



2011.09.23

底、底、底——09 年以来最重要的反弹

策略团队:

钟华:

电话: 021-38674602

邮箱: zhonghua008457@gtjas.com

时伟翔:

电话: 021-38674603

邮箱: shiweixiang007983@gtjas.com

张晗:

电话: 021-38676675

邮箱: zhanghan@gtjas.com

陈思翀:

电话: 021-38674878

邮箱: chensichong010546@gtjas.com

江亚琴:

电话: 021-38674622

邮箱: jiangyaqin008083@gtjas.com

	张晗	陈思翀	钟华
	021-38676675	021-38674878	021-38674602
	zhanghan@gtjas.com	chensichong010546@gtjas.com	zhonghua008457@gtjas.com
编号	S0880511010055	S0880511060001	S0880511010056

本报告导读:

A 股市场连续两天过山车的行情演绎并无太多超预期的因素出现, 新近一个多月以来的最大跌幅并没有阻挠我们看多的信念, 在偏滞涨的环境下、通胀回落将给予市场 09 年以来最重要的反弹, 现有负面因素下, 下跌也是买入的机会。

摘要:

- 在中期策略报告中, 我们认为 11 年二三季度, 宏观投资象限分别位于高通胀、低增长以及降低的通胀以及更低的增长区间, 这都不利于市场的表现, 市场将在不利的环境中找到重要底部, 随后市场将迎来一系列拐点, 包括通胀拐点、政策导向拐点、流动性拐点、基本面拐点、房地产拐点和盈利拐点。因此下半年的股市必然是分阶段的, 先反映经济下滑的结果, 再反映见底后的预期。
- 自去年 11 月以来, 通胀环比首次在 8 月份低于历史均值, 在 04 年和 08 年的 4 季度都发生过类似的事情, 随后通胀就步入了超预期下滑的通道。我们猜测这一现象将在今年 4 季度开始重演, 也就是说通胀很难再度超预期, 相反地通胀可能开始逐步低于预期。
- 在 3、4 季度单季度利润增长如果要回到大幅负增长区间, 必然要看到工业增加值回到个位数, 并且毛利率被极大压缩, 但是 PPI 的上中下游一直没有拉开, 这不同于 04 和 08 年, 而且目前市场在盈利增长未来回落之前的估值水平也要远优于 04、08 年。
- 利润下滑如果叠加通胀压力持续时间较长; 或者利润增速缺乏弹性, 通胀压力较大这两种对股市来说都不是好事, 类似 70 年代美国的滞涨。但是如果通胀问题解决了, 政策的积极性展现出来, 股市相对于盈利就具备一定时间上的领先性。
- 从危机的严重性来说, 欧洲问题也不是那么悲观。将欧元区作为一个整体来看, 其贸易结构正常, 一直处于盈余状态, 主要的问题是内部贸易失衡。而且欧元区核心国德法对边缘国家的债务持有, 利益牵涉其中, 不可能放弃解决问题。
- 在通胀渐次回落、盈利增长增速有所放缓的大背景下, 现有市场存在 2009 年最重要反弹的基础, 而从市场低迷的情绪以及四季度流动性环比改善的角度, 反弹的促发点在未来的一个季度之内也会逐步加强。

相关报告

《策略一周——大宗跌了, 何去何从》	2011. 05. 09
《业绩风险与市场博弈》	2011. 05. 08
《策略一周——“鸵鸟”策略》	2011. 05. 03
《定向增发投资的收益分布和组合构建》	2011. 05. 03
《寻找稳定性机会》	2011. 04. 25

在今年年中起始的一系列《底、底、底》策略报告中，我们已经描述了下半年市场见到中期底部乃至后续存在趋势性机会的根本逻辑，昨天的大涨反映的是市场低迷情绪下的瞬间做多动能，而今天的下跌最根本的是在于未来经济调整的幅度和方式仍存在诸多疑虑，两天的过山车其实并不存在新鲜或过多超预期的因素，而伴随通胀回落的确定性，我们依然坚信，自 2009 年 3400 点以来最重要的反弹正在依次展开。

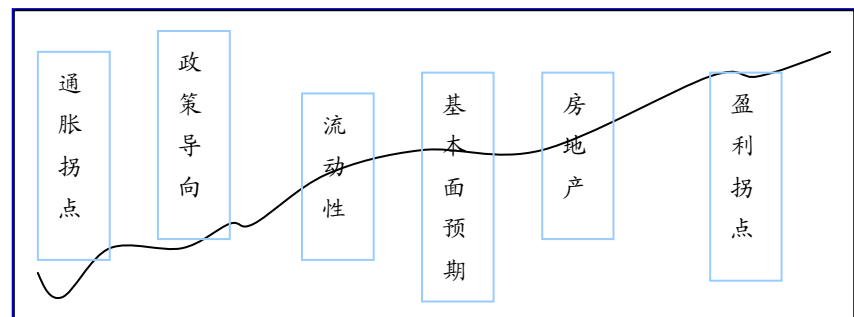
1. 底、底、底：我们看多的逻辑嬗变

在中期策略报告《底、底、底》中，我们认为 10 年下半年是经济回落下股市的一个反弹，而 11 年下半年股市会在一片悲观中确认底部。虽然房价和物价的问题依然没有解决、经济政策的导向和结构调整的机制继续不明确、货币和融资机制的改革还没有贴合实际的经济运行，但从影响股市大趋势的判断来看，可能在下半年的某个时点，多种因素的变化率趋势相同，均正向有利于股市。

11 年二三季度，宏观投资象限分别位于高通胀、低增长以及降低的通胀以及更低的增长区间，这都不利于市场的表现，市场将在不利的环境中找到重要底部，随后市场将迎来一系列拐点，包括通胀拐点、政策导向拐点、流动性拐点、基本面拐点和盈利拐点。因此下半年的股市必然是分阶段的，先反映经济下滑的结果，再反映见底后的预期。

我们认为可能在一二三季度，单季度扣除银行后的净利润增速为负，企业盈利见到重要底部，等到通胀降到 3% 左右，企业盈利才可能重新增长，而这是明年的事情。流动性下半年也会更为紧张，这继续降低估值到 15 倍市盈率，也就是目前市场反映的是软着陆预期（上证指数 2600 点以上），如果是硬着陆，按照 $PB=2$ 估值，对应上证指数 2400 点以上。从政策角度来看，下半年不会有明显的放松。

图：2011 年下半年拐点的先后排序



资料来源：国泰君安证券研究

以现有的状况来说，经济、政策、流动性、业绩增长并无过多偏差，市场趋势的惯性正在遵循我们原有的逻辑，2009 年以来最重要反弹的出现并非是盈利增长多么的好于预期，毕竟在 2009 年以来经济增长不断超

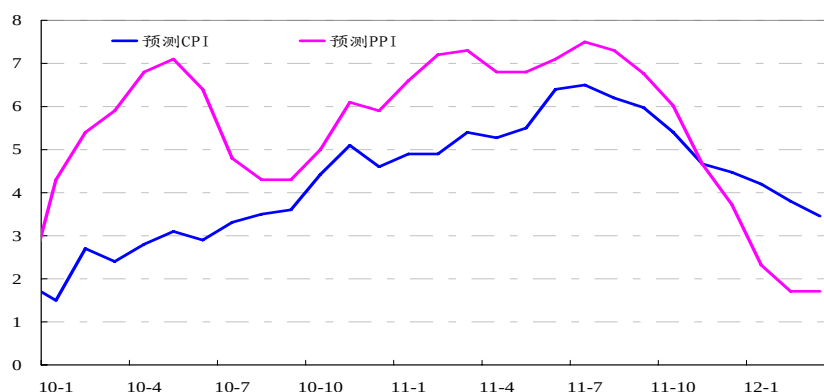
预期的过程中股指一直在往下调整，我们深刻的理解了抑制股市增长的核心并非盈利而是在于通胀，那么，当这一主要矛盾行将化解的时候，我们需要的只是一个上升时间段的确认。

2. 宏观面：通胀回落的必然性

自去年 11 月以来，通胀环比首次在 8 月份低于历史均值，在 04 年和 08 年的 4 季度都发生过类似的事情，随后通胀就步入了超预期下滑的通道。我们猜测这一现象将在今年 4 季度开始重演，也就是说通胀很难再度超预期，相反地通胀可能开始逐步低于预期。

根据我们最新一期的宏观周报，代表中秋节前的商务部食品价格出现普涨，但代表节后的农业部食品价格先涨后跌，而且上一周猪价也出现回落。生产资料价格则相对趋稳，上涨压力不大。预计 9 月 CPI 为 6.0%，PPI 为 6.8%。我们认为 7 月物价已然达到年内峰值，未来通胀回落趋势确定。短期内通胀降速慢于预期，9 月 CPI 或仍在 6.0% 的高位，10 月 CPI 也还有 5.4%；但 11 月以后通胀将回落至 5% 以下。

图：我们预测的 CPI 和 PPI



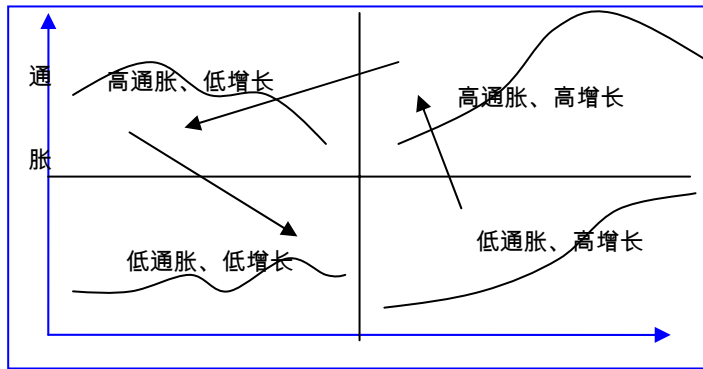
资料来源：国泰君安证券研究

3. 负面因素的理解：盈利回落与欧债危机

在通胀见到高点开始往下回落的时候，一般都是周期性行业盈利增速往下降的时候，这也是我们在今年年初给市场整体盈利增长 16%，要远远低于市场平均预期 22% 增速的原因。至于在目前经济环境下，盈利增长回落对股指的关联性，我们的理解如下：

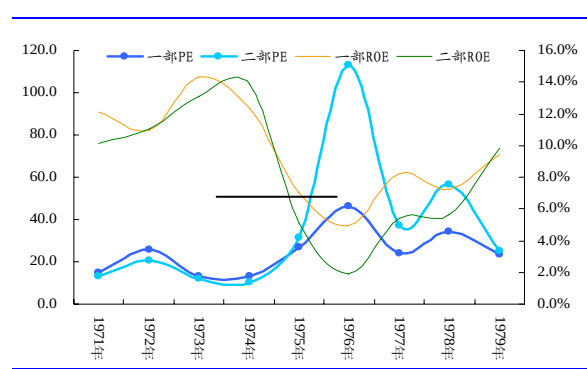
利润下滑如果叠加通胀压力持续时间较长；或者利润增速缺乏弹性，通胀压力较大两种情况对股市来说都不是好事情，类似于 70 年代美国的滞胀和 04-05 阶段的 A 股市场。但是如果通胀问题解决了，政策的积极性展现出来，股市是可以独立于实体经济走出一波行情的，或者说股市具有了波动的空间。

图：市场正在向低增长、低通胀过渡，预期最先改善



数据来源：国泰君安证券研究

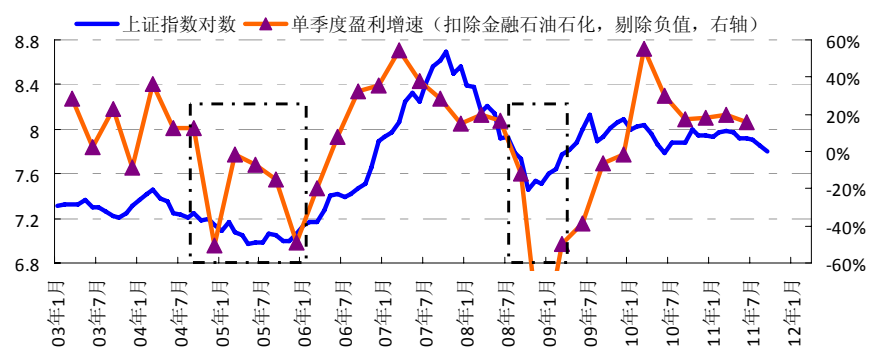
图：日本股市 PE 提前 ROE 两年见底的特殊时期。



数据来源：国泰君安证券研究

03年以来，我们确实看到了在业绩从十几的增长下滑过程中，市场出现明显的下跌趋势，例如在 04 年紧缩后，单季利润增长从 3 季度的 12% 下降到 4 季度了-50%，05 年一直处在同比负增长区间，市场从 1400 跌倒了 1000 点。又如 08 年 3 季度，利润增长从 2 季度的 17% 快速下滑到 -11%，市场从 3000 点跌到 2000 点。

图 14 季度业绩略滞后市场见底

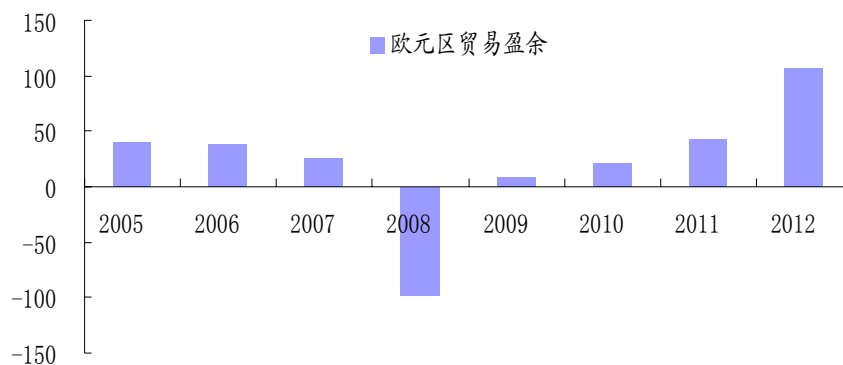


数据来源：Wind

出现如此市场趋势必须具备两个条件：其一是业绩必须快速下滑到负增长；其二是估值必须在 20 倍以上（04 年和 08 年均是如此）。但现在的 A 股市场已经均不再具备，在 3、4 季度单季度利润增长如果要回到大幅负增长区间，必然要看到工业增加值回到个位数，并且毛利率被极大压缩，但是 PPI 的上中下游一直没有拉开，这不同于 04 和 08 年，所以，第一个条件不具备。第二个条件也很明显，现在全部 A 股估值只有 15 倍。

另一方面，对于欧洲债务危机的理解，我们之前有写过《危机时代的主权债务危机系列》，期间虽然也认同欧债危机最终的演变结果可能会到欧洲的银行业危机，但是从危机的严重性来说，欧洲问题也不是那么悲观。将欧元区作为一个整体来看，其贸易结构正常，一直处于盈余状态，主要的问题是内部贸易失衡。而且欧元区核心国德法对边缘国家的债务持有，利益牵涉其中，不可能放弃解决问题。因此，银行危机导致类雷曼事件的最坏结果可能并不会出现。

图 欧元区整体健康。单位: \$billion



数据来源: OCED, 国泰君安证券研究

4. 促发点: 流动性环比改善与市场情绪低迷

综合而言, 在通胀渐次回落、盈利增长增速有所放缓的大背景下, 现有市场存在 2009 年最重要反弹的基础, 而从市场低迷的情绪以及四季度流动性环比改善的角度, 反弹的促发点在未来的一个季度之内也会逐步加强:

我们在下表中, 对未来各月可能的各项新增流动性都做了最保守的预测, 我们看到在最保守的情况下, 用这 2 种方法计算出来的新增流动性, 虽然 9 月份要开始新一轮上缴准备金, 但是 9 月份的新增货币数量要比 8 月多, 而接下来的 10 月份是未来的 4 个月中最差的, 这主要是因为财政存款的变化造成的。所以我们对于 11, 12 月的流动性状况, 即使是在未来每个月银行都要上缴资金的情况下, 也是比较乐观的, 这主要由于财政存款的下拨导致内部银行体系资金相对的充裕。

表: 假设情况下的新增货币情况

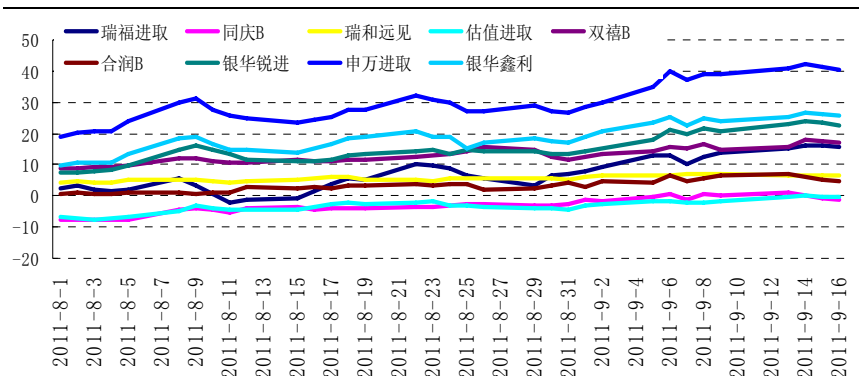
	公开市场净投放	外汇占款净增	准备金回笼	财政存款增加	考虑新增贷款	货币新增	
						方法1	方法2
1月	4540	5016.48	-3500	2,385	4,298	3,671	7,970
2月	3410	2145.23	-3500	3,381	5,377	-1,326	4,051
3月	-2710	4079.11	-3500	-2,306	5,870	175	6,045
4月	2960	3107.18	-3500	4,101	7,430	-1,534	5,896
5月	2060	3764.14	-3500	3,531	5,516	-1,207	4,309
6月	4160	2773.28	-3500	-1,344	6,339	4,777	11,117
7月	-110	2196.26	0	4,592	4,926	-2,506	2,420
8月	1670	2200	0	1006	5,500	2864	8,364
9月	3500	2200	-1513	-2495	5,500	6682	12,182
10月	2980	2200	-2201	2992	5,500	-13	5,487
11月	1550	2200	-2201	-2119	5,500	3668	9,168
12月	60	2200	-826	-9328	5,500	10762	16,262

数据来源: 国泰君安证券研究

从分级基金 B 类的折溢价率来看, 自 8 月以来, 特别是 8 月下旬以来, 分级基金 B 类的溢价率持续上升, 而此前折价的品种的折价率明显收窄。

同庆B和估值进取等封闭基金的折价率从接近10%收窄至0左右，而分级LOF的B类溢价率持续走高。瑞福进取和双禧B的溢价率超过了15%，而银华锐进和银华鑫利的溢价率在20%以上，申万进取甚至超过了40%。分级基金B类的价格在净值下跌时不跌反涨，造成溢价率扩大，显示不断有抄底资金护盘或介入抵抗下跌。从这些高溢价的基金看，双禧B、银华锐进、银华鑫利和申万进取母基金跟踪的标的指数分别为中证100、深100、中证等权90和深成指数，均为大中盘蓝筹股指数，可以看出抄底资金对低估值板块的相对看好。

图 分级基金B类的折溢价率(%)



数据来源：国泰君安证券，WIND

作者简介:

钟华:

执业资格证书编号: S0880511010056

电话: 021-38674602

邮箱: honghua008457@gtjas.com

张晗:

执业资格证书编号: S0880511010055

电话: 021-38676675

邮箱: zhanghan@gtjas.com

陈思翀:

执业资格证书编号: S0880511060001

电话: 021-38674878

邮箱: chensichong010546@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准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		