

资产配置策略

2011 年 8 月 3 日

“短期确定性胜于拐点布局”之一 ——寻找中报业绩良好，且有持续性的行业

策略高级分析师：陈瑞明
SAC 执业证书号：S0850209080673
chenrm@htsec.com
021-23219197

联系人：汤慧
tangh@htsec.com
021-23219733

联系人：王旭
wx5937@htsec.com
021-23219396

核心观点

1. 我们抓住政策、经济两大核心因素分析 A 股市场。在此分析框架下，我们认为前期低点 2610 点已经充分反映了“政策放松预期落空”和“经济悲观预期”两大核心因素利空，3 季度低点不太可能跌破 2610 点，2600 点-3000 点是估值修复区间，市场完全具备投资价值。
2. 由于政策和经济在不会继续恶化的同时也没有“明确向好”，再加上 A 股市场资金“有存量没增量”，因而估值修复行情不会一步到位。
3. 核心因素无法给定方向时，阶段性因素，包括海外市场、资金面、供给面等主导 A 股市场短期波动。
4. 市场风格是短期“追求确定性因素，胜于拐点布局”，行业选择上也遵循追求确定性原则。本篇报告是行业选择系列之一——中报业绩主线。系列之二——重点行业投资主线后续发布。
5. 7-8 月份是业绩投资的主要时间窗口，投资的方向主要集中在主板市场。
6. 我们判断早周期行业的业绩 2 季度触底，而中后周期业绩 3、4 季度触底，非周期行业业绩呈现季度波动规律。
7. 大消费行业中报业绩良好，且在 3、4 季度具备持续增长性，看好零售、餐饮旅游、农林牧渔；后周期的采掘、有色中报业绩良好，但是由于业绩表现的滞后性可持续性有待考察。因而，我们看好 8 月份大消费的投资机会。

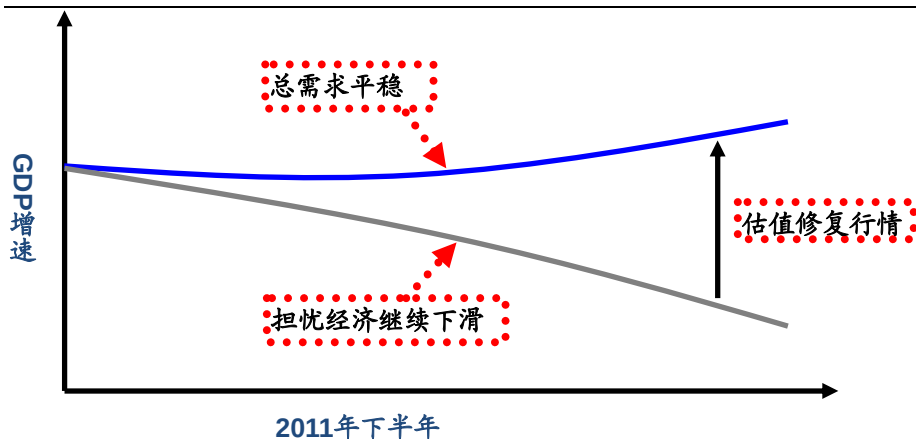
1. 市场判断——短期确定性胜于拐点布局

1.1 低点不大可能跌破 2610 点，2600-3000 点是估值修复区间。

我们自 2011 年年度策略以来，抓住两大核心因素——政策、经济分析市场涨跌逻辑，我们判断下半年政策“不松不紧”，经济总需求保持平稳，即总体而言，下半年的情况不会继续恶化（参见报告《审慎灵活政策舵》，《经济下滑先防守，放松预期再进攻》，《修复周期，重启成长》）。

在此分析框架下，我们认为前期低点 2610 点已经充分反应了“政策放松预期落空”和“经济悲观预期”的两大核心因素利空，因而市场继续深跌的可能性不大；我们判断在 2600-3000 点的区间内，市场完全具有投资价值，是安全的估值修复区间。

图 1 2600-3000 点市场具备投资价值，是估值修复区间



资料来源：海通证券研究所

1.2 估值修复行情不会一步到位。

但同时，我们也认为，上述的估值修复行情并不会一步到位。虽然下半年政策“不松不紧”，经济“总需求平稳”，但是政策和经济是不会继续恶化，而不是“明确向好”。因而在这两大核心因素缺乏拐点预期的情况下，再加上A股市场“有存量无增量”，资金推动力不足，因而估值修复的行情不会一步到位。

1.3 核心因素无法给定方向时，阶段性因素主导A股市场短期波动。

在政策和经济两大核心因素缺少明确方向时，阶段性因素，包括海外市场、资金面、供给面等就会主导短期 A 股市场的波动。例如：

1) 自 2610 点快速反弹之后，在 6.27-7.22 的“平盘”时期，中报业绩因素在盘面上痕迹明显：业绩突出的食品饮料、纺织服装行业涨幅居前，业绩增速堪忧的房地产、机械行业涨幅靠后；

2) 近两周，资金面紧张（三天内 7 天回购利率飙升 100bp）、海外因素（希腊、意大利债务危机、美债上限问题）、中国动车追尾事故诱发市场下跌。

虽然我们认为上述非核心因素不改市场整体趋势，但在 3 季度他们将是市场短期走势的主要看点。

我们提示：7、8 月份看业绩因素，8、9 月份看美债上限方案和欧债事件，日常注意银行间回购利率变化。

1.4 市场风格是追求短期确定性收益，胜于拐点布局。

在核心因素没法给定方向时，市场风格将是“轻指数、重个股”、“追求短期确定性，胜于拐点布局”。例如我们已经看到：

1) 2610 点反弹的收益者，最初是布局基本面触底的地产、汽车早周期行业，后来被中报业绩良好的食品饮料、纺织服装所替代。显示大盘在缺乏刺激因素背景下，投资风格趋向追求短期确定性。

2) 最近新股上市首日收益率出现明显上升，说明市场“打新”以获得确定性收益率热情有所提升。

“追求短期确定性，胜于拐点布局”，我们从两条线索寻找短期确定性收益。本篇是我们的系列报告之一——寻找中报业绩良好、且具有持续性的行业。随后还会有系列报告之二——寻找重点行业投资机会，敬请关注。

2. 行业选择——中报业绩良好，且具备持续性的行业——大消费

2.1 8月份业绩面的主要投资方向是主板公司。

从时间看，每年4月份、7月份是中报预告集中期，实际中报业绩披露从7月下旬开始密集，随后密集度逐步加强，8月下旬到达最密集。

从大板块上看，截止7月底，中小板发布中报业绩预告的公司占比为98%（这主要是由于中小板关于业绩预告披露的规定更为详细：不仅要求业绩波动超过50%的公司予以预告，而且鼓励净利润与上年同期相比上升或者下降30%以上的公司也进行业绩预告；同时时间上要求半年度业绩预告的披露时间最迟不能晚于7月15日），而主板发布中报业绩预告的公司占比仅为35%。

总体而言，小股票的送股行情基本结束，8月份业绩面的主要投资方向是主板。

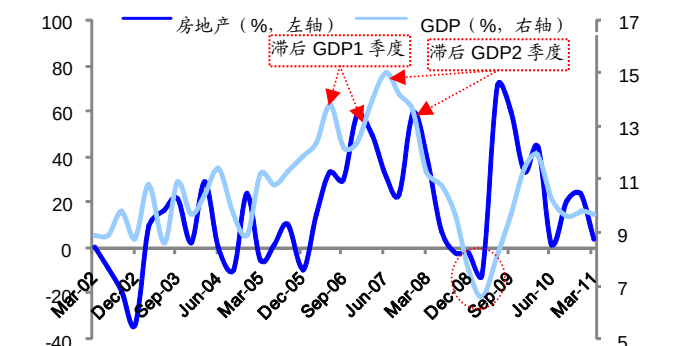
2.2 判断业绩表现：早周期行业2季度触底、中后周期行业3、4季度触底、非周期行业呈现季度波动规律。

历史规律显示，在经济增速下滑时期，早周期行业的收入增速率先触底，中后周期行业的收入增速滞后触底。大消费非周期行业的收入增速与经济周期几乎无关，呈季节性波动规律。

从下图可以看出，早周期的汽车、地产的收入同比增速相对于中、后周期的采掘、有色领先1-2季度。特别是早周期特征明显的汽车，相比较晚周期特征的采掘，这种滞后的规律更为明显。

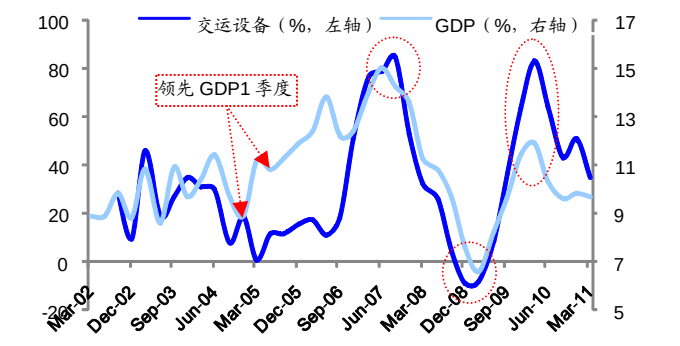
相对的，非周期行业中的零售、纺织服装、食品饮料等，与经济周期变动关联度较低，而是呈现出各个行业自身的季节性增长规律。如零售行业表现的就是1、4季度收入增速较高，而2、3季度则较低，这和销售淡季、旺季的规律也是一致的。

图2 地产同步或滞后 GDP 周期 1-2 个季度



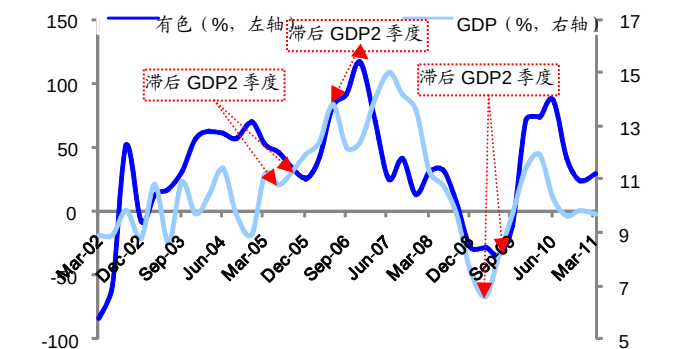
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图3 汽车同步或领先 GDP 周期 1 季度



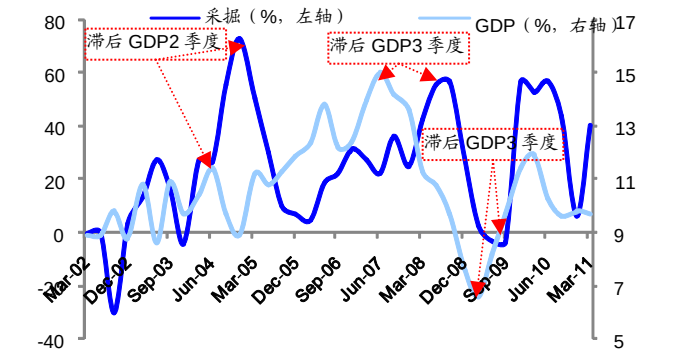
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图4 有色滞后 GDP 周期 2 个季度



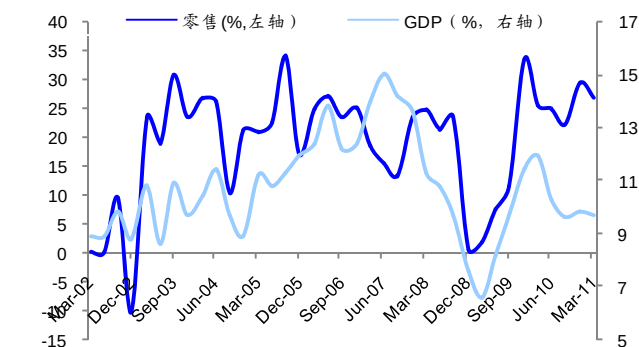
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图5 采掘滞后 GDP 周期 2-3 个季度



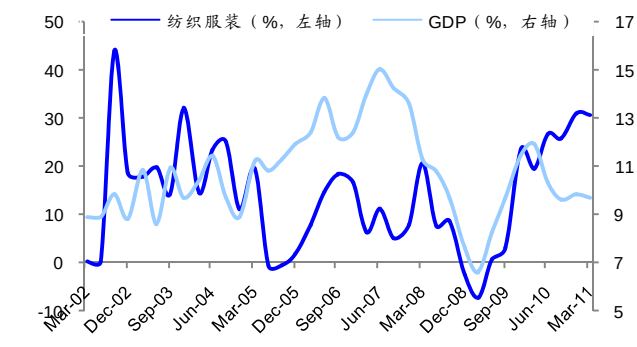
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 6 零售行业与经济周期规律变动关联度低



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 7 纺织服装行业与经济周期规律变动关联度低



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

之所以选取“收入增速”而非“业绩增速”作为行业规律分析的替代指标，理由有二：

- （1） 首先，对于大多数时期、大多数行业而言，收入对业绩的贡献显著大于成本、期间费用、资产减值项目。
- （2） 其次，业绩增速由于受到各个行业特性的指标影响（如产能、供给、成本、资产减值等），波动性较大，可比效果不好。而收入重点关注行业需求端的变化，在行业之间的可比性上优于利润指标。

因而，我们结合上述各个行业收入变动规律，可以大致判断今年业绩轨迹：

- （1） 随着 GDP 增速在 2 季度触底，早周期行业的业绩将在 2 季度触底，中后周期行业业绩在 3 或 4 季度触底。
- （2） 大消费非周期行业业绩与 GDP 波动关联度不大，今年下半年将呈逐季节性增长特征。考虑到 4 季度是传统的消费旺季，3 季度适逢国庆和中秋长假因素，3、4 季度业绩增长可期。

2.3 投资中报业绩良好、且有持续性的行业：大消费。

2 季度适逢经济小幅度下滑时期，我们判断 3 季度经济将总体保持平稳，在经济短期波动的时期，业绩投资不能仅看单季报，还得看持续性。

我们建议：

1) 由于滞后效应，一些中后周期行业中报业绩可能不错，但不可持续，其业绩压力将在 3、4 季度体现，需加小心。其业绩投资机会主要在个股。

2) 非周期大消费行业，其业绩持续性更值得信赖。成为 8 月份业绩投资的主要方向。8 月份我们具体看好零售、农林牧渔、餐饮旅游行业的投资机会。

信息披露

分析师声明

陈瑞明：策略部

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。