

蓄势待改善、价值再左侧

A 股月策略报告

2011 年 7 月 31 日

主要观点:

- 猪肉以及农产品、菜篮子等价格环比增速小于 6 月、结合工业品价格分类表现, 预计 7 月 CPI 在 6.4% 左右, 且 8 月 CPI 将有回落。6、7 月份 CPI 处于年内高点将是大概率事件。观测公开市场到期资金、外汇占款对冲率, 以及债市异动及 7 月末公开市场操作来看, 未来 2 个月理想的政策组合是继续暂缓准备金率的上调且公开市场以适度小幅净投放为宜; 在 8-9 月内上调一次利率且理想状态是非对称性加息一次, 较为适宜。
- 主要板块估值均得到过部分的修正, 但整体估值依然处于低位。从大类资产配置比例的角度看, 目前 2700 点的市场估值水平依然具有一定的回升空间, 当然这种回升空间也并不很大。考虑较高通胀下的加息预期、结合中期业绩增长的市盈率 TTM 的估值切换, 极端估计 10 年期国债收益率继续上行 20BP、其倒数为 23.5 倍, 非金融类 15% 以上的中报业绩增速切换后的非金融板块估值为 23 倍、即依然有一定的安全边际。
- 经济回落、但多已被市场反应; 而风险点更多来自外围的扰动以及地产调控、地方债务危机所引发的“仁者心动”。伴随着时间的推进, 货币政策趋缓、金融创新乃至地产限购等构成了股票市场流动性未来趋缓和的源泉, 再叠加未来物价回落或房价的适度回落、有望构成股市将来回升的动量及催化剂。市场有望继续在蓄势中等待流动性的改善, 并逐步恢复至“青黄不接”之震荡过渡期, 8 月 A 股指数运行大致区间在 2650-2830。保持仓位的中性, 这种中性的仓位更多是源于短期的不确定性以及后续利好预期相对于 6 月份财政利好的异质性而采取的策略选择。
- 当下中小板的估值溢价在 3.2 倍, 结合新股的解禁压力以及中小板的业绩增速, 本轮中小板为代表的成长股估值溢价突破去年 11 月 3.5 倍高点的可能性不大, 即本轮中小板估值溢价存在着天花板。成长泡沫与价值左侧之间, 看好券商、汽车以及以及部分消费升级类细分行业。8 月重点关注中信证券、华泰证券、福田汽车、兴民钢圈、一汽轿车、梦洁家纺、希努尔、天舟文化、欧亚集团、长城集团等。
- 风险点: 美国债务违约, 中国货币政策过度趋紧、上调准备金率。

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、产出回落、通胀高位下调控政策的选择.....	3
1、产出回落但适度、物价依然在高位.....	3
2、数量化调控工具将有缓和是大概率趋向.....	4
二、估值低位、业绩增长，市场将有价值支撑.....	6
三、市场运行逻辑及投资策略	8
1、市场运行：蓄势整理、以待流动性改善确立.....	8
2、风格认识：成长泡沫与价值左侧.....	9
3、板块机会：关注券商、汽车及消费升级类板块.....	12
A、券商股相对其他金融及基建板块更具回升逻辑.....	12
B、汽车 8 月份开始有望迎来销售的传统上行阶段.....	13
C、消费平稳及升级带来持续的吸引力.....	14
D、重点个股	15
表 1：WIND 一致预期之物价高位、产出继续回落.....	3
表 2：猪肉价格体系 7 月环比增速略低于 6 月.....	3
表 3：农产品、菜篮子产品价格 7 月环比增速也略低于 6 月.....	4
表 4：公开市场 7 月净回笼、未来数月到期资金规模继续显著下降.....	5
表 5：如再次上调准备金率、外汇占款对冲率将可能超过 80%.....	5
图 1：准备金率暂缓期、公开市场以适度净投放为常态.....	6
表 6：纵向比较下各主要板块估值得到了部分的修正，但整体依然处于低位.....	7
表 7：股市在大类资产及社会财富的配置中依然中性合理状态.....	7
表 8：从已披露中报公司来看非金融类中报业绩增速超过 15%且有望在 20%左右.....	7
图 2：房地产销售价格指数年末有望回落至 100 附近.....	9
图 3：小盘股对大盘股的估值溢价水平逼近去年 11 月高点.....	10
图 4：中小板与上证 180 指数的估值溢价水平在 3.2 倍，而历史高点在 3.5 倍.....	11
表 9：新股上市次年业绩增速较上市前年及当年渐次有回落.....	11
图 5：新股上市次年业绩剔除系统性业绩变迁因素后不改其次年业绩回落态势.....	12
图 6：从券商股与上证指数的走势关联看，券商股有一触即发的反弹要求.....	13
图 7：汽车销售具有显著季节性，8 月多是年内汽车销售的旺季.....	14
图 8：消费增速整体保持平稳、值得长期期待.....	14
表 10：8 月重点关注个股列表.....	15

一、产出回落、通胀高位下调控政策的选择

1、产出回落但适度、物价依然在高位

由于下半年保障房等民生基建的推进以及 2 季度 GDP9.5%相对的高位,使得下半年经济回落的程度将在可预期和可控的范围内;即,年内 GDP 大幅回落、以类“硬着陆”的方式回落至少 8-9%的可能性不大。因此,短期内困扰市场的宏观因素,相对于产出的回落、PMI 等指标甚至低于 50 而言,通胀的态势依然是短期市场关注的重点,而经济回落中的亮点仅是驱动市场热点的动因;通胀的高低、影响着政策的选择。

回顾 7 月,美元短期弱势下铜、铁矿石等大宗商品有所回升下,部分工业品价格环比有所回升。根据统计局公布的八大类工业品价格的走势,煤炭、柴油、钢材、铁矿石、有色等环比上行,水泥化工品价格环比下降,即工业品整体呈现出大致持平微涨的特征。

这里重点关注食品类价格的变迁,7 月仔猪、生猪、猪肉以及玉米、豆粕等价格的环比增速相对 6 月份有所回落,例如仔猪价格环比增速由 6 月的 19%至 7 月的 10.5%、猪肉价格的环比由上月的 0.41%至少 0.40%、玉米价格环比增速由上月的 0.36%至 0.24%。因此,引发猪肉价格继续上升的饲料及仔猪的动量因素有所回落。同时,根据农产品及菜篮子产品批发价格指数的 7 月环比分别为 2.49%、3.03%,也较 6 月份的 4.06%、4.84%有所回落。

关注工业品价格的分类表现并结合猪肉、豆粕以及农产品、菜篮子等价格环比增速小于 6 月的数据,预计 7 月 CPI 环比增速不超过 6 月的 0.3%、可能在 0.2%-0.3%之间,考虑到翘尾因素回落约 0.3%,预计 7 月份 CPI 可能在 6.4%左右,且 8 月 CPI 将有回落。

因此,6、7 月份 CPI 处于年内高点将是大概率事件。从市场策略的角度看,考虑到下半年物价环比依然有增长的压力、下半年 CPI 的回落将是渐近的且仍然是需要政策关注、警惕的;由此,面临短期低估值的市场,更需要关注宏观数据出台前后利率以及数量化工具的动向。

表 1: WIND 一致预期之物价高位、产出继续回落

指标	201109F	201108F	201107F	201106	201105
GDP:累计(%)	9.2			9.6	
GDP:当季(%)	9.3			9.5	
CPI(%)	5.8	5.9	6.2	6.4	5.5
PPI(%)	7.6	8.3	7.3	7.1	6.8
社会消费品零售(%)	17	17.2	17.4	17.7	16.9
工业增加值(%)	13.1	13.5	14	15.1	13.3
出口(%)	23.1	23.4	17.8	19.3	19.4
贸易顺差(亿美元)	144	156.6	243	222.7	130.5
固定资产投资:累计(%)	19	25.5	25.4	25.6	25.8
M2(%)	15.4	14.7	15.5	15.9	15.1
人民币贷款(%)	15	17.4	16.6	16.9	17.1
人民币贷款:新增(亿元)	6000	6000	5310	6339	5516

数据源自 WIND, 东北证券; 宏观数据为截至 7 月 30 日 WIND 一致预期, 仅用于观测市场预期。

表 2: 猪肉价格体系 7 月环比增速略低于 6 月

价格	均价:仔猪	均价:生猪	均价:猪肉	均价:玉米	均价:豆粕
----	-------	-------	-------	-------	-------

1 月	19.95	13.87	21.23	2.06	3.50
2 月	22.19	14.11	21.57	2.07	3.52
3 月	25.44	14.32	21.77	2.08	3.53
4 月	27.73	14.61	22.05	2.09	3.53
5 月	30.68	14.87	22.35	2.10	3.53
6 月	36.59	14.98	22.44	2.11	3.52
7 月	40.44	15.06	22.53	2.11	3.49
环比	均价:仔猪	均价:生猪	均价:猪肉	均价:玉米	均价:豆粕
2 月	11.21%	1.77%	1.63%	0.49%	0.50%
3 月	14.66%	1.49%	0.92%	0.36%	0.36%
4 月	8.99%	2.02%	1.29%	0.48%	0.07%
5 月	10.65%	1.78%	1.37%	0.48%	-0.07%
6 月	19.26%	0.72%	0.41%	0.36%	-0.28%
7 月	10.51%	0.50%	0.40%	0.24%	-0.71%

数据源自 WIND，东北证券。

表 3：农产品、菜篮子产品价格 7 月环比增速也略低于 6 月

月份	均值：农产品批发价指数	均值：菜篮子产品批发价指数	农产品环比	菜篮子环比	CPI 环比
1	185.93	185.93			
2	190.51	190.98	2.46%	2.72%	1.20%
3	185.69	185.20	-2.53%	-3.03%	-0.20%
4	181.66	180.21	-2.17%	-2.69%	0.10%
5	181.53	179.90	-0.07%	-0.17%	0.10%
6	188.90	188.60	4.06%	4.84%	0.30%
7	193.61	194.33	2.49%	3.03%	0.2%-0.3%

数据源自 WIND，东北证券。

2、数量化调控工具将有缓和是大概率趋向

产出回落但有度、通胀高位但有回落的预期下，由于前期保障房等财政政策已经发酵并演绎、而“7.23”动车追尾又让市场对高铁等基建项目推进的速度持保守看法，因此，短期内市场更多的关注点更多来自于流动性层面的亮点而非经济层面的亮点。即，市场对政策的关注更多集中在货币政策对流动性的控制上来。

如前分析，7 月 CPI 可能在 6.4% 左右、未来有温和回落，对应产出的回落也会是温和的。相反，前期紧缩的货币政策，却对金融市场造成了极大的冲击。

从拆借市场利率的飙升、演绎到债券市场的利率飙升，债券市场从城投债、企业债一直冲击至国债市场，10 年期国债收益率由月初的 3.9% 左右上升至至少 4.08 左右。7 月的资金市场、债券市场的波动，除了受地方债务平台违约、“7.23”动车追尾等催化以外，更多的来自于持续的量化收缩、对此我们在 7 月 25 日市场暴跌的临时点评中有所阐述。因为，6 月虽然上调准备金率、回笼资金约 3800 亿，但公开市场投放了 4160 亿；而 7 月虽然未上调准备金率、但公开市场却净回笼了 110 亿；数量化调控工具的不同，使得从央票市场到拆借市场、债券市场均出现了比较大的利率上行。

显然，债券市场的利率飙升，既无助于通胀的控制、也有损包括保障房建设在内的地方债等债券的顺

利发行、有损债市的稳定。这种困境既造成并加剧了 7 月下旬的股票市场弱势，而引起了管理层的关注，以至于 7 月最后一周、央行仅发行了 20 亿央票且未采用正回购回笼资金，这表明管理层已经对此有了关注。因此，8 月公开市场的操作相对 7 月将有所缓和，同时考虑 8-9 月份到期资金规模仅在 3520 亿、2390 亿，远低于 1-7 月 4 千亿以上的公开市场到期资金规模，这为 8 月公开市场操作的缓和乃至准备金率继续保持观察提供了可能。

同时，就准备金率对冲外汇占款的角度看，以 6 月末的外汇占款、存款以及近期的央票余额、正回购余额，以 21.5% 的准备金率测算，则外汇占款的对冲率为 79.02%、而如果以 22% 的准备金率来测算，则外汇占款对冲率将超过 80%、达 80.62%。即，如果再次上调准备金率、则外汇占款对冲率将超过 80% 的经验对冲率的上限，实证角度看存在不可行性。

综上，就公开市场到期资金、准备金率上调对外汇占款对冲率的影响来看，量化调控工具对债券市场的冲击及债市波动的非调控目标性，因此，未来 2 个月理想的策略是继续暂缓准备金率的上调且公开市场以适度小幅净投放(1000 亿左右)为宜。同时，考虑率 7 月 CPI 依然在 6.4% 左右的高位、以及未来 CPI 环比回落的缓慢性，在 8-9 月内上调一次利率且理想状态是非对称性加息一次，较为适宜。

表 4：公开市场 7 月净回笼、未来数月到期资金规模继续显著下降

现金流发生日期	票据到期	正回购到期	投放量合计	票据发行	正回购	回笼量合计	净投放量
2011 年 1 月	2070	3410	5480	60	880	940	4540
2011 年 2 月	3750	400	4150	140	600	740	3410
2011 年 3 月	6670	200	6870	2910	6670	9580	-2710
2011 年 4 月	4980	4130	9110	3060	3090	6150	2960
2011 年 5 月	1990	3420	5410	2090	1260	3350	2060
2011 年 6 月	2560	3450	6010	750	1100	1850	4160
2011 年 7 月	2320	1400	3720	1270	2560	3830	-110
2011 年 8 月	1960	1560	3520				3520
2011 年 9 月	2290	100	2390				2390
2011 年 10 月	1880	1100	2980				2980

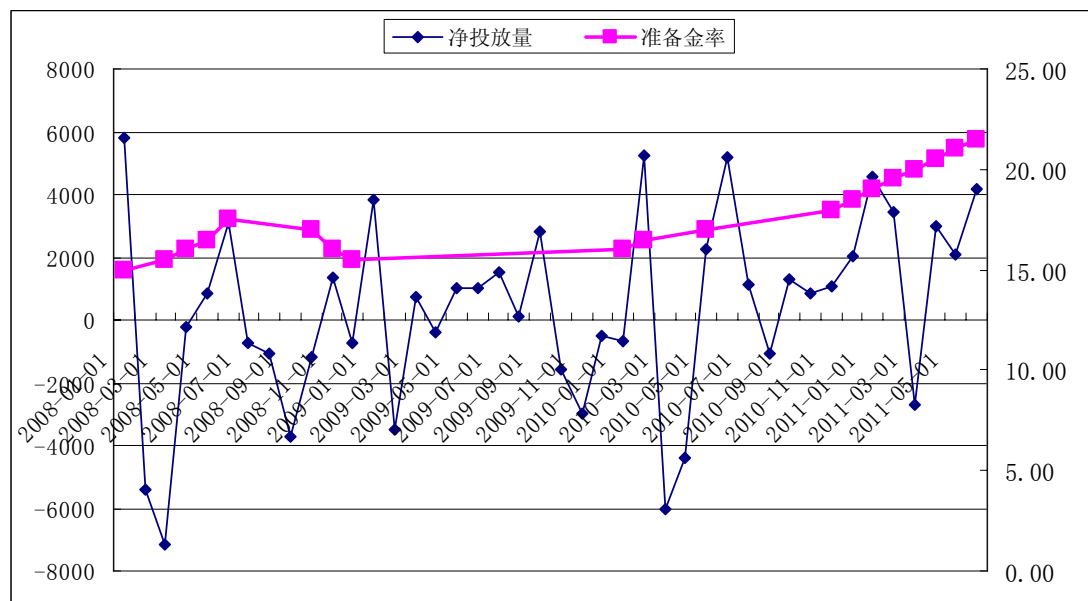
数据源自 WIND，东北证券。

表 5：如再次上调准备金率、外汇占款对冲率将可能超过 80%

6 月外汇占款	246681	亿元
6 月存款余额	786433	亿元
当下央票余额	23090	亿元
当下正回购余额	2760	亿元
当下准备金率	21.50%	22.00%
外汇占款对冲率	79.02%	80.62%

数据源自 WIND，东北证券。

图 1：准备金率暂缓期、公开市场以适度净投放为常态



数据源自 WIND，东北证券。

二、估值低位、业绩增长，市场将有价值支撑

本轮反弹行情从 6 月 20 日开始的，各主要板块的估值得到了不同程度的修复。相对而言，权重股的估值水平修复的程度较低，而中小板与创业板估值回升的幅度更大些。当下所有 A 股的估值水平为 17 倍、非金融类的估值水平为 23.9 倍，相对的中小板与创业板估值水平分别为 38 倍与 47 倍；就风格的估值溢价来看，中小板与上证 180 的估值溢价由反弹初的 2.8 倍回升至了 3.14 倍。

当前，纵向比较下各主要板块估值均得到了部分的修正，但整体估值依然处于低位。目前估值水平的回升，如果放在大类资产以及 2011 年中期业绩有增长的背景下，那么，目前 2700 点的市场估值水平依然具有一定的回升空间；当然这种回升空间也并不很大。

理由如下：

首先，目前市场的证券化率为 66%、而 2010 年 6 月和 2008 年最低点时分别为 57%和 41%；同时，从储蓄与市值的角度看，当前总市值与储蓄的比重与 2300 点、1700 点时比较，也依然有些距离。即，当前股市在储蓄、GDP 等资金及经济容量的对比中，该指标处于低位但非历史最低，这就客观上需要市场继续与时间换空间的形式来等待未来的跳跃、但并非当下就形成跃升式的大行情。

其次，在大局上以蓄势整理、平衡震荡的大格局中，当下市场估值却还是存在一定向上修正的可能及空间。7 月加息 25BP 以及 7 月量化调控工具的改变使得 10 年国债收益率上升了 20BP、至 4.05%左右；理想状态的话，考虑未来 2 个月内有一次非对称加息且极端下继续冲击债市、促使 10 年期国债收益率再提升 20BP，则 10 年期国债收益率对应的倒数为 23.5 倍。

同时，根据前期保守估计非金融类中报业绩增速在 15%以上、又根据最新已公布的 286 家上市公司业绩来看，中期业绩超过 15%为大概率事件且有在 20%左右的可能。因此，以中报后业绩切换的非金融类板块市盈率 TTM 值将有约 4%的提升、对应将由 23.9 倍小幅回落至 23 倍。

因此，考虑较高通胀下的加息预期、结合中期业绩增长的估值切换，则当下估值水平依然处于安全边际之内；换句话说，极端估计估值 10 年期国债收益率倒数为 23.5 倍、而中报业绩切换后的非金融板块估值为 23 倍、即依然有所安全边际。

表 6：纵向比较下各主要板块估值得到了部分的修正，但整体依然处于低位

	市盈率 2011-7-29	市盈率 2011-6-20	市盈率 2010-6-30	市盈率 2008-10-31	市净率最新
全部 A 股	17.07	16.29	17.45	13.36	2.48
中小企业板	38.16	33.71	36.11	16.2	4.39
创业板	46.73	41.33	60.41		3.91
上证 180	12.16	12.04	13.66	12.52	1.98
中小板/上证 180	3.14	2.80	2.64	1.29	
非金融	23.87	22.48	22.71	15.05	2.99
沪深 300	13.33	13.03	14.33	12.31	2.14
CS 汽车	16.83	14.94	13.54	11.25	2.82
CS 证券 II	18.57	18.28	20.63	17.11	2.22
CS 银行	8.22	8.24	9.54	9.51	1.53

数据源自 WIND，东北证券。

表 7：股市在大类资产及社会财富的配置中依然中性合理状态

	2011 年 6 月	2010 年 6 月	2008 年 10 月
储蓄	33.3	28.8	20.8
上年 GDP	39.8	34.1	26.6
流通市值	19.8	12.5	3.7
总市值	26.3	19.4	11
证券化率	66.08%	56.89%	41.35%
流通市值/储蓄	59.46%	43.40%	17.79%
总市值/储蓄	78.98%	67.36%	52.88%
非金融类 Pettm	23.9	22.7	15.1
10 年国债收益率	4.05%	3.88%	3.15%
10 年国债收益率倒数	24.69	25.77	31.75

数据源自 WIND，东北证券。

表 8：从已披露中报公司来看非金融类中报业绩增速超过 15%且有望在 20%左右

286 家非金融类	净利润	286 家非金融类	净利润
2011Q1	105.77	2010Q1	84.12
2011Q2new	155.34	2010Q2	99.43
2011H1	261.11	2010H1	184.15
中报业绩增速	41.79%		

数据源自 WIND，东北证券。

三、市场运行逻辑及投资策略

1、市场运行：蓄势整理、以待流动性改善确立

中期策略中我们对下半年的行情，主要立足于以保障房等民生基建和鼓励结构转型为代表财政积极以及以准备金率上调暂缓为代表的货币政策趋缓的两大推断。同时，考虑到财政与货币政策在时间上的错开，预期在下半年市场筑底回升的过程中，可能需要经历3个阶段。目前看，以保障房为代表的积极财政所推动的200点反弹，是为第一阶段、在加息之后就趋于结束；而以准备金率上调暂缓为代表的货币政策趋缓则需要时间以及物价回落来验证和配合，是预期中的第二阶段、目前尚未展开。

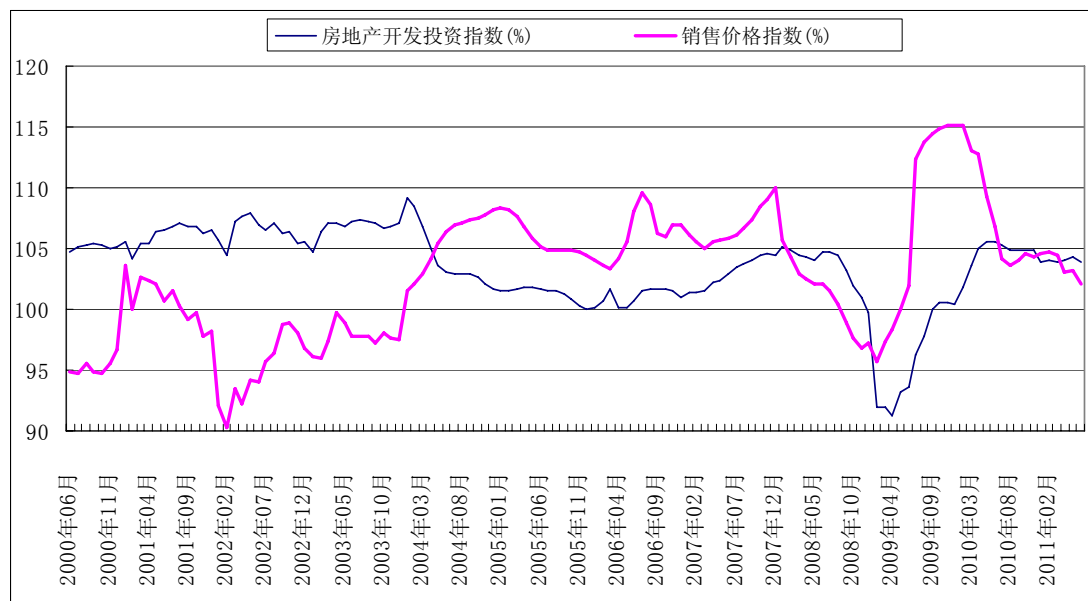
因此，当下阶段我们定义为“青黄不接期”、即为自7月加息以来市场处于第二阶段、震荡整理蓄势的过渡期。而其中“7.23”动车追尾事件叠加紧张的流动性，增加了过渡期的曲折性、也使得过渡期不那么单调而更符合股市易波动的特征，更具现实性，但这种冲击、并不改变中线运行的逻辑，即中线的看点在于后续主要关注流动性改善的时间累积效应。市场有望继续在蓄势中等待流动性的改善，并逐步恢复至“青黄不接期”之震荡过渡期。

从短期市场而言，尽管困扰我们的事件较多，有美国债务违约的不确定性、有国内物价是否创高的不确定性，有后续房地产调控以及保障房建设进展的不确定性，这些均需要事件的检验，但是，可以推断的是，物价6、7月份为高点、后续有缓慢回落，货币政策有趋缓、还需要1-2月的时间累积。因此，整理而言，市场将继续处于震荡整理蓄势的过渡期；市场的亮点将更多来自货币政策、来自流动性，而非来自经济增长层面。

因为，经济增速在PMI创新低的情况下、回落但适度是大趋势；相反，流动性的改善，将更具有可实现性。首先，债市的不稳、物价的回落、均为货币政策数量化调控工具的调整创造可能，比较理想的是未来1-2月继续暂缓准备金率上调且保持公开市场的小额净投放。其次，根据年初证券期货工作的计划，“新三板”已经推出但扩容需要时间；相反，未来存在金融创新加速的可能，伴随着融资融券有试点转常规、预期转融通的相关政策规范会出台，这将有利于改善股票市场本身的流动性状态、也将为市场带来亮点。

另外从流动性角度，房价居高不下、二三线城市价格的上行，也为应对“金九银十”房地产销售季节性的冲击，不排除8月末限购范围的扩大化。在房地产限购扩大的预期下，在各项地产调控的预期下，房地产销售价格指数由年初的104.7逐渐回落至6月的102.12、按此速率有望在年末回落至100附近。房价销售价格的回落以及限购的持续，有利于经济系统的和谐，也有利于股市在大类资产配置中位置的恢复，当然这种基于再配置的流动性改善，要比货币政策的趋缓以及金融创新所带来的流动性改善要迟缓些。

图 2：房地产销售价格指数年末有望回落至 100 附近



数据源自 WIND，东北证券。

因此，经济增速的回落、但多已经被市场反应；而风险点更多来自外围的扰动以及地产调控、地方债务危机所引发的“仁者心动”而已。因此，伴随着时间的推进，货币政策趋缓、金融创新乃至地产限购等构成了流动性的趋缓和，再叠加物价回落或房价的适度回落、有望构成未来股市回升的动量及催化剂 8 月市场有望继续在蓄势中逐步实现这个过渡，8 月 A 股指数运行大致在 2650-2830。

需要说明的是，当下 2700 点左右的市场与 6 月份 2700 点时的情景，股指点位虽相同、但市场的预期却不同。6 月初在 2 季度等一系列数据未公布之前，市场有担忧经济数据硬着陆的预期，因此，首先期待的就是财政政策的积极化，之后市场的确借助财政部代发地方债、掀起了一波以保障房为主线的反弹纠偏行情；而当下，面临着高铁的冲击、面临着中国制造与中国建造的担忧，市场对来自财政、来自保障房等基建领域的信息有所忽视或淡化，由此下一步市场的期待的变量将可能更多来自于未来通胀回落的预期、流动性改善的预期、或者是证券市场自身的资金改善预期比如转融通等金融创新。但是，我们知道，财政的积极只要有信号、市场就可以此做催化而掀起反弹行情；而流动性的改善，则需要时间，流动性是真金白银、预期是带不来流动性的。因此，在此观测期，保持仓位的中性，是较为合理的选择；这种中性的仓位并非认为年内指数无望上行至 3050 点一线、而更多是源于短期的不确定性以及后续利好预期相对于财政利好的异质性而采取的策略选择。

2、风格认识：成长泡沫与价值左侧

当下中小板与上证 180 指数以市盈率 TTM 测算的估值溢价在 3.2 倍、相对 2010 年 11 月高点时的 3.5 倍左右，经验看还有一小段距离。但是结合新股的解禁压力以及中小板股的业绩增速，本轮中小板为代表的成长股估值溢价突破去年 11 月高点的可能性不大，即本轮中小板的估值溢价存在着天花板。

理由有二：

首先，2010 年以中小板和创业板为统计对象的新股上市家数为 320 只、历年最高，这导致 2011 年该类新股的解禁压力较 2010 年的大；相对而言，2009 年深圳市场的 A 股家数为 90 家、对应在 2010 年的该类新股的解禁压力相对较小。

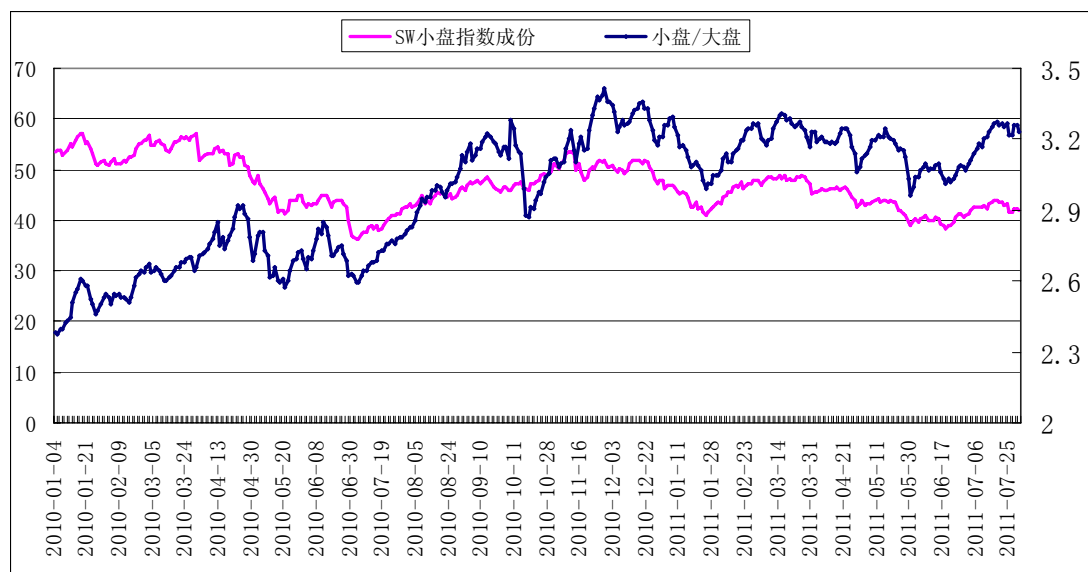
其次，考察 2004 年至今上市的中小板与部分创业板上市前后的业绩表现，剔除该类板块业绩随 A 股

整体业绩波动的因素，新股上市次年的业绩增速显著的低于上市当年、更低于上市前年的业绩增速。以2004-2009年上市的363家新股为统计对象，无论是整体法还是算数平均法，上市次年业绩<上市当年业绩<上市前年业绩；这种系统性的规律，预示着2010年上市新股以及2011年上市新股对应的2011年业绩、在剔除系统性因素后将低于2010年业绩增速。业绩增速的影响，将制约中小板股成长性的验证。

由此，预判本轮以中小板为代表的成长股溢价继续提升的空间有限、突破2010年11月份3.5倍的估值溢价的可能性较小，即本轮成长股的估值溢价存在天花板。

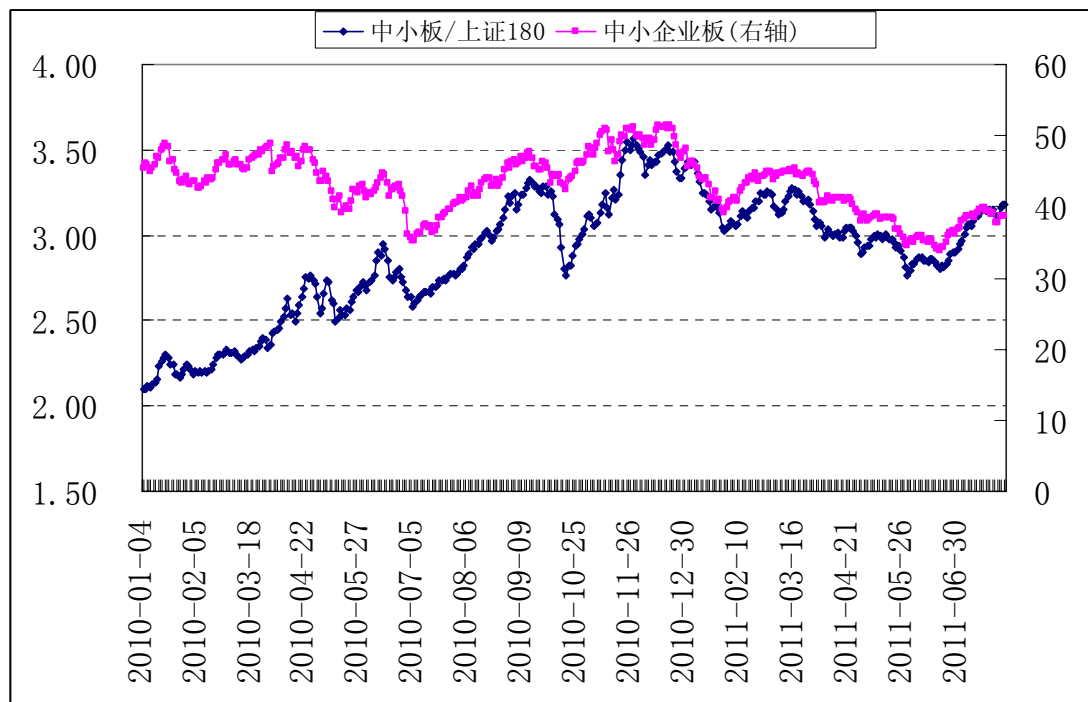
因此，中线的角度看，风格策略上，风险偏好的投资者可以参与当下的成长股主题的炒作、但须认识人本轮中小板估值溢价较难突破2010年11月水平、估值溢价具有天花板；稳健性投资者，却可以逢低布局于券商、汽车等价值类板块，以价值左侧配置策略的思路来应对。

图3：小盘股对大盘股的估值溢价水平逼近去年11月高点



数据源自WIND，采用申万风格指数对应的市盈率TTM来测算，东北证券

图 4：中小板与上证 180 指数的估值溢价水平在 3.2 倍，而历史高点在 3.5 倍



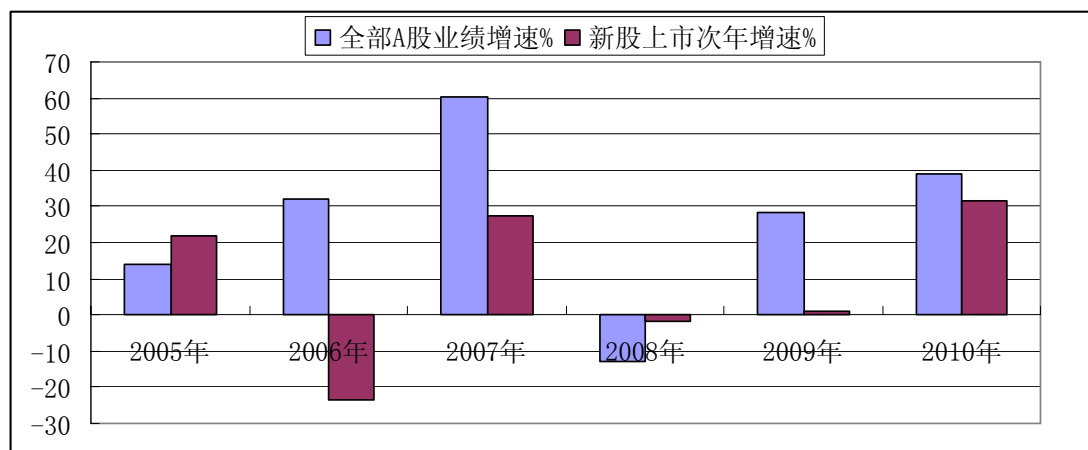
数据源自 WIND，东北证券。

表 9：新股上市次年业绩增速较上市前年及当年渐次有回落

上市年份	家数	上市再前 年年报	上市前 年	当年	上市次年	前年增 速	当年增 速	次年增 速
2004	38	10.87	13.21	14.85	18.09	21.54%	12.43%	21.84%
2005	12	4.61	5.11	4.57	3.50	10.94%	-10.64%	-23.46%
2006	52	23.72	25.52	31.93	40.73	7.60%	25.11%	27.54%
2007	100	46.46	64.76	86.46	84.86	39.39%	33.51%	-1.86%
2008	71	34.07	58.41	68.06	68.80	71.45%	16.53%	1.09%
2009	90	53.39	64.13	86.65	113.82	20.12%	35.12%	31.36%
2010	320	196.01	272.06	341.24		38.79%	25.43%	
2004-2009	363	173.11	231.14	292.53	329.80	33.52%	26.56%	12.74%
2004-2009					算数平均法	28.51%	18.68%	9.42%

数据源自 WIND，东北证券；以 A 股历年上市的中小板及创业板为考察对象，不含上证 A 股。

图 5：新股上市次年业绩剔除系统性业绩变迁因素后不改其次年业绩回落态势



数据源自 WIND，东北证券。

3、板块机会：关注券商、汽车及消费升级类板块

8 月美国债务上限的调整、物价等经济数据的公布、房地产限购可能的扩大、金融创新的进一步推进、货币政策数量化工具的缓和，中报业绩略超预期但分化加剧、所得税等税制的改革，这些因素将成为市场主要的影响因素。但在估值底部以及中期业绩总量略超预期的情况下，市场下行的空间不大；对应的市场的亮点，将来自部分行业的业绩增速、估值的支撑、流动性改善预期等层面。

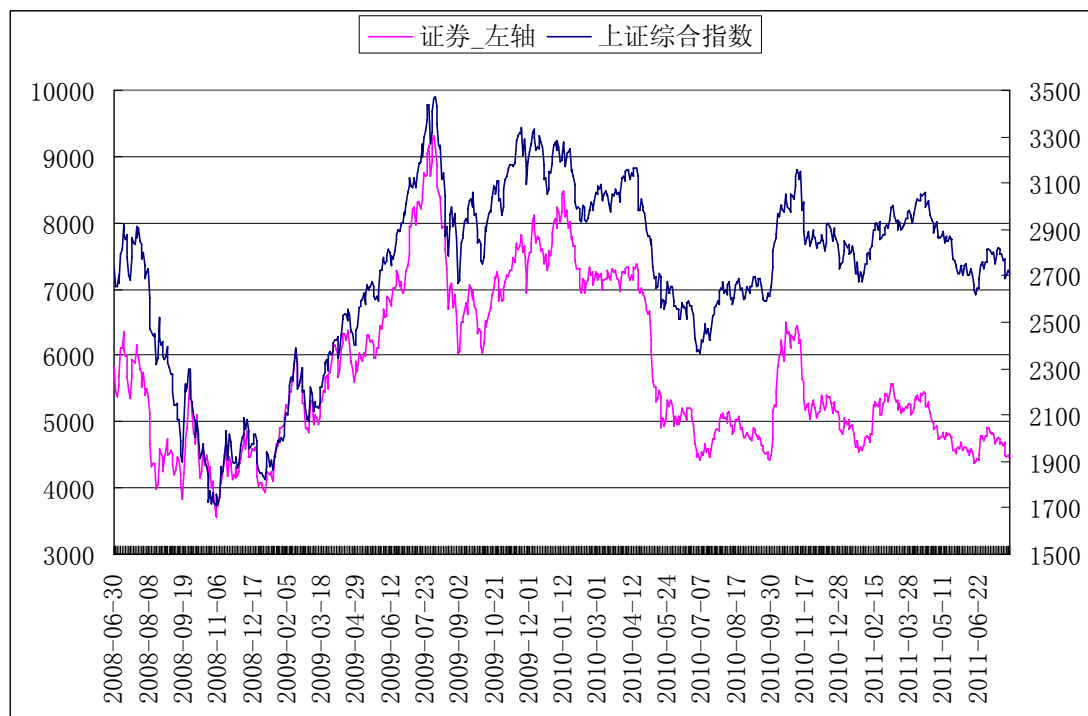
相对而言，我们看好券商、汽车以及消费升级稳健增长下的部分百货品牌艺术文化等领域个股。

A、券商股相对其他金融及基建板块更具回升逻辑

“7.23”后对中国建造、中国制造的担忧，引发了对 A 股基建及设备相关板块的冲击；而包括地方债、铁道债等债务的担忧、使得银行股也遭受了一定的冲击；相应了，券商股除了与基建、银行等同处一个经济系统、遭受系统性压力外，包括融资融券常态化、转融通等金融创新将对券商带来超额的利好。因为年初尚福林主席在对 2011 年证券期货监管重点工作的具体部署中要求，“稳步发展融资融券业务，逐步将融资融券转为证券公司常规业务，推出转融通业务”。融资融券常态化、推出转融通相对“推进国际板建设”，更具有时间性，在融资融券常态化已无技术障碍的情况下值得期待。

同时从实证角度看，根据券商股与上证指数运行的关系，当下券商股再次进入了估值以及股价的低位，具有更大的反弹动力。

图 6：从券商股与上证指数的走势关联看，券商股有一触即发的反弹要求

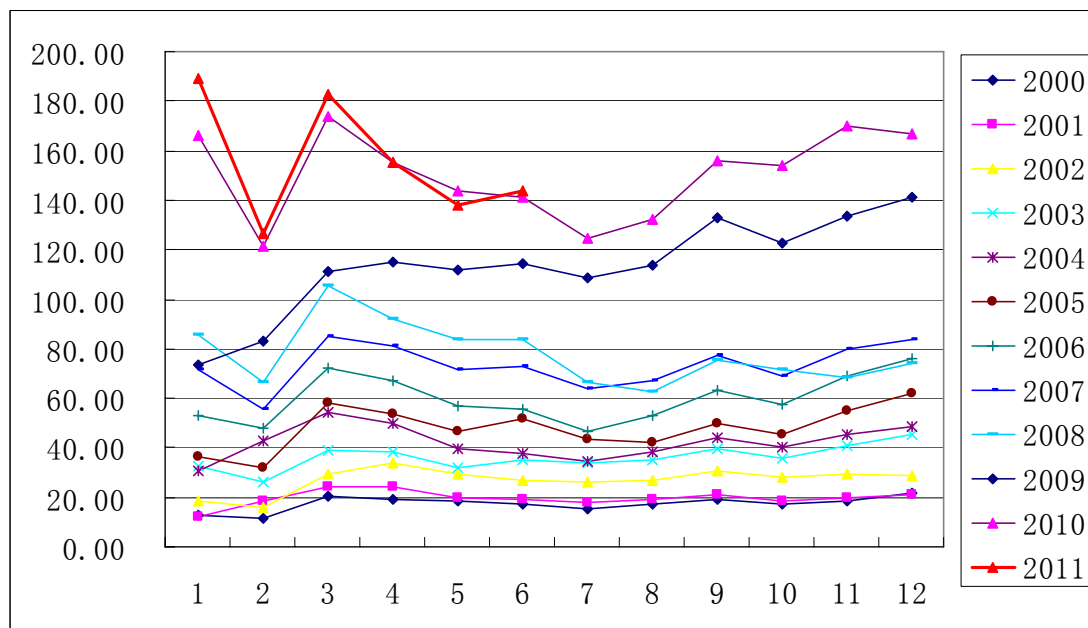


数据源自WIND，东北证券。

B、汽车 8 月份开始有望迎来销售的传统上行阶段

汽车销售具有显著的季节性，往往在春节前后以及 8-12 月份迎来一年中销售的相对上行阶段。今年汽车销售由于政策的改变以及较高的基数，上半年汽车的销量增速并不如人意，只是在 6 月份出现了同比上升 1.7%、环比上升 3.8% 的改善，继 4、5 月连续 2 个月出现负增长后增速由负转正。后市，预期随着日系车销售的改善以及 8 月起传统的汽车销售的上行周期，汽车的销售情况将有所改善。同时，考虑到汽车板块的较低估值，汽车股也值得关注。

图 7：汽车销售具有显著季节性，8 月多是年内汽车销售的旺季

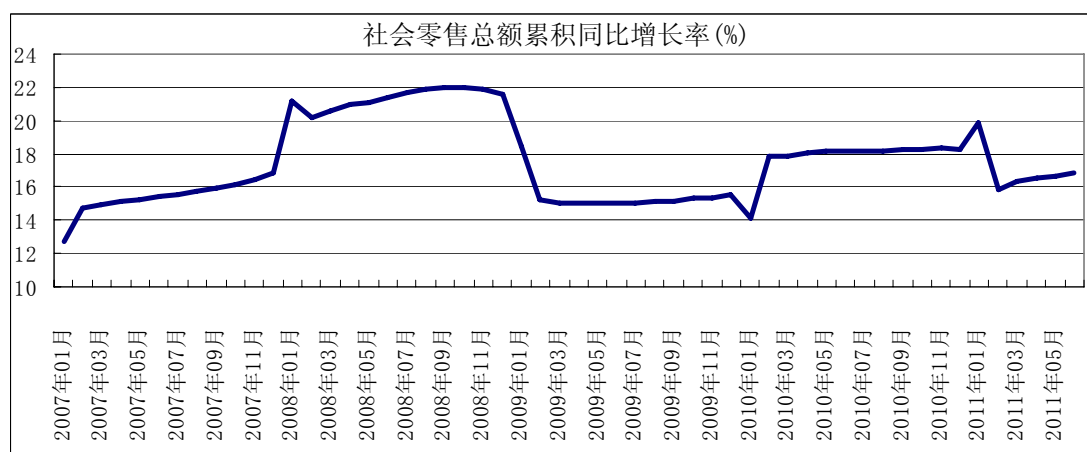


数据源自 WIND，东北证券。

C、消费平稳及升级带来持续的吸引力

由于物价的上行，实际零售总额增速有所回落，但是，考虑到消费数据整体的平稳以及收入水平上升周期下消费的升级，使得以品牌为诉求、高端消费品为载体的消费品得到了较多的关注。同时，考虑到个人所得税起征点 9 月正式调整，部分消费类板块有望得到较多的关注。因此，可以重点关注涉及文化、艺术、品牌为诉求的部分消费类板块。

图 8：消费增速整体保持平稳、值得长期期待



数据源自 WIND，东北证券。

D、重点个股

综上，8月板块方面，重点关注券商、汽车以及部分消费升级类细分行业；重点个股，关注中信证券、华泰证券、福田汽车、兴民钢圈、一汽轿车、梦洁家纺、希努尔、天舟文化、欧亚集团、长城集团等。

表 10：8 月重点关注个股列表

证券代码	证券简称	收盘价	市盈率 TTM	预测市盈率 2011_WIND	预测市盈率 2012_WIND	市净率	A 股市值
600030.SH	中信证券	12.37	11.01	15.76	14.09	1.83	1230.28
601688.SH	华泰证券	11.57	19.67	17.48	14.68	1.98	647.92
600166.SH	福田汽车	8.39	11.32	9.34	7.96	2.15	177.00
002355.SZ	兴民钢圈	14.17	30.08	21.21	14.65	2.58	29.81
000800.SZ	一汽轿车	13.16	13.81	10.78	8.72	2.51	214.18
002397.SZ	梦洁家纺	29.88	46.63	32.72	23.96	4.53	45.18
002485.SZ	希努尔	21.85	27.15	21.93	15.92	2.44	43.70
300148.SZ	天舟文化	13.65	42.05	29.84	21.88	2.71	13.31
600697.SH	欧亚集团	28.71	33.67	27.12	20.43	5.32	45.67
300089.SZ	长城集团	18.26	54.86	NA	17.00	2.46	18.26

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。