

流动性改善与估值低位下，股指震荡、个股活跃

A 股周策略报告

2011 年 8 月 15 日

主要观点：

➤ 美国主权评级下调后的市场预期与实际表现

- 美国国债价格上涨、美元指数相对稳定，人民币升值步伐加快，国内热钱未出现大幅流出，国际金融动荡对国内经济冲击较小。市场早期不利预期落空时，面临修复前期的错误判断，而恐慌性情绪也将得到较大程度上缓解。

➤ 市场运行环境：流动性显著改善与估值低位成为市场稳定器

- 拆借市场利率高位回落以及国债利率下行真实表明当前市场流动性的好转，政策观察期内货币政策未作调整以及公开市场操作持续净投放、贸易顺差再创新高、人民币持续升值、社保资金入市等多重因素导致当前市场流动性出现真实且显著的改善。
- 虽然当前估值处于相对低位有助于稳定市场运行，但市场整体估值的不平衡格局，也制约了股指的整体估值提升空间。

➤ 物价走势的不确定性决定货币政策仍存在调整基础

- 国内食品价格处于上涨趋势内，在前期猪肉价格以及农产品价格大幅上涨后，国内食用油、鸡蛋等相关食品价格出现上涨，物价存在第二轮上涨迹象，因此，未来物价的调控力度难言放松，也决定了货币政策的调整基础。

➤ 下周市场运行展望：股指震荡为主、个股延续较高活跃度

- 市场运行的经济层面因素转好迹象并不显著，且存在较大不确定性，而流动性以及估值层面对于股指运行具有较强的支撑力度。因此，由于外围市场的不确定性依然较大，以及市场估值的整体不平衡性，制约了股指持续的上涨空间，但是受流动性改善等有利因素个股仍将延续当前较高的活跃度。

➤ 本周投资策略：合理仓位下、个股行情为主

- 投资策略上，仍适宜在合理仓位下，关注个股行情为主。选择策略上关注人民币升值的航空概念股、国际大宗商品价格下跌受益的家电个股、食品价格上涨受益板块以及具有估值优势和超跌反弹的投资机会。
- 重点关注个股：东方航空、海南航空、晨鸣纸业、格力电器、东方日升、金城医药、顺鑫农业。

➤ 市场风险点：外围市场大跌、欧洲债务危机升级等

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

联系人：杜长春

TEL: (021)63367000-310

FAX: (021)63373209

Email: ducc@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

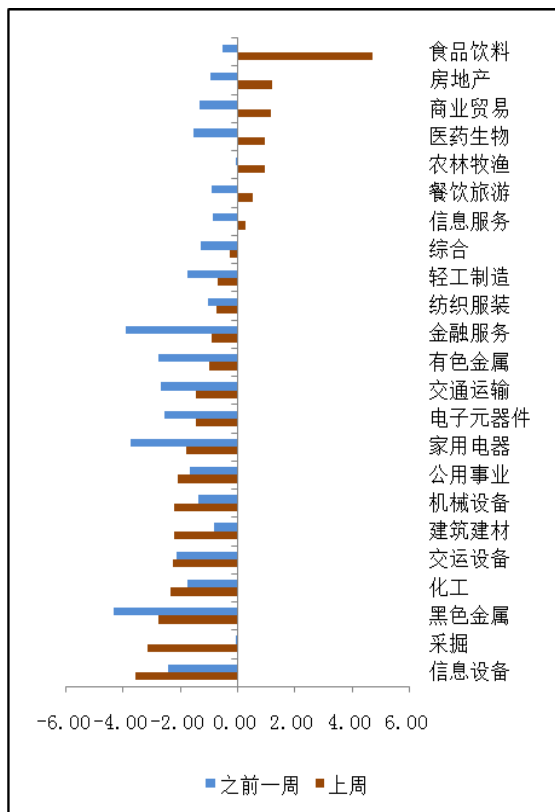
1、一周市场概述：大幅波动、触底反弹

上周（2011.8.8-2011.8.12日）股指大幅波动，上周五受标普公司宣布将美国 AAA 级长期主权债务评级下调一级至 AA+，评级前景展望为“负面”，理由是“该评级机构认为国会和政府最近达成的财政紧缩协议不足以稳定政府的中期债务状况”。标普对美国主权评级的下调成为全球资本市场大幅波动的导火索，国内市场也未能幸免于难。

受美国主权债务评级遭下调影响，以及偶债务危机蔓延等诸多不利因素影响，股指周一大幅下跌，上证综指最低下探至 2437.68 点，单日下跌近百点，跌幅也达到 3.79%，隔夜美股大跌，导致上周二 A 股早盘大幅低开，上证综指快速跌破 2450 点，创下年内低点 2437.68 点后出现反弹，而周三、周五同样受美股大涨影响，出现高开。国内市场受到外围市场冲击出现大幅波动，但同时也表现出一定的独立特征，股指在周二、周四大幅低开后均能够出现单日大幅上涨，市场表现出较强的韧劲，而部分个股甚至在此过程中创出此轮反弹新高。且市场成交量显著增加，反应除投资者对当前市场走势仍存在较大分歧，而市场也出现了政策救市的预期以及社保资金入市等消息。

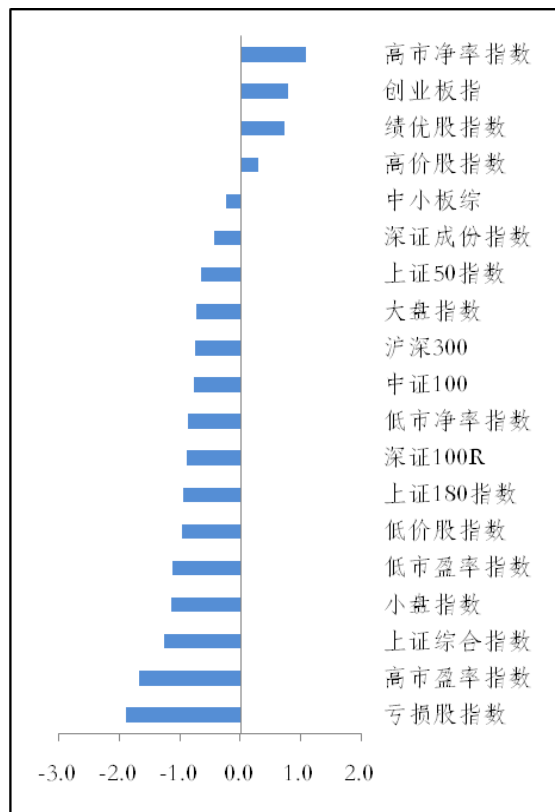
截止周五上证综指收于 2593.17 点，全周下跌 1.27%，深成指跌 0.43%，创业板指涨 0.77%，上证总是出现连续四周下跌，但上周成交量出现明显增加。从盘面上看，市场整体下跌为主，创业板表现相对较强，此外，食品饮料、商业贸易以及医药生物等消费类板块相对强势，出现上涨，尤其是食品饮料板块涨幅较大，此外，房地产板块也出现上涨，农业板块受通胀因素带动也出现小幅上涨，而信息设备、采掘、钢铁、化工等周期性板块领跌市场，市场热点表明，投资者对于经济的中长期走势仍存在较大分歧。

图 1、各版块连续两周涨跌幅



数据来源：WIND，东北证券

图 2、市场风格指数一周表现



数据来源：WIND，东北证券

2、美国主权评级下调后的市场预期与实际表现

上周美国债务评级下调以及欧洲债务问题成为影响市场的重要因素。在美国主权债务评级下调后市场普遍担心这将导致美元大幅贬值以及美国国债价格的下跌，而美国国债利率的上升将直接导致美国债务成本迅速上升，同时信贷成本上升后导致美国居民的债务压力增加，如房贷、车贷以及消费贷款等，此外，美国债务上限提升以及债务负担增加后，市场对于 QE3 的推出预期显著提升，而 QE3 的推出也将支撑国际大宗商品价格不利于国内物价的控制。此外，在此次全球金融市场动荡过程中，一方面存在海外资金对于国内风险资产配置下降的可能，导致热钱外流，另一方面，美国如果美国国债价格下跌，吸引力提升将导致海外资金流向美国，因此，国内热钱外流或将加大国内诸如房地产市场的风险提升。因此，在一系列市场预期下，投资者产生的较强的风险厌恶甚至出现恐慌性抛售。

虽然市场存在上述诸多预期，但是当美国主权评级下调后市场预期并未兑现：首先，美国国债价格不跌反升、美元也未出现大幅下跌。究其原因市场中也存在不同的理解：一方面，由于美国存在规模巨大的机构债市场，市场投资标的由信用等级较高的国债，相对较低的企业债、按揭证券以及质量相对较低的其他债券，在保证相对较低的平均信用质量的情况下，为了获取更高收益通常会配置较低的国债和占比较高的低质量债券，在国债评级遭到下调后，也意味着其他诸如按揭债也将面临降级，导致投资组合平均信用质量的下降甚至低于规定范围，因此，为了提升投资组合的信用质量需要抛售低信用质量债券并买入信用质量最高债券，如国债，因此，导致美国主权信用评级下调后国债价格不降反升；另一方面，此次全球金融动荡也存在着投资者对于美国以及欧洲经济前景的担心，经济面临衰退风险，在此预期下，投资者避险情绪上升，在国际金价持续高位的同时，国债以及美元仍然是避险的无奈选择。

图 3、美国国债价格出现大幅上涨



数据来源: Wind 资讯

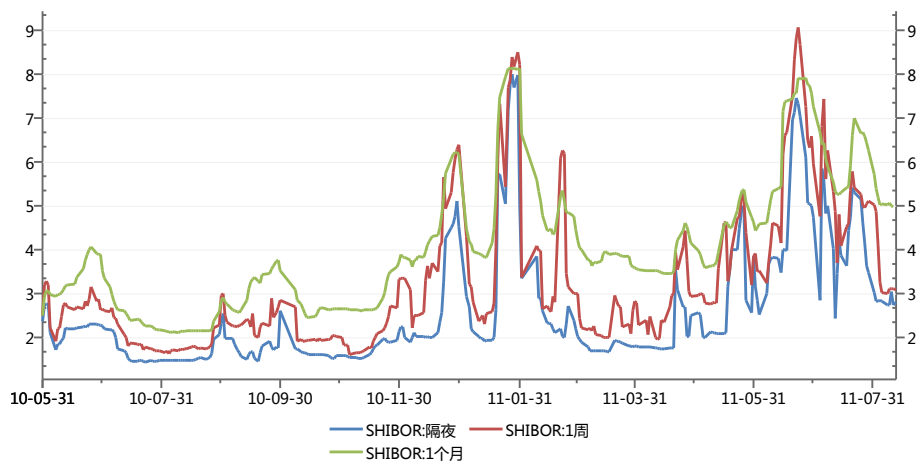
数据来源: WIND, 东北证券

在美国主权信用评级下调后，美国国债价格上涨，也并未导致国内热钱的大量流出，而人民币的快速升值以及加息预期甚至吸引国际热钱的流入压力，因此，此次国际金融市场动荡对国内房地产市场的直接冲击有限。在一系列市场早期不利预期落空时，市场或将修复前期的错误判断，而恐慌性情绪也将得到较大程度上缓解。

3、市场运行环境：流动性显著改善与估值低位成为市场稳定器

在市场流动性层面，拆借市场利率高位回落以及国债利率下行真实表明当前市场流动性的好转，从客观因素看，政策观察期内货币政策未作调整导致市场资金内生性活跃度上升以及公开市场操作持续净投放、贸易顺差再创新高、人民币持续升值、社保资金入市等多重因素导致当前市场流动性出现真实且显著的改善。

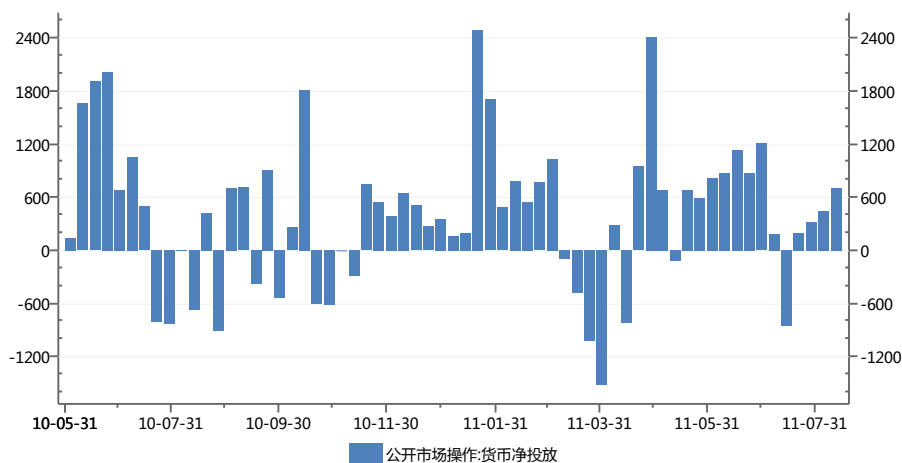
图 4、银行间拆借利率快速回落



数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

图 5 公开市场持续净投放



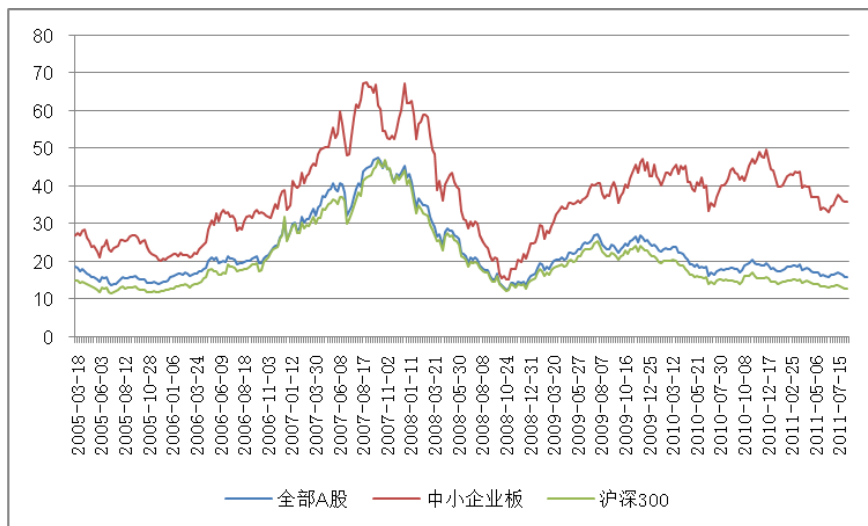
数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

在市场运行层面，当前市场在回落至 2600 点附近的平台后，市场整体估值继续出现回落。但市场中结构性估值矛盾仍然存在，金融服务板块当前估值已处于历史底部，此外采掘、化工、建筑建材、交运设备、家用电器、交通运输、房地产等周期性相对较强的板块估值处于相对低位。而创业板平均 50 倍的市盈率

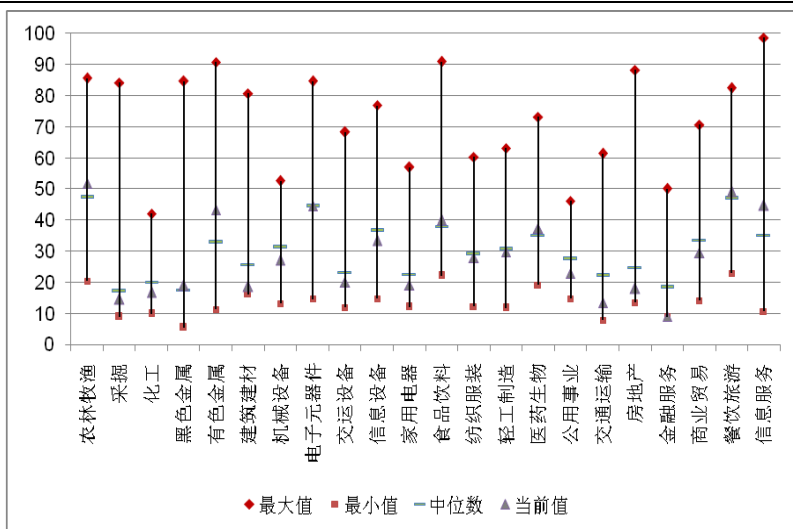
(TTM) 仍然处于相对高位, 中小板在剔除极端值 (PE>100) 之后的平均市盈率 (TTM) 为 41.4 倍, 而上证 A 股同样在剔除极端值 (PE>100) 后其平均市盈率 (TTM) 为 35.3。由此可见, 虽然当前估值处于相对低位有助于稳定市场运行, 但市场整体估值的不平衡格局, 也制约了股指的估值整体提升空间, 也客观表现出在不考虑金融板块后的市场估值的相对高位, 以及投资者的谨慎情绪和相对有限的投资空间。

图 6、市场整体估值的相对低位



数据来源: WIND, 东北证券

图 7、行业板块纵向估值比较



数据来源: WIND, 东北证券

表 1、各板块当前估值状况

农林牧渔	51.8	机械设备	27.15
餐饮旅游	49.15	公用事业	22.92
信息服务	44.72	交运设备	20.07
电子元器件	44.55	家用电器	19.04
有色金属	43.31	黑色金属	18.96
食品饮料	40.06	建筑建材	18.66
医药生物	37.29	房地产	17.98
信息设备	33.42	化工	16.76
轻工制造	29.77	采掘	14.49
商业贸易	29.56	交通运输	13.52
纺织服装	27.91	金融服务	8.98

数据来源: WIND, 东北证券

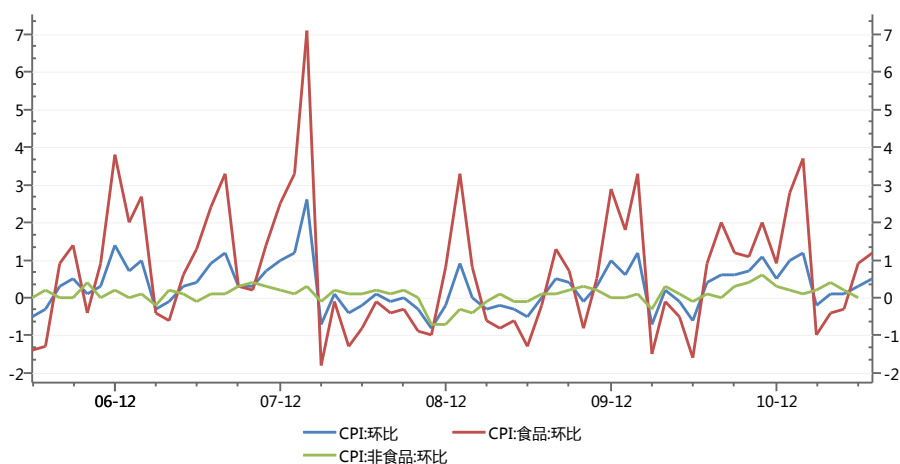
3、物价走势的不确定性决定货币政策仍存在调整基础

7 月 CPI 同比 6.5% 创 37 个月来新高, 同时环比增速达到 0.5%, 较 6 月也出现增速扩大的态势。目前对于物价的未来走势存在以下有利因素: 首先, 从统计角度看, 翘尾因素随后几个月将快速回落, 未来价格走势将更多的反应真实的新涨价因素; 其次, 猪肉价格已处于高位, 继续大幅上涨空间有限, 但也难以

出现显著回落，因此，从环比角度看其贡献度将有所弱化；第三，国际金融市场动荡，导致大宗商品价格快速回落，有助于缓解输入性通胀压力，但由 PPI 到 CPI 非食品价格的传导作用仍存在 1-3 个月的滞后期；第四，在持续的货币政策作用下，物价上涨的货币推动因素已出现较大程度的弱化。

不利因素：国内食品价格上涨的趋势仍在延续，在前期猪肉价格以及农产品价格大幅上涨后，国内食用油、鸡蛋等相关食品价格出现上涨，物价存在第二轮上涨迹象，因此，未来物价的调控力度难言放松，也决定了货币政策的调整基础。

图 8、食品价格环比处于上升趋势之中



数据来源: Wind 资讯

数据来源: WIND, 东北证券

4、本周市场运行展望：股指震荡为主、个股延续较高活跃度

股指在大幅波动中消化了外围市场的影响，债务问题以及主权信用评级的下调后的海外市场走势仍存在较大变数，尤其是由债务问题可能导致的经济面变化。由于外围金融市场的相对动荡，导致国内政策调控步伐的短期观望期得以延续，而在此期间，市场流动性得到显著改善、股指大幅下跌中市场整体估值的结构性矛盾得以缓解，但仍存在较大的分化。市场运行的经济层面因素转好迹象并不显著，且存在较大不确定性，而流动性以及估值层面对于股指运行具有较强的支撑力度，流动性显著改善、市场整体估值的相对低位等有利因素。因此，由于外围市场的不确定性依然较大，以及市场估值的整体不平衡性，制约了股指持续的上涨空间，但是受流动性改善等有利因素个股仍将延续当前较高的活跃度。

5、本周投资策略：合理仓位下、个股行情为主

从上周市场运行情况看，具有明显的风格偏好，即表现为周期性板块的集体弱势，弱周期的持续表现，反应出市场投资者对于未来经济走势下行的较强预期，以及由于当前市场仍缺乏规模增量资金，难以推动银行等权重股的持续性上涨。从短期市场风格偏好看，这一风格特征难以出现显著改变，因此，从投资策略上，仍适宜在合理仓位下，关注个股行情为主。选择策略上关注人民币升值的航空概念股、国际大宗商品价格下跌受益的家电个股、食品价格上涨受益板块以及具有估值优势和超跌反弹的投资机会。

重点关注个股如：东方航空、海南航空、晨鸣纸业、格力电器、东方日升、金城医药、顺鑫农业。

附一：投资主线个股延伸

投资路线一：超跌反弹策略选股。

我们筛选出 8.4 日至 12 日期间跌幅最大的 100 只个股，剔除事件性因素以及市盈率高于 30 倍，市销率高于 5 倍的个股，跌幅较大的前 15 只个股。

表 2、8.4 日至 8.12 日跌幅居前的个股

代码	简称	8.4-8.12 日跌幅	市盈率(TTM)	市销率(TTM)	ROE(2011 年一季报)
300237.SZ	美晨科技	-15.77	26.05	3.09	0.94
000063.SZ	中兴通讯	-15.66	19.04	0.86	11.93
000543.SZ	皖能电力	-14.34	27.02	1.36	0.55
600983.SH	合肥三洋	-13.24	18.00	1.69	0.13
300243.SZ	瑞丰高材	-12.47	29.39	2.04	8.38
002602.SZ	世纪华通	-12.40	24.37	4.12	6.01
300118.SZ	东方日升	-12.14	25.97	2.90	2.00
002478.SZ	常宝股份	-12.12	27.27	1.69	1.52
000732.SZ	福建三农	-12.03	25.89	2.85	1.74
300129.SZ	泰胜风能	-11.83	26.39	4.62	1.66
600310.SH	桂东电力	-11.80	27.00	2.35	1.26
600611.SH	大众交通	-11.51	18.85	2.96	9.31
000531.SZ	穗恒运 A	-11.36	27.29	1.08	1.45
000059.SZ	辽通化工	-11.25	19.51	0.41	1.34
002039.SZ	黔源电力	-11.21	20.46	2.26	6.02

数据来源：WIND，东北证券

投资主线二：行业基本面向好的航空股。

近期 人民币升值步伐加快，相关收益板块如航空以及造纸相对显著，航空板块同时受益于国际原油价格下跌、夏季旅游旺季、高铁冲击有所弱化等一系列有力因素，因素，航空板块仍具有较强的主题性投资机会。

表 3、航空概念股基本资料

代码	简称	市盈率(TTM)	市净率	ROE(2011 年一季报)	毛利率(2011 年一季报)
600221.SH	海南航空	8.69	2.11	2.19	25.13
601111.SH	中国国航	10.36	2.91	3.94	19.44
600115.SH	东方航空	11.13	3.76	6.29	15.93
600029.SH	南方航空	14.06	2.80	4.49	18.46
600270.SH	外运发展	14.37	1.33	1.85	10.64
000099.SZ	中信海直	44.74	3.40	2.16	27.98

数据来源：WIND，东北证券

投资主线三：基于估值角度的策略选股。

我们分别根据中小企业板、主板以及创业板市场中估值最低的 20 只个股，其中主板市场中剔除金融板

块个股。

表 4、市场沪深两市具有估值优势个股

中小企板			上证 A 股			创业板		
简称	市盈率(TTM)	市销率(TTM)	简称	市盈率(TTM)	市销率(TTM)	简称	市盈率(TTM)	市销率(TTM)
江铃汽车	12.0	1.3	楚天高速	10.3	4.2	银禧科技	32.1	2.5
深发展 A	12.0	4.3	建发股份	10.2	0.3	特锐德	32.0	6.6
晨鸣纸业	11.9	0.8	中铁二局	10.2	0.2	秀强股份	31.7	3.8
徐工机械	11.8	1.4	冠城大通	10.0	0.7	佳讯飞鸿	31.2	5.1
中国重汽	11.8	0.2	上海汽车	9.9	0.4	方直科技	30.8	14.1
宁波银行	11.1	4.7	华域汽车	9.9	0.6	奥克股份	30.4	2.4
长安汽车	11.1	0.7	江淮汽车	9.8	0.4	康芝药业	30.1	11.7
深长城	11.0	2.8	东百集团	9.8	1.6	三川股份	29.8	5.0
大冶特钢	10.8	0.7	北京城建	9.7	1.9	鸿特精密	29.6	3.0
深振业 A	10.7	2.1	大秦铁路	9.7	2.4	瑞丰高材	29.4	2.0
中航地产	10.5	0.7	一汽富维	9.5	0.8	金力泰	27.5	3.5
中弘地产	9.9	2.5	皖通高速	9.2	3.6	宝利沥青	27.1	2.1
潍柴动力	9.7	1.0	中国中铁	9.2	0.1	洲明科技	26.9	2.9
德美化工	8.8	2.7	中海集运	8.9	1.1	泰胜风能	26.4	4.6
金融街	8.7	2.3	海南航空	8.7	1.2	美晨科技	26.1	3.1
亿城股份	8.6	1.5	中国石化	8.2	0.3	东方日升	26.0	2.9
国际实业	8.5	7.4	赣粤高速	8.2	2.4	安利股份	26.0	2.1
现代投资	8.1	3.5	雅戈尔	7.8	1.5	世纪鼎利	25.3	9.1
阳光城	7.7	1.3	宝钢股份	7.7	0.4	金城医药	25.1	3.1
深信泰丰	5.0	5.7	南海发展	6.0	5.5	双林股份	20.7	2.9

数据来源：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。