

去库存压力加大、适宜借反弹控制仓位

A 股周策略报告

2011 年 5 月 2 日

主要观点:

- 上周市场的下跌，原因主要有两点：首先是通胀下政策紧缩，增量资金许久未见动作；其次，高估值的创业板等板块在年报以及季报的披露后，上市公司业绩的回落，成了引发创业板等高估值个股暴跌的催化剂。
- 去库存将构成经济短期回落的主要推动力。地产类可比上市公司的库存资产比为 60.7%、比 2010 年末高了 2%；非地产类可比企业的库存资产比为 13.97%、比 2010 年末高了 0.6%、与 2008 年第一季度末的 13.98%持平。4 月 PMI 购进价格以及采购量均出现了持续的下行；又前期 PMI 产成品库存的上行，表明制造业企业继续增库存的动力在下降。企业及 PMI 指标层面，均表明去库存压力上行；同时，2011 年 4 月 PMI 环比出现了下降、是 2006 年来的首次，即去库存、新订单的下降、采购量的下降，传导至生产的下降、经济的回落。当下将是企业短期去库存的初期，未来上市公司业绩依然面临着回落的压力。
- 在原材料价格上行压力下、在劳动力成本推动下，本轮通胀更具复杂性。PMI 购进价格以在去年 11 月份见高点、呈现震荡回落态势，且最近 2 月均呈现回落态势，但是 PPIRM、PPI、CPI 等均没有出现下行；这与历史经验不同。未来维持货币紧缩政策、推进税改、并推进保障房等政府项目的建设将是主要应对措施。
- 经济增速回落下对业绩的担忧将一直困扰着市场，通胀压力下的货币紧缩也将制约着市场的系统机会的形成。在此预期下，市场将整体保持弱势。
- 下周市场可能围绕着 2830-2950 点做弱势震荡。操作上，以中长期大平衡市的逻辑，短期以借反弹控制仓位的防御性策略为主要操作策略；板块层面，可以关注受核电困扰以及 1 季度业绩增速回落而股价大幅回落的电源设备、特高压设备等板块，以及业绩增长平稳、较低估值的银行等权重板块。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

TEL：(021)63367000-314

FAX：(021)63373209

Email：ducc@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、上周市场回顾	2
表 1: 上周主要板块涨跌幅列表	2
二、经济下行、业绩回落被验证	3
1、库存的高位、企业面临着去库存的压力	3
表 2: 可比上市公司库存上行且逼近历史高点附近	3
图 1: 非地产可比企业存货资产比与 2008Q1 持平而所有可比公司的存货资产比创新高	4
图 2: PMI 购进价格、采购量均在下行, 相反库存在上行	4
图 3: 新订单的回落、需求下降、PMI 回落	5
表 3: 2011 年 4 月 PMI 环比回落、这是 2006 年来的首次	5
2、通胀压力依旧、将制约政策	5
图 4: PMI 购进价的下行, 却未导致物价的下行	6
三、市场运行及投资策略	6
1、市场运行逻辑	6
2、投资策略	6
表 4: 主要板块年报及季报的业绩增速及估值水平	6
表 5: 受制于未来业绩增速回落的压力, 中小板的估值溢价水平依然有压力	7
图 5: 小盘股与大盘股的市盈率估值比序列	8
图 6: 小盘股与大盘股的市净率估值比序列	8

一、上周市场回顾

上周市场普跌、上证指数跌破 2900 点, 周五小幅反弹收于 2911 点。行业上, 除了白酒、银行、电力等板块有所表现外, 其余板块均出现了较大的下挫。周期性板块与弱周期板块均有回落, 风格上以创业板、中小板为代表的小盘股跌幅较大。

上周市场的下跌, 原因主要有两点。首先是通胀下政策紧缩, 增量资金许久未见动作, 导致上证指数 3050 点附近一直没有向上突破; 其次, 高估值的创业板等板块在年报以及季报的披露后, 业绩的回落, 成了引发创业板等高估值个股暴跌的催化剂。

在流动性和业绩的双重压力下, 市场出现了较大幅度的回落; 也是“图穷匕见”的必然结果。当下站在 2900 点附近, 研判未来一周的市场运行。我们认为, 当下经济下行、企业业绩呈现下行的态势; 流动性层面受制于通胀以及房地产价格的压力, 虽然市场不断有政策趋缓的良好预期, 但是, 现实中资金成本的高位始终未能验证政策的趋缓预期。

因此, 当下经济回落在被验证且形成趋势性预期, 而物价高位则一直在强化, 从而构成了市场的压力。

表 1: 上周主要板块涨跌幅列表

板块名称	上周涨跌幅%	板块名称	上周涨跌幅%
SW 餐饮旅游	-8.53	SW 轻工制造	-5.72
创业板	-8.43	SW 房地产	-5.37
SW 黑色金属	-7.92	SW 交运设备	-5.34
SW 电子元器件	-7.43	SW 建筑建材	-4.98
SW 机械设备	-6.94	SW 化工	-4.7

SW 小盘指数成份	-6.9	SW 家用电器	-4.62
SW 有色金属	-6.57	SW 交通运输	-4.16
SW 农林牧渔	-6.5	SW 商业贸易	-3.94
中小企业板	-6.32	全部 A 股	-3.63
SW 信息服务	-6.28	SW 大盘指数成份	-1.99
SW 综合	-6.25	SW 采掘	-1.73
SW 医药生物	-6.23	SW 公用事业	-1.05
SW 信息设备	-6.13	SW 金融服务	-0.74
SW 纺织服装	-6.1	SW 食品饮料	0
SW 中盘指数成份	-5.96		

数据源自 WIND，东北证券

二、经济下行、业绩回落被验证

1、库存的高位、企业面临着去库存的压力

可比上市公司库存在原材料价格上行以及下游需求下行的作用下正逼近历史高位附近。目前，地产类企业的库存资产比为 60.7%、比 2010 年末高了 2%；非地产类可比企业的库存资产比为 13.97%、比 2010 年末高了 0.6%、与 2008 年第一季度末的 13.98%持平；包括地产在内的可比企业的库存资产比为 19.82%、创出新高，2008 年时其库存资产比最高为 19.38%、这表明地产可比企业的库存资产比居高不下。

因此，从上市公司的数据看，当前正处于库存资产比的高位时点，未来有去库存的压力。

其次，从 PMI 指标来看，4 月 PMI 购进价格以及采购量均出现了持续的下行；同时，而根据之前的 PMI 产成品库存的上行，表明制造业企业继续增库存的动力最近 3-4 月份在下降，同时，面对库存的上行，企业存在了去库存的意愿。再结合上市公司层面库存资产比创新高、业绩增速回落的，则表明，去库存将逐步由 PMI 等指标的下行演化成微观主题的去库存行为。

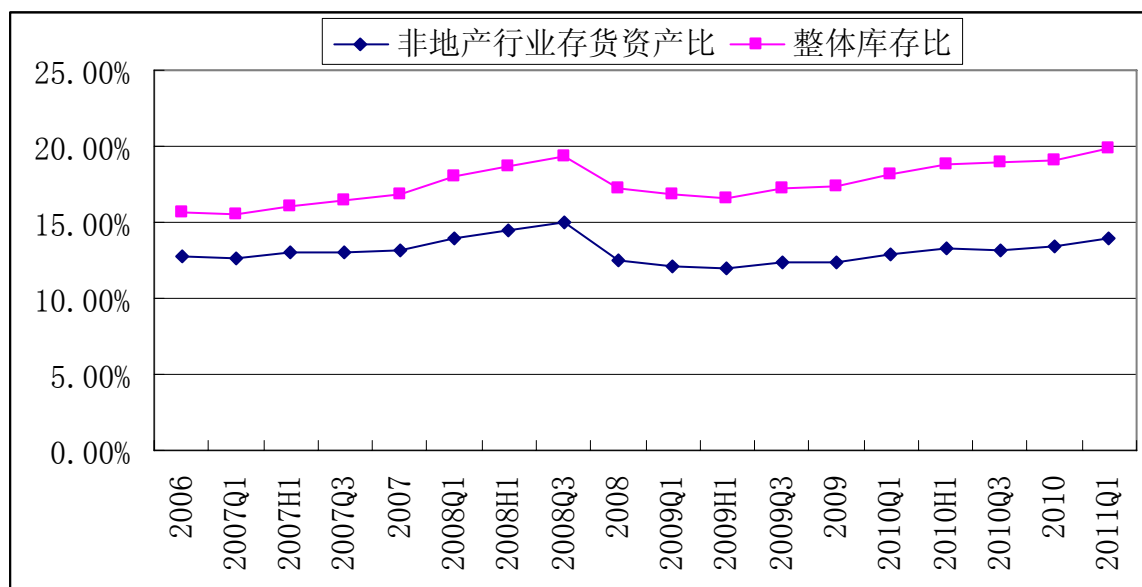
因此，去库存将构成经济短期回落的主要推动力。2011 年 4 月 PMI 环比出现了下降、是 2006 年来的首次。去库存、体现为新订单的下降、采购量的下降，传导至生产的下降、经济的回落。因此，当下将是企业短期去库存的初期，也将是企业业绩增速回落的初期，未来上市公司业绩依然面临着回落的压力。

表 2：可比上市公司库存上行且逼近历史高点附近

可比公司	存货 2010	资产 2010	存货 2011Q1	资产 2011Q1	存货资产比 2010	存货资产比 2011Q1
地产	7857	13353	8573	14115	58.84%	60.74%
非地产	12516	93667	13793	98758	13.36%	13.97%
合计	20373	107020	22367	112874	19.04%	19.82%

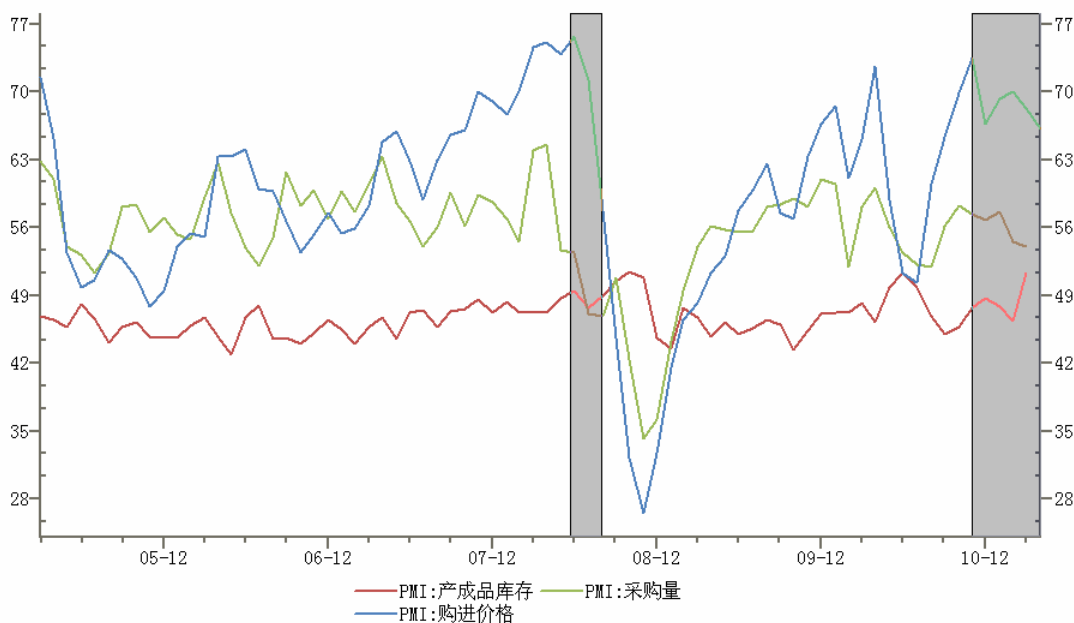
数据源自 WIND，东北证券

图 1：非地产可比企业存货资产比与 2008Q1 持平而所有可比公司的存货资产比创新高



数据源自 WIND，东北证券

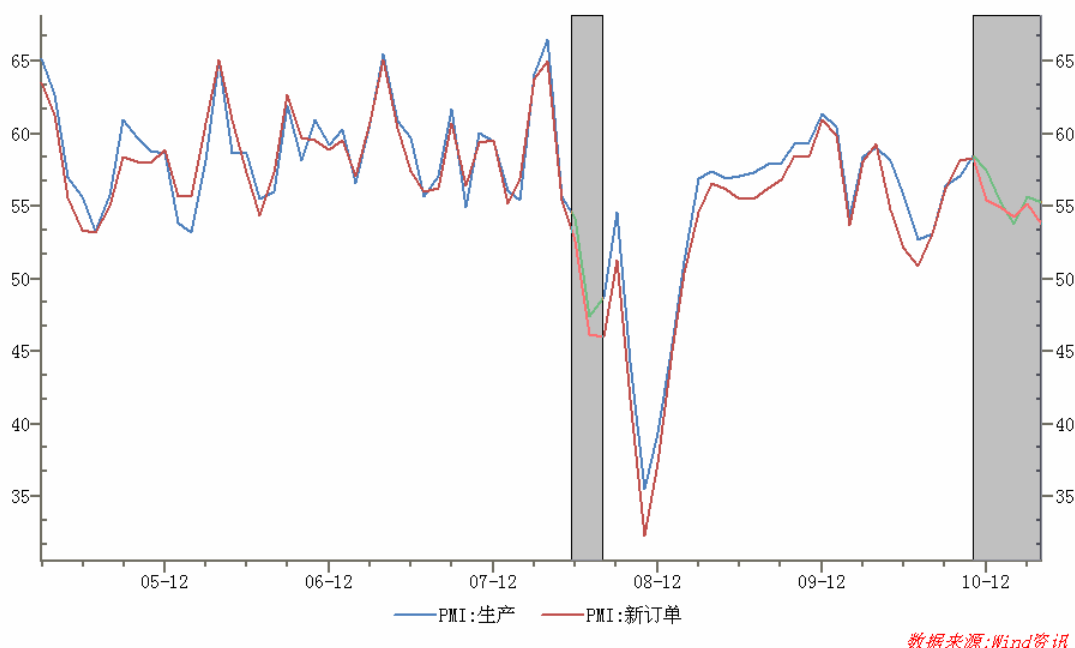
图 2：PMI 购进价格、采购量均在下行，相反库存在上行



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

图 3：新订单的回落、需求下降、PMI 回落



数据源自 WIND，东北证券

表 3：2011 年 4 月 PMI 环比回落、这是 2006 年来的首次

	3 月 PMI	4 月 PMI	4 月-3 月
2005-03	57.90	56.70	-1.20
2006-03	55.30	58.10	2.80
2007-03	56.10	58.60	2.50
2008-03	58.40	59.20	0.80
2009-03	52.40	53.50	1.10
2010-03	55.10	55.70	0.60
2011-03	53.40	52.90	-0.50

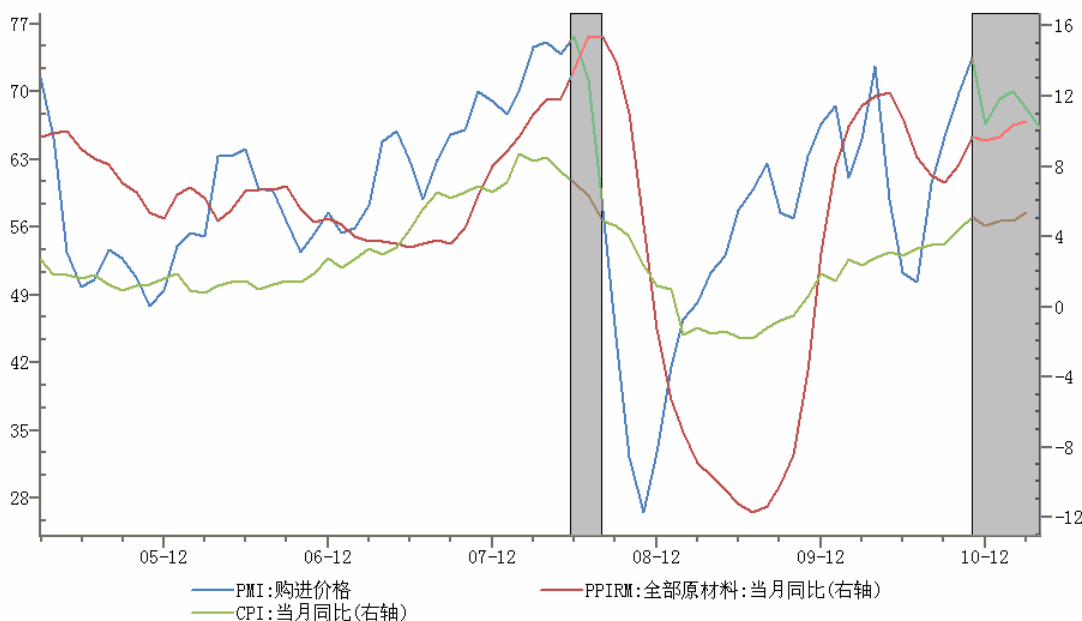
数据源自 WIND，东北证券

2、通胀压力依旧、将制约政策

PMI 的购进价格项的回落、往往在未来数月就伴随着 PPIRM、PPI 以及 CPI 的回落；2007 年末时是此经验。但是，当下虽然 PMI 购进价格以在去年 11 月份见高点、呈现震荡回落态势，且最近 2 月均呈现回落态势，但是 PPIRM、PPI、CPI 等均没有出现下行。

这表明，在原材料价格上行压力下、在劳动力成本推动下，本轮通胀更具复杂性。虽然制造业层面的 PMI 购进价格项出现了回落，但是却没有带动上游原材料的回落、也没有导致下游消费品价格的回落，这是输入性与国内劳动力成本推动的双重作用，也增添了经济“滞胀”的担忧。因此，未来控制货币、推进税改、并推进保障房等政府项目的建设将是主要应对措施，这也表明，资本市场的机会将更多是结构性的。

图 4：PMI 购进价的下行、却未导致物价的下行



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

三、市场运行及投资策略

1、市场运行逻辑

经济的回落，物价的高位、政策的紧缩；新订单的回落、企业采购量的回落、PMI 的下行，上市公司尤其是非金融企业、中小企业的业绩增速面临着较大的回落压力、体现为同比增速的回落、环比增速出现负增长。这种经济增速回落下对业绩的担忧将一直困扰着市场，也将制约着市场的系统机会的形成。

短期而言，由于中小板估值溢价依然处于高位、3 倍左右；同时，业绩的回落压力，使得市场反弹上行的压力较大。同时，货币政策目前依然难做趋缓的判断。在此预期下，市场将整体保持弱势；考虑到市场前期的大幅回落、市场内在的行为上具有一定的回补要求，

2、投资策略

因此，下周市场可能围绕着 2830-2950 点做弱势震荡。操作上，中长期大平衡市的逻辑，短期以借反弹控制仓位的防御性策略为主要操作逻辑；板块层面，可以关注受核电困扰以及 1 季度业绩增速回落而股价大幅回落的电源设备、特高压设备等板块，以及业绩增长平稳、较低估值的银行等权重板块。

表 4：主要板块年报及季报的业绩增速及估值水平

板块名称	净利润增速 2010	净利润增速 2011Q1	市盈率(TTM)	预测市盈率 2011
全部 A 股	37.19	24.16	18	14.26
中小企业板	32.5	27.85	38.44	26.62
创业板	30.31	37.12	48.47	31.91
大盘指数成份	35.41	23.7	13.91	11.97

中盘指数成份	32.23	22.98	31.92	22.43
小盘指数成份	28.38	24.97	45.27	25.54
农林牧渔	36.52	18.55	64.19	33.01
采掘	35.47	15.63	16.41	14.62
化工	29.05	33.69	19.86	15.07
黑色金属	177.67	-16.72	26.81	16.4
有色金属	144.38	27.56	54.57	31.47
建筑建材	25.83	31.22	21.87	14.74
机械设备	37.91	48.57	32.1	22.66
电子元器件	3512.29	23.24	70.15	31.63
交运设备	65.82	22.08	21.35	16.59
信息设备	18.73	2.09	40.35	25.76
家用电器	42.12	40.66	22.5	17.62
食品饮料	29.48	41.56	35.71	27.91
纺织服装	42.62	100.39	28.57	23.1
轻工制造	26.67	40.68	36.27	22.77
医药生物	12.02	19.8	39.82	26.81
公用事业	12.29	-22.55	32	24.16
交通运输	222.81	-1.45	16.08	14.39
房地产	27.62	-2.78	20.47	12.86
金融服务	28.75	28.64	10.39	9.12
商业贸易	30.74	31.61	31.72	21.73
餐饮旅游	23.87	15.92	51.77	30.85
信息服务	10.26	7.68	49	32.69
综合	80.69	75.74	38.32	18.81

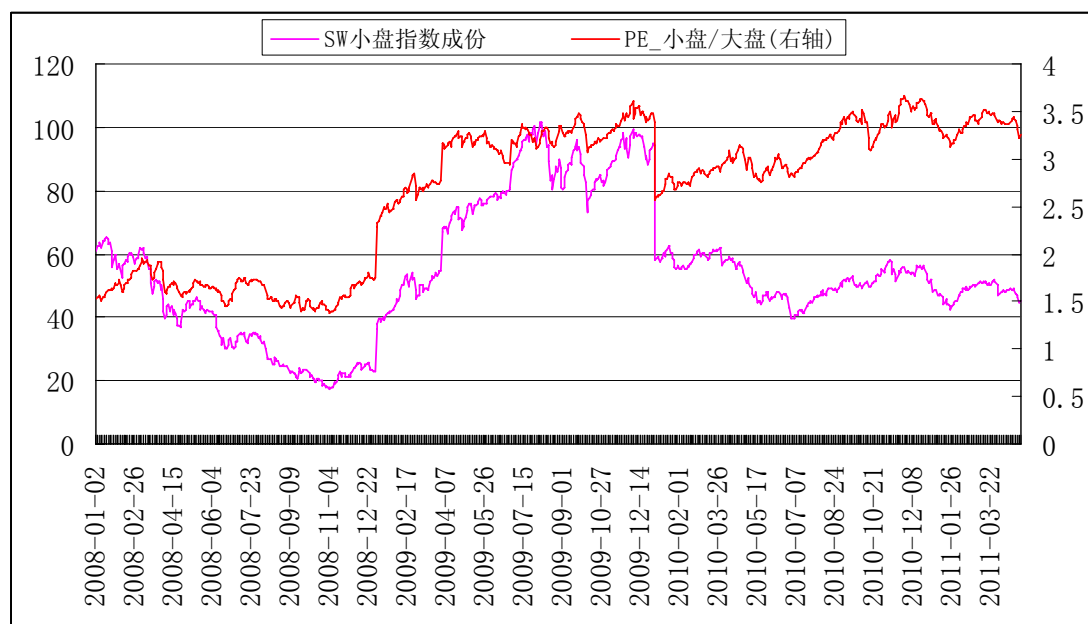
数据源自 WIND，东北证券

表 5：受制于未来业绩增速回落的压力，中小板的估值溢价水平依然有压力

板块名称	市盈率(TTM)	市盈率 2010	预测市盈率 2011	市净率(MRQ)	市销率(TTM)
全部 A 股	18.00	19.06	14.26	2.61	1.70
中小创业板	38.44	40.59	26.62	4.38	3.42
创业板	48.47	51.09	31.91	3.74	8.31
上证 180	13.11	13.90	11.32	2.12	1.52
中小板/上证 180	2.93	2.92	2.35	2.07	2.25

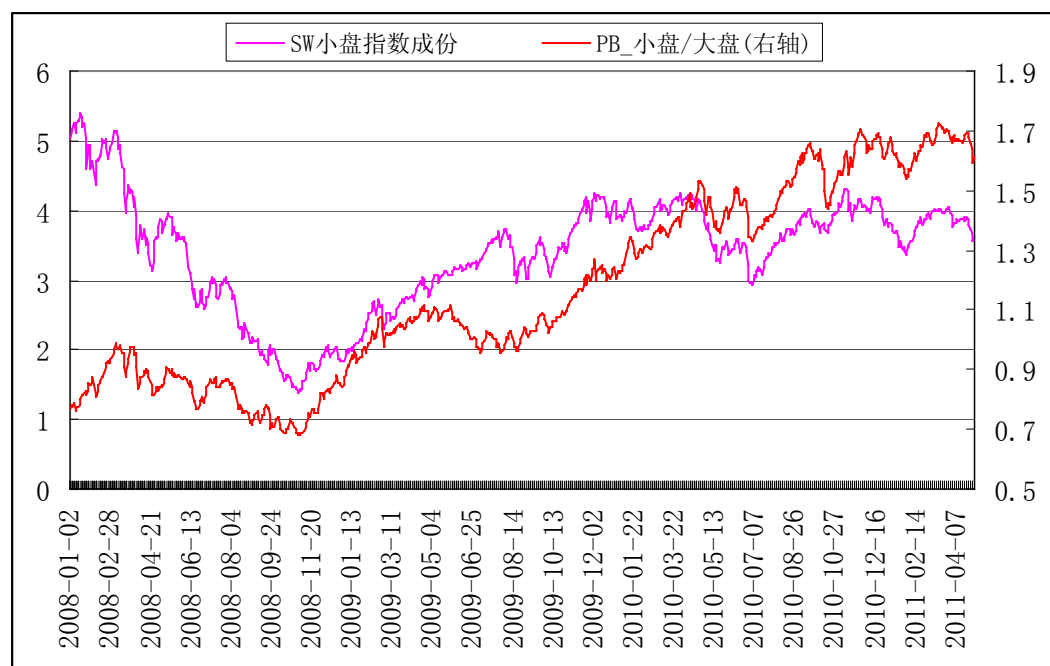
数据源自 WIND，东北证券

图 5：小盘股与大盘股的市盈率估值比序列



数据源自 WIND，东北证券

图 6：小盘股与大盘股的市净率估值比序列



数据源自 WIND，东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益15%以上;

谨慎推荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益5—15%;

中 性:在未来6—12个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来6—12个月内,股票的持有收益低于市场平均收益5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。