



王智勇

电话: 010-88085989

Email: wangzhiyong@ehongyuan.com.cn

投资策略小组

唐永刚、王智勇、陈思、王铁琪

做多红十月，喜迎三季报

主要观点:

- 9 月，A 股市场在经历了 8 月的暴跌之后迎来宽幅震荡：上证综指最低探至 2639 点，最高冲击 3068 点，振幅为 430 点或 16.29%，A 股公司业绩利好和流动性利空主导了 9 月的冰火两重天。预计 10 月，伴随着 2009 年第三季度财报的发布，业绩利好将再次对 A 股市场形成向上支撑，流动性利空因素在短期内淡化，市场从 2712 点起步再次向上攻击 2750-3100 点中期震荡区间的上轨。
- 10 月，流动性利空因素在短期内淡化：限售股减持和主板扩容仍是主要利空压力；创业板对资金分流并无实质影响；2009 年 7 月和 8 月，第三次“储蓄搬家”略显雏形，这种“储蓄搬家”现象会在短期内对 A 股市场流动性形成支撑。
- 从全部 A 股可比公司归属母公司股东净利润的角度考虑，2009 年第三季度或为历史上最好的三季报。2008 年第 2 季度 A 股公司净利润 2852 亿，2009 年第 2 季度 A 股公司净利润 2772 亿，仅差 80 亿元或不足 3%。也就是说，如果 2009 年第三季度可比公司净利润环比增长在 3% 以上，就能够实现最好的利润水平，从我们此前的测算看，实际的环比增长至少在 10% 以上。
- 截至 10 月 11 日，1627 家 A 股公司中第三季度业绩预告的公司为 621 家，其中 306 家报喜，占比 48%。业绩预告报喜的公司主要集中在房地产、轮胎、化纤、民爆、高速公路、电力、家用电器、商业贸易、机械设备、建材等行业，预计这些具备高增长低估值属性的行业、公司一定会在 10 月份得到投资人追捧，有出色的股价表现。
- 海外市场的上涨将对 A 股市场形成支撑，特别是从 A-H 股溢价指数看，实证表明 A-H 股溢价指数在当前的点位上产生较大级别的反弹的可能性非常大，即 A 股市场将产生大幅度的反弹。
- 创业板对 A 股的正面影响，其一是推升部分受益于创投业务的 A 股公司业绩，为 A 股市场带来新动力。其二是通过估值的行业示范效应，对现有 A 股公司中 TMT（电信、网络、科技、传媒）、医药、清洁化工、智能机械、连锁商业、服务业、节能环保、新能源等行业的估值带来提升空间。
- 预计 10 月 A 股市场将在 2750 点—3100 点之间展开宽幅震荡，10 月份受三季报业绩利好刺激，流动性因素将短期淡化，市场的震荡盘升是主基调。短线参与市场的热点板块，特别是创投、并购整合等，积极参与创业板申购，中长期配置业绩稳定增长的低估值公司。

正文目录

一、9 月宽幅震荡：2500 点-2750 点是 18-20 倍动态 PE 的价值投资区域	4
二、流动性：利空因素将在 10 月份被短期淡化	5
2.1、创业板对市场流动性并不构成实质压力	5
2.2、10 月仍需重点关注股改限售股的减持再次加速.....	6
2.3、第三次“储蓄搬家”趋势或对 A 股市场流动性构成短期支撑.....	8
三、2009 年前三季度净利润同比增长或将由负转正，全年增长 20%以上	9
3.1、A 股可比公司利润最好的第三季度财报.....	9
3.2、第三季度业绩预告：48%预告公司报喜.....	10
四、周边市场：预计 A-H 股溢价指数将产生大幅反弹.....	11
五、10 月策略：重点关注一创一投	11
5.1、创投概念股重点关注“创投实力、创投含量、主业增长”三条因素	11
5.2、创业板高估值的行业示范效应	13
六、资产配置和股票池	14

图表目录

图表 1: A 股公司业绩利好和流动性利空主导了 9 月的冰火两重天.....	4
图表 2: 2009 年 9 月 A 股市场一级行业板块涨跌幅比较[%].....	5
图表 3: 股改限售股减持: 大非是市场的减持主力	6
图表 4: 2008 年 6 月-2009 年 8 月股改限售股单月减持比例比较[%].....	7
图表 5: 10 月解禁洪峰市值高达 2 万亿, 股改解禁市值 8000 亿	7
图表 6: 2009 年 8 月-2009 年 10 月按周统计的限售股解禁市值比较[横轴为截至日期]	7
图表 7: 第三次“储蓄搬家”会在短期内对 A 股市场流动性形成支撑.....	8
图表 8: 权重板块业绩增长步入上升通道, 具备较强的估值优势.....	9
图表 9: 全部 A 股公司第三季度业绩预告, 306 家公司报喜占比 48 %	10
图表 10: 中小企业板公司第三季度业绩预告, 176 家公司报喜占比 70 %	10
图表 11: A-H 股溢价指数处于历史低点附近, 近期反弹概率较大	11
图表 12: 创投概念股跑赢市场, 后期仍可重点关注	12
图表 13: 部分参股创投的 A 股公司	12
图表 14: 申报创业板公司的行业分布	13

一、9月宽幅震荡：2500点-2750点是18-20倍动态PE的价值投资区域

9月，A股市场在经历了8月的暴跌之后迎来宽幅震荡：上证综指最低探至2639点，最高冲击3068点，振幅430点或16.29%。以流通市值加权平均计算，中小企业板累计上涨7.59%，上证50指数成份上涨6.79%，全部A股上涨5.23%。

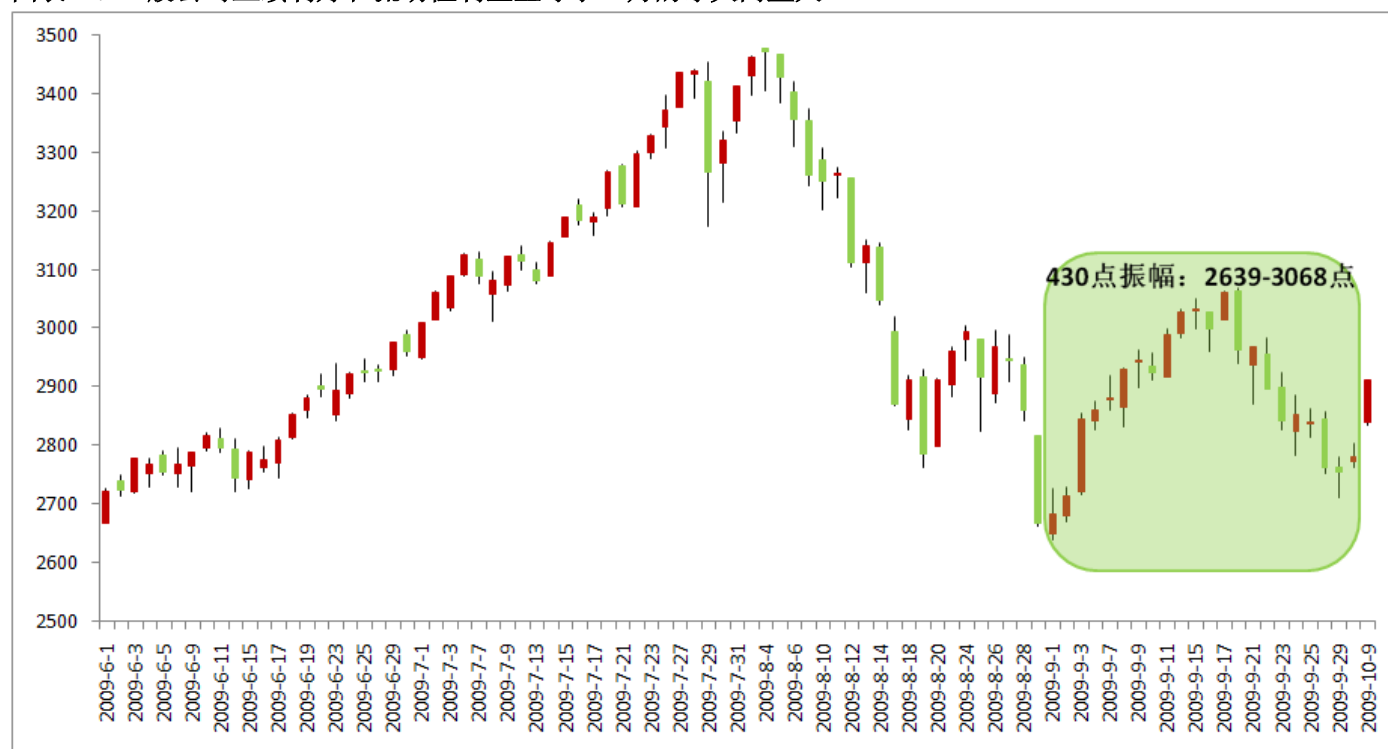
A股公司业绩利好和流动性利空主导了9月的冰火两重天。

业绩利好方面，8月31日A股公司中期财报公布完毕，09年中期归属母公司股东的净利润为4805亿，即使2009年下半年仅维持上半年的业绩水平，即全年9610亿元，亦高于2008年财报净利润8167亿17.67%。即，A股市场跌入2500点-2750点区域，实际上进入18-20倍动态PE的价值投资区域。因此，A股市场在9月1日完成探底后展开了上涨行情：上证综指从9月1日最低的2639点上涨至9月18日的3068点。

流动性利空方面，进入到9月中下旬，8月股改限售股减持数据、10月天量解禁市值、创业板扩容压力和再融资压力等主导了9月下半场的下跌。上证综指从9月18日最高的3068点下跌至9月29日最低的2712点。

预计10月，伴随着2009年第三季度财报的发布，业绩利好将再次对A股市场形成向上支撑，流动性利空因素在短期内淡化，市场从2712点起步再次向上攻击2750-3100点中期震荡区间的上轨。

图表 1：A股公司业绩利好和流动性利空主导了9月的冰火两重天

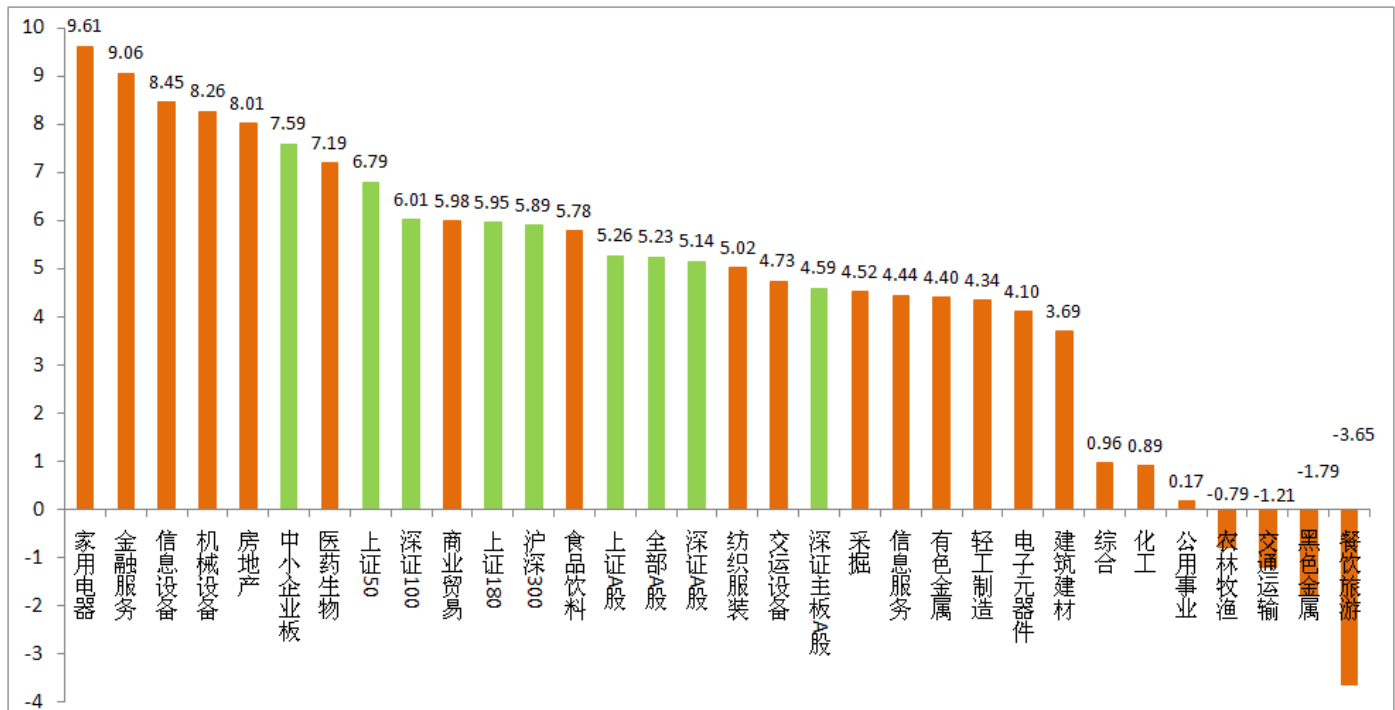


数据来源：宏源证券研究所

板块方面，2009年中期业绩保持确定性增长的家电电器、信息设备、房地产、医药生物获得市场资金的青睐，以流通市值加权平均计算，分别上涨9.61%、8.45%、8.01%和7.19%；绝对低估值的金融服务，特别是银行、保险

板块表现强势，累计上涨 9.06%。餐饮旅游、黑色金属、交通运输位于跌幅榜首位，分别下跌 3.65%、1.79%和 1.21%，因餐饮、钢铁、海运等子行业补跌所致。

图表 2：2009 年 9 月 A 股市场一级行业板块涨跌幅比较[%]



数据来源：宏源证券研究所 以流通市值加权平均计算

市场策略方面，9 月 1 日发布的策略报告《长期牛市遭遇“迷你熊”》指出，“A 股市场在进入 2500-2750 点的区域后，不必过分悲观”，“把握具备高增长低估值属性的公司”；9 月 21 日发布策略周报《关注限售股解禁和减持的利空影响》指出，“A 股市场将向下展开调整，关注 2750 点-2850 点的强支撑区域”。

二、流动性：利空因素将在 10 月份被短期淡化

2.1、创业板对市场流动性并不构成实质压力

创业板累计融资金额和平均融资金额占比较小。

截至 9 月 23 日，09 年发行新股 26 只，累计募集资金 958.23 亿元，发行费用 25.87 亿元，实际募集资金 932.36 亿元；平均募集资金 36.86 亿元/家，平均发行费用 0.99 亿元/家，平均实际募集资金 35.86 亿元/家。其中，22 只中小板公司的 IPO 募集资金共 139.16 亿元，发行费用 7.25 亿元，实际募集资金 132.06 亿元；平均募集资金 6.32 亿元/家、平均发行费用 0.34 亿元/家、平均实际募集资金 6 亿元/家。前两批过会的 13 家公司共拟融资 33.77 亿元，平均每家融资 2.6 亿元；证监会已受理企业 149 家，拟发行股份总额仅为 36.29 亿股，预计募资总量为 336.05 亿元，平均募集资金 2.26 亿元/家。

假设首批上市企业有 50 家，以每家 2.6 亿元融资额计算，则 IPO 募集资金总额约 130 亿元，占 09 年已发行新股募集资金的 13.57%，占总融资规模的 1048.46 亿元的 12.4%，占 07 年中小板 IPO 融资规模 4469.96 亿元的 2.9%，

占总融资规模的 7623.21 亿元的 1.71%。

股改限售股减持规模大于创业板融资规模。

从股改限售股减持规模看，根据中登公司大小非减持统计显示：7 月份，大小非减持数量达 13.63 亿股，日均减持 0.59 亿股；8 月份，大小非减持数量达 7.07 亿股，日均减持 0.34 亿股，市场的平均股价在 10 元左右。假设创业板每只新股平均募集资金 2.6 亿元，则其对主板市场的影响要低于大小非减持对主板市场的影响。

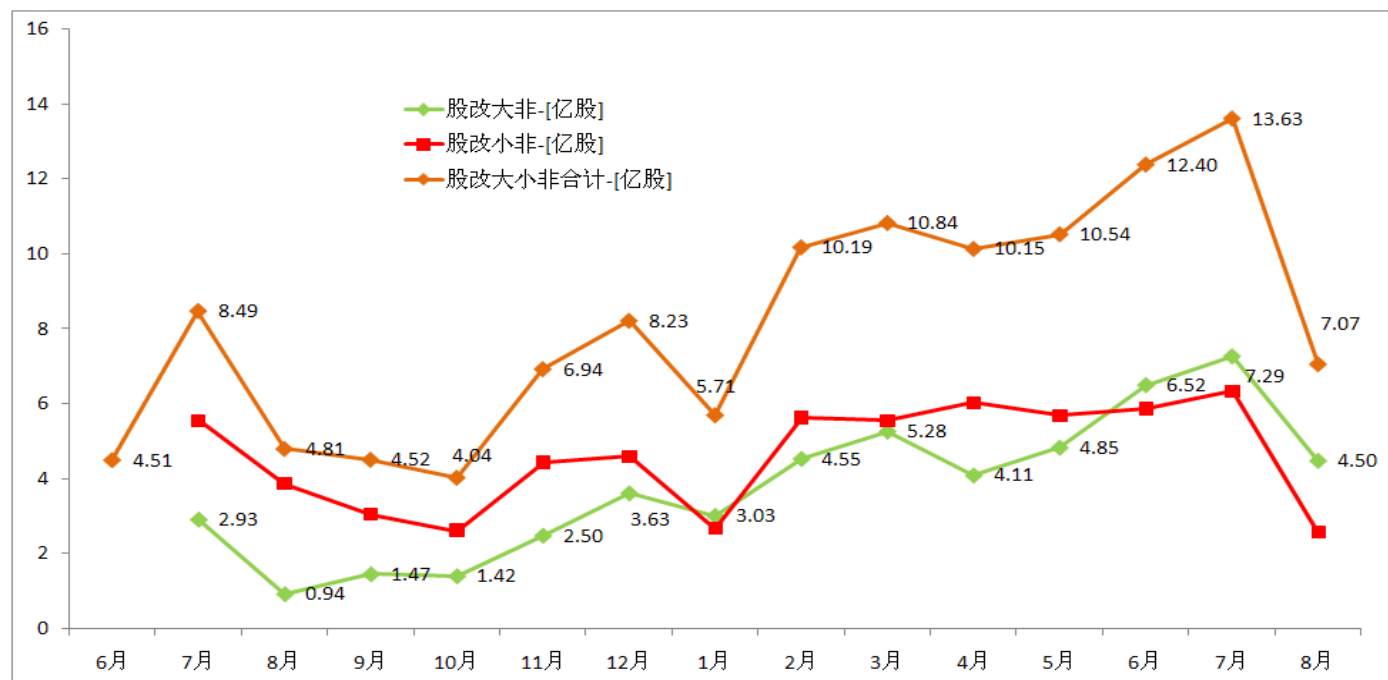
创业板申购和上市交易均分流资金有限。

若以首批上市创业板公司数量 50 家及年内上市总量 120 家测算，则募集资金总额约 130 亿元、312 亿元，远低于中国中冶、中国建筑 189.7 亿元、501.6 亿元的融资规模。假设这些公司上市首日平均涨幅 150%，也仅分流资金 325 亿元、780 亿元，对于日均成交额超过 2000 亿的主板市场而言，影响甚微。

2.2、10 月仍需重点关注股改限售股的减持再次加速

从 2009 年 6 月开始，股改限售股的减持数据中，大非减持规模超过小非，成为市场的减持主力。2009 年 6-8 月大非分别减持 6.52 亿股、7.29 亿股和 4.50 亿股。根据我们此前的跟踪，市场在短期之内出现快速的上涨，大非减持就会出现加速的特征，那么 9 月前半个月大非减持是加速的；小非的减持规模受解禁量缩小的影响，对市场的冲击将逐渐淡化。

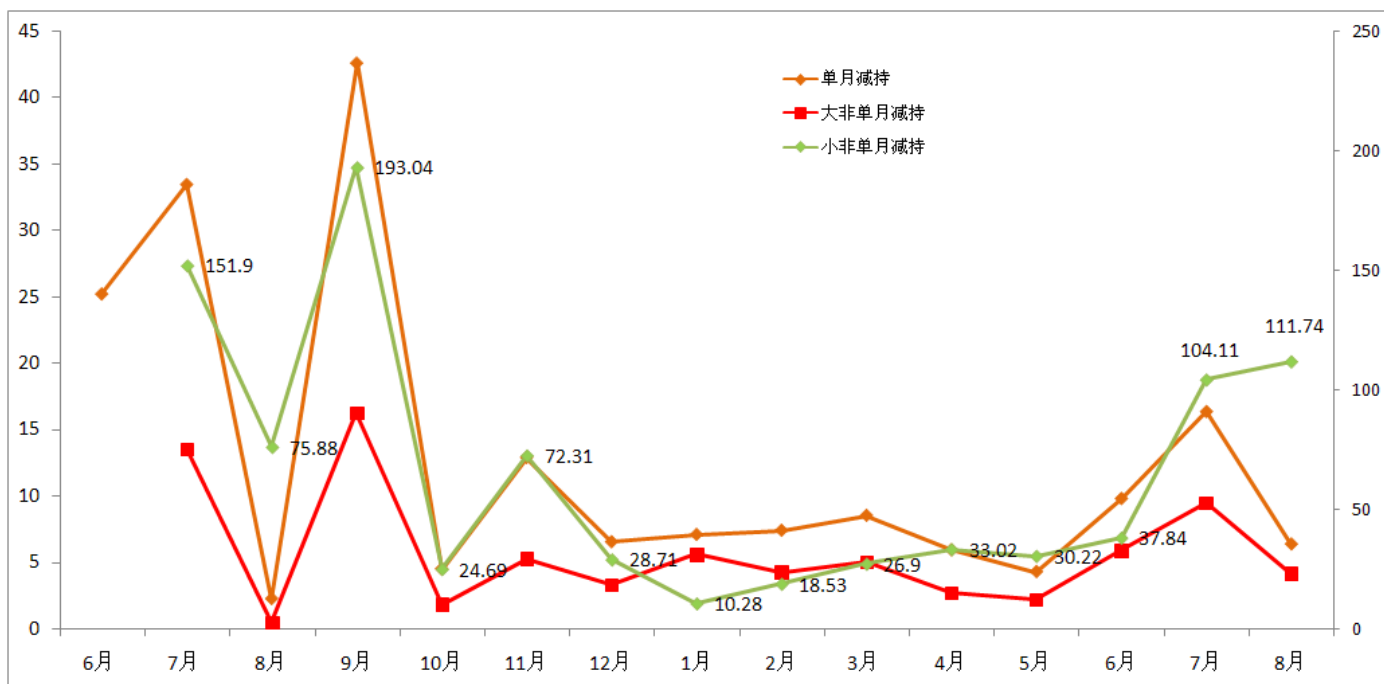
图表 3：股改限售股减持：大非是市场的减持主力



数据来源：宏源证券研究所

从单月减持比例看，小非在 8 月的单月减持比例为 111.74%，超过了 8 月份的 104.11%，小非的减持依旧比较活跃。

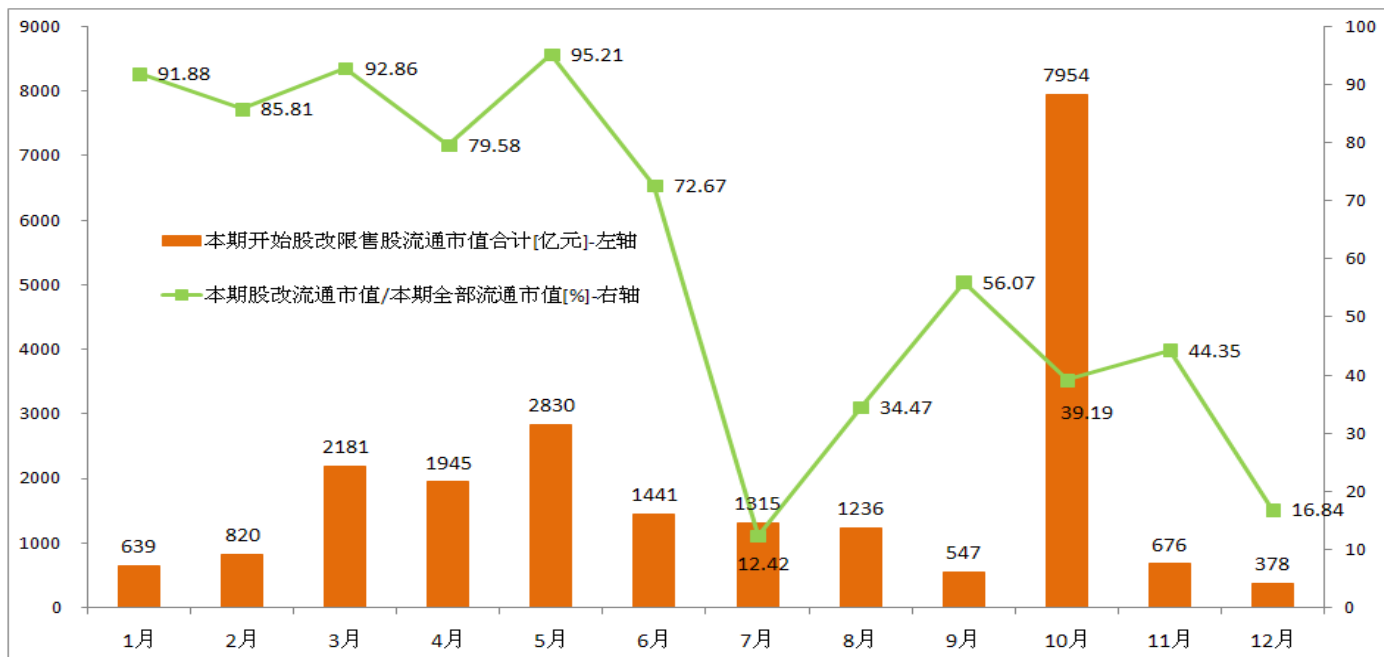
图表 4：2008 年 6 月-2009 年 8 月股改限售股单月减持比例比较[%]



数据来源：宏源证券研究所

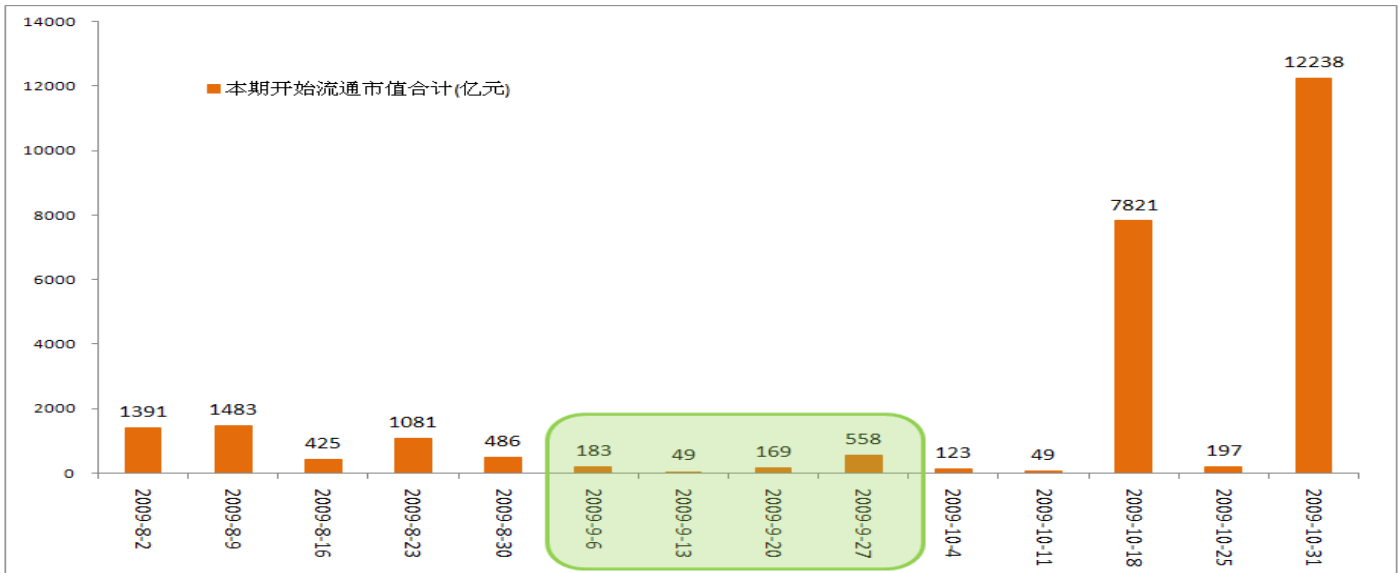
2009 年 1-12 月 A 股市场的限售股解禁存在较强的时间特征：7 月和 10 月是限售股解禁的高峰期，解禁市值分别为 10582 亿元和 20296 亿元。其中 10 月份股改解禁市值占比 39.19%，总规模在 8000 亿左右。以周统计看，10 月 18 日和 10 月 31 日当周的解禁压力最大，分别为 7821 亿元和 12238 亿元，需特别关注天量解禁对投资者的心理影响，可能产生较大市场抛压。

图表 5：10 月解禁洪峰市值高达 2 万亿，股改解禁市值 8000 亿



数据来源：宏源证券研究所

图表 6：2009 年 8 月-2009 年 10 月按周统计的限售股解禁市值比较(横轴为截至日期)



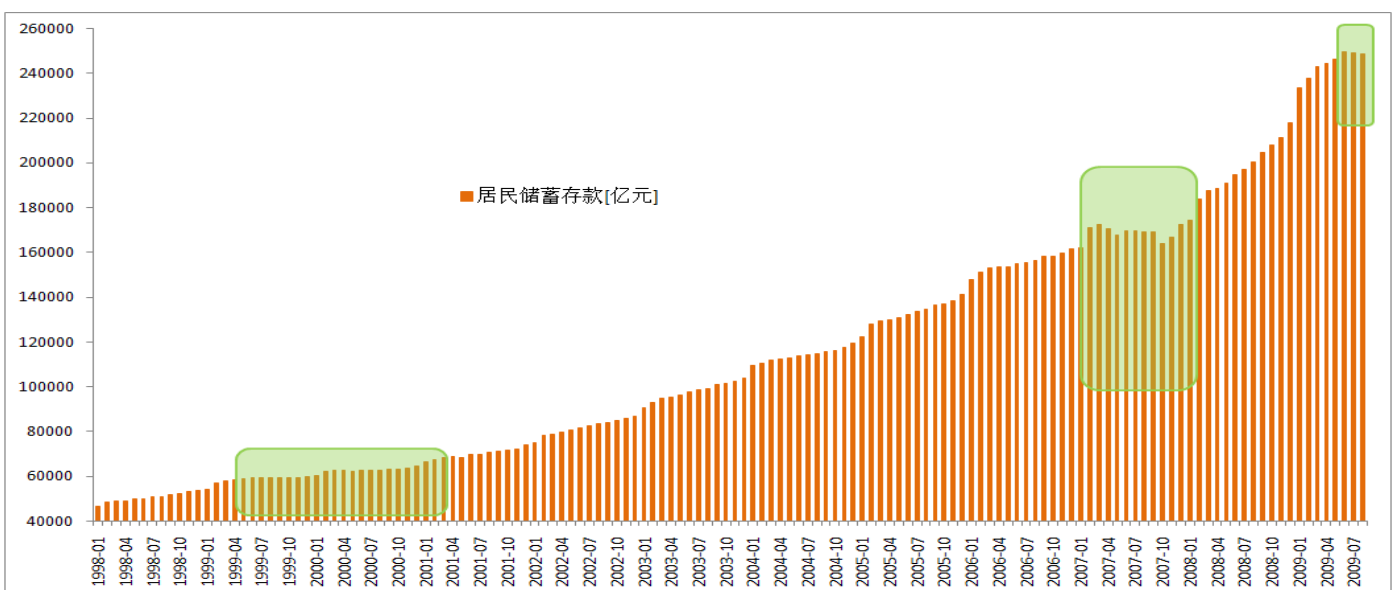
数据来源：宏源证券研究所

2.3、第三次“储蓄搬家”趋势或对 A 股市场流动性构成短期支撑

国内居民大规模的“储蓄搬家”发生过两次：1999-2000 年和 2007 年。居民储蓄存款数字显示，1999 年的 7 月、10 月与 11 月这三个月份出现了居民储蓄负增长，全年居民储蓄增加额比 1998 年少了近 900 亿元；2000 年居民新增储蓄在 5 月、7 月与 10 月这三个月份出现阶段性的减少。第二次“储蓄搬家”出现在 2006-2007 年。2006 年居民储蓄存款减少 959 亿元，2007 年居民储蓄存款减少 9589 亿元。其中，2007 年的 4 月、5 月、7 月至 10 月的六个月中，居民户存款均相继出现负增长。

2009 年 7 月和 8 月，第三次“储蓄搬家”略显雏形，这种“储蓄搬家”现象会在短期内对 A 股市场流动性形成支撑。

图表 7：第三次“储蓄搬家”会在短期内对 A 股市场流动性形成支撑



数据来源：宏源证券研究所

三、2009 年前三季度净利润同比增长或将由负转正，全年增长 20%以上

3.1、A 股可比公司利润最好的第三季度财报

如果从全部 A 股可比公司归属母公司股东净利润的角度考虑，2009 年第三季度或为历史上最好的三季报。2008 年第 2 季度 A 股公司净利润 2852 亿，2009 年第 2 季度 A 股公司净利润 2772 亿，仅差 80 亿元或不足 3%。也就是说，如果 2009 年第三季度可比公司净利润环比增长在 3% 以上，就能够实现最好的利润水平，从我们此前的测算看，实际的环比增长至少在 10% 以上。

如果从 23 个一级行业的历史利润比较看，权重板块业绩增长步入上升通道，且具备较强的估值优势。

图表 8：权重板块业绩增长步入上升通道，具备较强的估值优势

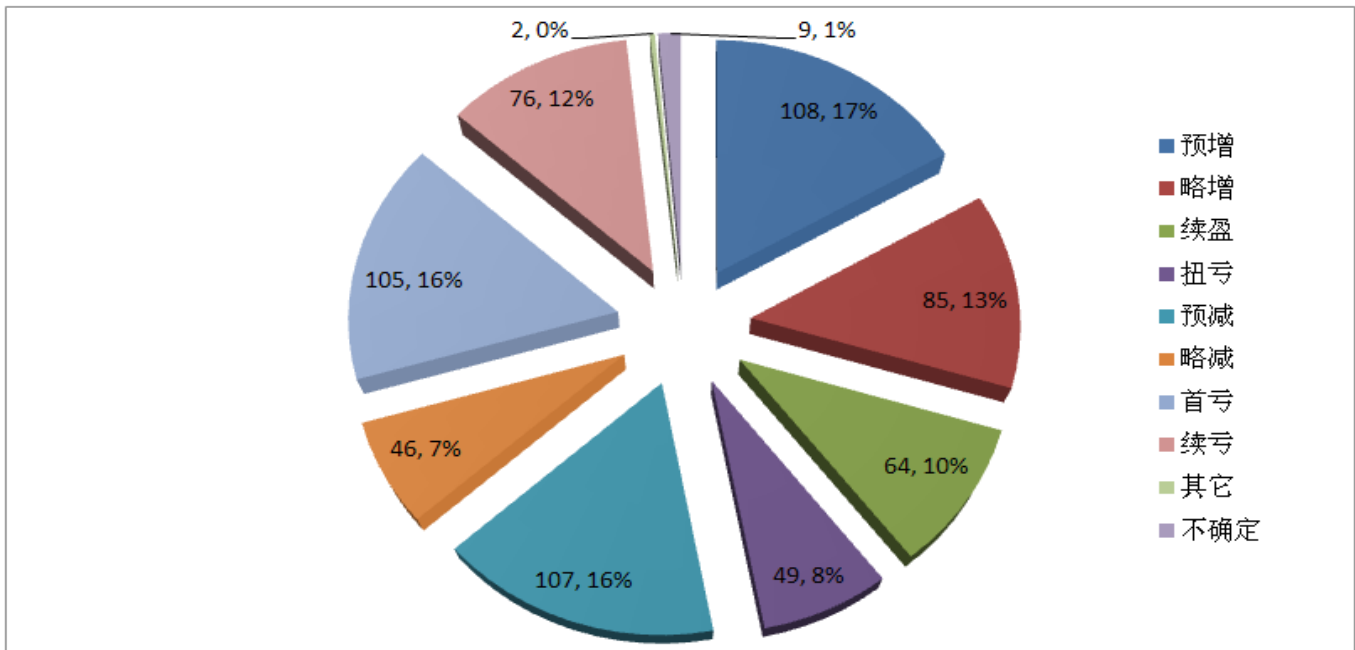
板块名称	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q2 净利润权重占比
金融服务	1329.7	1300.9	968.52	402.55	1195.2	1357.06	48.96
采掘	398.42	402.54	596.28	377.87	344.42	460.39	16.61
化工	134.42	97.46	99.92	-7.09	134.89	271.87	9.81
房地产	44.82	72.83	37.90	101.39	38.68	100.58	3.63
建筑建材	43.29	76.04	52.65	34.96	48.51	75.88	2.74
机械设备	58.69	74.00	54.27	28.06	46.19	80.63	2.91
交通运输	192.22	197.44	98.23	-307.1	32.38	70.29	2.54
公用事业	23.26	4.72	-10.68	-27.71	35.02	64.38	2.32
交运设备	62.70	65.46	35.29	-5.92	32.67	63.42	2.29
医药生物	30.92	38.29	36.66	12.15	39.94	45.60	1.65
食品饮料	37.40	31.36	23.45	-5.17	47.16	39.02	1.41
商业贸易	35.67	41.29	24.92	7.18	30.09	33.23	1.20
家用电器	17.33	20.10	14.31	-4.05	12.48	31.56	1.14
信息服务	21.39	29.16	26.48	185.23	23.98	26.56	0.96
信息设备	6.37	10.57	6.92	1.43	5.90	20.62	0.74
有色金属	72.76	82.91	47.85	-117.4	-10.42	20.51	0.74
纺织服装	11.46	21.45	9.08	-4.09	14.22	15.26	0.55
轻工制造	13.15	16.48	10.78	-7.61	2.47	11.20	0.40
农林牧渔	7.71	7.57	-5.92	9.33	4.71	9.33	0.34
综合	4.39	4.75	2.19	3.80	0.83	7.16	0.26
餐饮旅游	1.58	4.43	3.92	0.91	1.72	4.26	0.15
元器件	7.53	12.73	4.31	-39.86	-9.48	-5.95	-0.21
黑色金属	153.65	238.71	129.77	-289.5	-41.58	-31.34	-1.13
合计	2708.8	2851.2	2267.1	349.44	2029.9	2771.52	100.00

数据来源：宏源证券研究所

3.2、第三季度业绩预告：48%预告公司报喜

截至 10 月 11 日，1627 家 A 股公司中第三季度业绩预告的公司为 621 家，其中 306 家报喜，占比 48%。业绩预告报喜的公司主要集中在房地产、轮胎、化纤、民爆、高速公路、电力、家用电器、商业贸易、机械设备、建材等行业，预计这些具备高增长低估值属性的行业、公司一定会在 10 月份得到投资人追捧，有出色的股价表现。

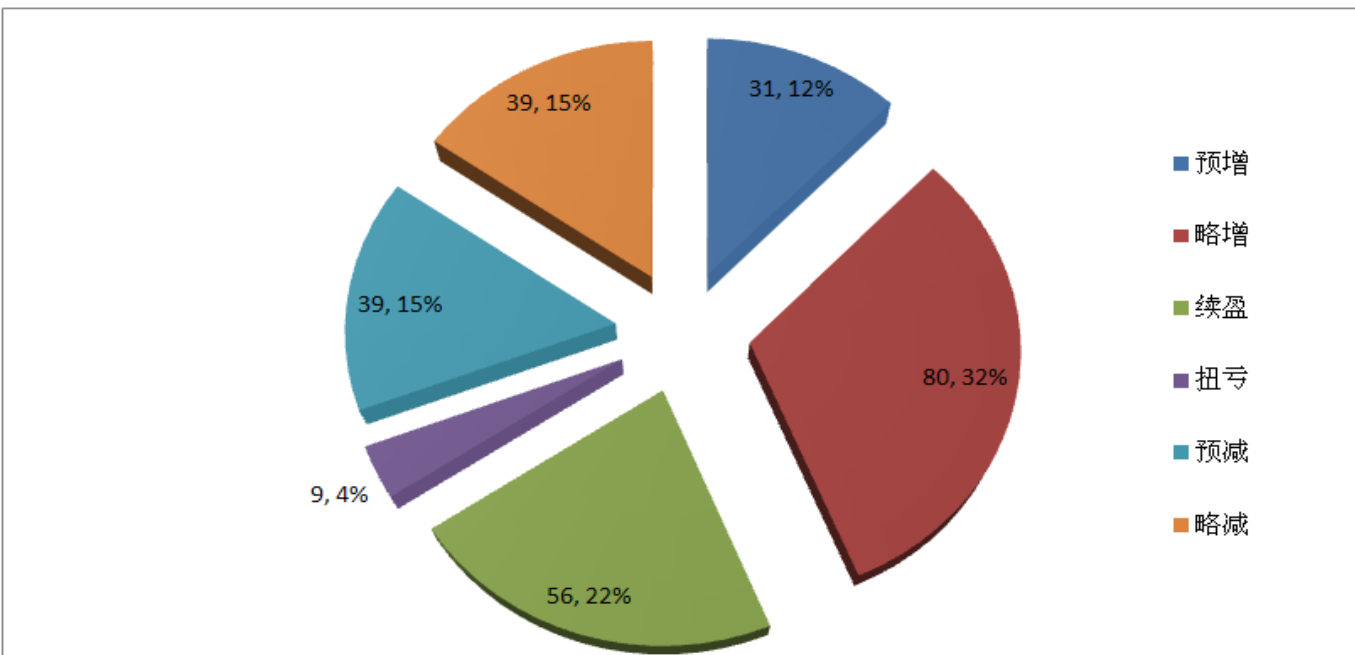
图表 9：全部 A 股公司第三季度业绩预告，306 家公司报喜占比 48%



数据来源：宏源证券研究所

截至 10 月 11 日，297 家 A 股公司中第三季度业绩预告的公司为 254 家，其中 176 家报喜，占比 70%。中小企企业板的高成长性将在 2009 年三季度财报中再次体现。

图表 10：中小企企业板公司第三季度业绩预告，176 家公司报喜占比 70%



数据来源：宏源证券研究所

10 月份，重点关注三季报业绩预增板块中的中小企业板块。

四、周边市场：预计 A-H 股溢价指数将产生大幅反弹

从 A-H 股溢价指数看，实证表明 A-H 股溢价指数在当前的点位上产生较大级别的反弹的可能性非常大，即 A 股市场将产生大幅度的反弹。2006 年 10 月和 2007 年 7 月的反弹比较明显的基本面支撑是，业绩步入上升通道和流动性相当充裕；2008 年 9 月、2008 年 12 月和 2009 年 6 月的三次反弹比较明显的基本面支撑是流动性相当充裕，同时业绩面逐渐提供支撑。现在的情况是，业绩面步入上升通道提供支撑，但是流动性存在隐忧。所以，后面 A-H 股溢价指数存在较大的反弹动力，但仅为反弹。业绩面再次提供支撑的时间窗口在 2009 年 10 月中下旬，即 A 股公司三季报披露步入高潮至结束的这段时间。综合上述的因素和三季报的时间窗口，从 A-H 股溢价指数看，A 股市场的下跌空间有限。

图表 11：A-H 股溢价指数处于历史低点附近，近期反弹概率较大



数据来源：宏源证券研究所

综合流动性、业绩和周边市场三个因素的分析，我们认为 A 股市场在 2750 点-2850 点是非常安全的价值投资区域，投资者可安心持股。流动性因素并未发生方向性的转变，后期市场流动性仍将维持相对充裕；宏观经济数据显示我国经济正在企稳回升，A 股公司的业绩自 2009Q1 正式步入上升通道，预计 2009A 股公司净利润增幅在 20% 左右；全球经济复苏步入上升通道有助于周边市场的企稳上涨，助推 A 股市场估值重心的提升。

五、10 月策略：重点关注一创一投

5.1、创投概念股重点关注“创投实力、创投含量、主业增长”三条因素

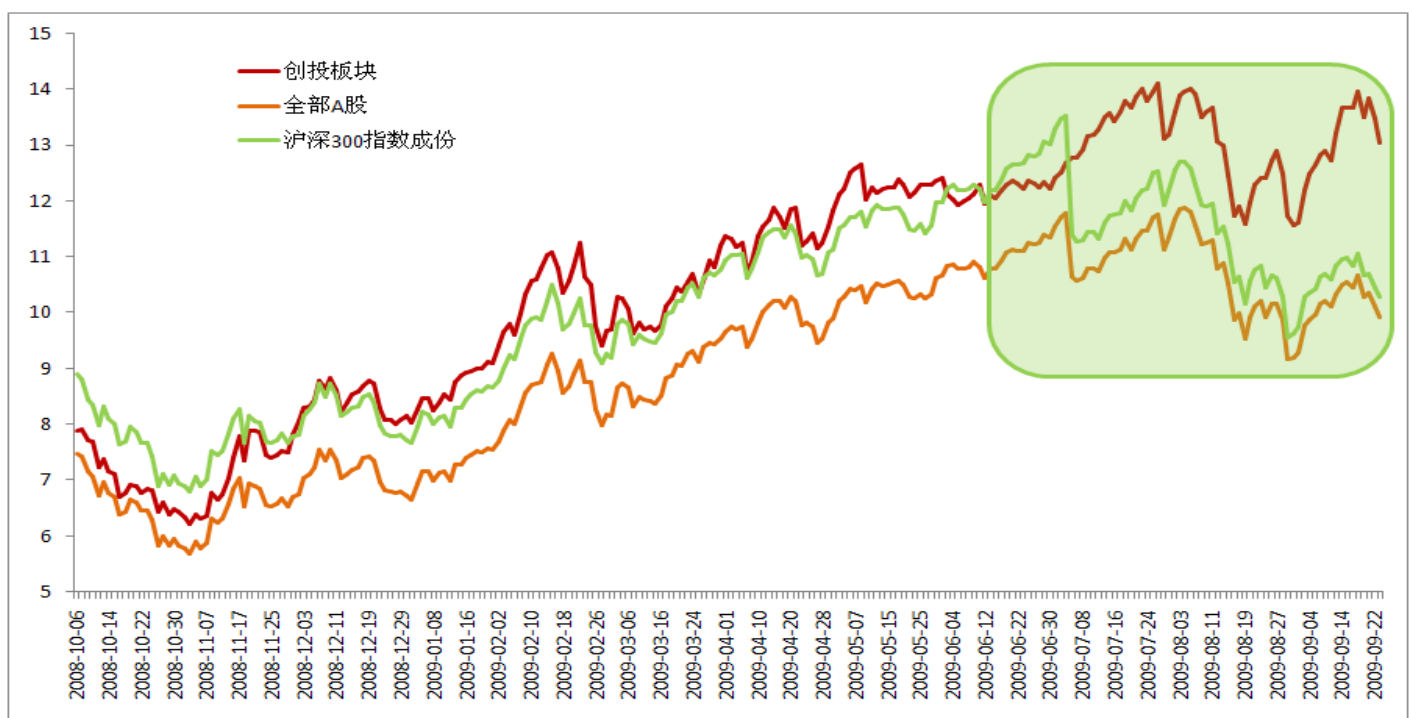
我们认为创业板的推出，对创投板块的机会不是结束，仅是刚刚开始。对于创投概念股，重点关注“创投实力、创投含量、主业增长”三条因素。

创投实力：创投公司历史投资业绩越好、储备项目越多、在创业板上市的可能性越大，对上市公司的业绩增厚也越大；创投含量：每股所含创投资金，表示每股所包含的投资于创投公司的资本，含创投资本越高，投资价值越大；公司主业：公司的主业保持稳定增长。

截至 23 日，创投板块整体涨幅 65.61%，全部 A 股整体涨幅 32.49%，沪深 300 指数权重股整体涨幅 15.51%。[以流通市值加权计算平均股价计算涨跌幅]

可重点关注鲁信高新、大众公用、力合股份等。

图表 12：创投概念股跑赢市场，后期仍可重点关注



数据来源：宏源证券研究所

深创投、中科招商、天堂硅谷、达晨创投、珠海清华科技园创业投资、清华科技创业投资、山东高新、江苏弘瑞创投、清华紫光科技创新投资、江苏高科技产业投资是创投能力较强的公司。

图表 13：部分参股创投的 A 股公司

股票简称	参股创投公司	股份比例 (%)	出资额度-明细 (亿元)	出资额度-合计 (亿元)	每股所含出资额度	已上市或准备上市的项目储备
亚星客车	天骄科技创业有限公司	25	1	1	0.4545	
杉杉股份	宁波杉杉创业投资有限公司	90	1.8	1.8	0.4381	

力合股份	珠海清华园创业园	0.5715	1.1000	1.1000	0.3188	1
天通股份	浙江天堂硅谷创业投资有限公司	6.3775	1.568	1.568	0.2663	
大众公用	深圳市创新投集团	20	3.07	3.07	0.2053	32
紫江企业	上海紫江创业投资有限公司	98.28	2.9	2.9	0.2018	
紫光股份	清华紫光创业投资公司	16	0.4	0.4	0.1941	
深圳机场	深圳市创新投集团(已置换相关资产)	20	3.2	3.2	0.1893	
复旦复华	复旦复华科技创业投资有限公司	100	0.4474	0.4474	0.1296	
龙头股份	上海慧谷高科技创业中心	21.3	0.3	0.3	0.0706	1

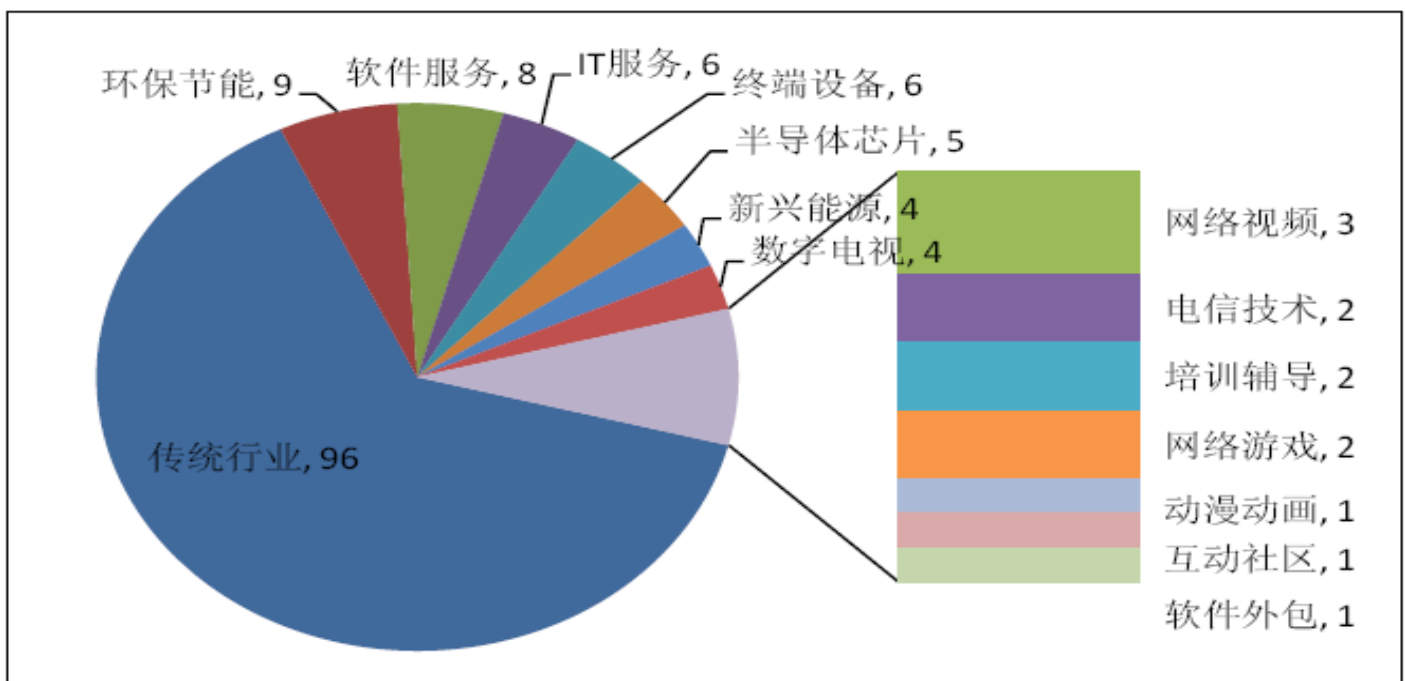
数据来源：宏源证券研究所

5.2、创业板高估值的行业示范效应

创业板对 A 股的正面影响，除了上面提到的推升部分受益于创投业务的 A 股公司业绩，为 A 股市场带来新动力的影响之外，还通过估值的行业示范效应。

创业板上市公司主要以科技型和中小型企业为主，且处于企业生命周期中的成长期，具有高成长性，市场估值一般较高，如 A 股创业板招股的估值在 60 倍左右。创业板公司上市后，其高市盈率会外溢到主板同类公司。从行业来看，中国创业板公司最可能集中的行业包括 TMT（电信、网络、科技、传媒）、医药、清洁化工、智能机械、连锁商业、服务业、节能环保、新能源等，上述行业公司的上市，将通过估值效应给同类细分行业 A 股上市公司带来提升空间。

图表 14：申报创业板公司的行业分布



六、资产配置和股票池

市场趋势：A 股市场将在 2750 点—3100 点之间展开宽幅震荡，10 月份受三季报业绩利好刺激，流动性因素将短期淡化，市场的震荡盘升是主基调。

资产配置：短线参与市场的热点板块，特别是创投、并购整合等，积极参与创业板申购，中长期配置业绩稳定增长的低估值公司。

1、2009Q3 预期业绩高增长、低估值板块：业绩预告报喜的公司主要集中在房地产、轮胎、化纤、民爆、高速公路、电力、家用电器、商业贸易、机械设备、建材等行业，预计这些具备高增长低估值属性的行业、公司一定会在 10 月份得到投资人追捧，有出色的股价表现。

2、区域振兴、并购整合，跨越式成长：业绩确定性增长的资产注入类公司、区域经济振兴概念。

销售经理：卞祺

电话：010-88085964

电子邮箱：bianqi@ehongyuan.com.cn

免责声明：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6-12 个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上