

报告类型 / 投资策略报告

经济回升幻觉、市场“四渡赤水”

——2012年A股中期策略报告

报告摘要:

- 基于传统时钟在经济周期识别的认知偏差，引入资金价格、风险溢价、盈利变化三维度的股市阶段运行规律的实证。当下A股处于风险改善过程，但业绩驱动尚需等待。
- 国内GDP2季度将接近7.5%、下行快速；“稳增长”成了更重要选择。逆周期政策推进的必然，全球如是。进一步释放货币，预计准备金率下调2次、降息以及对贷存比的窗口指导、增加微观主体融资能力；推进利率市场化、改善投融资渠道，鼓励民间资本以及恢复并加快铁路等基础设施建设、推动环保等新兴产业的投资。中长期信贷余额增速9-11%，推动信贷增速下半年回升缓慢。
- 当下相对于2008年，局限条件更多。产能过剩、物价结构性矛盾，存款增速低于贷款增速，银行存贷比相对2008年时期已经高出5%，制约着银行信贷扩张的程度；“四万亿”以及天量信贷将难现。相对于1季度8.1%的增速，全年经济要实现显著回升是困难的，下半年存在经济企稳回升的预期和幻觉；但是，新周期开启须待破解垄断及减税等更长效政策的累积。
- 本轮非金融类上市公司净利润负增长有别于相对2005、2008年。2005年营收高增长，三费占比过高是彼时净利润负增长的主因，股改后即释放业绩。2009年三费占比已无下降空间，但四万亿推动下需求V型回升、营收增速的快速修复推动净利润的改善。当下微观体盈利能力改善空间有限，预计2012年非金融类净利润增速为-3.2%，全部A股在5%左右。目前市场一致预期盈利增速仍然偏高、后续有进一步下调的压力。
- 整体估值低位、政策推进下风险溢价有改善要求；中小板对上证180指数的溢价能够维持在2.5-3倍之间，整体风格偏于中性；但是，结构性将在风格内部而非风格之间得到强化。从解禁和减持的角度看，4季度供给压力要大于3季度。
- 市场将游走在政策推进的现实与经济回升的幻觉之间。催化主要在于政策及流动性，而非业绩改善的显著推进。市场以区间震荡、波段运行为基础；指数可能运行的区间为2200-2600；以2450点形似为“赤水河”，则市场可能演绎“四渡赤水”；中期的角度看，2300点下方，操作上适宜逢低吸纳。
- 配置上，关注需求改善预期板块+需求稳定类板块。主线1：需求改善型，非银行金融、环保、高端装备(高铁、海工、核电等)、电子信息(触摸屏、移动互联网等)；主线2：需求平稳型，白酒、饲料、景点、生物医药等。

相关报告

证券分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

(021)20361167 shenzy@nesc.cn

目 录

1. 风险改善向业绩驱动转换的曲折之路	4
1.1. 风险改善向业绩驱动的常规模式探讨	4
1.2. A 股处于风险改善过程，但业绩驱动尚需等待	7
2. 曲折，源于政策推进现实和经济回升幻觉的耦合	8
2.1. 政策推进的现实、经济回升的幻觉	8
2.2. 欧债困扰、全球经济乏力下各国更迫切于“稳增长”	9
2.3. 国内稳增长、传统与新兴并举，但回升更多是幻觉	9
2.3.1. 国内经济回落明显，政策推进成现实	10
2.3.2. 经济将现回升幻觉，但新周期开始还需时日	12
2.3.3. 下半年经济回升幻觉的路径探讨	14
3. 市场冲高回落、形似“四渡赤水”	15
3.1. 业绩改善难度大、市场盈利预期还需下调	15
3.1.1. 相对 2005 年和 2008 年的情景，本轮非金融类净利增速难改观、全年-3%左右	15
3.1.2. 市场一致预期盈利增速仍将下调空间	18
3.2. 估值低位、风格内部而非风格之间的轮动	19
3.3. 供给压力上，4 季度解禁压力要大于 3 季度	21
3.4. 市场运行区间及趋势：2200-2600，“四渡赤水”	22
3.4.1. 行情驱动逻辑：估值波动及风格内部变迁是市场主要特征	22
3.4.2. 行情运行：三季度好于四季度	22
3.5. 配置方向：需求改善预期板块-需求稳定类板块的轮动	23
图 1: 美国标普 500 指数与信用利差、利率的轮动规律	5
图 2: 美国标普 500 指数与盈利增速的互动	6
图 3: 美国标普 500 指数的风险溢价与信用利差存在显著的正相关性	6
图 4: 中国沪深 300 指数的风险溢价与信用利差也存在显著的正相关性	7
图 5: 风险偏好改善之后，A 股切换至业绩推动是存疑的	8
图 6: “业绩”在经济难有 V 型回升的情景下改善的空间有限	8
图 7: 欧洲衰退、美国弱增长，欧美经济疲软	9
图 8: 国内投资回落、地产投资增速回落显著	10
图 9: 工业增加值回落显著、GDP 增速将考验 7.5%	11
图 10: 工业品“通缩”苗头、通胀未来数月还有改善	11
表 1: 降准、降息等货币政策工具还将被运用	11
表 2: 企业债、公司债等债券融资方式有改善，但规模还有限	12
表 3: 股市低迷、融资规模同比显著下滑	12
图 11: 当下存贷比相对 2008 年已经回升 5%、进一步提升空间有限，需放松管制	13

图 12: 存款余额增速连续低于贷款增速, 制约信贷大幅扩张	13
图 13: 稳增长政策推进, 中长期信贷占比将止跌回升	14
图 14: 中长期信贷余额增速未来有小幅回升, 但仅在 9-11% 之间、难现 “V 型”	14
图 15: 经济跟踪指标的演绎路径: 信贷改善、PMI 回升, 但产出水平仍在低位波动	15
图 16: 经济增速回落、上市公司营收增速骤降	16
图 17: 净利润增速回落显著大于营收增速回落, 显示盈利能力的回落	16
图 18: 成本居高不下, 毛利率还在回落的通道中	17
图 19: 相对 2005、2008 年, 三费中仅财务费用未来有改善可能	17
表 4: 2012 年全部 A 股上市公司净利润预测参数及结果输出	17
表 5: 市场自下而上一致预期的全年盈利增速后续仍将面临下调	18
图 20: 市场一致预期的净利润增速在下调过程中, 但具有滞后性	19
表 6: A 股在全球主要股市估值水平的位置	19
图 21: 非金融主板的市盈率在 20 倍, 也在低位区域(2003 年至今)	20
表 7: 不同风格板块的估值水平与 2008 年极端值的对比分析	20
图 22: 中小板对上证 180 的市盈率溢价水平有望在目前水平附近做波动	21
图 23: 相对于年初 1 月份的净增持, 产业资本呈现持续的净减持行为	21
图 24: 下半年尤其是四季度限售股解禁规模显著大于上半年, 供给压力增强	22
表 8: 基于流通市值对储蓄、M2 的提升空间的测算, 乐观看市场回升的空间在 10%	23
图 25: 市场窄幅反复震荡, 形似 “四渡赤水”	23
图 26: CPI-PPI 回升后将趋于平稳的阶段, 基本消费品及工业品股价之间展现轮动特征	24
图 27: 行业营收、净利增速的散点分布	24
图 28: 行业市净率、市盈率及 ROE(PB/PE) 的散点图解	25
表 9: 需求改善型主线, 非银行金融、环保、高端装备、电子信息等	25
表 10: 需求平稳型主线, 白酒、饲料、景点、生物医药等	25

1. 风险改善向业绩驱动转换的曲折之路

1.1. 风险改善向业绩驱动的常规模式探讨

思考未来 A 股市场的运行，追忆下历史是必要的。距离 2007 年的上一轮牛市峰值也已经第五年了。回忆在这五年中，2008 年金融危机的崩盘；2009 年四万亿刺激的 V 型回升；2010 年“四万亿”第二年政策力度减弱下的结构性行情、演绎创业板为代表的成长股泡沫；2011 年没有了“四万亿”、通胀却成大问题，宏观调控紧缩下，市场出现股债双杀，大批高估值的伪成长股潮水褪去，跌幅超过 60% 的个股比比皆是。

进入 2012 年，经济物价双回落的过程中，虽然市场情绪依然并不昂扬，但由于“稳增长”放在了控通胀的前面，虽然业绩疲软，但市场总体还保持了一定的活跃度，既有港口、电力、工程机械以及券商地产的传统权重股的表现；又有环保、信息技术、白酒等成长性预期较高的板块的突出表现。2012 年至今的行情，主要是“稳增长”作用下的资金价格和风险溢价阶段性改善下的估值修复性行情，结构性特征显著。

展望 2012 年下半年，我们认为，“稳增长”下逆周期政策的持续推进以及由此带来经济回升“幻觉”或预期，并由此伴随着的资金价格尤其是风险溢价改善仍然是市场的主要推动力；而由于海外经济的疲软以及国内内生增长的乏力，市场要过渡到“业绩驱动模式”的行情，还较有距离。

即，本文需要论述，在目前经济和物价双回落的背景下，逆周期政策还将推进，并由此带来经济短期改善的预期以及风险溢价的修正；同时，由于各项制约存在，后四万亿时代，经济回升的动力并不强烈，业绩驱动行情的到来还需要较长时间的等待。在此经济及政策背景下，市场演绎区间震荡的概率更大些。

为了能够更好的描述我们对于市场演进规律以及当下市场特征的分析，我们引入基于资金价格、风险溢价、盈利变化三个维度的股市阶段运行规律的分析。

从策略研究的角度，基于划分经济周期窗口的变量不同，常用美林四阶段的投资时钟以及普林格六阶段的资产轮动理论来指导大类配置，重点用来分析中短期比如 1 年以内的大类资产市场表现；相对而言，长周期等则需要从人口结构、技术变迁等变量来分析。

客观而言，由于认知的缺陷，对经济周期识别存在着客观的难度，比如市场 2011 年对通胀持续的时间、2012 年对经济回落持续周期及幅度等均会存在一定估计不足和误差、这是认识上的客观偏差。因此，从研判中短期市场而言，我们更希望从跟踪更为密切的指标来分析股票市场的运行，因此，这里从资金价格、风险溢价、盈利的角度出发，这是投资时钟理论的变异、殊途同归，只是更集中于印证股市牛熊。

更多从市场变量出发，用经济基本面做辅证及事后验证，以美国以及中国股市的案例，做例证、分阶段。这里按照资金价格回落+风险溢价提高、资金价格回落+风险溢价回落、风险溢价回落或低位+业绩盈利改善、业绩高位+价格回落等四个阶段轮动来描述彼时的市场特征。

阶段 1：伴随着物价回落、量价齐跌，经济失速下行，逆周期出手但难改市场风险厌恶情绪；资金价格回落+风险溢价提高，股市继续回落；比如美股 2000 年至 2002 年中期。

阶段 2：持续的政策推进，先行指标尤其是流动性方面出现显著改善，经济处于衰退后期及复苏初期，情绪发生改善；资金价格继续回落+风险偏好改善、风险溢价回落，股市上涨；比如美股 2002 年中期至 2004 年中期。

阶段 3：经济处于持续的复苏过程，伴随着经济的逐步好转，物价和市场利率均有所回升，市场情绪持续好转；资金价格开始回升+风险偏好继续改善，盈利改善，股市继续缓步上涨；比如美国 2004 年中期至 2006 年中期。

阶段 4：经济处于繁荣并向峰值推进，风险溢价创出历史低位、窖藏货币涌出，资金价格高位有所回落+风险溢价继续处于历史低位，股市泡沫特征显著、加速赶顶。比如美国 2006 年中期至 2007 年中期。

阶段 5=阶段 1：泡沫崩溃、经济失速回落，市场风险溢价飙升，再度转入熊市、即阶段 1。循环反复，

只是就如经济周期四阶段并非完全轮动，经济周期可能在衰退-复苏之间做轮动，则市场也相对以宽幅轮动来体现。比如美国 2007 年中期至 2008 年。

目前来看，美国有较大的概率以经济周期四阶段轮动；而 A 股则自 2008 年金融危机以来、更多以“衰退-复苏”简单的两阶段轮动来实践“经济转型”的中期特征，即 新周期启动迟缓、“W 型”双底反复、但右肩更为平坦、形似“L 型”，也即面对的是 L 型转型。

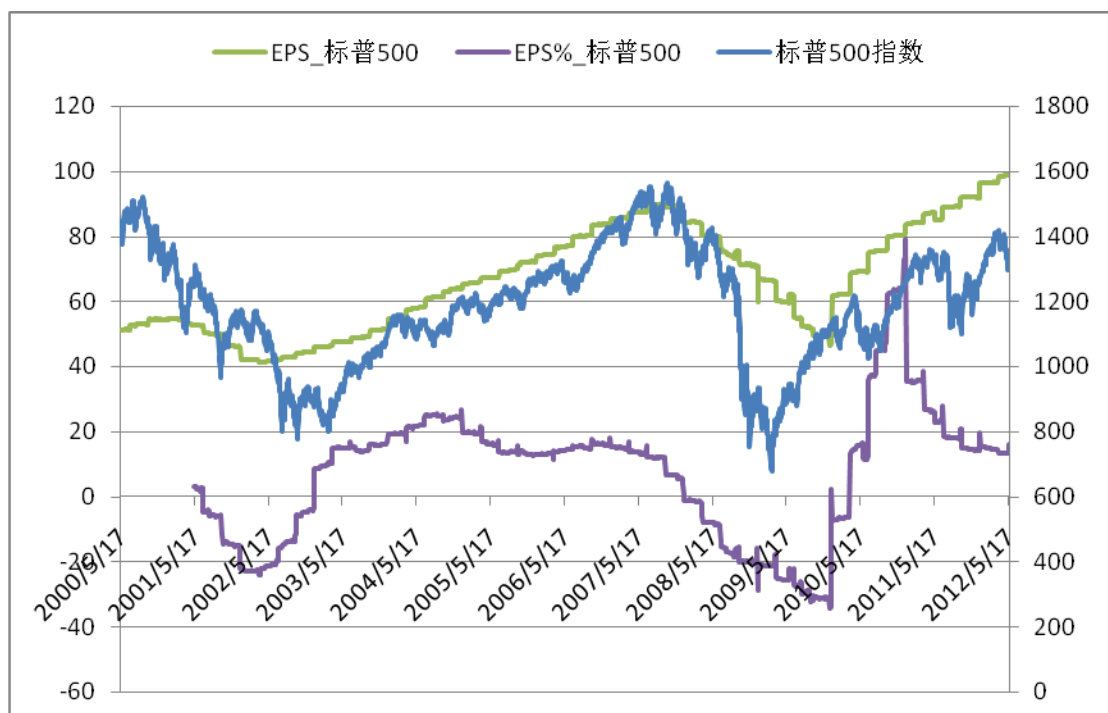
补充说明的是，基于估值及业绩的内含贴现率或者风险溢价的获取内生性特征更强，因此，倾向于用债券市场信用利差来替代。且我们认为，信用利差与风险溢价，两者之间具有较高的可替代性探讨。这里运行债券利差，比如美国为 BBB-和 AAA 的利差以及中国为 AA 和 AAA 的利差来描述债券市场的信用利差，虽然目前美国债市 AAA 企业债券的只有个位数、其他主要集中在 BB 到 A 的信用评级之间；而中国主要集中在 AA 和 AAA 之间，几乎没有 A 以下评级。从理论和实证的角度，一般均支撑使用债券市场的信用利差来拟合股票市场中的风险溢价。我们认为，信用利差除了与供求、宏观产出及通胀外，较多的呈现出与股市风险溢价或者内在回报率之间的同向性；美国股市更为显著($\text{corr}=0.51$)、A 股也呈显著同向性($\text{corr}=0.47$)，即，可替代性显著。

图 1: 美国标普 500 指数与信用利差、利率的轮动规律



数据来源：东北证券，彭博；美国企业债中 AAA 级债券只有个位数、较少；更多的债信主要集中在 BB 和 A 之间。

图 2: 美国标普 500 指数与盈利增速的互动



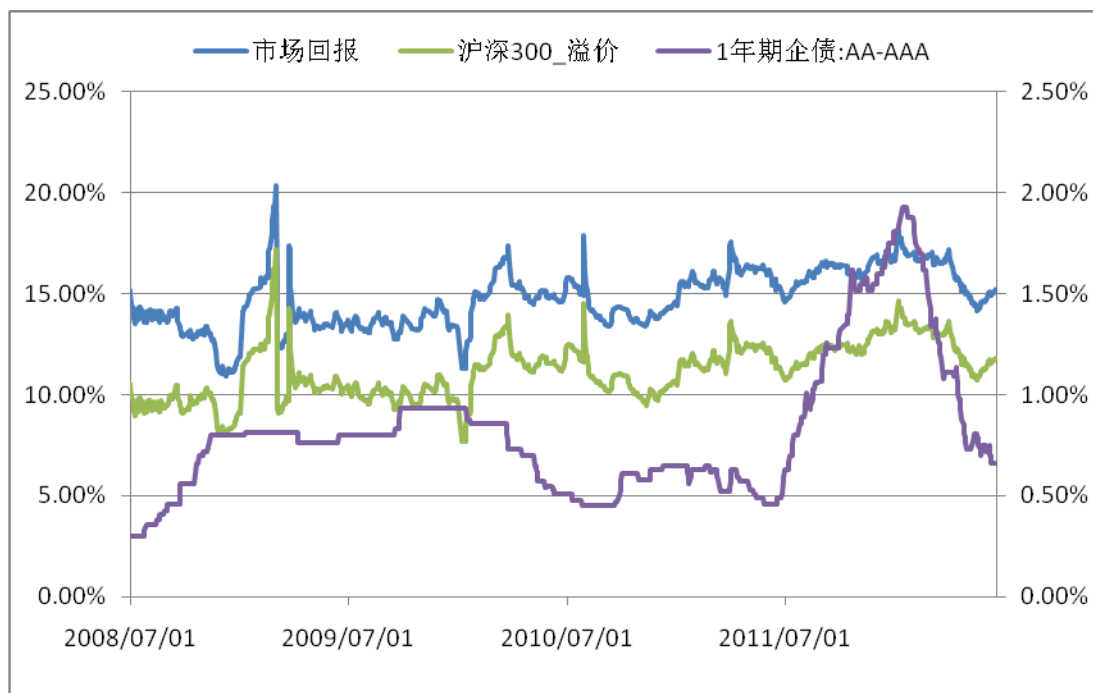
数据来源: 东北证券, 彭博; 以标普 500 指数的盈利增速来拟合美股。

图 3: 美国标普 500 指数的风险溢价与信用利差存在显著的正相关性



数据来源: 东北证券, 彭博

图 4：中国沪深 300 指数的风险溢价与信用利差也存在显著的正相关性



数据来源：东北证券，彭博，WIND

1.2. A 股处于风险改善过程，但业绩驱动尚需等待

以 6 月 15 日数据为例，1 年期 AAA 企业债到期收益率为 3.2%、国债到期收益率为 2.25%，AA 企业债到期收益率为 3.86%，AA-AAA 的利差在 0.7% 左右。因此，相对于 2010 年或者 2008 年前的正常期间的 1 年期国债收益率回落至 2% 以及信用利差回落至 0.5% 而言，目前的水平离开正常态还有一些距离，存在一定均值回归的动能；而稳增长推进，是进一步实现资金价格和信用利差改善的主要催化剂。

对于企业盈利而言，1 季度 8.1% GDP 增速，非金融类上市公司营收 10% 的增速、净利润接近 20% 的降速而言，考虑到全年 8% 左右的经济增速，非金融类上市公司盈利出现显著逆转的难度较大，这一点我们将在后面做重点说明。经济增速中枢的回落、企业盈利改善的艰巨，当下 A 股驱动更多在风险溢价的改善，跨入盈利驱动之路在中短期内仍较难得到验证（2011Q1 短暂回升的案例）。

因此，短期风险溢价的改善更多取决于通胀回落程度以及逆周期政策推进的进度，长期则取决于潜在产出水平等，更关注短期的变动。

目前来看，A 股则自金融危机以来、更多以“衰退-复苏”简单两阶段轮动来实践“经济转型”的中期特征，即“W 型”复苏，但右肩更为平坦、形似“L 型”转型；其核心在于新周期启动的缓慢、经济波动更多来自于政策刺激和调控之间的摆动。

就新周期而言，需要更多的推进改革，推动政府减税费及垄断企业的让利来激发实体的投资意愿；这相对而言是缓慢的，下半年存在着变革的预期但更多的看点还在于传统“稳增长”政策的推进。相对于 1 季度 8.1% 而言，下半年经济的回升更多是“幻觉”；换句话说，A 股市场由风险改善驱动转向业绩驱动是缓慢的而曲折的，需要时间累积，并非简单的估值低位可以推进的。

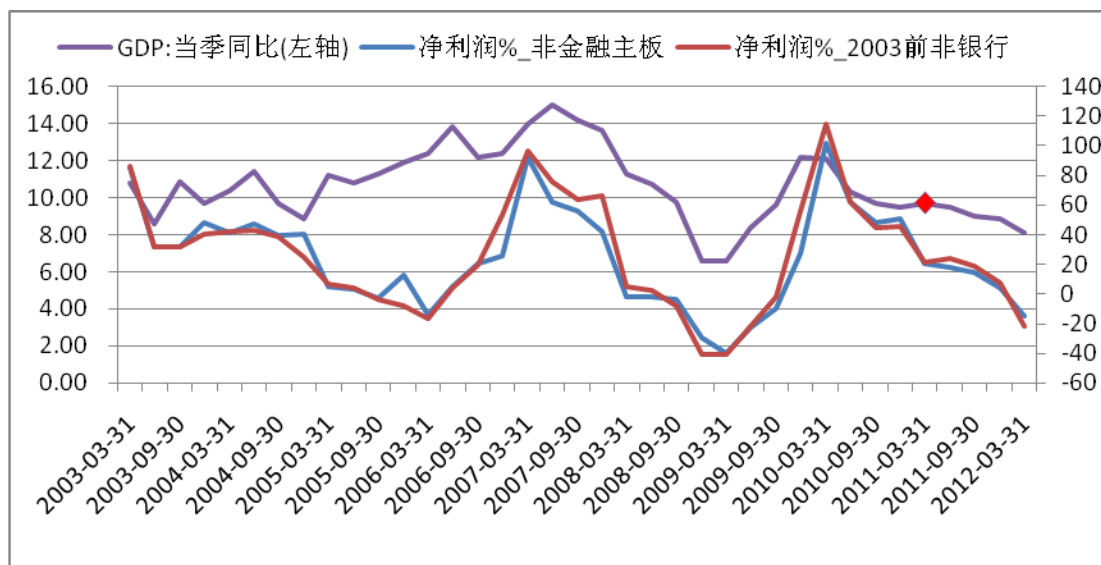
因此，我们认为，下半年市场处于风险溢价改善和业绩驱动的切换过程中，且更多立足于风险溢价改善的维度、更多立足于市场尤其是部分板块估值水平改善的维度，而非期待于业绩实现显著的正增长。

图 5: 风险偏好改善之后, A 股切换至业绩推动是存疑的



数据来源: 东北证券, WIND

图 6: “业绩”在经济难有 V 型回升的情景下改善的空间有限



数据来源: 东北证券, WIND

2. 曲折, 源于政策推进现实和经济回升幻觉的耦合

2.1. 政策推进的现实、经济回升的幻觉

GDP 从四季度的 8.9%、1 季度的 8.1%、2 季度将跌破 8% 可能接近 7.5%; 经济回落显著, “稳增长” 成了更重要选择, 逆周期政策推进是必然选择; 已经看到了准备金率的 2 次下调、重点规划项目的获批。

从策略的角度看, 在转型缓慢、要素效率改善缓慢的格局下, 政策主要以进一步改善货币环境并推进项目建设为主。金融改革的长期性, 使得中短期市场的逻辑依然在于关注信贷的维度。

2 季度策略中, 我们结合当下贷款短期化、存款定期化 (理财化) 的特征, 重点从改善中长期信贷的总量和分项角度出发、推演政策及经济的运行。目前看, 货币政策及财政产业的推进, 量化的角度看, 均可以解读为围绕该角度的运作; 因为, 抛开信贷、股市融资增速当下环境下扩容有制约, 债券融资增速中性。

欧债危机、全球经济疲软, 各国货币当局纷纷选择松货币的形式, 比如日本、英国、澳大利亚、印度、

欧洲 (LTRO 及经济刺激方案) 和美联储 (维持低利率、延长扭转、甚至 QE3)；中国也难以例外。

因此，政策不在于救与不救；未来有哪些新的手段、能否救起来或者多大程度上能够让经济止跌企稳乃至回升，止跌回升的时点以及回升的持续性。我们认为，强调稳增长的现实、容忍通胀的长期潜在压力，是政策的方向。未来有进一步下调准备金率以及降息的要求；同时，财政产业推进上有所着力。

另一方面，经济回升更多是幻觉。之所以认为，幻觉。主要是因为，在全球低迷、各国政策力度边际改善弱化的背景下，经济回升将有别于 2009 年、不会是 V 型回升、也不会是新周期的开始，更多可能的是 L 型下的震荡、力图实现缩小经济回落的速度。具体体现为，汽车地产销量下半年环比有所改善；铁路、节能等投入有所显著改善；这些是经济回升幻觉中的亮点。

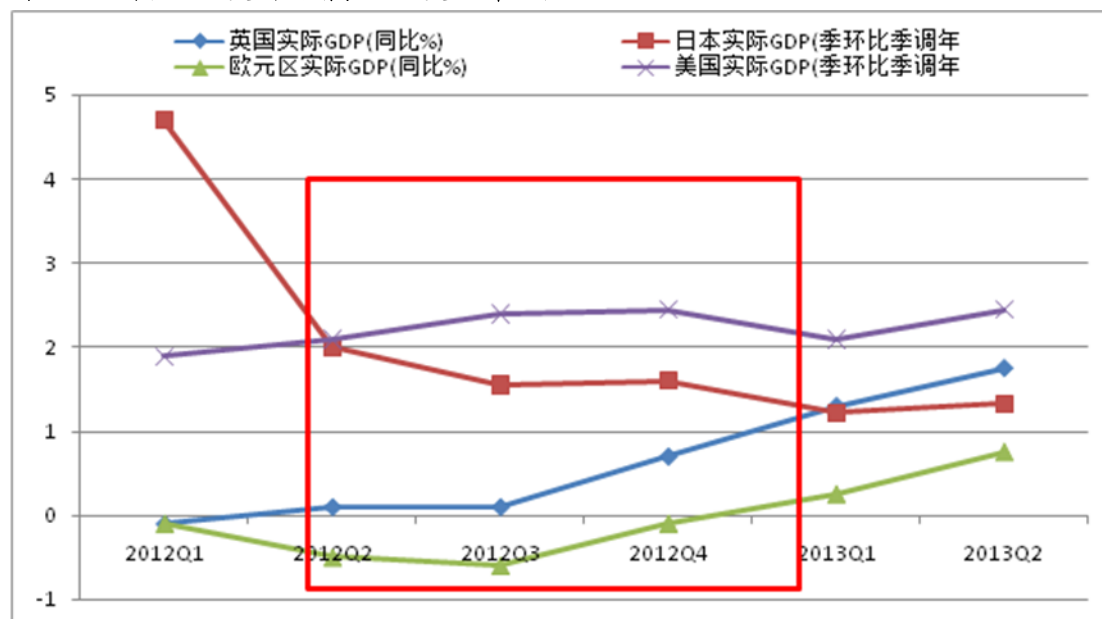
2.2. 欧债困扰、全球经济乏力下各国更迫切于“稳增长”

政策推进的必然，但经济回升的艰难以至幻觉、使得市场从风险溢价改善向业绩驱动转移呈现曲折性，其中经济面的制约是核心。

政策推进的必然，全球如是。欧元区负增长、美国略好在 2% 左右；欧债疑云、海外经济复苏缓慢，全球释放流动性的方向未变，但 2013 年全球的不确定性可能更多而非更少。新兴市场释放流动性、逆周期政策推进也在逐步落实。

美国失业率 8% 以上、新屋营造许可年化 70 万以下，经济复苏依然艰辛；从美联储延长“扭转”期限来看，采用增加持券久期的方式，以及欧洲推动经济增长刺激方案；显然、经济回落压力下“稳增长”、宽货币成了各国的首选。

图 7：欧洲衰退、美国弱增长，欧美经济疲软



数据来源：东北证券，彭博

2.3. 国内稳增长、传统与新兴并举，但回升更多是幻觉

上半年我们策略诉诸逆周期政策的期待，并且认为政策推进将以推动中长期信贷增长扩大为主线。由于宏观经济系统的一致性和关联性，中长期信贷的改善成了“稳增长”政策推进的核心，也成了市场的重点关注对象。

上半年的降准降息、释放可贷资金并降息贷款成本，推进基建项目、增加实体经济投资亮点，从信贷成本及供给和信贷需求的多重角度，增加微观主体贷款需求。

只是，在本轮“稳增长”政策中，更多采用传统与新兴的结合。汇率加大浮动、存贷利率扩大调整上下限、加快企业债和公司债等市场的建设、改善投融资渠道，鼓励民间资本以及恢复并加快铁路等基础设施建设、推动环保等新兴产业的投资，成了本轮政策的新特征，但显然“四万亿”难以重来、既无政策推进的意图也无推进的能力，政策的推进更多是托底且某种意义上看，托底也是困难的，7.5%的经

济增速也并非如探囊取物。相对于 1 季度 8.1% 的经济增速，全年经济要实现显著回升是困难的，更多的是政策推进的预期和现实，经济回升的预期和幻觉。

2.3.1. 国内经济回落明显，政策推进成现实

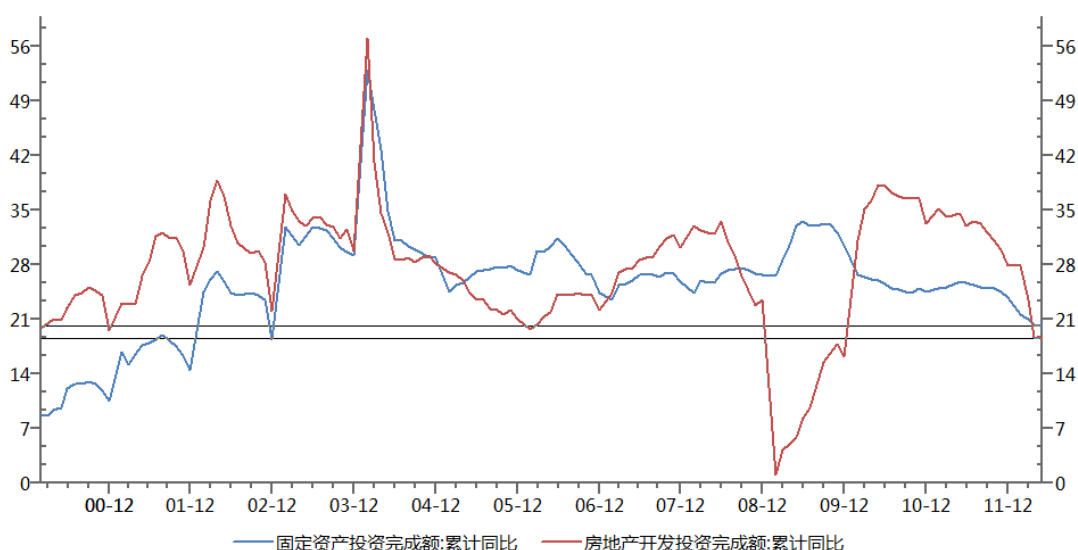
固定资产投资增速回落至 20.1%、房地产投资更是回落至 18.5%，地产投资增速连续 2 个月低于整体固定资产投资增速；房地产对经济的支撑弱化，这种弱化是城镇化过程中或者说房改以来的第三次、前两次分别为 2005 年和 2008 年。而且，更为重要的是，预期后续数月房地产投资增速仍将低于社会固定资产投资；即，后续投资的看点，更多来自于非地产投资，重点是十二五规划项目的推进。

因此，目前情况下，经济回落、保 7.5% 均有压力。

物价回落、预计下半年 3% 下方。从全球需求疲软以及美元指数未来的走势来看，PPI 以及大宗商品的价格仍将处于低位乃至回落，经济领域尤其是制造业领域用通缩来形容也不为过；只是食品等相关领域的价格依然有压力，物价领域整体呈现结构性的特征：工业品的通缩、劳动密集型及农产品的结构性价高，这既是中长周期劳动力变迁的原因，也是中短周期国内资金供给层面出现的贷款短期化特征所致，资金进入长期实体投资的意愿不强所致。因此，经济回落及通胀问题年内不再是重点关注点，将利于逆周期政策的进一步推进，政策推进成现实。

谈及政策的推进，短期看，还是维持我们二季度的思路，即主要围绕着改善信贷尤其是中长期信贷的维度进行展开。包括准备金率可能下调 2 次、并有进一步降息 1 次的需求；同时，基建项目将进一步推进，从近期铁路基建投资，到鼓励民资投资以及加大环保、信息、文化等新兴产业的投资。另外，由于大宗商品的大幅下跌以及一些重点项目的推进，部分行业存在低位补库存的可能，比如 2011 年 6-7 月份以及 2008 年 5-6 月份大宗商品大幅回落下一些行业的补库存行为导致对应行业增加值的回升。但是，长期的看点，则是更倾向于减税、破解垄断。

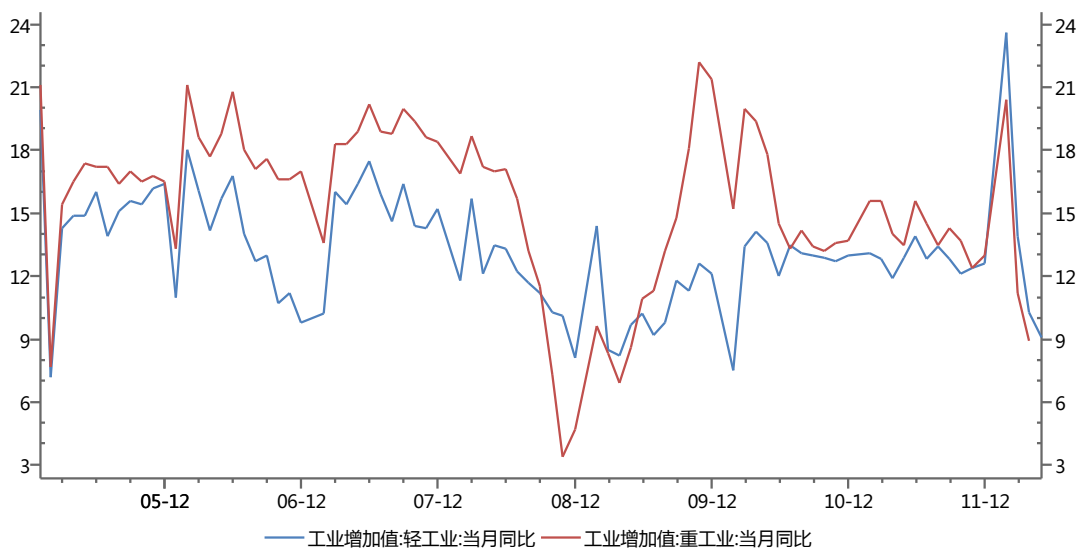
图 8：国内投资回落、地产投资增速回落显著



数据来源:Wind资讯

数据来源：东北证券，WIND

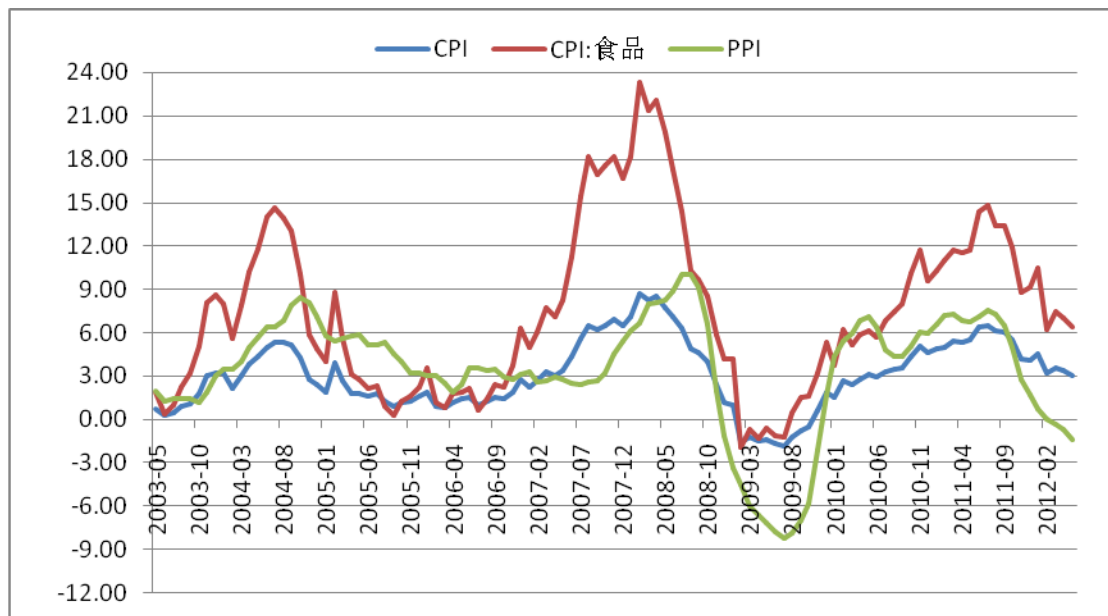
图 9: 工业增加值回落显著、GDP 增速将考验 7.5%



数据来源:Wind资讯

数据来源: 东北证券, WIND

图 10: 工业品“通缩”苗头、通胀未来数月还有改善



数据来源: 东北证券, WIND

表 1: 降准、降息等货币政策工具还将被运用

指标名称	2011 年末	2012 年 4 月	2012 年 12 月	下半年仍处于准备金率下调周期
外汇占款余额	254869	255,888	260688	外汇占款月增 600 亿
各项存款余额	792091	842,275	890,275	存款月增 6000 亿
公开市场未到期资金 余额	23820	23820	23820	公开市场零回笼
外汇占款静态对冲率	76.16%	75.1%	72.3%	外汇对冲率降至 72%: 2009 年低水平区域
人民币存款准备金率	21.5	20	18.5	准备金率下调 2-3 次

数据来源: 东北证券, WIND

2.3.2. 经济将现回升幻觉，但新周期开始还需时日

经济具有周期性，但形似“L”型的转型走势，使得经济回升的力度和空间大受制约。经济回升幻觉的原因，在于新周期开启的难度、制约因素较多。

下半年，稳增长探索新模式、推动中长期信贷以及投融资渠道的多样化，推进十二五项目规划落实是看点。其中，中长期信贷增速依然是短期研判政策推进和经济回升的跟踪。从资金角度看，一方面继续扩大债券等融资渠道，另一方面，目前信贷依然是主要关注点，切实改善中长期信贷需求、但受项目及贷存比等限制预计回升有限。

目前管理层大力发展债券市场，但就当下债券融资的规模而言，目前还相对有限：上半年企业债融资 2900 亿、公司债 900 亿、中期票据 1300 亿，短融 800 亿，应该说债券融资的增速有了显著的提升，企业的各项债券融资规模增速在 20% 上方，高于信贷增速；但就规模而言，还只是信贷增量的 12% 左右，空间有限。而股票融资，由于上半年股票市场不温不火、情绪相对低迷，实际股票融资不足 2000 亿、同比回落 40% 以上。因此，维持我们二季度时的看法，当下在扩大社会融资渠道的同时，应对经济急剧回落的格局，切实的改善信贷尤其是中长期信贷的增速尤为重要。

目前中长期信贷占新增信贷的比重由四万亿时期以及 2008 年前的 60% 左右，急剧回落至 30% 左右；长期信贷需求的不足是多方面原因的结果；其改善，也是缓慢的。

预计后期准备金率下调、继续调降利率以及对贷存比的窗口指导均是政策推进的工具，其结果是信贷增速下半年逐步有所回升，并带动经济的逐步企稳。但是，当下的情景相对于 2008 年，局限条件更多，除了产能过剩、劳动力成本高企、物价结构性矛盾等等外，目前的信贷环境也不足以支撑天量信贷的扩张。因为，目前银行贷存比(简单的运用贷款/存款来计算)相对 2008 年已经提升了 5%，交行光大等银行的贷存比已经接近 75%；同时，银行存款增长缓慢，目前已经连续数月存款增速低于贷款增速，而 2008 年时期存款的增速则远大于贷款增速。

因此，存款增长缓慢、存款增速低于贷款增速，不少银行存贷比逼近上限、且银行整体存贷比相对 2008 年时期高出 5%，这直接制约着银行信贷扩张的程度；即使有大量项目跟进，在银行强化监管的背景下，再演 2009 年 10 万亿信贷是难以兑现的，今年 8 万亿左右的信贷规模较为合理。如今明两年，信贷 8 万亿且中长期信贷占比修复至 40%，则预计未来数月中长期信贷增速将逐步回落，其有助于带动经济出现企稳改善迹象。但受制于总量，信贷增速难以演绎 V 型，中长期信贷余额增速可能在 9-11% 左右，使得经济回升的力度是较弱的。

表 2: 企业债、公司债等债券融资方式有改善，但规模还有限

债券类型	票面总额_2011 年 6 月	票面总额 _2012 年 6 月	2011 年前 6 月增量	2012 年前 6 月债 券增量	2012 年 6 月债 券余额同比%
国债	67,511	69,581	2,018	237	3%
地方政府债	4,000	4,581	0	-1,419	15%
金融债	66,367	80,370	9,069	8,675	21%
企业债	12,256	16,013	1,528	2,920	31%
公司债	2,132	3,706	491	892	74%
中期票据	16,424	21,304	2,818	1,327	30%
短期融资券	8,221	9,113	1,536	816	11%
合计	208,375	204,668	17,459	13,448	-2%

数据来源：东北证券，WIND

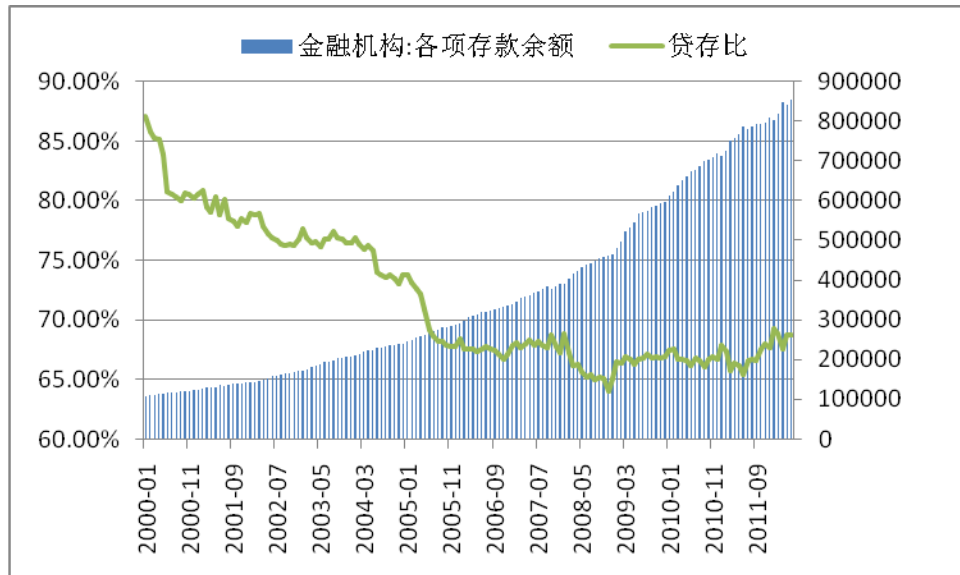
表 3: 股市低迷、融资规模同比显著下滑

日期	募集资金(亿元)	首发募集资金(亿元)
2011 年 1-6 月	3,427	1,608
2011 年 1-12 月	7,019	2,720

2012 年 6 月 17 日止	1,822	680
2012 年 1-6 月同比	-47%	-58%

数据来源：东北证券，WIND

图 11: 当下存贷比相对 2008 年已经回升 5%、进一步提升空间有限，需放松管制



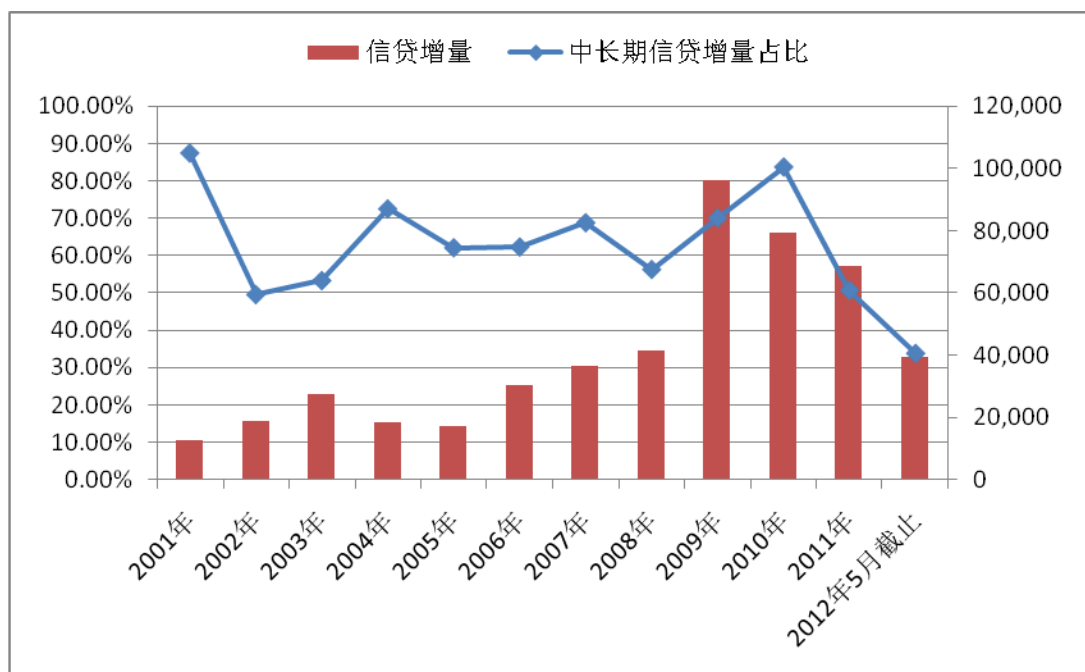
数据来源：东北证券，WIND

图 12: 存款余额增速连续低于贷款增速，制约信贷大幅扩张



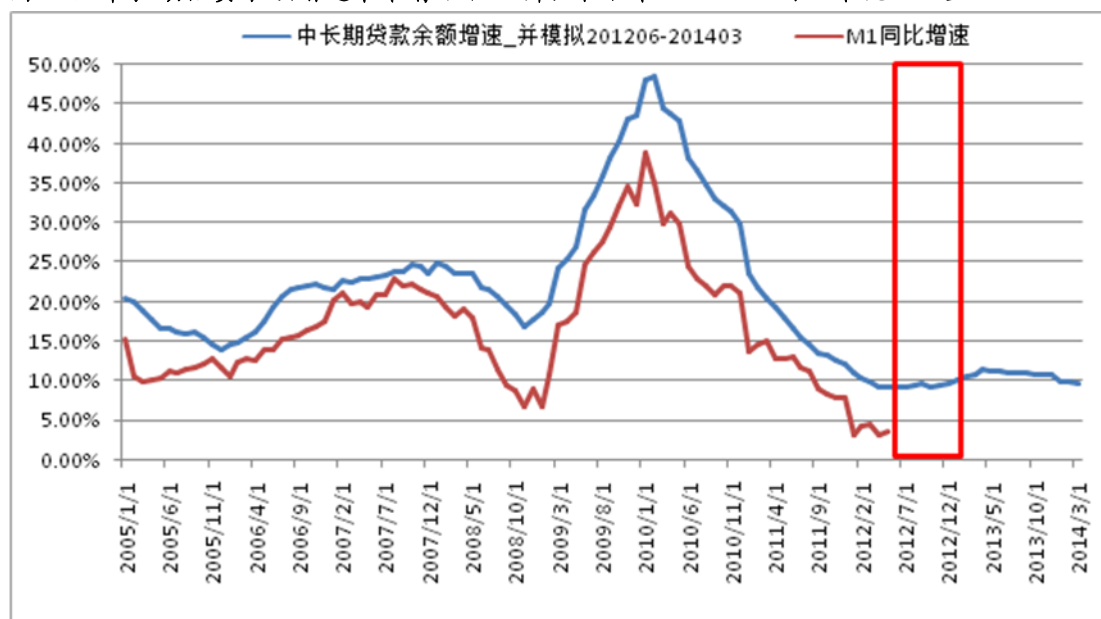
数据来源：东北证券，WIND

图 13: 稳增长政策推进, 中长期信贷占比将止跌回升



数据来源: 东北证券, WIND

图 14: 中长期信贷余额增速未来有小幅回升, 但仅在 9-11%之间、难现“V型”



数据来源: 东北证券, WIND

2.3.3. 下半年经济回升幻觉的路径探讨

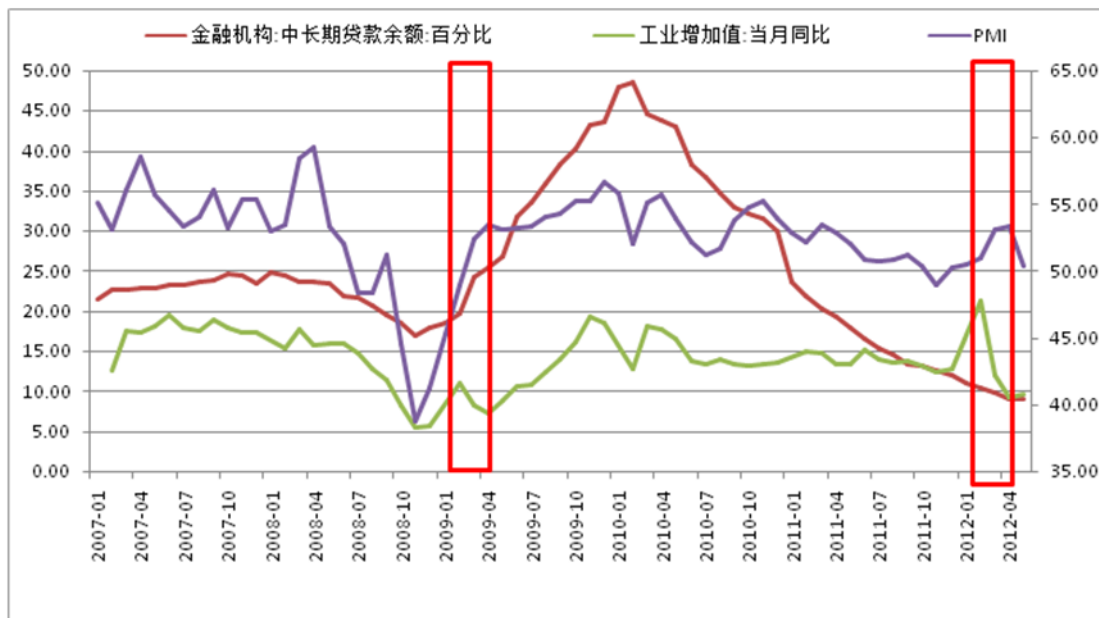
政策层面, 预期未来降准 2 次和降息 1 次, 均有必要性, 窗口指导、微调存贷比; 同时, 加快重点项目的推进, 释放信贷需求。又, 由于大宗商品价格的下行, 部分中游行业存在低位补库存的可能, 比如 2011 年 6-7 月份以及 2008 年 5-6 月份大宗商品大幅回落下一些行业的补库存行为导致对应行业增加值的回升。

基于信贷、货币与工业产出等指标的关系, 又基于中长贷占比逐步恢复, 中长贷增速(2012 年 6 月至 2014 年 3 月)有小幅回升后回落的概率、且增速区间在 9-11%。因此, 经济中枢下台阶以及经济显著回升的

持续性或不强，是大概率事件、这也是转型的大背景。

即，经济回升源于信贷改善、项目推进；信贷以及 PMI 将在下半年逐步出现回升、但是工业产出在三季度料将还处于低位波动而后出现回升。整体来看，相对于 1 季度 8.1% 的 GDP 增速而言，全年经济增速在 8% 左右、下半年经济回升的力度均不强，难以实现对 1 季度的显著回升，即下半年出现的一些基本变量改善、但更多定义为“幻觉”、此源于回升不宜解读为新周期。

图 15: 经济跟踪指标的演绎路径：信贷改善、PMI 回升，但产出水平仍在低位波动



数据来源：东北证券，WIND

3. 市场冲高回落、形似“四渡赤水”

3.1. 业绩改善难度大、市场盈利预期还需下调

3.1.1. 相对 2005 年和 2008 年的情景，本轮非金融类净利增速难改观、全年-3%左右

非金融营收及利润增速伴随着 GDP 回落，依然有压力；预计全年 GDP 8% 左右，对应非金融类上市公司营业收入增速约 10%。需求低迷下、定价能力难有改善，对应毛利率回落难升；同时，销售及管理费用已经处于最近 10 年来的低位区域，进一步减员压费用的改善空间较小；只是，由于利率浮动的推进及降息，上市公司财务费用下半年将有所改善。

预计未来盈利改善将来源于营收增速的企稳以及财务费用和税金主要是营业税及附加项的改善。据此预期，2012 年非金融类净利润增速为-3.2%，下半年净利润增速回落的幅度将有所改善；考虑银行 10% 以上增速、则全部 A 股增速在 5% 左右

虽然宏观经济情势与 2005 年尤其是 2008 年有类似，但微观上则有所区别。

相似点为，2012 年 A 股估值水平与 2005 年、2008 年一致；利润也处于同比回落中。

——2005Q3-2006Q1 连续 3 个季度累积净利润负增长，但股市在 05 年 6 月份见底。

——2008Q3-2009Q3 连续 4 个季度累积净利润负增长，但股市在 08 年 10 月末见底。

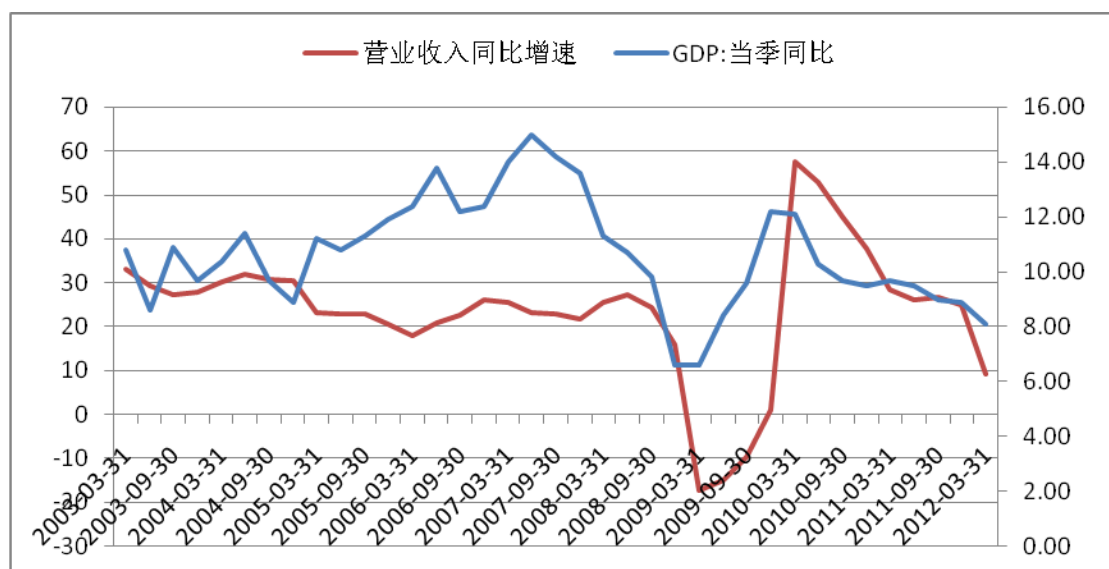
即股市可以在业绩实现正增长前 2-3 个季度见底、均属于正常。同时，预期 2012 年业绩也有望从 2011Q4-2012Q3 之间单季度大幅的负增长、负 10-20% 之间，逐步收敛负增长的幅度；考虑到股市的晴雨表功能，1 季度 2132 点大致是本轮市场的低点，不认为下半年创新低。

相对 2005 年、2008 年的区别在于，2005 年营业收入大量正增长、经济 10% 以上增长；净利润低的原因，主要在于营销费用和管理费用占营业收入的比重过高、制度的原因，隐藏利润；股改后即释放业绩。而

2009 年虽然“三费”没有下降，但是在四万亿推动下需求提升、企业营收快速修复至正增长，营收的改善成了推动利润改善的渊源。

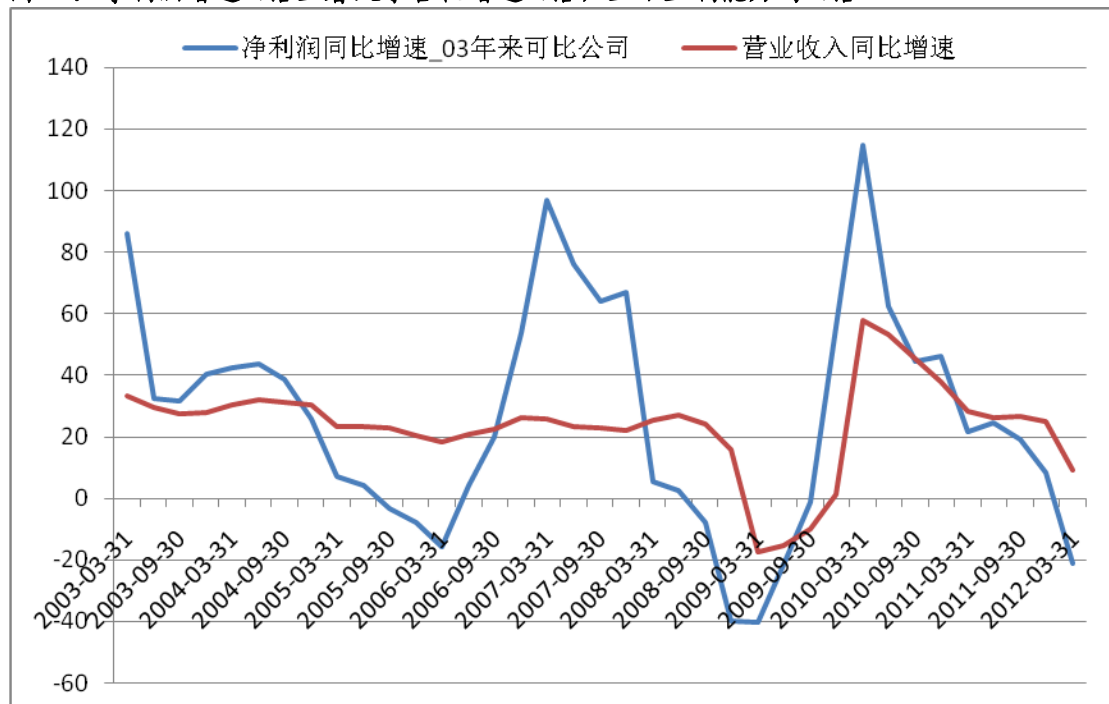
因此，2012 年行情，应该是政策放松下、经济阶段性止跌企稳的预期或逻辑；但企业层面没有了压缩费用、释放盈利的强劲能力；同时，逆周期政策更多是托底、经济的回升更多是幻觉而不支持营收快速增长；这些将极大制约企业盈利的改善空间、这是当下市场情绪甚至比 2008 年更为迷茫的原因、体现为新开户数萎缩至周 10 万户以下、比 2008 年还要低；增量资金入场只有雷声。

图 16: 经济增速回落、上市公司营收增速骤降



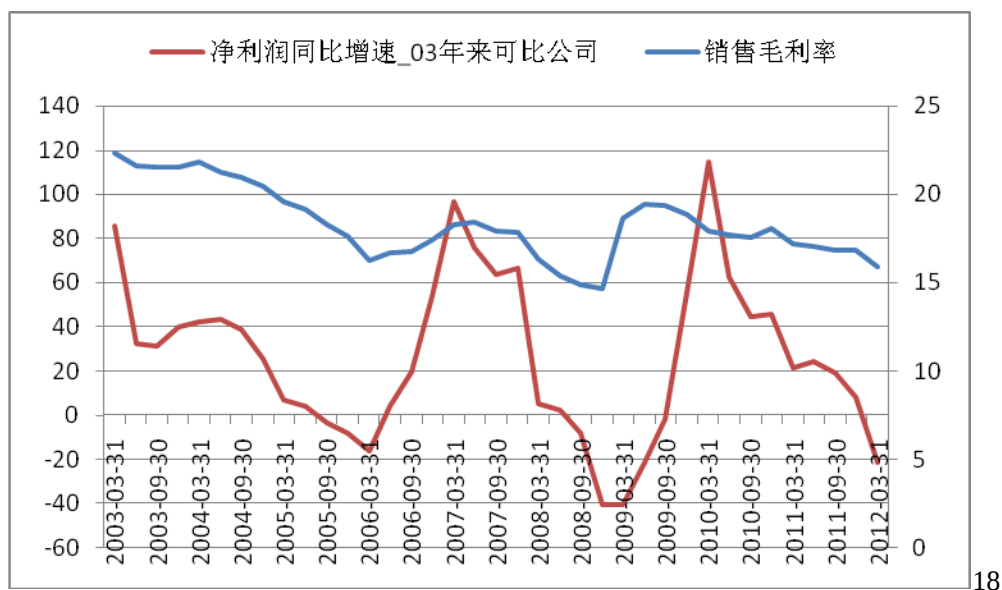
数据来源：东北证券，WIND

图 17: 净利润增速回落显著大于营收增速回落，显示盈利能力的回落



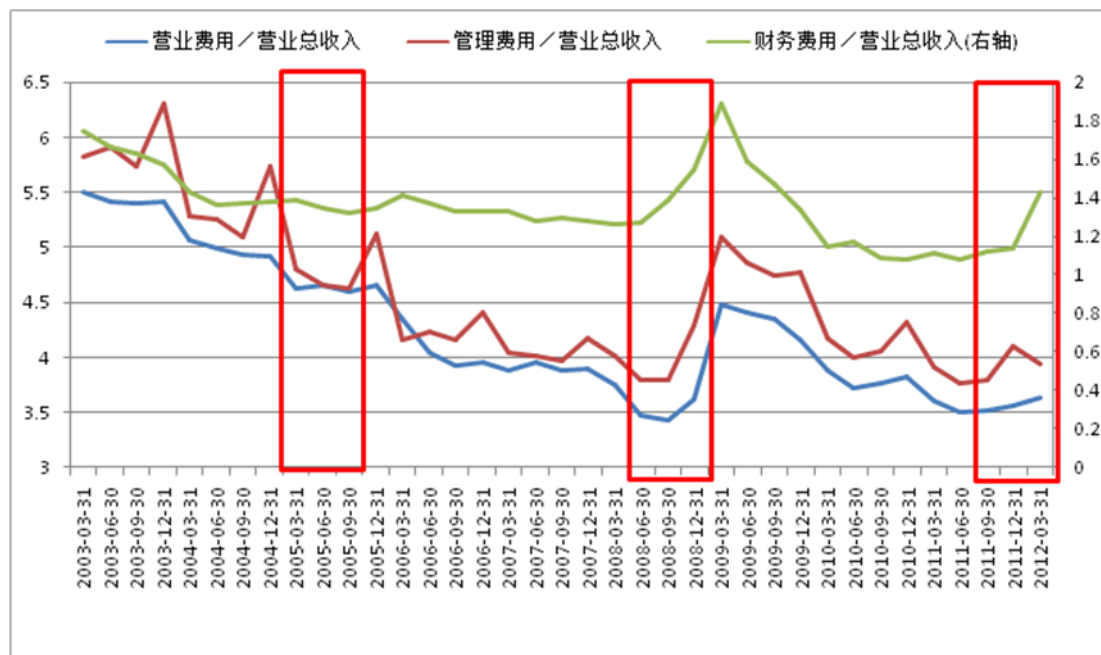
数据来源：东北证券，WIND

图 18: 成本居高不下, 毛利率还在回落的通道中



数据来源: 东北证券, WIND

图 19: 相对 2005、2008 年, 三费中仅财务费用未来有改善可能



数据来源: 东北证券, WIND

表 4: 2012 年全部 A 股上市公司净利润预测参数及结果输出

变量	2010/12/31	2011/12/31	2012/3/31	2012 年
一、营业总收入	154959	192067	45836	211273
营业收入	154921	191991	45797	211190
二、营业总成本	144207	180759	43384	200115
营业成本	124294	156345	37579	174301
营业税金及附加	5394	6978	1614	7289
销售费用	5369	6200	1536	7078
管理费用	6719	8173	1904	8451

财务费用	1522	1996	620	2113
资产减值损失	735	839	58	839
公允价值变动净收益	57	45	6	45
投资净收益	1215	1464	271	1464
四、营业利润	12016	12819	2730	12622
加：营业外收入	1082	1290	218	1290
减：营业外支出	3521	372	49	372
其中：非流动资产处置净损失	77	81	4	81
五、利润总额	12746	13737	2899	13541
减：所得税	2518	2906	638	2979
六、净利润	10228	10831	2261	10562
减：少数股东损益	985	1122	250	1162
归属于母公司所有者的净利润	9243	9709	2010	9400
营业成本占收入比	19.79%	18.60%	18.01%	17.50%
营业税金及附加占比	3.48%	3.63%	3.52%	3.45%
销售费用占比	3.46%	3.23%	3.35%	3.35%
管理费用占比	4.34%	4.26%	4.15%	4.00%
财务费用占比	0.98%	1.04%	1.35%	1.00%
所得税率	19.8%	21.2%	22.0%	22.0%
少数股东权益占比	9.63%	10.36%	11.08%	11.00%
投资净收益、营业外收支等取 2011 年数据；营收增速取 10%为参数；则 2012 年非金融类净利润增速为 -3.2%；考虑银行 10%以上增速、则全部 A 股增速在 5%左右				

数据来源：东北证券，WIND

3.1.2. 市场一致预期盈利增速仍将下调空间

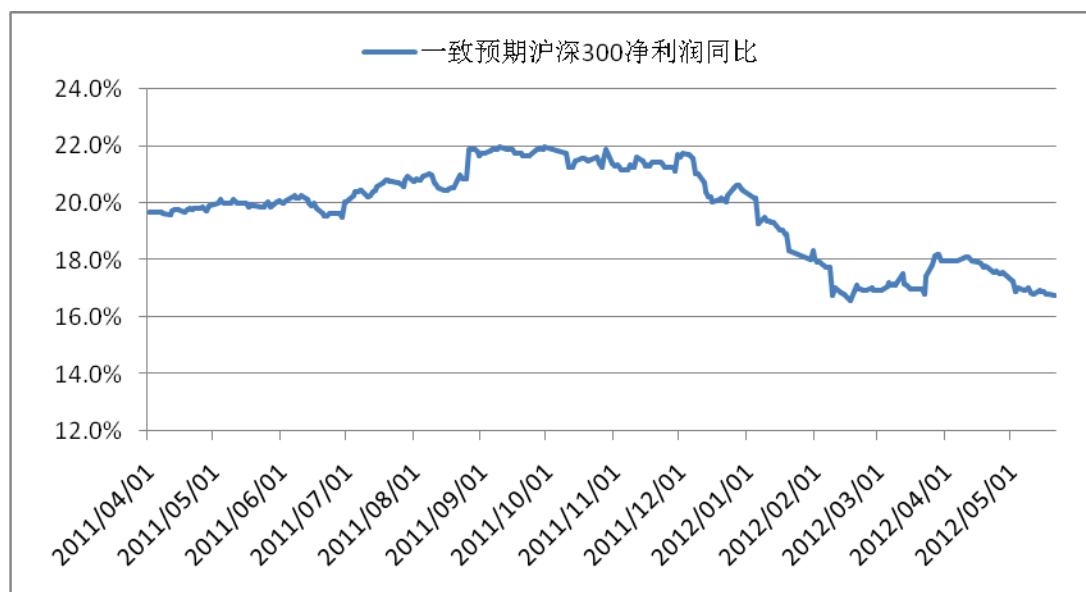
目前市场一致预期盈利增速仍然偏高、后续有进一步下调的压力。以 1589 家有盈利预测的公司作为样本、其占市场总利润的 98%，则目前全部 A 股业绩增速的市场一致预期在仍在 20%，沪深 300 成分股的盈利增速为有所下调、但仍在 17%左右；中小板和创业板的盈利增速预计在 30-40%。基于趋势外推下的盈利预测未来面临着进一步下调的空间，中报及三季报将是进一步检验业绩的时点。

表 5：市场自下而上一致预期的全年盈利增速后续仍将面临下调

板块	家数	2012 净利润 E	2011 净利润	2012 年净利润增速 E_wind	2012 营业收入增速_WIND
深圳主板	233	2006	1527	31%	13%
中小板	523	1312	991	32%	26%
创业板	266	309	220	40%	41%
上海主板	567	19067	16161	18%	13%
银行	16	10394	8750	19%	17%
非银行	1573	12301	10149	21%	13%
全部 A 股_有盈利预测	1589	22695	18899	20%	14%
全部 A 股_含没有盈利预测个股	2416 家，有预测家数占比 66%		19316 亿，有预测利润占比 98%		

数据来源：东北证券，WIND

图 20: 市场一致预期的净利润增速在下调过程中, 但具有滞后性



数据来源: 东北证券, WIND

3.2. 估值低位、风格内部而非风格之间的轮动

我们经常用中小板相对上证 180 的市盈率估值比来衡量市场整体风格的变迁, 因为历史看中小板和上证 180 的净利润增速大致持平, 差别更多在估值。2012 年至今, 中小板相对上证 180 的估值溢价大致在 2.5 倍-3 倍之间, 目前中小板静态市盈率 29 倍、上证 180 指数静态市盈率 10 倍, 风格溢价在 2.9 倍。

考虑到主要由于银行股创历史新低的估值水平所导致的上证 180 指数估值的低位, 目前来看, 2.9 倍的估值溢价中短期内看仍在合适范围内——当然, 长期看、伴随着金融创新、投资主体的变迁, 小盘成长股的高溢价是难以维系的。

因此, 下半年来看, 成长股的溢价大致能够维持在 2.5-3 倍之间, 风格整体偏于中性; 但是, 结构性将在风格内部得到体现, 比如上半年权重板块中港口、工程机械、电力、券商、地产等轮动以及新兴产业中环保、高端装备、电子等轮动; 这是 2010 年转型躁动期行情过后的必然体现, 是转型全面性的体现, 不仅在于新兴产业、也在于传统产业的转型。

表 6: A 股在全球主要股市估值水平的位置

	收盘价	市盈率	市净率
标普 500	1329	13.43	2.10
纳指	2836	15.40	3.00
加拿大标普 TSX 综指	11466	13.31	1.70
英国富时 100	5467	10.68	1.57
法国 CAC40 指数	3032	10.00	0.99
日经 225	8596	20.74	1.09
俄罗斯 RTS	1305	4.77	0.80
巴西圣保罗	55352	11.71	1.11
印度 SENSEX	16678	14.27	2.46
上证指数	2302	12.39	1.74
沪深 300	2564	12.66	1.89
香港恒生	19019	9.21	1.32
中国 H 股	9619	8.06	1.30

AH 溢价	114		
-------	-----	--	--

数据来源：东北证券，彭博，6月14日

图 21: 非金融主板的市盈率在 20 倍，也在低位区域(2003 年至今)



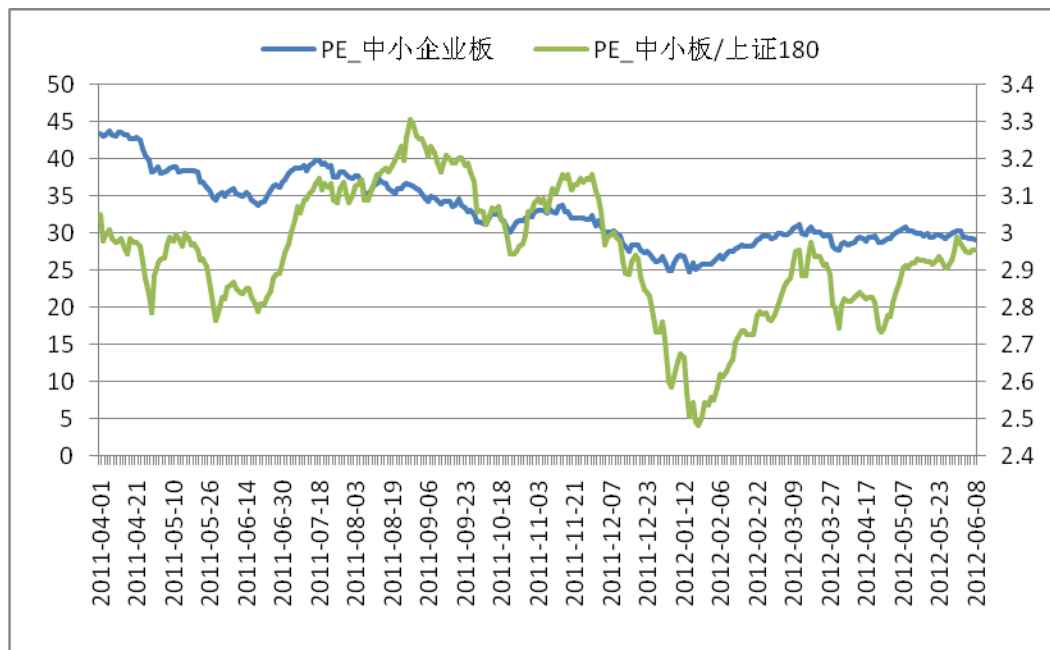
数据来源：东北证券，WIND

表 7: 不同风格板块的估值水平与 2008 年极端值的对比分析

板块名称	成份股 个数	总市值	市盈率最 新	市净率 最新	市盈率 2008-10-31	市净率 2008-10-31
全部 A 股	2416	233485	13.91	1.91	13.37	1.96
中小企业板	683	30901	29.91	3.09	16.2	2.2
创业板	326	8512	34.47	2.9		
上证 180	180	115788	9.9	1.59	12.54	2.06
沪深 300	300	147844	10.91	1.7	12.41	2.06
非金融股	1820	159040	19.97	2.2	15.19	1.95
银行	16	37143	6.23	1.24	9.51	1.82

数据来源：东北证券，WIND

图 22: 中小板对上证 180 的市盈率溢价水平有望在目前水平附近做波动



数据来源: 东北证券, WIND

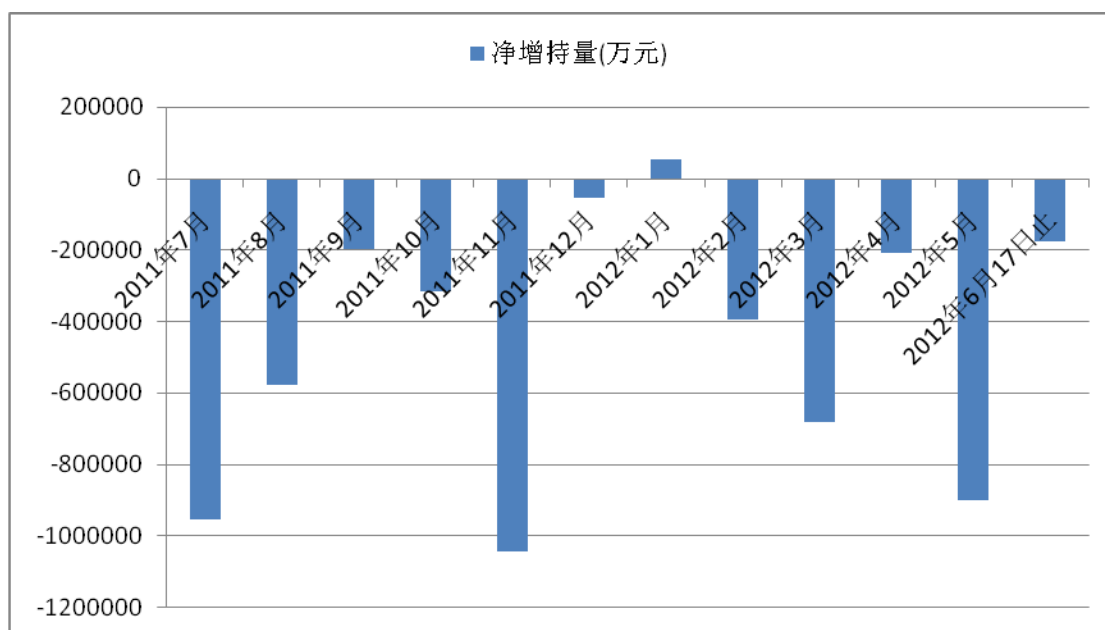
3.3. 供给压力上, 4 季度解禁压力要大于 3 季度

经济疲软、增量资金入市不显著的情况下, 供求关系是影响市场的重要变量。以公司大股东、高管等为代表的产业资本在 2012 年 1 月份出现了显著的净增持, 彼时指数在 2132-2300 点之间; 而之后, 伴随着市场的反弹和震荡, 产业资金呈现持续的净减持, 减持依然是产业资本的大方向。

另外, 从供求关系看, 姑且不论上半年股票融资规模不足 2000 亿、同比下降 40%以上, 而下半年有较大融资压力。仅从下半年的二级市场解禁规模来看, 进入下半年解禁规模明显大于上半年, 尤其是 11-12 月份, 彼时解禁规模均在 2000-3000 亿, 而上半月均解禁规模仅 800 亿、三季度月均解禁规模为 1300 亿。

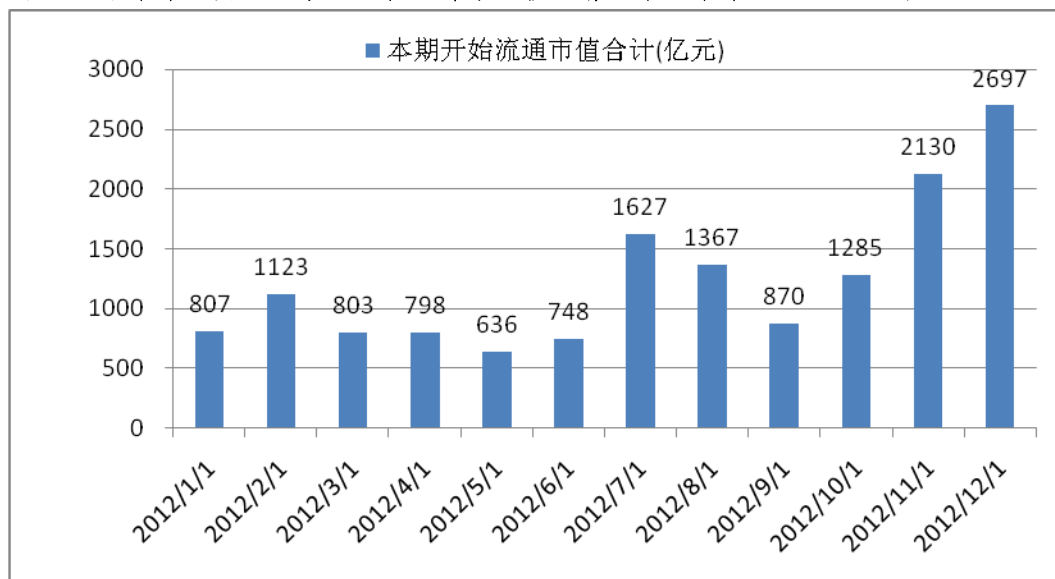
因此, 从解禁和产业资本减持的供求关系的角度看, 下半年供求压力相对更大些, 尤其是 4 季度; 即, 4 季度解禁、减持的压力要大于 3 季度。

图 23: 相对于年初 1 月份的净增持, 产业资本呈现持续的净减持行为



数据来源: 东北证券, WIND

图 24：下半年尤其是四季度限售股解禁规模显著大于上半年，供给压力增强



数据来源：东北证券，WIND

3.4. 市场运行区间及趋势：2200-2600，“四渡赤水”

3.4.1. 行情驱动逻辑：估值波动及风格内部变迁是市场主要特征

A股市场目前相对低迷，经济回落、上市公司盈利负增长；场外资金入市意愿并不强，开户数和成交量持续低迷。从策略角度看，资金价格和风险溢价均处于从高位回落的方向上；只是企业盈利还在负增长过程中，且由于损益表维度上尚不具有显著改善的项目，目前上市公司盈利增速还有下调的要求。

市场将游走在政策推进的现实与经济回升的幻觉之间。

长期看，传统“稳增长”措施，必然留下后遗症，但在经济物价双回落阶段存在必然性、是经济周期的必然。

中期看，货币政策进一步放松的“现实”以及经济企稳回升“幻觉”的双重叠加，这种叠加未来将对市场产生积极影响。这种叠加的可能性较高且在增强。

通胀回落、经济乏力及外围不稳下货币政策的进一步作为和大宗商品快速下跌及重点项目推进叠加下的部分行业补库存，是这种叠加的具体表现。

政策推进之后形成新的观察期、在观察期内，经济回升的“幻觉”为市场更多的关注、从而形成震荡回升后的阶段性调整格局。

因此，行情的驱动因素主要在于资金价格和风险溢价双回落的机会；而政策推动下、下半年经济和业绩不再失速，不再构成对市场的负面冲击，但也难以形成正面的贡献，市场的机会主要在于由估值变动所引起。而后期的风险在于，流动性驱动难以顺利过渡至持续的业绩驱动行情以及后期解禁等供给压力所致。

即，预期下半年市场仍然处于大区间震荡过程中，估值的波动及风格内部的变迁是市场的主要特征。

3.4.2. 行情运行：三季度好于四季度

经济有单季度回落至 7.5%附近的可能，CPI 有回落至 3%乃至下方的要求；超额货币供应量环比进一步改善，资金价格的回落还在延续。逆周期政策的作为、信用利差仍在改善，有利于风险溢价的改善、这种风险溢价的改善相对是缓慢的。

业绩层面，非金融已经连续 2 个季度单季度负增长，但负增长的幅度在缩小；全年非金融类同比可能在 (-5%、0)，金融类依然有 10%以上增长，全部 A 股有小幅正增长。但是，本轮非金融类上市公司的盈利改善相对 2005、2008 年制约因素要大些。

因此，市场回升的催化主要在于政策及流动性，而非业绩改善的推进。融资规模的扩大、自由流通市值与资金的比值限制市场回升的高度，同时，美元指数有上行而非下行的要求，在开放经济下，也有别于 A 股历史上政策市行情启动的条件。因此，市场回升的空间存在着显著的天花板。

市场以大区间震荡、大波段运行为基础；指数可能运行的区间为 2200-2600。以 2450 点形似为“赤水河”，形似“四渡赤水”；中期的角度看，2300 点下方，操作上可做逢低吸纳策略。

表 8: 基于流通市值对储蓄、M2 的提升空间的测算，乐观看市场回升的空间在 10%

	20071016	20090804	20120606	提升空间 1	提升空间 2
A 股总市值	279968	236090	230657		
A 股流通市值	87109	117761	176790		
指数点位	6124	3478	2309		
M2	394204	576699	900000		
储蓄存款余额	163883	248503	363119		
流通市值/储蓄	53.15%	47.39%	48.69%	9%	-3%
流通市值/M2	22.10%	20.42%	19.64%	13%	4%
总市值/储蓄	170.83%	95.00%	63.52%		
总市值/M2	71.02%	40.94%	25.63%		

数据来源：东北证券，WIND

图 25: 市场窄幅反复震荡，形似“四渡赤水”



数据来源：东北证券，WIND

3.5. 配置方向：需求改善预期板块-需求稳定类板块的轮动

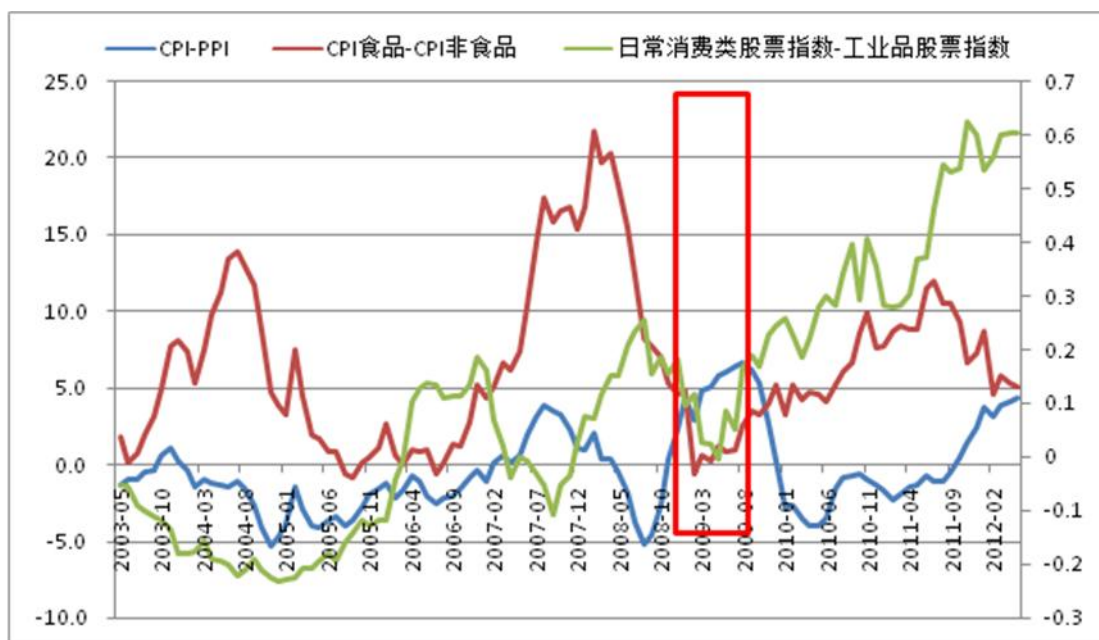
风格均衡配置。市场的回升，是建立政策推进的现实以及经济回升的幻觉之间，再结合当下贷款短期化、存款定期化特征，主题投资的特征较为明显；但这种主题投资与风格偏好，并无冲突，既可以是中小盘股的相关主题投资，也可以是蓝筹股尤其是二线蓝筹股中的相关主题，前期市场的特征也表明了这点，所以偏于均衡配置。

配置逻辑：相对于供给端的变化缓慢，下半年适宜以政策推进、需求端改善的逻辑为主。以 2008 年末-2009 年初，经济止跌企稳、CPI-PPI 正值收敛；食品、非食品、工业品之间价差的变化伴随着基本消费品与工业品的股价指数的轮动。预计未来，CPI-PPI 平稳乃至回落、食品-非食品价差止跌乃至回升。因此，围绕需求端逻辑，双线组合的轮动：需求改善预期板块+需求稳定类板块。即，

主线 1：需求改善型，非银行金融、环保、高端装备(高铁、海工、核电等)、电子信息(触摸屏、移动互联网等)

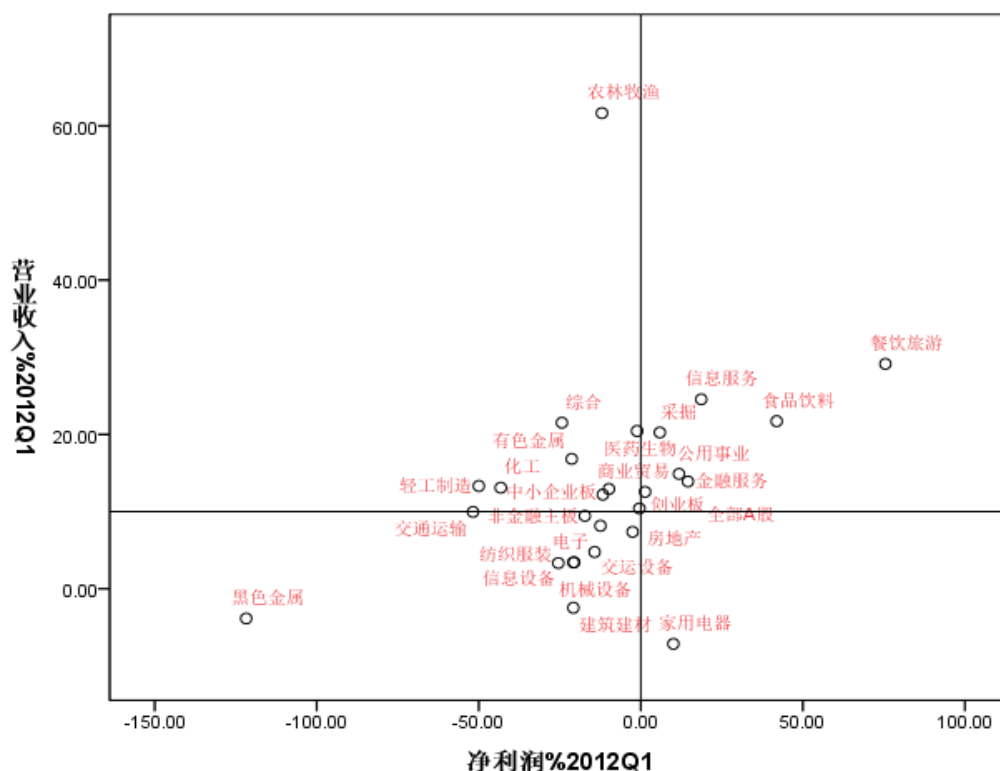
主线 2：需求平稳型，白酒、饲料、景点、生物医药等。

图 26: CPI-PPI 回升后将趋于平稳的阶段, 基本消费品及工业品股价之间展现轮动特征



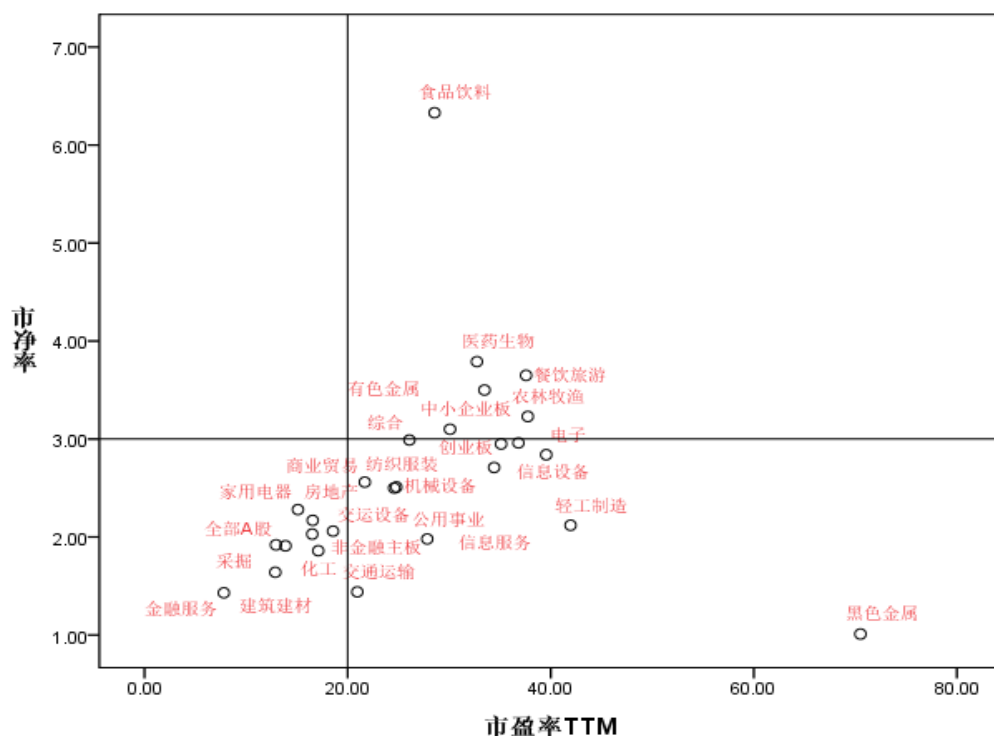
数据来源: 东北证券, WIND

图 27: 行业营收、净利增速的散点分布



数据来源: 东北证券, WIND

图 28: 行业市净率、市盈率及 ROE(PB/PE)的散点图解



数据来源: 东北证券, WIND

表 9: 需求改善型主线, 非银行金融、环保、高端装备、电子信息等

板块名称	总市值	2011 净利润增速	2012Q1 净利润增速	市盈率 0614	市盈率 2008-10-31	市净率 0614	市净率 2008-10-31
全部 A 股	233518	11.64	-0.44	13.91	13.37	1.88	2.15
非银行金融	15679	-23.39	-28.75	28.78	25.14	2.46	2.55
核能核电	4512	-1.59	-4.47	23.84	23.43	2.06	1.84
高端装备制造	8254	17.77	-17.17	17.84	11.63	2.3	2.76
高铁	3389	16.11	-38.25	15.78	21.76	1.31	2.93
环保工程及服务	579.2	52.88	-65.37	42.15	19.19	4.01	2.67
移动互联网	1907	-26.27	-4.36	34.48	19.07	2.86	2.12
计算机软件	1601	5.74	-8.82	37.34	19.59	3.45	3.28
电子设备	2158	13.53	3.56	34.62	42.95	3.43	1.81
触摸屏	784	-7.56	-58.33	35.44	20.12	3.63	1.5

数据来源: 东北证券, WIND

表 10: 需求平稳型主线, 白酒、饲料、景点、生物医药等

板块名称	总市值	2011 净利润增速	2012Q1 净利润增速	市盈率 0614	市盈率 2008-10-31	市净率 0614	市净率 2008-10-31
白酒	7017	60.16	54.41	24.77	21.06	7.83	6.26
饲料	737	89.46	24.61	15.17	18.88	3.31	2.56
景点	292	27.64	161.01	32.22	32.69	3.73	3.48
生物医药	1856	6.42	22.8	33.34	49.16	4	3.97
全部 A 股	233518	11.64	-0.44	13.91	13.37	1.88	2.15

数据来源: 东北证券, WIND

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760