

盯住那只闲不住的手

报告日期 2010-07-05

报告关键点:

- 今年以来首次对上证综指的看法从负面转向中性
- 未来一年内非系统风险将远大于系统性风险
- 经济结构转型对应的是结构型熊市而非单纯的指数型熊市

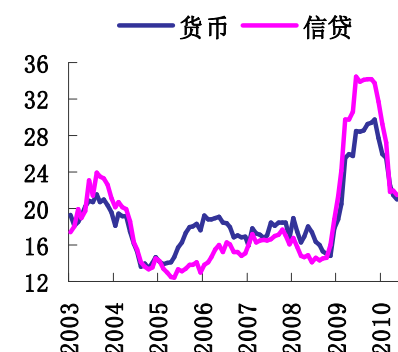
报告摘要:

- 我们今年以来对上证综指的看法首次由负面转向中性。我们对中性的定义是：在2300点位置上，上证综指在未来六个月的时间内上涨与下跌的机会均等，且幅度都不会超过15%。
- 经济增速下降与盈利风险的释放是制约目前A股市场最主要的因素。
- 随着指数的快速下跌，我们将在2200-2300的区间对上证综指的看法转向中性：(1)整体估值水平已经回到历史低位；(2)除非经济二次探底，权重股对ROE下降的风险已反映得比较充分；(3)流动性总供给将在7月份开始稳定下来，考虑农行发行即将结束，A股资金面最紧张的阶段正在过去。
- 未来A股市场将体现出结构性特征：(1)权重股向下牵引的动力将逐步消失，这部分股票大约占上证综指约50%的权重；(2)稳定增长的消费品及成长股约占15%，是未来配置的重点；(3)权重约占35%的周期股、题材概念股因盈利下滑及估值过高，仍将维持长期下跌趋势。
- 我们认为，当前指数从基本面大趋势来看，机会相对较小。需要注意的是“政策性反弹”和“季节性反弹”带来的短期机会。现实的情况是，在7月中旬半年度经济数据出笼后，很有可能在经济政策以及资本市场政策方面出现一些新的变化，需要关注可能由此带来的反弹机会。
- 在配置方面，我们建议以市值最大的前30只权重股以及成长性确定、估值合理的成长股为基础构建组合，以应对交易量日益萎缩的环境。

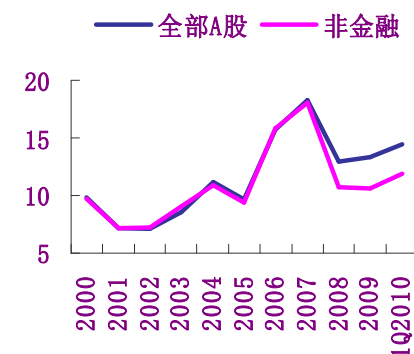
指数表现(%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	-8.10	-25.63
上证综指	-7.33	-24.54
上证 50	-5.00	-23.82
深成指	-9.43	-27.73
中小板指	-9.76	-18.98

货币信贷余额同比增速(%)



A股上市公司 ROE(%)



研究员

张治	高级策略分析师
证书编号	S1450209090274
021-68766193	zhangzhi@essence.com.cn
程定华	首席策略分析师
证书编号	S1450209070222
021-68766135	chengdh@essence.com.cn
范妍	策略分析师
证书编号	S1450210010313
021-68765053	fanyan@essence.com.cn
诸海滨	策略分析师
证书编号	S1450209070214
021-68766170	zhuhb@essence.com.cn

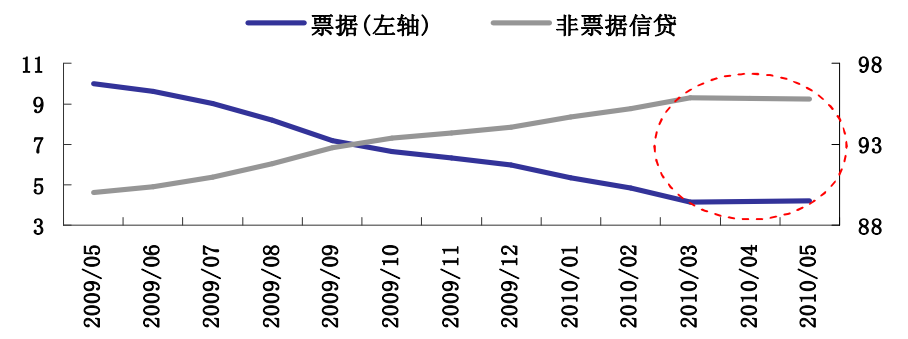
前期研究成果

- 《十字路口：徘徊在通胀与通缩之间》2010年5月31日
- 《政策取向明朗化》2010年5月5日
- 《经济与市场的纠结》2010年4月7日
- 《行业格局趋势性分化》2010年3月2日

1. 盈利风险的释放

在今年的中期策略中(参见《十字路口：徘徊在通胀与通缩之间》，2010年5月31日)，我们指出，由流动性收缩带来的市场调整具有较强的路径依赖，通常将分别经历票据收缩、信贷收缩和盈利下降三个阶段，其中第二和第三阶段的市场跌幅将远大于第一阶段。

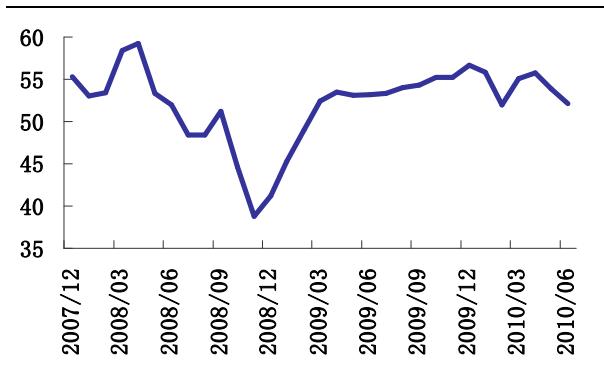
图1 票据与信贷余额占比(%)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

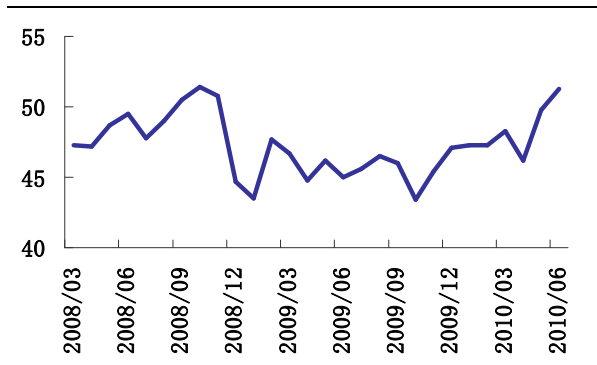
从票据与信贷余额占比的情况看(图1)，4月中旬开始的下跌应主要受到信贷收缩的影响。而随着6月份经济运行情况逐渐变得明朗(图2、3)，经济减速进一步得到确认，由此导致盈利风险的释放，使A股市场再下平台。

图2 中国 PMI



数据来源: 统计局, 安信证券研究中心

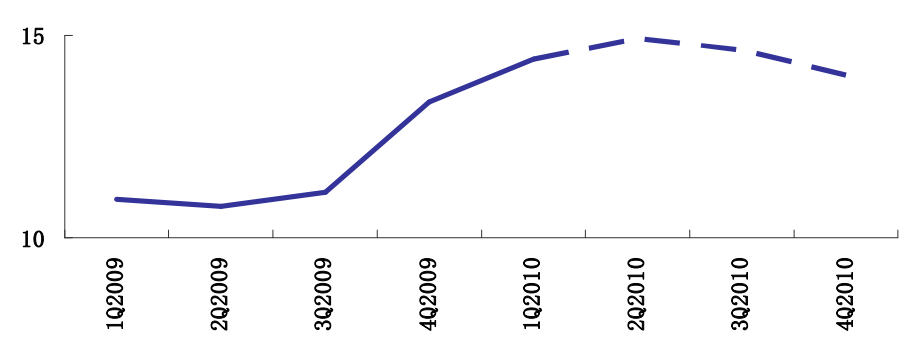
图3 PMI 库存指数



数据来源: 统计局, 安信证券研究中心

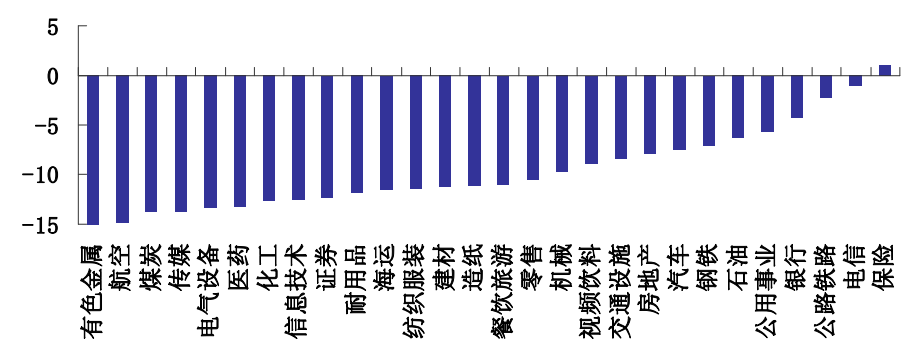
我们维持A股ROE将在三季度明显回落的判断(图4)，受此影响，强周期行业与高估值行业成为短期受冲击的重点(图5)。

图4 A股 ROE(%)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 5 盈利风险重点冲击强周期和高估值行业(%)



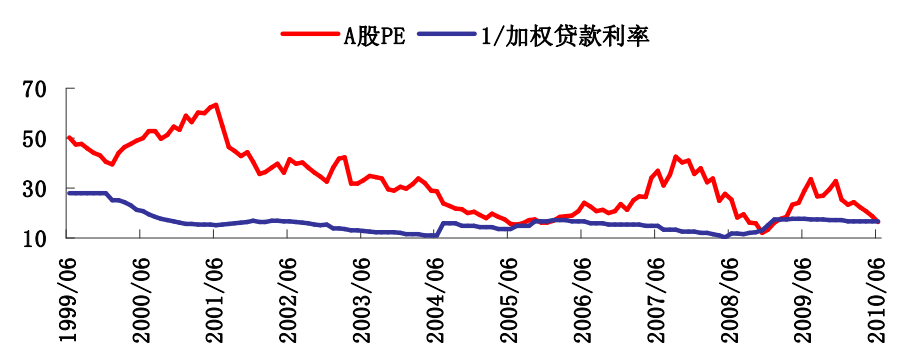
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

2. 一些积极的信号

然而，在市场快速下跌的过程中，我们看到一些积极的信号：

其一，当前 A 股 PE(TTM) 已降至约 16 倍，接近实体企业加权贷款利率倒数，从 2005 和 2008 年的经验看，这是市场进入底部区域的必要条件(图 6)。

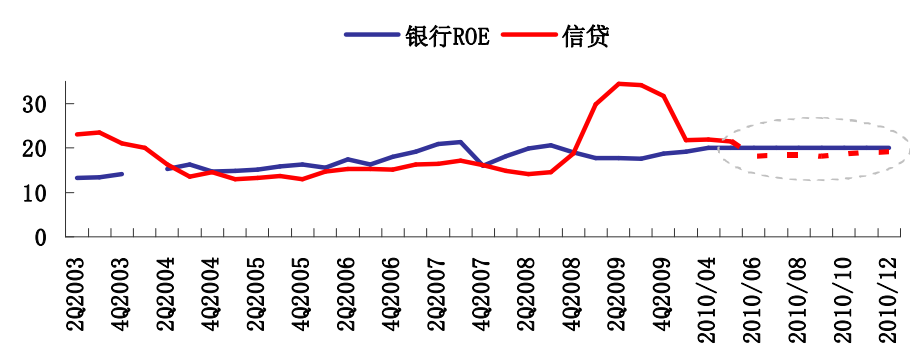
图 6 A 股 PE 与加权贷款利率倒数



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

其二，我们预期信贷增速在经历持续下降后，可能会在 6 月份形成一个低点，7 月份开始将逐步趋于稳定。考虑到目前商业银行 ROE 仍维持在近 20% 的水平，下半年信贷增速维持在 18-19% 是可以实现的(图 7)。

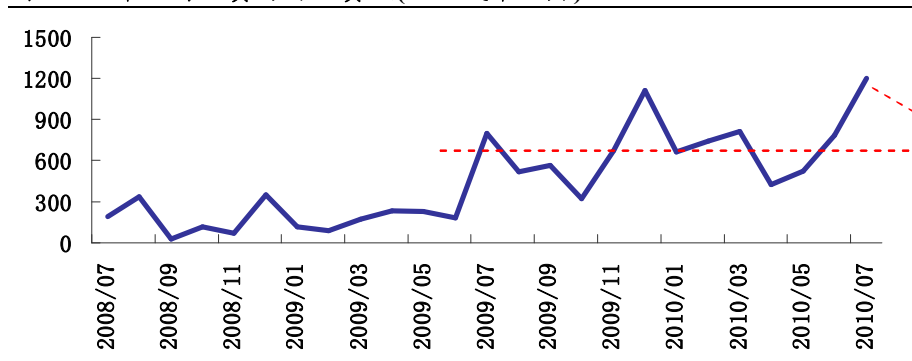
图 7 信贷增速将趋于稳定



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

其三, 大约从 2009/7 开始, 上市公司融资与再融资额从之前的月均 300 亿提升到月均 600 亿的平台, 成为压制今年 A 股市场的主要因素之一。我们预期农行发行会导致单月融资额超过 1000 亿, 虽然全年可能仍将维持在月均 600 亿的水平, 但峰值很可能就在 7 月份(图 8)。

图 8 上市公司融资与再融资额(亿人民币、月)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

同时, 随着经济减速的确定, 以及高层最近频繁调研的动向, 我们预期政策方面 7 月中旬可能会有新的变化。

因此, 随着盈利风险的释放, 市场快速下跌, 以及积极信号的出现, 在 2200-2300 点区间我们对指数的看法将转向中性。在此背景下, 虽然政策面的具体变化仍不确定, 但我们需要盯住可能由此带来的反弹机会。

3. 结构性差异

需要指出, 虽然指数渐趋稳定, 但行业的结构性差异仍将非常明显:

其一, 银行、煤炭(合同煤)、石油石化、交通设施等权重行业估值已回到历史低端。比如银行, 其估值所隐含的 ROE 水平已低于 2004-2009 年的最低值(表 1)。虽然这些行业的 ROE 仍处在趋势性下降的周期, 尚难以确定 ROE 何时会重拾升势, 但较低的估值定位已大幅削弱股价继续下行的动量。

表 1、权重股估值回到低端

	PB	隐含 ROE ①	2004-2009 年最低 ROE ②	①-②
银行	1.98	11.93	14.63	-2.70
煤炭	2.33	14.07	13.75	0.31
港口	1.95	11.76	9.05	2.71
机场	1.79	10.81	7.69	3.12
高速	1.66	10.03	6.64	3.39
石油	2.14	12.93	9.38	3.55
石化	1.73	10.45	6.16	4.29

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

考虑到上证综指前 30 家最大市值公司的股票份额就达到了 55%(表 2), 且当前市净率为 2, 市盈率为 12, 下跌空间基本上已经封闭, 因此权重板块下行动量的削弱是目前指数最重要的支撑力量。

表 2、上证综指前 30 大股票权重占比

股票代码	股票名称	权重（扣除 H 股的总市值加权，%）	2010 年 PB （预测值）	2010 年 PE （预测值）
601857	中国石油	11.30	1.97	13.99
601398	工商银行	6.88	1.75	8.81
601288	农业银行	5.30	1.58	2.04
601988	中国银行	4.04	1.58	9.30
600028	中国石化	3.67	1.52	9.60
601628	中国人寿	3.53	2.95	21.04
601088	中国神华	2.31	2.10	11.28
601318	中国平安	1.61	3.55	23.31
600036	招商银行	1.52	2.07	11.27
601328	交通银行	1.18	1.46	8.33
600000	浦发银行	1.05	1.92	9.80
601998	中信银行	0.98	1.81	11.72
601601	中国太保	0.98	2.43	23.89
601166	兴业银行	0.92	1.49	8.19
600900	长江电力	0.92	2.01	18.91
600519	贵州茅台	0.80	6.28	21.65
600030	中信证券	0.77	1.64	13.25
600016	民生银行	0.77	1.35	9.48
600050	中国联通	0.75	1.47	47.77
601006	大秦铁路	0.74	2.41	12.71
601668	中国建筑	0.74	1.43	14.95
600104	上海汽车	0.71	2.04	10.45
600019	宝钢股份	0.69	1.00	9.83
601600	中国铝业	0.56	2.22	50.68
601111	中国国航	0.53	3.89	14.50
600018	上港集团	0.53	2.28	17.77
601169	北京银行	0.52	1.76	10.29
601898	中煤能源	0.50	1.43	11.91
601186	中国铁建	0.51	1.49	10.78
600999	招商证券	0.50	2.86	23.24
合计		55.76	2.00	12.83

数据来源：Wind，预测数据为朝阳永续一致预期，安信证券研究中心

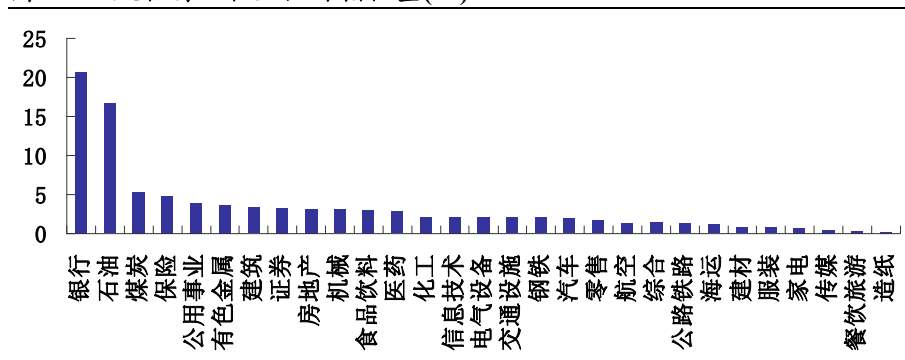
表 3、AH 股溢价

股票名称	占上证综指 权重（%）	A 股价格（元）	H 股价格（港币）	A 股/H 股
中国石油	11.30	10.39	8.61	1.39
工商银行	6.88	4.11	5.60	0.84
中国银行	4.04	3.41	3.94	0.99
中国石化	3.67	7.84	6.22	1.45
中国人寿	3.53	25.20	33.85	0.86
中国神华	2.31	21.00	27.60	0.87
中国平安	1.61	46.81	64.35	0.84
招商银行	1.52	12.90	18.00	0.82
交通银行	1.18	5.94	8.02	0.85
中信银行	0.98	5.55	4.77	1.34
中国太保	0.98	23.40	31.20	0.86
民生银行	0.77	6.14	6.91	1.02

中国铝业	0.56	8.70	5.79	1.73
中国国航	0.53	10.20	7.36	1.59
中国铁建	0.51	7.37	10.08	0.84
中煤能源	0.50	8.27	9.33	1.02
合计	40.87			1.10 (按市值加权)

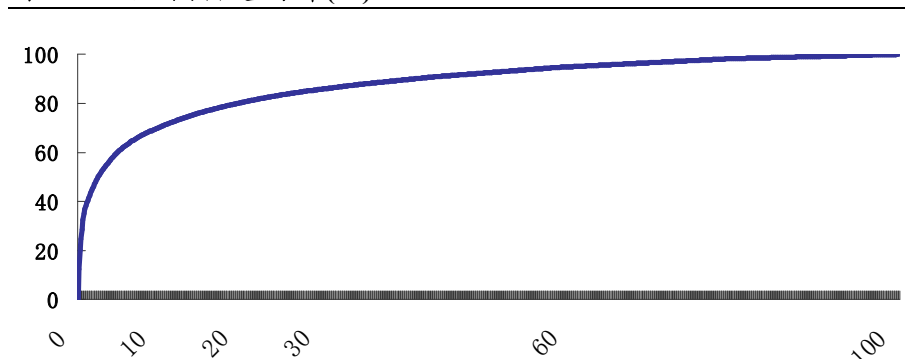
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 9 A 股各行业占上证综指权重(%)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

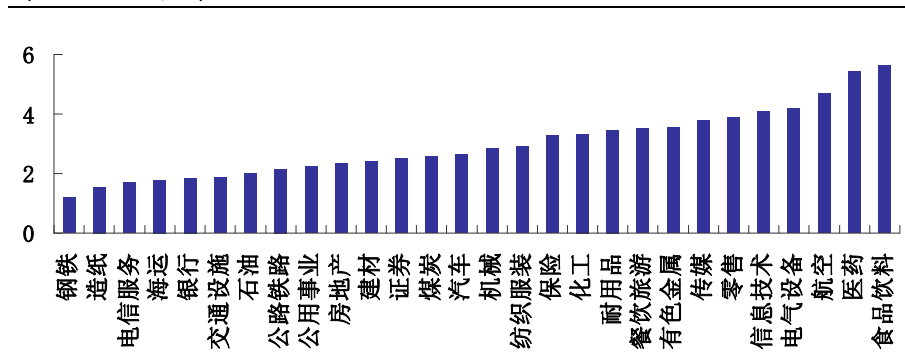
图 10 上证综指权重分布(%)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

其二, 传统周期性行业(约占上证综指 35%的权重), 因经济减速刚开始显现, 其盈利能力在未来 2-3 个季度可能出现快速下滑甚至亏损。虽然其中大部分行业 PB 已回到 2 倍甚至更低的水平(图 11), 但与权重股不同, 过高的业绩弹性使其估值仍不具有安全边际, 因此将成为未来牵动指数下行的主要力量, 但政策方面的扰动会促使其短期超跌反弹。

图 11 A 股各行业 PB



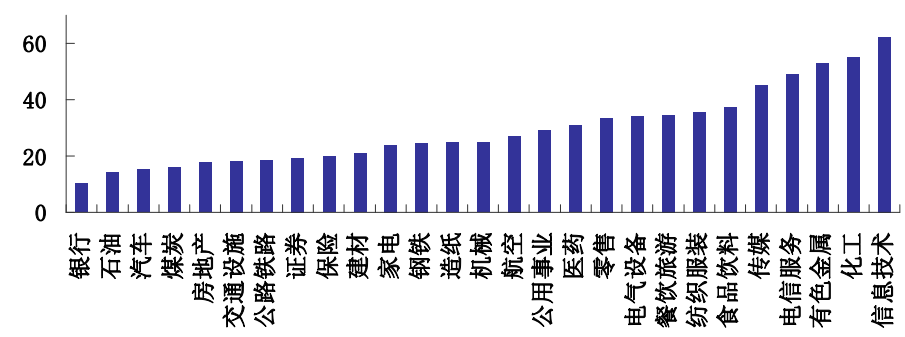
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

其三，成长股大体分为两类：

一是食品饮料、零售、家电、服装、旅游等低端消费行业(约占上证综指 7%的权重)，由于需求稳定且供给带有一定的垄断特征，其业绩的增长会比较稳定。考虑到其估值适中(图 12)，且符合低端消费的大趋势，具有配置优势。

二是高成长行业和新兴行业，主要集中在医药、TMT、机械等领域(约占上证综指 8%的权重)。由于估值处在市场高端(图 12)，短期业绩下调的风险将使其受到冲击，但我们对其长期趋势仍然看好。

图 12 A 股各行业 PE



数据来源：Wind，安信证券研究中心

4. 配置与组合

在配置方面，我们建议以最大的 30 只权重股以及成长性比较确定、估值合理的成长股为基础构建组合，以应对成交量日益萎缩的环境。

综上所述，行业配置与组合如表 4 所示。

表 4、行业配置与组合

行业	基准比例	超配	标配	低配	重点公司
农林牧渔	1.42		1.42		农产品
采掘	3.36		3.36		中国神华、兖州煤业、西山煤电
化工	8.81			2.64	中国石化、双良股份、广汇股份、佛山照明
黑色金属	2.55			1.28	新兴铸管、八一钢铁、恒星科技
有色金属	3.41			1.71	中金岭南、中金黄金、格林美、神火股份、东阳光铝
建筑建材	3.39		3.39		彩虹股份、亚泰集团、帝龙新材、祁连山、亚厦股份、大连国际、绿大地、金螳螂
机械设备	5.20	10.40			思源电气、东方电气、国电南瑞、杰瑞股份、机器人、南风股份、中集集团、二重重装、中国南车、厦工股份、晋亿实业
电子元器件	1.86		1.86		莱宝高科、大华股份、大族激光
交运设备	4.04			2.03	宁波华翔、凌云股份、威孚高科、上海汽车
信息设备	1.82		1.82		中兴通讯、烽火通信
家用电器	1.36	2.73			格力电器
食品饮料	3.67	7.34			张裕 A、双汇发展、贵州茅台
纺织服装	1.11	2.29			探路者、瑞贝卡、梦洁家纺
轻工制造	1.03			0.52	永新股份、宜华木业、东港股份
医药生物	4.86	9.38			丽珠集团、双鹭药业、华东医药、康美药业、海翔药业、仁和药业、华润三九、长春高新
公用事业	3.61		3.61		内蒙华电、长江电力、金山股份
交通运输	4.96		4.96		山东高速、厦门空港、中国国航、ST 东航、大秦铁路

房地产	5.00		5.00	首开股份、苏宁环球
金融服务	30.99		21.28	工商银行、招商银行、建设银行、中国太保、中国平安、中国人寿、中信证券、国元证券、海通证券
商业贸易	3.17	6.36		苏宁电器、大厦股份、人人乐、东百集团、合肥百货
餐饮旅游	0.49		0.49	中青旅
信息服务	3.06	6.13		软控股份、银江股份、同方股份
综合	0.83		0.00	

资料来源：安信证券研究中心

注：采用申万行业分类标准，行业权重以 2010 年 6 月 30 日行业流通市值为基准计算

作者简介

张治，CFA，南京大学理学学士、金融学硕士，七年证券、期货投资与研究经验，2007年4月加盟安信证券研究中心。

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，八年证券研究经验，2007年5月加盟安信证券研究中心，从事策略、行业组合研究。

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所，从事策略研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

黄方祥 021-68765913	上海联系人 huangfc@essence.com.cn	南方 010-59113572	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
朱贤 021-68765293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-59113563	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	潘冬亮 010-59113590	北京联系人 pandl@essence.com.cn
李昕 010-59113565	北京联系人 lixin@essence.com.cn	马正南 010-59113593	北京联系人 mazzn@essence.com.cn
潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn	李国瑞 0755-82558084	深圳联系人 ligr@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn	刘欢 0755-82558069	深圳联系人 liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034