

政策“预调微调”在承兑中、市场仍处在较为理想的组合

11月A股策略报告

2011年11月1日

主要观点：

- 欧债危机解决方案虽仍有争议，但正在改善的路径运行、危机国利率及利差的高位未来也有望得到逐步缓和；美国经济依然处于缓慢复苏过程中。
- 物价确定性回落、11月份后将有望出现CPI与PPI的正缺口，超额货币供应有所回升；有利于流动性的改善、对受益于上游价格回落的下游需求带来改善机遇。
- 物价房价的回落、经济的下行及“稳金融”导向，构成了流动性改善的条件。自10月初开始的资金价格回落、管理层“预调微调”的政策言论、定向宽松和财税改革，构成了流动性改善、信心提升的一部分。预期本轮的流动性改善在时空维度上将好于前两轮的情形（今年2-3月份及6-7月份）。
- 三季度全部A股归属母公司的净利润增速为20.4%、非金融类为13.4%、毛利率平缓回落、符合预期，并维持非金融类全年10%左右的增速。季报披露后分析师对可比公司的全年业绩整体未作进一步下调反而有3%的提升，表明业绩下调周期的阶段性结束、自下而上的层面已反映了平稳回落的预期。
- 市场对于上市公司业绩的担忧将进一步让位于流动性改善、包括财政和产业结构的预调微调的积极因素；当然，业绩的风险点伴随着自下而上业绩下调的结束而主要归结到可能的经济失速下的系统性风险，但这有望随着“预调微调”下的经济软着陆而有所规避。
- 外围相对缓和、政策“预调微调”、流动性改善，估值低位、业绩回落但未超预期构成了市场的积极面；市场有望整体演绎震荡回升的格局。预计市场运行区间为2420-2700点。操作上，依然适宜逢低介入的左侧配置逻辑。
- 季度策略中基于流动性改善、债市和股市回升的短时滞性的推断而看好股市反弹并在板块选择上建议关注金融以及五大类需求稳定的“运营商+配套设备”的板块，这多在10月行情中有演绎、预计中期内依然值得关注。11月份建议重点关注物价回落下的流动性持续改善以及物价回落下的CPI与PPI形成正缺口以及预调微调下政策扶持领域的定向宽松逻辑。因此，板块选择上，重点关注金融创新以及“稳金融”导向下的券商保险等金融板块；关注投资领域有所期待且估值合理的电源设备、输配电设备等板块；关注上游原料价格回落且下游需求稳定的食品加工、中药、家电、通信设备等板块；并对部分业绩有所上调的板块给予一定的关注。
- 11月重点关注个股：中信证券、中国平安、民生银行，东方电气、特变电工，唐人神、三全食品、江中药业，海信电器，中兴通讯。
- 风险点：除了欧债危机，流动性改善的节奏是市场扰动的主因；中旬经济数据公布前后是政策敏感期，即使11月末有进一步政策松动、但包括准备金下调在内的政策调整将是大概率事件、该预期也将中期存在。

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、市场的基本面组合处于较为理想状态	2
1、欧债危机方案虽仍有争议、但正在改善的路径运行	2
2、物价确定性回落、年末(CPI-PPI)正缺口有望出现	4
3、物价经济双回落，流动性改善在时空上将好于年内前两次经历	6
4、业绩增速平稳回落、分析师业绩下调也告以阶段性结束	9
二、市场运行逻辑及投资策略	13
1、流动性改善下市场回升行情正在演绎	13
A、政策微调、流动性改善，业绩回落但未超预期是积极因素	13
B、风险点探讨：流动性改善的节奏是主要的市场扰动因素	14
2、物价回落及政策微调下的投资策略	14
图 1：危机国的债券利差与股市的联动性具有指示作用	3
图 2：美国GDP环比增速有增长、经济总体缓慢复苏特征依旧	3
表 1：彭博一致预期的欧美经济增速处于低速缓慢复苏过程	4
图 3：农产品、菜篮子产品价格持续回落	4
图 4：猪肉价格小幅回落、猪粮比则快速回落 7 倍附近	5
图 5：物价回落格局确定且 11 月份有望形成CPI与PPI的正缺口	5
图 6：工业增加值增速低位运行	6
图 7：PMI景气在枯荣线附近指标、经济回落压力依然	7
图 8：物价回落、定向宽松，为资金价格形成下行提供基础	7
表 2：未来两周公开市场资金供给依然相对充裕	8
图 9：本轮流动性改善有望好于今年前 2 次的经验	8
图 10：上市公司业绩增速缓慢回落、前三季度同比增速为 20.4%	9
表 3：上市公司业绩增速回落源于毛利率的回落和财务费用的上行，符合预期	10
表 4：金融类业绩增速 27%、非金融类 13.4%	10
表 5：券商、保险的负增长拖累金融类整体业绩增速	11
表 6：农业、采掘、有色、建材、房地产、商贸、餐饮等三季报业绩增速好于中期	11
表 7：三季报披露后分析师并未再次下调全年业绩，其中房地产、公用事业、有色等有上调	11
表 8：只有少部分个股的业绩增速遭到了下调	12
表 9：板块超跌反弹特征明显，地产有色等在前期反弹中领涨	13
表 10：中小板在对上证 180 指数 3 倍的市盈率溢价处有支持、主要防范业绩地雷	14
图 11：农产品食品加工、中药等板块毛利率有望受益于上游价格回落	14
图 12：通信设备、家电也有望获取一定的毛利率改善空间	15
表 11：11 月重点关注个股列表	15

一、市场的基本面组合处于较为理想状态

1、欧债危机方案虽仍有争议、但正在改善的路径运行

希腊债务的减记以及欧洲金融稳定基金的扩容，使得欧债危机的解决处于相对正确的轨迹之下，这要好于前期救助希腊等市场的分批次的“添油战术”。尽管对于欧债危机目前的解决法案存在争议，倒并非担忧资金来源，更多的是争议主权债务减记的幅度应该更大些、金融稳定基金的担保能力 1 万亿欧元可能还不够，但是，总体来看，包括了大幅度的主权债务减记、银行体系资本金的提高、扩大金融稳定基金的担

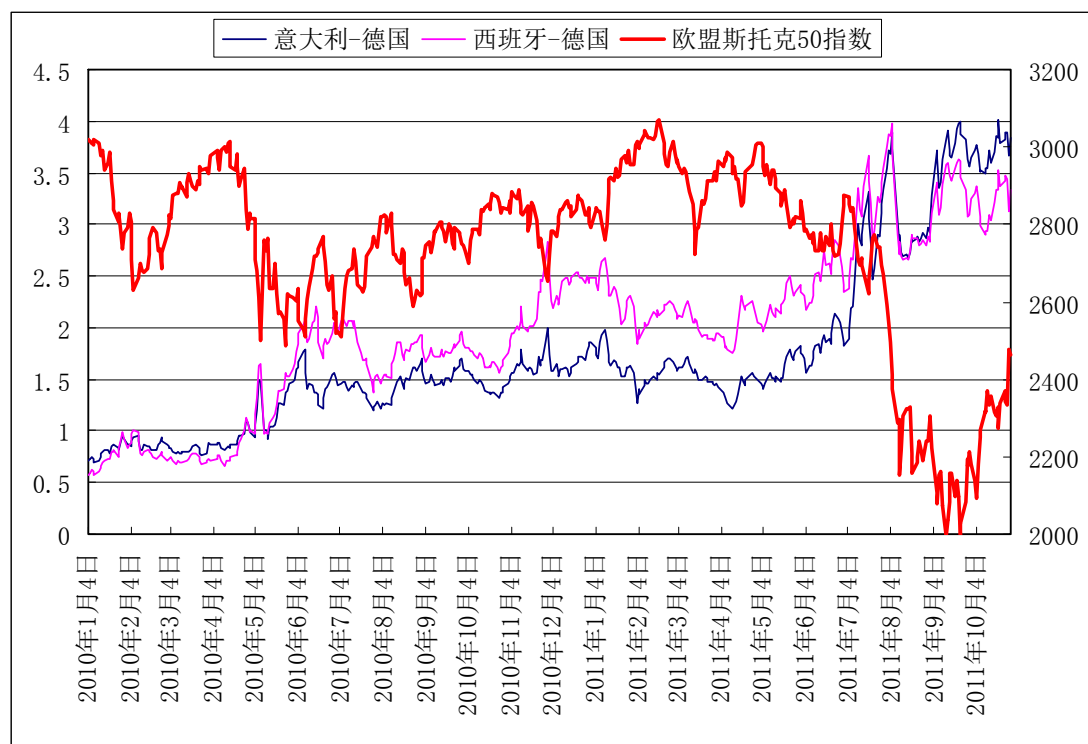
保能力的系列方案，应该说是较为靠谱的解决欧债危机的方案。

未来我们除了关注金融稳定基金的筹资进程，更主要的是关注欧洲各国尤其是意大利等问题国家国债利率的运行情况。从金融危机以来的经验看，如果意大利等问题国家发债利率上行、相对德国的利差扩大，则往往暗示欧元区风险的增大、对应着欧洲乃至美国股市的波动；即 2010 年以来欧美股市(以欧盟斯托克 50 指数为代表)的波动尤其是下跌阶段，往往同步于意大利和西班牙等危机国相对德国国债收益率的利差扩大之时。而欧元区股市的波动，又构成了直接影响 A 股的外部因素。

综上，虽然意大利等国家的国债发行利率单日仍有较大波动，但考虑到 G20 会议的召开、金砖国家对 EFSF 的预期注资，欧债危机整体处于阶段性缓和过程中。中期看，依然需要关注欧债危机进程、主要关注问题国家债券发行利率及市场利差。因此，意大利等问题国家已经处于利差高位区间；美国 3 季度 GDP 环比 2.5% 的增速表明经济依然处于缓慢复苏过程中而非衰退，这些有利于化解 A 股前期不利的外部环境。即外部整体处于注入、危机缓和、风险弱化的过程之中。

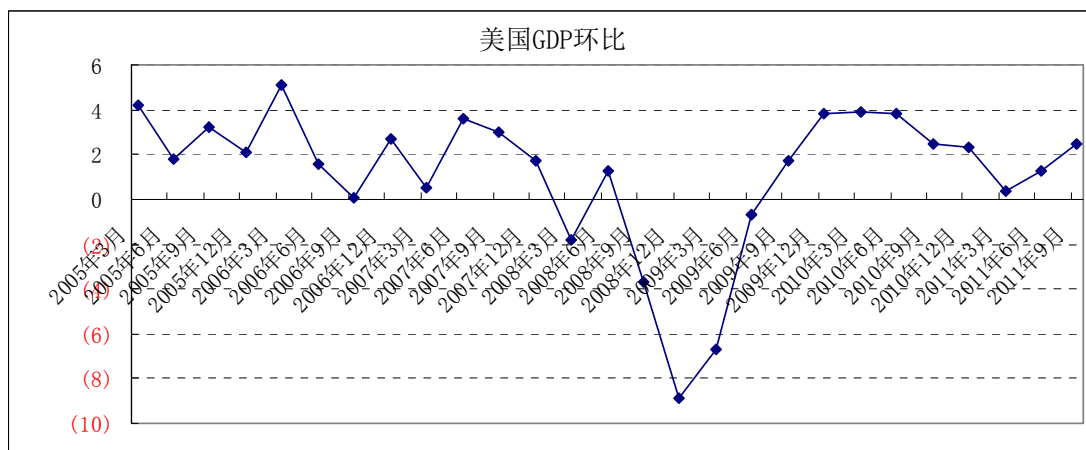
今日又传出希腊将就债务危机进行全民公决，可见欧债危机的复杂性和艰巨性，虽然方向明确但各国的博弈难免造成解决过程的曲折性、需要中长期关注。策略上，则更多关注意大利、西班牙等国债对德国的利差何时会有回落、收敛，其往往与欧美股市形成负相关的联动。

图 1：危机国的债券利差与股市的联动性具有指示作用



数据源自彭博，东北证券

图 2：美国 GDP 环比增速有增长、经济总体缓慢复苏特征依旧#



数据源自彭博，东北证券

表 1: 彭博一致预期的欧美经济增速处于低速缓慢复苏过程

美国 GDP 环比年化预测	Q3 11	Q4 11	Q1 12	Q2 12	Q3 12	Q4 12
10 月调查	2	2	2	2.2	2.5	2.5
9 月调查	1.8	2.2	2.1	2.4	2.5	2.5
欧洲 GDP 同比增速预测	Q3 11	Q4 11	Q1 12	Q2 12	Q3 12	Q4 12
10 月调查	1.4	1	0.5	0.7	0.6	1.2
9 月调查	1.4	1.2	0.6	0.9	1	1.4

数据源自彭博，东北证券

2、物价确定性回落、年末(CPI-PPI)正缺口有望出现

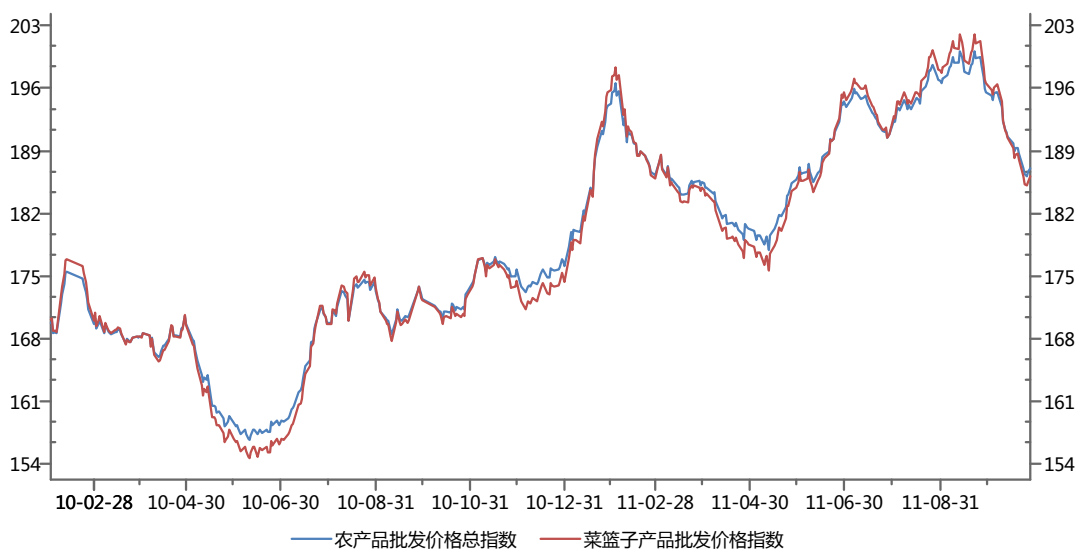
未来一段时间物价的回落已经逐渐为市场所预期，随之而来的政策微调、流动性改善以及之后的基本面变化就是未来一段时间市场需要反复验证的主题。

首先，从微观数据看，物价回落在延续验证中。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。

其次，对于未来物价的判断，我们维持之前的推断，即未来至年末，物价整体处于回落的格局中，预计 10 月 CPI 在 5.5% 左右、11 月在 4.6% 左右、11 月份起回落至 5% 下方。

综上，伴随着物价回落，11 月份后将有望出现 CPI 与 PPI 的正缺口，同时超额货币供应也将转正，这不仅带来流动性的改善也将为经济领域中受益于上游价格回落的下游行业带来改善机遇。

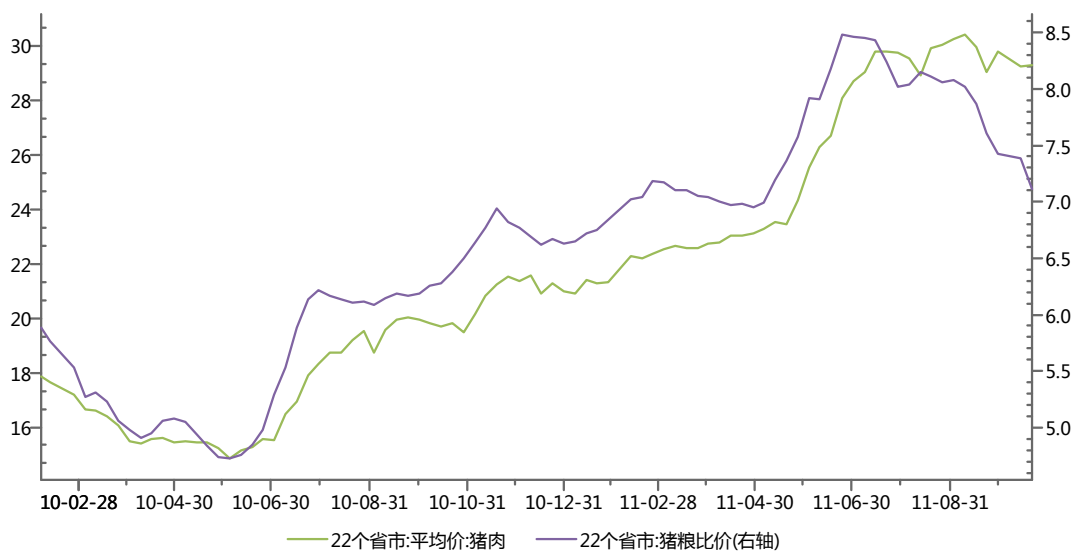
图 3: 农产品、菜篮子产品价格持续回落



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

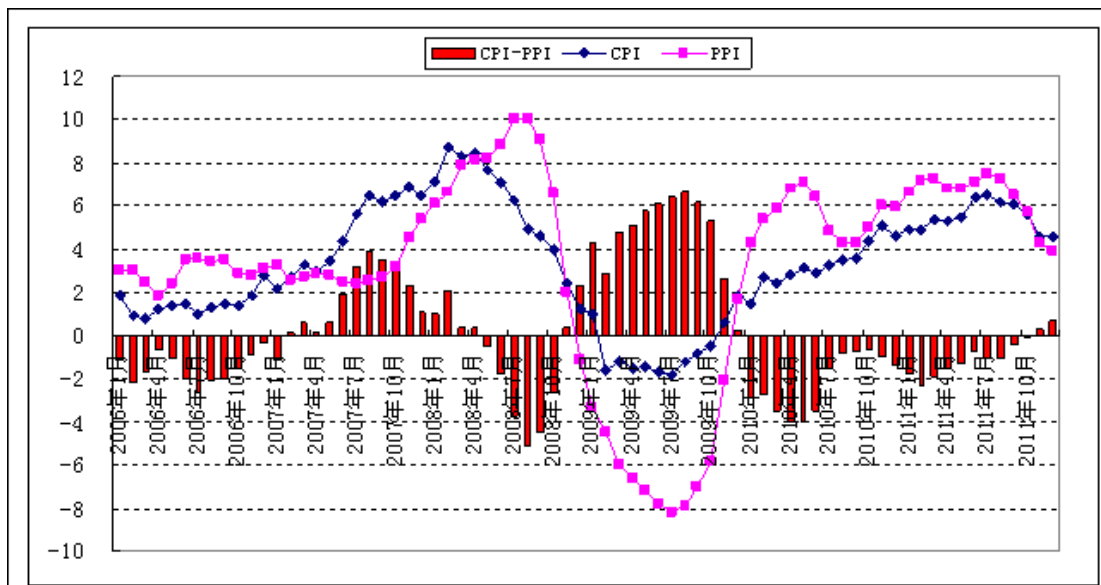
图 4: 猪肉价格小幅回落、猪粮比则快速回落 7 倍附近#



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

图 5: 物价回落格局确定且 11 月份有望形成 CPI 与 PPI 的正缺口#



数据源自 WIND，东北证券

3、物价经济双回落，流动性改善在时空上将好于年内前两次经历

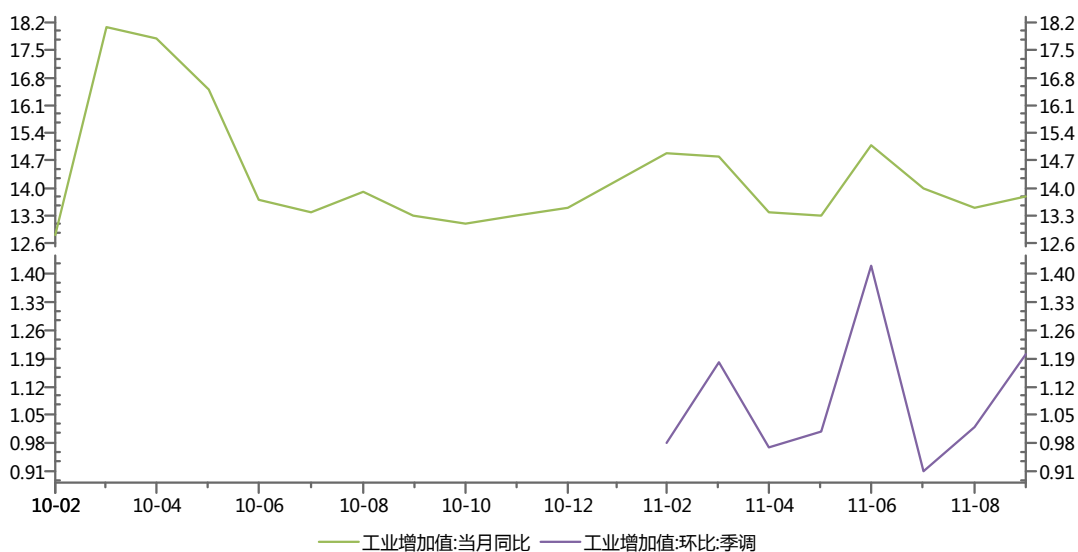
伴随着物价的回落，国内经济回落的现状无论从宏观投资、工业增加值等指标还是从微观的企业盈利增速来看，均处于回落状态。尽管汇丰 PMI 在连续 3 个月枯荣线下方后 10 月份首次回升至 50 上方、统计局中国 PMI 指数则在 10 月份回落至 50.4，PMI 指标在 50 附近的背离显示了经济回落的压力以及政策面微调正在逐步发酵。

同时，物价和经济的双回落，如期迎来了“反周期”政策的对冲，流动性改善得以逐步兑现。今年以来以资金价格回落为标志的流动性改善曾经在 2-3 月份、6-7 月份出现过，彼时均对应着股市的反弹；但由于后期物价的走高、资金价格再度上升、政策紧缩力度不降反升，由此导致了 A 股的下跌，当然中间的一些黑天鹅事件也构成了扰动或阶段性的逆转。

综上，本轮自 10 月初开始的资金价格回落、再度显示出流动性的改善；管理层“预调微调”的政策言论，也构成了流动性改善的一部分、信心的提升。考虑到未来物价回落将是确定性的，“稳金融”导向、政策“预调微调”表述也年内首次出现，本轮的流动性改善在时空维度上将好于今年 2-3 月份及 6-7 月份的情形。从程度上看，定向宽松已经展开、票据贴现利率的回落也将有利于信贷的增加，准备金率也将有望在年末出现差别化的调整；同时，由于年末物价将回落至 5% 以下、4.5% 左右，且呈现持续震荡回落格局，资金价格的回落格局还未结束，目前 10 年期国债收益率 3.8%、有向历史均值 3.6% 回归要求。

尽管 2005、2008 年的经验显示，股市将在债券收益率回落 2 个季度左右后才又显著回升，但本轮我们有别于市场及经验观点，而认为本轮债券与股市具有同步性。伴随着 10 月份债市收益率的回落、股市也几乎同步出现反弹，目前这一推断已经得到了市场的验证。由此，预计后期在资金价格震荡回落的趋势推断下，股票市场的震荡回升格局有望得到维持。

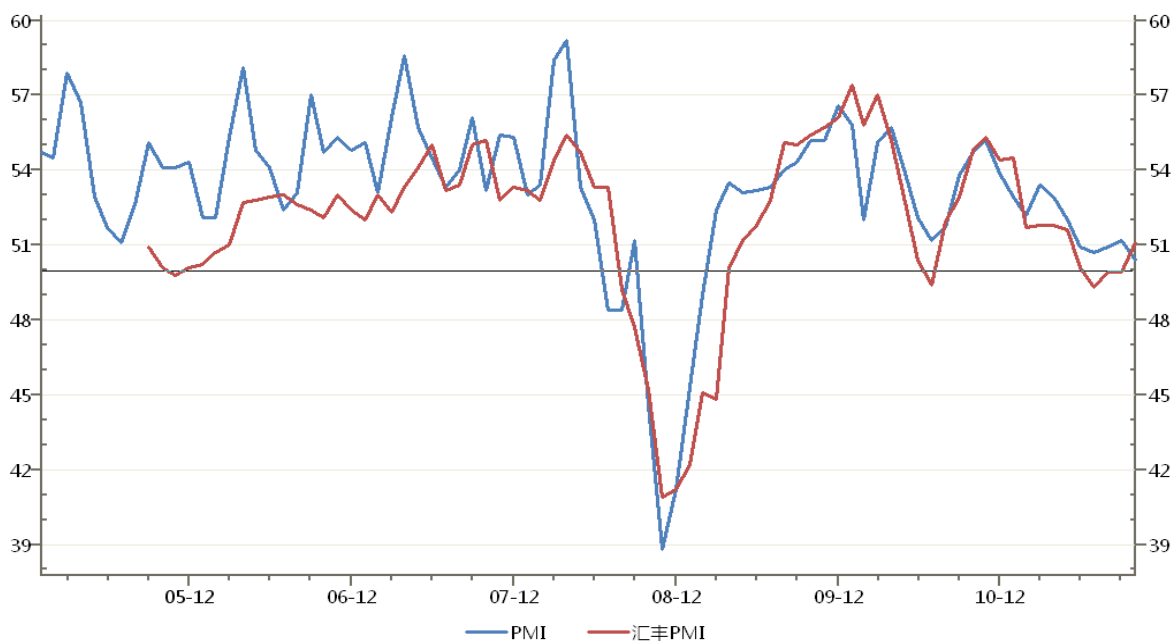
图 6：工业增加值增速低位运行



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

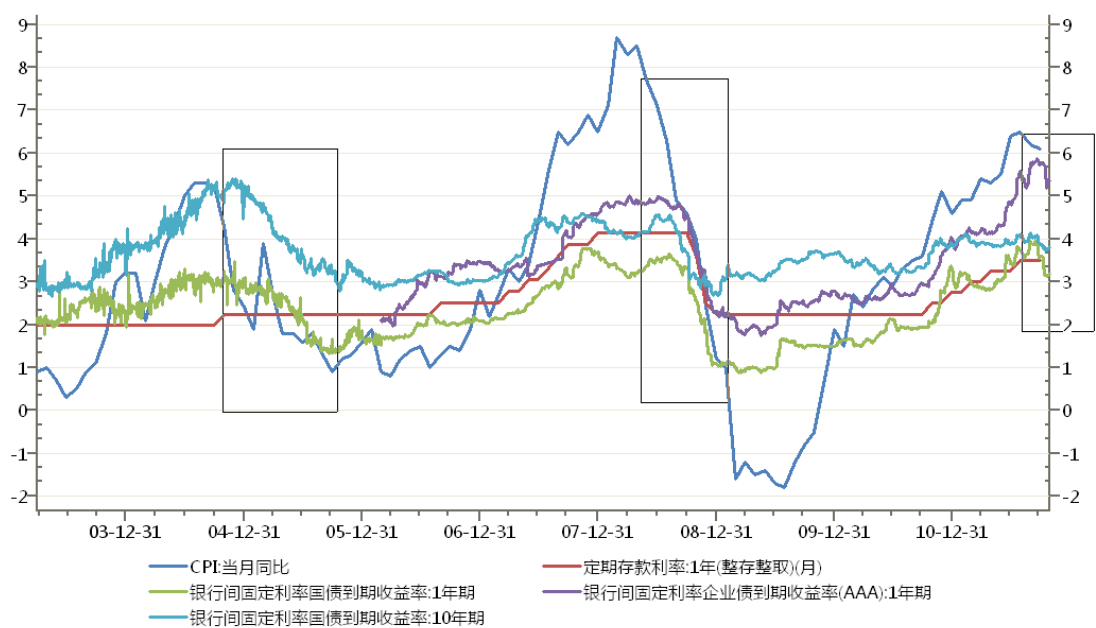
图 7: PMI 景气在枯荣线附近指标、经济回落压力依然



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

图 8: 物价回落、定向宽松, 为资金价格形成下行提供基础



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

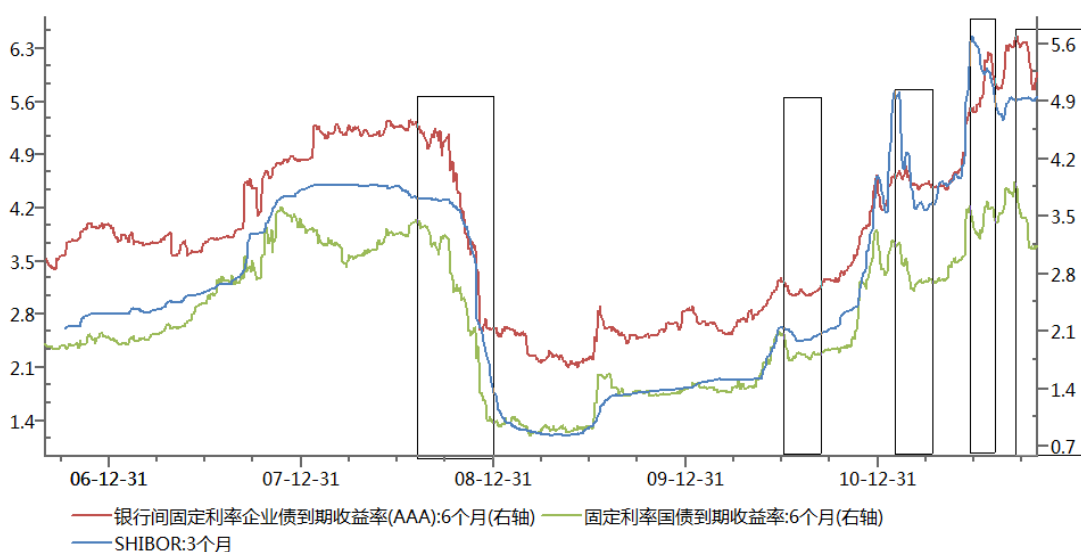
数据源自 WIND，东北证券

表 2：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

图 9：本轮流动性改善有望好于今年前 2 次的经验



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

数据源自 WIND, 东北证券

4、业绩增速平稳回落、分析师业绩下调也告以阶段性结束

流动性改善与业绩回落构成了 A 股当下的矛盾体。我们维持四季度策略中的观点，在物价回落、流动性改善，估值低位的背景下，市场将有望更多偏好于流动性改善而非业绩的回落。

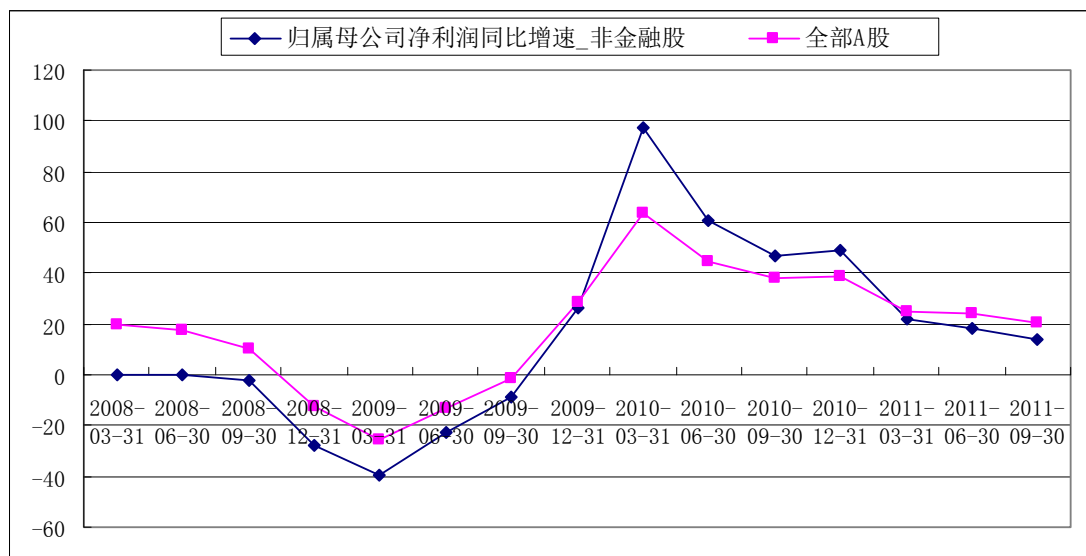
目前来看，业绩的回落是符合预期的，且行业分析师对业绩的下调出现了阶段性结束。前三季度全部 A 股业绩增速 20.4%、其中金融类业绩增速 27%、主要由于证券和保险业绩增速分别为-16%、-10%，拖累了金融类整体业绩增速；非金融类前三季度业绩增速为 13.4%。非金融类业绩增速同比总体符合预期，毛利率由中期的 18.94% 平缓下降至 3 季度的 18.65%、环比平缓回落了 0.3%；营业收入增速平稳、业绩增速的回落整体来自于毛利率的回落、财务费用的上升，因此，维持非金融类上市公司业绩全年 10% 左右的增速推断。

另一方面，考察行业分析师自下而上的业绩预期调整。分析师对上市公司业绩增速的调整往往发生在财报披露之后，中报披露后分析师对 2011 年全年业绩增速做过一次系统性下调、以占净利润 68.9% 的 231 家可比样本做分析，体现为 8 月份对 5 月份前的业绩预期相比整体平均下调幅度为 11.8%。而次三季报披露后，我们以占净利润 59% 的 331 家可比样本做分析，分析师虽然对部分个股做了一定的业绩下调，但是整体而言，相对前次并未再做下调、反而有 3.5% 的微幅上升，主要体现在公用事业、房地产、有色等板块业绩上调。

综上，三季度上市公司业绩增速整体 20.4%、非金融类 13.4%、毛利率平缓回落、总体符合预期。同时，三季报披露后分析师对可比样本的业绩未作下调且有 3% 的提升，即业绩下调周期阶段性结束，市场自下而上已经整体反映了经济平稳回落下业绩回落的态势。因此，市场对于上市公司业绩的担忧将进一步让位于流动性改善、包括财政和产业政策预调微调的积极因素；当然，业绩的风险点伴随着自下而上的业绩下调的结束而主要回归至经济失速下的系统性风险，这一点将随着政策预调微调、经济软着陆而有所规避。

另外，从明细看，三季报业绩增速高于中报的行业主要集中在农业、采掘、有色、建材、房地产、商贸、餐饮等行业。而三季报披露后分析师并未再次下调全年业绩，且有显著上调的是房地产、公用事业、有色等有上调；而业绩有一定下调的主要为盐湖股份、永泰能源、青松建化、中储股份、上海汽车、中国银行等少数个股。

图 10：上市公司业绩增速缓慢回落、前三季度同比增速为 20.4%



数据源自 WIND，东北证券

表 3：上市公司业绩增速回落源于毛利率的回落和财务费用的上行，符合预期

	时间	2010-12-31	2011-03-31	2011-06-30	2011-09-30
营业总收入合计(同比增长率)%	非金融股	37.8	29.8	27.58	27.86
	全部 A 股	35.64	28.96	27.18	26.98
归属母公司股东的净利润合计(同比增长率)%	非金融股	48.92	21.63	17.98	13.98
	全部 A 股	38.91	24.78	23.91	20.35
销售毛利率(整体法)%	非金融股	19.78	19.28	18.94	18.65
	全部 A 股	19.83	19.37	19.02	18.74
营业费用 / 营业总收入(整体法)%	非金融股	3.54	3.33	3.2	3.2
	全部 A 股	3.57	3.37	3.24	3.25
管理费用 / 营业总收入(整体法)%	非金融股	4.29	4.03	3.88	3.87
	全部 A 股	7.64	6.97	6.84	6.89
财务费用 / 营业总收入(整体法)%	非金融股	0.98	1.02	0.99	1.04
	全部 A 股	0.98	1.01	0.97	1.01
营业总收入亿元	非金融股	144699	39243	84665	130750
	全部 A 股	177583	48782	104384	160230

数据源自 WIND，东北证券

表 4：金融类业绩增速 27%、非金融类 13.4%

可比公司归属母公司净利润 2022 家样本-	全部 A 股	金融类	非金融
净利润 2010Q1	3631	1942	1688
净利润 2010Q2	3923	1908	2015
净利润 2010Q3	3937	1988	1949
净利润 2010Q4	4084	1840	2244
净利润 2011Q1	4536	2501	2035
净利润 2011Q2	4812	2524	2289
净利润 2011Q3	4483	2399	2084
1 季度单季度同比	24.93%	28.75%	20.52%
2 季度单季度同比	22.67%	32.27%	13.57%

3 季度单季度同比	13.85%	20.66%	6.91%
前三季度同比	20.36%	27.15%	13.35%

数据源自 WIND，东北证券

表 5：券商、保险的负增长拖累金融类整体业绩增速

	市盈率(TTM,整体法)	净利润中期增速%	净利润前三季度增速%
SW 金融服务	8.35	30.57	27.14
SW 银行 II	7.18	34.27	31.86
SW 证券 II	21.36	3.56	-16.62
SW 保险 II	17.2	-0.4	-10.21

数据源自 WIND，东北证券

表 6：农业、采掘、有色、建材、房地产、商贸、餐饮等三季报业绩增速好于中期

	市盈率 TTM	市净率 (MRQ)	归属母公司股东的净利润 2011 中期%	归属母公司股东的净利润 2011 前三季%
全部 A 股	14.65	2.16	23.91	20.35
中小企业板	32	3.58	18.99	15.91
创业板	41.52	3.31	22.74	16.65
上证 180	10.66	1.79	24.17	20.42
SW 农林牧渔	43.6	3.78	32.49	32.85
SW 采掘	14.34	2.23	7.45	8.69
SW 化工	15.92	2.19	30.67	22.28
SW 黑色金属	20.78	1.2	-22.13	-14.5
SW 有色金属	32.27	3.76	76.54	78.56
SW 建筑建材	15.2	2.03	38.05	42.9
SW 机械设备	25.52	3.05	33.02	19.09
SW 电子	54.92	3.25	13.65	-2.3
SW 交运设备	17.36	2.52	15.35	8.45
SW 信息设备	38.01	3.28	0.21	-6.67
SW 家用电器	16.24	2.55	33.14	27.47
SW 食品饮料	32.99	6.9	42.72	39.66
SW 纺织服装	24.03	2.97	52.09	39.66
SW 轻工制造	35.09	2.46	23.21	11.71
SW 医药生物	32.69	4.04	23.37	19.4
SW 公用事业	25.07	1.95	7.13	-10.34
SW 交通运输	15.7	1.69	-16.01	-22.04
SW 房地产	16.27	2.14	15.71	22.77
SW 金融服务	8.47	1.58	30.57	27.14
SW 商业贸易	26.42	3.2	30.82	34.18
SW 餐饮旅游	42.62	3.77	24.71	29.69
SW 信息服务	37.95	3.18	45.73	34.88
SW 综合	32.78	3.69	212.28	210.03

数据源自 WIND，东北证券

表 7：三季报披露后分析师并未再次下调全年业绩，其中房地产、公用事业、有色等有上调

行业	2011 年净利润预测	2011 年净利润	本轮业绩预测	样本数	总市值
----	-------------	-----------	--------	-----	-----

	_10 月	预测_上期	调整		
采掘	333.0	316.5	5.22%	9	4044
餐饮旅游	19.9	19.3	3.32%	9	584
电子	17.0	16.0	6.45%	10	586
房地产	228.6	204.9	11.58%	8	2134
纺织服装	64.7	61.0	6.07%	19	1494
公用事业	32.6	27.3	19.62%	9	873
黑色金属	27.7	26.3	5.54%	4	359
化工	975.3	960.0	1.59%	25	8513
机械设备	110.1	102.8	7.15%	29	2478
家用电器	166.4	158.1	5.29%	11	1936
建筑建材	338.0	323.8	4.38%	16	3173
交通运输	327.1	314.9	3.87%	18	3232
交运设备	290.4	270.2	7.45%	9	2702
金融服务	8493.5	8256.6	2.87%	15	37183
农林牧渔	57.3	52.7	8.76%	16	1133
轻工制造	19.2	17.9	7.21%	10	499
商业贸易	57.3	53.9	6.25%	19	1384
食品饮料	214.9	202.9	5.91%	16	5931
信息服务	79.8	74.9	6.50%	23	2754
信息设备	82.4	79.4	3.81%	13	1674
医药生物	104.4	99.9	4.54%	32	2865
有色金属	93.6	75.6	23.84%	11	1844
可比样本合计	12133.4	11714.9	3.57%	331	87374
	预测净利润 2011				总市值
全部 A 股	20580				241983
可比样本占比	59%				36%

数据源自 WIND，东北证券

表 8：只有少部分个股的业绩增速遭到了下调

名称	机构名称	最新净利润(万元)	最新预测日期	前次净利润(万元)	前次预测日期	上调幅度
盐湖股份	德邦证券	148801	2011-10-28	225776	2011-8-17	-34.09%
永泰能源	中信证券	16095	2011-10-11	20083	2011-4-19	-19.86%
青松建化	中投证券	47600	2011-10-30	58600	2011-7-17	-18.77%
中储股份	中信证券	35600	2011-10-11	38114	2011-8-29	-6.60%
鄂武商 A	光大证券	37390	2011-10-25	37680	2011-8-28	-0.77%
上海汽车	申银万国	1792600	2011-10-27	1801400	2011-10-11	-0.49%
中国银行	中银国际	11806300	2011-10-27	11833200	2011-8-25	-0.23%
格力电器	平安证券	539100	2011-10-27	539900	2011-7-27	-0.15%

数据源自 WIND，东北证券

二、市场运行逻辑及投资策略

1、流动性改善下市场回升行情正在演绎

A、政策微调、流动性改善，业绩回落但未超预期是积极因素

伴随着对小微企业的定向宽松、财税扶持，“稳金融”、汇金的增持公开市场的资金投放、资金价格的回落，管理层“预调微调”的论调，10月份市场如期震荡回升、整体演绎了流动性改善的超跌反弹行情。体现为自7月中旬2800点回落幅度较大的房地产、有色等板块在上周的强势反弹中表现最为突出；同时，传媒等信息服务、水务环保等公用事业受益于政策、主题投资特征显著。

表9：板块超跌反弹特征明显，地产有色等在前期反弹中领涨

	市盈率 TTM	市净率	前三季度 业绩增速	区间涨跌幅% 20110720- 20111021	上周涨跌 幅%
SW 房地产	16.27	2.15	16.82	-24.31	11.48
SW 有色金属	32.27	3.8	79.74	-28.37	9.65
SW 信息服务	37.95	3.2	32.46	-12.58	9.62
SW 建筑建材	15.2	2.09	58.25	-25.46	9.23
SW 信息设备	38.01	3.32	-7.66	-22.29	8.74
SW 商业贸易	26.42	3.2	30.23	-21.42	8.65
SW 公用事业	25.07	1.97	-14.2	-20.02	8.54
SW 家用电器	16.24	2.55	27.42	-25.46	8.21
SW 交运设备	17.36	2.52	17.87	-25.67	8.06
SW 机械设备	25.52	3.08	8.11	-24.27	7.65
SW 综合	32.78	3.67	219.83	-23.97	7.63
SW 纺织服装	24.03	2.96	36.07	-17.57	7.36
SW 农林牧渔	43.6	3.78	31.19	-20.38	7.13
SW 黑色金属	20.78	1.2	-13.75	-25.49	7.08
SW 电子	54.92	3.26	-4.9	-24.29	6.91
SW 轻工制造	35.09	2.47	12.04	-19.5	6.85
SW 采掘	14.34	2.23	8.77	-14.77	6.76
SW 医药生物	32.69	4.06	21.88	-20.17	6.69
SW 餐饮旅游	42.62	3.77	30.46	-10.22	6.61
SW 交通运输	15.7	1.7	-27.5	-19.22	6.55
SW 化工	15.92	2.19	22.3	-19.28	6.42
SW 食品饮料	32.99	6.9	39.09	-9.03	6.21
SW 金融服务	8.47	1.58	27.15	-8.56	5.21

数据源自 WIND，东北证券

基于物价回落、“稳金融”导向下的流动性改善行情已经展开。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”。展望11月行情有望维持四季度整体反弹的格局，上证指数有望运行在2420-2700点。

立足当下，我们看到欧债危机有所缓和、伴随着注资、欧洲金融稳定基金的扩容、意大利等对德国较高的主权债务利差有修正的要求；政策预调微调、财税的改革、流动性改善也成了主基调，考虑到物价经济的双回落，预计本轮流动性改善在时空上将好于今年2-3月份和6-7月份的情景；上市公司业绩回落相

对平缓、3 季报披露后分析师业绩下调阶段性中止，未来自下而上的业绩回落风险已经较多的反应在了前期业绩预期内了。

B、风险点探讨：流动性改善的节奏是主要的市场扰动因素

风险层面，准备金率下调虽是大概率事件但存在时点上的不确定，流动性改善的节奏是市场扰动的原因，但较难逆转市场回升的格局；分析师自下而上的下调业绩已经阶段性结束，未来业绩层面的风险来自于经济失速的系统性风险，但由于管理层预调微调已经展开，料 10 月的经济数据可能更多也只是扰动。至于欧债危机，整体处于正确的路径之上，期间或有波动，但操作上更多视其为外部因素，予以关注。11 月中旬 CPI 公布前后是政策敏感期，但由于中央经济工作会议在 12 月召开、政策调整的预期将中期存在，因此 11 月中旬前后是扰动期。

2、物价回落及政策微调下的投资策略

市场有望整体演绎震荡回升的格局，而流动性改善的节奏是市场扰动的主因。预计市场运行区间为 2420-2700 点。操作上，依然适宜逢低介入的左侧配置逻辑。

回顾四季度报告，我们彼时认为，本轮股市与债市的关系将不同于 2005、2008 年，时滞较短、具有同步性；板块配置上，立足于经济回落阶段需求稳健的行业，但更偏重于流动性改善主线、并关注本轮经济回落后止跌企稳的动力源。具体为：

关注低估值的券商保险等大金融板块以及部分政策红利的农资、医疗等板块。

关注稳健需求为主线的运营和相关配套设备主题，五类“运营+配套设备”主题。

——通信运营及设备，关注 3G 用户数大幅提升、数据业务上行背景下的信息服务类板块；

——水务及环保设备，关注水资源综合利用主题下的水务及固废等环保处理类运营和设备商；

——航空运输及航空航天军工设备，关注受益于本币升值、油价滞涨的航空以及航天航空军工设备；

——火电及电力设备，关注上游煤价低于预期下的发电类及电气设备类板块；

——公路运输及交运设备，关注具有较高股息率的公路运营以及下跌较早且敏感于流动性的汽车股。

目前来看，金融及五类“运营+配套设备”板块在 10 月份的行情中多有演绎、且我们认为上述主线在中期内依然值得关注。展望 11 月份，我们重点关注物价回落下的流动性持续改善逻辑以及物价回落下的 CPI 与 PPI 正缺口逻辑以及政策微调、定向宽松逻辑。因此，关注金融创新以及“稳金融”导向下的券商保险等金融板块、关注投资领域有所期待且估值合理的电源设备、特高压设备等板块、关注上游原料价格回落且下游需求稳定的食品加工、中药、家电、通信设备等板块；并对部分业绩有所上调的板块给予一定的关注。

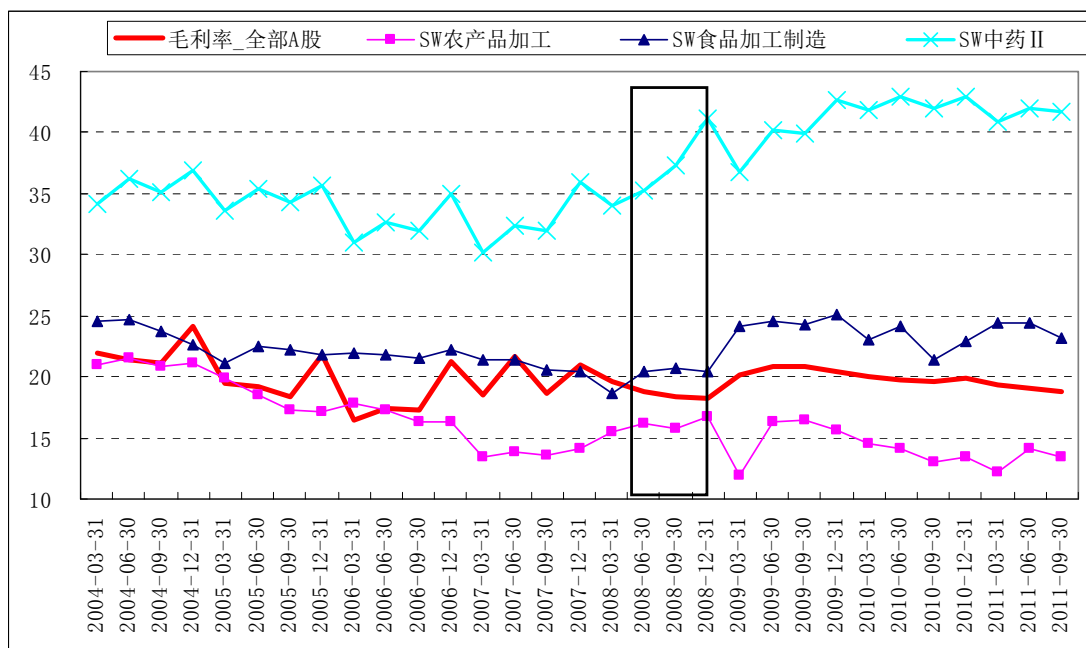
重点个股：中信证券、中国平安、民生银行、东方电气、特变电工、唐人神、三全食品、江中药业、海信电器、中兴通讯。

表 10：中小板在对上证 180 指数 3 倍的市盈率溢价处有支持、主要防范业绩地雷

	市盈率 最新	市盈率 2008-10-31	市盈率 2005-7-20	市净率 最新	市净率 2008-10-31	市净率 2005-7-20
全部 A 股	14.65	13.36	18.7	2.17	1.97	1.59
中小企业板	32	16.2	24.65	3.58	2.2	2.6
创业板	41.52			3.31		
上证 180	10.66	12.52	12.74	1.79	2.06	1.74
SW 大盘指数成份	11.31	12.58	12.47	1.87	2.06	1.74
SW 小盘指数成份	35.5	17.97	32.41	2.89	1.48	1.36
中小盘/上证 180	3	1.29	1.93	2	1.07	1.49
小盘/大盘	3.14	1.43	2.6	1.55	0.72	0.78

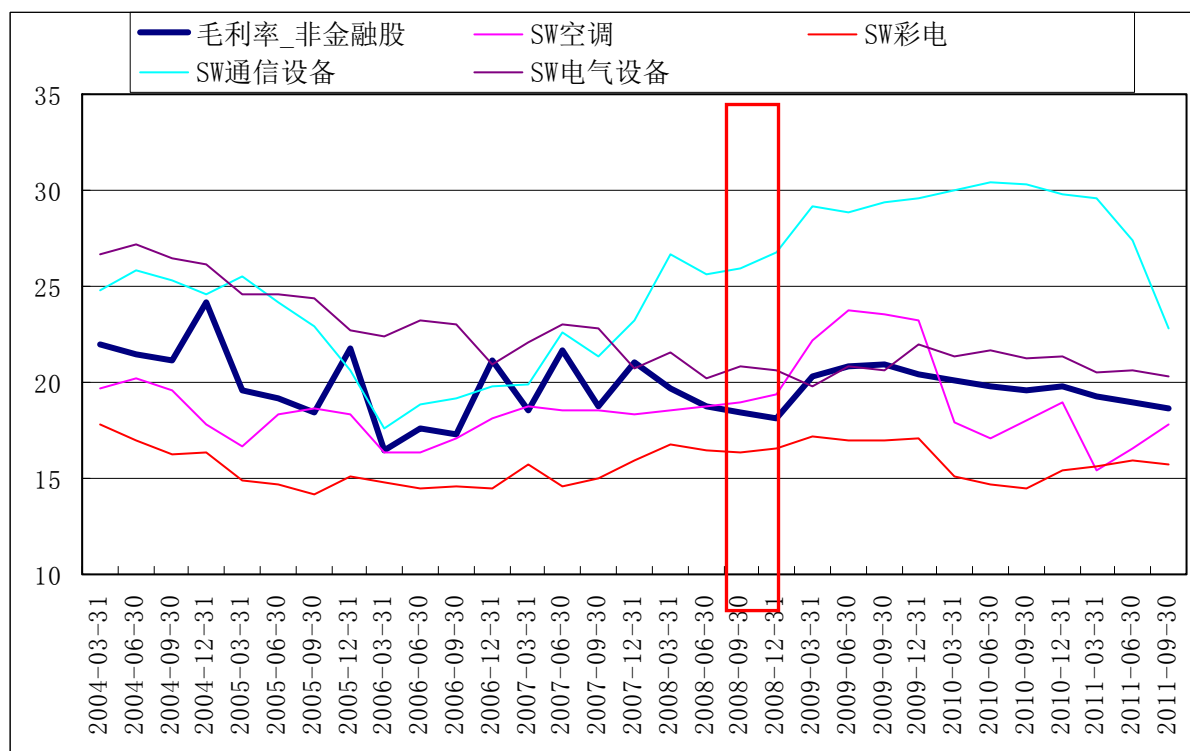
数据源自 WIND，东北证券

图 11：农产品食品加工、中药等板块毛利率有望受益于上游价格回落



数据源自 WIND, 东北证券

图 12: 通信设备、家电也有望获取一定的毛利率改善空间



数据源自 WIND, 东北证券

表 11: 11 月重点关注个股列表

代码	名称	当前价	市盈率 TTM	PE2011	PE2012	市净率	总市值
600030	中信证券	12.15	12.60	18.82	18.13	1.73	1195
601318	中国平安	39.22	16.28	14.17	11.10	2.56	1877
600016	民生银行	6.11	6.29	6.29	4.94	1.33	1380
600875	东方电气	24.70	15.72	14.92	12.58	3.81	411

600089	特变电工	10.00	20.90	16.03	12.86	2.09	264
002567	唐人神	22.06	26.82	23.87	17.98	2.10	30
002216	三全食品	35.98	48.11	42.52	30.57	4.63	72
600750	江中药业	26.86	38.96	35.05	24.50	4.71	84
600060	海信电器	12.74	8.76	9.34	8.21	1.74	111
000063	中兴通讯	18.04	20.98	16.82	13.57	2.66	507

数据源自 WIND，东北证券

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。