



策略研究报告

证券研究报告

A 股研究

资产配置类报告

2012 年 2 月 6 日

当前 A 股像看涨期权——三种逻辑三个概率，一样的买入选择

策略高级分析师：陈瑞明
SAC 执业证书号：S0850511020005
chenrm@htsec.com
021-23219197
联系人：李珂
lk6604@htsec.com
021-23219821

当前，实体经济投资在收缩，风险资产投资在收缩，资金流向低风险的银行存款等形式。

1. 未来股票可能经受三种投资逻辑检验：

1.1 实体经济投资复苏，带动股票投资机会，这是经济基本面的投资逻辑。

1.2 实体经济投资继续收缩，溢出的资金，在现金过渡形式后，转投估值低廉的风险资产股票，这是资金流向的投资逻辑。

1.3 实体经济投资收缩，带动全社会风险厌恶情绪上升。资金流向避险资产如黄金、原油（中东局势），以及无风险资产现金。这是风险偏好的投资逻辑。

2. 三种概率：

第一种，实体经济投资复苏，我们认为概率小。现在和 2008 年不同，当时企业“摒一摒”相信还有“下一个春天”，而现在很多企业在做“战略性”的收缩。例如，因为相信 3-5 年保障房供给的冲击以及房产税的影响，住宅开发商陆续撤出商业市场转投政府的保障房；例如，2008 年后劳动力成本上升，中国出口被东南亚替代很严重；例如，掌握资金的大型国企当下更愿意充当“二银行”角色，而盲目投资冲动在下降（很重要原因源于 2010 年实施的 EVA 考核）。

同时，微观企业对转型的态度比 2008 年更谨慎，一是看不到明显好的行业，二是不知道政策鼓励之后，什么时候又会撤火（温州眼镜大王涉足新能源，银行资金釜底抽薪后，被迫民间拆解就是例子）。

如果说，2008 年的冲击是需求端原因，那么现在的收缩很大程度是“供给端”原因，即劳动力成本上升、资金成本上升、国内外竞争格局变化、政策信心不足等原因造成的。这是一种战略性收缩，而非过渡性收缩。2008 年数字掉的快但恢复也快，现在虽然数字掉的慢，但恢复也慢。

虽然我们相信今年下半年经济同比数据会企稳，但尚不足以见到复苏的信号。用 GDP 同比数据的逻辑来投资 A 股，我们隐约担心会重蹈 2011 年 3、4 季度用 CPI 同比数据投资 A 股的覆辙。

第二种的可能性，实体经济溢出的资金转投股票，以及第三种的可能性，全社会风险厌恶情绪上升，转投避险资产或无风险资产。公开数据很难验证，需要调研。我们了解的有限样本，感性判断是，在企业和居民中，第二种的概率在 50% - 60% 之间；在类机构投资者中，第三种的概率在 50% 左右。

3. 当前 A 股像看涨期权（Call option）

三种投资逻辑都有概率分布，当下没有唯一答案。但不妨碍我们在概率情景下做投资选择。当前的 A 股就像看涨期权。我们知道，看涨期权的特征就是用较小的成本去博取潜在的大收益。

A 股现在面临较小的机会成本，上述三种情况下，最差的就是实体不复苏，即便如此，经历 2011 年的下跌后，经济担忧对 A 股的冲击已进入“尾声化”（我们 2012 年度报告中的“四化”之一）。现在的 A 股纵向比，他的估值相比 1664 点，隐含了业绩负增长 10% 的假设，而在我们模型中，业绩负增长 10% 意味着 GDP 负增长 4% - 5%，这显然是理性难以接受的。现在的 A 股横向比，PE 比一年定存的倒数低（银行的 PE 更低），二级市场价格比一级市场价格低。这些都使得当前 A 股下跌的机会成本很低。

而同时 A 股面临潜在的大收益，上述三种情况中，如果第二种情况发生，A 股将获得实体经济溢出资金推动的行情。

总之，虽然我们尚不足以给定唯一逻辑，但在概率情景下，A 股当下的风险收益特征像 Call option。机会成本小，潜在收益大。

建议买入。PE 便宜、绝对价格低、行业无风险的股票都是可选标的。

落实到中观，维持“1 季度看货币，配超跌周期股”（《总体偏温和，投资结构化——2012 年 A 股投资策略》20111221）的观点。

风险提示：实体经济大幅收缩、国际政治局势加剧动荡。

信息披露

分析师声明

陈瑞明：策略部

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。