

证券研究报告

坚持“先下后上”

证券分析师

王韧（首席策略研究员）

S1060210090010
0755-22623376
wangren740@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

摘要：前期乐观预期回归理性状态决定短期调整格局，而预期修正结构决定先下后上的市场节奏，坚持 1 季度后期的转换窗口判断，当前阶段建议耐心等待，继续规避强周期股，以确定性蓝筹品种防御，并重点关注四大投资主题。

- **乐观预期回归理性引发短期调整。**上周市场延续调整格局。汇丰 PMI 回落加剧业绩担忧，政策放松力度不及预期，流动性重现短期波动，驱动前期反弹的乐观预期开始向理性状态回归，这是短期市场调整根源。预期和实体交替演进决定市场“反弹-反复-反转”的阶段演绎。预期改善领先实体调整推动红十反弹，预期改善回归实际状态引发阶段调整，实际变量未来改善决定后续反转。
- **预期修正结构决定先下后上节奏。**当前市场预期有两大特征：第一，高估政策放松力度而低估资金改善空间，但低资金价格和高资产价格隐含的结构问题决定政策松动空间有限，而政策松动带来的增量资金改观和利率并轨带来的存量资金腾挪决定流动性改善的持续性；第二，高估系统危机而低估业绩风险，国内经济出现系统性风险概率较低，但短期业绩下滑速度和幅度可能较高。总体而言，当期预期倾向于低估短期压力而高估长期风险，这决定市场先下后上的运行节奏。
- **坚持 1 季度后期的转换时间窗口。**业绩风险释放高峰期在未来 1-2 个季度，欧债危机演变和节前通胀压力主导近期政策观察状态，政策面和业绩面预期的向下修正集中于未来 1-2 个季度。而季节性资金面冲击集中于年底至年初，国内外经济金融风险节后有望明朗，资金面和宏观面预期的向上修正有望节后显现。预期修正的方向和结构决定 1 季度后期构成反复到反转的重要时间窗口。
- **确定性蓝筹防御，新兴主题进攻。**反复筑底的煎熬阶段，即使有短期反弹，但行情可操作性较差，建议耐心等待节前增仓或布局机会。配置上继续回避业绩风险较高的中游和上游强周期板块，推荐用金融、电力、食品饮料等高业绩确定性的低估值蓝筹品种作为防御性品种，重点关注节能环保设备、核电建设复苏、化工新材料、TMT 软业务（软件、软服务、软消费）四大投资主题。

一、重要数据和事件提醒

1.1 重要数据变化分析：

市场面数据方面，我们观测到：

市场流动性本周再度出现了紧张的局面。本周上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）全线上升，SHIBOR 隔夜和 7 天品种分别由上周五的 3.42%和 3.70%攀升至 4.02%和 4.04%，均创下了月初回落以来的新高。流动性再度趋紧的主要原因在于近期外汇流入的大幅减少以及年末公开市场到期量的大幅萎缩。

行业监测数据方面，我们观测到：

- 从我们跟踪的数据来看，本周动力煤港口价三个月来首次出现下跌，山西地区坑口价格保持稳定。上周秦皇岛港库存 666.42 万吨，较前周提升 10.86%。
- 钢价现货价格小幅下跌，期货价格走势分化。矿石价格止涨下跌，国产矿和进口矿价格均小幅回落。全周铁矿石均价下跌 0.49%。钢铁库存走势出现品种分化，螺纹钢和热卷库存继续回落，而线材、中板和冷轧库存止降回升。
- 10 月汽车产销量均呈现下滑的态势。由于旧版的节能车补贴政策于 9 月底到期，部分透支了 10 月份的需求，因此乘用车和商用车销量环比均出现下滑。房地产市场方面，京沪深三地成交面积小幅上升，但可售面积进一步升高显示出房地产市场的调控效果已经逐步显现。
- 本周 BDI 结束了之前几周的反弹，再度出现下跌。截至 11 月 24 日，BDI 报收于 1814 点，下跌 4.27%，反映出整体需求仍然疲软。原油运输指数 BDTI 和成品油运输指数 BCTI 较上周分别下跌 0.51%和 2.93%。费城半导体指数加速下跌，全周下跌 6.22%。

1.2 重要事件提醒和分析

表1 上周政策动态回顾

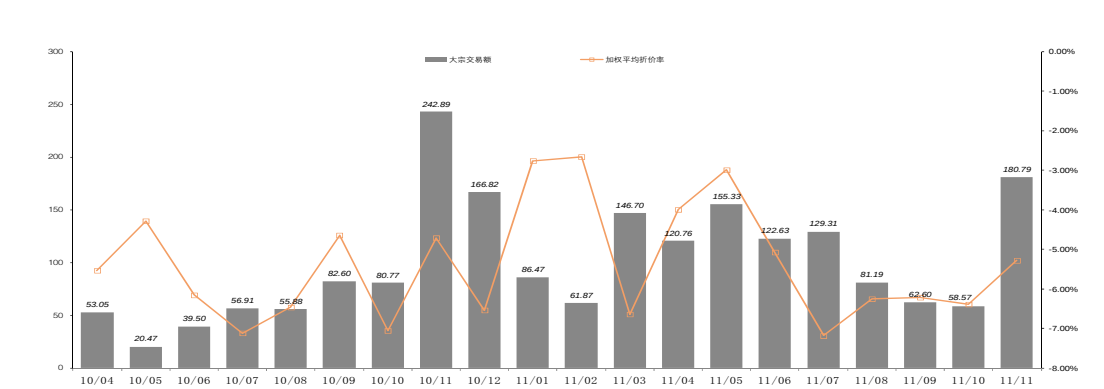
	相关主体		时间	重要政策内容及事件描述	市场影响预判
宏观	通胀	输入型	本周	CRB 期货价格指数第三周持续下跌，本周跌幅 2.2%。	输入型通胀的影响环比趋弱。
		食品因素	本周	商务部公布的上周猪肉价格和鸡蛋价格均继续环比微幅下跌。	目前可引领新一轮食品价格上涨的主要因素还未出现。
		非食品因素	本周	动力煤港口价三个月来首次出现下跌，钢价现货价格小幅下跌。西本新干线钢铁现货交易平台的监测数据显示钢材价格指数预警。	生产资料出现旺季价格趋弱的情况。
	增长	出口	本周	本周公布 10 月份对 G7 出口的同比增速，为 11.8%，略高于上月	考虑到 G7 出口数据比实际进出口数据有 1~2 季度的提前性，明年

海外	投资		11.7%的水平，接近 09 年 1 月以来的出口同比增速均值。	1~2 季度的出口下滑趋势明显，但断崖式可能性小。
		11 月 23 日	11 月汇丰制造业采购经理人指数预览数创 2009 年 3 月以来新低，回落至 48。	加剧未来数月工业增加值增速持续回落带来公司业绩的担忧。（ 寄希望政策放松加快 ）
	欧洲	本周	欧洲问题解决上演“囚徒困境”，欧央行和欧核心经济体拒不做最后贷款人可能引发“多输”。“笨猪五国”中部分国家评级跌到垃圾级；德国 10 年期国债收益率在 11 月 24 日和西班牙、意大利国债收益率一同上移。	资金加速流出欧洲，欧洲银行或将面临挤兑和倒闭潮。因救助方案面临资金枯竭的威胁，欧元区解体、银行体系全面危机和欧洲经济陷入长期衰退的预期急剧上升。主要风险资产在本周全线下跌，甚至作为避险资产的黄金本周跌破 1700。美元成为唯一安全的避险资产。
	美国	本周	美国国会减赤特别委员会宣布两党未能在规定期限内达成协议。	在未达到协议的情况下，美国财政将在 2013 年被强制瘦身，制约美国经济复苏前景黯淡。
流动性	日本	11 月 24 日	标准普尔公司警告因日本政府迟迟未能在削减公共债务上取得进展，暗示将下调日本主权信用评级。	（ 本周外围市场的“连环动荡”使国内政策放松预期升温 ）
	量	11 月 24 日	10 月外汇占款余额下降，新增占款自 2007 年 12 月以来首次为负值。	贸易和直接投资项目维持顺差的情况下，外汇占款余额下降主要由国际资本出逃，回流美元造成。在欧债危机不断加重的情况下，11 月外汇占款可能继续下降，对国内流动性的负效应会持续显现。（ 降低存准的预期上升 ）
		本周	本周公开市场实现周投放量 220 亿，好于上周净回笼 20 亿。	央票加正回购的主动注入显示央行在公开市场的活跃度上升，为“金融系统的定向宽松”提供支持。
	价	本周	10 月份居民存款减少 7272 亿，为 2005 年 2 月以来存款减少最多的一个月。	“银行在每季末监管检查之后将存款挪回表外”和“双轨利率差仍在下的金融脱媒”造成了存款减幅创新高。（ 显示实际双轨利率差仍较高 ）
		本周	平安策略监测的 6 个月长三角票据和固定利率国债到期收益率利差在 10 月 20 日回落至 1.67 之后，连续 5 周连续提升，目前利差为 2.53。 代表市场利率的 6 个月长三角票据贴现利率在 11 月 11 日之后持	双轨利率差的代表指标扩大和居民存款减少相互印证。由于股票市场估值和市场利率的强相关性， 市场利率上升加大股市估值压力 。

政策			续上升。	
	货币政 策	11月 22日	浙江省农信系统的数家机构定 向下调存款准备金率0.5个百分 点。	结合目前的宏观和流动性环境，市 场对于降存准有“过分期待”的特 征。中央在地方政府换届期间会尤 为小心， 避免释放过于强烈的信 号 。从近期货币政策的大势来看， 近期全面降存准可能性小 。
		本周	央行副行长胡晓炼本周内多次 重申货币政策稳健基调。	虽然目前通胀数据见顶，但只有通 胀回落到正常区间央行才会真正 放松流动性。 货币政策仍会以紧 中偏稳的基调为主 。信贷松动仍 集中在小微企业、三农和民生等薄 弱环节。
	财政政 策	11月 21日	王岐山在中美商贸联委会上表 示，当前全球经济形势依然严 峻，确保经济复苏是压倒一切的 任务，不平衡的复苏比平衡的衰 退要好。应对国际金融危机，我 国金融系统要紧紧围绕转变经 济发展方式、调整经济结构这条 主线。	在外围经济风险不断升级，国内经 济下滑不确定上升的情况下，宏观 政策基调已经调整为“调结构和控 通胀”并重。王岐山本次讲话的语 气提高了“调结构、保增长”的地 位， 暗示了高层领导可能会加大 使用在调结构方面更有优势的财 政政策 。
		11月 26日	国务院副总理张德江近日在贵 州调研时强调推进社会养老保 险全覆盖。	社保相关产业链，如社保相关金 融工具、通信设备会有后续政策 出台的可能性大 。

资料来源：平安证券研究所整理

图表2 A股市场大宗交易统计



资料来源：WIND

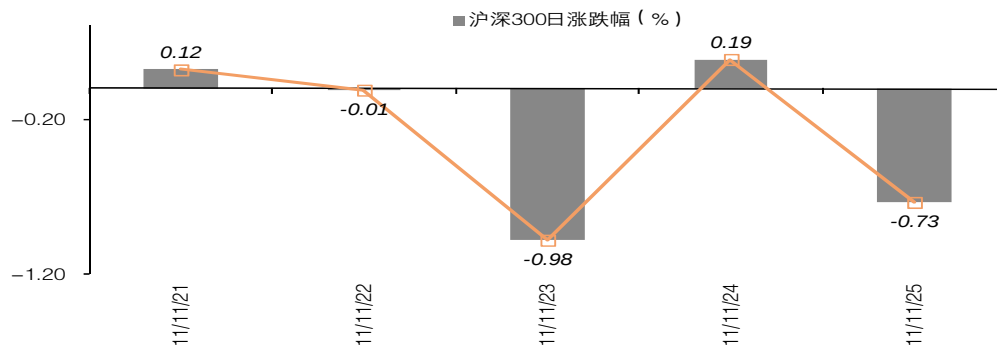
二、市场面指标跟踪

2.1 A股市场回顾：

本周（11.21-11.21）A股延续了上周的疲软，全周震荡走低，但跌幅有所减小。截至周五收盘，上

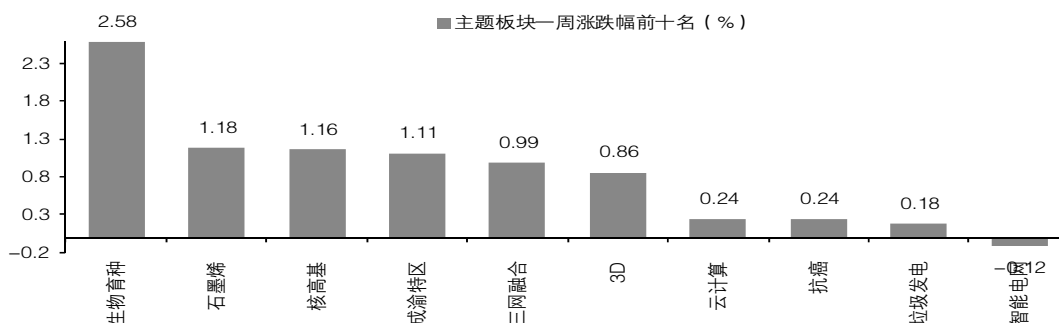
证指数报2380.22点，全周跌幅为1.50%；深证成指报9886.25点，全周跌幅为1.39%；沪深300指数报2569.97点，全周跌幅为1.40%；中小板指数和创业板指数本周分别下跌1.19%和0.66%。

图表3 沪深300指数涨跌幅



资料来源：WIND

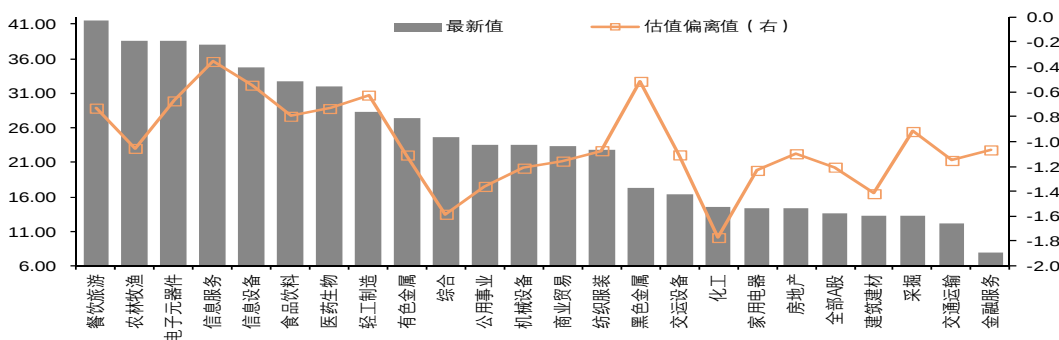
图表5 A股主要主题投资板块涨跌幅



资料来源：WIND & Bloomberg

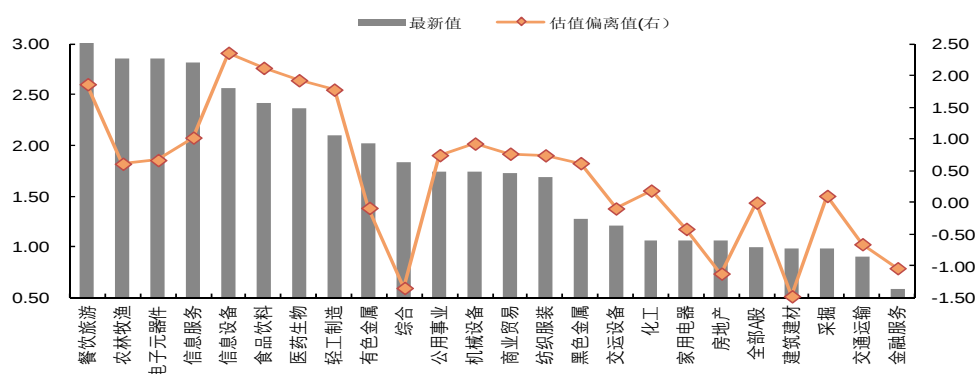
2.2 A 股行业估值和盈利变化

图表6 申万一级行业绝对PE图



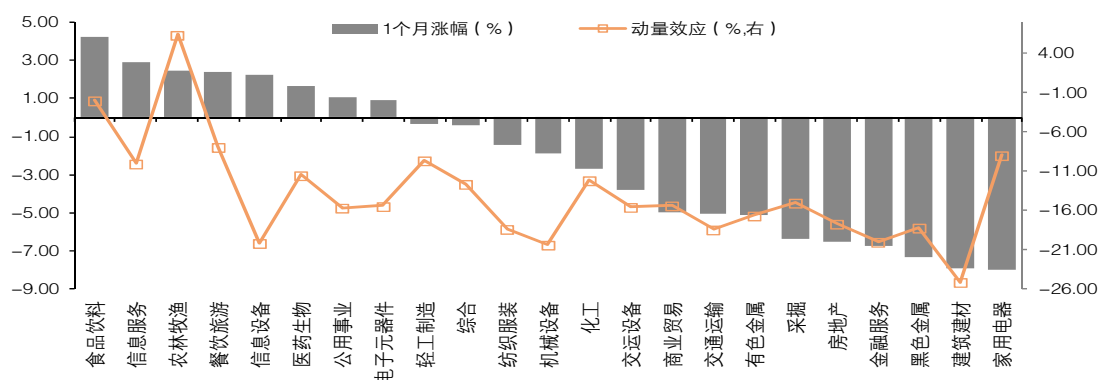
资料来源：WIND & Bloomberg

图表7 申万一级行业相对PE图



资料来源：WIND & Bloomberg

图表8 申万一级行业动量效应



资料来源：WIND & Bloomberg

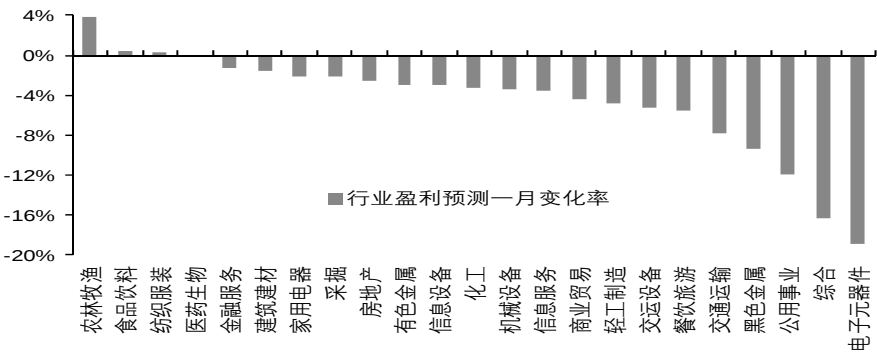
图表9 申万一级行业盈利预测变化

行业名称	行业盈利预测一周变化率	行业盈利预测一月变化率	行业盈利预测三月变化
农林牧渔	-0.18%	3.84%	22.26%
采掘	0.04%	-2.13%	-4.34%
化工	-0.24%	-3.25%	-5.39%
黑色金属	-1.62%	-9.33%	-26.23%
有色金属	0.22%	-2.90%	-2.97%
建筑建材	0.29%	-1.55%	-12.73%
机械设备	0.02%	-3.33%	-9.88%
电子元件	-0.37%	-18.87%	-19.93%
交运设备	-0.84%	-5.30%	-3.49%
信息设备	-0.16%	-2.99%	-11.34%
家用电器	0.01%	-2.06%	-2.98%
食品饮料	-0.28%	0.48%	-0.16%
纺织服装	-0.18%	0.34%	-6.10%
轻工制造	0.40%	-4.74%	-24.78%
医药生物	-0.40%	-0.18%	-4.74%
公用事业	-0.76%	-11.86%	-18.57%
交通运输	-0.46%	-7.77%	-13.58%

行业名称	行业盈利预测一周变化率	行业盈利预测一月变化率	行业盈利预测三月变化
房地产	-0.08%	-2.59%	-2.83%
金融服务	-0.44%	-1.19%	1.28%
商业贸易	-1.46%	-4.44%	-7.30%
餐饮旅游	0.06%	-5.45%	-6.66%
信息服务	-0.79%	-3.48%	-7.32%
综合	-0.18%	-16.28%	-26.12%

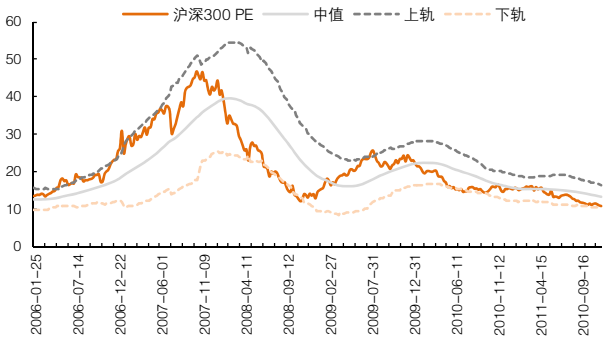
资料来源：朝阳永续

图表10 申万一级行业盈利变化



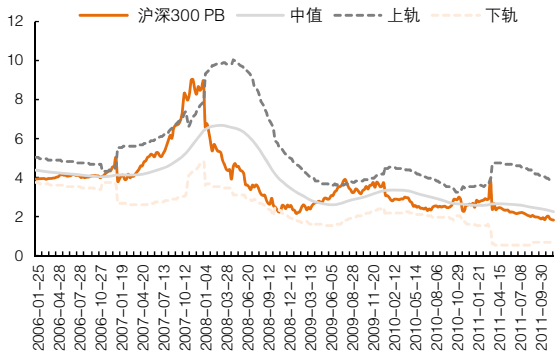
资料来源：朝阳永续

图表11 沪深300市盈率及变动趋势率



资料来源：WIND

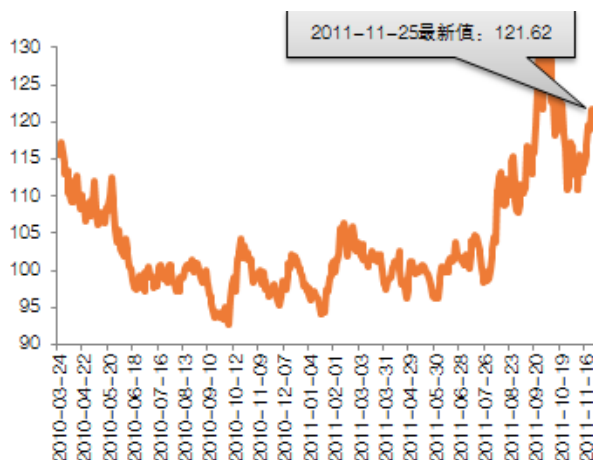
图表12 沪深300市净率及变动趋势



资料来源：WIND

注：PE 以过去 12 个月业绩为基准进行计算，以最近 40 周 PE 的均值作为中值，标准差经年化后与中值的乘积作为上轨以及下轨距中值的偏离值。

图表13 恒生AH溢价指数



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表14 AH股溢价率后五位

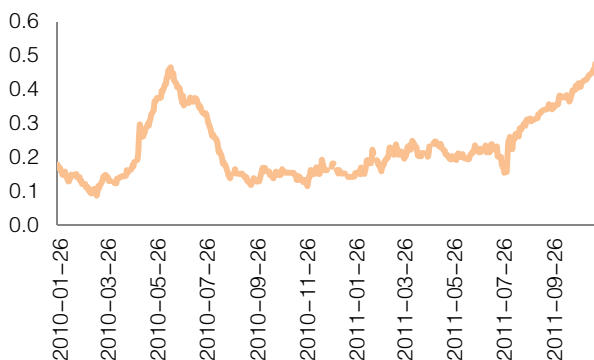
证券简称	A 股价格 (CNY)	H 股价格 (CNY)	A 股相对 H 股溢价幅度
中国平安	35.74	42.41	- 15.73%
海螺水泥	16.97	19.17	-11.46%
中国神华	25.55	26.42	-3.31%
中兴通讯	18.45	18.76	-1.64%
中信证券	11.09	11.03	0.58%

资料来源: WIND、平安证券研究所

2.3 市场流动性跟踪:

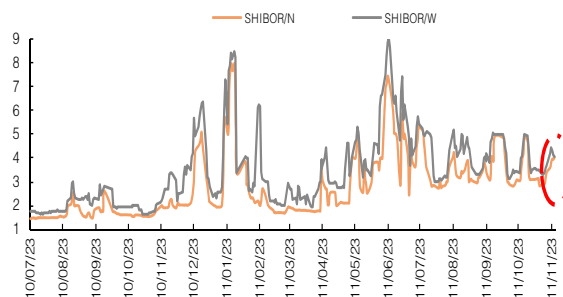
市场流动性本周再度出现了紧张的局面。本周上海银行间同业拆借利率 (SHIBOR) 全线上升, SHIBOR 隔夜和 7 天品种分别由上周五的 3.42%和 3.70%攀升至 4.02%和 4.04%, 均创下了月初回落以来的新高。流动性再度趋紧的主要原因在于近期外汇流入的大幅减少以及年末公开市场到期量的大幅萎缩。

图表15 TED Spread



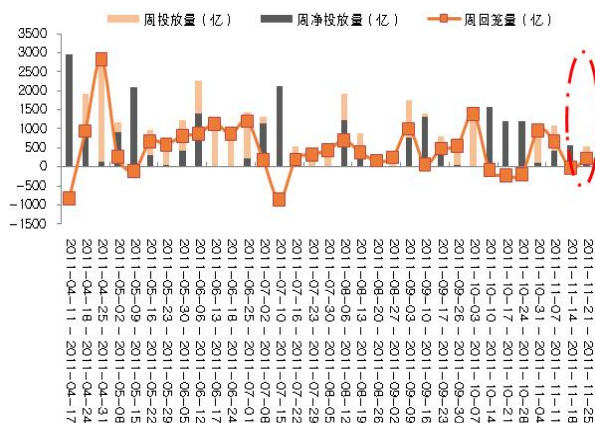
资料来源: WIND

图表16 隔夜/周SHIBOR



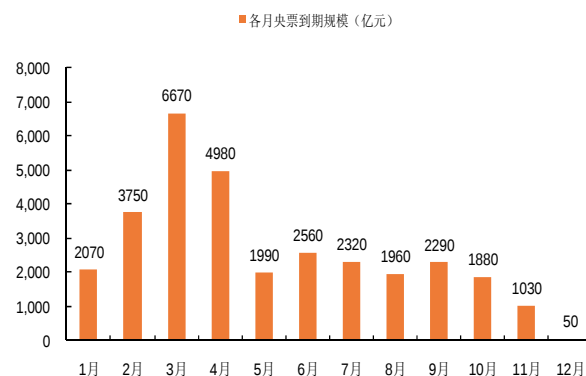
资料来源: WIND

图表17 央行公开市场操作



资料来源：WIND

图表18 央票到期规模



资料来源：WIND

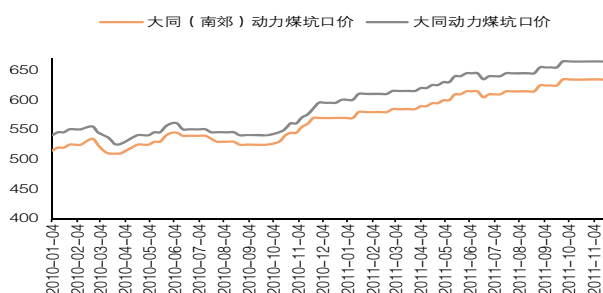
三、重要行业指标跟踪

3.1 上游行业重要指标观察

本周港口煤价下跌。虽然大同坑口煤价保持稳定，但秦皇岛动力煤价格三个月内首次出现下跌。目前国内电厂的煤炭库存天数为年内最高的 21 天，电厂购煤意愿不强。另外，经济增速的放缓和进口煤价的连续下跌也导致港口煤价承压。但随着天气转冷，未来动力煤的价格仍然有一定的支撑。

煤炭库存延续了 9 月份以来的上升势头。受大雾大风封航影响，港口库存大幅上升。上周秦皇岛港库存 666.42 万吨，较前周提升 10.86%。

图表19 大同和南郊（南郊）坑口煤价



资料来源：煤炭资源网

图表20 秦皇岛港口煤炭库存



资料来源：WIND

图表21 WTI与Brent原油期货价格



资料来源：WIND

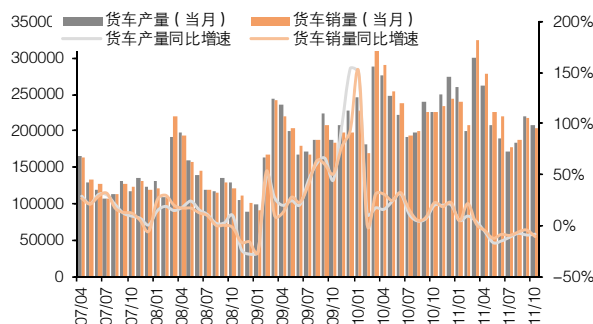
3.2 中游行业重要指标观察

国内钢材市场现货价格持续小跌，期货价格走势分化，螺纹钢期货主力合约下跌，而线材期货主力合约本周上涨。受宏观调控影响，未来对投资需求仍然存在下滑预期，因此目前期现价差仍然为负，市场对于钢铁远期的需求仍然担忧。

本周钢铁库存出现品种分化，螺纹钢和热卷库存继续回落，而线材、中板和冷轧库存止降回升。截至周五，螺纹钢库存总量为 492.18 万吨，较上周减少 6.04 万吨；热卷库存总量 435.04 万吨，较上减少 0.47 万吨；线材库存总量为 91.25 万吨，较上周末增加 0.63 万吨；中板库存总量为 144.05 万吨，较上周增加 1.03 万吨；冷轧库存总量为 151.07 万吨，较上周增加 2.08 万吨；

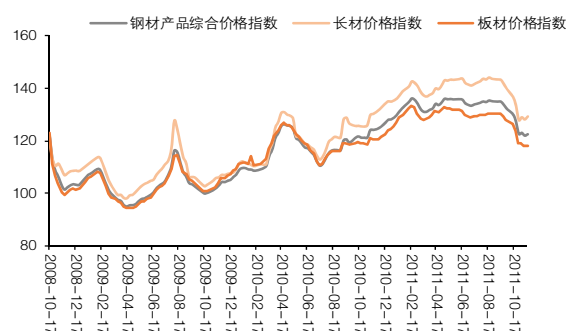
本周矿石价格止涨下跌，国产矿和进口矿价格均小幅回落。全周铁矿石均价下跌 0.49%。

图表22 国内货车产销量及同比增速



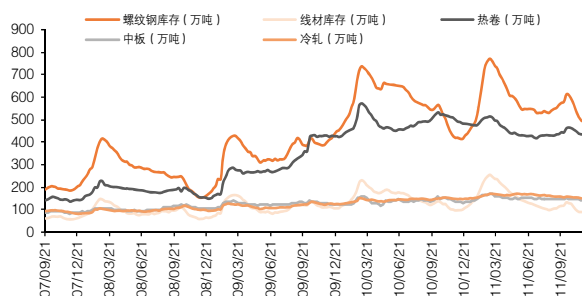
资料来源：WIND

图表23 国内钢材产品价格指数



资料来源：WIND

图表24 国内钢材产品库存



资料来源：WIND

图表25 铁矿石价格（干货、不含税）



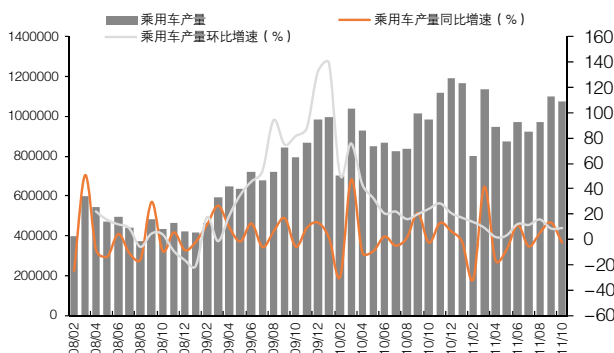
资料来源：WIND

3.3 下游行业重要指标观察

10 月汽车产销量均呈现下滑的态势。10 月份汽车乘用车产量为 107.63 万辆，同比增加 9.10%，环比下降 2.30%；乘用车销量为 94.94 万辆，同比下滑 1.00%，环比下滑 13.00%。10 月份商用车中货车产量为 20.84 万辆，同比下降 7.91%；销量为 20.30 万辆，同比下降 9.99%。旧版的节能车补贴政策于 9 月底到期，部分透支了 10 月份的需求，导致 10 月份的乘用车的销量增速较 9 月份有所放缓。

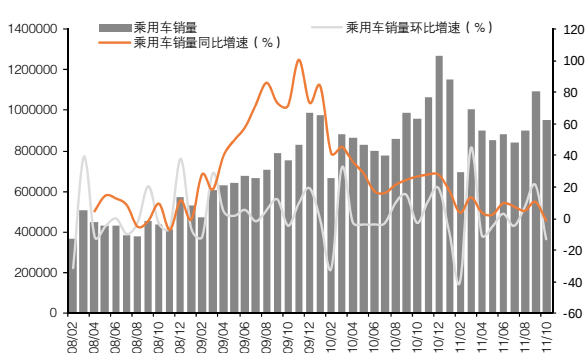
房地产市场方面，京沪深三地成交面积小幅上升，但可售面积进一步升高显示出房地产市场的调控效果已经逐步显现。目前房地产行业库存一直维持在很高的水平，价格也已经出现松动，未来整个行业仍将面临持续的调整压力。

图表26 国内乘用车产量及同比增速



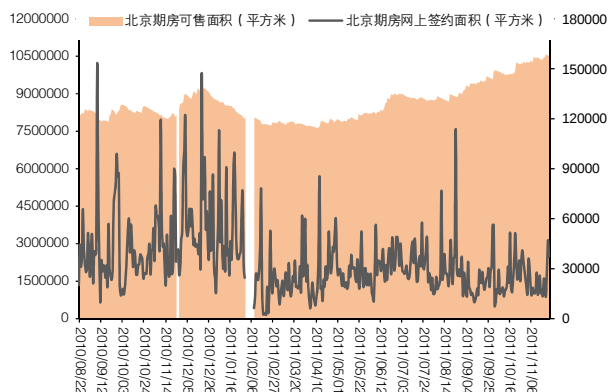
资料来源：WIND

图表27 国内乘用车销量及同比增速



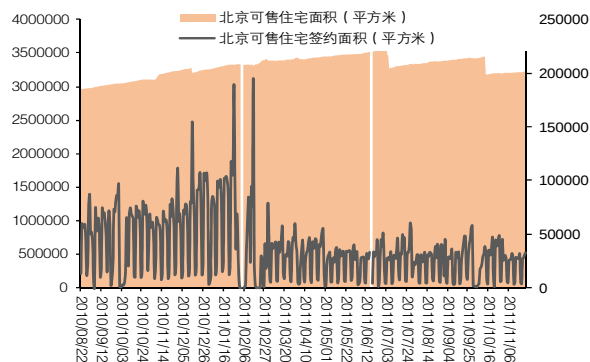
资料来源：WIND

图表28 北京期房可售面积和网上签约面积



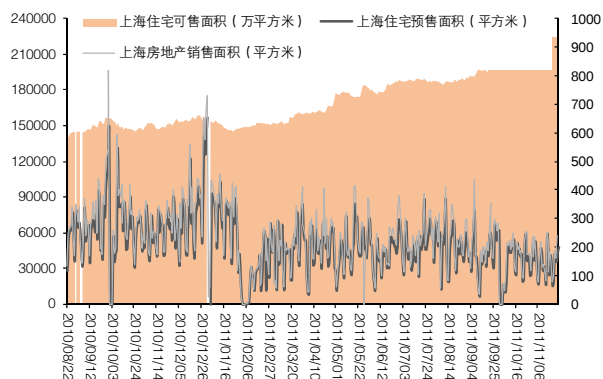
资料来源: WIND

图表29 北京可售住宅面积和签约面积



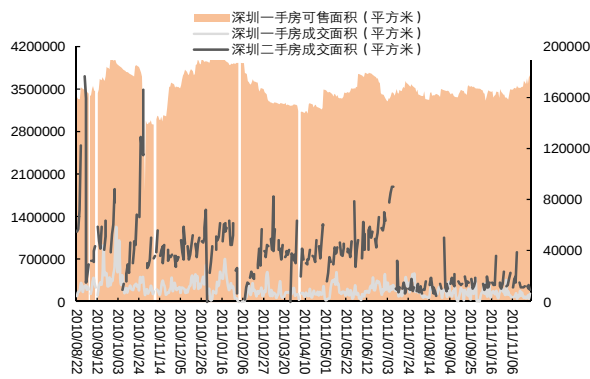
资料来源: WIND

图表30 上海住宅可售、销售和预售面积



资料来源: WIND

图表31 深圳一手、二手可售、成交面积

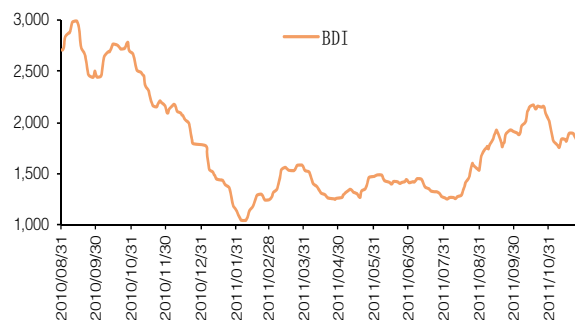


资料来源: WIND

3.4 交运与 TMT 行业重要指标观察

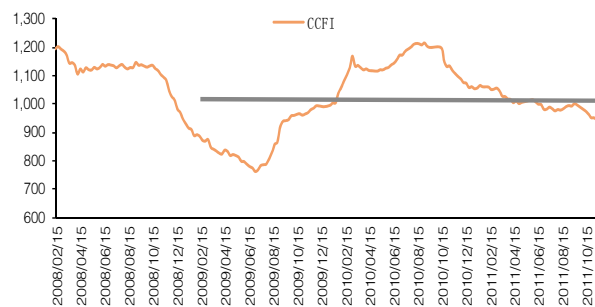
本周BDI结束了之前几周的反弹,再度出现下跌。截至11月24日,BDI报收于1814点,下跌4.27%,反映出整体需求仍然疲软。原油运输指数BDTI和成品油运输指数BCTI较上周分别下跌0.51%和2.93%。费城半导体指数加速下跌,全周下跌6.22%。

图表32 干散货运价指数



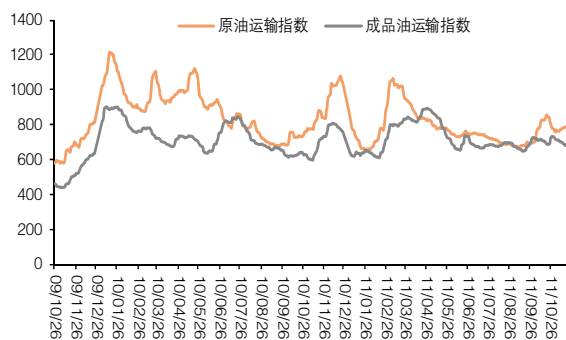
资料来源：WIND

图表33 集装箱运价指数



资料来源：WIND

图表34 原油与成品油运价指数



资料来源：WIND

图表35 费城半导体指数



资料来源：WIND

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257