

中期投资策略

分享最后的投资超预期快餐，布局结构转型长宴

Hit And Run 策略

投资要点

国内经济再均衡过程一波三折，导致 A 股市场呈现出典型的区间波动走势，下半年宜采取 "Hit And Run" 的策略（见好就收）。托宾 Q 测算的上证中长期支撑区域为 2500 点左右，市场中期拐点出现有赖于投资增速缓慢下滑下的经济软着陆，即投资超预期即将结束向消费超预期的顺利转变，初次契机在 4 季度甚至明年 1 季度。三季度投资需求仍将超预期，对经济下滑的担忧将好转，市场有可能出现一轮快速反弹。行业配置：预期 3 季度为最后一次投资超预期，景气度较高的投资类行业可以分享至 3 季度，随后布局结构转型长宴，关注盈利能力持续提高、相对估值溢价较低的错杀行业；短期关注存在盈利能力改善预期、已经大幅下跌的行业。

- **国内经济再平衡过程一波三折。**07 年以来要素约束拐点出现，尤其是劳动力、资源与土地、以及资金等要素的变化，应当使得经济增长中枢下移，从而实现再平衡。但 08 年以来的金融危机使得该过程暂缓，为了抵制增长中枢下移，投资被过度利用，并造成一系列严重的结构型问题，这些问题反过来形成制约高投资增速的因素，此种循环反复出现，造成国内经济再平衡过程一波三折。通过梳理各地、各行业未来投资项目，判断三季度投资仍可能超预期，且为最后一次，投资与消费主导地位的轮换可能在四季度再次呈现。
- **再平衡过程中的企业盈利：应对大幅波动。**目前多数企业不仅要面临产业结构调整带来的盈利侵蚀，如劳动力、土地、资金等，而且要应对一波三折的再平衡带来的原材料成本大幅波动；企业为了持续发展，必须加大投资以升级设备或实施产业转型，从而决定了目前处于支出阶段，收获时机不到；与此同时，又要求出色的管理能力适应大幅波动的背景，即企业生存环境仍不稳定，仍处于难熬的阶段。
- **再平衡下的证券市场策略：Hit And Run。**经济再平衡过程呈现的一波三折使得 A 股市场自 09 年以来便呈现区间波动走势，宜 "Hit And Run" 策略，目前看，中期拐点的契机有待投资增速下滑后，经济呈现软着陆特征，即投资超预期即将结束向消费超预期转变，预期在四季度末或明年一季度，在此之前延续区间波动，托宾 Q 衡量的上证支撑在 2500 点左右。三季度投资需求维持高位，经济过快下滑的担忧将有所缓解，三季度存在快速反弹的机会。
- **行业配置：从投资超预期即将结束向消费超预期过渡。**投资在三季度可能再超预期，投资类持股至 3 季度，水泥、煤炭、机械等，4 季度关注投资超预期向消费超预期的战略转变，即 09 年以来的第四次转变；其次，目前实为结构调整阶段，存在一些行业顺应该趋势，综合估值溢价和盈利能力后，关注白酒、家电、电源设备等；最后，4 月份以来逐步回落的原材料成本，应当使部分行业存在盈利改善预期，关注自控设备、民爆、半导体材料、化学原料药和汽车及零部件。

证券分析师：郭艳红
执业编号：S0360210030002
Tel：010-59370855
Email：guoyanhong@hczq.com
联系人：胡国鹏 高宏博 钟青
Tel：010-59370819
Email：huguopeng@hczq.com

目 录

一、 国内经济再平衡过程一波三折	4
1、国内要素约束重新增强，经济增长中枢下移压力增大	4
2、对增长中枢下的抵制：投资持续高增速暂缓再平衡过程	6
3、高投资增速造成的风险决定再平衡过程无法避免	7
3.1 高投资增速导致系统风险不断累积	7
3.2 个别行业投资过大导致经济脆弱性增强	8
4、自然的再平衡过程决定 3 季度为最后一次投资超预期	9
二、 再平衡过程中的企业盈利：大幅波动	11
1、开支阶段，未到收获时	11
2、盈利大幅波动一时难以扭转	11
三、 再平衡下的证券市场策略：HIT AND RUN	12
1、再平衡扰动下的市场：中期拐点未到，策略坚持“HIT AND RUN”	13
2、托宾 Q 衡量的市场下限：上证 2500 点附近	14
3、三季度存在快速反弹机会	16
四、 行业配置：从投资超预期即将结束向消费超预期过渡	17
1、从分享最后投资盛宴到布局结构转型	17
2、考虑估值后，中期关注可能被错杀的行业和公司	18
3、存在盈利改善预期的行业：综合考虑营业收入后短期关注	19

图表目录

图表 1 制造业平均工资重回高增速	4
图表 2 区域和行业工资溢价迅速降低	5
图表 3 土地再也不是无限供给	5
图表 4 资金不再低廉：具备优势的大企业通过债券融资的成本为近十年最高水平	5
图表 5 新增信贷投放分布：东西部对资金的需求以及可得性正在发生变化	6
图表 6 日本经济在要素约束增强后的中枢下移	6
图表 7 三驾马车中投资贡献度处过热区域：2009 年甚至超过 1993 年	6
图表 8 单一地区的正常固定资产投资理应呈现的二阶段现象：日本的经验	7
图表 9 固定资产投资高增速与信贷增速、通胀如影随行	8
图表 10 固定资产高增速时期的存款流失：担忧通胀或有其他更高收益率	8
图表 11 原油和铜价格迅速“复苏”，大幅波动	8
图表 12 房地产投资增速长期处历史高位	9

图表 13 未来行业投向占比：公路、铁路、有色均有下降，地产和石化急剧提高	9
图表 14 投资意愿依旧强烈：意愿增速 50%之上	10
图表 15 但资金来源再次低于投资增速：十年间第 3 次出现	10
图表 16 银行直接信贷对固定资产影响处于历史低点	11
图表 17 行业投资意愿揭示的固定资产投资将自然回落：公路投资最具代表性	11
图表 18 工业增加值却无法回归高增速：多数企业处盈利难熬阶段	12
图表 19 当前背景下，银行业利润占比快速提高	12
图表 20 投资增速下滑导致资金需求降低，资金成本降低	13
图表 21 等待中小企业 ROE 预期回升：09 年的上调昙花一现	14
图表 22 先导性产业汽车股对市场理解的景气底部的信号意义	14
图表 23 基础性产业化工原料股对市场理解的景气顶部信号意义	14
图表 24 全流通将重构 A 股估值中枢水平	15
图表 25 沪深 300 板块托宾 Q 走势	15
图表 26 中小盘板块托宾 Q 走势	15
图表 27 沪深 300 指数基于不同托宾 Q 值的模拟	16
图表 28 不同情景假设下的指数水平	16
图表 29 原材料价格自 4 月份以来的下调为成本改善提供预期	16
图表 30 汽车产量同比增速将触底回升	17
图表 31 投资类第一次超预期：08 年 10 月至 09 年 7 月	18
图表 32 消费类第一次超预期：09 年 8 月至 10 年 12 月	18
图表 33 投资类再次超预期：11 年初至 11 年 3 季度	18
图表 34 市场对高景气行业已经有所防范：估值持续压低	19
图表 35 盈利能力持续提升的部分行业近几年毛利率走势	20
图表 36 盈利能力提升行业的相对估值状况：寻找估值有所消化的高盈利能力行业	20
图表 37 中长期毛利相对稳定的行业受益于需求改善：如毛利相对稳定的汽车行业	20
图表 38 盈利能力稳定的行业关注后续需求：寻求需求改善的行业	21
图表 39 存在盈利改善空间的行业：一季度毛利下滑较大的行业	22
图表 40 华创证券重点跟踪推荐行业及公司	23

一、国内经济再平衡过程一波三折

07 年以来要素约束拐点出现，尤其是劳动力、资源与土地、以及资金等要素的变化，应当使得经济增长中枢下移，从而实现再平衡。但 08 年以来的金融危机使得该过程暂缓，为了抵制增长中枢下移，投资被过度利用，并造成一系列严重的结构型问题，这些问题反过来形成制约高投资增速的因素，此种循环反复出现，造成国内经济再平衡过程一波三折。通过梳理各地、各行业未来投资项目，判断三季度投资仍可能超预期，且为最后一次，投资与消费主导地位的轮换可能在四季度再次呈现。

1、国内要素约束重新增强，经济增长中枢下移压力增大

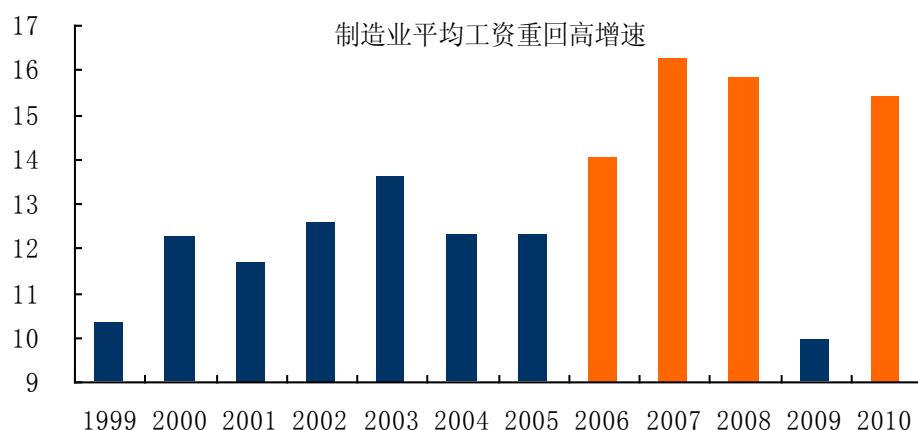
劳动力约束体现在三方面：制造业工资重回高增长，且农业部门工资衡量的制造业工资涨幅并未达理论水平、福利支出不断扩大、区域差距缩小对东部制造业的冲击。

资源与土地硬约束不断增强，造成土地价格与租金变化对制造业尤其是东部制造业的冲击不断增强，与此同时，产业政策的导向也正在强化该趋势。

资金成本与宏观背景差异巨大，需求远大于供给，导致实际资本成本急升，可能达到近十年最高水平，且结构失衡严重，体现在区域之间以及不同规模企业和不同行业之间，旱涝严重不均。

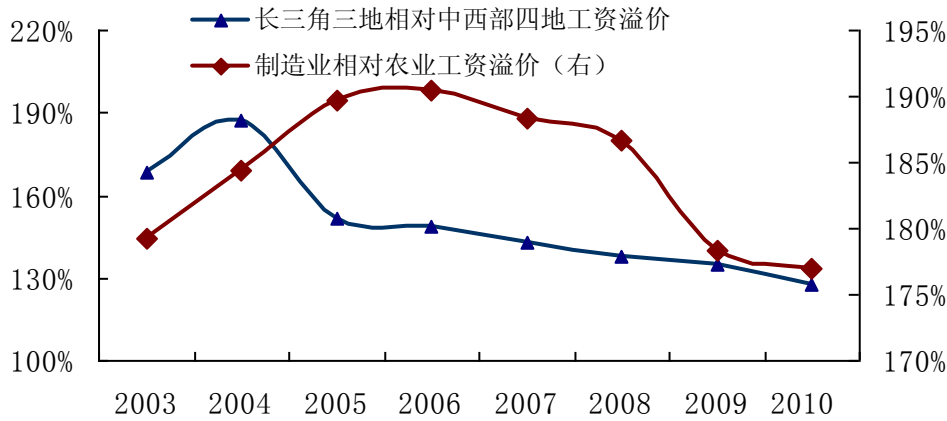
在要素约束不断增强下，应当体现为经济增长中枢的下移，类似日本自 50 年至 70 年高速增长后，随着要素约束增强，增长中枢下移。

图表 1 制造业平均工资重回高增速



数据来源: wind

图表 2 区域和行业工资溢价迅速降低



数据来源：人力资源和社会保障部

长三角：上海、江苏、浙江； 中西部：河南、四川、安徽、重庆

图表 3 土地再也不是无限供给

地区	2005 年	2010 年	2020 年	未来 10 年增速
浙江	69.8	74.2	79.8	7.5%
安徽	162.18	169	180.26	6.7%
北京	215.33	232.00	254.47	9.7%
河南	215.22	225.2	240.73	6.9%
湖北	96.25	99.9	106.71	6.8%
黑龙江	147.35	152.8	164.78	7.8%
湖南	133.87	140.37	152.58	8.7%
河北	173.25	179.29	191.14	6.6%
广东	171.53	182.61	200.6	9.9%

数据来源：各地国土资源局

图表 4 资金不再低廉：具备优势的大企业通过债券融资的成本为近十年最高水平



数据来源：wind

图表 5 新增信贷投放分布：东西部对资金的需求以及可得性正在发生变化

时间	占比：东部	占比：中部	占比：西部	增速：东部	增速：中部	增速：西部
2009-12	63.1%	17.5%	19.4%	32.50	33.50	37.80
2010-03	64.0%	16.8%	19.2%	23.80	23.00	29.60
2010-06	61.6%	18.2%	20.2%	18.70	20.50	24.00
2010-09	61.5%	18.1%	20.4%	18.50	19.70	22.40
2010-12	61.4%	18.1%	20.5%	18.80	20.70	23.20
2011-03	59.4%	17.4%	23.2%	15.60	17.10	21.10

数据来源：WIND

图表 6 日本经济在要素约束增强后的中枢下移

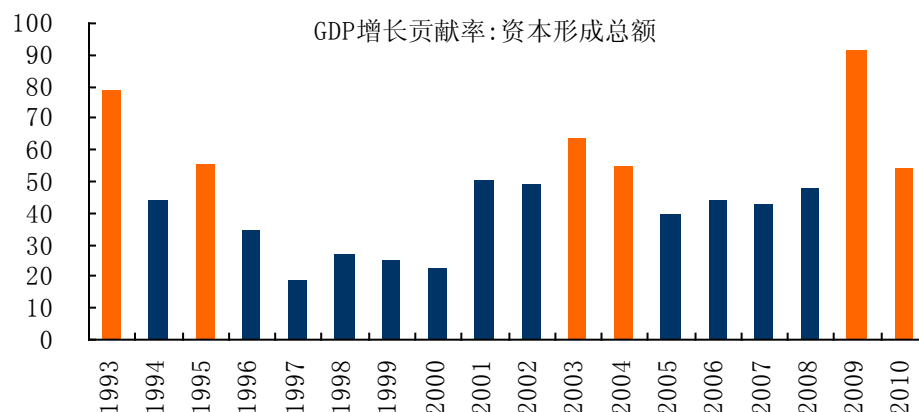


数据来源：wind

2、对增长中枢下的抵制：投资持续高增速暂缓再平衡过程

随着要素约束的增强，正常状态下应当体现为增长暂时或永久性的中枢下移，如日本 70 年代之后经济增速进入平稳增长阶段。但对中国而言，09 年以来，为应对危机出台了一系列超常规政策，各地利用这些措施抢占信贷和项目资源，且由于投资项目的持续性，高投资增速一时难以改变，部分地区和行业甚至利用结构调整之名，加速固定资产投资，投资高增速导致经济增长水平脱离正常趋势。从 GDP 增长贡献率看，09 和 10 年的贡献率分别与 93 年和 03 年前后类似，今年以来投资增速持续维持在 25%之上，高投资增速维持了经济高速增长，但也加重了结构矛盾，并严重制约正常结构调整进程。

图表 7 三驾马车中投资贡献度处过热区域：2009 年甚至超过 1993 年



数据来源：wind

图表 8 单一地区的正常固定资产投资理应呈现的二阶段现象：日本的经验



数据来源：日本统计局

3、高投资增速造成的风险决定再平衡过程无法避免

3.1 高投资增速导致系统风险不断累积

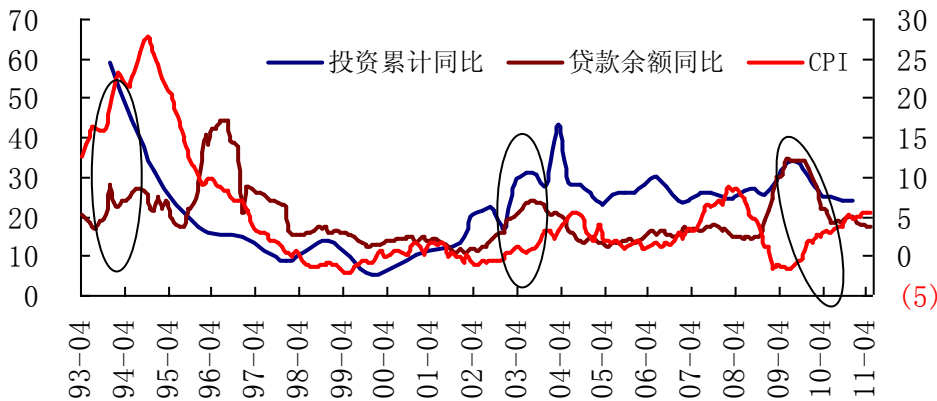
通胀与高投资增速总是如影随形，且投资及资金集中在重大项目与大型企业方面，造成正常的融资渠道畸形，而原材料的冲击加大了对其他行业的影响，而政策对投资进而信贷的控制，虽然可以抑制过快增长的总需求，但不可排除行政性措施可能呈现超调风险，经济紊乱风险增加，政策两难程度加大，市场担忧点变幻加快。

通胀总是伴随高投资增速。如 93 年、03 年和当前，其中以 92 年前后为甚，而通胀的回落也一般在高投资增速开始下降之后。即投资伴随信贷扩张，而投资一旦成行，项目的持续性要求不可半途而废，信贷控制受到掣肘；加大控制促使投资回落，又面临需求的下降，政策将转向担忧回落幅度过大，政策两难。

融资畸形。区域结构上，区域结构和产业结构调整过程在地理区域上体现为中东西部的差异，东部地区存在大量资金剩余，但投资需求较低，中西部则完全相反，而正规的融资渠道中，银行融资受到抑制，畸形的融资渠道使得资金低效更加显著，旱涝不均造成的结构问题异常严重；产业结构上，与投资无关的产业正常的融资需求无法得到满足，中小企业融资需求无法得到满足，而大型企业则相对充裕；畸形的融资渠道造成需求方只得通过大幅提高价格，造成经济结构风险陡升。

通过原材料波及其他行业。由于巨大的投资需求存在，使得上游原材料价格维持高位，并因投资的波动而出现巨大波动，这造成制造业不仅受累于高成本，同时受累于成本大幅波动带来的巨大冲击，如去年 11 月份以来的原材料波动，从成本上造成冲击，而且造成订单异常波动的生产管理冲击。

图表 9 固定资产投资高增速与信贷增速、通胀如影随行



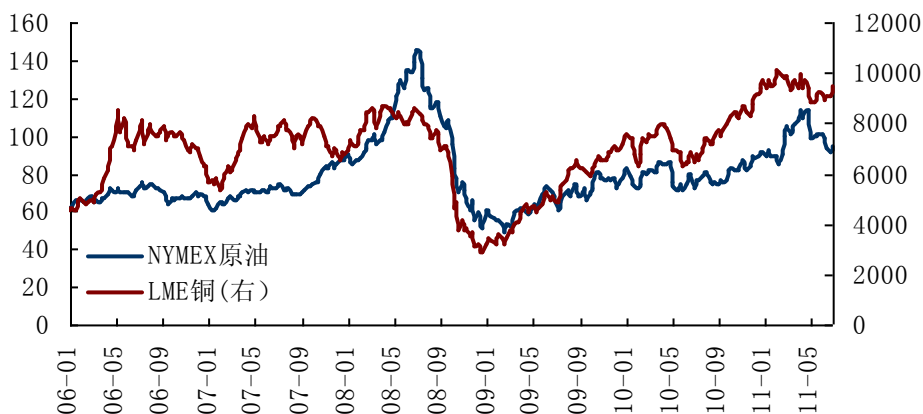
数据来源: wind

图表 10 固定资产高增速时期的存款流失: 担忧通胀或有其他更高收益率



数据来源: CEIC

图表 11 原油和铜价格迅速“复苏”，大幅波动



数据来源: wind

3. 2 个别行业投资过大导致经济脆弱性增强

行业风险积聚。2010 年下半年以来房地产投资持续维持高位，目前甚至超过 03 年前后过热时期，且从未来投资规划看，虽然建材、机械、钢铁、航空、有色、水运和商贸占比呈现缩减态势，但地产投资占比迅速扩张，由 7%至 14.9%，石化类由 4.3%扩张至 6.8%，重化工特征明显，另外公路和铁路投资占比分别由 29.3%和 23.4%下降至 22.3%和 18.6%，但占比仍然较大，固定资产投资过度集中在少数行业容易导致经济脆弱度增加，对单个行业的抑

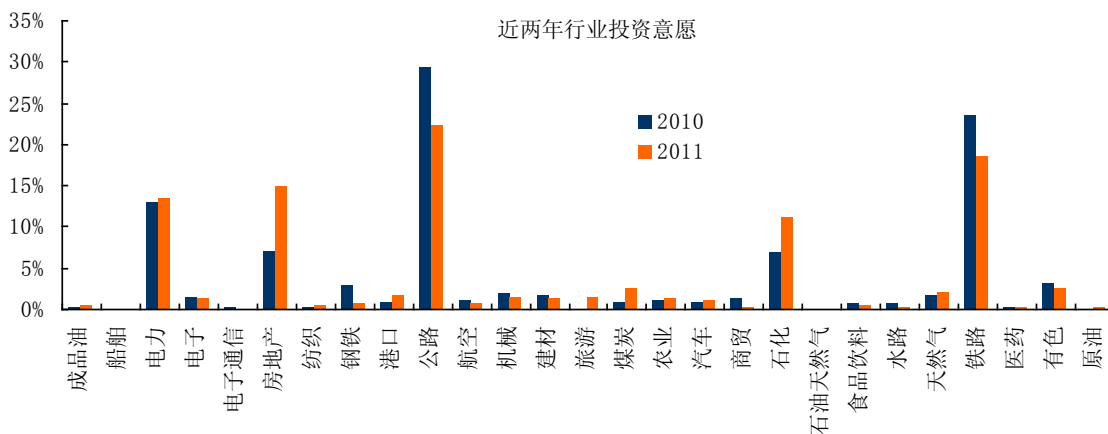
制将造成更大系统性风险。

图表 12 房地产投资增速长期处历史高位



数据来源：华创证券

图表 13 未来行业投向占比：公路、铁路、有色均有下降，地产和石化急剧提高



数据来源：华创证券

2010:2009 年 6 月至 2010 年 6 月重大意愿投资

2011:2010 年 6 月至 2011 年 6 月重大意愿投资

4、自然的再平衡过程决定 3 季度为最后一次投资超预期

虽然总投资意愿依旧亢奋，但资金、土地约束正在自然增强，且从未来的行业投向、区域投向看，也呈现出将自然回落的前兆，如果综合考虑三季度为保障性住房甚至水利投资推进阶段，三季度很可能是最后一次超预期，随后将呈现缓慢回落，投资与消费主导地位再次转换的契机将呈现。如果政策因为担忧回落过快，或不愿意接受相对较低的增长中枢而提前出现放松，将再次造成新一轮周期紊乱。

总投资意愿依然亢奋。未来投向上，一方面可以通过各地规划管窥，另外可以从申报的重大投资计划上了解。从重大意愿投资看，09 年 6 月至 10 年 6 月意向投资额 8.1 万亿元，项目数 6500 个左右，而最近一年项目数 1.4 万个左右，12.7 万亿元左右，增速超 50%，投资意愿仍极其强烈，总量风险不减；且从中西部的城市化目标看，多数省份每年 1.5% 以上的城市化率带动的投资需求不可小觑；积极面上，投资需求较大保障增速不会出现雪崩式回落，也意味着后续将重现大幅波动的特征，任何的放松都会带来投资增速迅速回到高位。

资金约束作用将显著增强。自 97 年以来，资金来源与固定资产投资几乎保持同步，完成额增速超过资金来源增速的案例仅有三次，分别为 1999 年、07 年至 09 年以及当前，在资金

来源无改善的情形下，随后均看到了增速的下降；细分来源看，银行信贷占比自 04 年以来便持续走低，目前处最低水平，自筹资金占比已扩大到 70% 左右，进一步扩张很难实现。从资金角度判断投资需求回落，在没有提高基准利率的情况下，企业债或城投债发行利率回落可能反映资金需求降低，从而反映投资增速将自然回落。

未来行业和区域分布特征也显示后续可能自然回落。行业分布上，如果大量过于超前的项目出现，如大量欠发达地区修建机场规划、大量小规模城市修建环城高速规划，则可以认为自然需求被过度放大，投资增速将自然回落；**行业占比上**，公路、铁路、航空等均呈现占比下滑的迹象，反映 09 年以来被过度刺激的基建投资需求有下滑迹象，如目前公路投资增速较高的地区主要分布在青海、新疆、西藏和宁夏，增速在 5 倍之上；**区域分布上**，此前投资较大的省份如河南、辽宁、山东、福建、安徽等意愿投资规模增幅较小，在 10% 至 20% 之间，增速异常高的地区主要集中在中西部，如海南、湖南、甘肃、青海、新疆、湖北、重庆和四川，分别达到 500%、260%、200%、190%、140%、110%、110%、100%，此前困境缠身的云南仅有 10% 左右的增速，随着这些地区的基建投资逐步完成，高基建投资增速也将自然回落。

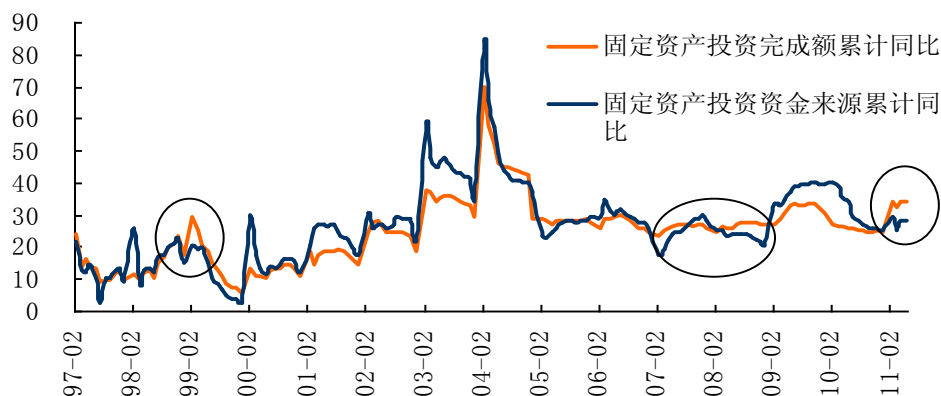
行政因素干扰。政策直接抑制在历史上广泛使用，利用某些标准（如土地、环保）对大量项目进行整治，其中 04 年前后以及 94 年前后均采取类似措施对高投资治理，将导致投资增速以及经济增速迅速下滑，造成早涝急转的情形出现。如果看到经济增速迅速下滑，再次采取放松措施，将导致再平衡过程延长，呈现一波三折特征。

图表 14 投资意愿依旧强烈：意愿增速 50% 之上



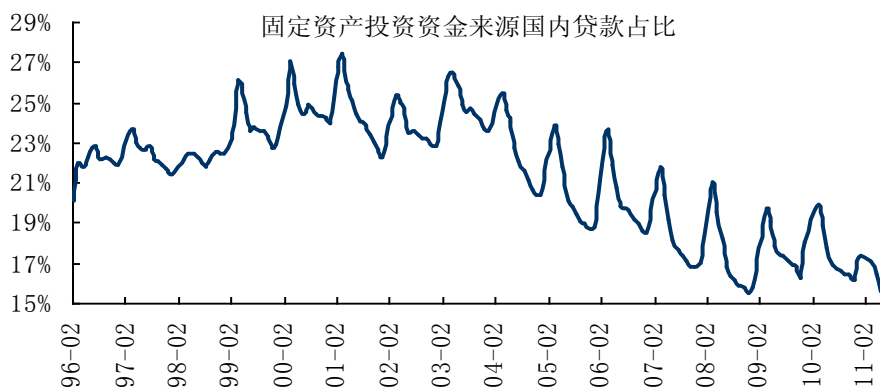
数据来源: wind

图表 15 但资金来源再次低于投资增速：十年间第 3 次出现



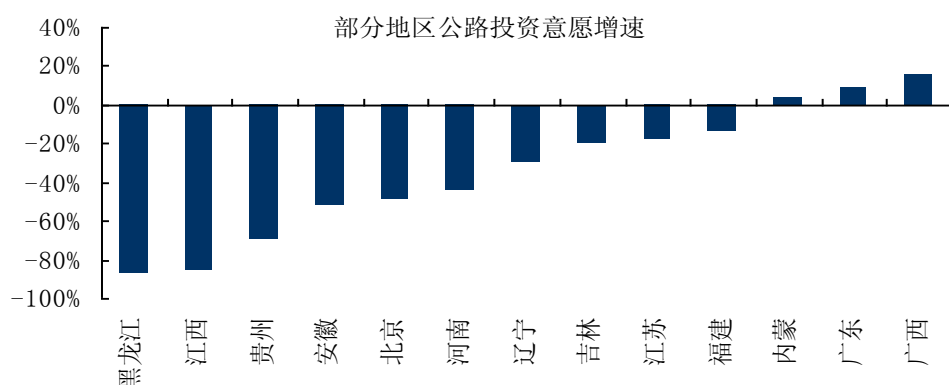
数据来源: wind

图表 16 银行直接信贷对固定资产影响处于历史低点



数据来源: wind

图表 17 行业投资意愿揭示的固定资产投资将自然回落: 公路投资最具代表性



数据来源: wind

二、再平衡过程中的企业盈利: 大幅波动

再平衡过程中, 企业不仅要面临产业结构调整带来的盈利侵蚀, 如劳动力、土地、资金等, 而且要应对一波三折的再平衡带来的原材料成本大幅波动; 企业为了持续发展, 必须加大投资以升级设备或实施产业转型, 从而决定了目前处于支出阶段, 收获时机不到; 与此同时, 又要求出色的管理能力适应大幅波动的背景, 即企业生存环境仍不稳定, 仍处于难熬的阶段。

1、开支阶段, 未到收获时

转型阶段的投入难以削减。对于多数企业而言, 无法回避处于转型的背景, 为了后续成长, 不管是为了升级设备或兼并重组进行的产业结构调整, 还是区域转换进行的搬迁, 都属于增加开支阶段, 同时仍要继续消化各类生产要素成本快速增加带来的成本压力, 这决定了当前盈利未到收获时期。

且要面临转型的风险。转型过程未必一帆风顺, 如对新产业的推进, 大量研究证明在新产业开拓方面, 大部分企业并未获得新产业成功带来的收益, 而往往以先行先烈的方式止步生存。

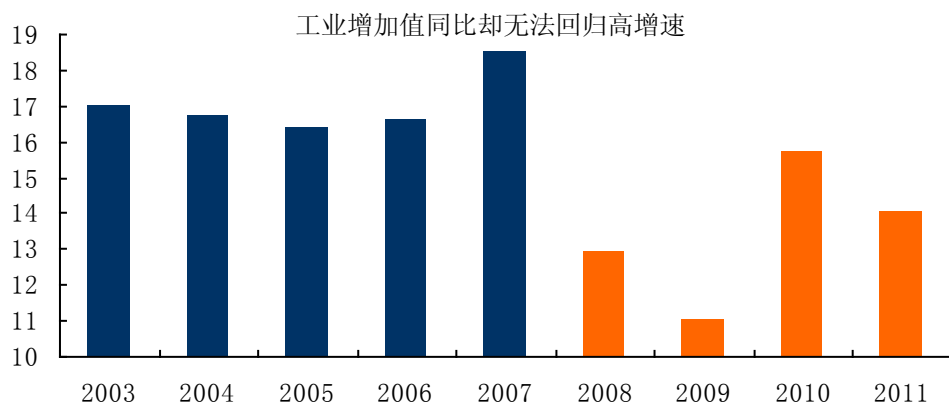
2、盈利大幅波动一时难以扭转

目前所处的再均衡过程, 出口 (外部消费) 和消费需求大致稳定, 投资具有大幅波动的特点, 综合结果将是投资波动带动总量波动。

在投资高速阶段，需求提升导致原材料高企，多数制造业企业面临成本提高的困境，此时的毛利受制于毛利率的降低；一旦需求在政策作用下出现回落，应当出现原材料成本的回落，此时多数制造业存在毛利率改善的契机。

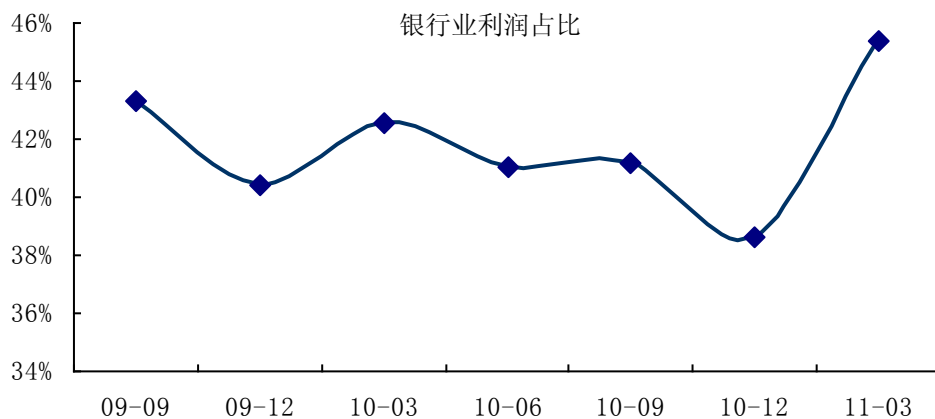
且盈利向个别行业过度集中。再均衡过程中的企业盈利不仅波动较大，随着信贷控制的加强，社会利润主要流向个别行业，最为典型的为银行业，在今年一季度多数行业盈利受到侵蚀背景下，该行业盈利再次超出预期，占全部 A 股净利润之比已经达到 46% 左右，并可能在二季度继续，但也因此承担了扩大的系统风险。

图表 18 工业增加值却无法回归高增速：多数企业处盈利难熬阶段



数据来源: wind

图表 19 当前背景下，银行业利润占比快速提高



数据来源: wind

三、再平衡下的证券市场策略：Hit And Run

经济再平衡过程呈现的一波三折使得 A 股市场自 09 年以来便呈现区间波动走势，宜“Hit And Run”策略（见好就收），目前看，中期拐点的契机有待投资增速下滑后，经济呈现软着陆特征，即投资超预期即将结束向消费超预期转变，预期在四季度末或明年一季度，在此之前延续区间波动，托宾 Q 衡量的上证支撑区域在 2500 点左右。三季度投资需求维持高位，经济过快下滑的担忧将有所缓解，三季度存在快速反弹的机会。

1、再平衡扰动下的市场：中期拐点未到，策略坚持“Hit And Run”

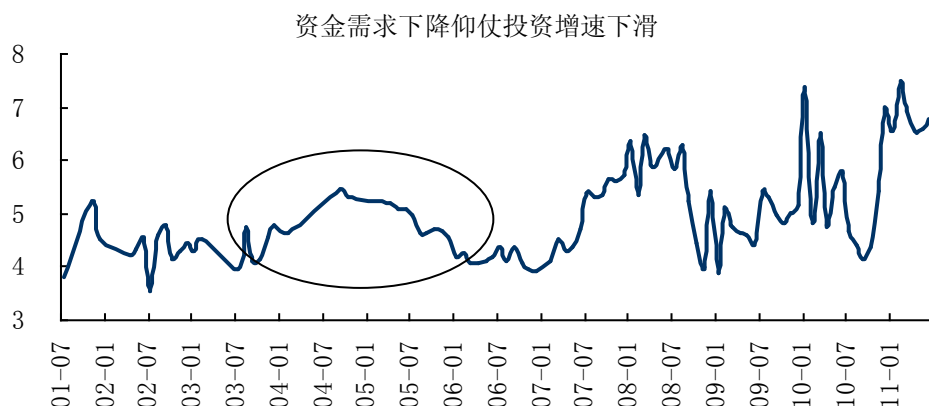
过度依赖投资的经济呈现周期短期化、波动剧烈的特征，证券市场也将呈现策略短期化特征，我们在《需求推动力积蓄阶段，市场上下两难》中曾有专门分析。即在再均衡过程，由于没有持续的推动力，市场中期拐点未到。目前看，除了盈利不稳定，其他因素还包括：

面临需求回落冲击过大担忧。一方面，只有投资增速缓慢回落才可以缓解结构性问题，预期三季度之后逐渐兑现。另一方面，市场更加关注投资增速下滑带动总需求回落到什么程度，即软着陆与硬着陆之分，我们认为经济逐季回落应可看到，但硬着陆可能不大，但在确认之前，市场担忧无法缓解，预期投资增速下滑下的经济软着陆迹象将在今年 4 季度或明年 1 季度初现，届时才可能出现证券市场的中期拐点，如果政策面无法接受中枢下移，再回落过程再次采取宽松措施，将延长达到均衡的时间，并带来更多结构问题，此种情形在去年二、三季度便曾出现。

资金错配压力未缓解。从相对投资收益看，以中小企业为例，03 年、04 年中小企业 ROE 曾不断走低，直到 04 年底 05 年初开始上升。近年中小企业 ROE 再次回落，目前为 14% 左右，主要因这些企业大部分未参与上游资源品开发，盈利更易在投资高增速时受损。但多数中小企业从正规银行渠道获得贷款利率已达 13% 左右（基准 6.4%+上浮 50%+担保公司 3.5% 费用）。这种背景下，资金更愿意直接放贷而不愿经营，从而不利盈利；从市场角度看，资金更愿意获得风险较小的借贷收益，而不愿意在二级市场投资，不利证券市场表现。从资金错配改善的信号看，企业债发行利率和民间利率走势是较好参考指标，其中企债发行利率目前处近 10 年最高水平区域。

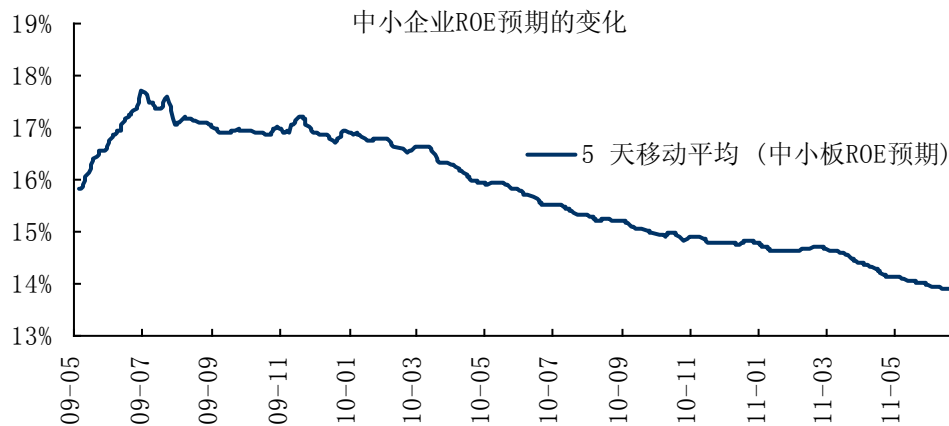
采取“Hit And Run”策略。在再均衡过程呈现一波三折的背景下，观察先导行业与基础产业的运行态势，进而预期政策变动，采取“Hit And Run”策略，可能是较好的策略之一。先导产业中，地产和汽车作为支柱性产业，对其的预期可以作为寻找短期底部区域的观察点，其典型特征为，担忧需求滑落过快，市场整体处极度悲观情绪之中，而先导性产业由于提前反应了需求回落，反而未必继续下跌，此时一般为阶段性下限区域。基础产业中，化工原材料作为广泛应用于各个行业的基础产业，该行业的阶段性繁荣可能预示着自终端而上的需求已经传递到最顶端，可以作为判断顶部区域的观察点。其典型特征为，多数盈利向好的行业已经反映在股价上，在市场整体继续上行的过程中，未必继续大幅上涨，但化工原材料在此阶段的预期更为乐观，容易出现异常快速的上涨，此时一般需谨慎，可能出现阶段性上限区域。

图表 20 投资增速下滑导致资金需求降低，资金成本降低



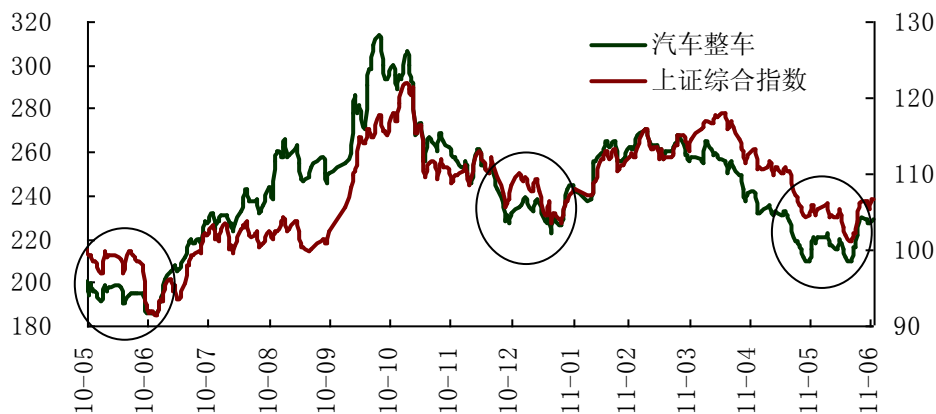
数据来源：wind

图表 21 等待中小企业 ROE 预期回升：09 年的上调昙花一现



数据来源: wind

图表 22 先导性产业汽车股对市场理解的景气底部的信号意义



数据来源: wind

图表 23 基础性产业化工原料股对市场理解的景气顶部信号意义



数据来源: wind

2、托宾 Q 衡量的市场下限：上证 2500 点附近

在市场区间波动的背景下，衡量股票市场均衡点的方法多种多样，典型的如 PE 估值中枢、PB 估值中枢等。随着全流通的实现，实产业资本与金融资本的博弈，对估值中枢的影响可能比 PB 和 PE 中枢更具有实际意义。

通过各种情景分析，沪深 300 板块目前接近均衡状态，按照 08 年以来均值计算约 10% 左右下跌空间，即沪深 300 指数的均衡值在 2700 点左右，对应上证指数 2500 点左右。但中小企

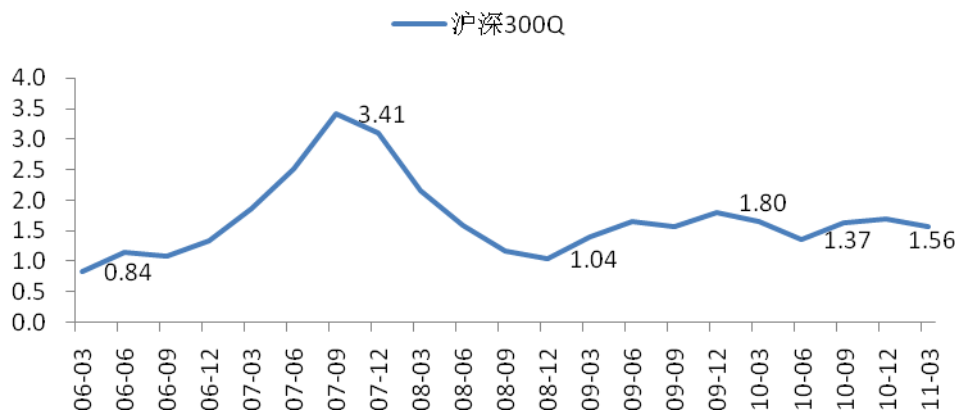
业板块与市场历史均值相比仍旧具备较大下跌空间，约 25%左右，对应点位 4400 点左右，中小板的机会可能在 4 季度，其主要催化剂为，投资增速逐渐下滑，由此导致的对中小企业不利的环境有所改变，其 ROE 水平届时可能触底回升。

图表 24 全流通将重构 A 股估值中枢水平



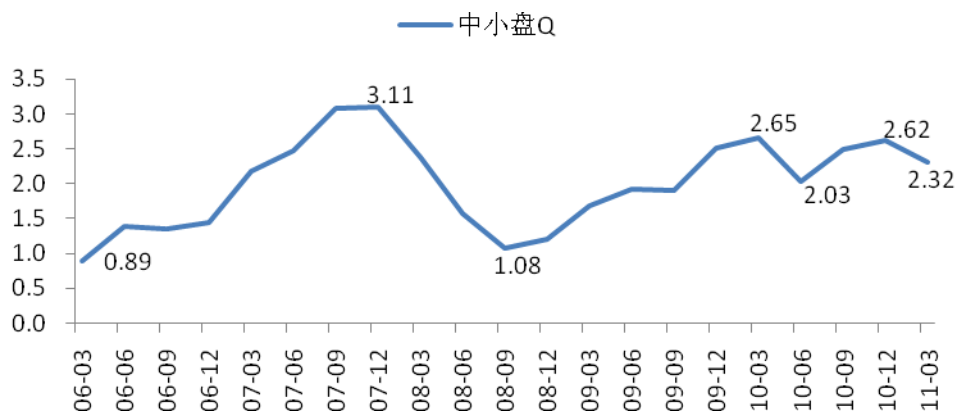
数据来源: wind

图表 25 沪深 300 板块托宾 Q 走势



数据来源: wind

图表 26 中小盘板块托宾 Q 走势



数据来源: wind

图表 27 沪深 300 指数基于不同托宾 Q 值的模拟

情景	对应的 Q 值	对应的指数	沪深 300 目前指数	模拟的下跌幅度%
1、Q 值为 2006 年以来均值	1.69	2920.177	3041.73	3.99
2、Q 值为 2008 年以来均值	1.56	2701.071	3041.73	11.20
3、Q 值为无套利均衡值上浮 30%	1.30	2262.859	3041.73	25.60
4、Q 值为无套利均衡值上浮 20%	1.20	2094.316	3041.73	31.15
5、Q 值为无套利均衡值	1.00	1757.23	3041.73	42.23

数据来源：华创证券研究所

图表 28 不同情景假设下的指数水平

情景假设	对应的 Q 值	对应的指数	中小盘目前指数	模拟的下跌幅度%
1、Q 值为 2006 年以来均值	2.01	4337.883	5800	25.2
2、Q 值为 2008 年以来均值	2.03	4382.354	5800	24.4
3、Q 值为无套利均衡值上浮 50%	1.50	3203.886	5800	44.8
4、Q 值为无套利均衡值上浮 30%	1.30	2759.181	5800	52.4
5、Q 值为无套利均衡值	1.00	2092.124	5800	63.9

数据来源：华创证券研究所

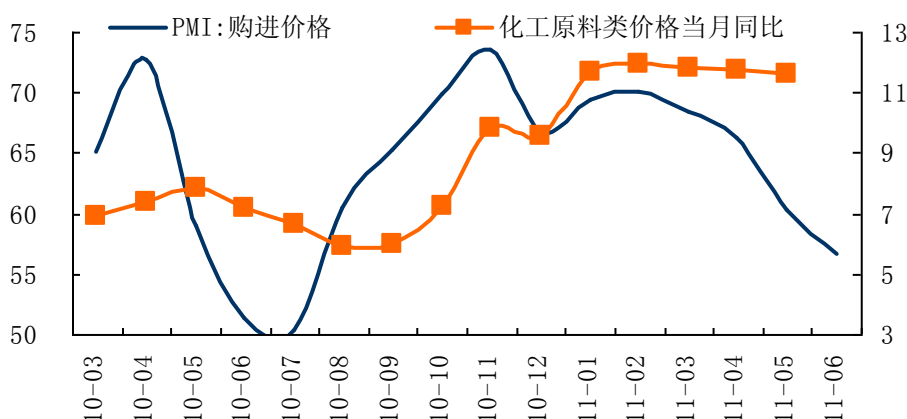
3、三季度存在快速反弹机会

经济过快下滑担忧将在投资需求超预期下有所缓解。6 月份对汽车产销的预期正逐渐改善，由于意外因素冲击，汽车产销在二季度表现较差，其中四、五月均出现同比负增长，我们预期今年汽车产量增速仍将保持在 10%左右，6 月份可能是拐点出现时期；上半年对地产市场尤其是销量的担忧也正在发生改变，目前基础上继续大幅下滑的预期正在减弱，尤其是保障房在三季度的拉动，使得地产行业对经济增长的影响进一步改善，担忧销量下滑，进而地产投资过快下滑的情绪将改变。此前经济下滑过快的悲观预期存在改善契机，市场也因此具备反弹的契机。

其次，存在成本改善预期。5 月份以来，原材料成本呈现继续改善迹象，截至目前为止仍向良性方面发展，对大部分制造业企业而言，自去年 10 月份以来，因发达国家量化宽松和新兴市场投资过快导致的原材料成本高企的压力将有所缓解，对多数企业而言存在盈利改善的预期。

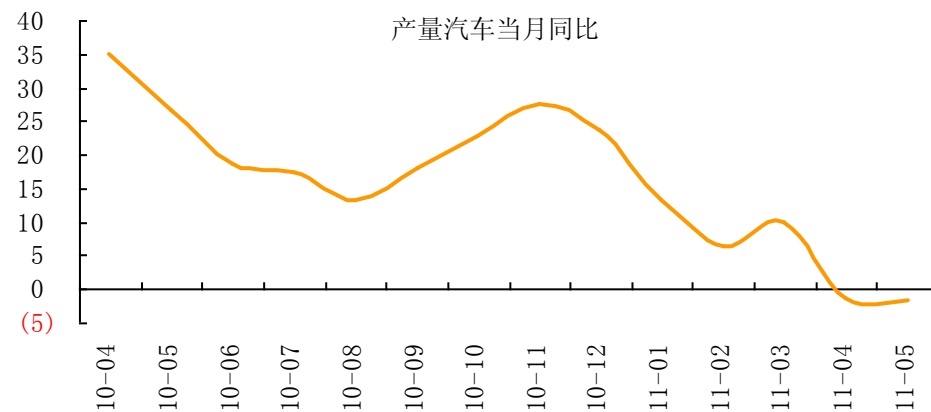
综合看，三季度市场存在反弹机会，且在整体处于区间波动的情况下，这种反弹更多体现为快速、大幅的特征，Hit 之后不可忽视 Run。

图表 29 原材料价格自 4 月份以来的下调为成本改善提供预期



数据来源：wind

图表 30 汽车产量同比增速将触底回升



数据来源: wind

四、 行业配置：从投资超预期即将结束向消费超预期过渡

首先，投资在三季度可能再超预期，投资类持股至 3 季度，水泥、煤炭、机械等，4 季度关注投资超预期向消费超预期的战略转变，即 09 年以来的第四次转变；其次，目前实为结构调整阶段，存在一些行业顺应该趋势，综合估值溢价和盈利能力后，关注白酒、家电、电源设备等；最后，4 月份以来逐步回落的原材料成本，应当使部分行业存在盈利改善预期，关注自控设备、民爆、半导体材料、化学原料药和汽车及零部件。

1、 从分享最后投资盛宴到布局结构转型

最后分享投资盛宴。我们对投资超预期的关注较早、较系统，上半年基本围绕固定资产投资研究，尤其后续市场关注的保障房带动，但我们理解的保障房建设，只是投资高速增长的一个因素而已，通过分析未来各省、各行业重大项目投资特征，我们预期 3 季度将最后一次超预期，对于相关的行业和公司，我们建议持股至最繁荣的时期。目前市场角度已经出一定反馈，如给予水泥股的估值便较低，未来主要来自于景气持续时间超预期，预期三季度将再次超预期。另外与之关系密切的行业为机械、煤炭等，其中煤炭作为一种资源，在要素分配改变过程中将获得更多利益，其中期基本面仍相对积极。

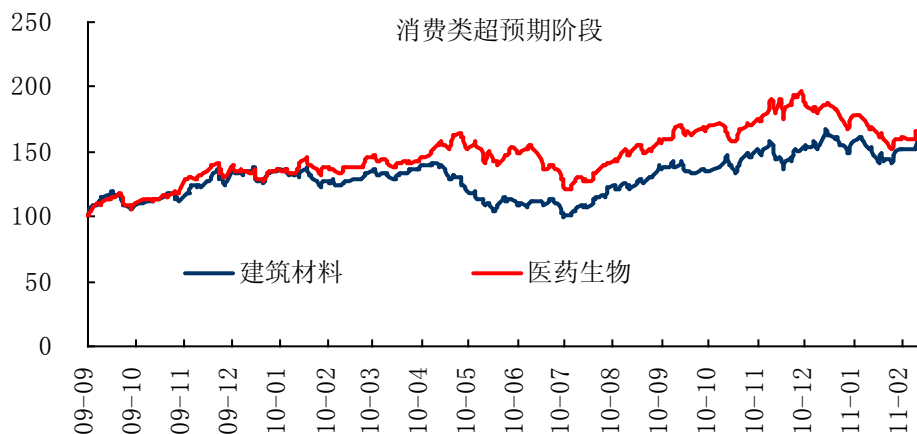
准备布局结构转型。随着投资超预期在三季度后逐渐改变，将迎来投资与消费主导地位再次转换的契机，4 季度宜逐渐布局结构转型受益的行业，完成“分享投资最后盛宴，向布局结构转型长宴”的战略转变。从再均衡过程中看，此种转换特征异常明显。国内投资类最受益为水泥为代表的建筑建材，消费最受益为医药生物，从 09 年以来二者三度轮换，分别是 09 年初至 09 年 8 月份投资类超预期，09 年 8 月份至 10 年末消费类超预期，以及今年以来投资类持续超预期，预期下次轮换契机在 4 季度。

图表 31 投资类第一次超预期：08 年 10 月至 09 年 7 月



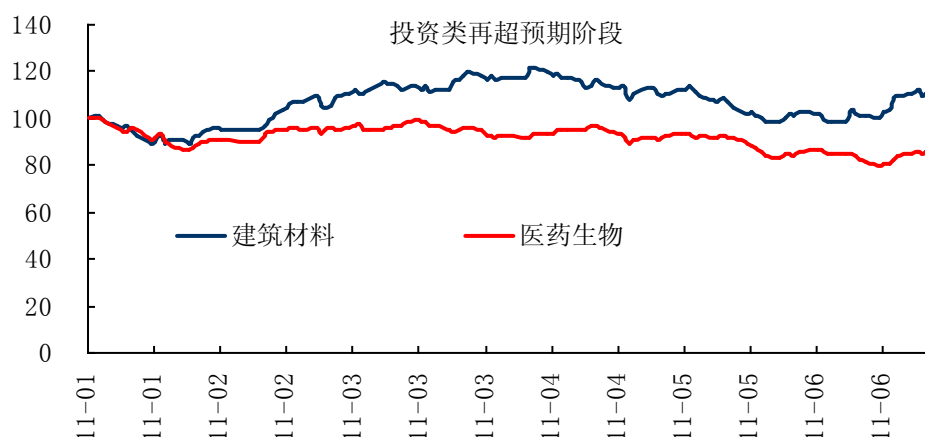
数据来源: wind

图表 32 消费类第一次超预期：09 年 8 月至 10 年 12 月



数据来源: wind

图表 33 投资类再次超预期：11 年初至 11 年 3 季度



数据来源: wind

2、考虑估值后，中期关注可能被错杀的行业和公司

结构调整下，对企业盈利较大的成本因素无非人力成本上升、土地成本上升、资金成本上升，未来原材料波动对盈利可能总体为区间性，并非持续性。在此逻辑下，一些盈利能力未受影响的行业或公司很可能因为系统性下跌而被错杀。因此选择一些盈利能力稳步提升，且未来需求不受上半年调价影响的行业组合，即没有短期催化剂下，行业盈利能力维持的

行业，这些可能构成被错杀的行业组合。去年 10 至 11 月开始飙升的大宗原材料价格为我们检测这些行业提供了难得的机会，如何在此背景下仍能维持较高的盈利能力，这些行业值得中长期关注，很可能为中长期错杀的行业。

从行业特征看，这些行业应当主要来自于成本投入较少（如白酒）或者经过全面洗牌（家电）或者服务类（商业物业经营）或者技术类（机床工具）行业，这些行业通过 15 个季度之上的毛利率方差较小（简单反映平稳），且趋势线为正斜率（反映缓步上行）的方式筛选得到。

当然选择这些行业的另一关键因素为相对估值水平，即便盈利较强的行业，当其相对估值过高时也难以有较好表现，采用行业相对指数板块估值对比，当这些行业的估值处于历史较低相对估值溢价时可以筛选部分行业。

采用上述方式筛选后，综合参考 3 年和 10 年 PE 均值，以及 3 年相对全部 A 股估值溢价率状况，自 168 个子行业筛选后得到的行业为：白酒、葡萄酒、专业连锁、电源设备、印刷包装机械、彩电、商业物业经营、服装、通信配套服务。其中服装子行业需要慎重，主要担忧价格的较快上涨是否对需求构成抑制。建议关注白酒、电源设备、彩电、商业物业及服装等。

3、存在盈利改善预期的行业：综合考虑营业收入后短期关注

短期而言，对企业盈利影响较大的除了成本因素外，还包括营收因素，即从毛利率和营业收入角度筛选行业。毛利率角度，需要筛选毛利率的改善并非因为恶性竞争所致或者门槛处于降低过程所致，即的确为去年 11 月份以来原材料涨价导致成本上升，进而毛利下滑的行业，主要有：石油开采、民爆用品、化学原料药、冰箱、空调、小家电、航空运输、半导体材料、汽车零部件。建议重点关注民爆、冰箱、空调、半导体材料、化学原料药和汽车零部件。

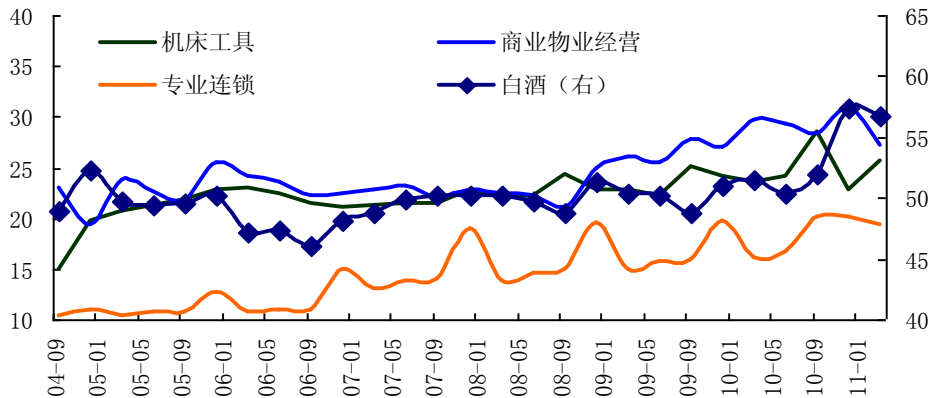
营收预期改善角度，最好筛选出毛利率相对稳定的行业，通过筛选某一时点（至少 10 个季度以上）毛利率方差较小可以得到，经过筛选得到的行业为：电气自控设备、饲料、元件、乘用车、通信传输设备、空调、家用轻工、医疗器械、医药商业、百货零售和酒店，建议重点关注电气自控设备、乘用车。

图表 34 市场对高景气行业已经有所防范：估值持续压低

公司	EPS (E)			PE (E)
	2010 (A/E)	2011 (E)	2012 (E)	2011 (E)
海螺水泥	1.17	2.37	2.92	11.52
冀东水泥	1.15	1.76	2.44	14.16
亚泰集团	0.26	0.64	0.81	12.87
天山股份	1.30	2.78	3.76	13.74
华新水泥	0.71	1.77	2.27	14.42
青松建化	0.64	1.44	1.96	15.46
祁连山	1.04	1.56	2.21	12.22
赛马实业	2.88	3.05	4.11	11.73
江西水泥	0.39	1.22	1.51	14.07
巢东股份	0.27	1.40	1.68	14.49

数据来源：华创证券

图表 35 盈利能力持续提升的部分行业近几年毛利率走势



数据来源: WIND

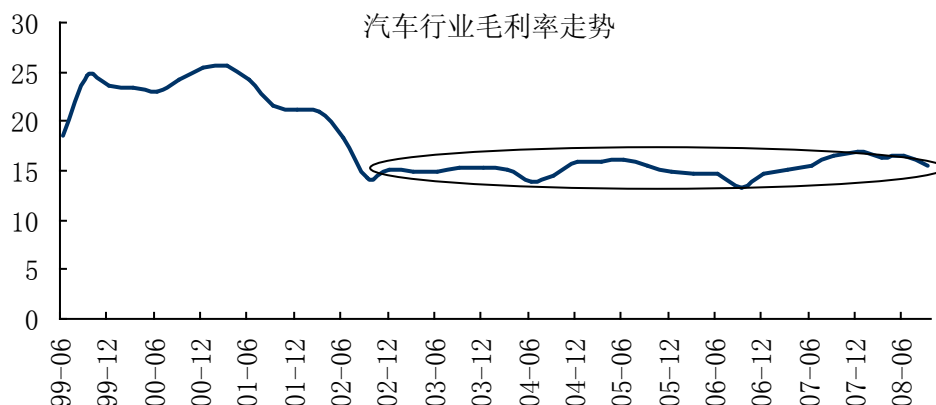
图表 36 盈利能力提升行业的相对估值状况: 寻找估值有所消化的高盈利能力行业

盈利能力行业	当前 PE	十年均值	三年均值	3 年估值相对 A 股溢价率均值	当前相对全 A 股溢价率	估值溢价相对 3 年均值偏离度
石油贸易	63	48	42	221%	382%	161%
电源设备	24	42	34	172%	147%	-25%
机床工具	41	63	34	174%	251%	77%
印刷包装机械	49	50	60	310%	297%	-13%
计算机设备	41	48	41	209%	252%	43%
终端设备	38	36	23	121%	229%	108%
通信配套服务	29	37	32	167%	177%	10%
彩电	28	50	32	162%	171%	9%
白酒	34	37	33	170%	205%	35%
葡萄酒	34	43	36	190%	208%	18%
服装	27	27	26	136%	167%	31%
专业连锁	27	43	31	158%	163%	5%
商业物业经营	37	41	37	191%	228%	37%
软件开发	41	48	41	212%	252%	40%
化工新材料	35	38	34	174%	214%	40%

数据来源: 华创证券 wind

注: PE 计算标准为 TTM、剔除负值

图表 37 中长期毛利相对稳定的行业受益于需求改善: 如毛利相对稳定的汽车行业



数据来源: WIND

图表 38 盈利能力稳定的行业关注后续需求：寻求需求改善的行业

盈利稳定性行业	近几年毛利率方差	后续需求是否改善及原因
饲料	1.7	上升，生猪产量会不断增加
化工新材料	3.9	下滑，取决于实体经济的状况
无机盐	4.1	下滑，取决于实体经济的状况
日用化学产品	1.1	无显著变化
特钢	2.7	下滑，取决于实体经济的状况
水泥制造	6.6	下降
陶瓷制造	6.9	下降
建筑施工	0.8	下降
装修装饰	6.0	无显著变化
电气自控设备	4.8	上升，国网 10%增速，智能电网力度大
机械基础件	2.5	无显著变化
建筑机械	1.9	无显著变化
元件	3.8	上升，季节性需求
铁路设备	2.2	无显著变化
乘用车	0.7	向上，供给恢复以及价格优惠
商用载客车	1.9	无显著变化
通信传输设备	6.4	上升
空调	4.4	上升，季节性需求旺季
调味发酵品	7.1	无显著变化
啤酒	2.2	无显著变化
家用轻工	3.1	上升，需求旺季，保障房建设
医疗器械	5.9	上升，需求强劲
医药商业	2.5	上升，需求旺盛
公交	2.7	无显著变化
高速公路	9.9	无显著变化
百货零售	1.9	上升，季节性旺季
贸易	2.7	无显著性变化
酒店	7.5	上升，季节性需求旺季

数据来源：华创证券

图表 39 存在盈利改善空间的行业：一季度毛利下滑较大的行业

行业	毛利变化	是否为原材料成本导致	是否有改善
人工景点	-28.7	是	否
信托	-18.48	否	否
宽带网络服务	-18.09	招投标价格下降	无
石油开采	-16.9	是	是
自然景点	-16.07	是	否
林业	-9.13	否	否
其他建材	-6.72	是	否
制糖	-6.64	是	否
水电	-6.36	否	是
交换设备	-6.13	是	否
民爆用品	-5.7	是	是
农用机械	-4.09	是	否
磨具磨料	-3.74	是	否
涂料油漆制造	-3.71	是	否
其他橡胶制品	-3.63	是	否
航运	-3.51	是	否
仪器仪表	-3.5	否	否
电源设备	-3.37	是	否
果蔬加工	-3.18	是	否
化学原料药	-3.03	是	是
冰箱	-3.01	是	是
有线电视网络	-2.96	否	否
空调	-2.9	是	是
旅游综合	-2.89	否	否
火电	-2.75	是	否
印染	-2.74	是	否
金属新材料	-2.72	是	是
其他纤维	-2.58	是	否
航空航天设备	-2.42	否	否
摩托车	-2.4	否	否
餐饮	-2.37	是	否
其他化学制品	-2.35	是	否
调味发酵品	-2.35	是	否
啤酒	-2.28	否	否
通信传输设备	-2.26	否	否
医疗器械	-2.18	否	是
维纶	-2.07	是	否
丝绸	-2.02	是	是
其他酒类	-1.96	否	否
小家电	-1.91	是	是
输变电设备	-1.89	是	否
分立器件	-1.87	是	否
航空运输	-1.71	是	是
燃机发电	-1.68	是	是
其他电子器件	-1.63	是	是
船舶制造	-1.63	是	否
半导体材料	-1.55	是	是
汽车零部件	-1.53	是	是
玻璃制造	-1.5	否	否

数据来源：华创证券

图表 40 华创证券重点跟踪推荐行业及公司

行业	题目	行业评级	强烈推荐	推荐	分析师及联系方式
煤炭	煤炭股突破可待	维持推荐	冀中能源、兖州煤业、潞安环能、盘江股份、大有能源		韩振国、高羽 021-50582528
建筑建材	房建相对乐观，园林装饰存在机会，策略建议采用反向保险组合	维持推荐	中国建筑	金螳螂	张弛 010-59370823
纺织服装	品牌服装后续可期，家纺三杰势如破竹	维持推荐	七匹狼、报喜鸟、九牧王、罗莱家纺、中银绒业		区志航、唐爽爽 0755-82828559
汽车	复产供应量充裕，被抑制需求叠加释放	维持推荐	一汽富维、江淮汽车、广汽长丰、上海汽车、悦达投资		王炎学、何亚东 010-59370865
农林牧渔	把握大养殖产业链，布局饲料和海产	首次推荐	新希望、正邦科技	海大集团、獐子岛、大北农、益生股份、圣农发展	盛夏 010-59370887
食品饮料	行业走向分化，紧跟名酒发展步伐	维持推荐	贵州茅台、洋河股份、古井贡酒、山西汾酒、泸州老窖		薛玉虎、钟祺 010-59370882
零售	看好三线省份区域百货龙头的确定增长	首次推荐		友阿股份、欧亚集团、友好集团	彭婷 021-50157561
电力设备及新能源	“剩者为王”，寻找行业拐点	维持推荐		广电电气、东方电气	李大军、周晓东、詹杰 010-59370821
智能化装备与节能环保	寻找投资护城河，淘金高成长企业	维持推荐	汇川技术、英威腾、台基股份、龙源技术	华中数控、聚光科技、机器人、软控股份、南方泵业、碧水源、维尔利	李大军、张文博、曲小溪、谢天卉 010-59370821
通信设备	下半年需求回升与政策驱动触发通信设备投资机会	维持推荐	中兴通讯、中天科技、世纪鼎利	光迅科技、三维通信、日海通讯、大富科技、盛路通信、海格通信	马军、刘洪军、束海峰 010-59370829

数据来源：华创证券

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层
邮编:100036
传真:010-59370801