

股指表现仍需政策支撑、短期关注经济数据走向

A 股周策略报告

2012 年 4 月 9 日

主要观点：

➤ 市场运行逻辑：经济回落过程中的政策期待

- 当前工业企业整体上仍处于去库存周期内，因此，在缺乏显著的外部政策因素导致需求的快速恢复时，经济自身难有较强的回升力度。投资领域内的政策对经济的刺激效用更为明显，包括高铁在内的基建投资情况以及水利工程等方面的建设和投资都是观察政策走向以及经济弹性的重要方面。
- 从时间以及实施的必要性上看，四月进一步下调存款准备金率的可能性较大。虽然当前资金成本已经回落至近年平均水平，但伴随劳动力成本的上升和原材料价格的高位，企业利润率下降，资金成本压力较大，当前资金价格难以有效激发企业扩张动力，二季度利率政策走向同样值得期待。

➤ 市场扰动因素：业绩回落制约估值提升、物价有反复、外围市场的不确定性大

- 从已知业绩的 1719 家上市公司看，整体上实现了 12.9% 的同比增长，而从单季度业绩情况看，全部样本第四季度增速为 -6.2%，非金融类上市公司第四季度业绩同比增速为 -18.3%。在业绩回落的过程中，市场的估值提升难度较大、空间有限，股指仍需要基本面的改善作为推动因素，业绩因素将在基本面向好后才会得以体现。
- 一方面劳动力成本上升后，农产品价格长期仍处于上升中，价格难以出现持续大幅回落，另一方面，国际油价维持高位，汽柴油价格的上调以及水、电、天然气等公用事业领域内都存在调价预期，因此，物价的压力仍然存在。
- 美国当前经济的有序恢复导致的美元指数上行压力以及美国股指持续上涨下存在的调整需求都具有不确定性。由于目前国内更多关注与经济以及政策层面的走势，因此，外围市场影响因素仍属于观察期。

➤ 短期股指运行及投资策略：股指走强需要政策支撑，震荡中关注经济与政策走向

- 在缺乏政策的真实落地以及经济的企稳迹象时，市场资金的参与热情有限，场外资金入场动能不足，因此，股指在缺乏资金以及基本面的支撑下，在政策预期中震荡为主，并在此过程中确认估值以及经济、政策的底部。
- 从投资策略角度看，市场的上涨过程中不易追涨，市场短期难以出现扭转性的持续上涨行情。在调整过程中可以低吸为主，关注经济政策受益的周期性行业，如建筑建材等，尤其是早周期性行业，如券商、汽车，此外，关注在经济回落过程中仍能够保持稳定增长和盈利能力的消费类行业，如餐饮旅游等。

策略组

分析师：杜长春

执业证书编号：S0550511110001

TEL：(021) 20361139

Email：ducc@nesc.cn

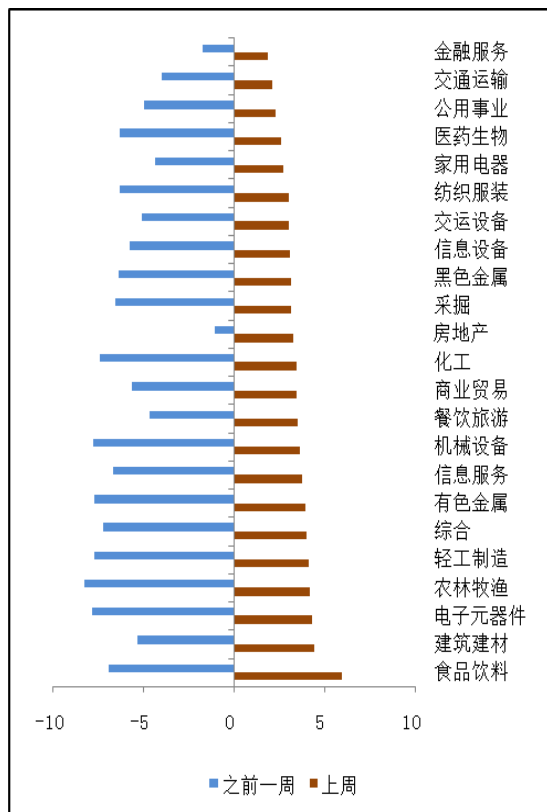
地 址：上海市源深路 305 号 4 楼

邮 编：200135

一、市场概述：股指低位反弹，但量能不足

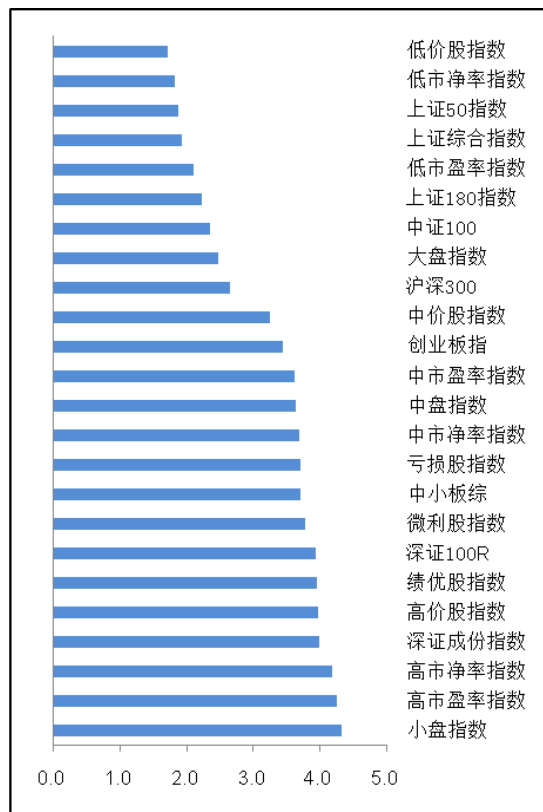
上周受清明假期影响，市场仅有两个交易日，清明假期期间市场出现多重利好消息，包括了新股发行制度改革、QFII 以及 RQFII 规模的扩容、政策微调预调的重申以及 PMI 指数连续第四个月的上升等，受消息面的刺激，股指节后大幅反弹，上周四上证综指单日上涨 1.74%，深成指涨 3.17%，而市场成交量虽有放大但并不明显。上周五，股指窄幅震荡，小幅收高，但市场整体上涨动力略显不足，之前活跃的建筑建材、机械设备等周期性行业未能持续表现，市场热点持续性较差。

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

截止周五收盘，上证综指收于 2306.55 点，两个交易日合计上涨 1.93%，深成指累积上涨 3.99%，创业板指涨 3.45%，盘面上，市场出现普涨格局，食品饮料、建筑建材、电子元器件涨幅居前，食品饮料受良好的业绩推动涨幅较大，尤其是在经济不确定性回落过程中，资金青睐于业绩高增长的消费类板块，金融服务、交通运输、公用事业、医药生物等板块涨幅相对较小，银行板块受到政府将打破垄断的改革思路影响，受到显著压制，上涨动能不足。在反弹过程中，小盘股再度活跃，创业板、小盘股涨幅较大，活跃较高，高市盈率、高市净率以及高价股、小盘指数涨幅较大。

二、市场运行逻辑：经济回落过程中的政策期待

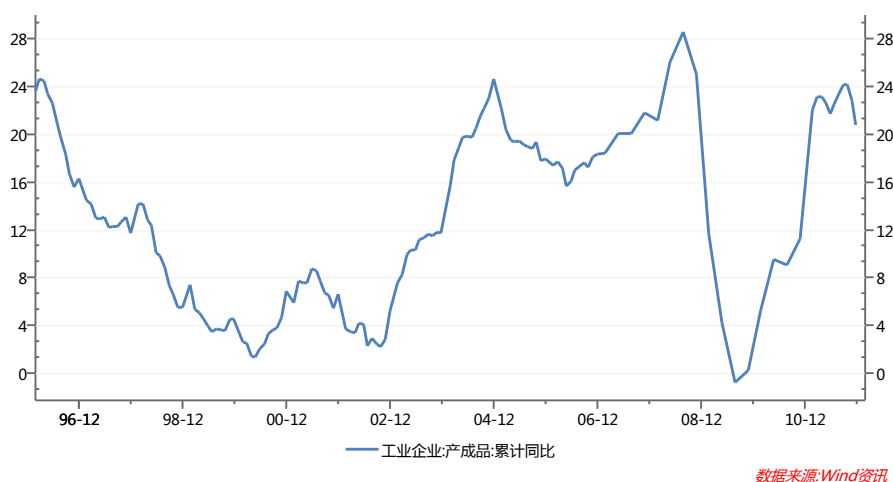
2.1、经济回落中期待逆周期政策的有效释放

当前国内经济回落的现实下，经济走势仍是左右市场的重要因素，一方面，经济回落幅度如何，以及何时见底，另一方面，经济触底后反弹力度有多大。从目前看，对于判断经济的走势存在诸多不确定性，

主要集中在经济回落过程中的政策走向。从经济自身运行状况看，近期虽然未有明显的逆周期性政策在实施，但 PMI 指数仍然出现了连续四个月的回升，尤其是新订单的大幅增长，表明经济存在企稳的迹象。但是从目前企业生产看，当前工业企业整体上仍处于去库存周期内，因此，在缺乏显著的外部政策因素导致需求的快速恢复时，经济自身难有较强的回升力度。

在政策层面，消费以及对外贸易的波动性相对有限，而投资受到政策主导，也存在着更大的调整空间，因此，投资领域内的政策对经济的刺激效用也将更为明显，包括高铁在内的基建投资情况以及水利工程等方面的建设和投资都是观察政策走向以及经济弹性的重要方面。

图 3、工业企业仍处在去库存周期内



数据来源：WIND，东北证券

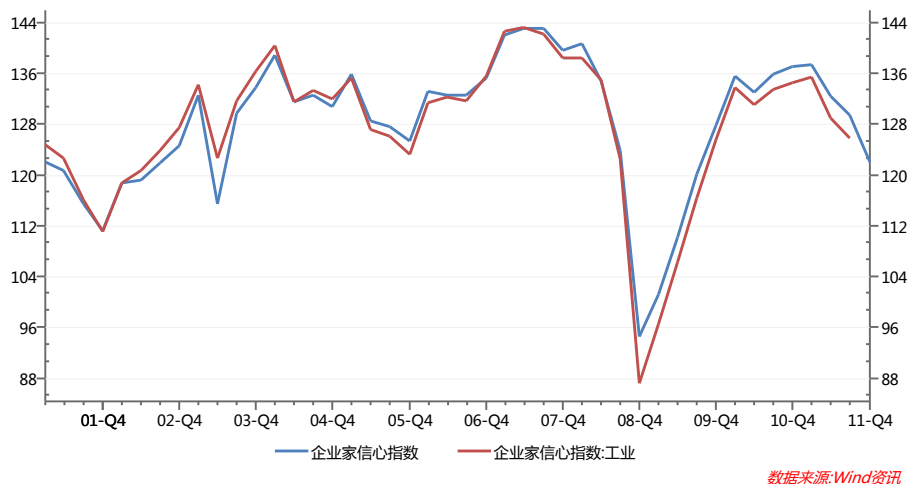
2.2、“尽快出台预调微调政策措施”的落脚点

近期温家宝总理在调研时强调要“尽快出台预调微调政策措施”，在政策调控方面，除了投资领域内的资金以及项目的落实外，产业政策规划的实施也是重要方面。此外，在货币政策领域，仍然存在进一步调整的空间和需要，在存款准备金率方面，外汇占款的对冲需要下降，较高的存款准备金率已并不符合起初政策调整的目的，因此，在距离上一次存款准备金率调整两个月后，从时间以及实施的必要性上看，四月进一步下调存款准备金率的可能性较大。

从市场角度看，再一次下调存款准备金率已经有所预期，而且存款准备金率的下调影响范围有限、政策的持续影响力较低，因此，对市场的影响更多是短期性，但对投资者心理的推动作用较大。

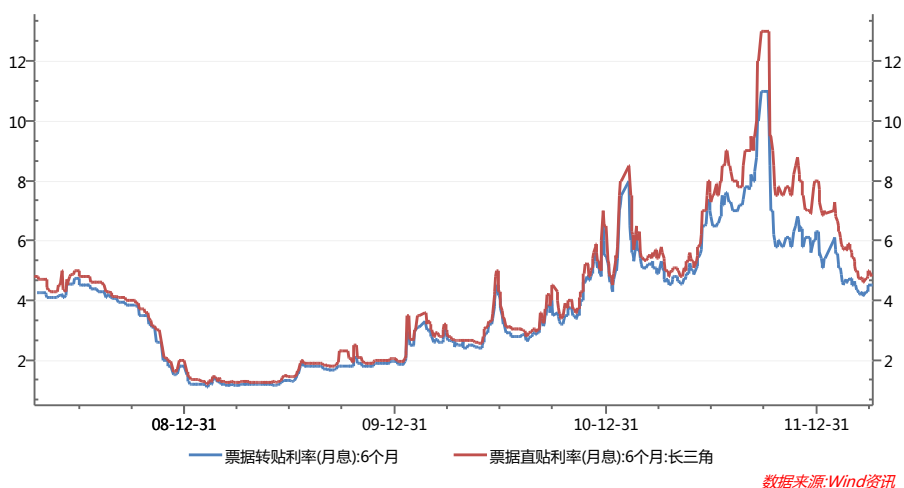
实际上，除准备金外，利率政策的走向也逐步成为市场的关注焦点，当前存在着下游需求不足的状况，表现为企业中长期贷款需求不佳，企业扩大生产增加供给的内在动力不足，尤其是在经济回落过程中，伴随劳动力成本的高企和原材料价格的高位，企业利润率下降，资金成本压力较大，制约了经济的内在活力，从资金成本看，目前虽然已经回落至近年平均水平，但受到生产成本因素影响，当前资金价格难以有效激发企业扩张动力。因此，利率的下调对稳定经济的作用将更为明显，当然，这也取决于当前经济转型形势以及管理层对经济回落的容忍度。

图 4、企业家信心指数继金融危机后再次出现持续回落



数据来源: WIND, 东北证券

图 5、信贷成本回归，但在劳动力成本以及物价因素下，难以释放企业扩张动力

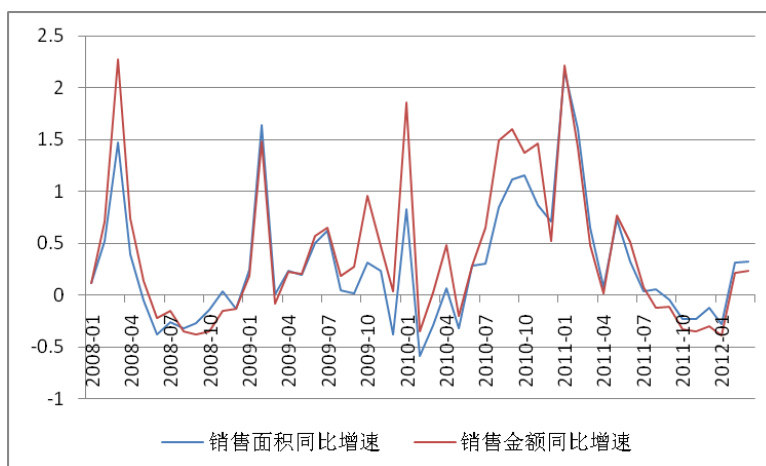


数据来源: WIND, 东北证券

2.3、地产调控在延续，市场呈季节性恢复，难以引领经济增长

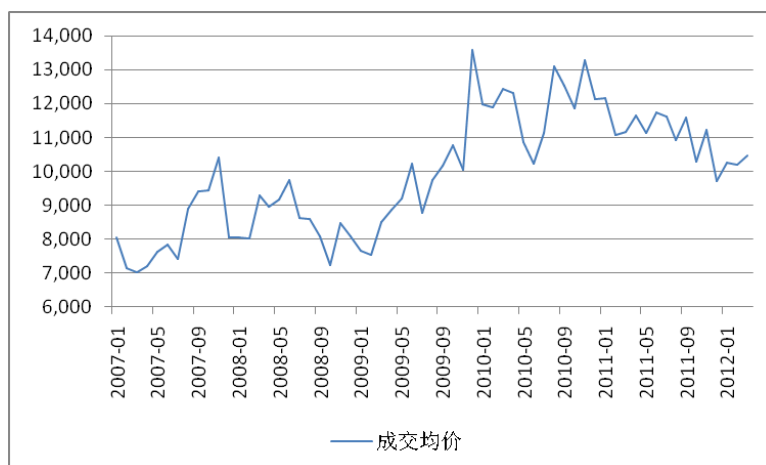
本届政府内地产调控政策难言放松，但进一步加码的可能性也不大，春节后地产市场也出现了季节性恢复，市场成交量有所增加，从万科公布的经营数据看，销售面积以及销售额都出现连续上升，而且成交均价也有小幅提高。房地产市场的恢复，在一定程度上有利于稳定房地产投资，而实际上目前地产投资的高增速也存在回落压力，因此也需要固定资产投资的其他领域能够填补这一回落空间，从投资结构看，当前也需要政策的推进下，资金以及投资项目的尽快落实。

图 3、万科当月销售数据呈季节性回暖



数据来源：WIND，东北证券

图 7、万科当月房屋销售均价有所回升



数据来源：WIND，东北证券

三、市场扰动因素：业绩回落制约估值提升、物价有反复、外围市场的不确定性大

3.1、上市公司业绩回落压力大，影响估值提升空间

2011 年报披露进入中后期，一季报也已进入披露期，从上市公司业绩走势看，2011 年第四季度非金融类企业整体业绩增速回落明显。截至 3 月 30 日，全部 A 股已经披露年报公司为 1239 家（其中金融服务类公司 27 家），披露业绩快报的公司为 480 家（其中金融服务类 16 家），从已知业绩的 1719 家上市公司看，整体上实现了近 12.9%的同比增长，其中：金融服务类增速为 22.0%，非金融类增速为 4.6%。

从单季度业绩情况看，全部 A 股第四季度为-6.2%，非金融类上市公司第四季度业绩同比增速为-18.3%，金融服务类第四季度实现同比增速为 9.4%。在经济探底过程中，上市公司整体业绩也将进一步回落，自上而下预计 2012 年一季度非金融类上市公司整体业绩增速将继续回落 5%-10%，降幅较去年第四季度出现收窄。在业绩回落的过程中，市场的估值提升难度较大、空间有限，股指仍需要基本面的改善作为推动因素，业绩因素将在基本面向好后才会得以体现。

表 1、已知业绩的 1719 家上市公司业绩增速情况

	2011 年报同比增速	2011 第四季度同比增速
所有样本	12.8%	-6.2%
非金融	4.6%	-18.3%
金融服务（43 家）	22.0%	9.4%

数据来源：WIND，东北证券

3.2、物价存在反复，影响政策导向和市场信心

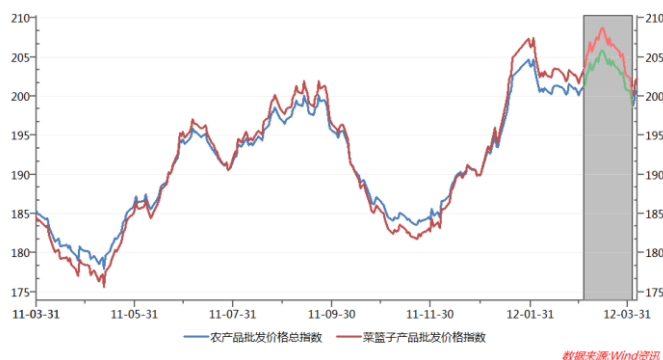
本周将有物价等重要经济数据公布，CPI 市场预期均值为 3.3%，同比增速较 2 月有所提升，虽然物价仍有回落空间，但一方面劳动力成本上升后，农产品价格长期仍处于上升中，价格难以出现持续大幅回落，另一方面，国际油价维持高位，汽柴油价格的上调以及水、电、天然气等公用事业领域内都存在调价预期，因此，物价的压力仍然存在。物价的反复制约政策的实施空间，甚至影响投资者信心。

表 2、市场对三月 CPI 的一致预期

201203	预测平均值	预测家数	预测最大值	预测最小值
CPI (%)	3.3	34	4.0	3.0

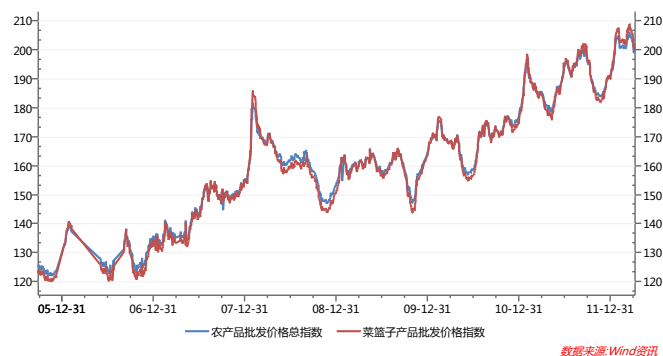
数据来源：WIND，东北证券

图 8、三月份农产品价格高位震荡



数据来源：WIND，东北证券

图 9、农产品价格的长期上涨趋势

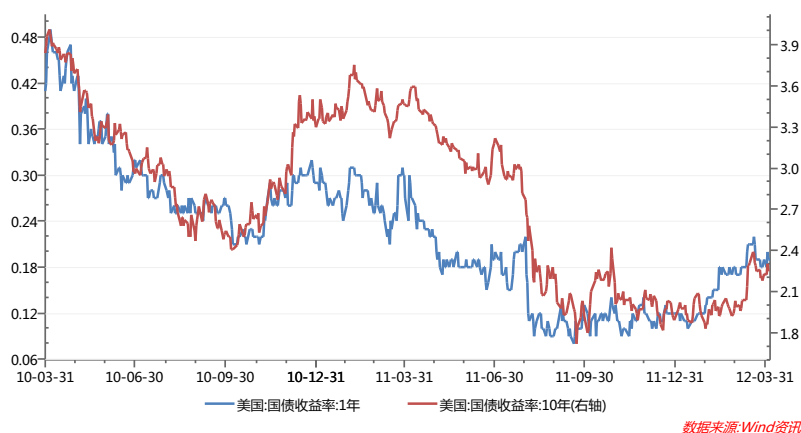


数据来源：WIND，东北证券

3.3、美元指数的上涨压力

虽然我国与美国市场以及经济运行都处于不同的阶段，但美国当前经济的有序恢复导致的美元指数上行压力以及股指持续上涨下存在的调整需求都具有不确定性。由于目前国内市场更多关注与经济以及政策层面的走势，因此，外围市场因素仍属于观察期。

图 10、美国经济数据引发长短期利率上行



数据来源: WIND, 东北证券

四、短期股指运行及投资策略：股指走强需要政策支撑，震荡中关注经济与政策走向

推动市场上涨的动能需要经济、政策以及资金的共同作用，而目前表现为经济回落过程中上市公司整体业绩的下滑，政策预调微调需要进一步落实，股指的走强仍需要政策层面的支撑，在缺乏政策的真实落地以及经济的企稳迹象时，市场资金的参与热情有限，场外资金入场动能不足，因此，股指在缺乏资金以及基本面的支撑下，在政策预期中震荡为主，并在此过程中确认估值以及经济、政策的底部。

从投资策略角度看，市场的上涨过程中不易追涨，市场短期难以出现扭转性的持续上涨行情。在调整过程中可以低吸为主，关注经济政策受益的周期性行业，如建筑建材等，尤其是早周期性行业，如券商、汽车，此外，关注在经济回落过程中仍能够保持稳定增长和盈利能力的消费类行业，餐饮旅游等。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。