

三季度前瞻:兼论 A 股业绩研究方法—— 东方证券策略周报 20171013



研究结论

● 本周策略思考: A 股 2017 年三季度业绩前瞻:

一、我们判断 A 股 2017 年全年业绩增速区间为 15%-18%，相较于去年有明显提升，但 2017 年下半年业绩增速较上半年会有所下降。原因在于：（1）A 股整体（除金融两油）三费同比下降 0.82%，改善明显，但三费的改善程度已经接近 10 年的历史高点，因此下半年三费对于净利润增速边际贡献承压。（2）A 股整体非经常性收益占营收比例有所提高，同时毛利同比继续下滑，盈利能力承压。（3）去年同期高基数效应，增速绝对值上大概率出现回落。

二、创业板二季度盈利增速低点确认，下半年业绩增速反弹。中小创 2017 年三季度业绩预告已经发布完毕，整体中小创三季度业绩增速为 22.8%，其中创业板三季度增速 12.56%（二季度为 4.98%）、中小板为 27.13%（二季度为 29%）。

三、2018 年 A 股业绩增速较 17 年可能会有所下滑，但依旧处于正增长。A 股历史业绩增速的周期基本为 4-5 年，其中复苏时的上升周期一般不会超过 3 年；这一轮业绩增速的低点为 2015 年，2016 年开始复苏，因此 17 年大概率是这一轮业绩增速周期的高点，2018 年 A 股业绩增速的绝对值可能会出现下滑，但依旧处于正增长。

● A 股业绩研究方法论:

一、业绩分析涵盖了盈利质量（现金流分析）、盈利能力（ROE 分析）、盈利持续性（毛利率、非经常性损益占比）等。各个指标之间互相印证，其他业绩指标可以用来综合预测业绩增速情况。

二、从定期报告披露的时间点来看，由于涉及到估值和业绩预期的问题，往往在前一年 11 月-来年 2 月这一定期报告发布空窗期会有一波“估值切换”行情，其理论基础在于根据前三季度的业绩情况基本可以判断全年业绩增速，提前透支业绩预期下的估值空间。

三、历史上无论是海外市场还是 A 股市场，年度业绩增速的周期波动性比较明显，且和 GDP 增速的周期波动基本一致。上市公司的业绩增速可以非常好地反映宏观经济的波动性。从业绩和 GDP 增速数据来看，美股基本以 10 年为一个周期。A 股的业绩增速周期为 5-6 年左右。

四、主板、创业板和中小板业绩各有特点，主要原因在于行业构成不同：主板业绩增速周期性最明显，创业板业绩增速波动性最大，且商誉占净资产比高达 19.13%。中小板从 2014 年一季度以来业绩平稳增长，波动性低于创业板，成长性好于主板，其行业构成中，各个行业的占比比较均衡，集中度不高。

● **经济数据点评**，（1）进出口同比双回升，贸易差额收窄加速。人民币汇率依然成为影响出口额的重要因素，未来我们首先看好“一带一路”国家对出口增长的提振。（2）财新制造业 PMI 录得 51，较上月的 51.6 有所下降，表明制造业扩张速度放缓，同时背离官方 PMI 改善的趋势，原因在于两种 PMI 对于国有企业和非国有企业的样本侧重不同，背后反映出国有经济相对于民营经济更加强势。

● 风险提示 1. 监管持续加强导致市场风险偏好降低 2. 宏观经济下行超预期，对 A 股基本面带来负面影响

报告发布日期

2017 年 10 月 15 日

证券分析师

薛俊

021-63325888*6005

xuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860515100002

联系人

蒋晨龙

021-63325888*6073

jiangchenlong@orientsec.com.cn

陈至奕

021-63325888-6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

王亮

021-63325888-6111

wangliang@orientsec.com.cn

相关报告

沿着业绩及政策确定性做投资	2017-10-09
如何看待当前的周期板块——东方证券策略周报 20170924	2017-09-24
8 月经济数据下的市场思考——东方证券策略周报 20170916	2017-09-18
本轮人民币上涨解读——东方证券策略周报 20170910	2017-09-11
成长股反弹，怎么看？怎么买？	2017-08-17

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

本周策略思考：关于 A 股业绩那些事

2017 年 A 股三季报即将进入密集发布期。受披露规则的影响，创业板和中小板的业绩预告截至 10 月 15 日已经全部发布，整体中小创三季度业绩增速为 22.8%，其中创业板三季度增速 12.56%（二季度为 4.98%）、中小板为 27.13%（二季度为 29%），符合我们预期。

本周策略专题，在三季报前瞻契机下，和投资者一起聊聊关于 A 股业绩那些事。

为什么如此重视业绩？

一、业绩是做投资的基础。 $P=EPS \times PE$ ；这一简单的公式是所有投资的基础，即价格（价值）最终为给予 EPS 多少倍估值的结果。EPS 代表每股归属于母公司股东的净利润，为企业的盈利情况，更重要的是企业估值的参照系。围绕企业盈利情况的财务指标有多种，主要包括归属于母公司股东净利润（简称净利润，下同）增速、营业收入增速、毛利率、净利润率、净资产利润率等（特殊行业如互联网等会有不同，不在讨论范围内）。

虽然衡量企业盈利的财务指标有多种，但殊途同归，最终都是为了做投资决策服务。相比于捉摸不定的估值方法，预测企业的盈利情况、挖掘市场对于企业盈利的一致预期成为相对更有把握的投资方法。

二、A 股业绩和股价相关性较强：A 股净利润增速、营业收入增速、毛利率、净利润率、净资产利润率等和股价的相关关系图如下：

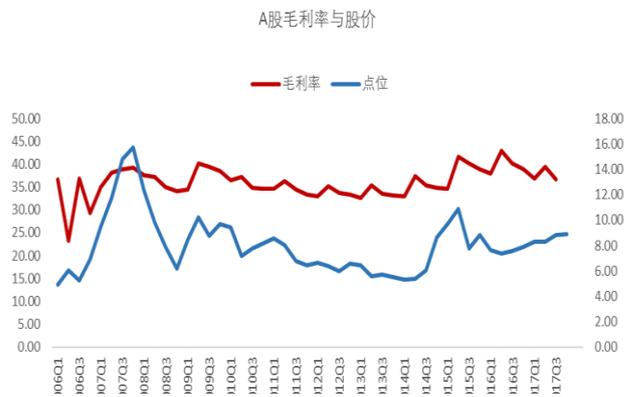
- (1) 净利润增速与股价关系较强，但净利润增速波动性较大，且股价对于净利润增速反映有一定的提前预期。
- (2) 毛利率与股价关系较强，3-5 年大周期趋势一致，但毛利率变动的波动性不大。
- (3) 净资产利润率（ROE）与股价关系较强，但同样，ROE 变动的波动性不大。
- (4) 营收增速与股价相关性较弱，且营收增速的波动性也比较大。

图 1：A 股净利润增速与股价



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：A 股毛利率与股价



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3: A 股 ROE (TTM) 与股价



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 4: A 股营收增速与股价



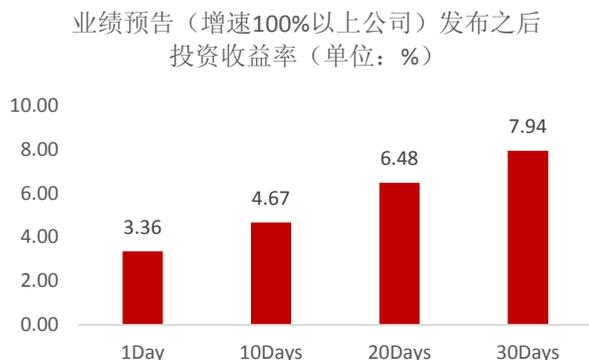
数据来源: Wind, 东方证券研究所

三、看公开业绩做 A 股投资具备可行性。A 股看业绩做投资包含两个方面：

(1) 股价提前反映了业绩预期。即公司在公开发布业绩预告及定期报告前，市场已经对公司业绩有预期，股价在业绩发布前已经有比较明显反应。对于这种投资方法，需要投资者对于公司基本面有透彻的跟踪和研究。

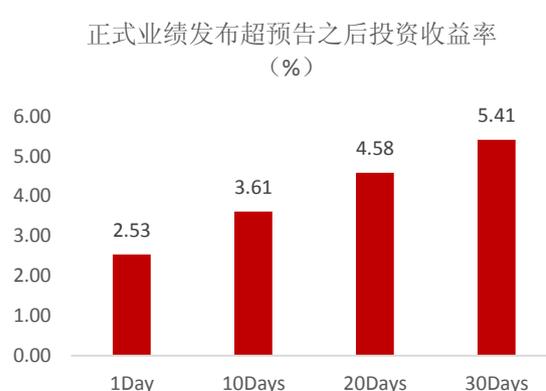
(2) 业绩预告及正式报告发布之后，市场依旧会给予公司高业绩一定的溢价水平。海外成熟市场如港股和美股上市公司，股价往往会在业绩公开发布之后有显著反应，A 股亦是。我们统计了 2009 年一季度至 2017 年二季度全体 A 股历史上，股价对于业绩预告及正式定期报告的反应程度之后发现：高业绩增速股票在业绩预告发布之后 1 天、10 天、20 天及 30 天时间维度涨跌幅均有较好表现，说明 A 股市场看公开业绩做投资具备可行性。

图 5: 业绩预告发布之后的投资收益率 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 6: 正式业绩报告发布超预期之后的投资收益率 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

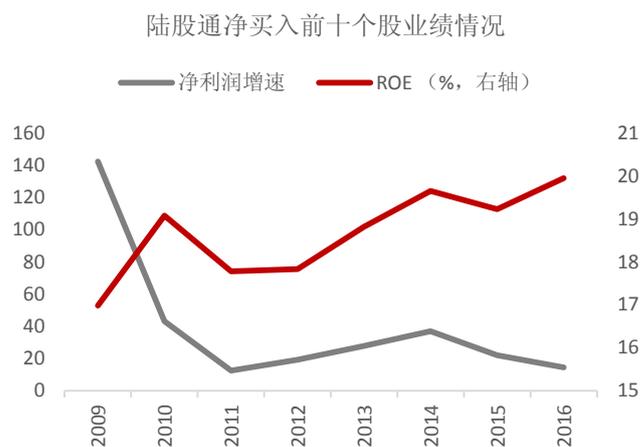
四、A股与成熟市场接轨，对于业绩的重视性只会增不会减少。2017年以来，北上陆股通以及QFII的投资风格成为市场主流之一。2017年陆股通净买入前十个股美的、海康、格力、平安、伊利、云南白药、恒瑞等公司近几年始终保持20%以上稳定的业绩增速及15%以上的高ROE水平。A股的对外开放大势所趋，对于绩优股的追捧或许才刚刚开始。

图7：陆股通成交净买入额



数据来源：Wind，东方证券研究所

图8：陆股通净买入额前十个股业绩情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

A股业绩怎么看

一、首先，业绩分析是系统全方位的工作，业绩增速非常重要，但仅看业绩增速略显狭隘。历史上，A股对于高增速的过分追求往往忽视了盈利质量、盈利能力等其他指标。事实上业绩分析涵盖了盈利质量（现金流分析）、盈利能力（ROE分析）、盈利持续性（毛利率、非经常性损益占比）等。各个指标之间互相印证，其他业绩指标可以用来综合预测业绩增速情况。

二、其次，从沪深两市业绩披露监管要求着手。沪深两市交易所对于各自上市板块的业绩预告、业绩快报及定期报告的披露要求存在一定的差异。主要差异体现在：

沪市和深市主板业绩预告不强制披露，创业板和中小板业绩预告强制披露，且中小板业绩预告均在上期正式报告发布时公布，创业板的业绩预告披露截止时间为7月15日之前披露半年度业绩预告，在10月15日之前披露第三季度业绩预告，在1月31日之前披露年度业绩预告。因此中小板业绩预告是全市场最先发布，创业板其次，这两个板块的业绩预告对于判断整个A股行业板块的业绩都有一定前瞻性的参考价值。

在快报披露方面，两市均没有强制性披露要求。正式报告披露时间方面，都遵循4月30日前（年报一季报）、8月31日前（半年报）以及10月31日前（三季报）的要求。从定期报告披露的时间点来看，由于涉及到估值和业绩预期的问题，往往在前一年11月-来年2月这一定期报告发布空窗期会有一波“估值切换”行情，其理论基础在于根据前三季度的业绩情况基本可以判断全年业绩增速，提前透支业绩预期下的估值空间。

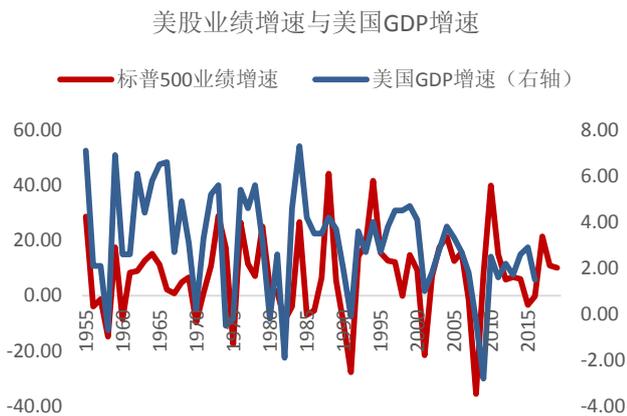
三、宏观经济是观察股票市场业绩的大背景，历史上无论是海外市场还是 A 股市场，年度业绩增速的周期波动性比较明显，且和 GDP 增速的周期波动基本一致。上市公司的业绩增速可以非常好地反映宏观经济的波动性。从业绩和 GDP 增速数据来看，美股基本以 10 年为一个周期。A 股的业绩增速周期为 5-6 年左右。

图 9：业绩预告、快报、正式报告披露相关部分规定

	业绩预告	业绩快报	定期报告
沪市主板	<p>1、【非强制披露业绩预告】上市公司年度经营业绩将出现下列情形之一的，应当在会计年度结束后一个月内进行业绩预告，预计中期和第三季度业绩将出现下列情形之一的，可以进行业绩预告：（一）净利润为负值；（二）净利润与上年同期相比上升或者下降50%以上；（三）实现扭亏为盈。</p> <p>2、上市公司出现以上第（二）项情形，且以每股收益作为比较基数较小的，经本所同意可以豁免进行业绩预告；（一）上一年度报告每股收益绝对值低于或等于0.05元；（二）上一中期报告每股收益绝对值低于或等于0.03元；（三）上一期初至第三季度报告期末每股收益绝对值低于或等于0.04元。</p>	<p>【选择性披露业绩快报】上市公司可以在年度报告和中期报告披露前发布业绩快报，公司披露业绩快报时，应当向本所提交下列文件：</p> <p>（一）公告文稿；</p> <p>（二）经法定代表人、主管会计工作的负责人、总会计师（如有）、会计机构负责人（会计主管人员）签字并盖章的比较式资产负债表和利润表；</p> <p>（三）本所要求的其他文件。</p>	<p>年度报告应当在每个会计年度结束之日起四个月内，中期报告应当在每个会计年度的上半年结束之日起两个月内，季度报告应当在每个会计年度前三个月、九个月结束后的一个月內编制完成并披露。第一季度报告的披露时间不得早于上一季度报告披露的披露时间。</p>
深市主板	<p>1、【非强制披露业绩预告】如预计公司本报告期或本报告期（预计时点距报告期末不应超过12个月）的经营业绩和财务状况出现以下情形之一的，应当及时进行预告（以下统称“业绩预告”）：（一）净利润为负值；（二）实现扭亏为盈，且净利润与上年同期相比上升或者下降50%以上；（四）期末净资产为负值；（五）年度营业收入低于一千万元。</p> <p>2、上市公司披露定期报告：1月31日前：（一）一季度；4月15日前：（二）半年报；7月15日前：（三）三季度；10月15日前。</p> <p>3、上市公司如预计其定期报告业绩出现所述“实现盈利，且净利润与上年同期相比上升或者下降50%以上”的应披露业绩预告情形，但属于下列较小比较基数情形的，经本所同意后可以豁免披露业绩预告：</p> <p>（一）上一年度每股收益低于或等于0.05元；（二）上一年度前三季度每股收益低于或等于0.04元；（三）上一年度半年度每股收益低于或等于0.03元；（四）上一年度第一季度每股收益低于或等于0.02元。</p> <p>4、存在需要对已发布业绩预告进行修正情形的上市公司，披露业绩预告修正公告一般不应晚于：（一）年报业绩修正：1月31日前；（二）一季报业绩修正：4月15日前；（三）半年报业绩预告修正：7月15日前；（四）三季报业绩修正：10月15日前。</p>	<p>【选择性披露业绩快报】在定期报告披露前业绩被提前泄露，或者因业绩传闻导致公司股票及其衍生品种交易异常波动的，上市公司应当根据《股票上市规则》的相关规定，及时披露包括本报告期相关财务数据在内的业绩快报。</p> <p>【选择性披露业绩快报】在定期报告披露前业绩被提前泄露，或者因业绩传闻导致公司股票及其衍生品种交易异常波动的，上市公司应当及时披露包括本报告期相关财务数据在内的业绩快报。</p>	<p>公司年度报告的披露不应晚于次年的4月30日，半年度报告的披露不应晚于当年的8月31日，第三季度报告的披露不应晚于当年的10月31日，公司第一季度报告的披露不应晚于当年的4月30日且不得早于其上一年度报告的披露时间。</p>
中小板	<p>【强制披露】公司应在第一季度报告、半年度报告和第三季度报告中披露对年初至下一报告期末的业绩预告。</p> <p>公司预计第一季度业绩将出现下列情形之一的，应在知悉后的第一时间在年度报告摘要中或以临时报告形式披露第一季度业绩预告：</p> <p>（一）归属于上市公司股东的净利润（以下简称“净利润”）为负值；</p> <p>（二）净利润与上年同期相比上升或者下降50%以上；</p> <p>（三）与上年同期相比实现扭亏为盈。比较基数较小的公司（即上一季度基本每股收益绝对值低于或等于0.02元人民币）预计出现前款第（二）项情形且净利润变动的金额较小的情况除外。</p> <p>第一季度业绩预告的披露时间最迟不得晚于3月31日，在3月底前披露年度报告的公司，最迟应与年度报告同时披露第一季度业绩预告。</p> <p>新上市公司应在上市公告书中披露年初至下一报告期末的业绩预告或业绩快报。</p>	<p>【选择性披露业绩快报】年度报告预约披露时间在3-4月份的公司，应当在2月底之前披露年度业绩快报。</p> <p>本所鼓励半年度报告预约披露时间在8月份的公司，在7月底前披露半年度业绩快报。</p> <p>新上市公司应在上市公告书中披露年初至下一报告期末的业绩预告或业绩快报。</p> <p>上市公司在披露业绩预告快报时，应向本所提交下列文件：（一）经公司现任法定代表人、主管会计工作的负责人、总会计师（如有）、会计机构负责人（会计主管人员）签字并盖章的比较式资产负债表和利润表；（二）内部审计部门负责人签字的内部审计报告；（三）本所要求的其他文件。</p>	<p>年度报告应当在每个会计年度结束之日起四个月内，中期报告应当在每个会计年度的上半年结束之日起两个月内，季度报告应当在每个会计年度前三个月、九个月结束后的一个月內编制完成并披露。第一季度报告的披露时间不得早于上一季度报告的披露时间。</p> <p>1月1日至4月30日期间新上市的公司，未在招股说明书、上市公告书中披露经审计的上一年度财务会计资料的，应当不晚于4月30日披露上一年度报告。</p>
创业板	<p>【强制披露业绩预告】年度报告预约披露时间在3月31日之前，应当最晚在披露年度报告的同时，披露下一年度第一季度业绩预告；年度报告预约披露时间在4月份的，应当在4月10日之前披露第一季度业绩预告。</p> <p>公司应当在7月15日之前披露半年度业绩预告，在10月15日之前披露第三季度业绩预告，在1月31日之前披露年度业绩预告。</p> <p>新上市公司在招股说明书、上市公告书等发行上市公开信息披露文件中未披露年初至下一报告期末主要财务数据和会计指标的，应当按上述要求披露业绩预告。</p>	<p>【选择性披露业绩快报】年度报告预约披露时间在3-4月份的上市公司，应当在2月底之前披露年度业绩快报。</p> <p>在定期报告披露前业绩被提前泄露，或者因业绩传闻导致公司股票及其衍生品种交易异常波动的，公司应当及时披露包括本报告期相关财务数据在内的业绩快报。</p>	<p>上市公司应当在每年的4月30日之前披露上一会计年度（以下简称“年度”）的年度报告及本季度第一季度报告，且第一季度报告的披露时间不得早于上一季度的年度报告的披露时间；应当在每年的8月31日之前披露本年度的半年度报告，在每年的10月31日之前披露本年度的第三季度报告。</p>

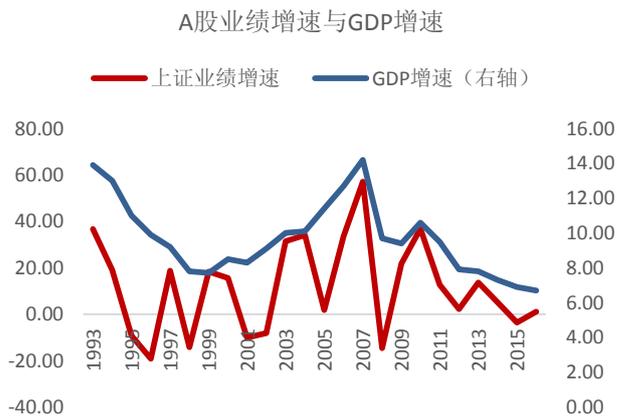
数据来源：深交所、上交所，东方证券研究所

图 10：美股业绩增速与美国 GDP 增速



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

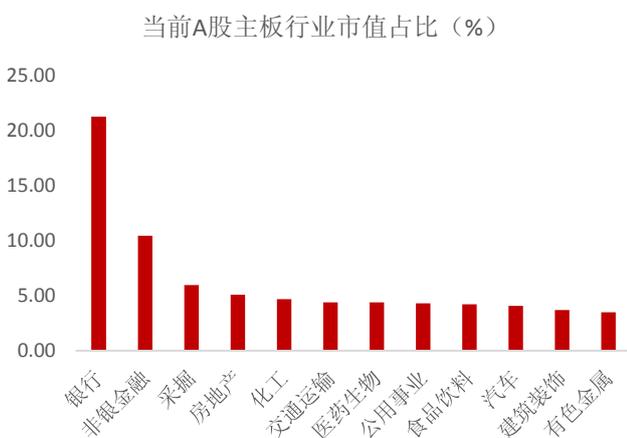
图 11：A 股业绩增速与 GDP 增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

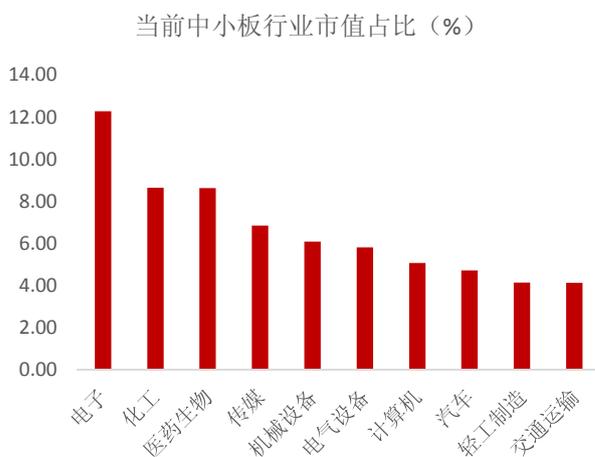
四、主板、创业板和中小板业绩各有特点，主要原因在于行业构成不同：主板业绩增速周期性最明显，当前金融、地产、化工、采掘以及交运等强周期行业的市值占比高达 51.84%；创业板业绩增速波动性最大，医药、电子及计算机市值占比高达 40.35%，且商誉占净资产比已经从 2011 年不到 1% 上升至 2017 第二季度的 19.13%。中小板从 2014 年一季度以来业绩平稳增长，波动性低于创业板，成长性好于主板，其行业构成中，各个行业的占比比较均衡，集中度不高。

图 12：当前 A 股主板行业市值占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：当前中小板行业市值占比

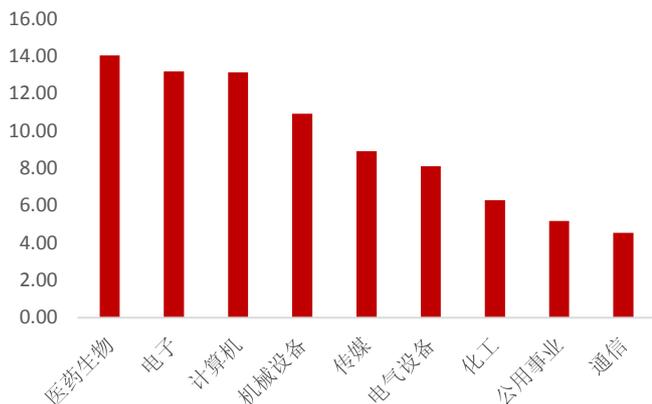


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：当前创业板行业市值占比

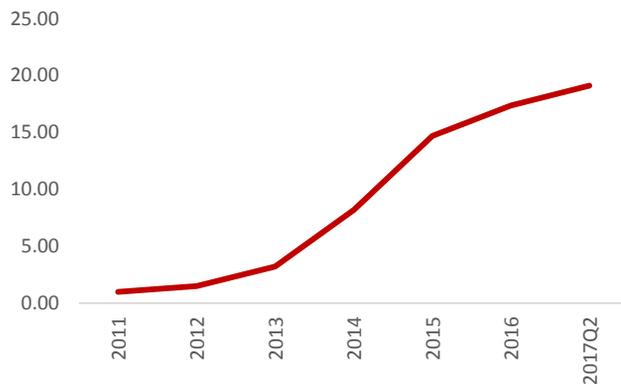
图 15：创业板商誉/净资产

当前创业板行业市值占比 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

创业板商誉/净资产 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

A 股 2017-2018 年业绩展望

一、我们判断 A 股 2017 年全年业绩增速区间为 15%-18%，相较于去年有明显提升，但 2017 年下半年业绩增速较上半年会有所下降。我们在《效率提升，增速放缓——A 股 2017 年中报分析 20190704》中已经提到，展望下半年，A 股业绩增速压力犹存，原因在于：（1）A 股整体（除金融两油）三费同比下降 0.82%，改善明显，但三费的改善程度已经接近 10 年的历史高点，因此下半年三费对于净利润增速边际贡献承压。（2）A 股整体非经常性收益占营收比例有所提高，同时毛利同比继续下滑，盈利能力承压。（3）去年同期高基数效应，增速绝对值上大概率出现回落。

二、创业板二季度盈利增速低点确认，下半年业绩增速反弹。中小创 2017 年三季度业绩预告已经发布完毕，整体中小创三季度业绩增速为 22.8%，其中创业板三季度增速 12.56%（二季度为 4.98%）、中小板为 27.13%（二季度为 29%）。符合我们在《效率提升，增速放缓——A 股 2017 年中报分析 20190704》中的判断：创业板净利润增速在经历了近几个季度的大幅下行之后，三季度存在触底反弹的可能性。

三、2018 年 A 股业绩增速较 17 年可能会有所下滑，但依旧处于正增长。A 股历史业绩增速的周期基本为 4-5 年，其中复苏时的上升周期一般不会超过 3 年；这一轮业绩增速的低点为 2015 年，2016 年开始复苏，因此 17 年大概率是这一轮业绩增速周期的高点，2018 年 A 股业绩增速的绝对值可能会出现下滑，但依旧处于正增长。大环境来看，旧的产能处于出清尾期，新的经济动能形成还需时间。其中，消费领域结构性改善是趋势、金融领域动能平稳，上游和中游材料 EPS 有望持续缓慢改善，但不会一蹴而就；中游制造的成本压力依旧存在。创新制造领域依旧是未来中国经济增长的绝对动力来源。

图 16: 创业板业绩增速 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 17: 中小板业绩增速 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

经济数据点评

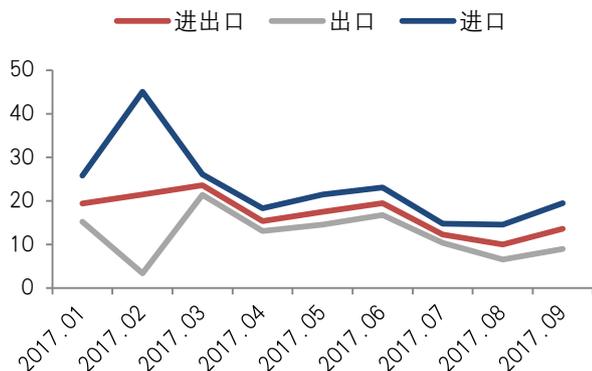
进出口同比双回升, 贸易差额收窄加速

9月, 中国出口同比增长(按人民币计)9%, 前值6.9%; 中国9月进口同比增长(按人民币计)19.5%, 前值14.4%。进出口总额同比增长13.6%。我们认为:

(1) 尽管进口、出口数据均有显著增长, 但两者的增速之差已连续两个月扩大, 原因在于人民币汇率对贸易差额的影响。如我们在《本轮人民币上涨解读——东方证券策略周报》中所论述, 近期人民币升值远超预期, 将利好企业进口(中国对外贸易多数是美元结算), 截至10月13日, 今年人民币兑美元中间价从6.95不断升值至6.59, 升值比例5%, 相应地, 贸易差额(单月)环比也一路下行, 并在今年8月由正转负, 本月降幅更大。

(2) 对外贸数据进行前瞻, 我们首先看好“一带一路”国家对中国出口增长的提振。前三季度, 我国对欧盟、美国和日本进出口分别增长16.4%、18.7%和14.9%, 同期对俄罗斯、波兰和哈萨克斯坦等国进出口分别增长27.7%、24.8%和41.1%, 显著更高, 预计未来“一带一路”市场将对中国出口马车起到更大的拉动作用; 其次, 从汇率的影响来看, 本轮升值与美国政治不明朗有关, 而近两个月是美国税改方案落实的重要窗口期, 需要密切关注海外宏观形势对人民币汇率走势的影响。

图 18: 全国进出口月度数据(人民币, 同比, 单位: %)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 19: 汇率与贸易差额

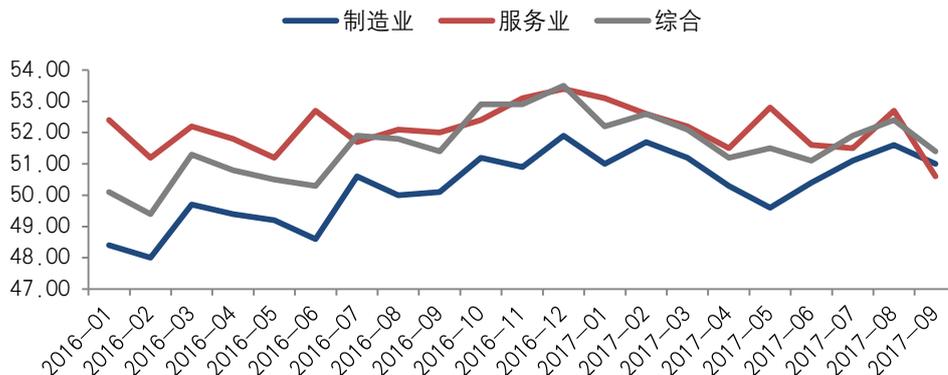


数据来源: Wind, 东方证券研究所

财新 PMI 背离官方, 民营经济乏力凸显

9月财新 PMI 指数已于本周公布, 制造业 PMI 录得 51, 较上月的 51.6 有所下降, 表明制造业扩张速度放缓; 服务业 PMI 为 50.60, 达到过去 21 个月的最低位。

图 20: 财新 PMI 指数



数据来源: Wind, 东方证券研究所

进一步比较财新 PMI 与之前国家统计局公布的 PMI (官方 PMI), 不难发现:

(1) 两种 PMI 在生产环节的背离较为严重: 财新 PMI 中新订单增速为 3 个月来最低, 而官方 PMI 新订单指数为 54.8%, 连续 3 个月上升; 此外, 财新 PMI 报告显示, 产出增速降至 6 月份以来最低点, 而官方 PMI 生产指数为 54.7%, 比上月上升 0.6 个百分点;

(2) 两种 PMI 都表现出企业面临较大的采购压力。 财新 PMI 显示, 采购活动放缓了扩张步伐, 同时供应商的交货延误程度为今年初以来最严重; 官方 PMI 中原材料库存指数为 48.9%, 低于荣枯线, 供应商配送时间指数为 49.3%, 意味着交货进一步放缓, 与供应短缺相关。

样本企业的规模差别并不是背离的全部原因。 从覆盖样本来看, 官方 PMI 样本销售收入占规模以上全部工业的 21%, 占全部大中型工业销售收入的 30%, 即样本以大企业为主; 而财新制造业 PMI

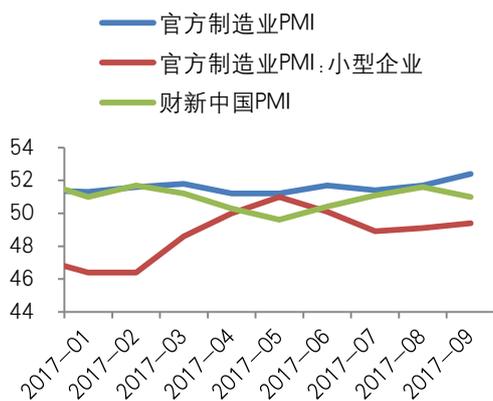
样本仅覆盖中小型民企为主的 420 家企业。样本企业的规模差异影响了统计结果，但并不能完全解释两种 PMI 的背离——考察国家统计局提供的小型制造业企业 PMI 指数不难发现，小企业的扩张速度也在增加，趋势与官方总体 PMI 一致，与财新 PMI 显著背离，因此并不能仅仅使用侧重企业大小来解释数据的差异。

外向型经济景气度也不能解释背离现象。官方 PMI 样本企业地域分布均匀，财新 PMI 主要集中在东部沿海地区，两者受外部需求景气程度的影响不同，可能导致了指数的趋势差异。但考察官方 PMI 新出口订单指数和 5000 户工业企业景气扩散指数（出口产品订单）可以发现，新出口订单指数从 50.4 上升到 51.3，扩张加速，景气扩散指数虽然有所下滑，但以往曾多次与财新 PMI 背离，因此样本区域差异以及因此造成的外向型经济景气度不同也不能解释两种 PMI 的趋势背离。

我们认为，两种 PMI 对于国有企业和非国有企业的样本侧重不同，是导致趋势差异最重要的原因。比较 2016 年以来企业景气程度（私营经济）指数和财新 PMI 指数，可以发现，虽然指数计算方法不同，但环比来看趋势完全一致。尽管第三季度私营经济景气指数尚未公布，但高度的相关性预计不会改变。

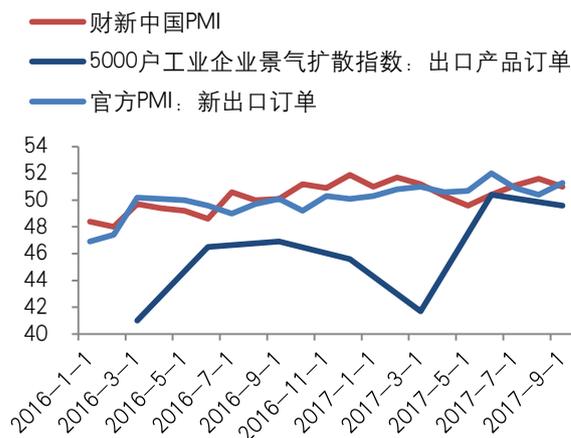
因此，综合本次官方和财新 PMI，我们认为国有、非国有企业之间的发展不平衡仍未改善，民营经济乏力凸显。

图 21：样本企业规模大小无法解释背离现象



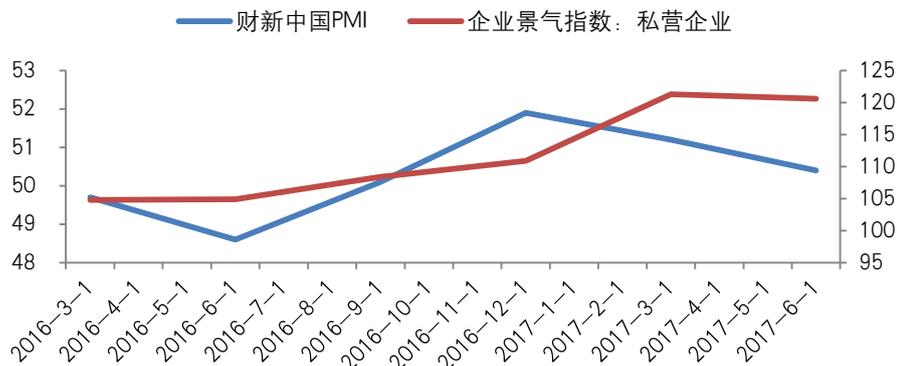
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：外需无法完全解释背离现象



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：财新 PMI 与私营企业景气指数高度相关



数据来源：Wind，东方证券研究所

近期高层动态跟踪

(1) 2017年10月9日：习近平对脱贫攻坚工作作出重要指示

(2) 2017年10月09日：李克强主持召开国务院常务会议，听取公立医院综合改革和医疗联合体建设进展情况汇报，要求通过深化医改优化资源配置保障人民健康，部署进一步做好基本医保全国联网和异地就医直接结算工作。

(3) 2017年10月10日：张高丽出席第24届冬奥会工作领导小组第四次全体会议并讲话，强调要全面落实绿色办奥、共享办奥、开放办奥、廉洁办奥理念，高质量、高效率完成北京冬奥会各项筹办任务，确保主要竞赛场馆和基础设施在2019年底前建成。

本周市场表现：

上证综指周线修复

本周上证综指收涨1.24%，收3390.52点，是上证综指连续四周收跌之后的强势修复；沪深300收涨2.20%，中证500收涨1.61%；中小板指收涨2.94%，创业板指收涨3.17%。

表1：本周指数表现

代码	简称	涨跌幅(%)	收盘
000001.SH	上证综指	1.24	3390.52
000300.SH	沪深300	2.20	3921.00
000905.SH	中证500	1.61	6709.82
399005.SZ	中小板指	2.94	7784.13
399006.SZ	创业板指	3.17	1926.07
HSI.HI	恒生指数	0.06	28476.43

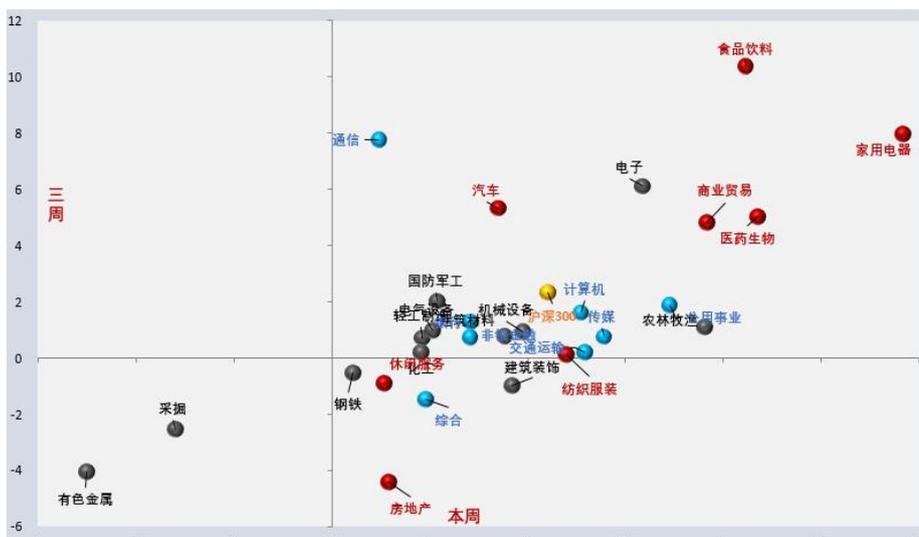
HSCEI.HI	恒生国企	0.53	11519.81
2823.HK	安硕 A50	0.71	14.14

数据来源：Wind，东方证券研究所

行业表现：通信、家用电器、食品饮料涨幅最高

1.本周 28 个行业中 26 个行业收涨，家用电器 (+5.83%)、医药生物 (+4.35%)、食品饮料 (+4.22%) 涨幅最高，有色金属 (-2.50%)、采掘 (-1.59%)、钢铁 (+0.21%) 涨幅最低。房地产、有色金属三周涨幅最低。医药生物、商业贸易近期较为强势。

图 24：行业本周及三周涨幅表现(%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

2.结合胜率来看，本周医药生物、银行、交通运输行业胜率最高。

高胜率高涨幅行业：农林牧渔、食品饮料、医药生物、公用事业、交通运输、商业贸易、传媒；

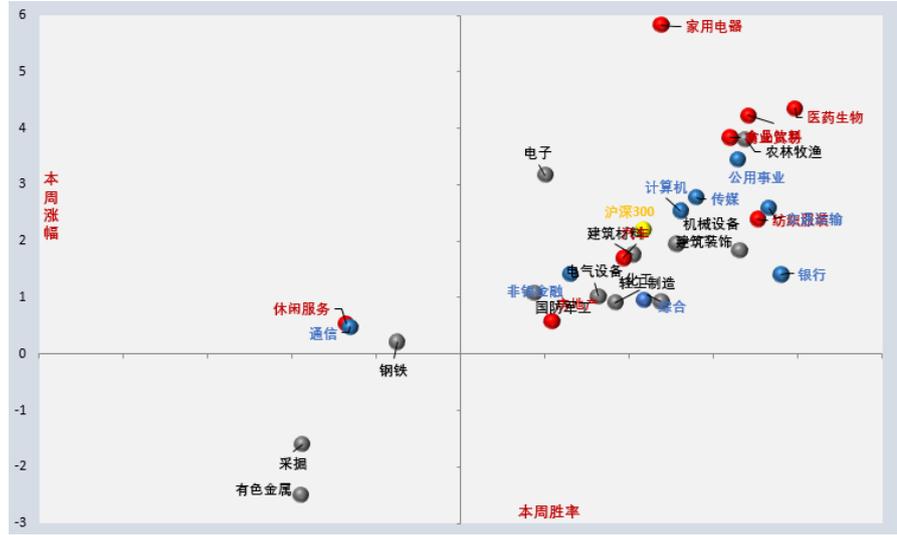
低胜率高涨幅行业：电子；

高胜率低涨幅行业：无；

低胜率低涨幅行业：采掘、钢铁、有色金属、房地产、休闲服务、电气设备、通信。

(高、低胜率指行业胜率排名前十、后十；高、低涨幅指行业涨幅排名前十，后十)

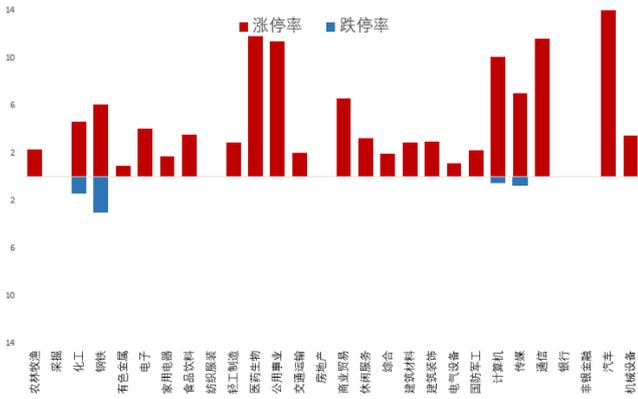
图 25：行业本周胜率及涨幅表现(%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

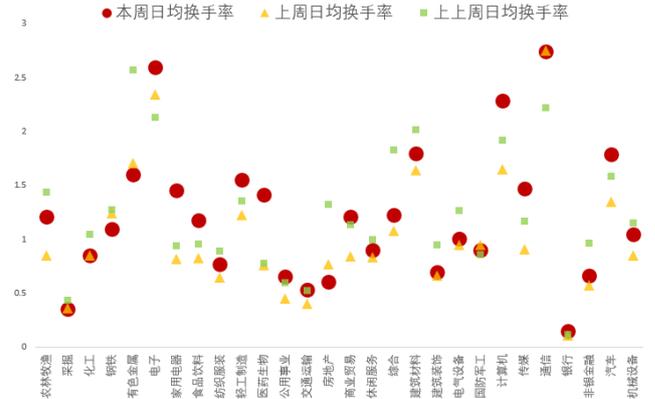
3.本周汽车、医药生物、通信涨停率最高。三周换手率来看,电子行业连续三周换手率上涨;采掘、有色金属、房地产行业换手率连续三周下降。

图 26: 行业涨跌停周率(%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 27: 行业本周成交额变动(%)

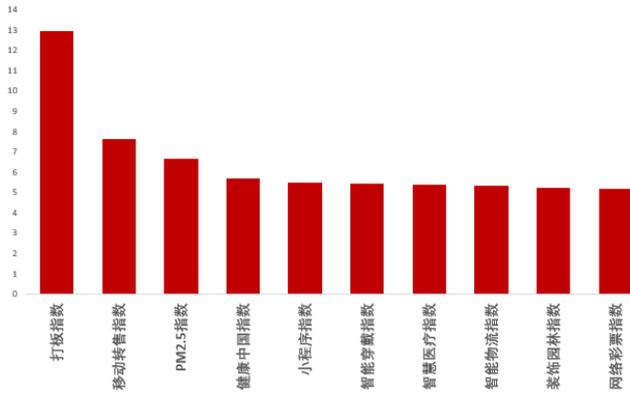


数据来源: Wind, 东方证券研究所

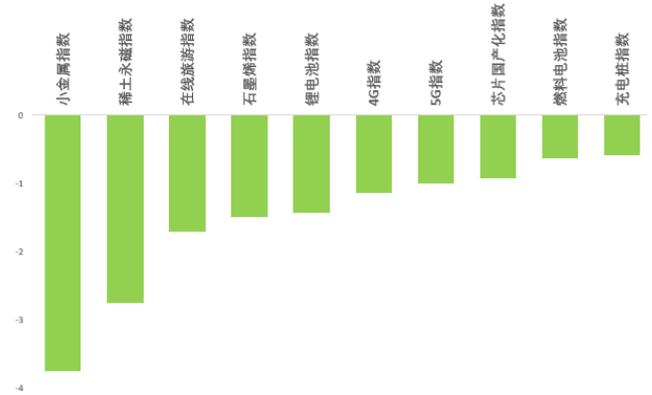
4.本周概念表现较为分散,打板指数(+12.91%)、移动转售指数(+7.62%)、PM2.5指数(+6.66%)涨幅最高;小金属指数(-3.75%)、稀土永磁指数(-2.75%)、在线旅游指数(-1.71%)跌幅最大。

图 28: 本周概念涨幅前十

图 29: 本周概念涨幅后十



数据来源: Wind, 东方证券研究所



数据来源: Wind, 东方证券研究所

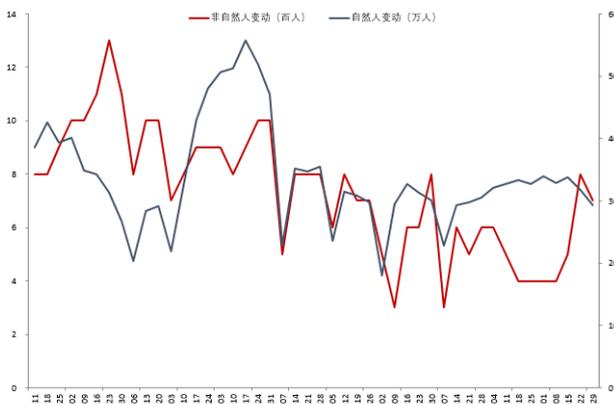
市场情绪、公开市场操作及 Shibor 利率

A 股投资者自然人账户及非自然人账户数目增速均达到较高水平, 其中, 自然人账户保持高增速。

从解禁规模来看, 本周是近期解禁规模较大的一周, 下周解禁规模较本周相比低。从行业的解禁规模来看, 有色金属、建筑装饰下周解禁规模的增量较大。

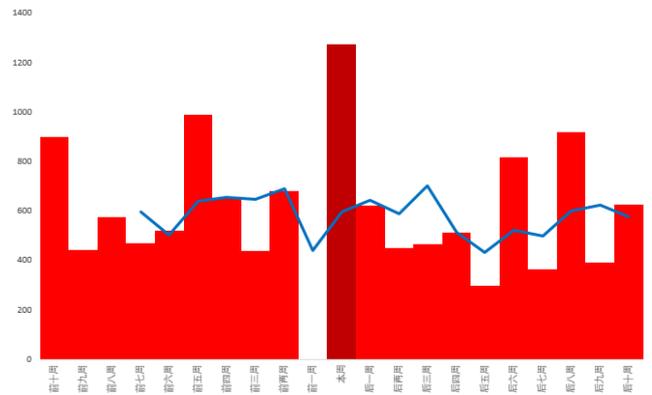
本周央行进行 800 亿公开市场操作, 净回笼资金 2200 亿。从 Shibor 利率来看, 利率水平有连续上升趋势, 隔夜 Shibor 本周上涨 4.8BP (上周+6.02BP, 上上周+5.98BP), 7 天 Shibor 上涨 10.59BP (上周+2.60BP, 上上周+2.97BP), 与此同时, 一月 Shibor 上涨 8.35BP (上周+3.98BP, 上上周+1.40BP), 一年 Shibor 上涨 0.15BP (上周+0.13BP, 上上周-0.44BP)。

图 30: A 股投资者周变动



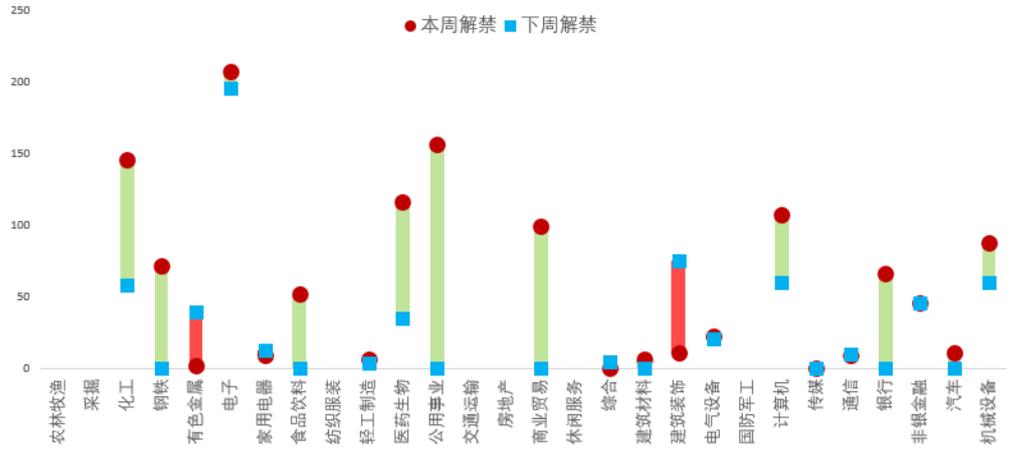
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 31: 解禁规模(亿)



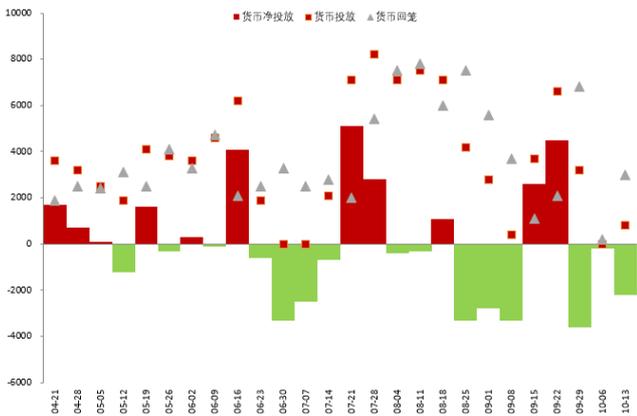
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 32: 各行业本周、下周解禁规模(亿)



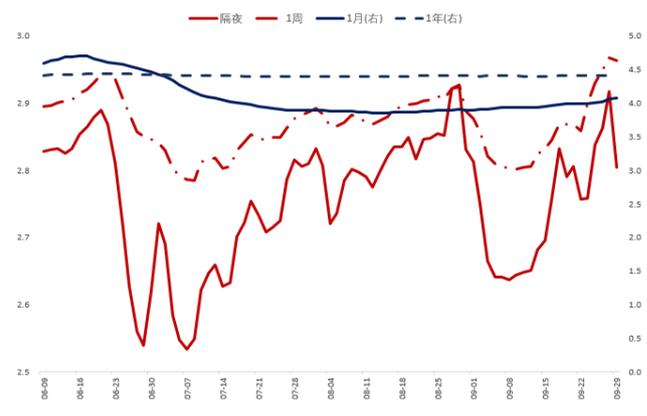
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 33: 公开市场操作(亿)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 34: 一周及隔夜 Shibor 利率(%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

全球股市全面收涨

截止北京时间 10 月 13 日 16 点, 道琼斯工业平均指数上涨 0.30%, 报 22841.01 点; 标准普尔 500 指数上涨 0.06%, 报 2550.93 点; 纳斯达克综合指数上涨 0.02%, 报 6591.51 点。本周芝加哥期权交易所(CBOE)市场波动指数(VIX)上涨 2.59%, 报 9.90 点。

本周欧洲斯托克 600 指数上涨 0.46%, 斯托克 50 上涨 0.10%, 其中, 德国 DAX30 指数上涨 0.26%, 报 12989.94 点; 法国 CAC40 指数下跌 0.05%, 报 5357.15 点; 英国富时 100 指数上涨 0.13%, 报 7531.81 点。

本周日经 225 上涨 2.24%, 报 21155.18 点, MSCI 新兴市场指数上涨 1.68%, 报 1121.62 点。

图 35: 近三月美国标普 500 及波动率指数



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)

图 36: 近三月欧元区斯托克 50 及波动率指数



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)

图 37: 近三月东京日经 225 指数



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)

图 38: 近三月 MSCI 新兴市场指数



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)

美元指数下跌

本周美元指数下跌, 截止 10 月 13 日 16 点, 美元指数周下跌 0.80%, 收 93.04 点。

截止 10 月 13 日, 欧元兑美元上涨 0.84%, 英镑兑美元上涨 1.61%, 澳元兑美元上涨 0.99%, 美元兑加元下跌 0.49%, 美元兑日元下跌 0.51%。

人民币方面, 本周在离岸人民币升值, 在岸人民币升值 1.00%, 报 6.59, 离岸人民币升值 1.07%, 报 6.58。

图 39: 近三月主要货币汇率变化

图 40: 近三月人民币汇率变化

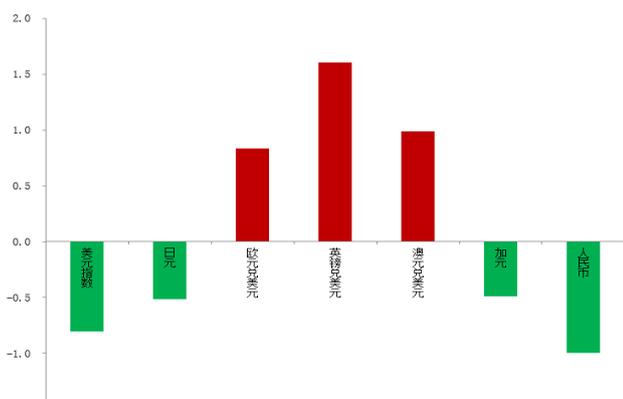


数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)



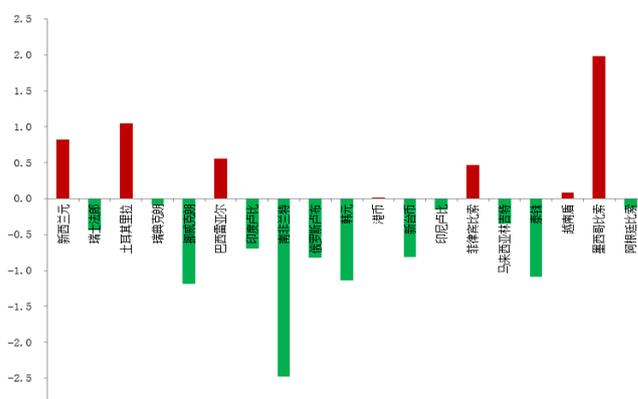
数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)

图 41: 近一周主要货币汇率涨跌幅 (%)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)

图 42: 近一周其他货币汇率涨跌幅 (%)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)

石油贵金属上涨

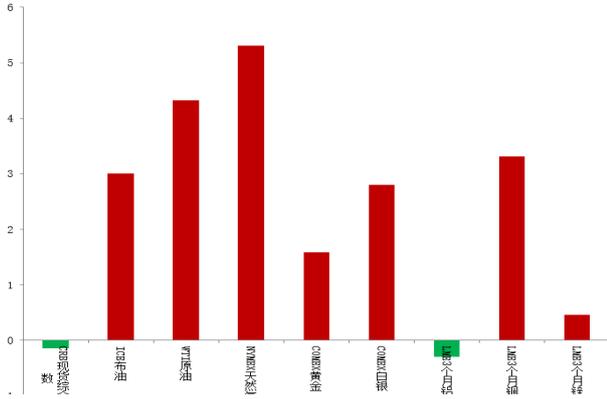
截止 10 月 13 日 16 点, ICE 布油本周上涨 3.00%, WTI 原油上涨 4.32%, NYMEX 天然气下跌 5.31%。

本周贵金属持续下跌, Comex 黄金、Comex 白银本周分别上涨 1.58%、2.80%。

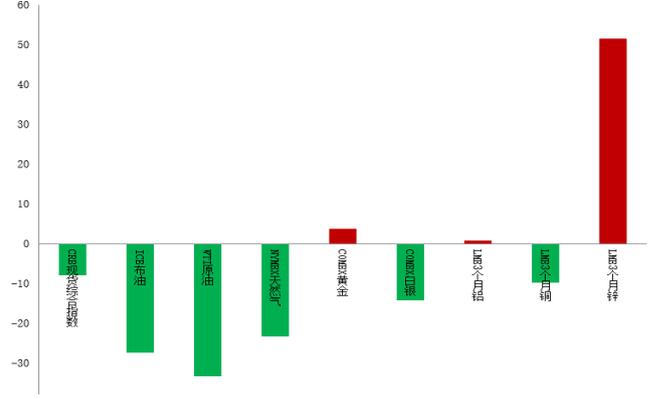
本周基本金属涨跌不一, LME3 月铝下跌 0.30%, LME3 月铜上涨 3.31%, LME3 月锌上涨 0.46%。

图 43: 近一周大宗商品价格涨跌幅 (%)

图 44: 近一月大宗商品价格涨跌幅 (%)

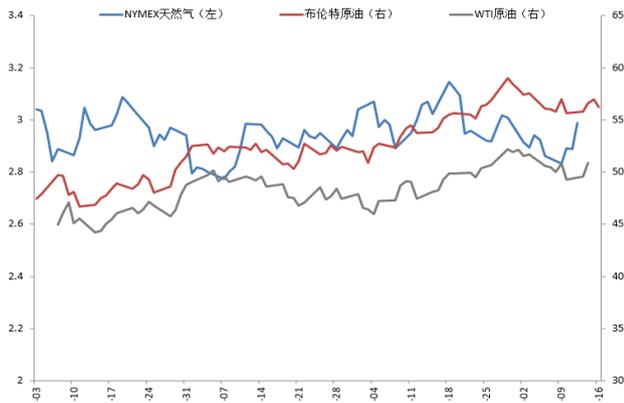


数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)



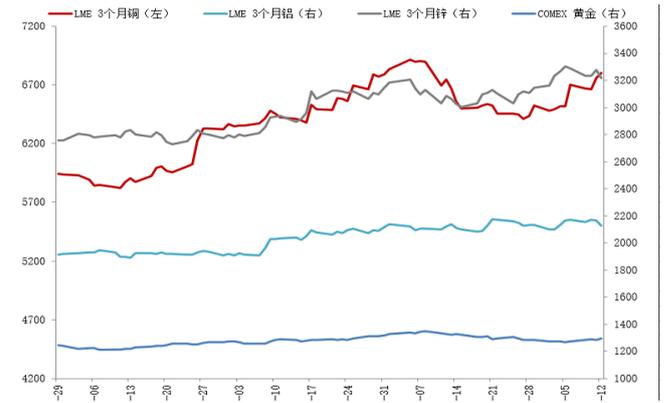
数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)

图 45: 近三月能源类大宗商品价格变化



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)

图 46: 近三月金属类大宗商品价格变化



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)

全球国债收益率涨跌不一

本周全球国债收益率涨跌不一,截止 10 月 13 日 16 时,美国十年期国债收益率下跌 3.4BP。

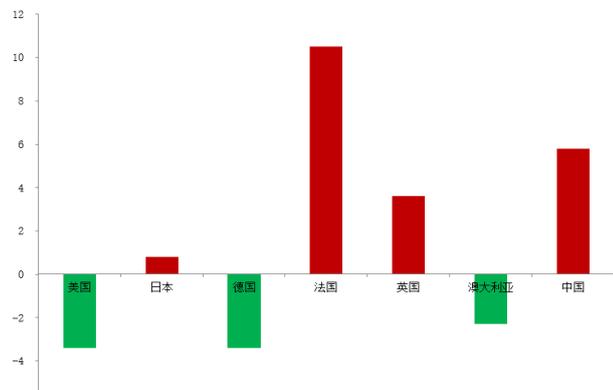
本周欧洲各国国债收益率涨跌不一,法国国债收益率上涨 10.5BP,英国国债收益率上涨 3.6BP,德国国债收益率下跌 3.4BP。

澳大利亚国债收益率本周下跌 2.3BP。日本国债收益率本周上涨 0.8BP。

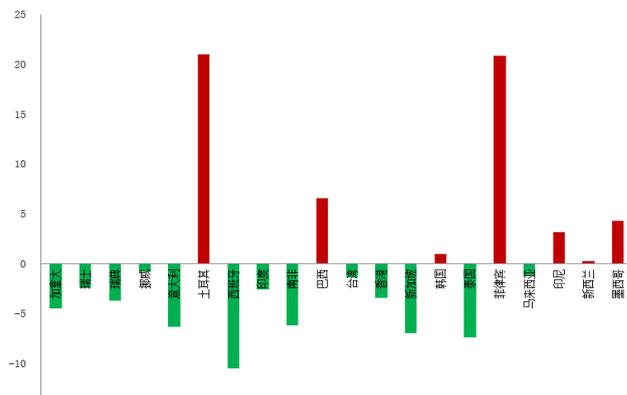
中国方面,截止 10 月 12 日 16 时,本周十年期国债收益率上涨 5.8BP。

图 47: 近一周主要国家 10 年期国债收益率变化 (BP)

图 48: 近一周其他国家 10 年期国债收益率变化 (BP)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)



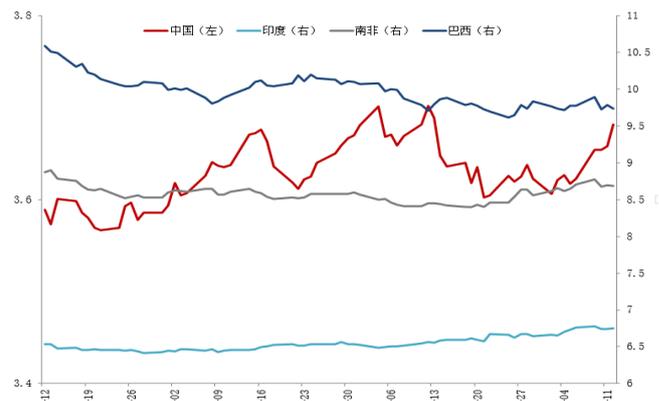
数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)

图 49: 近 3 月主要国家 10 年期国债收益率变化 (BP)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)

图 50: 近 3 月金砖国家国债收益率变化 (BP)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所 (截至 2017 年 10 月 13 日)

风险提示

1. 监管持续加强导致市场风险偏好降低
2. 宏观经济下行超预期，对 A 股基本面带来负面影响

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

