

等待买点

证券分析师

王韧（首席策略研究员）

S1060210090010
0755-22623376
wangren740@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

摘要：本次下调存准是开始而非结束，债市信用利差则显示政策和流动性改善仍难对冲经济和违约风险，预计春节前后存准再次下调和信用利差趋势下行后，系统性增配股票资产的时间窗口才会真正打开。

- **正负面因素的博弈放大短期波动。**上周消息面变化引发市场大起大落。欧美联手注入流动性和央行三年来首次下调存款准备金率消息刺激市场出现短期反弹。但国际板传闻再起和 PMI 数据下滑引发的基本面担忧导致市场弱势依旧。总体上看，政策微调推动的估值环境改善和经济调整带来的业绩风险释放的博弈正在加剧，而正负面消息的交织将放大短期波动而导致市场反复筑底。
- **政策缓慢调整决定市场渐进转换。**与 2008 年金融危机期间政策急剧转换驱动的市场急跌急涨不同，目前经济运行状况和潜在政策空间决定了政策调控只会有适时适度的预调微调。在此背景下，市场很难重现 2008 年以来的“V”型反转，未来的企稳回升只能渐进展开。坚持“先下后上”的前期判断，在估值环境改善和业绩风险释放对冲的条件下，市场的趋势性拐点仍需要继续等待。
- **增仓时点等待新的经济政策信号。**逻辑看，本次下调存准率是开始而非结束，考虑外汇占款和存款增速下降、节前资金面紧张三大冲击因素，明年 1 月份仍有再次下调存准率的必要；而债市信用利差变化也显示，政策和流动性改善仍不足以对冲市场对违约风险的担忧，债市反弹仍有空间。预计春节前后存准率再次下调和信用利差开始趋势下行，增仓股票资产的时间窗口才会真正到来。
- **继续蓝筹防御和新兴主题进攻。**短期反复筑底阶段，行情可操作性较差，系统买入中上游周期股时机未到。坚持攻守兼备的行业配置逻辑：防御角度看，金融服务和食品饮料等业绩确定的低估值蓝筹仍是获取相对收益的稳健选择；进攻角度看，建议继续关注仍有潜在政策题材的节能环保设备、核电建设复苏、化工新材料、TMT 软业务（软件、软服务、软消费）四大新兴产业主题。

一、重要数据和事件提醒

1.1 重要数据变化分析：

市场面数据方面，我们观测到：

市场流动性在上周出现短暂的紧张之后本周有所缓解。本周上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）均大幅下跌，SHIBOR 隔夜和 7 天品种分别由上周五的 4.02%和 4.04%回落至 2.97%和 3.64%，均创下了近半个月以来的新低。本周，央行三年来首次下调存款准备金率，使得市场流动性预期继续向好，同时 12 月份整个银行体系的流动性也将大幅好转。

行业监测数据方面，我们观测到：

- 从我们跟踪的数据来看，本周动力煤价格有所下跌。大同煤价和 大同（南郊）坑口煤价分别有上周的 665 元/吨和 625 元/吨下跌至本周的 650 元/吨和 620 元/吨。同时国内电厂的煤炭库存自 10 月 8 号以来首次出现回落，环比上周回落 1.40%。
- 国产货车产销量继续低迷，产销量自 4 月份以来，连续 7 个月持续下滑。钢材市场方面，国内钢材产品价格指数连续三周下行，钢铁库存也出现系统性回落。钢铁市场价格与库存双降，我们初判在下游需求不景气的状况下，钢铁商被动去库存意愿开始强。本周矿石价格继续下跌，国产矿和进口矿价格均小幅回落，全周铁矿石均价下跌 1.00%。
- 根据中钢协数据，10 月汽车产销量均呈现下滑的态势。房地产市场方面，京沪深三地成交面积有所回落，可售面积进一步大幅攀升，显示出市场观望情绪开始增加，房地产市场的调控效果已经逐步显现。近日住建部继续指出，未来房地产限购政策近期不可能出现放松，可以预期未来房地产市场的调整压力将难以缓解。
- 本周 BDI 在上周出现小幅下跌之后本周重新开始有所反弹。截至 12 月 2 日，BDI 报收于 1866 点，上涨 3.21%。原油运输指数 BDTI 较上周下跌 0.77%和和成品油运输指数 BCTI 较上周上涨 2.94%。费城半导体指数在上周大幅下跌之后本周强劲反弹，全周上涨 8.67%。

1.2 重要事件提醒和分析

表1 上周政策动态回顾

	相关主体	时间	重要政策内容及事件描述	市场影响预判
海外	欧洲	11 月 30 日	杠杆率已高达 66 倍,却仍愿以高于美元三月期平均 Libor13 个 BP 的价格借入美元的法国农业信贷银行在 11 月底面临破产,直接促成了 11 月 30 日美	这次行动的实质是针对银行的降息。尽管时点的选择和法国农业信贷银行相关,但是行动内容和所有美元短缺的欧元区银行都相关。 在行动效果方面,此次联合行动可以确保欧洲银行短期内不会崩溃,但无助于解决欧元区国家债务负担。全球最后贷款人在危机时期一致采取行动干预货币掉期的象征意义大于将美元价格下调 50BP 的实际意义。 本次联合行动之后,全球最后贷款人还会出后续政策。欧元区经济衰退的迹象已经明显,有证据表明欧元区银行正在收回商业和住房贷款。在环境逐步恶化下,全球主要央行正是

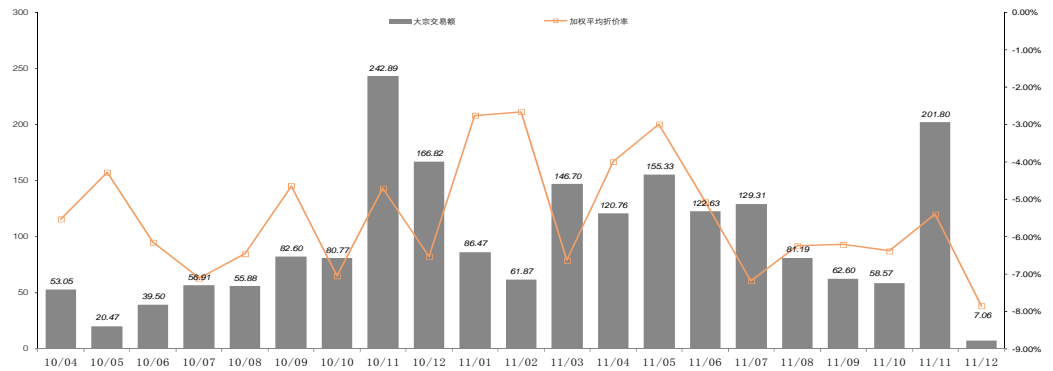
			联储联合加拿大央行、英国央行、日本央行、瑞士央行和欧洲央行下调美元流动性互换协议 50BP，向市场注入美元流动性。	对银行业困境深度担忧才会有本次互换掉期干预，历次危机表明最后贷款人的救助不是一次性，银行抵押等都是后续可干预领域。 对于投资者，全球央行的行动暗示了风险资产的“音乐仍在继续”。最后贷款人愿意接盘的预期使风险资产暂不会面临全面抛盘的风险。但实际情况的恶化会使之后每次出利好数据时，同时迎来一些警觉投资者的抛售。
	美国	12月2日	美国劳工部公布 11 月失业率 8.6%，为 2009 年 3 月以来新低。	失业率意外降低的原因在于找工作的人锐减，其中劳动力参与率下降了 0.2% 至 64%。 美联储推出 QE3 的计划不会因本次数据放缓。首先，本次失业率低决不能和经济回暖划等号；其次，美联储已经进入“非常规”行动区间，即使实施 QE3 的效力有限，但是“毫无行动”绝不是“非常规”时期政策制定者的选择。
宏观	通胀	输入型	本周 CRB 期货价格指数本周震荡上升，升幅 1.9%。	六大央行联合救市和美联储 QE3 预期提升大宗商品价格上涨预期。
		食品因素	本周 食用农产品价格止跌回升。肉蛋价格继续下跌；蔬菜水果价格上涨。	蔬菜水果价格上涨持续可能性大。除前期跌幅较大之外，季节性原因是造成近期蔬菜水果上涨的主要原因。进入冬季，全国各地气温下降，冬季蔬菜水果生产及运输成本增加，价格季节性走高。生产和运输成本的紧张将持续至春节因素结束。
		非食品因素	本周 生产资料价格持续下跌，有色本周反弹。	生产资料价格的持续回落加重经济下滑的担忧。市场对 11 月 CPI 预期多为 4.2%。
增长	投资	12月1日 11 月份物流协会制造业 PMI 环比回落 1.4 个百分点至 49.0，为 09 年 2 月以来首次低于 50.0。	预示中国经济增速或将继续放缓。5 大扩散指数中，新订单、生产量、从业人员、原材料库存全面回落，供应商配送时间略有好转（该分项是反向指标，回落则对整体 PMI 产生正面拉动）。从季节性规律来看，除从业人员外，其余分项均弱于季节性规律。11 月季调后的物流协会制造业 PMI 较上月略降，而本身经过季调处理的汇丰银行制造业 PMI 也有较大幅度回落（11 月终值为 47.7，10 月为 51.0），均一致指向中国经济增速或将继续放缓。	
流动性	量	11月29日 截至 11 月 28 日，四大国有商业银行新增贷款仅为 1400 多亿元，预计金融机构全月新增贷款在 5000 亿	新增贷款低于预期引发流动性担忧。	

			元左右，低于市场预期的 6000 亿元。	
		本周	本周公开市场净回笼 240 亿。	资金面改善，央行没必要在公开市场再次主动注入流动性。央行本周全面下调存款准备金率使资金价格全面下行。其中，隔夜资金跌破 3%，至 2.9891%。
价	本周		平安策略监测的 6 个月长三角票据和固定利率国债到期收益率利差本周大幅攀升至 2.71，在中国央行全面降低存准之后，利差逐步回落，目前为 2.36，低于上周水平。	由于股票市场估值和市场利率的强相关性， <u>市场利率环比下降改善股市估值环境。</u>
		11 月 30 日	央行下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	<u>下调时间超预期，原预计调整时点或在明年 1 月份。</u> <u>市场影响正面。</u> 一方面强化政策调整预期；另一方面新增银行资金 2000-3500 亿有利于缓解年底流动性紧张。 <u>急跌后市场将迎来反弹，但年底资金面紧平衡和业绩担忧压制反弹高度。</u> <u>明年 1 月份或二次下调存准。</u> 和 08 年政策急转弯带来的急跌急升不同，本次政策缓慢调整必然对应市场犹豫反复。增长风险集中在今年 4 季度到明年 1 季度，短期市场还会反复。
政策	财政	12 月 1 日	李克强在天津考察时指出在内外外部出现各种风险挑战时，加快经济向更加依靠创新驱动方向转变。	经济增长对财政政策的倚重度在加深。
		12 月 1 日	财政部部长谢旭人发表文章阐述部署今后一个时期财政工作指导思想，强调要加强和改善财政宏观调控。未来要继续加大财政科技投入；继续完善有利于产业	即将召开的中央经济工作会议可能公布更为积极的财政政策。这样需要明年赤字安排达万亿规模予以配合。其中， <u>增加对“创新型”行业的财政补贴和“从结构性减税过度到全面减税”或成为明年财政政策的重点。</u>

		结构升级和服务业发展的税收政策。
--	--	------------------

资料来源：平安证券研究所整理

图表2 A股市场大宗交易统计



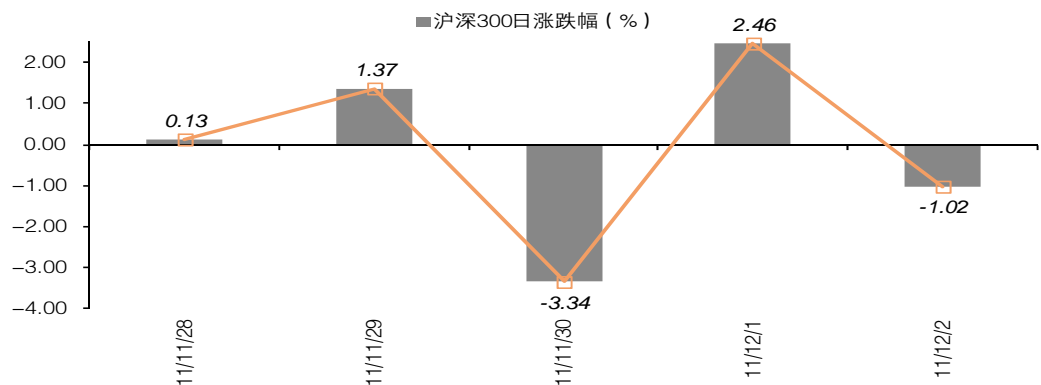
资料来源：WIND

二、市场面指标跟踪

2.1 A股市场回顾：

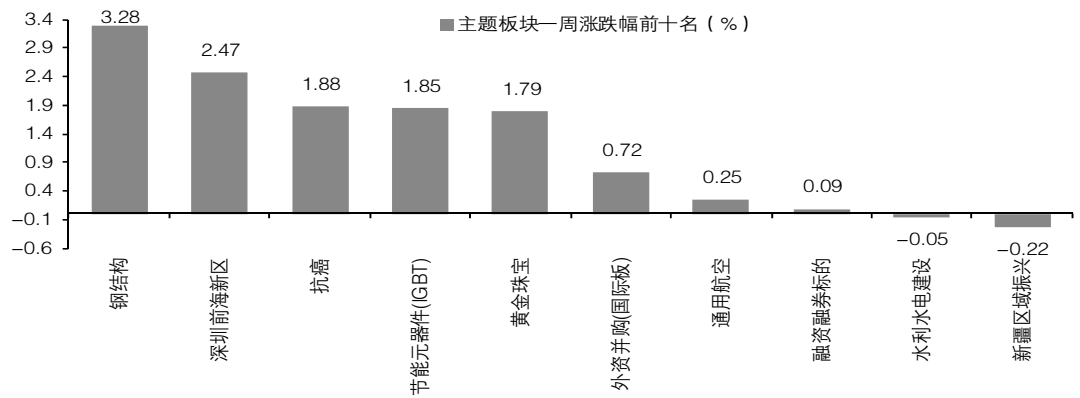
本周（11.28-12.2）A股震荡加剧。截至周五，上证指数报收2360.66点，周跌幅为0.82%；深证成指报收9098.23点，周跌幅为0.79%；中小板指数和创业板指数本周分别下跌2.35%和2.78%。

图表3 沪深300指数涨跌幅



资料来源：WIND

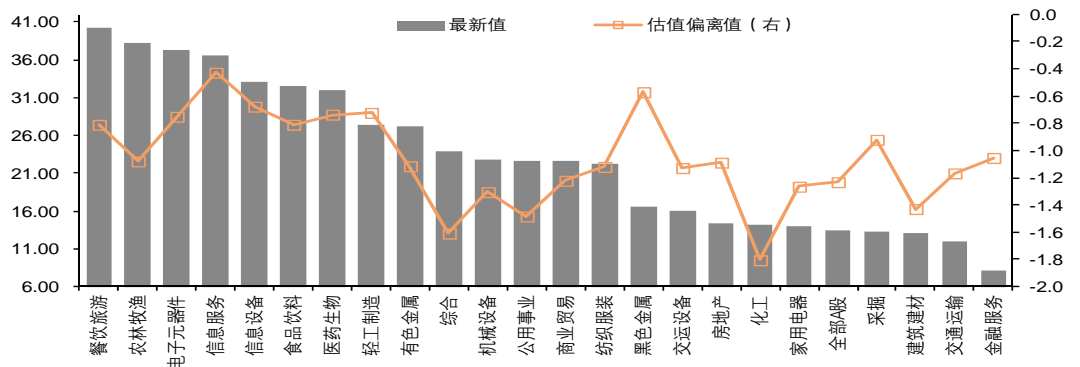
图表5 A股主要主题投资板块涨跌幅



资料来源：WIND & Bloomberg

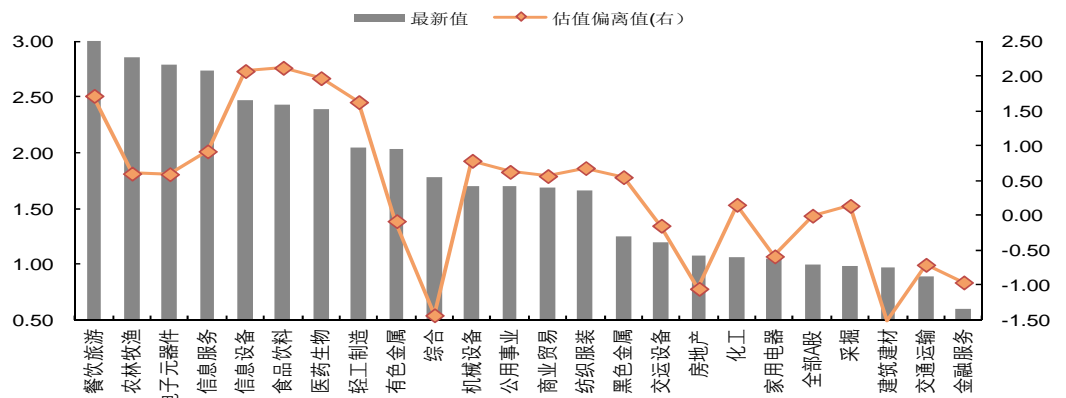
2.2 A 股行业估值和盈利变化

图表6 申万一级行业绝对PE图



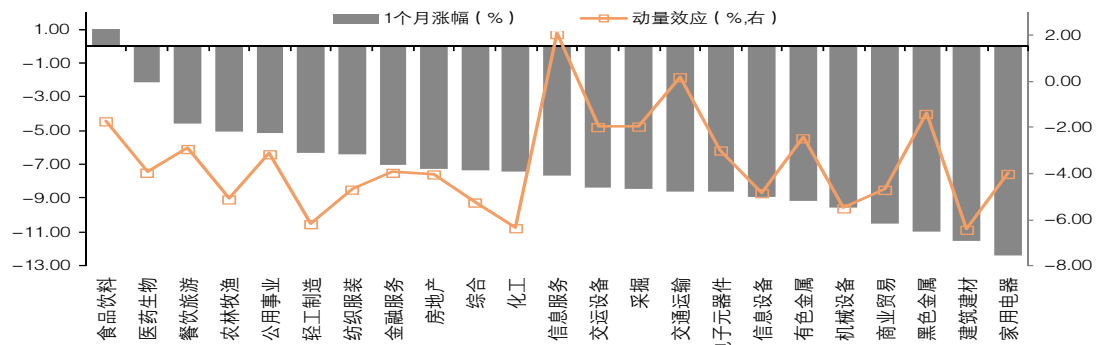
资料来源：WIND & Bloomberg

图表7 申万一级行业相对PE图



资料来源：WIND & Bloomberg

图表8 申万一级行业动量效应



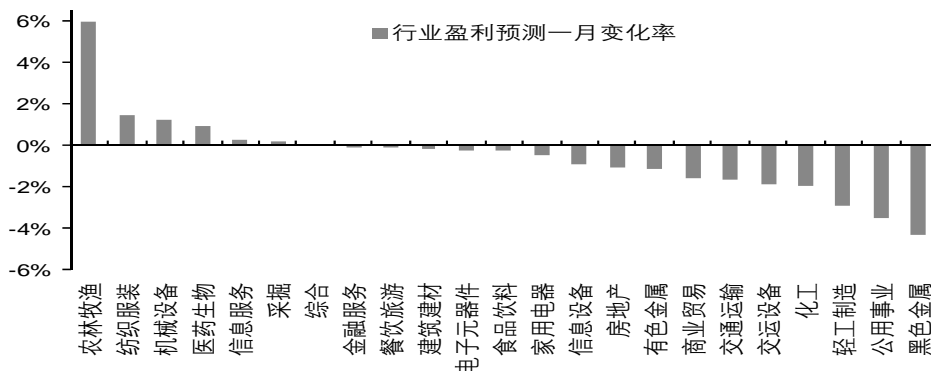
资料来源：WIND & Bloomberg

图表9 申万一级行业盈利预测变化

行业名称	行业盈利预测一周变化率	行业盈利预测一月变化率	行业盈利预测三月变化
农林牧渔	0.48%	6.02%	20.22%
采掘	0.03%	0.21%	0.08%
化工	0.08%	-1.90%	-4.14%
黑色金属	-0.87%	-4.27%	-19.61%
有色金属	-0.72%	-1.10%	-3.55%
建筑建材	-0.96%	-0.15%	-10.07%
机械设备	0.34%	1.24%	-8.52%
电子元器件	1.80%	-0.23%	-10.15%
交运设备	-0.09%	-1.85%	-0.77%
信息设备	0.01%	-0.89%	-12.52%
家用电器	0.40%	-0.45%	-1.31%
食品饮料	-0.24%	-0.25%	-1.05%
纺织服装	0.42%	1.44%	-3.71%
轻工制造	-1.07%	-2.91%	-23.71%
医药生物	0.08%	0.95%	-4.65%
公用事业	1.16%	-3.52%	-15.46%
交通运输	-0.06%	-1.65%	-9.84%
房地产	0.27%	-1.02%	-2.84%
金融服务	0.36%	-0.05%	-0.22%
商业贸易	-0.13%	-1.54%	-6.75%
餐饮旅游	0.53%	-0.10%	-2.78%
信息服务	0.22%	0.27%	-7.30%
综合	0.05%	0.09%	-26.26%

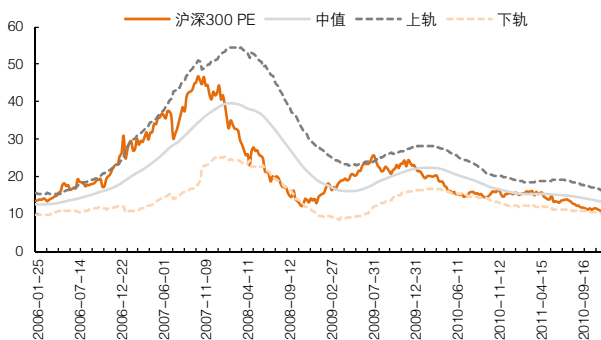
资料来源：朝阳永续

图表10 申万一级行业盈利变化



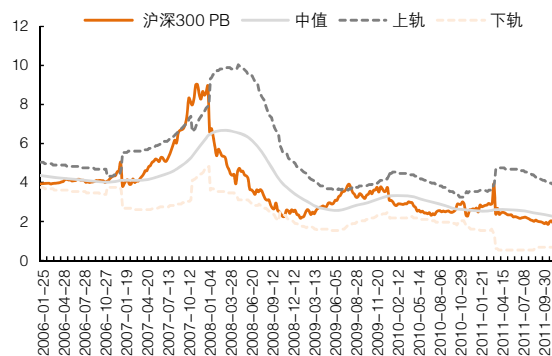
资料来源：朝阳永续

图表11 沪深300市盈率及变动趋势率



资料来源：WIND

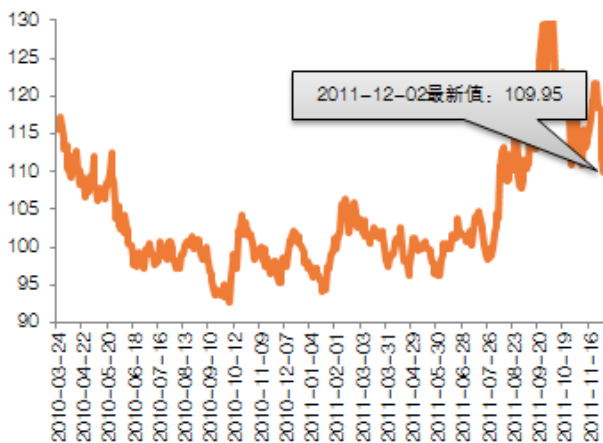
图表12 沪深300市净率及变动趋势



资料来源：WIND

注：PE 以过去 12 个月业绩为基准进行计算，以最近 40 周 PE 的均值作为中值，标准差经年化后与中值的乘积作为上轨以及下轨距中值的偏离值。

图表13 恒生AH溢价指数



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表14 AH股溢价率后五位

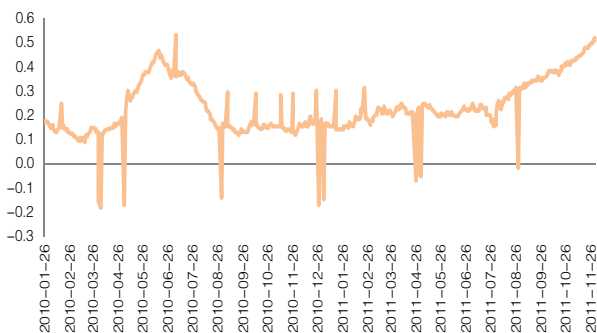
证券简称	A 股价格 (CNY)	H 股价格 (CNY)	A 股相对 H 股溢价幅度
中国平安	37.07	49.18	-24.62%
海螺水泥	16.85	21.43	-21.37%
招商银行	11.74	13.17	-10.84%
中兴通讯	17.36	19.23	-9.73%
农业银行	2.58	2.83	8.75%

资料来源：WIND、平安证券研究所

2.3 市场流动性跟踪：

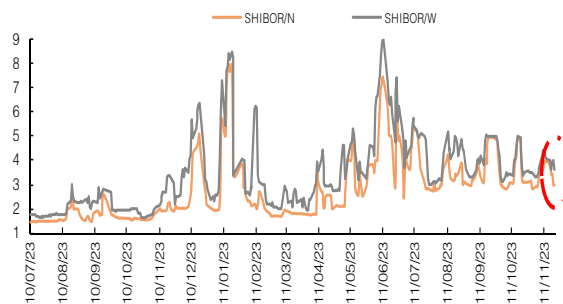
市场流动性在上周出现短暂的紧张之后本周有所缓解。本周上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）均大幅下跌，SHIBOR 隔夜和 7 天品种分别由上周五的 4.02%和 4.04%回落至 2.97%和 3.64%，均创下了近半个月以来的新低。本周，央行三年来首次下调存款准备金率，使得市场流动性预期继续向好，同时 12 月份整个银行体系的流动性也将大幅好转。

图表15 TED Spread



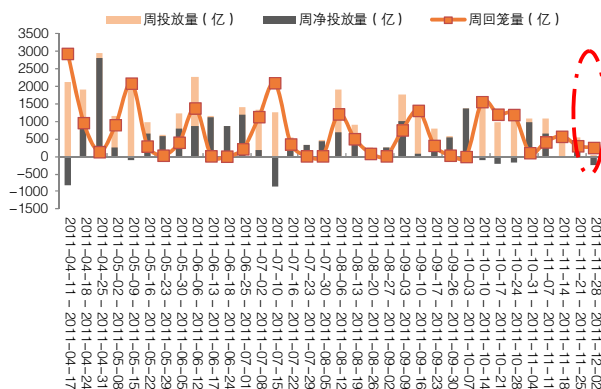
资料来源：WIND

图表16 隔夜/周SHIBOR



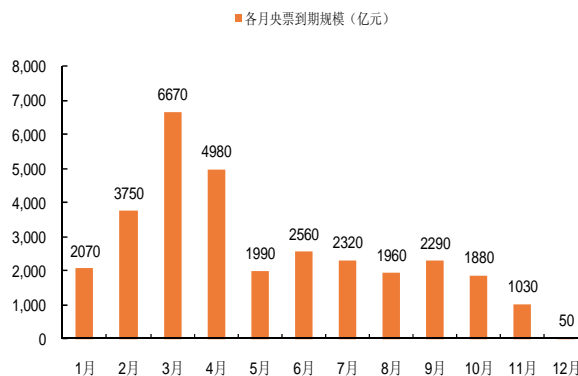
资料来源：WIND

图表17 央行公开市场操作



资料来源：WIND

图表18 央票到期规模



资料来源：WIND

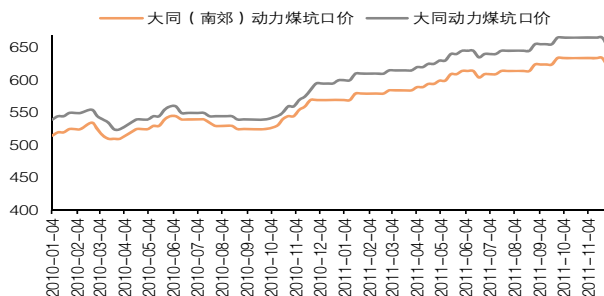
三、重要行业指标跟踪

3.1 上游行业重要指标观察

本周动力煤价格有所下跌。大同煤价和 大同（南郊）坑口煤价分别有上周的 665 元/吨和 625 元/吨下跌至本周的 650 元/吨和 620 元/吨。同时国内电厂的煤炭库存自 10 月 8 号以来首次出现回落，环比上周回落 1.40%。下游需求的疲软和港口煤炭库存高企使得煤炭价格开始承压。但随着天气转冷，

未来动力煤的价格仍然有一定的支撑。

图表19 大同和南郊（南郊）坑口煤价



资料来源：煤炭资源网

图表20 秦皇岛港口煤炭库存



资料来源：WIND

图表21 WTI与Brent原油期货价格



资料来源：WIND

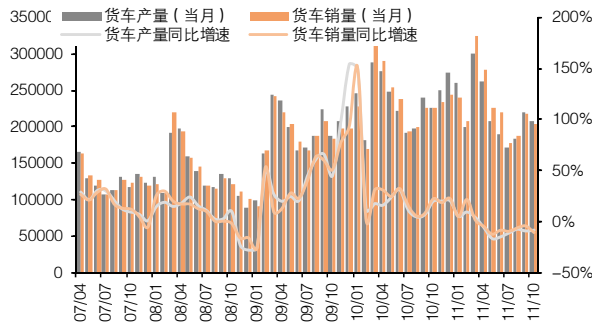
3.2 中游行业重要指标观察

国产货车产销量继续低迷，产销量自4月份以来，连续7个月持续下滑。

钢材市场方面，国内钢材产品价格指数连续三周下行。房地产销售市场的持续低迷继续向房地产开工市场传导，钢材市场下游需求继续疲软。本周钢铁库存出现系统性回落，截至周五，螺纹钢库存总量为 438.61 万吨，较上周减少 8.57 万吨；热卷库存总量 428.08 万吨较上减少 6.96 万吨；线材库存总量为 90.48 万吨，较上周末减少了 0.77 万吨；中板库存总量为 142.97 万吨，较上周减少 1.08 万吨；冷轧库存总量为 149.77 万吨，较上周减少了 1.30 万吨。钢铁市场价格与库存双降，我们初判在下游需求不景气的状况下，钢铁商被动去库存意愿开始加强。

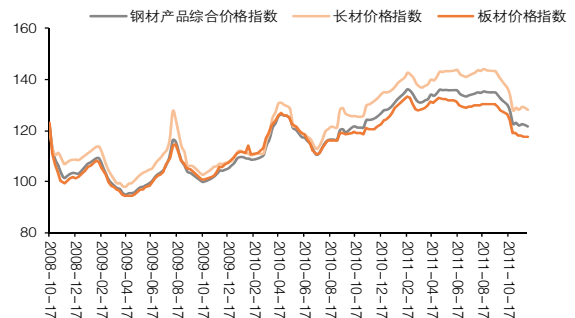
本周矿石价格继续下跌，国产矿和进口矿价格均小幅回落，全周铁矿石均价下跌 1.00%。

图表22 国内货车产销量及同比增速



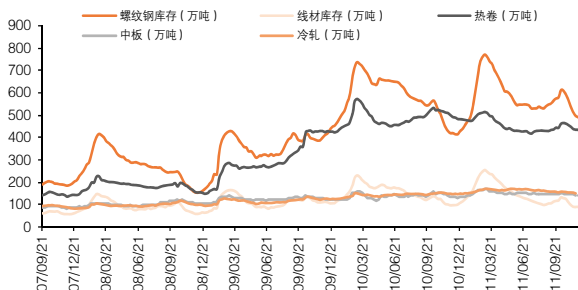
资料来源：WIND

图表23 国内钢材产品价格指数



资料来源：WIND

图表24 国内钢材产品库存



资料来源：WIND

图表25 铁矿石价格（干货、不含税）



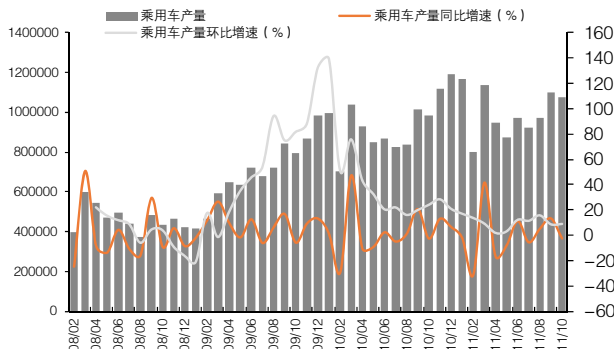
资料来源：WIND

3.3 下游行业重要指标观察

根据中钢协数据，10月汽车产销量均呈现下滑的态势。10月份汽车乘用车产量为107.63万辆，同比增加9.10%，环比下降2.30%；乘用车销量为94.94万辆，同比下滑1.00%，环比下滑13.00%。10月份商用车中货车产量为20.84万辆，同比下降7.91%；销量为20.30万辆，同比下降9.99%。旧版的节能车补贴政策于9月底到期，部分透支了10月份的需求，导致10月份的乘用车的销量增速较9月份有所放缓。

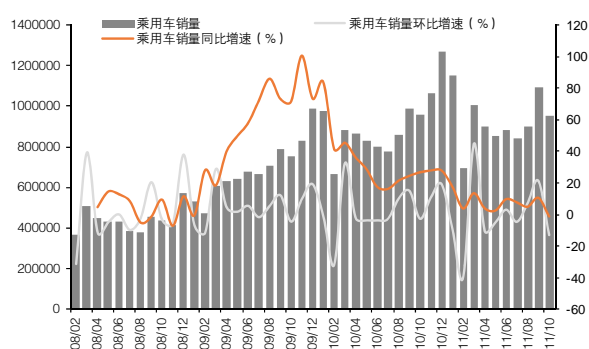
房地产市场方面，京沪深三地成交面积有所回落，可售面积进一步大幅攀升，显示出市场观望情绪开始增加，房地产市场的调控效果已经逐步显现。近日住建部继续指出，未来房地产限购政策近期不可能出现放松，可以预期未来房地产市场的调整压力将难以缓解。

图表26 国内乘用车产量及同比增速



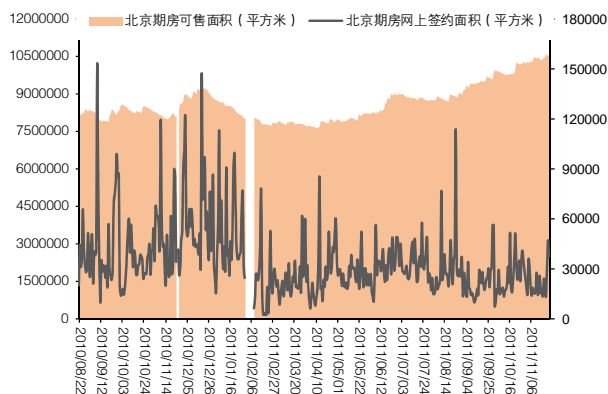
资料来源：WIND

图表27 国内乘用车销量及同比增速



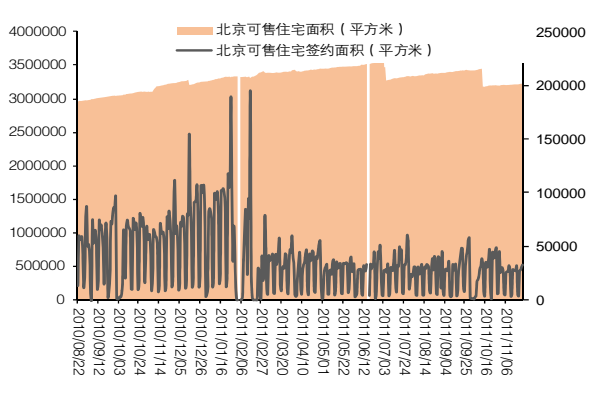
资料来源：WIND

图表28 北京期房可售面积和网上签约面积



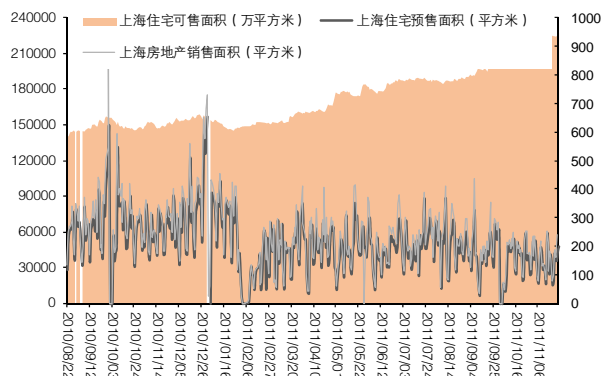
资料来源：WIND

图表29 北京可售住宅面积和签约面积



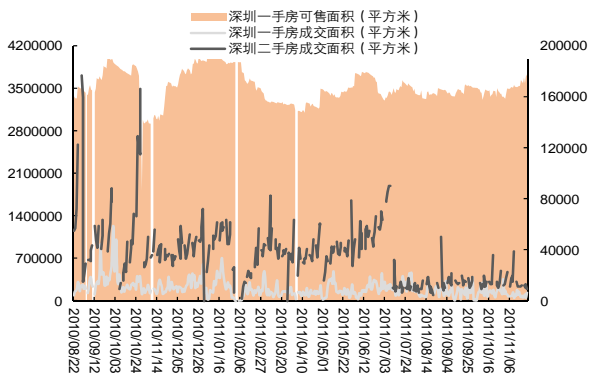
资料来源：WIND

图表30 上海住宅可售、销售和预售面积



资料来源：WIND

图表31 深圳一手、二手可售、成交面积

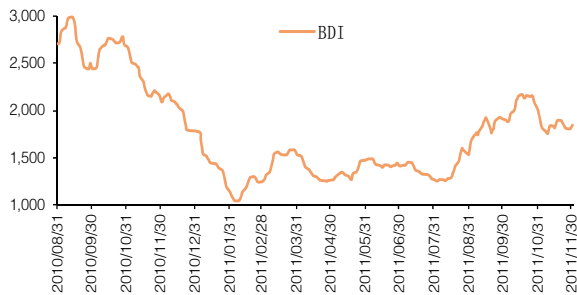


资料来源：WIND

3.4 交运与 TMT 行业重要指标观察

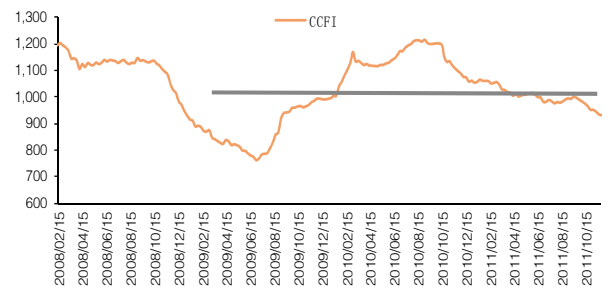
本周 BDI 在上周出现小幅下跌之后本周重新开始有所反弹。截至 12 月 2 日，BDI 报收于 1866 点，上涨 3.21%，但是仍然处于较低位置，反映出全球经济需求的疲软。原油运输指数 BDTI 较上周下跌 0.77% 和成品油运输指数 BCTI 较上周上涨 2.94%。费城半导体指数在上周大幅下跌之后本周强劲反弹，全周上涨 8.67%。

图表32 干散货运价指数



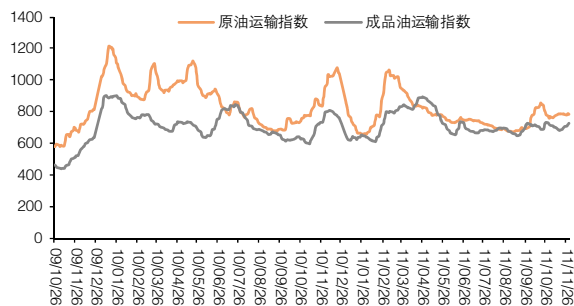
资料来源：WIND

图表33 集装箱运价指数



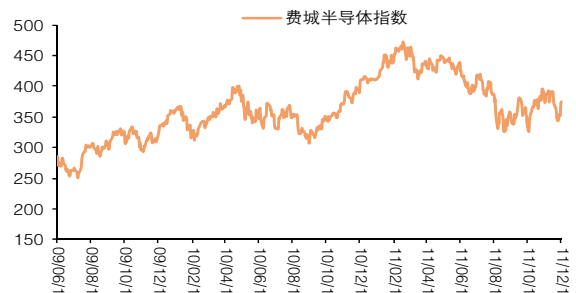
资料来源：WIND

图表34 原油与成品油运价指数



资料来源：WIND

图表35 费城半导体指数



资料来源：WIND

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257