

物价回落叠加金融创新、风格有小幅的切换

A 股月策略报告

2011 年 8 月 29 日

主要观点：

- 经济回落和物价高位并未过多的冲击上市公司整体的业绩增速。全部中报业绩增速与 1 季度持平，且非金融类中报业绩增速为 19.5%、仅略低于 1 季度的 21%。不同于 2004 年、2008 年以及 2010 年经济回落过程中毛利率的回落，本次非金融类上市公司毛利率并未随着经济回落而回落、反而有所回升。上市公司整体业绩在本轮经济回落中显示着较好的韧性，预期 2011 年全部 A 股净利润增速仍将能保持 20% 左右的增长。
- 市场整体估值处于历史低位，中小盘相对权重股的估值溢价处于较高水平。因权重板块较高的业绩增速以及较低的估值水平，风格有切换的需要。但是中小盘股估值溢价过高更多源于权重股估值的过低、事实上中小板估值水平相对历史而言并未高估太多，这种风格切换可能是小幅度的。
- 欧洲债务危机、9 月份意大利等巨额到期债务规模以及希腊狂飙的国债收益率狂飙，构成了市场扰动的外因。考虑到 VIX 与标普指数的关系，不排除美股仍有所波动、但 A 股受外围市场冲击的影响相对弱化。
- 预计物价 8 月份可能在 6-6.2%，先行指标 PMI 也有望低位止跌，经济基本面有望在 9 月份有所改善。准备金上缴范围的调整更多立足于监管的规范而非简单收缩流动性，未来政策的不确定性反而有望减弱，紧缩工具的使用已是尾声；预期年内不再上调准备金率，预期加息最多有一次、如有加息也可视为货币政策的利空出尽。
- 重视金融创新及其在经济转型中的作用。跨境贸易人民币结算、RQFII、支持中小企业信贷的资产证券化、转融通等，金融领域的改革创新、有利于金融的稳定、有利于经济转型、也有利于股市的发展。
- 当下市场扰动因素依然存在，我们可以关注物价回落及金融创新对股市的积极意义。尽管历史上物价回落初期往往伴随着 A 股的回落，但是考虑到业绩的平稳、估值的低位为市场提高了支撑，本轮可以借鉴美国 70 年代低估值、稳业绩下股市对物价回落的积极反应。因此，市场有望震荡反弹，合理区间可能在 2500-2750 点。
- 操作上，以物价回落和金融创新推动低估值板块的估值修复以及风格存在切换但仅是小幅度调整为基本推断，关注两个组合：一为高股息率的钢铁、金融、汽车等高股息率偏周期性个股，二为上市已有 2 年且营业收入和净利润双双显著增长的中小板和创业板组合、多分布在农资、专用设备、生物、品牌消费等板块，不同偏好的投资者可对两个组合分别关注。另外，从物价回落、政策不确定性趋缓、风格小幅切换为出发，9 月份可重点关注部分高股息率的周期股以及较多享受政策红利的高端设备、农资类个股，重点集中在金融、钢铁、汽车、专用设备、农资等板块。两个组合及其重点个股详见正文。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

TEL：(021)63367000-314

FAX：(021)63373209

Email：ducc@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

一、业绩平稳增长、估值历史低位	3
1、经济回落对业绩的冲击在弱化，中报平稳增长.....	3
A、中报业绩增速与1季度持平.....	3
B、业绩平稳增长的归因分析	3
2、估值处于历史低位、风格有小幅切换的需要.....	6
二、市场扰动变量依然存在，但积极信息正逐步释放.....	7
1、主权债务危机9月依然存在较大的不确定性.....	7
2、“积极”财政总量上不明显、保障房及水利等将是少数的亮点.....	10
3、物价有望年内首次回落、政策不确定性将减弱.....	10
4、重视金融创新及其在经济转型中的作用.....	12
三、市场运行逻辑及投资策略	13
1、市场运行：金融创新及物价回落将催化市场估值的逐步修复.....	13
2、驱动逻辑及关注变量	14
3、投资机会：两个组合及9月重点个股.....	18
表 1：中报业绩增速保持平稳，经济增速回落对业绩冲击有弱化.....	3
表 2：从行业、营收、毛利率变动看中报净利润增速保持平稳的归因.....	4
图 1：相对 2004、2008 年以及 2010 年的经济回落，制造业本轮中报毛利率未降反升.....	5
表 3：2004、2008、2010 以及 2011 年的经济回落中主要行业毛利率明细表.....	5
表 4：从市盈率角度看估值处于历史底部及风格的分化.....	6
表 5：从市净率角度看估值处于历史底部及风格的分化.....	7
图 2：意大利 9 月到期债务规模为今年最高月份.....	8
图 3：西班牙 11 月到期债务规模为今年最高月份.....	8
图 4：希腊债务危机难消、国债收益率狂飙.....	9
图 5：从 VIX 异动看美国股指再度回落的空间可能有限.....	9
图 6：预算内资金、信贷、中央项目等维度显示，财政“积极”依然不明显.....	10
表 6：主要宏观数据的市场一致预期数据.....	10
表 7：保证金列入准备金缴纳范畴对资金的影响测算.....	11
图 7：融资融券中融券比例较小、更多体现为市场资金的增加.....	12
图 8：标普 500 市盈率 1970 年代在 10 倍以下的低估值区域.....	13
图 9：美股 74 年伴随着物价高位阶段性回落出现了显著的修复性反弹.....	14
图 10：1980 年黄金价格与美国 CPI 关系.....	15
图 11：1980 年黄金价格与美联储基准利率关系.....	15
图 12：1960 年以来黄金与石油价格比.....	16
图 13：国债收益率、企业债收益率以及信用利差有渐次回落的需要.....	16
图 14：国债收益率的回落有利于股市估值的提升要求.....	17
表 8：基于估值修复逻辑及风格小幅切换逻辑的高股息率权重股组合.....	18
表 9：基于 2 年前上市的成长股挖掘组合.....	18
表 10：9 月重点个股列表	19

一、业绩平稳增长、估值历史低位

1、经济回落对业绩的冲击在弱化，中报平稳增长

A、中报业绩增速与 1 季度持平

以截止 28 日已经披露的 1966 家上市公司为样本，全部 A 股中报归属母公司净利润增速为 25%、与 1 季度的 24.95% 持平。其中，权重板块业绩增速再次高于中小盘股。上证 180 指数的业绩增速为 25%、高于中小板的 19.5% 和创业板的 22.9% 的业绩增速；2010 年报也曾经出现过这种现象。

在 2 季度经济增速有所回落、物价迭创新高的宏观背景下，全部 A 股中报业绩增速与 1 季度持平，且非金融类板块的中报业绩增速为 19.5%、仅略低于 1 季度的 21%。这表明，经济回落和物价高位并未过多的冲击整体上市公司的业绩增速，这有利于修正市场前期对经济回落过程中上市公司业绩增速可能发生大幅度回落的担忧。

从中期业绩增速中，我们更多看到的是中报业绩增速的保持平稳，看到的是上市公司对冲经济回落、物价高位的能力，这有利于形成经济缓慢回落中上市公司业绩能够保持平稳的良好预期。当然，值得注意的是，中小板和创业板 2011 年中报再次重演了 2010 年年报的历史、业绩增速低于以上证 180 为代表的权重板块的业绩增速。

表 1：中报业绩增速保持平稳，经济增速回落对业绩冲击有弱化

	净利润增速 2010 年	净利润增速 2011 年 1 季度	净利润增速 2011 年中期	市盈率 TTM
全部 A 股	38.75	24.95	25.02	16.01
上证 180	36.43	25.48	24.74	11.23
中小企业板	30.36	19.46	19.57	36.75
创业板	34.18	36.77	22.96	48.63
非金融 0826	47.75	21.06	19.57	22.79
2009 年上市之中小及创业板	31.36	33.72	37.97	43.63
SW 大盘指数成份	37.6	25.28	24.2	11.99
SW 小盘指数成份	26.82	17.96	20.52	40.01

数据源自 WIND，东北证券

B、业绩平稳增长的归因分析

在经济回落和物价高涨的过程中，全部 A 股上市公司业绩能够好于市场预期、获得 25% 左右的业绩增速，其中既有经济缓慢回落的适度性也有物价高涨过程中部分受益通胀板块业绩改善的原因。

但是，从上市公司的行业分布、营业收入增长的变化以及毛利率的变化来看，本次中报业绩平稳增长的原因如下：

其一，金融企业尤其是银行，继续享受着制度红利，享受着较高的业绩增速。金融类中期业绩增速为 29.5%、略高于 1 季度的 28.6%。考虑到未来利率市场化以及地方债务等潜在风险，银行较高的业绩增速是建立在制度红利及风险的基础之上的，因此存在着一定的不确定性。

其二，即使不考虑金融企业，非金融类增速维持在 19.5%、只是略低于 1 季度的 21%。其中营业收入增速为 29%、与 1 季度持平，毛利率是 21.5%、略高于 1 季度的 19.4%。这既是经济增速回落的缓慢性也是通胀主要集中在食品类的原因，并未对业绩造成太大的冲击。

其三、从细分行业看，农业、化工、有色、建材、餐饮旅游、轻工、商贸等板块业绩增速提升较快，

而机械设备、交运设备、交通运输等板块受到一定影响。行业业绩的提升，既有通胀下涨价因素，也有政策红利下行业集中度改善的因素，也有市场经济下学习曲线发挥作用、企业应对经济波动能力提高的因素。显然，这些因素的存在，使得上市公司业绩增速在宏观经济增速缓慢回落的过程中保持平稳增长。

另外，考察非金融类上市公司以及证监会口径下的制造业还有建材、建筑机械等细分行业在 2004 年以来毛利率的变化。不同于 2004 年、2008 年两次经济显著回落时期上市公司毛利率快速下滑的经验，也不同于 2010 年中期经济小周期回落过程中毛利率的回落，发现 2011 年 2 季度的经济回落对企业毛利率的未有显著影响。上市公司整体毛利率并未随着经济的回落而回落、反而有所回升，从而使得上市公司业绩增速在经济回落中保持了较好的韧性。

基于此，在预期下半年经济缓慢回落的情况下，市场有望修正经济回落过程中上市公司业绩增速大幅下滑的悲观预期，即预期 2011 年全部 A 股业绩增速仍将能保持 20% 左右的增长，上市公司整体业绩增速在本轮经济回落中显示着较好的韧性。

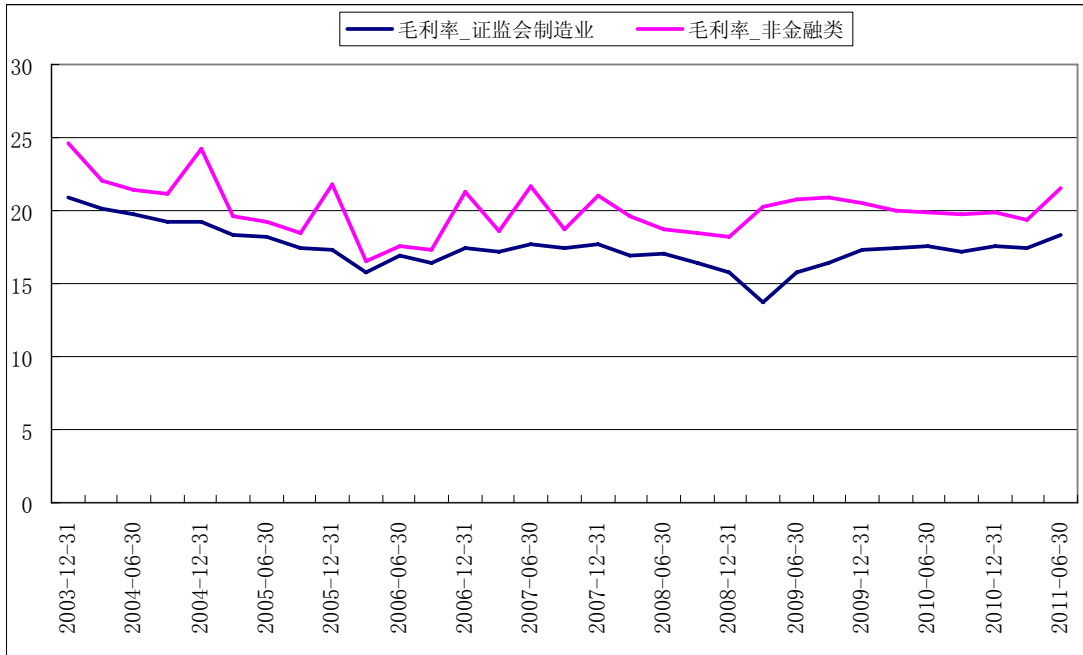
表 2：从行业、营收、毛利率变动看中报净利润增速保持平稳的归因

	净利润 增速 2011 年 1 季度	净利润 增速 2011 年 中期	营业收 入增速 2011 年 1 季度	营业收 入增速 2011 年 中期	毛利率 2011 年 1 季度	毛利 率 2011 年中 期	净利润 增速(中 期-1 季)	营收增 速(中期 -1 季)	毛利率 增速(中 期-1 季)
全部 A 股	24.95	25.02	28.99	28.59	19.39	21.48	0.07	-0.4	2.09
中小企业板	19.46	19.57	29.34	28.98	22.68	23.12	0.11	-0.36	0.44
创业板	36.77	22.96	38.67	32.86	34.94	35.05	-13.81	-5.81	0.11
非金融	21.06	19.57	29.7	29.4	19.39	21.48	-1.49	-0.3	2.09
2009 年上 市之中小及 创业板	33.72	37.97	40.07	42.74	33.76	32.26	4.25	2.67	-1.5
农林牧渔	19.21	50.34	27.27	36.67	14.6	12.97	31.13	9.4	-1.63
采掘	16.11	8.19	39.94	38.68	32.27	31.03	-7.92	-1.26	-1.24
化工	40.29	88.55	34.73	36.1	17.28	18.43	48.26	1.37	1.15
黑色金属	-14.68	-13.3	22.49	24.07	8.18	7.92	1.38	1.58	-0.26
有色金属	29.91	72.31	29.24	32.4	12.1	13.79	42.4	3.16	1.69
建筑建材	34.52	63.51	25.46	28.78	12.28	20.93	28.99	3.32	8.65
机械设备	54.55	32.9	37.8	27.88	21.93	22.26	-21.65	-9.92	0.33
电子元器件	23.54	31.49	25.53	25.45	20.3	22.76	7.95	-0.08	2.46
交运设备	15.7	12.71	34.83	27.27	17.21	16.05	-2.99	-7.56	-1.16
信息设备	2.62	22.55	11.34	24.22	18.81	24.04	19.93	12.88	5.23
家用电器	44.58	46.67	38.88	24.83	17.53	17.2	2.09	-14.05	-0.33
食品饮料	41.48	40.59	27.84	23.66	43.56	39.76	-0.89	-4.18	-3.8
纺织服装	100.81	55.37	29.96	27.38	23.63	22.7	-45.44	-2.58	-0.93
轻工制造	50.34	63.58	26.96	24.48	17.98	18.2	13.24	-2.48	0.22
医药生物	20.48	21.69	21.21	22.52	27.11	27.73	1.21	1.31	0.62
公用事业	-21.64	2.46	22.61	25	13.27	13.16	24.1	2.39	-0.11
交通运输	0.97	-34.82	24.48	19.07	22.25	17.46	-35.79	-5.41	-4.79
房地产	-3.03	11.36	-2.99	8.05	39.54	39.76	14.39	11.04	0.22

金融服务	28.64	29.5	25.57	25.68	20.95	27.7	0.86	0.11	6.75
商业贸易	30.16	39.75	25.34	25.08	12.46	11.05	9.59	-0.26	-1.41
餐饮旅游	16.63	37.14	31.91	32.36	36.07	33.98	20.51	0.45	-2.09
信息服务	15.79	22.16	20.19	23.15	29.59	30.12	6.37	2.96	0.53
综合	94.1	152.39	48.19	109.21	14.08	11.7	58.29	61.02	-2.38

数据源自 WIND, 东北证券

图 1: 相对 2004、2008 年以及 2010 年的经济回落, 制造业本轮中报毛利率未降反升



数据源自 WIND, 东北证券

表 3: 2004、2008、2010 以及 2011 年的经济回落中主要行业毛利率明细表

时间	GDP 累积同比增长率(%)	毛利率_证监会制造业	毛利率_非金融类	SW 建筑材料	SW 建筑机械
2004-03-31	10.4	20.18	22.03	33.81	19.16
2004-06-30	10.9	19.69	21.45	31.52	19.76
2004-09-30	10.5	19.17	21.1	28.72	19.76
2004-12-31	10.1	19.22	24.17	26.14	20.08
2007-12-31	14.2	17.73	21.07	23.67	22.05
2008-03-31	11.3	16.87	19.66	20.9	21.62
2008-06-30	11	17.1	18.72	22.75	21.53
2008-09-30	10.6	16.43	18.42	22.97	21.19
2008-12-31	9.6	15.74	18.21	22.52	20.91
2009-03-31	6.6	13.76	20.21	19.5	20.7
时间	GDP 累积同比增长率(%)	毛利率_证监会制造业	毛利率_非金融类	SW 建筑材料	SW 建筑机械

	增长率(%)	监会制造业	非金融类	材料	械
2010-03-31	11.9	17.42	20.05	22.58	23.98
2010-06-30	11.1	17.53	19.82	23.84	25.12
2010-09-30	10.6	17.17	19.71	24.26	24.86
2010-12-31	10.3	17.54	19.86	26.35	25.1
时间	GDP 累积同比 增长率(%)	毛利率_证 监会制造业	毛利率_ 非金融类	SW 建筑 材料	SW 建筑机 械
2011-03-31	9.7	17.49	19.39	28.17	25.98
2011-06-30	9.6	18.3	21.48	30.15	25.22

数据源自 WIND，东北证券

2、估值处于历史低位、风格有小幅切换的需要

当下市场估值处于历史低位，已经为市场普遍认同；同时，当下上市公司的业绩具有较高的韧性，无论是毛利率还是营业收入，均有望保持较好的韧性、保持着稳定，从中报的良好表现来看不必过分担忧经济回落对上市公司业绩整体增速的冲击。

对于估值，市场也普遍认为以中小板和创业板为代表的中小盘股相对上证 180 指数为代表的权重股，无论是市盈率还是市净率，其估值溢价处于较高的历史水平。

我们认为，在悲观情绪有所释放的背景下，考虑到权重板块较高的业绩增速以及较低的估值水平，风格有切换的需要。但是考虑到中小盘股估值水平而非如估值溢价那样高估太多，因此，但这种风格切换可能是小幅度的。原因如下：

其一，伴随着市场主体的扩大，共同基金市场份额的缩小，中小盘与大盘股之间存在着一定的市场分割的客观要求，虽然并不大。因此，当下以中小板和上证 180 指数的估值溢价比为 3.25 倍、其再创 2010 年 3.5 倍溢价高位的可能性较小；相反，预期未来一段时间这种估值溢价水平有回落要求但估计能在 3 倍左右获得支撑。

其二，由于权重股估值的历史低位乃至创历史新低，使得中小盘股的估值溢价被动的提高了。事实上，从中小板以及小盘股指数自身市盈率的纵向比较看，当下中小板估值为 36 倍、与 2010 年 6 月持平；申万小盘股指数当下的市盈率为 39 倍、而 2010 年 6 月时为 37 倍、2005 年时为 35 倍、相对这两个时点的估值水平高出的比例大致在 10%；只是 2008 年金融危机时略显特殊，彼时中小板及小盘指数的估值水平大幅回落至 16-18 倍、可以说那时真是“遍地黄金”。

由此，考虑到市场投资主体的分隔、中小盘股估值溢价主要来源于权重板块过低的估值水平，而中小盘股相对历史上 2005 年、2010 年 6 月的估值水平只是大致高出 10% 左右。

因此，伴随着政策的明朗、业绩悲观预期的修正，整体估值水平处于历史低位的市场具有向上修正的要求，同时中小板估值溢价也有一定修正的要求、风格有一定切换的要求；当然，由于中小板 36 倍的静态市盈率本身并非奇高无比、因此，这种风格切换可能是小幅的，即可能有当下 3.25 倍修正至 3 倍左右。

表 4：从市盈率角度看估值处于历史底部及风格的分化

	市盈率 2005-7-1	市盈率 2008-10-31	市盈率 2010-6-30	市盈率 最新
全部 A 股	19.4	13.36	17.44	15.82
中小企业板	23.97	16.2	36.11	36.15
上证 180	12.65	12.52	13.66	11.11
沪深 300	13.37	12.31	14.33	12.23
创业板			60.41	47.77
小盘指数成份	35.37	17.97	37.07	39.24

大盘指数成份	12.48	12.58	14.09	11.85
非金融股	19.34	15.18	22.71	21.3
中小板/上证 180	1.89	1.29	2.64	3.25
小盘/大盘	2.83	1.43	2.63	3.31

数据源自 WIND，东北证券

表 5：从市净率角度看估值处于历史底部及风格的分化

	市净率 2005-7-1	市净率 2008-10-31	市净率 2010-6-30	市净率 最新
全部 A 股	1.65	1.97	2.46	2.34
中小企业板	2.52	2.2	4.29	4.2
上证 180	1.73	2.06	2.15	1.84
沪深 300	1.74	2.05	2.25	2
创业板			4.33	3.96
小盘指数成份	1.49	1.48	3.05	3.28
大盘指数成份	1.74	2.06	2.22	1.95
非金融股	1.62	1.96	2.67	2.75
中小板/上证 180	1.46	1.07	2.00	2.28
小盘/大盘	0.86	0.72	1.37	1.68

数据源自 WIND，东北证券

二、市场扰动变量依然存在、但积极信息正逐步释放

1、主权债务危机 9 月依然存在较大的不确定性

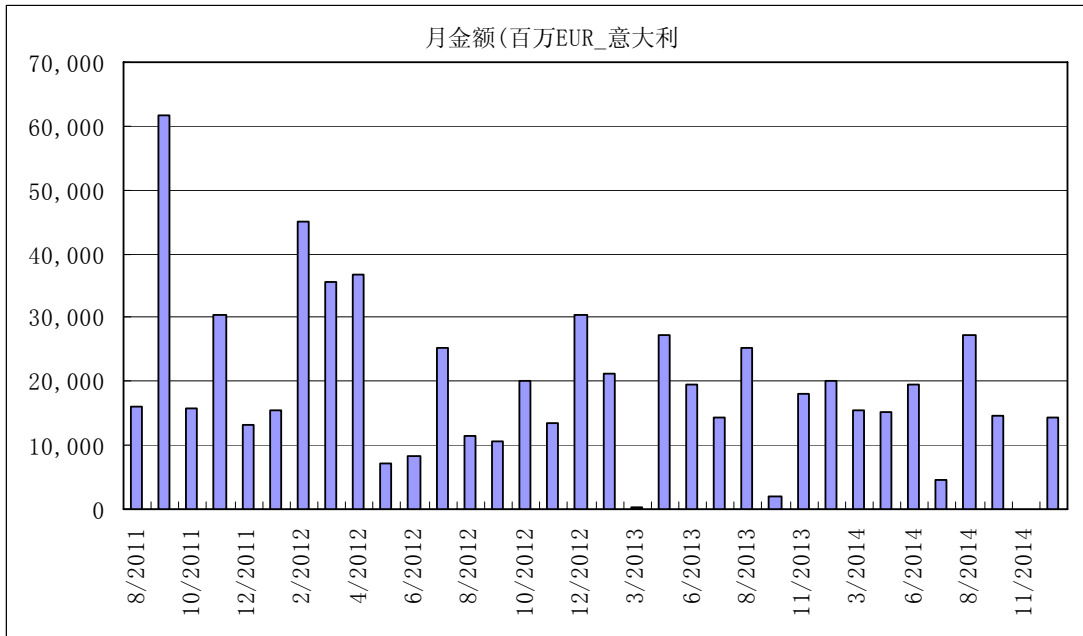
7 月下旬至 8 月中旬市场大幅下跌的原因主要是动车事件以及欧美暴跌所引起。预期，伴随着动车事故原因 9 月份相关调查报告的公布，对市场心理层面的影响将逐渐弱化。对于外部因素，我们更多的需要关注欧美主权债务危机的进展。

目前来看，意大利 9 月份到期债务是今年的最高，以及西班牙 11 月的巨额到期国债、希腊国债收益率狂飙的背后的违约风险，即欧洲债务危机还有再次发酵的可能，均可能对外围市场造成扰动。

从市场行为看，虽然美国股市估值水平只有 12 倍、距离历史平均 15 倍的估值水平已经有了 20% 的折让，以至于价值投资者巴菲特也加仓美股。但是，根据标普股指指数与波动率 VIX 指数之间的关系看，VIX 大幅飙升、往往对应着美股已经处于市场的底部区域，但也往往在后期 1-2 个月内有创新低的可能、当然这个低点距离上次 VIX 最大时的低点位置并不远。

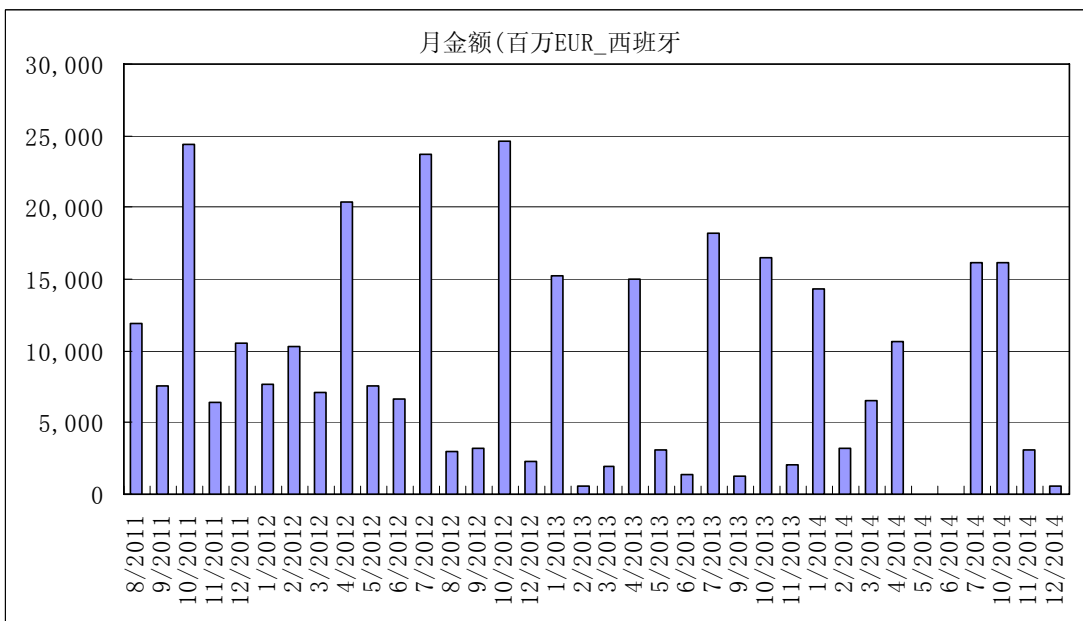
因此，欧元区自身的矛盾与问题，短期内可能以危机出现、购债纾困，但对市场会有扰动；而美联储对进一步宽松政策需要在 9 月 20-21 日再讨论，考虑到 VIX 与标普指数的关系，不排除美股期间有所波动、但预计道琼斯指数在 10000 点附近有支撑。考虑到 A 股较低的估值以及在时间上早于外围股市的调整使得 A 股具有较好的韧性，表现为欧美暴跌则 A 股跌幅往往低于其一半。因此，A 股受外围市场冲击的影响相对弱化，即，2450 点一线有望确立为中期底部。

图 2：意大利 9 月到期债务规模为今年最高月份



数据源自彭博，东北证券

图 3：西班牙 11 月到期债务规模为今年最高月份



数据源自彭博，东北证券

图 4：希腊债务危机难消、国债收益率狂飙

<HELP> 参见详细说明。

EquityBTMM

选择国家		希腊国债与货币市场						12:17:23	
货币市场利率	银行同业	EURIBOR 定价	EUR LIBOR 定价	欧元掉期	希腊国债				
隔夜存款 0.750	隔夜 0.75000	1个月 1.34900	1个月 1.29438	1年 1.57 1.58	1年 58.88 51.87				
隔夜贷款 2.250	T/N 0.90000	2个月 1.41700	2个月 1.35938	2年 1.51 1.53	2年 45.44 41.64				
1周 1.500	1个月 1.23000	3个月 1.53900	3个月 1.48000	3年 1.67 1.69	3年 36.71 34.24				
3个月回购 1.560	2个月 1.25000	4个月 1.60000	4个月 1.54688	4年 1.90 1.92	4年 29.48 27.66				
	3个月 1.47500	5个月 1.66500	5个月 1.62000	5年 2.13 2.15	5年 22.43 21.01				
	6个月 1.72500	6个月 1.74500	6个月 1.70700	6年 2.33 2.35	6年 19.85 18.62				
即期汇率	9个月 1.91000	7个月 1.80400	7个月 1.76300	7年 2.49 2.51	7年 18.33 17.28				
€/USD 1.4411	1年 2.10000	8个月 1.85000	8个月 1.81513	8年 2.62 2.64	8年 19.44 18.43				
€/GBP .8833	欧元远期合约	9个月 1.90700	9个月 1.86850	9年 2.73 2.75	9年 0.00 0.00				
€/JPY 111.4180	1x4 1.4760	10个月 1.96200	10个月 1.92738	10年 2.83 2.85	10年 18.28 17.04				
€/CHF 1.1421	3x6 1.3350	11个月 2.02400	11个月 1.98638	20年 3.25 3.28	15年 15.04 14.28				
€/DKK 7.4498	6x9 1.1740	1年 2.08500	1年 2.05250	30年 3.14 3.17	30年 12.35 11.48				
€/CAD 1.4229	9x12 1.1260								
€/AUD 1.3750	1x7 1.6420	有效隔夜	期货	ASE	889.17	-3.79			
€/CYP 7.7949	3x9 1.4960	EONIA 0.89	AJA 371.01	FTASE	372.80	-3.74			
€/MTL .4293	6x12 1.3460	EUREONIA 0.81	FMA 0.00	FTSEM	912.69	8.68			
日期时间	活动	调查	实际	上次	修正				
8/31 GR 1)	零售销售额(同比)	JUN	--	--	-8.0%	--			
9/7 GR 2)	消费价格指数-欧盟调整(同比)	AUG	--	--	2.1%	--			
9/7 GR 3)	消费价格指数(同比)	AUG	--	--	2.4%	--			
9/8 GR 4)	GDP季环比	2Q F	--	--	--	--			

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2011 Bloomberg Finance L.P.
SN 171083 GNT+8:00 6671-1288-0 26-Aug-2011 12:17:23

数据源自彭博，东北证券

图 5：从 VIX 异动看美国股指再度回落的空间可能有限



数据源自彭博，东北证券

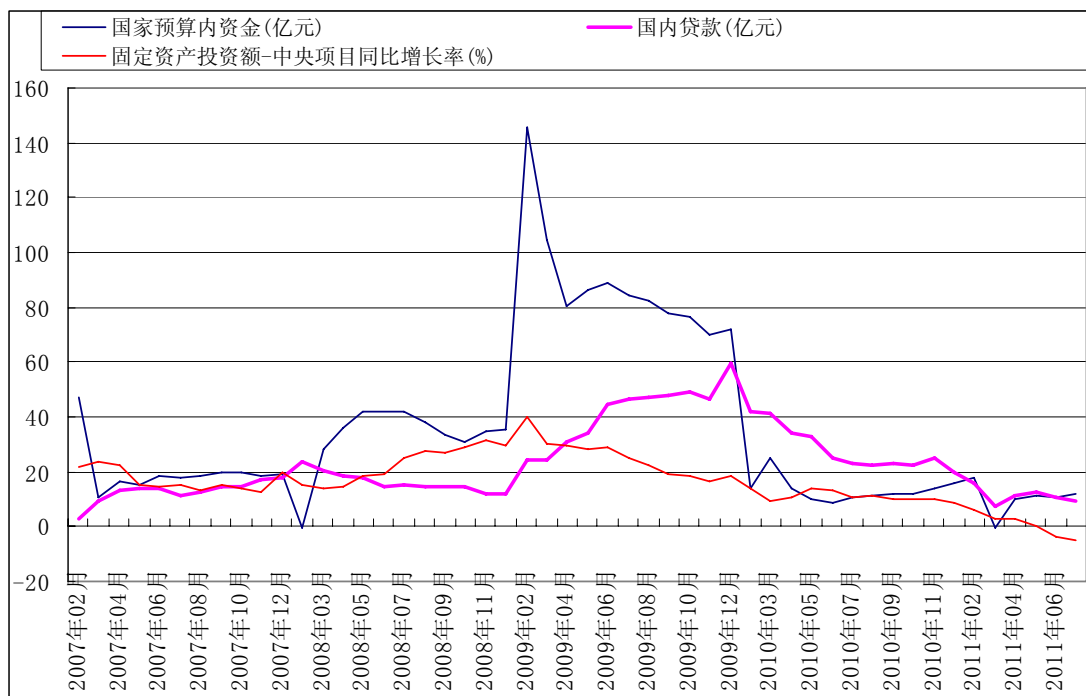
2、“积极”财政总量上不明显、保障房及水利等将是少数的亮点

从预算内资金、信贷、中央项目投资等维度看，财政“积极”在总量上依然不明显。但是，前期煤炭水泥等周期性板块的补跌，表明 A 股对投资增速回落、投资领域乏善可陈已经有了较充分的反应。相反，伴随着年末 1000 万套保障房的施工要求，以及南水北调等工程的进展，预计基建类板块继续做调整的空间较小。

根据 8 月份公布的 1-7 月固定资产投资完成额以及固定资产投资资金来源数据来看，在全球主权危机、去债务杠杆的趋势下，我国固定资产投资中财政及信贷的比例却一直在回落且近期尚未见显著改观。2011 年前 7 个月固定资产投资增速虽然维持在 25.4% 的水平，但从资金来源看，2011 年 1-7 月国家预算内资金投资增速为 11.7%、略高于 2010 年 1-7 月的 10.4%、与正常的 17% 左右水平有差距；更为显著的是，信贷的紧缩，资金来源中 1-7 月贷款部分增速仅为 9.1%、继续创新低。如果从固定资产投资的归属来看，中央项目投资的累积同比增速则连续负增长、从 6 月份的 -3.8% 继续下滑至 7 月份的 -4.7%。

预计，随着保障房下半年的加速推进以及南水北调等水利建设，虽然不能构成周期性板块反转、但有利于已经处于较低估值水平的周期性板块的估值修复。换句话说，市场的催化因素将更多来自于货币政策、来自于流动性、来自于物价变化引发的预期变动，这也将是未来市场的主要期待点。

图 6：预算内资金、信贷、中央项目等维度显示，财政“积极”依然不明显



数据源自 WIND，东北证券

3、物价有望年内首次回落、政策不确定性将减弱

考虑到大宗商品的回落以及食品类物价环比增速小于 7 月，预计物价 8 月份可能在 6-6.2%。而先行指标 PMI 也有望低位止跌。经济基本面有望在 9 月份有所改善。

表 6：主要宏观数据的市场一致预期数据

指标	201105	201106	201107	201108F	201109F
GDP:累计(%)		9.6			9.2

GDP:当季(%)		9.5			<u>9.5</u>
CPI(%)	5.5	6.4	6.5	<u>6.1</u>	<u>5.9</u>
PPI(%)	6.8	7.1	7.5	<u>7.1</u>	<u>7.6</u>
社会消费品零售(%)	16.9	17.7	17.2	<u>17</u>	<u>17</u>
工业增加值(%)	13.3	15.1	14	<u>13.5</u>	<u>13.1</u>
出口(%)	19.4	19.3	20.4	<u>18.6</u>	<u>15.2</u>
进口(%)	28.4	17.9	22.9	<u>21.5</u>	<u>27.5</u>
固定资产投资:累计(%)	25.8	25.6	25.4	<u>25</u>	<u>21</u>
M2(%)	15.1	15.9	14.7	<u>14.5</u>	<u>15.4</u>

数据源自 WIND, 东北证券

从政策以及流动性角度看, 紧缩政策将会趋缓, 尤其是在央行扩大准备金上缴范围之后。

利率政策: 前段时间央票发行利率上调、催生了加息预期。从经验及 8 月 CPI 回落来看, 在货币政策趋缓的背景下, 预计即使加息一次、其时点在国庆期间的概率更大些且如有加息、应视为年内最后一次。因为本轮物价有望在 7 月份 6.5% 的水平上见顶回落、而非 2008 年冲高至 8.1% 的高点, 而 2008 年 1 年期存款利率的高点为 4.14%。

数量政策: 根据媒体披露, 央行计划将商业银行的保证存款纳入存款准备金的缴存范围, 从 9 月 5 日起实行分批上缴。截至 2011 年 7 月末, 金融机构的人民币单位项目下保证金存款余额为 44222.36 亿元, 如果再加上个人保证金存款余额 192.80 亿元, 共计 44415.16 亿元; 目前将纳入上缴基数的保证金存款将包含承兑汇票、信用证、保函三部分。同时, 央行还为银行设定了一定的“过渡期”, 譬如对大银行来说, 9 月 5 日至 10 月 4 日, 只需要将保证金的 20% 按比例补交存准, 然后 10 月 5 日至 11 月 4 日按 60% 的基数补交, 11 月 5 日以后才按 100% 的比例全部计收准备金。对小银行来说, 宽限期则长达 6 个月。

因此, 静态测算, 考虑到保证金分项, 新纳入准备金缴款范围的保证金总额以 4.4 万亿为上限, 又以 9 月、10 月、11 月上缴的基准测算, 则三个月分别追缴 1892 亿、3784 亿、3784 亿, 合计 9460 亿; 相对而言, 不考虑未来公开市场回笼, 静态看 8-12 月公开市场可供投放资金规模为 9770 亿元。由此, 假定公开市场未有回笼量, 则大致公开市场到期资金对冲这部分准备金的追缴。由此可见, 准备金率调整以及准备金上缴范围调整两者之间存在着差异; 准备金缴款范围的扩大, 相对准备金率的上调, 其影响更多的是短期冲击资金市场; 动态来看, 由于全部存款的增长规模将远大于保证金增长的规模、准备金缴款范围的扩大更多的是完善准备金制度和表外业务的监管, 考虑月均 6000 亿存款的增加、本次保证金缴款范围变动折合的影响将小于 2 次准备金率上调。

另外, 考虑到公开市场的到期资金规模以及政策工具的运用, 本次保证金纳入准备金缴款范畴客观上短期将冲击资金市场、但更多的是完善外表业务监管以及准备金制度本身的完善。相反, 从中期看, 有利于强化准备金率继续保持观望的预期, 且甚至不排除以逆回购等工具来对冲。

表 7: 保证金列入准备金缴纳范畴对资金的影响测算

序号	投放量		回笼量		净投放量	以 4.4 万亿纳入准备金上缴范围的保证金, 静态测算月度新增上缴金额 (亿元)	
	票据到期	正回购到期	票据发行	正回购			
8 月	1960	1560	300	1540	1680		
9 月	2290	1220			3510	9 月 20% 为基数	
10 月	1880	1100			2980	10 月 60% 为基数	
11 月	1130	420			1550	11 月后 100% 为基数	
12 月	50				50		
8-12 月货币投放量静态数据合计:					9770	合计:	9460

数据源自 WIND, 东北证券

伴随着 8 月 CPI 回落的兑现，考虑到准备金上缴范围的调整，未来政策的不确定性将减弱。这有利于强化年内不再上调准备金率的预期；虽然央票利率上行，但预期加息最多有一次、如有加息也可视为货币政策的利空出尽。总体而言，货币政策紧缩工具的使用已经是尾声阶段了。

4、重视金融创新及其在经济转型中的作用

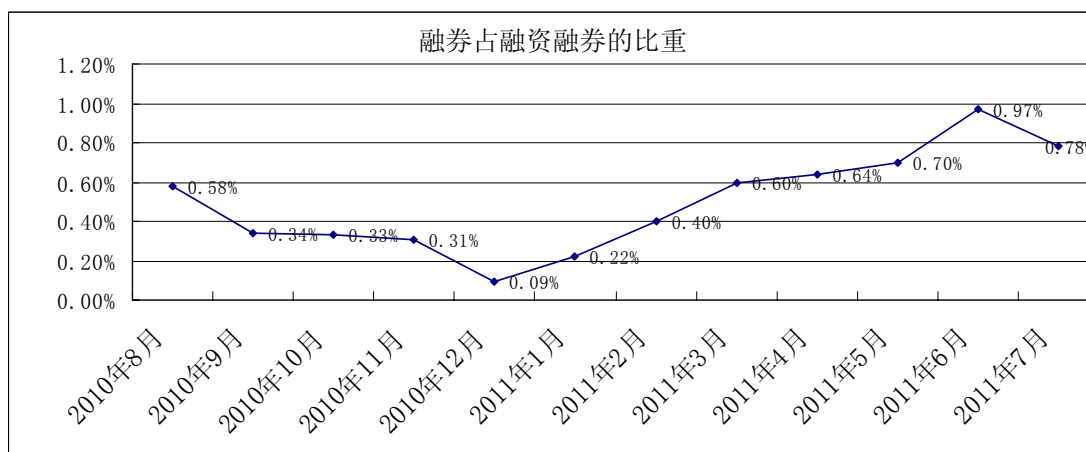
经济转型需要产业转型、消费与投资的再配比，需要区域的再配置，这是长期的。但是，在通胀压力、信贷紧缩，债务危机、地方融资等压力下，这种转型客观上是缓慢，且存在着多出内在的矛盾。既要降低地方融资平台风险、降低信用风险，降低银行系统风险，又要较好的发展经济、促进转型，期间离不开金融的创新。目前来看，管理层对金融创新及革新的重视力度在加强，推进中小企业信贷的定性信贷资产证券化等资产证券化、推进利率市场化、推进汇率市场化以及加强资本市场自身建设、包括最近披露的融资融券常态化以及转融通等业务，这些不仅仅能活跃资本市场，也将有利于经济转型。

金融是现代经济的核心。在强调产业转型、发展新兴战略产业的同时，不能忽视金融创新的地位。目前来看，跨境贸易人民币结算、RQFII、支持中小企业信贷的资产证券化、转融通等，金融领域的改革创新、有利于金融的稳定、并将有利于金融资产相对房地产等其他资产比例的扩张和修正。毕竟美国 20 万亿美元的住房市值、14 万亿美元 GDP 和股票市值；而中国则是 25 万亿股票市值、40 万亿 GDP、50 万亿以上的住房市值(以 98 年-2011 年合计 1 万套住房、套均 50 万元计算)，由此可见，中国金融资产相对 GDP 与住房市值而言是低估的，在人民币国际化的进程中，有望逐步修正。

因此，我们需要重视融资融券常态化、转融通以及境外人民币投资回流境内、增加养老金投资渠道等影响乃至改变资本市场资金结构的金融举动。虽然这些仅仅是规划和预期，短期内并未发生实际的现金流，但是不可忽视其长期效应、尤其在当下权重股为代表的 A 股市场整体估值水平历史低位的背景之下。

另外，短期而言，融资融券常规化及转融通预期是市场优先关注的金融创新项目。从目前试点来看，融券占融资融券的比重在 1% 以下，结合境外经验，融资融券常规化尤其是转融通的推进，将有利于资本市场容量的扩大且相对融券而言更多的是融资的扩大。因此，融资融券常规化及转融通，虽然不是市场逆转性的变量，但对市场是利好因素。

图 7：融资融券中融券比例较小、更多体现为市场资金的增加



数据源自 WIND，东北证券

三、市场运行逻辑及投资策略

1、市场运行：金融创新及物价回落将催化市场估值的逐步修复

上市公司业绩的平稳、估值的历史低位，使得股市具有较好的支撑。经济回落，但对上市公司业绩冲击的程度弱于 2004、2008 以及 2010 年经济回落阶段上市公司业绩增速回落的幅度。这里面有金融企业较高增长的原因，但更主要的是经济缓慢回落有利于上市公司营收的平稳，同时产业结构调整以及学习曲线的发挥使得上市公司应对经济波动的能力有所提升，体现为制造业和整个非金融类公司的中期毛利率不降反升。这是 2004 年、2008 年以及 2010 年物价高位或上行、经济不同程度回落时期所没有发生的，彼时的制造业毛利率整体是出现回落的。因此，预计在未来经济缓慢回落的过程中，上市公司业绩增速仍将保持平稳；市场将修正经济回落对业绩冲击的过度悲观的预期。

当然，就月度等短期策略而言，将更多关注市场的催化剂。目前来看，除了外围市场的不稳定以及国内货币政策如准备金缴款范围等政策的变动、从而造成市场的扰动；总体而言，转融通、RQFII 等金融创新等政策将逐步改善市场的资金结构，而且物价适度的回落将是必然事件。

就 A 股历史而言，物价回落时期尤其是初期往往伴随着毛利率下降、业绩显著回落，例如前述的 2004 年、2008 年等，从而造成物价回落初期的股市回落。但是，我们认为，本次物价回落将有利于股市展开修复性行情。理由如下：

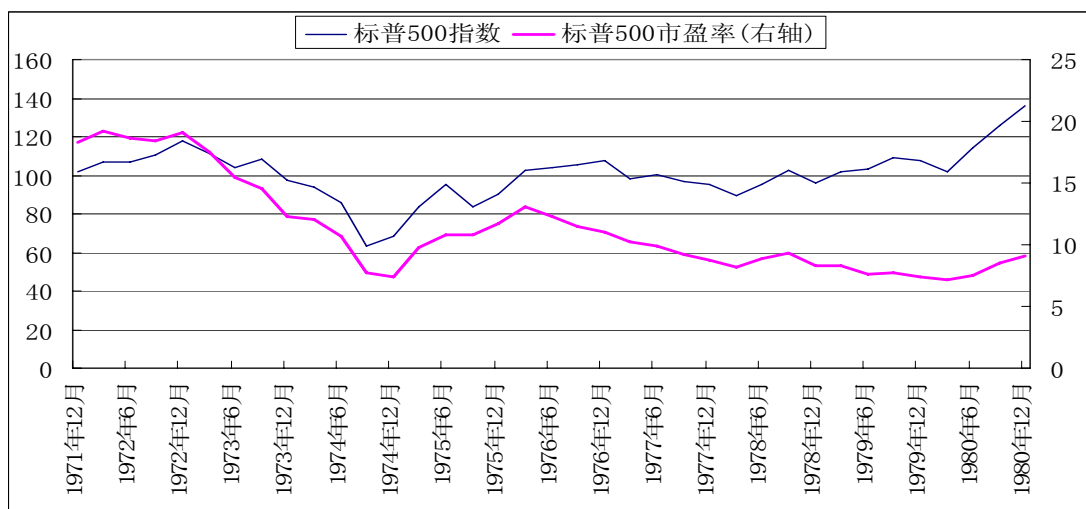
A、如前所述，从中报业绩来看，当下上市公司整体盈利能力、业绩增速受经济回落冲击的影响在弱化，即上市公司业绩增速将有望保持平稳、全年在 20% 左右。

B、当下的估值水平是历史的低位、而流动性紧张程度则是历史的高位，因此，本轮物价回落初期有利于两者的修复；这也不同于 2004 年初、2008 年初、2010 年初估值高位、流动性未到最紧时的状况。

C、从实证的角度看，1974 年前后美国的经验可以为估值低位时物价回落处于有利于股市形成修复性反弹。彼时美国股市受通胀影响，标普 500 指数估值水平处于 10 倍下方的历史低位，而业绩增速则维持着 10-15% 的增长，因此在 1974 年末美国 CPI 由 12% 左右阶段性的回落过程中美股市场出现了大区间震荡中的反弹行情。

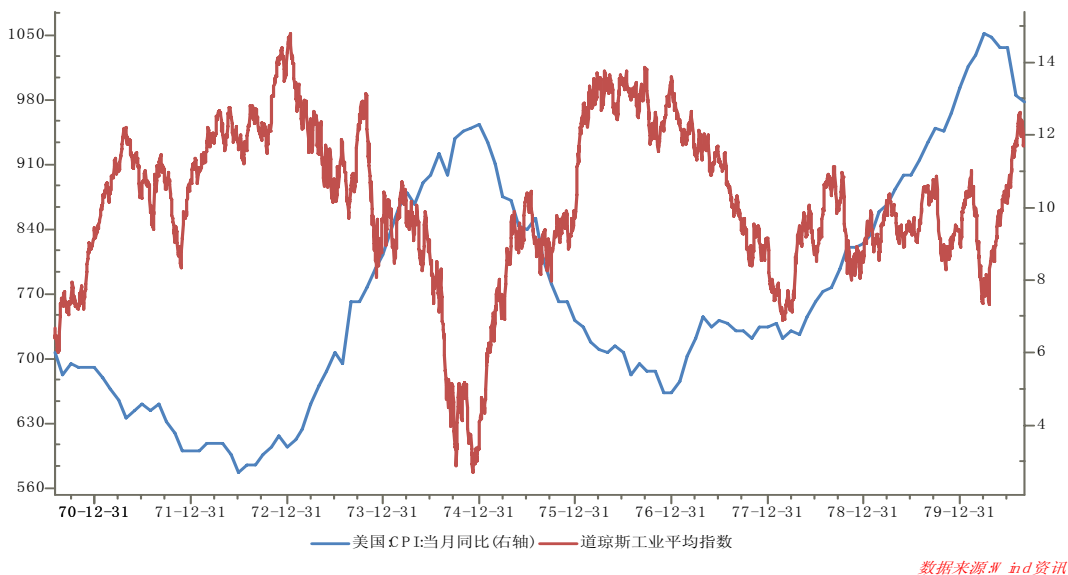
因此，9 月市场有扰动、但不改反弹延续格局。市场扰动的主要来自外围市场的不稳定、来自准备金缴款范围扩大等因素，但在金融创新推进及物价回落的等作用下、在保障房、水利等建设作用下，市场有望震荡反弹，市场运行的合理区间可能在 2500-2750 点之间。

图 8：标普 500 市盈率 1970 年代在 10 倍以下的低估值区域



数据源自 WIND，东北证券

图 9：美股 74 年伴随着物价高位阶段性回落出现了显著的修复性反弹



数据源自 WIND，东北证券

2、驱动逻辑及关注变量

如上，业绩的平稳、估值的低位形成了股指的支撑，金融创新叠加物价的回落有利于形成市场的反弹。从市场逻辑来看，市场的驱动逻辑可能有二。

其一、物价回落、政策趋缓、流动性改善逻辑。物价回落，有利于政策不确定性的释放，形成政策的缓和、流动性的改善，从而有利于市场需求的改善。这条主线则偏好于流动性敏感类的板块，如耐用消费品、设备等板块。

其二、毛利率显著回升的逻辑。全球大宗商品价格的回落、以及国内产业结构调整等作用，使得企业毛利率继续回升，从而推升市场上行，彼时则制造业机会兴起。目前来看，大宗商品价格虽有压力、但大幅回落的空间不大；同时，在 CPI、PPI 回落期间，企业毛利率显著上行的可能不大。事实上，观测黄金以及石油价格的走势，可知当下黄金和石油比价在 17 倍，1960 年代以来两者的比价区间在 6-40 倍；而黄金价格与美国的货币政策、通胀相关，由此可见，当下尚不能判断黄金见顶、也不能推断石油等大宗商品的回落趋势展开，这些存在不确定性、只是大致可以推断的是大宗商品短期内并不存在再度飙升的催化，因而我国的输入性通胀以及成本的压力短期内有望缓解和平稳。

图 10: 1980 年黄金价格与美国 CPI 关系



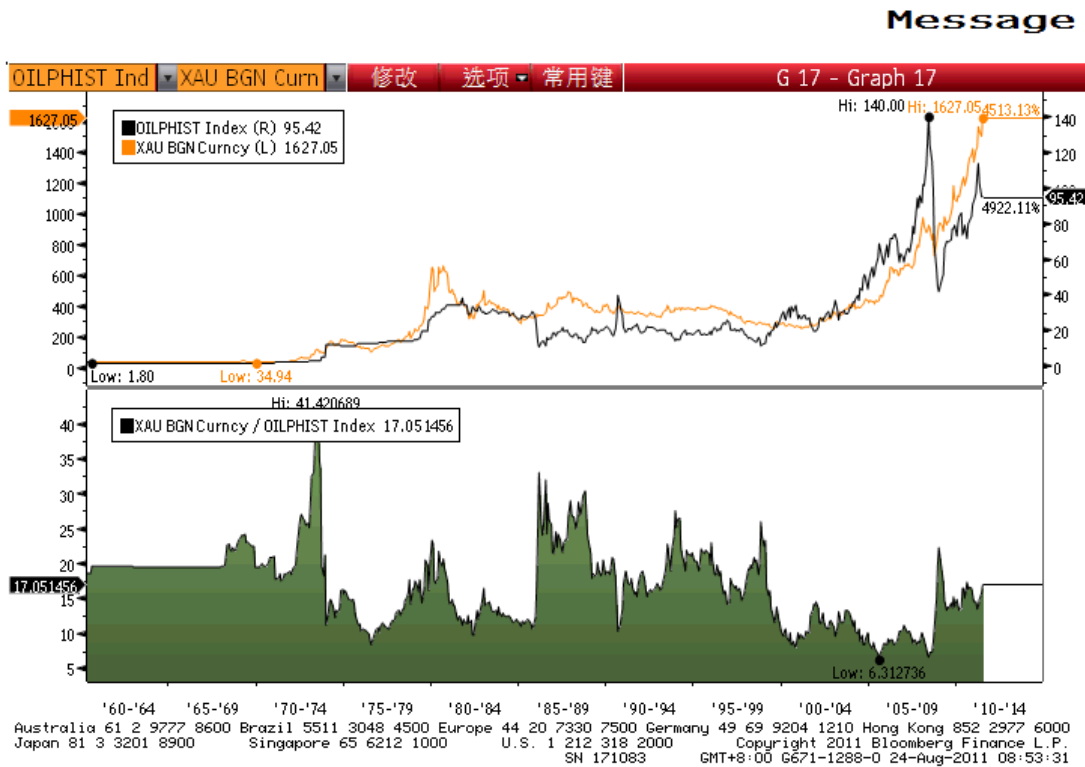
数据源自彭博，东北证券

图 11: 1980 年黄金价格与美联储基准利率关系



数据源自彭博，东北证券

图 12：1960 年以来黄金与石油价格比

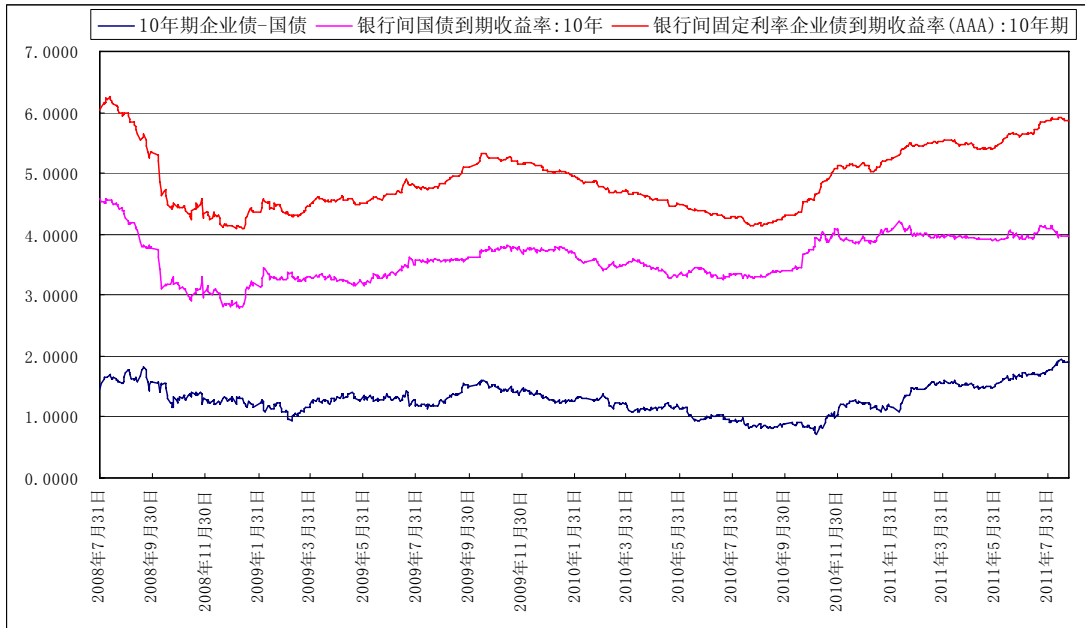


数据源自彭博，东北证券

因此，未来市场的驱动逻辑将更多在于物价回落、政策趋缓、流动性改善，而物价回落初期毛利率回升则更多体现在少数板块以及个股。换句话说，政策趋缓与毛利率全面回升、两者同时存在的条件还未成熟，且更多倾向于政策趋缓、流动性改善逻辑，而毛利率则更多保持平稳。如果两个条件均成立的话，市场将不仅仅是估值修复性行情而是逆转性行情了；这也是我们认为当下更多是估值修复性行情的主要逻辑。

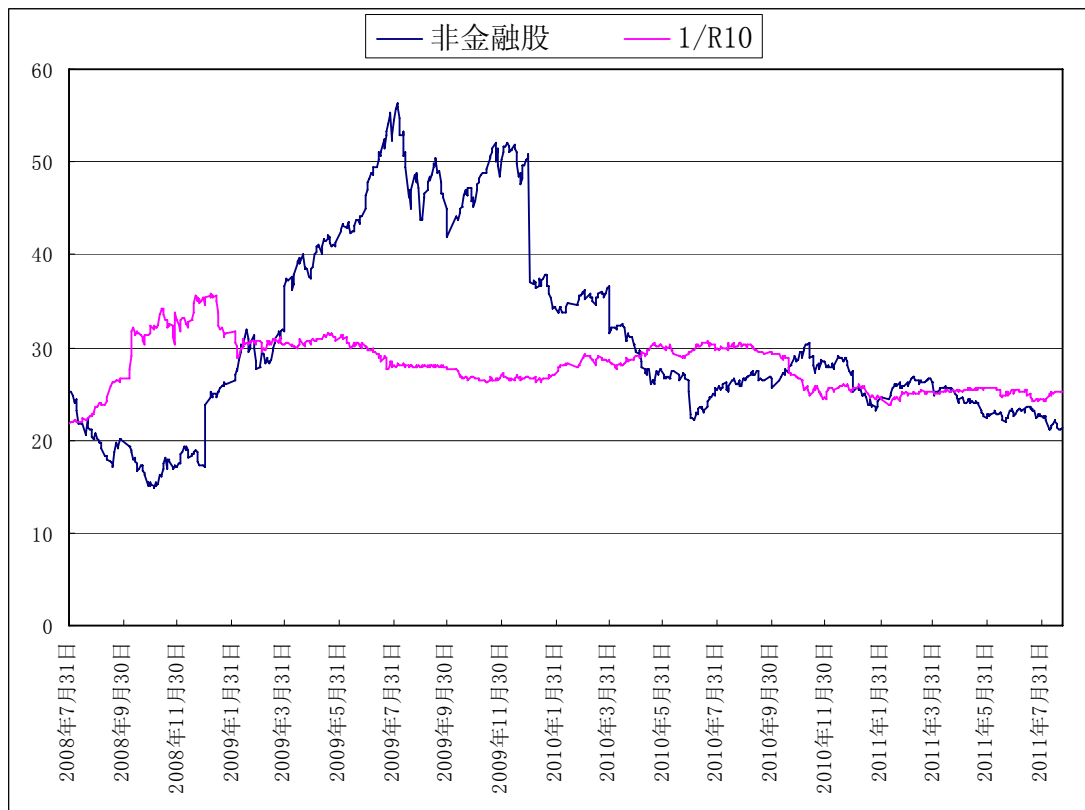
因此，考察政策及流动性，可以跟踪国债收益率、企业债收益率以及信用利差的变化。由于本轮以准备金率创新高为代表的货币紧缩，使得股票市场与债券市场出现了同向联动而非逆向变动。因此，预期国债收益率会震荡回落、信用利差有小幅回笼的要求，这有利于股市估值水平的修复。

图 13：国债收益率、企业债收益率以及信用利差有渐次回落的需要



数据源自 WIND，东北证券

图 14：国债收益率的回落有利于股市估值的提升要求



数据源自 WIND，东北证券

3、投资机会：两个组合及 9 月重点个股

主线一：物价回落及金融创新有利于低估值板块的估值修复。基于此，重点关注高股息率的钢铁、金融、汽车等高股息率偏周期性个股。这里给出 10 个高股息率股票的组合，该组合对应比较的基准指数为上证 180 指数为代表的权重股指数。

表 8：基于估值修复逻辑及风格小幅切换逻辑的高股息率权重股组合

证券代码	证券简称	股息率 2010	市盈率 TTM	市净率
600019.SH	宝钢股份	5.54	7.89	0.92
601988.SH	中国银行	4.87	7.04	1.25
601006.SH	大秦铁路	4.55	9.92	2.10
601939.SH	建设银行	4.65	7.26	1.55
601398.SH	工商银行	4.42	7.64	1.69
600030.SH	中信证券	3.95	10.80	1.86
000157.SZ	中联重科	3.98	13.98	2.82
600795.SH	国电电力	3.97	14.97	1.63
601166.SH	兴业银行	3.36	6.72	1.46
600166.SH	福田汽车	3.41	11.08	2.10

数据源自 WIND，东北证券

主线二：由于估值的背离以及业绩增速的背离，使得中小盘股相对上证 180 为代表的权重股的估值溢价存在下调的要求，风格存在切换的需要；但是，由于中小盘股估值水平与历史估值水平相对溢价的幅度并不大、大致在 10% 左右，因此，这种风格切换可以理解是小幅度的。据此，可以继续挖掘中小盘股的成长性机会。这里选择从 2009 年上市的中小板及创业板个股中选择估值水平相对较低且中报营业收入和净利润双双显著增长的 10 个股票，该组合对应比较的基准指数为创业板指数。这里之所以选择两年前上市的个股，是因为根据我们的实证经验，中小板及创业板为代表的新股，上市第一年及第二年的业绩增速多呈现回落的特征，而第三年开始业绩则恢复至较高的增速；另外，2009 年上市中小板及创业板今年中报的业绩增速为 38%、也低于市场及中小板、创业板的平均增速。

表 9：基于 2 年前上市的成长股挖掘组合

证券代码	证券简称	总市值	市盈率 TTM	预测市盈 率 2011	中报净利 润增速%	中报营业收 入增速%
300001.SZ	特锐德	39.08	31.5	25.97	30	41
300020.SZ	银江股份	39.24	55.39	36.69	27	39
002325.SZ	洪涛股份	62.67	57.39	39.49	35	37
300022.SZ	吉峰农机	47.11	58.5	34.09	58	78
300024.SZ	机器人	80.28	64.34	51.79	54	52
002283.SZ	天润曲轴	82.18	31.67	26.6	41	32
002313.SZ	日海通讯	48.94	39.14	31.64	63	59
300030.SZ	阳普医疗	19.71	53.42	43.65	95	55
300007.SZ	汉威电子	21.75	44.39	33.85	82	89
300029.SZ	天龙光电	52.92	47.74	28.03	71	125

数据源自 WIND，东北证券

由此可知，我们从策略的角度，以物价回落叠加金融创新、市场估值有所修复并风格有切换但仅小幅切换的逻辑，梳理了低估值高股息率的权重板块组合以及中报营业收入及净利润双高的 2 年前上市的中小板及创业板的成长股组合。这两个从策略角度推荐的两大组合，可供长期关注。

另外，从物价回落、政策趋缓、风格小幅切换出发，9 月份我们重点关注部分高股息率的周期股以及较多享受政策红利的高端设备、农资类个股。即，重点行业集中在金融、钢铁、汽车、机械设备、农资等板块。例如：特锐德、机器人、天龙光电、科华生物、辉丰股份，宝钢股份、中信证券、中联重科、华夏银行、福田汽车。

表 10：9 月重点个股列表

代码	名称	总市值	市盈率 TTM	预测市盈率 2011	市净率
600019	宝钢股份	949	7.89	6.69	0.92
600030	中信证券	1259	10.80	15.99	1.86
000157	中联重科	678	13.98	11.26	2.82
600015	华夏银行	770	10.62	9.35	1.31
600166	福田汽车	173	11.08	9.14	2.10
300001	特锐德	39	31.50	25.97	3.59
300024	机器人	80	64.34	51.79	7.46
300029	天龙光电	53	47.74	28.03	4.32
002022	科华生物	67	29.27	24.62	7.75
002496	辉丰股份	35	48.46	26.44	2.22

数据源自 WIND，东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为：优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为：推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益±5%之间；

回避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

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。