

张忆东 李彦霖

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

与其刀口舔血，不如耐心选股

2010年5月16日

相关报告

20100502《控制仓位，耐心等待》
20100430《预期紊乱·潜伏》
20100425《风险已高！钱向哪去？》
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《中途岛反攻战》
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

本周展望：大盘整固等待方向，小盘股仍有风险

——在5月策略报告《预期紊乱·潜伏》中，我们提出5月后续的风险，包括，政策调控、房地产价格下跌等引发对经济、甚至业绩的悲观预期、资金面逐渐偏紧等。当前，这些风险正在逐步兑现。

——政策或进入观察期，经济预期依然紊乱。温家宝强调“注重宏观经济政策的协调配合，既形成调控整体合力，又要防止多项政策叠加的负面影响”。A股可能短期内震荡整理，延缓跌势，但经济预期的紊乱将继续困扰市场，抑制房地产相关等周期性行业的表现，从而，难以出现趋势性的反弹。

——宏观调控实质上是过去两年加的太猛的杠杆化修正一下，流动性向正常化回归，后续资金价格也会有所提升。截止10年3月的贷款利率执行数据显示，贷款下浮比例已快速下降。历史上看，上证指数与执行贷款基准利率下浮占比正相关。同时，股市融资压力仍较大。新股发行节奏并未因股市的大幅下跌而放缓。

——中小市值可能面临估值继续下调的压力。上证50的PE仅为中小板的0.36倍，假设这一比值回到次低点，则意味着还有16%的跌幅。在一季度业绩刺激过去，而经济预期向下的情况下，高风险的中小市值股票业绩增长预期也会受到压力。

本周策略：继续控制仓位，审慎参与反弹

——快速下跌至今，短期市场有望得以喘息，并有望阶段性反弹。但大趋势弱势难改，大市值的周期股继续受预期压制，小盘成长股的高估值风险尚未解除。

——与其逆势重仓搏小反弹，不如继续控制仓位，立足长远找机会，耐心等待新兴产业跌出来的机会，比如，信息技术、医药、旅游、节能环保、精密制造业等，耐心等待高风险中小盘股票补跌、分化，再逢低增持“真正的”成长股。

——阶段性配置关注“跌的少”，包括，估值合理的稳定增长型行业，比如一般消费品（食品饮料等）、公用事业、建筑等，以及前期调整已经较充分反映悲观预期的东西，包括，地产、银行、航运等。

目 录

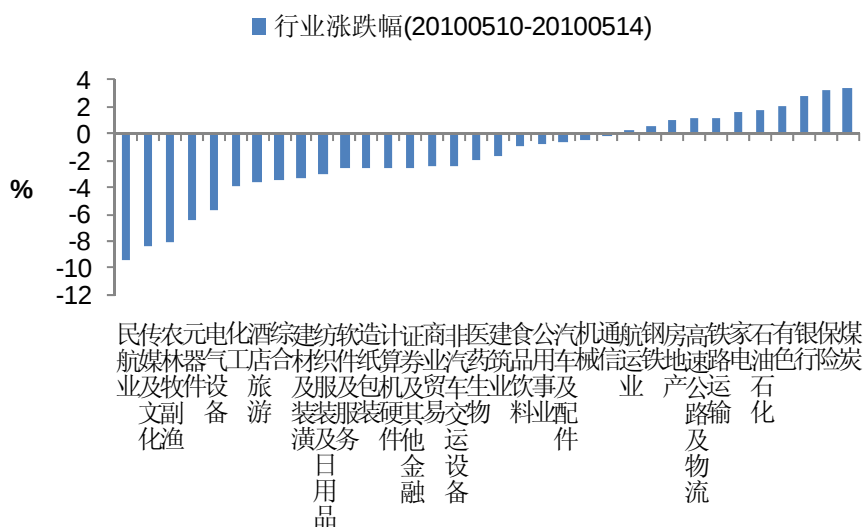
上周回顾：小盘股补跌	- 3 -
本周展望：大盘整固等待方向，小盘股仍有风险	- 4 -
政策或进入观察期，经济预期依然紊乱	- 4 -
执行贷款基准利率下浮比例下降	- 5 -
中小盘股仍存风险	- 6 -
本周投资策略：与其刀口舔血，不如耐心选股	- 7 -
附录：策略数据（详见兴业策略数据周报）	- 8 -
图 1：上周行业涨跌幅	- 3 -
图 2：主要指数涨跌幅	- 3 -
图 3：市场环境示意图	- 5 -
图 4：欧元兑美元急剧下跌	- 5 -
图 5：SP500 vix 指数大幅飆升	- 5 -
图 6：贷款利率下浮占比与上证指数正相关	- 6 -
图 7：IPO 节奏并未放缓	- 6 -
图 8：大小盘股相对收益喇叭口仍大	- 7 -
图 9：上证 50 与中小板 PE	- 7 -
图 10：主要股指周涨跌幅	- 8 -
图 11：主要股指最新估值水平	- 8 -
图 12：A 股换手率与成交金额	- 8 -
图 13：A 股总市值与流通市值	- 8 -
图 14：行业周涨跌幅	- 8 -
图 15：行业周换手率	- 8 -
图 16：风格特征 1	- 8 -
图 17：风格特征 2	- 8 -
图 18：上证综指估值历史走势	- 9 -
图 19：剔除银行后全部 A 股的历史估值	- 9 -
图 20：A-H 股溢价	- 9 -
图 21：开户数跟踪	- 9 -
图 22：全球主要股市最新 PE	- 10 -
表 1：本周限售股解禁	- 10 -

上周回顾：小盘股补跌

本周 A 股延续弱势。行业方面，保险、煤炭、银行、有色等前期调整充分的行业表现较好；而强势行业农业、民航、TMT 等补跌。风格方面，大盘股企稳，中小盘股进入风险加速释放阶段，上证 50 指数上证约 2%，中小板指数下跌 3.7%，小盘股相对大盘股溢价回落。

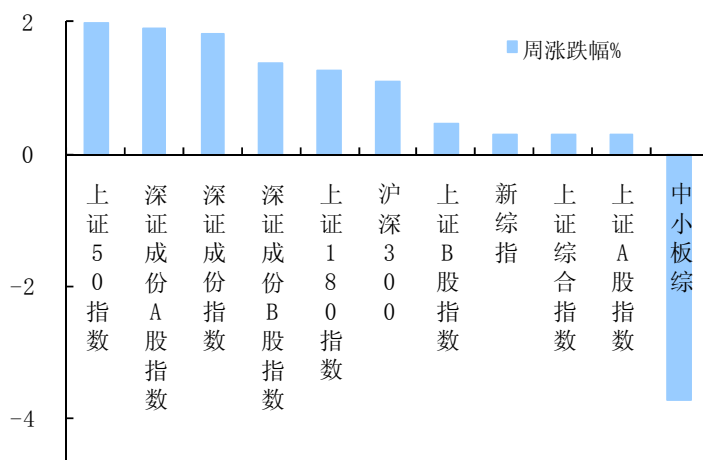
这也符合我们上周策略中的判断，首先，还是控制仓位，配置上防御优先，建议配置消费、服务、以及部分前期早已大幅下跌的银行、房地产等，获取相对收益，耐心等待高风险中小盘股票补跌、分化。

图 1：上周行业涨跌幅



资料来源：天软，兴业证券研发中心

图 2：主要指数涨跌幅



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

本周展望：大盘整固等待方向，小盘股仍有风险

在 5 月策略报告《预期紊乱•潜伏》中，我们在市场环境示意图（图 3）中，提出 5 月后续的风险，包括，政策调控、房地产价格下跌等引发对经济、甚至业绩的悲观预期、资金面逐渐偏紧等。当前，这些风险正在逐步兑现。

政策或进入观察期，经济预期依然紊乱

温家宝在听取天津市委、市政府工作汇报表示，“国内外形势仍然极其复杂，宏观调控面临的两难问题不少”，“加强协调，适时适度，注重宏观经济政策的协调配合，既形成调控整体合力，又要防止多项政策叠加的负面影响，始终合理把握政策力度”。

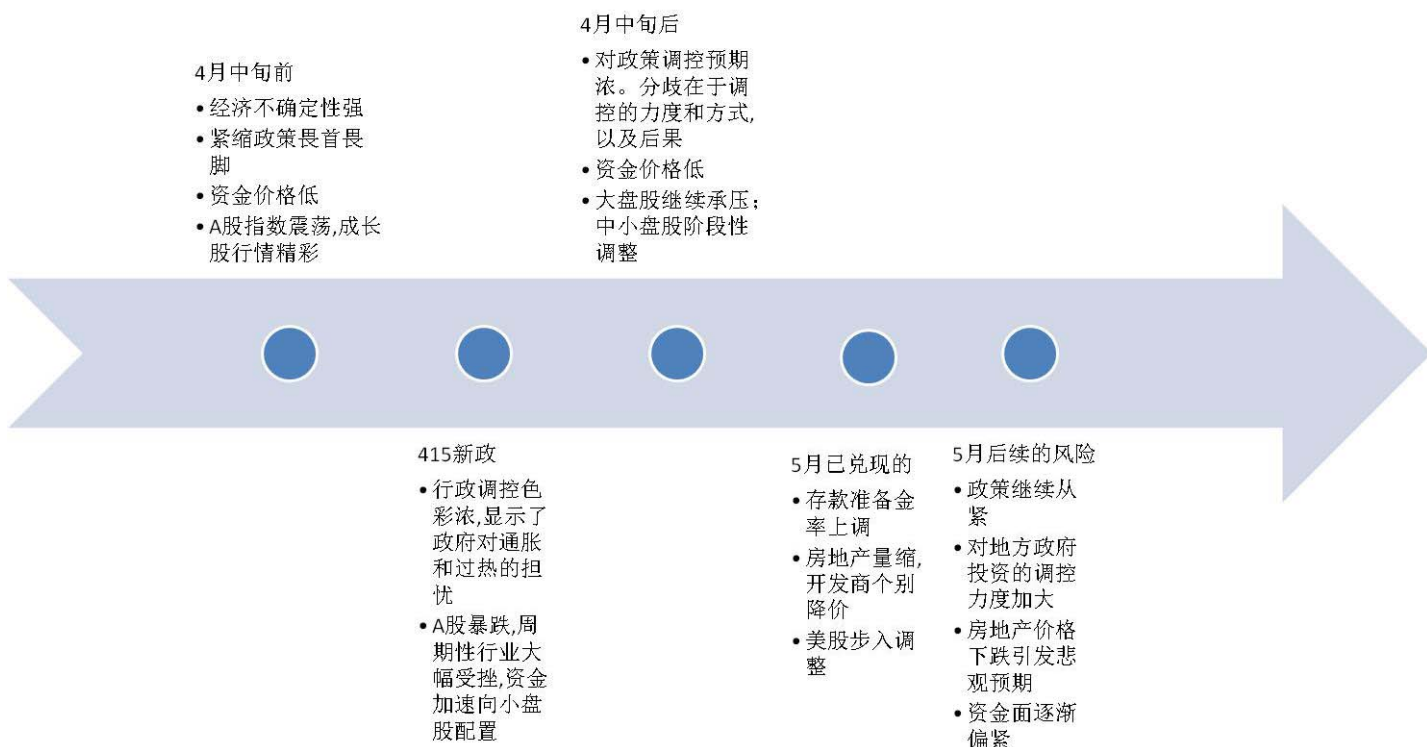
这或许表示经过行政色彩浓厚的房地产调控、存款准备金率的连续上调之后，短期内进入调控效果观察期。需要视政策效果和经济数据，以确定后续的政策方向和力度。

但是，经济预期依然紊乱。经济正处于从危机后报复性反弹向正常化过渡的过程中。近期卖方宏观或多或少向下修正 GDP 增速和通胀预期，市场对于四季度和明年一季度经济下行风险的担忧提升，并且这担忧可能还将持续一段时间。

国内，通胀水平仍有可能上行，房地产地方调控政策尚未出尽、房价仍待继续观察。海外，在欧洲救助计划出台之后，欧元兑美元仍然大幅下跌，美股 SP500 vix 指数飙升至 2008 年底的水平，显示人心依然慌乱。

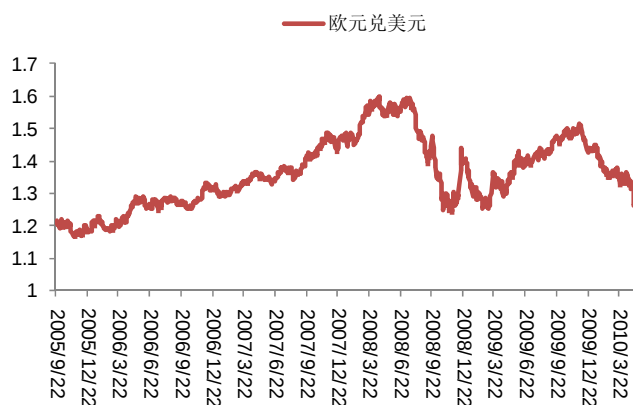
因此，在这段时间内，A 股可能短期内震荡整理，延缓跌势，但经济预期的紊乱将继续困扰市场，抑制房地产相关等周期性行业的表现，从而，难以出现趋势性的反弹。

图 3: 市场环境示意图



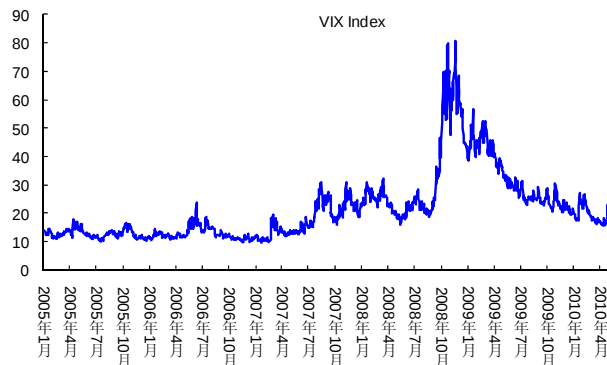
资料来源: 兴业证券研发中心

图 4: 欧元兑美元急剧下跌



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 5: SP500 vix 指数大幅飙升



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

执行贷款基准利率下浮比例下降

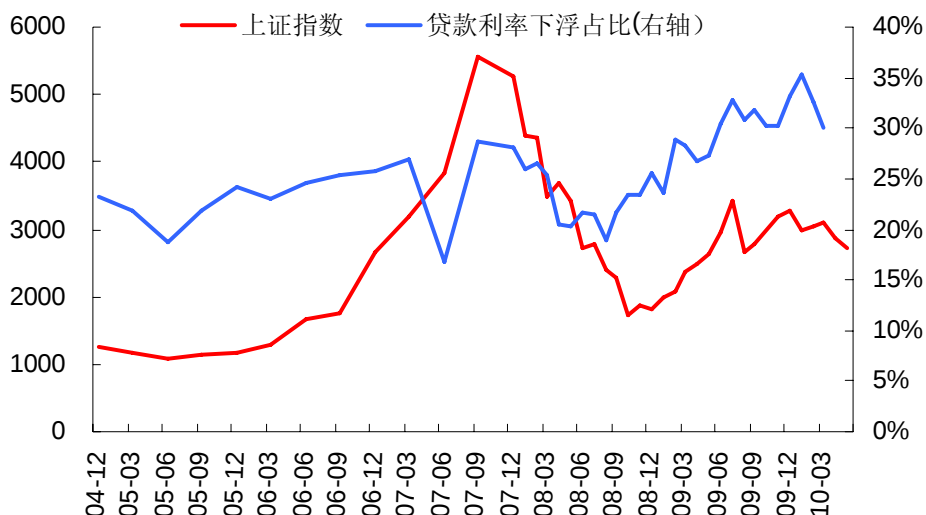
宏观调控实质上是将过去两年加的太猛的杠杆化修正一下, 流动性向正常化回归, 后续资金价格也会有所提升。

管理通胀预期下, 信贷监管趋严, 截止 10 年 3 月的贷款利率执行数据显示, 贷款下浮比例已快速下降。历史上看, 上证指数与执行贷款基准利率下浮占比正相关。

就该指标而言，资本市场后续趋势并不乐观。

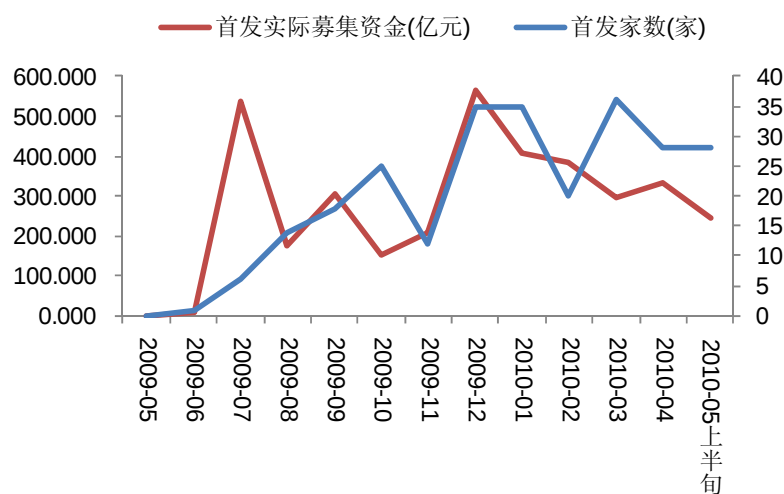
同时，股市融资压力仍较大。新股发行节奏并未因股市的大幅下跌而放缓。

图 6：贷款利率下浮占比与上证指数正相关



资料来源：兴业证券研发中心

图 7：IPO 节奏并未放缓



资料来源：兴业证券研发中心

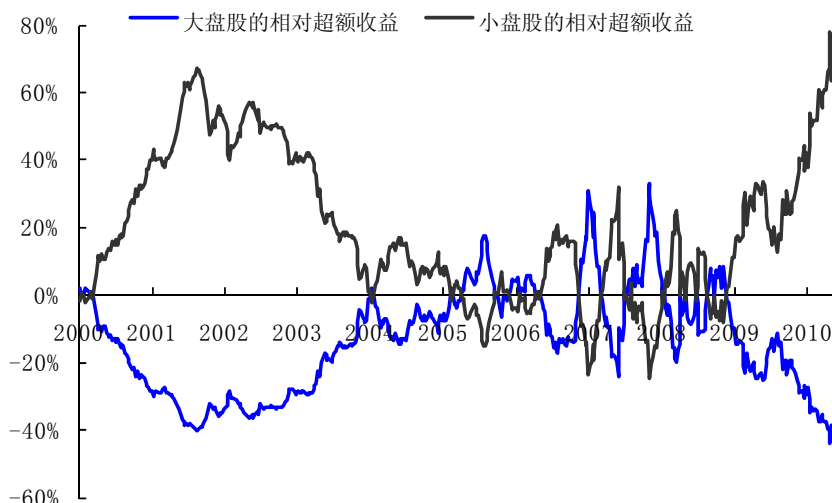
中小盘股仍存风险

中小市值可能面临估值继续下调的压力。创业板和中小板以 TTM 计算的市盈率分别为 67 和 41.3 倍，大盘股和小盘股的收益喇叭口仍大，上证 50 的 PE 仅为中小板的 0.36 倍。假设这一比值回到 2005 年以来的次低点 0.43(06 年中期的水平)，则意味着还有 16% 的跌幅。

在一季度业绩刺激过去，而经济预期向下的情况下，高风险的中小市值股票业绩

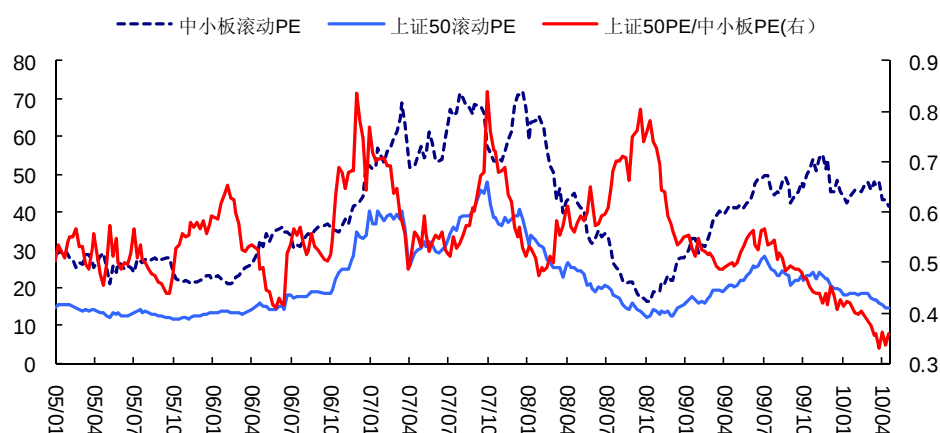
增长预期也会受到压力。短期而言，难以找到刺激其向上的因素。等待估值回调到相对合理的水平，而中报业绩发布临近之时，高成长可能再度成为市场追逐的热点。

图 8：大小盘股相对收益喇叭口仍大



资料来源：兴业证券研发中心

图 9：上证 50 与中小板 PE



资料来源：兴业证券研发中心

本周投资策略：与其刀口舔血，不如耐心选股

快速下跌至今，短期市场有望得以喘息，并有望阶段性反弹。但大趋势弱势难改，大市值的周期股继续受预期压制，小盘成长股的高估值风险尚未解除。

与其逆势重仓搏小反弹，不如继续控制仓位，立足长远找机会，耐心等待新兴产业跌出来的机会，比如，信息技术、医药、旅游、节能环保、精密制造业等，耐心等待高风险中小盘股票补跌、分化，再逢低增持“真正的”成长股。

考虑到，基金比的还是相对收益，阶段性配置关注“跌的少”，包括，估值合理的稳定增长型行业，比如一般消费品（食品饮料等）、公用事业、建筑等，以及前期调整已经较充分反映悲观预期的东西，包括，地产、银行、航运等。这些未来是市场下阶段继续调整中，具有“跌幅相对小”的优势，而且，后者这些弹性较高的行业也是“短平快”抢反弹的好标的。

附录：策略数据（详见兴业策略数据周报）

图 10：主要股指周涨跌幅

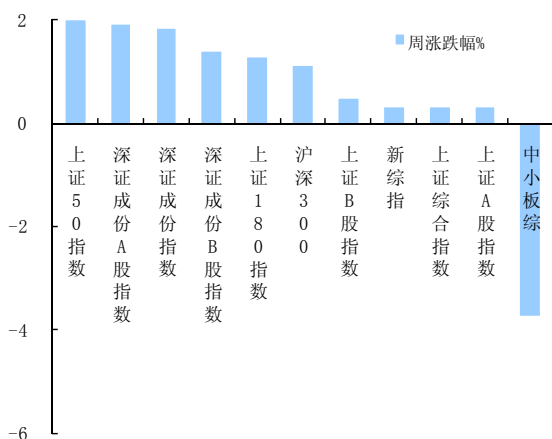


图 11：主要股指最新估值水平

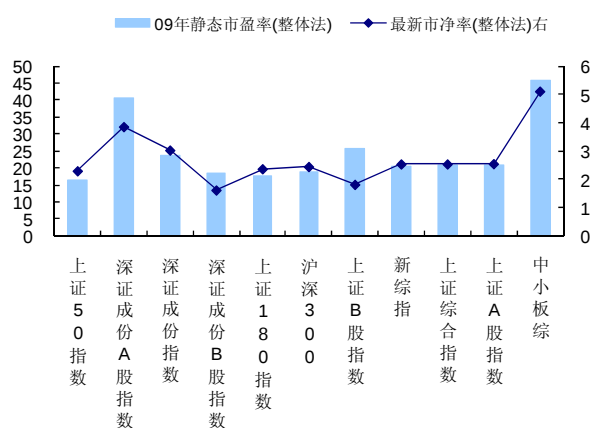


图 12：A股换手率与成交金额

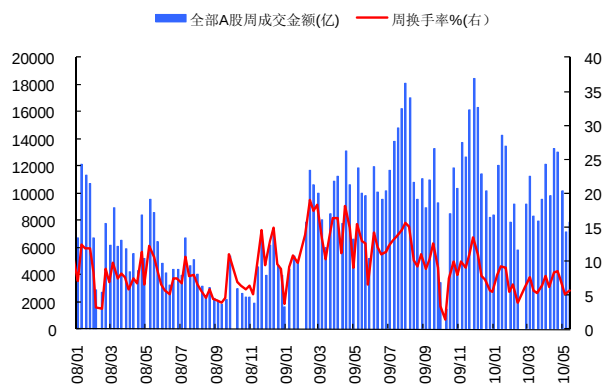


图 13：A股总市值与流通市值

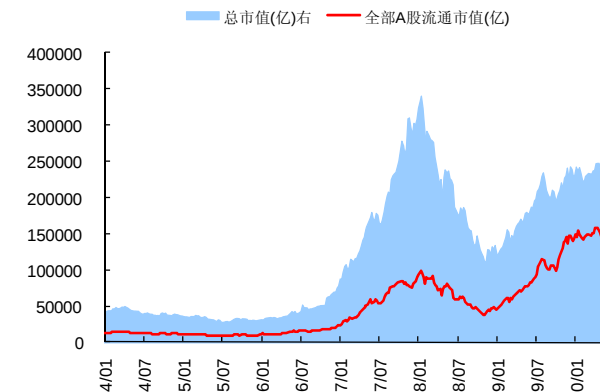


图 14：行业周涨跌幅

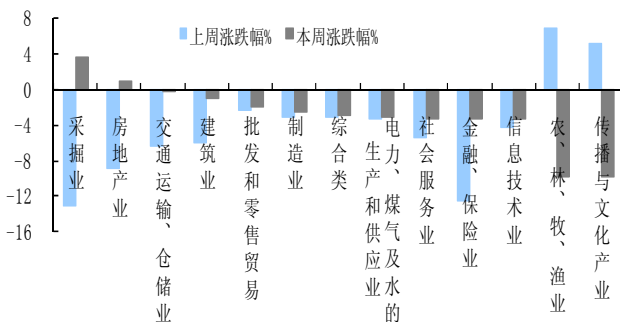


图 15：行业周换手率

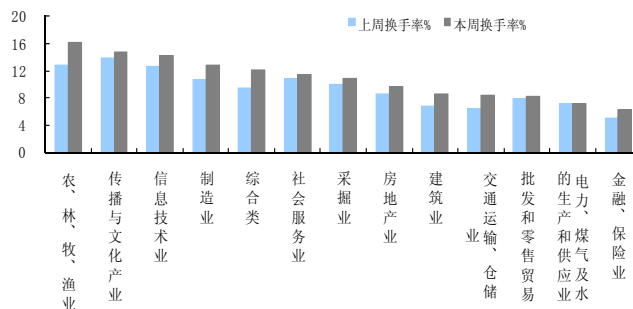


图 16：风格特征 1

图 17：风格特征 2

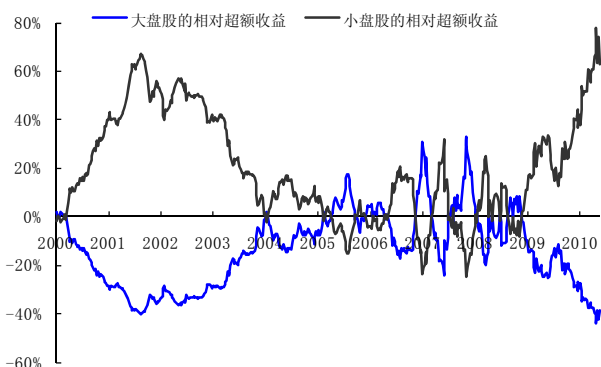


图 18: 上证综指估值历史走势

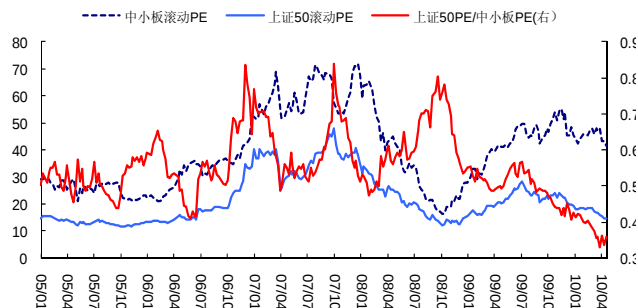


图 19: 剔除银行后全部 A 股的历史估值



图 20: A-H 股溢价



图 21: 开户数跟踪

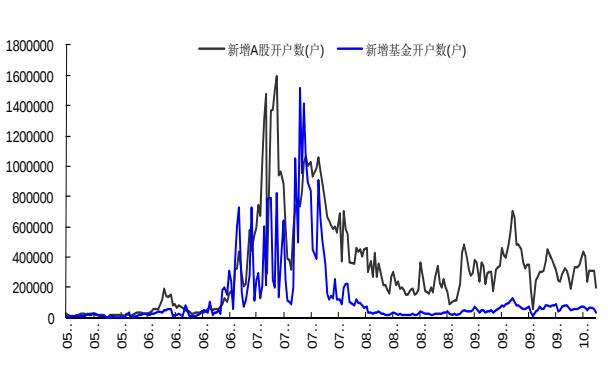
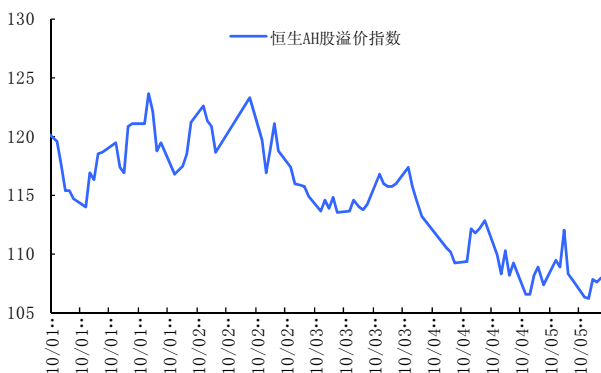
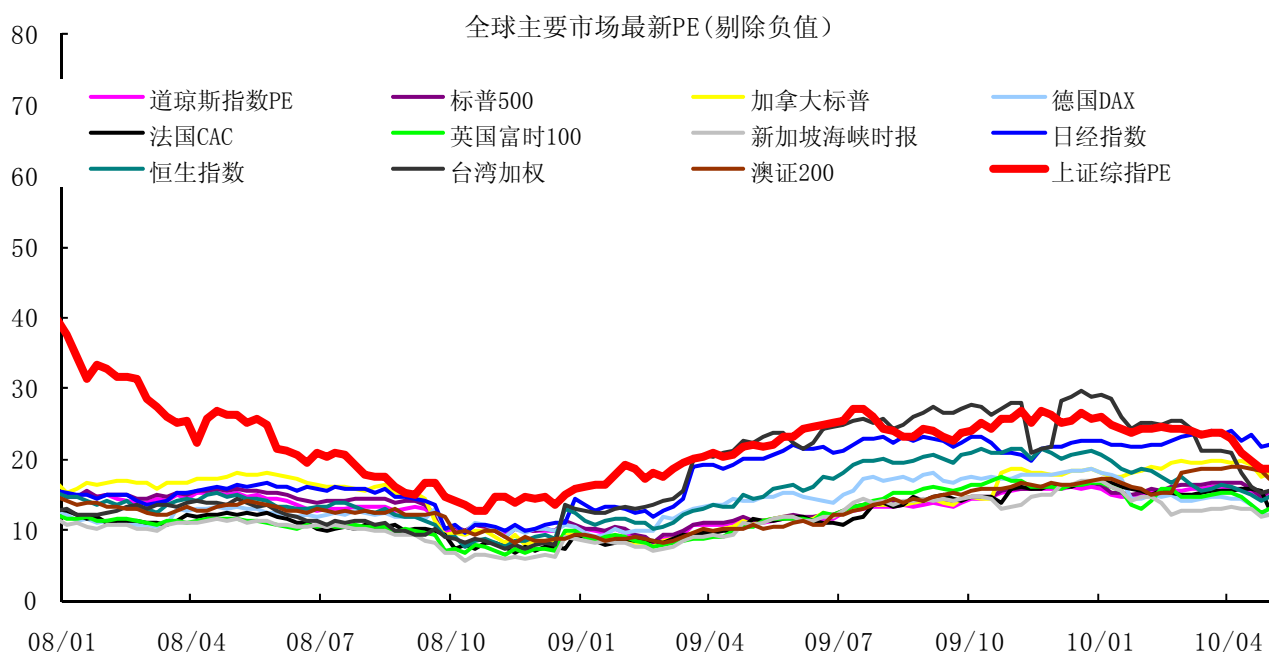


表 1: 本周限售股解禁

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
600177.SH	雅戈尔	2010/5/17	17,823	160,892	61,769	股权分置限售股份
000729.SZ	燕京啤酒	2010/5/17	2,261	52,658	68,369	股权分置限售股份
000777.SZ	中核科技	2010/5/17	5,484	20,155	5	股权分置限售股份
600418.SH	江淮汽车	2010/5/17	19,200	107,287	21,587	定向增发机构配售股份
601958.SH	金钼股份	2010/5/17	12,840	77,400	245,260	首发原股东限售股份
002134.SZ	天津普林	2010/5/17	12,803	24,585	0	首发原股东限售股份
601328.SH	交通银行	2010/5/17	997,498	2,592,992	0	首发原股东限售股份
600082.SH	海泰发展	2010/5/17	2,000	62,717	1,894	定向增发机构配售股份
600750.SH	江中药业	2010/5/17	9,949	29,588	0	股权分置限售股份
600876.SH	ST洛玻	2010/5/17	17,902	25,002	0	股权分置限售股份
000009.SZ	中国宝安	2010/5/17	8,147	107,075	2,000	股权分置限售股份
600068.SH	葛洲坝	2010/5/17	4,003	144,538	87,959	配股原股东限售股份
000020.SZ	深华发A	2010/5/18	11,649	18,117	0	股权分置限售股份
600567.SH	山鹰纸业	2010/5/18	2,131	51,871	1,654	股权分置限售股份
600410.SH	华胜天成	2010/5/19	4,568	46,102	0	股权分置限售股份
600759.SH	正和股份	2010/5/19	20	20,435	73,420	股权分置限售股份
600559.SH	老白干酒	2010/5/19	31	8,945	5,055	股权分置限售股份
600573.SH	惠泉啤酒	2010/5/19	1,435	14,079	10,921	股权分置限售股份
600083.SH	ST博信	2010/5/20	81	20,163	2,837	股权分置限售股份
600388.SH	龙净环保	2010/5/21	4,090	20,790	0	定向增发机构配售股份

图 22: 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%

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。