

循“业绩”、捞“实地”

——四季度 A 股投资策略

2009 年 10 月 9 日

投资要点:

- 三季度的 A 股市场在流动性助推发酵的乐观情绪下脉冲性的冲击至 3478 点后快速的下探至 2639 的最低点，9 月底为 2700-2800。按照我们对经济周期不同阶段中市场演绎的特征分析，经济复苏、经济繁荣的完整周期中股市通常会经历估值的两类泡沫，我们在中期策略报告中定义为“PE 泡”和“PB 泡”，并认为当时正处于估值的“PE 泡”阶段、预测其会在货币变数的预期下破灭。本轮的市场调整验证了“PE 泡”运行规律的推断，就目前调整的时间以及幅度来看，处于 2700 点的位置，我们认为本轮“PE 泡”破灭所诱发的调整周期将逐渐趋于尾声；市场将在四季度逐渐迎来积极的因素，业绩的逐渐恢复将为市场完成调整奠定积极基础，市场将从“PE 泡”回归到业绩基本面。
- 从股市运行逻辑而言，市场也到了关注业绩的时候了。我们认为宏观政策实质性调整的时间窗口为 2010 年上半年，而国庆期间澳洲央行的加息行为也表明了全球退出策略将摆在各国金融当局的面前。虽然退出没有时间表，但是暗含的推断就是未来政策恢复至正常态应该是必然的。因此，在超常规宽松的流动性逐渐趋于正常态的预期、现实下，关注经济复苏下业绩层面的因素将会是必然的选项。
- 全球经济结构性复苏、物价较快的恢复上涨；全球联合救市政策松动、渐次退出政策的选择成了市场的关注点；货币因素对股市的作用趋于正常态。在业绩基本面总体向好的驱动下，对于四季度的行情我们总体并不悲观；同时，业绩回归的结构性、回归幅度难有超预期的特征，将导致市场总体呈现出“区间震荡、筑底回升”的态势。可能的运行区间是 2700-3200；2700 点以下，市场将进入洼地区域(洼地在经济复苏阶段是可遇不可求的)、支撑区域。
- 投资策略上，如果说宽松流动性驱动的股市机会是一种普涨性特征、重在“取势”的话，那么业绩为主导的投资机会将更多的表现为结构性机会、将更侧重于循着“业绩”复苏的线索、以重个股、捞“实地”的策略应对。据此，可以关注四类个股的投资机会(详见正文)。

金融与产业研究所策略组

TEL: (021)63367000-269

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址:上海市延安东路 45 号

20F (邮编 200002)

引言:	3
一、资金面处于弱平衡	3
资金面 1: 信贷微调特征表现为“稳中长期、收短期及票据”	3
资金面 2: 储蓄搬家入市的持续性将弱于预期	4
资金面 3: 资金面供求进入弱平衡	5
二、经济面趋于好转	6
经济面 1: 全球经济复苏的国别差异为各国刺激政策序次退出带来可能	6
经济面 2: 出口平稳好转将是高概率事件	7
经济面 3: 投资驱动下国内经济结构性增长特征	8
三、业绩结构性恢复	9
业绩面 1: 非银行类上市公司单季利润快速恢复	10
业绩面 2: 非银行类上市公司毛利率恢复至相对高位、价差优势明显	10
业绩面 3: 营收恢复较为缓慢	11
业绩面 4: 业绩确定性增长、但弱于预期	11
四、市场结构分析	12
市场面 1: 估值的结构性分析显示当下估值趋于合理	12
市场面 2: 情景模拟下“区间震荡、筑底回升”为合理路径	13
五、投资策略	15
四个操作视角	15
重点个股	17
图 1: 信贷数据的波动显示出“微调”的现实性	4
图 2: 居民储蓄大搬家更多的是助推股市疯狂	5
图 3: 限售股解禁 10 月面临考验	6
表 1: 经济复苏呈现国别差异, 美国落后	7
图 4: 出口的平稳及好转将是是可以预期的	8
图 5: 投资驱动下工业、地产恢复快速	9
表 2: 上海、北京、深圳房产销售数据连续 2-3 月出现下滑	9
图 6: 可比上市公司(非银行类)净利润逐渐恢复至 2007 年的单季水平	10
图 7: 可比公司毛利率持续上升、费用收入比有所下降	10
图 8: 物价水平在暴跌之后逐步进入回升阶段	11
图 9: 可比公司营收规模恢复要缓慢些	11
表 3: WIND 数据库中市场一致预期的业绩增速	12
表 4: 3 季度上市公司业绩预警类型占比预示同比业绩难有提升	12
图 10: 非银行石化板块的纵向估值逐渐趋于合理	13
表 5: 主要板块估值的结构性分析	13
图 11: 三种情景下市场可能的运行轨迹	14
图 12: 香港恒生指数在经历全球互联网泡沫后的走势图	15
表 6: 资源类股是最具持续性的主题投资	16
图 13: 出口复苏的可预期性	16
表 7: 基于估值水平的防御性板块	16

引言：

第三季度的 A 股市场，首先在宽松流动性助推发酵的乐观情绪下脉冲性的冲击至 3478 点后快速的下探至 2639 的最低点、现在维持在 2700-2800。按照我们对经济周期不同阶段中市场演绎的特征分析，经济复苏、经济繁荣的完整周期中股市通常会经历估值的两类泡沫，我们在中期策略报告中定义为“PE 泡”和“PB 泡”，并认为当时正处于估值的“PE 泡”阶段、并预测其会在货币变数的预期下破灭。本轮的市场调整验证了“PE 泡”运行规律的推断，就目前调整的时间以及幅度来看，处于 2700 点的位置，我们认为本轮“PE 泡”破灭所诱发的调整周期将逐渐趋于尾声、尽管驱动下一个“PE 泡”行情的新的因素还没有显现；但是，市场将在四季度逐渐迎来积极的因素，其中，业绩的逐渐恢复将为市场完成调整奠定基础。

从股市运行逻辑而言，市场也到了关注业绩的时候了。我们认为宏观政策实质性调整的时间窗口为 2010 年上半年，而国庆期间澳洲央行的加息行为也表明了全球退出策略将摆在各国金融当局的面前。虽然退出没有时间表，但是其中暗含的推断就是未来政策恢复至正常态应该是必然的，因此，在超常规宽松的流动性逐渐趋于正常态的预期、现实下，关注经济复苏下业绩层面的因素将会是必然的选项。

全球经济结构性复苏、物价较快的恢复上涨；全球联合救市政策松动、退出政策的选择成了市场的关注点；货币因素对股市的作用趋于正常态。在业绩基本面单轮驱动下，对于四季度的行情我们总体并不悲观，我们认为四季度市场区间震荡、筑底回升将是大概率事件。可能的运行区间是 2700-3200；2700 点以下，市场将进入动态的洼地区域。需要说明的是，洼地在经济复苏背景下可遇不可求；同时，合理的估值区间在经济复苏确立的背景下将更多的呈现出支撑区间的特征，正如在熊市中合理的估值区间往往成了阻力区间。

投资策略上，如果说宽松流动性驱动的股市机会是一种普涨性特征、重在“取势”的话，那么业绩为主导的投资机会将更多的表现为结构性机会、将更侧重于循着“业绩”复苏的线索、以重个股、捞“实地”的策略应对。

一、资金面处于弱平衡

资金面 1：信贷微调特征表现为“稳中长期、收短期及票据”

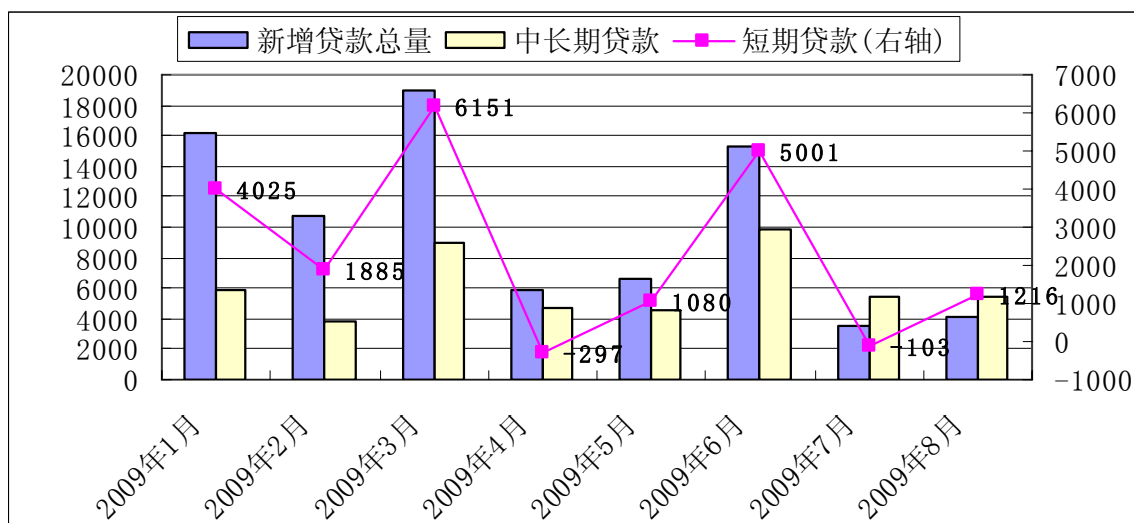
6、7、8 月份信贷新增总量、短期贷款等发生了较大波动：6 月新增贷款规模达到 1.53 万亿、对应的 7、8 月信贷规模收缩至 3500 亿、4100 亿；在新增贷款总量发生突变的同时，贷款的结构也发生了较大变化，中长期信贷总体处于稳定状态、维持在 5000-6000 亿水平，但是，短期及票据融资额 7、8 月出现了 2085 亿、1543 亿的收缩，仅票据融资 7、8 月就出现了 1982 亿、2764 亿的负增长。

信贷总量的变动、中长期信贷的稳定特征，表明宏观政策支持项目投资的取向并没有变，未来每个月中长期信贷维持在 5000-6000 亿水平是可以预期的。同时，票据融资连续两个月的负增长，至少表明资金成本的角度看票据融资将进入负增长的周期；根据前 8 个月新增的 1.2 万亿票据融资规模来看，以 6 个月为融资周期测算，则未来每个月票据负增长 2000 亿左右也将是可以预期的；另外，短期贷款最近数月的波动性以及短期短款与票据融资的相关性，我们认为短期贷款未来受到货币政策微调的影响比较大、且随着未来可能的加息预期，那么未来一段时间内短期贷款规模平均在 500-1000 亿(7、8 月短期贷款的平均数)也是一个可以预期的规模。合计，未来月新增贷款额平均在 3500-5000 亿比较合理；这个数据相对于上半年动辄万亿的信贷规模而言，有着较大的收缩。

由此可知，信贷层面的变化，表明“微调”不是纸上谈兵，也暗示着货币政策“超宽松”将回归到“适度”宽松层面；也暗含了信贷大量溢出至虚拟经济的现象，将逐渐失去成立的条件。从这种角度看，

未来信贷规模以及结构如果没有超出我们的估计，那么信贷的因素将在中短期内不再构成正面的影响力。

图 1：信贷数据的波动显示出“微调”的现实性



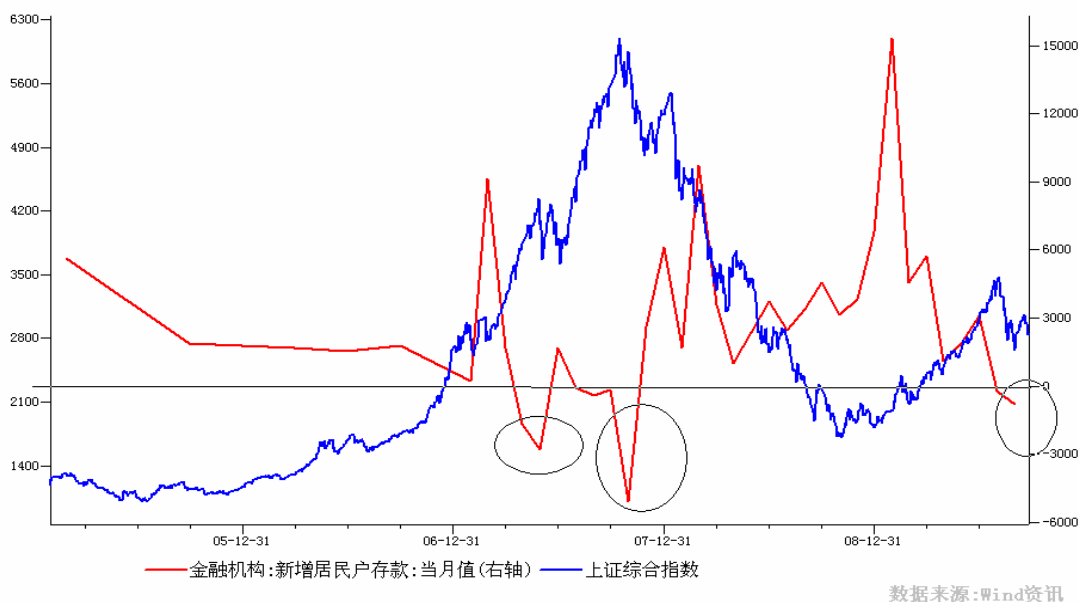
数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

资金面 2：储蓄搬家入市的持续性将弱于预期

信贷资金、储蓄资金、境外资金(包括外汇占款、热钱)往往是 A 股大行情的主要推动力。由于境外资金尤其是热钱数据的不可获得性以及其流向的随机扰动性，我们认为除了信贷资金外，储蓄资金的流向较为关键。市场之前通常认为储蓄资金能够接过信贷资金的“班”，重演 2007 年储蓄大搬家背后的股市疯狂。

但是，我们认为，储蓄搬家恰恰反映并对应着的是股票市场的非理性繁荣，而且预期本轮储蓄负增长的持续性将不如 2007 年。我们需要对储蓄资金搬家进行再认识：储蓄资金搬家虽然为市场提供流动性，但由于居民储蓄的信息不对称性、使其更可能表现为接市场最后一棒或者说助推泡沫的力量，理论上储蓄资金也仅仅是市场的噪声交易者，并不具有价值发现功能。因此，我们认为储蓄负增长、流入股市的行为，更多的暗示着泡沫的疯狂程度。同时，考虑到 2007 年储蓄大搬家、股市大牛市的背景在于 1999 年以来经济周期由谷底上升至 2007 年经济繁荣顶峰的累积。因此，从大周期的背景来看，我们认为本轮储蓄负增长的持续性不如 2007 年强，将是大概率事件；也许这一高峰要 1-2 年之后才能看到。

图 2：居民储蓄大搬家更多的是助推股市疯狂



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

资金面 3：资金面供求进入弱平衡

“信贷+新基金发行+热钱+储蓄搬家”与“限售股解禁+再融资+IPO+创业板+国际板”的对冲，资本市场中影响股市中短期内最重要的供求关系因素，逐渐从正面转向了中性，乃至转向了不可知的状态，资金面将很难在短期内成为积极因素，而将是在脆弱平衡中运行。

信贷规模：前八月 8.13 万亿，后续预计平均每月 4 千亿、短期贷款及票据融资规模每月平均为负增长 1000-1500 亿；全年总量将在 10 万以下。

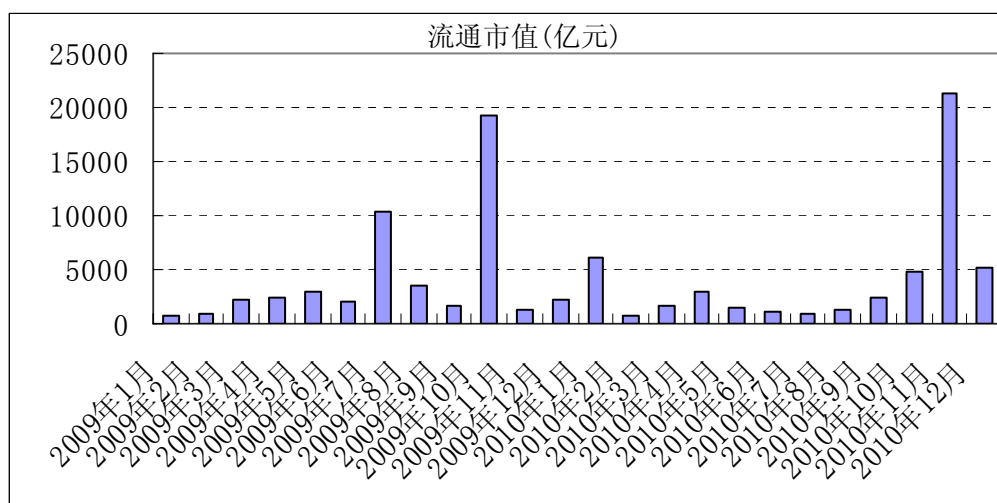
新基金发行：9 月底至 10 月底，16 只基金发行募集、虽多为 ETF，但根据最近中小基金公司的新基金平均募集资金规模在 30 亿左右的水准，10 月至 11 月中旬大致可以为市场潜在性的提供不超过 500 亿的资金量；

热钱规模：热钱总体上理解为扰动项，以 8 月为例，当月 75 亿美元 FDI、157 亿美元顺差、热钱大致为 200 亿人民币左右；

储蓄搬家：7、8 月储蓄减少 192 亿、800 亿人民币；根据储蓄搬家的分析，其恰恰标志着泡沫的疯狂及破灭；未来储蓄搬家的可持续性有待观察。

限售股解禁：四季度共有 2.3 万亿市值的限售股解禁，其中以 10 月为最。10 月有 3200 亿股解禁、市值规模近 2 万亿资金量；剔除其中最大的工商银行(10 月 27 日、2360 亿股)、中国石化(10 月 12 日、570 亿股)，依然有 2000 亿元的流通市值。

图 3：限售股解禁 10 月面临考验



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

融资规模：中冶 190 亿、浦发 150 亿、万科 110 亿等，大量个股尤其是大股票的 IPO、再融资，使得市场短期内受到的冲击较大；如果再考虑到创业板开设，那么未来市场对冲击包括创业板在内的 IPO 以及大盘股的再融资，预计规模将达到千亿人民币。

新股 IPO、创业板的开设以及未来国际板的开设预期，不仅使得直接的资金面受到影响，更重要的是，新股将可能出现破发、估值将缩小与国际股市的估值差，从而冲击现有的估值体系，影响大部分 A 股的估值，这一影响是缓慢的但却有着较大的必然性。

二、经济面趋于好转

经济面 1：全球经济复苏的国别差异为各国刺激政策序次退出带来可能

全球经济触底回升，但是复苏过程中的国别差异较为明显。金融危机发源地的美国复苏相对较晚、考虑到目前美国失业率的数据，我们依然维持美国失业率将在 2010 年上半年至中期见高点的判断、对应的美国经济增长在 2009 年下半年好转，也就是说，美国 GDP 季度环比在 2009 年下半年转正较为合理，目前市场预期 3 季度美国经济即出现正增长。但是，需要看到的是，欧洲主要经济体的德国和法国，还有日本在 2009 年 2 季度即出现了 GDP 季环比正增长、主要资源国的巴西也在 2009 年 2 季度出现了环比正增长；中国经济更是一枝独秀，全年保八成了必然性事件。

全球主要经济体的逐渐好转，表明金融危机、经济衰退渐行渐远，全球性的经济复苏渐行渐近。但是，对于资本市场，对于全球的资本流动来说，美国经济复苏的滞后性，货币政策的时机和幅度的非一致性使得基于美元的息差交易较为流行，这些使得美元弱势的时间将持续的更长些，对应的也就是说美国全面收缩流动性、加息的时间要晚些；相反，欧元区经济体则可能比较早的进入政策退出机制。

国庆期间澳大利亚央行的“意外”加息行为，恰恰表明了在全球复苏的国别差异下，退出机制将呈现出国别性；从利差的角度来看，将不利于美元。以色列、澳大利亚的先后加息，就货币政策层面透露出了两点：1、经济复苏后收缩货币将是各国的必然选择；2、基于复苏的国别性，收缩货币也将呈现出国别性；事实上，对于全球股票市场而言，也许这种国别性要优于收缩货币的同步性，因为如果同步，则将意味着继澳大利亚加息后其他主要经济体将在短时间内也同步加息，那将是全

球股票市场短期内不愿意看到的。

因此，我们认为经济复苏的国别性将导致退出时机的国别性，复苏较晚的美国将可能较晚的选择加息手段退出；但是，根据经济复苏的规律，连续出现 2 个季度的环比正增长将是必然，对应于彼时，将为货币当局收缩货币带来可能。因此，笔者愿意预期全球主要经济体在 2009 年底、2010 年初收缩货币；美国也不能例外，彼时，国际汇市的波动，将引发市场的波动。所以，从时间差上，货币政策正向的时间周期大概在 2010 年上半年结束，考虑到市场的前瞻性，在未来的 3 个月左右时间内，将是货币政策概念逐渐退潮时机。

表 1：经济复苏呈现国别差异，美国落后

	2001 年 9 月	2001 年 12 月	2009 年 3 月	2009 年 6 月
美国 GDP 季度环比(年化)	-1.1	1.4	-6.4	-1
英国季环比	0.4	0.3	-2.4	-0.7
日本季环比	-1.2	-0.5	-3.3	0.6
德国实际 GDP 全国季环比	-0.1	-0.3	-3.5	0.3
法国季环比	0.3	-0.3	-1.3	0.3
中国同比	7	6.6	6.1	7.9
巴西季度环比	-0.51	-0.04	-0.97	1.91
巴西季度同比	0.49	-0.65	-1.77	-1.16

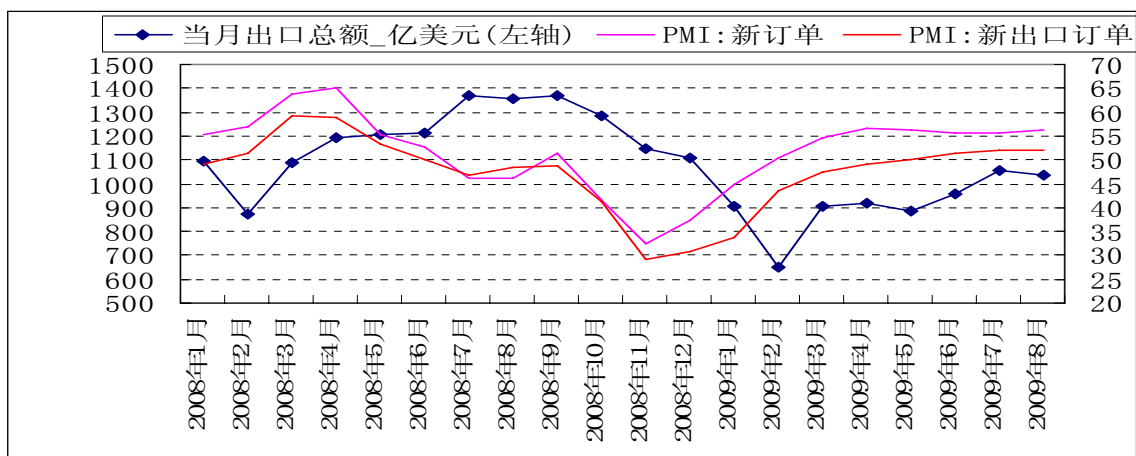
数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所。

经济面 2：出口平稳好转将是高概率事件

出口绝对量的平稳复苏、好转将是高概率事件。月出口总额已经连续 2 个月维持在千亿美元之上，同时，PMI 出口订单数据也显示出持续好转的迹象。从影响出口的逻辑来看，如前预测，随着欧洲经济、美国经济在 2、3 季度的陆续好转，出口届时的好转也将会是必然的。虽然各国的保护主义有所抬头，但是从贸易政策基于经济的内生性判断，我们不愿意悲观的看待贸易保护政策对出口的影响，并认为负面效应将会在可控的范围内，无论是轮胎、钢铁还是纺织等。

对于出口复苏的时间点，基于美国经济在 2009 年 3 季度正增长、4 季度连续正增长的预期，笔者认为，美国经济技术上确认复苏之时也就是中国出口进入平稳好转之际，虽然恢复乃至达到每月出口金额在 1300 亿美元以上需要时间，但是维持在千亿以上、并转正增长将是可以预期的。

图 4：出口的平稳及好转将是可预期的



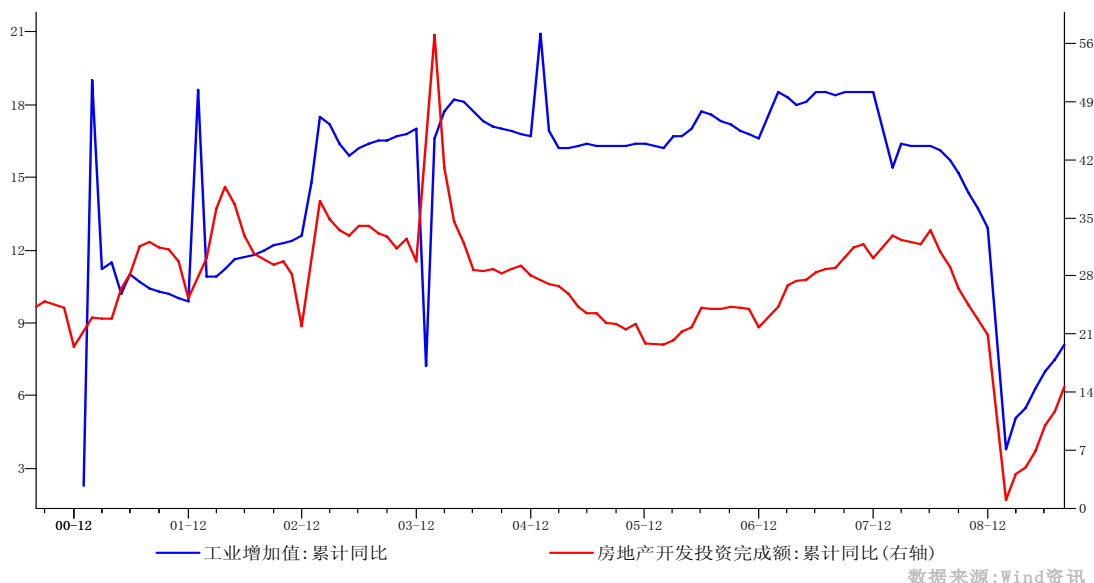
数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

经济面 3：投资驱动下国内经济结构性增长特征

中国经济呈现快速复苏态势，尤其与投资驱动为主的产业表现突出。工业增加值和房地产投资呈现 V 型的快速复苏特征。但是，过度依靠投资的驱动方式将会加剧经济的不平衡性，因此 32%-33% 的固定资产投资增速在中国经济的周期规律上注定是不可持续的，尤其在经济复苏、经济体努力恢复自身运行规律的背景下。

另外需要关注的一点，在于房地产投资。由于数据频率的不同，并根据房地产销售量与新开工面积、施工面积近似的高正相关性特征，基于上海、北京、深圳的日频销售数据来看，9 月三大城市的房产销售额均出现了不同程度的下滑，尤其以深圳为甚，深圳已经连续 3 个月出现 20% 左右的环比负增长，“金九银十”并未出现。因此，可以预期的是，全国的 9 月房地产新开工面积以及施工面积难有增长，房地产投资出现一个整固期将是必然的。

图 5：投资驱动下工业、地产恢复快速



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

表 2：上海、北京、深圳房产销售数据连续 2-3 月出现下滑

月份	深圳:一手房成交套数	上海:商品房预售套数	北京:期房网上签约套数
1	4448	9290	8269
2	5275	12730	7898
3	8509	22731	15170
4	7694	23544	17836
5	8479	27109	17262
6	6982	26697	18555
7	5501	27026	16978
8	4114	22669	16060
9	3252	22199	14277
9 月环比	-20.95%	-2.07%	-11.10%

数据源自 WIND EDB，东北证券金融与产业研究所。

三、业绩结构性恢复

如前分析，资金面在宏观环境下对股市逐渐失去积极影响力的背景下，选择业绩角度来思考股市的系统性以及结构性机会将是比较合理的投资策略。而在全球经济国别序列差异化的复苏大背景下，出口的缓慢复苏将会是大概率事件，时间点就可能在四季度；投资驱动的国内经济复苏可能出现一个整固阶段，其中围绕房地产投资的行业更有可能在四季度的前期处于整固阶段，其理由在房地产投资和销售的的相关性规律以及中国经济复苏周期中固定资产投资增速的常态化规律，两者均支持投资驱动性产业在经历 V 型大复苏后的整固阶段。

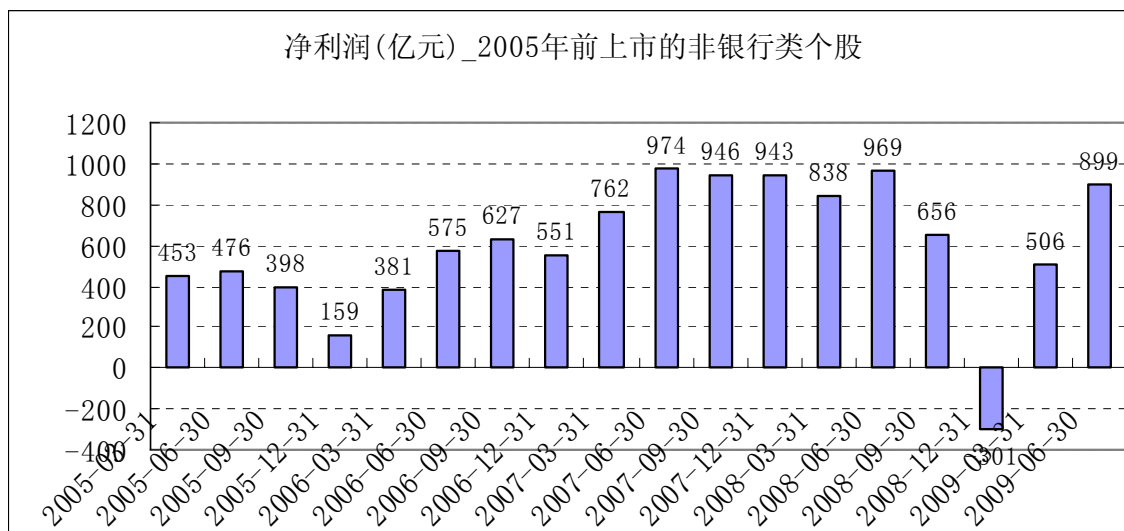
回归业绩层面，有两个方面可以大致确定：上市公司业绩 2009 年同比将出现 15%-20% 的较大增长；同时，业绩恢复主要在于去年四季度利润的低基数效应，也就是说，2009 年上半年的业绩恢复更多的来自于金融危机后较低的生产成本、较高的毛利率而非营业收入量的增长。换句话说，上市公司整体利润层面的业绩恢复目前主要停留于技术性的、价格层面的；而非基于需求拉动的营收

规模、数量的层面的因素。因此，选择上，除了选取有较强复苏预期的出口层面外，更多的可以考虑“价量配合”的行业。

业绩面 1：非银行类上市公司单季利润快速恢复

二季度所有 A 股环比增长 35%。从可比分析的角度出发，2005 年前上市的非银行类个股业绩环比增长 60%左右、同比增速下降幅度控制在 5%左右，净利润水平得到了快速恢复。对于非银行类上市公司的利润恢复，我们认为主要在于价而非量的恢复。

图 6：可比上市公司(非银行类)净利润逐渐恢复至 2007 年的单季水平

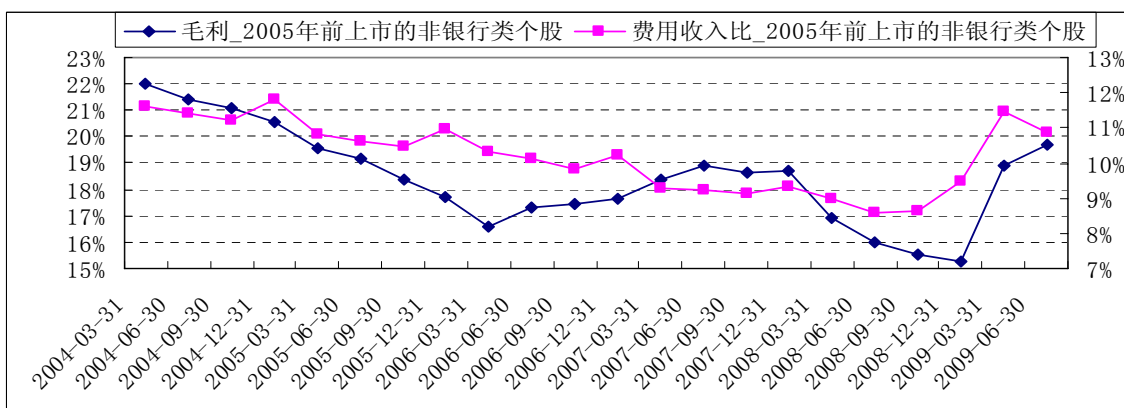


注：2005 年前上市的非银行类个股共有 1283 只，占目前 A 股总市值的 53%。之所以取该板块，是为了获取非银行企业业绩的可比序列。数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

业绩面 2：非银行类上市公司毛利率恢复至相对高位、价差优势明显

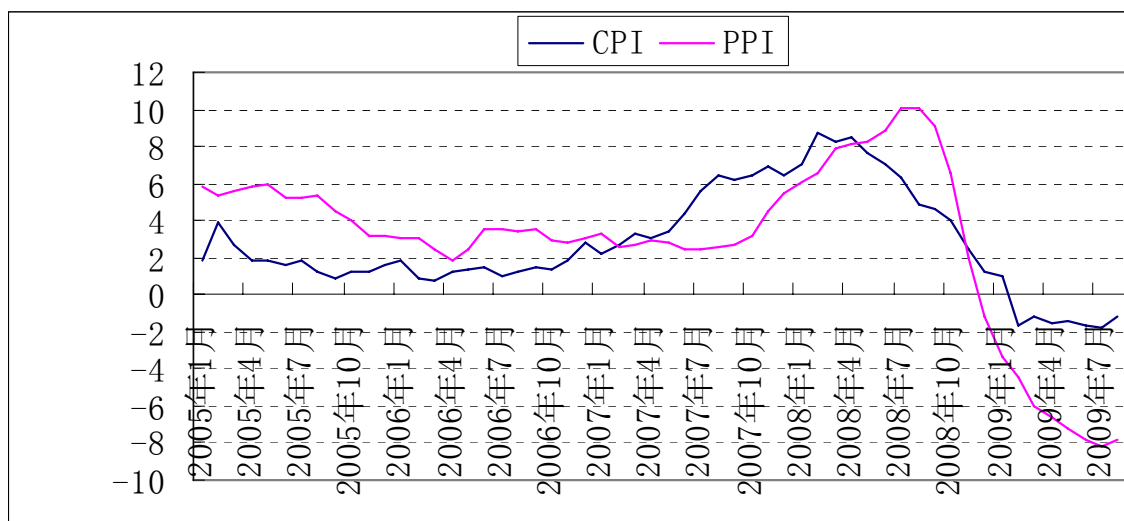
可比公司 2009 年 2 季度毛利率上升（从 18.88%升到 19.72%）、三项费用占营业收入比(11.46%降至 10.86%)略有下降，使得上市公司净利润增长在价差上得到了有力支撑。

图 7：可比公司毛利率持续上升、费用收入比有所下降



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 8：物价水平在暴跌之后逐步进入回升阶段

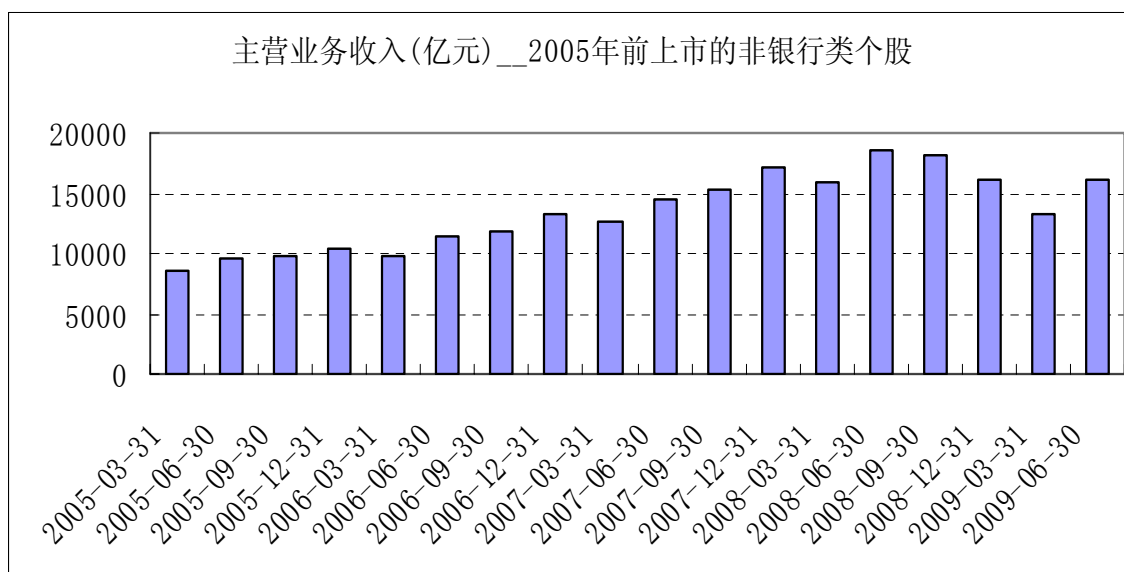


数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

业绩面 3：营收恢复较为缓慢

主营业务收入水平恢复较慢，目前营收规模恢复至 2008 年 3 季度的水平、环比增速 20%，但远低于利润恢复的速度。

图 9：可比公司营收规模恢复要缓慢些



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

数

业绩面 4：业绩确定性增长、但弱于预期

未来业绩增长将重点关注量的恢复，出口量、房地产汽车销量等；只有量的可持续恢复才有助于业绩的可持续性。

目前市场一致预期的 09 年业绩增速 20% 以上、10 年业绩增速 26%。我们依然维持之前的判断，

09 年上市公司业绩增速将低于 20%，结合 ROE 水平，15%左右较为合理。

这一点也与 3 季度上市公司的业绩预警相匹配。超过一半的公司 3 季报将出现亏损或业绩减少；暗含着上市公司 3 季度业绩总体持平的推断。

表 3：WIND 数据库中市场一致预期的业绩增速

全部 A 股归属母公司股东的净利润	利润规模(亿)	同比增速
2007 年 A	9699	
2008 年 A	8257	-14.86%
2009 年 E	10613	28.53%
2010 年 E	13386	26.13%

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

表 4：3 季度上市公司业绩预警类型占比预示同比业绩难有提升

计数项:预警类型	2008Q3		2009Q3	
预警类型	汇总	占比	汇总	占比
略减	41	5.35%	46	7.22%
预减	95	12.40%	102	16.01%
续亏	88	11.49%	77	12.09%
首亏	88	11.49%	104	16.33%
略增	94	12.27%	86	13.50%
预增	254	33.16%	99	15.54%
续盈	38	4.96%	65	10.20%
扭亏	58	7.57%	47	7.38%
其他	3	0.39%	2	0.31%
不确定	7	0.91%	9	1.41%
总计	766	100.00%	637	100.00%

注：其中仅有宁波银行(续盈)位于该样本集；数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

四、市场结构分析

市场面 1：估值的结构性分析显示当下估值趋于合理

估值的结构性分析：

银行、石化双雄板块，3000 点时对应的动态市盈率分别为 14.3 倍、20.4 倍，如果站在 2700 点附近，则这两类个股的估值水平较为合理；考虑经济复苏阶段偏于市盈率估值的特征，2700 点附近对应于银行股 13 倍左右市盈率是合理的、中期而言略显低估。

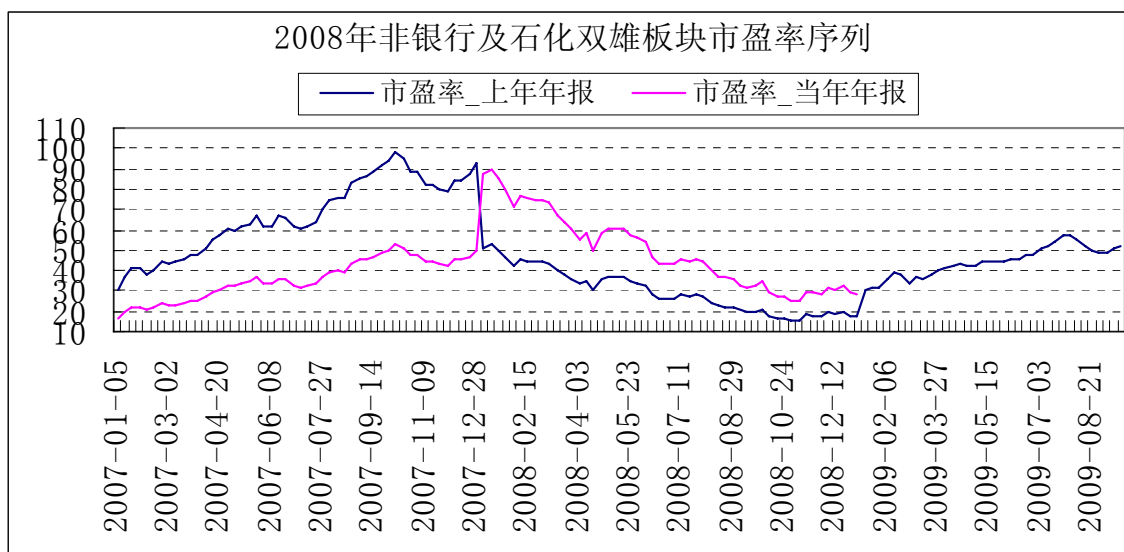
而非银行石化股的估值，3000 点时对应的动态市盈率 31.4 倍、2700 点附近在 29 倍左右，高估程度并不大。

我们进一步单独考察非银行石化板块，考察其纵向的估值水平序列，我们认为该板块动态 25-30 倍市盈率在经济复苏阶段已经合理、并随着时间推移将逐渐具有安全边际。这一点，也佐证了我们认为 2700 点是合理点也是经济复苏阶段股市的支撑点；2700 点下方将是洼地区域、支撑区域。

因此，从横向、纵向的角度看，市场在当下 2700 点附近较为合理，也与我们中期策略中提出的“PE 泡”对应的调整空间相对吻合。也就是说，市场整体调整空间并不大；从价值投资的角度看，

我们对后市并不悲观，而且市场风格选择上也该进入价值投资的阶段了。

图 10：非银行石化板块的纵向估值逐渐趋于合理



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

表 5：主要板块估值的结构性分析

板块名称	成份股	总市值亿元	市盈率_2008	市盈率_2009H1 ×2	预测市盈率_2009	市净率_2009H1
银行	14	34694	15.73	13.18	14.25	2.68
石化双雄	2	30930	25.03	21.5	20.41	3.07
08 年亏损股	245	12365	-14.53	241.76	43.78	4.93
08 年盈利股_非银行和石化	1312	134592	37.24	43.57	31.46	3.88
非银行及石化双雄	1557	146958	53.99	46.92	32.03	3.96
全部 A 股	1622	216573	31.55	26.85	23.2	3.48
2005 年前上市的非银行类个股 1283	1283	111648	54.67	42.13	28.76	3.77

注：数据取 2009 年 9 月 18 日，上证指数收于为 2962 点。数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

市场面 2：情景模拟下“区间震荡、筑底回升”为合理路径

模拟三种宏观经济及政策面的情景，我们倾向于第二种。

情景 1：全球经济快速复苏、物价缓慢恢复，各国保持前三季度的财政、货币力度，各国不考虑退出；股市在“刺激政策保持+基本面快速复苏”双重作用下，一路上扬

情景 2：全球经济结构性复苏、物价快速恢复上涨，全球联合救市政策松动；股市逐渐失去货币政策支撑，在基本面单轮作用下，区间震荡、筑底回升；

情景 3：全球经济二次探底，股市出现大 C 浪调整

根据我们之前对全球经济复苏的结构性特征的分析，我们认为第二种情景比较合理；对应的股市，则其可能的运行特征为：以区间震荡形式，实现筑底回升；四季度运行的大概率区间为 2700-3200；2700 点以下，逐步进入估值洼地，中长期看，2700 点下方在经济复苏得到明确确认的前提下将是本轮行情的支撑区间。我们敬畏市场，无意猜测市场的具体走势，只是结合走势、简单的标识后市可能运行特征(即粉色图线)，便于说明问题而已。另外，我们认为恒生指数在 2003-2004 年经济复苏通道中的走势值得当下 A 股借鉴。

图 11：三种情景下市场可能的运行轨迹



数据 2009 年 9 月 17 日，彼时上证指数 3047 点。数据源自彭博，东北证券金融与产业研究所。

图 12：香港恒生指数在经历全球互联网泡沫后的走势图



五、投资策略

四季度可能运行区间在 2700-3200，2700 点以下，逐步进入估值洼地区域；基于经济复苏阶段，估值洼地可遇不可求的特点，我们认为低吸点在 2700 点左右比较合适。

四个操作视角

1、抗通胀的资源类股是全球扩张货币政策下最具持续性的主题投资，对应的操作策略为“高抛低吸”。

其逻辑在于全球性扩张货币下，资源类的抗通胀特征；同时，全球经济复苏的国别特征以及收缩货币的非同步性，使得美元弱势持续时间将可能会持续至 2010 年上半年、美国通过加息收缩货币之前；同时，根据深交所披露数据，基金之前净买入量最大、且从 2009 年 2 月至 7 月持续表现非净买入的行业仅为金属非金属、采掘，这也表明了抗通胀资源类股受到了机构的认同，其持续性值得期待。该类板块主要即为有色、煤炭石油等。

2、出口复苏预期是距房地产复苏概念后极具联动性的板块链；对应的操作策略为“四季度可逐步介入，中期持有”。

其逻辑在于全球性的经济复苏在 2009 年 4 季度时将获得技术性确认(因为 4 季度时公布的数据将表明主要经济体多出现了连续 2 个季度的环比正增长)，虽然这种复苏带来的出口增长将是温和的，且受到贸易保护政策的干扰，但却是可信的；当然，长期而言，对于本轮由货币推动的经济复苏是否走的很远，是存在争议的，因此，中期持有。该类板块主要表现为主营出口业务的公司，多为机械制造、化纤、造纸、轻工等。

3、把握经济复苏大趋势下的低估值、具有安全边际的股票，对应策略为“逐步低吸，长期持有”。

该类板块主要集中在金融尤其是银行、造纸、公路、钢铁、机场、铁路等低估值板块。

4、主题投资：关注 AH 股折价的个股、高折价率的封闭式基金，以及经济结构转型背景下的创新

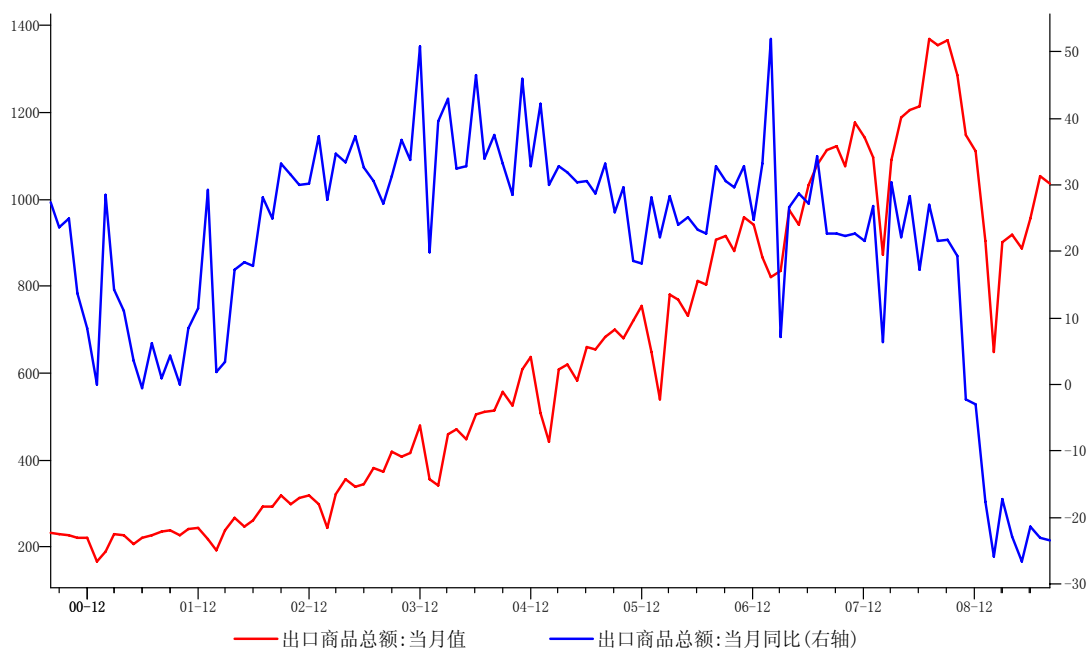
型上市公司。

表 6：资源类股是最具持续性的主题投资

描述	2009-2-28	2009-3-31	2009-4-30	2009-5-31	2009-6-30	2009-7-31	合计
净买入额:金属非金属:基金	-4.43	39.41	21.44	62.83	16.06	148.13	283.44
净买入额:金融保险:基金	41.23	7.69	-1.98	24.13	-7.16	24.58	88.49
净买入额:采掘业:基金	-55.66	26.41	1.68	12.85	38.53	33.09	56.9
净买入额:制造业:基金	9.68	-28.73	29.3	-32.04	-41.1	106.11	43.22
净买入额:建筑业:基金	4.36	-0.24	-1.07	2.73	-0.1	0.03	5.71
净买入额:造纸印刷:基金	-1.91	2.6	14.69	0.35	-8.1	-3.55	4.08
净买入额:纺织服装:基金	0.23	1.39	-0.32	0.79	2.24	-2.35	1.98
净买入额:运输仓储:基金	2.9	0.34	4.96	-7.13	1.48	-0.76	1.79

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 13：出口复苏的可预期性



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

表 7：基于估值水平的防御性板块

板块名称	市盈率上年年报	市盈率当年中报×2	预测市盈率(2009)	市净率当年中报	年出来涨幅
钢铁	33.86	-54.01	35.19	2.02	74.1

视听器材	-51.46	55.74	30.59	2.05	65.34
造纸	44.65	123.71	27.99	2.1	98.26
高速公路	21.03	18.38	18.73	2.12	64.07
通信运营	7.76	35.02	32.07	2.14	40.78
机场	31.63	30.95	25.58	2.31	33.22
金属制品	26.33	25.92	22.73	2.41	91.62
银行	15.73	13.18	14.25	2.68	89.77
航运	15.75	-21.75	-91.41	2.7	77.82
环保	45.73	29.93	28.87	2.71	97.59
铁路运输	21.76	24.82	21.88	2.74	29.72
电力	-171.35	43.48	27.57	3.01	42.37

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所。

重点个股

代码	名称	股价	市值(亿元)	2009Eps	评级
600785	新华百货	25.49	44.06	1.01	谨慎推荐
600693	东百集团	8.02	27.53	0.34	推荐
000987	广州友谊	20.78	74.59	0.81	谨慎推荐
600872	中炬高新	8.39	60.76	0.14	谨慎推荐
600352	浙江龙盛	8.51	112.16	0.48	推荐
000950	建峰化工	15.48	61.80	0.68	推荐
002042	华孚色纺	12.67	29.79	0.71	谨慎推荐
000423	东阿阿胶	19.46	127.27	0.58	推荐
002223	鱼跃医疗	24.84	38.38	0.58	谨慎推荐
600000	浦发银行	19.65	1735.10	1.42	谨慎推荐
601169	北京银行	17.23	1073.01	0.9	谨慎推荐
601998	中信银行	5.62	1496.69	0.35	谨慎推荐
601318	中国平安	50.70	2426.71	1.32	谨慎推荐
601857	中国石油	12.70	20564.10	0.7	推荐
000690	宝新能源	8.23	94.73	0.58	推荐
002242	九阳股份	25.33	128.50	1.36	推荐
600962	国投中鲁	10.58	21.34	0.11	谨慎推荐
000680	山推股份	10.13	76.90	0.63	推荐
002204	华锐铸钢	23.00	49.22	0.83	谨慎推荐
600550	天威保变	31.47	367.57	0.97	推荐
000932	华菱钢铁	6.28	171.92	0.06	推荐
002157	正邦科技	7.97	18.00	0.34	谨慎推荐
000758	中色股份	13.09	83.63	0.14	推荐
000060	中金岭南	22.72	232.61	0.34	推荐

东北证券金融与产业研究所。

免责声明:

本报告中的信息均来源于公开数据，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。本报告版权归东北证券股份有限公司所有。

评级说明:

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、弱于大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的涨幅超越综合指数;

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的涨幅与综合指数基本持平;

弱于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的涨幅落后于综合指数;;

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股价的涨幅超过综合指数 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股价的涨幅超过综合指数 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内，股价的涨幅超过综合指数 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内，股价的涨幅低于综合指数 5%以上;