

张忆东 吴峰
李彦霖 蒋仕卿
刘晓清

策略研究团队

021-38565932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190510110012

证券研究报告

管理层该不该为下跌担责？

——A股市场投资策略周报

2012年11月18日

相关报告

20121103 《行情步入分歧节点》

20121031 《有压力，不悲观》

20120926 《反弹时机逐渐成熟》

20120907 《先按维稳行情来做》

20120902 《磨忍，等待改善信号》

20120826 《等待风险的释放》

20120813 《有一种煎熬叫熊市反弹》

20120716 《寻找真实投资机会》

20120704 《耕耘希望·黎明之前》

20120603 《超配稳健经济与调结构的公约数》

20120422 《变革的希望》

20120404 《立足蓝筹，反扫荡》

20120318 《扑腾的行情》

20120219 《麻雀战——百团大战下半场》

20120109 《百团大战》

20111227 《消耗·黎明——2012年A股投资策略》

20111009 《勇敢者的游戏》

20110707 《螺蛳壳里做道场-A股市场三季度策略》

20110419 《除了白马防御，还考虑仓位调整》

20110318 《敦刻尔克大撤退》

20110128 《参与或者不参与，春季攻势就在那里》

20110123 《阶段底部有望形成》

20110104 《迎新春 反“围剿”吃“兔头”》

20101215 《积极防御-2011年A股投资策略报告》

20101206 《星星之火可以燎原》

20101116 《三湾整编进行时，星星之火何处寻》

20100702 《平淡中惊喜，决胜三

未战先

投资要点

★管理层该不该为股市下跌担责？

——今年A股下跌的主要责任是基本面因素。2011年7月以来，中国经济处于存货周期的下行阶段，总需求调整，价格下跌，压低企业的盈利能力。2012年三季度非金融企业归属母公司净利润下降了18.98%。股市从2011年7月2700点，跌到了当前的2000点左右。但对比04-05年及08年两轮存货调整阶段的股市极限跌幅25%-30%，当前A股下跌没有超出历史的极限。

——监管层最紧迫的责任——避免股市被进一步边缘化。A股市场在社会存量财富再配置中被边缘化，这才是市场未来面临的最大风险。

——边缘化已初露端倪：截止2012年9月末，股票市场的IPO与增发占全年社会融资总量才区区1.9%。企业债券融资占13.3%，信托贷款占6%，股市基本丧失融资功能。居民宁肯投资低收益的理财产品，也不愿入市。

——在整个社会信用体系还没建立，独立客观信用评估还没大力发展，政府软约束机制仍在的情况下，股市由于信息披露机制最强，其实是比其他直接融资方式更有效率的制度安排。

★展望：投资者仍需谨慎，重视当前A股市场面临的股市资金供求风险

——政策利好出现，但对短线市场活跃度构成负面影响。周五出台个人投资者红利税差别征收，体现了管理层鼓励投资者长线投资的意图，但构成的短期利好有限，甚至对市场短期活跃度构成中性偏负面的影响。我们判断即使市场在政策利好下，有所反弹，这种反弹的参与价值也不大。

——重视当前A股市场面临的股市资金供求风险。特别需要防范定向增发解禁对市场的资金冲击。11月全月解禁金额153.81亿元，12月解禁金额将达到289.9亿元。对于当前成交低迷的市场构成重要威胁。前期已解禁的公司股价跌幅均大于同期的沪深300指数，投资者需要重视解禁带来的风险。

★投资策略：逢低布局业绩确定性强的低估值品种

——考虑到岁末年初流动性风险特别是股市资金面压力仍在陆续释放中，短期市场仍将继续磨底，反抽不具有操作性，建议投资者谨慎操作。

——建议相对收益投资者的持仓结构中提升低估值、业绩确定性强品种的配置比重。（1）具有估值优势，不严格区分行业的低估值蓝筹；（2）需求平稳，估值合理的房地产、家电龙头；（3）主题投资方面关注铁路设备、铁路建设。

——低仓位的投资者如果已经开始为2013年上半年布局做准备的话，可以逐步逢低布局。我们看好库存压力较小、供需结构改善，产能利用率在2013年有望出现提升的华东地区水泥、乘用车、农用化工、火电等。

目 录

管理层该不该为股市下跌担责？	- 3 -
今年 A 股下跌的主要责任是基本面因素	- 3 -
监管层最紧迫的责任——避免股市被进一步边缘化	- 4 -
展望：投资者仍需保持谨慎	- 6 -
回顾：《有压力，不悲观 20121031》	- 6 -
展望一：政策利好出现，但对短线市场活跃度构成负面影响	- 7 -
展望二：重视当前 A 股市场面临的股市资金供求风险	- 7 -
投资策略：逢低布局业绩确定性强的低估值品种	- 9 -
图表 1：PPI 见顶回落后的 A 股表现	- 3 -
图表 2：单季度——全部 A 股归属母公司所有者净利润增速（可比口径）	- 4 -
图表 3：2009-2012 年社会融资总量的结构	- 5 -
图表 4：定向增发募资合计	- 8 -
图表 5：剔除向大股东与大股东关联方的定增募集资金合计	- 8 -
图表 6：11-12 月定增解禁股票一览	- 8 -

管理层该不该为股市下跌担责？

近一年来，监管层无论是舆论造势“具有罕见投资价值”，积极引导 QFII、RQFII 入市，改革新股发行制度，降低交易成本，降低长期持股的红利利息税，可谓政策频出、力度颇大。但从行情表现来看，市场并不买账，对股市政策的预期也“从满怀期待到麻木”逐步走低。

在十八大期间，面对媒体发问“如何看待目前比较低迷的股市”，证监会主席郭树清表示“监管部门应对股市下跌承担一定责任，但不是等于完全的责任和绝大部分的责任。”对于这番勇于承担的言论，大家可以探讨，首先，谁应该为今年股市下跌承担绝大部分的责任？其次，面对当前股市持续下跌、信心涣散，监管层最紧迫的责任是什么？

今年 A 股下跌的主要责任是基本面因素

大盘指数反映的是综合股价，可以用估值乘以盈利来分解。其中，企业盈利的增长取决于经济周期和行业竞争环境，超越了监管层的作用范围。企业盈利的变化又会影响估值，因为估值不仅取决于无风险资金价格，还取决于风险溢价、投资者信心。因此，在全社会资金成本变动不大时，盈利因素就成为影响股市的主要矛盾。

从 2011 年 7 月 PPI 见顶回落以来，中国经济处于存货周期的下行阶段，总需求的调整，导致 PPI 持续回落，进而导致产出调整，不断压低企业的盈利能力。从 2011 年四季度至今，非金融企业利润增速连续两位数的负增长，其中，2012 年三季度非金融企业归属母公司净利润下降了 18.98%，拖累了 A 股的表现。

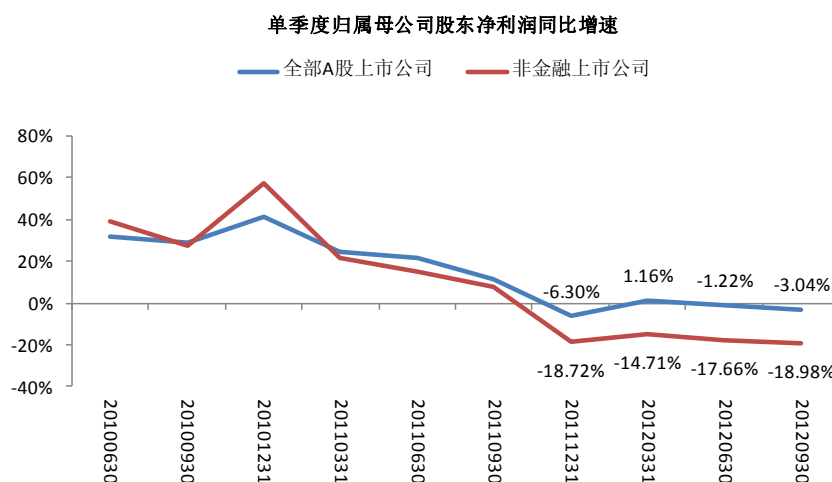
我们认为，本轮 A 股市场的调整可以用经典的库存周期调整来解释。股市从 2011 年 7 月 2700 点，跌到了当前的 2000 点左右。对比 04-05 年及 08 年两轮存货调整阶段的股市表现（极限跌幅 25%-30%），当前 A 股下跌没有超出历史的极限。

图表 1: PPI 见顶回落后的 A 股表现

PPI 见顶时间	2004 年 10 月	2008 年 8 月	2011 年 7 月
PPI 见顶时的上证指数	1320	2397	2701
极限低点	998	1664	1999(目前为止)
库存见顶到最低点跌幅	-24.39%	-30.58%	-25.99%

数据来源：Wind，兴业证券研究所

图表 2: 单季度——全部 A 股归属母公司所有者净利润增速 (可比口径)



资料来源: 兴业证券研究所

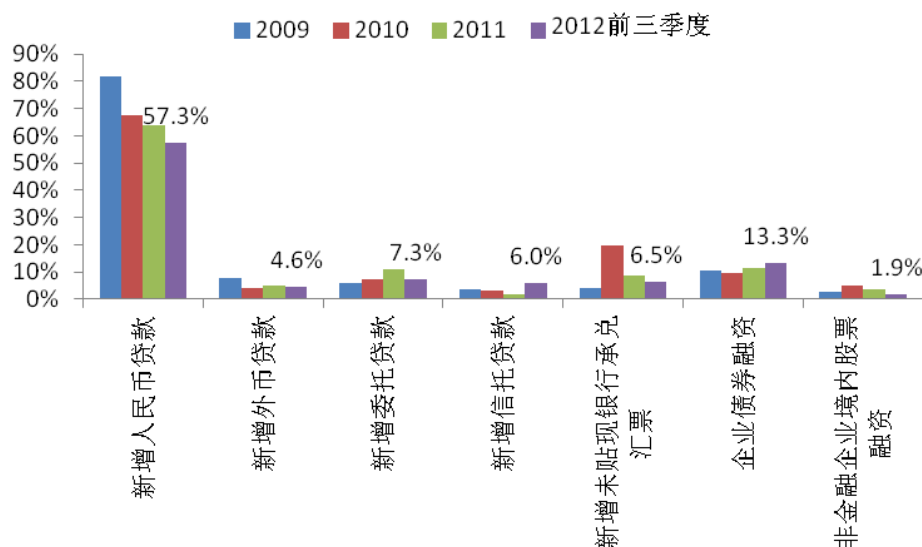
监管层最紧迫的责任——避免股市被进一步边缘化

如果股市下跌只是暂时性的困难, 而仍然有投资者参与市场, 有人关心这个市场的制度建设与发展, 凝聚市场长期繁荣的共识, 那么一旦经济向好或企业盈利普遍改善, 股市表现自然就上去了。中国 06-07 年大牛市, 也是制度改革叠加经济向好的共同作用。

当前 A 股市场最怕的不是短期的涨跌, 而是在社会存量财富再配置中被边缘化, 这才是中国 A 股未来面临的重大风险。

目前, 这种边缘化已经初露端倪: 从资本市场最重要的融资功能来看, 近年来中国整个金融体系的发展战略在于提高直接融资比例, 债券市场获得了空前发展, 同时由于银行表外业务的兴起, 影子银行信托业发展异军突起。截止 2012 年 9 月末, 企业债券融资占当年社会融资总量 13.3%, 新增信托贷款占社会融资总量 6%, 而股票市场的 IPO 与增发才区区 1.9%。

图表 3: 2009-2012 年社会融资总量的结构



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

一个丧失融资功能的市場，必定不是一个重要的市場，且未来，随着资产抵押证券（ABS）等新兴业务的兴起，企业的融资渠道更为拓宽，对于股市的依赖性与重要性更为下降。这些新兴领域的发展，已经成为了股市最重要的资金争夺者。现在的老百姓，宁肯买年化 4% 左右收益率的理财产品，也不愿意进入估值只有 10 倍的 A 股市场。

历史上的股市由于股价低迷丧失融资功能之后，总会凝聚改革的共识，因为当时替代股市的融资机制发展尚在襁褓状态。现在，股市面临的风险就是股市改革进入深水区、难度大，而其他替代性的融资市场已经快速发展起来，股市可能持续陷入不死不活的“边缘化”。

对于监管者而言，应该意识到最急迫的责任是防止股市被进一步“边缘化”。虽然 A 股市场仍有诸多不完善，但是，当前已经是一个庞大的、且具备较强信息披露机制的市場。监管层应该在股市低迷期，健全和完善股市规则，竭力提升投资者信心，避免投资者流失，避免投资者将财富从股市转向超常规发展的非规范性金融创新产品。

监管层应该意识到——在整个社会信用体系还没建立，独立客观信用评估还没大力发展，政府软约束机制仍在的情况下，股市由于信息披露机制最强，其实是比其他直接融资方式更有效率的制度安排。

- 在中国这样的大陆法系国家，政府有形之手仍提供企业运营的软约束。基于政府会成为最终买单人的预期，一哄而上超常规发展直接融资，面临着强烈的道德风险问题。从债券市场发展来看，新中基、海龙债都表明了这种软约束政府隐性担保，垃圾债瞬间变身国债的情况。

- 以信托理财产品为例，老百姓买的理财产品，其实他也不知道究竟投的是什么。他只认为这是在银行买的，这没有风险。而实际运作中，这些理财产品对应着一些资产池。投资者与标的资产之间存在着非常模糊的债务-债权关系。由于资产池的滚动操作，前期的投资者可能可以获利退出，但一旦产生系统性的风险，最终仍然要有人买单。由于这些信托资产池可能包含了地方融资平台等基建类信托，地方政府可能最终会成为买单人。但是，羊毛出在羊身上，看似免费的地方政府买单的午餐仍需要税收等方面的来源。
- 在中国缺乏最终预算硬约束的体制下，股票融资相对于其他直接融资方式更透明、更规范、更容易管理，所带来的金融风险也 smaller。随着 A 股市场全流通，对企业经营的自然约束增强。投资者根据种种信息调整股价，而股价的变动影响企业的融资能力。政府三令五申调控产能过剩行业的投资，这在资本市场的映射是，股价跌破每股帐面价值，企业就丧失融资功能，自然没有能力进行产能建设。

展望：投资者仍需保持谨慎

回顾：《有压力，不悲观 20121031》

在月度策略报告《有压力，不悲观 20121031》中我们指出，随着季节性旺季和维稳预期的边际效应递减，投资者需要提防经济的不确定性、“年关”流动性紧张、和美国大选后财政悬崖的不确定性等风险因素，这些风险因素将制约市场的表现。

10月31日《有压力，不悲观》

岁末年初，投资者需要提防经济的不确定性、年底企业应收帐款风险、中小板创业板迎解禁高峰、美国财政悬崖不确定性等风险，这将制约市场表现。

——**岁末年初资金面压力大。**1) 企业的营收增速慢于应收帐款增速，信用销售在经济下行期面临违约的风险；2) 高杠杆率使得工业部门在经济名义增速回落阶段对资金的渴求依然强烈；3) 国债短端利率再度走高。

——**经济季节性改善力度开始递减。**1) 偏紧的资金面制约经济需求的改善；2) 11 月份开始，工业生产进入淡季；3) 秦皇岛港锚地船舶数季节性旺季反弹过后再度回落，秦皇岛港山西优混(Q5500K)平仓价开始小幅回落。

——**警惕创业板、中小板解禁高峰对小盘股的冲击。**限售股解禁潮与减持的确存在着正相关的关系。首批满三年的创业板公司大非解禁集体延迟至年底，建议规避部分存在大规模解禁风险、企业现金流也相对恶化的上市公司。

——**美国大选带来财政悬崖的不确定性。**年内财政悬崖是否能顺利解决很大程度上取决于最终选举结果是统一政府还是分立政府。若最终结果仍然是分立政府，年底前对于财政悬崖的讨论可能将重蹈过去两年的覆辙。

——我们对年关风险释放后的市场持中性偏乐观的态度，建议仓位较轻的投资者

以逢低布局的心态来应对的市场调整。

展望一：政策利好出现，但对短线市场活跃度构成负面影响

随着 18 大的结束，市场维稳预期的回落，市场回调。周五收盘前，财政部会同证监会发布了 A 股个人投资者红利税差别化征收的办法。与原有办法相比，对于持股时间超过 1 年的投资者，降低边际红利税率 5%，对于持股时间低于 1 个月的投资者，增加边际税率 10%。持股时间在 1 个月-1 年之间的投资者，边际税率不变。这一政策，体现了管理层鼓励投资者长线投资的意图，但构成的短期利好有限，甚至对于市场短期活跃性构成中性偏负面的影响。我们强调，即使市场在政策利好预期下，有所反弹，这种反弹的参与价值也不大。

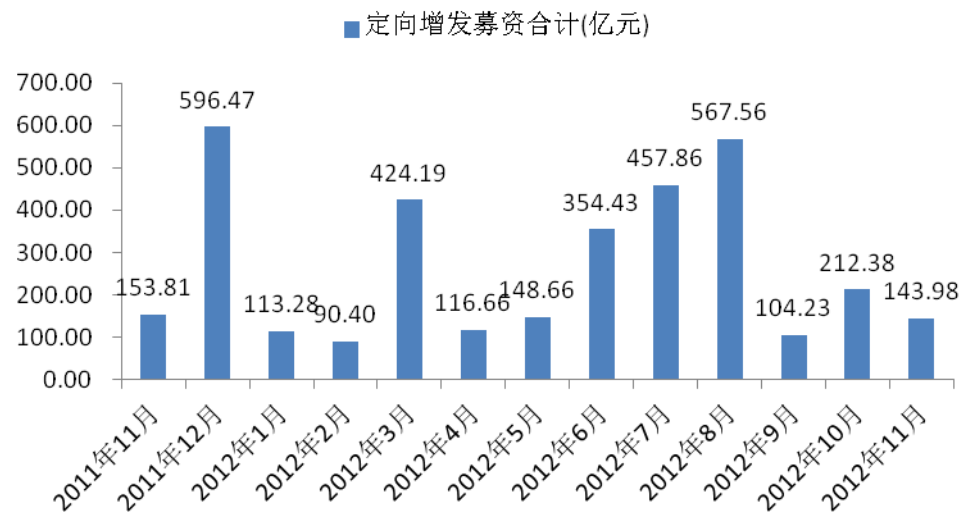
展望二：重视当前 A 股市场面临的股市资金供求风险

10 月的经济数据的确有所改善，但没有引发市场的走强，因为市场的核心矛盾并非来自于经济见不见底，而是股市资金供求关系。

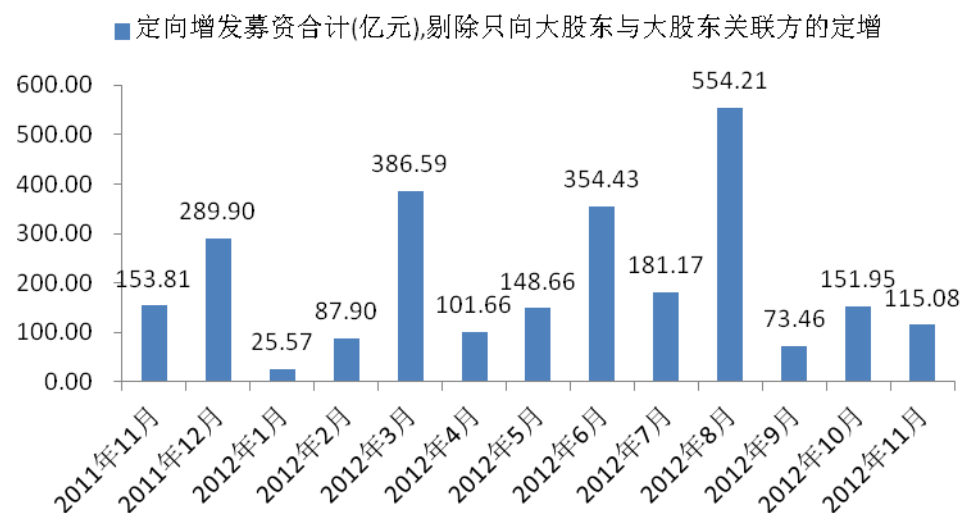
除了我们前期强调的年末季节性资金紧张、衰退期企业应收帐款风险之外，股市本身的资金供求关系在年末的失衡也需要得到投资者的重视。这里特别需要防范定向增发解禁对市场的资金冲击。

从 2011 年 11 月-2012 年 11 月 16 日为止，A 股定向增发共计融资 3483.88 亿元，如果剔除掉纯粹向大股东及关联方的定向增发，那么共计融资 2624.39 亿元。与大非解禁等不同，机构参与的定向增发解禁之后抛售的动力非常强，因此会对市场产生重要压制。

具体来看，2011 年 11、12 月增发的股票将在今年 11、12 月解禁，11 月全月解禁金额 153.81 亿元，12 月解禁金额环比将上升 88.48%，达到 289.9 亿元。对于当前成交低迷的市场构成重要威胁。

图表 4: 定向增发募资合计


数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图表 5: 剔除向大股东与大股东关联方的定增募集资金合计


数据来源: Wind, 兴业证券研究所

从前期已经解禁的公司表现来看, 股价均有不同程度的回落, 且下跌的幅度均大于同期的沪深 300 指数, 投资者需要重视解禁带来的风险。

图表 6: 11-12 月定增解禁股票一览

代码	名称	募资合计 (亿元)	发行对象	定增解禁日	定增解禁日 以来涨跌幅	同期沪深 300 涨跌幅
002020.SZ	京新药业	4.53	大股东关联方,机构投资者	2011-11-08	-5.52	-4.82
002011.SZ	盾安环境	9.66	机构投资者,境内自然人	2011-11-09	-3.37	-3.04
002126.SZ	银轮股份	4.73	机构投资者,境内自然人	2011-11-11	-10.34	-2.84
600801.SH	华新水泥	17.95	大股东,机构投资者	2011-11-08	-11.43	-4.82
002234.SZ	民和股份	8.40	机构投资者,境内自然人	2011-11-15	-11.20	-2.06
002079.SZ	苏州固锝	5.18	大股东,机构投资者,境内自然人	2011-11-24		
002081.SZ	金螳螂	13.26	机构投资者	2011-11-24		

600433.SH	冠豪高新	6.92	大股东,机构投资者	2011-11-21
600537.SH	亿晶光电	21.26	机构投资者,境内自然人	2011-11-22
600869.SH	三普药业	14.66	机构投资者,境内自然人	2011-11-24
600467.SH	好当家	11.09	大股东,机构投资者	2011-11-28
002340.SZ	格林美	10.37	机构投资者	2011-12-02
600546.SH	山煤国际	55.00	机构投资者	2011-12-01
002115.SZ	三维通信	2.11	机构投资者	2011-12-08
002012.SZ	凯恩股份	4.99	机构投资者	2011-12-13
601139.SH	深圳燃气	9.84	大股东,机构投资者	2011-12-12
600499.SH	科达机电	3.91	境内自然人	2011-12-13
002004.SZ	华邦制药	8.47	境内自然人	2011-12-21
002135.SZ	东南网架	6.11	机构投资者,境内自然人	2011-12-22
600637.SH	百视通	31.05	大股东,机构投资者	2011-12-15
600073.SH	上海梅林	15.08	大股东关联方,机构投资者	2011-12-15
000560.SZ	昆百大 A	3.15	大股东关联方	2011-12-28
600401.SH	海润光伏	23.35	换股公司股东	2011-12-19
002273.SZ	水晶光电	3.31	大股东,机构投资者	2011-12-23
002204.SZ	大连重工	54.42	大股东关联方	2011-12-27
002231.SZ	奥维通信	2.30	机构投资者	2011-12-29
002264.SZ	新华都	4.56	大股东,大股东关联方,机构投资者,境内自然人	2011-12-28
600449.SH	宁夏建材	25.18	大股东关联方	2011-12-22
600381.SH	贤成矿业	15.50	机构投资者,境内自然人	2011-12-23

数据来源: Wind, 兴业证券研究所

投资策略：逢低布局业绩确定性强的低估值品种

考虑到岁末年初流动性风险特别是股市资金面压力仍在陆续释放中，短期市场仍将继续磨底，反抽不具有操作性，建议投资者谨慎操作。

建议相对收益投资者的持仓结构中，提升低估值、业绩确定性强品种的配置比重。

(1) 具有估值优势，不严格区分行业的低估值蓝筹；(2) 需求平稳，估值合理的房地产、家电龙头；(3) 主题投资方面关注铁路设备、铁路建设。

低仓位的投资者如果已经开始为 2013 年上半年布局做准备的话，可以逐步逢低布局。我们看好库存压力较小、供需结构改善，产能利用率在 2013 年有望出现提升的华东地区水泥、乘用车、农用化工、火电等。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15%
增 持: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。