



策略研究

2011.12.19

策略一周：勇敢的心

 **钟华**
 021-38674602
 zhonghua008457@gtjas.com
 编号 S0880511010056

本报告导读：

摘要：

- 策略一周的定位在于关注市场中的短期现象，作为月度行业配置的补充，希望能够通过探讨切身所见、切身所闻，及时跟踪市场短期的热点以及风格转换，也从实证检验中不断完善自上而下的策略逻辑。
- A 股市场周五迎来反弹，对此我们点评如下：此前持续的缩量调整以及部分题材、高估值板块大幅下跌之后，市场情绪频临冰点自身存在一定超跌反弹的需要，股指期货昨日的交易数据也反映如此诉求
- 回顾 2005 年以来股票市场见到底部并呈现趋势性机会的时候，十年期国债收益率基本都是从前期高点回到 3.4 左右，而我们的固定收益研究员认为，在通胀、经济双回落的 2011 年底、2012 年初，资金价格有望回落到这一区间，股市也有望迎来趋势性的上升机会。
- 现在利润回落的背景与现象与 2008 年极其类似，PPI 见顶回落之后的第一个季度往往是企业盈利下滑最快的时候，以现有的经历来看，利润正在呈现 2008 年砸小坑的情形，利润有望在一个季度左右的库存调整期之后呈现歧异点的恢复。
- 在股指进一步探底过程中，我们认为在通胀回落确定、经济在现有的一个季度左右时间仍在快速回落的背景下，存在时不时的政策放松延续或者更直接、强度更大的预期转变，更具参考意义的 10 年期国债收益率回落明确 A 股市场的底部区域，股指具备随时反弹的可能。这也意味着部分品种的“躺下装死”策略有望得以实现，有点类似于 2008 年 9 月份之后金融、地产板块就没有再创新低。
- 鉴于经济调整步伐的延续，周末的新闻来看我们也没有寻找到能够直接扭转市场颓势的惊喜，预计底部的酝酿到最终趋势性机会的崛起仍需时间，市场在此低位下出现的超跌反弹，我们还是建议进一步配置进可攻、退可守的大金融、地产和通讯，行业研究员推荐公司如下：招商银行、南京银行、保利地产、首开股份、招商地产、东软载波、莱宝高科、新华保险、华谊兄弟、光线传媒

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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

解静：
 电话：010-59312711
 邮箱：xiejing008484@gtjas.com

尹为醇：
 电话：021-38674936
 邮箱：yinweichun010845@gtjas.com

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

A 股市场周五迎来反弹，对此我们点评如下：此前持续的缩量调整以及部分题材、高估值板块大幅下跌之后，市场情绪频临冰点自身存在一定超跌反弹的需要，股指期货昨日的交易数据也反映如此诉求。

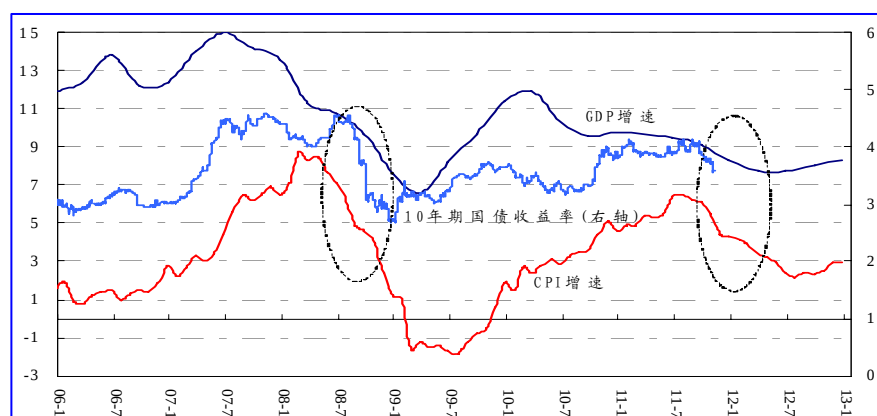
自 9 月底汇金增持以及央行首次调整存款准备金率以来，市场趋势以及新增信贷数据并没有得到根本性的扭转，我们此前也认为单凭存准调降很难形成趋势性的转折机会，只是后续调整幅度略超预期。我们在 9 月底以来，应该是卖方市场中对于 A 股市场中期以及明年趋势最为乐观的一家，乐观的成分更多的基于通胀回落、政策放松、盈利增长筑底回升的周期转变逻辑，从现有的形势来说，我们判断的基础正在逐步实现并且进一步加强，只是在阶段性的现有时间点内，的确有点高估了市场对于政策渐次放松的承受能力。

如何在短期内更好的平衡市场预期差应该是我们接下来策略工作需要转变的方向，或许我们真应该学习一些先进卖方所揣摩的右侧跟踪式策略，但是这并非策略分析就投资规划的指导意义所在之初衷，我们还是秉持一颗勇敢的心坚守在左侧，市场的预期差我们可以选择通过板块和热点的方式加以平衡，雷同于 2010 年底我们在看空声中对于大金融板块的坚持。

一、如何看待流动性的宽松

自下调存款准备金率调整以来，市场一直纠结于最近两个月的信贷投放数据，这应该是 2010 年以来策略分析中的新型转变方向之一，我们一直都在不断的跟踪月度、周度的信贷投放，需要承认社会上总体的流动性供应的确是判断 A 股市场的基准之一，但是在一片紧缩声中短暂的周反弹又能掀起何种波澜。而现在，我并没有思考的彻底透彻，莫非月度新增信贷多了 500 亿，那 500 亿就一定流到了股票市场？

图 1：2005 年股市见底前半年行业板块涨跌幅



数据来源：国泰君安证券研究

从历史上来说，相比于月度的信贷波动，股票市场跟流动性关联度更深的应该是资金价格，信贷本质上则跟经济的关联度更大，资金价格的波动一方面反映的是资金供需之间的平衡，另一方面则是各类资产潜在回报率的区别基准。回顾 2005 年以来股票市场见到底部并呈现趋势性机

会的时候，十年期国债收益率基本都是从前期高点回到 3.4 左右，而我们的固定收益研究员认为，在通胀、经济双回落的 2011 年底、2012 年初，资金价格有望回落到这一区间，股市也有望迎来趋势性的上升机会。

中期对于流动性宽松的理解，现在市场比较担心的是在外汇占款比例下降的背景下，银行新增信贷的投放宽松需要不断的依靠下调存款准备金或者贷存比的方式，这应该是传统意义上老路的 M2 放松方式，2005 年之后的信贷宽松依靠的是外汇占款，2009 年依靠的是银行新增信贷。

不过，理性测算，由于我们的 M2 余额已经过于庞大，即使乐观下的 8.5 万亿新增信贷明年的 M2 增速估计也仅在 14 左右。新时代下的股市流动性宽松应该是基于 M2 存量庞大的基础上，各类资产价格潜在回报收益率的差别所引导的资金价格从之前的较高位置有所回落，目前来看，9 月 16 日的香港 ACKER 葡萄酒拍卖会上，1982 年份拉菲葡萄酒每箱拍卖价格从上半年的 70 多万港元大幅跳水至约 32 万港元，再联系到房地产的低迷，这一过程正在逐步加强，此种现象正是日本股市在 1975 年之后 M2 低位增长背景下股市仍然是牛市的基础，也是我们对于 A 股未来流动性宽松的理解。

二、如何看待利润增长的回落

现在利润回落的背景与现象与 2008 年极其类似，PPI 见顶回落之后的第一个季度往往是企业盈利下滑最快的时候，原材料价格的采购高位以及产成品出售时的价格下降，使得经济体一方面经历企业暂停生产这一较合理方式下的快速去库存，另一方面，销量与毛利率的急剧萎缩往往会导导致企业盈利形成一个调整时的歧异点，2008 年出现在 11 月份，单月国有企业盈利出现全部亏损。以现有的经历来看，利润正在呈现 2008 年砸小坑，而利润有望在一个季度左右的库存调整期之后呈现歧异点的恢复。

图 2：国有企业盈利 2008 年 11 月份出现最低歧异点

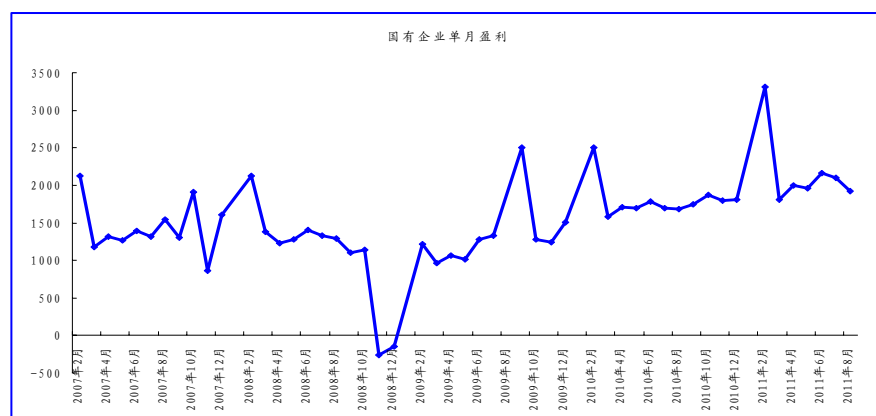
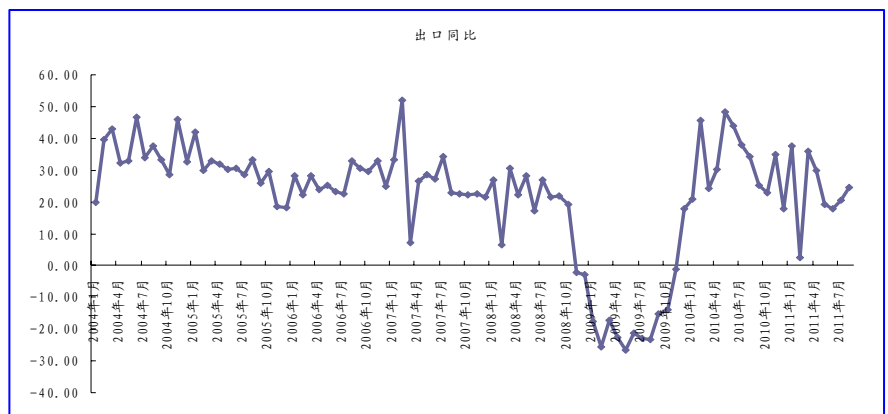


图 3：房地产开发投资同比最低点在 2009 年初



图 4：出口增速 2008 年 10 月份之后迅速回落



数据来源：国泰君安证券研究

三、A 股如何盈利

撇除一般的盈利、流动性分析基准，最近市场上一直流传的一个言辞是 A 股十年无涨幅，其实十年无涨幅本身并无特色，美国股市也是如此尤其是当我们耳熟能详、被认为优质公司的微软其实最近十年来也是几乎零涨幅，不过，微软在 2012 年被认为是极具机会的投资品种，因为明年会推出 WIN8，不知道 A 股市场是否能在明年更进一步调结构中在估值较低的基础上也迎来投资机遇，我们比较认同。

近期很多人似乎都在抱怨 A 股市场是一个缺乏投资机会的市场，从公司的角度我们很难看到真正的盈利模式，ROE 的高企中很大程度是源于资产负债率的提高。回答这个问题可以有两个切入点，其一是在两年来这一背景并没有多大改变的基础上，2300 以下我们在思考这个问题的时候，曾经 3400 点的我们又是如何审视这个问题的？其二是，正是这一 A 股市场的大现实，决定了 A 股本身跟盈利周期性波动的短暂性，也让我们坚信明年短周期调整结束时 A 股必有机遇。

回顾 20 年以来的 A 股市场，因为最近一直都在做的一件有意思的事情是看待 2007 年之后季度涨幅最大 A 股的演绎逻辑，如何盈利简单单归类下可以从时间和博弈的两个维度，时间点的选择就是在于经济和公司盈利周期的把握；博弈则是在于如何理解政策、如何理解同行的竞争对手以及如何理解上市公司。A 股 2005 年之后大牛市的理解，应该是协同了宏观的景气周期以及内在博弈时股改所带来的上市公司基于二级

市场的利润反馈。所以，明年 GDP 增长周期波动中的前低后高决定了 A 股必有机遇，而牛有多大本质上决定于上市公司盈利如何回馈到二级市场，强制分红、创业板的退市制度有利于构建新的博弈方式。

四、小结：底部反弹，不妨“躺下装死”

在股指进一步探底过程中，我们认为在通胀回落确定、经济在现有的一个季度左右时间仍在快速回落的背景下，存在时不时的政策放松延续或者更直接、强度更大的预期转变，更具参考意义的 10 年期国债收益率回落明确 A 股市场的底部区域，股指具备随时反弹的可能。这也意味着部分品种的躺下装死策略有望得以实现，其实躺下装死并非是一种谨慎或者悲观的论调，而是来自于对于部分低估值、盈利增长确定性较高品种在未来趋势性好转时的准备，也是为了防备政策时不时的放松转变，有点类似于 2008 年 9 月份之后金融、地产板块就没有再创新低。

鉴于经济调整步伐的延续，而政策调整的倾向来说似乎出台类似于 2008 年 4 万亿规模的刺激概率很小，周末的新闻来看我们也没有寻找到能够直接扭转市场颓势的惊喜，预计底部的酝酿到最终趋势性机会的崛起仍需时间，在此前市场一片低迷并且受到一部分结构化产品被迫减仓的影响下，市场在此低位下出现的反弹，我们还是建议进一步配置进可攻、退可守的大金融、地产和通讯，行业研究员推荐公司如下：

公司	2011EPS	2012EPS	2011PE	2012PE	推荐理由
招商银行	1.46	1.75	7.96	6.64	住房按揭贷款重定价的代表
南京银行	1.03	1.25	9.15	7.54	债券市场回暖最受益的代表
保利地产	1.02	1.32	9.6	7.4	保利地产：（1）目前已售未结转销售收入已锁定 11 年、12 年全年业绩，锁定性位列地产股前列。（2）公司坚持随行入市、货如轮转的高周转策略，新盘可售货量充足，在首套房利率、首付成数下降的背景下，有望受益。
首开股份	1.10	1.37	7.6	6.1	首开股份：（1）公司业绩锁定性好，目前已锁定 2011 全年及 2012 年 80% 的业绩，加上现金激励方案可能的出台，使得业绩增速有保证；（2）销售情况较好，目前预计并表部分 115 亿，非并表部分 30 亿左右，整体达 150 亿左右，全年目标完成率较高。
招商地产	1.46	1.89	11.6	8.9	招商地产：（1）由于国资委对央企地产股权激励的态度缓和，预计股权激励方案推出可能性大；（2）大股东的资产资源丰富，公司将从中受益；（3）地产股中销售目标完成最好的公司，预计 1-12 月初完成认购额 210 亿，已达全年 200 亿的目标。
东软载波	2.07	2.69	30	23	充分受益国家智能电网改造规划，预计未来 4 年将有超过 3 亿只的电表采购量。

					公司目前拥有 40% 的市占率, 凭借其技术研发能力、年内布局完成的销售网络, 将充分受益国家智能电网建设, 实现 30% 以上的复合增长。公司超募资金 8 亿元, 将支持其通过并购整合实现产业链与市场领域双向扩张。公司具有较高成长确定性, 且有外延式扩张规划。
莱宝高科	0.83	1.36	24	15	属于新兴消费电子行业中的国内触摸屏行业龙头, 行业需求确定性高; 公司业绩的最坏时点已经过去, 未来将环比增长: 1. 价格跌幅趋缓; 2. 1 期中大尺寸屏已于 9 月开始盈利, 2 期预计年内投产。增发项目决定了其长期竞争力: 新产品、新客户、新技术三箭齐发, 增强成本竞争力与产业链话语权; 新技术研发把握未来显示技术方向。另外, 受大成基金赎回风险, 形成短期超跌机会。
新华保险	1.04	1.31	25.5	20.2	寿险行业目前处于最低谷期, 将触底恢复, 公司是纯寿险公司, 且 IPO 募资后业务发展障碍解除; 目前 PE 虽然不低, 但盈利增速好于产险, 且 11 年和 12 年新业务价值倍数只有 5 倍和 3 倍; 流通股本小, 面临的市场压力小。
华谊兄弟	0.33	0.55	50.42	30.25	行业高增长、子行业龙头
光线传媒	1.60	2.20	40.06	29.14	行业高增长、子行业龙头

作者简介:**钟华:**

执业资格证书编号: S0880511010056

电话: 021-38674602

邮箱: honghua008457@gtjas.com

浙江大学国民经济学硕士, 2006-2009 年长江证券研究部策略分析师, 2010 年至今国泰君安销售交易部负责行业配置

本公司具有中国证监会核准的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		