

信贷在回升、市场制度建设在推进，有利于市场回升格局延续

A 股周策略报告

2011 年 11 月 13 日

主要观点：

- A 股今年来表现较弱、并落于后债务危机缠绕的欧美尤其是美国股市；相对于美国的量化宽松，A 股前期面对着持续的货币紧缩。因此，短期市场影响因素主要在国内，而外围更多是扰动。
- 意大利通过了新的财政紧缩法案，希腊意大利政局的变动伴随着新总理的上台而将有阶段性缓和；其实，意大利 10 年期国债收益率飙升至 7% 上方并非新事物、1990 年代中期也曾经经历过。未来通过财政紧缩措施、扩大欧洲金融稳定工具的规模、并通过欧元的降息、贬值，来缓慢缓和欧债危机可能是可行路径。
- 10 月份信贷大幅增加 5868 亿、货币政策转向的特征愈发明显，且考虑到较高的准备金率、导致 M1、M2 触及历史低点，货币政策、流动性方面逐步向好的趋势已在形成之中。货币政策的转向、流动性的改善，是影响市场中后期运行的主要原因；伴随着信贷的投放以及未来准备金率的下调、货币乘数的改善，货币供应将触底反弹；这是对后市相对乐观的主因。
- A 股市场自身的供求关系及制度建设短期内也逐渐出现了好转。新华保险发行 A 股融资规模将远小于之前预期的 200 亿、在 50 亿左右；10 月份以来新股以及再融资规模整体处于低位；新股发行新规对分红的制度性安排以及阶段性暂停审批新股，对短期市场的供给以及中长期 A 股的制度建设均有积极意义、毕竟当下盈利公司中分红比例还只有 64.7%。
- 尽管经济增速等基本面宏观指标表现较弱，但是持续出台的各类产业规划为市场提供了活跃点，也有利于市场保持活跃、板块保持合理的轮动；同时，能源、日用消费等分别受益于油价上行及农副产品回落。
- 上周市场的回落是反弹过程中合理的调整；货币层面改善的前提下，资本市场制度性建设正在逐步改善、短期供求关系也处于相对有利的阶段，有利于股市延续回升格局。投资者不宜悲观、继续以左侧的思路、逢低配置，短期对我们前期强调的节能减排等政策刺激类产业逻辑、如能源开采服务配套、锂电池、各类细分主题的环保设备器械股以及受益于农副产品回落且下游需求稳定的食品加工、药材加工类板块给予关注。

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、上周市场内在表现中看短期市场运行及机会	2
1、上周周期股回落、主题投资盛行	2
表 1：上周建筑、地产、家电、汽车等周期性股回落居前	2
表 2：节能环保概念持续发酵、细分热点扩散	3
2、指数整固阶段关注节能环保等主题的惯性交易机会	3
二、下周市场运行及投资机会分析	4
1、上周市场调整的原因分析	4
2、下周市场运行分析	4
A、短期市场运行逻辑：国内因素是主因、欧债是扰动	4
表 3：金融危机下的欧美股市上周收涨者多、而A股回落，A股运行主因在国内	4
图 1：意大利 90 年代以来保持一定的赤字率和债务率是常态	5
图 2：意大利 10 年期国债收益率突破 7%、后又回落，但这有前例可查	6
B、下周市场运行及机会	6
表 4：10 月份新增信贷环比大幅上升、微调在信贷领域兑现	6
图 3：历史低点的货币供应量增速未来有望在信贷改善及准备金率下调中得到回升	7
表 5：10 月份货币供应及货币活化指标均在历史低位，未来向上动能加大	7
表 6：包括下周在内 11 月份的限售股解禁规模处于今年来的低位区域	7
表 7：最近 2 个月包括IPO在内的股权融资规模处于最近 2 年来的低位	8
表 8：2010 年盈利公司中分红比例为 64.7%，IPO分红制度性安排有利于分红的改善	8
图 4：除能源、日常消费外多数行业的景气度在下调，关注政策驱动更有前瞻	9

一、上周市场内在表现中看短期市场运行及机会

1、上周周期股回落、主题投资盛行

上周市场自 10 月下旬反弹以来出现了一定的调整，上证指数下跌 1.8%；板块方面，公用事业、医药、采掘、化工等防御性板块相对抗跌；而建筑、房地产、家电、汽车等板块跌幅居前。

个股方面，在市场整体调整有所低迷的情况下，围绕着节能环保、医疗等主题的板块相对活跃，而受券商、城投等个股回落明显。科泰电源、宝德股份、万讯自控、新日恒力、雷曼光电以及阳普医疗、九安医疗等借助节能电机、节能材料、节能系统等概念领涨，而受解禁压力的方正证券、地产相关的香江控股、首开股份、金科股份、云南城投、以及博盈投资、海马汽车等板块，或受大盘低迷影响的券商、或受持续调控房价松动的地产股或受 10 月份销售数据依然不佳的汽车股，均表现逊色。

表 1：上周建筑、地产、家电、汽车等周期性股回落居前

	上周涨跌幅		上周涨跌幅
SW 公用事业	0.27	SW 机械设备	-2.02
SW 化工	-0.2	SW 交通运输	-2.23
SW 医药生物	-0.2	SW 金融服务	-2.29
SW 采掘	-0.38	SW 商业贸易	-2.31

SW 电子	-0.48	SW 有色金属	-2.51
SW 纺织服装	-0.65	SW 交运设备	-3.16
SW 餐饮旅游	-0.71	SW 家用电器	-3.16
SW 信息设备	-0.75	SW 房地产	-3.36
SW 食品饮料	-0.77	SW 建筑建材	-4.26
SW 轻工制造	-1.08	全部 A 股	-1.7
SW 信息服务	-1.31	中小企业板	-1.15
SW 黑色金属	-1.5	创业板	1.13
SW 综合	-1.63	上证 180	-1.98
SW 农林牧渔	-1.64		

数据源自 WIND，东北证券

表 2：节能环保概念持续发酵、细分热点扩散

证券代码	证券简称	行业	上周涨跌幅	证券代码	证券简称	行业	上周涨跌幅
300153.SZ	科泰电源	机械设备	37.36	601908.SH	京运通	机械设备	-8.02
300052.SZ	中青宝	信息服务	29.83	600970.SH	中材国际	建筑建材	-8.10
300023.SZ	宝德股份	机械设备	25.36	000760.SZ	博盈投资	交运设备	-8.14
300030.SZ	阳普医疗	医药生物	22.25	000572.SZ	海马汽车	交运设备	-8.26
000009.SZ	中国宝安	房地产	18.81	002622.SZ	永大集团	机械设备	-8.40
300112.SZ	万讯自控	机械设备	18.48	601118.SH	海南橡胶	农林牧渔	-8.49
300051.SZ	三五互联	信息服务	17.15	300274.SZ	阳光电源	机械设备	-8.62
600057.SH	象屿股份	信息设备	16.90	600239.SH	云南城投	房地产	-8.70
300175.SZ	朗源股份	农林牧渔	16.46	600056.SH	中国医药	商业贸易	-8.71
300067.SZ	安诺其	化工	16.41	002244.SZ	滨江集团	房地产	-9.00
600740.SH	山西焦化	采掘	15.96	002109.SZ	兴化股份	化工	-9.00
300165.SZ	天瑞仪器	机械设备	14.92	000049.SZ	德赛电池	电子	-9.67
000711.SZ	天伦置业	房地产	14.46	600376.SH	首开股份	房地产	-9.86
000982.SZ	中银绒业	纺织服装	14.39	600735.SH	新华锦	商业贸易	-10.82
600165.SH	新日恒力	机械设备	13.96	002102.SZ	冠福家用	轻工制造	-11.14
300162.SZ	雷曼光电	电子	13.82	600656.SH	ST 博元	综合	-11.15
002432.SZ	九安医疗	医药生物	13.58	000656.SZ	金科股份	房地产	-11.18
002264.SZ	新华都	商业贸易	13.54	601901.SH	方正证券	金融服务	-11.32
000591.SZ	桐君阁	医药生物	13.31	600162.SH	香江控股	房地产	-11.39
600391.SH	成发科技	交运设备	12.07	600760.SH	中航黑豹	交运设备	-11.63

数据源自 WIND，东北证券

2、指数整固阶段关注节能环保等主题的惯性交易机会

从市场内在表现看，目前中小板与上证 180 指数的市盈率估值溢价在 3 倍一线，该水平虽然难有向上的空间，但也具有一定的支持，毕竟 30 倍左右的中小板估值水平从历史的角度看还是有其合理性的。因此，在短线市场大幅向上空间不大的时候，市场资金有更多关注中小盘股的政策激励性板块的偏好；这是在没有系统性冲击情况下资金流动的必然，即资金激起浪花的地方、往往是有罅隙的区域。

2011 年是十二五规划的第一年、年末正是各类产业区域规划出台之际。其中，围绕着节能环保、低碳以及三农等主线的是较为重点的领域。因此，在当下 2500 点左右震荡整理的过程中，不必悲观、更多关注

于产业转型助推下的主题性机会更为有效。基于惯性策略，可以继续关注以低碳、节能环保为主线的相关板块，包括锂电池等新能源汽车节能、节能电机、智能电网、合同管理、“三废”环保等主题。

二、下周市场运行及投资机会分析

1、上周市场调整的原因分析

上周市场整体的调整，主要原因有三：

10月开始的反弹，借助货币政策预调微调的预期和积极财政及各类产业规划，而出现了200点的反弹；期间没有出现调整。在货币政策层面没有新的刺激信号的情况下，市场内在有休整式的整理的要求；从幅度上看，上证指数回落至2480点一线，依然是合理的调整反弹。

欧债危机，意大利10年期国债收益率自11月持续在6%上方后，上周又飙升至7.4%，造成了全球股市的动荡，也制约了A股的运行。

相对疲弱的经济数据，无论是工业产出、出口数据还是汽车地产等主要行业数据，均疲态意味较足够；再考虑上周传出的新华人寿上市的信息，使得市场对于大盘股发行的警惕情绪再次上行。

因此，在货币政策微调方面没有更多积极信息，而境外以及国内经济金融基本面的恶化或疲弱，造成了上周市场的调整。但总体而言，市场的调整是适度的，原因在于货币政策微调、流动性的改善将是大大方方；相对而言，在货币政策已经转向的情况下，欧债危机对A股更多的是冲击，而非决定性的；疲弱的经济数据及资本市场的建设进程对市场及部分板块构成了一定的冲击。

2、下周市场运行分析

A、短期市场运行逻辑：国内因素是主因、欧债是扰动

今年以来，美债危机、欧债危机导致市场波动巨大。但是，中期角度看，市场除了关注危机、还会关注流动性的程度。美国股市今年至今获得正收益、欧洲虽然被主权危机搞得焦头烂额但其下跌的幅度与我们A股也近似、在14%左右。

金融危机下的欧美股市上周收涨者多、而A股回落，A股运行主因在国内。定量宽松、流动性投放是美国股市正收益、欧洲主要股市并未崩盘的原因；而货币紧缩是A股虽然未有金融危机但却连续负收益的原因。

因此，欧债危机更多是扰动，至少对中期市场、因为长期需要进一步关注。在国内紧缩的情况下，如8-9月份，每次欧债危机的发酵均对A股造成了重大冲击；但进入10月份下旬后，伴随着流动性改善、政策微调，欧债危机对A股的冲击更多是扰动、是日内或日间的冲击。因此，在当下政策已然微调的情况下，短期市场的关注点更多在于国内因素，而欧债更多视为扰动。

表 3：金融危机下的欧美股市上周收涨者多、而A股回落，A股运行主因在国内

	2011 年度涨跌幅	上周涨跌幅
上证综合指数	-11.64	-1.87
深证成份指数	-16.37	-2.62
沪深 300 指数	-13.85	-2.49
道琼斯工业平均指数	4.98	1.42
标准普尔 500 指数	0.49	0.85
纳斯达克综合指数	0.98	-0.28
巴黎 CAC40 指数	-17.23	0.83
伦敦富时 100 指数	-6.01	0.33
法兰克福 DAX 指数	-12.40	1.52

孟买 Sensex30 指数	-16.17	-2.11
----------------	--------	-------

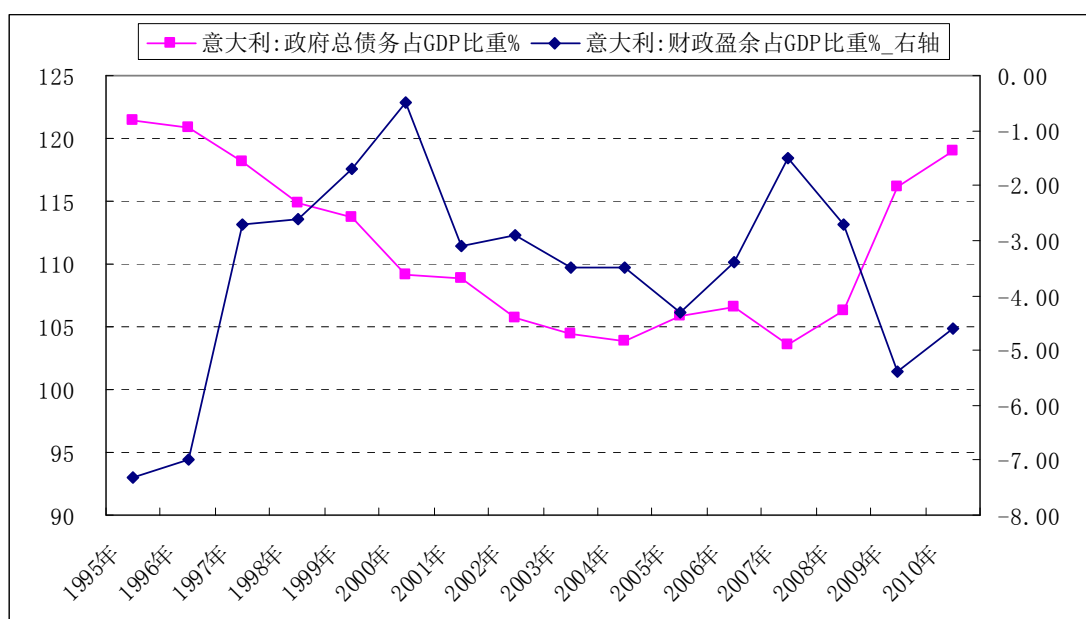
数据源自 WIND，东北证券

前述是笔者认为欧债危机对短期市场的影响偏于扰动、短期可以相对淡化欧债危机而关注国内货币财政产业领域。

另外，谈一下笔者对于欧债危机的化解的进程看法。长期看，欧债的不稳定性值得关注。首先，上周意大利 10 年期国债收益率飙升至 7% 上方，导致全球动荡；但并非新事物。我们认为，就意大利当前的债务比例以及赤字比例，虽然是最近 10 年来的高位、但却并非首例。在 1990 年代中期，意大利里拉也常常为市场所冲击，比如 1995 年时，意大利 10 年期国债的收益率为在 10% 上方、赤字率和债务率也并不比当下逊色；但也最终得到了平息。

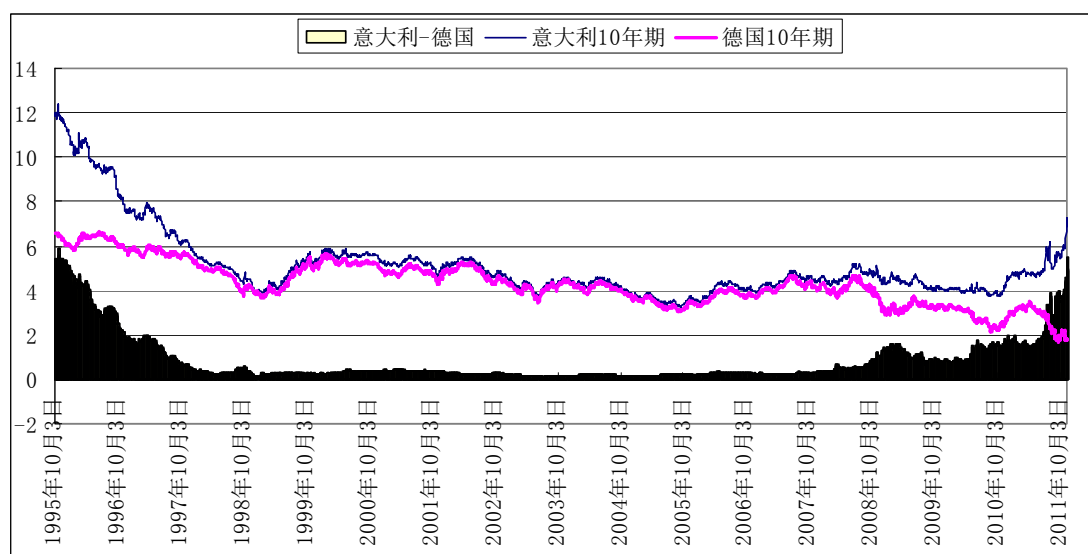
其次，当下欧债问题的难点，不在于没有看到问题所在，而在于解决方案过程中障碍。无论是希腊、还是规模更大的意大利，不退出欧元区、通过时间来化解，是各界所期待的、也有望是相对大概率事件；虽然期间乱局横生、尤其前两周看到的。通过财政紧缩措施、扩大欧洲金融稳定工具的规模、并通过欧元的再次降息、贬值，来缓慢的化解欧债危机。虽然短期欧洲有轻度衰退的风险，但要好于主权债务全面违约所导致的“N 角债”，引爆金融市场。这一路径是期待的，否则，以意大利为例其 20% 的债务为法国所有、势必连环作用。

图 1：意大利 90 年代以来保持一定的赤字率和债务率是常态



数据源自 WIND，东北证券

图 2：意大利 10 年期国债收益率突破 7%、后又回落，但这有前例可查



数据源自彭博，东北证券

B、下周市场运行及机会

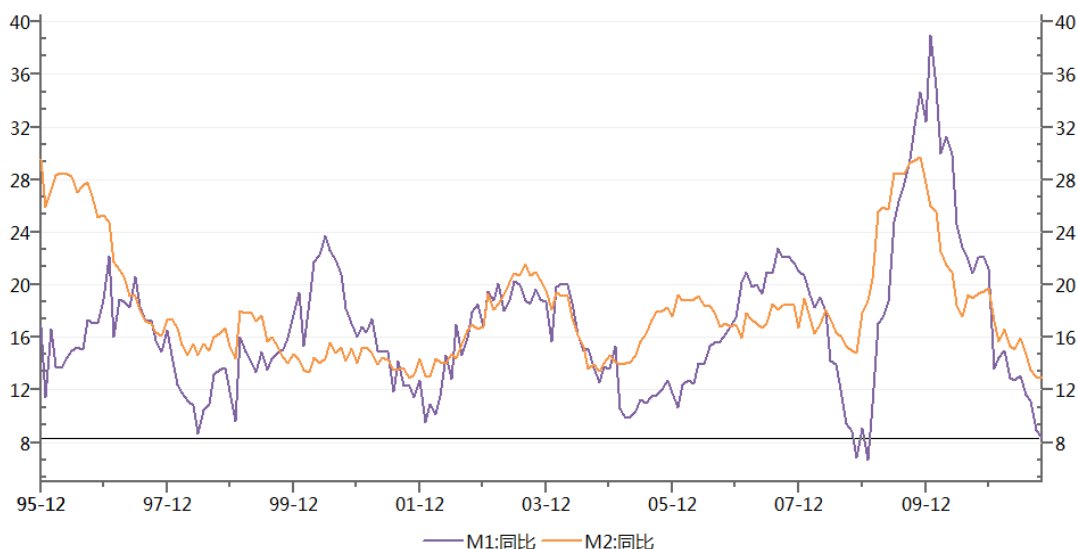
对于下周，由于意大利通过了新的财政紧缩法案，希腊意大利政局的变动伴随着新总理的上台而将有阶段性缓和；相反，10 月份信贷大幅增加 5868 亿、货币政策转向的特征愈发明显，且考虑到较高的准备金率、导致 M1、M2 触及历史低点，因此，货币政策、流动性方面逐步向好的趋势已在形成之中。事实上，没有发生金融危机的 A 股今年以来却表现较弱、并落于后欧美尤其是美国股市；相对于美国的量化宽松，A 股主要面对的是前期持续的货币紧缩。因此，货币政策的转向、流动性的改善，是影响市场中期运行的主要原因。因此，伴随着信贷的投放以及未来准备金率的下调、货币乘数的改善，货币供应将触底反弹；这是我们相对乐观的主要原因。

表 4：10 月份新增信贷环比大幅上升、微调在信贷领域兑现

指标名称	2011-09	2011-10	增量
新增人民币贷款:当月值	4700	5868	1168
新增人民币贷款:短期贷款及票据融资:当月值	2979	2417	-562
新增人民币贷款:票据融资:当月值	-207	-701	-494
新增人民币贷款:中长期:当月值	1628	3346	1718
新增人民币贷款:居民户:当月值	1750	1307	-443
新增人民币贷款:居民户:短期:当月值	887	331	-556
新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值	881	976	95
新增人民币贷款:非金融性公司及其他部门:当月值	2941	4548	1607
新增人民币贷款:非金融性公司:短期:当月值	2299	2787	488
新增人民币贷款:非金融性公司:中长期:当月值	747	2370	1623

数据源自 WIND，东北证券

图 3：历史低点的货币供应量增速未来有望在信贷改善及准备金率下调中得到回升



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

表 5:10 月份货币供应及货币活化指标均在历史低位，未来向上动能加大

指标名称	2011/9/30	2011/10/31	增量
M0	47145	46600	-545
M0:同比	12.7	11.9	
M1	267193	276600	9407
M1:同比	8.9	8.4	
M2	787406	816800	29394
M2:同比	13	12.9	
M1/M2	33.93%	33.86%	
M1%-M2%	-4.1	-4.5	

数据源自 WIND，东北证券

其次，在货币政策转向、流动性改善下，A股市场自身的供求关系及制度建设短期内也出现了好转。新华保险发行A股融资规模将远小于之前预期的200亿、在50亿左右；10月份以来新股以及再融资规模整体相对前期处于低位；同时，新股发行新规对分红的制度性安排以及阶段性暂停审批新股，对短期市场的供给以及中长期A股的制度建设均有积极意义。因此，无论是新股发行以及限售股解禁，11月份均是相对地量的月份；同时，新股发行分红的制度性安排尤其是阶段性暂停审批新股的预期，构成了市场的相对积极面。

表 6：包括下周在内 11 月份的限售股解禁规模处于今年来的低位区域

月度数据	本期开始流通股数合计(亿股)	本期开始流通市值合计(亿元)	周数据	本期开始流通股数合计(亿股)	本期开始流通市值合计(亿元)
2011/1/31	258	2,801	2011/10/16	26	226
2011/2/28	148	2,270	2011/10/23	19	235
2011/3/31	188	2,322	2011/10/30	13	132
2011/4/30	231	2,610	2011/11/6	35	306
2011/5/31	143	1,966	2011/11/13	12	121

2011/6/30	116	1,460	2011/11/20	22	262
2011/7/31	199	1,472	2011/11/27	12	152
2011/8/31	301	2,306	2011/12/4	6	61
2011/9/30	34	458	2011/12/11	91	631
2011/10/31	68	669	2011/12/18	61	677
2011/11/30	77	825	2011/12/25	19	179
2011/12/31	199	1,744			

数据源自 WIND，东北证券

表 7：最近 2 个月包括 IPO 在内的股权融资规模处于最近 2 年来的低位

日期	IPO 增发及配股合计募集资金(亿元)	首发家数(家)	首发股数(亿股)	首发募集资金(亿元)
2010-01	819.80	35	27.30	424.71
2010-02	823.03	20	32.84	394.79
2010-03	638.99	35	39.93	309.45
2010-04	449.07	28	8.24	349.41
2010-05	564.10	36	13.39	439.60
2010-06	816.00	23	9.93	210.15
2010-07	1,022.45	23	263.57	859.61
2010-08	617.51	32	92.02	497.60
2010-09	470.77	27	31.79	359.83
2010-10	1,282.06	24	12.68	290.20
2010-11	1,454.61	29	28.32	361.15
2010-12	1,162.93	35	20.02	414.82
2011-01	670.02	35	12.16	431.94
2011-02	534.17	26	10.20	259.41
2011-03	1,252.28	27	11.91	268.56
2011-04	783.03	23	8.35	239.62
2011-05	553.70	27	11.25	264.41
2011-06	408.57	26	8.97	143.81
2011-07	820.10	20	5.52	122.76
2011-08	653.31	23	25.57	276.54
2011-09	572.72	21	38.64	289.31
2011-10	276.67	15	5.52	106.64
2011-11	104.50	12	8.82	33.31

数据源自 WIND，东北证券

表 8:2010 年盈利公司中分红比例为 64.7%，IPO 分红制度性安排有利于分红的改善

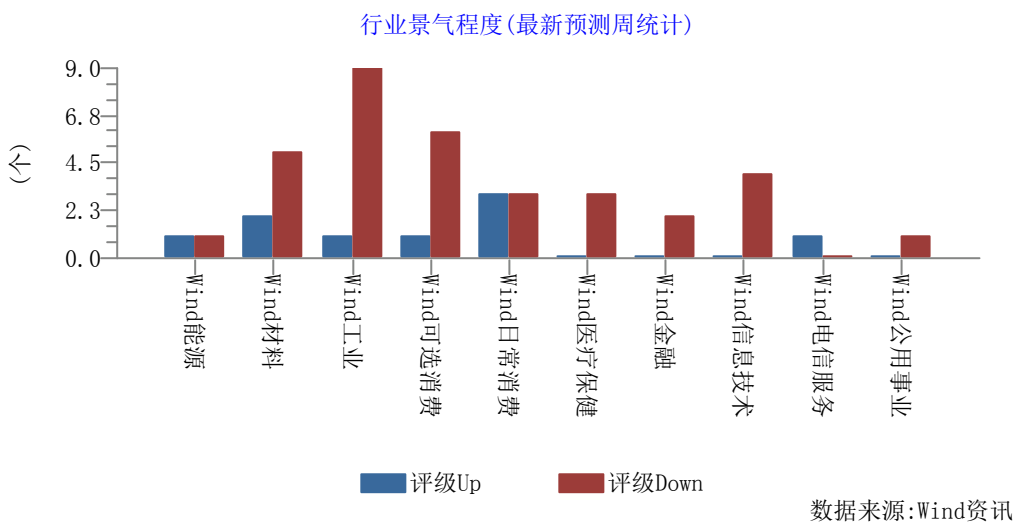
计数项:分红	亏损家数	盈利家数	合计家数	分红家数	分红家数占盈利的比例
深圳主板	49	423	472	208	49.2%
中小板	13	518	531	416	80.3%
创业板		153	153	132	86.3%
上海 600	54	750	804	418	55.7%
上海 601		78	78	70	89.7%

总计	116	1922	2038	1244	64.7%
----	-----	------	------	------	-------

数据源自 WIND，东北证券

最后，尽管经济增速等基本宏观指标表现较弱，但是持续出台的各类产业规划为市场提供了活跃点，也有利于市场保持活跃、板块保持合理的轮动。其一，分别受益于近期石油价格的上涨以及农副产品价格的下跌的能源、日常消费，是行业层面短期近期度并未显著下调的行业；其二，关注政策及主题性板块，比如近期节能减排大逻辑下能源开采服务配套、锂电池、各类主题的环保设备器械股；并且受益于“三农”及农副产品价格回落下的加工产业、比如食品加工、药材加工类板块也表现相对较好。

图 4：除能源、日常消费外多数行业的景气度在下调，关注政策驱动更有前瞻



数据源自 WIND，东北证券

因此，上周市场的回落可以解读为反弹过程中合理的调整，市场整体回升的驱动力在逐渐积蓄，预计下周整体以延续回升的趋势为主。投资者不宜悲观、继续以左侧的思路、逢低配置，并重点对我们前期强调的节能减排等政策刺激类产业逻辑以及受益于农副产品回落且下游需求稳定的食品加工、药材加工类板块给予关注。

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。