

张忆东 李彦霖

策略研究员
021-3856 5932Zhangyd@xyzq.com.cn
证书编号: S0190207040090

结构性行情继续,大成长和小价值

2010年4月18日

相关报告

20100411《审慎迎接震荡》
20100404《短期仍可多,重点价值股》
20100312《以守为攻,增持绩优价值股》
20100304《挑战震荡市上轨》
20100201《价值为纲,伏击成长》
20100128《反弹!! 凭什么? 靠什么?》
20091220《博弈震荡,关注跌出来的机会》
20091120《初生牛犊遇到虎——2010年度A股策略报告》
20091102《钟摆自下向上摆》
20091008《震荡市的钟摆舞动》
20090930《震荡市跨年度行情》
20090819《中途岛反攻站》
20090807《沸腾的岁月 波动加大 趋势未改》
20090604《泡沫化生存和波动性风险》
20090508《迈向三千点的路径》
20090422《盛宴不醉不休》
20090213《拉斯普京行情》

投资要点

回顾: 小盘股如期调整、分化

3月初,我们的策略是博弈最价值和最成长;自4月5日开始,我们连续提示,提防小盘股分化的风险,配置上向中盘蓝筹股调整。

本周展望: 震荡过后,结构性行情继续,关注经济趋热

- 上周国务院常务会议为经济定调仍是“极为复杂”,“经济回升向好过程中还存在许多矛盾和困难”,并没有提及“过热”字眼。
- 下阶段经济趋“热”、政策“温”,尚有利于结构性行情。我们判断,经济过热的风险正在积聚,但是,数据上的映证至少要等待5月中上旬才能判定。在此之前,调控政策仍是微调,“点射”调控房地产,政策调控力度较难大超预期。
- 资金面仍宽松。最近一周 SHIBOR 利率平稳略升,四个区域票据直贴利率均下降,调研显示民间拆借利率在四月初出现下降趋势。
- 通胀预期提升保值需求。差别化信贷政策提升房产投资门槛、降低投资杠杆,影响房市预期,可能使得部分场外资金在强烈的保值需求下进行财富再配置。

本周策略: 中盘接棒,重点关注“大”成长和“小”价值

在5月中旬前结构性行情仍将延续,配置上,建议从“最价值和最成长”的组合,转向估值、成长性更匹配的“大成长和小价值”,即中盘绩优成长股和部分周期性行业龙头。

- 小盘股微型股退潮。年报、季报发布期的高成长刺激和高送转机会近尾声,首发机构配售股进入集中解禁期,资金炒作过度都是小盘股的压力。
- 对于超级大盘股,我们仍显谨慎。经济、资金和政策环境并不构成大牛市或大熊市的条件,而在此之外的阶段,大象们很难取得超额收益。
- 中盘股中有不少细分行业的龙头成长性更为确定、成长路径也更为明确。在小盘股微型股泡沫退去之后,更大一些的成长股可能成为资金追逐的目标。
- 一些受制调控预期压抑估值偏低的周期股,如煤炭、地产等,在短期靴子落地之后,也会有反弹的机会。

目 录

回顾: 小盘股如期调整、分化	- 3 -
本周展望: 震荡过后, 结构性行情继续, 关注经济趋热	- 5 -
宏观: 经济趋热, 数据健康, 调控政策难大超预期	- 5 -
资金: 资金价格不高, 财富有再配置压力	- 6 -
本周投资策略: 中盘接棒, 重点关注大成长和小价值	- 8 -
配置: 大成长和小价值	- 8 -
附录: 策略数据 (详见兴业策略数据周报)	- 9 -
图 1: 3 月 1 日-4 月 2 日行业涨跌幅	- 3 -
图 2: 大中小盘股 PE	- 4 -
图 3: 兴业证券近期策略观点回顾	- 4 -
图 4: CPI 和 PPT 同比、环比趋势	- 5 -
图 5: 通胀预期和投资意愿变化方向一致	- 6 -
图 6: 2007 年以来 3 个月以上期限 SHIBOR 利率	- 7 -
图 7: 2007 年以来 3 个月以下期限 SHIBOR 利率	- 7 -
图 8: 环渤海票据直贴利率	- 7 -
图 9: 珠三角票据直贴利率	- 7 -
图 10: 长三角票据直贴利率	- 7 -
图 11: 中西部票据直贴利率	- 7 -
图 12: 首发机构配售股解禁多	- 8 -
图 13: 主要股指周涨跌幅	- 9 -
图 14: 主要股指最新估值水平	- 9 -
图 15: A 股换手率与成交金额	- 9 -
图 16: A 股总市值与流通市值	- 9 -
图 17: 行业周涨跌幅	- 9 -
图 18: 行业周换手率	- 9 -
图 19: 风格特征 1	- 9 -
图 20: 风格特征 2	- 9 -
图 21: 上证综指估值历史走势	- 10 -
图 22: 剔除银行后全部 A 股的历史估值	- 10 -
图 23: A-H 股溢价	- 10 -
图 24: 开户数跟踪	- 10 -
图 25: 全球主要股市最新 PE	- 12 -
表 1: 2007 年 9 月和 2010 年 4 月房地产信贷政策对比	- 5 -
表 2: 本周限售股解禁	- 11 -

回顾：小盘股如期调整、分化

3月初，我们的策略是博弈最价值和最成长。原因在于，战略性新兴产业等调结构相关的政策利好预期、资金面相对宽松等因素有利于行情博弈的继续展开，成长股此起彼伏，继续个股行情精彩；而股指期货、年报季报发布，都是业绩增长确定的低估价值股的推动因素。

实际上，这样的配置策略也获得了不错的收益。从3月1日至4月2日，以电子元器件为代表的TMT涨幅巨大，房地产、采掘、机械、有色、金融等估值低的周期性行业也取得了超越大盘的收益。

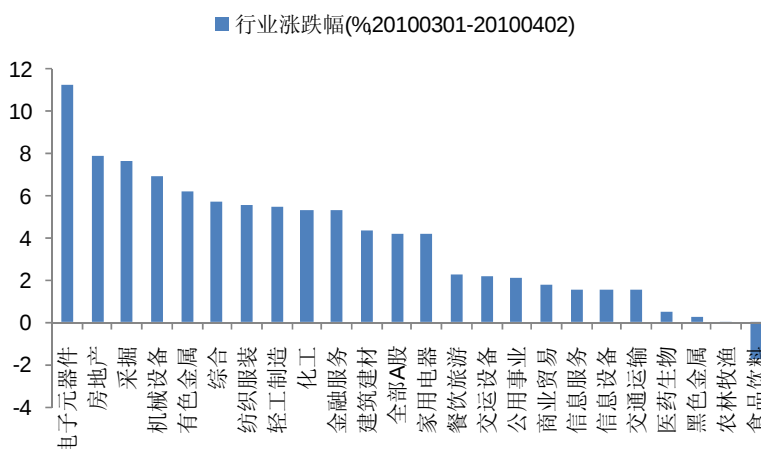
自4月5日开始，我们连续提示，提防小盘股分化的风险，重在个股淘金，以创业板为代表的高风险资产逢高减持，配置上向受益于中西部城镇化热潮和金融创新的中盘蓝筹股调整，适度增持食品饮料、医药、保险、股份制银行等价值股，适当增加上游资源品行业。当时，我们判断的依据主要有二。

一是，在地方政府的投资冲动之下，投资增长动力强，过热的风险在积聚，而市场对3月份CPI的预期却比较平稳，多在2.5%以下。高增长、低通胀的市场情绪下，看好有业绩驱动且前期调整较充分的部分传统周期类股。

二是，考虑到4月份中旬宏观数据敏感期，以及，投资者政策过敏症未完全消除，小盘股相对大盘股溢价维持高位，已接近网络股泡沫顶峰时的水平，从风险和收益的角度，建议警惕小盘股阵营的分化，提前将高风险资产逢高调整为估值合理、增长确定的价值股。

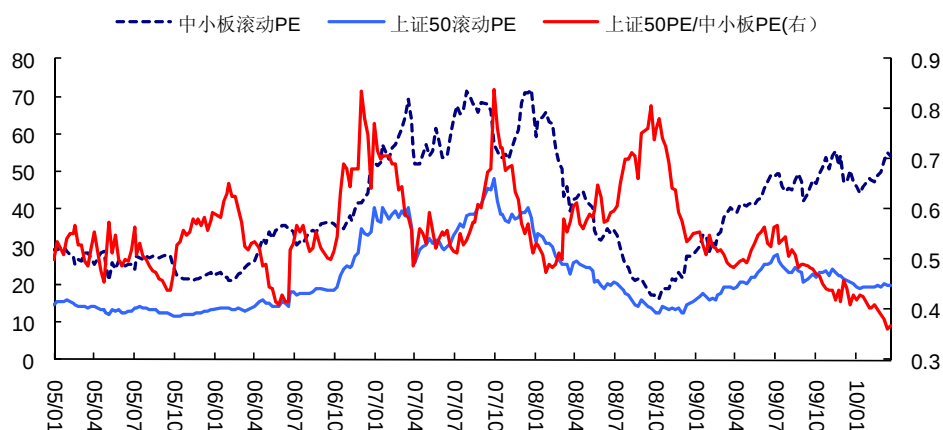
从4月的行情来看，小盘股的确在经历疯狂上涨后之后步入回调、分化。

图1：3月1日-4月2日行业涨跌幅



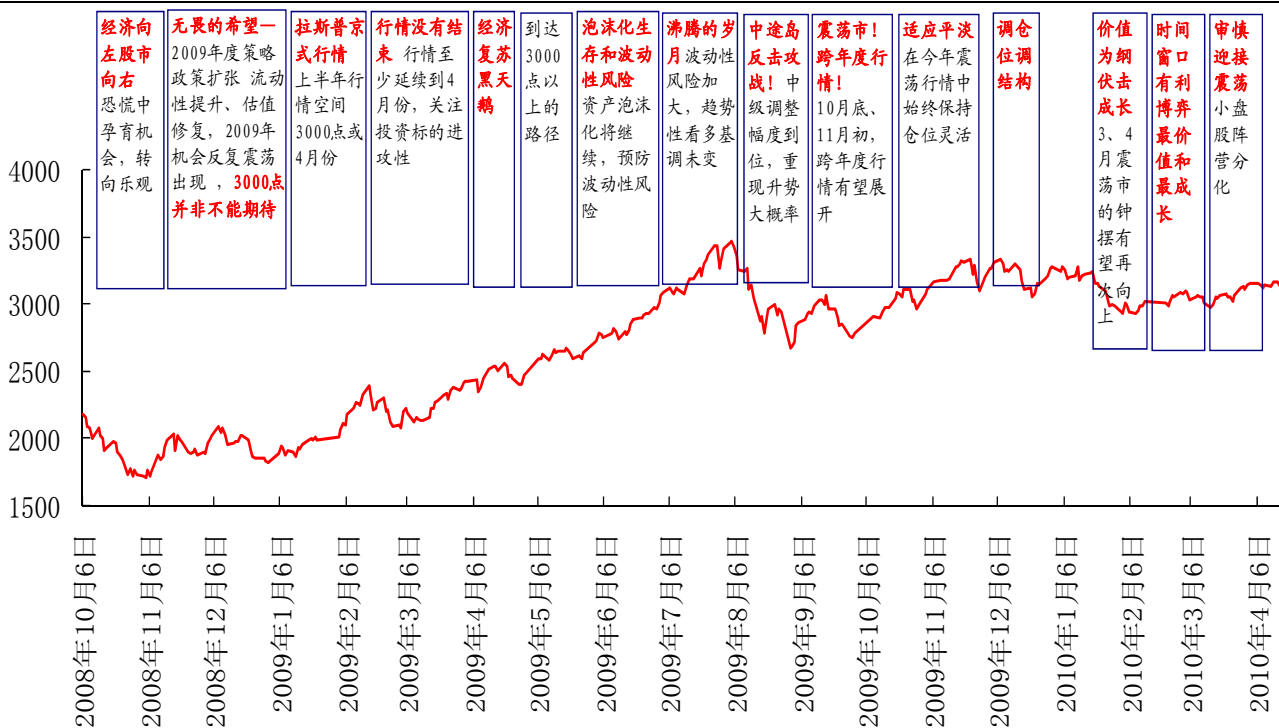
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 2: 大盘股 PE 比小盘股 PE 至低点



资料来源: 天软, 兴业证券研发中心

图 3: 兴业证券近期策略观点回顾



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

本周展望：震荡过后，结构性行情继续，关注经济趋热

宏观：经济趋热，数据健康，调控政策难大超预期

下阶段经济趋“热”、政策“温”，尚有利于结构性行情。我们判断，经济过热的风险正在积聚，但是，数据上的映证至少要等待5月中上旬才能判定。在此之前，调控政策仍是微调，“点射”调控房地产，政策调控难度较大超预期。

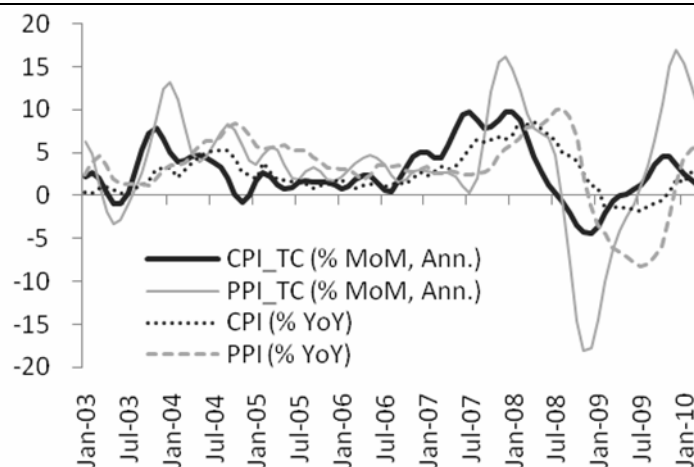
- 3月的物价数据最终低于我们的预期。1季度GDP同比增长11.9%，1月、2月、3月CPI分别同比增长1.5%、2.7%、2.4%，3月CPI环比下降0.7%。但是，根据兴业宏观的测算，如果不是由于CPI权重的调整，实际环比变化已结束下行，过热风险远大于二次探底风险。
- 国务院常务会议为经济定调仍是“极为复杂”，“经济回升向好过程中还存在许多矛盾和困难”，并没有提及“过热”字眼。
- 4月15日出台房地产信贷差别化政策，从文字看较2007年9月更为严格，但是宏观与产业环境与2007年9月有极大不同。当前贷款利率低，并不像2007年持续加息，全社会资金供给并未显紧张，资金价格低。

表1：2007年9月和2010年4月房地产信贷政策对比

		2007年9月	2010年4月
首套房90平方米以下	首付	20%	20%
	利率	同期贷款利率7.83%	同期贷款利率5.94%
首套房90平方米以上	首付	30%	30%
	利率	同期贷款利率7.83%	同期贷款利率5.94%
二套房 (07年：已利用贷款购买住房、又申请购买第二套(含)以上住房的 09年：贷款购买第二套住房的家庭)	首付	40%	50%
	利率	不得低于1.1倍(相当于8.6%)	不得低于1.1倍(相当于6.5%)

资料来源：兴业证券研发中心

图4：CPI和PPI同比、环比趋势



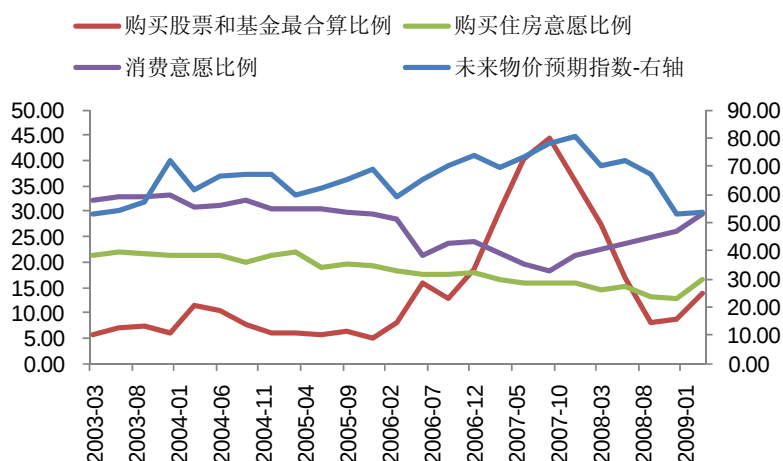
资料来源：业证券研发中心宏观组

资金: 资金价格不高, 财富有再配置压力

全社会资金依然宽松, 通胀预期提升居民保值需求大, 而房地产投资门槛的提高和杠杆的下降, 可能迫使部分资金转向股市。

- 最近一周 SHIBOR 利率平稳略升。隔夜、1 周期限小幅下跌, 3 个月以上期限利率小幅上升。银行间资金面宽松格局不改。
- 最近一周四个区域票据直贴利率均累计下降了 5BP; 6 个月票据转贴利率下降 7BP 至 2.55%。票据贴现市场反映的资金面充裕。
- 根据对典当行等民间机构的调研, 民间拆借利率在四月初出现下降趋势。
- 虽然 CPI3 月环比下降, 但是住房上涨以及居民感受到的物价上涨强化了通胀预期, 从而保值需求提升。从央行对储户调查问卷结果看, 通胀预期上升时, 对股票和基金的投资意愿也会上升。差别化信贷政策提升房产投资门槛、降低房产投资的杠杆, 并影响对房产投资的预期, 可能使得部分财富在强烈的保值需求下进行再配置。

图 5: 通胀预期和投资意愿变化方向一致



资料来源: 业证券研发中心, WIND

图 6：2007 年以来 3 个月以上期限 SHIBOR 利率

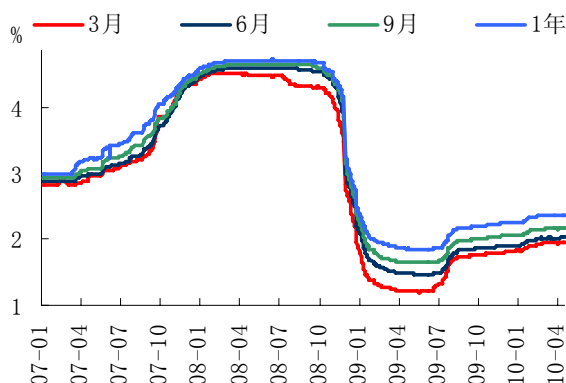


图 7：2007 年以来 3 个月以下期限 SHIBOR 利率

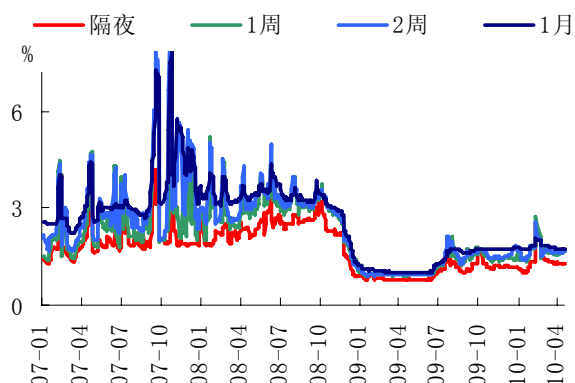
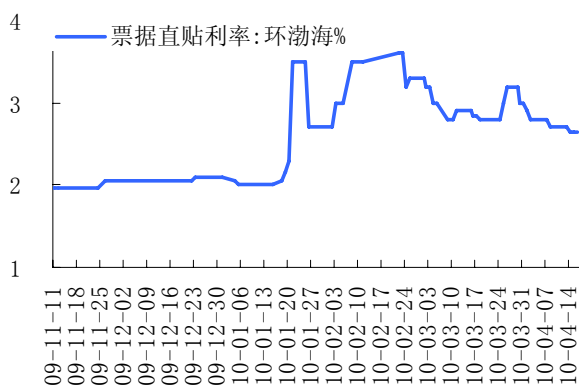
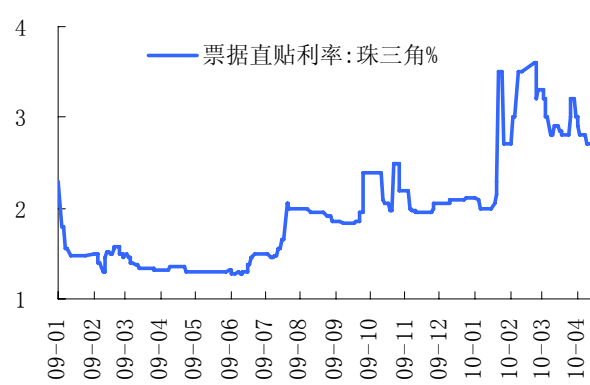


图 8：环渤海票据直贴利率



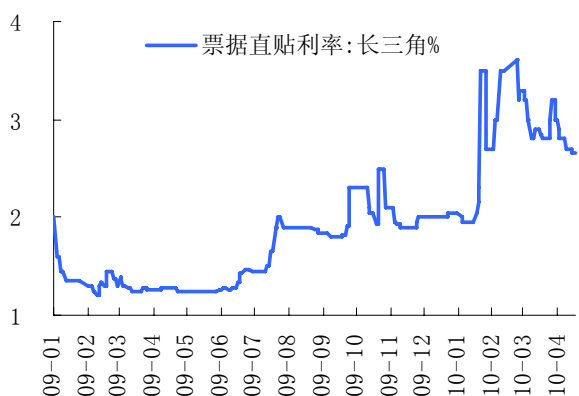
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 9：珠三角票据直贴利率



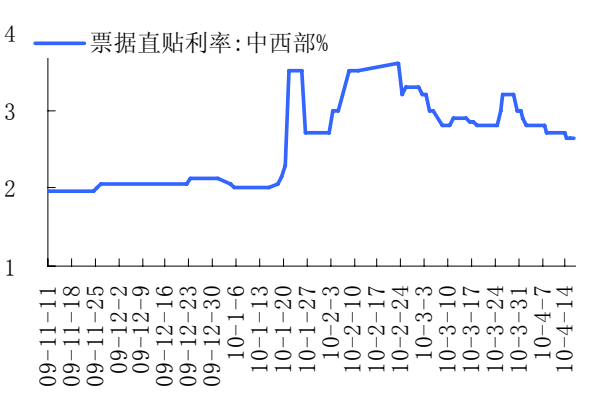
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 10：长三角票据直贴利率



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 11：中西部票据直贴利率



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

本周投资策略：中盘接棒，重点关注大成长和小价值

3 月的 CPI 最终低于我们的预期，政府对经济的判断依然较为谨慎，经济过热的风险在增长，资金宽裕，财富保值需求提升等多重因素下，我们倾向于，在 5 月中旬前结构性行情仍将延续，配置上，建议从“最价值和最成长”的组合，转向估值、成长性更匹配的“大成长和小价值”，即中盘绩优成长股和部分周期性行业龙头。

配置：大成长和小价值

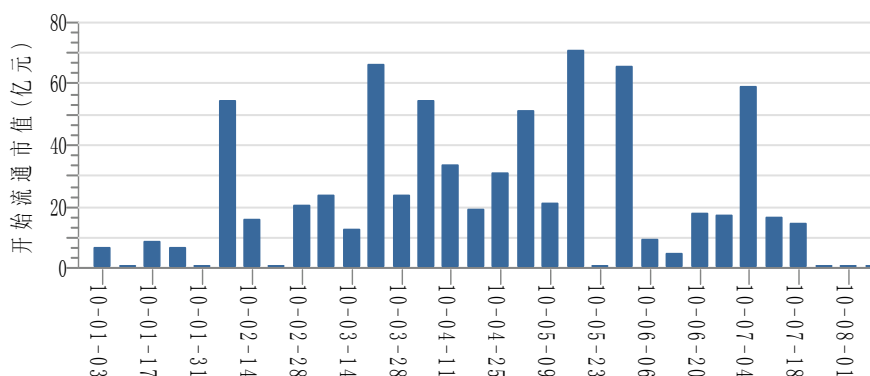
首先，从 3 月底 4 月初我们即开始提示小盘股的风险，现在市场正在验证我们的判断。年报、季报发布期的高成长刺激和高送转机会正近尾声，首发机构配售股进入集中解禁期，资金炒作过度都是小盘股所面临的压力。

第二，对于超级大盘股，我们仍显谨慎，毕竟，现在的行情我们仍定义为结构性行情，经济环境、资金环境和政策环境并不构成大牛市或大熊市的条件，而在此之外的阶段，大象们很难取得超额收益。

第三，跟小盘股泡沫比起来，中盘股（流通市值在 30 亿-150 亿之间）中有不少细分行业的龙头成长性更为确定、成长路径也更为明确。在小盘股微型股泡沫退去之后，更大一些的成长股可能成为资金追逐的目标。

第四，一些受制调控预期压抑估值偏低的周期股，如煤炭、地产等，在短期靴子落地之后，也会有反弹的机会。

图 12：首发机构配售股解禁多



资料来源：业证券研发中心，WIND

附录：策略数据（详见兴业策略数据周报）

图 13：主要股指周涨跌幅

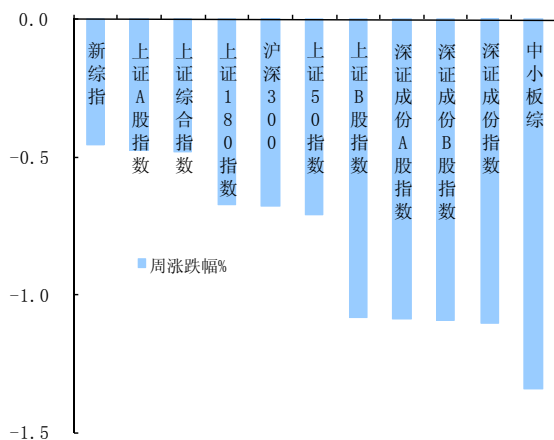


图 14：主要股指最新估值水平

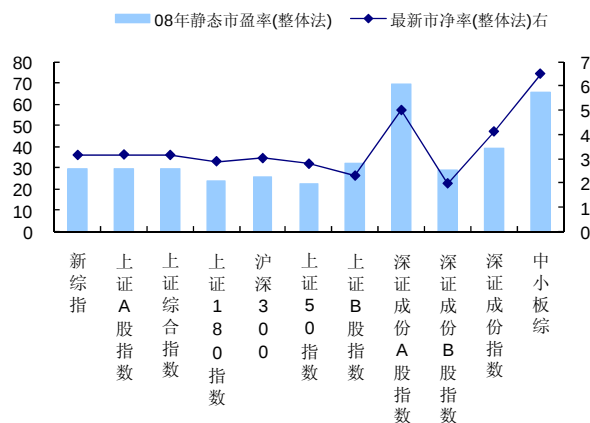


图 15：A股换手率与成交金额

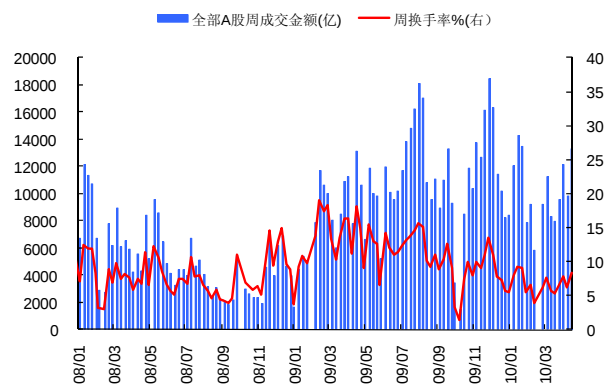


图 16：A股总市值与流通市值

二

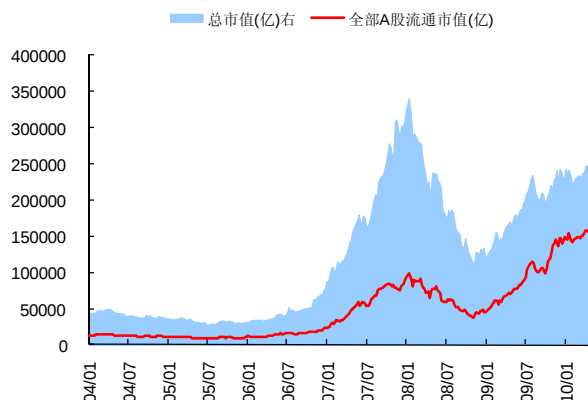


图 17：行业周涨跌幅

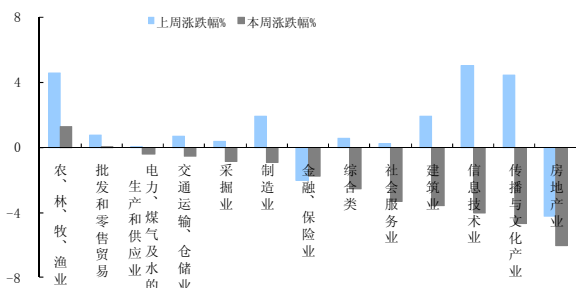


图 18：行业周换手率

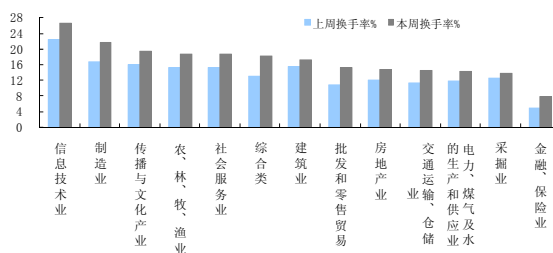


图 19：风格特征 1

图 20：风格特征 2

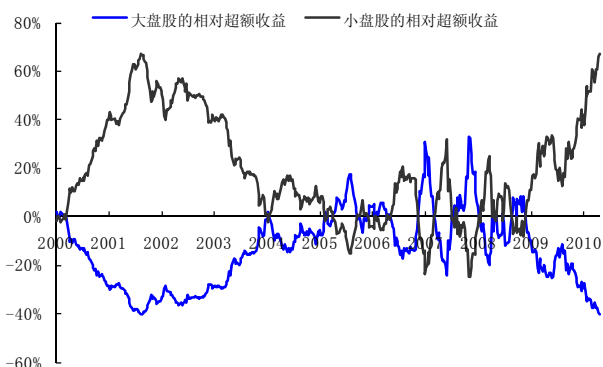


图 21: 上证综指估值历史走势

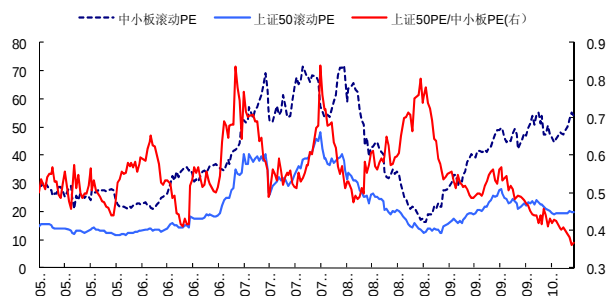


图 22: 剔除银行后全部 A 股的历史估值



图 23: A-H 股溢价



图 24: 开户数跟踪

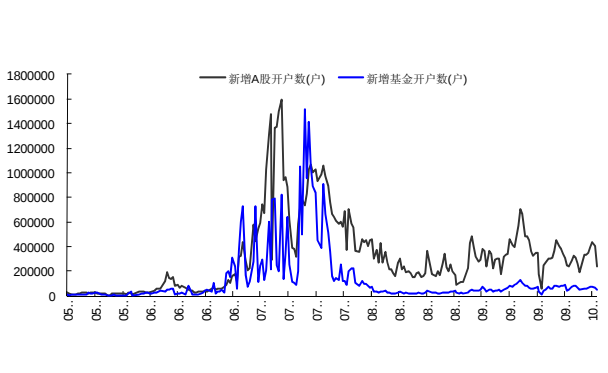
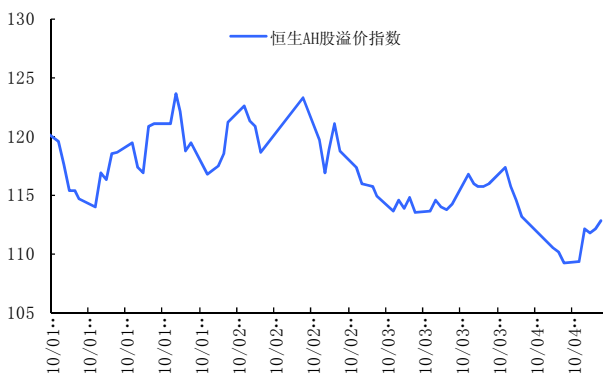
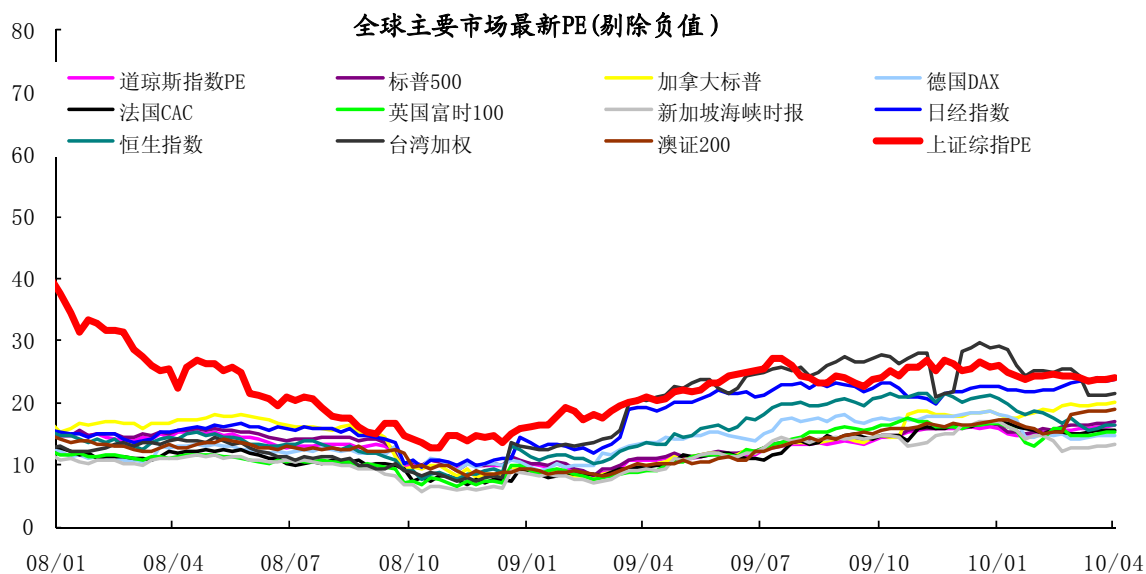


表 2: 本周限售股解禁

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	流通股份类型
600321.SH	国栋建设	2010/4/19	1,139	16,220	6,556	股权分置限售股份
002081.SZ	金螳螂	2010/4/19	12,763	18,950	2,330	首发原股东限售股份
600328.SH	兰太实业	2010/4/19	14,053	35,912	0	股权分置限售股份
600272.SH	开开实业	2010/4/19	2,181	16,000	300	股权分置限售股份
002126.SZ	银轮股份	2010/4/19	5,051	8,970	1,030	首发原股东限售股份
002206.SZ	海利得	2010/4/19	25	6,830	5,670	首发原股东限售股份
601801.SH	皖新传媒	2010/4/19	2,200	11,000	80,000	首发机构配售股份
002127.SZ	新民科技	2010/4/19	5,908	10,612	7,664	首发原股东限售股份
002128.SZ	露天煤业	2010/4/19	81,339	110,557	0	首发原股东限售股份
000996.SZ	中国中期	2010/4/19	3,284	23,000	0	股权分置限售股份
000672.SZ	*ST铜城	2010/4/19	7,487	20,893	655	股权分置限售股份
000722.SZ	*ST金果	2010/4/19	148	26,692	121	大股东增持股份
000536.SZ	闽闽东	2010/4/19	1,720	8,540	61,509	股权分置限售股份
600803.SH	威远生化	2010/4/19	4,756	23,644	0	股权分置限售股份
000833.SZ	贵糖股份	2010/4/19	4,619	29,605	2	股权分置限售股份
600206.SH	有研硅股	2010/4/19	6,413	21,750	0	股权分置限售股份
300045.SZ	华力创通	2010/4/20	340	1,700	5,000	首发机构配售股份
300046.SZ	台基股份	2010/4/20	300	1,500	4,420	首发机构配售股份
300043.SZ	星辉车模	2010/4/20	264	1,320	3,960	首发机构配售股份
300044.SZ	赛为智能	2010/4/20	400	2,000	6,000	首发机构配售股份
300049.SZ	福瑞股份	2010/4/20	380	1,900	5,500	首发机构配售股份
300050.SZ	世纪鼎利	2010/4/20	280	1,400	4,000	首发机构配售股份
300047.SZ	天源迪科	2010/4/20	540	2,700	7,760	首发机构配售股份
300048.SZ	合康变频	2010/4/20	600	3,000	9,000	首发机构配售股份
002130.SZ	沃尔核材	2010/4/20	12,105	16,305	0	首发原股东限售股份
600461.SH	洪城水业	2010/4/20	6,594	14,000	0	股权分置限售股份
600390.SH	金瑞科技	2010/4/20	5,016	16,005	0	股权分置限售股份
600988.SH	ST宝龙	2010/4/20	4,428	9,826	138	股权分置限售股份
600355.SH	精伦电子	2010/4/21	3,392	24,604	0	股权分置限售股份
601877.SH	正泰电器	2010/4/21	2,100	10,500	90,000	首发机构配售股份
600781.SH	上海辅仁	2010/4/21	888	11,444	6,315	股权分置限售股份
000738.SZ	ST宇航	2010/4/21	19,431	39,780	0	股权分置限售股份
000595.SZ	西北轴承	2010/4/21	8,357	21,681	2	股权分置限售股份
002339.SZ	积成电子	2010/4/22	440	2,200	6,400	首发机构配售股份
002340.SZ	格林美	2010/4/22	460	2,333	6,999	首发机构配售股份
002341.SZ	新纶科技	2010/4/22	380	1,900	5,420	首发机构配售股份
600326.SH	西藏天路	2010/4/23	4,656	38,214	7,386	股权分置限售股份
002255.SZ	海陆重工	2010/4/23	8,300	11,070	1,840	首发原股东限售股份

图 25: 全球主要股市最新 PE



资料来源: BLOOMBERG, 兴业证券研发中心

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君 电话: 021-38565938 Email: shengyj@xyzq.com.cn

姜 洋 电话: 021-38565910 Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戔 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。