

业绩推动，震荡盘升 ——2009年十一月A股市场策略

一、宏观经济分析

预计美国第四季度GDP环比增长3.5%。美国经济正式结束本轮衰退而进入复苏。由于美国是世界经济的火车头，因此美国经济正式进入复苏也将给全球经济带来巨大的变化。主要经济体加息尚需时日。预计中国四季度国内生产总值同比增长9.5%。人民币升值预期增强带来热钱流入。物价将逐步回升至正增长。中国将继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。

二、影响市场的其它因素分析

资金供求压力较小，三季度业绩符合预期，09年全年业绩预报报喜家数占优。不论是PE还是PB，当前所处水平均低于历史均值。结构化高估现象仍存，相对估值较低的行业较少。

三、技术分析

1664到3478点是IV—B反弹（上证指数反弹了下跌幅度6124-1664点的40%）。

四、综合分析

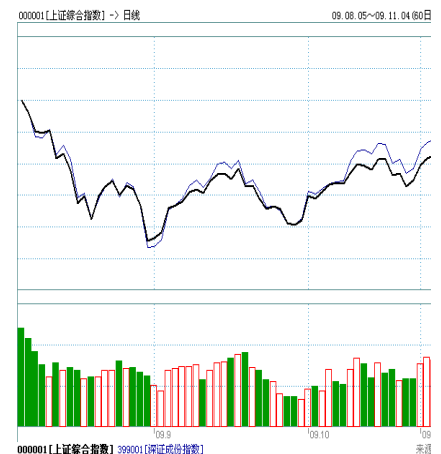
当前股市正处于从流动性驱动向业绩增长驱动的转变时期。全球经济逐步恢复和我国经济加快增长增强了投资者信心，驱动大部分投资者心态由中性转为乐观。宏观政策继续保持积极宽松，物价水平将摆脱通缩，步入正增长。上市公司业绩超预期增长降低了PE，提高了股市对市场外资金的吸引力，抬高了底部。前期的调整充分地释放了风险，使市场估值基本合理。创业板顺利推出，其对主板的负面影响告一段落，新股发行节奏恢复正常。我们预计十一月股指波动区间为上证2800---3300点。

五、应关注的行业或板块

我们基于估值及业绩增长确定性建议投资者关注银行、保险、化工、医药、电气设备（智能电网）、汽车、迪斯尼概念等板块的投资机会。

风险因素：对国家宏观经济政策转变预期的分歧；以新增贷款为标志的10月经济数据的负面影响；国际金融市场的波动。

股指最近三月走势



资料来源：wind 大通证券研发中心

研究员：李哲明

电 话：0411-39673243

网 址：www.daton.com.cn

邮 箱：lizheming@daton.com

近期相关报告

政策有待明确，市场反弹整固

——2009年九月A股市场策略

政策微调，市场震荡

——2009年八月市场策略

从流动性释放到通胀预期的机会

——2009年六月策略

经济持续回暖，市场震荡上行

——2009年5月份A股市场投资策略

一、宏观经济分析

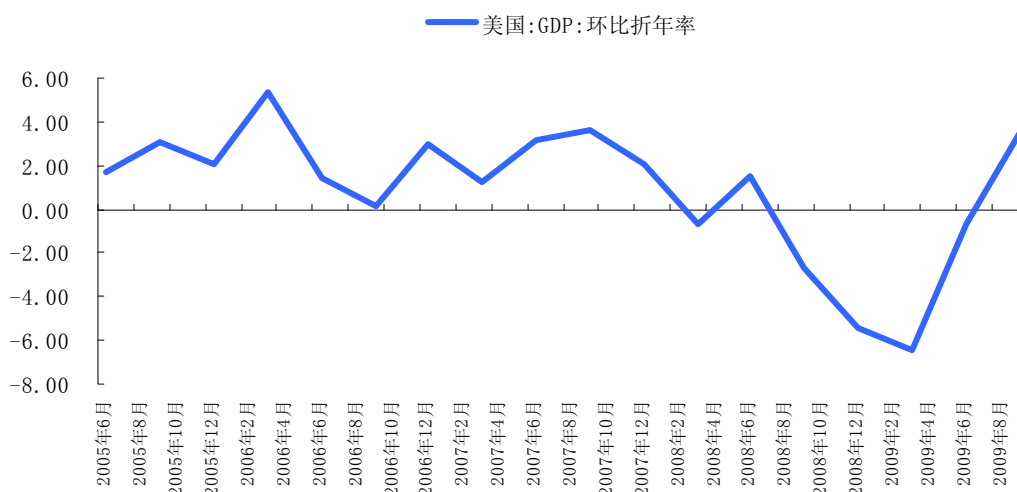
（一）国际宏观经济分析

1、预计美国第四季度 GDP 环比增长 3.5%

美国商务部在 10 月 29 日公布 2009 年第三季度的 GDP 数据，第三季度 GDP 环比增长 3.5%，市场平均预期该数字将增长 3.2%，为连续四个季度下滑后首次出现增长。在过去的一年，经济已经下滑了 2.3%。经济分别在第一季度、第二季度环比下降 6.4%和 0.7%。第三季度增长是广泛性的，美国最终零售总额同比上升 3%，是近三年以来最快的。

预计美国第四季度 GDP 环比增长 3.5%。增长归功于大量消费，存货减少下降，住宅投资的增长，和大量政府消费。房屋建筑业将为经济增长作出贡献，为设备和软件而投入的资本额略有上升。外贸将取得增长。失业率将超过 10%，工资增长缓慢、信用缺乏以及过去二十年过多债务的威胁仍然限制着消费者。美国经济正式结束本轮衰退而进入复苏。而由于美国是世界经济的火车头，因此美国经济正式进入复苏也将给全球经济带来巨大的变化。

图一美国 GDP



数据来源：大通证券研发中心 wind

2、主要经济体加息尚需时日

挪威央行 10 月 28 日宣布，将该国隔夜存款利率由 1.25% 升至 1.5%，成为欧洲加息先行者。8 月 24 日，以色列宣布将基准利率上调 25 个基点至 0.75%，成为自去年 9 月以来金融危机全面爆发以来首个加息的经济体。之后的 10 月 6 日，澳大利亚央行将利率提高 25 个基点至 3.25%。10 月 27 日，印度央行宣布，自 11 月 7 日起，将商业银行法定流动资金比率由 24% 调升至 25%。

以色列、澳大利亚、印度、挪威四国在货币政策上先后有所动作。本轮全球性经济衰退对其影响有限，本身经济增长步伐相对强劲，澳大利亚过去一年多国内生产总值环比仅一个季度为负，澳大利亚在这一轮加息之时，CPI 同比升幅为 1.5%，还远低于官方目标 2-3%。印度政府预估，截至 2010 年 3 月的财政年度，印度经济增长幅度将达 6.5%-6.75%。同时通胀苗头提前显现。从货币政策的变化到对同比 CPI 增速产生实质的影响，一般有一年甚至超过一年的时滞，所以不能等到通货膨胀已经达到政策目标再开始紧缩。澳大利亚央行和政府在其“货币政策声明”中正式强调，货币政策制定必须是有“前瞻性的”，“因为从政策出台到影响经济活动和通胀有一个时滞，而且通胀预期对通胀本身会产生重要影响”。

上述四国的共同点并不具备普遍性，特别是以美国、欧元区、日本为代表的主要经济体，目前还很难做出跟风加息之举。欧洲央行和日本央行官员的表述，由于经济形势充满不确定性，目前执行退出策略时机未到。一则欧元区和日本经济虽有好转，未来前景也只能以谨慎乐观加以评价，二则通胀风险仍潜伏于中长期之内，尽管目前进入了决策者的视野范围。

对美国来说，近期加息的理由更不充分。根据美联储 10 月 21 日公布的“褐皮书”报告，目前美国大部分地区的经济活动呈现稳定和改善状况，但个人消费支出依然不振，信贷依旧紧缩，失业率居高不下，而各地区的物价和工资上涨压力都不大。“褐皮书”报告是美联储货币制订政策的重要参照。美联储主席伯南克近日表示，将在美国经济情况取得足够进展时收紧货币政策以遏制通胀抬头。所谓的“退出策略”，其实有多种方式，加息对于目前的经济状况来说无疑太过激进，操作不当很可能伤及复苏，而利用市场操作工具回收前期注入银行系统的

流动性，逐渐缩小其资产负债表规模，或许可以起到效果。美国加息要等到明年年中。

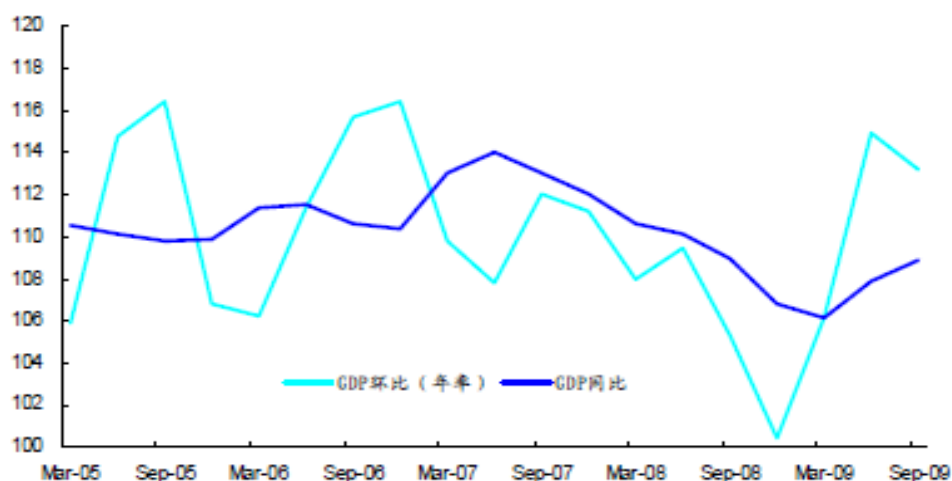
G20 匹兹堡金融峰会，领导人们达成的共识：短期内要避免退出机制，但应着手准备退出策略；各国要根据本国情况制定退出策略，同时要协调一致。主要发达经济体进入加息通道，要等到明春才能见分晓。

（二）国内宏观经济分析

1、预计四季度国内生产总值同比增长 9.5%

四季度国内生产总值季度环比增速将放缓，由于去年四季度增长 6.8%，加上第二次经济普查工作完成后，国家统计局将对去年及此前几年的 GDP 数据作进一步修订，最终 GDP 结果可能还会上调不少，这造成去年基数比较低。预计今年四季度国内生产总值同比增长 9.5%，中国将成为首个复苏的国家，首先是环比的迅速改善，随后是同比的迅速改善。回升的动力渐次递进，二季度去库存基本结束，三季度房地产投资加速，四季度出口降幅收窄。我国需求结构明显改善，内需对经济增长的拉动作用显著增强，农业生产再获丰收，产业结构调整 and 节能减排积极推进，保障和改善民生工作成效明显，城镇新增就业稳定增加，财政状况逐步好转，货币信贷保持快速增长，重点领域改革取得新的进展，经济社会发展情况好于年初的预期，回升向好的趋势得到巩固。

图二我国 GDP 同比增速逐渐回升



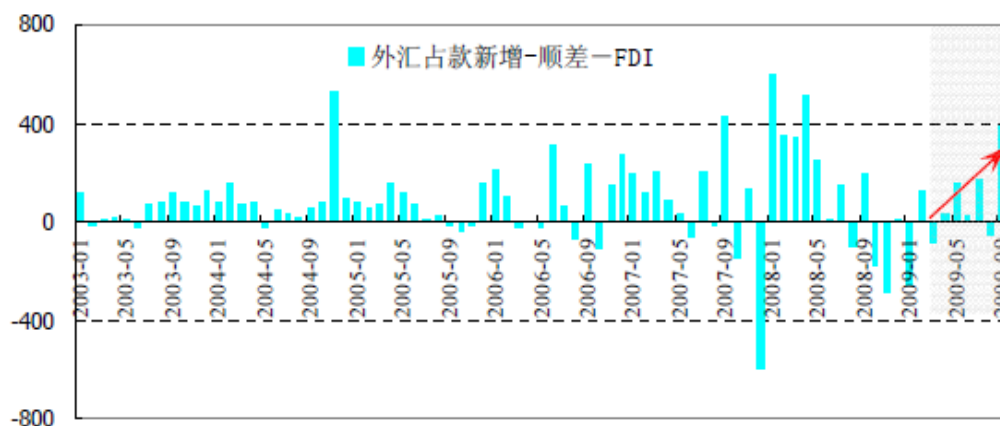
数据来源：大通证券研发中心

2、人民币升值预期增强带来热钱流入

随着中国经济复苏，人民币升值预期增强，热钱流入中国的迹象再次抬头，增加 A 股市场来自于境外的充裕流动性。三季度外汇储备环比再增逾 1,400 亿美元，而同期中国外贸顺差仅约 400 亿美元。由于进口降幅远远小于出口降幅，顺差继续大幅下降。9 月当月贸易顺差 129 亿美元，同比下降 56%。9 月份，我国实际使用外资 78.99 亿美元。通常外汇储备减去顺差和外资流入，就是热钱。中国国际收支可能再度重演 2007 年与 2008 年上半年的狂飙突进，热钱会进入股市和楼市，给证券市场和房地产行业以支撑。

9 月份外汇占款增加 4067.69 亿元，创造了前 9 个月的最高纪录。今年四季度市场流动性将保持宽松，通过外汇占款形式发放的基础货币会增加。尽管央行可以通过发行央票以及提高法定存款准备金率的方式来冲销基础货币的增加，但冲销或者会加大央行的成本、或者会推高市场利率，从而吸引更多资金流入，因此冲销是难以持续的。资产价格上升的趋势看来短线是不会改变的。资产价格上升、通胀压力将抬头，能够抵御通胀的黄金、大宗商品将受益。未来 A 股市场上涨会带来一定的投资收益，人民币资产将是一块高收益资产。这也是 A 股市场之所以会吸引境外流动性的原因之一。一旦美联储重新开始加息，一旦国内外投资者对居高不下的资产价格失去信心，热钱流向可能再度逆转，从而刺破资产价格泡沫，甚至在短期内造成人民币贬值压力。

图三热钱流入明显



数据来源：大通证券研发中心 wind

3、物价逐步回升

从长期看，通货膨胀压力在逐步积累，物价下行态势得到遏制。由于全球流动性条件总体十分宽松，国内货币增长很快，消费和投资需求明显回升，国际大宗商品价格持续走高，导致通货膨胀的预期强化。国际收支失衡引致的流动性压力加大，由于美元趋弱而导致人民币升值预期增加，大量国际资金可能回流，将对我国货币政策带来更大挑战。

一旦 CPI 为正，社会对物价上涨的直接感受将会加强。如果居民对物价上涨形成强烈预期，则会形成群体抢购行为，加速物价上涨，进而实现通货膨胀的自我实现，也就是从预期通胀，变为真实的通胀。通胀预期上升过程中，股市应当相对于其他资产更具吸引力，通胀预期将导致债券预期价格下跌，资金会从债券市场加速向股市和房市转移。

4、继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策

当前我国经济社会发展仍处在企稳回升的关键时期。今年后几个月，要把正确处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系作为宏观调控的重点，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性、稳定性，把握好政策的力度和节奏，增强政策的灵活性和可持续性，全面落实和不断充实完善一揽子计划和政策措施，更好地完成全年经济社会发展主要任务，更加重视提高经济增长的质量和效益，为明年发展奠定良好基础。

二、影响市场的其它因素分析

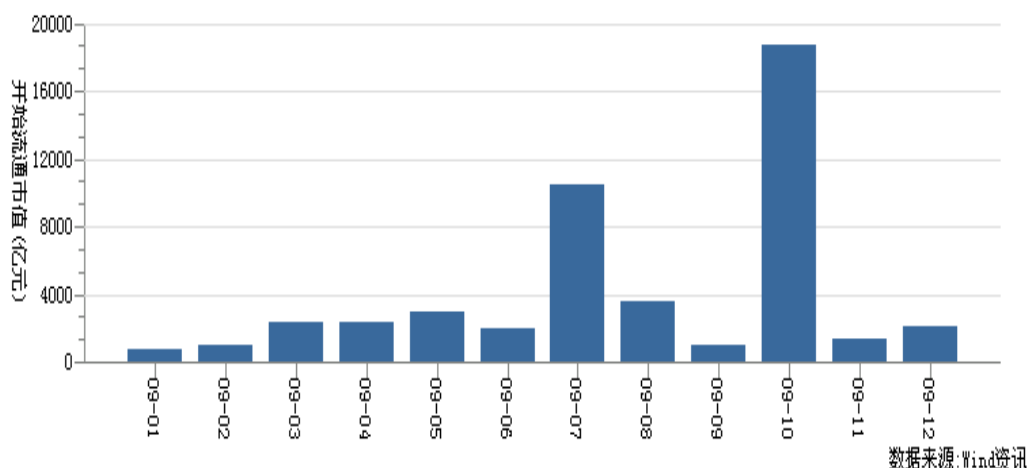
（一）市场资金供求关系

1、资金供给之基金募集。9、10 月成立的 15 只基金募集资金将达到 205 亿份。其中股票型基金 11 只，混合型基金 4 只。按照股票型基金仓位 80%，混合型 60%来计算，将为市场带来 140 亿资金。

2、资金需求之大小非解禁。11 月大小非解禁情况：从整个 2009 年的限售

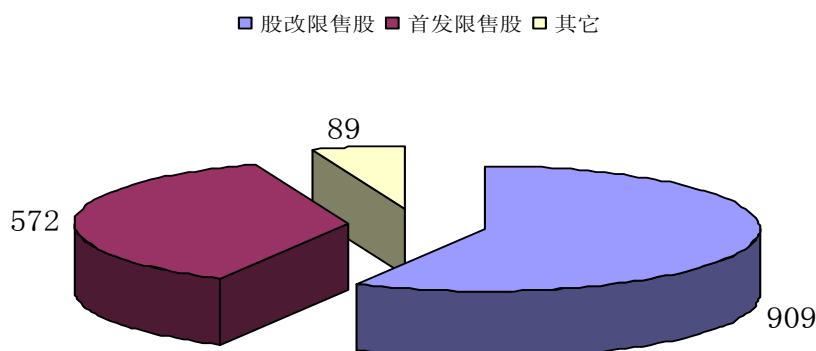
股解禁分布来看，11 月属于比较少的。共有 82 家公司 119 亿股开始流通，按照 11 月 2 日收盘价计算，解禁市值共计 1570 亿元，总体上解禁压力不大。从限售股的类型看，仍以股改限售股为主，占全部解禁市值的 57.89%，其次为首发原股东及机构配售限售股，其占比为 36.43%。解禁前五名公司分别是平煤股份、新湖中宝、东风汽车、中金岭南、太阳纸业。

图四 2009 年限售股解禁分布



数据来源：大通证券研发中心 wind

图五限售股类型分布（单位：亿元）



数据来源：大通证券研发中心 wind

（二）2009 年三季度业绩

截至 10 月 31 日，上市公司三季报披露完毕。据统计，剔除*ST 本实 B，前三季度，1681 家公司实现营业总收入 84491.5 亿元，净利润 7831 亿元，加权平均每股收益 0.3035 元，净资产收益率为 9.858%。值得一提的是，上市公司整体业绩环比继续增长，但增幅较第二季度大幅下降。按最新可比数据统计显示，上市公司整体业绩第一季度扭亏，第二季度环比增长 37.67%，第三季度环比增长 4%。另外，尽管前三季度业绩同比微降 2%，但第三季度同比增幅达到 26%。

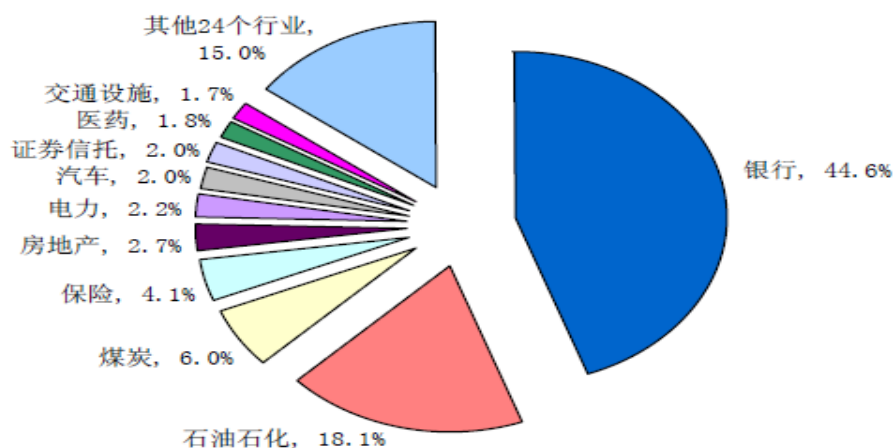
从行业上看，有色金属、医药生物、轻工制造、公用事业、建筑建材等五大行业业绩环比大幅攀升，而黑色金属、电子元器件、家用电器等行业整体业绩环比大幅下降。已披露季报的 50 家有色金属公司第三季度合计实现营业收入 870.56 亿元、营业利润 53.71 亿元、净利润 38.06 亿元，与第二季度相比分别增长 16.14%、113.75%、103.19%，其营业利润和净利润环比增幅均稳居 23 大行业排行榜首位。仅次于有色金属，医药生物、轻工制造两行业盈利情况也有持续增长。医药生物、轻工制造第三季度营业收入环比增长率分别为 5.52%、7.93%，营业利润环比增长率分别为 57.88%、44.39%，净利润环比增长率分别为 52%、48.04%。另外，公用事业、建筑建材净利润环比增长率也均超过三成。

前三季度，上市公司净利润占比最高的前 5 大行业分别是：银行（44.6%）、石油石化（18.1%）、煤炭（6%）、保险（4.1%）、房地产（2.7%），电力、汽车、证券信托、医药和交通设施位于 6-10 位。以上前 10 个行业净利润占比达 85%（其中，金融业净利润占比达到 53.3%）。

从前三季度净利润绝对值前十名来看，工商银行以 999.1 亿元位居榜首，其余公司依次是建设银行、中国石油、中国银行、中国石化、中国神华、交通银行、中国人寿、招商银行、中信银行。十家公司合计实现净利润 4709.9 亿元，占到全部上市公司净利润总额的 6 成。而前十家最赚钱公司中，有 5 家是银行股。

截至 10 月 29 日，沪深两市共有 477 家上市公司预告 2009 年业绩状况。有 253 家公司因业绩改善或提高而“报喜”（占比为 53.04%）。

图六上市公司利润的行业结构



数据来源：大通证券研发中心 wind

（三）估值情况

相对估值——纵向对比

由于 2006 年以前中国股市一直没有进行股权分置改革，处于没有全流通的时代，市场规模小，代表性不强，相对估值较高，参考价值不大。所以我们选取 2006 年 1 月-2009 年 10 月的数据进行统计。我们计算了上证指数 PE、PB 在上述时间段的标准差，以衡量其常规波动范围。根据计算结果上证 PE 在 16 倍-37 倍之间波动均为常态。上证 PB 值在 2 倍-5.5 倍之间。我们认为如果相对估值在下限以下，为低估区域。相反在上限以上，则显著高估，属于高风险区域。

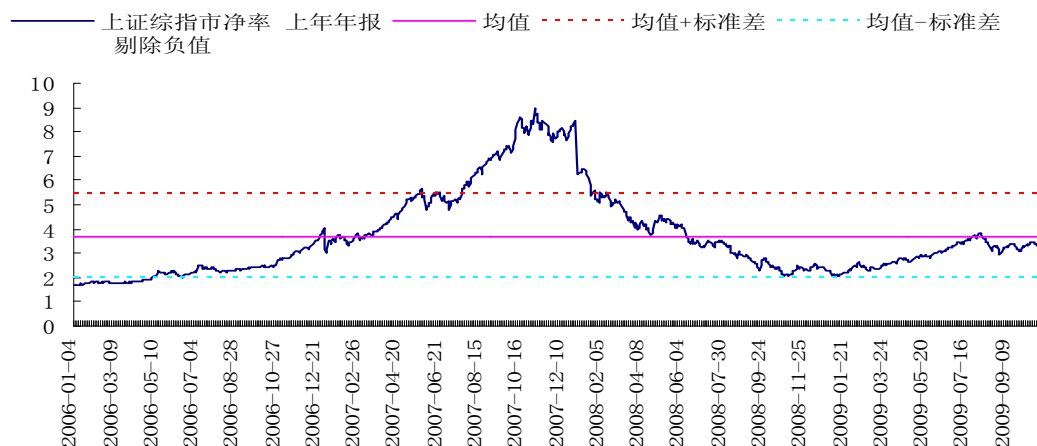
不论是 PE 还是 PB，当前所处水平均低于历史均值。与历史比较，目前的上证点位在三年来均值附近波动。

图七当前 PE 所处位置（截止 10 月 30 日）



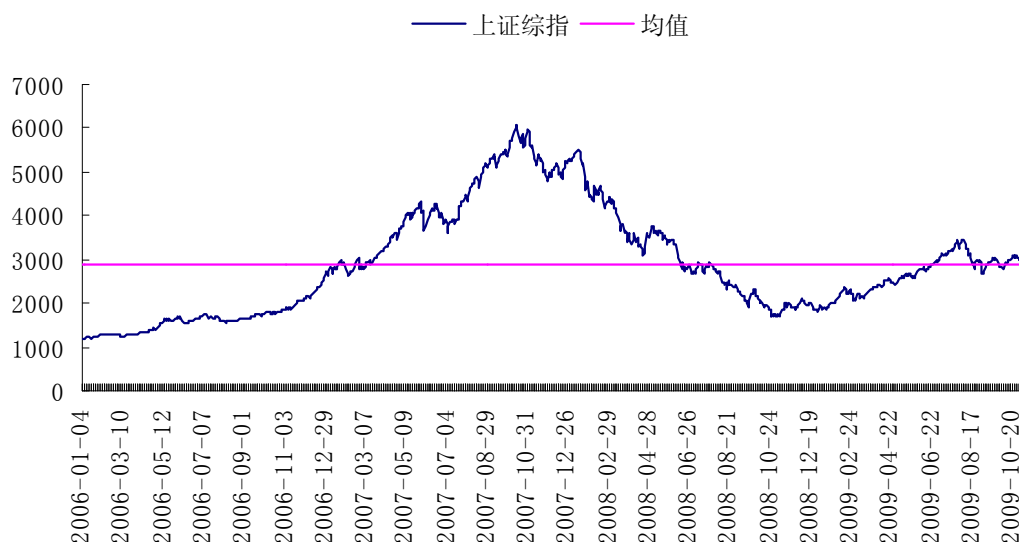
数据来源：大通证券研发中心 wind

图八当前 PB 所处位置（截止 10 月 30 日）



数据来源：大通证券研发中心 wind

图九当前点位在上证三年均值附近（截止 10 月 30 日）



数据来源：大通证券研发中心 wind

相对估值—横向对比

从全球估值水平对比来看，我国主要指数的动态市盈率均值为22.6倍，而全球主要指数均值为14.8倍。静态PE方面，我国沪深指数均值24.5倍，而全球均值为16.7倍。市净率方面，沪深指数均在3倍以上，只有印度孟买指数与A股接近。表明在当前发达国家经济仍处于探底过程的时候，经济增速较高的新兴国家（中国、印度），都有较高的估值水平。

表一全球主要股指估值水平(截止 10 月 30 日)

全球主要股指	最新收盘	涨跌(1周)%	年初以来涨跌%	静态市盈率*	动态市盈率*	市净率
道琼斯指数	9,963	-0.1	13.52	15.06	15.06	2.75
纳斯达克指数	2,098	-2.64	33.01	21.03	18.84	2.69
标准普尔 500 指数	1,066	-1.25	18.03	16.83	15.41	2.28
英国富时 100 指数	5,139	-2.08	15.87	13.64	13.9	1.95
法国 CAC40 指数	3,705	-2.72	15.41	15.34	12.92	1.43
德国 DAX 指数	5,568	-3	16.16	20.81	12.75	1.5
日经指数	10,035	-2.41	11.64	N/A	23.02	1.38
金融时报指数	1,614	-2	17.66	N/A	N/A	N/A
沙特综合指数	6,442	-1.33	34.12	17.17	9.93	2.18
俄罗斯指数	1,376	-5.84	117.94	11.22	7.9	0.93
巴西证券交易所指数	63,721	-2.06	69.69	13.49	14.31	1.95
印度孟买交易所指数	15,871	-5.59	66.4	18.21	17.62	3.61
越南指数	587	-4.64	84.24	N/A	N/A	N/A
泰国股指	688	-2.99	53.37	13.89	11.79	1.56
菲律宾股指	2,909	-0.83	52.83	15.69	14.21	2.08
韩国综合指数	1,581	-3.63	41.03	15.33	12.64	1.48
台湾加权指数	7,340	-4.04	60.21	21.56	18.71	1.87

恒生指数	21,753	-3.7	47.8	20.19	17.15	2.24
恒生国企指数	12,769	-4.11	57.97	17.4	15.85	2.6
沪深300指数	3,280	-3.89	78.63	21.66	20.06	3.36
上证综合指数	2,996	-3.6	62.59	24.08	22.06	3.37
深圳成分指数	12,297	-4.25	88.01	27.62	26.86	4.74

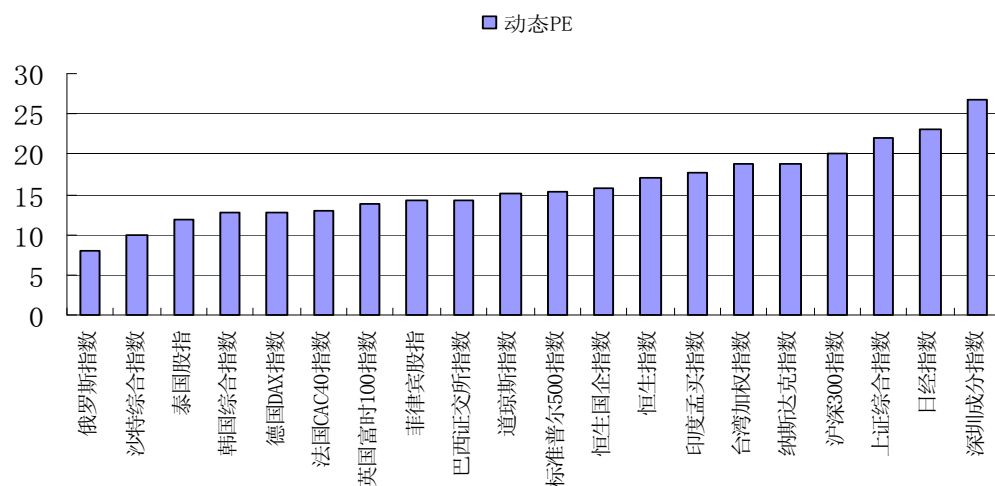
数据来源：汤森路透 大通证券研发中心

注：涨跌(1周)% = (最新收盘价 - 上周最后一个交易日收盘价) / 上周最后一个交易日收盘价 * 100

年初以来涨跌 % = (上一日收盘价-去年最后一个交易日收盘价) / 去年最后一个交易日收盘价*100

静态市盈率 = 上一日收盘价/最近四个季度每股收益；动态市盈率 = 上一日收盘价/2009 年度预测的每股收益
 市净率 = 上一日收盘价/最新公布的账面价值；成分股市值 = 成份股上一日收盘价*流通股数
 在计算每股收益时不包括非连续性经营活动、非经常性项目和累计的会计变更等，包含了资本损益、税收抵免等。

图十全球股指动态市盈率



数据来源：大通证券研发中心 wind

A-H 溢价

当前 A 股较 H 股的平均溢价幅度约为 20%。8 月末一度达到 15%，属于历史较低的水平。(2008 年底最低达到 5%)

图十一恒生 AH 股溢价指数

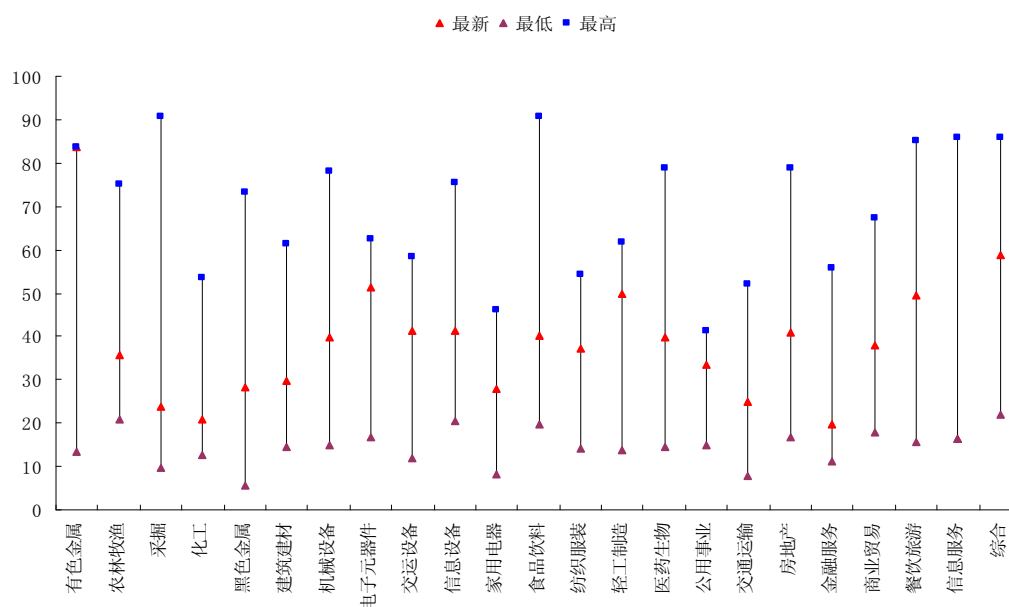


数据来源: 大通证券研发中心 wind

行业估值

我们按照市盈率(TTM,整体法) 剔除负值的方法,统计 1995 年以来的各行业估值波动区间, 并对比当前最新值(2009-10-30)所处位置。统计结果是: 相对估值较低的有信息服务、金融服务、化工、采掘。相对估值较高的是电子元器件、轻工、有色金属。其中信息服务的最新估值已达到历史最低值, 有色金属当前估值也是历史最高值。

图十二行业相对估值



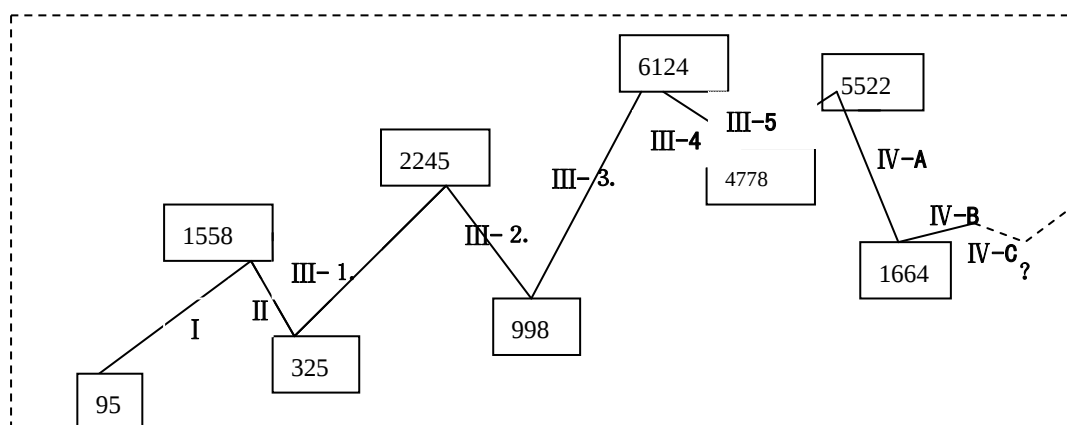
数据来源：大通证券研发中心 wind

三、技术分析

波浪理论分析

从波浪框架划分看，自上证指数进入使用以来，大盘一直运行在超级循环浪级中，其中 95-1558 为超级循环浪的浪 I；1558-325 为浪 II；从 325 点开始，进入了浪 III，而且这个浪 III 已明显出现了超级循环延长，325-2245 为浪 III-1，2245-998 为浪 III-2，自 998—6124 点为浪 III-3，6124—4778 点为 III-4，4778—5522 点为 III-5，该浪走出失败浪。5522—1664 的调整为 IV—A，以 5-3-5 的形式完成。1664 到 3478 点是 IV—B 反弹（上证指数反弹了下跌幅度 6124-1664 点的 40%）。

图十三：波浪理论分析图



数据来源：大通证券研发中心

四、综合分析

当前股市正处于从流动性驱动向业绩增长驱动的转变时期。全球经济逐步恢复和我国经济加快增长增强了投资者信心，驱动大部分投资者心态由中性转为乐观。宏观政策继续保持积极宽松，物价水平将摆脱通缩，步入正增长。上市公司业绩超预期增长降低了PE，提高了股市对场外资金的吸引力，抬高了底部。前期的调整充分地释放了风险，使市场估值基本合理。创业板顺利推出，其对主板的负面影响告一段落，新股发行节奏恢复正常。我们预计十一月股指波动区间为上证2800---3300 点。

五、应关注的行业或板块

我们基于估值及业绩增长确定性建议投资者关注银行、保险、化工、医药、电气设备（智能电网）、汽车、迪斯尼概念等板块的投资机会。

风险因素：对国家宏观经济政策转变预期的分歧；以新增贷款为标志的10月经济数据的负面影响；国际金融市场的波动。

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

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或征价。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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、刊登或复制品, 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。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司