

震荡筑底 回升缓慢

市场回顾与总结

5月份,市场整体呈现震荡下跌走势。沪指从3067点以来的调整分为三个阶段:首先是不理想的一季报导致部分个股深幅下跌;随后全球大宗商品大跌、拉登拐点等因素使有色、煤炭再次引领市场二度下探;随之而来的南方干旱、猪肉价格上涨等因素加剧了国内通胀预期,打破了维持仅十几个交易日的弱平衡,沪指以长阴线的方式跌破年线支撑位,试探2650点支撑。

从风格上看,沪指从4月18日创下3067点新高至6月2日创下调新低期间,创业板大跌17.2%,而同期沪深300下跌12%,创业板呈现领跌特征,这也印证了我们前期一直提示的创业板风险。行业上,本轮调整也是对个别行业高估值状态的消化。

国内外环境向有利于调控政策的方向发展

5月初,原油、有色金属、农产品等多数商品价格由前期的屡创新高转向大幅下跌。从短期来看,国际大宗商品价格的大幅回落,会增加市场避险情绪,但从中长期角度来看,这对于脆弱复苏的全球经济是一大利好,也将减轻国内政策收缩的外部压力。

央行通过公开市场、连续11次上调存款准备金率等方式持续回收流动性,M1增速从去年1月的38.96%降到今年4月的12.9%,M2增速从去年1月的25.98%回落到4月份的15.3%,基本达到了政策调控目标。这意味着货币供应量对通胀的推动作用已经得到控制。这在一定程度上减轻了央行货币政策操作的压力。

微观层面的扰动和中观层面的扭曲不会演化成宏观层面的收缩

沪指在2700点附近的点位反映2011年盈利增速在5%左右,已经较为悲观;2011年中报预告中,业绩预增的公司占73.9%,比2010年提高了1.2个百分点。目前的库存情况也并非像有些投资者担忧的那么糟糕,极端情况下,库存的调整可能使未来两个季度GDP下降0.6个百分点左右,但GDP同比增速仍在9%以上,市场对中观层面库存的担忧显得有些过度。因此,我们认为,目前这种微观层面和中观层面的变化演化成宏观经济大幅收缩的概率并不大。

市场判断与投资建议

如上所述,目前宏观基本面保持稳定,微观业绩也不再是导致市场继续下跌的主要因素,这决定市场可能逐渐筑底,但扰动通胀预期的短期因素仍然会不断出现,同时,央行对流动性的控制短期难以出现明显的放松。这些因素都将对市场构成压力。因此,市场即使向上,也会呈现缓慢震荡回升的特征,而不能用反转的眼光去看待。沪市运行到2650点位附近,应可以考虑开始分批建仓。行业上,建议关注银行、有色等低估值绩优蓝筹股以及电力、石油石化等受益于资源品价格形成机制改革的行业;主题投资上,关注重组概念。

分析师:周隆斌

执业证书号:S1490210030002

电话:010-58568009

邮箱:zhoulongbin@hrsec.com.cn

分析师:肖波

执业证书号:S1490208020001

电话:010-58568163

邮箱:xiaobo@hrsec.com.cn

分析师:范贵龙

执业证书号:S1490109091324

电话:010-58568061

邮箱:fanguilong@hrsec.com.cn

目录

一、市场回顾与总结	4
1、外因有扰动，内因是主导	4
2、创业板引领下跌	4
二、国内外环境向有利于调控政策的方向发展	6
1、国际大宗商品价格下跌	6
2、流动性得到抑制	6
三、微观层面的扰动和中观层面的扭曲不会演化成宏观层面的收缩	7
1、目前估值反映了悲观的业绩预期	7
2、市场对库存增加的担忧过度	8
3、宏观基本面保持稳定	9
四、市场探底整固	11
1、扰动通胀预期的因素仍不断出现	11
2、流动性控制短期难以放松	12
3、市场探底整固	12
4、投资策略	12

图表目录

图表 1: 4 月 18 日-4 月 29 日行业表现	4
图表 2: 4 月 18 日-4 月 29 日风格表现	4
图表 3: 5 月 3 日-5 月 20 日行业表现	5
图表 4: 5 月 3 日-5 月 20 日风格表现	5
图表 5: 5 月 21 日-6 月 2 日行业表现	5
图表 6: 5 月 21 日-6 月 2 日风格表现	5
图表 7: M1 同比与上证综合指数走势关系	6
图表 8: M1 与 CPI 关系图	7
图表 9: 2011 年盈利增速与市场估值	7
图表 10: 2011 年中期业绩预告并不差	7
图表 11: 2011 年中期业绩预告行业分布	8
图表 12: 广交会春节成交额增速与未来半年出口增速趋势相同	9
图表 13: 美国进口 PMI、订单库存 PMI 和中国出口增速	10
图表 14: 中国新出口订单 PMI 和出口增速	10

一、市场回顾与总结

1、外因有扰动，内因是主导

5 月份，市场整体呈现震荡下跌走势。回顾沪指从 3067 下跌，我们可以将本轮调整分为三个阶段：首先是不理想的一季报导致部分个股深幅下跌，加上市场在接近 3100 点附近时技术压力，市场避险情绪渐趋增强，沪指开始震荡回调，从 3067 点逐渐向半年线靠近。进入 5 月后，市场在半年线附近获得短暂支撑，但随后出现的全球大宗商品大跌、拉登拐点等因素，使有色、煤炭再次引领市场二度下探，并跌破半年线支撑，市场情绪更加谨慎，但随着全球大宗商品价格大幅震荡局势的缓解，沪指在 2850 关口获得技术支撑，多空双方暂时在该点位处于弱平衡状态，并且在这一点位维持了 12 个交易日；随之而来的南方干旱、猪肉价格上涨等因素加剧了国内通胀预期，意大利等国信用评级展望被调整为负面使市场对欧债危机的担忧加重，这一系列负面因素迅速打破了维持仅十几个交易日的弱平衡，沪指以长阴线的方式跌破年线支撑位，随后市场继续震荡下行，试探 2650 点支撑，市场整体成交日渐稀少。

总体上来看，市场快速下跌的过程主要是从 3067 点下跌到半年线和从 2850 点下探 2676 点，这两波下跌主要是内部因素所致。因此，本轮下跌虽有外部大宗商品价格下跌、拉登拐点、欧债危机等因素的扰动，但内因依然是决定市场主导因素。

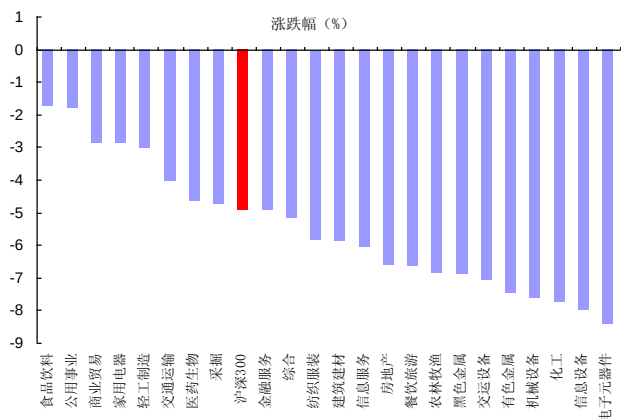
2、创业板引领下跌

沪指从 4 月 18 日创下 3067 点新高至 6 月 2 日创下调整新低期间，创业板大跌 17.2%，中小板跌幅也在 15%，而同期沪深 300 下跌 12%，创业板呈现领跌特征，这也印证了我们前期一直提示的创业板风险。究其原因，我们认为，主要是创业板目前的业务无法支撑其现有的估值水平，在个别公司业绩突然变脸的影响下，市场对创业板整体的规避情绪蔓延。同时，与主板的产业增持形成对比，产业资本开始在二级市场上减持相关上市公司股票，导致市场对公司经营前景的预期发生转向，创业板整体出现持续下跌。

从行业上来看，本轮调整也是对个别行业高估值状态的消化，第一轮下跌过程中领跌的电子器件、信息设备等板块经过一段时间的概念炒作后，估值水平偏高，但一季度业绩没有跟上，直接触发股价的调整。

图表 1：4 月 18 日-4 月 29 日行业表现

图表 2：4 月 18 日-4 月 29 日风格表现



数据来源：Wind、华融证券

图3：5月3日-5月20日行业表现

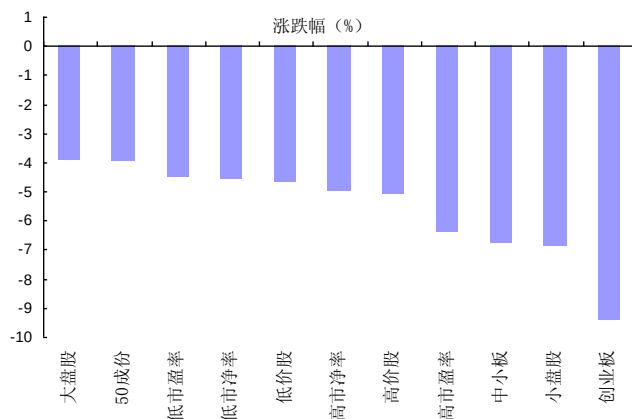
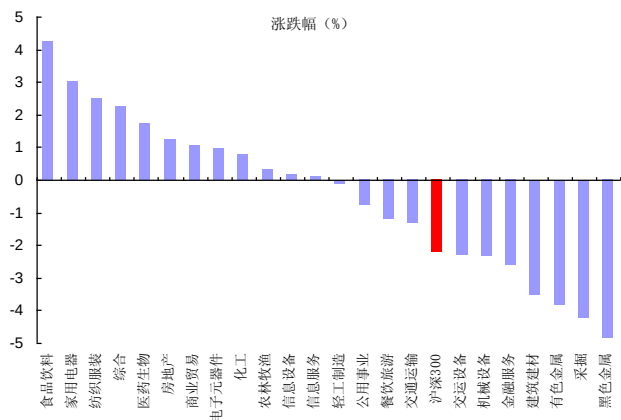


图4：5月3日-5月20日风格表现



数据来源：Wind、华融证券

图5：5月21日-6月2日行业表现

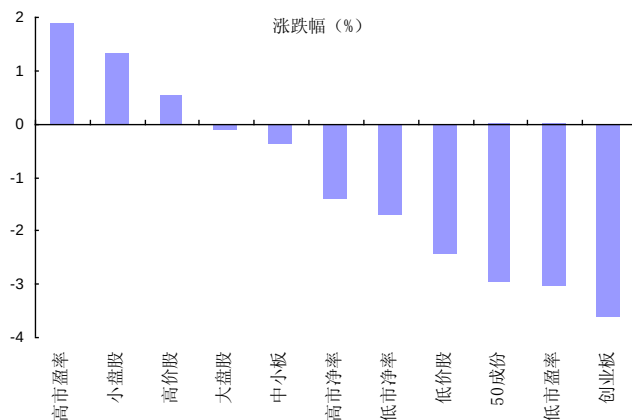
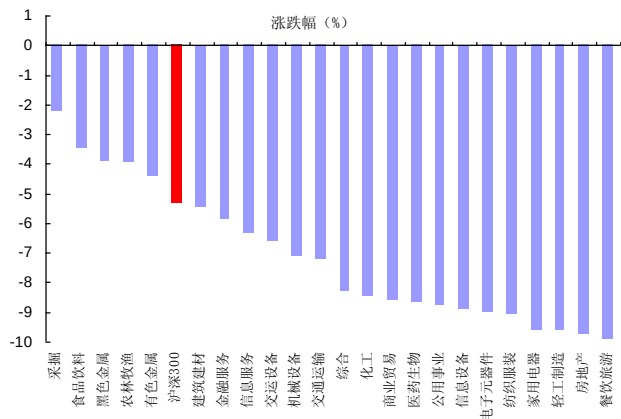
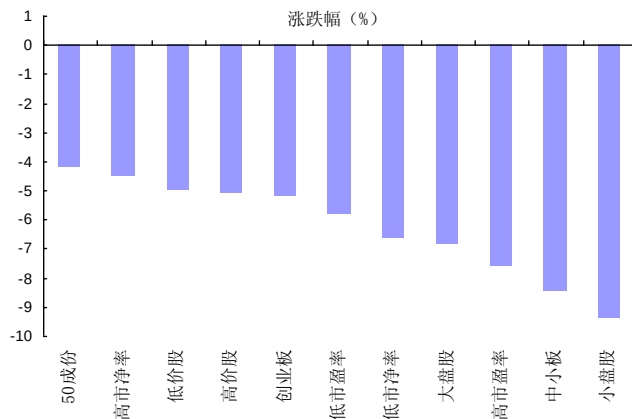


图6：5月21日-6月2日风格表现



数据来源：Wind、华融证券



二、国内外环境向有利于调控政策的方向发展

1、国际大宗商品价格下跌

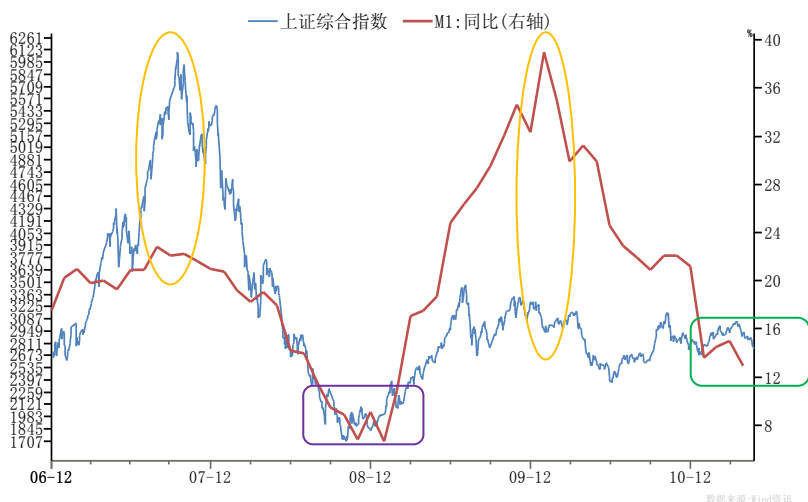
5 月初，国际大宗商品价格剧烈动荡，原油、有色金属、农产品等多数商品价格以及白银价格等纷纷由前期的屡创新高转向大幅下跌。从短期来看，国际大宗商品价格的大幅回落，会增加市场避险情绪，开始担忧有色、煤炭等相关上市公司的盈利受到冲击，市场在面对突如其来的风险时会理性的降低仓位，以规避尚无法评估的风险，短期市场的波动难以避免。但从中长期角度来看，我们认为，国际大宗商品价格下跌对于脆弱复苏的全球经济、通胀压力较大的欧盟以及多数新兴市场而言可能都是一大利好。对于仍在复苏边缘徘徊的美国以及受到通胀困扰的欧洲经济而言，国际大宗商品价格的下跌也有利于其失业率的降低，同时也降低了这些国家陷入滞胀的风险。

目前，国内以及多数其他新兴市场面临的首要问题是通胀，而国内物价上涨的一个主要推动力是输入型通胀，而且这一因素难以通过宏观政策进行调控，本轮国际大宗商品价格的大幅回落对国内治理通胀无疑是一大利好，使国内政策收缩的外部压力减轻。

2、流动性得到抑制

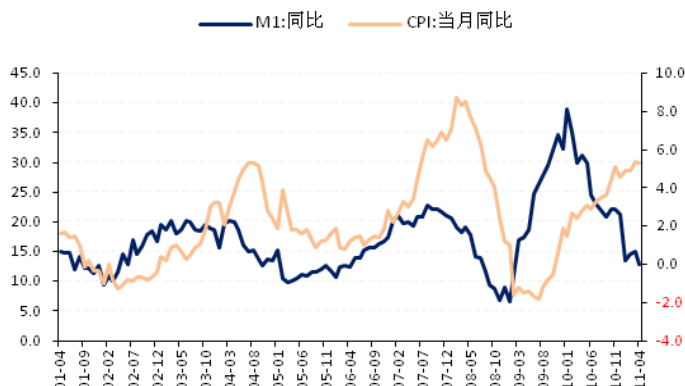
自政策转向以来，央行通过公开市场、连续 11 次上调存款准备金率等方式持续回收流动性，落实中央控制通货膨胀的货币因素政策。M1 增速在 2010 年 1 月高达 38.96%，到今年 4 月已经迅速下降到 12.9%。M2 增速于 2010 年 1 月创下 25.98% 的高点，经过 16 个月的持续回落，4 月份已经回到 15.3%，基本达到了政策调控目标。这意味着货币供应量对通胀的推动作用已经得到控制。从外部环境看，美欧等国量化宽松政策即将结束，再进行第三轮量化宽松政策的概率并不大，因此，外部流动性给国内造成的压力也在减轻。这些因素在一定程度上减轻了央行货币政策操作的压力。

图表 7：M1 同比与上证综合指数走势关系



数据来源：Wind、华融证券

图表 8: M1 与 CPI 关系图



数据来源：Wind、华融证券

三、微观层面的扰动和中观层面的扭曲不会演化成宏观层面的收缩

1、目前估值反映了悲观的业绩预期

一季报业绩不理想是触发本轮调整的一个原因，经过本轮调整后，目前上证综指市盈率在 14.1 附近，沪指在 2700 点附近的点位反映 2011 年盈利增速在 5% 左右，这一盈利增速相对较为悲观。

从 2011 年中报预告情况来看，截至 6 月 2 日已发布公告的公司为 758 家，其中，业绩预增的公司占比为 73.9%，与 2010 年相比这一比例提高了 1.2 个百分点，这也可以在一定程度上说明上市公司业绩在中报披露后被继续下调的可能性不大。因此，微观业绩预期可能不再是导致市场继续下挫的重要因素。

图表 9: 2011 年盈利增速与市场估值

2011PE	2011 年盈利增速							
	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
14	2316	2444	2573	2702	2830	2959	3088	3216
15	2481	2619	2757	2895	3032	3170	3308	3446
16	2646	2794	2941	3088	3235	3382	3529	3676
17	2812	2968	3124	3281	3437	3593	3749	3905
18	2977	3143	3308	3474	3639	3804	3970	4135
19	3143	3317	3492	3666	3841	4016	4190	4365
20	3308	3492	3676	3859	4043	4227	4411	4595

数据来源：Wind、华融证券

图表 10: 2011 年中期业绩预告并不差

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业绩预告	2011 年中期		2010 年中期	
	公司家数/预告公司数		公司家数/预告公司数	
≥ 100%	73.9%	14.2%	72.7%	33.0%
50%(含) ~ 100%		24.4%		20.4%
0(含) ~ 50%		35.2%		19.3%
-50%(含) ~ 0	17.4%	11.5%	16.1%	5.3%
-100% ~ -50%		2.2%		5.8%
≤ -100%		3.7%		5.0%

数据来源：Wind、华融证券

图表 11：2011 年中期业绩预告行业分布

板块名称	预增	预减	续盈	续亏	首亏	扭亏	不确定	预增/发布预告公司	预减/发布公司	预增/行业内公司数	预减/行业内公司数
纺织服装	31	1	2	4	1	2		75.6%	2.4%	40.3%	1.3%
家用电器	13	1	3	1		1		68.4%	5.3%	34.2%	2.6%
机械设备	89	19	14	2	3	2	2	67.9%	14.5%	31.0%	6.6%
建筑建材	30	3	4	1	2	3	1	68.2%	6.8%	29.4%	2.9%
电子元器件	30	8	10	4		4		53.6%	14.3%	28.0%	7.5%
信息服务	29	2	7	6	1			64.4%	4.4%	25.0%	1.7%
化工	57	11	14	8	2	5	2	57.6%	11.1%	24.3%	4.7%
农林牧渔	16	1		3	2	2		66.7%	4.2%	24.2%	1.5%
有色金属	17	1	3	2	1	1		68.0%	4.0%	23.9%	1.4%
轻工制造	18	4	11	1	2	2		47.4%	10.5%	23.7%	5.3%
信息设备	19	1	7	3			2	59.4%	3.1%	22.9%	1.2%
食品饮料	13	2	5	2		1	1	54.2%	8.3%	21.3%	3.3%
医药生物	30	5	5	7		1	1	61.2%	10.2%	17.9%	3.0%
交运设备	17	2	8	1				60.7%	7.1%	16.7%	2.0%
商业贸易	13	1	1			1		81.3%	6.3%	13.8%	1.1%
餐饮旅游	4		2	1	1	1		44.4%	0.0%	13.8%	0.0%
房地产	12	11		3	4	3		36.4%	33.3%	8.8%	8.1%
交通运输	6	1	2	1	1			54.5%	9.1%	7.5%	1.3%
黑色金属	2							100.0%	0.0%	6.1%	0.0%
公用事业	5		2	6	1	1	1	31.3%	0.0%	5.7%	0.0%
综合	2			4	2	1		22.2%	0.0%	4.4%	0.0%
金融服务	2			1			1	50.0%	0.0%	4.4%	0.0%
采掘	1	1		1		1		25.0%	25.0%	2.6%	2.6%

数据来源：Wind、华融证券

2、市场对库存增加的担忧过度

目前，行业库存的情况也并非像有些投资者担忧的那么糟糕，目前只有房地产、纺织服装等部分下游行业库存出现一定程度的上升，而水泥、钢铁等多数行业库存并没有像市场想象的那么悲观。在总需求稳定、总体价格水平不出现快速下降的情况下，企业去库存的压力并不大，去库存方式不会太激烈、持续时间可能也比较短暂。

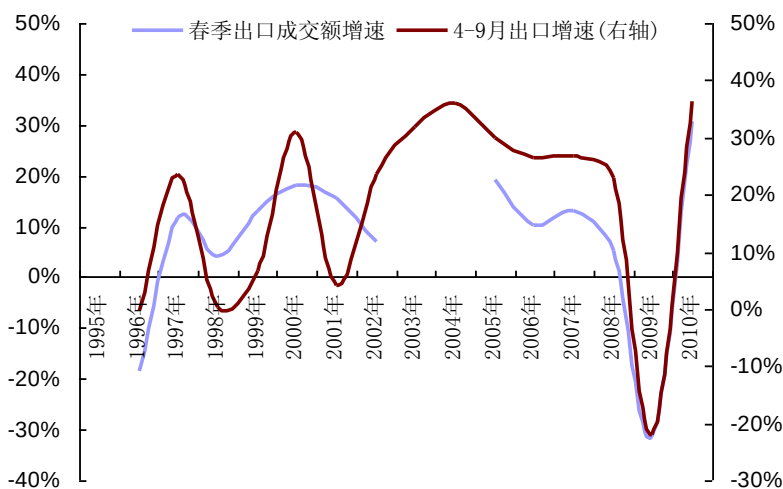
由于 08、09 年的经济周期是基钦周期、朱格拉周期和库兹涅茨周期的叠加，因此其调整的幅度和时间不能作为本轮库存周期调整的参照。01-02 年和 05-06 年的库存调整从最高点到最低点均为 16 个月，由于去库存包括主动去库存和被动去库存，假设这两个阶段持续的时间相同，则从库存最高点到经济最低点的时长大约为去库存过程的一半——大约为 8 个月。

如果以 01-02 年和 05-06 年作为参照，库存增速会下降 10 个百分点左右。理论上库存规模占 GDP 的 6%（中国 2010 年的数据基本符合），那么库存调整所导致的 GDP 增速下滑应该在 0.6% 左右。在一季度 GDP 增速在 9.7% 的情况下，0.6 个百分点的下降仍然高于 9%。因此，市场对中观层面库存的担忧显得有些过度。

3、宏观基本面保持稳定

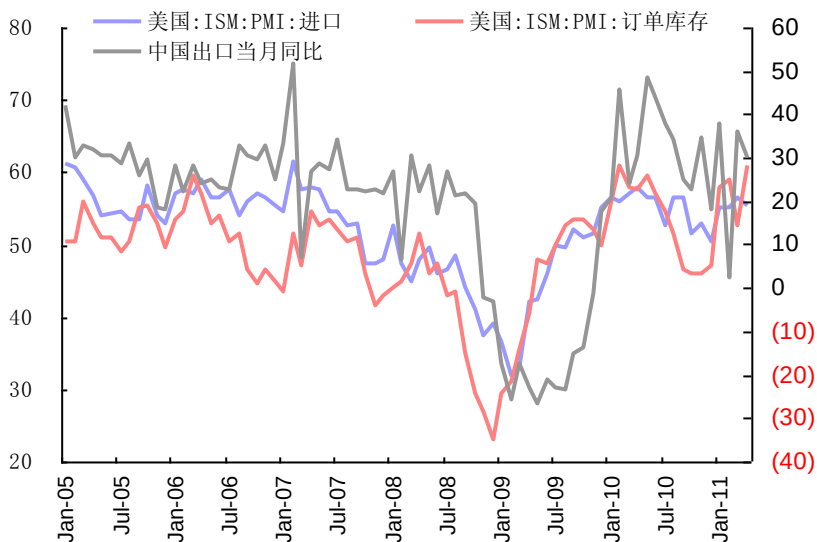
从出口的三大先行指标来看，第一，今年的春季广交会出口成交金额为 368.6 亿美元，较去年春季广交会同比增长 12.7%，远低于去年 33.8% 的增速，但仍高于 7.51% 的历史均值。今年前 4 个月出口增速达 27.4%，与去年 4-9 月份 33.6% 的出口增速相比已经有所回落，当然与广交会的情况相比未来 6 个左右出口增速仍面临回落压力，但回落的幅度可能并不像市场想象的那么严重；第二，从中国新出口订单 PMI 指数来看，今年以来该指数始终在 51 附近徘徊，没有出现大的回升，但也没有跌破 50 这一荣枯分界线，基本处在稳定水平；第三，从美国进口先行指标来看，今年以来，美国进口 PMI 和美国订单库存 PMI 始终维持较高的景气位上，显示未来美国进口需求有望保持旺盛势头，中国对美出口不太可能出现大幅下滑这显示未来我国出口增速可能维持在相对稳定的水平上。我们基本可以判断，未来 3-6 个月内出口增速虽有下行压力，但不太可能发生出口大幅下滑造成经济意外回落的事件。

图表 12：广交会春节成交额增速与未来半年出口增速趋势相同



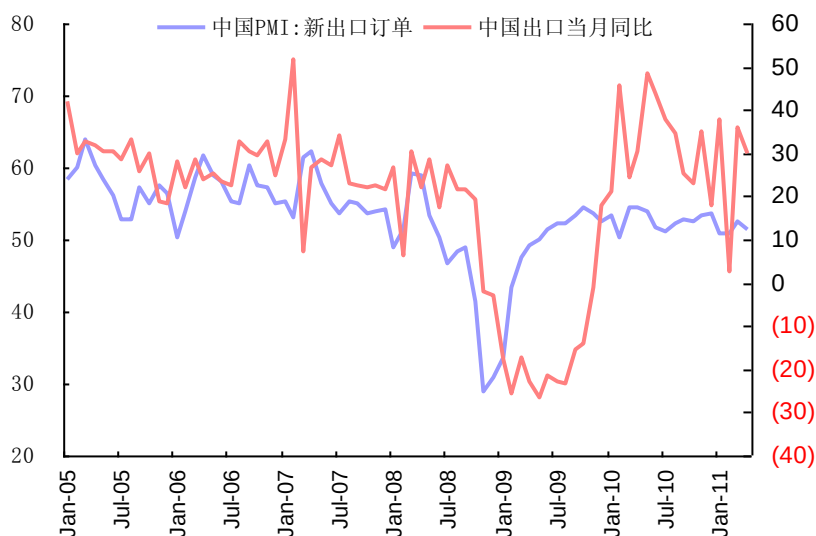
数据来源：Wind、华融证券，为便于比较剔除了 03 年和 04 年两个异常值。

图表 13：美国进口 PMI、订单库存 PMI 和中国出口增速



数据来源：Wind、华融证券

图表 14：中国新出口订单 PMI 和出口增速



数据来源：Wind、华融证券

经济增长的另外两架马车相对比较容易控制，投资增速在积极的财政政策以及下半年保障房建设提速等因素的推动下，投资增速快速下降概率不大。目前，财政政策的基调仍然偏积极，整体上不会对投资构成太大压力，而今年政府的一大任务——保障房建设，截至 5 月下旬，江苏省 4 总体开工率约为 30%、浙江省完成年度目标任务的 33.2%，整体来看目前全国仍约有七成保障房没有开工，下半年将是保障房集中开工的时期，因此，投资整体不太可能出现大的波动。消费方面，长期受收入水平等因素的影响，短期受政策刺激的影响，未来即使不出台刺激消费的政策，但延续目前政策的概率仍比较大，消费增速整体上有望保持稳定。

目前，需求端似乎都没有出现持续疲软的迹象，同时，在发电量没有出现明显下降的情况下，全国电荒蔓延，似乎只能用旺盛的工业生产来解释，日益忙碌的物流、煤价的上涨似乎也暗示宏观经济仍十分强劲。在银行和消费等行业经营稳定的情况下，上市公司业绩继续遭到下调的风险有限，而库存状况也不像市场想象的那么悲观。因此，我们认为，目前这种微观层面和中观层面的变化演化成宏观经济大幅收缩的概率并不大。

四、市场探底整固

1、扰动通胀预期的因素仍不断出现

目前，困扰市场的主要因素仍集中在通胀预期上，虽然宏观基本面仍保持稳定，但通胀预期持续上升势必引起政策的持续收缩，而政策收缩的力度过大又存在伤害经济的可能，这也是市场出现经济二次探底之忧的根源。

虽然存在国际大宗商品价格大跌、国内流动性得到控制等有利因素，PPI 也开始出现明显的回落，但整体通胀压力依然较大，干扰通胀预期的因素仍较多。从今年 1 月份的北方干旱和蔬菜价格上涨到如今的南方干旱和猪肉价格上涨，都反映市场对通胀

形势十分敏感。虽然市场普遍预期 CPI 可能在 6、7 月份迎来拐点，但这一拐点发生之后国内通胀压力是否得到实质缓解仍难有定论，更多的看法可能是下半年 CPI 在翘尾因素作用下可能出现一定回落，但新增因素仍居高不下。扰动通胀预期的因素仍然会不断出现，从南方 5 月“干旱”转向 6 月“洪涝”，到电价、成品油价等一系列资源性产品价格形成机制改革的推进，无一不是挑动市场通胀预期这一敏感神经的因素，未来一段时间这些因素仍将继续对政策构成压力，也难以打消市场对经济的担忧。

2、流动性控制短期难以放松

狭义货币增速 M1 是最活跃资金，市场涨跌的重要拐点都与 M1 是否见顶或见底有着密切的相关关系。M1 增速好比市场资金总闸门，市场涨落，取决于总闸门的松紧。如图：牛市状态下，2007 年 8 月 M1 见顶 22.8，10 月沪市见顶 6124 点；盘整状态下，2010 年 1 月 M1 见顶 38.96，同期，市场在 3300 附近见顶；2008 年 10-11 月 M1 见底 8.85-6.80，同期，沪市在 1664 点见底。可见，在宏观政策调控时期，M1 增速是关系市场是否见顶或见底的关键所在。那么，现在 M1 见底了吗？答案是否定的！原因是短期的 CPI 的数据以及影响通胀预期的因素，都不足以支撑央行放心的打开闸门。从二级市场来看，国际板的加快推进、创业板和中小板 IPO 持续进行等因素，都对市场流动性构成压力。

3、市场探底整固

如上所述，我们认为，目前虽然宏观基本面保持稳定，微观业绩也不再是导致市场继续下跌的主要因素，基本面决定市场逐渐筑底，但在扰动通胀预期的因素仍然较多的情况下，央行不太可能在短期内放松对流动性的控制。从历史情况来看，央行一贯较为谨慎，即使在开启 M1 闸门，央行也会是采取松点儿——看看——再松点儿的方式。同时，扰动通胀预期的因素仍然存在。因此，市场即使向上，也会呈现缓慢震荡回升的特征，而不能用反转的眼光去看待。

技术面看，2009 年 8 月沪市于 3478 点暴跌低点 2639 点，与 2010 年 7 月 2 日沪市于 2319 点反弹以来的颈线位 2650 点（也是 2319 点反弹以来的黄金中位线），以及 2011 年 1 月 25 日沪市启动低点 2661 点基本重合，四线交汇重合，对沪指构成较强支撑。

4、投资策略

结合上述 M1 闸门窗口，沪市运行到 2650 点位附近，应可以考虑开始分批建仓。行业配置上，建议关注银行、有色等低估值绩优蓝筹股以及电力、石油石化等受益于资源品价格形成机制改革的行业；主题投资上，关注重组概念。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn