

报告类型 / 投资策略报告

嗟来之食诚难咽、源头活水直可饮

报告摘要:

多重周期视角下，当下处于短周期复苏前夜、契机日渐临近。投资时钟半径变小但 CPI 温和、工业增加值回升、时钟方向指向改善；去库存持续性在中长周期仍存疑，但短期将转入被动去库存阶段；四季度银行信用扩张有波折、先升后降，商业信用收缩在放缓、应收款增速有企稳，将带来盈利增速的止跌。

催化经济阶段性改善的归因来自地产基建及公共设施等固定资产投资和相关产业增加值的改善以及时间的累积、政策的作为，这构成了短期止跌企稳的中观推动力。规划中的数万亿投资和货币信用结构扩张乏力形成悖论，其中必有一方被证伪；预计将选择适度宽松政策，这也是全球潮流。

盈利仍有下滑。非金融类三四季度单季净利润同比依然负增长、约为-17%和-13%，程度有所缩小；去库存和去商业信用的后期，ROE(摊薄)整体将平稳；只是由于上市公司盈利季节性分布的特征，预计 ROE 下半年仍将小幅回落、至 9-9.5%，明年迎来转机、届时盈利正增长。

估值 (PE) 已经企稳且有阶段改善需求。市盈率(TTM)整体已经国际接轨甚至低于海外市场，且历史比较也处底部；只是 PB 分布结构还需调整，借鉴 2245-998 的回落历程，目前更似 2003 年末 1300 点附近。预计四季度非金融类市盈率(TTM)运行在 18-21 倍，估值上行的动力在于经济止跌企稳的征兆以及十八大前维稳的统计套利，估值的压力在于四季度的巨额解禁压力和业绩负增长的冲击。

抢食政策维稳的“嗟来之食”与布局明年盈利转好的“源头活水”，是四季度的重点。四季度市场运行可能以“N”型展开，上证指数可能运行于 1940-2220 点。

经济短周期复苏前夜，配置上，重点关注工业化中后期投资转型主线下兼具 ROE 回升、解禁压力小产业资本增持多的资金供求和谐的板块。如投资转型领域的细分行业，如钢构、超硬材料、园林装饰、高铁；盈利稳健、供求关系合理的板块，如白酒、中药、家电；另有券商和保险。

相关报告

《经济企稳预期增强，股指仍有反弹空间--策略周报 20121008》

2012-10-08

《经济调控难度增大、股指筑底仍需政策支持--A 股十月策略 20120926》

2012-9-26

《市场或将先抑后扬、关注风格的逐步切换》

2012-9-24

《流动性向好预期增强，维稳行情有延续--A 股周策略 20120917》

2012-9-17

证券分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

(021)20361167 shenzy@nesc.cn

目 录

1. 前期市场回落主因在于盈利的持续下滑	4
1.1. 三季度市场回落的归因分解.....	4
1.2. 探讨盈利止跌及估值提升的动因，是后市的重点.....	4
2. 多重周期视角下，短周期复苏前夜、契机日渐临近.....	6
2.1. 投资时钟半径变小但指向改善，股市波动也窄幅化.....	6
2.2. 库存周期将转入被动去库存阶段，但中长期持续性存疑.....	7
2.3. 银行信用扩张有波折，商业信用收缩在放缓.....	9
2.4. 地产基建及公共设施投资的改善，政策作为，催化经济的阶段性改善.....	11
2.4.1. 经济短期止跌企稳的中观推动力.....	11
2.4.2. 选择适度宽松政策、也是全球潮流.....	11
3. 盈利仍有下滑、估值企稳且有阶段改善需求.....	13
3.1. 下半年净利润依然负增长、但程度有所缩小.....	13
3.2. 盈利能力 ROE 先跌后企稳，明年迎来转机、届时盈利正增长.....	13
3.3. PE 估值整体窄幅波动，并存在阶段性反弹可能.....	16
3.4. 借鉴 2245-998 的回落历程，目前更似 2003 年末 1300 点附近.....	18
3.5. 弱市环境中解禁潮对市场有负面效应.....	19
4. 市场运行及投资策略	21
4.1. 市场运行“N”型：嗟来之食与源头活水.....	21
4.2. 情景模拟下的点位运行：大致运行于 1940-2220 点.....	21
4.3. 投资策略：投资转型+ROE 回升+供求和谐的交集.....	22
 表 1: 三季度市场下跌主因在业绩的下行，而估值 PE 相对平稳.....	4
表 2: A 股整体估值已经国际化且比海外估值更低，更多是结构问题.....	5
表 3: 历史极端时点 PE 估值的对比，当下已处低位.....	5
图 1: 非金融类 PE(TTM) 2 月份以来一直在 18-21 倍，已经企稳.....	6
图 2: 经济处于衰退后期、波动窄幅化，时钟半径变小.....	7
图 3: 库存(产成品)周期转入被动去库存阶段，但同样面临着未来的补库乏力.....	8
图 4: PMI 原材料库存上行、产成品下降，吻合“被动去库存阶段”特征.....	8
图 5: 2002 年可比上市公司原材料库存增速骤降、警惕本轮经济回落的新范式.....	9
图 6: 银行信用略领先于商业信用，商业信用同步于盈利周期的规律借鉴.....	10
图 7: 非金融类上市公司应收款账龄短期化.....	10
图 8: M1 增速<中长信贷增速<信贷总额增速、且增速低位，20 年来首次.....	11
表 4: 地产投资企稳，公用事业、公共设施、基础建设等投资增速显著改善.....	12
表 5: 三废处理、矿产采选以及食品和金属制品工业增加值增速提升较快.....	12
表 6: 公开市场回笼资金压力大、有调准等货币对冲要求.....	12
表 7: 上市公司三季报预警情况弱于中报，预增减少、预减增多.....	13

图 9: GDP 止跌企稳有利于 ROE 的平稳.....	14
图 10: 资产负债率仍有上行、利于 ROE.....	14
图 11: 销售净利率逐渐趋于稳定, 利于 ROE 平稳.....	15
图 12: 资产周转率止跌迹象呈现, 利于 ROE.....	15
图 13: 存货周转和应收款周转天数高位回落, 利于 ROE.....	16
图 14: 库存及应收款增速回落已处于后期、验证存货周转和应收款周转率的改善.....	16
图 15: 盈利负增长, 但能实现“PE 平稳+ROE 平稳+PB 下降, 股价平稳”的组合.....	17
图 16: 三季度债券收益率回升在于政策真空下供给增加的压力.....	17
图 17: 国债和企业债到期收益率有望保持平稳.....	18
图 18: 企业债信用利差保持相对平稳.....	18
表 8: 全部 A 股 PB 在 2 倍下方的占比 34%、而 2005 年和 2008 年时为 60%多.....	19
表 9: 全部 A 股 PE(TTM)在 0-20 倍之间的占比为 21%、而 2005 年时为 28%.....	19
表 10: 可比公司显示 PB 的分布、与历史低位有差距, 但已相当于 2004 年末 1300 点时水平.....	19
图 19: 四季度尤其是 11-12 月解禁压力陡增、月均 2000 亿.....	20
表 11: 首发原始股解禁占四季度解禁的比例最高、为 47%.....	20
图 20: 首发高比重解禁股超额收益序列显示, 弱市下解禁将跑输大盘.....	21
表 12: 历届换届党代会的股市效应——前涨后跌.....	21
表 13: 低估值且 ROE 回升的部分板块列表.....	22
表 14: 8 月至今增持规模较多的板块列表.....	23
表 15: 解禁规模占已流通比重较低的各板块列表.....	23

1. 前期市场回落主因在于盈利的持续下滑

1.1. 三季度市场回落的归因分解

三季度市场延续 5-6 月份的下挫而再度下跌，上证指数从 2225 点震荡下行、最低跌破 2000 点、收于 2086 点、指数下跌了 6%；对应非金融类上市公司整体 PE 从 6 月末的 19.5 倍微跌至 19.3 倍、跌幅 1.4%，PB 则从 2.1 倍下跌至 1.95 倍、跌幅 8%。

指数下行的归因，其一，在于经济下行趋势、业绩持续下行，非金融类上市公司 2 季度业绩同比下行 17%、即若市盈率 TTM 不变而由于 2 季度业绩下行也将带动指数下行约 4%；其二，在于三季度内外环境的不确定、商业信用在持续收缩过程中，而货币政策则相对趋于保守、未有进一步的降准降息，去年末以来资金面的改善进程趋缓，10 年国债收益率从 3.35% 左右再度回升至 3.5% 左右，信用利差也有小幅的回升，这也制约着估值水平的改善进程。

上市公司盈利的下行和流动性改善的不力，两者共振、股市表现疲软；但，这以历史规律有所出入。历史上，股市在经济衰退后期、去库存后期往往能够止跌并出现一定的反弹，但却没有出现在今年三季度的股市行情中，这种背离、即是股市疲软的显性指标；当然其背后还有隐藏着对政经系统性风险担忧等困扰。

表 1: 三季度市场下跌主因在业绩的下行，而估值 PE 相对平稳

	2012-6-29	2012/9/28	三季度涨跌幅
非金融 PE (ttm)	19.53	19.26	-1.38%
非金融 PB	2.13	1.96	-7.98%
上证指数点位	2225	2086	-6.25%

数据来源：东北证券，Wind

1.2. 探讨盈利止跌及估值提升的动因，是后市的重点

展望四季度行情、并谋划明年，既要立足于三季度行情的归因，探讨企业盈利、资金供求以及估值变迁的问题；更要从较长周期的角度来看待四季度的位置，包括当下所处的经济周期、信用周期、盈利周期，以及对股市自身探寻底部的周期性规律的探讨、可能要比简单争议中国经济潜在增速下行幅度等争议性颇大的问题(比如有学者认为 GDP 还将保持 20 年的 8%、也有人认为 GDP 将回落至 6%)，对于投资的意义更大些。

首先，A 股整体的估值已经国际化，甚至比海外股市估值更低，无论是 PE 还是 PB。比如上证指数 PE12 倍、PB1.6 倍，要低于道琼斯 PE13 倍、PB2.7 倍；也低于印度指数 PE14 倍、PB2.5 倍的数值；目前存在的问题，更多是结构性估值背离的矛盾，即部分中小盘股估值偏高。因此，对比资本市场国际化程度更高的成熟市场以及印度等新兴市场，也许在制度建设上还有改进，但是 A 股估值已经国际化、整体 PE 估值不应是当下的烦恼所在。

其次，A 股非金融类估值 PE 为 19 倍、已经处于历史低位，且趋于平稳、预计后市非金融类 PE(TTM)继续回落的空间几乎封杀。

其一，历史上，2008 年之所以非金融类 PE 达到 15 倍的极端值、主要在于 TTM 核算与动态 PE 核算的差异，即 2008 年彼时动态市盈率在 20 倍左右、2008 年 4 季度亏损所致。

其二，在经历了三季度市场调整后，非金融类 A 股的估值水平一直有效的稳定

在 18-20 倍之间，而市场的下行冲击主要来自盈利持续负增长导致的估值被动上扬后的调整。因此，中短期看(3-6 个月)，以 PE(TTM)为测算的市场估值水平将保持平稳(18-21 倍)且存在小幅改善的可能，但不存在大幅回落至 15 倍的可能。

因此，考察盈利止跌以及估值改善的催化因素，并防范国际化进程中估值结构化调整的风险但非整体估值，是后市的关注点。笔者也将从多周期、多角度来审视 A 股当下的环境，大牛市还比较遥远，但短周期下阶段性性行情的契机则日趋临近。

表 2: A 股整体估值已经国际化且比海外估值更低，更多是结构问题

	指数点位	市盈率	市净率
道琼斯工业	13073	13.00	2.72
标普 500	1385	14.07	2.17
纳指	2946	16.74	2.91
英国富时 100	5694	11.55	1.65
法国 CAC40 指数	3321	11.20	1.08
日经 225	8705	20.97	1.10
俄罗斯 RTS	1397	5.00	0.85
巴西圣保罗	57241	12.62	1.14
印度 SENSEX	17132	14.40	2.52
上证指数	2105	11.35	1.58
沪深 300	2339	11.66	1.74
中国 H 股	9657	8.20	1.31
AH 溢价	107		

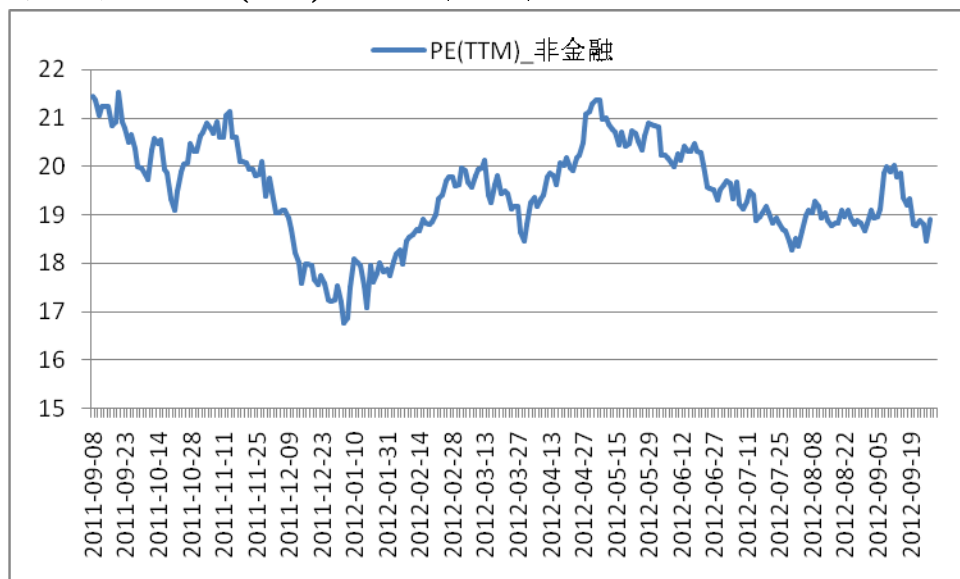
数据来源：东北证券，彭博

表 3: 历史极端时点 PE 估值的对比，当下已处低位

板块名称	PETTM20120930	PETTM20081031	PE20081031_当年报	PETTM20050630
全部 A 股	12.71	13.37	16.85	19.66
中小企业板	27.99	16.20	18.79	25.61
创业板	32.08			
上证 180	9.08	12.65	14.70	14.15
沪深 300	10.03	12.59	15.08	14.10
非金融石油石化 20120905	21.22	14.21	23.33	22.39
非金融 20120905	19.23	15.08	21.23	19.47
20050101 前上市非金融	20.38	15.75	24.67	19.53

数据来源：东北证券，Wind

图 1: 非金融类 PE(TTM) 2 月份以来一直在 18-21 倍, 已经企稳



数据来源: 东北证券, Wind

2. 多重周期视角下, 短周期复苏前夜、契机日渐临近

2.1. 投资时钟半径变小但指向改善, 股市波动也窄幅化

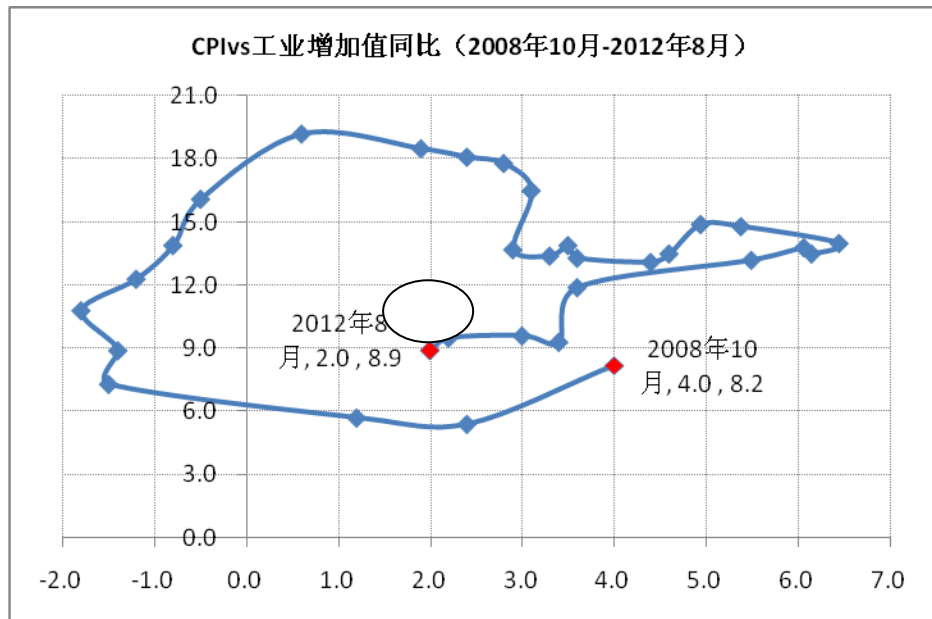
一般而言, 一个中周期(约 10 年)大约有 3 个短周期(约 3 年)构成; 而往往第一个短周期和第三个短周期的经济波动较大, 前者为中周期的萧条向复苏过度、后则为中周期的繁荣向衰退演进, 期间股市的波动往往也最大; 而第二个短周期则往往波动较小、属于过渡阶段、体现为该阶段投资时钟的半径变小、股市波动也窄幅化, 当下即是。

当下经济周期恰处于投资时钟半径变小的周期。经济在 2008-2009 年大起大落, 工业增加值增速从低谷时的 5% 左右、恢复至高峰时的 20% 左右, 物价也从低谷时的负值、飙升至高峰时的 6% 左右; 但是, 经济周期的时钟来看, 周期波动趋势正在窄幅化、体现为投资时钟半径的变小; 且时钟的中心也在偏移、由原先的 CPI3%、工业增加值 12%, 向下偏移。

当下、2012 年 8 月工业增加值当月同比增速 8.9%、CPI2%; 估计未来数月工业增加值增速有小幅回升、而物价大致在 2-2.5% 左右。

物价的低位波动、产出的低位改善, 时钟半径变小, 这对应股市波动也窄幅化; 同时, 时钟的方向, 正逐步从经济短周期的衰退向短期的复苏演绎, 对应着股市市盈率估值逐步止跌改善、而股指的回落更多来自于业绩的负增长。

图 2: 经济处于衰退后期、波动窄幅化, 时钟半径变小



注：横轴为 CPI、纵轴为工业增加值当月同比增速；数据来源：东北证券，Wind

2.2. 库存周期将转入被动去库存阶段，但中长期持续性存疑

一般而言，去库存分两阶段，即产出和库存双降的主动去库存阶段、彼时经济下滑严重；另一阶段为产出企稳而库存继续回落，即经济出现复苏、回升的迹象。

从工业企业的产成品库存和工业增加值增速来跟踪库存周期，则当下 2012 年 8 月产成品库存累计增速已从高位时的 25% 左右、下降至 11% 左右，但距离 2008 年库存周期低位还有距离、彼时产成品库存增速曾经跌至负增长。因此，当下还在去库存阶段、只是伴随着政府基建投资增长和房地产投资的企稳以及外围量化宽松，经济面存在企稳的要求，即所谓的被动补库存。

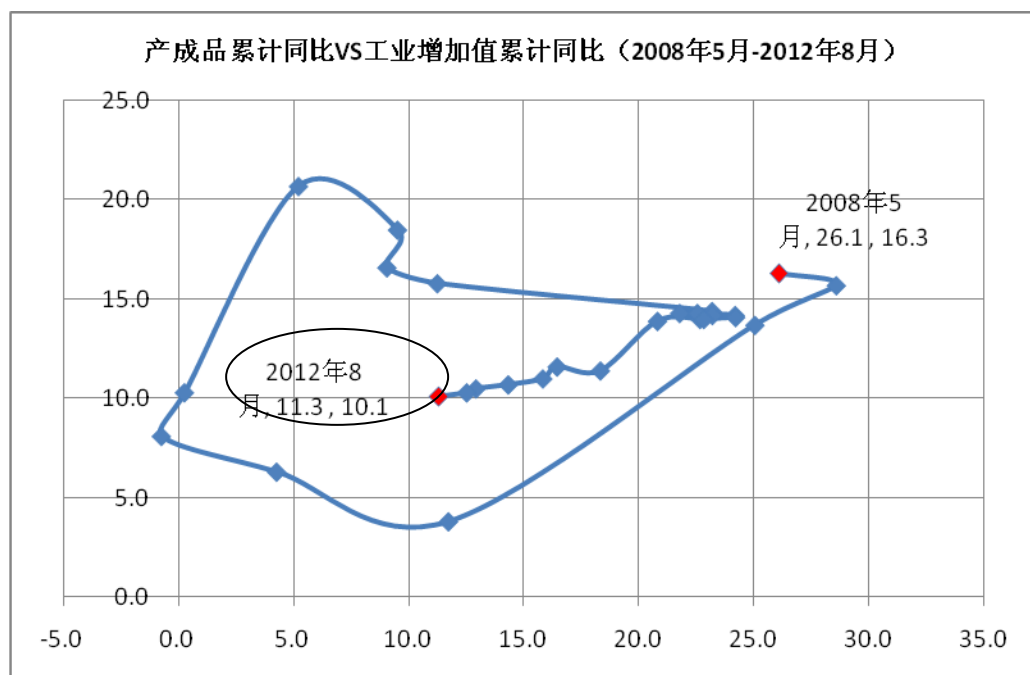
对于库存周期的认识，其更多用于部分解释经济的波动；目前库存占 GDP3% 左右、解释经济波动的 20% 左右，故库存的周期变动，更多反应短期经济的波动，对于经济自身中轴的变迁解释力较弱。

另外，跟踪库存周期，产成品的库存滞后于经济产出周期本身、而占总库存约 30% 的原材料库存则同步或略领先于经济产出周期。目前 9 月 PMI 显示，经济短周期有企稳要求，原材料库存回升、产成品库存则回落，而新订单和出口订单改善，虽然两者均在 50 下方，即当下数据更多表明经济短周期企稳要求。

事实上，考察 2002 年以来可比上市公司的原材料库存与库存总量增速，可知在 2008 年危机时期，800 多家可比公司在 2009 年中报的总库存增速回落至 -13%、原材料库存增速回落至 -20%；而本轮经济回落幅度要弱于上轮，但可比公司 2012 年中报的总库存增速却回落至 -10%、原材料库存增速回落至 -31%。这组数据，如果结合工业企业产成品库存累计同比数据来看，显示，产成品库存尚未调整至危机低位，但原材料库存去化已经调整至危机低位，这表明当下经济回落面临着一种新的范式、即不仅仅简单的去库存(产成品)、更面临着所谓的去产能。

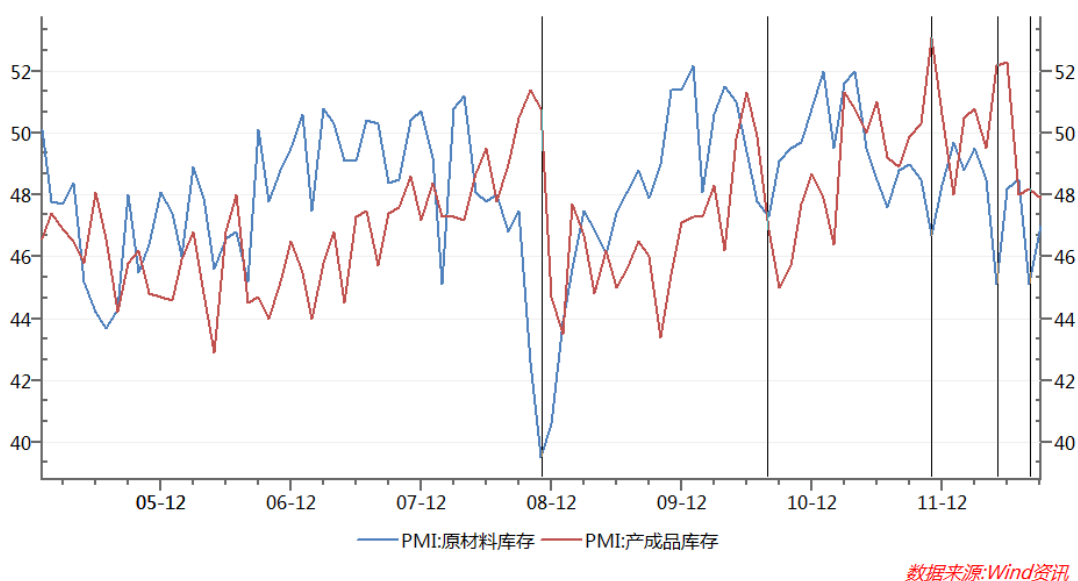
因此，由于 QE3 以及国内房地产投资短期的回升、基建及公共项目的推进，使得原材料库存有所改善，而产成品库存的继续去化，形成了阶段性的被动去库存，即预计未来数月工业增加值当月增速有望回升至 9% 上方。

图 3: 库存(产成品)周期转入被动去库存阶段, 但同样面临着未来的补库乏力



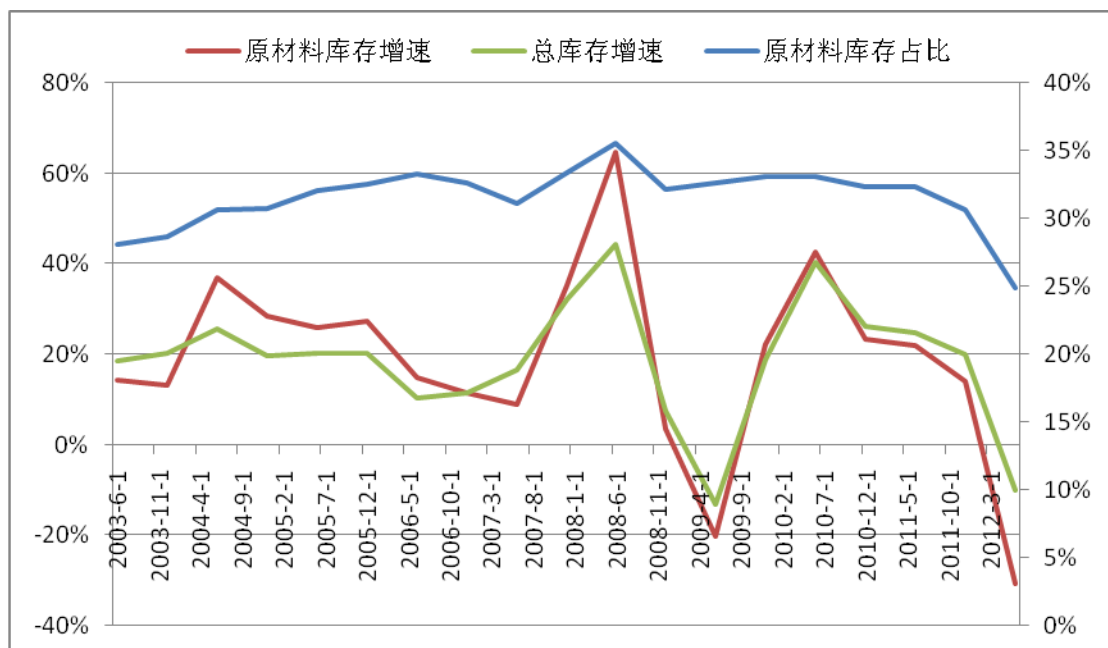
注:横轴为工业企业产成品累计同比增速、纵轴为工业增加值累计同比增速。数据来源: 东北证券, Wind

图 4: PMI 原材料库存上行、产成品下降, 吻合“被动去库存阶段”特征



数据来源: 东北证券, Wind

图 5：2002 年可比上市公司原材料库存增速骤降、警惕本轮经济回落的新范式



数据来源：东北证券，Wind

2.3. 银行信用扩张有波折，商业信用收缩在放缓

其一，目前金融企业各项贷款余额同步增速稳定在 16% 左右、前 8 个月投放信贷 6.1 万亿，但若全年信贷 8 万亿则年末预计贷款余额同步回落至 14.5%、若全年信贷 8.5 万亿则年末预计贷款余额同步回落至 15.5%。

因此，无论信贷 8-8.5 万亿，则贷款余额同步增速将从 8 月份的 16.1%、经历 9-11 月份小幅上行后在年末回落至 14.5%-15.5%。银行信用平稳且有回落，显示经济未来的企稳回升更多需要依靠外围经济和内生的调整周期。同时，银行信用年末的低位、将制约彼时资金面环境。

其二、一般经验而言，银行信用扩张，有利于经济预期的改善，并在随后逐步带动商业信用的扩张、体现为应收账款增速的扩张，与此同步的是企业营收的扩张和会计盈利的改善。尽管企业商业信用要比存货少得多、占流动资产比重约 8%、但其敏感性堪比库存中的原材料，具有较强的指引作用。

而当下，银行信用扩张乏力、商业信用持续收缩，应收账款增速下降且商业信用短期化特征也较明显、非金融类上市公司账龄 1 年内的比重由年初的 85% 逐步上升至 87%，企业在强化财务纪律的同时、压缩着商业信用；企业盈利在弱化。

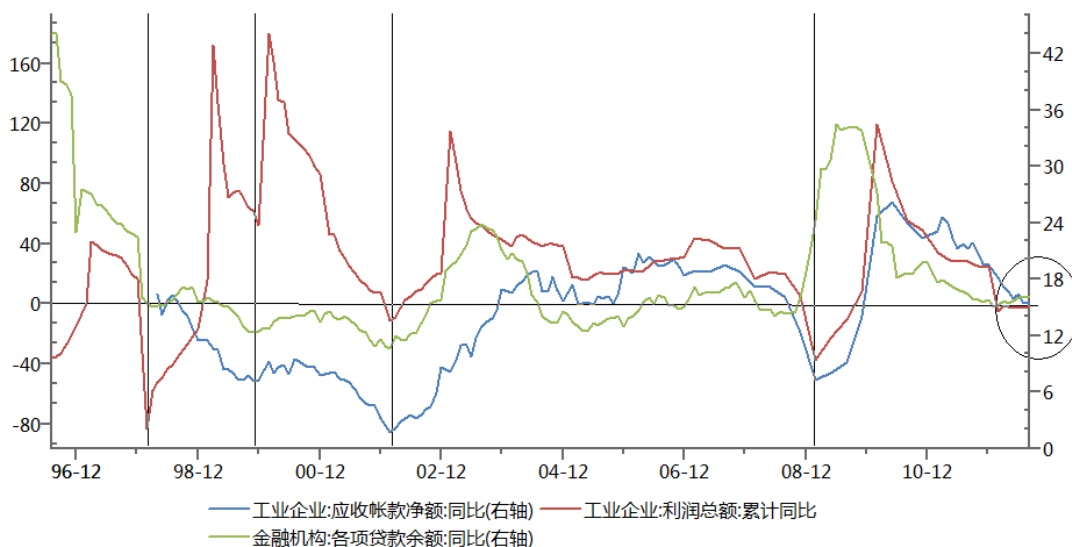
8 月份工业企业应收款增速 15.6%、略高于 7 月份的 15.4%，但依然略低于信贷余额增速；从中长期看、下降幅度还未跌到个位数，而 2008 年和 1998-2001 年调整期间，工业企业应收款增速均跌破 10%。但是，从短周期来看，预计应收账款增速有所缓和、短期有企稳；从微观上市公司数据看，家电+交运设备+机械+通信设备类上市公司的应收账款增速从去年四季度的 28.7% 骤降至 1-2 季度的 20% 左右（1 季度为 20%、2 季度为 21%），且有所平稳，这也从微观上表明商业信用收缩短期在趋缓。

因此，工业企业信用仍在收缩通道、但有放缓，即企业盈利短期出现改善的空间有限、同时经济调整的周期可能更长。

其三、微观主体的行为趋于保守化、防御化。信用扩张乏力的情况下，M1 增速<中长信贷增速<信贷总额增速，这是 20 年来首次；2009 年时也曾出现过“M1 增速<中长信贷增速<信贷总额增速”，但不同的是，彼时处于信用大幅扩张、进而带动中长期信贷、增速显著上行阶段。

因此，信用扩张的乏力，外需又疲软，经济增长动能弱化；未来经济增长的动能将更多来自时间的累积、结构的转型以及政策的推进，尤其是政策推进、催化信贷期限结构的改善。货币活化程度的低迷、制约着股市的运行，导致市场机会的结构性、阶段性、波动的窄幅化。

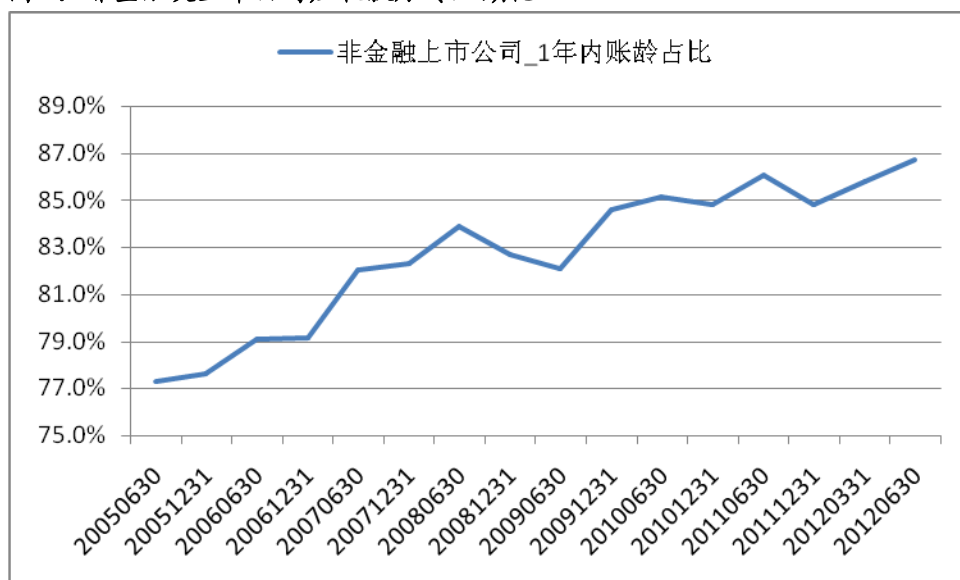
图 6：银行信用略领先于商业信用，商业信用同步于盈利周期的规律借鉴



数据来源:Wind资讯

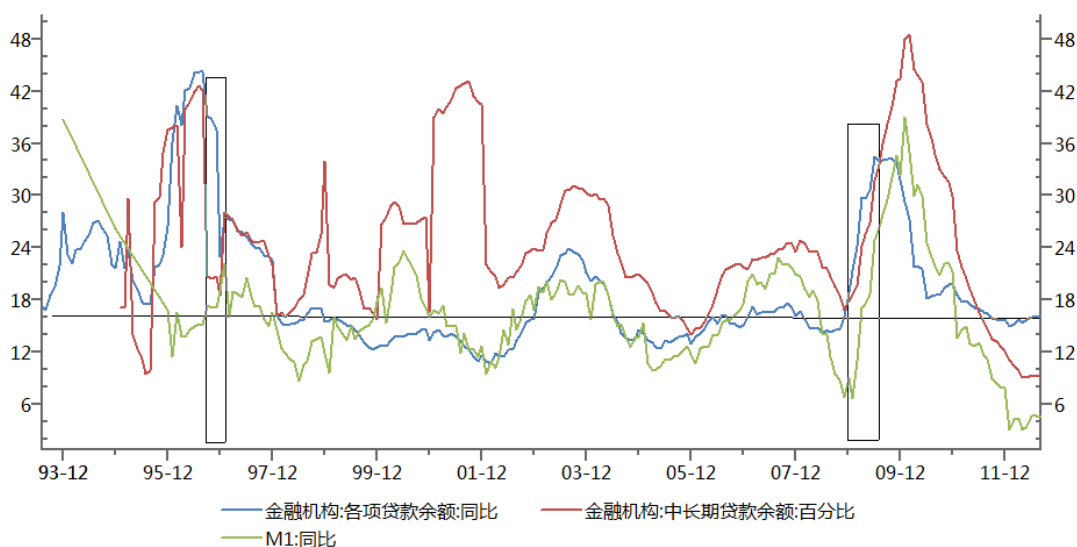
数据来源：东北证券，Wind

图 7：非金融类上市公司应收款账龄短期化



数据来源：东北证券，Wind

图 8: M1 增速<中长信贷增速<信贷总额增速、且增速低位, 20 年来首次



数据来源:Wind资讯

数据来源: 东北证券, Wind

2.4. 地产基建及公共设施投资的改善, 政策作为, 催化经济的阶段性改善

2.4.1. 经济短期止跌企稳的中观推动力

目前对于经济长期前景争论很多, 对 GDP 潜在增速的分歧也较多; 同时, 对经济再度步入新增长周期的时点也有分歧, 有一种说法、根据美元及全球贸易的发展、新周期也许要到 2016 年, 但也不否认期间存在一个显著的基钦周期, 笔者深以为然。

笔者认为, 中国二元经济的结构, 注定了经济还有较大的挖掘潜力, 如果从农业就业人口比率及城镇化率来看, 中国还只是工业化的初中期; 而从工业占比及人均 GDP 来看, 则中国已经处于工业化的中后期。因此, 客观而言, 经济整体以及区域发展均存在一定的增长潜力。

从消费升级和产业变迁的历史以及工业化中后期的发展阶段来看, 进一步的发展基础设施建设、发展公共设施, 并满足对住行及康乐方面的追求, 依然是重点。因此, 投资领域还是大有可为、工业发展领域也是大有前景。

就短期而言, 我们关注到房地产投资、现代农业、水电热等公用事业及环境公用设施等领域出现了一定的投资增速回升且这些产业持续保持着两位数的增长; 同时, 铁路为代表的交通运输等基础设施投资增速也出现了显著, 预计随着国家和地方基础设施建设的推进, 这种改善还将持续。当然, 从长期角度看, 更需要外需的改善、目前来看出口增速有望从 8 月份的 2.7% 逐步恢复至接近 10% 的水平。

因此, 这些中观行业投资增速及产出的增加, 有利于催化经济止跌企稳的正能量、且有助于未来改善信贷的期限结构。

2.4.2. 选择适度宽松政策、也是全球潮流

从目前货币政策隐含了管理层的分歧, 但从全球角度看, 发达国家普遍采用量化宽松及降息等宽松货币政策; 而新兴市场则有分别, 印度降准、俄罗斯加息。

就中国而言, 后续货币政策适度的放松, 在通胀数据并不明显的情况下可能是必要选择; 一方面国家和地方层面的数万亿基建项目、另一方面是资金价格的高位、信贷扩张的乏力。这是一对悖论、两者必有其一将被证伪; 伴随着十八大的推进,

必将有所选择。笔者倾向于，选择适度宽松货币、这也是全球潮流。

表 4: 地产投资企稳，公用事业、公共设施、基础建设等投资增速显著改善

固定资产投资完成额_分行业	2012-06	2012-07	2012-08	8月-7月
农、林、牧、渔业	28.60	28.76	31.50	2.74
租赁和商务服务业	29.75	22.02	22.67	0.65
固定资产投资完成额	20.40	20.40	20.20	-0.20
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	20.54	18.60	19.21	0.60
煤炭开采和洗选业	23.06	18.43	18.49	0.06
制造业:有色金属冶炼及压延加工业	18.32	17.34	18.37	1.02
教育	17.40	16.21	17.45	1.24
房地产开发投资完成额	16.60	15.40	15.60	0.20
水利、环境和公共设施管理业	12.79	13.68	15.00	1.31
制造业:计算机、通信和其他电子设备制造业	12.62	12.45	12.86	0.41
公共管理、社会保障和社会组织	7.25	10.24	11.22	0.99
制造业:黑色金属冶炼及压延加工业	9.36	6.88	7.66	0.78
交通运输、仓储和邮政业	-1.97	0.70	1.28	0.57
铁路运输业	-36.93	-31.95	-23.91	8.04

数据来源: 东北证券, Wind

表 5: 三废处理、矿产采选以及食品和金属制品工业增加值增速提升较快

分行业工业增加值当月同比	Jun-12	Jul-12	Aug-12	8月-7月	8月-6月
废弃资源综合利用业	19.9	17	21.2	4.2	1.3
有色金属矿采选业	14.9	17.5	17.5	0	2.6
有色金属冶炼及压延加工业	13.3	12.2	13.8	1.6	0.5
非金属矿采选业	8.9	11.3	12.7	1.4	3.8
金属制品业	11.6	11.3	12.7	1.4	1.1
食品制造业	10.6	11.7	12.2	0.5	1.6
非金属矿物制品业	10.5	10.3	10.5	0.2	0
重工业当月同比	9.6	8.8	9	0.2	-0.6
工业增加值当月同比	9.5	9.2	8.9	-0.3	-0.6
轻工业当月同比	9	10.1	8.6	-1.5	-0.4
通用设备制造业	6.5	6.5	7.9	1.4	1.4
石油加工、炼焦及核燃料加工业	4.6	4	6.2	2.2	1.6
石油和天然气开采业	2.7	2	5.3	3.3	2.6

数据来源: 东北证券, Wind

表 6: 公开市场回笼资金压力大、有调准等货币对冲要求

	票据到期	正回购到期	逆回购	正回购	逆回购到期	净投放量
2012年3月	1,720	820		3,260		-720
2012年4月	1,830	2,160		1,460		2,530
2012年5月	920	1,440	890	2,800	890	-440
2012年6月	90	2,800	1,250	1,200		2,940
2012年7月	190	1,320	5,010		5,680	840
2012年8月	120	900	8,200		5,780	3,440
2012年9月	160	400	9,720		6,220	4,060

2012 年 10 月	390				6,500	-6,110
2012 年 11 月	1,020					1,020
2012 年 12 月	1,180					1,180

数据来源：东北证券，Wind

3. 盈利仍有下滑、估值企稳且有阶段改善需求

3.1. 下半年净利润依然负增长、但程度有所缩小

三季报预增报喜比例为 11%、而中报预增报喜比例为 13%，又三季度 GDP 可能跌破 7.5%。

因此，预计三季度单季度非金融类业绩增速依然负增长、四季度业绩增速有所收敛。保守估计，非金融类三季度单季度同比-17%左右、四季度单季度同比-13%左右，下半年为-15%左右；全年非金融-15%左右，考虑银行增速 10%上方，全部 A 股盈利增速在-2%至 0%。

表 7: 上市公司三季报预警情况弱于中报，预增减少、预减增多

行标签	三季报_预警类型	三季报比例	中报_预警类型	中报比例
预增	109	11%	195	13%
扭亏	22	2%	54	4%
略增	256	27%	397	26%
续盈	109	11%	138	9%
略减	160	17%	248	16%
首亏	91	9%	159	11%
续亏	49	5%	102	7%
预减	157	16%	205	14%
不确定	6	1%	8	1%
总计	959	100%	1506	100%

数据来源：东北证券，Wind

3.2. 盈利能力 ROE 先跌后企稳，明年迎来转机、届时盈利正增长

非金融类 ROE 年化值从 2010 年的 13%左右震荡下行，并在 2011 年下半年呈现加速下行特征，至 2012 年 1 季度为 9.24%、2012 年 2 季度 9.7%，显示 ROE 快速下跌的态势已经得到缓解。

当然，2012 年 2 季度 ROE 年化 9.7%、更多显示缓和而非逆转，因为 2 季度单季度业绩往往占全年的比重大于 25%、在 27%左右，从而抬高了 2 季度末 ROE 的年化值。因此，考虑净利润的季度分布特征，ROE（摊薄）下半年相对二季度还有一定的回落、大致在 9-9.5%之间，但这更多是季节性因素；预计明年将实现企稳并小幅改善。这一点，也可以从杜邦分解中可知：

首先，银行信用扩张乏力，但非金融上市公司的负债率目前持续上行至 60%左右、但信贷增速 16%左右、要大于股权融资速度及 ROE，因此，负债率依然处于上行态势中。

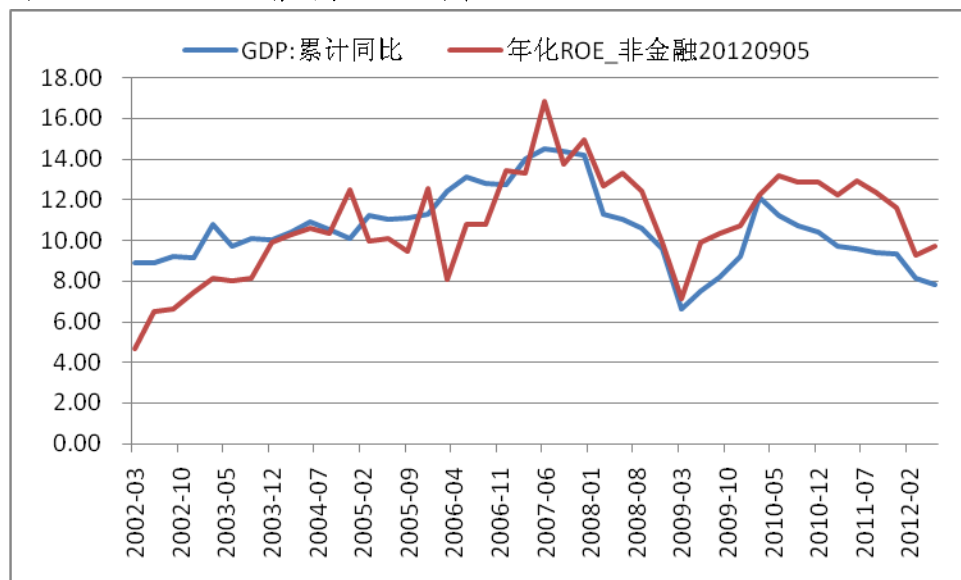
其次，目前销售净利率从 2011 年的 5.66%、下降至 2012 年 1 季度的 4.95%、2 季度的 4.92%，销售净利率逐步企稳。

其三，目前资产周转率年化在 82%，略高于 1 季度的 78%。背后逻辑是，目前处于去库存后期以及去商业信用后期，库存周转率和应收款周转率均从低位有所改善，因此，资产周期周转率渐趋于平稳。

因此，非金融类上市公司 ROE(摊薄)快速下降的过程在已近结束、并趋于稳定，但在下半年存在季节性下调的压力；同时，ROE 回升的动能还需观察、目前来看，并不强劲。

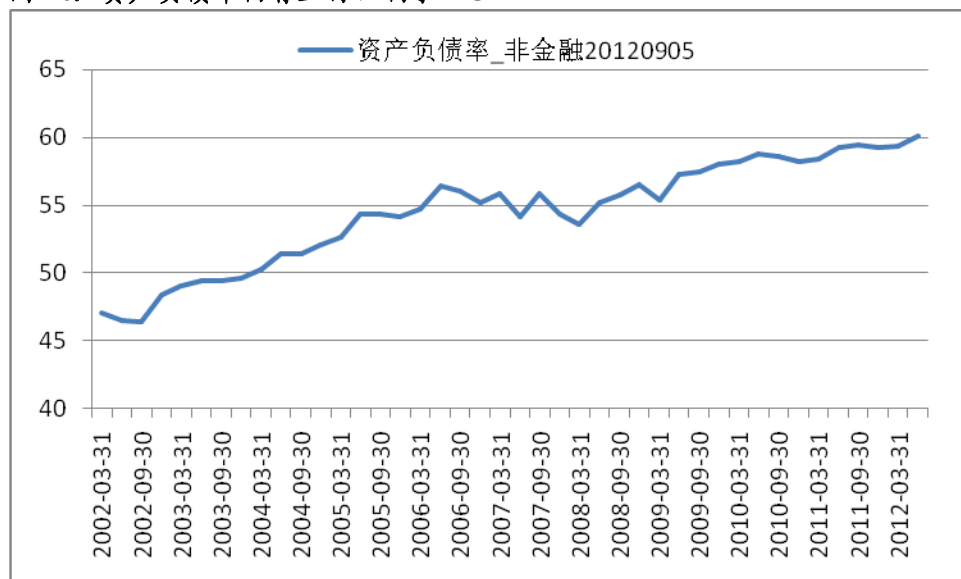
理论上，若 ROE(摊薄) >0 且同比不再下行，那么净利润增速必然增长；若 ROE 能够增长，则净利润增速更大。由于基数和季节性因素，ROE 同比和环比下半年还有下降，但进入明年上半年将迎来 ROE 同比和环比的企稳和改善、彼时将迎来净利润的正增长，即明年上半年的盈利前景更具确定和乐观。

图 9: GDP 止跌企稳有利于 ROE 的平稳



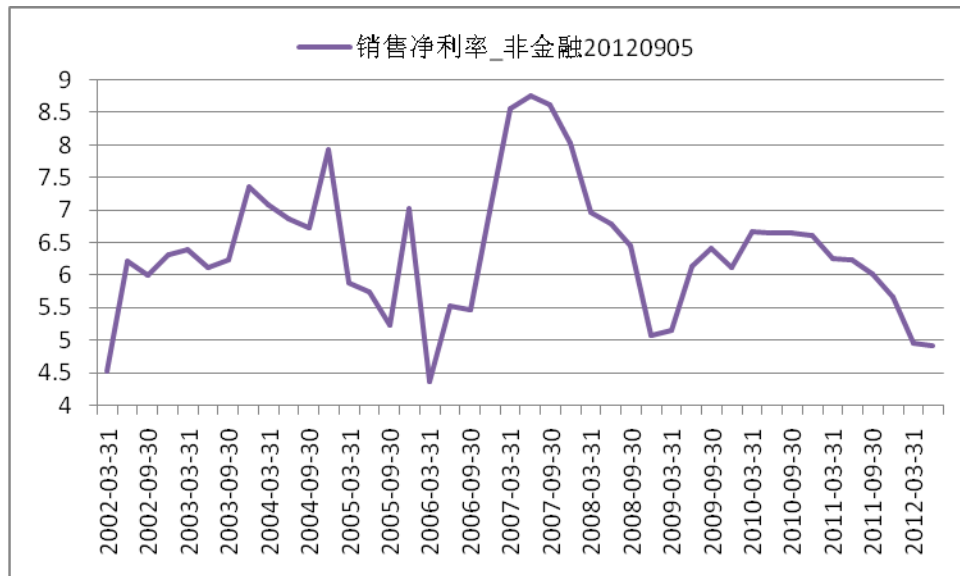
数据来源：东北证券，Wind

图 10: 资产负债率仍有上行、利于 ROE



数据来源：东北证券，Wind

图 11: 销售净利率逐渐趋于稳定, 利于 ROE 平稳



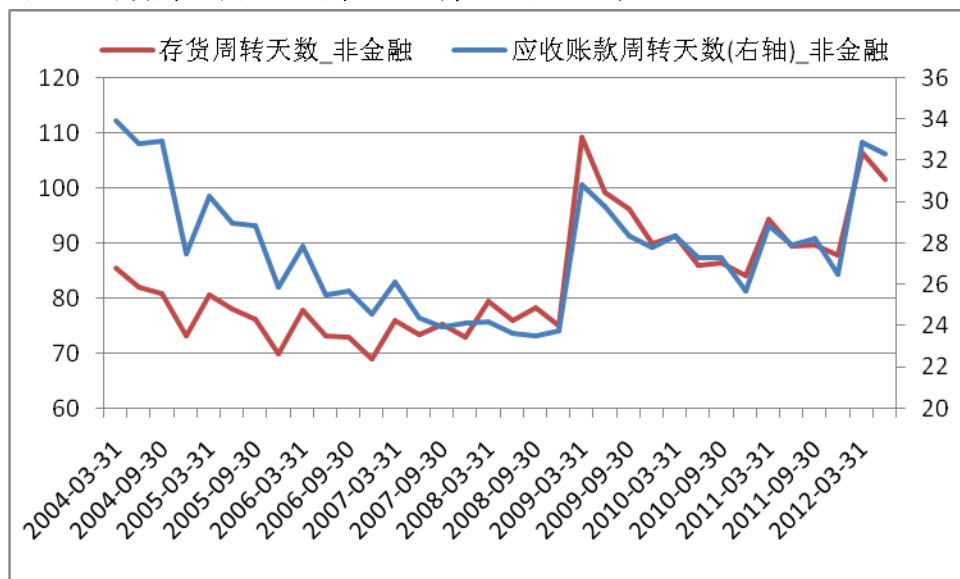
数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 资产周转率止跌迹象呈现, 利于 ROE



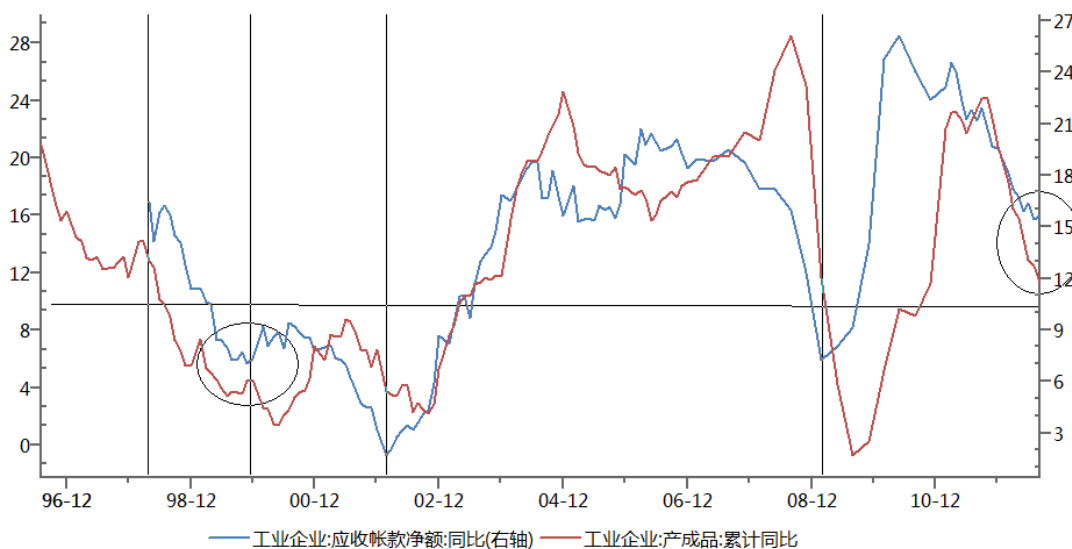
数据来源: 东北证券, Wind

图 13: 存货周转和应收款周转天数高位回落, 利于 ROE



数据来源: 东北证券, Wind

图 14: 库存及应收款增速回落已处于后期、验证存货周转和应收款周转率的改善



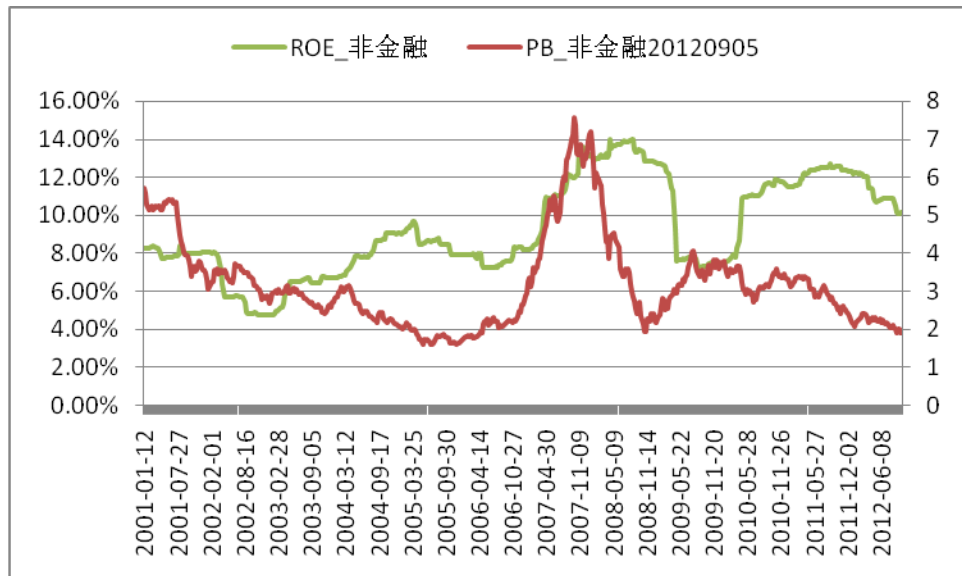
数据来源: Wind资讯

3.3. PE 估值整体窄幅波动, 并存在阶段性反弹可能

三季度非金融类 PE 整体在多在 18-20 倍之间, 上半年曾达到过 21 倍、彼时降准降息、资金价格显著回落。

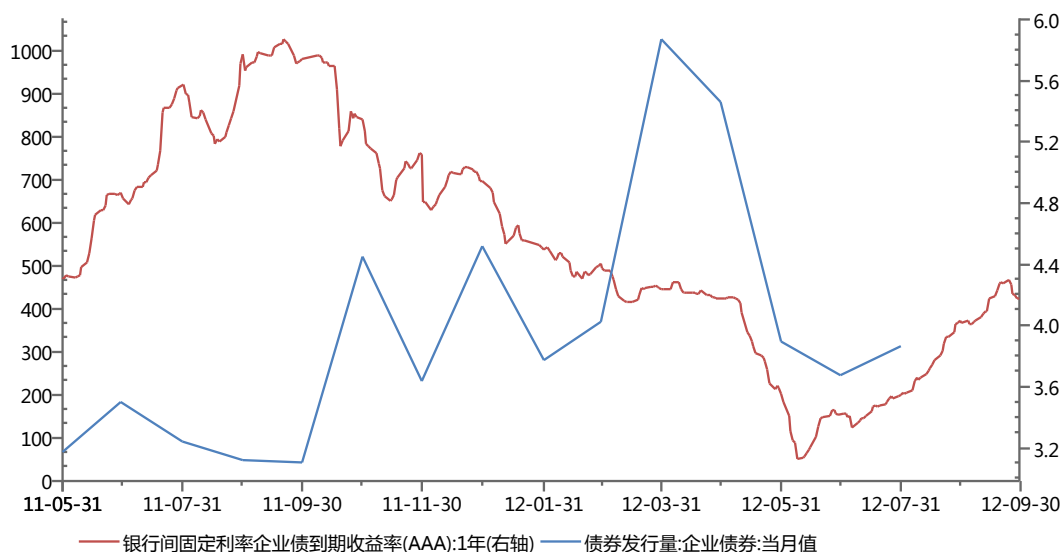
而三季度在较多不利因素下, 估值尚且在 18 倍左右得到支撑。预计, 经济的企稳预期以及释放流动性和政策作为的预期, 有利于估值得到一定的改善; 且进入四季度、资金价格一般相对平稳、这将有利于估值水平的平稳。而 18 大的召开及经济见底前夜的预期、有利于估值的阶段性提升。

图 15: 盈利负增长, 但能实现 “PE 平稳+ROE 平稳+PB 下降, 股价平稳” 的组合



数据来源: 东北证券, Wind

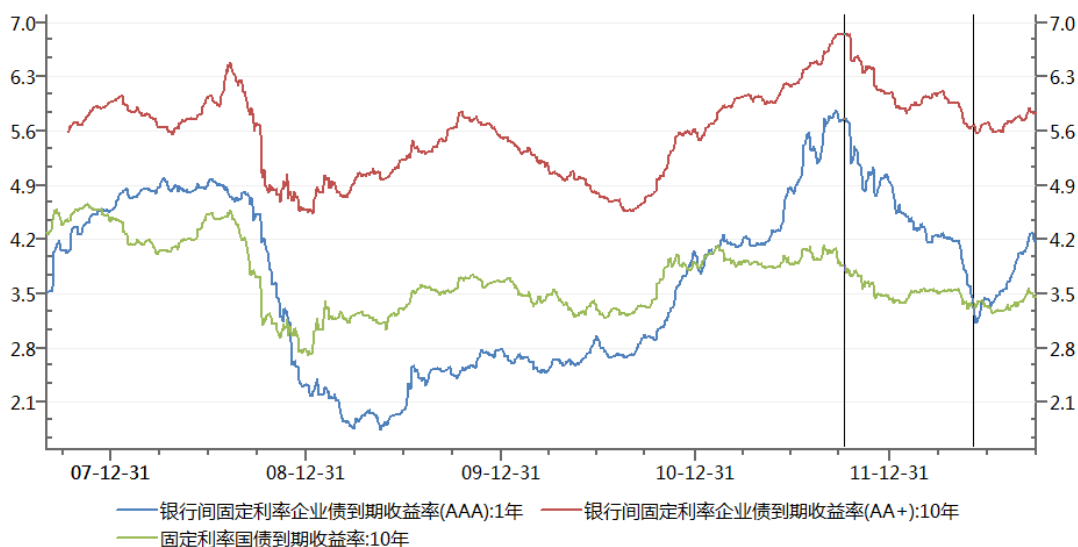
图 16: 三季度债券收益率回升在于政策真空下供给增加的压力



数据来源: Wind资讯, 中国债券信息网

数据来源: 东北证券, Wind

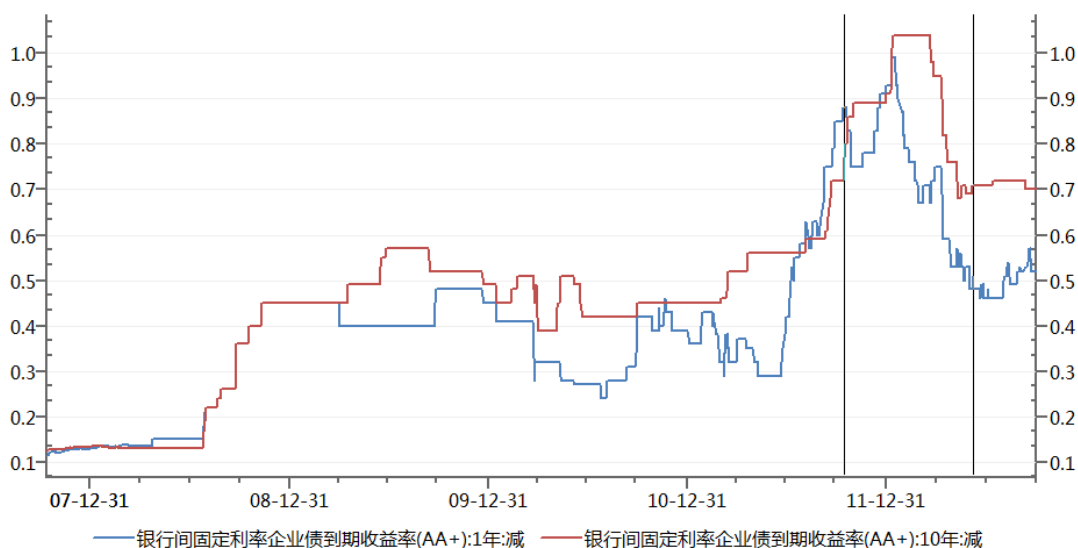
图 17: 国债和企业债到期收益率有望保持平稳



数据来源:Wind资讯, 中国债券信息网

数据来源: 东北证券, Wind

图 18: 企业债信用利差保持相对平稳



数据来源:Wind资讯

数据来源: 东北证券, Wind

3.4. 借鉴 2245-998 的回落历程, 目前更似 2003 年末 1300 点附近

考察全部 A 股估值分布, 目前 PB 在 2 倍以下的比重为 34%, 低于 2005 年和 2008 年的 60% 左右; 目前 PE(TTM) 在 0-20 倍之间的占比为 21%、与 2005 年时的 28% 接近、低于 2008 年。笔者前期的解释是, 2008 年具有特殊性、其四季度亏损、动态的市盈率结构要偏高些。

因此, 考察可比公司从 2245 点回落至 998 点的历程, 并对比 2008 年的情景, 当下的 PE 已经处于低位, 但因为下半年还需接受盈利负增长的考验以及或许 1 年后再度负增长的可能; 因此, PE 将被动抬高、主动调整而整体平稳; PB 则持续的结构调整。从可比公司 0-2 倍 PB 占比的描述来看, 当下市场估值类似于 2003 年末

的 1300 点左右，未来存在一次短周期回升的可能，但大底的确认还需时间的考验。

表 8: 全部 A 股 PB 在 2 倍下方的占比 34%、而 2005 年和 2008 年时为 60% 多

	pb20050630	pb20081031	pbnw
<0	32	37	42
0-1	184	204	77
1-2	687	785	756
2-3	252	291	729
>3	155	238	858
All	1310	1555	2462
0-2	66.5%	63.6%	33.8%

数据来源：东北证券，Wind

表 9: 全部 A 股 PE(TTM) 在 0-20 倍之间的占比为 21%、而 2005 年时为 28%

	pe20050630	pe20081031	penow
<0	225	226	326
0-20	363	747	522
>20	722	582	1614
All	1310	1555	2462
0-20	28%	48%	21%

数据来源：东北证券，Wind

表 10: 可比公司显示 PB 的分布、与历史低位有差距，但已相当于 2004 年末 1300 点时水平

日期\PB 比重	0-1 家数	1-2 家数	All	0-2 比重	大盘点位	PE 非金融	PB 非金融
20020129	0	121	1073	11%	1393	37.12	2.99
20030106	0	151	1073	14%	1335	56.15	2.69
20031113	0	377	1073	35%	1320	35.1	2.39
20041109	30	449	1064	45%	1307	23.75	2.16
20050630	168	553	1065	68%	1081	19.64	1.7
20081031	167	479	1042	62%	1729	15.07	1.94
now	62	357	1073	39%	2068	19.33	1.96

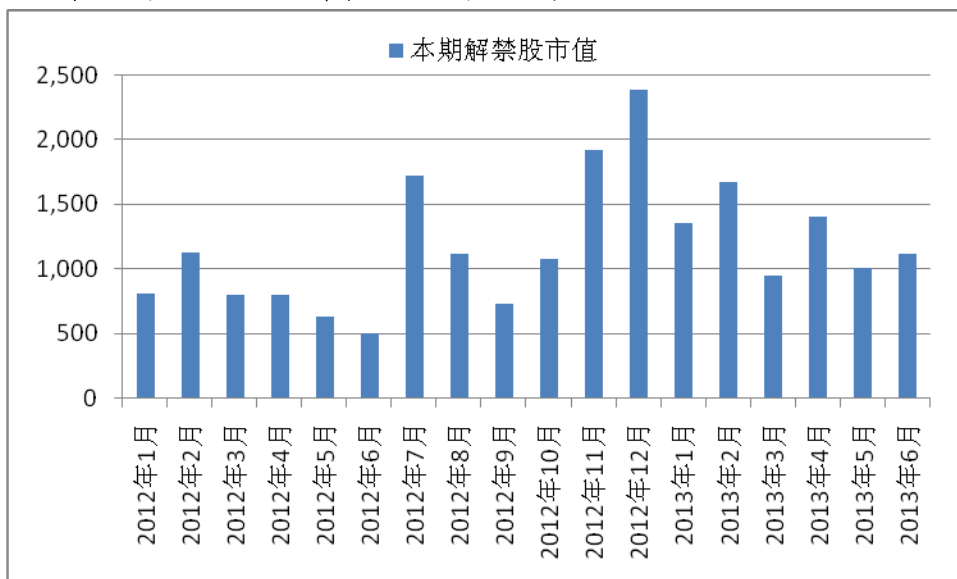
数据来源：东北证券，Wind

3.5. 弱市环境中解禁潮对市场有负面效应

四季度解禁压力陡增，尤其是 11-12 月份，月解禁规模在 2000 亿元；且解禁类型中，首发原始股解禁占比最高、为 47%。从实证看，在 2009-2010 年市场环境较好的时段，解禁股并未因为解禁压力而调整，相反在解禁前有上冲的动能；而 2011-2012 年市场环境较弱的时段，解禁股的压力凸显，在解禁前 2 个月即出现调整压力、出现跑输大盘的情况；牛熊市中解禁股表现的差异，背后原因在于盈利及市场环境的不同。

因此，在目前市场环境积弱的情况下，需要提防解禁对相关板块的冲击。

图 19: 四季度尤其是 11-12 月解禁压力陡增、月均 2000 亿



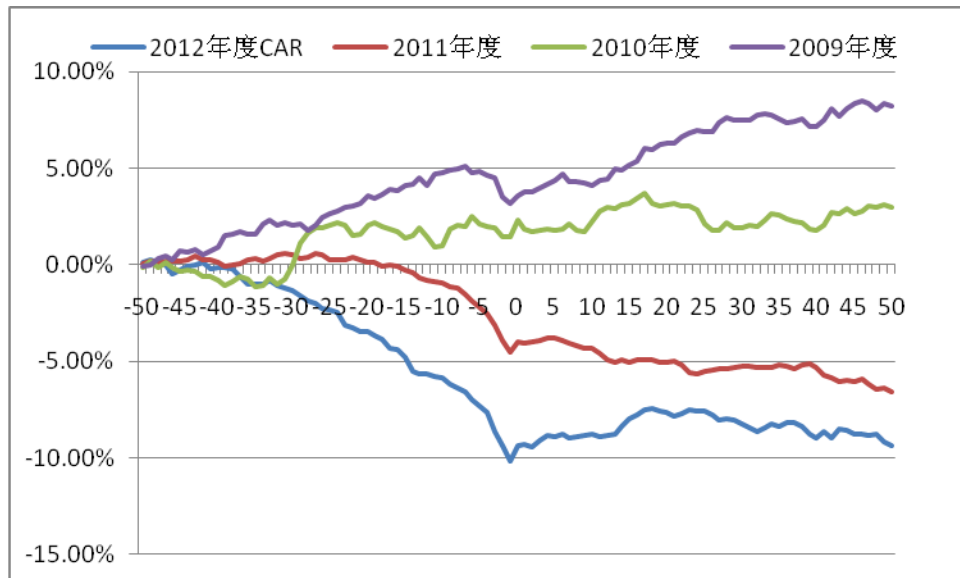
数据来源: 东北证券, Wind

表 11: 首发原始股解禁占四季度解禁的比例最高、为 47%

流通股份类型	家次	总股数	股数占比
总计	256	6371992	100.0%
首发原股东限售股份	160	2993686	47.0%
定向增发机构配售股份	52	1242975	19.5%
首发原股东限售股份, 配股原股东限售股份	1	717792	11.3%
股权分置限售股份, 定向增发机构配售股份	8	541329	8.5%
定向增发机构配售股份, 大股东增持股份	1	323604	5.1%
公开增发机构配售股份	1	240795	3.8%
股权分置限售股份	16	117184	1.8%
追加承诺限售股份上市流通	6	87980	1.4%
股权分置限售股份, 追加承诺限售股份上市流通	1	75194	1.2%
定向增发机构配售股份, 配股原股东限售股份	1	11372	0.2%
首发原股东限售股份, 追加承诺限售股份上市流通	1	10906	0.2%
首发原股东限售股份	1	6021	0.1%
大股东增持股份	1	1699	0.0%
股权激励限售股份	6	1455	0.0%

数据来源: 东北证券, Wind

图 20: 首发高比重解禁股超额收益序列显示, 弱市下解禁将跑输大盘



注: 取首发解禁股占已流通股本比例 20%以上的上市公司样本, 测算其解禁前后 50 个交易日相对沪深 300 指数的对数累计超额收益率。数据来源: 东北证券, Wind、天相。

4. 市场运行及投资策略

4.1. 市场运行“N”型: 抢“嗟来之食”与布局“源头活水”

单纯的政策维稳、单纯的针对股市的救市政策而非系统性救经济的政策, 其更多具有“嗟来之食”的意味, 持续性较弱; 9 月份, 曾经围绕万亿投资、新股暂停等做过反弹, 但持续性较弱。

而源头活水, 则来源于经济回升、盈利能力改善; 政策积极, 减税、放权、让利; 引入长期资金入市、尤其是养老资金。

笔者的一个关注视角, 即关注目前资金压力、制度压力等集于一身的铁路建设及运营方面的变化, 其变化某种意义上将反应放下中国经济困局下的变革。目前看点是, 环比增加铁路基建投资、拓宽铁路资金来源、铁路运营税收让利地方等, 值得密切关注。

因此, 18 大之前、更多是维稳性质; 而后还需承受利好真空期下供给压力的冲击, 年末经济面企稳改善的预期将强化, 源头活水逐步具有征兆、再结合明年盈利增速由负转正的预期, 更具持续性。

表 12: 历届换届党代会的股市效应——前涨后跌

换届党代会前后股市涨跌反应%					
党代会	开始日	结束日	会议前一月	会议期间	会议后一月
十七大	2007/10/15	2007/10/21	13.51	-1.44	-9.01
十六大	2002/11/8	2002/11/14	-2.61	-6.01	-6.28
十五大	1997/9/12	1997/9/18	5.4	-5.66	0.76
十四大	1992/10/12	1992/10/18	-11.04	0.68	-40.8

数据来源: 东北证券, Wind

4.2. 情景模拟下的点位运行: 大致运行于 1940-2220 点

推断参数:

金融股略优于大盘;

非金融类 PE(TTM)保持在今年 2 月份以来 18-21 倍区间;

三季度非金融类盈利回落 17%。

当下 19 倍市盈率、指数 2080 点一线。

测算过程:

18 大前, 经济企稳、政策维稳的催化下, 资金面相对合理、债券收益率平稳。PE 估值提高至年内高位水平 21 倍、目前为 19 倍、对应估值提升幅度 10%; 三季度非金融类回落 17%、TTM 折年约冲击 4%, 考虑到 9 月份市场并非提前反应三季度业绩的回落、表明三季报业绩冲击要小于 4%。估值改善及盈利回落的对冲, 两者综合、非金融类有 6% 多的提升, 又金融股预计好于大盘, 则市场高点在 2220 点左右。

四季度解禁股冲击压力再度显现、盈利冲击下、估值再度回落但不破 18 倍, 并三季报盈利冲击的后续效应且市场局部反应四季报盈利负增长的盈利冲击。保守测算, 即以当下市场即承受压力、由 19 倍 PE 回落至 18 倍且考虑盈利年化冲击 4% 左右, 则估值和盈利的双重扰动、市场低点大致在 1940 点。

市场点位的测算, 更多体现了期间的逻辑及运行趋势的预判, 更多是量化; 必然与市场实际存在出入。四季度大致的运行可能在 1940-2220 点, 呈 N 型: 先是政策维稳及经济企稳预期的修复, 后是供给压力及年末资金压力下的调整、年末在经济回升和盈利改善迹象下是布局明年的时点。

4.3. 投资策略: 投资转型+ROE 回升+供求和谐的交集

N 型的预判, 嗟来之食和源头活水的间隔, 操作上尤其需要注意波动、并关注政策面和产业资本等投资者行为的变化。

仓位上、布局于经济短周期复苏前夜的投资时钟, 板块上、始终立足于工业化中后期经济转型、消费升级和投资转型的逻辑。

根据经济止跌企稳的动能, 来自于地产投资企稳、基建投资改善、公共设施及公用事业投资改善等线索, 这也是投资结构性转型的方向、也是工业化中后期的产业方向之一。

寻找投资转型、低估值、ROE 回升、解禁压力较少、产业资本有增持的多线索交集的板块。重点关注两类板块, 经济短周期复苏前夜、布局于投资转型领域的细分行业, 如钢构、超硬材料、园林装饰、高铁等; 同时, 关注盈利稳健、供求关系合理的板块, 比如白酒、中药、家电、券商保险等。另外, 对经济低迷下并购重组主题做关注, 比如 ROE 低位乃至负值的钢铁、航运等主题投资。

表 13: 低估值且 ROE 回升的部分板块列表

板块名称	总市值	PE (TTM)	ROE2011	年化 ROE2012Q1	年化 ROE2012H1
饮料制造	8216	23.2	24.14	36.48	33.6
银行	34682	5.55	19.58	22.88	22.72
白色家电	2208	12.42	18.67	16	19
煤炭开采	9779	11.4	17.9	17.56	18.28
医疗服务	186	46.87	13.99	14.04	15.22
中药	3990	33.97	12.88	14.76	14.62

燃气	303	32.86	11.48	14.24	14.16
保险	7674	25.35	11.36	11.44	11.8
采掘服务	861	20.23	10.44	11.08	11.9
传媒	1846	26.56	9.83	9.72	10.46
港口	1645	13.69	9.18	8.56	9.56
旅游综合	509	37.37	8.5	11.32	10.56
电力	5346	24.53	6.14	3.24	6.02
通信运营	834	45.09	2.03	1.92	3.42

数据来源：东北证券，Wind

表 14：8 月至今增持规模较多的板块列表

较多增持的行业(二级)		较少或无增持的行业(二级)	
行标签	净增持额(万元)	行标签	净增持额(万元)
零售	93807	医药商业 II	30
建筑装饰	74526	包装印刷 II	24
电力	73452	保险 II	19
建筑材料	16892	饮料制造	14
有色金属冶炼与加工	12029	光学光电子	7
房地产开发 II	10487	煤炭开采 II	4
贸易 II	9983	采掘服务 II	1
钢铁	7965	银行 II	0
其他电子 II	6996	金属制品 II	0
服装家纺	6927	元件 II	0

数据来源：东北证券，Wind

表 15：解禁规模占已流通比重较低的各板块列表

行业	四季度解禁市值	当下流通市值	解禁占流通市值比重	市盈率	预测市盈率
餐饮旅游	205	788	26.00%	36.39	25.67
交运设备	669	6,428	10.40%	14.56	12.48
农林牧渔	238	2,350	10.10%	36.64	22.62
公用事业	372	4,805	7.70%	24.84	15.65
信息服务	295	4,470	6.60%	32.73	25.17
食品饮料	535	8,475	6.30%	25.35	19.3
电子	181	3,153	5.80%	39.38	28.09
机械设备	449	8,522	5.30%	22.78	16.38
轻工制造	81	1,601	5.10%	43.53	19.64
房地产	355	7,420	4.80%	13.6	9.49
纺织服装	85	1,813	4.70%	21.72	14.82
黑色金属	149	3,354	4.40%	91.81	21.53
建筑建材	268	6,179	4.30%	12.25	10.4
医药生物	336	7,846	4.30%	33	25.33
综合	24	1,069	2.30%	33.49	12.94
信息设备	51	2,374	2.10%	35.97	21.06
交通运输	100	6,073	1.70%	19.11	13.19

金融服务	626	38,575	1.60%	6.92	6.48
商业贸易	52	3,535	1.50%	20.57	15.12
采掘	283	23,559	1.20%	12.3	11.85
有色金属	80	8,084	1.00%	39.77	29.2
化工	102	10,492	1.00%	18.96	14.02
家用电器	18	2,244	0.80%	13.16	11.39

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