

2010年5月4日

徐海洋

021-68762813

xhy@rxzq.com.cn

策略研究

趋势压力尚未解除

——2010年5月策略报告

主要观点:

近期相关报告一览:

(1) 有色金属行业周报: 全球经济复苏支撑有色金属价格 (04.26 汪华春)

(2) 双汇发展: 集团资产注入仍需等待 (04.26 王永锋)

(3) 国投中鲁: 行业产能过剩依然严重, 果汁价格有望继续回升 (04.26 王永锋)

(4) 安琪酵母: 量增价涨保障公司业绩增长 (04.26 王永锋)

(5) 承德露露: 年报符合预期, 一季报业绩大增 (04.27 王永锋)

(6) ST伊利: 未来业绩释放关键在于公司行权 (04.28 王永锋)

(7) 贵州茅台: 一季度业绩增速远低于预期 (04.30 王永锋)

(8) 恒宝股份: 受益于3G和EMV迁移公司业绩不可小觑 (04.28 李志中)

(9) 万科A (00002) 跌价冲回提升净利润、现金充裕 (04.28 邱晟赞)

- ◇在外部环境上, 5月市场仍将延续“经济热、政策紧”的基本格局。经济数据有望延续强势向上趋势, 但也将逐步开始出现涨势趋缓特征。政策面压力相对此前有所加大。
- ◇在金融领域, 货币信贷收紧仍是监管工作重点。不过, 目前加息可能性仍然不大, 货币政策将延续数量型紧缩的调控特征, 但信贷控制、行业紧缩特征仍然会比较明显。
- ◇经过此前8个月的震荡盘整, 4月份市场出现向下破位, 这应该引起足够重视。在趋势上, 市场压力短期很难释放完毕: 未来经济增速回落与通胀走高的矛盾, 将继续考验管理层的智慧和A股市场的承受能力; 流动性紧缩, 生产资料价格不断上涨, 也将逐步削弱以制造业上市公司为主的A股盈利能力, 中期市场将不得不面对研究机构下调盈利预期的风险; 同时, 目前市场结构性高估的风险也会继续逐步释放。
- ◇由于1季报优良的业绩表现, 以银行、保险、石化、钢铁等为代表的权重蓝筹股显示价值支撑, 短期市场应该能够在2800点一线获得支撑。但市场反弹向上空间有限, 3000点左右可能就是反弹目标。建议投资者继续借助反弹降低持仓水平, 或减小亏损。
- ◇5月市场仍应采取清晰的防御策略, 控制持仓水平, 平均持仓目标在4成或以下, 规避市场系统性风险释放。
- ◇市场向上过程中, 可适当关注超跌股或业绩优良价值股的反弹机会, 但应注意控制进出节奏。中期视角, 继续规避与经济关联度较高的行业公司, 关注重点可以放在业绩预期稳定的品牌消费、食品饮料、商业、医药类公司, 但应注意部分消费品公司的补跌风险。中小盘成长股的买入机会仍需等待。主题投资方面, 可关注新疆板块。

4月市场在3000点上方弱势横盘之后破位向下，周线四连阴，全月跌幅达到7.67%。历史上，沪指横盘8个月后出现向下破位走势的经验并不多（比较典型的是2000-20001年期间的走势），但如此走势在趋势上通常都有中期头部的明显特征。

直观上，触动4月市场破位的原因是房地产行业政策的加力收缩。虽然房地产和股票市场均已受到影响，出现大幅调整，但到目前为止，我们不认为调控政策对市场的压力已经得到释放。

经济基本上，投资带来的需求回升速度较快，使得整体经济有趋于过热的风险出现。相对应，我们认为5月份政策基调仍将维持偏紧状态。一方面，房地产行业后续配套政策将继续落实，前期政策已经使房地产行业交投明显滑落，但高房价问题依然比较突出；另一方面，2季度之后国内需求明显复苏，而物价指数也将逐步抬升，并进入集中释放阶段。紧缩性调控手段仍将是5月政策层面的主要特征。

如此背景下，市场预期还看不到明显好转的迹象。信贷紧缩与流动性控制使得资金供应预期持续受压；虽然房地产调控政策短期难以影响行业投资开发力度，政府项目投资建设周期推进也能保证投资数据短期强势，但政策促动下的投资回落预期已经处于酝酿之中；生产资料价格进入强势上涨阶段，对传统制造行业的利润削弱作用将逐步显现，应该注意，中期市场面临的重大风险来自于投研机构盈利预测下调风险。

4月末市场下跌速度很快，多数资金没有顺利出逃，场内资金自救能够带来行情反弹活跃的机会，但5月市场仍需维持防御特征。从市场内部来看，优良1季报使得蓝筹品种出现了明显价值制成，但二三线中小盘股补跌风险仍然需要密切关注。

经济复苏力度比较强劲

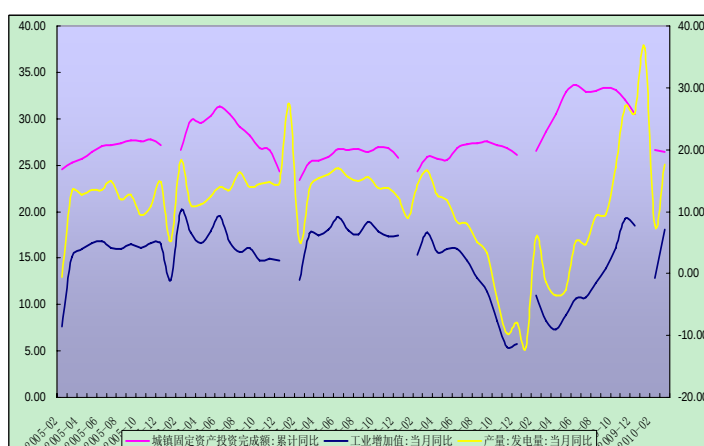
如果单从基本面角度观察，应该说当前市场环境是比较温和的。宏观微观两方面数据都显示出，3月份前后国内需求开始明显提高，复苏态势进一步明确。但经济恢复过程中倚重投资驱动的特征也比较明显，这与促进结构性调整、实现可持续发展的理念有一定差异。控制增长速度，防止部分行业走向过热成为市场新的顾虑因素。

4月中旬国家统计局公布第一季度宏观数据，整体经济表现比较积极。数据显示，今年第一季度GDP增速为11.9%，大大高于2009年第一季度修正后的6.2%。GDP增速达到近年新高与去年基数偏低有关，但从固定资产投资、工业增长速度、发电量、生产资料价格等指标以及进口数据大幅增长等情况来看，国内经济复苏向上的力度比较强劲，需求回升态势明显。

单季GDP增速创2年新高



工业回升带动了经济复苏



值得注意的是,在我国投资、工业增加值及发电量之间,一直存在比较清晰的关联关系,即投资变化往往提前于工业生产,是一个比较明显的先行指标,提前时间大约在半年左右。这在此前几轮经济周期变化中都有清晰的体现。我们认为,这种特征与我国以工业生产为主的经济结构特征有直接联系,且在短时间里,这种关联关系很难轻易改变。

从数据表现上来讲,投资在 09 年 3 季度达到高峰,目前开始出现高位回落特征,但工业生产仍维持强势运行状态,在趋势上也有进一步向上冲高的可能性。不过,如果按照投资与工业生产之间变动关系的历史规律,如果政策紧缩使得投资继续回落,将可能带动未来工业生产的预期下滑。

从外贸部门来看,1 至 3 月我国进出口总值同比增长 44.1%,其中 3 月外贸进出口出现了 72.4 亿美元的贸易逆差,终止了自 2004 年 5 月开始连续 70 个月贸易顺差的局面。对贸易逆差的直观反应是,我国经济增长的模式发生一定变化,带动国内经济高速发展的外需动力出现衰退。但从贸易数据的结构来看,结论完全不同。出口方面,3 月份单月出口额达到 1,121.12 亿美元,不仅达到了 2010 年新高,同时,这也是有历史纪录以来,3 月份出口额的历史最大值。同时,国内 1-3 月份出口数据总额,也已经突破历史新高。从这个意义上讲,外需出口并没有弱化迹象。相反,即使国外经济运行仍未彻底摆脱低迷,但出口突破新高表明“中国制造”对全球的影响力正在进一步加深。

导致逆差的原因在于，进口数据更大幅度的增长。根据海关数据，3月份我国贸易进口1193.48亿美元，这同样是一个创纪录的历史最大值。一般贸易出口增长仅为13.2%，而进口增速高于同期出口增速57个百分点，一般贸易项下出现202.2亿美元的贸易逆差，这是导致3月出现贸易逆差的直接原因。

1-3月出口净额创新高

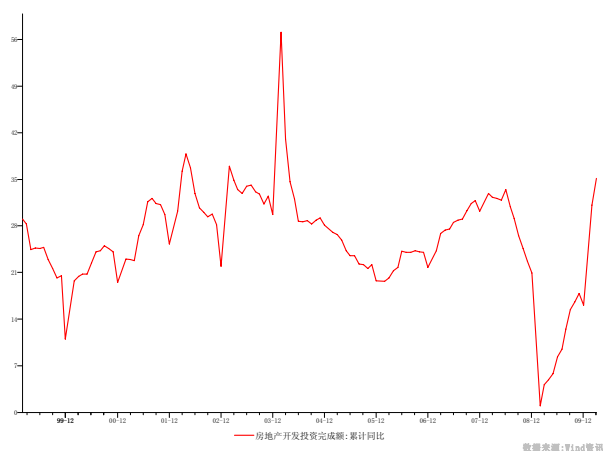
指标名称	出口金额: 当月值	进口金额: 当月值	出口金额: 当月同比	进口金额: 当月同比
2009-01	904.85	513.75	-17.56	-43.09
2009-02	648.66	600.58	-25.75	-24.12
2009-03	902.19	718.86	-17.23	-25.01
2009-04	919.23	789.87	-22.76	-22.86
2009-05	886.99	756.89	-26.51	-24.90
2009-06	954.65	875.40	-21.31	-12.85
2009-07	1,053.92	951.06	-22.98	-14.64
2009-08	1,036.74	882.10	-23.42	-16.78
2009-09	1,158.67	1,031.46	-15.28	-3.41
2009-10	1,106.18	868.43	-13.94	-6.37
2009-11	1,135.95	946.11	-1.21	26.73
2009-12	1,307.04	1,122.98	17.69	55.87
2010-01	1,095.59	954.09	21.08	85.71
2010-02	945.23	869.10	45.72	44.71
2010-03	1,121.12	1,193.48	24.30	66.00

进一步地，从我国进口商品来看，出现大幅增长的商品主要集中在与投资相关的矿砂、机床、原油等商品。有两方面的原因导致进口数据大幅增长，一是大宗商品进口均价出现明显回升，如铁矿砂进口均价为每吨96.3美元，上涨20.7%，大豆进口均价上涨15.1%。二是进口数量也有一定增长，如前述铁矿砂进口数量增长约18%。

在趋势上，中国特殊的加工贸易结构尚没有根本变化，3月份贸易顺差的出现也并不具备趋势性延续的长期可能性。相反，在目前时点上，我们认为逆差的出现更多反映了国内投资需求快速回升，经济面复苏强劲的有力信号。目前来看，4月份数据很可能延续进口增长更为强劲状态，并出现连续第二个月的贸易逆差。

从行业角度来看，房地产市场交投从春节之后开始明显活跃，全国各主要城市可售面积不断减少，库存销售比连续下滑，甚至低于07、08年水平。主要城市房价也在此期间继续向上，并由此引出了4月中旬开始的强力政策调控。房地产交易市场的活跃，使得投资开发活动升温，3月房地产开发投资完成额同比增速达到35.1%，达到03年以来的最高水平。

房地产补库存需求强烈



其他行业景气度也相对较高。汽车销售也保持火热状态，继 1 月份创纪录地销售 166 万辆后，2 月中国汽车完成销售 121 万辆，前两个月累计销售数据超越美国多达 140 万辆，SUV、重卡销售大幅超越预期。业内人士普遍预计，汽车销售仍能维持相对高位，全年汽车销量有望达到创纪录的 1600 万辆左右。

施工旺季的到来使得与基础设施建设相关的钢材、水泥、有色等销售逐步升温，而机械机床行业订单提升速度也十分明显。饱受产能过剩压抑的钢材行业基本面自 3 月起有明显改善，钢材价格持续上涨，其中，螺纹钢和线材价格飙升，中板价格也有明显上涨。钢材库存持续降低，钢筋、线材库存下降较多，而铁矿石库存持续减少。在天气转暖后，施工项目陆续开工建设，水泥销售有明显回升。广东、河南、辽宁、甘肃等地开始上调水泥价格。此外，机械、机床行业订单也有明显回升迹象。

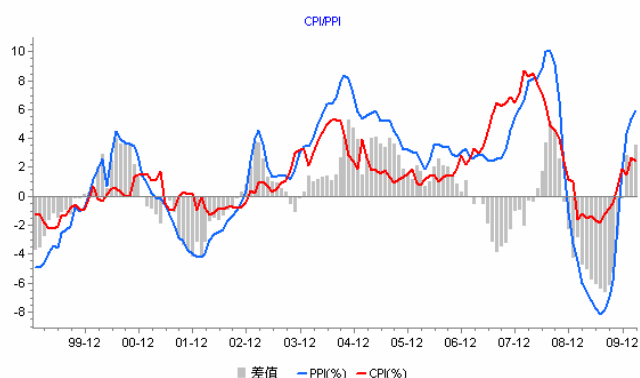
不过整体来看，第一季度的经济回升仍然具有投资驱动的典型特征，这与 09 年大规模政府项目施工带动有直接关系。但依照目前的发展方向，经济很容易从低谷迅速再次走向过热，并对资源、环境产生巨大负面影响。而从长远来看，投资建设项目达产后的供求失衡将是未来经济发展中的重要隐患。因此，控制经济增长速度，防止局部经济走向过热，已经成为 1 季度经济强势复苏后引导政策调控思路的重要因素。

政策维持紧缩状态

对应于经济面强势复苏的状态，5 月份政策面将继续维持紧缩状态。

这既是保持经济稳健增长的长期必要，同时，也应考虑到物价指数变化的现实压力。短期来看，3 月份 CPI 同比增幅仅有 2.4%，环比增幅甚至有所下滑，但 PPI 强势上行的趋势没有改变。我们预期，4 月份物价指数将再次回复升势，并超出 2.5% 这一部分观点关注的加息参考值。

物价上行趋势没有改变

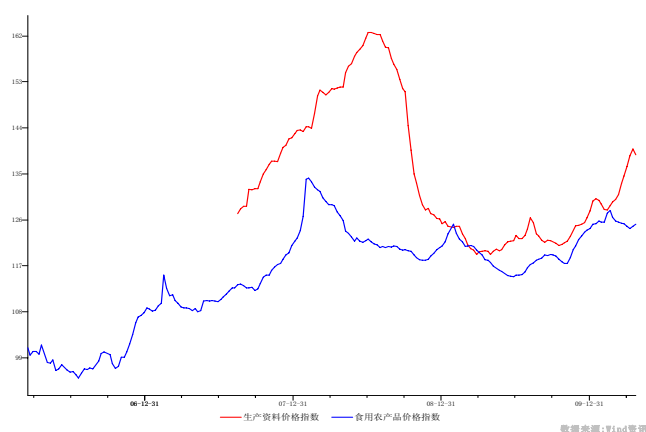


数据来源: Wind资讯

按照商务部每周公布的生产资料价格指数和食用农产品价格指数走势数据,我们认为4月份CPI上行的压力仍然相对有限,蛋、禽、肉类及蔬菜价格环比小幅回落,为4月份CPI表现提供了平稳基调,但基数效应的影响将使4月CPI重新回复到环比上涨的趋势之中。值得关注的焦点在生产资料价格走势,根据商务部数据,进入2010年以来生产资料价格指数明显加速上涨,4月第三周该指数达到139.83点,创08年10月以来新高。加上基数效应的共同作用,PPI在未来1、2个月的表现将比较糟糕。市场普遍预计,4月PPI有望超过6.5%的高位水平,并在5月延续上行趋势,通胀的形势并不乐观。

在预期上,两大价格指数的差异表现不仅意味着调控压力在继续加大,同时更重要的指示意义在于,制造业生产成本不断增加,但其向下游传导的途经并不通畅,也就是说,生产资料价格的上涨已经开始不断侵蚀中游制造业上市公司的经营利润。

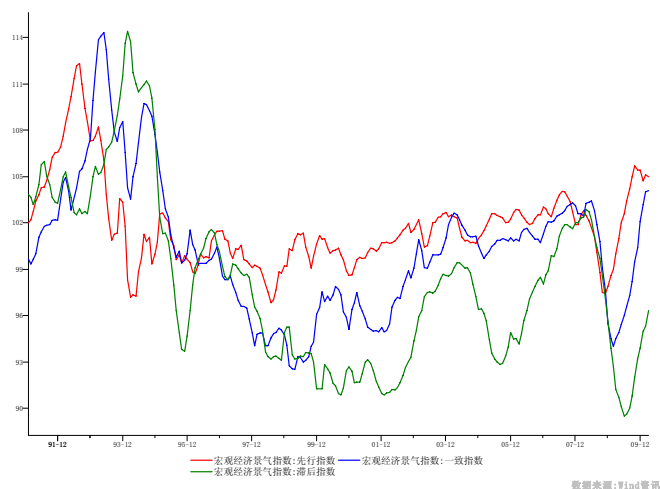
商务部两类价格指数表现(周)



数据来源: Wind资讯

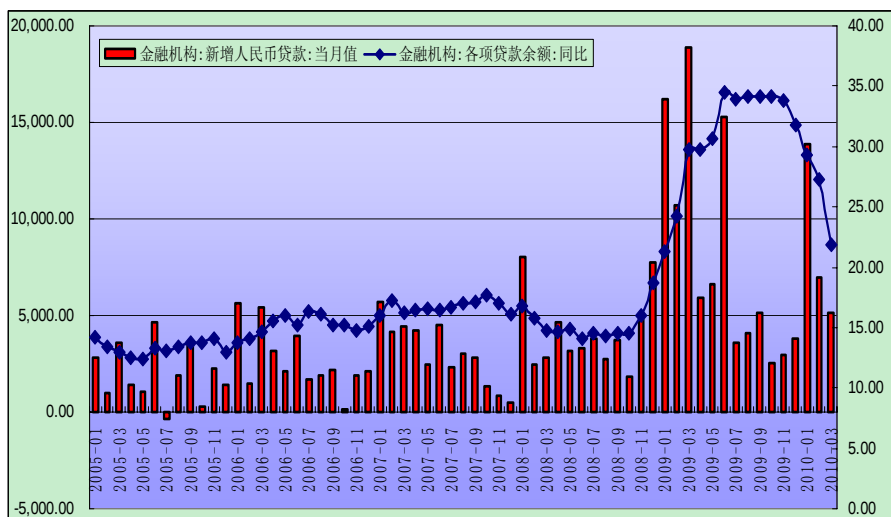
在中长期趋势上,我们建议继续关注此前多次提及的三类景气指标变化关系,如下图所示。可以看出,在2010年里,信贷货币等先行指标已经开始见顶回落,同步盈利等经营指标进入寻顶阶段,物价指数类滞后指标则正处于强势上行阶段。这种变化正是未来1、2个季度A股市场面临的最重要的外部投资环境,经济增长预期下降,而通胀压力加大。我们认为,这也是权重类个股走势始终受到压制的根本原因。

三类景气指标对比关系

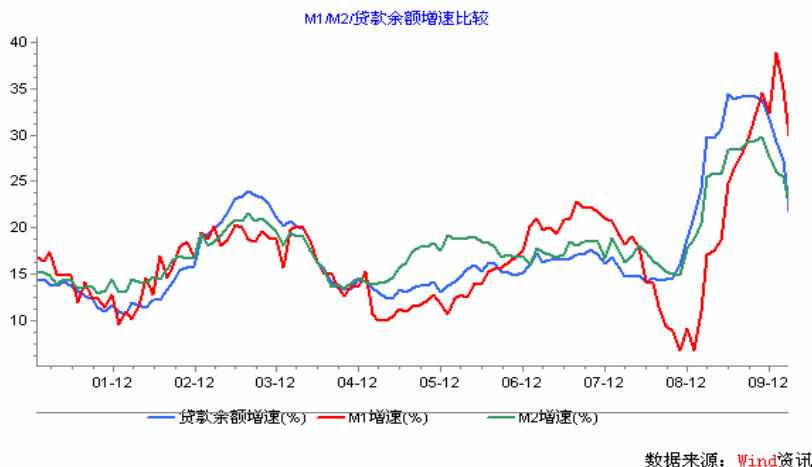


虽然从紧预期明确,但在调控方式上,我们认为央行5月仍会延续以数量型紧缩手段为主,CPI短期压力不大,加息手段出台可能性非常小。由于第1季度新增贷款达到2.6万亿元,占全年计划目标的35%,因此第2季度信贷紧缩力度仍然较高,以保证上半年信贷投放控制在全年的60%左右。尤其在房地产行业政策收紧的背景下,信贷增长可能受到明显影响。受其影响,M1和M2增速也将继续维持下行趋势,并逐步回归历史均值区间。

信贷紧缩压力仍然较大



货币供应量增速将继续下滑



预期压力难以迅速释放

4月中下旬, A股市场开始破位下行, 此前被认为处于估值低端的权重蓝筹品种成为引领下跌的第一波力量, 并进一步带动股价高高在上的二三线中小盘股、各类题材股进入补跌状态。

弱势市场表现背后是经济政策环境发生改变后, 投资者对未来市场预期发生了巨大改变。或者更准确地说, 在既有经济格局没有明显改变的情况下, 政策变动使得市场对于未来“经济回落、通胀上行”的预期达成统一认识。目前来看, 市场关注的趋势转变主要集中在以下几个方面:

第一, 房地产行业强力调控政策可能强化经济增速见顶回落的预期。在4月中旬第1季度经济数据公布前后, 伴随良好经济表现, 国家集中出台了一系列有关房地产行业的调控政策:

4月14日, 国务院常务会议指出, 将保持货币信贷适度增长, 坚决抑制住房价格过快上涨, 并将加快研究制定合理引导个人住房消费的税收政策。对贷款购买第二套住房的家庭, 贷款首付款不得低于50%, 贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。另外, 对购买首套住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭, 贷款首付款比例不得低于30%。

4月15日, 国土资源部公布2010年住房供地计划, 今年拟计划供应住房用地总量同比增长逾130%, 其中中小套型商品房将占四成多, 超过去年全国实际住房用地总量。

4月17日, 国务院又发出《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》, 提出十条举措, 被称为房地产“新国十条”。4月18日, 国务院发布通知指出, 要严格限制各种名目的炒房和投机性购房, 房价过高地区可暂停发放购买第三套及以上住房贷款, 对不能提供1年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。

应该说, 高房价压力下的政策调控手段并不超出市场预期, 但此次政策调控力度明显超出预期, 关于银行信贷的控制措施力度也已经远远超出2007年的水平。从人民银行公布的货币政策执行报告中, 我们得到了信贷推动房地产泡沫化趋势演变的有力依据, 严格控制信贷在此次调控中得到了空前强化。

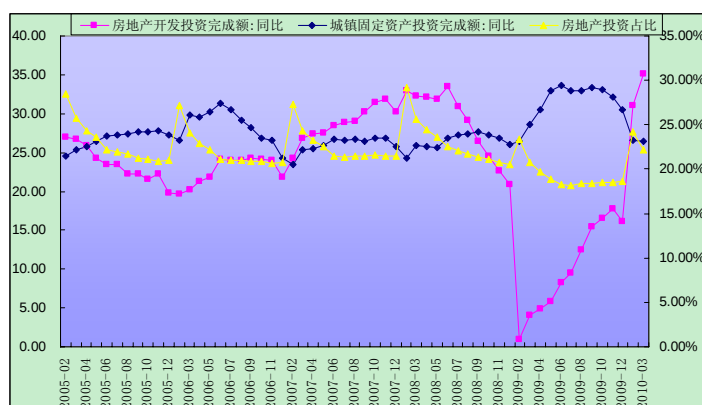
并且, 在政策出台之后, 目前国内房价水平仍处在相当高位, 以深圳为代表的部分城市

房地产价格甚至逆市继续走高。也就是说，此次密集调控之后，并不意味着不会再有新的调控政策措施出台，有关地方融资平台清理，以及房地产保有环节征税等，都会继续成为房地产市场的政策不确定因素。且已有政策落实对相关市场参与者的冲击也并不完全明朗，例如，中国银行已经率先将存量首套、二套、三套及以上的房贷利率浮动比例，分别调整至基准利率的 0.85 倍、1.1 倍和 1.2 倍，贷款购房者的利息支出加重，无疑会对市场形成巨大冲击。其余商业银行会否跟进操作，仍然无法准确预期。

目前来看，房地产调控政策已经对成交量造成了直接影响，且交投萎缩趋势仍在继续。由于交投萎缩到开发商投资减少存在一定时滞，且目前开发商资金充沛，市场库存处于低位，我们认为，房地产投资开发力度在 2 季度尚不会明显大幅萎缩。不过，政策收紧对于开发商预期也已经产生直接影响，其在中长期必然带来开发风险的加大，以及投资力度的下滑。

在宏观经济层面，房地产开发投资历来是我国固定资产投资中的主体，其在投资中的占比普遍保持在 20-25% 的区间，个别年份甚至超过 30%。加上房地产行业对上下游的带动作用，仍然没有其他行业能够取代，因此，如果未来房地产开发投资力度下滑，将对经济走势带来十分不利的影响。

房地产投资与固定资产投资对比关系



第二，警惕盈利预测下调风险。在趋势上，影响上市公司盈利增长的因素主要有以下几个方面：第一，房地产投资下滑，中国经济在政策紧缩与原有政府项目边际驱动力下降的影响下，可能在未来 1-2 个季度出现见顶回落趋势；第二，通胀水平逐步走高，尤其生产资料价格进入强势上涨阶段，将对工业生产带来最直接的利润侵蚀。从目前的情况来看，铁矿石谈判基本宣告失败，而以原油、铜、铅、锌、镍等为代表的大宗商品价格基本已经恢复到 2008 年经济危机发生前的水平，但下游消费市场的恢复程度有所滞后。

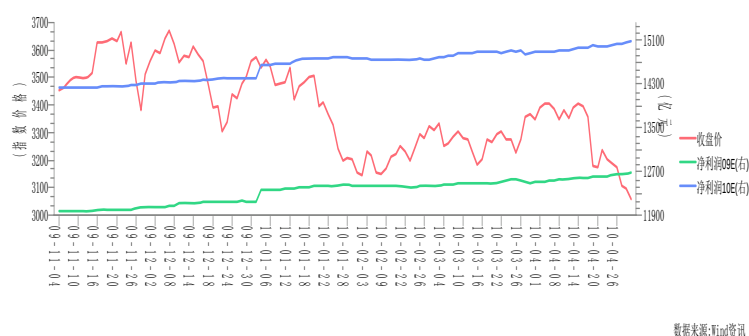
4 月调控使得市场股价出现大幅下挫，但从卖方研究情况来看，当前市场研究机构对未来公司盈利预期中仍处于比较乐观状态，并没有反应经济可能回落的盈利下调风险。按照市场一致预期，目前上证综指 2010 年预期盈利增幅仍在 33.45%，沪深 300 盈利增长预期在 32% 左右，相对于 09 年 A 股 25.5% 左右的盈利增长水平，市场预期显示 2010 年上市公司经营情况将取得进一步好转。但在趋势上，我们尚不能清晰看到上市公司盈利能力进一步提升的动力来源。

各指数一致预期与估值对比

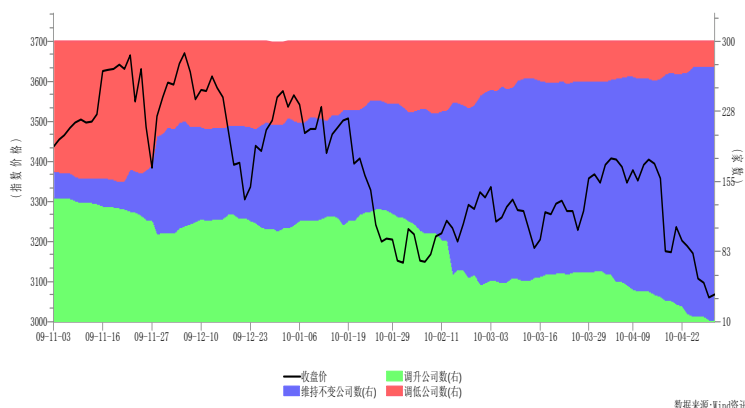
指数名称	指数点位	净利润(亿元)			净利润同比增长率(%)		市盈率		
		09A	10E	11E	10E	11E	09A	10E	11E
上证综合	2,870.61	9,429.02	12,583.14	15,043.86	33.45	19.56	21.68	16.25	13.59
上证A股	3,009.37	9,333.59	12,443.84	14,869.87	33.32	19.50	21.86	16.40	13.72
上证B股	247.29	95.43	139.29	173.99	45.97	24.91	4.13	2.83	2.26
上证180	6,673.54	8,533.94	11,151.08	13,206.69	30.67	18.43	18.84	14.42	12.17
上证50	2,149.45	7,542.24	9,654.74	11,318.83	28.01	17.24	17.35	13.55	11.56
沪深300	3,067.37	9,581.43	12,665.13	15,069.75	32.18	18.99	19.82	15.00	12.60
中证100	2,906.30	8,529.84	11,144.22	13,175.73	30.65	18.23	18.36	14.06	11.89
深成指	11,162.54	614.70	883.80	1,089.31	43.78	23.25	25.64	17.83	14.47
深证100	4,009.57	875.17	1,270.24	1,578.60	45.14	24.28	27.49	18.94	15.24
中小板	5,939.44	420.55	603.61	788.56	43.53	30.64	47.96	33.41	25.57
深综指	1,112.68	1,616.37	2,510.20	3,241.09	55.30	29.12	40.76	26.24	20.33
深证A股	1,167.51	1,446.10	2,255.91	2,917.72	56.00	29.34	42.89	27.49	21.26
深证B股	602.24	170.28	254.29	323.37	49.34	27.17	22.64	15.16	11.92

从沪深300成份股盈利预测来看,目前卖方研究机构对沪深300成份股盈利情况依然维持稳健乐观状态,2010年盈利预测维持平稳状态。对盈利调升调降公司数量的统计结果显示,近半年市场一致预期的变化特征为:盈利调升公司数目大幅减少,盈利调降公司数目也有一定回落,维持盈利不变的公司数目则不断增加。如果未来政策紧缩使得经济走势出现波动,盈利调降公司数目增加将直接导致市场重心的再次下移。

沪深300指数成分股盈利一致预期



沪深300盈利预测变动统计



第三，市场内部结构性估值压力仍有待释放。节前市场下跌表现为两轮明显的结构性特征，权重股率先受压向下破位，此后中小盘股票进入补跌过程，部分品种短期跌幅超过 30%，但在整体上，我们认为大小盘股之间估值差距仍有进一步修补的趋势。

截至 4 月 30 日收盘，深圳中小板和创业板公司 09 年 PE 仍在 48 倍和 78 倍。而朝阳永续一致预期盈利预测显示，目前卖方研究机构认为中小板和创业板 2010-2011 年复合利润增速预测分别将达到 37.26% 和 43.22%，其对应 PEG 为 1.28 倍和 1.80 倍。也就是说，即使中小板和创业板公司能够实现 40% 的高速增长，但其股价也是相对高估的。

而从历史统计数据来看，我国 A 股市场超高速增长的不稳定性并不值得信赖。我们选取中小企板公司自 2005 年至 2009 年间营业利润和净利润总额增长率作为考察对象(如下表)，在过去 5 年中，中小板公司业绩波动很大，2007 年上一轮景气周期中，中小板公司利润增长速度达到顶峰，净利润总额同比增长 40.1%，但次年营业利润出现负值，2009 年又有快速回升，但平均下来看，在过去 5 年中，中小板公司利润增长的算术平均值仅有 22%，复合增长率则不足 20%。除非宏观经济重新进入强势上行周期，否则，当前市场给出未来两年中小板 37%、创业板 43% 的利润增速很难有实际兑现的可能性。

当然，我们也并不排除在经济转型、国家鼓励新兴产业发展的背景下，个别公司能够实现超高速增长，但在整体上，中小盘公司高估值问题不容回避。

中小板公司过去 5 年利润增速

	营业利润增长率%	利润总额增长%
2005-12-31	14.29	14.02
2006-12-31	27.76	28.88
2007-12-31	36.99	40.19
2008-12-31	-1.15	0.93
2009-12-31	27.21	26.98
平均	21.02	22.2

当前，09 年年报和 10 年 1 季报披露完毕，这样的市场环境更加不利于中小盘公司股价表现。从 1 季报业绩中，银行、保险、石化，以及经营压力较大的钢铁股，均交出了非常出色的答卷，宝钢股份一季度盈利甚至达到 0.22 元。这样，权重蓝筹品种在短期内确实出现

了相对可靠的价值支撑。对比来看，创业板和中小板公司业绩水平很难令人信服，在创业板已经公布的 77 份一季报中，每股收益不足 0.1 元的有 30 家，每股收益在 5 分以下的也有 17 家，且相对 09 年年报，创业板公司盈利均出现了大幅下滑，这对中小盘股股价重返强势，并不是积极信号。

市场判断及策略选择

在外部环境上，5 月市场仍将延续“经济热、政策紧”的基本格局。经济数据有望延续强势向上趋势，但也将逐步开始出现涨势趋缓特征。政策面压力相对此前有所加大，这一方面源于两大价格指数继续走高的压力，另一方面，房地产行业调控政策仍没有利空出尽的明确预期，配套政策及地方政府、各类银行信贷政策调整都会给市场带来阶段性压力。不过，目前加息可能性仍然不大，货币政策将延续数量型紧缩的调控特征，但信贷控制、行业紧缩特征仍然会比较明显。

经过此前 8 个月的震荡盘整，4 月份市场出现向下破位，这应该引起我们足够的重视。在趋势上，需要强调，市场压力并不是短期就能够释放完毕，未来经济增速回落与通胀走高的矛盾，将继续考验管理层的智慧和 A 股市场的承受能力；流动性紧缩，生产资料价格不断上涨，也将逐步削弱以制造业上市公司为主的 A 股盈利能力，中期市场将不得不面对研究机构下调盈利预期的风险；同时，也需要明确，目前市场结构性高估的风险也会继续逐步释放，只有大浪淘沙后的真实成长，才能经得住市场考验。

由于 1 季报优良的业绩表现，以银行、保险、石化、钢铁等为代表的权重蓝筹股价值支撑，它们成为稳定指数表现的中坚力量。基于此，短期市场在 2800 点一线应该能够获得一定支撑，但中小盘股的补跌风险仍需缓慢释放。同时，鉴于市场中期压力依然存在，市场估值支撑基础并不稳固，我们认为 5 月市场也很难有大幅反弹向上的机会，3000 点左右可能就是反弹目标。建议投资者继续借助反弹降低仓位，或减小亏损。

5 月市场仍应采取清晰的防御策略，坚决控制持仓，平均仓位目标在 4 成或以下，规避市场系统性风险释放。在投资操作中，2800 点反弹向上的过程中应主要关注跌幅在 30-40% 的中小盘超跌品种和股价处于低位的 1 季报业绩优秀蓝筹股，但这些品种更多属于超跌反弹机会，应注意进出节奏。

在中长期投资方向上，继续规避与经济关联度较高的行业个股，关注重点可以放在业绩预期稳定的品牌消费、食品饮料、商业、医药类公司。不过考虑到前期受到资金追捧，消费类公司股价普遍处于高位，存在一定补跌风险，投资者也不可盲目追高。反映中国经济转型的科技类中盘公司，在中长期看必将是孕育黑龙的摇篮，但其短期补跌风险不容忽视，投资者目前观望为宜。

主题投资建议关注新疆板块。中共中央政治局 23 日召开会议，研究推进新疆维吾尔自治区跨越式发展和长治久安工作。会议指出，新疆工作在党和国家事业发展全局中具有特殊的战略地位。进一步做好新形势下新疆工作，推进新疆跨越式发展和长治久安，对深入推进西部大开发、提高各族人民生活水平、实现全面建设小康社会奋斗目标，对加强民族团结、维护祖国统一、保障国家安全，具有极为重要的意义。会议强调，要坚持把科学发展作为解决新疆一切问题的基础，推动新疆经济社会又好又快发展。这次会议被看作是为新疆工作会议奏响的序曲，新疆工作会议则将为期待已久的新疆区域振兴规划拉开大幕。新疆板块简单可以划分为基建（建筑施工、建材、钢铁）、能源资源（石化、煤炭、煤化工、输变电设备、其他矿产）和特色农业三个部分。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。