

震荡依旧，低点 2300-2500 概率大

核心要点：

- A 股短期纠结于国内政策和国际市场两方面因素。国内方面，市场期盼的政策放松迟迟未见，倒是加息预期隔三岔五地不时袭来。同时，房地产政策也将加码。国际方面，美国最新发布的一系列经济数据让人难以乐观。一系列负面消息在重挫了海外市场的同时也拖累了 A 股表现。
- A 股有支撑基础，震荡时代低点为 2300-2500 点的概率较大。虽然近期 A 股市场再现疲弱，但消息面仍然有些利好因素。首先，地方融资平台的风险已大为缓解。其次，将允许 RQFII 投资境内证券市场。再者，较好的中报业绩和大盘股的超低估值能够对股指形成一定支撑。参考大危机后的股市表现，上证综指 2300-2500 点或为震荡低点概率大。
- 市场反弹还需物价明显放缓。不过上述利好充其量也是抵抗市场下跌的一股力量，A 股市场若想走出一波反弹，还要取决于未来物价的走势。目前来看市场虽然对物价步入下降通道存有普遍预期，但降幅可能是一个缓慢的过程，而只有当物价处明显下降趋势或者物价下降积累到一定程度后，市场才可能期待政策放松带来一波较大级别上行。
- 短期来看，我们认为国内政策变动空间不大，国际市场对 A 股还可能产生扰动。A 股自身的业绩和估值限制了下跌空间，但刺激 A 股大幅反弹的动力尚未形成，区间震荡将是短期的主要特征。全球经济的不确定性限制了周期类股票的表现，稳定增长的防御类板块，如大消费概念包括食品、纺织服装、商业贸易，以及受益于人民币升值的航空、造纸可进一步关注。此外，金融板块也可关注，银行业的低估值高增长，融资融券放开有利于证券行业。

分析师

孙建波 博士 首席策略分析师

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

☎: (8610) 83571306

执业证书编号: S0130511040002

秦晓斌 策略分析师 总监

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8746

执业证书编号: S0130207091549

王皓雪 策略分析师

✉: wanghaoxue@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8607

执业证书编号: S0130208021566

目 录

一、A股反弹遭遇夭折.....	1
二、A股短期纠结于国内政策和国际市场两方面因素.....	2
三、A股有支撑基础，震荡时代低点为2300-2500点的概率较大.....	2
四、市场反弹还需物价明显放缓.....	3
插图目录.....	7
表格目录.....	7

一、A股反弹遭遇夭折

A股反弹遭遇夭折。上周上证指数再度失守2600点，周五在外围市场拖累下，险些逼近2500点，在经过了短暂的反弹后，上周A股重回跌势。总体来看，上周呈现的是普跌行情，大中小盘股集体下跌，跌幅接近；行业板块方面，除银行板块微涨外，其他行业均呈不同程度下跌，其中建材、煤炭、建筑等强周期行业跌幅更大。目前来看，国内政策、国际市场这两个压制A股的短期力量还在发挥作用，A股自身的业绩和估值只能起到抵抗下跌的作用，但不构成反弹动力，A股短期难以摆脱震荡格局。以美国大危机后的股市表现看，震荡低点2300-2500概率很大。

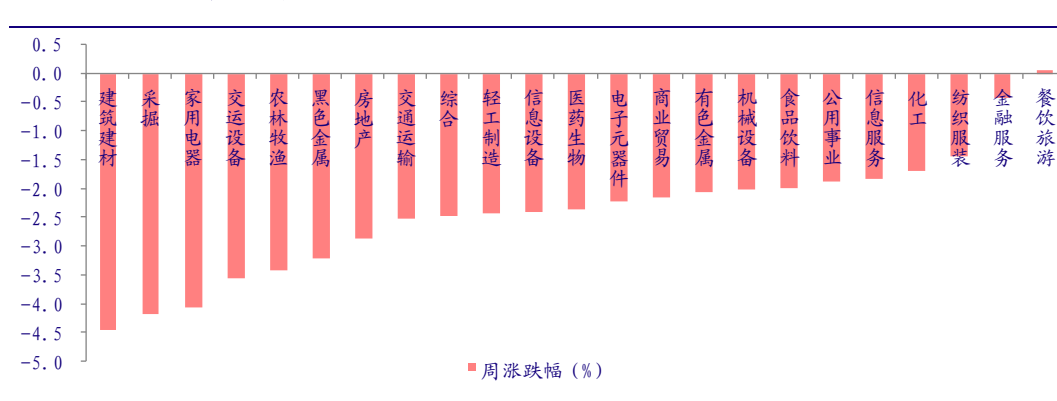
保证金方面，从上周(8.15-8.19)的情况来看，整体表现为净转入，净转入金额为2036.74亿，我们认为上周大量资金转入证券市场，主要是由于上周新股申购资金较多，我们预计上周新股冻结资金大约是在4377亿，这一数字较前一周大约增加了1600亿左右，大量的资金参与新股申购也导致了上周四保证金余额达到8175亿，创出了年内的第二低点。一方面我们认为场内存量资金的疯狂打新行为，使得周四的保证金余额创出了年内的第二低点。另一方面新股申购对二级市场保证金的挤出效应是十分明显的，即参与打新的资金多，能参与二级市场的资金就少。

表 1: 上周两市主要指数皆以绿盘报收 (%)

名称	最近一周涨跌幅	最近一月涨跌幅	最近一季度涨跌幅	最近一年涨跌幅
上证综合指数	-2.27	-8.53	-8.66	-4.09
深证成份指数	-3.00	-8.51	-3.75	1.90
上证 50	-1.73	-8.07	-9.37	-8.17
沪深 300	-2.35	-8.49	-7.12	-3.13
大盘指数	-2.27	-8.51	-7.19	-5.31
中盘指数	-2.85	-7.93	-4.85	-0.71
小盘指数	-2.04	-8.04	-5.11	3.66

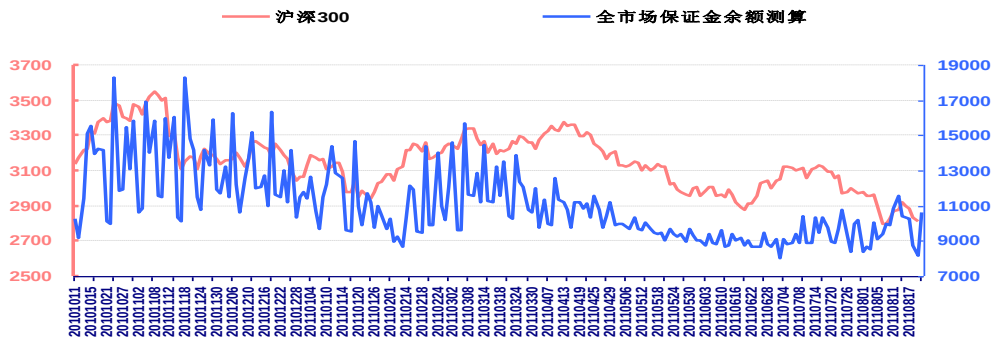
资料来源：中国银河证券研究部

图 1: 上周几乎全部行业皆收绿 (%)



资料来源：中国银河证券研究部

图 2：全市场保证金因新股申购的好转而改善



资料来源：中国银河证券研究部

二、A股短期纠结于国内政策和国际市场两方面因素

国内方面，市场期盼的政策放松迟迟未见，倒是加息预期隔三岔五地不时袭来。上周内央行分别调升了一年期、三个月期和三年期央票发行利率8个基点以上，并重启了三年期央票的发行，使得前期由于海外市场动荡而淡化了的加息预期重新抬头。过去一段时间人民币升值幅度加快，市场曾猜测汇率工具将替代利率和存准率跃至货币调控前台。因此当上周加息预期再起时，A股市场表现的更加脆弱。另一方面，房地产政策也将加码。上周住建部公布了新增限购城市的5项标准，其中主要针对的是过去半年房价涨幅较快的地区和中心城市周边地区。从房价统计指数显示，二、三线城市今年以来一直领涨全国，新一轮限购范围很可能向这些城市扩散并于近期公布。

国际方面，美国最新发布的一系列经济数据让人难以乐观。7月份美国房屋销量一改此前两月购房合同数量增加的情况，出现了3.5%的下降，表明地产市场并没有实现人们期待中的复苏。最近一周新增失业福利申请数量上升9,000人，季调后突破40万关口，高于市场预期。费城联邦储备银行8月制造业指数大跌至-30.7，为2009年3月以来最低水平，这是常常只在衰退期间才能见到的水平。此外，摩根士丹利和高盛在近期同时下调了对今明两年全球经济增长率的预期，其中调降幅度最大的是美国和欧元区。这一系列负面消息在重挫了海外市场的同时也拖累了A股表现。

三、A股有支撑基础，震荡时代低点为2300-2500点的概率较大

虽然近期A股市场再现疲弱，但消息面仍然有些利好因素。首先，地方融资平台的风险已大为缓解。媒体披露，近三分之一的平台贷款因确认现金流达到全覆盖而将转入公司类贷款，从而能够减计风险权重，缓解银行资本充足率的压力，对银行股构成利好。其次，上周国务院副总理李克强在香港表示，将允许以人民币境外合格机构投资者方式（RQFII）投资境内证券市场，起步金额为200亿元。虽然RQFII的方案尚不确定，而且是有额度的审批，但毕竟实现了境外人民币与境内证券市场的对接，将更多的资金引入国内市场，对于A股市场是个长期利好。再者，较好的中报业绩和大盘股的超低估值能够对股指形成一定支撑。从已经公布中报业绩的1289家上市公司来看，净利润同比增长34.39%，其中主板增长34.95%、中小板增

长 31.8%、创业板 25.87%，应该说到目前为止中报业绩的表现好于投资者的普遍预期。从估值水平来看，与 2008 年 11 月时相比，当前代表超级大盘股的上证 50 指数 TTM 市盈率为 10.43 倍，低于当时的 12.36 倍，中小板股票的市盈率则大大高于当时的估值水平。因此，尽管外围形势恶浪滔天，但 A 股相对稳定，主要是因为欧美股市处于震荡区间的顶部区域，而 A 股处于震荡底部区域，A 股市场的风险在前期的下跌中得到了很大程度的释放。

参考大危机后的股市表现，上证综指 2300-2500 点或为震荡低点概率大。我们对未来较长时期的国际国内股市的看法是进入了震荡时代。从美国上百年的股市历史看，大牛市之后通常会持续大约 18 年的震荡时代，大危机结束则是在创出历史极低点之后再进入震荡区间，在整个震荡时代都会高于这一点位。1929 年，美国道琼斯指数从 380 点跌至 40 点，之后反弹进入区间震荡，震荡底部在 100 点左右，而高点在 200 点左右，按照当时道琼斯指数的下跌反弹及震荡区间测算，上证综指从 6124 点跌至 1664 点之后，震荡区间应为 2450 点——3750 点，震荡低点与当前指数是较为接近的。2319 点作为第一个反弹之后的低点也与测算的震荡低点接近，2300-2500 点成为整个震荡时代低点的概率较大。

因此，我们认为，A 股市场的下跌空间较为有限，未来的格局以震荡为主。

四、市场反弹还需物价明显放缓

不过上述利好充其量也是抵抗市场下跌的一股力量，A 股市场若想走出一波反弹，还要取决于未来物价的走势，可以说今年以来宏观面的政策决策始终围绕物价和房价展开，特别是物价因素才是左右 A 股市场的中期运行的重要力量。近期的欧洲债务恶化、美国遭标普降级，增大了实体经济再度衰退的风险，也使 8 月份以来大宗商品价格特别是铜、锌等原材料价格大幅回调，而同期食品价格中猪肉价格也整体处于回落中，因此 8 月份 CPI 将稳步回落。目前来看市场虽然对物价步入下降通道存有普遍预期，但降幅可能是一个缓慢的过程，而只有当物价处明显下降趋势或者物价下降积累到一定程度后，市场才可能期待政策放松带来一波较大级别上行。

短期来看，我们认为国内政策变动空间不大，国际市场对 A 股还可能产生扰动。A 股自身的业绩和估值限制了下跌空间，但刺激 A 股大幅反弹的动力尚未形成，区间震荡将是短期的主要特征。全球经济的不确定性限制了周期类股票的表现，稳定增长的防御类板块，如大消费概念包括食品、纺织服装、商业贸易，以及受益于人民币升值的航空、造纸可进一步关注。此外，金融板块也可关注，银行业的低估值高增长，融资融券放开有利于证券行业。

表 2: 8 家上市公司的 A 股价格低于 H 股（交易日期 2010-8-19）

代码	名称	AH 股价格比	A 股溢价率(%)	A 股价格	H 股名称	H 股价格(HKD)	H 股价格(CNY)
601318.SH	中国平安	0.78	-22.02	40.31	中国平安	62.95	51.69
601288.SH	农业银行	0.86	-14.49	2.57	农业银行	3.66	3.01
601601.SH	中国太保	0.87	-13.42	19.80	中国太保	27.85	22.87
600036.SH	招商银行	0.90	-9.76	11.50	招商银行	15.52	12.74
601628.SH	中国人寿	0.91	-9.34	16.08	中国人寿	21.60	17.74
600585.SH	海螺水泥	0.91	-9.31	22.90	安徽海螺水泥股份	30.75	25.25
600377.SH	宁沪高速	0.99	-1.35	5.63	江苏宁沪高速公路	6.95	5.71

601088.SH	中国神华	1.00	-0.27	25.59	中国神华	31.25	25.66
000157.SZ	中联重科	1.03	3.26	10.70	中联重科	12.62	10.36
601398.SH	工商银行	1.04	3.70	4.13	工商银行	4.85	3.98
601939.SH	建设银行	1.04	3.76	4.49	建设银行	5.27	4.33
601328.SH	交通银行	1.04	3.87	4.64	交通银行	5.44	4.47
600600.SH	青岛啤酒	1.06	6.16	36.96	青岛啤酒股份	42.40	34.82
600016.SH	民生银行	1.09	9.22	5.65	民生银行	6.30	5.17
601607.SH	上海医药	1.12	11.81	14.69	上海医药	16.00	13.14
000898.SZ	鞍钢股份	1.12	11.85	5.52	鞍钢股份	6.01	4.93
600875.SH	东方电气	1.17	17.41	23.38	东方电气	24.25	19.91
601988.SH	中国银行	1.19	18.56	2.94	中国银行	3.02	2.48
601898.SH	中煤能源	1.20	20.41	9.62	中煤能源	9.73	7.99
000063.SZ	中兴通讯	1.23	22.54	17.71	中兴通讯	17.60	14.45
600012.SH	皖通高速	1.23	22.57	4.68	安徽皖通高速公路	4.65	3.82
600808.SH	马钢股份	1.28	27.77	2.99	马鞍山钢铁股份	2.85	2.34
601857.SH	中国石油	1.31	30.71	9.81	中国石油股份	9.14	7.51
600028.SH	中国石化	1.32	31.54	7.01	中国石油化工股份	6.49	5.33
601766.SH	中国南车	1.32	31.95	5.06	中国南车	4.67	3.83
601998.SH	中信银行	1.32	32.01	4.39	中信银行	4.05	3.33
000338.SZ	潍柴动力	1.40	40.21	39.72	潍柴动力	34.50	28.33
600548.SH	深高速	1.42	41.85	4.17	深圳高速公路股份	3.58	2.94
601111.SH	中国国航	1.47	47.28	9.07	中国国航	7.50	6.16
601333.SH	广深铁路	1.53	52.56	3.47	广深铁路股份	2.77	2.27
600026.SH	中海发展	1.54	53.82	7.01	中海发展股份	5.55	4.56
601186.SH	中国铁建	1.55	54.60	4.57	中国铁建	3.60	2.96
600188.SH	兖州煤业	1.57	57.21	29.82	兖州煤业股份	23.10	18.97
002594.SZ	比亚迪	1.59	59.15	26.11	比亚迪股份	19.98	16.41
600011.SH	华能国际	1.61	61.15	4.38	华能国际电力股份	3.31	2.72
601808.SH	中海油服	1.64	64.15	13.91	中海油田服务	10.32	8.47
601618.SH	中国中冶	1.73	73.18	3.10	中国中冶	2.18	1.79
601390.SH	中国中铁	1.76	75.66	3.13	中国中铁	2.17	1.78
601107.SH	四川成渝	1.80	80.09	4.88	四川成渝高速公路	3.30	2.71
600115.SH	东方航空	1.82	82.35	5.54	中国东方航空股份	3.70	3.04
601899.SH	紫金矿业	1.84	84.13	5.70	紫金矿业	3.77	3.10
600029.SH	南方航空	1.84	84.20	7.85	中国南方航空股份	5.19	4.26
600362.SH	江西铜业	1.86	85.76	31.88	江西铜业股份	20.90	17.16
601992.SH	金隅股份	1.86	86.44	12.86	金隅股份	8.40	6.90
601866.SH	中海集运	1.92	92.00	3.09	中海集运	1.96	1.61
000488.SZ	晨鸣纸业	1.93	93.08	6.31	晨鸣纸业	3.98	3.27
601880.SH	大连港	1.96	95.81	3.28	大连港	2.04	1.68
601919.SH	中国远洋	1.99	99.02	6.88	中国远洋	4.21	3.46

601588.SH	北辰实业	2.23	122.91	3.13	北京北辰实业股份	1.71	1.40
601727.SH	上海电气	2.24	124.36	5.84	上海电气	3.17	2.60
601600.SH	中国铝业	2.25	124.62	9.13	中国铝业	4.95	4.06
601991.SH	大唐发电	2.79	179.28	4.77	大唐发电	2.08	1.71
600332.SH	广州药业	2.87	186.95	14.75	广州药业股份	6.26	5.14
600027.SH	华电国际	2.92	191.88	2.90	华电国际电力股份	1.21	0.99
601005.SH	重庆钢铁	3.07	207.44	3.61	重庆钢铁股份	1.43	1.17
000666.SZ	经纬纺机	3.08	207.97	12.29	经纬纺织机械股份	4.86	3.99
600685.SH	广船国际	3.12	211.78	18.74	广州广船国际股份	7.32	6.01
002202.SZ	金风科技	3.16	215.53	11.97	金风科技	4.62	3.79
600688.SH	S上石化	3.21	220.71	7.40	上海石油化工股份	2.81	2.31
000921.SZ	ST科龙	3.23	222.64	5.59	海信科龙	2.11	1.73
002490.SZ	山东墨龙	3.24	224.24	14.75	山东墨龙	5.54	4.55
600874.SH	创业环保	3.45	244.74	5.52	天津创业环保股份	1.95	1.60
000756.SZ	新华制药	3.69	268.53	6.96	山东新华制药股份	2.30	1.89
600860.SH	ST北人	3.93	292.90	7.13	北人印刷机械股份	2.21	1.81
600775.SH	南京熊猫	4.19	318.83	6.50	南京熊猫电子股份	1.89	1.55
600806.SH	昆明机床	4.21	320.54	9.22	昆明机床	2.67	2.19
000585.SZ	东北电气	4.54	354.13	3.99	东北电气	1.07	0.88
600871.SH	S仪化	4.69	369.01	8.28	仪征化纤股份	2.15	1.77
600876.SH	洛阳玻璃	4.92	391.98	9.13	洛阳玻璃股份	2.26	1.86

资料来源：中国银河证券研究部

表 3: 全部 A 股预测市盈率仅有 13 倍

板块名称	市盈率(TTM,整体法)	预测市盈率(整体法) 2011	市净率(整体法) 最新
全部 A 股	15.88	12.69	2.33
中小企业板	35.97	26.5	4.15
创业板	46.05	33.09	3.88
上证 50	10.43	9.2	1.79
沪深 300	12.32	10.65	1.99
上证 180	11.21	9.78	1.84
大盘指数成份	11.94	10.39	1.95
中盘指数成份	29.35	21.42	3.3
小盘指数成份	38.97	24.03	3.25

资料来源：中国银河证券研究部, wind

表 4: 金融行业市盈率为各行业最低

板块名称	市盈率(TTM,整体法)	预测市盈率(整体法) 2011	市净率(整体法) (MRQ)
金融服务	8.84	7.78	1.58
房地产	18.71	12.13	2.41
交通运输	13.41	12.34	1.84
建筑建材	17.83	12.4	2.29

采掘	14.09	12.47	2.23
黑色金属	21.13	13.5	1.31
化工	17.22	13.6	2.44
交运设备	19.24	15.13	2.92
家用电器	19.56	15.43	3.07
综合	32.56	19.85	4.28
机械设备	27.64	20.3	3.53
公用事业	25.61	20.31	2.06
商业贸易	29.45	20.81	3.66
纺织服装	27.65	21.89	3.34
轻工制造	33.51	22.66	2.84
信息设备	34.83	23.93	3.56
医药生物	38.12	27.35	4.55
有色金属	45.16	28.34	4.64
农林牧渔	58.01	30.11	4.58
电子元器件	60.07	30.49	3.74
食品饮料	39.83	30.55	7.82
餐饮旅游	47.15	30.79	4.05
信息服务	44.66	30.85	3.19

资料来源：中国银河证券研究部，wind

插图目录

图 1: 上周几乎全部行业皆收绿 (%)	1
图 2: 全市场保证金因新股申购的好转而改善	2

表格目录

表 1: 上周两市主要指数皆以绿盘报收 (%)	1
表 2: 8 家上市公司的 A 股价格低于 H 股 (交易日期 2010-8-19)	3
表 3: 全部 A 股预测市盈率仅有 13 倍	5
表 4: 金融行业市盈率为各行业最低	5

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波，秦晓斌，王皓雪，策略证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908