

复苏态势延伸，震荡中防御为上

- 2009 年四季度 A 股宏观策略

- **经济仍然处于 V 型反弹的通道中**，四季度经济依然环比改善，同比会出现明显增长。复苏的动力主要是基建带动的固定资产投资。房地产和出口，尤其房地产，能否替代基建投资将成为判断 2010 年宏观经济走势的关键。目前房地产投资回升的速度很快，对于其持续性还需要进一步观察，四季度“金九银十”的房地产销售将是一个关键的事件窗口。出口在缓慢复苏，4 季度的出口保持环比小幅回升的态势，同比增速将有负转正。
- **实体经济流动性宽裕，证券市场的流动性趋向收紧**。四季度中长期新增信贷规模会相对保持稳定，实体经济的流动性仍然宽裕，信贷环境将支持实体经济的进一步复苏。M1 的增速还会继续上行或维持高位，居民储蓄还将继续搬家，货币活化和储蓄的搬家也将对资产价格起到支撑作用。证券市场的流动性趋向收紧，一方面主板 IPO 和创业板即将发行，加上市场的调整使得小非的减持意愿增强，市场的供给在不断增加；另一方面，场外资金的关注度有所下降。
- **市场估值在合理区间，盈利在快速改善**。根据市场盈利复苏的主线，利率主线的边际效应会出现递减，基建主线的同比增长也会下降，但基建拉动有望过渡到房地产投资拉动，投资受益的主线还有望延续，消费主线由于其相对稳定的特点，未来复苏过程中也将延续。
- **区间震荡为主，关注弱周期、银行**。我们认为四季度 A 股市场将以区间震荡为主，上证指数的波动区间为 2650~3250。在震荡格局下，弱周期板块很可能阶段性地走出相对好的表现，看好消费受益主线，业绩增长的确定性和持续性要强，建议配置医药、食品饮料、商业零售、公用事业。受益于信贷的增长和净息差见底回升，银行业绩将进入上升期，加上估值偏低，相对走势落后，银行短期表现不会弱于大市，看好其中长期的投资价值。另外，我们认为四季度宏观经济存在达到或超预期的可能性，届时强周期行业可能会获得阶段性的表现机会，建议关注基建和房地产拉动以及出口受益的行业，结合估值因素，建议配置建筑建材、电力设备、航运、家电。

相关报告：

货币政策“动态微调”解读，2009.08

震荡市中关注风格转换，2009.09

李镜池

+86 755 83199429

lijc@csc.com.cn

分析师申明

本人，李镜池，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

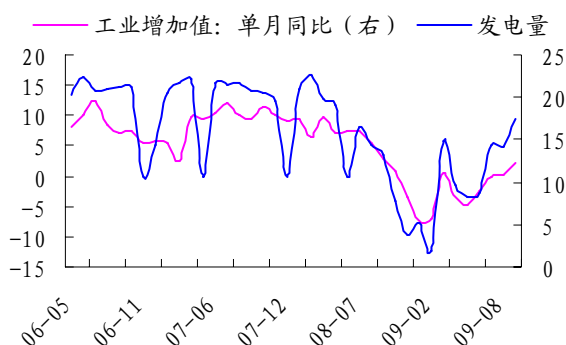
回顾了 8 月份的宏观经济表现,以及房地产投资和出口的恢复情况。对当前投资者关心的实体经济流动性和证券市场流动性分别进行了探讨和分析。比较了 A 股的估值水平,分析了市场的盈利预期和业绩复苏的主线。比较了目前市场风格的转换:小盘股优于大盘股,弱周期好于强周期。四季度投资策略:区间波动为主,关注弱周期,银行。

经济保持向好趋势

经济运行趋势持续向好。8 月份的宏观经济数据普遍强于 7 月,反映了经济面依然向好的趋势:工业增加值基本回升到了 08 年 8 月的水平;发电量增速已回升到了 08 年上半年的水平;固定资产投资在基建和房地产投资的拉动下保持快速增长,1-8 月累计同比增长 33%;消费增速维持稳中有升;出口环比保持小幅改善的态势;通缩压力大减,拐点出现。

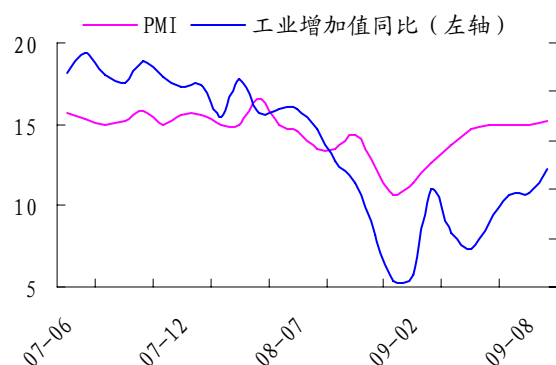
工业生产增速反弹力度显示工业回升趋势稳定,8 月工业增加值同比增长 12.3%,明显高于上半年的 7%和 7 月份的 10.8%,同比增速连续 4 个月上升;发电量增速超预期,同比增长 9.3%;及 PMI 继续回升,显示经济环比向好趋势依然明显。其中重工业的工业增加值增速要快于轻工业,回升的速度也要更快,反映了当前经济回升过程中投资拉动的特点。

Figure 1 工业增加值和发电量增速继续回升



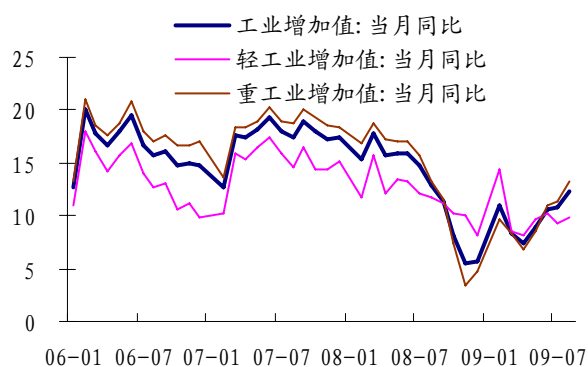
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 2 PMI 和工业增加值增速继续回升



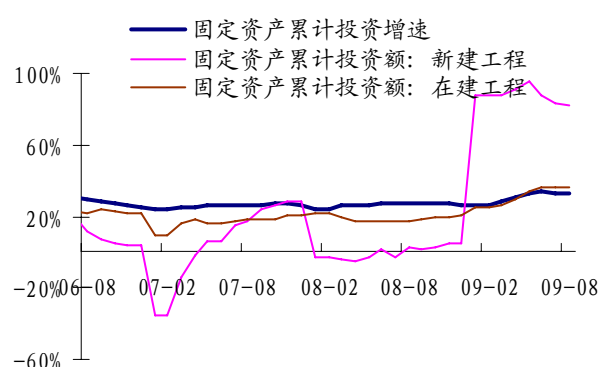
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 3 重工业增加值增速回升快于轻工业



资料来源: WIND、世纪证券研究所

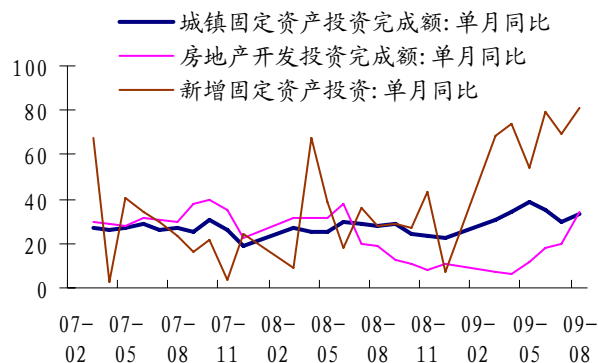
Figure 4 固定资产投资保持快速增长



资料来源: WIND、世纪证券研究所

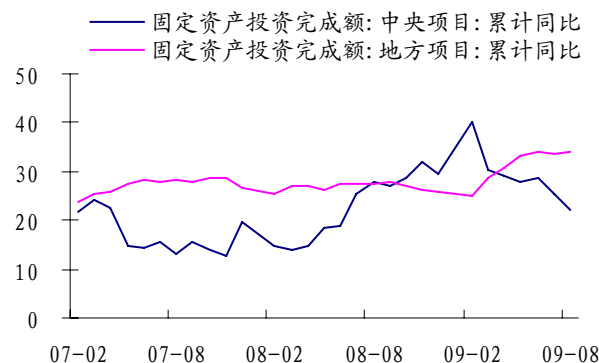
房地产投资快速回升。8 月份固定资产投资单月增速回升至 33.6%，高于 7 月的 29.9%，其中房地产投资增速快速回升，8 月单月同比 34.6%，比 7 月加快了 15 个百分点。中央项目投资增速继续下降，地方项目投资增速上升，反映了经济复苏的活力有所增强。分行业来看，基建相关的行业仍保持高增长，其中铁路投资增长 103.5%，水利投资增长 50.9%，交运、仓储和邮政投资增长 61.2%。7 月投资增速回落与中央投资的“真空期”有关，8 月固定资产投资增速回升也与 800 亿中央投资的下发密切相关，受基建项目的周期性影响，未来投资仍将保持惯性。另外，4 万亿投资中的中央投资部分，目前还只下拨了 2800 亿，4 季度还有 2000 亿未拨，远高于前 3 个季度，2010 年还有 6000 亿左右，可以保证未来一年基建投资的高增长。

Figure 5 8 月固定资产投资增速回升



资料来源: WIND、世纪证券研究所

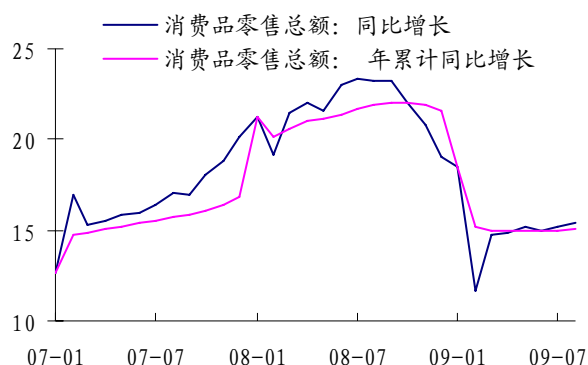
Figure 6 中央项目投资增速下降，地方项目增速上升



资料来源: WIND、世纪证券研究所

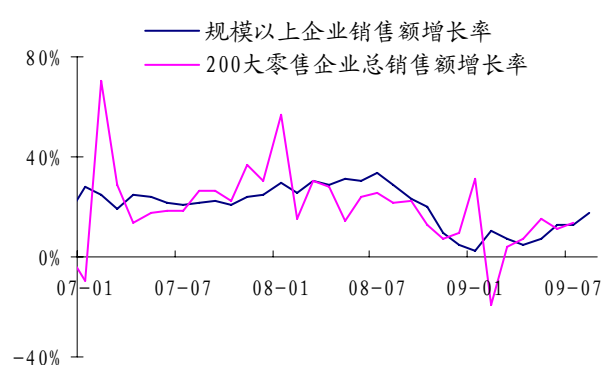
消费稳中有升,通缩结束。1-8月消费品零售总额累计增速为15.1%,扣除通胀因素,实际增速为16.3%,保持稳中有升的态势。8月消费品零售总额增速为15.4%,规模以上企业销售额增速为17%,规模以上企业的销售回升明显。CPI、PPI 环比转正,同比出现回升,表明通缩基本结束,随着食品和大宗商品价格出现上涨,CPI、PPI 会继续回升。

Figure 7 消费品零售总额保持稳定增长



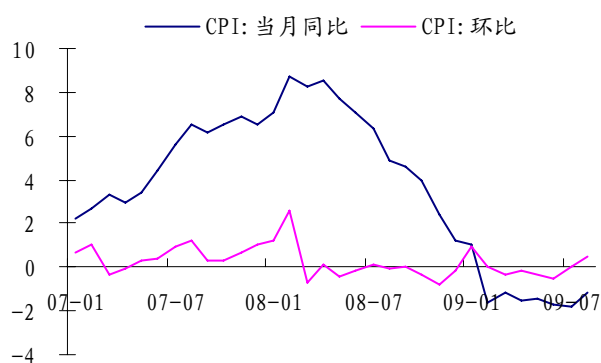
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 8 规模企业销售额增速回升



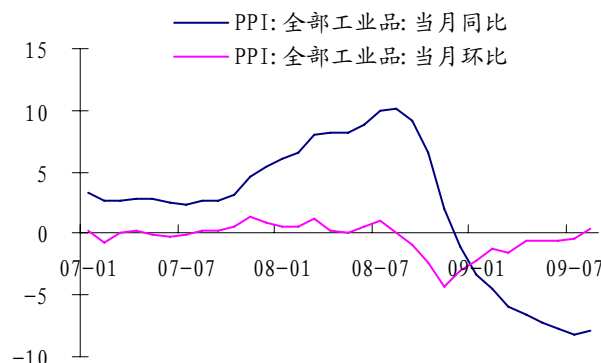
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 9 8月CPI同比、环比增长分别为-1.2%、0.5%



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 10 8月PPI同比、环比增长分别为-7.9%、0.4%



资料来源: WIND、世纪证券研究所

出口缓慢回升。8月份的进出口仍然维持同比下降趋势,但是环比数据经季调后延续了上月小幅回升的迹象。美欧的经济已经见底复苏,但其消费增长的恢复和再库存的过程可能会低于预期,这意味着当前我国的外贸已经见底企稳,将以缓慢回升的态势复苏。

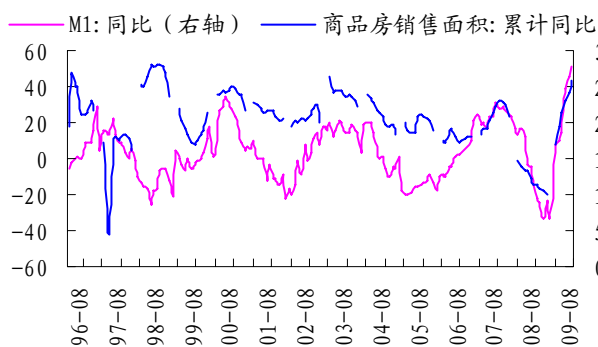
在中期策略中,我们提出房地产投资和出口是否能够替代基建投资将成为四季度以及明年经济增长的关键。下文将回顾三季度房地产投资和出口的情况,并对其做进一步探讨。

房地产投资快速增长持续性有待观察

在中期策略中，我们提到：流动性充裕、通胀预期会刺激房地产的销售，而房地产投资通常滞后于销量的增长 1-2 个季度。在通胀预期下，居民会提前将存款转换成资产，尤其不动产，因此，在通缩的尾声阶段，房地产的销量将开始恢复，通胀真正出现时，在温和阶段，房地产的销售也有不错的表现，而在通胀加速阶段，由于房价的过快的上涨会降低居民的购房能力，抑制需求，销量将先于通胀出现回落。反之，在通缩预期下，房地产的销量会显著下滑。

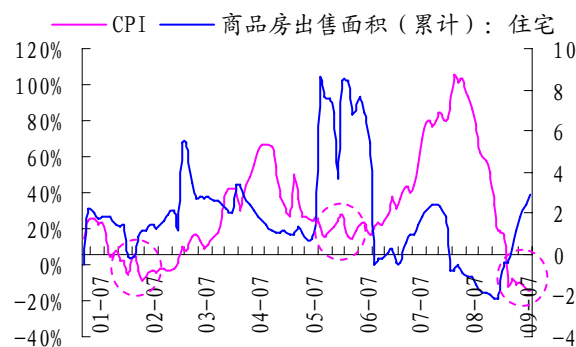
受益于销量的增长，当前房地产投资快速增长。通胀阶段，房地产销量的增长会带动房地产投资的增长。09 年 1-8 月，房地产的销售面积同比增长了 42.9%，对应的房地产投资增速、新屋开工面积分别回升到了 14.7%、-5.9%，其中 8 月房地产投资、新屋开工面积分别同比增长 34.6%、24.3%，说明近期房地产投资快速回升的势头非常明显。四季度，CPI 将由负转正，由于经济的复苏，2010 年 CPI 预计将维持在 3% - 4% 之间的水平，通胀的环境有利于房地产行业的持续复苏。

Figure 11 M1 与房地产销售，房地产销售面积同比增长 42.9%



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 12 通胀预期影响居民购房决策

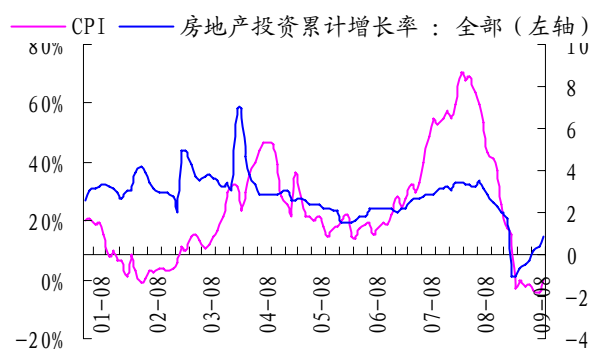


资料来源：WIND、世纪证券研究所

但令人担忧的是，房地产价格的过快上涨会抑制房地产的销量，进而影响房地产的投资。目前房地产价格的上涨速度远快于通胀，深圳、上海、北京等地的房地产价格已经超过了 07 年的水平，刷新了历史新

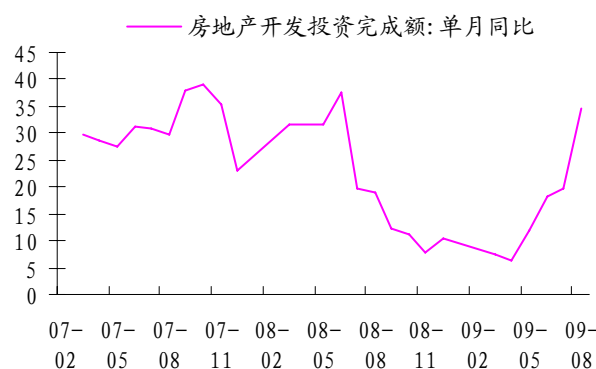
高。我们担心，房价的过快上涨会降低居民的购房能力，抑制需求，以及房地产投资。因此，我们认为，当前通胀预期以及流动性充裕的环境有利于房地产销售和投资的回暖，不利的是目前房价的过快上涨抑制了需求，需求的放缓会影响房地产的投资。

Figure 13 1-8月房地产投资增速回升到14.7%



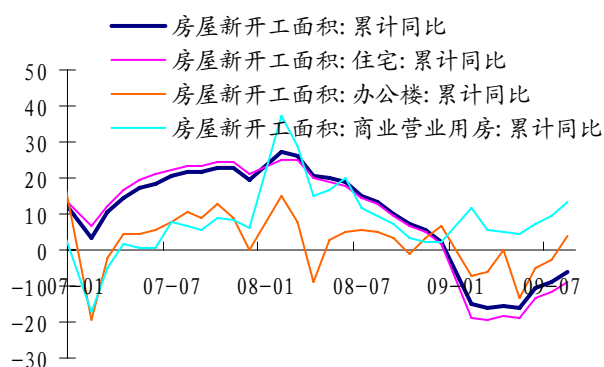
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 14 8月房地产开发投资同比增长34.6%



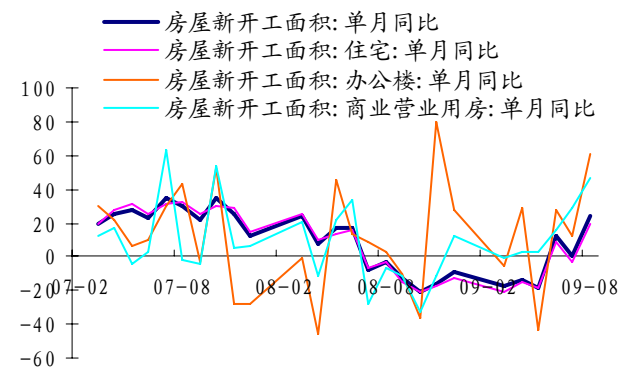
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 15 1-8月房屋新开工面积累计同比回升到-5.9%



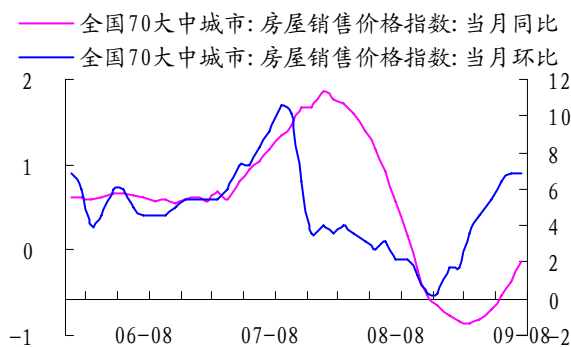
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 16 8月房屋新开工面积单月同比上升到24.3%



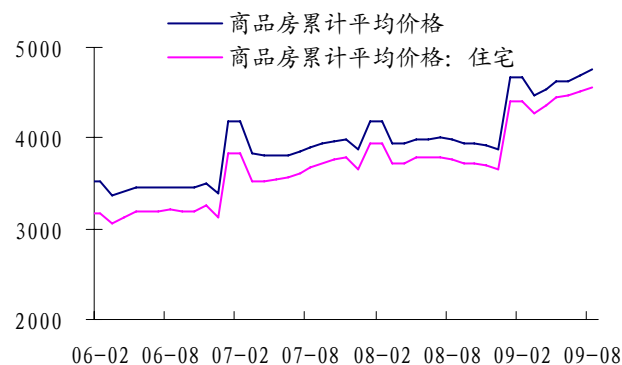
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 17 房地产销售价格连续6个月环比上涨



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 18 房价已创下历史新高

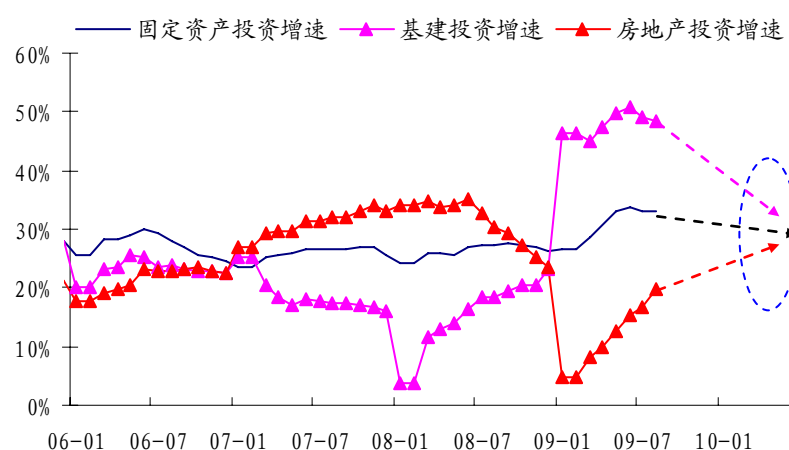


资料来源：WIND、世纪证券研究所

房地产投资的持续性还需要进一步观察。基建投资和房地产投资占

固定资产投资的比重相当，2008 年分别占 26%、23%。我们认为，在没有更大规模的财政刺激方案出台的情况下，2010 年基建投资的增速将回落到历史均值附近甚至以下，同时制造业的投资也不会出现迅速的恢复，原因在于自身大多数行业存在产能过剩，以及外需恢复缓慢。因此，保持投资增速的关键在于房地产投资的恢复。房地产投资增速保持在 30% 以上，房屋新开工面积同比增长保持在 20% 以上是我们判断房地产投资持续回暖的重要指标，也是对经济增长进行判断的重要依据，目前房地产投资回升的速度很快，但对于其持续性还需要进一步观察。“金九银十”的房地产销售情况将是观察房地产复苏的一个关键事件窗口。

Figure 19 居民部门、非金融及其他部门新增中长期贷款的规模稳定



资料来源：WIND、世纪证券研究所

出口复苏进程缓慢

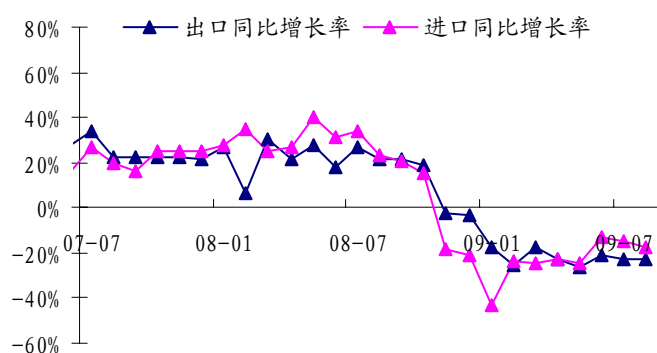
出口复苏缓慢。8 月份外贸出口同比为-23.1%，进口为-17.1%，相比 7 月均略有下降；8 月出口环比为-2%，进口为-7%，也出现下滑；当月贸易顺差 157 亿美元，同比下降 45.28%。经季节调整后，8 月份出口同比增速基本不变，为-24.3%，进口同比下降 17%，出口和进口环比分别增长 3.4%、1%。

1-8 月我国对外贸易累计进出口总值 13386.6 亿美元，同比下降

22.4%。其中出口 7307.4 亿美元，同比下降 22.2%；进口 6079.2 亿美元，同比下降 22.7%，累计贸易顺差 1228.2 亿美元，同比减少 19%。

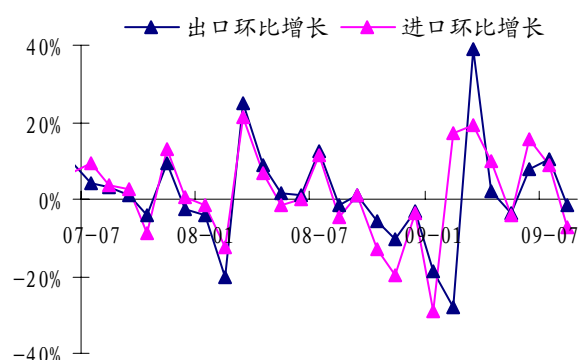
数据显示 8 月份的进出口仍然维持同比下降趋势，但是环比数据经季调后延续了上月小幅回升的迹象，说明当前外贸已经见底企稳，以缓慢回升的态势复苏。由于从 08 年 10 月开始，进出口快速下滑，因此，从 10 月份开始，进出口同比数据会明显改善，将由负转正，环比依然维持小幅回升的趋势。

Figure 20 8 月出口同比为-23.1%，进口为-17.1%，均略有下降



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 21 8 月出口环比为-2%，进口为-7%，均出现下滑



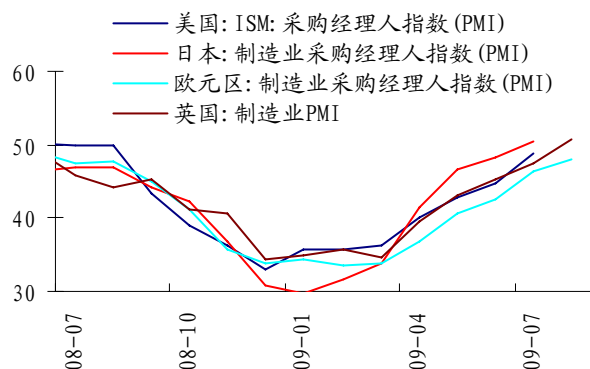
资料来源：WIND、世纪证券研究所

短期出口将保持缓慢回升的态势。出口方面，发达经济体公布的制造业采购经理人指数 PMI 继续反弹，7 月份美国、欧洲、英国为 48.9、46.3、47.4，接近进入扩张状态，日本最先超过 50，较市场之前预期的要好，8 月份各国 PMI 的反弹趋势会延续。制造业和消费者的库存都已处于历史低位水平，随着美国消费和投资的企稳复苏，美国去库存的调整接近尾声，四季度有望进入再库存阶段，但由于消费增长的恢复不会太强劲，再库存的力度会小于中国，可能会低于市场的预期。美国消费者信心指数保持回升趋势，8 月密歇根消费信心指数出现回落，也表明美国当前的消费复苏并不强劲。人民币对美元基本保持稳定，对欧元出现一定贬值，人民币汇率的弱势也有助于出口的进一步恢复。国内 PMI 出口订单指数持续上升，已上升到 52.1。

出口真正回升有依赖于发达经济体的收入和消费的增长。随着美国经济在 3、4 季度的反弹，中国出口同比增速降幅将持续收窄，环比保持小幅回升的态势，预计第 4 季度的同比增速将有负转正。由于 2009 年

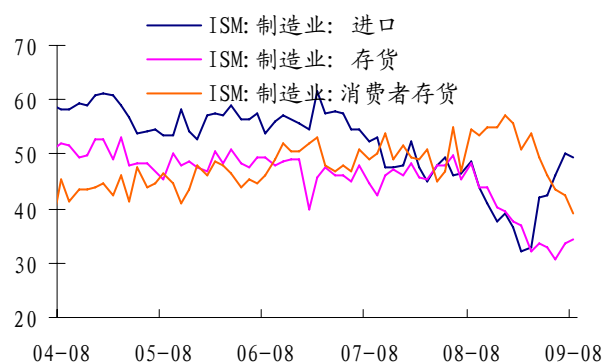
的低基数效应，2010 年中国的出口增速预计在 10% 左右。出口的真正回升从根本上依赖于收入和消费的增长，这取决于美国等发达经济体的真正反转，而我们预计这一时间可能会在 2010 年以后。

Figure 22 发达经济体的 PMI 指标已接近甚至超过 50



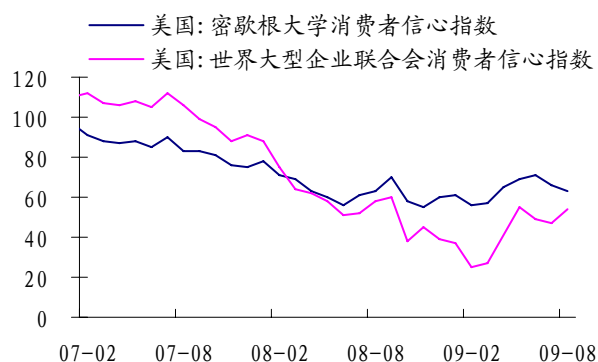
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 23 美国去库存调整接近尾声，四季度进入再库存阶段



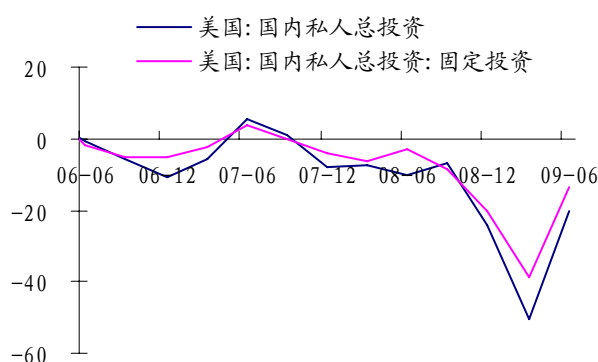
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 24 美国消费者信心指数保持回升态势，但 8 月有回落



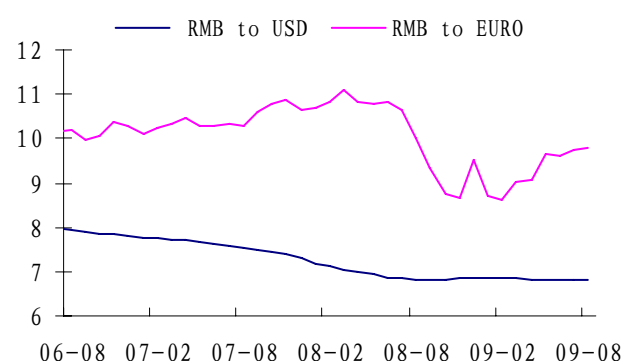
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 25 美国私人投资在迅速反弹



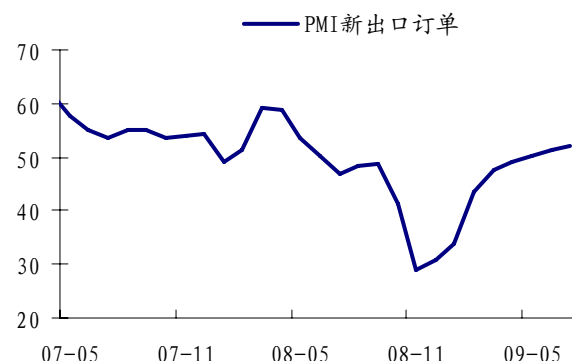
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 26 人民币对美元保持稳定，对欧元出现贬值



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 27 中国 PMI 新出口订单指数连续回升



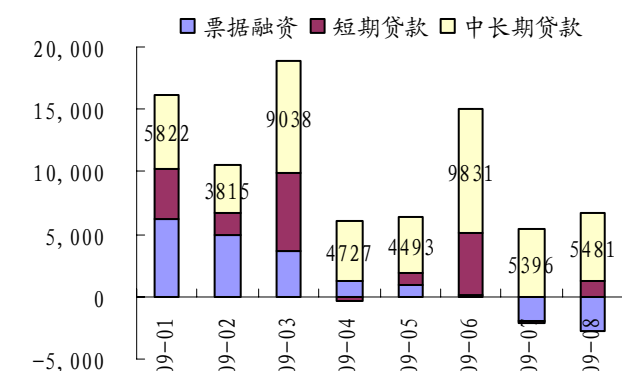
资料来源: WIND、世纪证券研究所

信贷环境依然宽松，货币活化，实体经济流动性充裕

信贷对实体经济的支持力度不变。8 月份新增贷款 4104 亿，大幅度好于预期，扣除票据贴现的下降，新增贷款高达 6868 亿，超出 7 月份一千多亿。中长期贷款增加 5481 亿，仅低于今年的 1、3、6 月份，表明信贷对实体经济发展的支持力度不变。从 08 年 11 月份到 09 年 4 月份，票据融资规模较大，均超过了 1000 亿，票据融资半年左右后会到期，可以转换为中长期贷款，因此，今年余下的数月，尽管新增贷款规模低于上半年的水平，月均在 4000 亿左右，但新增中长期贷款规模会相对保持稳定，估计在 4000~5500 亿之间，以保证实体经济发展的需要。

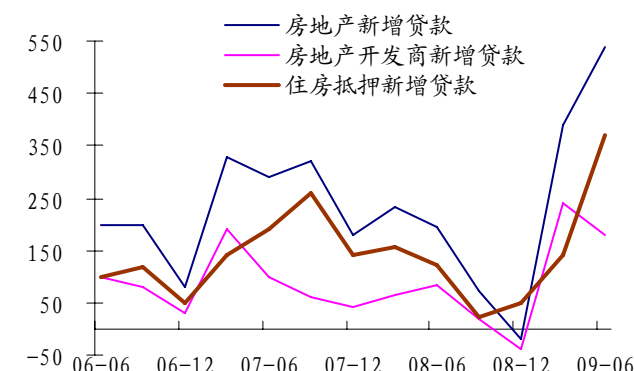
从部门贷款看，7、8 月份居民长期贷款和非金融性公司及部门的新增中长期贷款分别达到 1806 亿、3675 亿，均要高于 1-8 月的平均水平，也表明信贷对实体经济发展的支持力度并未减小。房地产信贷数据显示，二季度房地产部门的新增贷款快速上升。

Figure 28 中长期贷款保持稳定



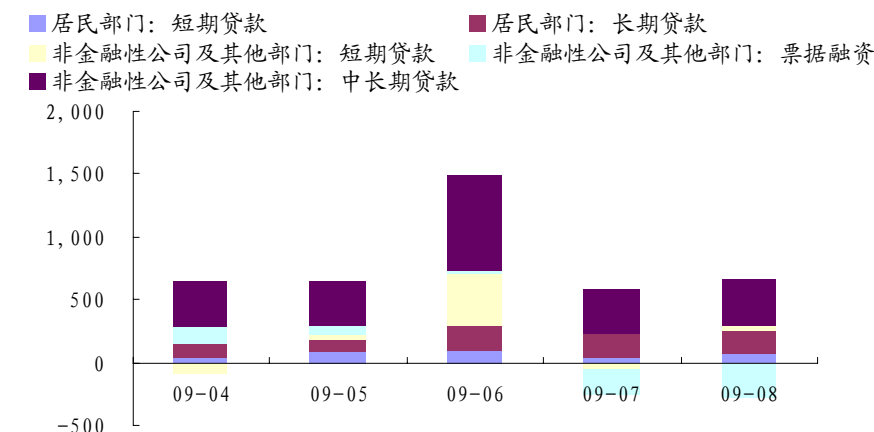
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 29 二季度房地产新增贷款持续增长 单位：季度 十亿



资料来源：WIND、世纪证券研究所

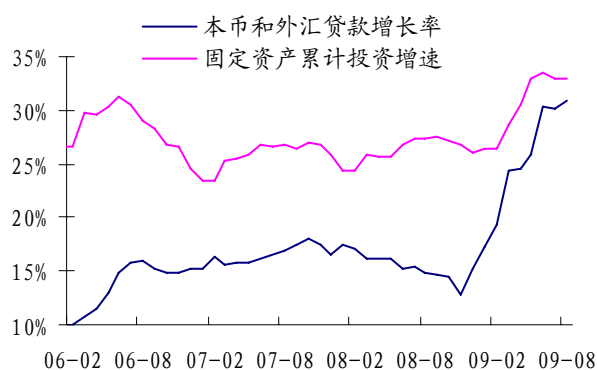
Figure 30 居民部门、非金融及其他部门新增中长期贷款的规模稳定 单位：十亿



资料来源：WIND、世纪证券研究所

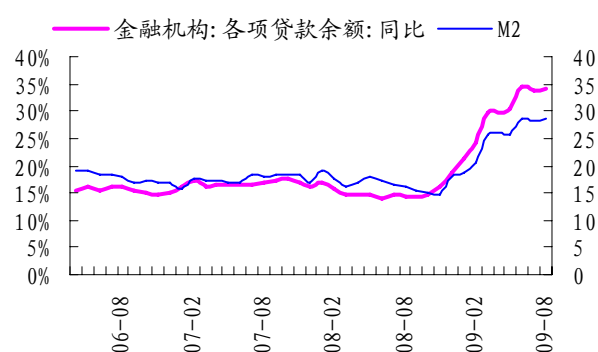
货币活化、流动性在增强。2009 年 1-8 月份, 新增信贷达到了 8.13 万亿, 信贷的高投放支持了以基建带动的固定资产投资。信贷由银行投放之后又主要以活期或定期存款的方式回到银行, 09 年信贷的高投放支撑了 M2 增速的回升, 09 年四季度的信贷会相对平稳, 全年信贷增速在 32% 左右, 对应的四季度 M2 增速在 28% 左右, 处于相对高位。2010 年, 由于新增信贷规模的下降, M2 增速也会相应从高位有所回落。企业存款增速与 M1 增速有很强的相关性, 居民储蓄增速与 M1 增速有很强的负相关性, 原因在于企业存款主要以活期存款为主, 居民储蓄中定期的比重高。M1 中包含了活期存款, 因此 M1 的增速随着企业存款的增加而上升, 随着居民储蓄的增加而下降。目前, 企业存款及其同比增速在上升, 居民储蓄及其同比增速在下降, 因此, 四季度 M1 有望继续上升或保持高位, 而 2010 年 M1 增速将视新增信贷规模的变化以及实体经济的恢复情况。

Figure 31 信贷增长支持固定资产投资



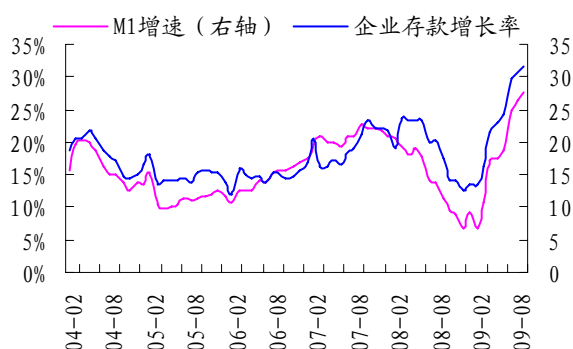
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 32 信贷增速与 M2 增速的相关性高



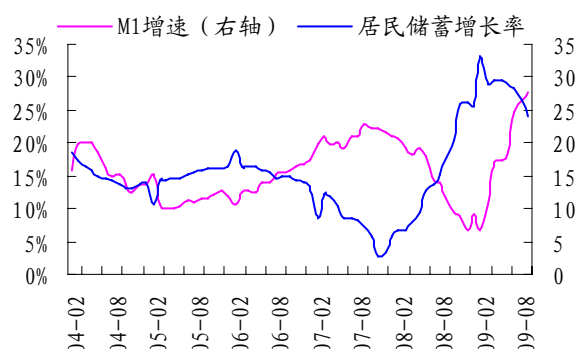
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 33 企业存款增速与 M1 的相关性高



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 34 居民储蓄增长率与 M1 的负相关性高



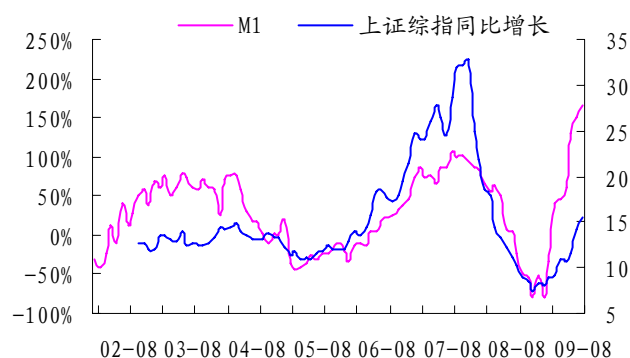
资料来源: WIND、世纪证券研究所

货币活化的过程就是活期存款上升, 居民储蓄下降的过程。活期存

款中以企业存款为主，企业存款的增加反映了信贷逐渐进入实体经济，或者是企业盈利的增强，两者均表明实体经济的流动性在增强，实体经济情况在转好。居民储蓄的下降表明居民的财富储存方式从定期存款转向资产类别如房地产、股票，表明实体经济存在通货膨胀或预期，企业的盈利在改善。因此，我们认为，企业存款增加和居民储蓄下降实际上对应的是实体经济在好转的两个方面，是同一个变化过程的两种不同表现。

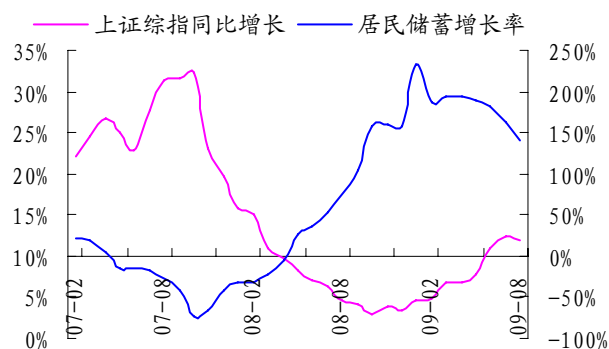
M1 增速与上证指数变动率的正相关性高。根据以上分析，我们认为可从以下两方面加以解释，一是 M1 的变化可以说明实体经济的变化，反映了实体经济的流动性在增强，企业的盈利在增加；二是 M1 虽不包括居民的储蓄，但 M1 增速的变化对应的实体经济变化通常也对应着居民财富储存方式的变化，而居民储蓄增速与上证指数变动率的负相关性高。

Figure 35 M1 与上证指数变动率的相关性高



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 36 居民储蓄增长率与上证指数变动率的负相关性高



资料来源：WIND、世纪证券研究所

我们判断，四季度中长期新增信贷规模会相对保持稳定，M1 的增速还会继续上行或维持高位，居民储蓄增速虽有下滑但才刚刚开始，还处于相对高位，未来一段时间居民储蓄还将继续搬家。因此，信贷环境将支持经济的进一步复苏，实体经济的流动性宽裕，货币活化和储蓄的搬家也将对资产价格起到支撑作用。

对于宏观经济，我们认为，当前经济仍然处于 V 型反弹的通道中，四季度经济依然环比改善，同比会出现明显增长。复苏的动力主要是基建带动的固定资产投资，房地产和出口，尤其房地产，能否替代基建投

资将成为判断 2010 年宏观经济走势的关键。保持投资增速的关键在于房地产投资的恢复。房地产投资增速保持在 30%以上，房屋新开工面积同比增长保持在 20%以上是我们判断房地产投资持续回暖的重要指标，也是对经济增长进行判断的重要依据，目前房地产投资回升的速度很快，但房价的过快上涨抑制了需求，对于其持续性还需要进一步观察。四季度“金九银十”的房地产销售将是一个关键的事件窗口。出口在复苏，进程较缓。4 季度的出口保持环比小幅回升的态势，同比增速将有负转正，出口的真正回升取决于美国等发达经济体的真正反转，而这一时间可能会在 2010 年以后。

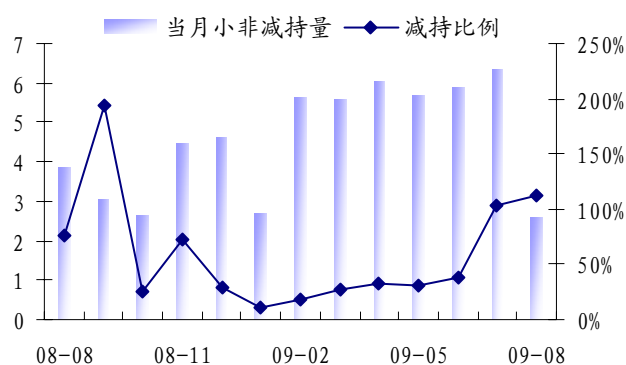
市场流动性分析：供给增加、场外资金的关注度有所下降

创业板对市场的心理影响重于实质影响。创业板企业融资规模与主板大盘股 IPO 和再融资相比，相差甚远，一百家创业板公司的融资规模仅相当于主板一家 100 亿左右的大盘股 IPO。另外，参考海外市场创业板推出前后，及国内中小板市场推出前后对主板市场的影响，主板交易量并不会因创业板推出而出现萎缩，创业板分流主板资金将相对有限。从对市场运行的影响看，创业板的推出不会影响市场原本的运行格局和趋势。短期来看，微利股和绩差股受到的负面影响会比较明显，壳资源的价值会下降，因种种“题材”得以支撑的业绩不佳的公司会丧失原有的吸引力，但其对市场格局的影响非常有限，一方面，受到负面冲击的绩差股和题材股不是市场主流；另一方面，受到关注的电子元器件、计算机应用和通信设备三个行业的流通市值占比仅为 3.7%，难以对市场运行产生很大影响。

调整行情中小非减持加快。截止 2009 年 8 月 31 日，股改形成大小非共 4762.33 亿股，其中已经解禁的大小非为 2449.33 亿股，累计减持 367.63 亿股，累计减持股份数占已经解禁股份数量的 15.01%。其中大非（持股比例大于等于 5%）累计减持比例下降为 6.91%，小非（持股比例小于 5%）累计减持比例上升到 40.42%。6、7、8 三个月份小非当月解禁数量为 5.88 亿股、6.34 亿股、2.57 亿股，小非减持数量占当月小非解禁数量比例分别为 37.8%、104.1%、111.7%，显示有以前解禁的

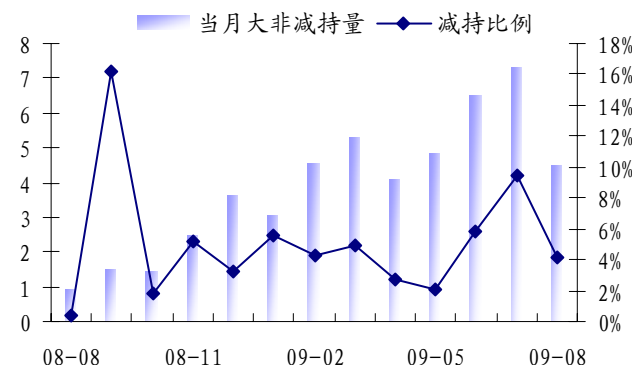
存量小非在减持，调整行情引发小非的减持加快。但大非当月减持数量占当月解禁量的比例则大幅度下降 5.31 个百分点至 4.13%，表明大非的性质决定其减持意愿并非主要由市场行情决定。

Figure 37 小非当月减持量及其占当月解禁的比例（亿股、%）



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

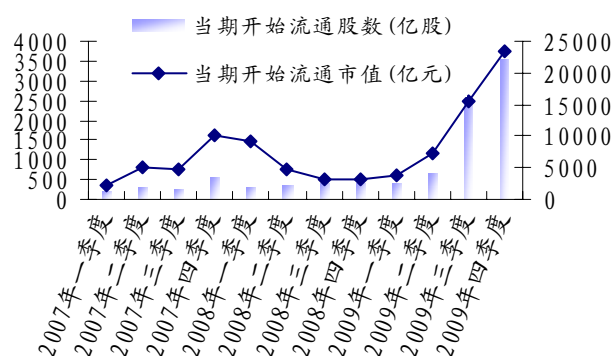
Figure 38 大非当月减持量及其占当月解禁的比例（亿股、%）



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

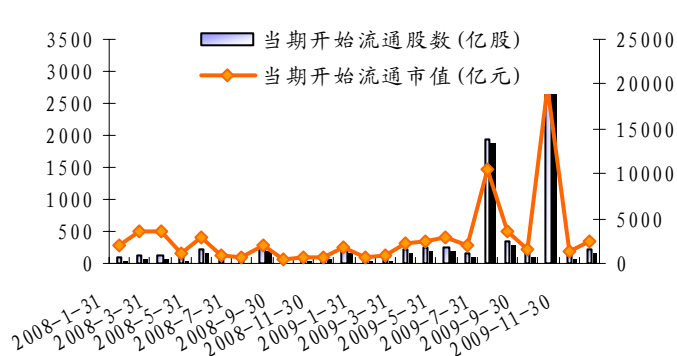
10 月份，A 股市场将成为三年来限售股份解售的最大月份，按 9 月 25 日收盘价计算，A 股限售解售市值将达到 1.9 万亿元左右，而同期全部 A 股总市值为 21 万亿元左右，流通市值 10 万亿元左右，如此大的解禁市值对于市场心理影响及实际影响均不可忽视。但仔细观察 10 月份解禁名单，中国石化、中国银行、上港集团的解禁股占据绝对比例，结合前面我们分析到的大非解禁对市场影响相对有限的观点，投资者对此宜保持警惕，但不必过于担忧。

Figure 39 四季度解禁市值为近三年来最高



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 40 10 月份为近三年解禁市值最高月份

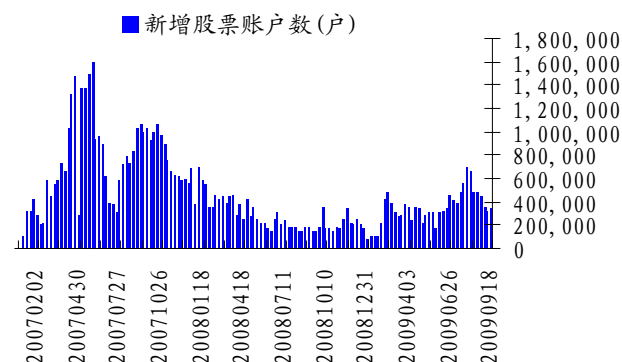


资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

场外资金的关注度有所下降。资金方面，7-9 月份基金发行的速度明显加快，但发行的份额并未显著上升，A 股及基金开户数也出现了下

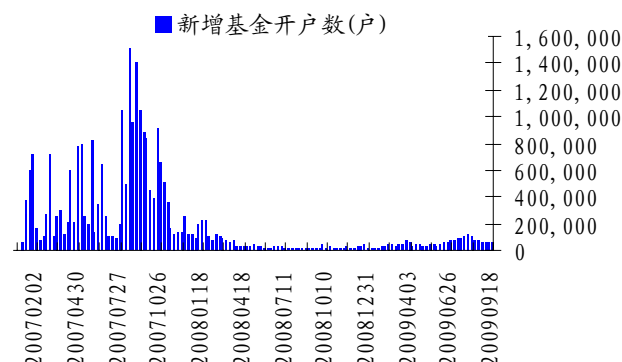
滑，说明市场的调整对场外资金的吸引力有所下降。

Figure 41 A 股每周新增开户数



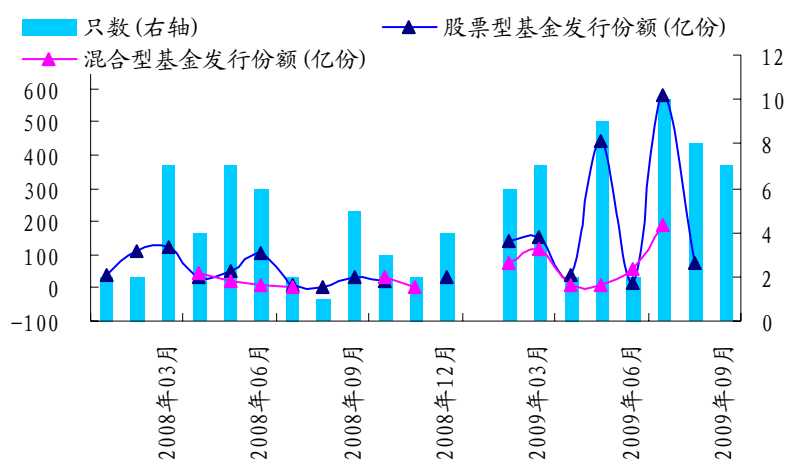
资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 42 基金每周新增开户数



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 43 7-9 月基金发行节奏加快



资料来源：wind 资讯、世纪证券研究所

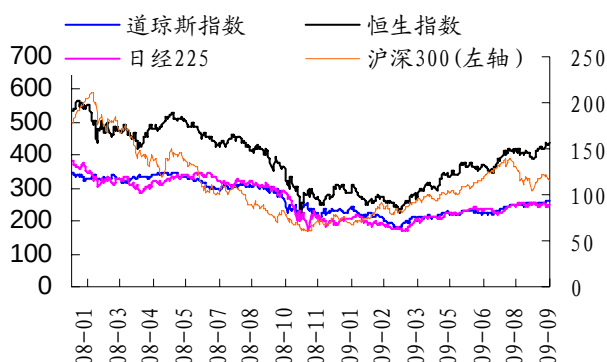
综上，我们认为证券市场的流动性趋向收紧。一方面主板 IPO 和创业板即将发行，加上四季度是近三年来限售股份解禁的最高峰，市场的调整也可能使得小非的减持意愿增强；另一方面，场外资金的关注度有所下降，股票和基金的开户数出现下滑，尽管基金的发行速度也有所加快，但从发行的规模看，仍然明显不及 2007 年 6-10 月。

市场估值在合理区间，盈利在快速改善

近期国内股市与全球市场出现了背离。三季度全球主要证券市场股指延续反弹行情，国内 A 股指数出现了较大幅度调整。近期，道琼斯、标普、恒生、日经指数都不断刷新年内新高，而 A 股较最近高点出现了 20% 左右幅度的调整。在全球经济复苏的态势已经确立的情况下，外围

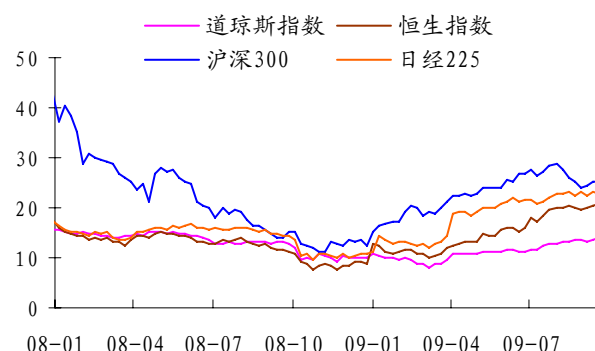
市场对全球以及中国的经济复苏更显乐观，表现更为积极。

Figure 44 全球主要市场指数表现



资料来源：WIND、世纪证券研究所
注：对指数数据基点进行了调整

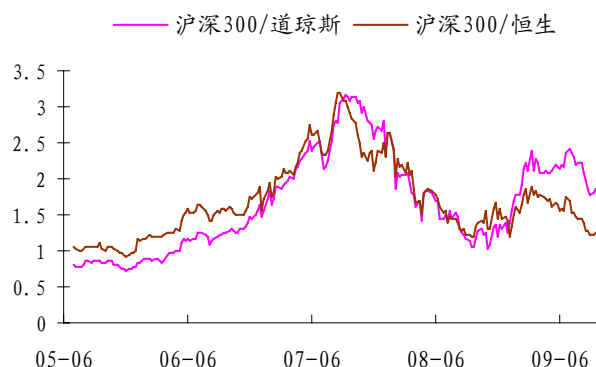
Figure 45 全球主要股指静态市盈率比较



资料来源：WIND、世纪证券研究所

A 股估值回落到了合理区间。从绝对值看，沪深 300 静态市盈率在 24 倍左右，要高于其它主要市场，表明前期 A 股上涨过快是最近调整的主要原因之一。从相对比较来看，一方面，沪深 300 估值相对恒生指数的溢价在 20% 左右，已经回落到了历史底部水平，沪深 300 估值相对道琼斯指数的估值溢价在平均水平附近；另一方面，沪深 300 的市盈率已经回落到了 5 年均值以下，说明当前 A 股的估值并未明显高估，在合理区间之内。

Figure 46 沪深 300 市盈率相对溢价



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 47 沪深 300 市盈率回落到 5 年均值以下



资料来源：WIND、世纪证券研究所

公司盈利在快速改善，市场预期 09 年下半年净利润环比增长 31.5%。由于金融类公司利润占比过半，业绩相对稳定，重点关注非金融类公司。上半年非金融类上市公司净利润同比下降 23.1%，从单季看，二季度业绩同比下降 8%，较一季度的同比下降 39.8% 大幅收窄，同比回升幅度达到 32 个百分点，环比增长了 70.7%，环比回升的主要原因是：一是营业收入的增长和毛利率的提升，分别为 24.6% 和 1.1 个百分点；二是费用率的下降，三项费用率下降了 1.2 个百分点；三是投资收益的

明显提高。而毛利率提升的主要原因是大宗商品价格下降引起的。二季度公司销售毛利率和费用率都基本恢复到了 07 年的水平，未来盈利的改善更多的是依赖营业收入的增长。

从市场对非金融部门盈利的一致预期看，当前市场预期 09 年上市公司净利润同比增长 23.45%，扣除 09 年上半年业绩，预期下半年上市公司营业收入、净利润同比分别增长-1.92%、123.14%，环比分别增长 14.17%、31.5%。我们认为，当前市场对 09 年下半年的业绩预期并未明显高估，略显乐观，实现 09 年市场业绩预期的可能性较大。

Figure 48 对非金融部门盈利的市场一致预期 单位：亿元 %

	2009E	2009H2E	2009H1
营业收入	87040.84	46399.78	40641.06
同比增长	-7.43	-1.92	-13.02
环比增长		14.17	-14.09
净利润	5703.61	3239.82	2463.79
同比增长	23.45	123.14	-22.24
环比增长		31.50	69.69

注：同比公司统计口径为 2008 年 7 月 1 日前上市的公司

业绩复苏的路线。从申万行业分类的 22 个一级行业的中期业绩比较看，采掘、公共事业、信息设备、食品饮料、医药生物、建筑建材有明显的增长，而黑色金属、有色金属、交运设备、交通运输、商业贸易出现了较大幅度的下降。从二季度环比看，建筑建材、机械、交运设备、信息设备、房地产、家用电器、餐饮旅游的收入环比增长的势头较强劲，毛利率的环比变化为正或变化不大；化工、轻工制造、公共事业、黑色金属、有色金属的毛利率环比回升明显，收入环比也有一定增长，这些行业的业绩环比增长明显。农业、采掘、商贸的毛利率环比出现了一定的下降，尤其采掘，但收入增长也较明显，对业绩的影响不一。

根据美林投资时钟等揭示的行业表现与经济周期的一般规律，以及中国此轮经济复苏中基建投资和政策刺激驱动的特点，我们认为当前的盈利复苏主要按照以下主线展开：一是利率敏感性行业，受益于央行宽松货币政策和充裕流动性，如房地产、交运设备（汽车）；二是基建投资受益型，部分中上游行业受益于基建投资的拉动，复苏早于一般的周期，如建筑建材、交运设备、信息设备、化工，而黑色金属、有色金属环比虽有所改善，但复苏仍然不明显，盈利仍处在行业周期的低谷；三是政策刺激型，受益于政府积极财税政策的行业，如家用电器、交运设备（汽车）；四是防御性，受益于必需消费的稳定增长，如医药、食品饮料、餐饮旅游、轻工制造。

我们认为，以上第一、二、四条主线带动的行业复苏是此轮经济复苏的主要驱动力量，但利率主线的时间边际效应会出现递减，基建主线的同比增长也会下降，但基建拉动有望过渡到房地产投资拉动，投资受益的主线还有望延续，消费主线由于其相对稳定的特点，未来复苏过程中也将延续。

四季度行情展望和投资策略：区间波动为主，关注弱周期，银行

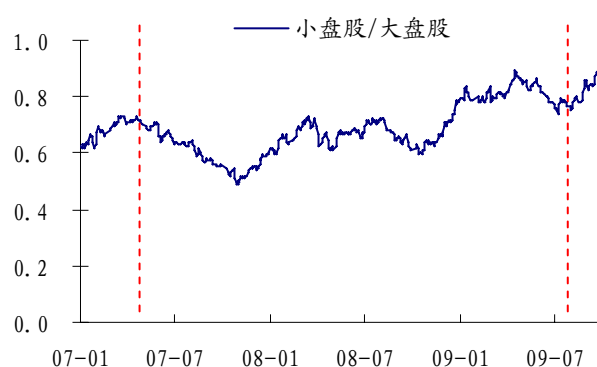
在中期策略报告中，我们提出，下半年在流通性充裕环境得以维持、经济复苏预期下，前阶段市场上行格局将得以维持；而后阶段，在经历了时间超过半年、涨幅接近翻倍的情况下，基本面是支持股价上涨的中长期因素，中期市场将向理性回归，经济复苏过渡期的各种担忧的显现以及市场的相对高估值将诱发市场的回调整理行情。回顾三季度的实际运行情况，我们发现市场已经超前将我们之前的中期预测演绎完了，市场经历了加速上涨之后接着出现快速回落。尽管市场调整的原因来自于经济复苏的担忧，但不尽相同的是，具体诱因是对货币政策调整的担忧与我们之前预计的对经济增长下滑的担忧有所不同。

我们对四季度大盘表现的判断是：流动性整体依然宽裕，但最宽裕的阶段已经过去：证券市场流动性趋向收紧，前一阶段流动性驱动行情已经结束，估值难以在短期内扩张；实体经济的流动性依然处于宽松状态，流动性在持续进入实体经济，房地产投资在快速回升，实体经济还处在快速回升阶段，但市场的盈利预期已经略显乐观，需要一段时间来消化和确认；全球经济复苏的态势已经确立，外围市场对全球以及中国的经济复苏更显乐观，外围市场的上行对 A 股市场将起到一定的心理支持作用，因此，我们认为，A 股将进入阶段性的区间波动，等待国内经济和公司业绩变化趋势的进一步明朗。如果基本面的转好符合或超出预期，那么市场后期会进入业绩和估值驱动的上升行情。

预计上证指数的波动区间为 2650~3250。上证指数 9 月 25 日的市盈率（TTM，剔除负值）是 22.4 倍，上证最近 3 个月的市盈率均值是 24.2 倍，标准差是 1.5。从概率判断，四季度的市盈率落在均值附近正负两倍标准差即区间 21.2~27.2 倍的可能性很大，对应的上证指数是 2680~3450；结合技术面指标，四季度上证指数的波动区间为 2650~3250。

市场风格指数出现明显变化，防御性小盘股值得关注。从 5 月底到 8 月 3 日调整前的市场加速上涨趋势中，大盘股、低市盈率股、低市净率股表现强于小盘股、高市盈率股、高市净率股表现，表明大盘股推动行情的特征明显；8 月 3 日调整开始至今，小盘股、高市盈率股、高市净率股表现强于大盘股、低市盈率股、低市净率股表现，表明这轮调整行情主要是由权重股引发，防御性较强估值相对较高的板块更有吸引力，如医药、食品、旅游、商业，这些板块也主要以小盘股为主。

Figure 49 小盘股表现优于大盘股



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 50 高、低价股表现差异不明显



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 51 高市盈率板块表现优于低市盈率



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 52 高市净率板块表现优于低市净率



资料来源：WIND、世纪证券研究所

弱周期表现有望好于强周期。从长期看，弱周期板块的表现要强于强周期板块。从强弱周期板块的短期相对表现看，从 08 年 11 月开始的反弹至 09 年 8 月 3 日，强周期板块持续跑赢弱周期板块，目前强周期板块的相对表现居历史的高位，在均值的 2 倍标准差附近，从概率事件判断，强周期板块进一步跑赢弱周期板块的可能性不大。此外，我们认为弱周期板块优于强周期的主要原因还有：

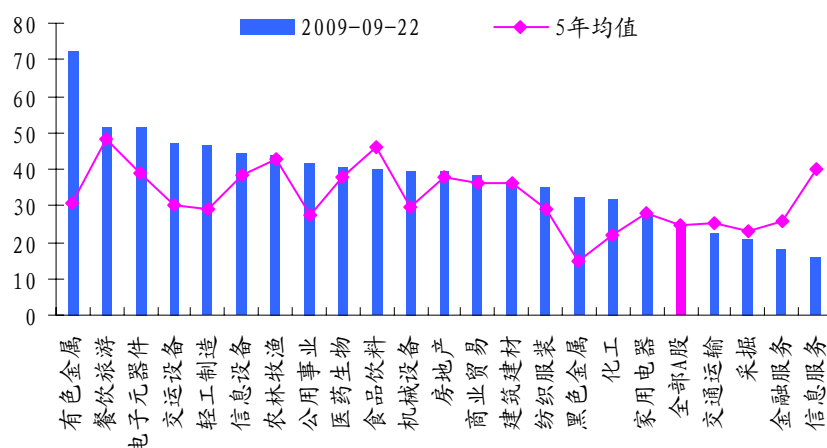
一是弱周期性行业相对估值水平低于强周期性行业，对比各行业目前估值水平与历史均值水平，估值水平显著低于 5 年市盈率平均水平的行业主要有食品饮料、公共事业、交通设施、金融，估值显著高于 5 年均值水平的行业主要有黑色金属、有色、交运设备、机械、化工，另外强周期板块中，市净率低于 5 年均值水平的行业仅采掘、黑色金属，说明强周期行业的估值水平已经快速回升，但盈利能力还未恢复到平均水平，未来板块上行的动力将主要来源于盈利的恢复和增长。

二是强周期板块盈利环比增长会出现放缓，大多数强周期性行业盈利改善最快的阶段已经过去，上半年非金融部门盈利环比增长了 69.7%，市场的一致性预期下半年环比增长 31.5%。强周期性行业在盈利恢复之前已经出现了大幅上涨，盈利的快速增长预期是市场提前给与高估值的原因，强周期性行业需要一段时间来消化之前的业绩预期，等待业绩的逐渐真实改善，而弱周期板块主要受内需消费的影响，业绩增长的确定性和持续性相对要强很多，在调整行情中将被资金更多的关注。

三是我们判断目前市场以区间震荡为主，中小盘股会相对活跃，强周期板块权重较大，很难有较好的表现。

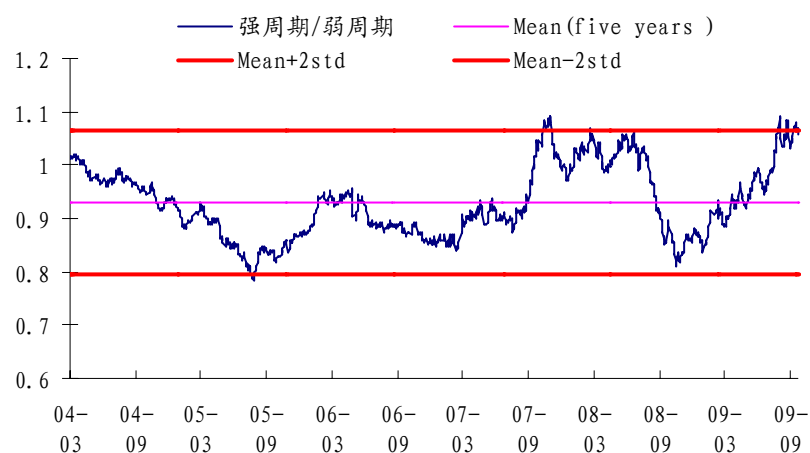
因此，从这几个角度看四季度，短期内强周期性板块表现很难优于弱周期性板块，弱周期板块都很可能阶段性地走出相对好的表现。但同时，我们也认为随着 9-11 月份宏观数据的相继发布，经济复苏的态势会更加明确，四季度宏观经济存在达到或超预期的可能性，届时强周期行业可能会再次获得表现机会，有望从估值驱动过渡到业绩驱动，建议关注基建和房地产拉动以及出口受益的行业，结合估值因素，建议配置建筑建材、电力设备、航运、家电。

Figure 53 各行业目前的市盈率 (TTM, 整体法) 估值情况及与历史均值的比较



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 54 强周期板块进一步超越弱周期板块的难度加大

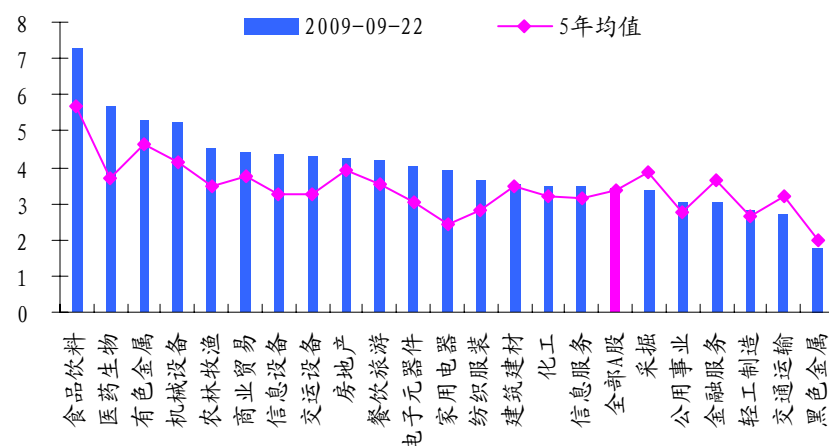


资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

注：1、强周期板块包括采掘、化工、黑色金属、有色金属、建筑建材、机械、房地产、航运、航空、汽车、证券；弱周期板块包括医药、食品饮料、零售、公用事业、交通基础设施，下同；

2、将强周期性与弱周期性行业分别指数化后，比较其相对走势，下同。

Figure 55 各行业目前的市净率(整体法)估值情况及与历史均值的比较

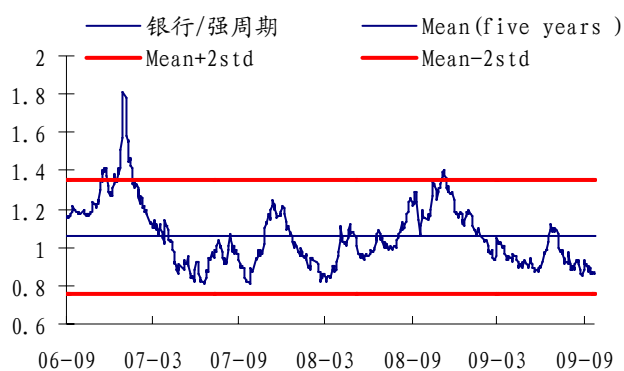


资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

另外值得一提的是，银行板块的相对配置价值在提升。从长期看，银行的走势应该强于强周期板块，略弱于弱周期板块，而目前银行走势相比强、弱周期板块都要弱，其长期投资价值不言而喻。从业绩分析看，预计 09、10 年信贷增速分别在 32%、20% 的水平，虽然 10 年有明显下降但仍要高于 2000-2007 年的水平；通过前面的流动性分析，目前已经出现银行贷款中长期化、存款活期化的趋势；净息差在二季度已经见底，下半年将放大；利率还在底部，如果进入加息周期，将更有利于银行净

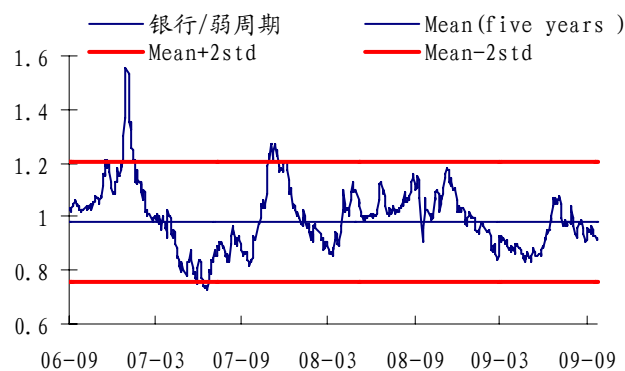
息差的扩大；经济复苏过程中银行坏账风险大规模发生的可能性也不大。短期看，银行与强周期板块（采掘、化工、黑色金属、有色金属等）相对走势处于历史底部水平，未来银行跑赢强周期行业的概率在增大；与弱周期板块（医药、食品饮料、零售、公用事业、交通基础设施）相对走势处于 5 年均值以下，进一步跑输弱周期行业的概率也不太大。从估值看，银行的 PB 和 PE 均低于其 5 年均值。因此，我们认为银行估值偏低，业绩已经步入上升期，银行短期走势继续弱于大市的可能性很小，而从中长期看已经具备投资价值，获得超额收益的可能性很大。

Figure 56 银行表现明显弱于强周期板块



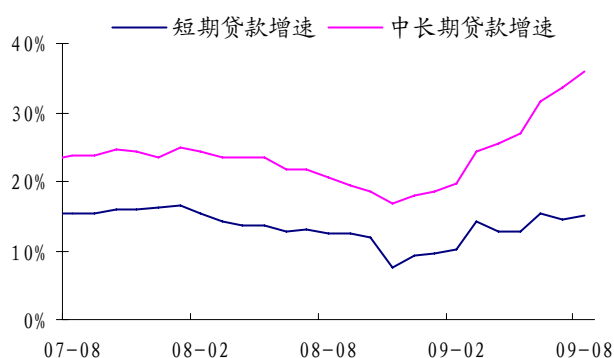
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 57 银行表现略弱于弱周期板块



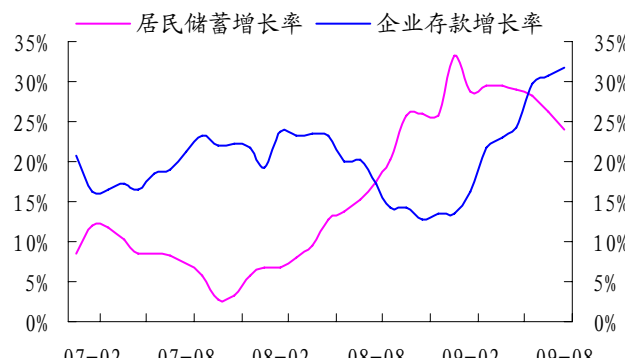
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 58 银行贷款中长期化



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 59 银行存款活期化



资料来源：WIND、世纪证券研究所

通过以上分析，我们认为四季度 A 股市场将以区间震荡为主，投资策略方面应以稳健为主要原则，上证指数的波动区间为 2650~3250。弱周期板块很可能阶段性地走出相对好的表现，看好消费受益主线，业绩增长的确定性和持续性要强，建议配置医药、食品饮料、商业零售、公用事业。受益于信贷的增长和净息差见底回升，银行业绩将进入上升

期，加上估值偏低，相对走势落后，银行短期表现不会弱于大势，看好其中长期的投资价值。另外，一旦四季度宏观经济存在达到或超预期的可能性，强周期行业可能会再次获得表现机会，从估值驱动过渡到业绩驱动，建议关注基建和房地产拉动以及出口受益的行业，结合估值因素，建议配置建筑建材、电力设备、航运、家电。

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.