

李俊

执业证书编号: S0730209090115

021-50588666-8109

发布日期: 2010 年 8 月 2 日

## 结构性分化开始显现

---2010 年 8 月份 A 股市场投资策略

### 研究报告—A 股策略 (中证研 20100802 号)

#### 相关报告:

《关注蓝筹股投资机会》

---2010 年 7 月 23 日

《情绪推动反弹, 三条路径演绎》

---2010 年 7 月 19 日

《否极泰来》

---2010 年下半年 A 股市场投资策略

《一半火焰, 一半海水》

---2010 年年度 A 股市场投资策略

#### 投资要点:

- 7 月份以来的市场反弹源于情绪化效应的推动。随着农行 IPO 的完成以及银行股再融资的明朗化, 蓝筹股扩容的压力有所缓解, 投资者紧张情绪大为减轻。而受社保基金增仓、保险资金战略性加仓的影响, A 股市场投资者情绪发生明显的变化。在宏观基本面、政策面没有发生变化的情况下, 本轮市场反弹更多是受益于投资者情绪的改善。
- 7 月份以来的市场反弹更多是游资, 而非基金主导。我们的统计结果表明, 基金主动性加仓的幅度相当有限。就目前而言, 虽然部分股票型基金开始试探性加仓, 但整体而言, 基金参与本轮市场反弹的态度并不积极, 对后势的看法还相对比较谨慎。
- 8 月份 A 股市场的高度取决于场外资金的流入, 尤其是基金的参与。从市场的成交量来看, 近期出现急剧放大, 仅靠存量资金的动作, 行情难以持续。于是, 仓位相对较低的基金是否参与, 将决定下一阶段的市场高度。我们认为, 如果基金出现接力, 那 8 月份行情当可看高一线; 如果基金仍然选择观望, 市场反弹将会难以持续。
- 基金的大规模入场取决于加仓能力和加仓意愿。我们将其现状与市场在 2008Q4-2009Q2 阶段的反弹相比较: 首先, 从加仓能力来看, 在 2008Q4-2009Q2 阶段, 基金等机构投入了 4000 多亿元, 但我们估计当前基金等机构可投入的资金在 1500 亿元左右, 规模已大不如前; 其次, 从加仓意愿来看, 在 2008Q4-2009Q2 阶段, 市场 IPO 发行基本处于暂停, 而当前市场面临更大的扩容压力。此外, 与 2008Q4-2009Q2 阶段相比, 当前国内宏观经济与上市公司盈利的趋势也出现明显回落。
- 上证综指 2700 点以上是高风险区域。我们认为, 在经历 7 月份的急速上涨之后, 8 月份 A 股结构性分化将逐渐显现。对于盈利下滑的周期股而言, 估值水平已得到明显的修复, 下一阶段震荡难免; 对于估值偏高的题材股与概念股, 短线的反弹也难改其长期下跌的趋势; 不过, 对于稳定增长的消费股与成长股而言, 仍存在潜在的长期投资机会。
- 风险提示: 宏观经济数据低于预期; A 股市场扩容速度加快; 基金仓位出现急速上升。

联系人: 顾彦冰

电话: 021-50588666-8113

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东世纪大道 1600 号浦项商务广场 18F

邮编: 200122

## 目录

|   |                       |   |
|---|-----------------------|---|
| 1 | 7月反弹源于市场情绪化效应的推动..... | 3 |
| 2 | 7月市场反弹主要为游资主导.....    | 4 |
| 3 | 反弹是否持续取决于基金参与.....    | 4 |
| 4 | 未来市场可能选择的三条路径.....    | 7 |
| 5 | 8月份A股市场的投资机会.....     | 8 |

## 图表目录

|       |                                    |   |
|-------|------------------------------------|---|
| 图 1:  | A股估值得到修复.....                      | 3 |
| 图 2:  | 周期性板块涨幅居前.....                     | 3 |
| 图 3:  | 混合型基金仓位.....                       | 4 |
| 图 4:  | 股票型基金仓位.....                       | 4 |
| 图 5:  | 基金投资现金占比.....                      | 5 |
| 图 6:  | 基金投资债券占比.....                      | 5 |
| 图 7:  | 2008Q4-2009Q2 阶段与下一阶段估计资金流入对比..... | 5 |
| 图 8:  | 资金募集金额增加.....                      | 6 |
| 图 9:  | 流通盘大幅增加.....                       | 6 |
| 图 10: | 07Q1 以来A股盈利与GDP增速.....             | 7 |
| 图 11: | 有意思的一个规律.....                      | 7 |

## 1 7月反弹源于市场情绪化效应的推动

从宏观经济来看，国内经济增速放缓的预期已经形成，市场等待7月经济数据的验证；从政策面来看，预计宏观刺激政策的退出还会继续，但在经济下滑的压力下，紧缩的力度较上半年会有所缓和；从企业盈利来看，业绩不佳可能在三季报才有所表现，静态估值上的支撑为周期股反弹提供较好的时间窗口；从外围市场来看，欧洲主权债务危机风险有所减轻，短期出现深化的可能性不大。

就以上几大因素来看，基本面、政策面以及外围环境都显得比较平淡，难以支持7月份市场出现强有力的反弹。但换个角度来看，7月份投资者的情绪确实出现了改善的迹象，尤其是市场传闻社保基金2增仓A股、保险资金战略性加仓之后，市场情绪面应会受到相当正面的影响。

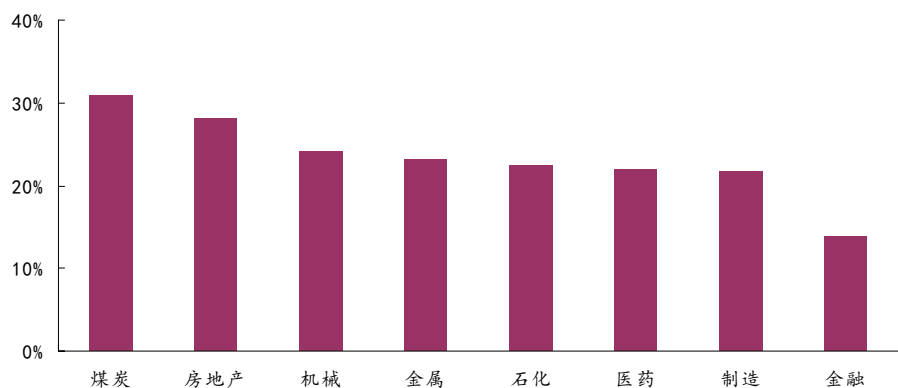
此外，随着农行IPO的完成以及银行股再融资的明朗化，蓝筹股扩容的压力有所缓解，前期投资者的担忧情绪得到明显减轻。而随着市场在部分周期板块上寻找到突破口之后，压抑已久的反弹动力开始显现出来，从而引发7月份A股出现一轮估值修复行情。

图 1: A股估值得到修复



数据来源：中原证券研究所 wind 资讯

图 2: 周期性板块涨幅居前



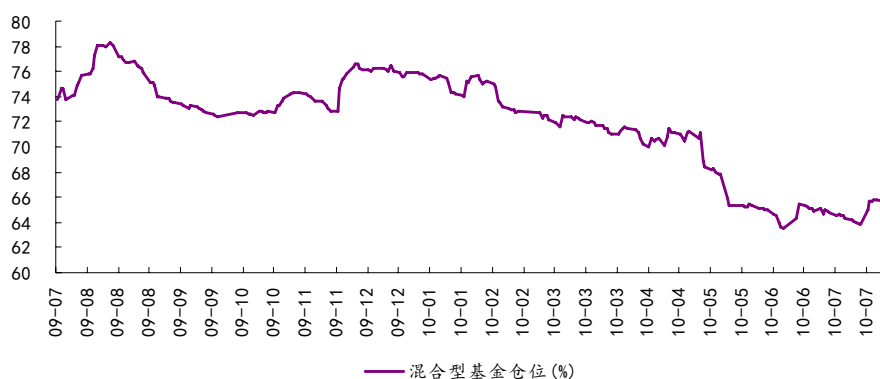
数据来源：中原证券研究所 wind 资讯

## 2 7月市场反弹主要为游资主导

在上证综指自 2319 点以来的反弹过程中，公募基金并未大举参与。根据模型测算，截止 2010 年 7 月 30 日，在沪深指数上涨均超过 10% 的背景下，股票型与混合型基金平均仓位为 79.72%、65.65%，较 7 月 2 日阶段低点时的仓位仅分别上涨 0.96%、0.91%，基金主动性加仓的幅度相当有限。这从侧面说明，在当前形势下，公募基金参与本轮市场反弹的态度并不积极，对后势的看法还相当谨慎。

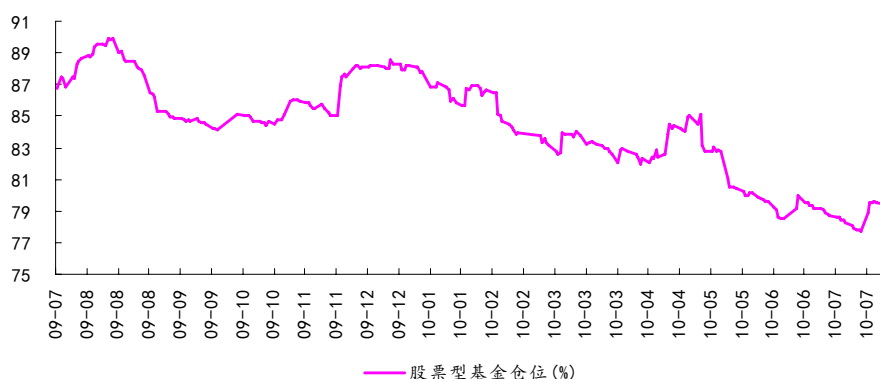
我们认为本轮市场的反弹，更多的是游资而非基金等机构所主导。鉴于基金对后市普遍持谨慎态度，市场反弹是否能够持续便成疑问。从目前来看，基金的整体仓位相对较低，具备一定的加仓能力。对于后市来说，如果基金出现接力，那下一阶段行情当可看高一线；如果基金仍然选择观望，市场反弹将会难以持续。

图 3：混合型基金仓位



数据来源：中原证券研究所 wind 资讯

图 4：股票型基金仓位



数据来源：中原证券研究所 wind 资讯

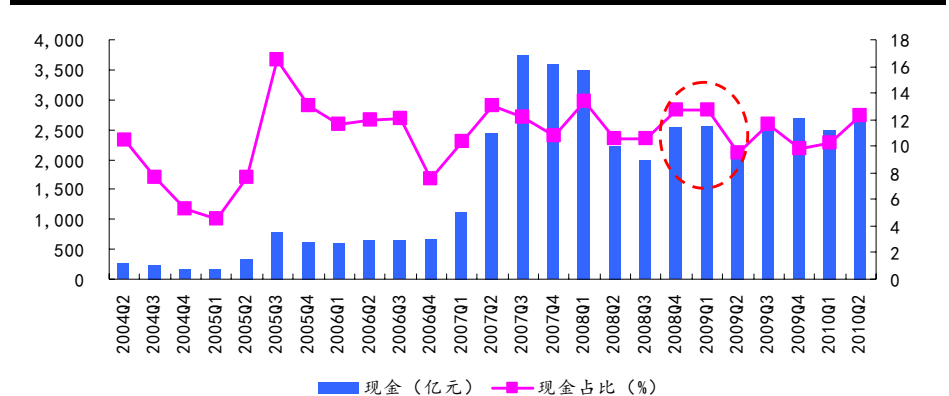
## 3 反弹是否持续取决于基金参与

从逻辑上来说，本轮市场反弹的可持续性以及市场反弹的最终高度需要场外资金的流入，尤其是基金的参与。不过，基金的大举入场取决于其加仓

能力和加仓意愿。

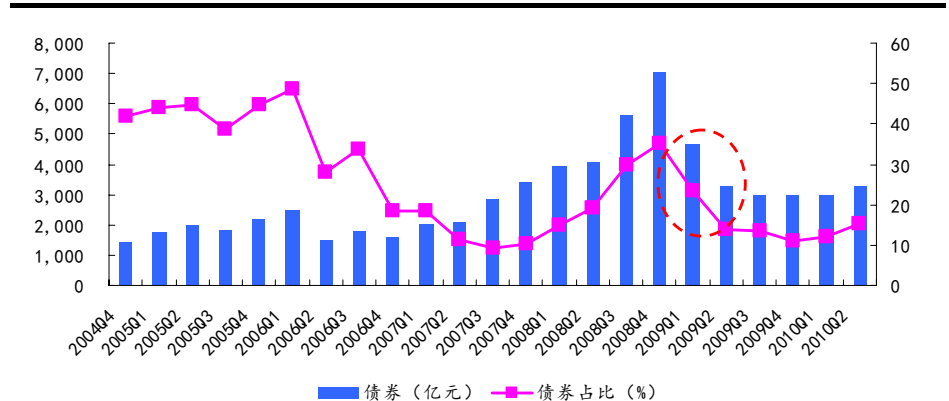
首先，看加仓能力。在 2008Q4-2009Q2 阶段，基金投入了 4000 多亿元，推动了一轮大规模的反弹行情。但当前来看，我们估计当前基金等机构可投入的资金在 1500 亿元左右，规模已大不如前。

图 5：基金投资现金占比



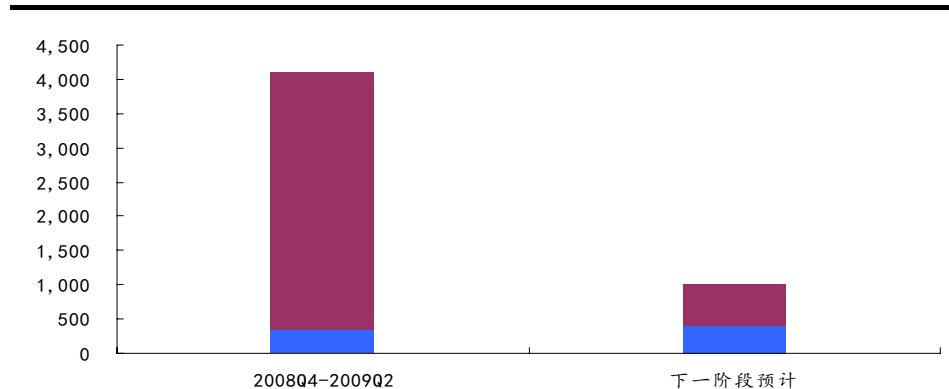
数据来源：中原证券研究所 wind 资讯

图 6：基金投资债券占比



数据来源：中原证券研究所 wind 资讯

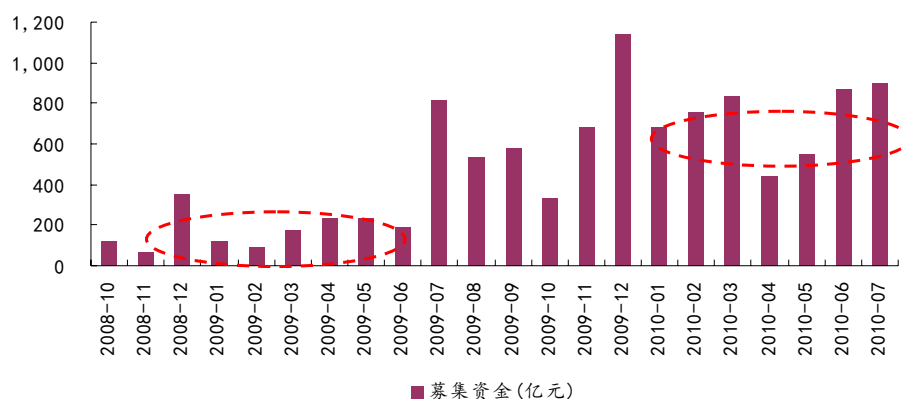
图 7：2008Q4-2009Q2 阶段与下一阶段估计资金流入对比



数据来源：中原证券研究所 wind 资讯

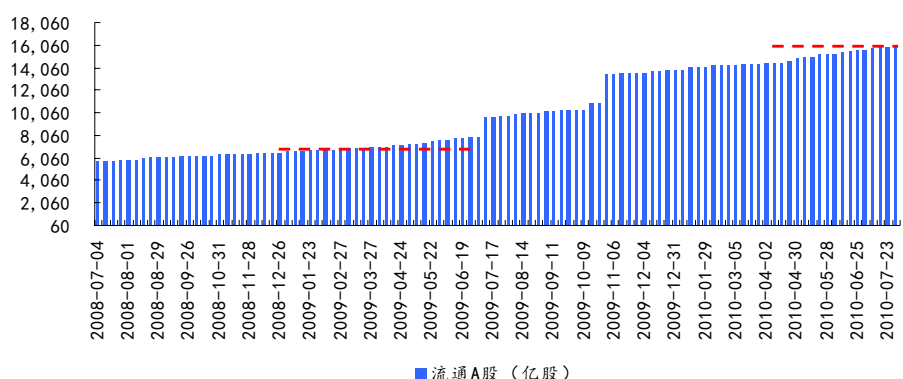
其次，看加仓意愿。影响基金加仓意愿的市场因素主要是 IPO 发行、增发以及配股所带来的扩容压力，此外，流通股本的大幅增加也让基金对加仓时机的选择更为谨慎。与 2008Q4-2009Q2 阶段比较，A 股市场扩容明显过快。此外，从流通股来看，截止 2010 年 7 月 30 日，全部 A 股已有 1.6 万亿股本进入流通，而在 2008Q4 时期，流通股本不过 0.66 万亿左右。

图 8：资金募集金额增加



数据来源：中原证券研究所 wind 资讯

图 9：流通盘大幅增加



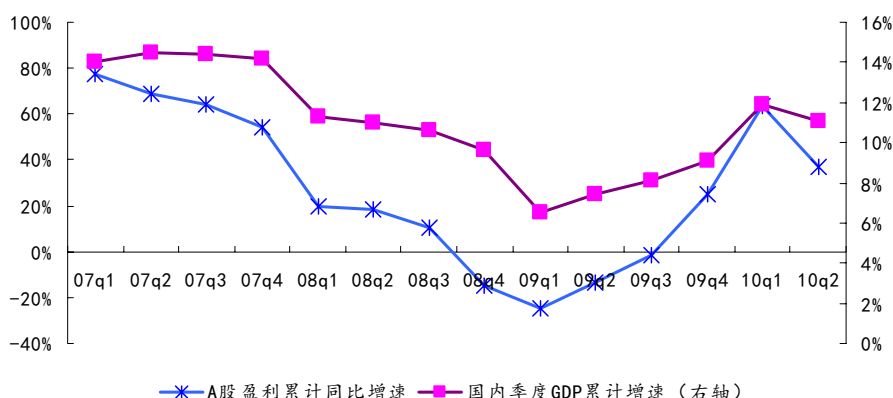
数据来源：中原证券研究所 wind 资讯

影响加仓意愿的另一因素是基本面的支撑。就当前来看，年内 GDP 增速回落已成定局。而自 2007 年以来，上市公司的盈利与经济走势相关性极强，这可能将预示 A 股市场盈利增速在下一阶段的逐步回落。

此外，从历史规律来看，95、98、01 年净利润增速为负，接下来的两年持续向上，但第三年明显回落。08 年之后，09 年确实如此，如果 10 年净利润增速确实超过或接近 09 年，规律得到验证的概率偏大。如此的话，11 年增速下滑可能会很快。（尤其是，如果 11 年的 GDP 增速回落过快，上市公司盈利可能出现类似 98 年、01 年的下滑情况）

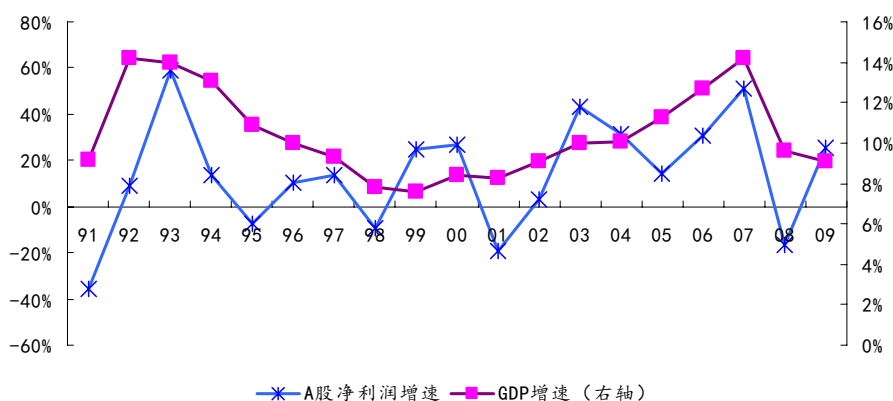
我们预计 2011 年上市公司盈利增速会大幅下滑，乐观的估计在个位数，悲观的估计则为负值。而在上市公司业绩底没有出现之前，A 股市场的估值底之说难以成立。

图 10: 07Q1 以来 A 股盈利与 GDP 增速



数据来源：中原证券研究所 wind 资讯

图 11: 有意思的一个规律



数据来源：中原证券研究所 wind 资讯

## 4 未来市场可能选择的三条路径

从 7 月份的市场特征来看，沪深市成交量明显放大。不过，在连续的上涨之后，沪深两市都回到了前期的整理平台上。就沪市而言，前期 2500 点-2600 点之间整理时间长达一个多月，区间成交金额超 2 万亿元，阻力相当大。另一方面，在指数向上的过程中，部分短线获利筹码和套牢盘可能会逢高出局，市场需要大量场外资金的流入。

展望下一阶段，我们判断市场路径可能为以下三种：

- 第一种情形是，先构筑“右肩”，然后择机向上突破。即在当前水平横向整理一段时间，构筑一个与“左肩”相对称的“右肩”，在充分换手之后，再打开指数的上行空间。如果假设成立，则市场的走势将比绝大多数投资者想象的乐观；
- 第二种情形是，指数盘整时间较短，继续直接向上攻击。如果 8 月份经济数据低于预期，短期内场外资金陷入观望，增量资金不足，市场可能借此短暂休整。但在宏观数据公布之后，情绪化效应再次显现，指数有望出现快速拉升。但在完成下一波上升之后，市场将由

于缺乏基本面或政策面的支撑而调头向下。

- 第三种情形是，在上证综指2600点-2700点附近，市场遭遇极大的阻力，反弹难以维系，而领涨的周期权重股纷纷出现大幅度调整，以放量的大阴线宣告本轮反弹终结。

从本轮反弹的推力来看，抢反弹的心态极为浓厚。而近期成交量短线放大的速度较快，力度较大也对此有所验证。我们认为，从这些资金的心态来看，似乎没有耐心等待一个月左右的时间来构筑“右肩”。此外，盘整的时间越长，面临的不确定性因素就越多。在此逻辑下，我们认为第一种情形出现的概率虽然存在，但并不理性。

至于第三种情形，出现的概率可能也较小。由于本轮反弹并非基本面推动，即便是下一阶段基本面略低于市场预期，市场趋势可能也难发生转折性的变化；同样，本轮反弹也非政策面推动，如果下一阶段的政策面仍维持平静，市场立即向下的机会并不大。

我们倾向于第二种情形。即8月份的A股市场会出现短线调整，但情绪化效应仍将作用，指数将维持向上的攻势。不过，这波攻势也意味着本轮反弹即将进入尾声。

## 5 8月份A股市场的投资机会

虽然我们认为沪深指数在8月份仍将创出新高，但随着部分周期股估值得到一定程度的修复，我们对市场的看法也越趋于谨慎。综合宏观经济、企业盈利、政策预期以及市场资金来考虑，我们认为上证综指2700点以上是高风险区域。

从投资机会来看，我们认为，对于盈利下滑的周期股而言，估值水平已得到明显的修复，下一阶段震荡难免；对于估值偏高的题材股与概念股，短线的反弹也难改其下跌的趋势。但另一方面，稳定增长的消费股与成长股却面临潜在的长期投资机会。

我们认为8月份市场以结构性机会为主。我们建议投资者关注以下五类投资机会：

- 一、低估值、增长稳定的大盘权重股。我们建议投资者关注中证100指数，尤其是AH折价率高、近一年来跌幅居前、存在补涨可能的大盘蓝筹股。
- 二、消费品。政府正着力增强消费需求对经济增长的拉动作用，我们预计后期仍有进一步的扶持政策出台。在此背景下，旅游、传媒出版、教育、医疗、百货零售等板块受益明显，具有潜在的长期投资机会。
- 三、新兴产业。政策鼓励和引导发展战略性新兴产业。我们认为具备高成长性的新兴产业类个股具备中长期投资价值，建议关注节能减排、节水降耗、生物医药、信息网络、新能源、新材料、环境保护、资源综合利用等具有发展潜力的新兴产业。

- 四、重组题材。在资产证券化、产业结构优化的背景下，并购重组概念仍然将会是下一阶段A股市场上的投资亮点。建议关注上海、重庆以及深圳等地国资重组题材。
- 五、破发题材。从历史经验来看，在市场见底回升的过程中，破发题材股一般均战胜大盘。我们推荐的顺序是破首发、破净、破增发价、破增持价的相关个股。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。