

短期偏谨慎 静待战略反攻

核心观点：

最近两周股指波动比较大，前一周受汇丰 PMI 初值下滑和 1-2 月份工业企业利润负增长让市场悲观气氛达到冰点，上周又受官方 PMI 连续四个月回升和 QFII 大幅增加额度的刺激下股指反弹，上周股指上涨 43.76 点，涨幅 1.93%，报收于 2306.55 点。

此轮调整的原因主要是市场对于企业盈利负增长的担忧所至，我们重点分析企业盈利的未来变化趋势，以及对股市的影响。截止 4 月 6 日共有 1346 家上市公司公布了年报，占上市公司总数的 57.5%，由于先公布年报的公司大多是大公司，因此利润占到全市场约 85%（以 2010 年利润计算），已公布公司占比较高，对整体市场具有较好的代表性。

从已经公布的上市公司的财务数据来看，全部 A 股 2011 年净利润累计增速 13.76%，剔除金融及石油石化为 6.84%，中小板 6.1%、创业板 26.12%；4 季度单季全部 A 股-6.4%、剔除金融及石油石化为-19.6%、中小板-7.8%、创业板 20.6%。其中四季度的银行+19.1%表现突出，制造业-29.4%表现比较惨一些。

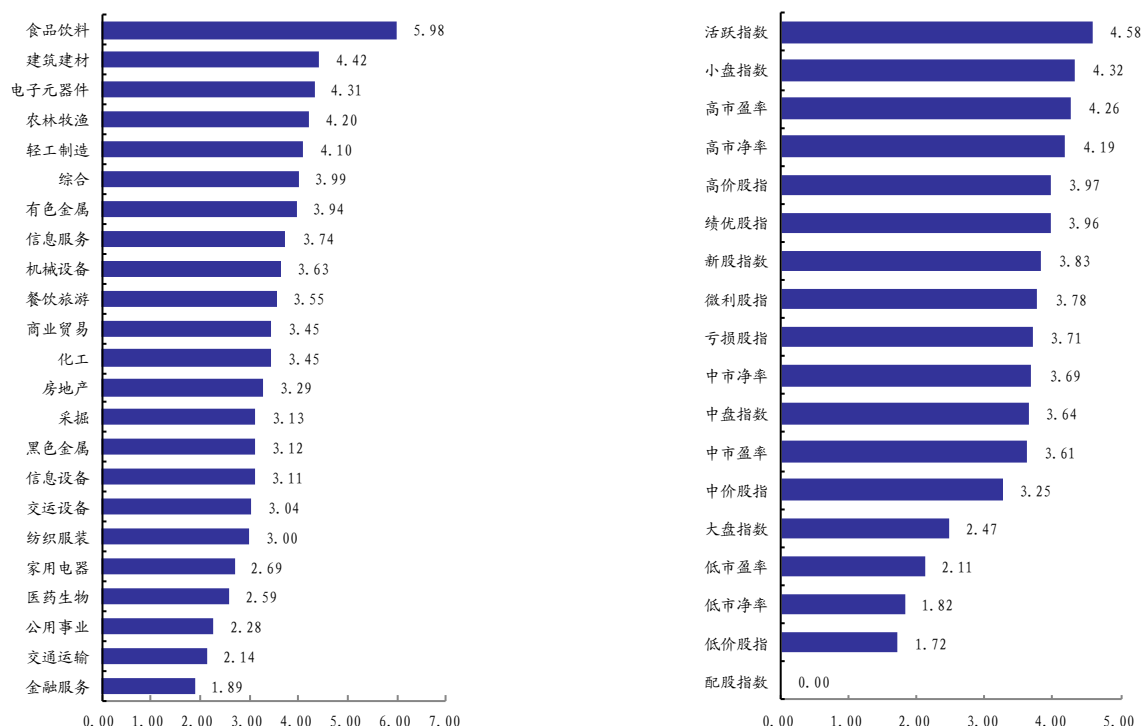
分行业看，黑色金属中、交通运输表现最差，4 季度利润同比下滑超过 50%以上；纺织服装、有色金属、化工、电子次之，下滑幅度在 30-50%之间；只有 6 个行业在四季度实现正增长，分别为：交运设备、农林牧渔、房地产、金融服务、餐饮旅游、医药生物，主要还是属于非周期类。

历史上看，非金融上市公司利润增速与工业企业一致，相关系数达到 0.8，但波动性大很多。工业企业 11 年 8-11 月季度利润增速从之前的 28.7%下滑到 16.5%、而且 12 年 1-2 月继续下滑至 -5.2%，因此 1 季度非金融上市公司的利润增速将继续走低。展望一季度的利润增速，假设银行+18%（占比 45%）、石油石化-20%（占比 12%），全部 A 股剔除金融及石油石化（占比 43%）如果在-20%-30%之间，则全部 A 股在-3.0%到 -7.3%之间。

展望未来，利润增速能否改善是关键，我们认为 2 季度有望触底反弹，1-2 工业企业盈利-5.2%已经降至 09 年 1、2 季度的水平，而当时于 09 年 2 月最低探至-37.27%触底反弹，而在 05 年最低探至 15.6%后反弹，而我们目前的经济状况比 05 年差，但好于 09 年。我们认为随着政策松动流动性触底，宏观经济工业增加值与 PPI 都将企稳且反弹，非金融企业利润增速在二季度有望触底。统计过去 10 年的市场表现，在盈利见底的年份，大盘无一例外的出现反弹和反转的行情，在 01 年、05 年和 08 年上证综指的表现都证明了这一点，盈利不断上调的年份股指都是上涨的年份，反之盈利不断下调的年份也是股指下跌的年份，只有 2004 年和 2010 年是例外，当年主要还是政策紧缩所至。

投资策略，一季度企业盈利负增长压制短期走势，但我们对于基本面依然坚持货币政策松动，信贷投放和流动性改善的基本判断。因此，对于市场我们认为机会大于风险，3月的下跌已经相当程度消化了经济差企业盈利下滑的风险。短期或将还有一小跌的可能，幅度有限，我们依然建议投资者静待战略反攻的到来。行业配置偏防御，看好食品饮料和农林牧渔。

上周各行业指数与风格指数表现：



数据来源：WIND资讯

境外市场：

美3月就业仅增12万增量为5个月最低。美国政府发布的3月非农就业报告显示，3月就业的环比增量为12万，明显低于预期，创下了5个月来的最低纪录。这意味着美联储采取进一步支撑性货币政策的大门依然敞开着。与此同时，失业率降至8.2%，创三年来新低。就业增长疲软可能影响奥巴马11月再选获胜的可能性。去年8月以来失业率保持下降势头，从9.1%降至目前8.2%的水平，但依然处偏高区域，要想回落至5-6%左右的水平依然困难重重。

美股

上周美股收低，三大股指全线下跌，道指下跌1.15%，纳指下跌0.36%。最新公布的美国去年四季度GDP环比折年率3.0%，为最近一年半以来的最高增速，同比增速1.61%，依然处于趋势线之下。虽然四季度经济增长不错，但大家对于一季度经济增长放缓，企业盈利增速放缓，对美股形成

不利。上周公布的美联储 3 月议息纪要降低市场对于 QE3 的预期，令美股三大指数整体承压。美联储货币政策重要智囊、摩根士丹利首席美国经济学家 Vincent Reinhart 随后指出，该行已将 QE3 推出的几率由 2/3 降至 1/3，联储未来货币政策决定将基于实际经济数据而非预测数据，若美国经济显示减速迹象，联储或采取行动。3 月份美国新增就业人数仅 12 万人，低于高盛预期的 20 万人，远逊预期，降至 10 个月来新低。而 3 月份制造业 PMI 指数达到 53.4%，相对 2 月份攀升 1 个百分点。就业数据大跌眼镜，重燃市场对 QE3 的期望，按目前情况来看，核心通胀率处于 2% 以上，美联储 4 月推 QE3 没有可能，只能期望放至 6 月份，联储推出新的 QE 或扭曲操作。我们认为美股面临调整压力，维持未来进入区间震荡，道指波动区间 12000-13500 点。

美元

上周美元指数报收于 79.84 点，与前一周相比上涨 1.13%。上周美联储公布了 3 月的会议纪要，纪要显示美联储认为目前的数据表明经济在温和增长，与原来的表述“复苏缓慢”有了较为明显的改变，失业率则逐步下降，但最新的数据并不能改变美联储对于 2013 年和 2014 年的经济预测。这些可能暗示美联储在经济好转后，可能将修正低利率维持至 2014 年年底的承诺，从而提振美元。从上周美联储公布的会议纪要可以看出，推出新一轮货币刺激措施已不太可能，而欧债危机余火未尽，西班牙的问题不断浮现，2012 年欧盟经济预期负增长打压欧元。我们认为，未来美元指数或将重现强势。

表一：德邦 2012 年一季度资产配置表

总体仓位比例 60%

序号	分 类	市值占总资产的比例
1	A 农、林、牧、渔业	标配
2	B 采掘业	回避
3	C 制造业	
	C0 食品、饮料	标配
	C1 纺织、服装、皮毛	回避
	C2 木材、家具	回避
	C3 造纸、印刷	回避
	C4 石油、化学、塑胶、塑料	轻仓
	C5 电子	回避
	C6 金属、非金属	回避
	C7 机械、设备、仪表	轻仓
	C8 医药、生物制品	超配
	C9 其他制造业	回避
4	D 电力、煤气及水的生产和供应业	回避
5	E 建筑业	标配
6	F 交通运输、仓储业	回避
7	G 信息技术业	标配
8	H 批发和零售贸易	标配
9	I 金融、保险业	超配
10	J 房地产业	回避
11	K 社会服务业	回避
12	L 传播与文化产业	超配
13	M 综合类	回避
合计		100%

注：回避：<1% 轻仓：1%—4% 标配：4%—6% 超配：6%—10% 重仓：10%—15%

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。