

[2010.04.26]

A 股投资策略周报：以仓位控制风险 以主题博取收益

周 喜

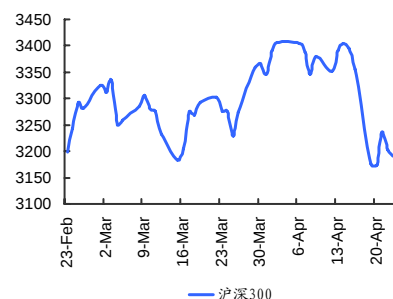
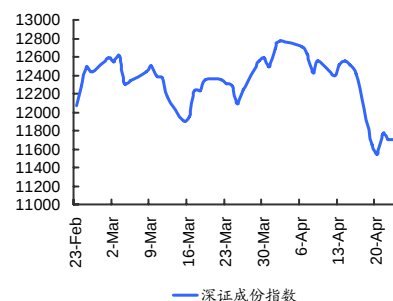
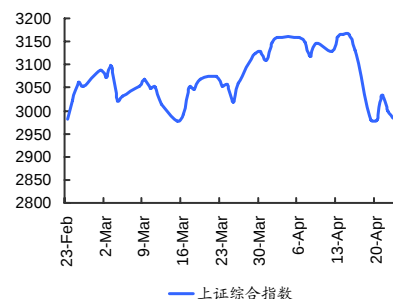
房振明

S1150208030107

S1150208020105

投资要点：

- 一季度超过 11.9% 的经济同比增速源于 2009 年同期的低基数，而并不是经济内生增长动力的真实表现，国有及国有控股企业一季度收入和利润等指标环比增速的回落，上市公司一季度业绩增速的环比回落以及广交会所表明的出口恢复依然温和等，都显示经济内生增长仍远未达到危机前的水平，在二季度基数效应的消退将令国内经济增速稳步回落，而且对于房地产调控政策的收紧甚至可能加大经济的下行风险。
- 在经济稳步回落的同时，横亘于经济发展道路上的通胀风险却将持续升高，以目前看，异常天气对粮食价格上涨的推动力以及国家收储政策对猪肉价格的推动将成为通胀可能超预期增长的主要风险。于是，政策退出的脚步不会中断，虽然上周 3 年期央票发行量的大幅增长并未导致发行利率的上扬，但是管理层所释放的紧缩信号依然明显。由此，A 股的运行环境将由一季度的“经济进、政策退”向“经济退、政策退”转变，A 股短期内难改弱势震荡的走势，而正是由于管理层面临“经济退、通胀进”的尴尬局面，所以政策的退出将更显亦步亦趋，期间政策的观察期或将为 A 股市场反弹的契机。
- 在投资方面，我们认为虽然上周五出台的《证券公司参与股指期货交易指引》和《证券投资基金从事股指期货交易指引》，意味着股指期货市场最大的两类机构投资者券商和基金参与股指期货将有规可循，由此随着这两类机构对于股指期货参与的深入，期货和现货市场间的通道将更为通畅，同时蓝筹股的配置价值也会有所提升，但是短期内 A 股市场的“二八转换”仍面临较大障碍，投资者仍可在半仓的基础上继续参与主题性投资。首先，将于 5 月份召开的中央新疆经济工作会议可能令新疆板块再次引起资金的关注，其中基建、建材及资源类公司最值得关注；其次可继续关注通胀预期受益的煤炭、有色金属和农业板块，业绩增长稳定增长的医药板块以及分拆、并购重组等概念股。


相关报告

《双线作战应对震荡

配置主题灵活转换》

—2010 年二季度 A 股投资策略

《政策指导投资 主题仍是热点》

—2010 年 3 月 A 股投资策略报告

《弱势震荡探底

防御主题双中心》

—2010 年 2 月 A 股投资策略报告

《震荡中“稳”字当头

确定性乃投资重点》

—2010 年 1 月 A 股投资策略报告

1. 一周市场回顾

房地产政策的收紧成为上周一市场下跌的导火索，而股指期货对投资者心理的影响则令指数跌幅显著放大，当日沪深两市股指的跌幅均超过 4%，而税后两日市场跌势渐缓并有所反弹，其中中小市值及分拆概念股成为活跃主体。截止周五，上证综指和深证成指分别收于 2983.54 点和 11702.87 点，较前一周分别回落 4.69%和 5.75%，当周两市共成交 13254.41 亿元，与前一交易周基本持平。

2. “经济进，政策退”过渡到“经济稳，政策退”

在上周周报中，我们分析指出由于基数效应的影响，一季度国内经济增速迅猛，但工业增加值及固定资产投资的回落都令我们相信，GDP 增速难以持续走高，二季度之后 GDP 增速将稳步回落，A 股市场的运行环境将由之前的“经济进，政策退”过渡到“经济稳步回落，政策退”。其中，经济的稳步回落将在本周的一季报环比增速中的到印证，而政策方面，其调控的重点仍将围绕房地产展开，各有关部委将对房地产政策进一步细化。

2.1 内生增长动力回落 经济过热难以为继

上周周报中，我们既指出一季度经济的迅猛增长源于 2009 年一季度过低的基数水平，而工业增加值及固定资产投资增速的回落则预示着经济持续过快增长的形势难以为继，国有及国有控股企业的经营数据、新一届广交会数据以及上市公司业绩情况都为我们提供了更多的印证。

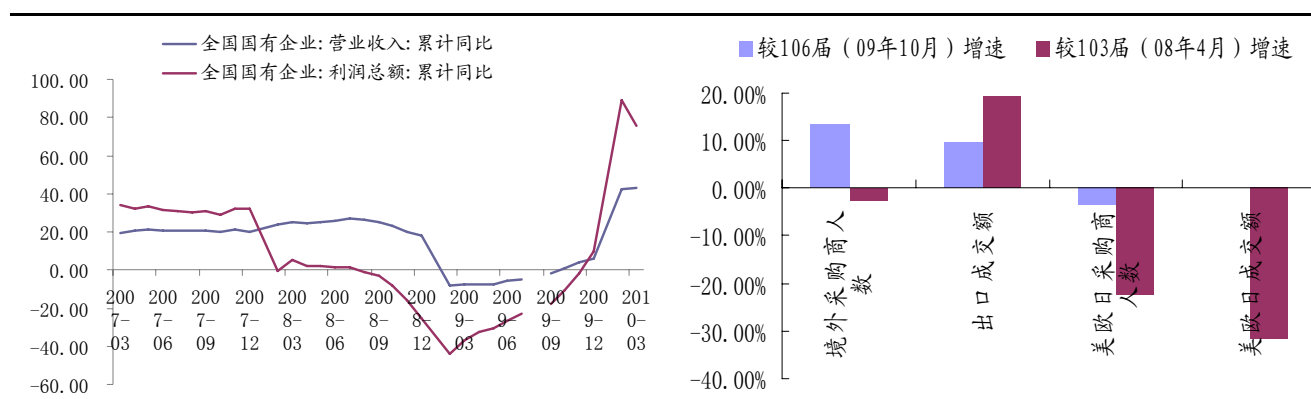
国有及国有控股企业一季度营业总收入和实现利润与去年四季度环比有所下降，可能意味着经济增长的动量开始减弱。今年一季度全国国有及国有控股企业营业总收入和实现利润等指标同比继续保持较高增幅，但是与去年四季度环比有所下降。其中，1-3 月，国有企业累计实现营业总收入同比增长 43.2%，今年一季度比去年四季度环比下降 6.4%；累计实现利润同比增长 75.8%，今年一季度比去年四季度环比下降 0.2%。从行业来看，1-3 月，石油、石化、汽车等行业利润继续大幅增长，但增幅比上月明显下降；煤炭、交通行业增幅有所提高；钢铁、有色行业和电网企业效益继续提高；发电企业扭亏为盈。我们认为，国有及国有控股企业主要效益指标环比下降，主要是因为国际大宗商品价格上涨传导至国内企业生产成本提升，以及政府刺激力度减弱和刺激政策逐渐退出。同时，这可能也意味着经济增长的动量已经开始减弱，过热的风险并没有 GDP 同比数据显示的

那么大。

广交会一期成交大幅低于危机前水平，显示出口复苏依然温和。4 月 19 日，第 107 届广交会一期结束，全期到会境外采购商 10.4 万人，比去年秋交会增长 13.3%，比 2008 年春交会下降 2.5%；一期出口成交额 171 亿美元，比去年秋交会增长 9.8%，比 2008 年春交会下降 19.3%。其中，对欧、美、日等我国传统市场出口表现不容乐观，欧、美、日采购商到会人数比去年秋交会下降 3.5%，比 2008 年春交会下降 22.4%，成交额较 2008 年春交会下降 31.7%。从一期情况看，企业普遍反映目前外贸出口仍面临较多的不稳定、不确定因素，对后势发展谨慎乐观。我们认为，广交会一期到会成交呈现恢复性增长，仍然大幅低于危机前水平，出口复苏依然温和。

图 1：3 月份国企利润同比增速有所回落

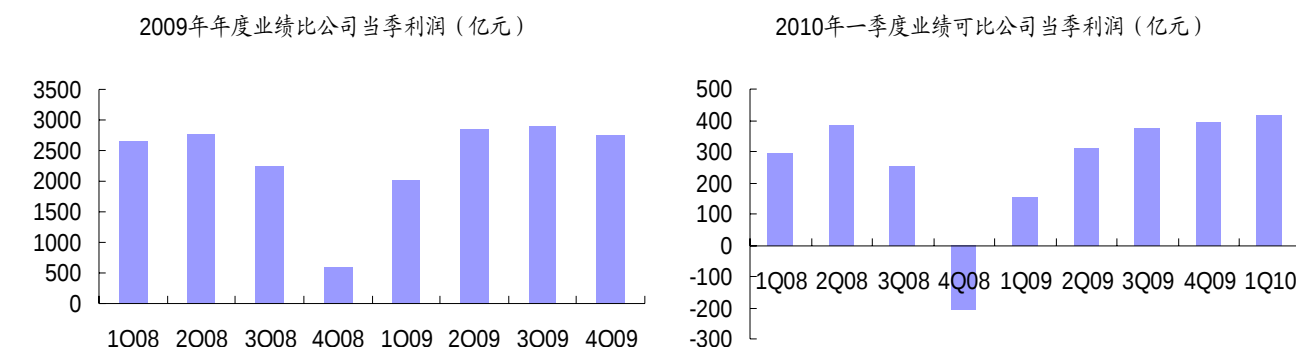
图 2：广交会出口成交额仍然低与危机前



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

业绩环比增速回落表明经济内生动力不足。截止 2010 年 4 月 22 日，已有 1483 家上市公司公布 2009 年年报，同时有 643 家公布 2010 年一季报，分别占现有上市公司的 82%和 35%，分别占上市公司总市值的 87%和 21%。尽管同比数据显示，可比公司 2009 年年报和 2010 年一季报都呈现较高的增长水平，但是从环比角度分析，我们发现其实自 2009 年二季度之后，可比上市公司的业绩改善幅度已经开始逐步回落（这基本与国内 GDP 改善趋势类似），进一步印证了国内经济内生性增长动力不足的现状，所以可以预想到的是，随着时间的推移，基数效应的减退，上市公司业绩增速将逐步回落。

图 3: 经济增长内生动力不足令上市公司整体业绩增长乏力



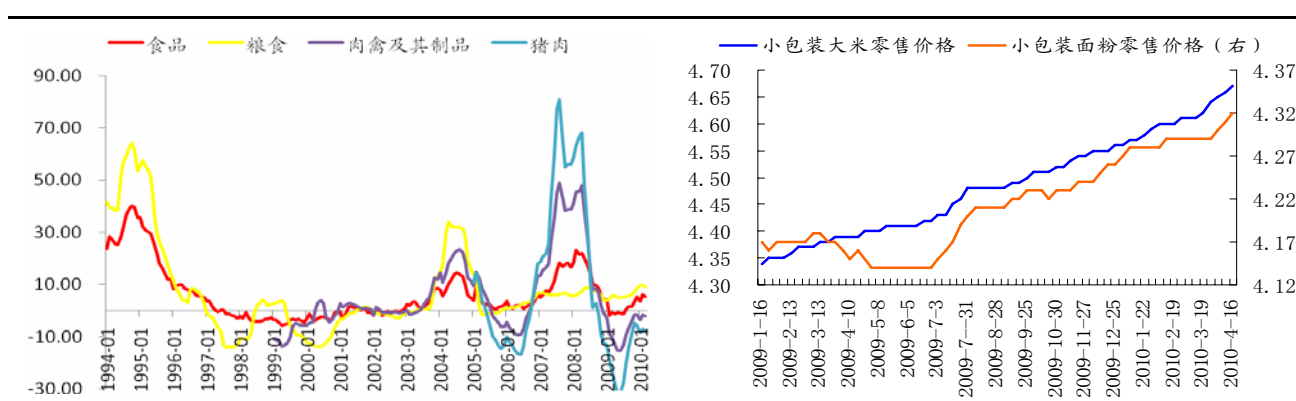
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2.2 全面调控与精准打击相辅相成

在 GDP 及上市公司业绩内生性增长初现疲态的同时, 政策调控的步伐依然向前推进。我们看到, 中央对于房地产政策的强力调控直接导致了上周市场的调整, 其中房地产个股成为下跌的重灾区, 然而抑制房地产股票的价格的政策阴云仍未消散, 政策压力将伴随在房地产调控政策细化的整个过程之中。

除了有关房地产调控这种精确的政策调控外, 以扩张政策的退出为主的全面调控依然笼罩在 A 股市场的上空, 特别是在通胀压力持续增强的形势下, 政策仍存在继续收紧的趋势。以目前看, 异常天气对粮食价格上涨的推动力以及国家收储政策对猪肉价格的推动成为通胀可能超预期增长的主要风险。

图 4: 粮食和猪肉价格是影响食品价格走势的重要因素 图 5: 近期粮食价格持续上涨



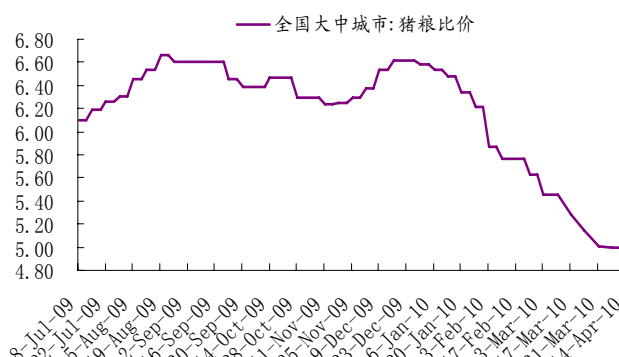
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

其一, 异常天气增强通胀预期。当前不仅西南地区面临百年不遇的特大旱灾, 而且作为全国粮食主产区的华北和东北持续低温。中科院农业水资源重点实验室研

究人员将我国北方部分冬麦区遭遇的冻害,定义为“30 年不遇的小麦冻害”。根据气象预测,今后一个时期,干旱、低温等灾害的影响将继续存在。我们判断,今年我国夏粮可能会减产。根据社科院《农业经济绿皮书》(2010 年 4 月 2 日发布)预测今年粮食可能上涨 5%以及粮食在 CPI 中的比重估算,今年粮食价格上涨将推动 CPI 上价格涨 0.5 个百分点左右。需要注意的,由于粮食可能的减产在夏季收获时才会显现出来,因此,异常天气的影响,短期内将更多地体现在强化了通胀预期,中期才是粮食价格上涨后的 CPI 上涨;而未来粮食价格上涨的幅度在一定程度上,取决于当前扶持农业生产的措施是否及时和得力。

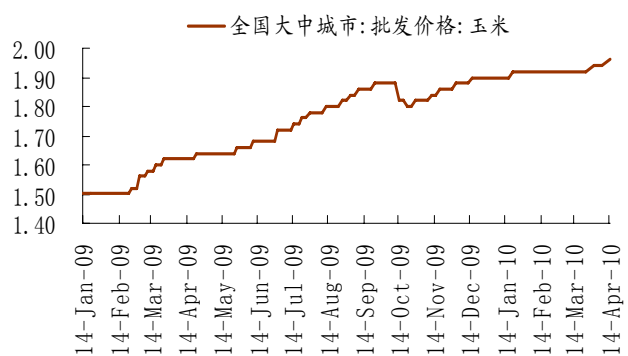
图 6: 猪肉价格连续近四个月周下降之后首次回升

图 7: 大中城市猪粮比价连续近四个月下降后首次回升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 8: 主要猪饲料玉米价格持续上涨



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

其二,猪肉的周期性上涨推动通胀上扬。猪肉价格的周期性特征与生猪的自然性养殖周期密切相关。参照蛛网模型,我们看到,猪肉的当期价格是由上一期猪肉的供求关系所决定,而当时的价格则又成为下一期猪肉供给的决定因素,从而成为供求平衡中的决定性因素。正是遵循蛛网模型的猪肉价格变动周期使得生猪养殖的调整往往滞后于价格的调整。针对 2008 年底到 2009 年猪肉价格的持续快速

下跌，国家开始大量收储猪肉；此后，猪肉价格不断回升，农民养猪积极性短时间内大幅提高，这成为最近四个月猪肉供大于求、价格持续下降的主要原因。而近期猪肉价格的下降，已经导致猪农宰杀部分能繁育母猪，可能已经埋下了未来猪肉供给不足、价格上涨的种子。根据猪粮价格比 6: 1 的盈亏平衡点以及现在 5: 1 的猪粮价格比，假定粮食价格不变情况下，猪肉价格可能要上涨 20% 才能使猪农达到盈亏平衡，以此估算猪肉价格对后续 CPI 的影响大概为 0.6 个百分点左右。如果考虑到受异常天气影响而可能上涨的玉米等饲料价格，那么猪肉价格的上涨幅度可能更大。虽然国家猪肉收储政策能够在短时间内改变猪肉供过于求的格局，促使猪肉价格将持续回升，并推高通胀的环比增速，但是考虑到猪农已经宰杀了部分能繁育母猪，猪肉价格对通胀的影响仍有扩大风险。

2.3 IPO 等融资压力不减

相对于上周，本周市场 IPO 额度有所下降。数据表明，本周有 7 只个股进行网上发行（全部为中小板股票），预期融资额约达 25 亿元，与上周基本持平；但另一方面，相对于上一周，本周限售股解禁压力仍继续增强，解禁额超过上周解禁额的 4 倍。

表 1: 本周 IPO 发行情况概览 (2010.04.26~2010.05.02)

证券代码	证券名称	上市板	发行数量(万股)	预计募资金额(亿元)	网上发行日期
002399.SZ	海普瑞	中小企业板	4010	8.648	2010-4-26
002400.SZ	省广股份	中小企业板	2060	1.683	2010-4-26
002398.SZ	建研集团	中小企业板	3000	3.930	2010-4-26
002401.SZ	交技发展	中小企业板	1330	1.149	2010-4-26
002402.SZ	和而泰	中小企业板	1670	1.472	2010-4-28
002404.SZ	嘉欣丝绸	中小企业板	3350	3.410	2010-4-28
002403.SZ	爱仕达	中小企业板	6000	5.368	2010-4-28

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 2: 本周 A 股解禁情况概览 (2010.04.26~2010.05.02)

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
601008.SH	连云港	2010-4-26	26238.00	53760.00	0.00	首发原股东限售股份
002214.SZ	大立科技	2010-4-26	561.35	6160.06	3839.94	首发原股东限售股份
600196.SH	复星医药	2010-4-26	5477.39	74042.31	49735.18	股权分置限售股份
600326.SH	西藏天路	2010-4-26	2856.02	36414.04	9185.96	股权分置限售股份
002343.SZ	禾欣股份	2010-4-26	500.00	2500.00	7406.00	首发机构配售股份
002344.SZ	海宁皮城	2010-4-26	1400.00	7000.00	21000.00	首发机构配售股份
002235.SZ	安妮股份	2010-4-26	393.75	4466.11	10533.89	首发原股东限售股份

A 股投资策略周报(2010.04.26)

002342.SZ	巨力索具	2010-4-26	1200.00	6000.00	42000.00	首发机构配售股份
600757.SH	*ST 源发	2010-4-26	13490.99	43028.84	12188.38	股权分置限售股份
600694.SH	大商股份	2010-4-26	2598.87	29371.87	0.00	股权分置限售股份
600884.SH	杉杉股份	2010-4-26	2054.29	32011.39	9074.43	股权分置限售股份
600844.SH	丹化科技	2010-4-26	19798.25	41533.56	16949.14	股权分置限售股份
600863.SH	内蒙华电	2010-4-26	111110.17	168403.70	29718.30	股权分置限售股份
000584.SZ	友利控股	2010-4-27	11008.61	40756.11	132.17	定向增发机构配售股份, 股权分置限售股份
002131.SZ	利欧股份	2010-4-27	8104.32	12692.24	2363.76	首发原股东限售股份
002133.SZ	广宇集团	2010-4-27	21962.70	47606.56	2253.44	首发原股东限售股份
000100.SZ	TCL 集团	2010-4-27	28750.00	278487.74	15205.37	定向增发机构配售股份
000798.SZ	中水渔业	2010-4-27	18904.50	31943.37	2.13	股权分置限售股份
600697.SH	欧亚集团	2010-4-27	80.08	15495.71	413.10	股权分置限售股份
002347.SZ	泰尔重工	2010-4-28	520.00	2600.00	7800.00	首发机构配售股份
601179.SH	中国西电	2010-4-28	45745.00	130700.00	305000.00	首发机构配售股份
002345.SZ	潮宏基	2010-4-28	600.00	3000.00	9000.00	首发机构配售股份
002346.SZ	柘中建设	2010-4-28	700.00	3500.00	10000.00	首发机构配售股份
000925.SZ	众合机电	2010-4-28	4102.00	11422.00	16482.81	股权分置限售股份,定向增发机构配售股份
600791.SH	京能置业	2010-4-28	12448.80	37181.81	8106.19	定向增发机构配售股份, 股权分置限售股份
002132.SZ	恒星科技	2010-4-28	9339.00	18162.20	6299.50	首发原股东限售股份
601998.SH	中信银行	2010-4-28	2432960.89	2663154.16	0.00	首发原股东限售股份
600790.SH	轻纺城	2010-4-30	3093.88	48811.61	13066.01	股权分置限售股份
000338.SZ	潍柴动力	2010-4-30	34982.49	63064.57	0.00	首发原股东限售股份
000718.SZ	苏宁环球	2010-4-30	18724.42	125249.29	45016.75	定向增发机构配售股份
000416.SZ	民生投资	2010-4-30	11998.14	53168.08	19.07	股权分置限售股份
000880.SZ	潍柴重机	2010-4-30	14096.55	27610.05	0.00	股权分置限售股份

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2.4 以仓位控制风险 以主题博取收益

我们分析指出, 一季度超过 11.9% 的经济同比增速源于 2009 年同期的低基数, 而并不是经济内生增长动力的真实表现, 国有及国有控股企业一季度收入和利润等指标环比增速的回落, 上市公司一季度业绩增速的环比回落以及广交会所表明的出口恢复依然温和等, 都显示经济内生增长仍远未达到危机前的水平, 在二季度基数效应的消退将令国内经济增速稳步回落, 而且对于房地产调控政策的收紧甚至可能加大经济的下行风险。

另一方面, 在经济稳步回落的同时, 横亘于经济发展道路上的通胀风险却将持续升高, 以目前看, 异常天气对粮食价格上涨的推动力以及国家收储政策对猪肉价

格的推动将成为通胀可能超预期增长的主要风险。于是，政策退出的脚步不会中断，虽然上周 3 年期央票发行量的大幅增长并未导致发行利率的上扬，但是管理层所释放的紧缩信号依然明显。由此，A 股的运行环境将由一季度的“经济进、政策退”向“经济退、政策退”转变，A 股短期内难改弱势震荡的走势，而正是由于管理层面临“经济退、通胀进”的尴尬局面，所以政策的退出将更显亦步亦趋，期间政策的观察期或将为 A 股市场反弹的契机。

在投资方面，我们认为虽然上周五出台的《证券公司参与股指期货交易指引》和《证券投资基金从事股指期货交易指引》，意味着股指期货市场最大的两类机构投资者券商和基金参与股指期货将有规可循，由此随着这两类机构对于股指期货参与的深入，期货和现货市场间的通道将更为通畅，同时蓝筹股的配置价值也会有所提升，但是短期内 A 股市场的“二八转换”仍面临较大障碍，投资者仍可在半仓的基础上继续参与主题性投资。首先，将于 5 月份召开的中央新疆经济工作会议可能令新疆板块再次引起资金的关注，其中基建、建材及资源类公司最值得关注；其次可继续关注通胀预期受益的煤炭、有色金属和农业板块，业绩增长稳定增长的医药板块以及分拆、并购重组等概念股。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%之间；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明1：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明2：本报告PDF版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn

谢晓冬 022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602-603

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362776

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn