



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资策略报告

证券研究报告

2011 年 10 月 7 日

A 股市场

研究部

侯振海

分析员, SAC 执业证书编号:

S0080511010029

houzh@cicc.com.cn

王慧

分析员, SAC 执业证书编号:

S0080511010007

wanghui@cicc.com.cn

反弹不是底, 蓄芳待来年

2011 年 4 季度 A 股投资策略

要点:

- ▶ 4 季度我们继续年初 A 股策略报告中提出的全年 A 股走势“前高后低”的判断。而我们认为 A 股走势长期低迷的原因不能仅仅用通胀、经济增速和政策取向等一些短期因素来解释。困扰 A 股的核心因素是一些长期的因素: 其一是中国现阶段经济增长仍难以改变以投资拉动为主的模式, 其二是在此前提下, 欧美银行债务危机使得政策制定者对于银行金融系统风险的防范和控制意识越来越强, 因此未来支撑投资增长的融资任务必将越来越多的通过直接融资来解决, 从而意味着 A 股股票供给增速将长期居高不下。同时, 出于对货币超发和通胀的担心, 未来货币供给增速将显著低于过去的平均水平。货币和股票供给增速的失衡将导致 A 股进入长期且缓慢的估值下行通道。
- ▶ 在长期不利因素难以消除的前提下, 市场更合理的应该是去把握反弹的机会而非反转的机会, 因此短周期因素, 诸如经济增速、政策变化和资金面因素仍是市场关注的重心。但是从 4 季度内看, 这些短期因素出现反转的可能较小。当前通胀仍处高位运行、经济增速下滑缓慢, 使得政府转变宏观政策的意愿较低。从资金面角度看, 资金供给受到货币和信贷政策紧缩的影响使得货币乘数下行的趋势不会改变。由于人民币贬值预期的出现, 4 季度外汇占款增速可能出现超预期的下行, 而 4 季度到期央票也处于地量水平, 因此 4 季度基础货币增速回落的概率也将增大, 使得整体货币供给继续趋紧。而由于投资需求具有一定刚性, 4 季度资金需求将仍较旺盛, 因此资金供需不平衡导致的实际利率水平高企仍将是 4 季度资产市场的常态。
- ▶ 随着房地产销量继续低迷, 政府卖地收入和财政收入下降可能性大幅上升, 2012 年经济增速回落将更为显著。从 A 股上市公司盈利情况看, 盈利增速的回落才刚刚开始。根据中金策略由上至下模型的测算, 基准情形下 2012 年 A 股非金融上市公司的盈利同比增速将回落至 5.4%, 市场整体盈利增速将可能回落至个位数。当前 A 股整体市盈率水平接近历史低点, 但基本受大盘蓝筹股影响所致, 中小盘股和一些强势行业估值水平仍远高于历史低位水平, 市场各板块市净率收敛这一市场底部特征并未出现, 因此投资者需小心防范市场表面低估值所构成的陷阱。
- ▶ 4 季度 A 股总体策略观点“反弹不是底、蓄芳待来年”, 4 季度构筑大级别市场底的条件还不成熟。一般而言, 首先需要看到经济下滑, 通胀下行以后资金需求增速才会下降, 政策才会放松而资金供给增速开始回升, 总体上这至少需要 6~8 个月的时间完成这一过程。因此我们预计 4 季度走势将以弱势盘整和超跌反弹为主。技术性反弹的空间在 5~10% 之间, 建议投资者不必追高, 逢高减仓。在控制仓位的同时, 建议配制型投资者可以关注超跌的低估值板块, 比如银行、券商和一部分周期股。建议回避中小盘股和一批前期强势股板块。4 季度 A 股下跌的空间主要取决于未来新股融资和再融资金量以及欧债危机的演化, 我们认为 4 季度 A 股底部区域在 2200-2300 点左右。
- ▶ 从量化测算上看, 当前 A 股的自由流通市值及其与 M2 的比值并未出现显著低估的状况, 这与 2005 和 2008 年的情况截然不同。这意味着当前 A 股反弹的空间并不大。而二级市场投资者整体亏损主要是因为新增的自由流通市值增量大多为新股发行和限售股解禁减持所获得。根据我们的测算, 按当前 A 股自由流通市值约 9 万亿计算, 如果每年新股加上限售股解禁减持量超过 1.3 万亿, 二级市场投资者就将面临整体亏损。

目录

探寻困扰 A 股的核心问题.....	3
一、困扰 A 股的主要是长期因素，而非短期问题.....	3
短周期因素对于 A 股走势的影响.....	6
一、政策何时转向？.....	6
二、经济增速何时下滑？.....	7
三、资金面何时改善？.....	9
上市公司盈利与估值分析.....	12
一、盈利分析：盈利增速下滑才刚刚开始.....	12
二、估值分析：警惕局部性低估值的陷阱.....	17
4 季度投资策略建议.....	19
一、总体建议：反弹不是底，蓄芳待来年.....	19
二、配置建议：控制仓位，关注超跌防御性.....	19
三、自由流通市值分析：未来新股发行量和限售股减持量将决定二级市场盈亏.....	20

图表目录

图表 1：我国经济“三驾马车”对 GDP 的拉动.....	3
图表 2：日本收入分配向居民倾斜带动了向消费的转型.....	4
图表 3：我国当前财政收入增速远高于居民可支配收入增速.....	4
图表 4：1970 年代日本出口受益于产业升级而持续维持高增长.....	4
图表 5：我国银行信贷总额与名义 GDP 之比仍处于历史高位.....	5
图表 6：我国 CPI 同比走势.....	6
图表 7：固定资产投资资金来源与完成额之比（左）自筹资金占固定资产投资资金来源比重（右）.....	7
图表 8：各城市房地产库存和去化月数显著上升.....	7
图表 9：基建投资增速下滑、房地产投资增速将要下行、制造业产能投资增速仍处高位.....	8
图表 10：工业企业库存状况.....	8
图表 11：中金宏观组对于 2011 和 2012 年经济数据的预测.....	9
图表 12：今年以来基础货币增速上升而货币乘数持续下降.....	9
图表 13：外汇占款去年“前低后高”今年“前高后低”.....	10
图表 14：人民币 NDF 远期汇率市场自 2009 年 3 月以来首次出现人民币贬值预期.....	10
图表 15：4 季度到期央票数量十分稀少.....	10
图表 16：投资增速和资金募集量增速仍处于较快水平.....	11
图表 17：当前经济走势、资金面与股市走势的相关性.....	11
图表 18：全部 A 股历史盈利增速（左）和 2011 年上半年盈利同比增速分解（右）.....	13
图表 19：A 股非金融板块在去库存周期（左）和 A 股非金融类公司现金流有所好转（右）.....	13
图表 20：当前 A 股非金融企业净资产收益率处于高位.....	13
图表 21：当前市场一致预期调整趋势（左）和调整幅度（右）.....	14
图表 22：历史上经济和通胀同时下滑时期（左）和类似时期的市场一致预期调整趋势（右）.....	14
图表 23：全部 A 股分行业盈利分析.....	15
图表 24：中金宏观组对 2011 年和 2012 年主要经济指标的预测.....	16
图表 25：自上而下收入 2011 年增长 22.2%，2012 年增长 13.7%.....	16
图表 26：通胀与非金融企业毛利率（左）和基于收入和净利率的自上而下盈利预测（右）.....	16
图表 27：2012 年盈利增速预测敏感性分析.....	17
图表 28：A 股各成分股指数 TTM 加权市盈率走势.....	17
图表 29：A 股各成分股指数市净率走势.....	18
图表 30：A 股各行业板块市净率水平还未显著收敛.....	18
图表 31：国内市场 4 季度融资规模将决定市场下跌空间.....	19
图表 32：4 季度各板块走势判断.....	20
图表 33：2012 年将迎来中小板和创业板限售流通股的解禁高峰.....	20
图表 34：当前 A 股的自由流通市值量以及与 M2 比值并不低估.....	20
图表 35：过去一年中二级市场股价涨跌因素对自由流通市值为负贡献.....	21

探寻困扰 A 股的核心问题

一、困扰 A 股的主要是长期因素，而非短期问题

自 2009 年 7 月份以来，A 股陷入了估值不断下行、跌跌不休的状况之中难以自拔。4 季度我们继续维持年初策略报告中提出的全年 A 股走势“前高后低”的判断。而产生这种情况的原因，我们认为不能仅仅简单归因于一些短期原因，诸如宏观政策的紧缩、货币供给增速的回落或者是对于经济增速下滑的担忧，更重要的，这其中反映的是一些长期因素对于 A 股产生的困扰。

我们认为，困扰 A 股的长期因素主要是两个问题：一是经济发展模式转型的难度较大，即在未来较长一段时期内，我国经济仍将难以摆脱以投资为主要拉动的增长模式；二是在以投资为主的同时，控制银行金融系统的信贷风险将成为长期任务。

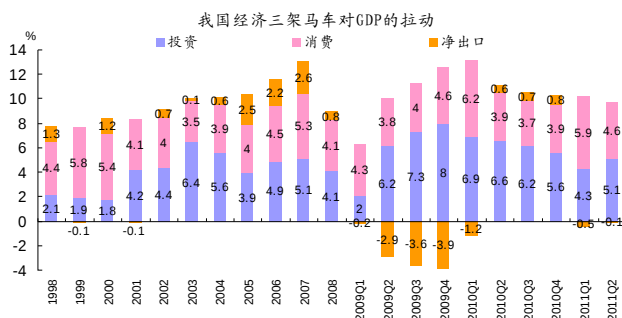
1. 我国在未来较长一段时期内仍将难以摆脱以投资为主要拉动的增长模式

实际上，我们早在 2010 年 4 季度的策略报告中就已经提出了这样的观点，所不同的是，经过了一年的时间，越来越多的市场投资者开始认识并赞同我们的这一观点。从当前的 GDP 增长拉动的分解情况看（图表 1），投资仍旧当仁不让是最为核心的拉动经济成长的动力。而我们认为经济增长方式转型将是一个长期而艰难的过程，这其中的主要原因是：

A. 当前立即打破旧有的利益分配模式难度较大

从古今中外经济转型的例子中看，经济转型所面对的最大障碍就是打破旧有利益分配的模式，因为旧有的占据分配优势的集体不会主动和心甘情愿的出让自己的利益，所以一般转型较为成功的案例往往伴随着重大的社会变革和大级别的产业升级或技术革命，从而催生新兴产业阶层。也就是说，新兴阶层一般都脱胎于新的产业模式和社会生产组织模式，而不可能通过老的利益阶层的利益出让来做大。从目前看，我们并不具备这种条件。

图表 1：我国经济“三驾马车”对 GDP 的拉动



资料来源：Wind，中金公司研究部

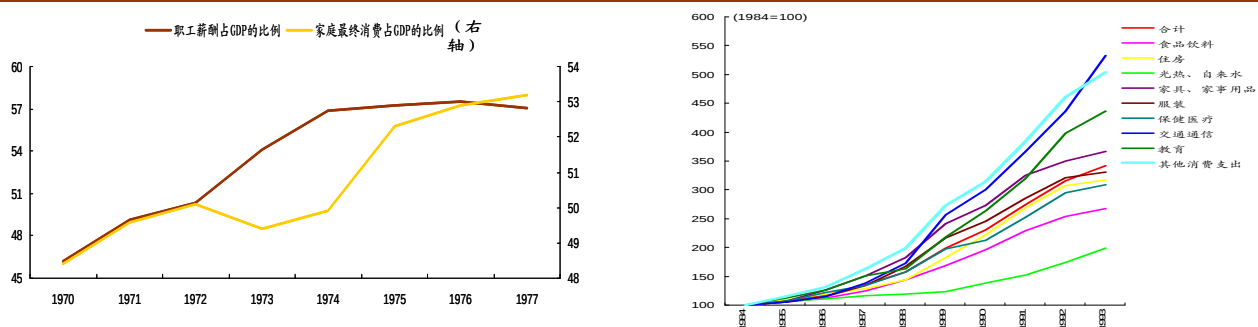
B. 其他国家经验表明：向以消费为主和产业升级为主的发展方式转型的前提是政府和国企在资源分配和制度安排中的作用和主导地位要下降。这一点要立刻在我国实现的难度也较大，因为现阶段我国仍处于以国有企业为主体的多种经营主体并存的生组织模式下。

案例分析：

为了更好的说明这一问题，我们可以将上世纪 60 到 70 年代日本的经济转型所处的环境和条件与我国现在的情况做出一定的对比。

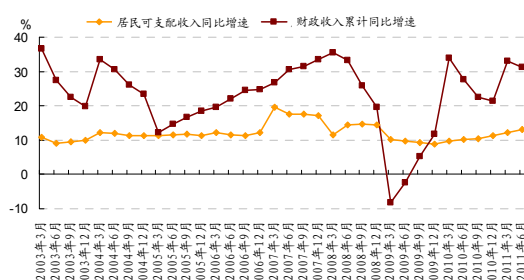
我们看到，日本在 60 年代末 70 年代初多次实行减税政策，使收入分配向居民倾斜，从而促进了消费规模的扩大和升级。于是，在 1963 - 1973 年间，日本民众“衣、食、住、行、康、乐”的消费开支取得了惊人的增加（图表 2）。但是，当前我国的情况却是政府财政收入增速持续大幅高于居民可支配收入增速和 GDP 增速（图表 3）。从存款额的增速中看同样也是居民存款增速远低于 M2 增速，而政府收入相关的财政存款和社会团体存款增速却远高于 M2 增速。

图表 2：日本收入分配向居民倾斜带动了向消费的转型



资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

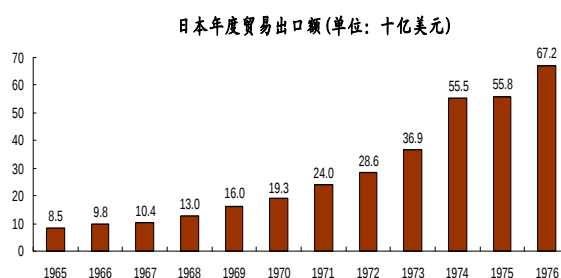
图表 3：我国当前财政收入增速远高于居民可支配收入增速



资料来源：Wind，中金公司研究部

除了消费，日本在上世纪 60 到 70 年代实现的产业升级是其维持经济和出口高速增长的重要原因，这显示了产业升级的确能够较好对冲劳动力成本上升所带来的对于出口行业的冲击。但是，与日本当年所处的国际经济环境不同，我国出口现在所面临的困难主要在于海外需求不足。而且相比中低端产品，中高端产品的需求下滑更大。因而出现的比较有意思的情况是，在 2008 年金融危机时，中国的低端低附加值的必需性产品的出口所受到的冲击反而低于日本等国生产的高端高附加值的可选性产品。所以我们认为，仅仅通过一般的产业升级，而没有核心的技术垄断优势，不会在当前海外需求不振的情况下对我国的出口增速造成很大的帮助。

图表 4：1970 年代日本出口受益于产业升级而持续维持高增长



资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

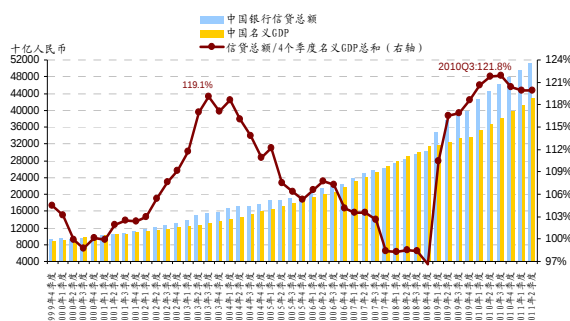
因此，总体上看，在消费和出口增速上升都存在着诸多限制和瓶颈的情况下，要继续维持相对较快的 GDP 增速，对于投资拉动的依赖将很难出现趋势性下降。

2. 在以投资为主的同时，控制银行金融系统的信贷风险将成为长期任务

投资拉动为主体的经济发展模式的最大问题对于资金供给和社会融资有着较大的依赖。但是与过去不同的是，当前控制银行金融系统的信贷风险将成为我国政策制定者的长期任务。这意味着间接融资额占总融资额将出现趋势性的下降，而直接融资额包括股票融资和债券融资的比重将持续上升。

之所以我们这么认为是因为当前我国银行贷款总额与名义 GDP 之比已经处于 120% 的历史高位（图表 5），而如果包含银行表外资产，该比率实际将更高。在这种情况下，如果未来继续将银行信贷融资作为支撑投资增速的核心手段，势必将面临较大的社会信用风险。而当前欧美金融和银行危机的前车之鉴作为一种警示，也大大加强了我国中央政府对于银行信用风险的防范意识。

图表 5：我国银行信贷总额与名义 GDP 之比仍处于历史高位



资料来源：Wind，中金公司研究部

显然政府不愿意以牺牲银行金融系统的信用安全性为代价来支持经济发展，但是同时各级政府又无法接受和容忍经济增速出现较大的下滑。两难之下，大力发展股票和债券市场直接融资就成为了必然的政策选择。

因此，在这一背景下，我们可以得到以下的几点判断：

- 在劳动力成本和原材料成本趋势性上升，以及海外流动性极度宽松的背景下，国内政策难以真正放松对于通胀的警惕。因此未来货币供给增速将被稳定在 15% 左右，政策难以允许其再次出现大幅攀升。
- 在现有投资拉动的经济发展模式短期改变不了的情况下，如要维持经济和企业盈利增速，则一定意味着 A 股融资规模的继续大幅膨胀将势在必行。在这种情况下，货币供给增速下行，股票供应增速上行，势必导致 A 股市场的估值水平将持续向下运行。
- 反之，如果 A 股不出现融资规模的大幅攀升，则意味着政府和企业资金的投资增速将出现显著回落，进而使得 A 股上市公司的整体盈利水平大幅下降。

结论：由于政府对于长期通胀压力和银行信用风险的警惕性将长期存在，A 股面临的是一个要么“估值跌”要么“盈利跌”的两难局面。而这就是造成 A 股长期低迷的根本原因。

我们认为，当前 A 股要凭借自身的力量走出这样的一个困局难度颇大，因为这其中牵涉到了全球的经济前景、我国的经济和社会稳定、利益分配格局等诸多远远超越股市范畴的问题，而这就导致了所谓长期投资价值理论在 A 股的失效，因为现实状况下，A 股的参与者无力解决这些长期问题，因此只能回避长期投资做短期投资，从而导致了目前 A 股只有反弹的机会，却没有反转的可能。

短周期因素对于 A 股走势的影响

我们认为，影响 A 股走势的短周期因素无外乎以下三点：

- 政策何时转向 —— 关键字：通胀，就业状况
- 经济何时显著下滑 —— 关键字：投资资金来源，房地产的变量
- 资金面何时改善 —— 关键字：资金需求何时变弱

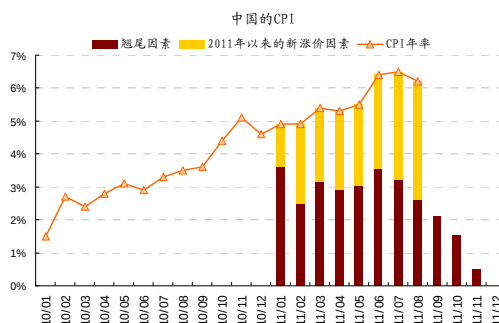
一. 政策何时转向？

众所周知，影响宏观政策的主要因素就是通胀和就业。

1. 通胀

从通胀的形势看，年内我国 CPI 走势将以高位震荡为主，受翘尾因素快速回落影响，预计年底 CPI 同比将回落至 5% 左右（图表 6）。从我们预计中的这一 CPI 走势看，年内将难以出现显著的政策放松，因为当前我国的实际利率仍然为负。而从历史情况看，一般 CPI 要在同比水平见顶至少 8 个月以后，宏观政策才会出现一定的放松，而本轮 CPI 同比水平见顶于 7 月份的 6.5%，因此很可能要等到 2012 年的 2 季度，CPI 才能回落到政府可以接受的水平范围。同时，考虑国内人工成本上升的刚性要大于此前的经济周期，使得农产品的价格上升周期可能被延长，下跌周期被缩短，因此也可能出现通胀压力对于政策放松的制约将一直持续到明年下半年的可能性。

图表 6：我国 CPI 同比走势



资料来源：Wind，中金公司研究部

2. 就业

同样由于劳动力，尤其是具有合格劳动技能和劳动意愿的有效劳动力供给的减少，我们预计当前如果我国经济仅仅出现程度有限的经济增速回落将难以使国内就业情况出现大幅恶化的现象。

这意味着在就业问题上同样不太可能让政府急于实行放松性政策。

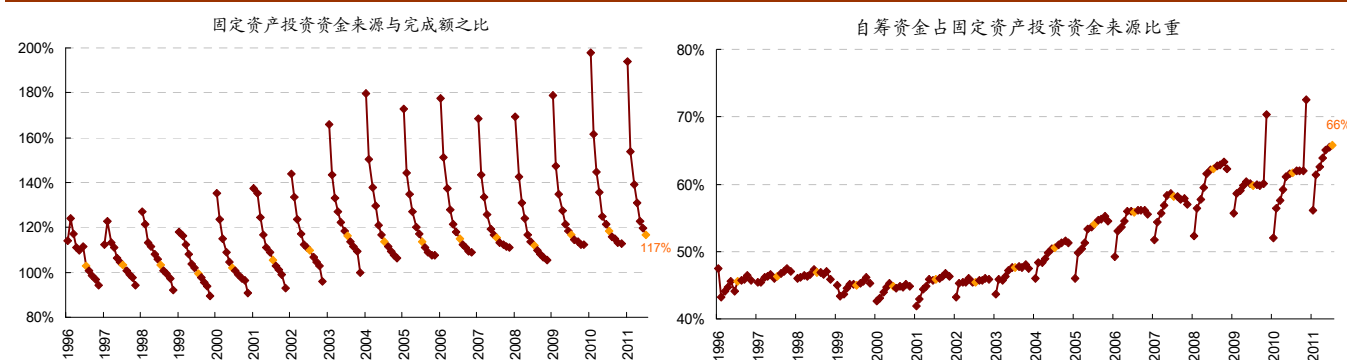
因此，我们认为无论从通胀还是就业的角度看，4 季度出现政策显著转向的可能性都较小。

二. 经济增速何时下滑？

1. 固定资产投资资金来源

我们刚才分析过，目前影响我国经济增速的主要因素仍是投资增速。而影响投资增速的则是固定资产投资资金来源的来源。从固定资产投资资金来源情况看，今年前 8 个月固定资产投资资金来源与投资额之比仍处于高位（仅次于 2004、2009 和 2010 年同期水平）（图表 7 左），这预示投资增速年内的回落速度仍将较为缓慢。但值得注意的是，在当前的固定资产投资资金来源中，自筹资金所占的比重达到了历史同期的最高水平（图表 7 右），这意味着融资对于固定资产投资资金的帮助正在下降，投资资金对于包括财政收入、资产变现能力和企业经营性现金流的依赖程度越来越大。所以，一旦出现诸如收入锐减（卖地收入下降）、资产价格贬值（如房价大跌）和现金流断裂（地方融资平台和高利贷风险）等问题时，往往会对固定资产投资资金造成很大的冲击。

图表 7：固定资产投资资金来源与完成额之比（左）自筹资金占固定资产投资资金来源比重（右）



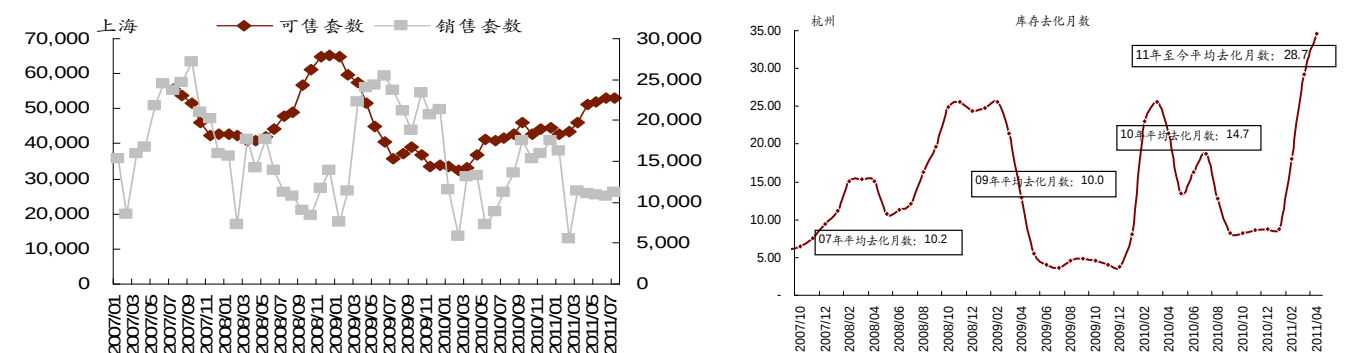
资料来源：Wind，中金公司研究部

2. 房地产

由于房地产一方面直接影响到占固定资产投资总量 20%左右的房地产投资，另一方面卖地收入的波动又会很大程度上影响到地方政府的资金链和投资能力，而房价的波动又会影响到企业的投资意愿和居民的消费意愿，因此房地产对于我国经济的影响是多方位的。截至当前，“金九银十”的传统房产销售旺季不旺，房地产企业去化状况普遍不佳（图表 8），这预示着：

- A. 政府卖地收入的大幅减少
- B. 房地产库存增加导致明年房地产企业投资量的下滑
- C. 房地产投资下滑意味着相关上下游行业的需求下滑、库存增加即将出现

图表 8：各城市房地产库存和去化月数显著上升

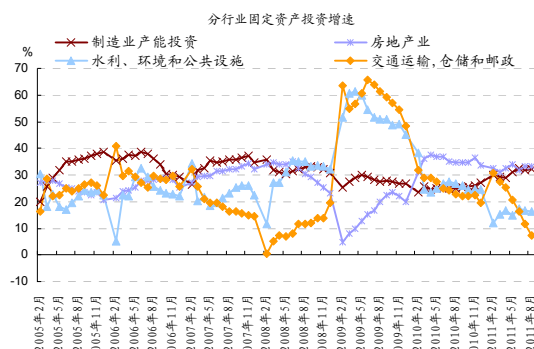


资料来源：易居，Wind，中金公司研究部

3. 总结

根据上述分析，我们认为 2012 年上半年我国经济增长出现较为明显的回落的可能较大。首先，我们看到在当前的固定资产投资增速中，以公路铁路水利等为主的基础设施建设增速已经出现了显著下滑，而支撑当前固定资产投资增速的主要动力来源于房地产投资和制造业的产能投资（图表 9）。而根据我们上面的分析，我们认为 2012 年我国房地产投资增速出现大幅回落的可能较大，最终可能从当前的 33% 左右的增速回落至明年的 15% 左右。在这种情况下，我们认为今年出现的制造业产能投资加速的情况也会出现逆转。这是因为随着需求端的基建房地产增速大幅下滑，进一步加大产能投资势必造成严重的产能过剩的风险，而经历了 2008 年的金融危机，各行业对于产能过剩所造成的痛苦记忆犹新，因而只要房地产投资及其带动的相关需求出现显著下滑，制造业产能投资也将随之放缓。

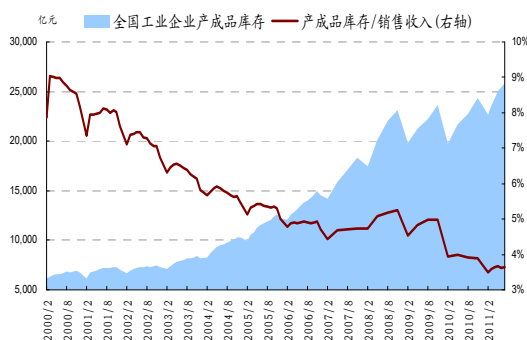
图表 9：基建投资增速下滑，房地产投资增速将要下行，制造业产能投资增速仍处高位



资料来源：Wind，中金公司研究部

同时，从工业企业库存情况看，当前的库存绝对水平处于历史最高位，但库存和销售之比处于低位（图表 10）。这意味当前企业继续增加库存的意愿偏弱，更多情况下是根据销售的情况来决定生产和库存规模。因此一旦出现终端需求增速的下降，企业将会很快的进入去库存的状态，从而会使经济增速出现较大的短期波动。

图表 10：工业企业库存状况



资料来源：Wind，中金公司研究部

根据上述情况，我们认为随着房地产投资和销售的放缓，2012 年上半年我国经济增长将出现更为显著的下降。以下是中金宏观组给出的对于 2011 年全年和 2012 年经济数据的预测

图表 11: 中金宏观组对于 2011 和 2012 年经济数据的预测

	2010 年	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2011 年 预测值	2012 年 预测值
经济增长							
GDP (同比增长率, %)	10.4*	9.7	9.5	9.1	8.6	9.2	8.4
GDP (季环比增长率, %)		8.7	9.1	8.7	7.9		
最终消费支出 (%)	7.9					8.1	8.0
资本形成总额 (%)	11.8					11.2	10.5
通货膨胀率							
CPI (同比增长率, %)	3.3	5.0	5.7	6.2	4.9	5.5	3.6
经济活动							
工业增加值 (同比增长率, %)	15.7	14.4	13.9	13.5	12.6	13.8	12.3
固定资产投资 (累计同比增长率, %)	24.5	25.0	25.6	24.7	23.6	23.6	18.8
社会消费品零售总额 (同比增长率, %)	18.3	16.3	17.3	16.7	15.8	16.5	15.0
对外贸易							
出口 (同比增长率, %)	31.3	26.4	22.1			21.6	10.0
进口 (同比增长率, %)	38.7	32.9	23.1			24.0	13.0
货币信贷							
M2 (同比增长率, %)	19.7	16.6	15.9			14.0	14.0
新增人民币贷款 (亿元)	79,235	22,550	19,251			70,000	70,000
利率和汇率							
1年期存款利率 (%，期末值)	2.75	3.00	3.25	3.75	3.75	3.75	
人民币对美元汇率 (元/美元，期末值)	6.62	6.56	6.47		6.23	6.23	

* 初步核算数据

资料来源：中金公司研究部

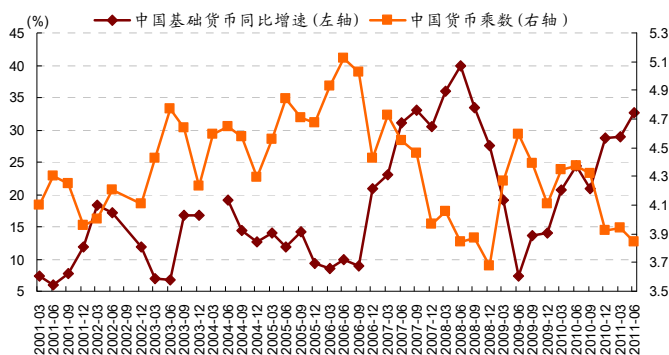
三. 资金面何时改善？

对于资金面起到影响的主要有资金面供给和资金面需求两方面的因素。

1. 资金供给面因素

影响国内资金供给面主要是两大因素，第一是政策性因素，包括央行和银监会在内的一些政策制定监管部门通过一些货币政策，如存款准备金率的调整或公开市场操作，以及信贷政策，如对银行资本充足率的要求的变化、信贷风险系数计算的调整和贷存比的监管等手段来影响最终的货币供给增速。从今年以来的情况看，除了央行在公开市场操作中基本维持的资金净投放以外，其他方面的政策大多体现了紧缩性的政策态度。第二是外生性因素，主要是外汇占款增速的变化。值得指出的是，外汇占款和公开市场操作影响的主要是基础货币的供给情况，而存款准备金率和信贷政策更多影响的是货币乘数的变化。因而在今年以来执行的货币和信贷政策指导下，资金供给面出现了货币乘数不断下滑但基础货币增速继续攀升的走势（图表 12）。

图表 12: 今年以来基础货币增速上升而货币乘数持续下降



资料来源：Wind, 中金公司研究部

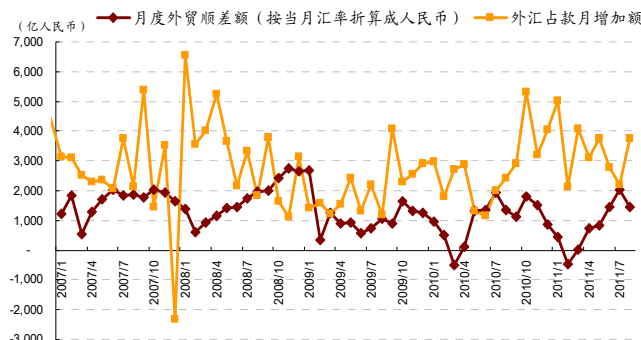
展望 4 季度的情况，我们认为很可能出现基础货币增速与货币乘数双双下滑的局面，从而使得整个 4 季度的货币供给面情况更加不容乐观。

首先，从货币乘数情况看，其走势与存款准备金率的调整走势相比往往具有 6 个月左右的滞后性，鉴于最近一次央行上调存款准备金率发生在今年 6 月，因此我们预计至少在今年年底之前，货币乘数仍将维持惯性下滑的状态不会改变。

其次，从基础货币增速的情况看，其增速在 3 季度末可能达到峰值到 4 季度转而开始出现增速下滑。我们的这一判断基于以下几个理由。一是 2010 年 4 季度由于受到美联储第二轮量化宽松的影响，大量“热钱”流入导致 4 季度月均的外汇占款额从此前的不到 2000 亿迅速飙升至 4500 亿元人民币，而今年情况正好相反，今年年初时，“热钱”流入仍呈较高水平，因此月均外汇占款额仍高达 3000 亿元左右，而 4 季度随着欧债危机愈演愈烈以及海外对于中国经

济减速的忧虑攀升，加之美联储已将量化宽松改为“质化宽松”，也就是说美联储的自身资产负债表不再继续扩张，因此我们预计今年 4 季度“热钱”流入会大为减少，甚至不排除出现净流出的可能。

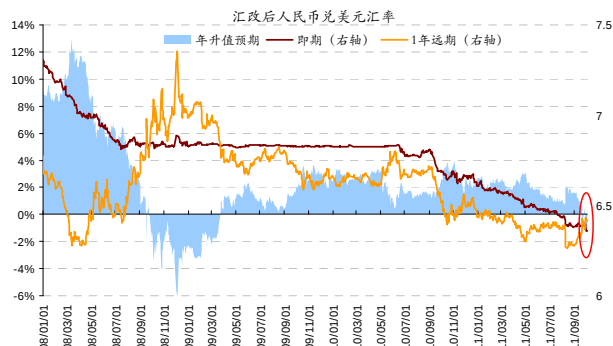
图表 13: 外汇占款去年“前低后高”今年“前高后低”



资料来源: Wind, 中金公司研究部

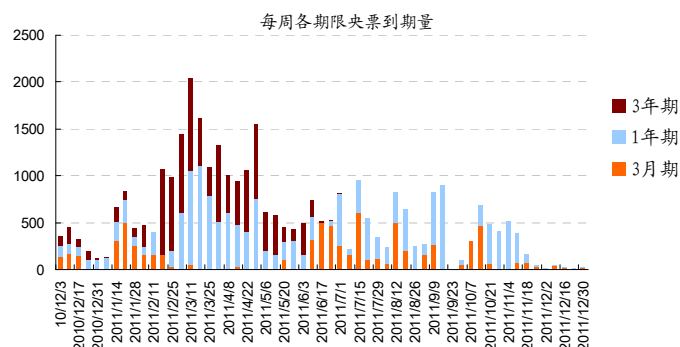
我们看到，一个较为有效的观察境外“热钱”流入流出人民币的指标就是 NDF 人民币远期汇率市场与现汇市场的汇率差变化。如果人民币的远期汇率升水幅度上升往往对应着“热钱”流入的增加，而如果升水幅度大幅下降转变成贴水，即市场出现人民币贬值预期时，往往对应着“热钱”的流出。从当前的情况看，自今年 9 月 22 日起，人民币远期汇率出现了贴水，而上一次出现人民币贬值预期还要追溯到 2009 年 3 月份，而上一轮人民币贬值预期出现的 2008 年 9 月至 2009 年 3 月，正对应着一轮较大的“热钱”流出。据此，我们认为 4 季度出现“热钱”净流出从而导致外汇占款增速显著回落的可能性很大。此外，从央行的公开市场操作前景看，由于 4 季度到期央票数量非常稀少（图表 15），仅 3160 亿元，因此即便央行不新发央票对冲，4 季度的资金净投放量也不会很大。综合看，我们认为这些因素都指向 4 季度的基础货币增速会出现拐点，从高位开始回落。

图表 14: 人民币 NDF 远期汇率市场自 2009 年 3 月以来首次出现人民币贬值预期



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 15: 4 季度到期央票数量十分稀少



资料来源: Wind, 中金公司研究部

基于以上分析,我们认为4季度整体的资金供给局面仍会偏紧张,虽然有财政存款的增加,但M2增速将继续在13~14%之间盘整难以出现显著反弹,而银行间拆借利率也将持续维持在4~5%以上的高水平运行。

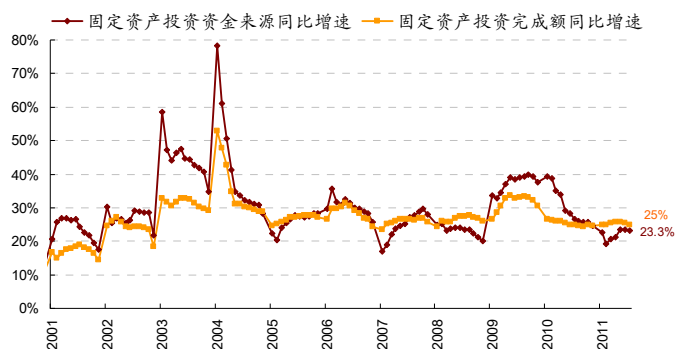
2. 资金需求面因素

今年以来,资金需求较为旺盛也是导致市场资金面持续紧张和利率水平高企的重要原因。究其原因,前两年受较为宽松货币政策和财政刺激政策的影响,大批投资项目纷纷上马,当前正处于投资建设资金需求较高的时期,为了避免出现“烂尾”项目,很多投资资金的需求具有一定刚性。这一方面保证了今年以来固定资产投资增速仍维持了25%左右的较快增长,但另一方面也导致了在资金供给增速回落情况下,资金需求增速依然过快从而导致资金面十分紧张的局面。从数据上看,今年前8个月,固定资产投资募集资金来源共计高达20.6万亿元,同比增23.3%(图表16),高出我国M2的同比增速近10个百分点。

总结:

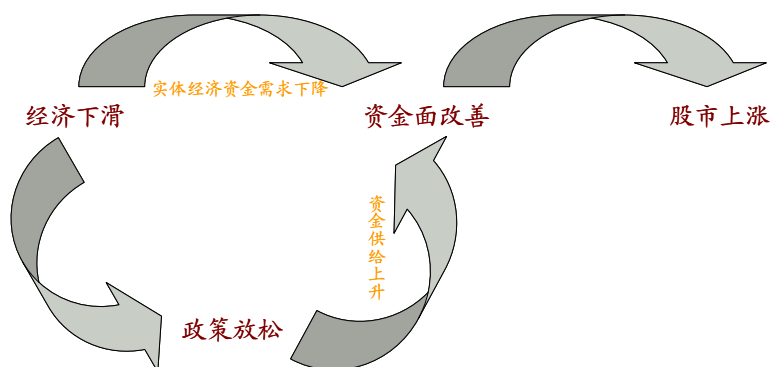
- ▶ 由于资金供给难以显著改善,而资金需求年内也难以减弱,因此预计4季度市场资金面仍将十分紧张。
- ▶ 困扰A股的长期问题很难较快得到解决,因此市场只能寻找短期的机会。
- ▶ 从短期因素和各项经济指标走势看,年内出现经济大幅下滑、政策转向和资金面状况趋势性变化的概率较低。2012上半年出现的概率较大。
- ▶ 因此A股4季度继续筑底,中级反弹可能要到2012年才会出现。

图表16: 投资增速和资金募集量增速仍处于较快水平



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表17: 当前经济走势、资金面与股市走势的相关性



资料来源: Wind, 中金公司研究部

上市公司盈利与估值分析

一、盈利分析：盈利增速下滑才刚刚开始

2011 年上半年盈利逐季缓慢回落，反映在因素分解上，增速放缓主要是受费用有效管理空间有限和毛利率挤压所致，营业收入增长对盈利增长的贡献度最大，且放缓的幅度很小。今年 3 月份以来，市场一致预期进行了明显的向下调整，全部 A 股 2011 年盈利预测下调了 1.9%，中证 100、沪深 300、中小板和创业板下调幅度分别为 1.0%、1.8%、8.4%和 11.2%。这一调整趋势反映了之前市场的预期过于乐观，也符合我们之前的判断。根据当前市场一致预期自下而上汇总，全部 A 股 2011 年净利润增长 26.5%，2012 年增长 23.5%，这隐含了下半年盈利需要同比增长 29.3%，环比上半年增长 12.5%，其中非金融板块下半年同比增长 37.6%，环比上半年增长 35.7%。我们认为这一预期实现的难度依然很大，当前一致预期仍需进一步下调，下调时间可能会集中在今年四季度和明年一季度末。根据过去两次经济和通胀同时下滑周期的观察，几乎所有行业的盈利增速均会放缓，通过对所有行业在过去两次周期中的盈利变化，以及今年上半年盈利完成情况和全年的盈利预测，我们认为下半年煤炭、交通基础设施、银行、纺织服装、食品饮料等行业盈利下调风险相对较小。根据我们的自上而下的模型显示，2011 年非金融企业收入增长 22.2%，2012 年增速下滑至 13.7%，收入增速下滑将成为盈利增速下滑的首要因素。结合自上而下的收入预测和净利率分析，预计 2011 年非金融企业净利润增长 14.5%，2012 年增速下滑至个位数。通胀走势和房地产销售情况将左右明年盈利预测向下的风险。

1. 2011 年上半年盈利增速逐季回落

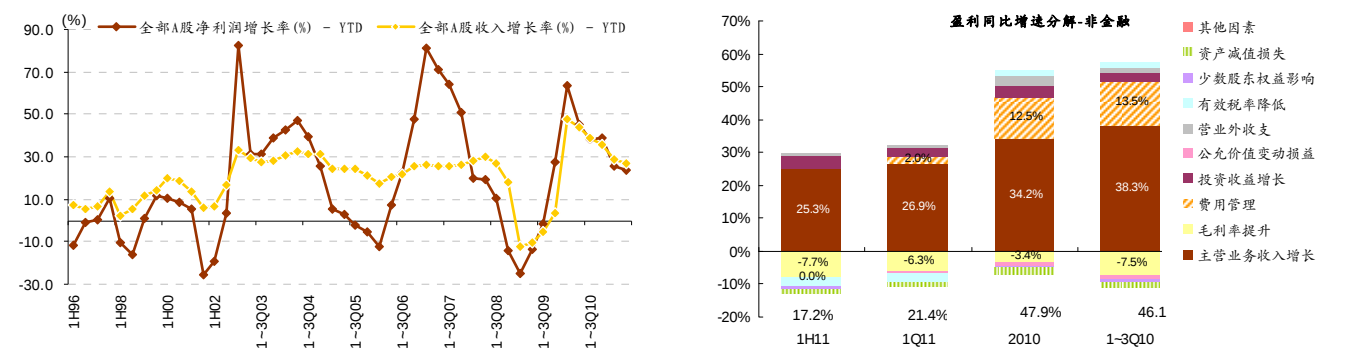
A 股 2011 年上半年盈利同比增长 23.6%。按照可比口径公司数据，2011 年上半年 A 股上市公司净利润同比增长 23.6%，其中非金融板块净利润同比增长 17.2%。2011 年二季度单季净利润同比增长 22.5%，环比增长 6.7%，其中非金融类公司净利润同比增长 14.3%，环比增长 13.4%。盈利同比继续放缓趋势，环比增长较一季度有所恢复。从行业上来看，2011 年上半年盈利增长居前的行业包括水泥、纺织服装、化工、有色金属、机械、食品饮料、家庭日用品等，二季度盈利环比改善居前的行业包括电信服务、电力、酒店旅游及餐饮、家庭日用品、软件及服务、电子元器件、技术硬件及设备。

2011 年上半年非金融板块盈利增长主要源于营业收入的增长，增速放缓主要受费用管理和毛利率变化贡献度降低影响。我们将损益表上的各个因素对 2011 年上半年净利润增长的贡献进行了分解（为了便于比较分析，我们对全部 A 股公司净利润增长的分解均剔除金融行业）。分解发现，收入增长是上半年盈利同比增长的最大的贡献要素（贡献度为 25.3%），但毛利率提升依旧是负贡献（贡献度为 -7.7%），且幅度变大，这主要是二季度石油天然气和交运板块毛利率受挤压所致。

库存增速回落，现金流状况略有好转。2011 年二季度 A 股非金融板块存货同比增长 33.4%，环比增长 6.5%，增速较一季度的 35.1%和 9.6%均有明显回落，显示了二季度企业已经开始主动去库存。从存货的绝对值水平，以及存货占总资产的比例来看，库存水平依然偏高。但存货的周转速度已经提升，并且经营现金流情况的好转，使得企业去库存的风险不大。另外，从 7 月和 8 月的 PMI 指数来看，产成品库存和原材料库存指数均在 50 以下低位运行，显示企业去库存活动在三季度仍在进行中。2011 年二季度 A 股非金融板块经营性现金流同比增长 11.3%，经营性现金流占收入的比例从一季度的 0.7 上升至 5.9%。现金流回暖的主要原因是企业主动去库存的活动，同时企业加强了信贷管理。从企业的应收账款周转率，存货周转率，应付账款周转率推算出的企业现金周转率上升至 5.9，周转速度变快。

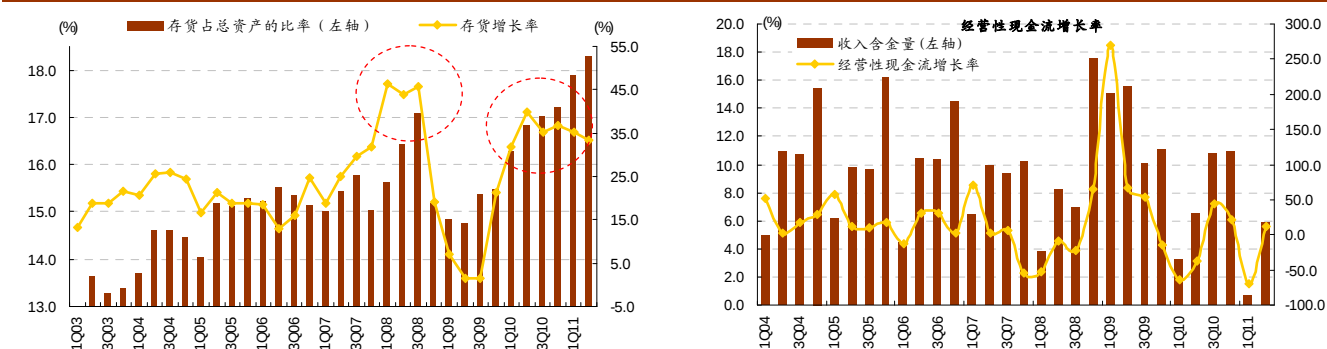
杜邦分析显示杠杆水平提升是二季度净资产收益率反弹的主因。2011 年二季度 A 股非金融板块的年化净资产收益率为 13.4%，较一季度的 12.2%有所反弹，且处于历史较高水平。净资产收益率的反弹的主要原因是杠杆水平的提升，而净利率水平继续缓步下滑。2011 年二季度非金融板块的资产负债率为 58.9%，再创历史新高。与 2010 年三季度的原历史高点 58.1%相比，主要是上游的能源和基础材料板块，以及房地产板块的负债水平提升所致。从负债结构来看，短期和长期借款占总负债的比例在趋势性的下降，但从去年四季度以来又有所回升，且主要表现为短期借款的提升。而杠杆水平的提升也主要是由于流动负债的增加，也反映了企业的运营压力。

图表 18：全部 A 股历史盈利增速（左）和 2011 年上半年盈利同比增速分解（右）



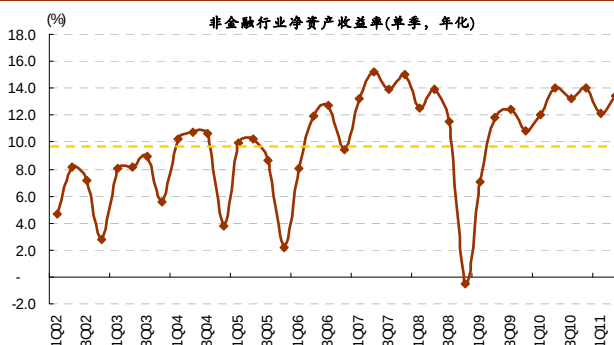
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 19：A 股非金融板块在去库存周期（左）和 A 股非金融类公司现金流有所好转（右）



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 20：当前 A 股非金融企业净资产收益率处于高位



资料来源：Wind，中金公司研究部

2. 当前市场一致预期仍需下调

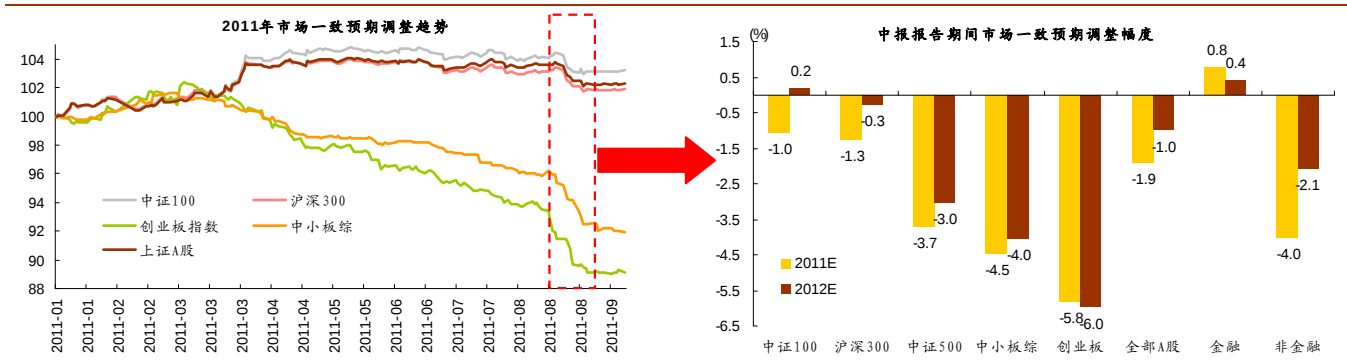
当前自下而上汇总全部 A 股 2011 年净利润增长 26.5%，2012 年增长 23.5%。全部 A 股 2011 年上半年盈利完成全年盈利预测的 47.1%，而历史平均水平为 54.1%，剔除 2005 年和 2008 年两年经济衰退期的平均水平为 50.7%。当前 2011 年市场一致预期增速为 26.5%，隐含下半年盈利需要同比增长 29.3%，环比上半年增长 12.5%。其中非金融板块 2011 年上半年盈利完成全年盈利预测的 42.4%，而历史平均水平为 54.1%，剔除 2005 年和 2008 年两年经济衰退期的平均水平为 50.2%。当前 2011 年市场一致预期非金融板块的增速为 28.1%，隐含下半年盈利需要同比增长 37.6%，环比上半年增长 35.7%。我们认为这一预期实现的难度很大，当前一致预期仍需进一步下调。

下半年煤炭、交通基础设施、银行、纺织服装、食品饮料等行业盈利下调风险相对较小。基于当前宏观组的判断，通胀已经见顶，GDP 单季同比增速在未来四个季度仍将逐级放缓，也就是说，我国经济将进入经济和通胀同时放缓的时期。而历史上，这样的情况同样发生在 2004 年的第三、四季度和 2008 年的一至四季度（图表 22）。从历史情况

来看，几乎所有行业在经历类似阶段时，盈利均有一定的下滑。具体分行业来看，在这两个阶段煤炭行业的盈利相对稳定，另外，钢铁、交通基础设施、电信服务、医疗保健、纺织服装、食品饮料、家庭日用品行业，在类似周期的初期盈利也相对稳定，后期出现下滑，而其他行业的盈利均出现持续下滑或者震荡下滑的趋势。因此，我们认为，各行业 2011 年和 2012 年的盈利预测将出现普遍下调，相对而言，上半年盈利完成占全年盈利预测的比例过低（比如小于 40%），以及下半年盈利同比增速相比上半年同比增速的涨幅过大（比如超过 20%）的行业盈利下调的风险较大。基于这两个指标，我们对行业进行了筛选，石油天然气、煤炭、有色、机械、交通基础设施、家电、纺织服装、食品饮料、银行等行业盈利下调风险较小，而其他行业盈利下调风险较大，具体请参见图表 23。

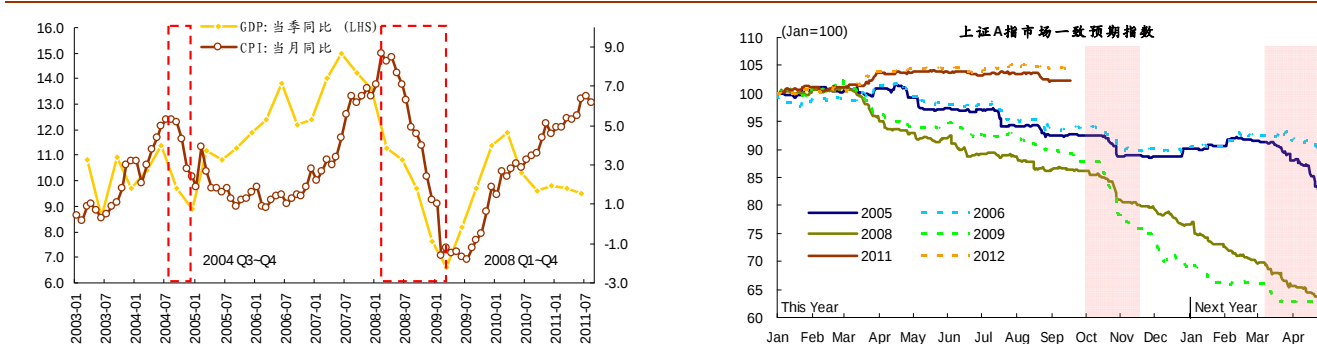
市场一致预期今年四季度和明年一季度末将进入大幅下调期。从今年 3 月底开始，市场对中小板和创业板的 2011 年的一致预期不断下调，在中期业绩报告期内，下调的幅度更大、速度更快。而对中证 100 和沪深 300 的盈利预测在今年 3、4 月份则有一定的上调，其实主要是对银行板块的上调，但中报期间也开始下调（图表 21）。三月底以来，全部 A 股 2011 年盈利预测下调了 1.9%，中证 100、沪深 300、中小板和创业板下调幅度分别为 1.0%、1.8%、8.4% 和 11.2%。这一调整趋势反映了之前市场的预期过于乐观，也符合我们之前的判断。但我们认为这一调整仍将继续，并在今年四季度和明年一季度进入大幅下调期。这一判断主要基于两点，一是三季报在十月份开始报出，并在十月底之前报完，通常在业绩报告期内，市场预期调整的幅度均较大；二是三季报报完之后，2011 年的盈利的可预期性更强，2011 年的盈利预测将调整至接近真实的水平，而市场对 2011 年盈利的调整也会导致对 2012 年盈利的担心，最终的结果应该是 2012 年盈利与 2011 年同时下调。同理，明年一季度末也将出现再次大幅的调整。这样的调整趋势在历史类似周期的 2005 年和 2008 年也出现过（图表 22）：四季度时，盈利出现明显的大幅调整，次年一季末的时候，盈利再次大幅下调。

图表 21：当前市场一致预期调整趋势（左）和调整幅度（右）



资料来源：朝阳永续，中金公司研究部

图表 22：历史上经济和通胀同时下滑时期（左）和类似时期的市场一致预期调整趋势（右）



资料来源：朝阳永续，中金公司研究部

图表 23：全部 A 股分行业盈利分析

二级行业	单季盈利同比增速							趋势解析	当前盈利预测隐含下半年盈利增速					盈利下调的可能性判断
	2Q04	3Q04	4Q04	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08		1H11/2011	1H11 YoY	2H11E YoY	2H11E QoQ	2011E	
石油天然气	102.2	81.1	97.9	-41.5	-54.6	5.7	-1.7	震荡下滑	46.6%	5.1%	11.0%	14.5%	8.2%	
煤炭	106.8	124.8	294.5	52.9	91.5	110.5	8.0	相对稳定	48.4%	19.7%	25.9%	6.5%	22.8%	
化工	35.6	27.4	-31.9	217.7	55.7	12.6	-267.0	持续下滑	36.0%	89.9%	107.3%	77.6%	100.7%	下调风险较大
钢铁	28.8	43.8	25.2	18.3	46.4	5.0	-329.1	前期稳定，后期下滑	42.0%	-20.0%	151.2%	38.0%	32.3%	下调风险较大
有色金属	69.1	28.5	136.2	16.6	-7.9	-50.3	-276.5	持续下滑	44.2%	76.5%	93.1%	26.2%	85.4%	
水泥	7.8	-18.8	-137.2	93.4	27.7	19.2	-39.6	持续下滑	40.0%	159.7%	71.9%	50.2%	98.8%	下调风险较大
其他建材	1,643.0	35.4	247.6	151.5	4.3	-48.3	-84.9	持续下滑	33.2%	21.9%	65.8%	100.9%	48.1%	下调风险较大
林业与造纸包装	-2.4	-1.7	-106.3	80.0	-7.7	-3.3	-180.0	震荡下滑	34.1%	0.5%	90.8%	93.3%	46.1%	下调风险较大
建筑与工程	-7.0	28.2	0.2	120.1	12.5	2.3	2.8	震荡下滑	41.8%	15.7%	53.9%	39.5%	35.2%	下调风险较大
机械	41.6	35.6	-38.6	45.4	20.7	3.0	-38.4	持续下滑	49.9%	67.8%	45.8%	0.2%	56.0%	
商用汽车及零部件	33.4	-0.4	-204.3	69.7	13.5	-60.7	-174.9	持续下滑	46.4%	-2.9%	10.4%	15.6%	3.8%	
电气设备	15.7	5.1	-189.0	75.2	10.4	30.5	-68.5	震荡下滑	33.9%	-9.5%	50.5%	94.6%	22.9%	下调风险较大
综合	70.9	53.9	1,089.8	62.7	-17.4	68.1	43.7	震荡下滑	43.2%	49.4%	46.3%	31.6%	47.6%	
交通运输服务	180.7	18.7	-91.9	117.0	-4.9	-47.2	-248.5	持续下滑	36.1%	-29.2%	-14.0%	76.8%	-20.2%	下调风险较大
交通基础设施	9.0	23.9	21.3	1.2	13.6	7.1	-23.0	前期稳定，后期下滑	46.2%	5.0%	23.5%	16.6%	14.2%	
电力	1.4	-15.7	-21.3	-68.9	-100.5	-127.6	-158.5	持续下滑	31.6%	-3.4%	18.8%	116.9%	10.8%	下调风险较大
城市公用事业	-15.5	-22.9	-403.4	-73.6	11.2	22.6	-33.8	前期稳定，后期下滑	43.1%	32.7%	8.0%	32.1%	17.4%	
银行	49.6	26.9	7.4	91.6	44.1	25.1	-33.8	持续下滑	53.3%	34.3%	20.8%	-12.5%	27.6%	
保险	n.a.	n.a.	n.a.	-28.1	-9.7	-153.2	-152.9	震荡下滑	47.8%	-0.4%	23.6%	9.1%	10.8%	下调风险较大
证券	-63.2	13.6	-165.8	115.5	-32.9	-73.0	-77.5	持续下滑	40.5%	4.6%	-11.8%	46.8%	-5.8%	
房地产	8.1	10.1	-77.0	73.6	60.3	0.1	-23.5	持续下滑	31.8%	16.6%	49.8%	114.2%	37.4%	下调风险较大
电信服务	20.9	-12.3	-11.5	7.4	806.0	-21.3	512.6	前期稳定，后期下滑	34.8%	6.4%	277.8%	87.6%	100.3%	下调风险较大
软件及服务	7.5	531.0	-395.7	54.9	19.3	-17.4	32.0	震荡下滑	33.3%	35.7%	48.1%	100.1%	43.7%	下调风险较大
技术硬件及设备	178.2	22.9	-1,045.8	-12.6	75.9	38.4	52.4	震荡下滑	29.2%	9.6%	52.1%	142.2%	36.6%	下调风险较大
电子元器件	39.3	1.1	-100.1	42.6	27.0	-88.5	-672.5	持续下滑	29.8%	14.3%	131.4%	135.5%	77.3%	下调风险较大
医疗保健	-12.6	-6.7	-238.3	46.4	36.0	13.0	-41.7	前期稳定，后期下滑	44.3%	23.4%	53.5%	25.7%	38.5%	下调风险较大
汽车及零部件	1.6	-21.5	-67.1	22.2	-25.7	-56.7	-184.0	持续下滑	45.9%	-2.7%	37.8%	17.8%	15.7%	下调风险较大
家电及相关	9.6	2.4	-1,967.9	66.0	39.8	3.7	-206.5	持续下滑	43.3%	28.9%	39.0%	30.8%	34.4%	
服装及纺织品	-34.2	7.8	-4,042.4	-33.4	97.2	-22.4	-135.5	前期稳定，后期下滑	40.7%	78.4%	-5.8%	45.7%	16.6%	
家用耐用消费品	47.7	-11.7	-56.4	0.4	-24.9	-82.3	-143.8	持续下滑	54.5%	56.0%	80.0%	-16.5%	66.1%	下调风险较大
酒店旅游及餐饮	395.1	75.4	-490.1	-7.4	-7.0	-41.7	-46.7	持续下滑	37.7%	18.6%	65.5%	64.9%	44.0%	下调风险较大
传媒	185.0	-38.8	-16.7	25.2	27.9	6.0	-45.9	持续下滑	43.0%	40.7%	17.5%	32.8%	26.5%	
零售	122.2	19.1	-57.9	58.1	20.5	9.8	-41.0	持续下滑	45.5%	29.2%	68.6%	19.9%	48.1%	下调风险较大
食品饮料	37.9	28.0	64.5	47.3	62.9	-5.8	-121.9	前期稳定，后期下滑	48.2%	45.1%	54.2%	7.6%	49.6%	
家庭日用品	-38.8	-30.8	-6.3	-35.6	-14.9	-76.0	-110.9	前期稳定，后期下滑	39.3%	42.3%	-864.1%	54.4%	407.9%	下调风险较大
农业	-191.3	-16.5	-199.6	54.3	-12.6	-210.1	140.7	持续下滑	29.1%	32.3%	141.1%	143.8%	94.5%	下调风险较大
合计	44.4	28.9	-31.7	19.8	5.4	-6.2	-86.1	持续下滑	47.1%	23.6%	29.3%	12.5%	26.5%	
金融	33.4	26.6	-11.2	63.9	27.3	-5.9	-51.3	持续下滑	52.5%	30.4%	19.1%	-9.5%	24.8%	
非金融	45.0	29.0	-33.1	-0.7	-6.2	-6.4	-104.7	持续下滑	42.4%	17.2%	37.6%	35.7%	28.1%	

资料来源：Wind，朝阳永续，中金公司研究部

3. 2011 年自上而下非金融企业盈利增长 14.5%，2012 年下滑至个位数

自上而下的模型显示，2011 年非金融企业收入增长 22.2%，2012 年增速下滑至 13.7%。基于中金宏观组对 2012 年的经济展望，我们对 2012 年的上市公司盈利进行了自上而下的盈利分析。中金宏观组对 2012 年的主要经济指标预测见图 24。总体来看，GDP 增长今年 9.2%，明年进一步放缓至 8.4%，三架马车中，除了消费保持平稳增长，固定资产投资和净出口增速都将趋势性向下。通胀今年 5.5%，明年受全球经济增长放缓影响，输入性通胀压力有所缓解，同时国内经济增长放缓，以及今年通胀的高基数，明年通胀下滑至 3.6%。由于非金融企业收入增速和 GDP 增速的相关性很高，我们根据 GDP 的三大驱动因素，即投资、出口和消费的假设来建立模型来预测今明两年的收入增速。我们自上而下的模型分析显示，2011 年非金融企业收入增长 22.2%，2012 年增长下滑至 13.7%（图 25）。

结合自上而下的收入预测和净利率分析，基本情形下，预计 2011 年非金融企业净利润增长 14.5%，2012 年增速下滑至 5.4%。通过观察历史上 2004/2005 和 2007/2008 年的两轮通胀可以发现，通常在 CPI 由负转正，开始企稳回升的阶段，非金融企业的毛利率是在扩充的。但在物价开始全面上涨，通常是通胀的中后期，CPI 到达顶点前的 5-6 个月，物价上涨带来的人工成本，原材料成本以及能源成本等的压力就开始侵蚀企业的盈利能力，这时企业的毛利率开始下滑。毛利率的下滑从而也会带动净利率的下滑。但与前两次不同的是，由于本轮通胀本质上的特殊性，这一轮通胀中企业的毛利率扩充期较短，在通胀较早的时期就开始缩窄，与前两次的大幅波动相比较稳定（图 26 左）。2011 年上半年非金融企业毛利率 15.3%，已经达到 2005 年和 2008 年时的最低水平。基于此，我们判断 2012 年企业净利率继续缩窄的空间也相对有限，也就是说，明年收入增速下滑将成为盈利下滑的最主要因素。结合自上而下的收入预测与净利率分析，预计 2011 年非金融企业净利润增长 14.5%，2012 年增速下滑至 5.4%（图 26 右，图 27）。这意味着，当前非金融板块自下而上 2011 年市场一致预期尚有 10%的下调空间，而 2012 年市场一致预期则要大幅下调 25%左右。综合我们金融行业分析员对金融行业的盈利预测，全部 A 股上市公司自上而下 2011 年的盈利增长 19.5%，2012 年增长 13.3%。

通胀走势和房地产销售情况将左右明年盈利预测向下的风险。如果通胀下滑对企业盈利能力的影响超出预期，可能带来企业毛利的大幅下滑，从而将会带来企业盈利向下的风险。同时，房地产走势对企业盈利的风险也不容忽视。如果年内房地产销售无法回暖，那么在房地产企业库存已然偏高的情况下，明年的房地产库存水平更加显著攀升，开发商的资金链将面临断裂的风险。这种情况下，开发商买地和施工的积极性将大幅下降，届时今年市场预期多时但至今仍未出现的投资下滑的局面就会真正出现。同时，由于卖地收入的大幅下滑，明年各地方政府用于投资的资金来源也会出现严重的短缺，从而使得经济增速面临较大的下行风险，而整个房地产上下游行业的盈利也面临下调

的风险。房地产开发投资的放缓，会使得房地产建筑相关的原材料及投资品行业的盈利受到影响；房地产销售的趋缓，使得房地产相关的消费，如家庭耐用消费品等行业的盈利直接受到影响；房地产市场的风险带来对银行资产质量的担心，银行可能加大拨备力度，业绩上调的空间被限制；由于股票市场可能受调控影响而低迷，使得保险和证券行业的业绩也受到负面影响。

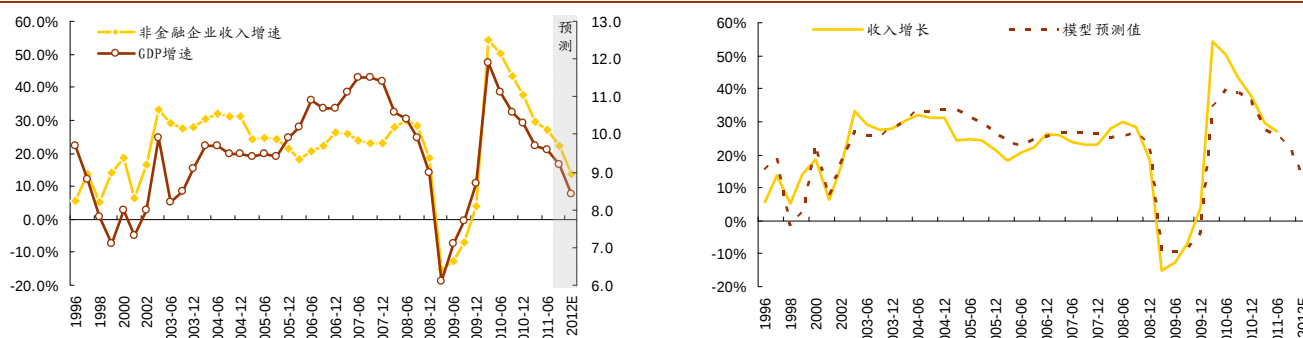
图表 24：中金宏观组对 2011 年和 2012 年主要经济指标的预测

	2010 年	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2011 年 预测值	2012 年 预测值
经济增长							
GDP（同比增长率，%）	10.4*	9.7	9.5	9.1	8.6	9.2	8.4
GDP（季环比增长率，%）		8.7	9.1	8.7	7.9		
最终消费支出（%）	7.9					8.1	8.0
资本形成总额（%）	11.8					11.2	10.5
通货膨胀率							
CPI（同比增长率，%）	3.3	5.0	5.7	6.2	4.9	5.5	3.6
经济活动							
工业增加值（同比增长率，%）	15.7	14.4	13.9	13.5	12.6	13.8	12.3
固定资产投资（累计同比增长率，%）	24.5	25.0	25.6	24.7	23.6	23.6	18.8
社会消费品零售总额（同比增长率，%）	18.3	16.3	17.3	16.7	15.8	16.5	15.0
对外贸易							
出口（同比增长率，%）	31.3	26.4	22.1			21.6	10.0
进口（同比增长率，%）	38.7	32.9	23.1			24.0	13.0
货币信贷							
M2（同比增长率，%）	19.7	16.6	15.9			14.0	14.0
新增人民币贷款（亿元）	79,235	22,550	19,251			70,000	70,000
利率和汇率							
1年期存款利率（%，期末值）	2.75	3.00	3.25	3.75	3.75	3.75	
人民币对美元汇率（元/美元，期末值）	6.62	6.56	6.47		6.23	6.23	

* 初步核算数据

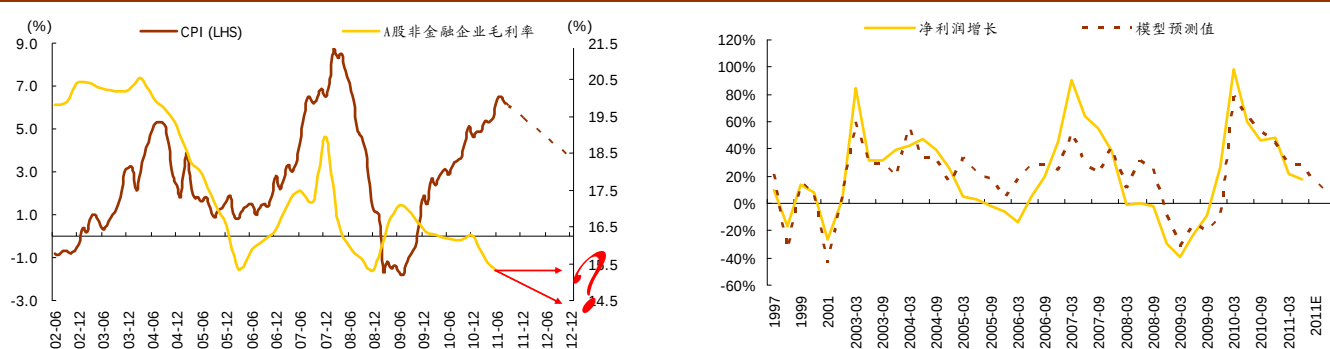
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 25：自上而下收入 2011 年增长 22.2%，2012 年增长 13.7%



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 26：通胀与非金融企业毛利率（左）和基于收入和净利率的自上而下盈利预测（右）



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 27：2012 年盈利增速预测敏感性分析

2012年盈利增速		2012年收入同比增速								
		5.7%	7.7%	9.7%	11.7%	13.7%	15.7%	17.7%	19.7%	21.7%
2012年净利率	4.4%	-19.7%	-16.7%	-13.7%	-10.7%	-7.8%	-4.8%	-1.8%	1.1%	4.1%
	4.6%	-16.4%	-13.4%	-10.4%	-7.4%	-4.5%	-1.5%	1.5%	4.4%	7.4%
	4.8%	-13.1%	-10.1%	-7.1%	-4.1%	-1.2%	1.8%	4.8%	7.7%	10.7%
	5.0%	-9.8%	-6.8%	-3.8%	-0.8%	2.1%	5.1%	8.1%	11.0%	14.0%
	5.2%	-6.5%	-3.5%	-0.5%	2.5%	5.4%	8.4%	11.4%	14.3%	17.3%
	5.4%	-3.2%	-0.2%	2.8%	5.8%	8.7%	11.7%	14.7%	17.6%	20.6%
	5.6%	0.1%	3.1%	6.1%	9.1%	12.0%	15.0%	18.0%	20.9%	23.9%
	5.8%	3.4%	6.4%	9.4%	12.4%	15.3%	18.3%	21.3%	24.2%	27.2%
	6.0%	6.7%	9.7%	12.7%	15.7%	18.6%	21.6%	24.6%	27.5%	30.5%

资料来源：中金公司研究部

二、估值分析：警惕局部性低估值的陷阱

当前全部 A 股的加权平均 TTM 市盈率为 14.25 倍，低于 2005 年最低点时的 18.68 倍，仅略高于 2008 年最低点时的 13.68 倍。由此，不少市场人士和投资者提出当前的市场估值水平已经见底，因此市场没有进一步下跌空间。但是我们要说的是，当前市场的低估值水平仅是局部性的，所以不能仅凭市场整体市盈率水平较低作为 A 股已经见底的有力佐证。

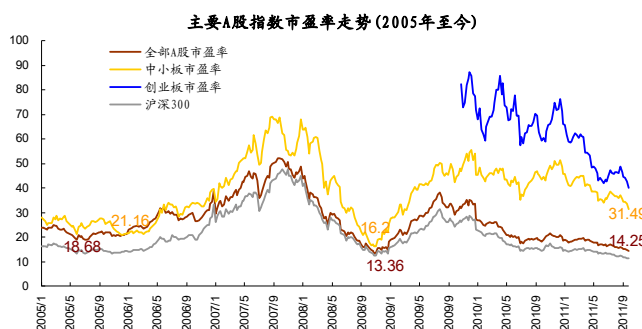
1. 大盘蓝筹股市盈率创历史新低，但未来在 10 倍左右的市盈率水平波动将是合理状态

我们看到当前 A 股整体的估值水平仅局限在以沪深 300 指数成分股为核心的大盘蓝筹股之中。当前沪深 300 成分股平均 TTM 市盈率为 11.25 倍，已经创下了历史新低，低于 2005 年最低时的 13.11 倍和 2008 年最低时的 12.34 倍。但是我们也看到有诸多因素制约着大盘蓝筹股的市盈率估值水平出现显著反弹。首先，由于当前经济增速刚刚从高处回落，很多周期性股票未来的盈利存在着下降的可能，而在经济增速回落和房价下跌可能性加大的影响下，作为蓝筹股核心盈利贡献的银行股还存在资产减值导致盈利下降的可能，因此在这种不确定性较大的情形下，大盘蓝筹股估值难以显著反弹。其次，如我们前文所述，由于未来股票供给量将持续上升，而货币供给量将较此前 10 年的平均水平显著的下一个台阶，因此整体市场的市盈率估值水平中枢出现趋势性下降将是大概率事件。而这种趋势性的估值水平中枢下降在大盘蓝筹股中将首先得到体现。最后，由于大盘蓝筹股的长期成长性较低，而由于其自身又大部分为国有控股型企业，二级市场的股东既难以对上市公司的运营和管理产生影响，又很难从上市公司身上得到实际真金白银的回报，因此根据海外市场的经验情况，我们认为这类大盘蓝筹股未来市盈率长期估值水平在 10 倍上下是非常合理的。

2. 中小市值股票估值依然偏高

当前中小板指数成分股 TTM 加权市盈率仍有 31.5 倍，相比 2005 年和 2008 年底部时期中小板股市盈率分别为 21.2 倍和 16.2 倍高出很多，而创业板指数成分股 TTM 加权市盈率仍高达 40.5 倍（图表 28）。随着未来这些中小盘板块个股的股本扩张和自由流通市值的膨胀，大概率事件是其整体市盈率也将逐渐向主板估值水平靠拢。

图表 28：A 股各成分股指数 TTM 加权市盈率走势



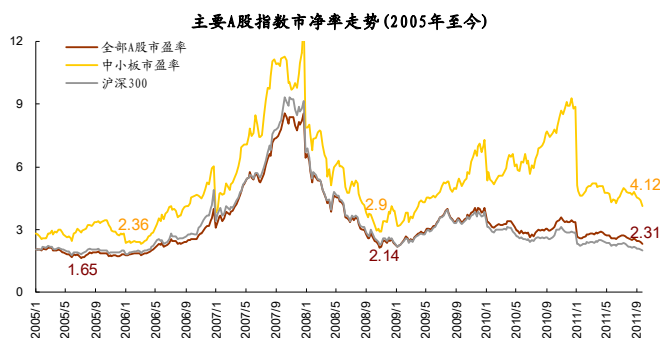
资料来源：Wind，中金公司研究部

3. 当前市场市净率水平并未见底

从市净率指标看，往往其在熊市底部的判断中更为有效一些。当前，全体 A 股目前市净率 2.31 倍，2005 和 2008 年最低分别达到 1.65 倍和 2.14 倍。因此可以认为，市净率指标显示当前股市估值水平还未真正见底。

从各成分股指数看，沪深 300 成分股目前市净率为 2 倍，已低于 2008 年 2.25 倍的最低水平，但仍高于 2005 年 1.76 倍的最低水平。中小板目前市净率 4.12 倍，2005 和 2008 年最低分别仅 2.36 倍和 2.9 倍（图表 29）。

图表 29：A 股各成分股指数市净率走势

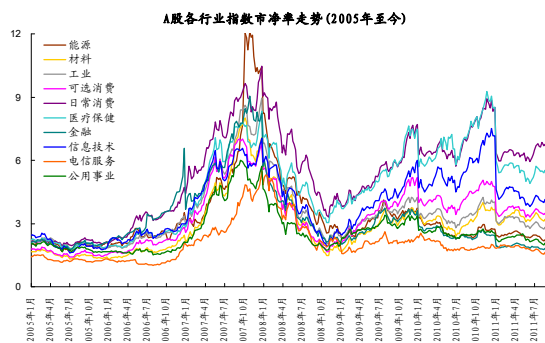


资料来源：Wind，中金公司研究部

4. 市场见底信号的各行业市净率水平的快速收敛现象还未出现

从 A 股此前的几轮市场见底的估值信号看，最为有效的一点是市场即将见底时都会出现各行业板块的市净率水平快速收敛的现象，但我们看到，目前这种现象还未真正出现。虽然近期一些强势行业板块的补跌使得各行业板块的市净率水平略有收敛，但是距离具有底部特征的快速收敛仍有不小的差距。

图表 30：A 股各行业板块市净率水平还未显著收敛



资料来源：Wind，中金公司研究部

总结：

根据上述分析，我们认为当前 A 股整体市盈率接近历史最低水平并不能作为 A 股市场已经见底的有效信号来看待。经济增速目前才刚刚开始放缓，盈利增速的下滑也仅刚刚开始。而目前仅大盘蓝筹股的市盈率水平创了历史新低，而中小盘股和很多行业板块市盈率水平依然远高于各自历史最低水平。而从市净率水平看，市场整体也未达到历史最低水平。各行业板块市净率水平快速收敛这一市场底部特征也未出现。因此我们认为所谓的“估值底”，并不是“市场底”。此外，从长期看，A 股市场的估值水平中枢不断下行很可能将是一个长期现象。首先，这是因为 A 股的股票供给扩张持续大于货币供给增速，更重要的是，当前 A 股市场博弈主体的改变使得估值水平对于判断市场底部的有效性不断降低，因为全流通和高速扩容使得市场博弈从 2008 年以前二级市场投资者之间的博弈向现在的一级市场与二级市场投资者之间的博弈转变。而二级市场投资者无论从信息、持股比例、对上市公司的控制能力等各方面都处于绝对劣势。因此，我们认为当前反而要警惕局部性低估值的陷阱。

4 季度投资策略建议

一、总体建议：反弹不是底，蓄芳待来年

总体上我们认为 4 季度 A 股没有太大的机会，市场主要呈现弱势盘整和震荡下行的趋势为主，并辅以一些超跌反弹的小波段行情。但我们总体的观点是：**反弹不是底，蓄芳待来年**。因为我们相信从经济、政策、资金面等各项因素看，市场的底部出现在 2012 年的可能性更大，4 季度市场构筑中大级别底部的条件不足。

一些小级别的超跌反弹将成为 4 季度主要的机会，而其主要的核心仍将来自于对于市场对于政策放松不时产生的憧憬和预期，这些预期可能的触发因素包括：

- ▶ 中小银行受制于新的存准监管要求将出现贷款能力和流动性枯竭，可能推动政策针对性地下调一些中小银行的 RRR
- ▶ CPI 回落至 5% 以下后对政策放松的预期上升

对于这样的反弹，我们认为其幅度一般在 5~10% 左右，因此总体的策略建议是不必追高，以逢高减仓为宜。

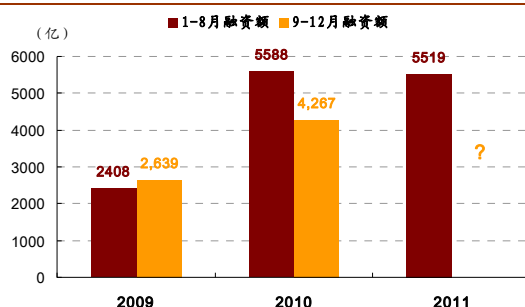
对于市场下行的空间，我们认为主要取决于两大因素：

- ▶ 4 季度 A 股市场融资和再融资规模的大小
- ▶ 海外市场尤其是欧债危机的后续演变

从国内市场看，一般自 9 月以后进入全年的融资和再融资高峰期，以 2009 和 2010 年为例，最后 4 个月占到全年融资总量的 40~50%，而从当前十分脆弱的市场情绪和资金面状况看，要是继续维持这样的融资比例，即今年后 4 个月融资量仍将高达 4000 亿元左右，就将意味着市场可能出现更大的下跌空间。

但是，我们认为这个问题将是动态的。因为如果市场出现了进一步的下跌，则很可能出现新股大量破发而被迫减少发行量的情况，从而导致市场融资量和下跌空间低于预期的情况。同样，如果市场很快先出现一波反弹，则意味着融资和再融资将以更快的节奏发行，必将使得市场再度回到下跌的状态之中。因此，我们认为对于市场的融资量和股市的下跌空间并不必作出过于激进的假设。根据当前的市场状况和融资需求，我们认为后 4 个月融资规模在 2000~3000 亿的可能性较大，而 4 季度市场的底部在 2200~2300 之间的可能也较大。

图表 31：国内市场 4 季度融资规模将决定市场下跌空间



资料来源：Wind，中金公司研究部

二、配置建议：控制仓位，关注超跌防御性

在板块配置上，首先鉴于市场资金面依然偏紧，所以我们认为 4 季度的各板块之间仍将出现一定的“跷跷板”关系。由于盈利增速刚刚开始下滑，总体下滑幅度不会非常明显，因此我们认为市场对于盈利的关注度会有所下降，而对估值水平的防御性的关注度将有所上升。这就意味着整体上来看：**估值防御性的优势要大于盈利防御性**。也就是说，一些超跌低估值板块的防御性要优于高估值板块。

具体到各板块，我们认为 4 季度中，周期股先抑后扬，消费医药股先扬后抑的可能较大。而金融股呈底部盘整、略有回升的态势可能较大。此外，随着 2012 年解禁高峰的到来，未来中小板股票和创业板股票的流通市值将步主板后尘出现由限售股大小非解禁带来的大幅内生性扩容，在这种情况下，中小板和创业板整体估值水平下降所造成的风险不能忽视。

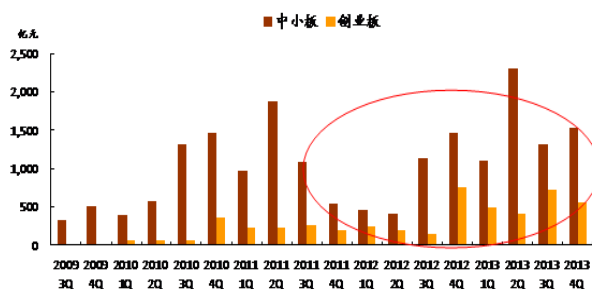
对于配制型投资者，建议关注的板块包括低估值的银行、券商和一些超跌的周期股板块，建议回避中小盘股和一些前期较为强势的行业板块的补跌风险。

图表 32：4 季度各板块走势判断

	一季度	二季度	三季度	四季度
金融股	→	→	→	↗
周期股	→	→	→	↘
消费医药	→	→	→	↘
中小板	→	→	→	↘
创业板	→	→	→	↘

资料来源：中金公司研究部

图表 33：2012 年将迎来中小板和创业板限售流通股的解禁高峰

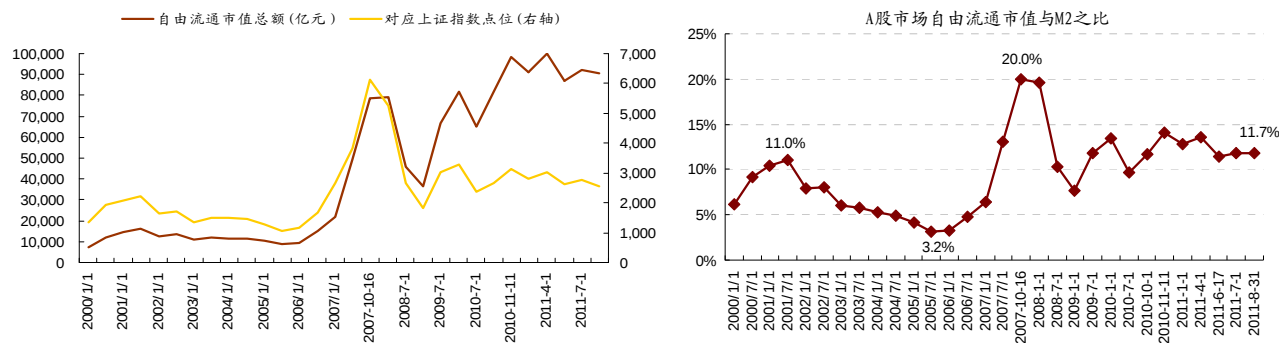


资料来源：Wind，中金公司研究部

三、自由流通市值分析：未来新股发行量和限售股减持量将决定二级市场盈亏

虽然近两年来 A 股市场走势相对低迷，但是从当前 A 股的自由流通市值，无论总量还是与 M2 的比率看，都处于均衡正常水平，并未出现 2005 年和 2008 年时的低估水平（图表 34）。之所以二级市场投资者亏损居多主要是因为自由流通市值的增加大部分来源于新股发行以及限售股解禁减持。

图表 34：当前 A 股的自由流通市值量以及与 M2 比值并不低估



资料来源：Wind，中金公司研究部

在图表 35 中，我们计算得出，自 2010 年 8 月 31 日到 2011 年 8 月 31 日，A 股自由流通市值的上升基本完全由于新股和减持解禁流通股因素影响，二级市场股价涨跌因素则为负贡献。

图表 35：过去一年中二级市场股价涨跌因素对自由流通市值为负贡献

	自由流通市值				上证指数	中小板指数	创业板指数
	全部A股	主板	中小板	创业板			
2010-8-31	79,738	69,861	8,766	1,111	2,639	6,182	1,026
新股因素	3,486	872	1,497	1,117			
股价涨跌因素	(329)	488	(609)	(208)			
新增解禁自由流通股因素	7,912	5,144	2,161	608			
2011-8-31	90,807	76,365	11,815	2,628	2,567	5,675	921
同比增加	13.9%	9.3%	34.8%	136.5%	-2.7%	-8.2%	-10.1%

资料来源：Wind，中金公司研究部

我们认为在正常情况下，自由流通市值的增长空间与 M2 增速大体相当。根据这一假设，我们可以得到以下等式：

未来 1 年二级市场股价涨跌对自由流通市值的贡献 = 现有自由流通市值 × M2 增速 - 新股（包括融资和再融资）发行 - 解禁减持量

根据我们此前的分析，我们认为未来中国的 M2 增速难以再出现过快的增长，因此其潜在增速可能被控制在 15% 左右，据此假设，按照当前的 A 股自由流通市值约 9 万亿人民币计算，可以得出：如果每年新股发行（含 IPO 增发配股）和减持解禁流通量超过 1.3 万亿元，二级市场投资者就将面临整体亏损。而过去两年，每年仅新股的融资和再融资金量就达到了 1 万亿元，再加上限售股在二级市场的解禁减持，二级市场投资者的总体亏损状态就显得非常正常了。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED