

2010 年 A 股投资策略周报 (23)

股票投资策略报告

轮动，向金融、中游挺进

基本结论

- 上周回顾。节后，市场风格转换，A 股突破上攻，上证综指大涨 8.5%。随着行情的展开，投资者对行情的性质以及持续性的分歧加大。投资者主要关心的问题有：（1）美元的下跌和上游的上涨是否可持续？（2）板块轮动是否会向中游演进？（3）消费股、成长股的调整是否到位？（4）创业板解禁的影响是否已经充分消化？
- 行情的形势。我们认为上周的行情具有估值修复的特征，但是更加强调市场中期趋势的向上。我们认为，全球经济、流动性环境，尤其是国内经济的触底向上、宽松的货币，意味着 A 股当前的上涨和 3000 点是一个开始，未来市场行情的演绎将主要以上涨和震荡为主，调整的时间、空间相对有限，不是主流趋势。如果按照当前的估值水平和市场盈利一致预期，2011 年上证综指有望达到 3700 点，尚有 25% 的空间。
- 长期看好上游，但超额收益可能主要在 10 月份体现。从美元与大宗商品走势来看，我们预期 11 月份前后可能迎来阶段性盘整期；从中期趋势来看，我们看好经济增长和流动性宽松背景下的有色、煤炭等上游行业；从投资的时间段上看，10 月份应该是上游超额收益的集中体现期，11 月份以后与市场走势的差异将缩小。
- 板块轮动是否会展开？市场存在板块轮动的规律，这主要来自于三个因素：一是，行业基本面的关联；二是，估值比关联；三是，投资者投资行为的羊群。结合基本面的改善、估值和投资者仓位分布特征，我们认为未来一段时间内，金融服务（保险、银行、券商）、房地产、钢铁、建筑、航空、机械、汽车及部件等行业机会较大。
- 消费股、成长股的调整是否已经到位？经过近期股价调整，水泥 2010、2011 年 PE 分别为 16.8、13 倍；零售、白酒、医药等消费股 2011 年 PE 下降至 25-30 倍，从业绩增长与估值角度来看，已经具有中长期投资价值。但是，从资金博弈的角度分析，由于周期性股票上涨的现实和经济环比回升的预期，周期性股票持续下跌、成长股消费股持续上涨的预期被打破，意味着此前成长股消费股被严重超配、周期股严重低配的现象将发生改变，因此调仓行为仍将在一段时间内压制成长股消费股的走势，预计 11 月份之前不会有明显改善。
- 创业板解禁影响是否已经充分消化？截止 10 月 15 日，创业板 PE 分别较中小板和沪深 300 高出 48%、285%，而从业绩增速来看，创业板增速远低于中小板以及 A 股整体。因此我们认为，相较于业绩增长，创业板目前的估值依旧偏高。由于创业板 11 月份解禁将增加解禁股流通盘一倍以上，对创业板的估值依旧存在冲击压力。但从市场整体来看，300 亿元的解禁并不具有显著意义。因此，我们认为，创业板市场解禁不影响市场整体，但创业板内部的分化将更加重要，具有业绩增长支持的创业板公司才具有投资价值，需要投资者精选个股。

陶敬刚 分析师 SAC 执业编号：S1130210070002
(8621)61038296
taojg@gjzq.com.cn

徐炜 分析师 SAC 执业编号：S1130208040232
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

王晓辉 分析师 SAC 执业编号：S1130210010312
(8621)61038297
wangxh@gjzq.com.cn

内容目录

上周回顾：风格转换，周期股引领 A 股突破上攻	3
投资者关心的问题	4

图表目录

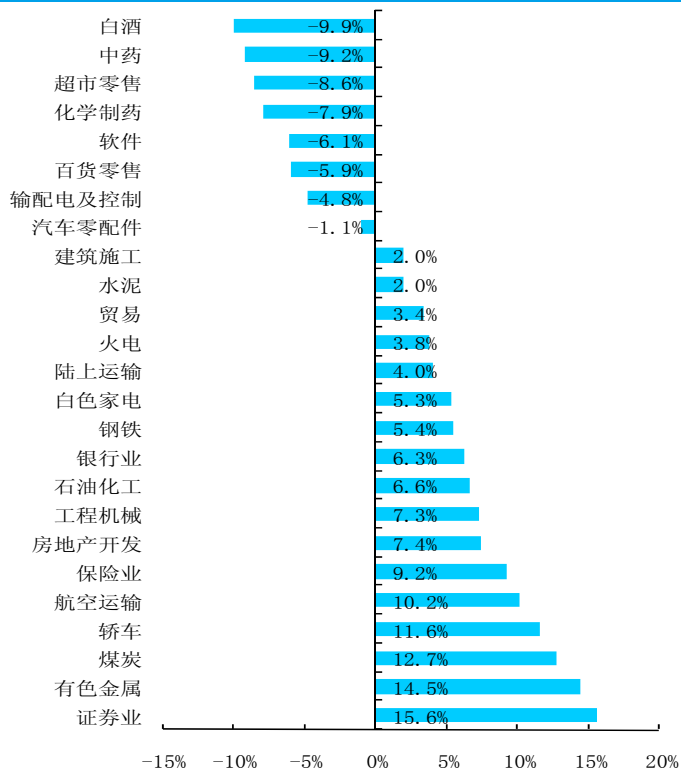
图表 1: 上周 A 股行业（剔亏）涨跌幅	3
图表 2: 上周产业、市场涨跌幅	3
图表 3: 上周资金大幅撤出消费股、成长股，流入金融地产、采掘等周期股 ..	3
图表 4: 日韩 PMI 落至 50 以下，其他主要经济体制造业扩张速度放缓	4
图表 5: 国内经济 2010 年 Q3 见底，连续 3 个季度上行	5
图表 6: 国内经济同比 2011 年 Q1 见底，逐季提高	5
图表 7: 9 月份热钱加速流入中国	5
图表 8: 上证综指盈利-点位敏感性测算	6
图表 9: 美元指数与大宗商品走势	6
图表 10: 美元指数的下跌初步反映了美联储 QE2 的预期	6
图表 11: 7 月 1 日-10 月 15 日 A 股行业（剔亏）涨跌幅	7
图表 12: 行业估值，截止 10 月 15 日，TTM 法	7
图表 13: 创业板业绩增长落后于中小板以及 A 股整体	8
图表 14: 创业板估值显著高于其他市场	8
图表 15: 11 月创业极限售股解禁将造成流通股比重快速提高	8
图表 16: 创业板解禁对 11 月份市场整体的供给冲击有限	8

上周回顾：风格转换，周期股引领A股突破上攻

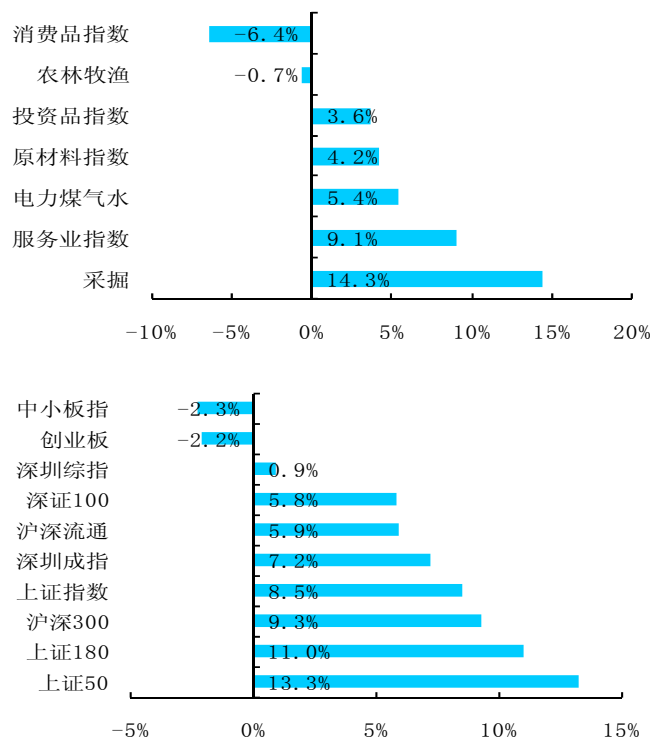
节后，利空淡化、利好出尽，A股突破上攻，上证综指大涨8.5%。

地产调控、物价上涨、货币收紧等利空兑现，同时9月份PMI数据显示内需和生产强劲、补库存开始，在强劲的外盘带动下，A股有色、煤炭等上游资源性行业领涨，机械、地产、汽车等周期性股票也强劲上攻，券商、保险、银行估值修复；此前持续跑赢大盘的白酒、医药、零售等弱周期、成长性行业下跌。风格转换剧烈，资金大幅撤出成长股、消费股，流入金融、有色、煤炭、地产等周期性行业，上证50等大盘指数表现远强于中小创业板。

图表1：上周A股行业（剔除）涨跌幅

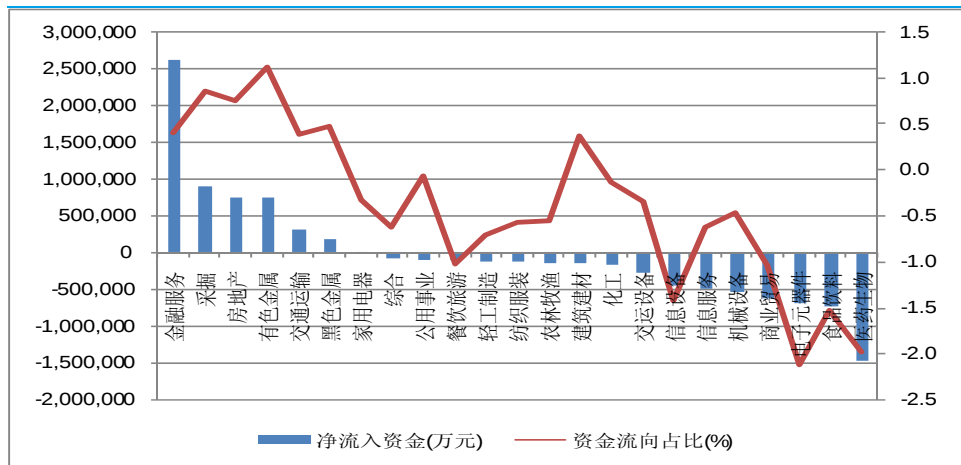


图表2：上周产业、市场涨跌幅



来源：国金证券研究所

图表3：上周资金大幅撤出消费股、成长股，流入金融地产、采掘等周期股



来源：国金证券研究所

投资者关心的问题

随着行情的展开，投资者对行情的性质以及持续性的分歧加大。投资者主要关心的问题有：（1）美元的下跌和上游的上涨是否可持续？（2）板块轮动是否会向中游演进？（3）消费股、成长股的调整是否到位？（4）创业板解禁的影响是否已经充分消化？

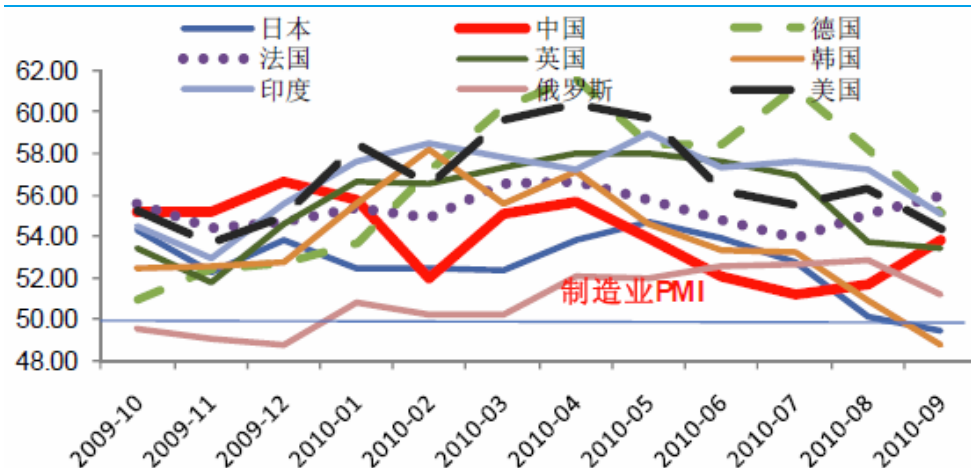
一、行情的性质

部分投资者认为目前市场的上涨仅仅是一个估值修复、不具持续性。我们认可上周的行情具有估值修复的特征，但是更加强调市场中期趋势的向上。我们较早的提出了 2319 点是市场中期底部（8 月月报）、市场中期趋势震荡向上（9 月月报）的观点，这已经得到了市场的验证。上周，我们短评认为，全球的经济、流动性环境，尤其是国内经济的触底向上、宽松的货币，意味着 A 股当前的上涨和 3000 点是一个开始，未来市场行情的演绎将主要以上涨和震荡为主，调整的时间、空间相对有限，不是主流趋势。如果按照当前的估值水平和市场盈利一致预期，2011 年上证综指有望达到 3700 点，尚有 25% 的空间。

■国际环境

近期国际经济增速放缓，美日欧面临的挑战尤其严重，以邻为壑的货币贬值政策开始蔓延。一方面，通缩预期和高失业率决定了政策的宽松，尤其是货币政策的宽松仍将在相当长的时间内持续。近期美联储主席伯南克的讲话表明“通缩和高失业率下，低利率政策维持的时间将超出预期”；另一方面，除日韩以外，主要发达经济体的工业生产增速放缓，但是仍旧处于扩张进程中，这意味着经济增长并不像失业率表现的那么糟糕。因此，低位增长的经济和宽松的货币政策将是发达经济体未来一段时间内的主要特征，这总体上有利于全球风险资产的表现。

图表 4：日韩 PMI 落至 50 以下，其他主要经济体制造业扩张速度放缓

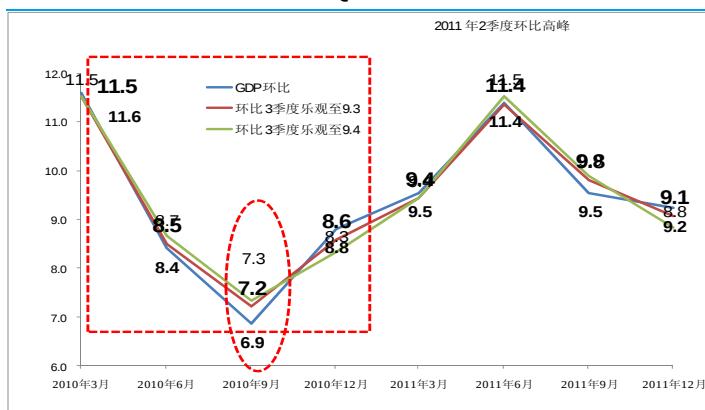


来源：国金证券研究所

■经济基本面

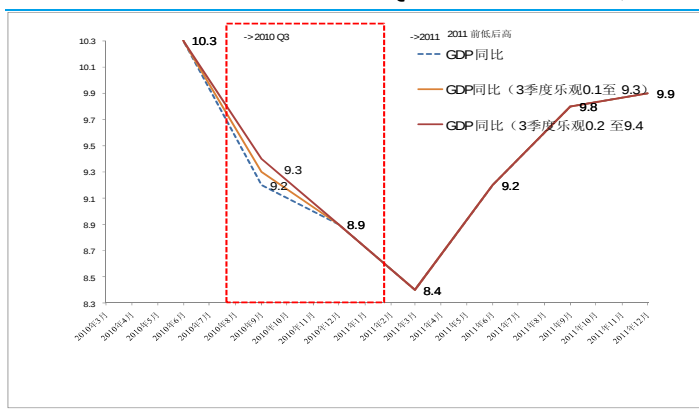
我们 4 季度策略报告中指出，国内经济环比已经见底，上游的补库存已经开始，这是我们首推有色、煤炭的重要原因。根据国金宏观组的预测，中国经济环比增速于 2010 年 Q3 见底，环比折年率约 7%，此后将经历连续 3 个季度的上行期；同比来看，2011 年 Q1 将见底，增速在 2011 年将逐季提高，全球增速达到 9.3%。

图表5: 国内经济 2010 年 Q3 见底, 连续 3 个季度上行



来源: 国金证券研究所

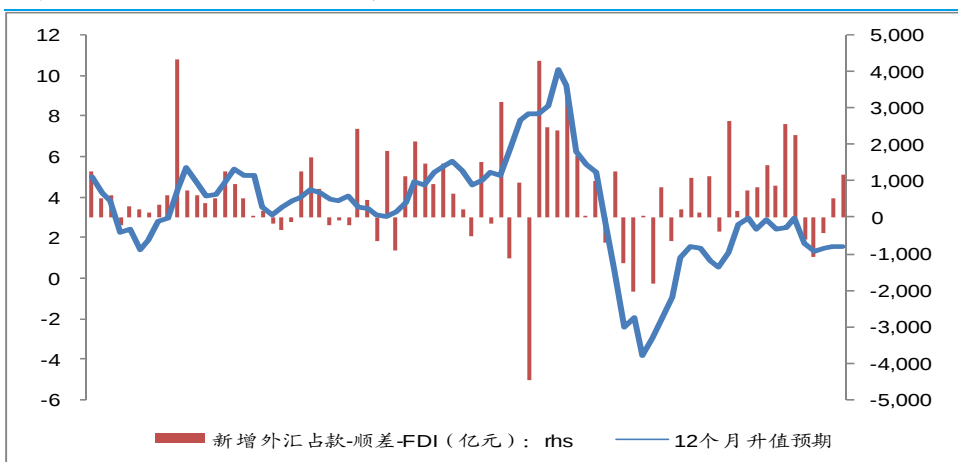
图表6: 国内经济同比 2011 年 Q1 见底, 逐季提高



■流动性环境

根据国金宏观小组的预测, 2011 年国内货币信贷政策适度宽松。货币信贷增速可能继续小幅回落, 但是季度分布酝酿着连续 3-4 个季度的充裕期。一是 2010 年信贷紧缩在上半年基本结束, 下半年相对宽裕; 二是, 2011 年信贷投放的正常化, 意味着 2011 年上半年信贷的相对宽裕; 三是, 近期热钱流入中国加速, 抵消国内紧缩政策效果。国际上, 尤其是美国的货币宽松, 限制了国内加息等价格型货币工具的使用。

图表 7: 9 月份热钱加速流入中国



来源: 国金证券研究所

■业绩与估值

经过上周大涨, 上证 A 股 PE-TTM 上升至 17.7 倍。考虑 2010、2011 年上证 A 股业绩增长 30%、20%的一致预期, 2010、2011 年 PE 分别将下降至 16.5、13.7 倍。如果维持当前的估值水平, 2011 年上证综指将达到 3700 点, 较目前还有 25%的空间。

图表 8：上证综指盈利-点位敏感性测算

2010 隐含增长率%

11 增长率 指数位	10%		15%		20%		25%	
	11ROE%	15.062	11ROE%	15.669	11ROE%	16.271	11ROE%	16.866
	11PE	11PB	11PE	11PB	11PE	11PB	11PE	11PB
3800	19.870	2.993	19.007	2.978	18.215	2.964	17.486	2.949
3700	19.348	2.914	18.506	2.900	17.735	2.886	17.026	2.872
3600	18.825	2.835	18.006	2.821	17.256	2.808	16.566	2.794
3500	18.302	2.757	17.506	2.743	16.777	2.730	16.106	2.716
3400	17.779	2.678	17.006	2.665	16.297	2.652	15.645	2.639
3300	17.256	2.599	16.506	2.586	15.818	2.574	15.185	2.561
3200	16.733	2.520	16.005	2.508	15.339	2.496	14.725	2.484
3100	16.210	2.442	15.505	2.430	14.859	2.418	14.265	2.406
3000	15.687	2.363	15.005	2.351	14.380	2.340	13.805	2.328
2900	15.164	2.284	14.505	2.273	13.901	2.262	13.345	2.251
2800	14.641	2.205	14.005	2.194	13.421	2.184	12.884	2.173
2700	14.118	2.127	13.505	2.116	12.942	2.106	12.424	2.096
2600	13.596	2.048	13.004	2.038	12.463	2.028	11.964	2.018
2500	13.073	1.969	12.504	1.959	11.983	1.950	11.504	1.940

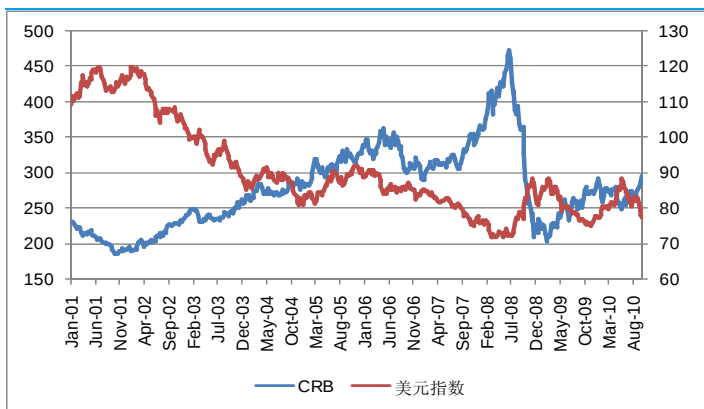
来源：国金证券研究所

二、美元下跌与上游行业上涨的持续性

国庆期间美元的贬值和大宗商品的上涨是 A 股周期性行业上涨的导火索。我们认为，经济增长即基本面支撑是大宗商品价格的根本驱动因素，但美元的走势与商品价格在短期内的相关性更为明显。未来一段时间，由于全球经济虽然增速可能放缓，但仍处于扩张中，这意味着需求的扩大，从而对上游起到支撑作用；同时，由于发达经济体货币政策仍将在较长时期内宽松，因而流动性亦对上游构成支撑。

就短期而言，美元的走势是市场关注的重点。国金宏观组认为，前期美元的贬值来源于美联储定量放松的预期，但政治等多重因素起到了推波助澜作用。随着 10 月底 G20 峰会的召开、11 月初美国中期选举的结束，以及三季度全球 GDP 的公布，美元贬值的动力减弱，美元指数可能进入 74-76 的阶段底部区域，并可能有所反弹，但中期来看美元仍然偏弱。

图表9：美元指数与大宗商品走势



来源：国金证券研究所

图表10：美元指数的下跌初步反映了美联储 QE2 的预期



就 A 股的上游行业而言，我们认为有三点需要注意：一是，9 月份 PMI 数据显示国内经济已经处于补库存阶段，这对上游起到支撑作用，这是多数投资者没有关注到的；二是，美元指数是大宗商品走势的重要因素，但并不是根本因素，美元指数与大宗商品均受到全球经济、货币政策的影响；三是，中国经济增速即将回升，意味着前期 A 股市场周期性行业的全面低配时期可能已经终结。因此，从美元与大宗商品走势来看，我们预期 11 月份前后可能迎来阶段性盘整期；从中期趋势来看，我们看好有色、煤炭等上游行业；从投资的时间

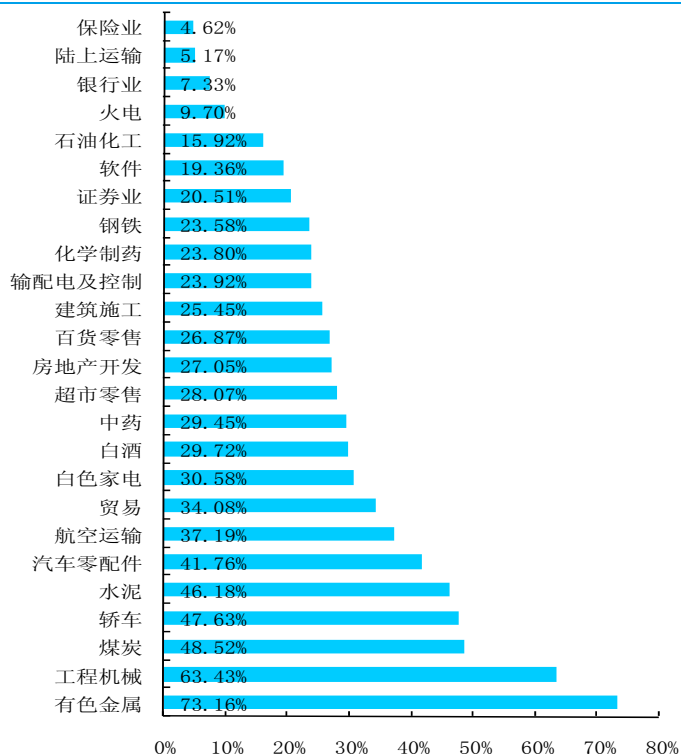
段上看，10 月份应该是上游超额收益的集中体现期，11 月份以后与市场走势的差异将缩小。

三、板块轮动是否会展开？

周期性行业之间（或消费股、成长股之间）存在板块轮动的规律，这主要来自于三个因素：一是，行业基本面的关联；二是，估值比关联；三是，投资者投资行为的羊群。

结合基本面的改善、估值和投资者仓位分布特征，我们认为未来一段时间内，金融服务（保险、银行、券商）、房地产、钢铁、建筑、航空、机械、汽车及部件等行业机会较大。

图表11：7月1日-10月15日A股行业（剔除）涨跌幅



来源：国金证券研究所

图表12：行业估值，截止10月15日，TTM法

行业	2010PE	2011PE	2010PB	2011PB
银行业	10.197	8.369	2.001	1.707
石油化工	14.843	13.307	2.183	1.953
轿车	14.851	12.848	3.332	2.808
建筑施工	15.772	12.557	2.002	1.796
水泥	16.837	13.02	2.972	2.553
陆上运输	17.247	16.379	2.266	2.055
工程机械	17.654	14.609	5.172	4.121
航空运输	17.749	16.866	6.526	5.104
白色家电	18.107	14.759	4.323	3.57
煤炭	18.742	15.862	3.517	3.032
房地产开发	18.762	13.821	2.728	2.388
汽车零配件	19.542	16.878	4.29	3.626
钢铁	20.42	15.163	1.539	1.434
保险业	23.952	20.075	3.467	3.083
贸易	24.016	19.068	3.25	2.895
超市零售	27.733	21.32	5.529	4.659
证券业	27.808	25.991	3.065	2.819
火电	27.966	21.545	2.113	1.974
白酒	30.933	24.183	8.598	6.845
化学制药	31.246	24.043	6.566	5.487
软件	35.626	27.208	6.715	5.702
百货零售	36.473	27.447	4.821	4.28
输配电及控制	40.344	29.874	6.558	5.663
中药	41.79	30.779	6.083	5.325
有色金属	52.93	37.891	6.217	5.56

四、消费股、成长股的调整是否已经到位？

■估值已经具有中长期投资价值

图表 12 显示，经过近期股价调整，水泥 2010、2011 年 PE 分别为 16.8、13 倍；零售、白酒、医药等消费股 2010 年 PE 已经下降至 30-40 倍，2011 年下降至 25-30 倍。从业绩增长与估值角度来看，已经具有中长期投资价值。

■仓位调整仍将压制股价

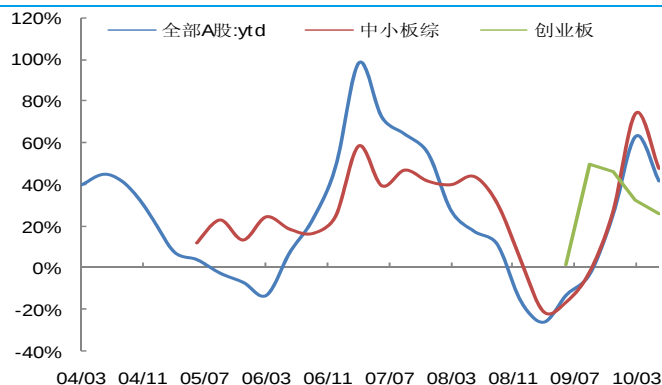
从资金博弈的角度分析，由于周期性股票上涨的现实和经济环比回升的预期，周期性股票持续下跌、成长股消费股持续上涨的预期被打破，意味着此前成长股消费股被严重超配、周期股严重低配的现象将发生改变，因此调仓行为仍将在一段时间内压制成长股消费股的走势，预计 11 月份之前不会有明显改善。

五、创业板解禁影响是否已经充分消化？

11 月份首批 28 家创业板原始股东限售股解禁造成的供给冲击以及创业板名不副实的业绩增长已经推动创业板调整。

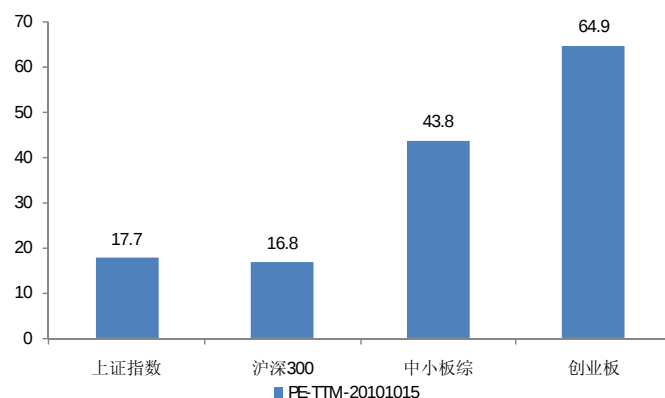
截止 10 月 15 日，创业板 PE 分别较中小板和沪深 300 高出 48%、285%，而从业绩增速来看，创业板增速远低于中小板以及 A 股整体。因此我们认为，相较于业绩增长，创业板目前的估值依旧偏高。

图表13：创业板业绩增长落后于中小板以及 A 股整体



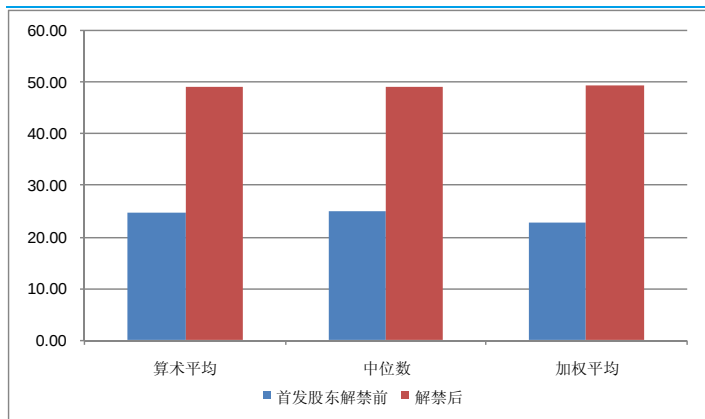
来源：国金证券研究所

图表14：创业板估值显著高于其他市场



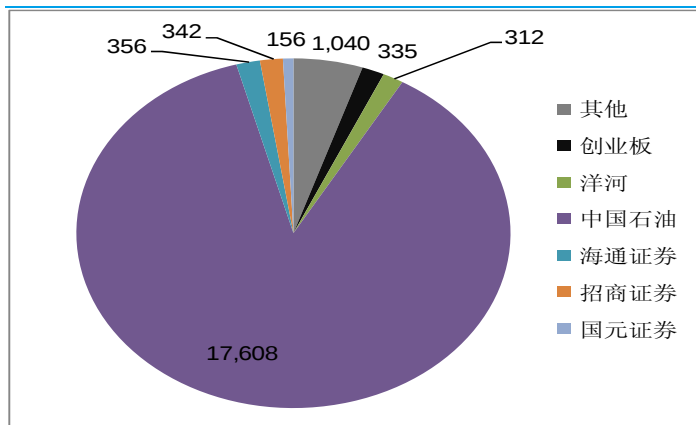
因此，创业板 11 月份解禁将增加解禁股流通盘一倍以上，约 300 亿元，对创业板的估值依旧存在冲击压力。同时，从市场整体来看，300 亿元的解禁并不具有显著意义。因此，我们认为，创业板市场解禁不影响市场整体，但创业板内部的分化将更加重要，具有业绩增长支持的创业板公司才具有投资价值，需要投资者精选个股。

图表15：11 月创业板限售股解禁将造成流通股比重快速提高



来源：国金证券研究所

图表16：创业板解禁对 11 月份市场整体的供给冲击有限



特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室