



2011.02.15

## 策略一周——兔年展望：便宜货的拣法



钟华



021-38674602



zhonghua008457@gtjas.com



S0880511010056

本报告导读：

### 摘要：

- 策略一周的定位在于关注市场中的短期现象，作为月度行业配置的补充，希望能够通过探讨切身所见、切身所闻，及时跟踪市场短期的热点以及风格转换，也从实证检验中不断完善自上而下的策略逻辑。
- 之所以是拣便宜货的策略，是因为从大背景来说，通胀与经济增长之间的矛盾在上半年依然是最大的限制性因素，受益于通胀下半年见顶回落的预期市场现在离底部的确并不遥远，但是要形成趋势性的上升，还欠缺通胀水平回落后的趋势稳定。
- 便宜货的划分，一类是 2010 年业绩增长较好的，二类是未来预期业绩增长较快的，第一类里面的主流是汽车、家电、食品饮料和商业零售，汽车、家电短期的爆发性要优于商业零售和食品饮料，但是鉴于政策刺激的淡出，个人觉得持续性上还是食品饮料和商业零售最好；二类中应以医药和电子信息类为主，从成长的超预期性来说，短期之内的医药股不如电子类。
- 煤炭虽然看似估值水平较低，但却并非今年值得拣的一个便宜货，相反，相比于在 2011 年或多或少存在一些问题的两类便宜货，金融、地产的现象应该是跌时不多、通胀水平回落在一定稳定区间时存在一次性的估值提升，兔年的策略要么围绕便宜货活蹦乱跳、要么就是在金融、地产里面窝着了。
- 关注经济指标/主题：

今年的仓位控制要：狮子搏兔。也就是说，要用大仓位去博取很小的收益，因此不能把仓位过于分散，否则股票一段时间有涨有跌，最后刨去交易成本，可能还是亏钱的，因此要相对集中投资，平时仓位要低，但是一旦机会来了，仓位要迅速提高，押注在某几个股票上，并且赚取了很小的收益就要打算跑掉，不能坚守，否则很有可能一场空。短期的行业配置如下保险（10 期）、银行（6 期）、食品饮料（5 期）、商业零售（1 期）、电子（1 期）。

### 相关报告

《火电：何时轮到我？》

2010.11.05

《策略快评——风格分化的分化》

2010.10.20

《策略快评——一年的策略总结和感悟》

2010.10.18

《策略快评——反弹已接近尾声》

2010.08.12

《策略快评——市场走势超出预期，下半年周期股的较大反弹出现》

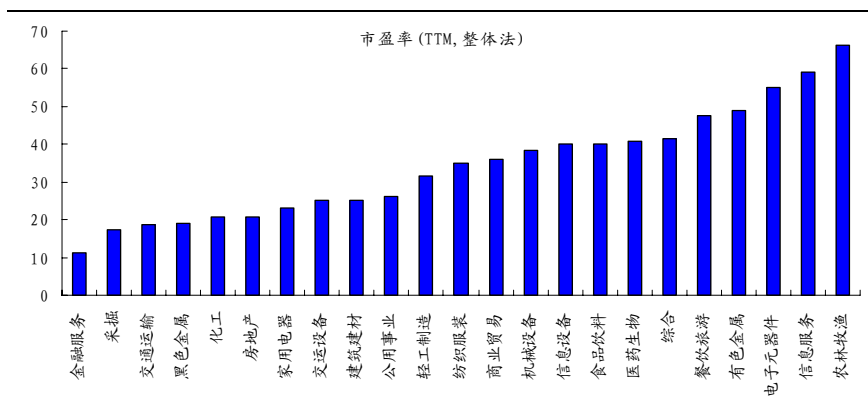
2010.07.21

## 引子：便宜货的拣法

新春伊始的头三个交易日，市场已经呈现出上跳下窜的兔年特质，表现较好的集中在之前跌幅较大的两类，其一是 2010 年业绩增长强势、估值较低的交运设备、家用电器，另一类则是成长性预期较高的医药、信息设备以及之前的新能源等概念性品种；跌幅较大的集中在有色金属和煤炭；市值占比较大的金融、地产尽管估值较低，但是表现只能属于中等。

在 A 股市场里面有个不成文的经验就是新年头往往预示着全年行情的演绎情况，当然这只是个拿出来饭后娱乐的调侃，不过，按照头三天的启示，就今年整体的行情而言，如何拣便宜货则成为获取超额收益的关键。

图 1：各板块估值水平简单比较



数据来源：国泰君安证券销售交易部

之所以是拣便宜货的策略，是因为从大背景来说，通胀与经济增长之间的矛盾在上半年依然是最大的限制性因素，而上升趋势的形成在很大程度上是依托于通胀的回落程度，虽然包括我们在内的很多人已经预计到下半年通胀的回落，但是回落的程度以及从现有经济增长与通胀的合成性来说，通胀受到流动性收缩回落的必然也会直接引致经济增长的下降，而另一个因素，劳动力成本则会限制通胀绝对水平的回落程度，从这个角度来说，受益于通胀下半年见顶回落的预期市场现在离底部并不遥远，但是要形成趋势性的上升，还欠缺通胀水平回落后的趋势稳定。2011 年的底部不同于 2008 年的政策 V 形底，从目前通胀与经济增长的纠缠来说，其带来的底部必然是耗费一定时间的一个区域。

至于便宜货的划分，应该有两类，其实这个也很容易理解，一类是 2010 年业绩增长较好的，二类是未来预期业绩增长较快的，首先看第一类，这一类里面的主流应该就是汽车、家电、食品饮料和商业零售了，汽车、家电的业绩增长要强于食品饮料和商业零售，这也决定了其短期的爆发性要优于商业零售和食品饮料，但是鉴于政策刺激的淡出，个人觉得持续性上还是食品饮料和商业零售最好；二类中应以医药和电子信息类为主，从成长的超预期性来说，短期之内的医药股不如电子类，这也决定了在经历 2010 年的超强表现之后，2011 年的医药不如电子。

从便宜货的分类中我们可以理解 2011 年拣法的一些特殊性，由于两类

中不是存在业绩增长相比于 2010 年增长下降或者 2011 年业绩成长性低于之前预期的可能性，注定了他们的拣法是属于超跌之后博反弹的属性，如果是短期的博反弹，就类似于目前 2 月份之后的情形，汽车、家电、电子、医药、食品饮料、商业零售是如下排序，如果按照 2011 年全年的震荡触底，我们认为便宜货的排序应该是在于食品饮料、商业零售、电子、家电、汽车、医药。其实在绝对估值水平较低中还有两项是需要注意的，一个是煤炭、另一个就是金融地产了，煤炭的业绩增长确实很好，但是他的投资逻辑其实与整体市场的趋势——也就是通胀水平逐步回落相违背的，而且要命的是他跟地产、金融相比，市场并没有认识到这一点，所以煤炭虽然看似估值水平较低，但却并非今年值得拣的一个便宜货，相反，相比于在 2011 年或多或少存在一些问题的两类便宜货，金融、地产的现象应该是跌时不多、通胀水平回落在一定稳定区间时存在一次性的估值提升，总结下，兔年的策略要么围绕便宜货活蹦乱跳、要么就是在金融、地产里面窝着了。

从这个角度，我们也可以衍生出最近市场的看法，市场现在从估值的角度存在围绕便宜货的反弹契机，但是持续性并不存在，而且我们认为未来的经济下滑-通胀回落以及通胀回落到稳定区间的力度和持续时间并没有为目前的市场所消化。

## 一、策略所见：A 股市场的二十年

去年的 A 股市场指数有幸成为排名全球倒数，仅好于受制欧债危机的西班牙、葡萄牙，不知道是不是受到普遍散户舆论压力的引导，我对于 A 股市场的最深刻印象停留在庄股、某某系之类，最近看到了一篇博文的统计，发现我有失偏颇了，在这边引用下，也给一些对于 A 股市场未有信心的人一点勇气。

从 20 年以来的市场走势看，A 股市场明显优于美国和香港，如果考虑到 1990 年上证综指成立伊始指数位置较低，从 1999 年算起，上证上涨达到 2 倍，也要优于香港的 1 倍和美国的负数增长，如果考虑到海外成熟的私有化退市机制、资本离得水等等，其实作为一名 A 股投资者来说，我们还是挺幸运的。

表：20 年以来各重要市场走势

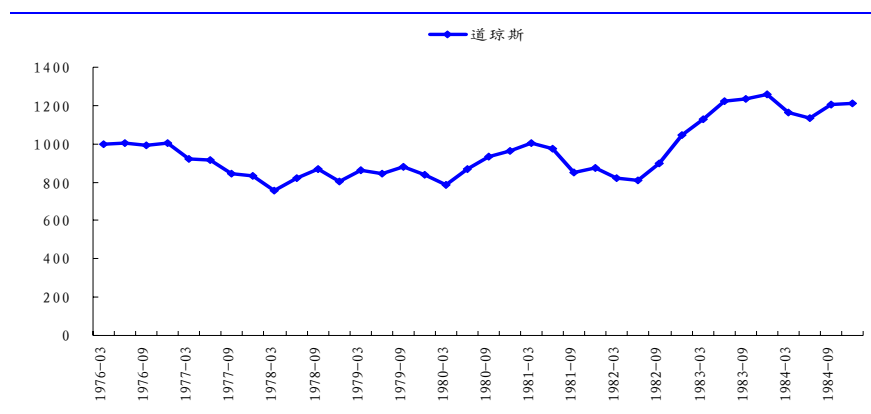
| 指数（国家地区） | 过去 20 年走势                    | 指数涨幅    |
|----------|------------------------------|---------|
| 上证综指     | 1990 年 127 点-2010 年 2808 点   | 22 倍    |
| 深证成指     | 1991 年 963 点-2010 年 12458 点  | 12.93 倍 |
| 沪深 300   | 2005 年 923 点-2010 年 3128 点   | 3.38 倍  |
| 中小板综     | 2005 年 1415 点-2010 年 7465 点  | 5.28 倍  |
| 美国道琼斯    | 1990 年 3000 点左右-2010 年 11700 | 3.9 倍   |
| 香港恒生指    | 1990 年 3000 点左右-2010         | 7.86 倍  |

数据来源：国泰君安证券销售交易部

## 二、策略所闻：牛与熊

牛市还是熊市的争论从 2010 年一直延续到 2011 年，其实从 2010 年的进程来说，很难用简单的牛市还是熊市来鉴定指数的绝对涨幅与市值的扩张，我想用一个简单的言论来评定，在流动性成本逐步抬升的过程中，2006/2007 年由不断增量流动性贡献的牛市的确一去不复返，但是，中国 70 万亿庞大的存量 M2 已经可以成为形成未来牛市的基础，只不过存量牛市与增量牛市相比，内部流动性的再分配是关键，除了现今主要的房地产部门流动性吸纳能力下降之外，我们还需要一些资本市场定位的促发因素，例如美国在 1978 年之后 401K 计划推出对于整个资本市场的带动意义。

图 2：道琼斯指数在石油危机之后的趋势



数据来源：国泰君安证券销售交易部

## 三、策略所思：兔年谚语的寓意

通过便宜货的拣法我们基本可以明确兔年的基本操作思路，在最后通过几个兔字谚语用以更加形象化：

对于兔年行情，最佳谚语是：兔子尾巴长不了。主要是觉得今年在通胀高企，经济增长不温不火的情况下，市场也没有很强的趋势性，如果很看多，去追高买入，就不是很明智，从近期走势可以看出来，一个股票今天大涨，如果高位去追，第二天一定就跌下来，让你陪着钱。所以，别对市场抱特别大期望，要知道，今年行情好比兔子尾巴——长不了。

对于兔年的配置，最佳成语是：狡兔三窟。和去年不一样，去年只要拿着一个消费医药或者新兴产业小股票不动，就可以获得很好的收益，但是面对今年的形势，这些股票估值很高，业绩增长未必超预期，所以不会有持续表现。

兔年市场走势难判断，因此选时的最佳策略是：守株待兔。也就是，要想兔年逮到兔子，不能学猎人一样四处去转，因为四处去跑还未必找到兔子，还不如在找到兔子的几个窝之后，耐心的等待着，看兔子到底去

哪个窝，然后伺机而动。

今年的交易方式要：动如脱兔。轻易不要去买卖股票，因为多半是错的，但是一旦看准了，下手要快，买入要快，卖出也要快，不能等待股票上涨了 20%，然后还在犹豫是不是要买，一旦决定要买了，估计行情也到头了。今年的交易尤其要注意要快，而不能犹豫，如果看好的股票出现下跌，很可能会持续下跌 20-30%，比如最近消费、医药和小股票，如果下跌 20%以后才开始醒悟，打算卖出，基本上也会太晚，很容易卖到中短期的一个较低的位置。

今年的仓位控制要：狮子搏兔。也就是说，要用大仓位去博取很小的收益，因此不能把仓位过于分散，否则股票一段时间有涨有跌，最后刨去交易成本，可能还是亏钱的，因此要相对集中投资，平时仓位要低，但是一旦机会来了，仓位要迅速提高，押注在某几个股票上，并且赚取了很小的收益就要打算跑掉，不能坚守，否则很有可能吃进去的又会吐出来。

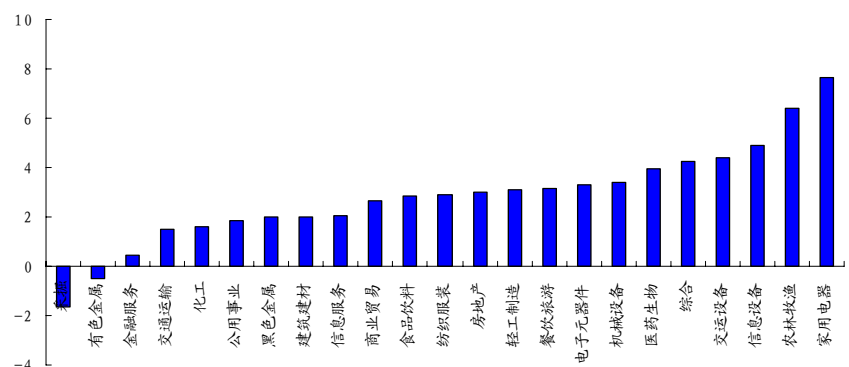
兔年投资要时刻记住上述谚语。要知道，兔年行情可是兔子尾巴长不了，不要看到上涨就激动，下跌就害怕，选股上别看太多也不能就看一个，要狡兔三窟，多看几只股票，并且盯住了，要守株待兔，和这几个股票耗上，也不用去找其他股票，并且一旦看准时机，行动起来要动如脱兔，要集中大仓位博取小收益，这就是狮子搏兔的含义。愿读者们兔年快乐，快乐投资。

表：关注数据及主题

| 关注指标/主题 | 公布日期/市场特征                   | 策略评论                                                                                                 |
|---------|-----------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 新兴市场股市  | 新兴市场尤其是亚太股市弱势<br>与美国股市强势的对比 | 在美元指数依然孱弱的背景下，道指与新兴市场股指之间的背离显得有些扎眼，目前的道指又回到了 12000 以上，相比之前的那次估值更低，从这个角度来说，道指的强势在美联储货币投放决心下或许会持续的超乎预期 |

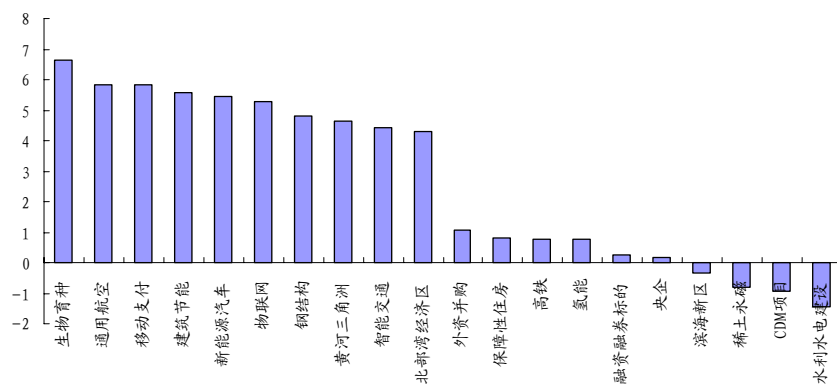
数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 3：板块表现中，家用电器、农林牧渔、信息设备领先



数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 4：主题投资中，表现前十与表现后十



数据来源：国泰君安证券销售交易部

**作者简介:****钟华:**

浙江大学国民经济学硕士，2006-2009 年长江证券研究部策略分析师，2010 年至今国泰君安销售交易部负责行业配置

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |