



2011.06.15

底部演进：成长、周期与政策扰动



王成



021-38676820



wangcheng6461@gtjas.com



编号 S0880511010040

本报告导读：

摘要：

- 点评：6月14日公布5月份经济数据，通胀创新高、经济增长缓和回落，市场呈现普遍式的反弹，周期类领先于消费类，在A股收盘之后，央行紧接着上调存款准备金。
- 市场的反弹源于机构的较低仓位和提前布局。此前的持续货币紧缩和中央项目增速回落，引导了经济增长和企业盈利的真实下降，机构仓位的降低也由此产生。5月份PMI和随后的经济数据虽然并不能扭转政策紧缩、经济回落的趋势，却是可以让之前的较低配置仓位相对于经济增长回落程度作出更好的对应，而成长性更好的个股或者特殊景气的细分子行业类似于钢构、锂电池等则符合经济软着陆背景下的提前布局，成长性的个股色彩理应领先见底。
- 周期仍然存在波动的可能性。今天的市场反弹让人依稀想起了去年7月份，当时我们推荐了机械设备和建筑建材，逻辑在于当时的经济调整如果出现二次探底，那么政策肯定会放松；如果经济回落属于缓和，那么以当时的行业景气来说存在机会。回过头来，跟当时相比，如今的我们更平添了通胀的忧虑和紧缩政策的延续性，按照如此逻辑投资周期股的时间点略早。而经济在回落、估值在底部的背景预示着大金融、交运设备存在时不时的阶段性机会，由此，周期代表的指数仍然存在反复。
- 如何看待经济回落中的政策扰动。货币政策此次时间点上的迅速反馈不知道是否意在表明央行对于当前通胀担忧的态度，于市场而言，此时的可能风险并不在于多加一次、少加一次已经20多的存款准备金，而在于经济自身的承受均衡点何在，政策与去年10月份第一次加息相比或多或少已经成为一个扰动因素，更加的均衡性也代替了此前一段时间的全面性。短期的加存会妨碍市场6月份以来筑底的节奏，毕竟会让依据政策放松投资周期股的逻辑显得有些过早，不过，单凭一次加存就蔑视成长性股的未来空间也是不理性的，市场维持震荡筑底的观点。

相关报告

底！底！底！

6月14日公布5月份经济数据，通胀创新高、经济增长缓和回落，市场呈现普遍式的反弹，周期类领先于消费类，在A股收盘之后，央行紧接着上调存款准备金。我们在新近发布的下半年策略报告《底！底！底！》中表示了对于下半年市场震荡筑底的观点，对于今日的市场走势和随后的货币政策变动，点评如下：

- 1、市场的反弹源于机构的较低仓位和提前布局。此前的持续货币紧缩和中央项目增速回落，引导了经济增长和企业盈利的真实下降，机构仓位的降低也由此产生。5月份PMI和随后的经济数据虽然并不能扭转政策紧缩、经济回落的趋势，却是可以让之前的较低配置仓位相对于经济增长回落程度作出更好的对应，而成长性更好的个股或者特殊景气的细分子行业类似于钢构、锂电池则符合经济软着陆背景下的提前布局，成长性的个股色彩理应领先见底。
- 2、周期仍然存在波动的可能性。今天的市场反弹让人依稀想起了去年7月份，当时我们推荐了机械设备和建筑建材，逻辑在于当时的经济调整如果出现二次探底，那么政策肯定会放松；如果经济回落属于缓和，那么以当时的行业景气来说存在机会。回过头来，跟当时相比，如今的我们更平添了通胀的忧虑和紧缩政策的延续性，按照如此逻辑投资周期股的时间点略早。而经济在回落、估值在底部的背景预示着大金融、交运设备存在时不时的阶段性机会，由此，周期代表的指数仍然存在反复，这也符合我们对于市场未来筑底模式的判断。
- 3、周期未来投资价值存在区分，中游、供给端压缩增加弹性。把周期性行业划分为上游的煤炭和有色、中游的化工、下游的机械和水泥以及低估值的大金融，有色、煤炭的超额收益一来是在PPI快速上升也是经济增长中存货效应放大的时期，二来是在市场、经济触底反转的时候，现有的调控模式注定了第一因素的影响力在减弱，上游的超额收益在未来会比较短暂，而两者同时也是短期经济回落、美元流动性释放边际效应减弱的放大器；下游的机械和水泥机会代表了政策对于经济放缓程度理解和后续措施的再平衡，回到股价上先跌后涨的概率更大，后续的机会依托于此前对应经济回落程度的调整幅度；相比较而言，中游的化工、部分供给端压缩的行业以及低估值的大金融，我们认为持续性更强。
- 4、消费的价值在于时间点选择。消费对于短期的市场存在一定防御性，但是获取绝对收益可能除业绩增速较快的食品饮料之外概率较低，估值处于行业自身历史上的合理水平，成长性与一些创新性产业公司相比也存在差距，而宏观上我们也担心消费滞后于工业增长回落的周期规律在三季度会上演，由此，三季度观测、四季度选择是最优策略。
- 5、如何看待经济回落中的政策扰动。货币政策此次时间点上的迅速反馈不知道是否意在表明央行对于当前通胀担忧的态度，于市场而言，此时的可能风险并不在于多加一次、少加一次已经20多的存款准备金，而在于经济自身的承受均衡点何在，政策与去年10月份第一次加息相比或多或少已经成为一个扰动因素，更加的均衡性也代替了

此前一段时间的全面性。短期的加存会妨碍市场 6 月份以来筑底的节奏，毕竟会让依据政策放松投资周期股的逻辑显得有些过早，不过，单凭一次加存就蔑视成长性股的未来空间也是不理性的，市场维持震荡筑底的观点。

作者简介:**王成:**

执业资格证书编号: S0880511010040

电话: 021-38676820

邮箱: wangcheng6461@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		