

凤凰涅槃前夜 把握两段行情 ——长余资本 2013 年 A 股投资策略

研究摘要

宏观经济：主基调是弱复苏，上市公司业绩存在一定支撑

流动性：央行货币政策稳健转向中性，股市供需形势依然偏紧

市场估值：结构性估值风险依然较大

股市政策：新股改革、养老金入市、顶层制度设计三大政策待突破

现实压力：新股 IPO 重启、大小非解禁压力翻倍

结论：股市总体环境依然偏弱，全年股指大概率窄幅震荡，核心波动空间 2000-2500 点，结构性风险与机遇并存，新股改革、长期资金入市等政策能否兑现是决定能否打破僵局的关键因素，做好波段操作，重点关注 1 季度流动性最充裕时点和 3、4 季度政策改革密集推进两个时点投资机会。

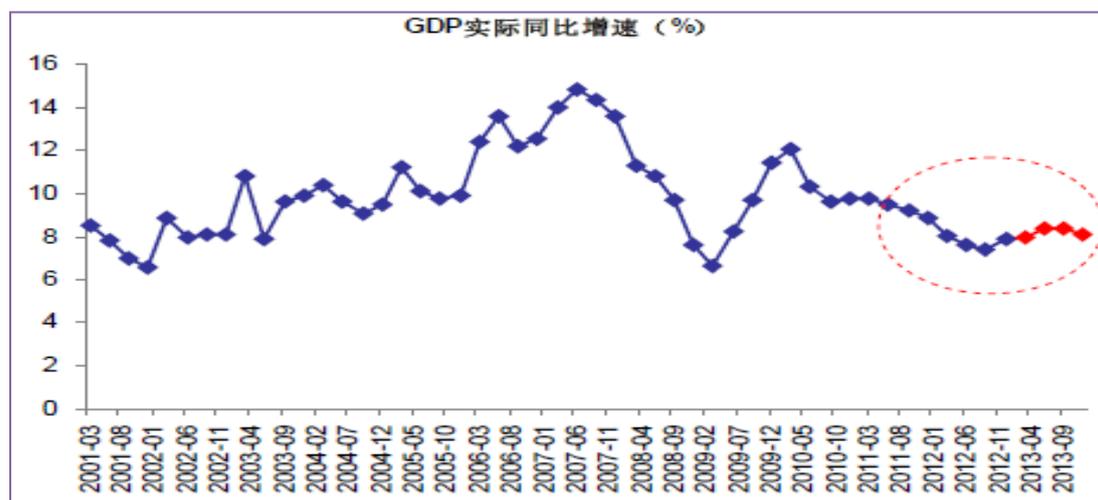
全年我们看好医药、电子、传媒、环保、大众消费品、天然气产业链等板块中长期成长性机会，看好券商、银行、房地产、农业等板块高弹性机会，果断回避估值偏高的题材股和小盘，以及触及行业天花板的板块。

2013 年投资策略

宏观格局：弱复苏

从2010年一季度11.9%以后，经济不断下滑，于2012年4季度初步探明底部区域。目前几乎是业内一致预期，2013 年中国经济延续2012 年下半年以来的弱复苏格局，预计全年GDP增速8%左右，较2012 年略高。

图表1: GDP实际同比增速 (%)



注：其中红色部分为申万宏观的对13年GDP的预测值

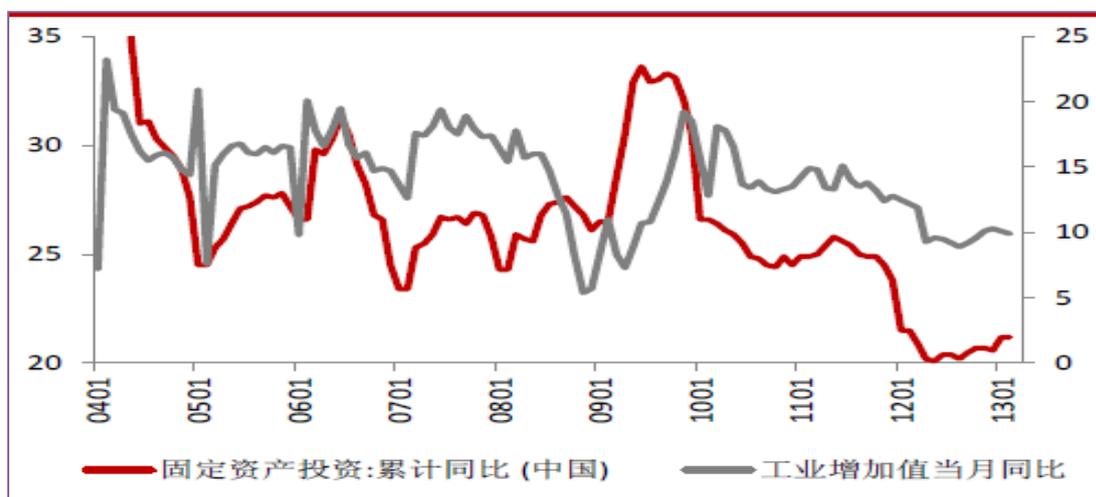
从投资、消费、用电数据等情况来看，也基本都属于弱复苏格局。投资方面，1-2 月份固定资产投资同比 21.2%，高于 12 月份的 20.6%，但一致预期显示未来投资增速将出现回落。随着前期抢在细则出台之前的“加速购房潮”逐步退却，未来地产成交将出现回落。参考 2010 年四月份国十条出台之后，房地产成交连续四个月快速下滑，之后才企稳，房地产新开工将随销售回落，对投资增速将形成一定拖累，实际影响多大还需要进一步观察。消费方面，社会消费品零售总额同比回落至 12.3%，一直都处于 2010 年以来的下降趋势之中。

同时，整体经济的景气度由下游到上游依次递减，虽然下游的需求出现了企稳，但是无法向中上游行业传递，大宗商品价格、水泥、煤炭等销量等都相对疲软，甚至工业用电数据也较低，显示出经济复苏的力度不强。

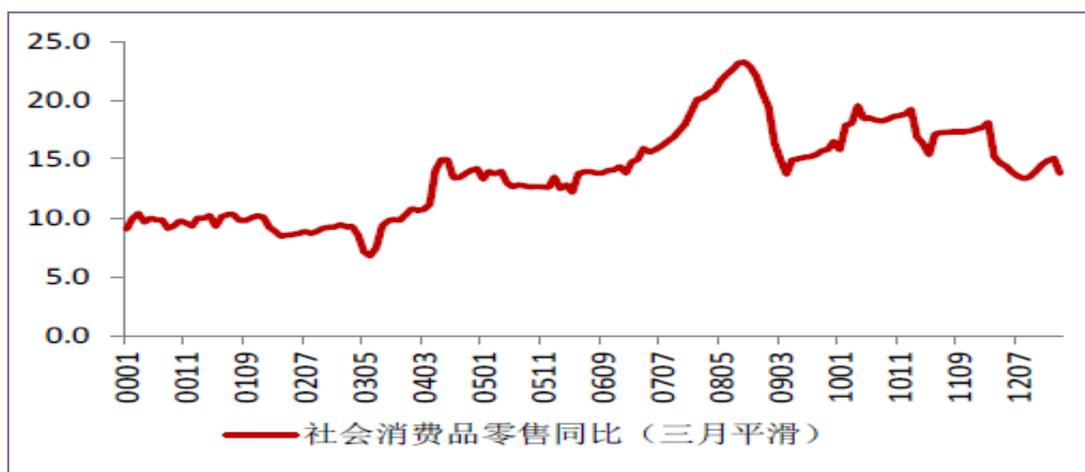
中国经济已经陷入到降一个增长台阶的阶段，无论是人口红利消减、房地产相关成本高涨、影子银行体系风险巨大，还是能源无法满足、环境无法承受等因素分析，经济中深层次矛盾日益凸显，中国传统经济增长模式已经难以为继，未来必须调整经济结构，寻找新的经济增长点，追求更有质量的增长，这个过程至少持续三到五年的时间。

2013 年投资策略

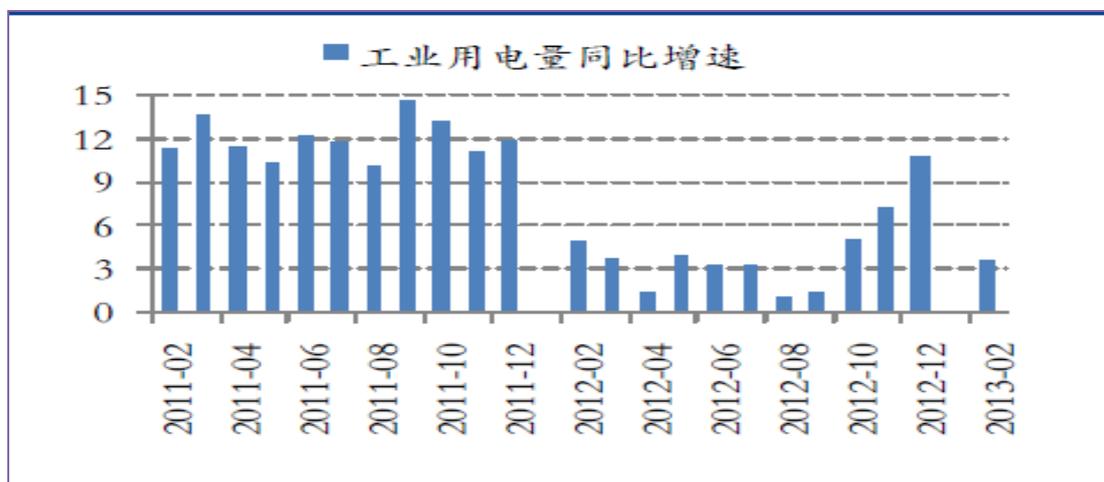
图表2: 固定资产投资小幅反弹



图表3: 社会消费回落趋势明显



图表4: 工业用电量同比增速较低 (%)

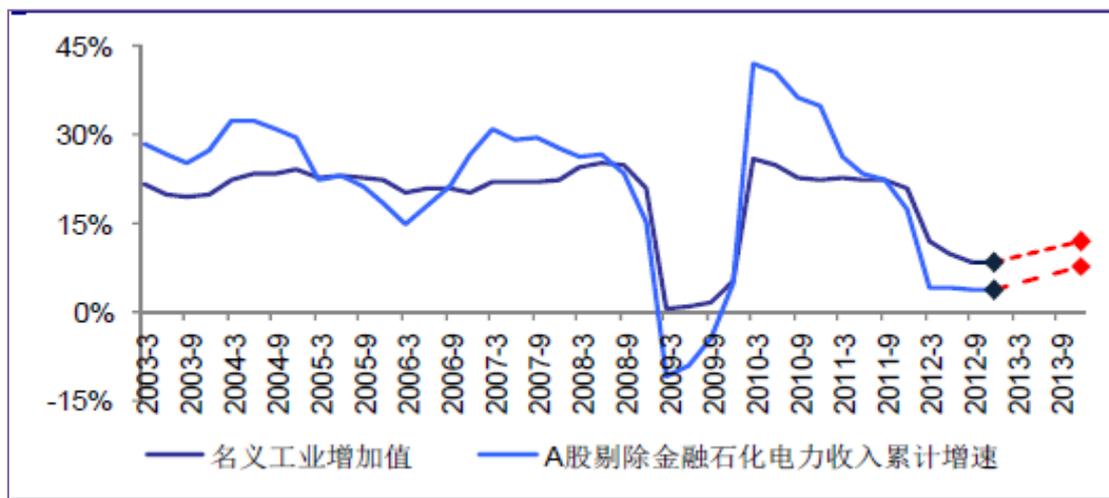


数据来源: Wind

2013 年投资策略

预计申万重点公司 13 年业绩增长 6.6%。上市公司剔除金融石化电力与宏观经济密切相关，适用自上而下预测。申万基于全年工业增加值 11.1% 和 PPI 同比 0.5% 的宏观假设，预计上市公司整体剔除金融石化电力全年收入增长 7.7%，呈现缓慢回升的趋势，这将对股指形成一定业绩支撑。

图表 5：申万重点公司 13 年收入增长 7.7%



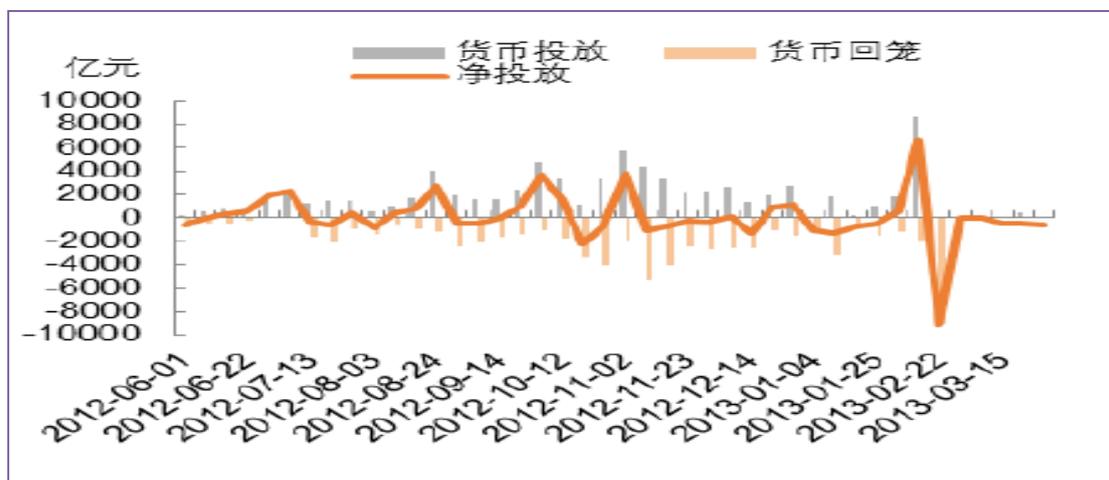
资料来源：CEIC, Wind, 申万研究

流动性环境尚可但趋严

连任央行行长的周小川明确表示：今年定 13% 左右的广义货币供应量预期增长目标，如果与去年和前年实际实现的数字相比，应该是趋于更紧一点。1 季度的政策实际行动也基本验证了这一政策基调，对股市将形成一定抑制。

自春节后央行的公开市场操作已经转变为持续净回笼，且正回购的发行规模不断扩大。预计随着央行持续的公开市场操作，2 季度银行间市场的流动性将逐渐向中性回归，虽然出现紧缩的可能性较低，但 1 季度流动性极其宽松的局面也难以再现。

图表 6：央行公开市场操作转向持续的净回笼



数据来源：Wind

2013 年投资策略

从社会融资总量指标来看，1 月份新增社会融资总量达到2.54 万亿的历史最高水平，2 月份下降至1.07 万亿，但规模仍然不小。在1-2 月份新增社会融资总量中，人民币信贷占比46.9%，相比之前几年继续下降，而委托贷款、未贴现银行承兑汇票和信托贷款等非标准化债权融资占比提升至31.5%。

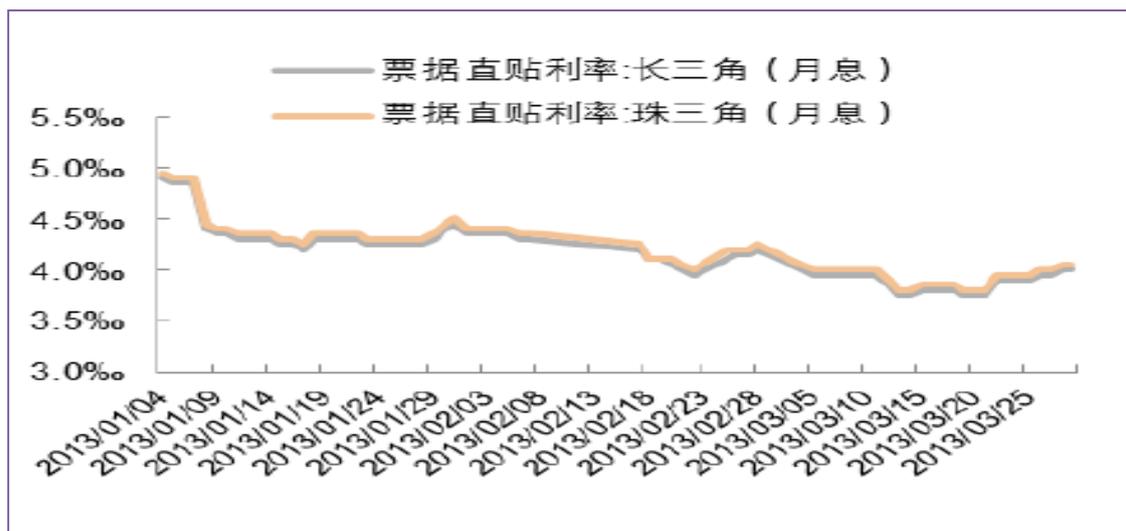
但在3 月27 日银监会出台《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》后，伴随监管层对于银行理财投资于非标准化债权的严格监管，预计1-2 月份78.7%的新增社会融资总量同比增速难以维持，未来增速将逐渐放缓。而在这一过程中，由于其他标准债权短期内无法迅速弥补资金供给缺口，短期资金利率存在冲高的可能性，近期票据贴现利率自年初以来的下降趋势已经逐渐终止，并开始出现一定幅度的回升。

图表 7：调整后的社会融资总量同比增速 (%)



数据来源：Wind

图表 8：票据贴现利率下降趋势逐渐终结



数据来源：Wind

2013 年投资策略

市场结构性估值压力依然明显

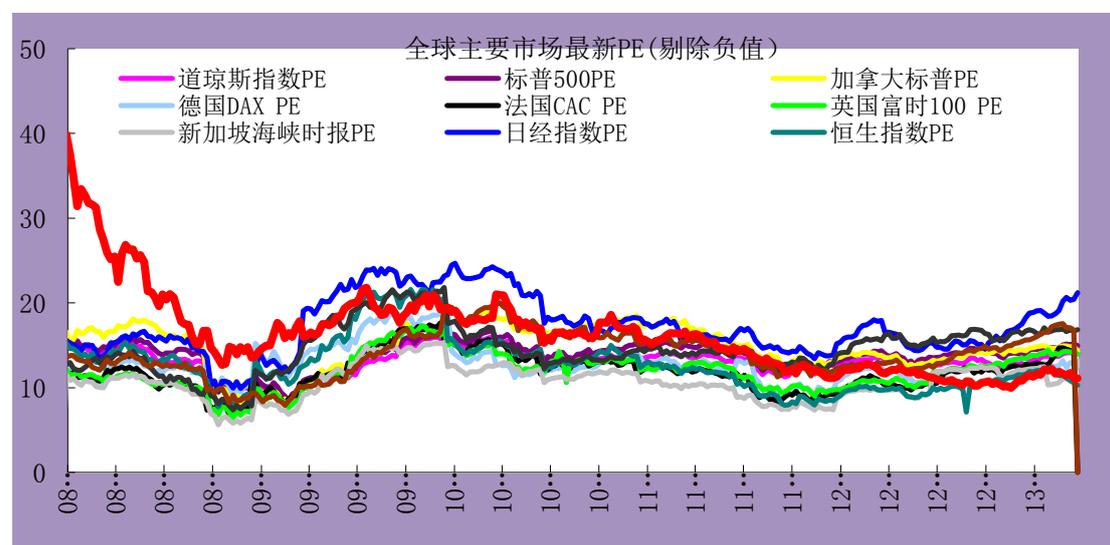
截止 2013 年 4 月 3 日，全部 A 股 TTM 的 PE 为 11.3 倍，基本仍处于历史估值底部，即使全球主要指数估值对比，A 股整体估值水平也差不多处于垫底位置。但剔除银行股之后，PE 就高达 22 倍，该数据就显著高于全球水平，说明权重股估值较低，具备较为明显的投资价值，但非权重股估值偏高。

尤其中小板和创业板指数目前 TTM 的 PE 分别为 30.3 和 39.5 倍，加之今年是其解禁高峰期，估值回归的压力非常明显。

图表 9：上证指数估值



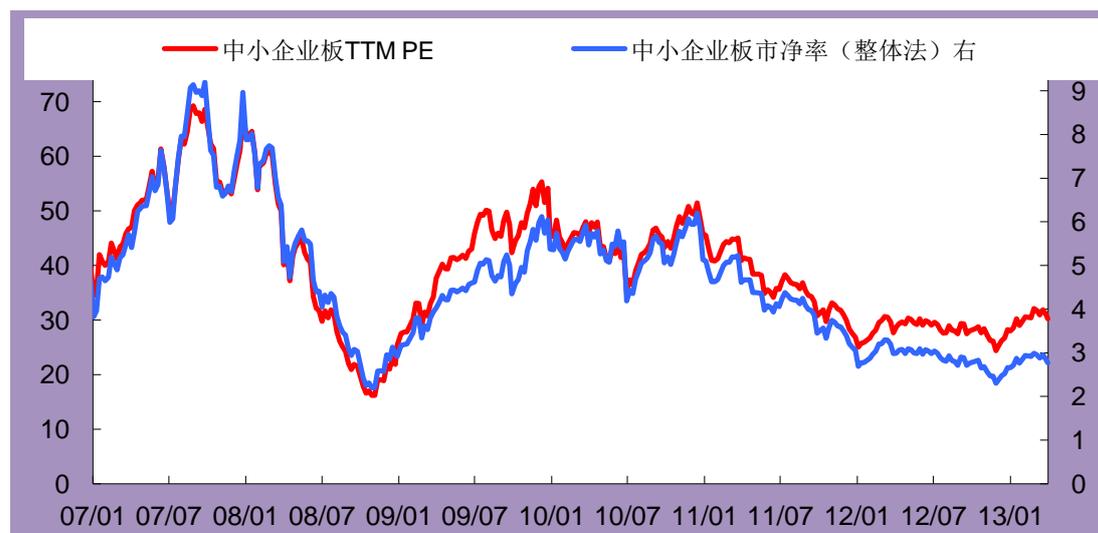
图表 10：全球指数估值对比



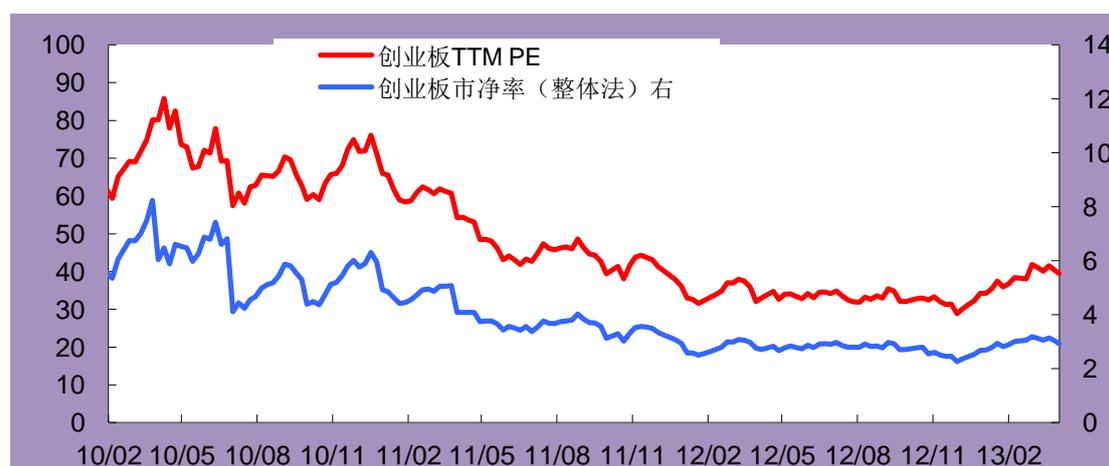
数据来源：Wind

2013 年投资策略

图表 11: 中小板指数估值



图表 12: 创业板指数估值



数据来源: Wind

股市政策: 三大政策动向决定反弹高度

2012 年, A 股制度性问题再度暴露, 严重影响投资信心。首当其冲的就是新股 IPO 问题, 因为现有方案下, 新股高价发行实际就是对二级市场投资者利益的掠夺, 2012 年破发的新股比例超过 80%, 可以说是 A 股常年畸形发展的主因之一。虽然该制度一直为投资人所诟病, 但到目前都没有出台市场认可的改革方案。今年又新换了新主席, IPO 又要重启, 新股改革能否实现一二级市场投资者双赢, 将是影响 A 股能否走上良性发展道路的重要试剑石。

养老金存在入市的刚性需求且已经提上议事日程, 共识正逐步达成。专家普遍预计, 按目前数据计算, 我国养老金入市规模 3600 亿元到 5800 亿元, QFII、保险资金提高入市比例新增的资金也是千亿元规模, 同时这些资金将形成持续且庞大的 A 股现金流, 有望彻底解决一直困扰股市的资金供失衡的问题。尤其伴随养老金入市, 中国股市有望彻底扭转过往重融资的定位, 投资功能将加强, 从而根本上为股市的发展扫清制度性障碍。养老金等长期资金

2013 年投资策略

入市能否实现，将是决定 2013 年 A 股能否迈向更高台阶的核心因素。

今年另外一个重大事件是下半年 18 届三中全会，我们认为这将是非常重要的一次会议。因为三中全会是党和国家领导人集中围绕解决中长期经济改革发展问题的会议，在此次会议上有望对未来中国经济长期改革和发展的方向形成一些纲领性的战略构想和规划。因此其不但对于 2013 年，甚至对于未来 5~10 年的中长期中国经济发展都会产生较为深远的影响。

按照惯例，这次会议很有可能再度释放改革红利（如果有一系列市场所期待的切实可行的诸如放松民营资本管制、打破行业垄断、收入分配改革、金融和股市制度改革等措施出台），这将有助于提升投资者中长期信心，对下半年 A 股走势将形成重要影响。

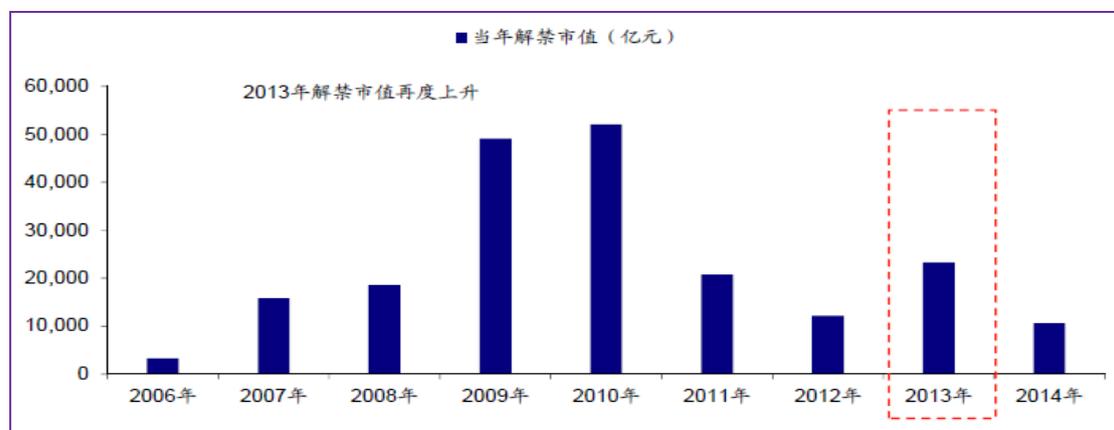
A 股两大压力待消化

压力之一：中小板创业板解禁压力翻倍

今年中小板创业板解禁压力成倍扩大。今年 A 股市场整体解禁金额为 2.32 万亿，较 2012 年增长 100%。虽然主板占总体解禁的七成比重，但纵向对比、中小板和创业板的解禁规模成倍上升，分别为 5868 亿元和 2381 亿元、较去年解禁扩大 104% 和 112%。整体和局部的扩容压力都显现得非常突出。

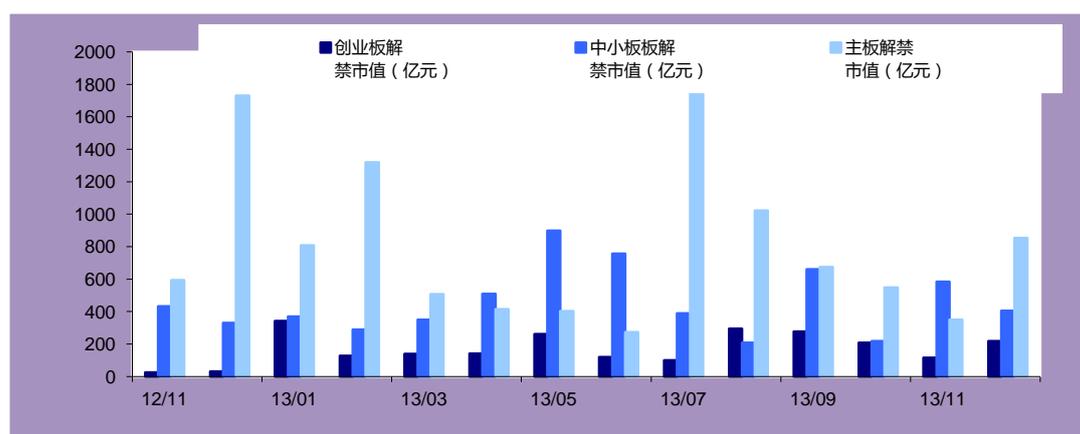
中小板压力前高后低、压力点在 1、5、6 月，创业板分布较均匀、压力点在 1、3、5、8、9 月。“减持不等于解禁”，没有解禁高峰的情况下也仍然会有减持脉冲出现，存量股扩容进入新高潮。

图表13： 年度解禁规模对比



2013 年投资策略

图表 14: 2013 年解禁市值对比

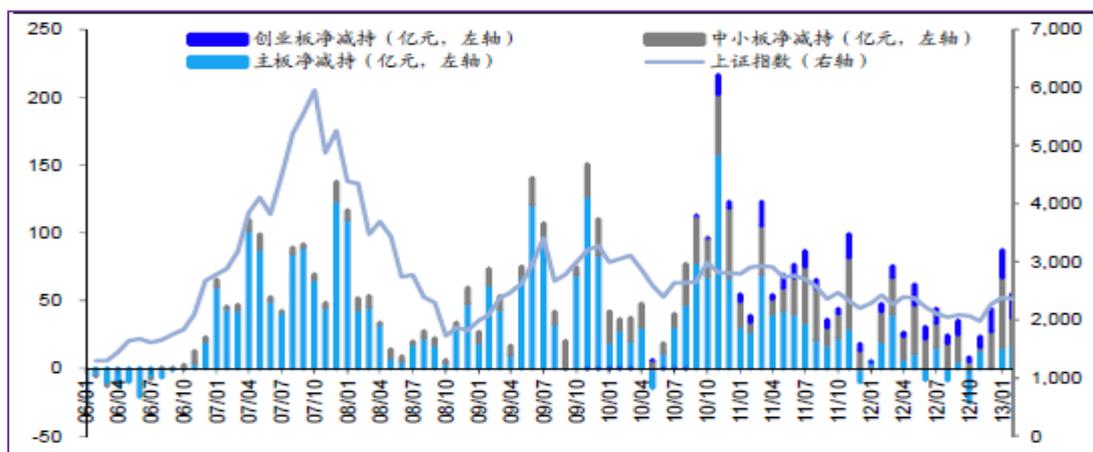


资料来源: Wind

从减持统计情况来看主板上的产业资本的减持力度明显是逐年下降的,而中小板和创业板的产业资本减持力量是在逐步上升的。2012 年中小板的净减持首次超过主板,中小板的存量扩容压力显露之后创业板正在紧跟而上。

中小板的减持跃升较为突出。去年 12 月主板、中小板、创业板的净减持规模分别是-7.04 亿元、20.54 亿元和 13.12 亿元;而今年 1 月分别增加到 21.72 亿元、51.58 亿元和 19.97 亿元;2 月分别为 17.7 亿元、18.88 亿元和 17.9 亿元(春节因素导致总量较小)。

图表 15: 2006 年以来主板、中小板、创业板净减持和大盘变化对比



图表 16: 各板块解禁后减持金额 (亿元)

年份	创业板	中小板	主板	总计
2006	0	13.48	-39.5	-26.03
2007	0	56.65	839.28	895.93
2008	0	61.34	388.21	449.55
2009	0	146.99	722.01	869.00
2010	17.94	257.50	557.87	833.31
2011	99.46	261.09	369.74	730.29
2012	64.88	197.00	86.51	348.40

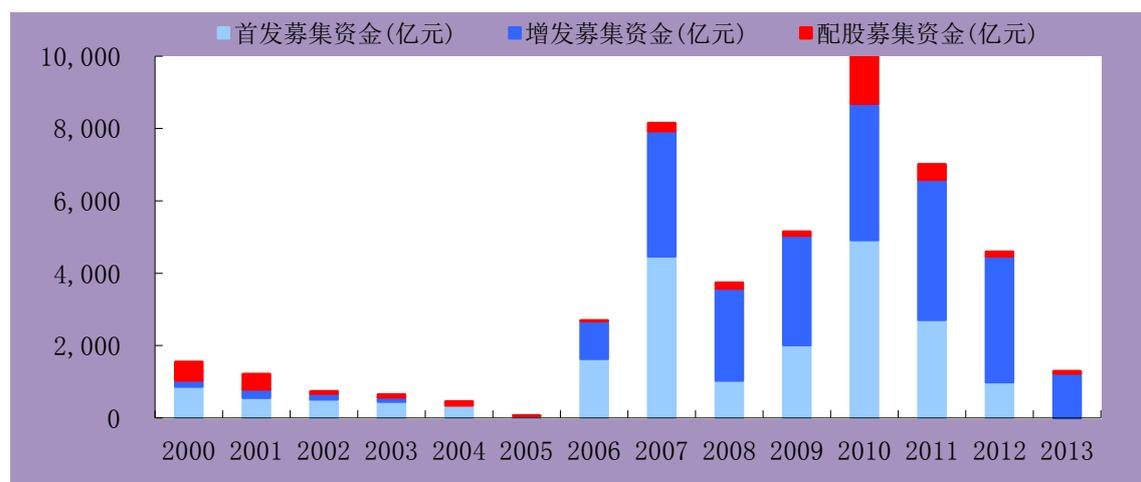
资料来源: Wind

2013 年投资策略

压力之二：IPO 重启势在必行

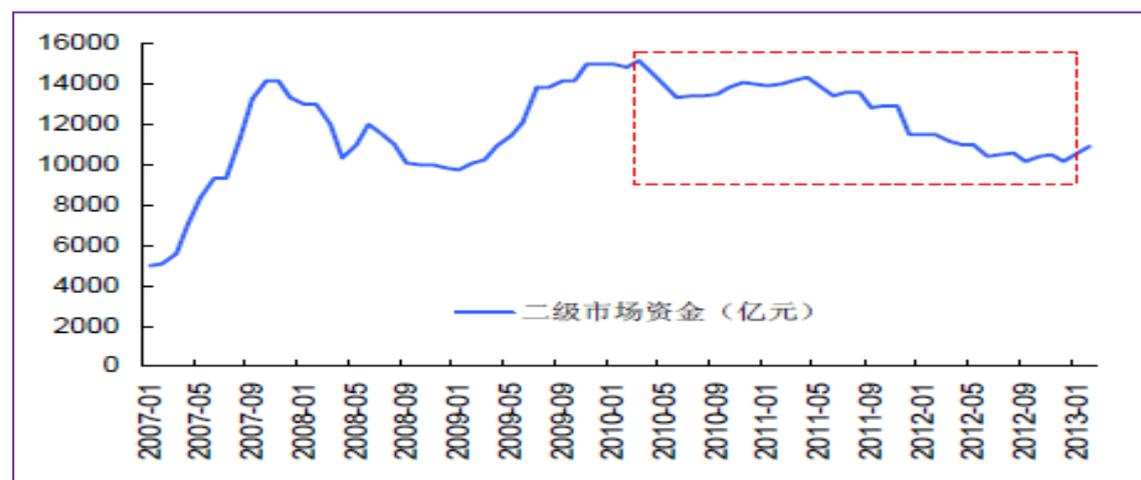
IPO 重启势在必行，对 A 股的影响主要有两点。一是直接侵蚀场内资金，对于存量资金博弈为主的 A 股而言，一旦 IPO 规模较大（IPO 堰塞湖数量仍多达 600 多只股票，管理层恢复新股发行的期望强烈），就会对市场供求关系的脆弱平衡形成冲击，再现投资者用脚投票和杀跌效应。二是新股发行价格不断下降引致的估值牵引力，而截止 2013 年 3 月 31 日，创业板的估值为 46 倍，中小板为 34 倍，2012 年新股发行平均市盈率为 30 倍。我们预期新股发行主要对小市值高估值板块产生冲击，尤其当叠加公司业绩不达预期时，这种冲击效应将更为明显。

图表 17：A 股融资统计



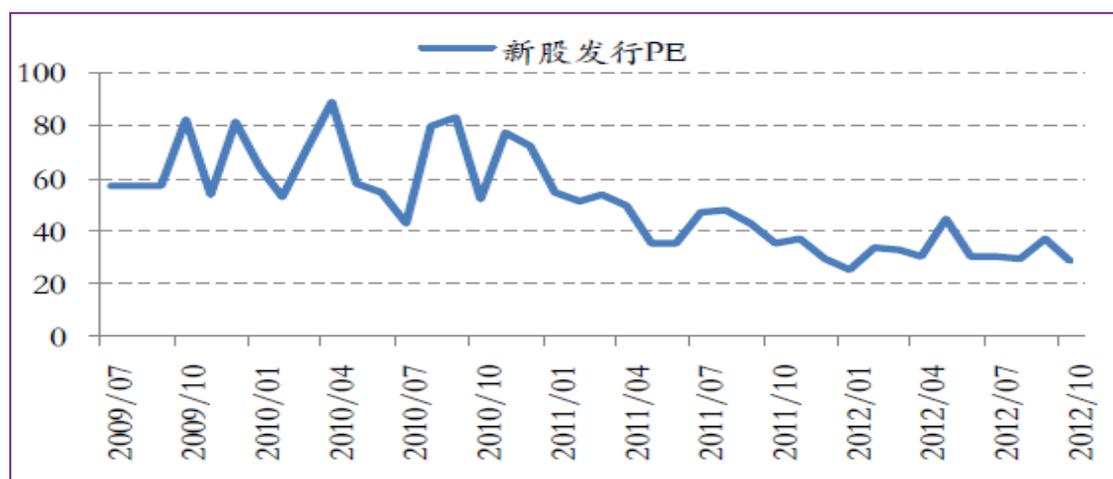
资料来源：Wind

图表 18：09 年 3 季度以来，A 股陷入存量行情



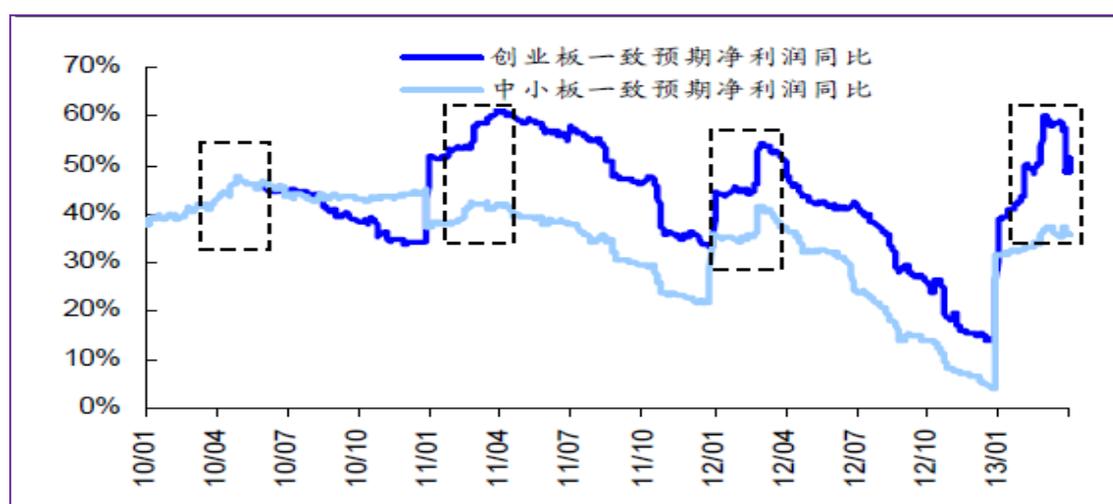
资料来源：申万研究

图表 19: 新股发行月度算数平均市盈率



资料来源: Wind

图表20: 小盘股一致预期净利润同比下调明显



资料来源: Wind

研究结论

综上所述,我们认为,今年宏观经济主基调是弱复苏,上市公司业绩将小幅增长,A股市场存在一定的业绩安全边际,但是今年央行政策转向,流动性会有一定收紧,对股市运行也会形成一定抑制。海外虽然金融危机尚存,但总体仍是以温和复苏为主,对A股冲击相对有限,不用太多担忧。而当前A股结构性估值问题明显,又面临中小板创业板翻倍解禁压力以及新股IPO重启双重压力,所以A股市场环境总体依然偏弱。

全年股指大概率窄幅震荡,上证指数核心波动空间2000-2500点,结构性风险与机遇并存,新股改革、长期资金入市等政策能否兑现是决定能否打破僵局的关键因素,必须做好波段操作,高位敢卖,低位敢进,重点关注1季度流动性最充裕时点和3、4季度政策改革密

2013 年投资策略

集推进两个时点投资机会。

全年我们看好医药、电子、传媒、环保、大众消费品、天然气产业链等板块中长期成长性机会，看好券商、银行、房地产、农业等板块高弹性机会，果断回避估值偏高的题材股和小盘，以及触及行业天花板的板块。

我们认为，一旦改革红利如期释放，A 股将迎来类似目前港股一样的健康环境，持续 5 年的指数熊市时代将终结，A 股有望进入真正蓝筹时代，公司质地与业绩预期将是决定股价走势的最核心因素，机构投资者将迎来春天。新领导，新气象，金改国家战略将加速推进，A 股凤凰涅槃已经在路上。

重大风险提示：

经济弱复苏低于预期；

货币政策过度收紧；

IPO 规模过大；

朝鲜半岛引发战乱

法律申明:

本报告版权归江苏长余资本管理有限公司（以下简称“长余资本”）所有，未获得长余资本书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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。本报告基于长余资本投研团队认为可信的公开资料，但长余资本对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。

地址: 上海浦东银城中路168号上海银行大厦

撰写人: 刘振贤

网址: www.600770.com

liuzhenxian@changyucapital.com

电话: 021-68591615