

共振因素告一段落，调控预期主导市场

宏观策略定期报告

2011年5月9日

2011年第16期

A股策略周报

信息采集期: 2010.4.18-2010.4.22

报告作者:

国联证券研究所宏观策略组

组长: 张鹏

执业编号: S0590208070087

联系人:

李斌

电话: 0510-82833517

E-mail: lib@glsc.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

一周市场回顾:

4月中旬开始的调整步伐并未在5月中止，市场期盼的红五月也未能迎来开门红。在5月假期后的四个交易日中，A股整体下跌1.32%，股指回到了3月行情发动前的位置。采掘、有色、交运设备、金融服务、建材等5个板块分担了绝大部分市场的跌幅，其中有色金属和采掘板块跌幅明显高于其他板块。前期强势板块的回调可能刚刚开始。

本周市场观点:

我们对市场谨慎的出发点，基本体现在三个问题上：国际流动性和商品市场的拐点风险；受宏观因素影响而导致企业盈利低于预期的风险；出于调结构和控通胀原因，管理层调控措施强于预期的风险。其过去两周内出现短期共振效应，促成了市场自3186后的又一次断裂式调整。

2010年上市公司营收增长35%，净利润增长38.5%，扣除金融行业后，营收和净利润分别增长37%和49%，单纯从财务角度而言是增长迅速的一年。但更重要的是存货的快速上升可能是企业资金压力增大，且未来盈利存在不确定性的重要原因。我们判断2011年上市公司利润增长水平预期在16%-17%左右，这意味着目前市场一致的盈利预期有较大的下降空间。下游消费类行业中的食品饮料、传媒、个人休闲消费品等增长潜力较好；中游制造中的电气设备、化工、航空航天制造等景气依旧。

从三大因素的推演来看，短期内再度出现共振效应的可能性较小。因此，短期内能够产生较大影响的因素还是来自新的宏观调控措施，及市场对其的反应。但我们偏向于认为，目前市场处于弱势状态，反弹的时间和空间都可能是有限的。在反弹过程中的投资机会主要来自前期超跌板块的兴起，并注意回避领涨板块的轮动式调整。

目 录

一周市场回顾	3
内外忧虑加剧指数	3
趋势领涨板块开始领跌	4
本周市场观点	8
长期因素的短期共振是当前的关注焦点.....	8
共振因素告一段落，调控预期主导市场.....	15
本周A股解禁.....	15

一周市场回顾

内外忧虑加剧指数

五月开门红落空

4月中旬开始的调整步伐并未在5月中止，市场期盼的红五月也未能迎来开门红。在5月假期后的四个交易日中，A股整体下跌1.32%，上证指数失守3000点之后，再度失守2900点，股指回到了3月行情发动前的位置，意味着3月和4月的上攻努力已经被消磨殆尽。从成交的表现可以验证本次调整符合我们之前的担忧：在一场消耗战中，没有新入场资金的推动，断崖式的快速下跌难以避免。日均成交额依然在萎缩，1700亿的成交意味着目前点位入场的投资者可能依然寥寥，中小板和创业板交投萎缩的情况尤为严重，从情绪而言，这是市场财富效应丧失的表现。指数表现显示主板权重开始成为下跌的动力。上证50成分股下跌2.63%，180成分股同样下跌超过2%，是上周指数调整的主要动力。相反，中小板和创业板弱势反弹，但与之过去一个月的跌幅而言，反弹力度过小，并不能成为其趋势改变的信号。

从5月初指数的表现而言，验证我们之前对行情保持警惕的思路。国际大宗商品市场的波动、对上市公司盈利预期的担忧和来自对宏观调控依然不确定的市场情绪叠加成为主导市场趋势的力量。但与以往不同的是，对宏观调控的担忧并不局限于针对地产的影响，而对盈利低于预期的判断可能也超出了创业板“业绩地雷”的范畴。这意味着我们一直习以为常的“结构性行情”可能会出现系统性的风险，这一点是需要投资者密切关注的。

图表 1: 上周市场表现

	一周涨跌	市盈率	PPM 11年市盈率	市净率	总市值 (亿元)	总市值 一周变化	流通市值 (亿元)	流通市值 一周变化	一周日均 成交额 (亿元)	成交变化
上证综指成分	-1.64%	14.76	12.29	2.29	225730.93	-1.69%	150581.49	-1.75%	1077.42	-6.41%
上证50成分	-2.63%	11.48	10.05	1.94	138071.46	-2.66%	90143.23	-3.08%	227.12	-14.13%
上证180成分	-2.36%	12.71	10.99	2.07	171734.26	-2.39%	112716.04	-2.65%	464.14	-8.10%
深圳成指成分	-2.34%	19.96	15.51	3.1	18495.28	-2.37%	14284.19	-1.56%	121.67	-12.61%
中小板指成分	0.13%	29.63	22.59	4.88	12189.32	0.00%	8158.13	0.51%	71.93	-15.62%
创业板指成分	0.72%	49.54	32.47	4.19	4652.3	0.61%	1616.22	4.18%	19.30	-32.45%
沪深300成分	-2.21%	13.76	11.81	2.22	210067.99	-2.25%	140319.57	-2.30%	701.68	-10.70%
全部A股	-1.32%	17.17	13.93	2.57	311404.16	-1.32%	202955.39	-1.26%	1731.81	-11.09%

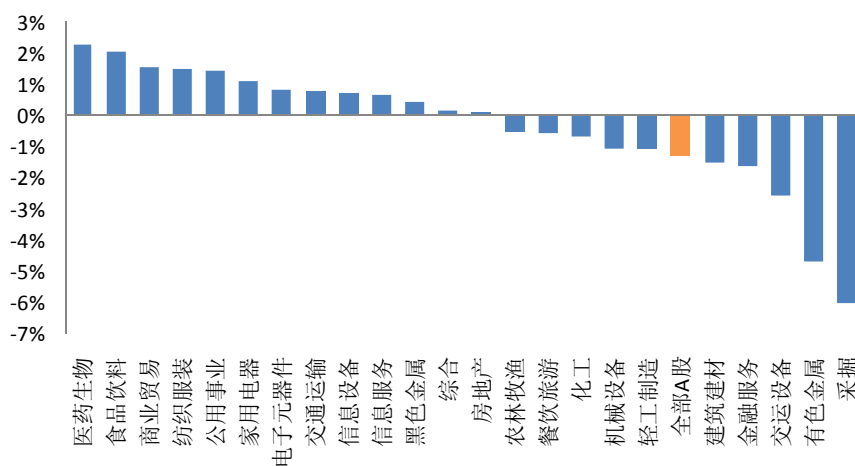
数据来源: 国联证券研究所 Wind

趋势领涨板块开始领跌

上周行业表现情况颇令人担忧。采掘、有色、交运设备、金融服务、建材等 5 个板块分担了绝大部分市场的跌幅，其中有色金属和采掘板块跌幅明显高于其他板块。这其中一方面有上周国际大宗商品市场剧烈波动的因素在起作用，另一方面也是行业板块周期轮动的表现。我们回顾今年以来的行情表现，采掘、有色等板块正是这一阶段市场风格转换，蓝筹股行情崛起的代表，也是拉动指数冲关的最初动力，其后金融、建材、交运设备等板块继之，最终来到公用事业、交通运输等行业。我们担心的是，基于资金面无以为继的调整走势，前期强势板块的回调可能刚刚开始，而金融、建材等在之后几周中继续下跌将导致指数的调整幅度再次超越市场预期。

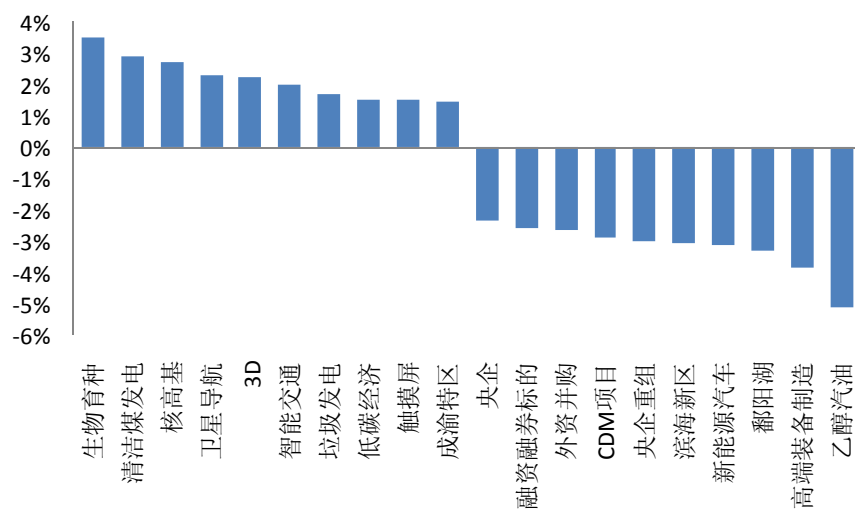
从涨幅情况来看，被抛弃了一段时间的消费类个股反弹，但曾经最为强势的电子器件板块反弹力度较弱，并且上涨板块相对平均的表现也意味着新的市场热点尚未出现，从板块轮动的角度而言，我们也认为市场投资环境可能暂无法扭转。

图表 2: 一周大类行业表现



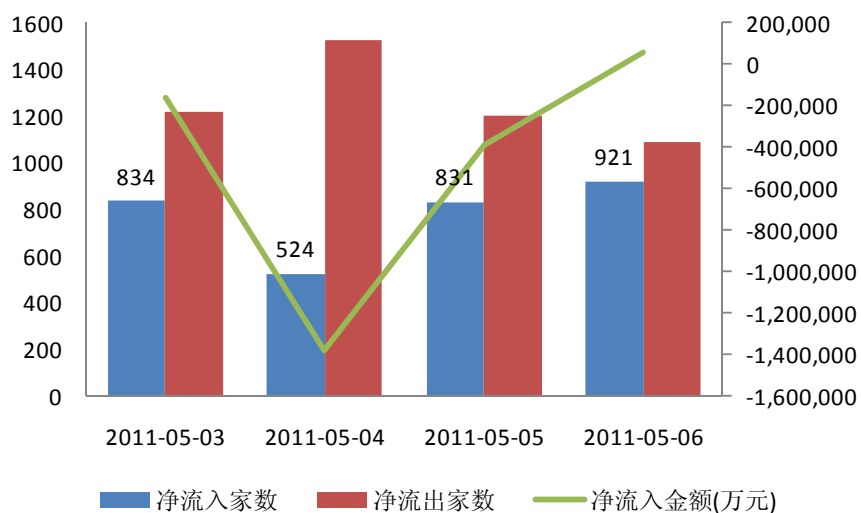
数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 3: 一周主题板块表现



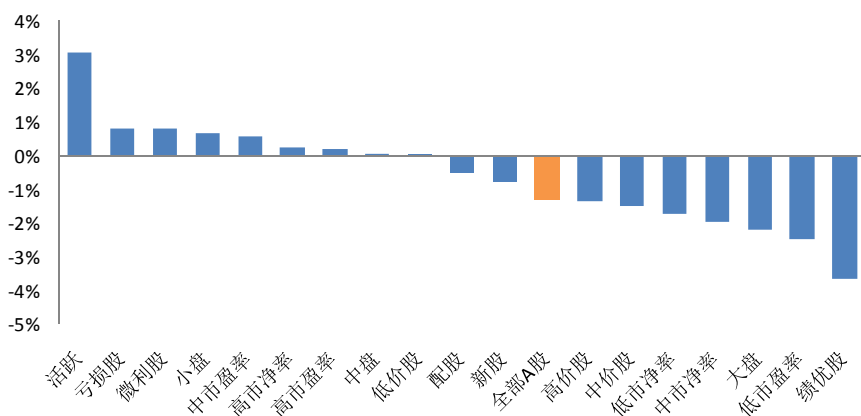
数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 4: 一周市场资金流向



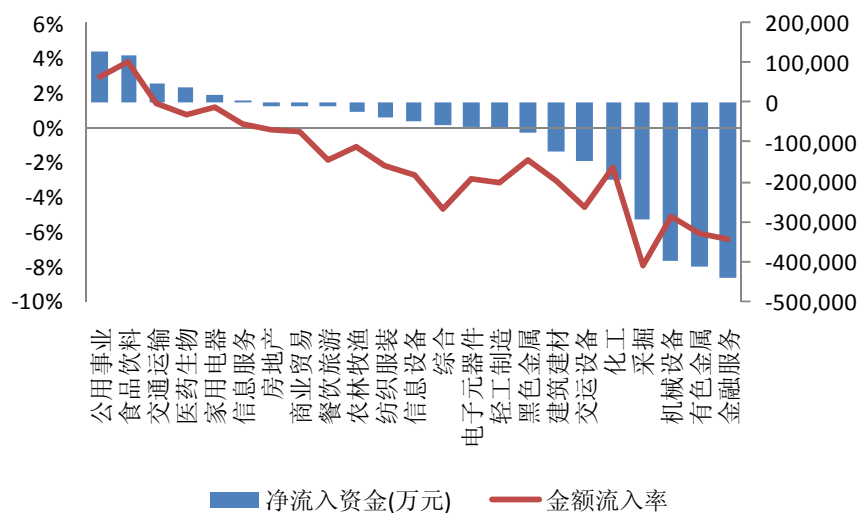
数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 5: 一周风格指数表现



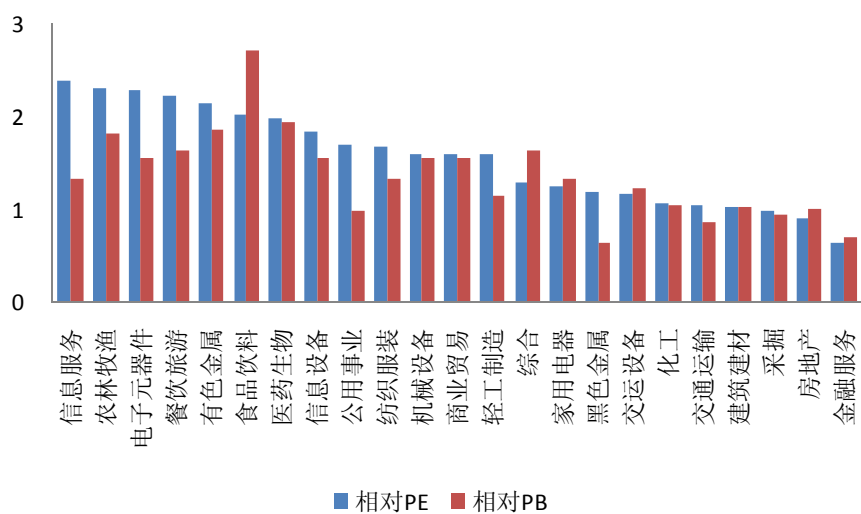
数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 6: 一周行业资金流向



数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 7: 一周大类行业相对估值



数据来源: 国联证券研究所, Wind

本周市场观点

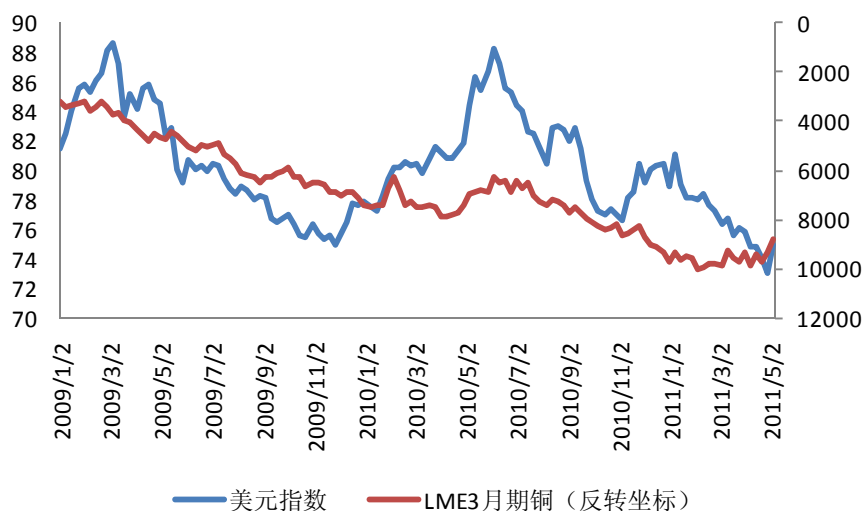
长期因素的短期共振是当前的关注焦点

我们在之前的二季度策略报告、5月月度报告及周报中一再强调了4月底、5月初的调整风险，也一直强调3000点以上风险积聚，应当规避。现在看指数已经运行到我们之前提出的“2800-3000点”的区间下沿，这已经说明我们的逻辑与市场趋势是吻合的。回顾我们一贯对市场谨慎的出发点，基本体现在三个问题上：国际流动性和商品市场的拐点风险；受宏观因素影响而导致企业盈利低于预期的风险；出于调结构和控通胀原因，管理层调控措施强于预期的风险。尽管从性质上说，以上三点都是长期因素，但不幸的是它们均在过去两周内出现短期影响，而这种共振效应也促成了市场自3186后的又一次断裂式调整。

美元表现出了自己的影响力

四月底的周报中我们再度提示了美元表现变化可能带来的影响。尽管这不是我们第一次提示这种变化，但这一次我们是有些把握的。我们注意到铜价在过去一个多月中的表现和美元指数有所背离——美元指数的下跌并未带来铜价的相应上涨，这可能意味着大宗商品偏离供需面的上涨已经到了重要的临界点。最终，我们看到这种不寻常的背离导致了剧烈的波动。5月5日，油价、铜价等几乎全部大宗商品价格猛烈下跌，一直风光无限的白银甚至出现10%以上的下跌，而美元则连续两天反弹超过1%，接近了75点。

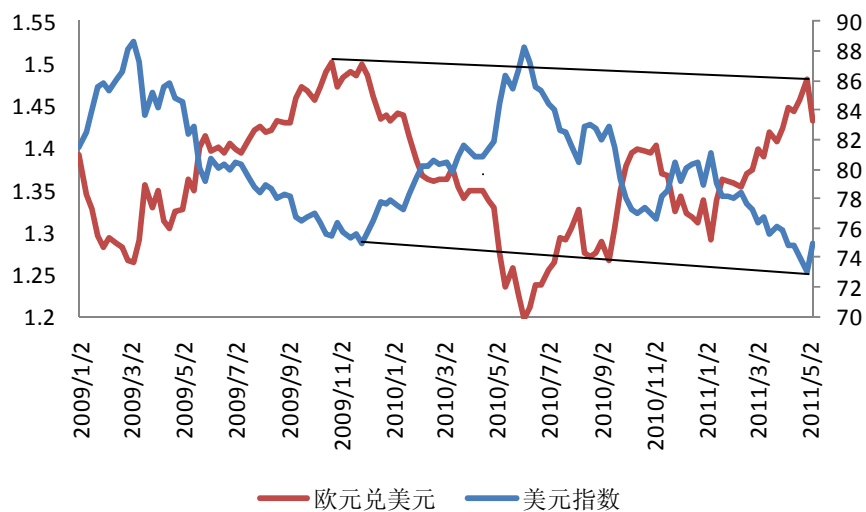
图表 8: 美元指数与铜价



数据来源: 国联证券研究所, Wind

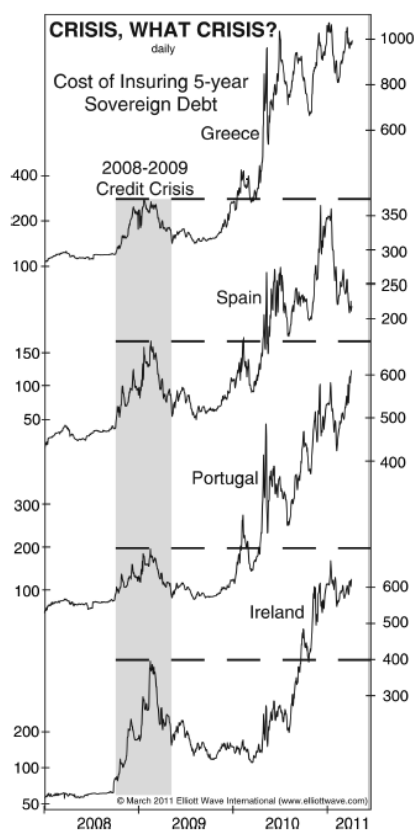
美元指数的波动部分来自欧元的变化。我们之前也曾指出，美元指数的下跌似乎并未得到欧元兑美元汇率表现的完全支持，这又是一个重要的背离。因此我们认为，美元的阶段性反弹包含的不仅仅是对本拉登之死的庆祝。联系印度央行加息时的表态和欧洲主权债务的掉期利率的表现，这其中可能已经包含了全球避险思维的再度兴起和对全球经济的新的不信任，而这会导致新一轮全球流动性趋势的变化。一般认为这种属于流动性的原因影响并不大，但我们考虑到目前欧洲债务、美国经济复苏、等诸多问题都是建筑于宽松的流动性环境，而一旦导致新的危机产生，则商品需求必然也要受到影响，因此我们仍认为这会是一个重要的、关键性的变化，但也许还并非就在此时发生。

图表 9: 美元指数与欧元汇率



数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 10: 欧洲四国主权债务掉期利率



数据来源:

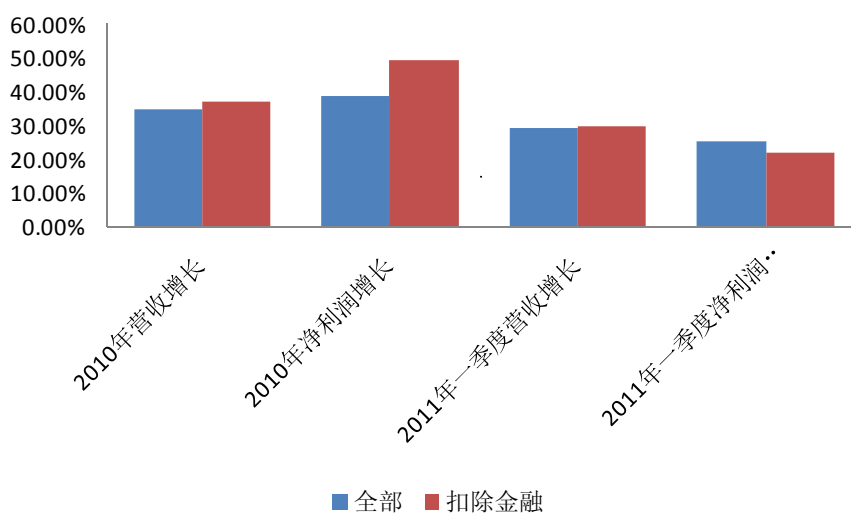
上市公司盈利能力表现并非令人满意

上市公司的盈利状况可能并非那么令人满意。根据年报数据显示, 市场

普遍看到的情况是 10 年上市公司营收增长了 36%，归属上市公司利润增长了 39%，上市公司在 10 年继续保持增长的势头。但我们的分析从其他角度得到了一些不一样的结果。

在扣除了重组及当年上市的公司后，我们看到 2010 年上市公司营收增长 35%，净利润增长 38.5%，扣除金融行业后，营收和净利润分别增长 37% 和 49%，单纯从财务角度而言是增长迅速的一年。2011 年一季度的表现大致延续了增长的势头，全部 A 股收入同比上升 29%，净利润增长 25.5%，扣除金融行业后，营收和净利润分别增长 29.9% 和 21.8%。显然，利润增速高于收入增长的情况在 11 年未能继续保持。

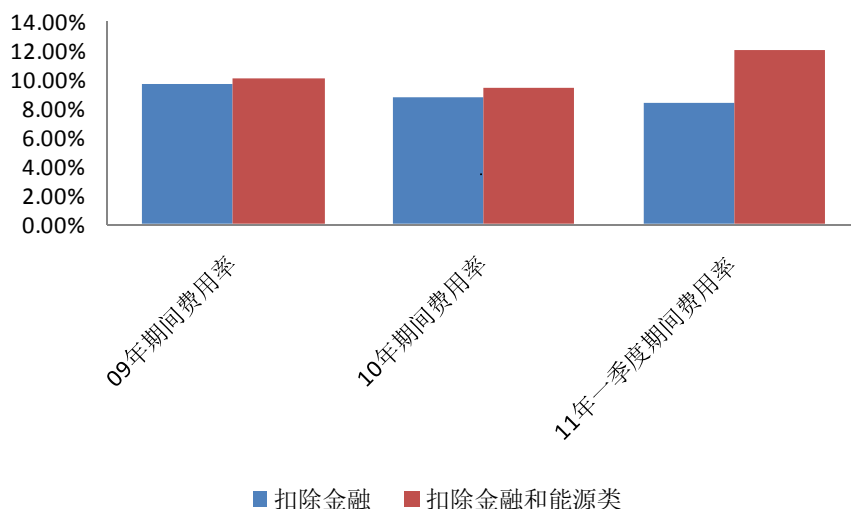
图表 11：上市公司收入和利润增长



数据来源：国联证券研究所，Wind

期间费用增长较慢是营业利润得以快速增长的重要因素。就 2010 年年度数据来看，营业成本增长速度与收入基本持平，即企业毛利率变化不大，而期间费用压力在 09、10 年持续保持低位。2010 年非金融上市公司营收增长 37% 的情况下，三项期间费用总计增长 23.5%，显示较强的盈利能力，其中财务费用增长最少应与 09 年开始的宽松信贷政策有关。但反过来说，一旦经济环境有变，则相关成本上升速度也会较快。我们看到 2011 年非金融企业一季度营业成本上涨 31%，超过了收入的增长，显示出成本上升压力日益明显。如果正如 PMI 数据显示那样下游需求情况并未真实好转，而企业融资成本也在不断上升，则我们应会很快看到企业销售费用、财务费用出现较大增长。

图表 12: 上市公司收入和利润增长



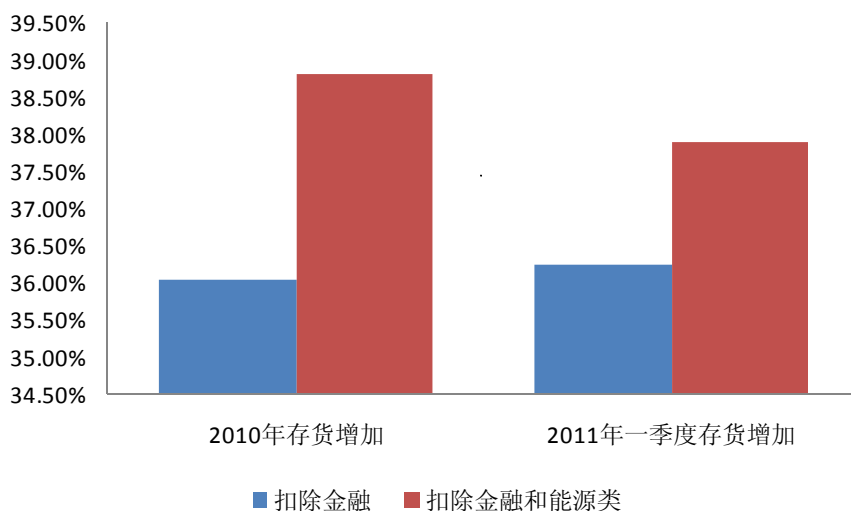
数据来源: 国联证券研究所, Wind

更重要的情况显示于资产负债表和现金流量表项目。相对于非金融类企业 49% 的利润增长, 经营活动产生的现金流却下降了 8.7%。存货的快速上升可能是企业资金压力增大, 且未来盈利存在不确定性的重要原因。扣除金融和燃料能源相关行业后, 10 年存货增加了 38%, 11 年一季度存货同比增长亦在 38% 左右, 企业库存压力有增无减。从增量角度看, 10 年存货增加量将近 09 年的 3 倍。09 年受益于宽松货币政策和积极财政政策, 社会总需求反弹, 企业消化库存能力较强, 而受益于价格上行, 在此过程中企业盈利亦得到强化。

但是目前我们遇到的情况是, PMI 数据显示的需求疲软仍在继续, 即使是通胀环境下, 企业转嫁价格压力的能力也在受到明显的限制。相反, 国际大宗商品价格的波动, 通胀回落的预期都对目前高企的存货价值构成潜在的威胁。一季度非金融企业存货价值近 35000 亿, 新一轮的去库存化将必然导致企业盈利下降。

一季度盈利占全年利润之比的历史平均水平在 24.5%, 以此衡量 2011 年上市公司利润增长水平预期在 16%-17% 左右, 这意味着目前市场一致的盈利预期有较大的下降空间。

图表 13: 上市公司存货增长



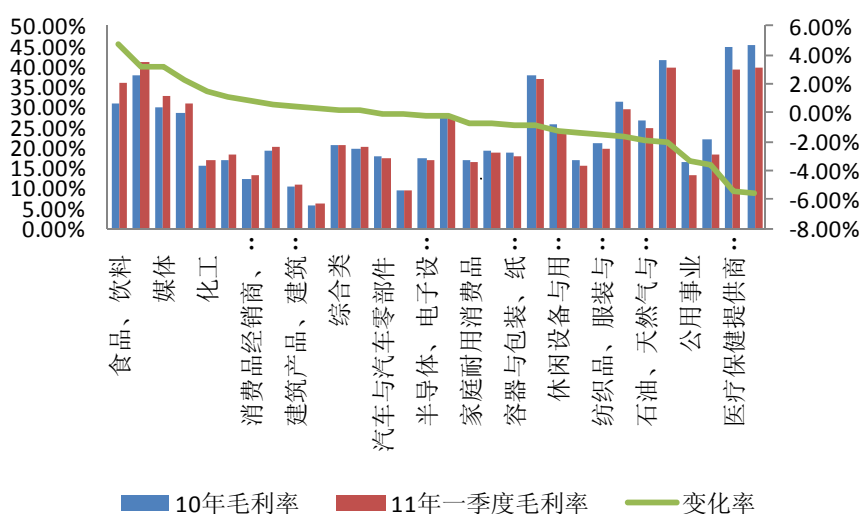
数据来源: 国联证券研究所, Wind

鉴于我们对整体宏观经济不确定性增强的判断, 我们认为对大多数行业而言, 10 年的乐观增长预期可能难以实现。我们倾向于认为在 11 年一季度尚能保持较稳定毛利率水平, 并且库存压力较小的企业盈利预期更为可靠, 也更能提供稳定的安全空间。

综合两方面因素判断, 我们认为下游消费类行业中的食品饮料、传媒、个人休闲消费品等增长潜力较好; 中游制造中的电气设备、化工、航空航天制造等景气依旧; 上游煤炭行业从财务角度仍处较好的增长期, 但需考虑国际大宗商品价格变动的影响。

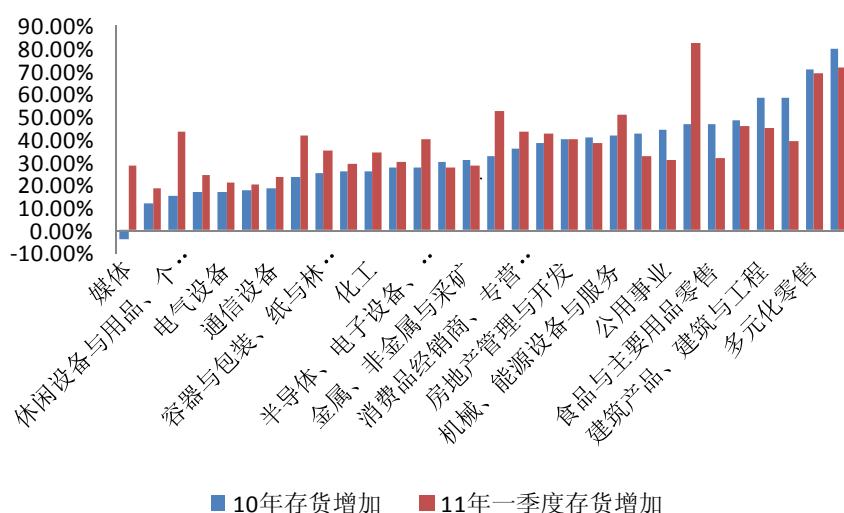
值得注意的是, 房地产行业在 10 年出现 40% 的存货增加和接近 300% 的经营性现金流下降。此外其长期借款、长期应付款等融资活动项目增加明显, 这可能意味着房地产业受严厉调控影响正在面临潜在的资金紧张风险, 而这将严重影响未来房地产投资增速, 从而对投资相关产业产生连锁反应, 投资者应予以关注。

图表 14: 上市公司毛利率变化



数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 15: 上市公司存货增长变化



数据来源: 国联证券研究所, Wind

宏观调控又进入敏感期

对于 11 年而言, 宏观调控依然会是老生常谈, 但又常谈常新的话题。我们仍然认为 11 年流动性继续收紧的趋势不会改变, 我们也注意到印度央行加息时的表态, 即为对抗通胀宁可牺牲经济增长速度的坚决态度可能成为新兴市场国家的共识。在预期 11 年 CPI 上涨 4% 的情况下, 我们认为利率有上调 75 个基点的空间, 而存款准备金亦有 1 个百分点的上调

可能。这意味着 5 月同样是新调控措施出台的敏感时期，投资者应关注 11 日经济数据出台前后的事件性影响。

共振因素告一段落，调控预期主导市场

从三大因素的推演来看，短期内再度出现共振效应的可能性较小。国际大宗商品市场经历暴跌后存在修复的必要，而在外围局势并未根本性变化的前提下，美元的筑底过程还将是漫长的，过去几天内的反弹尚不构成反转。对于盈利预期的影响，则随着年报公布完毕将告一段落。尽管我们对于今年的盈利增长持悲观态度，但这也要等待半年度，甚至第三季度的财务数据进行验证，目前的影响并不很大。

因此，短期内能够产生较大影响的因素还是来自新的宏观调控措施，及市场对其的反应。我们在 5 月策略报告中分析过，在 5 月 A 股的历史表现中，引起上涨的往往和新增资金入市有关，如 92、95 年情况最为明显，06 年对股改后 IPO 的尘埃落定也可看做对场外资金的一种“靴子落地”；引起下跌的则主要是经济面恶化，调控预期升高，93 年和 08 年尤为明显。放到目前的环境中来说，如果未来 1~2 周内调控力度符合预期（加息或加存款准备金率），则针对 4 月末下跌的反弹延续时间不会很久，而如果并未出台新的政策，则市场情绪应会出现超预期反应，从而推动更长时间的反弹。但我们偏向于认为，目前市场处于弱势状态，反弹的时间和空间都可能是有限的。在反弹过程中的投资机会主要来自前期超跌板块的兴起，并注意回避领涨板块的轮动式调整。

本周 A 股解禁

图表 16： 本周 A 股解禁

解禁日	代码	名称	流通数量 (万股)	占总股本比例	行业
2011-05-09	002232.SZ	启明信息	14203.88	48.67%	信息服务
2011-05-09	002228.SZ	合兴包装	6180.66	28.46%	轻工制造
2011-05-09	600350.SH	山东高速	71869.04	21.37%	交通运输
2011-05-09	002229.SZ	鸿博股份	3174.75	23.34%	轻工制造
2011-05-09	000868.SZ	安凯客车	996.00	3.24%	交运设备
2011-05-10	600280.SH	南京中商	1435.42	10.00%	商业贸易
2011-05-10	000923.SZ	河北宣工	8194.22	41.38%	机械设备
2011-05-10	601099.SH	太平洋	202.14	0.13%	金融服务
2011-05-10	600729.SH	重庆百货	41.62	0.11%	商业贸易
2011-05-11	002545.SZ	东方铁塔	870.00	5.01%	机械设备

2011-05-11	002546.SZ	新联电子	420.00	5.00%	机械设备
2011-05-11	600706.SH	ST 长信	233.84	2.68%	医药生物
2011-05-11	002402.SZ	和而泰	1778.00	26.66%	电子元器件
2011-05-11	002014.SZ	永新股份	56.89	0.31%	轻工制造
2011-05-11	002404.SZ	嘉欣丝绸	2132.93	15.98%	纺织服装
2011-05-11	002403.SZ	爱仕达	3217.50	13.41%	家用电器
2011-05-12	000428.SZ	华天酒店	4741.02	6.59%	餐饮旅游
2011-05-12	002231.SZ	奥维通信	12000.00	74.77%	信息设备
2011-05-12	002230.SZ	科大讯飞	11399.05	47.27%	信息服务

数据来源：国联证券研究所，Wind

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。