

策略研究

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

刘景德 执业编号: S1500209060085
+86 10 63081289
liujingde@cindasc.com

黄祥斌 执业编号: S1500207100001
+86 10 63081272
huangxiangbin@cindasc.com

曾祥天 执业编号: S1500210040001
+86 10 63081271
zengxiangtian@cindasc.com

陈嘉禾 执业编号: S1500210030014
+86 10 63081251
chenjiahe@cindasc.com

艾宜
+86 10 63081096
aiyi@cindasc.com

相关报告

2010 年 1 月报: 大盘股的相对性机会

2010 年 2 月报: 只剩时间问题的风格转换与确定性的趋势投资

2010 年 3 月报: 从全球视角看中期板块配置

2010 年 2 季: 策略三驾马车之风格转换、动量和通胀

2010 年 5 月: 房价跌物价涨, 蓝筹行情等趋势

2010 年 6 月: 投资社会进化论

2010 年半年: 在经济迷雾中踏着价值投机的脚步前行

2010 年 8 月: 我们不缺流动性

2010 年 9 月: 盘整难以成为市场常态

请务必阅读最后一页重要的
免责声明

2010 年 4 季度 A 股市场投资策略报告

2010 年 10 月 8 日

摘要

全球经济复苏的阶段性特点与我国股票市场趋势

- 全球经济缓慢复苏但仍有波折。短期在全球范围掀起加息浪潮的概率已大大降低, 外围经济仍将长期处于低利率时代。
- 国际贸易保护主义抬头和复苏分化将对我国股票市场产生复合影响。贸易环境恶化对我国经济增长的不利预期将压制股票市场表现; 受跨国利差、人民币升值和投资收益三种力量的推动, 热钱在经历 3 个月净流出后卷土重来, 被动的货币投放会造成流动性增加, 在资金面上对股票市场形成利好。我们认为在经济没有超预期的表现的情况下股票市场亦难以有超预期的变动, 出现反转行情的概率不大。
- 人民币升值预期将成为影响大盘走势的潜在力量。未来币值上涨会导致国际逐利性资本大量持有人民币资产, 股票市场的流动性会得到改善; 热钱涌入会增大我国外汇管理的压力, 从而降低加息的可能性。
- 国际大宗商品价格变动背后隐藏行业层面的阶段性投资机会。

影响市场的中国经济及政策解析

- 未来对经济“滞涨”的担忧将成为主旋律。我们认为由于人民币升值压力导致的出口增速放缓预期、由于房价居高不下导致的行业调控政策升级预期、由于资产价格飞涨导致的居民通胀预期及国际大宗商品价格的传导, 我国面临的经济增速进一步下滑、实际通胀压力进一步增大, 进而引发的“滞涨”预期将会继续困扰着管理层及投资者。
- 由于资产价格飞涨导致的居民通胀预期逐步形成及国际大宗商品价格的传导, 形成的通胀压力不容忽视。累计上我国临近甚或正在经历经济刘易斯拐点, 劳动力价格上涨的开始凸现。年内虽然 CPI 透露出来的通胀压力可能并不明显, 但是通胀预期的增强现象还是需要予以关注。
- 由于房地产行业呈现的“量升价平”现象导致的行业调控政策升级预期会增强。
- 2010 年 4 季度经济政策将努力做到随机应对。首先, 迫于海外压力及国内经济增长模式转型的需要, 人民币汇率可能升值 3%甚至更多。其次, 针对房价过高的现状, 调控政策不排除加码的可能, 诸如督促加大保障房、廉租房的供给, 另外, 房产税试点方案也可能推出。最后, 由于翘尾因素下降通道内通胀压力并不明显, 未来加息的可能性不大。

当前细分行业估值情况

- 从市场整体估值水平来看，当前 A 股估值水平较自身历史水平小幅折价，但从全球角度考虑，仍然处于相对较高的状态。
- 在比对细分板块的估值时，我们发现，从 PB 的角度考虑，高估值板块一般是从 2008 年底以来反弹较多的板块，而低估值板块则一般是反弹较少的板块。可以看出，这一轮反弹，至少从 PB 层面上说，主要依靠的是估值修复，而净资产增速带来的效益相对并不高。从细分板块估值的角度考虑，当前市场大部分的已经进入一个比较危险的阶段。而中国大部分行业未来的成长性、盈利能力等等，能否支撑这样的高估值？这是一个值得我们警惕的问题。
- 从正面看，作为中国经济命脉的银行有着其它行业所没有的制度保障和国家财政隐形支持，银行股还是有一定吸引力的。此外，考虑到未来存贷款的持续增长、可能到来的加息周期以及由此带来的 NIM 上升，和这种上升可能对冲的坏账风险，银行股从总体上看，还是有一定吸引力。
- 总体来说我们认为，当前市场总体估值还算合理，但这种估值主要由银行等大市值、低价板块维系，多数板块的估值已经较贵，未来不排除出现一定调整的可能。但是，对于一些低估值、前景较为确定的蓝筹板块，我们仍然相对看好。

当前市场资金供求关系分析

- 在“双节”之后，A 股将迎来史上最大的解禁潮。2010 年限售股解禁额度超过 5000 亿元的月份，分别为 1 月份的 6338.85 亿元、10 月份的 12401.66 亿元、11 月份的 21504.15 亿元、12 月份的 5758.62 亿元。由此可以预计，2010 年第 4 季度市场的资金面将呈趋紧态势。
- 新基金的募集规模大幅缩水说明市场心态谨慎。三季度以来成立的 7 只偏股型新基金，募集总规模为 46.05 亿份，单只基金平均募集规模仅 6.58 亿份，创下今年新低。从单只偏股新基金平均募集规模看，一季度平均每只产品募集规模为 22.35 亿份，二季度平均募集规模下降到 14.39 亿份，三季度再创新低。
- 总体来看，市场对于主板和创业板新股发行扩容带来的资金面压力，以及不断发行的新的基金带来的新增资金入场产生对冲作用的因素显得较为复杂，这压缩了沪指反弹和下跌的空间，后市反复震荡的格局仍难以避免。预计 A 股市场 4 季度更多的呈现的是“震荡市”和“结构性行情”两大特征。

4 季度行情展望和主流热点分析

- 由于前三季度指数跌幅较大，综合当前政策面、资金面、技术面和市场心态的分析，主力资金演绎“自救行情”的概率正加大。考虑到解禁利空以及在当前的供求关系特点，预计反弹空间亦不会太大，股指将维持在 2600-3000 的区间内震荡。
- 重点关注 4 季度报及年报业绩预增的品种、重组概念股和有政策扶持的行业板块。

目录

1. 全球经济复苏的阶段性特点与我国股票市场趋势	4
2. 影响市场的中国经济及政策解析	6
3. 当前细分行业估值情况	10
4. 当前市场资金供求关系分析	13
5. 4 季度行情展望和主流热点分析	16

图表

图表 1: OECD 全球经济综合领先指数	4
图表 2: 我国进出口数据及贸易顺差状况	5
图表 3: 2008 年以来我国“热钱”数据统计	5
图表 4: 我国 M1、M2 同比增速	8
图表 5: 我国城镇固定资产投资、房地产开发投资当月同比	8
图表 6: 我国社会消费品零售额实际增速	8
图表 7: 我国 CPI 数据统计	9
图表 8: 全球主要市场估值, PBmrq 估值	10
图表 9: A 股细分板块估值	11
图表 10: A 股医药板块和美股主要医药类上市公司市值、估值、盈利能力对比	12
图表 11: A 股包含和不包含银行股估值情况	12
图表 12: 前三季度部分板块资金净流入	14
图表 13: 前三季度部分板块涨跌幅	14
图表 14: 限售股月度解禁规模	15
图表 15: 集资金额合计-募集资金	15

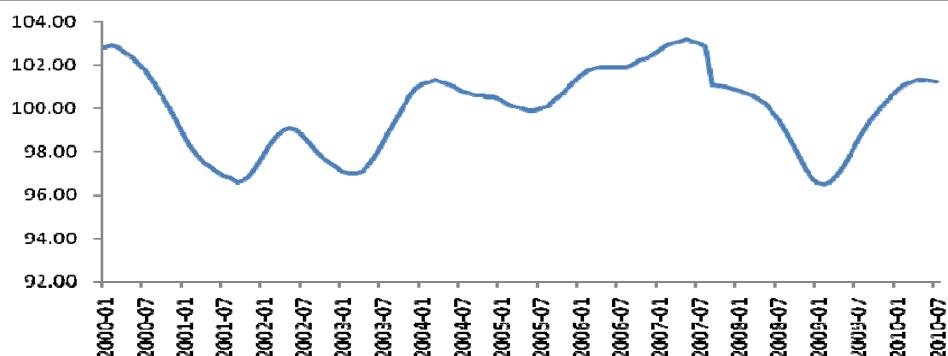
1. 全球经济复苏的阶段性特点与我国股票市场趋势

1.1 全球经济缓慢复苏但仍有波折

NBER 表示美国经济衰退在去年 6 月结束，数据显示美国经济已从底部逐渐上行，但 8 月的失业率在高位出现反复，核心 CPI 增长缓慢则说明美国的经济复苏正受到需求动力不足的困扰；欧元区在阶段性解决债务危机后，上半年的经济恢复基本符合预期，当前的主要的担忧来自于英国计划启动二战以来最严厉的财政紧缩政策，9 月份欧元区消费者信心指数回升低于预期水平，PMI 综合指数则大幅回落，显现了复苏放缓的趋势；日本经济对出口依赖明显，由于其主要贸易伙伴复苏放缓以及日元升值对出口的影响，其经济增长也陷入窘境。

各经济体为应对经济增长疲态纷纷在货币政策上做出反应，继英国央行 8 月 5 日宣布将基准利率维持在 0.50% 的低位之后，美联储主席伯南克又于 8 月 27 日提出了采取量化宽松货币政策的可能，以上表态意味着短期在全球范围掀起加息浪潮的概率已大大降低，外围经济仍将长期处于低利率时代。

图表 1: OECD 全球经济综合领先指数



资料来源：信达证券，Wind

1.2 国际贸易保护主义抬头和复苏分化将对我国股票市场产生复合影响

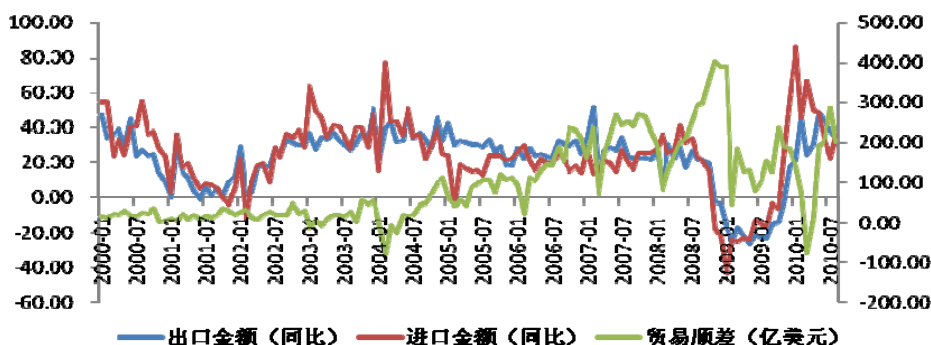
贸易环境恶化对我国经济增长的不利预期将压制股票市场表现。经济增长的困境必然使各主要经济体对出口有更多期待，而失业率居高不下也为贸易保护主义的抬头提供了条件。我国出口金额同比增速自 5 月起逐月下滑，频发的贸易摩擦印证了贸易环境恶化的事实。在产能过剩的压力下，我国以大规模投资拉动经济的可能性正逐渐降低，尽管“十二五”期间促进消费将成为政府工作重点，但国民消费能力的培养显然非一日之功，一旦出口的增速放缓，经济增速放缓也就无法避免。

另一方面的影响来自于复苏状况分化对国际资金流动的推力。受跨国利差、人民币升值和投资收益三种力量的推动，热钱在经历 3 个月净流出后卷土重来，被动的货币投放会造成流动性增加，在资金面上对股票市场形成利好。

由此看来，外围经济对我国股票市场存在复合影响，4 季度大盘在方向选择上难以形

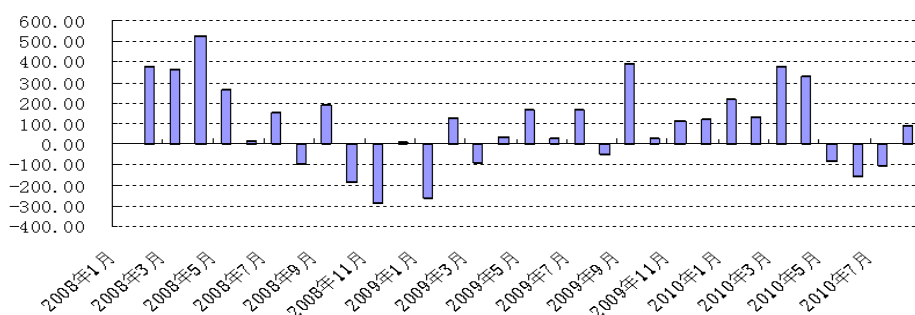
成一致预期。我们认为在经济没有超预期的表现的情况下股票市场亦难以有超预期的变动，出现反转行情的概率不大，预计后市大盘仍会以震荡盘整为主，并受国内经济因素影响较大。

图表 2：我国进出口数据及贸易顺差状况



资料来源：信达证券，Wind

图表 1：2008 年以来我国“热钱”数据统计



资料来源：信达证券，Wind

1.3 外部压力下的人民币升值将成为影响我国股票市场的重要事件

美国失业率的居高不下重新启动了其对人民币升值的需求，9 月 24 日美国众议院筹款委员会投票通过旨在对低估本币汇率国家征收特别关税的法案则成为其向中国施压的工具。考虑到在投资回落的情况下稳定出口的需要，人民币继续快速升值的可能性不大，温和升值应当是 4 季度汇率变化的主线。

在这种情况下，人民币升值预期将成为影响大盘走势的潜在力量，这种影响体现在两个方面：一是未来币值上涨将会导致国际逐利性资本大量持有人民币资产，股票市场的流动性会得到改善；二是热钱涌入会增大我国外汇管理的压力，从而降低加息的可能性。事实上，央行以控制资产价格为主要目的的加息政策一直面临境外热钱的挑战，改变负利率状况的初衷是使国内资金实现由资产向货币的流动，但由外汇占款导致的流动性泛滥则会使这一政策大打折扣。因此，从逻辑上看，人民币若在 4 季度保持温和态势，对于股票市场将构成利好，但并非唯一的决定因素。不过，人民币升值带来的某些结构性机会或将对金融、民航、造纸等板块形成一定支撑。

1.4 国际大宗商品价格变动背后隐藏行业层面的阶段性投资机会

在全球经济复苏尚存较大不确定性的背景下，黄金的避险作用将得到充分发挥，易受到市场青睐；而由于美国在短期内调整利率的可能性不大，美元走弱的格局仍将持续，这将对基本金属价格继续形成支撑；此外，新兴经济体在复苏中的强劲表现以及新一轮经济刺激计划的出台将使需求拉动原材料价格，前三季度频发的自然灾害也对全球农产品价格上涨产生助力。综合以上判断，4 季度国际大宗商品价格保持上涨的概率较大，相关资源类个股有望成为投资热点。

2. 影响市场的中国经济及政策解析

2.1 未来对经济“滞涨”的担忧将成为主旋律

一方面在于基数的抬高，另一方面在于在系列经济调控政策效果的显现，2010 年前三个季度我国经济呈现前高后低的格局，自 1 季度 GDP 增速实现 11.9%后，增速逐步回落，2 季度 GDP 增长 10.3%，3 季度预计增长 9.5%。展望 4 季度，预计我国经济增速会继续平稳回落至 9%左右，全年预计为 10-10.5%。同时，由于翘尾因素的逐步消失，CPI 数据预计将逐步回落，全年控制在 3%以内的政策目标有望实现。即使如此，我们认为由于人民币升值压力导致的出口增速放缓预期、由于房价居高不下导致的行业调控政策升级预期、由于资产价格飞涨导致的居民通胀预期及国际大宗商品价格的传导，我国面临的经济增速进一步下滑、实际通胀压力进一步增大，进而引发的“滞涨”预期将会继续困扰着管理层及投资者。

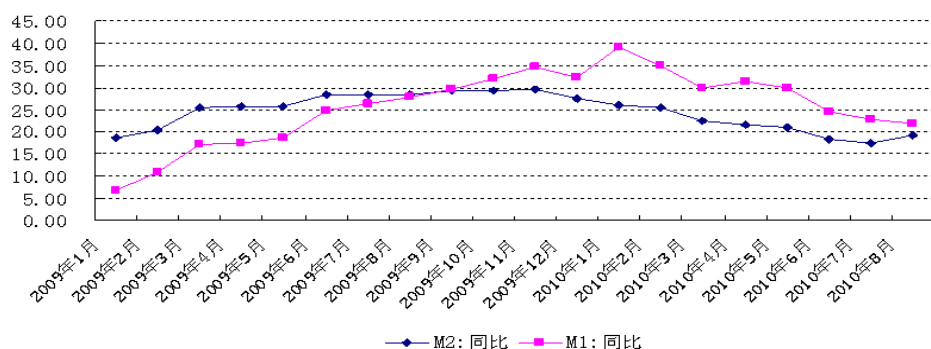
由于资产价格飞涨导致的居民通胀预期逐步形成及国际大宗商品价格的传导，形成的通胀压力不容忽视。一方面，8 月 CPI 达到 3.5%，创下年内新高。其中，翘尾因素贡献了 1.61 个百分点，而新涨价因素贡献了 1.89 个百分点。鉴于翘尾因素在 6-7 月达到 2.11 个百分点高点后，会逐步回落，9-10 月其影响分别在 1.2-1.3 个百分点，如此，即使新涨价因素贡献进一步上升，但是由于翘尾因素的对冲，投资者普遍预期 8 月的 CPI 可能处于年内的峰值。从 CPI 八大类的贡献来看，农产品价格的上涨对 CPI 上升的贡献率达到 70%，尤其是粮食、鲜菜及肉类价格上涨幅度较为明显。未来，我们认为在国内外两方面因素的影响下，农产品的价格会继续上涨，从而给通胀带来压力。一方面，据报道，俄罗斯政府宣布粮食出口禁令将至少延续至明年，2009 年，俄粮食出口量居世界第三位，在国际粮食市场的份额约为 13%。在俄罗斯面临史上最严重干旱、巴基斯坦和德国饱受洪涝之苦、澳大利亚及阿根廷的干燥气候引发作物受损担忧的背景下，全球农产品供给明显减少。同时，全球主要经济体实施的宽松货币政策导致的流动性泛滥情形会持续，其会推高国际农产品价格。另一方面，我国由于自然灾害等原因导致的粮食减产、流动性导致的农产品炒作之风，都会导致国内农产品价格有进一步上涨的动因。其实，农产品价格上涨的深层次原因在于全球范围内货币购买力下降及劳动力、土地租金价格上涨所致，即使是通过行政手段压低了价格，但是通胀预期近期确实有愈演愈烈之势。尤其是人为压低农产品价格，还有侵害农民利益之嫌，无论是对于城镇化进程的加快，还是对于经济增长模式转型都存在压制作

用。另外，投资者普遍预期美联储会继续实施定量宽松政策，配合上美国近期公布的耐用消费品订单、新屋销售等数据低于预期，美元指数跌破 80 整数关口，由此引发国际大宗商品价格上涨及强烈的上涨预期，这些因素未来必然会给 CPI 上涨带来持续的推升压力。累计上我国临近甚或正在经历经济刘易斯拐点，劳动力价格上涨开始凸现。如此，年内虽然 CPI 透露出来的通胀压力可能并不明显，但是通胀预期的增强现象还是需要予以关注。

由于房地产行业呈现的“量升价平”现象导致的行业调控政策升级预期会增强。2000-2010 年期间，我国社会消费品零售总额实际增速均值为 11.55%，2008 年之后，居民消费热情明显升温，即使是全球范围的经济危机也没有遏制该势头。这一方面来自于居民收入水平的提高造成的消费升级效果。另一方面，可能和实际负利率以及居民逐渐形成的货币购买力下降预期密切相关。2010 年以来，社会消费品零售总额实际增速始终保持在 15% 左右，预计该态势短期内会延续。累计上 1-8 月我国出口数据的远超预期，这使得经济对于城镇固定资产投资的倚仗较之于 2009 年有大幅度的下降。实际上，我国城镇固定资产当月投资增速自 2010 年以来保持在 25% 左右，较之于 2009 年已经有了近 10 个百分点的回落，和危机前的增速持平。对应的是，我国房地产开发投资增速在 2009 年初后持续上扬，今年 8 月当月同比增长 34.09%，比当月固定资产投资总额增速高出 10.17 个百分点。这折射出两点内容，其一在于房地产投资在新国十条出台后，热情并没有消退。其二在于如果剔除掉房地产投资，社会固定资产投资增速理应低于危机前水平，结合各地振兴规划层出不穷、基建投资保持在高速的状况，推断出来的是企业投资严重不足，如果累计上 1-8 月出口数据超预期，那么企业投资面临的窘境愈发令人担忧。理论上，增加供给，可以平抑房价。遗憾的是，国家统计局发布的数据显示，8 月份我国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 9.3%，环比持平。据草根观察，房价在经历了 4 个月的平静期后，9 月井喷态势已经显现。配合上 8 月当月全国销售面积 0.69 亿平方米，环比增长 7.8%。显然，无论是房地产投资、还是房价甚或是商品房销售面积，其都呈现出一片欣欣向荣的景象。如果说房地产调控新政达到了预期效果，实属牵强。诚然，房地产投资及商品房销售的旺景，对于固定资产投资及社会消费会起到较好的作用，但是就高房价而言，其引发的担忧正在加深，且其对于企业投资的挤出效应相信未来也会逐步凸显，就决心平抑房价的政府而言，其透露出来的信息可能正在向其公信力方面渗透。高房价的原因已经被分析得非常透彻，高地价应该是最为主要的根源，从政策升级可能采取的措施而言，不外乎几个方面，其一，房产税或“物业税”。其二在于增加供给，限制需求。其三在于加息，尤其是不对称加息（只调高存款利率）。其四在于涨工资，拉低实际房价。就短期而言，无论政策是否会真正升级，但是其预期只会愈发强烈。遗憾的是，在全球需求下降导致的企业投资欲望下降、人民币汇率升值引发的国内资产价格上涨预期下，如果不下“重手”，房价上涨的预期可能难以消除。也许，只有改变地方政府对于房地产开发、销售等环节的税收收入以及土地转让金的依赖，才能真正达到平抑房价的效果，由此，如何为地方政府“开源”，应该是投资者对于“十二五”在该领域最大的期待。

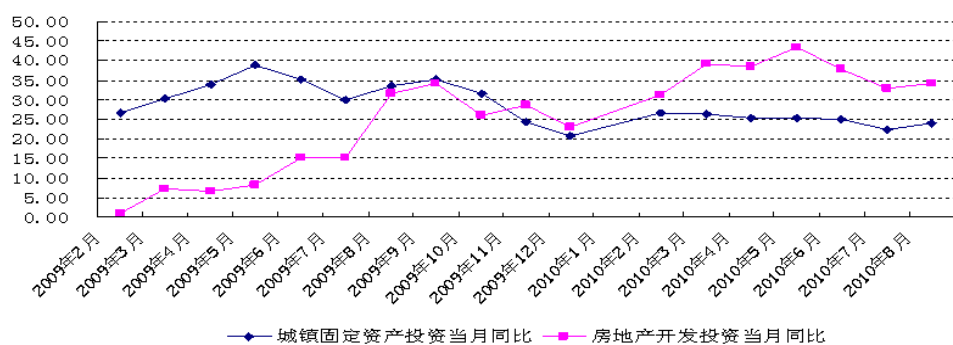
综上所述，我们认为我国经济虽然回暖，但是隐忧仍存。如果政策应对不当，“滞涨”并非全无可能，由此，资本市场所处的宏观经济环境还难言好转，强周期板块系统风险依然在持续加大。

图表 4：我国 M1、M2 同比增速



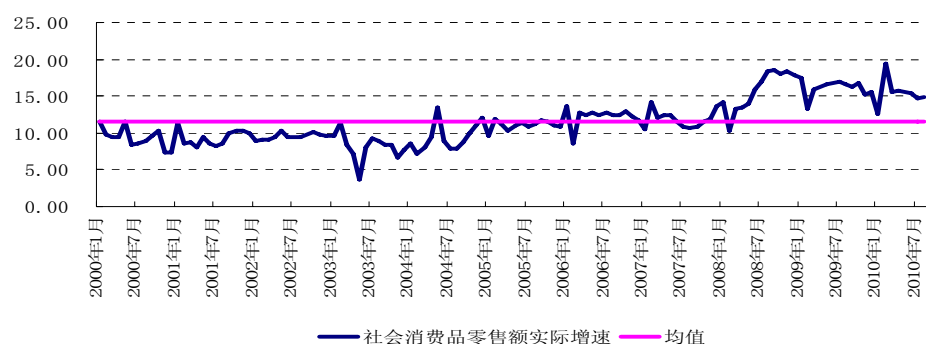
资料来源：信达证券，Wind

图表 5：我国城镇固定资产投资、房地产开发投资当月同比



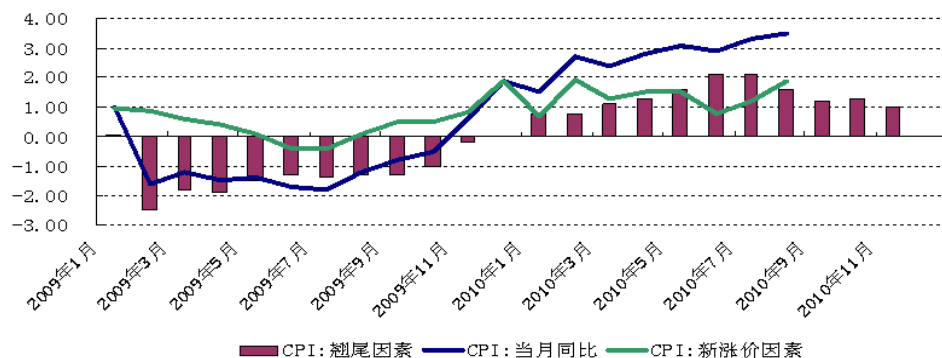
资料来源：信达证券，Wind

图表 6：我国社会消费品零售额实际增速



资料来源：信达证券，Wind

图表 7：我国 CPI 数据统计



资料来源：信达证券，Wind

2.2 2010 年 4 季度经济政策将努力做到随机应对

诚如年初预期，2010 年我国经济呈现出的复杂性造成了经济政策选择的多样化。这既包含了年初货币政策微调后长时间的平稳，也包含了积极的财政政策及谨慎的汇率政策。同时，为了防患于未然，管理层加强了金融机构的监管力度，调高了银行资本金比例及不良贷款拨备的标准，并开始清理地方政府融资平台。值得浓墨重彩的是，针对房价过高的状况，国务院于 4 月 15 日出台了房地产调控的新国十条，虽然其政策效果有待观察，但是其彰显出来的决心跃然纸上。

之前，鉴于对经济二次探底的担忧，投资者普遍预期经济政策会于 4 季度转向，而经济也有望由低点逐步回升，这引发了对于 4 季度资本市场抱有相对乐观的预期。遗憾的是，正是由于经济回暖迹象的显现，导致了政策短期内大幅度转向的可能性大为下降，累计上资产价格泡沫引发的调控预期，我们判断未来一段时间内经济政策总体上依然会保持平稳，这决定了资本市场依然只存在结构性行情的基础。当然，针对我国经济出现的种种两难，政策也可能会相应有所微调：

首先，迫于海外压力及国内经济增长模式转型的需要，人民币汇率可能升值 3% 甚至更多。其实，对于“热钱”的管理来说，人民币汇率升值预期的危害大于汇率升值。为了消除人民币升值预期的有效形成，一次性较大幅度的升值的政策效果可能会更加明显。遗憾的是，如果一次性大幅度升值，其对于我国出口企业的冲击可能也会较大，这使得管理层在政策选择的时候会显得比较踌躇。由此，我们推测人民币汇率年内升值幅度依然在 3% 左右，不过其升值的速度可能会超出预期，一次到位的可能性大。

其次，针对房价过高的现状，调控政策不排除加码的可能，诸如督促加大保障房、廉租房的供给，另外，房产税试点方案也可能推出。值得一提的是，如果房价上涨的势头得不到有效遏制，也不排除通过行政手段来达到目的的可能性。

最后，由于翘尾因素下降通道内通胀压力并不明显，未来加息的可能性不大。同时，如果“热钱”流入频率加快，金融机构存款准备金率还是有进一步提升的空间，当然，正常情形下，央行更有可能是通过加大公开市场操作的方式来对冲“热钱”带来的流

动性。

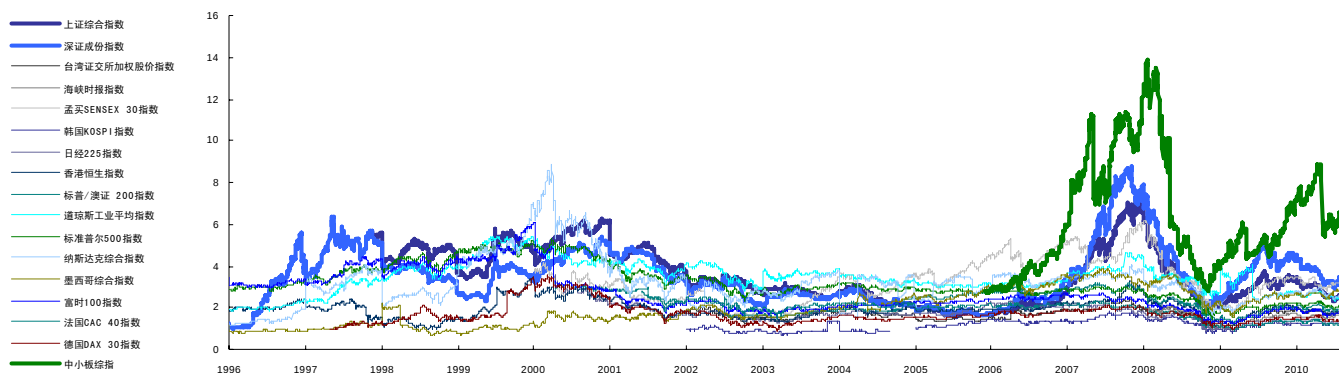
预计未来我国依然会通过积极财政政策来刺激经济，当然，其会努力做到“有保有压”。其中，对“三农”、新兴行业、教育、卫生、文化、社会保障、节能环保等领域的刺激力度可能会超出预期。

3. 当前细分行业估值情况

从市场整体估值水平来看，如下图所示，当前 A 股估值水平较自身历史水平小幅折价，但从全球角度考虑，仍然处于相对较高的状态。

考虑到 A 股刚进入全流通的新时代，则我们对过去 A 股自身的估值水平能对未来有多大的参考价值抱有一定怀疑。在全流通之前，整体市场的估值水平主要由金融资本的博弈和 IPO 资源稀缺性共同主导。而在全流通以及证监会对 IPO 发行限制减少的当下，市场的估值水平可能向产业资本估值水平倾斜，而这种倾斜可能造成 A 股历史的估值水平对未来的指导意义下降，而全球平均估值水平对 A 股自身估值的参照意义上升。

图表 8：全球主要市场估值，PBmrq 估值



资料来源：信达证券，Bloomberg，Wind

从细分行业估值来看，当前 A 股市场绝对估值相对较为低廉的板块主要有：银行、地产、券商、钢铁、石油石化、交通运输、铁路设备、通信、发电等几个不多的板块。而其它大部分板块则普遍估值较贵。

在比对细分板块的估值时，我们发现，从 PB 的角度考虑，高估值板块一般是从 2008 年底以来反弹较多的板块，而低估值板块则一般是反弹较少的板块。可以看出，这一轮反弹，至少从 PB 层面上说，主要依靠的是估值修复，而净资产增速带来的效益相对并不高。

从 PE 角度考虑，我们也可以得到没有那么确定、但基本相似的结论。

图表 9：A 股细分板块估值（涨跌幅为估算 2008 年 10 月 30 日至今涨跌幅，市值单位为亿元）

		Change	MktCap	PE	PB		Change	MktCap	PE	PB		Change	MktCap	PE	PB			
金融服务	保险	71%	11,717	18.0	3.2	乳制品	353%	530	73.7	6.4	公用事业	火电	57%	4,290	25.8	2.1		
	信托	92%	465	85.8	6.0		260%	302	69.7	5.4		水电	29%	1,788	30.0	2.4		
	银行	35%	56,516	9.5	1.9		249%	169	62.8	6.3		热电	165%	370	116.8	3.4		
	证券	52%	6,477	20.4	2.6		制糖	173%	144	46.4		3.2	燃机发电	225%	73	(164.0)	2.8	
房地产	房地产开发	156%	9,096	20.8	2.7	建筑建材	玻璃制造	307%	656	43.3	5.5	水务	163%	1,317	36.6	3.8		
	园区开发	100%	1,016	27.7	2.7		建筑施工	85%	6,876	16.9	2.1		燃气	130%	278	33.8	4.5	
有色金属	铝	127%	2,152	199.8	2.7		其他建材	365%	659	39.1	3.7		纺织服装	环保	341%	228	36.9	4.2
	黄金	312%	2,269	36.2	7.5		水泥制造	225%	1,974	25.5	2.9			服装	184%	1,547	33.4	4.2
	铜	242%	1,568	31.3	4.0	陶瓷制造	628%	146	(223.4)	10.7	毛纺	234%		386	163.9	4.3		
	小金属	384%	2,134	82.4	6.6	装修装饰	497%	349	67.3	8.3	棉纺	259%		836	76.1	3.3		
	铅锌	233%	1,241	65.0	4.6	家用电器	空调	193%	1,407	17.8	3.9	丝绸	254%	79	50.6	2.7		
	金属新材料	228%	318	150.6	5.2		彩电	146%	610	36.1	2.2	印染	201%	128	43.4	2.9		
	磁性材料	396%	497	92.5	5.9		小家电	243%	403	34.9	5.2	电子元件	249%	210	119.1	4.7		
	特钢	60%	5,738	15.8	1.4		冰箱	215%	278	24.3	5.5	分立器件	846%	468	64.2	7.4		
采掘	石油开采	179%	193	26.4	2.5	洗衣机	424%	173	29.8	5.9	集成电路	360%	488	277.0	8.2			
	煤炭开采	2%	18,305	15.5	2.1	其他白色家电	42	43.6	4.8	其他电子器件	312%	1,272	69.0	5.3				
	焦炭加工	122%	11,118	15.9	2.8	其它视听器材	295%	28	122.4	3.9	显示器件	317%	1,148	(77.9)	3.7			
	其他采掘	98%	164	(13.6)	3.3	电机	514%	488	60.0	5.7	元件	290%	944	64.9	4.8			
交通运输	其他采掘	347%	195	42.5	7.7	电气自控设备	440%	1,402	70.0	6.6	餐饮旅游	旅游综合	229%	538	54.2	4.7		
	港口	67%	1,651	22.0	2.5	电源设备	243%	2,475	35.2	5.0		酒店	274%	315	62.6	4.3		
	高速公路	51%	1,825	16.4	1.9	纺织设备	272%	254	305.5	4.4		餐饮	152%	132	54.3	5.2		
	公交	89%	418	28.5	3.4	机床工具	270%	308	31.6	4.3		自然景点	174%	249	80.5	6.1		
	航空运输	188%	3,424	28.9	5.0	机械基础件	163%	876	52.6	4.4	人工景点	362%	13	133.7	5.0			
	航运	40%	2,319	344.2	1.9	建筑机械	208%	2,304	15.5	4.3	轻工制造	造纸	205%	900	32.1	2.1		
	机场	20%	503	20.0	1.9	金属制品	156%	609	39.4	2.8		家用轻工	292%	643	70.0	4.9		
	铁路运输	(1%)	1,568	15.4	2.1	磨具磨料	224%	67	71.3	3.1		包装印刷	184%	547	28.6	3.9		
物流	177%	330	47.2	3.4	内燃机	351%	574	34.4	3.9	家具		228%	280	36.4	3.7			
交运设备	乘用车	320%	2,451	15.3	3.2	其他电力设备	289%	57	119.8	17.8	医药生物	其他轻工制造	326%	76	78.6	(20.9)		
	船舶制造	82%	1,110	22.7	2.7	其它普通机械	694%	579	46.6	4.7		化学原料药	207%	1,477	33.5	5.2		
	航空航天设备	331%	1,627	78.3	5.0	其它专用机械	397%	425	65.3	6.4		化学制剂	307%	2,117	44.2	5.8		
	摩托车	251%	458	87.0	8.8	输变电设备	210%	2,431	34.1	4.4		生物制品	244%	2,323	29.8	6.9		
	农机设备	259%	29	67.3	5.8	冶金矿采设备	142%	944	31.5	3.1	医疗服务	209%	159	173.2	5.4			
	汽车零部件	349%	2,258	17.9	3.9	仪器仪表	243%	214	121.0	5.4	医疗器械	480%	628	59.0	7.0			
	汽车销售	155%	90	67.0	4.6	印刷包装机械	190%	78	(88.3)	3.3	医药商业	290%	871	46.9	6.0			
	商用车	318%	815	15.0	3.4	制冷空调设备	361%	157	48.0	5.0	中药	282%	3,987	51.3	6.2			
	商用车客	282%	284	24.3	4.4	重型机械	35%	465	400.5	2.2	信息设备	计算机设备	290%	1,966	50.2	4.6		
	铁路设备	66%	1,163	30.2	2.7	氨纶	270%	187	32.0	4.0		交换设备	174%	90	105.3	3.5		
	专用汽车	222%	39	227.0	3.8	纯碱	122%	279	38.5	2.4		通信传输设备	268%	1,644	34.2	4.0		
	农林牧渔	153%	731	53.9	4.5	氮肥	79%	764	58.3	2.6		通信配套服务	159%	237	92.2	5.0		
	饲料	144%	507	75.3	5.3	涤纶	214%	682	124.4	4.8	终端设备	291%	376	28.1	10.8			
	其他种植业	76%	315	85.9	4.3	纺织化学用品	356%	260	23.0	3.0	出版	192%	720	57.6	4.6			
	果蔬加工	128%	221	790.5	4.2	化工新材料	228%	1,325	54.2	4.7	广播电视	108%	727	76.5	4.9			
	水产养殖	362%	392	91.2	8.6	钾肥	16%	1,611	53.8	8.7	互联网信息服务	277%	239	157.0	6.9			
	粮油加工	177%	242	75.7	6.0	磷肥	113%	64	511.5	2.4	宽带网络服务	198%	198	129.8	5.5			
	种子生产	277%	319	79.6	8.0	氯碱	223%	780	(38.1)	3.3	其它计算机应用	281%	2,391	57.7	6.0			
	林业	124%	112	(43.4)	4.5	轮胎	343%	340	27.6	4.4	其它信息服务	291%	113	59.0	4.5			
	畜禽加工	179%	46	241.3	3.4	民爆用品	376%	192	35.7	4.7	软件开发	243%	919	58.4	6.0			
	海洋捕捞	98%	57	36.4	4.4	农药	268%	628	103.4	3.8	综合	通信运营	18%	1,111	62.6	1.6		
	果蔬生产	89%	15	43.1	5.5	其他化学制品	236%	353	78.0	5.8		有线电视网络	155%	254	57.2	3.8		
	百货零售	248%	2,671	49.9	5.3	其他纤维	285%	54	148.3	3.8		综合	265%	1,694	57.1	4.6		
	贸易	189%	1,219	25.6	2.9	其他橡胶制品	271%	80	(64.1)	5.5								
	商业物业经营	164%	914	46.6	4.4	日用化学产品	168%	401	(94.6)	5.3								
	专业连锁	181%	2,025	34.5	5.2	石油加工	75%	8,609	12.8	2.0								
	白酒	188%	5,110	37.6	10.0	石油贸易	227%	198	57.3	4.2								
	调味发酵品	302%	219	32.5	5.7	塑料	304%	811	73.8	5.9								
	啤酒	196%	1,134	44.4	5.7	涂料油漆制造	177%	72	57.5	3.8								
	葡萄酒	162%	738	72.1	15.0	维纶	101%	120	36.0	1.9								
	其他酒类	237%	188	42.4	5.0	无机盐	250%	335	473.6	5.5								
	肉制品	87%	347	32.7	8.6	粘胶	212%	255	27.5	3.4								

资料来源：信达证券，Wind

从细分板块估值的角度考虑，当前市场从大部分的行业（不是大部分的市值）来说，已经进入一个比较危险的阶段。而中国大部分行业未来的成长性、盈利能力等等，能否支撑这样的高估值？这是一个值得我们警惕的问题。

举医药板块为例，下图对比了 A 股医药板块各子板块以及美股主要医药类上市公司的估值和盈利情况。可以看出，A 股的医药类股票无论从估值还是盈利能力上，都没有太大的吸引力。也许，唯一还能谈得上有吸引力的就是 A 股公司相对较高的增速。但是这种高增速又能持续多久呢？如果没有了盈利能力的保驾护航，这种高增速真的能带来值得那么贵的估值的高回报吗？

图表 10: A 股医药板块和美股主要医药类上市公司市值、估值、盈利能力对比（市值均取亿元人民币）

A股医药板块	MktCap	PE	ROA	ROE	Net profit margin
化学原料药	1,477	33.5	7.4%	15.5%	13.3%
化学制剂	2,117	44.2	8.2%	13.1%	12.4%
生物制品	2,323	29.8	13.0%	23.2%	28.3%
医疗服务	159	173.2	1.7%	3.1%	2.8%
医疗器械	628	59.0	8.0%	11.9%	21.8%
医药商业	871	46.9	3.8%	12.8%	3.7%
中药	3,987	51.3	7.1%	12.0%	11.6%
美国上市公司	Mkt Cap	PE	ROA	ROE	Net profit margin
Pfizer Inc.	9,371	13.8	5.3%	11.7%	17.3%
Bristol Myers Squibb Co.	3,173	15.1	14.6%	23.8%	23.5%
Merck & Co., Inc.	7,690	8.7	16.4%	33.0%	47.5%
Johnson & Johnson	11,468	12.8	13.7%	26.4%	19.8%
GlaxoSmithKline plc (ADR)	7,040	16.5	13.8%	61.7%	20.0%
Sanofi-Aventis SA (ADR)	5,948	11.0	6.2%	11.3%	15.3%
Novartis AG (ADR)	8,819	13.5	9.7%	15.6%	18.7%
Eli Lilly & Co.	2,789	8.9	15.3%	53.3%	19.8%
Roche Holding Ltd. (ADR)	7,895	11.8	11.3%	30.0%	17.4%
Abbott Laboratories	5,373	15.2	12.1%	28.5%	18.7%

资料来源：信达证券，Wind，Google Finance

从板块上来看，目前 A 股整体的低估值主要依靠银行来维系。在包含和不包含银行股的情况下，A 股市场的总体 PB 分别为 2.7 和 3.9 倍，PE 分别为 18.7 和 25.5 倍，相差较大。那么，银行股究竟能不能维系呢？

图表 11: A 股包含和不包含银行股估值情况

	PE	PnoCF	PS	PB
All mkt	18.7	7.1	2.6	2.7
Ex banks	25.5	18.5	2.9	3.9

资料来源：信达证券，Wind

纵观当前的市场，投资者已经有点忌讳谈论银行，认为是一个比较没有出息的板块。的确，银行现在有点成了鸡肋，总是涨不动，食之无味；估值那么低，弃之又有点可惜。

从主流的观点来看，银行的低估值得到了大部分投资者的认可，而投资者主要担忧的是未来坏账的不确定性以及由此可能对该板块估值带来的致命性打击。在这种难以量化的担忧的推动下，加之银行股一直滞涨，该板块遭到市场遗弃也就在意料之外、情理之中了。

我们认为，银行股的低估值未来可能受到一定的坏账冲击，但其幅度到底有多大，是否会大到摧毁银行股的地步，还有待商榷。从正面看，作为中国经济命脉的银行有着其它行业所没有的制度保障和国家财政隐形支持（考虑一下中国银行比欧美银行高 10 倍左右的 NIM 吧），银行股还是有一定吸引力的。此外，考虑到未来存贷款的持续增长、可能到来的加息周期以及由此带来的 NIM 上升，和这种上升可能对冲的坏账风险，银行股从总体上看，还是有一定吸引力。

总体来说我们认为，当前市场总体估值还算合理，但这种估值主要由银行等大市值、低价板块维系，多数板块的估值已经较贵，未来不排除出现一定调整的可能。但是，

对于一些低估值、前景较为确定的蓝筹板块，我们仍然相对看好。

4. 当前市场资金供求关系分析

4.1 前3季度资金流向及相应板块表现情况综述

资金流向显示医药、综合、计算机软硬件是2010年前三季度市场最为青睐的品种从资金流向上看，统计截至到2010年9月30日，在过去的三季度里，沪深两市资金累计净流出超4900亿元，沪A、沪深300、深A、中小板的资金净流出分别是2994亿元、2344亿元、1912亿元、680亿元。2010年前三季度行业板块中只有有色、医药流通板块资金处于净流入状态，而其他板块都处于资金净流出状态，其中板块资金净流出排名前列的依次是房地产开发、机械、化工、银行、煤炭、证券，大部分是权重股板块。权重股的不作为是导致上证指数从年初的3277.14点跌至2010年9月30日2655.66点，暴跌621点，跌幅为18.96%的重要原因。

从板块涨跌幅上看，约有一半板块如医药、计算机软硬件、电子元器件、日用品、食品、生物制品、商业、酒店旅游、农业等处于上涨，其他的大部分板块则全线收绿，其中以证券、石化、煤炭、钢铁、银行、园区开发等板块的跌幅最深，平均跌幅在-22%—-45%，跑输大盘。

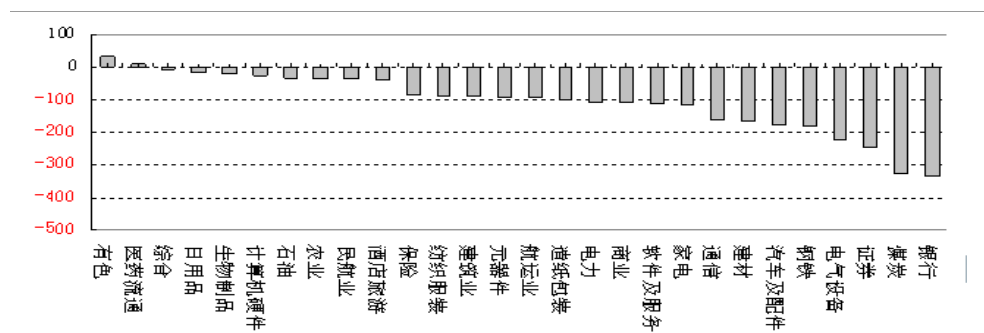
资金流向显示有色、医药板块是2010年前三季度市场最为青睐的品种。中小板、主板公司中的战略性新兴产业类个股如生物医药、软件、电子信息等也受到市场的积极追捧。目前战略性新兴产业方向已进一步厘定为7个领域、23个重点方向。“新的七个领域”为节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料。在“节能环保”中，将重点突破高效节能、先进环保、循环利用；“新兴信息产业”将聚焦下一代通信网络、物联网、三网融合、新型平板显示、高性能集成电路和高端软件；“生物产业”将主要面向生物医药、生物农业、生物制造；“新能源”中，核能、太阳能、风能、生物质能将领衔；此外备受关注的“新能源汽车”，主要发展方向确定为插电式混合动力汽车和纯电动汽车；“高端装备制造业”领域，提出了重点发展航空航天、海洋工程装备和高端智能装备；“新材料”中分列了特种功能和高性能复合材料两项。

值得强调的是，大力发展战略性新兴产业是加快经济发展方式的转变、调整产业结构的重大产业政策和战略抉择，是被市场称作“四万亿后的下一个经济刺激点”。可以预期的是，伴随产业规划的出台和产业扶持政策的进一步落实和推进，战略性新兴产业将逐步成为国民经济发展的新兴支柱产业，新7大领域23个重点方向的代表性品种有望在4季度继续受到主流资金持续青睐，后市表现值得投资者继续关注。

在个股方面，2010年前三季度资金净流入最多的是包钢稀土、佛山照明、农业银行、广晟有色、五矿发展、上海医药、江苏阳光、四环生物、西藏城投、新希望等，大部分是新兴产业类或重组题材类品种；2010年前三季度的十大明星个股分别是ST三农、广晟有色、成飞集成、ST昌河、广发证券、*ST威达、东方园林、包钢稀土、

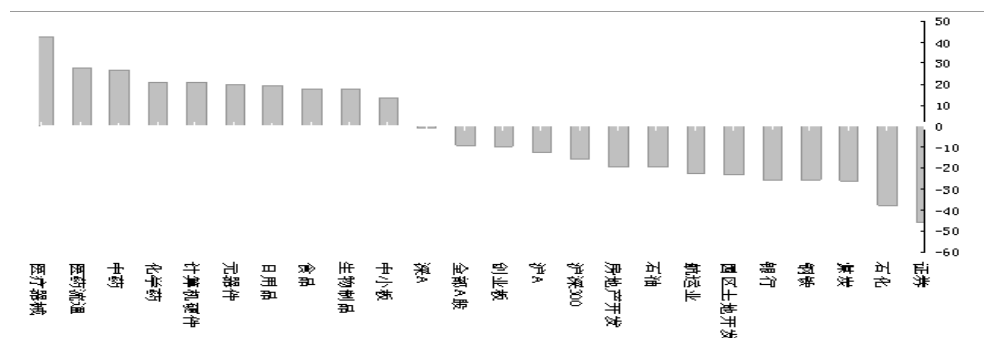
*ST 中华 A、*ST 光华，这些股票的涨幅在 1.9—12 倍，大多与借壳上市、资产注入或重组、新能源、分拆上市、稀缺资源等有关；2010 年前三季度资金净流出最多的是中信证券、兴业银行、招商银行、中国神华、中国平安、浦发银行、特变电工、中国石化、北京银行、海通证券等，大部分是金融类个股，与此相对应，证券、石化、煤炭、钢铁、银行板块也成了 2010 年前三季度落后于大盘最多的投资品种。

图表 12：前三季度部分板块资金净流入（亿元）



资料来源：信达证券，Wind

图表 13：前三季度部分板块涨跌幅（%）



资料来源：信达证券，Wind

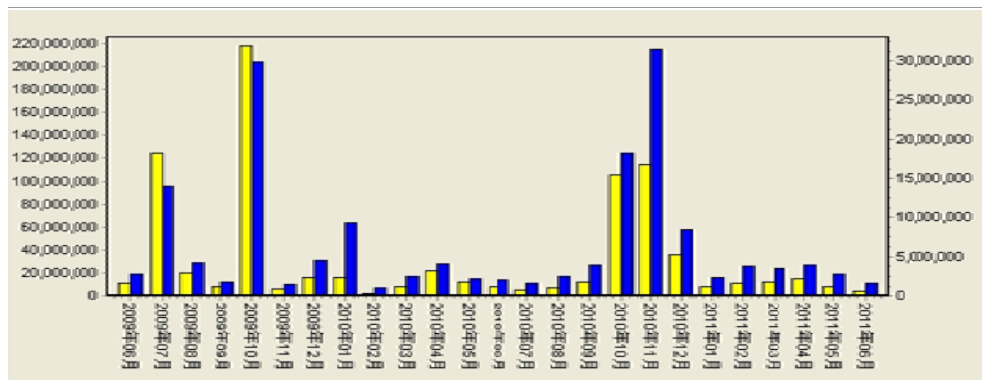
4.2 解禁洪峰导致 2010 年第 4 季度市场的资金面将呈趋紧态势

历年秋冬季是股市的淡季，而次年春夏季又是股市的旺季，因此投资就有“冬播夏收”一说，而此规律撇除牛熊极端之际的 2005 年和 2008 年也几乎屡试不爽，今年 4 月 15 日的 3181 点如果是全年的顶点的话，那么今年 4 季度股市可能再度提供“冬播”的土壤。

在“双节”之后，A 股将迎来史上最大的解禁潮。虎年的最后 3 个月，A 股市场将迎来近 4000 亿股限售股、市值约 3.5 万亿元的解禁狂潮。如同潮起潮落，此次解禁潮的巨浪也是由小至大，轮番冲击市场。Wind 统计数据显示，从 10 月开始至年末，两市共有涉及 341 只个股的 3946.48 亿股限售股解禁，占今年解禁总额的 8 成以上，创下股改以来季度解禁规模的历史峰值。其中，10 月和 11 月两个月的限售股解禁量分别达到 1592.79 亿股和 1724.67 亿股。若以 9 月 21 日收盘价计算，虎年最后三个月的解禁市值高达 3.5 万亿元。

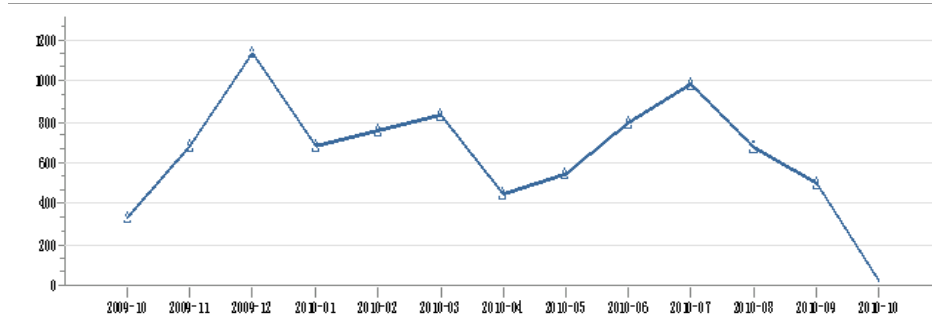
从限售股解禁与大盘走势的关系看,2009 年单月限售股解禁额度较高的月份分别为 7 月份的 9582.78 亿元和 10 月份的 20434.75 亿元,而股指分别在 8 月 4 日和 11 月 24 日形成了两个年内高点。可见在解禁额度高的月份的次月,股指形成重要顶部的概率较大。2010 年限售股解禁额度超过 5000 亿元的月份,分别为 1 月份的 6338.85 亿元、10 月份的 12401.66 亿元、11 月份的 21504.15 亿元、12 月份的 5758.62 亿元。由此可以预计,2010 年第 4 季度市场的资金面将呈趋紧态势。

图表 14: 限售股月度解禁规模 (股)



资料来源: 信达证券, Wind

图表 15: 集资金额合计-募集资金 (亿元人民币)



资料来源: 信达证券, Wind

4.3 新股发行节奏和超募现象使得市场资金分流严重

统计显示,2010 年 1-9 月, A 股市场合计首发新股 257 家, 募集资金 3828 亿元, 再度“勇冠全球”, 超越排名第二的美国市场一倍之多, 占全球募资总量近三成。据统计, 截至 9 月底, 今年以来 A 股市场共有 257 家公司首发, 其中沪市主板 18 家, 深证中小板 154 家, 创业板 85 家, 三个市场融资总额 3828.21 亿元人民币。7 月以来的近 3 个月 A 股市场 IPO 数量达去年全年总量的 2.3 倍, 融资额是去年全年融资额的 1.9 倍。

2010 年 6 月 10 日是新股开闸一周年, 数据显示, 自 2009 年新股开闸后的一年时间内, 共有 274 家上市公司(包括募集未上市的)募集 4019 亿元, 是累计拟募集资金的 2.14 倍; 274 只新股的平均市盈率 56 倍, 远远高于以往二、三十倍的首发市盈率,

其中金龙机电等 8 只股票更是发行市盈率在 100 倍以上。

从发行节奏看，2010 年前三季度基本保持了较为稳定高效的发行速度，一季度总共发行 88 家，二季度总计发行 87 家，三季度总计发行 82，平均每天约发行 0.93 家，257 只新股的平均市盈率 56 倍，每只新股冻结的资金量平均为 1122 亿元。

4.4 新基金的募集规模大幅缩水说明市场心态谨慎

据统计，2010 年上半年成立的基金 52 只，其中包括 43 只股票型基金，2 只混合型基金，1 只货币型基金和 1 只债券型基金，此外，还有 5 只 QDII。上述新基金募资共计 870 亿元，今年 1 月至 6 月，新基金平均募集规模分别为 21.05 亿份、18.64 亿份、26.56 亿份、15.73 亿份、18.12 亿份、26.73 亿份，平均每只基金募资额仅 16.74 亿元。相比 2009 年单只基金平均 33 亿的募集规模，缩水接近 5 成。

而统计截至 8 月 13 日，三季度以来成立的 7 只偏股型新基金，募集总规模为 46.05 亿份，单只基金平均募集规模仅 6.58 亿份，创下今年新低。从单只偏股新基金平均募集规模看，一季度平均每只产品募集规模为 22.35 亿份，二季度平均募集规模下降到 14.39 亿份，三季度再创新低。

5. 4 季度行情展望和主流热点分析

5.1 政策预期明朗，不会有利空政策

当前世界经济发展不确定性尚在，考虑到全球各主要经济体已逐渐将政策重心由退出干预转移到巩固复苏上，我国逆流而行采取紧缩性政策的可能性不大。尽管有预期认为 9 月的 CPI 将再创新高，但通货膨胀的结构性特征并未出现明显变化，随着翘尾因素在 4 季度逐月走低，CPI 也不会成为影响政策的力量。预计 4 季度我国经济将在预期内运行，政策仍将以维稳为主，对股市不会形成明显利空。

5.2 人民币升值对股市产生持续利好

从汇差角度出发，人民币汇率近期兑美元有较大幅度的升值。考虑到美国中期选举在即，我们判断人民币汇率继续升值的压力在增大，“热钱”流入追逐汇差的动机加大。此外，美联储将超低基金利率保持在低位可能还会延续相当长时间，我国具有估值优势的资产也易于受热钱青睐。在升值背景下的“热钱”流入将具备持续性的特征，虽然其会加大外汇管理的难度，但是从流动性角度出发，资本市场所处的资金环境将会逐步好转。

5.3 房地产政策调控对股市的影响逐渐减弱

尽管房地产二次调控风云再起，但从近期出台的一系列政策来看，在政策内容上并无超预期的突破。对调控政策担忧已在三季度给地产、银行等蓝筹板块以深重打击，目前其板块估值已下跌至合理水平，继续下挫的空间不大。在“量升价平”的背景下，调控政策升级预期增强仍将构成 4 季度影响板块表现的主要因素，但随着时间推移，这种利空效应将逐渐减弱。当新政一步步拨云见日，利空出尽还将带来蓝筹板块整体

性反弹的需求，不过这一情形更有可能出现在明年 1 季度以后。

5.4 4 季度将呈现“震荡市”和“结构性行情”两大特征

随着 A 股进行股权分置改革的逐渐深化，整个 A 股市值将迎来全流通，而目前流通市值占整个市值仅为 55%左右。从整个流通市值与储蓄存款的占比来看，截至到 9 月末，目前整个流通市值约在 15 万亿，而居民储蓄存款约为 21 万亿，其流通市值与储蓄存款的占比超过了大牛市的 2007 年的顶点时期。总体来看，市场对于主板和创业板新股发行扩容带来的资金面压力，以及不断发行的新的基金带来的新增资金入场产生对冲作用的因素显得较为复杂，这压缩了沪指反弹和下跌的空间，后市反复震荡的格局仍难以避免。A 股在做空和全流通的制度变革下，市场的估值难现 07 年大牛市的疯狂，涨不高跌不深的震荡格局将是市场常态。预计 A 股市场 4 季度更多的呈现的是“震荡市”和“结构性行情”两大特征。

5.5 主力演绎“自救行情”

由于前三季度指数跌幅较大，综合当前政策面、资金面、技术面和市场心态的分析，主力资金演绎“自救行情”的概率正在加大。预计 4 季度“自救行情”主要将沿着三条线展开：一是 4 季度报及年报业绩预增的品种，重点关注银行、钢铁、煤炭等前期跌幅较深的蓝筹股；二是重组概念股；三是有政策扶持的行业板块，如节能环保、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等国务院强力扶持的战略新兴产业。考虑到政策利空以及在当前的市场供求关系特点，预计反弹空间亦不会太大，股指将维持在 2600-3000 的区间内震荡。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102