



分析师

汪毅 021-61680675

Email: yiw@cgws.com

执业证书编号: S1070512120003

联系人:

包婷 021-61680357

Email: baoting@cgws.com

从业证书编号: S1070114100033

蓄势而为

——A股策略观点更新

投资建议

短期震荡调整不改市场向上逻辑，市场大概率在震荡中积蓄力量，未来仍存向上空间。目前来看，政策呵护、经济企稳、汇率稳定及资金入市意愿加强均构成市场震荡向上的动因，而对于市场担忧的通胀抬头、美联储加息等事件，在核心 CPI 平稳、全球通缩压力尚存的背景下，影响相对有限。

要点

- 上周市场呈现震荡格局，波动性有所加大，周二市场一举突破 3000 点大关后，周三震荡盘整，周四周五又持续下跌，最终各大指数涨跌互现：上证指数收于 2985 点，周跌幅 0.82%；创业板指数收于 2230 点，周涨幅 1.11%。

- 短期市场震荡调整是存量博弈格局及技术层面压力共同作用的结果，表现为市场一度冲高后量能层面萎缩、市场热点明显不足，随后市场又震荡下跌。技术操作层面，市场经历三月较大幅度反弹后获利回吐压力较大，且 3000 点以上面临 1 月初急跌的大量套牢盘压力，需在持续震荡中不断消化。

- 周五证监会拟优化券商杠杆率指标，将净资产比负债、净资本比负债两个同属杠杆控制的指标，优化为一个资本杠杆率指标，并设不低于 8% 的监管要求，此外保留原有杠杆率控制指标并调低杠杆率水平。市场对此普遍解读为鼓励券商“放杠杆”，但周六证监会相关人士澄清说券商“杠杆放松”的理解系误读，资本杠杆率的优化主要目的是将原来未纳入杠杆计算的证券衍生品、资产管理等表外业务纳入控制，使风险覆盖更全面，杠杆计算更合理。我们认为无论政策是否放松杠杆控制，证监会本意是完善券商风控体系，提升风控指标的完备性和有效性，同时反映了资本市场制度改革有条不紊地推进中，有助于资本市场持续稳定健康发展。

- 本周观点：展望后市，我们认为短期震荡调整不改市场向上逻辑，市场大概率在震荡中积蓄力量，未来仍存向上空间。目前来看，政策呵护、经济企稳、汇率稳定及资金入市意愿加强均构成市场震荡向上的动因，而对于市场担忧的通胀抬头、美联储加息等事件，在核心 CPI 平稳、全球通缩压力尚存的背景下，影响相对有限。

- 具体的，根据 DCF 估值模型，我们从企业盈利、无风险利率、风险溢价这三个方面来分析未来市场震荡上行的原因：

(1) 企业盈利：影响逐渐弱化，关注相对好坏。2012 年之前，市场走

相关报告

<<震荡中积蓄力量>> 2016-03-28

<<面朝大海，春暖花开>> 2016-03-21

<<关注博弈中的结构性机会>> 2016-03-14

势更多由企业盈利因素决定，但近年来随着经济波动放缓，经济基本面对股市影响有所淡化。15 年企业盈利整体继续下滑，但其中不乏结构性亮点，比如创业板业绩靓丽，比如新兴行业、消费升级行业及受益并购重组的传统转型行业的业绩表现较好，由此带来了结构性的投资机会。近期多项数据显示经济有所企稳，包括 3 月新开工数据向好、PMI 重回荣枯线、传言 3 月信贷继续高增等，但经济向盈利传导存在时滞，短期整体盈利水平料将继续疲弱。目前市场的焦点集中在一季报情况，根据一季报预告，业绩预喜率超过 60%，建议关注其中业绩较好的行业和个股。

(2) 无风险利率：仍存下行空间。一方面，资本外流压力有所减缓，3 月以美元计价的外汇储备连降四月后有所回升，预计后续外汇占款有望呈现积极变化，而对于市场担忧的 4 月中下旬企业缴税及 5000 亿 MLF 到期，央行大概率将通过公开市场操作及续作 MLF 以缓解流动性压力，但需关注金融机构超储率较低可能引发的短期脉冲式收紧；另一方面，市场对下周一即将公布的 3 月 CPI 较为担忧，市场预期将超过 2.5%，但我们认为近期 CPI 抬升更多是猪肉等供给端的影响，需求端仍然较为疲弱，表现为核心 CPI 维持较低水平，若从核心 CPI 角度出发，货币政策尚存宽松空间。

(3) 风险溢价：股市主导因素，风险偏好有望提升。一方面，近期政府维稳意味较强，包括领导人偏积极讲话、营改增推出、万亿债转股等等，政策层面呵护有助于提升市场信心；另一方面，各路资金陆续入市，包括外管局旗下资金入市、6000 亿规模养老金即将入市以及未来几年 30 万亿国资将进入股市。风险偏好的扰动因素更多在于美联储加息事件，近期美联储表态偏鸽派，美元走弱、人民币相对强势，4 月 FOMC 会议只议息不加息，意味着至少二季度外部加息压力不大，且如果全球经济持续通缩格局，将对美联储加息行为构成一定制约。

- **投资机会：（1）行业层面，一季报大幕开启，建议关注 TMT、农林牧渔、教育、环保等行业，精选其中优质个股；（2）资本运作层面，建议关注壳资源、跌破定增价和员工持股价相关标的；（3）主题性层面，关注新能源汽车、养老产业、虚拟现实、网络安全等板块投资机会。**

目录

1. 多维数据分析.....	5
2. 政策持续呵护股市.....	5
2.1 万亿级别债转股推出.....	5
2.2 长期资金持续入市.....	6
3. 通胀与资金面：物价有所抬升，流动性扰动加剧.....	6
3.1 物价情况：短期抬升，关注核心 CPI.....	6
3.2 资金面观察：外储回升，短期流动性波动加大.....	8
4. 业绩跟踪：年报分化显著，关注一季报.....	8
4.1 年报情况.....	8
4.2 一季报情况.....	9
5. 投资日历.....	9
5.1 本周焦点.....	9
5.2 下周焦点.....	9

图表目录

图 1: 仔猪、生猪、猪肉价格走势.....	7
图 2: 生猪、能繁母猪存栏变化率.....	7
图 3: 核心 CPI 与 CPI 指标对比.....	7
图 4: 4 月投资日历.....	10

1. 多维数据分析

沪深两市成交金额有所下降: 4.5-4.8, 全部 A 股成交金额达 0.98 万亿, 环比下降 14%; 创业板成交金额 0.20 万亿, 环比下降 5%; 中小板成交金额 0.17 万亿, 环比下降 19%。

新增投资者数量开始下降: 3.25-4.1, A 股新增投资者数量 46.68 万户, 区间内大幅下降, 环比下降 12.75%。

融资融券余额上升趋势渐缓: 截止至 2016 年 4 月 7 日, 两融余额为 8889.86 亿元, 环比上升 1.7%。其中融资余额 8866.31 亿元, 较上周余额有所上升。

银证转账: 3.25-4.1 银证转账净流出 726 亿元, 打破前期净流入态势, 环比下降幅度较大。其中转入额 5379 亿元, 转出额 6105 亿元。

证券市场交易结算资金: 3.25-4.1 证券市场交易结算资金日平均为 16542 亿元, 较上周有所下降。

综述: 上周沪深市场呈现震荡调整格局, 对应着成交量下降及融资融券放缓, 反应市场情绪有所下降。新增投资者、银证转账和证券市场交易结算资金数据公布略有滞后, 但一定程度上领先于市场走势, 这些数据表现较弱预示着短期市场可能震荡整理, 后续密切跟踪其动向。

2. 政策持续呵护股市

2.1 万亿级别债转股推出

3 月 16 日, 李克强总理在答中外记者提问时表示, 可以通过市场化债转股的方式降低企业的杠杆率。上周国开行高层称, 首批债转股规模为 1 万亿元, 预计在三年甚至更短时间内, 化解 1 万亿元左右规模的银行潜在不良资产, 国家开发银行、中国银行、工商银行、招商银行等银行入选第一批债转股试点。

- **银行层面, 债转股势在必行, 改善银行资产质量**: 随着经济下行, 商业银行不良贷款余额和不良贷款率逐年“双升”, 数据显示, 截止至 2015 年底, 商业银行不良贷款余额达 12744 亿元, 同比上升 51.25%, 不良贷款率达 1.67%, 同比提升了 0.42 个百分点。“债转股”能有效改善银行资产质量, 提高银行贷款的周转速度, 以提高其支持实体经济的能力。
- **企业层面, 降低企业债务率**: 从 2007 年起, 我国非金融企业杠杆率逐渐上升, 高债务、高杠杆成为我国非金融企业的“通病”, 也是我国经济发展过程中亟需解决的问题, 通过债转股能够降低企业债务率。因此, 推动债转股, 降低企业杠杆, 是当前我国经济发展的重要选择。
- **债转股受益行业**: 根据债转股对象“聚焦有潜在价值、出现暂时困难的企业, 以国企为主。”可以预计受益行业集中在煤炭、有色、钢铁等产能过剩行业。(1) 受煤炭行业产能过剩影响, 近年来煤炭价格持续下降, 企业盈利能力大幅下降, 亏损企业数量大幅增加, 企业债务不断恶化, 负债率居高不下。目前资产负债率达 67.7%, 处于 16 年来最高水平, 负债压力巨大。煤炭行业作为供给侧改革重点突破口, 有望开展债转股改革。(2) 有色板块整体负债率较高, 很多国企已经将最优质的资产打包

上市，而即便如此上市公司的资产负债率依旧较高，有色板块也可能成为债转股的受益行业。

- **债转股助力供给侧结构性改革：**本轮债转股为过剩行业去产能、去杠杆提供了一种可选择的方案，为供给侧改革提供支持，但在经济下行压力下，债转股是否为经济提供上升动力，则需关注后续政策出台。

2.2 长期资金持续入市

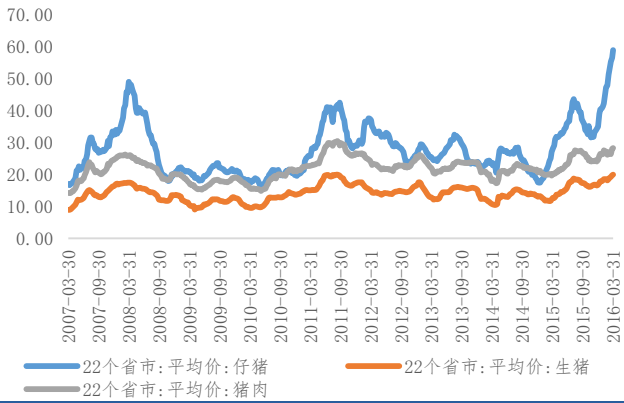
- **30 万亿国资入市：**地方国企改革提速，目前已有上海、广东、山东、江西、四川、重庆等多个省市制定并出台了国企改革相关细化方案和试点计划，其中地方国资证券化是重要内容。多数省份国企证券化率不到 30%，提升幅度很大，国有资产证券化未来将提速。值得一提的是，地方和央企资产证券化的推进，将会释放出很大的市场空间。初步测算，未来几年内将有 30 万亿元的国有资产进入股市。国资证券化带来的并购重组、资产注入、整体上市，将受到市场关注。
- **养老金入市：**国务院公布的《全国社会保障基金条例》，将自今年 5 月 1 日起施行。据人社部称，今年养老金入市将会超过一万亿，养老金作为社保基金最大的一部分，资金的入市预计是给市场带来的机会，后续有待关注基本养老金投资运营细则出台。
- **外管局资金入市：**国家外汇管理局旗下三大投资平台悄然进入 A 股市场，成为 A 股市场的一大新鲜事，出于投资安全性、保值增值性等方面，主要投资方向是具有国资背景的上市公司，合计持股市值已超过 270 亿元。显现 A 股市场长期战略地位只升不降。

3. 通胀与资金面：物价有所抬升，流动性扰动加剧

3.1 物价情况：短期抬升，关注核心 CPI

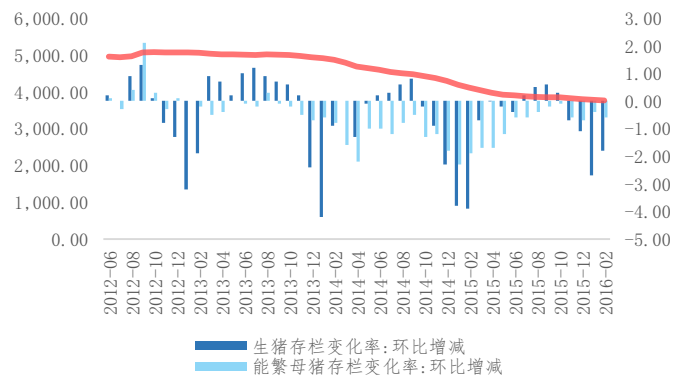
- **猪肉价格：仔猪价格上涨较为强劲，生猪、猪肉价格上涨趋势渐缓：**截止到 4 月 1 日，22 个省市仔猪平均价格为 58.79 元/公斤，环比上升 4.27%，同比上升 117%，自去年 12 月以来连续 17 个周上升，仔猪价格依旧有上涨趋势；22 个省市生猪平均价格为 19.90 元/公斤，较 3 月 25 日价格 19.75 元/公斤差别不大，价格上涨趋势有所减缓；而猪肉价格一直紧随生猪价格，近期上涨趋势也逐渐减小。一般来说，仔猪价格的涨跌领先于生猪、猪肉价格，那么从预期来看，生猪、猪肉价格将会一直处于高位，预计出现暴涨的可能性也不大。
- **猪肉供给：生猪与能繁母猪存栏量均处于历史低位：**当前行业整体产能（能繁殖母猪存栏）和库存（生猪存栏）处于低位。截止至 2 月底，生猪存栏量环比减少 1.8%，生猪存栏达到历史最低位为 3,760 万头，能繁母猪存栏继续下滑，能繁母猪存栏环比下降 0.6%，同比下降 7.9%。紧跟着猪肉价格变动，政府部门也在积极引导养殖、加工企业根据市场需求合理补栏，保障市场供应，预计未来生猪存栏量将会有所提升，促进养猪市场供需平衡。

图 1: 仔猪、生猪、猪肉价格走势



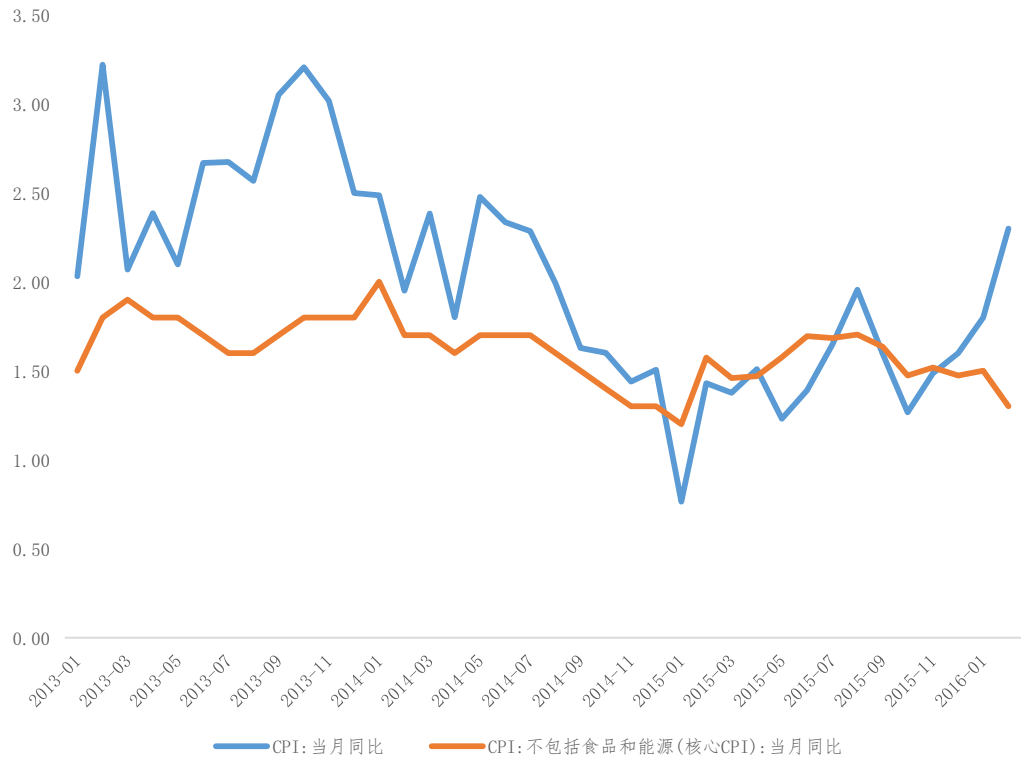
资料来源: wind 长城证券研究所整理

图 2: 生猪、能繁母猪存栏变化率



资料来源: wind 长城证券研究所整理

图 3: 核心 CPI 与 CPI 指标对比



资料来源: wind 长城证券研究所

- **天气回暖, 鲜果、蔬菜价格稍有回落:** 3 月份受寒流影响, 全国各省市蔬菜价格仍然出现上涨趋势, 随着天气转暖, 3 月下旬蔬菜价格明显回落, 其中广东江南果菜批发价格指数 (水果类) 下降 11.61%, 山东蔬菜批发价格指数下降 2.94%。
- **3 月百城价格指数继续上涨, 后续增长有望稳定:** 3 月百城住宅价格指数继续上涨, 至 11303 元/平方米, 环比增长 1.90%; 同比增幅扩大至 7.41%, 增幅均扩大。受北上广楼市政策, 预计未来价格向上势头较为趋缓, 一线、二线城市价格增速回落。
- **预计 3 月份 CPI 有所抬升, 具体关注下周公布的 CPI 数据:** 受 3 月份, 猪肉、鲜果、蔬菜等食品类价格影响, 预计 3 月份 CPI 仍然处于较高位置, 但根据我们模型测算, 三季度前通胀压力相对温和, 四季度可能是全年 CPI 高点。

- **核心 CPI 角度出发，货币政策尚存宽松空间：**核心 CPI 剔除了食品和能源价格的影响，剔除供给端影响，更加注重需求端。从图中观察得知，核心 CPI 与 CPI 指标发生较大背离，而核心 CPI 的趋势较为平稳，若央行从核心 CPI 角度出发，未来货币政策宽松空间仍存。

3.2 资金面观察：外储回升，短期流动性波动加大

我国 3 月外汇储备 32125.8 亿美元，预期值为 31960 亿美元，前值为 32023 亿美元，外汇储备连降四月后有所回升。我们认为以美元的估值变动是外汇储备回升的主因，3 月以来美元指数下跌 3.7%，人民币兑美元中间价较 3 月初升值 840 个基点。外汇储备中除了美元资产，还有欧元、日元等其他币种资产，美元资产所占比例在 2010 年接近 65%，虽然目前已经大幅下降，但预计仍占比过半。

自 2016 年 4 月 1 日起，除按美元公布官方储备资产外，增加以国际货币基金组织特别提款权（SDR）公布相关数据。但以 SDR 计价的外汇储备环比持续下滑，3 月外汇储备为 22803 个 SDR 单位，较 2 月下降 378 个 SDR，2 月份外汇储备较 1 月下降 223 个 SDR。SDR 作为一篮子货币，其汇率比单一货币更为稳定。以 SDR 作为外汇储备的报告货币，有助于降低主要货币汇率经常大幅波动引发的估值变动，更为客观反映外汇储备的综合价值。

美联储加息节奏放缓的背景下，短期人民币短期大概率维持相对强势，美元大概率震荡走弱，中国可能成为全球资本的避风港，外汇储备有望低位企稳。后续人民币汇率及外汇储备走势需进一步观察美联储的加息动态，但如果全球经济持续通缩格局，将对美联储加息行为构成制约。目前来看，4 月 FOMC 会议只议息不加息，意味着至少二季度外部加息压力不大。

公开市场操作层面，本周央行进行 1200 亿逆回购操作，但面临 3950 亿逆回购到期，本周净回笼资金 2750 亿。4 月中旬面临企业缴税及超过 5000 亿 MLF 到期，将对流动性构成扰动，央行届时大概率通过公开市场操作及续作 MLF 以缓解流动性压力，但考虑到目前金融机构超储率降至较低水平，市场流动性稳定性有所下降，不排除出现脉冲式收紧的可能。

4. 业绩跟踪：年报分化显著，关注一季报

4.1 年报情况

截止目前，全部 A 股中有 85.6% 上市公司公布了 2015 年业绩，全部年报将于 4 月 30 日公布完毕。

- **板块分化较大，创业板表现靓丽：**全部 A 股 15 年年报净利润同比均值为 -4.87%，09 年以来首次年报负增长。分板块看，主板净利润增速 -5.9%，较前三季度大幅下行；创业板净利润增速 29.12%，略有提升；中小板净利润增速 12.25%，略有下滑。
- **各行业呈现分化格局：**15 年净利润同比相对 2014 年增长较大的行业是轻工制造、非银行金融、餐饮旅游、基础化工、计算机、传媒、电子元器件；净利润同比相对 14 年明显趋缓的行业是钢铁、煤炭、有色金属、石油石化、国防军工、建材。盈利增长较快的行业多集中在新兴产业和消费升级产业之中，而近年来积极转型升级的部

分传统行业也取得较快盈利增速，代表性行业有新兴产业的传媒、消费升级产业的餐饮旅游、转型升级产业的轻工制造；盈利持续下滑的行业多集中在钢铁、煤炭、有色等传统行业，供需不平衡使得业绩大幅下降。

4.2 一季报情况

2016 年一季报披露的大幕于 4 月 8 日开启，新文化、众信旅游、五洋科技、平高电气率先发布一季报，净利润均保持较快增长，其中平高电气一季报净利润同比增速达到 549.9%。

多数公司一季报预喜：沪深股市已有 600 多家企业披露了一季报预报，有 175 家企业预报预增，125 家略增，36 家续盈，57 家扭亏，46 家预减，35 家略减，98 家续亏，41 家首亏，15 家不确定，业绩预喜率达到 62.6%。

业绩预喜、增速加快的公司更多集中在新兴行业和转型升级行业当中，包括电子元器件、计算机、通信、机械、基础化工、传媒、医药等，此外农林牧渔行业业绩出现明显改善，与近期食品、猪价上涨有关。

5. 投资日历

5.1 本周焦点

- (1) 中国首次发布以 SDR 计价的外汇储备，未来资本项目开放进程逐步推进
- (2) 李克强主持召开国务院常务会议，决定实施《装备制造业标准化和质量提升规划》，部署推进“互联网+流通”行动，确定 2016 年深化医药卫生体制改革重点
- (3) 锂电新能源大会、中国国际核工业展览会本周举办，建议积极关注新能源板块。
- (4) 本周国家高层领导高频率访问一带一路节点国家，积极推动国家间产能合作和文化交流，一带一路有望成为今年国家战略重点，建议积极关注。
- (5) 本周 2016 第七届互联网金融与支付创新大会召开，大会从支付到互联网金融等多个议题，来自政府协会、第三方支付企业、技术和服务提供商的诸多业界领袖将参加大会，建议关注互联网金融、移动支付相关领域的投资机会。
- (6) 第四届中国电子信息博览会本周召开，传感器与物联网、AR/VR、智能家居、云计算等有望成为展会热点，建议关注相关板块的投资机会。

5.2 下周焦点

- (1) 【3D 打印】下周召开亚太国际 3D 打印展览会，3D 打印概念有望取得进展。
- (2) 【电子商务】世界电子商务大会在义乌召开，建议关注电商板块的投资机会。

图 4: 4 月投资日历

2016年4月						
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
				中国首届虚拟现实+高峰论坛	1	2
4	5	2016中国国际金融论坛暨全国金融通信品牌颁奖礼 中国国际核工业展览会 李克强主持召开国务院常务会议	2016第七届互联网金融与支付创新大会 央行首次发布SDR计价的外汇储备数据	2016中国锂电新能源展-深圳 第四届中德电子信息技术博览会(CITE 2016)	第八届华南锂电(国际)高峰论坛 全球创客大会(GIC)虚拟现实分会	2016Jony开发者大会
第27届中国国际玻璃工业技术博览会 2015世界电子商交会	11	12	13	14	15	16
		CE China展召开			李俊生等行业增加最新政策解读 第三届亚太国际3D打印产业展览会	17
18	19	20	21	22	23	24
第十四届北京国际汽车展览会	上海国际工业自动化及机器人展览会	26	27	全球移动互联网大会	28	29
25	26	27	28	29	30	

资料来源: 长城证券研究所整理

研究员介绍及承诺

汪毅: 金融学硕士, 6年证券研究经验, 曾任职联合证券、国金证券研究所高级分析师, 11年宏观研究新财富最佳分析师入围(团队)。2012年加入长城证券, 任首席宏观研究员、宏观策略部经理。擅长产业经济、货币政策等方向。

包婷: 经济学硕士, 2014年加入长城证券, 任宏观策略研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>