

张忆东 李彦霖
吴 峰

策略研究团队
021-38565932
Zhangyd@xyzq.com.cn
证书编号: S0190207040090

证券研究报告

逢低布局春季攻势

2011年1月16日

相关报告

20110104《迎新春 反“围剿”吃“兔头”——A股市场1月投资策略报告》

20101225《莫恐慌,积极布局吃饭行情》

20101215《积极防御-2011年A股投资策略报告》

20101206《星星之火可以燎原》

20101116《三湾整编进行时,星星之火何处寻》

20101031《休整只为再启程,转型是主线——11月策略》

20101019《震荡后,均衡配置:周期股分化 转型经济淘金》

20101011《新牛市在4季度的演绎一波三折》

20101007《价值复苏,新兴休整》

20100907《转型经济新牛市》

20100824《小复苏行情,掘金中国优势》

20100721《决胜三季度一走进海西报告会投资策略》

2010/7/18《调整时耐心加仓,继续看好三季度!》

20100702《平淡中惊喜,决胜三季度》

20100523《行情再次进入“磨、忍”阶段》

20100518《7月份/2300 绝地大反弹》

20100430《预期紊乱·潜伏》

20100411《审慎迎接震荡》

20100201《价值为纲,伏击成长》

20100128《反弹!! 凭什么? 靠什么?》

20091120《初生牛犊遇到虎——2010年度A股策略报告》

投资要点

★回顾: 春季攻势前的加仓良机。行情正如我们11月下旬以来的判断,12月底到1月都是布局阶段,1月中旬之前政策紧缩预期会制约市场;12月初以来我们在行业配置上首推地产,现在已获得超额收益。

★展望: 若震荡,敢加仓

——我们仍然看多春季行情,若因此次上调存款准备金率、以及20日经济数据发布前后对加息的担忧,市场出现大幅震荡,则是加仓周期股布局春季行情的良机。只要没有超预期的调控出现,市场注意力将逐步转向基本面和流动性改善的因素上。

——存款准备金率上调未超预期,市场已提前反应。此次上调是延续性措施,而非最后一根稻草的转折性事件,背景是对冲1月公开市场操作到期资金量和对冲人民币加速升值下外汇流入。此次上调冻结资金约3500亿;而1月公开市场到期资金量5480亿;1月18日领导人访美前后人民币升值预期强。——存款准备金率上调不改一季度流动性相对改善的判断。1季度信贷将延续中国经济自身特性而呈现“多发”,配合财政存款的陆续下发等能保证经济增长和调结构的需求;人民币升值加速,国际资本流入预期强;A股交易账户占比8.52%处于低风险区域;产业资本减持家数低。

——估值方面,经过近期调整,食品饮料、商业贸易等消费品中蓝筹股渐趋合理,而金融、地产等权重股估值仍偏低。

——行情催化剂大约在春季。节后物价回落;两会后房地产调控政策阶段性尘埃落定;各地在“调结构”、落实“积极财政政策”的旗号下发展的势头依然很强,对于原材料的需求真实体现出来。

★投资策略: 增持周期,地产、煤炭主攻

——首先,立足经济趋热和流动性改善,逢低可积极增持地产、煤炭等主攻品种。房地产具备“新兴产业的增长,钢铁股的估值”;煤炭“需求恢复”+“涨价预期”+“澳洲洪灾”。

——第二,消费品行业龙头在调整中逐步具备防御性。

——第三,新兴产业题材股处于去泡沫、去伪存真的分化调整过程,逢利多仍建议调仓。

目 录

回顾：春季攻势前的加仓良机	- 3 -
展望：若震荡，敢加仓	- 4 -
维持春季攻势判断，A 股分歧中前行	- 4 -
上调存款准备金率不改年初信贷“多发”	- 4 -
流动性和估值的正面因素积累	- 5 -
行情催化剂大约在春季	- 6 -
投资策略：增持周期，地产、煤炭主攻	- 6 -
投资评级说明	- 8 -
图 1：上周行业涨跌幅(%)	- 3 -
图 2：公开市场资金投放量	- 5 -
图 3：美元兑人民币和外汇占款	- 5 -
图 4：A 股交易账户占比	- 6 -
图 5：产业资本减持金额	- 6 -
表 1：兴业策略近期观点回顾	- 3 -

回顾：春季攻势前的加仓良机

行情正如我们 11 月下旬以来的判断，12 月底到 1 月都是布局阶段，元旦第一天大涨时，我们即在晨会报告中提醒，这次不会简单重复 10 月份暴涨暴跌的秋收起义，而是更加犹豫、也更加长久。1 月中旬之前，政策紧缩预期会制约市场，给大家低吸的机会。

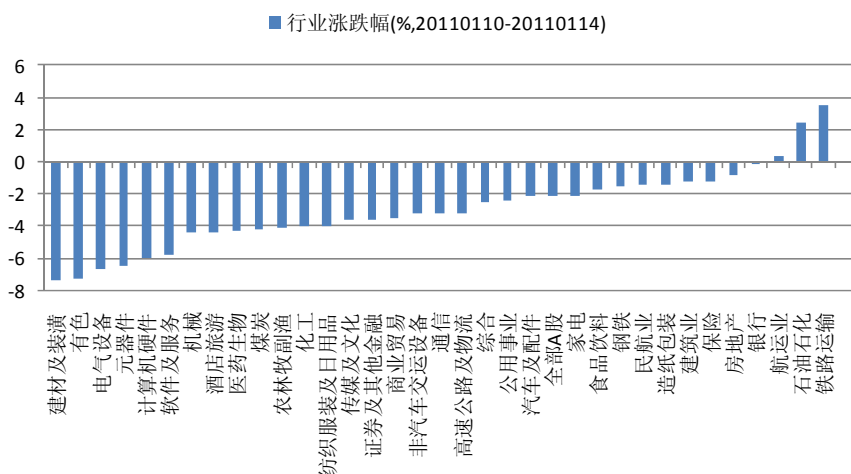
12 月初以来我们在行业配置上首推地产，现在已获得超额收益。

表 1：兴业策略近期观点回顾

- 四季度策略《新牛市的在 4 季度的演绎》中，我们用中国革命史三个阶段来揭示了 4 季度行情演绎的三部曲，周期股“秋收起义”——三湾整编——星星之火再燎原，目前已进入第三阶段。
- 10 月初看好价值股：20101007《价值复苏，新兴休整》20101010《资金转战场，价值股秋收》
- 11 月初至今，反复提示休整风险：20101031《休整只为再启程，转型是主线——11 月策略》、20101107《CPI 超预期引发震荡，珍惜低吸良机》、20101114《休整之后，等待星火再燎原》、20101116《三湾整编进行时，星火何处寻》
- 12 月月度策略《星火之火可以燎原》建议——反向操作，利用岁末资金紧张、市场担心政策利空的时机，逢低买入、增加周期股配置。
- 1 月月度策略《迎新春 反“围剿” 吃“兔头”》，犹豫犹豫中春季行情可期，行情比去年 10 月份更平缓、更长久，增持周期股布局歼灭战，自下而上寻找高送转机会。

资料来源：兴业证券研究所

图 1：上周行业涨跌幅(%)



资料来源：兴业证券研究所

展望：若震荡，敢加仓

维持春季攻势判断，A股分歧中前行

我们仍然看多春季行情（2、3月），若因为此次上调存款准备金率、以及20日经济数据发布前后对加息的担忧，市场出现大幅震荡，则是加仓周期股布局春季行情的良机。

在月报中我们也指出，1月中旬临近经济数据发布，投资者心情愈加忐忑，上调存款准备金、加息、差额准备金率的动用、房产税等等是笼罩市场的阴影。同时，行情的震荡也影响了投资者的情绪，令投资者倾向于作出负面解读。比如对房地产需求坚挺解读为引发调控的风险，对信贷的集中投放解读为差额准备金率调控的风险等。

1月下旬特别是春节之后，政策敏感期过去之后，只要没有超预期的调控出现，市场将逐步将注意力转向基本面和流动性改善的因素上，届时行情将震荡向上。

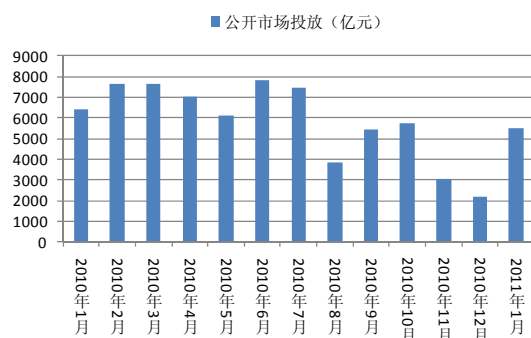
上调存款准备金率不改年初信贷“多发”

中国人民银行决定，从2011年1月20日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。此次上调存款准备金率后，大型金融机构存款准备金率达到19.0%。

存款准备金率上调未超预期，是延续性措施，而非最后一根稻草的转折性事件，市场已提前反应。背景是对冲1月公开市场操作到期资金量和对冲人民币加速升值下外汇流入。力度并未超出预期，不会过度收缩年初信贷以至于影响经济基本面。

- 此次上调存款准备金率0.5个百分点冻结资金约3500亿元；而1月公开市场到期票据和正回购约5480亿元，到期量巨大；由于央票一二级市场利差倒挂，公开市场回笼资金乏力，1年期央票1月14日一二级市场利差49个基点，1年期、3月期央票发行量维持在10亿元和30亿元的地量水平。
- 10年4季度以来新增外汇占款月均4177亿，明显高于前三季度。1月18日胡锦涛访美前后，人民币升值预期更强。央行收缩流动性以防国际资本流入波动风险。
- 因此，本次上调力度并未超出预期，20日缴款前后资金价格或有波动，但市场流动性总体仍较为宽松，1季度信贷将延续中国经济自身特性而呈现“多发”。

图 2：公开市场资金投放量



资料来源：兴业证券研究所宏观团队

图 3：美元兑人民币和外汇占款



资料来源：兴业证券研究所宏观团队

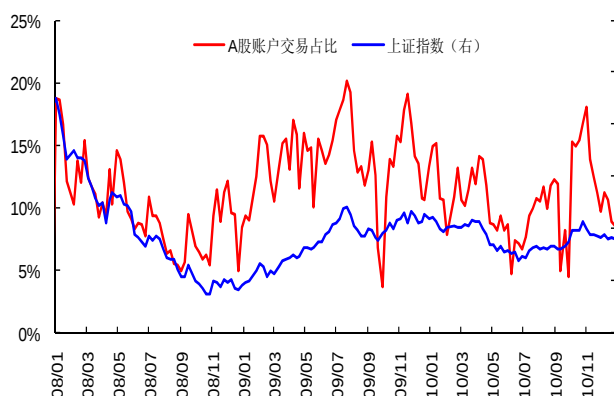
流动性和估值的正面因素积累

流动性方面，1 季度仍呈流动性改善的局面。

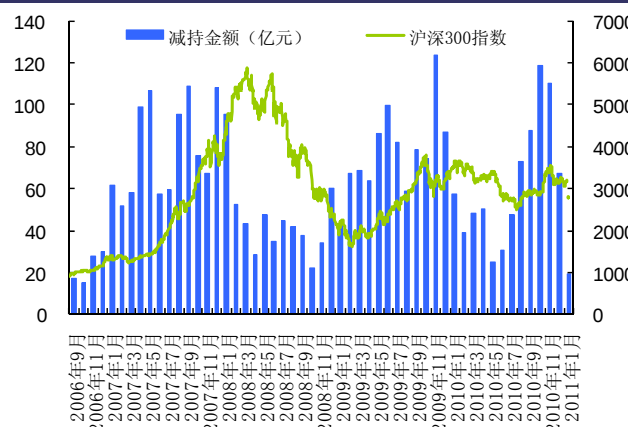
- 年初信贷以及财政存款的陆续下发等，能保证经济增长和调结构的需求。在负利率背景下，民间资本的资金有再配置的需求。
- 人民币升值加速，国际资本流入预期强。
- 1 月上半旬的震荡调整，已经为春季攻势积蓄较充足的能量。A 股交易账户占比回落至低风险区域，截止 2011 年 1 月 14 日该指标数值为 8.52%。
- 产业资本行为显示积极信号。减持金额继续缩减，家数上已处于历史较低水平：1 月 1-14 日减持金额 19.6 亿元，12 月、11 月减持金额分别为 66.9 亿、110.2 亿元；本周减持公司数为 9 家，处于历史上的较低水平，此前两周分别为 21、10 家次。

估值方面，经过近期调整，食品饮料、商业贸易等消费品中蓝筹股渐趋合理，而金融、地产等权重股估值仍偏低。

比如，贵州茅台、五粮液从高点下跌近 20%，10 年 PE 约 30 倍左右；房地产行业从 12 月底以来虽然有所反弹，行业指数反弹幅度 7%，部分房地产股反弹幅度近 20%，但是行业整体 PE (TTM) 仅 24 倍，估值依然偏低。

图 4：A 股交易账户占比


资料来源：WIND，兴业证券研究所

图 5：产业资本减持金额


资料来源：WIND，兴业证券研究所

行情催化剂大约在春季

因此，1 月下旬特别是春节之后，政策敏感期过去之后，只要没有超预期的调控出现，市场将逐步将注意力转向基本面和流动性改善的因素上，届时行情将震荡向上。

- 节后物价回落，政策环境边际改善。根据兴业宏观判断，1 月通胀由于春节因素反弹，但 2 月同样由于春节因素回落。
- 两会后，房地产调控政策阶段性尘埃落定；各地在“调结构”、落实“积极财政政策”的旗号下发展的势头依然很强，对于原材料的需求真实体现出来；
- 欧债危机缓解，有助于美元 11 月 4 日以来的强势步伐会放松一下，也有助于资源品的反弹。

投资策略：增持周期，地产、煤炭主攻

首先，立足经济趋热和流动性改善，逢低可积极增持地产、煤炭等主攻品种。地产、金融、航空等为代表的估值较低、弹性较好的板块，可以视为具有“看涨期权的现金等价物”；股价对流动性改善更敏感的行业，如房地产、机械、建材、汽车、有色等。

——房地产具备“新兴产业的增长，钢铁股的估值”：长期来看，城镇化规律和人口统计学数据显示，中国房地产需求没有问题；从当前政策来看，大搞保障房会挤压商品房供给，商品房反而更加供不应求；短期来看，房地产股估值低、受益于流动性改善、机构配置低。

——煤炭“需求恢复”+“涨价预期”+“澳洲洪灾”。钢材价格上调后，炼焦煤提

价预期强烈；“限电限产”影响过去，原有产能开工加上十二五投资启动拉动煤炭需求；澳大利亚洪灾引发的供给短缺，冲击国际焦煤贸易供需平衡，2011 年国际焦煤价格大涨是大概率事件，由于我国对炼焦煤进口有依赖，国内焦煤价格必将随国际煤价上行。

第二，消费品行业龙头在调整中逐步具备防御性。随着消费类龙头调整了 20% 以后，类似茅台、五粮液等蓝筹股已具备长期吸引力，可以作为防御品种；

第三，新兴产业题材股处于去泡沫、去伪存真的分化调整过程，逢利多仍建议调仓。

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%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

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。