

张忆东 吴峰
李彦霖 蒋仕卿

策略研究团队

021-38565932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190510110012

证券研究报告

调整仓位 保存实力 ——A股市场投资策略报告

2011年5月2日

相关报告

20110408《维持白马配置》

20110327《撤退或是进攻？都向白马靠》

20110318《敦刻尔克大撤退》

20110227《“维稳”春风驱寒意》

20110128《参与或者不参与，春季攻势就在那里》

20110123《阶段底部有望形成》

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

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——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》

20100411《审慎迎接震荡》

20100128《后强！任什么？》

投资要点

★回顾：《敦刻尔克大撤退》提出“边走边撤”，低估值白马配置始终坚持——3月18日《敦刻尔克大撤退》及随后报告，提醒4月中旬之前从容撤退，等待下一个更好的进攻时机，积极防御，优先配置金融等低估值白马。——4月19日《除了白马防御，还考虑仓位调整》，提醒将过重的仓位进行调整，至少调到攻防兼备的适中仓位。配置上，立足于相对收益，超配金融（特别是大银行、保险等）、交运、水电等现金等价物。

★展望：短期如有反弹也是泄气皮球；中期仍不乐观，盈利和估值双杀——短期市场或有反弹，不必期待太高。从投资者情绪看，在数据发布前的真空期，大盘急跌后，期待有反弹，加上“五一”节，拉登被毙，海外市场上涨；月初资金面相对偏松等因素。但仓位偏高、增量资金不足，制约反弹。——中期仍不乐观，盈利和估值双杀的隐忧挥之不去，市场震荡向下。

1) 年报、一季报披露完毕：金融保持高增速、非金融增速放缓。分解非金融企业利润，毛利率下降、营业收入放缓、费用率上升等是增速下滑的主因。

2) 非银行二季度业绩增速将继续放缓。根据兴业自上而下模型测算，非银行类公司二季度业绩增速将继续放缓，一方面是由于经济环比回落引发需求回落，另一方面，高成本对毛利率的负面冲击值得关注。

3) 货币紧缩仍在延续，估值继续承压。信贷和货币的季调环比趋势折年继续回落。从货币剩余的角度，目前处于货币剩余快速回落阶段，历史上从货币剩余回落到市场估值回落存在时滞，但最终都没有逃脱估值下滑的命运。

4) 资金争夺战，A股吸引力不足。在经济偏热、通胀较高、货币政策偏紧的背景下，草根调研显示，当前民间资金紧张，理财产品、信托产品、民间拆解、房地产等更加强势，股市在这次资金争夺战中不幸又沦为了“配角”。

5) 基于周期的角度需要控制仓位。基于环比口径对经济短周期的划分，经济环比回落的时段，宜采取保守型仓位，以待经济“挖坑”后的买点。

★投资策略：保存实力，增加仓位灵活性，如有反弹仍要减仓——不要轻视仓位，建议将过重的仓位调低，至少先到攻防兼备的适中仓位。——立足于相对收益，维持超配大型金融股、交运、电力等现金等价物；——周期股：逢反弹仍有分化、调整风险，减持行业预期面临恶化的股票；——消费和成长股：立足于绝对收益而超配的时机尚未成熟，可耐心等待，特别是等大小非减持；但立足于相对收益，可增持估值相对合理的白马股。

目 录

回顾：《敦刻尔克大撤退》提出“边走边撤”，低估值白马配置始终坚持	3 -
展望：短期或有反弹，勿太乐观；中期仍需谨慎，震荡向下	4 -
短期市场或有反弹，但不必有太多期待	4 -
中线盈利隐忧：一季报非金融业绩增速已放缓，二季度可能继续下滑	4 -
紧缩仍在延续，估值继续承压	7 -
资金争夺战，A股吸引力不足	8 -
经济中期趋势短期难以证伪，基于周期的角度需要控制仓位	8 -
投资策略：保存实力，增加仓位灵活性，如有反弹仍要减仓	9 -
 图 1：全部 A 股（可比样本）归属母公司所有者净利润增速	4 -
图 2：非银行二季度利润增速继续下滑	6 -
图 3：银行是业绩稳定器	6 -
图 4：制造业毛利率面临成本上升冲击	6 -
图 5：宏观紧缩仍在延续	7 -
图 6：货币剩余处于快速回落阶段	7 -
图 7：房地产企业资金压力开始显现	9 -
图 8：经济回落期宜采取保守型仓位	9 -
 表 1：兴业策略去年底以来的主要观点	3 -
表 2：非金融利润增速分解	4 -
表 3：行业营业收入增速与净利润增速	5 -
表 4：11 年业绩预测	6 -
表 5：上证指数估值敏感性分析表	10 -

回顾：《敦刻尔克大撤退》提出“边走边撤”，低估值白马配置始终坚持

3月18日《敦刻尔克大撤退》前瞻性提醒在4月中旬之前是春季攻势的撤退阶段，边走边撤，可以从容撤退，优选金融、地产等低估值白马。

3月27日《撤退或是进攻？都向白马靠》重申了**存量财富再配置**的逻辑，提出二季度货币政策难松、当心4月中旬之后数量型紧缩的冲击，继续强调低估值白马；4月8日《维持白马配置》指出当前蓝筹股赚钱效应PK货币政策紧缩，财富再配置面对抉择期，短期，低估值白马股的赚钱效应仍在延续，继续优选低估值白马；4月17日《维持金融优先配置地位》，维持二季度先扬后抑、震荡市的判断，紧缩政策仍将延续，紧缩政策产生的累计效应增加经济中期的变数。短期缺少超市场预期预期的利空，金融等低估值蓝筹可能支撑大盘惯性发展、指数虚化；但是周期股需要提防分化风险，可逢高减持阶段性利多出尽、预期已被透支、估值较贵的周期股；消费和成长股板块性大规模超配的机会尚未成熟，可逐步低吸估值合理的绩优股。

4月19日《除了白马防御，还考虑仓位调整》，不只是要白马防御，还要考虑将过重的仓位进行调整，至少可以调到攻防兼备的适中仓位。快跌之后短期或有争夺，趁反弹可降低仓位、获利落袋。配置上：继续配置低估值蓝筹板块，首选金融（特别是大银行、保险等）、交运、水电等优于现金等价物的行业低估值龙头。

表 1：兴业策略去年底以来的主要观点

- 12月初发布 2011 年度策略《积极防御》报告中，全年震荡市，春季有攻势。2011 年 A 股市场面临着通胀复杂性、政策复杂性、海外复杂性的环境，需要积极防御，立足长期、耐心布局未来。但是，2、3 月份具备反弹黄金时间差。
- 1 月 23 日《阶段底部有望形成》——看多春季行情，市场对政策“反应过度”，随着预期的逐步改善，阶段底部有望形成。
- 1 月 27 日——房地产国八条出台后，我们强烈提醒，“当前就是底部”，“近期的紧缩信贷、房地产新政，反而使得春节后 A 股流动性改善、通胀阶段性回落的概率大大增强，春季反弹行情可为”。
- 3 月《“维稳”春风引领春季攻势》理解下阶段市场的关键是政治经济学，博弈准备金率上调频率的预期差；风险点是上调存款准备金率超预期。
- 3 月 18 日《敦刻尔克大撤退》春季攻势进入撤退阶段，短期市场还有期待、抄底资金仍会不断组织反击，因此，可利用此时机，从容撤退。
- 3 月 27 日《撤退或是进攻？都向白马靠》，优选金融、地产等低估值白马。
- 4 月 9 日《维持白马配置》，蓝筹股赚钱效应 PK 货币政策紧缩，财富再配置面对抉择期，低估值白马股的赚钱效应仍在延续，继续优选低估值白马。
- 4 月 19 日《除了白马防御，还考虑仓位调整》，继续配置低估值蓝筹板块，金融（特别是大银行、保险等）、交运、水电等优于现金等价物的行业低估值龙头。

资料来源：兴业证券研究所

展望：短期或有反弹，勿太乐观；中期仍需谨慎，震荡向下

短期市场或有反弹，但不必有太多期待

从投资者情绪看，一贯是多头不死、跌势不止，下跌过程是复杂的，其中，会有很多阶段性反弹的小插曲。此次，节前大盘急跌后，很多投资者对“五一”节后反弹的预期提升，月初资金面相对月底改善且是经济数据发布前的真空期，加上，“五一”节期间，本.拉登被毙，海外市场普遍上涨，阶段性风险偏好或有提升。

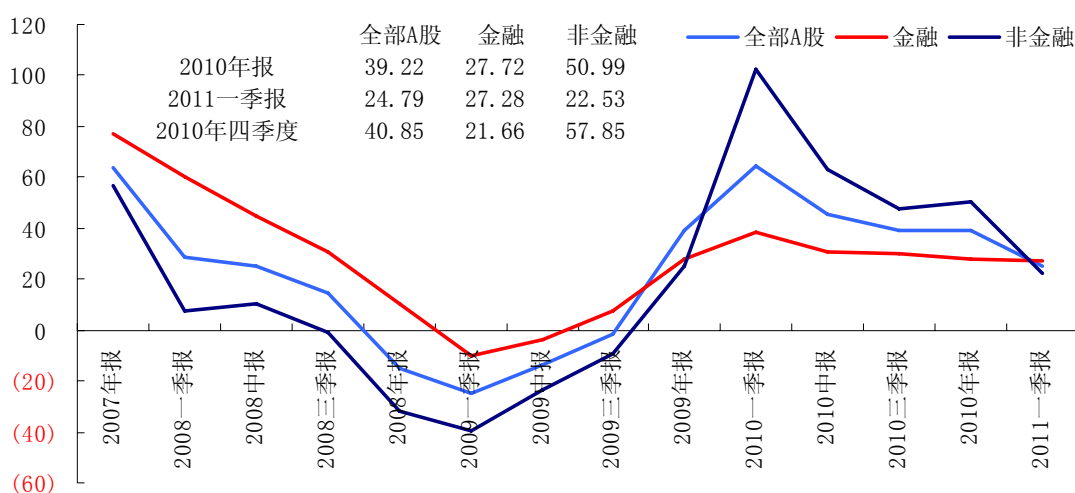
短期即使有反弹，也像泄气皮球，弹不高，因为，中线的隐忧仍在压制市场，增量资金不足，再加上，投资者仓位偏高，这些都制约反弹。

中线盈利隐忧：一季报非金融业绩增速已放缓，二季度可能继续下滑

年报、一季报披露完毕：金融保持高增速、非金融增速放缓

- 截止 4 月 30 日，全部 A 股上市公司公布 10 年年报和 11 年一季报，可比公司归属母公司所有者净利润增长 39.22%（2010 全年）和 24.79%（2011Q1）。
- 从结构上看，金融企业利润增速加快，单季度利润增速从 10 年 Q4 的 21.66% 升至 11 年 Q1 的 27.28%。非金融企业利润增速放缓，分解利润增速可知，费用率上升、毛利率下降、营业收入放缓等是增速下滑的主要原因。
- 从非金融行业中，消费服务业业绩增速稳定，纺织服装、商贸零售、食品饮料、家电、医药等单季度维持较高利润增速；周期性行业中，除机械设备、建筑建材、钢铁外，其余行业单季度利润增速较 10 年 Q4 回落。

图 1：全部 A 股（可比样本）归属母公司所有者净利润增速



资料来源：兴业证券研究所

表 2：非金融利润增速分解

非金融利润增速分解（各因素对利润贡献）	11 年 1 季度	2010 年全年
费用率	2.71%	15.56%
公允价值变动净收益	-0.70%	-2.57%

毛利率	-4.85%	-4.00%
实际税率	-3.09%	2.13%
投资收益	0.68%	-1.07%
业务收入增长	30.46%	38.14%
营业税金及附加	-2.00%	0.65%
营业外收支	0.05%	0.11%
影响营业利润的其他科目	0.05%	0.02%
资产减值损失	-0.76%	2.02%
非金融利润增速	22.53%	50.99%

资料来源：兴业证券研究所

表 3：行业营业收入增速与净利润增速

	营业收入增长率 (%)			净利润增长率 (%)		
	11 年 Q1	10 年 Q4	10 年全年	11 年 Q1	10 年 Q4	10 年全年
采掘	30.46	18.82	41.33	22.53	68.35	38.84
餐饮旅游	26.69	18.42	25.46	(3.79)	9.82	25.05
电子元器件	23.15	22.20	33.44	15.56	5552.93	341.52
房地产	(4.35)	33.14	30.71	(12.44)	44.55	30.75
纺织服装	34.36	34.86	27.00	154.73	152.05	48.44
公用事业	23.83	23.01	29.33	(25.03)	14.09	5.40
黑色金属	22.64	10.20	31.52	(8.72)	(16.89)	183.52
化工	34.49	12.96	41.27	41.01	91.80	33.40
机械设备	43.50	37.61	38.04	58.90	59.84	56.89
家用电器	43.45	39.58	44.37	34.84	37.70	44.99
建筑建材	27.14	46.38	33.78	41.03	49.07	29.48
交通运输	25.25	39.93	47.48	1.42	203.69	232.65
农林牧渔	22.16	11.35	23.22	(0.91)	67.69	30.92
轻工制造	26.17	26.63	26.12	46.13	20.67	28.45
商业贸易	24.02	21.95	33.95	41.92	24.25	31.91
食品饮料	27.55	28.69	23.92	44.72	52.86	32.29
信息服务	19.76	21.16	15.65	(8.82)	97.58	(14.00)
信息设备	14.86	22.65	51.40	(9.78)	(1.40)	24.13
医药生物	20.03	18.81	23.91	27.91	(2.82)	18.90
有色金属	26.12	23.71	50.75	29.46	114.52	158.77
综合	58.91	52.95	39.86	60.07	39.85	53.81

资料来源：兴业证券研究所

业绩展望：非银行二季度业绩增速继续下滑

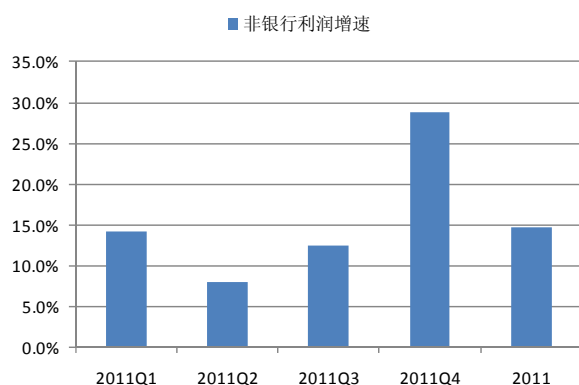
根据兴业证券策略组自创的自上而下的业绩预测模型，2011 年全部 A 股归属母公司所有者净利润增长 20.5%，其中制造业、服务业、银行、管制性行业分别增长 14.60%、11.32%、28.34%、14.65%。若剔除银行其余公司利润增长仅有 14%。

根据模型测算，非银行类公司二季度业绩增速将继续放缓，一方面是由于经济环比回落引发需求回落，另一方面，高成本对毛利率的负面冲击值得关注。二三季度，通胀上行使得上市公司面临成本冲击，尤其是 PPI 上涨速度超过 CPI 阶段，制造业毛利率下行风险大。

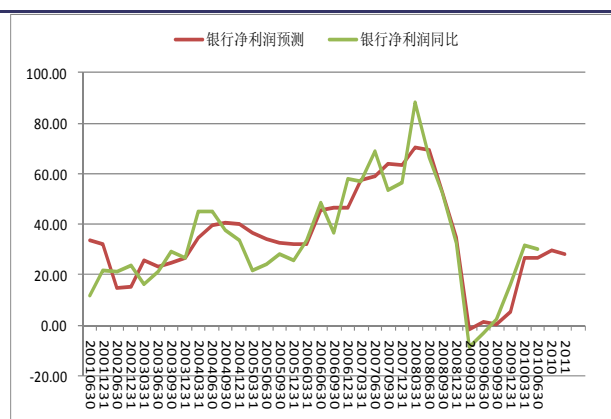
表 4: 11 年业绩预测

	2011 预测 (%)	利润结构 (%)
制造业利润	14.60	26%
制造业收入	20.62	
制造业毛利率	16.96	
制造业三项费用率	9.87	
服务业利润	11.32	10%
服务业收入	16.76	
服务业毛利率	22.28	
服务业三项费用率	10.89	
银行利润	28.34	47%
管制性行业利润	14.65	16%
石油石化利润	13.17	
公用事业利润	24.79	
合计	20.50	100%
朝阳永续一致预期	23.92	

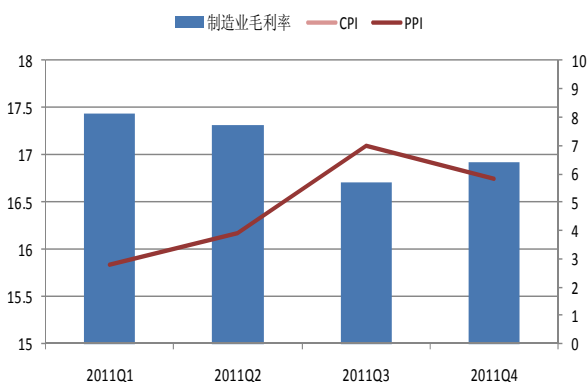
资料来源：兴业证券研究所

图 2: 非银行二季度利润增速继续下滑


资料来源：兴业证券研究所

图 3: 银行是业绩稳定器


资料来源：兴业证券研究所

图 4: 制造业毛利率面临成本上升冲击


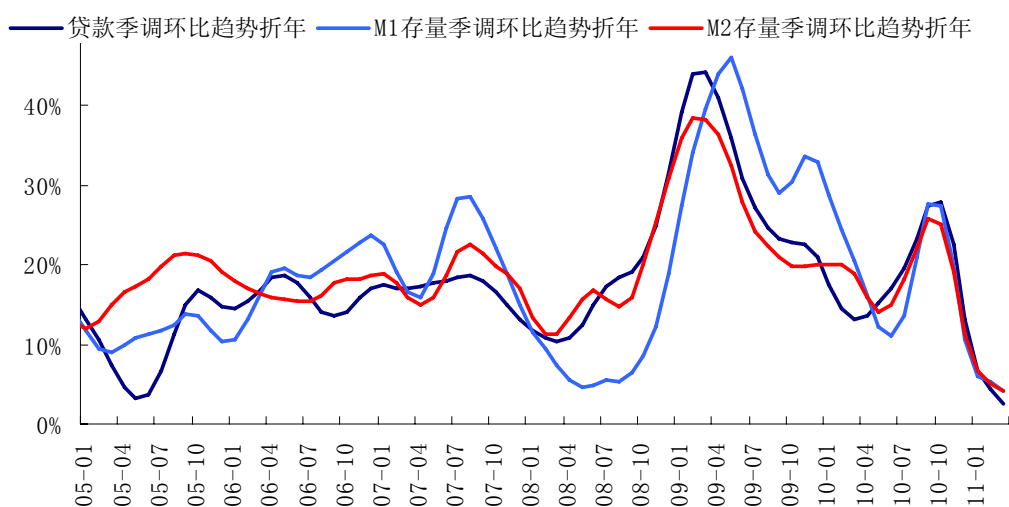
资料来源：兴业证券研究所

紧缩仍在延续，估值继续承压

无论是基于同比还是环比，当前经济增长和通胀尚处于高位（参见 20110417《维持金融优先配置地位》），政策短期内放松的概率较低，信贷和货币的季调环比趋势折年继续回落，宏观紧缩环境对资产价格估值无疑会产生压制。

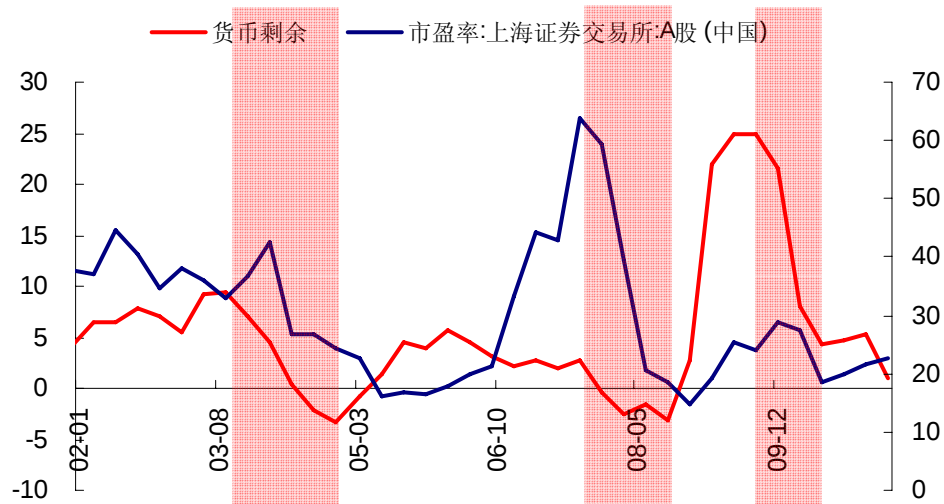
从货币剩余的角度，目前处于货币剩余快速回落阶段，历史上从货币剩余回落到市场估值回落可能存在时滞，但最终都没有逃脱估值下滑的命运，这一次会不一样吗？

图 5：宏观紧缩仍在延续



资料来源：兴业证券研究所

图 6：货币剩余处于快速回落阶段



资料来源：兴业证券研究所

资金争夺战，A股吸引力不足

在宏观流动性偏紧、通胀较高的背景下，居民存量财富再配置的方向值得关注。草根调研显示，当前民间资金紧张，理财产品、信托产品、民间拆解、房地产等投资渠道更加强势，股市在这次资金争夺战中不幸又沦为了“配角”。

- **理财产品、信托产品受追捧，而缺乏赚钱效应的A股二级市场吸引力下降。**
对基层银行调研后发现，各种理财产品、信托产品销售火热，货币市场产品，贵金属投资都被认可，但基金销售非常一般。
- **民间资金拆借行当的生意火爆。**草根调研发现，民间资金庞大，游离于信贷额度控制之外，而获益于信贷紧缩。信贷收紧，各类成本上升，民间资金需求仍较旺盛，这使得不少大、中型民企对传统主业的扩张相对谨慎，而加大了对股权投资（PE）、资金二道贩子、商业物业等领域拓展。
- **房地产市场仍是民间资金的重要争夺者。**限购令公布至今，仍未彻底扭转国人对房地产投资的预期。实施限购的城市，商业地产大卖，住宅地产量缩价稳，一旦降价仍能激发旺销，“五一”期间深圳某楼盘促销引发疯狂场面；未限购的区域，特别是三四线城市楼市火爆。另一方面，多数基层银行已经停放房地产开发贷款，中小房地产商转向民间融资、信托产品等领域。
- **PE全民热潮不减，但逐渐僧多粥少，受益率开始下降。**受创业板造富效应的刺激，不少上市公司、银行或券商的高净值客户、各行业的私人老板都成立了运作股权投资的公司，吸引相当大一块民间财富。
- **其他和股市抢夺存量财富的地方，还有，债券市场、居民储蓄、投资移民等。**

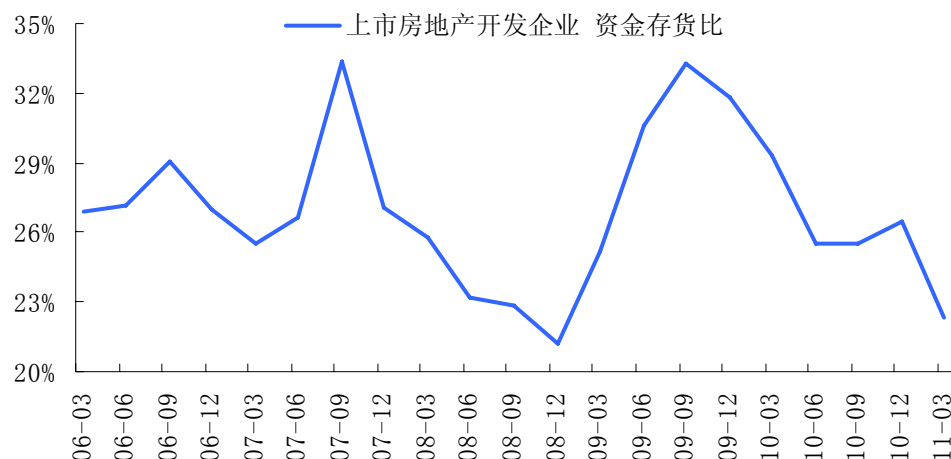
经济中期趋势短期难以证伪，基于周期的角度需要控制仓位

在我们下阶段的策略分析中，宏观经济因素所起的作用被淡化，其作用更多是不确定性，或者说，短期难以对经济的中期趋势进行证伪，不能确认经济到底是“硬着陆还是软着陆”抑或是“滞胀”的趋势。但是，厨房里不会仅有一只蟑螂，接下来的数据或政策若在负面冲击上超预期，将引发行情进一步调整的风险。

- 首先，紧缩政策产生累积效应，必然增加经济中期的变数，经济增速和企业盈利在二季度放缓可以预期，而投资者预期波动往往大于经济实际波动。“硬着陆还是软着陆”抑或是“滞胀”短期无法证伪，但是，这个重大的不确定性也将继续制约中期行情，引发行情震荡。
- 其次，调研显示，保障房大规模开工可能要延迟至三季度，若二季度房地产投资下滑加快，投资数据可能在个别月份比较难看，从而加剧经济预期层面的波动；即使乐观假设，今年保障房建设能够对冲商品房投资下滑，未来几年保障房资金筹措及其挤出效应仍值得重视。
- 第三，当前经济和通胀仍是高增长、高通胀的组合，故紧缩政策仍将延续。考虑到人民币升值、地方融资平台等，加息空间相当有限，而量化紧缩政策很可能超预期。最终，量化紧缩政策加剧金融双轨制，民间拆解资金链进一步紧张，甚至断裂。

- 第四：房地产调控引发连锁反应。一季报显示，房地产企业资金库存比仅略高于 08 年四季度，资金面偏紧将降低开发商拿地意愿，从而引发房地产投资的下滑，另外，在银行开发贷暂停、房地产信托监管趋严的背景下，部分房地产企业被迫向高利贷借钱，进一步加剧民间金融的风险。

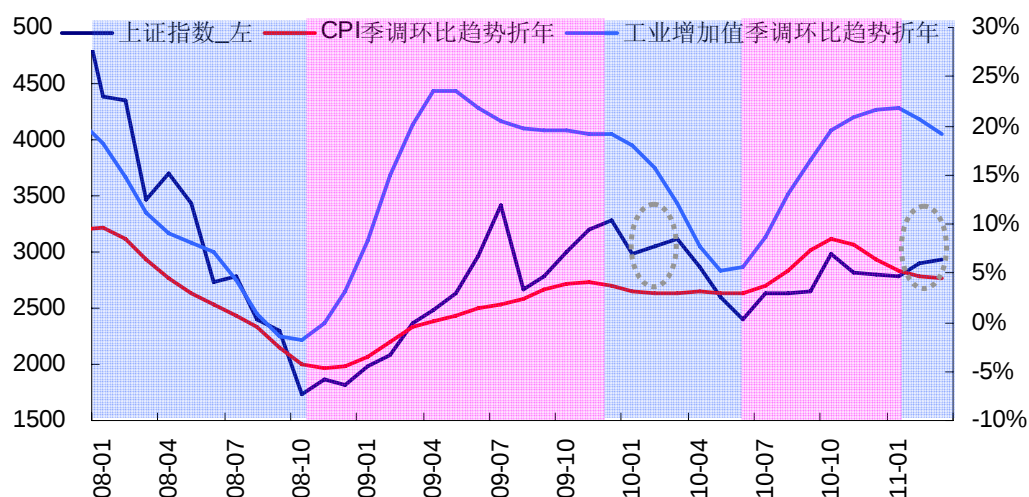
图 7：房地产企业资金压力开始显现



资料来源：兴业证券研究所

既然经济中期趋势短期无法证伪，我们建议借鉴经济短周期对股市涨跌的规律性经验。实际上，近三年以来，基于环比口径对经济短周期的划分，在经济环比回落阶段，均宜采取保守型仓位，以等待经济“挖坑”后的买点。

图 8：经济回落期宜采取保守型仓位



资料来源：兴业证券研究所

投资策略：保存实力，增加仓位灵活性，如有反弹仍要减仓

基于上述分析，不要轻视仓位，建议将过重的仓位调低，至少先到攻防兼备的适

中仓位。

配置上：

- 立足于相对收益，维持超配大型金融股、交运、电力等现金等价物；
- 周期股：逢反弹仍有分化、调整风险，减持行业预期面临恶化的股票（参见 20110424《适中仓位+精选白马》）
- 消费和成长股：立足于绝对收益而超配的时机尚未成熟，可耐心等待，特别是等大小非减持；但立足于相对收益，可增持估值相对合理的白马股。

表 5：上证指数估值敏感性分析表

对应上证指数		2011 年净利润增长率					
		0%	10%	15%	18%	20%	25%
市盈率	13	2161.78	2377.95	2486.04	2550.90	2594.13	2702.22
	14	2328.07	2560.87	2677.28	2747.12	2793.68	2910.08
	15	2494.36	2743.79	2868.51	2943.34	2993.23	3117.95
	16	2660.65	2926.71	3059.75	3139.56	3192.78	3325.81
	17	2826.94	3109.63	3250.98	3335.79	3392.33	3533.67
	18	2993.23	3292.55	3442.21	3532.01	3591.88	3741.54

资料来源：兴业证券研究所，2011 年度策略《积极防御》（兴业证券策略组 201012）

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

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。