

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

又见“磨、忍”,耐心防御 ——A股市场投资策略报告

2011年5月29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》——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,维持行情震荡向下判断

——超跌反弹难操作。近期上证指数快速调整至2700点一线,个股大面积跌停现象出现,短期资金价格回落、6月初流动性尚可、2700点附近技术性支撑使得股指短期内存在超跌反弹的可能。然而,下跌途中的超跌反弹,无异于刀口舔血,操作难度相当大,我们建议在行情逻辑发生改善的因素尚未出现前,依然对市场保持谨慎,远离K线图的诱惑,积极调研,审慎投资。——“经济增长预期下滑+通胀预期反复”的糟糕组合延续。5月汇丰制造业PMI指数回落幅度超市场预期,蔬菜猪肉价格引发食品CPI反弹将加剧通胀预期的反复;电荒拖累全年GDP 0.4个百分点,且引发通胀预期反复。——流动性环境继续偏紧。4月份的流动性总供给增速继续回落;假设5月份新增人民币贷款5500亿元,存量信贷季调环比趋势折年维持低位走平,政策内生性放松未看到;从资产价格的角度,5月中旬以来股票和债券同时经历了调整,印证了流动性紧张的环境。

——不要急于依据相对估值来抄底。11年剔除银行后的业绩增长仅为14%,而静态估值仍有22倍,并不具备明显的吸引力。圈钱再融资猛于虎,股市定位为“做贡献的”。截止5月27日,今年A股融资总额高于去年同期10%,持续量化紧缩引发资金争夺战升温,推高了市场的无风险收益率,存量财富再配置的方向仍然不利股市。

★投资策略: 又见“磨、忍”,耐心防御

——继续建议控制仓位,尽量以保守型的仓位防御。

——立足于防御,优先持有现金等价物,包括,大型银行股,以及其他不严格区分行业的低估值绩优白马股。

——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,一方面可尽量规避重仓股的中报业绩地雷和其他负面冲击,另一方面也不受市场短期情绪的过度影响而非理性砍仓。但是,进攻性品种尚未到板块性大规模增持的良机。

目 录

回顾：耐心防御，积极调研，审慎投资	- 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：短期博弈性反弹难操作，维持行情震荡向下判断	- 4 -
短期博弈性反弹难操作	- 4 -
“经济增长预期下滑+通胀预期反复”的糟糕组合延续	- 4 -
● 经济增长预期下滑	- 4 -
● 通胀预期反复	- 5 -
流动性偏紧环境延续	- 6 -
不要急于依据相对估值来抄底	- 7 -
投资策略：又见“磨、忍”，耐心防御	- 9 -
图 1：行业涨跌幅（20110523-20110527）	- 3 -
图 2：5 月汇丰制造业 PMI 回落至 51.1	- 4 -
图 3：库存调整尚未结束	- 4 -
图 4：汇丰制造业 PMI 回落至 51.1	- 5 -
图 5：商务部食品用产品价格周环比	- 5 -
图 6：22 省市平均猪肉价格	- 5 -
图 7：生猪存栏数	- 5 -
图 8：警惕电荒引发生活资料价格反弹	- 6 -
图 9：警惕电荒引发生活资料价格反弹	- 6 -
图 10：流动性总供给继续回落	- 6 -
图 11：假设 5 月份新增人民币信贷 5500 亿元下的信贷季调环比趋势	- 7 -
图 12：流动性偏紧环境下，股票债券再次进入双杀阶段	- 7 -
图 13：剔除银行后的估值水平仍有 22 倍	- 8 -
图 14：不考虑国际板，今年股票融资总额也将达到 8500 亿元	- 8 -
表 1：3000 万千瓦工业用电缺口对工业增加值的影响	- 4 -
表 2：今年股市融资测算	- 8 -

回顾：耐心防御，积极调研，审慎投资

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；

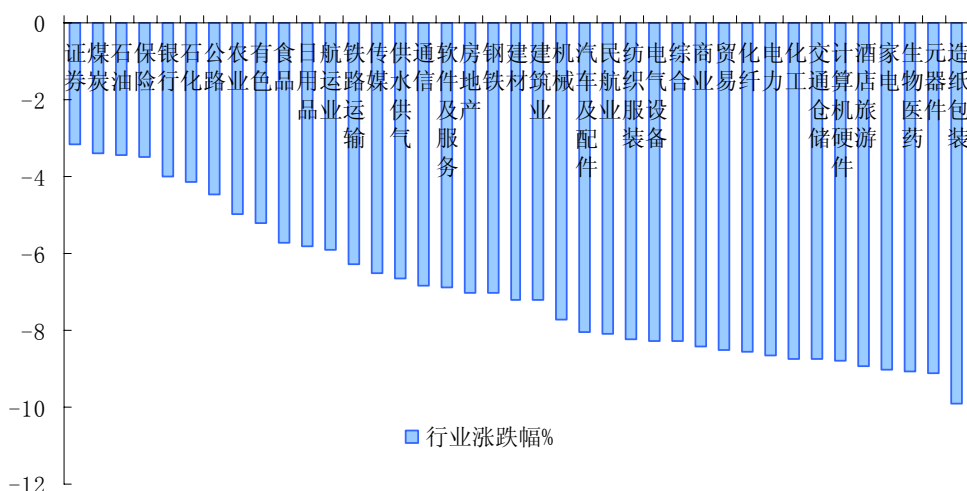
4 月 19 日《除了白马防御，还考虑仓位调整》，不只是要白马防御，还要考虑将过重的仓位进行调整，至少可以调到攻防兼备的适中仓位。快跌之后短期或有争夺，趁反弹可降低仓位、获利落袋。继续配置金融（特别是大银行、保险等）、交运、电力等优于现金等价物的行业低估值龙头。

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“株”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。

5 月 22 日《耐心防御，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。

图 1：行业涨跌幅（20110523-20110527）



资料来源：兴业证券研究所

展望：短期博弈性反弹难操作，维持行情震荡向下判断

短期博弈性反弹难操作

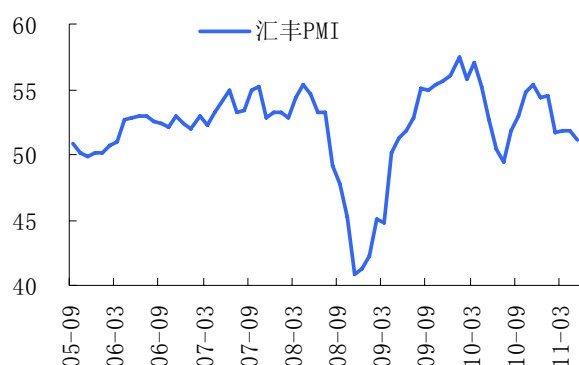
近期上证指数快速调整至 2700 点一线，个股大面积跌停现象出现，短期资金价格回落、6 月初流动性尚可、2700 点附近技术性支撑使得股指短期内存在超跌反弹的可能。然而，下跌途中的超跌反弹，无异于刀口舔血，操作难度相当大，我们建议在行情逻辑发生改善的因素尚未出现前，依然对市场保持谨慎，远离 K 线图的诱惑，积极调研，审慎投资。

“经济增长预期下滑+通胀预期反复”的糟糕组合延续

● 经济增长预期下滑

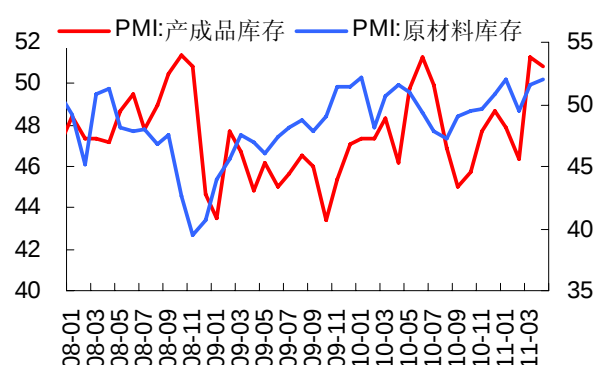
- 5 月汇丰制造业 PMI 指数回落幅度超市场预期，库存调整尚未完成。投资者预期波动往往大于经济实际波动。从前期一致预期的“软着陆”，有相当一部分转变为目前看“硬着陆”或是“滞胀”，我们重申经济短期无法证伪，这个重大的不确定性将继续制约行情的发展。
- 电荒已经有从“软缺电”向结构性“硬缺电”恶化的趋势。“电荒”在夏季的进一步延续，将严重制约工业生产。专家分析今年夏季高峰期用电缺口将在 3000 万千瓦左右。根据兴业宏观团队测算，中性情景下，3000 万千瓦的工业用电缺口将拖累工业增加值 3.6 个百分点，拖累全年 GDP 约 0.4 个百分点。

图 2：5 月汇丰制造业 PMI 回落至 51.1



资料来源：兴业证券研究所

图 3：库存调整尚未结束



资料来源：兴业证券研究所

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

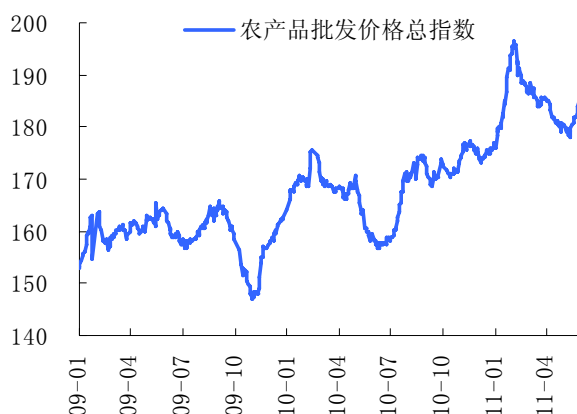
	重工业承担限电比例	轻工业承担	重工业承担	对工业增加值的影响
情景 1	100%	0 千瓦	3,000 千瓦	-3.03%
情景 2	75%	750 千瓦	2,250 千瓦	-3.98%
情景 3	50%	1,500 千瓦	1,500 千瓦	-4.94%
情景 4	25%	2,250 千瓦	750 千瓦	-5.89%
情景 5	0%	3,000 千瓦	0 千瓦	-6.85%
情景 6	84% (中性情况)	480 千瓦	2,520 千瓦	-3.64%

数据来源：兴业证券研究所宏观组

● 通胀预期反复

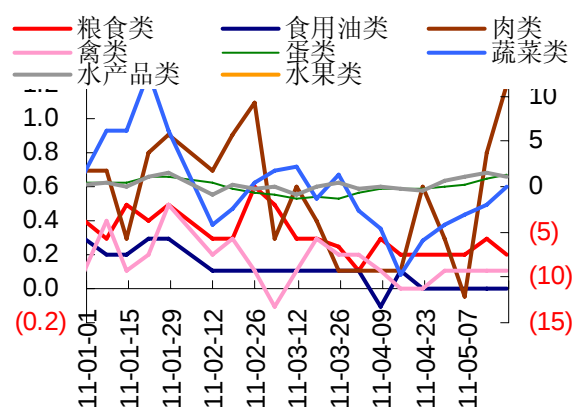
- 食品 CPI 的反弹将加剧通胀预期的反复，近期多家卖方机构将 5、6 月份 CPI 数值上调至 5.5% 以上。南方 50 年一遇的旱灾引发蔬菜价格飙升，而近期猪肉价格上涨超预期，主要是由于猪周期和成本推动的共同影响。
- “电荒”之下，拉闸限电优先保障民生、保障重化工业的大项目，受冲击较大的是生活资料生产厂商，从而导致通胀预期出现反复。当前生活资料价格季调环比趋势折年均位于历史高位，一旦上述判断成立，价格反弹压力很大。

图 4：汇丰制造业 PMI 回落至 51.1



资料来源：兴业证券研究所

图 5：商务部食品用产品价格周环比



资料来源：兴业证券研究所

图 6：22 省市平均猪肉价格

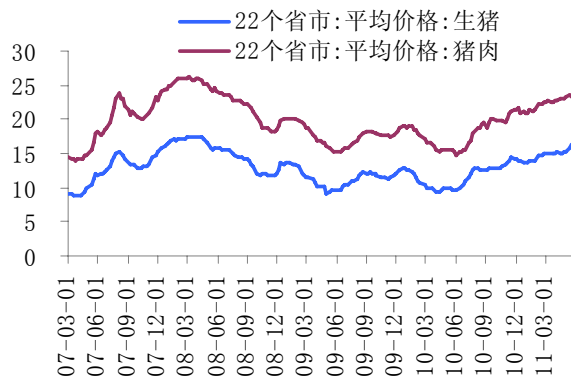
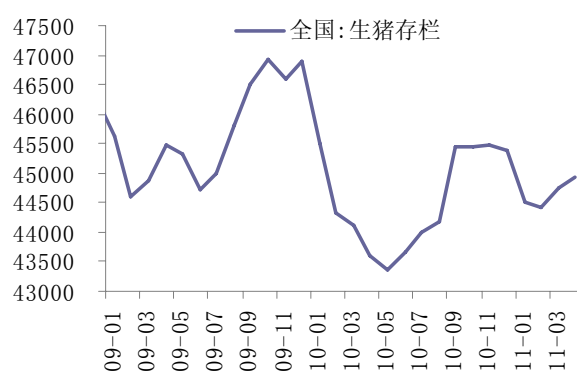


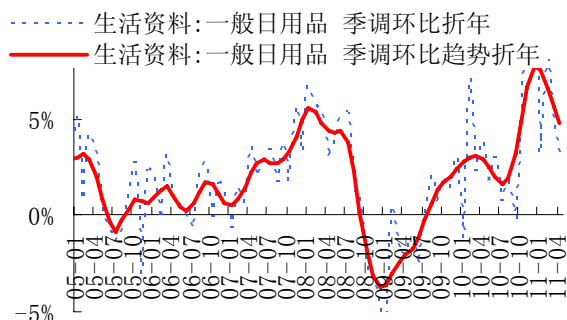
图 7：生猪存栏数



资料来源：兴业证券研究所

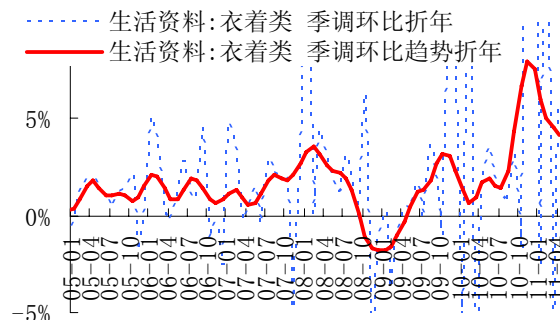
资料来源：兴业证券研究所

图 8：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 9：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

流动性偏紧环境延续

基于上述对经济的分析，目前仍处于“经济刚开始回落+通胀仍高位徘徊”的阶段，紧缩政策仍将按部就班。

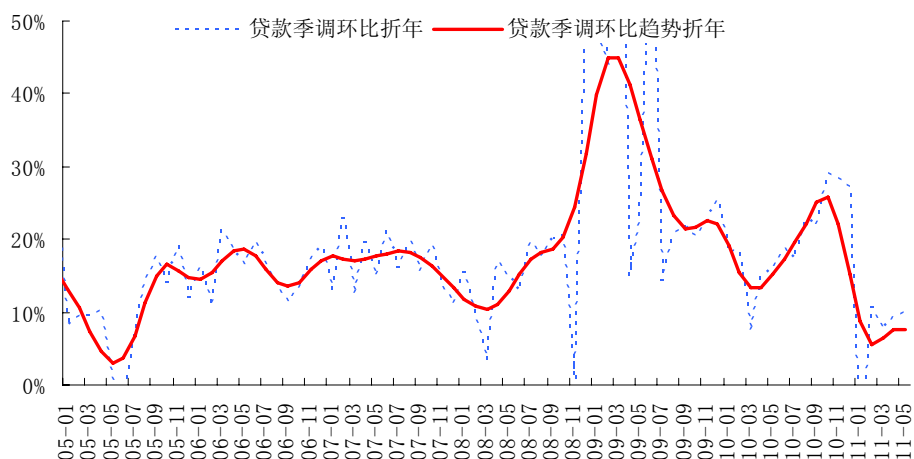
- 考虑国内信贷与外汇占款，4月份的流动性总供给增速继续回落至16.53%，创06年2月以来的新低，货币剩余快速回落趋势短期难以扭转。
- 假设5月份新增人民币贷款5500亿元，存量信贷季调环比趋势折年维持低位走平，内生性放松尚未看到，其背后的逻辑在于三驾马车季调环比趋势折年均维持在历史均值上方，目前经济增速的回落仍在政府可容忍范围内，与此同时，CPI季调环比趋势折年处于不低的平台，放松过早易引发通胀反弹。
- 从资产价格的角度，通常情况下，股票与债券因代表两种完全不同的风险偏好，走势上存在此消彼长的“跷跷板”效应，只有在流动性宽松或者紧张情况下才会出现走势上的同步，5月中旬以来股票和债券同时经历了调整，印证了流动性紧张的环境。

图 10：流动性总供给继续回落



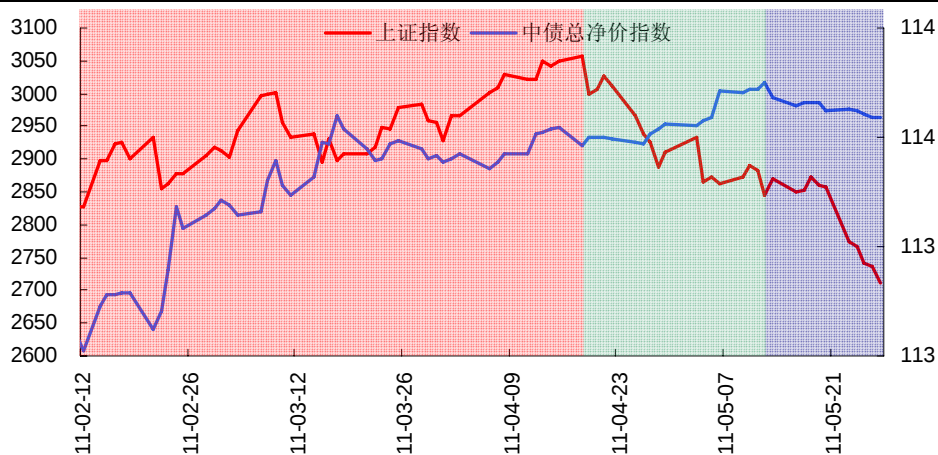
数据来源：兴业证券研究所

图 11: 假设 5 月份新增人民币信贷 5500 亿元下的信贷季调环比趋势



数据来源: 兴业证券研究所

图 12: 流动性偏紧环境下, 股票债券再次进入双杀阶段

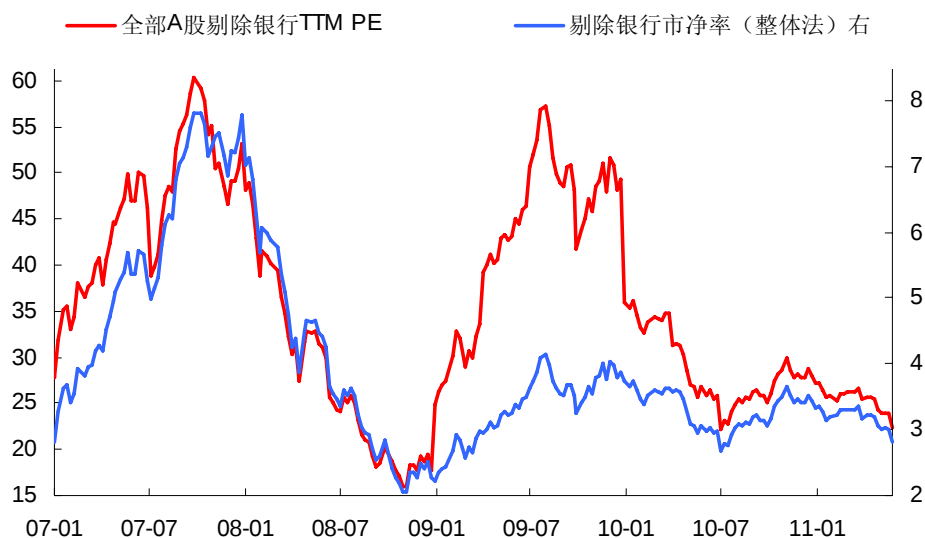


数据来源: 兴业证券研究所

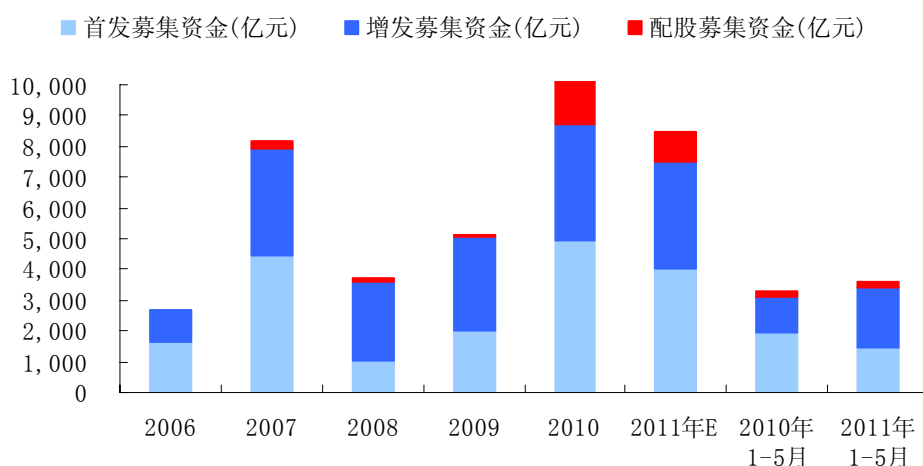
不要急于依据相对估值来抄底

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。

- 市场整体估值看似合理的背后, 却存在结构上的问题。处于绝对强势地位的银行业盈利增长掩盖了其余行业的疲软, 11 年剔除银行后的业绩增长仅为 14%, 而静态估值仍有 22 倍, 并不具备明显的吸引力。
- 圈钱再融资猛于虎, 股市定位为“做贡献的”。截止 5 月 27 日, 今年 A 股融资总额高于去年同期 10%, 不考虑国际板, 今年 IPO+增发+增发总额也将达到去年 8500 亿左右的规模, 股市的定位是“做贡献的”。
- 持续量化紧缩引发资金争夺战升温, 推高了市场的无风险收益率, 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。

图 13: 剔除银行后的估值水平仍有 22 倍


数据来源：兴业证券研究所

图 14: 不考虑国际板，今年股票融资总额也将达到 8500 亿元


数据来源：兴业证券研究所

表 2: 今年股市融资测算

IPO 预计约 4000 亿元	截止 2011 年 5 月 27 日，2011 年合计 IPO1463 亿元，已过会尚未发行的公司金额为 152.1 亿元。
	转型期间，鼓励新兴产业通过资本市场融资，2011 年中小板、创业板按发行 300 家计算预计融资规模为 3000 亿元。
	假设沪市主板 IPO 规模约为 1000 亿元。
增发合计约 3500 亿元	截止 5 月 27 日已完成增发的金额为 1935 亿元。
	预计增发：1597 亿元，尚未实施且获证监会批准的预案合计预计募资金额 1597 亿元。
配股预计约 1000 亿元	今年已完成的配股：226 亿元。
	预计配股规模：约为 800 亿元（中信、北京、民生、招商）。
合计约 8500 亿元	

数据来源：兴业证券研究所

投资策略：又见“磨、忍”，耐心防御

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，优先持有现金等价物，包括，大型银行股，以及其他不严格区分行业的低估值绩优白马股。

第三，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，如果仍有较重的相关股票仓位，可以通过调研，一方面尽量规避重仓股的中报业绩地雷和其他负面冲击，另一方面，也不受市场短期情绪的过度影响而非理性砍仓。但是，上述进攻性品种尚未到板块性大规模增持的良机。

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。