

对四季度市场走势的另类研究

——基于扩展的市场复苏三阶段的预测

2009年9月14日 星期一

报告要点

分析师	鲍庆
电话	021-50586660-8642
邮件	bq@longone.com.cn

联系人	顾颖
电话	021-50586660-8638
邮件	dhresearch@longone.com.cn

□ 在5月策略月报中，我们提出了市场复苏三阶段：反弹－震荡调整－持续上行的市场基本走势，并初步探讨了市场发生中期调整的可能性。8月国内市场的调整验证了市场复苏三阶段中关于震荡调整阶段的判断。我们在8月中旬的基金路演过程中对市场复苏三阶段进行了初步的扩展，据此提出了我们对09年三、四季度国内市场的看法，本报告中根据我们的路演内容进行了内容的丰富与扩展。

□ 我们认为市场震荡调整阶段的特点是以成长预期来化解市场反弹阶段由流动性推动的高估值，表现为市场PEG的不断下降，当PEG下降至0.7左右时，市场将进入由成长预期推动持续上行阶段，此时市场估值虽然扩张，但是由成长预期所推动，表现为市场PEG基本维持在0.7左右的水平。

□ 我们对不同盈利预期和估值水平下沪深300PEG分布进行了估算，每一组09年沪深300净利润增长率预期和估值水平可以得到对应的沪深300PEG值，进一步我们估算了对应的沪深300指数点位。因此，如果我们得到09年沪深300净利润增长率的变化，那么就可以根据市场进入持续上行阶段所要求的市场PEG水平，估算沪深300相应的估值水平，进而得到沪深300相应的指数点位。由此可以判断09年四季度市场的走势。

□ 我们对市场对09年沪深300净利润增长率的预期作了情景假设分析，给出了五种不同的盈利预期，我们认为09年沪深300净利润增长率的合理预期在(22.00%，30.00%)。

□ **四季度走势预测：**目前市场对09年沪深300净利润增长率的预期为22%左右，使沪深300PEG符合持续上行阶段条件的估值水平为16x，而目前的估值水平为21x左右，对应的沪深300PEG在0.95以上，大于0.7，因此我们认为目前市场并不符合进入持续上行阶段的要求。我们认为目前的盈利预期虽然较最乐观的30%仍有一定距离，但是盈利预期的提高不可能迅速实现。因此，四季度国内市场仍将面临估值水平的上下震荡，这导致四季度市场出现总体呈现震荡调整的格局。

□ **四季度高点预测：**在最乐观盈利预期下，当沪深300估值水平为22x时，沪深300PEG将为0.7333，符合市场进入持续上行阶段的要求，此时对应的沪深300指数点位为3503.3点，低于8月3日的3787.03点，沪深300估值水平>22x时，沪深300PEG>0.7，不符合进入持续上行阶段的要求，估值水平将会出现收缩，导致市场出现向下调整，因此，我们认为四季度国内A股难以突破8月市场高点。

一、市场复苏三阶段基本走势的回顾

在 09 年投资策略报告中我们曾经深入分析了各国股市在流动性盈利预期作用下的市场走势，根据这两种因素的变化，我们将 09 年市场划分为了两个阶段，第一阶段面临的有利环境是流动性下的估值回升和政策利好，不利的是业绩可能低于预期，这一阶段市场的特点是估值回升 PK 盈利低预期增长，市场走势是震荡反弹，我们当时认为这一阶段将在 4 月左右面临较大压力。第二阶段是随着 4 月末低于预期的业绩公布完毕，盈利预期向下修正完成后趋向稳定，市场在调整完成后，将再度呈现震荡上行的格局。（详见《把握确定性增长 关注结构性机会 临寒唯有暗香来——2009 年 A 股市场投资策略》）。

在 5 月策略月报中，我们进一步提出了市场复苏三阶段：**反弹 - 震荡调整 - 持续上行的市场基本走势**。第一阶段估值回复战功盈利预期向下，市场呈现震荡反弹，第二阶段，估值推动效应递减，盈利预期未形成向上趋势，估值压力战胜盈利预期，市场呈现震荡盘整，如果这一时期盈利预期受基本面影响，再度向下修正，也存在阶段性震荡探低的可能，第三阶段，经济复苏信号明确，盈利预期向上修正，市场受估值和盈利预期的双重影响，出现持续向上行情。

通过对美国、台湾、中国历史时期市场复苏三阶段的分析，我们可以看到，在市场复苏的第一阶段，即反弹阶段，市场反弹幅度相对较之后的持续上行阶段较小，之后的震荡调整阶段，则由于估值和基本面的不同，调整幅度不尽相同，如果基本面不确定较大，导致盈利预期修正滞后，同时流动性不足，那么这一调整幅度可能较大，而在持续上行阶段，由于流动性相对充裕，同时最主要一点是基本面明朗带来盈利预期的向上修正，那么市场进入盈利预期和估值双重推动的大幅上升行情。

二、本次中期调整与历史的比较

比较主要国家市场复苏三阶段过程中震荡调整过程的时间与幅度，我们看到其中调整幅度最大的是 90 年的台湾市场，在市场复苏的反弹行情中，台湾加权指数最高反弹至 4,987.12 点（1990-12-7），最大反弹幅度达到 94.77%，而在随后的调整行情中，又一路下跌至 3,316.26 点（1991-1-16），最大跌幅也达到 33.50%，持续时间达 29 个交易日。持续时间最长的是 99 年中国 A 股市场，在市场反弹过程中，上证综指由 1059.87 点（1999-5-18）反弹至 1739.21 点（1999-6-29），反弹幅度达 64.10%，随后的震荡调整过程中，一度调整至 1479.08 点（1999-7-19），下跌幅度为 14.96%，调整时间为 15 个交易日，之后再度反弹至 1,675.12 点

(1999-9-9)，但未能突破前期 1739.21 点高点，反弹幅度达 13.25%，但在 99 年四季度，市场再次出现震荡调整，下跌至最低点 1,345.35 点 (1999-12-27)，下跌幅度为 19.69%，调整时间为 72 个交易日。

本次国内 A 股市场自 8 月 4 日高点至 8 月 31 日低点，调整幅度达 22.98%，调整时间持续 20 个交易日。从调整幅度来看，不仅大于 99 年国内 A 股市场，也比其他国家中期调整幅度大，仅小于 90 年台湾市场，从调整的持续时间来看，长于 99 年国内市场震荡调整过程中的第一次调整的持续时间。

时期	指数	反弹	震荡	日期(以交易天数计)	持续向上
90 年	台湾加权指数	94.77%	-33.50%	29	90.13%
74-74 年	美国 SPX 指数	20.76%	-13.56%	21	47.07%
80-82 年	美国 SPX 指数	21.93%	-3.57%	8	43.37%
1990 年	美国 SPX 指数	12.28%	-6.11%	12	25.35%
01 年	美国 SPX 指数	20.87%	-12.27%	22	23.77%
99 年	中国上证指数	64.10%	-14.96%	15	13.25%
	(两次探底)		-19.69%	72	56.74%
09 年	中国上证指数	103.40%	-22.98%	20	

资料来源: Wind 资讯 东海证券研究所

因此，从调整幅度和调整时间来看，8 月的调整基本上完成了一次中期调整，基于我们对 9 月市场环境的判断，我们在 8 月中旬的基金路演时对 9 月市场提出了较为乐观的判断。

如果历史再次重演，我们提出的市场复苏三阶段再次成立，那么，经历过 8 月中期调整的国内 A 股市场是否会进入持续上行阶段呢？进入 9 月，市场在 9 个交易日中有 8 个交易日上涨，反弹幅度达到 12%，那么这是否可以作为国内 A 股市场已经进入持续上行阶段的判断依据呢？我们在下文中将对此作深入分析。

三、市场复苏三阶段的扩展

我们在 8 月中旬的基金路演过程中对市场复苏三阶段进行了初步的扩展，据此提出了我们对 09 年三、四季度国内市场的看法，本报告中根据我们的路演内容进行了内容的丰富与扩展，对三阶段中深层次因素的表现进行了揭示。

具体而言，我们认为三阶段中影响市场的主要因素及市场 PEG 变化如下：

市场反弹阶段的主要因素——估值的向上扩张，盈利预期上调相对较慢，表现为市场 PEG 值的不断上升。典型的如 09 年上半年市场（见图 1、2）。

市场震荡调整的主要原因——由于前期市场反弹导致估值相较盈利过高，而流动性回流实体经济使得估值对市场的作用出现递减，甚至出现收缩，虽然这一

阶段盈利预期仍然在不断上调，但无法完全抵消估值回落的对市场的压力，从而导致市场出现震荡调整，以对前期市场高估值进行修正，表现为市场估值水平趋于稳定，市场 PEG 由反弹阶段的高位持续下降。因流动性情况和盈利预期情况的不同，中期调整的幅度和持续时间不一，典型的如 2006 年市场（见图 3、4）。

市场持续上行的主要原因——基本面乐观导致市场对经济持续扩张的乐观预期，进而对企业盈利预期的持续上调，从而使得市场在估值和盈利预期的双重推动下出现持续一轮大牛市，虽然估值也在扩张，但由于盈利预期较前两阶段乐观，因此市场 PEG 维持在一定水平上。典型的如 07 年国内 A 股市场（见图 5、6）。

由图 1、2，我们看到，08 年底-09 年上半年国内 A 股进入市场复苏三阶段中的估值反弹阶段，市场随着估值的反弹，市场出现大幅上升，以沪深 300 滚动 PE 计，市场估值水平反弹幅度达到 114.2%，沪深 300 上涨 132.7%，虽然市场盈利预期也在上调，但明显上调幅度弱于估值反弹幅度，因此，沪深 300 滚动 PEG 随着市场上涨而一路上升，最高值达到 3.89。

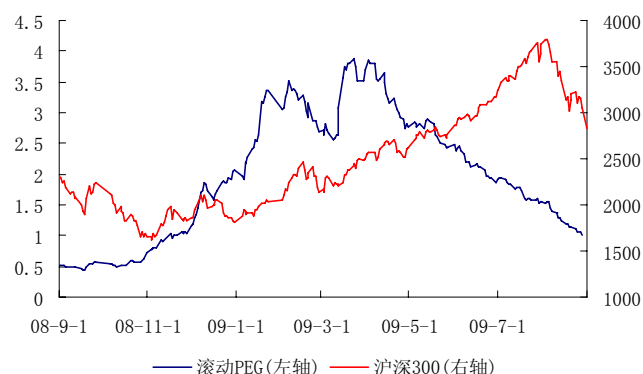
由图 3、4，我们看到，在 2006 年初至 5 月中旬，市场一路上涨，沪深 300 滚动 PE 由 06 年初的 12x 上升到 16.58x，沪深 300 滚动 PEG 由 06 年初的 0.8 上升至 5 月中旬的 1.2，随后市场出现长达半年左右的震荡调整，这一过程中，估值水平稳定在最高 16.58x，最小 13.81x，平均 14.66x 的水平，而沪深 300 滚动 PEG 随着盈利预期的上调由 1.2 下降至 0.53。

由图 5、6，我们看到，2007 年市场进入市场复苏三阶段中的持续上升阶段，虽然市场估值水平和指数双双一路扩张，沪深 300 滚动 PE 最高达 33.36x，沪深 300 指数最高达到 5877.202，但由于盈利预期上调较快，因此，沪深 300 滚动 PEG 一直维持在 0.7 左右。

图1. 2009 年沪深 300 滚动 PE 与 PEG



图2. 2009 年沪深 300 指数与 PEG



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

图3. 2006 年沪深 300 滚动 PE 与 PEG



图4. 2006 年沪深 300 指数与 PEG



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

图5. 2006 - 2007 年沪深 300 滚动 PE 与 PEG

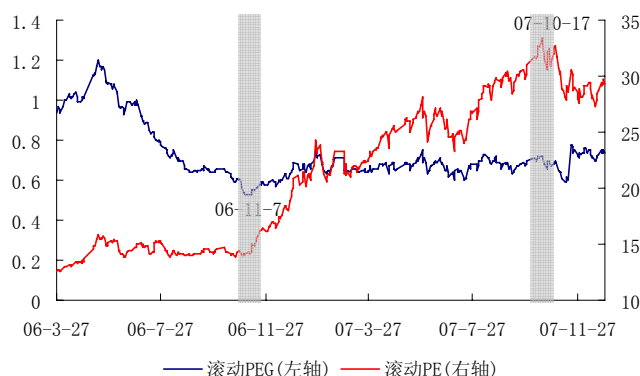
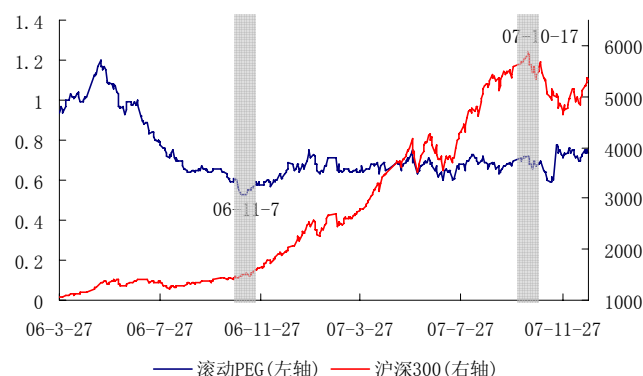


图6. 2006 - 2007 年沪深 300 滚动 PE 与 PEG



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

因此，我们认为市场震荡调整阶段的特点是以成长预期（盈利预期的上调）来化解市场反弹阶段由流动性推动的高估值，表现为市场 PEG 的不断下降，当 PEG 下降至 0.7 左右时，市场将进入由成长预期（盈利预期）推动持续上行阶段，此时市场估值虽然扩张，但是由成长预期所推动，表现为市场 PEG 基本维持在 0.7 左右的水平。

四、根据扩展的三阶段对 09 年四季度国内市场的预测

由我们扩展的市场复苏三阶段可见，判断未来市场是否进入持续上行阶段的关键在于市场 PEG 是否已经达到合理水平。目前国内 A 股市场虽然在 8 月经历了大幅调整，但沪深 300 滚动 PEG 最低也仅下降至 0.96，随着 9 月的反弹，PEG 又达到了 1.04。那么，未来 PEG 将如何变化对于判断 09 年四季度市场具有参考意义。

1、沪深 300PEG 分析

未来市场是否会出现由于盈利预期迅速提高而导致市场 PEG 迅速下降达到 0.7 左右的水平的可能呢？我们对不同盈利预期和估值水平下沪深 300PEG 分布进行了估算，每一组 09 年沪深 300 净利润增长率预期和估值水平可以得到对应的沪

深 300PEG 值, 进一步我们估算了对应的沪深 300 指数点位 (见下表)。因此, 如果我们得到 09 年沪深 300 净利润增长率的变化, 那么就可以根据市场进入持续上行阶段所要求的市场 PEG 水平, 估算沪深 300 相应的估值水平, 进而得到沪深 300 相应的指数点位。由此可以判断 09 年四季度市场的走势。

不同盈利预期和估值水平下沪深 300PEG 分布

			净利润增长率预期					
			15%	18%	20%	22%	30%	36%
估值水平	09 年最高值	16	1.0667	0.8889	0.8	0.7273	0.5333	0.4444
		18	1.2	1	0.9	0.8182	0.6	0.5
		20.8	1.3867	1.1556	1.04	0.9455	0.6933	0.5778
		22	1.4667	1.2222	1.1	1	0.7333	0.6111
		24.7	1.6467	1.3722	1.235	1.1227	0.8233	0.6861
		25	1.6667	1.3889	1.25	1.1364	0.8333	0.6944

资料来源: 东海证券研究所

不同盈利预期和估值水平下沪深 300 指数分布

			净利润增长率预期				
			15%	18.00%	20.00%	22%	30%
估值水平	16	2242.7	2321.2	2373.4	2425.7	2634.9	2791.8
	18	2532.2	2610.6	2662.9	2715.2	2924.4	3081.3
	20.8	2937.5	3015.9	3068.2	3120.5	3329.7	3486.5
	22	3111.1	3189.6	3241.9	3294.2	3503.3	3660.2
	24.7	3501.9	3580.4	3632.7	3685	3894.1	4051
	25	3545.3	3623.8	3676.1	3728.4	3937.6	4094.4

资料来源: 东海证券研究所

2、沪深 300 盈利预期分析

我们对 09 年上半年沪深 300 净利润同比、环比增长情况进行了统计, 虽然 09 年上半年沪深 300 累计净利润同比下降 10.63%, 但环比增速为正, 但从环比增速变化看, 二季度环比增长速度明显下滑, 一季度环比增速为 116.18%, 二季度为 32.05%。

我们对市场对 09 年沪深 300 净利润增长率的预期作了情景假设分析, 给出了五种不同的盈利预期, 其中 22.00% 是当前市场对 09 年沪深 300 净利润增长率的预期, 对应 09 年下半年环比增速为 18.50%, 结合中国宏观经济复苏预期, 我们认为这一环比增速实现的可能性很大。当 09 年盈利预期增速 30% 时, 09 年下半年环比增速将达 32.83%, 我们假设在最乐观情况下二季度环比增速在 09 年下半年保持, 那么 09 年盈利预期增速 30% 应该是最乐观的盈利预期, 我们认为 09 年沪

深 300 净利润同比增长 36.00%既不可能实现,也不可能为当前市场预期。

因此,我们认为 09 年沪深 300 净利润增长率的合理预期在(22.00%,30.00%)。

沪深 300 净利润统计

	净利润(亿元)	环比	同比
08 年四季	881.66	-57.83%	
08 年下半年	2972.40		
09 年一季	1906.01	116.18%	
09 年二季	2516.91	32.05%	
09 年上半年	4422.92		-10.63%

资料来源:东海证券研究所

沪深 300 净利润增长率预期情景分析

	预期 1	预期 2	预期 3	预期 4	预期 5
09 年盈利预期	15.00%	22.00%	25.00%	30.00%	36.00%
09 年全年净利润(亿元)	9109.50	9664.00	9901.63	10297.70	10772.98
09 年下半年净利润(亿元)	4686.58	5241.08	5478.72	5874.78	6350.06
09 年下半年环比	5.96%	18.50%	23.87%	32.83%	43.57%
09 年下半年同比增长	57.67%	76.32%	84.32%	97.64%	113.63%

资料来源:东海证券研究所

3、09 年四季度沪深 300 走势预测

基于我们对 09 年下半年国内市场流动性回流的判断以及对市场进入持续上行阶段的市场 PEG 水平,我们认为 09 年四季度整体市场估值水平无法达到 09 年年中最高的 24.7x,此时相应的沪深 300PEG 将为 0.8233,不符合市场进入持续上行阶段时的要求。

四季度走势预测:目前市场对 09 年沪深 300 净利润增长率的预期为 22%左右,使沪深 300PEG 符合持续上行阶段条件的估值水平为 16x,而目前的估值水平为 21x 左右,对应的沪深 300PEG 在 0.95 以上,大于 0.7,因此我们认为目前市场并不符合进入持续上行阶段的要求。我们认为目前的盈利预期虽然较最乐观的 30%仍有一定距离,但是盈利预期的提高不可能迅速实现。因此,在盈利预期上调的过程中,四季度国内市场仍将面临估值水平的上下震荡,这导致四季度市场出现总体呈现震荡调整的格局。

四季度高点预测:在最乐观盈利预期下,当沪深 300 估值水平为 22x 时,沪深 300PEG 将为 0.7333,符合市场进入持续上行阶段的要求,此时对应的沪深 300 指数点位为 3503.3 点,低于 8 月 3 日的 3787.03 点,沪深 300 估值水平>22x 时,沪深 300PEG>0.7,不符合进入持续上行阶段的要求,估值水平将会出现收缩,导致市场出现向下调整,因此,我们认为四季度国内 A 股难以突破 8 月市场高点。

以上分析结论建立在我们对市场复苏三阶段的扩展，如果历史再次重演，那么我们的结论将会成立，我们认为这一分析方法和结论可以作为对 09 年四季度国内市场的一种另类研究加以参考。

附注:

分析师简介:

鲍庆: 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 1 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

一、行业评级

推荐 Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122