

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

“折腾”不如“不折腾” ——A股市场投资策略报告

2011年5月14日

相关报告

20110512《继续强调仓位防御，守“株”待“兔”》

20110508《控制仓位，勿急于抄底》

20110502《调整仓位 保存实力》

20110419《除了白马防御，还考虑仓位调整》

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》

20101019《震荡后，均衡配置：周期股分化 转型经济淘金》

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》

投资要点

★回顾：年度《积极防御》-1季度《春季攻势》-2季度《敦刻尔克大撤退》

——2011年度策略《积极防御》报告，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，需积极防御。但有春季攻势，反弹时机。

——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。

★展望：短期博弈性反弹难操作，中期行情维持震荡向下判断

——近期市场对调控政策即将放松的预期升温，“抄底”资金开始折腾，但是，热点的延续性较差，缺少赚钱效应，难以有效吸引增量资金。而我们仍提醒“经济刚开始回落-通胀仍高位徘徊-政策仍按部就班”的阶段，很危险。

——量化紧缩政策持续，估值下压的趋势近阶段尚难看到拐点。信贷和货币的季调环比趋势折年维持低位，未现回升的迹象；货币剩余快速回落；量化紧缩政策导致民间资金链持续紧张，加剧对股市的资金争夺，持续对估值产生压制。依据所谓“历史估值底”而抄底的，短期仍有较大风险。

——高度警惕“电荒”。“电荒”加剧经济增长下滑预期，同时导致阶段性通胀预期恶化。市场低估了电荒对经济增长和社会总需求的下行冲击。最慢6、7月份，市场对于二季度经济增长率以及企业盈利的预测都将有所下调。

★投资策略：继续强调仓位控制，守“株”待“兔”

——继续强调严格控制仓位，尽量以保守型的仓位防御，增加现金、债券以及“类债券性质”白马股的配置比例。考虑资金的羊群效应，估值和盈利预期的波动往往都会被放大。趋势向下时，应积极调整仓位规避风险。在经济、盈利、资金面的因素出现改善之前，谨慎对待反弹。

——考虑到相对收益的投资者必须有股票配置，我们立足于防御，维持大型银行股、交运、电力等现金等价物优先配置，逢低适度增持食品饮料、商业、医药等非周期性消费服务的低估值白马股。

——进攻性品种尚需等待，不要轻举妄动，逢反弹，继续减持行业预期面临恶化股票。因为，行情调整之后，未来再起来时不一定是当前的热点；就算还是当前的热点，在超出市场预期（众多卖方和买方当前普遍预期行情跌不深，2700-2800一线是底）的调整中，要考验“忍耐力”，黎明前的黑暗最残酷，何不先守株待兔、保存实力，择机再提高仓位、全力进攻。

目 录

回顾：控制仓位，勿急于抄底	- 3 -
展望：盈利和估值双杀格局未变，维持市场震荡向下判断.....	- 4 -
量化紧缩的政策下，估值下压的趋势难以看到拐点.....	- 4 -
高度警惕“电荒”	- 5 -
投资策略：继续强调仓位控制，守“铢”待“兔”	- 7 -
图 1：行业涨跌幅（20110509-20110513）	- 3 -
图 2：真实投资季调环比趋势折年维持高位.....	- 4 -
图 3：出口消费季调环比趋势折年在历史高位.....	- 4 -
图 4：货币剩余持续回落	- 5 -
图 5：存量货币季调维持低位	- 5 -
图 6：电荒致高耗能工业品产量季调环比趋势回落.....	- 5 -
图 7：电荒致高耗能工业品产量季调环比趋势回落.....	- 5 -
图 8：电荒致高耗能工业品产量季调环比趋势回落.....	- 6 -
图 9：电荒致高耗能工业品产量季调环比趋势回落.....	- 6 -
图 10：警惕电荒引发生活资料价格反弹	- 6 -
图 11：警惕电荒引发生活资料价格反弹.....	- 6 -
图 12：警惕电荒引发生活资料价格反弹	- 6 -
图 13：警惕电荒引发生活资料价格反弹	- 6 -
图 14：电荒最终会对经济总需求产生冲击	- 7 -

回顾：控制仓位，勿急于抄底

年度《积极防御》-1 季度《春季攻势》-2 季度《敦刻尔克大撤退》

2011 年度策略《积极防御》报告，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，需积极防御。但有春季攻势，反弹时机。

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；

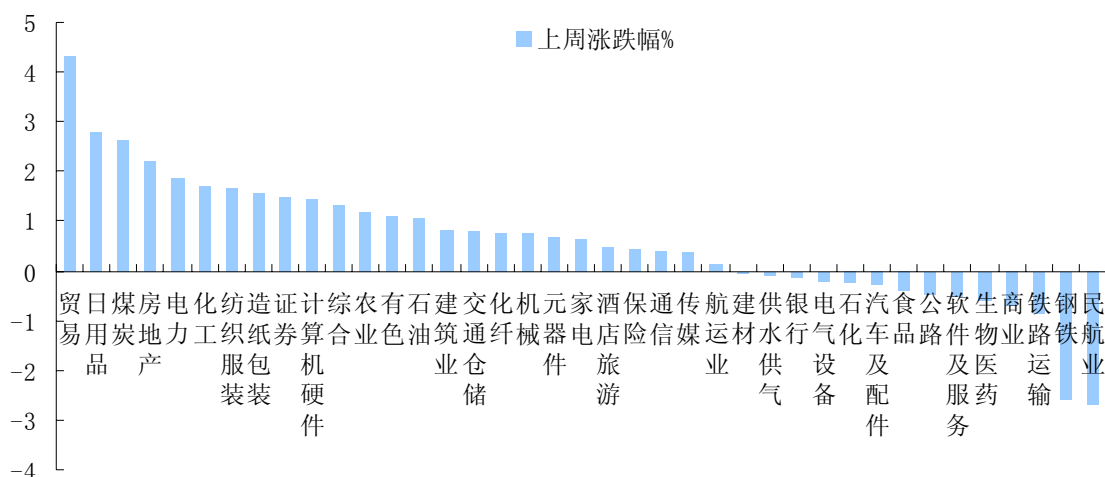
4 月 17 日《维持金融优先配置地位》，维持二季度先扬后抑、震荡市的判断，紧缩政策仍将延续，紧缩政策产生的累计效应增加经济中期的变数。短期缺少超市场预期预期的利空，金融等低估值蓝筹可能支撑大盘惯性发展、指数虚化；但是周期股需要提防分化风险，可逢高减持阶段性利多出尽、预期已被透支、估值较贵的周期股；消费和成长股板块性大规模超配的机会尚未成熟，可逐步低吸估值合理的绩优股。

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。继续配置金融（特别是大银行、保险等）、交运、电力等优于现金等价物的行业低估值龙头。

5 月 2 日《调整仓位 保存实力》，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。

5 月 8 日《控制仓位，勿急于抄底》，控制仓位，守“铗”待“兔”，基于普林格经济周期，现在正处于第六阶段的初期，应当增加现金和债券的配置比例。

图 1：行业涨跌幅（20110509-20110513）



资料来源：兴业证券研究所

展望：短期博弈性反弹难操作，中期行情维持震荡向下判断

近期市场对调控政策即将放松的预期升温，有试图“抄底”的资金开始折腾，但是，热点的延续性较差，缺少赚钱效应，难以有效吸引增量资金。而我们仍提醒“经济刚开始回落-通胀仍高位徘徊-政策仍按部就班”的阶段，很危险。

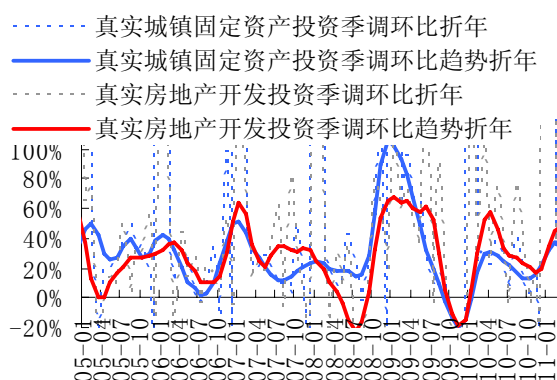
量化紧缩仍在延续，估值下压的趋势尚难看到拐点

超市场预期“上调准备金率+三年期央票”组合，印证了宏观调控的基调短期仍难以改变。虽然，经济增速开始放缓，但投资、消费、净出口等数据反映总需求仍正常，而电荒也映证在局部地区经济增长偏快；但是，二季度通胀仍在高位徘徊，我们判断，下阶段，调控政策按部就班的概率更大。因此，投资者根据以往的经验“经济一回落，政策就放松”，至少会出现的阶段性失误。

量化紧缩仍在持续，导致估值下压的趋势短期难以看到拐点，而依据所谓“历史估值底”而抄底的，就有很大风险。

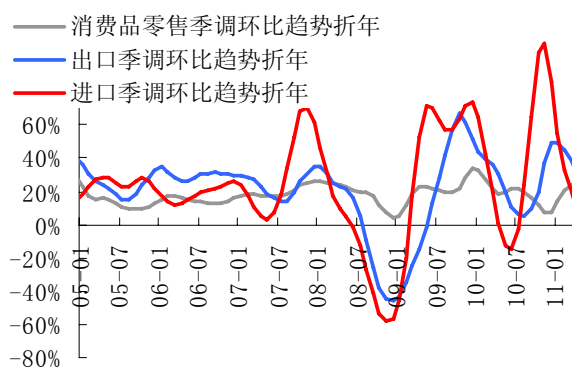
- 当前信贷和货币的季调环比趋势折年维持低位，并未看到回升的迹象；
- 货币剩余仍处于快速回落阶段；
- 量化紧缩导致信贷对民营经济、中小企业和房地产项目的支持力度陷入冰点，而社会总需求尚属正常，因此，实体经济和房地产开发的资金需求转向民间融资，导致民间资金链持续紧张，衍生出民间拆解、理财产品、信托产品、高息揽存的高收益率，持续对股市形成资金的争夺，持续对估值产生压制。

图 2：真实投资季调环比趋势折年维持高位

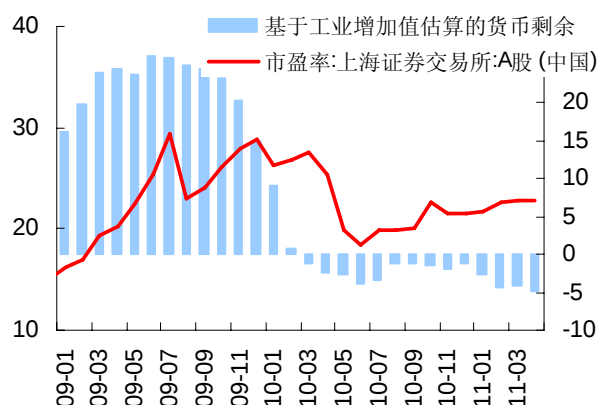


资料来源：兴业证券研究所

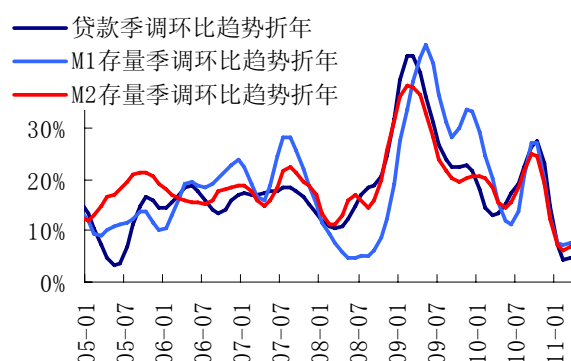
图 3：出口消费季调环比趋势折年在历史高位



资料来源：兴业证券研究所

图 4: 货币剩余持续回落


资料来源：兴业证券研究所

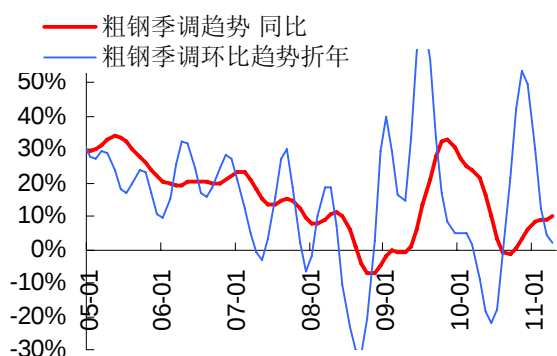
图 5: 存量货币季调维持低位


资料来源：兴业证券研究所

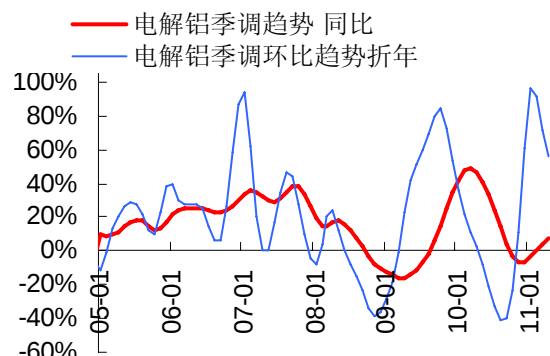
高度警惕“电荒”

“电荒”加剧经济增长下滑预期，但同时导致阶段性通胀预期恶化。

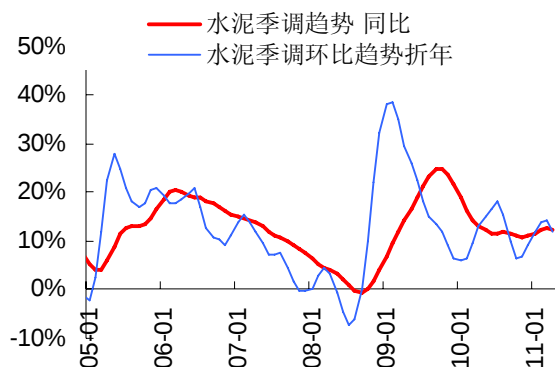
- “电荒”的背后是体制改革和要素价格改革滞后的冲击，有相当高的概率超市场预期持续更长的时间，已经有从“软缺电”（发电企业亏钱而不愿发）向结构性“硬缺电”（华中华东等地火电投资滞后，发电能力受限）恶化的趋势。
- “电荒”在夏季的进一步延续，将严重制约工业生产。4 月在经济增长的三驾马车还正常的情况下，工业增加值同比增长 13.4% 低于预期，拉闸限电的冲击已有反应，粗钢、电解铝、水泥、化肥等高耗能行业产量季调环比趋势均有所回落。
- “电荒”之下，拉闸限电优先保障民生、保障重化工业的大项目，受冲击较大的是生活资料生产厂商，从而导致通胀预期出现反复。当前生活资料价格季调环比趋势折年均位于历史高位，一旦上述判断成立，价格反弹压力很大。
- 最终我们判断“电荒”对资本市场的影响将出现逆转。近期很多人推崇的“电荒受益概念的周期股”的逻辑有个很大的误区，就是低估了电荒对经济增长和社会总需求的下行冲击。最慢 6、7 月份，市场对于二季度经济增长率以及企业盈利的预测都将有所下调。

图 6: 电荒致高耗能工业品产量季调环比趋势回落


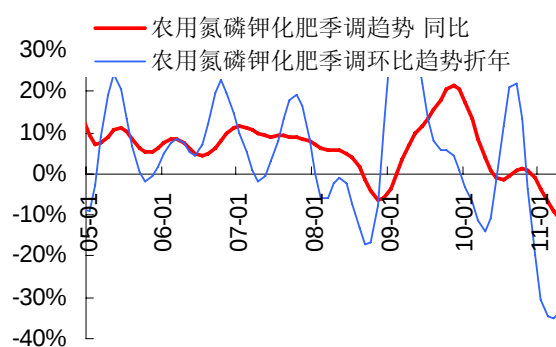
资料来源：兴业证券研究所

图 7: 电荒致高耗能工业品产量季调环比趋势回落


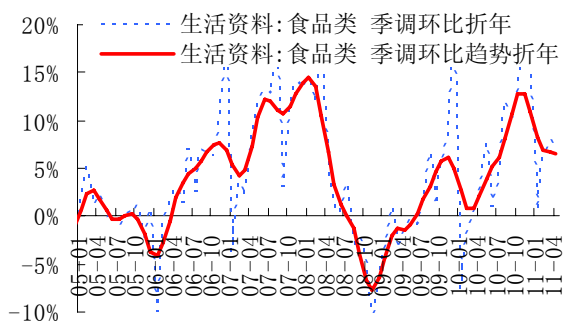
资料来源：兴业证券研究所

图 8：电荒致高耗能工业品产量季调环比趋势回落


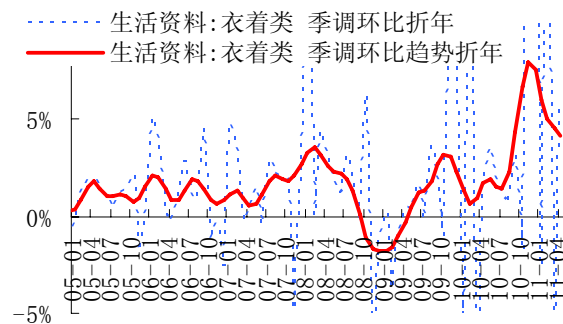
资料来源：兴业证券研究所

图 9：电荒致高耗能工业品产量季调环比趋势回落


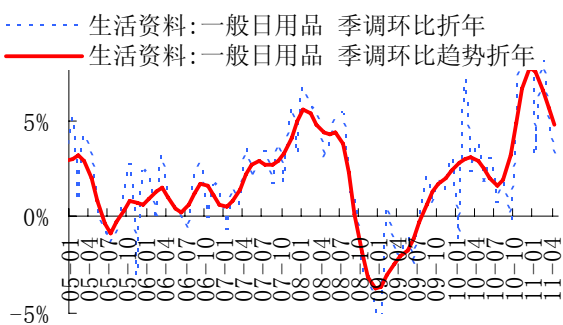
资料来源：兴业证券研究所

图 10：警惕电荒引发生活资料价格反弹


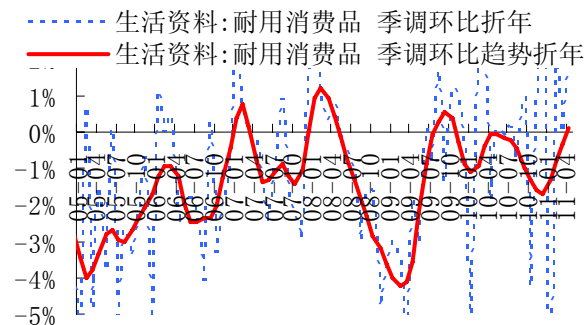
资料来源：兴业证券研究所

图 11：警惕电荒引发生活资料价格反弹


资料来源：兴业证券研究所

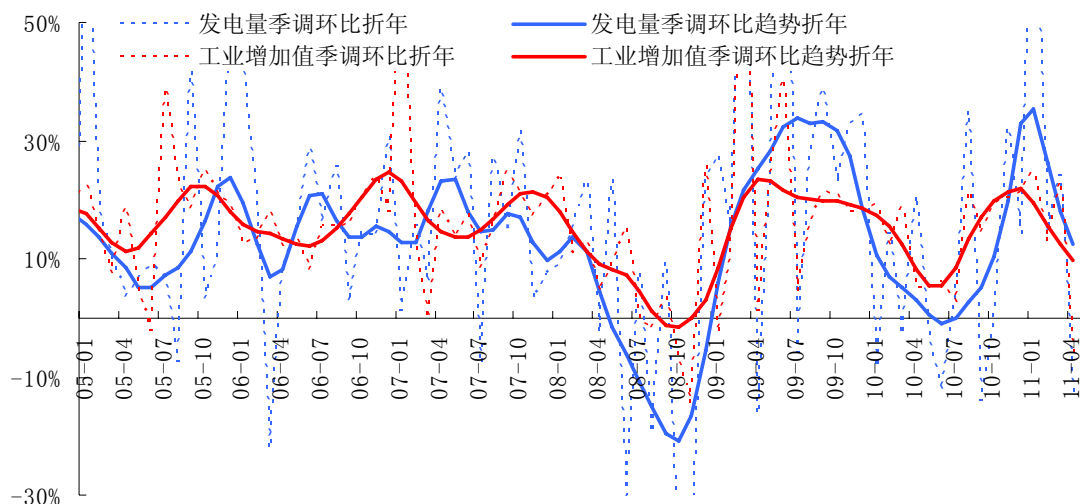
图 12：警惕电荒引发生活资料价格反弹


资料来源：兴业证券研究所

图 13：警惕电荒引发生活资料价格反弹


资料来源：兴业证券研究所

图 14: 电荒最终会对经济总需求产生冲击



资料来源：兴业证券研究所

投资策略：继续强调仓位控制，守“株”待“兔”

- 继续强调严格控制仓位，尽量以保守型的仓位防御，增加现金、债券以及“类债券性质”白马股的配置比例。考虑资金的羊群效应，估值和盈利预期的波动往往都会被放大。趋势向下时，应积极调整仓位规避风险。在经济、盈利、资金面的因素出现改善之前，谨慎对待反弹。
- 考虑到相对收益的投资者必须有股票配置，我们立足于防御，维持大型银行股、交运、电力等现金等价物优先配置，逢低适度增持食品饮料、商业、医药等非周期性消费服务的低估值白马股。
- 进攻性品种尚需等待，不要轻举妄动，逢反弹，继续减持行业预期面临恶化股票。因为，行情调整之后，未来再起来时不一定是当前的热点；就算还是当前的热点，在超出市场预期（众多卖方和买方当前普遍预期行情跌不深，2700-2800 一线是底）的调整中，要考验“忍耐力”，黎明前的黑暗最残酷，何不先守株待兔、保存实力，择机再提高仓位、全力进攻。

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.xyzq.com.cn 信息披露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。