

“弱市”英雄看消费

主要观点：

趋势策略研究：郭燕玲

SAC 执业编号：S0870611030003

邮箱：guoyanling@sigchina.com

研究助理：张展伟

电话：021-53519888*6043

研究助理：沈拓彬

电话：021-53519888*6060

日期：2011 年 8 月 30 日

★ 市场回顾：美债动荡衰减，紧缩预期递增

8 月 A 股受到美债危机和国内紧缩政策预期的影响，呈现整体下跌的走势，其中上证综合指数和沪深 300 指数表现弱于中小板指数和创业板指数，显示在市场依然维持谨慎情绪的背景下，权重蓝筹股的估值吸引力依然有限，唯创业板在 8 月份保持正收益，趋小避大的投资风格占据主导优势，表现在市场中是个股机会和主题结构性机会大于整体性机会。

★ 市场环境：外因弱内因强，纷乱格局有亮点

9 月份，A 股市场对外围市场影响敏感度和关联度会减弱，将更多受到来自于国内因素的影响。宏观经济环境整体中性偏弱，不支持 A 股形成整体性趋势行情，预计通胀预期会有所缓解，但依然不排除存在为缩减负利率空间而做出的货币政策调整可能性。高企的资金成本致使 A 股整体估值吸引力名不副实，资金回流 A 股市场的意愿不足。但节日消费效应、保障房投资冲刺以及产业调整政策的推出将有利于 A 股形成局部性投资热点。

★ 趋势判断：

我们判断 9 月份难以形成整体性趋势性行情，市场将继续维持弱势整理格局。上证综合指数将维持在 2600 点附近震荡整固，等待包括加息等利空兑现后的新机遇来临。

★ 策略组合：

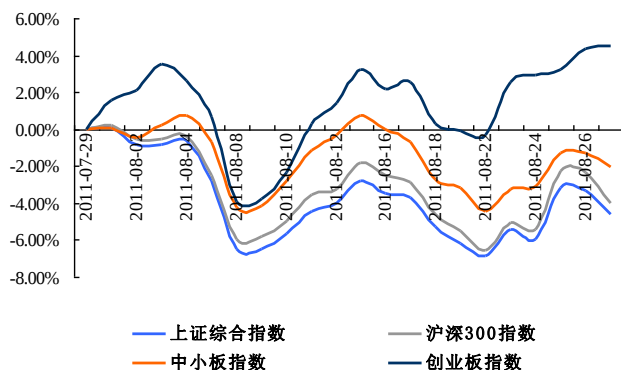
在对 9 月份 A 股市场的弱势震荡格局的判断基础上，我们判断市场机会存在于利空兑现后的投资买点，以及成长型小盘股的投资机会。因此，我们的投资策略是谨慎观望权重股陷阱，乐观关注消费成长性机遇。9 月份趋势投资组合：御银股份、易联众、桑德环境、五粮液、东方航空、安信信托、黄山旅游、步步高。

报告说明：

本报告是基于宏观因素和市场因素框架体系下的自上而下的研究方法，从价值投资逻辑出发，寻找阶段性关键影响因素，跟踪和发现市场的估值偏差。趋势策略组合研究旨在提示和挖掘因估值偏差和市场风险偏好转变存在的投资机会和风险，并据此提出投资策略建议和构建投资组合。报告相对弱化对概念性和主题性投资机会的跟踪和研究。

一、市场回顾：美债动荡衰减，紧缩预期递增

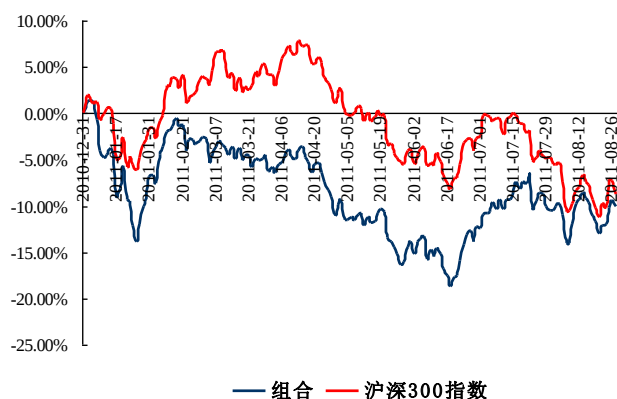
图 1：2011 年 8 月份上证综指、沪深 300 指数、中小板综指、创业板综指表现



8 月 A 股受到美债危机和国内紧缩政策预期的影响，呈现整体下跌的走势，其中上证综合指数和沪深 300 指数表现弱于中小板指数和创业板指数，显示在市场依然维持谨慎情绪的背景下，权重蓝筹股的估值吸引力依然有限，唯创业板在 8 月份保持正收益，趋小避大的投资风格占据主导优势，表现在市场中是个股机会和主题结构性机会大于整体性机会。

数据来源：Wind 资讯

图 2：2011 年度趋势策略投资组合表现回顾



2011 年度趋势策略投资组合在前期相对落后指数表现后，自 6 月份起表现出优于指数的走势，并在 8 月份与指数表现持平。进入下半年组合表现强于大盘，组合中上市公司业绩均超市平均水平，未来有望继续领先指数。

数据来源：Wind 资讯

二、市场环境：外因弱内因强，纷乱格局有亮点

【海外市场】

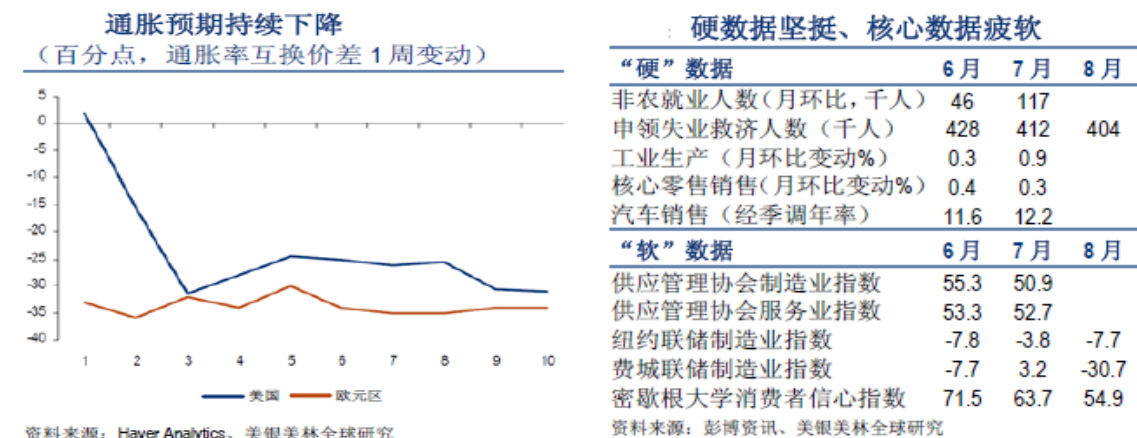
关键词：美债危机、新一轮刺激政策、黄金升势暂缓、经济增速下调

★ 美债暂无近忧但有远虑

沸沸扬扬的美债危机在各国政府的一致干预下终于暂时得到平息。市场多数投资者和研究机构包括我们认同此次危机的内部诱因之一是 2012 年美国大选的政治角力，让全球资本市场为此预演了一场政治绑架金融的案例。但不可否认的是美国债务负担的不断调高导致财政政策空间的缩减，以

及奥巴马政府为此必须履行的削减财政支出带来的消费低迷担忧，使得美债危机带来的长远影响远未消除。

图 3：欧美经济数据预测



数据来源：美银美林证券

★ 新一轮刺激政策短期推出可能性不大

8 月底召开的全球央行会议并未给予近期欧美债务危机做出明确的解决方案，同时也未对市场普遍预期的新一轮刺激政策给予明确的表态。在美联储继续维持低利率的政策承诺下，市场对 QE3 的预期显得若隐若现。因为，2011 年减税措施到期及政府赤字削减项目（最早可能于 2012 年生效），将对经济增长构成实际障碍。除此之外的一个事实是，本轮商业周期的扩张阶段可能将在 2012-13 年宣告结束，接下来美国将面对严重的经济低迷，甚至可能是另一场衰退。除非美联储再次祭出它的货币万灵丹。因此我们认为，在为了防止上述猜测成真，美联储未来的经济刺激政策方向应该不会改变，只是形式和时间问题。但我们认为在 9 月份推出的可能性不大，因为尽管在美债危机的一周内欧美通胀预期都有所回落，但美国 8 月密歇根大学未来 12 个月通胀预期为上升 3.4%。为防止大宗商品价格回升带来的成本上升进而抑制消费，新一轮刺激政策短期会斟酌而定，将在 9 月 20 日举行的美联储公开市场委员会会议上做进一步讨论宽松政策的利弊。

★ 黄金升势趋缓，美元弱势依旧

经过快速飙升之后，黄金价格在对未来预期不明朗的情况下出现大幅震荡，我们预计黄金价格将在 2000 美元/盎司下方维持较长时间，因为此次黄金价格上涨完全基于对美债危机担忧引起的避险需求，因此其本身的投资风险在达到历史新高后开始显现，大行研究机构对黄金价格的判断趋于谨慎，短期未给出更加强劲的看好和更高的目标位置。黄金价格的调整对缓解通胀担忧具有正面影响，但我们认为这并不改变美元的弱势表现，原因依然是经济表现的疲弱。所以，我们判断在 9 月份将会呈现黄金价格高位震荡、美元指数持续低迷的走势。

★ 经济增速下调殃及股市投资信心

国际货币基金组织 (IMF) 8 月末下调了美国及欧元区国家今明两年经济增长预期。F 将 2011 年美国国内生产总值 (GDP) 增速预估从此前的 2.5% 下调至 1.6%，同时将 2012 年 GDP 增速预估从此前的 2.7% 下调至 2.0%。IMF 指出，美联储 (FED) 应准备好采取新的非常规措施来支撑经济。欧元区方面，IMF 将 2011 年欧元区 GDP 增速预估自之前的 1.0% 下调至 0.8%，并将 2012 年 GDP 增速预估从此前的 1.3% 下调至 0.7%。

数据显示，美国股票市场自 2009 年以来上涨了 100% 左右，收复金融危机损失的 70%。股指上涨的核心动力来源于经济刺激政策预期的经济复苏力度，因此在刺激政策未达到预期的情况下，股指重拾升势的可能性和外部动力就微乎其微了，所以我们判断以美国为主的海外股票市场在 9 月份将维持震荡格局，难以修复投资信心。

结论观点：

经历了前期的宽幅调整后，9 月份全球资本市场将进入调整修整期，等候新一轮经济刺激政策的权衡。在通胀和经济增速双重放缓的预期下，短期政策选择会趋于谨慎，投资者情绪也会趋于保守，在此影响下，9 月份 A 股市场面临的外围市场影响力度和关联度会减弱，更多受制于国内的影响因素。但因美元疲弱和黄金价格的调整将会刺激全球短期热钱流向新兴市场，因此 9 月份新兴市场的活跃度可能会有所提高进而利于 A 股。

【宏观因素】

关键词：通胀见顶、紧缩预期、个税调整、限购令升级

★ 通胀见顶不见降

目前市场对 8 月份物价指数在前月 6.5% 水平上出现环比回落达成较高的共识，据预计在 6.2% 水平。但国家发改委表示通胀水平依然将维持在高位，不会出现快速回落，原因有三：一是消费旺季即将来临；二是下半年进入能源消费高峰季节。三是下半年保障房等投资进入冲刺阶段。包括食品、交通、石油、煤炭、材料等价格不会有大幅调整。唯一例外的是房价走势，根据对二、三线城市的限购令升级，房价松动成为可能，在 2011 年的金九银十房地产购买旺季，房地产价格或许会成为左右物价走势的不确定因素。

总体而言，我们认为 9 月份通胀预期会放缓，通胀水平不会降，继续维持在 6% 左右的高位。因此，预期将转好并消化市场悲观情绪。但这并不阻碍为缩小负利率水平而采取的货币政策调整，在近二个月的政策真空后，9 月份加息预期依然存在。同时我们也认为，如果 9 月份有加息则可能是年内的最后一次紧缩调控，反而可能出现利空兑现的买入时机。

★ 紧缩预期不减，化险意图明显

8月下旬媒体报道央行下发要求将商业银行保证金存款纳入到存款准备金的缴存范围。数据显示，截至今年7月末，金融机构的人民币保证金存款余额高达4.44万亿元，此举意味着存款准备金缴存基数出现变化，市场流动性将有所收紧，市场普遍解读为针对稳定物价的宏观调控政策升级。我们认为，因保证金存款是金融机构为客户提供具有结算功能的信用工具、资金融通以及承担第三方担保责任等业务时，按照约定要求客户存入的用作资金保证的存款，所以不排除此项政策的调控目标是针对今年民间信贷拆借风险增加而采取的收紧，化解风险的意图更加明显。但不论政策目的是什么，如果政策一旦正式实施，那么社会资金流动性会有明显收紧，对企业和A股市场均构成负面影响。

★ 个税调整有利节假日消费增长

9月1日起个人所得税调整正式实施，目前居民消费倾向在65%水平，由于此次个税调整对低端收入人群影响远胜于高端收入人群，低端的医疗领域、普通的消费品行业、超市行业等或将因此受益。预计个税调整将拉动2011年消费增长约350亿元，不到去年社会消费零售额的1%，对全年经济总量的影响可以忽略不计。但考虑到个税调整时间是今年未来的4个月消费旺季，因此其影响还是会比较显著。我们认为，在9月份随着节假日的来临，食品、旅游、零售业的消费增长将激发相关股票的短期投资机会。

★ 限购令升级

继年初对北京、上海等一线城市的房地产限购控制后，8月下旬管理层再次出台对二、三线城市的限购令，彰显调控决心。从实际的操作执行层面分析，速度和范围都有明显提速。根据目前的城镇化进程发展情况看，中小型城市的聚集效应也日益显现，诸如太原、温州、嘉兴等中小城市在吸引外来人口方面都有快速增长，将这类城市纳入限购范围无疑将抑制中低端房地产消费需求，同时又因需求的支持使得房价下跌的可能性不大。

因此，我们认为在这场政策博弈过程中，房地产销量将回落，但房价或显松动但回落幅度并不大。房地产开发商将展开以价补量的持久战，资金成本成为房地产类上市公司的重要考量。作为涉及房地产和银行二大权重板块的政策因素，我们认为限购令升级将对A股市场的权重板块有所拖累，进而抑制整体性趋势行情的展开。

结论观点：

9月份经济表现有望继续保持稳定增长，但在通胀预期和紧缩政策预期下，货币政策在真空近二个月后或有兑现，对政策敏感性高的房地产和金融行业存在受负面影响。在投资、出口和消费三者之间，我们看好9月份因个税调整和节假日效应重叠带来的消费增长动力，同时认为投资在下半

年进入保障房冲刺阶段，投资增速不减。综合而言，9月份的宏观经济环境整体中性偏弱，不支持A股形成整体性趋势行情，但在消费、保障房等领域以及产业调整政策方面给予A股市场结构性的投资动力支持。

【市场因素】

关键词：估值优势、资金供求、新三板市场和转融通

★ A股整体估值优势名不符实，市场风险偏好趋高

根据Wind资讯数据统计，全部A股的静态市盈率为17倍左右，沪深300指数为13.49倍，TTM动态市盈率则分别为15.68倍和12.16倍。A股历史数据显示，当全部A股市盈率在20倍以下就接近历史低位区域，在15倍附近即获得非常强的估值支撑，底部特征显著。由此推测，目前A股市场的市盈率水平已经处于底部区域，估值优势应该非常明显。

表 1：A股市场分类估值情况统计（截至 2011 年 8 月 30 日） （单位：倍）

市场分类	PE（2010 年）	PE（TTM）	PE（2011 年）
全部 A 股	17.43	15.68	12.96
沪深 300 指数	13.49	12.16	10.87
中小企业板	39.04	36.09	27.18
创业板	51.42	46.89	34.18

数据来源：Wind 资讯

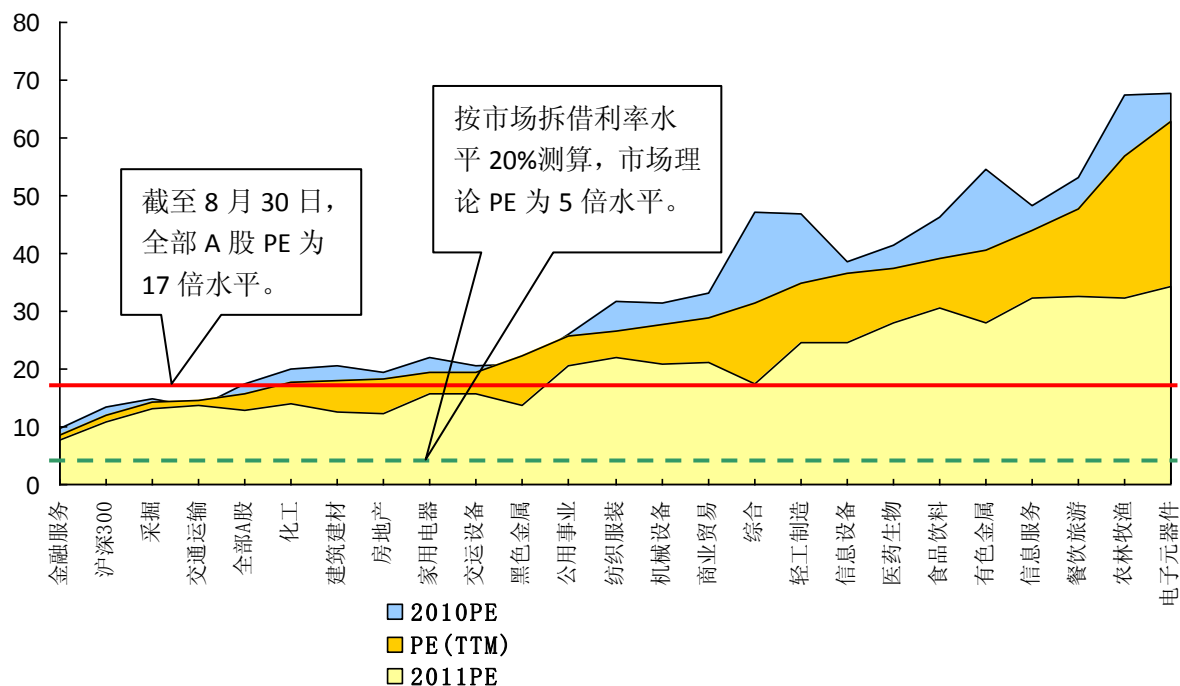
此外，我们从理论估值角度分析，理论市盈率为当前贷款利率的倒数，目前银行贷款利率为6.65%，那么理论市盈率水平大致在15倍左右，这似乎也佐证前面的观点，即目前A股估值优势非常显著。

但是，我们知道今年以来随着货币政策收紧，银行贷款利率并不反映目前实际资金的成本，根据民间拆借利率统计测算，估计社会实际资金成本在20%左右，由此推算，A股的理论市盈率则应该回落到5倍水平，即使打对折，理论市盈率也不超过10倍。

据此，目前的15倍左右的A股整体市盈率水平相对实际资金成本而言并具备非常强的投资吸引力，在行业分类中，除了金融类行业估值在8倍左右外，其他行业估值均高于10倍水平。因此，尽管我们认为实际资金成本高企是暂时现象，但就短期而言我们认为A股的估值优势名不符实，这是制约资金流入A股、甚至导致存量资金流出A股市场的重要原因，也是制约A股形成整体性趋势行情的重要原因。

与此同时，我们认为实际资金成本的高企反映了风险溢价的提升，以及资金风险偏好的提高，因此，目前市场资金的投资风险偏好有所提高，更加青睐于成长性的小盘股和题材股。

图 4: A 股估值状况比较

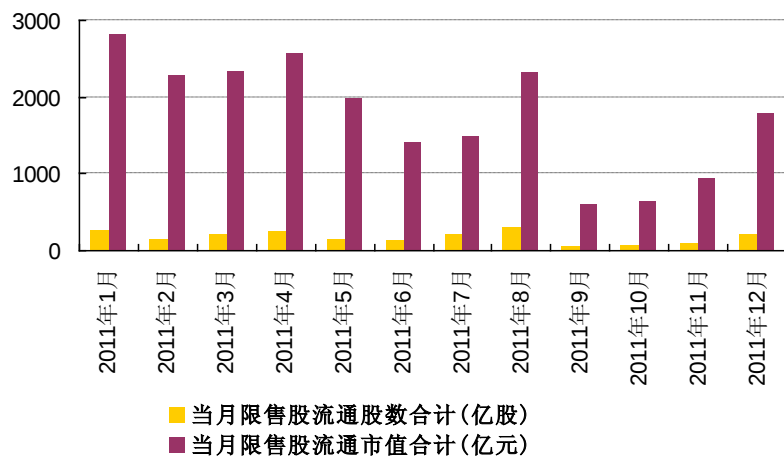


数据来源: Wind 资讯

★ 资金供求略显宽松

1、资金需求方面: 9 月份限售股解禁规模环比大幅降低, 较上月下降 70%, 也是今年月度解禁规模最小的月份, 对资金需求压力明显降低。

图 5: 月度限售股规模统计



数据来源: Wind 资讯

2、资金供应方面：小 QFII 将在 8 月底出台操作细则，200 亿规模尽管相对 A 股市场的总流通规模依然有限，但会在心理层面和对局部具有 A-H 股比价优势行业和上市公司具有积极作用。

★ 新三板、转融通“利弊共存”，短期影响有限

新三板市场和转融通机制推出后对 A 股市场是双刃剑，利弊共存。在为 A 股增厚收益和扩大外部资金的同时，也对 A 股估值合理性以及筹码扩容带来新的负面冲击。近期我们难以判断二者推出后的市场影响，但短期来看，相关政策还在制定中，不存在实际的影响。在消息层面可能诱发证券类上市公司的短期脉冲式利好。

结论观点：

高企的资金成本致使 A 股整体估值吸引力名不符实，且近期基金发行速度有所放缓，使得资金回流 A 股市场规模和动力均显不足。9 月份限售股规模下降致资金供求相对宽松有利于市场活跃，但投资风险偏好提高引导资金主要流向小盘成长股和题材股。

三、趋势判断：

9 月份，A 股市场对外围市场影响敏感度和关联度会减弱，将更多受到来自于国内因素的影响。宏观经济环境整体中性偏弱，不支持 A 股形成整体性趋势行情，预计通胀预期会有所缓解，但依然不排除存在为缩减负利率空间而做出的货币政策调整可能性。高企的资金成本致使 A 股整体估值吸引力名不符实，资金回流 A 股市场的意愿不足。但节日消费效应、保障房投资冲刺以及产业调整政策的推出将有利于 A 股形成局部性投资热点。

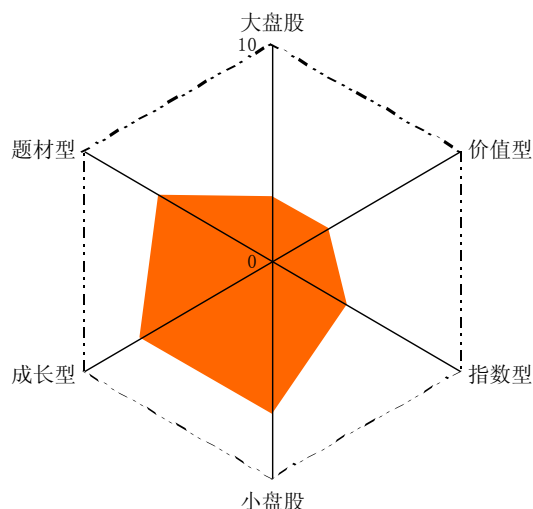
我们判断 9 月份难以形成整体性趋势性行情，上证综合指数将维持在 2600 点附近震荡整固，等待包括加息等利空兑现后的新机遇来临。

四、策略组合：消费+成长主导金秋行情

★ 配置策略

1、投资风格资产配置策略

经过对 A 股市场投资标的的分类，我们初步梳理了以下几类配置方向：大盘股、小盘股；价值型、成长型；题材型、指数型。并对六类配置权重进行打分，制定如下资产配置策略雷达图，我们倾向于在 9 月份配置成长型的小盘股。

图 6：9 月份投资风格类别资产配置策略雷达图


数据来源：上海证券

2、行业配置策略

表 2：9 月份行业配置策略

行业分类	配置策略	配置理由
商业贸易	超配	看好商业零售在个税调整以及节假日消费效应刺激下的阶段性投资机会
食品饮料	超配	看好食品饮料在价格上调预期，以及个税调整以及节假日消费效应刺激下的阶段性投资机会
餐饮旅游	超配	看好 9 月份的旅游消费旺季的积极作用。
信息设备	增配	产业政策调整利于相关制造类公司的发展和估值空间。
房地产	平配（保障房增配）	看好保障房板块的年末投资冲刺力度。
金融服务	平配	
交通运输	平配	
化工	平配	
采掘	平配	
建筑建材	平配	
家用电器	平配	
公用事业	平配	
纺织服装	平配	
机械设备	平配	
轻工制造	平配	
医药生物	平配	
有色金属	平配	
信息服务	平配	

农林牧渔	平配	
电子元器件	平配	
交运设备	低配	汽车限购和高铁整顿抑制行业短期机会。
黑色金属	低配	铁矿石价格走低使得产业处于低迷期。

数据来源：上海证券

★ 投资策略

在对 9 月份 A 股市场的弱势震荡格局的判断基础上，我们判断市场整体性投资机会存在于利空兑现后的投资买点，但期间会始终贯穿成长型小盘股的投资主线。因此，我们的投资策略是谨慎观望权重股陷阱，乐观关注消费成长性机遇。

★ 投资组合

根据上述分析，9 月份趋势策略投资组合的构建思路主要遵循在上市公司 2011 年下半年业绩成长性和 9 月份消费催化剂二条线索，并努力寻找二者的交集。

表 3：9 月份上证趋势策略投资组合（数据截止日 2011 年 8 月 30 日）

（单位：元）

证券代码	证券名称	所属行业	最新股价	10EPS	11EPS	12EPS	关注理由
002177	御银股份	软件设备	13.85	0.35	0.62	0.95	公司的核心竞争力在于：(1) 优秀的ATM选址能力获得高于行业平均水平的日均流水额； (2) 领先的经验积累体系，帮助业务提升和员工培训。我们相信由此形成扎实的运维能力和对市场的快速反应， 契合ATM合作运营业态机遇下的企业能力要求。合作运营模式+选址优势；收获建行规模采购订单。今年上半年融资租赁业务出现快速增长，比上年同期增长593%； 合作运营业务也见成效， 占总收入20%左右， 已从广东向上海、山东、山西、陕西等地拓展；ATM合作运营和融资租赁合计占公司收入51%，服务转型初见成效； 经过多年耕耘，公司今年首次成为建行总行的取款机设备供应商。估值11-13年EPS分别为0.62/0.95/1.36元，目标价19.20元。
300096	易联众	计算机应用	14.98	0.44	0.39	0.48	随着信用卡市场的逐步成熟，公司在项目技术经验、成功案例和公司规模将是招投标成功的关键。同时，随着发卡数量的大幅增加，用卡人群的大幅增长，与卡相关的机构和衍生单位的用卡支撑系统和技术服务等需求将随后逐步体现出来。预计2011-2013年公司可分别实现营业收入同比增长75.24%、51.82%和34.08%。
000826	桑德环境	水务	25.55	0.50	0.68	1.05	上半年业绩增长43.7%，固废处理业务快速发展，水务类业务运营状况良好。固废处理业务在行业高景气的情况下实现了快速增长，2010年获得重庆南川崎垃圾处理30年特许经营权，开展垃圾发电业务；还获得西安固废处理项目。2010年公司和大股东合资共同建立湖南湘潭静脉产业园。预计2011~2013年每股收益0.68、0.85、1.05元。

600816	安信信托	信托	22.13	0.20	3.66	4.40	证监会批准受理资产重组申报，中信集团为重组速度保驾护航。公司上半年理财规模和管理费率双重累积大量利润，增发需求促业绩稳定释放。未来信托业规模将介于银行和证券投资基金之间，行业仍处成长期，创新和投资能力以及渠道管理能力较强的中信信托将更具行业竞争优势。货币政策放松前对信托估值具有积极影响。
000858	五粮液	饮料制造	40.06	1.16	1.64	2.16	公司上半年利润增长48.98%，超出市场预期。8月底率先提价20~30%，系列酒量价齐升。预计2011~2013年每股收益将达到1.64元/2.17元/2.70元。六个月目标价为55元。
600054	黄山旅游	旅游	17.91	0.49	0.65	0.78	公司上半年实现利润同比增长43.42%，毛利率增长和费用控制均大幅度超预期，预计2011~2013年每股收益达0.72元/0.90元/1.16元。在节假日效应推出下可望有阶段性投资机会。
600115	东方航空	航空运输	5.40	0.48	0.50	0.47	公司上半年实现利润同步增长26.11%，主要受益于人民币升值带来财务费用下滑88%。下半年传统旺季，人民币有望继续升值，高铁运营影响低于预期。下半年预计接收18架飞机，加入天合联盟后，凭借地域优势，有望保持运营增长。9月份有望受益于节假日消费效应的推动。
002251	步步高	零售	26.00	0.63	0.89	1.21	公司上半年的经营情况自去年四季度向好趋势继续显示积极信号、今年一季度向上拐点进一步得到体现(28.53%的销售增速以及31.40%的净利润增速)，二季度的净利润情况成为了对公司业绩拐点的又一次验证。考虑到目前CPI仍处于高位、外资超市来自于政策等方面的竞争优势有所消退，以及公司大股东不断增持的信心体现，公司具有估值溢价，预计六个月目标价至31.57元。

数据来源：上海证券

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于免责声明具有修改权和最终解释权。