

流动性改善初期、股指回落仍是低吸机会

——10月A股投资策略

A股月策略报告

2011年10月8日

主要观点：

➤ 10月——物价回落的确认期与流动性改善的观察期

- 对于四季度各月物价走势，翘尾因素的回落仍然是主要因素，在新涨价因素方面，物价上涨的动能在前期快速上涨过程中已经得到释放，表现为包括生活必需品在内的各种商品的整体上涨，在货币政策以及宏观政策调控下，物价第二轮上涨的可能性较小。物价拐点的出现将在10月份得到进一步确认，预计9月CPI在6.0%左右，之后将出现将为明显回落。
- 在物价有序回落过程中，央行公开市场操作力度趋向缓和，银行间资金市场利率持续低位以及市场资金相对充足后，债券市场利率有望在此过程中得到逐步改善，10月将是债券市场以及实体经济层面利率走势的重要观察期。

➤ 10月市场运行：经济层面无热点，市场煎熬中考验估值底与流动性底

- 由于经济回落“符合宏观调控预期方向”决定了经济层面难有超预期表现，整体上仍以季度增速逐步回落为主。
- 经济增长因素对于市场的支撑力度主要表现为上市公司业绩层面，而经济自身对市场难有兴奋点，上市公司业绩三季度同比增速虽有小幅回落，但仍以高增长为主，有助于支撑当前市场估值状况。
- 流动性的改善或将成为市场相对更强的推动因素，资金市场利率受到节日以及月末等因素的影响出现波动，但整体上资金市场利率已出现回落。从长期看，当前以债券市场为主的资金市场利率的高位并不具有长期持续性，在流动性逐步改善后具有回落需求，这对于缓解市场流动性压力，提升估值吸引力等层面均具有更强的推动力。
- 10月股指受流动性改善以及估值支撑下有望以低位震荡筑底为主，股指的快速回落仍是低吸机会。
- 投资机会：低吸流动性敏感板块、关注市场低点特征
- 当下市场的重要推动因素主要表现为流动性的改善，关注债券市场利率走势以及货币供应增速的低位回升。
- 首先，关注低估值的券商保险等大金融板块；其次，关注具有事件或行业变化推动因素的板块。如煤炭、节能减排中水务环保设备等；第三，适当关注市场低点行程中跌幅较大的优质中小盘个股；此外，当前成交量企稳回升且跌幅较小的行业有望成为未来市场反弹的主要板块，如金融服务、采掘、家电、交运设备等。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

联系人：杜长春

TEL: (021)63367000-310

FAX: (021)63373209

Email: ducc@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20楼

邮编：200002

目 录

一、10月——物价回落的确认期与流动性改善的观察期.....	4
1.1、物价回落进一步确认.....	4
1.2、流动性改善初期，债券市场以及实体经济层面仍待观察.....	5
二、上市公司三季度业绩：环比虽有回落、但同比仍维持高增长.....	7
2.1、三季度上市公司业绩增速维持高位.....	7
2.2、整体毛利率虽有回落、但制造业毛利稳定.....	9
三、历史市场底部特征与当下对比.....	12
3.1、整体估值创新低、估值分布好于2319点情形.....	12
3.2、投资者参与热情低迷、交易账户持续下降.....	13
3.3、市场板块特征.....	15
3.4、历史低点时外围市场环境.....	17
四、十月市场运行逻辑及投资策略.....	18
4.1、市场运行：经济层面无热点，市场煎熬中考验估值底与流动性底.....	18
4.2、市场投资机会：低吸流动性敏感板块、关注市场低点特征.....	19

图表目录

图 1、翘尾因素快速下行促成 CPI 高位回落	4
图 2、CRB 指数高位回落同样有利国内物价回落	4
图 3、自今年 5 月以来企业短期贷款需求持续高于长期贷款	6
图 4、银行间资金市场利率低位波动、实体经济资金利率飙升	6
图 5、公司债、中短期票据等发行利率屡创新高	6
图 6、物价回落、流动性改善，债券利率下行	7
图 7、公开市场持续净投放缓解市场资金压力	7
图 8、全部 A 股非 ST 及金融类整体单季度毛利率变化	10
图 9、制造业（扣除 ST）毛利率维持稳定	10
图 10、有色金属毛利随 CRB 金属指数回落而下滑	11
图 11、电子元器件、黑色金属以及有色金属行业受 PPI 指数影响	11
图 12、二季度上游采掘、化工等行业季度毛利率下滑	11
图 13、二季度中游制造业除交运设备外毛利率均出现上升	12
图 14、下游消费、服务中除纺织服装外毛利率稳中有升	12
图 15、投资者开户状况	13
图 16、市场活跃账户状况	14
图 17、基金发行与市场走势	14
图 18、股票型基金发行	14
图 19、ETF 份额变化（华夏上证 50）	15
图 20、华泰博瑞红利 ETF 份额变化	14
图 21、08 年 1664 点前后行业表现	15
图 22、10 年 2319 点前后各行业表现	16
图 23、近期市场各行业涨跌幅	16
图 24、1664 点前后市场风格指数变化	16
图 25、2319 点前后市场风格指数涨跌幅	17
图 26、近期市场风格指数涨跌幅	17
图 27、美元指数与上证指数走势	17
图 28、CRB 金属、油脂指数与上证综指走势	18
图 29、美国与中国 10 年期国债收益率与上证综指走势	18
表 1、9 月物价环比上涨力度强于 8 月弱于 7 月	5
表 2、上市公司中报业绩概述	8
表 3、上市公司三季度业绩增速预测	8
表 4、业绩预警行业及幅度划分	9
表 5、A 股历史低点估值比较	12
表 6、市场股指分布	12
表 7、上市公司股票绝对价格分布	13
表 8、行业成交量以及涨跌幅近期变化	20

一、10月——物价回落的确认期与流动性改善的观察期

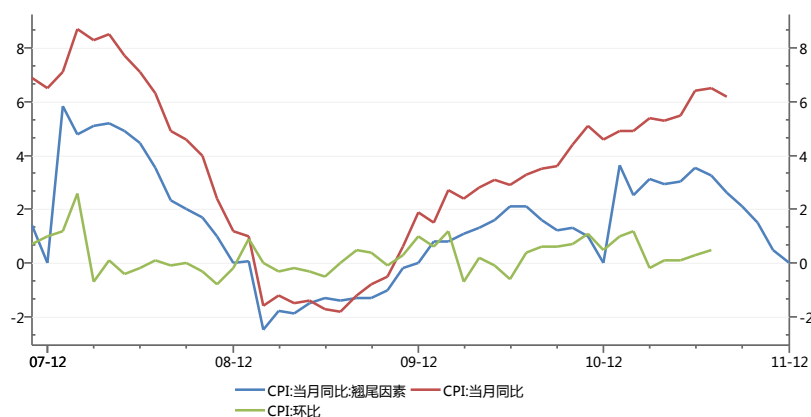
1.1、物价回落进一步确认

从经济以及市场运行的角度看，物价无疑是核心因素，由于物价持续的上涨导致了国内货币政策的持续收紧、流动性的持续紧缩、国内投资需求的抑制、经济增速的主动性调控、上市公司业绩以及毛利率的下降，同时伴随着股指的持续性下跌。

从物价走势上看，四季度整体上应该呈现逐月回落的趋势。此轮物价上涨的7月份高点为6.5%，这一高点是翘尾因素为主，而环比0.5%的增速也表明当时物价的快速上涨，而在8月份翘尾因素回落后，虽然新涨价因素扩大0.3个百分点，但物价环比上涨的幅度下降，物价整体上表现为高位小幅回落。

对于四季度各月物价走势，翘尾因素的回落仍然是主要因素，而从新涨价因素看，物价上涨的动能在前期快速上涨过程中已经得到释放，表现为包括生活必需品在内的各种商品的整体上涨，在货币政策以及宏观政策调控下，物价第二轮上涨的可能性较小。物价拐点的出现将在10月份得到进一步确认，预计9月CPI在6.0%左右，之后将出现为明显回落。

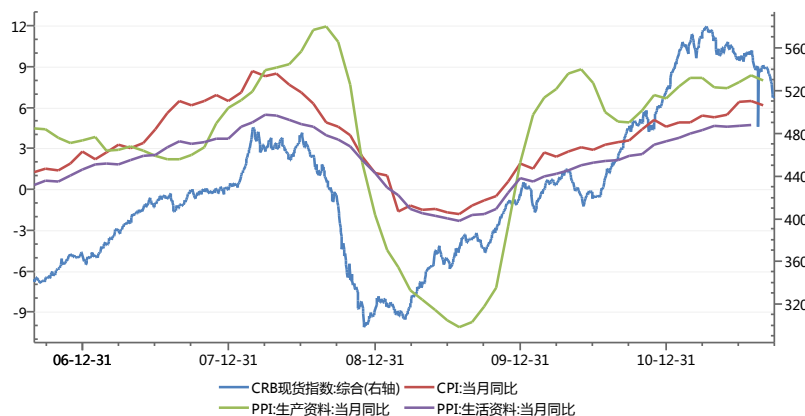
图 1、翘尾因素快速下行促成CPI高位回落



数据来源: Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

图 2、CRB 指数高位回落同样有利国内物价回落



数据来源: Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

表 1、9 月物价环比上涨力度强于 8 月弱于 7 月

指标名称	农业部		商业部：食用农产品价格指数环比（%）						
	农产品批发价格总 指数（月平均环比%）	菜篮子产品批发价格 指数（月平均环比%）	粮食类	食用油类	肉类	禽类	蛋类	蔬菜类	水产品类
2007-09	-0.99	-1.26	0.03	0.03	-0.67	0.03	0.37	-0.03	-0.10
2007-10	-0.16	-0.15	-0.03	0.10	0.35	-0.08	-0.50	5.33	-0.53
2007-11	-0.15	-0.59	0.10	1.14	1.82	-0.06	-0.78	-0.46	-0.32
2007-12	1.74	1.84	0.15	1.33	1.43	0.23	-0.15	1.03	0.83
2008-09	-0.89	-0.61	0.10	-0.37	-0.80	0.10	1.20	-0.73	0.03
2008-10	-4.66	-5.10	-0.04	-0.42	-1.26	-0.14	-1.12	1.42	-0.60
2008-11	-3.81	-4.27	-0.08	-0.73	-0.50	-0.20	-0.78	2.85	-0.65
2008-12	1.78	2.02	0.03	-0.53	1.15	-0.10	-0.40	4.15	-0.33
2009-09	-0.15	-0.22	0.10	-0.40	0.25	0.10	0.73	2.48	-0.48
2009-10	-6.97	-8.41	-0.02	-0.12	-0.42	-0.02	-0.36	-1.26	-0.50
2009-11	1.09	1.31	0.10	-0.08	0.35	0.10	-0.23	7.23	-0.28
2009-12	5.59	6.70	0.13	0.33	0.85	0.03	0.10	2.93	0.40
2010-09	-1.09	-1.59	0.35	0.13	0.53	0.15	1.15	1.40	0.16
2010-10	0.33	0.19	0.24	0.30	0.32	0.30	0.06	1.60	-0.06
2010-11	2.61	2.66	0.48	0.58	1.03	0.43	0.98	-1.10	0.45
2010-12	-0.56	-1.24	0.48	0.38	0.16	0.34	0.28	-1.48	0.16
2011-07	2.42	2.95	0.34	0.36	0.90	0.46	0.44	-1.36	0.58
2011-08	0.88	0.99	0.25	0.33	0.15	0.23	0.83	1.25	-0.68
2011-09	1.70	2.00	0.20	0.37	0.40	0.40	0.83	2.60	0.03

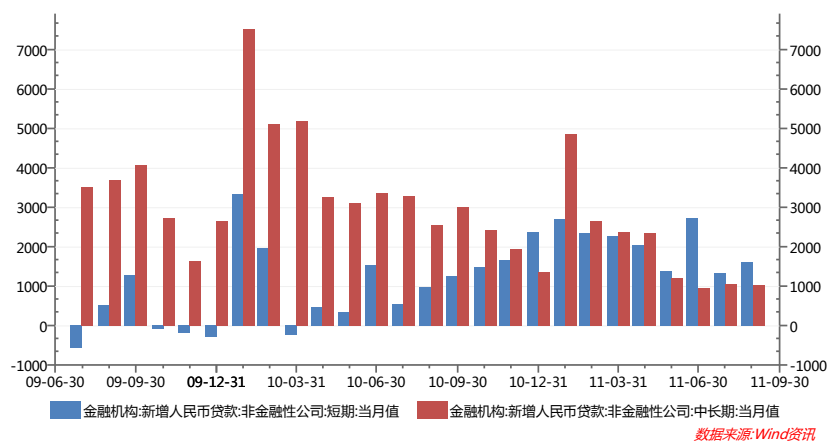
数据来源：WIND，东北证券

1.2、流动性改善初期，债券市场以及实体经济层面仍待观察

市场流动性在持续紧缩的货币政策下出现持续紧张，但是在近期在央行持续货币净投放后，银行间市场流动性出现较为明显改善，资金利率维持在相对低位，而反应实体经济层面的票据转贴以及票据直贴利率均出现快速飙升，表明当前资金滞留在银行间市场而非流向实体经济。票据市场以及债券市场利率的持续高位表明了当前企业的信贷需求以及资金成本的压力已经达到历史最为紧张的时期，利率市场长期维持高位并不利企业的稳定和经济的健康发展。究其原因，一方面在当前货币政策紧缩时期，银行信贷受到政策层面约束，信贷投放额度有限，另一方面，在资金市场利率高位以及国际金融动荡导致实体经济走势存在诸多不确定性，信用风险溢价上升，银行对于借贷对象的选择更为谨慎。促使部分企业只能通过其他渠道获取信贷支持，导致实体经济层面的资金价格高位。

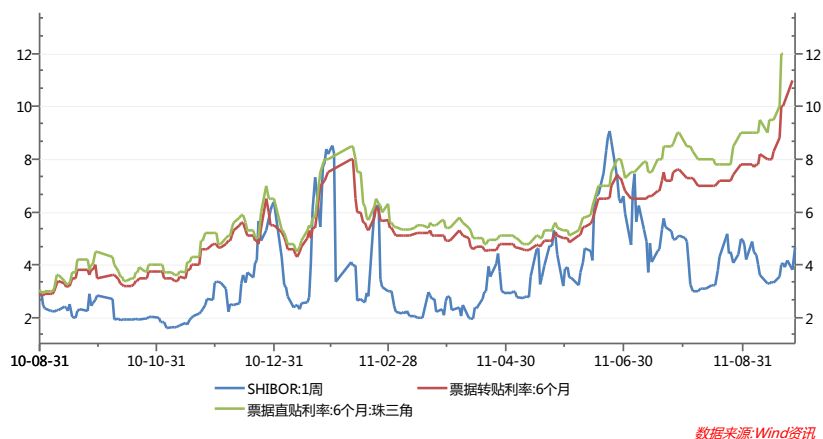
在物价有序回落过程中，央行公开市场操作力度趋向缓和，银行间资金市场利率持续低位以及市场资金相对充足后，债券市场利率有望在此过程中得到逐步改善，10 月将是债券市场以及实体经济层面利率走势的重要观察期。

图 3、自今年 5 月以来企业短期贷款需求持续高于长期贷款



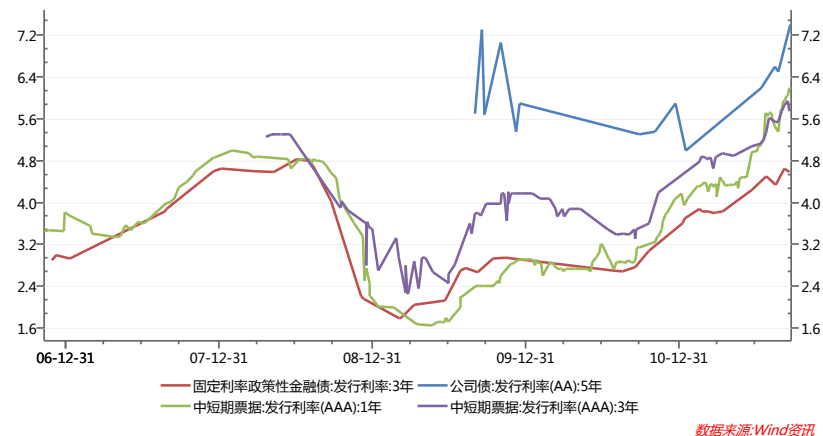
数据来源: WIND, 东北证券

图 4、银行间资金市场利率低位波动、实体经济资金利率飙升



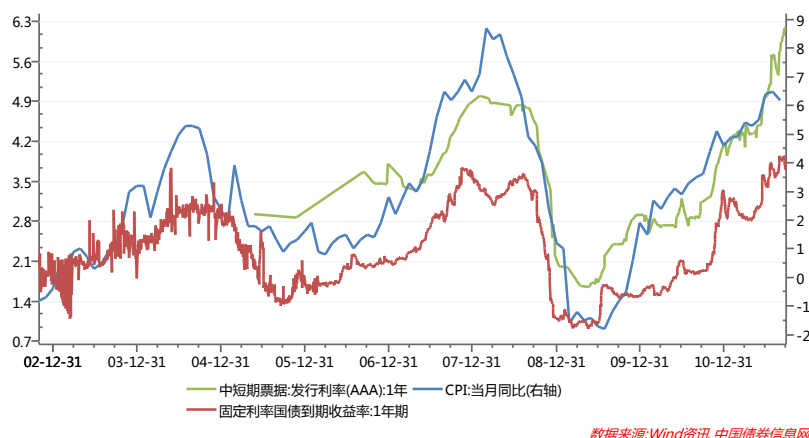
数据来源: WIND, 东北证券

图 5、公司债、中短期票据等发行利率屡创新高



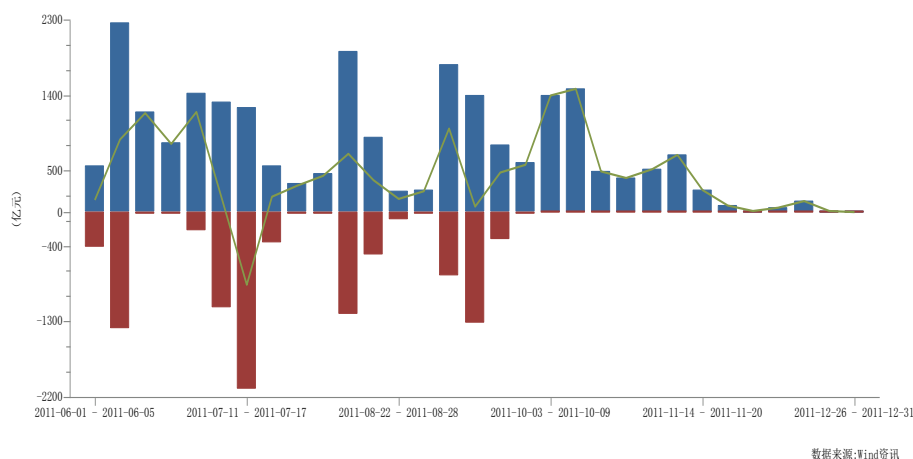
数据来源: WIND, 东北证券

图 6、物价回落、流动性改善，债券利率下行



数据来源: WIND, 东北证券

图 7、公开市场持续净投放缓解市场资金压力



数据来源: WIND, 东北证券

二、上市公司三季度业绩：环比虽有回落、但同比仍维持高增长

2.1、三季度上市公司业绩增速维持高位

从上市公司 2011 年中报情况看，2011 年中期全部 A 股整体业绩仍保持了较快增长，营业收入同比增长 27.2%，归属母公司股东的净利润同比增长 23.5%。在全部 A 股剔除 ST 类以及金融后，归属母公司净利润同比增长 16.3%，而在此基础上剔除中国石油、中国石化后净利率同比增长 19.8%，表明当前上市公司整体业绩的稳定高速增长并未因经济的回来而出现大幅调整。

表 2、上市公司中报业绩概述

	样本数	2011 中报 同比	2011 一季度 同比	2011 二季度 同比	2011 一季度 环比	2011 二季度 环比
全部 A 股	2186	23.5%	25.0%	22.3%	9.9%	6.4%
非 ST 剔除金融中石化、中石油	1993	19.8%	21.1%	18.5%	-12.5%	21.8%
创业板	241	22.1%	36.8%	13.3%	-31.3%	37.4%
中小板	596	18.7%	19.5%	19.8%	-19.1%	18.3%
深市(除创业板)	1027	25.2%	23.0%	27.2%	-14.8%	22.1%
沪市	882	24.2%	25.7%	22.7%	15.1%	4.4%

数据来源：WIND，东北证券

展望三季度上市公司业绩，从工业企业利润以及国有企业利润变化看，国有企业利润 7 月与 8 月同比增速分别为 24.31%与 14.43%，增速整体上呈现回落态势，但 7 月增速要高于一季度三个月水平，8 月回落较为明显，工业企业利润前七月累积同比 28.28%，低于前 6 月 28.65%的累积增速，表明工业企业利润 7 月同比增速有所回落。从国有企业利润增速角度出发，由于基数原因，即使假设 9 月环比增速降幅为 7、8 月累积值，在同比数据上仍保持较高增速，且高于 8 月增速，由此可见，三季度国有企业利润增速同比虽有回落但幅度有限。而从上市公司角度看，我们预测全部 A 股非 ST 在剔除金融服务、中国石油、中国石化后，同比增速将由二季度的 18.5%回落至 16%-18%之间，同比增速回落幅度有限，但环比增速将出现下滑，预计下滑幅度不超过 9.25%。

表 3、上市公司三季度业绩增速预测

时间	上市公司季度同比增速 (全部 A 股非 ST 剔除金融、 中国石油、中国石化)	归属母公司 股东净利润(亿)	归属母公司 净利润季度 环比增速	国有企业利润 总额增速(三个 月平均)	金融服务行 业净利润 (亿)	金融服务 行业净利 润增速
2008Q1	28.4%			7.8%		
2008Q2	21.7%			-1.4%		
2008Q3	-11.9%			-10.6%		
2008Q4	-128.2%			-93.7%		
2009Q1	-46.5%			-36.4%		
2009Q2	-29.2%			-14.4%		
2009Q3	29.5%			#N/A		
2009Q4	504.7%			425.5%		
2010Q1	110.9%			85.4%		
2010Q2	56.9%	1728.0	24.2%	55.8%	1925.2	23.3%
2010Q3	27.2%	1606.4	-5.1%	#N/A	2008.1	27.9%
2010Q4	38.5%	1889.5	17.6%	37.1%	1847.9	27.3%
2011Q1	21.1%	1686.0	-12.5%	23.2%	2525.9	28.6%
2011Q2	18.5%	2053.4	21.8%	18.2%	2547.5	32.3%
预测 2011Q3	16%-18%	>1863.4	>-9.25%	18.10%-18.51%	2548	26.9%

数据来源：WIND，东北证券

截至 9.21 日，两市已有 811 家上市公司公布业绩预警信息，剔除 ST 类个股后，共有 758 家。其中，预增、续盈、略增与扭亏合计占比超过 80%。从行业角度看，餐饮旅游、黑色金属、商业贸易、农林牧渔等板块虽然业绩预告增速较高，但所披露预警信息的上市公司家数占比较小，难有较强代表性。纺织服装、建筑建材、家用电器、有色金属、机械设备电子元器件等行业三季报预警增速超过 30% 的上市公司占比超过 50%，且已披露此信息的公司占行业在 40% 以上，具有一定的代表性。交运设备、化工、医药生物等行业多家上市公司预计增速回落超过 20%。

表 4、业绩预警行业及幅度划分

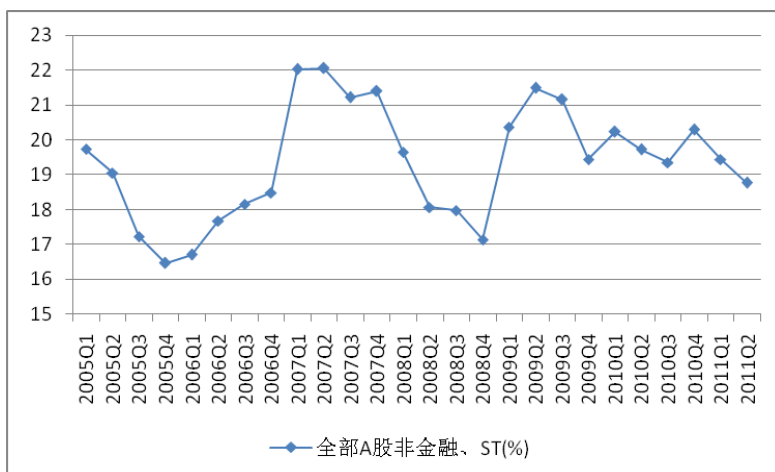
行业	<-20%	-20%-0%	0-30%	>30%	合计	增幅大于 30% 占比	预警家数占板块比例
餐饮旅游				7	7	100%	24%
黑色金属				2	2	100%	6%
纺织服装	3		2	28	33	85%	42%
商业贸易	1		2	14	17	82%	18%
农林牧渔	3		1	16	20	80%	30%
建筑建材	5	2	4	32	43	74%	40%
信息服务	8		3	27	38	71%	30%
交通运输			3	7	10	70%	12%
家用电器	2	2	2	13	19	68%	46%
信息设备	4		4	17	25	68%	29%
有色金属	7		3	21	31	68%	42%
食品饮料	2		4	12	18	67%	29%
机械设备	21	5	18	80	124	65%	41%
化工	17		17	55	89	62%	36%
医药生物	10	1	9	27	47	57%	26%
公用事业	4		1	6	11	55%	13%
电子元器件	18		6	28	52	54%	46%
房地产	11		1	14	26	54%	19%
轻工制造	9		11	19	39	49%	49%
交运设备	9	1	6	14	30	47%	27%

数据来源：WIND，东北证券

2.2、整体毛利率虽有回落、但制造业毛利稳定

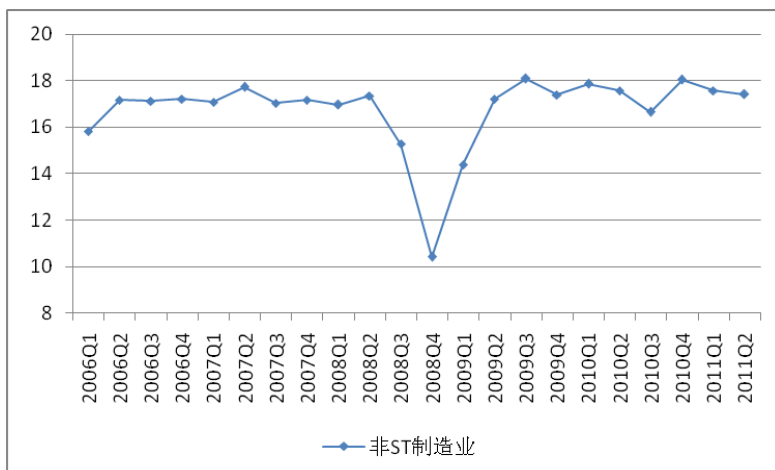
从全部 A 股非 ST 及金融整体的季度毛利率变化看，上市公司整体毛利率同净利润出现同方向变化，季度毛利率逐级下降，今年二季度毛利率由一季度的 19.44% 下降至 18.77%，同时低于去年同期 19.72% 的毛利率水平。从制造业角度看，根据证监会行业划分在剔除 ST 类股票后，我们看到制造业整体毛利率除 08 年金融危机影响外其他各季度波动相对较小，而在今年二季度当中，毛利率由一季度的 17.57% 小幅下降至 17.41%，与一季度相差不大，而且毛利率也维持在较为稳定的较高水平上。

图 8、全部 A 股非 ST 及金融类整体单季度毛利率变化



数据来源：WIND，东北证券

图 9、制造业（扣除 ST）毛利率维持稳定

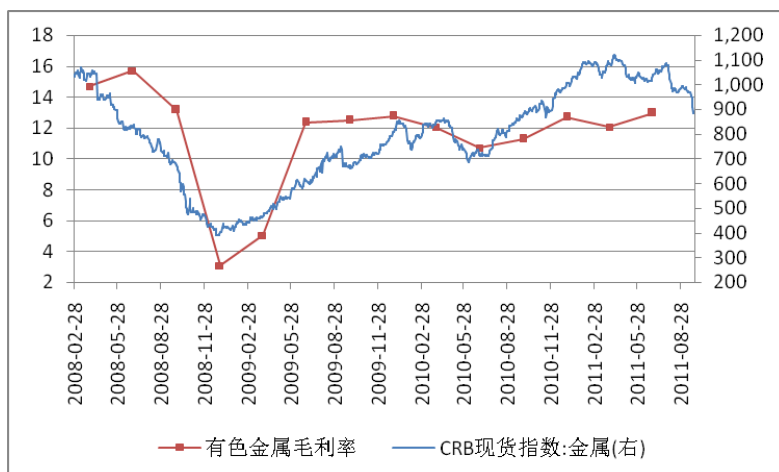


数据来源：WIND，东北证券

从今年一季度与二季度相关经营指标看，受物价以及劳动力成本上升等因素影响，不同行业毛利率出现不同方向的变化。采掘、黑色金属、化工、农林牧渔等行业毛利率的回落，主要是受到原材料成本或者行业运行成本的上升，如石油、铁矿石等大宗商品价格以及劳动力成本的上升，而产品价格在本成本转移能力方面相对较弱，导致行业毛利率的下滑。

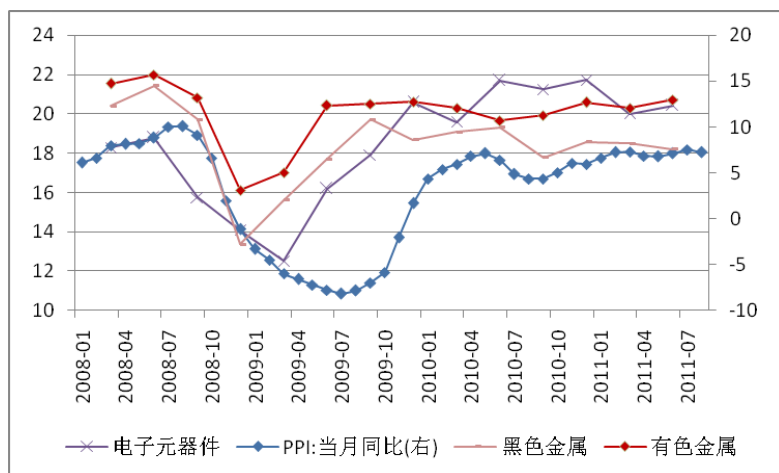
在三季度大宗商品价格快速回落过程中有色金属行业毛利率存在一定下行空间。而从中游制造业角度看，虽然面临着上游原材料价格的有效回落，但同时随着 PPI 指数的回落，工业产品出厂价格同样存在一定下滑，历史数据表明，电子元器件、有色金属、黑色金属行业毛利率与 PPI 走势的相关性更高一些，因此，随着 PPI 的回落上述行业毛利率存在下滑空间。

图 10、有色金属毛利随 CRB 金属指数回落而下滑



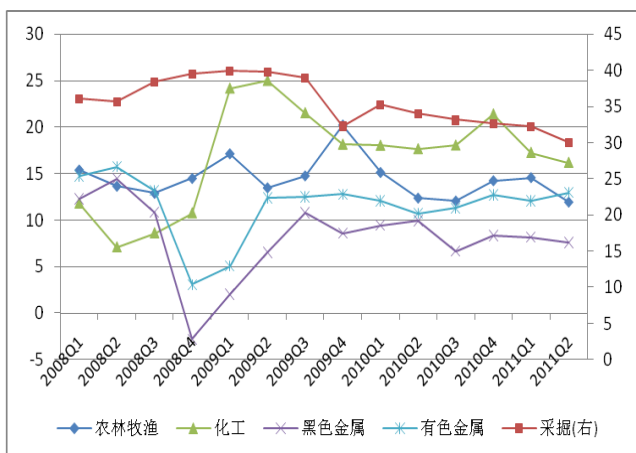
数据来源: WIND, 东北证券

图 11、电子元器件、黑色金属以及有色金属行业受 PPI 指数影响



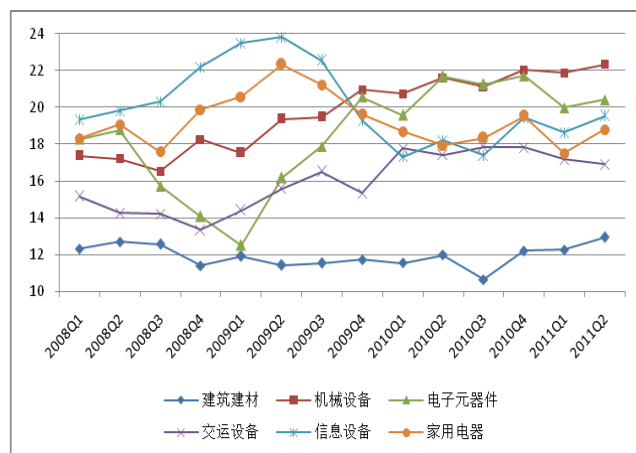
数据来源: WIND, 东北证券

图 12、二季度上游采掘、化工等行业季度毛利率下滑



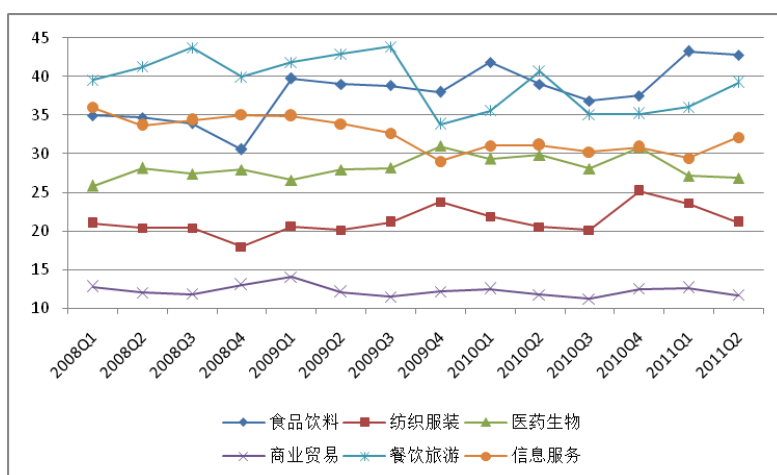
数据来源: WIND, 东北证券

图 13、二季度中游制造业除交运设备外毛利率均出现上升



数据来源: WIND, 东北证券

图 14、下游消费、服务中除纺织服装外毛利率稳中有升



数据来源：WIND，东北证券

三、历史市场底部特征与当下对比

3.1、整体估值创新低、估值分布好于 2319 点情形

当期市场估值与历史重要低点比较看，整体上当前估值水平已经低于上证 1664 点时的水平，当前市场整体估值已经低于 12 倍 PE，在剔除金融以及 ST 类股票后，市场估值水平略低于 2319 点时的估值，但与 1664 点的 13.7 倍估值仍存在较大差距。当前从沪深 300 以及全部 A 股的估值均低于 1664 点时的水平，主要是由于以银行为主的权重股的低估值。银行当前 7.04 倍的 PE 低于 1664 点时 9.78 倍 PE，幅度将近 30%。

表 5、A 股历史低点估值比较

上证综指点位	1664 点 (08.10.28)	2319 点 (10.7.5)	2384 点 (11.9.26)
上证综指估值 (PE-TTM)	12.76	14.55	11.83
沪深 300 估值 (PE-TTM)	12.39	13.91	11.19
中小企板 (PE-TTM)	15.59	33.55	31.92
全部 A 股剔除金融及 ST 类 (PE-TTM)	13.71	20.29	19.40
银行	9.78	9.55	7.04

数据来源：WIND，东北证券

表 6、市场股指分布

		PE>100		50<PE<100		30<PE<50		0<PE<30		PE<0		上市公司合计
上市公司实际数量比较	2008.10.28	70	4.9%	88	6.2%	169	11.8%	956	66.9%	147	10.3%	1430
	2010.7.5	181	10.6%	361	21.1%	490	28.7%	554	32.4%	122	7.1%	1708
	2011.9.27	198	9.4%	410	19.4%	696	33.0%	706	33.5%	98	4.6%	2108
可比上市公司对比	2010.7.5	174	12.2%	50	3.5%	353	24.7%	531	37.1%	122	8.5%	1430
	2011.9.27	183	12.8%	257	18.0%	330	23.1%	563	39.4%	97	6.8%	1430

数据来源：WIND，东北证券

从估值分布看，以 2008 年 10 月可比上市公司为准，当前 PE 在 30 倍以下占 39.4%，略高于 2319 点时

的占比，但低于 1664 点时 66.9% 的占比。PE 在 50 倍以下，目前累计占比为 62.5%，高于 2319 点的 61.8%，低于 08 年低点的 78.7%。从实际情况看，目前 50 倍 PE 以下上市公司占比为 66.5%，而 2319 点时为 61.1%，表明当前市场估值的分布在 30-50 倍 PE 之间个股数量仍然较多，但当前市场估值的分布要略好于 2319 点的情形。

从上市公司当前股价分布看，以可比上市公司为准，目前股票价格低于在 5-10 元之间的占比为 42.5%，低于 2319 点的 52.1%，股价在 5 元以下在 2008 年低点时占比为 72.9%，远高于目前以及去年的市场情况。整体上，在可比上市公司中股价低于 10 元的累积占比目前为 51.5% 也低于去年的 66.8%，如果考虑全部上市公司占比，则这一比重更低，表明目前整体上股票的绝对价格要高于上两次低点，股票绝对价格并不占具显著优势。

表 7、上市公司股票绝对价格分布

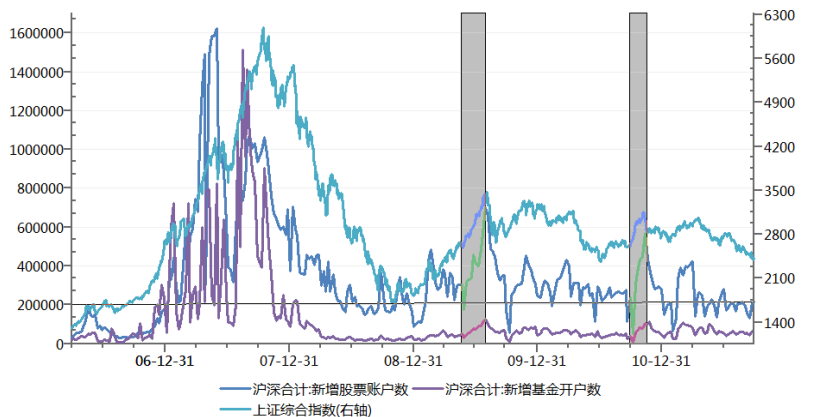
		P>50		30<P<50		20<P<30		10<P<20		5<P<10		P<5		上市公司合计
上市公司实际数量比较	2008.10.28	3	0.2%	1	0.1%	5	0.3%	79	5.0%	343	21.6%	1158	72.9%	1589
	2010.7.5	7	0.4%	62	3.3%	126	6.7%	583	31.2%	850	45.5%	239	12.8%	1867
	2011.9.27	28	1.2%	125	5.5%	332	14.6%	919	40.5%	708	31.2%	155	6.8%	2267
可比上市公司对比	2010.7.5	2	0.1%	26	1.6%	66	4.2%	433	27.2%	828	52.1%	234	14.7%	1589
	2011.9.27	10	0.6%	43	2.7%	133	8.4%	585	36.8%	675	42.5%	143	9.0%	1589

数据来源：WIND，东北证券

3.2、投资者参与热情低迷、交易账户持续下降

从新增股票账户数看，投资者额表现出明显的趋势性，在上涨过程中新增股票账户数快速上升。当前，新增股票账户数持续维持低位，每周新增股票账户数持续保持在 20 万户附近，且与 1664 点与 2319 点等低位相当。目前市场交易账户数同样处于低位，且随着股指的下跌也出现回落，投资者参与热情下降，目前每周参与交易的股票账户数整体上略好于 1664 点情形，但相比于 2319 点投资者热情显然更为低迷。

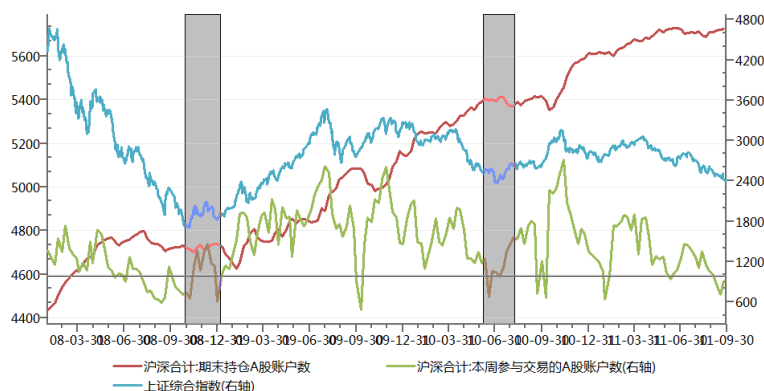
图 15、投资者开户状况



数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND，东北证券

图 16、市场活跃账户状况

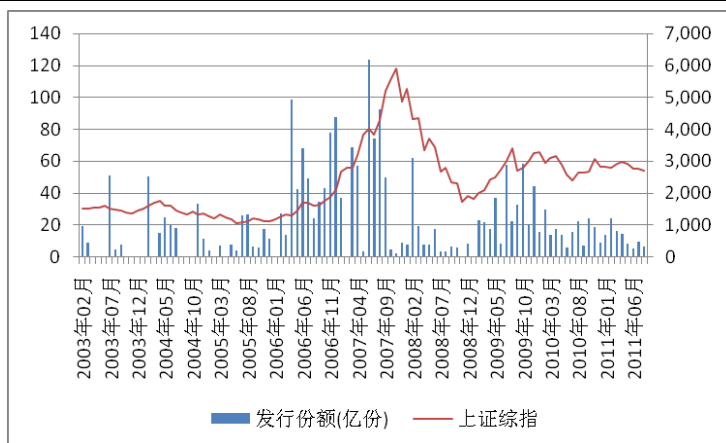


数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

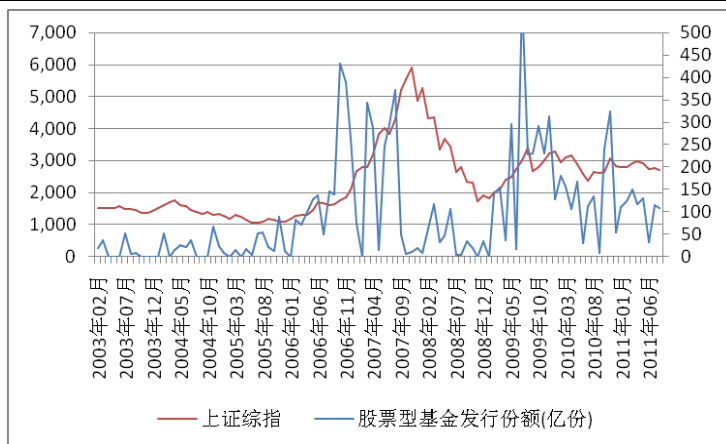
在基金发行中虽然目前基金发行数量较多,但整体募集资金额度以及单只基金发行份额均处于历史低位,这同时符合市场低点时投资者的谨慎情绪。当下股票型基金市场发行情况与 2319 点较为相似,发行整体规模也较为接近,且要好于 08 年低点时的情形。

图 17、基金发行与市场走势



数据来源: WIND, 东北证券

图 18、股票型基金发行



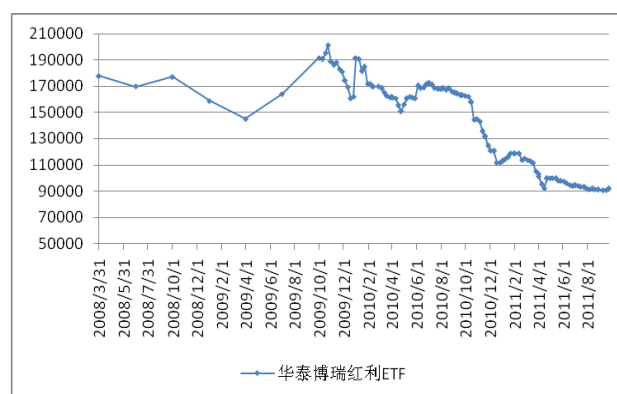
数据来源: WIND, 东北证券

图 19、ETF 份额变化（华夏上证 50）



数据来源：WIND，东北证券

图 20、华泰博瑞红利 ETF 份额变化



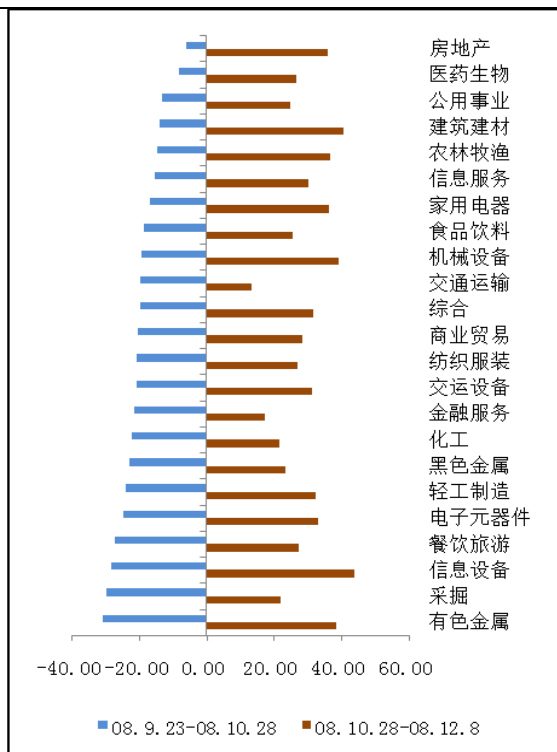
数据来源：WIND，东北证券

3.3、市场板块特征

从历史低点前后各行业走势看，在 08 年低点前跌幅居前的版块有有色金属、采掘、信息设备、餐饮旅游、电子元器件等，而在随后的上涨过程中涨幅居前的主要有有色金属、信息设备、机械设备、建筑建材等强周期性行业。在 2010 年 2319 点前市场跌幅较大的行业有采掘、有色金属、医药生物、农林牧渔、信息设备等行业，而在上涨过程中采掘、有色、家电、交运设备等周期性行业涨幅较大。

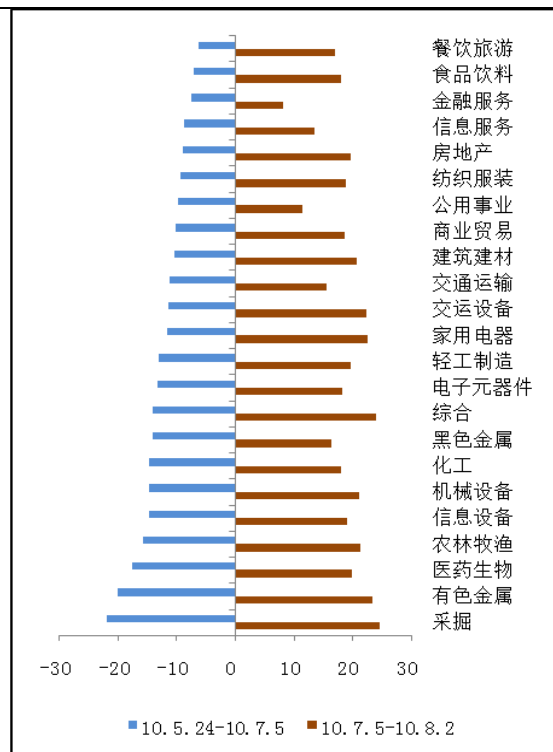
在目前市场下跌过程中，近期跌幅居前主要有房地产、有色金属、建筑建材等周期类以及商业贸易、医药生物、食品饮料、纺织服装等消费类行业，且当前各张野跌幅要小于历史低点形成前市场的下跌幅度。

图 21、08 年 1664 点前后行业表现



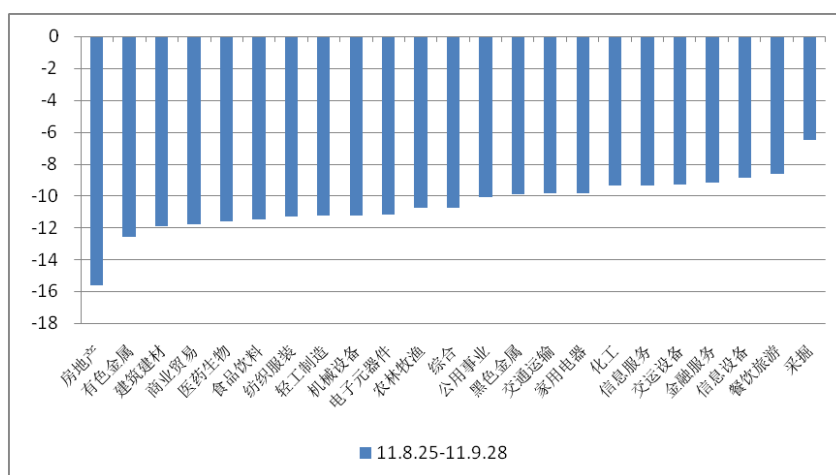
数据来源：WIND，东北证券

图 22、10 年 2319 点前后各行业表现



数据来源：WIND，东北证券

图 23、近期市场各行业涨跌幅

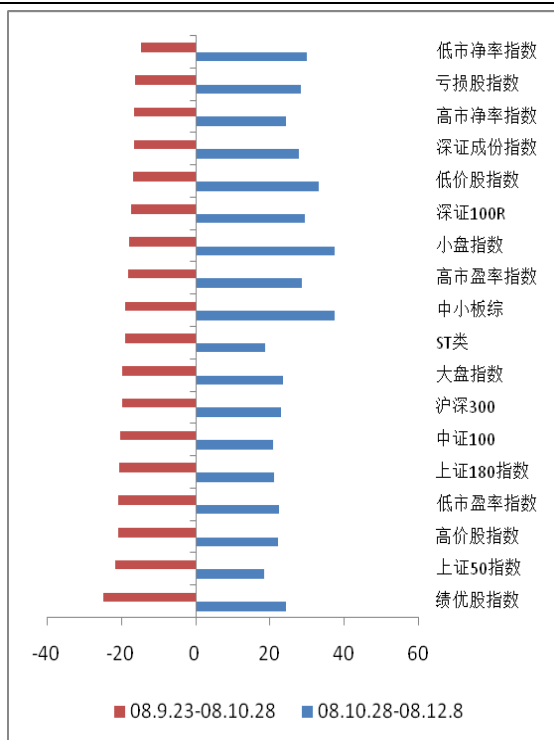


数据来源：WIND，东北证券

从市场风格指数特征看，在 08 年低点形成前，市场跌幅居前的主要以上证 50、绩优股、低市盈率为主的权重股的下跌，高价股跌幅也较大，而小盘股跌幅相对较小。在上涨过程中小盘股、绩优股涨幅相对更为明显。在去年 2319 点形成前，市场跌幅较大的主要有 ST 类、高估值、高价股以及沪深 300 等权重股，在低点后的上涨过程中涨幅居前有小盘股、高市盈率等板块。

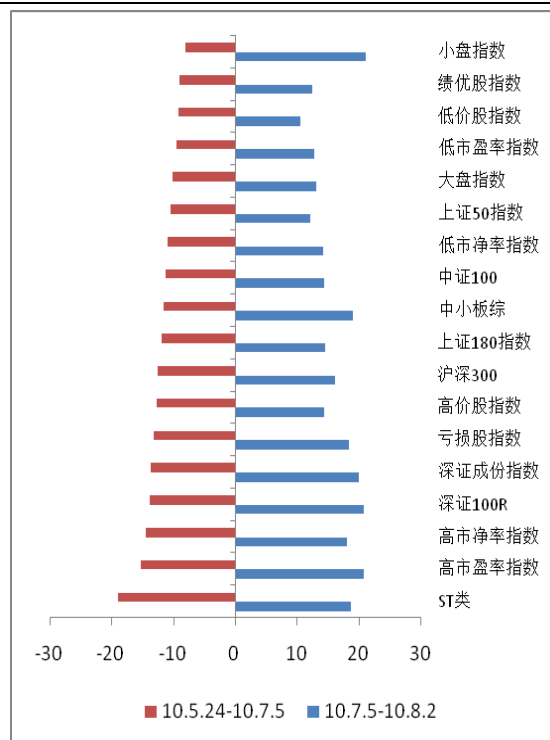
目前近期市场跌幅较大的板块主要以高价股、高市盈率的小盘股为主，而 ST 类、低市盈率、大盘股、上证 50 等板块跌幅相对较小。目前下跌仍以中小盘个股为主，与 2319 点时情形较为相似。

图 24、1664 点前后市场风格指数变化



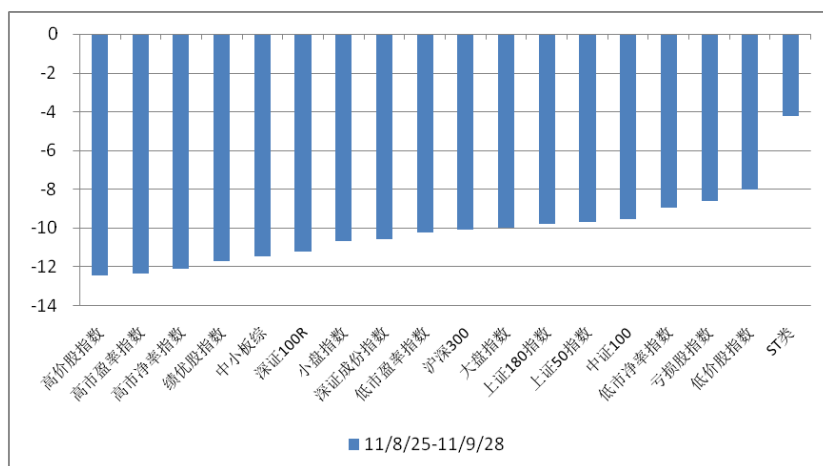
数据来源：WIND，东北证券

图 25、2319 点前后市场风格指数涨跌幅



数据来源：WIND，东北证券

图 26、近期市场风格指数涨跌幅

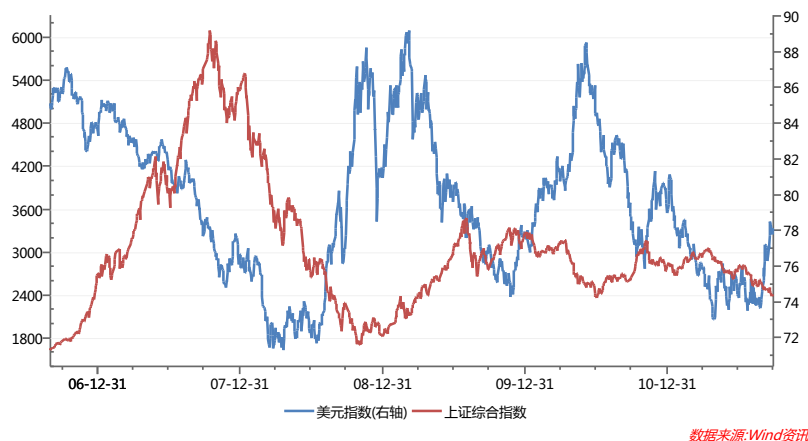


数据来源：WIND，东北证券

3.4、历史低点时外围市场环境

从美元指数与 A 股市场走势看，在股指波动期间，如 08 年至 10 年，二者表现出一定的负相关走势，近期由于欧洲债务危机加剧，虽然美国主权信用评级遭到下调，但美元指数在低位震荡后仍然出现快速反弹，但是由于美国经济复苏力度仍然较弱，且欧洲债务问题正得到逐步解决。因此，美元指数持续快速走强的基础并不牢固。而从 08 年 A 股与美元指数走势看，A 股有望在美元指数震荡反弹后成功筑底。

图 27、美元指数与上证指数走势



数据来源：WIND，东北证券

图 28、CRB 金属、油脂指数与上证综指走势



数据来源: WIND, 东北证券

图 29、美国与中国 10 年期国债收益率与上证综指走势



数据来源: WIND, 东北证券

国债收益率的高低反映了经济的现实状况,在国债收益率低位时表明市场受到经济悲观以及诸如欧债等不利影响导致的避险情绪上升,而国债收益率上升表明经济的增长前景相对较好。目前美国长期国债收益率曾创出 60 年来新低,表明国际投资者的避险情绪上升,在国内由于持续紧缩的货币政策导致了国债收益率的持续高位,而股指并未因经济的平稳增长而与债权收益率同步上升,主要受到经济增速放缓预期以及流动性紧张的制约,在国债收益率下行,市场流动性改善有望成为股指上涨的推动因素。

四、十月市场运行逻辑及投资策略

4.1、市场运行: 经济层面无热点, 市场煎熬中考验估值底与流动性底

今年 7 月,温家宝总理在辽宁调研时提出:“经济增长由政策刺激向自主增长转变,继续朝着宏观调控预期方向发展。”同时其在 9 月 1 日《求是》杂志上所发表的“关于当前的宏观经济形势和经济工作”的文章中,再次强调了今年以来经济增长由政策刺激向自主增长的转变过程。在自主增长的过程中我们看到了经济增速整体上的平稳、有序回落,汽车、家电等行业刺激政策陆续取消,固定资产投资、信贷增速、货币供应等指标均出现下降。由于经济回落“符合宏观调控预期方向”决定了经济层面难有超预期表现,整

体上仍以季度增速逐步回落为主。

从市场角度看，经济增长因素对于市场的支撑力度主要表现为上市公司业绩层面，而经济自身对市场难有兴奋点，上市公司业绩三季度同比增速虽有小幅回落，但仍以高增长为主，有助于支撑当前市场估值状况。

目前市场的支撑因素：一方面表现估值底，从整体上看，目前市场的估值水平已经低于 1664 点水平，在剔除金融行业后，目前的估值也低于 2319 点的时的情形，但是由于估值的结构性矛盾，仍然存在着中小盘个股估值处于相对高位，估值溢价仍然较高的问题，目前的估值对于市场的支撑力度仍然受到经济层面的制约，估值或将主要表现为股指下跌过程中反弹的刺激因素，而难以成为持续的推动动力。

另一方面，流动性的改善或将成为市场相对更强的推动因素，由于在持续的信贷收紧以及紧缩性货币政策作用下，金融脱媒快速发展，在此背景下，市场流动性的观测指标以资金市场利率走势为依据更为准确，资金市场利率受到节日以及月末等因素的影响出现明显波动，但整体上资金市场利率已经出现一定程度的回落，从当前市场对资金层面的关注主要集中在实体经济层面，尤其是近期媒体披露温州等地区出现的债务违约问题，这在一定程度上也反映出当前流动性紧缩的力度，以及中小企业的承受力，在债券市场以及票据市场中反映出的信贷成本已经不符合经济平稳发展的需求，也不利于经济健康长期发展。因此，从长期看，当前以债券市场为主的资金市场利率的高位并不具有长期持续性，在流动性逐步改善后面临着回落的需求，在此过程中对于缓解市场流动性压力，提升估值吸引力等层面均具有更强的推动力。因此，相比与当前的估值优势，我们更注重市场流动性的改善，主要关注债券市场利率走势，如企业债、公司债等发行利率。

对于近期市场普跌担忧的民间金融问题，我们认为从目前中小企业经营状况以及融资角度看，主要表现为中小企业的资金需求较为迫切，对于中小企业的盈利能力确实存在考验，但我们认为这一风险因素短期并不具有持续恶化的基础也未到无法解决的地步。一方面，由于目前经济难以出现金融危机时期的下游需求层面尤其是出口方面的猛烈快速下滑，因此，在经济平稳增长的过程中，企业自身的营收能力仍能够得到保持，债务偿付的基础仍然存在；另一方面，在此类问题暴露后，应引起地方政府的重视并采取了积极措施，这一方面促进市场对于中小企业经营环境尤其资金层面的关注，另一方面也有助于从资金供给的源头出发缓解中小企业资金压力，有助于问题的彻底解决。因此，我们并不认为民间金融由此开始将出现彻底崩溃。

4.2、市场投资机会：低吸流动性敏感板块、关注市场低点特征

我们认为当下市场的重要推动因素主要表现为流动性的改善，关注债券市场利率走势以及货币供应增速的低位回升。

首先，关注低估值的券商保险等大金融板块。比如，中国太保、中信证券、国海证券等；

其次，关注具有事件或行业变化推动因素的板块。如煤炭、节能减排中水务环保设备等。

长期看，市场预测四季度电力供应仍然存在缺口，短期大秦铁路检修，煤炭供给能力有所下降电厂库存维持低位，西南旱情延续制约水力发电能力，冬季将至煤炭需求上升。年内节能减排目标艰巨，同时有利于促进经济结构转型，政策推动因素积极。

第三，适当关注市场低点行程中跌幅较大的优质中小盘个股。从市场历史低点形成前后市场走势特征

看，在低点形成后反弹过程中，小盘股整体的上涨幅度要显著领先于市场其他风格指数。但是由于中小盘个股仍存在估值压力，对于中小盘个股尤其是优质个股的选择更为重要。此外，从目前行业走势与前期下跌相比，在成交量以及涨跌幅方面，成交量企稳回升且跌幅较小的行业有望成为未来市场反弹的主要板块，如金融服务、采掘、家电、交运设备等。

重点关注个股：中国太保、中信证券、国海证券、神火股份、洪城水业、永清环保、盛运股份、烽火通信、合康变频。

表 8、行业成交量以及涨跌幅近期变化

行业	成交量变化			涨跌幅变化	
	7.22-9.16 周平均成交量	9.19-9.30 周平均成交量	成交量较前期变化幅度	7.22-9.16 平均周涨跌幅	9.19-9.30 平均周涨跌幅
采掘	303.9	251.4	-17.3%	-1.3%	-0.5%
家用电器	131.6	99.4	-24.4%	-2.0%	-2.0%
交运设备	343.7	251.0	-27.0%	-2.0%	-2.6%
金融服务	468.0	473.3	1.1%	-0.8%	-3.0%
建筑建材	412.7	299.1	-27.5%	-2.3%	-3.1%
机械设备	546.9	418.8	-23.4%	-1.9%	-3.1%
信息设备	188.4	132.5	-29.7%	-1.6%	-3.3%
交通运输	169.0	107.0	-36.7%	-1.4%	-3.3%
信息服务	46.4	42.5	-8.4%	-0.9%	-3.3%
公用事业	181.6	98.8	-45.6%	-1.5%	-3.4%
食品饮料	297.2	171.1	-42.4%	-0.6%	-3.5%
黑色金属	141.1	127.3	-9.8%	-1.8%	-3.6%
医药生物	507.4	276.6	-45.5%	-1.4%	-3.8%
纺织服装	201.9	127.7	-36.7%	-1.1%	-4.2%
轻工制造	126.6	73.1	-42.2%	-1.3%	-4.3%
商业贸易	236.2	173.7	-26.5%	-1.4%	-4.3%
电子元器件	187.6	132.3	-29.5%	-1.6%	-4.5%
有色金属	573.7	428.4	-25.3%	-1.5%	-4.6%
化工	628.7	597.9	-4.9%	-1.2%	-4.6%
农林牧渔	255.2	138.8	-45.6%	-1.2%	-4.7%
餐饮旅游	50.6	32.9	-35.0%	-0.4%	-5.0%
房地产	380.3	285.4	-24.9%	-1.1%	-5.6%

数据来源：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 $\pm 5\%$ 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。