

动态报告

投资策略

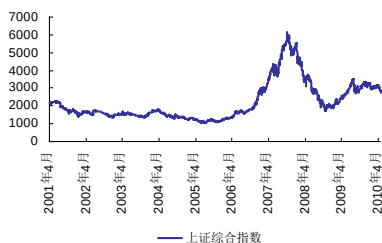
策略周报

2010年6月21日

策略周报

关注人民币汇率弹性增强背后的因素

上证综合指数走势



相关研究报告:

政策冷经济热下寻找投资“热”点(2010.4.12)

窗口期关注政策力度的不确定性(2010.4.19)

背离中顺势而为还是逆势而动(2010.4.26)

政策回归常态后经济和股市会硬着陆吗(5.4)

右侧继续悲观,但是左侧闪现乐观(5.14)

市场走向谨慎 我们不妨逆向(5.17)

分析师 黄学军

电话 021-60933142

邮箱 huangxjun@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210030029

独立性声明:

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,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

1. A股跌外围涨

本周A股出现了调整,主要是投资者预期农行上市的定价较高对市场抽血,以及药价调整预期使得高估值的医药股出现了大幅调整,一些前期强势的创业板也出现了较大幅度的调整。截止周五,上证指数和沪深300涨幅分别为-2.2%和-2.3%。

2. 关注人民币汇率弹性增强背后的因素

周末央行提出推进汇改,背后的因素是经济回升巩固。正如在回答推进汇改时机时提到的,当前我国经济回升向好的基础进一步巩固,经济运行趋于平稳,这为进一步推进人民币汇率形成机制改革提供了有利的契机。其次,这时启动也是增加了全球经济复苏的信心,这相当于给全球投资者释放出积极的信号。再次,这时启动是在中国的经济转型和结构调整的背景下提出的,人民币对美元升值,短期可能对一些低附加值的出口企业有所冲击,中长期有助于出口企业加快向高附加值转型。

推进汇改,汇率波动的变动不会很大,原则是渐进式。首先可以排除的是第一次大幅升值的可能性。其次,如果对美元升值,幅度可能也不会很大。我们比照贸易顺差与汇率变动幅度发现,顺差越大,升值幅度也越大。今年1-5月整个贸易顺差为357.5亿元,2005年的贸易顺差是1018亿元,最高的是2008年2969亿元,这年升值幅度达6.5%。假定2010年的贸易顺差比较接近2005年,参照2005年人民币升值的幅度是2.4%(人民币汇率形成机制改革始自2005年7月21日),那么2010年升值幅度极有可能在3%左右。最后,弱化与美元挂钩,可以减少汇率政治化以及由此带来的争端。

推进汇改对市场的影响是正面的。首先是应对物价上涨的调控措施,加息的预期减弱。其次对于非贸易品的影响正面,尤其是以人民币计价的金融资产,还可引导资源进入到服务业,而不是传统高耗能出口制造业的产能扩张上,从而有助于经济转型。

本周还要关注农行首发上市定价以及融资规模对市场的影响。从海外的战略投资者的消息来看,如同当前AH股的价差,家里开花墙外香,农行在海外比国内受到追捧。我们维持前期的判断,如果定价过高,对市场不利。定价高不仅仅是抽血的问题,而是银行股之间同质性比较强,整个银行业市值规模的扩张将给整个金融股带来压力。

3. 关注人民币对美元升值预期带来的投资机会

总之,我们维持最近对股指相对稳定的判断。中长期我们维持中期报告的判断,沪深300的动态估值在一个区间波动。操作上,建议投资者关注地产的反弹,以及其它非贸易品和服务业提升带来的投资机会。主题方面关注重庆两江和厦门特区扩大带来的区域投资机会。从中长期的角度看,维持中期策略报告的观点。

4. 市场风险提示

需要提示投资者的是,密切关注农行上市的定价的影响。

内容目录

一、投资主题：关注人民币汇率弹性增强背后的因素	3
二、政策与热点：推进汇改	4
三、一周市场回顾：A 股跌外围涨	4
1、主要股指一周表现：全球股市反弹	4
2、行业一周表现：金融地产类表现不错	5
3、风格指数：大盘占上风，风格转换明显	6
四、市场资金供求：发行节奏依然	6
1. 一周新股和增发：新股节奏依然	6
2. 一周限售股解禁：下周解禁股压力较小	7
五、估值情况：估值处于较低水平	7
1. 主要指数估值水平	7
2. A-H 股溢价率：处于较低水平	8

图表目录

图 1：贸易顺差与人民币汇率变化的关系	3
图 2：外汇占款与人民币汇率变化的关系	3
图 3：两市日均成交金额	5
表 1：世界主要股票指数一周表现	5
表 2：主要行业指数一周表现	6
图 4：不同风格指数本周表现	6
表 3：一周新股	6
表 4：一周增发	6
表 5：一周股票增发预案	7
表 6：下周限售股解禁情况	7
表 7：主要指数估值情况	8
图 5：恒生 AH 溢价指数	8

一、投资主题：关注人民币汇率弹性增强背后的因素

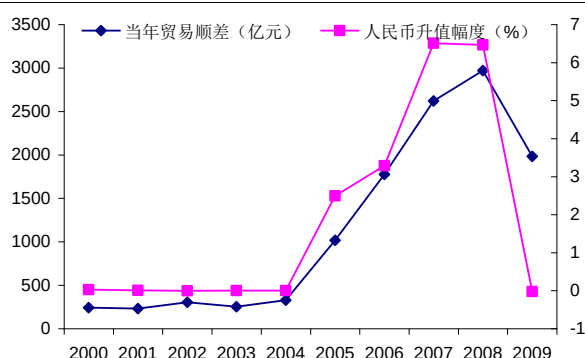
最近几周，我们一直从市场的角度来看判断市场，主要是市场的参与者的角度，包括市场的供求方，上周主要是从投资者的情绪来观察对市场的影响，本周我们关注一下政策出台对市场的影响。

周末央行提出推进汇改，背后的因素是经济回升巩固。正如在回答推进汇改时机时提到的，当前我国经济回升向好的基础进一步巩固，经济运行趋于平稳，这为进一步推进人民币汇率形成机制改革提供了有利的契机。其次，这时启动也是增加了全球经济复苏的信心，这相当于给全球投资者释放出积极的信号。再次，这时启动是在中国的经济转型和结构调整的背景下提出的，人民币对美元升值，短期可能对一些低附加值的出口企业有所冲击，中长期有助于出口企业加快向高附加值转型。

推进汇改，汇率波动的变动不会很大，原则是渐进式。首先可以排除的是第一次大幅升值的可能性。其次，如果对美元升值，幅度可能也不会很大。我们比照贸易顺差与汇率变动幅度发现，顺差越大，升值幅度也越大。今年1-5月整个贸易顺差为357.5亿元，2005年的贸易顺差是1018亿元，最高的是2008年2969亿元，这年升值幅度达6.5%。假定2010年的贸易顺差比较接近2005年，参照2005年人民币升值的幅度是2.4%（人民币汇率形成机制改革始自2005年7月21日），那么2010年升值幅度极有可能在3%左右。最后，弱化与美元挂钩，可以减少汇率政治化以及由此带来的争端。

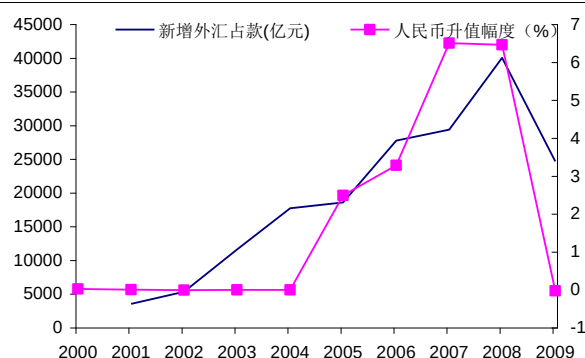
推进汇改对市场的影响是正面的。首先是应对物价上涨的调控措施，加息的预期减弱。其次对于非贸易品的影响正面，尤其是以人民币计价的金融资产，还可引导资源进入到服务业，而不是传统高耗能出口制造业的产能扩张上，从而有助于经济转型。

图 1：贸易顺差与人民币汇率变化的关系



资料来源：Wind CEIC 国信证券经济研究所

图 2：外汇占款与人民币汇率变化的关系



资料来源：Wind CEIC 国信证券经济研究所

本周还要关注农行首发上市定价以及融资规模对市场的影响。从海外的战略投资者的消息来看，如同当前AH股的价差，家里开花墙外香，农行在海外比国内受到追捧。我们维持前期的判断，如果定价过高，对市场不利。定价高不仅仅是抽血的问题，而是银行股之间同质性比较强，整个银行业市值规模的扩张将给整个金融股带来压力。

总之，我们维持最近对股指相对稳定的判断。中长期我们维持中期报告的判断，沪深300的动态估值在一个区间波动。操作上，建议投资者关注地产的反弹，以及其它非贸易品和服务业提升带来的投资机会。主题方面关注重庆两江和厦门特区扩大带来的区域投资机会。从中长期的角度看，维持中期策略报告的观点。

需要提示投资者的是，密切关注农行上市的定价的影响。

二、政策与热点：推进汇改

1、6月20日，厦门经济特区扩大到全市。并在体制机制创新方面的试验区发挥作用，扩大金融改革试点，建立两岸区域性金融服务中心，先行试验一些金融领域重大改革措施。

2、6月18日，由国务院批复设立的重庆“两江新区”挂牌成立。这标志着继上海浦东新区、天津滨海新区之后，第三个国家级开发开放的重点新区，正式登上了我国改革发展的历史舞台。

3、6月20日，推进汇改。根据国内外经济金融形势和我国国际收支状况，中国人民银行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。

三、一周市场回顾：A股跌外围涨

1、主要股指一周表现：全球股市反弹

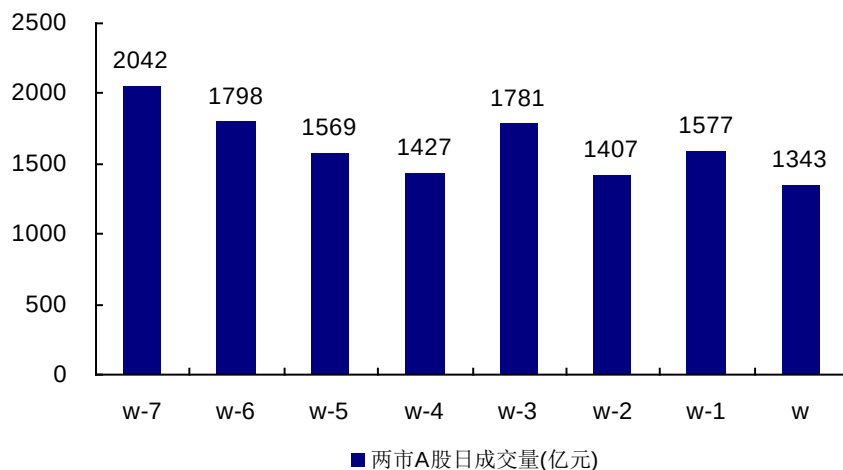
本周A股出现了调整，主要是投资者预期农行上市的定价较高对市场抽血，以及由于对药价调整带来的生物医药股出现了大幅调整，一些前期强势的创业板出现了较大幅度的调整，强势股的回调带动A股出现了较大跌幅，尤其是创业板。

国际方面，随着海外数据的进一步好转，市场出现了比较稳定的情形，多数市场出现了较大幅度的反弹，尤其欧洲股市连续出现反弹。

截止周五，上证指数和沪深300涨幅分别为-2.2%和-2.3%。

两市日成交额为1343亿元，较上周的1577亿元交易量有所减少，表明市场成交活跃度有所降低。

图 3: 两市日均成交额



数据来源: WIND 国信证券经济研究所

数据说明: W 为本周; W-1 为前推一周, 依此类推;

表 1: 世界主要股票指数一周表现

指数	过去一周涨幅(%)	一周涨幅(%)	收盘价
道琼斯工业平均数	2.8	2.3	10450.6
标准普尔 500 指数	2.5	2.4	1117.5
纳斯达克指数	1.1	3.0	2309.8
伦敦金融时报 100 指数	0.7	1.7	5250.8
法国 CAC 指数	2.9	3.7	3687.2
德国 DAX 指数	1.8	2.8	6217.0
东京日经 225 指数	-2.0	3.0	9995.0
香港恒生指数	0.5	2.1	20286.7
印度孟买 sensex30 指数	-0.3	3.0	17570.8
俄罗斯 RTS 指数	-0.3	3.9	1409.4
巴西圣保罗交易所指数	3.1	1.3	64437.6
标普/澳证 200 指数	1.3	1.0	4551.9
台湾证交所加权股价指数	-0.6	2.7	7493.1
韩国 KOSPI 指数	0.7	2.2	1712.0
新加坡海峡时报指数	-0.4	1.3	2833.4
上证指数	0.6	-2.2	2513.2
深圳综指	3.0	-5.1	1011.7
沪深 300 指数	0.5	-2.3	2696.2

数据来源: Bloomberg 国信证券经济研究所

2、行业一周表现: 金融地产类表现不错

本周金融地产表现不错。而生物医药和电子元器件出现了快速下跌, 跌幅惊人, 生物医药以 9.97% 的跌幅居首。

表 2: 主要行业指数一周表现

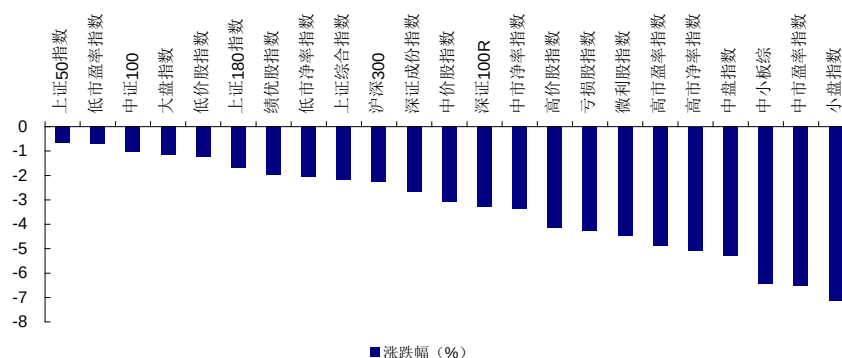
行业	本周收益率 (%)	上周收益率 (%)	行业	本周收益率	上周收益率
农林牧渔	-5.08	2.51	纺织服装	-4.73	2.55
采掘	-2.81	0.19	轻工制造	-4.52	2.58
化工	-2.58	0.90	医药生物	-9.97	1.49
黑色金属	-2.42	0.12	公用事业	-2.53	0.62
有色金属	-4.04	1.68	交通运输	-1.65	1.34
建筑建材	-2.83	1.87	房地产	-0.20	1.16
机械设备	-5.02	3.19	金融服务	-0.25	-1.14
电子元器件	-6.31	2.50	商业贸易	-4.20	3.27
交运设备	-3.81	1.54	餐饮旅游	-4.97	3.43
信息设备	-4.74	2.71	信息服务	-5.36	3.65
家用电器	-3.84	3.01	综合	-3.57	3.49
食品饮料	-4.85	3.71			

数据来源: WIND 国信证券经济研究所

3、风格指数: 大盘占上风, 风格转换明显

在前面两周小盘股出现持续好转的态势后, 本周大小盘出现了风格轮换, 大盘股表现比较稳定, 而小盘和中小板指数跌幅较大。

图 4: 不同风格指数本周表现



数据来源: WIND 国信证券经济研究所

四、市场资金供求: 发行节奏依然

1. 一周新股和增发: 新股节奏依然

从本周上市的公司来看, 整个新股的发行节奏依然较快。

表 3: 一周新股

发行日期	名称	发行价格	发行数量(万)	募集资金合计(亿)	上市时间
2010-6-17	唐山港	8.2	20000	16.4	
合计			20000	16.4	

数据来源: WIND 国信证券经济研究所

本周有 1 家公司实施增发方案, 为定向增发。

表 4: 一周增发

发行日期	名称	发行方式	发行价格	发行数量(万)	募集资金(亿)	证监会行业
2010-6-17	宏图高科	定向	11.56	12219.48	14.12571888	信息技术业
合计				12219.48	14.1257189	

数据来源: WIND 国信证券经济研究所

本周有 3 家公司提出增发预案, 全部为定向增发。

表 5：一周股票增发预案

预案公告日	名称	发行方式	发行对象	增发数量(万股)
2010-6-19	宜华木业	定向	机构投资者, 境内自然人	17500
2010-6-19	中国中铁	定向	大股东, 机构投资者, 境内自然人	151788
2010-6-18	天山纺织	定向	大股东关联方, 机构投资者	12296.6391

数据来源: WIND 国信证券经济研究所

2. 一周限售股解禁: 下周解禁股压力较小

下周限售股解禁市值 98.8 亿元, 比上周的 545 亿元少, 解禁股压力较小。

表 6：下周限售股解禁情况

股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	流通股份类型
中能电气	2010-6-21	400	1600	5700	首发机构配售股份
中鼎股份	2010-6-21	25199.6102	17355.9034	0	股权分置限售股份
东方财富	2010-6-21	700	2800	10500	首发机构配售股份
康耐特	2010-6-21	300	1200	4500	首发机构配售股份
青岛碱业	2010-6-21	8000	20952.3095	10626.31	定向增发机构配售股份
中新药业	2010-6-21	17780.5396	8627.7436	10557.15	股权分置限售股份, 大股东增持股份
深发展 A	2010-6-21	18125.5712	292411.4263	6.3787	股权分置限售股份
三峡新材	2010-6-21	12990.84	21459.42	0	股权分置限售股份
长安汽车	2010-6-21	62226.3903	89952.7963	80386.57	股权分置限售股份
辽宁成大	2010-6-22	185.8	90185.2544	-185.8	股权激励一般股份
时代科技	2010-6-22	1380.8	30519.5316	281.8706	股权分置限售股份
远兴能源	2010-6-22	15505.2454	60631.2387	644.9142	股权分置限售股份
国创高新	2010-6-23	540	2160	8000	首发机构配售股份
大连热电	2010-6-23	6656.6892	13573.2908	0	股权分置限售股份
北京旅游	2010-6-23	1185.6951	7209.7131	5353.61	股权分置限售股份
亚厦股份	2010-6-23	1060	4240	15800	首发机构配售股份
新北洋	2010-6-23	760	3040	11200	首发机构配售股份
中原高速	2010-6-23	10701.7706	128348.2426	74985.4	股权分置限售股份
诚志股份	2010-6-25	884.9643	26197.4348	2620.842	定向增发机构配售股份
祁连山	2010-6-25	7900	39580.4182	9.815	定向增发机构配售股份

数据来源: WIND 国信证券经济研究所

五、估值情况: 估值处于较低水平

1. 主要指数估值水平

彭博数据显示, A 股股指的估值水平以沪深 300 为例, 目前在 15.4 倍。

表 7: 主要指数估值情况

指数	PE	2010PE	2011PE	PB
道琼斯工业平均数	14.6	12.9	11.0	2.6
标准普尔 500 指数	16.2	13.8	11.4	2.1
纳斯达克指数	29.4	18.0	14.2	2.6
伦敦金融时报 100 指数	14.2	10.7	8.8	1.7
法国 CAC 指数	14.1	11.4	9.2	1.3
德国 DAX 指数	15.3	12.1	10.1	1.4
东京日经 225 指数	—	18.6	15.9	1.3
香港恒生指数	14.7	13.4	11.1	1.8
印度孟买 sensex30 指数	18.0	17.0	13.7	3.2
俄罗斯 RTS 指数	7.9	6.5	5.2	1.0
巴西圣保罗交易所指数	13.8	12.3	9.5	1.9
标普/澳证 200 指数	—	14.6	11.6	2.0
台湾证交所加权股价指数	17.6	13.7	12.2	1.9
韩国 KOSPI 指数	12.1	10.3	9.3	1.2
新加坡海峡时报指数	13.3	14.0	12.6	1.6
上证指数	18.7	14.7	12.5	2.5
深圳综指	33.1	23.0	18.7	3.9
沪深 300 指数	18.1	15.0	12.6	2.6

数据来源: Bloomberg 国信证券经济研究所

2. A-H 股溢价率: 处于较低水平

根据恒生 AH 溢价指数, A 股和 H 股的最新溢价率为-1.3%, AH 溢价水平波动较小。

图 5: 恒生 AH 溢价指数


数据来源: Bloomberg 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82133766
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煜	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华					
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66022025	李遵庆	0755-82130532	高 宇	0755- 82130876
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568			程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232				
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	