

市场反复筑底中布局中长期品种

——2010 年 6 月 A 股投资策略

相关报告:

积极把握回调中的机会——2010 年
5 月 A 股投资策略, 2010.4风格特征持续, 静待趋势性机会——
2010 年二季度 A 股投资策略, 2010.3震荡市中把握结构性机会——2010
年 3 月 A 股投资策略, 2010.2

李镜池

+86 755 83199429

lijc@csc.com.cn

执业证书号: S1030209080561

分析师申明

本人, 李镜池, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **政策调控进入观察、缓和期, 但紧缩预期犹在。**房地产的政策调控效果还有待时间观察, 国际大宗商品出现了明显的下跌, 减轻了国内的通胀压力。政府相继出台了非公 36 条、保障性住房、新疆建设方案等等, 透露出管理层调结构、推动经济增长和区域发展平衡的决心。但政策紧缩的预期犹在, 主要基于以下理由: 1、信贷放松不及预期和加息的担忧; 2、主权债务危机对欧美经济的影响可能低于预期; 3、国内的经济结构调整的长期性和复杂性。
- **对整体流动性的判断: 利率水平上升, 流动性趋紧。**由于低估了央行存款准备金率上调和公开市场操作的影响, 实际的流动性变化没有我们在 5 月份报告中预期的那么乐观, 货币市场利率出现了明显的抬升, 后续流动性的变化主要取决于央行的公开市场操作。短期外汇占款预计出现下降, 存款准备金率预计不再上调。信贷短期难以明显改善, 受地产调控和地方融资平台整顿的影响以及银行自身放贷能力的下降, 全年新增信贷有低于预期的可能。存款活期化趋势有减弱迹象, 其后续变化值得观察。
- **中长期投资吸引力上升, 中小板短期或有压力。**从估值的绝对水平看, 当前距离 08 年的历史底部还有 25%-30%, 但无论从基本面还是资金面来看, 当前与 08 年 10 月相差甚远。我们认为, 市场不会出现 08 年 10 月的极度悲观情绪, 2600 点之下是中长期投资者建仓的区域。中小板的相对高估值反映了市场对于经济结构调整的强烈预期, 临近中报、三季报的披露, 由于中小板公司的实际业绩增速很可能低于市场隐含的高增长预期, 届时中小板的相对走势有趋弱的压力。
- **筑底过程会有反复。**综合政策面、资金面、基本面、估值, 我们认为市场的反弹会以弱势、缓慢展开, 以时间来赢得空间, 筑底的过程会有反复, 中长期投资者可在悲观情绪中增加仓位。
- **行业配置:** 长期看, 我国将进行经济结构的调整, 值得长期看好的是消费类行业以及新兴产业, 关注消费类行业中的医药、商业、食品、旅游、通信; 中期看, 经济复苏趋势的明确和政策退出的完成以及场外资金的进入将成为风格转换的催化剂, 回调过程中投资者可以关注低估值的周期性行业, 如保险、银行、煤炭、家电、汽车等; 短期看, 在大盘技术性的反弹过程中, 小盘股的弹性会更好, 投资者可以适当关注小盘股的波动性机会, 如区域概念、新兴产业、兼并重组类个股。

报告关键点:

政策调控进入观察、缓和期，但紧缩预期犹在；
流动性趋紧，市场无风险利率和风险溢价上升；
全年新增信贷有低于预期的可能；
存款活期化趋势有减弱的迹象；
2600 点之下是中长期投资者建仓的区域；
筑底过程会有反复。

在 5 月的策略报告中，我们提到“政策的退出和预期的不确定引发了市场的调整”。5 月份，在房地产政策紧缩和外围欧洲债务危机恶化的影响下，市场出现了 7.5% 的下跌，其最大跌幅超过了 13%，上证指数曾一度下探至 2480 点。这一调整可谓出乎了我们之前的预期，在我们之前的策略报告中，一直坚持 2010 年市场以震荡行情为主，运行的区间在 2600-4000 点。

5 月份超出预期的市场调整值得我们反思：1、加深对中国市场的理解。中国市场的运行特点仍然是典型的新兴市场的特点，市场的波动性大，而市场表现的背后反映的是投资者的行为和思想，投资者情绪的起伏剧烈反应在投资行为上的表现是多空角色的快速、反复的转换，再者就是从众现象严重，而在投资思想上反映的是多数投资者想要战胜的是市场的波动，追求的是短期收益，趋势分析成为其投资纲领；2、投资是科学和艺术的结合，在不同的市场以及同一市场不同的发展阶段，二者的成分会有差异。作为分析师，我们应该去做的是做什么？能做的是做什么？分析师的职责是发现市场的投资机会。对于科学，人可以不断追求，力求尽善尽美，用理性之光去发现市场之中的价值所在；而对于艺术，一方面没有两个完全同样的东西，另一方面对于同一物不同人也会有不同的理解，再者艺术是多维的，是不能用人所习惯的线性思维来推理的。分析师能做到的是用尽量科学的方法来理性的分析市场，发现机会，而对于艺术的把握，则是“智者见智仁者见仁”。与此对应，投资者对于研究报告中的观点也应该区别对待——科学之成分要“小心求证”，艺术之成分不妨“大胆假设”。

政策面：调控进入观察、缓和期，但政策紧缩的预期犹在

4 月下旬开始至 5 月份，中央和地方（北京、深圳、广州、重庆）纷纷出台了抑制高房价的房地产调控政策，5 月份房市出现“量缩价平”的运行态势。5 月份海外市场出现动荡，欧洲政府债务危机恶化，海

外经济的不确定性增加，中国的出口前景面临压力。受房地产投资和出口的预期下调的影响，中国经济增长的不确定性有上升。

政策调控进入观察、缓和期。目前，一方面，房地产的政策调控效果还有待时间观察，短期进一步密集出台房地产调控的可能性我们认为不大，如物业税等；受欧洲政府债务危机恶化的影响，欧元大幅贬值，美元升值，国际大宗商品出现了明显的下跌，减缓了国内出现输入型通胀的可能性，相应减轻了国内的通胀压力。另一方面，在国内进行房地产调控和国际金融环境出现动荡的情况下，5 月份政策环境出现了缓和的迹象，政府相继出台了非公 36 条、保障性住房、新疆建设方案等等，透露出管理层调结构、推动经济增长和区域发展平衡的愿望；温家宝总理在天津考察时指出：当前国民经济继续回升向好，但国内外形势仍然极其复杂，宏观调控面临的两难问题不少，必须冷静观察、沉着应对，要加大结构调整力度，大力发展战略性新兴产业。还需值得一提的是，经济结构调整的内涵是双向的，与降低对投资的依赖、抑制高耗能产业对应的是刺激消费、鼓励发展第三产业以及新兴产业，因此在后续的产业调整政策中，我们会看到政策的“有保有压”，在前面采取了压的措施之后保的成分会相应增加。

但是，政策紧缩的预期犹在，主要基于以下理由：

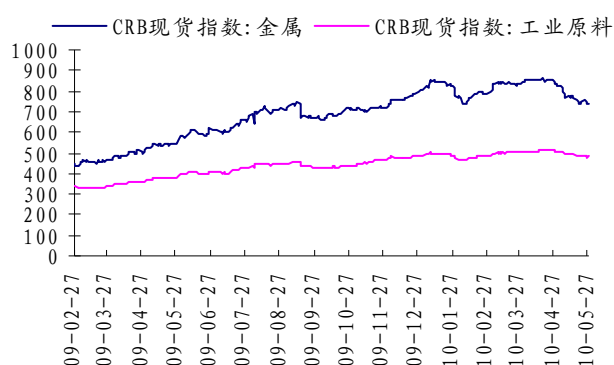
1、信贷放松不及预期和加息的担忧。CPI 在未来的 4-5 个月内仍将保持上升的趋势，压制了央行货币信贷政策放松的空间，加上地产的调控、地方融资平台的整治，下半年的信贷放松可能不及预期（后文有更详细分析）。见顶之后 CPI 回落的空间也将有限，市场将对加息始终产生担忧。美元升值对大宗商品的价格形成压制，PPI 在年中将见顶回落，PPI、M1 的回落意味着 CPI 非食品价格将在 10 年 3 季见顶回落，减轻了这一期间 CPI 上行的压力，但 CPI 食品价格将在肉禽价格主导下持续攀升，这使得 CPI 在见顶之后的回落幅度将非常有限，未来仍然存在较强的加息预期，若在目前经济增长的不确定性有增加的情况下进行加息无疑会使市场产生恐慌，对市场会形成较大的冲击。

2、主权债务危机对欧美经济的影响可能低于预期。目前欧元区经济的不确定主要集中在金融领域，而且国际组织和政府援助及时，再次升级为流动性危机进而冲击实体经济的可能性很小，短期内欧美实体经济的表现总体仍将较为强劲，尤其美、德，中国出口增速短期仍将维持在高位，出口刺激政策仍将面临逐步的退出。中长期看，债务问题将导致欧美经济的潜在增速出现下降但同时将促使欧美着手进行经济结构和制度的调整，寻找新的经济增长点等，这些将增强欧美经济的竞争力和增长潜力，提升经济增速。

3、国内的经济结构调整的长期性和复杂性。由于关系到民生，在房价没有出现一定幅度的下降之前，目前的地产调控措施不会放松，不排除在适当时候，中央政府出台更为严厉的房地产调控措施。下半年房价调整的压力加大，届时需要观察房价的变动及其对房地产投资的影响，短期保障性住房建设难以扭转房地产开工下滑的大趋势，年内减排的任务也十分艰巨，周期性行业仍将受压制。

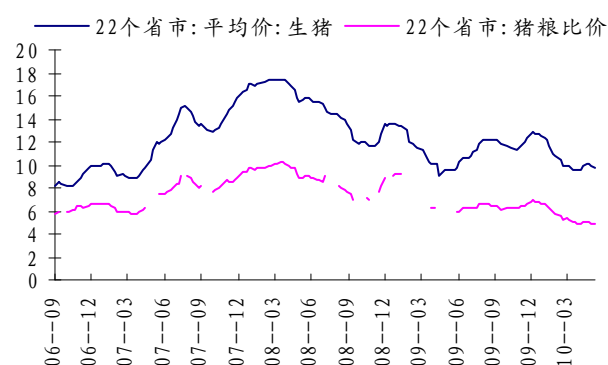
由此，政策进入观察、缓和期对近期受到国内政策压力大幅下跌的市场而言具有一定的刺激作用，市场反弹的要求有所增加，但紧缩预期并未消除，这将制约反弹的高度，筑底的过程会有反复。

Figure 1 5 月份大宗商品出现明显回落



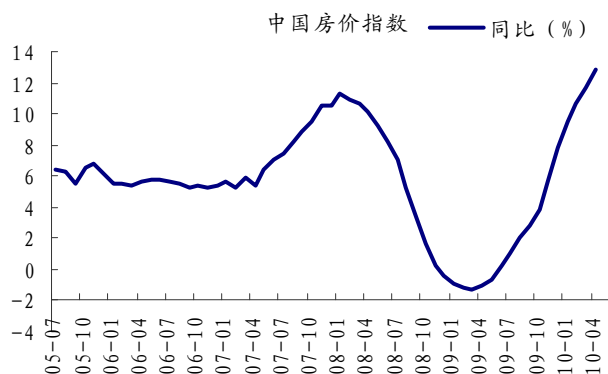
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 2 猪粮比价在历史低位，下半年猪价将进入上行周期



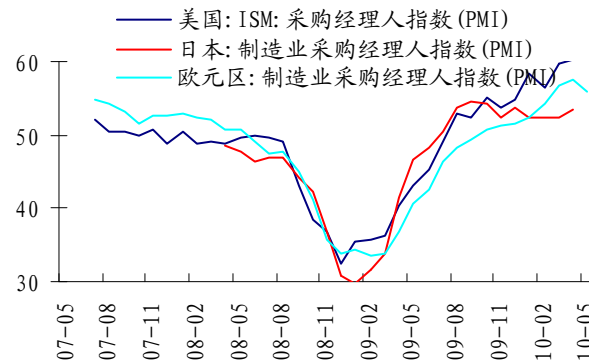
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 3 4 月份，我国房价维持在高位



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 4 美欧实体经济的较为强劲的复苏仍将持续



资料来源：WIND、世纪证券研究所

资金面：利率水平上升，流动性趋紧

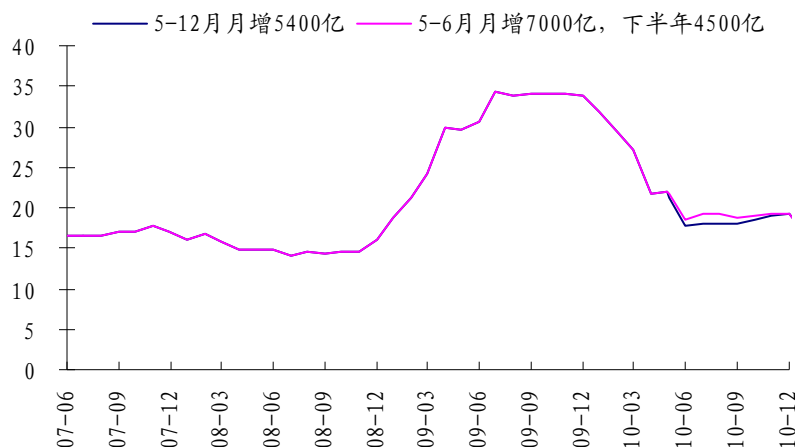
人民币升值预期减弱，外部流动性将减缓。4 月份热钱依然维持较高的流入，按外汇占款口径计算，热钱流入达到 2246 亿，与 3 月份相当。5 月份，受欧元区主权债务危机影响，美元大幅升值，相应的人民币的升值预期下降，12 个月的远期汇率出现明显的贬值，幅度达到 2%，我们认为在美元走强的情况下，人民币对美元汇率升值的压力减弱，人

民币启动升值的时间点将推后，加上资产价格的波动，热钱流入的规模会放缓，5 月份的外汇占款增加额会出现明显的下降。

信贷短期难以出现明显改善，全年新增信贷有低于预期的可能。根据 2010 年新增信贷规模 7.5 万亿，季度投放节奏为 3: 3: 2: 2，那么上半年信贷增速将逐级回落到 18.5%，下半年信贷增速将趋于平缓；若监管层对信贷投放节奏进行更为严格的控制，后续月份进行均匀投放，那么二季度信贷增速回落的速度将更为明显，最低的 6 月份的信贷增速可能回落至 17%，后缓慢回升，我们认为前者的可能性居大，6 月份的信贷增速会有明显的回落，下半年趋于平稳。

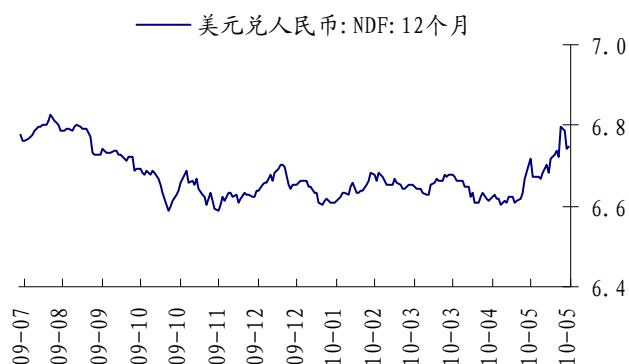
4 月份出台了严厉的地产调控政策，房地产的销量随即出现了明显的下滑，1 季度的房地产贷款占新增贷款的比重为 32.6%，因此，房地产的调控将导致房地产贷款需求的下降以及房地产相关行业的贷款需求下降，加上目前银行对地方融资平台进行的风险排查工作，需求的下降使得银行的信贷投放的动能下降。另外，央行三次上调了存款准备金率，通过公开市场净回笼货币，央行收紧银行体系流动性的目的非常明显。部分银行的资产充足率不足，存贷比超过监管要求，央行严控货币供给，这些也降低了银行信贷扩张的冲动。

Figure 5 若 2010 年新增贷款 7.5 万亿，信贷增速将回落到 19%



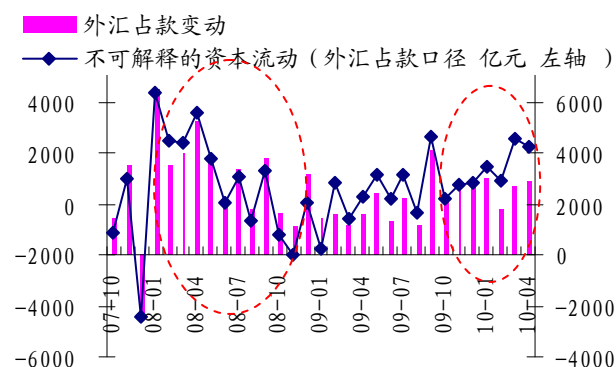
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 6 5 月份人民币远期汇率出现贬值



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 7 4 月份“热钱”的流入持续, 短期会有所下降

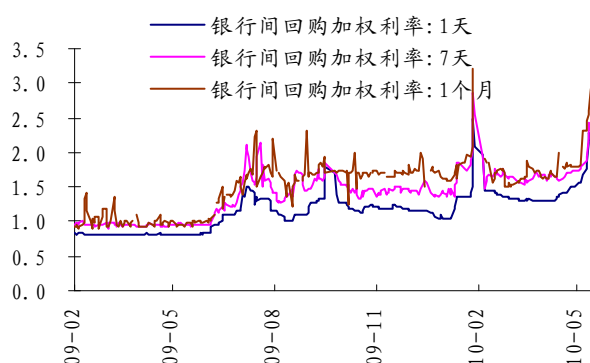


资料来源: WIND、世纪证券研究所

银行间利率及银行贷款加权利率出现上升。5 月份外部流动性的放缓以及存款准备金率的第三次上调使得银行间流动性出现趋紧, 持续的货币数量型调控的累积效应开始显现。5 月底, 银行间回购利率和短期国债到期收益率出现明显的上升, 表明银行间流动性变化出现趋紧, 对此, 央行的公开市场操作在连续两个月的收紧之后出现了放松。

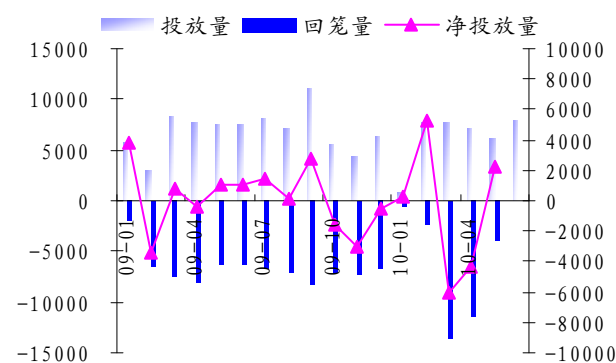
5 月份银行间短期国债到期收益率和银行间回购利率的上升表明, 银行间的流动性趋紧, 货币市场的变化趋紧, 意味着市场的无风险利率水平上升; 另一方面, 09 年底开始至 1 季度, 银行贷款加权平均利率出现了连续的小幅上升, 1 季度上升了 26 个 BP, 贷款利率上浮的比重在逐渐增大, 反映了从 09 年底开始, 市场风险溢价水平是有上升的, 市场无风险利率和风险溢价水平的双重抬升引起了 4-5 月份的市场估值水平出现明显的下降。未来央行的公开市场操作值得关注。

Figure 8 5 月份银行间利率上行, 流动性出现紧缩



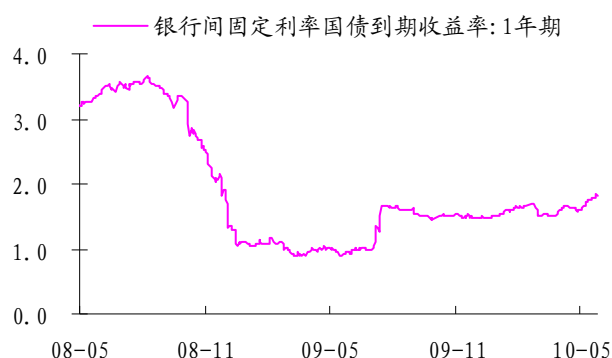
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 9 5 月份货币净投放 2246 亿元



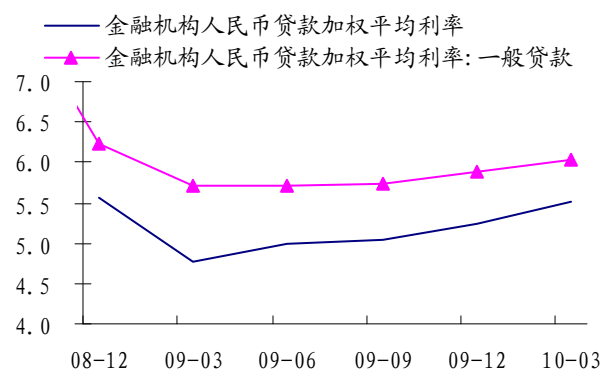
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 10 5月份银行间短期国债到期收益率出现上升



资料来源: WIND、世纪证券研究所

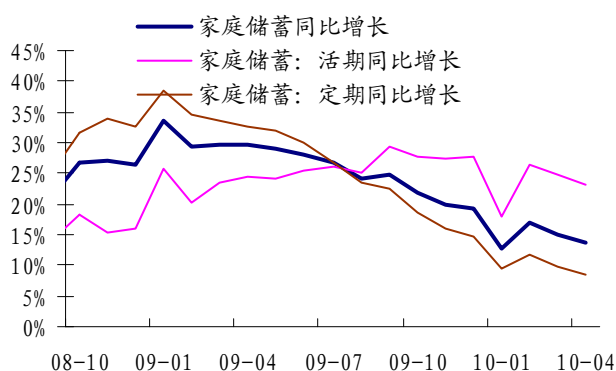
Figure 11 1季度银行贷款加权平均利率上浮



资料来源: WIND、世纪证券研究所

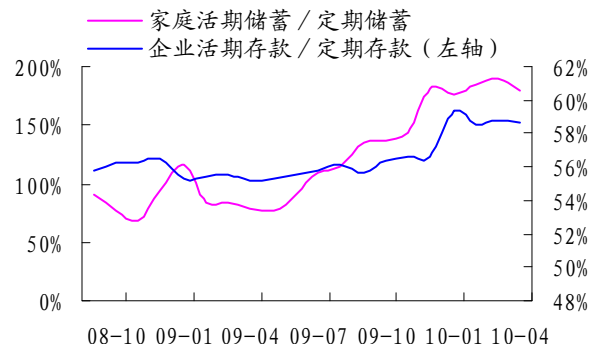
存款活期化趋势有减弱迹象。居民活期存款增速的下降要快于定期存款增速的下降,使得居民活期存款的占比下降,同理企业活期存款的占比也略微出现了下降,存款活期化的趋势有减缓的迹象,即出现了企业存款增速减缓,居民储蓄增速回升的现象。企业存款、居民储蓄与上证指数有较强的相关性,其后续变化值得观察。

Figure 12 家庭存款活期化趋势减弱



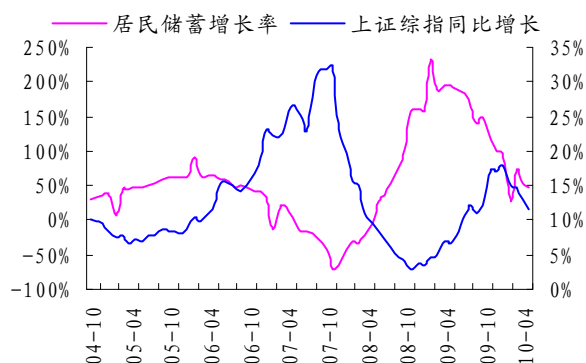
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 13 家庭存款活期化趋势减弱



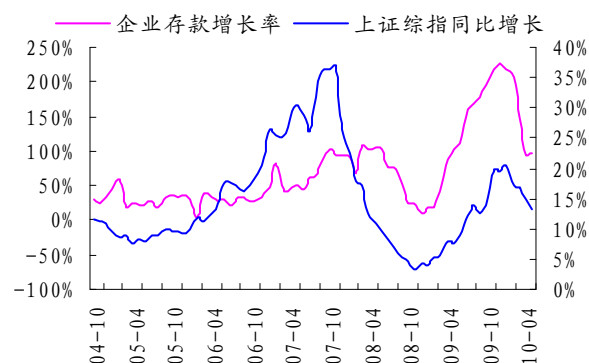
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 14 居民储蓄增速与上证指数的负相关性高



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 15 企业存款增速与上证指数的正相关性高



资料来源: WIND、世纪证券研究所

综上对整体流动性的判断：1、流动性的变化低于之前的预期，观察央行后续的公开市场操作。在 5 月的策略报告中，我们认为，上半年外汇占款的增加有望高于预期，流动性的收缩速度有望减缓，流动性的变化好于我们之前的预期。由于低估了央行存款准备金率上调和公开市场操作的影响，实际的流动性变化没有我们在 5 月份报告中预期的那么乐观，后续流动性的变化主要取决于央行的公开市场操作。仍然维持二季度策略中的判断：内部货币投放的增速下降，外部流动性趋于平淡，货币环境将向中性回归，但没有进入紧缩，下半年会有改善。2、短期外汇占款会出现下降，存款准备金率不会再次上调。3、存款活期化趋势有减弱迹象，其后续变化值得观察。

估值：中长期投资吸引力上升，中小板短期或有压力

5 月 28 日上证 A 股的 TTM 的市盈率 18.2 倍，2010 年的动态市盈率为 14.7 倍，剔除银行的全部 A 股的 TTM 的市盈率为 26.8 倍，2010 年的动态市盈率为 18.8 倍，而 5 月 21 日，当市场最低下探到 2482 点时，市场的估值应该较 28 日降低 6.5%。参考 2008 年 10 月 28 日，上证下探到 1664 点的位置，A 股的 TTM 的市盈率为 13.6 倍，剔除银行的全部 A 股的 TTM 的市盈率为 15.5 倍。

2600 点之下是中长期投资者的建仓区域。从估值的绝对水平看，当前距离 08 年的历史底部还有 25%-30%，但无论从基本面还是资金面来看，当前与 08 年 10 月相差甚远。当前面临的是经济复苏过程中的不确定性，2010 年的经济增速仍将在 9% 以上，上市公司的盈利尽管会有下调的压力，但基本还是会在 20% 以上，M1、M2 的增速仍处于历史相对高位，信贷增速在 20% 左右。反观 2008 年下半年，经济面临的是进入衰退的可能性增大，经济增速和公司盈利面临的是急速的下调，尤其是第四季度，M1、M2 的增速处于历史低位，信贷增速低于 15%。我们认为，当前市场尽管面临不确定性因素，但不会出现 08 年 10 月的极度悲观情绪，2600 点之下是市场具备长期投资吸引力的区域，相比 08 年的历史底部溢价不到 25%，是中长期投资者建仓的黄金区域。

中小板的相对估值处于历史高位，短期或有压力。中小板的相对高估值反映了市场对于经济结构调整的强烈预期，周期性大盘股的估值受到压制，而象征结构转型的中小板受到资金追捧。近期在大盘股抗跌性增强的情况下，中小板的相对走势开始趋于平缓。临近中报、三季报的披露，由于中小板公司的实际业绩增速很可能低于市场隐含的高增长预期，届时中小板的相对走势有趋弱的压力。

Figure 16 上证指数估值水平接近历史低位



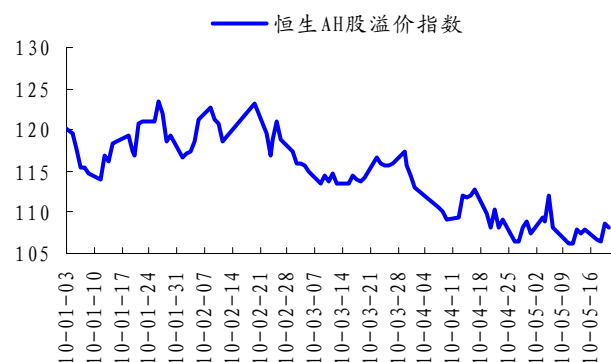
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 17 非金融类 A 股的估值快速回落至接近历史低位



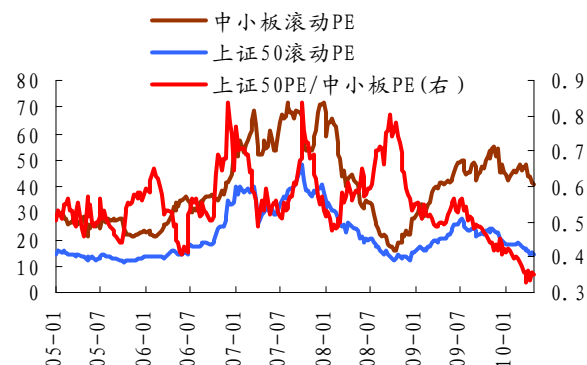
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 18 AH 股的溢价水平回落到低位



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 19 中小板相对大盘的估值在历史高位



资料来源：WIND、世纪证券研究所

市场判断：筑底过程会有反复，悲观中布局中长线品种

在二季度的策略报告《风格特征持续，静待趋势性机会》中，我们判断：二季度市场会再次担忧政策的退出，进而开始担忧经济的下滑，政策的紧缩会诱发市场的调整，而政策调整的时间点和力度会影响到市场调整的幅度；进入下半年，政策环境的相对放松，政策退出路径的逐渐清晰，经济复苏的趋势更为确定，市场将进入业绩推动和估值恢复的上行过程；基于对全年走势持前低后高的判断，二季度的政策退出引起的市场调整是投资者的建仓机会，可以积极介入低估值的大盘蓝筹股。对此，在市场的中期运行趋势上，我们依然维持上述判断。

筑底过程会有反复。通过前面的分析，政策面进入观察、缓和期，影响为中性偏正；资金面趋向紧张，影响为负；基本面虽然看不到当期经济指标的变化，但受内外因素的双重影响，盈利预期是负面的；估值进入长期价值区域，影响为正。由此，在一个中性偏正，两个负面，一个正面的情况下，我们认为市场的反弹会以弱势、缓慢展开，市场在下跌过程中释放风险后会逐渐企稳、缓慢回升，以时间来赢得空间，筑底

的过程会有反复，中长期的投资者不需急于追高，而可在悲观情绪中增加仓位。

市场最坏的时候是否已经过去？对此，如前所述，这是一个富有艺术性含量的问题，只能是“智者见智仁者见仁”。我们认为，未来 1-3 个月有可能出现并造成市场恐慌的重大事件有三：一是面对通胀的上升，是否进行加息以及加息的时点、力度、方式；二是海外金融市场继续动荡并深化，严重影响到实体经济的复苏，海外市场出现深度回调；三是房地产调控更为严厉。对此，我们认为未来 1-3 月有加息的可能性但不大，在外部经济复苏的不确定性增加的情况下，政府会避免政策的叠加效应，再者加息作为宽松政策全面退出的标志，政府在使用上会尤为慎重；欧元区的主权债务危机的解决方案已基本完成，不确定性正在逐步消除，未来面临的是如何解决欧元区面临的制度性和结构性问题，对海外市场影响最坏的阶段应该已经过去；房地产的调控将进入政策观察期，近期不会有更严厉的政策出台。因此，对于 A 股市场，我们认为，市场最坏的阶段应该已经过去，再出现恐慌性下跌的可能性不大，6 月份市场运行的区间为 2500-2900 点。

行业配置：基本坚持 5 月份的策略报告中的观点，长期看，我国将进行经济结构的调整，值得长期看好的是消费类行业以及新兴产业，关注消费类行业回调中的介入机会，如医药、商业、食品、旅游、通信等，新兴产业中的节能环保、电动汽车、新材料、新医药、信息产业；目前传统周期性行业仍然受到政策退出担忧的压制，上行更多的是技术性的反弹而不是周期性的反转，中期看，经济复苏趋势的明确和政策退出的完成以及场外资金的进入将成为风格转换的催化剂，回调过程是投资者建仓的机会，可以关注低估值的周期性行业，如保险、银行、煤炭、家电等；短期看，市场新增流动性有限，小盘股和主题类个股仍然会是市场资金反复关注的热点，在大盘技术性的反弹过程中，小盘股的弹性会更好，投资者可以适当关注小盘股的波动性机会，如区域概念、新兴产业、兼并重组类个股。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.