

分析师: 李俊

执业证书编号: S0730209090115

Email: lijun@ccnew.com

电话: 021-50588666-8109

逆周期调控下的“退”与“进”

——2011年下半年A股市场投资策略

研究报告—A股策略

发布日期: 2011年5月31日

相关报告:

《行情再现新一轮循环》

---2011年4月1日

《估值修复进入检验期》

---2011年3月1日

《等待第二轮修正》

---2011年1月28日

《A股市场资源价值显现》

---2010年11月29日

《走出盘局, 蓝筹引领市场向上》

---2010年10月1日

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东世纪大道1600号陆家嘴广场18F

邮编: 200122

投资要点:

- 沿着政策严控期—需求回落—政策观察期—价格回落—政策放松期的逻辑, 下半年A股市场投资机会来自于需求下行带来的通胀压力回落。这也意味着在货币与信贷政策实质性放松之前, A股市场将经历两阶段的盈利回落冲击: 第一阶段来自于需求回落, 第二阶段则来自于价格回落。
- 我们认为需求回落已经开始, 市场正逐渐进入政策观察期。一方面, 宏观调控的效果开始显现, 政策继续加码的可能性不大; 另一方面, 国内通胀预期仍需管理, 政策也难言转向。在这一阶段里, 我们认为货币政策调控工具将按公开市场、存款准备金率、利率的优先次序来进行, 后两者的使用频度将有所弱化。
- 前期A股市场经历了诸多密集出台的政策冲击, 并且也反应了第一阶段业绩回落的现实。在政策进入观察期之后, 第二阶段业绩冲击也有望告一段落, 逆周期调控之下的A股利多因素将逐渐增加, 流动性也有望出现较为明显的改善, 市场向上的空间会因此而打开。
- 在“经济退, 政策进”的组合下, 我们对下半年A股市场谨慎乐观。我们相信经济回落将导致政策底部逐渐清晰, A股有望在探底之后盘升。预计下半年上证综指主要运行区间为2600点-3200点, 在20%的盈利增幅的假设下, 对应2011年动态市盈率分别为12倍-15倍。
- 周期性行业侧重底部, 消费投资侧重稳定。建议超配银行、地产、焦炭、输变电设备、中药、医疗器械、超市以及酒类。对于工程机械、水泥、磁性材料等盈利处于历史高位的板块, 我们态度相对比较谨慎。
- 风险提示: 保障房建设低于预期、通货膨胀持续向上、国内货币政策超调、外围市场恶化、国际板上市。

目录

1	引言	5
2	宏观经济运行新说：库存调整的两个阶段	5
2.1	生产回落、需求旺盛	5
2.2	库存调整的两个阶段	7
3	流动性背景与效益求解：通胀缓解、盈利下滑	9
3.1	通胀压力逐渐缓解	9
3.2	盈利继续下滑	11
3.3	政策进入观察期	13
4	下半年市场标向：A股吸引力将上升	13
4.1	A股市场运行回顾	14
4.2	具有安全边际的估值	14
4.3	静待市场流动性好转	16
4.4	市场仍存在结构性风险	17
5	从思退中求进：下半年A股市场投资机会	18
5.1	逆周期调控下的“进”与“退”	18
5.2	周期重底部，消费重稳定	20

图表目录

图 1: 工业增加值回落.....	5
图 2: 25/31 省市工业增加值增速放缓.....	5
图 3: 发电量同比明显下降.....	6
图 4: 进口增速低于出口.....	6
图 5: 固定资产投资持续上升.....	6
图 6: 新增固定资产投资仍在加速.....	6
图 7: 出口继续保持强劲.....	6
图 8: 消费维持高位运行.....	6
图 9: 库存调整的两个阶段.....	7
图 10: 工业库存高位.....	7
图 11: 而工业产品价格保持高位.....	7
图 12: PMI 新订单与新出口订单减少.....	8
图 13: 固定资产投资项目负增长.....	8
图 14: 最低工资水平再度提高.....	8
图 15: 但消费品零售总额增速并未明显跳升.....	8
图 16: 存款准备金率与 GDP.....	8
图 17: 利率与 GDP.....	8
图 18: 一季度 26 个省市 GDP 下滑.....	9
图 19: 部分省份回落幅度相当大.....	9
图 20: PPI 与需求.....	9
图 21: PPI 与成本.....	9
图 22: PPI 与货币.....	10
图 23: PPI 与信贷.....	10
图 24: 原材料库存的调整与 PPI.....	10
图 25: 基数见顶前后, CPI 也见顶.....	11
图 26: PPI 见顶前后, CPI 也见顶.....	11
图 27: 临时性价格管制与 CPI.....	11
图 28: 通胀预期开始降温.....	11
图 29: 工业企业盈利与 PPI.....	12
图 30: 工业企业盈利与 GDP.....	12
图 31: 上市公司每股盈利与工业盈利.....	12
图 32: 2011 年 A 股 (剔除银行) 增速应低于 20%.....	12
图 33: 预计 2011 年全部 A 股盈利增速在 11.96%-19.51%之间.....	12
图 34: 利率与 CPI、GDP.....	13
图 35: 预计加息 1-2 次.....	13
图 36: 预计准备金率上调至 22%-23%.....	13
图 37: 沪深 300 较中小板、创业板表现更好.....	14
图 38: 低估值板块获得正收益.....	14
图 39: 概念类市场表现.....	14
图 40: 低估值防御—消费防御.....	14
图 41: 历史上的市盈率低位.....	15
图 42: 三种情形下的当前市盈率.....	15
图 43: 历史上的市净率低位.....	15

图 44: 三种情形下的当前市净率	15
图 45: PE 极端情况下, 市场跌 4.29%-14.55%	16
图 46: PB 极端情况下, 市场跌 16.67%-32.10%	16
图 47: 拆借利率抬升	16
图 48: 货币乘数回落	16
图 49: M2 环比领先同比 4-8 个月	16
图 50: M2 增速改善将带来市场的好转	16
图 51: A 股市场走势与政策变动	17
图 52: 沪深 300 之外的个股利润占比	17
图 53: 估值水平存在明显差异	17
图 54: 二级市场重要股东的减持	18
图 55: 市场供给规模仍然较大	18
图 56: 宏观经济、政策调控与市场阶段表现	18
图 57: 下半年市场趋势逻辑	19
图 58: 上证综指击穿年线后的跌幅	19
图 59: 预计上证综指运行区间为 2600 点-3200 点	19
图 60: 下半年行业配置逻辑	20
图 61: 周期与非周期估值溢价率的走势	20
图 62: 板块 PE 与 PB	20
图 63: 地产板块有望出现明显的超额收益	21
图 64: 扣除非经常性损益的行业 ROE	21
图 65: 消费品大类的营业收入增速	21
图 66: 消费品大类 ROE	21

1 引言

今年以来投资者对月度经济数据的解读颇具争议，部分人士认为新一轮经济周期开始启动，另一部分人士则认为政策紧缩不可避免将导致国内经济增长出现滑坡。从当前的国内外现状来看，我们倾向于后者。

随着经济回落下的库存调整、临时性的价格管制以及基数效应的减弱，年内通胀水平有望在7月前后见顶。而随着通胀压力缓解，调控政策将进入观察期，并力推市场流动性出现好转，这有利于A股的阶段性表现。

因此，在“经济退，政策进”的组合下，我们对下半年市场谨慎乐观。预计下半年大盘探底后回升，上证综指主要运行区间为2600点-3200点，在20%的盈利假设下，分别对应2011年动态市盈率12倍-15倍。

从配置角度来看，我们认为周期重底部，消费重稳定。建议超配银行、地产、焦炭、输变电设备、中药、医疗器械、超市以及酒类板块，看淡工程机械、水泥、磁性材料等盈利处于历史峰值的行业。

2 宏观经济运行新说：库存调整的两个阶段

从国内经济的角度来看，生产回落迹象比较明显，而需求似乎仍然比较旺盛，我们认为企业正在经历一轮产成品去库存的过程。

不过，从房地产、汽车以及家电等行业增长来看，我们倾向于认为需求回落正在形成之中，去库存化将进入第二阶段，即原材料库存将出现调整。

2.1 生产回落、需求旺盛

从2011年1-4月公布的数据来看，紧缩政策的效果越来越明显。4月份工业增加值增速、发电量以及进口等诸多数据表明，国内生产确实出现了一定程度的回落。

这与2010年二季度的国内经济情况类似。2010年二季度，无论是工业增加值还是发电量同比均出现了下滑，去库存化小周期比较明显。

图1：工业增加值回落

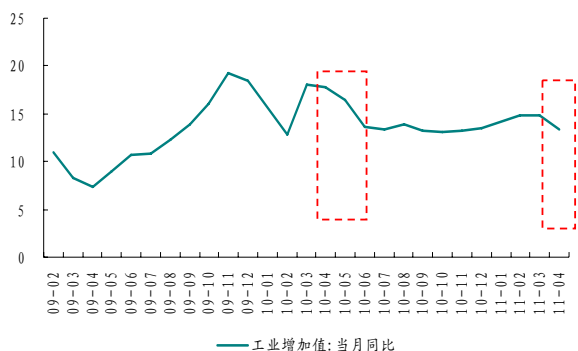
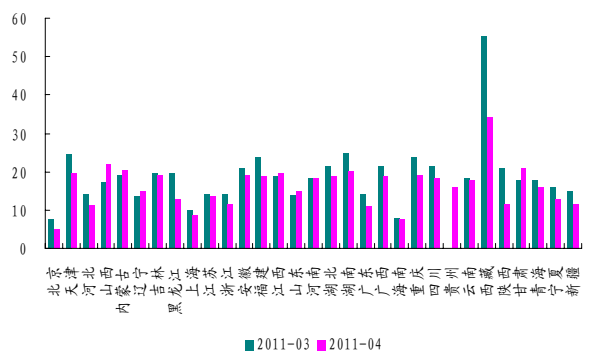


图2：25/31省市工业增加值增速放缓



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

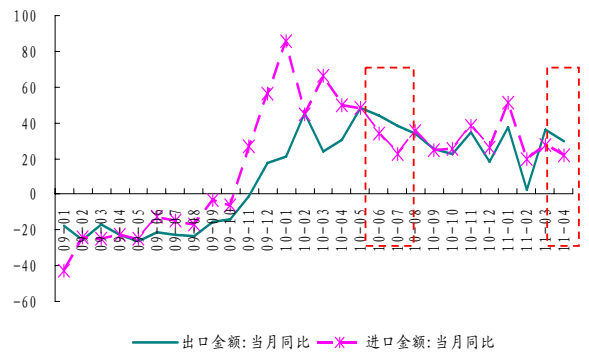
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 3: 发电量同比明显下降



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 4: 进口增速低于出口



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

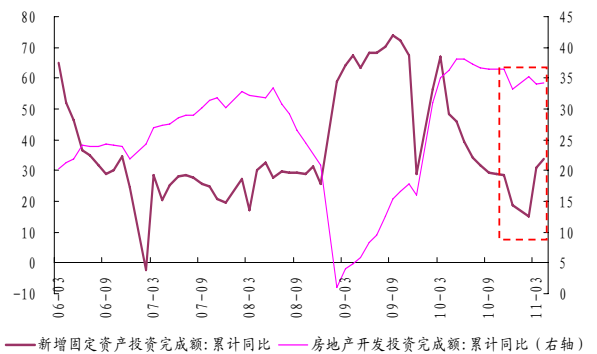
不过, 相对于生产回落, 国内需求增长仍比较明显。从 2011 年 1-4 月的数据来看, 固定资产投资增速继续上升、出口保持强劲以及社会消费品零售总额仍然处于高位运行。

图 5: 固定资产投资持续上升



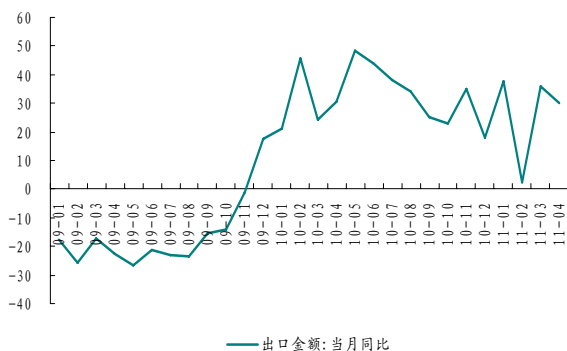
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 6: 新增固定资产投资仍在加速



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 7: 出口继续保持强劲



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 8: 消费维持高位运行

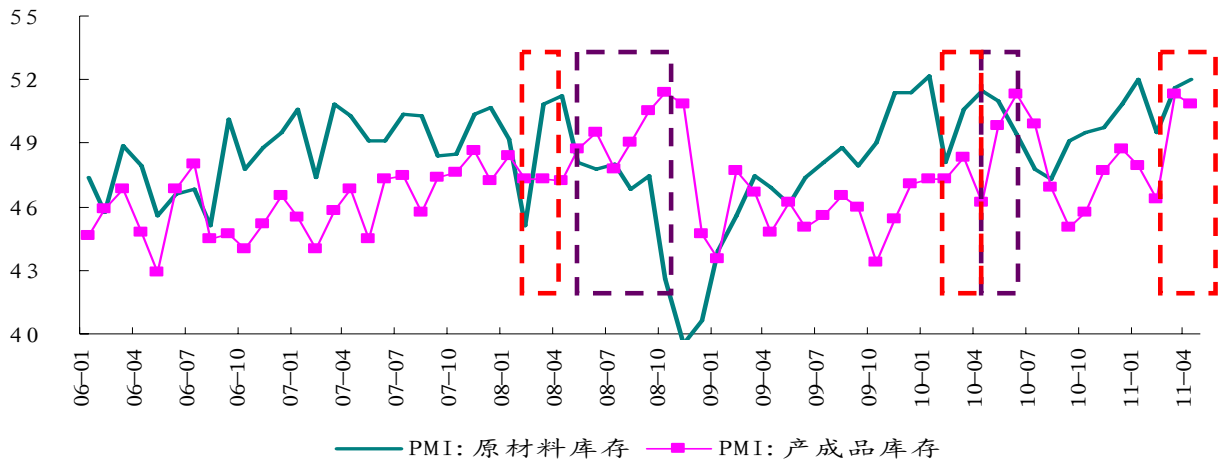


数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

2.2 库存调整的两个阶段

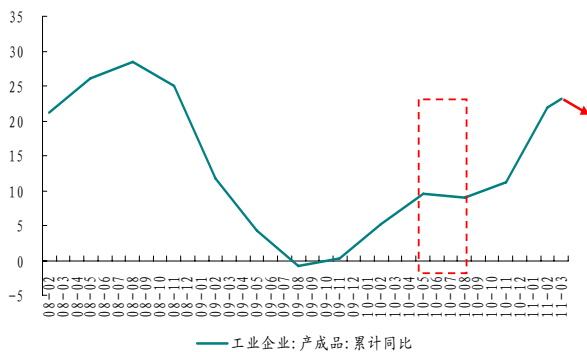
从生产回落、需求旺盛这两个角度出发，我们判断国内实体经济正处于去库存化的小周期。而且，考虑到库存的“量价高位”，我们认为当前更多是企业被动的产成品库存调整，只不过是处于调整的第一阶段。

图 9：库存调整的两个阶段



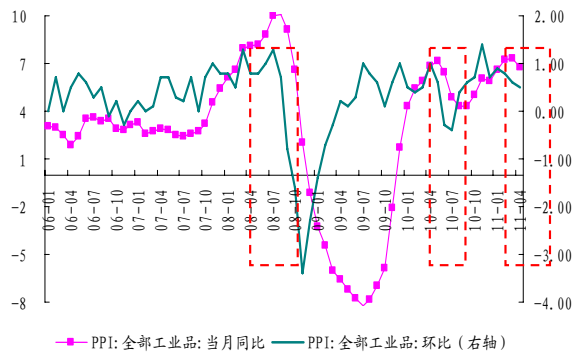
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 10：工业库存高位



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

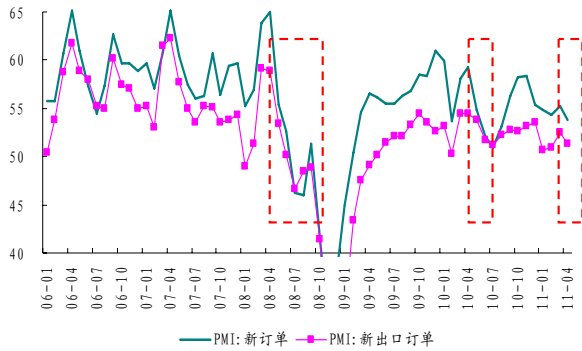
图 11：而工业产品价格保持高位



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

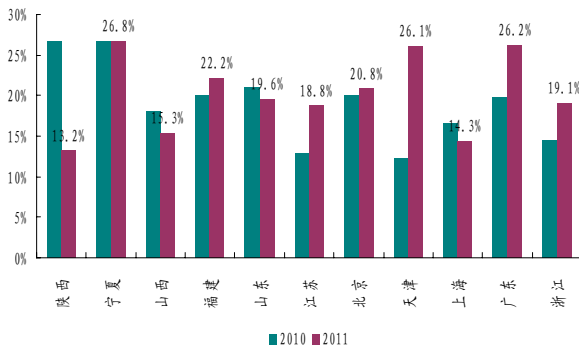
不过，需求已露出疲态且原材料成本高企，我们担忧库存调整会经历第二阶段，即主动性的原材料去库存。与第一阶段生产回落、需求旺盛所不同的是，第二阶段的需求回落将推动企业产能利用率的下降，较高的库存水平将对价格形成比较明显的遏制。

图 12: PMI 新订单与新出口订单减少



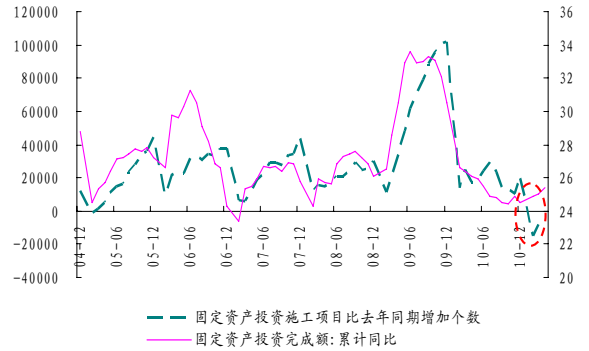
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 14: 最低工资水平再度提高



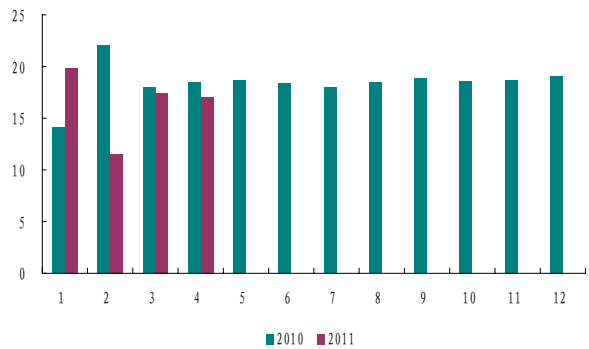
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 13: 固定资产投资项目负增长



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

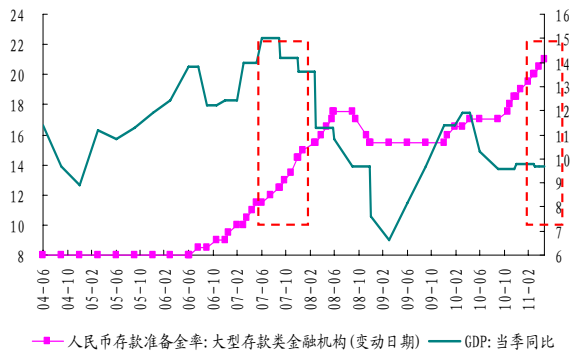
图 15: 但消费品零售总额增速并未明显跳升



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

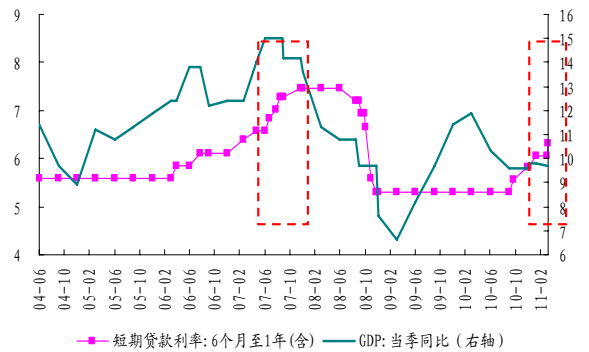
此外, 持续政策调控所带来的累积效应将助推库存调整。就2011年一季度来看, 26/31个省市GDP同比增速出现下滑, 海南、上海、北京、浙江以及江苏等“转型”省份回落的态势更是明显, 预计这种趋势在年内将得到延续, 需求回落将助推库存的再度调整。

图 16: 存款准备金率与 GDP



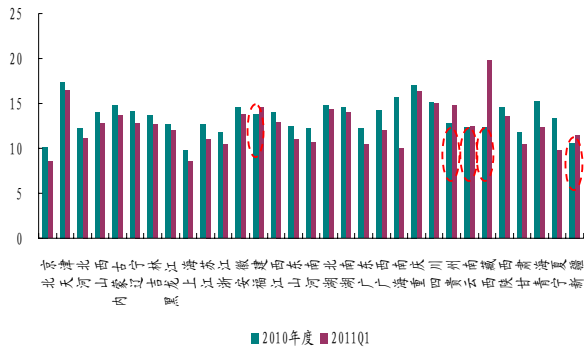
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 17: 利率与 GDP



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 18：一季度 26 个省市 GDP 下滑



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 19：部分省份回落幅度相当大

	2010Q1	2011Q1	回落幅度		2010Q1	2011Q1	回落幅度
海南	25.10	10.00	60.16%	河北	13.30	11.20	15.79%
宁夏	19.00	9.80	48.42%	重庆	19.30	16.30	15.54%
上海	15.00	8.50	43.33%	四川	17.70	15.00	15.25%
北京	14.90	8.60	42.28%	广西	13.80	12.10	12.32%
山西	19.40	12.80	34.02%	江西	14.40	13.00	9.72%
吉林	18.90	12.70	32.80%	湖北	15.90	14.40	9.43%
河南	15.70	10.80	31.21%	青海	13.50	12.30	8.89%
浙江	15.00	10.40	30.67%	天津	18.10	16.50	8.84%
江苏	15.40	11.00	28.57%	安徽	14.90	13.80	7.38%
甘肃	14.60	10.50	28.08%	黑龙江	12.80	12.00	6.25%
山东	15.20	11.00	27.63%	福建	15.30	14.50	5.23%
陕西	18.20	13.60	25.27%	新疆	11.40	11.50	-0.88%
内蒙古	17.50	13.70	21.71%	湖南	13.60	13.90	-2.21%
云南	15.00	12.50	16.67%	贵州	12.20	14.80	-21.31%
辽宁	15.30	12.80	16.34%	西藏	8.90	19.80	-122.47%
广东	12.50	10.50	16.00%				

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

3 流动性背景与效益求解：通胀缓解、盈利下滑

生产回落导致产成品库存调整，而下一阶段需求回落将带动国内库存调整进入新的阶段，即原材料库存有望出现调整。就目前来看，我们认为随着企业被动的去库化，也就是产成品库存调整已接近尾声。

市场将进入原材料库存调整新阶段。在此阶段，我们预计随着去库存化的进行，国内通胀压力将有所缓解。不过，值得注意的是，价格回落的同时也必然会带来企业盈利水平的下滑。

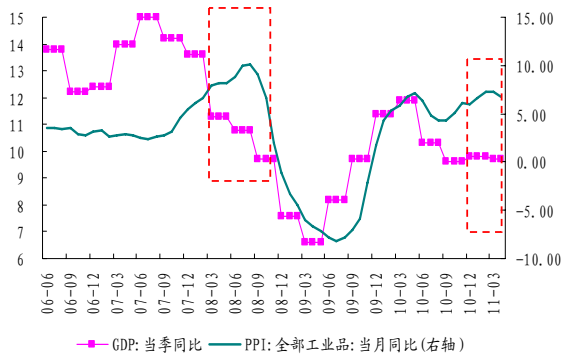
3.1 通胀压力逐渐缓解

库存调整进入第二阶段后，需求将出现明显回落，国内通胀压力将有所缓解。一方面，需求回落叠加成本上升、信贷调控，PPI 环比增速已持续回落。

另一方面，我们认为美元有望阶段性走强，这将对上游资源品价格产生较为不利的影响。

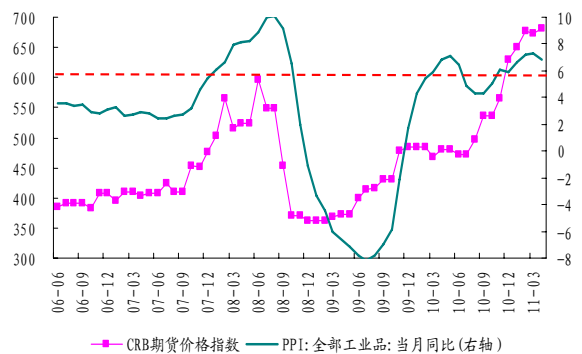
从传导路径来看，PPI 在上游资源与下游需求的夹击下，未来向上的空间有限。不过，考虑到基数效应，我们预计 PPI 同比增速有望在 7 月前后见顶。

图 20：PPI 与需求



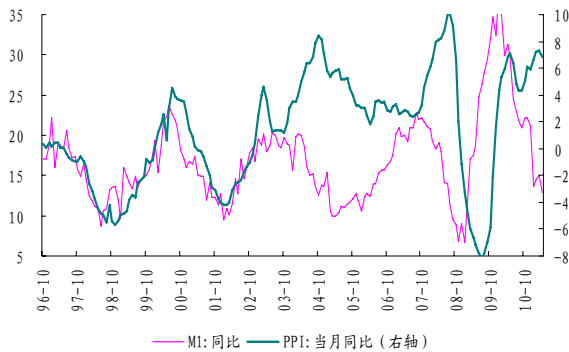
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 21：PPI 与成本



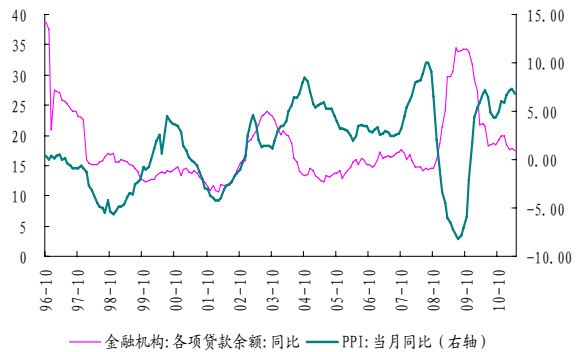
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 22: PPI 与货币



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 23: PPI 与信贷

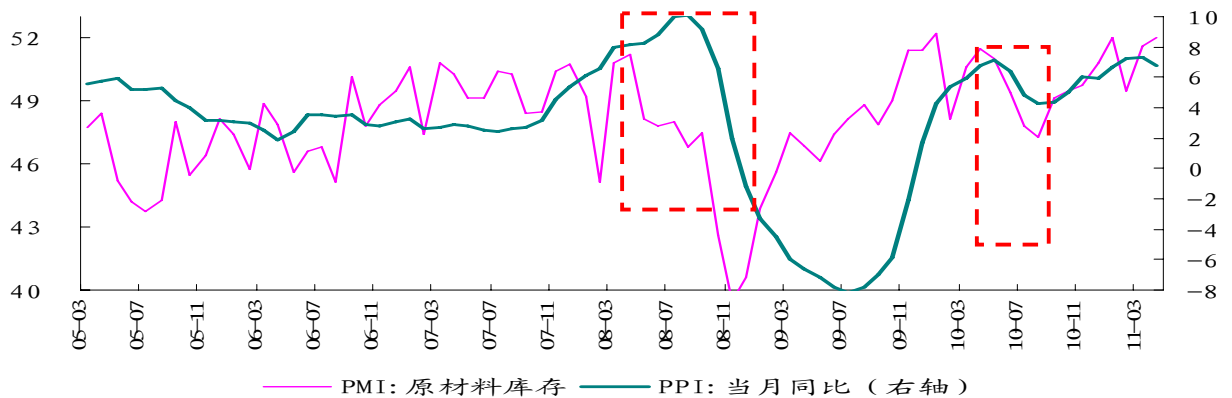


数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

而从原材料库存调整的角度来看, PPI 增速也应对应在 7 月前后回落。一般来看, 上游资源对经济回落更敏感, 一旦经济出现下滑迹象, 期货价格立即反应, 而上游资源价格回落也导致原材料库存进入调整阶段。

从历史经验来看, 2008、2010 年的存货调整过程中, PPI 回落略有滞后。不过, 这种路径传导的前后时间差别仅为 1-3 个月。

图 24: 原材料库存的调整与 PPI



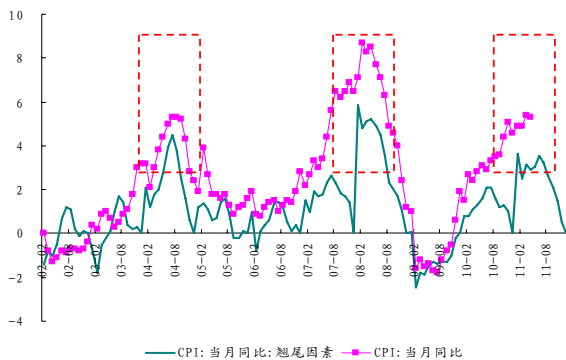
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

同样, 在没有超预期因素出现之前, 基数效应减弱、PPI 见顶以及临时性价格管制等因素将导致国内通胀处于可控状态。

而随着调控效果的逐步体现, 国内需求回落、通胀预期降温将让 CPI 继续上涨的因素减弱。我们预计 CPI 增速将在 7 月前后见顶, 同比最大值应不超过 6%。

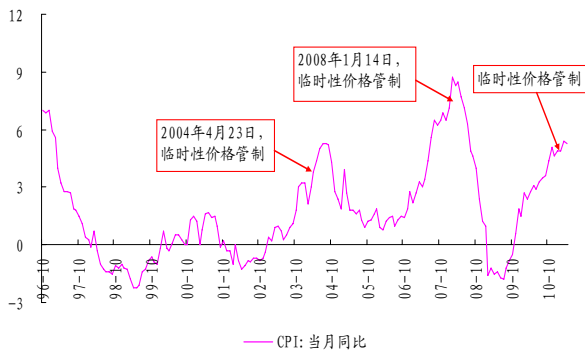
不过, 由于 CPI 同比增速仍将创新高, 从控制通胀预期的角度来看, 我们认为政策在 6 月-7 月仍有可能维持前期的紧缩状态。

图 25: 基数见顶前后, CPI 也见顶



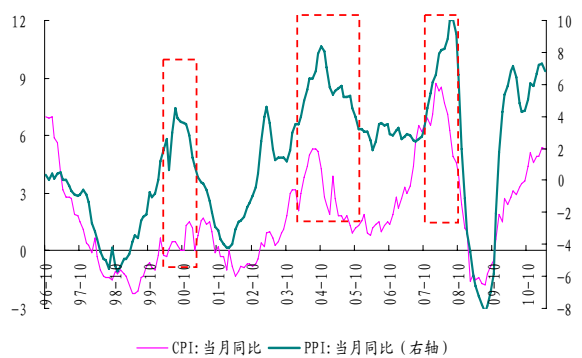
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 27: 临时性价格管制与 CPI



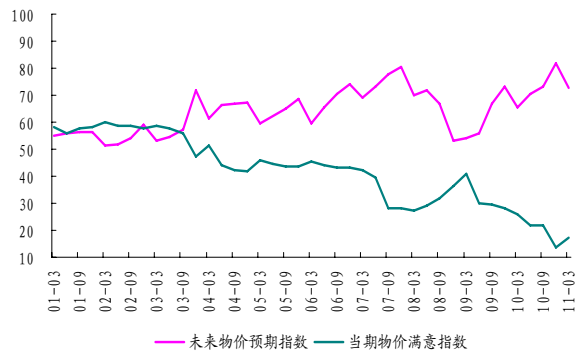
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 26: PPI 见顶前后, CPI 也见顶



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 28: 通胀预期开始降温



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

3.2 盈利继续下滑

随着需求的回落以及原材料去库存的展开, 工业企业盈利增长速度将出现放缓。而从工业企业与 A 股上市公司的盈利比较来看, 两者之间存在明显的相关性。

由于 2011 年一季度上市公司盈利增长仅 25.44%, 而我们预计随着工业盈利的回落, 上市公司盈利增速应逐渐降低, 除银行外的其他行业年内增速将以大概率低于 20%。

我们有以下两个假定: 一是银行业盈利增速在 22%-26% 之间; 二是其他银行的盈利增速不超过 15%。在此假定下, 根据银行业与其他行业的盈利占比, 我们认为可比 A 股上市公司 2011 年的盈利增速在 11.96%-19.51% 之间。

图 29: 工业企业盈利与 PPI

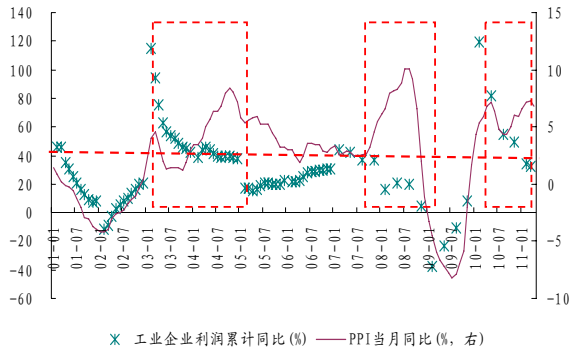
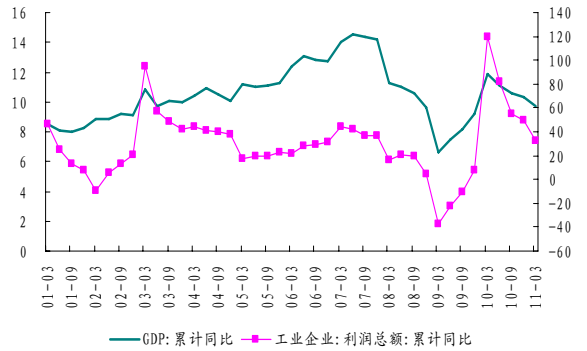


图 30: 工业企业盈利与 GDP



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 31: 上市公司每股盈利与工业盈利

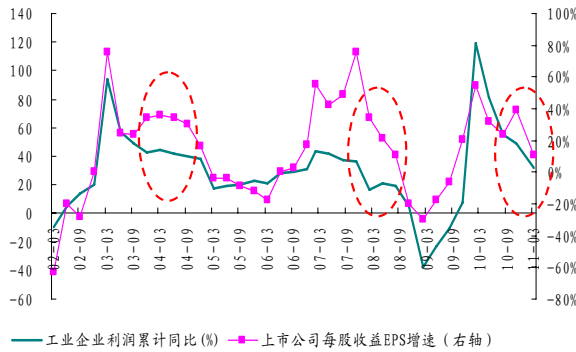


图 32: 2011 年 A 股 (剔除银行) 增速应低于 20%

	2010q1	2010q2	2010q3	2010q4	2011q1
全部A股	63.68%	44.53%	38.30%	39.10%	25.44%
剔除银行	97.03%	56.18%	43.09%	43.29%	19.11%
剔除银行、电力	98.91%	57.58%	44.28%	44.21%	20.30%
剔除银行、电力、石化	114.89%	74.34%	54.47%	49.44%	20.23%

数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 33: 预计 2011 年全部 A 股盈利增速在 11.96%-19.51%之间

		其他行业					
		0	5%	10%	15%	20%	25%
银行业	20%	8.19%	11.14%	14.10%	17.05%	20.00%	22.95%
	22%	9.01%	11.96%	14.91%	17.87%	20.82%	23.77%
	24%	9.83%	12.78%	15.73%	18.69%	21.64%	24.59%
	26%	10.65%	13.60%	16.55%	19.51%	22.46%	25.41%
	28%	11.47%	14.42%	17.37%	20.32%	23.28%	26.23%
	30%	12.29%	15.24%	18.19%	21.14%	24.10%	27.05%

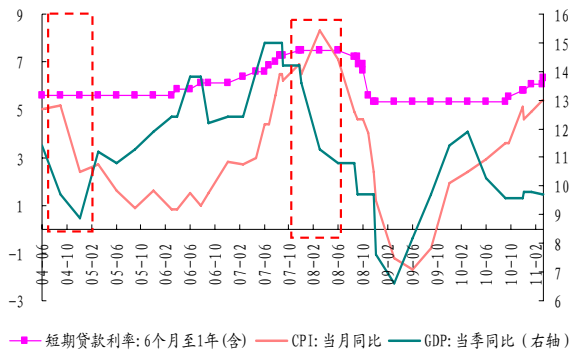
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

3.3 政策进入观察期

在下半年需求回落、价格回落之后，政策紧缩的效应将得到体现。但另一方面，在通胀预期的管理下，政策难以立即出现转向。因此，在7月份前后，我们认为国内将进入政策观察期。

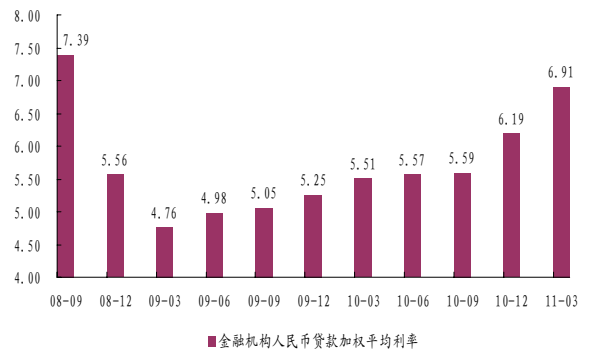
预计利率调整 1-2 次。如果上半年加息一次，下半年对此的担忧将明显减轻。预计准备金率上调 2-4 次，大型金融机构准备金率将达 23%-24%，这意味着如果按照惯例，6、7 月各调一次，那 7 月前后市场对政策出台的惯性反应将基本宣告结束。

图 34: 利率与 CPI、GDP



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 35: 预计加息 1-2 次



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 36: 预计准备金率上调至 22%-23%

	年初各项存款余额	准备金率变动	准备金净投放	公开市场投放	公开市场回笼	公开市场净投放	外汇占款净投放	资金净投放	资金净投放/M2
2006	291437	1.5%	-4372	49895	57606	-7711	22220	10138	3.48%
2007	340138	5.5%	-18708	43998	53026	-9028	30807	3071	0.90%
2008	391551	1.0%	-3916	67116	76210	-9094	34455	21445	5.48%
2009	481592	0.0%	0	82080	79950	2130	25530	27660	5.74%
2010	612877	3.0%	-18386	70465	63640	6825	31612	20051	3.27%
2011E	712828	2.50%	-17821	*25010	*20000	5000	35000	22179	3.11%
2011E	712828	3.00%	-21385	*25010	*20000	5000	35000	18615	2.61%
2011E	712828	3.50%	-24949	*25010	*20000	5000	35000	15051	2.11%
2011E	712828	4.00%	-28513	*25010	*20000	5000	35000	11487	1.61%
2011E	712828	4.50%	-32077	*25010	*20000	5000	35000	7923	1.11%
2011E	712828	5.00%	-35641	*25010	*20000	5000	35000	4359	0.61%

数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

4 下半年市场标向: A 股吸引力将上升

我们认为，经济层面存货调整的过程将带来企业盈利的逐步回落，而政策在没进入观察期之前，市场的流动性仍处于趋势性恶化过程中。因此，A 股市场必将经历一个痛苦的负反馈阶段。

不过，在对流动性趋紧、盈利下滑出现比较充分的反应之后，较低的估值水平以及政策面的改善将使得 A 股市场重新具备吸引力。从时间窗口来看，

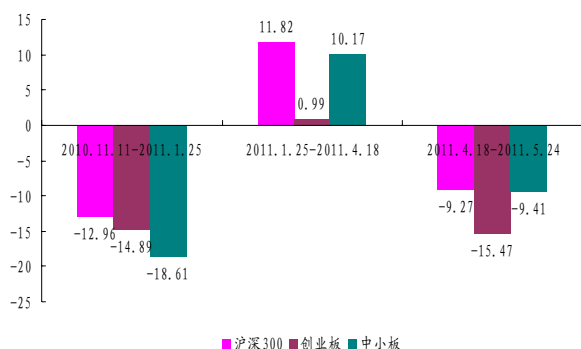
我们预计这可能出现在7月前后。从前期的影响程度来看，我们预计负面冲击对上证综指最大的影响幅度在10%-15%左右。

4.1 A股市场运行回顾

回顾今年以来的市场运行，与2010年呈现出迥然不同的特征。一是沪深300指数成分较中小盘表现要好，让人印象深刻；二是市场偏好“低估值”而不是所谓的“高成长”，钢铁、家电、电力、纺织、地产以及金融类均获取了绝对收益；三是概念转换快，去年表现出色的触摸屏、卫星导航等已被新三板、重组、保障性住房、国际板等题材所代替。

值得注意的是，从防御角度来看，板块也出现明显轮换。今年年初市场下跌过程中，建筑建材、家用电器、黑色金属、采掘以及房地产表现最好，低估值优势得到体现；而在4月中旬以来的下跌过程中，食品饮料、家用电器、公用事业、商业贸易以及医药生物表现居前，市场再度进入消费防御模式。

图 37: 沪深 300 较中小板、创业板表现更好



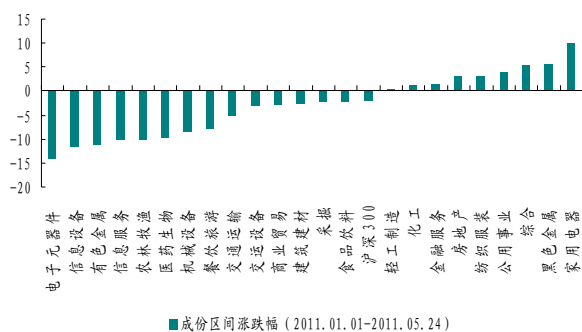
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 39: 概念类市场表现



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 38: 低估值板块获得正收益



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 40: 低估值防御—消费防御

行业	区间涨跌幅 (2010.11.11-2011.1.25)	行业	区间涨跌幅 (2011.1.25-2011.4.18)	行业	区间涨跌幅 (2011.4.18-2011.5.24)
房地产	-11.78	有色金属	20.01	医药生物	-5.68
采掘	-10.65	纺织服装	21.8	商业贸易	-5
黑色金属	-10.4	家用电器	21.9	公用事业	-4.15
家用电器	-10.27	综合	22.34	家用电器	-3.75
建筑建材	-6.66	黑色金属	23.88	食品饮料	1.65

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

4.2 具有安全边际的估值

从现阶段来看，A股市场整体估值相对比较合理。从市盈率角度来看，在2011年盈利20%、10%以及0%的假设下，全部A股动态市盈率15.62倍、17.04

倍以及 18.74 倍，处于历史第三低位。

从市净率角度来看，在 2011 年净资产 10%、5%以及 0%的假设下，全部 A 股 2011 年的市净率为 2.46 倍、2.58 倍以及 2.71 倍，相对来说也处于历史偏低的位置。

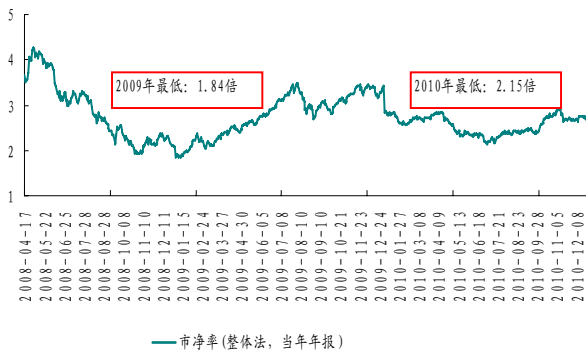
从某种程度上来说，这样的市盈率与市净率水平意味着 A 股市场正在释放经济回落以及政策调控所带来的风险，也意味着股票供求关系正在发生逆转。因此，在形势仍未明朗之前，市场流动性难以出现明显改善，市场估值也难以快速得到提升。

图 41: 历史上的市盈率低位



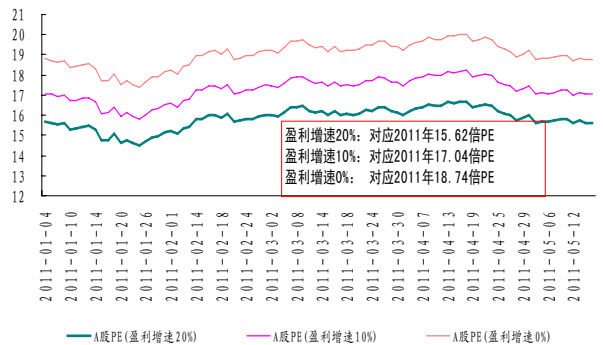
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 43: 历史上的市净率低位



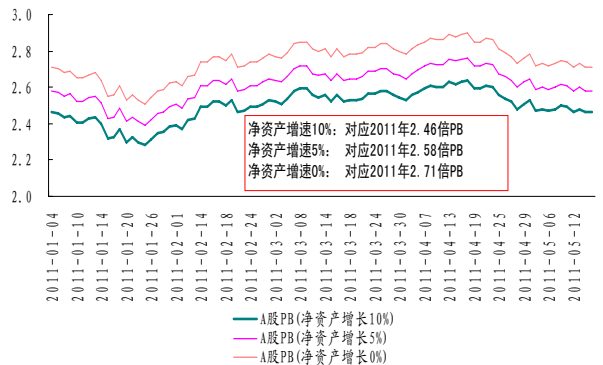
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 42: 三种情形下的当前市盈率



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 44: 三种情形下的当前市净率



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

在类似 2008 年、2010 年的极端情况下，A 股向下仍有一定空间。按 PE 计算，A 股向下空间 4.29%-14.55%;按 PB 计算，A 股向下空间却达到 16.67%-32.10%。不过，市场底部应高于理论上的极端值，我们认为如果市场下跌 10%-15%左右，A 股将非常具备吸引力。

图 45: PE 极端情况下, 市场跌 4.29%-14.55%

三种情景假定	当前PE	2010年最低PE	2008年最低PE	以2010年极限位, A股最大向下空间	以2008年极限位, A股最大向下空间
全部A股盈利增速20%	15.62	14.95	14.56	4.29%	6.79%
全部A股盈利增速10%	17.04	14.95	14.56	12.27%	14.55%
全部A股盈利增速0%	18.74	14.95	14.56	20.22%	22.31%

数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 46: PB 极端情况下, 市场跌 16.67%-32.10%

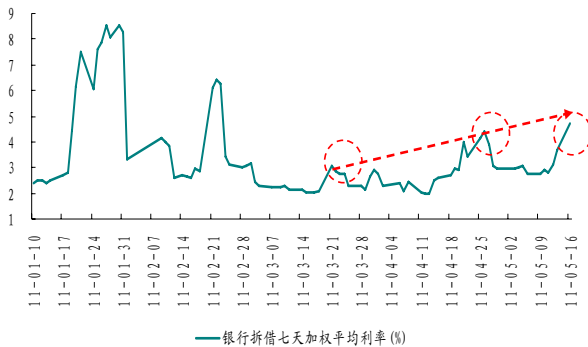
三种情景假定	当前PB	2010年最低PB	2008年最低PB	以2010年极限位, A股最大向下空间	以2008年极限位, A股最大向下空间
全部A股净资产增速10%	2.46	2.15	1.84	12.60%	25.20%
全部A股净资产增速5%	2.58	2.15	1.84	16.67%	28.68%
全部A股净资产增速0%	2.71	2.15	1.84	20.66%	32.10%

数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

4.3 静待市场流动性好转

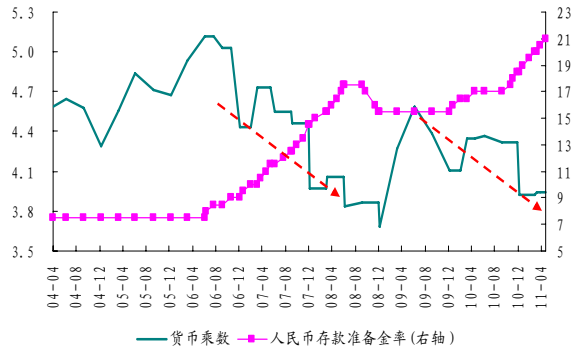
对于 A 股市场而言, 政策调控对流动性的负面影响应有一个逐渐放大, 然后有所减弱的过程。政策叠加下的累积效应将带来货币乘数回落、拆借利率抬升, 流动性恶化的趋势明显。但随着通胀压力的缓解, 政策进入观察期之后, 市场流动性紧张局面有望出现阶段性缓解。

图 47: 拆借利率抬升



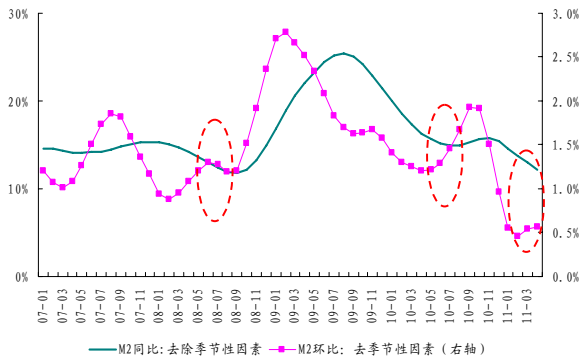
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 48: 货币乘数回落



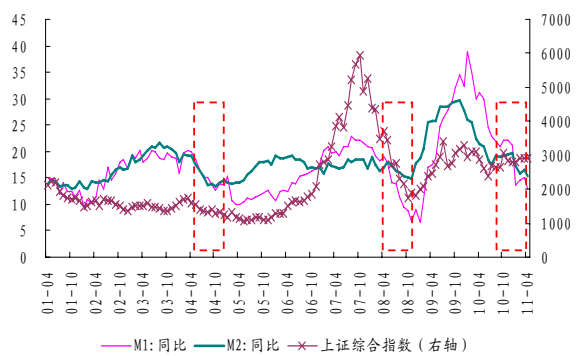
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 49: M2 环比领先同比 4-8 个月



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 50: M2 增速改善将带来市场的好转

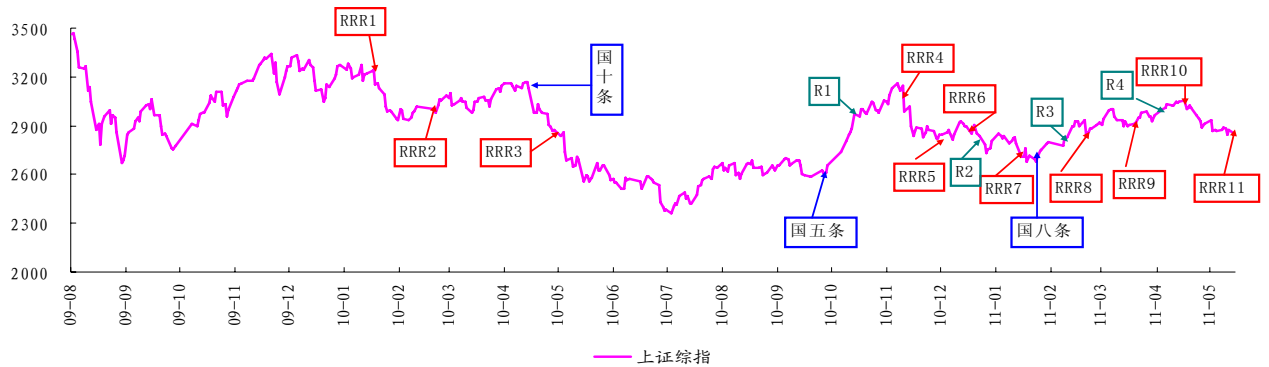


数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

从2010年7月前后的经验来看，政策进入观察期，有利于市场情绪面的改观，并推动流动性出现改善格局。而在久经压抑之后，市场更容易掀起一轮比较大幅度的反弹。

综合来看，在市场没有出现转折性因素之前，我们可以对低估值的市场现状继续持有谨慎的态度，但我们确实应该在等待流动性好转的过程中提前做一些准备。

图 51: A 股市场走势与政策变动



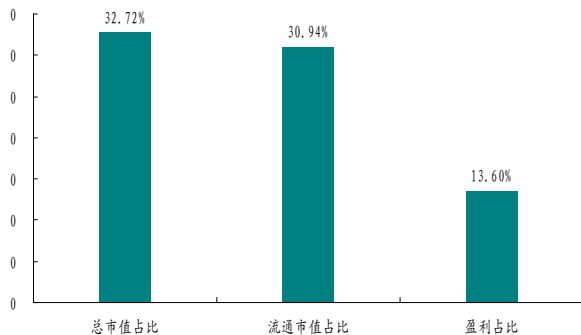
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

4.4 市场仍存在结构性风险

不过，我们认为中小盘题材股仍存在结构性风险。从数据来看，剔除沪深300成份的其他类个股总市值占比达32.72%，流通市值占比达30.94%，却仅贡献13.6%盈利。而相对于沪深300成份14.66倍的市盈率，该类个股整体市盈率水平却达到45.38倍。

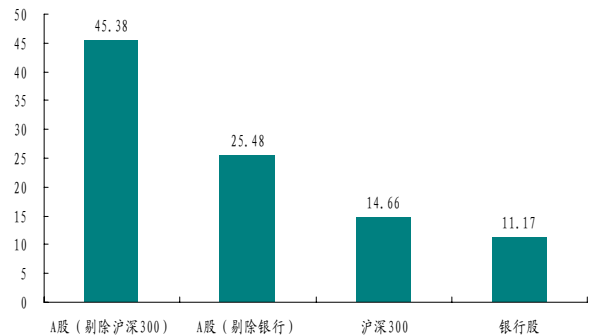
考虑到二级市场重要股东解禁后的减持、市场供求关系的失衡以及宏观流动性的冲击，我们认为中小盘的风险在下半年仍有待释放。从一季报前后市场的表现来看，二季度业绩低于预期的中小盘类个股应该还有一定的调整空间。

图 52: 沪深 300 之外的个股利润占比



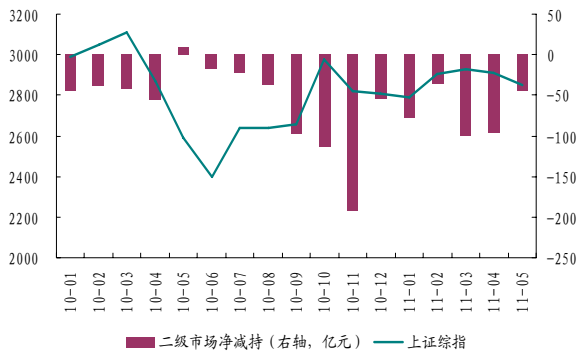
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 53: 估值水平存在明显差异



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 54：二级市场重要股东的减持



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 55：市场供给规模仍然较大

日期	募集资金(亿元)	首发家数(家)	首发募集资金(亿元)	首发市盈率
2007年	8043.61	121	4469.96	29.67
2008年	3469.73	78	1040.05	26.75
2009年	5149.52	111	2021.97	53.33
2010年	10131.28	349	4921.30	59.33
2011至今	3406.75	135	1355.81	58.01
2011年至今/2010年	33.63%	38.68%	27.55%	

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

5 从思退中求进：下半年 A 股市场投资机会

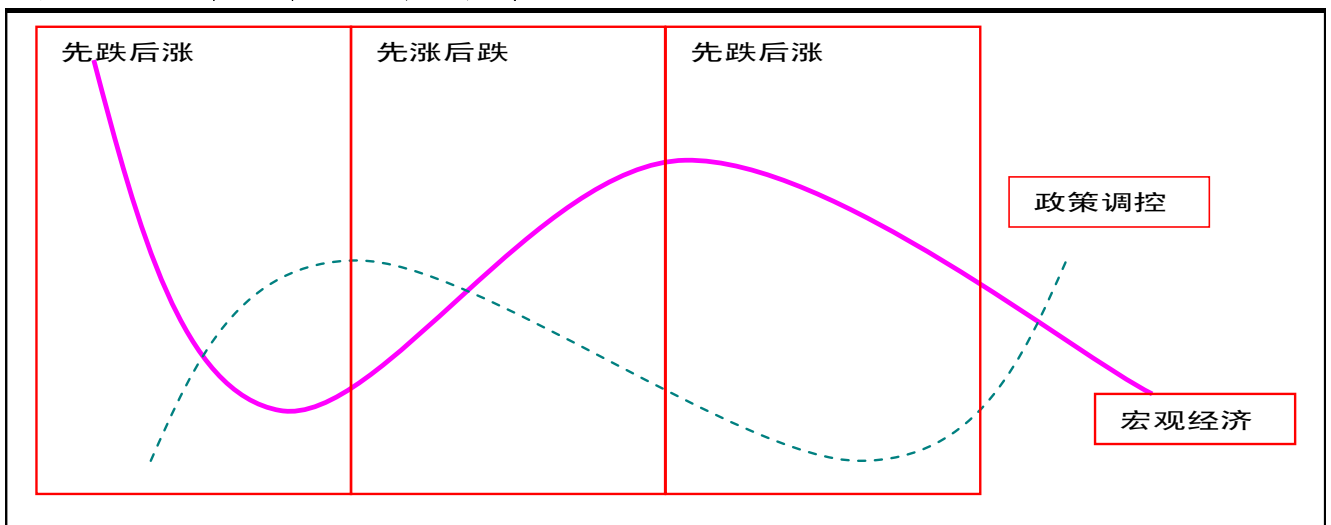
5.1 逆周期调控下的“进”与“退”

从 2009 年以来的分析逻辑框架来看，我们一直认为 A 股所处的阶段取决于宏观经济与政策调控的此消彼涨：

一、经济退、政策进，市场见底。经济退，A 股先以回落的方式反应基本面的下滑，但随后市场预期政策转向，A 股再以盘升的方式来反应未来政策面的改善。在此期间，市场先跌再涨，容易见到市场的底部。

二、经济进、政策退，市场见顶。经济进，A 股将以上升来反应基本面的改观，但市场预期紧缩政策出台，A 股随后将以回落来反应政策面的收紧。在此期间，市场先涨后跌，容易见到市场的顶部。

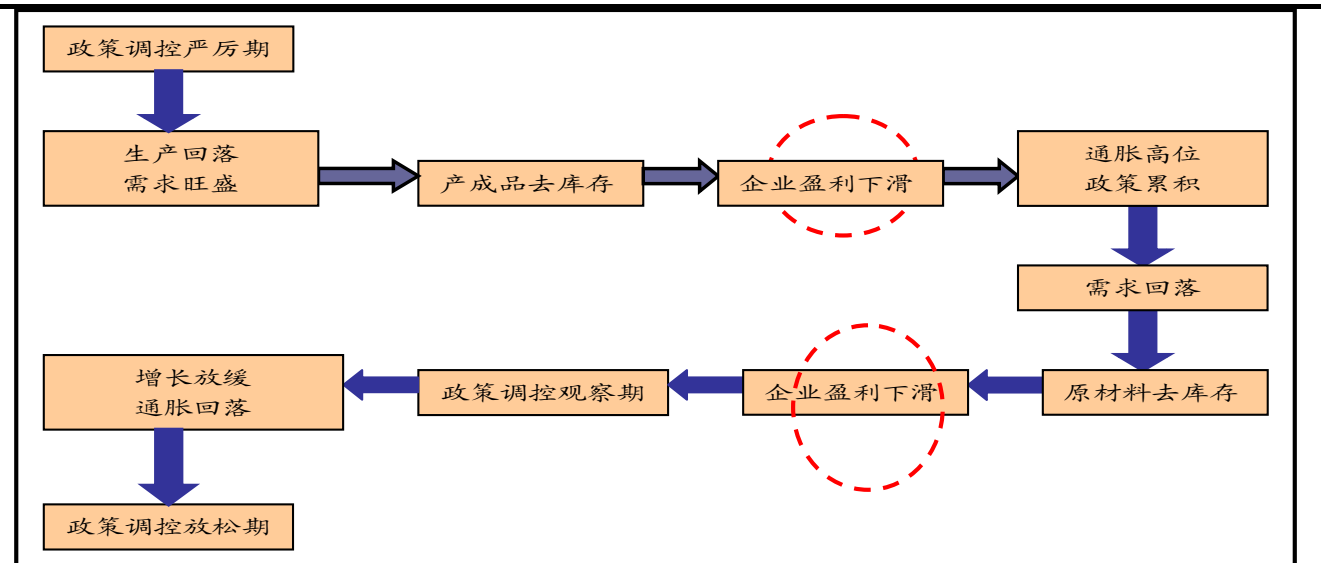
图 56：宏观经济、政策调控与市场阶段表现



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

从今年下半年来看，我们认为需求回落已经开始，经济正在“退”的进程中，市场将逐渐进入政策观察期。而在政策进入观察期前后，逆周期调控之下的A股利多因素将逐渐增加，市场向上的空间会因此而打开。

图 57：下半年市场趋势逻辑



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

因此，在“经济退，政策进”的组合下，我们对下半年市场谨慎乐观。我们相信经济回落将导致政策底部逐渐清晰，市场流动性因此而出现好转，A股有望在探底之后盘升。预计下半年上证综指主要运行区间为 2600 点-3200 点，在 20%的盈利假设下，分别对应 2011 年动态市盈率 12 倍-15 倍。

两大假设：一、2010 年末上证综指对应的市盈率为 15.46 倍，而 2011 年紧缩力度较 2010 年更强，市场估值水平应该较 2010 年低；二、给合银行业与其他行业盈利增速，我们预计 2011 年 A 股盈利增速将在 10%-20%之间。

图 58：上证综指击穿年线后的跌幅

开始时间	结束时间	当日收盘	阶段低点	区间间隔	区间跌幅
1993.07.05	1994.08.01	952	326	一年零一个月	65.76%
1998.08.10	1998.08.18	1234	1043	较短	15.48%
2001.07.27	2001.10.22	2065	1514	三个月	26.68%
2004.06.07	2005.06.06	1518	998	一年	34.26%
2008.01.30	2008.10.28	4417	1664	9个月	62.33%
2010.04.19	2010.07.02	2980	2319	两个半月	22.18%
2010.11.16	2011.01.25	2900	2661	两个月	8.24%
2011.05.24					

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 59：预计上证综指运行区间为 2600 点-3200 点

	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
10	1634.67	1725.49	1816.30	1907.12	1997.93	2088.75	2179.56	2270.38
11	1798.14	1898.03	1997.93	2097.83	2197.72	2297.62	2397.52	2497.41
12	1961.60	2070.58	2179.56	2288.54	2397.52	2506.49	2615.47	2724.45
13	2125.07	2243.13	2361.19	2479.25	2597.31	2715.37	2833.43	2951.49
14	2288.54	2415.68	2542.82	2669.96	2797.10	2924.24	3051.38	3178.53
15	2452.01	2588.23	2724.45	2860.67	2996.90	3133.12	3269.34	3405.56
16	2615.47	2760.78	2906.08	3051.38	3196.69	3341.99	3487.30	3632.60
17	2778.94	2933.32	3087.71	3242.10	3396.48	3550.87	3705.25	3859.64
18	2942.41	3105.87	3269.34	3432.81	3596.27	3759.74	3923.21	4086.68
19	3105.87	3278.42	3450.97	3623.52	3796.07	3968.62	4141.16	4313.71
20	3269.34	3450.97	3632.60	3814.23	3995.86	4177.49	4359.12	4540.75

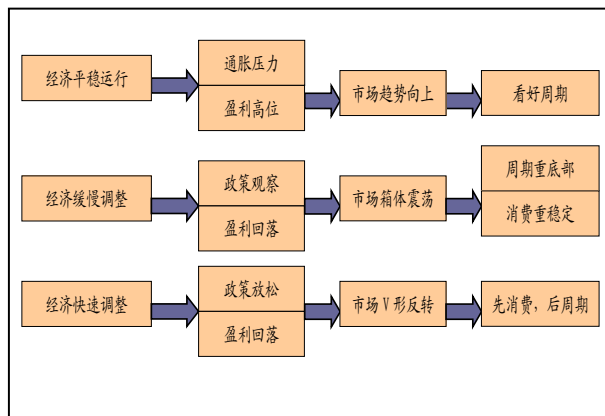
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

5.2 周期重底部，消费重稳定

在政策进入观察期之后，A股估值将具备很强的吸引力。对于低估值板块来说，我们看好其“进可攻，退可守”；而对于高估值板块来说，我们认为整体受限的流动性将导致其安全边际逐渐下移，未来结构性风险仍在上行。

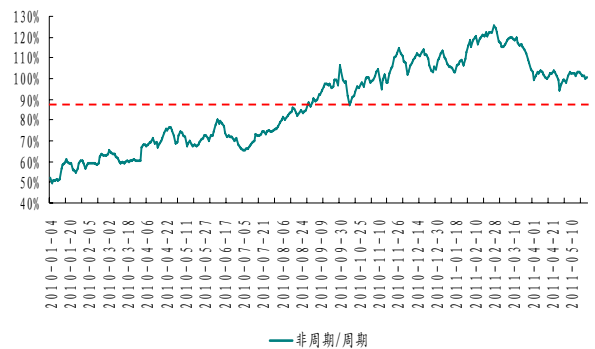
从周期与非周期的角度来看，在下半年经济缓慢调整的过程中，我们认为两者之间的配置区别已逐渐淡化。而从今年以来市场表现来看，春节前低估值周期类表现好，春节后消费类表现更佳。因此，我们更相信两者内部将各自分化。

图 60：下半年行业配置逻辑



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 61：周期与非周期估值溢价率的走势



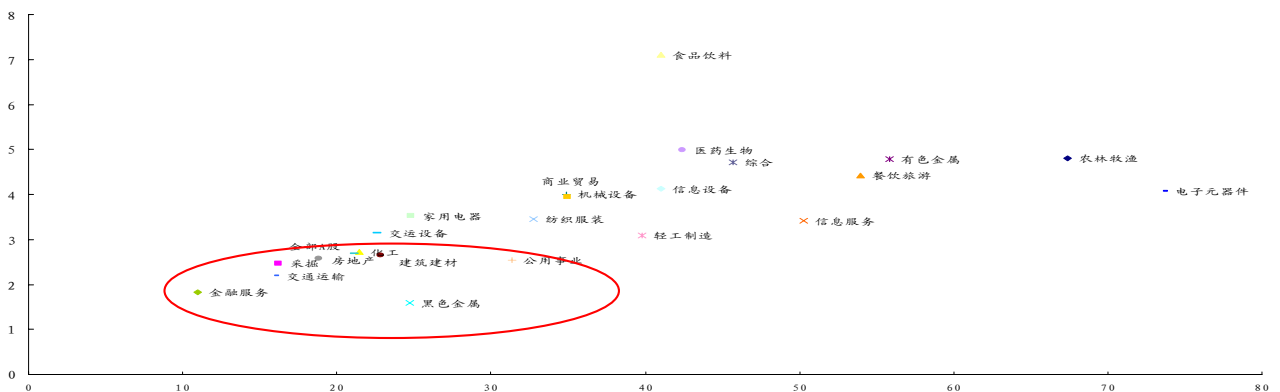
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

从配置来看，周期重底部，消费重稳定。建议超配银行、地产、焦炭、输变电设备、中药、医疗器械、超市以及酒类板块。

一、低估值板块。我们认为低估值板块已部分反应了政策紧缩预期、库存调整下的盈利回落预期，甚至正在尝试反应经济的超预期下滑，未来板块向下空间相当有限。

从市盈率与市净率这两个角度出发，金融、黑色金属、交通运输、采掘、房地产、公用事业、建筑建材、汽车与家电等板块估值水平相对偏低，尤其是银行板块的投资机会更为显著。

图 62：板块 PE 与 PB



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

二、周期分化，侧重景气底部。随着经济回落、流动性收缩以及通胀拐点的出现，房价下调的可能性逐渐成为现实，我们认为商品房销售增速下行趋势将结束，行业景气接近底部，建议下半年超配地产。

在去库存的大背景下，从这个逻辑出发，上游采掘行业中我们相对看好焦炭加工；中游化工、建材等行业的盈利能力已处于历史高位，未来向上空间有限。钢铁、有色等板块前期也会受制于库存调整，尤其是磁性材料子行业，不过后期整体表现相对要好；与工程机械、通信设备相比，下游我们更看好输变电设备行业。

图 63: 地产板块有望出现明显的超额收益



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 64: 扣除非经常性损益的行业 ROE

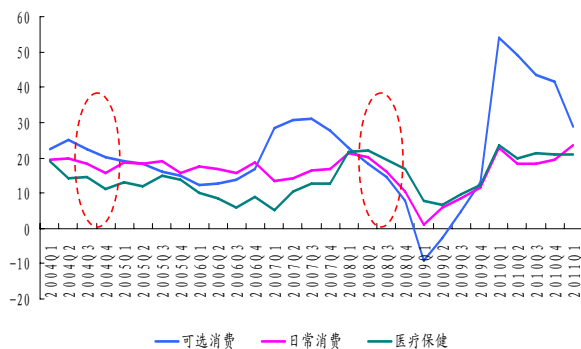
时间	煤炭开采III	焦炭加工	石油开采III	输变电设备	普通机械	仪器仪表II	专用设备
2005	22.63	8.38	29.05	5.19	4.08	2.32	7.08
2006	18.21	2.92	28.1	11.79	4.76	6.16	11.48
2007	15.71	8.46	20.08	15.33	10.06	8.03	16.39
2008	20.55	1.82	12.54	17.74	9.69	8.13	13.07
2009	16.15	-20.06	12.63	15.64	9.73	10.03	12.2
2010	18.28	1.01	15.26	8.33	9.15	7.76	12.64
最大值	22.63	8.46	29.05	17.74	10.06	10.03	16.39
两者比例	80.78%	11.94%	52.53%	46.96%	90.95%	77.37%	77.12%
时间	信息设备	轻工制造	化工	建筑建材	磁性材料	黑色金属	有色金属
2005	-1.77	7.29	11.55	7.35	3.98	14.48	15.55
2006	3.42	7.02	13.62	11.61	1.44	14.13	24.37
2007	4.8	8	13.32	9.3	5.7	14.53	19.24
2008	6.36	5.14	5.71	9.85	1.42	5.74	4.52
2009	8.28	6.25	11.65	9.72	-1.85	1.87	3.43
2010	7.92	6.01	12.48	10.93	6.83	6.11	8.49
最大值	8.28	8	13.62	11.61	6.83	14.53	24.37
两者比例	95.65%	75.13%	91.63%	94.14%	100.00%	42.05%	34.84%

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

三、消费分化，侧重业绩稳定。从历史经验来看，经济在回落的过程中，消费也会有所下滑。而考虑通胀的影响，不同行业的消费品表现也有所不同。根据我们的逻辑，下一阶段经济增速将有所回落，通胀在7月前后见顶，因此，投资者需要侧重考虑的是类似2004年、2008年出现的情形。

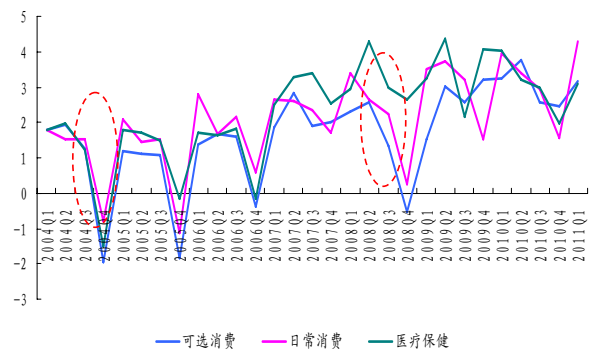
从日常消费、可选消费以及医疗保健三个行业来看，日常消费与医疗保健的防御性较强，可选消费波动性较大。而综合考虑各细分分子行业的营业收入增速、剔除非经常性损益后的ROE变化情况，我们相对看好中药、医疗器械、超市以及酒类。

图 65: 消费品大类的营业收入增速



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 66: 消费品大类 ROE



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。