

策略周报

宏观策略部

徐海洋 首席策略分析师

电话: 021-61735961

邮箱: xuhy@rxzq.com.cn

执业证书编号: S0070510120002

联系人: 陈一博

电话: 010-88086830-715

邮箱: chenyb@rxzq.com.cn

近期策略报告

《震荡时间或将延长》策略周报
05.16

《政策有超调风险——评 2011
年第五次上调存款准备金率》政
策点评 05.13

《通胀治理的代价》5 月份策略
报告 05.09

《短期有休整需求》策略周报
04.25

《政策压力有所增加》策略周报
04.18

《再度临近窗口期》策略周报
04.11

《防御中等待进攻号角》二季度
策略报告 04.01

进攻号角仍需耐心等待

上周市场回顾:

上周市场总体维持窄幅震荡的盘整格局。5 个交易日, 沪指累计下跌 0.44%, 深指累计上涨 0.004%, 中小板指累计上涨 0.06%, 创业板指累计下跌 3.77%。对于 4 月份数据能否确认经济下滑趋势的争论成为上周的焦点。社保基金百亿资金划拨到基金管理人账户的行为使一度下挫的市场有所企稳。对企业盈利下滑的担忧和“离底部不远”的一致预期并存, 使得市场再度进入盘局。由于创业板陷入“盈利-估值”轮动双杀的困境, 上周继续下跌趋势。

行业方面, 食品饮料、家电、农林牧渔、采掘、有色为涨幅前五。公用事业、建筑建材、黑色金属、交运、餐饮旅游为跌幅前五。经济增长前景的不明朗使得周期股承压, 消费股重新受到市场青睐, 食品饮料、家电近几周来均有不错表现。

一周策略观点:

未来一至两个月内市场仍将维持偏弱的格局, 继续维持谨慎防御状态。从确认经济下行到政策面进行调整有一个时间差, 而这个时间差往往是市场风险较大的时间段。经济下行引致的企业盈利下滑担忧, 与政策紧缩引发的市场估值中枢下移对市场构成了双重压力。但我们对于下半年的市场走势持相对乐观的态度, 二季度的回调将为布局长线标的提供难得的良机。

去年11月份以来的市场调整基本符合戴维斯双击的节奏。去年11月份至今年1月底, 市场在政策紧缩的压力下出现了估值调整, 周期股、消费股、代表新经济的小股票依次回落。3月中下旬



以来的市场调整是基于企业盈利低于预期后的“第二击”，并且这一过程仍将继续。在“第二击”中，业绩是股票成色的试金石，本轮调整开始的顺序依次是创业板（3月中旬）、中小板（3月底）、主板（4月中旬），年报和一季报不及预期是市场依次回调的催化剂，跌幅居前的股票都是踩到业绩地雷的公司。

戴维斯双击的第二击仍将继续。根据朝阳永续研究员一致预期，市场预期2011年全部上市公司的业绩增速为29.51%，但这个预期是难以兑现的。根据我们对经济增长与企业盈利之间相关关系的研究，2011年全部上市公司的业绩增速应该为20%-25%，低于市场一致预期。4月份以来的股市回调反映了年报和一季报出炉后研究员下调2011年盈利预测后的市场预期调整，但并没有充分反映二季度经济增速回落导致的企业盈利下滑。从现在至中报前后，基于盈利低于预期的“第二击”仍会继续，但以“杀业绩”为主的第二击更多的体现为结构性下跌。

小股票还不是买点

根据WIND数据，沪深300、中小板、创业板的市盈率（TTM）分别为13.9倍、38.2倍、46.2倍，预测市盈率（2011年）分别为11.8倍、26.4倍、30.6倍，隐含的2011年业绩增长预期分别为23.9%、42.5%、53.6%。中小板、创业板的盈利预期显然是不能达到的（一季报已是试金石）。在2011年能够兑现的业绩增速为25%的中性假设下，加上应有的估值中枢回落（2011年25倍PE），中小板、创业板隐含的下跌空间分别高达17%和33%（当然，是在小股票完全“去泡沫化”的前提下）；即使在2011年能够兑现的业绩增速为30%的乐观情形下，中小板、创业板隐含的下跌空间仍然达到9%和15%。而踩到业绩地雷的公司所隐含的下跌空间会非常惊人。中报和三季报将是“去伪存真、大浪淘沙”的过程，在经历业绩考验之前，小股票还不是买点。

经济增速下滑无需争论

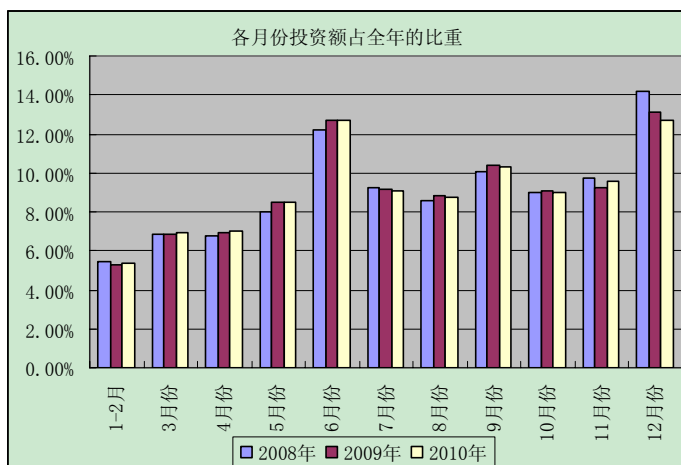
市场对于4月份经济数据能否确认经济下滑趋势还存在着争议，原因是生产法与支出法的数据出现了一定的背离。我们认为，生产法数据对于确认经济的短期波动更具有可信度。固定资产投资完成额在统计上存在一定的随意性，季末、年末的投资额都远高于正常月份，这与实际发生的情况是不符的。由于投资数据的统计制度存在缺陷，用投资数据来判断经济的短期波动趋势是不可靠的。

把握政策拐点：当前最重要的事情

刘易斯拐点之后初级劳动力价格开始进入持续抬升的阶段，通胀中枢系统性抬高，一

个现实的政策选择是接受或容忍可控的通胀。未来经济转型的关键是推进一系列重点领域的制度改革。容忍可控的通胀、聚焦转型是一个现实的选择。我们认为，如果连续 2-3 个月经济下行的趋势得到确认，将可能引发政策面的调整（或局部调整），进而吹响资本市场进攻的号角。我们判断，政策调整的时间窗口可能会在 7 月份。上半年经济数据出炉和管理层定调下半年经济工作前后，是观察政策面是否进行调整的时间窗口。基于稳增长而出现的政策拐点，或许是今年二级市场投资最重要的决战时刻。

图 1：投资数据存在统计制度上的缺陷



数据来源：WIND 资讯、日信证券



日信证券研究所策略观点回顾

- 2010 年 11 月 11 日,《通胀能否“减压”已成后市关键》(发表于《中国证券报》)中提出“当前并不具备产生趋势性行情的流动性基础,而通胀压力的过快攀升将引发货币政策的转向,并对市场趋势产生较大影响。”市场在 11 月 12 日出现拐点,并且在近 6 个月内通胀成为影响市场的核心矛盾。
 - 2010 年 12 月 27 日,年度策略报告《过渡期继续结构化行情》中提出“2011 年 A 股总体维持震荡市格局,上证综指核心波动区间(2600, 3500)点。在运行节奏上,下半年的投资机会好于上半年,一、二季度以防御为主。”一季度涨幅前五的行业中提示超配的有两个,分别为房地产、建筑建材;跌幅前五的行业均提示标配,其中三个行业由超配(10 年四季度)下调为标配(11 年一季度)。
 - 2011 年 1 月 17 日,策略周报《等待企稳信号》中提出“指数下跌空间相对有限;顺应短周期复苏且处于估值低位的权重蓝筹品种,具有继续表现的空间。”当时上证综指为 2700 点,处于阶段底部。春节后在低估值行业的带领下市场走出了反弹行情。
 - 2011 年 4 月 1 日,二季度策略报告《防御中等待进攻号角》中提出“二季度继续维持箱体震荡格局,市场不具备全面走强的基础,上证综指核心波动区间(2800, 3100)点。市场运行的风险在于经济增长回落与通胀高企并存。政策面的调整将可能成为攻守转换的催化因素,需要持续观察。”在行业配置上,重点关注出口产业链和资源品。
-



投资评级说明:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

强烈推荐 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

推荐 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

谨慎 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。



免责声明:

日信证券有限责任公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由日信证券有限责任公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

日信证券有限责任公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归日信证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。