

“理想组合”不期而遇，市场回升渐入第二阶段

A 股周策略报告

2011 年 10 月 31 日

主要观点：

- 上周市场出现久违的强势反弹，流动性改善下的超跌反弹、主题投资是上周市场的主要特征。中小板对上证 180 的市盈率溢价在 3 倍的历史经验值附近如期获得支撑；地产、建材、有色等反弹强劲；以传媒为代表的信息服务以及水务环保等板块，更显独立。中小盘、周期股的领涨反弹以及传媒、环保的持续回升，是流动性改善和政策驱动的结合，从市场内在配合看，该逻辑仍有延续。
- 物价回落、经济回落但景气指标 PMI 回升，定向宽松、流动性改善正在展开，估值低位、业绩虽有分化但相对平稳。短期市场基本面正处于较为“理想组合”中；其不仅好于早期的“物价上、经济下、货币紧”组合，也略好于 9 月下至 10 月初的“物价下、经济下、景气下”的组合，这也表明流动性改善不仅在金融市场体现，也逐步以信心的形式传导至景气指标层面。由此，对 1 个季度以后的经济面出现环比改善报以期待。
- 流动性改善的修复性行情已经展开。资金价格的回落、管理层“预调微调”的信号意义以及欧债危机逐步缓和，流动性改善从资金价格回落的“随风潜入夜”阶段、演化为“预调微调”后的“一语惊醒梦中人”。
- 定向宽松、政策微调预期下流动性改善构成了市场回升的积极因素；而上市公司业绩回落且分化构成了市场结构性风险的主要动因，而外围市场暴涨后的波动将构成短期市场扰动的主要因素。预期未来一段时间震荡回升的格局仍将维持，但市场运行将可能逐步从超跌反弹的普涨式回升逐步过渡到结合估值、业绩以及流动性改善逻辑的结构性回升，也可以视为“反弹的第二阶段”。
- 下周主要关注 G20 会议、美联储会议等以及国内 PMI 数据的公布，预计外部会议旨在强化稳定全球金融及经济的导向、而国内 PMI 预期仍有攀升；短期的风险更多来自技术层面。下周上证指数可能的运行在 2450-2570 点。重点关注金融、家电、商业、景点旅游等估值合理且业绩平稳增长板块；并预计下周初期超跌反弹逻辑依然存在，即短线操作上还可关注钢铁、电力、煤炭、地产等周期性板块的超跌反弹机会。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

TEL：(021)63367000-314

FAX：(021)63373209

Email：shenzy@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

一、上周市场内在表现中看短期市场运行及机会	2
1、上周市场、风格、板块、个股表现中的信息挖掘分析	2
表 1：上周市场整体表现及市盈率水平	3
表 2：上周市场整体表现及市净率水平	3
表 3：上周各行业涨跌幅及三季报业绩	3
2、基于市场风格、板块、个股等内在运行看下周市场运行	4
表 4：上周强势股集中在传媒、水务环保、超跌地产等板块	4
表 5：上周弱势股集中在ST股及部分问题个股中	5
二、市场运行逻辑：短期市场处于较为理想的基本面组合之中	6
1、市场运行归因分析	6
A、物价处于回落的格局中	6
图 1：农产品、菜篮子产品价格持续回落	6
图 2：猪肉价格小幅回落、猪粮比则快速回落 7 倍附近	7
B、尽管经济增速回落、但景气指标PMI却有回升	7
图 3：工业增加值增速低位运行	7
图 4：经济景气指标未降反升、PMI有望继续回升	8
C、流动性改善在演进中	8
图 5：流动性改善在金融市场的资金价格中得到验证	8
表 6：未来两周公开市场资金供给依然相对充裕	9
D、外围欧债危机得到缓和、美国经济缓慢复苏而非衰退的特征明显	9
图 6：美国GDP环比增速有增长、经济缓慢复苏特征依旧	9
E、上市公司业绩整体增速平稳、但分化较大	9
表 7：全部 A 股三季报同比业绩增速 20%上方、	9
2、市场运行分析推断	10

一、上周市场内在表现中看短期市场运行及机会

1、上周市场、风格、板块、个股表现中的信息挖掘分析

上周市场迎来了久违的强势反弹，市场整体反弹 7%、上证指数五连阳收于 2473 点。风格及板块全面呈现修复性行情。

风格上，中小板对上证 180 指数的市盈率溢价在 3 倍的历史经验值附近获得支撑。自 7 月 20 日上证指数 2800 点左右下跌以来，全部 A 股整体回落了 17%；上证 180 为代表的权重股由于低估值的原因回落幅度小些、为 14%，而中小板则回落较大、跌幅为 20%。上周市场反弹中，中小板和创业板的反弹力度也比权重板块反弹的大些，超跌反弹特征较为明显。

板块上，本轮市场下跌中金融板块相对抗跌、并未随大盘回落而持续创新低，其实已经暗含着市场的底部了。上周市场表现来看，前期跌幅较大的板块，如地产、建材、有色等反弹强劲，而前期抗跌的金融、食品等板块反弹相对较弱。同时，以传媒为代表的信息服务，相对更显独立，即前期下跌较少、而反弹却依然强劲。

从风格和板块角度看，上周市场超跌反弹特征显著，从 7 月 20 日 2800 点下跌至 10 月 21 日 2300 点附近的整个下跌过程中跌幅大的板块在上周强势反弹中的力度也更大些。同时，除了金融板块外，信息服务板块正在显示出本轮行情中的领涨特征；这显示着以传媒为代表的信息服务是本轮回升中的龙头板块。

表 1：上周市场整体表现及市盈率水平

	市盈率最新	市盈率 2008-10-31	市盈率 2005-7-20	涨跌幅% 20110720- 20111021	上周涨跌幅%
全部 A 股	14.65	13.36	18.7	-17.38	6.99
中小企板	32	16.2	24.65	-19.82	7.41
创业板	41.52			-16.14	8.92
上证 180	10.66	12.52	12.74	-13.89	6.27
SW 大盘指数成份	11.31	12.58	12.47	-14.85	6.53
SW 小盘指数成份	35.5	17.97	32.41	-22.14	7.74
中小盘/上证 180	3.00	1.29	1.93		
小盘/大盘	3.14	1.43	2.60		

数据源自 WIND，东北证券

表 2：上周市场整体表现及市净率水平

	市净率最新	市净率 2008-10-31	市净率 2005-7-20	涨跌幅% 20110720- 20111021	上周涨跌幅%
全部 A 股	2.17	1.97	1.59	-17.38	6.99
中小企板	3.58	2.2	2.6	-19.82	7.41
创业板	3.31			-16.14	8.92
上证 180	1.79	2.06	1.74	-13.89	6.27
SW 大盘指数成份	1.87	2.06	1.74	-14.85	6.53
SW 小盘指数成份	2.89	1.48	1.36	-22.14	7.74
中小盘/上证 180	2.00	1.07	1.49		
小盘/大盘	1.55	0.72	0.78		

数据源自 WIND，东北证券

表 3：上周各行业涨跌幅及三季报业绩

	市盈率 TTM	市净率	中期业绩 增速%	前三季度 业绩增速	涨跌幅% 2011-7-20 2011-10-21	上周涨跌幅%
SW 房地产	16.27	2.15	15.71	16.82	-24.31	11.48
SW 有色金属	32.27	3.8	76.54	79.74	-28.37	9.65
SW 信息服务	37.95	3.2	45.73	32.46	-12.58	9.62
SW 建筑建材	15.2	2.09	38.05	58.25	-25.46	9.23
SW 信息设备	38.01	3.32	0.21	-7.66	-22.29	8.74
SW 商业贸易	26.42	3.2	30.82	30.23	-21.42	8.65
SW 公用事业	25.07	1.97	7.13	-14.2	-20.02	8.54
SW 家用电器	16.24	2.55	33.14	27.42	-25.46	8.21
SW 交运设备	17.36	2.52	15.35	17.87	-25.67	8.06
SW 机械设备	25.52	3.08	33.02	8.11	-24.27	7.65
SW 综合	32.78	3.67	212.28	219.83	-23.97	7.63
SW 纺织服装	24.03	2.96	52.09	36.07	-17.57	7.36
SW 农林牧渔	43.6	3.78	32.49	31.19	-20.38	7.13

SW 黑色金属	20.78	1.2	-22.13	-13.75	-25.49	7.08
SW 电子	54.92	3.26	13.65	-4.9	-24.29	6.91
SW 轻工制造	35.09	2.47	23.21	12.04	-19.5	6.85
SW 采掘	14.34	2.23	7.45	8.77	-14.77	6.76
SW 医药生物	32.69	4.06	23.37	21.88	-20.17	6.69
SW 餐饮旅游	42.62	3.77	24.71	30.46	-10.22	6.61
SW 交通运输	15.7	1.7	-16.01	-27.5	-19.22	6.55
SW 化工	15.92	2.19	30.67	22.3	-19.28	6.42
SW 食品饮料	32.99	6.9	42.72	39.09	-9.03	6.21
SW 金融服务	8.47	1.58	30.57	27.15	-8.56	5.21

数据源自 WIND，东北证券

就个股而言，一方面也体现出超跌反弹的特征，上周涨幅前 20 名的个股在 2800 点下跌过程中的下跌幅度的均值(取中位数、以下同)为 15.6%、而上周反弹中上涨幅度为 25.8%，对应市盈率为 55 倍；而跌幅板居前的 20 家公司，其上轮跌幅的均值为 5%、而上周反弹的幅度为-6.49%，对应市盈率为 37 倍。显然，在反弹中，个股反弹幅度的大小整体与估值水平关联度不大而与上轮市场下跌的幅度有显著关系。另一方面，上周的强势个股多集中在传媒、环保、房地产等，比如华谊嘉信、中文传媒、奥飞动漫、天舟文化、乐视网、中体产业、省广股份等泛传媒股，先河环保、巴安水务、长青集团、中电环保、兴蓉投资等环保水务股；泛海建设、阳光股份等超跌地产股；相反，众多强势抗跌的 ST 股则处于跌幅板前列，比如 ST 中农、ST 博元、ST 天宏、ST 黄海。

2、基于市场风格、板块、个股等内在运行看下周市场运行

由上周市场风格、板块及估值的表现，市场内在反弹的持续性动力依然存在。体现为传媒为代表的信息服务等强势板块续涨，体现为前期大幅下跌板块的轮动反弹，体现为中小板相对权重股的估值溢价再次在 3 倍左右的历史经验值的低位附近得到支撑。当然，更为重要的是，流动性改善的逻辑在得到验证和发酵。据此预期，短期市场有望维持震荡反弹的格局。

从个股层面看，上周市场回升过程中超跌反弹的特征比较明显，相对而言淡化了估值等基本面信息。同时，从本轮反弹传媒、水务环保、超跌地产、交通运输等主题投资的活跃而非 ST 板块的活跃看，市场回升具有较强的内在支撑。

因此，从市场风格溢价的支撑、金融股搭台下超跌板块轮动反弹、再结合上周强势股的主题鲜明来看，则预期：从下周开始的未来一段时间，震荡回升的格局仍将维持，但市场的运行特征将可能逐步从超跌反弹的普涨式回升逐步过渡到结合估值、业绩以及流动性改善逻辑的结构性回升，也可以视为反弹的第二阶段。这一点，从上周五房地产、煤炭有色乃至电力的崛起反弹中可以看出些许端倪，即低估值、周期性板块的回升在流动性改善的逻辑下得到了优先的响应。

表 4：上周强势股集中在传媒、水务环保、超跌地产等板块

证券代码	证券简称	二级行业	涨跌幅% 2011-7-20 2011-10-21	上周涨跌幅%	市盈率 TTM	市净率
300071.SZ	华谊嘉信	传媒	-10.30	39.17	48.79	3.96
600158.SH	中体产业	房地产开发 II	-5.05	38.23	185.41	5.95
300137.SZ	先河环保	仪器仪表 II	-14.52	36.88	64.83	3.77
600373.SH	中文传媒	传媒	-16.08	35.95	13.40	2.71
300262.SZ	巴安水务	环保工程及服务 II	-20.34	33.01	60.86	4.97

002292.SZ	奥飞动漫	传媒	-15.15	30.75	64.81	6.93
002616.SZ	长青集团	白色家电	4.36	30.40	41.65	3.37
300172.SZ	中电环保	环保工程及服务II	-14.14	28.17	63.44	3.15
300104.SZ	乐视网	网络服务	-5.28	27.85	58.53	6.19
300148.SZ	天舟文化	传媒	28.87	26.24	65.72	4.28
300268.SZ	万福生科	农产品加工	-9.81	25.39	31.65	3.33
002400.SZ	省广股份	传媒	-14.30	25.14	37.89	3.07
000812.SZ	陕西金叶	包装印刷II	-25.20	24.57	43.62	3.97
600714.SH	金瑞矿业	煤炭开采II	-31.35	24.53	110.57	13.04
000046.SZ	泛海建设	房地产开发II	-31.61	24.21	180.35	2.28
000598.SZ	兴蓉投资	水务II	-25.29	23.79	22.60	3.27
000669.SZ	领先科技	医疗器械II	-44.48	23.67	-429.84	13.23
002030.SZ	达安基因	生物制品II	-26.33	23.57	52.85	7.36
600611.SH	大众交通	公交II	-20.11	22.84	25.45	2.01
000608.SZ	阳光股份	房地产开发II	-26.20	22.75	1093.25	1.56
均值			-16.12	28.36	91.79	4.92
中位数			-15.62	25.81	55.69	3.87

数据源自 WIND，东北证券

表 5：上周弱势股集中在ST股及部分问题个股中

证券代码	证券简称	二级行业	涨跌幅% 2011-7-20 2011-10-21	上周涨跌幅%	市盈率 TTM	市净率
002118.SZ	紫鑫药业	中药II	-9.17	-27.33	28.69	4.41
002296.SZ	辉煌科技	计算机应用	-10.00	-16.41	37.80	5.59
002214.SZ	大立科技	其他电子II	-16.06	-9.79	94.47	8.05
600392.SH	太工天成	煤炭开采II	-24.99	-9.23	-27.16	7.24
002583.SZ	海能达	通信设备	6.34	-8.15	41.44	3.44
601258.SH	庞大集团	交运设备服务	-13.04	-8.06	25.53	2.70
002156.SZ	通富微电	半导体	-5.35	-7.46	57.19	2.14
600313.SH	ST中农	农业综合II	8.77	-7.10	47.56	3.97
600271.SH	航天信息	计算机应用	-4.55	-6.69	24.44	4.91
600588.SH	用友软件	计算机应用	-1.31	-6.61	38.82	6.73
600656.SH	ST博元	综合II	5.87	-6.38	714.51	23.43
002504.SZ	东光微电	半导体	2.26	-5.40	69.98	3.06
600419.SH	ST天宏	造纸II	2.29	-5.28	-107.43	7.07
600753.SH	东方银星	房地产开发II	-2.30	-5.21	-1145.41	11.29
600579.SH	ST黄海	橡胶	14.37	-5.03	-18.48	-18.01
600737.SH	中粮屯河	农产品加工	-20.57	-4.96	-30.91	2.85
002188.SZ	新嘉联	电子制造II	-19.31	-4.72	-195.58	4.22
002061.SZ	江山化工	化工新材料II	-18.77	-3.97	36.21	2.65
300205.SZ	天喻信息	通信设备	-11.58	-3.72	66.67	2.29
002225.SZ	濮耐股份	建筑材料	4.59	-3.65	84.96	8.49

均值	-5.63	-7.76	-7.83	4.83
中位数	-4.95	-6.49	37.00	4.32

数据源自 WIND，东北证券

二、市场运行逻辑：短期市场处于较为理想的基本面组合之中

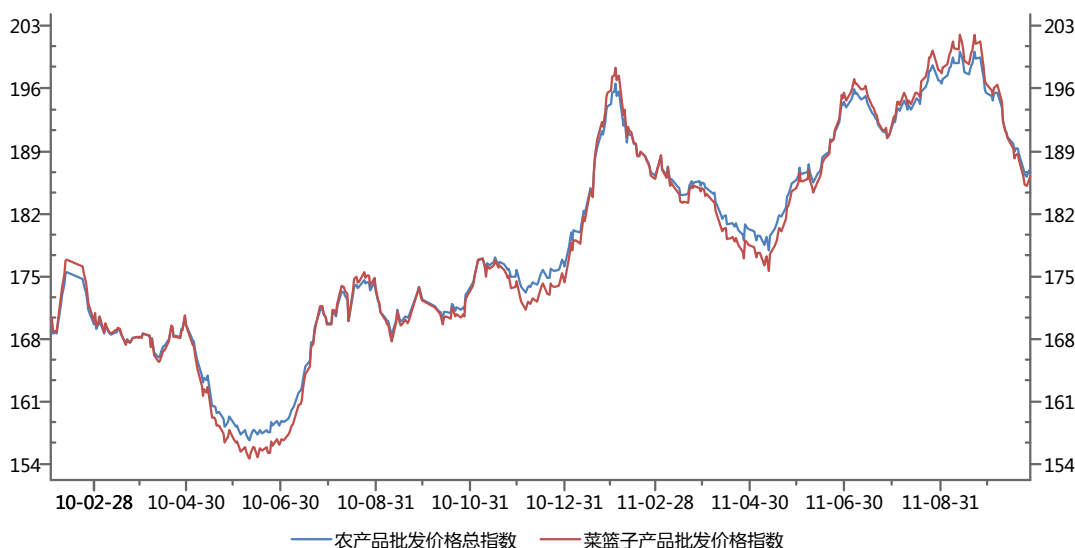
1、市场运行归因分析

A、物价处于回落的格局中

未来一段时间物价的回落已经逐渐为市场所预期，随之而来的政策微调、流动性改善以及之后的基本面变化就是未来一段时间市场需要反复验证的主题。

当下农产品、菜篮子产品以及猪肉价格均处于震荡回落中，某种程度上更能反应周期的猪粮比已经回落至 7.1 倍，表明食品价格的泡沫成分受货币紧缩、经济回落而逐渐被挤压，这奠定了 CPI 的回落态势，也为政策的预调和微调创造条件。未来至年末，物价整体处于回落的格局中，11 月份起回落至 5% 下方。

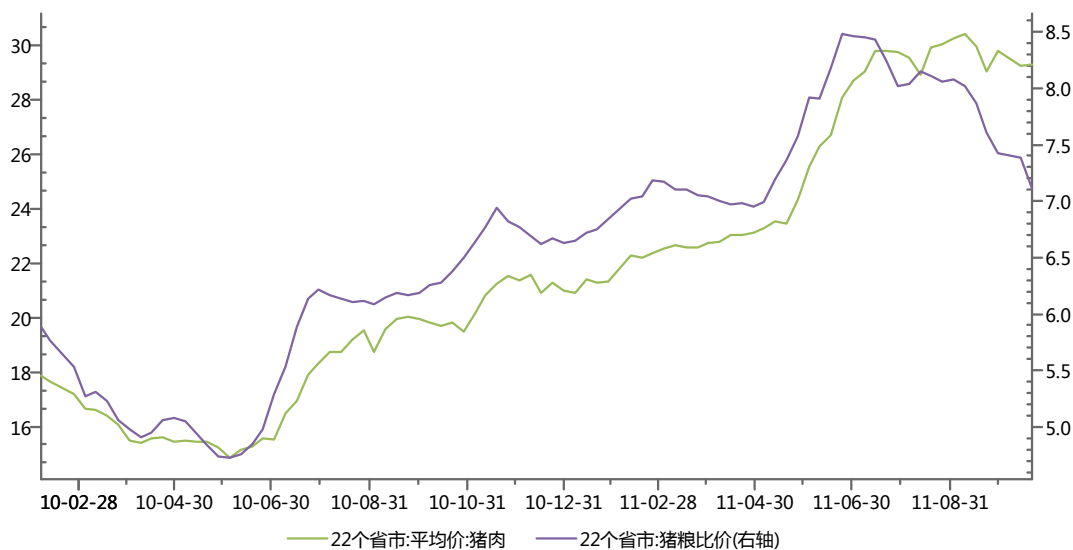
图 1：农产品、菜篮子产品价格持续回落



数据来源: Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

图 2：猪肉价格小幅回落、猪粮比则快速回落 7 倍附近



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

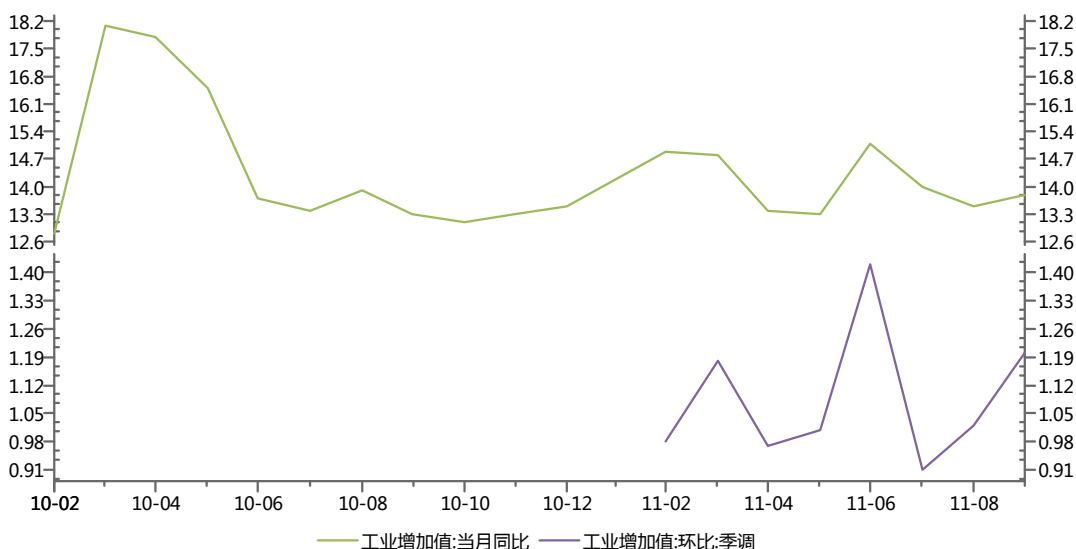
B、尽管经济增速回落、但景气指标PMI却有回升

伴随着物价的回落，国内经济回落的现状无论从宏观投资、工业增加值等指标还是从微观的企业盈利增速来看，均处于回落状态。

但是，当下汇丰 PMI 在连续 3 个月枯荣线下方后 10 月份首次回升至 50 上方，同时预计统计局 PMI 指数也有望处于回升阶段。

由此，物价与经济双回落，有望阶段性的构成物价回落、经济回落、经济景气指标回升的组合，该组合是年末明年初经济基本面出现改善的前提，值得期待；若经济能如期在年末明年初出现环比改善，则市场有望能走得更高。

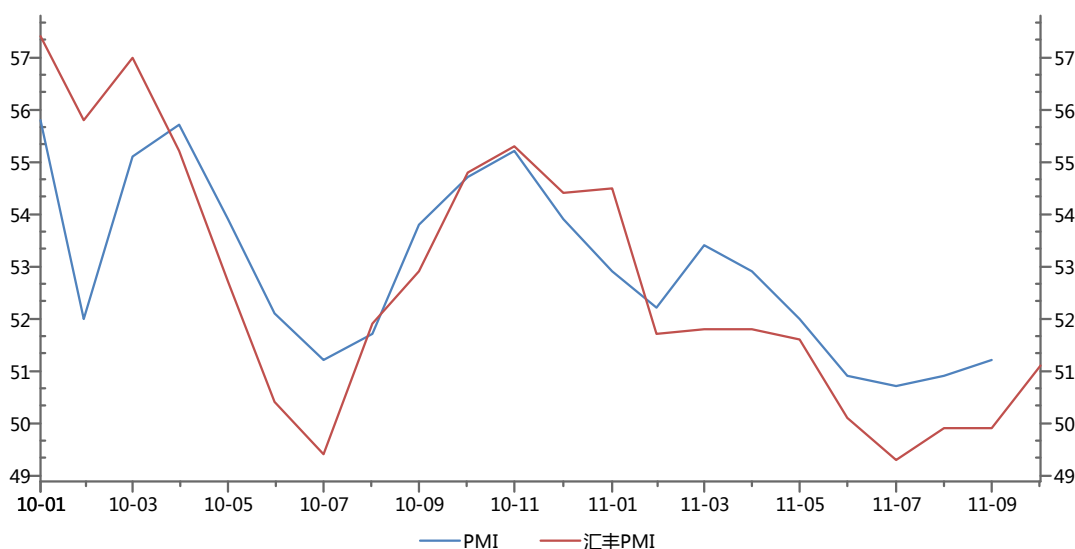
图 3：工业增加值增速低位运行



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

图 4：经济景气指标未降反升、PMI有望继续回升



数据来源:Wind资讯

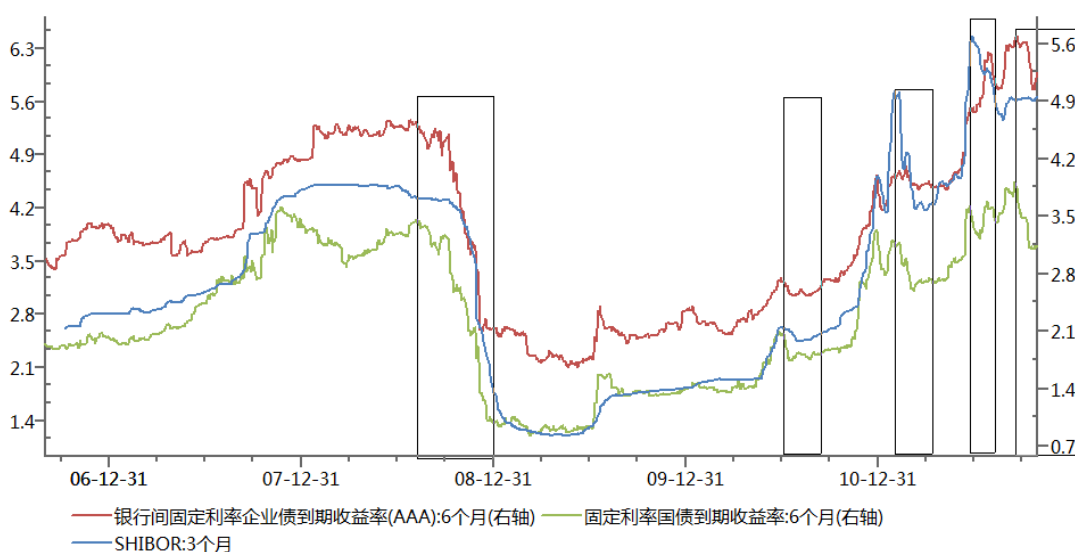
数据源自 WIND, 东北证券

C、流动性改善在演进中

流动性是个多层次的指标，就是个极富争议的话题，简单看就是近期资金价格的回落、管理层的微调表现、市场信心恢复。政策的微调、管理层的言论、虽未直接体现为资金价格的回落、资金供给的增加，但市场的信心却由此提升；这也是流动性某种程度上是信心指标的原因。

基于物价回落、“稳金融”的导向，预计本轮流动性改善在时空上，要好于今年 2-3 月份以及 6-7 月份。

图 5：流动性改善在金融市场的资金价格中得到验证



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

数据源自 WIND, 东北证券

表 6：未来两周公开市场资金供给依然相对充裕

现金流发生日期	票据到期	正回购到期	票据发行	正回购	净投放量
2011-09-30 - 2011-10-02	50		20		30
2011-10-03 - 2011-10-09	300	1090			1390
2011-10-10 - 2011-10-16	680	800	370	1200	-90
2011-10-17 - 2011-10-23	490	500	310	900	-220
2011-10-24 - 2011-10-30	410	600	200	1000	-190
2011-10-31 - 2011-11-06	520	550			1070
2011-11-07 - 2011-11-13	390	700			1090
2011-11-14 - 2011-11-20	170	390			560
2011-11-21 - 2011-11-27	50	480			530

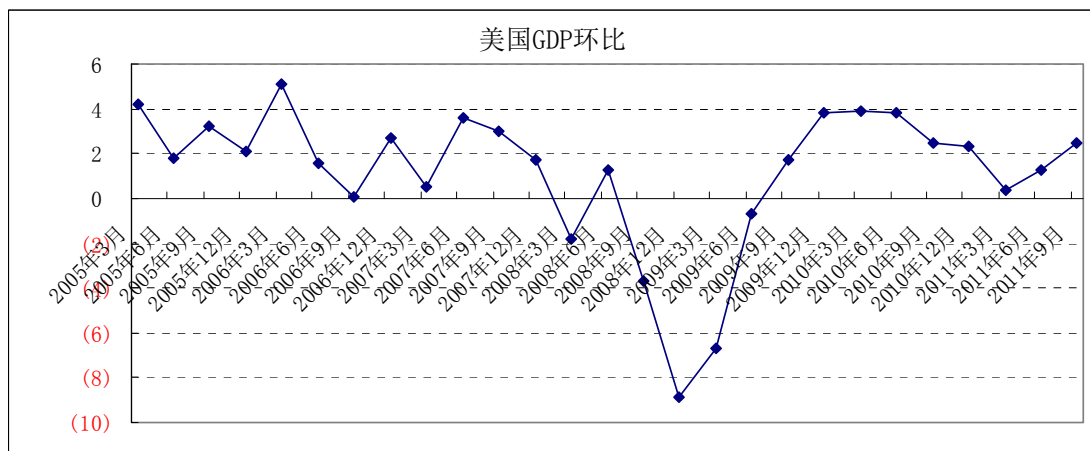
数据源自 WIND，东北证券

D、外围欧债危机得到缓和、美国经济缓慢复苏而非衰退的特征明显

上周欧元区就欧洲金融稳定基金(EFSF)达成协议、并对希腊债务进行减记，市场给了积极反应；应该说这种一揽子的整体式解决方案要好于以前针对希腊等国家添油战术式的方式，因此，中短期内欧债危机对市场的影响将弱化。

同时，从美国最新的 3 季度 GDP 环比 2.5% 的增速以及美国新屋住宅销售月环比距连续 4 个月的负增长后首次出现了正增长且为 5.7%、这表明美国经济依然处于缓慢复苏的轨迹中、而非衰退的轨迹中。

图 6：美国 GDP 环比增速有增长、经济缓慢复苏特征依旧



数据源自彭博，东北证券

E、上市公司业绩整体增速平稳、但分化较大

全部 A 股三季报业绩同比增速 20.6%、中小板 20%、创业板 16.6%、上证 180 为 20.5%。相对中期业绩的回落，主要是金融板块中尽管银行增速在 31% 但券商和保险分别同比下滑 15%、10%；同时非金融类业绩同比增速相对中期的 17% 回落至三季报的 13.9%、其中并非源于毛利率的回落、主要源于管理费、营销费占比的上升。由此，由于毛利率的相对稳定、有利于对未来上市公司业绩盈利的回落不至于持过分悲观的预期。

表 7：全部 A 股三季报同比业绩增速 20% 上方、

	涨跌幅%			流通 A 股	中期业绩	前三季业
	2011-7-20	上周涨跌幅%	总市值	市值	增速	绩增速

	2011-10-21				%	%
全部 A 股	-17.38	6.99	241983	183167	23.91	20.66
中小企业板	-19.82	7.41	31742	16744	18.99	19.98
创业板	-16.14	8.92	8309	2703	22.74	16.65
上证 180	-13.89	6.27	121398	102052	24.17	20.53
SW 大盘指数成份	-14.85	6.53	143557	117457	23.29	19.63
SW 小盘指数成份	-22.14	7.74	33867	24743	16.4	16.3

数据源自 WIND，东北证券

2、市场运行分析推断

本轮市场的反弹比较符合预期。即，物价回落后，出于“稳金融”的角度，流动性出现改善。体现为资金利率在国庆后的逐步回落、汇金的增持、以及“预调微调”，并最终构成了流动性改善预期下股市的反弹；从节奏的角度看，本轮股市的反弹与债市的上涨之间同步性较强，其时滞仅 1-2 周，其不同于 2010 年之前的 1-2 个季度的时滞，也比较符合预期。

因此，流动性改善的修复性行情已经展开。资金价格的回落、管理层“预调微调”的信号意义以及欧债危机逐步缓和，流动性改善从资金价格回落的“随风潜入夜”阶段、演化为“预调微调”后的“一语惊醒梦中人”。由此，定向宽松、政策微调预期下流动性改善构成了市场回升的积极因素；而上市公司业绩回落且分化构成了市场结构性风险的主要动因，而外围市场的波动将构成短期市场扰动的主要因素。某种程度上看，短期市场正处于较为理想的基本面组合中：CPI 回落、PMI 回升，定向宽松、流动性改善，估值低位、业绩相对平稳的状态。预计市场整体震荡回升，但需防范业绩风险下的结构性风险及外围市场波动的扰动。

下周主要关注 G20 会议、美联储会议等以及国内 PMI 数据的公布，预计外部会议旨在强化稳定全球金融及经济的导向、而国内 PMI 预期相对上月的 51.2 而仍有攀升；由此，短期的风险更多来自技术层面。下周上证指数可能的运行在 2450-2570 点。重点关注金融、家电、商业、景点旅游等估值合理且业绩平稳增长板块；并预计下周超跌反弹逻辑依然存在，即短线还可关注钢铁、电力、煤炭、地产等周期性板块的超跌反弹机会。

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。