

张忆东 李彦霖
吴峰 聂清廉

策略研究团队

021-38565932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190207040090

价值复苏 “新兴”休整 ——A股市场10月投资策略报告

2010年10月6日

相关报告

20100905《继续看涨，掘金中盘成长》

20100829《立足经济小复苏和转型刺激，积极选股》

20100824《小复苏行情，掘金中国优势》

20100801《CPI难撼行情，震荡敢加仓》

20100721《决胜三季度一走进海西报告会投资策略》

2010/7/18《调整时耐心加仓，继续看好三季度！》

20100702《平淡中惊喜，决胜三季度》

20100620《行情恰如世界杯，没有永远的强和弱》

20100616《绿粽红枣心，弱市反弹重在结构》

20100523《行情再次进入“磨、忍”阶段》

20100518《7月份/2300绝地大反弹》

20100516《与其刀口舔血，不如耐心选股》

20100509《继续控制仓位，审慎对待反弹》

20100502《控制仓位，耐心等待》

20100430《预期紊乱·潜伏》

20100425《风险已高！钱向哪去？》

20100422《不知啥时结束？但已疲倦、不安》

20100411《审慎迎接震荡》

20100201《价值为纲，伏击成长》

20100128《反弹！！凭什么？靠什么？》

20091120《初生牛犊遇到虎——2010年度A股策略报告》

投资要点

9月回顾：成功“决胜三季度”

- 我们在5月份路演报告《7月份/2300绝地大反弹》和6月中旬以来的报告，特别是中期策略《决胜三季度》，持续强烈提醒三季度有行情。
- 9月策略《继续看涨，掘金中盘成长》——提出阶段性继续看好攻守兼备的中盘蓝筹股，前瞻性提示灵活应对新兴产业4季度可能的震荡。

10月展望：指数震荡向上，复苏、汇率推动价值股的结构性行情

- 宏观：复苏趋势确定，政策风险降低。PMI验证了中国经济从7月份底部的环比复苏；地产“二度调控”反应了中央对经济的信心，也增加了经济政策灵活性。节前地产等周期股大涨，反映了“利空出尽”的博弈情绪。
- 流动性：好于9月，汇率博弈是短期催化，行情依然是结构化的。长假和季末存贷比考核因素过去后，资金价格大概率重回均衡水平；美国11月中期选举前，人民币升值的政治游戏继续，“升值推升中国资产”的故事或幻觉还会有人信；但是，融资大扩容以及严控信贷用途仍将制约趋势性机会；中小盘股面临限售股解禁压力，也带来结构性冲击。
- 三季报业绩：增长放缓，关注结构性的冲击。预计三季报累计同比35%，单季度同比15%，这不会对总体行情产生大的负面影响，主要卖方策略预期全年增长26%左右，已隐含对下半年业绩增速下滑的判断。
- 十七届五中全会是十月的重要议题，会议将讨论“十二五”规划。规划出台之后，小盘股、新兴产业题材股出现调整、分化的概率较大。之后，等待精选个股、战略性布局新经济的机会。

策略：战术性关注周期股阶段性反弹，战略性等待布局新经济时机

- 周期性行业或迎来阶段性机会——当前周期股的股价已充分反应悲观预期，政策利空消化和复苏确认后，11月之前，至少比面临解禁压力的小股票有相对收益。短期催化剂多，航空、房地产、金融受益人民币升值；需求旺盛的资源品受益美元走弱；十二五规划加大传统行业产业结构调整力度、推进区域经济发展，引发供需好转预期和并购重组机会。
- 新兴产业——建议精选个股、等待震荡后战略性布局以获取长期收益。

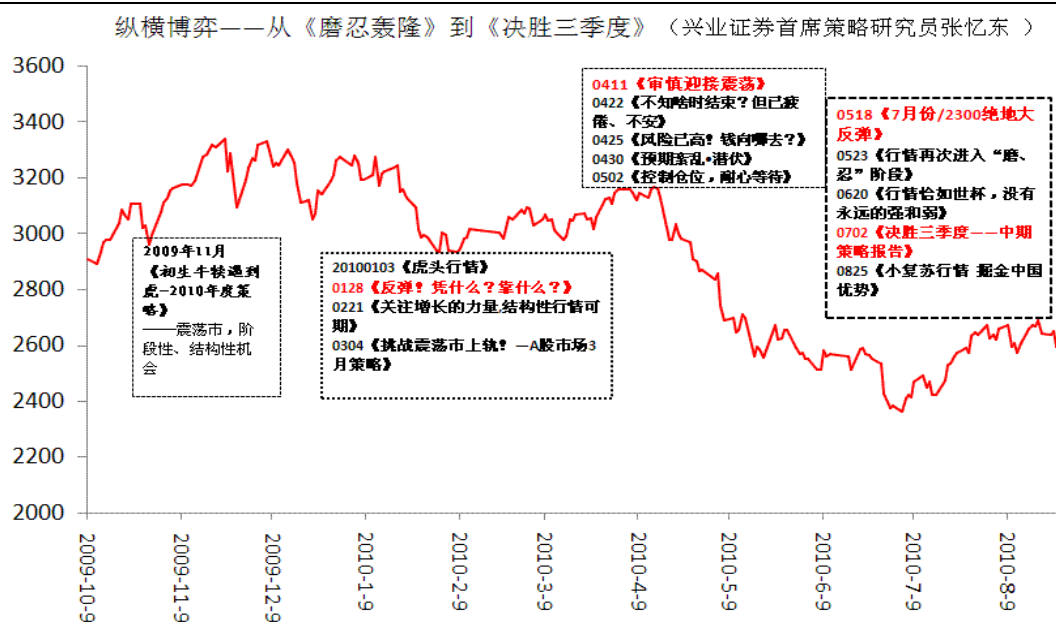
目 录

回顾：成功“决胜三季度”	- 3 -
10 月 A 股展望：指数震荡向上，复苏、汇率推动价值股的结构行情	- 4 -
经济复苏趋势确定，系统性风险降低	- 4 -
流动性环境好于 9 月，汇率博弈是短期催化	- 5 -
三季报业绩增速放缓在预期之中	- 7 -
事件扰动，重点关注十二五规划	- 8 -
策略：战术性关注周期股阶段性反弹，战略性等待布局新经济时机	- 8 -
周期性行业，迎来阶段性反弹机会	- 8 -
新兴产业，精选个股等待战略性布局时机	- 10 -
行业配置建议	- 10 -
图 1：兴业证券策略观点回顾	- 3 -
图 2：2010 年 9 月行业涨跌幅	- 3 -
图 3：HSBC 与 CFLP 制造业 PMI	- 5 -
图 4：CPI、PPI 环比趋势与季调环比	- 5 -
图 5：2010 年以来 3 个月以下期限 SHIBOR 利率	- 5 -
图 6：6 个月票据转贴利率	- 5 -
图 7：人民币近期快速大幅升值	- 6 -
图 8：美元指数走弱	- 6 -
图 9：恒生指数连续上涨	- 6 -
图 10：AH 溢价将进一步下降	- 6 -
图 11：2009 年 7 月以来上市的全部次新股各月解禁市值	- 7 -
图 12：2010 年三、四季度业绩同比增速下滑	- 7 -
图 13：各行业 PE 的 K 线图	- 9 -
图 14：各行业 PB 的 K 线图	- 9 -
图 15：大盘股和小盘股的相对超额收益	- 10 -
图 16：2010 年初至今各行业涨跌幅	- 10 -
表 1：10 月交易日历	- 4 -
表 2：上证指数、业绩增速、PE 对应表	- 8 -
表 3：行业配置建议	- 10 -

回顾：成功“决胜三季度”

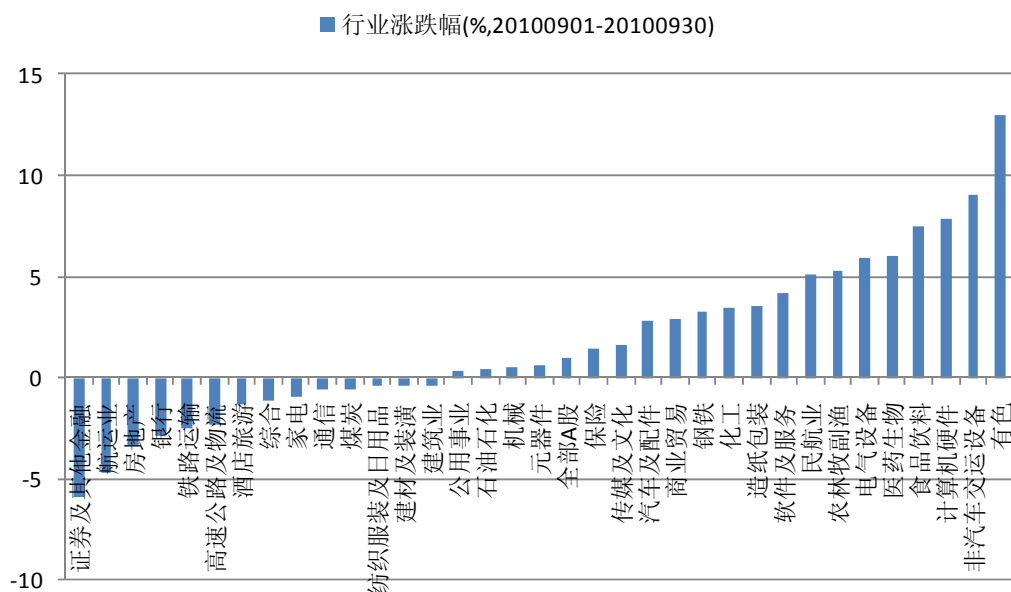
我们在5月份路演报告《7月份/2300绝地大反弹》和6月中旬以来的报告，特别是中期策略《决胜三季度》，持续强烈提醒三季度有行情。8月策略《把握好时光》强调三季度大反弹格局未改，行情震荡向上，利用震荡加仓。9月策略《继续看涨，掘金中盘成长》提出阶段性继续看好攻守兼备的中盘蓝筹股，前瞻性提示灵活应对新兴产业4季度可能的震荡。

图 1：兴业证券策略观点回顾



资料来源：兴业证券研发中心

图 2：2010 年 9 月行业涨跌幅



资料来源：兴业证券研发中心，WIND

10月A股展望：指数震荡向上，复苏、汇率推动价值股的结构性行情

表 1：10 月交易日历

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
备注： 10月1日——中华人民共和国61华诞。 10月3日：巴西进行总统和议会选举。 10月10日——辛亥革命99周年。 党的十七届五中全会将在本月召开。				1 国庆长假公休7天 港交所休市	2	3
4	5	6	7	8	9 中国神华 90415.91万股解禁	10 辛亥革命纪念日
11 美国哥伦布日 美休市	12 三季报开始发布	13 海关统计数据	14	15 十七届五中全会15-18号召开, 十二五规划将是十七届五中全会的主要内容; 农业银行50.3亿股首发机构配售股解禁	16 重阳节 世界粮食日	17
18	19	20	21 国内经济数据发布	22	23	24
25	26 十九	27	28 西山煤电 129154.1万股解禁	29	30 国元证券 117899.05万股解禁	31 万圣节

资料来源：兴业证券研发中心

在长期看好转型经济、成长股行情的大前提下，我们认为，10月份可能出现短期的风格转换，至少部分低估值的周期股有阶段性相对收益。

- 首先，利空出尽的阶段性博弈。经济复苏趋势越发确定，系统性风险小，因而，9月底出台的房地产二度调控政策并未引发市场恐慌，反而，推动银行、地产、周期性行业等股价透支悲观预期的板块出现阶段性估值小修复行情；
- 第二，升值故事幻觉重现。虽然人民币并不具备持续大幅升值的条件，但是11月美国中期选举前，短期的汇率博弈仍可能推升A股，特别是估值较低的地产、资源、金融等在“上个牛市有升值故事”的资产；
- 第三，11月份，次新小盘股面临大规模首发原股东解禁潮，逐利资金可能暂时撤离成长股，其中的一部分可能转向估值偏低、短期有催化剂的周期类股。

经济复苏趋势确定，系统性风险降低

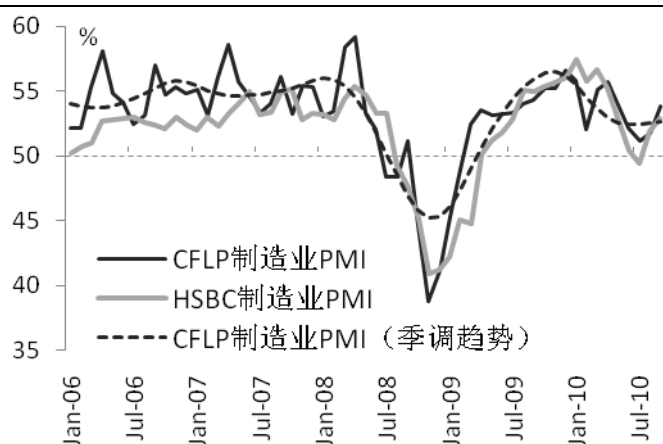
我们不认为10月份指数有太大的系统性风险，现在的环境与4月有很大不同。

- 经济环比复苏。根据兴业宏观，经济复苏可持续，需求强劲回升，过热风险

低。中国物流与采购联合会（CFLP）的9月制造业PMI经季调处理后，同比与环比趋势继续回升。结合HSBC公布的剔除季节因素后的数据，清晰验证中国经济从6-7月份底部连续回升；尽管9月份CPI可能仍高，但在夏季洪涝灾害、中秋国庆双节等因素过去以后，11-12月CPI同比高概率降至3%以下。

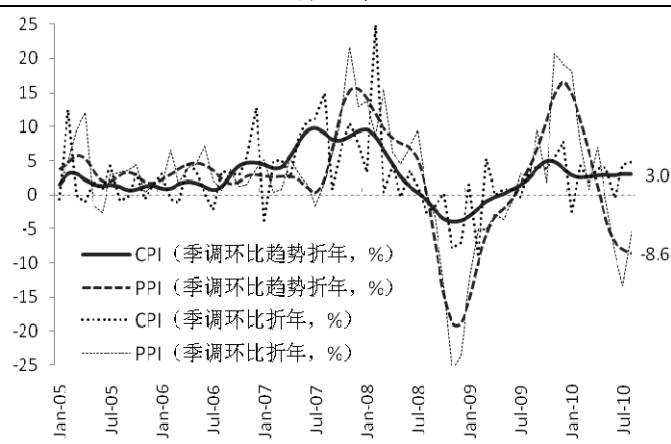
- 政策方向仍以稳为主。毕竟正处于复苏起步阶段，地产也不致于走向量价失控的局面，年内过热风险低，因此，政策一方面主动调整、主动收缩资产泡沫，避免日本80年代的老路，选择坚持结构调整的长期方向，有利于长期发展；另一方面，鼓励消费和新兴产业发展对冲外需和地产需求下滑的影响。节前最后一天地产和银行大涨已经显示了投资者判断并不悲观。

图3: HSBC与CFLP制造业PMI



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心宏观部

图4: CPI、PPI 环比趋势与季调环比

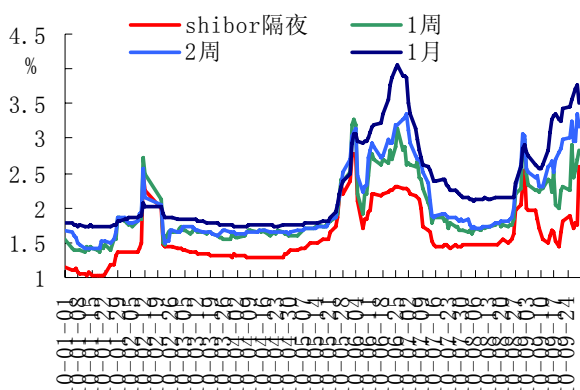


资料来源: WIND, 兴业证券研发中心宏观部

流动性环境好于9月，汇率博弈是短期催化

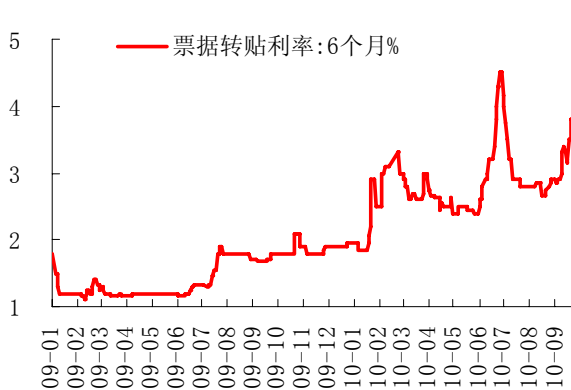
首先，从国内环境看，中秋、国庆超长假因素和季末存贷比考核因素过去，shibor和票据贴现利率大概率会结束9月中旬飙升的局面，重新回到均衡水平。

图5: 2010年以来3个月以下期限SHIBOR利率



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图6: 6个月票据转贴利率

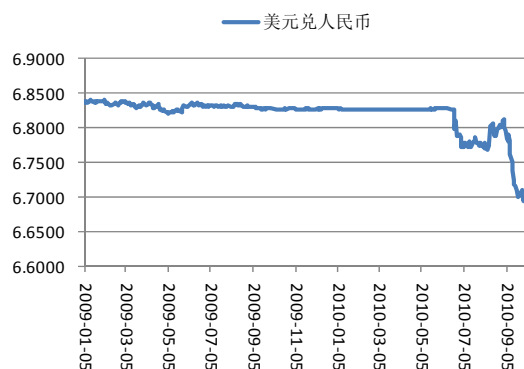


资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

第二，考虑国际因素，人民币短期快速飙升对流动性影响正面。虽然人民币并不

具备持续大幅升值的条件，近期温家宝表示“人民币继续升值 20%将会造成中国严重的失业问题，引发社会动荡”，清楚地表明了中国官方的态度；但是，在美国 11 月中期选举结束之前，围绕人民币汇率的政治游戏仍将继续。套利热钱追逐中国资产，港股连续上涨，AH 溢价将再度下降，从而支撑 A 股价格。

图 7：人民币近期快速大幅升值



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 8：美元指数走弱



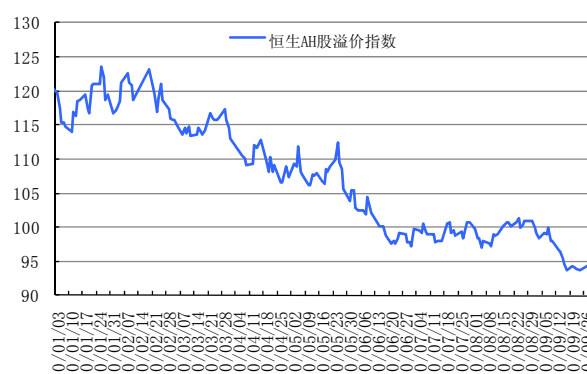
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 9：恒生指数连续上涨



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 10：AH 溢价将进一步下降

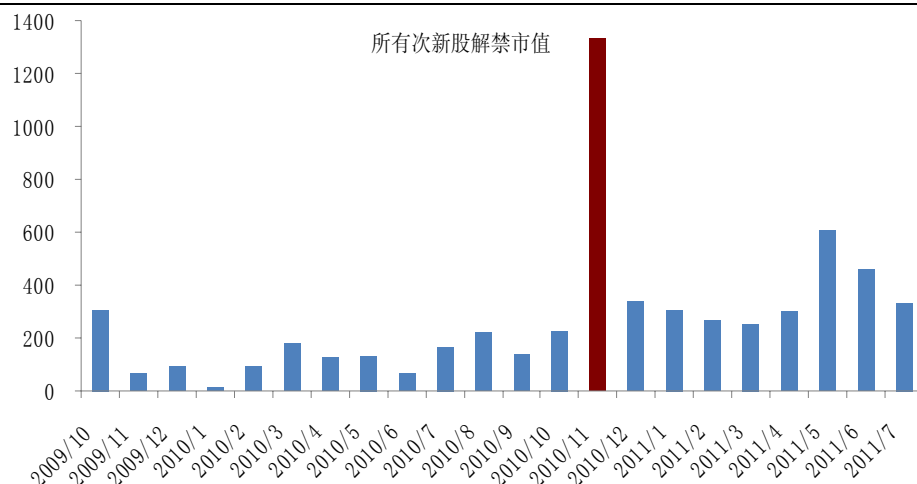


资料来源：WIND，兴业证券研发中心

第三，从股市的角度考虑，IPO、再融资大扩容以及严控信贷用途仍将持续产生影响，股市的资金供求只能是相对充裕，但是，不足以推动全面的趋势性行情，市场仍呈现结构性分化。

第四，中小盘股面临结构性压力。11 月份次新股的大规模解禁，可能给 10 月份中小盘股走势带来较大冲击！尤其是 11 月 1 日，28 家第一批上市的创业板首发原股东股份集中解禁，按照历史数据统计，此类事件将在解禁日前一个月抑制相应股票价格！

图 11：2009 年 7 月以来上市的全部次新股各月解禁市值



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

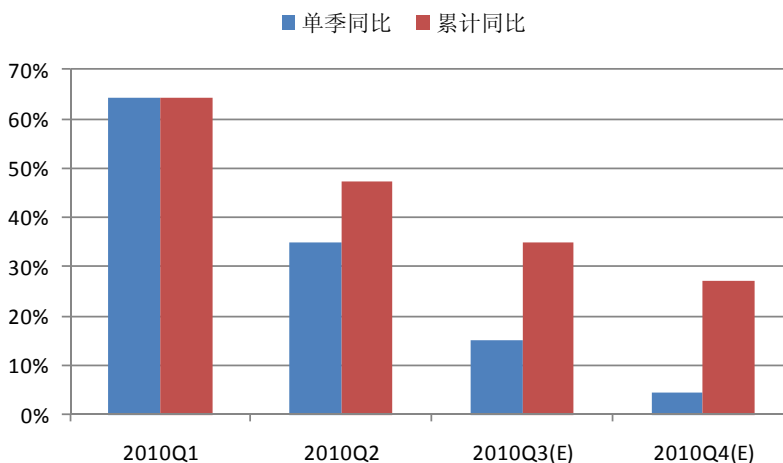
三季报业绩增速放缓在预期之中

10 月开始将发布三季报，根据我们自上而下的模型判断，下半年业绩增长将较上半年明显放缓。预计三季报业绩累计同比增长 35%（单季度同比增长 15%），全年业绩同比增长 27%（四季度单季同比增长 5%）。这不会对总体行情产生大的负面影响。

首先，朝阳永续提供的对 2010 年业绩的自下而上的一致预期（分析师个股盈利预测汇总）33%，略高于我们的预测，不过，主要卖方策略自上而下的预期在 26% 左右，与我们的预测相差不大，这隐含了对下半年业绩增速下滑的判断。

第二，业绩同比仍然维持了较高的增长，增速放缓的原因主要在于去年同期基数较高以及利润的季节性环比回落。从历史规律看，一季度环比增速最高，二季度环比增速略降，三季度环比持平或略降，四季度环比下降。

图 12：2010 年三、四季度业绩同比增速下滑



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

事件扰动，重点关注十二五规划

10月15号到17号召开的十七届五中全会是十月的重要议题。会议将讨论“十二五”规划，这将决定中国未来五年的发展路径。鉴于“十二五”中国仍处于工业化进程和产业结构调整转型期，传统工业的产业结构调整、战略新兴产业的培育、区域经济的发展等，应都包含在“十二五”规划之中。

- 国务院9月8日会议确定的七大产业：节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车行业发展规划；
- 钢铁、水泥、汽车、煤炭、有色、机械、化工等传统行业的节能降耗、并购重组、结构调整；
- 中西部地区城市群、城市带、东北地区的发展规划等等。

因此，在10月上半旬，十二五规划出台之前，小盘股、成长股可能冲高，此后，大概率出现调整一分化。但不必过度悲观，这正是精选个股，战略性布局新经济，寻找真正的新成长股的好机会。

策略：战术性关注周期股阶段性反弹，战略性等待布局新经济时机

表2：上证指数、业绩增速、PE对应表

对应的上证指数		2010年净利润增速				
		0%	10%	15%	20%	25%
2010年 静态市盈率	15	2038	2241	2343	2445	2547
	16	2173	2391	2499	2608	2717
	17	2309	2540	2656	2771	2887
	18	2445	2690	2812	2934	3056
	19.5	2649	2914	3046	3179	3311
	21	2853	3138	3281	3423	3566

资料来源：兴业证券研发中心策略部

周期性行业，迎来阶段性反弹机会

首先，在经济复苏不断确认、指数无系统性风险的前提下，周期性行业短期下跌空间有限。当前，部分周期股的股价已经反应的较多悲观预期，在政策利空已消化之后，11月之前，和面临解禁压力的小股票相比，具有相对收益。

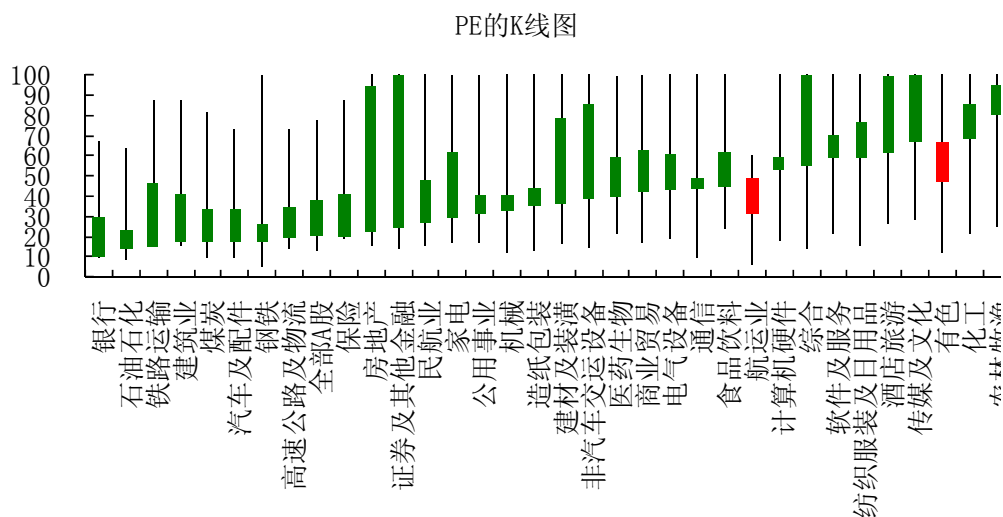
第二，短期周期性行业催化剂多。包括，

- 短期人民币升值，航空、房地产、金融等受益人民币升值板块有交易性机会；
- 需求旺盛的资源品，包括有色小金属、化工资源品（磷矿、钾肥）等受益美元走弱；
- 十二五规划加大传统行业产业结构调整力度、推进区域经济发展，引发供需

好转预期和并购重组机会。

需要提醒的是，在新周期的复苏开端，旧的经济发展模式传统产业遭遇瓶颈的大背景下，纯粹的传统周期性行业更多只是阶段性行情。

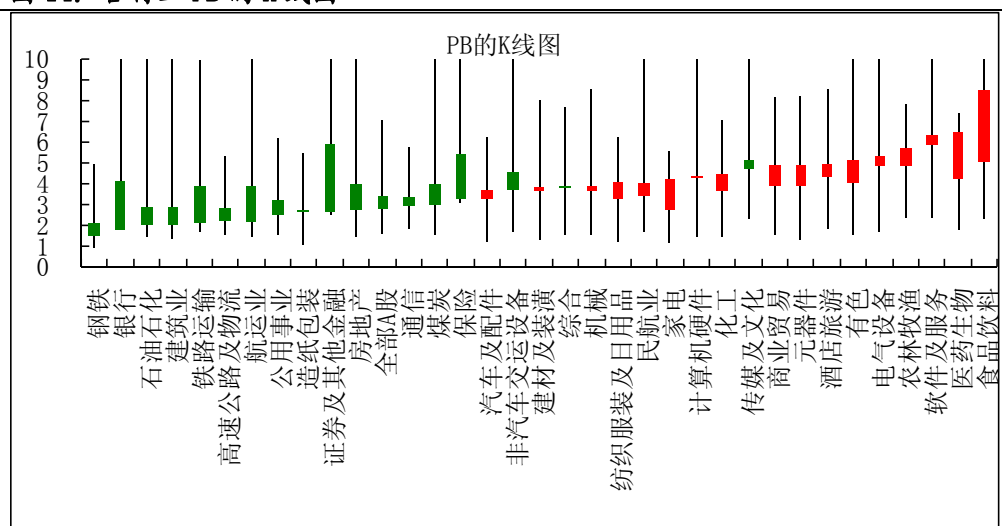
图 13: 各行业 PE 的 K 线图



资料来源：天软，兴业证券研发中心

说明：最高价代表 2000 年以来 PE 最大值，最低价对应 PE 最小值，开盘价表示 PE 的均值，收盘价表示 PE 最新值。

图 14: 各行业 PB 的 K 线图



资料来源：天软，兴业证券研发中心

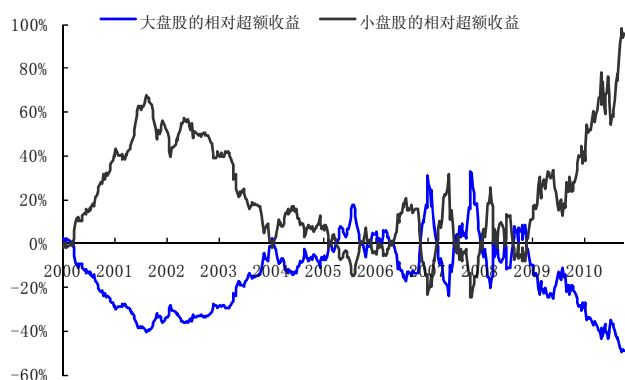
说明：最高价代表 2000 年以来 PB 最大值，最低价对应 PB 最小值，开盘价表示 PB 的均值，收盘价表示 PB 最新值。

新兴产业，精选个股等待战略性布局时机

对于新兴产业，我们长期看好。但是，就像最近大热的美国好莱坞大片《盗梦空间》一样，此前三季度大涨的很多“新兴”股票并没有坚实的业绩基础，未来只是一个方向，具体内容和进程还很不清楚，甚至只是在编织梦想。

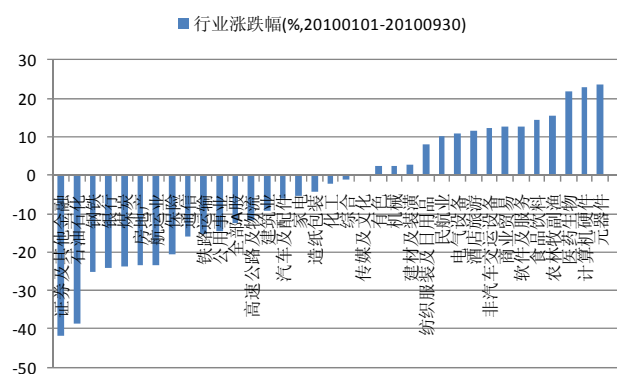
短期来看，各种博弈的力量，使得新兴产业的投资象《盗梦空间》一样剧情陷入复杂，因此，建议投资者要审时度势，及时调整，躲避题材股、伪成长股的风险，精选个股、抓住最后的赢家，等待震荡后战略性布局以获取长期收益。

图 15：大盘股和小盘股的相对超额收益



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 16：2010 年初至今各行业涨跌幅



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

行业配置建议

表 3：行业配置建议

行业分类	行业权重 (全市场， 流通市值)	配置建议	行业分类	行业权重（全 市场，流通市 值）	配置建议
化工（精细化工/农化）	4.28%	超配	造纸包装	0.80%	标配
房地产	5.52%	超配	元器件	1.72%	标配
汽车及配件	3.23%	超配	家电	1.57%	标配
非汽车交运设备	1.09%	超配	纺织服装及日用品	1.32%	标配
电气设备	2.55%	超配	酒店旅游	0.49%	标配
传媒及文化	0.79%	超配	证券	2.34%	低配
商业贸易	3.15%	超配	公用事业	3.48%	低配
建材及装潢	1.87%	超配	银行	21.11%	低配（增持）
民航业	1.30%	超配	高速公路及物流	1.03%	低配
保险	5.57%	超配	铁路运输	1.03%	低配
软件及服务	1.19%	超配	钢铁	2.82%	低配
有色（新能源新材料）	3.29%	标配	航运业	1.65%	低配
煤炭	3.08%	标配	计算机硬件	0.63%	低配
医药生物	4.98%	标配	石油石化	4.81%	低配
食品饮料	4.08%	标配	建筑业	1.87%	低配

通信	2.06%	标配	综合	0.88%	低配
机械	3.08%	标配	农业	1.33%	低配

资料来源：兴业证券研发中心

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% ~ 5% 之间
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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。