

证券市场改革推进、股指上行中期待经济政策持续回暖

A 股周策略报告

2012 年 5 月 2 日

主要观点:

- **市场运行逻辑：经济面缺乏亮点、股指在震荡中化解分歧**
- 四月制造业 PMI 延续第五个月出现回升，经济呈现低位企稳迹象。PMI 指数回升的推动因素更多是受到流动性改善、信贷投放等货币供给层面的结果，经济自身的需求拉动因素并不明显，因此，如果需求端维持当前的低迷状态，资金推动下的经济恢复力度有限。从 PMI 连续回升看，经济在二季度形成底部的可能性较高，但未来回升的力度仍存在不确定性。
- 由于经济政策以及市场改革等方面都存在诸多不确定性，投资者多空分歧以及资金配置差异在市场的大幅波动中得到快速释放，市场走势不仅增强做多信心，同时也表明当前做空个股的成本和风险仍然存在。
- **证券市场改革推进中，市场以价值回归为主**
- 证券市场改革快速推进过程中，既有先前创业板退市制度的发布，也有近期主板退市制度改革的出现，此外，交易过程中的税费政策改革也得到快速落实，表明当前证券市场不同层面的改革在快速推进过程中。在此过程中，仍以引导价值投资理念为主，对场内低估值蓝筹股更是有利因素。
- 上市公司业绩结构性差异促成市场价值回归为主，中小盘整体业绩仍处于回落过程中，在当前估值溢价较高的背景下，小盘股仍受到估值的压力。
- **短期股指运行及投资策略：市场政策推动下期待基本面向好，股指考验压力区上限**
- 市场在连续上涨以及在此过程中的大幅波动，股指在 2400 点附近形成均衡态势，而前期金融改革、券商等板块也出现调整，市场的热点并未向周期性行业过渡，表明投资者谨慎情绪以及对经济走势的分歧。在政策因素推动下，股指仍有上涨动力，在震荡上行的过程中期待经济层面更多积极信息的出现，由于目前市场主要受到政策层面的因素推动，因此在基本面未有明确改善时，前期高点上证 2450 点附近仍有较大压力。
- 投资选择上，经济层面的改善需要市场资金的支持，在资金对经济构成推动因素的情况下，市场也将延续流动性向好的主线，有利于上游资源类（煤炭、有色）产品的活跃，同时市场有望在价值挖掘中向周期性蓝筹股倾斜，例如近期涨幅相对较小的工程机械、建筑建材等，其中部分市值适中的蓝筹股仍存在补涨的需求。在市场分化过程中，以价值投资为基础，重在行业以及个股的配置，对概念性个股的炒作不宜追涨。

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：宽幅震荡，保持强势

上周股指整体上宽幅震荡，保持了相对强势，尤其是周二市场出现大幅波动。周一股指高位回落，但市场出现分化，创业板受退市制度的出台，整体大幅下挫，多只个股跌停，尤其是出现亏损的创业板公司，而郭树清主席在广东调研时表示，证监会将研究B股公司发展问题，促成B股的大涨，此外，央行表示利率市场化改革条件已具备，贷款利率可先行，市场出现调整但金融改革以及高铁概念股仍然活跃。周二，股指出现大幅波动，早盘受外围市场下跌影响出现低开，而后在银行、地产带动下出现快速反弹，但是股指的上涨并未带动市场更多热点的出现，反而导致投资者谨慎情绪出现，伴随创业板的持续弱势，市场出现快速下跌，上证综指下探至2350点附近，但午后地产、金融等板块再次发力，带动市场整体出现反弹，上证综指收盘时出现微涨，市场的先跌后涨，以及在此过程中下跌的放量，而上涨成交量较为温和的情况看，一方面，快速释放了场内做空动能，另一方面，有利于增强市场的做多信心，同时市场走势表明了当前做空个股的成本和风险仍然存在。从全球以及国内经济走势对市场资金多空方向的选择，到国内经济区域性热点的分散，以及市场层面的制度因素导致了市场资金的快速流动，市场复杂因素的积聚和爆发，导致了股指短期内的分歧加大，并表现为股指的大幅波动，而市场短期内的大幅波动有利于化解市场分歧。股指在大幅波动后，市场的谨慎情绪明显提升，股指后半周也主要是高位的窄幅波动。消息面上，温州金改方案实施细则获通过、横琴金融创新大幕拉开，拟建股权投资基金集聚地；人社部表示，抓紧制定养老金投资运营管理办法；外贸十二五规划等，市场窄幅调整但热点出现轮动，在美国议息会议后，维持当前的超低利率政策，同时对市场预期的QE3也未作否认，而国内存款准备金率下调预期仍然存在，资金推动型的有色、煤炭板块出现上涨，尤其是铝业板块，受到印尼铝土矿禁运等因素影响出现大幅上涨，同时新能源汽车板块也频频表现，而包括金融改革、券商等前期热点板块也出现阶段性调整。

图 1、各版块连续两周涨跌幅

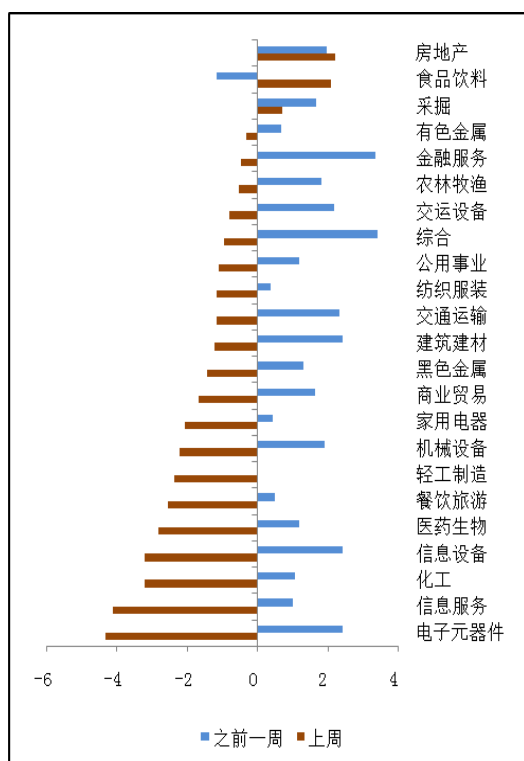
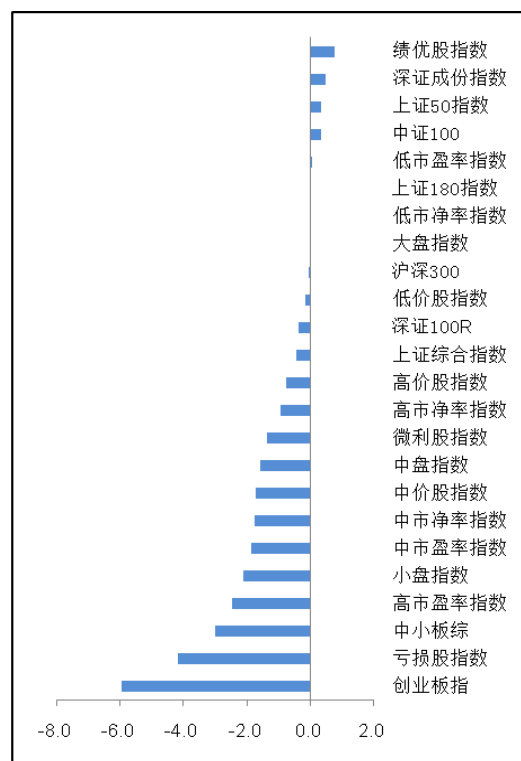


图 2、市场风格指数一周表现



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

截止上周五收盘，上证综指收于 2396.32 点，上周累计小幅下跌 0.44%，深成指累积上涨 0.49%，创业板出现大幅下跌，创业板指跌 5.98%。盘面上，市场出现风格分化，食品饮料、地产、采掘板块领涨，有色、金融板块保持相对强势，电子元器件、信息服务、化工、信息设备以及医药等板块均表现较弱，市场分化较为明显。从市场风格上看，创业板、中小板出现明显下跌，亏损、小盘股、高市盈率指数跌幅明显，而绩优股、上证 50 等指数出现小幅上涨，在经济回落以及小盘股业绩压力下，市场更偏好于业绩相对稳定、估值较为合理的蓝筹股。

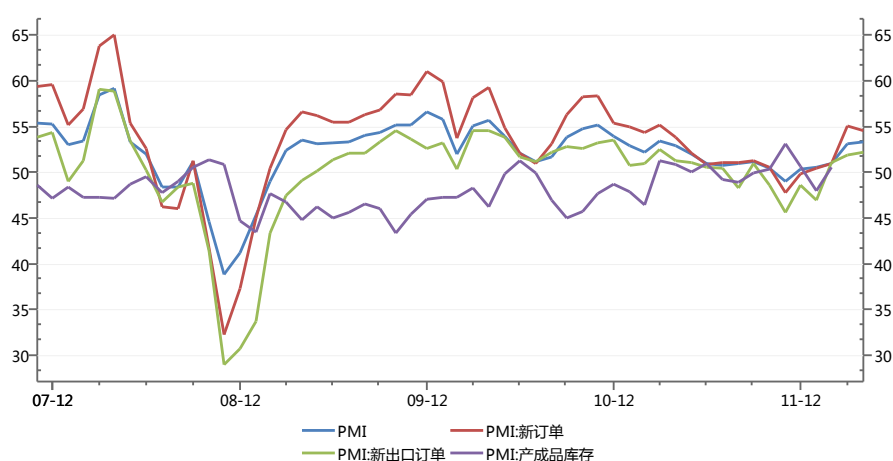
二、市场运行逻辑：经济面缺乏亮点、股指在震荡中化解分歧

2.1、PMI 延续回升、新订单与产成品库存回落

四月中国制造业 PMI 为 53.3%，这已经是该数据连续第五个月的回升，但是也存在一定的结构性问题，新订单以及采购量指数的回落表明经济回升的延续性仍存在不确定性，此外，新出口订单指数的回升表明对外贸易正处于逐步恢复阶段，产成品库存指数继续回落表明当前的企业去库存动力仍然存在。PMI 指数回升的推动因素更多是受到流动性改善、信贷投放等货币供给层面的结果，经济的回升也是以货币供给的推动为主，经济自身的需求拉动因素并不明显，因此，如果需求端维持当前的低迷状态，资金推动下的经济恢复力度有限。从 PMI 指数连续回升看，经济在二季度形成底部的可能性较高，但未来回升的力度仍存在不确定性。

从德国、日本以及欧洲等经济体的 PMI 走势看，发达经济体多以回落为主，外围经济体的波动性直接影响到国内的出口需求，对外贸易的不稳定性仍然存在。

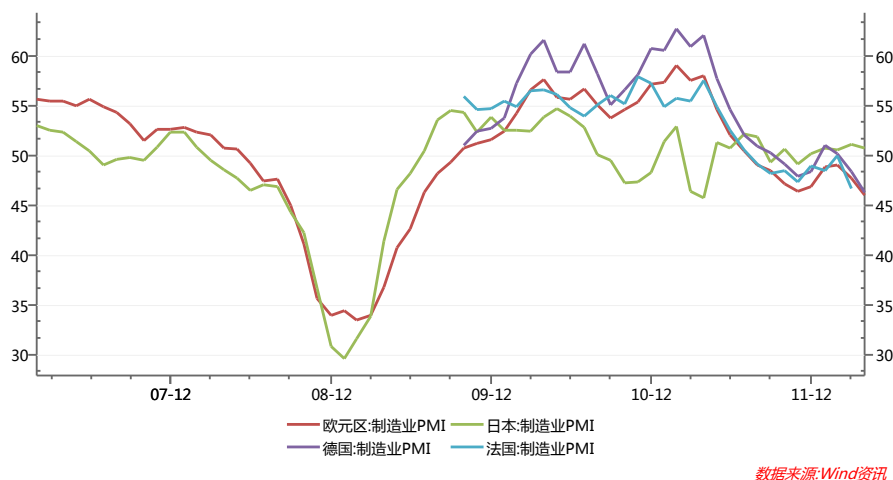
图 3、PMI 指数及部分分项走势



数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND，东北证券

图 4、发达经济体四月制造业 PMI 多以回落为主



数据来源: WIND, 东北证券

2.2、股指在大幅波动中化解市场以及经济层面的分歧

由于经济层面的不确定性，导致了投资者对当前市场整体走势的分歧，即在市场层面表现出多空双方的分歧，而这一不确定性既有国内的因素也有国际的因素：一方面，欧元区仍然受到债务危机的困扰，西班牙债务的规模较大，而近期国债收益率的大幅攀升，导致市场对其担忧上升，而实际上，在债务危机的影响下，欧元区整体的经济回落亦不可避免，失业率的攀升、经济的回落、需求下降也在一定程度上影响了我国对外贸易景气度。除经济层面因素外，法国大选对市场也存在不确定性影响，由于执政理念上的差异以及选举走势的扑朔迷离，导致了市场对未来法国政策以及欧元区前途的担忧，上周欧洲市场的下跌对国内市场的影响既有此原因；另一方面，国内经济回落过程中，逆周期政策出台的时间、力度也具有较大不确定性。

在市场内部，受市场改革因素的推动，资金在成长股与价值股之间的选择导致市场内部走势的分化。尤其是创业板退市制度的确定导致了创业板整体的持续弱势，而相比较而言，低估值蓝筹股整体表现相对较好。此外，金融领域内的改革影响不一，既有深圳、温州的金融改革，也有银行的利率市场化改革，市场改革领域和影响的差异，导致市场结构性热点的巨大分化，在逆周期政策方面，既有高铁建设的恢复、也有交通建设的再规划，以及区域经济的局部利好，政策的导向导致了市场热点的持续发酵。

从全球以及国内经济走势对市场资金多空方向的选择，到国内经济区域性热点的分散，以及市场层面的制度因素导致了市场资金的快速流动，市场复杂因素的积聚和爆发，导致了市场分歧的集中释放，并表现为股指的大幅波动，而市场在经历这种大幅波动后，有力的化解了市场分歧。在市场波动中，既可以快速释放场内做空动能，又有利于增强市场的做多信心，同时市场走势表明了当前做空个股的成本和风险仍然存在。在上周二股指大幅波动后，在后半周走势中，市场以高位窄幅波动为主。

三、证券市场改革推进中，市场以价值回归为主

3.1、证券市场制度建设与税费改革加速推进

继上周(4月20日)创业板退市制度推出后,29日上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案(征求意见稿)》和《关于改进和完善主板、中小企业板上市公司退市制度的方案(征求意见稿)》,向社会公开征求意见。

根据新方案,上交所上市公司新增了8条退市条件:分别是关于净资产和营业收入的退市条件、关于非标准审计意见的退市条件、关于股票成交量和股票成交价格的退市条件。为遏制上市公司暂停上市后通过各种方式规避退市,深交所拟完善上市公司恢复上市的审核标准,参照首次公开发行和再融资的计算方法,以扣除非经常性损益前后的净利润孰低作为盈利判断标准。同时,上市公司暂停上市后,其最近一个会计年度财务会计报告被会计师事务所出具否定意见、无法表示意见的审计报告的,其股票应终止上市,深交所将不受理其恢复上市申请。

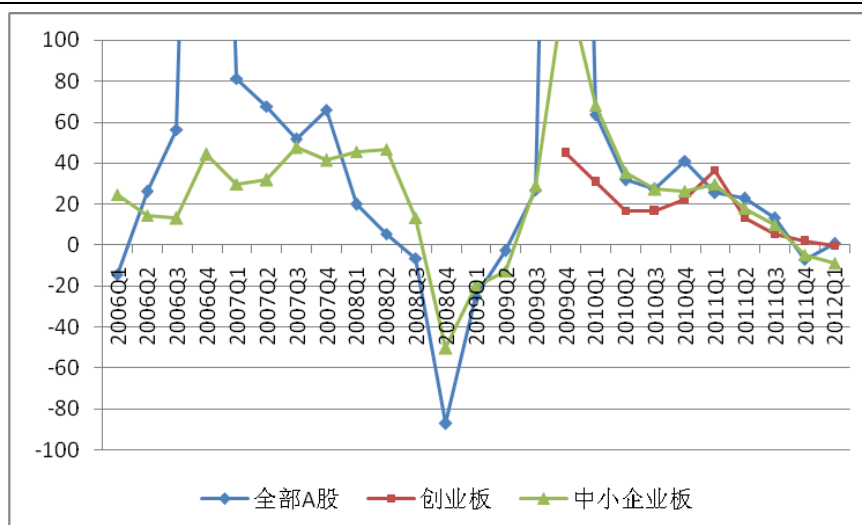
上市公司退市制度的完善,是我国证券市场改革改革推进的重要方面,有助于引导市场价值投资理念,提高资源配置效率,避免市场资金对壳概念的非理性炒作,提升当前市场蓝筹股的投资吸引力,同时对上市公司而言,有助于其将更多的精力投入在公司的经营管理上,而非单纯的资本运作上。对投资者而言,更需要对上市公司的投资价值进行深入分析,引导投资者回归价值投资理念。

在证券市场制度推进的过程中,证券期货产品交易的税费改革也在有序推进,根据证监会披露信息显示:国内4家期货交易所宣布降低所有期货交易品种的手续费标准,各品种降费比例从12.5%到50%不等,期货交易所手续费水平整体下降30%左右。同时表示,有关降低股票交易费用,减少股票交易成本的事宜,有关部门正在研究和审核之中,4月30日,沪深交易所和中登公司宣布,降低A股交易的相关收费标准。调整后,沪深证券交易所的A股交易经手费将按照成交金额的0.087%双向收取。由此可见,证券市场内的改革近期实现,有助于增强投资者信心、提升市场活跃度。

3.2、市场仍将继续价值回归进程

从上市公司业绩走势看,全部A股上市公司归属母公司净利润单季度增速在金融板块的业绩带动下,2012年第一季度出现同比小幅正增长,但是创业板以及中小板业绩仍在回落,但下降幅度有所收窄,小盘股的业绩增速虽有改善,但同比负增长的业绩推升了板块整体估值中枢,中小盘个股的业绩压力仍然存在。

图5、上市公司净利润增速走势



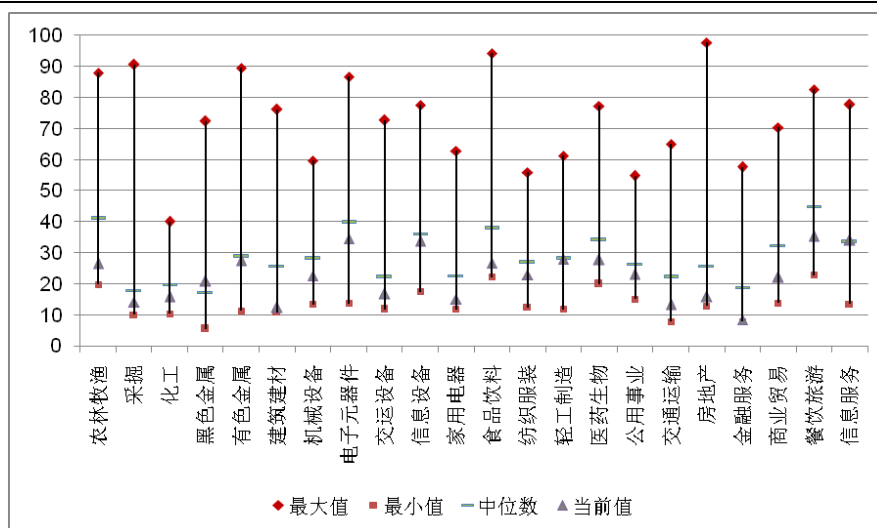
数据来源：WIND，东北证券

表 1、单季度归属母公司股东净利润具体增速

季度时间	全部 A 股	创业板	中小企业板
2012 第一季度	0.66	-0.37	-8.62
2011 第四季度	-6.9	1.72	-4.81
2011 第三季度	13.11	5.06	9.88
2011 第二季度	22.7	13.2	17.8
2011 第一季度	25.44	36.36	29.8
2010 第四季度	41.15	22.08	26.48
2010 第三季度	27.15	16.42	27.17
2010 第一季度	63.36	30.5	68.34
2010 第二季度	31.65	16.8	35.51

数据来源：WIND，东北证券

图 6、各行业估值纵向比较



数据来源：WIND，东北证券

四、短期股指运行及投资策略：市场政策推动下期待基本面向好，股指考验压力区上限

五一假期期间，市场政策面消息较多，既有退市方案公布也有减少交易费用的政策出现，市场政策面较为积极，退市制度对于绩差股以及 ST 板块等构成不利影响，而交易费用改革对券商以及市场整体都是利好消息，但此次税费减少的幅度有限，对市场交易中的核心项目如印花税等并未涉及，但是对市场尤其个人投资者情绪形成较大推动。而外围市场方面，欧美股市也多以上涨为主，国际环境也较为温和。

股指在经历上周的大幅波动后，市场分歧得到释放，高位窄幅震荡需要外部因素推动，在经济层面尚无显著亮点之时，证券市场层面的改革或将成为市场的推动因素，但政策层面的因素较经济基本面的推动力度相对较弱，股指受政策因素推动后有延续向上的动力，但仍需要经济基本面改善配合，或者经济推动因素的支持，包括信贷、投资增速等方面数据的恢复。

从投资策略角度看，市场在连续上涨以及在此过程中的大幅波动，上证综指在 2400 点附近形成均衡态势，而前期金融改革、高铁、券商等市场热点也出现阶段性调整迹象，市场的热点并未向经济基本面相关的周期性行业蔓延，表明当前投资者参与的热情仍然较为谨慎，对经济走势的仍然存在较大分歧，也制约了市场的上涨空间。在市场政策因素推动下，股指仍有一定的上涨动力，在震荡上行的过程中期待经济层面更多积极信息的出现，由于目前市场主要受到政策层面的因素推动，因此在基本面未有明确改善时，前期高点上证 2450 点附近仍有较大压力。

从投资选择上看，经济层面的改善需要市场资金的支持，在资金对经济构成推动因素的情况下，市场也将延续流动性向好的主线，有利于上游资源类（煤炭、有色）产品的活跃，同时市场有望在价值挖掘中向周期性蓝筹股倾斜，例如近期涨幅相对较小的工程机械、建筑建材等行业，其中部分市值适中的蓝筹股仍存在补涨的需求。在市场分化过程中，以价值投资为基础，重在行业以及个股的配置，对概念性个股的炒作不宜追涨。

表 2、近年来五一假期前后收益率对比

年份	五一劳动节前 3 日收益率	五一劳动节后 3 日收益率
2012	0.31%	——
2011	-0.93%	-1.34%
2010	-1.28%	-4.56%
2009	3.00%	4.64%
2008	3.80%	-3.09%
2007	2.60%	5.43%
2006	2.89%	7.32%
2005	-0.53%	-3.01%
2004	-1.01%	0.51%
2003	2.31%	0.10%
2002	3.21%	-1.77%
2001	0.00%	1.33%
2000	0.16%	-4.55%

数据来源：WIND，东北证券

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。