

张忆东 吴峰
李彦霖 蒋仕卿
刘晓清

策略研究团队

021-38565932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190510110012

证券研究报告

反弹时机逐渐成熟

——A股市场投资策略报告

2012年9月26日

相关报告

20120907《先按维稳行情来做》

20120902《磨忍,等待改善信号》

20120826《等待风险的释放》

20120819《情景分析等机会》

20120813《有一种煎熬叫熊市反弹》

20120716《寻找真实投资机会》

20120704《耕耘希望·黎明之前》

20120603《超配稳增长与调结构的公约数》

20120527《黑暗中的曙光》

20120422《变革的希望》

20120404《立足蓝筹,反扫荡》

20120318《扑腾的行情》

20120219《麻雀战——百团大战下半场》

20120109《百团大战》

20111227《消耗·黎明——2012年A股投资策略》

20111009《勇敢者的游戏》

20110707《螺蛳壳里做道场-A股市场三季度策略》

20110419《除了白马防御,还考虑仓位调整》

20110318《敦刻尔克大撤退》

20110128《参与或者不参与,春季攻势就在那里》

20110123《阶段底部有望形成》

20110104《迎新春 反“围剿”吃“兔头”》

20101215《积极防御-2011年A股投资策略报告》

20101206《星星之火可以燎原》

20101116《三湾整编进行时,星星之火何处寻》

20100702《平淡中惊喜,决胜三季度》

20100518《7月份2200点以上

投资要点

★市场节奏再次有利于反弹逻辑

——受到降准预期落空、地产旺季不旺、政治八卦、钓鱼岛争利空集中释放,股指再度回落到2000点附近。但是,不容忽视的是,季末资金面紧张度过后,传统季节性旺季,叠加“18大”临近而产生的经济政策明朗化,这使得市场节奏再次有利于反弹逻辑。

★反弹的时机逐渐成熟

——上证综指月线连续六连阴概率小,且接近2000点整数关口,配合基本面、资金面、政策面改善共振,推动跌深反弹概率较高。

——基本面的阶段性好转是反弹的必要条件。随着9-11月传统旺季的到来,观察到下游需求有所改善,与工业生产息息相关的中观价格,比如,水泥、钢铁、铁矿石、煤炭价格开始企稳并反弹。

——随着季末资金紧张的度过,10月资金面的边际改善是大概率事件。(1)交易所与银行间资金价格大幅背离,表明资金紧张是对季末考核的需求,大行头寸仍然偏松。(2)季末存贷比考核以及长假压力过去,对资金的短期需求减弱;(3)9月前三周,食品价格回落;房价也出现回调的迹象,给予政策略松的希望。

——经济政策趋于积极的势头越发明显。在稳增长基调下,近期发改委加快项目审批进度,仅三季度公布的项目总投资额就超过5万亿元,考虑到项目从审批到资金的落实滞后,四季度全社会融资总量有望提升。

★风险提示:年内反弹所面临的制约

——冰冻三尺非一日之寒,熊市反弹往往是“老游击队员”的机会,而普通投资者较难把握,后续需要重点提防的风险包括,(1)年关难过,今年企业应收帐款风险大。(2)创业板、中小板解禁高峰(详参《门口的野蛮人》)。

★投资策略:增配周期,参与反弹,见好就收

——我们建议投资者淡化反弹的空间,在配置上,增加对周期性行业的配置。

——主线一:博弈周期股的阶段性反弹。看好需求面环比改善下的华东地区水泥、煤炭、化工子板块中的民爆、农药、MDI等板块。券商板块和行情正相关,也是配置的主线。

——主线二:强调稳增长与调结构的公约数板块。特别是在环保、产业资本持续增持的商业零售、文化传媒、信息服务等经济转型中“做加法”行业中,选择没有减持压力的个股淘金。

目 录

市场节奏再次有利于反弹逻辑	- 3 -
9.7 单日暴涨之后，反弹的逻辑还成立吗？	- 3 -
反弹的时机逐渐成熟	- 4 -
基本面的阶段性好转是反弹的必要条件	- 4 -
季度末资金紧张压力即将过去	- 5 -
十八大前的政策维稳信号有望延续	- 7 -
风险提示：年内反弹所面临的制约	- 7 -
投资策略：增配周期，参与反弹，见好就收	- 9 -
图表 1：1994 年以来 A 股连续四连阴之后的市场表现及原因	- 4 -
图表 2：秦皇岛港运煤船表明下游需求改善	- 5 -
图表 3：环渤海动力煤价企稳走强	- 5 -
图表 4：钢材价格反弹	- 5 -
图表 5：铁矿石价格反弹	- 5 -
图表 6：华东地区水泥价格企稳反弹	- 5 -
图表 7：3 个月以下期限 SHIBOR 利率	- 6 -
图表 8：票据转贴利率	- 6 -
图表 9：9 月农产品价格环比明显低于去年	- 6 -
图表 10：食用农产品价格环比也弱于去年同期	- 6 -
图表 11：房价反弹压力减弱	- 7 -
图表 12：中报企业应收帐款增速高于主营增速	- 8 -
图表 13：企业现金流持续恶化	- 8 -
图表 14：解禁前小盘股绝对收益与概率	- 8 -
图表 15：解禁前小盘股相对收益与概率	- 8 -
图表 16：中小板解禁金额与走势	- 9 -
图表 17：创业板解禁金额与走势	- 9 -

从我们的策略逻辑框架推演，现在已经临近反弹的有利机会，2000点得失与否并不是反弹的必要条件，行情的催化剂是跨过季末的资金槛。年底前仍想做一把的投资者，应积极备战、参与反弹、见好就收。

市场节奏再次有利于反弹逻辑

2012年至今，我们在大方向上始终坚持年度策略《消耗黎明》中的判断：“经济不好不坏，通胀不高不低，政策不温不火，市场半死不活”。因此，在当前熊市后期，捕捉超跌反弹的机会，需要多因素的配合。

当前，继我们年初所推动的《百团大战 20120109》反弹窗口之后，年内第二次像样一点的反弹机会逐渐来临。我们建议投资者可以适当参与周期股的超跌反弹，且在近期，季末流动性的紧张给投资者提供了布局的良机。

9.7 单日暴涨之后，反弹的逻辑还成立吗？

9月7日，发改委维稳信号发出之后，我们发布的报告《先按维稳行情来做》指出：如果有一个像样的反弹行情，必须具备以下条件——（1）中央继续释放“维稳”信号及政策、（2）海外 QE3 预期、（3）季节性旺季带来的经济微弱改善；我们同时指出：行情的阻力是3季度末资金紧张难过。

“9.7”单日暴涨之后，打乱了资金面阶段性改善与季节性旺季叠加的操作节奏，前期赌政策的投资者趁势出货，随着降准预期的落空，房地产旺季不旺，以及政治八卦和钓鱼岛争等利空的集中释放，市场在短暂僵持之后杀跌破前期的低点。投资者预期悲观愈盛。

但是，不容忽视的是，当股指再度回落到2000点附近，资金面紧张的度过，传统季节性旺季的如期到来叠加十八大维稳预期，市场反弹的时间窗口再次开启。我们建议，年底前仍想做一把的投资者，应当把握住这次机会。

9月7日《先按维稳行情来做》

第一步棋，发改委高调释放信号，引发超跌反弹。“9.7”单日暴涨行情，已部分消化了这一信号。如果后续没有新政策信号，则行情将重演2004年“9.14”等经典熊市反弹，即短期惯性冲高，一周左右即回落。

第二步棋，重点关注9月13日国务院常务会议及美联储会议。如果短期“维稳”逻辑的确存在，那么，在偏弱的8月份经济数据公布后，中央将会继续释放“维稳”信号及政策，如叠加季节性经济改善、海外 QE3 预期，行情时间将有望延长。

第三步棋，如果央行、财政部、国资委、证监会等“讲政治”而加强“维稳”的

实质性行动，特别是，货币政策放松以配合财政政策，比如降息、降准、信贷放松，则行情时间空间将超预期。如果没有，则 3 季度末资金紧张关口难过。

反弹的时机逐渐成熟

我们认为上证指数月线连续六连阴概率小，且接近 2000 点整数关口，技术面积蓄的动能，配合基本面、资金面、政策维稳边际改善共振，推动跌深反弹概率较高。

图表 1: 1994 年以来 A 股连续四连阴之后的市场表现及原因

时间	连阴数	市场状态	此后表现
2004 年 4-8 月	5 个月	熊市	引发 9.18 行情，9 月下旬市场在温家宝总理国九条，新股 IPO 暂停发行下短期报复性反弹半个月。
2003 年 6-10 月	5 个月	熊市	五朵金花行情，市场连续反弹 5 个月。
2002 年 9-12 月	4 个月	熊市	受社保基金将分批入市刺激，市场反弹两个月
2001 年 7-10 月	4 个月	牛市	市场创 2245 点之后的牛熊转折下跌
1999 年 9-12 月	4 个月	牛市	5.19 行情后的休整
1995 年 9-1996 年 1 月	5 个月	熊市	随后开始 1996 年的大牛市。详细分析参见《潮起潮落：1993-1996 年 A 股表现的深层次理解》
1994 年 3-7 月	5 个月	熊市	三大利好救市，开始“8 月狂潮”行情。详细分析参见《潮起潮落：1993-1996 年 A 股表现的深层次理解》

数据来源：兴业证券研究所

基本面的阶段性好转是反弹的必要条件

我们仍然坚持认为，当前经济仍然处于去库存、去产能的痛苦阶段，经济见底仍然需要假以时日，从这一主要矛盾出发，当前的市场存在反弹的可能，但不存在反转的空间。

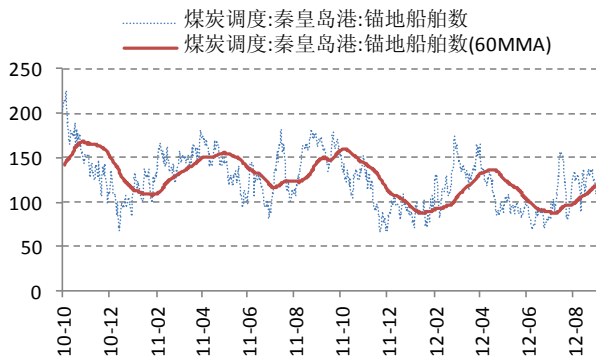
但是，阶段性来看，随着 9-11 月传统旺季的到来，可以观察到下游需求有所改善，与工业生产息息相关的中观价格开始有所反弹。

- 秦皇岛港的锚地船舶数代表着沿海地区煤厂对于煤炭的需求，近期存在着船舶数季节性的趋势。
- 环渤海动力煤价从 8 月初以来开始走平，近期开始弱势反弹。
- 唐山地区螺纹钢价格反弹明显，并且逐渐传导到上海等地区。随着 QE3 推出，铁矿石价格的止跌反弹推动贸易商补库存需求的提升。
- 华东地区水泥价格反弹超市场预期。考虑到华东地区受到基建投资刺激影响较小，因此更能反映季节性需求改善的影响。

因此，在季节性旺季的时间窗口内，下游需求的阶段性改善构成了反弹的必要条

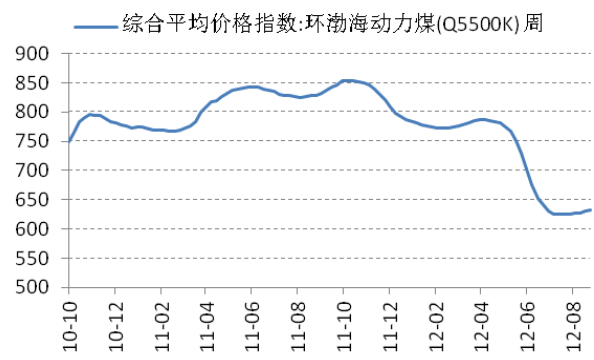
件，投资者不用再两股战战担忧盈利的快速下滑。虽然同比来看，季节性改善仍然是偏弱的。

图表 2: 秦皇岛港运煤船表明下游需求改善



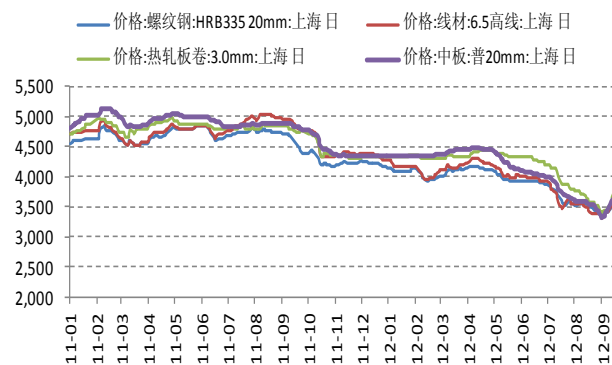
资料来源: WIND, 兴业证券研究所

图表 3: 环渤海动力煤价企稳走强



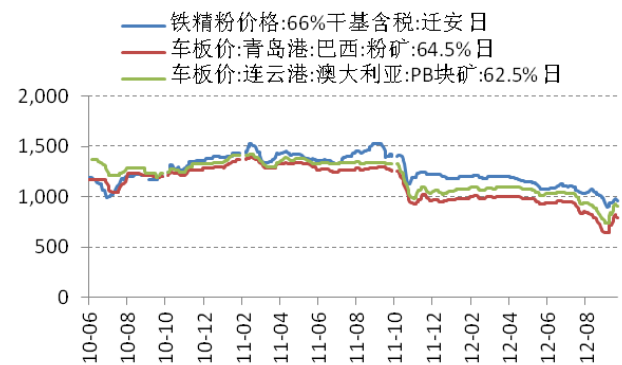
资料来源: WIND, 兴业证券研究所

图表 4: 钢材价格反弹



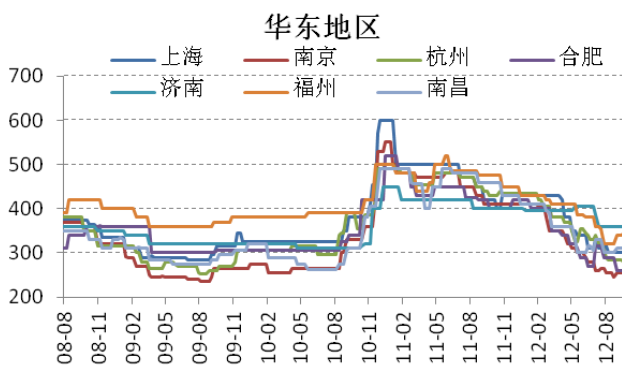
资料来源: WIND, 兴业证券研究所

图表 5: 铁矿石价格反弹



资料来源: WIND, 兴业证券研究所

图表 6: 华东地区水泥价格企稳反弹



资料来源: WIND, 兴业证券研究所

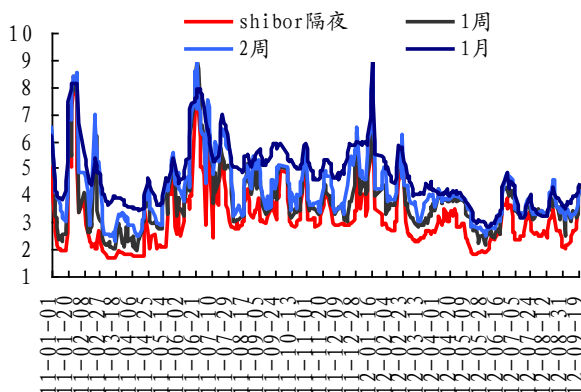
季度末资金紧张压力即将过去

经济阶段性转好的背景下，制约反弹的主要矛盾将由经济转向流动性，随着季末

资金紧张的度过，10月资金面的边际改善是大概率事件。

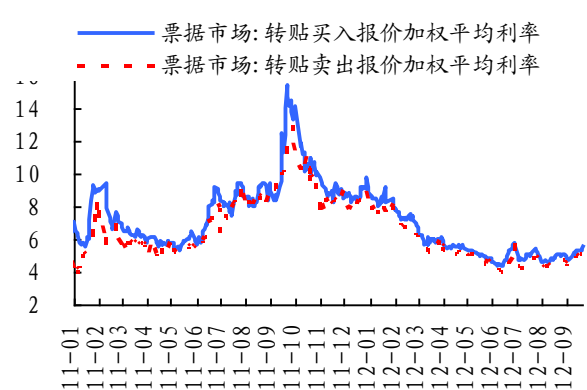
- 首先，近期，交易所资金价格与银行间资金价格产生明显大幅背离。考虑到市场间可以套利，这种背离表明传统资金融出方的大行不再进行融出，而一些中小金融机构资金需求旺盛。这也从侧面表明资金紧张是对季末考核的需求，且主要来自存贷比较紧的中小金融机构，大行头寸仍然是偏松的。
- 第二，季末存贷比考核以及长假压力过去，对资金的短期需求减弱；
- 第三，通胀、房价回调，给予政策略松的希望。根据兴业宏观观点，从货币政策的角度来说，上半年央行在降息降准方面有较大的动作，但下半年迟迟未有行动，很大程度上应该是受到房价反弹、通胀可能上升的影响。9月前三周，食品价格在菜价拖累下呈回落态势；房价也出现回调的迹象，央行政策重新转松又有了一丝希望。

图表 7: 3 个月以下期限 SHIBOR 利率



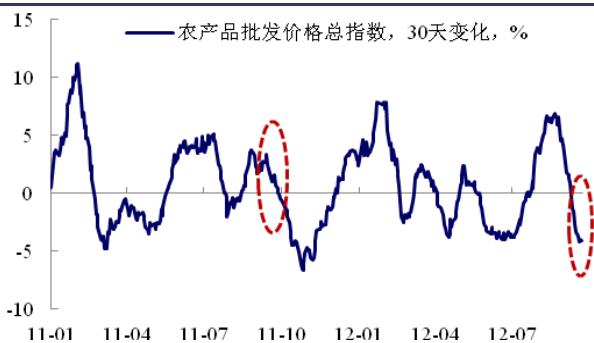
资料来源：WIND，兴业证券研究所

图表 8: 票据转贴利率



资料来源：WIND，兴业证券研究所

图表 9: 9 月农产品价格环比明显低于去年

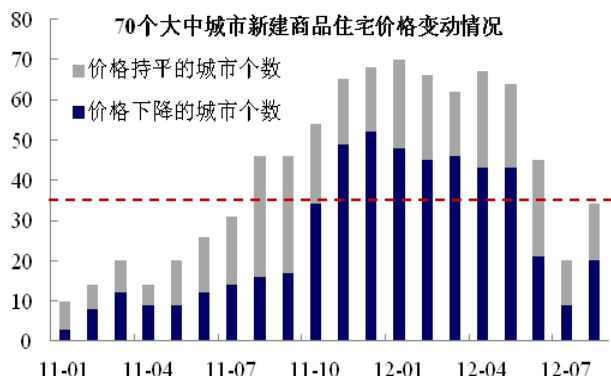


资料来源：WIND，兴业证券研究所宏观部

图表 10: 食用农产品价格环比也弱于去年同期



资料来源：WIND，兴业证券研究所宏观部

图表 11: 房价反弹压力减弱


资料来源: WIND, 兴业证券研究所宏观部

十八大前的政策维稳信号有望延续

十年一次的大换届, 叠加错综复杂的经济形势, 后续有必要进一步释放政策维稳信号, 可能包括: 财政政策加力、降准、信贷投放适当加快、领导人喊话等。

- 在稳增长基调下, 近期发改委加快项目审批进度, 仅三季度公布的项目总投资额就超过 5 万亿元, 国家将对这些项目的融资给予政策倾斜。考虑到项目从获批到配套资金落实到位有 3 个月到半年的时滞期, 四季度社会融资规模有望大幅提高。
- 2012 年 9 月 6 日, 发改委释放信号, 把此前已批复、未来数年实施的项目“集中打包发布”出来, 这个政策行为显然是强烈的信号, 反而比分析投资项目本身更有深意。
- 2012 年 9 月 12 日, 国务院常务会议讨论通过了《关于促进外贸稳定增长的若干意见》;
- 8 月新增人民币贷款 7039 亿元, 同比多增 1555 亿元, 明显超出市场预期, 中长期贷款占比也有所提升, 达到 40.6%, 这与 8 月固定资产投资资金来源中的国内贷款同比增速继续回升相一致, 释放出积极信号。

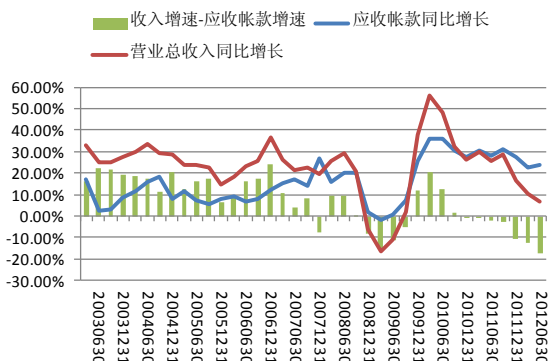
风险提示: 年内反弹所面临的制约

我们强调如果有反弹, 也是熊市中的可操作的熊市反弹期。冰冻三尺非一日之寒, 熊市反弹往往是“老游击队员”的机会, 而普通投资者较难把握, 后续需要重点提防的经济下行、年底企业应收帐款风险、中小板创业板迎解禁高峰等风险因素。

- 第一, 10 月中下旬开始, 需提防三季报业绩继续下滑的风险。由于工业品价格持续走弱, 三季度周期性行业盈利继续难看。
- 第二, 从 11 月开始, 需要关注企业的应收帐款风险。从中报分析来看, 企业的营收增速慢于应收帐款增速, 这表明当前收入的增长, 主要是通过信用销

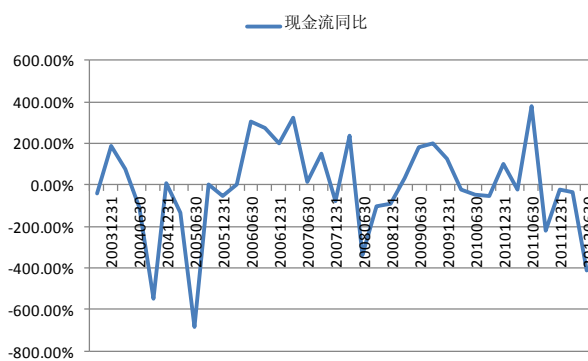
售。在经济下行期，年底企业应收帐款风险导致的流动性冲击，仍然需要谨慎对待。

图表 12: 中报企业应收帐款增速高于主营增速



资料来源: WIND, 兴业证券研究所

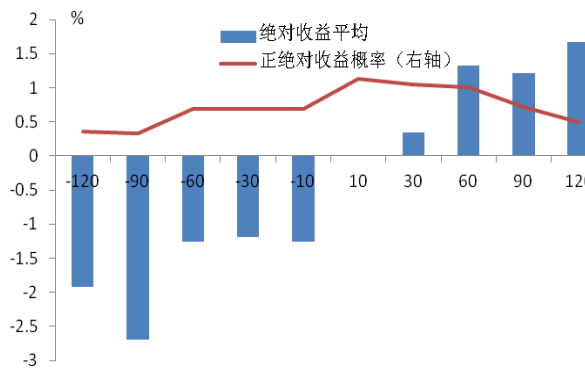
图表 13: 企业现金流持续恶化



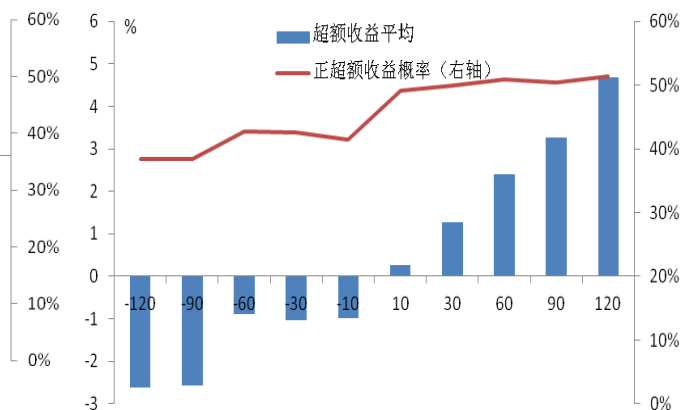
资料来源: WIND, 兴业证券研究所

- 第三，警惕创业板、中小板解禁高峰对小盘股的冲击。我们近期的专题研究《门口的野蛮人——警惕四季度中小板和创业板的解禁风险 20120921》中发现，限售股解禁潮与减持的确存在着正相关的关系。且从历史角度来看，中小板、创业板个股的股价在解禁前，存在着下跌的压力。随着10月末创业板三周年解禁的到来，我们建议规避部分存在大规模解禁风险、企业现金流也相对恶化的上市公司。具体请参见我们的专题研究报告。

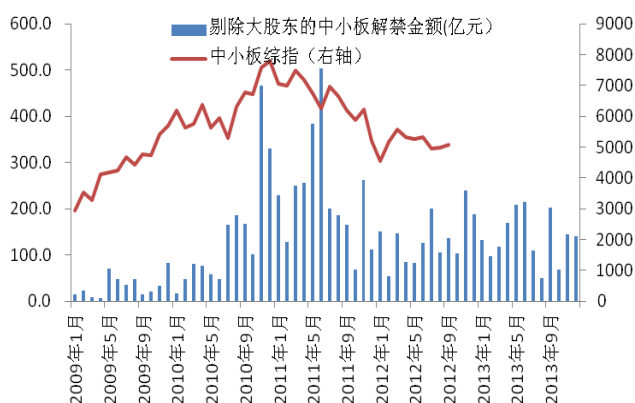
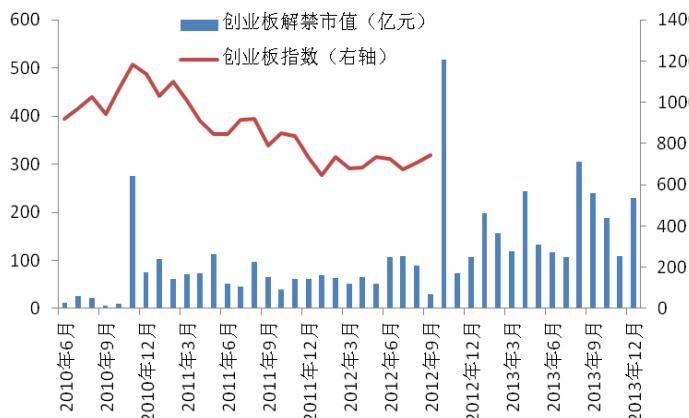
图表 14: 解禁前小盘股绝对收益与概率



图表 15: 解禁前小盘股相对收益与概率



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图表 16: 中小板解禁金额与走势

图表 17: 创业板解禁金额与走势


数据来源: Wind, 兴业证券研究所

投资策略: 增配周期, 参与反弹, 见好就收

当前根据基本面、资金面、2000 点关口的心理层面, 存在着反弹的逻辑窗口。我们预计市场会有一个月左右的操作窗口期, 年内还愿意做的投资者, 可以在资金面冲击过去之后, 积极参与行情。

但是, 熊市后期, 投资者普遍情绪谨慎, 即使反弹的逻辑都在了, 但是否能够阶段性扭转投资者的极度悲观预期不得而知, 但不管怎么说, 我们建议投资者重视反弹的时间窗口, 淡化反弹的空间, 在配置上, 增加对周期性行业的配置。

在 9 月底到 10 月中下旬的反弹窗口期之后, 不要过度留恋, 仍然需要提防进一步下行的风险。

主线一: 博弈周期股的阶段性反弹。看好需求面环比改善下的华东与西北地区水泥、煤炭、化工子板块中的民爆、农药、MDI 等板块。券商板块和行情正相关, 也是配置的主线。

但是, 我们前面的分析已经强调, 反弹是在资金面与基本面阶段性企稳下的情况催生的, 因此, 一旦季节性旺季的消退, 需要及时撤退。

主线二: 强调稳增长与调结构的公约数板块。特别是在环保、产业资本持续增持的商业零售、文化传媒、信息服务等经济转型中“做加法”行业中, 选择没有减持压力的个股淘金。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15%
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。