

分析师: 李俊

执业证书编号: S0730511010012

Email: lijun@ccnew.com

电话: 021-50588666-8109

预期进入实证检验阶段

——2012 年 5 月份 A 股投资策略

研究报告—A 股策略

发布日期: 2012 年 4 月 27 日

相关报告:

《经济观察期, 市场在震荡中分化》

---2012 年 4 月 1 日

《反弹告一段落》

---2012 年 3 月 1 日

《估值提升、配置纠偏》

---2012 年 2 月 1 日

《潜龙在渊, 惊觉转型跃潭》

---2011 年 12 月 1 日

《紧缩预期见底, 四季度市场结构性反弹》

---2011 年 10 月 1 日

《风险消退大半, 估值跨年度切换》

---2011 年 9 月 1 日

《从通胀主题向债务问题演变》

---2011 年 8 月 1 日

《市场进入横盘阶段》

---2011 年 7 月 1 日

《逆周期调控下的“退”与“进”》

---2011 年 6 月 1 日

《行情再现新一轮循环》

---2011 年 4 月 1 日

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东世纪大道 1600 号陆家嘴广场 18F

邮编: 200122

投资要点:

- **经济出现企稳预期。**财政存款下降超出季节范畴, 财政支出明显增加, 政府投资项目开始启动; 国家预算内资金增长、固定资产投资项目增加, 基建投资明显升温; 发电量、钢材以及水泥产量出现拐点, 工业增加值有企稳迹象。鉴于一季度经济下滑速度过快, 二季度货币政策有望继续调整, 预计经济企稳的预期将会逐渐回升。
- **盈利企稳预期强化。**工业企业盈利下滑的冲击因素主要来自于成本上升与需求下降。对于前者而言, 主要表现为主营收入下降速度小于净利润下降速度, 如 2010Q1-2011Q1。对于后者而言, 需求低迷下的主营收入下降速度快于净利润下降速度, 如 2012Q1。我们认为, 成本冲击已开始明显弱化, 国内需求企稳预期之下, 盈利增速企稳预期将会得到强化。因此, 继一季度企业盈利加速下行之后, 二季度市场对盈利滑坡的担忧将会缓解。
- **预期检验、预期修正及新预期的酝酿期。**经济企稳预期、盈利企稳预期为 4 月 A 股反弹提供基本面动力。但是, 综合外围环境、流动性预期以及宏观实证, 4 月以来的反弹与一季度反弹应有显著差异, 至少从反弹延续性上来看应是如此。我们认为, 4 月末的市场走势或已经反应了沪深 300ETF 建仓、银行股的分红以及 QFII 入市的预期, 甚至蕴含了存款准备金率“五一”下调的预期。因此, 5 月将成为检验预期、修正预期及新预期的酝酿时期, A 股市场或将出现冲高回落的拐点。
- **维持二季度以来的市场观点不变。**预计 5 月大盘有望维持震荡格局, 上证综指的主要运行区间在 2200 点-2500 点。我们维持二季度以来的市场看法, 即 A 股市场系统性风险有限, 但向上推动力也明显不足, 大盘将维持区间震荡, 个股将在震荡中分化。有鉴于此, 低估值蓝筹股可攻可守: 经济企稳预期-估值修复预期-低估值蓝筹股具备进攻性; 制度变革力度加大-股票供给压力-低估值蓝筹股体现防御性。不过, 前期持续推荐的变革主题, 我们态度开始谨慎: 预期形成-预期兑现的过程中, 预期易被透支, 主题风险有所加大。
- **风险提示: 制度变革冲击、海外风险上升**

目录

回顾与展望	3
1 经济出现企稳预期	4
1.1 政府项目投资启动	4
1.2 基建投资明显升温	6
1.3 工业增加值的佐证	7
2 预期检验、预期修正以及新预期形成的酝酿期	8
2.1 盈利拐点预期强化	9
2.2 变革冲击-资金对冲	10
2.3 市场趋势与投资机会	11

图表目录

图 1: 政策延续调整	4
图 2: 但狭义货币供给增速并不显著	4
图 3: 信贷规模提升	5
图 4: 但信贷结构并未优化	5
图 5: 票据融资规模提升	5
图 6: 但票据直贴利率下降	5
图 7: 居民存款规模增加	5
图 8: 财政存款大幅下降	5
图 9: 贸易顺差占比下降	6
图 10: 房地产投资与房地产开发资金来源	6
图 11: 房地产投资与商品房销售	6
图 12: 商品房销售的月度比较	6
图 13: 国家预算内资金增速上升	7
图 14: 新开工项目数目回升	7
图 15: 基建投资明显升温	7
图 16: 基建投资或继续向中西部倾斜	7
图 17: 东西部显著分化	8
图 18: 外向型经济遭受冲击	8
图 19: 工业增加值与发电量	8
图 20: 工业增加值与水泥、钢铁产量	8
图 21: 国企盈利与 PPI	9
图 22: 国企盈利与工业增加值	9
图 23: 成本与需求的不同阶段影响	9
图 24: 成本影响弱化	9
图 25: 社保基金新增帐户数与上证综指	10
图 26: 社保基金当年实现收益率与上证涨跌幅	10
图 27: QFII 帐户数滞后资格获批 2-4 个月	10
图 28: QFII 效应或取决于人民币汇率变化	10
图 29: 沪深 300 年内大幅跑赢创业板综指	11
图 30: 新股首发市盈率有继续向下的空间	11
图 31: 沪深 300 成份的股息率	11

回顾与展望

在二季度策略报告《经济观察期，市场在震荡中分化》中，我们提出，在经济进入观察期之后，变革周期将取代经济周期与货币周期，成为市场的主导力量，变革主题将成为 A 股长期的投资主线。

不过，进入 5 月份，外围环境愈发复杂。从美股历史规律来看，“sell in May and walk away” 屡次得到验证，过去两年也不例外。在流动性与业绩的双轮驱动下，本轮道指反弹时间达七个月，反弹幅度近 25%。但是，从前者来看，随着 OT2 的逐步到期，再度量化需要市场调整的配合；从后者来看，一季度经济出现超预期的复苏，预计二季度却难以延续，业绩推动力逐步弱化。

至于欧洲，投资者对荷兰政治危机、法国大选及欧债危机的担忧有所升温，并继续推高欧元区国债收益率，西班牙十年期国债收益率攀升至 6% 的高位。我们认为，德国牵头发起的旨在解决主权债危机的财政紧缩方案，已在欧元区乃至整个欧洲大陆引起强烈的政治反弹，欧元区的增长和竞争力难题仍需要很长时间解决，4 月 PMI 大幅下滑也表明了这一点。

5 月国内流动性预期存在变数。二季度银行清理同业代付转表内，信贷继续扩张难度较大，4 月或难再现单月万亿的新增信贷规模。与此同时，财税上缴进入高峰期，银行间流动性或将趋紧。此外，外汇占款增长进入个位数区间，基础货币投放将受到抑制。因此，流动性格局仍需视政策调整而定，存款准备金率的调整或将阶段性影响流动性预期变化。

除此之外，5 月是宏观经济实证的季节。历年的春节前后，市场憧憬新开工增加带动行业景气度回升，宏观预期演化为股市的季节性上涨。而进入二季度，宏观预期将面临宏观实证的检验，经济数据的不同解读将为 A 股市场增添几许不确定性。在经济企稳预期大范围蔓延的背景下，经济实证一旦出现落空，市场冲击力将会显著放大。

而对于 A 股市场自身而言，制度变革-资金对冲的过程仍将延续。一方面，经济转型-制度红利的逻辑下，政策预期-政策兑现-政策效果的不同阶段，都有望成为 A 股市场的长期投资主线；另一方面，由于制度变革的进程对市场的冲击存在不确定性，引入长期场外资金，有利于弱化负面冲击并保持资本市场的稳定。

综合外围环境、流动性预期以及宏观经济实证，4 月以来的反弹与一季度反弹应有显著差异，至少从反弹延续性上来看应是如此。我们认为，4 月末的市场走势或已经反应了沪深 300ETF 建仓、银行股的分红以及 QFII 入市的预期，甚至蕴含了存款准备金率“五一”下调的预期。因此，5 月 A 股市场将成为检验预期、修正预期并酝酿新预期的拐点期。

我们维持二季度以来的市场看法。A 股市场系统性风险有限，但向上推动力也明显不足，大盘将维持区间震荡，个股将在震荡中分化。有鉴于此，低估值蓝筹股可攻可守：经济企稳预期-估值修复预期-低估值蓝筹股具备进攻性；制度变革力度加大-股票供给压力-低估值蓝筹股体现防御性。不过，前期持续推荐的变革主题，我们态度开始谨慎：预期形成-预期兑现的过程中，预期易被透支，主题风险有所加大。

1 经济出现企稳预期

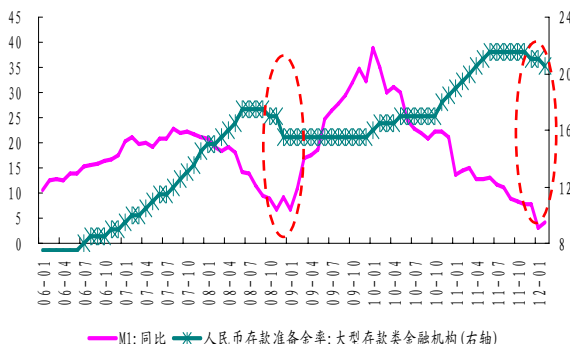
市场对中国经济的长期潜在增速相当一致，但短期看法存在显著分歧。2012 年一季度中国经济出现了加速下滑的走势，明显超出市场的一致预期。因此，2011 年末的出现市场预期遭遇修正，A 股市场也在一季度冲高之后展开持续的震荡。

但是，自 4 月份开始，中国经济开始出现止跌回升预期。无论是财政支出增加、固定资产投资项目数上升、基建投资反弹，还是工业增加值的企稳来看，经济下行的速度将趋于放缓。预计二季度货币政策继续微调，经济下滑动能将被部分对冲，经济止跌企稳的预期仍将延续。

1.1 政府项目投资启动

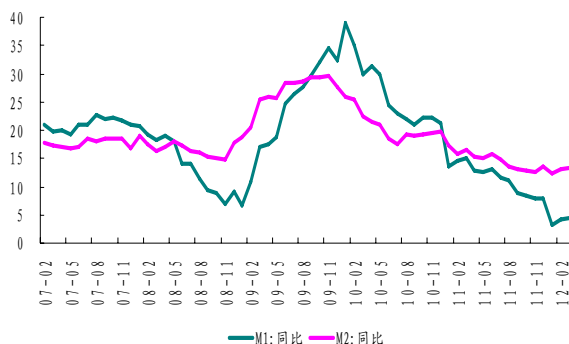
政策延续调整，但对 M1 增速影响并不显著。在政策调整-货币趋松-信贷趋松-实体经济止跌回升的逻辑中，信贷放松对实体经济的支持作用并没有得到体现。虽然存款准备金率连续下调、3 月新增信贷超出市场预期，但 M1 单月同比增速仅为 4.4%，微观企业的活力并未出现明显提升。从刺激需求的角度来看，二季度货币政策仍有继续调整的可能。

图 1：政策延续调整



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 2：但狭义货币供给增速并不显著

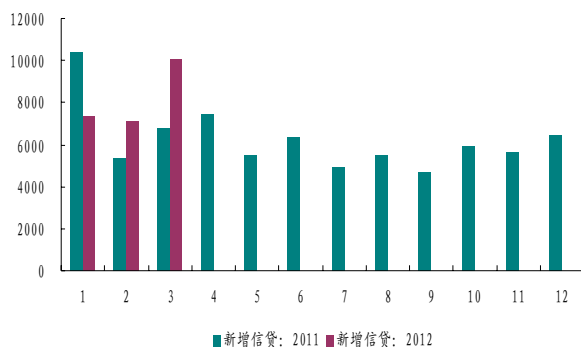


数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

新增信贷规模提升，但中长期贷款占比下降。3 月新增信贷超过 1 万亿元，创下了 14 个月来的新高。但是，中长期贷款仅增加 2700 亿，信贷结构并未得到明显优化，反应出一季度内需的疲软格局。另一方面，今年地方融资平台的展期规模较大，部分信贷并不能构成真实的新增需求，我们认为中长期贷款占比的走向值得下一阶段重点关注。

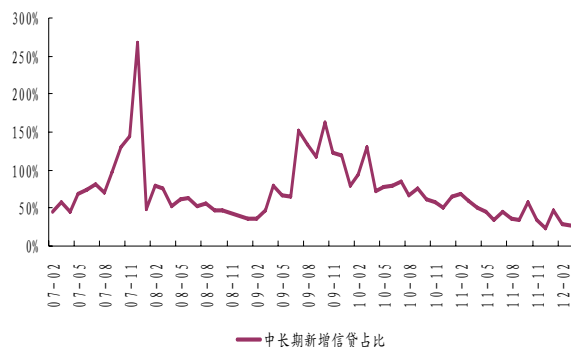
票据融资规模增加，但票据直贴利率继续降低。3 月票据融资规模达到 1389 亿元，为近三年来的新高。票据融资的持续回升，意味着实体经济流动性紧张格局已经出现明显缓解。但是，在一季度国内经济回落的过程中，长三角票据直贴利率继续走低，需求端仍然没有出现明显改善。综合来看，供给端的增加或主要源于价格水平的变化，而不是需求旺盛所致。

图 3: 信贷规模提升



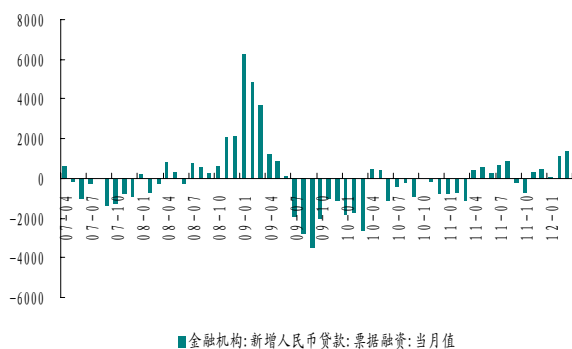
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 4: 但信贷结构并未优化



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 5: 票据融资规模提升



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

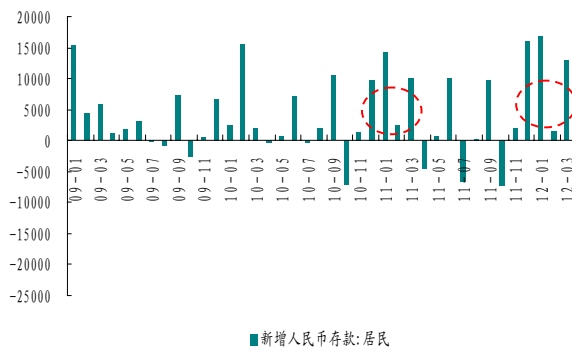
图 6: 但票据直贴利率下降



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

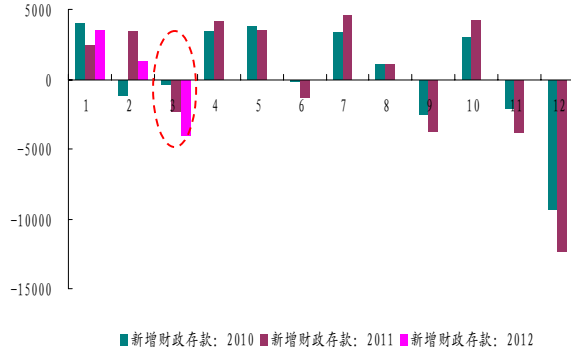
居民存款规模增加，财政存款大幅下降。受理财产品季末拉动以及小微企业扶持力度加大的影响，3月居民存款大幅增加1.3万亿元。值得注意的是，财政存款单月出现明显回落，并超出季节性因素的解释。我们认为财政支出开始增加，这或许是政府投资项目启动的信号。

图 7: 居民存款规模增加



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 8: 财政存款大幅下降



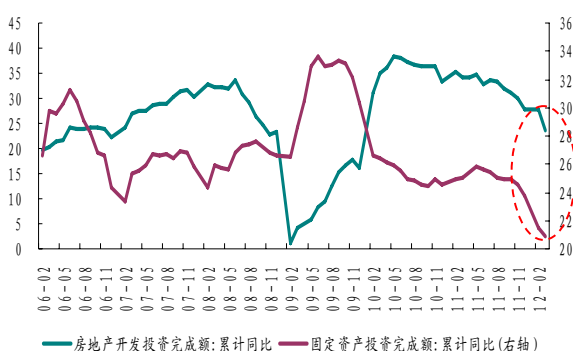
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

1.2 基建投资明显升温

房地产投资增速大幅下降。2012 年一季度固定资产投资增长 20.9%，较去年同期回落 4.1 个百分点；2012 年一季度房地产开发投资增长 23.5%，较去年同期下降 10.6 个百分点。相对于固定资产投资而言，房地产投资增速下滑的速度更快。

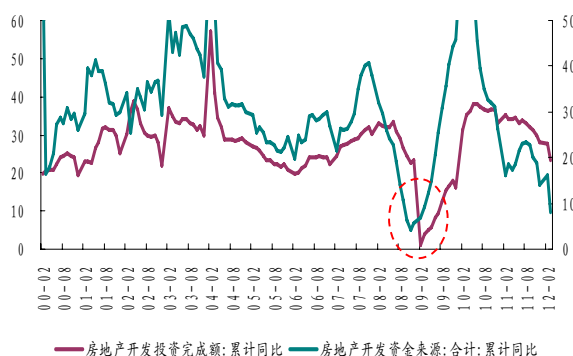
短期房地产投资增长拐点难现。某种程度上来看，国内保障房建设进度或能部分对冲地产投资下滑的负面影响，但难改其回落趋势。从房地产开发投资资金来源、商品房月度销售、全国 300 城市的土地成交量以及房地产信托到期规模来看，我们倾向于认为开发商扩大投资的意愿不足，短期地产投资回升的可能性有限。

图 9：贸易顺差占比下降



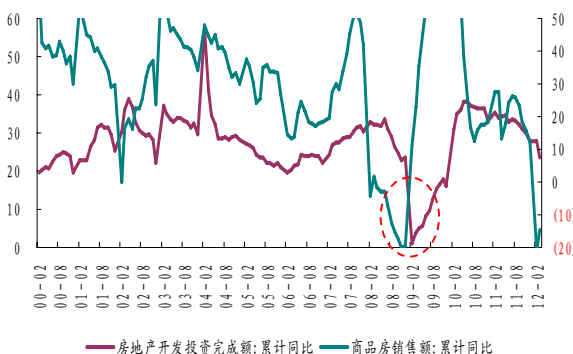
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 10：房地产投资与房地产开发资金来源



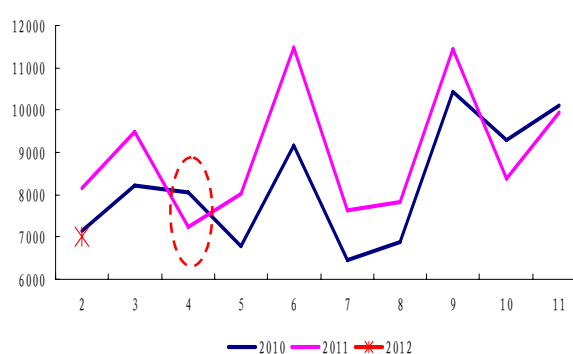
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 11：房地产投资与商品房销售



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 12：商品房销售的月度比较



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

国家预算内资金增速同比回升。与财政存款变化相一致的是，国家预算内资金同比增速在 3 月份明显上升。另一方面，国内贷款增速有所滞后，但同比拐点也开始出现，这意味着政府投资占据主导，验证了政府投资项目已经开始启动。

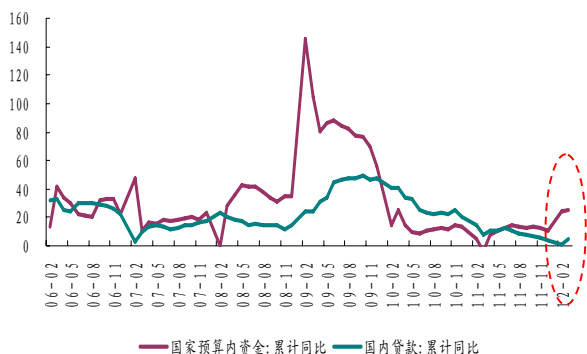
固定资产本年度新开工项目数增加。随着中央资金、银行信贷的逐步到

位，新开工项目相对去年同期出现正增长。截止3月末，固定资产投资本年新开工数比去年累计增加8516个，一改2010年中期以来的负增长局面。我们认为新开工项目数的上升，将有利于固定资产投资增速的止跌企稳。

基建投资明显升温。相对于制造业投资下滑而言，基建投资已经出现回升的拐点。分行业来看，水利、交通运输以及公用事业类的固定资产投资增速出现明显反弹。我们预计随着财政支出力度的加大以及新开工项目的启动，下一阶段基建投资将有效对冲地产投资、制造业投资的负面影响。

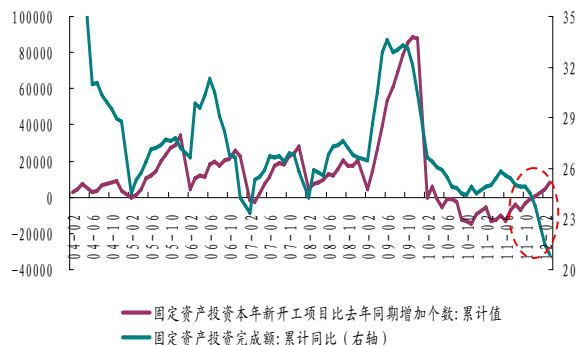
预计基建投资继续向中西部倾斜。从投资区域来看，中西部投资下滑的速度远低于东部。我们预计基建投资将继续向中西部倾斜：一方面，产业转移的进程应在延续，中西部投资潜力仍有待继续挖掘。另一方面，从上一轮的投资刺激的路径来看，西部率先，中部随后，最后是东部。

图 13：国家预算内资金增速上升



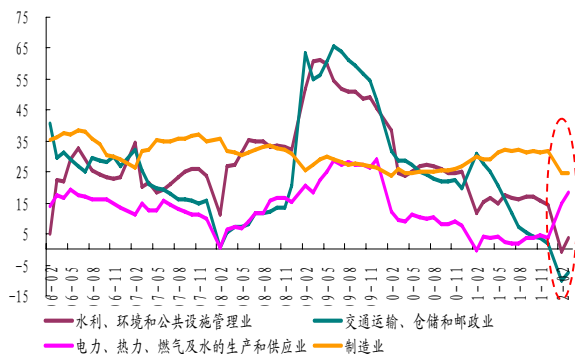
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 14：新开工项目数目回升



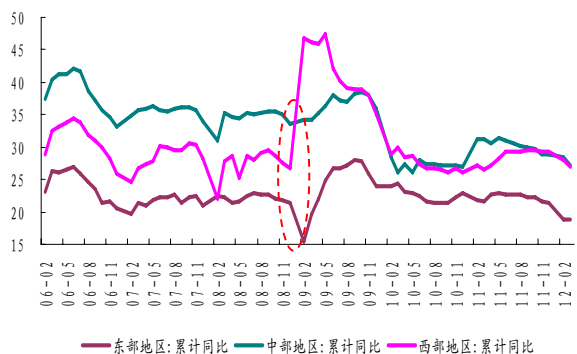
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 15：基建投资明显升温



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 16：基建投资或继续向中西部倾斜



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

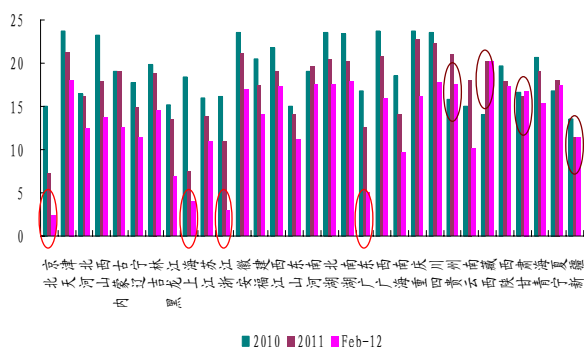
1.3 工业增加值的佐证

区域来看，东西部显著分化。东部来看，北京、上海、广东以及浙江的工业增加值出现快速回落，幅度远高于全国平均水平。以广东为例，外向型经济在经济调整中遭受了巨大冲击。不过，从西部来看，贵州、甘肃、西藏

以及新疆等省份的工业增加值并未受到经济下滑影响，工业表现仍然强劲。我们认为在产业转移的进程中，中西部的发展为中国经济下滑提供了缓冲空间。

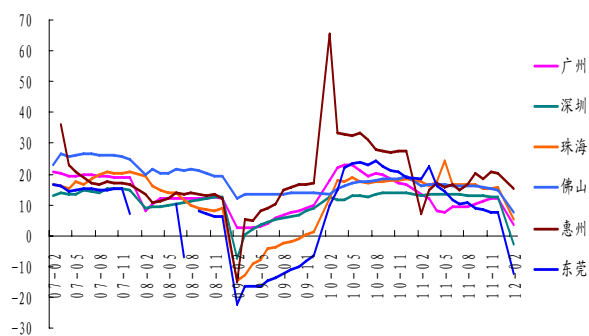
行业来看，工业增加值或将趋稳。从影响因素来看，发电量、粗钢产量以及水泥产量同比增速出现拐点，工业增加值呈现企稳迹象。此外，PMI 指标已经连续四个月回升，预示季节调整的工业增加值环比或将继续反弹。综合来看，工业增加值的变化有利于企业盈利的回暖，二季度上市公司盈利增速有望出现拐点。

图 17：东西部显著分化



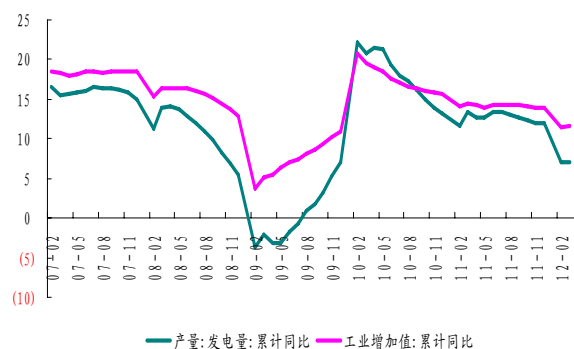
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 18：外向型经济遭受冲击



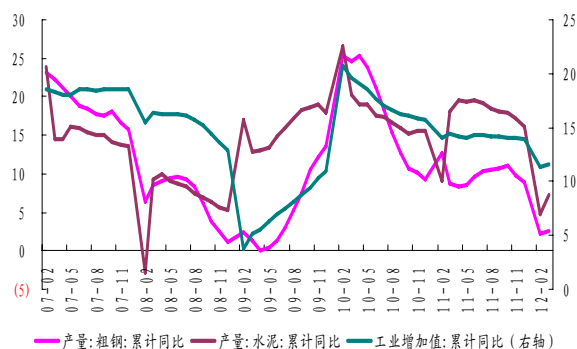
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 19：工业增加值与发电量



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 20：工业增加值与水泥、钢铁产量



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2 预期检验、预期修正及新预期形成

国内经济出现企稳预期，盈利拐点预期强化，市场普遍预计二季度上市公司盈利增速将出现拐点。在季报与中报的业绩真空期，市场对基本面的担忧有所缓解，流动性预期将决定市场的方向。在海外因素与宏观变局之外，流动性预期若出现弱化，市场将在震荡后回落；流动性预期若继续强化，市场的反弹将趋于延续。

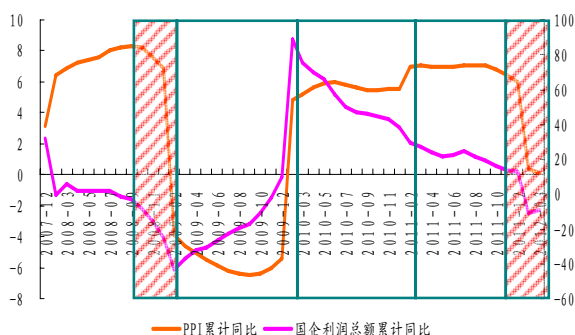
我们预计市场处于预期检验、预期修正及新预期酝酿形成阶段。该阶段的典型特征是基本面的冲击逐步淡化，但流动性预期主导的行情未形成，市场或将呈现出窄幅震荡格局。对于短期 A 股市场而言，流动性预期与市场制度变革进程高度相关，我们认为制度变革-资金对冲的博弈将对应市场窄幅波动的上下区间，为技术派投资者提供阶段性的套利机会，也为短线投资者提供了大量的主题机会。

2.1 盈利拐点预期强化

盈利下滑速度趋缓。2012 年 1-2 月，PPI 与工业增加值的“双杀”下，企业盈利出现加速回落，类似于 2008 年的四季度。不过，2012 年 3 月 PPI 与工业增加值下降的速度明显趋缓，这意味着二季度国内企业的盈利增长有望出现同比的拐点。

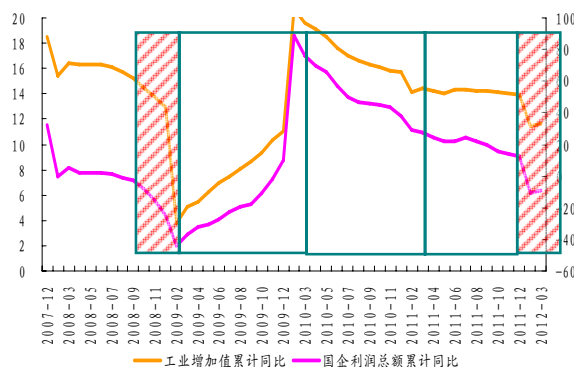
影响盈利的正面因素。2010Q1-2011Q1，工业盈利增速下滑主要来自于成本冲击，表现为主营收入下降速度<净利润下降速度；2012Q1-，工业盈利增速下滑主要来自于需求低迷，表现为主营收入下降速度>净利润下降速度。我们认为，成本冲击已开始明显弱化，国内需求企稳预期之下，盈利增速企稳预期将会得到强化。因此，继一季度企业盈利加速下行之后，二季度市场对盈利滑坡的担忧将会缓解。

图 21：国企盈利与 PPI



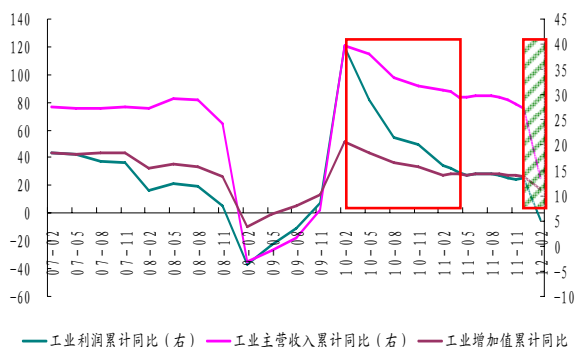
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 22：国企盈利与工业增加值



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 23：成本与需求的不同阶段影响



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 24：成本影响显著弱化



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2.2 变革冲击-资金对冲

经济转型是目的，制度变革是手段。从宏观层面来看，中国长期潜在增长速度下降，并带动长期货币供应速度放缓，结构性改革将加速推进。二季度经济逐步企稳，政策存在微调空间，经济周期与货币周期对市场的影响力在减弱，变革周期在主导市场。我们认为通过制度变革，逐步释放制度红利，将有利于国内经济的成功转型。政策预期-政策兑现-政策效果的不同阶段，都有望成为 A 股市场的阶段投资主线。

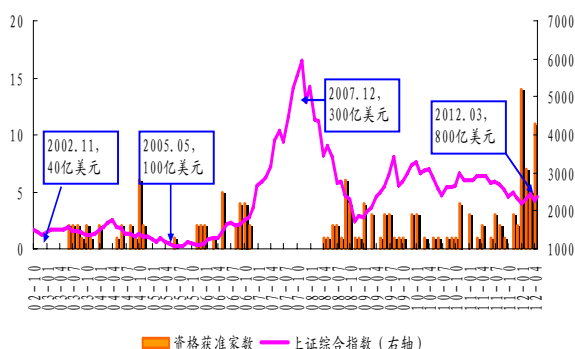
制度变革是目的，资金对冲是手段。对于 A 股市场而言，制度变革无疑将影响市场微观结构，并带来投资者投资方式与投资理念的变化。由于制度变革的进程对市场的冲击存在不确定性，引入长期场外资金，有利于弱化负面冲击并保持资本市场的稳定。例如，新股发行制度改革影响新股发行节奏与发行价格，或对高估题材带来结构性风险，并影响整体市场的活跃度。但是，长线资金如养老金、QFII（境外合格机构投资者）的入市又会刺激市场情绪升温，并带动流动性改善预期，从而实现有效对冲。

图 25：社保基金新增帐户数与上证综指



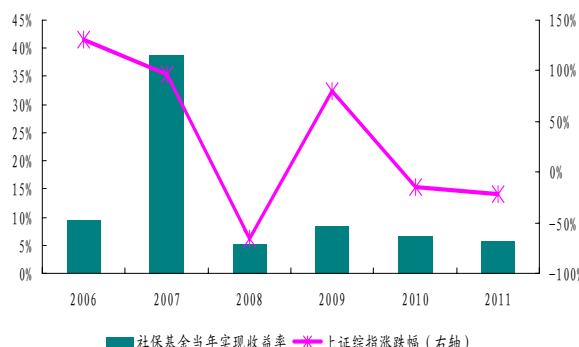
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 27：QFII 帐户数滞后资格获批 2-4 个月



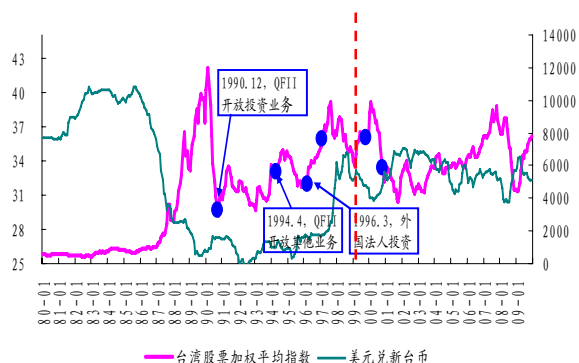
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 26：社保基金当年实现收益率与上证涨跌幅



数据来源：中原证券研究所整理

图 28：QFII 效应或取决于人民币汇率变化



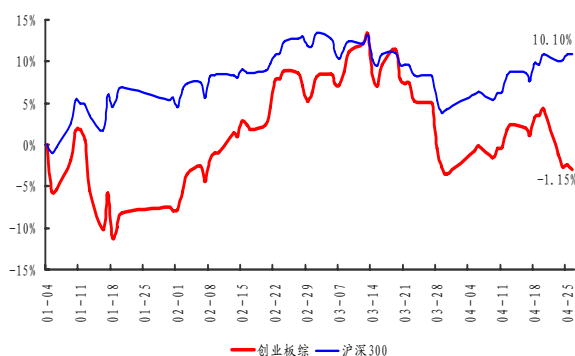
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2.3 市场趋势与投资机会

5 月上证综指运行区间：2200 点-2500 点。经济企稳预期、盈利企稳预期为 4 月 A 股反弹提供基本面动力。4 月末的市场走势或已经反应了沪深 300ETF 建仓、银行股的分红以及 QFII 入市的预期，甚至蕴含了存款准备金率“五一”下调的预期。因此，5 月 A 股市场将成为检验预期、修正预期并酝酿新预期的拐点期，大盘或将出现冲高回落后的拐点。预计 5 月大盘有望处于震荡格局，上证综指的主要运行区间在 2200 点-2500 点。

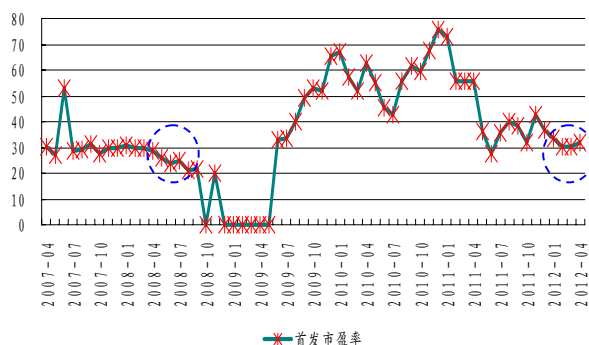
维持二季度以来的市场看法。A 股市场系统性风险有限，但向上推动力也明显不足，大盘将维持区间震荡，个股将在震荡中分化。有鉴于此，低估值蓝筹股可攻可守：经济企稳预期-估值修复预期-低估值蓝筹股具备进攻性；制度变革力度加大-股票供给压力-低估值蓝筹股体现防御性。5 月我们推荐蓝筹板块中的交通运输、电力以及银行板块。不过，前期持续推荐的变革主题，我们态度开始谨慎：预期形成-预期兑现的过程中，预期易被透支，主题风险有所加大。

图 29：沪深 300 年内大幅跑赢创业板综指



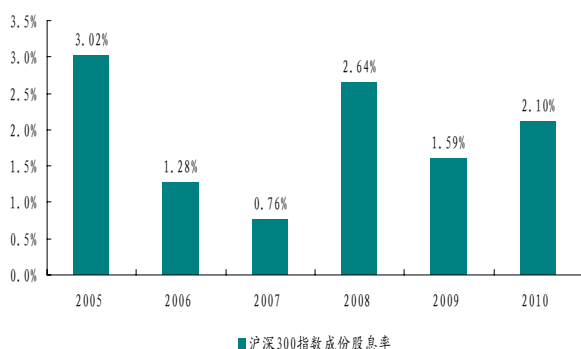
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 30：新股首发市盈率有继续向下的空间



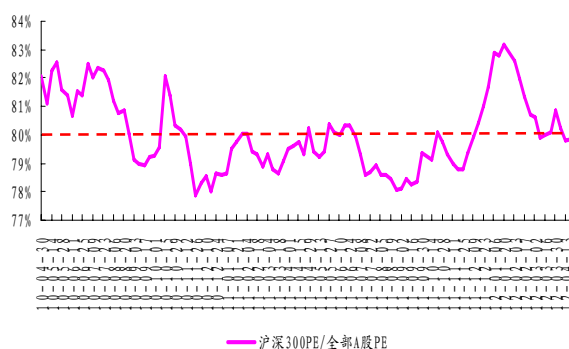
数据来源：中原证券研究所整理

图 31：沪深 300 成份的股息率



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 32：沪深 300 成份的相对 PE



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。