

# 短期结构性机会犹存

近期大盘萎靡不振,“微刺激”能否扫除经济不稳定因素?短期市场存在怎样的投资机会?本周财经圆桌邀请招商证券研发中心策略研究主管陈文招、长城证券首席宏观分析师宏观策略部经理汪毅和平安证券品牌消费品首席分析师耿邦昊三位嘉宾,就此展开讨论。

全面降准概率不大

中国证劵报:有观点认为目前已处于降准通道,如何看待这种观点?定向降准与全面降准对经济影响有何区别?

陈文招:没有证据表明现在已进入降准通道,宏观经济政策是根据宏观经济金融形势而变化的,通道说法本身是不准确的。

定向降准是根据国家宏观调控需要,采取的达到特定目的的有针对性的降准,譬如前期曾经出现的降低县城农村商业银行的准备金率,是为了让货币政策能够有针对性地支持小微企业以及三农相关产业。定向降准相对于全面降准,影响范围更小但更具针对性。

汪毅:从长周期角度来看,目前处于放松阶段,但全面降准概率不大,因为中国目前还没有出现明显的值得加杠杆的行业或新产业方向,而定向降准指向的是如农业、小微企业等关系到就业及社会稳定层面的货币松动。

央行对于房地产、基建等领域的资金流向,仍然处于控制范围内。所以我们判断经济短期低位企稳概率较大,货币政策松动的方向可能将转向房地产风险控制,希望房地产缓慢出清,不爆发系统性风险。反映在资本市场上就是预期差的小幅的修复,如5月末的一波股市的反弹,但幅度比较有限。

中国证劵报:有没有降息预期?

汪毅:降息对于降低融资成本有一定意义,如果持续降息,则整个社会的融资成本会下降,但降息也会带来货币超发。一方面我们在走利率市场化的道路,全社会的资金利率是向上的,一方面如果出现全面降息,利率市场化进程可能会受到影响。降息也会影响实体经济,资金多了,会有部分进入融资难的实体经济中,但也会有大部分流入地产等领域,所以降息至少短期不会出现。

陈文招:当前中国经济确实比较低迷,是否需要降息来应对当前的低迷形势,以及降息能否产生有效的作用,分歧很大。我们认为,在更大的程度上,当前经济需要的是转型和改革,不是简单通过货币政策刺激就能解决的,中央已经推出和落实各项改革、转型的政策措施,效果会渐渐显现出来。

经济企稳基础不牢固

中国证劵报:5月制造业PMI指数50.8%,比上月提高0.4个百分点,符合预期;连续3个月制造业保持扩张趋势。对三季度制造业有何预期?

汪毅:PMI的上升趋势是好的,但持续性仍不确定,主要是房地产销售低迷导致的地产投资下滑,制造业需求主要来自出口和地产拉动,下半年出口增速有好转,但地产如果超预期低迷,则制造业仍可能出现反复。

陈文招:一季度经济增长出现回落,市场比较担忧。一季度之后政府出台稳增长措施,这些举措逐渐产生一定作用。PMI指数近两三个月出现一定回升,显示经济有企稳迹象。

但另一方面,我们也看到,经济企稳的基础并不牢固,譬如房地产销售仍面临很大不确定性,由于房地产及其产业链对中国经济影响比较大,未来制造业PMI会反复波动。

中国证劵报:房价由涨转跌,房地产市场调整压力增加,微刺激政策能否稳住房地产市场?房地产风险是否会暴露?

汪毅:我们认为中国房地产市场的下行可能比大家想的要漫长,这里面的政策空间依然很大,且房地产的需求端仍然可以支撑未来一段时间的价格,三、四线城市的风险相对大一些,但一、二线城市的需求端还没有发生明显变化。

陈文招:一个行业的发展有其内在规律,房地产也不例外,房地产

招商证券研发中心策略研究主管

陈文招

长城证券首席宏观分析师、宏观策略部经理

汪毅

平安证券品牌消费品首席分析师

耿邦昊

主持人:本报记者 梅俊彦

## 债市料持续升温

□大摩华鑫基金公司

年初到现在,债券市场在一片“看空”声中走出一波升势凌厉的牛市:10年期国债从年初的4.47附近下降到目前的4.07,下降了64BP,10年期国债开债也从年初的5.83下降到4.99,收益率大幅下跌84BP。其他期限和品种的利率及信用债也有较高涨幅。

今年债券市场行情首先得益于年初以来资金面的宽松:银行间7天同业拆借利率从年初的5.02附近下滑到目前的3.3左右,并且在3月中旬一度创出2.48的年内新低。资金利率虽然在月末和季度末有所反弹,但是在央行定向流动性工具和再贷款支持下,资金利率的每次反弹均快速下滑,一季度内资金面的宽松已经到了“泛滥”的程度,可以说,资金宽松是今年债券市场牛市的重要推手。

国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布的中国制造业采购经理指数显示,2014年5月中国制造业PMI为50.8%,比上月上升0.4个百分点,连续3个月回升,表明我国制造业继续稳中向好。

从12个分项指数来看,同上月相比,产成品库存、原材料库存、从业人员和生产经营活动预期指数略有下降,其余各指数均有上升。其中,新订单指数、采购量指数、购进价格指数上升较为明显,升幅超过1个百分点。虽然经济领先指标PMI连续几个月站稳在荣枯线上,但是受房地产价格松动和新开工面积急剧下降、信托等影子银行泡沫破裂的压力,经济前景仍不乐观。

目前上市公司已基本完成2013年年报和2014年一季度报的披露。从公告数据分析,2013年A股上市公司整体的收入和净利润增速均比2012年有所提

升,其中净利润增速更是大幅好转,但是具体分析可以发现,净利润的大幅上升主要来源于投资收益、应收款和财务杠杆率的上升,现金流质量反而有所恶化,特别是在国内宏观经济继续下滑、产能过剩行业调整压力仍大的情况下,后续发展不容乐观。

从今年一季度公布的上市公司财务数据中可以发现:A股净利润增速从2013年14.2%下降为8.2%,剔除金融企业盈利后更是从13%直线下跌到只有2.9%,跌幅惊人。原因可能是由于本轮经济上升周期中形成的固定资产开始折旧摊销,财务杠杆率的上升导致费用支出增加,房地产行业下滑势头明显以及预期恶化导致需求不旺等。

宽松资金面、经济基本面预期不佳以及通货膨胀CPI下行,仍是推动下半年债券市场走势的主要因素。从目前形势看,“预调微调”政策将不可避免地拉长经济下滑周期,利率走廊的调控方式也将使“去产能”和“去杠杆”成为一个相当缓慢的过程。可以预期的是,下半年债券市场慢牛行情仍有较大机会,但是行情可能产生分化。

利率品种收益率经过上半年的大幅下降,下半年驱动力应有所减弱;高票息的城投品种仍是较优选择,产业债的分化会更加突出,需要精挑细选:化工、机械、造船、造纸等产能过剩行业均压力巨大,本轮外部评级下调也可能集中在这些行业,目前应该注意回避。景气度较好或者景气回升的行业主要集中苹果产业链和LED产业链的企业,受消费升级和本下降影响,景气度较高;此外也可以关注风电、光伏等景气度底部回升的行业,至于增长较为确定的高铁建设、通信、4G相关行业也是不错的选择。

增长受城市化速度、人口因素、宏观经济增长环境等多方面因素影响。相对过去十几年来说,中国房地产的发展形势确在发生变化。譬如:中国的城市化率已经达到55%左右,国际经验显示,城市化率在30%-50%之间,增速非常快,城市化率在50%-70%之间,速度会放缓,这会影响到房地产的社会化需求。另外,随着中国经济增速放缓,居民收入增速也有所放缓,居民购买力或多或少有所弱化;再有,通胀压力和通胀预期近两年逐渐减弱,房地产作为一直被认为具有抗通胀属性的投资品,其投资需求势必有所减弱。

我们认为,房地产行业整体发展环境在变化,并不支持其像过去十几年那样快速增长。近来,个别局部地区房地产价格和成交萎缩比较明显,但是否会引起普遍性房地产泡沫的破裂,尚需观察。

短期仍有结构性机会

中国证劵报:在经济回稳、微刺激政策落地背景下,6月市场会不会有一波较好行情?

陈文招:尽管经济有所回稳,但力度并不显著,基础并不牢靠,目前尚难以看到经济出现周期性见底复苏的信号,所以市场投资者对未来预期仍然较为悲观。这可能是经济短期回稳没有带动市场出现上涨的原因。

汪毅:短期我们判断市场仍然有结构性机会,债市在货币宽松预期下收益率已经持续下行,未来我们仍然看好债市。从投资时钟的角度,由债到股还需要一个过程,短期调整后,预计向下空间有限,结构性机会还会出现,我们相对看好环保、传媒、计算机等行业投资机会。

中国证劵报:成长股以及计算机板块、重组股、新疆股等热点是否已经退潮?6月资金关注的方向有哪些变化?

陈文招:对于估值过高、业绩增长不达预期,或者业绩增长明显

□中证之声

## “水十条”出台在即 涉水行业或引领环保板块新一轮行情

□本报记者 郭力方

近日,环保部副部长吴晓青透露,作为与去年9月国务院出台的《大气污染防治行动计划》(“大气十条”)一脉相承的《水污染防治行动计划》(“水十条”)将尽快出台。至此,环保行业未来发展的政策框架又将再添一根“主梁”。本周A股环保板块在此番政策预热下逆势反弹,不少券商分析师纷纷预期下半年环保板块将被“水十条”激起一轮新行情,特别是一些与水相关的污泥处置、工业再生资源利用、挥发性有机物(VOCs)处理等细分板块将串起投资新主题。

板块估值有望修复

一直以来,市场对环保板块转型报以期待的,是不断加码的一系列政策。去年一整年,高层对雾霾治理不断发出强音,让大气污染防治板块上演“逢霾必涨”的波动行情,但政策落到实处的乏力以及地方治理资金缺口让治霾持久战渐渐为市场接受。于是,进入四季度,伴随着大盘指数的持续回落,产业资本抱着失望情绪纷纷从环保板块出逃。

近期环保部发布的《2013年中国环境状况公报》显示,国内去年雾霾天数不减反增,污染治理仍任重道远。此外,目前全国范围内水环境形势依然非常严峻,有10%的地表水依然受到严重污染。目前涉及饮水安全的水环境突发事件也不少,这几年每年都有十几起,而今年前5个月又发生了5起。

业内目前普遍期待的,是环保部副部长吴晓青近日透露的“水十条”和“土十条”的尽早发布。近期不少券商研报纷纷指出,自2014年起,环保行业全新步入“水”、“土”时代。

不能和高估值相匹配的股票来说,应该注意风险。在市场低迷的情况下,投资者应该以确定性、安全性、防御性为主。

汪毅:在存量资金博弈的格局下,市场还会持续关注主题性投资机会,因此成长股还有机会。

中国证劵报:在电商领域,O2O时代正在来临,哪些行业会受益?会有哪些投资机会?

耿邦昊:互联网工具和技术运用使得信息不对称问题得到很大缓解。对于需要产品体验或纯服务业态来说,通过前端需求整合、单店产出增加及后端供应链效率的提升,O2O模式能极大提升线下商业活动的经营效率和盈利能力,餐饮、娱乐、旅游、社区生活服务等领域都极有可能与线上碰撞出全新的商业模式。

但对于线上线下目前都有布局的品类,两条供应链效率和成本的差异决定了双方在产品终端定价上的差异;而传统供应链反应速度慢、调整能力弱的弊端导致其商品供给种类和速度都有瓶颈。这两点决定了实现O2O的难度要远大于线上难以替代的体验性商品和纯服务业态。

在投资机会方面,以便利店、社区超市为代表的一批具备网点密度和物流配送资源的企业,虽然服务业态来说,通过前端需求整合、单店产出增加及后端供应链效率的提升,O2O模式能极大提升线下商业活动的经营效率和盈利能力,餐饮、娱乐、旅游、社区生活服务等领域都极有可能与线上碰

中信证券分析师预计,“水十条”出台后,从消灭劣V类水角度出发,近年来已经逐步开始的市政污水提标改造趋势,或将得到进一步强化。截至2012年底,我国十大重点流域覆盖城市处理能力,合计规模达到6169万吨/日。若仅考虑这些重点地区污水厂在3年内完成改造,单位投资按“十二五”规划中平均约525元/吨进行估算,则年投资需求或达108亿元。

相对于大气污染防治地方资金的匮乏,水污染治理由于用户水费中涵盖的污水处理费的足额收取,客观上保障了水处理财政资金的充盈。

“有投资需求,有资金保障,水污染治理有望在政策推动下步伐快于治气,相关企业业绩提升加速,进而带动整个环保板块估值有望恢复到‘十二五’初期的水平”,广证恒生节能环保行业分析师对记者表示。

细分市场潜力加速释放

中信证券研究表明,与火电脱硫类似,我国市政污水处理设施建设高峰亦出现在“十一五”阶段,进入“十二五”增速明显放缓。“十一五”污水处理年均新增规模超过1,200万吨/日,而到了2012至2013年间,年均新增则不到700万吨/日。这意味着传统的市政污水处理行业整体上处于成长期向成熟期过渡阶段,市场已近趋于饱和。基于此,未来“水十条”出台后进入快速成长期的将是污泥处理、再生水利用和挥发性有机物(VOCs)处理等细分领域。

在污泥处置方面,据公开资料,“十二五”我国城镇规划新增污泥处置规模为518万吨/年,但截至2012年完成率仅为10%左右,污泥处置设施建设严重滞后。据记者了解,即将出台的“水十条”中

今年以来,每逢大盘逼近2000点关口,总有政策利好出台,或有权重股强力护航。基于明确的政策信号,市场已基本认同2000点作为政策底的判断。不过,虽然2000点关口勉强保住,但市场信心依旧低迷。值得关注的是,即便“沪港通”逐步临近,但恒生AH溢价指数仍在6月5日创下了近8年的新低,达到91.64点,即A股相对H股折价率不仅没有因利好预期而缩小,反而出现扩大趋势。

笔者认为,观察A股应一分为二:沪深300代表了传统经济,而中小板与创业板则大致可以代表新经济。下面我们就分别来分析市场的困兽所在。

首先看沪深300。沪深300可区分为沪深300金融股与非金融股。沪深300去年净利润合计19924亿元,而金融股就独享13005亿元,占比65%。在这样一个扭曲的经济体中,大量利润被金融业掠夺,使得实体经济举步维艰。不过,金融股并未因暴利而受市场青睐,目前动态市盈率仅有5.1倍。究其原因,最为核心的一点在于,金融业与楼市兴衰有着千丝万缕的关联,楼市泡沫时点逐步临近的预期使得投资者对金融股敬而远之。此外,利率市场化及互联网金融未来也可能分割其利润蛋糕。因此,金融股未来在很长一段时间都难以出现明显的上行趋势。所幸,金融股已具备较好的分红吸引力(2013年股息率为4.3%,2014年进一步提升),随着市场无风险利率的稳步下行,只要房地产形势没有迅速恶化,金融股还有望保持平稳态势。

至于沪深300非金融股,无疑是代表传统经济的中坚力量,但随着经济转型不可避免的到来,其盈利能力也受到越来越大的挑战。非金融股曾在2012年出现7.7%的净利润下滑,2013年由于楼市泡沫继续吹大,净利润率运地转为9.3%的增长。不过,今年季度其净利润增幅已经下滑至0.5%,再度面临负增长的考验。目前非金融股动态市盈率为11.2倍,虽然估值很低,但在经济增速逐步走低的背景下缺乏成长动力,且股息率也较低(2013年为2.6%),未来仍找不到上涨理由。

总体来看,沪深300指数近年来震荡下行的弱势格局有其内在因素。虽然“沪港通”、A股纳入国际指数体系、放宽QFII限制等措施能够引来一定增量资金,但仍只是治标不治本。在漫长的经济转型期,在房地产泡沫的化解期,代表传统经济的沪深300整体而言缺少投资价值,最乐观的情形也不过是稳定市场重心而已。

再来看中小板与创业板。虽然中小板与创业板均纳入新经济的范畴,但细致对比,中小板已有“老化”的迹象。中小板综指去年净利润增幅仅有5.2%,今年1季度则下滑0.4%。相比而言,创业板综指尚显乐观,去年净利润增幅为10%,今年1季度则提升至17.6%。这或许正是今年以来创业板一枝独秀的重要原因。

不过,从估值来看,对创业板仍没有过于乐观的理由。目前创业板综指静态市盈率高达59倍,已非其成长预期可以支撑。当然,中小板综指36.8倍的静态市盈率也明显偏高。从国际对比来看,彭博数据显示纳斯达克指数动态市盈率为21倍,而创业板指数为34倍。

目前笼罩在中小板与创业板上的最大利空就是注册制。所幸,现有排队IPO企业的上市进程明显放慢,预示注册制最终实施的时间可能会晚于此前提期的2015年底。但无论如何,IPO市场化乃大势所趋,也是将更多优秀企业留在内地上市的重要前提。此外,中小板与创业板扩容的一个“窍门”是,未来新三板挂牌企业有可能绕过证监会审核而直接在沪深交易所上市。

总体来看,中小板与创业板存量股票面临的估值冲击将不可避免,也是改革所必须付出的代价。什么时候新股上市不再引起恐慌,而且投资者积极期待新经济的优质企业在中小板或创业板上市,那才意味着市场真正成熟起来。

当然,注册制推行时间尚早,在战略上保持审慎的同时,战术上仍可积极把握阶段性或结构性机会。毕竟市场主题始终围绕新经济展开,而且年内IPO节奏放缓也预示着中小盘新股供给压力相对较小。