

重上 3000 点，我们要期待多久？

——投资策略周报 20091018

策略研究小组

余晓宜 研究员
电话：020-87558888-648

eMail: yxy2@gf.com.cn

张海波 研究助理
电话：020-87558888-337

eMail: zhb@gf.com.cn

林海 研究助理

电话：020-87558888-418

eMail: lh19@gf.com.cn

李太勇 研究员

电话：020-87558888-689

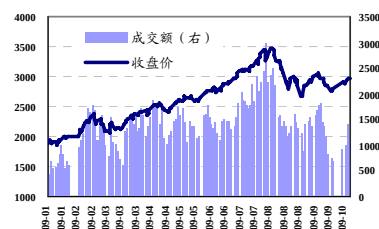
eMail: lty@gf.com.cn

林鲁东 研究助理

电话：020-87558888-696

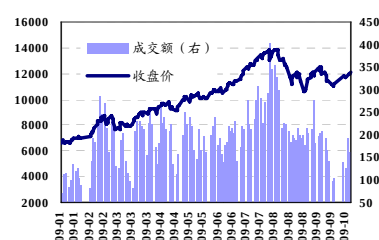
eMail: lld2@gf.com.cn

上证综合指数走势



周末收盘：2976.63 一周涨跌幅：2.23%

深证成份指数走势



周末收盘：12033.37 一周涨跌幅：1.97%

本周主题与观点

前期影响A股市场的不确定因素，在9月份数据陆续公布后，渐趋明朗。负面因素释放趋近完毕，一系列利好的叠加使投资者信心逐渐恢复，但本周A股市场3000点得而复失，可见在3000点附近心理层面压力犹存，市场情绪仍偏中性，站上3000点需要新动力。

进入四季度后，随着经济企稳回升，市场驱动力由前期的流动性因素逐渐转向了业绩驱动。A股市场短期内振荡走势的突破需要以业绩驱动为主，流动性驱动为辅的双驱动。基于国内上市公司业绩周期性的特点，三季度业绩增速可能成为股市新一轮上扬的触发性因素。

投资建议

综合考虑宏观因素、行业景气、盈利增长以及估值优势，我们建议配置以下行业：

- (1) 具备估值优势并受益于经济复苏的金融（银行）、家电；
- (2) 内需相关：食品饮料、零售百货、医药；
- (3) 受益于低碳经济和西部大开发政策相关的行业，包括新能源及相关设备制造业，西部地区基建和矿产。

国际 市场指数	一 周 (%)	年初 至今 (%)
道琼斯工业平均指数	1.33	13.9
纳斯达克综合指数	0.82	36.76
标准普尔 500 指数	1.51	20.42
伦敦金融时报 100 指数	0.55	17.05
德国 DAX 指数	0.55	19.4
法国巴黎 CAC40 指数	0.74	18.94
东京日经 225 指数	4.32	15.78
恒生指数	2	52.42
印度孟买 Sensex30 指数	2.85	79.56
俄罗斯 RTS 指数	2.67	122.93
圣保罗 IBOVESPA 指数	3.83	76.3
台湾加权指数	1.89	68.04
上证综合指数	2.23	63.48

相关报告:

创业板一惊喜与惊险并存	0928
“物联网”联动了谁?	0921
“国庆行情”会来吗?	0913
2009 年中报分析	0830

本周主题：重上 3000 点，我们要期待多久？

前期影响A股市场的不确定因素，在9月份数据陆续公布后，渐趋明朗。负面因素释放趋近完毕，一系列利好的叠加使投资者信心逐渐恢复，但本周A股市场3000点得而复失，可见在3000点附近心理层面压力犹存，市场情绪仍偏中性，站上3000点需要新动力。进入四季度后，随着经济企稳回升，市场驱动力由前期的流动性因素逐渐转向了业绩驱动。A股市场短期内振荡走势的突破需要以业绩驱动为主，流动性驱动为辅的双驱动，基于国内上市公司业绩周期性的特点，三季度业绩增速可能成为股市新一轮上扬的触发性因素。

经济形势持续向好

本周关键数据密集公布，前期不确定因素渐趋明朗，目前已公布的数据均超出市场预期。9月份财政收入同比增长33%；新增贷款高达5167亿，远远超出市场预期；M1增速首次超过M2增速，再现黄金交叉，活期化趋势进一步加强；受工业生产需求拉动，用电量继续回升；受外围经济复苏需求拉动，出口回暖。

表1：9月份已公布的主要经济数据

指标	同比	环比	是否超预期
财政收入	33.0%		是
出口	-15.2%	11.8%	是
进口	-3.5%	17%	是
M1	29.51%		是
M2	29.31%		是
新增人民币贷款	5167 亿元		是
用电量	10.24%	2%	

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

具体来看，9月份新增信贷中，中长期贷款高达 6097 亿，高出8月份 616 亿。中长期贷款占比继续维持高位，信贷结构持续优化。**M1与 M2 增速双双创历史新高，为16个月来首次出现剪刀差**，这也验证了我们先前在四季度投资策略报告（详见《寻找过渡期中的确定性机会》）中判断，这反映了宏观基本面的改善、投资者消费和投资需求的增加，**活期化趋势的延续将助推股市新一轮的上涨。**

出口方面，9月份出口的大幅回升存在季节性因素，即圣诞节订单效

应。但扣除季节性因素，人民币名义有效汇率连续5个月以来的下滑增强了出口企业的竞争力(图1)，提升了近几个月的出口数据，而欧美发达经济体有效需求也呈回升态势(图2)。另外，据近期正在进行中的广交会统计数据显示，本届广交会海外采购商数首日到会人数同比增长12.25%，广交会人气开始止跌回升。由于历史上采购商人数与出口成交额的高度正相关性(图3)，本次广交会出口成交额回升可期。

图1: 人民币有效汇率联系数月下降

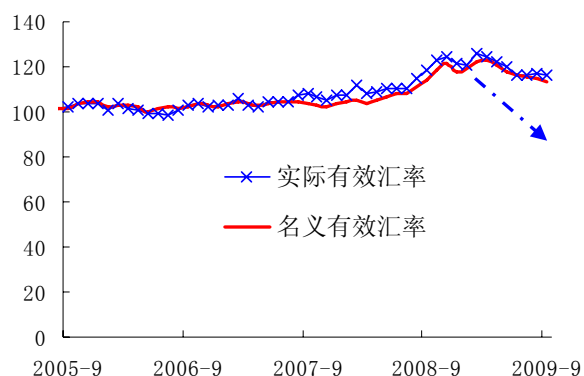
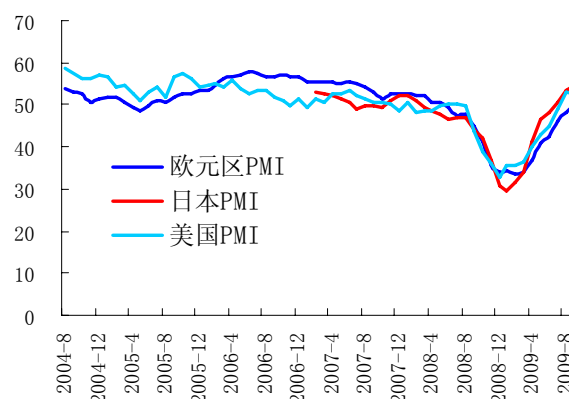


图2: 发达国家有效需求回升



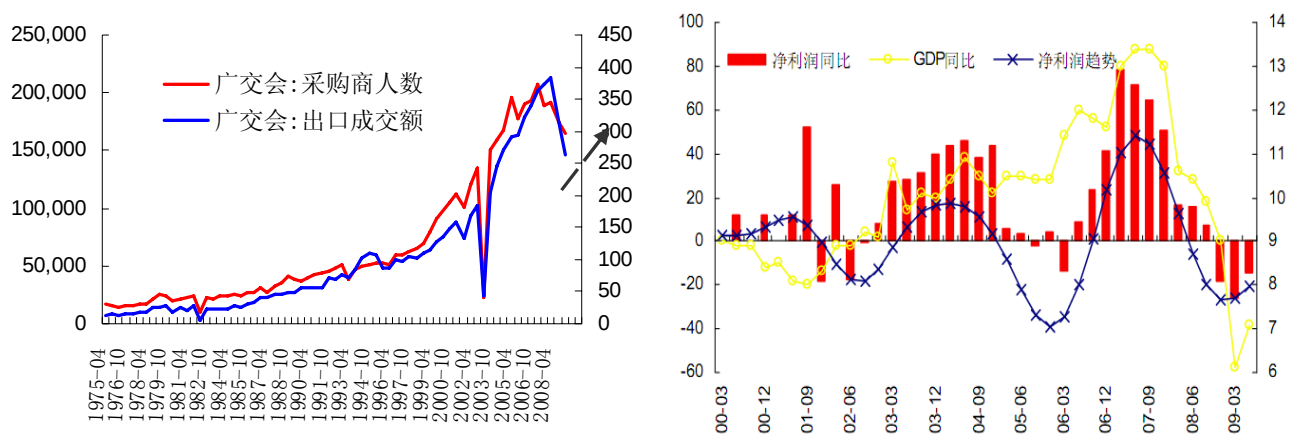
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

作为经济的先行指标，用电量的回升伴随的是工业生产的逐渐恢复。基于去年底基数的原因，用电量9月份同比回升属于正常。而环比数据的回升则显示了国内宏观经济回升的态势已经较为明确。

基于良好的经济回升态势，结合国内上市公司业绩周期性的特点（详见前期报告《2009年中报分析》），我们在先前的报告中指出“从历史来看，上市公司的业绩情况体现出明显的周期性，并且这种周性与GDP增长的情况高度相关。上市公司的业绩增长在2006年底的高峰后持续下滑，业绩增长最坏的时候出现在今年的一季度，净利润同比下降超过25%，随着经济复苏，二季度降幅有所收窄。结合趋势和经济基本面来看，公司业绩最坏的时候已经过去，当前已进入明显的上升周期。”。我们预计从2009年3季度开始，公司业绩会接力市场上行的驱动力，A股净利润增长进入上升通道进一步确认。

图3: 广交会采购商人数与出口成交额的正相关性

图4: 上市公司业绩增长的周期性特点



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3000点门前小憩 等待新动力

在前一轮冲高 3478 点位的上升通道中, 上证综指在 3000 点位几乎不做逗留, 一路高歌猛进, 并在最终冲高 3478 点后回调。而 8 月以来的调整, 至今幅度已达 20% 左右, 调整基本到位。A 股整体估值也已接近历史合理水平。9 月以来, 在 3000 点关口已徘徊将近 1 个月。在前期负面因素都消化完毕后, 大盘跌破前期低点的概率较低, 熊迹难觅。但新一轮的上涨需等待盈利数据的进一步确认, 11 月中央经济工作会议将会定调明年的经济发展, 因此需要给市场一点时间, 让时间来验证预期。

近期管理层的表态、政策取向表明经济复苏势头强劲, 但市场近期的盘整表明, 市场信心还未完全恢复。为了分析股指在 3000 点附近的市场情绪和风险偏好, 我们考察了股改以来几个典型的 3000 徘徊区间的情况。

首先, 从调整的幅度看, 股改以来, 上证综指在 3000 点附近的震荡区间 (表 2), 除了 2009.6-2009.7 区间段外, 在另外两个区间段, 股指都出现了调整, 2007.1-2007.3 的调整幅度为 12% 左右, 而本轮调整幅度已达 20% 左右。

其次, 对比两个区间的风险偏好和市场情绪, 我们发现:

风险偏好的指标中, 两者的流动性偏好 (M1/M2) 绝对值水平均相对较低, 振荡区间内都略有下降态势 (图 7); 企业债和十年期国债收益率利差指标中, 07 年区间稳重有降, 而本轮利差绝对水平为 1.6% (图 5), 距离近三年的高位 2% 仍有一定差距, 总体仍偏谨慎; 两者的长债收益率虽稳重有升, 但与历史经验高值区间 4-5% 仍有一定差距, 显示风险偏好仍未有明显上升迹象 (图 6)。

表2: 股改以来典型的3000点关口徘徊区间

时间区间	点位区间
2007.1-2007.3	2612.54-3040.6
2009.6-2009.7	2721.28-3060.25
2009.8-2009.10	2683.72-3060.26

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

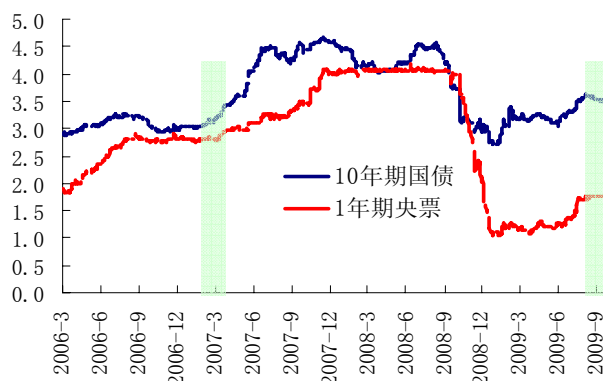
市场情绪特别是个人投资者的情绪，往往被视为股指表现的反向指标。个人投资者的情绪表现出过度自信，往往对合理估值、经济和企业经营基本面漠视，非理性成分增加导致市场风险累积，往往又促使股指见顶。在市场情绪指标中，我们选取的三个主要指标来进行对比，结果显示，两者的A股新增开户数指标同处于一个20-40万的区间震荡（图8）；两区间封闭式基金折价率水平大致持平，均位于20%附近区间（图10）；前者A股日均换手率略微偏高，后者股日均换手率约为2%（图9），与历史均值持平。

综上，07年和09年两个时期中，投资者情绪均处于中性区间，投资者仍较为谨慎。因此，在经济确认复苏、企业盈利预期改善、估值回归均值区间的大背景下，市场情绪的高涨需要盈利数据进一步的确认。

图5：企业债与十年期国债收益率利差



图6：国债收益率走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：流动性偏好(M1/M2)略有下降

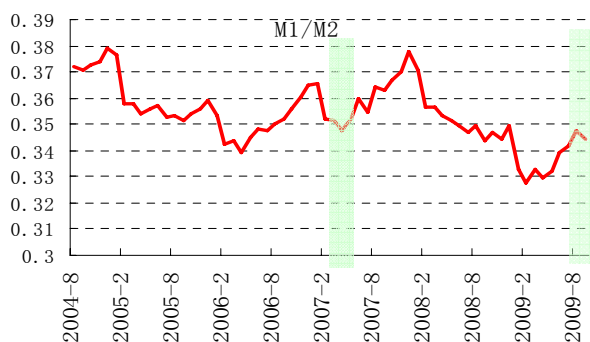
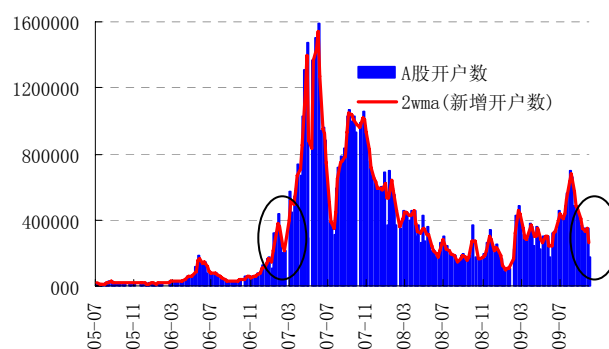


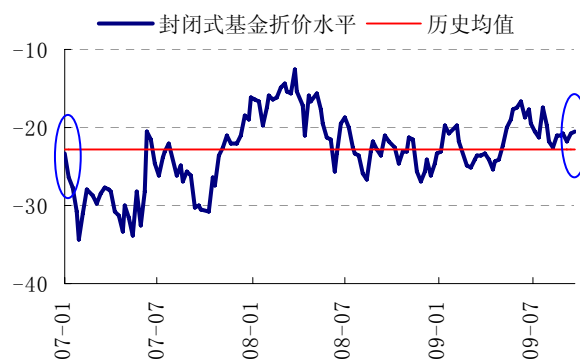
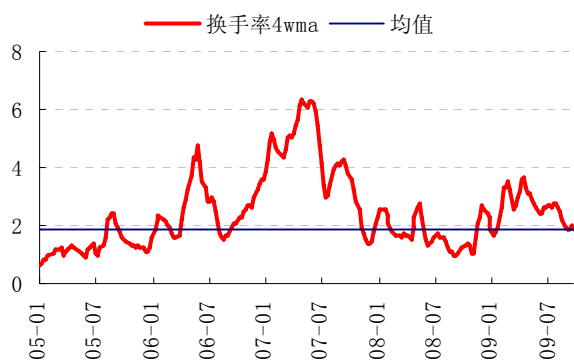
图8：A股新开户数下降



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图9：日均换手率

图10：封闭式基金折价率水平



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

投资策略

综合考虑宏观因素、行业景气、盈利增长以及估值优势, 我们建议配置以下行业:

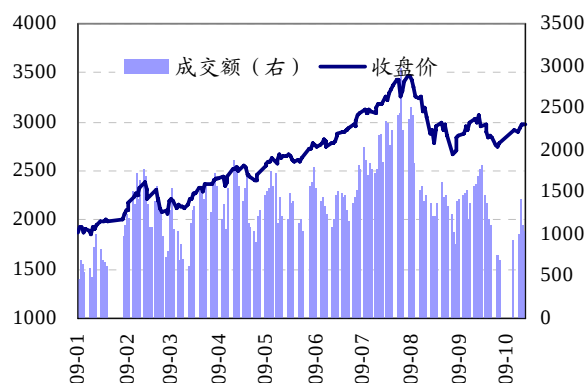
- (1) 具备估值优势并受益于经济复苏的金融(银行)、家电;
- (2) 内需相关: 食品饮料、零售百货、医药;
- (3) 受益于低碳经济和西部大开发政策相关的行业, 包括新能源及相关设备制造业, 西部地区基建和矿产。

关注指标

市场表现

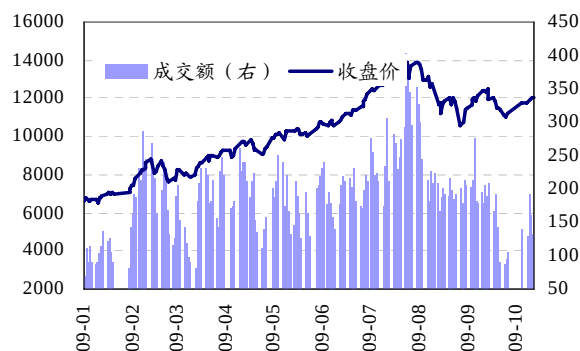
■ A股市场

图11: 上证综指本周上涨2.23%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

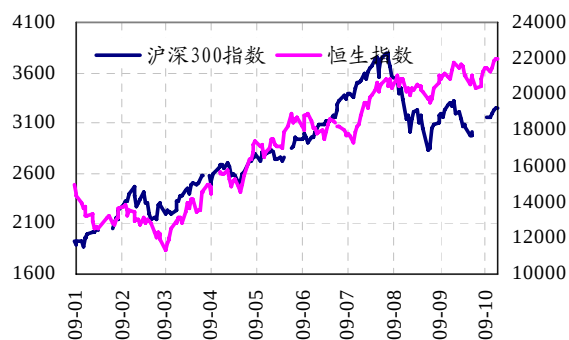
图12: 深证成指本周上涨1.97%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

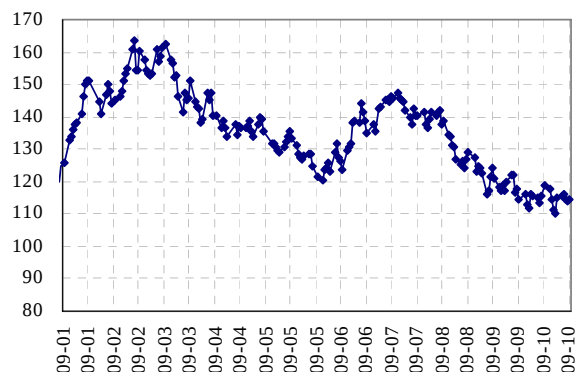
■ A股和港股

图13: 恒生指数本周上涨2.0%



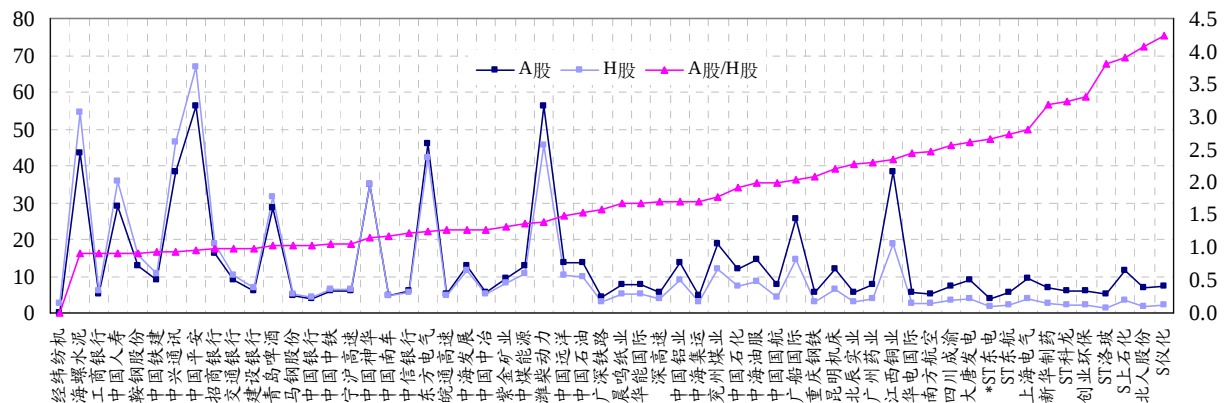
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 恒生AH溢价指数比上周略有上升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 恒生AH对价: AH股价倒挂家数为11家

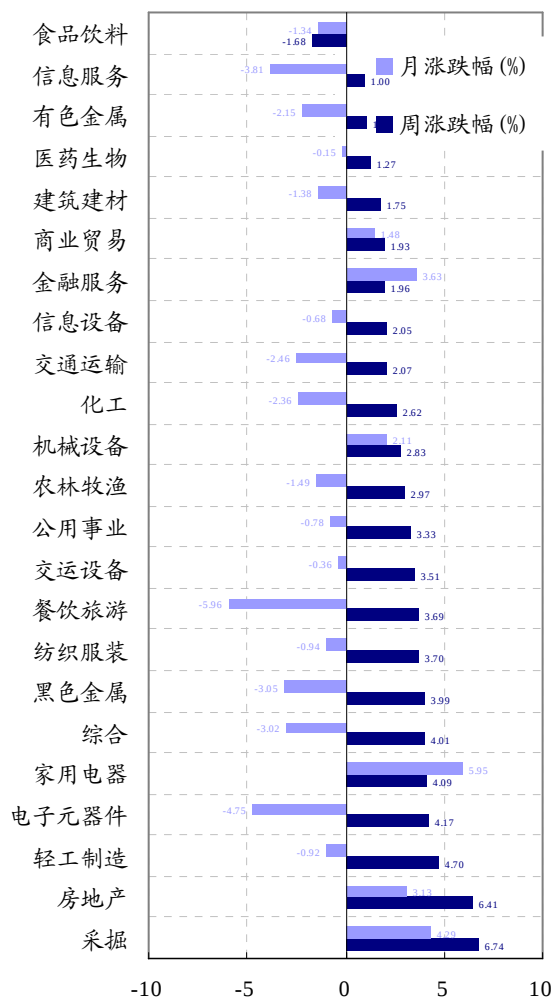


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

■ 行业表现

图16: 采掘、房地产以及家用电器涨幅居前

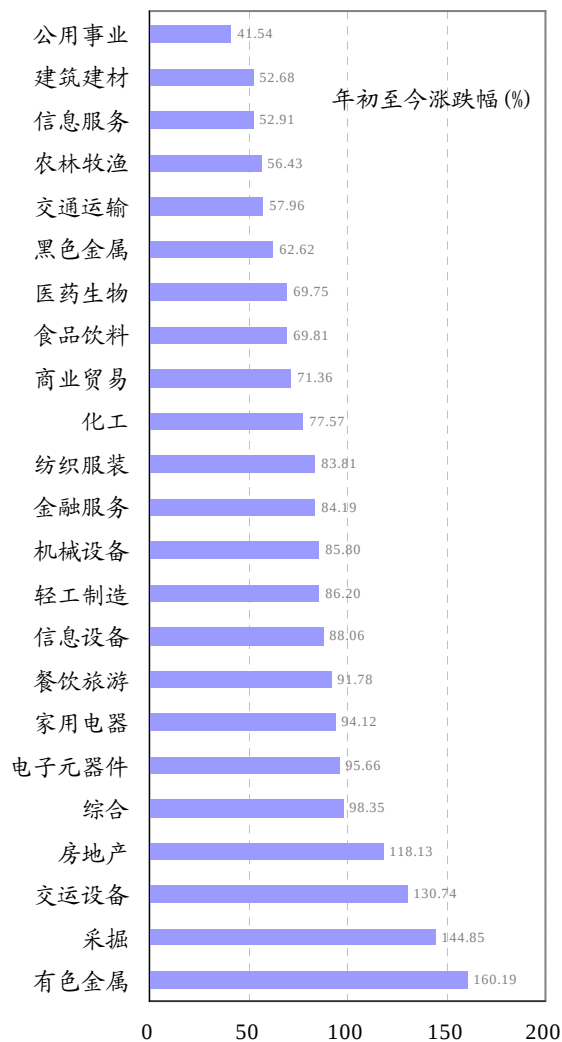
图17: 今年以来有色、采掘、交运涨幅居前



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

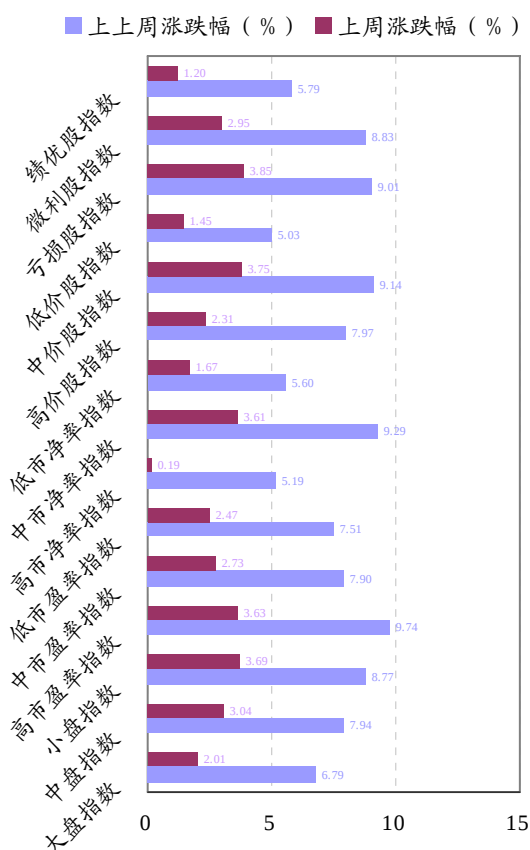
■ 市场风格

图18: 中价股和高市净率股表现较好

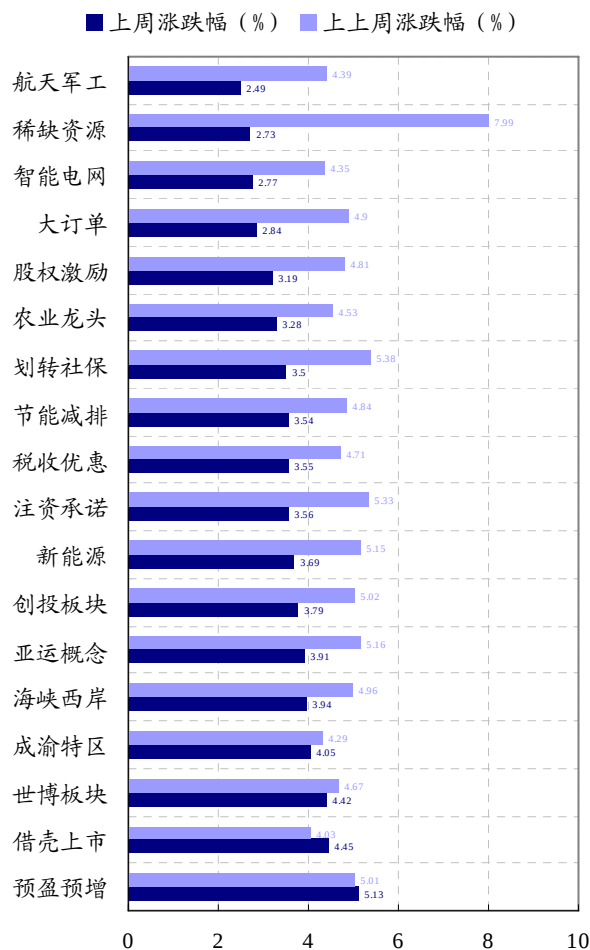


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 盈利预增涨幅居榜首, 借壳上市紧随其后



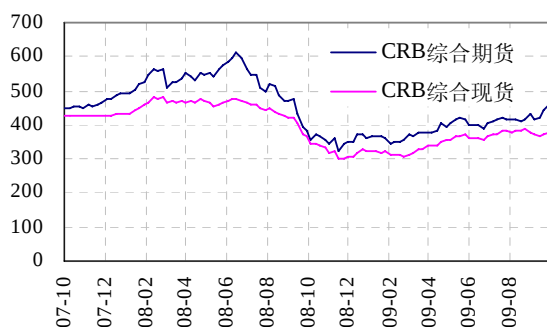
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

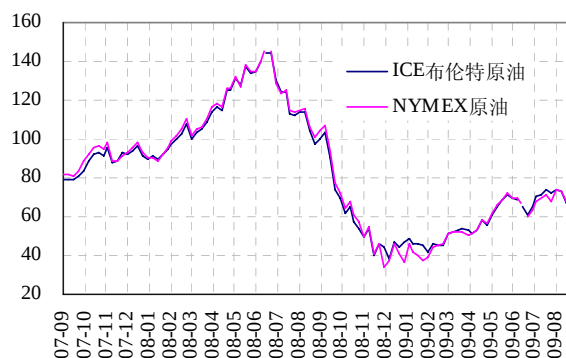
■ 大宗商品

图20: CRB指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

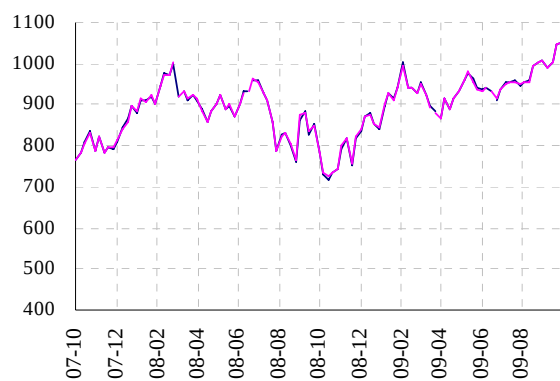
图21: 国际原油价格



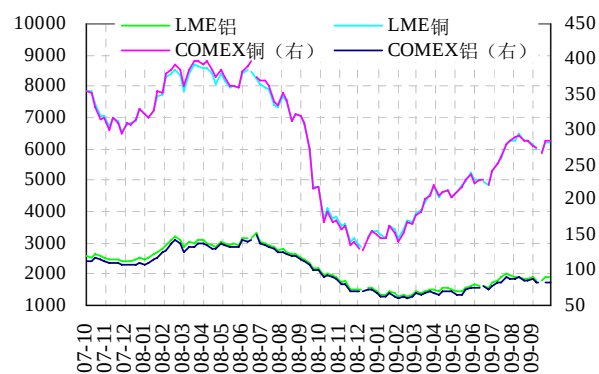
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: 黄金现货价格: 站稳1000美元大关

图23: LME有色金属价格: 铜价上涨



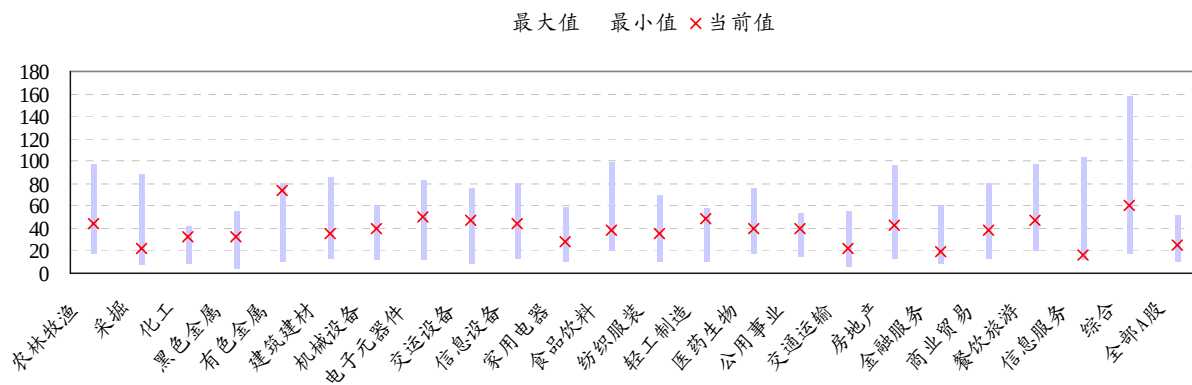
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

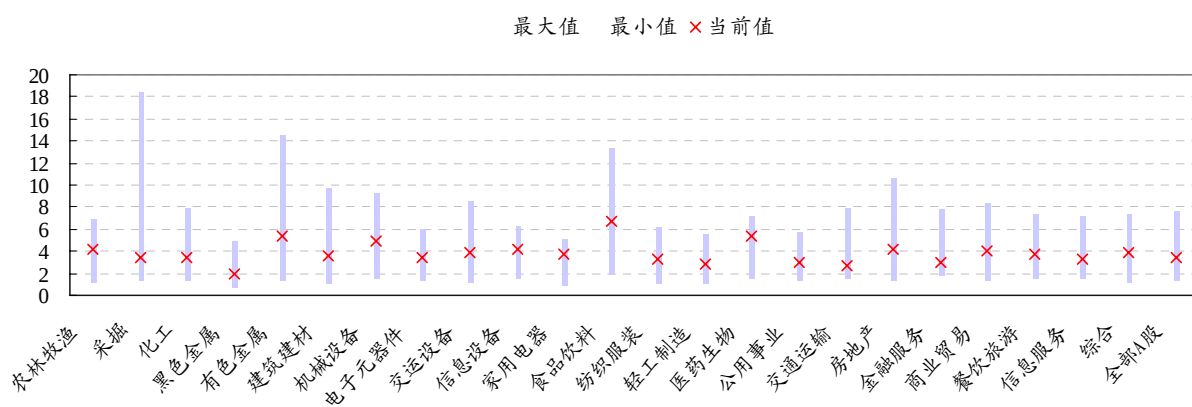
估值水平

图24: 市盈率五年波动区间: 金融服务、信息、采掘市盈率相对较低



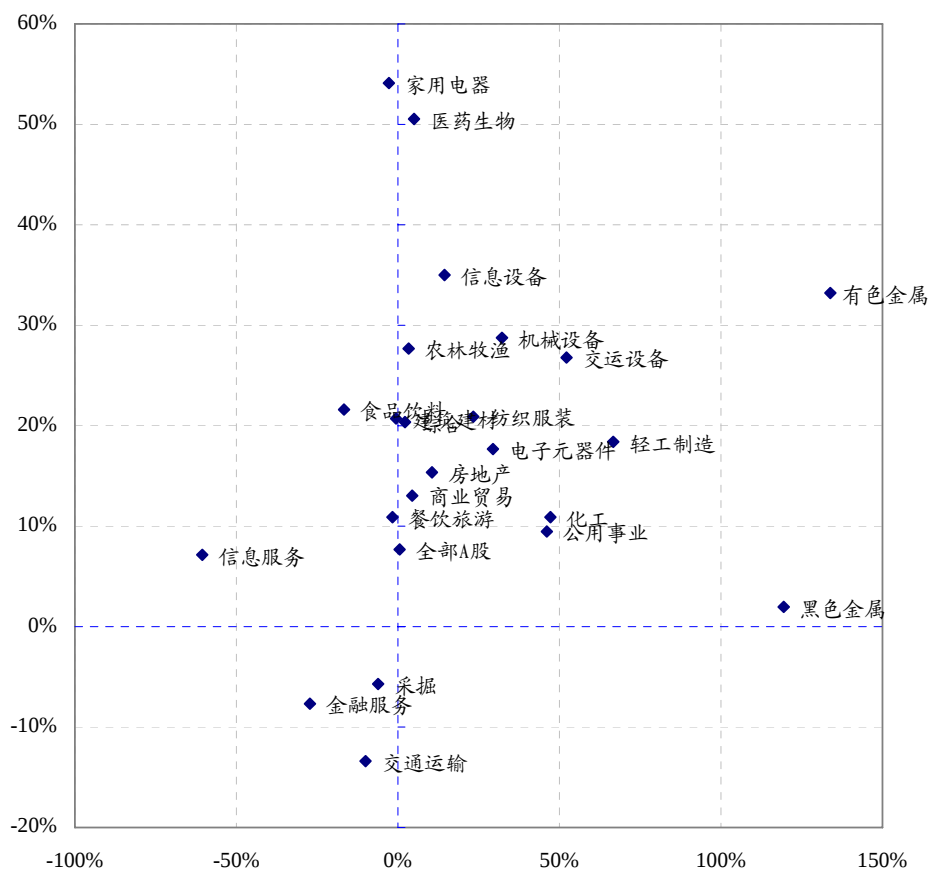
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 市净率五年波动区间



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26：各行业市盈率和市净率相对5年历史均值的溢价



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

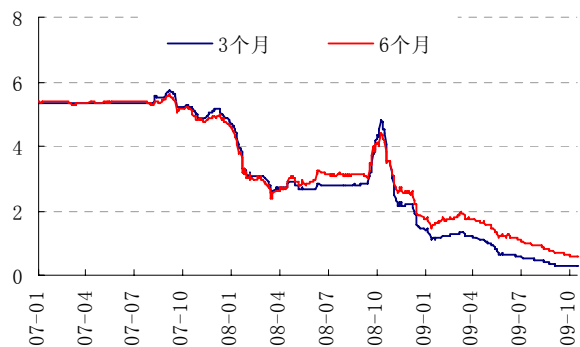
经济指标

图27：美元指数：跌至76下方



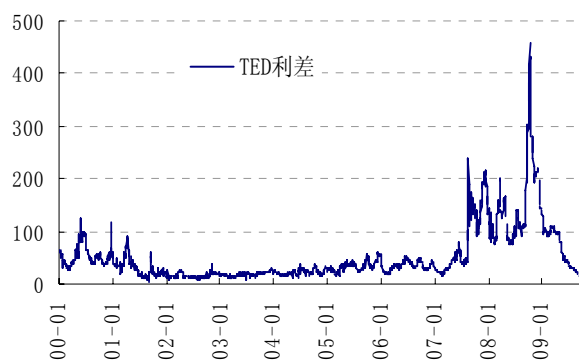
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图28：美元Libor



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图29: TED利差



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: Baa企业债与10年期国债利差



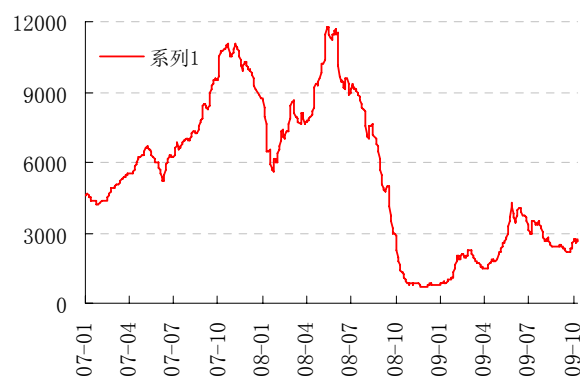
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: VIX



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

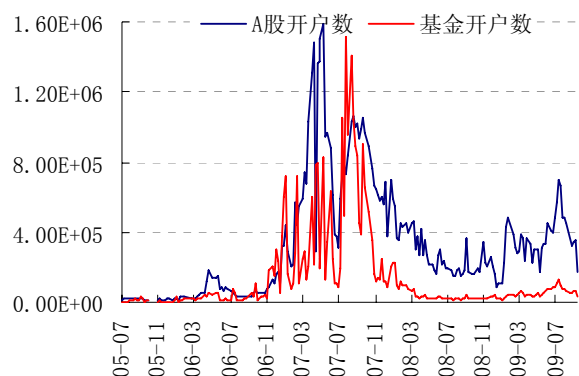
图32: BDI



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

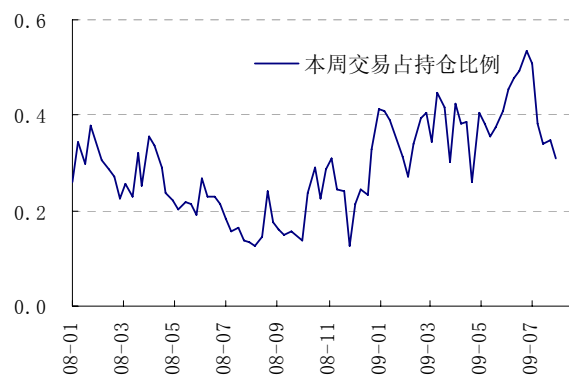
流动性

图33: 开户人数



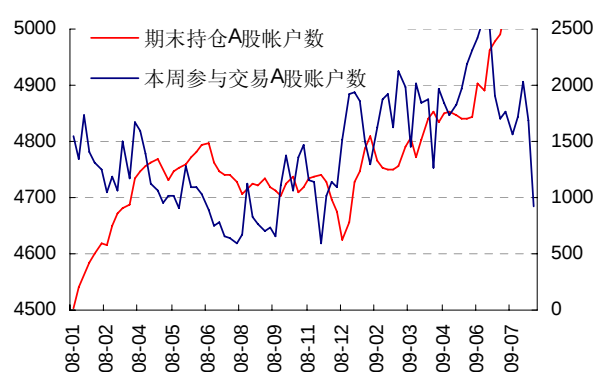
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图34: A股交易活跃程度下降



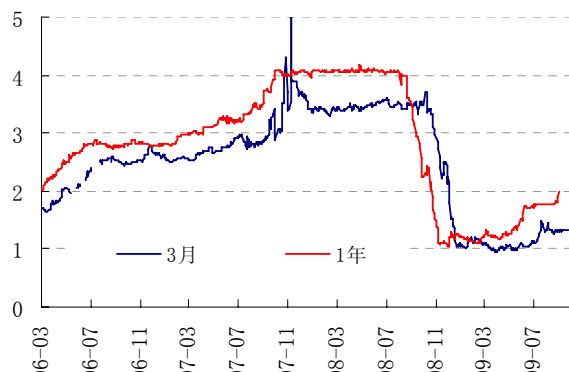
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图35: 本周参与交易A股账户



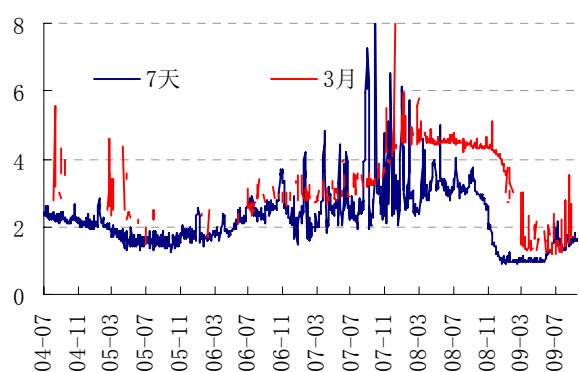
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图36: 央票利率: 近期略有回升



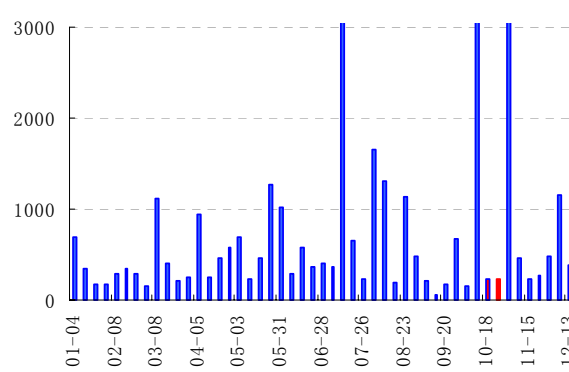
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图37: 央票回购利率(7天): 本周稳中带升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图38: 下周解禁金额约232亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广州		上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。