

张忆东 李彦霖

策略研究员

021-3856 5932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190207040090

防守反击，跌深反弹

——A股市场7月投资策略报告

2010年7月4日

报告关键点

投资要点

回顾：5、6月份，“磨，忍，轰隆”

——5月初，路演报告《2300，7月份，绝地大反弹》，当时认为行情还需要释放系统性风险，7月份、2300点的调整时间和空间，具备跌深反弹的基础。

——5月23日报告《行情再次进入“磨、忍”阶段》中判断行情将在这里磨磨唧唧、进行资金消耗，即“磨”，“忍”，之后还将“轰隆”探底。

——6月，《绿粽红枣心，弱势反弹重在结构》《行情恰如世界杯，没有永远的强和弱》，指出小盘股调整风险大，建议降低小盘股、题材股配置，采取防守反击策略，转持金融、地产等前期调整幅度大、估值更安全的行业。

相关报告

20100523《行情再次进入“磨、忍”阶段》

20100430《预期紊乱·潜伏》

20100425《风险已高！钱向哪去？》

20100411《审慎迎接震荡》

20100201《价值为纲，伏击成长》

20100113《适应平淡》

20091012《震荡市！跨年度行情！》

20090902《卧倒休息，等候行情再起！》

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》

20090223《行情没有结束》

20090213《拉斯普京行情》

20081120《无畏的希望》

展望：7月份，资金面、政策面上的边际改善，估值偏低，孕育反弹基础

——**宏观政策：至少不会更紧，甚至会有所松。**根据兴业证券宏观研究员的判断，经济数据已经快速趋冷。我们判断，政策转向较大概率早于市场一致预期的四季度，而最早在7、8月份调控措施就有所减压，从而边际改善。

——**资金面：7月份较6月份改善。**首先，商业银行均已达到了75%的贷存比要求，增量资金拆入的需求回落，市场资金面边际改善，资金价格预期有所回落；其次，农行上市的扰动因素逐步消除，而一旦农行破发，后续股市融资的节奏和压力将减弱；第三，三季度大小非解禁规模处于全年低点；第四，人民币脱钩引发的资本流入动力，以及小“QFII”的进展。

——**产业资本行为：净减持金额指标处于历史低位，大股东逐步增持等，**意味着当前总体估值水平处于产业资本认可区间。

策略：反弹路径——类似04年“9.14”熊市反弹行情，应对——防守反击

——**反弹行情的路径思考：先跌深，7月初**，在融资压力和经济数据的悲观预期下，市场进一步调整，调整低点的判断——按照05年、08年的调整极点都是在15倍静态市盈率，再按悲观预期2010年盈利增长15%~20%，对应上证指数2243~2341点。**后反弹，7月下旬**，私募特别是跨市场套利资金有望打响反弹第一枪，之后社保保险等长线资金入场，最后低仓位基金增持。

——**策略应对：一方面，以金融、房地产为矛**，这些隐含过度悲观预期的“木乃伊”行业，至少有相对收益，对应于刚被揭开“皇帝的新衣”的中小盘股。**另一方面，以大消费行业为盾**，立足长线景气，趁调整分化时机，精选个股。

目 录

回顾：“磨、忍、轰隆”，强弱转换	- 3 -
7 月 A 股展望：边际改善孕育反弹基础.....	- 4 -
宏观政策：至少不会更紧	- 4 -
资金面：7 月份较 6 月份改善	- 5 -
产业资本行为显示对估值的认可	- 7 -
7 月投资策略：防守反击，把握跌深反弹	- 8 -
反弹行情的路径的思考	- 8 -
坚持防守反击策略	- 8 -
行业配置建议	- 10 -
图 1：2010 年 6 月行业涨跌幅	- 3 -
图 2：2010 年以来 3 个月以上期限 SHIBOR 利率	- 6 -
图 3：2010 年以来 3 个月以下期限 SHIBOR 利率	- 6 -
图 4：2010 年以来短期国债到期收益率	- 6 -
图 5：2010 年以来中长期国债到期收益率	- 6 -
图 6：三季度解禁股数量处于全年低点	- 6 -
图 7：大跌之后增持潮再起，本周增持家次回升至 6 次.....	- 7 -
图 8：周公告减持的公司数量低位徘徊	- 7 -
图 9：银行股 PE 接近历史最低值.....	- 9 -
图 10：银行股 PB 接近历史最低值.....	- 9 -
图 11：保险 PE（TTM）创新低	- 9 -
图 12：保险 PB 逼近历史最低	- 9 -
图 13：房地产 PE 处于历史低位.....	- 9 -
图 14：房地产相对大盘 PE 在低点附近徘徊.....	- 9 -
表 1：兴业证券策略近期观点	- 3 -
表 2：7 月交易日历	- 4 -
表 3：兴业证券宏观预测	- 5 -
表 4：上证综指情景分析	- 8 -
表 5：行业配置建议	错误！未定义书签。

回顾：“磨、忍、轰隆”，强弱转换

5 月初，我们路演的报告是《2300，7 月份，绝地大反弹》，当时认为行情还需要释放系统性风险，7 月份、2300 点的调整时间和空间，具备跌深反弹的基础。

5 月 23 日报告《行情再次进入“磨、忍”阶段》中判断行情将在这里磨磨唧唧、进行资金消耗，即“磨”，“忍”，之后市场可能还将再次探底。

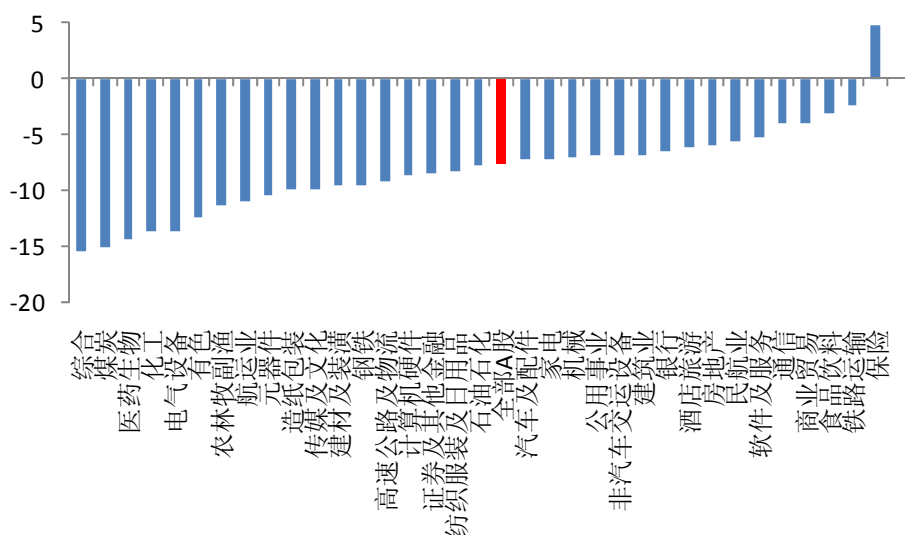
从 6 月 16 日开始，我们连续发布报告《绿粽红枣心，弱势反弹重在结构》《行情恰如世界杯，没有永远的强和弱》，指出小盘股调整风险大，建议降低小盘股、题材股配置，采取防守反击策略，转持金融、地产等前期调整幅度大、估值更安全的行业，即使不能获得绝对收益，也有相对收益。

表 1：兴业证券策略近期观点

2010/4/22 《不知何时结束？已感疲惫不安》
2010/4/24 《风险已高！钱向哪去？》
2010/4/29 《预期紊乱·潜伏》
2010/5/23 《行情再次进入“磨”“忍”阶段》
2010/6/2 《大趋势偏弱，结构性反弹》
2010/6/16 《绿粽红枣心，弱势反弹重在结构》
2010/6/20 《行情恰如世界杯，没有永远的强和弱》

资料来源：兴业证券研发中心

图 1：2010 年 6 月行业涨跌幅



资料来源：兴业证券研发中心，WIND

7 月 A 股展望：边际改善孕育反弹基础

表 2：7 月交易日历

2010 年 7 月						
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
备注： 北戴河会议可能于7月底8月初召开			1 香港回归纪念日 港交所休市 建党节 农行网下申购缴款起始日；战略配售申购缴款日	2	3	4 美国独立日
5 廿四	6 农行网上资金申购日；网下申购缴款截止日 廿五	7 抗日战争纪念日 小暑	8 农行网下申购资金退款 廿七	9 农行网上申购资金解冻 廿八	10 海关统计数据 廿九	11 世界人口日 三十
12 西部矿业 67230万股解禁 六月	13 初二	14 第一份中报披露 初三	15 国内经济数据发布 初四	16 农行H股上市 初五	17 初六	18 初七
19 宁波银行 141500万股解禁 南京银行 67554.51万股解禁 初八	20 初九	21 初十	22 十一	23 大暑	24 十三	25 十四
26 十五	27 十六	28 十七	29 十八	30 十九	31 二十	

资料来源：兴业证券研发中心

宏观政策：至少不会更紧

7 月中下旬，国家统计局将陆续发布 6 月份和 2 季度宏观经济数据。根据兴业证券宏观研究员的判断，经济数据已经快速趋冷。2 季度 GDP 环比折年率将从 11% 降至 8.3%；PPI 见顶回落，6 月 PPI 降至 6.8%。

因此，我们判断，政策转向较大概率早于市场一致预期的四季度，而最早在 7、8 月份调控措施就有所减压。当市场一致预期受经济数据影响而进一步悲观时，政策紧缩压力缓解，可能构成边际上的预期改善，从而，促发反弹。

但是，经济转型期间，2008-2009 年刺激政策的后遗症加剧了经济转型的复杂性，很难大规模刺激。因此，也只是反弹，而非反转。

表 3: 兴业证券宏观预测

	2010F		2010		2009				2008			2007
	2010	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4
GDP 同比	10.5	10.5	11.9	10.7	9.1	7.9	6.2	6.8	9.0	10.1	10.6	12.0
GDP 经季节调整环比折年		8.3	11.5	11.3	11.0	11.4	9.5	4.3	6.0	12.2	9.0	9.0

	2010F		2010				2009					
	2010	Jun	May	Apr	Mar	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug
工业增加值同比	16.0	15.5	16.5	17.8	18.1	20.7	20.7	18.5	19.2	16.1	13.9	12.3
名义零售额同比	17.8	18.8	18.7	18.5	18.0	17.9	17.9	17.5	15.8	16.2	15.5	15.4
固定资产当月投资同比	22.0	23.5	25.4	25.4	26.3	26.6	26.6	20.7	24.3	31.6	35.1	33.6
对外贸易												
出口同比	26.0	38.0	48.5	30.5	24.3	45.7	21.0	17.7	-1.2	-13.8	-15.2	-23.4
进口同比	35.0	33.0	48.3	49.7	66.0	44.7	85.5	55.9	26.7	-6.4	-3.5	-17.0
贸易余额(十亿美元)	156.0	15.9	19.5	1.7	-7.2	7.6	14.2	18.4	19.1	24.0	12.9	15.7
价格指数												
消费价格指数同比	2.8	3.2	3.1	2.8	2.4	2.7	1.5	1.9	0.6	-0.5	-0.8	-1.2
工业品出厂价格指数同比	5.5	6.8	7.1	6.8	5.9	5.4	4.3	1.7	-2.1	-5.8	-7.0	-7.9

资料来源: 兴业证券研发中心宏观部

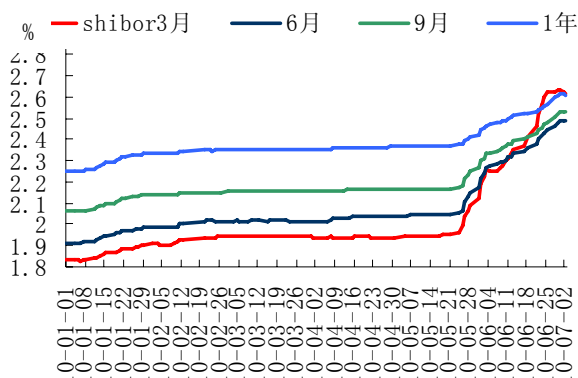
注: 粗字为预测值。

资金面: 7 月份较 6 月份改善

在 6 月初, 我们曾经提示资金价格快速上行的风险。那么 7 月下半旬, 资金紧张局面有望稍缓解。

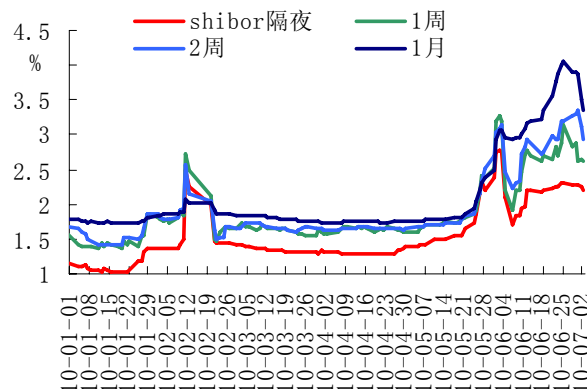
- 资金价格上行预期有所回落。6 月银行间市场资金价格飙升, 其中重要的因素是银行为了在 6 月 30 日之前达成银监会 75% 贷存比的考核, 在银行间市场融入资金和出售票据。虽然这一考核并不是一个时点考核型指标, 但是, 至少商业银行均已达到了 75% 的贷存比的要求, 因此边际上的增量资金拆入需求回落, 资金价格上行速度有望放缓。
- 农行上市的扰动因素逐步消除, 而一旦农行破发, 后续股市融资的节奏和压力将减弱。
- 三季度大小非解禁规模处于全年低点。7 月份解禁市值约 1000 亿元, 是全年最少的月份, 8 月份解禁市值也仅 1600 亿元。
- 人民币脱钩引发的资本流入预期, 以及对小 “QFII” 进展的期待, 都是改善资金面预期的因素。

图 2：2010 年以来 3 个月以上期限 SHIBOR 利率



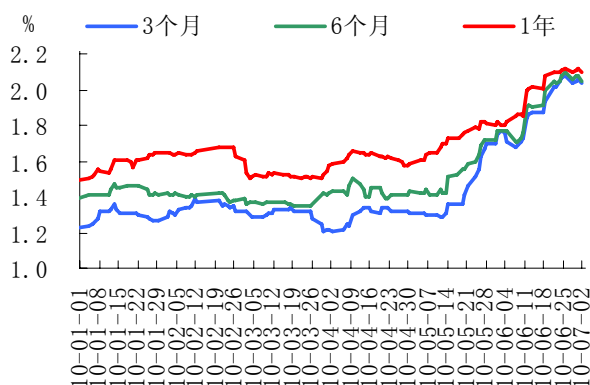
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 3：2010 年以来 3 个月以下期限 SHIBOR 利率



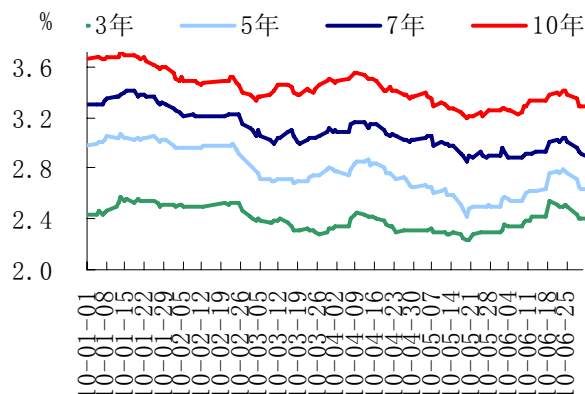
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 4：2010 年以来短期国债到期收益率



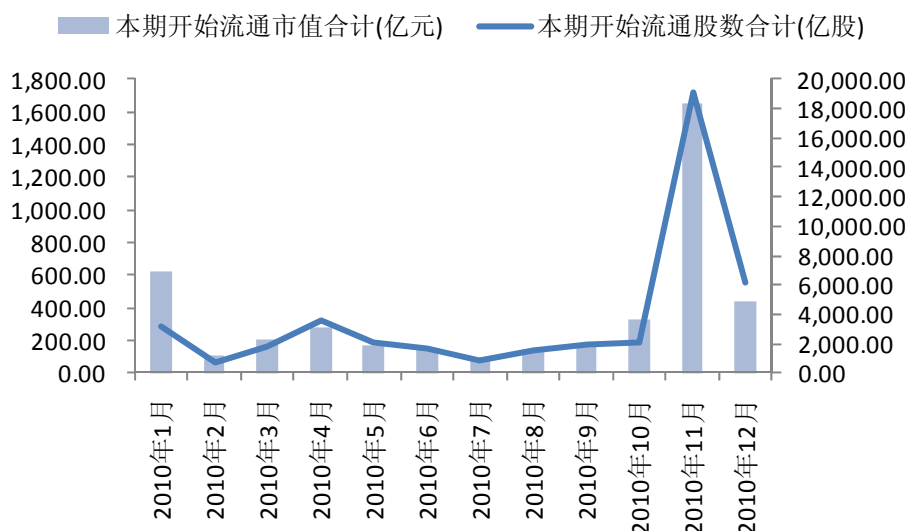
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 5：2010 年以来中长期国债到期收益率



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 6：三季度解禁股数量处于全年低点



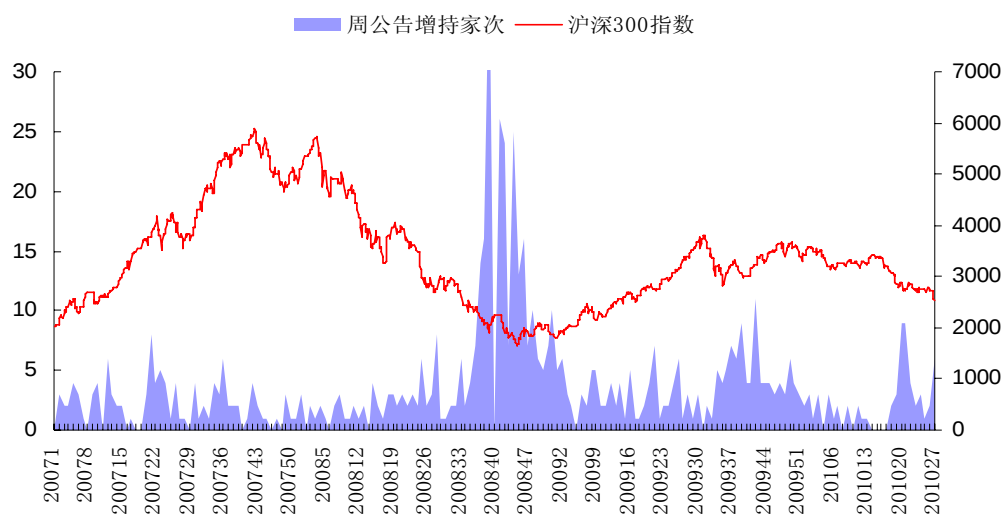
资料来源：兴业证券研发中心，WIND

产业资本行为显示对估值的认可

净减持金额指标处于历史低位,意味着当前总体估值水平处于产业资本认可区间。近两周中,随着市场的大幅下跌,增持的公司数量再次回升。仅7月1日一天,股东增持金额为0.71亿元,接近6月增持金额的一半。

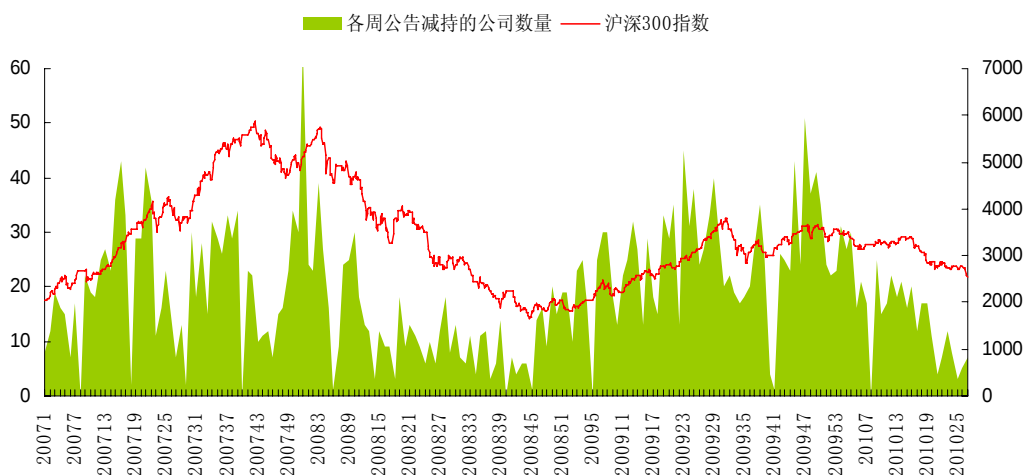
“国家队”增持、大股东集中增持等都可能是反弹导火索。

图 7: 大跌之后增持潮再起,本周增持家次回升至 6 次



资料来源: wind, 兴业证券研发中心

图 8: 周公告减持的公司数量低位徘徊



资料来源: wind, 兴业证券研发中心

7月投资策略：防守反击，把握跌深反弹

反弹行情的路径的思考

第一阶段，7月初，在融资压力和经济数据的悲观预期下，市场可能进一步调整。但是，不必过于恐慌，越往下跌，我们的态度可以越积极。极端的情况看，按照05年、08年的调整极点都是在15倍静态市盈率，按悲观预期2010年盈利增长15%~20%，对应上证指数2243~2341点。

第二阶段，7月下旬左右，私募，特别是跨市场套利的资金有望打响反弹第一枪；之后，社保、保险等长线资金入场；最后，低仓位基金相应增持。从而，有望实现类似2004年“9.14”行情的熊市反弹。

表 4: 上证综指情景分析

对应的上证指数		2010 年净利润增速				
		0%	10%	15%	20%	25%
09 年静态市盈率	14	1821	2003	2094	2185	2276
	15	1951	2146	2243	2341	2439
	17	2211	2432	2543	2653	2764
	18	2341	2575	2692	2809	2926
	20.5	2666	2933	3066	3199	3333
	22	2861	3147	3290	3433	3576

资料来源：兴业证券研发中心

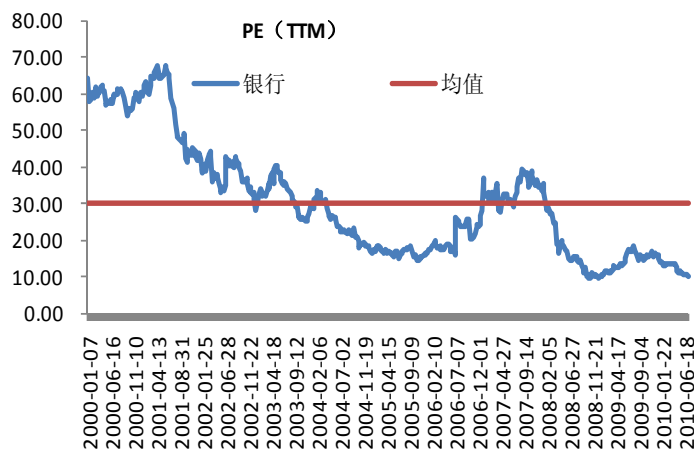
坚持防守反击策略

在《行情恰如世界杯，没有永远的强和弱》中，我们提出了防守反击策略。即：——增持金融、房地产等估值已经非常低的“木乃伊”行业，至少能有相对收益，相对于刚刚被揭开“皇帝的新衣”的中小盘股。银行、保险、证券及其他金融、房地产等行业估值已经到了非常低的水平。并且，机构投资者仓位偏低，缺少做空筹码。

——在大消费行业中（食品饮料、商业、医药、传媒、旅游、信息服务等）趁调

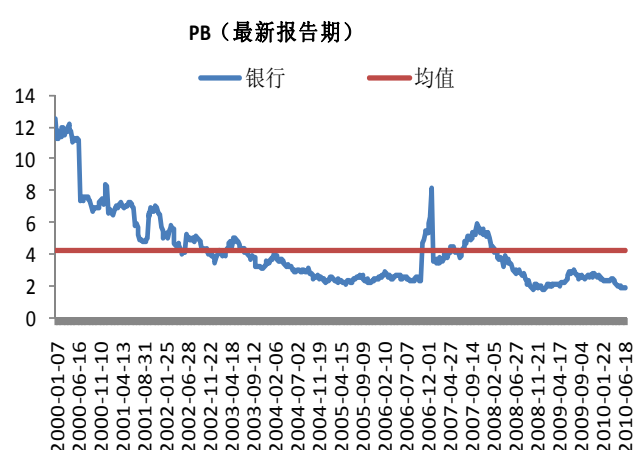
整合化的时机，精选个股。

图 9： 银行股 PE 接近历史最低值



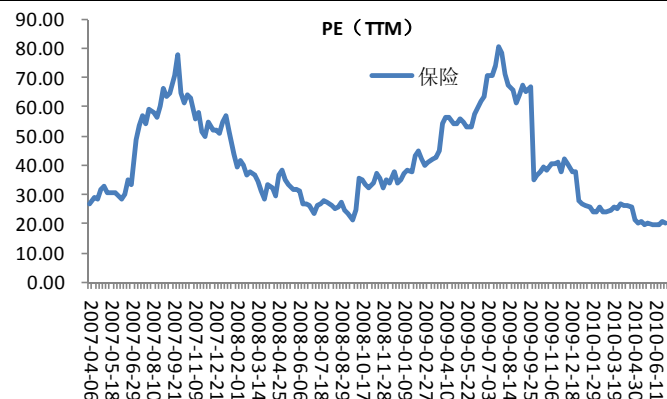
资料来源：天软，兴业证券研发中心

图 10： 银行股 PB 接近历史最低值



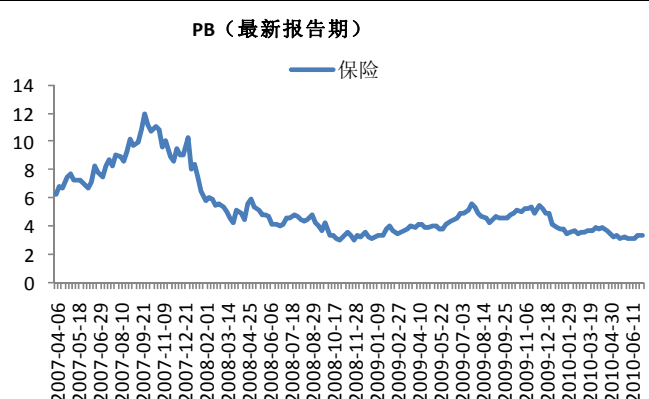
资料来源：天软，兴业证券研发中心

图 11： 保险 PE (TTM) 创新低



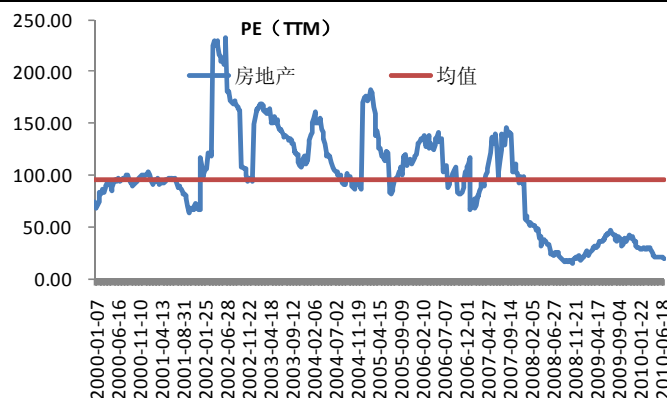
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 12： 保险 PB 逼近历史最低



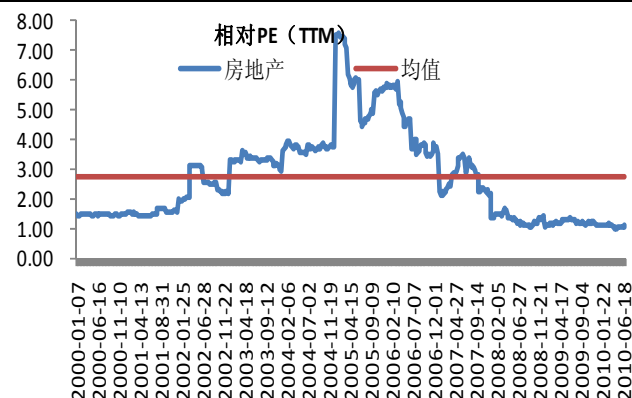
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 13： 房地产 PE 处于历史低位



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 14： 房地产相对大盘 PE 在低点附近徘徊



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

行业配置建议

表 5:行业配置建议

行业分类	行业权重 (全市场, 流通市值)	配置建议	行业分类	行业权重(全 市场, 流通市 值)	配置建议
银行	22.39%	超配	通信	2.10%	标配
保险	6.54%	超配	医药生物	4.65%	标配
房地产	5.27%	超配	造纸包装	0.78%	标配
高速公路及物流	0.98%	超配	证券及其他金融	2.40%	标配
铁路运输	1.12%	超配	电气设备	2.44%	低配
建材及装潢	1.76%	超配	非汽车交运设备	1.06%	低配
商业贸易	2.93%	标配	钢铁	2.83%	低配
食品饮料	3.72%	标配	航运业	1.66%	低配
传媒及文化	0.79%	标配	计算机硬件	0.62%	低配
纺织服装及日用品	1.26%	标配	酒店旅游	0.46%	低配
公用事业	3.62%	标配	煤炭	2.86%	低配
化工	3.95%	标配	农业	1.21%	低配
机械	2.86%	标配	汽车及配件	3.57%	低配
家电	1.50%	标配	石油石化	4.97%	低配
建筑业	1.77%	标配	有色	3.08%	低配
民航业	1.20%	标配	元器件	1.63%	低配
软件及服务	1.17%	标配	综合	0.84%	低配

资料来源: 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%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

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

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

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

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

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

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@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。