

政策效应需要时间累积、市场信心孕育改善机会

- 本次降息之后，市场继续呈现出资金价格和信用利差回落的现象，这一点要好于 2008 年末金融危机时候降息过程中信用利差不降反升的格局；显示经济回落的担忧依然是适度而非失控。
- 周末数据显示，工业产出、投资以及进出口数据虽然依然低迷，但大体持平与市场预期，进出口数据方面甚至要好于市场预期；这些经济数据佐证了经济回落的风险、但也表明目前的回落还是相对有序的，同时 CPI 快速回落至 3%、PPI 也回落至-1.4%，物价的回落为政策实施提供了更大的空间。
- 市场因素看，中小板对上证 180 的估值溢价已经逼近 3 倍，以及煤炭水泥等传统周期及权重股相对医药食品的成交量比值近期在市场的回落过程中反而有所企稳回升来看，下周有酝酿指数反弹、权重脉冲的机会。
- 另外，从 A 股每周新增开户数的规模来看，目前持续在 10 万户左右，增量资金明显不足；但是，近期有企稳迹象、继续回落的空间不大。结合净减持规模以及未来的解禁规模来看，当下一段时间的市场环境相对还是好的。
- 从央行非对称降息的导向对企业盈利在银行和非银行之间转换的考量，以及降息蕴含的政策作为、并进而带动资金及风险偏好的影响，可能的效应在百点左右。虽然上周五 A 股市场未能扭转 5 月中旬以来的下跌态势，但结合对估值分布、存量资金结构以及降息后资金及股权市场和外围市场的情况，笔者维持之前的判断，当下市场孕育反弹的概率在增大而非减少。
- 操作上，以市场短期不创新低(数月内)、孕育百点反弹为逻辑，逢低吸纳；布局于铁路基建、水泥、机械、汽车、轮胎以及非银行金融等板块；并注意波段操作。

相关报告

《股指调整中关注政策面的进一步明确—A 股周策略 20120604》

2012-6-04

《每日市场研判：经济幻像、股市梦幻--20120522》

2012-5-31

《经济回落压力有望缓解，股指调整空间有限—A 股周策略 20120528》

2012-5-28

证券分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

(021)20361167 shenzy@nesc.cn

目 录

1. 上周市场回顾中看股市内在演绎特点	3
1.1. 创年内最大周跌幅，板块偏于防御.....	3
1.2. 经济数据大致符合预期，存量博弈中孕育适度反弹.....	4
2. 从估值结构看短期存在权重脉冲、指数反弹的机会.....	5
3. 市场依然偏重于存量资金博弈，但短线有企稳要求.....	7
4. 本轮降息情景要好于 2008 年降息周期	9
5. 市场运行及投资策略	11

表 1: 上周电力环保微涨、其余板块均显著回落，周期股领跌.....	3
表 2: 除环保、涉矿等个股强势外，多数个股回落，且海工、林业等主题有退潮显著	3
表 3: CPI 超预期回落、产出等数据符合预期式的回落	4
图 1: 中小板对上证 180 估值溢价再度逼近 3 倍，需要风格的适度修正.....	6
图 2: 从成交额配比看，权重周期有再度阶段性回升的要求	6
表 4: 银行、石油、券商、保险、建筑、电气电力、港口等板块 PB 估值显著低于 2008 年	6
图 3: 开户数持续低位、但有止跌回升要求.....	8
图 4: 相对于下半年尤其是 4 季度，6 月的解禁规模是未来 6 个月中的低位	8
图 5: 产业资金 6 月份净减持规模环比将有回落，但减持方向未变.....	9
表 5: 5 月份以来重要股东累积净增持超过 100 万的个股列表.....	9
表 6: 年内首次降息、未能改变市场回落格局，但好于 2008 年首次降息历史.....	10
图 6: 本次降息后信用利差继续回落、有别于 2008 年.....	10
图 7: 资金价格伴随着物价的回落、预期还将回落.....	11
图 8: 工业产出和企业盈利回落、但要好于 2008 年失速跳水的情景	11

1. 上周市场回顾中看股市内在演绎特点

1.1. 创年内最大周跌幅，板块偏于防御

上周市场连续下挫，途中虽然有海外市场的强势反弹、国内首次降息等信息刺激，但市场整体没有改变5月中旬以来震荡下行的态势。相反，本周跌幅创出今年以来的最大周跌幅，上证指数回落3.87%、大于3月末的3.7%。

市场羸弱，防御性特征较为显著。电力、环保等公用事业相对活跃，医药、景点、橡胶、服装等板块相对抗跌；而前期主题特征明显及周期性较强的物流、多元金融、建材、煤炭等板块，继续受制于经济回落的压力，表现远落后于大盘。

个股方面，除少数强势股如巴安水务、科力远、长青集团等环保、涉矿、收购等主题个股有所活跃外，多数个股表现弱势，如江钻股份、宜华木业、华鼎锦纶、彩虹股份等个股前期受益于海工、林地资源、高送转除权等概念，在市场调整格局中也难以幸免。

表 1: 上周电力环保微涨、其余板块均显著回落，周期股领跌

板块名称	上周涨跌幅	市盈率	市净率	总市值
SW 电力	1.65	27	1.71	5780.01
SW 环保工程及服务 II	1.62	40.07	3.59	551.16
SW 中药 II	-0.36	32.9	4.32	3688.17
SW 航空运输 II	-0.66	11.77	1.73	1436.18
SW 医疗服务 II	-0.81	53.75	7.24	150.35
SW 化学制药	-1.23	29.79	3.13	3123.94
SW 计算机设备 II	-1.24	42.17	3.27	1907.72
SW 橡胶	-1.64	36.51	2.77	459.64
SW 景点	-1.98	31.36	3.69	284.24
SW 服装家纺	-2.01	21.91	2.76	2052.61
板块名称	上周涨跌幅	市盈率	市净率	总市值
SW 化学原料	-6.07	67.68	2	810.97
SW 金属非金属新材料	-6.12	37.07	4.38	1219.57
SW 园区开发 II	-6.23	22.74	1.84	645.77
SW 塑料 II	-6.26	17	2.72	771.65
SW 金属制品 II	-6.26	21.16	2.13	726.46
SW 煤炭开采 II	-6.31	13.11	2.28	10987.96
SW 建筑材料	-6.48	15.59	2.14	3477.6
SW 多元金融 II	-7.38	34.82	2.83	681.86
SW 交运设备服务	-7.51	34.83	2.07	279.11
SW 物流 II	-7.59	20.26	2.22	465.25

数据来源：东北证券，Wind

表 2: 除环保、涉矿等个股强势外，多数个股回落，且海工、林业等主题有退潮显著

证券代码	证券简称	市盈率	一级行业	上周涨跌幅
300262.SZ	巴安水务	105.73	公用事业	32.35
600385.SH	*ST 金泰	-56.54	医药生物	27.40

600478.SH	科力远	636.23	有色金属	20.97
002616.SZ	长青集团	33.17	家用电器	20.13
002239.SZ	金飞达	202.82	纺织服装	19.29
300209.SZ	天泽信息	45.36	信息服务	17.84
002382.SZ	蓝帆股份	75.27	化工	17.04
300187.SZ	永清环保	80.41	公用事业	14.20
002390.SZ	信邦制药	62.52	医药生物	13.46
300104.SZ	乐视网	66.17	信息服务	12.41
证券代码	证券简称	市盈率	一级行业	上周涨跌幅
600603.SH	*ST 兴业	-52.78	综合	-21.19
601005.SH	重庆钢铁	-3.20	黑色金属	-17.74
600070.SH	浙江富润	41.04	纺织服装	-15.77
600978.SH	宜华木业	21.82	轻工制造	-15.25
600707.SH	彩虹股份	-9.51	电子	-14.86
600480.SH	凌云股份	20.36	交运设备	-14.35
600617.SH	ST 联华	110.37	综合	-14.29
601113.SH	华鼎锦纶	31.32	化工	-14.04
000852.SZ	江钻股份	78.66	机械设备	-13.96
002624.SZ	金磊股份	32.28	建筑建材	-13.94

数据来源：东北证券，Wind

1.2. 经济数据大致符合预期，存量博弈中孕育适度反弹

市场表现为在无序中寻找防御；尽管如此，笔者认为，藏在当下市场运行背后的一些信息表明，市场反弹的机会正在增强而非减弱，这里面不只是简单的跌多了自然会反弹的逻辑。而在于本次降息之后，8 日市场继续呈现出资金价格和信用利差回落的现象，这一点要好于 2008 年末金融危机时候 9 月-11 月降息过程中信用利差不降反升的格局。同时，虽然国内经济面临着长期较多的问题以及欧债危机的不断发酵，但在经济等各方面情景“水落石出”之前，料不至于以暴跌的形式来演绎。

就已经公布的数据看，工业产出、投资以及进出口数据虽然依然低迷，但大体持平与市场预期，进出口数据方面甚至要好于市场预期；这些经济数据佐证了经济回落的风险，但也表明目前的回落还是相对有序的、要好于 2008 年，同时 CPI 快速回落至 3%、PPI 也回落至-1.4%，物价的回落为政策实施提供了更大的空间。

因此，大体来看，由于资金价格尤其是信用利差回落的格局要好于 2008 年、经济回落的也要好于 2008 年；市场的市盈率估值水平为 13 倍、则已经与 2008 年持平。唯一逊于 2008 年的是，目前政策的腾挪空间要小些、四万亿也不可企及，劳动力等成本也要高于 2008 年、股票市场流通市值则远大于 2008 年，这些制约经济以及股市未来回升的时间和空间，但是支撑经济尤其是股市出现适度的回升，还是条件的，而且某种意义上看，当下及未来几个月，面临着物价回落、政策积极、经济悲观预期有所修复的情景，这种市场环境对于股市是利好的。因此，维持前期 2300 点一线尤其是下方逢低吸纳的逻辑，以存量资金博弈、适度反弹的预期，进行股市的操作。

表 3: CPI 超预期回落、产出等数据符合预期式的回落

指标	201205F	201205	201204
CPI (%)	3.2	3	3.4
PPI (%)	-1.2	-1.4	-0.7

社会消费品零售(%)	14.2	13.8	14.1
工业增加值(%)	9.7	9.6	9.3
出口(%)	7.9	15.3	4.9
进口(%)	4.4	12.7	0.3
贸易顺差(亿美元)	188.1	187	184.3
固定资产投资:累计(%)	19.8	20.1	20.2
M2(%)	12.8		12.8
人民币贷款(%)	15.7		15.4
人民币贷款:新增(亿元)	7345.5		6818

数据来源: 东北证券, Wind

2. 从估值结构看短期存在权重脉冲、指数反弹的机会

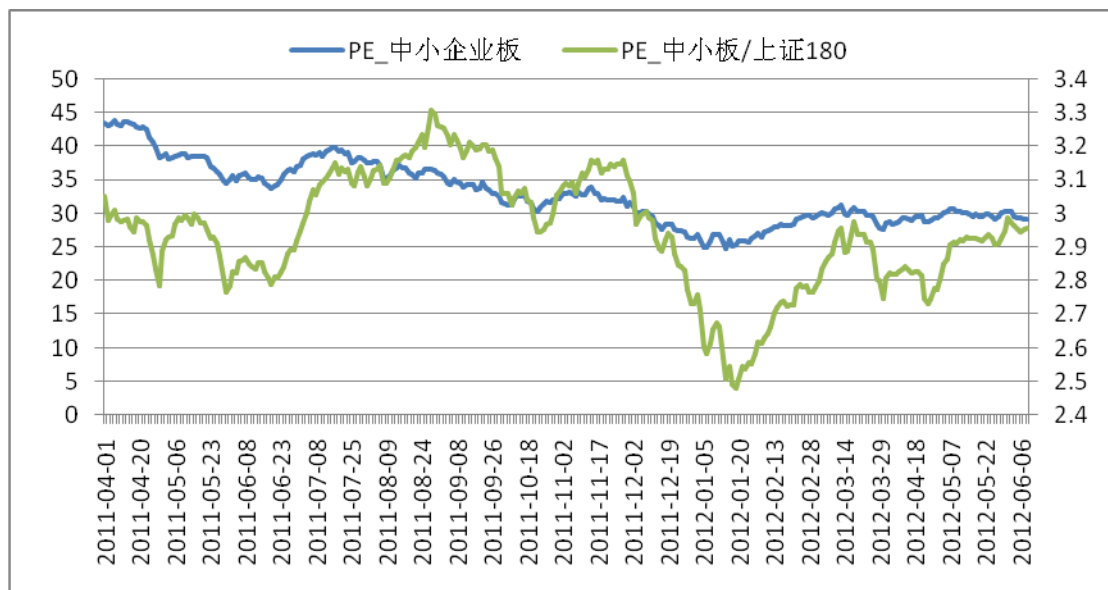
估值越来越成为了一个伪命题,尤其是在市场弱势、信心涣散且更多着重于短期乃至超短期操作的投资者眼中,尤其是面对着市场整体估值水平接近 13 倍、与 2008 年时持平的格局。

对此,笔者也认为,市场整体的估值水平,参考意义正在弱化,尤其是银行 6 倍市盈率的情况下;从直觉的角度看,2007 年 6124 点泡沫破灭后的上证指数,有点像同样在 1990 年代初崩盘的日经指数和台湾加权指数的叠加,部分权重股如日经指数、不断的创新低,而部分成长股则如台湾加权指数一般,相对走得好看些。直觉不能算数,长期的规律在短期的操作中更加存在疑问。

但是,成长股估值溢价这个命题,可能还是有效的。从 2010 年末中小板对上证 180 指数的市盈率估值溢价从 3.6 倍震荡回落至 2012 年初的 2.5 倍,目前,大体可以的一个推论是 3 倍有强阻力。这背后既有流动性总量及结构的因素、也有市场主体博弈的历史,还有客观的盈利前景等考量,记得在年度策略及后续的一些报告中,笔者经验的认为,中小板对上证 180 的估值溢价大致在 2.5-3 倍之间。因此,在再度毕竟 3 倍的中小板估值溢价面前,短期还是愿意关注权重股的相对机会,这一点,从估值溢价近期一直在 2.9 倍左右可以得到佐证,部分权重股轮动的回落、但又有部分权重股轮动的回升,前者如中国石油、中国联通等,后者如港口、建材工程机械以及近期的电力等。这种此消彼长,支撑着权重板块不至于全线坍塌、也是指数以及估值溢价不至于过于失控的原因。

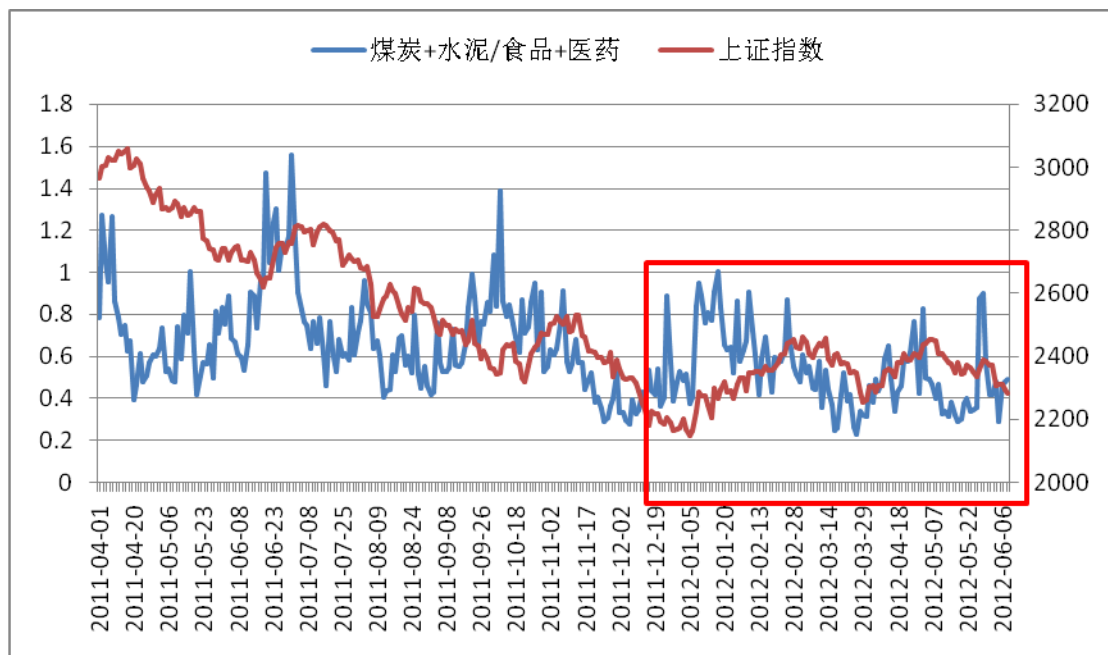
从这点角度看,结合中小板对上证 180 的估值溢价已经逼近 3 倍,以及煤炭水泥等传统周期及权重股相对医药食品的成交量比值近期在市场的回落过程中反而有所企稳回升来看,下周有酝酿指数反弹、权重脉冲的机会。当然,这种权重脉冲,是结构性的;从政策推动的角度以及盈利估值的配比看,水泥工程机械汽车以及券商等板块存在着轮动的机会,值得关注。

图 1: 中小板对上证 180 估值溢价再度逼近 3 倍, 需要风格的适度修正



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 从成交额配比看, 权重周期有再度阶段性回升的要求



数据来源: 东北证券, Wind

表 4: 银行、石油、券商、保险、建筑、电气电力、港口等板块 PB 估值显著低于 2008 年

板块名称	成分股家数	总市值	PE 最新	PB 最新	PE2008 年	PB2008	PB 折价率
SW 银行 II	16	37644	6.3	1.22	9.51	1.82	-32.97%
SW 石油开采 II	1	14751	12.34	1.64	16.37	2.59	-36.68%
SW 煤炭开采 II	39	10988	13.11	2.28	10.24	2.08	9.62%
SW 房地产开发 II	136	9910	16.19	2.17	16.14	1.76	23.30%
SW 饮料制造	34	8811	27	6.86	23.47	4.61	48.81%
SW 有色金属冶炼与加工	59	8731	32.67	3.36	11.87	1.59	111.32%

SW 证券 II	22	7879	28.62	2.19	16.54	3.22	-31.99%
SW 保险 II	4	7303	24.31	2.34	32	3.05	-23.28%
SW 建筑装饰	53	6583	11.5	1.42	25.17	1.92	-26.04%
SW 电气设备	133	6344	33.13	2.42	17.4	2.96	-18.24%
SW 石油化工	16	5951	10.74	1.36	27.9	1.85	-26.49%
SW 电力	56	5780	27	1.71	82.87	1.94	-11.86%
SW 专用设备	80	5541	17.11	2.48	12.69	2.03	22.17%
SW 钢铁	34	4681	72.43	1.03	5.8	0.9	14.44%
SW 汽车整车	23	4229	12.5	1.81	10.38	1.07	69.16%
SW 化学制品	100	4154	29.52	2.53	18.47	3.06	-17.32%
SW 非汽车交运设备	40	4032	25.19	2.26	18.1	2.15	5.12%
SW 零售	70	4021	20.78	2.56	18.76	2.33	9.87%
SW 中药 II	55	3688	32.9	4.32	24.33	2.63	64.26%
SW 建筑材料	66	3478	15.59	2.14	15.78	1.37	56.20%
SW 化学制药	58	3124	29.79	3.13	17.54	2.53	23.72%
SW 计算机应用	82	2803	29.91	3.27	23.73	3.02	8.28%
SW 通用机械	86	2775	32.07	2.52	18.93	1.87	34.76%
SW 白色家电	37	2428	14.24	2.47	12.95	2.41	2.49%
SW 汽车零部件 II	53	2319	15.53	2.08	9.19	1.41	47.52%
SW 服装家纺	35	2053	21.91	2.76	11.39	2	38.00%
SW 通信设备	54	1929	30.77	2.52	37.74	2.04	23.53%
SW 计算机设备 II	37	1908	42.17	3.27	21.23	1.47	122.45%
SW 传媒	28	1821	28.35	2.92	27.45	2.71	7.75%
SW 港口 II	17	1812	15.22	1.33	14.24	1.97	-32.49%

数据来源：东北证券，Wind

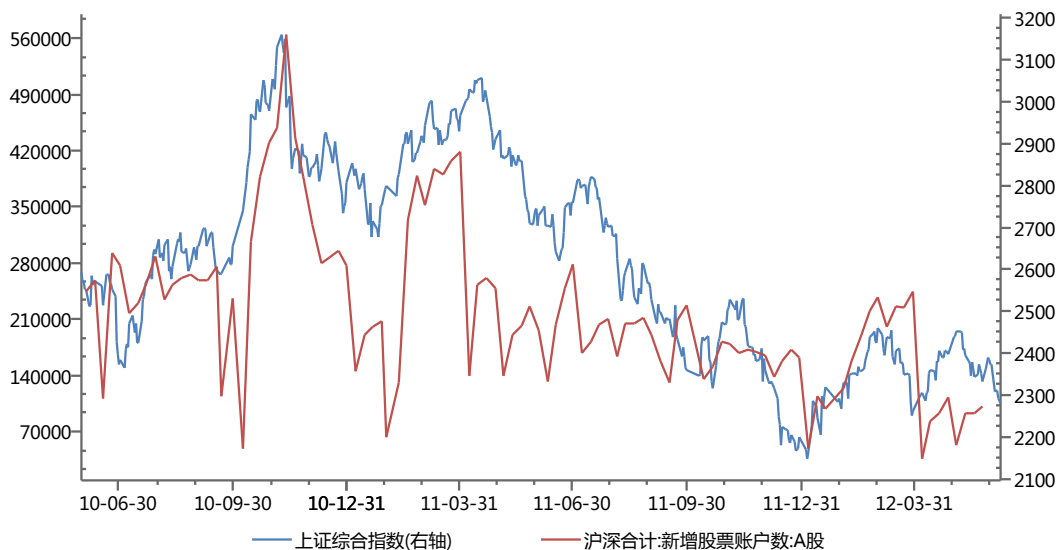
3. 市场依然偏重于存量资金博弈，但短线有企稳要求

从 A 股每周新增开户数的规模来看，目前持续的在 10 万户左右，增量资金明显不足；但是，新开户数近期有企稳迹象。从开户数的角度可以支撑短期市场继续回落的空间并不大。

当然，结合净减持规模以及解禁规模来看，更进一步预期，当下的市场环境相对还是好的。一方面，有中国石油、中国平安、中国西电等增持，另一方面，6 月份解禁规模 750 亿、而下半年每月的解禁规模均大于这个数值。

存量资金博弈，依然是当下市场的主旋律；而借助估值溢价的相对窄幅波动、以及成长价值风格内部的轮动，形成了中短期市场的运行特征；预计短期还将持续。

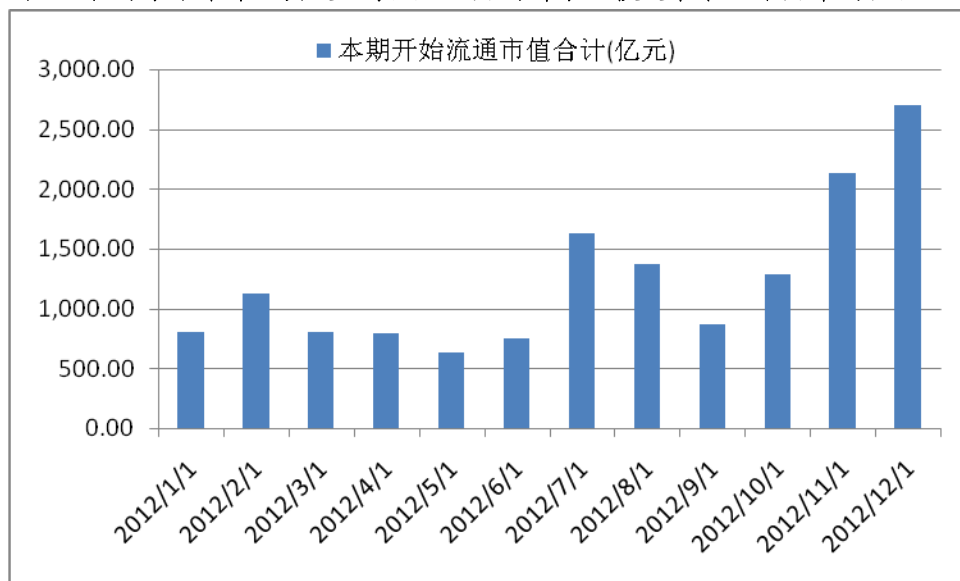
图 3: 开户数持续低位、但有止跌回升要求



数据来源:Wind资讯

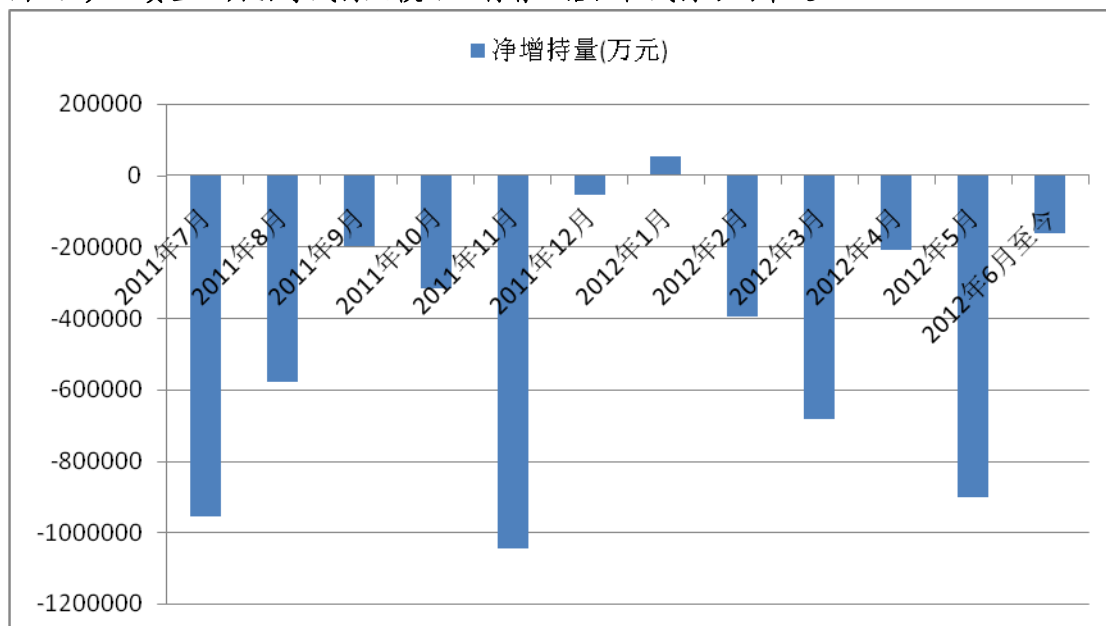
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 相对于下半年尤其是 4 季度, 6 月的解禁规模是未来 6 个月中的低位



数据来源: 东北证券, Wind

图 5：产业资金 6 月份净减持规模环比将有回落，但减持方向未变



数据来源：东北证券，Wind

表 5：5 月份以来重要股东累积净增持超过 100 万的个股列表

名称	净增持 (万元)	名称	净增持 (万元)	名称	净增持 (万元)
中国石油	241996	新和成	2787	*ST 园城	1076
京东方 A	109233	TCL 集团	2386	万通地产	555
大唐发电	44028	中国国贸	2153	南天信息	471
中国平安	8347	西藏旅游	2056	广安爱众	457
中国西电	7977	齐翔腾达	2015	仁和药业	420
大东南	7257	奥克股份	1921	中工国际	380
深振业 A	5911	文峰股份	1804	康力电梯	304
成商集团	4298	中超电缆	1725	天龙光电	202
南风股份	3801	新朋股份	1708	蒙发利	125
广弘控股	3614	嘉寓股份	1548	欧亚集团	124
辉丰股份	3606	山东威达	1512	银江股份	100
		*ST 亚太	1500		

数据来源：东北证券，Wind

4. 本轮降息情景要好于 2008 年降息周期

本轮降息兼具非对称性，从降息首日股票市场及资金市场的表现来看，要好于 2008 年降息之初。

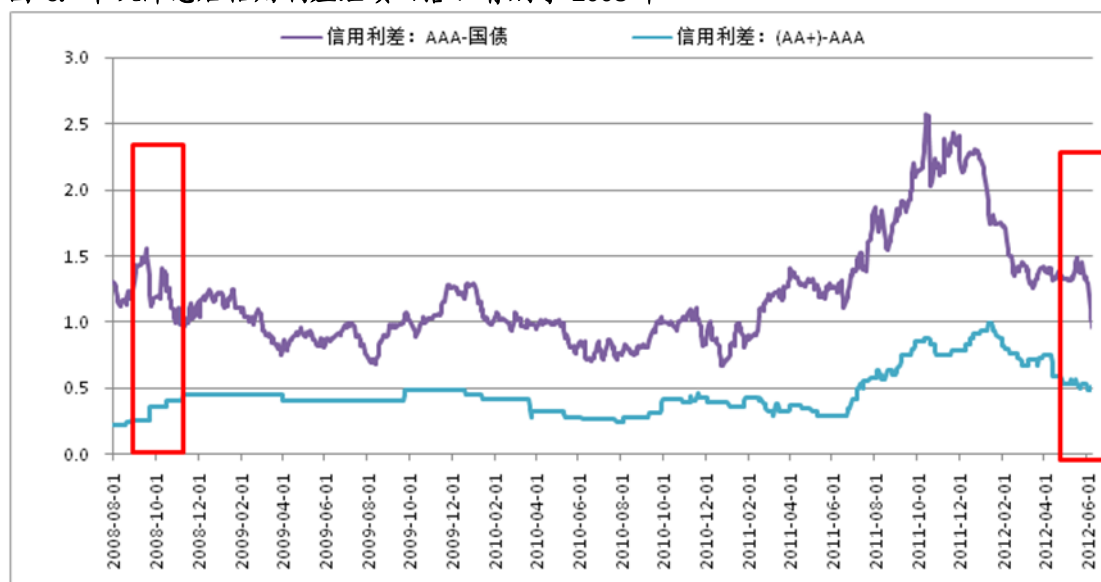
本次降息后，虽然未能改变 5 月中旬以来的回落格局，但情景要好于 2008 年。无论从首日股市的表现、指数微跌；还是资金市场，拆借利率及债券收益率、信用债利差的表现看，总体均呈现回落态势。这要好于 2008 年降息初期、由于金融危机、信用债利差依然高位、风险溢价依然高位的格局；体现在外围，近期海外股市也有企稳迹象、伴随着欧元区对西班牙纾困的承诺，短期海外市场将有所缓和、虽然长期看隐忧巨大。

表 6: 年内首次降息、未能改变市场回落格局，但好于 2008 年首次降息历史

指标名称	定期存款利率:1 年(整存整取)	中长期贷款利率:1 至 3 年(含)	上证指数
2007-12-21	4.14	7.56	1.15
2008-09-16		7.29	-4.47
2008-10-09	3.87	7.02	-0.84
2008-10-30	3.60	6.75	2.55
2008-11-27	2.52	5.67	1.05
2008-12-23	2.25	5.40	-4.55
2010-10-20	2.50	5.60	0.07
2011-07-07	3.50	6.65	-0.58
2012-06-08	3.25	6.40	-0.51

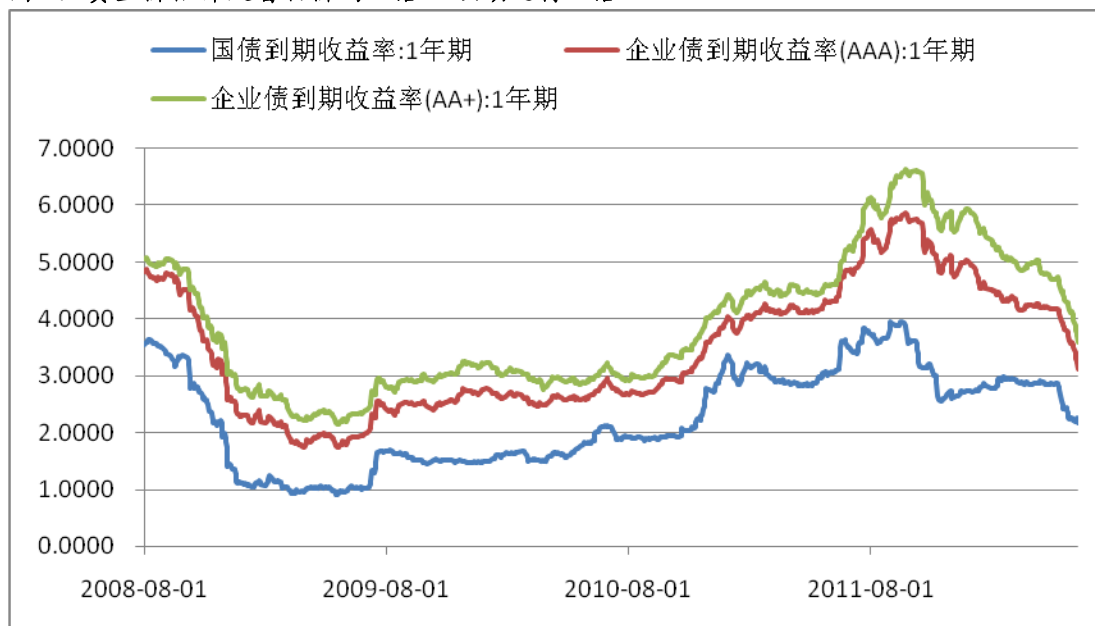
数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 本次降息后信用利差继续回落、有别于 2008 年



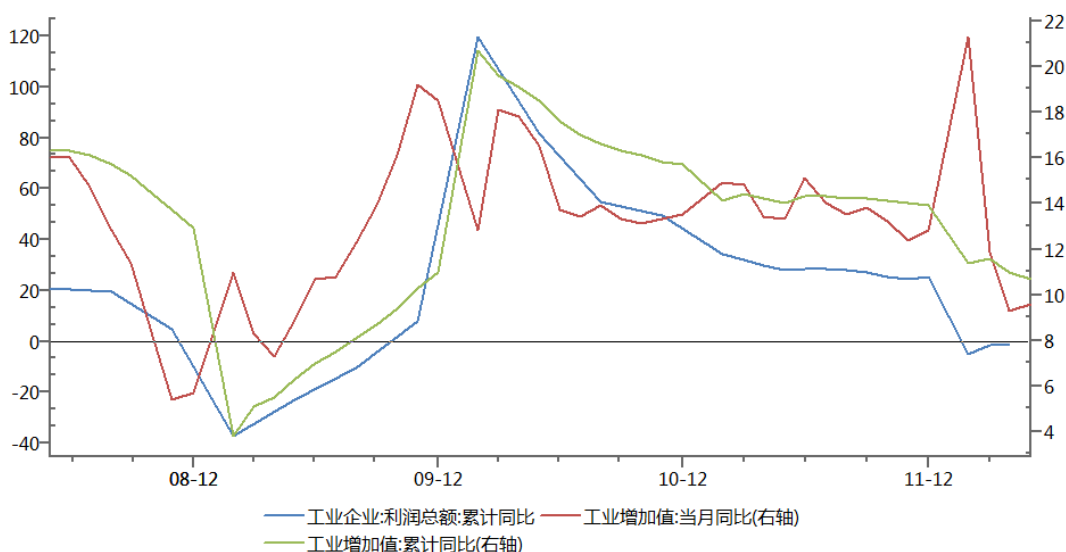
数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 资金价格伴随着物价的回落、预期还将回落



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 工业产出和企业盈利回落、但要好于 2008 年失速跳水的情景



数据来源:Wind资讯

数据来源：东北证券，Wind

5. 市场运行及投资策略

在上周央行降息的市场点评中，笔者认为：

央行降息并调整存贷款利率浮动范围、具有非对称性，显示了货币政策应对经济下滑而转向宽松，利于进一步降低资金价格、利于进一步明确稳增长政策取向从而改善风险溢价；静态来看，降息利于非金融企业降低财务费用、改善盈利，考虑到二级市场对银行和非银行股票估值的差异，利润的适度转换利于股市整体估值的改善。只是当下企业营收以及成本费用的占比不同于 2005、2008 年，传统凯恩斯工具对经济和企业盈利改善空间不大，这将制约股市中期反弹的空间。

因此，虽然市场受制因素较多、但对央行降息可视为利好，从央行非对称降息的导向对企业盈利在银行和非银行之间转换的考量，以及降息蕴含的政策作为、并进而带动资金及风险偏好的影响，可能的效应在百

点左右；虽然周五市场未能一举扭转 5 月中旬以来的下跌态势，但结合前文对估值分布、存量资金结构以及降息后资金及股权市场和外围市场的情况，笔者维持之前的判断，当下市场孕育反弹的概率在增大而非减少，目前的情景组合：政策趋于作为、降息等宽松货币政策逐渐兑现、信贷有望改善，而对经济失速的担忧将弱化、信用利差也有改善，有利于市场信心的逐步改善；同时，存量资金逻辑下、当下的解禁规模相对下半年要小、减持力度则弱于 5 月份，形成市场反弹的要求。

操作上，以市场短期不创新低(数月内)、孕育百点反弹为逻辑，逢低吸纳；继续布局于铁路基建、水泥、机械、汽车、轮胎以及非银行金融等板块；并注意波段操作。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760