

物价逐步有回落、市场震荡后回升

A股四季度策略报告

2011年9月20日

● 主要观点:

➤ 基本面由“物价高企、经济回落”过渡至四季度的“物价转为回落、经济持续下降”。预计CPI在11月份跌至5%下方、GDP四季度增速回落至9%左右；M2增速10月份起回升至14%左右；即，(M2-GDP-CPI)从9月份起将止跌回升、在11月份起由负转正，流动性改善。伴随着物价回落，经济依然处于回落过程，但有望在年末或明年初1季度时有见底企稳。

➤ 上市公司毛利率下降的幅度要好于2004、2008年经济回落阶段的表现。预计2011年非金融类业绩增速在11%左右、金融类在30%左右，全部A股在20%左右；非金融类可比上市公司的业绩底有望在四季度出现。

➤ 目前沪深300指数PE为12倍、PB为1.98倍，而2008年及2005年股市低点时PE分别为12.3倍、13.4倍，PB为2.05倍、1.75倍。A股整体估值水平已处于历史底部，但风格的估值背离依然存在。

➤ 物价回落初期股市多以弱势为主。考虑到当前估值的低位、业绩的平稳以及政策虽难看到降息等逆转但也不再进一步紧缩，预计本轮物价回落初期股市的表现要好于2004、2008年物价回落初期A股的表现，但弱于美国1974年末物价回落初期美股的表现。

➤ 引发前期市场回落的因素在四季度有所弱化，伴随着物价回落、股市震荡回升的因素却在积聚。展望四季度，股市有望在物价回落、流动性改善、经济下跌后的企稳中逐步寻找到回升的动量；即，本轮物价回落初期，股市有望演绎震荡筑底而后回升的形态。

➤ “物价回落、经济下降”初期股市在估值支撑下有望以2400-2700点为核心震荡整理，而后伴随着(M2-GDP-CPI)的由负转正、流动性的改善，以及经济止跌曙光的出现，股市有望回升至2700-3000点。

➤ 投资风格依然有小幅切换的要求，须防范业绩地雷；板块配置上，立足于经济回落阶段需求稳健的行业，更偏重于流动性改善主线、并关注经济回落后的止跌企稳的动力源。首先，关注低估值的券商保险等大金融板块以及部分政策红利的农资、医疗等板块。其次，积极关注稳健需求为主线的五类“运营+配套设备”主题。1、通信运营及设备，关注3G用户数提升下的通信运维板块；2、水务及环保设备，关注水务及固废等环保处理类运营和设备商；3、航空运输及航天军工设备，关注高景气度且受益于本币升值、油价滞涨的航空运输以及航天军工设备；4、发电及电力设备，关注上游煤价低于预期下的火电类及电气设备类板块；5、公路运输及交运设备，关注具有较高股息率的公路运营以及敏感于流动性的重卡等汽车股。

➤ 风险点在于主权债务危机扩散对全球经济二次探底的隐忧以及货币紧缩是否超预期、即是否出现2004、2008年物价回落初期的进一步紧缩政策，若此则股市也将有可能重演2004、2008年物价回落初期股市震荡回落行情。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

TEL：(021)63367000-314

FAX：(021)63373209

Email：shenzy@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20楼

邮编：200002

一、基本面组合转为“物价转向下降、经济缓慢回落”	3
1、物价逐步回落、经济仍有回落要求.....	3
2、伴随物价回落，流动性将有所改善.....	5
3、预计年末或年初经济产出有望短周期止跌企稳.....	7
三、业绩回落将有限、估值却已经处于历史低位.....	8
1、毛利率回落相对缓慢、四季度将见业绩底.....	8
2、估值虽有背离，但整体已经处于历史底部.....	9
三、市场运行逻辑及投资策略	11
1、物价回落初期股市表现的经验分析.....	11
2、本轮物价回落初期市场有望震荡回升的动力分析.....	14
A、前期市场回落的因素在四季度的有所弱化.....	14
B、物价回落初期股市有望震荡回升的因素将有积聚.....	15
3、市场投资策略	15
A、市场运行及风险点.....	15
B、投资策略及重点个股.....	17
附录：板块估值、BETA 及部分行业运营数据	19
表 1：8 月份 CPI 环比首次低于历史均值，预计后续 CPI 同比将逐步回落.....	3
图 1：基于历史环比均值对应的 CPI 同比增速预测序列.....	4
图 2：伴随物价回落，经济将继续回落一段时间	4
图 3：物价回落，经常对应着国债收益率有企稳回落	5
图 4：超额货币供应量(M2-GDP-CPI)止跌回升并在四季度有望由负转正	5
图 5：超额货币供应量的改善，是国债收益率回落的直接相关项	6
表 2：下半年公开市场到期资金规模分布	6
图 6：货币供应量增速的改善，将为工业增加值的触底企稳提供条件	7
图 7：财政资金、中央项目投资等留有余地	7
表 3：中报业绩增速平稳，但风格的业绩分化显著	8
图 8：本轮经济回落阶段 A 股毛利率回落相对 2004、2008 年经济回落时要平缓的多.....	9
表 4：预计可比上市公司单季度的业绩底在 4 季度	9
表 5：估值背离依然存在、但不同风格的绝对估值水平平均已经有显著回落了.....	10
图 9：全部 A 股 PE、PB 的估值水平平均处于历史低位了	10
图 10：剔除金融的上市公司估值水平也接近历史低位了	10
图 12：2004、2008 年物价回落初期货币政策有进一步紧缩动作.....	12
图 13：美国 1974 年末物价回落初期对应着股市却有显著回升	12
图 14：美股 1974 年末的反弹，伴随着流动性的改善	13
图 15：美股 1974 年末的反弹，伴随着经济 1 个季度后的触底回升	13
图 16：美股 1974 年末的股市反弹，对应了估值的历史低位及前期业绩的平稳增长.....	14
图 17：从隐含波动率看美股回落空间较小、将弱化外盘对 A 股的冲击空间.....	16

图 18: 当下国债利率及信用利差处于历史高点, 有向下修正的要求	17
图 19: 当下较低的估值水平有向上修正的要求	17
表 6: “平稳运营+配套主线”的相关重点行业估值列表	18
表 7: 各主要板块的 PB 估值相对历史低位水平的比价分析	19
表 8: 各主要板块的 PE 估值相对历史低位水平的比价分析	19
表 9: 二级行业的 BETA 取值	20
图 20: 3G 用户数大幅上升, 后 3G 投资主题值得期待	21
图 21: 环保投资增速再次持续大于固定资产投资增速	21
图 22: 航空运输客座率、利用率均处于高位平稳阶段	21
图 23: 公路客货运量保持平稳	22
图 24: 社会用电量增速略有回落、设备容量增速与用电量增速缺口转正	22

一、基本面组合转为“物价转向下降、经济缓慢回落”

1、物价逐步回落、经济仍有回落要求

自 2010 年 1 季度 GDP 单季增速达到 11.9% 的金融危机以来的高点后, 经济逐步趋于回落, 相反物价水平则由 2010 年 3 月份的 2.4%、一路震荡上行; 即, 2010 年 1 季度以来整体构成了“经济逐步回落、物价逐步上行”的宏观组合。在产出缺口向下而物价上行阶段, 股票市场常常伴随着压力, 这也是 A 股市场中途虽有反弹但却一直没有突破 2009 年 3478 点的一种解释。

2010 年 1 季度开始逐步演绎的“经济下、物价上”的组合, 在 2011 年 3 月份起物价显著上行、突破 6%、7 月份创 6.5% 的 CPI 高点时, 显得最为紧张; 即, 今年 2 季度至 7 月份, 在工业增加值增速回落至 13.5%、PMI 等指标进入枯荣临界, 物价环比水平向上、迭破历史环比均值的时候, 使得“经济下、物价上”的组合达到了“类滞胀”的阶段, 这个时期也往往是市场极度脆弱、对“黑天鹅”免疫力较差的时候, 市场回落、成交极度低迷。

展望四季度, 物价将转向回落, 同时经济增速则还将保持一段时间的回落。

伴随着 8 月份 CPI 回落至 6.2%, 且 0.3% 的环比水平是今年来首次 CPI 环比低于历史均值的月份。对于后期的物价水平, 考虑到国内经济后续的回落压力、前期货币紧缩货币供应量增速 M2 已经回落至 13.5% 的历史低位; 另外就物价构成而言, 全球经济复苏乏力下主要大宗商品陷入滞涨有回落的格局、猪粮比高位回落, 显示输入性压力以及部分食品价格继续上行的压力将有所缓解; 再考虑翘尾因素, 预计物价转为回落、物价水平有望在 12 月份时回落至 4.5-4.8% 之间, 在明年 2 季度有望回落至 3-4% 之间。

物价的回落必然伴随着经济的持续回落, 尤其是在物价回落的初期。根据 2004 年 8 月、2008 年 1 季度物价回落的经验, 伴随着物价回落, 经济增速也会有一段时间的持续回落; 即, 当下已经由前期“物价上、经济下”的组合过渡到“物价下、经济下”的阶段。就经济回落的时间来看, 2004 年 8 月物价回落经济继续回落的时间不足 2 个季度、2005 年 1 季度 GDP 增速即有回升, 而 2008 年初物价回落经济持续回落的时间为 4 个季度。

预计, 由于本轮经济回落具有主动调控的特性; 另, 考虑到外围经济既不同于 2004 年的繁荣也不同于 2008 年的衰退, 当下全球经济整体处于缓慢且乏力的复苏过程之中。伴随着物价回落, 流动性也将会有所改善、政策定向宽松, 同时, 考虑到全球经济整体处于缓慢的复苏过程, 本轮经济后续的回落周期有望在 6 个月左右; 即, 后期经济依然处于回落过程, 但产出有望在年末或明年初 1 季度时见底企稳。

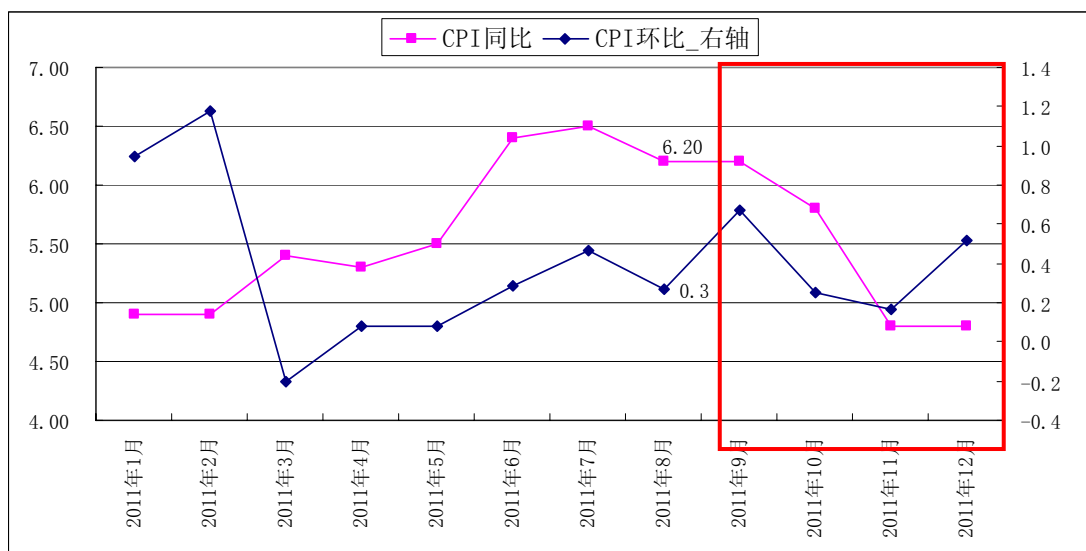
表 1: 8 月份 CPI 环比首次低于历史均值, 预计后续 CPI 同比将逐步回落

	CPI 环比			CPI 食品类环比			CPI 非食品类环比		
月份	均值:CPI:	CPI: 环比	2011 年-均	均值:CPI: 食品: 环比	CPI: 食品: 环比	2011 年-均	均值:CPI: 非食品: 环比	CPI: 非食品: 环比	2011 年-均

	环比		值		环比	值	比	环比	均值
1	0.87	1.00	0.13	2.4	2.80	0.40	0.08	0.20	0.12
2	0.9	1.20	0.30	2.73	3.70	0.97	-0.06	0.10	0.16
3	-0.6	-0.20	0.40	-1.16	-1.00	0.16	-0.29	0.20	0.49
4	0.01	0.10	0.09	-0.33	-0.40	-0.07	0.18	0.40	0.22
5	-0.24	0.10	0.34	-0.71	-0.30	0.41	0.02	0.20	0.18
6	-0.62	0.30	0.92	-1.59	0.90	2.49	-0.13	0.00	0.13
7	-0.08	0.50	0.58	-0.3	1.20	1.50	0.03	0.10	0.07
8	0.45	0.30	-0.15	1.36	0.60	-0.76	-0.01	0.20	0.21
9	0.67			1.26			0.36		
10	0.25			0.19			0.29		
11	0.17			0.33			0.09		
12	0.52			1.5			0.01		

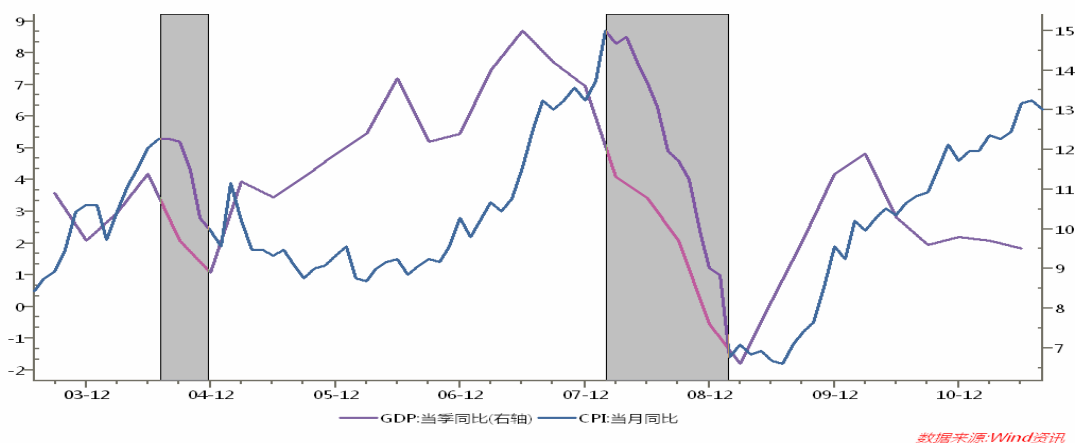
数据源自 WIND，东北证券；注：CPI 环比历史均值取 2001-2010 年 10 年的平均值

图 1：基于历史环比均值对应的 CPI 同比增速预测序列



数据源自 WIND，东北证券

图 2：伴随物价回落，经济将继续回落一段时间



数据源自 WIND，东北证券

2、伴随物价回落，流动性将有所改善

经验上看，伴随着物价回落的确认，紧缩的政策导向将在“物价和经济双回落”的基本面组合下趋于弱化及缓和，流动性将有所改善。流动性的改善，首先体现在金融体系资金价格的回落、后续才能观察到实体经济资金价格的改善。

预计，伴随着物价的回落，四季度流动性改善主要定位于金融体系的流动性改善；即，拆借利率、债券主要至国债收益率将会有逐步回落。其中机理如下：

A、2004 年、2008 年物价回落之后，对应的国债收益率即企稳、并在一定的时间累积下逐步趋于回落；

B、由于物价的回落、经济的回落，使得实体经济对货币需求的增量有所弱化，即名义 GDP 的增速将有所回落；相反，超额货币供应量增速 (M2-GDP-CPI) 则止跌企稳并有望有负转正。

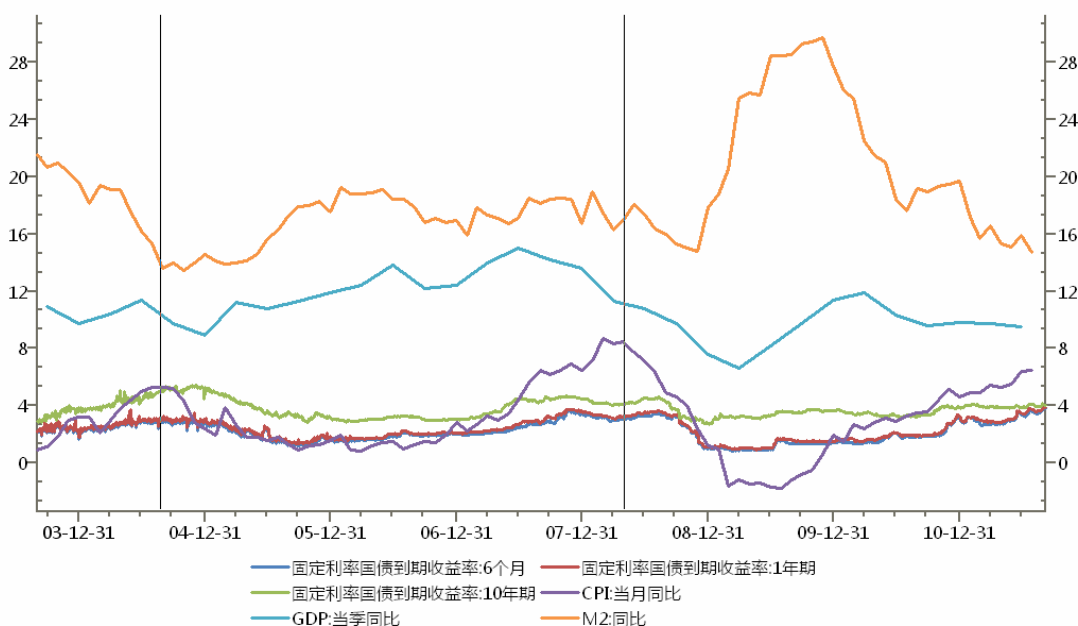
C、超额货币供应量的拐点，尤其是该指标由负转正后，将有效的改善金融体系的流动性紧张状况，有利于资金利率的回落，体现为几乎同步的国债收益率的回落。

因此，伴随着物价的回落，流动性将会改善，体现为超额货币供应量增速将由下跌转回升、且由负转正；其中超额货币供应量增速由负转正早期的动力来源于物价和经济回落下实体经济对货币增量需求的减弱，后期的动力则主要来自紧缩政策趋缓、定向宽松作用下 M2 增速的企稳回升。

有关紧缩政策趋缓以及定向宽松，传导至 M2 增速的企稳回升；可以从公开市场操作及信贷投放的走向中观测：伴随着准备金缴款范围的扩大，公开市场回笼货币力度有所下降、呈现持续的净投放来做一定的对冲；其次，7 天正回购这种较少采用、通常在春节做短期资金腾挪的货币工具在 9 月份连续被使用，表明管理层对资金市场的关注、有意的平滑而非单向的紧缩；其三，信贷方面前 8 个月合计投放 5.22 亿，而 8 月份新增信贷 5485 亿，显示了一定的定向宽松，预计全年信贷超 7 万亿、有望在 7.2-7.4 万亿。

伴随着物价回落、经济回落，货币政策有望不再做进一步紧缩、并有定向宽松，这将有利于 M2 增速的企稳回升，预计 M2 增速在 8、9 月份持续的回落后再在 10 月份起有望回稳于 14% 左右，而 CPI 则渐次回落并有望在 11 月份跌至 5% 下方、GDP 增速预计则在四季度回落至 9% 左右；即，超额货币供应量增速 (M2-GDP-CPI) 从 9 月份起将止跌回升、在 11 月份起由负转正，因此，四季度可望流动性改善。

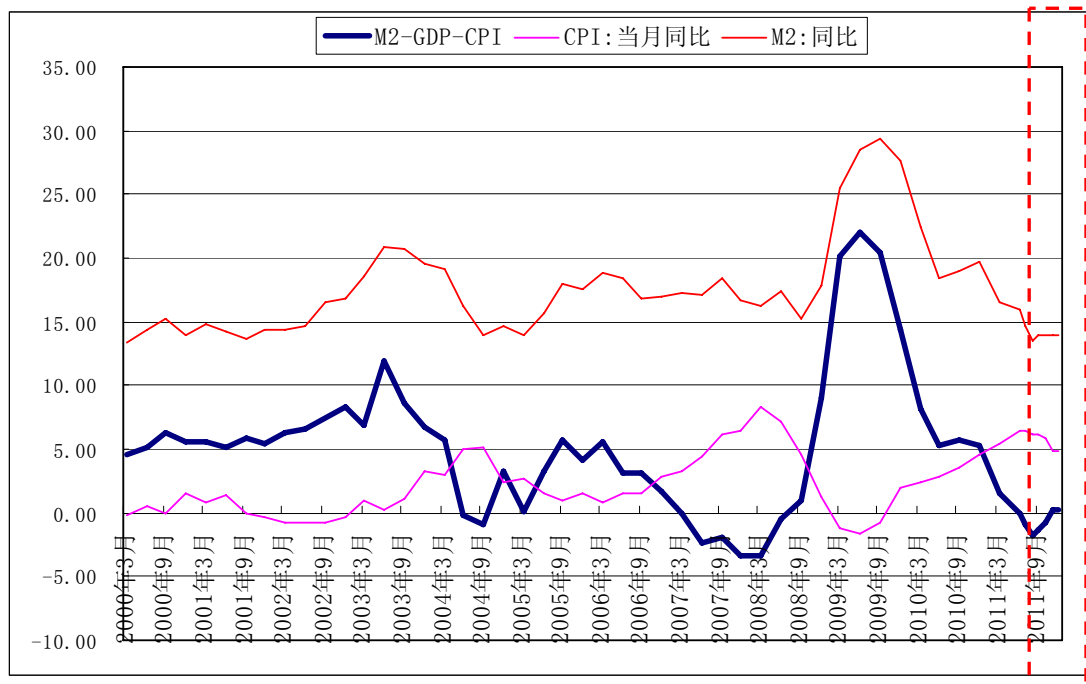
图 3：物价回落，经常对应着国债收益率有企稳回落



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

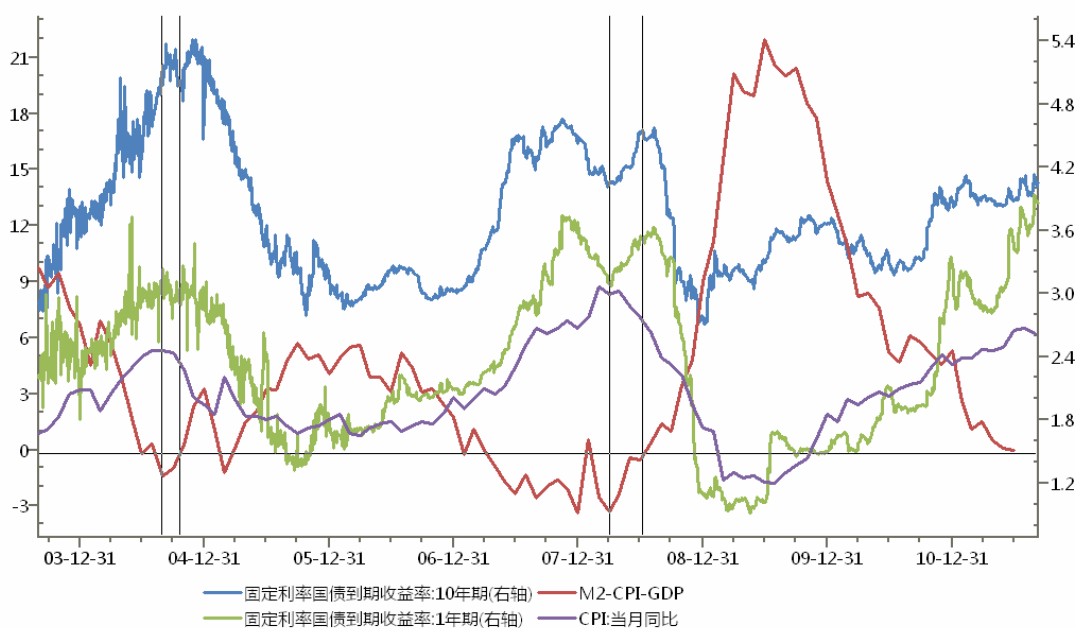
数据源自 WIND，东北证券

图 4：超额货币供应量(M2-GDP-CPI)止跌回升并在四季度有望由负转正



数据源自 WIND，东北证券

图 5：超额货币供应量的改善，是国债收益率回落的直接相关项



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

数据源自 WIND，东北证券

表 2：下半年公开市场到期资金规模分布

发生月份	投放量			回笼量			净投放量
	票据到期	正回购到期	合计	票据发行	正回购	合计	
8 月份	1960	1560	3520	310	1540	1850	1670
9 月份	2290	2220	4510	200	1890	2090	2420
10 月份	1880	1890	3770				3770
11 月份	1130	420	1550				1550

12 月份	120	100	220			220
-------	-----	-----	-----	--	--	-----

数据源自 WIND，东北证券

3、预计年末或年初经济产出有望短周期止跌企稳

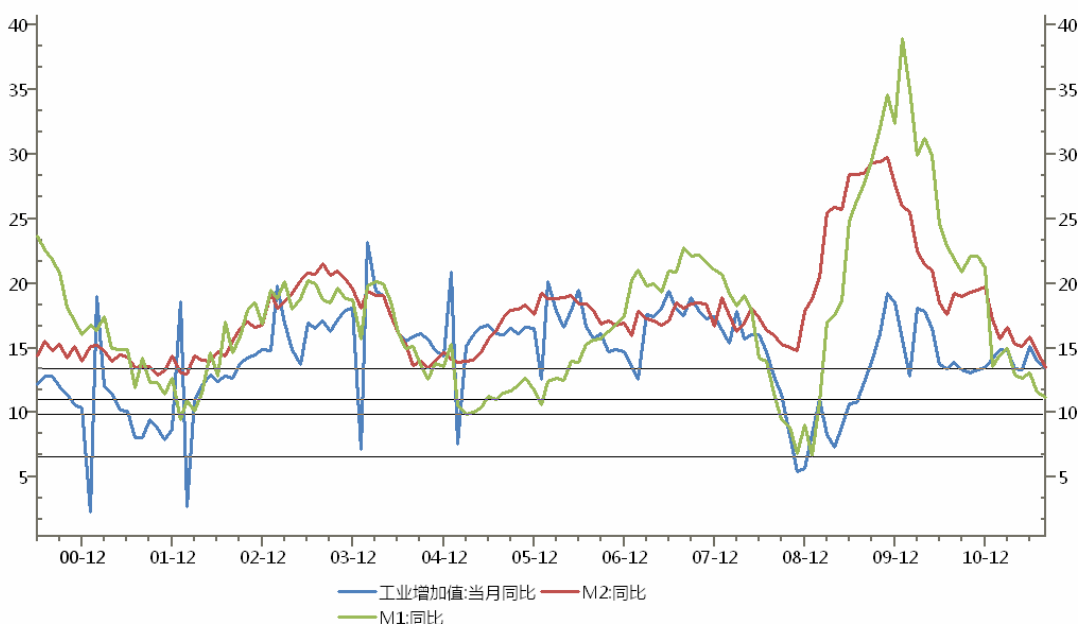
伴随物价回落，经济将承受一段时间的回落是市场所一致预期的。但是，物价和经济的双回落组合所持续的时间以及回落的程度是市场所关注的；这对于信奉自上而下投资的市场参与者而言，是比较重要的，也是策略所重点关注的。

本节第一部分中，根据 2004、2008 年物价回落阶段经济回落的时间周期，大致推断本轮物价回落对应的经济回落周期在 6 个月左右、是短周期的。

从对比分析的角度看，2004 年 8 月物价高点后逐步回落对应的经济回落在年末结束、2005 年 1 季度即回升，其主要在于入世之后、外需对于中国经济的拉动作用有了爆发性的显现；而 2008 年 1 季度物价回落经济增速回落持续至 2009 年 1 季度，其回升的动力主要来自四万亿的救市。今年来房地产投资增速依然保持在 30%以上、前 8 月在 33%，远大于 25%左右的固定资产投资增速，地产投资的影响较大；工业增加值增速则回落较快，由 15%回落至 13.5%。这种经济情景类似于 2008 年、而不同于 2004 年的经济回落。因为，2004 年时房地产投资和固定资产投资增速持平，所以，经济回落主要体现在投资和工业的双重同步回落、但回落均慢；而 2008 年则因为房地产投资已经成了拉动投资的主力、使得固定资产投资增速回落较慢、金融危机时期也平稳 25-26%，只是工业增速回落较快。

目前来看，本轮经济的回落，较多的是主动调控所致。因此，考虑到当下的外部经济环境好于 2008 年、弱于 2004 年；考虑到工业产出水平已经大幅回落至 13.5%、低于 2004 年而高于 2008 年。又因为，货币政策不会进一步紧缩，流动性则有所改善，根据 M2 增速与工业增加值增速之间的联动性，预计伴随着年末货币供应量增速的改善有利于工业增加值增速的后续触底；而定向宽松，保障房、水利及部分新兴产业重点项目的推进，将是产出触底企稳的流动性及投资层面的基础。即，金融危机后经济周期短期化的特征依然成立，物价回落初期经济仍将会回落一段时间，但不会硬着陆；预计伴随着 8 月份物价的回落、本轮经济有望在年末或明年初触底而后回升。

图 6：货币供应量增速的改善，将为工业增加值的触底企稳提供条件

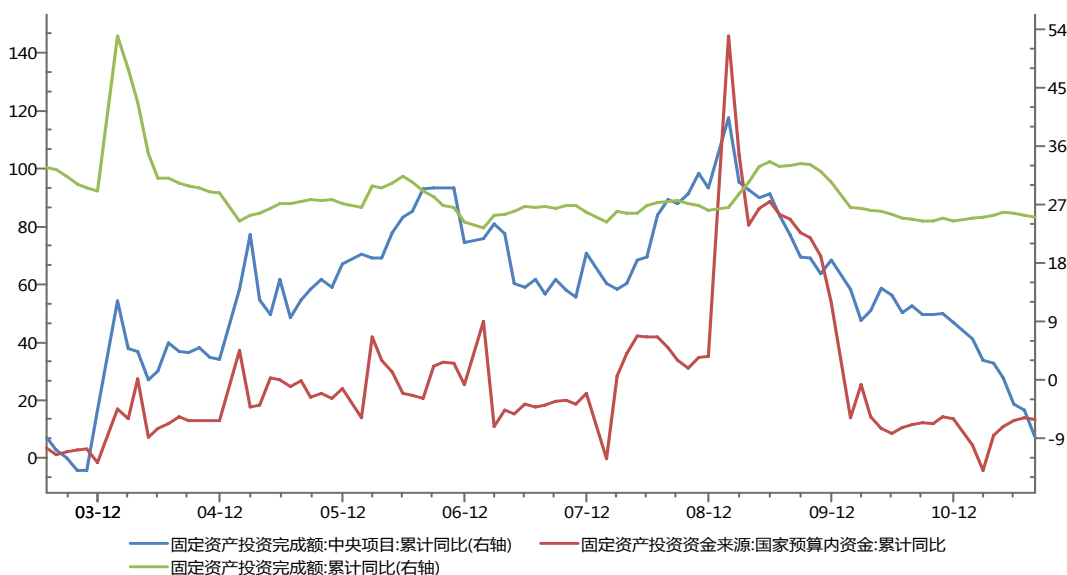


数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

图 7：财政资金、中央项目投资等留有余地

郑重声明:本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

三、业绩回落将有限、估值却已经处于历史低位

1、毛利率回落相对缓慢、四季度将见业绩底

经济回落尤其是在物价和经济双重回落的阶段,上市公司业绩将遭受较大的压力,其通过下游需求以及横向竞争挤压企业的盈利能力,导致毛利率持续回落;这是常态。

但是,由于本轮经济回落相对缓和,产业结构的调整、部分产业集中度的提高,经历数轮经济波动后不少产业企业的学习曲线发挥了作用,本轮经济回落阶段上市公司毛利率的回落将相对缓慢、对应的毛利率回落的斜率较小,回落的幅度要弱于 2004、2008 年经济回落阶段的表现。

以非金融和石油类上市公司为样本,毛利率从 2009 年四季度的 18.86%、下降至 2011 年中期毛利率为 17.43%,其中 2010 年四季度有所反弹;以 2009 年末-2011 年中期,则伴随着经济的回落、毛利率每季度平均下滑 0.2%,若以 2010 年末至 2011 年中期则毛利率每季度平均下滑 0.4%;相反,2004 年那轮经济回落、毛利率每季度平均下滑 0.6%,而 2008 年那轮经济回落、毛利率每季度平均下滑 0.5%、幅度均比本轮要大些。

预计,本轮上市公司净利润增速回落相对要缓慢,毛利率相对经济的回落具有一定的韧性。2011 年中期全部 A 股业绩增速为 23.8%、非金融类业绩增速在 18%;预计 2011 年非金融类业绩增速在 11%左右、金融类在 30%左右,全部 A 股全年业绩增速在 20%左右;非金融类可比公司的业绩底有望在四季度出现。

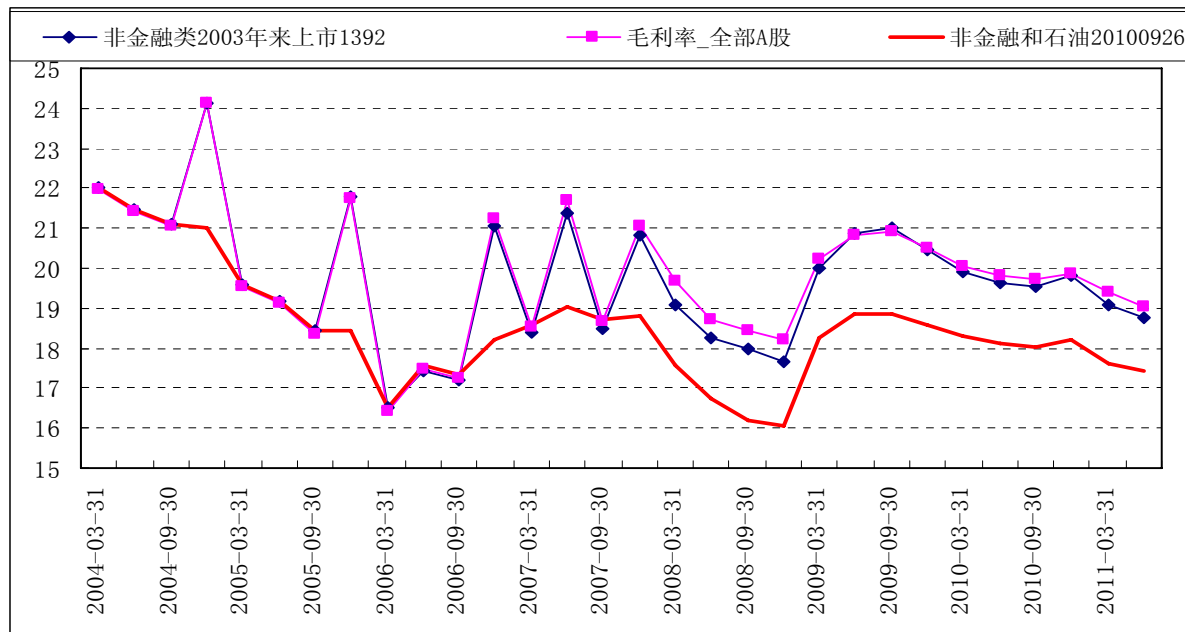
表 3: 中报业绩增速平稳,但风格的业绩分化显著

	成份股个数	总市值	归属母公司股东的净利润 2010 年度%	归属母公司股东的净利润合计 2011 一季%	归属母公司股东的净利润合计 2011 中期%
全部 A 股	2256	245849	38.78	24.95	23.79
上证 180	180	120695	36.43	25.48	24.17
中小企业板	612	33227	30.64	19.46	18.99
创业板	260	8542	34.41	36.77	22.84
非金融股 20100612	1820	175533	48.92	21.63	17.98
非金融类 2003 年来可比公司	1392	139455	54.43	20.26	17.02

非金融和石油 20100926	1891	162927	51.53	23.34	21.31
SW 大盘指数成份	200	143525	37.6	25.28	23.29
SW 小盘指数成份	800	35833	26.98	17.96	16.4

数据源自 WIND，东北证券

图 8：本轮经济回落阶段 A 股毛利率回落相对 2004、2008 年经济回落时要平缓的多



数据源自 WIND，东北证券

表 4：预计可比上市公司单季度的业绩底在 4 季度

	合计	金融服务	非金融	单季度同比
a2010Q1	3789	1964	1826	
a2010Q2	4121	1925	2196	
a2010Q3	4153	2008	2145	
a2010Q4	4324	1848	2476	
	16387	7745	8642	
a2011Q1	4751	2526	2225	21.85%
a2011Q2	5075	2548	2528	15.12%
预测 2011Q3	4975	2548	2427	13.14%
预测 2011Q4	4999	2548	2451	-1.00%
预测 2011	19800	10169	9631	
预测 2011 增速	20.83%	31.30%	11.44%	

数据源自 WIND，东北证券

2、估值虽有背离，但整体已经处于历史底部

从 2010 年报及 2011 年中期业绩来看，中小板及创业板归属母公司净利润的增速持续低于以上证 180 指数为代表的权重板块，小盘股业绩增速弱于权重股。同时，估值水平则小盘股对大盘股保持着较高的估值溢价。目前整体 A 股 PE 为 15.2 倍、PB 为 2.3 倍，而 2008 年及 2005 年时的 PE 分别为 13.4 倍、18 倍，PB 为 1.97 倍、1.6 倍；目前沪深 300 指数 PE 为 12 倍、PB 为 1.98 倍，而 2008 年及 2005 年时 PE 分别为 12.3 倍、13.4 倍，PB 为 2.05 倍、1.75 倍。因此，A 股整体估值水平已经处于历史底部。

只是，估值的风格背离依然存在，当下中小板对上证 180 的估值溢价还在 3.2 倍，其中原因，有对消

费及科技股的高溢价所致、更是权重板块处于历史最低估值所致；客观讲，当下创业板、中小板较低的净利润增速、较高的估值水平，相对于权重板块而言是严重背离了。当然，创业板的净利润的低增长，有其上市年限短、考察周期短的统计偏差，我们前期研究发现，中小板和创业板新上市公司上市当年及次年的净利润增速要弱于上市前一年，这有很大的财务平衡原因；不过，从营业增速上看，2011 年中期创业板营业收入增速为 33%、上证 180 为 28%，创业板的市场空间更大些。

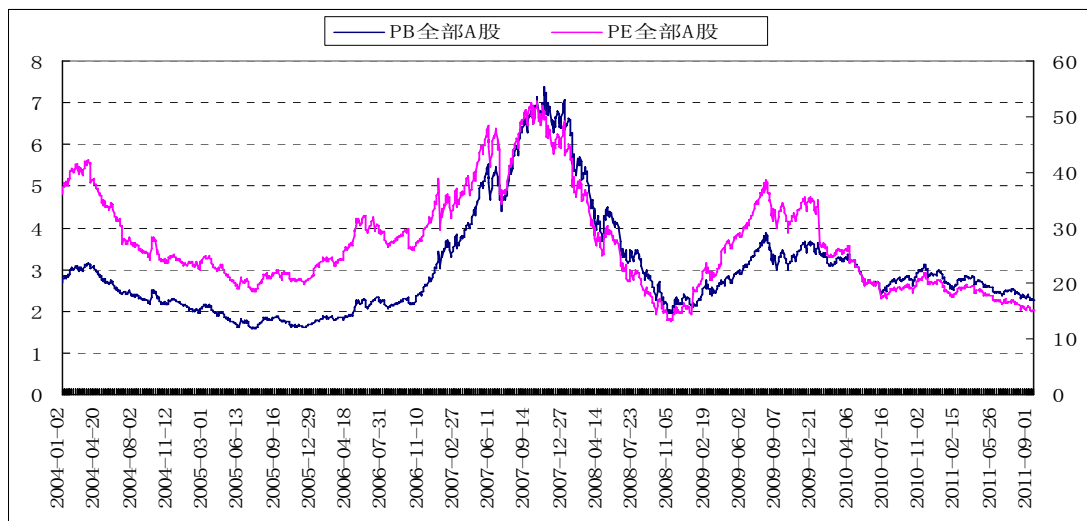
综上，A 股整体估值水平已经处于历史低位；但是风格的估值背离依然存在，考虑到营业收入以及净利润增速差异的不同，预计风格有小幅切换的需要；当下中小板对上证 180 指数的估值溢价为 3.2 倍，预计在 3 倍左右有支撑。

表 5：估值背离依然存在、但不同风格的绝对估值水平均已经有显著回落了

	成份股 个数	市盈率 最新	市盈率 2008-10-31	市盈率 2005-7-20	市净率 最新	市净率 2008-10-31	市净率 2005-7-20
全部 A 股	2256	15.17	13.36	18.7	2.28	1.97	1.59
中小企业板	612	34.49	16.2	24.65	3.99	2.2	2.6
创业板	260	44.6			3.71		
上证 180	180	10.76	12.52	12.74	1.83	2.06	1.74
上证 50	50	10.08	12.58	11.23	1.79	2.14	1.73
沪深 300	300	11.82	12.31	13.39	1.97	2.05	1.75
SW 小盘指数	800	38.05	17.97	32.41	3.16	1.48	1.36
SW 大盘指数	200	11.47	12.58	12.47	1.93	2.06	1.74
中小板/上证 180		3.21	1.29	1.93	2.18	1.07	1.49
小盘/大盘		3.32	1.43	2.60	1.64	0.72	0.78

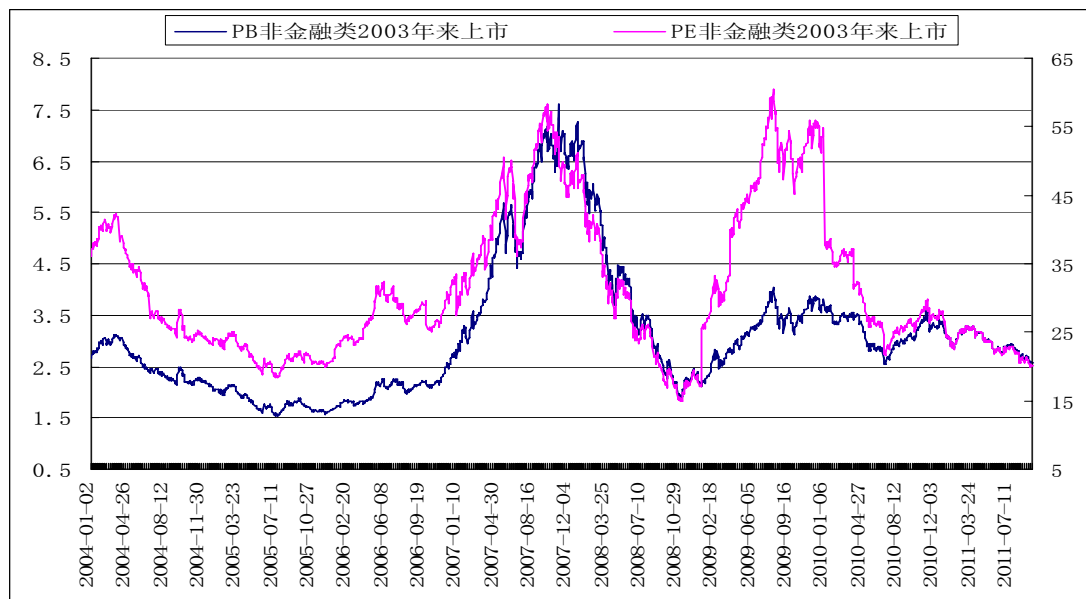
数据源自 WIND, 东北证券

图 9：全部 A 股 PE、PB 的估值水平均处于历史低位了



数据源自 WIND, 东北证券

图 10：剔除金融的上市公司估值水平也接近历史低位了



数据源自 WIND，东北证券

三、市场运行逻辑及投资策略

1、物价回落初期股市表现的经验分析

“物价转为回落、经济持续下降”有望为下阶段的基本面组合。由于经济回落的持续，基本面发生改变的更多是物价的回落及拐点。因此，关注物价回落初期的政策导向、流动性的变化、上市公司的业绩波动以及投资者对大类资产中股市的相对偏好程度，决定着股市的运行。

观察最近 10 年来 A 股的运行，2004 年、2008 年两轮物价回落初期股市回落的归因值得借鉴；而国外如美国股市 1974 年末物价回落时期股市反弹的推动力也值得关注。

这里从估值水平、业绩表现以及政策导向、利率水平、经济状况等维度对比分析物价回落初期即物价与经济双回落时的情景。具体如下：

——2004 年 8 月物价逐步回落，对应股市继续震荡回落；彼时，估值水平 25 倍、政策后续加息一次并有股改政策扰动，货币供应量震荡企稳、国债收益率震荡回落，2004 年业绩平稳、但 2005 年业绩回落明显。

——2008 年 3 月份后物价逐步回落，对应股市继续震荡回落；彼时，估值水平 30 倍、政策后续继续上调准备金率 2%、并有全球金融危机扰动，货币供应量增速继续回落、国债收益率震荡回落，业绩继续回落至 2009 年初。

——1974 年末的美国股市，伴随着物价回落，股市出现了强劲反弹。由于前几年高物价、货币紧缩，彼时估值水平回落至 10 倍以下、上市公司业绩增速则在 15% 左右。而后伴随着物价的回落，经济继续探底 1 个季度、砸出一个坑，美联储降息、货币供应量增速上行，国债收益率继续回落。

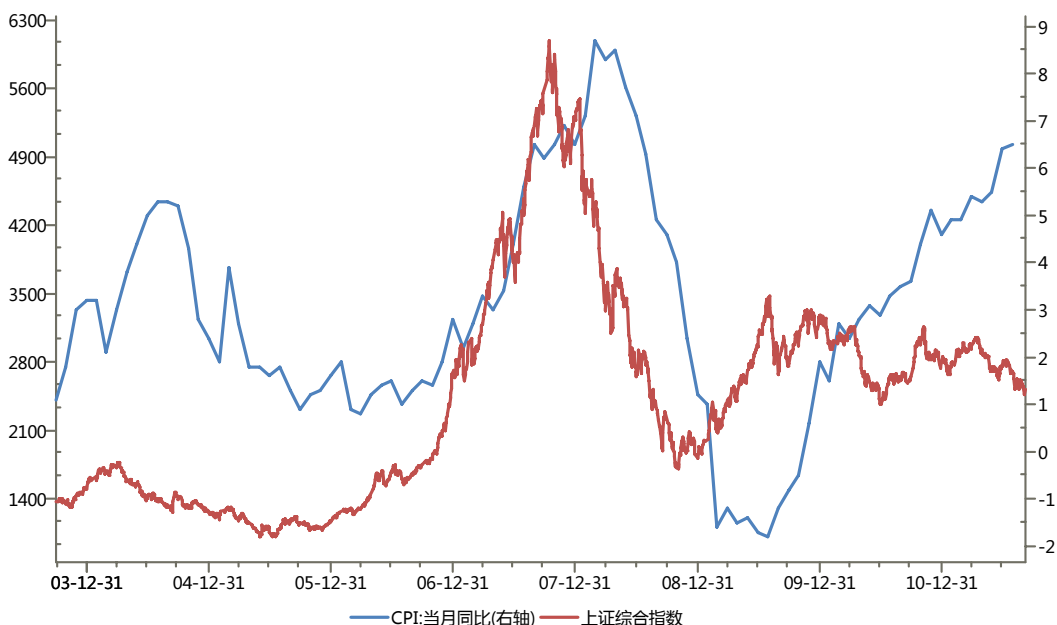
从国内及国外的三个案例对比并结合投资时钟规律，在物价回落初期股票市场多以弱势为主，要出现反弹，则需要有几个共同特征：物价回落、估值低位乃至历史低位、货币政策不再紧缩乃至放松对应货币供应量增速企稳乃至回升、国债收益率回落、后续 1 个季度左右能观察到经济的止跌企稳，上市公司业绩同比则可以继续回落。2004 年、2008 年股市的继续回落，除了有股改、全球金融危机等突发场景，另外，估值的高位、后续持续的货币政策紧缩是主要原因；而美股 1974 年末物价回落即股市出现反弹，主要在于估值的低位、淡化了业绩的回落，同时，流动性改善、利率回落，并经济如期在 1 季度后出现好转。

因此，本轮物价回落初期股市的表现，预期有望好于 2004、2008 年的 A 股，但弱于 1974 年末的美股。因为，估值的低位、业绩的平稳，且预计政策不再有进一步紧缩，所以好于 2004、2008 年；但年内又较难

看到货币政策的逆转，无论是货币供应量增速还是资金利率其改善都是相对缓和的。

同时，由于去年中期以来股市的运行与债市的运行呈现显著的同步性，债券收益率下、股市上，有别于早前股市与债市常现跷跷板的现象；预计当下债市与股市的同步性特征仍将延续，即，伴随流动性改善、国债收益率的回落，股市将有同步反弹。

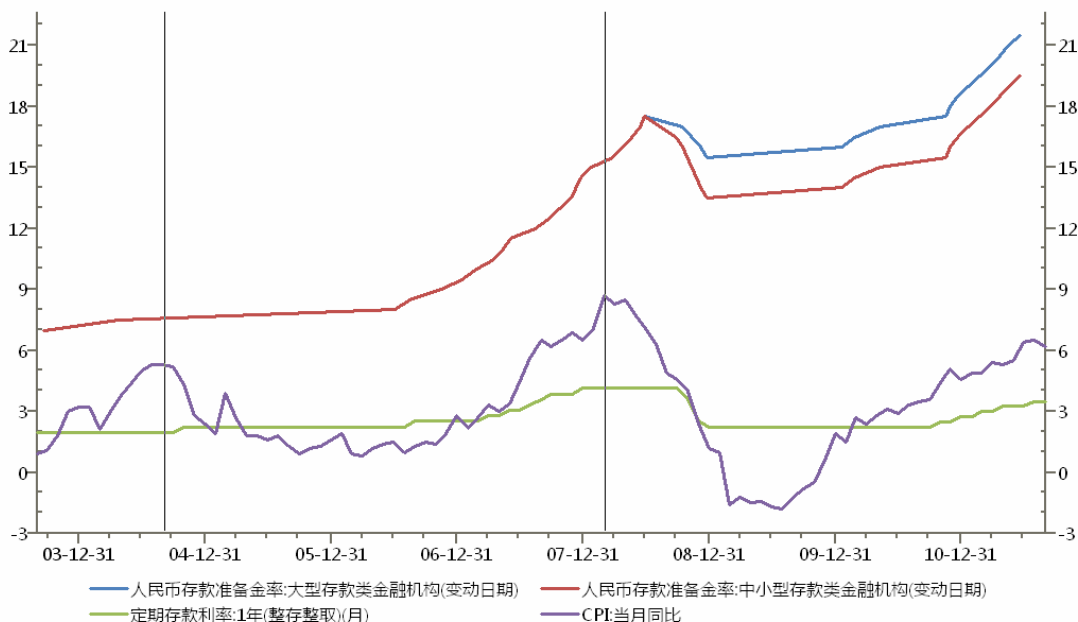
图 11：2004、2008 年物价回落初期股市继续以震荡回落来演绎



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

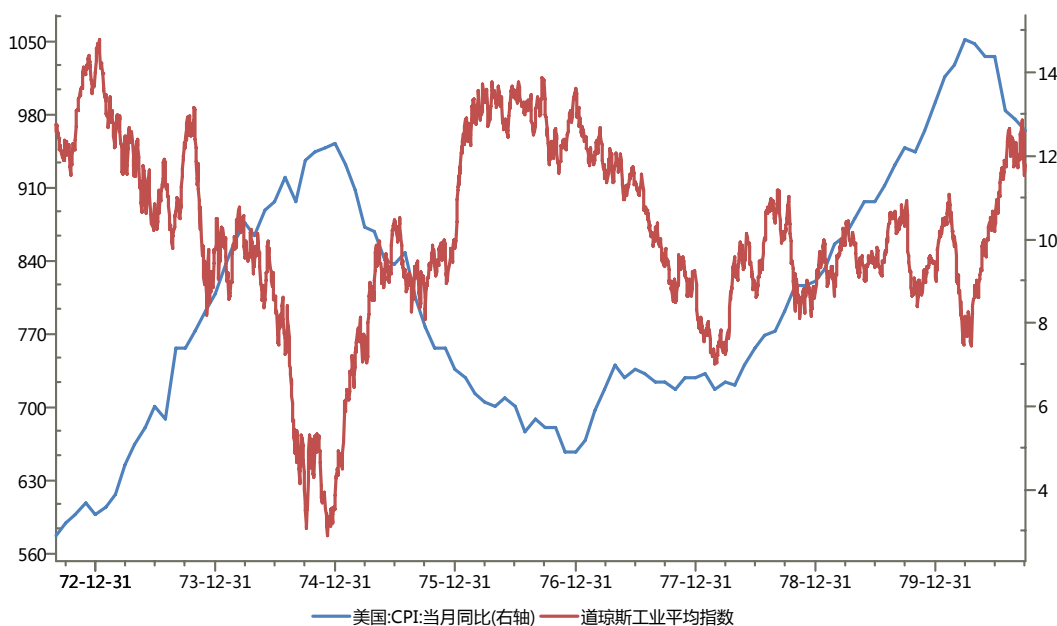
图 12：2004、2008 年物价回落初期货币政策有进一步紧缩动作



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

图 13：美国 1974 年末物价回落初期对应着股市却有显著回升



数据来源:Wind资讯

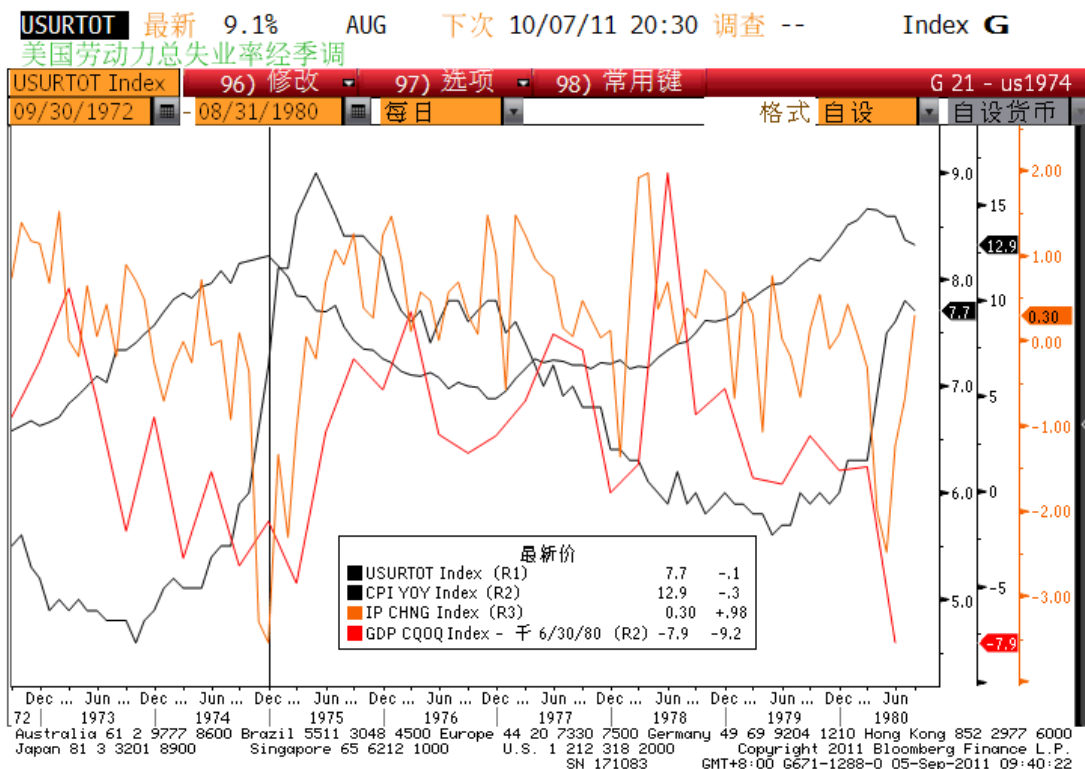
数据源自 WIND, 东北证券

图 14: 美股 1974 年末的反弹, 伴随着流动性的改善



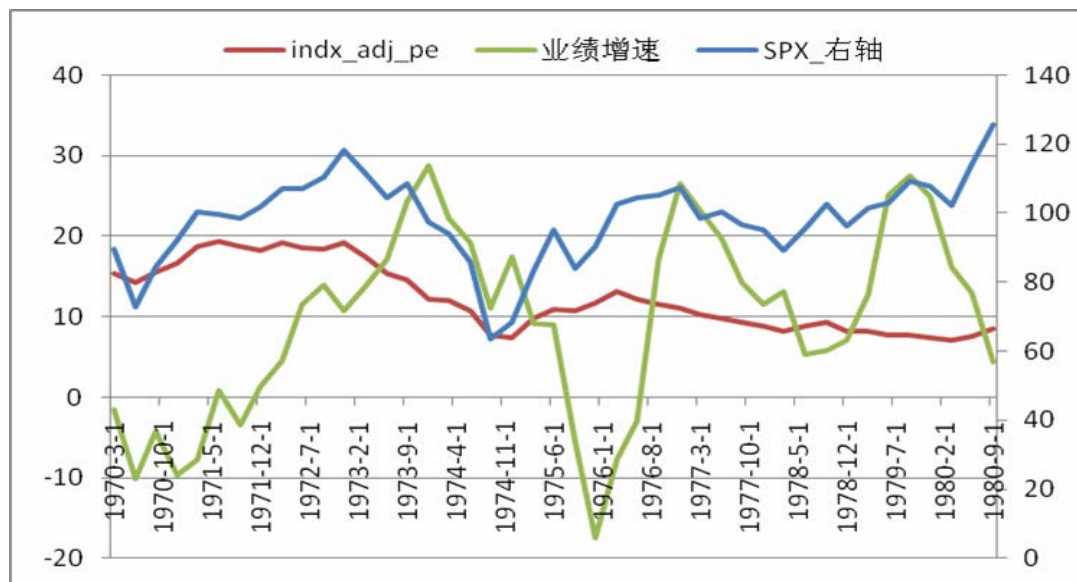
数据源自彭博, 东北证券

图 15: 美股 1974 年末的反弹, 伴随着经济 1 个季度后的触底回升



数据源自彭博，东北证券

图 16: 美股 1974 年末的股市反弹, 对应了估值的历史低位及前期业绩的平稳增长



数据源自彭博，东北证券

2、本轮物价回落初期市场有望震荡回升的动力分析

A、前期市场回落的因素在四季度的有所弱化

今年至今的股市回落，主因在于基本面组合位于“物价上行、经济下行”的“类滞胀”组合，在该组合下，控通胀、紧货币，股市较为脆弱。而动车事件后积极财政更趋稳健化，美债评级下调、主权债务危

机的扩大化，加剧了股市在“类滞胀”组合中的回落压力。

目前看，驱动前期市场回落的因素在四季度有所弱化。

——伴随着物价的回落，经济组合将转为“物价和经济的双回落”，该组合虽然不如“物价下、经济上”的复苏组合好，但要远好于前期“物价上、经济下”的糟糕组合；

——当下固定资产投资中的中央项目投资增速已经降至-8.9%、处于2004年来的最低，伴随着保障房、水利以及部分新兴产业项目投资的推进，投资领域的局部亮点将有所显现；

——前期基于控通胀的紧缩货币政策将趋缓，预计货币政策工具中性化、不会有显著的进一步紧缩工具的出台，流动性则有改善尤其是金融体系的流动性将有所改善，以金融、信贷创新、信贷资产创新等创新手段也在逐步推进；

——主权债务危机在美债评级下调后又回归至欧债债务危机，考虑到欧债危机的长期性且市场对欧债危机的关注度较多、已经较多的反应了欧债危机的利空面而不太会出现如美债下调引发的突然性冲击，对A股的影响有所弱化。

因此，引发前期市场回落的因素在四季度有所弱化，相反，伴随着物价回落、股市震荡回升的因素却在积聚。

B、物价回落初期股市有望震荡回升的因素将有积聚

经验看，投资时钟理论对于A股近年来的投资也具有较好的指示性作用，“物价下、经济下”的组合对应的时钟指示一般为大宗商品滞涨回落、国债收益率震荡回落而股市则延续前期的弱势、处于下跌最后阶段。预计，本轮物价回落初期有望缩短时钟理论对应的市场下跌后期阶段的时间和空间，四季度股市有望以震荡回升的形态来演绎、更可能是债股均出现反弹。

——首先，物价会回落、9月份CPI有望不超过6.2%，“物价和经济双回落”阶段的市场已处于下跌的后期阶段。

——其次，考虑到业绩的平稳、估值的历史低位，以及政策紧缩力度均不同于2004、2008年物价回落初期的情景，即，当下市场的情景有望缩短“投资时钟理论”指引下的市场下跌后期阶段的时间和空间。其中的催化剂在于物价经济回落超货币供应量(M2-GDP-CPI)转负为正、国债收益率回落、金融体系流动性有所改善。

——再次，物价回落、流动性改善，有利于市场形成反弹，而政策趋缓的程度、外围尤其是欧债危机的舒缓均有望为市场反弹空间提供支撑。尤其需要关注的是，后金融危机时代经济周期短期化的特征依然成立；即在物价回落之后不太会再出现超过6个月以上的逐季逐月的回落、在年末或明年初有望看到经济的短周期回升。这将有利于市场基于流动性改善的反弹有基本面的引导。

3、市场投资策略

A、市场运行及风险点

估值处于历史低位，四季度有望形成非金融类上市公司单季度净利润增速的业绩底；伴随着物价的回落、基本面组合转向了“物价下、经济下的组合”，这已经不是前期“物价上、经济下”的糟糕组合。当下制约市场的直接因素在于流动性的紧张，对应金融体系无论是拆借还是国债利率均处于高位。伴随着物价的回落、货币政策进一步紧缩的空间及必要性降低，有利于货币供应量增速M2的企稳，有利于超货币供应量增速出现拐点且由负转增，彼时将形成流动性的改善，股市的反弹。

本轮物价回落初期，股市有望演绎震荡筑底而后回升的格局；这将有别于2004、2008年物价回落初期股市继续显著震荡下跌的情景。同时，考虑到本轮股市与债市的同步性，伴随着物价的回落、流动性的改善，以及可望及的年末或明年初经济的止跌企稳，市场也将有别于时钟理论“类衰退”组合对应的“债市牛、股市熊”的特征，而有望形成股市、债市反弹的齐步行。

展望四季度，股市有望在物价回落、流动性改善、经济下跌后的企稳中逐步寻找到回升的动量；策略上，我们需要相继观测物价的拐点、流动性的拐点、以及经济的拐点；而市场的拐点则大多与流动性的拐

点相同步。

目前,已经观测到了物价的拐点,这一点除了有国内猪粮比回落、猪肉等价格环比上涨速度趋缓的原因,也有经济回落倒逼物价回落的原因,而且近期大宗商品尤其是工业金属及能源价格的滞涨和回落表明了当下国内 CPI 的回落具有持续性。因此,8 月份 CPI 已经现拐点,同时预计伴随着物价的回落、经济的回落,超额货币供应量由负转正的时点可能会在 11 月份、因 11 月份 CPI 有望回落至 5%下方,同时 M2 增速有望止跌企稳回升至 14%左右,而后有望在年末或明年初观察到经济短周期的止跌企稳。

因此,当下是物价拐点与流动性拐点的过渡阶段,在这个阶段更多的受经济回落的担忧、受诸多不确定性的担忧,也是市场极其脆弱的时期。期间,尽管流动性改善尚未到来,但如果政策面哪怕是言论层面的信心释放,也将有利于股市的稳定;相反,大盘新股的发行而无对冲的手段,再考虑外围等不利的波动,市场就极易造成大幅波动。

市场有望以震荡后回升来演绎。在物价回落、估值支撑下,市场有望以 2400-2700 点为核心震荡整理,而后超额货币供应量 (M2-GDP-CPI) 由负转正后股市有望回升至 2700-3000 点。

另外,需要关注市场的风险点,把握市场运行的节奏。

其一,欧债危机的扩散程度以及全球复苏进程。中性看,欧债危机主要以偿付危机、注资救赎的方式来演绎,未来欧元债、欧洲救助基金、欧洲财政改革等均是需要密切关注的。就目前 A 股与外围股市的关系来看,A 股更多受到美国股市的影响大些。考虑到美股 VIX 指数与美股指数的关系,并考虑到美国宽松的利率政策,美股回落的空间较小、预计道琼斯万点附近是有强支撑的。因此,展望四季度 A 股受外围的冲击相对弱化。

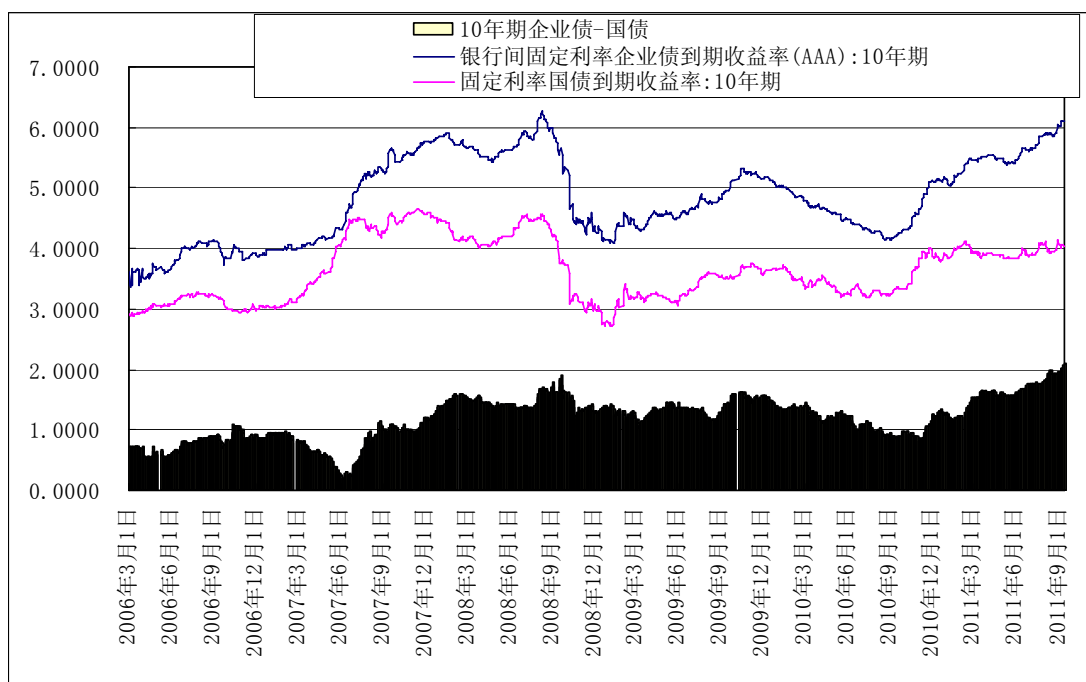
其二,关注国内物价的运行态势,以及流动性改善的时点和指标,还有经济回落止跌企稳的动力。关注货币政策紧缩是否超预期、是否复制 2004、2008 年物价回落初期的进一步紧缩政策。如果后续政策进一步趋紧,如进一步加息以及上调准备金等,则市场压力将增大;因为,这种在物价拐点已经现的情况下的政策紧缩,是重蹈 2004、2008 年物价高点回落或加息或上调准备金率的覆辙,那么市场调整的时间将延长、空间也将扩大,股市也将有可能重演 2004、2008 年震荡回落而无回升的前例。

图 17: 从隐含波动率看美股回落空间较小、将弱化外盘对 A 股的冲击空间



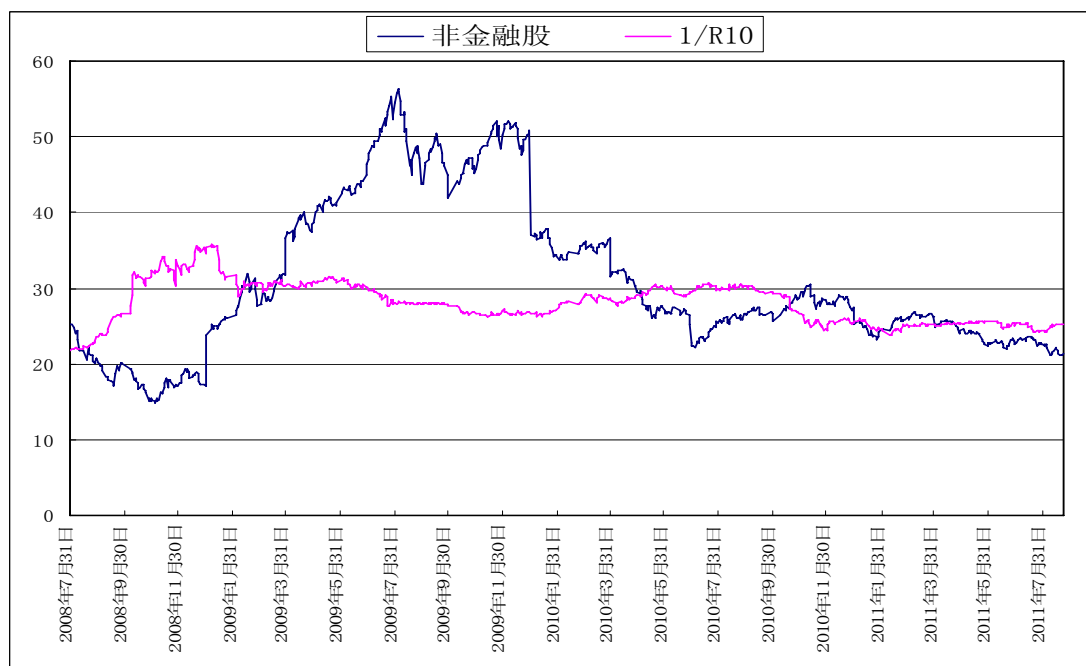
数据源自彭博, 东北证券

图 18：当下国债利率及信用利差处于历史高点，有向下修正的要求



数据源自 WIND，东北证券

图 19：当下较低的估值水平有向上修正的要求



数据源自 WIND，东北证券

B、投资策略及重点个股

四季度面临着“物价回落、经济回落”的基本面组合。其中、物价回落的趋势、流动性改善的程度以及经济回落后再升的动力，将构成四季度投资策略的关键。

预计，在物价回落、估值支撑下，市场有望以 2400-2700 点为核心震荡整理，而后超额货币供应量 (M2-GDP-CPI) 由负转正后股市有望回升至 2700-3000 点。

考虑到中小板、创业板的估值溢价以及业绩增速的折价，市场风格依然有小幅切换的要求，当下中小板相对上证 180 的 PE 估值溢价在 3 倍附近寻支撑，因此，对于中小板股的选择上需要关注其业绩的持续性、防范业绩地雷，倾向于关注已经上市两年左右的公司而非较高估值发行的新股。

板块配置上，立足于经济回落阶段需求稳健的行业，但更偏重于流动性改善主线、并关注本轮经济回落止跌企稳的动力源。

首先，关注低估值的券商保险等大金融板块以及部分政策红利的农资、医疗等板块，比如，中国太保、中信证券、国海证券，隆平高科、扬农化工、科华生物等；

其次，积极关注稳健需求为主线的运营和相关配套设备主题。这里从估值、业绩以及流动性敏感性、经济回升动力的角度出发，关注五类“运营+配套设备”主题。

——通信运营及设备，重点关注 3G 用户数大幅提升、数据业务上行背景下的后 3G 数据运维板块；如，中国联通、拓维信息、烽火通信等；

——水务及环保设备，关注水资源综合利用主题下的水务及固废等环保处理类运营和设备商；如，南海发展、洪城水业、桑德环境、永清环保等；

——航空运输及航空航天军工设备，关注高景气度且受益于本币升值、油价滞涨的航空运输以及航天航空军工设备；如，南方航空、航天信息等；

——火电及电力设备，关注上游煤价低于预期下的发电类及电气设备类板块；如，深圳能源、皖能电力、新联电子、东方电气等

——公路运输及交运设备，重点关注具有较高股息率的公路运营以及下跌较早且敏感于流动性的重卡等汽车股；如，皖通高速、中国重汽、福田汽车等。

表 6：“平稳运营+配套主线”的相关重点行业估值列表

	成份 股个 数	总市值	市盈率 最新	市盈率 2010-6-30	市盈率 2008-10-31	市净率 最新	市净率 2010-6-30	市净率 2008-10-31
航空运输	6	2188	9.67	24.72	-35.04	2.46	4	1.58
航空航天军工	13	1450	75.74	56.13	41.62	4.24	3.33	1.7
电信运营 II	1	1109	87.2	63.46	15.5	1.56	1.61	1.79
增值服务 III	6	297	60.17	60.78	17.16	3.91	4.57	2.37
通信设备制造	67	3032	36.79	33.69	30.15	3.51	3.59	1.81
水务	14	1220	25.83	33.72	17.99	3.06	3.45	1.82
环保	10	497	30.93	62.03	10.9	4.01	4.65	1.85
公路	22	1520	12.54	14.98	12.61	1.44	1.74	1.45
汽车	114	8564	15.58	13.59	11.33	2.49	2.64	1.19
卡车	6	614	10.59	9.27	6.81	1.86	2.34	1.14
火电	36	3537	31.23	26.86	-382.65	1.64	2.03	1.62
电站设备 III	11	702	49.72	47.22	14	4.85	5.79	2.42
输变电设备	72	3785	43.53	35.05	20.39	3.27	3.91	2.7
传媒 II	32	1772	31.78	55.91	29.06	3.25	3.85	2.21
计算机软件	43	1824	45.37	51.6	19.59	4.56	5.64	3.01
证券 II	16	6525	17.97	20.63	17.11	2.26	2.54	3.32
保险 II	3	6514	15.86	19.21	32	2.29	3.37	3.03

数据源自 WIND，东北证券；

附录：板块估值、BETA 及部分行业运营数据

表 7：各主要板块的 PB 估值相对历史低位水平的比价分析

2004 年至今 PB	min	q1	median	mean	Q3	max	2011-09-13	相对 Q1 溢价幅 度
SW 农林牧渔	1.32	2.07	3.98	3.76	5.16	7.99	4.43	1.14
SW 采掘	1.49	2.33	2.73	3.36	3.37	17.48	2.2	(0.06)
SW 化工	1.48	2.265	2.72	2.98	3.33	7.55	2.34	0.03
SW 黑色金属	0.87	1.29	1.56	1.80	2.03	5.04	1.26	(0.02)
SW 有色金属	1.49	2.43	3.85	4.21	5.33	12.9	4.28	0.76
SW 建筑建材	1.25	2.11	2.58	2.91	2.99	8.96	2.13	0.01
SW 机械设备	1.56	2.635	3.76	3.96	4.9	8.74	3.3	0.25
SW 电子元件	1.35	2.29	3.3	3.36	4.435	6.03	3.53	0.54
SW 交运设备	1.4	2.12	3.08	3.19	3.77	8.41	2.62	0.24
SW 信息设备	1.75	2.69	3.67	3.69	4.65	6.65	3.47	0.29
SW 家用电器	1.03	1.47	2.82	2.71	3.68	5.39	2.89	0.97
SW 食品饮料	2.27	2.88	6.24	5.79	7.525	12.91	7.36	1.56
SW 纺织服装	1.24	1.97	2.81	2.88	3.52	6.64	3.28	0.66
SW 轻工制造	1.2	1.94	2.72	2.76	3.23	5.68	2.7	0.39
SW 医药生物	1.7	2.41	4.09	4.03	5.58	7.16	4.32	0.79
SW 公用事业	1.54	2.05	2.54	2.65	2.94	5.79	2	(0.02)
SW 交通运输	1.65	2.21	2.53	2.95	3.07	7.86	1.77	(0.20)
SW 房地产	1.44	2.23	2.71	3.36	3.75	10.37	2.29	0.03
SW 金融服务	1.56	2.23	2.62	2.98	3.26	6.93	1.6	(0.28)
SW 商业贸易	1.51	2.185	3.61	3.63	4.44	8.48	3.5	0.60
SW 餐饮旅游	1.62	2.38	3.73	3.75	4.78	8.24	3.96	0.66
SW 信息服务	1.58	2.215	3.22	3.27	3.965	6.72	3.1	0.40
全部 A 股	1.57	2.22	2.71	3.02	3.33	7.38	2.25	0.01
中小企业板	2.16	3.135	4.36	4.50	5.44	13.75	3.92	0.25
上证 180	1.68	2.18	2.44	2.95	3.2	8.08	1.81	(0.17)
沪深 300	1.69	2.24	2.49	3.02	3.29	8.05	1.95	(0.13)

数据源自 WIND，东北证券

表 8：各主要板块的 PE 估值相对历史低位水平的比价分析

时间	min	q1	median	mean	Q3	max	2011-09-13	相对 Q1 溢价幅 度
SW 农林牧渔	(1923.33)	51.41	66.79	0.26	91.41	1024.09	56.15	0.09
SW 采掘	9.69	15.62	18.73	23.32	26.58	86.31	13.88	(0.11)
SW 化工	10.80	18.12	23.03	25.19	30.95	53.63	16.81	(0.07)
SW 黑色金属	(43.75)	8.22	13.14	18.91	22.79	208.43	23.47	1.86
SW 有色金属	(233.02)	19.29	30.09	59.46	54.23	1256.45	37.72	0.96
SW 建筑建材	16.47	26.11	35.52	37.31	42.61	94.69	16.47	(0.37)

SW 机械设备	13.82	27.34	33.51	34.44	41.72	58.10	25.44	(0.07)
SW 电子元器 件	(85850.69)	(44.25)	39.15	(296.10)	73.34	5864.73	58.79	(2.33)
SW 交运设备	12.45	22.51	29.58	33.69	44.72	76.63	17.98	(0.20)
SW 信息设备	(1916.92)	(51.41)	45.61	(36.12)	64.40	262.69	34.56	(1.67)
SW 家用电器	(664.66)	(16.23)	24.05	22.50	42.92	864.94	17.92	(2.10)
SW 食品饮料	24.81	38.92	46.50	53.69	63.01	109.15	35.71	(0.08)
SW 纺织服装	(34769.51)	30.08	48.64	(196.46)	67.42	2850.49	25.31	(0.16)
SW 轻工制造	13.34	34.05	42.19	50.68	65.16	120.75	32.59	(0.04)
SW 医药生物	22.34	40.29	45.93	50.64	54.75	113.58	35.09	(0.13)
SW 公用事业	(859.53)	20.84	29.21	(2.23)	35.13	191.74	24.47	0.17
SW 交通运输	(158.92)	19.48	25.60	31.29	41.70	369.47	13.97	(0.28)
SW 房地产	14.92	25.40	59.45	61.37	86.81	169.85	17.38	(0.32)
SW 金融服务	8.23	14.57	22.48	23.44	29.83	51.91	8.43	(0.42)
SW 商业贸易	14.53	30.38	38.06	40.63	49.67	82.36	27.54	(0.09)
SW 餐饮旅游	(165.39)	50.41	61.99	58.22	78.68	430.69	45.55	(0.10)
SW 信息服务	11.15	37.34	51.15	53.88	60.64	162.39	40.91	0.10
全部 A 股	13.22	20.43	25.41	27.40	33.12	52.91	14.99	(0.27)
中小企业板	15.89	28.54	37.45	38.44	46.22	69.85	33.87	0.19
上证 180	10.63	14.37	18.74	21.17	25.61	49.14	10.66	(0.26)
沪深 300	11.69	15.17	19.03	21.67	26.75	48.66	11.71	(0.23)

数据源自 WIND，东北证券

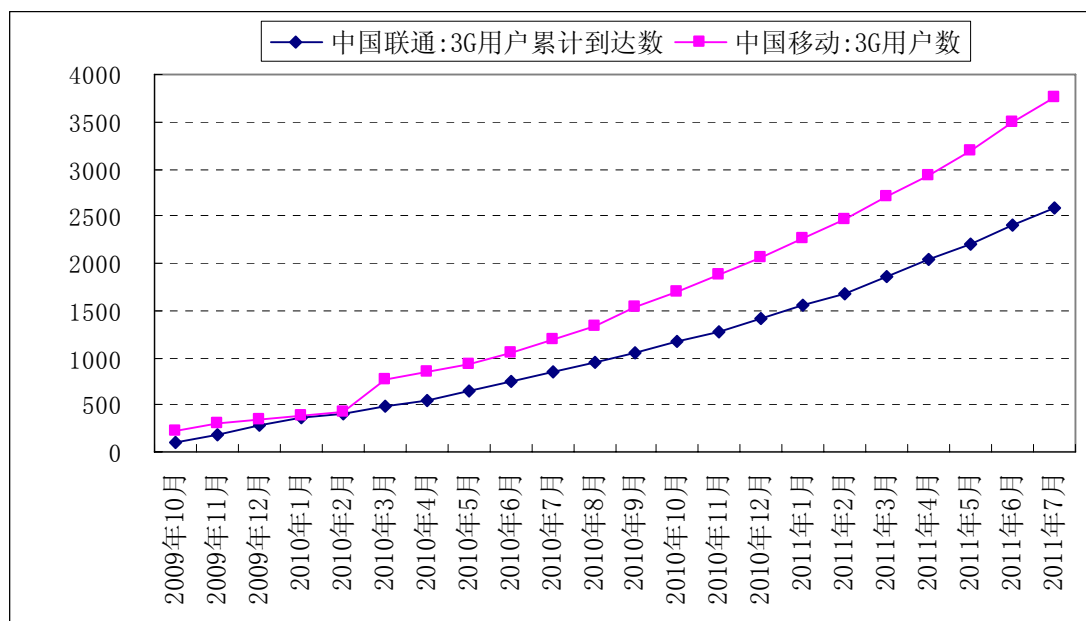
表 9：二级行业的 BETA 取值

指标名称	BETA	指标名称	BETA	指标名称	BETA	指标名称	BETA
证券	1.27	水务	1.10	化工新材料	1.03	显示器件	0.96
其他采掘	1.26	物流	1.10	餐饮	1.03	种植业	0.96
有色金属	1.25	钢铁	1.10	其他电子器件	1.03	铁路运输	0.96
煤炭开采	1.24	环保	1.10	农业综合	1.03	白色家电	0.96
航运	1.22	汽车服务	1.09	饲料	1.02	电气设备	0.94
贸易	1.22	网络服务	1.09	渔业	1.01	景点	0.93
航空运输	1.19	综合	1.09	林业	1.01	化学制品	0.91
燃气	1.16	包装印刷	1.09	通信运营	1.01	机场	0.91
金属新材料	1.15	建筑材料	1.08	非汽车交运	1.01	电力	0.91
旅游综合	1.14	计算机设备	1.08	其他轻工制造	1.01	食品制造	0.91
造纸	1.13	元件	1.08	传媒	1.00	通信设备	0.90
化学纤维	1.12	纺织	1.07	上证指数	1.00	医疗器械	0.89
房地产开发	1.12	服装	1.07	银行	1.00	计算机应用	0.89
公交	1.12	仪器仪表	1.07	橡胶	0.99	零售	0.89
保险	1.11	半导体	1.06	农产品加工	0.99	生物制品	0.85
化学原料	1.11	石油化工	1.06	港口	0.99	化学制药	0.85
汽车整车	1.11	普通机械	1.06	酒店	0.98	中药	0.85
信托	1.11	塑料	1.06	视听器材	0.98	医药商业	0.83
园区开发	1.10	专用设备	1.05	高速公路	0.97	饮料制造	0.81

	汽车零部件	1.05	建筑装饰	0.97	食品加工	0.74
--	-------	------	------	------	------	------

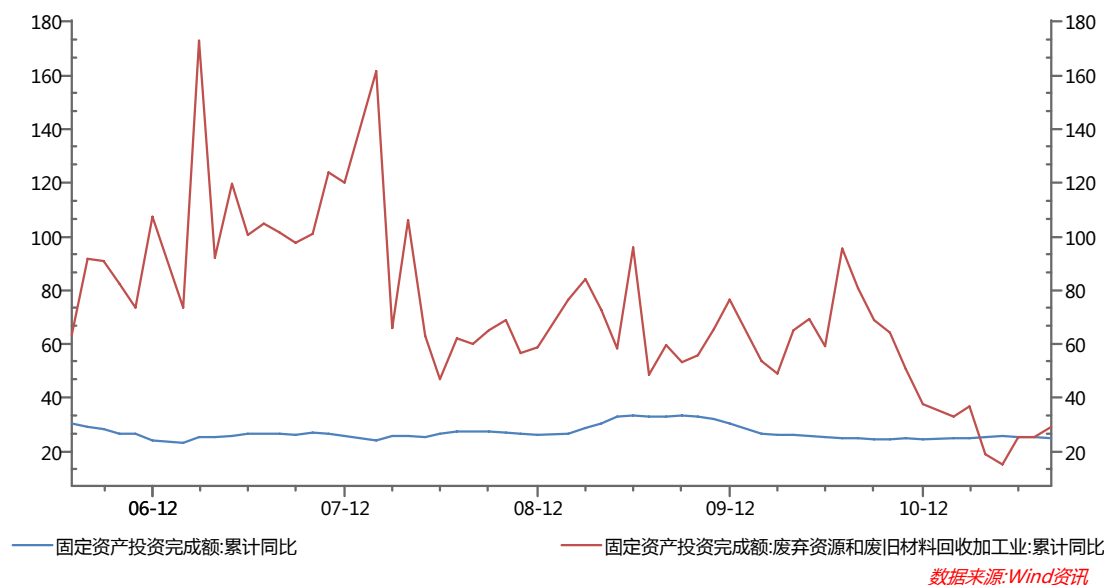
数据源自 WIND，东北证券；注：时间周期为 2007 年初至今

图 20：3G 用户数大幅上升，后 3G 主题值得期待



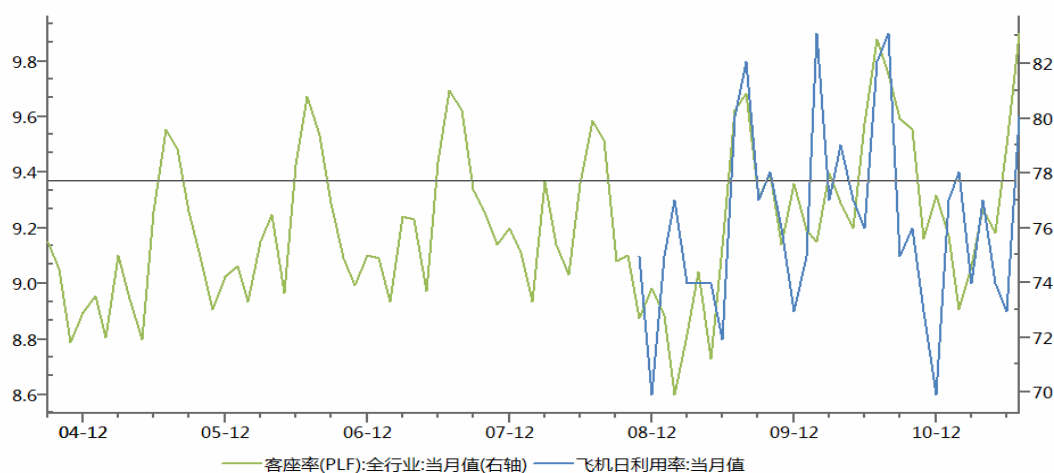
数据源自 WIND，东北证券

图 21：环保投资增速再次持续大于固定资产投资增速



数据源自 WIND，东北证券

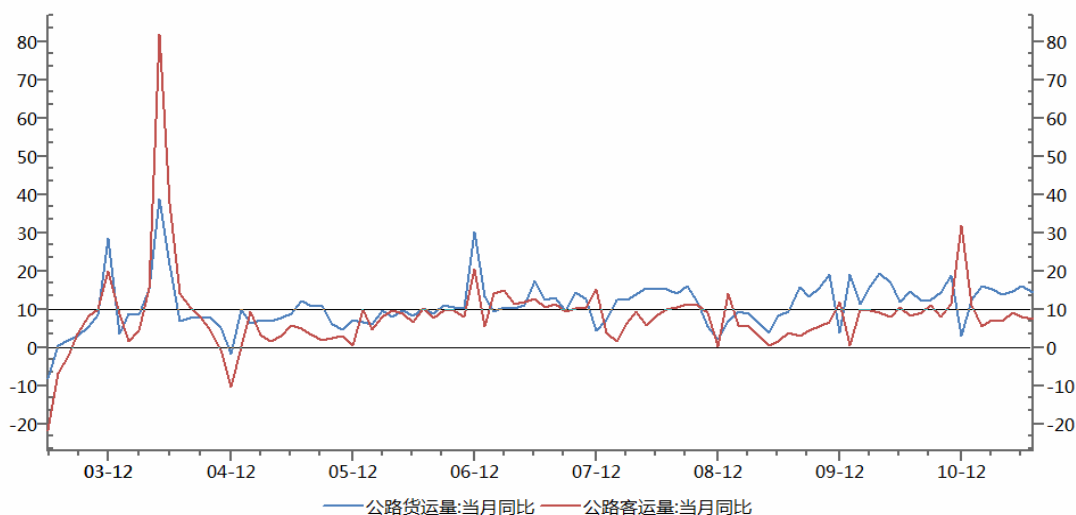
图 22：航空运输客座率、利用率均处于高位平稳阶段



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

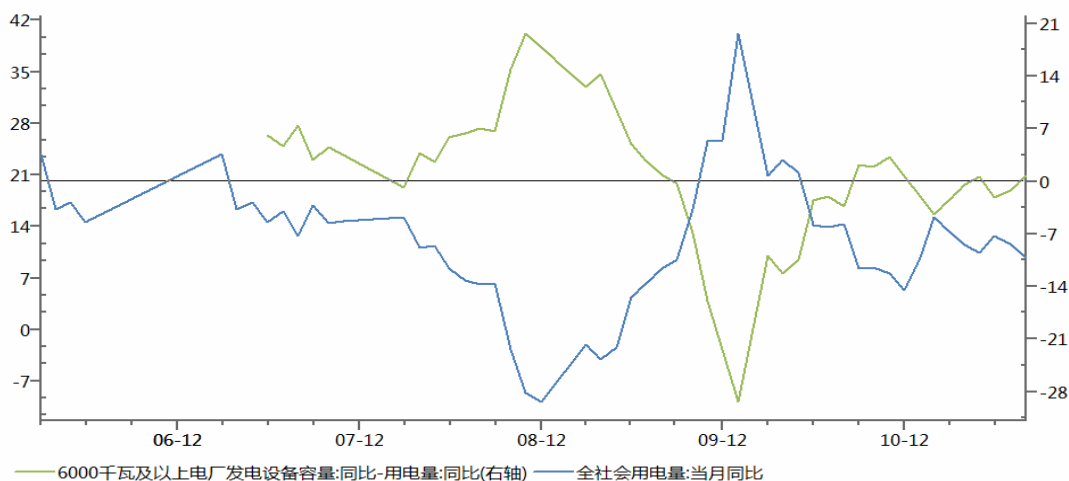
图 23: 公路客货运量保持平稳



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

图 24: 社会用电量增速略有回落、设备容量增速与用电量增速缺口转正



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。