

“涅槃凤凰”何时才能“重生”？

----“睡美人”节奏的延续

报告要点

■ 市场思考与基本面：价格——“涅槃”能否重生的必要条件

在下行趋势已经非常明确的当下，对市场拐点的时间和空间是我们开始的新思考。我们认为价格将是决定市场何时能够“涅槃重生”关键和必要变量。根据之前对财政和货币政策叠加效应的假设，我们比较倾向本轮的经济下行是个幅度较大且快速的过程。在割裂的上下游需求同时受到财政、货币双重压制的情况下，而带来价格的回落。基于这一逻辑，拐点出现的时间目前预判在三季度初，但需强调的是，价格的变化程度仍是需要观察的核心。

■ 行业库存跟踪——需求疲软出现一定蔓延趋势

由于4月的库存尚未公布，我们采用3月库存与4月工业生产作对比，发现被动补库存的情况已经在大多数的行业中都出现，而不像之前2月上游存在部分的主动补库存行业，并且3月有部分行业开始了主动的去库存，这表明需求的疲软在更多的行业间发挥作用。不过我们认为这才刚刚开始，未来两个季度将是主动补库存蔓延的阶段，如果叠加财政效应，时间会被缩短，三季度中期会完成这一过程，我们倾向于会发生后者。

■ 流动性与市场供需面

5月份央行在净回笼的力度上再度有所加强，而本月的央票到期额较上月有大幅下降，4月M2增长率也有所下降。5月总体股票市场融资规模较4月份又有所回落。

■ 6月行业配置建议

我们年初提出的“睡美人”节奏仍旧在继续演绎，目前仍处在第二阶段，在没有“价格下跌”作为条件以开启第三阶段中周期上涨之前，6月的市场仍旧是弱势震荡向下为主。

行业上，下降趋势未破，我们并未做过多调整。看好，金融、地产、家电。

主题上，价格底部区域主题主要涉及之前提到的电力、煤化工中的氮肥行业、医药中的原料药，化工中的基础化工以及纺织服装等等。区域上，新疆、湖北、安徽财政的保证性相对较强，看好这三个区域内的投资品种。

相关研究

《2011年5月资产配置专题：震荡格局延续，拐点观察期或在下旬——板块选择强于系统性方向》，邓二勇，吴邦栋，2011年1月31日

分析师：

邓二勇、吴邦栋

(8621) 68751691

denggy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120005

联系人：

吴邦栋

(8621) 68751256

wubd@cjsc.com.cn

正文目录

1 市场思考与基本面：价格——“涅槃”能否重生的必要条件	5
二季度向下趋势拐点显现后，该思考些什么？	5
宏观经济周期对市场的见底规律	6
价格——盈利能否起飞的关键	7
总结——“睡美人”行情的继续演绎	10
2 行业库存跟踪——需求疲软出现一定蔓延趋势	11
五大行业跟踪：被动补库存开始全面化	11
整体工业行业库存状态均有所恶化	12
3 流动性与市场供需	15
3.1 货币市场资金	15
3.2 股票市场供需情况	17
3.3 市场板块资金流动	19
3 六月投资策略	21
4.1 五月市场回顾	21
4.2 六月配置建议：静待突破点，整体弱势震荡向下但空间有限	22

图表目录

图 1: 5 月上证指数走势	5
图 2: 4 月 PMI 及 5 月 PMI 预览	6
图 3: 4 月工业增加值同比	6
图 4: 重卡 4 月销售数据大幅下滑	6
图 5: 工业生产库存同比	6
图 6: 目前是典型的经济滞涨时期	7
图 7: 工业增加值同比-工业库存同比	9
图 8: “睡美人”行情演绎示意图	10
图 10: 五大类行业库存变化	12
图 11: 五大类行业工业增加值同比	12
图 12: 纺织服装	13
图 13: 通信电子设备	13
图 14: 专用设备	13
图 15: 煤炭开采和洗选业	13
图 16: 黑色金属冶炼	13
图 17: 石油加工、炼焦	14
图 18: 化学原料	14
图 19: 金属制品	14
图 20: 通用设备	14
图 21: 非金属矿物	15
图 22: 农副食品	15
图 23: 电气机械	15
图 24: 交运设备	15
图 25: 货币市场公开市场净投放/回笼情况	16
图 26: 货币市场利率走势	16
图 27: 债券市场融资额变化	17
图 28: 债券融资结构	17
图 29: 月度解禁情况	18
图 30: 5 月份市场板块资金（近 20 日）	19
图 31: 近 5 日市场板块资金净流向	20
图 32: 近 20 日资金净流入率前 20 的个股	20
图 33: 近 5 日资金净流入率前 20 的个股	21
图 34: 5 月市场行业涨跌幅情况（%）	21
图 35: 当前行业估值对历史均值占比（2009 年 1 月以来）	23

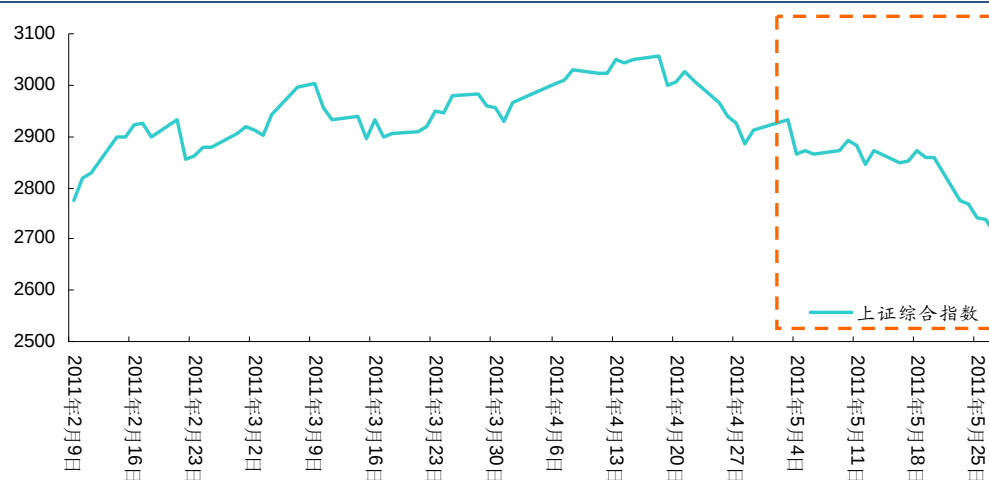
表 1: 小周期资产配置.....	7
表 2: 各行业盈利周期与股票市场价格的先后关系	8
表 3: 各行业盈利周期与股票市场价格的先后关系 (续表)	8
表 9: 前期上下游主要行业补库存回顾	11
表 4: 月度股票市场发行情况.....	18
表 5: 审核通过尚未发行的前 20 大公司	19
表 6: 2011 年 6 月行业资产配置推荐表	23

1 市场思考与基本面：价格——“涅槃”能否重生的必要条件

二季度向下趋势拐点显现后，该思考些什么？

首先，在对 5 月资产配置的月报《2011 年 5 月资产配置专题报告：震荡格局延续，拐点观察期或在下旬》中，我们明确提到，5 月的中上旬是一个仍处指数区间的震荡期，而在下旬是否出现我们之前一直提到的二季度真正下行趋势的重要观察期，从下图的本月上证指数走势上来看，完全符合上月的这一判断。

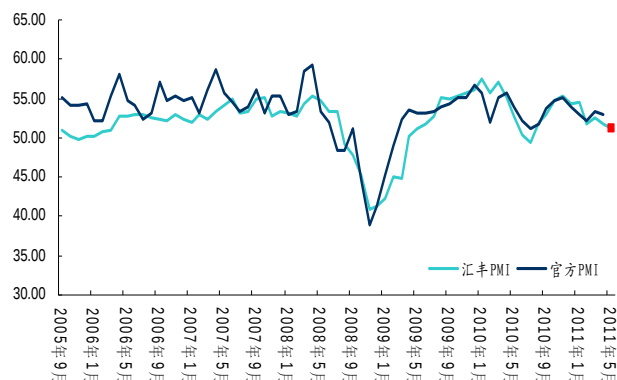
图 1：5 月上证指数走势



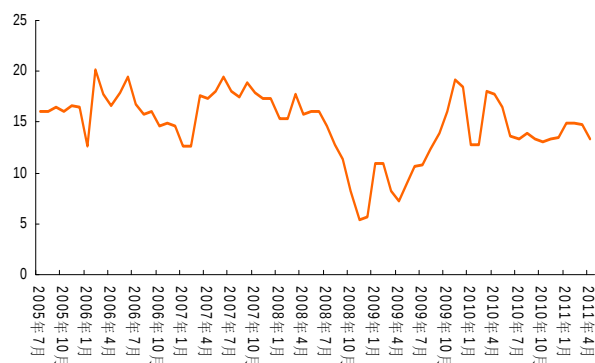
资料来源：wind，长江证券研究部

其次，从对 5 月各方面数据的观察上来看，经济下滑的事实已经脱离了数据反复的纠结期，这是第一个月出现各方面的数据都是在逐步的验证基本面向下趋势的局面，而从行情上来看，在多方经济数据的全面压制下，下行趋势的拐点已过在本月得到了明确的确认。

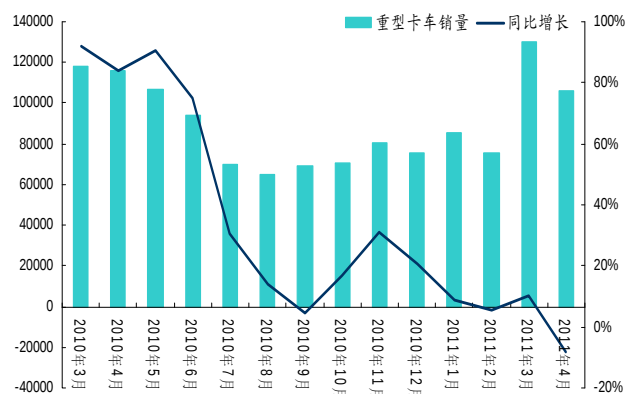
第一，4 月 PMI，及 5 月汇丰 PMI 预览的一直大幅向下，在领先指标上验证了经济下滑的存在。第二，4 月的工业增加值数据也摆脱了近期的窄幅震荡出现了明显的下滑，这是在同步指标上的验证。第三，在行业层面，4 月重卡的销售数据大幅下滑也揭示了终端需求的疲软。第四，在微观滞后指标库存方面，最新公布的 4 月库存也出现了高位的继续堆积，并且这种堆积是在工业生产明显下滑下出现了，显示了需求的明显走弱，我们预计从 5 月开始将会出现去库存的过程。

图 2：4 月 PMI 及 5 月 PMI 预览


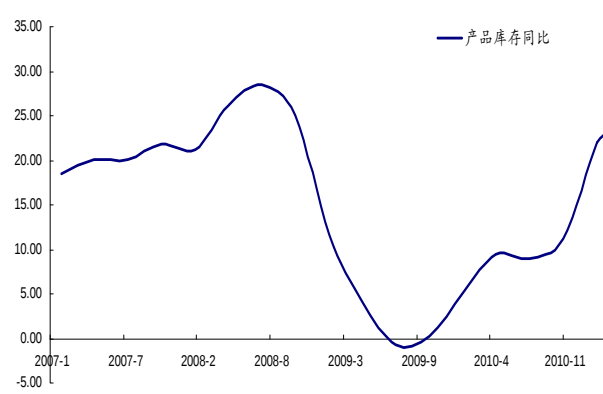
资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 3：4 月工业增加值同比


资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 4：重卡 4 月销售数据大幅下滑


资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 5：工业生产库存同比


资料来源：CEIC，长江证券研究部

最后，在目前的阶段，当市场向下的趋势已经得到了认同之后，再去纠结在趋势投资中配置变化意义不大，最重要的是，我们思考的重点更应当开始转向市场行情新的启动时间（时点）和启动空间（最低的空间）何时出现？

而我们目前的观点是，无论是时间还是空间的判断，我们都有一条最重要的参考标准，或者说必要条件，那就是任何中期有持续力的行情都应以价格的趋势性下降为前提，如果脱离了这一条件，即使有回升也仅仅是小幅短暂的反弹行情。对于这一点，我们可以从原有体系的宏观经济周期和中观盈利周期两个层面来进行分析。

宏观经济周期对市场的见底规律

从利用工业增加值、CPI 以及 M1 建立的宏观经济周期角度出发，我们将经济的状态划分为六种状态：复苏，繁荣，滞涨初期、后期，衰退初期、后期，而对于整体市场指数见底这一信号而言，一般局部的底部均需要出现在衰退的初期，具体的周期状态划分，以及对应的市场表现如下表。

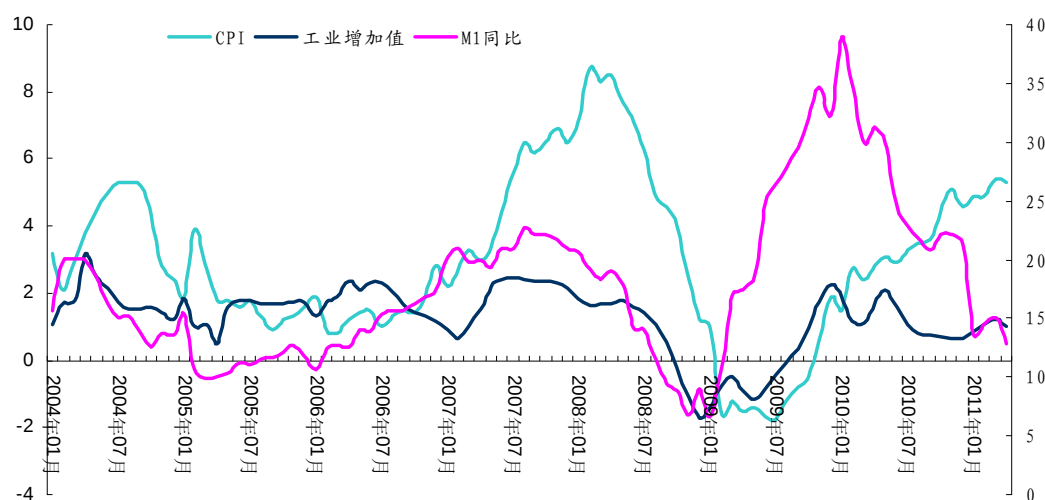
表 1: 小周期资产配置

经济阶段	工业增加值	CPI	M1	股市表现
衰退初期	-	-	-	下降;见底
衰退后期	-	-	+	趋势反弹
复苏阶段	+	-	+	震荡向上
繁荣阶段	+	+	+	上涨
滞涨初期	-	+	+	回调;见顶
滞涨后期	-	+	-	趋势下跌

资料来源：长江证券研究部

从上表可以看出，在经历经济从滞涨向衰退的过渡时，实际上 CPI 的拐头向下是最为关键的指标，因为工业增加值是持续往下的，而结合目前的情况来看，我们恰恰处在了典型的经济滞涨时期，因此，局部区域的底部应当需要在一个衰退至少是一个短暂或快速的衰退时期去消化它，在没有看到 CPI 回落之前，经济周期的历史规律告诉我们市场是持续下跌趋势的局面。

图 6: 目前是典型的经济滞涨时期



资料来源：wind，长江证券研究部

价格——盈利能否起飞的关键

上面我们是从宏观经济周期对市场的规律，这个角度来看待价格下跌的重要性的。我们同时还可以通过中观的盈利需求从逻辑上推导价格下行的必要性。

首先，市场整体的盈利周期对股市的顶、底均具有比较明显的领先性，这点仅仅在 09 年经济的大幅快速衰退中表现有所滞后，但对于其他几轮的盈利周期而言，都可以得到一个明确的结论，**在市场盈利回落尚未见底之前，难以出现持续性的行情**。从下面两张表对于 05 年以来的盈利和市场的顶、底变化相关性研究，可以看到整体 A 股以及大部分的行业盈利见顶

或见底是略领先市场指数的。

表 2: 各行业盈利周期与股票市场价格的先后关系

	盈利低点	市场低点	领先或滞后 (季度)	盈利高点	市场高点	领先或滞后 (季度)
全部 A 股	2005-09	2005-12	-1	2007-09	2007-12	-1
SW 农林牧渔	2004-09	2005-09	-4	2006-09	2007-08	-4
SW 采掘	2006-03	2005-09	2	2007-09	2007-10	0
SW 化工	2005-12	2005-12	0	2007-06	2007-12	-2
SW 黑色金属	2006-06	2005-12	2	2007-06	2008-03	-3
SW 有色金属	2005-06	2005-09	-1	2006-09	2007-12	-5
SW 建筑建材	2005-09	2005-09	0	2007-06	2008-03	-3
SW 机械设备	2005-12	2005-09	1	2007-06	2008-03	-3
SW 电子元器件	2005-09	2005-12	-1	2007-06	2008-03	-3
SW 交运设备	2005-06	2005-06	0	2007-06	2007-12	-2
SW 信息设备	2005-06	2005-07	0	2007-06	2008-03	-3
SW 家用电器	2005-06	2005-12	-2	2006-12	2008-02	-5
SW 食品饮料	2005-09	2005-06	1	2007-12	2008-03	-1
SW 纺织服装	2004-12	2005-12	-4	2007-06	2007-09	-1
SW 轻工制造	2004-06	2005-12	-6	2007-06	2008-03	-3
SW 医药生物	2004-12	2005-09	-3	2008-03	2008-03	0
SW 公用事业	2005-06	2005-12	-2	2007-03	2007-12	-3
SW 交通运输	2005-12	2005-12	0	2007-12	2007-12	0
SW 房地产	2003-06	2005-09	-9	2007-06	2007-09	-1
SW 金融服务	2006-12	2005-03	7	2008-03	2007-12	1
SW 商业贸易	2005-12	2005-06	2	2007-12	2008-03	-1
SW 餐饮旅游	2003-09	2005-09	-8	2006-06	2007-09	-5
SW 信息服务	2005-06	2005-06	0	2008-06	2008-03	1
SW 综合	2005-06	2005-06	0	2007-06	2008-03	-3

资料来源：长江证券研究部

表 3: 各行业盈利周期与股票市场价格的先后关系（续表）

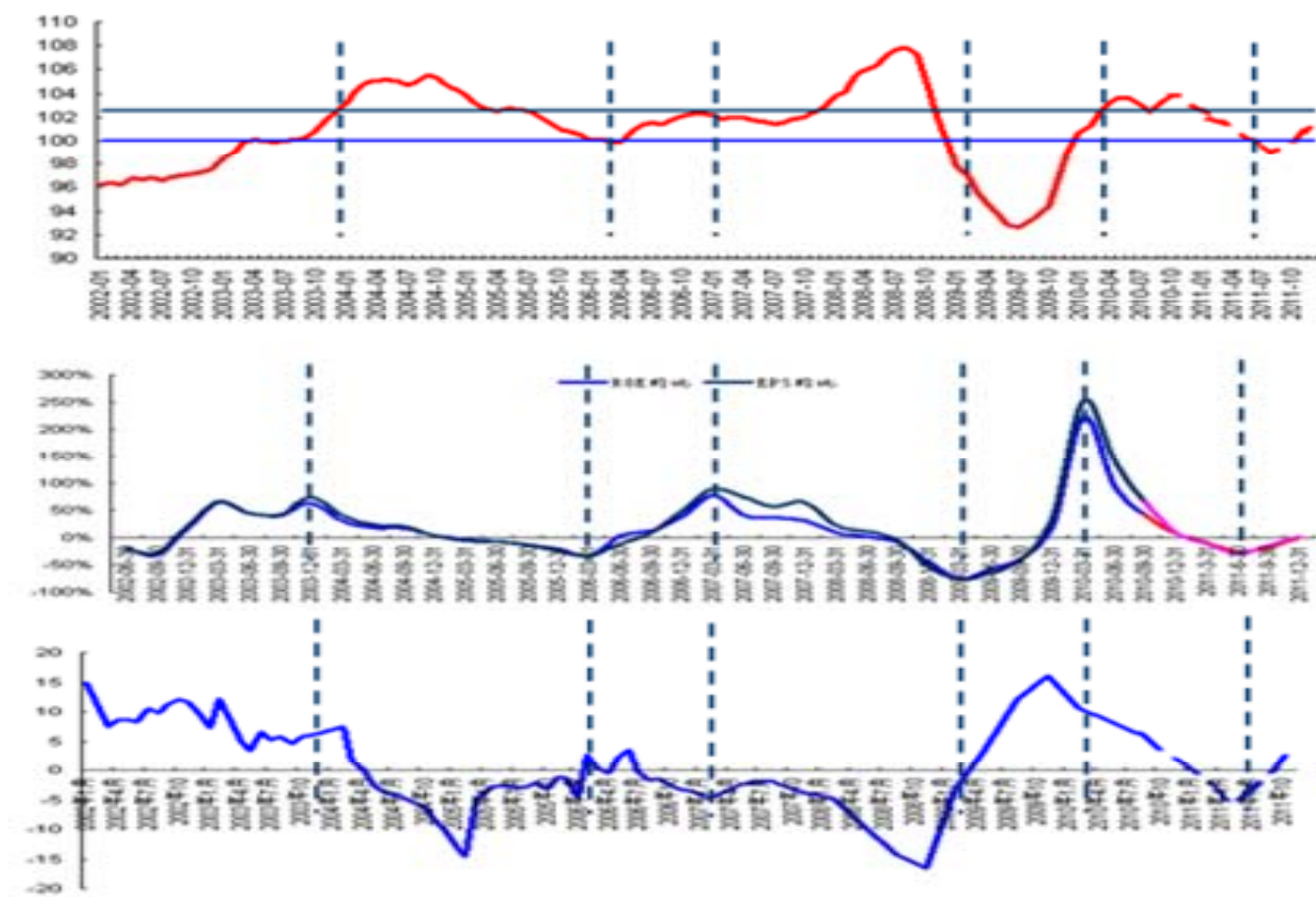
	盈利低点	市场低点	领先或滞后 (季度)
全部 A 股	2009-03	2008-12	1
SW 农林牧渔	2008-12	2008-03	3
SW 采掘	2009-06	2007-12	6
SW 化工	2008-09	2008-03	2
SW 黑色金属	2009-06	2008-12	2
SW 有色金属	2009-03	2008-12	1
SW 建筑建材	2008-12	2008-12	0
SW 机械设备	2009-03	2008-12	1
SW 电子元器件	2009-03	2008-12	1
SW 交运设备	2009-03	2008-12	1
SW 信息设备	2008-09	2008-12	-1
SW 家用电器	2009-03	2008-12	1
SW 食品饮料	2009-03	2008-12	1

SW 纺织服装	2008-09	2008-12	-1
SW 轻工制造	2009-03	2008-12	1
SW 医药生物	2009-03	2008-12	1
SW 公用事业	2008-06	2008-12	-2
SW 交通运输	2009-06	2008-12	2
SW 房地产	2009-03	2008-12	1
SW 金融服务	2009-06	2008-12	2
SW 商业贸易	2009-06	2008-12	2
SW 餐饮旅游	2008-12	2008-12	0
SW 信息服务	2009-09	2008-12	3
SW 综合	2008-09	2008-12	-1

资料来源：长江证券研究部

其次，从目前的盈利周期运行上来看，价格的回落对于盈利见底回升是至关重要的，下图揭示了价、量以及盈利三者间的关系。

图 7：工业增加值同比-工业库存同比



资料来源：长江证券研究部

从上图我们可以看到：

1.整体来说，企业的盈利跟随**价格**的波动而波动。

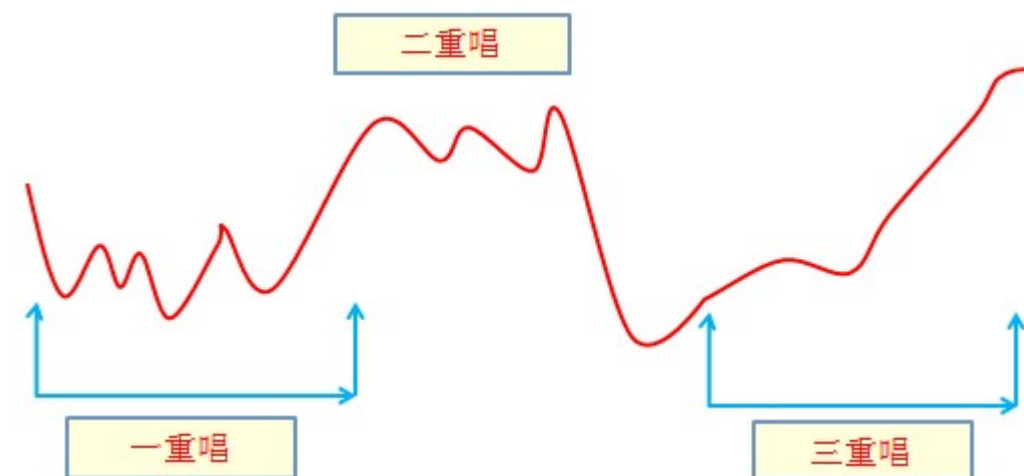
2.但当价格超过一定界限之后，企业盈利开始与其呈反向变动。这点在三轮盈利周期中都有所体现。这就是我们之前在微观经济中提到的，当价格上升幅度过大时，对销量产生了大幅度的侵蚀，因此导致整体盈利的大幅下降。历史经验表明，**这一价格上升的临界值在加工类PPI 同比到达 2.5%左右的水平**，会触发这一现象。

因此，从这个角度来说，目前加工类的 PPI 距离 2.5%左右的同比临界值仍有较大的空间，因此，只有当价格出现回落到这一区间内是，我们才有可能看到整体盈利的起飞，从而带来持续性的市场行情。

总结——“睡美人”行情的继续演绎

在 2011 年的年度报告《2011 年度投资策略之二：重回中周期起点之动力篇》中，对今年的全年的市场走势提出了“睡美人”行情的判断，如下图：

图 8：“睡美人”行情演绎示意图



资料来源：长江证券研究部

而目前我们所经历的正是“二重唱”过程中的后半段，由经济下滑风险所带来的市场下降，一季度的后期经历的是“一重唱”，因此需要强调的是，**目前我们关于“睡美人”的行情节奏判断仍旧没有发生太大的变化，而原本能够支撑“三重唱”的新行情的重要条件就是价格的回落**，但是从时间点上来说，我们认为买入的时点并不在当下，这和我们前面分析的价格还在持续高位是一致的，三季度初期才是较好的买入时点。

综合以上的分析，在下行趋势已经非常明确的当下，后市可以开始思考市场拐点的时间和空间的问题。对此，我们认为价格将会是关注市场何时能够“涅槃重生”关键和必要变量。而根据我们之前一直看财政和货币政策叠加效应的出现，我们比较倾向，本轮的经济下行是个幅度加大但速度较快的过程，在割裂的上下游需求同时受到财政和货币双重压制的情况下，带来价格的回落，基于这一逻辑，我们认为底部的点位区间仍旧是在 2600 点左右，这也是我们 3 月份以来一直坚持的点位，而出现拐点的时间点我们目前在三季度的初期，但需强调的是，**核心需要观察的变量仍旧是价格的变化程度**。

2 行业库存跟踪——需求疲软出现一定蔓延趋势

在一季度的库存报告《被动与主动并存的补库存周期》中，我们曾经对 1 季度的工业企业库存进行了较详细的行业分析，而近期这一库存数据从今年开始已经从季度公布改为了月度公布，这为我们跟踪库存周期的行业变化，提供了较强的意义。由于截止至报告发布时，尚未公布 4 月份的工业企业库存分行业数据，我们采用了 3 月的库存数据以及 4 月的工业增加值数据作为对比分析。

五大行业跟踪：被动补库存开始全面化

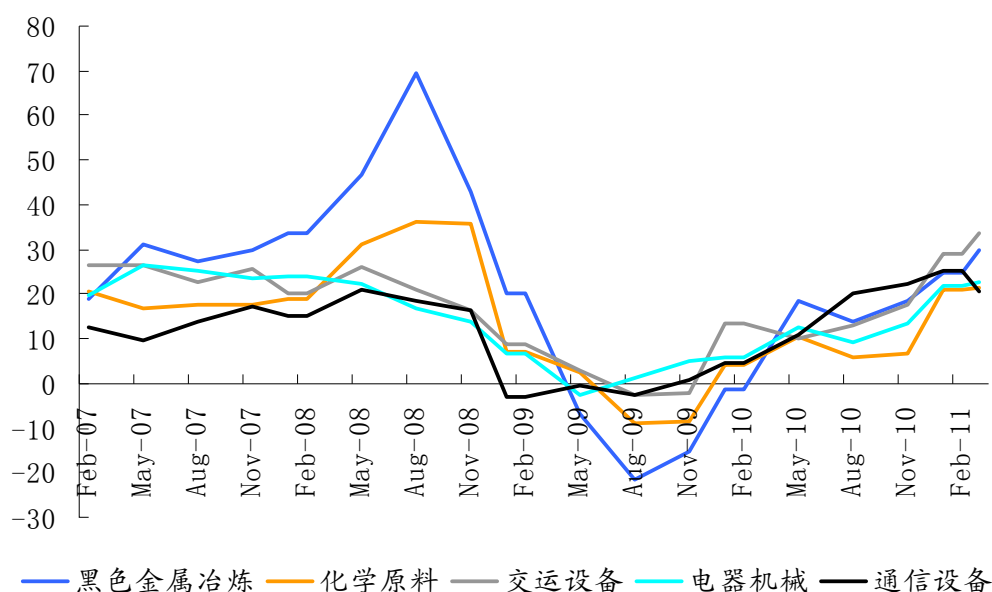
在 1 季度的库存中，我们看到的现象是整体的被动补库存，但是在产业链的上下游却存在着一定的库存周期差异。偏重下游需求的工业行业率先在 1 季度出现了被动补库存的状态，但更加靠近上游的如黑色金属冶炼、化学原料等在 1 季度仍旧是主动的补库存状态，并且这一现象也验证了我们在 3 月调研得到的结果，即上下游存在冷热不均的现象。

表 9：前期上下游主要行业补库存回顾

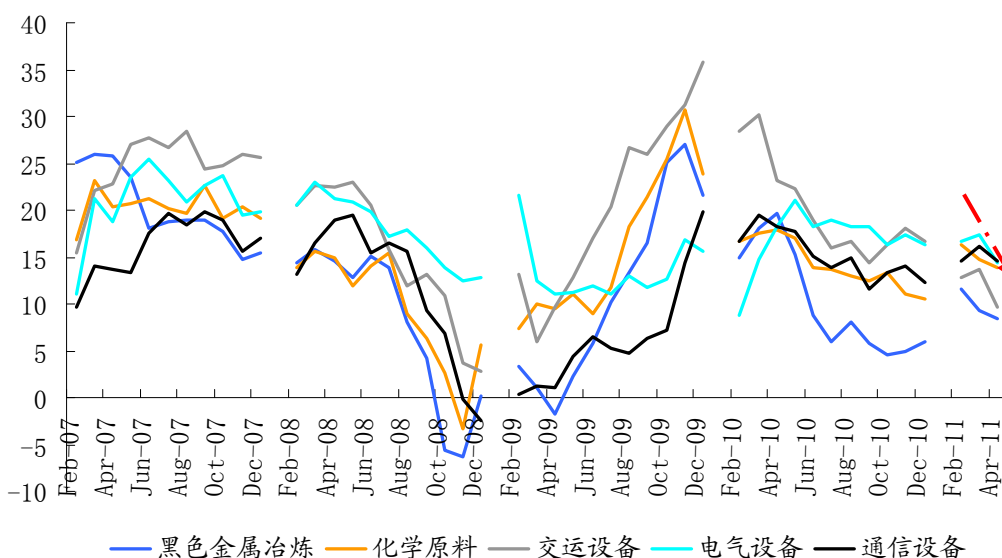
	上游	下游
前期主动补库存行业	煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属采选业、黑色金属冶炼、纺织业、石油加工及炼焦、化学原料、专用设备	通信电子设备
前期被动补库存行业	通用设备、非金属矿物	农副食品、金属制品、纺织服装、电气机械、交运设备

资料来源：CEIC，长江证券研究部

但是在 3 月的库存同 4 月工业增加值的比较当中，仅从五大行业来看，我们发现下游需求疲软的现象开始出现了向上游的一定转移。可以看到，原先处在主动去库存的行业已经开始了被动的补库存，这显示了需求的进一步下滑，以及在需求下滑下，企业开工已开始作出明显的调整，并且值得指出的是，其中下游的通信电子设备行业，在 3 月的库存数据对比中，甚至在 2 月被动补库存之后，3 月开始出现了主动去库存的状态，这显示了需求下滑的势头才刚刚开始蔓延。

图 10：五大类行业库存变化


资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 11：五大类行业工业增加值同比


资料来源：CEIC，长江证券研究部

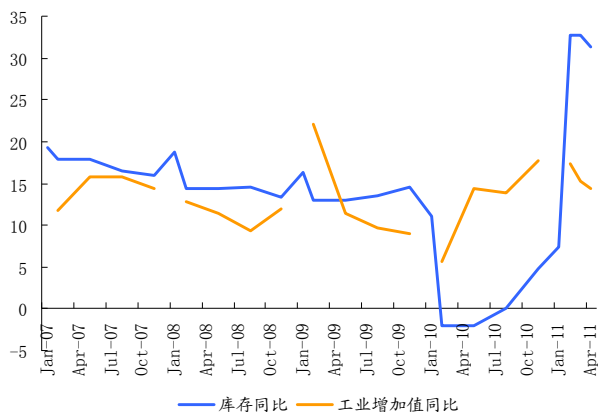
整体工业行业库存状态均有所恶化

从更多的其他行业所处的库存状态来看，相较于 2 月的情况也有所恶化，可以看到占比前 15 位的主要的行业当中，完全没有了主动补库存的情况存在，取而代之的更多的被动补库存，以及一部分行业的主动去库存。

处在出动去库存的行业尽管不多，但均较为偏重中下游，主要有纺织服装、通信电子设备以

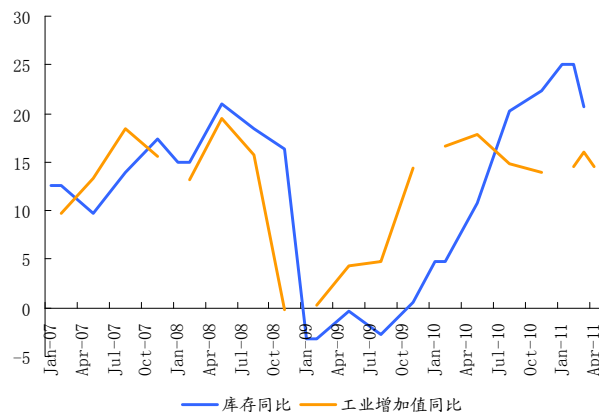
及专用设备。

图 12: 纺织服装



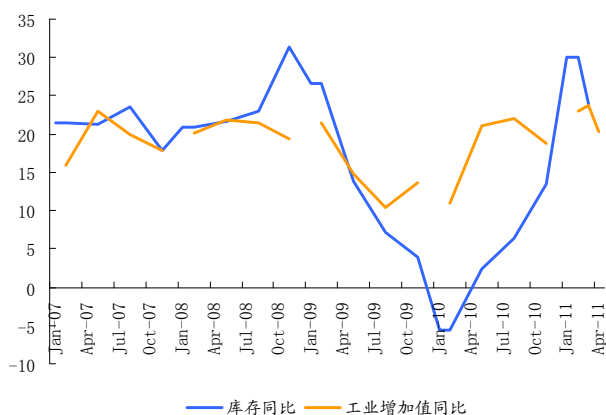
资料来源: 长江证券研究部

图 13: 通信电子设备



资料来源: 长江证券研究部

图 14: 专用设备

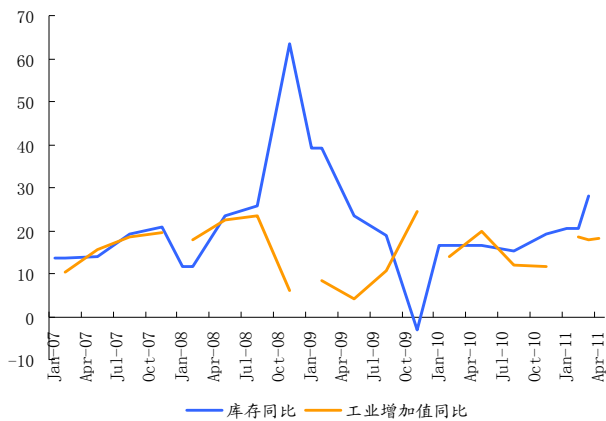


资料来源: 长江证券研究部

并且在几乎所有的权重较高的行业库存中, 我们都看得到被动补库存的状态, 而 2 月份部分上游行业存在的主动补库存以及几乎不存在了。

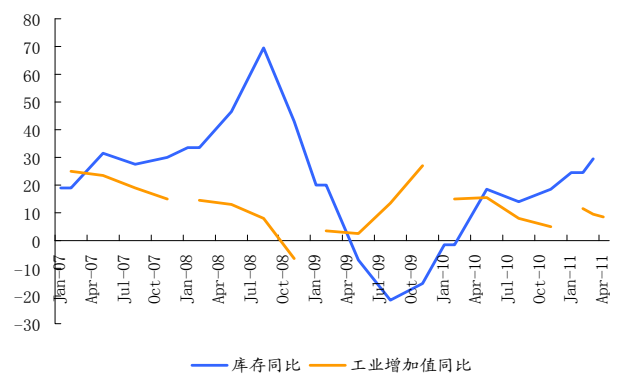
图 15: 煤炭开采和洗选业

图 16: 黑色金属冶炼



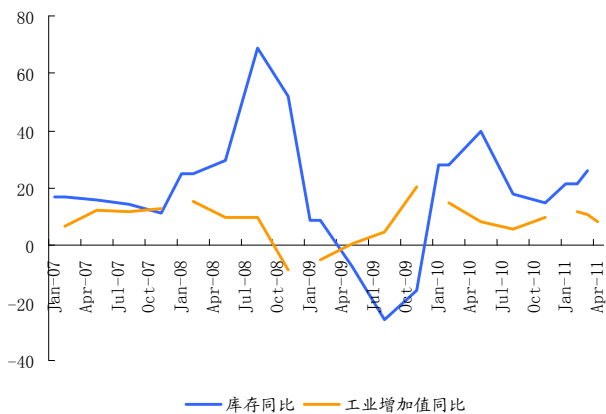
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 17: 石油加工、炼焦



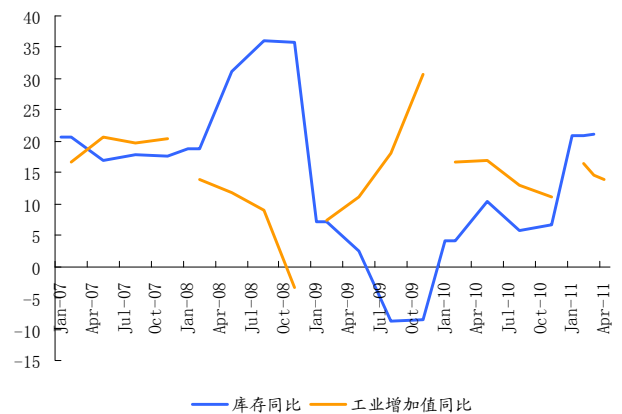
资料来源: 长江证券研究部

图 18: 化学原料



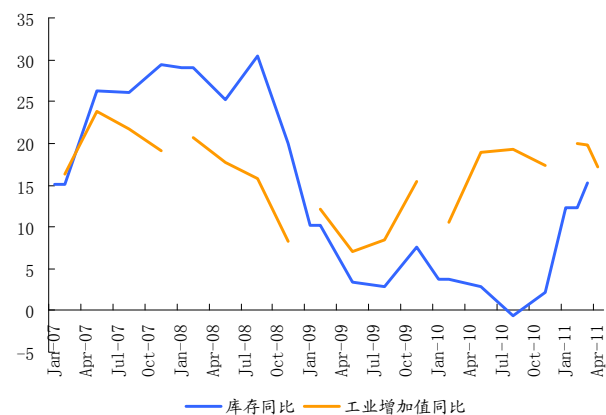
资料来源: 长江证券研究部

图 19: 金属制品

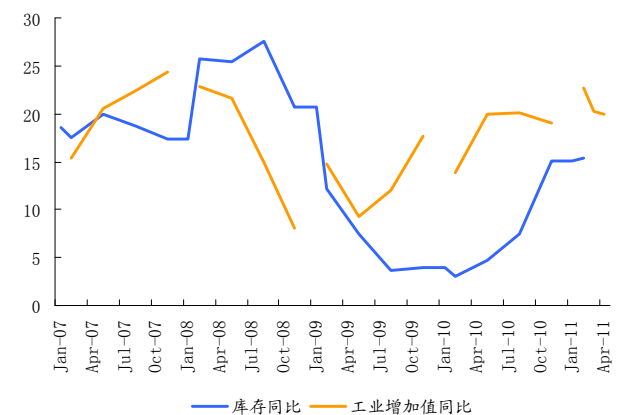


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 20: 通用设备

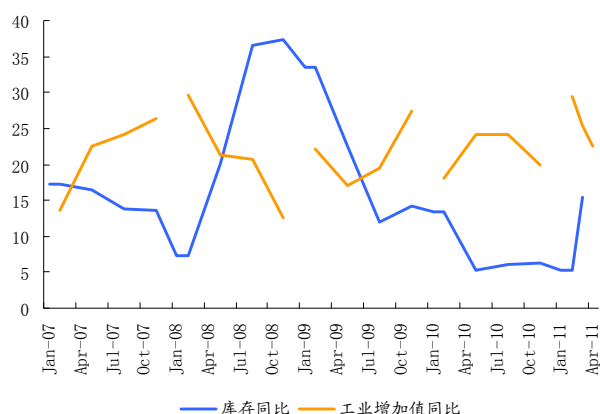


资料来源: CEIC, 长江证券研究部



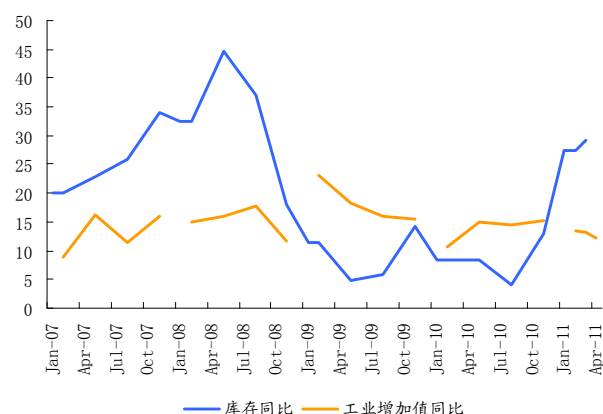
资料来源: 长江证券研究部

图 21: 非金属矿物



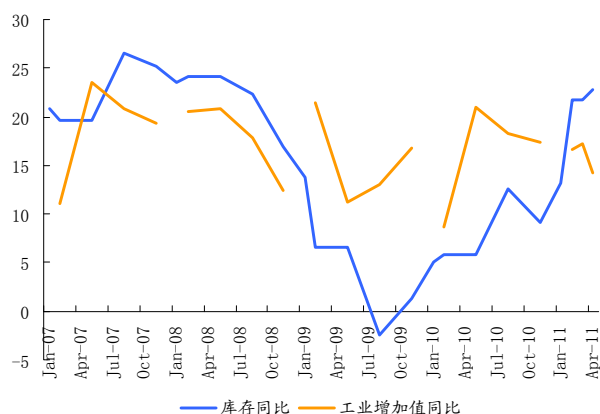
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 22: 农副食品



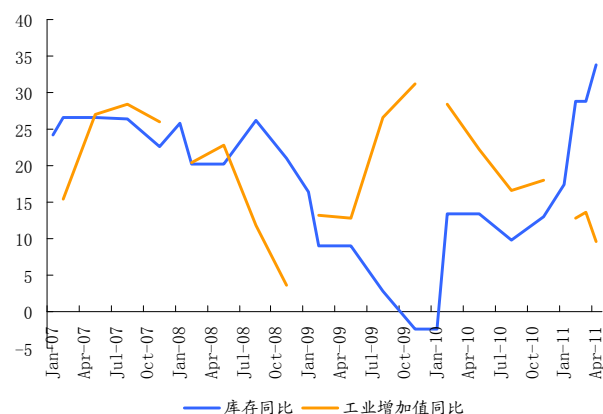
资料来源: 长江证券研究部

图 23: 电气机械



资料来源: 长江证券研究部

图 24: 交运设备



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

总体来说,从分行业的库存变化,可以清晰地看到3月份的库存状态相较之前出现了比较明显的恶化,这集中反映在主动补库存行业的减少,换句话说,就是**更多的行业都已经开始感受到了需求下滑给库存带来的压力,生产的出现了不同程度的萎缩,并且可以看到3月尽管有库存的上升,但是大多数行业库存的上升幅度都明显收窄,并且部分出现了主动去库存的情况**,因此,我们觉得在未来的两个季度内,将会有更多的行业开始主动去库存的情况,而值得强调的是,如果叠加被动的财政收缩,那么这个去库存的过程可能会被缩短,在三季度中期就能见到一个经济见底的过程,当然这样去库存的速率也会大大提高,过程较为惨痛,但更有利于中期增长。

3 流动性与市场供需

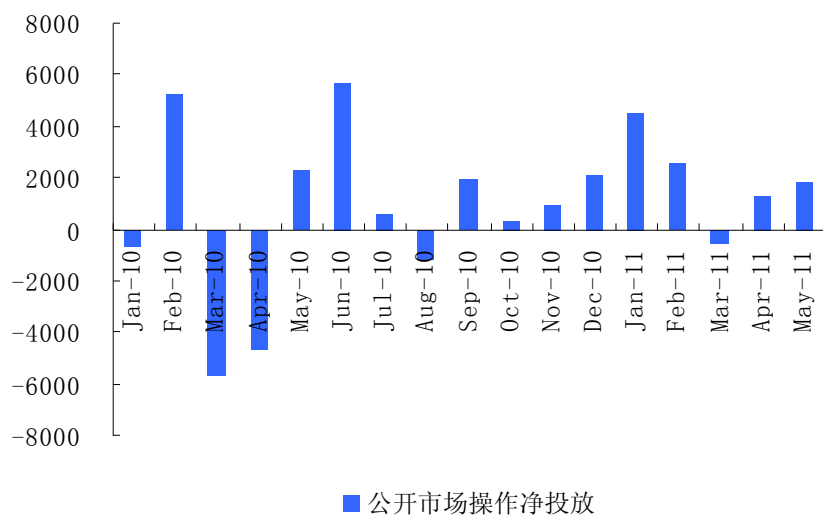
3.1 货币市场资金

5月份央行在净回笼的力度上再度有所加强,而本月的央票到期额较上月有大幅下降,4月

M2 增长率也有所下降。因此，本月央行资金回笼力度加大，反映的是其货币紧缩意图，这必然会导致流动性的回落。

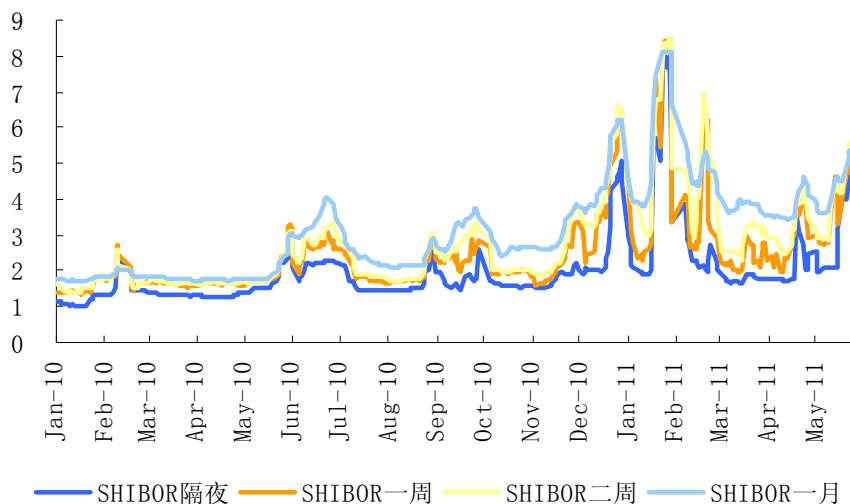
从银行间拆借利率来看，央行资金回笼力度的加强导致了各期限银行间利率的上行。不过，月末拆借利率明显回落。

图 25：货币市场公开市场净投放/回笼情况



资料来源：wind，长江证券研究部

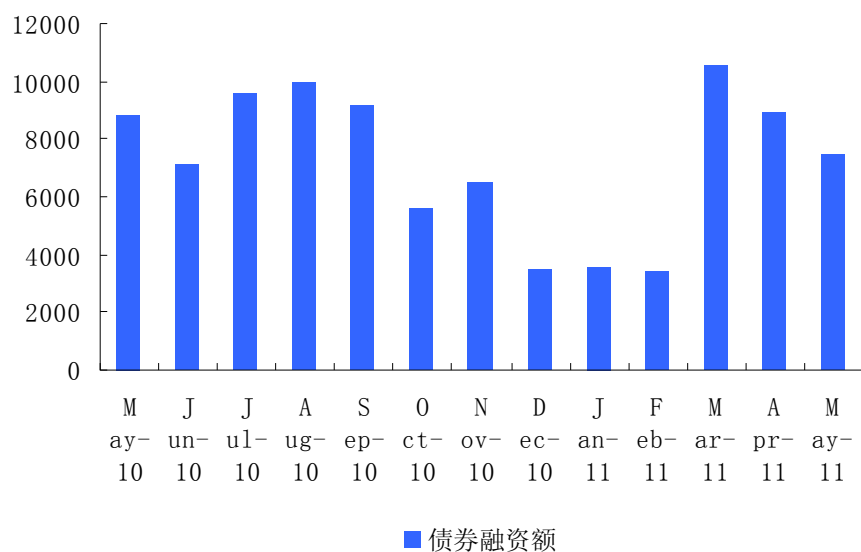
图 26：货币市场利率走势



资料来源：wind，长江证券研究部

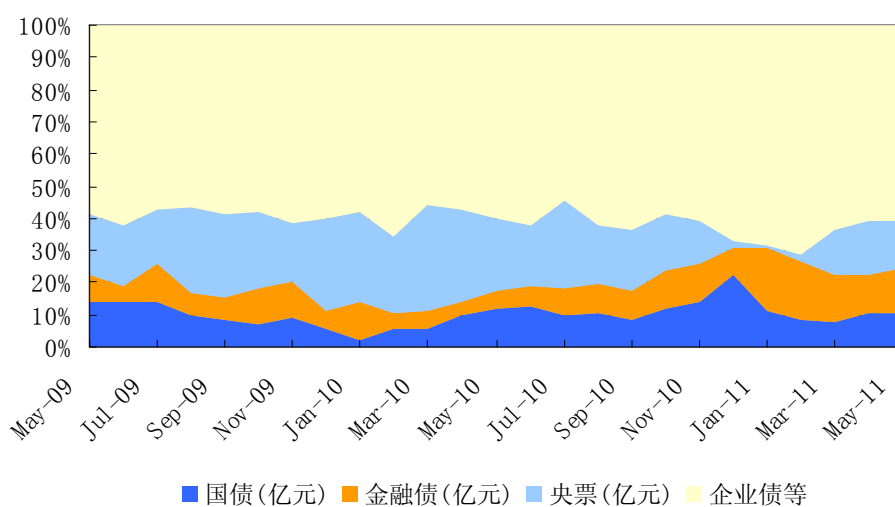
5 月债券融资额如期回落，且融资额低于去年同期，6 月该数据或将继续回落。由于利率的上行，导致融资成本上升，或将抑制债券融资意愿。从结构上看，国债、企业债等品种的融资规模保持平稳，而央票和金融债的融资规模则略有下降。

图 27: 债券市场融资额变化



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 28: 债券融资结构



资料来源: wind, 长江证券研究部

3.2 股票市场供需情况

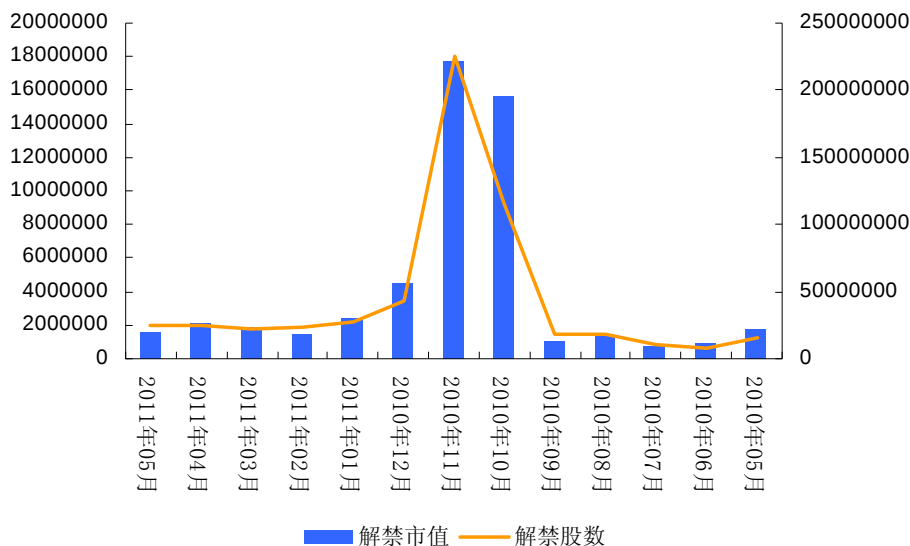
5月总体股票市场融资规模较4月份又有所回落。从结构上来看,首次募集仍旧表现有所回升,增发募集资金则继续大幅下滑。

表 4: 月度股票市场发行情况

月份	募集资金	首发家数	首发募集资金	首发 PE	增发家数	增发募集资金	配股家数	配股募集资金
2011-05	343.52	27	264.406	36.390	8	79.115	0	0
2011-04	506.36	23	241.806	55.876	7	150.815	3	113.736
2011-03	1159.643	27	228.6157	57.48217	15	924.9623	2	6.065231
2011-02	534.1731	26	259.413	55.41577	10	268.0102	1	6.749932
2011-01	670.02	35	431.94	72.91	14.00	138.35	5.00	99.73
2010-12	1168.75	36	420.64	75.88	34.00	737.05	2.00	11.05
2010-11	1454.61	29	361.15	67.46	14.00	267.83	4.00	825.62
2010-10	1282.06	24	290.20	59.26	19.00	985.72	1.00	6.14
2010-09	470.77	27	359.83	61.48	12.00	94.50	2.00	16.44
2010-08	617.51	32	497.60	55.48	5.00	119.91	0.00	0.00
2010-07	1022.45	23	859.61	42.83	9.00	133.90	3.00	28.93
2010-06	816.00	23	210.15	45.25	21.00	255.95	2.00	349.89
2010-05	564.10	36	439.60	54.91	15.00	124.50	0.00	0.00
2010-04	449.07	28	349.41	62.90	11.00	99.65	0.00	0.00
2010-03	643.15	36	313.61	52.68	11.00	149.05	2.00	180.49
2010-02	823.03	20	394.79	57.38	7.00	408.60	2.00	19.64
2010-01	819.80	35	424.71	66.87	12.00	395.09	0.00	0.00

资料来源: wind, 长江证券研究部

在解禁规模上, 5 月解禁股份数量和解禁市值规模略低于 4 月份。

图 29: 月度解禁情况


资料来源: wind, 长江证券研究部

已通过证监会审核尚未发行的公司中, 大盘股的数量没有明显的继续增加, 但较之前几个月的水平还是显著上升, 尽管其对市场的冲击尚不十分明显, 但已有显著提高。

表 5: 审核通过尚未发行的前 20 大公司

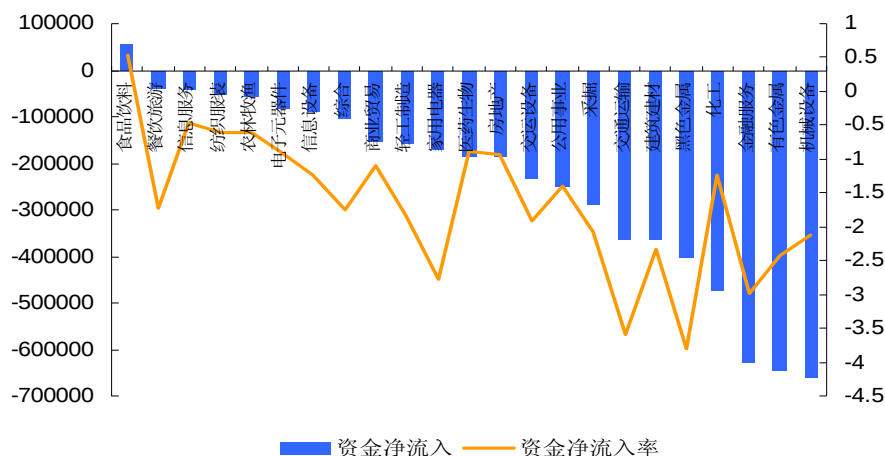
公司名称	审核通过会议日期	上市板	预计发行股数(万股)	预计募集资金(万元)	交易所
比亚迪股份有限公司	2011/5/9	中小企业板	7,900.0000	219,240.0000	深圳
甘肃蓝科石化高新装备股份有限公司	2011/4/18	主板	8,000.0000	139,000.0000	上海
遵义钛业股份有限公司	2008/4/29	中小企业板	5,500.0000	99,980.0000	深圳
江苏林洋电子股份有限公司	2011/3/30	主板	7,500.0000	80,577.8000	上海
山东豪迈机械科技股份有限公司	2011/4/8	中小企业板	5,000.0000	71,782.0000	深圳
安徽金禾实业股份有限公司	2011/5/23	中小企业板	3,350.0000	71,639.0000	深圳
浙江开山压缩机股份有限公司	2011/3/29	创业板	3,600.0000	67,858.0000	深圳
江苏太平洋精锻科技股份有限公司	2011/5/24	创业板	2,500.0000	65,628.0000	深圳
河南佰利联化学股份有限公司	2011/5/20	中小企业板	2,400.0000	64,319.0000	深圳
赛轮股份有限公司	2011/5/18	主板	9,800.0000	60,286.0600	上海
厦门日上车轮集团股份有限公司	2011/5/11	中小企业板	5,300.0000	60,075.0000	深圳
洛阳北方玻璃技术股份有限公司	2010/3/19	中小企业板	6,700.0000	59,708.5800	深圳
大连电瓷集团股份有限公司	2010/11/5	中小企业板	2,500.0000	46,970.0000	深圳
宁波建工股份有限公司	2010/12/27	主板	10,000.0000	42,376.0000	上海
广东江粉磁材股份有限公司	2011/5/20	中小企业板	7,950.0000	41,363.5600	深圳
上海姚记扑克股份有限公司	2011/5/4	中小企业板	2,350.0000	36,263.0000	深圳
深圳市洲明科技股份有限公司	2011/4/18	创业板	2,000.0000	35,491.0000	深圳
海南瑞泽新型建材股份有限公司	2011/5/16	中小企业板	3,400.0000	35,255.5800	深圳
山东龙力生物科技股份有限公司	2011/5/9	中小企业板	4,660.0000	34,628.1800	深圳
山东省章丘鼓风机股份有限公司	2011/5/23	中小企业板	4,000.0000	33,448.0000	深圳

资料来源: wind, 长江证券研究部

3.3 市场板块资金流动

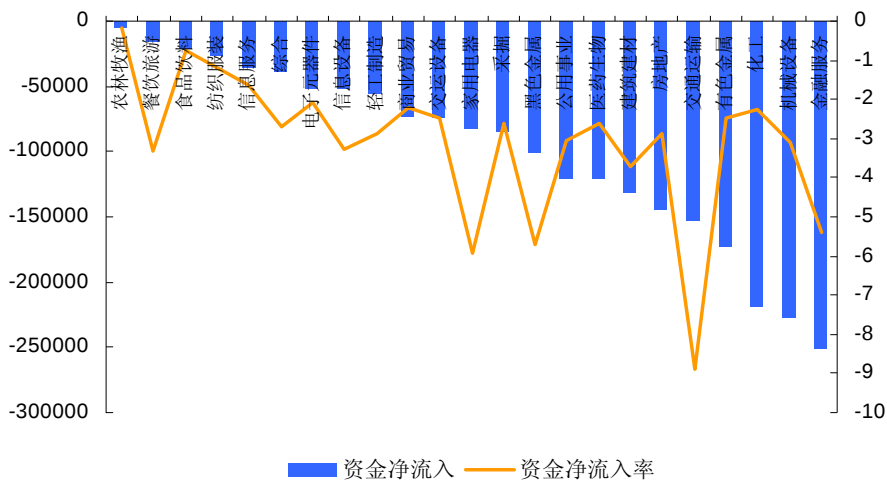
在板块资金流动上,除食品饮料行业外,资金净流出仍旧较为明显。在市场对于实体经济走向担忧的时候,食品饮料作为受实体经济影响较小的板块获得了青睐。有色金属以及机械设备的资金面流出较大。

图 30: 5 月份市场板块资金 (近 20 日)



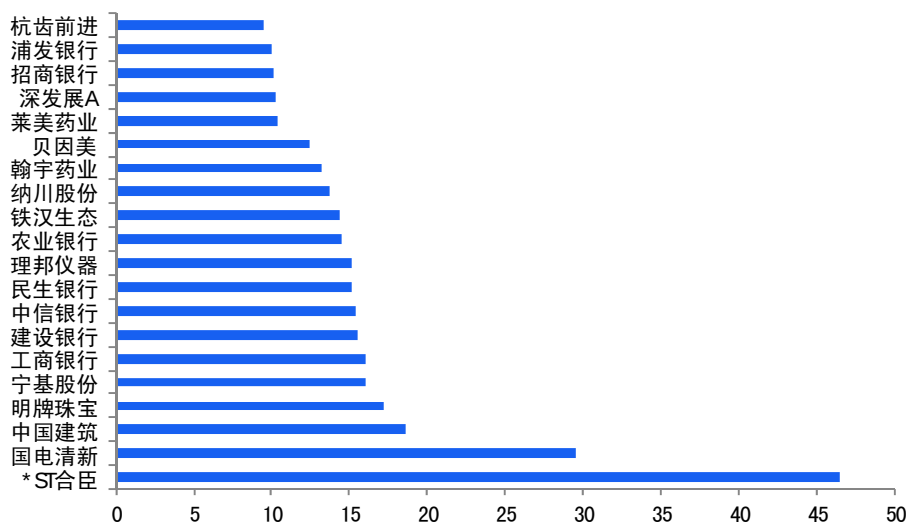
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 31: 近 5 日市场板块资金净流向



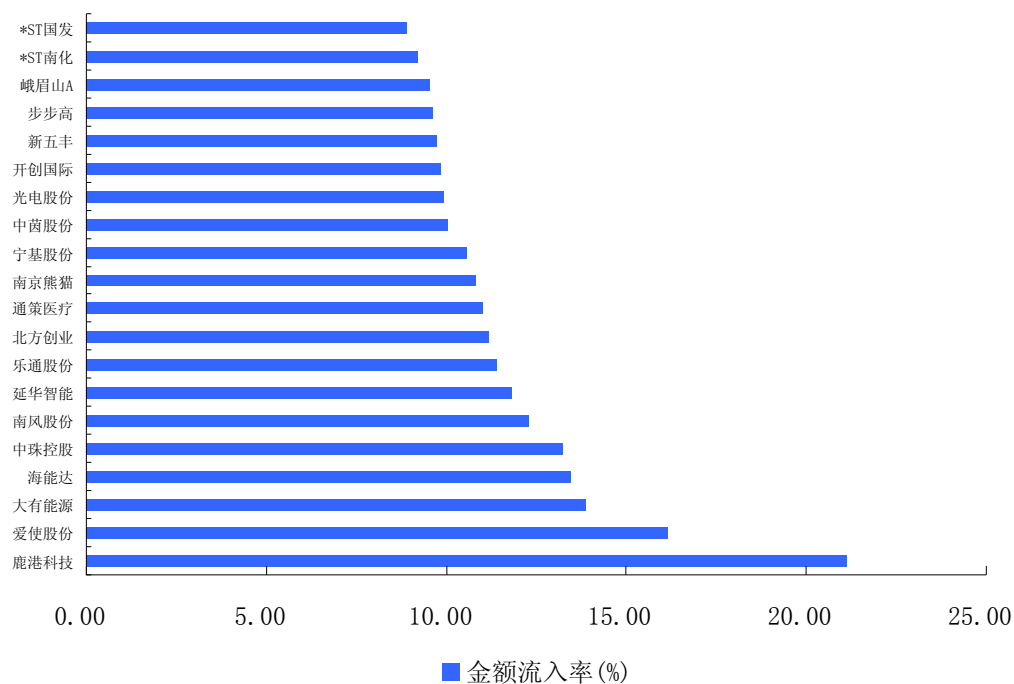
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 32: 近 20 日资金净流入率前 20 的个股



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 33: 近 5 日资金净流入率前 20 的个股

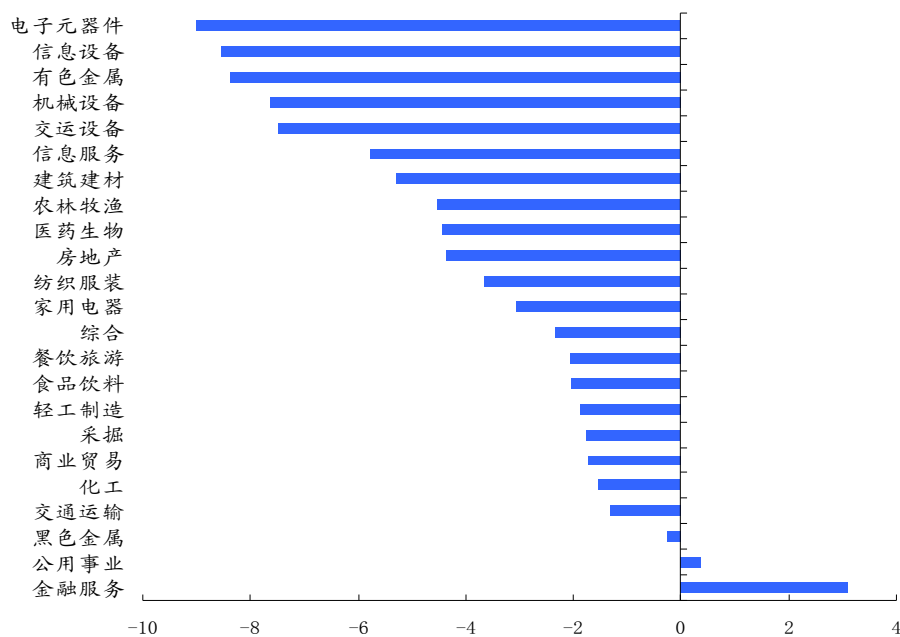


资料来源: wind, 长江证券研究部

3 六月投资策略

4.1 五月市场回顾

图 34: 5 月市场行业涨跌幅情况 (%)



资料来源: wind, 长江证券研究部

在 4 月对于 5 月的资产配置报告中，我们重点看好的板块集中在金融、地产、家电、纺织服装、火电以及基础化工和煤化工行业。

从本月的表现来看，在我们的配置行业中表现较好的行业主要有，房地产市场排名第三，跌幅 1.56%，纺织服装市场排名第四，跌幅 2.04%，公用事业电力市场排名第六，跌幅 3.19% 整体化工的排名也相对靠前，跌幅 3.82%，但金融板块本月的表现相对较差，落在了相对靠后的位置，跌幅 5.63%。

我们 5 月不看好的行业均表现相对较差，排在相对靠后的位置，建筑建材跌幅 7.44%，机械设备跌幅 7.28%，有色金属跌幅 6.88%，交运设备跌幅 6.87%。

4.2 六月配置建议：静待突破点，整体弱势震荡向下但空间有限

首先，先陈述我们对六月整体行情的观点，如果从时间和空间的特征来看，我们认为 6 月和 5 月很可能出现的是一个相反的特征，5 月的下跌趋势，在空间上很大，但是下跌的时间上确仅仅集中在 5 月下旬的一周左右的时间内，而对于 6 月，则更可能是一个下行空间上有限，但整体市场持续偏弱，走在时间上震荡向下的格局。

其次，从支撑的逻辑上来看，我们认为 6 月是一个缺少明显突破点的月份，经济上来看，5 月的各方数据都已经将需求下滑的事实展现在了投资者的面前，6 月在宏观数据、中观行业、微观库存上都不太会有趋势性的改变，5 月的市场表现已经表明了 6 月公布的库存数据应当是一个明显的去库存的开始。

而另一方面，从前面提到的改变趋势的价格因素上来看，仅仅基于翘尾因素，6 月的通胀也明显是一个继续高企的状态，而公布的 5 月 CPI 水平也应该会持续向上，因此难以在 6 月至少绝大部分的时间就看到市场明显的向上趋势。

并且值得强调的是，2600 点附近的位置，相对来说具有一定的估值底部支撑，因此，如果在一个缺乏新增因素、没有别的突破口的时间内，整体低估值对指数的支撑是不容忽视的，对于估值支撑的问题，我们认为除非经济出现相当大幅度的回落，以至于市场开始担忧银行坏账问题而对其盈利有所下调，那么 2600 点附近的支撑目前来看是相对有力的。

最后，有一方面的触发或突破口是应当我们在近期的每个月都持续关注的，这也是 6 月须关注的新增因素之一，那就是政策的变化，无论是财政还是货币的政策变化。一方面，由于持续的信贷收缩以及房地产打压，地方政府在财政资金来源上可能会受到影响，这点在近期一些投资者对县级政府的调研中已有所体现，因此财政和货币的叠加可能加重经济下滑的幅度，这点值得持续的跟踪；另一方面，依旧是货币政策是否有放松的迹象。

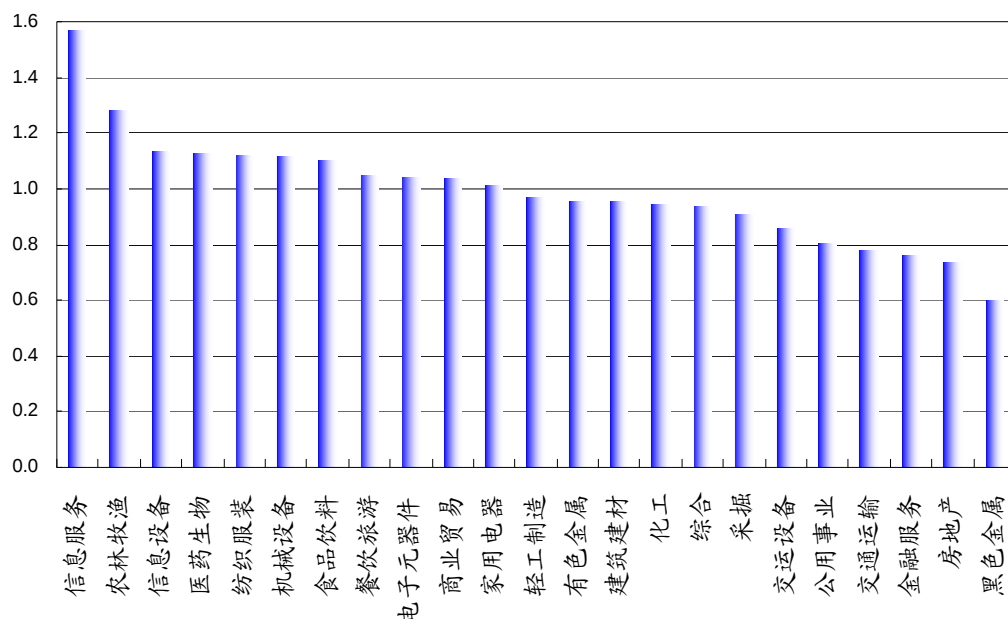
在行业配置上，由于 6 月是一个下降趋势未破局面的可能性很大，我们并未对行业配置做过多的调整。

在板块上，依旧主要看好，金融、地产，商贸零售中的低估值品种，而相对不看好的行业主要有工程机械、重卡以及有色金属，除焦煤外的其他煤炭品种。

主题上，价格底部区域主题主要涉及之前提到的电力、煤化工中的氮肥行业、医药中的原料药，化工中的基础化工以及纺织服装等等。

区域上，新疆、湖北、安徽财政的保证性相对较强，看好这两个区域内的投资品种。

图 35: 当前行业估值对历史均值占比 (2009 年 1 月以来)



资料来源: wind, 长江证券研究部

表 6: 2011 年 6 月行业资产配置推荐表

行业	建议评级	建议比重	主要逻辑
采掘	低配	7.11%	行业基本面向上支撑不足, 煤价向上空间有限
餐饮旅游	标配	0.43%	旅游业面临政策性利好, 但涨幅不小、估值不低。
电子元器件	低配	1.50%	3 月受地震影响低迷, 受压制需求再次启动推动行业转暖
房地产	标配	10.98%	前景不明朗, 但今年盈利已锁定, 估值很低, 目前具备安全边际。
纺织服装	标配	2.56%	棉花供需形势仍相对紧张, 成本上涨品牌企业有转移定价优势。
公用事业	标配	3.83%	存在政策利好, 估值尚可。
黑色金属	标配	2.86%	基本面改善钢价上涨概率较大, 但前期涨幅已有较大累积。
化工	标配	7.50%	化纤、纯碱行业基本面良好, 但本轮已积累一定涨幅。
机械设备	低配	3.48%	5 月工程机械数据出现拐头向下可能性较大。
家用电器	超配	2.00%	出口良好, 维持看好。
建筑建材	标配	4.27%	基本面良好, 但涨幅已较大。
交通运输	标配	4.45%	日本地震、海外局势动荡有负面影响。
交运设备	标配	4.29%	行业基本面平淡, 但存在结构性机会。
金融服务	标配	26.98%	基本面改善, 安全边际优势仍旧使其受到青睐。
农林牧渔	低配	0.50%	估值偏高。
轻工制造	标配	2.00%	造纸印刷类短期仍能受人民币升值支撑。
商业贸易	标配	6.13%	稳定增长行业, 估值已回落合理水平, 看好其中规模较大的企业。
食品饮料	标配	3.00%	估值有一定回落, 但行业内结构性差异, 看好白酒类品种。
信息服务	低配	0.50%	估值太高。
信息设备	标配	2.00%	估值一般, 电信运营商招标具有刺激作用。
医药生物	低配	1.00%	估值仍旧较高, 仍需进一步回落。
有色金属	低配	2.00%	工业金属尽管短期仍能维持高位, 但上涨趋缓。

综合	标配	0.73%	跟随策略。
合计		100.00%	

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士毕业，现为长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

吴邦栋，上海财经大学金融学硕士毕业，现为长江证券宏观策略高级分析师。主要的研究方向为市场策略、行业配置及海外市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。