

分析师: 李俊

执业证书编号: S0730511010012

Email: lijun@ccnew.com

电话: 021-50588666-8109

时间窗口开启, 拨见反弹流火

——2012 年 7 月 A 股投资策略

研究报告—A 股策略

发布日期: 2012 年 7 月 2 日

相关报告:

《浓缩政策释放, 中盘蓝筹复兴》

---2012 年 6 月 1 日

《预期进入实证检验阶段》

---2012 年 5 月 1 日

《经济观察期, 市场在震荡中分化》

---2012 年 4 月 1 日

《反弹将告一段落》

---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

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:

- **前期市场回顾。**6 月中旬以来, A 股市场处于经济数据真空期、业绩观察期及政策观察期, 股指多空力量相对平衡。不过, 在海外市场调整、大盘股 IPO、资金面压力上升以及信托业风险显现的催化下, A 股市场终于还是选择了向下突破。在经过短暂而又激烈的调整之后, 市场风险得到一定程度上的有效释放, 整体估值吸引力出现明显提升。
- **7 月市场见反弹。**进入 7 月, 市场预期开始逐步好转。预计二季度 GDP 增速或低于 7.5%, 接近政府容忍底线, 政策观察期进入新一轮政策启动期; 随着国内政策的进一步调整, 终端需求将出现边际改善, 基本面或现季节性底部; 银行季末考核之后的理财产品负面冲击结束, 叠加 6 月信贷规模冲刺, 市场利率水平将逐步回落, 提升股市资金面预期; 6 月底欧盟峰会达成阶段性成果, 海外市场进入一段平静期, 为 A 股反弹创造了良好的外围环境。
- **行业: 配置周期。**综合国内宏观、海外市场及基金配置这三个层面的变化, 我们认为上游资源品将迎来阶段性的投资机会, 建议关注煤炭、有色、农产品等行业; 在股市反弹的过程中, 建议继续关注顺应趋势的保险、证券等行业; 此外, 资本开支上升、竞争相对放缓, 行业利润率反弹将推动估值水平回归, 建议关注通讯设备行业。
- **主题: 中报分化。**一是业绩预期的分化。今年经济环境更为复杂, 中报预喜公司的业绩存在变数, 向下修正则影响股价表现; 而逆境中业绩超预期或连续高增长公司更易获得关注, 股价存在修复机会。二是重组预期与高送配概念的分化。对于前者而言, 今年的退市制度正式执行, 有望推动公司重组进程加快, 但也面临时间上的严峻考验。对于后者而言, 中小盘业绩增速明显放慢, 高送配力度或有所降低。
- **风险提示: 大盘股 IPO 冲击、房地产价格持续反弹、信托业风险大面积蔓延**

目录

引言	3
1 前期市场回顾	4
1.1 6月中旬以来的市场定位	4
1.2 市场回到起点	5
2 7月市场见反弹	7
2.1 政策调整预期重启	7
2.2 经济见底预期逐步形成	7
2.3 资金预期环比好转	8
2.4 海外进入平静期	9
3 配置周期	10
3.1 补库存预期升温	10
3.2 大宗商品有望止跌企稳	10
3.3 机构配置比例调整	11
3.4 7月行业配置与主题	12

图表目录

图 1: 宏观数据公布时间	4
图 2: 季报与中报业绩预警比例	5
图 3: 投资驱动效应似乎有所体现	5
图 4: 市场考验 10 倍市盈率的整数关口	6
图 5: 交易账户的活跃度明显下降	6
图 8: 预计 6 月信贷近万亿	7
图 9: 货币政策的调整	7
图 6: 工业占比 GDP 近 40%	8
图 7: 第三产业增长创下多年来的低点	8
图 10: 理财产品的季节性	8
图 11: 理财高收益率品种发行数量	8
图 12: 印度股市与汇率	9
图 13: 银行危机发生频率	9
图 14: PMI 指数的季节性特征	10
图 15: 原材料库存低位回升	10
图 16: 十年期国债收益率	11
图 17: 美元指数与 CRB 期货	11
图 18: 一季度基金相对行业配置比例	11
图 19: 上半年行业涨跌幅	11

引言

2012年6月，上证综指单月下跌6.19%，一度逼近前期2132点的低点。与此同时，沪深300指数市盈率也再度徘徊在10倍附近，远低于历史平均水平。市场人气普遍低迷，投资者信心面临崩溃，A股市场开始进入一个重要的考验期。

部分悲观者认为，企业去库存化与地产去泡沫化延续，宏观经济见底的时间点并不确定。而上市公司ROE滞后于经济周期，右侧投资的拐点需要长时间的等待。另一部分悲观者认为，随着老龄化进程的加快，中国投资者的风险偏好出现趋势性下行，不利于资本市场的长期表现。此外，大盘股IPO以及欧债危机都是支持悲观者看法的重要论据。

我们观点则有所不同。一方面，长期问题短期化对市场投资的意义不大，比如经济趋势性回落、风险偏好趋势性下降，都将中国长期的问题放在月度或季度来衡量，显然有失偏颇。另一方面，投资者也应该能够看到监管层今年在壮大机构投资者方面的努力，场外资金的引入将有效对冲IPO的压力。此外，对于欧债危机来说，长期确实存在不确定性，但近期随着各方利益的彼此妥协，三季度海外市场或将进入一段难得的平静期。

因此，我们看好7月市场的反弹行情。从逻辑-预期-验证的关系来看，预期虽然来自于逻辑，但在某些时候比逻辑走得更远，或许8月才是验证预期是否正确的时间点。在此之前，市场系统性风险应相对有限，尤其是在6月调整之后。有鉴于此，政策面启动预期、基本面见底预期、资金面改善预期以及欧债冲击弱化将一道成为7月A股反弹的重要催化剂。从细分行业上来看，上游资源、非银行金融及业绩超预期类公司将成为本轮反弹的主要受益者。除此之外，前期市场调整过程中，部分个股大幅度超跌，反弹过程中也将呈现显著的交易性机会。

至于市场风险，我们认为大盘股IPO、房地产价格持续反弹、信托业风险大面积蔓延或许是股指运行过程的主要风险点。对于大盘IPO而言，前期的冲击之后，未来的发行节奏应考虑到市场氛围的变化；对于地产价格而言，反弹延续需要时间来观察，7月政策方向应难有大的变化。不过，信托业风险暴露确实值得重视。在经济持续回落的过程中，信托业积累的风险并没有得到有效释放，或许在未来将成为影响股市的重要因素。

1 前期市场回顾

进入6月中旬之后，国内宏观数据真空期、上市公司业绩观察期及货币政策观察期，意味着A股市场的驱动力量仍然在形成过程之中。有鉴于此，短期市场多空力量相对均衡，下一阶段走势依赖于事件驱动下的情绪波动。

在海外市场调整、大盘股IPO以及信托风险暴露的催化下，周期股开始领跌，A股市场终于选择了向下突破。截止2012年6月30日，沪深300指数成份市盈率（TTM）为10.51倍，再度逼近10倍的历史低位水平。

1.1 6月中旬以来的市场定位

月度经济数据公布之后，市场疑虑并未消除，国内宏观进入真空期；首批中报业绩公告仍有时日，但实体需求未见明显起色，上市公司业绩进入观察期；信贷小幅放量，地产价格出现反弹迹象，降息之后国内的货币政策进入观察期。综合来看，6月中旬开始，我们认为A股市场正式进入观察期，驱动力量处于酝酿过程之中。

宏观数据真空期。实体经济传导具有时滞性，贷款真实需求复苏存在争议。从前期的政策出发点来看，政府明显加快了重大项目的审批进程，但政策效应则相对滞后，短期内终端需求难以出现明显的边际改善。此外，5月工业盈利继续下降，6月PMI指数仍将回落，市场需要等待进一步的数据指引。因此，月度数据出台之后，市场实际上已经进入宏观真空期，确定经济拐点需要一段时间的观察。

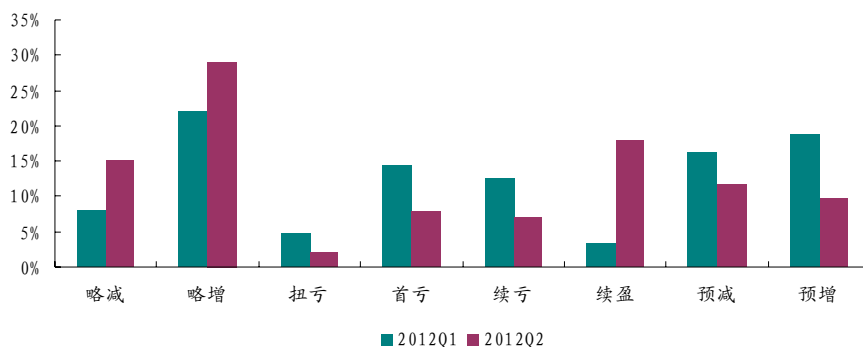
图 1：宏观数据公布时间

时间	事件	上期值	去年同期值
2012-6-27	工业企业利润: 累计同比(%) 2012/05	-1.6	27.9
2012-7-1	PMI 2012/06	50.4	50.9
2012-7-2	汇丰PMI 2012/06	48.4	50.1
2012-7-9	CPI: 同比(%) 2012/06	3	6.4
2012-7-9	PPI: 同比(%) 2012/06	-1.4	7.1
2012-7-10	贸易顺差(亿美元) 2012/06	187	221.9
2012-7-11	M2: 同比(%) 2012/06	13.2	15.9
2012-7-11	新增人民币贷款(亿元) 2012/06	7,932	6,339
2012-7-13	社会消费品零售总额: 同比(%) 2012/06	13.8	17.7
2012-7-13	工业增加值: 同比(%) 2012/06	9.6	15.1
2012-7-13	固定资产投资: 累计同比(%) 2012/06	20.1	25.6
2012-7-13	GDP: 当季同比(%) 2012/06	8.1	9.5
2012-7-16	全社会用电量: 累计同比(%) 2012/06	5.8	12.2
2012-7-24	汇丰PMI(预览) 2012/07	48.1	49.3
2012-7-27	工业企业利润: 累计同比(%) 2012/06	/	28.7

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

上市公司业绩观察期。在一季报之后，沪深300成份股业绩普遍遭遇下调，业绩对市场的冲击开始弱化。但是，在国内外需求疲软之下，中报业绩预告似乎也过于乐观。截止2012年6月30日，850家上市公司公布业绩预警，其中略增、扭亏、续盈及预增的家数占比达58.59%。而在一季度，上市公司预喜家数占比为48.77%，市场有足够的理由怀疑部分公司中报业绩存在变脸的可能。因此，在一季报与中报之间，A股市场缺乏足够的业绩指引，投资者心态仍然比较谨慎，需要观察业绩出现的确定性变化。

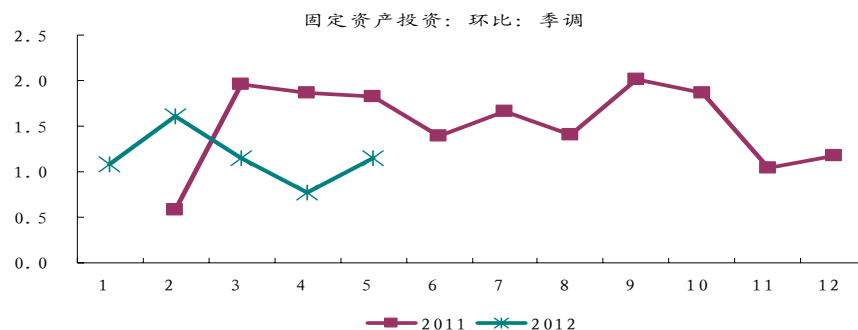
图 2：季报与中报业绩预警比例



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

货币政策观察期。投资驱动效应似乎已有所体现，新增信贷略有放量增长。在央行连续三次降准、一次降息之后，进一步的货币政策出台需要一段时间的观察。此外，海外市场也将影响未来货币政策的走向。因此，我们认为货币政策已经进入了观察期，下一步的调整时间点或出现在二季度经济数据公布前后。

图 3：投资驱动效应似乎有所体现



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

1.2 市场回到起点

因此，6月中旬以来的宏观、业绩与政策均难以驱动市场上涨。在海外市场调整、大盘股 IPO、银行短期拆借利率上扬以及信托风险暴露的催化下，周期股开始领跌，A股市场终于选择了向下突破，上证综指开始逼近 2132 点的前期低点。

市场回到起点，沪深 300 成份市盈率再度考验 10 倍的历史低位。成功坚守还是有效击穿，这是未来一段时间的主要看点。不过，三个“缺口”之后，悲观预期开始主导短期市场。从投资者情绪来看，交易帐户指标的活跃度明显下降，反应了 A 股市场对基本面与资金面预期的向下调整。

坚守 or 击穿。 截止 2012 年 6 月 30 日，沪深 300 指数成份市盈率(TTM)为 10.51 倍，再度逼近 10 倍的绝对低位水平。自今年 1 月以来，沪深 300 市盈率先后两次考验 10 倍整数关口，投资者期待的估值回归进程面临反复。我们认为，下一阶段的市场情绪将决定该位置是可以坚守还是会被短期击穿。

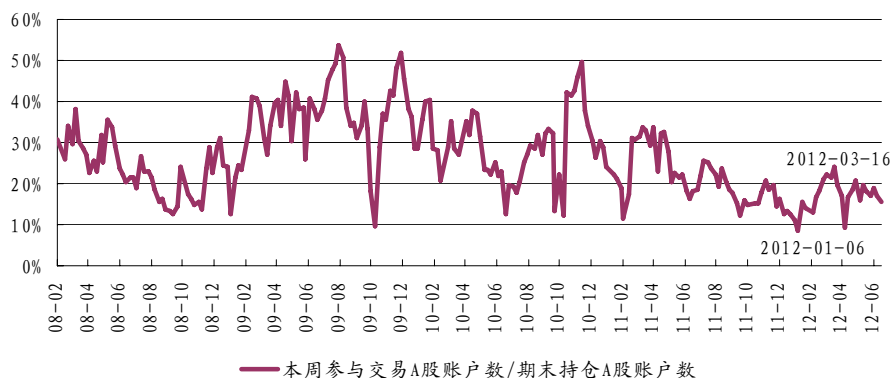
图 4：市场考验 10 倍市盈率的整数关口



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

悲观情绪继续释放。在多重因素催化下，6月中旬以来的市场均衡状态被打破，悲观预期逐步主导市场。数据显示，截止 2012 年 6 月 15 日，交易帐户占比 15.63%，已经连续两周下降。我们预计该指标在 6 月末继续下降，并逐步逼近 10%的极端区间。

图 5：交易帐户的活跃度明显下降



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2 7月市场见反弹

进入7月，预计市场预期开始逐步好转。一是政策面预期重启。预计二季度 GDP 增速 7.5%，已经接近政府容忍底线。国内政策将出现进一步调整，预期顶峰或将出现在二季度数据公布前后。

二是基本面预期见底。我们认为的政策见效三阶段：一是政府项目审批力度加大；二是信贷规模增加、中长期贷款占比上升；三是终端需求出现边际改善。随着政策调整预期重启，市场将开始预期政策逐步见效，7月基本面或现季节性底部。

三是资金面预期好转。社保、QFII 开户时间点集中在5月，入市一般滞后 2-4 个月；6月银行季末考核之后，7月理财产品负面冲击结束；公开市场到期资金少，7月央行逆回购+存准调整的空间将打开；6月信贷规模有所冲刺，有望显著提升市场资金面的好转预期。

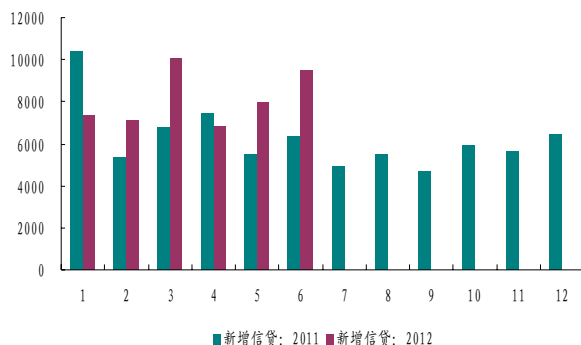
四是海外冲击弱化。6月底欧盟峰会达成阶段成果，利于风险资产价格表现；新兴市场货币与股市走势开始背离，欧债冲击明显弱化。欧债危机进入阶段平静期，也将为 A 股反弹创造良好的外围环境。

2.1 政策调整预期重启

“经济下、通胀下”。国内外需求疲软，通胀压力也呈现显著的缓解，我们预计 CPI 同比在年内首次出现低于 3% 的情形。二季度“经济下、通胀下”的组合，为下一阶段的国内政策调整带来了极大的空间。

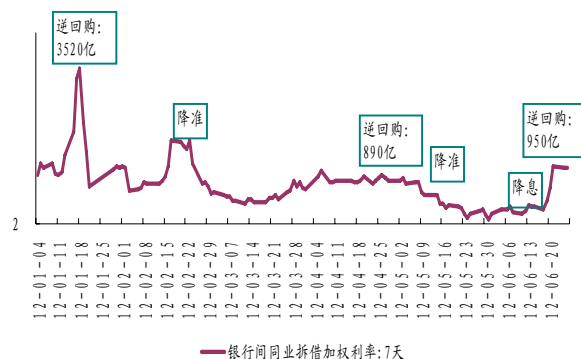
政策调整预期重启。5月投资回落有限，地产价格又出现反弹迹象，降息之后货币政策进入观察期。不过，在7月“经济下、通胀下”的环境中，政策调整预期将再度启动。尤其是，若6月新增信贷显著扩张的同时，央行启动降准或大规模逆回购，市场将认为是强烈的政策调整信号。

图 8：预计 6 月信贷近万亿



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 9：货币政策的调整



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

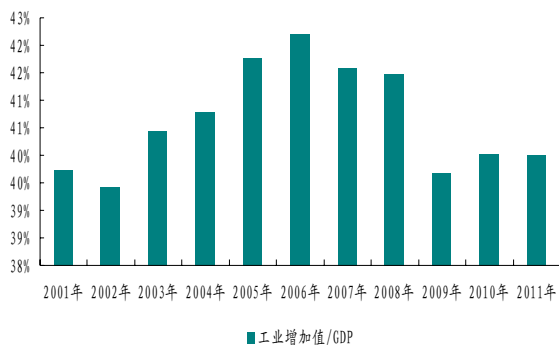
2.2 经济见底预期逐步形成

二季度 GDP 同比或低于 7.5%。一季度 11.6% 的工业增加值增长对应 GDP

同比 8.1%，考虑到工业占比 GDP 比例近 40%，二季度工业增加值增速若在 9.5% 左右，则拉动季度 GDP 近一个百分点。考虑到第三产业增速的明显放缓，二季度回升趋势并不明显，预计二季度 GDP 同比增长或低于 7.5%。

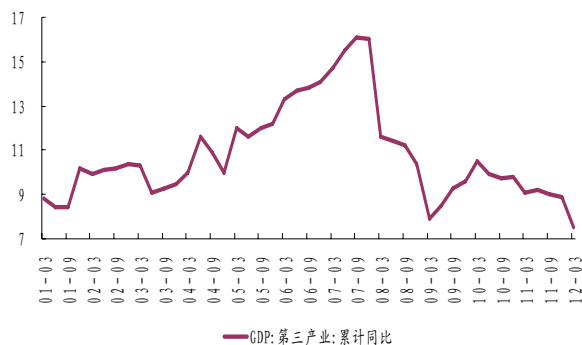
经济见底预期形成。我们认为，政策见效将分为三个阶段：第一阶段，政府项目审批力度加大；第二阶段，信贷规模增加，中长期贷款占比上升；第三阶段，终端需求出现边际改善。二季度较低的 GDP 增速，叠加政策效应的逐步体现，三季度 GDP 将出现同比反弹，并推动经济见底预期形成。

图 6：工业占比 GDP 近 40%



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 7：第三产业增长创下多年来的低点



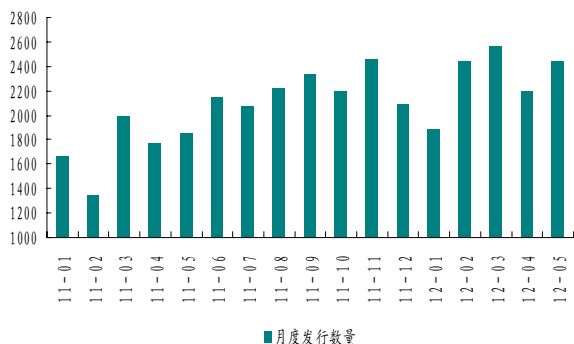
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2.3 资金预期环比好转

6 月资金面明显趋紧。季末银行冲存款规模，大量银行理财产品到期；6 月新增信贷上升，挤压同业拆借规模。与此同时，6 月存款规模回升，存准上缴压力显现，银行间拆借利率开始上扬，市场资金面明显趋紧。

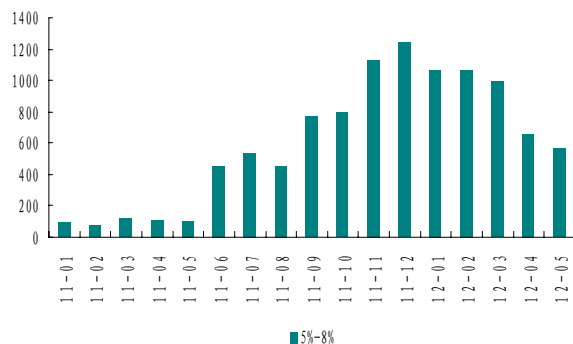
7 月资金预期环比好转。社保、QFII 开户时间点集中在 5 月，入市一般滞后 2-4 个月；6 月银行季末考核之后，7 月理财产品负面冲击结束；公开市场到期资金少，7 月央行逆回购+存准调整的空间将打开；6 月信贷规模有所冲刺，大盘股 IPO 冲击逐步淡化，将提升市场资金面的好转预期。

图 10：理财产品的季节性



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 11：理财高收益率品种发行数量



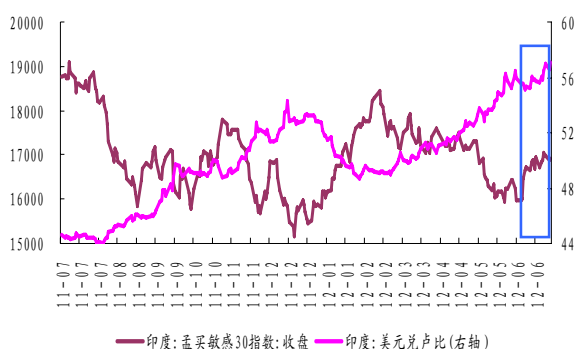
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2.4 海外进入平静期

欧债影响趋于弱化。6月末召开的欧盟峰会取得了阶段性成果，短期市场对欧债暴发的担忧在减弱。另一方面，从新兴市场股市来看，6月下旬已经逐渐摆脱欧债风险上升—货币贬值—股市调整的进程，开始了相对独立的行情演绎，典型如印度。

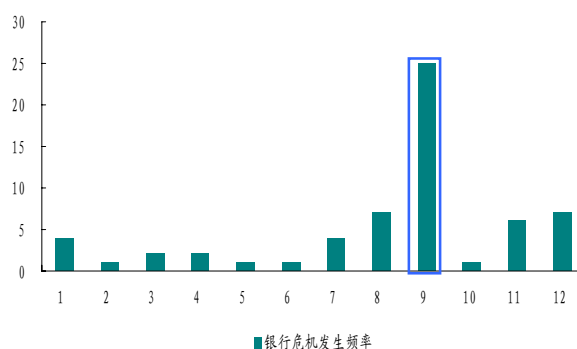
海外情绪回归平静。我们认为，欧盟峰会的妥协，将使得海外市场情绪回归平静，并推动风险资产价格的回升。不过，现阶段仍然难出根本性的解决方案，伴随德国增长的回落以及欧猪债务到期，秋季欧债问题或再起波澜。因此，7月国内市场将显著受益于海外的平静，外围风险溢价的回落或成为推动7月A股反弹的重要催化剂。

图 12：印度股市与汇率



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 13：银行危机发生频率



数据来源：中原证券研究所 zero hedge

3 配置周期

综合来看，海外不确定性有所减弱，国内政策效应逐步显现，下一阶段的 A 股市场环境趋于好转。在“政策向上”、“经济走稳”、“资金向上”以及“海外风险向下”的共同作用之下，资本市场的流动性将呈现缓慢回升之势，并推动 A 股展开新一轮反弹。

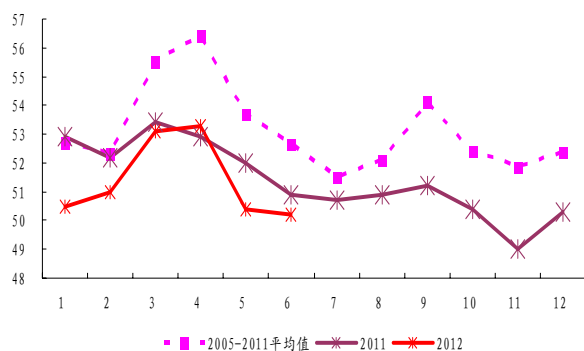
另一方面，从中国经济的季节性特征以及政策效应释放所需要的时间来看，我们认为 7 月份正是投资者逢低关注周期股的时间窗口。此外，大宗商品企稳、行业弹性以及机构配置切换也为下一阶段的风格变化创造了条件，建议关注煤炭、有色、农产品、证券、保险以及通讯设备等行业。

3.1 补库存预期升温

季节性扰动冲击减弱。从历史规律来看，5 月-7 月是中国经济的传统淡季，宏观数据明显受到季节性因素干扰。今年以来，国内外需求逐步下滑，放大了季节性扰动所带来的负面影响。进入 7 月之后，季节性冲击开始减弱，预计 PMI 指数将趋于见底。

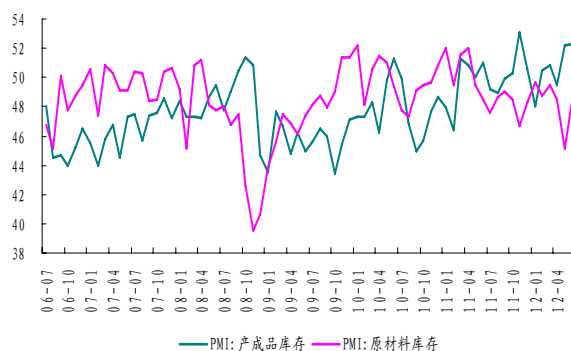
补库存预期上升。需求不振导致生产与需求的脱节，年初以来的实体库存压力显现。不过，生产已经开始收缩，原材料库存也出现显著下降。我们认为，一旦国内经济见底预期上升，原材料库存将面临回补压力，并推动上游资源品价格的止跌反弹。

图 14: PMI 指数的季节性特征



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 15: 原材料库存低位回升



数据来源：中原证券研究所 zeroledge

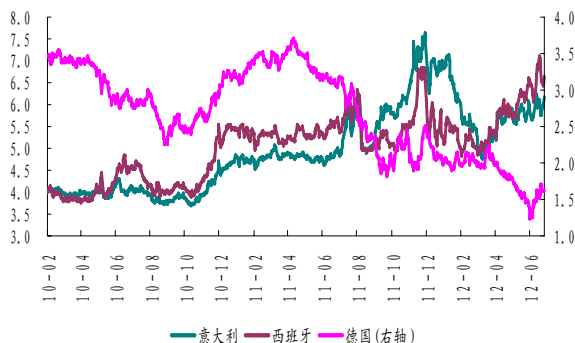
3.2 大宗商品有望止跌企稳

海外风险溢价率下降。在西班牙、意大利等国的十年期国债收益率持续上扬之后，近期德国长期国债收益率也出现小幅反弹。这一点与 2011 年 7 月-8 月的欧债恐慌后的表现一致，意味着欧债问题出现阶段性缓解。我们认为，通过欧洲央行—ESM—商业银行的模式，西、意在债市上的压力将会出现明显下降，本轮脉冲式恐慌将显著回落，海外风险溢价率将趋于下降。

大宗商品价格或企稳。海外风险溢价率下降，导致避险需求有所减弱，下一阶段的美元指数或呈现弱势。从 2011 年 7 月-8 月的经验来看，美元走弱

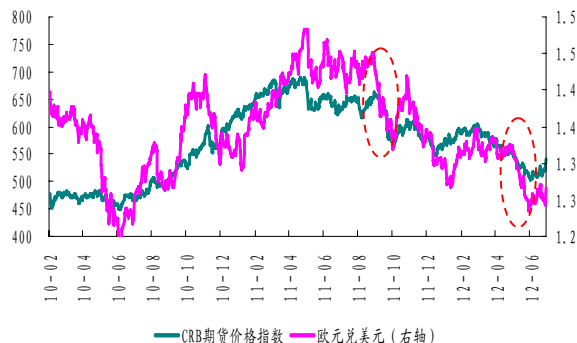
之后，大宗商品价格将出现暂时性的止跌回升。一旦国际期货相关品种出现反弹，A股市场也将在行业层面给予正面反应。

图 16：十年期国债收益率



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 17：美元指数与 CRB 期货



数据来源：中原证券研究所 zerohedge

3.3 机构配置比例调整

基金行业配置。一季度基金超配食品饮料、房地产以及医药生物等板块，结合二季度的市场表现，我们认为无论是相对配置比例还是绝对配置比例均有所上升。另一方面，基金低配金融、采掘、有色、交运、电力以及化工等板块，结合二季度的市场表现，我们认为银行、煤炭、基本金属以及化工类配置比例仍然处于下降过程中。

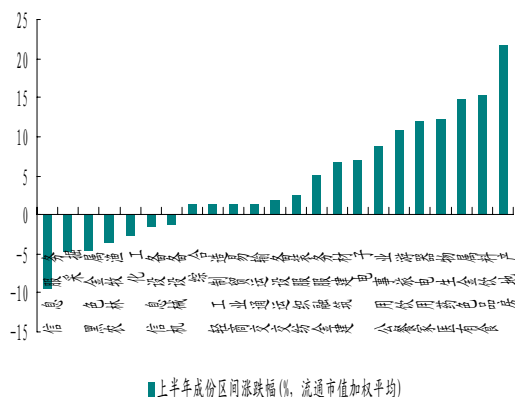
业绩考核结束。基金上半年业绩考核结束，下一阶段的行业配置或将出现新的变化。部分板块收益率过高，三季度或逢高兑现；部分板块收益率不佳，相对投资比例过低，下半年或增加一定幅度的配置。因此，我们建议关注基金投资相对比例持续下滑的行业。

图 18：一季度基金相对行业配置比例

行业名称	相对标准行业比例 (%)	行业名称	相对标准行业比例 (%)
食品、饮料	6.76	农林牧渔	0.01
房地产业	3.45	其他制造	-0.02
机械设备	3.34	木材家具	-0.03
医药生物	3.29	造纸印刷	-0.27
批发零售	2.52	综合类	-0.45
信息技术	1.6	化工	-0.55
社会服务	1.16	公用事业	-1.04
建筑业	0.82	交通仓储	-1.69
电子	0.33	金属非金属	-2.27
纺织服装	0.2	金融保险	-7.18
传播文化	0.18	采掘业	-13.2

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 19：上半年行业涨跌幅



数据来源：中原证券研究所 zerohedge

3.4 7月行业配置与主题

行业配置。一般而言，在经济下行前期，消费的行业景气度处于高位，板块的防御价值得到体现。但在经济下行末端，消费开始受到负面影响，板块将出现滞后调整。因此，若经济预期向上，周期行业将出现脉冲；若经济预期下行，消费或呈现补跌。因此，无论是板块调整顺序，还是行业基本面弹性，我们认为周期都将有望战胜消费。

综合国内宏观、海外市场及基金配置这三个层面的变化，我们认为上游资源品将迎来阶段性的投资机会，建议关注煤炭、有色、农产品等行业；在股市反弹的过程中，建议继续关注顺趋势的保险、证券等行业；此外，资本开支上升、竞争相对放缓，行业利润率反弹将推动估值水平回归，建议关注通讯设备行业。

主题挖掘。7月中旬开始，2012年上市公司的中报业绩开始陆续公布。对于今年而言，中报行情分化现象或比较严重：一是中报预喜的公司业绩存在一定的变数，向下修正则影响股价表现；二是逆境中业绩仍能超预期或连续高增长的公司更容易获得资金关注，个股存在显著的修复机会。

此外，重组预期与高送配类公司也面临分化。对于前者而言，今年的退市制度正式执行，有望推动公司重组进程加快，但也面临时间上的严峻考验。对于后者而言，今年中小盘的业绩增速明显放慢，高送配力度或出现明显的降低。

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。

