

报告类型 / 投资策略报告

重视经济企稳回升的多重证据链，反弹终曲尚未到

报告摘要：

上周市场震荡盘跌，主要受三季报盈利负增长及其他信息扰动所致，市场情绪低位、但须看到本轮市场反弹不仅仅是维稳，还有基本面改善的逻辑存在。

9月工业企业盈利转正，同时PMI回升、产成品增速下降、应收账款上行，多种迹象表明经济短周期企稳格局正得到验证；当下处于去库存后期、被动去库存阶段的推断正得到数据面的支撑。

市场估值虽有扰动、但处于平稳，故三季报业绩冲击过后，市场继续下行的空间有限。就已披露数据看，三季报中医药、食品等消费类、公用事业以及地产、交运板块业绩有所改善。

市场反弹的逻辑依然存在并在得到进一步的验证，经济止跌企稳、盈利也将改善；谨慎看未来行情类似于2002年16大前的格局，故市场反弹的终曲不在当下、更有可能在10月份CPI和产出数据披露前后。

下周市场可能先抑后扬、技术上有考验2050点一线后反弹的要求。操作上，秉承低吸不追涨，关注盈利稳健型板块、如商贸、医药等；以及金融、交运设备、公用事业及部分基建投资品；主题类、重点关注低价、低PB类板块，如钢铁、航运等。

相关报告

《经济企稳主线为主，市场热点轮动表现——A股周策略 20121022》

2012-10-22

《数据强化经济企稳回升，市场高位整固——A股策略周报》

2012-10-15

《嗟来之食诚难咽，源头活水直可饮——四季度A股投资策略 20121009》

2012-10-10

《经济企稳预期增强，股指仍有反弹空间——策略周报 20121008》

2012-10-08

证券分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

(021)20361167 shenzy@nesc.cn

目 录

1. 市场回顾：盈利下滑、市场盘跌，但须重视基本面改善的迹象.....	3
2. 市场归因：基本面企稳向好的将信将疑	4
2.1. 经济基本面获数据支撑，弱复苏预期加强市场预期.....	4
2.2. 央行灵活运用公开市场操作，被动流动性释放减弱降息降准预期.....	7
2.3. 市场情绪尚存分歧但总体在底部徘徊，即筑底过程需要时间磨砺.....	9
3. 小专题——3季报业绩披露情况、盈利回落有企稳改善迹象.....	10
4. 下周策略：反弹尚未曲终，低吸中关注金融等板块.....	12

表 1: 二级行业周涨跌情况显示，防御、公用事业类抗跌.....	3
表 2: 个股涨跌幅显示，低价、重组整合主题个股领涨，业绩骤降个股冲击较大	4
图 1: 汇丰 PMI，产出与新订单双回升	5
图 2: 工业企业利率总额 9 月当月同比转负为正.....	6
图 3: 商业信用(应收款增速)回升、产成品回落，被动去库存的推断更具说服力.....	6
图 4: 钢铁价格更新至 20121026	7
图 5: 钢铁库存更新至 20121026	7
表 3: 9 月-10 月公开市场操作，正逆回购情况表.....	8
图 6: 银行间货币市场拆借利率月历性回升.....	8
图 7: 债券到期收益率上行、信用利差低位.....	9
图 8: 沪深 A 股合计新增股票账户数回升	9
图 9: 参与 A 股交易的户数低位未有较大起色.....	10
表 4: 3 季度各板块综合盈利增长情况(截止 20121028)	10
图 10: 全部 A 股与非金融上市公司业绩情况.....	11
表 5: 已披露三季报数据显示，消费、公用类盈利稳健.....	11

1. 市场回顾：盈利下滑、市场盘跌，但须重视基本面改善的迹象

本周市场未能延续上周强势，仅在周一小幅攀升后，后 4 个交易日表现疲弱，周五加速下跌跌破 2100 点整数关口。短期 20 日均线，中期 60 日均线的支撑毫无力度，一击即破。成交量在下跌途中有所放大。截至周五，上证指数收于 2066.2 点，全周下跌 2.92%，结束了周线三连阳，沪市全周成交为 2612.15 亿元；深证成指收于 8414.8 点，全周下跌 4.34%，深市全周成交 2611.31 亿元。两市成交较上一周略微放量，就分布看体现明显的前低后高的形态。

市场反弹至 2100 点一线 13 个交易日，久突不上，本周已是第三周，从时间窗口看进入方向选择的敏感期。上半周虽然外围市场出现连续回调，但股指在地产，金融，建材，化工，交运设备，钢铁等权重板块轮番支撑下表现相对强势。

大盘强势与成交量萎靡的背离表明当前市场运行动因与动力的背离，维稳行情还在延续，但市场对后市看法依然谨慎。中小板与创业板的集中杀跌，反应公告 3 季度盈利负增长的预期正在兑现，对 4 季度业绩企稳仍需更多宏观指标的印证。我们认为，维稳行情仅在情绪上给予大盘企稳的条件、并未实质的利好，但经济短周期的转好以及盈利企稳的情况或是把握后市市场走向的关键。

下周市场或先抑后扬，维稳情绪减弱，基本面情绪加强。

本周从宏观经济层面，汇丰公布中国 10 月制造业 PMI 预览值为 49.1，较上一月大幅攀升 1.8，连续 3 个月回升。外围市场稳定，出口数据改善至 9.9 大幅超出预期，工业企业利润同比增加值回升至 -1.8，基本继续验证了我们之前对经济下滑趋势渐缓，短期 3 季度见底，4 季度企稳的判断。经济的企稳已在上游原材料上涨率先反应出来，4 季度 PPI 的见底回升是大概率事件，而 CPI 短期将在 2 附近徘徊，为货币政策腾挪空间。人民币的升值，短期改变人民币贬值预期，热钱流入明显，流动性被动释放。中观层面，3 季度企业盈利继续下滑，但趋势减缓。市场正在逐步兑现 3 季度业绩预期，目前宏观经济短期转暖，但企业利润反应在报表上有一定的滞后性，加之外围动荡以及政策不确定性，导致市场并不敢轻易选择方向。

市场方面，随着权重板块维稳情绪减弱，市场表现明显的热点涣散，动力不足。但最近低价股与 ST 摘帽股的轮番活跃，给市场传递短期见底的信号。但由于近期外汇占款的增加明显，流动性被动释放，导致市场对货币政策的预期有所改变，今年货币政策主动宽松的预期大幅降低，对政策预期的减弱，削弱了市场向上的动力。但结合 3 季度季报公布已近尾声且预期逐步兑现，4 季度经济企稳得到多方数据验证，市场预期或在空方力量释放动能后得到修复。下周悲观情绪或将延续，但力度减弱，后半周预期兑现完毕或转变，加之十八大展开在即，股指区间震荡的概率较大。

策略上，轻仓者密切关注市场动向，验证经济数据，低吸为主，不宜追高；重仓者，逢高降低非主流品种，适度加仓重点品种。操作上需要关注前期持续受政策暖风利好的部分基础建设板块，如高铁，电网，环保，等板块的中期机会；与转型相关的节能减排，钢构等板块；未来估值与盈利双升的家电板块，以及估值较低拥有估值修复机会的金改概念股，如银行，券商，保险板块机会。

表 1: 二级行业周涨跌情况显示，防御、公用事业类抗跌

name	区间涨跌幅(周)	name	区间涨跌幅(周)
交运设备服务	4.77	金属非金属新材料	-7.94
燃气 II	1.78	畜禽养殖 II	-6.39
电力	1.6	证券 II	-6.28

铁路运输 II	0.65	电子制造	-5.95
造纸 II	0.34	有色金属冶炼与加工	-5.85
其他轻工制造 II	0	贸易 II	-5.83
钢铁	-0.12	其他电子 II	-5.58
港口 II	-0.73	计算机应用	-5.51
高速公路 II	-1.6	煤炭开采 II	-5.49
银行 II	-1.68	服装家纺	-5.45

数据来源：东北证券，Wind

表 2：个股涨跌幅显示，低价、重组整合主题个股领涨，业绩骤降个股冲击较大

证券名称	上周涨跌幅	二级行业	证券名称	上周涨跌幅	二级行业
梅雁水电	38.89	电力	华数传媒	-18.31	网络服务
重庆钢铁	25.96	钢铁	天津松江	-16.61	房地产开发 II
万方地产	21.18	房地产开发 II	大商股份	-16.34	零售
大恒科技	18.23	其他电子 II	赞宇科技	-16.04	化学制品
宁波海运	16.56	航运 II	建设机械	-15.80	专用设备
ST 航投	15.78	铁路运输 II	长方照明	-15.76	光学光电子
海马汽车	15.47	汽车整车	安琪酵母	-15.57	农产品加工
朗玛信息	14.86	网络服务	辉煌科技	-15.20	计算机应用
柳钢股份	14.56	钢铁	科力远	-14.95	金属非金属新材料
珠江实业	14.53	房地产开发 II	勤上光电	-14.76	光学光电子
金杯汽车	14.52	汽车整车	宇顺电子	-13.85	光学光电子
景兴纸业	14.40	造纸 II	榕基软件	-13.70	计算机应用
博瑞传播	12.59	传媒	包钢稀土	-13.54	有色金属冶炼与加工
晨鸣纸业	11.59	造纸 II	盘江股份	-13.35	煤炭开采 II
波导股份	11.28	通信设备	新疆天宏	-13.29	综合 II
华银电力	11.00	电力	宁夏建材	-13.23	建筑材料
申华控股	10.89	交运设备服务	宝莱特	-13.21	医疗器械 II
华电能源	10.87	电力	物产中拓	-13.02	钢铁
全柴动力	10.15	通用机械	梅安森	-12.98	专用设备
亿城股份	10.06	房地产开发 II	安洁科技	-12.91	电子制造 II

数据来源：东北证券，Wind

2. 市场归因：基本面企稳向好的将信将疑

2.1. 经济基本面获数据支撑，弱复苏预期加强市场预期

景气预期指数有所回升。周三公布的汇丰中国 10 月制造业 PMI 预览值为 49.1，较上月有明显提升。就分项看：生产端，产出指数显示经济去库存近尾声。10 月制造业产出指数初值为 48.4，较上月大幅回升 1.1 个百分点，基本符合季节性规律，结束 8 月、9 月传统旺季连续 2 个月的下跌。从需求端来看，10 月汇丰 PMI 新订单和新出口订单均较上月回升，显示虽然国内外需求均有所回升，但是仍处于临界值以下，总体而言，国内外需求还是比较弱。其中，PMI 新订单大幅回升 2.4 个百分点至 49.7，为去年 11 月以来高点，回升幅度高于产出指数。

工业企业利润总额累计同比增长由 8 月的-3.1%回升至 9 月的-1.8，结束连续 3 个月的下滑；9 月当月同比 7.8%、而 8 月为-6.2%，表明工业企业利润下降趋势受经济趋稳影响也在转好，但数据回升及其持续性仍需工业增加值的验证。当下正值

3 季度业绩报告公布期，就目前已公布 1715 家上市公司看，非金融公司的归属母公司净利润同比增长为-12.64%，较 1, 2 季度有明显提升，但还需剩下 756 家公司公布，但总体上上市公司的盈利情况有所好转，下降幅度减缓。从钢铁价格与库存角度，均有较大幅度改善。钢铁价格低位反弹明显，而库存下降。表明上游企业的生存环境渐好，产业去库存进入尾声或将进入新一轮补库存。

总体从基本面看，3 季度较前两季度趋势继续下滑，但分项指标有企稳见底迹象。随着指标不断公布与确认，短期经济弱复苏的预期一定会体现在市场表现之中。目前市场就经济的弱复苏与假复苏仍分歧较大。目前点位处于短期底部，市场不敢盲目做空，经济数据的相互印证必将加强市场的预期，市场的弱平衡或将打破。

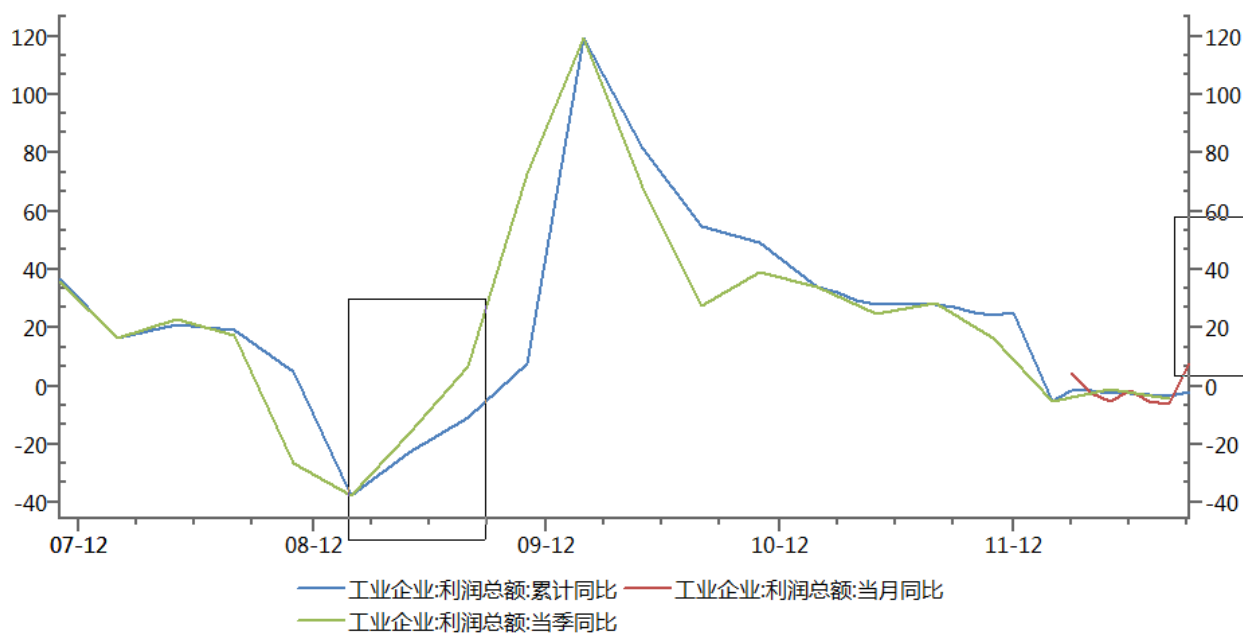
图 1：汇丰 PMI，产出与新订单双回升



数据来源: Wind资讯

数据来源：东北证券，Wind

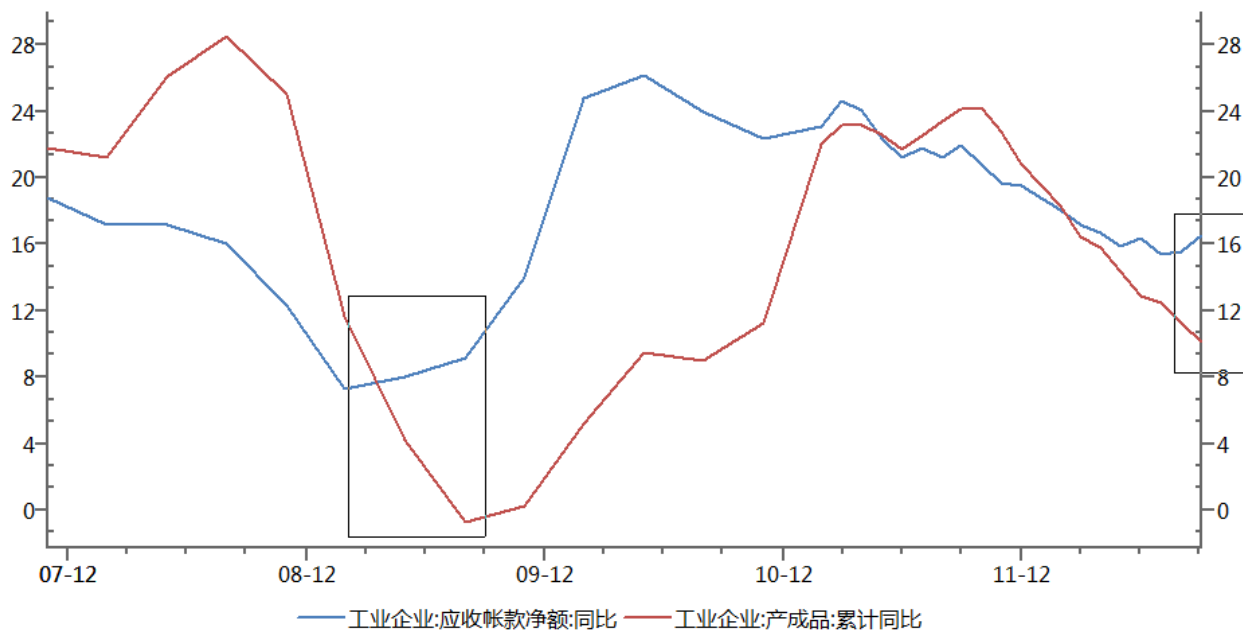
图 2: 工业企业利润总额 9 月当月同比转负为正



数据来源:Wind资讯

数据来源: 东北证券, Wind

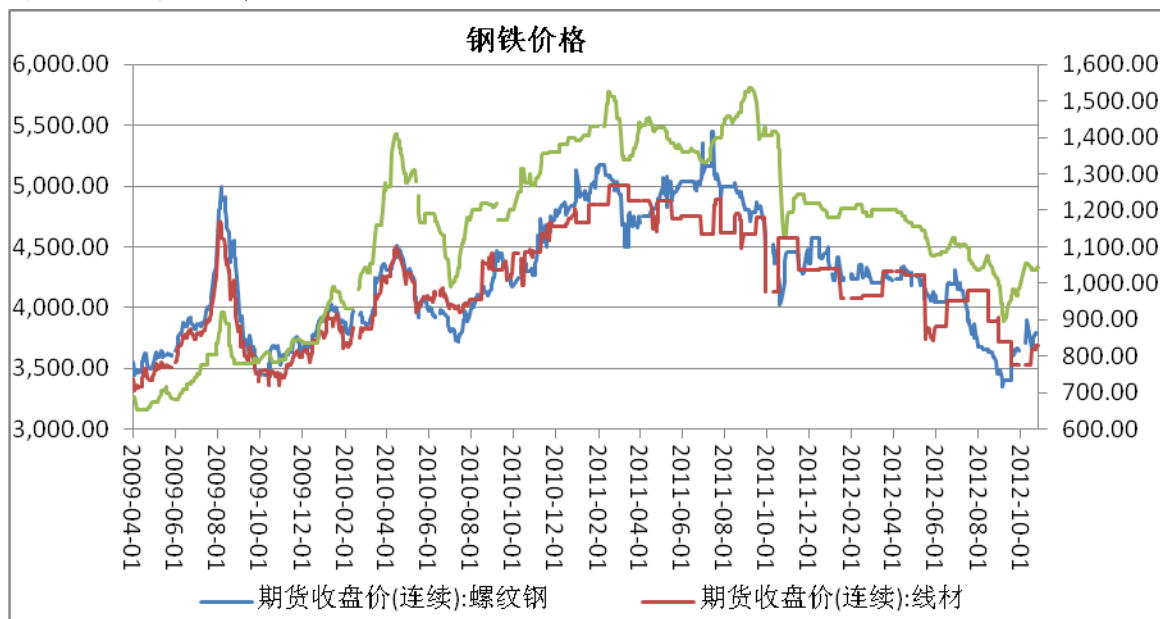
图 3: 商业信用(应收款增速)回升、产成品回落, 被动去库存的推断更具说服力



数据来源:Wind资讯

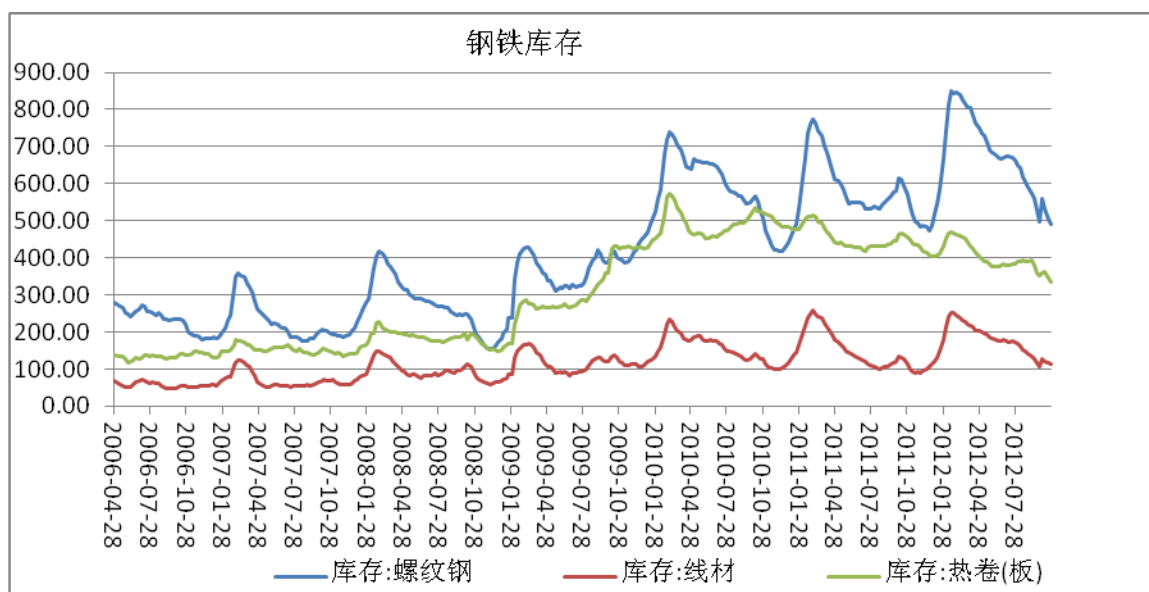
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 钢铁价格更新至 20121026



数据来源：东北证券，Wind

图 5: 钢铁库存更新至 20121026



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 央行灵活运用公开市场操作，被动流动性释放减弱降息降准预期

货币政策一直以来是市场关注的焦点，前两个月，央行持续在公开市场操作中使用逆回购的方式向市场注入流动性，短期缓解资金需求。但近日，央行的逆回购操作风格发生转变，连续 3 周在公开市场操作中回笼资金共计 4800 亿。我们分析这与近期人民币汇率再创新高，升值压力陡升，贬值预期减弱有关。人民币汇率自今年 9 月中旬以来持续走强，近日更是连创新高。25 日，人民币对美元即期汇率以 6.2417 涨停报收，这是人民币汇改 7 年来对美元即期汇率首触 1% “涨停板”。贬值预期的减弱吸引短期热钱流出转为流入，国内外汇占款 9 月份金融机构新增外汇占款为 1307 亿元人民币，是今年以来单月新增量的第二高。外汇占款的增加使得国内重新走入被动释放流动性的阶段。央行近期的大幅回笼资金动作意图便更加明显，利用灵活的公开市场操作，微调货币量同时适度作出预期管理，抑制市场对政

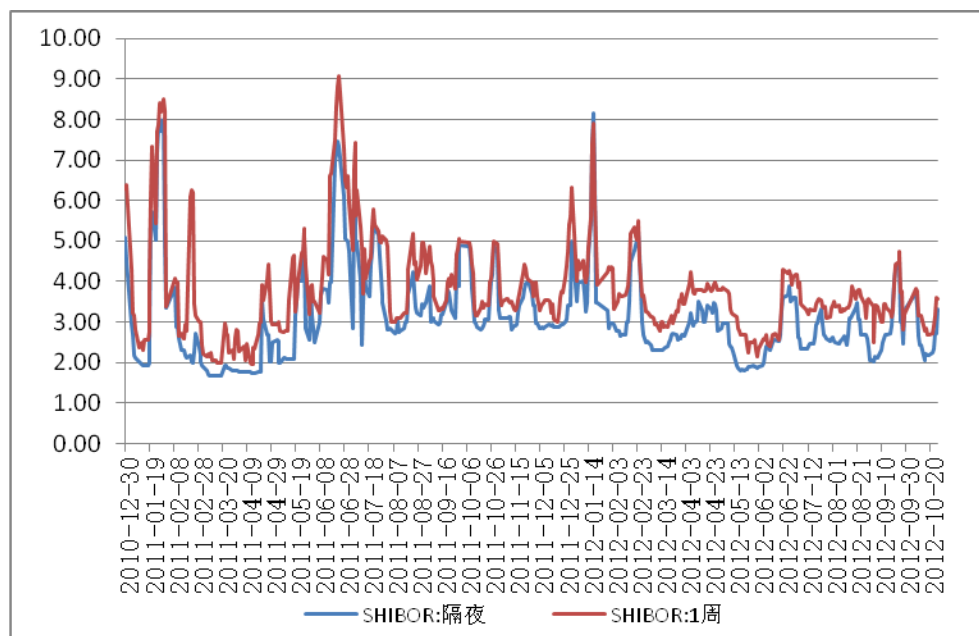
策的过度依赖。短期市场对货币政策预期的转变也限制市场的表现，所以略显纠结。银行间货币市场拆解利率近期有所回升有季节性因素，但也表明金融服务活跃度回升，对货币需求加大，但票据市场利率较为平稳，实体经济的复苏仍不明显，而较敏感的金融行业已率先察觉。后市或将继续传导到实体经济中。

表 3: 9 月-10 月公开市场操作，正逆回购情况表

现金流发生日期	投放量			回笼量		净投放量
	票据到期	逆回购	合计	逆回购到期	合计	
2012-09-22 - 2012-09-28	20	4700	4720	1070	1070	3650
2012-10-06 - 2012-10-12	100	3240	3340	1700	1700	1640
2012-10-13 - 2012-10-19	100	1060	1160	3370	3370	(2210)
2012-10-20 - 2012-10-26	190	3160	3350	4050	4050	(700)
2012-10-27 - 2012-11-02	100		100	1990	1990	(1890)
合计	510	12160	12670	12180	12180	490

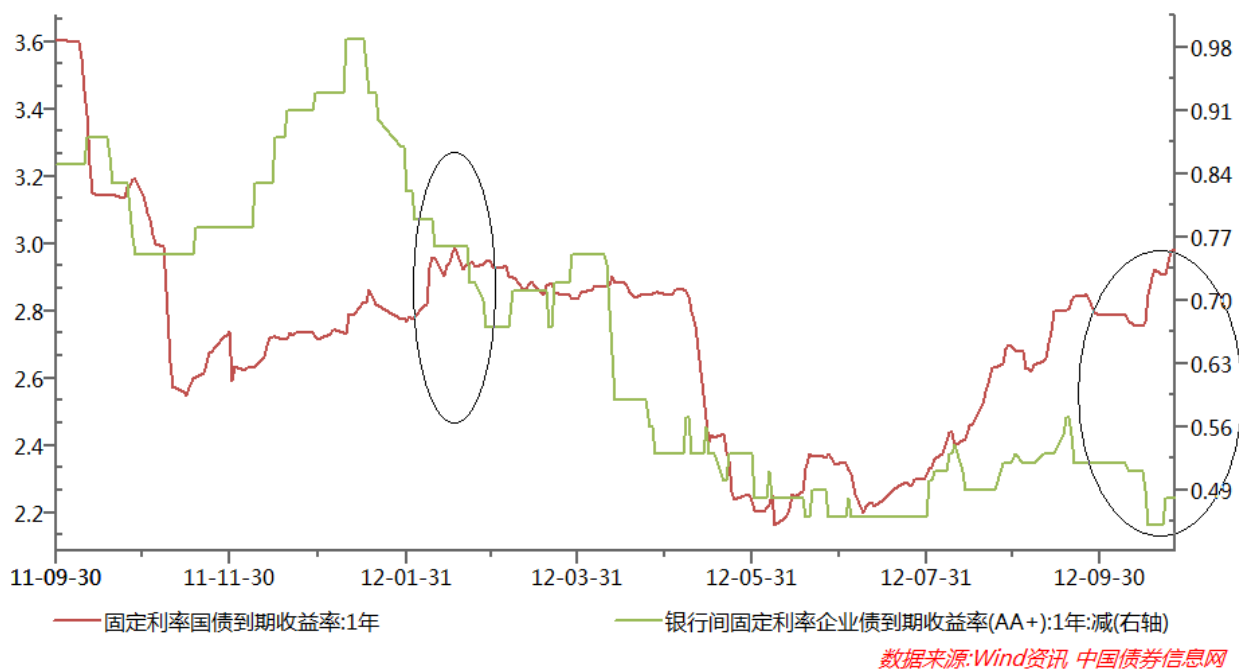
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 银行间货币市场拆借利率月历性回升



数据来源：东北证券，Wind

图 7: 债券到期收益率上行、信用利差低位

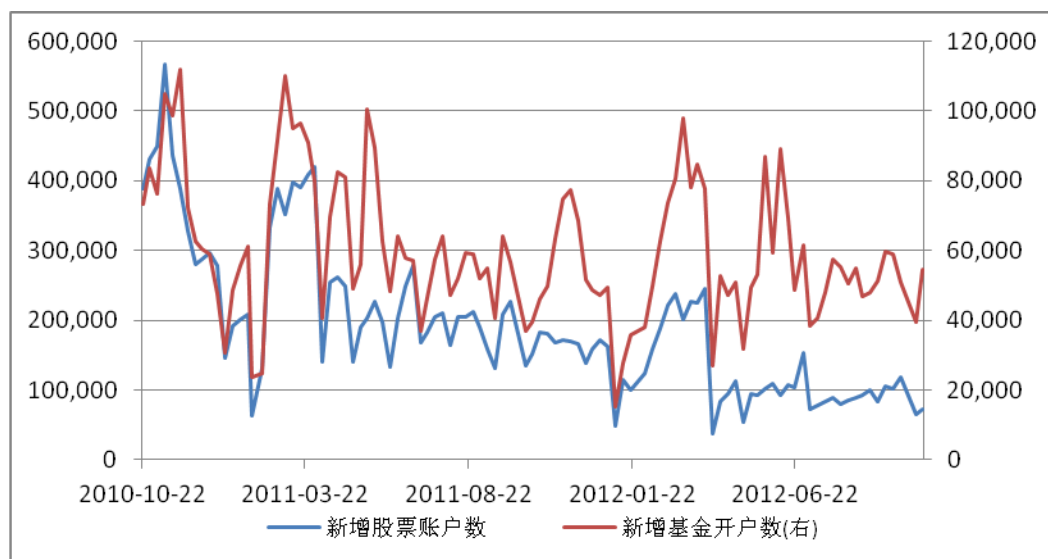


数据来源: 东北证券, Wind

2.3. 市场情绪尚存分歧但总体在底部徘徊, 即筑底过程需要时间磨砺

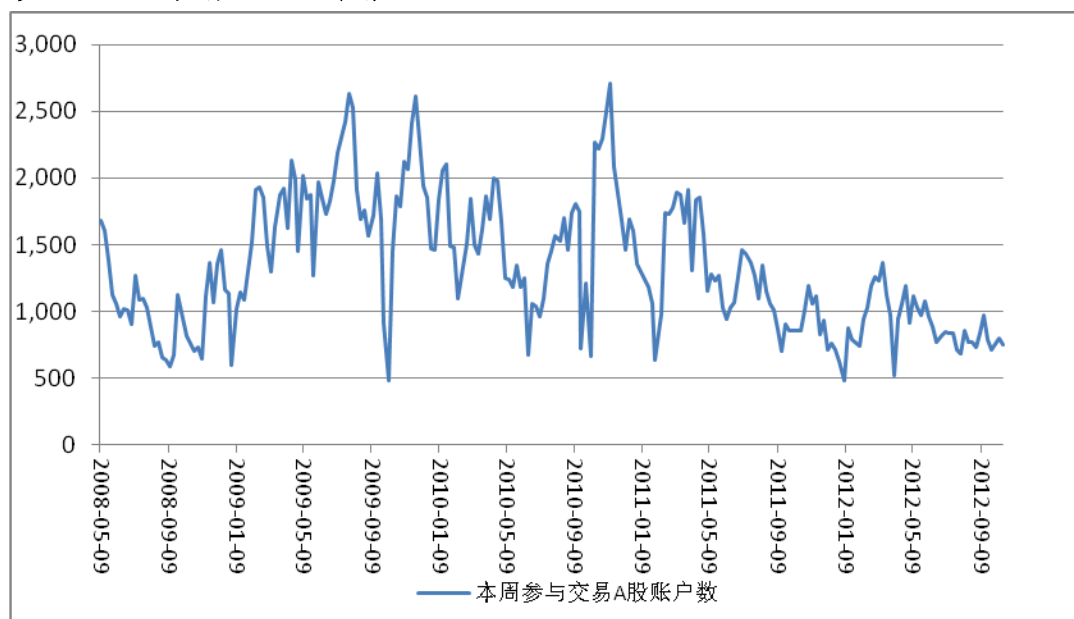
从沪深 A 股新增账户数看, 近期波动较大, 市场新增资金情况有所改善。新增基金开户数有跳升的情况, 但新增股票账户数仍在低位徘徊, 反应在市场中就是成交量的不活跃。市场存量资金博弈明显, 无法吸引增量资金。从参与 A 股交易的户数看, 交易并不活跃。验证我们之前对维稳行情, 为维稳而维稳的判断, 经济数据在 A 股市场的反应偏弱且较为滞后。但从相对值看, 无论是新增股票或基金账户还是参与 A 股交易账户, 均处于历史低位, 向下的空间有限。市场总体存在分歧, 但向下空间不大, 盘整后向上概率较大。

图 8: 沪深 A 股合计新增股票账户数回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 9:参与 A 股交易的户数低位未有较大起色



数据来源：东北证券，Wind

3. 小专题——3 季报业绩披露情况、盈利回落有企稳改善迹象

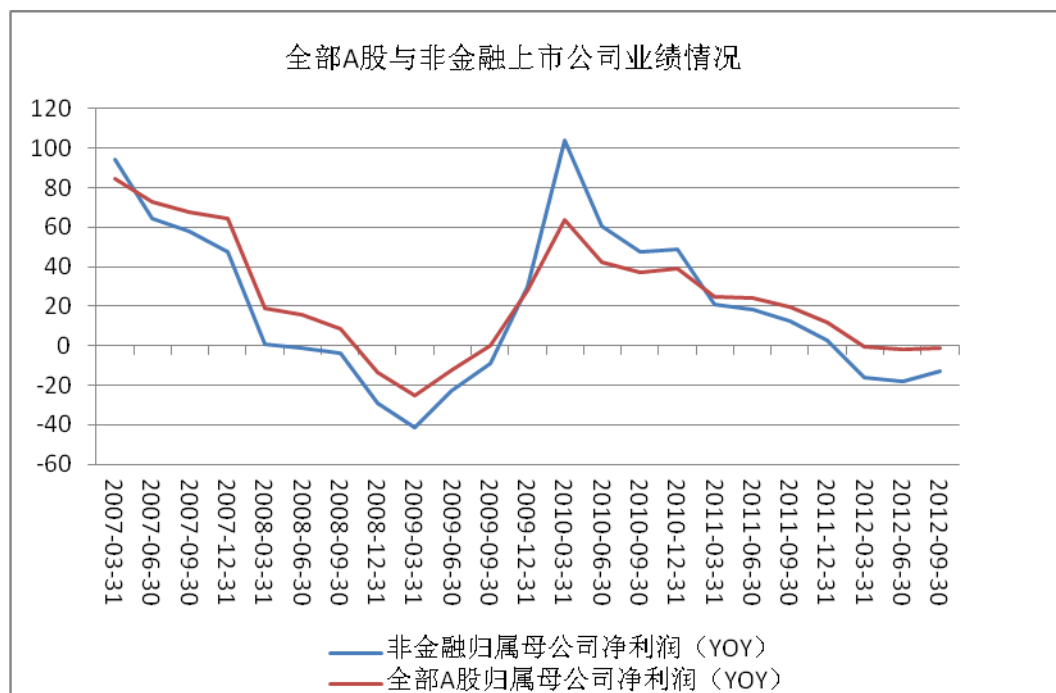
截至 2012 年 10 月 28 日，共有 1715 家上市公司公布 2012 年 3 季度业绩报告，其中 882 家 3 季度归属母公司净利润同比增长为正，占已公布的 51.43%。非金融板块上市公司共 1682 家公布 2012 年 3 季报，为正公司家数为 852 家，约占已公布的 50.71%。今年以来上市公司受宏观经济以及外围经济影响，盈利普遍回落。随着 GDP 回落到 7.5 附近，上市公司盈利也大幅回落。从表 4 中可发现，非金融板块公司今年来盈利大幅负增长，但在 3 季度下跌趋势有所缓和。全部 A 股情况稍好，在 0 以下 1 个百多分点左右，主要因为金融服务性企业主要是银行的盈利稳定增长，但对实体经济的贡献却十分有限。表中非金融，全部 A 股，沪深 300 在 3 季度均有好转的迹象，与经济数据回暖相呼应。但创业板整体的盈利水平还在恶化，表明中小企业的情况不容乐观。近期创业板的暴跌正是业绩不达预期，市场用脚投票的结果。创业板由于此前上市时估值偏高，在盈利回落的情况下，估值水平的回落是必然的，导致调整幅度加大，未来这种情况或将继续存在。总体 A 股市场短期已经度过最难的时间，盈利的见底回升，与经济企稳共同作用，市场向下的空间不大，而向上的动能不足，下周或仍以震荡为主。

表 4: 3 季度各板块综合盈利增长情况(截止 20121028)

板块名称	归属母公司股东的净利润合计(同比增长率)			
	2012Q3	2012Q2	2012Q1	2011
非金融	-12.64	-17.79	-16.28	2.67
全部 A 股	-1.47	-1.54	-0.43	11.68
创业板	-5.55	-2.51	1.61	18.51
沪深 300	4.73	2.86	3.75	13.77

数据来源：东北证券，Wind

图 10: 全部 A 股与非金融上市公司业绩情况



数据来源: 东北证券, Wind

表 5: 已披露三季报数据显示, 消费、公用类盈利稳健

板块名称	净利润增速%2012H1	市盈率 TTM	净利润增速%2012Q3	三季报与中报的净利润增速差值
公用事业	11.22	25.14	44.71	33.49
交通运输	-38.25	19.31	-9.92	28.33
商业贸易	-16.21	20.77	0.45	16.66
食品饮料	38.11	26.26	53.86	15.75
有色金属	-48.26	38.28	-34.77	13.49
医药生物	-2.26	33.97	10.32	12.58
轻工制造	-36.46	40.95	-24.58	11.88
房地产	-1.94	14.03	6.24	8.18
电子	-16.41	38.65	-10.85	5.56
交运设备	-13.39	14.40	-9.47	3.92
信息服务	6.41	32.04	7.55	1.14
机械设备	-26.52	22.70	-26.95	-0.43
化工	-46.95	19.12	-48.13	-1.18
农林牧渔	-20.03	36.07	-21.63	-1.60
综合	-59.13	36.74	-60.98	-1.85
纺织服装	-16.46	21.35	-18.35	-1.89
金融服务	14.96	7.12	12.77	-2.19
采掘	-0.77	12.47	-4.73	-3.96
家用电器	9.56	13.48	0.65	-8.91
餐饮旅游	28.25	31.18	14.29	-13.96
建筑建材	-20.71	12.48	-37.69	-16.98

信息设备	-16.86	35.05	-51.62	-34.76
黑色金属	-81.06	80.25	-199.09	-118.03

数据来源：东北证券，Wind

4. 下周策略：反弹尚未曲终，低吸中关注金融等板块

本周市场在维稳的气氛中苦苦挣扎，权重的轮番造势，终究敌不过业绩下滑对市场带来的冲击，股指在后半周单边下跌，跌破 2100 点整数关口。

短期我们认为经济企稳见底将改变市场预期，而近期空方力量的释放，为后面市场企稳回升清除阻力。随着 3 季度业绩公告进入尾声，市场或度过最艰难的日子。

下周我们认为市场将走出先抑后扬的震荡走势，向上空间受经济影响有所限制，但向下概率更小。在十八大前，政策还将偏暖；最差的情形可能是 2002 年 16 大时的情景、可供参考。

我们建议重点关注受政策影响且未来在股指以及盈利双升的行业，如高铁，家电，钢构等板块；关注部分基础建设板块，如电网，环保，等板块的中期机会；关注估值偏低，未来有估值修复需求的银行，保险等金融概念股。

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所涉及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内使用，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