

山穷水又复 柳暗花未明

——2011年8月投资策略报告

研究员：郭春燕 潘俐俐
执业证书编号：S0570510120015
S0570510120039
电话：025-84457777
地址：南京市中山东路90号

投资要点：

最新经济数据显示，上半年 GDP 204459 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.6%。其中二季度增长 9.5%，较一季度 9.7% 的增速有所回落，但从环比看，二季度 GDP 增长 2.2%，高于一季度的 2.1%。上半年 9.6% 的增速还是处于比较健康的增长区间，投资增速仍然保持在高位，消费增速有所回升，整体看，经济增长放缓的态势虽然并没有改变，但是经济出现硬着陆的概率较小。6 月的 CPI 数据继续创出新高，通胀依然高企，面对持续的通胀压力和较为稳健的经济增长，三季度放松政策的概率大大降低，预计仍会维持目前的政策基调。

在经济继续触底的背景下，企业盈利增速仍处于下滑的态势，不过也需注意到，虽然企业盈利增速仍处于下滑，但下滑幅度在逐月收窄，1-2 月份工业企业利润增速 34.3%，3 月份 28.6%，4 月份 24.2%，5 月份 21.8%。经过 6 月中旬以来的反弹，市场估值得到了一定修复，目前整个市场的 10 年 PE 18.8 倍，11 年 14.2 倍，隐含利润增长率为 32%，我们认为这样的利润增长预期是偏乐观，随着中报业绩公布后，市场应该会根据实际业绩适度下调 2011 年业绩预期。目前沪深 300 10 年 PE 为 14.7 倍，11 年 11.8 倍，而中小企业板 10 年 PE 为 41.1 倍，11 年 27.7 倍；中小板与创业板这一段的反弹力度要明显强于主板，小盘股估值的修复，使得大小盘估值差异被再次扩大。从资金方面看，年中最紧的时期已经过去，下半年预期将面临较上半年宽松的市场环境。

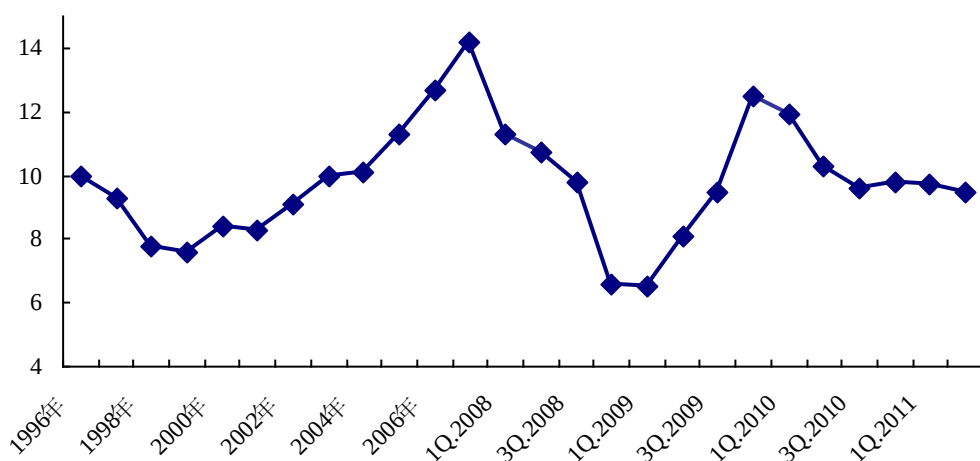
从 8 月份的运行环境看，市场经历了 6、7 月份以来的超跌修复走势之后，进一步上行的动能仍需蓄积。前期密集成交区及年线附近的压力使得震荡消化将是下一阶段的主要形态。加上后期居高的物价走势仍将制约政策走向，在经济保持了适度增长的背景下，政策层面压制通胀、货币紧缩的空间加大，将形成对市场的扰动。市场的整体特征表现为：下方底部探明，趋势拉升不易的状态，预期市场运行空间为 2700-2900。

对政策的揣摩与对上市公司业绩增长的甄别将成为 8 月份市场投资主要关注因素。我们认为在目前时点看，市场反转的条件并不具备，震荡中蓄势上行应是主要形态。由于目前处于中报公布期，上市公司中报业绩的兑现情况将是影响市场的较大因素，中报业绩推动的结构性机会是这一阶段着眼点。经过超跌修复期，市场将进入反弹攻坚阶段，成长股的表现空间将展开。8 月份重点的选择目标放在三个方面：一是中报稳定增长的行业如食品饮料、纺织服装等；二是下半年景气回升的行业如电力设备和机械行业；三是有业绩增长支撑的超跌中小板个股。

一、宏观经济：经济稳健增长，通胀压力短期难消

最新经济数据显示，上半年 GDP 204459 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.6%。其中二季度增长 9.5%，较一季度 9.7% 的增速有所回落，但从环比看，二季度 GDP 增长 2.2%，高于一季度的 2.1%。上半年 9.6% 的增速还是处于比较健康的区间，投资增速仍然保持在高位，消费增速有所回升，整体看，经济增长放缓的态势虽然并没有改变，但是经济出现硬着陆的概率仍然较小。但 6 月的 CPI 数据继续创出新高，通胀依然高企，面对着持续的通胀压力和较为稳健的经济增长，三季度放松政策的概率大大降低，预计仍会维持目前的政策基调。

图 1：经济增速继续温和回落

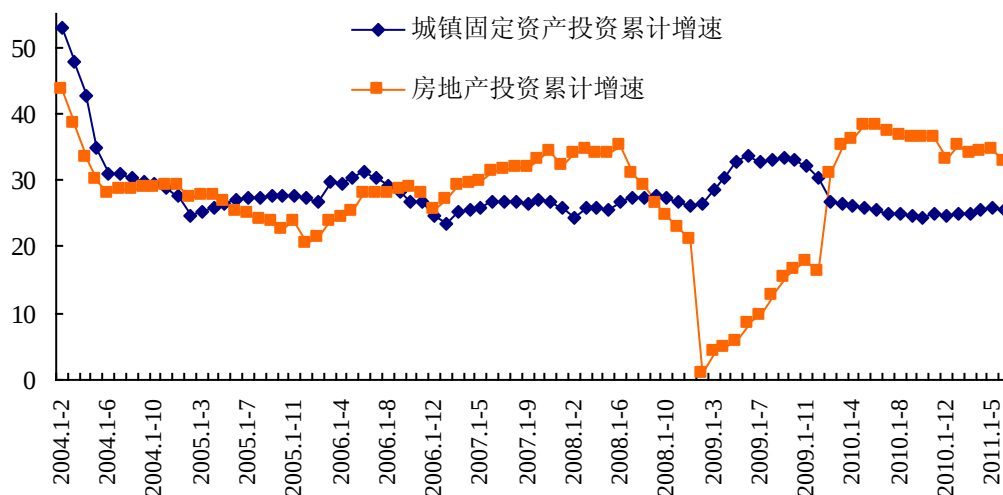


数据来源：华泰证券研究所，WIND

1、固定资产投资增速高位回落

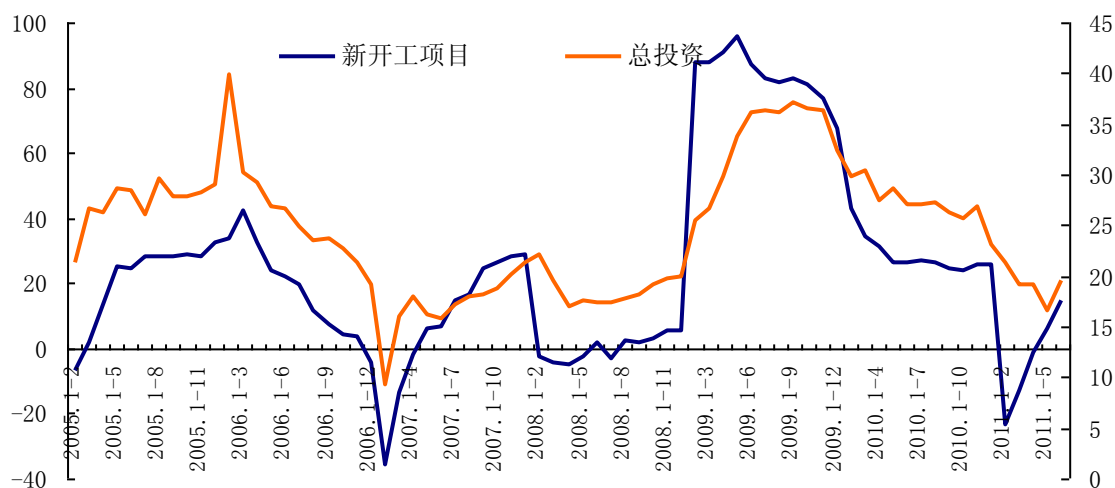
上半年我国城镇固定资产投资 124567 亿元，同比增长 25.6%，比 1-5 月下滑 0.2 个百分点。固定资产投资增速结束了今年以来连续增长的势头，累计增速首次出现小幅下滑，不过在信贷政策偏紧的背景下，投资增速仍能保持在高位也属不易。其中，地方项目投资增速仍在加快，1-6 月同比增长 28.1%，较 1-5 月加快了 0.1 个百分点，说明地方投资仍保持较高热情。而 1-6 月房地产开发投资 26250 亿元，同比增长 32.9%，比 1-5 月回落了 1.7 个百分点，这应该是上半年固定资产投资增速回落的主要原因。而近期管理层表态“坚定不移地把房地产市场调控政策落到实处”，在这样继续调控的背景下，房地产投资势必遭受打击，未来房地产投资增速将面临继续回落的局面。不过，由于下半年保障房的开工在相关政策的推动下将明显加快，对房地产投资形成一定支撑；另外，中央正在加快落实水利建设资金，目前黯淡基建投资未来可能反弹，综合看，我们认为整体投资增速可能从高位温和回落。

图 2：城镇固定资产投资高位回落



数据来源：华泰证券研究所，WIND

图 3：新开工和总投资累计增速反弹



数据来源：华泰证券研究所，WIND

2、消费名义增速回升

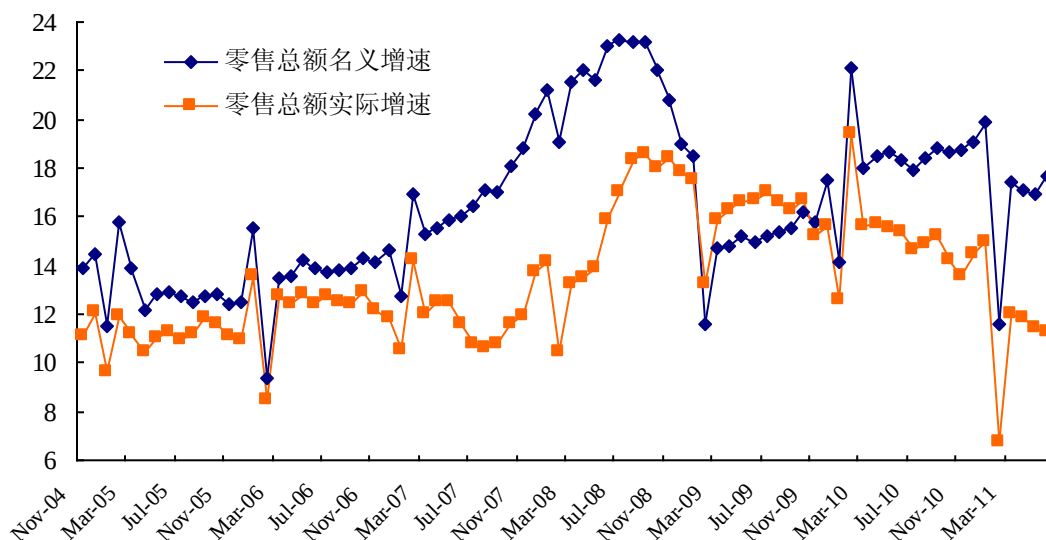
上半年，社会消费品零售总额 85833 亿元，同比增长 16.8%，较 1-5 月提升了 0.2 个百分点，其中 6 月份单月同比增长 17.7%，比 5 月份加快了 0.8 个百分点。从实际增速看，6 月份消费实际增速 11.3%，较 5 月份继续回落，可见物价的持续上涨对于消费产生了实质的抑制作用。分类别看，耐用消费品中汽车销量 1-6 月增速为 15%，6 月单月同比增长 16.9%，销售增速反弹，而其他的建筑材料、家具和家用电器类消费品 6 月增幅也都有所扩大。目前普遍预期下半年通胀压力将放缓，随着通胀压力的逐步减轻和居民收入的稳定增加，消费者信心将有所恢复，预计下半年消费品零售仍将保持稳定增长。

图 4：消费名义增速有所回升



数据来源：华泰证券研究所，WIND

图 5: 消费实际增速继续小幅回落

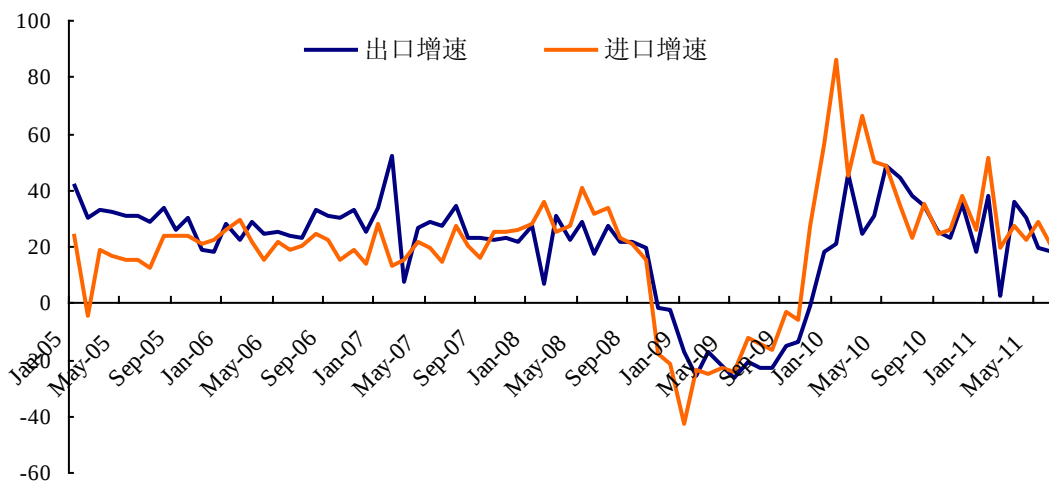


数据来源：华泰证券研究所，WIND

3、出口增速继续回落

1-6 月，我国进出口总值 17036.7 亿美元，比去年同期增长 25.8%。其中出口 8743 亿美元，增长 24%；进口 8293.7 亿美元，增长 27.6%。6 月份当月，我国进出口总值为 3016.9 亿美元，增长 18.5%，其中出口 1619.8 亿美元，增长 17.9%，虽然月度出口规模刷新了 5 月份刚产生的历史纪录，但 6 月份增速则较 5 月份回落了 1.5 个百分点；进口 1397.1 亿美元，增长 19.3%，进口规模在上半年中仅高于 2 月份水平，增速也较 5 月份回落了 9.1 个百分点，显示国内经济平稳减速背景下，国内进口需求也呈明显放缓的态势。美国经济复苏疲态尽显，欧债危机的阴霾仍未消散，发达经济体的主权债务问题在短期内难以根本好转，世界经济的复苏进程难免曲折、反复，二季度出口增速已经连续三个月下降，未来外需下滑对于出口的负面影响可能持续。

图 6: 进出口增速继续回落

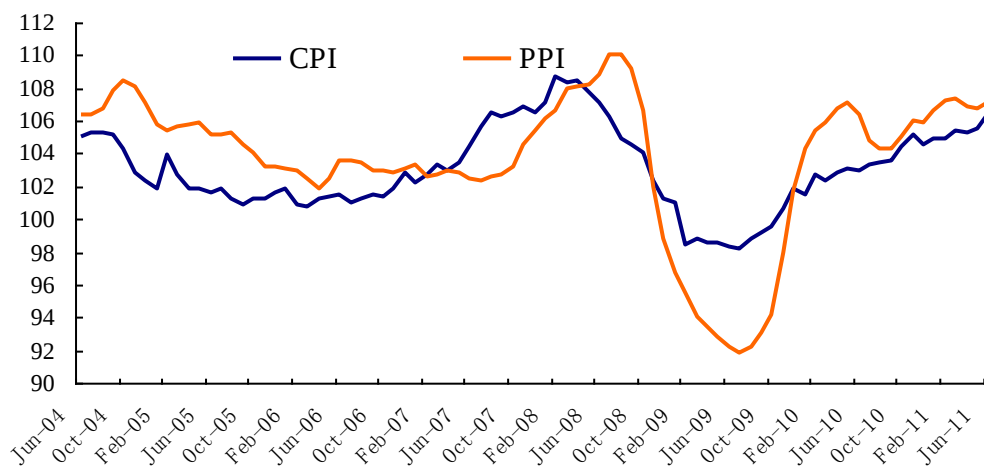


数据来源：华泰证券研究所，WIND

4、6 月 CPI 创新高，通胀压力短期难消

上半年居民消费价格同比上涨 5.4%，工业品出厂价格同比上涨 7.0%，原材料、燃料、动力购进价格同比上涨 10.3%。6 月份 CPI 数据创出新高，涨幅达到了 6.4%，较 5 月份提升了 0.9 个百分点，接近之前市场预测区间的上限。6 月份 PPI 同比上涨 7.1%，较上月涨幅也提升了 0.3%。上半年 CPI 的攀高除了翘尾因素的推动之外，新涨价因素的推动力量也不弱，我们认为通胀压力短期内难有明显缓解，7 月份 CPI 将继续处于上行筑顶的过程中，在三季度完成筑顶后 CPI 将从高位逐步回落。

图 7：6 月物价指数同比涨幅再创新高



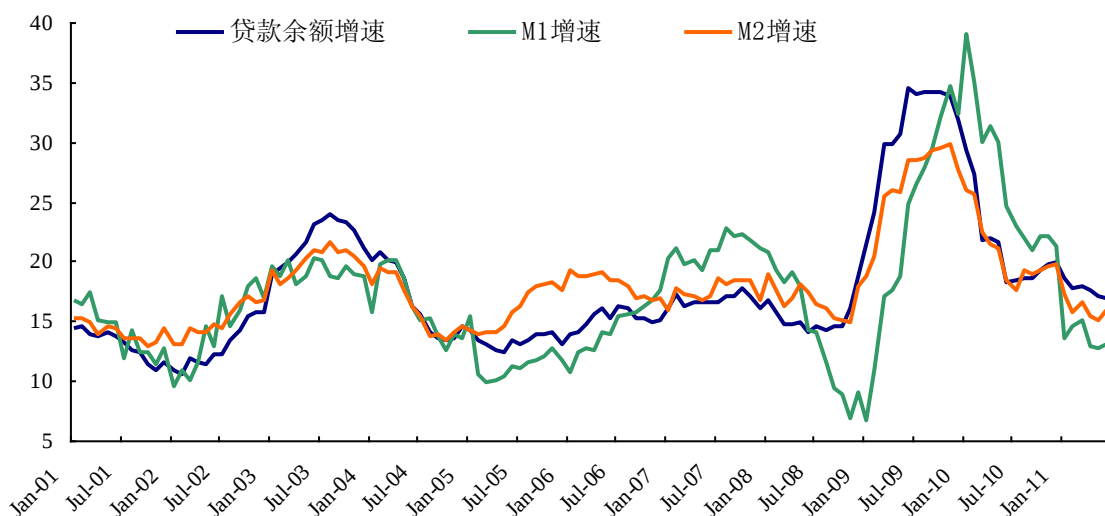
数据来源：华泰证券研究所，WIND

5、政策难以实质性放松

由于当前宏观经济表现相对较好，硬着陆的概率很小，而通胀压力却依然不减，我们认为政策调控方面还会维持控通胀为首要目标的基调，加上 6 月份的货币供应量增速水平在信贷规模增大以及存款规模季末冲高的影响下呈现出小幅回升的走势，我们认为加息和提高存准率在三季度都仍有再度出手的可能。短期看，货币政策不会放松，市场资金面将继续目前偏紧的局面。而中长期看，持续出手的货币紧缩调控将进入一个相对稳定的效果观

察期，巩固成效、择机微调将是下半年政策调控的主要特点。

图 8：货币和信贷增速



数据来源：华泰证券研究所 WIND

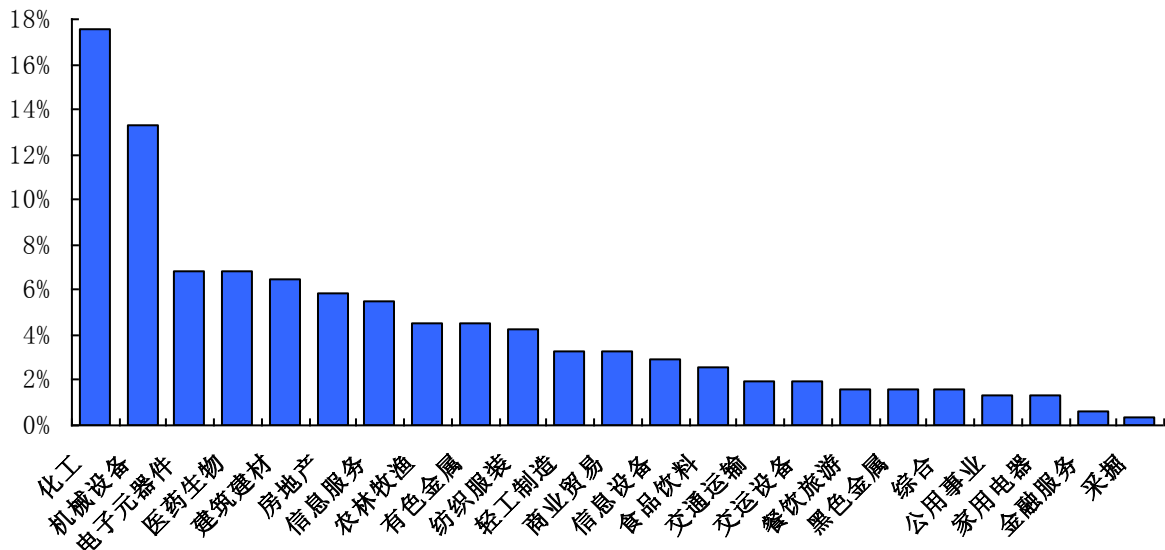
二、市场环境：盈利增速下滑趋缓，资金供需低迷有改善

1、盈利增速下滑幅度趋缓

在经济继续触底的背景下，企业盈利增速仍处于下滑的态势，今年1~5月份工业企业实现利润19203亿元，同比增长27.9%，增速比今年前4个月回落1.8个百分点；而从具体行业看，除了石油加工、炼焦及核燃料加工业和黑色金属冶炼及压延加工业盈利同比出现下降外，其他行业均处于增长。不过也需注意到，虽然企业盈利增速仍处于下滑，但下滑幅度在逐月收窄，1-2月份工业企业利润增速34.3%，3月份28.6%，4月份24.2%，5月份21.8%。

具体到上市公司，根据WIND统计数据显示，截至7月13日，发布中期业绩预告的公司一共有970家，其中发布业绩预增公告的公司有309家，占比31.9%，其中业绩预增公司多集中在化工、机械设备、电子元器件、医药生物、建筑建材、房地产和信息服务行业。在沪深300成分股中，63家公司发布了业绩预告，30家预增，预增公司占比47.6%。目前2011年市场一致预期的业绩水平继续保持20%左右的增长，随着中报业绩公布后，市场可能会根据实际业绩适度下调2011年业绩预期。

图9：中报预增行业多集中在化工、机械、电子等行业



数据来源：华泰证券研究所 WIND

2、估值差异再次扩大

自6.21日反弹以来，市场估值得到了一定修复，从行业涨跌情况看，反弹以来涨幅居前的行业为电子元器件、农林牧渔、纺织服装、有色金属和医药生物等。目前整个市场的10年PE18.8倍，11年14.2倍，隐含利润增长率为32%，我们认为这样的利润增长预期是偏乐观，随着中报业绩公布后，市场应该会根据实际业绩适度下调2011年业绩预期。目前沪深300 10年PE为14.7倍，11年11.8倍，而中小企业板10年PE为41.1倍，11年27.7倍；中小板与创业板这一段的反弹力度要明显强于主板，小盘股估值的修复，使得大小盘估值差异被再次扩大。

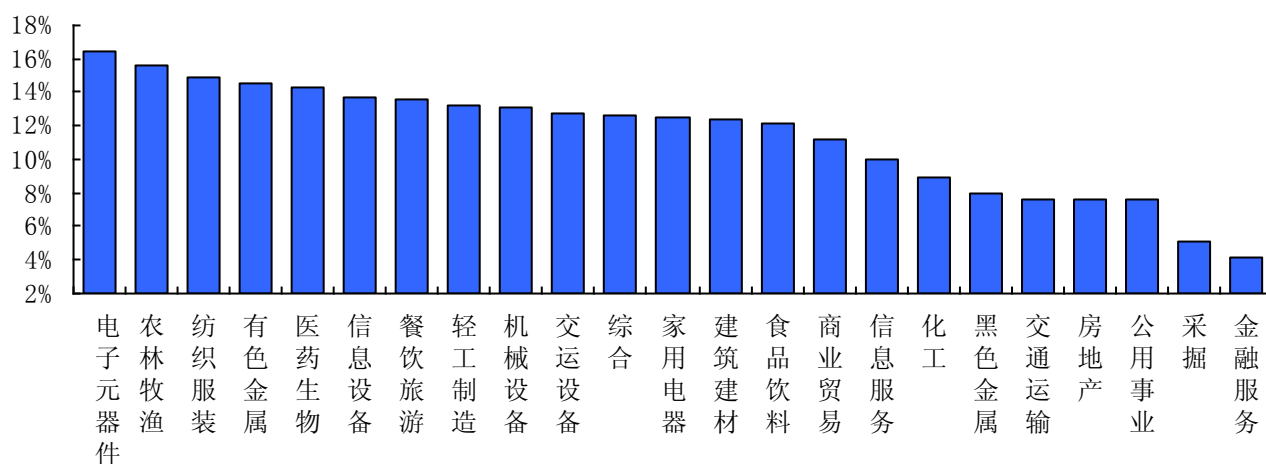
表 1：市场整体及各行业市盈率水平（价格为 7.14 日收盘价）

板块名称	市盈率 10 年	预测市盈率 11 年
金融服务	10.4	8.4
沪深 300	14.7	11.8
房地产	20.6	13.6
交通运输	15.0	14.0
采掘	16.4	14.0
全部 A 股	18.8	14.2
建筑建材	23.8	15.2
化工	21.7	15.8
黑色金属	24.1	15.9
交运设备	23.6	17.9
家用电器	24.8	18.1
商业贸易	34.6	21.7
机械设备	34.8	22.6
公用事业	28.7	22.9
综合	50.6	23.1
轻工制造	39.4	24.0

纺织服装	33.1	25.7
信息设备	40.6	26.7
医药生物	42.6	27.9
食品饮料	43.6	29.1
餐饮旅游	52.0	30.3
农林牧渔	71.1	31.2
信息服务	49.6	32.0
有色金属	60.5	32.1
电子元器件	74.0	34.0

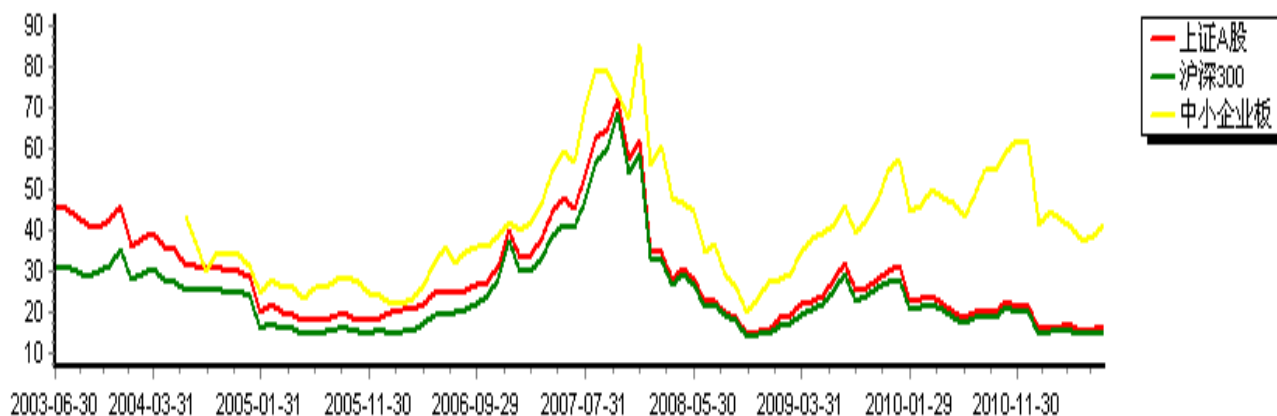
资料来源：华泰证券研究所、WIND

图10：市场反弹以来各行业涨幅情况



资料来源：WIND、华泰证券研究所

图 11：大小盘估值差异被再次扩大

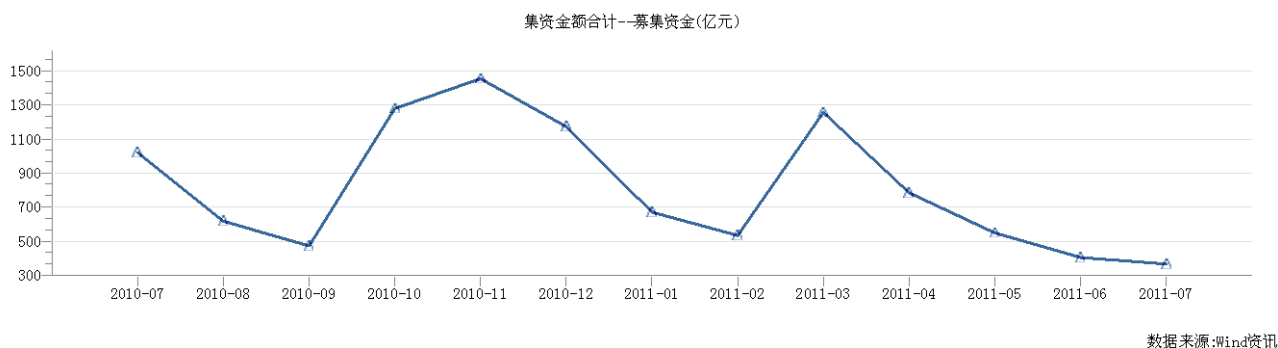


资料来源：WIND、华泰证券研究所

3、资金供需两低迷有所改善

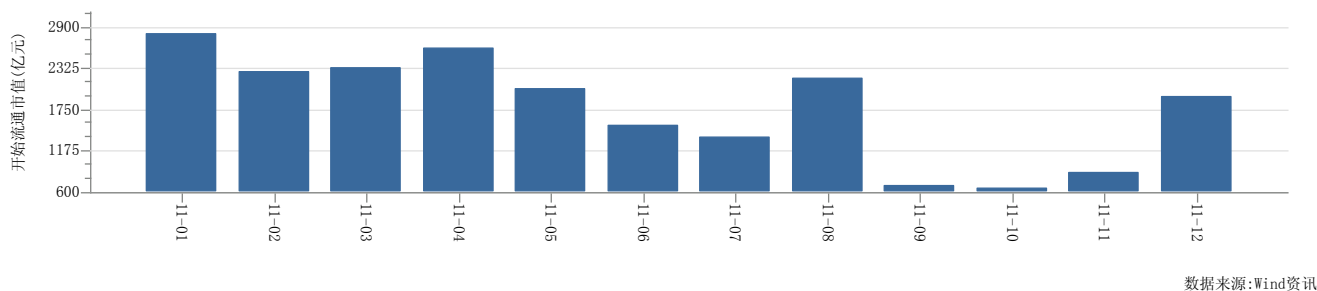
虽然外部复苏环境尚不稳定，但国内经济出现硬着陆的风险很小，加上物价依然高企、通胀压力难消，管理层在密集调研考察时传递出的信息——下半年货币政策调控的大方向仍不会轻易改变。不过虽然政策调控的方向下半年仍将继续保持，但进一步收紧的空间已经比较有限了。具体到证券市场，前期受市场的低位运行和破发潮的影响，融资规模有走低的迹象，7月份市场募集资金继续下降，不过随着市场逐步反弹，融资规模预计会再度攀升。同时7月份的限售股解禁规模也较6月有所减小，整体看市场资金需求仍处于一个地位。而从资金供给看，随着市场的反弹A股市场新开户数和活跃度均出现了回升，市场资金供需皆低迷的境况有所改善。

图 12：市场融资规模继续走低



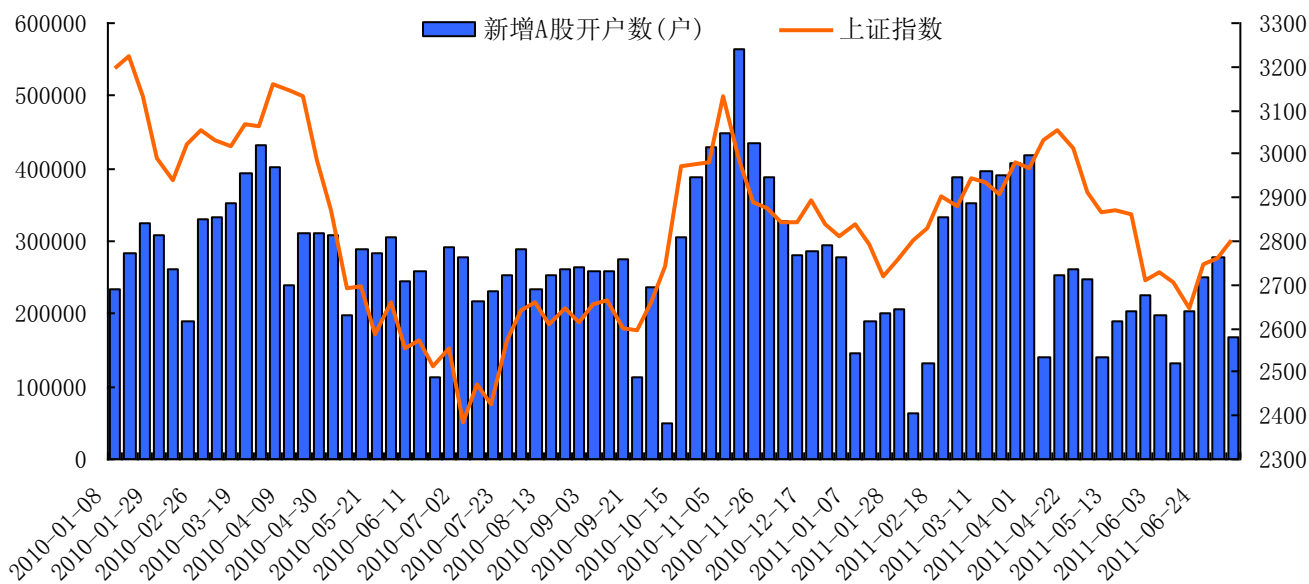
资料来源: WIND、华泰证券研究所

图 13：2011 年限售股解禁统计



资料来源: WIND、华泰证券研究所

图 14：新增 A 股开户数



资料来源：WIND、华泰证券研究所

三、市场走势判断：山重水又复，柳暗花未明

6月份CPI攀上6.4% 高点，央行也在7月份再度使用加息工具，通胀在攀升、紧缩在继续，但一切都已经体现在预期中，市场对利空的反应在钝化，对任何转好的迹象开始警惕。进入下半年，尽管通胀形势与政策进程仍未到明朗化的阶段，但市场普遍预期“最困难的时期已经渡过，下半年将面临较上半年相对宽松的运行环境”。我们认为，从8月份的运行环境看，市场经历了6、7月份以来的超跌修复走势之后，进一步上行的动能仍需蓄积。前期密集成交区及年线附近的压力使得震荡消化将是下一阶段的主要形态。加上后期居高的物价走势仍将制约政策走向，在经济保持了适度增长的背景下，政策层面压制通胀、货币紧缩的空间加大，将形成对市场的扰动。市场的整体特征表现为：下方底部探明，趋势拉升不易的状态，预期市场运行空间为2700-2900。

目前处于两个重要影响因素的观察期：一是通胀是否居高不下，如果7月份的CPI再度创下新高，市场将重新审视下半年原先预期舒缓的通胀形势，紧缩政策仍未到转向时；二是上市公司业绩提供的支撑是否能够重唤市场信心。

从第一个因素物价走势看，尽管目前仍处于攀升过程中。但前高后低的局面仍然可以预期。一方面从拉动CPI的因素看，生猪存栏量正在回升，猪肉加速上涨势头有望在四季度放缓。非食品类CPI 中，随着棉价的持续回落和衣着生产的扩大，衣着类持续上涨能力也有望得到抑制。总体上看，下半年CPI 仍有望呈现逐渐下行趋势。

从第二个因素上市公司业绩来看，一季报上市公司业绩的明显下滑是市场4月份之后高估值板块接连跳水的根源。随着下半年通胀见顶回落，紧缩政策有望企稳进入观察期和微调期。下半年经济环境舒缓信号初现，中报公布不至于引发全年盈利增速大幅下调。从上市公司中报预期来看，目前发布中期业绩预告的公司中近八成公司预增，业绩翻番的个股占到两成以上。

另外从工业增加值增长看，反弹强劲。6 月份，规模以上工业增加值同比增长15.1%，增速比5 月份提高1.8

个百分点，超出市场预期的13.3%。从环比看，6月份规模以上工业增加值增长1.48%，增幅较5月扩大0.45个百分点。上半年，全国规模以上工业增加值同比增长14.3%。重工业同比增长14.7%，轻工业增长13.1%。规模以上工业企业产销率达到97.8%，比上年同期提高0.1个百分点。实体经济的增长仍然强劲，随着二季度经济数据的上调，三季度的经济预期也将会上调。

整体来看，经济硬着陆的风险有限，上市公司的全年业绩被大幅调低的可能不大。根据市场预期，2011年市场一致预期的业绩水平继续保持20%左右的增长，根据华泰证券覆盖的行业和上市公司业绩预测看，2011年重点上市公司业绩仍能保持25%左右的增长。我们认为全年并不悲观的业绩增长预期为经过上半年风险快速释放后的估值水平提供良好支撑。

四、投资策略与板块： 关注中报，挖掘增长

对政策的揣摩与对上市公司业绩增长的甄别将成为8月份市场投资主要关注因素。我们认为在目前时点看，市场反转的条件并不具备，震荡中蓄势上行应是主要形态。由于目前处于中报公布期，上市公司中报业绩的兑现情况将是影响市场的较大因素，中报业绩推动的结构性机会是这一阶段着眼点。经过超跌修复期，市场将进入反弹攻坚阶段，成长股的表现空间将展开。8月份重点的选择目标放在三个方面：一是中报稳定增长的行业如食品饮料、纺织服装等；二是下半年景气回升的行业如电力设备和机械行业；三是有业绩增长支撑的超跌中小板个股。

1、中报稳定增长行业：白酒、医药、服装、煤炭

从中报预期情况看，中期业绩稳定增长的公司集中在白酒、医药、纺织服装、煤炭等行业。

白酒行业方面，从部分白酒上市公司公布的2011年上半年业绩预报情况看，净利润同比大幅度增长。中高档白酒涨价是产品毛利率的上升主要原因。原材料价格上涨对企业利润影响相对较小。预计2011年上半年，11家主营业务收入全部为白酒的上市公司净利润同比增长能够达到40%左右。下半年，白酒行业将迎来生产和消费旺季，白酒生产和销售规模以及利润水平仍有望进一步提升。

煤炭行业方面，由于需求依然旺盛，供需矛盾尚难以消除，煤炭价格以及优质煤炭类上市公司表现仍然值得看好。从业绩预期来看，二季度的淡季不淡，销售价格反季节性上涨，导致行业利润增速环比一季度继续提高，上市公司中期业绩预期增长15%左右。而由于迎峰度夏及煤炭冬储都发生在下半年，预计煤炭行业全年利润增速将达到20%左右。重点关注公司冀中能源、昊华能源和兰花科创。

医药方面，从上半年的业绩情况看，中期业绩仍然能够保持稳定增长，大多数公司二季度利润增长超过一季度。由于去年各季度的利润增速呈现逐步下降趋势，下半年基数较低。今年利润增速呈现复苏态势，全年呈现“前低后高”走势。医药行业全年的利润增速仍将有望保持在20%以上。而另一方面，2011年上半年，医药板块的

调整时间较长和调整幅度较大，目前已调整到合理区间。且部分具有“穿越周期”能力的优质药企业绩受影响较小，医药行业的新一轮布局时机已到。重点关注的品种包括市场过度担忧被低估的品种、不受降价影响的医药相关行业、资源性医药上市公司和创新能力很强的药企。重点公司包括恒瑞医药、科伦药业、东富龙等

纺织服装方面，纺织行业重点公司中期净利润增速预期在 35% 以上。其中家纺和男装品牌业绩增速普遍较高，全年业绩也存在超预期的可能。在高通胀背景下，提价能力强、单价高、目标客户群对价格较不敏感的中高端男装和家纺行业仍然具有良好的成长空间。重点公司包括报喜鸟、富安娜等。

2、下半年景气回升行业：电力设备、通讯设备、机械

下半年景气回升行业如电力设备、通讯设备以及机械行业等值得布局。

电力设备行业方面，国家电网上半年投资智能电网推进力度低于预期，下半年有望加快建设；特高压交流输电工程仍未取得进展，通过审批的希望寄托于下半年；节能减排力度不减，变频器子行业估值处于低位。重点公司包括英威腾等。

通讯设备行业方面，目前通信设备行业中运营商重点投资的子行业相关公司业绩增长有比较稳定的保障，光通信子行业以及无线覆盖设备子行业的投资机会值得重点关注。这类公司将受益超跌反弹和稳定成长性的确认。重点公司包括中兴通讯、新海宜。

机械行业方面，二季度行业主要机种销量如预期下滑，股价已反映了目前对投资增速下滑的预期，在以投资拉动经济增长模式没有发生根本改变的背景下，行业将继续保持景气。在水利建设和保障房建设的拉动下，下半年行业增长有望超预期。重点公司包括中联重科、三一重工等。

3、超跌分化个股：中小板重新淘金

临近中报发布，金融、地产、石油石化等大市值板块的中报业绩大幅低于预期的可能性较小，低于预期的情况仍然会更多地发生在中小盘公司，尤其是创业板。总体上判断小盘股总体并没有进入合理投资区域，主要是因为尽管年初以来，中小盘个股已经经历较长时间和较大幅度的调整，但增长预期并没有及时调低。目前市场一致预期所隐含的中小板、创业板分别 48% 和 57% 的业绩增速预期仍明显高于过去几年复合增速。在不确定的宏观大环境下，整体的估值水平仍含有相当大的水分，自上而下看中小盘股的盈利预测仍有下行的空间。但值得注意的亮点是：一、中小盘云集的节能环保、新能源、智能电网、物联网、电子元器件、绿化园林装修等新兴产业仍是转型背景下长期投资方向；二是有部分成长性不错的中小盘公司被错杀，部分优质个股的投资价值凸显。较好的市场弹性决定了这类个股将在市场活跃度提升的反弹行情中脱颖而出。值得注意的是中小板公司与创业板公司中报业绩显然面临两种境地：相对于创业板的业绩预警面的增大，中小板公司的业绩增长仍有可圈点之处。目前发布预告的中小板公司占到中小板上市公司的九成以上，预计有七成以上业绩将实现大幅增长，预增占比达

82.67%；而预计业绩下滑的公司仅占 15%。对中小板块的投资，我们认为自下而上的选择，对业绩增长确定性的把握显得尤其重要。而从行业板块方面来说，电子元器件、节能环保、消费医药、高端机械装备、计算机软件等行业中部分估值调整相对充分和盈利增长预期相对确定的公司应该受到重点关注。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。