



风险敞口裹挟低估值

期待有利组合

内容摘要:

- 既要提高通胀水平容忍度,也要提高经济增速放缓容忍度,经济减速正由预期走向现实。预期CPI逐级回落,政策取向不轻言变调。
- 民间借贷积聚风险;美债危机可能卷土重来,欧债危机远未结束,短中期欧债的不确定性都难以消除,救助影响不救助风险。
- 当前股市估值水平处于底部,但由于所处经济周期、通胀周期水平、估值结构等多方面与历史底部存在较大差异,风险敞口要远远大于历史底部,低估值而非估值底。目前低估值很难吸引增量资金的大规模入场,股市难有趋势性的机会,更多的存量资金折腾,是估值修复带来的反弹机会。
- 9月余下时间,市场将继续延续震荡探底,或考验前期低点2319支撑。进入到10月中旬后,通胀高位下行和经济缓慢企稳组合预期形成,“低”估值修复造就一波反弹行情,目标2730-2760点,行情呈现“小”“弱”“低”“高”特征。
- 紧抓景气选农牧消费,产业政策催生结构性机会。

研发中心

分析师: 冯文锁

证书: S0280510120004

邮箱: fengwensuo@xsdzq.cn

联系人: 李 杰

何灼阳

电 话: 010-83561226

010-83561218

新时代证券有限责任公司

北京西城区金融大街1号A座8层

Email:yfzx@xsdzq.cn

http://:www.xsdzq.cn



内容目录

第一部分 容忍双降 警惕债务风险

- 一、物价经济双降 提高容忍度
- 二、预期 CPI 逐级回落 政策取向不变调
- 三、警惕民间借贷积聚的风险
- 四、欧债危机 救助影响救助不了风险

第二部分 目前低估值与风险敞口

- 一、底部低估值特征
- 二、目前低估值风险敞口较大
- 三、低估值而非估值底

第三部分 期待有利组合 把握行情演绎

- 一、业绩增速处下降通道 兑现进入末端
- 二、通胀水平和经济增速的不同组合
- 三、期待有利组合
- 四、可预期的有利因素
- 五、行情特点：“小” “弱” “低” “高”

第四部分 四季度投资机会选择

- 一、紧抓景气 首选农牧和轻工制造
- 二、产业政策催生结构性机会
- 三、关注超跌蓝筹
- 四、市场风格激活另类投资

第五部分 投资组合参考



图表

- 图 1: 我国 GDP 增速预期减缓态势 (预测均值)
- 图 2: 全国各地 GDP 还在比赶超
- 图 3: M1、M2 回落到较低水平
- 图 4: CPI 翘尾因素年底归零
- 图 5: 欧洲各国 GDP 情况
- 图 6: PIIGS 五国债务 GDP 占比
- 图 7: PIIGS 五国财政赤字均超警戒线
- 图 8: 9 月-12 月欧洲五国债务到期情况
- 图 9: 2011-2019 年希腊债务情况
- 图 10: 2011-2020 意大利债务情况
- 图 11: 底部与经济周期
- 图 12: 底部与通胀周期
- 图 13: 今年弱势股市环境下扩容规模很大
- 图 14: 底部与流通市值
- 图 15: 第 3 种组合情况向第 4 种组合情况的过渡
- 图 16: 利率和准备金率与 CPI 关系
- 图 17: 下行推动与上行推动结构
- 图 18: 有量与无量
- 表 1: CPI 各类分项指标还在上涨中
- 表 2: 典型历史低点估值结构 (截止日期 9 月 9 日)
- 表 3: 四季度宏观变量不同组合与市场
- 表 4: 年内 CPI 预期值 (Wind)
- 表 5: 创业板 100 成分股表现出的成长性
- 表 6: 今年四季度重大事件及时间
- 表 7: 各行业预增占比 (深交所)

第一部分 容忍双降 警惕债务风险

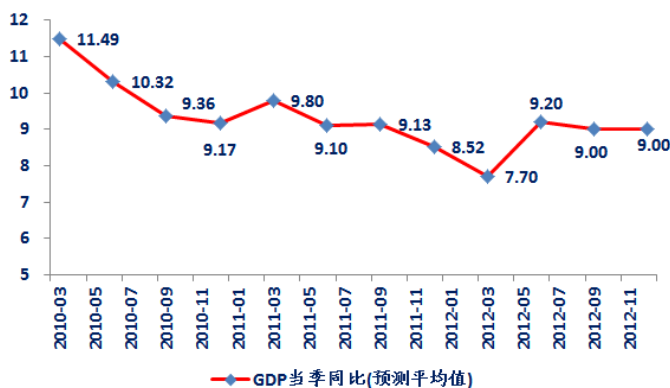
一、物价经济双降 提高经济放缓容忍度

1、经济减速正由预期走向现实

9月1日温家宝总理在《求是》撰文《当前宏观经济形势和经济工作》，关于当前经济增减缓，温总理认为增速略有放缓，是主动调控结果，没有超出预期，这和此前6月23日在《金融时报》发表文章认为“我们有能力维持经济平稳快速增长”，在认识上有了很大的不同。

我们认为，高层正从以往的单纯谋求降低物价总水平，开始转向谋求物价和经济增速双降，既要提高通胀水平容忍度，也要提高经济增速放缓容忍度。今年以来暴露出的“动车追尾”、“地沟油”等一系列社会问题 and 经济领域问题，使得我国必须对既有经济增长模式、路径、速度进行重新设定，重在关注增长质量。经济增速放缓开始从被动接受走向主动实施。控通胀、保增长、调结构之间不可正三角，谋求之间的动态平衡是更现实的选择，经济减速正由预期走向现实。

图 1：我国 GDP 增速预期减缓态势（预测均值）



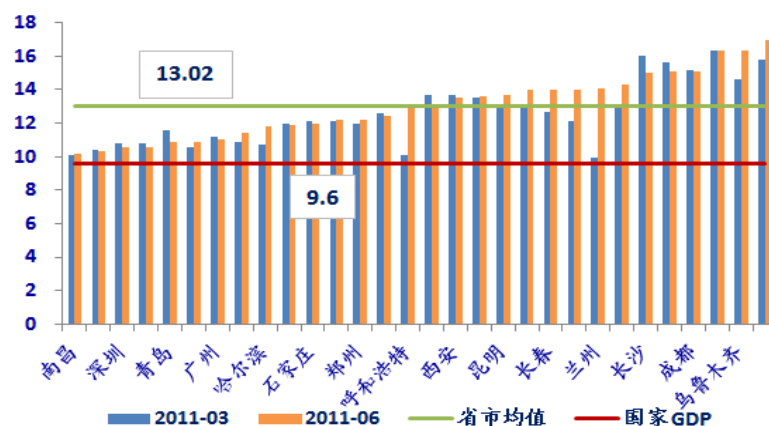
来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

2、减速有空间 建设项目做减法

从减速空间上，我们认为也有很大的腾挪余地，十二五规划制定的经济增长目标是 7%，而上半年第 1、2 季度 GDP 保持了 9.7%-9.5%，还处于高速增长态势。

全国各省市经济增速情况来看，中西部地区增势强劲，全国主要城市上半年 GDP 平均增长 13.02%，远高于国家 9.6% 的 GDP 增长。从 GDP 总量上，也是如此。上半年全国 GDP 总值 20 万亿，各个省市累计 22.5 万亿，多出了 10% 还多，说明国家统计局的数据有很大的保守，实际增速要高于现有数据水平，不惧继续刹车减速。

图 2：全国各地 GDP 还在比赶超



来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

我们看到，即使不宏观调控，继续高速发展也遇到实际困难。年初以来，许多计划中的项目建设“做减法”迹象十分明显，从特高压建设暂缓—核电项目安全大检查—高铁建设减速—高强度节能减排减排等，再到最近的保障房建设只开工不施工现象严重，这里有缺乏资金方面的原因，更多的是没有了以往商品房的暴利驱动力，以上“十二五”开局之年几大建设，对经济的拉动效应远没有设想的好。

3、北京示范经济减速

北京 2 季度 GDP 增速仅 8%，处于全国最低水平，但经济结构上出现可喜变化，投资增长 15.6%，万元 GDP 能耗下降 8.4%，大气污染物浓度全面下降，科技文化创新，服务产业比重提高，失业率维持较低水平。经济减速降低的是高能耗高污染产值，服务主导型和消费拉动型的经济特征初步形成，转变的是经济增长方式，经济减速并没有想象的可怕。

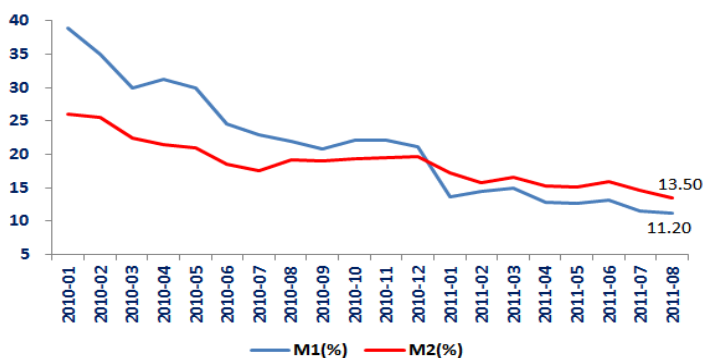
二、预期 CPI 逐级回落 政策取向不变调

经过连续调控，M1，M2 增速水平已经降到较低水平，甚至已经大大低于调控目标水平。但货币供给的基数变大，增速降低并不意味着影响物价水平的超发货币条件消失。

8 月份 CPI 将从 6.5%回落到 6.2%，预计后期还会逐级回落，但余下各月物价水平仍会维持在 5.5%以上高位运行。

从分项价格指数看，12 大分项物价指数中，仅有蔬菜和衣服分类指数环比出现下降，其他各类指数几乎都还在上涨，禽蛋价格接猪肉价格接力棒，8 月出现较大幅度上涨。显然，CPI 数据回落，居民在生活上很难感受的到，统计意义上的回落成分更大些。

图 3: M1、M2 回落到较低水平



来源: 新时代证券研发中心 WIND 资讯

表 1: CPI 各类分项指标还在上涨中

CPI	同比	环比	食品	消费品	服务	肉禽	蛋	鲜菜	衣着	居住	娱乐教育	医疗保健	家庭用品
2011-07	6.5	0.5	1.2	0.5	0.4	4.7	0.8	4.1	-0.6	0.1	0.6	0.3	0.2
2011-08	6.2	0.3	0.6	0.3	0.2	1.5	4.4	-0.2	-0.1	0.2	0.1	0.6	0.2

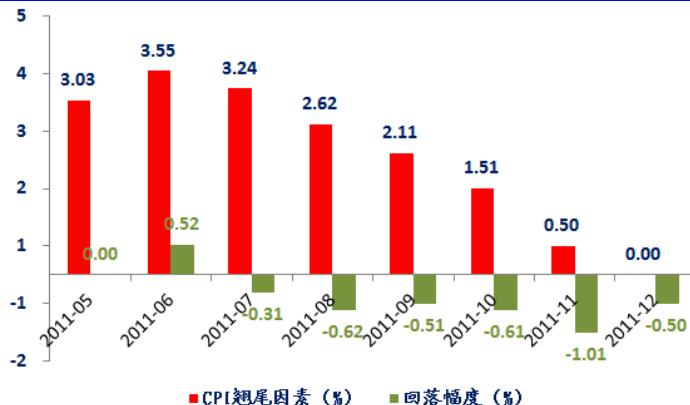
但我们还是倾向认为,今年通胀水平已经见到年内高点,进入四季度后,预期 CPI 逐级回落还是值得期待的:

1、从上述环比数据看,环比增幅明显减缓,预计以后月份环比有继续放缓的可能。

2、物价翘尾因素进入到四季度后,回落幅度较大,尤其 11 月,12 月呈现快速回落之势。

3、全球经济复苏乏力,各国普遍调降了未来增速,经济增长的放缓对大宗商品需求下降,近期大宗商品价格呈现大幅回落,输入通胀压力减缓。

图 4: CPI 翘尾因素年底归零



来源: 新时代证券研发中心 WIND 资讯

对于 CPI 回落，依然有令人担忧的地方，市场会保持警觉。

1、农业生产原材料，食品通胀开始从过去的结构性上涨到全面上涨，呈现弱周期性特点，劳动力成本日益升高，服务价格会越来越贵，这是刚性的，加息和提高准备金都解决不了劳动力成本提高的问题。

2、秋季粮食产量占全年产量的绝大部分，在秋季产量确定之前，政府会非常谨慎。

因此，论调上依然会坚持宏观调控的取向不改变，但继续加码调控的前提条件已经发生变化，政策松动有了基础，现阶段存款准备金率处于历史高位，可腾挪空间较大，不排除四季度见到下调存款准备金率等货币宽松措施的出台。

三、警惕民间借贷积聚的风险

关于我国债务，数据显示，截止 2010 年年底，地方政府举债 10.7 万亿；中央公共债务 6.75 万亿，约占 GDP45%。51.15%共计 5.48 万亿元是 2008 年及以前年度举借，也就是说，2008 年后为应对金融危机而导致的地方债务增加量及风险并没有如市场所预期的那么大。我们维持以前的观点，认为债务是个长期问题，目前地方债可控，说我国债务危机是危言耸听。

四季度时段，我们更担心民间借贷积聚的风险。

1、宏观调控大背景下，银行信贷投放“保大压小”的特色，使得地方中小企业融资却变得十分困难，只能转向民间贷款，民间借贷开始兴旺并蔓延，扭曲的高利贷资金收益率，严重违背经济规律，调研结果显示，民间借贷年利平均在 25%左右，最高可达到 50%-70%，大多属于 3-6 个月期限贷款，临近年底到期还款压力大增，种种迹象表明，风险正在浮出水面。

2、主流媒体（包括央视）最近开始报道江浙、福建民营企业负责人因为偿还不起债务而潜逃、自焚、一些小企业倒闭的报道，这说明涉足民间借贷的中小企业资金链断裂的风险在上升。

3、一旦发生情况，原本用来进行民间融资的资金不但无法获得预期中的高收益率，反而坏账率上升，甚至血本无归，引发社会动荡风险，这是我们四季度需要防范的风险

四、欧债危机 救助影响救助不了风险

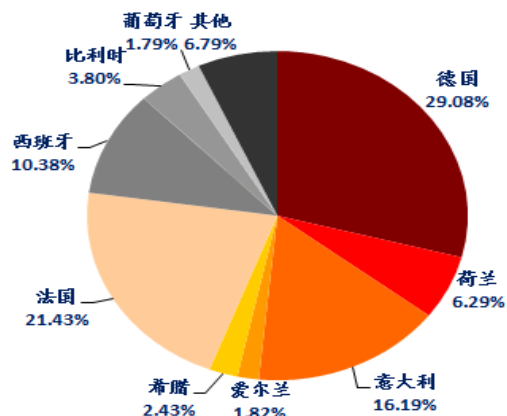
眼下的欧债债务危机依然是市场面临的最大的不确定性因素。

1、美债危机可能卷土重来，11 月还要具体讨论上限问题，到时美国两党（驴象）又是一场争斗，引发金融市场动荡。

2、欧债危机远未结束，欧美债务危机不仅是金融危机的“余

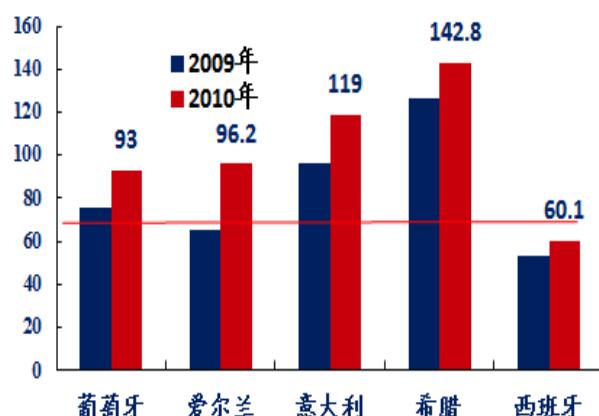
震”，可能是一场更大级别“地震”的前兆。

图 5：欧洲各国 GDP 情况



来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

图 6：PIIGS 五国债务 GDP 占比



来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

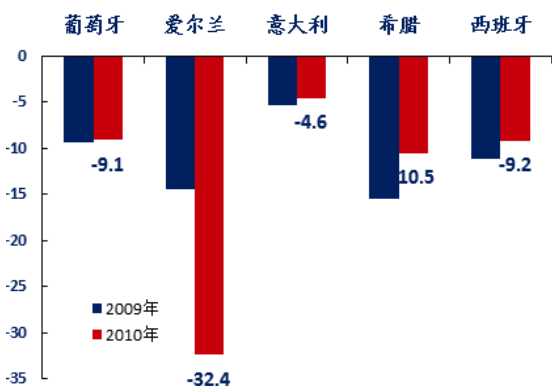
欧债危机目前“四面楚歌”意大利成为焦点

通过估算，从2011年9月至12月意大利政府有总额约为1460亿债务和利息（包含国债和贷款）到期，其中11年9月、11月较多，9月有623亿欧元，11月有305亿欧元，进入到2012年2-4月也是偿债高峰期，分别有635亿、423亿和382亿，因此未来的数月内意大利面临多个偿债高峰期，债务问题仍会反复上演；2012年意大利和西班牙是偿债高峰年。

从债务规模来看，截止 10 年底，意大利政府负债规模超过“PIGS”四国负债的总和，约 1.9 万亿欧元，这个数目是 ECB、德、法不可能承担的，意大利大到不能倒。

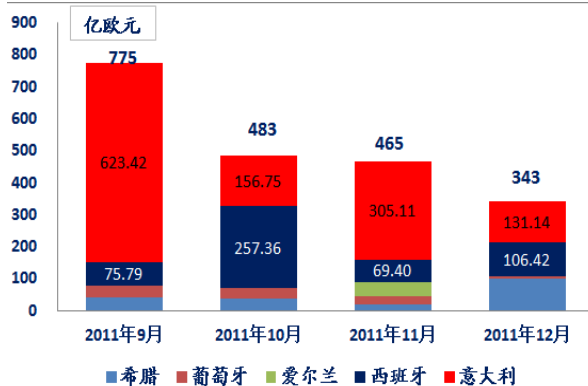
欧债危机正在向意大利和法国等大的经济体国家扩散，穆迪因此调降法国农业银行和兴业银行评级，标普下调意大利债务评级，市场预计希腊在明年三月份之前会出现硬违约。

图 7：PIIGS 五国财政赤字均超警戒线



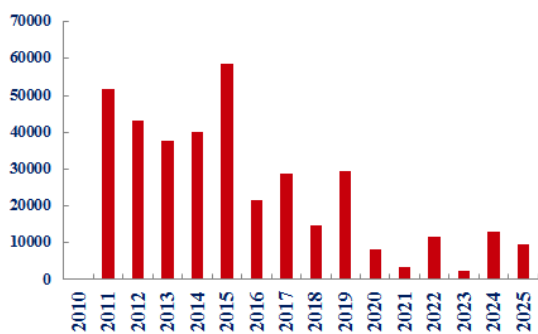
来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

图 8：9 月-12 月欧洲五国债务到期情况



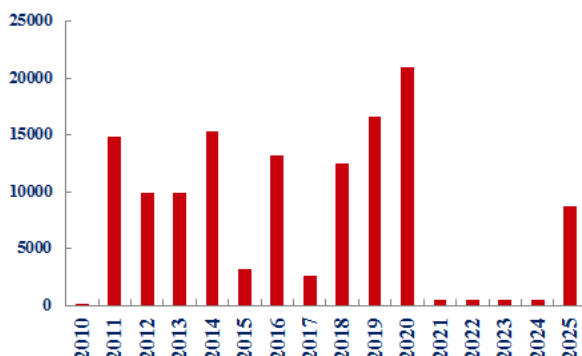
来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

图 9： 2011-2019 年希腊债务情况



来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

图 10： 2011-2020 意大利债务情况



来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

面对欧债危机，欧债危机若爆发，若任其违约，将对欧洲乃至全球金融市场产生剧烈冲击，不符合美德法为首的强国利益。因此不救助是小概率事件，但救助影响救助不了风险。

经济放缓—赤字率走高—接受救助—缩减开支—经济再放缓”的负反馈，大大增加了未来债务危机的风险，无论短中期欧债危机不确定性难以消除。

第二部分 目前低估值与风险敞口

一、底部低估值特征

在经历了持续的调整以后，相当一部分投资者、机构都认为处于历史低位，为什么这样认为？在于当前市场的低估值，目前 A 股市场从估值的角度看与历史底部有着相同的低估值特征。

- 1、2011 年 9 月 9 日全部 A 股的滚动市盈率为 14.49 倍
- 2、2008 年 10 月底 1664 点 PE 是 12.47 倍
- 3、2005 年 6 月底 998 点 PE 是 14.55 倍

从市盈率的运行情况来看，目前市场是处于估值的底部区域，体现了当前股市的投资吸引力。

二、目前低估值风险敞口较大

目前的低估值与历史底部估值比较，存在巨大的风险敞口，表现在：

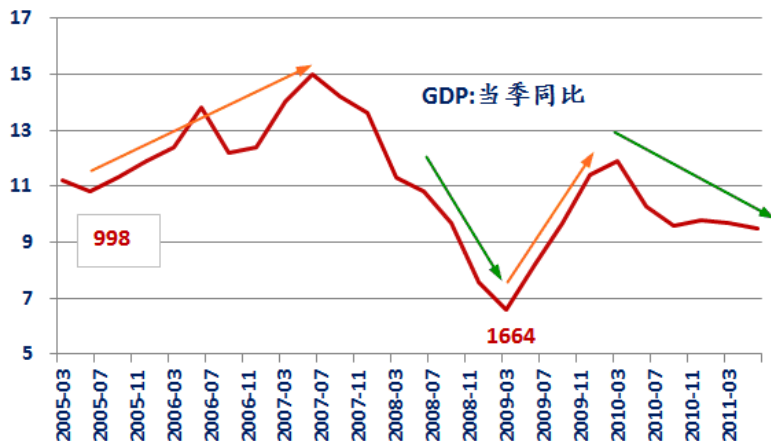
1、估值底对应的经济周期的阶段不同

2008 年 10 月估值见底后，虽然经济处于衰退期，但由于大规模经济刺激政策，经济周期很快走出衰退，步入复苏，经济增速走出“V”反转，因而造就上证指数 1664 点的历史底部。

2005 年 6 月底估值见底之后，经济处于加速增长的起点，随后迎来经济快速提升，因而造就上证指数 998 点的历史底部。

当前所处的经济周期阶段即不是衰退期的末端，也不是高速增长的前夜，而是经济刚刚复苏之后又步入回落期，同时又是经济增长方式和产业结构的转型期。

图 11: 底部与经济周期

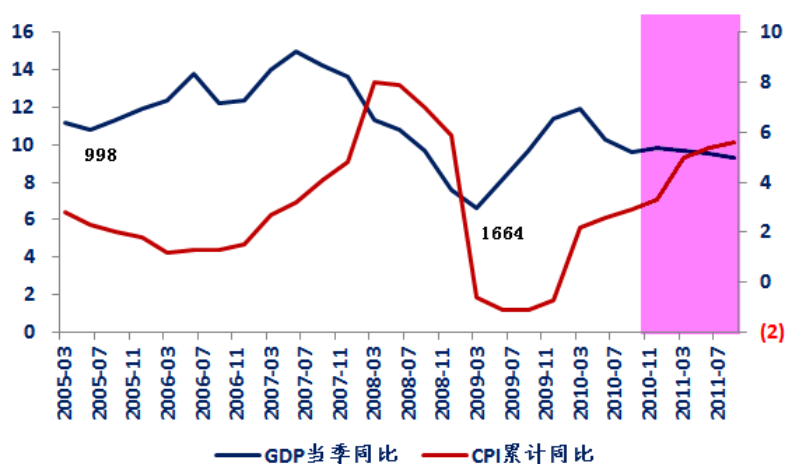


来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

2、股市估值底部对应的通胀周期阶段不同

2005 年 6 月市场估值调整到较低水平时，此前通胀水平已经形成明显回落态势，从 2004 年 8 月的 5.3% 一路回落到 2005 年 6 月的 1.6%，CPI 处于较低水平；2008 年市场估值调整到低位时，CPI 由于美国金融危机的影响，已经处于负值水平。而目前我国 CPI 连续几个月处于 6% 以上水平，处于上升通道中，与前两种情况存在质的区别。

图 12: 底部与通胀周期



来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

3、股市底部的估值结构不同

2005 年 6 月 998 点和 2009 年 1664 点这两个历史底部都不存在明显的估值结构差异。两个底部区域的上证 A 股，深证 A 股估值与全部 A 股估值水平之比分别是 0.97 和 1.0，中小板估值倍数是 1.45 和 1.24。

但目前股市存在明显的估值结构差异，中小板是 2.29 倍，创业板是 3.07，正是这种巨大的估值结构差异，说明调整还不够充分，或说我们要多角度认识目前低估值。

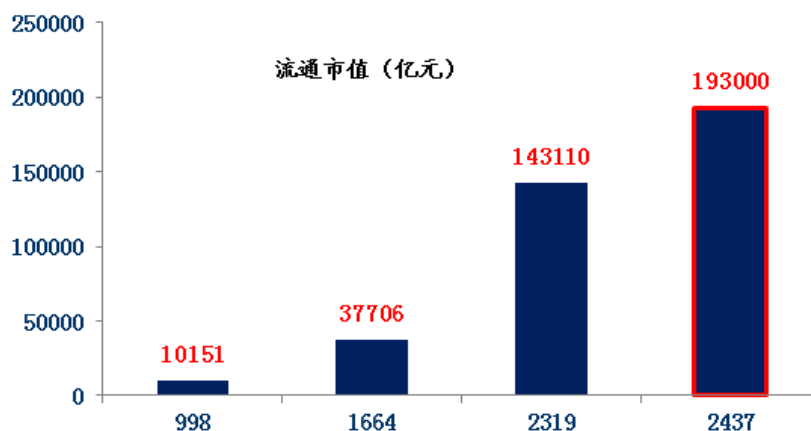
表 2：典型历史低点估值结构（截止日期 9 月 9 日）

板块名称	2011. 09. 06 (2437)	倍数	2005. 06. 03 (998)	倍数	2008. 10. 31 (1664)	倍数	2010. 07. 05 (2319)	倍数
全部 A 股	14.49		14.55		12.47		16.23	
上证 A 股	12.21	0.84	14.18	0.97	12.48	1.00	14.55	0.90
深证 A 股	26.79	1.85	15.72	1.08	12.45	1.00	25.42	1.57
中小企业	33.19	2.29	21.16	1.45	15.41	1.24	33.55	2.07
创业板	44.48	3.07					56.62	3.49
沪深 300	11.57	0.80	11.88	0.82	12.15	0.97	13.91	0.86

4、股市的供求关系不同

当历史底部出现时，股市都会出现对于股票的需求减弱，破发、破净出现，因此，在 2008 年和 2005 年都因为股市的低迷，出现了新股暂停发行的情况，减少了股票的供给，从而改善了股市的供求关系，使股市走出低迷。而当前来看，并没有出现股票供给减少的迹象，扩容的压力使得股市的供求关系得不到改善，因而构成了与历史底部的第四个不同点。

图 13：今年弱势股市环境下扩容规模很大

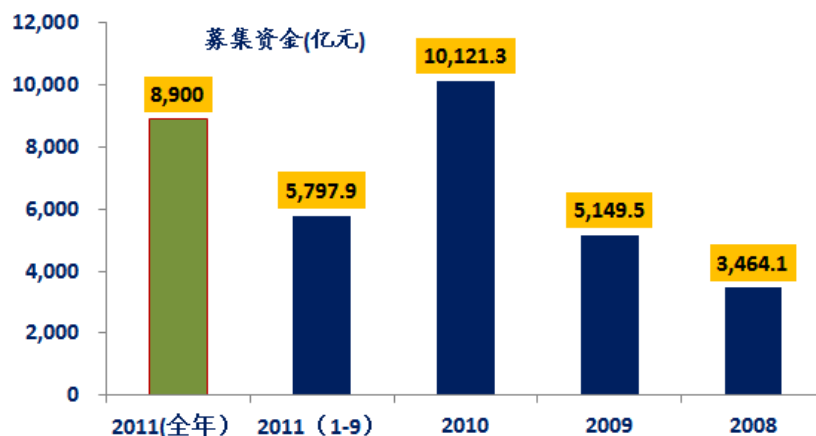


来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

5、同样的低估值 流通市值情况大不同

2005 年的 998 点底部区域，整个市场的流通市值仅 1 万亿，到了 2008 年 1664 点时，流通市值扩大到 3.7 万亿；目前基本进入全流通时代，眼下的流通市值接近 20 万亿，几乎和上半年我国 GDP 总量相当，紧靠市场中的存量资金，很难推动这么大的市值，催生大的行情资金条件不具备。

图 14：底部与流通市值



来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

三、低估值而非估值底

综合来看，尽管当前股市的估值水平处于历史底部，但由于所处经济周期的不同、通胀周期水平不同、估值结构上的差异、供求关系失衡、流通市值增大数倍等方面与历史底部存在较大不同，现在的低估值与真正的历史估值底部比较，风险敞口要远远大于历史底部，或者说还存在非常大的风险敞口。

目前环境下的估值某种程度上是“低”了，但低估值而非估值底。我们认为，目前的低估值很难吸引增量资金的大规模入场，也就意味着股市难有趋势性的机会，更多的存量资金折腾，是估值修复带来的反弹机会。

第三部份 期待有利组合 把握行情演绎

一、业绩增速处下降通道 兑现进入末端

全部上市公司二季度利润增速 23.8%，较一季度的 25.6% 出现下滑，预计三季度经济数据会继续走弱，目前经济增速和企业盈利都已形成下调预期，投资者在投资行为上主要是兑现这种下调预期，行情以震荡下跌为主。随着三季度结束，步入四季度，这种兑现将进入末端阶段。

二、通胀水平和经济增速的不同组合

我们认为，影响未来市场趋势的首要变量，仍然是通胀水平和经济增速，这两个数据的不同组合，可能导致市场有不同的变化发生：

1、通胀明显下行、经济增速上行组合，可能带来市场较大回升；2、通胀继续上行创新高，经济继续大幅下滑，可能使市场大幅下跌；3、通胀高位震荡和经济均缓慢回落，市场可能窄幅震荡，重心下移；4、通胀高位震荡后出现显著回落和经济缓慢企稳，“低”估值修复带来反弹机会。

表 3：四季度宏观变量不同组合与市场

CPI/GDP	通胀水平	经济增速	预期市场走势
1	明显下行	上行	大幅回升
2	上行创新高	大幅下滑	大幅下跌
3	高位震荡	缓慢回落	重心震荡下移
4	逐级回落	企稳并小幅回升	反弹行情

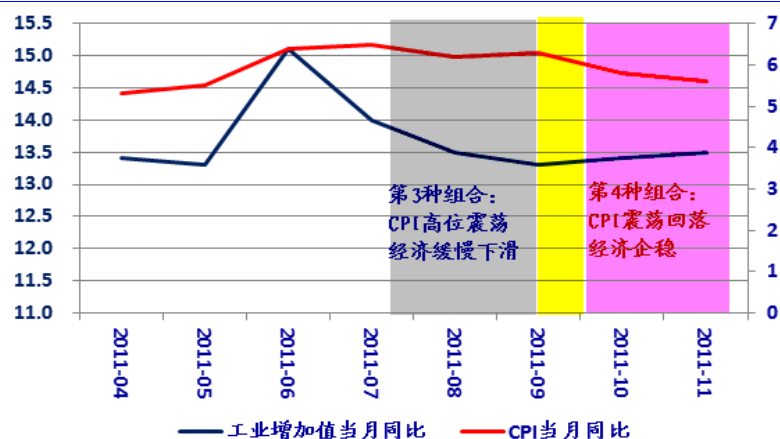
但根据前文分析，经济回落基本是不可避免的，而通胀回落虽然有明确预期，但 8-9 月回落起来比较缓慢，还处于绝对高位水平状况，因此第 1 种情况的条件不具备。

另外，前文我们分析认为，通胀继续上行创新高可能性基本可以排除，经济增速放缓在可接受程度，基本面上也不支持第 2 种情况的出现。

三、期待有利组合

我们判断出现第 3 种、第 4 种组合概率更大，目前市场正从第 3 种组合情况向第 4 种情况过渡，据此判断 9 月余下时间，市场将继续延续震荡探底，技术空间上将考验前期低点 2319 的支撑。

图 15：第 3 种组合情况向第 4 种组合情况的过渡



来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

市场进入到 10 月中旬后，连续两个月的物价回落，通胀高位下行态势确立和经济缓慢企稳组合预期形成，有望借助“低”估值修复带来一波反弹机会。

时间敏感点上，在 9 月 22 日，10 月 25 日，11 月 10 日，12 月 22 日附近分别形成时间周期敏感点共振区，易引发拐点或大幅波动。预期 9 月底-10 月上旬完成阶段性底部构造。经 A-B-C 反弹可延续至 11 月 10 日附近，目标 2730-2760 点。之后再运行大一级别的 A-B-C 波段调整，12 月 22 日附近完成 A 波段，C 波段底有望出现在 2012 年一季度。

四、可预期的有利因素

1、对中小银行执行的差别存款准备金不再延续，释放货币松动信号；甚至不排除四季度见到系统下调存款准备金率等货币宽松措施的出台。

2、三季度或现全年增速低点，市场充分调整兑现盈利预测下调后，有利于第四季度反弹行情的展开。

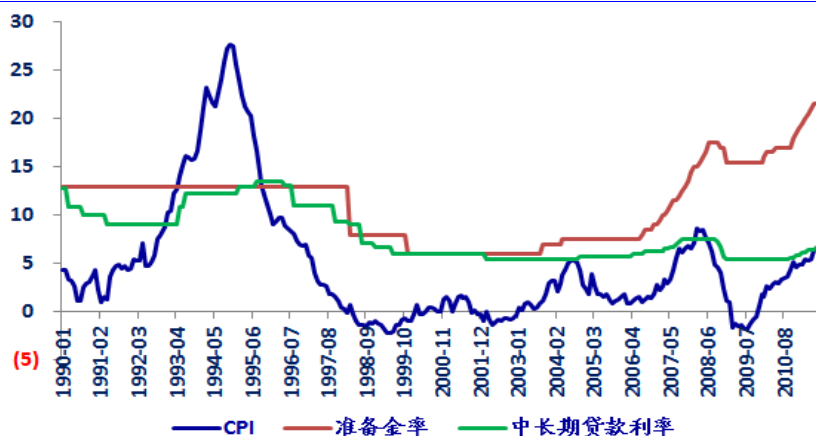
3、8-9 月 CPI 回落慢，10-12 月回落快，CPI 下滑对市场应该是利好消息。

表 4: 年内 CPI 预期值 (Wind)

一致预期	9 月	10 月	11 月	12 月
CPI	6.00	5.50	4.6	4.3

从历史来看，中国在过去 20 年的宏观调控过程中，CPI 见顶回落的过程中鲜有政策继续收紧的情形。

图 16: 利率和准备金率与 CPI 关系



来源: 新时代证券研发中心 WIND 资讯

4、中央经济工作会议的召开。

5、民间借贷风险逼迫民间资金转移。

前文讲述要警惕民间借贷，是出于防范风险的角度。从资金流向的角度，“金钱从来不休息”，如果民间借贷风险越来越大的话，原本涌入民间借贷市场的存量资金或许需要寻找其他更具备确定性收益的投资渠道。目前低估值的A股市场则具备了一定的吸引力，民间存量资金或从“全民放贷”中被迫转向股市。

6、欧洲央行在未来三个月内联合美联储、英国央行、日本央行及瑞士央行分三次向欧洲银行业注入美元流动性，以帮助欧洲银行业渡过难关。

五、行情特点：“小”“弱”“低”“高”

从行情的时间节奏上，与去年四季度有很强的类似性，但行情的演绎与特征与去年会有很大的不同：一小，一弱，一低，一高。

1、量能上和去年同期反弹行情相比，量能会明显偏小。

2、量能不济，决定反弹力度、空间不会太大，是一波偏弱反弹行情。

3、深跌的低估值周期股，在估值方面有很大的优势，是可以阶段性短线关注的资产。但强周期类投资品受量能制约，经济降速大背景，不会复制去年强劲表现。

4、高估值中小市值品种不会落单。现有估值水平相对现在的成长性而言，整体估值水平还属于偏高状态，后期市场还需要消化高估值压力，但其中很多新兴产业绩优股增长超过50%，创业板指数100只成分股也整体表现出高于主板的成长性，主营收入和净利润两项指标分别达38.82%和29.79%。

表5：创业板100成分股表现出的成长性

市场	2011 中期营业收入	2011 年中期净利润
创业板 100 成分股	38.82%	29.79%
中小板 100 成分股	28.32%	23.43%
沪深 300	27.70%	23.00%
主板（去银行后）		15.90%

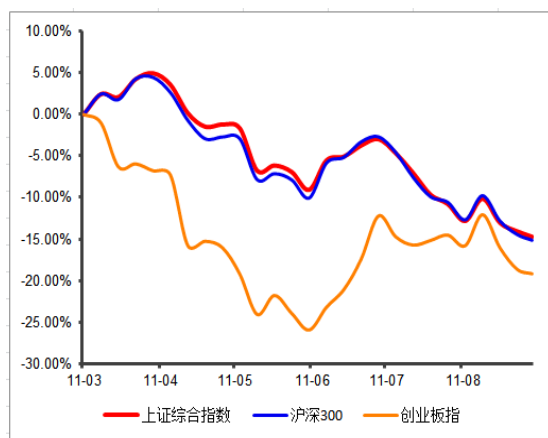
四季度及未来更长时间内，13个新兴产业规划将陆续出台，按未来政策和规划来选取个股是我们的首选，创业板指数的100只成分股是我们中长线应关注的对象。

在最近公布的半年报来看，介入中小创业板个股的机构，包括券商、基金数目不断增加。从经济结构转型和A股市场发展逻辑看，创业板体现了经济结构转型的新增长点，中线在国家大力扶持新兴产业的大背景下，具备长期投资价值，是未来市场中不可或缺的行构成。

创业板指数在箱体震荡期间，量能一直保持较大的均量，说明

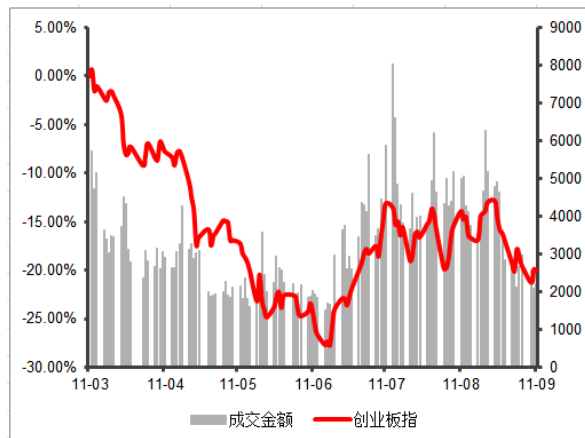
介入资金仍在其中，志在长远，不排除部分资金介入个股后，运行到今年年报后或更远时间的可能。

图 17: 下行推动与上行推动结构



来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

图 18: 有量与无量



来源：新时代证券研发中心 WIND 资讯

以上仅是行情静态预期研判，操作时，要适时根据具体情况做动态修正。

表 6: 今年四季度重大事件及时间

序号	时间	事件
1	10月中旬(13日)	国内三季度宏观经济数据
2	10月下旬	西班牙第二个还款高峰
3	10月12日	欧洲央行联合美联储、英国央行、日本央行、瑞士央行向欧洲银行业第一次注入美元流动性
4	10月12日	五大央行第二次注入美元流动性。
5	11月上旬	国内10月经济数据
6	11月11日	爱尔兰债务集中到期
7	11月12-13日	夏威夷 APEC 会议
8	11月底	中央经济工作会议
9	12月7日	五大央行第三次注入美元流动性。
10	12月中下旬	希腊债务到期第二高峰
11	12月8日	美联储公布货币政策决议

第四部分 四季度投资机会选择

一、紧抓景气 首选农牧和轻工制造

行业景气度回升或处于高位对上市公司业绩产生极大的影响，并给投资者带来可观的收益。我们通过梳理过去三年业绩预增公告的各行业比例发现，当前上游的有色金属和化工、中游的建筑建材和轻工制造以及下游的农林牧渔和纺织服装正处于相对景气的阶

段。根据历史经验，业绩预告后变脸的上市公司属于极少数。因此，可以预见在三季报中，以上行业板块的财务指标应处上游。

通过对各行业市场表现的比较，我们认为有色、化工、建材等中上游品种在今年过去时间中已有较强表现，当前的景气周期已被市场充分预期，如果四季度宏观环境没有大的改变的情况下，该类板块继续突破的空间有限。

另一方面，对于农业、轻工制造等中下游品种，市场反应还不够充分，而且四季度通胀水平总体维持高位，食品包装需求持续旺盛等利好因素发生应是大概率事件—我们认为此二类板块在四季度将有较好表现。

农业板块中，首推饲料和养殖业；轻工制造首推食品包装行业。

表 7：各行业预增占比（深交所）

预增占比	2008n	2009n	2010n	2011q1	2011q2	2011q3
综合	0.9%	3.1%	1.3%	0.7%	1.1%	1.7%
有色金属	1.8%	1.0%	4.0%	5.5%	4.1%	5.0%
医药生物	15.5%	8.2%	7.0%	7.6%	6.6%	6.6%
信息设备	4.5%	4.6%	4.7%	2.8%	4.4%	5.5%
信息服务	2.7%	3.1%	6.4%	2.1%	7.0%	3.9%
食品饮料	2.7%	2.0%	1.7%	2.8%	1.5%	1.1%
商业贸易	4.5%	2.0%	1.3%	6.2%	2.6%	3.3%
轻工制造	0.9%	3.6%	3.0%	1.4%	4.1%	5.0%
农林牧渔	3.6%	4.1%	3.7%	4.1%	5.5%	6.1%
金融服务	0.9%	2.0%	0.7%	1.4%	1.1%	0.6%
交运设备	4.5%	6.6%	7.0%	0.7%	0.7%	0.6%
交通运输	1.8%	3.1%	1.7%	1.4%	1.5%	2.2%
建筑建材	5.5%	5.6%	4.0%	4.8%	6.6%	7.7%
家用电器	3.6%	2.0%	2.3%	2.1%	2.2%	2.2%
机械设备	9.1%	13.8%	13.4%	17.9%	15.1%	9.9%
化工	13.6%	12.8%	11.0%	16.6%	14.8%	16.0%
黑色金属	0.0%	1.0%	2.0%	0.0%	1.1%	1.1%
公用事业	2.7%	5.1%	2.0%	1.4%	1.1%	1.7%
纺织服装	5.5%	4.1%	3.3%	5.5%	4.4%	6.1%
房地产	6.4%	7.7%	6.4%	5.5%	4.8%	5.0%
电子元器件	2.7%	2.6%	10.4%	6.2%	7.0%	7.2%
餐饮旅游	0.0%	1.5%	0.7%	1.4%	2.2%	1.7%
采掘	6.4%	0.5%	2.0%	2.1%	0.4%	0.0%

二、产业政策催生结构性机会

当前十二五规划对新兴产业的布局已进入具体细则制定和实施的关键阶段。四季度经济结构转型、新兴产业政策布局继续推进

应无悬念，这为二级市场提供了良好的投资品种和题材。

根据未来产业规划和重点事件，我们为投资者梳理出以下三个重点产业，在四季度可能有所表现。

表 8：四季度产业政策投资

	产业地位与未来发展	催化剂
节能环保	1. 节能减排位列“七大战略新兴产业”之首，国家政策上将给予大力推进。 2. 国务院正式印发《“十二五”节能减排综合性工作方案》，十二五节能减排将实施问责制。 3. 根据产业规划，到 2015 年节能环保产业总产值预计将超过 3 万亿元，占 GDP 的 8% 左右（年复合增长 15%）。	1. 五年一度的第六届全国环保大会召开在即。 2. 未来还有一系列扶持政策跟进出台，其中《国家节能环保产业规划》、《环境服务业“十二五”规划》、《国家环境保护“十二五”科技发展规划》等已提交至有关决策部门。
文化传媒	1. 2010 年 10 月十七届五中全会通过的十二五规划中，提出推动文化产业成为国民经济支柱性产业，这是文化产业政策的标志性事件，文化产业升为国家战略。 2. 党的十七大报告中首次提出“文化软实力”的概念。2010 年 10 月十七届五中全会通过的十二五规划中，提出推动文化产业成为国民经济支柱性产业，这是文化产业政策的标志性事件。	1. 即将召开十七届六中全会：研究深化文化体制改革，推动社会主义文化大发展大繁荣。 2. 这是文化产业政策的又一标志性事件，文化产业将迎来历史发展大机会。
新材料	1. 新材料产业具有基础性产业的特点，其产业规模的扩大对于扩大其他产业的规模具有乘数效应。 2. “十二五”期间我国新材料产业规模将达到 2 万亿，年均增长率超过 25%，到 2020 年，新材料产业成为国民经济的先导产业。 3. 新材料涉及高强轻型合金材料、高性能钢铁材料、功能膜材料、新型动力电池材料、碳纤维复合材料、稀土功能材料等六类新材料板块。 4. 重点关注除稀土之外的没有大幅炒作过的其他几大类新材料板块个股。	1. 七大新兴产业的交集是新材料，是先导性行业中的先导，是优先重点培育发展的。 2. 或是七大战略新兴产业中第一个出台详细发展规划的产业。

三、关注超跌蓝筹

在上文中，我们谈到当前市场估值水平较低，周期类板块的估值更是处于历史最低位，分行业来看，金融服务、交通运输、



采掘业股票估值水平平均不到 15 倍，ROE 水平大幅领先市场平均收益水平。结合我们对四季度宏观经济的判断，如果通胀水平如期下滑，那么货币政策和财政政策定向宽松的预期或让此类低估蓝筹股票获得良好的收益。操作上首选银行、汽车等超跌品种。

四、市场风格激活另类投资

市场弱势的格局中，把握市场风格，寻找价值盲点，往往能让投资者获得稳健回报。根据历史经验，每年的四季度和一季度，市场重组题材股、ST 摘帽股都会有较好的表现。从当前市场表现来看，我们认为该类股票已经开始预热，在接下来的四季度中其表现尤其值得关注。

当前，央企整合、地方国资整合都在有条不紊地展开，但是由于存在信息不对称，此类股票对普通投资者而言把握难度较大。按照确定性标准，我们强烈建议普通投资者把主要精力放在有重组承诺、有现金选择权的个股以及业绩确定、符合摘帽条件的 ST 个股中。

第五部分 投资组合参考

序号	名称	代码	推荐理由
1	益生股份	002458	农业抗通胀，成长可期
2	紫江企业	600210	行业景气+关联消费
3	龙源技术	300105	环保-脱硝受益
4	日海通讯	002313	通信设备景气度回升
5	创业环保	600874	环保—污水治理
6	中视传媒	600088	文化传媒
7	天舟文化	300148	文化传媒
8	中煤能源	601898	行情触底 大股东增持
9	中国高科	600730	承诺重组大限将至，想象空间较大
10	ST 三联	600898	业绩平稳，摘帽无忧



重要申明:

一、分析师申明

分析师申明应该包括以下内容:“作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰地反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。”

二、免责声明

1、新时代证券有限责任公司具备证券投资咨询业务资格。

2、本报告仅供本公司客户使用。报告信息来源于已公开的资料,本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态,投资者应自行关注本公司相应的更新或修改。

3、在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意,其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

4、本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“新时代证券公司研究发展中心”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

新时代证券有限责任公司

地址:北京西城区金融大街1号A座8层

电话:010-83561319