



2011.6.27

收复失地指日可待



张晗



021-38676675



zhanghan@gtjas.com



编号 S0880511010055

本报告导读：

- 底部特征分析
- 经济分析

摘要：

在上周，我们认为在本月底之前(《上涨将不日来临》，2011/6/20)，市场将开始数周的上涨趋势。这是我们在4月下旬谨慎以来(《寻找稳定性机会》，2011/4/25)首次看法发生转变。上周的走势，我们认为是确立了上升趋势。我们看好大金融+可选消费，主题看好供给受限+保障房。

1、通胀预期和政策预期的变化带来市场预期底的出现。高层表态缓解通胀预期，同时从 IEA 释放原油储备和美联储降低 QE3 预期中我们也看到了一些商品价格退潮的迹象。历史的经验说明，政策的变化一般是从系统最薄弱的地方开始，如今应该是地方财政。观察政策的变化一定是先从这里入手，那么变相放开地方融资平台和地方债也就意味着政策的口子已开。

2、市场流动性的萎缩达到极限，同时股票市场在大类资产之间的吸引力正在上升。从 09 年以来市场成交量的规律看，每当市场成交额萎缩到 1000 亿左右，市场往往出现中期底部，而在 2000 亿以下，市场很难形成明显向上的趋势。所以，市场的继续上涨需要投资者分歧的逐步消除，还需要整体股票市场对于社会资金吸引力的上升，通过比较各大类资产的收益率以及监管和未来趋势，我们认为股票市场的相对吸引力正在上升。

3、把握超跌反弹中的后进板块以及调整中的强势板块。我们认为上涨中各板块普涨的概率较高，所以我们依据基本面的位置，估值的位置，以及近期下跌的幅度来判断未来的上升速率和幅度。整体而言，我们主线看好大金融+可选消费，主题看好供给受限+保障房。

相关报告

《上涨将不日来临》	2011/6/20
《短期风险与内生动力》	2011/5/22
《业绩风险与市场博弈》	2011/5/6
《寻找稳定性机会》	2011/4/25

在上周，我们认为在本月底之前（《上涨将不日来临》，2011/6/20），市场将开始数周的上涨趋势。这是我们在4月下旬谨慎以来（《寻找稳定性机会》，2011/4/25）首次看法发生转变。上周的走势，我们认为确立了上升趋势。我们将重申及补充判断逻辑如下（具体请参考《上涨将不日来临》），同时，结合行业研究员观点，我们看好大金融+可选消费，主题看好供给受限+保障房。

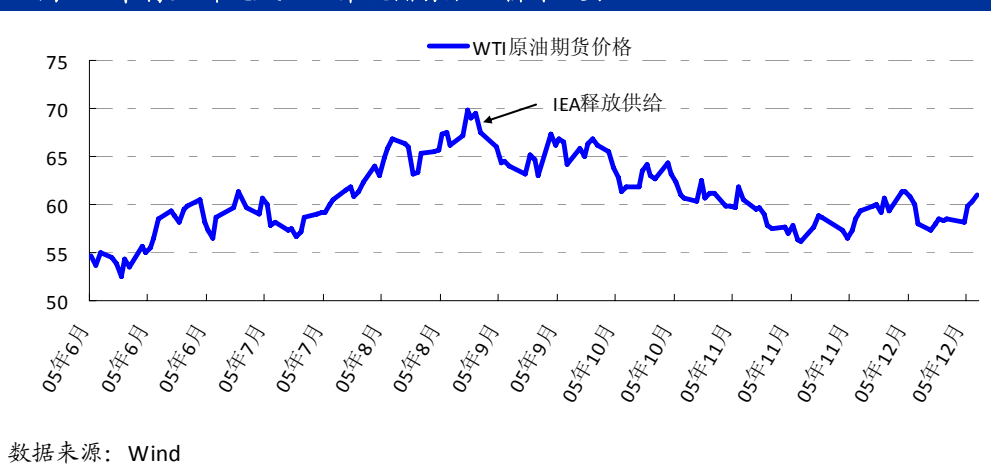
1、通胀预期和政策预期的变化带来市场预期底的出现。我们认为市场底部的出现一般以预期底、政策底和经济底。投资者对于政策和经济的预期首先发生改变，这促成市场发生变化，可能出现底部，这一般发生在市场的周期性级别调整中，其后政策出现转变，往往伴随着流动性指标的拐点，确立市场底部，而经济底或者是业绩的底部往往是滞后于市场，作为底部之后上升趋势的确认。

毫无疑问，温总理的文章胜过万篇策略报告，而我们也看到了一些商品价格退潮的迹象。IEA 上周宣布释放 6000 万桶原油储备以平抑供需矛盾，其中一半是有美国提供，IEA 之前两次动用原油储备是在 05 年 9 月 3 日卡特里娜飓风之后和 1991 年 1 月 17 日海湾战争之后。随后的一个季度，原油价格均是下跌趋势，平均季度跌幅为 23%。我们可以很有把握地预计，未来一个季度，原油价格趋势上依然是下跌的。

图 1 海湾战争 IEA 释放储备后油价下跌了 30%

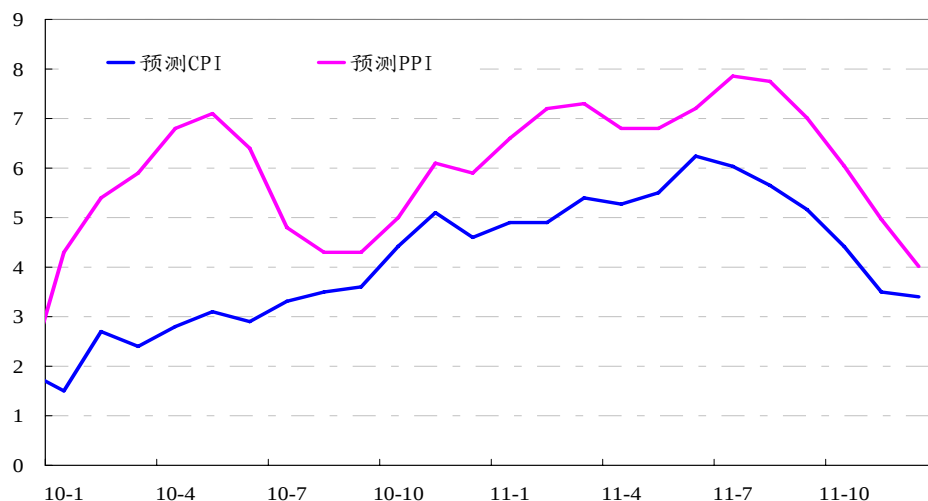


图 2 卡特里娜飓风 IEA 释放储备后油价下跌了 18%



这与联储议息会议没有将 QE3 拿到桌面相互对应，一方面是缓慢停止流动性注水，另一方面是增加商品供给。我们判断在未来一个季度内，通胀预期已经并将持续缓解，以下是宏观组对通胀的预测。

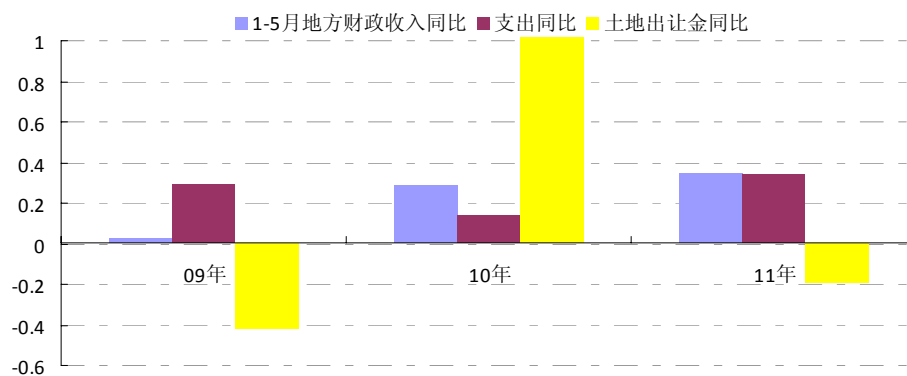
图 3 通胀预测



数据来源：Wind

历史的经验说明，政策的变化一般是从系统最薄弱的地方开始，如今应该是地方财政，按照下图的计算，考虑地方融资平台，今年地方财政的缺口应该是三年来最大的。观察政策的变化一定是先从这里入手，那么变相放开地方融资平台和地方债也就意味着政策的口子已开。

图 4 考虑融资平台，今天是地方财政最困难的一年



数据来源：财政部

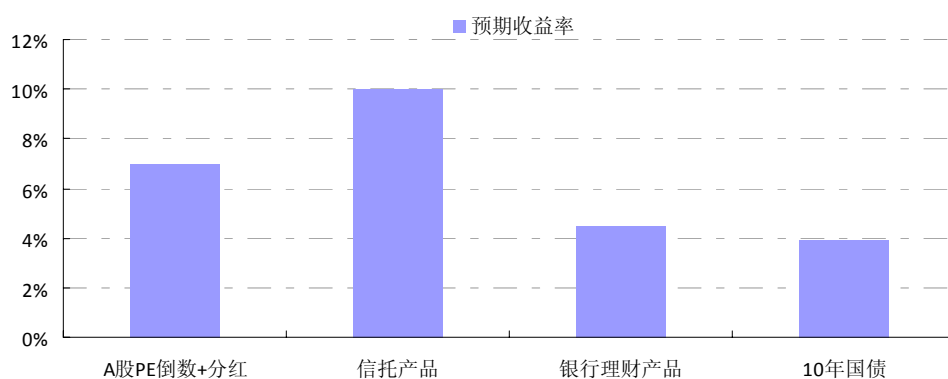
2、市场流动性的萎缩达到极限，同时股票市场在大类资产之间的吸引力正在上升。从 09 年以来市场成交量的规律看，每当市场成交额萎缩到 1000 亿左右，市场往往出现中期底部，而在 2000 亿以下，市场很难形成明显向上的趋势。所以，市场的继续上涨需要投资者分歧的逐步消除，还需要整体股票市场对于社会资金吸引力的上升，通过比较各大类资产的收益率以及监管和未来趋势，我们认为股票市场的相对吸引力正在上升。

图 5 成交额与指数



数据来源: Wind

图 6 主要资产收益率比较



数据来源: Wind

对于一般投资者而言,可供选择的资产就是存款、银行理财产品、股票、债券、信托、PE、房产,还有一些小宗的投资品,如艺术品、钱币、邮票等等。现在分流股票市场流动性的主要可能是 PE、信托和银行理财,目前信托的平均收益率在 10%-11%,收益率较高的主要是房地产和资源类信托,但信托现在面临总量监管,银行理财的投资标的主要是银行间市场的产品,目前市场利率处在高点,预期收益率将会逐步下滑。而 PE 主要食取一二级价差,但目前二级发现 PE 下滑到 20 倍左右,一级的 PE 仍然上升,一些也已经在 20 倍以上,盈利空间大不如前。

3、把握超跌反弹中的后进板块以及调整中的强势板块。我们认为上涨中各板块普涨的概率较高,所以我们依据基本面的位置,估值的位置,以及近期下跌的幅度来判断未来的上升速率和幅度。例如,我们看好基本面短期内有所反弹,和估值低位和下跌幅度较大的板块的快速反弹,如汽车、多元金融,看好基本面的景气,估值低位的家电板块的中期上涨。看好景气中的精细化工,看好高贝塔的保险、TMT 中高贝塔的电子,看好基本面和政策面顺局的地产等等。整体而言,我们主线看好大金融+可选消费,主题看好供给受限+保障房。

图 7 行业涨跌幅与贝塔

	4月以来跌幅	上周涨幅	大势Beta	流动性Beta
半导体与半导体生产设备	-21.11	4.55	0.91	-0.51
商业和专业服务	-19.89	3.65	0.84	-0.37
消费者服务 II	-19.17	3.79	0.76	0.02
保险 II	-18.23	5.48	1.21	0.94
软件与服务	-18.20	4.18	0.81	-0.26
技术硬件与设备	-18.02	3.15	0.84	-0.20
食品与主要用品零售 II	-17.68	3.70	0.50	-0.26
多元金融	-16.73	9.56	1.44	0.76
材料 II	-16.56	4.59	1.05	-0.05
媒体 II	-16.48	2.27	0.63	0.06
汽车与汽车零部件	-16.30	8.14	0.96	-0.10
资本货物	-16.27	4.82	0.86	-0.06
运输	-15.68	3.34	0.86	0.08
电信服务 II	-14.30	-3.21	0.74	0.09
公用事业 II	-13.75	2.67	0.87	0.13
零售业	-13.73	3.88	0.69	-0.04
制药、生物科技与生命科学	-13.65	3.79	0.56	-0.31
耐用消费品与服装	-13.27	5.26	0.82	-0.11
医疗保健设备与服务	-12.48	2.76	0.44	-0.74
房地产	-11.75	4.22	1.10	0.27
能源 II	-10.26	2.72	1.32	0.31
银行	-10.18	4.70	1.21	0.20
家庭与个人用品	-9.53	2.91	0.69	-0.23
食品、饮料与烟草	-4.41	2.73	0.73	-0.44

数据来源：Wind

图 8 行业单季业绩增速与估值

	10年3月	10年6月	10年9月	10年12月	11年3月	11年预测增长	预测PE
能源 II	44%	8%	18%	52%	19%	14%	13.0
材料 II	149%	46%	-25%	6%	21%	58%	20.8
资本货物	54%	36%	9%	30%	41%	44%	18.4
商业和专业服务	23%	16%	7%	2%	-5%	83%	28.3
运输	72%	38%	137%	32%	1%	1%	14.0
汽车与汽车零部件	256%	85%	31%	12%	15%	25%	12.9
耐用消费品与服装	18%	30%	35%	27%	46%	34%	19.2
消费者服务 II	46%	95%	47%	-1%	-3%	42%	19.3
媒体 II	9%	-35%	35%	43%	37%	24%	29.0
零售业	37%	19%	28%	17%	45%	48%	20.7
食品与主要用品零售 II	70%	70%	63%	23%	47%	72%	21.8
食品、饮料与烟草	23%	23%	18%	29%	37%	47%	27.5
家庭与个人用品	25%	4%	-39%	-66%	10%	44%	42.3
医疗保健设备与服务	37%	32%	27%	5%	39%	49%	35.1
制药、生物科技与生命科学	49%	23%	-15%	-16%	11%	35%	24.9
银行	32%	29%	32%	37%	33%	28%	7.1
多元金融	23%	-31%	-14%	43%	0%	-3%	19.6
保险 II	143%	5%	7%	-27%	-2%	16%	15.3
房地产	94%	-18%	-9%	29%	-12%	43%	13.5
软件与服务	-20%	5%	37%	2%	25%	53%	30.4
技术硬件与设备	70%	26%	33%	-24%	6%	49%	26.0
半导体与半导体生产设备	151%	99%	63%	33%	33%	70%	28.5
电信服务 II	-65%	-49%	-67%	86%	-68%	100%	39.7
公用事业 II	1%	-5%	21%	0%	-29%	9%	21.4

数据来源：Wind

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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		