

## 财经圆桌

## 反弹条件具备 “金九银十”可期

经济下滑忧虑加重,市场缺乏实质性利好,股指步步下挫,调整何时结束?地方版投资计划井喷能否力挽狂澜?本期财经圆桌邀请瑞银中国区首席经济学家汪涛、金鹰成份股优选基金经理林华显和华龙证券高级投顾吴晓峰三位嘉宾,就此展开讨论。

## 地方刺激作用有限

**中国证券报:**近期,地方政府产业规划密集出台,涉及投资额动辄上万亿元。据不完全统计,7月以来已公布的地方投资计划涉及金额约7万亿元。地方政府计划井喷能否力挽狂澜?

**汪涛:**我们一直认为今年下半年中国经济的增长复苏取决于政府增加投资和银行信贷提供资金支持,不过,这一观点背后的关键假设是今年的剩余时间内房地产行业保持平稳。目前看,近期房地产销售的反弹、房价和投资的企稳都基本符合我们的预期,并且我们认为政府不会进一步收紧房地产调控政策。

另一方面,我们认为,地方政府的刺激计划基本上都是当地企业和政府预计投资的总和,并非新的投资计划。这类投资计划能否实现取决于资金是否到位以及企业投资计划是否会调整。因此,我们认为,任何由此类消息导致的市场上涨都不太可能持续太久。

首先,上市公司半年报披露接近尾声,银行股以及多数预亏公司集中进行业绩披露。从目前已发布业绩报告的银行看,银行业普遍出现利润增速下降、不良贷款上升的情况,行业基本面转淡不仅加深投资者对后期盈利的担忧,更是对指数产生下行压力影响;

其次,市场内频繁出现的突发性暴跌品种更是引发担忧,例如中信证券、贵州茅台等市场人气品种,这些行业龙头企业异动说明原本牢固的筹码开始松动,做空力量暗流涌动;

再则,近期市场的缩量反弹也再度打击信心。目前两市成交量依然保持在低量区域,增量资金迟迟不见大规模入场,小盘股的精彩表现仅仅是存量资金无奈的运作,但对指数、对人气难有推动。

车,目前仍面临增长不确定性。今年房地产销售小阳春与开发投资增速逐月加速下滑成鲜明对比,即将到来的“金九银十”能否加速开发商去库存和回笼资金,是房地产投资增速能否稳定回暖的关键。汽车年销量已属全球之巅,面临道路、环境和收入约束,拐点风险日益加大。

对比上半年,汽车、进出口等经济增长核心稳定力量,下半年仍有可能转化为经济增长的不稳定因素,七月出口同比逼近零增长。尽管地方政府有宏伟的投资计划,但受制于土地财政和信贷萎缩,资金面未能得到落实甚至到位资金优先用于归还以往欠账,基建实际投入对经济增长的拉动未如预期,这从钢材、水泥价格低迷中可以看出。

**吴晓峰:**目前利空因素并未完全充分释放,股指近期虽有短线反弹,但市场整体下行趋势并未出现明显拐点。

首先,上市公司半年报披露接近尾声,银行股以及多数预亏公司集中进行业绩披露。从目前已发布业绩报告的银行看,银行业普遍出现利润增速下降、不良贷款上升的情况,行业基本面转淡不仅加深投资者对后期盈利的担忧,更是对指数产生下行压力影响;

其次,市场内频繁出现的突发性暴跌品种更是引发担忧,例如中信证券、贵州茅台等市场人气品种,这些行业龙头企业异动说明原本牢固的筹码开始松动,做空力量暗流涌动;

再则,近期市场的缩量反弹也再度打击信心。目前两市成交量依然保持在低量区域,增量资金迟迟不见大规模入场,小盘股的精彩表现仅仅是存量资金无奈的运作,但对指数、对人气难有推动。

因此,我们认为沪深指数仍有下行的动力和压力,沪指2030点附近将寻求市场支撑。

**中国证券报:**目前大家对于A股所处底部区域的看法比较一致,但对于磨底、筑底时间的估计则各不相同。乐观者认为,8月底9月初市场就会走出中级反弹,而谨慎者认为,磨底过程将较为漫长,下半年都难以见到比较好的表现。股市能否迎来“金九银十”?

**林华显:**历史上A股筑底后走出中级反弹时间相对较长,基于宏观面判断,我认为磨底需要时间。短期看,即将到来的“金九银十”能否加速房地产去库存,是房地产投资增速、土地市场乃至投资品与家电等下游消费品后续能否稳定回暖的关键。如果符合判断,反弹可能相对乐观。如果价量齐涨,房地产调控阴影是否会打乱这一预期值得注意。

**吴晓峰:**我们认同目前处于底部区域的看法,对于9、10月份的市场走势相对乐观,“金九银十”值得期待。

第一,9月指数面临较好的反弹政策环境,一旦资金面配合,不排除出现一定幅度的中级反弹;第二,我们注意到截至22日,深成指、沪深300、上证50的月K线均为4连阴,沪指月K线为小红十字星。从月K线看,自从沪指6124点进入大调整周期以来,从未出现月线四连阴,而且每次月线三连阴后的第四月反弹月的月涨幅没有小于4%。指数层面有反弹的要求;第三,近期媒体披露QFII等机构资金已经开始进场,预计也会对指数上涨推波助澜。年初至今,在沪深指数两次难得的反弹中,沪指最大也就15%涨幅,其余时间持续下跌,在剩余的时间中,能够遇到相对宽松的环境基本也就是9、10月份。

其次,市场内频繁出现的突发性暴跌品种更是引发担忧,例如中信证券、贵州茅台等市场人气品种,这些行业龙头企业异动说明原本牢固的筹码开始松动,做空力量暗流涌动;

再则,近期市场的缩量反弹也再度打击信心。目前两市成交量依然保持在低量区域,增量资金迟迟不见大规模入场,小盘股的精彩表现仅仅是存量资金无奈的运作,但对指数、对人气难有推动。

投资者最关心的是企业盈利的下降,因为现在A股的公司业绩还没有完全反映出来,在这种情况下股市很难表现。只有当企业的盈利状况好转,股市才会有表现。

虽然宏观经济增速还在7%以上,但是很多企业没有钱可赚,就是产能过剩的现象,比如家电行业的产能过剩,钢铁行业也是一样,汽车、造船都不景气。

投资者最关心的是企业盈利的下降,因为现在A股的公司业绩还没有完全反映出来,在这种情况下股市很难表现。只有当企业的盈利状况好转,股市才会有表现。

大家说现在股市的市盈率是比较低的,但如果未来几个季度企业盈利持续下降的话,未来的市盈率就比现在高了。总体来看,全球的投资者都比较谨慎,大家对企业,特别是半年报的业绩不是很看好,所以投资者情绪还是谨慎的。

**中国证券报:**中国股市未来很难有大机会,哪些板块和个股会有投资机会?

**李晶:**不是所有的消息都是坏消息,还有好消息,中国经济以前增长的亮点还没有消失。首先是城镇化还在进行当中,每年有1%的中国人口从农村人口变成城镇人口,这样会拉动内需,我们比较看好内需。

另外,我们在企业降低能耗、可持续发展、保护环境、停止低效产能过程中有延伸出来的机会。还有些行业现在不好,但随着集中度慢慢提高,将来的强者会更强。在投资并购的机会中,这样的强者将来会成为市场的佼佼者。

服务、教育、医疗、媒体等方面也蕴藏着很多机会。因此,我们看好环保、医疗、水务、消费等板块的中长期走势。

稀土企业的业绩也受到稀土价格下滑的拖累。广晟有色(600259)上半年业绩预告中披露,预计公司2012年1-6月份实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比下降超过90%。

广晟有色指出,2012年上半年,受经济下行影响,公司主要产品钨和稀土产品销售下降,价格下跌,产品盈利空间缩小,导致公司利润较大幅度降低。

稀土价格的高低成为企业能否实现盈利的关键。2011年稀土价格经历过山车行情,全



嘉宾:  
瑞银中国区首席经济学家  
汪涛(左上)  
金鹰成份股优选基金经理  
林华显(右上)  
华龙证券高级投顾  
吴晓峰(下)  
主持人:王晶

## 股债结合配置资产

**中国证券报:**经历二季度的火爆,消费股的估值已经整体偏高,近期跟随强势股补跌进行回调。酿酒股、医药股的调整是否已经到位?弱市中,这些防御性品种调整后是否具备再度介入的价值?

**林华显:**弱市中不是所有消费都可以防御,“成长+估值”才是衡量防御有效性的手段,成长达到景气顶峰,或是有高成长却给予过高估值,都不是有利投资时机。从基本面分析,目前消费热点尤其高端消费本身也带有消费泡沫的成分。消费品价格偏高,如白酒、医疗保健、品牌服装等,社会库存加大,通过招商等大力扩大网点取得收入与盈利

双增长模式面临经济周期的考验。目前消费股整体估值偏高,也导致后市选股难度加大。高端消费品上市公司不少处于盈利最好时期,低端消费品却自去年就开始感受需求萎缩与成本上升双重压力,相关上市公司股价屡创新低,与高端消费品公司股价屡创新高形成冰火两重天。这也从另一侧面反映,经济增速下行或“滞胀”阶段,普通消费者收入或收入预期最先受到损害,收入分配改革或保障性住房的落实十分迫切。

**中国证券报:**近期如何操作?看好哪些品种?

**林华显:**操作策略上,关注“金九银十”房地产去库存对下游预期的影响,关注成本压力改善的公用

事业、低端消费品盈利变化与收入分配改革进展,关注估值合理、药品和技术工艺储备较多的医药上市公司成长后劲。弱市中,建议投资者更要做好资产配置,除了股票,也可适当关注债券市场。

**吴晓峰:**操作策略上,我们认为在没有重大利空干扰下,指数下行空间有限,空头势力在持续下跌中已经释放较多,多方也在等待进场“发令枪”信号,市场在等待上涨催化剂的出现。

后市看好板块包括:智能手机、触控板、移动互联、替代能源环保服务、电子消费、移动支付、页岩气等资金介入明显的行业,以及近期集中上市的次新股群体。在没有明显放量和资金进场的前提下,可继续以小市值品种为对象。

一方面,金融体系的全面重构与管制放松将逐步侵蚀银行业的垄断利润,特别是利率市场化将促使其从坐享政策红利转向激烈的市场竞争;另一方面,经济增长放缓也将制约其盈利能力,以往那种粗放式的业务扩张面临较大风险,很难持续下去。虽然已公布中报的5家银行仍实现34%的整体业绩增长,但可以预期,银行的业绩增速已进入下行周期。

除银行业外,对沪深300整体盈利贡献较大的行业还有采掘、化工、建筑建材、交运设备和房地产,其对2011年净利润的贡献为29%。以上行业在中国经济中的优势地位并非来自垄断,而是来自超常规发展的固定资产投资,特别是基础设施投资和房地产投资。虽然其优势与银行业有所不同,但有一点是相同的,那就是它们的优势地位都面临丧失之忧。

我们统计发现,最近4个季度的固定资产投资额与GDP的比值为66.6%。这一比值近年一直处于上升趋势之中,在2002年底这一比值仅有29.5%。我们很难想像,以地方政府债务高筑、无效产能闲置为代表的巨额基建投资还能持续多久。房产税试点的逐步推广只是时间早晚的问题,一旦大量空置住房因持有环节征税而流向市场,房地产投资终将减速慢行。在此背景下,曾经依托投资而兴旺的各类周期性行业将不可避免地直面惨淡的需求。

当然,在经济转型的过程中,消费类行业与新兴产业都是具备较高确定性的成长性行业。事实上,从前统计数据来看,中报业绩实现增长的食品饮料、餐饮旅游、医药生物与信息服务均属此类行业。不过,这些行业对目前A股利润的贡献度实在太低。统计显示,在沪深300指数2011年净利润中,上述4个行业的占比仅有3.3%。即使这些行业未来实现爆发式增长,我们也很难期待其显著拉升整体利润水平。

可以设想,未来中国经济增长徘徊在7%左右并不让人奇怪,而A股业绩增速回落至10%左右的中速增长也很正常。这意味着,A股市场无法享有曾经的高市盈率,而基本面也不支持大盘出现较大的向上波动。站在投资者的角度,可能不必再执著于死气沉沉的大盘指数,而应着眼于中长期经济转型趋势,在消费、医药、传媒、节能环保、IT等受益于转型的朝阳行业中寻找个体投资机会。

## 保资瞭望台

## 业绩增长之忧

□张翔

针对A股疲弱走势,各类利好政策为投资者所期待,如降低印花税、加大分红力度、取消红利税、推行员工持股计划等。如果相关政策能够出台,无疑会降低投资成本、提高投资回报、鼓励价值投资,并在一定程度上提升市场信心。

不过,回归市场本质,我们仍应看到,业绩增长与资金充裕才是真正引导市场走强的关键因素。如果更进一步,我们甚至可以将业绩增长视作最重要的推动因素。毕竟,市场永远不缺资金,只要业绩向好、赚钱效应显著,资金自会逐利而来。

说起业绩,过去A股市场曾有过突出表现。按沪深300指数最新成分股计算,在2008年金融危机之前的2007年,整体净利润增速达到58.2%,危机之后的2009年和2010年,增速也分别达到25.2%和37.1%。但曾经的辉煌正渐渐散去。去年沪深300指数组增速下滑至13.8%,而今年上市公司的业绩更是难以让人乐观。

截至本周四,已有1446家公司公布了中报。这些公司中期净利润合计2439亿元,与去年同期相比仅增长了0.3%。

分行业看,在23个申万行业中仅有7个行业实现净利润的上升。其中包括消费服务类的食品饮料、餐饮旅游、医药生物,受经济周期影响有限的公用事业与信息服务,以及仅有的两个周期性行业——金融服务和房地产行业。而周期属性较强的黑色金属、建筑建材、化工、交通运输与有色金属行业,业绩下滑幅度均超过20%。

中国经济并不存在硬着陆的风险,但未来经济缓慢减速是大概率事件。在此背景下,以众多周期性企业为主体的A股市场,整体利润无疑会受影响。目前市场预期今年上市公司业绩增速有望达到16%,但事实上,这一预期存在明显的滞后,目前已有机预测全年业绩增速不足10%。

就行业而言,金融服务业中的银行业是A股市场的盈利大户,在2011年沪深300指数的净利润中,银行业占比达到53%,而且其净利润增速也达到29%。银行业对A股市场整体盈利的贡献不言而喻。但不论从目前的政策取向还是经济形势来看,银行业未来即使仍是盈利能力很强的行业,其黄金时代很可能已经过去。

一方面,金融体系的全面重构与管制放松将逐步侵蚀银行业的垄断利润,特别是利率市场化将促使其从坐享政策红利转向激烈的市场竞争;另一方面,经济增长放缓也将制约其盈利能力,以往那种粗放式的业务扩张面临较大风险,很难持续下去。虽然已公布中报的5家银行仍实现34%的整体业绩增长,但可以预期,银行的业绩增速已进入下行周期。

除银行业外,对沪深300整体盈利贡献较大的行业还有采掘、化工、建筑建材、交运设备和房地产,其对2011年净利润的贡献为29%。以上行业在中国经济中的优势地位并非来自垄断,而是来自超常规发展的固定资产投资,特别是基础设施投资和房地产投资。虽然其优势与银行业有所不同,但有一点是相同的,那就是它们的优势地位都面临丧失之忧。

我们统计发现,最近4个季度的固定资产投资额与GDP的比值为66.6%。这一比值近年一直处于上升趋势之中,在2002年底这一比值仅有29.5%。我们很难想像,以地方政府债务高筑、无效产能闲置为代表的巨额基建投资还能持续多久。房产税试点的逐步推广只是时间早晚的问题,一旦大量空置住房因持有环节征税而流向市场,房地产投资终将减速慢行。在此背景下,曾经依托投资而兴旺的各类周期性行业将不可避免地直面惨淡的需求。

当然,在经济转型的过程中,消费类行业与新兴产业都是具备较高确定性的成长性行业。事实上,从前统计数据来看,中报业绩实现增长的食品饮料、餐饮旅游、医药生物与信息服务均属此类行业。不过,这些行业对目前A股利润的贡献度实在太低。统计显示,在沪深300指数2011年净利润中,上述4个行业的占比仅有3.3%。即使这些行业未来实现爆发式增长,我们也很难期待其显著拉升整体利润水平。

可以设想,未来中国经济增长徘徊在7%左右并不让人奇怪,而A股业绩增速回落至10%左右的中速增长也很正常。这意味着,A股市场无法享有曾经的高市盈率,而基本面也不支持大盘出现较大的向上波动。站在投资者的角度,可能不必再执著于死气沉沉的大盘指数,而应着眼于中长期经济转型趋势,在消费、医药、传媒、节能环保、IT等受益于转型的朝阳行业中寻找个体投资机会。

## 大行看市

## 李晶:股市大幅反弹可能性不大

□本报记者 黄继汇

**中国证券报:**市场缺乏实质性利好,对于经济下滑的忧虑加重,使得股指步步下挫,再创新低。利空因素是否已经充分释放?

**林华显:**一波调整行情是否结束,最终依赖于基本面——宏观经济面来决定,即未来经济增长是否稳定或回暖。中国经济的两大增长动力——房地产与汽

## 中证之声

## 去库存化进入下半场

## 稀土企业下半年难迎业绩拐点

□本报记者 孟斯硕

受下游需求下滑、生产成本增加的影响,稀土企业上半年利润出现大幅回落。随着企业库存的逐渐消化,稀土价格有望触底回升。但是对于稀土生产企业,下半年很难看到业绩的拐点。

## 价格下滑拖累业绩

根据同花顺软件统计,稀土永磁概念中已公布上半年财报的13家企业净利润总额为26.97亿元,较去年36.36亿元下降25.8%。其中,5家企业净利润有所增长,2家企业出现亏损,1家企业亏损幅度减少,5家企业净利润出现下滑。

虽然宏观经济增速还在7%以上,但是很多企业没有钱可赚,就是产能过剩的现象,比如家电行业的产能过剩,钢铁行业也是一样,汽车、造船都不景气。

投资者最关心的是企业盈利的下降,因为现在A股的公司业绩还没有完全反映出来,在这种情况下股市很难表现。只有当企业的盈利状况好转,股市才会有表现。

大家说现在股市的市盈率是比较低的,但如果未来几个季度企业盈利持续下降的话,未来的市盈率就比现在高了。总体来看,全球的投资者都比较谨慎,大家对企业,特别是半年报的业绩不是很看好,所以投资者情绪还是谨慎的。

稀土企业的业绩也受到稀土价格下滑的拖累。广晟有色(600259)上半年业绩预告中披露,预计公司2012年1-6月份实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比下降超过90%。

广晟有色指出,2012年上半年,受经济下行影响,公司主要产品钨和稀土产品销售下降,价格下跌,产品盈利空间缩小,导致公司利润较大幅度降低。

从存货明细来看,根据同花顺软件统计,12家有可比数据的稀土永磁概念企业,上半年原材料存货为24.64亿元,较去年同期原材料存货30.58亿元下降19.2%。这说明企业产成品和半产成品存货在增加,企业生产积极性下降。

重稀土生产企业的业绩也受到稀土价格下滑的拖累。广晟有色(600259)上半年业绩预告中披露,预计公司2012年1-6月份实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比下降超过90%。

作为稀土开采行业的领头羊,包钢稀土(600111)上半年业绩

利润带来很大的压力。根据长城证券近期发布的报告,成本方面,由于原料成本重新定价及其他环保成本的计提导致各产品成本出现大幅度增长,并且由于销售产品结构中镨钕类、磁材类等成本较高的品种较多,稀土氧化物成本增长197%,磁材成本增长124%,各产品毛利率均出现了20个百分点以上的下滑。

以氧化镨钕为例,今年年初时氧化镨钕的含税报价为49万元/吨,较2011年价格最高点140万元/吨下降近70%。上半年最低价格为3月初的34万元/吨,较年初下降幅度为31%。后期受下游需求企业补库存影响,稀土价格再次上涨,回到了年初的价位,但没多久价格又开始回落。目前,氧化镨钕的含税价格在36万元/吨左右,较年初下降近30%。

## 产成品库存增加

受国际国内经济形势影响,有色行业下半年面临艰难的“去库存”过程。根据同花顺软件统计,13家公布半年报的稀土永磁概念企业上半年存货15.69亿元,同比下降20.6%。