

证券研究报告

证券分析师

王韧（首席策略研究员）

S1060210090010
0755-22623376
wangren740@pingan.com.cn

相关研究报告

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

期待资金腾挪的第二阶段

市场判断：维持“绿九红十”判断，风险因素释放和流动性收放时间差将推动市场逐步筑底回暖，存量资金腾挪有望从低估值避险的第一阶段转入阶段行情演绎的第二阶段，建议重新关注配置弹性，逐步回归“消费+确定成长”，把握周期股反弹。

- **判断：探底--筑底--回暖。**“绿九红十”框架下，内外部不确定性是压制市场的核心因素，而流动性收放的时间差是市场渐进改善的主要动力。目前情况是：海外欧债问题开始摊牌，国内通胀回落和经济着陆开始确认，市场压力开始减弱；而补缴准备金的冲击开始趋稳，资金投放配套开始见效，市场反弹动力开始提升。与此对应，探底接近终结，筑底过程进行时，逐步回暖值得期待。
- **中期震荡下的阶段行情。**通胀中枢上移和增长中枢下移过程的叠加仍将打压市场估值，并决定市场可能长期震荡而缺乏趋势性机会，但这并不排除两种情形的阶段行情：一是过度恐慌跌出来的机会；二是存量资金挪出来的机会。三季度末正是重要事件窗口：一方面风险释放打开反弹空间；另一方面阶段避险创造资金腾挪空间。月底大盘股发行冲击可能构成市场探明底部的重要催化剂。
- **资金腾挪转入第二阶段。**全面紧缩背景下的官方利率和市场利率脱节是今年以来股市偏弱的重要导因，这一要素未明显改观前，市场行情演绎主要依赖预期改善下的存量资金腾挪。前期市场资金倾向于涌入低估值权重股避险，但在上述板块估值无法持续提升的背景下，预期改善后资金将重新回流进攻性板块，受 A 股市值结构影响，资金腾挪的第二阶段有望成为阶段行情的发动机。
- **建议重新关注配置弹性。**金融股受益于存量资金腾挪避险的第一阶段，这是我们 8 月以来持续推荐金融的核心理由。但受市值规模影响，缺乏增量资金的上述腾挪必然伴随其他周期品回调，消费和成长股补跌。展望未来，风险释放和流动性改善将推动资金腾挪进入第二阶段，而资金从大市值板块向其他板块的回流将放大结构弹性，建议阶段性回归“消费+确定成长”，把握周期股反弹。

一、重要数据和事件提醒

1.1 重要数据变化分析：

市场面数据方面，我们观测到：

本周公开市场投放资金为 1390 亿，回笼资金 1320 亿，实现净投放 70 亿。银行间隔夜回购利率和上周保持平稳，7 天回购利率本周回落到 3.32%。

本周，央行公开市场操作实现连续第九周资金净投放，但 70 亿元的净投放规模较上周大幅下降。在央行连续净投放的背景下，经历了两批保证金存款上缴准备金的市场资金面仍然相对宽松，但随着未来两周到期量下降，以及国庆长假和季末考核日益临近，节前资金利率或从当前低位缓慢回升。

由于年内通胀压力仍然较大，货币政策短期内难以转向，在紧缩基调下，预计未来资金面仍将维持紧平衡格局，资金利率在当前水平上已经很难再继续下行。

行业监测数据方面，我们观测到：

- 从我们跟踪的数据来看，本周秦皇岛动力煤持平；动力煤坑口煤价指数涨 0.41%。秦皇岛港口煤炭库存 699.4 万吨，周下降 4.42%，山西重点煤矿库存 1583 万吨，周下降 8.03%。
- 本周国内钢价继续小幅下跌，其中长材下跌 0.22%，板材下跌 0.04%。本周矿石价格继续小幅上涨，其中国产矿上涨 0.24%，进口矿维持不变。社会库存本周继续小幅上升。
- 上周房屋交易整体放缓一线城市(北京、上海、杭州、深圳)合计成交 5691 套，环比增长 1%，其余 14 个二线城市合计成交 13267 套，环比萎缩 10%。本周整体存货略有上升，去化速度减慢。
- 澳大利亚铁矿石和煤炭发运量的大幅增加提升了海运市场对于海峡型船舶的需求，BDI 本周进一步上涨 9%至 3309 点。

1.2 重要事件提醒和分析

表1 上周政策动态回顾

	政策类型	领导人(相关部门)	时间	重要政策内容及事件描述	市场影响预判	相应主题 投资 板块 和公司
领导调研	通货膨胀	温家宝	2011-9-14	温家宝总理在大连考察说发展经济的最终目的是满足群众生活需要，提高群众的生活水平。现在物价高，政府正在想	总理的讲话符合其一贯的讲话风格。本次没有超预期，也不一定有实际执行预期。	

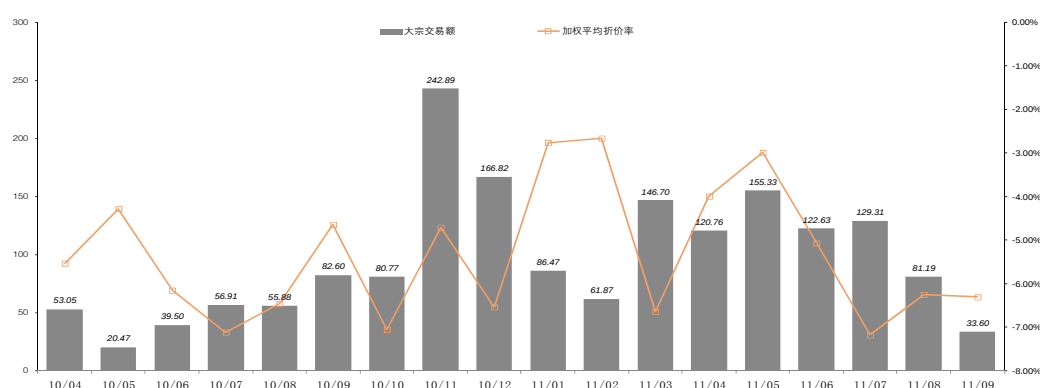
				办法，鼓励农民养猪。政府将继续采取措施调控物价。		
宏观政策	货币政策	中国人民银行	2011-9-12	央行新闻发言人指出目前 M2 的统计比实际状况有所低估，为了更充分地反映金融市场的最新发展，央行正在研究覆盖范围更广的货币统计口径 M2+。	之所以央行会罕见地在发布 8 月份数据的同时自己发布一份解读，主要因为 8 月 M2 同比增长 13.5%，比 7 月份回落了 1.2 个百分点，严重低于市场预期。<u>央行发布解读澄清这个数据本身失真，而非当前货币过度紧缩，并指出使用新的口径 M2+ 可以避免失真问题再现。</u> <u>我们认为央行对统计失误的认识可信度高。因为基于对 M2 构成的分析，新增 M2 主要以新增存款和新增基础货币为主。而央行以贷款和新增外汇占款来度量 M2，央行老式算法的有效性已经很弱，结果与当前 M2 的增量相径庭。如果从更广义的统计口径“M2+其他存款性公司对其他金融性公司的负债（扣除已纳入 M2 部分）+财政存款+其他存款性公司债券发行”来看，8 月份的货币乘数可能并不会明显下降，货币条件实际并没有收紧。细分来看，其他存款性公司对其他金融性公司的负债在 7 月份环比增约 54%，实际上 8 月份的货币环境还是比较宽松的。</u> <u>未来若使用新的口径 M2+，会直接将理财产品和衍生金融品纳入监管范围，实际上央行已经开始向着手控制票据融资、信托和保证金融资规模。这将收紧中小银行的资金环境，中小银行股很可能年内没戏。同时央行对当前货币环境没有过度紧缩的澄清也使之前“货币放松”的预期再遭受次打击。既然数据失真，那么就不能判断货币收紧已经到位，再次收紧还是可能的。</u>	利空中小银行股。继续维持稳健货币政策的可能性高。
	财政政策	财政部	2011-9-16	财政部、国家发展改革委联合发文称从 10 月 1 日起，中国将提高节能汽车补贴门槛，百公里平均油耗从 6.9 升降低到 6.3 升，补贴标准仍维持每辆 3000 元不变。	新政执行会使受到节能补贴的车型数量减少，进而影响今年接下去的汽车销售。 <u>全国乘用车联席会测算下来满足新标准的补贴车型不足原来的 10%，未来有可能仅仅只有 50 款上下车型能够再享受 3000 元的补贴。</u>	利空汽车产业。

行业政策	银行	闫庆民	2011-9-15	中国银监会主席助理闫庆民在 2011 全国股份制商业银行行长联席会议上透露，银监会正和央行积极研究有条件的信贷资产证券化，并向国务院汇报。	银行的资产证券化之路可以追溯到 2005 年 2 月份，国务院正式批准开展信贷资产证券化市场的方案，并在当年由国开行发行了第一支资产证券支持产品。但是今年来银行资产证券产品一直没能火爆起来，<u>主要原因为两点：1、打包缺乏优质资产；2、存在制度缺陷，易引发系统性金融风险。</u> 但是今年 4 月份开始，央行副行长刘士余对资产证券化的推动不能仅仅局限于简单试点和扩大试点，而是必须加快发展，重点发展。<u>这背后的原因主要来自巴塞尔协议三的实施会使银行长期面临资本金不足的问题，而信贷资产证券化可以缓解银行资本充足率的压力，也有利于将银行贷款转变为直接融资，对直接融资和间接融资比例进行适度调整。</u> 在今年 8 月，从央行市场司领导的发言可以判断大力开展信贷资产证券化的金融监管手续已经办理完毕。 从这次领导的讲话可以判断出监管层正在积极寻找此项业务突破的条件。如果信贷资产证券化顺利开展，将直接利好银行。一方面会缓解银行的资产充足率压力；另一方面信贷资产证券化产品作为一种类似固定收益类的产品主要会在银行间市场承销交易，会增加银行中间业务的利润。	利好银行股。
	化工	张力军	2011-9-16	环保部副部长张力军称，从今天起，各级环保部门将暂停审批工业园区外新建、改建、扩建危险化学品生产、储存项目的各类生产。据悉，环保部作出这一决定的背景是，近期化学品污染事件呈高发态势。	这几年中央政府号召产业结构调整。可是因为科研动力、科研人才的缺乏、技术密集型高新企业发展的还是不够快。与此同时、这几年传统产业竞争激烈、资本纷纷退出流出，于是中国开始出现技术要求不高的资本密集型产业过热的现象，高污染高耗能低附加值的化工项目开始泛滥。所以环保部的这个决定是对的，但是来得很迟。 之所以最近才出台，因为近期是化学品污染事件的高发期。<u>暂停审批化工项目会对已有的化工企业形成利好。但是由于环保部历来缺乏执行力，所以利好必微。</u>	微利好化工股。
	航空	孟平	2011-9-14	民航总局运输司副司长孟平日前透露，民航总局正在起草通用航空“十二五”规划，目前已经除了草案并经过了几次	中国民航局今年 5 月份公布了民航“十二五”发展规划，首次将“通用航空规模快速扩大”列入民航“十二五”发展的主要目标，提出“加快基础设施建设，扩大服务领域和规模，促进通用航空快速发展”。 通用航空盈利强于商业航空，将是中国航空业下一个利润增长点。我国 85%左右的空域是用以军用，仅有 15%的区域用以民用航空。这一比例与美国正	利好航空股。

				研讨审议,预计年内将通过并公布。	好相反。美国在空间资源管理模式上分为战时与平时两种状态。在平时时期,以国家空中管理局为首的管理系统,将会划分出有利于商用、公务和通用航空发展的空中资源。凭借丰富的空域资源,美国占据了全球通用航空 60%以上的市场。我们认为,低空空域开放将是决定通用航空发展速度的重要催化剂。<u>在大盘系统性风险不大的情况下,航空股上涨可期。</u>
--	--	--	--	-------------------------	--

资料来源：平安证券研究所整理

图表2 A股市场大宗交易统计



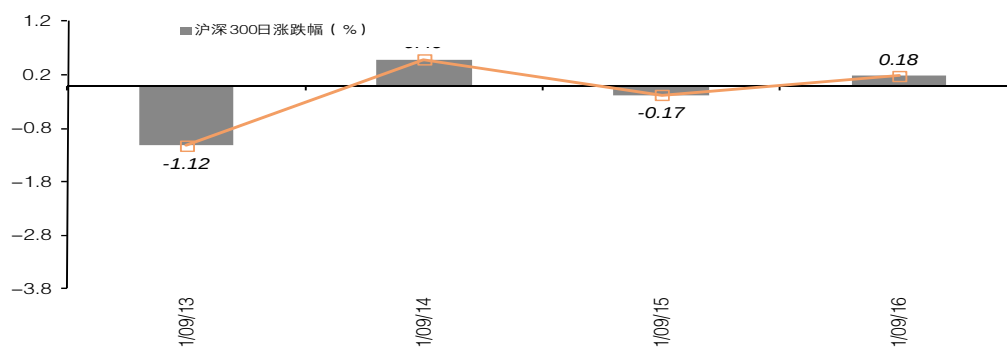
资料来源：WIND

二、市场面指标跟踪

2.1 A股市场回顾：

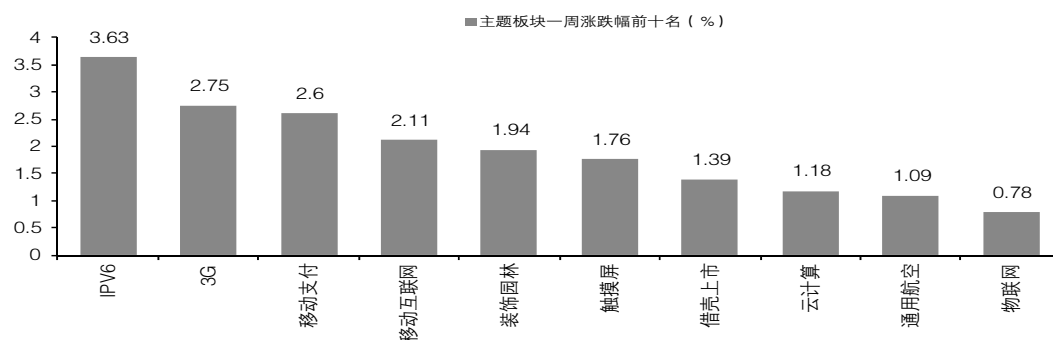
本周（09.12-09.16）A股走弱。本周上证指数收于2482点，位于周均线上方13点，较前一周2497点下跌15点，跌幅0.62%，本周上证成交额为2121亿，较前一周的2821亿减少24.81%，形态为缩量低位震荡。本周深证成指收于10878点，跌0.13%；中小板指收于5409点，跌0.60%。

图表3 沪深300指数涨跌幅



资料来源：WIND

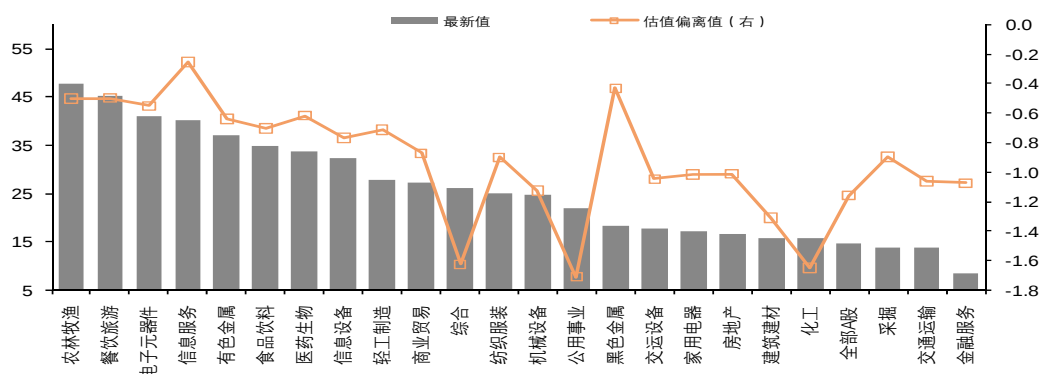
图表5 A股主要主题投资板块涨跌幅



资料来源：WIND & Bloomberg

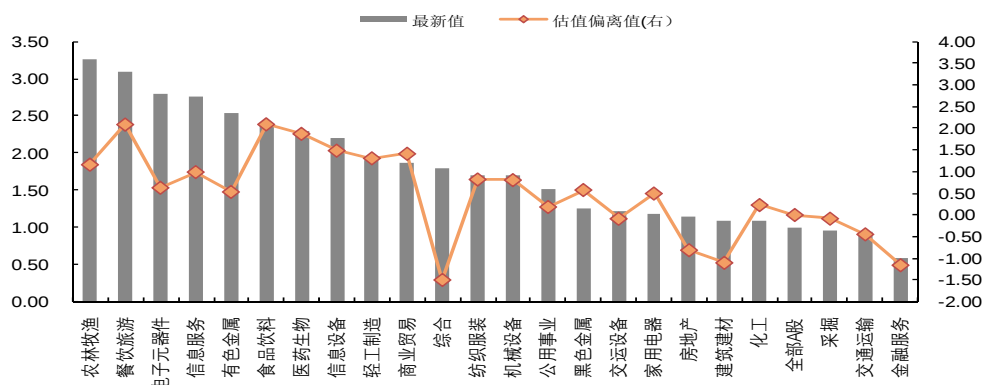
2.2 A 股行业估值和盈利变化

图表6 申万一级行业绝对PE图



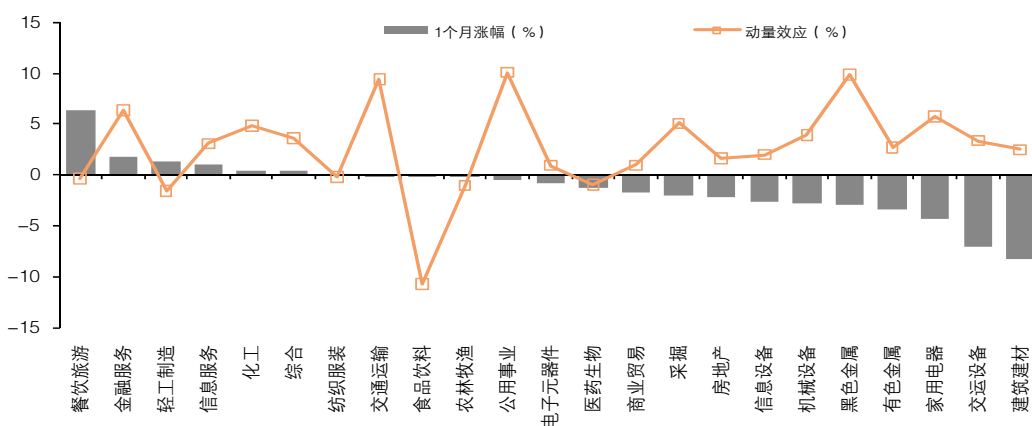
资料来源：WIND & Bloomberg

图表7 申万一级行业相对PE图



资料来源：WIND & Bloomberg

图8 申万一级行业动量效应



资料来源：WIND & Bloomberg

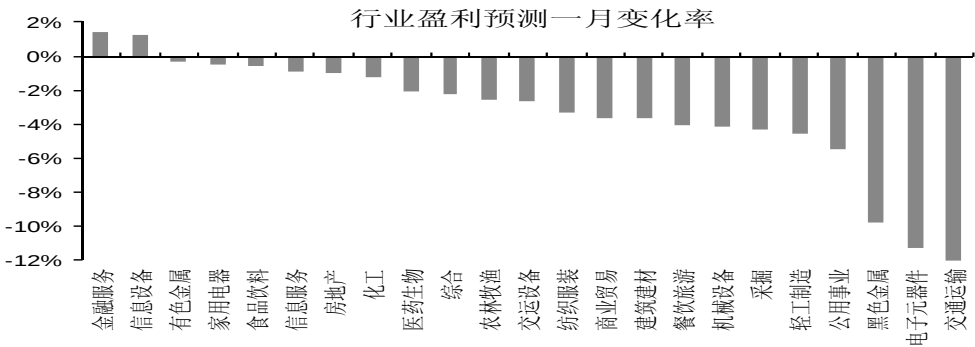
图9 申万一级行业盈利预测变化

行业名称	行业盈利预测一周变化率 (右)	行业盈利预测一月变化率 (右)	行业盈利预测三月变化率
农林牧渔	-0.40%	-2.54%	-0.28%
采掘	0.09%	-4.32%	-3.77%
化工	-0.63%	-1.27%	-0.22%
黑色金属	1.02%	-9.77%	-13.98%
有色金属	0.15%	-0.30%	5.39%
建筑建材	-0.15%	-3.64%	-2.35%
机械设备	0.07%	-4.13%	-3.71%
电子元器件	0.13%	-11.24%	-14.04%
交运设备	0.21%	-2.67%	-3.69%
信息设备	-0.46%	1.23%	-1.56%
家用电器	0.35%	-0.48%	-0.36%
食品饮料	0.03%	-0.54%	0.03%
纺织服装	-0.02%	-3.26%	-2.24%
轻工制造	0.40%	-4.51%	3.67%
医药生物	-0.19%	-2.09%	-1.28%
公用事业	0.93%	-5.46%	-3.33%

行业名称	行业盈利预测一周变化率（右）	行业盈利预测一月变化率（右）	行业盈利预测三月变化率
交通运输	-1.33%	-11.98%	-13.29%
房地产	0.00%	-1.02%	-3.29%
金融服务	0.11%	1.38%	0.50%
商业贸易	-0.60%	-3.62%	-3.13%
餐饮旅游	0.11%	-4.03%	-4.05%
信息服务	-0.58%	-0.91%	0.67%
综合	-2.00%	-2.23%	-1.00%

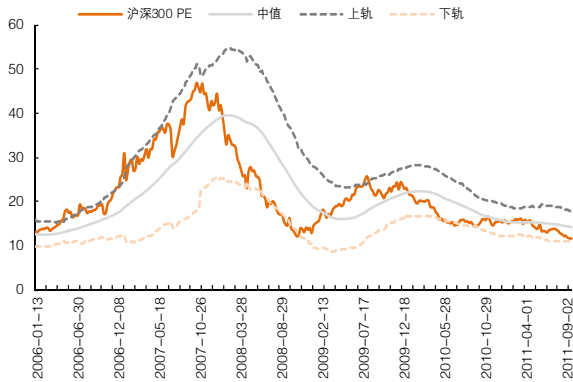
资料来源：朝阳永续

图表10 申万一级行业盈利变化



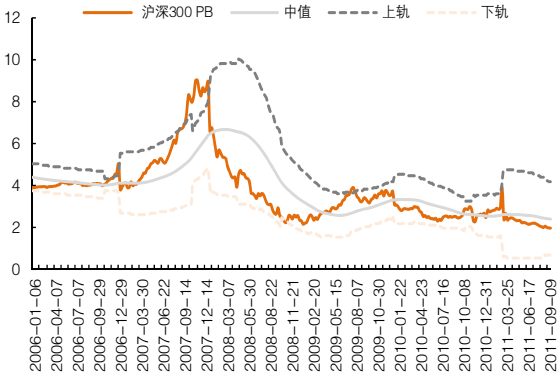
资料来源：朝阳永续

图表11 沪深300市盈率及变动趋势率



资料来源：WIND

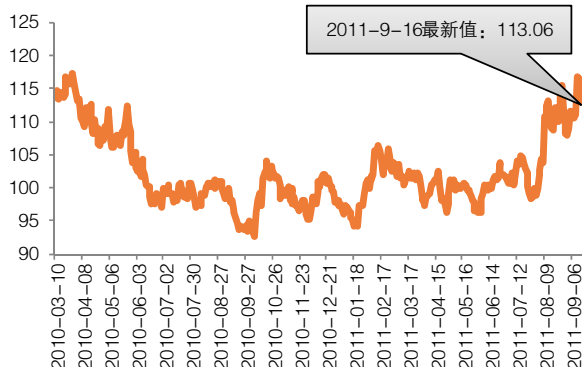
图表12 沪深300市净率及变动趋势



资料来源：WIND

注：PE 以过去 12 个月业绩为基准进行计算，以最近 40 周 PE 的均值作为中值，标准差经年化后与中值的乘积作为上轨以及下轨距中值的偏离值。

图表13 恒生AH溢价指数



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表14 AH股溢价率后五位

证券简称	A 股价格 (CNY)	H 股价格 (CNY)	A 股相对 H 股 溢价幅度
中国平安	39.57	48.79	-18.97%
海螺水泥	17.71	20.84	-15.00%
中国太保	20.52	23.29	-11.90%
招商银行	11.66	12.72	-8.35%
中国神华	25.73	28.00	-8.10%

资料来源：WIND、平安证券研究所

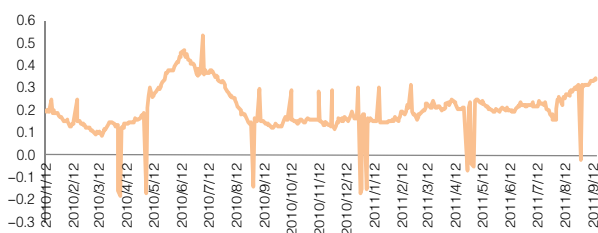
2.3 市场流动性跟踪：

本周公开市场投放资金为 1390 亿，回笼资金 1320 亿，实现净投放 70 亿。银行间隔夜回购利率和上周保持平稳，7 天回购利率本周回落到 3.32%。

本周，央行公开市场操作实现连续第九周资金净投放，但 70 亿元的净投放规模较上周大幅下降。在央行连续净投放的背景下，经历了两批保证金存款上缴准备金的资金面仍然相对宽松，但随着未来两周到期量下降，以及国庆长假和季末考核日益临近，节前资金利率或从当前低位缓慢回升。

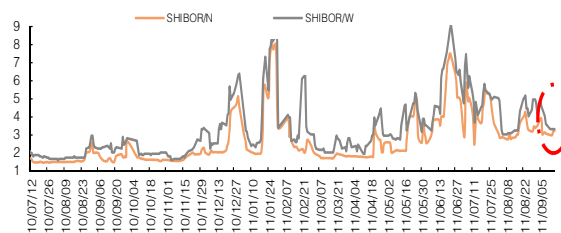
由于年内通胀压力仍然较大，货币政策短期内难以转向，在紧缩基调下，预计未来资金面仍将维持紧平衡格局，资金利率在当前水平上已经很难再继续下行。

图表15 TED Spread



资料来源：WIND

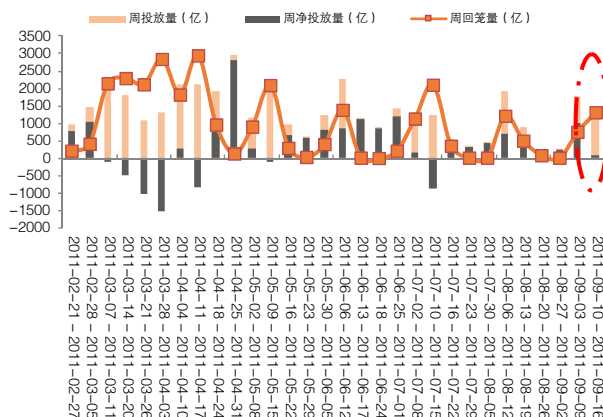
图表16 隔夜/周SHIBOR



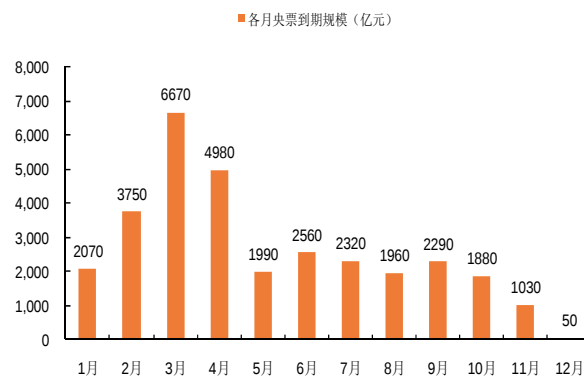
资料来源：WIND

图表17 央行公开市场操作

图表18 央票到期规模



资料来源：WIND



资料来源：WIND

三、重要行业指标跟踪

3.1 上游行业重要指标观察

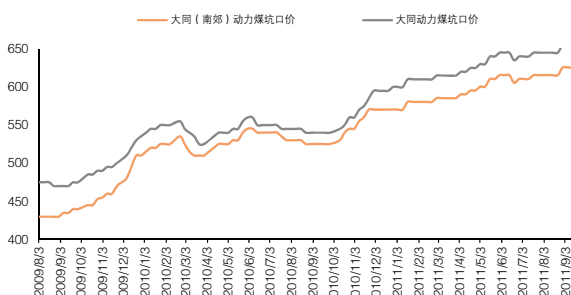
澳洲煤价涨、秦皇岛动力煤平、坑口煤价指数微涨。澳洲 NEWC 现货煤价 124.32 美元/吨，周上涨 1.52%；秦皇岛动力煤持平；动力煤坑口煤价指数涨 0.41%。

中国沿海煤运价格继续反弹。沿海煤运价格指数周上涨 2.82%，其中，秦皇岛-广州运费 58 元/吨，周上涨 5.45%，秦皇岛-上海运费 47 元/吨，周上涨 4.44%。

秦皇岛煤炭库存降 4.42%、山西重点矿煤炭库存降 8.03%。秦皇岛港口煤炭库存 699.4 万吨，周下降 4.42%，山西重点煤矿库存 1583 万吨，周下降 8.03%。

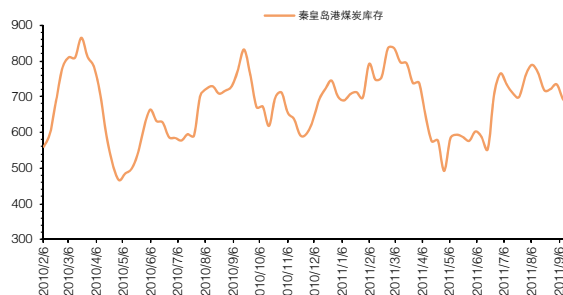
最新的电厂煤炭库存 6184 万吨，直供电厂存煤可用天数为 15 天，9 月上旬电厂购煤价格指数 837，较 8 月下旬涨 0.57%。

图表19 大同和大同（南郊）坑口煤价



资料来源：煤炭资源网

图表20 秦皇岛港口煤炭库存



资料来源：WIND

图表21 WTI与Brent原油期货价格



资料来源：WIND

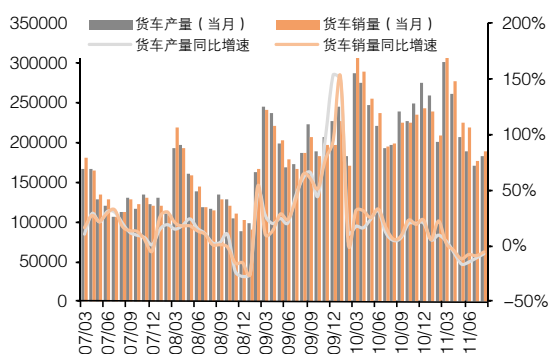
3.2 中游行业重要指标观察

本周国内钢价继续小幅下跌，其中长材下跌 0.22%，板材下跌 0.04%，从近期持续下跌的现货钢价来看，当期需求可能正在出现回落从而兑现前期市场预期。同时本周期货价格跌幅较大，期现价差再次出现倒挂，期货价格持续弱于现货的现象反映了市场对远期需求回落的担忧开始加剧，从一定程度上也说明现货钢价的下跌可能才刚刚开始。

本周矿石价格继续小幅上涨，其中国产矿上涨 0.24%，进口矿维持不变。在现货钢价持续回落的背景下，矿石价格近期的上涨略超预期，反映矿石供需格局依然偏紧，也是导致行业盈利空间难以打开、无法出现趋势性投资机会的主要原因。不过由于行业盈利已经处于较低的水平，继续挤压的空间有限，同时矿石行业本身供需也在逐步改善之中，钢价矿石的联动性较为明显，使得钢价下跌而矿石上涨的格局难以持续。

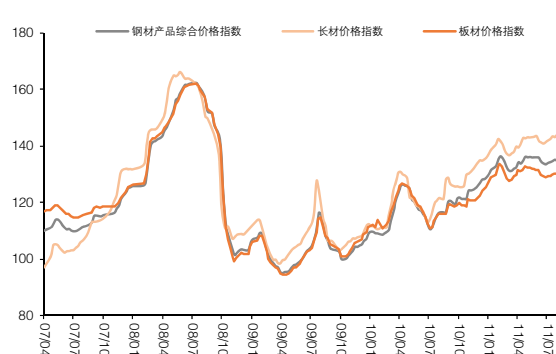
社会库存本周继续小幅上升，截止本周已持续 3 周上涨，基本可以确定社会库存正在步入迟来的上升周期。从近期的表现来看，由于资金成本依然较重，贸易商主动补库存意愿仍然较低，因此库存存在近期的上升可能是高产量背景下出货下降导致的被动上升，进而引发近期钢价出现下跌。

图表22 国内货车产销量及同比增速



资料来源：WIND

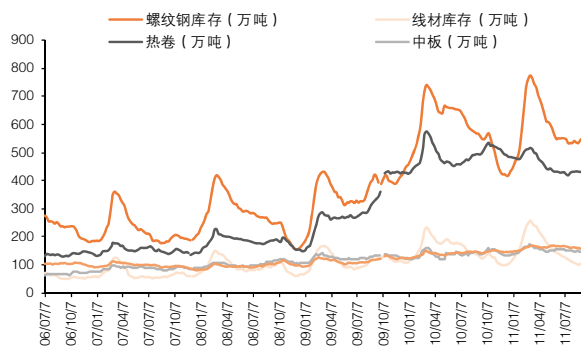
图表23 国内钢材产品价格指数



资料来源：WIND

图表24 国内钢材产品库存

图表25 铁矿石价格 (干货、不含税)



资料来源：WIND



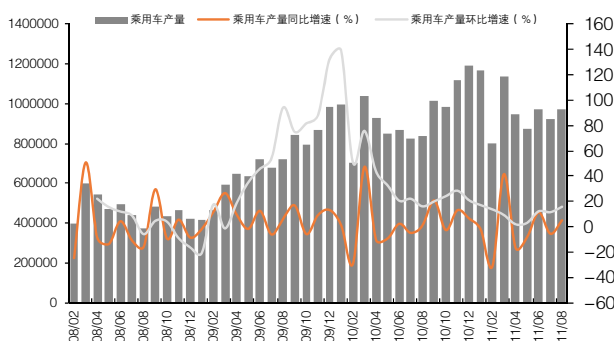
资料来源：WIND

3.3 下游行业重要指标观察

上周房屋交易整体放缓一线城市(北京、上海、杭州、深圳)合计成交 5691 套, 环比增长 1%, 其余 14 个二线城市合计成交 13267 套, 环比萎缩 10%。其中成交量环比升幅幅度较大的城市为深圳, 环比交易上升 35%; 环比出现较大幅度萎缩的城市为南昌、佛山、福州和无锡, 幅度分别为 56%、39%、38%和 36%; 二手房方面, 其他跟踪城市二手房成交套数环比变化趋势不一。

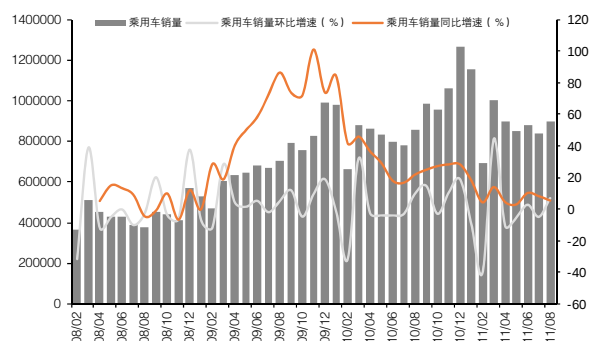
本周整体存货略有上升, 去化速度减慢。本周, 京深沪、佛山、南昌五地整体存量环比上周小幅增长 0.2%。其中北京新增供给 80 万平米, 成交量为 13 万平方米; 上海新增供给 44 万平方米, 环比不变, 成交量为 30 万平方米; 深圳新增供给 4 万平方米, 成交量为 6 万平方米; 二线城市无锡、佛山、南昌三地可售量分别为 61159 套、2851 万平米和 236 万平米, 分别环比增长 0.03%、0%、和 0.01%。本周三地可售去化速度: 北京为 97 周, 08 年最高为 197 周, 09 年最低点为 24 周, 上海为 18 周, 08 年最高为 52 周, 09 年最低点为 9 周, 深圳为 37 周, 08 年最高为 183 周, 09 年最低点为 16 周, 其他二线城市如无锡, 佛山, 南昌去化速度分别为 102 周、1192 周(主要是成交套数较少所致)、41 周。

图表26 国内乘用车产量及同比增速



资料来源：WIND

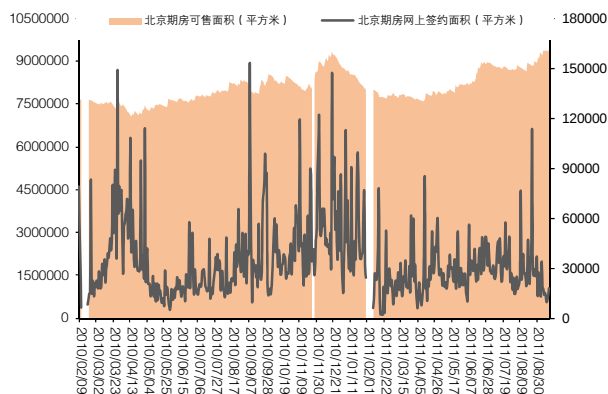
图表27 国内乘用车销量及同比增速



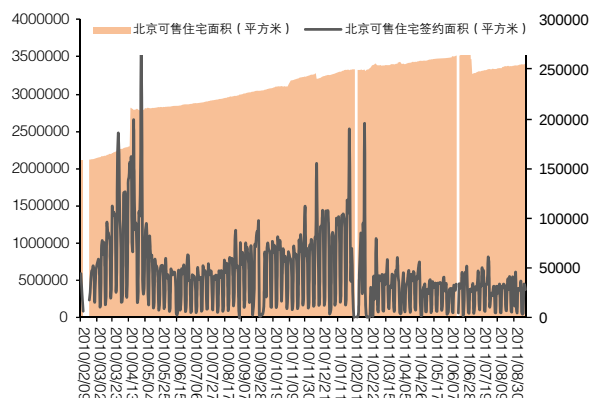
资料来源：WIND

图表28 北京期房可售面积和网上签约面积

图表29 北京可售住宅面积和签约面积

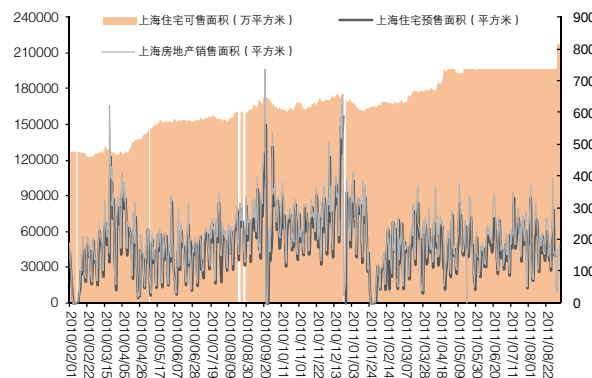


资料来源: WIND



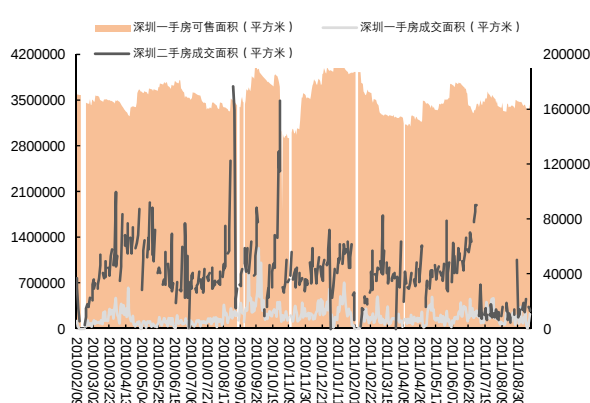
资料来源: WIND

图表30 上海住宅可售、销售和预售面积



资料来源: WIND

图表31 深圳一手、二手可售、成交面积



资料来源: WIND

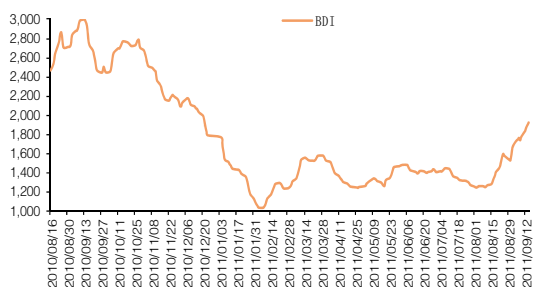
3.4 交运与 TMT 行业重要指标观察

BCI 仍是驱动本周 BDI 上涨的主要因素。澳大利亚铁矿石和煤炭发运量的大幅增加提升了海运市场对于海峡型船舶的需求, BCI 本周进一步上涨 9%至 3309 点。

8 月全国港口货物吞吐量完成 59.7 亿吨, 同比增长 13.4%;其中, 外贸货物完成 18 亿吨, 同比增长

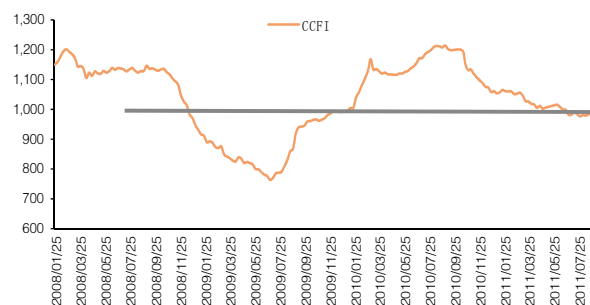
9.4%，验证了8月份贸易顺差大幅回落的事实。

图表32 干散货运价指数



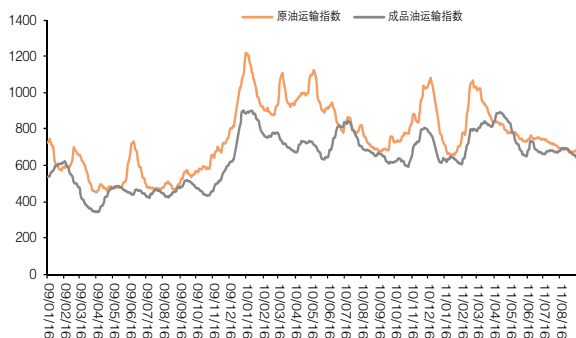
资料来源：WIND

图表33 集装箱运价指数



资料来源：WIND

图表34 原油与成品油运价指数



资料来源：WIND

图表35 费城半导体指数



资料来源：WIND

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257