

张忆东 李彦霖

策略研究员

021-3856 5932

[Zhangyd@xyzq.com.cn](mailto:Zhangyd@xyzq.com.cn)

## 震荡市的钟摆舞动

——A股市场10月份投资策略

2009年10月8日

### 投资要点

#### 报告关键点

震荡市

经济、盈利提供基本面支撑

股市融资力度和高估值IPO不利于资金供求平衡

波段操作，逢低买入业绩增长的行业，适当增加弹性

#### 相关报告

20090902《卧倒休息，等候行情再起！》

20090819《中途岛反攻战》

20090807《沸腾的岁月 波动加大 趋势未改》

20090604《泡沫化生存和波动性风险》

20090508《迈向三千点的路径》

20090422《盛宴不醉不休》

20090402《按复苏找机会，可选消费和科技》

20090323《复苏萌芽，继续看多》

20090223《行情没有结束》

20090213《拉斯普京行情》

20081120《无畏的希望》

#### 9月回顾：风险偏好明显下降

——9月份策略《卧倒休息，等待行情再起》，维持经济形势、企业盈利趋势乐观之外，进一步强调市场的波动性，因为，政策微调、短期股市资金供求关系等发生了相对不利的变化。建议9月配置偏重超跌、下半年业绩确定性增长的行业。

——实际上9月A股震荡下跌，表现较好的正是家电、信息服务、医药生物、商业贸易、食品饮料等增长确定的行业，以及金融、房地产等超跌的行业。

#### 10月展望：震荡筑底中，基本面的好转和资金面的“失血”并行

——经济和企业盈利开始兑现预期。和上半年基本面预期全面改善从而推动行情不同，下半年继续“超预期”的惊喜有限。10月底3季报披露是发现结构性行情的契机，当前市场对09年业绩预期仍较我们的预测低约10%。

——宏观政策微调仍将继续，但是，对股市的负面影响小。因为，“保增长”、“调结构”政策并行，并相机抉择，从而有利于经济持续发展，渐成共识。

——最需要考虑的是A股市场资金的“供”、“求”动态平衡问题，特别是，融资需求过旺、融资价格偏高等导致股市“失血”的问题。如果失血不止，股市没有赚钱效应，合理甚至较低的估值水平并不能吸引增量资金的供给。

——10月份，股市继续“失血”和市场行情调整将最终达到博弈的拐点，就是，融资压力开始相对缓解，而较低的估值和基本面的改善又将吸引资金的进入，从而，推动行情反弹。因此，10月震荡筑底的行情概率较大，进而，为后续震荡向上的行情，甚至是跨年度行情埋下伏笔。

#### 投资策略：调整持仓结构、逢低增加仓位

——基于对10月份A股震荡行情的判断，相应的策略是保持仓位的灵活性、调整持仓结构，并逢低买入。

——行业配置的主线：立足稳定增长、寻找结构性惊喜。

——行业配置思路二：世博、低碳经济、并购重组等主题性机会，谨慎参与。

## 目 录

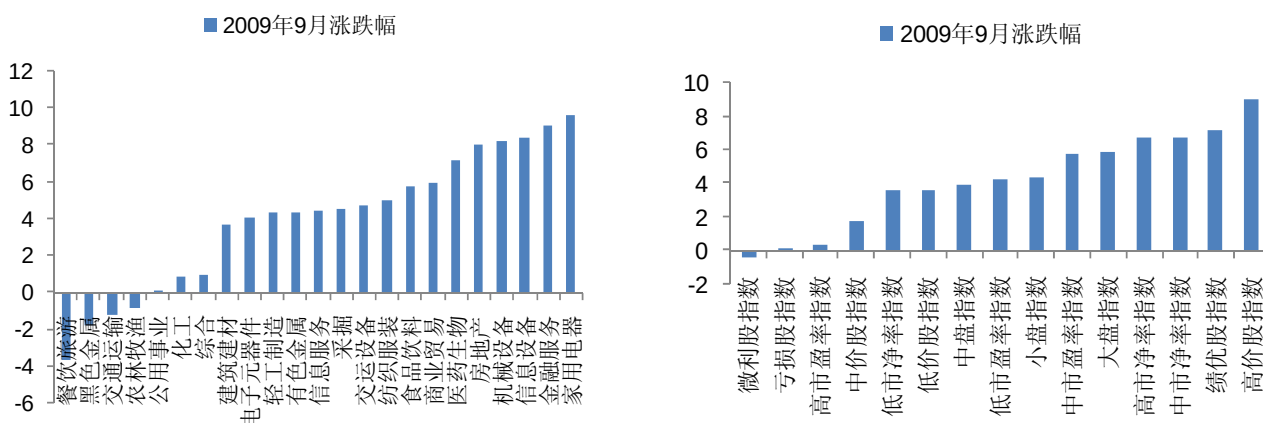
|                                    |        |
|------------------------------------|--------|
| 9月回顾：风险偏好明显下降 .....                | - 3 -  |
| 10月展望：震荡筑底中，基本面的好转和资金面的“失血”并行..... | - 4 -  |
| 经济在复苏的道路上前进，数据无甚惊喜.....            | - 4 -  |
| 企业盈利开始兑现预期，“超预期”的惊喜有限.....         | - 5 -  |
| 宏观政策微调继续，对股市的负面影响减弱.....           | - 6 -  |
| 最需要考虑的是A股市场资金的“供”、“求”动态平衡问题.....   | - 7 -  |
| 投资策略：调整持仓结构、逢低增加仓位 .....           | - 8 -  |
| 行业配置一：立足稳定增长、寻找结构性惊喜。.....         | - 8 -  |
| 行业配置思路二：谨慎参与世博、低碳经济、并购重组等主题性机会 ... | - 10 - |
| <br>图 1:9月份市场表现回顾（%） .....         | - 3 -  |
| 图 2:兴业证券策略重要观点回顾 .....             | - 3 -  |
| 图 3:工业企业利润持续改善 .....               | - 5 -  |
| 图 4:固定资产投资资金来源 .....               | - 6 -  |
| 图 5:流动性的宏观基调从极度宽松转向适度宽松 .....      | - 7 -  |
| 图 6:行业 PE(TTM)K线图 .....            | - 9 -  |
| 图 7:行业 PB(最新报告期)K线图 .....          | - 9 -  |
| 图 8:低碳经济的投资路线图 .....               | - 10 - |
| <br>表 1：兴业宏观 10 发布经济数据预测 .....     | - 4 -  |
| 表 2：9 月中国物流与采购联合会制造业 PMI .....     | - 4 -  |
| 表 3：5-8 月工业企业分行业单季度利润同比增速 .....    | - 8 -  |
| 表 4：10 月份行业配置建议表 .....             | - 11 - |

## 9月回顾：风险偏好明显下降

8月底，我们对策略进行了及时调整。9月策略《卧倒休息，等待行情再起》，维持经济形势、企业盈利趋势乐观之外，进一步强调市场的波动性，因为，政策微调、短期股市资金供求关系等发生了相对不利的变化。因此，建议9月配置偏重超跌、下半年业绩确定性增长的行业。

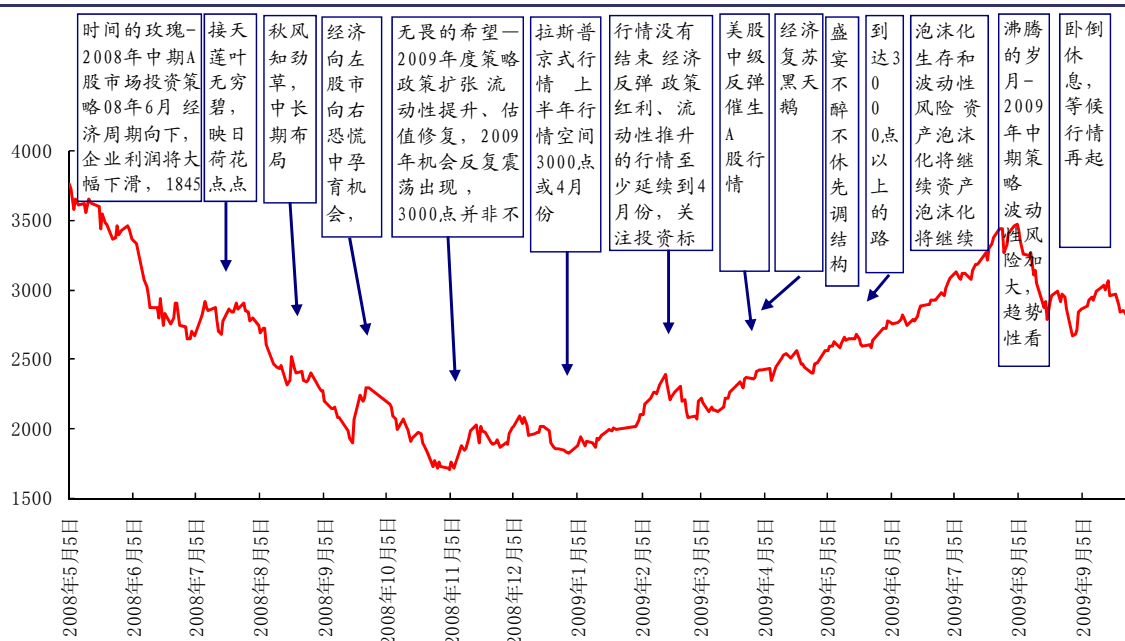
实际上9月A股震荡下跌，表现较好的正是家电、信息服务、医药生物、商业贸易、食品饮料等增长确定的行业，以及金融、房地产等超跌的行业。

图 1:9 月份市场表现回顾 (%)



资料来源：天软，兴业证券研发中心

图 2: 兴业证券策略重要观点回顾



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

## 10月展望：震荡筑底中，基本面的好转和资金面的“失血”并行

### 经济在复苏的道路上前进，数据无甚惊喜

在今年4月初，我们在《经济复苏黑天鹅》一文中就指出经济踏上了复苏之途。从4月到8月，A股在不断好转的经济数据刺激下快速地上涨，快速提升的PE也开始提前反应企业盈利改善的预期。

当前，经济仍在复苏之路上前进，但不再如同二季度那般超预期的刺激。根据兴业宏观研究员的判断，3季度中国经济由2季度超高速回落到高速区间，更可持续。GDP经季节调整的环比增速由二季度的17.5%回落到12%，9月工业增加值同比、零售额同比将较8月继续小幅回升，9月固定资产投资同比增速与8月持平。9月PMI指数同样显示经济稳定扩张的步伐。中国物流与采购联合会的制造业PMI指数及生产、新订单，新出口订单、采购量、从业人员等分项指数较8月略升。

表1：兴业宏观10发布经济数据预测

|             | 2009Q3     | 2009 Q2    |
|-------------|------------|------------|
| GDP 同比      | 9.5        | 7.9        |
| GDP 经季节调整环比 | 12.0       | 17.5       |
|             | 2009 年 9 月 | 2009 年 8 月 |
| 工业增加值同比     | 13.5       | 12.3       |
| 名义零售额同比     | 15.6       | 15.4       |
| 固定资产当月投资同比  | 33.0       | 33.0       |
| 对外贸易        |            |            |
| 出口同比        | -21.0      | -23.4      |
| 进口同比        | -15.5      | -17.0      |
| 贸易余额(十亿美元)  | 17.2       | 15.7       |
| 货币信贷        |            |            |
| M1 同比       | 27.9       | 27.7       |
| M2 同比       | 28.8       | 28.5       |
| 人民币贷款同比     | 34.4       | 34.1       |
| 价格指数        |            |            |
| 消费价格指数同比    | -0.7       | -1.2       |
| 工业品出厂价格指数同比 | -7.0       | -7.9       |

资料来源：兴业证券研发中心宏观部

表2：9月中国物流与采购联合会制造业 PMI

|       | 2009 年 9 月 | 2009 年 8 月 |       | 2009 年 9 月 | 2009 年 8 月 |
|-------|------------|------------|-------|------------|------------|
| 制造业   | 54.3       | 54.0       | 采购量   | 58.4       | 58.1       |
| 生产    | 58.0       | 57.9       | 进口    | 50.7       | 51.3       |
| 新订单   | 56.8       | 56.3       | 购进价格  | 57.5       | 62.6       |
| 新出口订单 | 53.3       | 52.1       | 原材料库存 | 47.9       | 48.8       |

|       |      |      |         |      |      |
|-------|------|------|---------|------|------|
| 积压订单  | 48.5 | 48.9 | 从业人员    | 53.2 | 51.4 |
| 产成品库存 | 46.0 | 46.5 | 供货商配送时间 | 51.0 | 50.4 |

资料来源：兴业证券研发中心宏观部

### 企业盈利开始兑现预期，“超预期”的惊喜有限

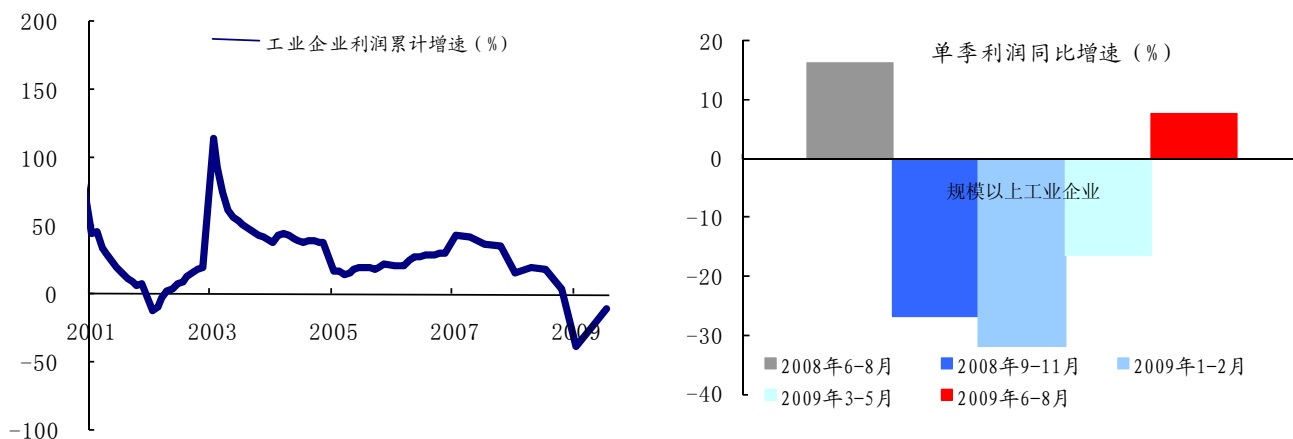
从10月份开始，A股行情从估值推升阶段转入盈利驱动阶段。3季报披露是发现结构性行情的契机。

首先，上市公司三季度单季业绩有望进入同比正增长区间。1-8月，全国规模以上工业企业同比下降10.6%，累计同比增速比前5月收窄12.3个百分点。从单季利润环比来看，6-8月利润环比2-5月增长了30.66%。并且，6-8月单季同比增速自08年四季度以来首次实现正增长。如若工业类上市公司业绩环比增速与工业企业6-8月环比增速一致，上市公司三季度单季以及前三季度同比都将进入正增长区间。

因此，以TTM计算的PE也将随着盈利的上升而下降。当前TTM的PE在32倍左右，并不算贵。若维持PE不变，则行情将随盈利的改善而前行。

另外，从我们的预测和一致预期来看，仍有10%的差距。6月我们判断2009年全年A股全年净利润同比增速可达28%甚至以上，最近有不少卖方调高了盈利预期，但仍较我们的预测低10%左右。

图3:工业企业利润持续改善



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

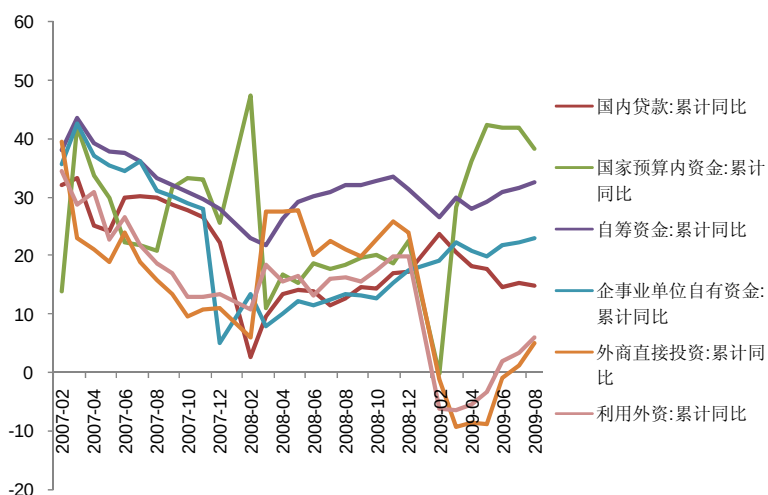
### 宏观政策微调继续，对股市的负面影响减弱

8 月初以来，政策出现了微调的迹象，而政策将在何时以何种力度展开调整，在保增长和调结构之间倾向于谁，引发投资者的分歧和市场的波动。

我们认为，经济“保增长、调结构”的大基调下，由于经济回升趋势已确定，前瞻性地防止经济过热、调结构，并不过分，并且，这些将是相机抉择，一段时间内保增长是焦点，一段时间内调结构是重点。这并不会导致经济增长趋势的拐头，而将促进经济长远、健康的发展。

但政策基调和政策效果的明朗尚需等待时间。十月底、十一月初，二套房政策的变化对房地产市场的影响应该已完全在数据上反映出来。另外，按惯例 12 月初，中央经济工作会议将定下一年的基调，而会议前，政策预期将会更加明朗化。

图 4: 固定资产投资资金来源



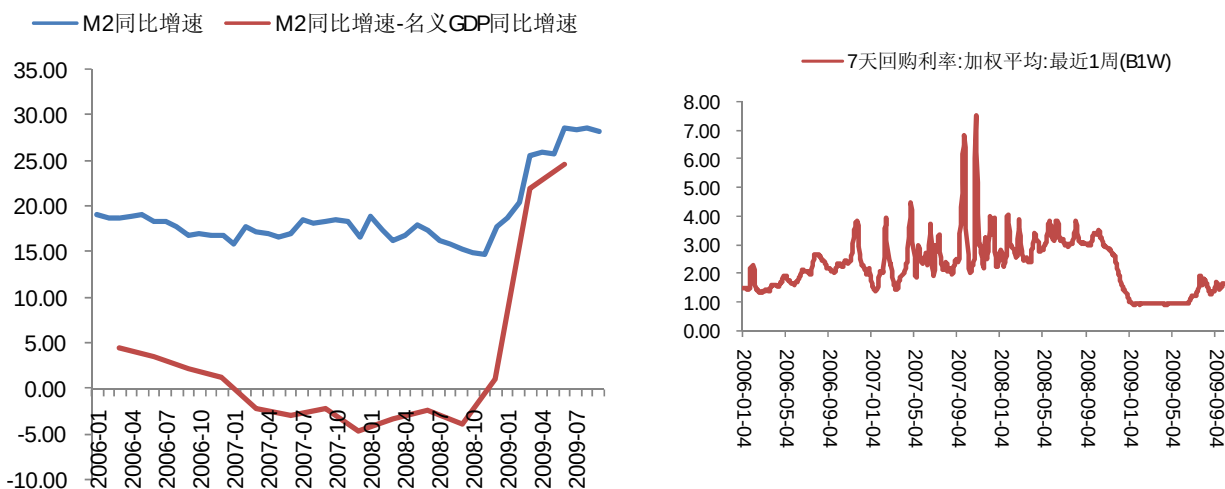
资料来源：WIND，兴业证券研发中心



### 最需要考虑的是 A 股市场资金的“供”、“求”动态平衡问题

从宏观角度看，流动性并非负面因素。虽然极度宽松的阶段已经过去，但是，依然宽松，对经济甚至股市仍是中性偏多的影响。这反映在，一是 M2 增速与名义 GDP 增速的缺口将收窄，但仍将维持在历史较高水平。根据兴业宏观研究员的判断，M2 名义增速几乎已触顶，而 GDP 增速和价格指数都处于上升阶段。二是银行间利率有所回升，但仍处在历史很低水平，对于股市的估值中枢尚不构成压力。

图 5:流动性的宏观基调从极度宽松转向适度宽松



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

当前，最需要考虑的是 A 股市场资金的“供”、“求”动态平衡问题。特别是，融资需求“相对过旺”、融资价格偏高等导致股市“失血”的问题。

作为政策手段，股市功能的侧重点发生变化。随着经济走出危机、走向复苏，特别是 6、7 月份资产价格猛涨，使得 A 股市场“提振信心、改善预期”的政策作用暂时告一段落。下阶段，股市的政策作用可能凸现为经济建设贡献力量，即融资功能。我们需要警惕行情和融资需求的博弈。

当前，融资需求势头正旺，一是反映在当前较快的 IPO 节奏和较高的融资价格。如果创业板推出时有 40 家挂牌，那 10 月预计还有 30 家要发行，按照已发行的 10 家企业的平均融资额 6.6 亿，10 月融资额则达约 20 亿，冻结资金就在 20000 亿左右。二是反映在再融资压力明显上升，如万科拟增发募资 112 亿，武钢配股募资 120 亿元，以及后续的银行应对资本充足率而进行的融资等等。

资金的“供给”，则取决于价格和预期。当前以 2009 年 28% 的业绩增长考察的动态 PE 才 22 倍，在并不坏的基本面趋势下，这样的估值水平并不算贵。关键在于投资者预期。如果股市没有赚钱效应，合理甚至较低的估值水平并不能吸引增量资金的供给。

我们判断，10 月份，股市继续“失血”和市场行情调整将最终达到博弈的拐点，就是，融资压力开始相对缓解，而较低的估值和基本面的改善又将吸引资金的进入，从而，推动行情反弹。因此，10 月震荡筑底的行情概率较大，进而，为后续震荡向上的行情，甚至是跨年度行情埋下伏笔。

## 投资策略：调整持仓结构、逢低增加仓位

综上所述，10 月震荡筑底的行情概率较大。因此，相应的策略是保持仓位的灵活性、调整持仓结构，并逢低买入。

### 行业配置一：立足稳定增长、寻找结构性惊喜。

业绩增长确定且估值合理的行业，我们看好商业、建材、金融等。而下半年结构性惊喜，可以从工业企业 1-8 月利润数据中挖掘，化工、交运设备、食品饮料、机械设备、纺织服装等行业利润增速逐季递增，并且在 5-8 月实现了同比正增长。

表 3：5-8 月工业企业分行业单季度利润同比增速

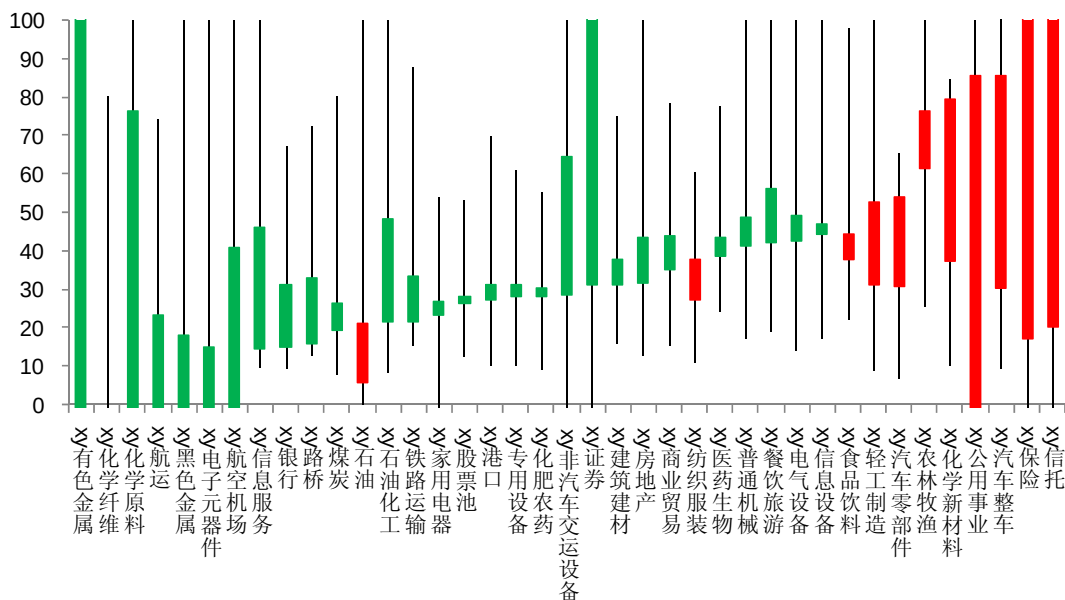
|          | 2009 年 2 月 | 2009 年 5 月 | 2009 年 8 月 |
|----------|------------|------------|------------|
| 纺织服装     | 15.63%     | 20.12%     | 33.80%     |
| 农副食品加工   | -8.00%     | 6.69%      | 24.76%     |
| 食品制造     | 15.72%     | 19.23%     | 28.48%     |
| 医药       | 19.86%     | 18.51%     | 10.45%     |
| 饮料制造     | 9.87%      | 10.62%     | 43.21%     |
| 非金属矿采选   | -11.56%    | -5.12%     | -18.37%    |
| 黑色金属采选   | -65.84%    | -73.71%    | -51.00%    |
| 煤炭       | 15.03%     | -0.20%     | -25.80%    |
| 石油天然气    | -86.06%    | -69.18%    | -58.28%    |
| 有色采选     | -53.84%    | -51.05%    | -31.38%    |
| 电气设备     | -15.96%    | 8.83%      | 29.20%     |
| 交通运输设备制造 | -40.44%    | 5.35%      | 48.42%     |
| 通信       | -96.31%    | -19.80%    | 5.22%      |
| 通用设备     | -4.43%     | -2.03%     | 19.43%     |
| 仪器仪表     | -24.42%    | -9.48%     | 17.92%     |
| 专用设备     | -13.37%    | 9.33%      | 24.84%     |
| 非金属矿物制品  | -3.56%     | 17.36%     | 23.99%     |
| 黑色金属压延   | -103.01%   | -95.20%    | -35.36%    |
| 化纤       | -110.56%   | 3.60%      | 339.91%    |
| 化工       | -49.27%    | -15.97%    | -9.09%     |
| 金属制品     | -0.54%     | -5.49%     | 11.83%     |



|      |          |         |         |
|------|----------|---------|---------|
| 有色压延 | -115.08% | -61.22% | -16.59% |
| 造纸   | -40.81%  | -22.22% | 3.41%   |
| 橡胶   | -45.36%  | 53.12%  | 98.18%  |
| 塑料   | -4.15%   | 14.47%  | 30.12%  |

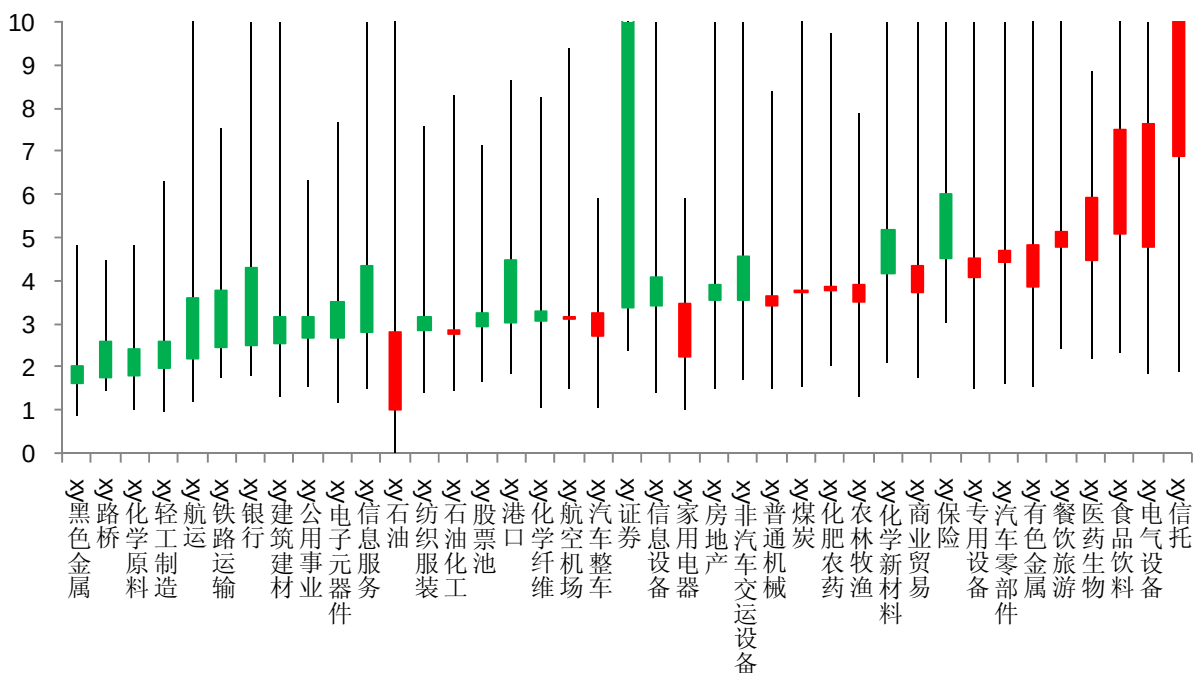
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 6:行业 PE(TTM)K 线图



资料来源：天软，兴业证券研发中心

图 7:行业 PB(最新报告期)K 线图



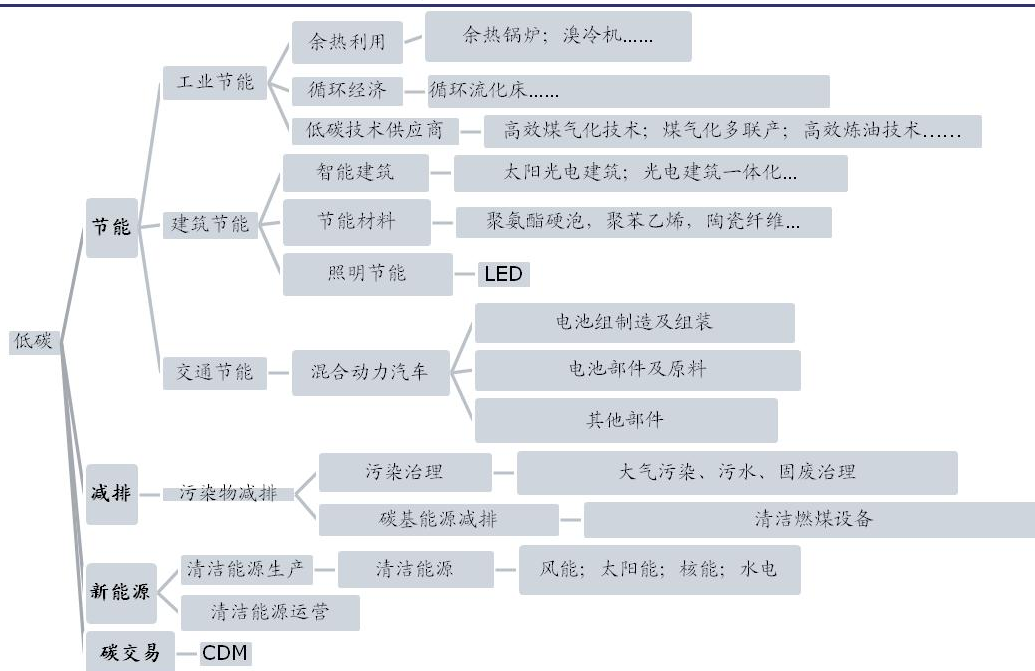
资料来源：天软，兴业证券研发中心

## 行业配置思路二：谨慎参与世博、低碳经济、并购重组等主题性机会

主题上，我们继续看好世博、国企并购重组和低碳经济。哥本哈根会议临近，在调结构政策的预期下，A股市场可能提前反映。

- 首先，节能、环保要求则可能成为调结构的硬性门槛，低碳经济相关公司将获利于需求的提升。短期特别关注受益于节能、环保需求提升的化工新材料、新型建材、有色金属新材料、低碳基数提供商等；
- 其次，由于信贷结构性约束，并购重组成为改善产业结构的有力手段，央企入主或参股地方国企的趋势开始出现，而上市公司更有可能作为整合的主体。（具体请参见《并购重组周报》）

图 8: 低碳经济的投资路线图



资料来源：兴业证券研发中心

表 4: 10 月份行业配置建议表

| 行业        | 沪深 300 指数权重 | 行业配置建议 |
|-----------|-------------|--------|
| 非银行金融(保险) | 9.79        | 超配     |
| 化工        | 2.65        | 超配     |
| 建筑建材      | 4.26        | 超配     |
| 交运设备      | 1.98        | 超配     |
| 商业贸易      | 2.69        | 超配     |
| 食品饮料      | 3.83        | 超配     |
| 房地产       | 7.83        | 超配     |
| 轻工制造      | 0.3         | 超配     |
| 银行        | 20.75       | 标配     |
| 信息服务      | 3.04        | 标配     |
| 医药生物      | 1.64        | 标配     |
| 电气设备      | 1.46        | 标配     |
| 机械设备      | 2.56        | 标配     |
| 煤炭        | 5.43        | 标配     |
| 石油石化      | 2.65        | 标配     |
| 非汽车交运设备   | 0.9         | 标配     |
| 餐饮旅游      | 0           | 标配     |
| 纺织服装      | 0.6         | 标配     |
| 信息设备      | 1.28        | 标配     |
| 黑色金属      | 5.33        | 低配     |
| 有色金属      | 5.85        | 低配     |
| 电子元器件     | 0.17        | 低配     |
| 公用事业      | 5.45        | 低配     |
| 家用电器      | 1.48        | 低配     |
| 交通运输      | 6.47        | 低配     |
| 农林牧渔      | 0.86        | 低配     |
| 综合        | 0.75        | 低配     |

资料来源：兴业证券研发中心策略部

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构销售部

### 机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

### 上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

### 北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

### 广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戡

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

### 研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

## 重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。