

短期“供给潮”压制反弹空间

主要观点：

★ 趋势判断：弱反弹力度有限

印度央行上周五宣布，上调主要贷款和借款利率 25 个基点。基于目前国际金融危机影响的严重性和经济复苏的曲折性都超过了预期，中国宏观调控面临的“两难”问题增多，我们认为印度央行第三次加息对中国货币政策的影响不大，我们依然维持中期策略中加息将延后的货币政策判断。

继 5 月新建住宅销售环比回落后，上周消费者信心指数、就业数据低于预期进一步显示美国的经济复苏仍然疲弱。加上西班牙被列为主权评级调降名单，欧美市场复苏担忧情绪加剧将对 A 股市场短期的持续反弹形成心理压力。

6 月份中国制造业 PMI 指数为 52.1%，环比降幅创历史新高，我们预计 7 月 PMI 指数将继续跌势，降至 50.4%，将逼近 50% 的经济扩张临界点。相对抗跌的低估值周期性行业受制于经济收缩而不具备持续的估值回归动力。

本周 IPO 市场有 8 只中小板新股伴随着农业银行同期发行，构成今年融资规模最大的发行周。中国银行在距离该行 A 股发行 400 亿可转债刚满一月后，2 日宣布拟 A+H 配股融资不超过 600 亿元，将对市场构成心理冲击。因此我们认为本周形成的短期“供给潮”将考验市场承受力，上周末短期逆转后的持续反弹空间将受到明显压制。

未来市场的调整压力来自“估值回归”的深入。数据分析也印证上述判断：08 年 10 月以来大小盘股的估值倍率在 1.36-4.00 之间，均值为 2.55，当前值为 3.28。大盘的结构性调整压力并未消除。

★ 主题研究：大股东增持高潮领先大盘底部 2 个月

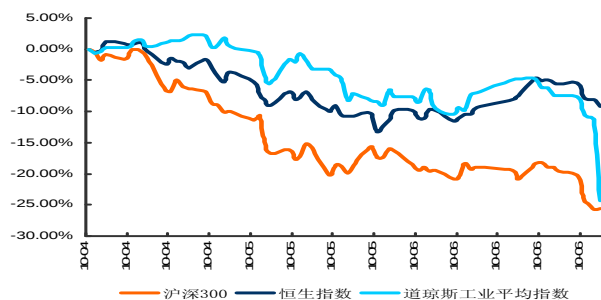
通过对历史上 2005、2008 年二级市场两次增持高峰的研究发现，大市值、托宾 Q 值（Q=企业总市值/企业总资本的重置成本）低的股票容易被增持。此外，从估值角度来看，产业资本与金融资本偏好一致，PE 和 PB 低的股票更容易被增持。

对比 2005 年与 2008 年以及今年 5 月份大股东增持高潮的结论：大盘底部与大股东增持高潮的时间差为两个月。个股被大规模增持后将呈现先扬后抑的中期底部构筑过程。

★ 投资策略：寻找低估值的安全边际

本周我们建议是回避短期“供给潮”带来的冲击，在力度有限的弱势反弹中寻找低估值个股的安全边际。我们建议顺应市场阶段性风格转换的趋势，结合安全边际与股价超跌进行个股选择。而中期业绩快报将成为个股反弹的重要催化剂（请参阅上期策略周报中的表 1）。

图 1：最近 3 个月沪深 300 指数表现

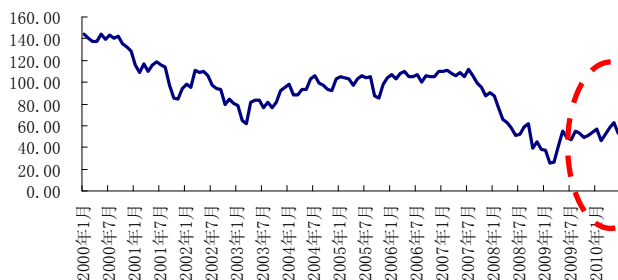


上周沪深 300 指数下跌 7.39%；道琼斯工业平均指数下跌 4.51%；恒生指数下跌 3.80%。上周 A 股市场表现弱于周边市场，这与 A 股市场短期供给压力加大有关。

数据来源：Wind 资讯

一、数据领航：经济收缩态势明显

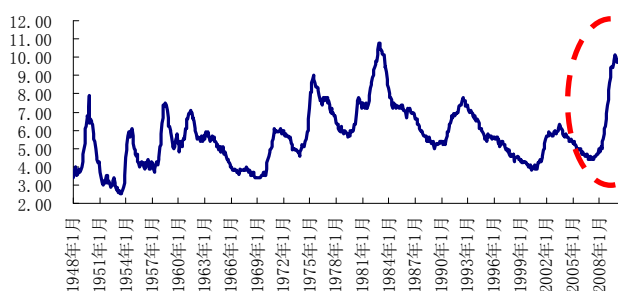
图 2：美国：大型企业联合会：消费者信心指数（月）



世界大型企业联合会公布，美国 6 月份消费者信心指数从 5 月份的 62.7 大幅降至 52.9，结束了连续三个月上升局面。我们认为投资者对经济复苏的可持续性和就业市场的前景感到担忧，进而影响了信心指数的表现。

数据来源：Wind 资讯

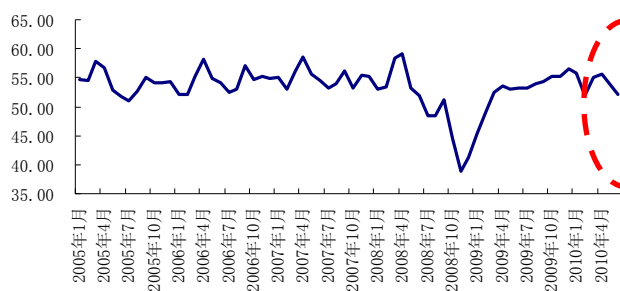
图 3：美国：失业率：季调（月）



美国劳工部公布的数据显示，6 月份美国失业人口增加 12.5 万人。令市场失望的是美国私人部分新增就业人数仅有 8.3 万人，低于此前预期，这显示美国的经济复苏仍然疲弱。

数据来源：Wind 资讯

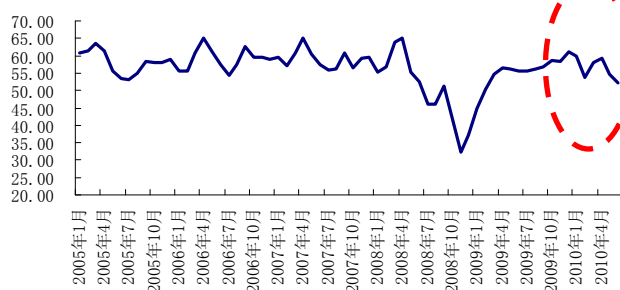
图 4：6 月份 PMI：连续两个月下降



6 月份中国制造业 PMI 指数为 52.1%，环比降幅创历史新高，但这与 5 月降幅较小有关，总体仍在正常的季节性下滑范围内。我们预计 7 月 PMI 指数将继续跌势，降至 50.4%，将逼近 50% 的经济扩张临界点。

数据来源：Wind 资讯

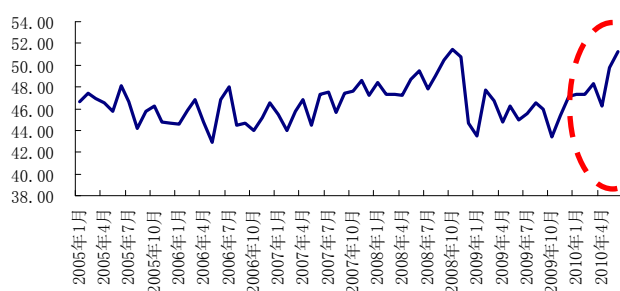
图 5：PMI：新订单（月）



由于经济在政策性刺激下强烈反弹后的自然回落，以及 4 月地产调控政策的效应显现，引发新订单指数回落。外需订单方面，6 月份虽有一定下滑，但欧债危机以及我国取消部分产品出口退税的后续影响并未充分反映。

数据来源：Wind 资讯

图 6：PMI：产成品库存（月）



6 月份产成品库存分项指数的上升，进一步印证了前期我们对去库存周期即将来临的判断。从他国的历史经验来看，去库存行动将会带来整体经济 2-3 个季度的低迷。应关注需求端的快速下滑推升产成品库存，去库存周期可能即将来临，部分行业将再度面临产能淘汰。

数据来源：Wind 资讯

二、趋势判断：弱势反弹力度有限

1、宏观环境：经济收缩压制反弹空间

★ 欧美市场复苏担忧情绪加剧

美国 6 月份消费者信心指数从 5 月份的 62.7 大幅降至 52.9，结束了连续三个月上升局面。美国劳工部公布的数据显示，6 月份美国失业人口增加 12.5 万人。但令市场失望的是美国私人部分新

增就业人数仅有 8.3 万人，低于此前预期。继前周 5 月新建住宅销售月环比回落后，上周消费者信心指数、就业数据低于预期进一步显示美国的经济复苏仍然疲弱。加上西班牙被列为主权评级调降名单，欧美市场复苏担忧情绪加剧将对 A 股市场短期的持续反弹形成心理压力。

✦ 经济收缩趋势进一步确认

6 月份中国制造业 PMI 指数为 52.1%，环比降幅创历史新高，但这与 5 月降幅较小有关，总体仍在正常的季节性下滑范围内。我们预计 7 月 PMI 指数将继续跌势，降至 50.4%，将逼近 50% 的经济扩张临界点。4 月地产调控政策的效应显现，开始引发新订单指数回落，而外需下滑对新订单指数尚未显现。6 月份产成品库存分项指数的上升，进一步印证了前期我们对去库存周期即将来临的判断。部分行业将再度面临产能淘汰。低估值周期性行业估值修复动力有限。

✦ 欧美市场复苏担忧情绪加剧

印度央行上周五宣布，上调主要贷款和借款利率 25 个基点。这是印度央行在今年以来的第三次加息。本次加息显示印度央行认为该国经济的快速增长已经带来了巨大的通胀压力，欧洲债务危机所带来的风险则是其次要的考虑因素。我们认为欧洲主权债务危机爆发后，出于对未来经济形势不确定性的担忧，暂缓加息已成为多数央行的政策选择。欧洲央行和英国央行将于 7 月 8 日做出利率决定，两家央行维持利率不变是大概率事件。因此，基于目前国际金融危机影响的严重性和经济复苏的曲折性都超过了预期，中国宏观调控面临的“两难”问题增多，我们认为印度央行第三次加息对中国货币政策的影响不大，我们依然维持中期策略中加息将延后的货币政策判断。

2、市场分析：短期供给压力与结构风险仍将释放

✦ 短期供给考验市场承受力

本周 IPO 市场有 8 只中小板新股伴随着农业银行同期发行，构成今年融资规模最大的发行周。而中国银行在距离该行 A 股发行 400 亿可转债刚满一月后，2 日宣布拟 A+H 配股融资不超过 600 亿元。虽然考虑到汇金将全额参与认购，A 股市场仅需承受 15 亿左右的现金压力，但市场担忧中行配股方案通过可能会引发工行的效仿，汇金是否会及时、足额地参与三大行的配股认购存在不确定性。中国银行配股融资对市场存在短期的心理冲击。因此我们认为本周形成的短期“供给潮”将考验市场承受力，上周末短期逆转后的持续反弹空间将受到明显压制。

✦ “估值回归”正在深入

我们上周指出目前中报效应的直接体现将是缩减估值“剪刀差”现象。目前局部“估值回归”现象已经不再局限于中小板与创业板，纵观申万 23 个一级行业的市场走势，有 17 个行业在前期相对抗跌后于上周跌破年线，充分显示未来市场的调整压力来自“估值回归”的深入。数据分析也印证上述判断：08 年 10 月以来大小盘股的估值倍率在 1.36-4.00 之间，均值为 2.55，当前值为 3.28。

而相对抗跌的低估值周期性行业受制于经济收缩而不具备持续的估值回归动力，大盘的调整压力并未完全消除。

图 7： 股权融资形成的短期供给压力显著

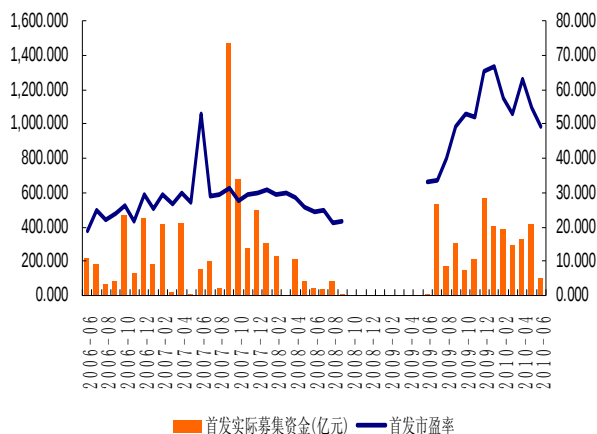
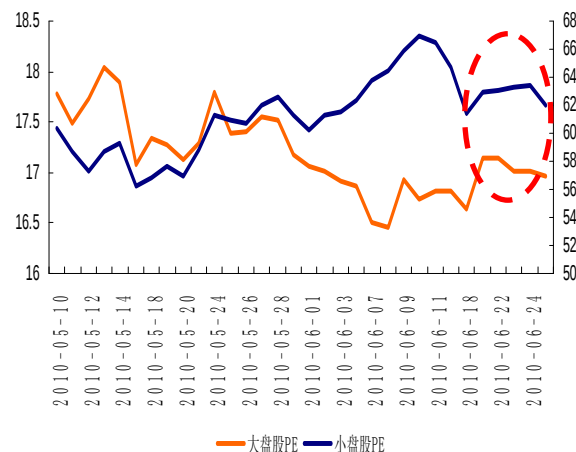


图 8：“估值剪刀差”仍在修复过程中

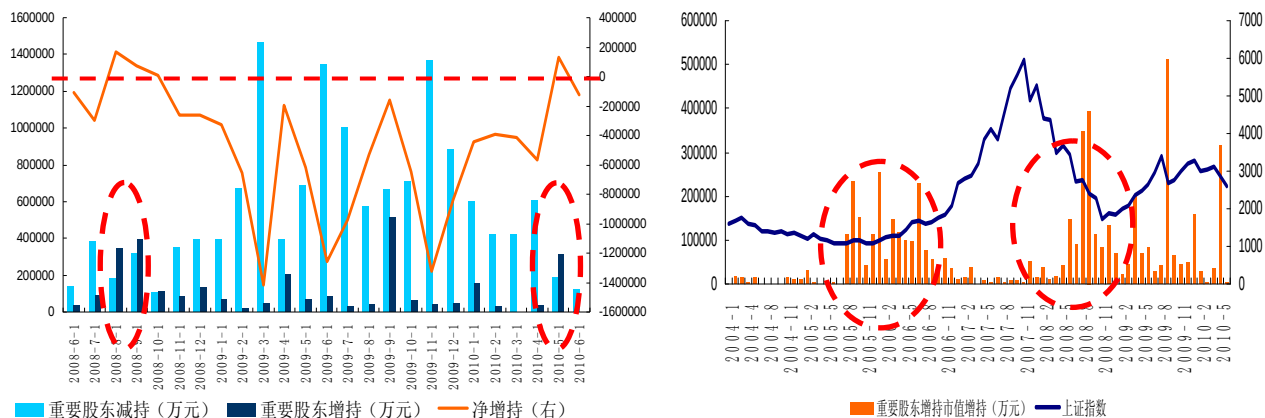


数据来源：Wind 资讯

三、主题研究：大股东增持高潮领先大盘底部 2 个月

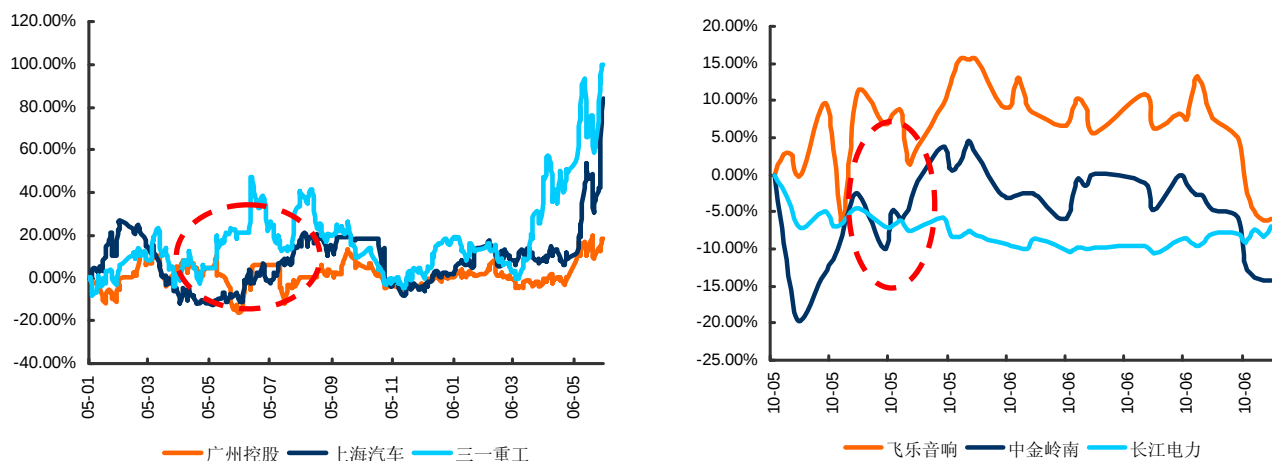
- ★ 我们认为，产业资本处于企业经营第一线，最先感知经济、行业、企业运行状况，因此对个股“估值底”的判断力高于市场平均甚至卖方研究力量的水平。因此大股东的重大交易行为对个股“估值底”的判断具有重要借鉴意义。
- ★ 随着今年下半年全流通时代的到来，产业资本在资本市场的定价话语权也将逐步提升。通过对历史上 2005、2008 年二级市场两次增持高峰的研究发现，大市值、托宾 Q 值（ $Q = \text{企业总资本的市场价值} / \text{企业总资本的重置成本}$ ）低的股票容易被增持。此外，从估值角度来看，产业资本与金融资本偏好一致，PE 和 PB 低的股票更容易被增持。
- ★ 对比 2005 年与 2008 年以及今年 5 月份大股东增持高潮的结论：大盘底部与大股东高潮的时间差为两个月。个股被大规模增持后将呈现先扬后抑的中期底部构筑过程。

图 8：重要股东净增持>0 是中期底部有效信号



数据来源：Wind 资讯

图 9：2005 年与 2010 年 4 月份以来上市公司大股东增持的集中时点与代表性个股表现



数据来源：Wind 资讯

表 1：4 月 16 日以来大股东增持市值排名前 15 名个股

代码	名称	净买入股份数 合计(万股)	增减仓参考市 值(万元)	所属行业
600900.SH	长江电力	10,985.31	142,103.40	电力、煤气及水的生产和供应业
600795.SH	国电电力	8,153.91	40,159.59	电力、煤气及水的生产和供应业
000060.SZ	中金岭南	3,169.77	54,850.90	金属、非金属
000401.SZ	冀东水泥	2,077.69	32,950.11	金属、非金属
600690.SH	青岛海尔	1,289.58	24,630.35	机械、设备、仪表
600651.SH	飞乐音响	1,176.56	12,824.01	综合类
600516.SH	方大炭素	1,166.71	9,238.06	金属、非金属
600496.SH	精工钢构	773.93	8,083.27	建筑业
002034.SZ	美欣达	610.15	7,874.93	纺织、服装、皮毛
002026.SZ	山东威达	265.27	2,700.60	金属、非金属

600963. SH	岳阳纸业	247. 58	2, 407. 82	造纸、印刷
600060. SH	海信电器	246. 94	4, 080. 90	电子
600031. SH	三一重工	208. 30	5, 905. 35	机械、设备、仪表
601766. SH	中国南车	200. 00	1, 043. 38	机械、设备、仪表
600153. SH	建发股份	122. 00	1, 559. 51	批发和零售贸易
000715. SZ	中兴商业	121. 08	1, 688. 44	批发和零售贸易
002002. SZ	ST 琼花	103. 78	933. 73	石油、化学、塑胶、塑料
001696. SZ	宗申动力	100. 00	1, 279. 21	机械、设备、仪表
002234. SZ	民和股份	80. 76	1, 188. 43	农、林、牧、渔业

数据来源：Wind 资讯

四、投资策略：寻找低估值的安全边际

- ★ 基于我们对市场弱反弹力度有限的短期趋势判断，本周我们的策略建议是回避短期“供给潮”带来的冲击，在力度有限的弱势反弹中寻找低估值个股的安全边际。
- ★ 选股策略方面，我们建议顺应市场阶段性风格转换的趋势，结合安全边际与股价超跌进行个股选择。中期业绩快报将成为个股反弹的重要催化剂（请参阅上期策略周报中的表 1）。基于寻找安全边际、市场风格阶段性转换以及中报催化剂三方面的考虑，在周策略组合中新增徐工机械、阳光城两只个股，置换新海宜与亚厦股份。

表 2：上证策略周刊投资组合

（单位：元）

证券代码	证券名称	所属行业	09EPS	10EPS	11EPS
002124	天邦股份	农林牧渔	0. 39	0. 34	0. 45
000425	徐工机械	工程机械	2. 05	2. 54	3. 08
002314	雅致股份	住宅建筑	0. 43	0. 64	0. 73
000861	海印股份	商业地产	0. 29	0. 53	0. 77
000671	阳光城	房地产	1. 08	1. 49	1. 70
000858	五粮液	食品饮料	0. 86	1. 25	1. 56

数据来源：上海证券

图 10: 上证策略周刊投资组合表现回顾

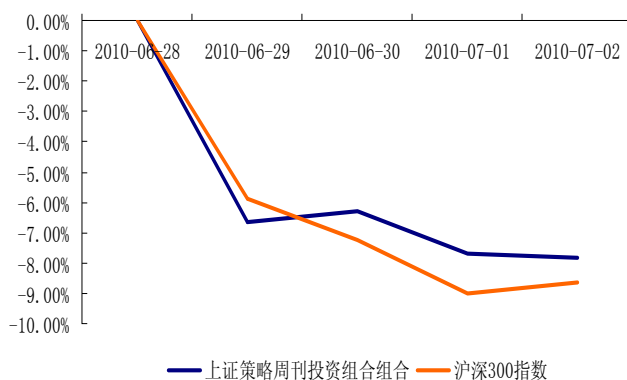
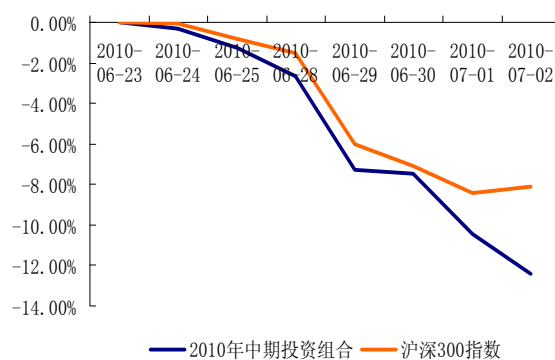


图 11: 上证 2010 年中期策略投资组合表现回顾



数据来源: Wind 资讯

表 1: 上证 2010 年中期策略投资组合

(单位: 元)

证券代码	证券名称	所属行业	09EPS	10EPS	11EPS
002124	天邦股份	农林牧渔	0.39	0.34	0.45
002398	建研集团	建筑材料	0.76	0.69	1.01
600489	中金黄金	有色金属	0.66	1.14	1.50
000983	西山煤电	采掘	0.92	1.42	1.83
002089	新海宜	通信设备	0.38	0.63	0.86
000858	五粮液	食品饮料	0.86	1.25	1.56
000861	海印股份	商业地产	0.29	0.53	0.77
600517	置信电气	节能材料	0.41	0.59	0.74
600118	中国卫星	航天军工	0.56	0.35	0.43
000425	徐工机械	工程机械	2.01	2.55	3.09

数据来源: 上海证券

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于免责条款具有修改权和最终解释权。