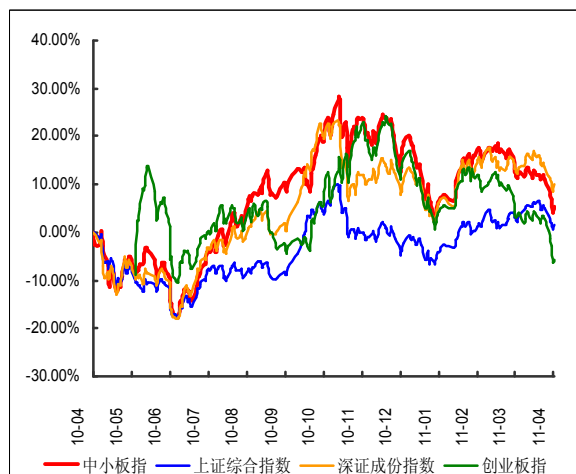


区间震荡

报告日期: 2010 年 5 月 1 日

震荡延续，继续关注低估值板块

2011 年 5 月 A 股投资策略



市场数据: 2010 年 4 月 29 日

报告类型: 市场策略

上证指数: 2911.51

深圳成指: 12312.99

研究员: 王志宏

证书编号: S0770511010001

电话: (0351) 7219920

E mail: wangzh@dtsbc.com.cn

地址: 山西·太原·长治路111号

山西世贸中心A座F12

邮编: 030012

网址: <http://www.dtsbc.com.cn>

投资要点:

- 在对市场进行短期的预测时，必须放在更大的周期框架下，只有这样才能对当前的市场有更加深刻的认识和全面的把握。因此，对 5 月市场的判断我们依然遵循自上而下的方式。在二季度策略中我们提出，二季度国内整体宏观环境和政策面都较为平稳，经济下滑态势将得以转稳，政策面仍将步入观测期；预计 2011 年二季度大盘可能是区间震荡格局。上证指数的核心波动区间为 2700-3200 点。
- 目前来看，宏观基本面及市场本身的变化基本都符合我们的预期。在此，我们继续维持二季度对市场的总体判断。目前市场正处于风险释放过程，中小盘个股业绩的下滑引发了相关个股价值的重估和市场风格整体的转换，同时也引发了市场估值的剧烈下滑。创业板个股最为典型，遭受了戴维斯双杀效应，该板块短期内仍将处于调整过程。
- 总体来看，虽然蓝筹股较低的估值和较低的价格仍然给市场提供了较强的安全边际，但市场短期内并未形成新的上涨动力和逻辑，预计 5 月 A 股市场仍将维持箱体震荡行情，5 月前期市场仍将受到中小盘个股业绩下滑带来的双杀效应影响，低估值大盘蓝筹股及前期调整到位的防御类行业表现相对较好。随着中小板个股风险的释放，大盘将逐步企稳，5 月后期部分遭误判中小盘将出现估值修复行情。
- 风险提示：如果外围市场经济出现特殊情况（欧债危机失控，中东地区政治危机扩散），将会使得出口进一步恶化，届时市场将进一步调低大盘蓝筹股的业绩。

目录

前期市场回顾.....	2
1 月 25 日反弹以来市场表现.....	2
本期市场分析.....	3
CPI 暂时仍将高企.....	3
货币政策步入观测期.....	4
美元升值或将导致部分热钱流出中国.....	5
中小盘个股业绩远低于预期.....	6
5 月市场运行格局判断.....	6
市场基本运行格局.....	6
投资主线.....	7

图表目录

图表 1 2011 年 4 月 18 日下跌以来主要指数表现.....	2
图表 2 1 月 25 日市场开始反弹以来主要指数表现.....	2
图表 3 CPI 和 PPI.....	3
图表 4 CPI 细分数据.....	3
图表 5 CPI 和 M2.....	4
图表 6 CPI 和 PPI 关系.....	4
图表 7 央行公开市场操作.....	4
图表 8 主要货币汇率指数.....	5
图表 9 美元兑人民币汇率.....	5
图表 10 主要货币利率水平.....	5
图表 11 中美 TED 利差.....	5
图表 12 中小板个股业绩明显低于预期.....	6

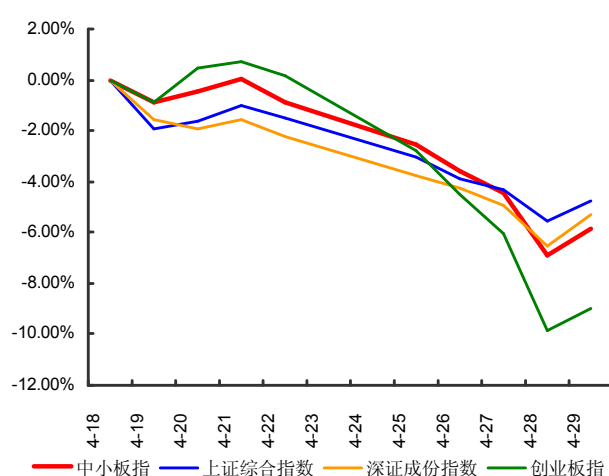
前期市场回顾

1月25日反弹以来市场表现

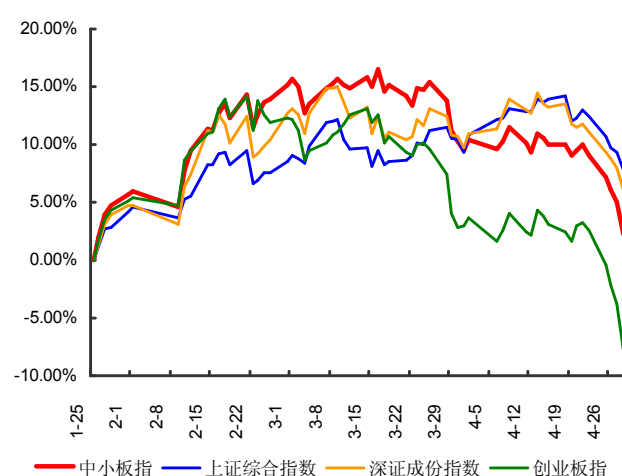
本轮反弹自1月25日开始启动,截止4月29日,上证指数上涨8.73%,深证成指上涨7.57%,

中小板指上涨3.49%,与之相反,创业板指大幅下跌6.77%。

图表 1 2011 年 4 月 18 日下跌以来主要指数表现



图表 2 1 月 25 日市场开始反弹以来主要指数表现



数据来源: Wind

数据来源: Wind

本轮反弹可分为两个明显的阶段:

第一阶段1月25日至4月18日上涨阶段,上证综指和深成指表现较强,创业板在本轮行情中明显偏弱。

第二阶段4月19日至29日下跌阶段,创业板指数大幅下跌9.02%,其他三个指数表现类似,跌幅均在5%左右。

总体来看,本轮反弹行情更多地表现为年报行情。年报行情开始之际,亏损股在重组预期下得到市场的热炒,在年报披露中后期大盘蓝筹股在超预期业绩的带动下轮番上涨,而创业板个股的成长性并未在年报中得到验证,在研究员调低业绩预期后,创业板出现了戴维斯双杀效应,因此表现极为弱势。

同时,由于投资者对未来大盘走势仍存在分歧,市场对未来通胀和紧缩政策仍存在较大担忧,导致新增资金入场意愿并不强烈。市场上仍以存量资金为主,因此市场更多地表现为板块之间的轮动,并没有形成去年10月大盘蓝筹股一气呵成的走势。

本期市场分析

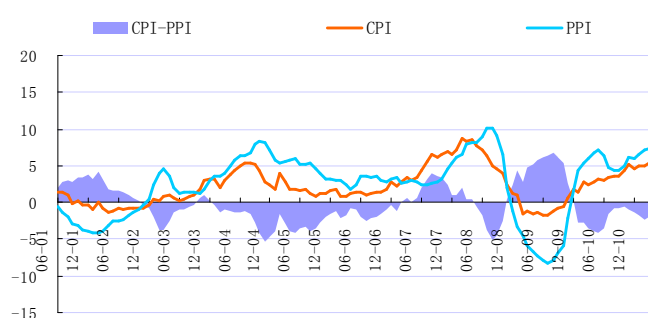
本期市场最显著的特点如下：

CPI 暂时仍将高企

一季度 CPI 上涨 5%，从 CPI 分类数据来看，推动 CPI 上涨的主要因素仍然是食品和居住类，一季度食品上涨 11.0%，居住上涨 6.5%。

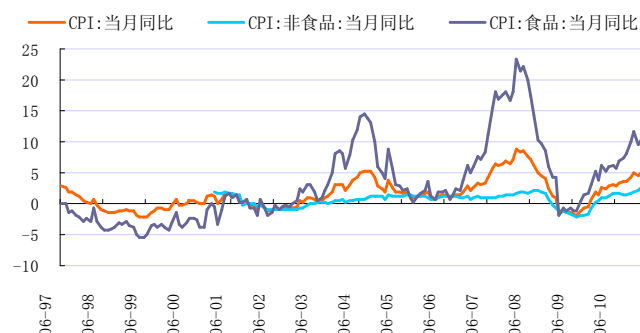
从月度数据来看，3 月份 CPI 上涨 5.4%，创出 32 个月来新高，其中食品类同比上涨 11.7%，涨幅较上月扩大 0.7 个百分点，居住类上涨 6.6%，涨幅较上月扩大 0.5 个百分点，涨幅超出我们预期。3 月份 CPI 环比下降 0.2%，属于节后季节性下降，但是下降幅度低于往年数据。2010 年 3 月份 CPI 环比下降 0.5%，2009 年同期 CPI 环比下降 0.3%。这种反季节性的表现充分显示出 CPI 调控压力较大。

图表 3 CPI 和 PPI



数据来源：Wind

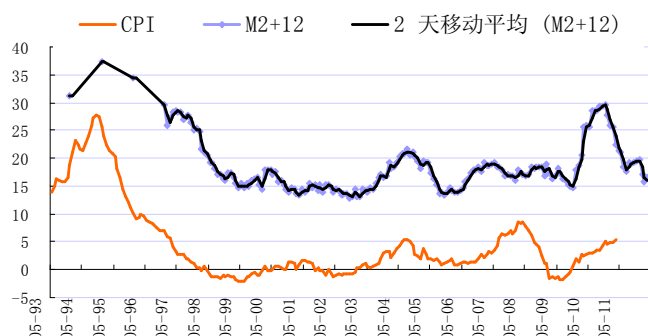
图表 4 CPI 细分数据



数据来源：Wind

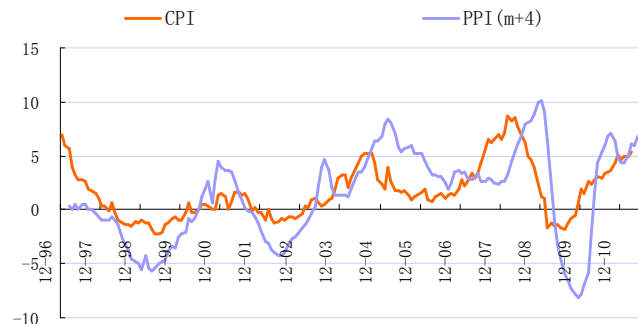
与此同时，3 月份 PPI 上涨同比 7.3%，涨幅较 2 月份扩大 0.1 个百分点，环比上涨 0.6%，较上月环比涨幅回落 0.2 个百分点。PPI 持续上涨的原因是因为国际大宗商品价格的持续上涨，PPI 的高位运行将给 CPI 带了较大的上涨压力，不利于 CPI 的治理。

图表 5 CPI 和 M2



数据来源: Wind

图表 6 CPI 和 PPI 关系



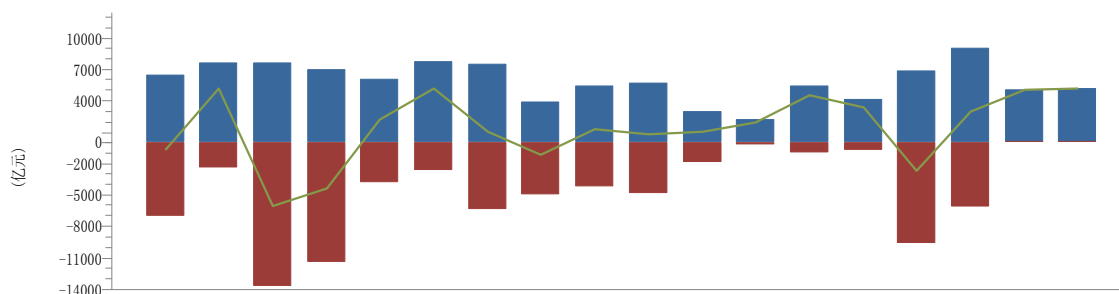
数据来源: Wind

货币政策步入观测期

5-7 月 CPI 翘尾因素仍将维持高位, 将对 CPI 形成较强的支撑作用, 短期内通货膨胀形势仍然较为严峻, 受此影响我国货币收紧压力仍然较大。但从我国当前货币环境来看, 随着央行数次加息及提高存款准备金率, 当前我国货币政策已经偏紧, 考虑到我国中小企业的经营现状, 目前实在不宜连续出台紧缩性政策, 目前更应观测货币政策对实体经济及房地产行业的累加效果。

从 4 月 29 日数据央行数据来看, 5 月将有 1990 亿票据到期, 3090 亿正回购到期, 两者合计达 5080 亿。整体来看, 5 月公开市场到期资金量大幅降低, 环比减少 43%。此外, 6 月到期资金量与 5 月接近, 到期资金合计为 5180 亿元。

图表 7 央行公开市场操作



数据来源: Wind 大同证券

在对到期资金的处理上, 央行较多采取的是平滑移动策略, 由于 5-6 月到期资金量大幅缩

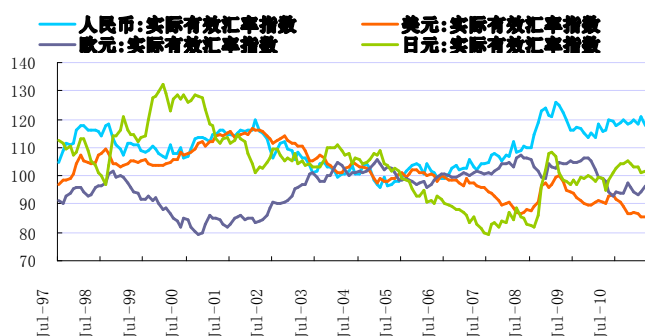
减，未来央行对冲到期资金的压力并不大，相应上调存款准备金率的概率大幅降低。

美元升值或将导致部分热钱流出中国

从世界经济角度来看，下半年美国即将步入货币政策收缩周期，美元指数也将随之筑底走强。欧债危机虽然并不会引发更大级别的危机，但债务违约风险的增加将对欧元构成一定压制作用，因此美元在下半年将成为最为强势的币种。

美元走强对全球经济的影响是深远而巨大的，首先将对大宗商品价格形成最直接的冲击，大宗商品价格将普遍出现回调，而且在中东及北非局势告一段落后，原油价格将会回落。其次，美元升值将影响资金在全球范围内的流向，预计从下半年开始，随着美元升值全球热钱将逐步从新兴国家撤出，再次回流美国。由于新兴国家中热钱规模较大，资金流出将产生极为严重的负面影响。

图表 8 主要货币汇率指数



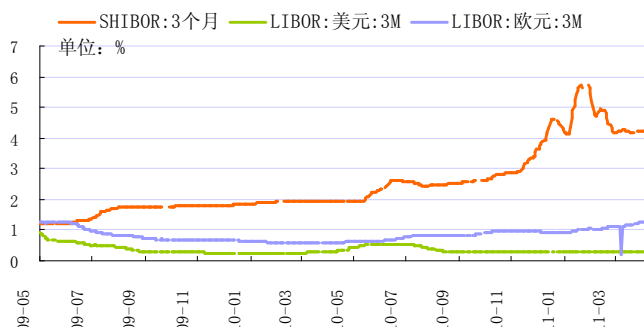
数据来源: Wind

图表 9 美元兑人民币汇率



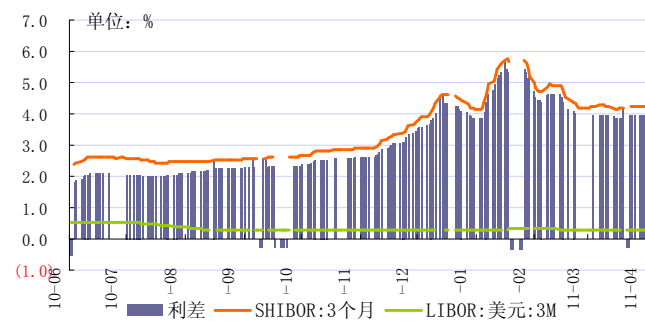
数据来源: Wind

图表 10 主要货币利率水平



数据来源: Wind

图表 11 中美 TED 利差



数据来源: Wind

中小盘个股业绩远低于预期

出于对经济结构转型的乐观预期，2010 年市场疯狂热炒创业板和中小板个股的成长性，使得股市整体走出了极端的结构性行情，导致市场内部各板块之间两极分化严重，大盘股和小盘股之间的平均股价和平均估值的差异都达到历史最高位。随着 2010 年年报和 2011 年一季报的披露，中小盘个股，特别是创业板个股业绩远低于预期，引发了市场的大幅调整。截至 4 月 28 日，在已上市的 209 家创业板公司中，已经有 92 家公司“破发”，占比超过 4 成。

从以往经验来看，4-5 月是研究员调整上市公司业绩预期的集中期。2011 年创业板个股 1 季报业绩的披露改变了市场对高成长股的幻想，在研究员调低业绩预期后市场又引发了该板块的估值水平的缩水，从而导致了戴维斯双杀效应。随着市场的调整，部分超跌个创业板个股将逐步企稳将带动市场走稳。而且在退潮之后，才能显现真正成长性个股的价值。

图表 12 中小板个股业绩明显低于预期

时间	净利润(算术平均) [亿元]				每股收益 EPS-基本(算术平均) [元]			
	创业板	中小企业板	上证 A 股	深证 A 股	创业板	中小企业板	上证 A 股	深证 A 股
2006-12-31	0.1277	0.5534	7.1389	0.8684	2.84	0.6127	0.2704	0.4958
2007-12-31	0.2612	0.7952	10.8888	1.3411	0.7084	0.6146	0.3509	0.51
2008-12-31	0.3722	0.8618	9.6389	1.0104	0.639	0.532	0.2054	0.411
2009-12-31	0.5434	1.1337	12.017	1.4681	0.7916	0.5999	0.2622	0.4948
2010-12-31	0.7132	1.5273	16.6999	2.1092	0.7991	0.6163	0.3798	0.5363

数据来源：wind

5 月市场运行格局判断

市场基本运行格局

在对市场进行短期的预测时，必须放在更大的周期框架下，只有这样才能对当前的市场有更加深刻的认识和全面的把握。因此，对 5 月市场的判断我们依然遵循自上而下的方式。

在二季度策略中我们提出，二季度国内整体宏观环境和政策面都较为平稳，经济下滑态势将得以转稳，政策面仍将步入观测期；预计 2011 年二季度大盘可能是区间震荡格局。上证指数的核心波动区间为 2700-3200 点。

目前来看，市场基本面及市场本身的变化基本都符合我们的预期。在此，我们继续维持二

季度对市场的总体判断。目前市场正处于风险释放过程，中小盘个股业绩的下滑引发了相关个股价值的重估和市场风格整体的转换，同时也引发了市场估值的剧烈下滑。创业板个股最为典型，遭受了戴维斯双杀效应，该板块短期内仍将处于调整过程。

总体来看，虽然蓝筹股较低的估值和较低的价格仍然给市场提供了较强的安全边际，但市场短期内并未形成新的上涨动力和逻辑，预计 A 股市场短期内将维持箱体震荡行情，具体仍表现为结构性行情。预计 5 月前期市场仍将受中小盘个股业绩下滑带来的双杀效应影响，低估值大盘蓝筹股及前期调整到位的防御类行业表现相对较好。随着中小板个股风险的释放，大盘将逐步企稳，5 月后期部分遭误判中小盘将出现估值修复行情。

风险提示：如果外围市场经济出现特殊情况（欧债危机失控，中东地区政治危机扩散），将会使得出口进一步恶化，届时市场将进一步调低大盘蓝筹股的业绩。

投资主线

5 月市场仍将面对短期高企的通胀压制，同时对短期经济增长及海外市场风险保持相当的担忧，出现大行情的几率较低。结合当前市场运行特征，我们维持在二季度策略中的配置建议。

具体投资主线有：

一是重点关注绝对估值仍然较低的蓝筹股，当前我国正处于朱格拉周期的复苏阶段，周期类行业开始陆续步入景气阶段，该板块不仅具备长期投资价值，当前较低的估值水平也使得周期类行业比高估值的增长型行业更具有防御性特征；但从短期来看，为规避大宗商品价格下跌带来的风险，近期需规避大宗商品相关行业，同时也可积极关注受大宗商品涨价冲击的相关产品中游行业。

二是逐步关注前期调整幅度较大的商业零售、生物医药、餐饮旅游等防御性行业，可适当提高配置比例。

三是关注事件性主题投资机会，如电力紧张、旅游旺季的到来、西安园艺博览会的召开带来的交易性投资机会。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

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并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。

在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明：

本报告由大同证券经纪有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。

本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。

本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。