

# 经济触底后的估值修复

2014年 德邦基金年中策略报告



- 上半年债券市场一枝独秀，大蓝筹继续垫底。债券牛市力来自银行资产再配置，银行用更多的资金配置国债。股市方面，小市值股票涨幅依旧明显领先。
- 经过上半年下跌，银行股市盈率5倍，风险溢价高达16%，5倍于无风险收益率。上证综指市盈率从10倍下行到8.64倍，全市场风险溢价也达到7.734%。超高风险溢价的出现，为未来腾挪了空间。
- 预计微刺激将维持全年。全面刺激的必要性来自就业压力，今年前5月实现新增就业600万人，意味着就业形势没有问题，全面刺激的可能性微乎其微。
- 微刺激是保持经济增速不至于失速、确保调结构顺利进行。美国08年以后顺利完成经济结构调整来看，经济增速下滑甚至滑向负增长，快速拉低潜在增速和供给增长，快速平衡供需结构。
- 投资触底，第三产业投资出现小幅回升，基建投资5月增速上行至25%，有效抵消了房地产投资增速下滑的负面压力。新增投资和新建项目投资在4月已经出现回升，预计未来社会投资也将跟进。



- 社会零售总额累计同比数据年初以来一直在小幅稳步回升，消费触底回升越来越确定，对于经济增速的下拉效应越来越小。消费增长提速较快的是升级型消费，有增长动力和后劲。
- 年初以来5年期国债收益率从4.53下行到3.85，收益率下行14%；官定基准利率维持在2012年7月6日水平，历史来看，这两个利率都代表无风险收益率，应该同步波动。市场利率波动达到某个临界点上，央行会启动调整存贷款利率。
- 关注极低PE板块等待资产质量预期改观，估值上升动力来自资产质量提升。经济回升、地方债务重构等将提升银行信贷资产质量，极低估值存在修复动力。
- 适当关注极低PB板块等待盈利预期改观，下半年关注盈利拐点，扩大基建、经济回升等直接扩张需求，极其可能带来极低PB板块出现估值修复。
- 下半年高成长创新性公司仍有机会，收入增长显示市场扩张能力，营收扩张速度越快，公司价值越突出。这一轮高成长公司中，盈利状况较好的公司不少，投资确定性其实比较高。



- **一、上半年回顾：经济再减速带来市场迷茫**
  - 上半年A股市场再度全球最差
  - 经济失速担忧始终弥漫市场
  - 市场低迷腾挪空间带来机会
- **二、下半年展望：持续微刺激促经济回升**
  - 微刺激调结构将进行到底
  - 市场存阶段性和机构性机会
- **三、宏观经济：内需触底，外需回升**
  - 国内经济，消费和投资都已经临近底部
  - 国外经济，主要出口国需求将持续转强
- **四、投资主线：低估值待修复，高估值看成长**
  - 极低估值板块有估值修复动力
  - 高成长仍将有巨大吸引力
- **五、配置策略：在低估值与高成长两端配置**
  - 阶段性重仓低估值板块待修复反弹
  - 中期重点在高成长行业精选公司

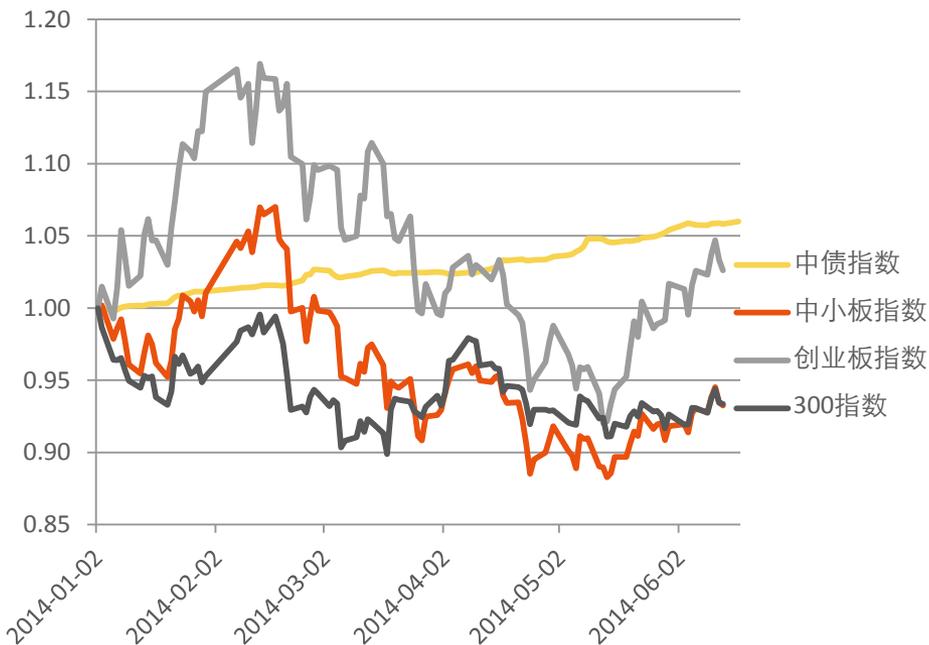


## 一、上半年回顾：经济再减速带来市场迷茫



## 1、截至6月17日，年初以来各市场指数收益率

- 沪深300: -6.87%
- 中小板综: -5.01%
- 创业板综: 5.60%
- 中债总财富: 5.63%



### ➤ 上半年债券市场一枝独秀，大蓝筹继续垫底。

- 上半年债券牛市，涨幅甚至高于创业板。债券去年熊了大半年，积累了时间价值，年初以来借央行引导市场利率走低之机，启动牛市。债券牛市的动力来自银行资产再配置，证据是银行贷款利率并没有下行，贷款贵、贷款难没有解决，银行用更多的资金配置国债推低国债收益率。
- 小市值股票涨幅依旧明显领先。代表中小市值的中小板指数也下跌5%，与大蓝筹跌幅相近。仅代表小市值的创业板指数上涨，小票优势显示熊市特性。从行业来看，这些公司大多在新兴行业，如软件与服务、半导体、硬件设备、媒体等行业，软件及服务指数上涨22%，半导体指数上涨10%，硬件设备指数上涨8%。

注：以上数据来自大智慧

## 2、衰退性宽松：实体风险溢价继续上移

### ➤ 国债收益率代表的无风险收益率下行

- 5年期国债收益率从4.4601%下行到3.8360%，收益率下行14%。

### ➤ 但是信贷利率、公司债收益率、股价市盈率等与无风险利率剪刀差代表的风险溢价继续上行

- 5年贷款基准利率6.4%，风险溢价从1.9399%上行到2.564%（实际贷款利率无法测算）
- 银行间5年期企业债收益率从6.5946%下行到5.3486%，风险溢价从2.1345%小幅下行到1.5126%。
- 上证工业股票市盈率从12.64倍下行至10.62倍，风险溢价从3.91%大幅上行至5.574%。

### ➤ 衰退性宽松的另一个数据是：贷款余额增速滞后于M2增速波动

- 贷款余额增速自3月跌破14%以后，一直在08年以后最低值附近波动，回升乏力。
- 同期M2从12.1%回升到13.4%，已经高于2012年初的最低值，货币投放增速回升后，信贷增速回升却不明显。

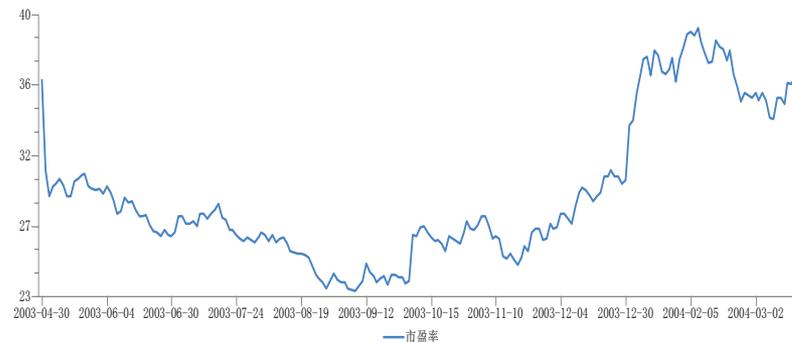
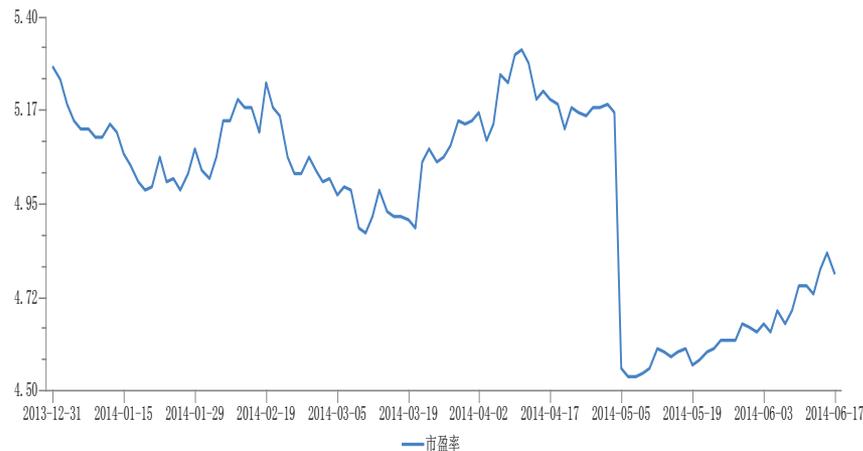
- ✓ 衰退性宽松只在银行家对经济前景非常悲观时出现，比如08年年中的我国和美国都出现过，典型特征是股市熊市和债市牛市形成强烈反差。
- ✓ 今年上半年再度出现这种强烈反差，体现市场对经济失速的深度担忧。



## 3、市场低迷也腾挪未来机会

### ➤ 低估值呈现超高的风险溢价

- 银行股市盈率5倍，风险溢价高达16%，5倍于无风险收益率。这个风险溢价水平处于历史最极端的水平上。
- 上证综指市盈率从10倍下行到8.64倍，估值再下行14%，全市场风险溢价也达7.734%。
- 极端估值是特殊背景下出现的，经济低迷是根本原因，情绪波动加剧估值波动。一旦经济企稳，极端低估值就可能向长期估值中枢回归，此时往往是极好的投资机会。
- 因此超高风险溢价的出现，为未来腾挪了空间，密切关注经济变化，等待经济拐点前后的估值修复机会。



## 二、下半年展望：持续刺激促经济回升



## 1、微刺激调结构将进行到底



### ➤ 对宏观政策判断的分歧：微刺激与全面刺激

对于全面刺激的政策预期，自年初以来就一直不绝于耳，因为有全面刺激预期存在而产生所谓的政策不达预期的问题。比如一季度末开始有降低存款准备金的预期，后来推出了以增加三农和小微贷款为目的的定向降准，因此市场就有了全面降准落空的说法，进而对市场构成压力。

### ➤ 我们认为：微刺激将维持全年

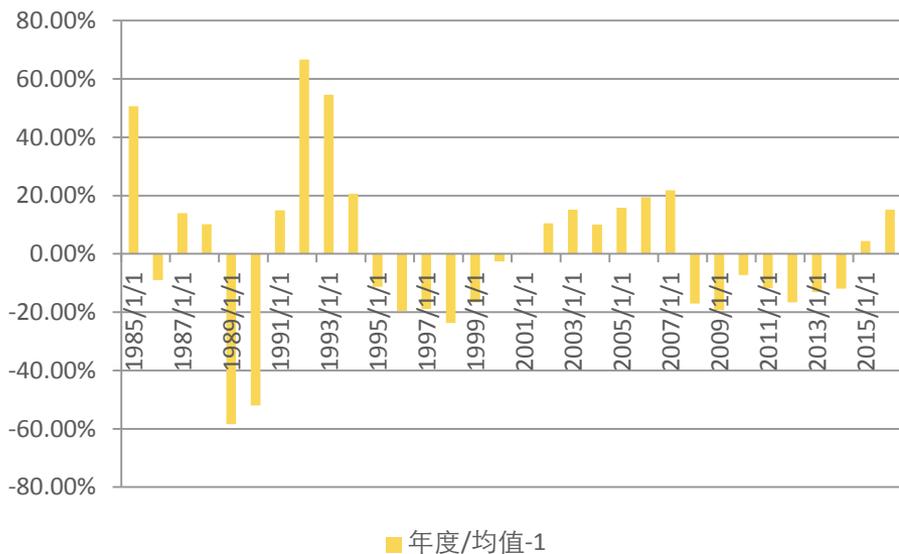
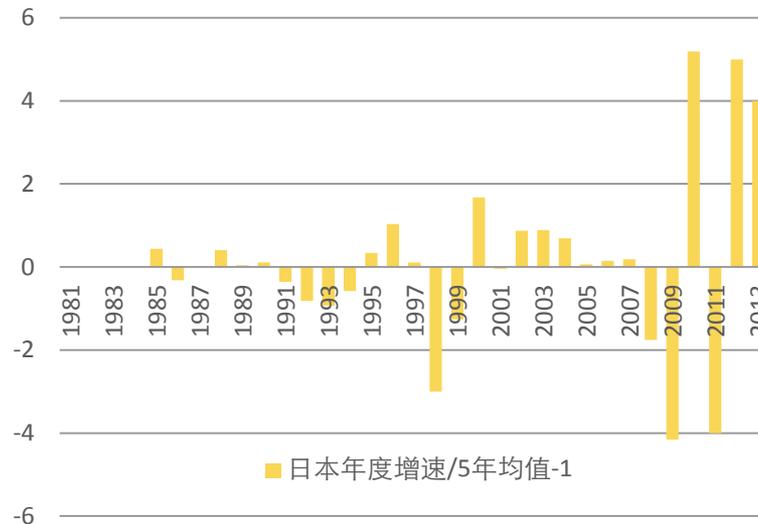
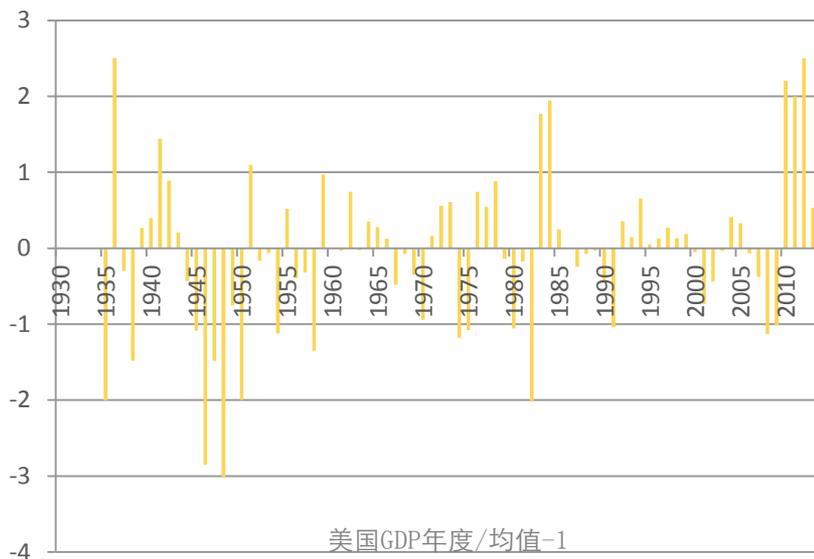
全面刺激的必要性来自就业压力，如果就业压力过大，政府才会不顾副作用的启动全面刺激，否则就没有必要。今年前5月实现新增就业600万人，完成过半的就业任务，意味着就业形势没有问题，全面刺激的可能性微乎其微。

另一个开启全面刺激的指标是经济增速远低于年度目标。年度经济增长目标是基于社会经济综合发展目标而确定的，远低于此就会出现社会问题，就有必要启动较大规模刺激以接近这个目标。1季度7.4%增速紧贴着7.5%年度目标，二季度增速还可能略高于一季度，显然这样的经济增速没有远离年度目标，三四季度目前来看远离可能性也不大，因此下半年全面刺激可能性很小。

### ➤ 调结构必然伴随着经济增速回落

微刺激是保持经济增速不至于失速、调结构得以顺利进行。从美国08年以后顺利完成经济结构调整来看，经济增速下滑甚至滑向负增长，快速拉低潜在增速（实际上也就是潜在供给增速），如果以5年增长均速作为潜在增速，美国经济从低于潜在增速到高于潜在增速仅仅用了两年时间，这过程中08年经济快速完成见底功不可没。

# 年度GDP增速与5年均速的比较



## 我国近年增速与均速

年份	年度增速	5年均速	增速差额
2010	10.40	11.22	-7.31%
2011	9.30	10.54	-11.76%
2012	7.70	9.24	-16.67%
2013	7.70	8.86	-13.09%
2014	7.50	8.52	-11.97%
2015	8.50	8.14	4.42%
2016	9.40	8.18	15.20%

## ➤ 微刺激无牛市

- **供给过剩**  
经济增速低于潜在增速（潜在供给）
- **需求不足**  
PPI长期负值，工业处于通缩状态
- **经营效果**  
盈利增速不高、增长不稳定  
风险溢价高企、估值偏低
- **微刺激目标：稳增长、调结构**  
结论：微刺激不可能刺激出大牛市



## ➤ 阶段性机会：

微刺激政策累计效应显现，经济出现小幅回升之际，将出现阶段性机会。下半年将有重要窗口期出现，尤其在二季度经济数据出台前后。从月度数据来看，5月经济增速可能小幅回升，信贷数据支持经济进一步回升判断，二季度增速可能略高于一季度。

从历史经验来看，经济拐点前后是市场出现较大级别反弹的最好机会，由于经济下行导致股市长期低迷，经济出现拐点往往导致股市报复性反弹。但是这种反弹和牛市还是有巨大区别，首先是时间上比较短，其次是幅度有限，不可能长期持续走高。

## ➤ 结构性机会：

微刺激背景是支持市场出现结构性机会的。下半年多数时间是结构性市场机会，尤其在阶段性机会之后，市场出现分化，高成长、新兴行业可能继续走好，而周期性、传统产业可能再次面临较大压力。新兴产业，尤其是新兴消费行业，是经济转型的方向，受经济周期影响比较弱，市场扩张有较大空间和预期，因此行业内的公司有较确定的成长性，市场也能容忍较高的估值，是整体性牛市启动之前的结构性牛市最大热门。

### 三、宏观经济：内需触底 外需回升



## 1、内需：投资增速临近底部

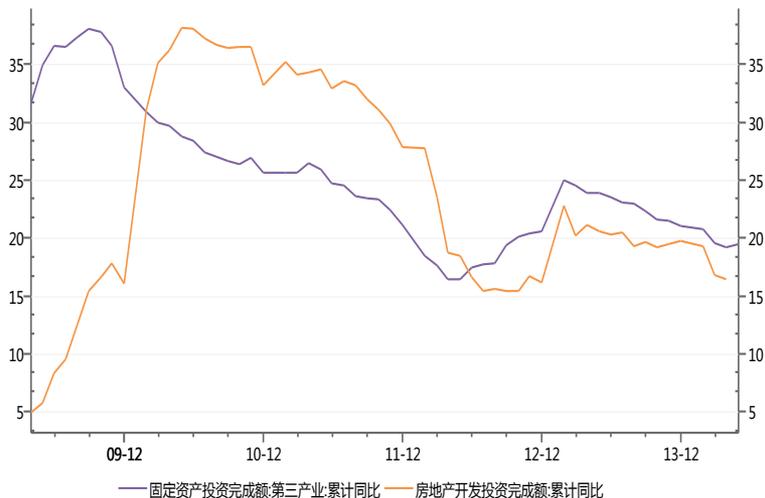
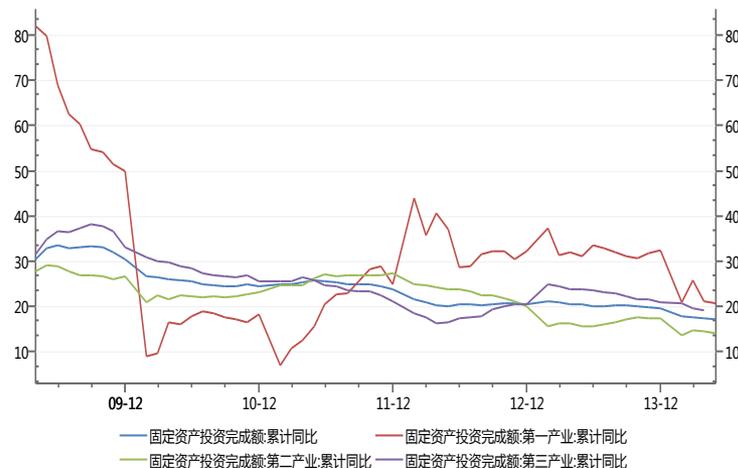
下半年：基建发力，社会投资回升

### ▶ 前五个月三个产业投资中，唯有第三产业小幅上行。

- 但投资总体增速下行速度5月显著收敛，可能已经临近谷底。
- 在房地产投资继续大幅下滑背景下，第三产业投资出现小幅回升。基建投资5月增速上行至25%，有效抵消了房地产投资增速下滑的负面压力。
- 社会投资或许也将在年中见底。新增投资和新建项目投资在4月就已经出现回升，在基建项目上得到印证，未来社会投资或将跟进。



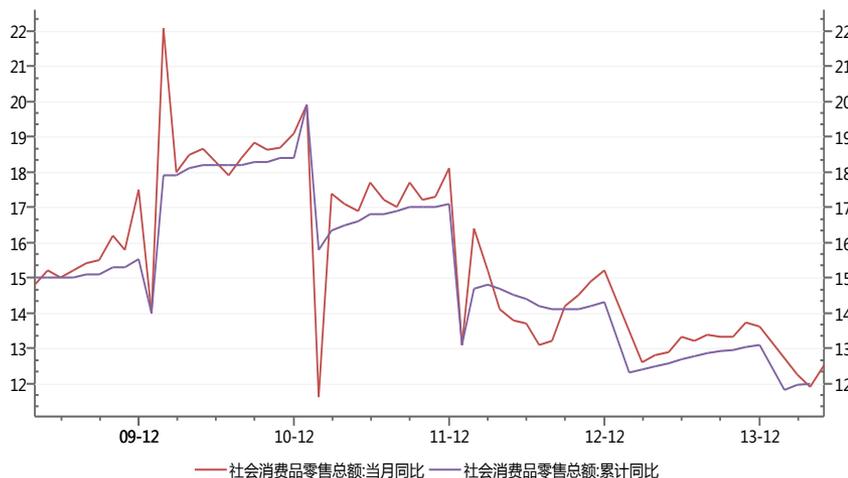
数据来源:Wind资讯



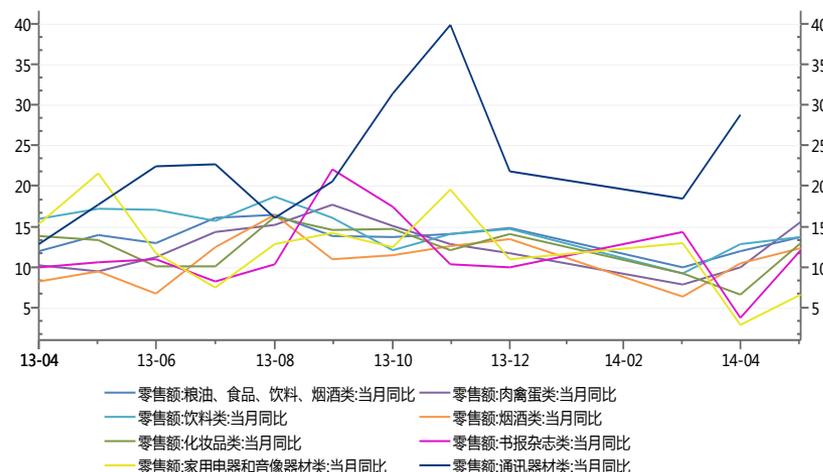
数据来源:Wind资讯

## ➤ 内需：消费增速企稳回升

- 社会零售总额累计同比数据年初以来一直在小幅稳步回升，虽然回升的力度不尽如人意，但是消费触底回升越来越确定，对于经济增速的下拉效应越来越小。
- 消费增长提速较快的是升级型消费，如化妆品、电器与音箱、通讯器材、饮料等行业，显示消费结构进一步改善，改善型、升级型消费有增长动力和后劲。
- 收入分配体制改革推进将提振消费增长动力。国务院批复同意建立由国家发展和改革委员会牵头的深化收入分配制度改革部际联席会议制度，21个部门和单位将在国务院领导下，统筹协调做好深化收入分配制度改革各项工作。下半年可能落实两会期间关于给公务员加薪的表态，7月1日，《事业单位人事管理条例》将正式施行，其第33条是：“国家建立事业单位工作人员工资的正常增长机制。”



数据来源:Wind资讯

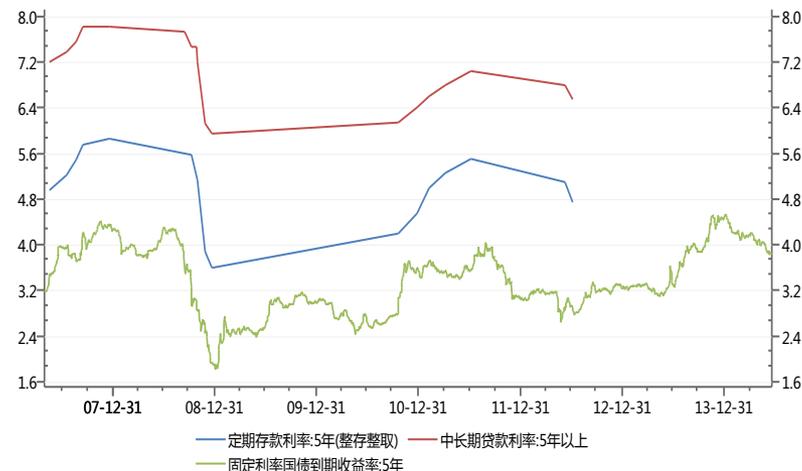


数据来源:Wind资讯

## ➤ 内需：市场利率下行利于投资和消费

### 期待信贷利率下行

- 年初以来5年期国债收益率从4.53下行到3.85，收益率下行14%；
- 官定基准利率的贷款利率和存款利率自2012年7月6日以后一直未作调整；导致存款利率未与国债收益率体现的无风险利率同步波动。
- 历史来看，这两个利率应该是同步波动的，都代表无风险收益率。存贷款基准利率调整视市场而定，所以相对滞后一点。市场利率波动在某个临界点上，央行或启动调整存贷款利率。



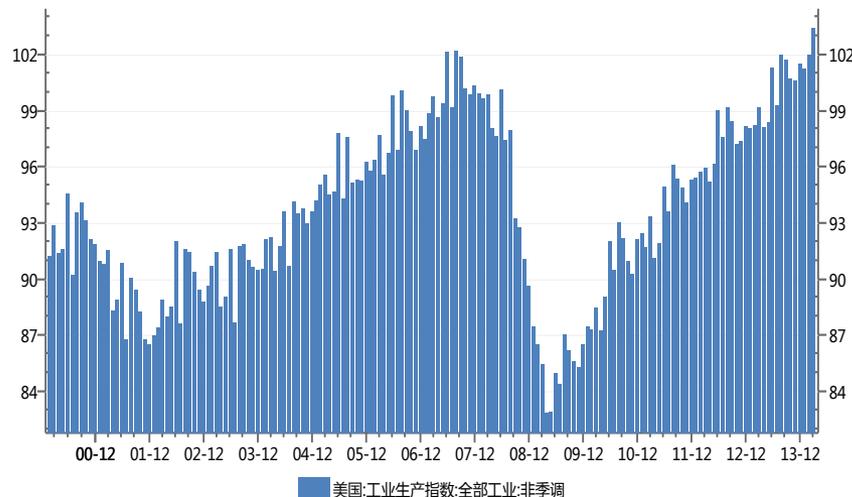
数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

- 从货币政策选择来看，央行启动价格型工具的倾向越来越明显。上半年央行一直努力引导短期市场利率下行，进而推动中长期国债收益率下行。
- 关于货币超发的争论说明，近十年以来数量型工具的使用已经发挥到极致，但是货币扩张带来经济增长的同时，也带来房地产资产泡沫，负面影响越来越突出。资金成本依旧高企、升值压力依旧很大，数量型工具不能解决导致经济外部竞争力下降的问题。
- 发挥价格型工具作用，引导市场利率下限，最终实现信贷利率下行，奠定国内消费和投资增长的金融基础。

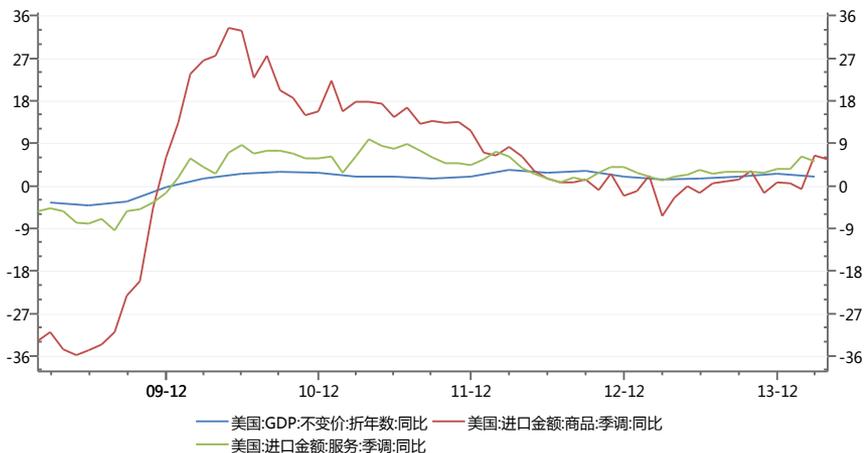
## 2、外需：美国经济初现繁荣

美国进口能力将显著回升

- 美国进口商品增速2月以后强劲回升，3月上升6.46%，4月上升5.69%。进口服务2月就达到6%以上，近月还在4%以上。
- 我对美出口商品4月后增速回升到4%以上，5月达到4.6%。增速仍然处于偏低位置，但1月以后的增速回落只持续两个月，未来增速可能逐步好转。



数据来源:Wind资讯

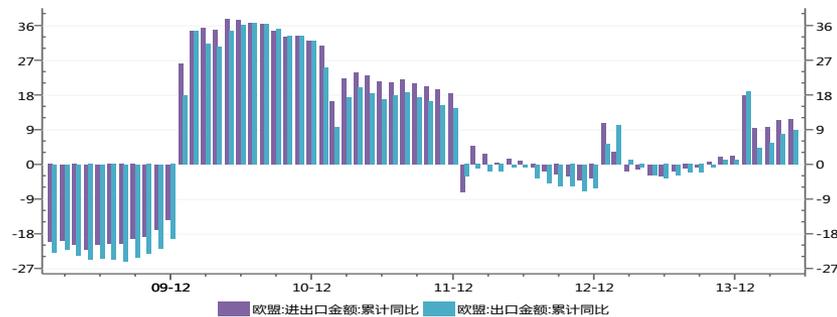


数据来源:Wind资讯

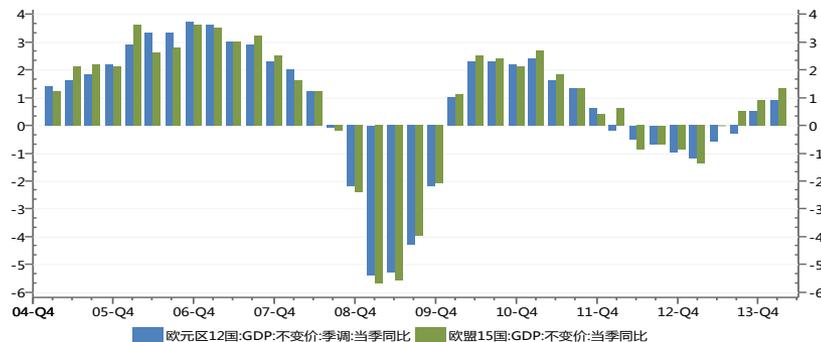
- 美国工业产能利用率达到103%，一季度末这个指标再创新高，甚至超过06年最高水平。说明美国经济结构调整非常到位，需求非常旺盛，初现总供给不足的繁荣景象。
- PPI数据也显示，总需求扩张有力拉动价格上涨。4月PPI上涨3.1%创12年4月以来的新高，5月还在2.5%。此前一直价格疲软的中间产品价格近月出现回升，涨幅接近1.5%，中间产品比初级产品更加接近产成品，更处于产业链的末端，价格回升说明终端消费回升转向强劲。

## ➤ 外需：欧洲进口能力超预期

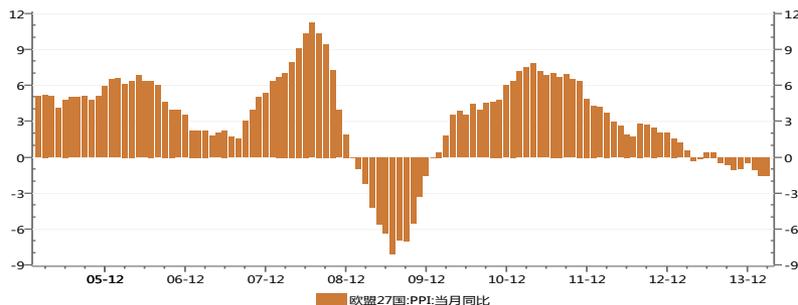
- 在我国前五月出口国别中，对欧出口增长最快，达到9.1%，欧洲成我第一出口目的地。欧洲进口能力的确大大超出预期。
- 欧洲经济还面临一定的压力，但是我对欧出口却已经率先复苏。欧元区1季度经济增长近0.9%，但已经告别去年经济下行，未来逐步复苏是大势所趋。欧盟15国一季度经济增速略高，达到1.3%。
- 欧元区制造业产能利用率还在79%左右，还远不及06年平均84%的水平，一方面体现经济增长还有很大空间，制造业需求扩张也还有空间；另一方面产能利用率不足与大量进口并存，说明经济与我国互补性增强，我出口商品与其固有制造业产能相关性不强。
- 欧洲PPI还处于通缩状态，更说明上述判断。



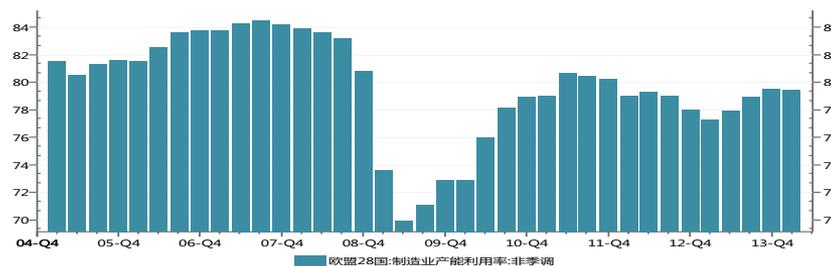
数据来源:Wind资讯



数据来源:Wind资讯



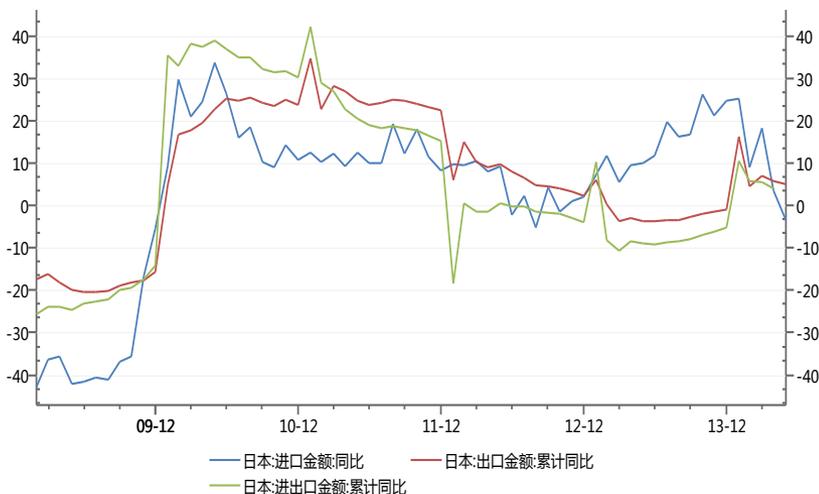
数据来源:Wind资讯



数据来源:Wind资讯

## 国外：对亚洲出口稳定回升

日本：日本进口下降，但是从中国进口却在上升



数据来源:Wind资讯

东盟：出口增速同比下行较多，往后基数下降



数据来源:Wind资讯

- 日本去年进口增速持续上升，我国受政治因素干扰对日出口长期负增长。
- 今年以来对日出口增速回升，有基数较低的原因，也有出口转好的积极因素推动。
- 对日出口在我总出口中的比重已经下降，出口增长的不确定性负面影响还在，但已经下降。

## 四、投资主线：低估值待修复，高估值看成长



## 1、低估值：等待估值修复时机

### ➤ 极低PE：等待资产质量预期改观

- 金融、地产、采掘等资产类低PE板块，估值上升动力来自资产质量提升。  
银行来自信贷资产质量提升、坏帐率下降预期增长，房地产企业来自土地资产增值、土地资产减值压力下降。  
采掘类企业来自煤炭价格上涨，煤炭资产重估提升。
- 最值得关注的是银行板块，经济回升、地方债务重构等将提升银行信贷资产质量，极低估值存在修复动力。

### ➤ 极低PB：等待盈利预期改观

- 钢铁、建筑、建材、化工等周期性行业，盈利低谷出现PB的极低值。未来估值修复的动力来自盈利拐点。
- 最值得关注的是钢铁建筑板块，扩大基建、经济回升等直接扩张需求，极其可能带来极低PB板块出现估值修复。

排名	指数名称	市盈率
1	银行(申万)	4.73
2	建筑装饰(申万)	7.20
3	房地产(申万)	10.22
4	采掘(申万)	10.36
5	公用事业(申万)	10.78
6	家用电器(申万)	11.79
7	汽车(申万)	12.95
8	建筑材料(申万)	13.67
9	食品饮料(申万)	14.47
10	交通运输(申万)	15.99

排名	指数名称	市净率
1	钢铁(申万)	0.66
2	银行(申万)	0.90
3	建筑装饰(申万)	0.92
4	交通运输(申万)	1.12
5	采掘(申万)	1.14
6	公用事业(申万)	1.33
7	房地产(申万)	1.39
8	化工(申万)	1.40
9	建筑材料(申万)	1.43
10	纺织服装(申万)	1.62

## ➤ 表内：

资产		负债	
贷款：			
	居民贷款		居民储蓄
	企业贷款		企业存款
债券：		财政存款	
	国债		
	高息债		
存款准备金		权益	
	法定存款准备金		一级资本（发股）
	超额存款准备金		二级资本（发债）

## ➤ 表外：

资产端	负债端
信托等非标资产：	银行理财资金：
房地产信托	特定方向理财
地方平台融资信托	非特定方向资金池
矿业信托	
买入返售	卖出回购
同业投资	

◆ 银行负债端跟随资产端变动，但负债扩张又是资产扩张最强劲动力。

- 资产端扩张受制于：  
存贷比约束；存款准备金约束
- 未来有空间的只有政策：  
放松存贷比约束，或降低存款准备金率
- 银行压力主要来自资产端：  
企业贷款质量担忧带来的坏帐预期
- 表外业务转入表内一定程度增大负债和权益的压力：存贷比压力和资本充足率压力。但总体来看，不是决定估值的主要压力。
- 企业信贷质量担忧主要来自：  
政府平台债务的风险  
强周期行业的信贷风险  
房地产行业的信贷风险
- 未来：  
政府债务重构力度决定平台贷风险

年份	地方债务规模 (万亿)	增长率
2007年	5	
2010年	10.7	114%
2013年	17.89	67%

资产	负债
土地	平台贷款
基建设施	城投债
地方国企	信托融资

还款来源	资金流出
土地出让金	平台贷款还款
财政收入	城投债还款
	信托融资还款

➤ **广东6月底自发自还发行148亿地方债，启动地方债务重构。**

➤ **核心问题：**

地方政府债券能否做大，能否代替不受控的卖地收入。

➤ **机遇：**化解地方债务危机，银行受益。

政府债务大幅增加，政府预算虚化，“赤字”大扩张。近年来，地方债务总规模增长已经得到有效控制，开始进入偿付高峰，今明两年将偿付近4万亿或30%的地方债务。因此偿付压力较大，增加地方债、平台贷的风险。

地方债、平台贷50%依靠土地出让金偿付，有70%以上依托划拨的土地质押，土地出让状况决定偿付来源和抵押物价值。房地产市场持续走冷，土地市场起伏很大，无疑加剧了市场风险，增加了忧虑。

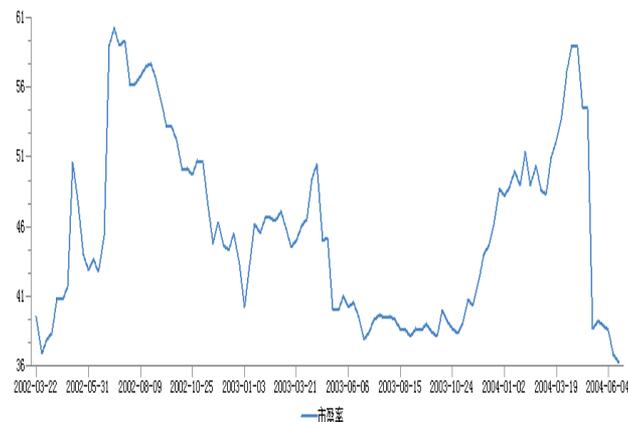
资产	负债	还款来源	资金流出
基础设施 地方国企	长期地方债务	地方发债收入 增加税种	长期地方债券还本付息
未来地方政府债务结构			

土地财政模式风险太大，不可持续，这在中央已经形成结论。中央下决心重构地方资产负债表（如上表），通过发行地方政府债券筹集长期资金建设地方基础设施，过渡期：土地财政和地方债并行，逐步降低对土地的依赖，增大地方长期债融资比例。

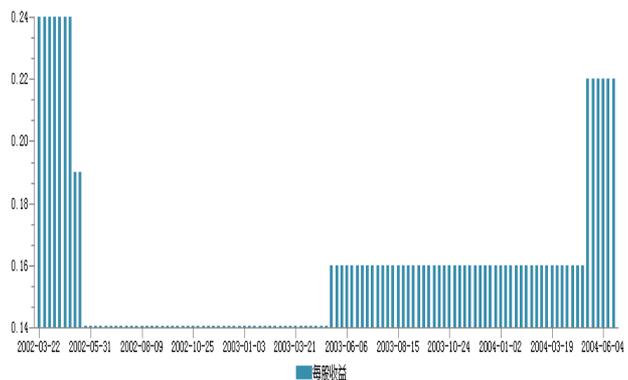
## ➤ 盈利拐点效应

- 2003年经济复苏，强周期行业演绎出五朵金花行情，钢铁、航运等强周期股票大涨。经济复苏之际，低盈利强周期公司盈利出现强劲回升，带来低PB板块估值回升。
- **特点：**处于盈亏临界点附近的行业容易扭亏和高增长，根本原因是基数低；
- 航运、化纤、化工原料、钢铁、电源设备等行业都处于盈亏平衡点上，在微刺激政策下，只有个别行业受利好推动出现盈利改善。因此，行情不能与03年相比。

### 航运板块02-05年



### 钢铁板块02-05年



## 2、高成长：寻找高估值优秀公司

### ➤ 做好大市场好文章，抓住高成长行业机会

- 消费群体规模巨大是我国最基本国情，任何新兴消费品在这个大市场中都有高成长的潜力。可以容忍较高PE。
- 传统消费的确存在产能过剩的问题，消费升级是传统消费品维持盈利的方向，但是市场规模难以快速扩张。

排名	指数名称	市盈率	净资产收益率 [%]	总市值[亿]
1	移动互联网服务(申万)	71.16	9.51	247.50
2	其他互联网服务(申万)	52.08	10.21	244.97
3	医疗器械III(申万)	47.53	10.32	1,065.00
4	影视动漫(申万)	47.28	14.86	813.54
5	软件开发(申万)	44.11	10.41	1,707.26
6	医疗服务III(申万)	42.54	14.38	214.41
7	电子零部件制造(申万)	41.96	8.61	845.84
8	IT服务(申万)	40.48	9.06	2,381.15
9	其他文化传媒(申万)	31.95	8.97	218.66
10	环保设备(申万)	31.28	10.75	159.58
11	平面媒体(申万)	24.21	10.26	1,465.39
12	光学元件(申万)	11.92	12.18	79.60
13	楼宇设备(申万)	10.42	16.72	267.80

排名	指数名称	区间涨跌幅[%]
1	影视动漫(申万)	194.70
2	互联网信息服务(申万)	186.77
3	移动互联网服务(申万)	182.99
4	营销服务(申万)	152.51
5	其他互联网服务(申万)	113.53
6	其它视听器材(申万)	100.48
7	纺织化学用品(申万)	100.05
8	医疗器械III(申万)	96.59
9	其他文化传媒(申万)	94.34
10	医疗服务III(申万)	92.20
11	光学元件(申万)	90.40
12	IT服务(申万)	84.99
13	文娱用品(申万)	79.77
14	软件开发(申万)	72.49
15	环保设备(申万)	63.36
16	其他化学原料(申万)	61.79
17	楼宇设备(申万)	57.60
18	终端设备(申万)	57.03
19	电子零部件制造(申万)	57.02
20	其它通用机械(申万)	56.95

## ➤ 高成长:营收增长比利润增长更重要

- 创新性公司收入增长显示市场扩张能力，营收扩张速度越快，公司价值越突出。
- 微利甚至亏损，对于创新性公司都是正常的，因此高估值容忍度较高。这一轮高成长公司中，盈利状况较好的公司不少，投资确定性其实比较高。

板块名称	营业总收入同比增长率去年年报	利润总额同比增长率去年年报
CN互联网软件与服务III	43.75	45.20
CN医疗保健提供商与服务	27.52	27.29
在线教育	25.83	42.45
CN医疗保健设备与用品	22.63	8.22
网络安全	20.53	-1.05
智能穿戴	19.80	15.29
CN电子设备及服务	19.34	31.88
CN电子元器件III	18.36	252.50
CN传媒III	17.27	30.20
CN软件	16.25	28.58
CN信息技术服务	14.87	-5.50
CN技术硬件与设备	12.92	73.73
CN半导体 II	11.88	20.83
CN半导体III	11.88	20.83
移动互联网	-5.07	893.92

板块名称	营业总收入增长今年一季%	利润总额增长今年一季%
SW互联网信息服务	330.01	17.07
SW光学光电子	242.71	375.84
SW医疗服务 II	97.16	69.03
SW营销服务	93.57	197.95
SW移动互联网服务	79.31	83.39
SW文化传媒	76.20	126.11
SW医疗器械 II	71.27	22.10
WIND软件与服务	63.28	8.42
WIND软件	58.34	4.84
SW影视动漫	52.23	338.26
WIND信息技术	45.38	33.30
WIND信息技术服务	43.96	18.70
WIND技术硬件与设备	43.63	61.78
SW半导体	36.80	-51.13
SW元件 II	15.63	-16.23
半导体与半导体生产设备	14.04	-89.97

## 五、配置策略：在低估值与高成长两端配置



## 1、阶段性配置低估值板块

### ➤ 阶段性行情契机

- 七八月，上半年经济成果披露，最大概率存在三种可能性。
- 一种可能性是经济触底回升，经济好转支持市场转好，带来行情契机。
- 还有一种可能性是，经济增速继续下滑更远离7.5%这个底，政府被迫采取更有力刺激政策。政策力度加大，推动股市转好。
- 当然不能排除其他情况，即经济不温不火，政策力度不大，导致股市缺乏上行动力、继续底部徘徊。

### ➤ 当前有利的信息

- 二季度尤其是5月以后的经济增速已经小幅回升，发电量数据连续两个月回升，生产端已经跟随需求端回暖。
- 二季度GDP增速可能略高于一季度，季度增速拐点出现的可能性很大。月度增速4月份可能是年内低谷，多项指标显示5月以后回暖趋势性持续性较好。
- 7.5%作为增速底得到总理确认，1季度已经处于这个底之下，未来经济增速只会越来越好。托底政策只会发力，只会持续积累力量。

### ➤ 精选低估值板块：

- 重点配置资产型低PE公司。PE偏低是由于资产质量堪忧，政策和经济因素消除资产质量隐忧后，极低的PE极其可能出现较大回升，股价弹性放大带来较大收益。银行是典型的板块，因对信贷资产质量的担忧，导致其PE不足5倍，而盈利仍以每年10%-20%的增速增长。
- 适当配置周期性低PB公司。虽然下半年经济难以大起，政策也不支持大起，但是微利行业在经济拐点之际仍可能存在盈利增长的低基数效应，长期低迷的股价可能短期爆发出较大弹性。这些行业大多是高负债行业，市场利率走低，尤其是信贷利率一旦走低，将明显收受益。

## 2、中线配置高成长行业

### ➤ 考量因素

- 一：市场长期整体上行不具宏观基本面
- 二：阶段性机会后很快转入结构性机会
- 三：局部牛市大概率在小市值板块中
- 四、高成长行业大多处于成长初期，市值规模小，容忍高估值、资金吸引力大

### ➤ 新兴消费

- 创新消费热点，引导消费人群。由于有巨大的潜在消费群，非常容易成为高成长消费。
- 手游、传媒、影视动漫、医疗服务、新兴电子等新兴消费，总体规模还小，并且更新换代很快，还有较大市场规模扩张空间。
- 高成长行业藏龙卧虎，容易产生高成长公司。因此一定要基于行业成长选择优秀公司。容忍较高市盈率，侧重看行业成长和公司份额，或者选择多家公司配置，确保不错是行业性机会。

### ➤ 配置选择

- 传统消费品行业，难找高成长行业和公司。尤其在人均收入达到8000美元之后，传统的消费品支出在消费占比逐步下降，销售收入甚至跟不上收入增速。消费升级只在品牌消费品中形成一定推力，能否在传统公司共形成高成长，值得怀疑。
- 收入增长永远是消费增长的动力源。下半年收入分配改革力度可能加大，一定程度上推动消费增长。从消费支出方向看，增收部分用于新兴消费的比重偏多、概率偏大，而对传统消费品的支出增长可能并不明显。

*THANK YOU*

Add:上海市吴淞路218号宝矿国际大厦35楼 (200080)  
35/F,BM Tower No.218 Wusong Rd,HongKou District,Shanghai,China (200080)  
Tel:(021)26010999 Fax:(021)26010808 [www.dbfund.com.cn](http://www.dbfund.com.cn)