

市场扰动因素弱化、股指延续震荡反弹

A股周策略报告

2011年8月29日

主要观点:

- **市场运行环境：流动性逐步改善、金融创新等政策面积积极因素增多**
 - 当前信贷市场的高利率已经处于历史高位，企业债、公司债的高利率发行也直接反映出企业的资金面紧缺，高信贷成本的持续不利于经济的中长期健康发展，因此，央行公开市场持续净投放，此外，贸易顺差等因素均有助于缓解当前市场资金面压力。
 - 证券市场创新业务虽然短期难以兑现，但转融通等创新业务有助于券商行业基本面改善，能够显著提升市场活跃度和成交量，具有长期利好因素。
- **上市公司中报业绩：中小盘整体业绩增速不如主板市场、估值压力较大**
 - 在创业板和中小板中，业绩表现整体较差，尤其是创业板，二季度虽然环比较一季度有所恢复，但同比增速为 12.6%，而一季度为 34.7%，季度业绩同比增速大幅回落，中小板虽也有回落，但幅度相对较小。中小盘个股的业绩与主板市场相比，其成长性未有体现，沪市二季度业绩同比增长 24.6%与一季度相当，并显著高于创业板业绩。
 - 在业绩增速回落明显下，中小盘整体估值溢价难以持续，当前流动性以及业绩层面均不支持当前中小板的高估值，而目前中小板整体估值是沪深 300 估值的 3 倍。
- **本周市场运行展望：震荡向上、延续反弹**
 - 股指在前期已经部分消化了经济下行、流动性收紧以及外围市场波动的多重不利因素冲击，市场表现出较强的韧性，市场整体估值已处于相对低位。在流动性逐步改善的推动下，股指有望延续震荡反弹的趋势。市场影响因素看，除流动性指标仍有待观察外，进入 9 月后，物价因素或有一定扰动，但是由于八月份翘尾因素以及输入性通胀压力的减弱、人民币的升值的影响下，CPI 仍以下行为主，但回落幅度存在一定不确定性。因此，股指上涨中仍存在部分扰动因素，上涨过程或将更为复杂。
- **本周投资策略：价值股为主、降低中小盘配置比重**
 - 目前影响市场的因素除流动性有望转好外，当前估值较低的价值股具有更强的投资机会，尤其目前中小板、创业板相对主板市场的估值溢价仍然较高，中小盘个股在当前业绩增速低于预期也难以支撑当前的高估值溢价。因此，从配置上更适宜以低估值的价值股为主，适当降低中小盘个股配置比重。
 - 本周重点关注个股：中信证券、东方航空、正泰电器、上海汽车、顺鑫农业、东阳光铝等。

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

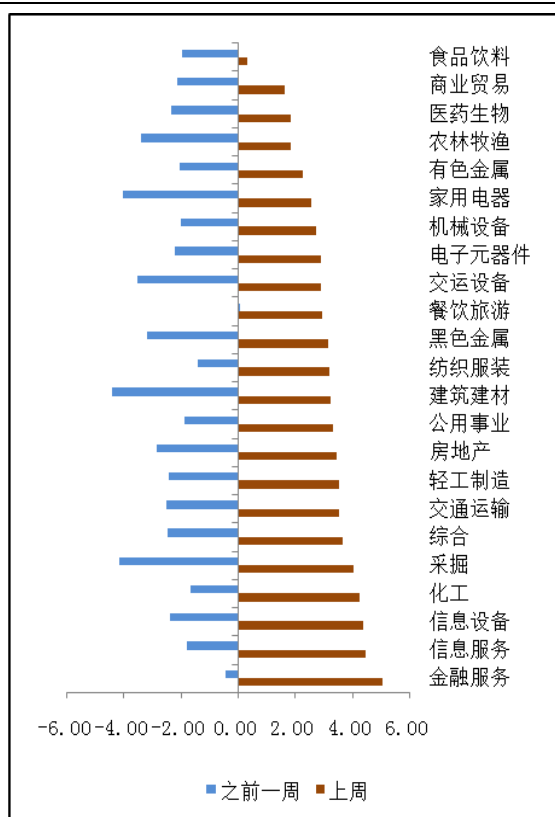
邮编：200002

1、一周市场概述：周期类权重板块领涨，股指酝酿风格转换

上周（2011.8.22-2011.8.26 日）股指先抑后扬，经济层面尤其外围欧美国家经济走势成为影响市场的重要因素，而外围市场的下跌也影响投资者做多信心，周一，股指虽然受到转融通消息的带动出现小幅高开，但投资者同样担心个股做空时代到来后出现诸如股指期货出台后的下跌走势，也导致市场震荡下挫。市场更多仅是受到部分行业的政策消息带动出现的局部性行情，如物联网规划的出台、医药生物十二五规划、百家央企携“万亿”援疆等，导致诸如物联网、医药生物以及新疆板块及其中个股的集中表现，但持续性相对较弱。周四，股指受中央成立“401K”企业年金领导小组等消息刺激，出现大幅上涨，单日涨幅为今年最高，上证综指涨幅达 2.92%，尤其是券商板块集体上涨，并有多只个股涨停，而且成交量也出现放大，表明部分观望资金的入场。周五，股指在经历之前大幅上涨后窄幅震荡，小幅收高，市场并未出现明显的获利回吐的情况，成交量也较前期温和增加。

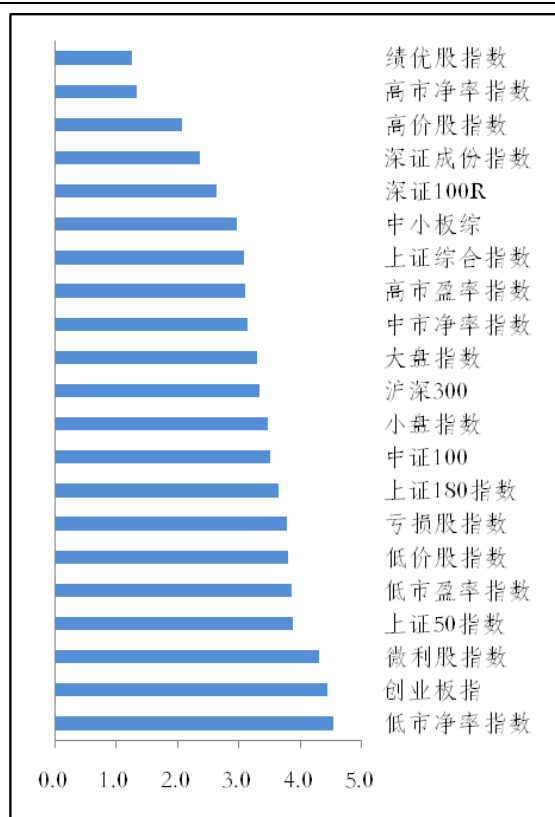
截止周五上证综指收于 2612.19 点，全周上涨 3.07%，深成指涨 2.36%，创业板指涨 4.43%，上证综指在连续四周下跌之后出现企稳反弹，但上周成交量依然较为温和，相对较低。从盘面上看，市场出现普涨格局，创业板表现相对较强，涨幅较大。从板块看，金融服务领涨市场，此外，信息服务、信息设备、化工等板块也保持强势，出现上涨，尤其是金融板块企稳有效稳定市场情绪，而前期持续强势的食品饮料行业涨幅相对较小，市场更倾向于低估值优势的板块，因此，在估值比较优势下，市场存在风格转换的可能，此外，商业贸易、医药等消费概念涨幅同样是相对较小。

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

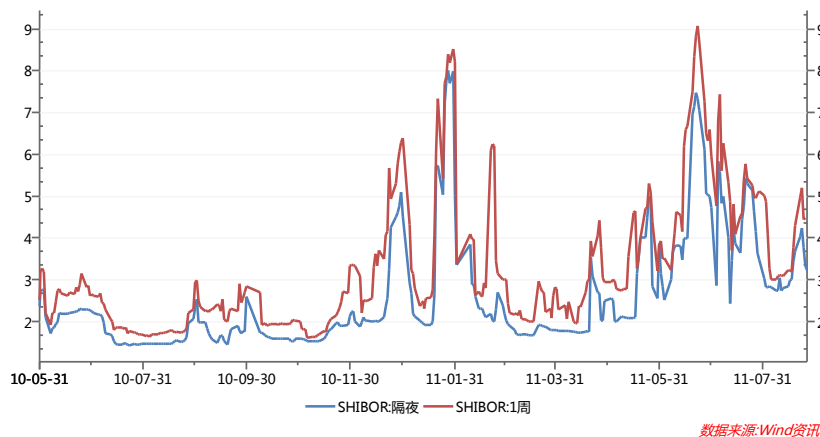


数据来源：WIND，东北证券

2、市场运行环境：流动性逐步改善、金融创新等政策面积积极因素增多

资金层面的短期波动对市场情绪影响较大，在市场流动性方面，拆借市场利率高位回落以及国债利率下行均表明当前市场流动性的好转，但是同时面临月末时点以及加息预期等不同因素的影响，货币市场利率波动较大。从长期看，当前信贷市场的高利率已经处于历史高位，企业债、公司债的高利率发行也直接反映出企业的资金面紧缺，高信贷成本的持续并不利于经济的中长期健康发展，因此，央行公开市场仍以净投放为主，此外，贸易顺差等因素均有助于缓解当前市场资金面压力。

图 3、银行间拆借利率快速回落



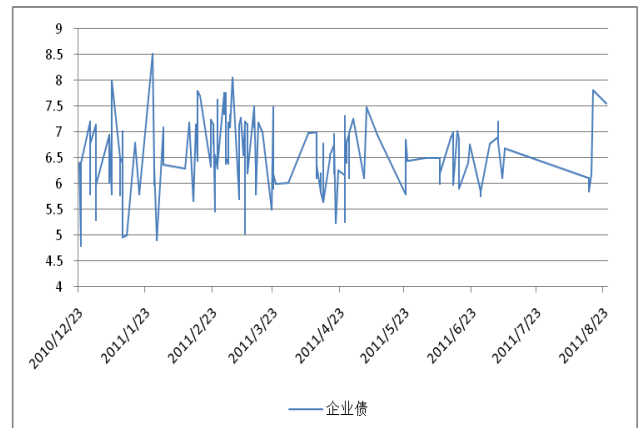
数据来源: WIND, 东北证券

图 4、地方政府债高利率发行



数据来源: WIND, 东北证券

图 5、近期企业债发行利率陡升



数据来源: WIND, 东北证券

在市场层面，证监会在 8 月 19 日公布了《转融通业务监督管理试行办法(草案)》(征求意见稿)并表示将适时推出转融通，这意味着转融通业务的推出正在临近。同时，证监会还就《关于修改〈证券公司融资融券业务试点管理办法〉的决定(草案)》公开征求意见。该草案删除了证券公司申请融资融券净资本应当在 12 亿元以上的规定，证券公司只需达到常规监管标准即可。

转融通业务开展，再加上融资融券转常规化后，将大大提高证券和资金的供给，证券和资金的获取渠道得到有效拓宽，进一步满足投资者的需求。从市场对此创新业务的解读看，投资者仍存在一定顾虑，个股做空的出现会否出现股指期货推出是的市场走势。在市场双向投资的时代更需要投资者对于个股的选择和投资时机把握，价值投资的真谛将得到更好体现，在当前市场估值相对合理甚至处于估值低位的现实下，个股做空仍存在一定风险，更需要对于上市公司业绩进行正确把握。但是，创新业务对于券商行业来说，能够显著提升市场活跃度和成交量，具有长期利好因素。

3、上市公司中报业绩：中小盘整体业绩增速不如主板市场、估值压力较大

从已披露中报的 1702 家上市公司看，二季度全部 A 股业绩增速同比为 24.5%，接近于一季度 25% 的增速，但是在剔除金融股后，同比增速下滑至 16.5%，显著落后于一季度的 21.3% 的增速，表明非金融类上市公司业绩回落明显。在创业板和中小板中，业绩表现整体较差，尤其是创业板，二季度虽然环比较一季度有所恢复，但同比增速为 12.6%，而一季度为 34.7%，季度业绩同比增速大幅回落，中小板虽也有回落，但幅度相对较小。中小盘个股的业绩与主板市场相比，其成长性未有体现，沪市二季度业绩同比增长 24.6% 与一季度相当，并显著高于创业板业绩。

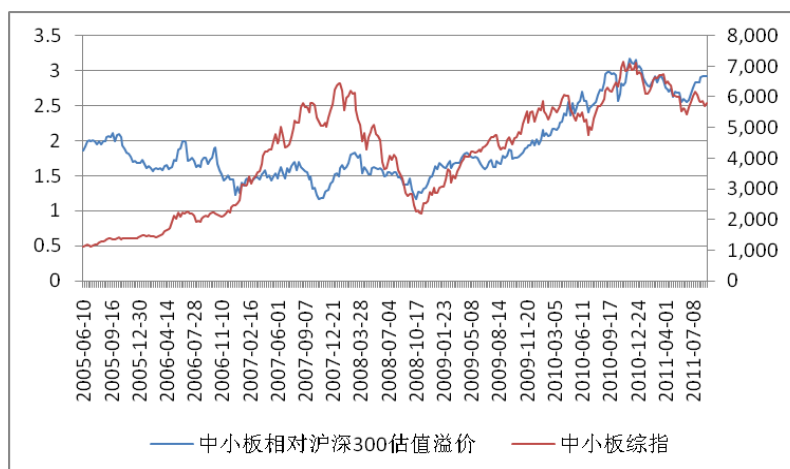
在业绩增速回落明显下，中小盘整体估值溢价难以持续，当前流动性以及业绩层面均不支持当前中小板的高估值，而目前中小板整体估值是沪深 300 估值的 3 倍。

表 1、二季度非金融企业业绩增速回落，创业板同比增速低

	样本数	2011 中报同比	2011 一季度同比	2011 二季度同比	2011 一季度环比	2011 二季度环比
全部 A 股	1702	24.7%	25.0%	24.5%	11.7%	5.2%
剔除金融	1672	18.7%	21.3%	16.5%	-11.0%	12.9%
创业板	192	20.8%	34.7%	12.6%	-31.8%	41.2%
中小板	855	26.8%	30.3%	24.1%	-19.8%	22.0%
深市(除创业板)	655	24.7%	25.1%	24.3%	11.1%	5.5%
沪市	502	24.9%	25.1%	24.6%	17.6%	3.2%

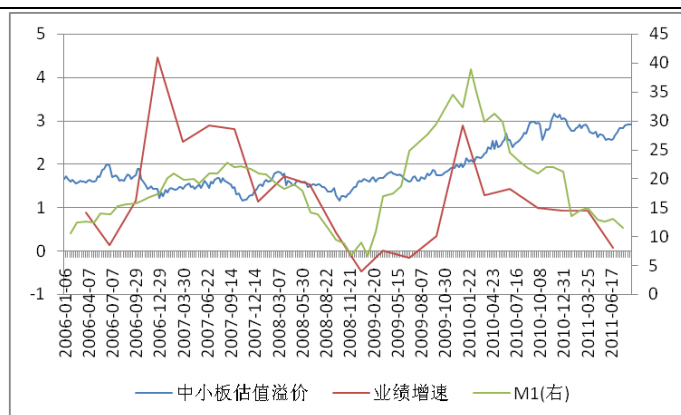
数据来源：WIND，东北证券（业绩指归属母公司股东净利润）

图 6、中小板估值溢价与指数走势出现背离



数据来源：WIND，东北证券

图 7、流动性以及业绩增速难以支撑当前中小板估值溢价



数据来源：WIND，东北证券

4、基金中报：中小盘整体业绩增速不如主板市场、估值压力较大

目前预测股票型基金仓位在 78%左右，处于历史相对低位。基金中报显示，制造业、机械设备等超配比例下降；金融、保险仍然低配，但略有回升；采掘依然是大幅低配；医药、食品饮料超配幅度略有上升；房地产中报超配幅度明显提升。

表 2、2011 中期基金投资前大行业变化

2011 中报			2011 一季度		
行业	投资市值比 (%)	超配比例 (%)	行业	投资市值比 (%)	超配比例 (%)
制造业	47.76	11.55	制造业	48.90	13.36
金融、保险业	17.03	-4.35	机械、设备、仪表	17.29	6.19
机械、设备、仪表	16.17	5.23	金融、保险业	16.57	-5.22
金属、非金属	8.52	0.63	金属、非金属	9.13	1.22
采掘业	8.49	-10.66	采掘业	8.42	-10.97
食品、饮料	8.20	3.71	食品、饮料	7.36	3.20
医药、生物制品	6.54	2.73	医药、生物制品	6.01	2.34
批发和零售贸易	5.42	2.46	信息技术业	5.50	1.94
信息技术业	5.36	1.86	批发和零售贸易	5.34	2.40
石油、化学、塑胶、塑料	4.89	0.39	石油、化学、塑胶、塑料	5.17	1.00

数据来源：WIND，东北证券

表 3、2011 一季度以来超配与低配行业变化

2011 中报超配行业%		2011 中报低配行业%		2011 一季度超配行业%		2011 一季度低配行业%	
制造业	11.55	采掘业	-10.66	制造业	13.4	采掘业	-10.8
机械、设备、仪表	5.2	金融、保险业	-4.35	机械、设备、仪表	6.2	金融、保险业	-5.2
食品、饮料	3.7	交通运输、仓储业	-1.77	食品、饮料	3.2	交通运输、仓储业	-1.76
医药、生物制	2.73	电力、煤气及水的生	-1.39	批发和零售贸易	2.4	电力、煤气及水的生产和	-1.45

品		产和供应				供应业	
批发和零售贸易	2.5	纺织、服装、皮毛	-0.43	医药、生物制品	2.34	纺织、服装、皮毛	-0.42
信息技术业	1.9	农、林、牧、渔业	-0.34	信息技术业	1.9	农、林、牧、渔业	-0.26
房地产业	1.1	造纸、印刷	-0.29	金属、非金属	1.2	造纸、印刷	-0.18
社会服务业	0.75	电子	-0.16	石油、化学、塑胶、塑料	1.0	木材、家具	-0.07
金属、非金属	0.6	其他制造业	-0.09	房地产业	0.7	其他制造业	-0.02
建筑业	0.6	木材、家具	-0.08	社会服务业	0.7	传播与文化产业	0.05

数据来源：WIND，东北证券

5、QE3 推迟讨论、外围扰动因素影响下降

美国货币政策走向近期同样是市场持续关注的焦点，伯南克在美联储会议上未宣布新的经济刺激措施，但暗示必要时会采取措施刺激经济。市场预期的 QE3 并未如期出台，美股受此影响也出现上涨。虽然 QE3 未来是否出台仍存在不确定性，但外围市场除出现极端情况外，当前对国内市场的扰动或影响力在逐步减弱，QE3 的影响以及欧洲债务危机的冲击市场也有所预期甚至已有反应，因此，在当前 A 股整体估值低位的情况下，外围市场的扰动因素影响有所弱化。

6、本周市场运行展望：震荡向上、延续反弹

股指在前期已经部分消化了经济下行、流动性收紧以及外围市场波动的多重不利因素冲击，市场表现出较强的韧性，市场整体估值已处于相对低位。在流动性逐步改善的推动下，股指有望延续震荡反弹的趋势。市场影响因素看，除流动性指标仍有待观察外，进入 9 月后，物价因素或有一定扰动，尤其是近期猪肉价格短期回落后又上涨，农产品批发价格指数也出现上涨，此外部分农产品价格如鸡蛋等也出现上涨。但是由于八月份翘尾因素以及输入性通胀压力的减弱、人民币的升值的影响下，CPI 仍以下行为主，但回落幅度存在一定不确定性。因此，股指上涨中仍存在部分扰动因素，上涨过程或将更为复杂。

7、本周投资策略：价值股为主、降低中小盘配置比重

从上周市场运行情况看，后半周股指在上涨过程中出现了风格分化，权重股领涨，而创业板出现相对弱势。目前影响市场的重要因素，除流动性有望转好外，从市场当前估值状况看，估值较低的价值股具有更强的投资机会，尤其是从当前市场估值结构看，中小板、创业板相对主板市场的估值溢价仍然较高，中小盘个股在当前业绩增速低于预期难以支撑当前的高估值溢价。因此，从配置上更适宜以低估值的价值股为主，适当降低中小盘个股配置比重。

本周重点关注个股如：中信证券、东方航空、正泰电器、上海汽车、顺鑫农业、东阳光铝等。

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。