

2009 年 11 月 18 日

——临时策略

相关研究报告

《短线多头难发力 中期涨势仍可期》
《创业板企业家价值实现与流动性溢价》
《揭开“退出策略”下的 A 股迷局》
《前瞻来年，股指可看高一线》
《供给忧虑冲击市场，节前行情趋于平淡》
《货币政策红利犹存，流动性悄然解冻》
《半信半疑仍是市场主流情绪》
《9 月 A 股：为 4 季度上行作准备》
《公地悲剧之后，剩草还是种子》

报告作者：

肖彦明 高级研究员
电话：021-58766036-205
E-mail: xiaoyym@glsc.com.cn
李斌 研究员
电话：0510-82833217
E-mail: lib@glsc.com.cn

立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

要点：

- 近期市场似乎总能嗅到大盘股异动的芬芳，从采掘、银行、地产、有色这些蓝筹云集的板块中，我们看到了大象热身的躁动，种种迹象表明，风格转换的真空期悄然已过，蓝筹行情正在萌芽。
- 在前期概念股和中小盘股被爆炒之后，目前权重板块已成估值洼地。我们认为，大盘蓝筹股的相对估值水平以及相对回报率与市场整体水平相比存在较大偏离，这些偏离未来有望得到部分修正。
- 三季度减持金融地产只是阶段性的结构调整，在为 2010 年布局的四季度里，我们看到主流基金行业配置有重新转向这类板块的迹象。
- 相对中小盘，大盘股一般是蓝筹绩优股，其市值较大，资金吞噬量大。仅仅靠估值偏差与人民币升值预期还不足以促成风格转换，在业绩上调确认前，风格转换还需要事件性因素的推动，近期看，事件性因素则是中央经济工作会议对未来宏观政策的定调。
- 未来市场可能出现两种情景，一是大象跳舞，小象歇息，这种二八行情会引领指数创年内新高；另外一种情景则是大象躁动但后续乏力，小盘股疯狂之后持续调整。综合上述分析，我们认为，第一种情景的概率在增加。

换个风格换种行情！近期市场似乎总能嗅到大盘股异动的芬芳，从采掘、银行、地产、有色这些蓝筹云集的板块中，我们看到了大象热身的躁动，但“群象齐舞”的蓝筹行情似乎又难下“大跃进”的决心，毕竟大级别行情来之不易。不过，种种迹象表明，风格转换的真空期悄然已过，蓝筹行情正在萌芽，这个冬天，改变行情也许就从大盘股开始。

寻找估值洼地，风格或将适度转换

近两个月以来市场一直以指数窄幅震荡向上，热点板块轮番切换为主，权重板块的表现相对较弱。从沪指9月低点算起，小盘指数上涨幅度已远远超过大盘指数，其中小盘指数涨幅为86%，大盘指数为32%。估值方面，申万小盘指数最新PE达61倍，大盘指数PE仅为24倍，全部A股PE为27倍，中小板PE为46倍，银行板块为16倍。比较沪A、深A、大小盘指数以及银行板块的PE不难看出，在前期概念股和中小盘股被爆炒之后，目前权重板块已成洼地，尤其是以银行股为代表的蓝筹板块。从历史上看，小盘股估值高出大盘股3-4倍，风格基本具备转换的条件。我们认为，大盘蓝筹股的相对估值水平以及相对回报率与市场整体水平相比存在较大偏离，预计未来估值与涨幅上的偏离有望得到部分修正。

表1：风格指数阶段表现

名称	5日涨跌幅	10日涨跌幅	20日涨跌幅	60日涨跌幅	120日涨跌幅	250日涨跌幅
大盘指数	0.0418	0.0569	0.0752	0.1246	0.3038	0.9219
中盘指数	0.0511	0.082	0.1462	0.2889	0.3838	1.629
小盘指数	0.0504	0.0774	0.1319	0.2985	0.383	1.7638

数据来源：国联证券研究所 wind 资讯

表2：板块估值比较

板块名称	市盈率(TTM, 整体法)	预测市盈率(整体法)
全部A股	26.71	24.15
中小企业板	45.03	39.19
上证A股	24.7	22.56
深证A股	41.14	34.52
上证50	21.56	19.83
沪深300	24.18	22.19
银行	16.93	15.22

主流基金配置或重新转向蓝筹

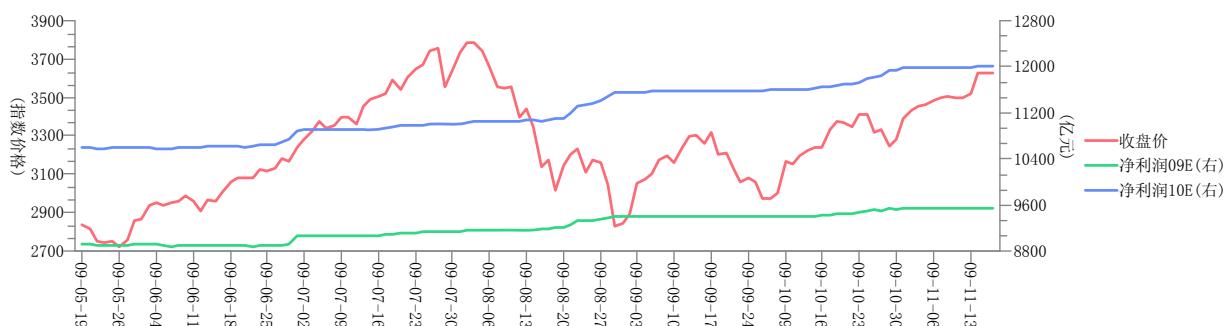
从基金三季报来看，基金在三季度整体倾向防御，在行业配置上减持金融地产，前20大减持重仓股中有15只是金融地产股。三季度金融、

地产等权重板块股价表现也趋于疲软，但我们认为，第三季度的投资调整并不完全反映未来的投资方向，这更多只是阶段性的结构调整。从市场一致预期看，中国经济复苏是可持续的，以银行为代表的金融股必将迎来业绩显著增长，相对低估值的银行、保险、地产将成为带动市场整体上行的主体，而基金的配置方向也将重新转向标配或超配此类权重行业。在为 2010 年布局的四季度，我们已经看到主流基金行业配置重新转向的迹象。

期待政策靴子落地，促成风格完美转换

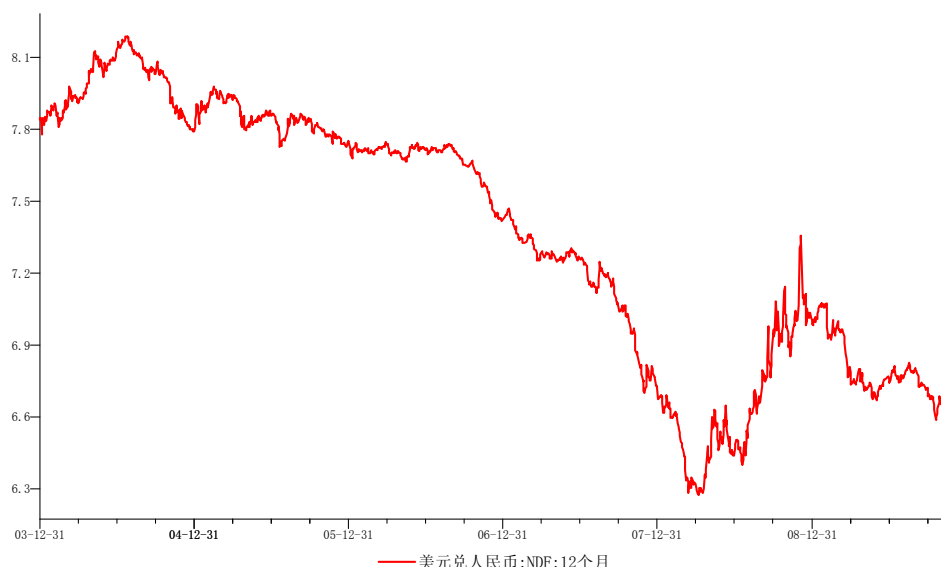
目前市场的一致预期是宏观经济持续乐观、微观的盈利预期亦可期待，基本面向好无疑为蓝筹股提供良好的安全边际，同时在人民币升值预期和储蓄资金分流的刺激下，市场情绪日渐乐观。但相对中小盘，大盘股一般是蓝筹绩优股，其市值较大，资金吞噬量大，炒作空间小，对业绩更依赖。而且大盘股所在行业通常事关国计民生，是国民经济与政策风向标，属三高板块：经济敏感度高、资金敏感度高、政策敏感度高。

图 1：沪深 300 指数盈利预测趋势图



数据来源:Wind资讯

图 2：远期市场对人民币升值的预期再次走强



数据来源:Wind资讯

因此，仅仅靠估值偏差与人民币升值预期还不足以促成风格转换，在业绩上调确认前，风格转换还需要事件性因素的推动，近期看事件性因素就是中央经济工作会议对未来宏观政策的定调。本月 17 日，中美首脑会晤后发布的《中美联合声明》释放出“延续现有举措保复苏”的信号，声明强调中美双方将延续现有举措以确保强健、可持续的全球经济复苏和金融体系。继续在宏观经济政策领域加强对话与合作。中美双方将进一步加强宏观经济政策的沟通与信息交流，共同努力采取调整国内需求和相关价格的政策，促进更加可持续和平衡的贸易与增长。中方将继续落实政策，调整经济结构，提高家庭收入，扩大内需，增加消费对国内生产总值的贡献，改革社会保障体系。美国将采取措施提高国内储蓄占国内生产总值的比重，推动可持续的、非通货膨胀式的增长。双方将采取前瞻性的货币政策，并适当关注货币政策对国际经济的影响。

随着中央经济工作会议的即将召开，政策信号日趋明朗。如何实现政策正常化与软着陆将是会议的重点议题。与上一轮周期相比，本轮货币扩张之后的货币政策收缩难度相对较高，这将考验着货币当局和经济学家的传统智慧。我们预计，在当前中国经济结构转型期，政策退出方面仍将保持谨慎操作。货币政策会在适度宽松的基础上强调适度，避免用过度的收缩政策代替改革，以减少结构转型的痛苦。从这个意义上说，未来政策面的乐观预期相对明确。

总体而言，未来市场可能出现两种情景，一是大象跳舞，小象歇息，这种二八行情会引领指数创年内新高；另外一种情景则是大象躁动但后续乏力，小盘股疯狂之后继续调整，这一种情景意味着跨年度行情无望。结合上述分析，我们认为，第一种情景的概率在增加。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我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供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。