

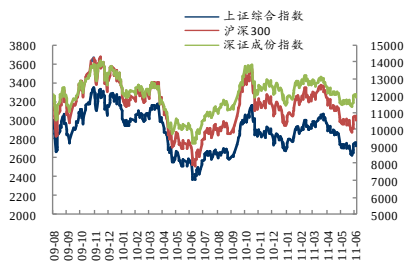


左侧伏击

研究报告-策略研究

2011 年中期投资策略

市场走势



相关报告

- 《市场震荡，“油”当别论》
——2011 年 2 季度 A 股投资策略
- 《从“新兴”到“成长”》
——2011 年 1 季度 A 股投资策略
- 《结构性机会，α 策略》
——2011 年年度 A 股投资策略
- 《寻找穿越周期的投资机会》
——2010 年中期 A 股投资策略

分析师

桑俊

SAC 执业证书编号: S0350210100013
(0755)83707385
sangj@ghzq.com.cn

邹璐

SAC 执业证书编号: S0350210090008
(0755)83707473
zoulu01@ghzq.com.cn

分析师申明

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

2011 年 A 股市场维持低位箱体震荡,乃因货币政策稳健,宏观经济尚处于新一轮朱格拉周期之初(《寻找穿越周期的投资机会》)。进入 2011 年下半年,短期而言,通胀拐点初现,但经济拐点与企业盈利拐点未至,市场仍需低位反复波动;中长期而言,在经历抑制宏观经济“类滞胀”的痛苦后,新周期初现曙光,2012 年 A 股出现趋势性拐点的机会大增。

换一个角度,即便是对股指悲观的预期,指数下跌空间不过 30%。回顾历史,对于多数顺应新经济周期的上市公司,已经无惧股指下跌了。

针对下半年的狭窄的股指波动探底,左侧伏击才能获得最大利益;针对新周期启动愈行愈近,左侧伏击才能便宜买到心水公司。

因此,我们主张——左侧伏击!

- **下半年策略主要观点:** 指数波动区间为[2400, 3200],市场维持箱体震荡,慢跌快涨是主要特征。短期,把握市场波动机会,必须依赖“左侧伏击,右侧卖出”;长期,下半年将是“伏击”成长股的良机。投资窗口在 7-8 月(通胀拐点的反弹机会)和 10 月之后(布局新周期启动的长线机会)。
- **经济: 宏观经济“类滞胀”与政策微调的边际效应。** 宏观经济正面临“类滞胀”格局,政府施政重点须从需求管理过渡到供给管理,减少经济干预,放开经济管制。下半年,通胀拐点出现,货币紧缩压力有望阶段性好转。
- **估值: 长期估值中枢下行,成长股估值溢价不会消失。** 市场整体性估值接近历史低水平,产业资本套现及对国际板的预期迫使长期估值中枢仍有一定下行空间。经济周期的大趋势暗示,传统的蓝筹股的估值将击穿 2008 年的低点,而中小板代表的新兴产业成长股,只可能是接近当时的低点。
- **盈利: ROE 趋势下行,难见拐点。** 高通胀与货币紧缩正在恶化企业的经营效率。GDP 的领先效应与杜邦分解的数据分析,ROE 的趋势性下滑在今年还难见拐点。当前市场盈利预测还未见明显下调,随着中报披露,个股将会出现分化。
- **流动性: 货币政策难言放松, A 股市场存量资金滚动。** 下半年货币紧缩政策不再加码,亦难言放松。A 股市场市场估值还不足以吸引资金大量涌入,受再融资和大小非减持影响, A 股市场总体保持供给略紧的态势。
- **投资策略: “左侧伏击”。** 资源类股票(煤炭为主)以及新消费、新能源、节能环保等为代表的成长股。具体公司详见行业中期投资报告。

目 录

经济：长期经济的“类滞胀”格局与短期政策的边际效应	2
1. 长期的经济推演：“类滞胀”格局与供给管理的政府政策	3
2. 短期的边际效应：通胀拐点已至	6
估值：长期估值中枢下行，成长股溢价不会消失	7
1. A 股长期的估值中枢在下行	7
2. 成长股估值溢价不会消失	8
3. 估值的国际比较	9
盈利：ROE 趋势回落，今年难见拐点	10
1. GDP 同比增速趋势暗示非金融企业 ROE 将持续走低	10
2. 杜邦分解的数据显示 ROE2011 年难见拐点	10
3. 盈利预测尚未见明显下调，中报之后可能会分化	12
流动性：市场存量资金滚动，供给缺口有压力	13
1. 货币政策难言放松	13
2. 金融脱媒下，A 股市场缺乏吸引力	14
3. 存量资金滚动，供求缺口压力较大	15
市场格局：流动性阶段性改善，市场阶段性机会	16
1. 货币市场流动性或阶段性好转	16
2. 证券市场相对吸引力有限，市场情绪值得关注	17
3. 市场波动区间的测算	18
市场策略：左侧伏击——资源为王，回归成长	19
1. “类滞胀”期，资源股跑赢市场	19
2. 短期市场底部来临	20
3. 长期看好成长股	20

回顾上半年的一系列看法:

国海证券策略年报《结构性机会，α策略》中观点鲜明：1) 市场估值整体水平并不显得特别昂贵，但经济周期初期，证券市场不具备牛市基础；2) 中国 A 股市场“非牛非熊”，继续维持大箱体震荡格局，重心比去年略高；3) 市场的超额收益来自新兴产业相对于传统产业的估值收缩与扩张。

1 季度，基于对历史上“政策密集期”和“政策观察期”的证券市场趋势分析，认为货币政策连续出台时，市场将会显著受压，中小市值股票是风险区；政策出现阶段性真空时，市场将出现阶段性反弹。（参见《从“新兴”到“成长”》）

2 季度，认为政策紧缩带来的经济压力可能将逐步体现，对市场表现谨慎，判断二季度持续超预期的通胀高企是潜在风险，可能诱发市场拐点出现。但是美元宽松和中东北非地缘政治将推高油价，从而使得替代能源和新能源出现机会，短期提示煤化工产业机会，长期看好光伏产业的投资机会。（参见《市场震荡、“油”当别论》）

下半年策略主要观点:

左侧伏击：市场的投资机会主要集中于 7-8 月和 10 月之后。对于长期投资者而言，今年下半年将是“左侧伏击”成长股的机会；对于交易性投资者而言，把握市场波动机会，必须依赖“左侧伏击，右侧卖出”。

中国宏观经济面临“类滞胀”格局，A 股市场短期缺乏趋势性机会。但是通胀拐点来临，流动性阶段性宽松会市场带来阶段性投资机会。

市场整体估值接近历史低点，中小板估值溢价尚存。经济周期的大趋势暗示：传统蓝筹股的估值将击穿 2008 年的低点，中小板等战略性新兴产业股的估值仍有一定下跌空间，却再难见彼时的低点；企业单季度利润率和 ROE 的拐点已经在去年中期达到高点，今年下半年难以见到向上拐点；市场流动性仍然匮乏，金融脱媒下，A 股市场的吸引力在下滑，市场波动主要受存量资金的影响。通胀拐点后，市场流动性将阶段性宽松，市场因此将迎来阶段性投资机会。

下半年证券市场的投资要点在于，把握箱体震荡波动的交易性机会，把握长期布局新兴产业的机会。“左侧伏击”是较好的投资策略，投资窗口将位于 7-8 月（通胀拐点的机会）和 10 月之后（着眼于新周期启动的机会）。

经济：长期经济的“类滞胀”格局与短期政策的边际效应

我们此前曾对整个朱格拉周期以及周期初期的分析进行详细的分析，当前的宏观经济运行态势已经明显地在经济运行和证券市场走势中得到验证：

1) 宏观经济增速在较长时间内维持低水平。经济结构转型使得短期新旧经济驱动力此消彼长，长期经济结构由重资产转向轻资产带来潜在产出水平的下滑。

2) 企业盈利维持低水平。政策危机救市之后,企业经营杠杆达到历史最高值,非金融企业 ROE 在 2010 年 2 季度达到高点后持续下行。

3) 基准利率维持相对较低水平。下半年加息 1-2 次。

4) 股票市场低水平徘徊。企业盈利缺乏持续超预期的可能,流动性难言宽松,市场欠缺趋势性行情的基础,2011 年的箱体震荡行业仍将延续。

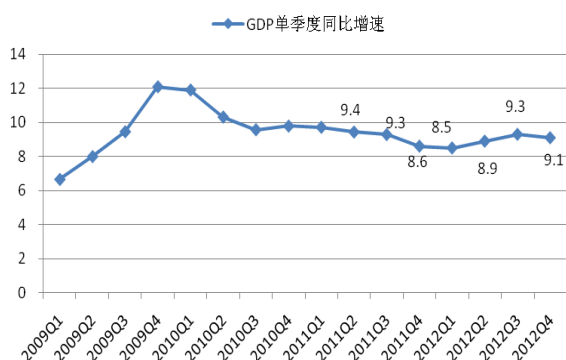
1. 长期的经济推演: “类滞胀” 格局与供给管理的政府政策

1) 按照当前的经济趋势,预计到 2012 年底,中国经济都将维持“类滞胀”的经济格局,特征包括:

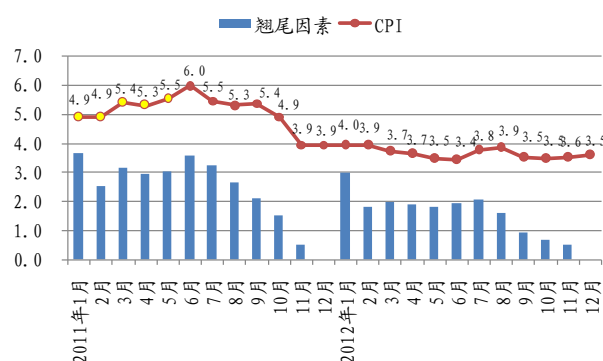
通胀高水平。此前政府政策救市带来的大规模流动性存量压力犹在,紧缩货币政策难以短期彻底解决此轮复杂的通胀难题。我们预测,2011 年全年 CPI 增速约为 5%,2012 年为 3.7%,显著高于前一个朱格拉周期 2.16% 的平均水平。

经济增长低水平波动。高通胀压力下货币政策难言放松,而且 2008 年和 2010 年货币宽松政策,对经济增长的边际刺激效应低,副作用大。我们测算,2011 年经济增速 9.3%,2012 年增长 9.0%。

图表 1 GDP 增速预测



图表 2 CPI 增速预测



资料来源: 国海证券研究所

资料来源: 国海证券研究所

2) 经济结构畸形依旧, 对投资拉动的依赖超过金融危机前

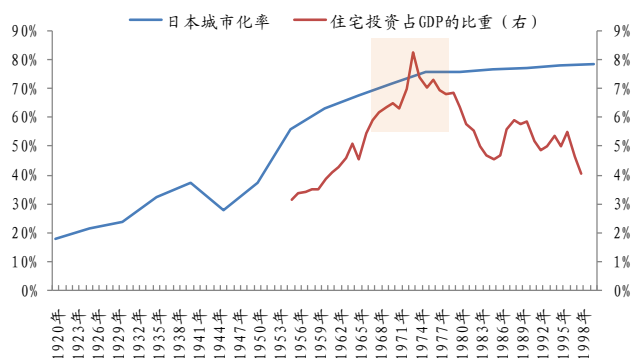
2011 年 1-5 月数据显示,宏观经济增长更加依赖于地方投资与房地产投资。经济结构更显畸形,难以持续。

消费: 消费稳步不前。扣除通胀因素后,社会零售总额增长率为近年最低。

投资: 中国房地产开发投资占 GDP 比重已经超过 12%,超过日本 1971 年的最高水平 (8.5%)。

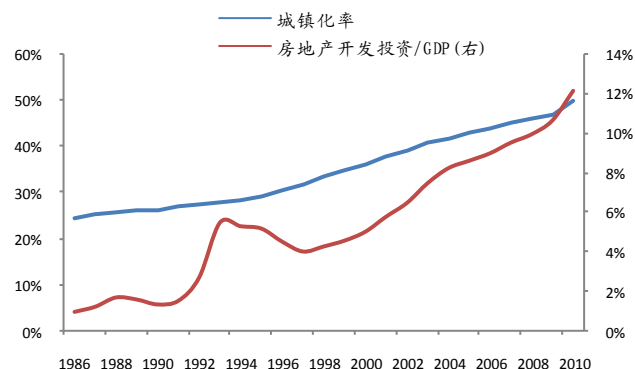
贸易顺差: 未来贸易顺差将收缩至 1000 亿美元以内。

图表3 日本住宅投资占GDP的比重在1972年后逐步回落



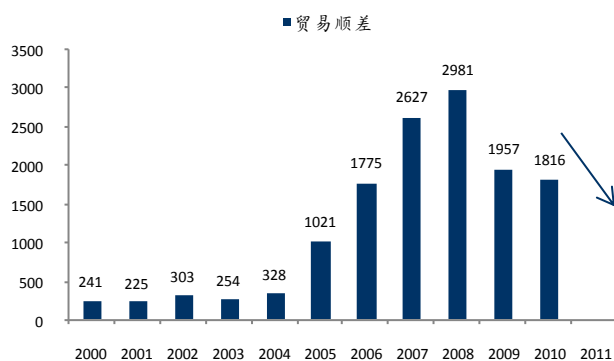
资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

图表4 房地产开发投资完成额占GDP的比重已接近12%



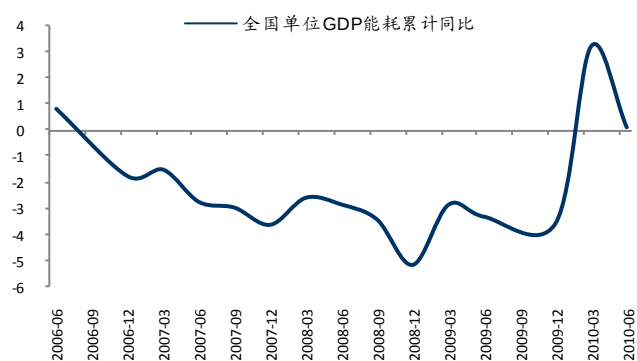
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表5 贸易顺差的大趋势是收窄



资料来源：国海证券研究所

图表6 投资为主导的经济增长带来GDP能耗反弹

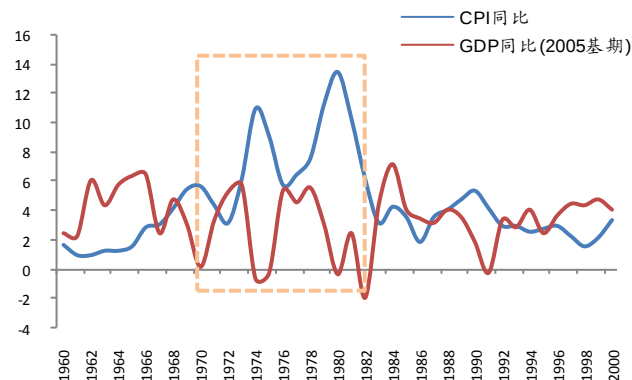


资料来源：WIND、国海证券研究所

3) 70年代治理“滞胀”经验

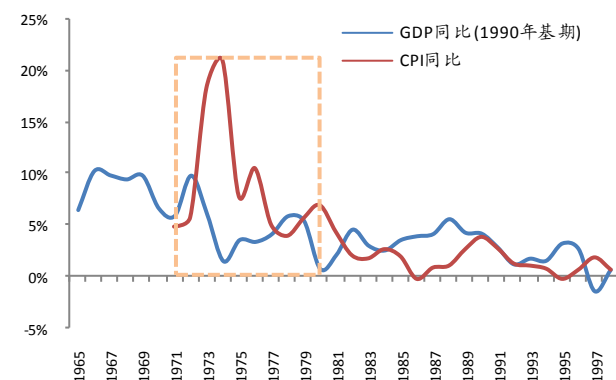
70年代滞胀期间的经济格局与当前中国的态势类似，输入型通胀严重，劳动力成本刚性，以牺牲经济增长来遏制通胀的政策难以得到贯彻，政策的制定者严格的控通胀措施将不得以失去选票。因此整个70年代，宏观经济政策的出台都是控通胀与保增长之间的博弈，多目标的宏观经济政策使得发达国家经济陷入停滞。

图表7 美国70年代滞胀期



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表8 日本70年代滞胀期



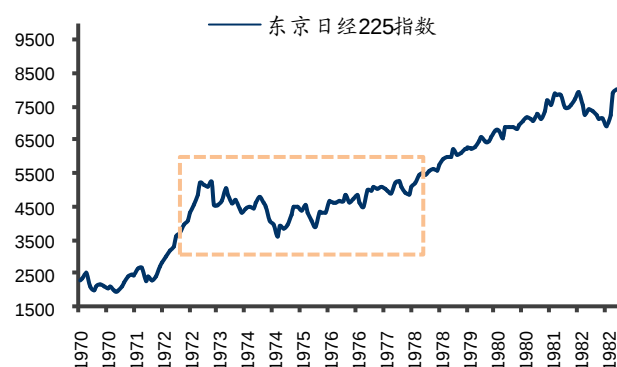
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表9 美国70年代滞胀期



资料来源：WIND、国海证券研究所

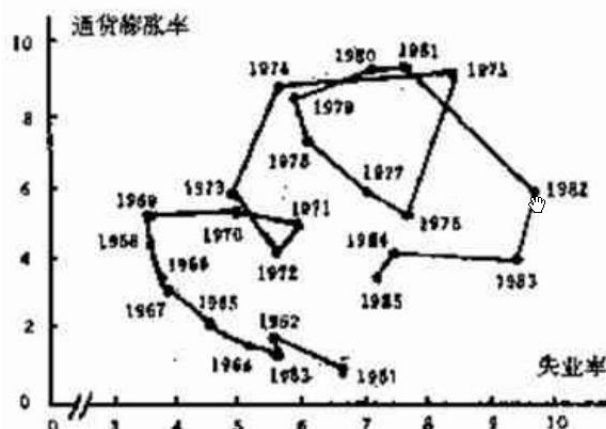
图表10 日本70年代滞胀期



资料来源：WIND、国海证券研究所

“滞胀”的解脱最终来自于供给学派对凯恩斯学派的替代，开始推行紧缩货币政策和积极财政政策，以“小政府”为主要特征，推进减税和放开经济管制。进入80年代之后，新的技术革命使得美国经济重回高增长。

图表11 长期短视的政策导向使得经济难以摆脱“滞胀”



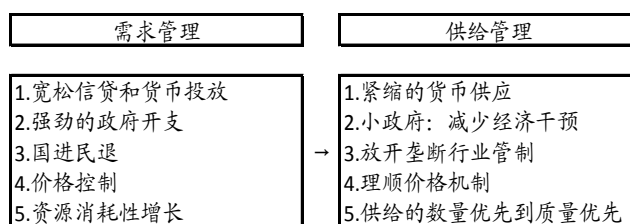
资料来源：魏加宁(2007)、国海证券研究所

4) 滞胀的中国解决之道

70年代美国解决“滞胀”的核心在于从需求管理转变为供给管理，更多地强调“大市场、小政府”，严控货币供应的同时放开经济管制。与当前中国的经济格局相对应，金融危机救市时期以“需求刺激”为导向的政策行将结束，未来的政策将倾向于对于供给的管理，强调供给从“数量优先到质量优先”，组合的内容包括“稳健的货币政策+积极的财政政策+市场开放的制度改革”。

从政策的实施顺序来看，当前货币政策已经持续紧缩，通胀拐点即将来临。未来的政策落脚点将集中于适度放开行业监管，贯彻“国36条”，同时借助于价格机制梳理和行业竞争格局的大框架，稳步推进经济结构调整，以技术创新和产业升级走出“类滞胀”格局。

图表 12 中国滞胀解决之道



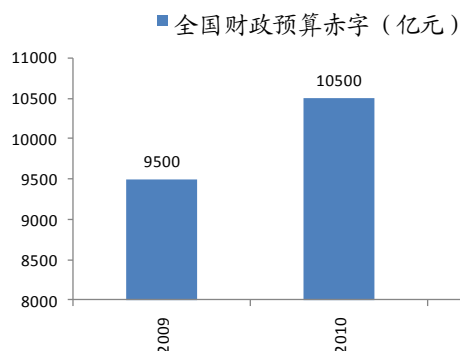
资料来源：国海证券研究所

2. 短期的边际效应：通胀拐点已至

前期我们一直提示当前中国经济处于最差的经济格局——经济下行和通胀上行。此前财政和货币政策已经开始退出，通胀回落的趋势已经形成，目前通胀的拐点即将来临。

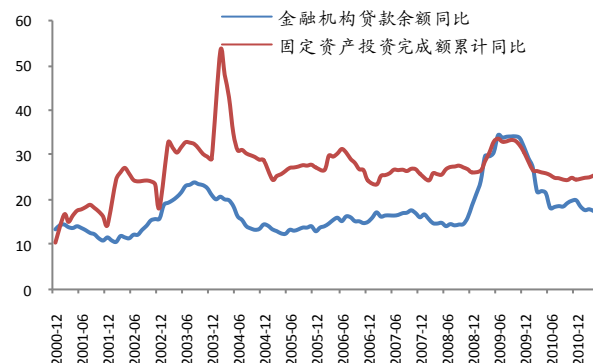
本轮通胀的根源较以往更为复杂，但是核心因素仍然是货币供应大幅增长的滞后反应。央行货币政策从宽松转稳健之后，通胀回落的预期已经形成。从当前商业银行的流动性态势和贷款利率上浮程度来看，目前政策紧缩的力度已经接近 2007 年，下半年通胀下滑是大概率事件。

图表 13 国内财政刺激力度已经在减缓



资料来源：国海证券研究所

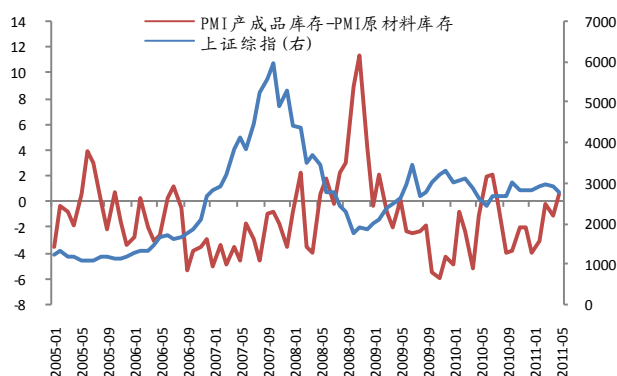
图表 14 信贷投放显著放缓



资料来源：国海证券研究所

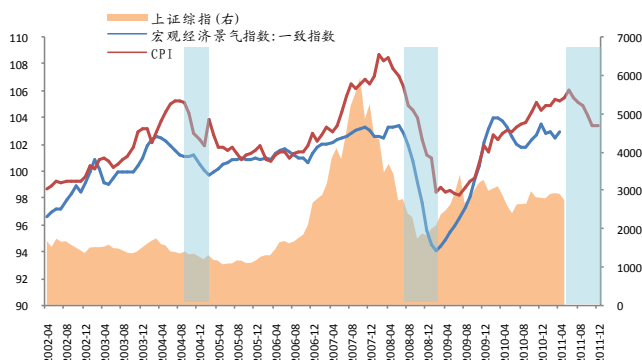
通胀拐点出现，有利于市场出现阶段性拐点。宏观经济组合当前面临拐点，核心的要素在于通胀的高位回落。从历史上看，经济和通胀的一致回落往往暗示着市场的阶段性底部。此外，短期的“库存出清”也同样将在三季度发生，短期“去库存化”也将预示着指数阶段性拐点的出现。

图表 15 PMI 库存指数与上证综指



资料来源：国海证券研究所

图表 16 宏观经济组合与证券市场



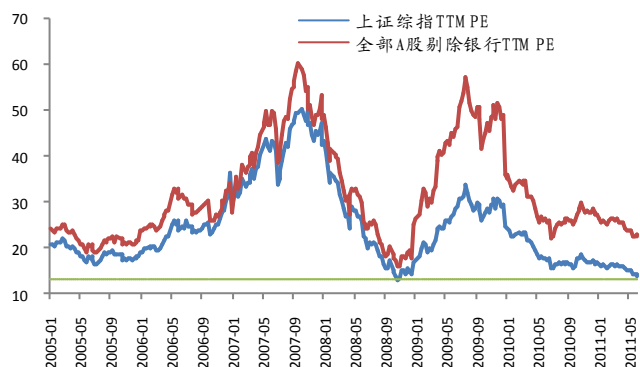
资料来源：国海证券研究所

估值：长期估值中枢下行，成长股溢价不会消失

当前上证综指 TTM 市盈率与市净率相对于 2008 年的最低点，有 6% 与 8% 的下行空间；结构差异显著，剔除金融股之后，当前 TTM 市盈率和市净率距离 2008 年低点尚有 42% 和 37% 的下行空间。

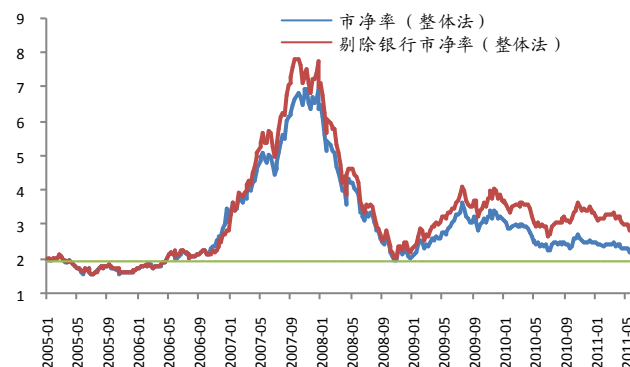
我们需要关注两点变化：一、产业资本话语权增加与国际板的预期，导致 A 股市场长期估值中枢有下行压力，以沪深 300 为代表的大盘蓝筹估值将跌破历史低点；二、新经济周期的大趋势，使得以中小市值股票为代表的战略性新兴产业估值不会再跌至 2008 年的底部。

图表 17 沪深 300 市盈率趋势



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 18 沪深 300 市净率趋势



资料来源：WIND、国海证券研究所

1. A 股长期的估值中枢在下行

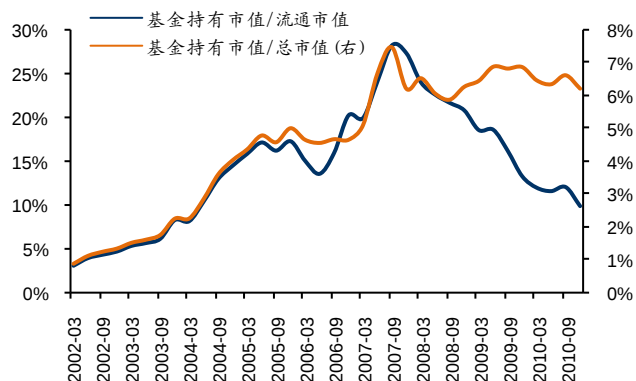
股权分置改革、创业板推出之后，全流通的新环境下，传统上由金融资本主导的市场话语权开始慢慢向产业资本转移，从而导致证券市场估值中枢的不断下行。

金融机构对于市场的影响程度在降低。随着中小板、创业板发行的进度加快，包括 VC、PE、大小非在内的产业资本持有市值在显著增加，改变了此前以基金公司为代表的专业金融机构为主导的金融市场格局。从二

二级市场重要股东的交易行为可以看出，在 2007 年产业资本减持最活跃时期，上证综指 PB 达到 8 倍以上，但是到 2009-2010 年，产业资本在 PB 在 3-4 倍附近减持意愿已经相当活跃。

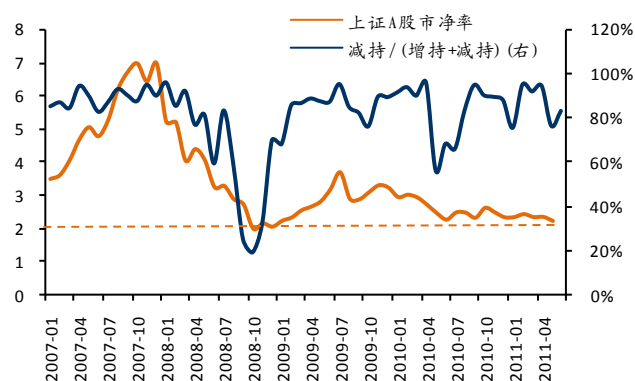
金融脱媒加剧了产业资本对低估值的容忍程度。高通胀、低利率、信贷严控的压力下，以信贷为首的传统资金获取渠道在不断缩窄，资金成本显著提高，从而助推了产业资本在二级市场的减持意愿，明显拉低了二级市场的估值。

图表 19 基金持有市值占比



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 20 股东二级市场行为与市场整体估值

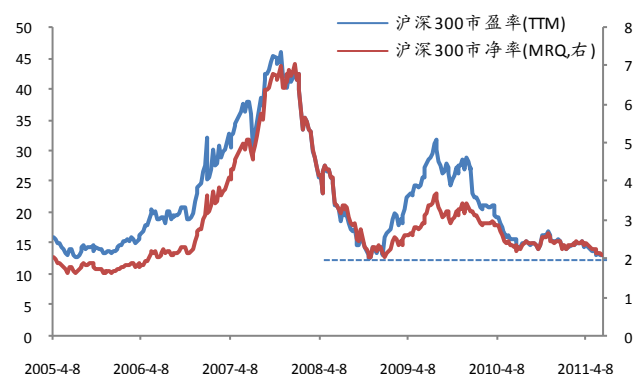


资料来源：WIND、国海证券研究所

2. 成长股估值溢价不会消失

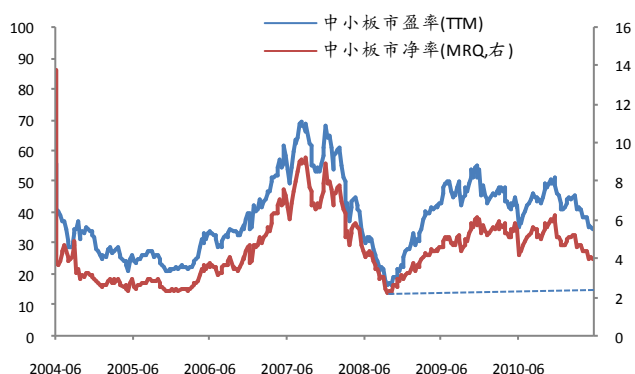
沪深 300 为代表的大盘蓝筹估值接近历史底部，而中小板为代表的中小市值股票估值仍然处于历史平均水平。我们相信，证券市场必将反映经济周期的趋势，盈利增长高点已过的沪深 300 指数的估值必将创出历史新低，而中小市值为代表的潜在成长股估值有下行空间，但估值溢价不会消失，跌穿 2008 年的低点机会甚微。

图表 21 沪深 300 估值水平



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 22 中小板估值水平



资料来源：WIND、国海证券研究所

3. 估值的国际比较

国际板渐行渐近，A股估值面临国际比较。

上证综指 PB 估值低于美国，高于欧洲，略高于其他新兴国家。总体上，相对外围市场，中国 A 股市并不存在显著估值泡沫。

中小板指数估值高于纳斯达克指数、罗素 3000 指数等小企业指数大约 30%，反映了投资者对中国经济转型的共识。实际上，全球对于中国新经济同样充满了期望。

图表 23 全球估值比较(截止到 6 月 17 日)

指数	PE(剔除负值)	PB	指数	PE(剔除负值)	PB
成熟市场			中国市场		
道琼斯工业指数	13.45	2.73	恒生指数	12.14	1.76
标普500	14.61	2.22	恒生国企	11.71	2.03
纳斯达克综指	17.70	2.84	上证综指	13.96	2.13
加拿大标普	17.17	2.10	中小板	33.18	3.92
德国DAX	12.18	1.46	创业板		
法国CAC	11.59	1.26	外部市场		
比利时BEL20	14.05	1.22	罗素3000指数	34.32	1.92
英国富时100	12.67	1.81	标普/港交所创业板指数	12.16	1.40
新加坡海峡	10.66	1.60	日本JASDAQ指数	27.88	1.29
日经225	15.64	1.23	台湾柜台指数	31.65	1.77
均值	13.97	1.85	韩国KOSDAQ指数	40.07	1.32
新兴市场			均值	29.22	1.54
巴西圣保罗	9.04	1.60	内部市场		
墨西哥综指	16.53	3.01	中国创业板指数	61.73	4.99
泰国证交所	12.57	2.01			
均值	12.71	2.21			

资料来源：Bloomberg、WIND、国海证券研究所

分行业的估值分析。中国与香港股市、美国股市对比，金融、煤炭、石油天然气、地产、黑色金属、商业连锁、电器等行业估值基本相当，其他行业估值略高一点，但估值泡沫绝非显著。总体上，中国股市与成熟股市整体估值差距不大，决定了市场绝对下行空间有限（不超过 30%）。其中，概念股面临比较大的挤压泡沫空间，战略性新兴产业也将面临泡沫挤压，却是布局的良机。

图表 24 A 股与港股行业估值对比

A股	PE	PB	香港证券交易所	PE	PB
交运设备	20.10	2.99	Automobiles & Parts (汽车与零配件)	11.43	1.96
银行	8.35	1.55	Banks (银行)	12.00	1.60
采掘	15.20	2.40	Basic Resources (基础资源)	41.67	2.25
化工	18.35	2.55	Chemicals (化工)	13.17	1.60
建筑建材	20.18	2.48	Construction & Materials (建筑建材)	13.75	1.58
黑色金属	23.58	1.44	Construction & Materials (建筑建材)	13.75	1.58
金融服务	9.50	1.69	Financial Services (金融服务)	13.94	2.29
食品饮料	35.67	6.86	Food & Beverage (食品饮料)	22.73	2.09
医药生物	35.77	4.42	Health Care (医药)	28.08	2.16
机械设备	28.34	3.57	Industrial Goods & Services (工业品与服务)	16.31	1.82
保险	17.57	2.50	Insurance (保险)	17.01	2.78
信息服务	43.47	3.03	Media (传媒)	18.34	2.04
石油开采	13.56	2.00	Oil & Gas (石油天然气)	22.38	1.86
家用电器	21.09	3.23	Personal & Household Goods (个人消费与耐用品)	21.26	2.09
房地产	19.36	2.45	Real Estate (房地产)	14.27	1.04
商业贸易	28.62	3.54	Retail (零售)	24.71	2.96
信息服务	43.47	3.03	Telecommunications (电信通信)	22.76	2.29
餐饮旅游	45.77	3.83	Travel & Leisure (旅游与奢侈品)	25.28	2.01
公用事业	27.98	2.19	Utilities (公用事业)	20.79	1.62

资料来源：Bloomberg、WIND、国海证券研究所

图表 25 中国与美国股市分行业估值比较

A股	PE	PB	标普500	PE	PB
交运设备	20.10	2.99	Automobiles & Components (汽车与零配件)	15.78	8.04
银行	8.35	1.55	Banks (银行)	20.36	1.00
采掘	15.20	2.40			
化工	18.35	2.55	Materials (材料)	18.84	2.96
建筑建材	20.18	2.48	Materials (材料)	18.84	2.96
黑色金属	23.58	1.44	Materials (材料)	18.84	2.96
金融服务	9.50	1.69	Diversified Financials (多样化金融)	15.04	1.67
食品饮料	35.67	6.86	Food Beverage & Tobacco (食品饮料)	15.88	5.52
医药生物	35.77	4.42	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences (医药生物)	35.02	3.18
机械设备	28.34	3.57	Technology Hardware & Equipment (技术设备)	18.59	2.73
保险	17.57	2.50	Insurance (保险)	12.71	1.08
信息服务	43.47	3.03	Media (传媒)	16.45	2.45
石油开采	13.56	2.00	Energy (能源)	26.84	2.32
家用电器	21.09	3.23	Household & Personal Products (家用与个人日用品)	17.70	8.05
房地产	19.36	2.45	Real Estate (房地产)	72.91	3.78
商业贸易	28.62	3.54	Retailing (零售)	21.17	5.36
信息服务	43.47	3.03	Telecommunication Services (通信服务)	22.80	3.08
餐饮旅游	45.77	3.83			
公用事业	27.98	2.19	Utilities (公用事业)	14.31	1.54

资料来源：Bloomberg、WIND、国海证券研究所

图表 26 中国概念股估值水平(截止到 6 月 24 日)

公司	PB	PE	公司	PB	PE
新浪	4.61	137.73	新东方	7.9	46.29
百度	32.31	74.78	学而思教育	5.3	33.28
搜狐	3.22	18.15	英利绿色能源	1.06	6.38
网易	3.55	15.19	江西赛维	0.94	3.28
奇虎	26.63	226.66	分众传媒	3.34	21.74
			迈瑞	3.15	19.58

资料来源：Bloomberg、WIND、国海证券研究所

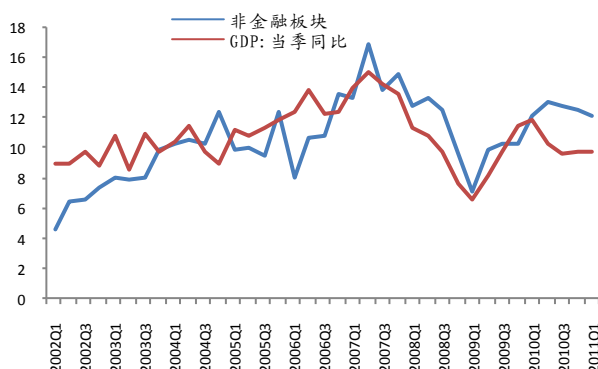
盈利：ROE 趋势回落，今年难见拐点

2011 年非金融企业 ROE 的趋势仍将逐季回落。按照我们此前对于非金融企业 ROE 与 GDP 同比增速的分析来看，全年非金融企业 ROE 将自一季度的高点下滑。从杜邦分解的 ROE 数据来看，CPI “前高后不低”的格局使得企业净利润率总体保持历史平均水平，但是高通胀的负面效应导致净利润率开始下滑；由于商业银行的信贷规模控制和非银行渠道的负债高成本，企业杠杆率也将从 2010 年的高位回落；随着经济活动的趋缓，企业的资产周转率也将趋于回落。

1. GDP 同比增速趋势暗示非金融企业 ROE 将持续走低

按照我们的历史分析数据来看，非金融企业 ROE 走势滞后 GDP 同比增速走势 1 个季度。因此对应危机以来 GDP 的走势，2008 年以来的非金融企业 ROE 反弹在 2010 年中期达到高点，然后呈现趋势下滑，年末有望回归历史中值。按照 2011 年 GDP 单季 9.7%，9.4%，9.4%，9.5% 的增速。非金融企业 ROE 年内将维持持续下行的趋势。

图表 27 非金融企业 ROE 与 GDP 增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

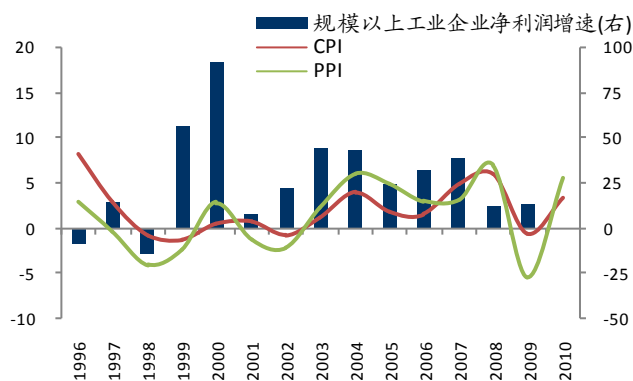
2. 杜邦分解的数据显示 ROE2011 年难见拐点

非金融企业的 ROE 自 2010 年中期的低点开始显著回落，由于“经济趋缓和通胀高水平”的最差组合还将持续，因此从企业盈利的微观层面上看，利润率、杠杆率和资产周转率都将持续位于下滑的趋势之中。

1) 温和通胀背景下企业利润增速保持高水平。按照 1996 年以来的历史数据, 观测规模以上工业企业利润总额增速、CPI 和 PPI 的趋势, 在通胀的上行阶段, 企业盈利都保持高增长, 反而是通胀从高水平回落时, 企业盈利增速开始放缓或显著下滑。在通货紧缩真正来临之前, 无需过度担忧企业的盈利增速。剔除金融危机外部冲击的 1999 年和 2008 年, 通胀高点年份往往对应企业盈利的增长高点, 如 2000 年, 2004 年和 2007 年; 反而是通胀低点年份企业盈利开始大幅下滑, 如 2001 年和 2005 年。

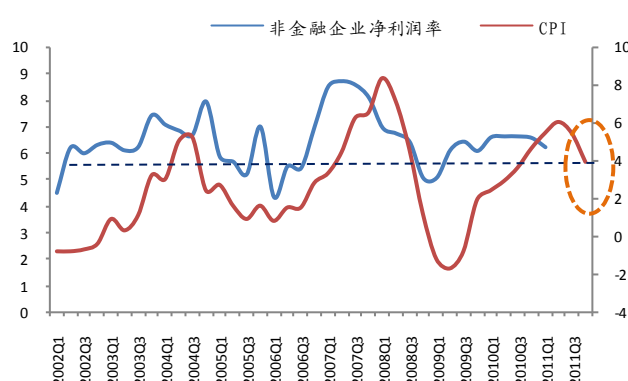
但是单季度利润增速同比已过高点, 按照我们和市场整体对于 2011 年的通胀预测, “前高后不低”的通胀格局基本形成, 如果经济不会出现“硬着陆”, 2011 年工业企业利润增速仍将维持高水平。但是非金融企业净利润增速的拐点要显然领先于 CPI 的拐点, 按照历史经验, 我们预计非金融企业净利润增速的高点已经在 2010 年二季度出现, 未来的趋势下滑不可避免。

图表 28 工业企业利润增速、CPI 与 PPI



资料来源: WIND、国海证券研究所

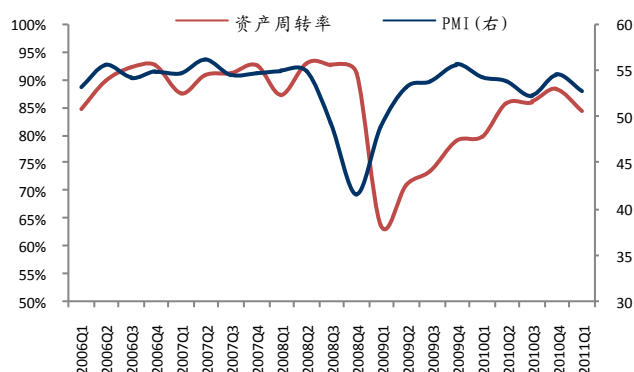
图表 29 非金融企业净利润率高点已过



资料来源: WIND、国海证券研究所

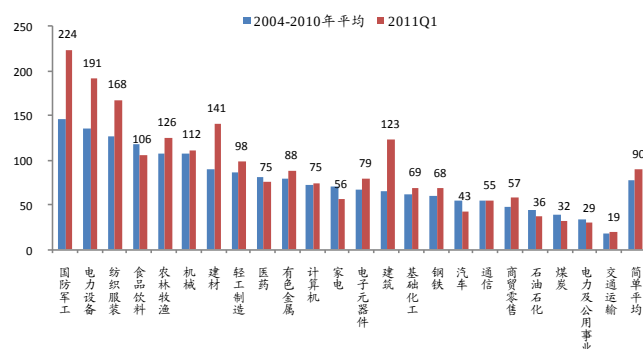
2) “去库存”叠加政策紧缩效应, 企业资产周转率将会趋势放缓。“四万亿”的政策支出, 使得企业资产周转率在 2009 年底达到金融危机以来的高水平, 但是 2010 年中期以来的通胀显著回升拓展了企业的盈利空间, 经济回暖遭遇去年年底以来的政策再紧缩, 其结果就是当前的“去库存”。按照数据统计, 库存增加主要集中在国防军工、电力设备、纺织服装、建筑、建材和房地产行业, 简单加总来算, 1 季度上市公司存货周转天数约为 90 天, 高于 2004-2010 年 76 天的平均水平。也就是说, 上市公司的去库存将在三季度完成。

图表 30 非金融企业资产周转率高位下行



资料来源：WIND、国海证券研究所

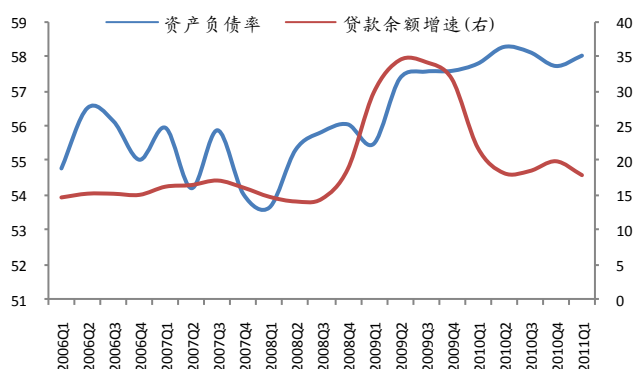
图表 31 去库存将在三季度结束



资料来源：WIND、国海证券研究所

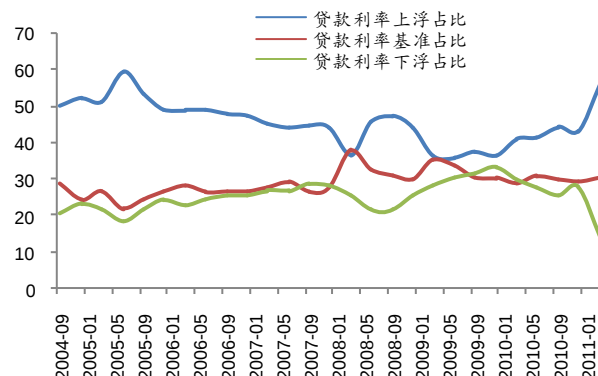
3) “金融脱媒”效果显著，非金融企业杠杆率已经接近历史高点，高融资成本下难以为继。

图表 32 非金融企业杠杆率已经接近历史高点



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 33 企业的融资成本在显著增加



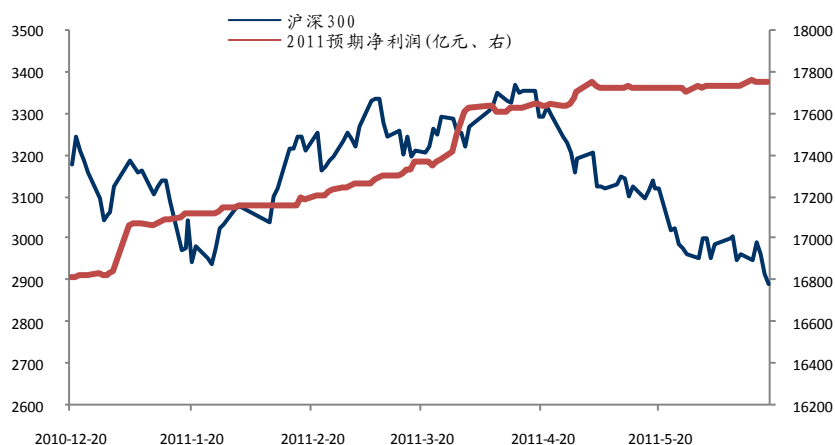
资料来源：WIND、国海证券研究所

3. 盈利预测尚未见明显下调，中报之后可能会分化

如果对于年初以来的市场趋势进行分析，指数的大幅下跌主要反映为流动性紧缩下估值的收敛，尽管经过了相对失望的一季报，但是盈利的大幅下调尚未到来。持续紧缩政策会在多大程度上影响企业盈利，会不会有盈利预测下调带来的最后一波“戴维斯双杀”，是市场当前关注的核心要素。显然，企业业绩尤为关键。

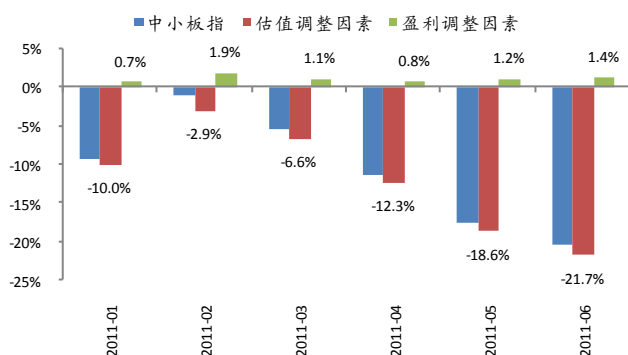
按照市场的一致预测，年初至今的指数下跌绝大部分能够被解释为估值的收缩，而不是企业盈利预测的下调。因此，中报业绩有望成为市场走势的试金石。

图表 34 沪深 300 盈利市场一致预期



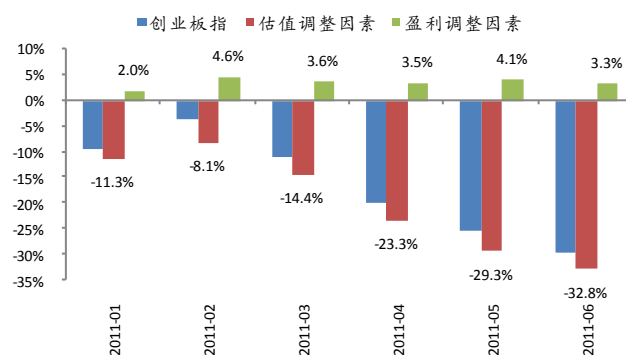
资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 35 中小板市场表现的因素分解



资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 36 创业板市场表现的因素分解



资料来源: WIND、国海证券研究所

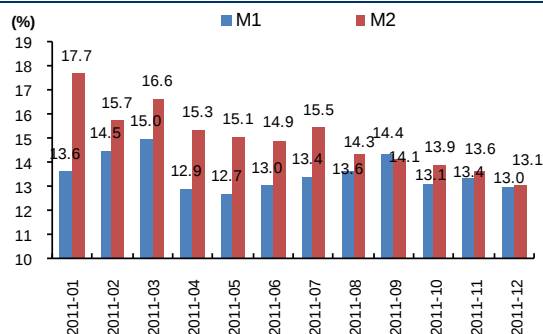
流动性: 市场存量资金滚动, 供给缺口有压力

下半年证券市场的流动性仍将呈现“存量资金滚动, 新增流动性缺乏”的基本格局。考虑到创业板和中小板 IPO 仍将持续, 配股和增发再融资的可能性仍然存在, 因此整体的供需格局难以扭转。如果国际板的推进速度加快, A 股资金缺口将进一步加大。

1. 货币政策难言放松

按照预测, 通胀将与 6 月份达到高点, 阶段性的加息周期也将告一段落, 但央行的货币政策仍将保持稳中偏紧, 货币供应量增速难以出现大幅回升。

图表 37 M1 和 M2 增速预测



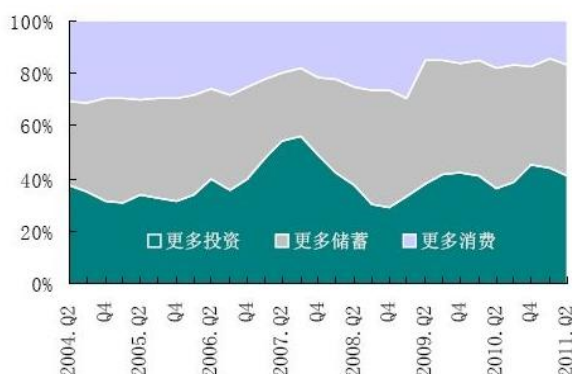
资料来源：WIND、国海证券研究所

2. 金融脱媒下，A股市场缺乏吸引力

“负利率”水平下居民投资意愿强烈，高通胀和低利率的组合持续强化居民寻求银行存款以外的投资意愿。房地产、艺术品、贵金属市场曾经吸引眼球。

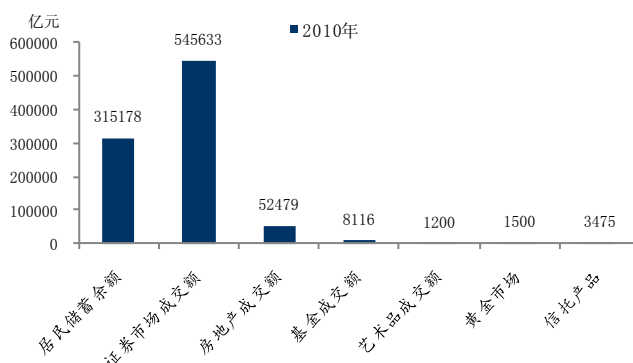
2010年以来，金融脱媒现象严重，更加贴近普通居民需求的银行理财产品、信托产品爆发式增长，且收益率稳步上扬。比较之下，A股市场缺少吸引力。

图表 38 居民消费与投资意愿



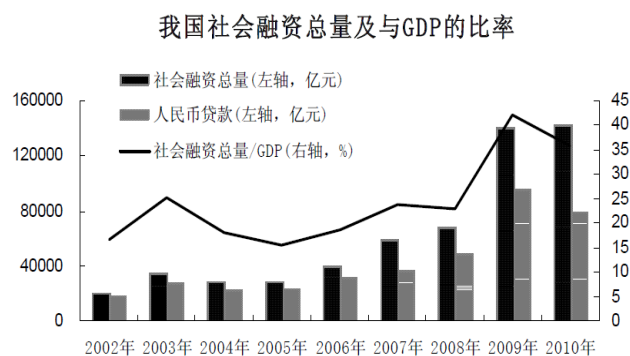
资料来源：中国人民银行、国海证券研究所

图表 39 2010 年主要投资领域的成交额



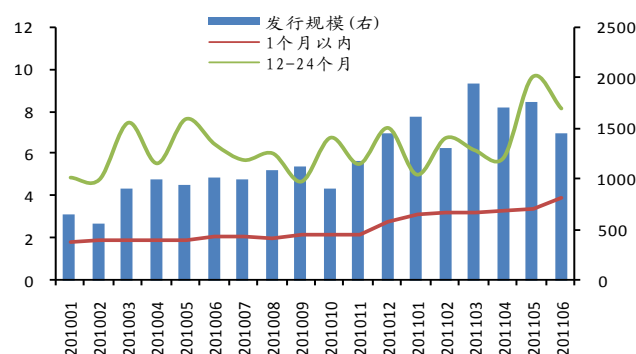
资料来源：WIND、用益信托网、文化部、国海证券研究所
 注：艺术品市场成交额为 2009 年数据

图表 40 社会融资总额规模



资料来源：中国人民银行、国海证券研究所

图表 41 银行理财产品规模与收益率



资料来源：用益信托网、国海证券研究所

图表 42 信托产品详细分类

		2010-Q1	2010-Q2	2010-Q3	2010-Q4	2011-Q1
按来源划分	信托资产	23745.4	29152.5	29570.16	30404.55	32680.31
	单一资金信托	80.50%	83.27%	79.09%	74.51%	71.71%
	集合资金信托	12.57%	12.00%	16.21%	20.61%	23.91%
按运用方式划分*	贷款	61.82%	62.64%	57.75%	54.37%	51.21%
	交易性金融资产投资	5.35%	4.83%	6.72%	8.35%	8.86%
	可供出售及持有至到期投资	8.41%	9.62%	10.06%	10.16%	10.41%
	长期股权投资	12.47%	11.92%	14.22%	15.72%	16.01%
按投向划分*	基础产业	40.16%	38.29%	35.53%	34.39%	31.81%
	房地产	10.64%	11.35%	13.41%	14.95%	15.58%
	证券市场（股票）	3.98%	2.86%	4.11%	5.13%	5.61%
	证券市场（债券）	1.78%	2.64%	3.89%	3.90%	3.68%
	金融机构	9.77%	7.69%	6.18%	5.22%	5.53%
	工商企业	14.77%	18.69%	18.73%	18.56%	18.21%
	银信合作	—	—	64.02%	54.61%	46.82%
数据披露前 1 月到期产品年化综合实际收益率		5.68%	4.67%	7.55%	4.63%	9.75%

*为资金信托科目，数字略低于按来源划分的信托资产。2010-Q1 至 2011-Q1 数字分别为：22101.5 亿元、27775.4 亿元、28182.2 亿元、28922.78 亿元和 31247.83 亿元。

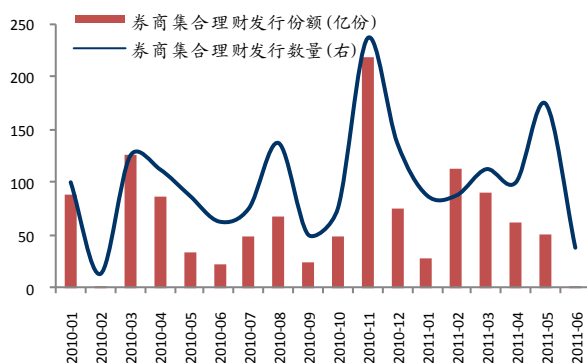
资料来源：用益信托网、国海证券研究所

3. 存量资金滚动，供求缺口压力较大

证券市场资金供给匮乏，仍然以存量资金滚动为主。自 2008 年 1 月以来，公募基金数量已经翻番，但是基金公司管理资产份额基本上未发生明显变化，维持 2.5 万亿份左右。而其他机构投资者，如券商集合理财（上半年至今新发行 341 亿份）、私募基金（上半年至今新发 97 亿份）和 QFII 等新增规模有限。不难看出，2008 年以来，证券市场的流动性绝大部分由存量资金提供，尚未出现流动性大幅流入的情况，基民赎回买新居多，新增购买力明显缺失。

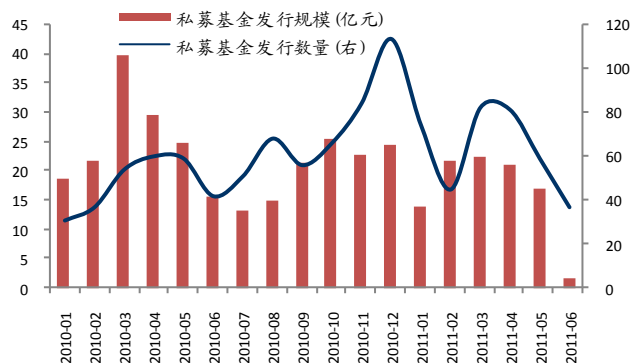
二级市场资金供求缺口仍然较大。证券市场股票供给持续维持高水平，包括中小板和创业板为主的 IPO 发行、原有上市公司增发和配股等，2009 年 6 月至今月均资金需求达到 780 亿元，接近 2007 年融资密集期的水平。

图表 43 券商集合理财发行趋势



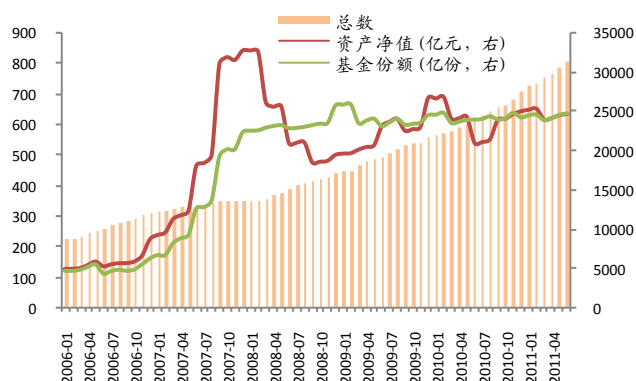
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 44 私募基金发行趋势



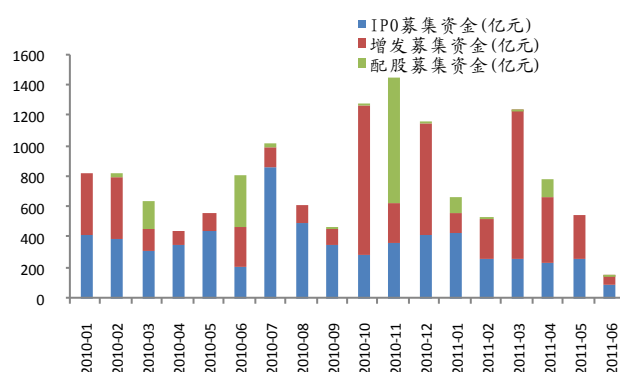
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 45 公募基金数量与基金份额



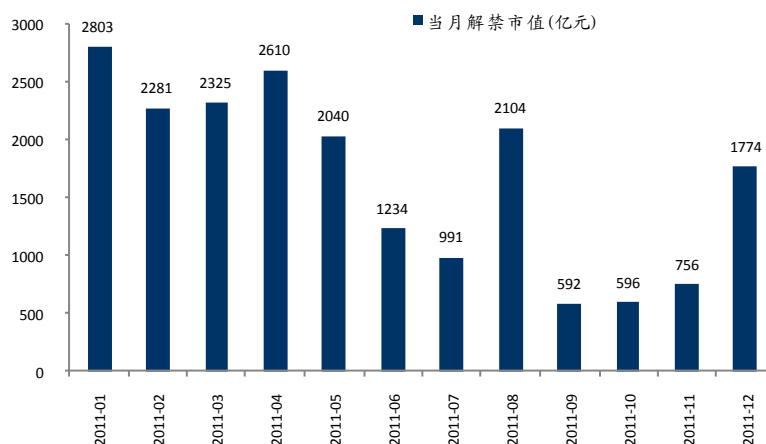
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 46 证券市场资金需求



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 47 2011 年各月 A 股解禁市值



资料来源：国海证券研究所

市场格局：流动性阶段性改善，市场阶段性机会

结合对于宏观经济中期“类滞胀”的判断，下半年上证综指的波动区间将为[2400, 3200]，证券市场大箱体震荡格局难以更改。就下半年而言，通胀有望面临拐点，但宏观经济难见好转，企业盈利难见拐点，证券市场缺乏趋势性行情的可能。

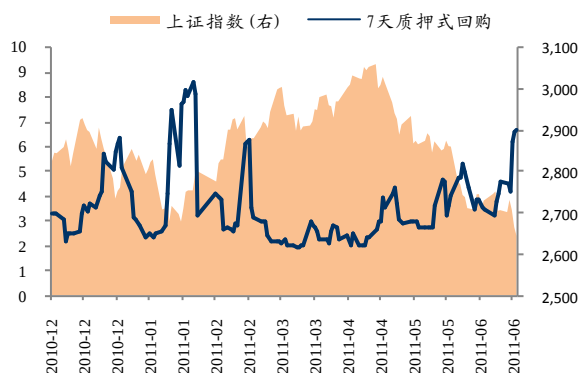
在当前市场整体估值接近历史低点的时候，市场整体并不具备太大的系统性风险。下半年影响 A 股走势的核心问题是资金与股票供应的相对关系而非估值。我们预计，下半年证券市场将会受以下三个因素的共同作用：1) 流动性阶段性宽松；2) 市场情绪，从极度悲观到极度乐观再到极度悲观的轮回；3) 宏观政策的边际效应。

1. 货币市场流动性或阶段性好转

存量资金对于证券市场的影响在 2011 年上半年已经充分体现，流动性

匮乏的难题在股票市场和债券市场形成共振，类似于 2008 年上半年。预计货币市场流动性与证券市场波动之间的关联性在下半年仍将持续。按照我们固定收益部对于下半年货币市场流动性的测算，三季度通胀回落有限制约流动性宽松的可能，货币政策在四季度前难现明显放松，更多将是进行微调，适量降低回笼比率缓解资金过度紧张局面。

图表 48 货币市场流动性与上证指数



资料来源：WIND、国海证券研究所

下半年单月公开市场操作规模的测算：在 6-12 月，按外汇占款月均增长 3000 亿元、公开市场操作平均月到期 4000-5000 亿元（短期操作不断滚动）、不考虑财政存款短期波动假设下，即使回笼比率放松到 70%，资金面继续处于偏紧状态。但在 10 月后，财政存款的季节性增加市场流动性。

图表 49 低回笼比率假设下的流动性测算

	流入	流出
外汇占款	21000	
公开市场到期	28000~35000	
回笼比率70%		34000~39000
存款增长7万亿 准备金缴存		14000
结余	1000~3000	

资料来源：国海证券研究所

图表 50 高回笼比率假设下的流动性测算

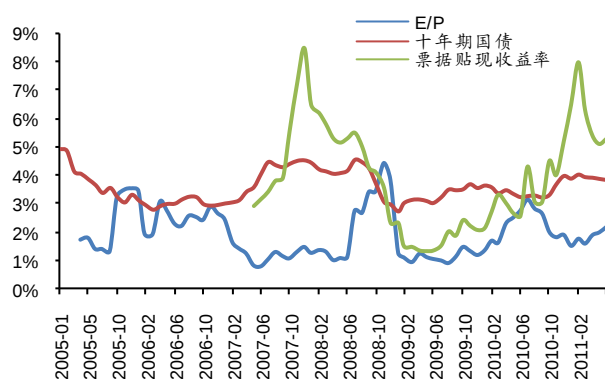
	流入	流出
外汇占款	21000	
公开市场到期	28000~35000	
回笼比率80%		39000~45000
存款增长7万亿 准备金缴存		14000
结余		3000~4000

资料来源：国海证券研究所

2. 证券市场相对吸引力有限，市场情绪值得关注

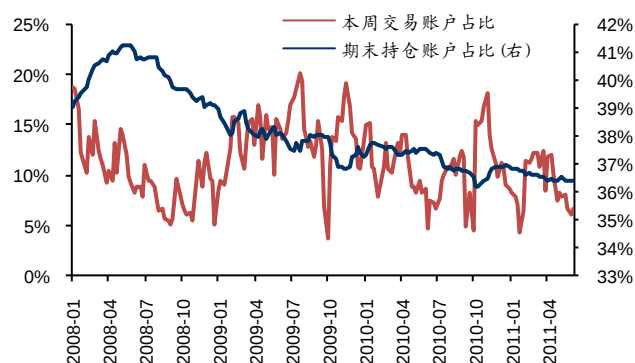
当前市场整体的估值水平已经接近历史低点，尽管流动性紧缩导致估值将持续承压，但是估值下行的绝对空间已经很小。投资者情绪波动也成为左右短期市场走势的关键因素。从去年以来的市场表现来看，市场低点都与投资者情绪的低点相吻合。

图表 51 证券市场吸引力有限



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 52 市场情绪接近低点



资料来源：WIND、国海证券研究所

3. 市场波动区间的测算

按照当前市场的一致预测来看，上证综指 2011 年净利润同比增长 20.8%，仍然处于相对较高的增长水平。从 2010 年的分行业净利润数据来看，占比最大的 3 个行业为金融、采掘和石油化工，其净利润约占全市场的 64% 左右。从当前的经济增长格局来看，如果经济能够软着陆并且大型采掘、石化和商业银行垄断利润挤压有限。在经济软着陆的预期下，今年全年上证综指的利润增长区间为[15%，20%]

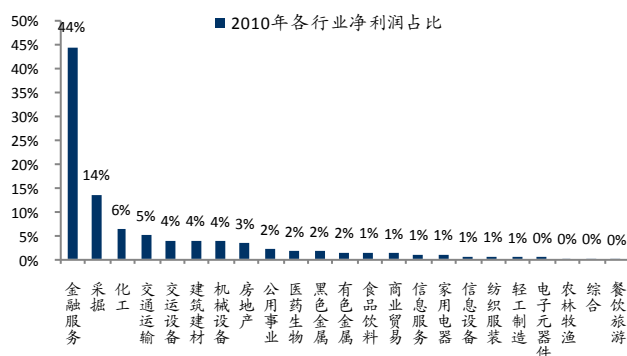
预计下半年上证综指的波动区间约为[2400，3200]。稳健的货币政策在 2011 年仍将持续，流动性难现明显宽松的情况下，市场估值难以大幅提升，受流动性阶段性宽松影响，预计动态市盈率估值约为 11-14 倍，低于 2010 年上证指数的波动幅度。

图表 53 上证综指区间测算

		2011年盈利同比增速				
		14%	16%	18%	20%	22%
动态市盈率	10	2143	2180	2218	2255	2293
	11	2357	2398	2440	2481	2522
	12	2571	2616	2661	2707	2752
	13	2785	2834	2883	2932	2981
	14	3000	3052	3105	3158	3210
	15	3214	3270	3327	3383	3440

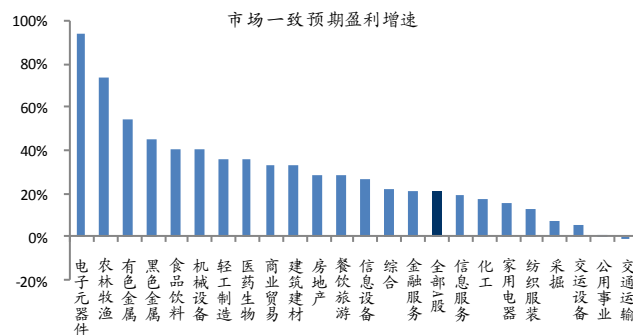
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 54 2010 年各行业利润占比



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 55 各行业市场盈利的一致预期



资料来源：WIND、国海证券研究所

市场策略：左侧伏击——资源为王，回归成长

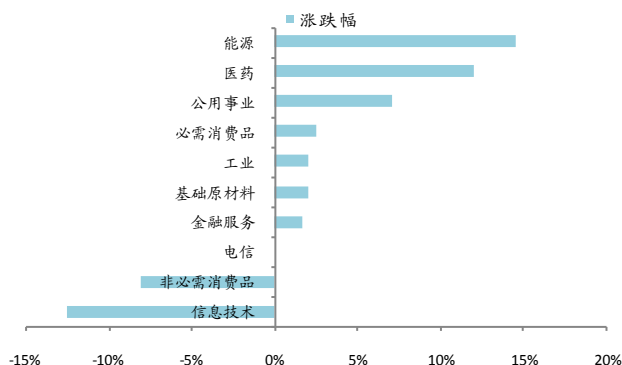
下半年证券市场的投资要点在于“左侧伏击”。长期投资者在于“左侧伏击”买入成长股的机会，交易性投资者在于把握箱体震荡中的波动性机会。慢跌快涨将是下半年市场的主要特征。“左侧伏击”的机会可能在两个阶段，7-8月（通胀拐点引发的反弹）和10月之后（左侧布局长线的机会）。

下半年主要看好资源类股票（煤炭为主）以及新消费、新能源、节能环保等为代表的成长股，短期看好保障房力促落实下带来的煤炭、水泥、钢铁行业的投资机会。

1. “类滞胀”期，资源股跑赢市场

从美国滞胀时期的市场表现来看，具有定价和成本传导能力的上游和下游行业跑赢市场，包括上游资源类行业（煤炭、石油、天然气等）和下游刚性消费和高议价能力类行业（医药等）。

图表 56 70 年代滞胀期各行业市场表现



资料来源：美林证券、国海证券研究所

2. 短期市场底部来临

我们认为短期市场底部已经来临，看好7-8月份的市场行情。

1) 去库存基本完成。按照我们的测算，剔除房地产行业后，制造业上市公司库存周转天数为90天，高于过去7年历史平均水平73天，7月初将是上市公司去库存完毕的时点，需求有望再度上行。

2) 流动性底部。受6月份流动性持续紧缩之后，短期货币市场收益率再度接近年内高点，流动性面临仅次于今年1月底的紧张局面，预计7月份开始流动性开始出现阶段性宽松，有利于市场阶段性反弹。

考虑到7月份经济工作会议召开在即，短期看好保障房力促落实下带来的煤炭、水泥、钢铁等行业的投资机会。

3. 长期看好成长股

由于今年以来指数的快速下跌已经将绝大部分估值溢价的“泡沫”挤出，我们认为从经济结构转型的角度出发，未来“消费升级”和“制造升级”仍将是不可逆转的经济趋势，因此我们建议**市场自下而上关注新消费、新能源和节能环保的相关上市公司**。尽管从历史的估值水平来看，当前中小板估值还仅处于历史均值水平，距离最低点还有近30%的下跌可能，但是我们认为部分公司自去年11月份以来的下跌已经完成，建议顺应经济结构调整和经济周期趋势自下而上选择优质成长股。具体公司详见行业中期投资报告。

1) 新能源：看好核电趋势好转以及光伏产业优化带来的投资机会

核电发展战略不变，行业趋势有望好转。本福岛核泄漏事故使国内核电站更加强调安全性，但不会改变中国“高效发展核电”的方针。目前在国内外针对核电安全的检查要持续5-6个月，现已完成在运营核电站安全检查。从检查的结果看，我国目前运行核电站，符合国家核电安全的法律法规、标准和技术规范要求，与国际上多数在役核电机组相比有不少技术改进和提升，我国核电的安全性可以得到保障。但核安全规划出台没有确定的日期，快则今年8月份，慢则可能会延后1-2年出台。不过国内核电站安全标准必然将大幅提高。我们判断，即便在1-2年评估审核期后，国内核电发展将按照更安全的三代核电标准水平建设。从短期看，中国核电发展节奏会放缓，核电发展目标实现时间将延后。但不会改变中国核电中长期战略，核电虽然在安全性上存在一定风险，但其稳定、环保、技术成熟，是新能源中不可或缺的力量，在提高非化石能源占一次能源消费比重的约束目标下，中国核电发展不可或缺。我国目前共有28台核电机组在建，38台左右核电机组建设项目正在开展前期工作。而如果按照目前国内主流机型的100万千瓦的单机容量计算，这些机组投产后将形成6600万千瓦的装机规模。目前国内一台100万千瓦的机组造价平均为150亿元左右，因此目前可预期的市场规模将达上万亿元。据此计算，目前在建的28台机组如能在“十二五”期间投运，未来5年内市场规模就将超过4000亿元。

看好**东方电气(600875)**、**上海电气(600835)**、**中国一重(601106)**、**二重重装(601268)**等核电设备制造龙头企业，核电行业趋势好转，使得这些企业将从我国核电战略中长期受益。

光伏产业，“成本为王”。下半年光伏产业中看好“成本为王”的主线，筛选优质企业。“成本为王”的策略包括规模较大的产业龙头，还包括技术升级降低成本的后起之秀、提供高效技术的设备供应商和能够以优惠价格提供高品质产品的辅材企业。

(1) 冷氢法技术引领多晶硅技术升级潮流。在多晶硅提纯的三类技术中，合成环节使用传统的热氢法技术还是冷氢化技术，在多晶硅生产成本上就可以相差约 10 美元/Kg。这为冷氢法设备提供商带了商机，建议关注冷氢化中电加热器的国内唯一供应商**东方电热(300217)**。

(2) 硅片-电池片-组件，一体化、规模化决定竞争力。硅片、电池、组件国内产能相对过剩，行业竞争加剧，行业洗牌必不可免。硅片-电池片-组件环节，未来将走规模化、品牌化路线，虽然利润率下降，但销量提升，企业盈利能力能够保持健康增长，建议关注**海通集团(600537)**。

(3) 设备升级势不可挡。国内设备产能相对过剩，产能扩张的进度可能放缓，导致设备需求面临挑战。但大型光伏企业的产能建设还将持续，光伏第一梯队企业的设备供应商仍能陆续获得新订单，考虑到技术升级导致不可避免的设备更新，推荐**精功科技(002006)**。

(4) 辅材再演进口替代。辅材的需求量除受益全球光伏需求量的增加外，还受到国产电池的份额的上升，进口替代等因素的影响，其需求增速可能将远高于行业增速。建议重点关注辅材进口替代过程中的投资机会，推荐**恒星科技(002132)**、**苏州固锟(002079)**、**东材科技(601208)**。

2) 节能环保：关注技术、设备和环保材料，推荐污水处理产业链

节能环保技术和设备方面：节能潜力挖掘的着眼点：工业、建筑、交通。对比国外先进水平，中国高耗能工业领域的能源利用水平至少有 15% 的提升空间，建筑节能方面的潜力更大，能耗有减半的可能；运输节能主要通过提高公共交通在人们出行方面的占比、推广新能源汽车两个方面实施。通过对中国节能政策的详细分析，我们从节能技术推广目录中着手，第三批节能推广技术目录的启示是热泵、变频器、余热锅炉将会成为节能设备中的宠儿，由第二批节能推广技术目录的启示是新能源汽车、节能电机已受追捧，煤气化设备或将华丽登场。节能设备中的最优择取及重点推荐公司。经过细致筛选后，我们认为变频器将是工业节能的明星设备，余热发电设备成为重耗能行业的节能救星，热泵可引领城市能源革命，煤气化炉则将成为清洁煤产业骄子，重点关注**烟台冰轮(000811)**、**杭氧股份(002430)**和**盾安环境(002011)**。

节能环保材料方面：中国建筑节能、照明节能、交通节能等领域广阔的市场空间，所需的上游新材料也将迎广阔发展空间。随着十二五国家环保产业投资大幅增加，相关环保产品将实现数十倍增长，环保新材料需求将实现数十倍乃至上百倍的增长。掌握核心垄断技术的新材料企业投资价值显著，十二五期间将有很多优秀新材料企业借节能环保春风成长为中国

资本市场的新蓝筹。重点关注建筑节能材料中的烟台万华（600309），红宝丽(002165)；照明节能中与 LED 产品相关的佛山照明（000541）和回天胶业（300041）；大气污染治理中提供高温滤料材料的三维丝（300056）和上游的芳纶 1313 纤维企业烟台氨纶（002254）。

污水处理行业主要关注四类机会。（1）污水处理量提高带来的投资机会，关注国内污水处理龙头企业首创股份（600008）；（2）污水管网完善带来的投资机会，关注球墨铸铁管行业龙头公司新兴铸管（000778）；（3）污水处理厂提标改造带来的投资机会，关注拥有全套膜材料制造技术、膜组器设备制造技术和膜生物反应器水处理工艺技术的上市公司碧水源（300070）；（4）污泥无害化处理率提高带来的投资机会，关注阳离子聚丙烯酰胺的生产企业宝莫股份（002476）。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归国海证券所有。