

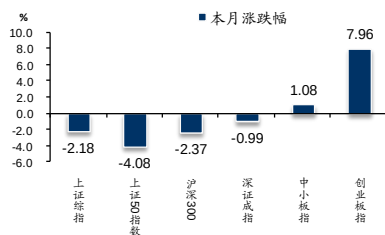


引而待发，二度伏击！

研究报告-策略研究

投资策略月报

市场表现



相关报告

《找寻“共和国脊梁”》2011.07.25

《恰似去年时》2011.07.18

《左侧伏击》2011.6.30

分析师

桑俊

SAC 执业证书编号: S0350210100013
(0755)83707385
sangji@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。

- **7月回顾:** 6月份策略和中期策略中建议关注防御性的必须消费行业,伏击前期持续下跌的新兴产业类公司,6月底市场反弹中可以适度关注投资相关的投资性行业。
- **8月展望:** 不宜过度悲观,建议引而待发,二度伏击。上月政策放松和投资增长的预期落空后,市场转乐观为悲观。8月份整体应该维持震荡格局,波动空间为2600-2800点。仍然建议投资者从“调结构”的大趋势出发,继续伏击新兴产业中优质公司。当前市场缺乏趋势性机会,建议短期投资者顺应市场资金流动趋势参与主题投资机会;稳健性投资者仍然建议关注有业绩支撑的防御性必须消费类行业;积极投资者可以提前关注投资新开工相关的机械、水泥、煤炭、钢铁板块。
- **经济:** 整体波澜不惊,中西部强劲。中西部地区旺盛的固定资产投资,尤其是房地产投资,成为当前宏观经济仍然相对稳健的核心因素,即使考虑潜在的限购影响,二三线城市房地产投资仍将对宏观经济增长构成支撑。
- **估值:** 市场整体估值维持底部,风险不大,但是中小市值公司估值或将分化。当前中小板和创业板分别27和32倍的动态市盈率并不明显高估,但是市场隐含的2011年盈利增速分别为29%和48%,从历史数据来看,盈利增速仍然有下调空间。
- **企业盈利:** 工业企业利润单季同比增速缓慢下行,对于非金融企业ROE具有同步性。
- **流动性:** 政策基调暂无调整,流动性有限改善。预计7月份CPI将达到6.5%,在通胀出现趋势性下行之前,政策基调不会出现调整。货币市场流动性将由于信用债忧虑缓解而阶段改善,但是股票市场仍然面临方正证券和中国水利等大盘股上行的分流压力。
- **政策及事件:** 否极泰来,但需警惕“黑天鹅”事件。7月下旬以来,市场对于美债、欧债风险,以及地方政府融资平台、高铁投资、企业盈利下滑等因素集中反映。否极泰来,短期市场将存在悲观预期修复的可能,但是仍需警惕美债违约的“黑天鹅”事件。

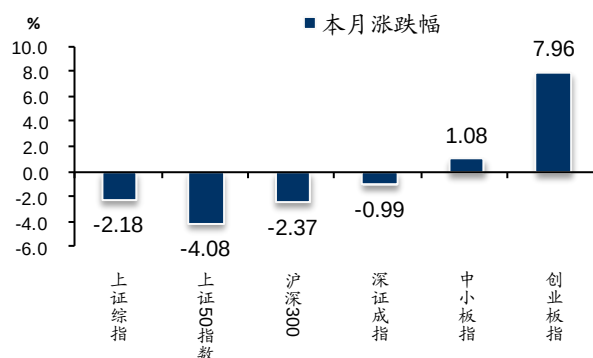
市场回顾与展望

防御仍然是短期主旋律。6月策略（《震荡延续，布局消费及新兴产业》）：建议关注防御性的消费行业（商业零售、食品饮料等），中期可以考虑关注前期持续下跌的新兴产业类公司，自下而上选择投资机会。中期策略（《左侧伏击》）：进一步强化下半年市场震荡的机会，暗示7月份市场可能会出现投资窗口。市场反弹中关注超跌的中小市值成长股。7月份市场低位反弹格局明显，主要的投资机会集中于防御性行业（食品饮料、医药、纺织服装等）以及中小市值成长股（创业板）。

8月份不宜过度悲观，建议引而待发，二度伏击。下半年市场格局仍将维持中长期反复探底、筑底的过程。就整体仓位而言，建议投资者保持中性。有了欧债危机救助的前例，当前市场对于美国债务违约的普遍预期乐观，普遍认为8月2日债务上限将如预期提高，但是还需防范“黑天鹅”事件的发生，谨慎应对可能发生的短期美债违约可能带来的市场风险。

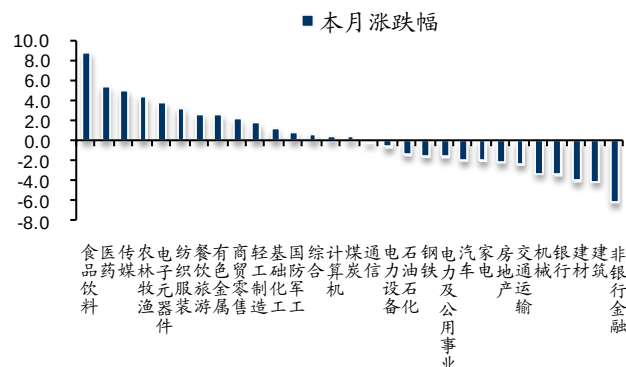
短期而言，市场缺乏趋势性机会时，建议投资者顺应市场资金流动趋势参与主题投资机会；稳健性投资者仍然建议关注有业绩支撑的防御性消费类行业；积极投资者可以提前关注投资新开工相关的机械、水泥、煤炭、钢铁板块。从长期来看，投资者应该将目光聚焦于消费与新兴产业股，是兼顾反弹与布局较佳手段，伏击消费升级、工业自动化、替代能源、节能减排等的投资机会。

图表1 本月指数涨跌幅



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表2 本月行业涨跌幅



资料来源：WIND、国海证券研究所

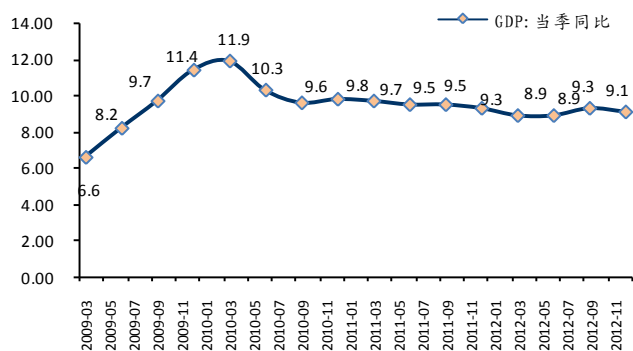
宏观经济：“类滞胀”格局延续，但中西部地区经济强劲

下半年“类滞胀”的基本格局不会发生改变。按照最新的预测，CPI有望创出新高，由于潜在的新涨价因素仍然可能出现，三季度通胀将维持

在高位，是否形成趋势性回落仍然有待观察。

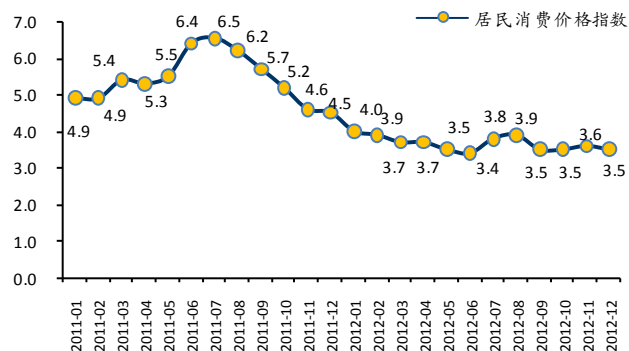
中西部地区投资仍然旺盛。二三线地产成为主要支撑，保障经济增速维持较高水平。中国经济目前更加依赖于固定资产投资，尤其是中西部地区的房地产投资。2011年1-6月份全国土地购置面积已经达到了历史最高，除去因限价调控而相对低迷的一线城市，二三线城市的房地产投资不断加快。目前，中西部地区房地产投资增速已经明显高于东部地区。按照一线城市的历史数据来看，即使三季度二三线城市开始限购，房地产投资的高增长也将延后6个月左右，经济高增长将持续到2012年一季度左右。

图表3 GDP增速预测



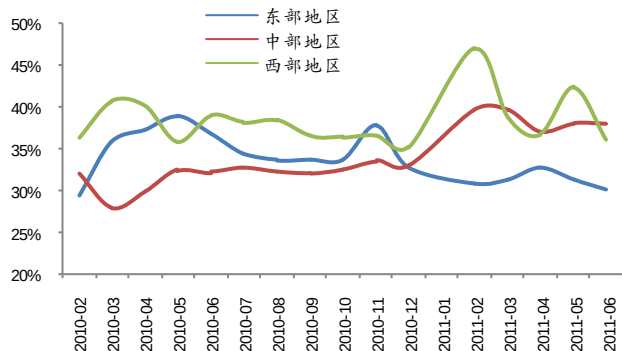
资料来源：国海证券研究所

图表4 CPI增速预测



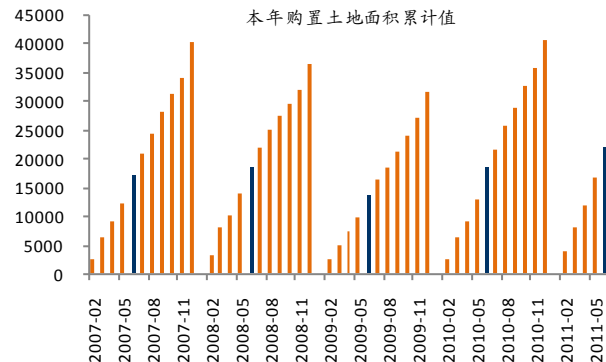
资料来源：国海证券研究所

图表5 东、中、西部地区房地产投资增速



资料来源：国海证券研究所

图表6 全国土地购置面积



资料来源：国海证券研究所

图表 7 2011 年 7 月宏观经济数据预测

指标名称 (单位, %)	2010-06	2010-12	2011-01	2011-02	2011-03	2011-04	2011-05	2011-06	2011-07E
工业增加值:当月同比	13.7	13.5	/	14.9	14.8	13.4	13.3	15.1	15.0
城镇固定资产投资完成额:累计同比	25.5	24.5	/	24.9	25.0	25.4	25.8	25.6	25.5
社会消费品零售总额:当月同比	18.3	19.1	19.9	11.6	17.4	17.1	16.9	17.7	17.4
进口商品总额:当月同比	34.0	25.7	51.0	19.5	27.3	21.8	28.4	17.3	26.8
出口商品总额:当月同比	43.9	17.9	37.7	2.4	35.8	29.9	19.4	17.9	17.8
CPI:当月同比	2.9	4.6	4.9	4.9	5.3	5.3	5.5	6.4	6.5
PPI:全部工业品:当月同比	6.4	5.9	6.6	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.3
人民币新增信贷: 当月值 (亿)	6034.0	4807.0	10400.0	5356.0	6794.0	7396.0	5516.0	6339.0	6000.0
人民币贷款余额: 当月同比	18.2	19.9	18.5	17.7	17.9	17.5	17.1	16.9	15.2
M2: 当月同比	18.5	19.7	17.2	15.7	16.6	15.3	15.1	15.9	
M1: 当月同比	24.6	21.2	13.6	14.5	15.0	12.9	12.7	13.1	

资料来源: 国海证券研究所

估值: 整体风险不大, 中小市值成长股估值或分化

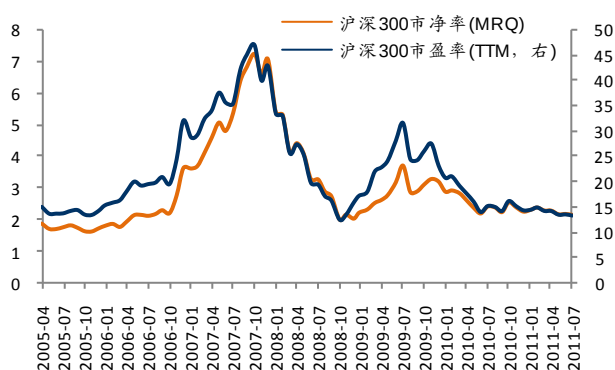
在判断市场底部的估值指标上, 市净率更有参考价值。按照国海宏观的预测, 今年经济增速同比将呈现缓步下行。尽管中报公布以来已经有部分上市公司开始下调盈利预测, 但是目前尚难以判断下调是否充分。

近期指数窄幅波动, 市场整体估值也维持在低水平, 但是大小盘估值有所分化。沪深 300 的市净率为 2.14 倍, 维持在 6 月份以来的低水平, 持续接近 2008 年低点 1.99 倍。但是中小板的市净率为 4.39 倍, 相对于 6 月份的低点, 已经显著回升。

当前中小板估值溢价持续存在主要有两大因素, 一是结构调整溢价, 一是流动性溢价。从经济结构调整的角度来看, 在当前宏观经济利空不断的压力下, 中小市值成长股仍然享有明显的政策溢价和制度溢价。从市场流动性格局来看, 在新增资金相对匮乏且存量资金滚动的情况下, 小市值公司更受市场青睐。

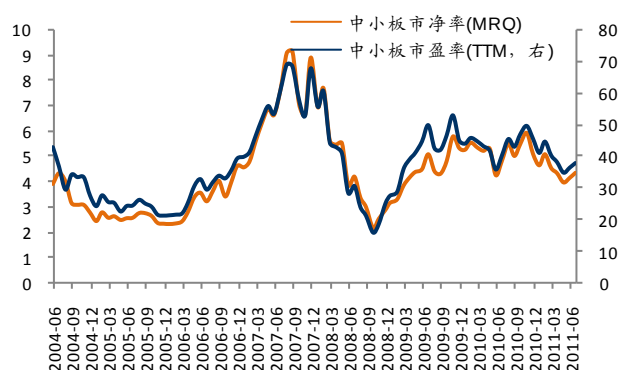
估值整体下滑空间不大, 中小市值成长股估值或有分化。大盘蓝筹估值将会持续下行, 但是大幅走低的可能性不大。估值的压力仍然存在中小市值股票, 尽管当前中小板和创业板分别 27 和 32 倍的动态市盈率并不明显高估, 但是市场隐含的 2011 年盈利增速分别为 29%和 48%。无论是从历史水平, 还是从以公布中报的上市公司来看, 盈利增速还将进一步下调, 中小市值成长股估值或有分化。

图表8 沪深300估值水平



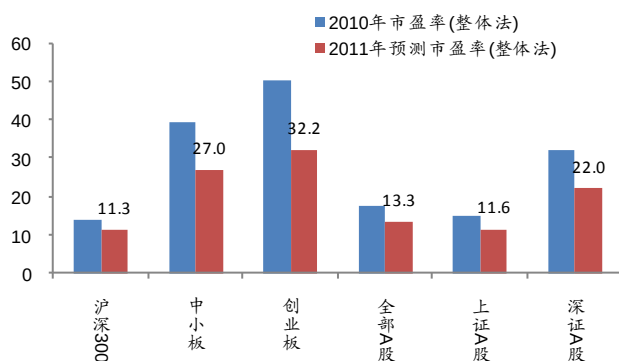
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表9 中小板估值水平



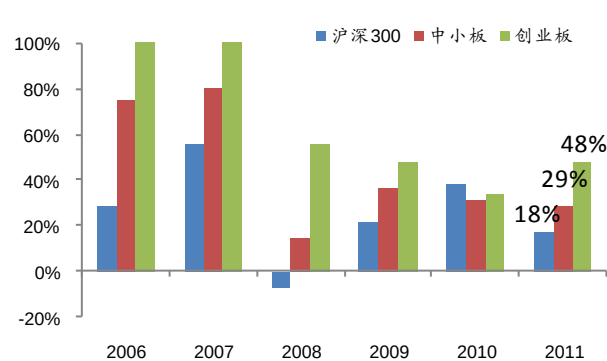
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表10 主要指数的市盈率水平(7月29日)



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表11 指数年度利润增速

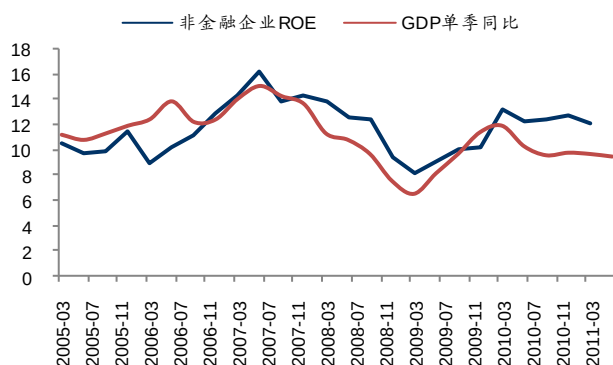


资料来源：WIND、国海证券研究所

企业盈利：二季度 ROE 持续下行趋势不变

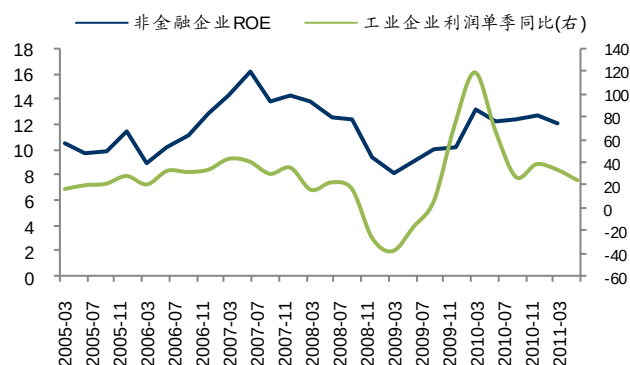
GDP 增速对于非金融企业 ROE 的领先效仍然存在，下半年非金融企业 ROE 将维持小幅下行。近期统计局公布的工业企业利润单季同比增速呈现出显著的下行趋势，也暗示宏观经济紧缩对于工业企业盈利的挤压仍在进行。从宏观经济数据观测来看，成本端 PPI 的阶段性高点尚未到来，但是需求端政策持续紧缩下总需求已经开始明显放缓，非金融企业利润同比的下行趋势比较明显，也暗示二季度非金融企业 ROE 仍将趋势下行。

图表 12 非金融企业 ROE 与 GDP 同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 13 非金融企业 ROE 与工业企业利润同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

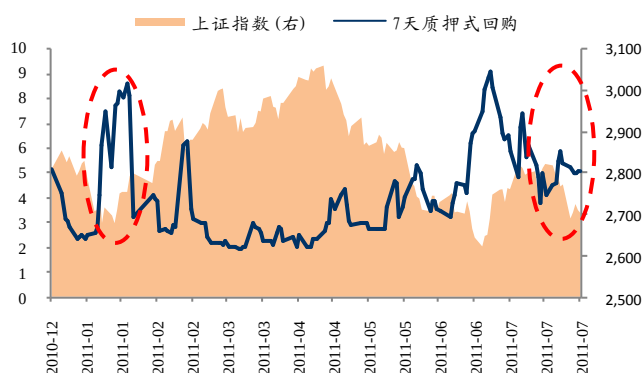
流动性：政策基调暂无调整，流动性有限改善

通胀拐点未明确下政策基调难以改变。按照国海宏观的预测，7 月份 CPI 可能达到 6.5%，创出历史新高，全年通胀均值也将达到 5.3%。证券市场也已经开始反映通胀高企的预期，6 月份市场反弹以来的政策放松预期已经基本落空。从政治局最新的表态来看，控通胀已经是政策的首要着眼点。因此在 CPI 出现趋势性下行之前，政策基调不会出现调整，短期宏观政策显著放松的概率较低。

货币市场流动将有小幅改善。由于市场对于地方政府融资平台和铁路投资的担忧，上月城投债出现了明显的抛售，铁道债也由于频繁的动车事故不受市场青睐。信用债忧虑蔓延使得债券机构“去杠杆”的进程加快，从而导致货币市场流动性压力显著上行。但是考虑到 8 月份央行公开市场到期规模较低，加上 7 月份美元承压之后外汇占款规模不会太大，央行再度提高准备金率的概率不大，同时考虑到信用债的忧虑将会缓解，货币市场流动性有望小幅改善。

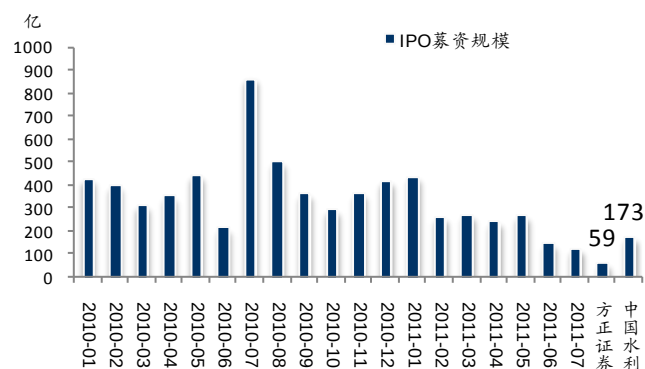
证券市场主板 IPO 会形成一定压力，但是总体来看流动性会有所改善，不过幅度有限。按照目前的趋势来看，8 月份方正证券和中国水利将可能陆续上市，与过去单月的 IPO 融资规模看来，8 月份 IPO 融资额有可能达到本年新高，短期对证券市场流动性构成一定压力。2011 年以来的股市与债市的共振仍在持续。流动性的小幅改善有利于市场出现阶段性机会。

图表 14 上证综指与货币市场利率



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 15 IPO 规模



资料来源：WIND、国海证券研究所

重大政策与事件：否极泰来，但需警惕“黑天鹅”事件

海外经济不确定性由短期变为长期。短期希腊债务危机告一段落，市场也预计在 8 月 2 日之前美国至少会达成一项短期债务上限提升的计划，从而有利于市场悲观预期的缓解，尽管如此，市场也应该相对谨慎，防范“黑天鹅”事件的发生，美国国债违约将构成对全球流动性和风险资产价格的巨大冲击。欧债和美债问题因此也从短期转化为长期隐忧。未来还将成为阶段性的利空因素。

国内经济短期影响有限，需把握市场过度悲观预期带来的投资机会。地方政府融资平台、政策持续紧缩带来的企业盈利下滑、房地产调控的负面效应逐步显现等都会成为导致市场过度悲观的影响因素。但是对中西部地区和二三线城市的分析，短期这些压力影响有限，投资者应该把握市场过度悲观带来的投资机会。

图表 16 6 月份重要影响因素评估

时间点	因素	初步判断	市场影响
8月	货币政策	市场流动性已经持续紧张，货币政策再度收紧的空间有限	中性
8月	美债上限谈判	市场已经反映短期债务达成的可能性，但是仍需警惕“黑天鹅”事件	中性偏负面
8月	欧债危机	欧债危机已经演化为长期问题，会不断成为市场悲观的因素	中性偏负面
8月	房地产调控	二三线城市限购可能会出台	负面
8月	地方政府融资平台	短期市场过度悲观，但是仍然是风险点	中性
8月	民间利率高企	利率的双轨现象短期难以缓解，对于企业利润的挤压在持续进行中	负面

资料来源：国海证券研究所

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。