

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

磨、忍、折腾
——A股市场投资策略报告

2011年11月20日

相关报告

20111106《反弹行情将在犹豫中延续》
20111023《底部区域的反弹和煎熬》
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”》
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》
20100518《7月份/2300 绝地大反弹》

投资要点

★回顾：喝汤行情

——10月以来，《勇敢者的游戏》《底部区域的反弹和煎熬》提示市场过度悲观，而政策微调、流动性改善、预期修复驱动喝汤行情。

★展望：“喝汤”行情之后，也许过一段“草地”

——维持年内2300点附近是底部区域的判断，但底部区域会有波折有反复，在基本面实质性改善之前，投资者的分歧都会存在，比如“经济是在房地产困局下走向硬着陆，还是政策微调下的软着陆？”“企业盈利下调的程度”“欧债危机的冲击”等。这些风险尚未充分释放，与政策改善、流动性改善的力度PK，行情或有反复。“喝汤行情”之后，行情的长征之旅可能将过一段“草地”。

——流动性趋势性改善，年关有波折。10月份工业增加值估算的货币剩余今年以来首度出现回升；季调以后的M1筑底回升验证流动性的边际改善；政策转向的边际效应弱化，后续须关注11月信贷数据，倘若不达预期，将令行情震荡；民间资金危机并未彻底解除，“年关”临近民间资金链将受冲击，产业资本减持套现动力增强，A股特别是中小盘股行情面临波折。11月1-18日A股特别是中小板减持金额比上月同期大幅增加。

——欧债危机反复折腾，危机会强化中国政策调整、相机抉择的力度和节奏。但是，有了4万亿投资的教训之后，政策能不能走好平衡木，在较高的通胀平台上，处理好增长和通胀的关系，短期难以证伪。在前景不明朗时，市场情绪趋于悲观、谨慎。

——关注融资游戏规则的变化趋势。“村长拼命搞养殖搞成富氧化”，如果股市的投融资功能有新的规划、定位，将是制度性利好。但退市制度的建立，特别是从创业板开始试点，也将对小盘股的疯狂炒作提出警示。

★策略建议：配置债券及类债券蓝筹为主

——立足于配置的安全性，继续持有债券、类债券“蓝筹”，包括金融、交运、电力、交运设备、消费等行业龙头。

——立足中长期精选个股，提防在年底资金面波折、盈利下调的过程中踩到地雷。关注实质性受益信贷和财税鼓励的“保就业、促转型、稳经济”相关的产业链，包括现代消费服务、交运设备、电力设备、水利等；受益要素价格改革，如电力，天然气，水务等。

——关注催化剂，比如跌破增发价使得增发难以实施、股东或高管增持等。

目 录

回顾：喝汤行情	- 3 -
展望：“喝汤”行情之后，也许过一段“草地”	- 5 -
流动性趋势性改善,年关有波折	- 5 -
海外危机是次要因素但很折腾，博弈对冲力量	- 7 -
关注融资游戏规则的变化趋势	- 7 -
策略建议：配置债券及类债券蓝筹为主	- 8 -
图 1：2011 年兴业策略观点	- 4 -
图 2：货币剩余的拐点显现	- 5 -
图 3：M1 环比筑底验证边际改善	- 6 -
图 4：减持金额环比上月同期大幅增加	- 6 -
图 5：中小板减持金额环比上月同期大幅增加	- 6 -
图 6：10 月以来 IPO 家数和募集资金大幅降低	- 8 -
图 7：PE(TTM) K 线图	- 8 -
图 8：PB 的 K 线图	- 9 -

回顾：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。

——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反弹的机会。

——和年初《积极防御》、《敦刻尔克大撤退》时的大环境不同。当时悲观，因为，流动性、政策、经济基本面都面临恶化的风险，而且风险才刚开始释放；但近两个月，诸多风险因素充分释放，如高利贷盛极而崩、通胀见拐点、经济回落、海外危机等，有些风险虽尚未充分释放，但一定程度已提前反映在股价中，如，企业盈利下调、房地产的风险等，而政策和流动性有所改善。

——因此，2437点我们发出报告和短信“空翻多、看反弹”之后，虽然经历诸多利空“黑天鹅”，但对底部区域的判断，使我们退守到“偷鸡不成也不会蚀啥米”的品种来参与行情，优选了已超跌“中字头”股，金融、交运设备、通信等，特别是权重蓝筹。

——此后虽然经历两个月的震荡磨底，但风暴过后终见彩虹，反弹完全符合我们的判断。如果按照我们的建议来参与行情，即使在2437点反弹到2636点之后开始回调，再到重回2473点的整个悲欢离合的过程中，我们推荐的板块的确都取得相对收益，绝大多数甚至是绝对收益。

——10月以来，《勇敢者的游戏》《底部区域的反弹和煎熬》提示市场过度悲观，而政策微调、流动性改善、预期修复将驱动行情反弹。投资机会上，蓝筹为盾，主题是矛，考虑到底部区域反弹常伴随着震荡和反复，立足于配置的安全性，继续持有债券、类债券“蓝筹”，包括金融、交运、电力等行业龙头；进攻方向关注政策驱动的主题，包括实质性受益于信贷和财税鼓励的“保就业、促转型、稳经济”相关的产业链，关注股东或高管增持等主题催化剂。

图 1: 2011 年兴业策略观点



数据来源：兴业证券研究所

展望：“喝汤”行情之后，也许过一段“草地”

我们维持年内 2300 点附近是底部区域的判断，但底部区域的反弹并非一马平川，过程中有波折有反复。在基本面实质性改善之前，投资者的分歧都会存在，比如，“经济是在房地产困局下走向硬着陆，还是政策微调下的软着陆？”“企业盈利下调的程度”“欧债危机的冲击”等。这些风险尚未充分释放，其演绎的进程仍会较为折腾，与政策改善、流动性改善的力度 PK，行情或有反复。“喝汤行情”之后，行情的长征之旅可能将过一段“草地”。

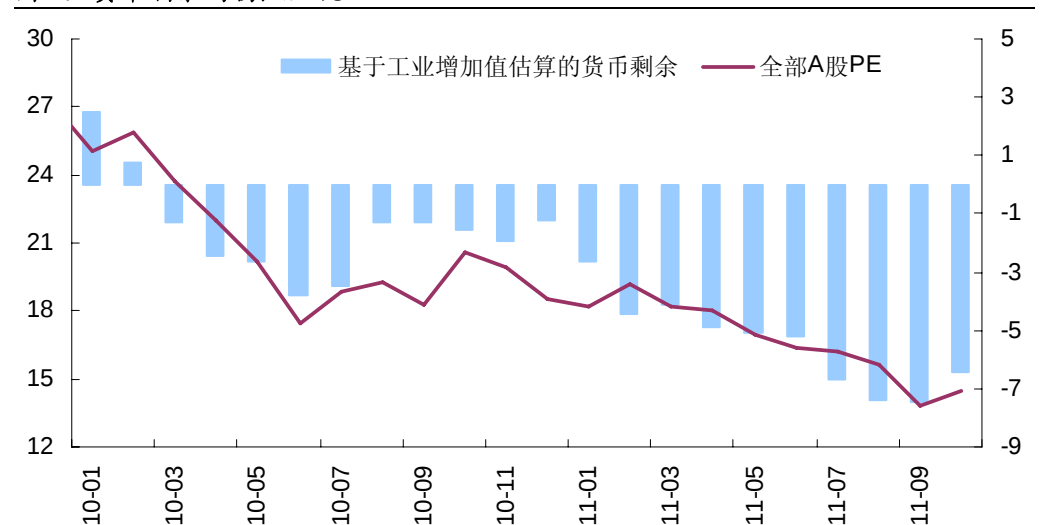
流动性趋势性改善，年关有波折

宏观流动性层面，随着名义 GDP 的回落，货币的名义需求拐点显现，宏观流动性供需失衡的局面出现改善，10 月份工业增加值估算的货币剩余今年以来首度出现回升，A 股估值有望底部回升。

政策微调驱动流动性主动改善，边际效应弱化。季调以后的 M1 筑底回升验证流动性的边际改善。但是，在政策转折时点过去之后，边际效应逐渐减弱，后续须关注 11 月信贷数据，倘若不达预期，将令行情震荡。

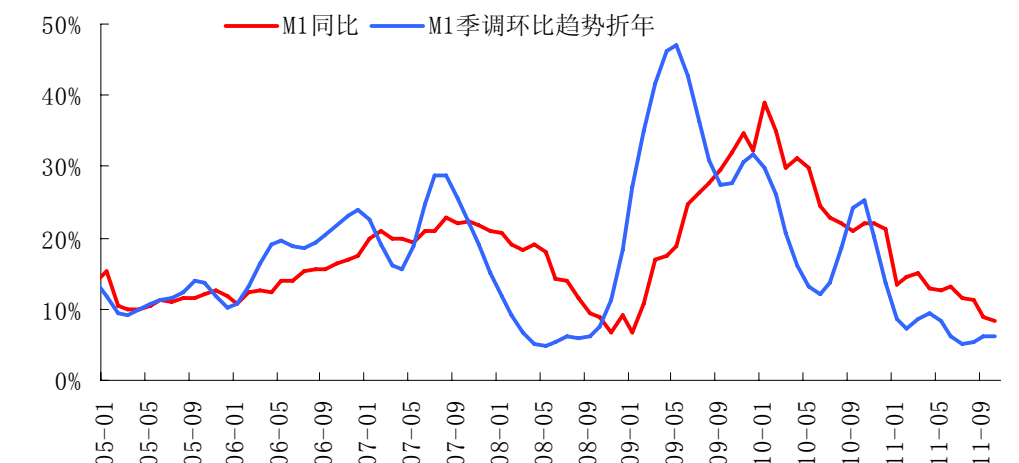
但民间资金危机并未彻底解除。公历的年底和农历的春节向来是企业、民间拆借等关帐的时间点，届时民间资金链受冲击，产业资本减持套现动力增强，A 股特别是中小盘股行情面临波折。实际上，11 月 1-18 日减持金额为 34.4 亿元，比上月同期的 9.6 亿大幅增加，特别是中小板的减持金额环比升幅最大，临近“年关”这一局面可能愈演愈烈。

图 2：货币剩余的拐点显现



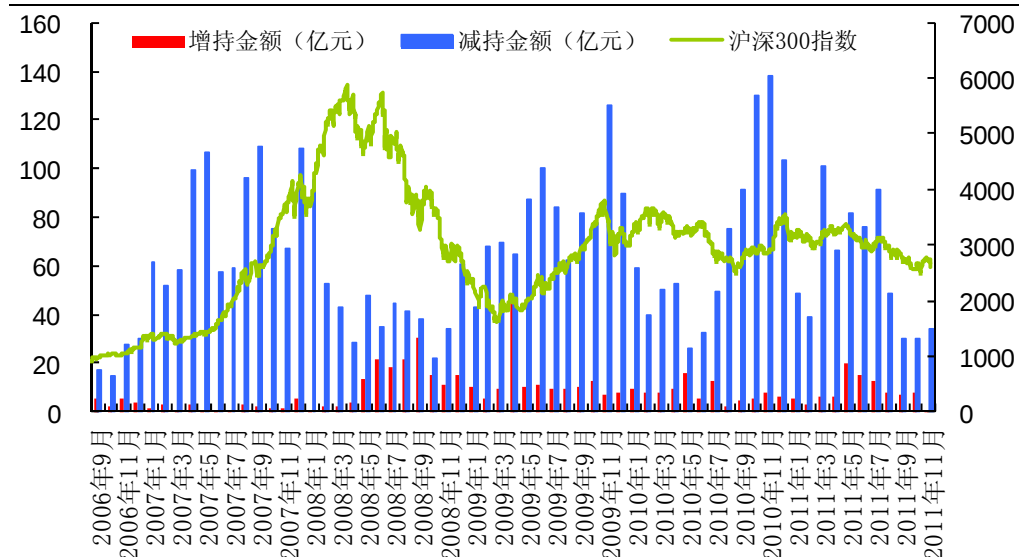
数据来源：兴业证券研究所

图 3: M1 环比筑底验证边际改善



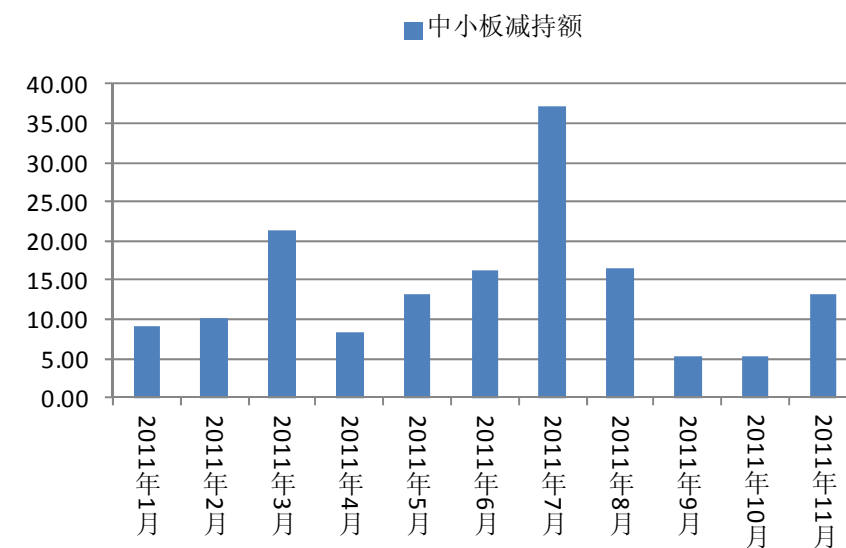
数据来源: 兴业证券研究所

图 4: 减持金额环比上月同期大幅增加



数据来源: 兴业证券研究所

图 5: 中小板减持金额环比上月同期大幅增加



数据来源：兴业证券研究所

海外危机是次要因素但很折腾，博弈对冲力量

欧债危机反复折腾。根据兴业宏观，对欧洲的担忧已经开始蔓延到各个国家，债务不再仅仅是 PIIGS 国家的问题。不仅西班牙国债发行利率接近 7%，法德国债利差也已经达到去年 5 月意大利的水平，对信用风险的担忧已经开始进一步蔓延至欧元区核心国家。不仅如此，欧洲银行人人自危的情绪下，其对于东欧国家的信贷支持也趋向冻结。另一方面，欧洲的问题也开始加剧对美国银行业的担忧“市场当前的情绪，已经到了必须要找到一个释放点的地步，只有将局面推向崩溃的边缘，才能够迫使欧洲推出类似 10 月底的那种一揽子救助计划，以平息市场情绪”。

对 A 股而言，会有冲击，但只是外因、次要因素，并非现阶段的主要矛盾。非常重要的是，危机会强化中国政策调整、相机抉择的力度和节奏。

- 首先，政策及时转向，政府已经意识到海外危机可能产生的冲击，重提“稳经济”。胡锦涛 G20 峰会发言“确保强劲增长是首要”，温家宝东亚峰会讲话“面对当前国际金融危机带来的严峻挑战，东亚各国最为关心的议题和最为迫切的任务是保持东亚经济持续较快增长”。
- 第二，通胀潮水退去、经济增长偏弱提供了政策改善的空间。CPI 季调环比趋势折年快速回落，PPI 季调环比维持负值。工业增加值、发电量、消费、出口的季调环比趋势折年继续偏弱。汽车销量平稳，房地产投资下滑，新开工面积和销售销售面积环比低位徘徊。我们判断 09 年至今稳经济、促转型的政策基调仍将延续，可以把其中治理通胀阶段看做一段插曲。
- 第三，一旦硬着陆风险加大，我们可以期待政策对冲的力度加大、节奏加快。但是，有了 08 年 4 万亿投资的教训之后，政策能不能走好平衡木，在较高的通胀平台上，处理好增长和通胀的关系，短期难以证伪。在前景不明朗时，市场情绪趋于悲观、谨慎。

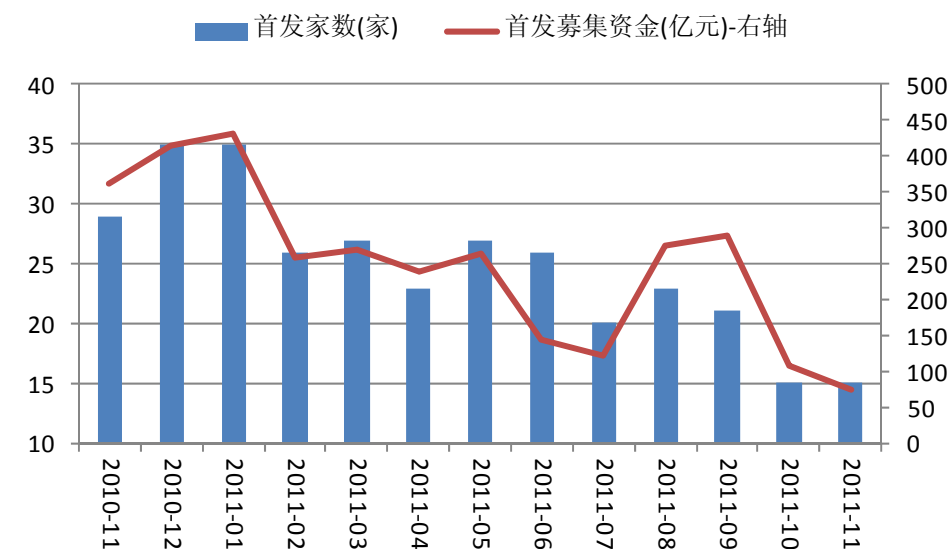
关注融资游戏规则的变化趋势

我们提出“资金争夺战”时曾经调侃“大河无水小河干，小河干成了池塘，村长还拼命搞养殖搞成富氧化”，杀鸡取卵的融资安排陷入已经走入了迷途。如果股市的融资功能、投资功能有新的规划、定位，重新进行 IPO 和再融资的市场化体制改革、完善退市机制，将是制度性利好。但是，退市制度的建立，特别是从创业板开始试点，也将对小盘股的疯狂炒作提出警示。

- 近期，证监会监管新政在 IPO 发行上率先试点，证监会对公司分红的最新要求有助于控制新股供给的数量，有助于筛选出真正为股东创造长期回报价值的公司。
- 证监会 18 日新闻发布会提出六大措施，其中提出，多管齐下逐步改变高市盈率发行股票的局面；完善退市制度，坚决遏制恶炒绩差公司的投机行为，先在创业板探索试行退市制度改革。

- 10月以来，IPO家数和募集资金处于较低水平，10月仅IPO15家，募集资金106亿，11月至今，募集资金仅74亿，较今年1-10月月均255亿大幅降低。

图 6: 10 月以来 IPO 家数和募集资金大幅降低



数据来源：WIND，兴业证券研究所

策略建议：配置债券及类债券蓝筹为主

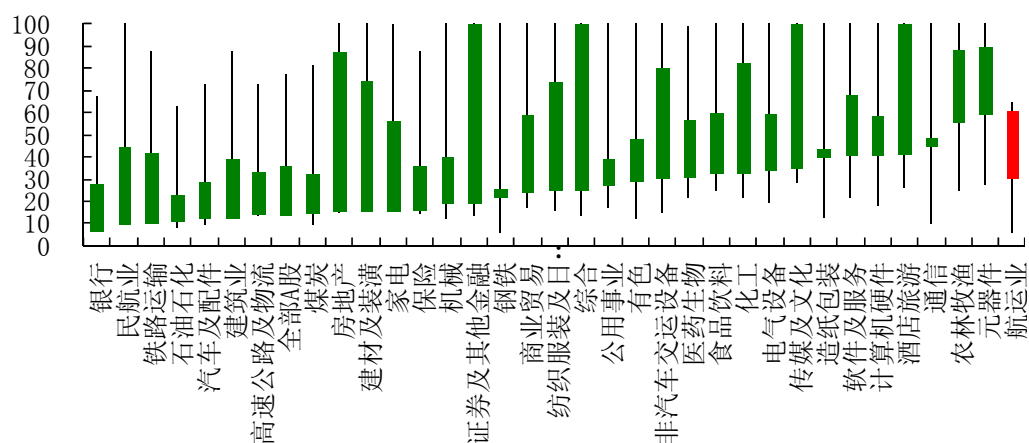
首先，考虑到底部区域常伴随着震荡和反复，立足于配置的安全性，继续持有债券、类债券“蓝筹”——具备中长期投资的安全垫（以谨慎的业绩预期推导的估值已具吸引力和安全性），包括金融、交运、电力、交运设备、消费等行业龙头。

第二，立足中长期精选个股，提防在年底资金面波折、盈利下调的过程中踩到地雷。关注实质性受益于信贷和财税鼓励的“保就业、促转型、稳经济”相关的产业链，包括现代消费服务、交运设备、电力设备、水利等；受益要素价格改革，如电力，天然气，水务等。

第三，自下而上来看，可以关注有催化剂的个股，比如跌破增发价使得增发难以实施、股东或高管增持等。

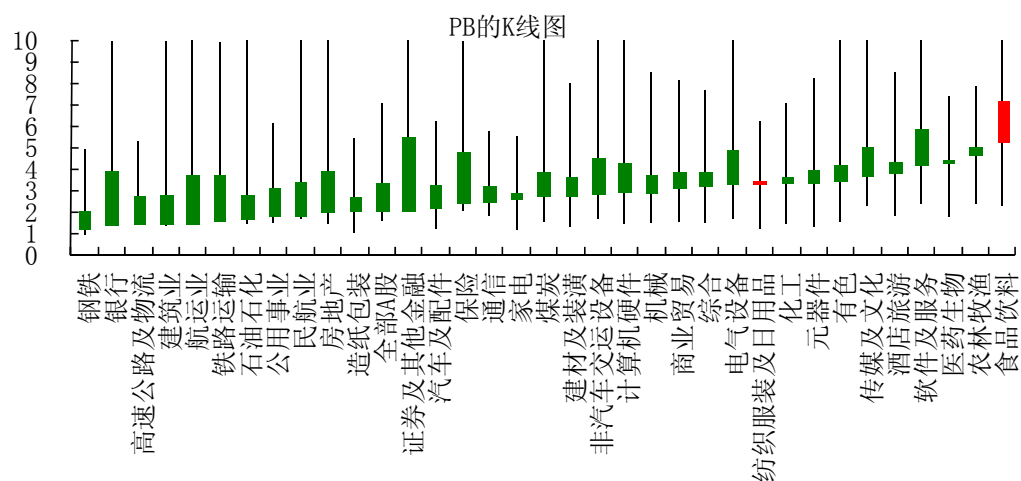
图 7: PE(TTM) K 线图

PE的K线图



数据来源: WIND, 兴业证券研究所

图 8: PB 的 K 线图



数据来源: WIND, 兴业证券研究所

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。