

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

勇敢者的游戏
——A股市场投资策略报告

2011年10月9日

相关报告

20110812《依靠逻辑胜过恐惧，底部已现，参与反弹》
20110807《螺蛳壳下沿区域，越跌越乐观》
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

★回顾：《积极防御》《春季攻势》《敦刻尔克大撤退》《螺蛳壳里做道场》——今年在政策外生性、货币政策量化紧缩的压力下，A股没有趋势性机会，要积极防御，这是主流。只能根据边际改善、逆向思维来博弈阶段性反弹。

★10月展望：些许改善

——10月，投资者在国庆节前担忧的一些风险，比如欧债、民间高利贷风险等，开始有维稳性政策来对冲，从而，有助于阶段性缓解恐慌情绪，有助于跌深反弹。但是，中期的不确定性依然较强，行情仍然纠结。

——海外方面：“国庆”长假期间，美国经济数据好于预期、欧洲央行、英国央行进一步释放流动性，有助于投资者情绪的阶段性修复，这符合我们此前“短期崩不了，中期好不了”，不断折腾”的判断。

——国内政策面：被动维稳有助于情绪改善，但是主动变基调尚需等待。

（1）高利贷危机的第一波有望缓解，但岁末年初或有第二波，两波冲击之间，是博弈A股市场反弹的时间窗口。国庆期间，温家宝总理在浙江调研要求稳定局势，短期有助投资者情绪改善，甚至带来政策定向宽松的期盼。但问题的根源在于体制，催化因素在于量化紧缩的累积效应，岁末年初集中偿付期到来时，高利贷危机的第二波冲击仍严峻。

（2）通胀高企的威胁正逐步减弱，发改委下调成品油价格都有利于改善投资者预期。市场一致预期9月份CPI约6.2%，如低于此，则更有助改善情绪。但是，中期看，换届关键期政策的外生性，在物价、房价调控取得“显著性数据”成果之前，紧缩政策难以前瞻性放松，宏观资金面仍处紧张态势。

——投资者情绪的博弈：10月行情风险点在于投资者悲观情绪的自我强化，就像9月份一样。但从博弈的角度看，我们更相信“市场先生”总是在贪婪和恐惧之间躁动，至少从相应指标来看，出现阶段性反弹的概率在增加。

★投资策略：防守反击，淡定投资

——谨慎型投资者保持仓位防御，熬过从“类滞胀”走向“衰退”的阶段。适当配置债券，以及高分红、低估值的“类债券”蓝筹股；耐心增持估值合理、成长性确定的资产，特别提防中小型企业在经济回落时业绩大变脸。

——进取型投资者，博弈跌深反弹。仓位重的投资者，可精选重仓股，波段操作。仓位较轻的投资者，选择时间和空间都调整充分、有较好的弹性、多杀多压力小、行业确定性较强的板块，如水利、汽车、电力设备、通讯、金融等，博弈跌深反弹且能快进快出。

目 录

回顾:《积极防御》-《春季攻势》-《敦刻尔克大撤退》-《螺蛳壳里做道场》- 3	
10 月展望: 些许改善	- 4 -
海外:担忧情绪阶段性缓解,“短期崩不了,中期好不了”	- 4 -
政策:被动维稳有助于情绪改善,主动变基调尚需等待	- 5 -
三季报盈利或稍好于前期市场的悲观预期,但中期不确定性仍强	- 8 -
投资者情绪的博弈:“市场先生”总是在贪婪和恐惧之间躁动	- 8 -
投资策略: 防守反击, 淡定投资	- 9 -
谨慎型投资者, 防御型配置, 熬过从“类滞胀”走向“衰退”的阶段	- 9 -
进取型投资者, 博弈跌深反弹	- 10 -
图 1: 2011 年兴业策略观点	- 3 -
图 2: 国庆长假后期欧洲三大股指连续上涨	- 4 -
图 3: 国庆长假后期道指、恒指收复失地	- 4 -
图 4: 原油价格大幅回落	- 5 -
图 5: 大宗商品价格回落	- 5 -
图 6: 10 月之后公开市场到期资金量急剧减少	- 6 -
图 7: 票据直贴利率创出 13% 的历史新高	- 7 -
图 8: 上证指数 PE、PB 低于 08 年 10 月	- 7 -
图 9: 中小盘与蓝筹股估值差异大	- 7 -
图 10: A 股交易账户占比	- 9 -
图 11: 净减持金额处于 2008 年 10 月以来的次低水平	- 9 -
图 12: 9 月减持金额是 2007 年以来的新低	- 9 -
图 13: 经济从“类滞胀”走向“衰退”的阶段	- 10 -
图 14: 投资时钟, 配置现金和债券	- 10 -

回顾：《积极防御》-《春季攻势》-《敦刻尔克大撤退》-《螺蛳壳里做道场》

今年兴业策略的大基调始终贯彻年度策略《积极防御》逻辑：2011年A股面临的大环境是经济转型的痛苦期——高通胀、高房价、经济增长面临深层次难题，叠加了中央“换届”前的关键期，因此，在政策外生性、货币政策量化紧缩的压力下，A股没有趋势性机会，要积极防御，这是主流。

只能根据边际改善、逆向思维来博弈阶段性反弹。事实上，除了1月底我们推动的“春季攻势”可算作吃饭行情，之后的反弹越来越难做。《敦刻尔克大撤退》之后，一直到8月9号上午2440点附近我们明确发短信和报告空翻多、看反弹，当时认为，虽然反转还很遥远，但是，政策有望进入观望期、边际改善，从而A股有望出现跌深反弹。随后，行情的确向2600多点反弹，但是，央行保证金新规打乱了反弹的轨迹，我们也只能对观点进行了微调，秋季攻势变成了底部卧倒撑。

图1：2011年兴业策略观点



数据来源：兴业证券研究所

10月展望：些许改善

9月，一系列的利空打击地投资者晕头转向，上证指数从2500点附近跌至2300点，上证指数、深圳成指、中小板指、创业板指陆续创今年新低。

10月，投资者在国庆节前担忧的一些风险，比如欧债、民间高利贷风险等，开始有维稳性政策来对冲，从而，有助于阶段性缓解恐慌情绪，有助于跌深反弹。但是，中期的不确定性依然较强，行情仍然纠结。

海外：担忧情绪阶段性缓解，“短期崩不了，中期好不了”

海外危机对A股的影响边际效应递减，十一长假期间美国经济数据好于预期、欧洲央行、英国央行进一步释放流动性，有助于投资者情绪的阶段性修复。这符合我们此前“欧盟领袖在解决希腊债务危机问题上存在分歧，会有波折，但是最终会妥协、导致欧元区‘短期崩不了，中期好不了，不断折腾’”的判断。

- 美国数据好于预期。美国9月制造业ISM指数上涨至51.6，超出此前市场预计的下降至50.5，8月该数据为50.6；9月ISM非制造业指数为53%，高于市场预计的52.8%；9月美国非农就业人口环比新增10.3万人，远超预期增长的6万人。
- 欧债危机崩盘风险减小。欧洲央行向银行业提供更多支持，包括启动两项固定利率长期再融资操作以及400亿欧元的新担保债券购买项目。并且，根据FT报道，欧盟财政部长正在检查协调对金融机构资本重组的方案，他们同意有必要采取额外措施提振银行；9月29日，欧元区核心国——德国的议会已压倒多数通过扩大欧洲金融稳定基金（EFSF）规模。
- 各国央行也在进一步采取措施提振经济。英国央行扩大QE规模，将购买资产投入的资金增加750亿英镑，总额达到2750亿英镑；伯南克表示，复苏中的美国经济非常脆弱，美联储将采取进一步措施以刺激“步履蹒跚的经济”。

图2：国庆长假后期欧洲三大股指连续上涨

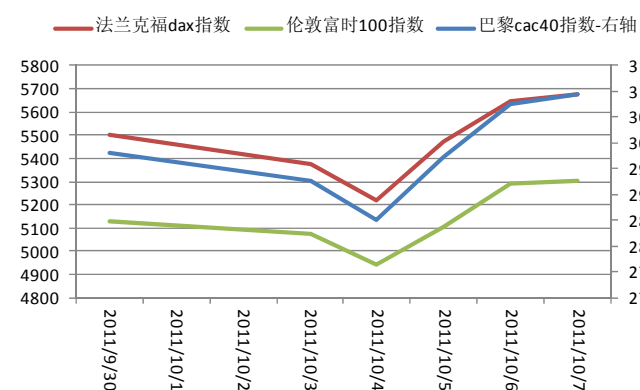
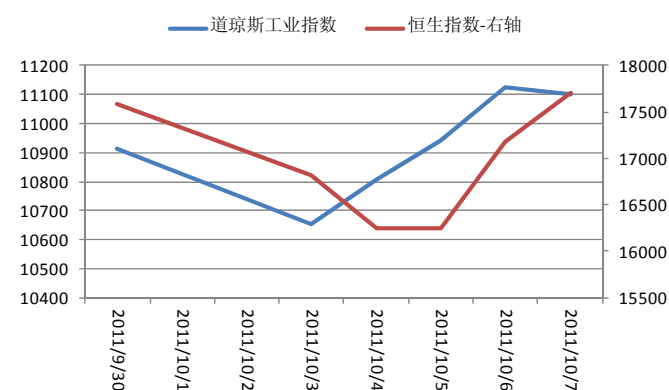


图3：国庆长假后期道指、恒指收复失地



数据来源：Wind，兴业证券

政策: 被动维稳有助于情绪改善, 主动变基调尚需等待

通胀高企的威胁正逐步减弱, 发改委下调成品油价格都有利于改善投资者预期。市场一致预期 9 月份 CPI 约 6.2%, 如低于此, 则更有助改善情绪。但是, 中期看, 换届关键期政策的外生性, 在物价、房价调控取得“显著性数据”成果之前, 紧缩政策难以前瞻性放松, 宏观资金面仍处紧张态势。

- 从 10 月 9 日起, 发改委调降汽、柴油价格最高零售价每吨 300 元, 进一步降低 CPI 压力, 将拉低当月 CPI 约 0.13 个百分点。
- 大宗商品价格下跌缓解通胀压力。海外经济前景不确定之下, WTI 原油价格从 110 回落至 80 附近, LME 铜、铝、铅、锌较今年高点回落了约 20%, 降低输入型通胀压力。
- 货币政策短期加码和放松的可能性都很小, 资金面紧张格局难改。通胀峰值虽已过, 然而, 四季度 CPI 仍在 5% 以上, 不具备放松的条件; 政府“换届”期, 控通胀、压房价是主要政策目标, 政策的外生性限制了政策前瞻性放松的可能。

图 4: 原油价格大幅回落

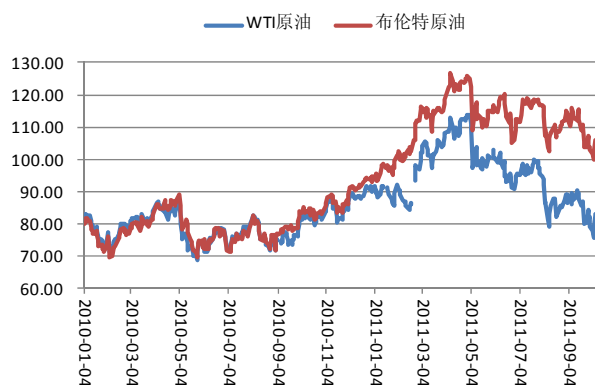
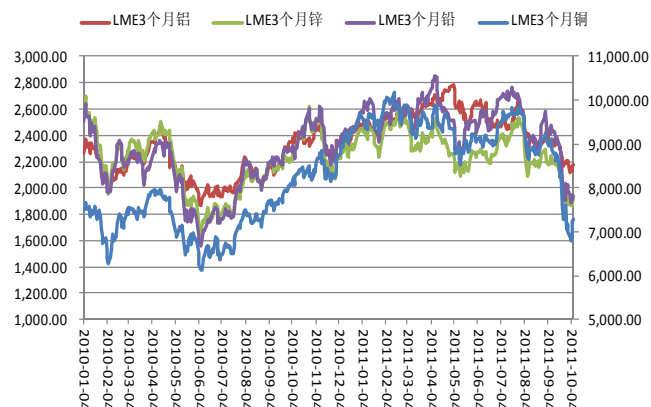


图 5: 大宗商品价格回落



数据来源: Wind, 兴业证券

高利贷危机的第一波有望缓解, 岁末年初的第二波仍严峻, 两波冲击之间是 A 股博弈反弹的时间窗口。

国庆期间, 温家宝总理在浙江调研要求稳定局势, 地方政府“救市”力度加大, 短期有助投资者情绪改善, 甚至带来政策定向宽松的期盼。

高利贷问题的根源在于体制, 催化因素在于量化紧缩的累积效应, 当前的“维稳”措施可能徒劳无功。

- 近一年多, 全国各地高利贷都有蔓延趋势, 但这只是表象, 本质上在于现有体制缺乏对经济转型的引导和激励。一方面, 实体经济缺少投资机会且“国进民退”的背景下, 民营企业、中小企业转型渠道不畅, 导致大量民间资金游离、逐利。但同时, 广大中小企业持续面临融资难、缺乏金融支持。

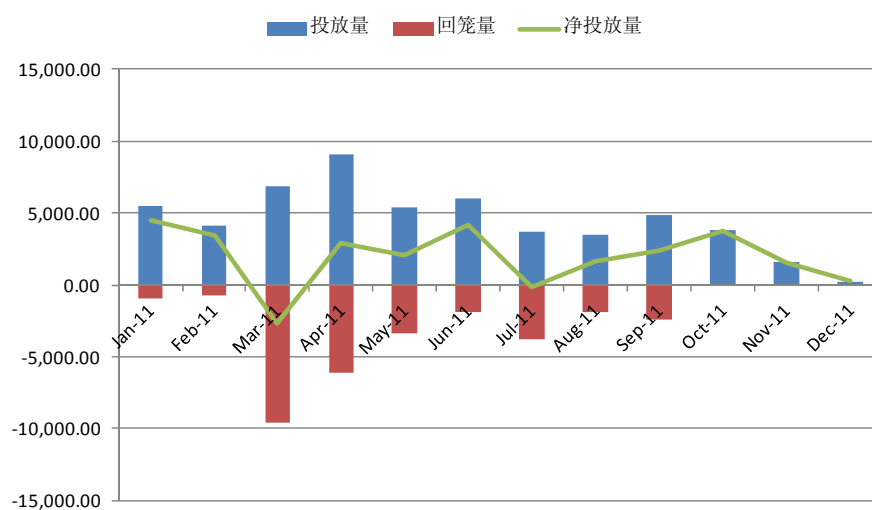
- 从 2007 年以来上述情况就不断激化，资本品泡沫时，民间资金就炒股、炒房、炒矿。今年量化紧缩的调控，并且行政性限制炒房、炒矿、炒农产品，而股市低迷，从而，为高利贷泛滥提供了温床，“炒钱”泛滥，滋生资金权力寻租。
- 当前的“维稳”措施可能徒劳无功。继续铁腕打击非法金融、并进行司法介入，整顿正规金融机构的业务操作，压低民间资金价格和银行信贷利率的套利空间，才是治理高利贷的正途。放眼中长期，引导产业资本参与合法金融活动，充分提升股市的投资功能，使投资融资双赢。

岁末年初集中偿付期到来时，高利贷危机的第二波冲击仍然严峻，届时将蔓延到房地产，从而，对房价调控形成累积性影响，而对于 A 股市场也有结构性影响。

- 宏观流动性仍处于偏紧的态势，货币剩余继续低位运行，“保证金上缴”与公开市场到期资金存在期限错配风险。公开市场到期资金量前高后低。10 月份到期资金量较多，而 11 月份和 12 月份的到期资金量则急剧减少，10 月、11 月、12 月到期资金量分别为 3770 亿、1550 亿、250 亿，而“保证金上交存款准备金”10 月、11 月、12 月分别补缴约 2200 亿、2200 亿、826 亿。
- 岁末年初集中偿付期到来时，高利贷危机将迎来第二波冲击。如果说，9 月份开始被海内外关注高利贷风险算为第一波，特征是制造业企业主跑路。那么，高利贷危机的第二波冲击，早则岁末年初，迟则明年春季，将以中小房地产开发商的窘境为特征。高利贷-房地产-以房地产信托-理财产品这个高利贷链条，是这一年多来资金争夺战中持续压制 A 股的“吸血者”。一年多来的货币政策紧缩的累积效应，肯定会对上述领域形成严重冲击。

高利贷危机的两波冲击之间，是博弈 A 股市场反弹的时间窗口，如果期间没有反弹，或者，没有参与反弹，那么，后续要耐心等待的则是明年春季之后的趋势性机会。

图 6：10 月之后公开市场到期资金量急剧减少



数据来源：Wind，兴业证券

但是,即使有高利贷危机的第二波,我们认为,对于 A 股的影响更多是结构性的、甚至是个股性的,而不会导致蓝筹股为代表的大盘指数有很大的下降空间,关键就在于权衡影响估值的因素。

- 首先,当前上证综指的市盈率(TTM)为 11.97 倍(20110930),按照保守估计 10%的盈利增速,对应未来四个季度动态市盈率仅为 10.88 倍,近似对于收益率为 9%。而民间资金可选择的正规投资渠道是居民存款、银行理财产品、正规的信托产品,对应的一年期收益率分别为 3.5%、6%、10%,而且随着民间高利贷和房地产风险的释放,理财产品和信托产品的风险增加,实际收益率下降。
- 其次,广大的中小盘股的风险,不只是估值相对高,这是表面现象,实质性的风险在于:一方面是民间产业资本(包括控股大股东)减持的压力,在遭遇流动性风险时,减持股票以保资金链,就不会考虑估值问题,更多会考虑生存问题;另一方面,中小型公司在经济回落时的业绩变脸的风险大。

图 7: 票据直贴利率创出 13%的历史新高



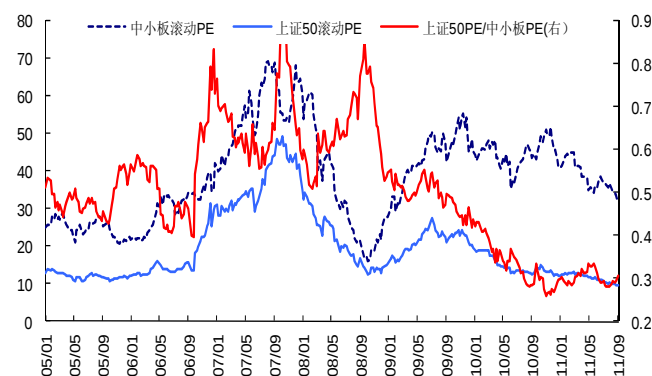
数据来源: Wind, 兴业证券

图 8: 上证指数 PE、PB 低于 08 年 10 月



数据来源: Wind, 兴业证券

图 9: 中小盘与蓝筹股估值差异大



三季度盈利或稍好于前期市场的悲观预期，但中期不确定性仍强

我们一直认为，在影响 A 股市场的因素中，流动性是首要因素，具有一定前瞻性的指标，会直接影响估值，是倍数效应；而盈利则具有一定同步性、甚至滞后性。

毫无疑问，宏观调控的累积效应、海外经济危机，对经济和业绩的影响正不断显现，但是，对于 10 月起陆续披露三季度，我们预计整体 A 股三季度净利润增速维持在 20% 左右，稍好于前期市场的悲观预期，对于市场的影响偏中性。

首先，预计非金融类上市公司三季度收入同比增速与二季度相当。第二，毛利率稳中略降。中报反映成本压力传导较为顺畅，三季度物价同比增速高位缓慢回落，结合库存压力不大，价格回落不会带来毛利率的快速下滑。第三，基数效应支撑三季度业绩增长。

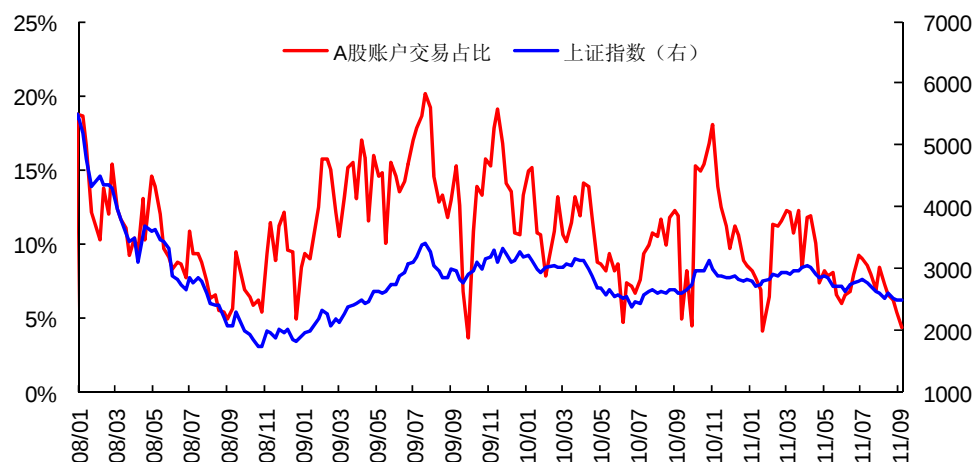
经济和盈利的下滑的负面效应，更多体现在四季度和明年 1 季度，届时又叠加民间高利贷危机的冲击。情况会比较复杂，届时要看货币政策的变化和股市融资政策的变化，也就是看估值的变化趋势是否能够对冲盈利的下滑。

投资者情绪的博弈：“市场先生”总是在贪婪和恐惧之间躁动

10 月份 A 股行情的风险点在于，投资者悲观情绪自我强化，就像 9 月份一样。但是，果真如此的话，则提前释放系统性风险，导致趋势性机会的提前来临，否极泰来。“市场先生”真的如此理性吗？不，“市场先生”常常是在贪婪和恐惧中情绪大波动。从博弈的角度看，我们更相信市场总是在不断反弹的折腾中筑底，至少从我们跟踪的指标来看，出现阶段性反弹的概率不断在提升。

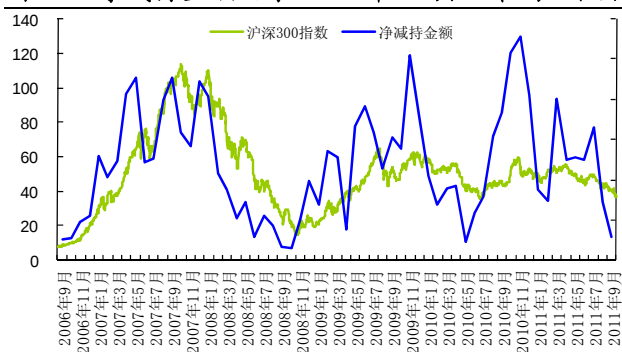
- 我们持续跟踪的情绪指标——A 股交易账户占比，这一指标已连续三周处于 5% 左右的低风险区域。从 08 年以来，一旦该指标达到 5% 附近，往往行情出现阶段性底部。
- 9 月产业资本减持金额为 19.8 亿元，环比 8 月的 41.5 亿元出现大幅下降，并且是 2007 年以来的新低；9 月净减持金额为 13.2 亿元，连续两个月环比下降，并处于 2008 年 10 月以来的次低水平（2010 年 5 月为 10.5 亿元）。

图 10: A 股交易账户占比

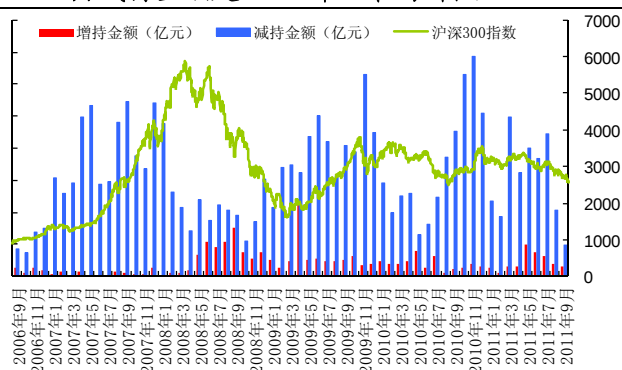


数据来源: Wind, 兴业证券

图 11: 净减持金额处于 2008 年 10 月以来的次低水平 图 12: 9 月减持金额是 2007 年以来的新低



数据来源: Wind, 兴业证券



数据来源: Wind, 兴业证券

投资策略: 防守反击, 淡定投资

谨慎型投资者, 防御型配置, 熬过从“类滞胀”走向“衰退”的阶段

从环比的角度看, 当前经济正处于从“类滞胀”走向“衰退”的阶段, 谨慎型投资者可以优先配置现金, 仓位防御、耐心等待。快则岁末年初, 慢则明年春季, “高利贷-中小房地产开发商-信托-银行理财产品”这个高利贷产业链条的风险充分释放之后, 加上明年二季度通胀数据显著回落, 届时, 宏观调控可能有望明显改善, 资金面供求都有利于 A 股出现趋势性行情。

配置上, 谨慎型投资者适当配置债券, 以及高分红、低估值的“类债券”蓝筹股; 耐心地逢低增持估值合理、成长性确定的资产 (消费性成长股、大农业、战略性资源等); 需要特别提醒的是, 提防中小型企业经济回落时业绩大变脸, 因此, 中小盘股票需精选, 逢反弹而降低配置。

进取型投资者，博弈跌深反弹

对于希望参与跌深反弹的进取型投资者，节后产生跌深反弹行情的概率较大。

——对于仓位较重的投资者，可精选自己的重仓股，进行波段操作。

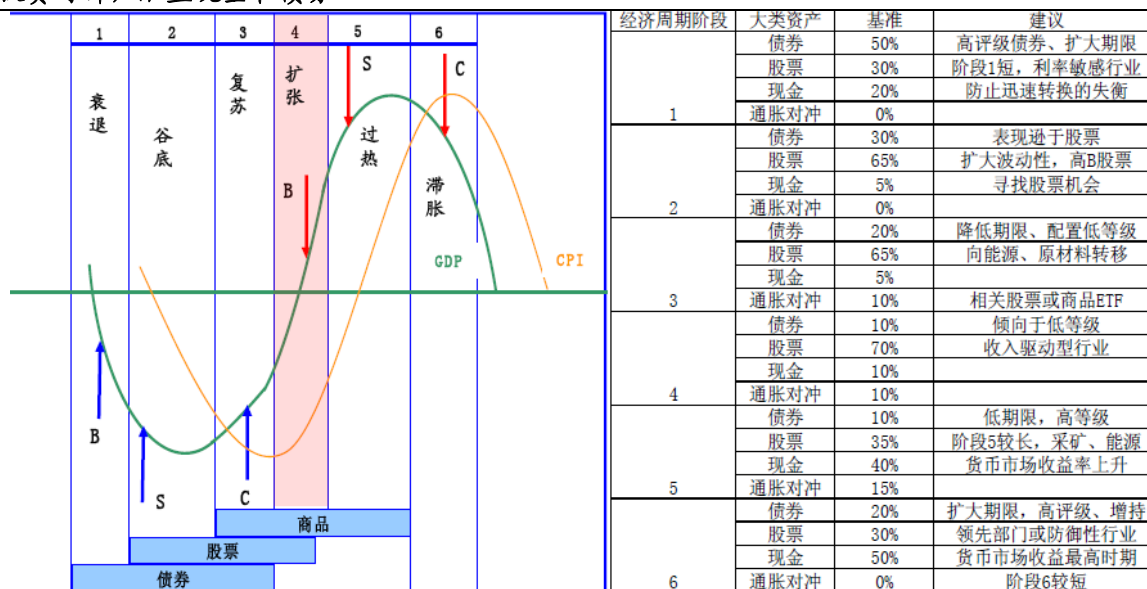
——对于仓位较轻的投资者，选择反弹标的的视角，可考虑时间和空间都调整充分、有较好的弹性适合螺蛳壳里做道场、多杀多压力小、行业确定性较强。如水利、汽车、电力设备、通讯、金融等，博弈跌深反弹且能快进快出。

图 13: 经济从“类滞胀”走向“衰退”的阶段



数据来源: Wind, 兴业证券

图 14: 投资时钟，配置现金和债券



数据来源: Wind, 兴业证券

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.xyjq.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。