

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

进入寻底周期

上周市场回顾:

上周市场大幅破位下跌, 沪指全周累计下跌 5.20%, 创 2319 点以来单周最大跌幅。深指累计下跌 5.50%, 中小板指累计下跌 8.61%, 创业板指累计下跌 6.00%, 并再创推出以来新低 819.87 点。

经济增速回落和紧缩政策的滞后反应, 使投资者对未来经济环境预期走向悲观, 上市公司盈利下滑的担忧使得市场走入“戴维斯双杀”中的第二阶段——盈利下调和估值收缩, 使市场进入风险快速释放阶段。

行业方面, 在大势破位下挫的拖累下, 上周行业指数全部下跌, 业绩一般、估值偏高和前期强势股成为市场下跌的主要力量。具体来看, 轻工制造、医药生物、餐饮旅游、家电、电子元器件和中小板指数位居跌幅榜前列, 其全周跌幅均超过 8%。而采掘、金融服务、农林渔牧、食品饮料行业跌幅最小, 采掘业跌幅不足 2%, 可以看出, 半年报业绩预期良好、估值不高、具备资源优势的品种, 成为弱势市场的投资选择。

一周策略观点:

鉴于市场环境的复杂性和投资者心理预期走向悲观的现实, 我们重申相对谨慎的策略观点, 未来一至两个月内市场可能延续偏弱的震荡格局, 投资者须保持谨慎防御状态。同时, 由于政策超调风险无法排除, 应当对市场寻底过程的复杂性有所准备。

不过目前宏观经济“硬着陆”风险较小, 市场整体估值已经进入可比的历史地位, 快速杀跌后的市场已经进入逐步寻找确认

底部的阶段，指数大幅下调空间十分有限，但部分估值偏高的小盘股仍有结构性风险。我们相对看好下半年市场走势，经济增速下滑至管理层监管底线可能引发政策调控的微妙变化，政策调整的时间窗口可能会在7月份，这或许是今年二级市场投资最重要的决战时刻。

戴维斯“第二杀”仍在继续

5月市场确认了经济增速回落和政策调控继续从紧两大预期。由于从经济回落到政策调整存在一定的滞后反应期，经济周期与紧缩政策的叠加成为市场主要压力来源，而经济回落对应的公司盈利调整，则构成了“戴维斯双杀”中的第二杀。

市场对于经济增长回落的争论已经持续较长时间。我们在1季度末指出，持续半年之久的货币紧缩政策必然会逐步体现为对总需求的抑制作用，4月份经济数据和5月份汇丰制造业PMI指数，使经济回落趋势得到确认。无论从工业生产，抑或发电量、粗钢产量、水泥产量三大实物指标，都显示我国经济活力开始下降，汽车、房地产销售下滑意味着终端需求已经走弱。在目前的经济环境下，货币信贷释放仍然对经济增长具有最为直接的关联关系，政策紧缩也必将直接对二季度周期类公司业绩形成冲击。

而在政策调控一端，并不明朗的通胀趋势仍在限制政策腾挪空间，“控通胀”的中策中心还没有发生转移。食用农产品价格同比涨幅仍处于08年以来高位，CRB指数同比涨幅也在30%左右，非食品价格环比涨幅已经开始加速，这可能是下半年物价走势中重要的不确定因素。金融数据方面，人民币升值预期使国际热钱重现流入趋势，外汇占款压力较大，货币当局努力消除“物价上涨货币基础”的决心没有动摇。可以预期，在进经济增速触及管理层的底线之前，紧缩步伐仍然难以改变。

而数据显示的市场盈利预期仍然相对乐观，这就意味着“估值-盈利”陆续下调大戴维斯双击将继续对市场形成冲击。按照朝阳永续的一致预期，2011年全部A股公司业绩增速为29.51%。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很难超过25%。在货币紧缩形成估值压力之后，第二季度经济增速回落导致的企业盈利下滑，可能成为目前至中报前后市场主要的压力来源。

不过，但以“杀业绩”为主的第二杀可能更多体现为结构性下跌。从目前的数据来看，中小板、创业板动态市盈率与静态市盈率之间的差距分别在48.9%和58.7%，这在一定程度

上可以理解为市场预期其2011年全年能够实现的业绩增速水平。但对比其2011年一季度报表可以发现，中小板、创业板能够实现的业绩增长只在31%和39%。这种对比不仅能够解释今年以来中小盘股的大跌走势，预期与现实之间的较大差异也预示着中小盘股的价值回归之路尚没有终结。

主要指数估值对比及银行业绩增速

板块名称	静态市盈率	2011 年市盈率	2012 年市盈率	隐含 2011 增长率
全部 A 股	17.47	13.24	11.04	31.95%
上证 50	11.77	9.7	8.22	21.34%
中小板	36.87	24.75	18.46	48.97%
创业板	46.04	28.82	20	59.75%

主要指数年报、一季报业绩表现

板块名称	2010 年报增速	2011 一季报增速
全部 A 股	39.43%	27.25%
上证 50	36.27%	28.12%
中小板	36.66%	31.47%
创业板	33.20%	39.22%

关注短期冲击的长期影响

上周市场破位下跌还明显受到外部因素的影响，如电荒提前、旱灾蔓延、扩容预期等，值得注意的是，这些触发因素都可能对市场预期形成直接影响，其后期变化需要持续关注，市场震荡时间也可能因此延长。

5月以来，在夏季用电高峰之前，我国“电荒”提前到来；而长江中下游、三大湖等产粮区则出现了大面积“旱灾”，夏粮减产基本已成定局。两者本是相互制约的死结：旱灾提升农业灌溉用电需求，而缺水则会明显降低电力生产能力。电荒与旱灾同时出现，则使得未来经济增长和通胀形势更加扑朔迷离，市场担忧情绪明显提升。

扩容预期是导致市场供求严重失衡的另一刺激因素。国际板即将推出是重要影响因素，有报道称，目前投行已经筹备60家拟上市公司，首批上市公司以汇丰、渣打、宝洁等国际知名企业为主，且国际板对公司市值、盈利要求很高，具有明显的“大块头”特征。此外，周小川行长在陆家嘴论坛提出从严、从早实施逆周期宏观审慎管理框架，也引发了市场对大银行再融资的担忧。在紧缩环境中本已吃紧的流动性供应，骤然走向悲观，这是市场破



位向下的直接导火索。

寻底周期 等待政策拐点

鉴于市场环境的复杂性和投资者心理预期走向悲观的现实，我们重申相对谨慎的策略观点，未来一至两个月内市场可能延续偏弱的震荡格局，投资者须保持谨慎防御状态。同时，由于政策超调风险无法排除，应当对市场寻底过程的复杂性有所准备。

不过，我们认为指数在当前位置大幅下挫的空间十分有限。按照盈利与估值双重下调的逻辑，我们预计，二季度经济减速将导致上市公司净利润同比增速从一季度的24%回落至15%-20%，政策紧缩可能使全部A股动态市盈率从目前的17倍下滑至16倍左右（去年6月份担忧经济二次探底时的估值水平）。相应地，沪综指对应的指数点位应在2700点附近，也就是说2700点一线具有较强的支撑力。如果本周指数继续大幅下挫，可能带来明显的超跌反弹机会，并为中长期价值品种提供最佳买入时机。

同时，我们对于下半年的市场走势持相对乐观态度，二季度的回调将为布局长线标的提供难得的良机。宏观层面，由于外部需求大幅下滑、产能周期调整、政策明显失误出现不可能再次出现，经济硬着陆风险不大，而在单季度GDP同比增速下滑至9%以下，季调环比折年率下滑至8%以下的情况下，政策面出现调整将是大概率事件。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。

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。