

## 反弹推动因素在累积、市场投资逻辑有待时间转变

A 股周策略报告

2011 年 10 月 24 日

### 主要观点:

- **当前市场面临的不利预期：经济回落、政策对冲短期难出现**
  - 市场担忧房地产投资增速的快速回落，累加当前信贷紧缩的延续，导致固定资产投资的快速下降。而主动调控下的经济有序回落，仍属政策预期之内，并不会导致货币政策以及财政政策的显著放松。经济、物价双回落的过程或将维持更长一段时间。
  - 新股发行节奏仍在有序进行，市场资金面承受力备受考验。目前股票市场融资规模虽然出现回落但并未出现 08 年时期的较低融资水平，市场喘息时间不足。
- **当前市场所出现的积极因素：经济回落有度、金融维稳政策呈燎原之势**
  - 经济步入自主增长期，投资与出口仍属平稳回落，并不支持经济深度下挫。新开工项目计划投资增速 9 月份出现小幅上升，未来几月固定资产投资有望保持相对稳定，并不会出现显著回落。
  - 9 月新出口订单指数出现明显反弹，出口增速仍表现为震荡走势。秋季广交会成交金额较春季仍有小幅增长，并不支持对外贸易的大幅下滑。
  - 物价回落确定性强、已成市场共识。预计 11 月份 CPI 将低于 5%。
  - 流动性改善有望延续：资金市场利率显著回落，随着经济增速回落以及物价下行，实体经济流动性需求下降。流动性改善路径将更多以小微企业的货币及财税定向宽松、公开市场资金的投放、财政投资的环比改善乃至准备金率的下调来实现。
  - 金融稳定政策有燎原之势：近期政策调控重点以金融稳定为主线，如扶持中小企业信贷，税收优惠政策、汇金公司增持四大行股票、银行间持续净投放、实施地方政府自主发债试点等。我们认为当前已经开始实施一系列定向宽松措施维护金融市场稳定。
- **本周市场运行及投资策略：反弹并非奢望、市场投资逻辑有待时间转变**
  - 前期制约市场的货币因素层面的积极变化，以及金融稳定政策的持续出现，股指仍然存在反弹的内在推动因素和条件。市场的弱势表现证明投资者需要时间以及更多有利因素刺激弱势思维的扭转。策略上，持股为主，而谨慎采取低位减仓的操作。
  - 行业选择上，首先仍以市场流动性改善，金融稳定政策下受益的券商、银行板块。其次，关注稍早市场领涨的信息服务、信息设备板块，以及长期调整的医药生物、商业零售等业绩相对稳定、市场不利预期兑现，未来发展空间较大的行业。
  - 本周重点关注个股如：中信证券、华夏银行、烽火通信、华润三九、欧亚集团等。

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

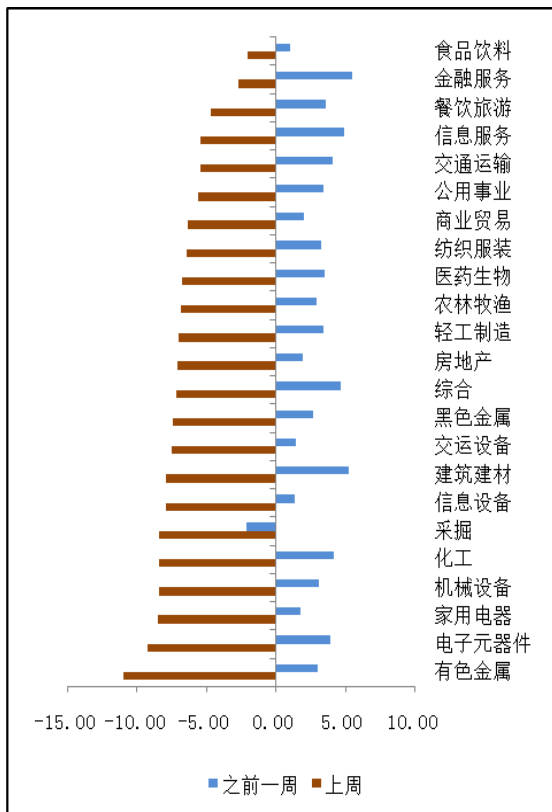
邮 编：200002

## 1、一周市场概述：持续下跌、再创新低

上周（2011.9.17-2011.9.21 日）股指震荡下挫，再创新低，外围市场方面，股指仍然受到欧洲债务危机形势演变的不确定性影响，国内因素，一方面大盘权重股的发行以及市场 IPO 的有序推进仍在延续，导致市场资金面的持续压制，另一方面，三季度经济数据的回落加深了投资者对于固定资产投资、出口等经济层面因素的担忧，尤其是经济缓慢回落存在长期性，而在政策层面，在当前物价高位以及地方政府债务高企的环境下，货币政策放松以及政策回转空间有限等因素导致短期难以出现经济对冲政策。促使股指持续回落，投资者信心不足。

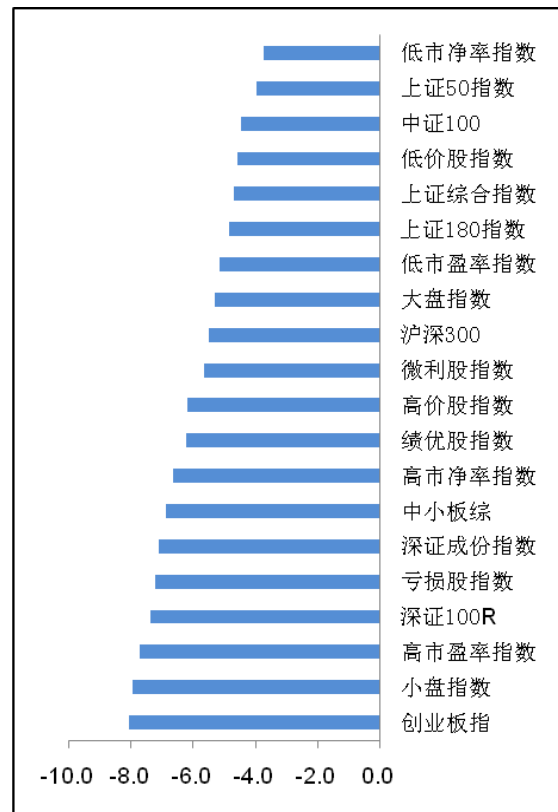
周一，股指受到 G20 力挺欧洲新救市计划刺激下外围市场上涨，以及之前汇金增持、政策支持中小企业信贷等带动，股指震荡小幅上涨，但同时受北京、上海、深圳等多家银行提高首套房贷利率消息影响，地产板块走势较弱。周二德国突然表示欧盟不会推出决定性的危机解决方案，导致隔欧美股市大幅度走低，早盘股指出现低开，而之后公布的三季度经济数据低于市场预期等因素共同影响，股指震荡下挫，且成交量也出现显著增加，金融、水泥等板块领跌市场。周三穆迪将西班牙主权评价下调，股指低位震荡，盘中虽有拉升，但并未有所持续。周四，银监会主席刘明康表示地产价格下跌 4 成，银行风险可控，以及鼓励文化企业、城商行上市等因素，一方面投资者认为政策放松空间小，另一方面对于市场持续的新股发行造成资金面压力，导致股指再次出现大幅下跌，盘中创出此轮下跌新低。周五股指延续之前弱势走势，窄幅震荡盘中也曾跌破之前低点，但中小盘个股整体跌幅较大。

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

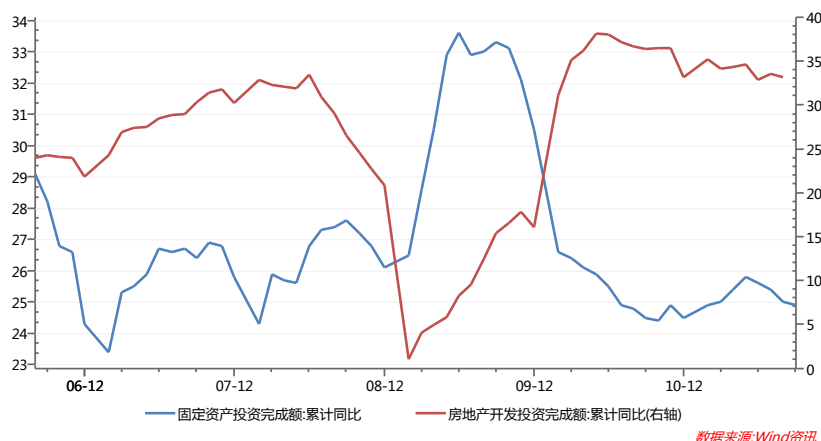
截止 10.21 日, 上证综指收于 2317.28 点, 全周下跌 4.69%, 深成指下跌 7.1%, 创业板指跌幅达 8.06%, 上证综指未能停止下跌步伐, 上周周四、周五连创新低, 但成交量较之前略有减少, 市场情绪相对低迷。从盘面上看, 市场出现普跌格局, 板块上, 有色金属、电子元器件、家电、机械设备、化工、采掘等周期性板块跌幅居前, 而食品饮料、餐饮旅游、纺织服装等板块跌幅相对较小, 此外, 金融板块受汇金增持跌幅也相对较小, 风格指数中, 创业板以及小盘指数跌幅居前, 大盘指数以及上证 50 跌幅相对较小。在市场弱势格局中, 尤其是经济逐步回落的同时没有经济刺激政策对冲, 投资者避险情绪上升, 尤其对于周期性个股的规避。

## 2、当前市场面临的不利预期：经济回落、政策对冲短期难出现

**在经济走势层面：**三季度 GDP9.1%的增速较二季度回落 0.4 个百分点, 经济回落幅度略超市场预期, 而展望经济未来发展趋势, 投资者普遍认为经济仍将以季度增速逐季回落为主。经济增速回落主要受到出口以及固定资产投资增速下滑主导, 在出口方面, 受到欧美经济疲弱, 需求下降以及人民币升值等因素影响, 我国对外贸易形势不利。而在固定资产投资方面, 由于担忧房地产投资增速的快速回落, 累加当前信贷紧缩的延续, 导致固定资产投资的快速下降。因此, 在出口以及投资下行的背景下, 经济增速回落市场已有预期, 但对于经济回落的幅度存在分歧。

在市场预期经济逐季回落的过程中, 同时认为对冲经济回落的刺激政策短期难以出现, 一方面, 当前物价环比增速仍然偏高, 物价虽然受到翘尾因素的减小而面临回落, 但需求减缓仍然是又一重要因素。另一方面, 当前地方政府债务负担较重, 在投资收益率下降, 紧缩政策下信贷成本高位, 地方政府对于新一轮经济刺激难以有效实施。而目前主动调控下的经济有序回落, 仍属政策预期之内, 也不会导致货币政策以及财政政策等方面的放松, 在经济回落过程中更加注重经济结构调整和促进经济转型为主, 而当前这种经济、物价双回落的过程或将维持更长一段时间。

图 3、固定资产投资与房地产开发投资增速下行



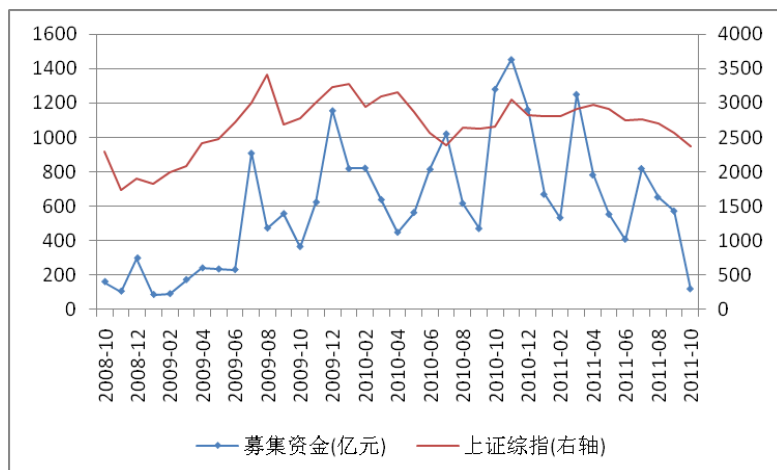
数据来源: WIND, 东北证券

**市场层面：**新股发行节奏仍在有序进行, 市场资金面承受力备受考验。在持续的弱势市场中新股发行仍在延续, 而且仍有主板上市的大盘股, 在中国水电上市之后, 市场仍面临着“中国建设股份有限公司”、

“陕西煤业股份有限公司”等大盘股上市的考验，二者融资规模预期分别为 200 亿元与 172.5 亿元，均与中国水电募资 173 亿元相当。此外，证监会尚福林也表示将支持文化企业以及城商行上市，由此可见当前市场仍将长期面临由新股发行所导致的资金面压力。

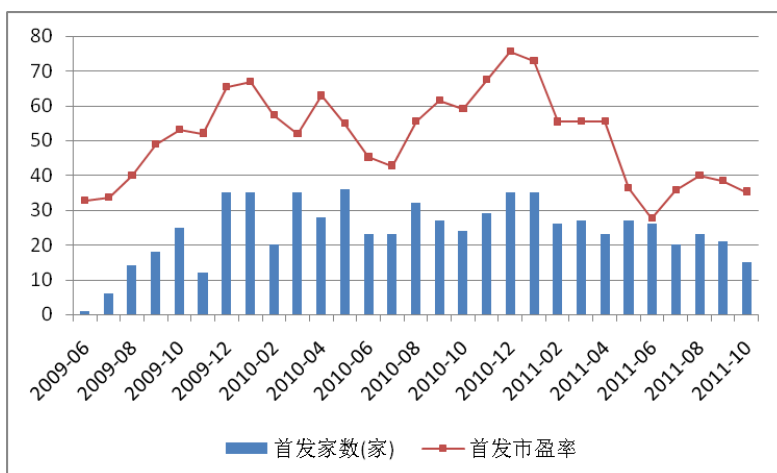
从目前市场发行、增发、配股等形式的融资虽然出现回落但并未出现 08 年时期的较低融资水平，市场喘息时间仍显不足。

图 4、市场募集资金总额以及上证走势



数据来源：WIND，东北证券

图 5、新股首发家数以及发行市盈率



数据来源：WIND，东北证券

表 1、IPO 审核通过尚未上市的主板公司

| 公司名称         | 审核通过会议日期  | 上市板 | 主承销商         | 预计发行股数(万股) | 预计募集资金(亿) | 交易所 |
|--------------|-----------|-----|--------------|------------|-----------|-----|
| 东吴证券股份有限公司   | 2011/9/9  | 主板  | 中信证券股份有限公司   | 50000      | ——        | 上海  |
| 中国交通建设股份有限公司 | 2011/9/28 | 主板  | 中银国际证券有限责任公司 | 350000     | 200       | 上海  |
| 陕西煤业股份有限公司   | 2011/8/29 | 主板  | 中银国际证券有限责任公司 | 200000     | 172.51    | 上海  |

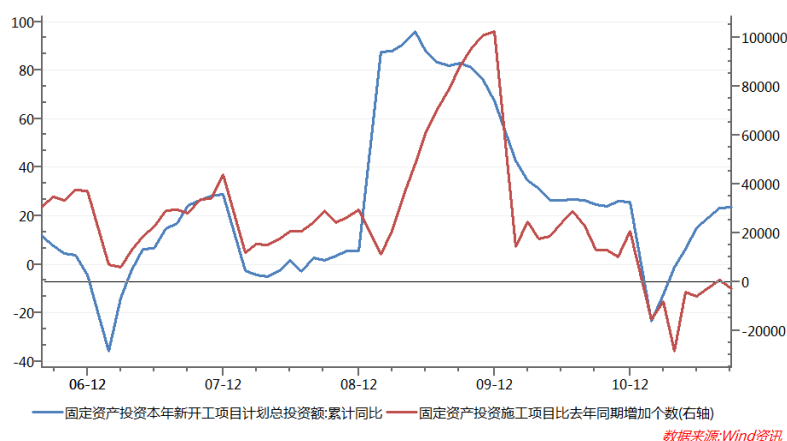
|               |           |    |            |      |         |    |
|---------------|-----------|----|------------|------|---------|----|
| 西安隆基硅材料股份有限公司 | 2011/7/25 | 主板 | 国信证券股份有限公司 | 7500 | 13.7032 | 上海 |
| 浙江奥康鞋业股份有限公司  | 2011/9/23 | 主板 | 国信证券股份有限公司 | 8100 | 10.2236 | 上海 |

数据来源：WIND，东北证券

### 3、当前市场所出现的积极因素：经济回落有度、金融维稳政策呈燎原之势

**经济步入自主增长期：投资与出口仍属平稳回落，并不支持经济深度下挫。**从投资角度看，当前固定资产投资增速仍处于缓慢回落过程中，9月份固定资产投资累计同比增长24.9%，增速比8月份仅回落0.1个百分点。但是，从新开工项目计划投资增速看，9月份还出现小幅上升，因此，未来几个月固定资产投资有望保持相对稳定，并不会出现显著回落。

图 6、新开工项目计划投资累计同比上升

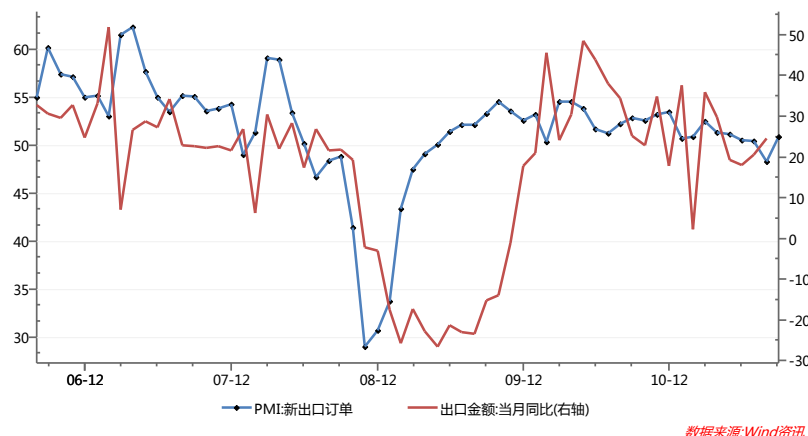


数据来源：WIND，东北证券

**在出口方面：**从出口先行指标看，9月新出口订单指数出现明显反弹，虽然9月出口增速回落明显，但出口变化难以出现金融危机时期情形，出口增速仍表现为震荡走势。从秋季广交会报道看，到场采购商较春季相比并未出现明显减少，而且成交金额较春季仍有小幅增长，意味着未来我国对外贸易难以出现大幅下滑。

此外，从美国部分经济指标看，已经出现企稳迹象，美国9月零售出现6个月来最快增长，9月零售销售月率上升1.1%，创今年2月以来最大月率增幅。而在对外贸易方面，也出现了逆差逐步减少的趋势，自6月份开始已经出现连续两个月的减少。最新（10月15日）公布的当周初次申请失业救济金人数也出现明显回落且呈下降趋势。外围经济略显企稳，且未出现需求再次显著下降的迹象。

图 7、PMI 新出口订单反弹、出口增速有保证



数据来源: WIND, 东北证券

**物价回落确定性强、已成市场共识:** 9 月 CPI 为 6.1%，但环比增速仍达到 0.5%，其中食品价格是主因，从国庆后农产品批发价格指数以及猪肉价格走势看，均出现回落，食品价格上涨的动能较弱，未来物价回落已经较为确定且已形成市场共识，预计 11 月份 CPI 将低于 5%，当前市场对于物价的担忧情节已经大大缓解。

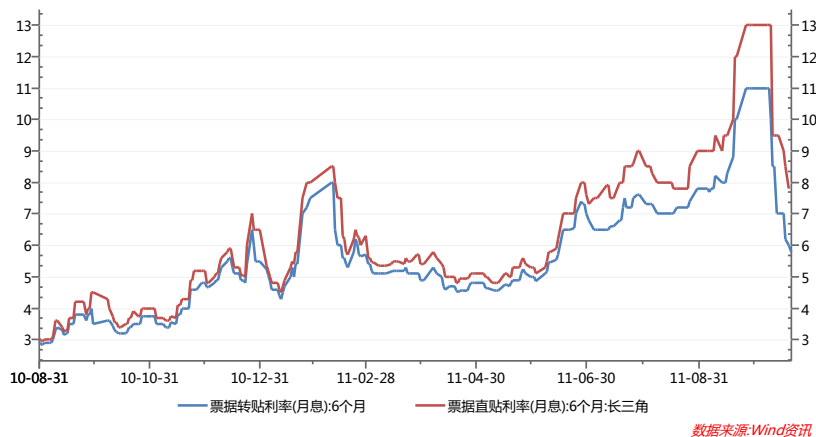
**流动性改善有望延续:** 在持续紧缩的货币政策作用下，信贷成本快速上升，同时导致民间信贷成本飙升，并暴露出很多问题，导致民间金融风险上升，并引起管理层高度重视。在此之后，国务院也通过了针对中微小型企业的信贷支持和税收优惠。从目前市场利率看，已经出现较为显著改善，国债到期收益率、票据贴现利率以及银行间拆借利率、央票发行利率等资金市场利率均出现下降。而随着经济增速回落以及物价下行，实体经济流动性需求下降，市场流动性的改善程度将较为明显。从流动性改善的路径看，将更多以小微企业的货币及财税定向宽松、公开市场资金的投放、财政投资的环比改善乃至准备金率的下调来实现。

图 8、国债到期收益率高位回落



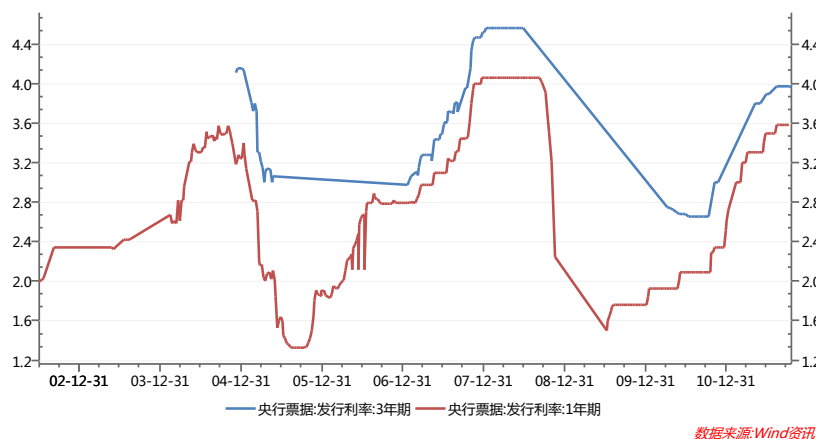
数据来源: WIND, 东北证券

图 9、票据贴现利率快速回落



数据来源: WIND, 东北证券

图 10、三年期央票发行利率(10.20日)下行一个基点



数据来源: WIND, 东北证券

**稳金融政策有燎原之势:** 在政策调控中,金融调控政策尤其是货币政策在物价上涨压力下被频繁使用,导致金融市场的大幅波动,中小企业信贷、民间金融等问题突出。考虑到规模庞大的信托理财产品、民间金融,客观上要求更加关注金融系统的稳定性。如果说政策可以容忍经济适度缓慢的回落,但绝不会容忍金融系统的不稳定;因此,“稳金融”将是政策的选项。而从近期政策调控重点看,仍以金融市场为主线,因此,我们先后看到,国务院通过扶持中小企业信贷,税收优惠政策、在证券市场上的汇金公司增持四大行股票、银行间持续的净投放以及实施地方政府自主发债试点等。由此,我们认为当前政策已经开始实施一系列有针对性的定向宽松措施维护金融市场稳定政策。

#### 4、本周市场运行及投资策略: 反弹并非奢望、市场投资逻辑有待时间转变

股指在持续弱势格局中屡创新低,市场观望、谨慎情绪浓厚,市场成交量也是低位徘徊,但是,从当前市场投资价值角度看,随着市场流动性改善,债券市场有望率先企稳,债券收益率将出现显著下降,投

资者无风险收益率下降，有利于稳定市场估值，并有效提升股票市场吸引力。

由于当前市场弱势过程中，投资者避险情绪上升，对于市场中的不利消息往往出现过度悲观解释，而无视利好消息的刺激，这种选择性注意的改变需要时间逐步扭转，或者利好消息的持续出现，市场局部热点的持续等。

当前市场面临着经济增速的回落以及对冲政策难以出现，但从股指前期下跌核心因素看，主要集中在物价高企以及物价压力下的紧缩性货币政策，及其导致的实体经济中信贷成本的快速上升。而在当前，制约股指持续下行的货币因素出现逆转的迹象，银行间拆借利率下行，银行层面流动性改善明显，而在实体经济中，转贴现利率下行，此外，国债到期收益率、央票发行利率等资金市场利率均出现不同程度的回落，甚至快速下降。数据表明前期制约股指运行的货币因素已经出现好转，股指存在反弹以及估值修复的内在需求。因此，从流动性角度看，短期股指并不缺乏低位反弹的客观因素。而在经济层面，我们虽然看到未来存在继续回落的可能，但市场所担忧的出口以及固定资产投资难以出现金融危机时期的崩塌式下降，经济平稳回落幅度有限。

因此，从前期制约市场的货币因素层面的积极变化，以及金融稳定政策的持续出现，股指仍然存在反弹的内在推动因素和条件。市场的弱势表现证明投资者需要时间以及更多有利因素刺激弱势思维的扭转。短期投资策略上，持股为主，在股指快速回落到稳定过程中选择适度介入，而谨慎采取低位减仓的操作。

行业选择上，首先仍以市场流动性改善，金融稳定政策下受益的券商、银行板块。其次，由于经济层面并未出现积极的稳定政策，因此，周期性行业配置比例不宜过重，适当关注稍早市场领涨的信息服务、信息设备板块，以及长期调整的医药生物、商业零售等业绩相对稳定、市场不利预期兑现，未来发展空间较大的行业。

本周重点关注个股如：中信证券、华夏银行、烽火通信、华润三九、欧亚集团等。

## 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。