

步步惊心，潜龙在渊

——A股四季度市场策略

2011年9月25日 客户服务部投资策略小组

报告要点：

三季度走势：股指单边下滑，熊市特征再现

大盘在7月初超跌反弹中上摸沪指2826点后，随着基本面、资金面、政策面等低于预期且逐步转向不利，加之黑天鹅事件频发（日本大地震、高铁事件、美债危机、欧债危机……），沪指大幅下滑并创出2437低点，之后一度产生的技术性反弹也在加息预期重燃中戛然而止，并伴随水泥、房地产等周期股陆续破位、大盘股IPO再度启动、国庆节前资金外流等利空出现，最终股指最低探至2426点，当季K线收出实体较长的中阴线。

四季度行情预测：利空释放后寻机反弹，核心波动区间（2300-2700）

四季度面临基本面逐步下行后出现企稳、政策面进入观望期、解禁市值四季度压力较小、估值接近历史极限低位等等因素，考虑年内机构“吃饭行情”的需求，结合过往熊市周期中四季度的总体表现，我们预计四季度市场先探底后反弹为主。考虑四季度更多的是寻底后的阶段性转折阶段，结合历史估值区间分析，我们认为四季度上证指数核心波动区间为（2300-2700）。

四季度投资策略

在判断四季度市场行情走势的基础上，我们认为在投资策略上，中线可逐步适度乐观，在股票与现金的配置上，参考股票仓位为70%。

结合弹性以及安全边际原则，考虑政策预期，我们建议在把握确定性这一原则上，可选择三条主线进行关注：一是选择进入景气旺季的行业，如煤炭、电子等；二是在政策大力支持行业中寻找确定性机会，如节能减排、新兴产业、农业（水利）等；第三是基于市场出现预期反弹行情时的高弹性行业，如券商、水泥等。当然，在今年市场震荡格局中，主题投资层出不穷是最大的特色，仍可关注事件性影响带来的主题投资机会，如军工、新能源等。

10月重点推荐股票组合

鉴于世界资本市场近期的变化，步步惊心，对于A股市场，我们只能做到潜龙在渊、韬光养晦、等待时机，择机而动了。仓位是第一紧要的，控制总风险实质上是安全边际的保证，在没有看见拐点出现前，绝对收益者只能采取潜伏策略等待右侧机会。根据这一思路，10月股票组合推荐如下：中恒集团（600252）、金种子酒（600199）、文峰股份（601010）、同洲电子（002052）、中利科技（002309）、东方园林（002310）、ST鲁北（600727）、兰花科创（600123）

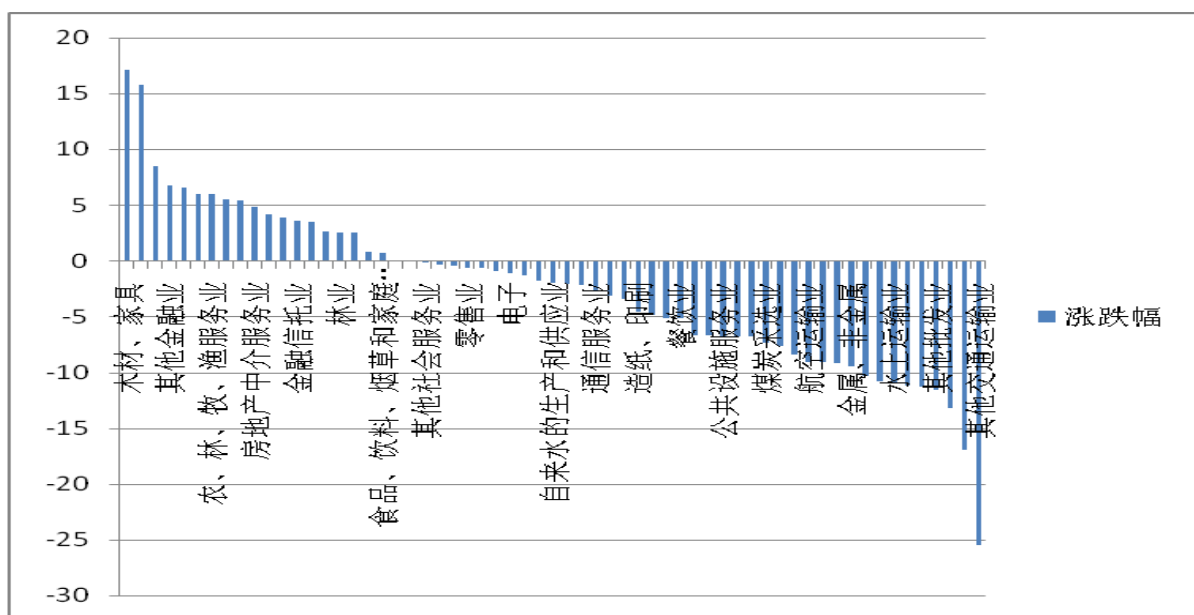
务请阅读正文之后的重要声明

三季度行情简要回顾

三季度走势：股指单边下滑 熊市特征再现

大盘在7月初超跌反弹重上摸沪指2826点后，随着基本面、资金面、政策面等低于预期且逐步转向不利，加之黑天鹅事件频发（日本大地震、高铁事件、美债危机、欧债危机……），沪指大幅下滑并创出2437低点，随后在美维持低利率政策以及国内加息预期缓解的背景下，一度走出预期修复的小反弹，但在央票利率跳升重燃加息预期后，反弹戛然而止，随着水泥、房地产等周期股陆续被机构无情抛售，且大盘股IPO再度开闸、国庆节前资金外流等利空集中出现也进一步打击市场信心，最终沪指最低探至2426点，季K线收出实体较长的中阴线。

图1：三季度行业指数表现：



（数据来源：WIND 资讯）

从绝对收益而言，本季受伤程度最为严重的莫过于水泥板块，投资增速下滑的预期打穿机构估值底线，板块品种累计跌幅超过 30%的比比皆是，最终拖累其他周期类板块尤其是地产无奈破位，大盘熊风弥漫。但另一方面，在空头肆虐的市场上，个股表现机会也可圈可点，季度累计涨幅超过 40%的品种仍多达 13 只，重点集中于 ST、矿业及部分化工范畴，其背后的关键词仍是：主题投资，游资继续成为市场上当仁不让的主角。

表1：三季度个股涨跌幅榜（截至9月22日沪深两市A股涨幅前20名和跌幅前20名）：

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)
000981.SZ	ST 兰光	138.11	002256.SZ	彩虹精化	-44.34
000030.SZ	*ST 盛润 A	129.44	000877.SZ	天山股份	-40.18
600340.SH	ST 国祥	99.48	600539.SH	ST 狮头	-39.94
600681.SH	ST 万鸿	66.67	600290.SH	华仪电气	-37.77

务请阅读正文之后的重要声明

600470.SH	六国化工	66.42	002425.SZ	凯撒股份	-37.43
600696.SH	多伦股份	66.35	600585.SH	海螺水泥	-36.25
600146.SH	大元股份	52.21	000401.SZ	冀东水泥	-35.10
002145.SZ	*ST 钛白	44.62	600720.SH	祁连山	-35.00
600078.SH	澄星股份	44.16	601766.SH	中国南车	-34.63
600766.SH	ST 园城	44.16	601002.SH	晋亿实业	-34.57
600493.SH	凤竹纺织	43.91	600425.SH	青松建化	-33.75
002458.SZ	益生股份	40.85	600721.SH	百花村	-32.31
600057.SH	象屿股份	40.70	600801.SH	华新水泥	-31.81
300157.SZ	恒泰艾普	39.40	600449.SH	赛马实业	-31.54
002136.SZ	安纳达	39.29	002480.SZ	新筑股份	-31.40
002041.SZ	登海种业	38.94	601299.SH	中国北车	-31.11
002469.SZ	三维工程	38.54	000056.SZ	深国商	-30.64
600793.SH	ST 宜纸	38.25	000680.SZ	山推股份	-30.48
300146.SZ	汤臣倍健	36.11	600239.SH	云南城投	-30.27
002466.SZ	天齐锂业	35.53	000652.SZ	泰达股份	-30.21

(数据来源: WIND 资讯)

四季度行情走势预测

基本面、政策面、资金面利空逐步体现

基本面: 8月主要同比增速指标显示,国内经济活动较7月继续下降,如:消费品零售总额8月同比增速17.0%,较7月17.2%略有降低;工业增加值8月同比增速13.5%,较7月14.0%进一步下降,固定资产投资累计同比增速从7月的25.4%下降至25%,消费和投资的放缓反映了政策紧缩对总需求的抑制作用进一步明显,7月以来工业生产增长已经连续两个月下滑,与4月和5月工业生产受日本地震和电荒等供给因素冲击不同,这一轮的生产放缓则更多体现对总需求增速下降的回应,显示政策紧缩的累积效应。

但低迷的局面中也有乐观的方面,如PMI指数,8月原材料库存指数显著上升超过1个百分点,新订单指数7月回升、8月持平,综合说明由于进一步去库存空间有限和部分企业可能出现的补库行为,导致去库存周期对经济的拖累作用正在减弱;进出口数据方面,受出口市场多元化带动,出口增速高于预期,对日本和新兴经济体的出口弥补了对美国及欧洲出口增速的下滑,8月进口增速也超预期,综合印证国内需求并不太差的判断,目前机构对3-4季度进出口增速仍维持在20%左右的水准。

总体而言,相对于三季度经济下滑压力的集中体现后,四季度数据存在逐步企稳预期。

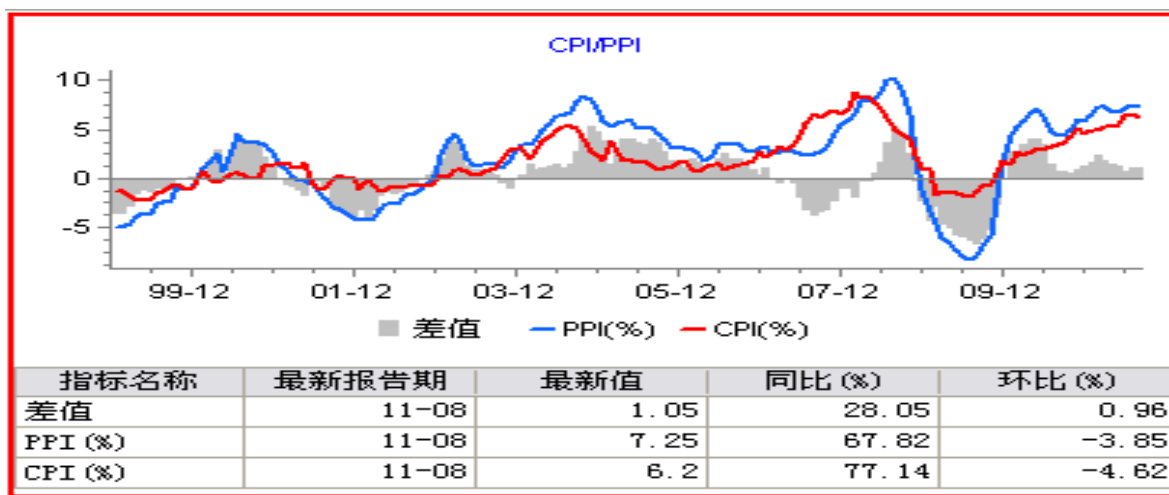
政策面: 通胀是分析关键。8月份CPI为6.2%,物价拐点如期出现,本月超预期的主要是非食品价格,环比上涨0.2%,属于2005年以来上涨最快的一年,而肉禽及其制品、水产品、菜的环比涨幅有所回落,市场最为担心的猪肉价格环比和同比涨幅均呈现回落格局,符合前期判断。值得注意的

务请阅读正文之后的重要声明

是，温总理9月中旬再次强调要采取措施控制物价，显示管理层目前最重要的任务仍是对付通胀，市场之前普遍期望的政策放松已不大现实。

展望四季度，目前主要机构均维持CPI高位回落的观点，考虑到非食品价格涨幅超出预期，将四季度CPI涨幅上调至5%。而对于政策放松的期望，实际上市场已于8月份开始放弃，换言之，只要CPI数据在四季度如期回落（即使缓慢），政策进一步从紧的压力即可阶段性释放，市场至少可迎来相对宽松的观望期。

图 2：CPI&PPI



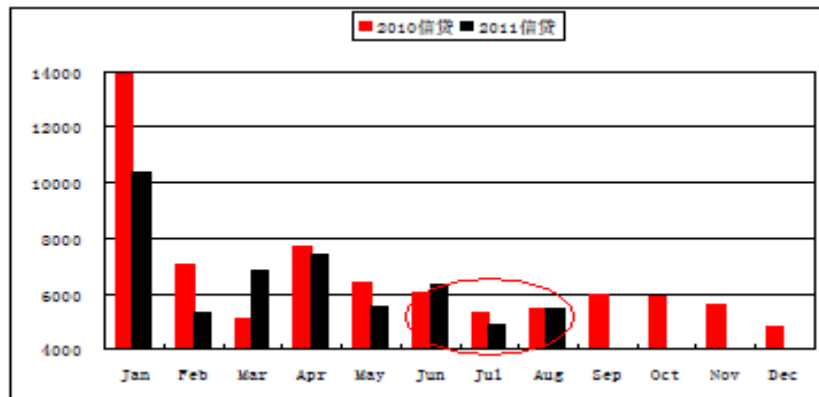
（数据来源：WIND 资讯）

另一方面，与历史底部情景相类似的是，9月下旬A股市场上新股上市首日涨幅再次回落到历史低位水准，破发现象再度集中出现，由于近一年新上市公司较多，使得年内破发公司累计数量（68家）创历史之最。根据历史经验，为让中国水利等大盘股IPO在四季度顺利推出，管理层对股市展开适度扶持政策的预期有望逐步加强。

资金面：8月M2同比增速仅为13.5%，为2004年11月以来最低，但8月新增贷款5485亿元，比去年同期多增了27亿元，高于市场的预期。纵观年内已公布数据，前5个月新增贷款累计比去年同期减少0.46万亿元左右，若今年的贷款目标为7万亿，则6至12月的新增贷款应该再比去年同期减少0.5万亿，换算到6至8月份的累计新增贷款应该比去年同期下降0.2万亿左右，而实际情况是从6月开始新增贷款基本上和去年同期持平甚至回升，这在一定程度上还是可以解读为信贷政策或有所放松。

务请阅读正文之后的重要声明

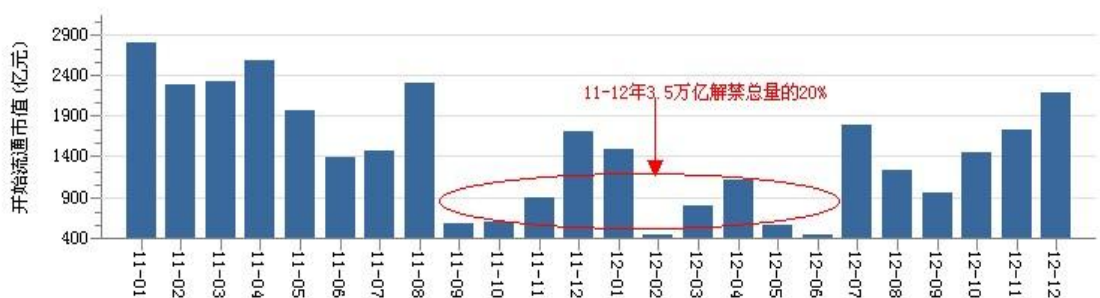
图 3：新增贷款月度分布



（数据来源：WIND 资讯）

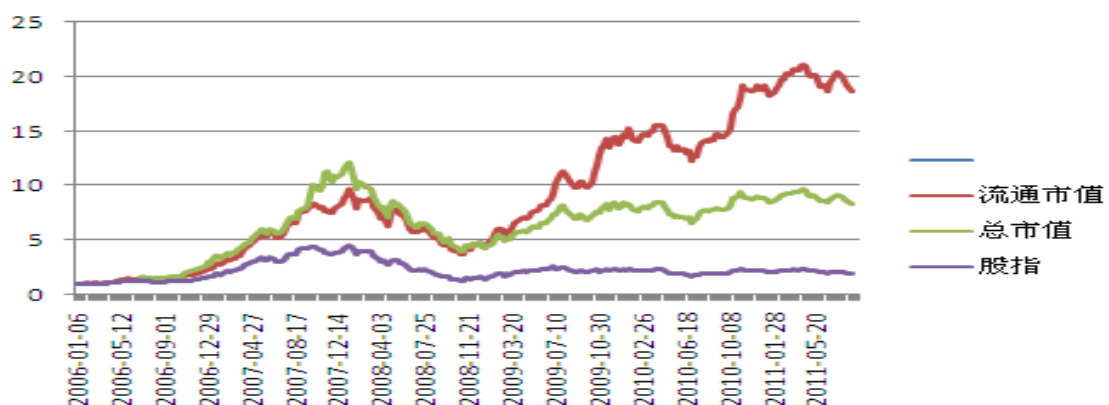
从资金需求看，相对于新股、再融资以及基本面、政策面等等众多说辞，10-11 年真正压制股指弱势表现的本质原因在于解禁市值的爆发性增长。

图 4：2011-2012 年月度解禁市值统计



（数据来源：WIND 资讯）

图5：大规模解禁造成流通市值暴涨是压制近年股指弱势的本质原因



（数据来源：WIND 资讯）

而从统计数据显示，这一因素从 11 年开始逐步减弱，且四季度尤其是 10-11 月是年内解禁规模最小的时段，资金压力相对较小。

务请阅读正文之后的重要声明

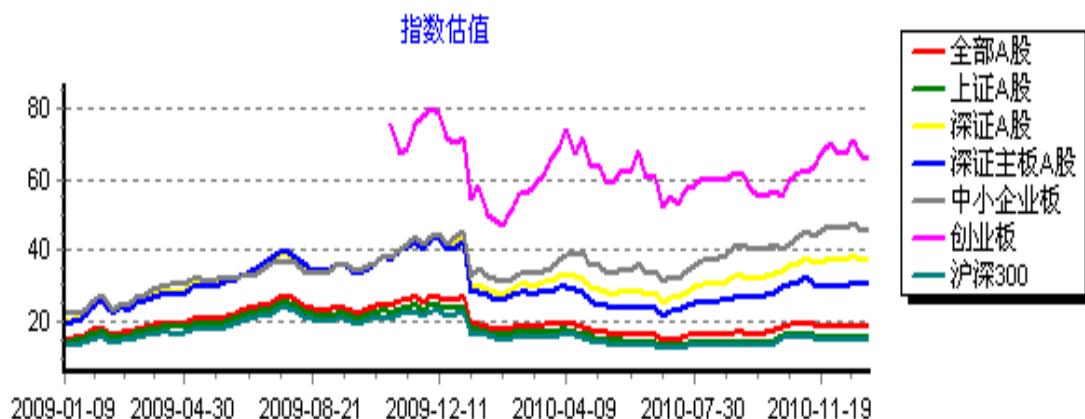
综合而言，资金面供求关系上，四季度是年内难得的相对宽松阶段。

估值：2011 年上半年全部 A 股盈利同比增长 23.6%，其中非金融板块同比增长 17.2%，中报披露期间，2011 年市场一致预期下调了 1.9%，其中非金融板块下调了 4.0%。结合上半年的盈利状况以及全年市场一致预期，各大券商均下调 2011 年全年盈利增速，如中金下调至 20%左右、申万下调至 18%等。结合上述调整，截至 9 月 25 日，按万德资讯统计（预测市盈率，整体法，剔除负值）显示，A 股市场的综合估值目前仍处于合理偏低的水平。整个 A 股的市盈率水平仍然比历史平均水平低约 20%；剔除银行和石油石化之后，也仍低于历史均值；使用市净率估值也得出类似的结论。之所以市场估值偏低，源于上述基本面、资金面、政策面等均处于较紧甚至临界状态，当然我们无法量化到底多低的估值是完全消化上述利空因素，但可以预见的是，一旦其紧缩情况低于预期甚至出现拐点，估值将得以修复。

表2：市场估值水平

板块名称	预测市盈率 2011	预测市盈率 2012	预测市盈率 2013
全部 A 股	15.63	12.3	10.2
上证 A 股	13.45	10.62	8.94
深证 A 股	26.93	20.62	15.67
深证主板 A 股	21.71	16.34	12.9
中小企业板	34.22	25.4	18.73
创业板	44.25	32.01	22.04
上证 180	11.91	9.56	8.03
上证 50	11.25	9.02	7.59
深证成指	19.6	15.36	11.91
深证 100R	19.98	15.69	12.22
沪深 300	12.91	10.38	8.65
全部 A 股	15.63	12.3	10.2

图 6：指数估值走势



（数据来源：WIND 资讯）

务请阅读正文之后的重要声明

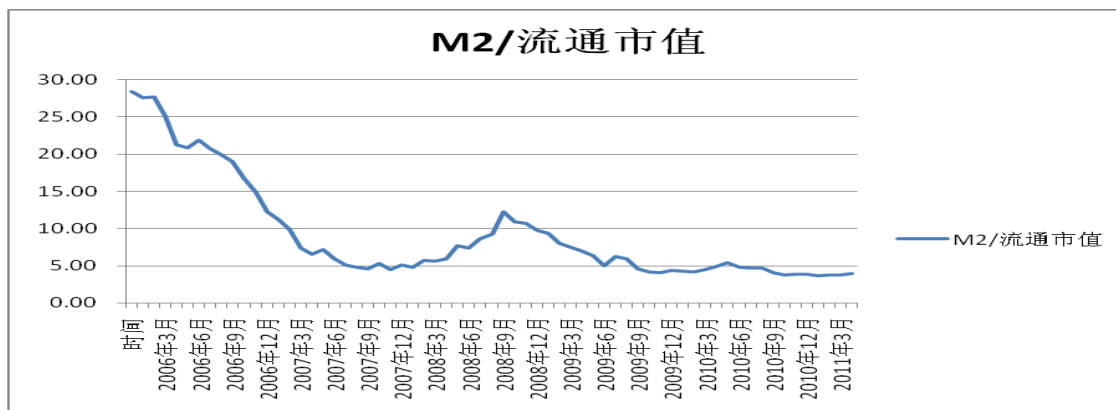
四季度行情预测：2300 点至 2700 点区间震荡

综上所述，四季度面临基本面逐步下行后出现企稳、政策面进入观望期解禁市值年内尤其四季度压力较小、估值接近历史极限低位等等因素，市场环境应该说是年内难得的相对宽松期。而从数据统计，由于年内市场熊气弥漫，机构业绩无论公募或是私募均全军覆没，实现盈利者屈指可数，再结合过往熊市周期中每年四季度总体高概率出现反弹行情的统计结果，从博弈论的角度出发，年底前有条件启动“吃饭行情”。需要强调的是：再不抓住这一难得窗口时期，则年内业绩惨烈情况将堪比 08 年，这应该不是机构投资者们所希望看到的。

因此，我们总体预计四季度市场探底反弹为主，考虑四季度更多的是寻底后的阶段性转折阶段，结合估值区间分析，我们认为四季度上证指数核心波动区间为（2300, 2700）。

之所以认为反弹上限空间较为有限，主要是考虑目前中国股市已是庞然大物，总流通市值最高峰已然突破 20 万亿（记住！6000 点最高峰是仅仅 10 万亿左右，参看图 5），“M2/流通市值”值一直位于 4 倍以下的历史低位水平（历史上最高峰是 28 倍），如此宏观资金面下反弹行情难以过分乐观。

图 7：M2/流通市值



(数据来源：WIND 资讯)

四季度投资策略

在判断四季度市场行情走势的基础上，我们认为在投资策略上，中线可逐步适度乐观，在股票与现金的配置上，参考股票仓位为 70%。

结合弹性以及安全边际原则，考虑政策预期，我们建议在把握确定性这一原则上，可选择三条主线进行关注：

一是选择进入景气旺季的行业，如煤炭行业，由于冬季用煤量增长而运力紧张难以解决，每年年底均出现供给不足而导致涨价预期；电子板块四季度迎来消费高峰，低库存品种往往迎来结构性机会；

二是在政策大力支持行业中寻找确定性机会，如节能减排任务年底清查促进相关概念炒作、新兴产业以及农业（水利）借助政策催化剂制造反弹等；

第三是基于市场出现预期反弹行情时的高弹性行业，如佣金下跌接近尾声且创新型业务逐步展

务请阅读正文之后的重要声明



现的券商行业、饱受机构羊群式杀跌而估值创出历史低位的水泥行业等。

当然，在今年市场震荡格局中，主题投资层出不穷是最大的特色，仍可关注事件性影响带来的主题投资机会，如军工、新能源等。

10月重点推荐股票组合

鉴于世界资本市场近期的变化，步步惊心，对于A股市场我们只能做到潜龙在渊、韬光养晦、等待时机，择机而动了，仓位是第一紧要的，控制总风险实质上是安全边际的保证，在没有看见拐点出现前，绝对收益者只能采取潜伏策略等待右侧机会。根据这一思路，10月股票组合推荐如下：

中恒集团（600252）：无论从当前公司情况还是从历史来看，中恒集团对于步长从来也没有依赖性，因此我们认为本次结束合作影响有限。长期来看本次事件提高了经销商忠诚度，也刺激公司开始考虑自建销售渠道，吸取教训未尝不是一件好事。公司中报继续保持高速增长，我们预计今年销售量2.10亿-2.35亿支，对应医药部分贡献EPS为0.70元-0.79元，目前的股价可以获得充足的支撑。公司2011年-2013年的EPS为0.75元、1.24元、1.74元，目前的业绩可以充分支撑股价，综合考虑将来公司发展的优势和目前公司经营可能受到的影响，给予公司目标价21元。

金种子酒（600199）：柔和白酒产品高品质特别适合消费者需求，在强势营销下市场获得强势拓展，理念创新加产品创新不断创造新的市场需求，内部激励约束机制十分有效，业绩可以真实地持续高速增长。公司省内销售模式成功向省外复制，“省外市场难以开拓”的疑虑基本可以消除，省外重点市场已经具备持续成长的基础。预期可以保持3年以上高增长态势，成为十二五期间白酒行业面临产销量、收入和利润整体增速有所减缓的情况下的少数高增长白酒企业。11年0.73元，增长率对应的PE以及多数二线白酒的平均PE40倍，保守计算按照30倍，全年目标价近22元。

文峰股份（601010）：公司在南通市根基稳固，未来将采取差异化策略进入苏中和苏北等竞争相对缓和区域。预计购物中心、电器、超市门店每年分别新增 3-5 家，门店数量有望迅速翻倍。大股东与上市公司合作开发城市综合体，形成较强的互补性有利于加快公司外延式扩张的进程，预计公司2011-2013 年EPS为 0.94，1.22，1.46元，给予公司25倍市盈率水平，文峰股份合理股价30元。

同洲电子（002052）：公司从机顶盒制造商转型全业务提供商初见成效。在机顶盒与运营前端交互愈发频繁，同时市场依旧分散的背景下，我们认为公司的市场占有率有望提升。公司在数字互动业务平台多年的积累开始收获，多年的布局与积累在运营商高清双向网改的过程中得到回报，公司在已完成（进行中）高清双向业务平移的地区数字互动业务前端平台市场占有率领先，未来电视增值业务分成前景明朗。随着广电增值业务的成熟，公司营收将平稳切换，在更广阔更持续的市场寻

务请阅读正文之后的重要声明



求高速增长。预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为：0.32 元，0.44 元，0.68 元，对应 PE 分别为：32 倍，25 倍和 15 倍，公司合理价位 15 元。

中利科技 (002309)：公司的产品海外销售渠道在2009年就开始搭建,借助这些高管的积累,目前已经进入良性轨道,销售良好;国内市场方面,得到中电投等公司的支持,开始合作建设两个光伏电站,销售有保障。公司在公告中进行3年的业绩承诺,体现了公司进入决心与信心,我们预计实际业绩要比第三方评估的要高。按照公司的规划,2013年达到3G瓦产能,那么龙头地位将更为稳固。传统特种电缆业务包括铁路电缆,光伏电缆,船用电缆,高档建筑电缆业绩也进入业绩爆发期。盈利预测与投资建议:预计今年特种电缆EPS为1.35元,25倍PE为34元。光伏明年预计利润2.8亿元,51%权益EPS为0.60元,给予20倍PE为12元。两部分业务合计合理股价为46元。

东方园林 (002310)：中报增幅基本符合预期,公司优势体现在如下几点:一方面,如果公司按期完成定向增发,将保障营运资金,盘活签单和施工。另一方面,公司在陕,晋,鲁,冀等地苗木已经进入培育期,保障施工同时也培训新的业务增长点。此外,公司收购上海尼塔建筑景观设计有限公司,通过设计施工一体化,带动订单增长。公司在市政园林和设计业务的增长仍是主要看点。预计2011-13年公司EPS分别为3.45元,5.82元,7.95元(未考虑摊薄)。给予目标价为120元。

ST 鲁北 (600727)：国内钛白粉和溴素业务的龙头企业。公司业绩增长的驱动力:1、海王生物溴素业务收入稳定:溴素业务是公司目前业绩的基石;2、鲁北盐化40%股权带来的收益是公司未来成长性看点:鲁北盐化目前在建10万吨金红石型钛白粉;鲁北集团目前有20万吨金红石型钛白粉权益产能(在建),是全国最大的钛白粉生产企业。催化剂:鲁北盐化60%股权注入超预期;钛白粉项目投产超预期。盈利预测:2011年-2013年EPS分别为0.12元、0.31元和1.12元,(不考虑增发股本摊薄),目前2012年仅24倍,给予目标价11元。

兰花科创 (600123)：煤炭价格大幅上涨推动业绩上升,考虑到四季度冬季储煤,全国煤价会有所上涨,公司目前在煤炭股中估值较低,弹性较高适合四季度配置。上半年煤炭业务实现营业收入23.8亿元,同比增长27%,营业成本7.7亿元,同比略增1%,营业利润16亿元,同比增长44%。预计公司2011-2013年每股收益分别为2.92元、4.54元和5.04元,同比分别增长27%、56%和11%。由于受亚美大宁停产影响,11年的业绩并未真实反映公司的盈利情况,按照12年15倍P/E估值目标价60元。

股票	行业板块	最新价 (9.23)	目标价	11年EPS	12年EPS
中恒集团 (600252)	医药	14.29	21	0.75	1.24
金种子酒 (600199)	白酒	18.38	22	0.68	1.02

务请阅读正文之后的重要声明



专业、专心、专为您

文峰股份（601010）	零售	18.86	30	0.94	1.22
同洲电子（002052）	电子	11.01	15	0.32	0.44
中利科技（002309）	电力设备	26.69	46	1.20	2.14
东方园林（002310）	园林	94.90	120	3.45	5.82
ST鲁北（600727）	化工	8.16	11	0.12	0.31
兰花科创（600123）	煤炭	44.22	60	2.92	4.54

重要声明：本资讯中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证投资顾问作出的建议不会发生任何变更。在任何情况下，资讯中所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。对非因我公司重大过失而产生的上述资讯内容错漏，以及投资者因依赖上述资讯进行投资决策而导致的财产损失，我公司不承担法律责任。未经我公司同意，任何人不得对本资讯进行任何形式的发布、复制或进行有悖原意的删节和修改。

务请阅读正文之后的重要声明