

报告类型 / 投资策略报告

布局于经济企稳的结构机会，防范估值短期回落风险

报告摘要：

10 月份非金融股市市盈率(TTM)从月初 19 倍上升至 20 倍、市场微跌 0.7%，主因在于三季度盈利持续负增长。三季度单季全部 A 股同比下滑 3.5%、非金融类下滑 19%，房地产、医药、家电、公用事业、食品、金融、电子、餐饮旅游等实现了正增长，其他板块依然负增长。

预计上市公司四季度业绩同比仍将负增长，但 10 月份工业增加值有望在 9.3%、CPI 在 1.9%附近，即宏观数据构筑的经济止跌企稳的逻辑链条依然成立、故市场的波动将主要来自估值的波动。

当下非金融类市盈率为 20.3 倍，仍在我们认为的可能运行区间 18-21 倍之间，即估值空间受限、机会更加结构化。结构看，目前整体 A 股托宾 Q 值在 1 倍左右，大量板块依然在 2-3 倍左右，低于 1 倍的行业主要集中在银行、钢铁、石油石化、航空航运高速以及通信运营等板块。产业资本增持回购在 9-10 月份显著改善、主要分布在金融、商贸、建材等。当下经济止跌企稳是建立在较高的资金成本、人力成本以及较高的库存水平和应收款水平之上的；那些库存调整较充分且有所企稳、应收占款比重不大且有提升空间(应收款增速低于营收增速)的相关行业更具有稳健复苏的潜力，耐用消费品及基础消费品更具有先导性和稳健性。

10 月份市场估值水平的小幅度回升，主要在于政策维稳的发力以及供求关系中产业资本的增持、解禁的延后；进入 11 月中后期，维稳逐步尾声、产业资本增持力度的减弱以及解禁股压力的增强，市盈率逼近短期上轨，均将对市场造成冲击。因此，预计 11 月 A 股市场演绎冲高、整理并回落的走势。

11 月是美国大选、中国十八大的重要月份，更需要关注 12 月中央经济工作会议(经验看可能在 12 月 10 日前后)的定调。操作上更多以布局的思路来看待当下乃至未来数月的市场演绎，防范中下旬估值的向下冲击压力。重点关注盈利稳健或有政策助推的板块。即关注家电、汽车、医药、食品等估值合理而盈利稳健增长的板块；关注铁路轨交、钢构园林等估值和盈利均存在改善的板块；以及低价、低 PB、低托宾 Q 值类板块的主题。

相关报告

《维稳行情进入后程，股指步入压力区--A 股周策略 20121105》

2012-11-05

《重视经济企稳回升的多重证据链，反弹终曲尚未到》

2012-10-29

《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

证券分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

(021)20361167 shenzy@nesc.cn

目 录

1. 上月行情回顾：业绩负增长、维稳提升估值，指数平稳	3
1.1. 三季报非金融类盈利负增长 19%、低市净率和低价股领涨市场	3
1.2. 三季报盈利稳健类板块且估值合理行业表现较好	3
2. 11 月市场归因：影响估值波动的因素将是市场变动的主因	4
2.1. 宏观止跌企稳、盈利预期对估值的冲击弱化	4
2.2. 估值的波动则构成短期市场运行的主要因素	6
2.3. 多维度关注市场窄幅波动下的结构机会	7
2.3.1. 托宾 Q<1 板块多分布在低价低 PB 板块	7
2.3.2. 产业资本增持回购在 9-10 月份显著改善	8
2.3.3. 挖掘被动去库存且营收增长稳健行业的上市公司财报支撑	9
3. 市场运行：维稳进程及供求压力并制约股指改善的空间	12
表 1: 10 月份市场微跌，估值微升而三季报盈利骤降是主因；低价和低 PB 风格表现优异	3
表 2: 大金融和大小非三季报盈利有增，10 月份板块热点则主要集中在地产链和医药等	3
图 1: 经济短期需求有所改善并拉动 PMI 的小幅回升	5
图 2: 原材料库存回补，经济处于被动去库阶段的佐证较为有力	5
图 3: 工业企业盈利增速回落逐渐企稳、9 月份当月获得正增长	6
图 4: 部分工业品价格(如低价水泥)出现了回升	6
图 5: 非金融 PE(TTM)为 20 倍，短期内仍将在 18-21 倍之间运行	7
表 3: 整体托宾 Q 在 1 附近，银行、钢铁、石油石化、运输及通信低于 1 且低于 2008 年	8
表 4: 9-10 月份产业资本净增持的行业主要分布在金融、商贸、化工、建材采掘等	8
表 5: 9-10 月份净增持个股明细	9
表 6: 10 月份以来回购现象增多	9
图 6: 可比公司库存增速依然处于下降格局中	10
表 7: 整体库存依然回落格局中，关注库存增速优先止跌企稳的板块(家电、汽车、纺织等)	10
图 7: 应收款增速有回落但仍处于 20%以上的高位，远高于市场出清状态的个位数增速	11
图 8: 应收款增速高于营收增速，营收改善动能不足，可关注营收大于应收款增速板块	11
表 8: 商贸、交运、食品、农业以及房地产的营收增速高于应收款增速	12
表 9: 新股发行骤降，增发等融资规模与 9 月份持平，处于低位	13
图 9: 限售股解禁规模周序列显示 11 月中旬开始规模再度上行	13
图 10: 弱市下解禁股将跑输大盘、时间窗口为解禁前 30 个交易日左右	14

1. 上月行情回顾：业绩负增长、维稳提升估值，指数平稳

10月A股市场延续9月份的行情特征：窄幅波动、结构轮动，全部A股10月份微跌0.7%、非金融股微跌0.77%。市场微跌的主要原因在于三季度盈利的继续负增长，三季度全部A股同比下滑3.5%、非金融类下滑19%，大致符合我们在四季度策略报告中的预期（四季度报告中预期非金融类三季度下滑17%、四季度下滑13%）；盈利显著下滑而指数微跌，即经济和股市维稳下非金融股的市盈率(TTM)由月初的19.2小幅上升至20.17、指数下跌在于盈利冲击。

1.1. 三季报非金融类盈利负增长19%、低市净率和低价股领涨市场

就市场风格而言，低市净率和低价股录得正收益，分别为1.73%和2.15%；低价及低PB板块的抗跌，而中高价格和高市净率个股的下挫，这种风格的差异，在市场回落的尾部经常出现，也暗含着当下处于市场尾部的状态。即，部分场外资金从重置成本和短线投机的角度逐步介入、而且低价股和低市净率板块三季度盈利还获得了一定的正增长(当然其中银行股占了大头)，而中高价格、高市净率以及中价股则由于其盈利中长期的模糊以及短期的负增长而下挫。

表 1: 10月份市场微跌，估值微升而三季报盈利骤降是主因；低价和低PB风格表现优异

板块名称	10月涨跌幅	2012Q3单季净利润增速	市盈率 20121001	市盈率 20121031	估值波动率
全部A股	-0.70	-3.58	12.71	12.75	0.31%
中小企业板	-1.20	-5.56	27.99	27.94	-0.18%
创业板	-0.74	-11.70	32.08	32.80	2.24%
大盘指数成份	-0.76	1.43	9.66	9.55	-1.14%
中盘指数成份	-1.59	-37.37	24.40	26.99	10.61%
小盘指数成份	-0.36	-23.93	32.28	34.41	6.60%
低市净率指数成份	1.73	7.42	7.19	7.17	-0.28%
中市净率指数成份	-2.88	-42.74	24.97	26.85	7.53%
高市净率指数成份	-1.72	15.65	30.16	28.64	-5.04%
低价股指数成份	2.15	7.93	7.72	7.73	0.13%
中价股指数成份	-1.35	-26.13	14.01	14.89	6.28%
高价股指数成份	-2.34	7.57	20.74	19.88	-4.15%
CS非金融(结构)	-0.77	-19.26	19.21	20.17	5.00%

数据来源：东北证券，Wind

1.2. 三季报盈利稳健类板块且估值合理行业表现较好

就行业的三季报盈利来看，房地产、医药生物、家用电器、公用事业、食品饮料、金融、电子、餐饮旅游、信息服务的三季报单季度盈利实现了正增长，其他板块依然负增长；其次，10月份上涨的板块中，房地产、钢铁、交通运输、医药生物、化工、家电、轻工造纸表现较好，获得一定的正收益。即，房地产板块获得了估值和盈利双提升，钢铁、交运、化工、轻工造纸主要来自股价和PB双底下的资金推动，而医药、家电则受估值平稳而盈利改善而获益。

表 2: 大金融和大小非三季报盈利有增，10月份板块热点则主要集中在地产链和医药等

板块名称	10月涨跌幅	2012Q3单季净利润增速	市盈率 20121001	市盈率 20121031	估值波动率
房地产	2.93	13.80	13.96	14.32	2.58%

家用电器	2.79	22.76	13.17	12.82	-2.66%
黑色金属	2.42	-216.71	80.08	-57.93	-172.34%
医药生物	2.08	8.95	32.53	32.66	0.40%
交通运输	1.72	-5.35	19.06	20.01	4.98%
化工	1.00	-22.80	18.69	20.60	10.22%
建筑建材	0.69	-8.37	12.45	12.82	2.97%
公用事业	0.67	86.45	24.83	20.19	-18.69%
轻工制造	0.23	-20.83	42.24	45.44	7.58%
食品饮料	-0.10	66.92	25.51	21.98	-13.84%
交运设备	-0.25	-13.18	14.36	14.72	2.51%
金融服务	-0.59	11.73	7.02	6.79	-3.28%
全部 A 股	-0.70	-3.58	12.71	12.75	0.31%
创业板	-0.74	-11.70	32.08	32.80	2.24%
非金融(结构)	-0.77	-19.26	19.21	20.17	5.00%
餐饮旅游	-0.85	12.95	31.37	29.22	-6.85%
电子	-0.97	41.10	38.05	34.89	-8.30%
综合	-1.12	-76.31	36.64	49.00	33.73%
中小企板	-1.20	-5.56	27.99	27.94	-0.18%
机械设备	-1.46	-37.17	22.58	24.69	9.34%
采掘	-2.11	-31.18	12.48	13.38	7.21%
商业贸易	-2.33	-28.44	20.77	22.42	7.94%
信息服务	-2.47	6.11	31.80	30.78	-3.21%
信息设备	-3.06	-97.85	35.76	43.52	21.70%
纺织服装	-3.55	-14.00	21.14	21.29	0.71%
农林牧渔	-3.81	-45.46	35.95	37.08	3.14%
有色金属	-8.27	-63.42	39.84	48.38	21.44%

数据来源：东北证券，Wind

可见，10 月份的行情，是政策维稳和宏观经济企稳预期下估值的改善、对冲三季度盈利负增长；两者博弈的结果是金融类由于三季报持续较高的增长而跑赢大盘、非金融类则由于盈利负增长但估值的小幅提升而有所回落，但整体市场回落有限；非金融类市盈率 TTM 还获得了一定的改善，其背后的逻辑是经济企稳和政策维稳。

展望 11 月份，由于三季报披露结束，经济依然处于企稳并有小幅回升的背景下，盈利对市场的冲击相对弱化，而政策、供求、情绪等影响市场估值的因素将构成 11 月市场波动的主因。

2. 11 月市场归因：影响估值波动的因素将是市场变动的主因

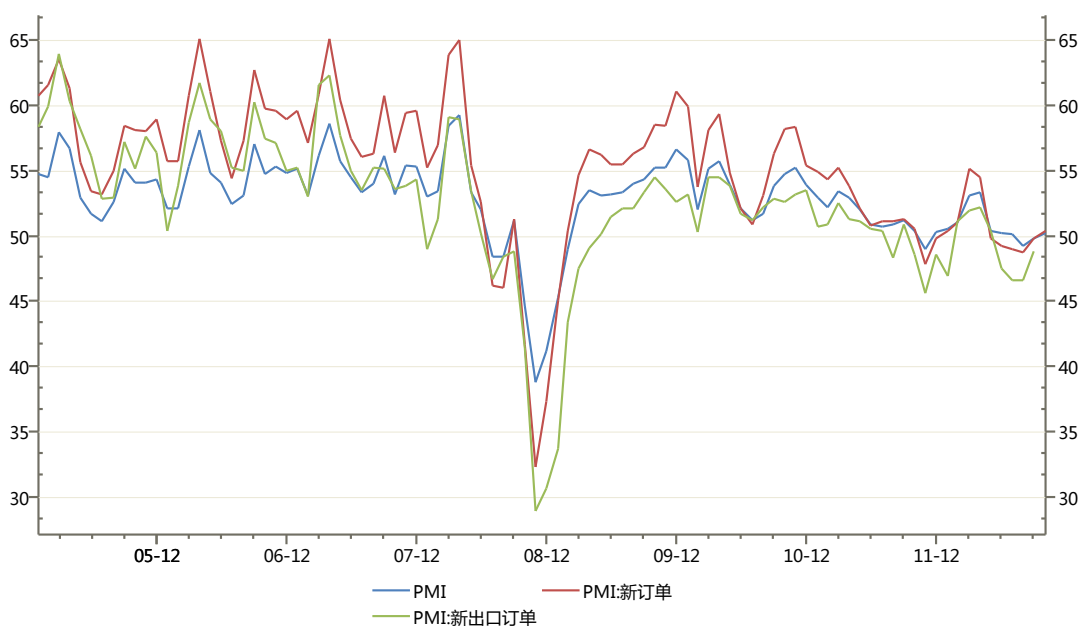
2.1. 宏观止跌企稳、盈利预期对估值的冲击弱化

从 PMI 及其他宏观数据来看，原材料库存的回升、新订单的改善以及 PMI 回升；同时，部分工业品价格止跌企稳来看，比如东中部地区的低价水泥出现了显著的反弹，显示前期稳增长的政策逐步反应到了实体层面，经济整体处于止跌企稳并有小幅回升的阶段，即处于短周期复苏的前夜，这样的经济背景有利于企业盈利的

逐步回稳。

因此，从短期(月度)策略而言，上市公司业绩同比料将仍然困难、负增长，但由于宏观数据的改善，比如 11 月份中期公布的工业增加值有望在 9.3%左右、CPI 可能还在 1.9%附近，即宏观数据构筑的经济止跌企稳的逻辑链条依然成立。因此，伴随着财报披露的结束，市场的波动将主要来自估值的波动。即供求关系、政策预期等。

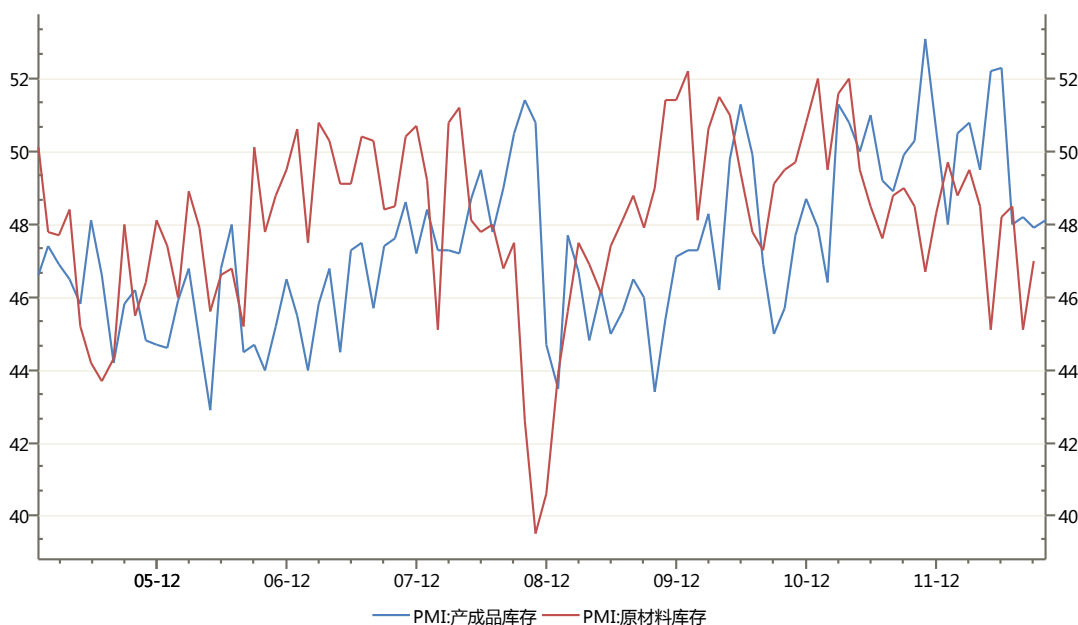
图 1: 经济短期需求有所改善并拉动 PMI 的小幅回升



数据来源:Wind资讯

数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 原材料库存回补, 经济处于被动去库阶段的佐证较为有力



数据来源:Wind资讯

数据来源: 东北证券, Wind

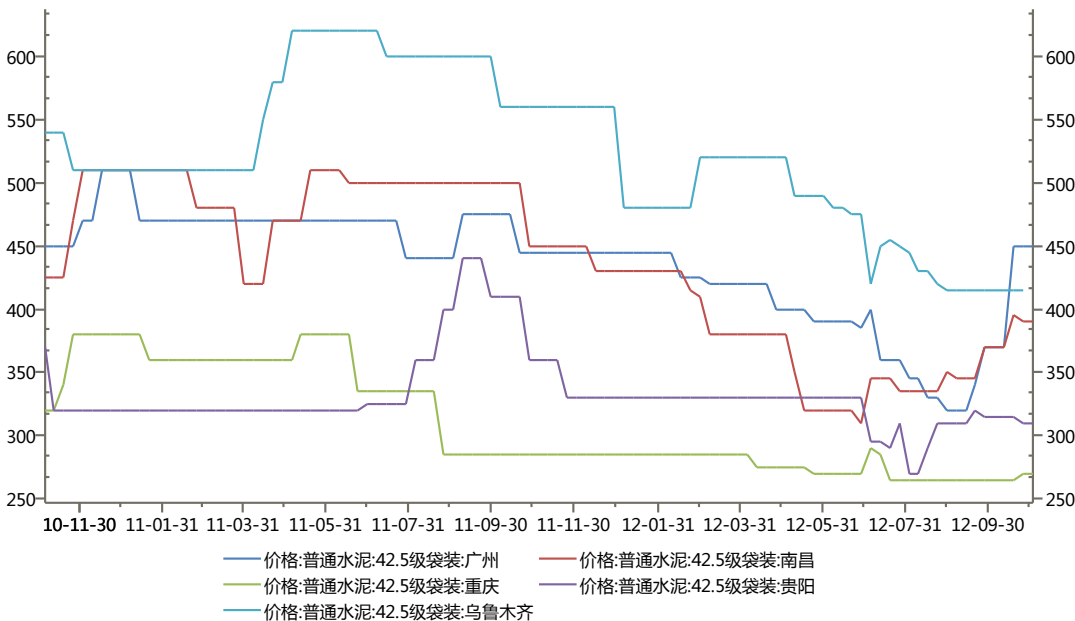
图 3: 工业企业盈利增速回落逐渐企稳、9 月份当月获得正增长



数据来源:Wind资讯

数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 部分工业品价格(如低价水泥)出现了回升



数据来源:Wind资讯

数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 估值的波动则构成短期市场运行的主要因素

经济逐步企稳并小幅回升,企业盈利负增长将有所收敛,三季度非金融类负增长-19%、对 TTM 的市盈率冲击接近 5%,预期四季度非金融类负增长有所收敛、约为-13%,明年 1 季度则有望收敛至-5%内;考虑到年报及季报披露的时点,11 月份由于潜在盈利增速的持续负增长对估值和股价的影响将弱化。

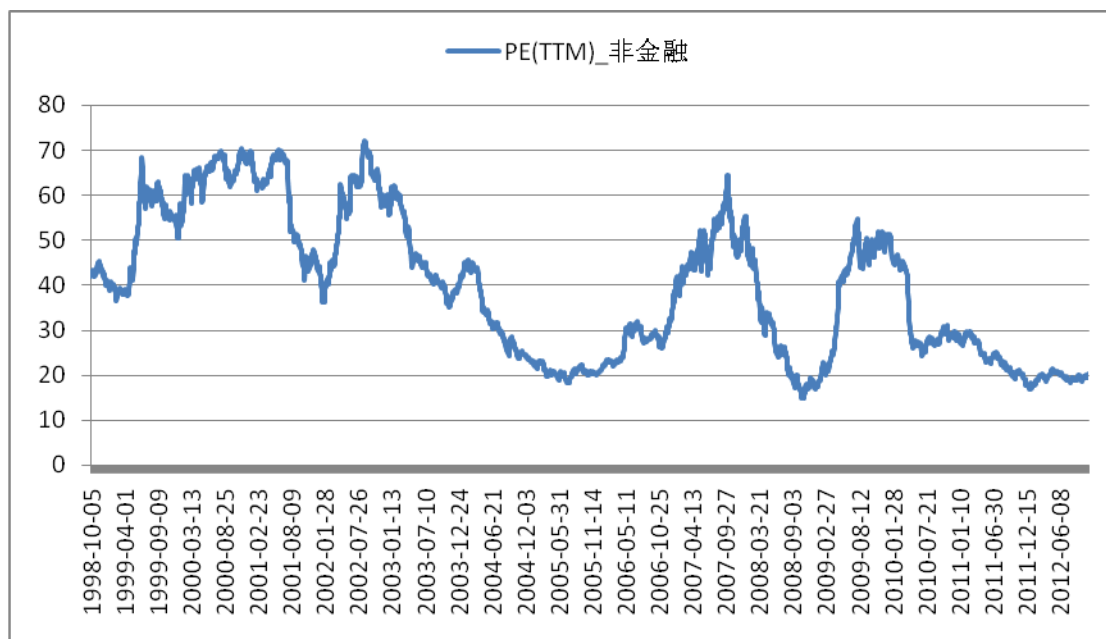
截止 10 月 31 日,非金融类市盈率(TTM)为 20.13 倍,在我们之前预期的四季度非金融类 PE(TTM)可能运行区间 18-21 倍之间,即估值窄幅波动,市场的机会将

更加结构化而非全面性。

我们维持四季度时对非金融类 PE(TTM)将有望企稳于 18-21 倍之间的推断。从更长的视角，展望明年 1 季度乃至全年，则由于四季度的负增长收敛以及明年盈利增速的有负转正，即明年非金融类 PE(TTM)的估值水平有望在 18-21 倍的基础上做进一步抬高、甚至达到 25 倍一线，这种可能性更大出现在明年上半年尤其是 2 季度；因为，18 大、明年两会后，政策趋于明朗、经济回升进一步得到宏观验证，而彼时货币活跃度增强、流动性状况尤其是 M1 增速处于一个相对较好的改善阶段；当然，要让估值更进一步的提升的因素，在短周期复苏且是低复苏、弱复苏的背景下，较难出现。

因此，就 11 月而言，美国大选、中国 18 大、12 月的中央经济工作会议预期，股市供求关系将影响市场的估值波动。对于美国大选，无论共和党还是民主党，其促进制造业回归、再工业化的导向是不变的，其对全球国际贸易及资本流动的方向将最终对部分新兴市场造成冲击的导向也是不变；即美国有动机和能力保持较低的能源等价格、促进美国制造业的复苏；对于国内，我们认为，18 大前低吸不追涨，18 大后 1 个月内高抛但暂不低吸。

图 5：非金融 PE(TTM)为 20 倍，短期内仍将在 18-21 倍之间运行



数据来源：东北证券，Wind

2.3. 多维度关注市场窄幅波动下的结构机会

2.3.1. 托宾 Q<1 板块多分布在低价低 PB 板块

经济处于本轮调整的阶段性底部，企业盈利能力回落导致扩张动能弱化，从重置成本即托宾 Q 的角度，来看，目前整体 A 股的托宾 Q 值在 1 倍左右，和 2008 年持平；但结构分化较为严重，大量板块依然处于高位、在 2-3 倍左右，只有传统类板块处于较低水平。我们列出低于 1.2 倍的部分行业，并选择托宾 Q 低于 1 且低于 2008 年时的板块，发现主要集中在银行、钢铁、石油石化、航空航运高速以及通信运营等板块，这些板块且多属于低价且低 PB 的板块，从 10 月份的市场表现看，该类板块获得了明显的超额收益，表明市场正在以重置成本的思路来分析市场机会。

表 3: 整体托宾 Q 在 1 附近, 银行、钢铁、石油石化、运输及通信低于 1 且低于 2008 年

板块名称	资产总计 2012Q3	资产负债 率%2012Q3	总市值 20121030	资产总计 2008Q3	资产负 债率%	总市值 20081031	tobin2 012Q3	tobin2 008Q3
通信运营 II	4,703	54.98	779	1,425	31.45	1,022	72%	103%
高速公路 II	2,548	50.19	1,048	1,414	45.38	978	91%	115%
钢铁	13,696	65.20	3,720	9,653	58.47	3,110	92%	91%
航运 II	3,657	64.79	1,026	2,550	42.51	1,332	93%	95%
航空运输 II	5,424	73.51	1,243	3,129	82.33	616	96%	102%
银行 II	835,505	93.83	35,079	332,300	93.70	21,851	98%	100%
石油化工	12,890	55.44	5,493	8,794	58.03	5,146	98%	117%
建筑装饰	31,056	80.35	6,297	8,354	78.75	2,279	101%	106%
视听器材	1,777	67.50	620	729	64.43	188	102%	90%
港口 II	2,704	40.21	1,701	1,202	41.65	1,154	103%	138%
保险 II	55,577	90.46	7,132	19,255	86.42	5,825	103%	117%
电力	17,287	72.67	5,375	9,062	68.08	4,295	104%	115%
全部 A 股	1,154,842	85.92	211,396	467,075	84.03	110,369	104%	108%
造纸 II	1,576	65.89	624	886	52.63	330	106%	90%
汽车整车	7,082	56.38	3,570	2,674	58.03	871	107%	91%
铁路运输 II	1,875	42.08	1,307	908	28.26	1,533	112%	197%

注: 托宾 Q 用(总市值+总负债)/总资产来拟合。数据来源: 东北证券, Wind

2.3.2. 产业资本增持回购在 9-10 月份显著改善

产业资本增减持角度看, 9-10 月份市场指数始终徘徊在 2000-2130 点之间, 期间净增持规模较大的分别为金融、商业、化工、建筑建材、采掘、钢铁、交运等板块; 同时, 10 月份以来, 出现了较多公司的逆回购现象, 主要集中在 B 股及一些低估值板块, 如南玻 B、鲁泰 B、晨鸣 B 以及安凯、江淮、宝钢、中能等。

表 4: 9-10 月份产业资本净增持的行业主要分布在金融、商贸、化工、建材采掘等

行业	净增持家数	净增持金 额(万)	行业	净增持家 数	净增持金 额(万)
金融服务	11	255206	家用电器	7	(9320)
商业贸易	12	63168	综合	4	(10541)
化工	33	51009	公用事业	10	(12723)
建筑建材	22	29118	餐饮旅游	4	(27650)
采掘	6	22409	电子	25	(32238)
黑色金属	3	7792	信息设备	19	(38657)
交通运输	7	3641	信息服务	28	(47459)
交运设备	21	(2020)	机械设备	52	(47860)
纺织服装	8	(5690)	食品饮料	7	(59196)
轻工制造	14	(7760)	医药生物	24	(91444)
农林牧渔	10	(8641)	房地产	16	(122107)
			有色金属	8	(150165)

数据来源: 东北证券, Wind

表 5: 9-10 月份净增持个股明细

行标签	净增持	行标签	净增持	行标签	净增持	行标签	净增持
农业银行	101597	新钢股份	7965	伟星股份	2531	国投新集	1205
中国银行	80182	广汽集团	6481	中航电子	2353	齐峰股份	1203
中国建筑	74282	探路者	5178	华英农业	2048	中超电缆	1164
建设银行	63740	天方药业	5142	振华重工	1780	皖通高速	1121
广汇能源	62215	南山铝业	4987	劲嘉股份	1748	报喜鸟	1069
工商银行	49075	中国交建	4541	南方航空	1738	新日恒力	992
东百集团	28225	阳光城	4159	天马股份	1682	东阳光铝	935
中国医药	25254	晋西车轴	3519	华侨城 A	1667	长江电力	878
汉商集团	15231	道明光学	3483	模塑科技	1599	国投电力	876
中煤能源	13886	新和成	3444	粤水电	1477	金发科技	796
广州发展	10204	工大首创	3168	宋城股份	1330	新大陆	790
南京中商	8936	*ST 索芙	3125	百大集团	1330	华微电子	668
永泰能源	8301	迪马股份	3037	大族激光	1228	中昌海运	583
						天地科技	562

数据来源：东北证券，Wind

表 6: 10 月份以来回购现象增多

股票名称	最新公告日期	方案进度	拟回购资金总额(万元)	货币编码	资金来源
大东南	2012-10-29	董事会预案	15,000	CNY	自有资金
粤水电	2012-10-29	股东大会未通过	20,000	CNY	上市公司自有资金
申能股份	2012-10-26	董事会预案	100,000	CNY	自有资金
晨鸣 B	2012-10-23	董事会预案	40,000	HKD	自有资金
安凯客车	2012-10-17	股东大会通过	10,400	CNY	自有资金
江淮汽车	2012-10-13	股东大会通过	30,000	CNY	自有资金
浙江永强	2012-10-11	董事会预案	2,279	CNY	自有资金
宝钢股份	2012-09-21	实施回购	500,000	CNY	自有资金
鲁泰 B	2012-09-08	实施回购	73,800	HKD	自有资金
宁波华翔	2012-09-04	回购股份已注销	110,000	CNY	公司自有和自筹资金
南玻 B	2012-08-07	股东大会通过	97,700	CNY	自有资金
长安 B	2012-03-31	回购股份已注销	61,000	HKD	自有资金
德美化工	2012-01-12	回购股份已注销	5,500	CNY	自有资金

数据来源：东北证券，Wind

2.3.3. 挖掘被动去库存且营收增长稳健行业的上市公司财报支撑

当下对于宏观的一个近似共识性观点，即当下经济处于被动去库存阶段、经济逐步止跌企稳，但是对于止跌后企稳回升的周期及幅度是有争议的。目前来看，笔者认为，未来迎来的是短周期复苏、是一种在没有经过市场有效出清情况下的弱复苏。这样，将导致短周期中经济回升的时间周期相对较短、可能 3 个季度左右而非以往的 1-2 年；回升的幅度，可能从单季度的 7.4%、回升至 8% 左右。

因为，以往市场出清时，上市公司库存增速回落至 0% 乃至下方，应收账款增速回落至 5% 下方；而 2012 年 3 季度可比公司的库存增速依然在 10% 上方、应收账款增速在 20% 以上，且应收占款增速大于营收增速，这表明未来应收款回笼的压力以

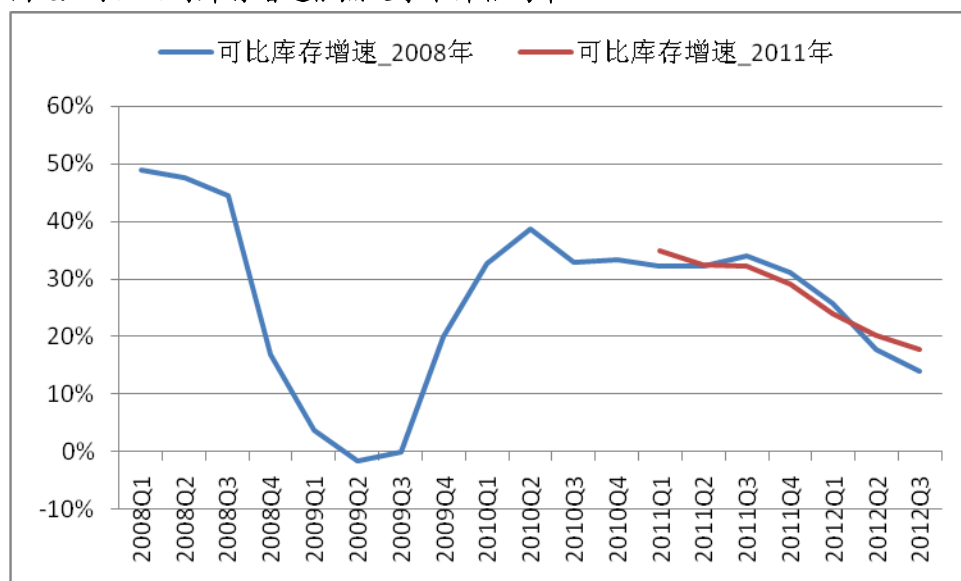
及未来进一步依靠商业信用扩大营收的空间在减弱。

因此，相对于 2008 年，当下要在较高的资金成本、人力成本，以及较高的库存水平和应收款水平下，实现强劲复苏较难，且要实现稳定的复苏也需要外力的推进。某种意义上，当下中国经济的止跌企稳来自于 QE3 以及国内 1 万亿投资计划。

因此，从财务指标挖掘的角度看，那些库存调整较充分且有所企稳、应收占款比重不大且有提升空间(应收款增速低于营收增速)，相关行业更具有稳健复苏的潜力。

三季报数据看，库存增速优先止跌企稳的板块，如家电、汽车、纺织等；营收增速高于应收款增速的板块，如房地产、商贸、交运、食品、农业等。因此，耐用消费品及基础消费品更具有先导性和稳健性。

图 6: 可比公司库存增速依然处于下降格局中



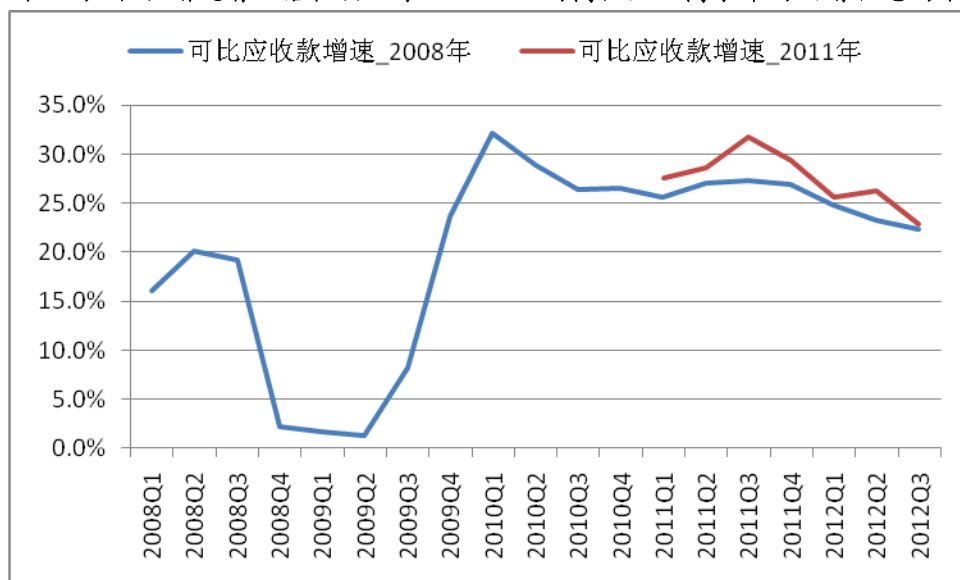
数据来源：东北证券，Wind；以 2008 年可比公司和 2011 年可比公司样本分析、两者具有同步及一致性，因此，可用 2008 年可比公司来考察上市公司财务数据的考察，下同。

表 7: 整体库存依然回落格局中，关注库存增速优先止跌企稳的板块(家电、汽车、纺织等)

	存货增速 2011Q1	存货增速 2011Q2	存货增速 2011Q3	存货增速 2011Q4	存货增速 2012Q1	存货增速 2012Q2	存货增速 2012Q3
交通运输	35%	26%	19%	85%	61%	68%	85%
建筑建材	43%	26%	29%	30%	33%	65%	57%
食品饮料	20%	17%	24%	31%	28%	33%	33%
采掘	26%	15%	12%	17%	19%	31%	27%
房地产	41%	41%	42%	42%	33%	28%	24%
餐饮旅游	18%	13%	7%	23%	12%	27%	22%
金融服务	31%	20%	25%	34%	21%	28%	20%
医药生物	25%	24%	30%	29%	26%	22%	19%
全部	35%	32%	32%	29%	24%	20%	18%
农林牧渔	39%	32%	33%	14%	10%	15%	14%
电子	46%	43%	37%	26%	18%	12%	14%
信息服务	33%	30%	39%	22%	26%	22%	13%
商业贸易	47%	49%	45%	36%	29%	19%	13%

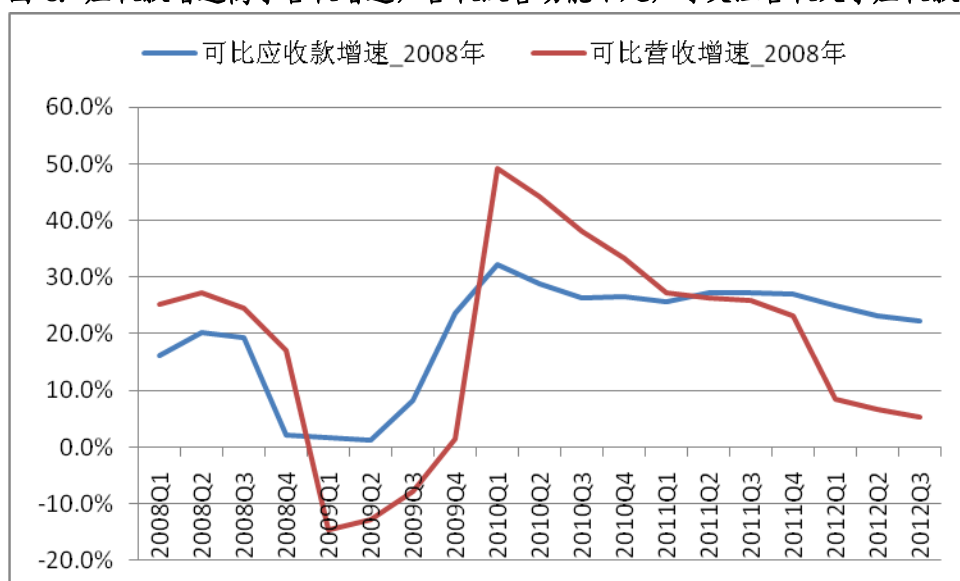
有色金属	34%	34%	28%	12%	13%	8%	12%
综合	65%	29%	35%	30%	26%	22%	10%
公用事业	25%	24%	22%	31%	28%	17%	10%
轻工制造	30%	23%	29%	35%	28%	18%	8%
家用电器	8%	15%	16%	7%	16%	4%	7%
交运设备	46%	44%	33%	16%	6%	2%	5%
纺织服装	43%	42%	32%	14%	5%	1%	4%
化工	23%	29%	24%	28%	24%	1%	3%
机械设备	31%	33%	31%	22%	15%	6%	2%
信息设备	21%	24%	21%	21%	17%	1%	0%
黑色金属	25%	14%	17%	5%	3%	-2%	-11%

图 7: 应收款增速有回落但仍处于 20%以上的高位, 远高于市场出清状态的个位数增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 应收款增速高于营收增速, 营收改善动能不足, 可关注营收大于应收款增速板块



数据来源：东北证券，Wind

表 8: 商贸、交运、食品、农业以及房地产的营收增速高于应收款增速

	应收款增速 2012Q3	营业收入增速 2012Q3	营收增速-应收款增速
商业贸易	2%	11%	9%
交通运输	7%	13%	6%
食品饮料	20%	24%	4%
农林牧渔	11%	13%	3%
房地产	19%	19%	0%
有色金属	12%	9%	-3%
医药生物	24%	20%	-4%
公用事业	12%	6%	-6%
纺织服装	10%	4%	-6%
轻工制造	21%	12%	-9%
交运设备	9%	-1%	-10%
餐饮旅游	24%	12%	-12%
化工	21%	7%	-14%
All	23%	7%	-16%
综合	26%	10%	-16%
信息设备	26%	8%	-18%
信息服务	37%	19%	-19%
建筑建材	31%	12%	-19%
电子	37%	17%	-20%
金融服务	35%	12%	-23%
机械设备	24%	-3%	-27%
家用电器	18%	-9%	-27%
黑色金属	27%	-11%	-38%
采掘	71%	16%	-55%

数据来源：东北证券，Wind

3. 市场运行：维稳进程及供求压力并制约股指改善的空间

经历 10 月份的业绩冲击而估值回升、指数微跌的行情后，11 月市场波动将主要围绕估值波动来演绎，即 11 月份非金融类的市盈率(TTM)依然将维持在 18-21 倍，10 月 31 日的非金融类 PE 为 21.13 倍。

融资规模的缩小以及产业资本净增持的出现，使得市场整体的供求关系有所改善；但是，相对于低估值板块，中小板及创业板在估值上及供求关系上不占优势，同时，就实证看，在弱市市场环境下，首发解禁股将显著冲击该类个股的表现、超额收益在-5%与-10%之间且时间窗口在解禁日前 30 个交易日左右。因此，从供求关系看，中小盘高估值个股，将面临着一定的调整压力，这将制约市场的人气。

11 月是美国大选、中国十八大的重要月份，影响着汇市及大宗商品价格；根据 A 股经验表现以及当下的市场环境，市场估值抬升的空间较小、在 11 月中旬开始适宜逢高控制仓位，防范弱势下市场情绪对市场的冲击。更需要关注 12 月中央经济工作会议(经验看可能在 12 月 10 日前后)的定调。

因此，前期市场估值水平的小幅度回升，主要在于政策维稳的法力以及供求关

系中产业资本的发力而解禁的延后。而 11 月尤其是后期，尤其维稳逐步尾声、产业资本增持力度的减弱以及解禁股压力的增强，同时我们关注的非金融类 PE(TTM) 也将逼近 18-21 倍的上轨，从而将对市场造成冲击。因此，预计 11 月 A 股市场演绎冲高整理并回落的走势。

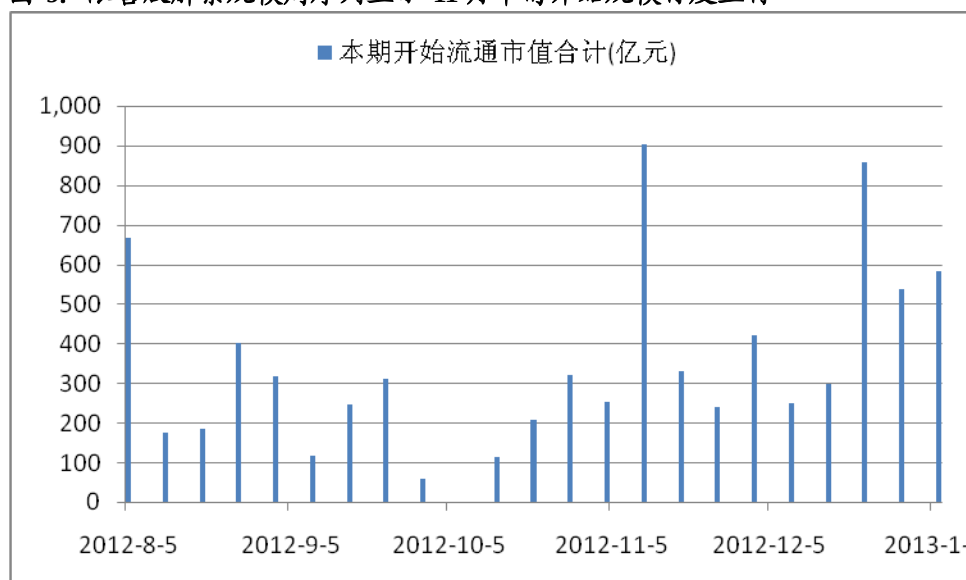
操作上更多以布局的思路来看待当下乃至未来数月的市场演绎。重点关注盈利稳健或有政策助推的板块。即关注家电、汽车、医药、食品等估值合理而盈利稳健增长的板块，获取盈利稳健增长带来的机会；关注铁路轨交、钢构园林等估值和盈利均存在改善的板块；以及低价、低 PB、低托宾 Q 值类板块的重组整合主线。

表 9: 新股发行骤降，增发等融资规模与 9 月份持平，处于低位

日期	募集资金(亿元)	首发家数(家)	首发募集资金(亿元)
2012-10	178.91	1	0.39
2012-09	175.63	12	65.07
2012-08	635.15	12	67.60
2012-07	581.81	20	123.95
2012-06	446.91	15	92.49
2012-05	327.13	25	172.25
2012-04	245.41	16	128.76
2012-03	683.17	26	166.07
2012-02	295.09	17	151.01
2012-01	193.98	6	27.47
2011-12	785.68	19	181.50
2011-11	483.80	15	135.53

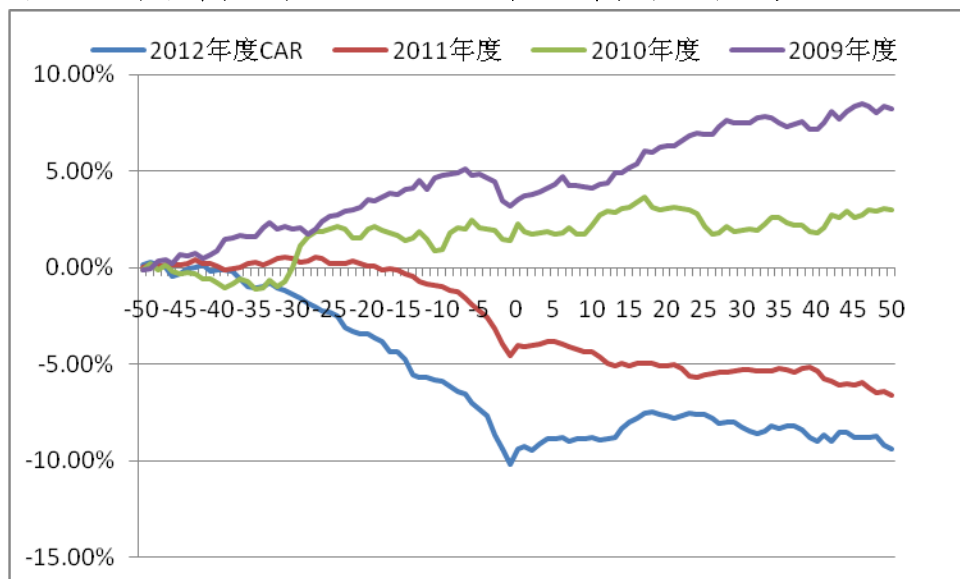
数据来源：东北证券，Wind

图 9: 限售股解禁规模周序列显示 11 月中旬开始规模再度上行



数据来源：东北证券，Wind

图 10: 弱市下解禁股将跑输大盘、时间窗口为解禁前 30 个交易日左右



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。

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