

政策因素促成市场结构性机会、股指震荡反弹

- 货币政策仍然存在进一步调整的空间，尤其是近期市场对存款准备金率也有一定预期，一方面，短期内由于正回购到期总量有限，而逆回购到期量较大，资金净回笼的格局仍将延续，另一方面，外汇占款持续低位，资金对冲压力下降，受国内降息、人民币升值预期减弱以及经济回落等因素的共同作用，资金外流的迹象较为明显，需要通过存款准备金率等方式对冲国内资金的外流。
- 在经济回落预期兑现及其压力缓解后，有望实现企稳回升的同时，市场关注点在中报披露期，转向对上市公司业绩的关注。一方面，基于全年经济有望三季度企稳、四季度回升的整体判断上，上市公司整体业绩有望在二季度形成全年同比增长的一个重要低点，下半年有望实现跌幅收窄、甚至小幅增长。另一方面，从分析师预测统计结果看，全年非金融企业整体业绩增速预期在 19.1%，全部 A 股在 17.1%，而自上而下预测，全部 A 股二季度净利润增速 5% 左右。非金融类企业，二季度增速区间为 [-5%, 0]，全年区间在 [0, 5%]，因此，从业绩角度看，当前分析师仍面临较大的业绩下调压力。
- 在经济未出现显著改善或有效措施的情况下，周期性行业仍然面临着业绩以及经济层面的压制，缺乏持续性上涨的动力，防御类板块当前仍有较强的吸引力。市场在经过周期与防御的短期轮动后，受政策因素推动，以中小企业与主板市场之间的轮动或将出现，但是，从市场估值以及业绩层面看，这种轮动方式仍然是短期过程，其持续性仍然受到市场、资金、业绩以及估值等多重因素的制约。
- 在周期性行业短期低位震荡的过程中，小盘股的潜在不利因素依然较多，当前战略性发展规划也尚难以在短期内得以兑现，因此，股指或将呈现低位震荡、逐步反弹的格局为主，受政策等因素的短期影响，股指或存在阶段性操作机会。
- 从行业机会上看，一方面可以逐步关注部分周期性行业，例如有色、装饰园林行业；另一方面，关注具有业绩支撑的战略性新兴产业，尤其是可行性高、有一定技术基础的行业，例如生物育种、物联网、云计算工程、宽带中国工程等；此外，关注弱周期性行业，需求具有保证的行业，例如农林牧渔中食品加工、水产养殖等子行业，以及医疗器械等。

相关报告

《市场温和回升，关注煤炭、软件信息——周策略报告 20120715》

2012-7-15

《降息、政策节奏变化，触发短期风格转换——A 股周策略 20120709》

2012-7-08

2012-7-02

证券分析师：杜长春

执业证书编号：S0550511110001
(021)20361139 ducc@nesc.cn

目 录

1. 上周市场概述：屡创新低、低位震荡.....	3
2. 市场运行逻辑：政策调控节奏平稳、市场焦点由经济转向盈利.....	4
2.1. 货币政策调控仍有空间，财政政策调整节奏平稳.....	4
2.2. 中报披露期暴露上市公司业绩压力，.....	5
3. 短期股指运行及投资策略：低位震荡反弹，结构性机会为主.....	7

图 1、各版块连续两周涨跌幅.....	3
图 2、市场风格指数一周表现.....	3
图 3、逆回购到期导致公开市场的净回笼.....	4
图 4、外汇占款小规模增加，对冲需要显著下降.....	4
图 5、资金外流仍在延续.....	5
图 6、预算内资金增速出现持续恢复.....	5
图 7、PPI-PPIRM 恢复至零轴上方，有助于制造业毛利企稳甚至回升.....	6
图 8、虽然公开市场持续净投放，但年中资金市场压力依然较大.....	6
图 9、投资者情绪已低于金融危机时期.....	8

1. 上周市场概述：屡创新低、低位震荡

上周股指低位震荡，坚守 2132 点。受经济层面的不利预期，尤其是温家宝总理对经济困难仍将持续一段时间的判断，加重了投资者对经济的忧虑，股指在上半周连续创出新低，在 2132 点上方出现反弹，市场风格也出现轮动，周期股与前期强势股也出现短暂风格转换。

周一股指并未因外围市场上涨等有利因素出现上涨，反而受经济回落的不利预期，以及上市公司业绩地雷等因素影响，场内避险情绪上升，股指出现大幅下挫，两市两百多家股票跌停，尤其是小盘股大面积跌停，在股指下跌过程中也未有抄底资金入场，市场恐慌情绪较重；周二股指低开后，震荡上行，小幅收高，金融等权重板块推动股指反弹，而市场也出现风格的短期转换，券商、水泥、地产等近期跌幅较大的周期性个股有所反弹，而之前持续强势的食品饮料、医药生物、餐饮旅游等防御类品种则出现补跌；周三，股指大幅震荡，受地产数据显示 6 月呈现量价齐升的格局影响，地产板块出现大幅调整，强势板块的食品饮料、餐饮旅游、医药等板块也出现下跌，导致股指快速回落，再创新低，上证综指最低下探至 2138.79 点，午后在券商、保险、煤炭等板块的拉升下，股指出现快速反弹，收盘时，上证综指小幅上涨，且收盘前市场成交量有所增加；周四，股指延续反弹势头，早盘快速冲高，盘面上，周期性板块与地产、食品饮料、医药等强势板块均出现上涨，股指在阶段性调整后，形成了共振式的反弹；周五，股指未能延续之前反弹势头，出现弱势调整，投资者虽然对于周末降准等政策有所预期，但并未显示更强做多热情，市场成交量维持低位。消息面上，两部委紧急下文，要求各地严格执行房地产调控政策，不得擅自放松要求。已放松的，要立即改正。宁波板块受地区经济振兴政策等利好消息影响出现上涨。

图 1、各版块连续两周涨跌幅

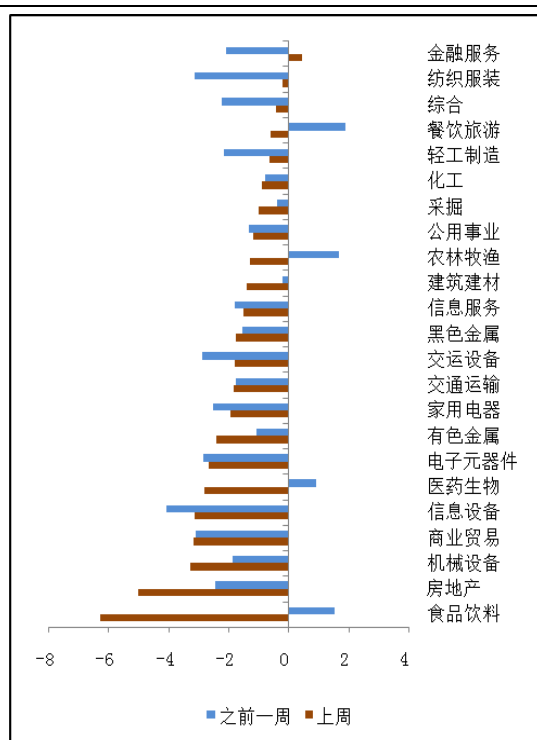
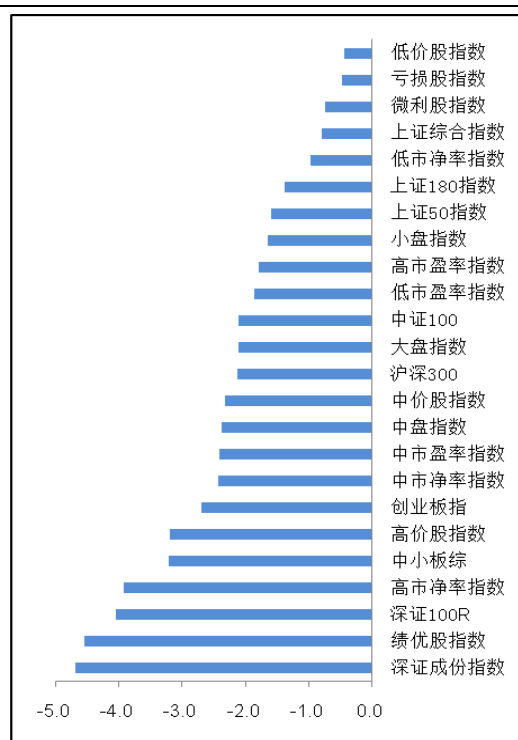


图 2、市场风格指数一周表现



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

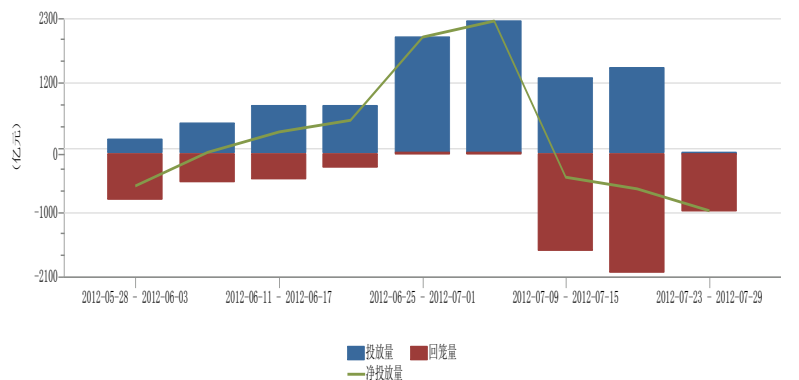
截止上周五收盘，上证综指处于收于 2168.64 点，上周累计下跌 0.79%，上证综指出现连续 5 周的下跌，深成指累积下跌 4.69%，创业板指下跌 2.69%，市场整体成交维持低位，深成指中的强势股出现下跌。盘面上，市场风格出现轮动，医药生物、食品饮料、餐饮旅游板块出现调整，其中，食品饮料板块整体跌幅最大，金融成为稳定股指的重要力量，出现小幅行长，而化工、采掘以及建筑建材等周期性行业跌幅相对较小，周期性行业出现阶段性反弹。

2. 市场运行逻辑：政策调控节奏平稳、市场焦点由经济转向盈利

2.1. 货币政策调控仍有空间，财政政策调整节奏平稳

央行两次降息表明货币政策调整的节奏在加快，而利率的快速下行有助于激活经济活力，减轻资金外流的压力，同时有助于降低当前资金信贷成本，缓解企业运行的实际压力。从当前货币的供应以及货币政策调整的节奏看，货币政策仍然存在进一步调整的空间，尤其是近期市场对存款准备金率也有一定预期，从近期公开市场操作以及外汇占款走势看，一方面，持续的逆回购释放虽然短期能够释放一定量资金，但是逆回购时间周期较短，到期后形成货币回笼，导致资金的供给出现较大波动。短期内由于正回购到期总量有限，而逆回购到期量较大，资金净回笼的格局仍将延续，推动存款准备金率下调；另一方面，外汇占款持续低位，资金对冲压力下降，在经济回落的压力下，人民币贬值预期出现，人民币 12 月 NDF 回升明显，受国内降息、人民币升值预期减弱以及经济回落等因素的共同作用，资金外流的迹象较为明显，需要通过存款准备金率等方式对冲国内资金的外流。

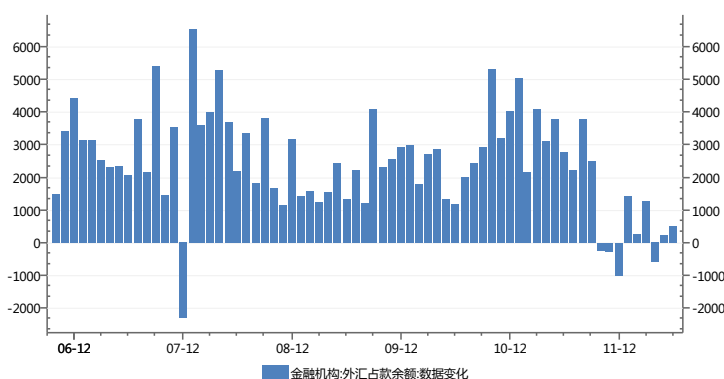
图 3、逆回购到期导致公开市场的净回笼



数据来源: Wind 资讯

数据来源: WIND, 东北证券

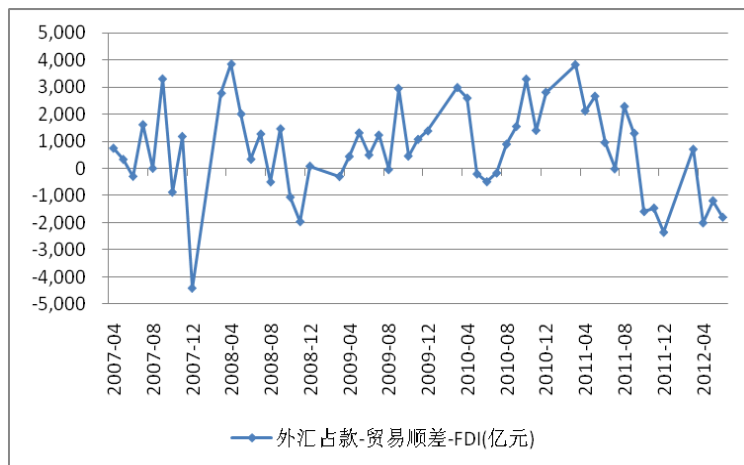
图 4、外汇占款小规模增加，对冲需要显著下降



数据来源: Wind 资讯

数据来源：WIND，东北证券

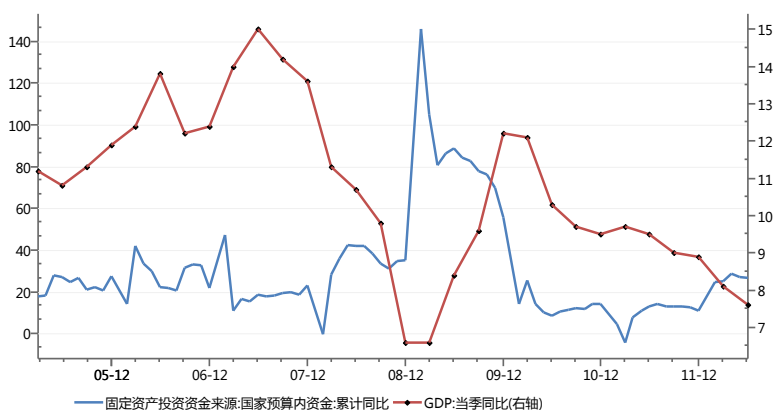
图 5、资金外流仍在延续



数据来源：WIND，东北证券

在货币政策层面，政策调整节奏较为平稳，从固定资产投资的资金来源看，计划内资金的增速已经出现持续回升，未来财政政策的发挥空间依然较大，近期，在新能源汽车、节能减排、节能家电、高效电机等领域都出现相应的行业发展支持政策，此外，机场建设、战略性新兴产业 20 大工程等都表明政策在发挥调控作用，从政策发展方向看，并非以传统的基建领域为主，而是以有利于经济转型的新兴产业为主。

图 6、预算内资金增速出现持续恢复



数据来源:Wind资讯

数据来源：WIND，东北证券

2.2. 中报披露期暴露上市公司业绩压力，

在经济持续回落后，上市公司业绩也集中体现了经济回落的影响，尤其是以制造业为主的周期性行业出现大幅度的同比回落，上市公司业绩的超预期回落也导致了投资者的谨慎情绪，尤其是对周期性行业，同时业绩的大幅下降也推升了个股的估值，在经济回落预期兑现及其压力缓解后，有望实现企稳回升的同时，市场关注

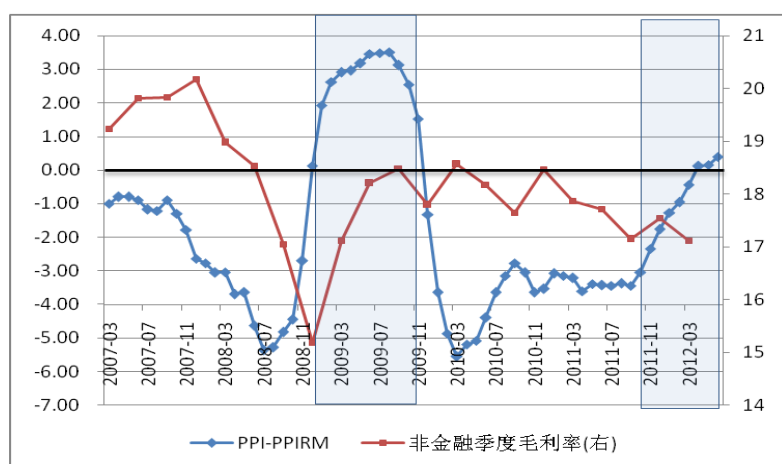
点在中报披露期，转向对上市公司业绩的关注。

一方面，基于全年经济有望三季度企稳、四季度回升的整体判断上，上市公司整体业绩有望在二季度形成全年同比增长的一个重要低点，下半年有望实现跌幅收窄、甚至小幅增长。

另一方面，当前业绩变化并未在市场预期中得到充分体现，尤其是上市公司二季度的大幅回落，从分析师预测统计结果看，全年非金融企业整体业绩增速预期在19.1%，全部A股在17.1%，而自上而下预测，全部A股二季度净利润增速5%左右（一季度0.7%），全年A股在5-10%。非金融类企业，二季度增速区间为[-5%,0]，全年区间在[0,5%]，实际上，在一季度增速仅为-15%，因此，从业绩角度看，当前分析师仍面临较大的业绩下调压力。

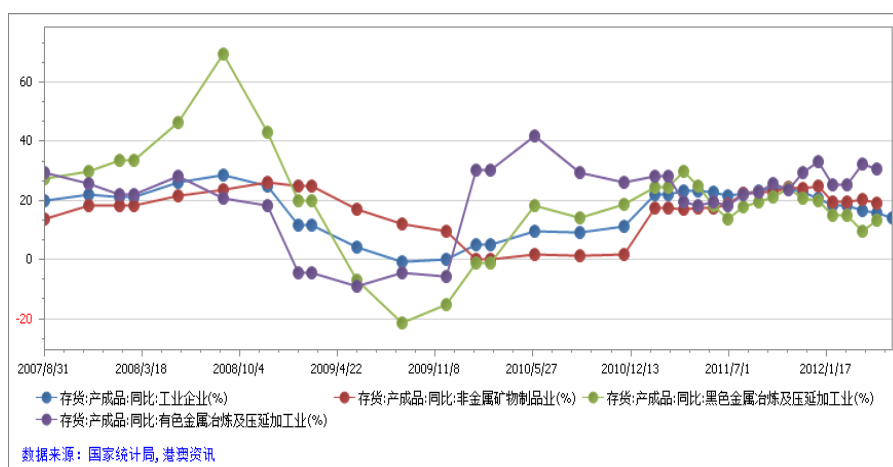
此外，从库存角度看，当前工业产成品库存随着PPI的回落，其同比增速也出现整体的回落态势，在经历一个去库存的过程中，企业生产有望在需求恢复后得到适当改善。

图 7、PPI-PPIRM 恢复至零轴上方，有助于制造业毛利企稳甚至回升



数据来源：WIND，东北证券

图 8、虽然公开市场持续净投放，但年中资金市场压力依然较大



数据来源：港澳资讯，东北证券

表 1、行业分析师自下而上业绩预测

行业名称	行业 2 年复合增长率 (%)	预测净利润 (万元)			净利润同比 (%)			当前 PE
		2011 (A)	2012 (E)	2013 (E)	2011 (A)	2012 (E)	2013 (E)	
农林牧渔	44.2	973534	1555410	2023705	32.3%	59.8%	30.1%	27.2
黑色金属	43.5	1605796	2809159	3306210	-44.3%	74.9%	17.7%	19.1
电子	39.7	1344072	1934161	2623843	31.1%	43.9%	35.7%	33.6
信息设备	44.8	1137841	1876665	2386697	-8.0%	64.9%	27.2%	31.2
食品饮料	43.3	3498554	5350307	7186942	36.2%	52.9%	34.3%	29.5
公用事业	40.4	2959484	4698287	5836570	-10.2%	58.8%	24.2%	25.1
轻工制造	37.5	748293	1081920	1413997	-17.6%	44.6%	30.7%	25.5
餐饮旅游	31.6	297693	426710	515422	20.6%	43.3%	20.8%	37.1
信息服务	36.4	2017441	2820786	3755677	14.2%	39.8%	33.1%	32.6
医药生物	27.8	3263384	4228207	5328797	9.7%	29.6%	26.0%	32.2
机械设备	24.4	7199215	8910031	11133476	6.8%	23.8%	25.0%	20.3
有色金属	23.7	3455952	4140569	5290182	45.3%	19.8%	27.8%	24.2
交通运输	22.6	5480820	6750103	8240902	-35.0%	23.2%	22.1%	12.4
房地产	23.7	6573988	8143598	10062879	17.6%	23.9%	23.6%	15.7
商业贸易	23.3	2314186	2802383	3518927	23.4%	21.1%	25.6%	20.5
纺织服装	26.2	1400204	1770833	2230798	3.8%	26.5%	26.0%	20.1
家用电器	19.3	2084924	2461747	2968934	23.9%	18.1%	20.6%	14.2
金融服务	14.5	95691405	1.1E+08	1.25E+08	22.8%	15.1%	13.8%	7.4
交运设备	15.2	7443454	8286174	9872733	7.6%	11.3%	19.2%	14.3
建筑建材	11.8	8953465	9273897	11188799	27.0%	3.6%	20.7%	11.9
采掘	10.9	23295853	25193535	28648750	3.2%	8.2%	13.7%	12.3
化工	15.2	10817316	10848743	14367107	5.9%	0.3%	32.4%	13.5
综合	21.4	565609	676343	833534	43.1%	19.6%	23.2%	19.8
合计	—	—	—	—	—	17.1%	18.5%	12.4
非金融	—	—	—	—	—	19.1%	23.0%	17.4

数据来源：朝阳永续，东北证券

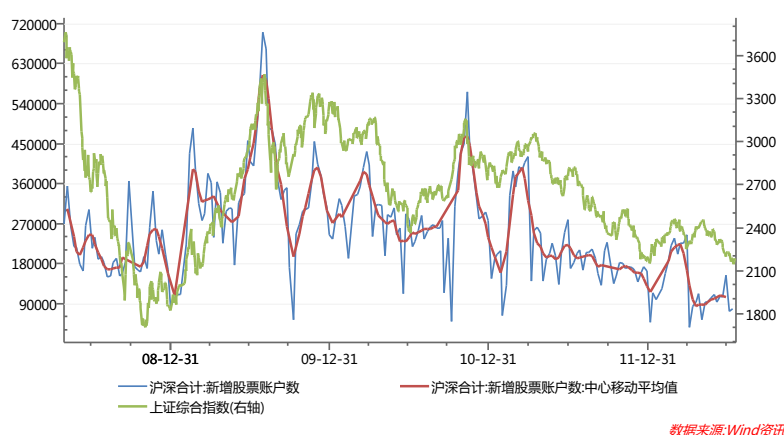
3. 短期股指运行及投资策略：低位震荡反弹，结构性机会为主

前期市场经历了一个周期性与非周期性板块之间的轮动,但市场轮动节奏较快,地产以及食品饮料、医药、餐饮旅游等板块调整幅度有限,在经过短期的调整后,即出现反弹,表明市场投资者对经济的不利预期仍然存在。在经济未出现显著改善或有效措施的情况下,周期性行业仍然面临着业绩以及经济层面的压制,缺乏持续性上涨的动力,因此,防御类板块当前仍有较强的吸引力。市场在经过周期与防御的短期轮动后。市场或将出现另一种轮动的格局,在以战略性新兴产业为主的 20 大工程中,多以中小型企业为主,因此,以中小企业与主板市场之间的轮动或将出现,但是,从市场估值以及业绩层面看,这种轮动方式仍然是短期过程,其持续性仍然受到市场、资金、业绩以及估值等多重因素的制约。在周期性行业短期低位震

荡的过程中，小盘股的潜在不利因素依然较多，当前战略性发展规划也尚难以在短期内得以兑现，因此，股指或将呈现低位震荡、逐步反弹的格局为主，受政策等因素的短期影响，股指或存在阶段性操作机会。

从操作角度看，在不利因素逐步明确后，市场压力得到释放，反而成为股指反弹的重要推动作用。但是由于目前市场参与主要以存量资金为主，在经济回落的压力下，投资者更希望与诸如 IPO 暂停等政策层面的有利因素得到兑现，而实际上从历史上历次重要低点的形成看，不仅是经济层面出现的变化，同时也需要证券市场层面积积极因素的配合。但是从当前 IPO 审批以及管理层的态度看，暂停 IPO 短期难以兑现，从而制约了投资者参与热情。

图 9、投资者情绪已低于金融危机时期



数据来源：WIND，东北证券

在有限的存量资金运作以及上市公司业绩压力下，市场仍以结构性行情为主，同时注意市场热点以及各板块的轮动行情特征，从行业机会上看，一方面可以逐步关注部分周期性行业，例如有色、装饰园林行业；另一方面，关注具有业绩支撑的战略性新兴产业，尤其是可行性高、有一定技术基础的行业，例如生物育种、物联网、云计算工程、宽带中国工程等；此外，关注弱周期性行业，需求具有保证的行业，例如农林牧渔中食品加工、水产养殖等子行业。

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