

张忆东 吴峰
李彦霖 蒋仕卿

策略研究团队
021-38565932
Zhangyd@xyzq.com.cn
证书编号: S0190510110012

证券研究报告

不如退而结网，守候成长
——A股市场投资策略报告

2011年7月31日

相关报告

20110707《螺蛳壳里做道场-A股市场三季度策略》
20110529《又见磨忍，耐心防御》
20110512《继续强调仓位防御，守“铢”待“兔”》
20110508《控制仓位，勿急于抄底》
20110502《调整仓位 保存实力》
20110419《除了白马防御，还考虑仓位调整》
20110318《敦刻尔克大撤退》
20110227《“维稳”春风驱寒意》
20110128《参与或者不参与，春季攻势就在那里》
20110123《阶段底部有望形成》
20110104《迎新春 反“围剿”吃“兔头”——A股市场1月投资策略报告》
20101215《积极防御-2011年A股投资策略报告》
20101206《星星之火可以燎原》
20101116《三湾整编进行时，星星之火何处寻》
20101019《震荡后，均衡配置：周期股分化 转型经济淘金》
20100702《平淡中惊喜，决胜三季度》
20100523《行情再次进入“磨、忍”阶段》
20100518《7月份/2300 绝地大反弹》

投资要点

★7月回顾：留一份清醒知进退

——三季度策略《螺蛳壳里做道场》指出，预期边际改善推动反弹，但是这是存量资金博弈推动的空间有限的反弹、投资者需要留一份清醒灵活进退。7月A股表现验证了我们的判断。

★8月展望：在等待通胀回落中“磨、忍”，可能有惊吓，很难有惊喜

——经济数据难有惊喜，政策难松。7月份CPI大概率继续高位徘徊而经济增长平淡，则调控政策难松，问题只是会不会更紧？若CPI创新高，紧缩政策加力，则对市场冲击加力；如CPI符合市场预期而有所回落，则紧缩政策维持原有力，但其累积效应仍制约A股行情，维持“螺蛳壳里做道场”。——资金价格大概率将维持高位。货币政策不会放松，甚至存在加力的可能；从财政存款的季节性上看，8月份财政存款多为正值，依然表现为对流动性的抽离，虽然负面冲击低于7月份。

——A股存量资金“磨”，融资、解禁压力增加。7月融资金额较6月明显回升，特别是增发融资从6月份259亿迅速回升至506亿，这一情况在8月可能延续；8月份，扣除大股东后的解禁金额732亿，较前几月大幅增加，仅次于今年3月份，压力主要来自主板。

——中报是八月个股行情催化剂。中期盈利整体风险小，总体增速在20%左右。如果8月份大盘是在“磨”的行情中，中报增长确定将成为个股催化剂。

★投资策略：螺蛳壳里做道场，关注真正能带来赚钱效应的机会

——对于指数我们中性偏谨慎，但相比二季度的全线防御，开始关注市场一些结构性机会，特别是关注真正的成长股。建议，将核心仓位配置在增长稳定的绩优股上；立足于中长线布局成长股；至于交易性机会，并不提倡。

——借鉴军事战争史来类比。当大环境不利时，不要搞左倾冒进主义，不要企图用运动战来速胜，越折腾越没有操作空间。而布局真正的成长股，就像当年“反围剿”时的根据地，保存实力、每战必胜，成长股的赚钱效应不断显现，才能不断吸引增量资金，最终，扭转市场大趋势。

——布局成长股：不是贴标签炒板块，而是精选成长股，打造有效仓位。线索一：经济转型的突破口，详见我们关于成长股的系列报告。线索二：现金为王，“剩”者为王，量化紧缩之下，A股成长股获得加速发展的良机。

——交易性机会：周期股。但是，在狭小指数空间下，波段博弈、左侧投资，说起来容易做起来难，“折腾不如不折腾”，见好就收。

目 录

回顾：留一份清醒知进退	- 3 -
《春季攻势》-《敦刻尔克大撤退》-《螺蛳壳里做道场》	- 3 -
展望：在等待通胀回落中“磨、忍”	- 4 -
8 月份，经济数据难有惊喜，政策难松	- 4 -
资金面约束依旧	- 4 -
中报是八月个股催化剂	- 7 -
投资策略：螺蛳壳里做道场，关注真正能有赚钱效应的机会	- 7 -
适中仓位，守住绩优、布局成长	- 7 -
布局成长股：“最坏的时候、最好的时机”	- 8 -
周期股交易性机会：折腾不如不折腾	- 8 -
图 1：行业涨跌幅（20110701-20110731）	- 3 -
图 2：通胀环比高位向上的风险依然较大	- 4 -
图 3：工业增加值同比增速	- 4 -
图 4：2011 年以来 3 个月以下期限 SHIBOR 利率	- 5 -
图 5：2011 年以来 3 个月以上期限 SHIBOR 利率	- 5 -
图 6：长三角票据直贴利率	- 5 -
图 7：质押式回购加权利率	- 5 -
图 8：A 股融资统计	- 6 -
图 9：主板解禁金额（扣除大股东）	- 6 -
图 10：中小板和创业板解禁金额（扣除大股东）	- 6 -
图 11：A 股交易账户占比	- 6 -
图 12：发布中报且有同期可比数据的非金融公司增长情况	- 7 -

回顾：留一份清醒知进退

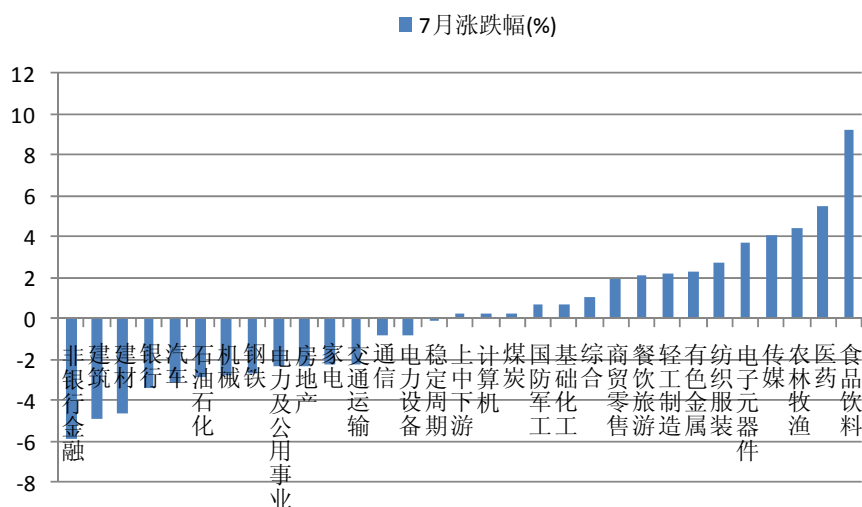
《春季攻势》-《敦刻尔克大撤退》-《螺蛳壳里做道场》

三季度策略《螺蛳壳里做道场》中我们提出，影响因素边际改善，引发存量资金的博弈，在有限的指数空间内有些反弹机会，投资者需要留一份清醒灵活进退。

7月A股表现验证了我们的判断。6月末心动式反弹之后，7月头两周行情再次陷入“磨、忍”的盘整态势；下旬之后，资金面未见改善，随着对于房地产调控表述的趋严、中央政治局22日会议继续强调“稳定物价是下半年首要任务”，市场对政策放松的预期落空，再加上欧债、美债问题困扰，市场最终再次“轰隆”。

- 春季攻势——20110104《迎新春 反“围剿” 吃“兔头”》20110123《阶段底部有望形成》20110128《参与或者不参与，春季攻势就在那里》验证了我们的逻辑，即春节后通胀预期得以阶段性改善，政策进入一段观察期，民间资金面有望改善，从而，产生一波反弹行情。
- 战略退却——20110318《敦刻尔克大撤退》，提醒4月中旬之前从容撤退，等待下一个更好的进攻时机。20110419《除了白马防御，还考虑仓位调整》20110529《又见磨忍_耐心防御》。再次验证了逻辑，即随着投资季节性旺季的到来，通胀反弹，那么，量化紧缩调控力度加力，加剧金融双轨制，显著冲击民间资金面，A股在民间资金争夺战中沦为“配角”、“做贡献的”。
- 螺蛳壳里做道场-20110707《螺蛳壳里做道场》，三季度是空间有限的反弹，投资者需要留一份清醒灵活进退；政策或有微调但没惊喜，当心对政策放松预期过度乐观；经济增长平淡，通胀有反复；流动性仅边际改善，行情仍是存量资金博弈。

图 1：行业涨跌幅（20110701-20110731）



资料来源：兴业证券研究所

展望：在等待通胀回落中“磨、忍”

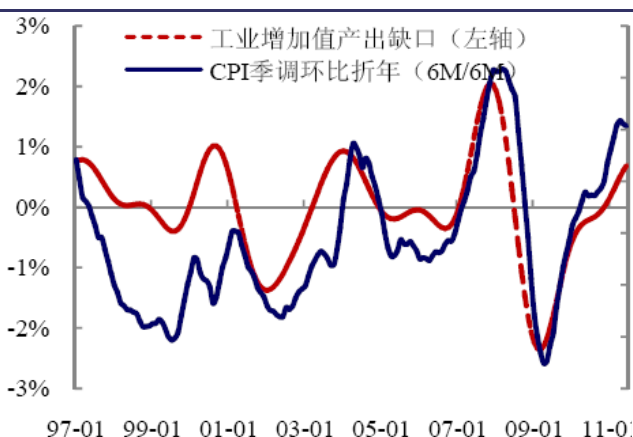
8 月份，经济数据难有惊喜，政策难松

政策难松，符合我们的判断。7 月 22 日中央政治局会议对下半年经济工作的部署，使得市场对政策的预期从过度乐观转向理性，即通胀明显回落之前，政策偏紧的大基调难改变。去年底以来，我们反复强调，2011 年调控政策具有较强的外生性，高房价、高通胀和其他经济、社会结构矛盾叠加，又恰逢 2012 年最高领导人“换届”前的关键时期。再考虑年初爆发的中东北非事件，增强了政策的外生性。

调控政策会不会更紧？进而对行情产生超预期冲击？8 月份行情风险点依然在于 7 月份经济数据是否超预期。市场一致预期也在调整中，从 6 月底一致预期“6 月份 CPI 就是顶”开始担心“一山更比一山高，7 月才是顶”，当前，预期 7 月份通胀明显回落的人已经不多，更多预期 CPI 继续高位徘徊而经济增长平淡。

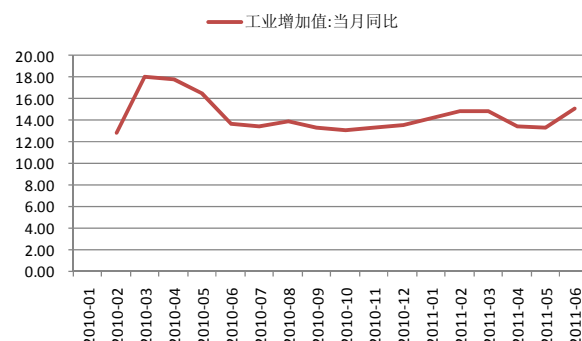
- 若 CPI 创新高，则紧缩政策大概率加力，从而对市场冲击加力；
- 如 CPI 符合市场预期而有所回落，则紧缩政策维持原有力度的，但其累积效应仍制约 A 股行情，维持“螺蛳壳里做道场”。

图 2：通胀环比高位向上的风险依然较大



资料来源：WIND，兴业证券研究所

图 3：工业增加值同比增速



资料来源：WIND，兴业证券研究所

资金面约束依旧

7 月资金面并没有如市场预期般出现改善，即便加息压力释放、存款准备金率也未上调。经历了 7 月初的短暂缓解后，月底资金价格重新出现了向上的波动。

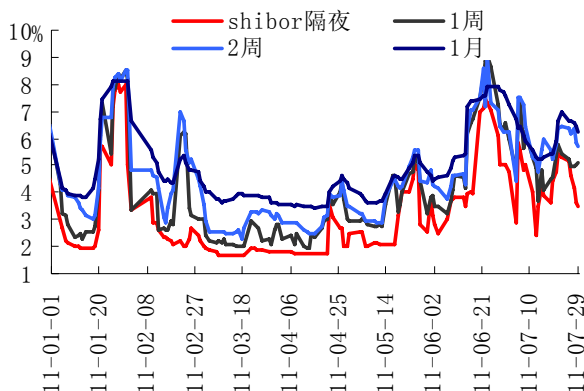
展望 8 月份，资金价格大概率将维持高位

- 考虑到 7 月份 CPI 同比大概率依然较高，再加上压房价、促使地方政府经济活动降杠杆，8 月份货币政策甚至存在加力的可能。不论是加息还是上调存款准备金率，都会推升全社会的资金成本。
- 就算 8 月份货币政策不加力，如果房地产调控进一步加力，或者，保障房任

务压力加大，在当前民间资金十分紧张的情况下，也会导致流动性的挤出效应，中小企业、民企被挤出，民间资金价格居高不下。

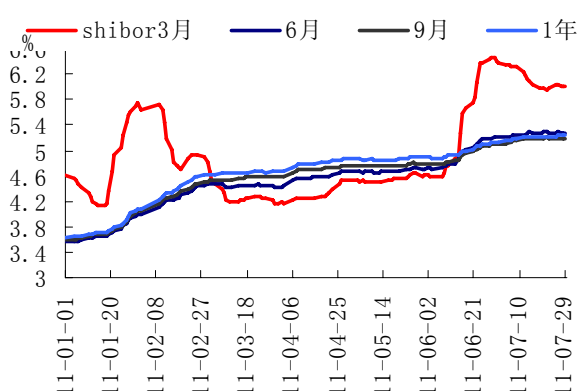
- 从财政存款的季节性上看，8 月份财政存款多为正值，依然表现为对流动性的抽离，虽然负面冲击低于 7 月份。

图 4：2011 年以来 3 个月以下期限 SHIBOR 利率



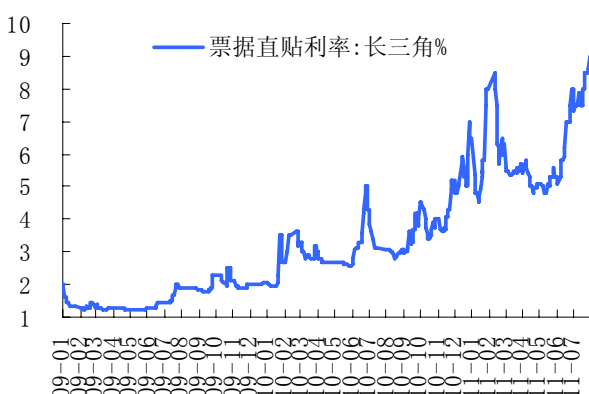
资料来源：WIND，兴业证券研究所

图 5：2011 年以来 3 个月以上期限 SHIBOR 利率



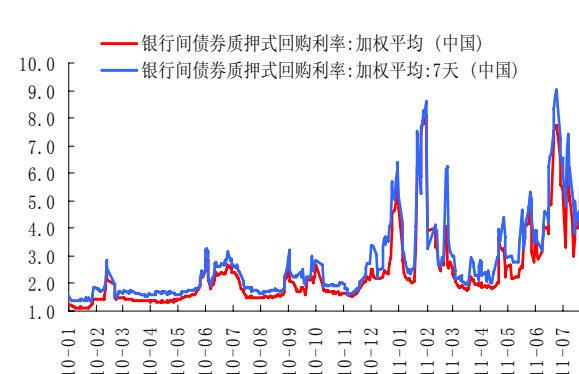
资料来源：WIND，兴业证券研究所

图 6：长三角票据直贴利率



资料来源：WIND，兴业证券研究所

图 7：质押式回购加权利率

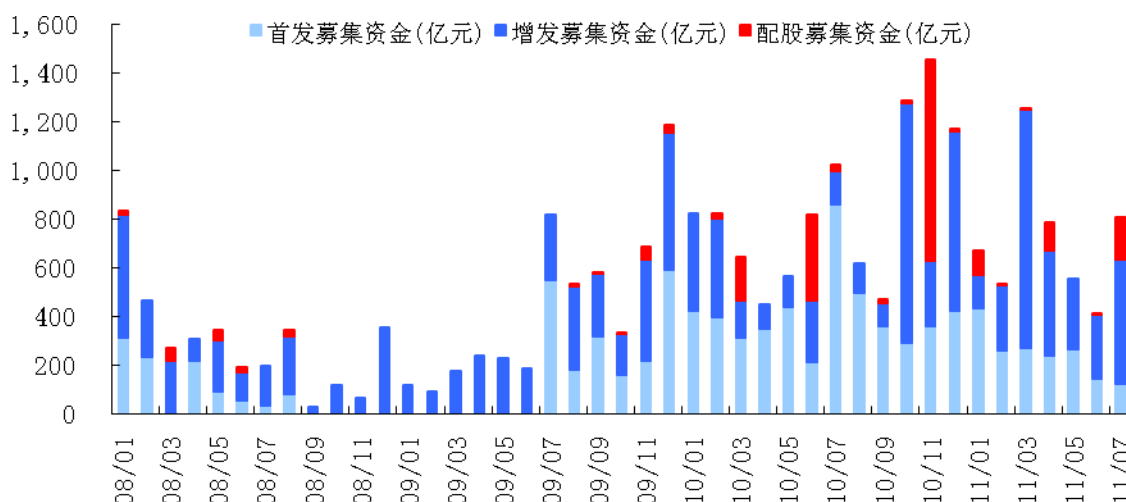


资料来源：WIND，兴业证券研究所

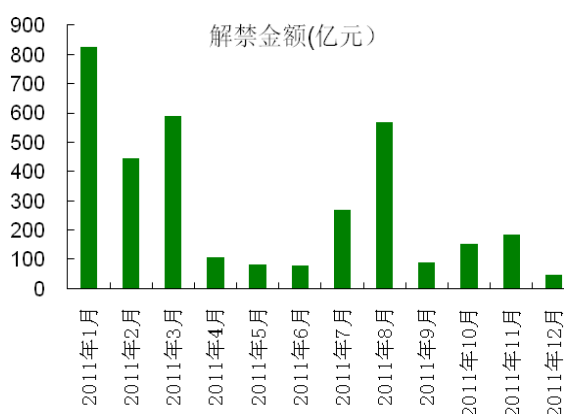
A 股存量资金“磨”，融资、解禁压力增加

在缺乏增量资金的情况下，我们重点关注存量资金指标。

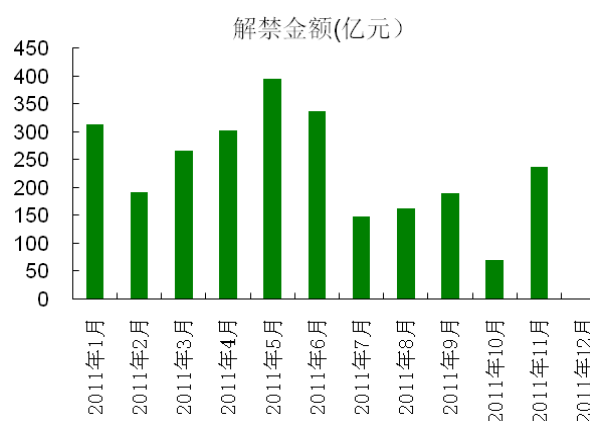
- A 股交易账户占比回落至 8.56%，散户情绪回落，但是，尚未达到 5% 以下的行情转折点。
- 资金争夺战再加力，A 股失血增多。首先，7 月融资金额较 6 月明显回升，特别是增发融资惹 6 月份 259 亿迅速回升至 506 亿，增加近一倍，显示上市公司对资金的迫切需求。其次，7 月净减持金额环比出现增加，这一方面表明产业资本逢高减持套现的意愿仍比较强烈，这在存量资金折腾的行情中杀伤力较强，另一方面也可能是实体企业“钱荒”所致。
- 8 月份，扣除大股东后的解禁金额 732 亿，较前几月大幅增加，仅次于今年 3 月份；但压力主要来自主板。

图 8: A 股融资统计


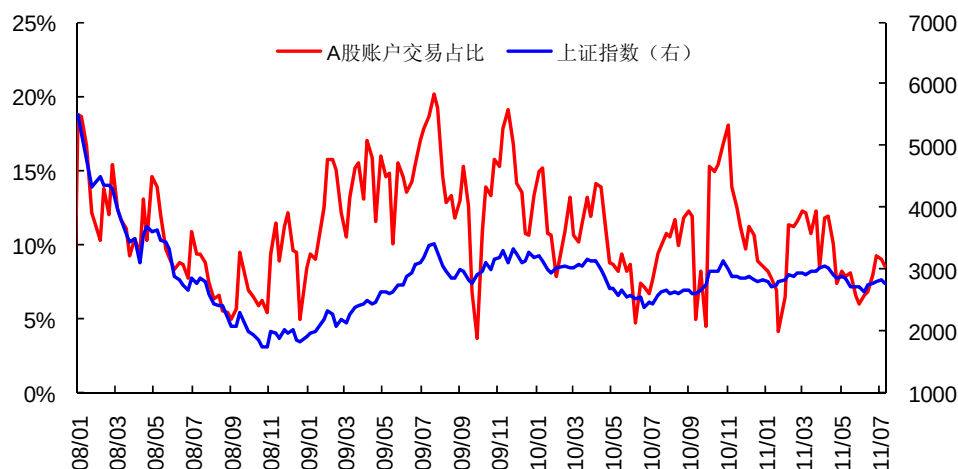
资料来源：WIND，兴业证券研究所

图 9: 主板解禁金额（扣除大股东）


资料来源：WIND，兴业证券研究所

图 10: 中小板和创业板解禁金额（扣除大股东）


资料来源：WIND，兴业证券研究所

图 11: A 股交易账户占比


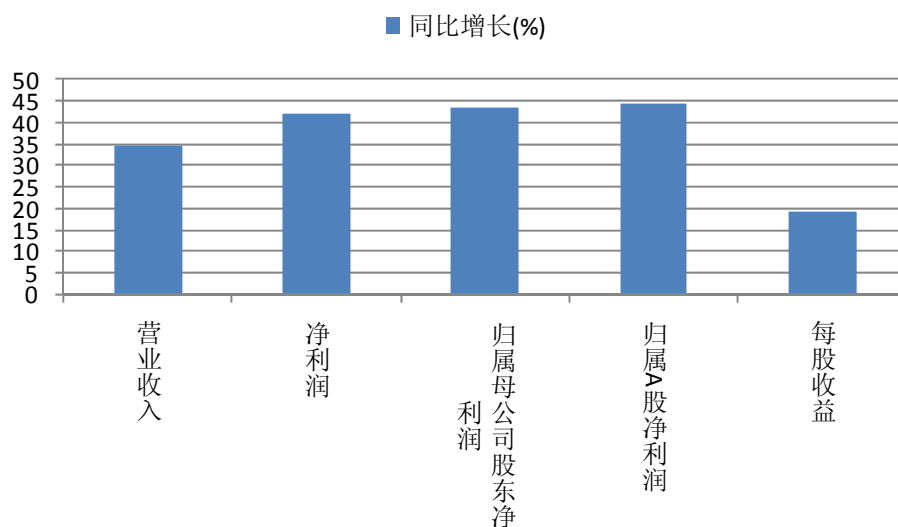
资料来源：兴业证券研究所

中报是八月个股催化剂

7月发布中报且有同期可比数据的公司231家，其中229家非金融公司净利润同比增长44%，每股收益同比增长19%。因此，不管是7月上半月大盘反弹，还是7月下半月大盘调整之时，业绩超预期的公司都走出了不错的行情。

8月将是中报密集发布期，按计划将有1928家公司发布业绩。我们判断中期盈利整体风险小，总体增速在20%左右。如果8月份大盘是在“磨”的行情中，中报增长确定将成为个股催化剂。

图 12：发布中报且有同期可比数据的非金融公司增长情况



资料来源：兴业证券研究所

投资策略：螺蛳壳里做道场，关注真正能有赚钱效应的机会

适中仓位，守住绩优、布局成长

对于指数，我们中性偏谨慎，但是相比二季度的全线防御，开始关注市场一些结构性机会，特别是关注真正的成长股。建议，将核心仓位配置在增长稳定的绩优股上；立足于中长线布局成长股；至于交易性机会，并不提倡。

用我们经常借鉴的军事战争史来类比，（1）布局真正的成长股，就像当年“反围剿”、“反扫荡”时的根据地，保存实力、灵活作战、每战必胜，如此，则根据地越发强大，经历持久战，最终扭转战局。同样，成长股的赚钱效应不断显现，才能不断吸引增量资金，最终，扭转市场大趋势。（2）当大环境不利时，不要搞左倾冒进主义，不要企图用运动战来速胜，如此折腾只能是节节败退、腹背受敌。同样，当前“大牛市前期论”、“左侧买入周期股”，就是越折腾越没有操作空间，因为缺乏赚钱效应而导致行情总是存量资金的博弈，“没有新韭菜、交易对手都是饿狼”，这种博弈短期反弹的行情不参与也罢。

布局成长股：“最坏的时候、最好的时机”

选择“成长”主线，不是贴标签炒板块，而是精选真正的成长股，打造有效仓位。不是因为估值低而博反弹，我们多次强调，根据估值低而抄底是刻舟求剑，估值低可能更低，高可能更高，关键看决定估值的因素。很显然，今年资金成本居高难下，制约了 A 股整体估值，因此，高成长就成为获得超额收益的关键。

博弈的角度看，泥沙俱下之后的成长股分化——去年 10 月份以来中小股票持续大跌、估值趋于合理，机构投资者仓位降低，投资者对成长股业绩的预期下降，反而使得成长股迎来逢低布局的好时机。

成长股线索一：从转型的突破口寻找成长股，缺啥补啥。

（1）“劳动替代”：随着有效劳动力供给增速下降，劳动力成本将提升，“劳动替代”必然是未来真实可见的大主题，包括，大农业（农业机械、种植、养殖等）、医药和医疗器械、通用设备、信息服务、餐饮旅游等；

（2）“创新升级”：经济结构的转变以及出口市场的空间限制，倒逼企业追求产业升级，在更高的层次上参与全球竞争，巨大的内需市场提供了充分的成长空间，包括，高新技术产业中的航空航天、计算机集成制造、生物技术、光电技术；相对传统产业的仪器仪表、机床、汽车及零部件、半导体器件等。

（3）被忽视、被边缘化的领域得到重视，特别是，和城镇化快速发展相配套的民生工程，包括城市地下排水系统、环保、医疗、文化设施、大农业等。

详见我们关于成长股的系列报告，包括，《good boy, lucky boy》、《城市排水-从忽视到重视》等。

线索二：现金为王，“剩”者为王。今年，高通胀、用工荒、量化紧缩、海外复苏低迷，加剧了中小企业被淘汰、市场出清，而资金充裕的 A 股成长股获得整合行业、加速发展的良机，正如同台湾电子巨头“鸿海”的成长历程。

催化剂——大股东增持、政策扶持、定向增发、股权激励、海外经济复苏等因素构成了中小成长股的催化剂

周期股交易性机会：折腾不如不折腾

当前，更多是博弈的机会，但是，在狭小指数空间下，波段博弈、左侧投资，说起来容易做起来难，“折腾不如不折腾”，如果折腾，建议关注和行业整合度提升相配合的跌深反弹，并且见好就收。

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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,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。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。