

宏观策略研究员

刘浩波

0755-82026839

liuhaobo@cjis.cn

许应涛

010-66276935

xuyingtao@cjis.cn

张媛媛

0755-82026740

zhangyuanyuan@cjis.cn

相关报告

8 月 19 日《估值和乐观预期集中修正，寻底后将震荡整固》中投证券许应涛

9 月 3 日《矫正何须过枉？2600 一线买入风险收益比较为可观》中投证券许应涛

11 月 11 日《数据真空期股指调整可能性加大》中投证券刘浩波

策略点评

审视贪婪，题材概念过度炒作引发调整

结论和建议：

- 在 9 月 3 日我们的策略报告《矫正何须过枉？2600 一线买入风险收益比较为可观》中，我们在 8 月底 9 月初市场陷入恐慌时继续看多，并维持中期 2600-3200 点区间震荡的判断。随着经济复苏的愈发明显，市场由流动性推升的估值修复和复苏预期行情转为真实复苏展开后的盈利增长推动的行情。随着企业盈利增速的上调，我们也随之调高了指数区间至 2800 点到 3500 点（见 11 月 9 日策略周报《调高上证指数震荡区间》）。但由于盈利增长相对缓慢温和，因此随后股指将主要表现为震荡慢牛行情。
- 而市场站上 3200 之后，在经济数据处于真空期，政策并未明朗之时，展开了一波连续上涨。由于缺乏投资逻辑，市场结构上总体表现为题材股，概念股狂热炒作，而大盘蓝筹相对弱势。短期题材股的炒作过于热络，背离了基本面，内在有调整的需求。我们也在 11 月 11 日的报告《数据真空期股指调整可能性加大》中对于调整的可能性做出了提示。
- 目前来看，基本面仍然不支持股指的大幅下跌：宏观经济复苏迹象明显，企业盈利逐步复苏，估值总体处于相对合理水平，存量流动性仍然支撑市场并使市场保持一定活跃度……
- 对于此次调整，我们有以下观点：1、四季度乃至明年上半年，股指仍将呈现震荡慢牛的走势，我们认为此次调整跌破 3000 点的可能性不大；2、此次调整是题材股，概念股过度炒作的集中修正，并不意味着盈利推升股指阶段的终结；3、题材股概念股呈现泡沫化，银行等权重股估值较为合理。随后的震荡慢牛行情中，盈利改善、具有估值优势的板块：如银行、综合性石油天然气、交通基础设施、钢铁(PB)等；及具备业绩支撑的个股将具备较高的安全边际。4、此外在股指调整阶段，消费行业跑赢大盘的概率较大。我们认为消费热点在医药、汽车、食品饮料、媒体和电信服务等行业中出现的概率较大。

风险提示：

中央经济工作会议对于“调结构”的力度超乎市场预期

事件: 11月24日, A股出现暴跌。上证指数跌幅 3.45%, 深成指跌幅 2.90%。两市放出了 4768.99 亿元的天量。1200 多支个股的跌幅在 4% 以上。

此次下跌的主要原因:

此次下跌的原因主要有以下方面: 1、基本面不支持估值水平大幅提升的背景下, 题材股、概念股过度炒作。一些个股价格在数周之内上涨 50% 甚至 100%, 股价严重背离基本面, 内在有调整需求。近期市场对于题材股, 概念股的炒作, 主要有以下几个方面: (1) 央企重组, 资产注入等; (2) 甲流第二波; (3) 持续低温导致农产品、天然气供应紧张, 一些物资价格上涨; (4) *st 借壳, 资产注入等; (5) 低碳经济; (6) 海南国际旅游岛; (6) 明星效应: 巴菲特概念, 明星现身十大流通股股东……

2、中央经济工作会议之前, 明年的各项政策并没有定下基调, 市场存有一定的忧虑。

影响目前市场的主要因素

我们考虑到诸多方面, 对当前 A 股市场的多个因素进行总结和预判:

表: 近期 A 股市场预判

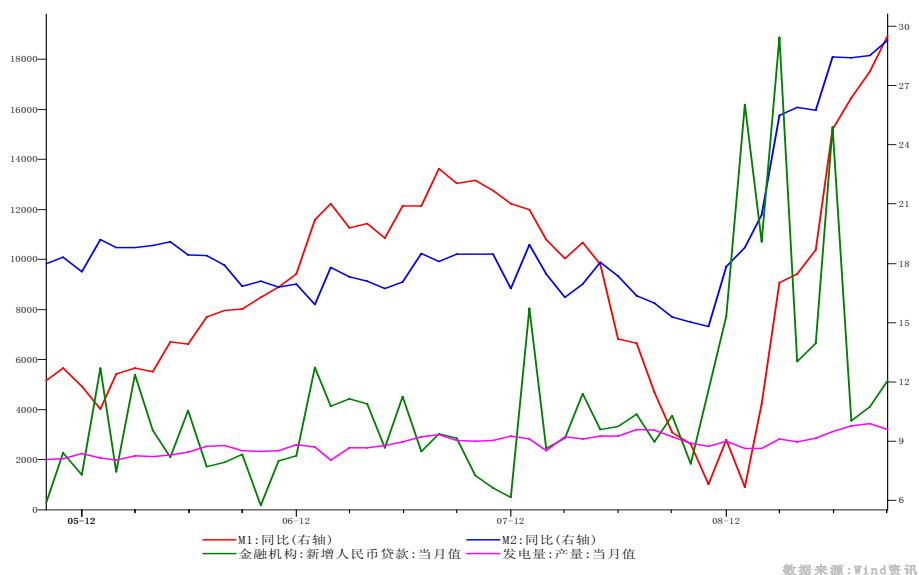
各种因素	评价	详细说明
经济因素	维持中性	从我们跟踪的宏观经济的先行指标及同步指标来看, 宏观经济复苏确定无疑。四季度 GDP 增速可能达到 10%。但数据真空期使得投资者对于宏观基本面重视程度趋弱。
公司业绩	上调至中性, 并且趋势向好。此前为负面	上市公司企业盈利逐步改善。即便是钢铁、航运等去年业绩下滑很大的行业, 也将迎来盈利的逐步改善。
估值	维持中性	题材股、概念股估值泡沫化。银行等权重股估值具备优势。整体看来, A 股估值处于合理区间。
流动性	降低至中性偏正, 此前为正面	流动性存量仍然充裕, 只是增量不济。在我们的框架体系中流动性目前仍是中性略微偏正的因素。
政策动向	面临一定的不确定性	8、9 月份政策方面一度面临一定分化: 中央政府开始着手解决部分行业产能过剩问题; 股票供给速度加快; 严查信贷风险等。但我们认为: 三季度以来, 政策层面只是为了防范风险, 引导经济复苏更加坚实, 不构成负面因素。
心理面	短期中性偏负	而目前, 中央经济工作会议召开在即, 明年的政策基调如何确定。由“保证长”转向“调结构”力度有多大? 尚未确定。 A 股投资者情绪历来波动较大, 大幅下跌后短期情绪悲观, 需要修复。

中投证券研究所策略组。注: 各影响因素从高到低依次分为, 强正, 正面, 中性偏正, 中性, 中性偏负, 负面, 强负 7 个等级。

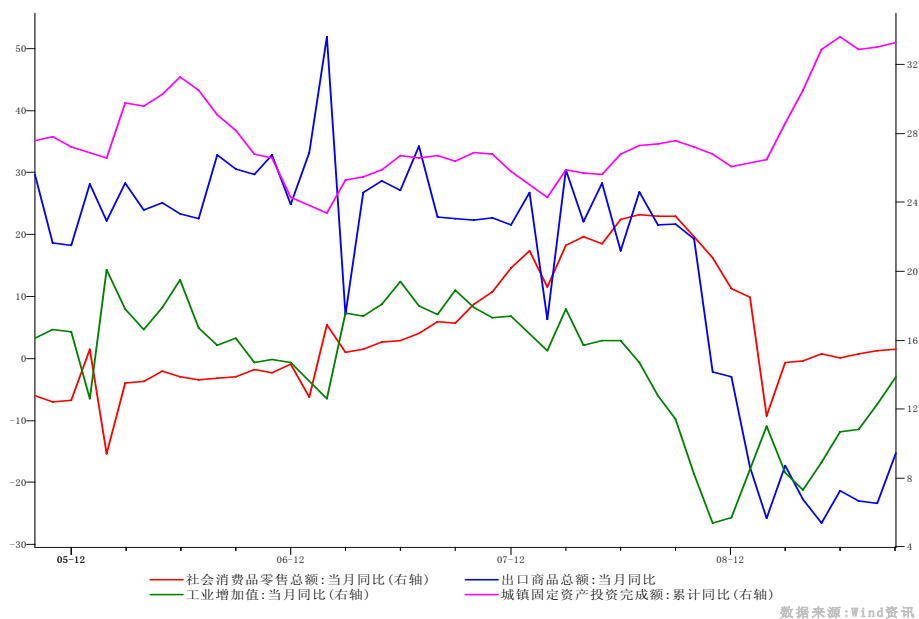
宏观经济:

11 月份公布的宏观经济先行指标及同步指标进一步印证经济处于明确的复苏进程。

图：宏观经济领先指标



图：宏观经济的同步指标



资料来源: wind, 中投证券研究所

而市场目前处于数据真空期。从9、10月份上证指数的走势来看，在中下旬的数据真空期，股指出现了回调走势。对此现象，我们认为主要原因在于，股指目前进入了下有真实复苏展开传导来的盈利增长推动、上有估值压力掣肘的慢牛震荡区间，每月月初如果宏观和企业盈利数据好于预期，那么股指将获得较明显的上涨动力推升；进入中下旬真空期后，这种动力的缺失加上估值的压力使得股指有调整的要求。

图 2：9、10 月份股指回调发生在中下旬经济数据真空期



资料来源：Bloomberg，中投证券研究所

企业盈利

截至 10 月 31 日全部 A 股三季报已经公布完毕。1659 家可比上市公司 2009 年三季度营业收入、净利润分别增长-3.5%和-0.6%。如果剔除金融、石油石化和房地产三个板块后，净利润同比增长-20.5%。金融（特别是保险、券商）、地产、中国石化业绩快速反弹提升，中国石油业绩稳健对平衡其他 A 股盈利下滑起到明显正面的作用。净利润 09 年三季度环比 09 年二季度增长 22%，环比利润回升明显，三季度单季利润高于我们的预期。从单季度 ROE 分解项看，三季度单季的净利率为 5.54%（预期 5.3%），单季总资产周转率 76.9%（预期值为 74%），权益系数 245%（预期 237%）。

我们将非金融扣除石油石化板块按净利率、总资产周转率、权益系数分解预测，银行、保险、券商、石油石化行业采纳行业研究员预测。各板块逐季及 2009 年、2010 年的预期 ROE 如表 1、表二。

由于去年四季度基期利润数量极少，三季度超预期货币政策促使今年四季度权益系数高位相对稳定，企业盈利能力提升促使净利率上升，GDP 增速预期进一步上升使四季度的非金融扣除石油石化板块的单季度总资产周转率可能上升至 0.8 以上，预计四季度业绩同比增速将大幅度上升。非金融扣除石油石化板块全年业绩同比增速将从前三季度负增长转为全年正增长。同时金融板块也存在业绩上调的积极因素，我们上调明年银行业绩至 20%；上调保险今年业绩增速至 110%、20%；上调券商今年业绩增速至 55%、11%。综合来看，我们上调今年全部 A 股全年的盈利增速预期至 17.0%，明年的盈利预期增速上调至 25.6%。

上调企业盈利的具体说明，请参见我们的 11 月份的估值月报《上调盈利增长预期，估值中枢上调》

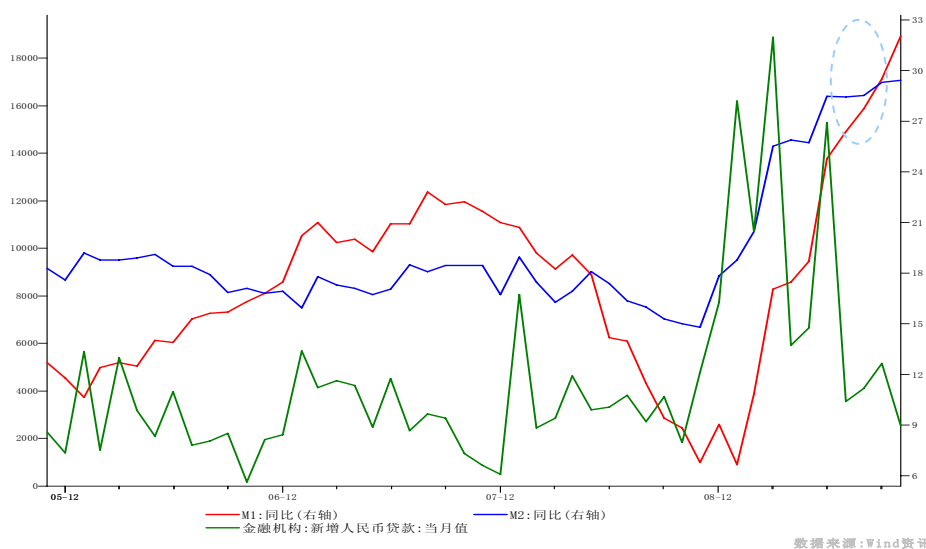
流动性

存量流动性仍然充裕，流动性呈现活期化

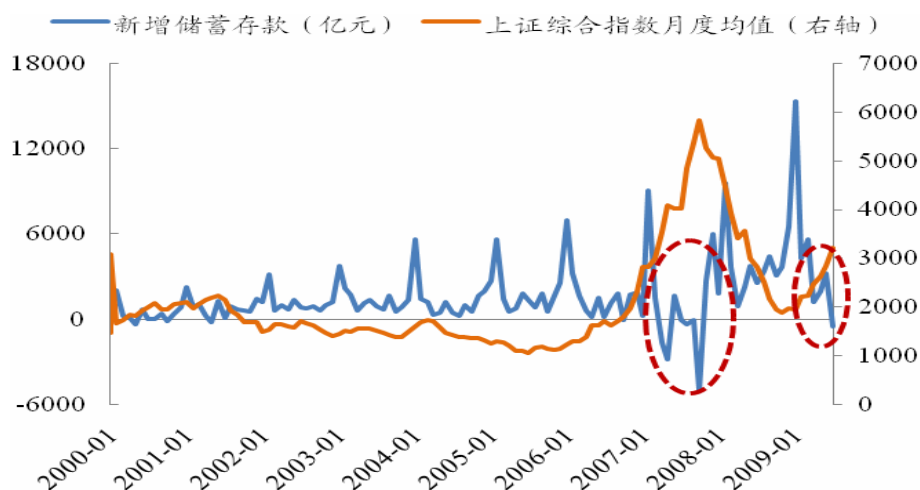
虽然 11 月 11 日央行公布的 10 月份新增信贷环比大幅度降低，但股指没有出现 8 月初公布新增贷款环比下降时那样的恐慌性下跌。对于流动性，我们认为投资者已经对新增贷款增速环比下滑有了明显一致的预期，其对股指的冲击将逐步减弱。虽然新增信贷增速降低，但存量流动性仍然对股指构成支撑，并使得市场保持一定的活跃度。

另外，与股指走势最相关的重要指标 M1-M2 转正，代表经济体系中的流动性逐步活期化。这和 10 月份居民户存款减少 2507 亿元超过市场预期是相吻合的。投资者对流动性的关注点，已经开始从对新增贷款环比增速数据开始向 M1-M2 所代表的活期化增速和储蓄搬家方面转移。综合 10 月份新增信贷数据和居民存款数据，关于流动性对股指的影响，我们认为在今年年底前属于中性偏正的因素。

图：M1，M2，新增信贷余额



图：新增储蓄存款与股指



资料来源：wind，中投证券研究所

政策因素

随着 11 月底中央经济会议的临近，市场最为关注的明年政策基调将决定明年的经济基本面，成为影响市场中长期走势的最主要因素。

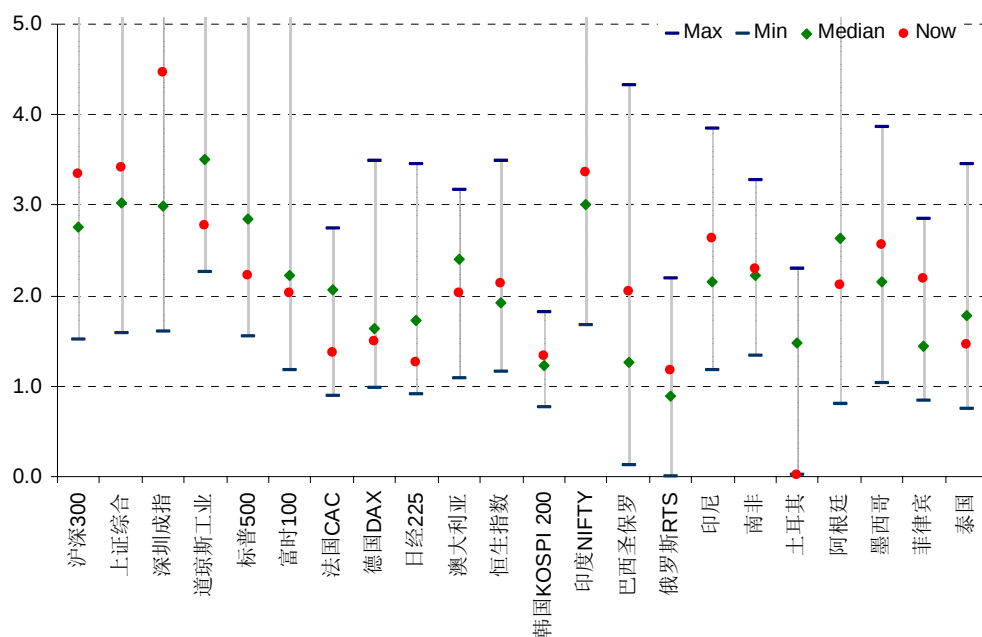
我们认为，中央经济工作会议将在以下几个影响市场重要方面定下基调：

1、如何管理通胀预期。今年前十个月，人民币新增贷款总额达到 8.92 万亿。M2 和信贷高速增长已经导致了通胀预期。此外，一方面，国际大宗商品价格持续上涨，并无掉头迹象，国内雪灾使得农产品价格上涨。CPI 在 11 月份转正应无悬念。而另一方面，资产价格也在持续上涨。2、如何保持以房地产及相关行业为代表的私人投资的引擎，取代政府投资，支撑经济增长。具体表现为如何扩大房地产供给，在价格平稳的前提下实现量能的释放。3、如何管理人民币汇率。虽然我国今年的出口大幅下降，但在美元持续走软及外汇储备增加的背景下，人民币仍然面临一定的升值预期。而升值的预期，对于面临贸易保护主义抬头、外需不足等困难的出口来说，可能更加的雪上加霜。4、如何调整产业结构，对于过剩产能如何抑制或重组。5、如何进一步刺激消费，汽车家电等优惠政策是否会延续，医疗改革等如何推进？

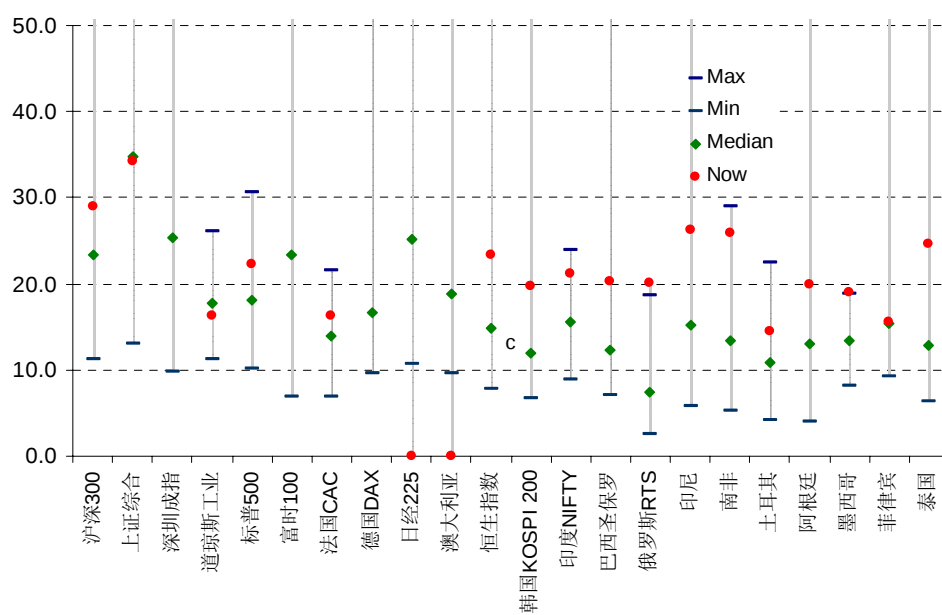
估值因素

截至周末，上证综指静态 PE 为 35.1X、沪深 300 指数静态 PE 为 29.6X（数据来源：Bloomberg）。AH 溢价指数上周小幅上涨，周末收盘报 1.23X。AH 溢价指数已经低位徘徊了将近 1 个月，截止 11 月 16 日收盘，AH 溢价指数为 1.23X，低于 05 年以来的历史均值 1.36X。整体来看，A 股估值处于相对合理的区域。

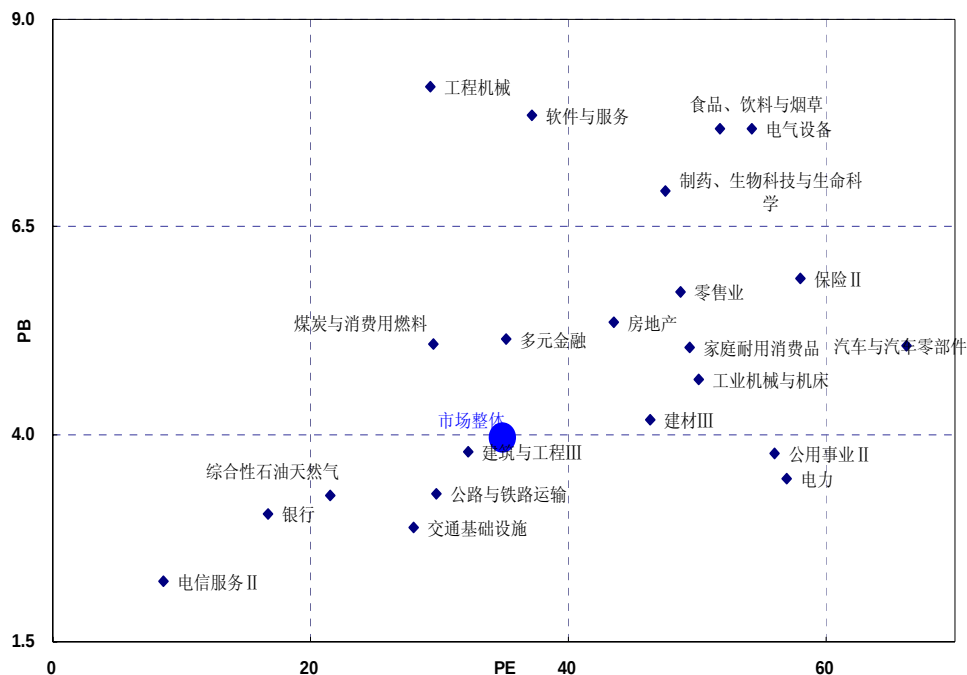
图：全球主要市场 PB 比照图



图：全球主要市场 PE 比照图



图：主要行业的 PE (TTM) 与 PB



主要结论

对于此次调整，我们有以下观点：1、四季度乃至明年上半年，股指仍将呈现震荡慢牛的走势，我们认为此次调整跌破 3000 点的可能性不大；2、此次调整是题材股，概念股过度炒作的集中修正，并不意味着盈利推升股指阶段的终结；3、题材股概念股呈现泡沫化，银行等权重股估值较为合理。随后的震荡慢牛行情中，盈利改善、具有估值优势的板块：如银行、综合性石油天然气、交通基础设施、钢铁(PB)等；及具备业绩支撑的个股将具备较高的安全边际。4、此外在股指调整阶段，消费行业跑赢大盘的概率较大。我们认为消费热点在医药、汽车、食品饮料、媒体和电信服务等行业中出现的概率较大。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

刘浩波, 中投证券资深策略分析师, 不列颠哥伦比亚大学 MBA, 12 年实业投资、风险投资、股权投资和二级市场投资经验。

许应涛, 中投证券研究所策略分析师, 中国人民大学经济学硕士。具备投资咨询资格, 擅长证券市场的基本面及技术面分析; 具有丰富的股票和期货投资经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434