

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

“喝汤”行情的下一步演绎 ——A股市场投资策略报告

2011年10月16日

相关报告

20111009《勇敢者的游戏》
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“株”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：走出恐慌迷雾，迎来喝汤行情

——3月下旬发布《敦刻尔克大撤退》以来一直坚持并仍然维持：2011年大盘年内的低点极限位置就在2300点附近，而在此位置附近将迎来估值修复。
——8月9日建议布局超跌的“中字头”股，特别是金融、交运设备、电力设备、水利等行业的龙头企业来参与喝汤行情。此后在大盘整个悲欢离合的过程中，我们推荐标的都取得相对收益，甚至是绝对收益。

★展望：反弹行情在投资者的疑虑中震荡前行

——宏观调控从“加力”“观察”进入“维稳”“纠偏”阶段。通胀同比增速逐步回落，政策边际改善条件具备；持续的量化紧缩导致高利贷危机、中小企业日子难过、股市低迷等负面效果，温总调研温州、广东，国务院发布支持微小企业政策，汇金增持等，政策开始局部“纠偏”。

——相对估值优势渐渐具备。当前权重股估值和分红相比正规投资渠道收益率已具安全性。上证50、上证综指PE对应收益率约11%、8.8%；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；产业资本增持指标显示估值渐趋安全，特别是国资增持趋于积极，A股“爹不疼娘不爱”局面有所改变。

——流动性环比改善，有助于A股超跌后演绎“喝汤”行情。随着名义GDP回落，政策逐步进入纠错、微调阶段，宏观流动性最困难的日子已过去；资金价格明显回落；高利贷危机的两波冲击之间是博弈A股反弹的时间窗口。
——海外危机有所缓和，欧美经济偏弱而不崩盘的情景，对当前中国经济和A股都是好事情。

——何时反弹结束？对于反弹的高度，衡量的标准是整体估值的改善程度PK民间资金价格的改善程度；关键性时间点重点可以关注11月中旬之前。

★策略建议：防守反击，进一步演绎跌深反弹

——依然坚持跌深反弹的这条主线，因为核心逻辑就在于政策、流动性、民间资金价格、管理层对股市的态度等因素的边际改善。

——进取型投资者可以继续关注更广泛意义上的“中字头”超跌类股；交易型投资者可以关注超跌股群魔乱舞，如地产、成长股、三季报超预期个股等。

——谨慎型投资者趁反弹时逢高调仓以及持仓品种。关注债券中期走强带来的机会以及类债券；收缩持股，精选消费和真成长，等待明年更好的机会。

目 录

回顾：走出恐慌迷雾，迎来喝汤行情	- 3 -
展望：反弹行情在投资者的疑虑中震荡前行.....	- 5 -
宏观调控进入“维稳纠偏”阶段.....	- 5 -
相对估值优势渐具	- 6 -
流动性环比改善	- 8 -
海外危机喘息	- 9 -
反弹何时结束	- 9 -
策略建议：防守反击，进一步演绎跌深反弹.....	- 10 -
进取型投资者，继续积极博弈跌深反弹	- 10 -
谨慎型投资者逢高建仓	- 11 -
图 1：近期券商股走势	- 4 -
图 2：近期银行股走势	- 4 -
图 3：2011 年兴业策略观点.....	- 4 -
图 4：经济增速回落	- 5 -
图 5：通胀缓慢回落	- 5 -
图 6：A 股与其他正规投资渠道收益率对比.....	- 6 -
图 7：净减持金额处于 2008 年 10 月以来的次低水平.....	- 7 -
图 8：9 月减持金额是 2007 年以来的新低.....	- 7 -
图 9：货币剩余最差的时候过去	- 8 -
图 10：2011 年以来 3 个月以下期限 SHIBOR 利率	- 8 -
图 11：长三角票据直贴利率.....	- 8 -
图 12：2011 年以来中长期国债到期收益率	- 9 -
图 13：2011 年以来短期国债到期收益率.....	- 9 -
图 14：证券 PB 处于历史底部	- 10 -
图 15：电气设备 PB 接近 08 年最低值.....	- 10 -
图 16：2011 年初以来行业板块涨跌幅.....	- 11 -

回顾：走出恐慌迷雾，迎来喝汤行情

今年兴业策略的大基调始终贯彻年度策略《积极防御》逻辑：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，根据边际改善、逆向思维来博弈阶段性反弹。

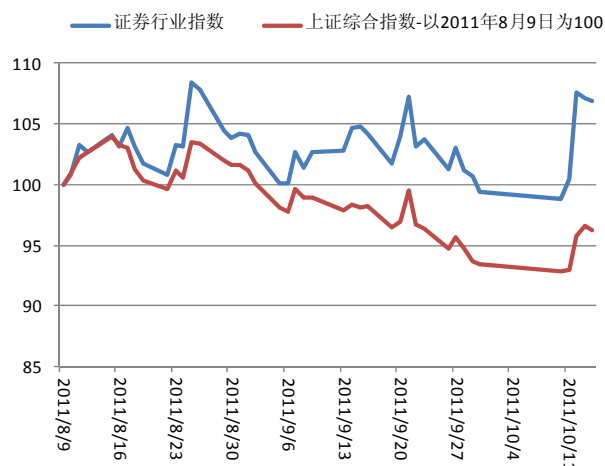
——基于对民间资金价格变动趋势的判断，我们从3月下旬发布《敦刻尔克大撤退》以来一直坚持并仍然维持：2011年大盘年内的低点极限位置就在2300点附近，而在此位置附近将迎来估值修复。

——因此，8月9日10点钟2437点时我们敢于发出报告和短信提醒大家“我们空翻多、看反弹”，并坚持不懈地、忍受着和3月下旬到4月中旬路演《敦刻尔克大撤退》时一样的压力，建议大家布局已经超跌的“中字头”股，特别是金融（券商、银行、保险）、交运设备（汽车）、电力设备、水利等行业的龙头企业来参与喝汤行情。

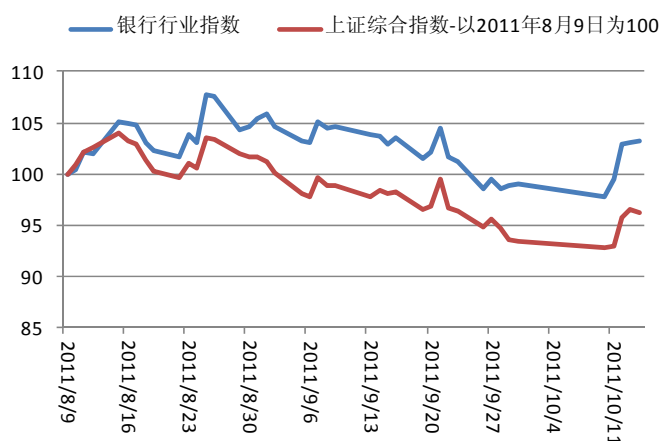
——我们当时还建议选择具体标的需要关注几个条件，如此参与反弹，即使偷鸡不成也没有蚀啥米，1、跌深——下跌的时间和空间都比较充分，有安全边际；2、多杀多压力小；3、个股流动性较好，进得去出的来；4、反弹契机可能是板块里面有新股上市、央企大股东增持等。

——如果按照我们的建议来参与“喝汤”行情，即使在2437点反弹到2636点之后有向2318点回调的整个悲欢离合的过程中，我们推荐的板块的“中字头”类股的确都取得相对收益，甚至是绝对收益。

——等到上周A股市场的绝地反击正式吹响了“喝汤行情”的号角之后，投资者才开始对我们喝汤行情将信将疑起来，但此时，我们推荐的板块里面有很多股票早有相当可观的涨幅了。

图 1：近期券商股走势


数据来源：Wind，兴业证券

图 2：近期银行股走势


数据来源：Wind，兴业证券

图 3：2011 年兴业策略观点


数据来源：兴业证券研究所

展望：反弹行情在投资者的疑虑中震荡前行

宏观调控进入“维稳纠偏”阶段

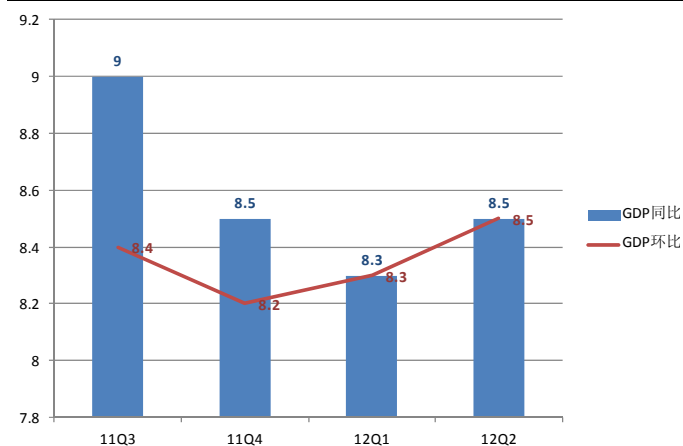
通胀同比增速将逐步回落，政策边际改善条件具备。

- 9月CPI、PPI 6.1%、6.5%，同比增速有所回落；根据兴业宏观，食品价格环比涨幅连续2月低于季节性规律，预计食品价格对整体CPI的拉动在后期将有所放缓；9月非食品价格环比涨幅为近1年以来首次低于季节性规律，对CPI形成压力较为平稳；
- 考虑到去年4Q基数较高，今年4Q经济增速将小幅放缓，同时高频数据（食品及生产资料）也显示回落迹象，预计CPI同比增速将逐步回落；
- 在国内主动调控，资金面趋紧和国际大宗商品价格大幅下跌的背景下，较为疲弱的国内外需求将带动工业品价格回落。

宏观调控从“加力”“观察”进入“维稳纠偏”阶段。

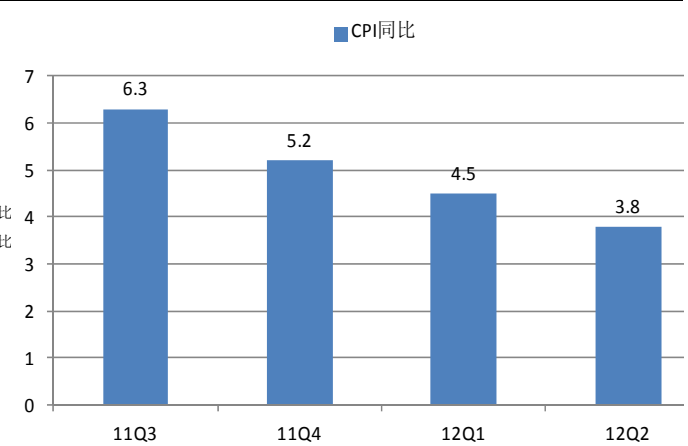
- 今年以来持续的量化紧缩导致利率双轨制，从而衍生出当前高利贷危机、中小企业日子难过、股市低迷等负面效果。
- 温总调研温州、广东，稳定高利贷危机局势；国务院发布支持小型和微型企业发展的金融、财税政策措施；汇金出手增持银行股、国资增持增多等，显示政策开始局部“纠偏”。

图 4：经济增速回落



数据来源：兴业证券宏观团队预测

图 5：通胀缓慢回落



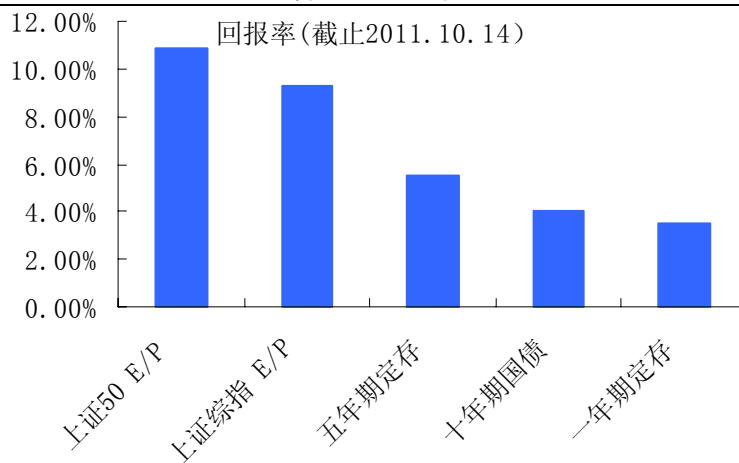
数据来源：兴业证券宏观团队预测

相对估值优势渐具

从收益率角度对比,当前权重股估值和分红相比正规投资渠道收益率已具安全性。

- 当前上证 50 的 PE (TTM) 为 9.95 倍,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 9.04 倍,近似对于收益率为 11%;当前上证综指的 PE (TTM) 为 12.39 倍,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 11.26 倍,近似对于收益率为 8.8%;
- 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%。
- 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。

图 6: A 股与其他正规投资渠道收益率对比



数据来源: 兴业证券研究所

表 1: 预测分红收益率较高的股票

代码	简称	预测分红收益率 (11年预期分红/11年预期净利润)	代码	简称	预测分红收益率 (11年预期分红/11年预期净利润)
600377.SH	宁沪高速	7.48%	601328.SH	交通银行	4.68%
600664.SH	哈药股份	7.06%	600548.SH	深高速	4.61%
601988.SH	中国银行	6.51%	600425.SH	青松建化	4.56%
601939.SH	建设银行	6.42%	600177.SH	雅戈尔	4.50%
601006.SH	大秦铁路	6.41%	002242.SZ	九阳股份	4.43%
601398.SH	工商银行	6.26%	600210.SH	紫江企业	4.37%
600011.SH	华能国际	6.21%	600287.SH	江苏舜天	4.35%
600012.SH	皖通高速	5.89%	601186.SH	中国铁建	4.35%
000828.SZ	东莞控股	5.29%	000550.SZ	江铃汽车	4.32%
601003.SH	柳钢股份	5.19%	000978.SZ	桂林旅游	4.18%
600019.SH	宝钢股份	5.17%	002133.SZ	广宇集团	4.08%
600066.SH	宇通客车	5.13%	600004.SH	白云机场	4.07%
000989.SZ	九芝堂	5.05%	600395.SH	盘江股份	4.07%
600820.SH	隧道股份	5.02%	601788.SH	光大证券	4.07%
600829.SH	三精制药	4.98%	000402.SZ	金融街	4.05%
600900.SH	长江电力	4.85%	000488.SZ	晨鸣纸业	4.03%
600246.SH	万通地产	4.82%	600597.SH	光明乳业	4.03%
600660.SH	福耀玻璃	4.82%	600533.SH	栖霞建设	3.91%
000776.SZ	广发证券	4.80%	600510.SH	黑牡丹	3.91%
000090.SZ	深天健	4.78%	600991.SH	广汽长丰	3.88%

数据来源: 兴业证券研究所

注: 根据过去三年平均分红率以及 wind 提供的 11 年一致预期 eps 计算

从股东增减持观察，产业资本增减持指标显示估值渐趋安全，特别是国资增持趋于积极，A股“爹不疼娘不爱”的局面有所改变。

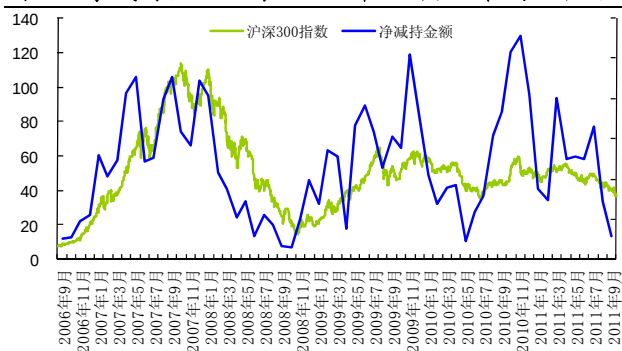
- 9月产业资本减持金额为19.8亿元，环比8月的41.5亿元出现大幅下降，并且是2007年以来的新低；9月净减持金额为13.2亿元，连续两个月环比下降，并处于2008年10月以来的次低水平（2010年5月为10.5亿元）。
- 9月以来国资为代表的权重股增持明显积极，如中国建筑、中国北车、中国中冶、长江电力、海螺水泥、中煤能源、宝钢股份、农行、工行、建行、中国银行等。

表 2：近期权重股增持案例

代码	名称	公告日期	变动数量 (万股)	变动数量 占流通股 比 (%)	变动部分 参考市值 (万元)	代码	名称	公告日期	变动数量 (万股)	变动数量 占流通股 比 (%)	变动部分 参考市值 (万元)
601766.SH	中国南车	11-07-01	80.00	0.03	584.36	600551.SH	时代出版	11-08-30	504.02	2.32	7048.83
000718.SZ	苏宁环球	11-07-05	44.98	0.04	361.40	600138.SH	中青旅	11-08-31	1199.98	3.13	18233.09
600839.SH	四川长虹	11-07-06	102.00	0.03	345.78	600423.SH	柳化股份	11-09-01	809.98	2.03	7964.12
000010.SZ	中国宝安	11-07-09	1639.50	1.52	28551.49	601668.SH	中国建筑	11-09-06	2000.00	0.16	6895.50
600985.SH	雷鸣科化	11-07-13	0.01	0.00	0.17	601299.SH	中国北车	11-09-06	69.45	0.03	320.96
601299.SH	中国北车	11-07-13	410.70	0.16	2692.35	002083.SZ	孚日股份	11-09-09	872.25	1.93	8088.99
600087.SH	长航海运	11-07-13	410.70	0.14	2266.23	000532.SZ	力合股份	11-09-14	176.80	0.52	1701.64
600985.SH	雷鸣科化	11-07-19	162.72	1.26	2337.07	601618.SH	中国中冶	11-09-14	41.50	0.01	126.58
600309.SH	烟台万华	11-07-19	337.96	0.16	6842.77	600900.SH	长江电力	11-09-15	31947.49	4.34	223740.37
000004.SZ	国农科技	11-07-21	420.22	5.01	5509.95	601877.SH	正泰电器	11-09-20	48.00	0.17	799.44
600485.SH	中创信测	11-07-21	1310.04	9.45	19200.45	600585.SH	海螺水泥	11-09-21	320.63	0.08	5551.66
002146.SZ	荣盛发展	11-07-23	214.00	0.15	2233.50	600839.SH	四川长虹	11-09-24	782.43	0.17	2095.28
002450.SZ	康得新	11-07-26	385.62	1.81	8537.58	601898.SH	中煤能源	11-09-24	1128.85	0.13	9981.51
600671.SH	*ST天目	11-07-28	693.00	5.69	7248.78	600157.SH	永泰能源	11-09-27	140.93	0.32	1967.45
601727.SH	上海电气	11-07-28	140.00	0.06	919.19	600019.SH	宝钢股份	11-09-28	2000.00	0.11	10177.90
300219.SZ	鸿利光电	11-08-02	124.23	4.97	2608.93	002115.SZ	三维通信	11-09-28	61.31	0.37	1006.37
002350.SZ	北京科锐	11-08-09	13.61	0.20	235.81	600815.SH	厦工股份	11-09-29	24.86	0.03	325.36
600642.SH	中能股份	11-08-11	1065.00	0.23	4635.27	002126.SZ	银轮股份	11-09-29	26.31	0.23	455.09
601766.SH	中国南车	11-08-16	54.41	0.02	291.98	000961.SZ	中南建设	11-09-30	149.99	0.48	1130.94
600886.SH	国投电力	11-08-16	149.69	0.14	967.36	000700.SZ	模塑科技	11-10-11	45.52	0.15	274.03
600565.SH	迪马股份	11-08-20	889.65	1.24	4611.11	600787.SH	中储股份	11-10-11	218.57	0.47	1993.36
600690.SH	青岛海尔	11-08-20	2607.94	0.97	51656.65	601288.SH	农业银行	11-10-10	3906.83	0.19	9571.18
601607.SH	上海医药	11-08-22	853.31	1.03	14107.63	601398.SH	工商银行	11-10-10	1458.40	0.01	5787.58
000778.SZ	新兴铸管	11-08-24	1299.39	0.96	11944.59	601939.SH	建设银行	11-10-10	738.44	0.08	3255.45
600815.SH	厦工股份	11-08-24	117.92	0.15	1600.03	601988.SH	中国银行	11-10-10	350.97	0.00	1000.04
000042.SZ	深长城	11-08-29	1197.32	5.00	22327.99	000529.SZ	广弘控股	11-09-30	445.34	1.74	2952.60

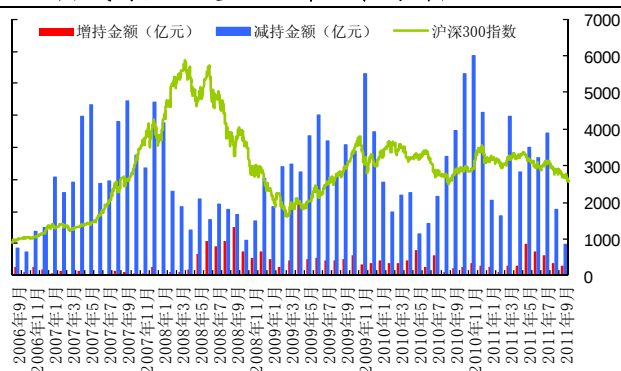
数据来源：兴业证券研究所

图 7：净减持金额处于 2008 年 10 月以来的次低水平



数据来源：Wind，兴业证券

图 8：9 月减持金额是 2007 年以来的新低

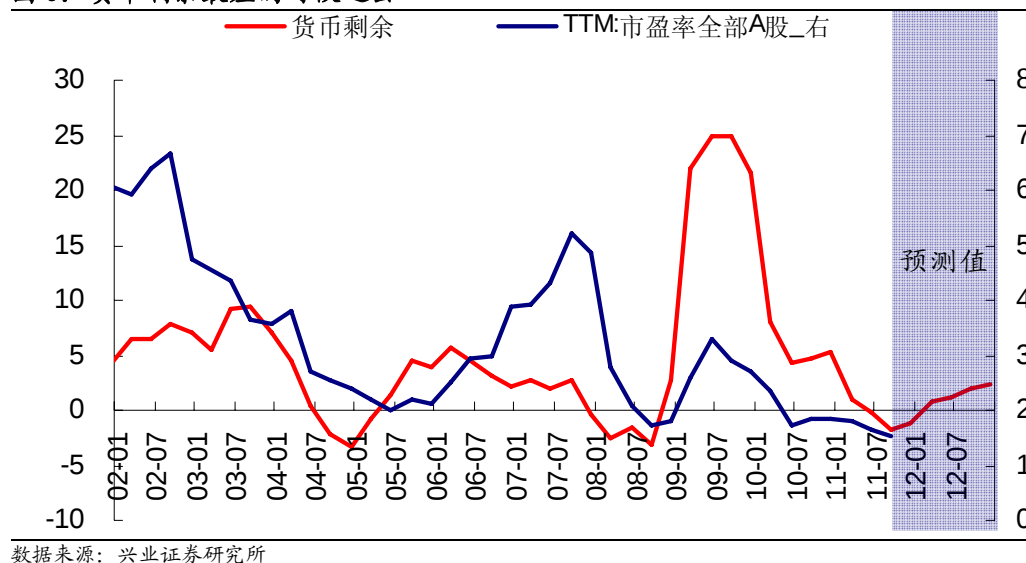


数据来源：Wind，兴业证券

流动性环比改善

宏观流动性最困难的日子已过去。经济、通胀温和回落，叠加政府“换届”控通胀、压房价，12 年春季前，政策中性观察，难以显著改善。但是随着名义 GDP 回落，并且政策逐步进入纠错、微调阶段，宏观流动性压力有所缓解，10 月开始货币剩余有望低位回升，对资产价格估值影响相对中性。

图 9：货币剩余最差的时候过去



资金价格明显回落。季末时点考核压力过后，加上连续两周千亿以上资金到期，以及通胀见顶后货币政策预期的边际改善，流动性层面的压力明显回落。SHIBOR 平均降幅超过 50bp，票据直贴、转贴利率降幅均在 300bp 以上；继前两周长端收益率率先回落后，本周国债、央票短端利率明显回落暗示流动性环境的改善，3 个月国债收益率周累计回落 33.07bp 至 3.0560%；预计 10 月份资金面阶段性改善的状况有望延续，有助于 A 股市场超跌后演绎“喝汤”行情。

图 10：2011 年以来 3 个月以下期限 SHIBOR 利率

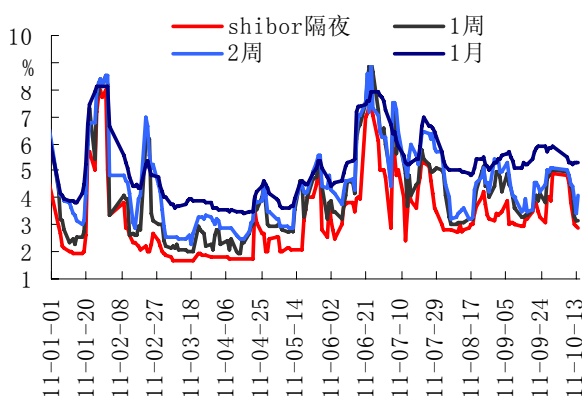


图 11：长三角票据直贴利率

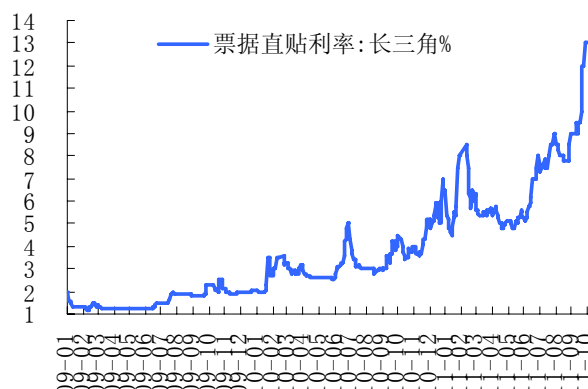
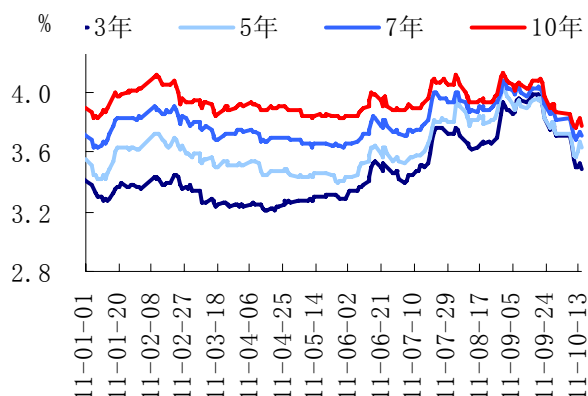
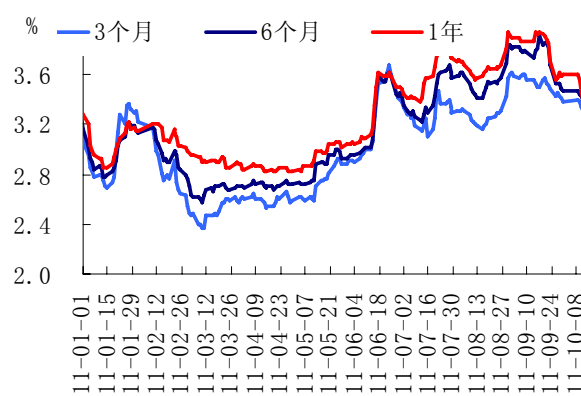


图 12：2011 年以来中长期国债到期收益率



资料来源：WIND，兴业证券研究所

图 13：2011 年以来短期国债到期收益率



资料来源：WIND，兴业证券研究所

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。岁末年初若有高利贷危机的第二波，对于 A 股的影响更多是结构性的。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。

海外危机喘息

海外危机有所缓和，欧美经济偏弱而不崩盘的情景，对当前中国经济和 A 股都是好事情，经济降速转弯、输入性通胀压力下行、政策有局部改善空间，A 股受益对名义 GDP 回落带来的流动性被动改善。

- 欧债问题缓和。EFSF 结束投票，扩容方案获通过；德法两国领导人表示已就欧洲银行业提振计划达成一致；根据兴业宏观判断，有关于希腊问题的博弈仍会持续，但是所剩的时间不多，各方必须在 10 月底之前达成共识，年内希腊违约的概率依然偏小。
- 美国月度数据和周度数据均指向美国就业市场并未恶化且有所改善；美国消费信心和制造业 PMI 超预期回升显示企业及居民的悲观情绪有所修复。

反弹何时结束

基于以上理由，我们判断，反弹行情仍能延续一段时间，投资者悲观情绪的惯性以及可能有大盘股 IPO 等，将使得反弹行情在犹犹豫豫中震荡前行。

- 前期利空黑天鹅过多导致市场形成习惯性的空头思维和悲观情绪，部分投资者现在对我们推的“喝汤行情”仍有疑虑，特别是连续两日强势上涨之后，市场短期可能面临一定的震荡。

- 国资增持 VS 大盘股 IPO。考虑到，近期国资增持不断增多，显示股市政策有所改观，可对冲新的大盘股 IPO 的负面情绪冲击。

那么，反弹何时结束？我们建议从以下两个角度考虑。

- 首先，对于反弹的高度，衡量的标准是整体估值的改善程度 PK 民间资金价格的改善程度，如果估值修复的过快，则跌深反弹的力量衰竭。
- 其次，对于关键性时间点，重点可以关注 11 月中旬之前，因为，10 月到 11 月中旬公开市场到期资金量高达 5300 多亿元而之后急剧减少，另外 11 月中旬之前完成第二批的保证金上交存款准备金。

策略建议：防守反击，进一步演绎跌深反弹

依然坚持跌深反弹的这条主线，因为核心逻辑就是在于政策、流动性、民间资金价格、管理层对股市的态度等因素的边际改善，特别是民间资金价格开始高位松动，这有助于跌深板块的估值向均值的方向修复、从而形成轮流反弹。

当前，反弹的第一阶段即“中字头”超跌类股稳住市场情绪，之后进入第二阶段即超跌股的群魔乱舞阶段，可以参考跌幅、估值和机构博弈等因素来筛选跌深反弹品种。

进取型投资者，继续积极博弈跌深反弹

首先，可以继续关注更广泛意义上的“中字头”超跌类股，收益率要求不高的可继续参与我们近 1 个月来持续推荐的金融、电力设备、交运设备、水利等。

图 14：证券 PB 处于历史底部



资料来源：WIND，兴业证券研究所

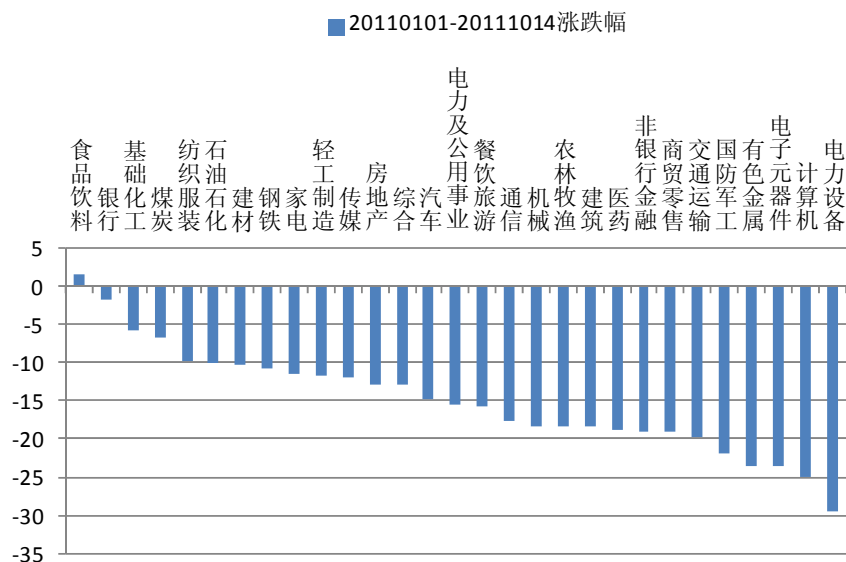
图 15：电气设备 PB 接近 08 年最低值



资料来源：WIND，兴业证券研究所

其次，交易型的投资者可以关注超跌股的群魔乱舞，如地产、TMT、成长股、以及三季报超预期个股等。但是，需要精选个股，提防三季报地雷的风险，最好是针对自己重仓股进行波段操作。

图 16: 2011 年初以来行业板块涨跌幅



数据来源：兴业证券研究所

谨慎型投资者逢高调仓

不愿意折腾喝汤的谨慎型投资者，可以趁反弹时逢高调仓以及持仓品种。

- 关注债券中期走强带来的机会以及类债券（分级基金优先份额、金融、“中字头的央企”等权重蓝筹）；
- 收缩持股，精选消费和真成长，提防业绩变脸，等待明年更好的机会。

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。