

## “类衰退”组合，市场有望演绎震荡筑底格局

### A 股周策略报告

2011 年 9 月 12 日

主要观点：

- 上周行情回顾：受准备金缴款及欧债危机、地产限购等影响，上周市场小幅回落。金融微涨，交通运输、公用事业等低估值、防御性板块相对抗跌。受益于政策红利的产能限制、淘汰、整合等相关行业如种业、农药、磷肥等农资类，及一些政策规划刺激的如碳纤维等新材料个股表现较好；周期性板块则延续两周来的低迷，且受库存计提如纺织等板块也逐渐形成风险。
- “物价转为回落、经济持续下降”有望为下阶段的基本面组合，即为“类衰退”组合；这有别于上半年经济回落、物价上升的“类滞胀”组合。这种“类衰退”虽然并非经济好转的标志，但也暗示着离好转更近了一步。当然，由于货币供应量增速则依然处于低位，货币紧缩的压力依然存在，市场还将在一段时间内主要关注存量资金之间的博弈、关注金融体系资金价格的变动。
- 物价回落初期由于经济继续回落、一般而言股市也多保持回落态势。但是，伴随着 8 月份物价回落，基于估值、业绩、政策以及金融创新等考量，预期本轮物价回落初期市场有望形成震荡筑底的格局。虽然本轮物价回落还需要 9 月份数据的确认，但是预期本轮物价回落阶段的走势将有别 2004、2008 年股市大幅下挫的案例，也将有别于传统投资时钟下“类衰退”组合对应的“债市牛、股市熊”的特征；相反，有望形成股市、债市反弹的齐步行。由此，更看重金融体系资金价格的变化；由于下周公开市场到期资金规模较大、预期下周利率市场有望维持平稳。
- “类衰退”组合，市场有望演绎震荡筑底蓄势格局。就下周而言，虽然外围市场极度不稳定、美元升值，但预计市场短期回落空间有限，市场整体依然以震荡整理为主，上证指数有望继续在 2500 点左右一线震荡运行。
- 操作上，继续中性的仓位，依然以大金融等 PE、PB 双低估值板块及需求平稳且政策红利的农资等相关板块做基本配置。同时，伴随着相关板块的深幅调整，可以逐渐关注未来享受“物价回落——流动性改善”逻辑而受益的相关周期性板块配置机会。下周继续重点关注非银行金融及农资、公用事业、医疗等业绩增长个股。如中信证券、国海证券、中国太保，洪城水业，京新药业、科华生物、隆平高科、益生股份，卓翼科技、海隆软件。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

TEL：(021)63367000-314

FAX：(021)63373209

Email：shenzy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

|                                        |   |
|----------------------------------------|---|
| 一、上周市场运行：防御性风格为主.....                  | 2 |
| 表 1：市场指数普跌、风格继续被动切换.....               | 3 |
| 表 2：金融等双低估值(PE、PB)板块抗跌，建材等周期性板块领跌..... | 3 |
| 表 3：市场热点多在主题且分散，而风险则主要集中在建材等个股.....    | 4 |
| 二、市场运行逻辑分析.....                        | 4 |
| 1、“物价转为回落、经济持续下降”有望为下阶段的基本面组合.....     | 4 |
| 图 1：CPI年内首次回落、未来有望震荡回落.....            | 5 |
| 图 2：固定资产投资增速依然处于回落过程中.....             | 5 |
| 图 3：重工业继续回落、轻工业保持平稳，工业增加值也仍在回落之中.....  | 6 |
| 图 4：M1、M2 及贷款余额增速继续回落，但已接近历史低位.....    | 6 |
| 2、关注物价回落对市场影响的逻辑.....                  | 6 |
| 三、投资策略：“类衰退”组合、市场演绎震荡蓄势格局.....         | 7 |
| 图 5：国债收益率及拆借利率趋于平稳.....                | 8 |
| 表 4：下周公开市场到期资金在 1390 亿.....            | 8 |
| 表 5：估值背离依然存在、风格有被动切换的需要.....           | 8 |
| 表 6：重点关注个股列表.....                      | 9 |

## 一、上周市场运行：防御性风格为主

上周市场继续震荡调整，小幅下跌，但风格被动切换特征显著。上证指数下跌 1.2%，而中小板和创业板指数分别下跌 2.57%和 3.11%。板块方面，金融板块微涨，农业交通运输以及采掘、公用事业等防御性板块相对抗跌，但是建筑建材、家电以及交运设备、信息设备等周期性板块则延续上一周的下跌，继续表现出弱势的特征、领跌大盘。

就上周市场弱势以及板块分化的特征来看，其主要归因在于准备金缴款范围扩大对流动性的制约、以及欧债危机和地产限购等对国内经济回落的担忧。两者，一方面制约了市场的估值修复，另一方面也导致

了与地产汽车相关联的周期性板块的显著回落。

**表 1：市场指数普跌、风格继续被动切换**

| 指数周涨跌幅   | 2011-08-26 | 2011-09-02 | 2011-09-09 |
|----------|------------|------------|------------|
| 上证综合指数   | 3.07       | -3.21      | -1.21      |
| 上证 B 股指数 | 0.89       | -2.06      | -0.98      |
| 沪深 300   | 3.33       | -3.36      | -1.88      |
| 深证综合指数   | 3.18       | -3.89      | -2.70      |
| 中小板指     | 2.00       | -3.76      | -2.57      |
| 创业板指     | 4.43       | -4.51      | -3.11      |

数据源 WIND, 自东北证券

**表 2：金融等双低估值(PE、PB)板块抗跌，建材等周期性板块领跌**

|      | 市盈率<br>TTM | 市净率  | 周涨跌幅  |       | 市盈率<br>TTM | 市净率  | 周涨跌幅  |
|------|------------|------|-------|-------|------------|------|-------|
| 金融服务 | 8.48       | 1.6  | 0.43  | 医药生物  | 35.73      | 4.4  | -2.26 |
| 农林牧渔 | 57.14      | 4.51 | -0.37 | 轻工制造  | 33.17      | 2.75 | -2.29 |
| 交通运输 | 14.11      | 1.79 | -0.59 | 食品饮料  | 36.27      | 7.47 | -2.44 |
| 采掘   | 14         | 2.22 | -0.93 | 商业贸易  | 28         | 3.56 | -2.64 |
| 公用事业 | 24.68      | 2.02 | -1.12 | 信息服务  | 41.44      | 3.14 | -2.9  |
| 餐饮旅游 | 46.47      | 4.04 | -1.44 | 电子元器件 | 59.7       | 3.58 | -3    |
| 化工   | 17.02      | 2.37 | -1.48 | 家用电器  | 18.23      | 2.94 | -3.23 |
| 有色金属 | 38.75      | 4.39 | -1.57 | 机械设备  | 25.95      | 3.36 | -3.31 |
| 综合   | 29.54      | 4.06 | -1.7  | 交运设备  | 18.29      | 2.66 | -3.58 |
| 黑色金属 | 23.79      | 1.27 | -1.83 | 信息设备  | 34.96      | 3.51 | -3.64 |
| 房地产  | 17.57      | 2.32 | -1.88 | 建筑建材  | 16.55      | 2.14 | -5.5  |
| 纺织服装 | 25.53      | 3.33 | -2.15 |       |            |      |       |

数据源 WIND, 自东北证券

就上周十大牛股股的运行来看，市场热点主要以个股及事件催化为主，比如重组主题的 ST 万鸿、永生投资、ST 国祥等，涉矿尤其是磷矿概念股的六国化工、天原集团、斯米克等，以及一些新材料概念和专用设备的个股机会比如中钢吉炭、银河磁体和青海华鼎、上柴股份；即，市场的热点相对分散，且以概念为主。同时，上周的弱势个股则相对集中，跌幅居前的分别为华新水泥、海螺水泥、冀东水泥、巢东水泥、江河幕墙以及四环生物、华芳纺织和象屿股份、金信诺、精锻科技等，该类个股主要在水泥等建材和受棉花等库存计提影响的部分纺织股，以及受下游需求影响的汽车、通信等相关领域的新股。

综合指数以及板块和个股表现，虽然市场成交量低迷，但是市场对一些热点主题依然保持着关注。从机会的角度看，受益于政策红利的产能限制、淘汰、整合等相关行业比如种业、农药、磷肥等农资类，以及一些政策规划刺激的如碳纤维等新材料规划利好个股；相对而言，周期性板块则延续两周来的行情特征、依然保持低迷，且受部分大宗商品调整导致的库存计提风险也在如纺织等板块逐渐形成风险。

因此，在当下弱势整理的行情下，除了操作难度较大的重组板块外，机会主要集中在 PE 和 PB 估值水平比较中均属于低估值的金融、石油、公用事业、交通运输等板块以及受政策红利的农资类以及部分有政策刺激的新兴产业板块，而风险点依然集中在经济回落压力下对库存计提、需求回落等敏感的相关周期性板块。

表 3：市场热点多在主题且分散，而风险则主要集中在建材等个股

| 证券代码      | 证券简称  | 周涨跌幅  | 二级行业    | 证券代码      | 证券简称 | 周涨跌幅   | 二级行业  |
|-----------|-------|-------|---------|-----------|------|--------|-------|
| 600681.SH | ST 万鸿 | 70.77 | 包装印刷 II | 600318.SH | 巢东股份 | -14.52 | 建筑材料  |
| 600470.SH | 六国化工  | 26.93 | 化学制品    | 300252.SZ | 金信诺  | -14.97 | 通信设备  |
| 600243.SH | 青海华鼎  | 15.93 | 普通机械    | 600057.SH | 象屿股份 | -15.98 | 通信设备  |
| 600841.SH | 上柴股份  | 15.86 | 普通机械    | 300258.SZ | 精锻科技 | -16.00 | 汽车零部件 |
| 600613.SH | 永生投资  | 13.67 | 中药 II   | 000401.SZ | 冀东水泥 | -16.16 | 建筑材料  |
| 002386.SZ | 天原集团  | 12.98 | 化学原料    | 601886.SH | 江河幕墙 | -16.31 | 建筑装饰  |
| 000928.SZ | 中钢吉炭  | 12.15 | 金属新材料   | 000518.SZ | 四环生物 | -17.03 | 纺织    |
| 002162.SZ | 斯米克   | 11.95 | 建筑材料    | 600585.SH | 海螺水泥 | -17.66 | 建筑材料  |
| 600340.SH | ST 国祥 | 11.93 | 普通机械    | 600273.SH | 华芳纺织 | -19.39 | 纺织    |
| 300127.SZ | 银河磁体  | 11.29 | 金属新材料   | 600801.SH | 华新水泥 | -20.32 | 建筑材料  |

数据源 WIND, 自东北证券

## 二、市场运行逻辑分析

### 1、“物价转为回落、经济持续下降”有望为下阶段的基本面组合

8 月 CPI 同比为 6.2%、低于 7 月的 6.5%，年内首次出现回落。8 月 CPI 环比为 0.3%、相对于过去 10 年来 8 月 CPI 环比均值的 0.5% 也有所回落，即 8 月 CPI 环比是今年以来首次低于历史均值的月份，值得关注。就 8 月 CPI 回落的归因来看，其中有 8 月美债危机、欧债危机导致需求前景受损、大宗商品出现回落的原因，也有货币紧缩、需求回落以及国内食品价格环比增速有所趋缓的原因。

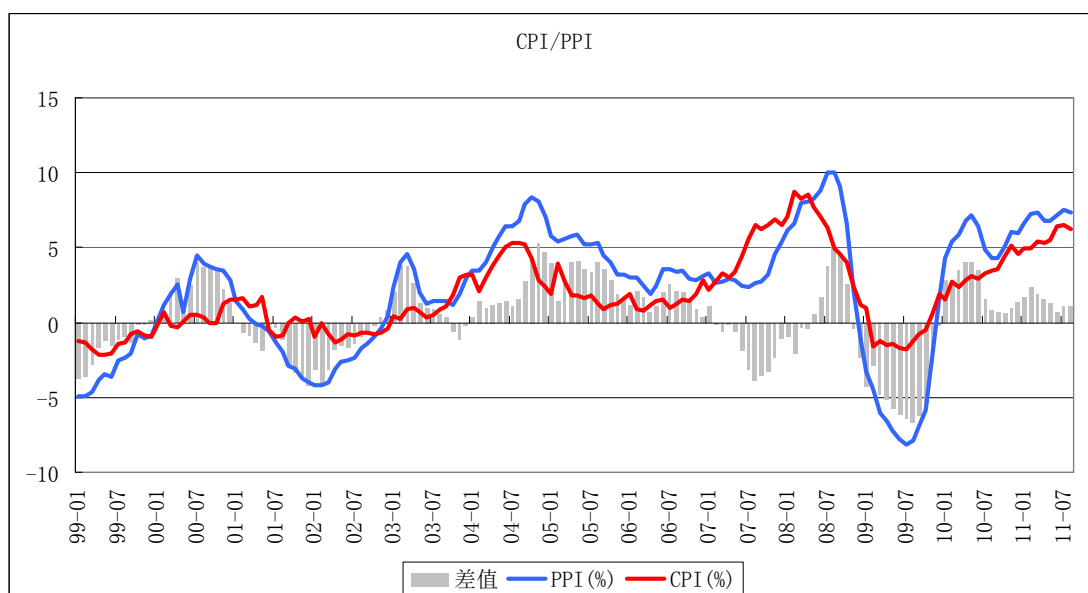
考虑到当下美元指数的飙升，全球经济的不确定性，工业金属、能源价格的调整，尤其是国内经济的回落，我们认为，下半年物价逐步震荡回落将是大趋势。

当然，经济持续的下降对物价的回落产生了作用，也是必然的选项。就 8 月数据来看，固定资产投资增速回落至 25%，工业增加值增速同比回落至 13.5%、低于 7 月的 14%，其中重工业增加值增速继续显著回落、从 7 月的 14.5% 下降至 13.5%，无论是投资数据还是工业增加值数据，均表明经济回落依然在进行之中。

从货币的角度看，M1、M2 增速再创本轮回落新低，M2 增速由 7 月的 14.7% 继续回落至 13.5%、M1 增速从 7 月的 11.6% 下降至 11.2%。8 月虽然新增贷款为 5485 亿、好于 7 月的数据、也显示当下经济内生性增长动力依在，但在紧缩的货币政策之下贷款余额的增速依然保持着回落。

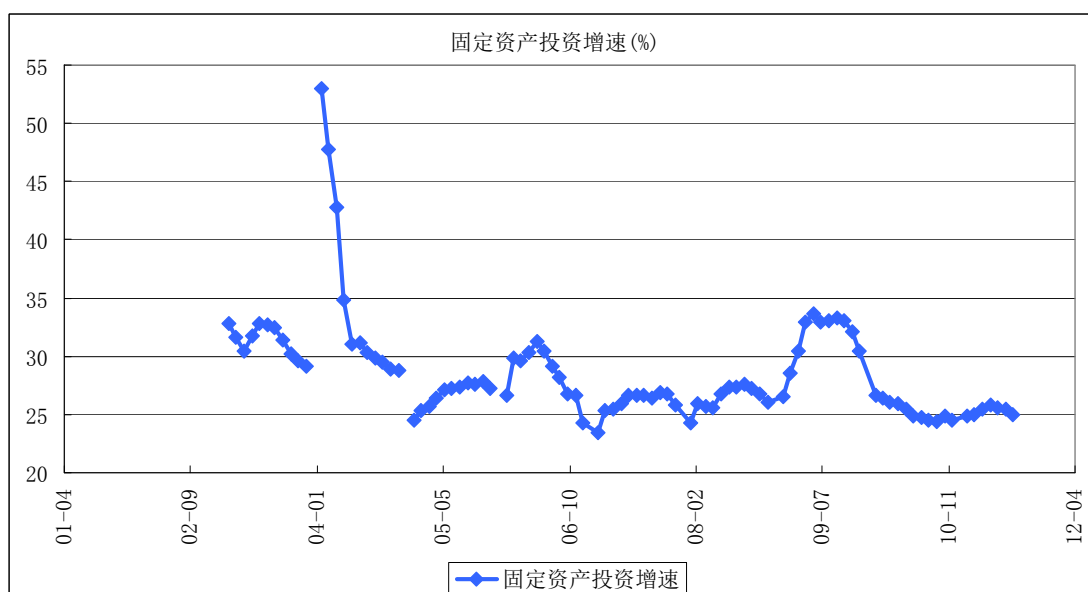
从近期公布的数据看，经济回落、物价回落有望成为未来一段时间的经济面基本组合，即是一种“类衰退”组合；这有别于上半年经济回落、物价上升的“类滞胀”组合。这种“类衰退”虽然并非经济好转的标志，但也暗示着离好转更近一步了。同时，相对于市场近期的底部震荡而言，货币供应量增速则依然处于震荡低位之中，这表明市场受制于货币紧缩的压力依然存在、也说明市场还将在一段时间内主要关注存量资金之间的博弈、关注金融体系资金利率的变动。

图 1：CPI年内首次回落、未来有望震荡回落



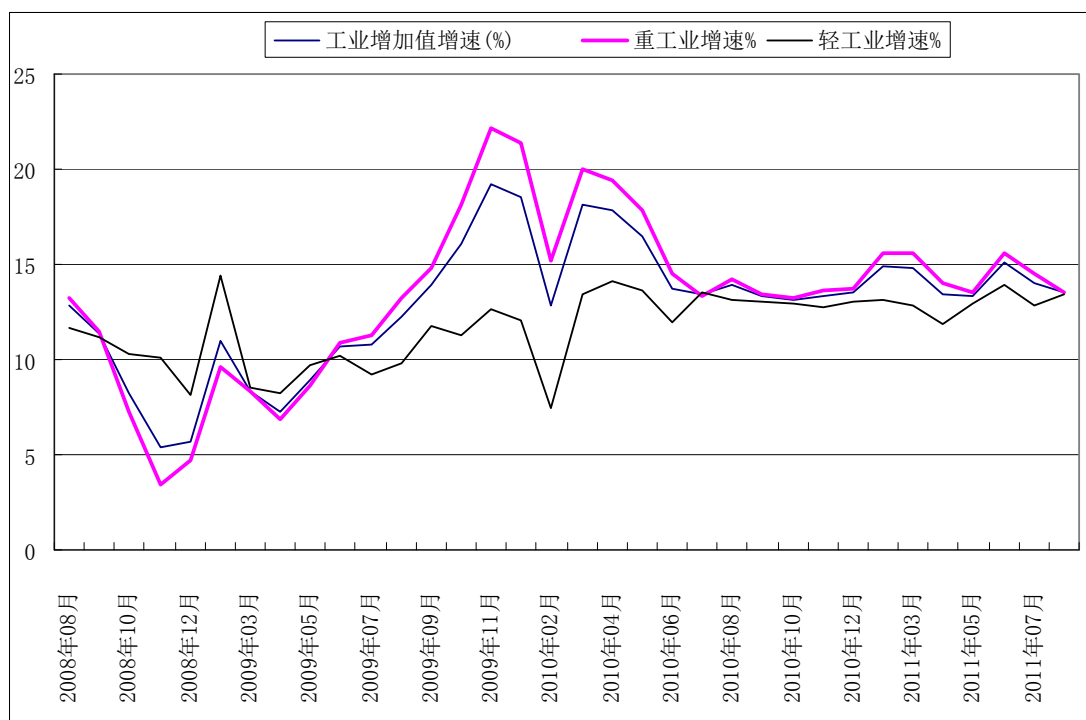
数据源 WIND, 自东北证券

图 2：固定资产投资增速依然处于回落过程中



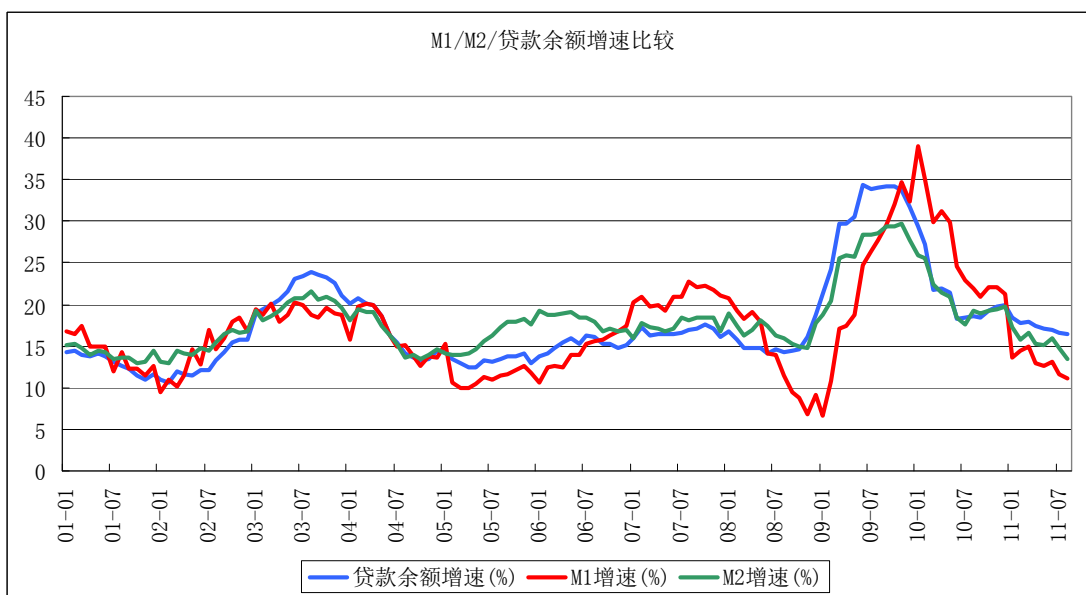
数据源 WIND, 自东北证券

图 3：重工业继续回落、轻工业保持平稳，工业增加值也仍在回落之中



数据源 WIND, 自东北证券

图 4：M1、M2 及贷款余额增速继续回落，但已接近历史低位



数据源 WIND, 自东北证券

## 2、关注物价回落对市场影响的逻辑

伴随着 8 月 CPI 首现回落，经济基本面的组合将逐渐从“经济回落、物价上行”转为“经济回落、物价回落”；虽然这个组合与预期有所滞后(早前市场预期在 7 月份即能观察到物价同比的回落)。目前看，伴随着 8 月 CPI 环比的首次低于前 10 年环比的均值，表明物价指数有回落的现实而非仅仅翘尾回落的原因。同时，由于全球经济的不确定、主权债务危机、欧元弱势下美元出现升值动向，大宗商品尤其是工业

品价格有回落要求，短期又未见美国 QE3 的情况，CPI 回落则既有经济回落的支撑、又有美元升值的支撑。

在“物价回落、经济回落”的宏观组合中，一般而言，如 2004、2008 年物价回落初期，由于经济继续回落、股市也依然保持回落态势，尤其是与固定资产投资相关的板块呈现出较为明显的回落。我们认为，伴随着 8 月份物价回落，本轮市场有望在物价回落初期形成震荡筑底的格局；而不是 2004 年 8 月、2008 年 3 月物价回落初期市场继续震荡大幅下跌的运行格局。

2004 年、2008 年物价回落初期与当下的区别在于：

——A 股市盈率 TTM 分别在 25 倍、30 倍，而当下在 15 倍；

——本次上市公司业绩增速保持平稳、对经济回落的冲击韧性有所提升，这要好于 2008 年业绩大幅回落的态势；

——政策层面，前两次物价回落初期均伴随着货币政策力度的加强，比如 2004 年 10 月首次加息、2008 年则有持续的上调准备金率。

——另外，2004、2008 年分别有股改、次贷危机的崩盘等影响，而当下股市则相对接近利空出尽阶段。相反，比如融资融券的常规化、转融通，人民币国际化及 RQFII 等金融创新的推进，有利于形成市场的利好信心。因此，本轮物价回落，虽然需要数个月的时间确认，但是，在本轮物价回落阶段，将有别 2004、2008 年股市大幅下挫的案例，也将有别于传统投资时钟中经济回落、物价回落的“类衰退”组合对应的“债市牛、股市熊”的特征；相反，有望形成股市、债市反弹的齐步行。

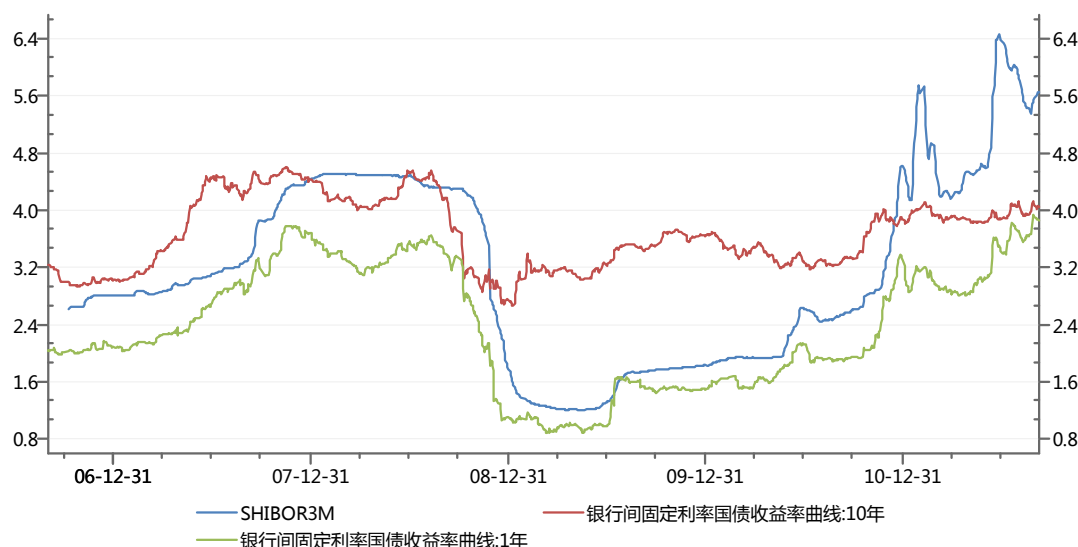
由此，我们更看重重金融体系资金价格的变化。目前来看，虽然准备金缴款范围的扩大对拆借市场以及债券市场均形成了显著的冲击，但以国债市场来看，国债市场收益率并未有显著提升尤其是长期国债收益率。又由于下周公开市场到期资金 1390 亿元、到期资金量较大，预期下周利率市场有望维持平稳；在同时，观测到最近数日国债收益率反而有所回落，这表明，以国债为代表的利率产品有好转迹象。

### 三、投资策略：“类衰退”组合、市场演绎震荡蓄势格局

伴随着 8 月 CPI 的回落，市场进入了物价回落+经济回落的“类衰退”组合中。考虑到当下有别于 2004、2008 年物价回落初期的业绩、估值、政策，因此，预期本轮物价回落初期将不会重演 2004、2008 年物价回落初期市场暴跌的历史，市场有望演绎震荡筑底而后在 2 个月物价回落的观察确认之后回升的大格局。因此，就下周而言，虽然外围市场的极度不稳定、美元的升值，但预计市场短期回落空间有限，预期市场整体依然以震荡整理蓄势为主，上证指数有望继续在 2500 点上下震荡运行。

操作上，继续中性的仓位配置下，依然以大金融等 PE、PB 双低估值板块及需求平稳且政策红利的农资等相关板块做基本配置；同时，伴随着板块的调整，可以逐渐关注未来享受“物价回落—流动性改善”逻辑而受益的相关周期性板块配置机会。因此，下周继续重点关注非银行金融及农资、公用事业、医疗等业绩增长个股。如中信证券、国海证券、中国太保，洪城水业，京新药业、科华生物、隆平高科、益生股份，卓翼科技、海隆软件。

图 5：国债收益率及拆借利率趋于平稳



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

数据源 WIND, 自东北证券

表 4：下周公开市场到期资金在 1390 亿

| 现金流发生日期                 | 票据到期 | 正回购到期 | 票据发行 | 正回购 | 净投放量 |
|-------------------------|------|-------|------|-----|------|
| 2011-08-12 - 2011-08-14 | 500  |       | 70   |     | 430  |
| 2011-08-15 - 2011-08-21 | 640  | 250   | 130  | 380 | 380  |
| 2011-08-22 - 2011-08-28 | 250  |       | 60   | 30  | 160  |
| 2011-08-29 - 2011-09-04 | 270  |       | 20   |     | 250  |
| 2011-09-05 - 2011-09-11 | 830  | 930   | 70   | 690 | 1000 |
| 2011-09-12 - 2011-09-18 | 900  | 490   |      |     | 1390 |
| 2011-09-26 - 2011-09-30 | 290  |       |      |     | 290  |

数据源 WIND, 自东北证券

表 5：估值背离依然存在、风格有被动切换的需要

|            | 成份股个数 | 市盈率最新 | 市盈率 2008-10-31 | 市盈率 2005-7-20 | 市净率最新 | 市净率 2008-10-31 | 市净率 2005-7-20 |
|------------|-------|-------|----------------|---------------|-------|----------------|---------------|
| 全部 A 股     | 2256  | 15.17 | 13.36          | 18.7          | 2.28  | 1.97           | 1.59          |
| 中小企业板      | 612   | 34.49 | 16.2           | 24.65         | 3.99  | 2.2            | 2.6           |
| 创业板        | 260   | 44.6  |                |               | 3.71  |                |               |
| 上证 180     | 180   | 10.76 | 12.52          | 12.74         | 1.83  | 2.06           | 1.74          |
| 上证 50      | 50    | 10.08 | 12.58          | 11.23         | 1.79  | 2.14           | 1.73          |
| 沪深 300     | 300   | 11.82 | 12.31          | 13.39         | 1.97  | 2.05           | 1.75          |
| SW 小盘指数    | 800   | 38.05 | 17.97          | 32.41         | 3.16  | 1.48           | 1.36          |
| SW 大盘指数    | 200   | 11.47 | 12.58          | 12.47         | 1.93  | 2.06           | 1.74          |
| 中小板/上证 180 |       | 3.21  | 1.29           | 1.93          | 2.18  | 1.07           | 1.49          |
| 小盘/大盘      |       | 3.32  | 1.43           | 2.60          | 1.64  | 0.72           | 0.78          |

数据源 WIND, 自东北证券

表 6：重点关注个股列表

| 证券代码   | 名称   | 行业    | 市销率   | PE    | PE2011 | 总市值  |
|--------|------|-------|-------|-------|--------|------|
| 600030 | 中信证券 | 金融服务  | 4.39  | 10.31 | 15.27  | 1201 |
| 000750 | 国海证券 | 金融服务  | 12.80 | 69.61 | 24.68  | 105  |
| 601601 | 中国太保 | 金融服务  | 1.13  | 17.11 | 15.49  | 1295 |
| 600461 | 洪城水业 | 公用事业  | 2.87  | 25.97 | 30.94  | 34   |
| 002369 | 卓翼科技 | 电子元器件 | 3.35  | 41.72 | 32.53  | 36   |
| 002195 | 海隆软件 | 信息服务  | 5.55  | 31.78 | 28.57  | 20   |
| 002020 | 京新药业 | 医药生物  | 3.12  | 99.22 | 72.15  | 22   |
| 002022 | 科华生物 | 医药生物  | 7.73  | 27.72 | 23.86  | 63   |
| 000998 | 隆平高科 | 农林牧渔  | 6.13  | 82.81 | 63.83  | 88   |
| 002458 | 益生股份 | 农林牧渔  | 6.49  | 45.03 | 20.75  | 38   |

数据源 WIND, 自东北证券

## 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。