

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

耐心防御，积极调研，审慎投资 ——A股市场投资策略报告

2011年5月22日

相关报告

20110512《继续强调仓位防御，守“铢”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：在通胀、转型、调控压力下，股市羸弱的局面短期仍将延续

——近期股市横盘整理，出现了局部型反弹热点，因此，市场的多空分歧再次激化。类似于“2800点就是底”、“下半年看四千点”的声音再次出来。

但是，令我们的逻辑发生转变的因素尚未出现，我们依然坚持看空。

——不要急于期待政策放松。短期仍处于“经济刚开始回落+通胀仍高位徘徊”的阶段，政策仍将按部就班。中长期看，中国经济正处于结构调整的关键时期、阵痛期，劳动力、资源等要素价格倒逼经济转型。因此，主动放缓经济增速而加速转型，正是政策调控的大方向，实现中国经济可持续发展。

——不要急于依据相对估值（PE）来抄底，决定估值的因素尚未出现转折。

1）“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；2）国债收益率曲线呈现对股市不利的平坦化的趋势；3）存量财富再配置的方向仍然不利股市，民间资金链持续紧张，银行存贷比考核更加严格，衍生出民间拆借、信托产品、理财产品等，持续对股市形成资金的争夺；4）产业资本减持倾向加强，5月1-20日减持金额40.7亿，上月同期32.9亿。

★投资策略：仓位防御+白马防御，积极调研，审慎投资

——继续建议控制仓位，尽量以保守型的仓位防御。

——立足于防御，维持大型银行股、交运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，远离短期K线的浮躁，不要急于博反弹。对于中长期受益于经济转型的“新兴产业”以及“传统周期行业的整合及升级”，建议保持积极调研的态度，但是，尚未到板块性大规模增持的良机。

目 录

回顾：“折腾”不如“不折腾”	- 3 -
年度《积极防御》-1 季度《春季攻势》-2 季度《敦刻尔克大撤退》	- 3 -
展望：在通胀、转型、调控压力下，股市延续羸弱	- 4 -
不要急于期待政策放松	- 4 -
不要急于依据相对估值来抄底	- 5 -
投资策略：仓位防御+白马防御，积极调研，审慎投资	- 7 -
图 1：行业涨跌幅（20110516-20110520）	- 3 -
图 2：真实投资季调环比趋势折年维持高位	- 5 -
图 3：出口消费季调环比趋势折年在历史高位	- 5 -
图 4：警惕电荒引发生活资料价格反弹	- 5 -
图 5：警惕电荒引发生活资料价格反弹	- 5 -
图 6：流动性总供给增速继续回落	- 6 -
图 7：国债收益率曲线平坦化	- 6 -
图 8：2010 年以来短期国债收益率	- 6 -
图 9：2010 年以来中长期国债到期收益率	- 6 -
图 10：产业资本增减持金额	- 6 -
图 11： 2011 年 1 月 26 日以来行业涨跌幅	- 7 -
表 1：3000 万千瓦工业用电缺口对工业增加值的影响	- 4 -

回顾：“折腾”不如“不折腾”

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；

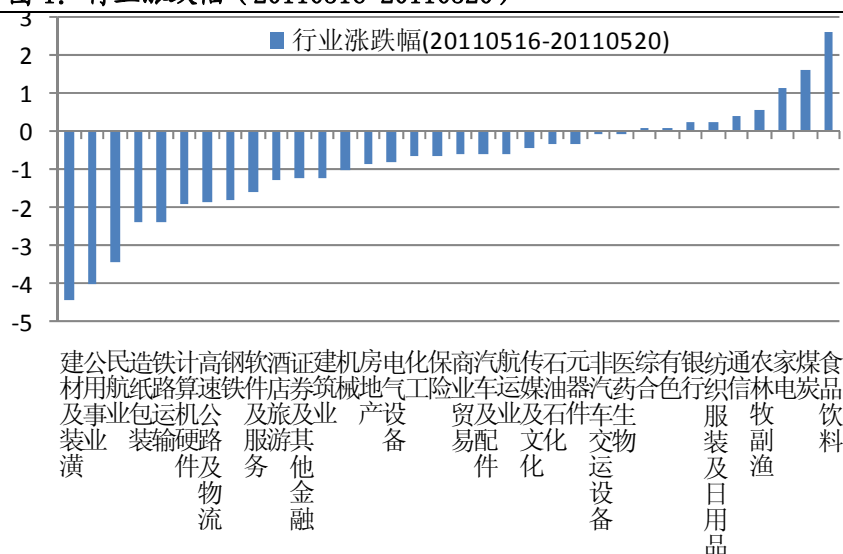
4 月 17 日《维持金融优先配置地位》，维持二季度先扬后抑、震荡市的判断，紧缩政策仍将延续，紧缩政策产生的累计效应增加经济中期的变数。短期缺少超市预期的利空，金融等低估值蓝筹可能支撑大盘惯性发展、指数虚化；但是周期股需要提防分化风险，可逢高减持阶段性利多出尽、预期已被透支、估值较贵的周期股；消费和成长股板块性大规模超配的机会尚未成熟，可逐步低吸估值合理的绩优股。

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“铢”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（20110516-20110520）



资料来源：兴业证券研究所

展望：在通胀、转型、调控压力下，股市延续羸弱

近期股市横盘整理，出现了局部型反弹热点，因此，市场的多空分歧再次激化。类似于“2800点就是底”、“下半年看四千点”的声音再次出来。但是，令我们的逻辑发生转变的因素尚未出现，我们依然支持短期谨慎。

不要急于期待政策放松

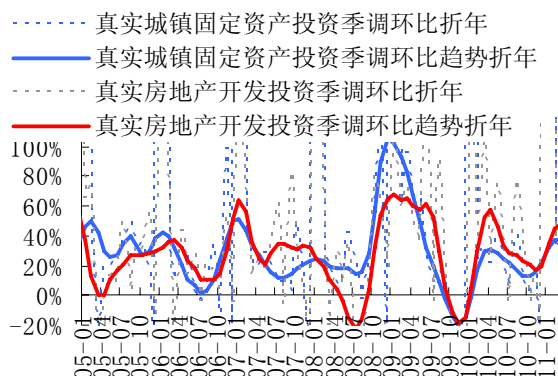
短期仍处于“经济刚开始回落+通胀仍高位徘徊”的阶段，政策仍将按部就班。中长期看，中国经济正处于结构调整的关键时期、阵痛期，劳动力、资源等要素价格倒逼经济转型。因此，主动放缓经济增速而加速转型，正是政策调控的大方向，实现中国经济可持续发展。电荒”的背后反映的正是体制改革和要素价格改革滞后的冲击。

- 兴业策略团队上周一邀请相关专家召开电话会议，电荒已经有从“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。如果电价形成机制不彻底改革，将长期制约电力投资意愿，进而影响宏观经济增长。
- “电荒”在夏季的进一步延续，将严重制约工业生产。专家分析今年夏季高峰期用电缺口将在3000万千瓦左右。根据兴业宏观团队测算，中性情景下，3000万千瓦的工业用电缺口将拖累工业增加值3.6个百分点，拖累全年GDP约0.4个百分点。
- 一旦“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。

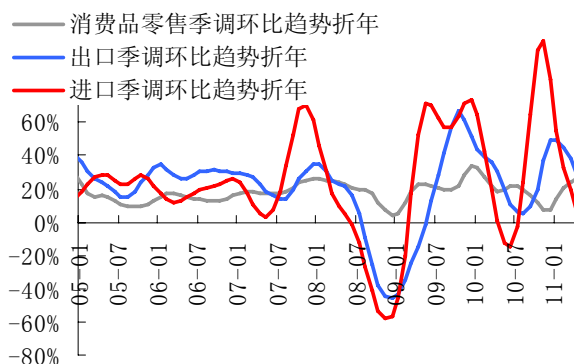
表 1：3000 万千瓦工业用电缺口对工业增加值的影响

3000 万千瓦工业用电缺口对工业增加值的影响				
	重工业承担限电比例	轻工业承担	重工业承担	对工业增加值的影响
情景 1	100%	0 千瓦	3,000 千瓦	-3.03%
情景 2	75%	750 千瓦	2,250 千瓦	-3.98%
情景 3	50%	1,500 千瓦	1,500 千瓦	-4.94%
情景 4	25%	2,250 千瓦	750 千瓦	-5.89%
情景 5	0%	3,000 千瓦	0 千瓦	-6.85%
情景 6	84% (中性情况)	480 千瓦	2,520 千瓦	-3.64%

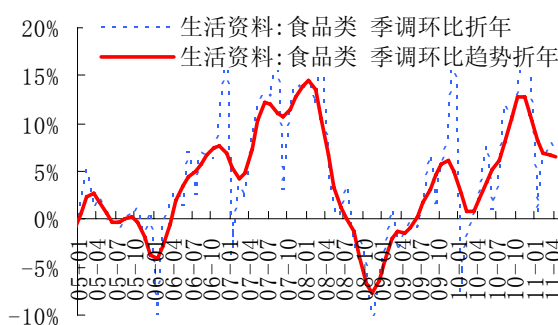
数据来源：兴业证券研究所宏观组

图 2：真实投资季调环比趋势折年维持高位


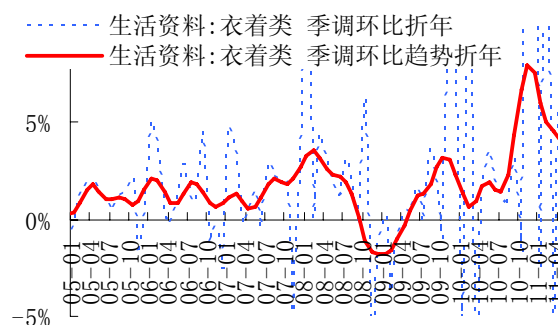
资料来源：兴业证券研究所

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：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 5：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

不要急于依据相对估值来抄底

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。

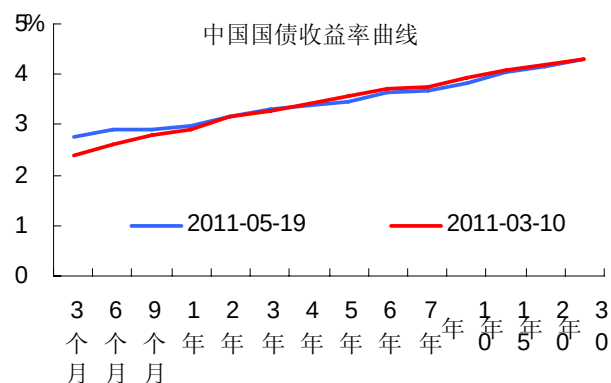
- “上调准备金率+三年期央票”组合，印证了宏观调控的基调短期仍难以改变。宏观资金面压力渐增。考虑国内信贷与外汇占款，4 月份的流动性总供给增速继续回落至 16.53%，创 06 年 2 月以来的新低，货币剩余快速回落趋势短期难以扭转。
- 国债收益率曲线呈现对股市不利的平坦化的趋势；有别于前几次准备金率上调时的表现平稳，国债和央票的短端收益率（以 3 个月期限为代表）升幅较明显。而债券长端收益率回落，收益率曲线呈现对股市不利的平坦化的趋势。
- 存量财富再配置的方向仍然不利股市，民间资金链持续紧张，银行存贷比考核更加严格，衍生出民间拆借、信托产品、理财产品等，持续对股市形成资金的争夺；
- 产业资本减持倾向加强，5 月 1-20 日减持金额为 40.7 亿，比上月同期的 32.9 亿上升。

图 6：流动性总供给增速继续回落



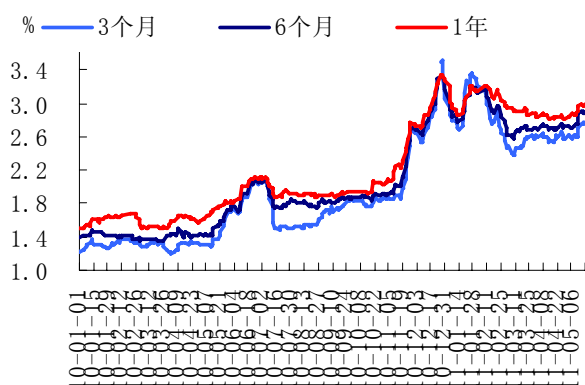
资料来源：兴业证券研究所

图 7：国债收益率曲线平坦化



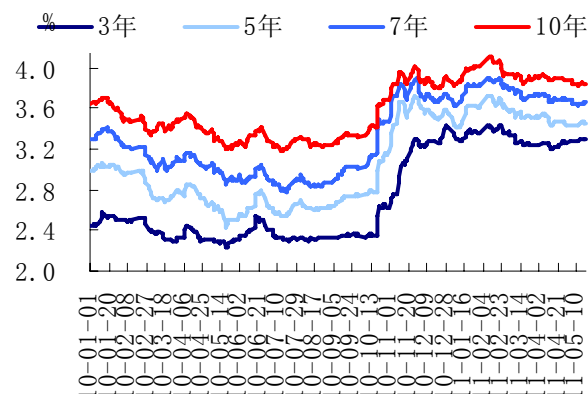
资料来源：兴业证券研究所

图 8：2010 年以来短期国债收益率



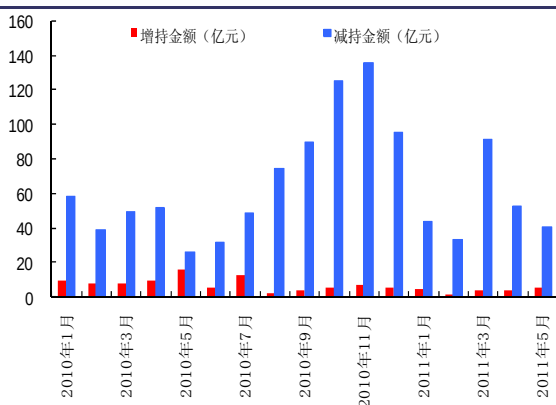
资料来源：兴业证券研究所

图 9：2010 年以来中长期国债到期收益率



资料来源：兴业证券研究所

图 10：产业资本增减持金额



资料来源：兴业证券研究所

资料来源：兴业证券研究所

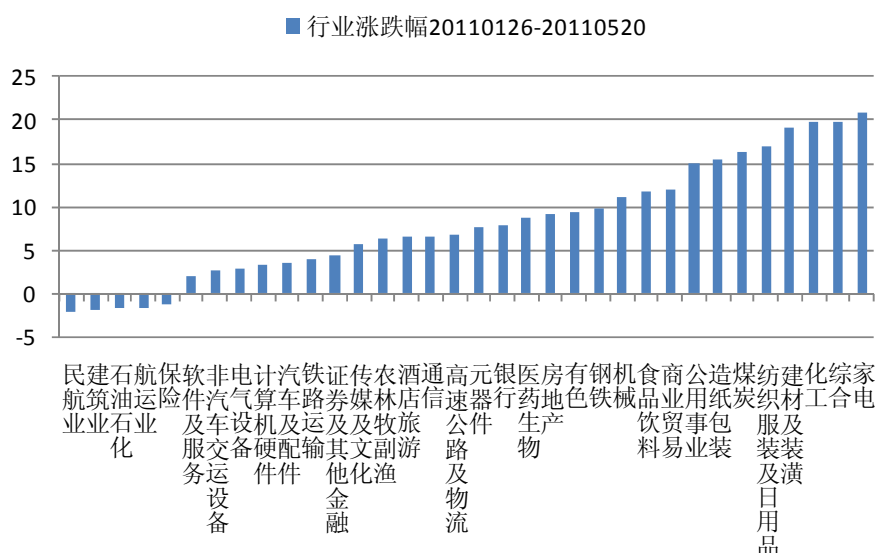
投资策略：仓位防御+白马防御，积极调研，审慎投资

首先，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。

第二，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。

第三，进攻性品种尚需等待，远离短期K线的浮躁，不要急于博反弹。对于中长期受益于经济转型的“新兴产业”以及“传统周期行业的整合及升级”，建议保持积极调研的态度，但是，尚未到板块性大规模增持的良机。

图 11： 2011 年 1 月 26 日以来行业涨跌幅



数据来源：兴业证券研究所

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。