

研发部

程毅敏

SAC 执业证书编号: S1340511010001

联系人: 策略研究小组

联系电话: 010-68858130

Email: chengyimin@cnpsc.com

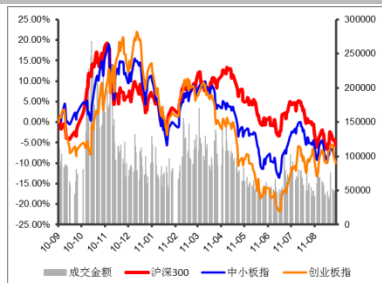
固定仓位情况

50%

交易仓位情况

10%

主要股指走势图



需求放缓成市场担忧

——房价释放信号

摘要:

● 预计本周 A 股估值继续向下寻求盈利支撑, 沪综指运行位于 2400-2500 点。欧美央行联合介入以缓解债务危机让投资人获得短暂喘息, 但缩减开支以及货币贬值对以制造业为主的经济体都不构成直接利好。本周继续关注海外主要经济事件及国内大型 IPO 对市场存量稀释带来的影响。

● 欧债危机可控催涨主要股指。全球五大央行周末意外宣布将共同支持欧洲银行体系, 推动全球市场飙升。这项举措在一定程度上安抚了投资者对欧元区债务危机的担忧情绪, 主要股指全周表现为大幅反弹。汇率方面, 美元指数在低位小幅反弹, 美元指数截至上周末报收至 76.54 美元, 全周下跌 0.85%。波罗的海指数周报收 1814 点, 全周下跌 1.31%。BDI 指数结束连续 7 周大幅反弹出现调整, 受到海运及集运市场低迷影响, 干散货市场也出现小幅回落。

● 需求不旺制约估值。首先, 8 月全社会用电量继续回落, 经济平稳减速的过程中不仅体现制造业的减速更隐含需求的回落。其次, 当收入增速与消费支出呈裂口扩大时, 必然表现为削减消费支出, 制造业迟迟不补库存以及铜价大幅回落可侧面印证。最后, 负利环境下房地产旺季销售不旺, 存量房上升, 销售价格持平或下降显示出需求不旺。考虑到经济整体增速放缓平稳及估值安全边际的因素, 故本周我们小幅调低固定仓位至 50% 的判断。

● 流动性短期难以改善。1、受传统节假日因素扰动, 通胀维持在高位, 货币从紧政策使得信贷环境难以改善。2、国内经济增速平稳放缓, 资金流入动力减弱, 从外汇占款增速放缓可侧面印证。3、市场缺乏赚钱效应, 大量资金囤积一级市场获取无风险年化收益, 同时大型 IPO 将加大二级市场存量资金稀释作用。

● 警惕需求增速放缓面临的估值修正风险。1、制造业新增订单持平, 而库存维持在低位, 这反映出对需求看淡的预期, 弱周期行业估值也存在向下修正的风险。2、中游库存维持在低位弹性较小, 促使终端需求的下降直接传导到上游资源类行业, 资源类行业面临价格继续下跌的风险。3、需求放缓使得内部分化显著, 必需品价格相对刚性而可选消费品存在估值修正风险。因此继续维持交易型资金的比例为 10% 的判断。

● 经济增速放缓的预期持续强化, 企业盈利下行导致市场持续系统性调整, 这其中我们目前更关注需求放缓对相关行业带来的影响。虽然需求的短暂放缓是可以逆转的, 但在通胀持续高位环境中, 货币放松较为谨慎。因此行业配置建议回避需求放缓所波及的相关行业如白酒、有色金属。

目 录

一、欧债危机可控催涨主要股指	4
二、需求不旺制约估值	7
三、流动性短期难以改善	8
四、警惕需求增速放缓面临的估值修正风险	10
五、投资策略	11

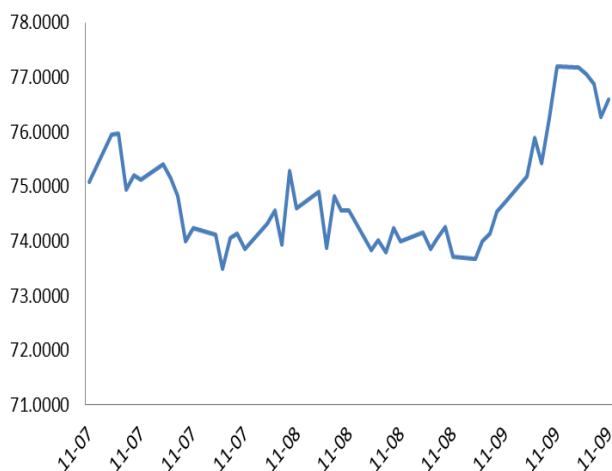
图表目录

图表 1: 美元汇率走势.....	4
图表 2: 波罗地海指数 (BDI)	4
图表 3: 世界主要市场.....	5
图表 4: 能源市场: 原油	5
图表 5: LEM 铜	6
图表 6: LEM 锌	6
图表 7: 美元兑人民币	7
图表 8: 发电量.....	7
图表 9: 新增人民币贷款	8
图表 10: 外汇占款余额	8
图表 11: 本周申购新股列表	8
图表 12: 隔夜拆借利率 (1 年期)	9
图表 13: 公开市场操作: 净投放	9
图表 14: 资金净流入额 (沪深 300)	10
图表 15: 沪深 300 成交量	10
图表 16: 上涨家数与上海指数	10

一、欧债危机可控催涨主要股指

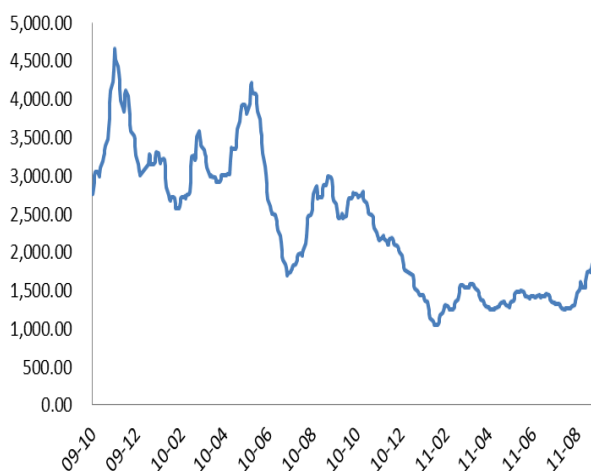
欧债危机可控催涨主要股指。全球五大央行周末意外宣布将共同支持欧洲银行体系，推动全球市场飙升。这项举措在一定程度上安抚了投资者对欧元区债务危机的担忧情绪，主要股指全周表现为大幅反弹。汇率方面，美元指数在低位小幅反弹，美元指数截至上周末报收至 76.54 美元，全周下跌 0.85%。

图表 1：美元汇率走势



数据来源：wind, 公司公告，中邮证券研发部

图表 2：波罗的海指数 (BDI)



数据来源：wind, 公司公告，中邮证券研发部

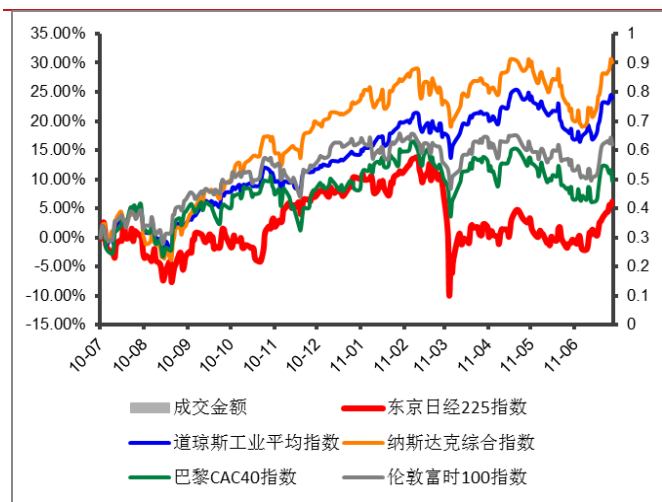
波罗的海指数周报收 1814 点，全周下跌 1.31%。BDI 指数结束连续 7 周大幅反弹出现调整，受到油运及集运市场低迷影响，干散货市场也出现小幅回落。

世界主要市场：继续剧烈波动。随着欧洲债务危机影响扩大人们越发担心美国经济也将陷入衰退，周期类股遭受打击。美国联邦公开市场委员会召开会议，市场预计将在会后宣布实施“扭曲操作”，即美国联邦储备委员会将通过购买更多长期国债进一步压低长期利率，以此缓解市场对二次探底的担忧。另一方面，全球五大央行周四宣布将共同支持欧洲银行体系，推动全球市场飙升。这项意外之举至少目前在一定程度上安抚了投资者对欧元区债务危机的担忧情绪，世界主要股指反弹。道琼斯工业股票平均价格指数收盘至 11509 点，全周上涨 4.7%。纳斯达克综合指数收盘至 2622 点，全周上涨 6.25%。标准普尔 500 指数收盘至 1216 点，全周上涨 5.35%。

能源市场：国际小幅原油反弹。因欧洲央行及美联储等其他央行宣布将联手采取行动向欧洲银行系统提供美元融资支持。Nymex 原油期货价格小幅上涨，涨 0.8%，周末收于 87.96 美元/桶；同时 CFTC 公布的原油期货总持仓数有所减少，非商净多持仓数较上周小幅增加；天然气期货价格收于 3.81MMBtu，跌 2.7%；新加坡柴油离岸价格报在 126.55 美元/桶，涨 0.6%，新加坡汽油离岸价格报 125.15 美元/桶，跌 1.6%；欧洲港口汽油离岸价格为 1038 美元/吨，跌 1.6%，纽约港口汽油离岸价格为 280.91 美

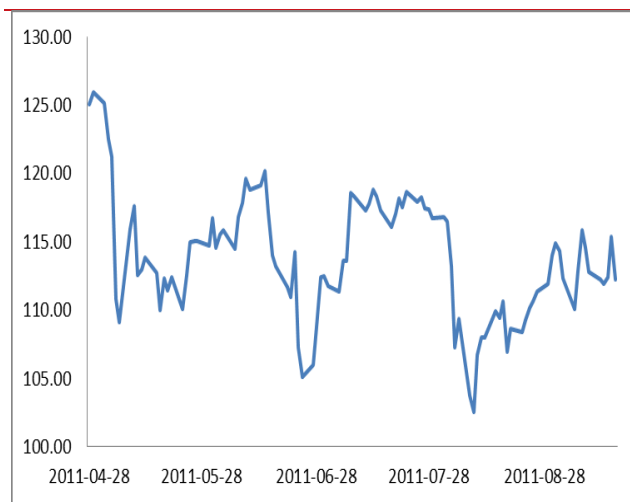
分/加仑，跌 1.4%；日本石脑油到岸价格为 979.50 美元/吨，涨 0.2%。国际 321 炼油价差指数较上周五跌 1.4%，至 30.40 美元/桶。

图表 3：世界主要市场



数据来源：wind, 公司公告，中邮证券研发部

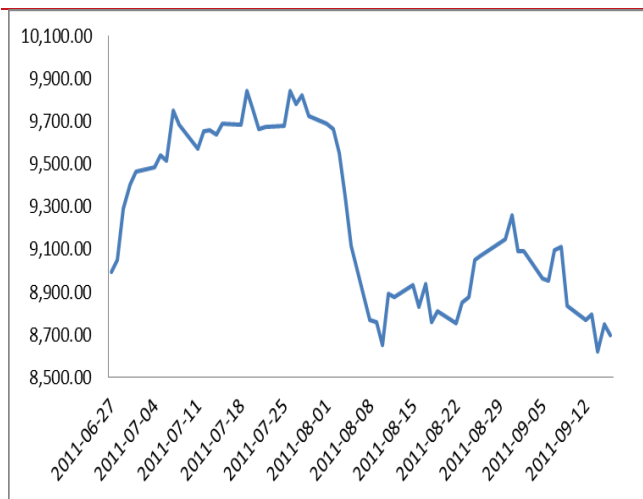
图表 4：能源市场：原油



数据来源：wind, 公司公告，中邮证券研发部

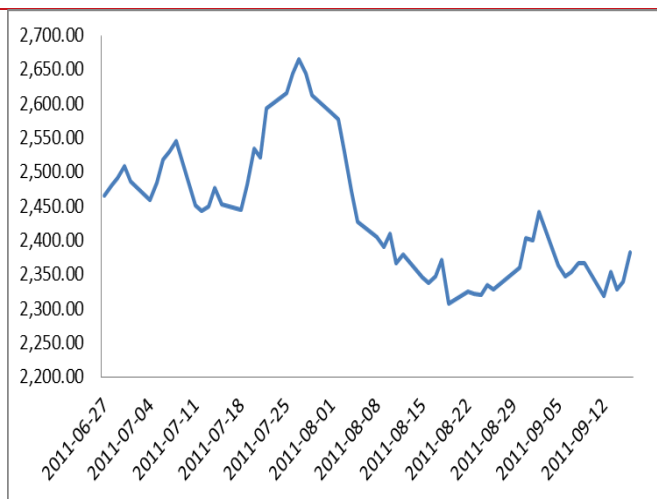
有色金属方面： LME 铜震荡下跌。LME 铜库存上周小幅上涨，而国内铜库存上周出现小幅下跌：LME 铜库存较前一周增加 800 吨至 466025 吨，沪铜库存较上周的 113300 吨减少 1239 吨至 112061 吨。目前发达国家经济增长低迷，经济增长出现了下滑，抑制了铜现货的消费，而印尼大型铜矿罢工使得供应减少，若经济持续低迷将累及需求；国内则是出口订单减少，从而减少需求，另外通胀依然维持高位使得紧缩政策不变影响了需求，但目前国内经济依然保持较快的增长，对铜的需求依然比较旺，但是国际需求疲弱，库存上涨还是下降，主要看中国消费旺季能否出现需求增加，并且能抵消国外消费的疲弱。只要在经济不出现倒退的情况，中国保障房及电力等对铜的需求将依然是较大的，另外日本灾后重建工作将增加对铜的需求，矿石品位下降也影响供给，但最关键的是宏观经济面能否企稳，使其不至于拖累需求。LME 铅维持震荡，令投资者对需求存疑。全球经济增速放缓和四季度西部产能释放将压制铝价上涨，但刚性成本和库存持续减少将支撑价格，从而令铝价处于涨跌两难的境地。短期仍将在 17200-17650 元/吨区间震荡。

图表 5: LEM 铜



数据来源: wind, 公司公告, 中邮证券研发部

图表 6: LEM 锌



数据来源: wind, 公司公告, 中邮证券研发部

农产品方面: CBOT 大豆震荡上行。国内外市场均出现大幅回落, 受 USDA 报告意外上调大豆单产数据的利空影响, 引发市场的连续走低, 由于早霜影响低于预期, 使得市场仍处在新季大豆上市的利空压力中, 美豆主力重新回落至前期的震荡区间中, 在新的利多因素出现前, 料将寻求支撑。国内市场表现弱于外盘, 由于国内供需面无明显变化, 节前的需求未能给市场提供利多题材, 且部分地区新豆开始收割, 港口高库存及新豆即将上市给市场施压。另外, 国庆假期临近, 市场也难以聚集做多人气, 短期市场预计仍将以弱势震荡为主, 但由于全球供应的紧张局面未改, 节后豆类有望形成震荡偏强的反季节上涨行情。

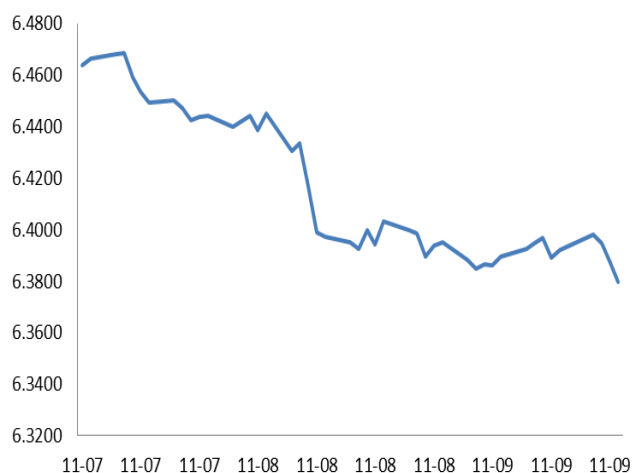
棉花继续震荡。美棉受疲软销售数据影响小幅回落。国内棉价继续小幅攀升。国家收储 24300 吨棉花继续流拍。由于棉花尚未大量上市, 棉农初期惜售心理较重。整体来看, 在收储托市政策下, 棉花易涨难跌, 但受限国内消费还未完全转好, 加上美农报告数据利空或给棉价短期内带来上行压力。

橡胶市场缓步走弱。东京胶和沪胶呈现出探底回升的态势。外围市场的紧张情绪拖累胶市走低; 但随后各国央行将协调提供美元流动性, 帮助欧洲银行业渡过流动性匮乏期间, 加之泰国产区的持续降雨、印尼进入落叶期导致原料偏紧以及国内在节前的备货预期均在支撑胶价, 但就现状来看需求仍是制约胶价的最主要因素, 获利现货卖盘和不确定的外围市场令买家谨慎。

二、需求不旺制约估值

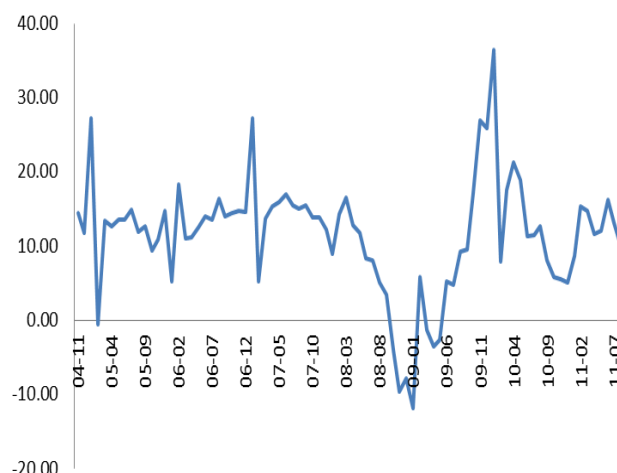
首先，8 月全社会用电量继续回落，经济平稳减速的过程中不仅显示制造业减速更隐含需求的回落。其次，当收入增速与消费支出呈裂口扩大时，必然表现为削减消费支出，制造业迟迟不补库存以及铜价大幅回落可侧面印证。最后，房地产旺季销售不旺，存量房上升，销售价格持平或下降显示出需求不旺。

图表 7：美元兑人民币



数据来源：wind，公司公告，中邮证券研发部

图表 8：发电量



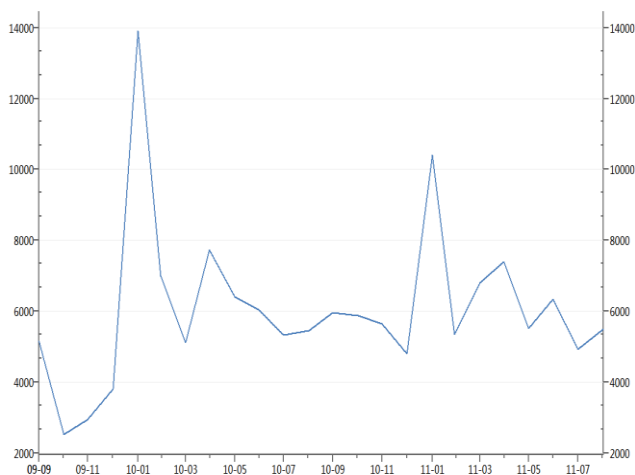
数据来源：wind，公司公告，中邮证券研发部

考虑到经济整体增速放缓平稳及估值安全边际的因素，故本周我们小幅调低固定仓位至 50%的判断。

三、流动性短期难以改善

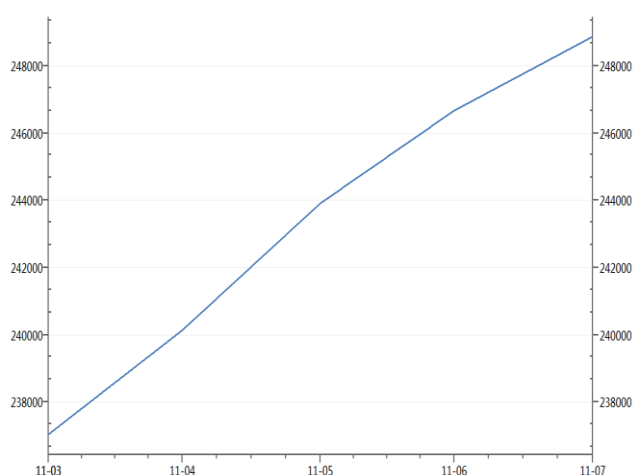
1、受传统节假日因素扰动，通胀维持在高位，货币从紧政策使得信贷难以改善。2、国内经济增速平稳放缓，资金流入动力减弱，从外汇占款增速放缓可侧面印证。3、市场缺乏赚钱效应，大量资金囤积一级市场获取无风险年化收益，大型 IPO 加大二级市场存量资金稀释作用。

图表 9：新增人民币贷款



数据来源：wind，公司公告，中邮证券研发部

图表 10：外汇占款余额



数据来源：wind，公司公告，中邮证券研发部

新股方面：本周 A 股市场发行节奏较此前增快，全周安排了 6 只新股进行网上发行，其中主板 2 家，中小企业板公司 3 家，创业板公司 1 家。周一：长城汽车（601633），兴源过滤（300266）。周二：瑞和股份（002620），大连三垒（002621），丰林集团（601996）。周三：巨龙管业（002619）。

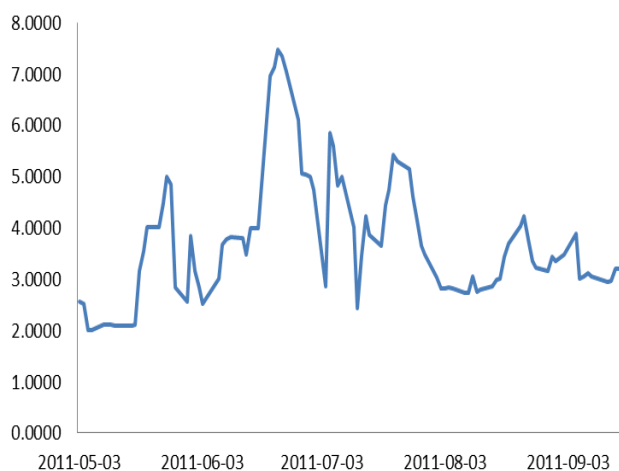
图表 11：本周申购新股列表

代码	名称	招股日期	发行价格	上市板	PE(发行后)	PE(发行前)	总计	网下配售数量	网上发行数量	询价申购上限(万股)
002619.SZ	巨龙管业	2011-09-08		中小企业板			2,350.00	468.00	1,882.00	468.00
601996.SH	丰林集团	2011-09-08	14.00	主板			5,862.00	1,170.00	4,692.00	1,170.00
002621.SZ	大连三垒	2011-09-08	24.00	中小企业板	36.92	27.59	2,500.00	497.00	2,003.00	497.00
002620.SZ	瑞和股份	2011-09-09	30.00	中小企业板	40.00	30.00	2,000.00	400.00	1,600.00	400.00
300266.SZ	兴源过滤	2011-09-06	26.00	创业板	38.81	29.21	1,400.00	280.00	1,120.00	280.00
601633.SH	长城汽车	2011-09-02	14.00	主板			30,424.30	6,000.00	24,424.30	6,000.00

数据来源：wind，公司公告，中邮证券研发部

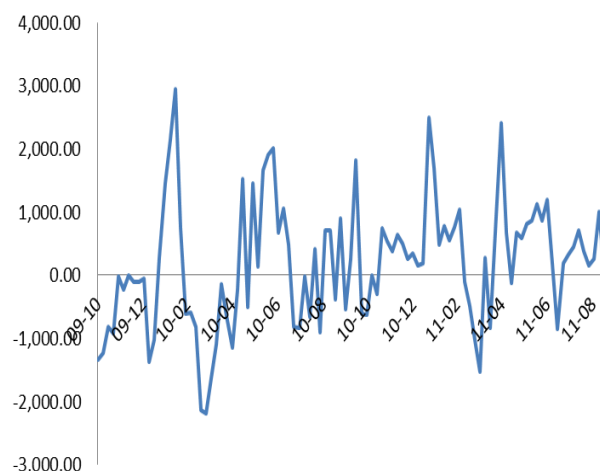
债券方面：稳健持有信用债。虽然资金面紧张局面有所缓解，但各评级短融和中票收益率仍延续上行趋势，但速度明显减缓，主要受供给压力、资金面中期内收紧和对信用风险担忧的影响；短期内这些影响因素难有实质性改变，但前期对此已有较大程度反应，因此预计本周短融二级市场收益率企稳，中票略微上行。银行间企业债方面，在中票收益率上行带动下，上周银行间企业债小幅上行并进一步分化，预计本周高等级企业债收益率将企稳。交易所企业债方面，上周银行间资金面紧张亦有所缓解，但公司债和企业债供给压力和信用风险担忧犹在，交易所信用债收益率小幅上行，本周这些影响因素将继续推动收益率小幅上行。

图表 12：隔夜拆借利率（1 年期）



数据来源：wind, 公司公告, 中邮证券研发部

图表 13：公开市场操作：净投放

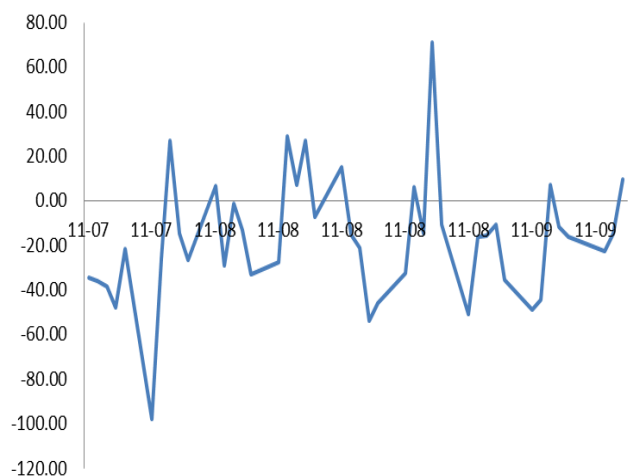


数据来源：wind, 公司公告, 中邮证券研发部

四、警惕需求增速放缓面临的估值修正风险

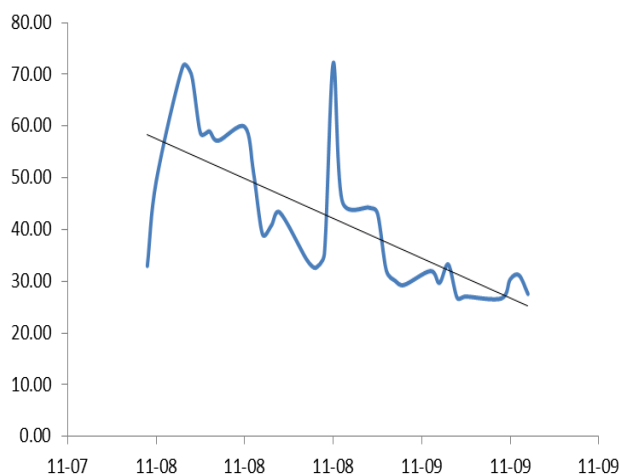
1、制造业新增订单持平，而库存维持在低位，这反映出对需求看淡的预期，弱周期行业估值也存在向下修正的风险。2、中游库存维持在低位弹性较小，促使终端需求的下降直接传导到上游资源类行业，资源类行业面临价格继续下跌的风险。3、需求放缓使得内部分化显著，必需品价格相对刚性而可选消费品存在估值修正风险。

图表 14: 资金净流入额 (沪深 300)



数据来源: wind, 公司公告, 中邮证券研发部

图表 15: 沪深 300 成交量

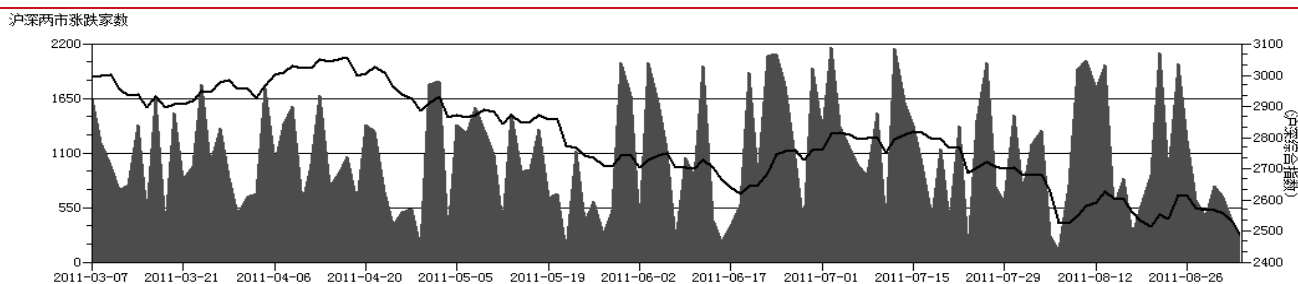


数据来源: wind, 公司公告, 中邮证券研发部

因此继续维持交易型资金的比例为 10% 的判断。

此前我们认为从上涨和下跌的家数可以预示市场底正逐步来临，但新的紧缩政策以及持续的通胀高位，市场底的短期平衡被再度打破。随着需求的回落，投资人开始担忧目前的估值是否能对应企业盈利增速增速的回落，这通过观察涨跌家数及指数对应走势可以发现，短期市场下跌具有系统性特征，市场底再下台阶。从分类来看，创业板强于主板，而主板则强于中小板，继续了此前的市场特征。同时下半年较高的 IPO 速度在快速稀释存量资金，市场聚集尚需时日

图表 16: 上涨家数与上海指数



数据来源: wind, 公司公告, 中邮证券研发部

五、投资策略

经济增速放缓的预期持续强化，企业盈利下行导致市场持续系统性调整，这其中我们目前更关注需求放缓对相关行业带来的影响。虽然需求的短暂放缓是可以逆转的，但在通胀持续高位环境中，货币放松较为谨慎。因此行业配置建议回避需求放缓所波及的相关行业如白酒、有色金属。继续持有煤炭、商业、食品饮料、橡胶、糖、医药。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。