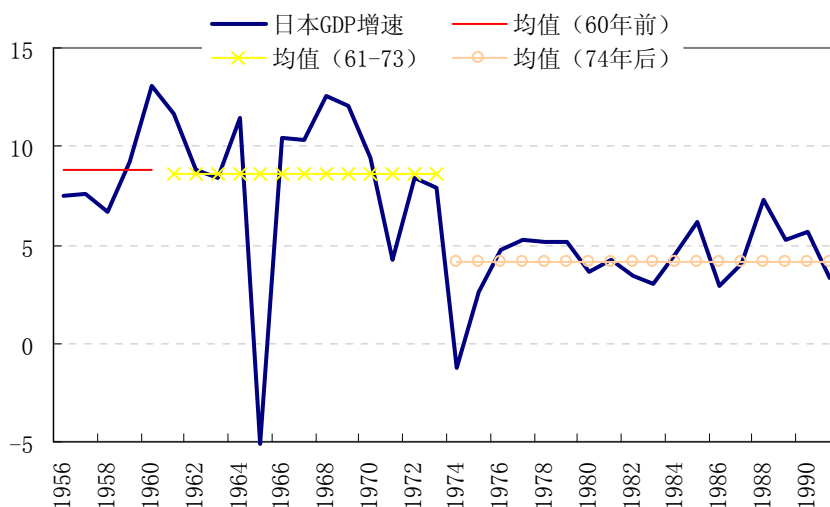
³ 估值分位数衡量历史上估值低于当前水平的概率，可视为进一步下跌的可能性。创业板当前PE处在历史最低水平，估值分位数为0，但不代表创业板当前估值水平较低，因创业板上市时间较短，上市至今PE一直呈下降趋势。

二、市场环境：经济软着陆，通胀软触顶；盈利增速放缓，流动性偏紧

（一）长期前景：高增长，通胀中枢上移，投资驱动不改

在悲观中市场对中长期经济前景的信心也容易动摇，我们因此也对中期经济的中长期前景进行了梳理，3个主要结论是：（1）转型期经济增长中枢不会下滑，保持高增速完全可能；（2）由于劳动力成本的上升，通胀中枢确实可能上移；（3）投资驱动的增长模式短期中难以改变。我们对转型的基本认识是：经济转型是劳动力成本上升内生推动的结果。

图8：日本转型三阶段的经济增速



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

表2：日本经济增长来源的分解

时期	经济增速	来自技术进步	来自资本积累
1960-1973	7.2%	6.5%	2.3%
1973-1983	2.2%	0.8%	2.1%
1983-1991	3.6%	3.7%	0.2%
1991-2000	0.5%	0.3%	1.4%

注：此处的经济增速为人均GDP增速。

数据来源：Hayashi和Prescott（2002），广发证券发展研究中心

图9：韩国转型三阶段的经济增速

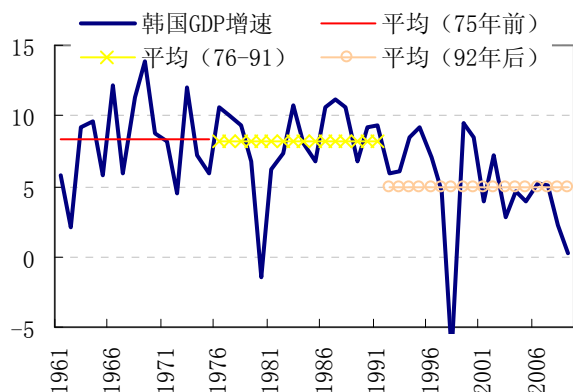
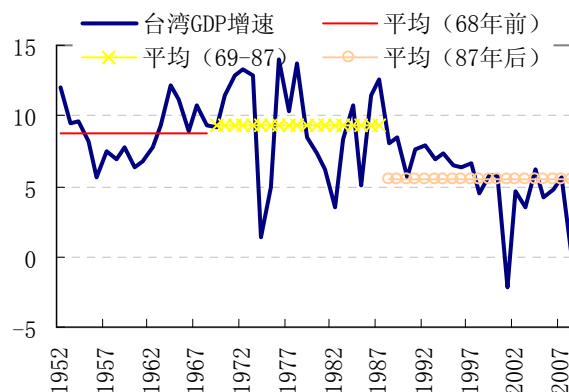


图10：台湾转型三阶段的经济增速

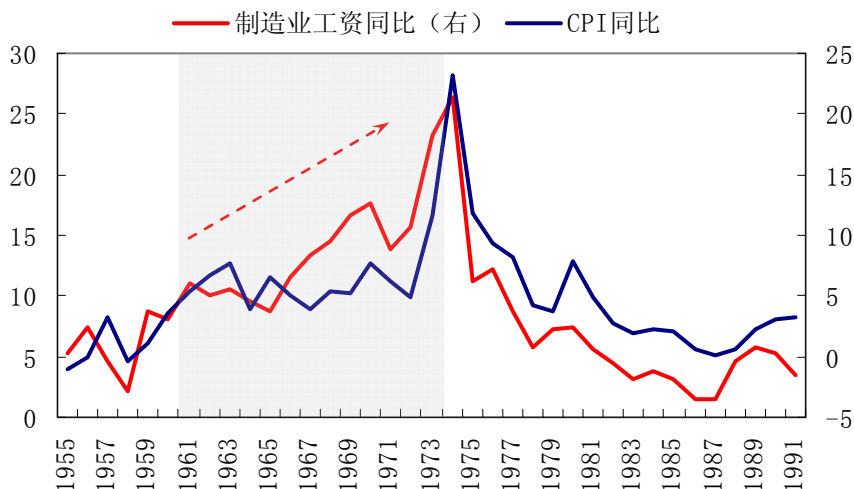


数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

第一，劳动力成本上升推动的转型期，经济增长中枢不会下滑。日本、台湾和韩国的经验无法支持“转型=经济下滑”的结论。从需求端看，中国区域经济发展不平衡，城市化（尤其是中西部地区）仍处在加速阶段，需求依然旺盛。从供给端看，劳动力成本上升倒逼企业提高经营效率，宏观上表现为全要素生产率（TFP）增速的加快，在相同的要素水平下，生产率提高亦可维持较高的增速。

第二，由于劳动力成本的上升，通胀中枢确实可能上移。工资推动通胀中枢上移在日本的历史经验上得到了验证。中国经济快速增长阶段的通胀率，与日韩高速增长阶段相比，确实也显得“过低”。

图11：日本在转型中工资增速和通胀率显著上升



数据来源：日本统计局，CEIC，广发证券发展研究中心

表3: 中国高增长时期的通胀率显著低于日韩

	日本 (60-72)	韩国 (82-96)	中国 (97-09)
GDP: 平均	8.9	8.5	9.6
CPI: 平均	5.6	5.2	1.3
CPI: 最高	13.1	11.1	4.8
CPI: 最低	3.6	2.3	-1.5

数据来源: Huang (2010), 广发证券发展研究中心

图12: 日本转型中的消费率和工资占比

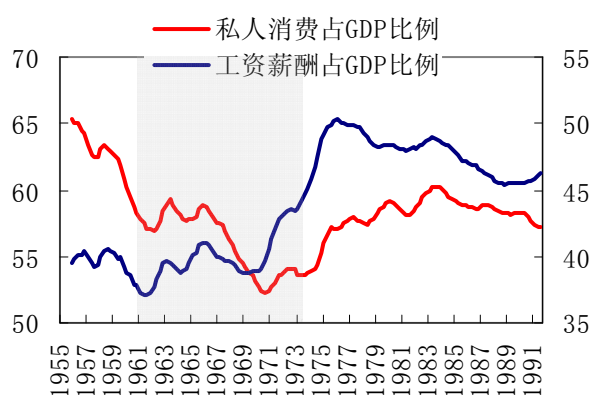
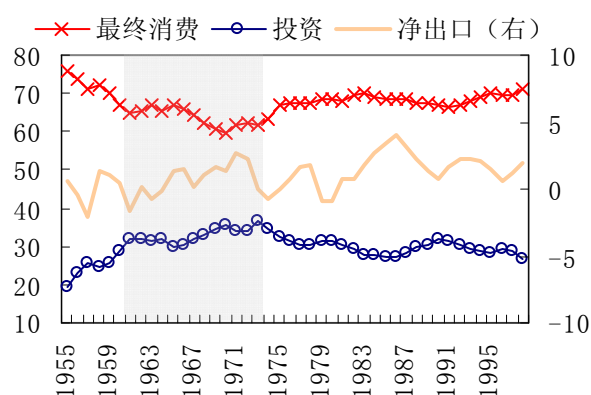


图13: 日本转型中投资比重仍进一步上升



数据来源: CEIC, 日本统计局, 广发证券发展研究中心

第三, 投资驱动的增长模式短期中难以改变。工资上涨, 劳动收入在总收入中的占比上升, 并不会马上导致消费率的上升。为何? 企业通过提高生产率等手段仍然可以维持较高的资产回报率, 投资仍然具有吸引力, 消费者也就愿意放弃当前消费进行储蓄和投资以获取更高的回报。因此投资仍将是

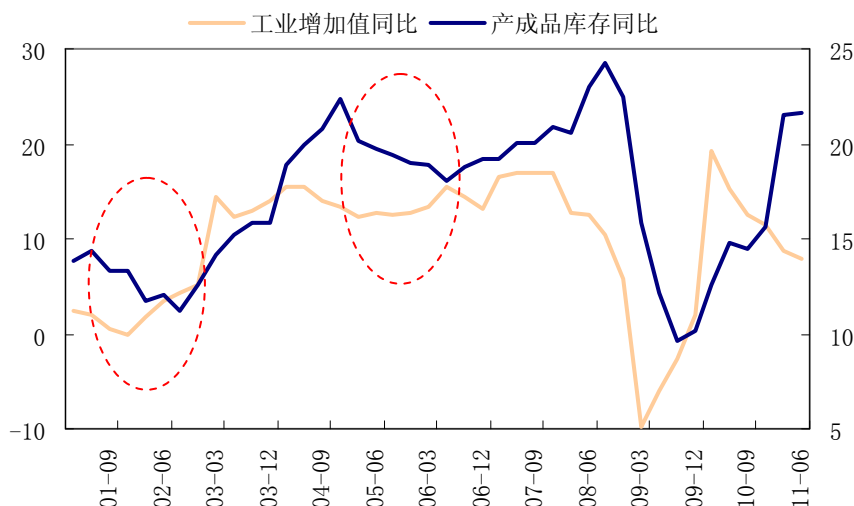
中国新一轮经济周期的主要驱动力。

（二）短期前景：经济软着陆，通胀软触顶

下半年经济将实现软着陆，触底后回升的力度也将对温和：（1）去库存不会导致增速大幅下滑；（3）下端风险可以通过保障房和水利等基础设施建设对冲；（3）未来回升的动力看制造业。

第一，库存增速下降≠经济增速下滑。2001年中工业库存增速下滑，工业增速反而上升；2005年中库存增速下滑，工业增速保持稳定。数据显示流通领域生产资料和耐用品库存的绝对和相对水平（库存订单比）都不高。生产领域中，工业企业产成品库存增速较高，但库存销售比较低。上市公司（剔除金融地产）一季报的库存周转天数虽然有所上升，但仍低于历史平均水平。因此制造业和流通领域库存消化时间较短，去库存对经济增速影响有限。

图14：库存增速下降≠经济增速下滑



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图15：流通领域生产资料库存呈下降趋势

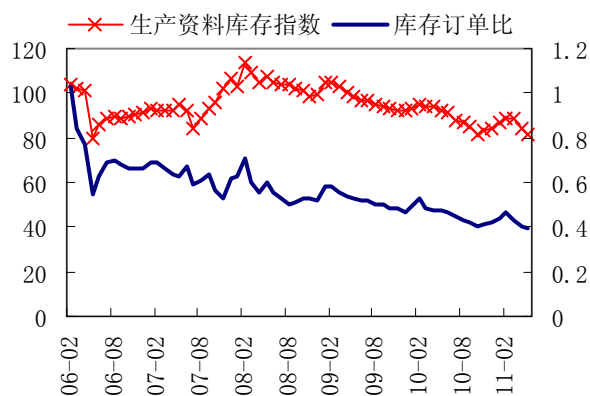
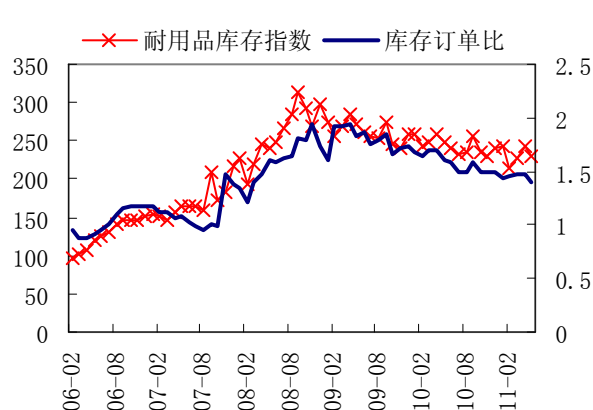
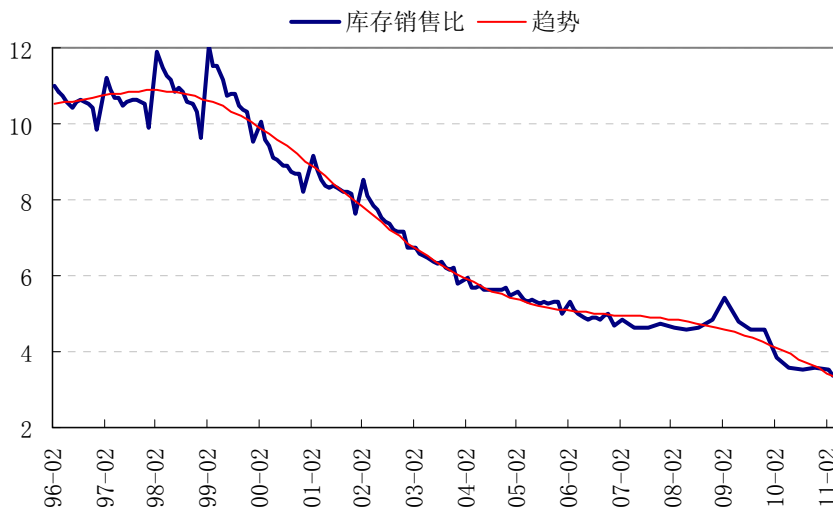


图16：流通领域耐用品库存呈下降趋势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图17: 工业企业产成品库存销售比处于均衡水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: A股存货周转天数（非金融）

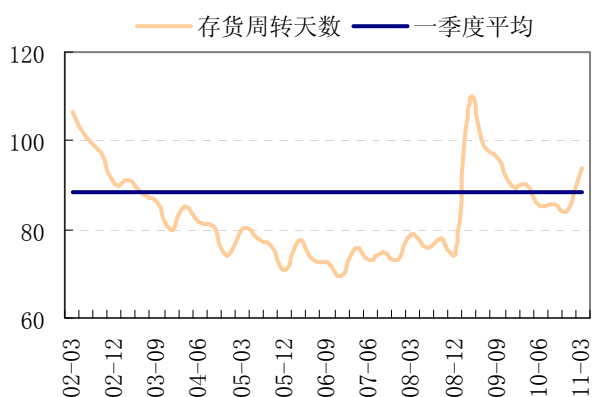
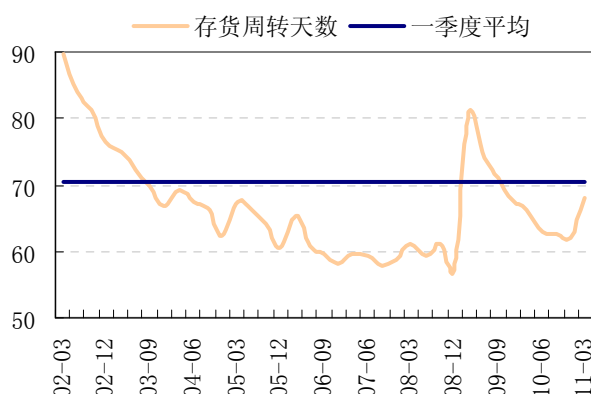


图19: A股存货周转天数（非金融地产）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

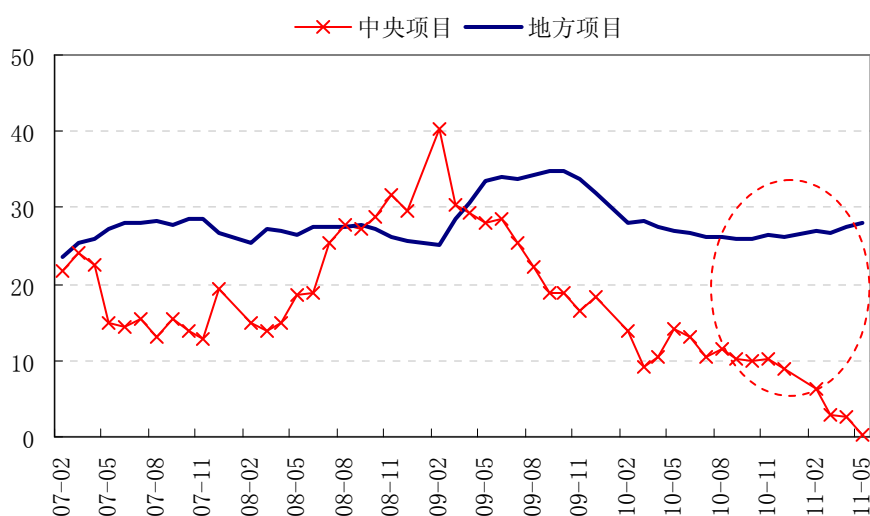
第二，经济增长的下端风险可以通过保障房建设和水利等基础设施建设对冲，政策仍有较大的调整空间。 三季度将成为开工相对集中的时间窗口，市场此前对保障房建设资金的担忧缓解：央行数据显示一季度保障房开发贷增速较同比房地产开发贷增速高出34.8个百分点；发改委《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》明确规定地方投融资平台可通过债券融资，优先用于保障房建设。从政策调整空间来看，中央项目投资具有明显的逆周期特征，其同比增速已降至0附近，显示也有较大的调整空间。

第三，未来回升的动力看制造业。 我们仍然认为制造业投资加速，制造业投资增速超过非制造业是新一轮周期开始的标志。我们对制造业投资增速保持乐观：（1）2007年以后制造业投资增速持续低位，产能投入相对不足，

随着经济回归常态，需要更多的产能释放；（2）制造业向中西部转移促进制造业投资；（3）劳动力成本上升，企业为了提高效率需要持续增加机械等方面的投资。

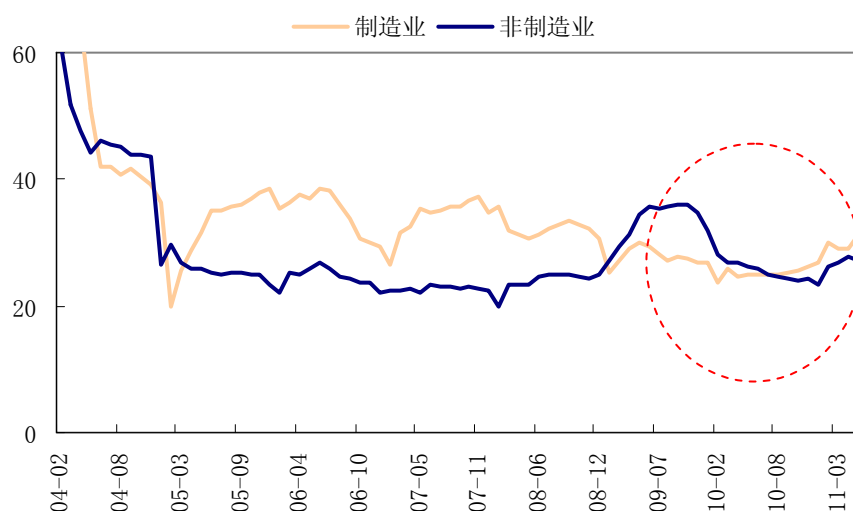
但预期未来经济回升的力度也相对温和：信贷增速正常化，企业扩张更需要自有资金的积累，内生性的增长相比政策性的刺激要缓慢；经济短期中要实现大幅增长，也受到供给端（如缺电）的制约。

图20：中央项目投资增速显示财政政策有较大的调整空间



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图21：制造业投资顺周期，非制造业投资逆周期



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

前期需求的回落终将带动通胀下行，预期三季度通胀有所回落但保持高位，四季度回落相对明显。

需求回落有两个方面，一是实际需求，表现为GDP增速的下滑；二是货币需求，表现为货币增速的下滑。从2005年的经验看，货币需求下降对通胀的影响十分明显。三季度CPI翘尾因素仍然较高，猪肉和灾害天气等供给冲击的影响仍有延续性，因此通胀明显回落要等到四季度。

图22：实际需求领先于CPI

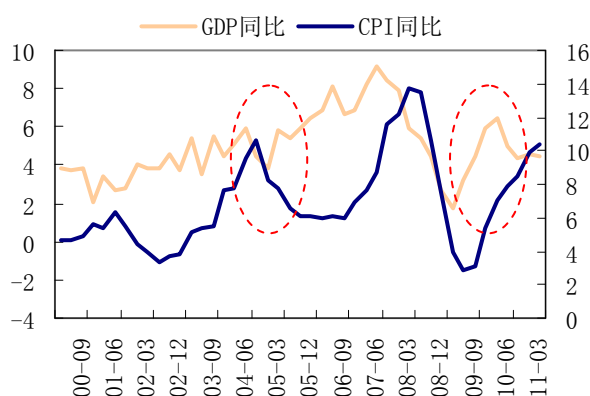
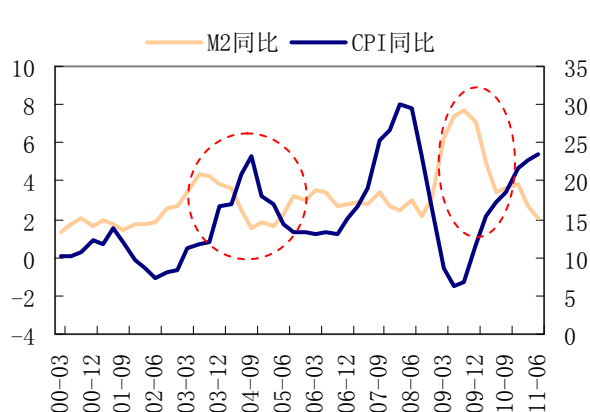
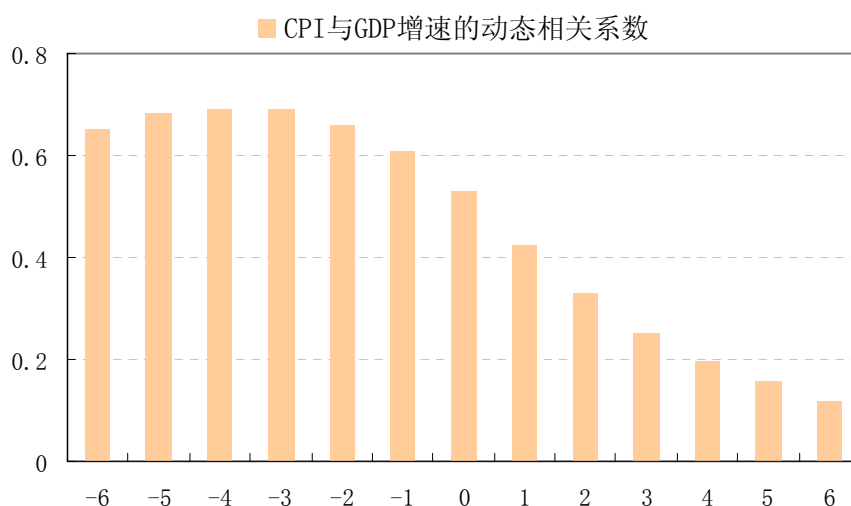


图23：货币需求领先于CPI



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图24：实际需求变化领先CPI 3-4个季度



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

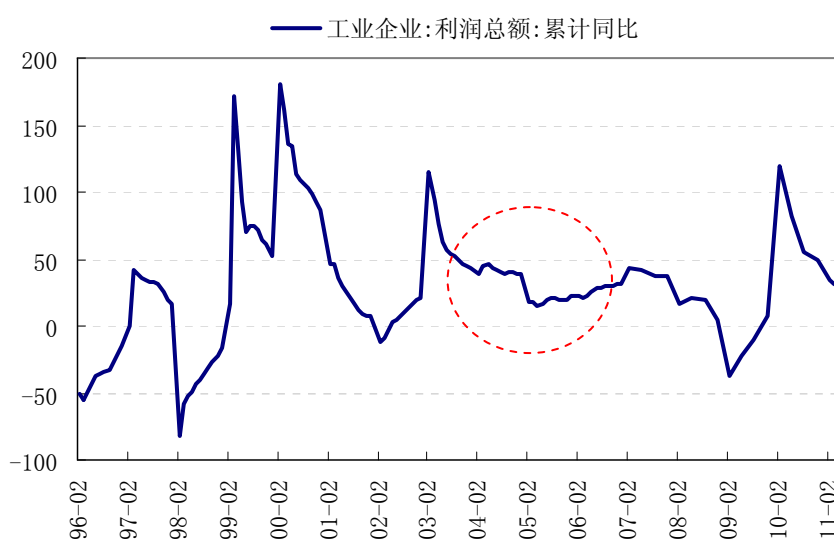
（三）盈利前景：增速温和放缓，盈利预测有下调风险

由于经济和价格不会大幅下滑，意味着宏观上企业面临的量和价不会大幅下滑，因此盈利也不会大幅下滑。这一点与2004-2005年的情况类似。

类似的，只要经济部大幅滑坡，A股市场整体盈利不会出现类似2008年时的急剧大幅下调。

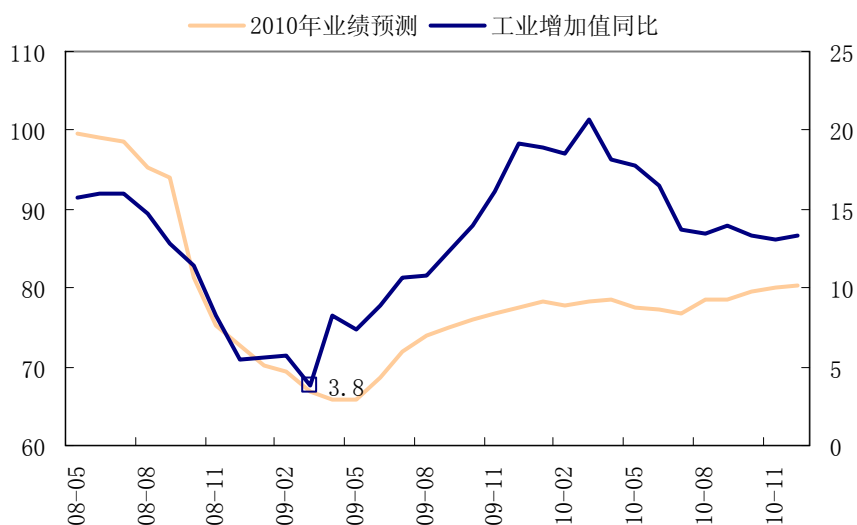
但非金融企业业绩增速下调的可能性较大。逻辑如下：

图25：需求不出现大幅滑坡，企业利润增速温和下滑



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图26：2008年经济大幅下滑，盈利大幅下调



数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

(1) 当前一致预期的A股（非金融）企业2011年净利润增速约为28%，根据工业企业与A股利润增速的关系，隐含的工业企业利润增速约为43%。

(2) 中性假设2011年GDP名义增速与去年持平（约17%），工业企业收入增速取决于名义GDP增速，得到2011年工业企业收入增速约为27%。

(3) 在收入增长27%的条件下，要使工业企业利润增速达到43%，工业企业的收入利润率需达到7%，而实际的收入利润率从未达到这么高的水平！

因此A股2011年净利润增速下调将是大概率事件。保持其他条件不变，在中性乐观的情况下，假设工业企业2011年收入利润率与2010年底持平（6.22%），对应的工业企业利润增速约为27%，相应的A股（非金融）企业利润增速将降至14%，在金融行业业绩预测保持稳定的情况下，全部A股的净利润增速将由预期的28%下降至20%附近。

图27: A股与工业企业利润增速高度相关

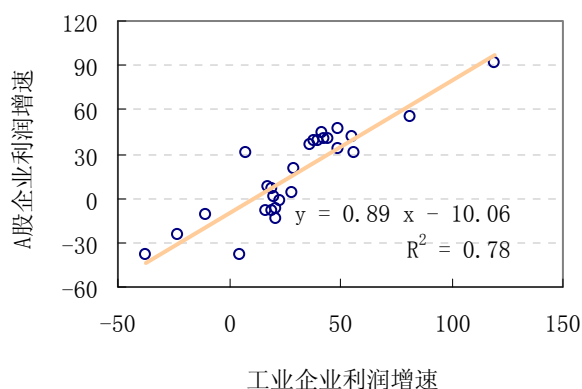
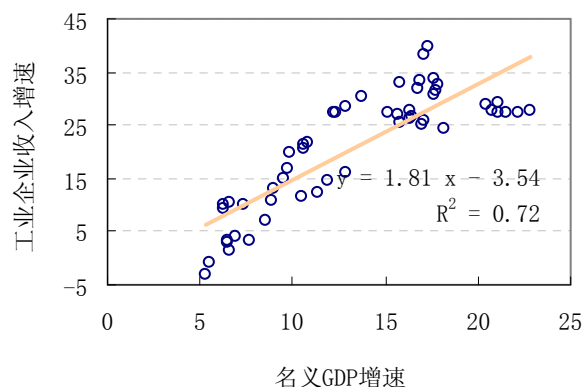
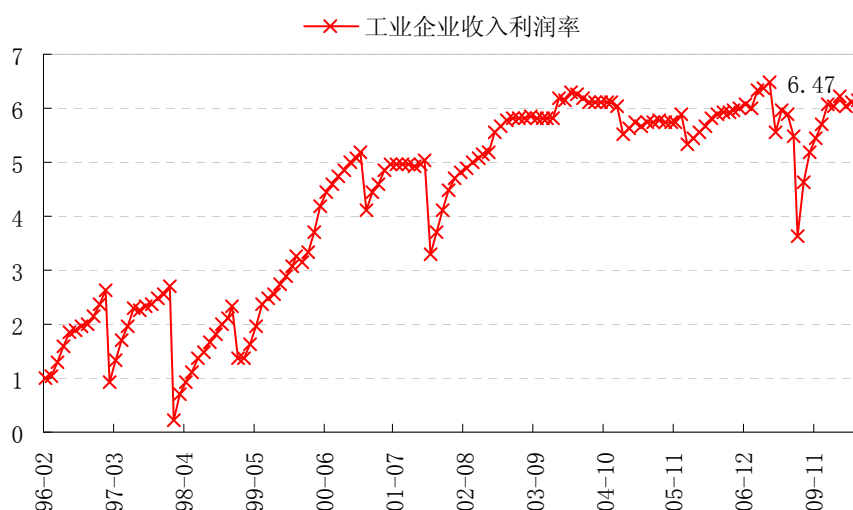


图28: 名义GDP与工业企业收入增速高度相关



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: 工业企业收入利润率从未超过6.5%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（四）流动性：资金面到了最紧张的时期

外部流动性方面，贸易顺差料将收窄，FDI暂未看到大幅增长的迹象，虽然人民币升值仍可能保持较快步伐，但QE2结束后，全球流动性从过度宽松回归常态将是大势所趋，外资加速流入的可能性较小。

内部流动性方面，按照7-7.5万亿的信贷规模，M2增速将稳定在16%附近，不太可能出现大幅回升。由于M2增速相对稳定，除非流动性偏好发生大的改善，M1增速也难以出现大幅的反弹。宏观流动性中性偏紧。

随着政策持续紧缩，资金面已经到了最紧张的时期，资金价格大幅飙升。从资金供求看，三季度公开市场资金投放量仅为8000亿左右，远远低于二季度约20000亿的水平；由于通胀保持高位，负利率局面难有改善，而经济对资金需求相对旺盛，预期银行间资金价格将保持较高的水平。

图30：银行间加权平均利率飙升

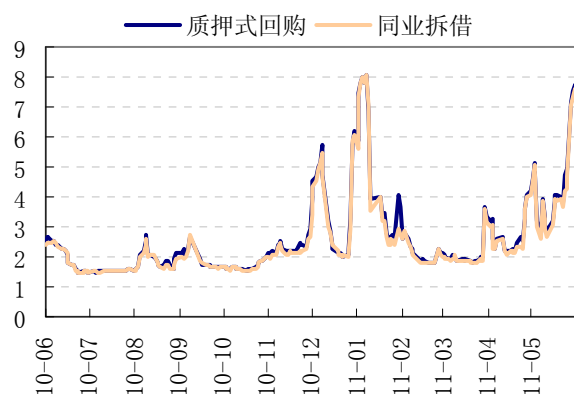
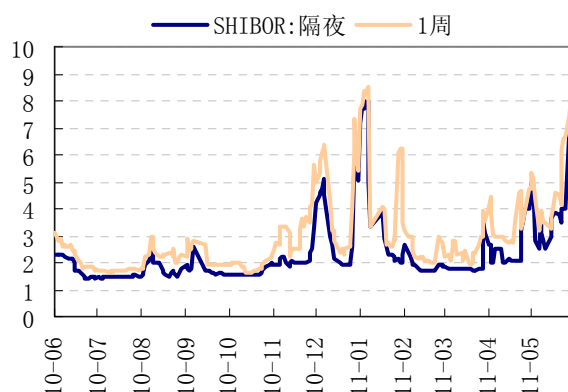


图31：SHIBOR创新高



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图32：票据直贴利率大幅上升

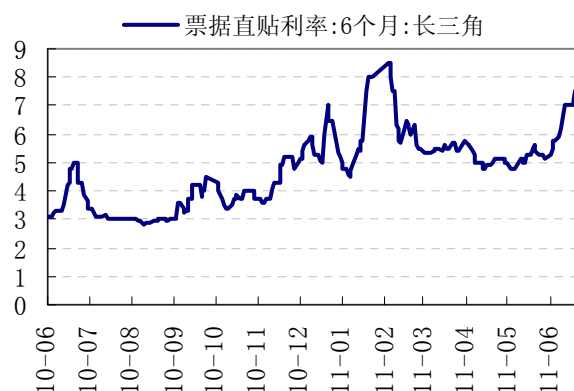
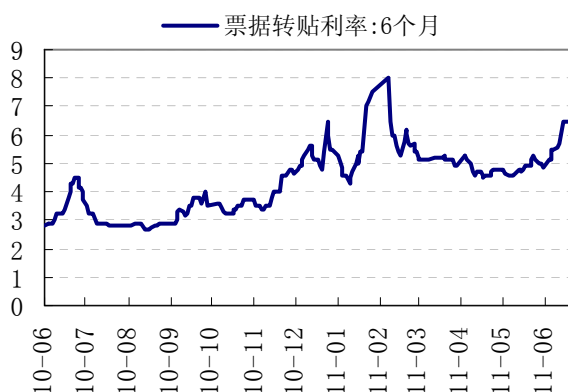
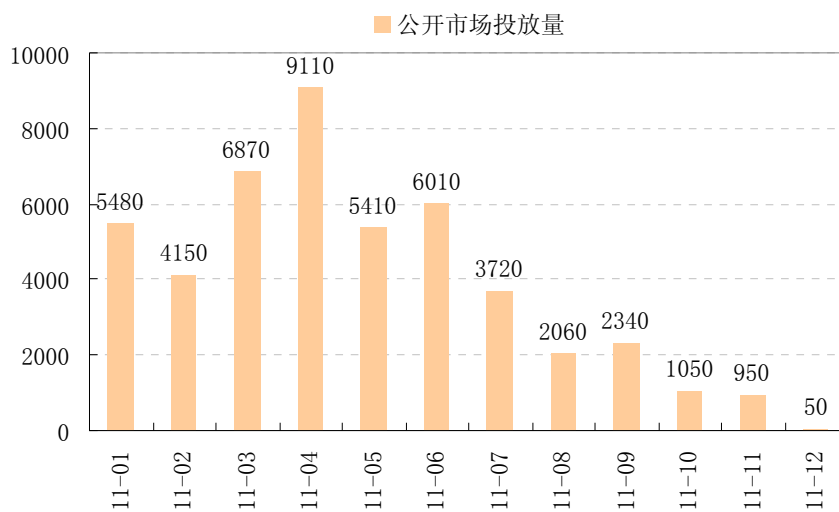


图33：票据转贴利率大幅上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图34：三季度公开市场投放量降至8000亿左右



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、市场展望：从绝望走向希望

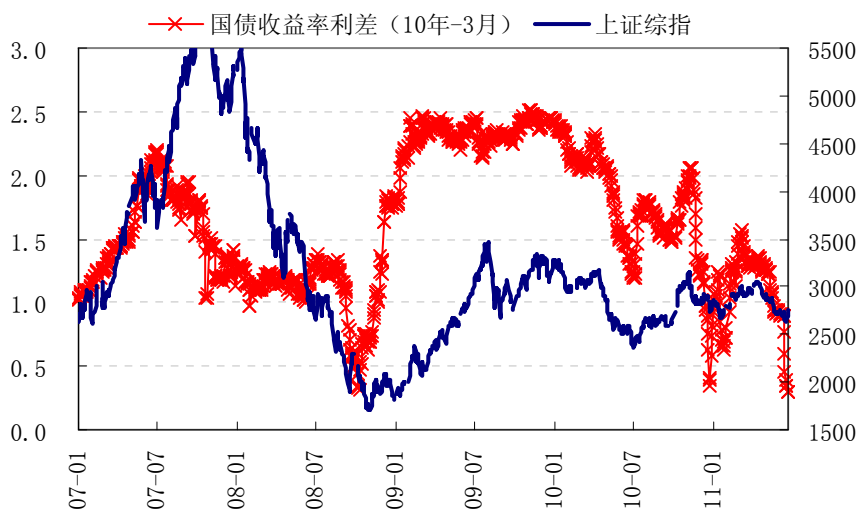
（一）最坏的时刻或已过去，2600是中期相对坚实的底部

总之，当市场下跌至2600点附近，我们观察到各项关键指标的变化如下：

- （1）极高的股权风险溢价；
- （2）极度悲观的投资者情绪，可通过IPO首日涨跌幅和市场换手率衡量，极度乐观或悲观的投资者情绪往往是市场的反向指标；
- （3）极高的资金价格，显示流动性高度紧张；
- （4）作为各种悲观预期的综合反映，长短期国债收益率利差创新低。

据此我们认为市场已经反映了十分悲观的预期，因此2600点附近将是中期相对坚实的底部。随着反弹的到来，最坏的时刻或已过去。

图35：悲观预期的综合反映：利差下降到历史最低



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表4：股市周期

股市周期	市场表现	驱动力	基本面变化
绝望	从顶部跌至底部	估值崩溃	经济指标恶化，产出缺口上升但很快下降
希望	从底部反弹	估值提升	经济逐步见底，产出缺口继续下降
增长	不确定	盈利增长	增长高于潜在水平，产出缺口上升
乐观	上涨	估值+盈利	收益率曲线开始平坦化

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）但，走出底部需要时间

市场真正走出底部仍然需要时间，当前的底部呈U型的可能性比较大。

第一，底部的形态取决于估值水平的变化。根据股市周期模型（参见年度策略《超调与回归》），市场可以划分为“绝望”、“希望”、“增长”和“乐观”4个阶段，各阶段的推动力分别是估值崩溃、估值提升、盈利增长以及估值和盈利的共同推动。市场底部对应的是“绝望”走向“希望”的过程，起主导作用的正是估值水平。目前盈利增速仍在下滑中，也无法成为扭转市场趋势的决定因素。

第二，估值底与经济底相关。从A股市场的历史表现我们发现，估值底和经济底的变化相关，估值的变化领先或者同步于经济变化。2005年经济U型回升，估值与经济同步；2008年底经济V型反转，估值和市场底部同样呈V行，且领先于经济。按照我们的理解，经济的V型反转往往是政策刺激的结果，政策利好的信号提振市场信心，估值先于经济触底；经济的U型回升多为内生增长推动，市场信心随着经济增速逐步改善，从而在估值上变现为与经济同步。

第三，当前市场的底部呈现U型可能性较大。

（1）2005年998点的底部呈U型，市场走出底部是基本面、流动性和制度完善等多方面共同作用的结果，随后形成了两年的大牛市。

（2）2008年底1664点的底部呈V型，市场走出底部的主要推动力是四万亿的政府刺激计划，

（3）2010年7月份2319点的“底部”呈V型，走出底部的主要推动力是流动性，可以观察到M2增速在下降趋势中出现几个月的反弹。

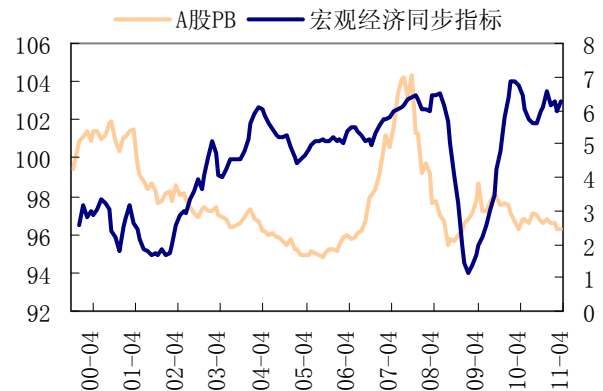
总结市场在以上底部区域的表现，**我们认为推升市场估值使市场走出底部的因素包括：政策、流动性和基本面。**如前所述，我们预期经济不会出现大幅滑坡，同时通胀仍处在高位，政策出现明显放松的可能性不高；类似的原因，流动性也不会明显的改善；那么就剩下基本面因素了，我们同样预期经济未来的回升是相对温和的。因此目前暂时看不到强有力的因素，可以推升市场在短时间里走出底部。

第四，底部是U型还是V型，对行业配置影响重大。V型底中经济下滑和回升较快，经济周期性明显，适用自上而下的配置方法；U型底中经济增速变化温和，使用自下而上的配置方法更加合理。由于预期经济增速降缓降升，我们认为应当转换思路，更多地从盈利、估值、行业景气变化和市场规律等方面自下而上地考虑配置，而不必在“周期”还是“消费”之间纠结。

图36: PE底部与经济底部相关



图37: PB底部与经济底部相关



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表5: 市场底部及其特征

市场底部	998	1664	2319	?
底部形态	U	V	V	U (?)
时间	2005.6	2008.10	2010.7	当前
经济增速	10.8%	7.6%	10.3%	
经济趋势	上升	很快触底回升	下降	下降
CPI 增速	1.6%	4%	3.3%	
通胀趋势	温和, 后上升	下降	上升	高位
M2 增速	15.7%	15%	17.6%	
流动性趋势	上升	低点, 后大幅上升	下降趋势的反弹	相对低位
走出底部的推动力	流动性改善 制度改革 (股改)	四万亿投资刺激	流动性改善	等待经济增速回升

数据来源: 广发证券发展研究中心

(三) 市场在预期纠偏中反弹, 盈利下调带来调整压力

我们预期7月份市场有望延续反弹。反弹的要素和特征如下:

(1) 反弹动力: 悲观预期的纠偏。

对经济下滑的担忧和上升的通胀率在今年以来持续抑制市场估值, 国债利差创新低综合体现了市场预期的悲观程度, 然而中国经济的实际表现却超出市场预期, 我们观察到中国经济意外指数大于0。

近期的一些积极信号有助于缓解悲观预期, 两个关键信号是: 发改委关于地方融资平台可发债支持保障房建设的规定缓解了市场对经济下滑的担

忧；温总理表态物价可控未来将稳步回落，降低了市场的通胀预期。

预期纠偏推动情绪好转，情绪好转推动估值修复。

(2) 反弹可持续性：反弹的可持续性受到7月份公布的上半年经济数据的制约，如果经济增长数据符合或超出市场预期，则有望支撑反弹，其中我们重点关注工业和投资增速，货币增速的变化则反映货币政策的松紧。

(3) 反弹风险：盈利下调是我们较担心的风险点。

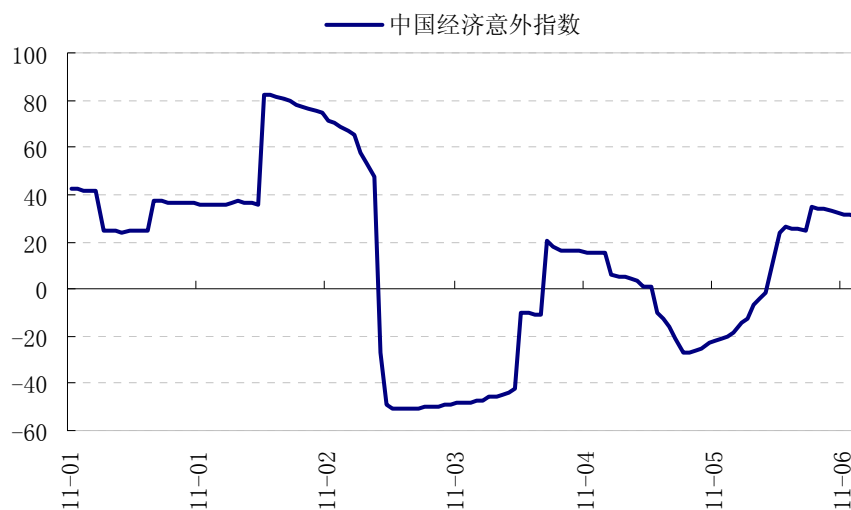
(4) 时间判断：7月份市场有望延续反弹趋势，接近8月份中报密集披露时期，市场面临调整风险。

表6：近期影响市场的积极信号

信号	相关主体	事件	对市场影响
信号 1	银监会	银监会发布《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》，推出加强对中小企业融资支持的 10 项措施（6 月初）	缓解经济 下滑担忧
信号 2	财政部	今年中央政府代发的地方债开始发行，首期发行 504 亿元，今年地方债所募集资金将优先用于保障房建设（6 月 21 日）	缓解经济 下滑担忧
信号 3	发改委	发改委下发《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》，明确规定地方投融资平台可通过债券融资，优先用于保障房建设（6 月 22 日）	缓解经济 下滑担忧
信号 4	发改委	媒体报道，发改委等部门已将目前汽车消费市场的低迷状况上报给国务院，申请调整或取消各地限制汽车消费的政策，国务院对此报告的批复正在进行中（6 月 24 日）	缓解经济 下滑担忧
信号 5	温总理	温家宝总理在英《金融时报》上发表署名文章称，中国整体价格水平处于可控范围内，并预计将稳步回落（6 月 24 日）	降低通胀预期
信号 6	IEA	宣布未来 30 天将释放 6000 万桶石油储备，受其影响油价大幅下跌	降低通胀预期
信号 7	财政部	7 月 1 日起下调成品油等商品进口关税（6 月 25 日）	降低通胀预期
信号 8	大股东	大股东增持较频繁	增强市场信心

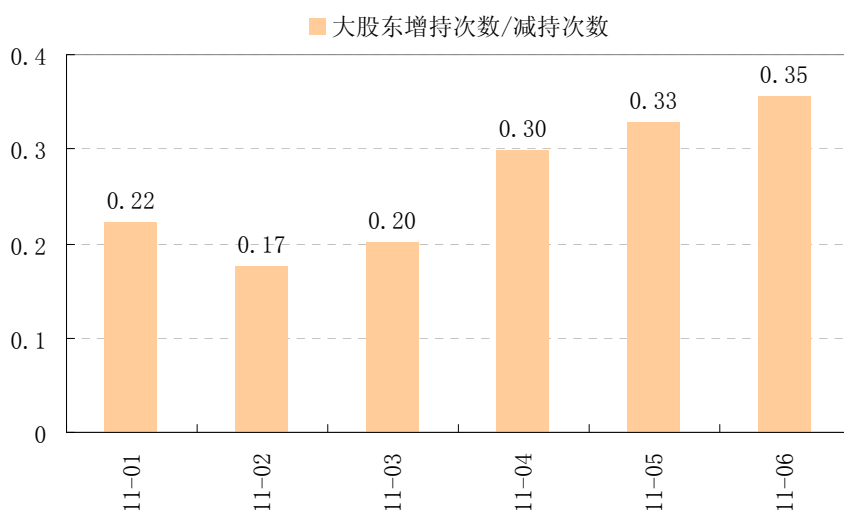
数据来源：广发证券发展研究中心

图38: 近期经济数据超出市场预期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图39: 近期大股东增持频繁



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

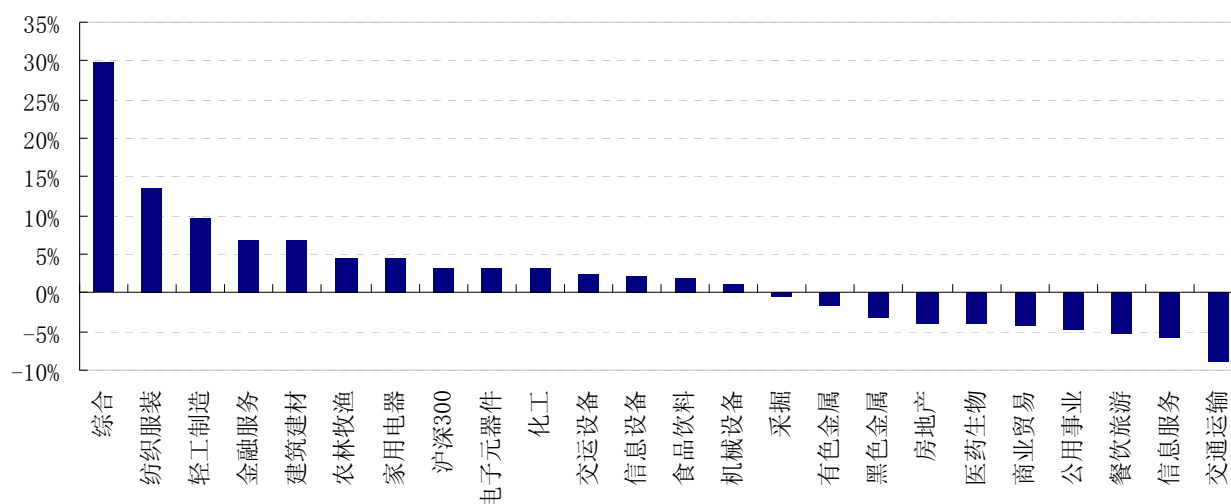
四、配置建议：自下而上，务实而为

自上而下地看，经济悲观预期的纠偏（预期经济从很坏到没那么坏），对市场的推动作用于经济复苏类似（预期经济从谷底到开始变好），因此周期性行业受益较大。预期的好转将直接推升估值，从而估值提升空间较大的行业受益更明显。因此在风格上，首先受益的将是前期超跌品种和价值股；成长股的机会还需等待经济回升的信号；由于经济变动相对温和，供给约束也降低了部分周期股的波动程度，周期与非周期风格之间的优劣相对模糊。

建议更多从自下而上的角度考虑行业配置，首选具备较好的盈利基础、估值提升空间较大，行业景气持续或者改善的行业，建议超配建筑建材、机械、家电、证券、农业（养殖和饲料）；相对看好地产和汽车。

第一，盈利角度。在理性的市场中，盈利预期的变化会影响股价走势。但在不同的市场氛围下，影响股价的短期因素各有不同，因此，预期的变动有可能得不到及时（充分）反映。可以根据盈利预期的调整，寻找股价尚未充分反映的行业。今年以来，业绩上调幅度最大的行业是：纺织服装、轻工、金融、建筑建材、农业和家电。

图40：年初至今各行业的预测净利润（2011）调整幅度



数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

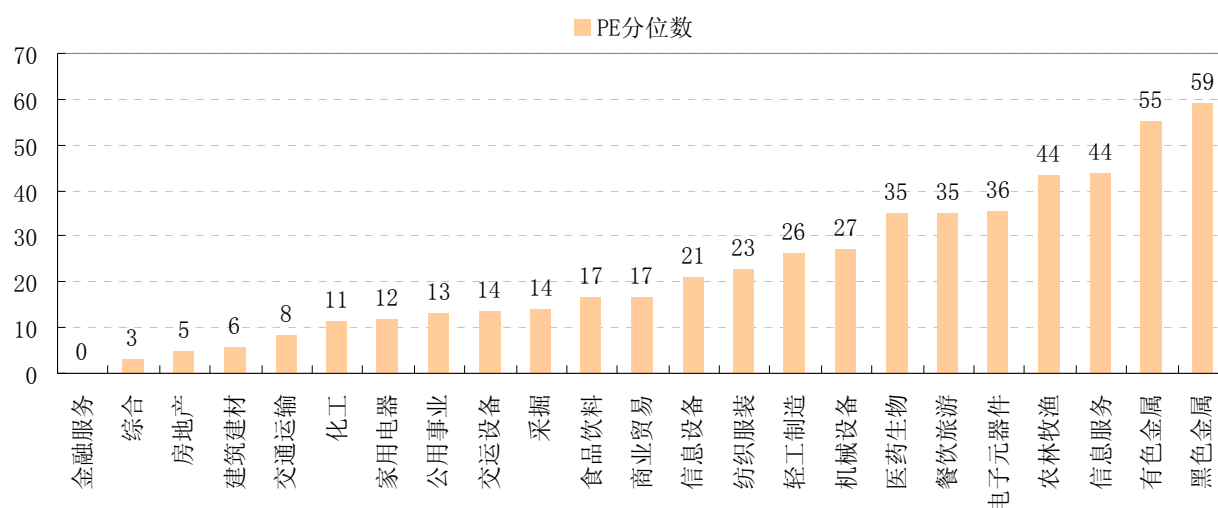
第二，估值角度。估值溢价率较低的行业（低于均值幅度较大）具有更大的提升空间；估值分位数较低的行业下跌的可能性较小，从而具有更高的安全边际。估值提升空间较大的行业是：金融、地产、交运、建筑建材和交通运输设备；安全边际较高的行业是：金融、地产、建筑建材、交运和化工。

第三，市场规律。我们统计了过去三次市场从底部反弹后两个月里的行

业表现，发现了一些简单的规律：（1）中上游行业表现相对较好，如建材、有色、机械等行业总能取得较好表现，这与以投资拉动为主的增长模式相关；（2）下游行业也不乏亮点，如电子、家电、农业、医药、商贸和餐饮旅游等，这些行业多具有较高的成长性；（3）房地产、金融等权重股在市场反弹中往往表现落后，银行、石油石化等大市值行业甚至会成为行情见顶的反向指标；（4）典型的防御行业食品饮料和交通运输表现相对较差。

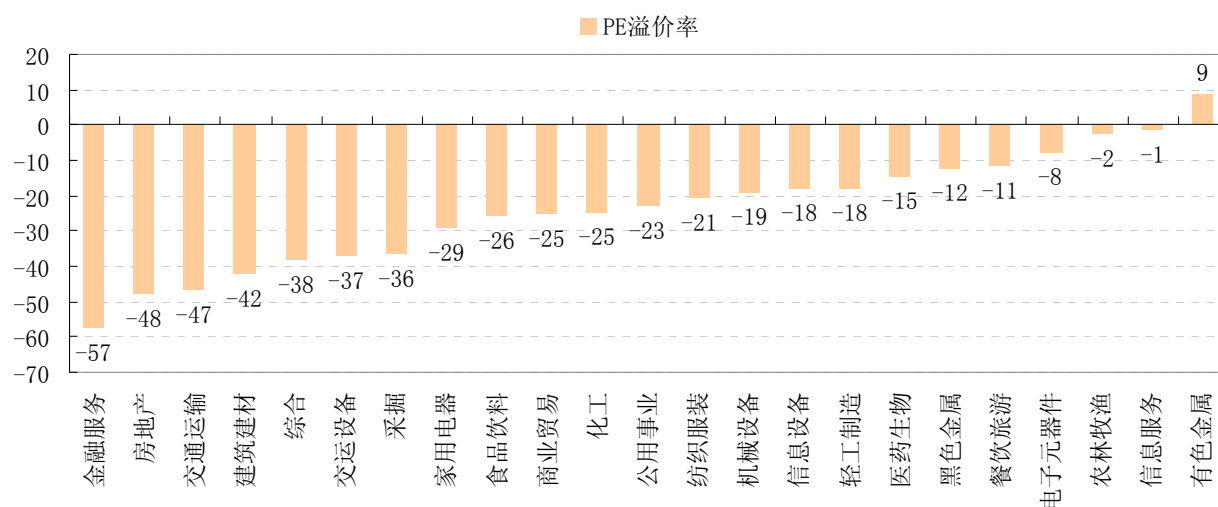
（详细行业配置内容请参见下半年行业配置报告《突破传统，务实而为》）。

图41：近4周行业业绩调整幅度



数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

图42：近4周行业业绩调整幅度



数据来源：朝阳永续，广发证券发展研究中心

表7：配置建议

行业	状态	投资要点	推荐子行业
建材	超配	下半年保障房、水利建设等继续拉动需求；企业盈利确定	水泥、玻纤
机械	超配	受益于投资增长，销量有望回升；长期增长行业	工程机械
家电	超配	盈利增长稳定，景气持续	白电
农林牧渔	超配	部分农产品价格持续上涨，三季度有望延续	畜禽养殖、饲料
非银行金融	超配	下半年股市成交量回升，带动企业业绩回升	证券
汽车	标配	关注三季度销量回升、行业政策的变化	零配件
煤炭	标配	价格维持高位，盈利超预期和整合带来机会，估值具备优势	动力煤
房地产	标配	房价下降带来销量回升，保障房建设稳步推荐缓解调控压力	区域龙头
纺织服装	标配	业绩确定性大，受益于估值水平的提升	品牌服饰
电子元器件	标配	通胀回落，缓解成本压力；日本地震冲击影响逐步消除	智能终端
有色金属	标配	大宗商品价格上行空间有限，关注产业整合	稀有金属
石油石化	标配	成品油定价机制改革利于炼油行业	炼油
建筑	标配	政策扶持带动水利工程行业增长	水利工程
轻工制造	标配	通胀带来的成本压力，人民币升值对子行业影响各不相同	造纸
基础化工	标配	产品价格低迷，关注三季度库存变化与价格回升	纯碱、MDI
电力设备	标配	特高压的建设进度很可能会慢于国家电网之前的计划	电力电子
国防军工	标配	主要是整合主题	
商贸零售	标配	短期消费数据难以乐观，等待购物卡政策的影响消除	百货
餐饮旅游	标配	关注旅游行业规划政策的出台	景区
医药	标配	关注中报继续快速增长的公司	
食品饮料	标配	部分龙头企业释放业绩动力增加，关注中报业绩及后续提价活动	白酒、乳品
银行	标配	业绩有保障，但资本充足率新规影响行业预期	股份制银行
电力及公用事业	标配	关注通胀回落背景下的电价上调	电力
钢铁	低配	价格持续低迷，关注保障房建设对长材的需求	
通信	低配	运营商投资增速较低，关注业绩回升	
计算机	低配	关注公共部门的服务需求	
传媒	低配	行业整合带来机会	
交通运输	低配	新通车高铁对公路与航空产生负面影响，关注物流行业机会	
综合	低配		

数据来源：广发证券发展研究中心

五、十大金股

我们推荐2011年第三季度的十大金股如下：

保利地产、中天城投、格力电器、上海汽车、三一重工、中联重科、中国建筑、中恒集团、东方锆业、张裕A。

表8：2011年三季度十大金股

	推荐理由	价格	EPS10A	EPS11E	EPS12E	目标价
保利地产	凭借主流产品定位、随行就市的定价策略、快速周转的开发模式、以及突出的执行力和品牌美誉度，公司在弱市下的优势将更明显	10.6	0.83	1.35	1.80	12.5
中天城投	贵阳房地产龙头、“资源型”公司最佳代表、估值低	16.4	0.61	1.22	1.81	22.5
格力电器	格力作为空调行业龙头，品牌美誉度高，目标客户价格敏感度低，公司成本转嫁能力超强，估值低，实际上行业需求旺盛，未来发展空间仍然很大	23.1	1.52	2.00	2.44	36.0
上海汽车	竞争优势、增发后利润释放	18.7	1.49	2.00	2.35	30.6
三一重工	行业龙头，目前主打产品销售良好，挖掘机业务已经抢占了先发优势，未来的进口替代空间广阔	17.9	1.24	1.67	2.03	25.0
中联重科	行业龙头，目前公司已经在混凝土机械、路面机械等领域占领了行业的高点，销售情况良好，全年业绩有保障	15.2	1.21	1.61	1.95	24.0
中国建筑	以保障房为典型的“金融建筑一体化”模式将从根本上改变公司整体盈利能力，安全边际高	3.9	0.31	0.41	0.52	6.0
中恒集团	重点品种血栓通属于基本药物独家品种，又属于心脑血管类的明星品种，放量和提价，将使公司业绩出现快速提升	18.5	0.37	0.90	1.26	30.0
东方锆业	控制上游资源，今明两年业绩有望爆发式增长	39.7	0.25	1.35	1.80	54.0
张裕 A	正享受 400-700 元价位酒庄酒的快速增长	97.1	2.72	3.43	4.27	119.6

注：价格为 2011 年 6 月 29 日收盘价。数据来源：广发证券发展研究中心

广发投资策略研究小组

张海波，分析师，厦门大学金融工程硕士，2008 年加入广发证券发展研究中心。

苏舟，分析师，上海交通大学经济学硕士，2009 年入围新财富策略研究最佳分析师（团队），2011 年加入广发证券发展研究中心。

郑文琦，研究助理，上海交通大学管理学硕士，曾就职于东方证券研究所，先后从事行业研究及策略研究，2011 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq5@gf.com.cn, 021-68826753

林鲁东，研究助理，中山大学岭南学院金融学博士，2009 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：lld2@gf.com.cn, 020-87555888-696。

向玲瑶，研究助理。

广发证券——公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。