

打破僵局

分析师

张治

S0740210080016

021-58208304

zhangzhi@qlzq.com.cn

2010年9月10日

联系人

罗春鹏

021-68766741

luocp@qlzq.com.cn

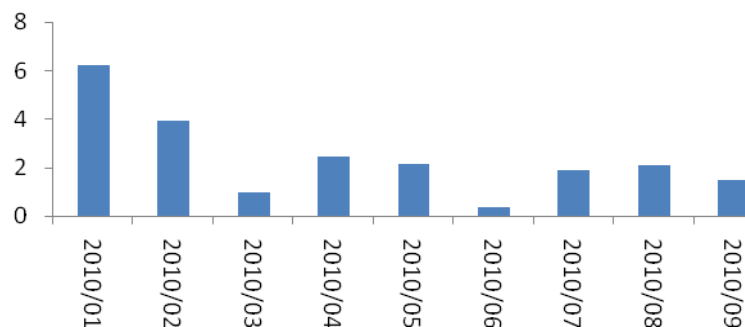
投资要点

- A股市场流动性的释放正遭遇瓶颈，并加速了两极分化的行业格局。考虑到总体流动性供给仍呈回落态势，我们预期A股市场的主导因素将重新回归盈利。
- 在货币持续超发的背景下，流动性收缩尚未对实体企业构成实质性冲击，微观主体的经济活动和资产配置体现出较高的积极性，为本轮经济调整用时间换空间提供了现实的基础。
- 经验显示，在库存积累阶段，地产股总体呈下跌趋势，其间的波段取决于地产销量的变化；由于投资的萎缩，相关工业股的变现趋弱。
- 总体配置由消费转向投资、非周期转向周期的条件尚不具备，但当前的行业格局将会发生松动，市场的波动区间将因此扩大，并最终打破现存的僵局。在此过程中，我们建议维持中性仓位。
- 看好的板块或行业：
 - 其一，需求稳定的供应瓶颈行业，比如农业、食品；
 - 其二，周转量上升的渠道类公司，比如商业、服装；
 - 其三，高分红、稳定增长类股票，比如商用车；
 - 其四，由于成本挤压，上半年部分公司增收不增利，比如化工、饲料；
 - 其五，外生性增长股、成长股，建议从下至上挖掘。
- 看淡的板块或行业：
 - 其一，在流动性释放过程中泡沫化的题材概念股(2011年PE40倍以上)，可能随着流动性瓶颈的出现和市场供给的上升而逐步去泡沫化；
 - 其二，考虑到地产业将在四季度开始积累库存，以及9月份可能是全年地产销售的高点，我们判断地产股的高点已现；
 - 其三，周期股短期受益于节能减排，但需求仍受制于地产投资的回落。我们比较担心明年春季地产开工可能低于预期；
 - 其四，银行股目前仍受制于政策和坏账预期，但实际坏账可能低于预期，明年春季是个敏感的时间点。

■ 一半是火焰，一半是海水

7 月份开始，市场流动性出现恢复性上升(图 1)，并触发了 A 股市场的反弹。

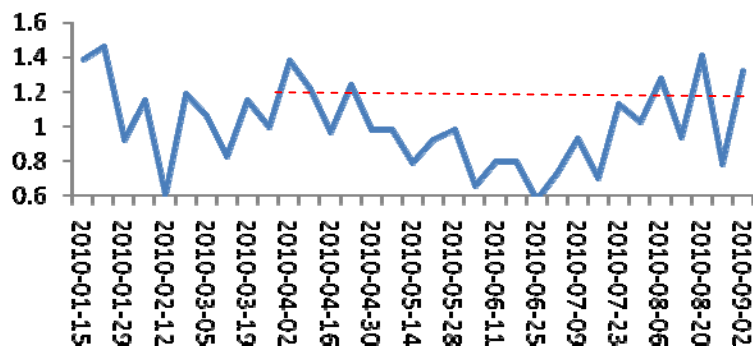
图 1：流动性总供给增速-名义 GDP(%)



来源：人民银行，齐鲁证券研究所

进入 8 月份，随着成交量的逐步回升，市场流动性的释放开始遭遇瓶颈(图 2)。

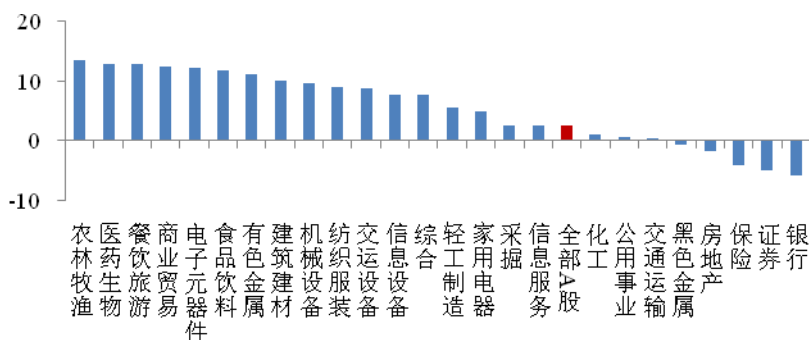
图 2：A 股日均换手率(%)



来源：Wind，齐鲁证券研究所

在

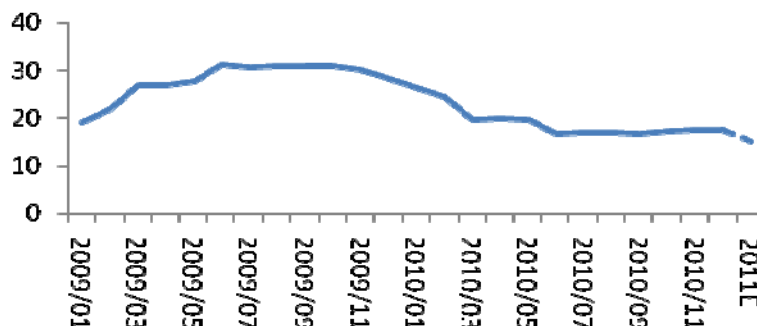
此背景下，资金开始追逐中小市值股、盈利稳定的消费股、非周期股。出于对地产调控、经济增速和企业盈利回落的担忧，地产、金融及相关周期股表现疲软(图 3)。

图3：2010年8月A股各行业涨跌幅(%)


来源：Wind，齐鲁证券研究所

行业格局的剧烈分化使市场陷入短期僵局，指数总体在上下 150 点左右的区间里窄幅波动。

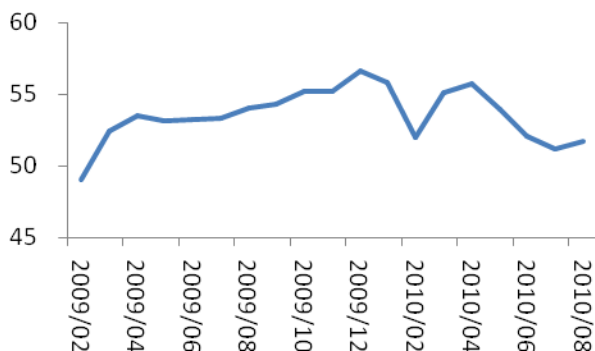
基于对流动性总供给仍呈回落的趋势判断(图 4)，我们预期未来市场的演化将依赖于企业盈利的变化。

图4：商业银行信贷增速(%)


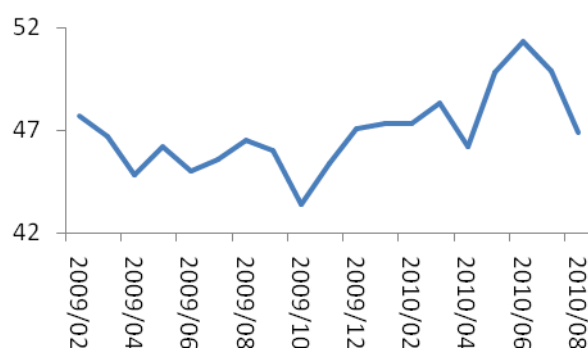
来源：人民银行，齐鲁证券研究所

■ 狼来了？

考察经济实际运行状况，8 月份的数据好于预期(图 5、6)，并使部分投资者开始思考经济增速和企业盈利的回落是否只是个「狼来了」的故事。

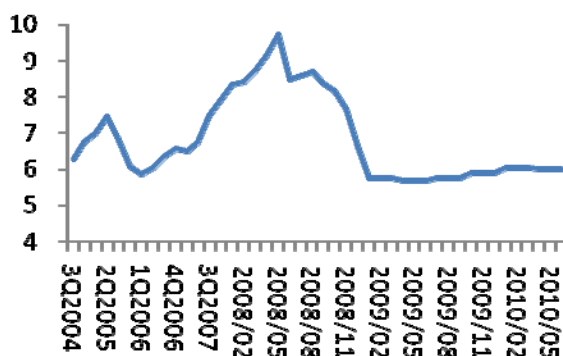
图 5: PMI 指数


来源: 统计局, 齐鲁证券研究所

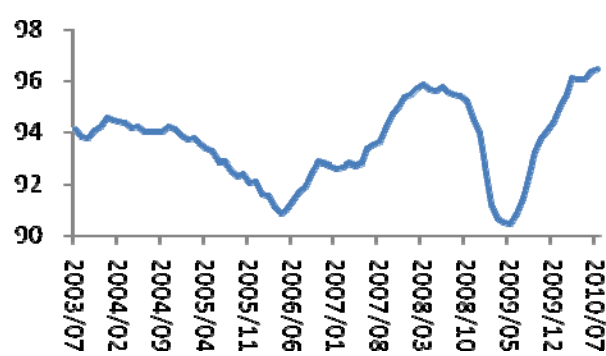
图 6: PMI 库存指数


来源: 统计局, 齐鲁证券研究所

从宏观层面考察, 与 2004、2008 年相比, 流动性收缩对实体经济的影响相对轻微得多(图 7), 中长期贷款的供给也比较充裕(图 8)。

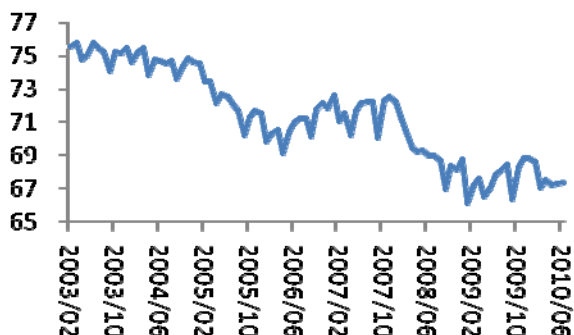
图表 7: 一年期加权贷款利率(%)


来源: 人民银行, 齐鲁证券研究所

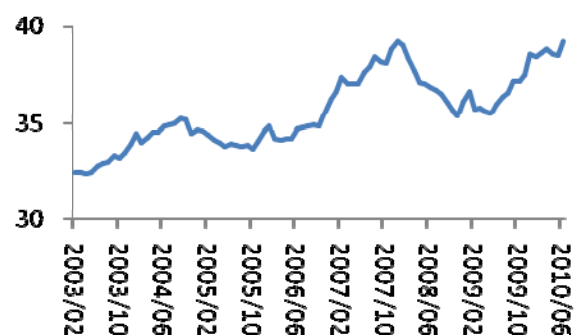
图表 8: 非票据信贷占比 (%)


来源: 人民银行, 齐鲁证券研究所

在此背景下, 考虑到近两年货币发行成倍上升, 微观主体的经济活动和资产配置也体现出较高的积极性(图 9、10)。

图表 9: 企业活期存款占总存款比重(%)


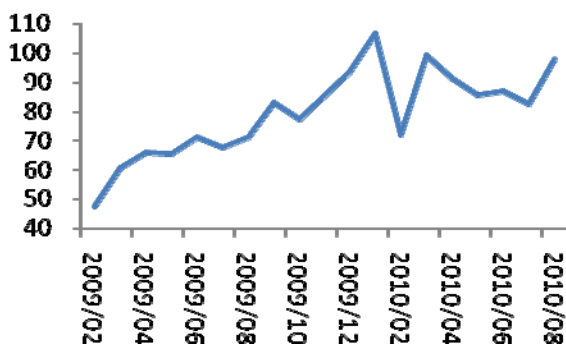
来源: 人民银行, 齐鲁证券研究所

图表 10: 居民活期储蓄占总储蓄比重(%)


来源: 人民银行, 齐鲁证券研究所

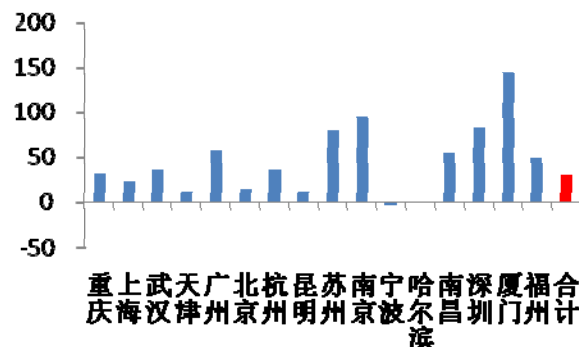
因此，在具有消费属性的汽车和资产属性的地产的支持下(图 11、12)，经济增长显得较有韧性。

图 11: 汽车销售量(万辆)



来源: 中汽协, 齐鲁证券研究所

图 12: 8 月主要城市房地产日均销售月环比(%)



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

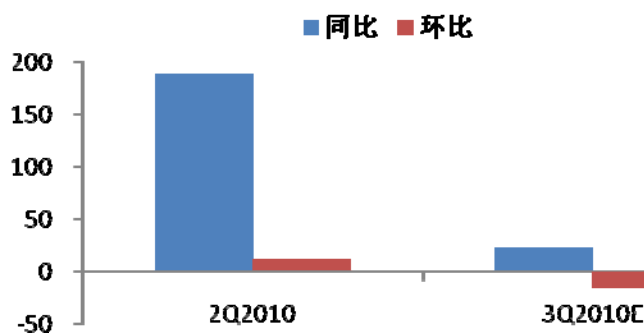
注: 按成交量降序排列

■ 逃不开的纠结

那么，投资者是否需要在配置上向低估值的地产、金融及相关周期股转换呢？对此，我们认为需要以下两大负面因素的充分释放。

其一，上市公司利润在三季度仍将面临剧烈的下降。如图 13，三季度已公布预增的 167 家公司，其三季度利润的同比增速将下降至 22.67%，环比出现 14.24% 的负增长。

图 13: 三季度预增上市公司净利润增速(%)



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

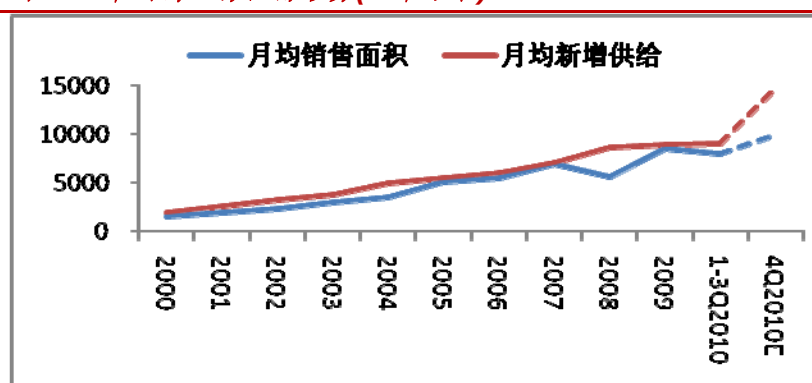
从各行业的情况看，其中下降最剧烈的正是周期类上市公司(表 1)。

表 1: 三季度预增上市公司分行业净利润变化

行业	预增家数	3Q2010 同比	3Q2010 环比
采掘	5	72.28	43.76
电子元器件	17	381.60	171.19
房地产	16	58.09	0.12
纺织服装	8	99.45	20.33
公用事业	5	91.30	206.76
黑色金属	3	-58.89	-62.24
化工	12	142.04	2.72
机械设备	21	51.14	-12.08
交通运输	6	-8.47	-47.09
交运设备	7	23.43	-25.38
农林牧渔	5	199.52	15.85
轻工制造	9	0.29	-18.29
商业贸易	4	280.02	-53.91
食品饮料	5	44.99	-3.58
信息服务	6	103.54	-18.00
信息设备	5	98.88	7.16
医药生物	10	49.94	7.88
有色金属	13	-9.51	-51.61
家用电器	3	136.54	88.27
建筑建材	7	137.88	43.42
合计	167	22.67	-14.24

来源: Wind, 齐鲁证券研究所

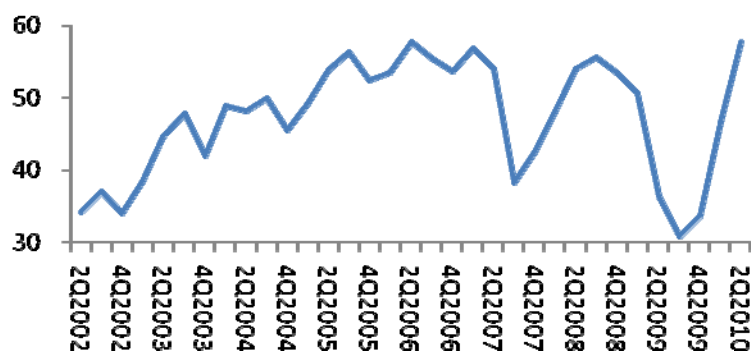
其二, 考虑到 4Q2010-2Q2011 的三个季度期间, 商品房的供给量约 1.5 亿平方米/月, 而我们预期销售量大约在 1.0 亿平方米/月, 史上少有的供需缺口将必然导致商品房库存明显上升。

图 14: 中国商品房供需形势(万平方米)


来源: 统计局, 齐鲁证券研究所

考虑到房地产公司的净负债权益比已回到历史高点附近(图 15)，以及宏观政策对地产公司融资的严格限制，我们预期新开工面积的增长已走过拐点。

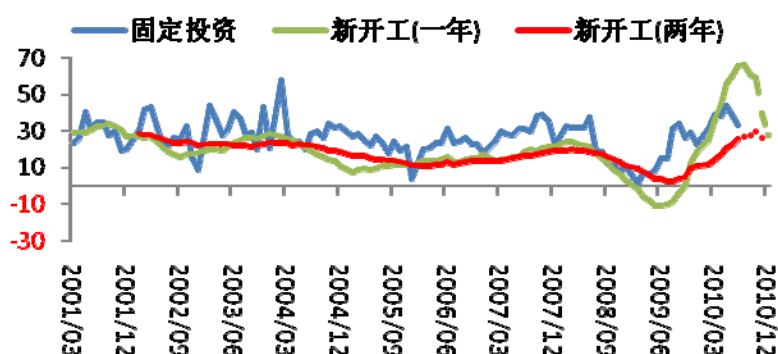
图 15: A 股房地产上市公司净负债权益比(%)



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

受此影响，地产固定资产投资增速的高点应在 3Q2010(图 16)。

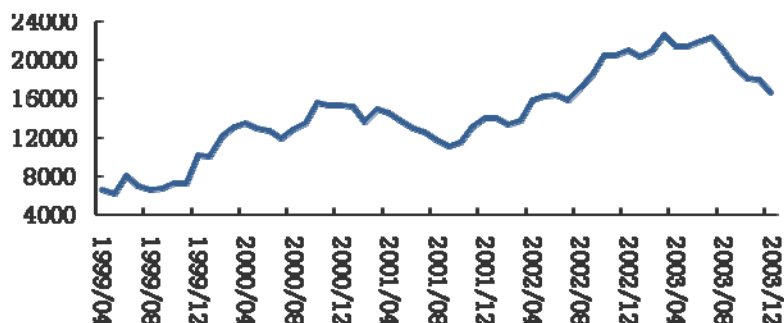
图 16: 房地产固定资产投资与新开工面积增速(%)



来源: 统计局, 齐鲁证券研究所

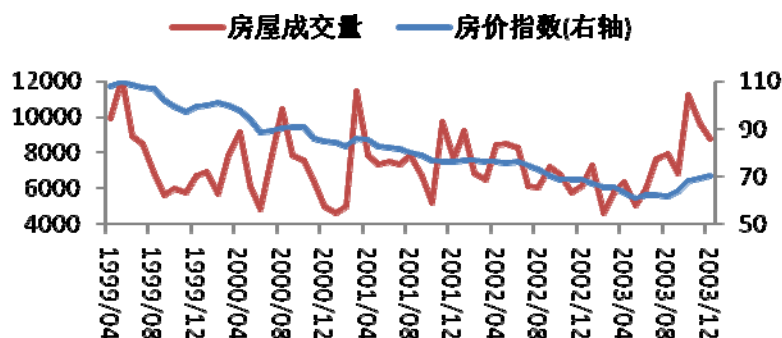
■ 案例分析

在经历了亚洲金融危机后，经过 1999 年的短期恢复，2000-2002 年，香港地产业经历了库存上升的过程(图 17)。

图 17: 香港房屋库存(套)


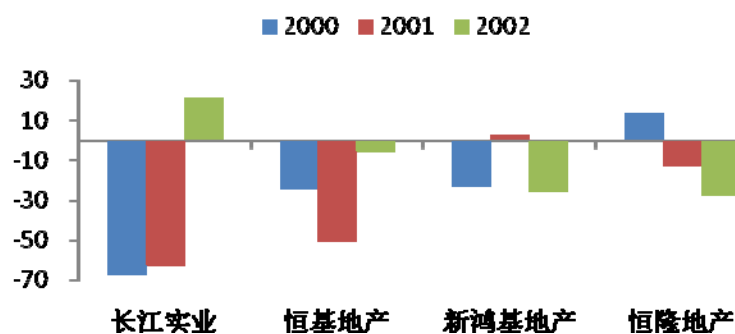
来源: Bloomberg, 齐鲁证券研究所

虽然, 房屋成交量在 1H2000 出现了明显的上升(月均环比增长约 50%), 但房价仍在库存压力下持续下跌(图 18)。

图 18: 香港房价指数与房屋成交量(套)


来源: Bloomberg, 齐鲁证券研究所

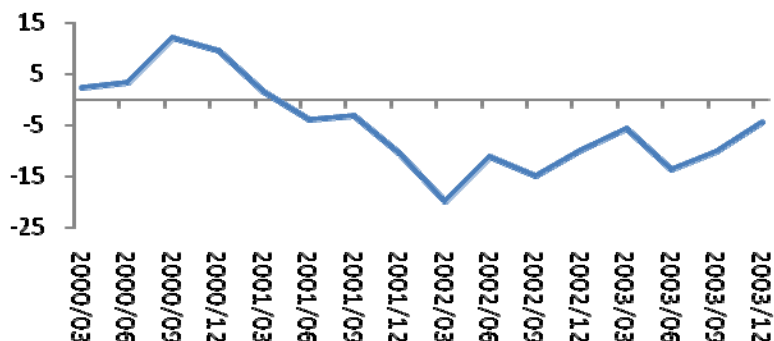
地产公司的利润因此受到较大冲击(图 19)。

图 19: 香港房地产上市公司利润增速(%)


来源: Bloomberg, 齐鲁证券研究所

固定投资增速随后也明显下降(图 20)。

图 20: 香港固定投资增速(%)

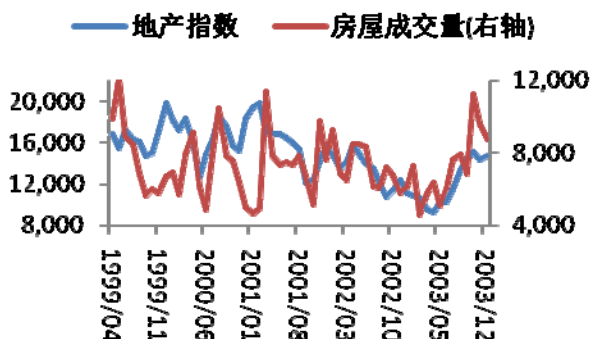


来源: CEIC, 齐鲁证券研究所

在此背景下, 股票市场的表现是:

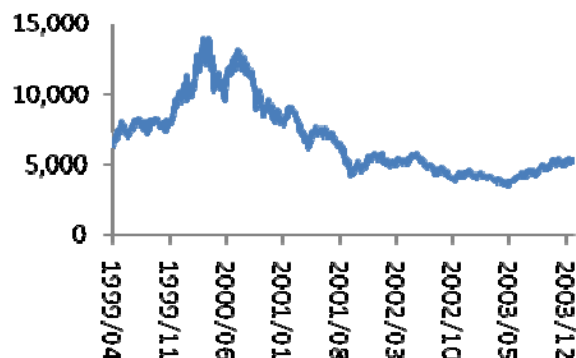
- 地产股价趋势取决于库存, 其间房屋成交量决定地产股的短期波动(图 21);
- 受投资下降的影响, 工业股表现趋弱(图 22)。

图 21: 恒生房地产指数



来源: Bloomberg, 齐鲁证券研究所

图 22: 恒生工业指数



来源: Bloomberg, 齐鲁证券研究所

■ 夹缝中生存

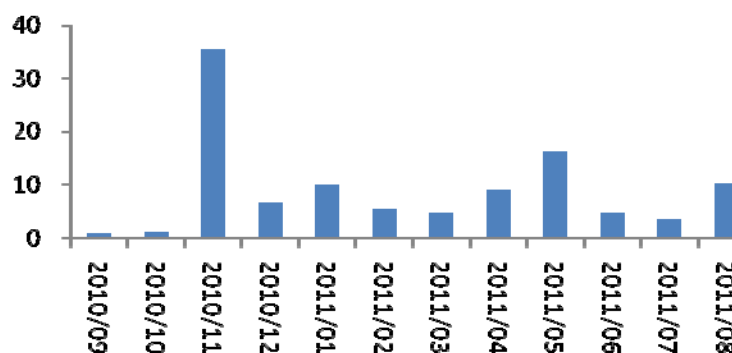
通过分析, 我们认为总体配置由消费转向投资、非周期转向周期的条件尚不具备。但考虑到流动性释放的瓶颈, 以及未来经济走向的变化, 我们预期当前的行业格局将会发生松动, 市场的波动区间将因此扩大, 并最终打破现存的僵局。

在此过程中, 我们建议维持中性仓位, 配置建议如下:

◇ 看淡的板块或行业:

其一，在流动性释放过程中泡沫化的题材概念股(2011 年 PE40 倍以上)，可能随着流动性瓶颈的出现和市场供给的上升而逐步去泡沫化；

图 23：创业板解禁市值占流通市值比重(%)



来源：Wind，齐鲁证券研究所

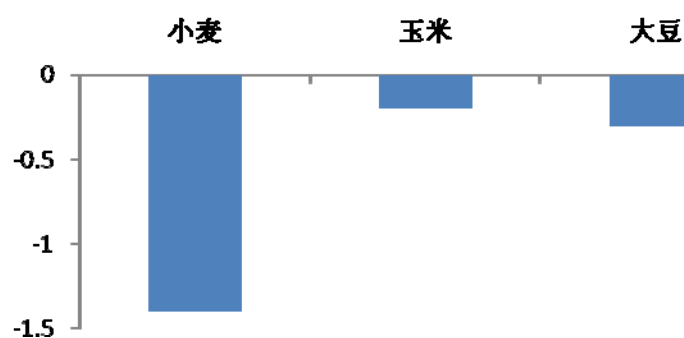
其二，考虑到地产业将在四季度开始积累库存，以及 9 月份可能是全年地产销售的高点，我们判断地产股的高点已现；

其三，周期股短期受益于节能减排，但需求仍受制于地产投资的回落。我们比较担心明年春季地产开工可能低于预期；

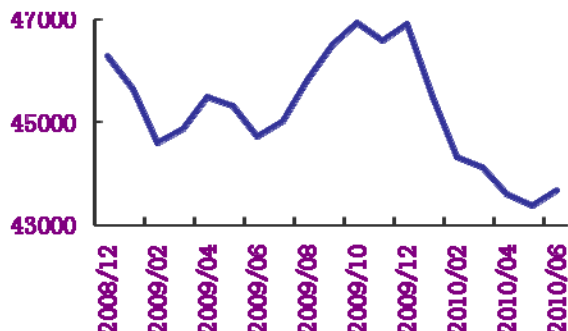
◇ 看好的板块或行业：

其一，需求稳定的供应瓶颈行业，比如农业和食品(图 24-26)；

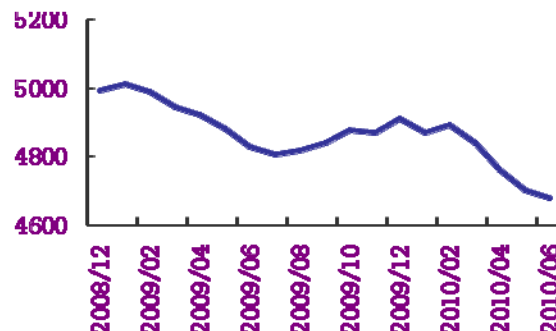
图 24：2010/2011 农产品库存消费比变化(%)



来源：USDA，齐鲁证券研究所

图 25: 生猪存栏量(万头)


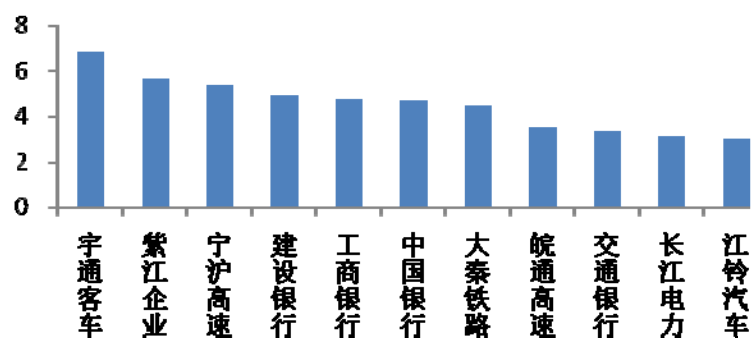
来源: 农业部, 齐鲁证券研究所

图 26: 能繁母猪存栏量(万头)


来源: 农业部, 齐鲁证券研究所

其二, 周转量上升的渠道类公司, 比如商业、服装;

其三, 高分红、稳定增长类股票, 比如商用车(图 27);

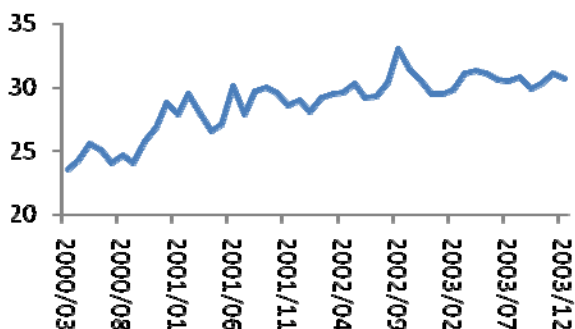
图 27: 分红收益率较高的 A 股上市公司(%)


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

注: 2009 年分红/当前股价(2010/8/31)

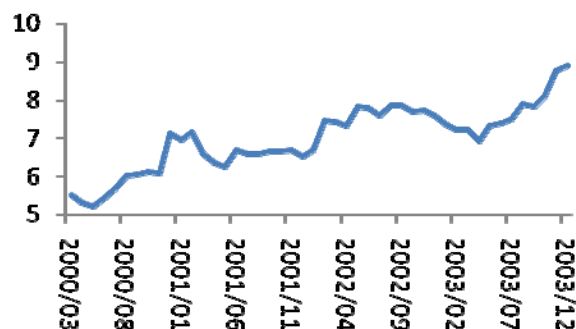
2000-2002 年, 在地产库存上升和投资下降冲击期间, 香港电灯、中华煤气等公司表现优异(图 28、29)。究其原因, 很可能是因为高分红, 而非盈利增长(图 30、31)。

图 28: 香港电灯股份(港元/股)



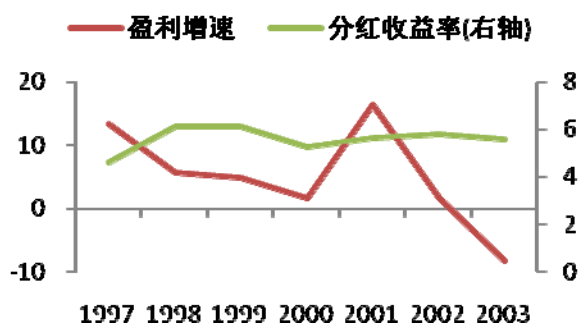
来源: Bloomberg, 齐鲁证券研究所

图 29: 中华煤气股份(港元/股)



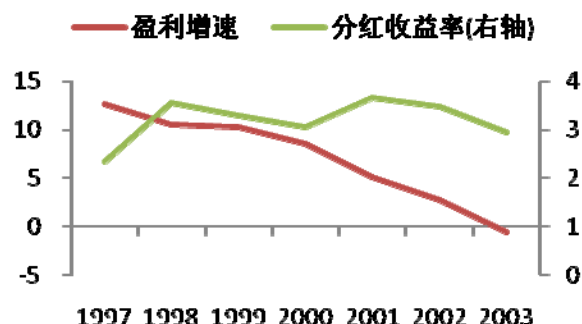
来源: Bloomberg, 齐鲁证券研究所

图 30: 香港电灯盈利增速与分红收益率(%)



来源: Bloomberg, 齐鲁证券研究所

图 31: 中华煤气盈利增速与分红收益率(%)



来源: Bloomberg, 齐鲁证券研究所

其四, 由于成本挤压, 上半年部分公司增收不增利, 四季度利润率可能快速反弹, 比如化工、饲料;

其五, 外生性增长股、成长股, 建议从下至上挖掘。

■ 行业配置

综上所述, 行业配置建议参见表 2。

表 2：行业配置表

	基准权重	超配	标配	低配
农林牧渔	1.16	△		
煤炭	4.41		◇	
石油石化	10.28			▽
化工	3.62		◇	
黑色金属	2.20			▽
有色金属	3.80			▽
建筑建材	4.09			▽
机械	3.25		◇	
电气设备	2.57	△		
电子元器件	1.90	△		
交运设备	3.84		◇	
信息设备	1.62		◇	
家用电器	1.11		◇	
食品饮料	3.20	△		
纺织服装	1.20	△		
轻工制造	0.89			▽
医药生物	4.27	△		
公用事业	3.15		◇	
交通运输	4.50			▽
房地产	3.99			▽
银行	21.73		◇	
证券信托	2.68			▽
保险	4.39		◇	
商业贸易	2.51	△		
餐饮旅游	0.48		◇	
信息服务	2.55		◇	
综合	0.62			▽

来源：Wind，齐鲁证券研究所

注：采用申万行业分类，行业基准权重按 2010/9/10 市值计算

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501