

寻底过程有反弹、复杂底部做定投

A 股周策略报告

2011 年 10 月 9 日

主要观点:

- **市场运行环境：中小企业信贷压力大、融资难暴露民间信贷风险，流动性存在被动改善基础**
 - 目前以温州为代表的中小企业资金问题，尤其信贷压力下存在着高利贷等现象，但对此国务院已经表示出高度重视，并提出相应的解决方案，因此，在政府支撑下，从长期看这一问题存在解决的途径，投资者对此担忧情绪或将逐步得到缓解。
 - 目前中小企业已经由此暴露出的民间信贷问题的根源与持续紧缩的货币政策存在一定关系，在中小企业普遍存在的融资困境下，当前实体经济层中的流动性层面存在被动改善的需要和基础。
- **欧债危机进展：意大利、西班牙主权信用评级遭下调，德国表示全力保护欧元**
 - 10 月意大利到期债务总量较大，而且其债务占 GDP 比重也偏高，仅次于希腊。但是，意大利实际上 10 月到期量债务较 9 月已经是大幅减少，意大利能够顺利经受 9 月份债务考验，表明其仍有自我融资能力，目前其债务风险敞口相对有限，但欧洲债务问题仍需要切实有效的长期解决方案，未来发展仍需观察。
- **本周市场运行及投资策略：寻底过程有反弹、复杂底部做定投**
 - 9 月中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.2%，比上月微升 0.3 个百分点。购进价格下降、新订单以及新出口订单上升、原材料以及产成品库存上升。大型企业增速较上月有所加快；小型企业生产指数连续四个月位于临界点（50%）以下的收缩区间，企业生产量持续回落，本月降幅有所扩大，生产经营状况堪忧，小型企业生产经营难度加大。
 - 市场在持续的低迷过程中存在自我修复过程，在估值支撑以及流动性改善等因素作用下有望出现反弹，但由于当前经济基本面以及国际经济的复杂性，市场持续做多的基础仍不牢固。市场寻底过程中存在震荡反复走势，投资策略上可以选择以定投为主，在市场快速下探过程中逐步介入、仓位上也不宜过度激进。
 - 行业选择上仍然适宜配置前期关注板块：一方面关注流动性改善下以及市场回暖中受益品种，如券商、银行等板块，另一方面，关注政策关注度高，符合长期发展需求的领域，如节能减排、种业、水务等板块的长期投资机会。风险偏好较高的投资者可适当关注反弹过程中弹性较高的中小盘中优质个股。
 - 本周重点关注个股如：中信证券、华夏银行、神火股份、雏鹰农牧、盛运股份、思源电气等。

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

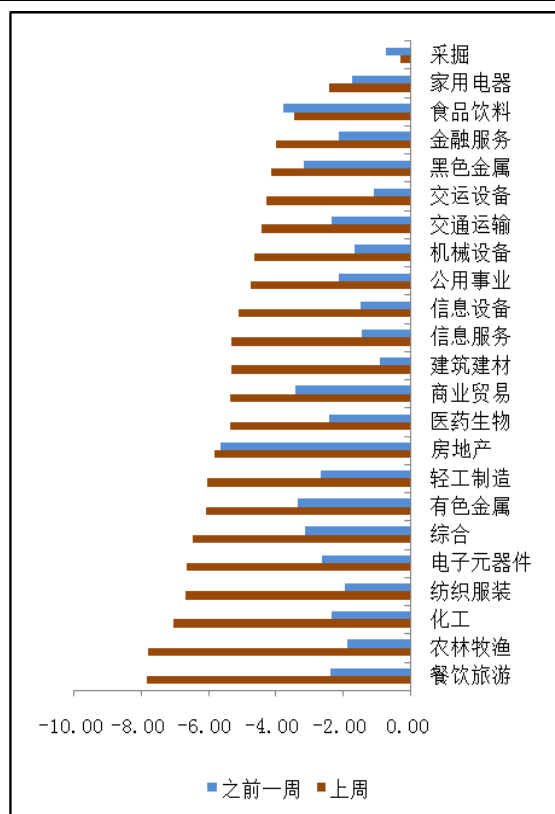
邮 编：200002

1、一周市场概述：连创新低、延续弱势

节前（2011.9.23-2011.9.30日）股指延续前期弱势走势，震荡下挫，市场仍然主要受到资金面尤其是近期频繁报道的温州等地区出现民间借贷资金链断裂，部分中小企业出现信贷违约等事件的影响，而欧洲债务问题以及美国经济疲软导致的全球经济增速前景暗淡，国内经济超预期回落等诸多不利因素共同压制股指走势。周一，受市场传闻影响中国平安A股以及H股均出现大幅下跌，导致金融板块弱势拖累股指创出新低。而在新股发行方面，目前市场整体的持续弱势并未改变权重股的IPO进程，中交股份拟融资200亿回归A股，同样让投资者对于已经偏紧的资金面担忧情绪陡升。周二股指受外围市场大幅上涨以及中国平安的澄清，出现小幅高开，但在震荡后小幅收高，市场成交量仍然维持低迷，投资者参与热情不高。周三，外围市场受希腊通过财产税方案而出现大幅上涨，A股市场在大幅高开后，快速回落，并在此创出新低，而后反弹力度较弱。周四、周五市场延续之前弱势，不断创出下跌新低，市场观望情绪浓厚，消息方面，欧盟否认扩大欧洲金融稳定机制规模，但德国议会通过了扩大欧洲金融稳定基金的议案。股指弱势过程中对于不利消息反应更为敏感，对于外围市场以及国内资金面的不利消息影响较大。

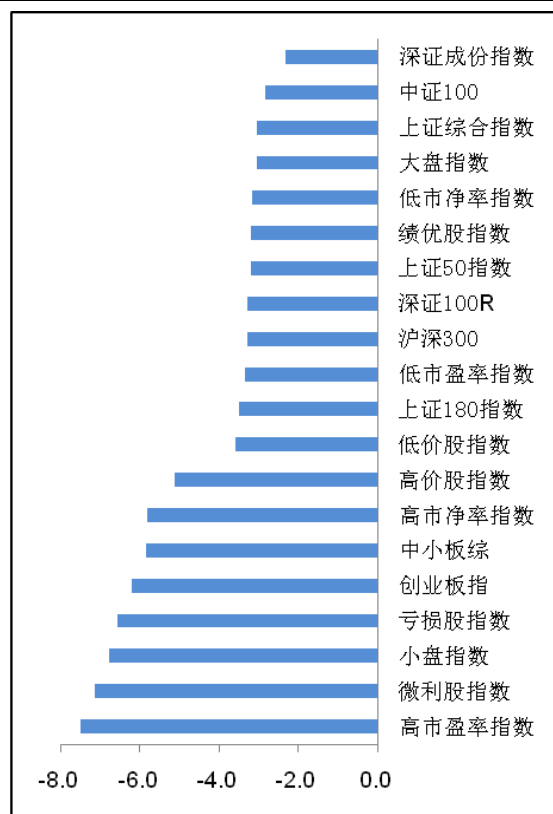
截止9.30日，上证综指收于2359.22点，全周下跌3.04%，深成指下跌2.33%，创业板指出现大幅下跌，跌幅达6.21%，上证综指出现持续下跌，连续五周连续创出下跌低点，上周成交量继续出现萎缩，市场情绪相对低迷。从盘面上看，市场出现普跌格局，板块上，采掘、家电、食品饮料等跌幅相对较小，而餐饮旅游、农林牧渔、化工、纺织服装等板块跌幅居前，高市盈率的小盘股整体上周跌幅较大。

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：中小企业信贷压力大、融资难暴露民间信贷风险，流动性存在被动改善基础

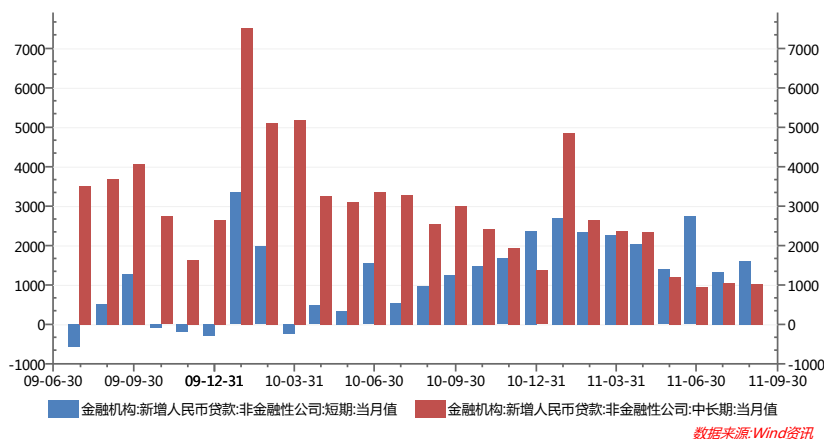
当前，在持续的紧缩性货币政策作用下，银行信贷额度有限，企业信贷难度增大已是不争事实，中小企业受其自身规模等因素的影响，其资金压力更大。近期新闻报道中频现诸如温州中小企业老板因无法偿还巨额债务而出逃的消息，充分暴露了当前中小企业的生存环境，在民间信贷规模以及流向难以具体明确的情况下，投资者低于目前民间信贷的风险敞口扩大，可能波及信托、银行乃至经济整体运行的担忧情绪上升。在持续弱势的市场环境中，部分投资者选择观望为主。

对于近期市场普跌担忧的民间金融问题，我们认为从目前中小企业经营状况以及融资角度看，主要表现为中小企业的资金需求较为迫切，对于中小企业的盈利能力确实存在考验，但我们认为这一风险因素短期并不具有持续恶化的基础也未到无法解决的地步。一方面，由于目前经济难以出现金融危机时期的下游需求层面尤其是出口方面的猛烈快速下滑，因此，在经济平稳增长的过程中，企业自身的营收能力仍能够得到保持，债务偿付的基础仍然存在；另一方面，在此类问题暴露后，应经引起地方政府的重视并采取了积极措施，这一方面促进市场对于中小企业经营环境尤其资金层面的关注，另一方面也有助于从资金供给的源头出发缓解中小企业资金压力，有助于问题的彻底解决。因此，我们并不认为民间金融由此开始将出现彻底崩溃。

在国庆期间，国务院总理温家宝也前往浙江考察，并在对温州地区中小企业进行调研时强调：明确将小微企业作为重点支持对象，支持专为小微企业提供服务的金融机构，同时要加强对民间借贷的监管，采取有效措施遏制高利贷化倾向。

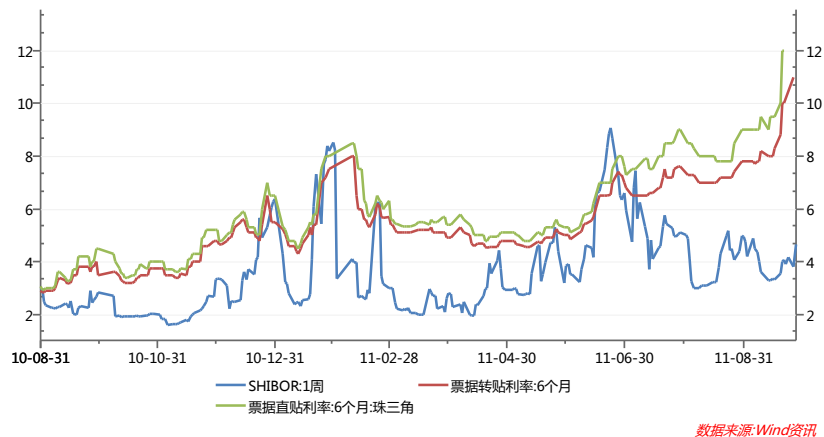
由此可见，目前以温州为代表的中小企业资金问题，尤其信贷压力下存在着高利贷等现象，但对此国务院已经表示出高度重视，并提出相应的解决方案，因此，在政府支撑下，从长期看这一问题存在解决的途径，投资者对此担忧情绪或将逐步得到缓解。目前中小企业已经由此暴露出的民间信贷问题的根源与持续紧缩的货币政策存在一定关系，在中小企业普遍存在的融资困境下，当前实体经济层中的流动性层面存在被动改善的需要和基础。

图 3、自今年 5 月以来企业短期贷款需求持续高于长期贷款



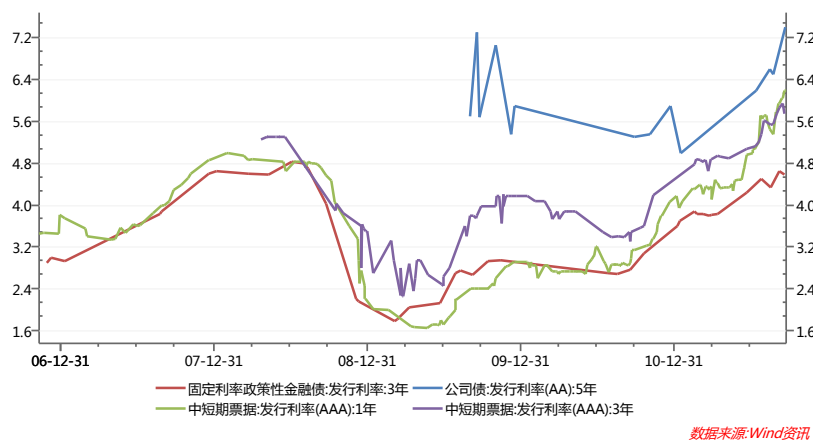
数据来源: WIND, 东北证券

图 4、银行间资金市场利率低位波动、实体经济资金利率飙升



数据来源: WIND, 东北证券

图 5、公司债、中短期票据等发行利率屡创新高



数据来源: WIND, 东北证券

3、欧债危机进展: 意大利、西班牙主权信用评级遭下调, 德国表示全力保护欧元

周五国际评级机构惠誉将意大利的本外币长期发行人违约评级从“AA-”下调至“A+”, 将短期发行人违约评级从“F1+”下调至“F1”, 并将长期评级前景确定为负面。惠誉表示: “欧元区危机加剧造成的严重的金融和经济冲击削弱了意大利的主权风险状况。”

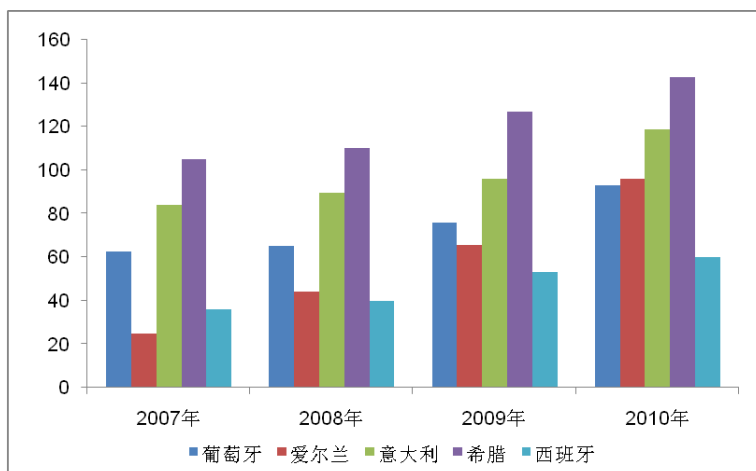
此外, 惠誉还将西班牙长期外币与本币发行者违约评级直接调降两个等级, 从 AA+调降至 AA-, 评级前景为负面。惠誉下调西班牙评级有两个原因, 一是欧元区危机恶化, 二是财政紧缩措施存在风险, 西班牙中期成长前景恶化。

在 10 月 7 日, 德国经济部长菲利普·勒斯勒尔在雅典表示, 希腊不会出现债务违约, 德国将尽一切努力保护欧洲共同货币欧元。

从未来几个月欧洲问题国家债务到期量看, 10 月意大利到期债务总量较大, 而且其债务占 GDP 比重也偏高, 仅次于希腊。但是, 意大利实际上 10 月到期量债务较 9 月已经是大幅减少, 意大利能够顺利经受 9

月份债务考验，表明其仍有自我融资能力，目前其债务风险敞口相对有限，但欧洲债务问题仍需要切实有效的长期解决方案，未来发展仍需观察。

图 6、欧洲五国债务占 GDP 比重



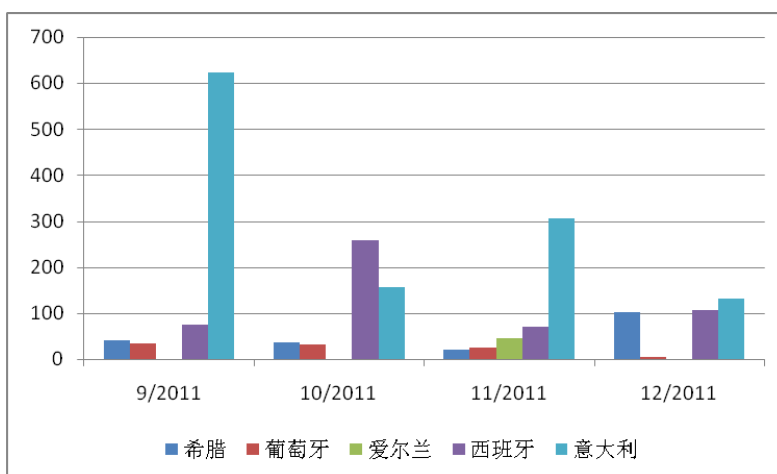
数据来源：BLOOMBERG，东北证券

表 1、欧洲部分国家债务月度到期量

月份	希腊	葡萄牙	爱尔兰	西班牙	意大利	各国月份合计
9/2011	41.57	34.96	0	75.79	623.42	775.74
10/2011	36.25	32.75	0	257.36	156.75	483.11
11/2011	20.00	24.92	45.73	69.40	305.11	465.16
12/2011	101.84	4.23	0	106.42	131.14	343.63
合计（亿欧元）	235.91	129.61	45.73	766.33	1,463.17	2,640.75

数据来源：BLOOMBERG，东北证券

图 7、欧洲五国债务分布

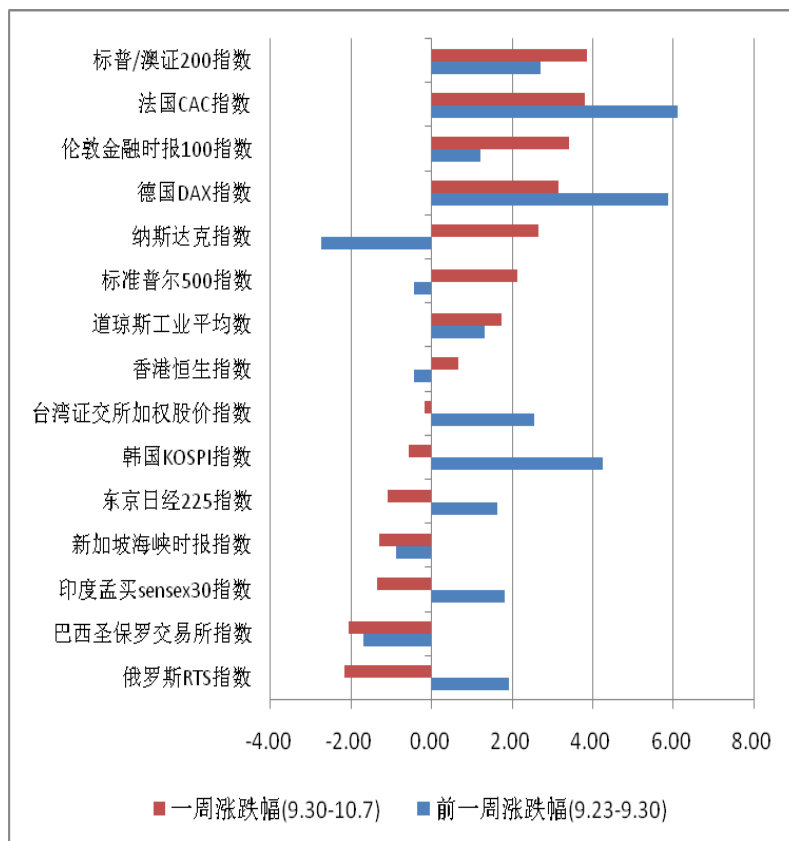


数据来源：BLOOMBERG，东北证券

4、国内假期期间外围市场走势以及影响因素

在国内国庆期间，外围市场涨跌互现，欧美市场出现较为明显的上涨，法国、伦敦、德国等市场均出现连续两周的大幅上涨，道琼斯工业指数也出现连续两周上涨。在新兴市场国家中，俄罗斯、巴西、印度等均出现较为明显的下跌，台湾加权股指小幅下跌。

图 8、国庆期间外围市场表现



数据来源：WIND，东北证券

在市场关注的相关消息以及经济数据方面：1、周五惠誉下调意大利以及西班牙债务评级，导致美股冲高回落，小幅下跌；2、美国劳工部宣布，9月的非农就业人数环比增10.3万，明显好于市场预期；3、美国8月的就业人数被上调，但失业率仍为9.1%，与上月相同；4、10月6日消息，欧洲央行宣布，维持1.5%的基准利率不变，消息公布后欧元走弱，随后欧洲央行行长特里谢称，欧洲央行将斥资400亿欧元(约合530亿美元)用来购买有担保债券，这项计划将从下个月开始实施；5、10月6日消息，英国央行英格兰银行宣布，将启动新一轮量化宽松。这一消息超出金融市场预期，消息传出后英镑汇率大幅下滑。

5、本周市场运行及投资策略：寻底过程有反弹、复杂底部做定投

国庆期间中小企业面临的资金压力以及民间借贷风险问题得到管理层高度重视，未来这一问题有望得到逐步缓解，在资本市场中或将首先在债券市场中得到体现，市场流动性同时有望得到逐步改善，或将得到进一步明确。外围市场中，整体上出现较为显著上涨，但周五意大利与西班牙主权信用评级遭到下调表

明欧洲债务问题仍处于蔓延、升级过程中，但从德国等欧元区核心国家的态度看，欧洲债务问题应该能够得到有效解决，但仍需要一定时间确认。

本周 9 月份国内部分重要经济数据将陆续公布，在物价方面，受翘尾因素回落以及物价上涨动能回落影响，CPI 有望延续回落态势，但幅度不会很大，市场普遍预期 9 月 CPI 将在 6.0% 左右，如果物价回落得到进一步确认有助于缓解货币政策压力，同时有助于市场流动性改善。

最新数据显示，9 月中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.2%，比上月微升 0.3 个百分点。其中：新订单指数为 51.3%，比上月提高 0.2 个百分点、主要原材料库存指数为 49.0%，比上月微高 0.2 个百分点、主要原材料购进价格指数为 56.6%，比上月下降 0.6 个百分点、产成品库存 49.9%，比上月上升 1 个百分点，在经过两个月回落后出现小幅上升。分项数据显示，购进价格下降、新订单以及新出口订单上升、原材料以及产成品库存上升。

此外，行业数据表明“烟草制品业、交通运输设备制造业、医药制造业、农副食品加工及食品制造业、电气机械及器材制造业、通信设备计算机及其他电子设备制造业等行业生产量环比快速增长；专用设备及仪器仪表文化办公用机械制造业、非金属矿物制品业、石油加工及炼焦业等行业生产明显下滑。大型企业增速较上月有所加快；小型企业生产指数连续四个月位于临界点（50%）以下的收缩区间，企业生产量持续回落，本月降幅有所扩大，生产经营状况堪忧，小型企业生产经营难度加大。”

表 2、中国制造业 PMI 指数（经季节调整）单位：%

	2011 年 9 月	2011 年 8 月
PMI	51.2	50.9
生产	52.7	52.3
新订单	51.3	51.1
新出口订单	50.9	48.3
产成品库存	49.9	48.9
采购量	51.5	51.2
进口	50.1	49.7
购进价格	56.6	57.2
主要原材料库存	49.0	48.8
从业人员	51.0	50.4
供应商配送	49.5	49.9

数据来源：WIND，东北证券

从投资策略角度看，在当前市场持续的弱势格局中需要更多的耐心和信心，市场在持续的低迷过程中同样存在自我修复的过程，在估值支撑以及流动性改善等因素作用下有望出现反弹，但是由于当前的经济基本面以及国际经济形势的复杂性，市场持续做多的基础仍不牢固。目前市场仍然面临着物价回落的初期以及流动性改善的观察期，市场关注的重要因素短期波动性强，而当前信贷市场变化并非短期所能改变，因此，市场寻底过程中存在震荡反复走势。在当前复杂的环境下，投资策略上可以选择以定投为主，在市场快速下探过程中逐步介入、仓位上也不宜过度激进。

行业选择上仍然适宜配置前期关注板块：一方面关注流动性改善下以及市场回暖中受益品种，如券商、银行等板块，另一方面，关注政策关注度高，符合长期发展需求的领域，如节能减排、种业、水务等板块的长期投资机会。对于风险偏好较高的投资者可适当关注中小盘中优质个股，从市场历史低点形成前后市场走势特征看，在低点形成后反弹过程中，小盘股整体的上涨幅度要显著领先于市场其他风格指数。但是由于中小盘个股仍存在估值压力，对于中小盘个股尤其是优质个股的选择更为重要。

本周重点关注个股如：中信证券、华夏银行、神火股份、雏鹰农牧、盛运股份、思源电气等。

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。