

上行无力，再寻支撑

定期策略研究

2011 年 5 月 3 日

2011 年 5 月 A 股投资策略报告

相关研究报告：

三重转型中的弱市新机—2010 年半年度宏观策略主题研究报告

转型突围，顺势而行-2011 年宏观策略主题研究报告

困难升级，A 股春天还没来-2011 年二季度投资策略报告

报告作者：

国联证券研究所宏观策略组

组长：张鹏

执业编号：S0590208070087

联系人：

李斌

电话：0510-8283 3217

E-Mail: lib@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

主要观点：

4 月 A 股表现显示了在资金面总体紧张情况下，投资者风格偏好的转变，以及这种转变在目前市场资金条件下的必然演变。市场资金面的制约条件愈加收紧，因此周期权重板块的表现只能表现为快速的轮动和对资金不断的消耗。从这个意义上说，3067 点再现 3186 点的断崖式下跌是由市场内在因素决定的。

对经济担忧的源头来自于并未完全复苏的需求和实际景气的生产最终导致存货的增加。通胀和调控导致的需求不足与原材料价格不断上涨导致的生产热情共同催生出较高的存货水平。如果流动性的紧缩政策和控通胀、控房价的措施还将持续，那么新一轮去库存就是我们在未来一个季度内将会面临的风险。

结合我们对当前宏观、市场环境和历史演变的判断，我们仍然倾向认为 5 月市场表现可能将延续 4 月中旬开始的调整。经济增长放缓、新一轮调控措施出台、国际经济动荡都可能成为触发因素，我们认为 5 月上证指数的运行空间将会在 2700-3000 点。可能导致指数向上表现的超预期因素应是流动性方面的正面刺激，但从 3186 和 3067 点的经验来看，此类脉冲式的行情力度是在不断减弱中的，那么对其高度的期待也就有限。

投资标的的选择，我们坚持二季度策略的观点。我们仍然看好业绩改善和增长较为明确的新兴产业公司，但会对盈利增长的可靠性和安全边际提出更高的要求；需求较强的一般消费品、存货保值能力较强的饮料、中药行业相比大宗商品是更稳定的抗通胀主题；资产注入、安全防务等与目前局势动荡、十二五执政方式转变相关的主题投资我们继续看好；在相对收益方面，我们则认为银行板块受到冲击的可能性相对较小。

目 录

一、 四月行情回顾：上行不利	3
二、 五月行情前瞻：还在收缩战线.....	6
库存上升是较大风险	6
市场轮动转向收缩	9

一、四月行情回顾：上行不利

4月A股走势并未呈现市场预期的突破上升。开始于2月2661点的反弹行情未能在4月得到延续。上证指数用了一半的交易时间上涨，获得了3067的新高，却又用了另一半的时间下跌，月末出现跌破2900点的现象。市场表现符合我们一再重中的观点：市场在3000点上方积聚风险。我们在4月6日推出的二季度策略中重点指出“自春节的‘维稳’和‘攻关3000点’行情难以走的长远，4月-5月可能需要谨慎对待调整的风险”；显然，市场正在我们的判断逻辑中运行。同时，我们判断2800-3000点的上证指数运行空间也得到验证。

4月行情难以取得突破的信号一直体现在成交量中。我们在前期周策略中指出，成交量难以有效放大是制约行情进一步表现的重要原因。日均2500亿的成交则仅仅起到防守2900点一线的作用，当行情转向大盘权重而成交额始终不能有效放大则意味着向上的攻击很难奏效。我们看到4月成交继续同比萎缩，因此3067点之后出现的快速调整并不奇怪，而中小板和创业板在扩容、解禁负担较重的情况下出现成交量同比25%-30%的下降则说明较多资金正在回避相关板块。

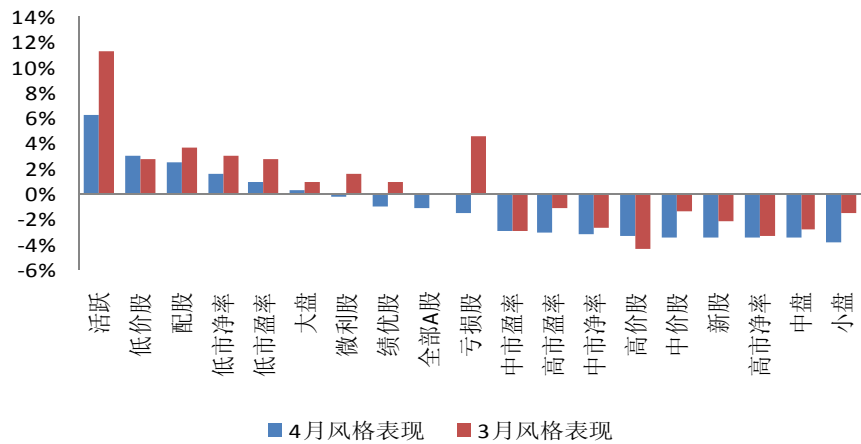
从各指数表现来看，4月部分继承了3月的权重股行情。尽管全部A股下跌超过1%，但下跌主要来自中小板和创业板，分别重挫5.4%和9.5%，而最能代表大蓝筹的上证50指数和180指数均录得正收益，分别上涨1.25%和0.41%。投资者的偏好在风格指数表现上也能看到。低价股、低市净率、低市盈率板块在3-4月份都有持续优秀表现，中盘和小盘个股则连续两个月下跌。总体而言，低估值个股是4月行情的中坚力量，但活跃指数成分股的一枝独秀则反映出市场并非蓝筹行情那么简单，大盘股和绩优股亦并非市场的领涨力量。我们从领涨个股的情况也可验证这一点，重组、再融资等主题炒作主导了涨幅榜，小盘股的业绩地雷和估值雪崩则主导了跌幅榜。

图表 1: 4 月市场表现

	4月涨跌	市盈率PPM	10年市盈率	市净率	总市值 (亿元)	总市值 月变化	流通市值 (亿元)	流通市值 月变化	4月日均 成交额 (亿元)	成交变化
上证综指成分	-0.11%	15.02	12.6	2.33	229614.09	0.12%	153259.92	0.64%	1433.95	-10.72%
上证50成分	1.25%	11.79	10.39	1.99	141840.7	1.46%	93005.54	1.48%	335.01	-5.46%
上证180成分	0.41%	13.02	11.32	2.12	175942.76	0.58%	115788.29	0.70%	648.80	-11.51%
深圳成指成分	-2.08%	20.45	15.94	3.17	18943.94	-2.13%	14510.25	-2.54%	186.59	0.00%
中小板指成分	-5.40%	29.63	22.51	4.88	12189.14	-5.53%	8093.75	-3.06%	103.98	-25.44%
创业板指成分	-9.50%	49.24	32.28	4.17	4624.15	-9.71%	1551.31	-6.25%	29.41	-35.53%
沪深300成分	-0.19%	14.08	12.13	2.27	214905.24	-0.03%	143618.79	0.23%	1004.04	-10.46%
全部A股	-1.18%	17.41	14.24	2.6	315553.71	-0.65%	205538.56	-0.08%	2401.91	-12.26%

数据来源: 国联证券研究所 Wind

图表 2: 3 月与 4 月市场风格表现



数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 3: 4 月个股涨跌幅领先情况

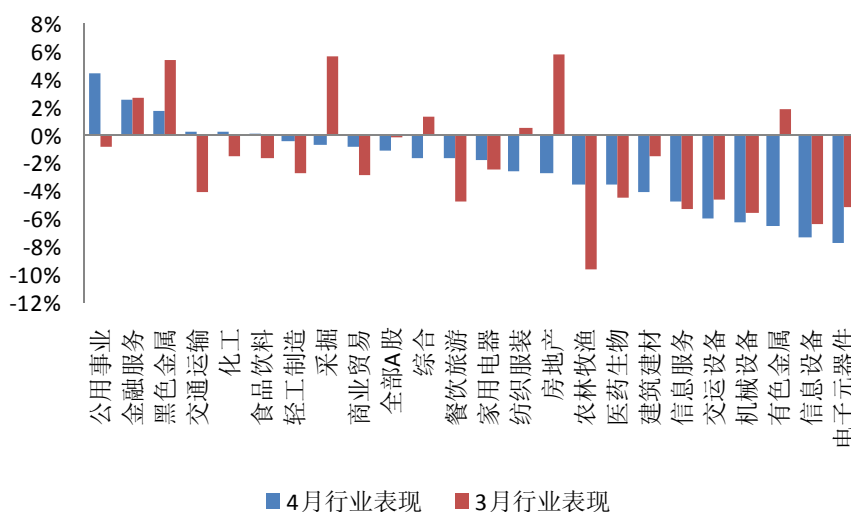
证券代码	证券简称	月度涨跌幅	申万行业	证券代码	证券简称	月度涨跌幅	申万行业
600882.SH	大成股份	55.73%	化工	002399.SZ	海普瑞	-37.78%	医药生物
002034.SZ	美欣达	50.85%	纺织服装	002214.SZ	大立科技	-31.61%	电子元器件
600618.SH	氯碱化工	48.85%	化工	300078.SZ	中瑞思创	-29.84%	信息设备
600022.SH	济南钢铁	47.08%	黑色金属	300077.SZ	国民技术	-28.74%	电子元器件
600645.SH	ST中源	46.63%	医药生物	002362.SZ	汉王科技	-28.62%	信息服务
600816.SH	安信信托	46.47%	金融服务	002205.SZ	国统股份	-27.23%	建筑建材
600876.SH	洛阳玻璃	39.67%	建筑建材	600228.SH	昌九生化	-27.03%	化工
600102.SH	莱钢股份	38.23%	黑色金属	300086.SZ	康芝药业	-26.39%	医药生物
002102.SZ	冠福家用	38.12%	轻工制造	300103.SZ	达刚路机	-26.11%	机械设备
600466.SH	迪康药业	37.05%	医药生物	002569.SZ	步森股份	-25.68%	纺织服装

数据来源：国联证券研究所，Wind

行业表现在过去两个月内呈现明显的结构性分化。农业、医药、建材、信息服务、交运设备、机械设备、信息设备、电子元器件等行业板块连续调整，累积跌幅较大。我们可以很明显看到这里面包含了大部分新消费和新兴产业板块，如医药、信息、电子元器件、机械等都是保持较长时间强势的行业，这也决定了其调整时间和幅度相对亦较大。

前后变化较大的行业板块则包括房地产、公用事业、采掘、交通运输、黑色金属、化工、轻工、餐饮旅游、商业等。主要的周期板块均包含在内，我们看到3月表现的房地产、钢铁、采掘在4月出现明显调整，而公用事业等则接过领涨旗帜，周期类板块的轮动特征非常明显。其中唯有金融服务行业连续两个月稳定、持续上涨。我们在二季度策略中指出，银行仍具有相对收益能力，这一观点得到验证。

图表 4：4月个股涨跌幅领先情况



数据来源：国联证券研究所，Wind

综上所述，4月A股表现显示了在资金面总体紧张情况下，投资者风格偏好的转变，以及这种转变在目前市场资金条件下的必然演变。在面对不断加强的流动性回收政策以及越来越不确定的经济前景预期，投资者需要更长时间消化10年中小市值个股的估值疯狂。这种转变在初期表现为资金从中小板、创业板个股转向周期类、权重类板块。但同时，市场资金面的制约条件愈加收紧，因此周期权重板块的表现只能表现为快速的轮动和对资金不断的消耗。我们在二季度策略中将之定义为“消耗战”行情，并预见到在没有新生力量加入的情况下，“消耗战”演变为“撤退”的必然结果，从这个意义

上说，3067点再现3186点的断崖式下跌是由市场内在因素决定的。

二、五月行情前瞻：还在收缩战线

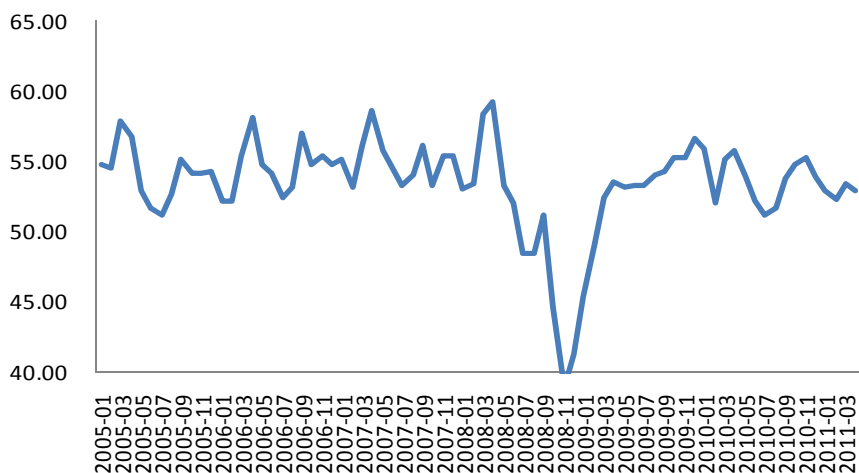
库存上升是较大风险

对于5月行情的决定性因素并没有多大变化，我们所要做的是沿着既定的逻辑继续推演。在二季度策略报告中，我们提出未来行情的制约条件不仅来自流动性紧缩预期，经济增长放缓带来企业盈利的下降将逐渐成为市场新的担忧。

担忧的源头来自于并未完全复苏的需求和实际景气的生产最终导致存货的增加。4月PMI数据的下降已经加强了市场对经济增长放缓的担忧。一方面源于4月PMI相比3月有明显的下降，使得3月PMI的反弹成色明显不足，结合汇丰PMI在4月出现的持平表现，我们可以认为不仅私营单位，中国制造业整体行业景气出现了回落的迹象。

另一方面，我们看到4月PMI数据低于05年有记录以来的平均水平，而汇丰PMI指数则自今年2月开始就已经低于平均水平，制造业的景气实际上处于并不稳定的状态。

图表 5: PMI 月度表现

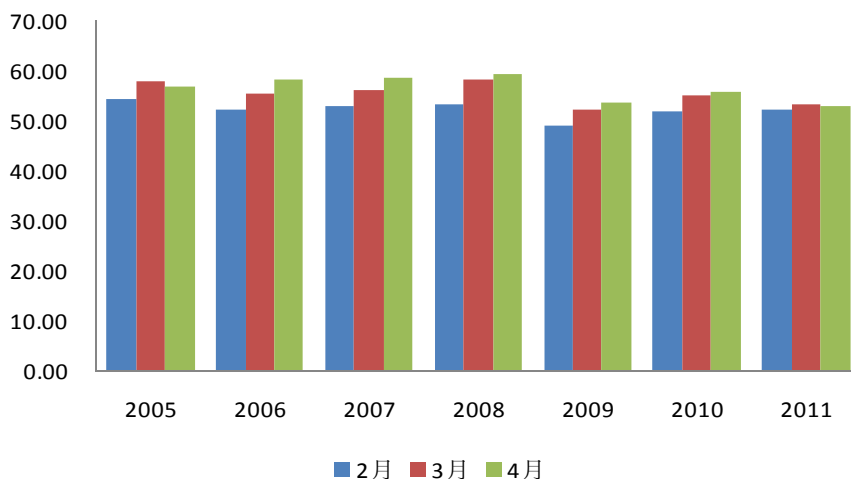


数据来源：国联证券研究所，Wind

更为重要的是，4月PMI的下降背离了季节因素和历史因素。从历史上看，2-4月PMI逐月上行是一种规律，相比3月平均上升幅度应在1.5个百分点。但实际上4月PMI反而出现0.5个百分点的下降，结合3月表现亦不如历史平均水平，我们认为制造业景气的放缓从年初已经开始。同样的，在

汇丰 PMI 指数方面也可以得到验证。

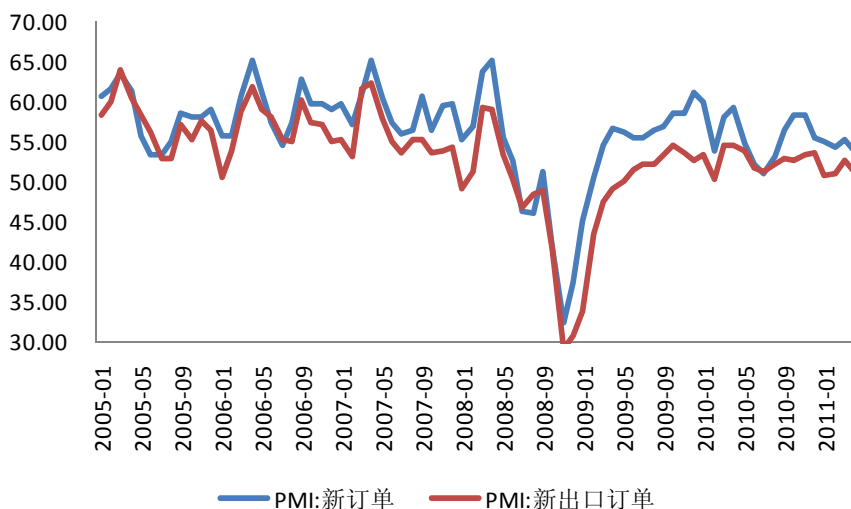
图表 6: PMI2-4 月历史表现



数据来源: 国联证券研究所, Wind

分类指数表现指出, 真实需求疲软向存货增加和生产降温的转移已经开始体现。新订单指数自 10 年 11 月以来一直处于下降状态, 并且低于长期历史平均水平; 新出口订单表现亦同样如此。我们之前报告中多次指出, 海外市场复苏带有货币幻觉因素, 而国内消费、投资受到调控和通胀影响增速放缓已是定局, 因此对于经济增长的需求面并不能完全乐观。从实际 PMI 数据的表现来看, 需求放缓亦从年初开始就已经显现。

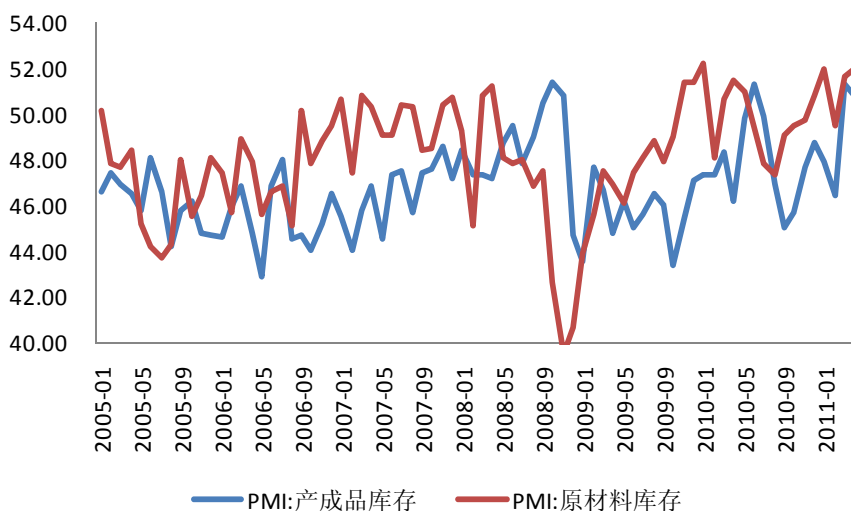
图表 7: PMI 新订单指数



数据来源: 国联证券研究所, Wind

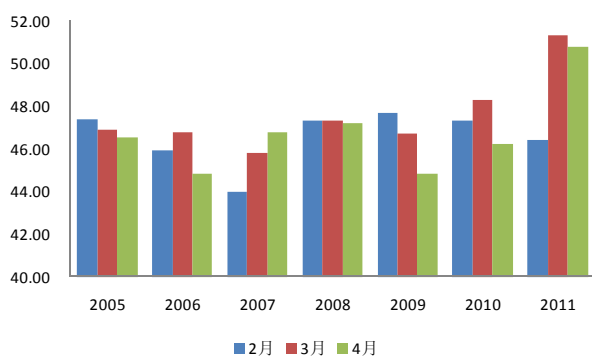
与生产指数回落不同的是，库存再度成为经济增长预期中令人担忧的一点。无论是原材料库存指数还是产成品库存指数，相比历史趋势，目前都处在高位，尤其是原材料库存在 3-4 月份的上升尤其迅速。我们担心的是，如果下游需求并不能如市场所预期那样转好，而国际商品市场出现大的价格波动，则目前我们看到的原材料和产成品库存都存在价值贬损的风险。

图表 8: PMI 库存指数



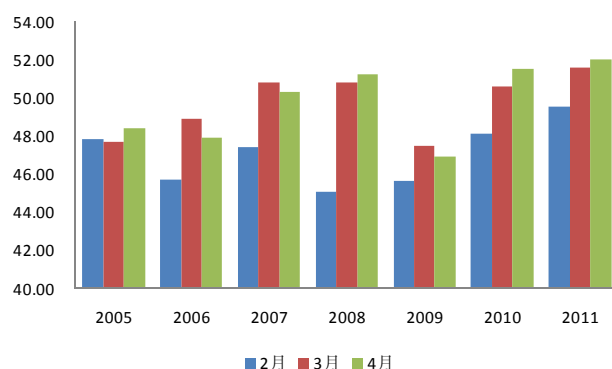
数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 9: 原材料库存指数



数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 10: 产成品库存指数



数据来源：国联证券研究所，Wind

因此，我们认为，2011 年中国经济增长并非一帆风顺，GDP 同比增长逐季下降的可能性较大。与此同时，通胀和调控导致的需求不足与原材料价格不断上涨导致的生产热情共同催生出较高的存货水平。如果流动性的紧缩

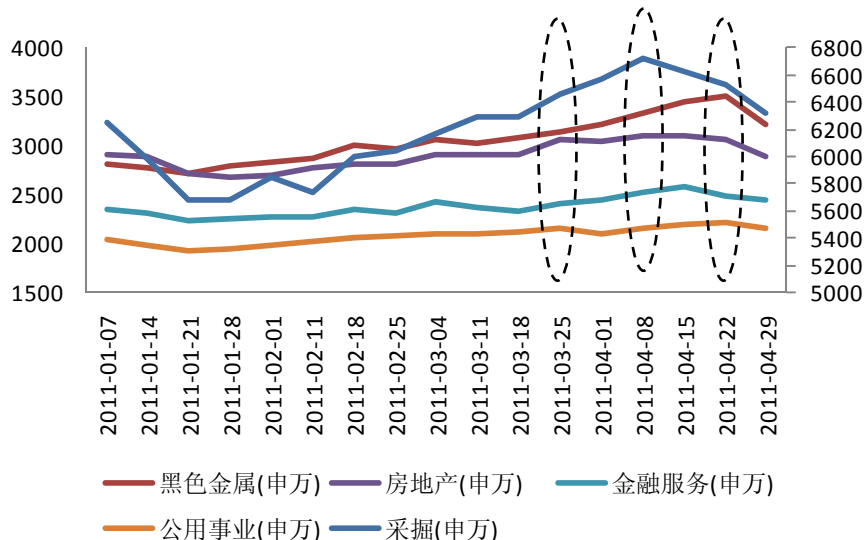
政策和控通胀、控房价的措施还将持续，那么新一轮去库存就是我们在未来一个季度内将会面临的风险。

市场轮动转向收缩

根据对宏观面的理解，我们在二季度策略中对市场表现做的评价是，市场总体是在对存量资金的不断消耗，或者以主题快速轮动的“车轮战”方式，或是以权重股表现的“消耗战”方式，无论表现形式如何，其本质并未发生变化。我们在过去3个月内看到基本上所有行业板块都经过了一定的轮动表现，只是缺乏持续性，而这就是存量资金消耗式上涨的特征。当这种轮动已经向钢铁、公用事业等低弹性板块轮动的时候，我们认为市场资金的活性开始下降，而这对一场“消耗战”来说是关键性的转变，这意味着资金运动的范围和能力都可能达到了临界点。

因此，我们维持原来的判断，无论是热点切换极快的“车轮战”还是大盘股的“二八”行情都难以在现有条件下继续存在。经过3个月的维持和消耗，市场很有可能通过下跌调整来达到“收缩战线”的目的，以使市场市值表现与所能提供的资金总量相匹配。

图表 11：行业指数一季度表现



数据来源：国联证券研究所，Wind

落实到5月大势的判断，我们认为从历史上看5月常常是波动幅度较大，且具有一定重要意义的月份。从涨跌角度来看，5月曾经出现过11个上涨月和9个下跌月，而5月涨跌幅超过历史月度表现平均水平的各有4次，可见波动巨大。

从事件性因素看，92 年取消涨跌停板限制导致的大涨、95 年暂停国债期货导致的井喷行情、99 年网络股的“519”行情，以及 06 年的 IPO 重启都发生在 5 月；从负面的情况来看，93 年宏观调控、02 年恢复配售、05 年股改启动和 08 年的天灾（地震）人祸（次贷危机）则都是造成 5 月跌幅的重要因素。

一个有意思的现象是，在 5 月 A 股的历史表现中，引起上涨的往往和新增资金入市有关，如 92、95 年情况最为明显，06 年对股改后 IPO 的尘埃落定也可看做对场外资金的一种“靴子落地”；引起下跌的则主要是经济面恶化，调控预期升高，93 年和 08 年尤为明显。我们认为这些历史事实对当前的 5 月还是有意义的。从最可能坏的因素看，我们担忧国际商品市场在持续上涨后的下跌风险，以及经济增长放缓开始对企业盈利的冲击；而从好的因素判断，则我们也不能完全否定新增资金入市可能产生的提振作用。

结合我们对当前宏观、市场环境和历史演变的判断，我们仍然倾向认为 5 月市场表现可能将延续 4 月中旬开始的调整，经济增长放缓、新一轮调控措施出台、国际经济动荡都可能成为触发因素，我们认为 5 月上证指数的运行空间将会在 2700-3000 点。

可能导致指数向上表现的超预期因素应会是流动性方面的正面刺激，成交量的井喷表现将带动权重股再度上攻，但我们认为这种可能性从目前看并不大，并且从 3186 和 3067 点的经验来看，此类脉冲式的行情力度是在不断减弱中的，那么对其高度的期待也就有限。

投资标的的选择，我们坚持二季度策略的观点。我们仍然看好业绩改善和增长较为明确的新兴产业公司，但对盈利增长的可靠性和安全边际提出更高的要求。太阳能产业配套设备、环保节能设备制造、生物医药等行业，业务增长的确性较高。

我们还认为在二季度的宏观环境下，继续炒作资源、大宗商品等的风险较高，而一般消费品则将受益产品价格上升，具有品牌效应，拥有定价权的企业尤为受益。并且通胀和社会资金成本上升情况下，大多数企业库存将转变为盈利压力，但中药、酒等存货保值性较好的行业可能受影响较小，反而易受青睐。

另外，资产注入、安全防务等与目前局势动荡、十二五执政方式转变相关的主题投资我们继续看好。在相对收益方面，我们则认为银行板块受到冲击的可能性相对较小。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。