

分析师: 李俊

执业证书编号: S0730511010012

Email: lijun@ccnew.com

电话: 021-50588666-8109

紧缩预期见底, 估值修复下的结构性反弹

——2011年四季度A股市场投资策略

研究报告—A股策略

发布日期: 2011年9月30日

相关报告:

《风险消退大半, 估值跨年度切换》

---2011年9月1日

《从通胀主题向债务问题演变》

---2011年8月1日

《市场进入横盘阶段》

---2011年7月1日

《逆周期调控下的“退”与“进”》

---2011年6月1日

《行情再现新一轮循环》

---2011年4月1日

《估值修复进入检验期》

---2011年3月1日

《等待第二轮修正》

---2011年1月28日

《A股市场资源价值显现》

---2010年11月29日

《走出盘局, 蓝筹引领市场向上》

---2010年10月1日

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东世纪大道1600号陆家嘴广场18F

邮编: 200122

投资要点:

- 紧缩预期见底。一是通胀见顶回落, 国内经济出现“CPI下降、GDP下降”的双降组合;二是债务危机深化, 发达经济体减速或衰退的风险正在上升。鉴于国内外的经济环境发生了明显的变化, 调控政策逐步进入尾声, 四季度政策紧缩预期趋于见底。
- 市场流动性环比小幅改善。综合公开市场到期、外汇占款、财政存款、新增信贷以及存款准备金的补缴规模, 四季度可提供的流动性达28379亿元, 占比GDP19.88%。相较于三季度的19.11%, 该比例提升了0.77个百分点。
- 市场估值水平处于历史低位。在逐步反应悲观预期的过程中, A股的整体估值水平不断创出新低。与此同时, 市场交易活跃度明显下降, 产业资本减持也大幅度降低。不过, 在四季度紧缩预期见底以及流动性环比改善的刺激下, 处于底部区域的市场情绪将有所提振, 并有望推动市场出现估值修复下的结构性反弹。
- 四季度是通胀回落由初期向中期过渡的阶段。一方面, 市场经历了通胀回落初期盈利回落所引发的激烈调整, 风险已经释放大半;另一方面, 市场仍需等待通胀回落中期业绩拐点出现后的恢复性上涨。从结构来看, 随着通胀见顶回落, 受益于通胀概念的贵金属、白酒等板块缺乏继续表现的动力;而随着经济减速的延续, 投资者将加重投资回落的担忧, 地产、钢铁、水泥、玻璃、工程机械以及航运等行业的弹性将大幅度降低。
- 预计四季度上证综指运行区间2200点-2600点, 对应9.85倍-11.64倍动态市盈率。市场将呈现四大结构性机会:一、财政微调的领域。如文化传媒与环境保护等行业;二、城市公共交通建设。如软件、监控视频以及电气化设备等;三、化工新材料、金属新材料。如磁性材料、清洁能源等;四、低估值板块。如汽车、煤炭、机场以及银行等。
- 风险提示: 民间借贷市场泡沫破灭、房地产市场调整超预期、出口回落超预期

目录

1	从通胀到增长	4
1.1	通胀回落	4
1.2	经济减速	5
1.3	盈利增速继续下降	7
2	流动性环比改善	8
2.1	紧缩调控进入尾声	8
2.2	流动性环比改善	11
3	市场情绪处于底部区域	12
3.1	估值整体处于历史最低位	12
3.2	市场情绪指标趋于悲观	12
3.3	等待结构性反弹	13
4	估值修复下的结构性机会	14
4.1	从通胀到增长主线下的三阶段演绎	14
4.2	四季度估值修复下的结构性行情	15

图表目录

图 1:	正常与悲观情景下的 CPI 预测	4
图 2:	CPI 周期与上证综指	4
图 3:	商品房销售与竣工	5
图 4:	保障房开工套数	5
图 5:	百城住宅价格指数	5
图 6:	商品房销售是投资的先行指标	5
图 7:	土地成交占地方财政比例	6
图 8:	地方政府债务到期分布	6
图 9:	固定资产投资的贷款占比大幅回落	6
图 10:	地方投资将遭遇资金困境	6
图 11:	美国 GDP 与我国出口增速的相关性	7
图 12:	欧元区 GDP 与我国出口增速的相关性	7
图 13:	欧美 PMI 是出口增速的领先指标	7
图 14:	中国出口数量与价格的背离	7
图 15:	工业毛利率比较	8
图 16:	上市公司毛利率走势的 M 形	8
图 17:	PPI 回落一个季度后, 主营有望启稳	8
图 18:	预计四季度非银行类上市公司同比为负	8
图 19:	M1 下降周期进入尾声	9
图 20:	四轮调整周期比较	9
图 21:	M2 逼近历史低位	9
图 22:	M2-GDP-CPI 继续回落空间极为有限	9
图 23:	存准基数扩大后的资金上缴规模分布	9
图 24:	存款准备金率已无上调空间	9

图 25: 全球经济增长预测不断调低	10
图 26: 国内贷款加权利率创下三年来的新高	10
图 27: 温家宝总理对经济形势与经济工作的看法	10
图 28: 政策微调的时间点分布	10
图 29: 3: 3: 2: 2 假设下的新增信贷规模	11
图 30: 公开市场净投放资金规模 (亿元)	11
图 31: 9-12 月占比 30% 的假定下的外汇占款	11
图 32: 财政存款变动的规律性	11
图 33: 流动性环比略升	11
图 34: 上证综指估值已处三年来低位	12
图 35: 中证不同指数成分的估值水平	12
图 37: 参与交易帐户占比明显低位	13
图 38: 融券占比处于高位	13
图 39: 月度产业资本净减持规模创年内新低	13
图 40: 9 月市场成交金额创两年来新低	13
图 41: 政策预期推动效应递减	13
图 42: CPI 与 GDP 的阶段划分	14
图 43: 上市公司对应的业绩增长	14
图 44: 财政结构性倾斜的方向	15
图 45: 城市公共交通建设是基建投资亮点	15
图 46: 市盈率偏低的行业	15
图 47: 化工新材料处于景气周期	15

1 从通胀到增长

随着7月份国内CPI同比增速的见顶，通胀压力开始逐渐缓解。一般而言，通胀趋势回落的形成必须要经历预测-验证-强化这个三阶段，并确立整个市场的一致预期。从时间点来看，9月CPI是否存在反复将对市场起到真正的引导作用。

而在通胀从高点向下的转折时期，对经济增长的担忧将主导市场。从投资来看，地产投资、基建投资以及地方投资将出现明显回落；从出口来看，在海外经济低迷或衰退的影响下，出口增速难以持续。在两者的共同作用下，国内经济开始出现减速迹象。

经济减速、成本高位、企业盈利下行的过程仍在延续，股市难以出现系统性上涨。不过，股市提前反应经济变化，估值水平的大幅度回落预示市场风险已消退大半。而伴随通胀拐点、房价拐点以及经济拐点的出现，政策紧缩预期已经见底。

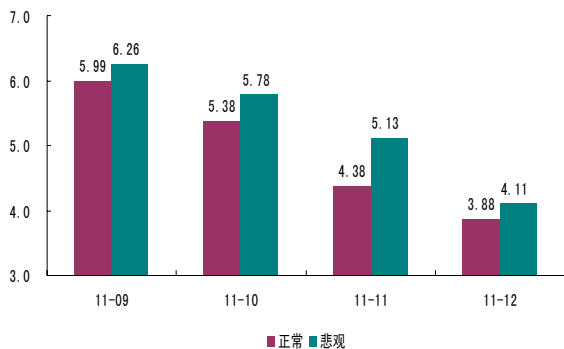
1.1 通胀回落

从情景分析来看，四季度CPI同比将逐月回落。一、正常情景：2006年-2011年，8月环比平均增速高于9月-11月。在四季度以8月的环比增长为假设的情况下，12月CPI将回落至4%以下。

二、悲观情景：假定CPI环比涨幅类似于2010年经济过热的四季度，12月CPI同比将回落至4.11%。不过，在紧缩政策持续、累积效应尽显的背景下，我们认为这种情况在2011年四季度出现的概率极低。

因此，即便9月CPI仍居高位并可能扰动市场，CPI增速应已经见顶，并开始出现趋势性回落。从过去三轮CPI周期来看，见顶回落初期的上证综指将遭遇“估值”与“盈利”的双杀，但3个月左右的调整后将出现明显反弹，这意味着10月份将是一个敏感的时间点。

图 1：正常与悲观情景下的 CPI 预测



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 2：CPI 周期与上证综指



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

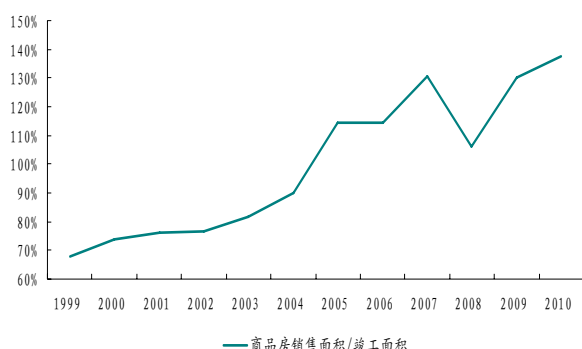
1.2 经济减速

地产投资回落。从房地产投资来看，8月份完成额累计同比增长33.2%，超出市场预期。不过，我们预计下一阶段房地产投资增速将出现明显下滑：一是商品房销售/竣工比例达161%，已处于历史高位；

二是保障房开工率已达86.8%。截止8月份，国内保障房开工868万套，有效对冲了商品房投资的下滑，但四季度支持力度有限；

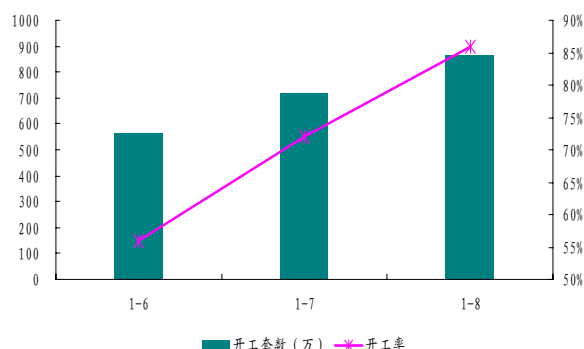
三是商品房价格环比下降。进入三季度，多重因素制约之下，房地产市场供需失衡，全国商品房销售陷入低迷，地产投资将受明显的负面影响。一般而言，房地产销售领先房地产投资六个月左右。

图 3：商品房销售与竣工



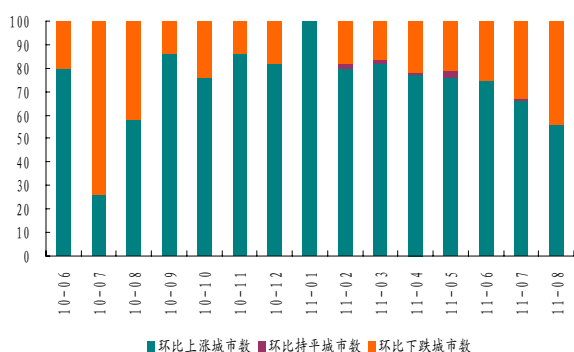
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 4：保障房开工套数



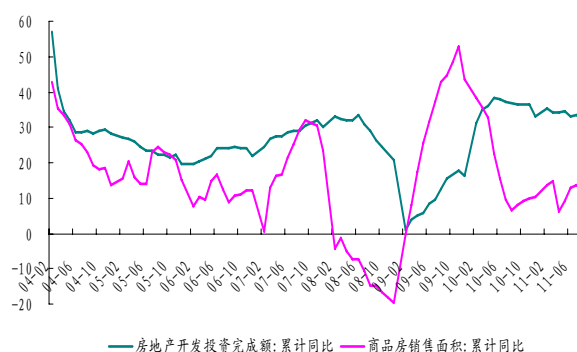
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 5：百城住宅价格指数



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 6：商品房销售是投资的先行指标

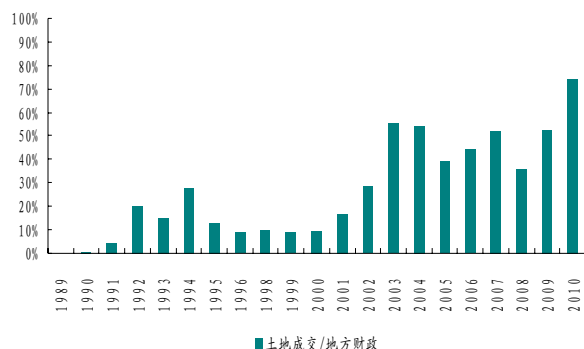


数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

地方投资回落。受困于资金以及销售，预计房产商拿地态度将趋于谨慎。“卖地-投资”的土地财政模式继续扩张的空间有限。数据显示，土地成交占比地方财政已达74%，地方财政对土地的依赖程度达到惊人地步。

我们认为，地方融资平台还本付息高峰、银行信贷控制与土地财政叠加在一起，市场难免会担忧地方投资项目的进展。从资金来源来看，预计地方投资的速度将趋于放缓。

图 7：土地成交占地方财政比例



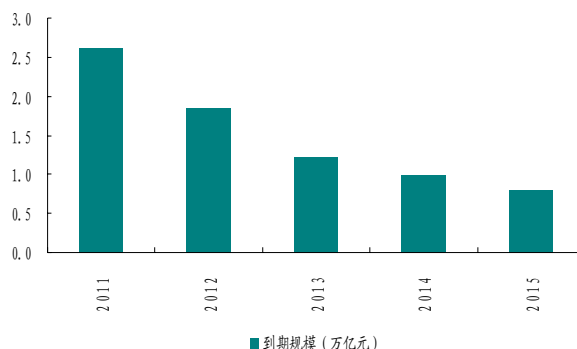
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 9：固定资产投资的贷款占比大幅回落



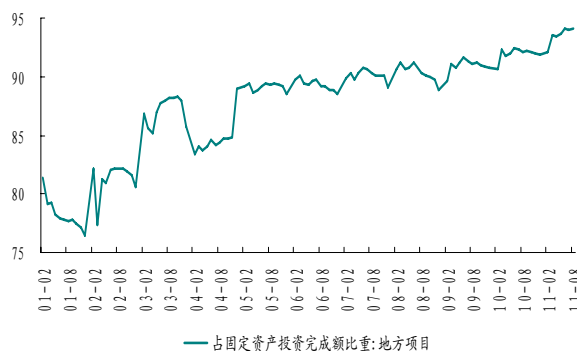
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 8：地方政府债务到期分布



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 10：地方投资将遭遇资金困境



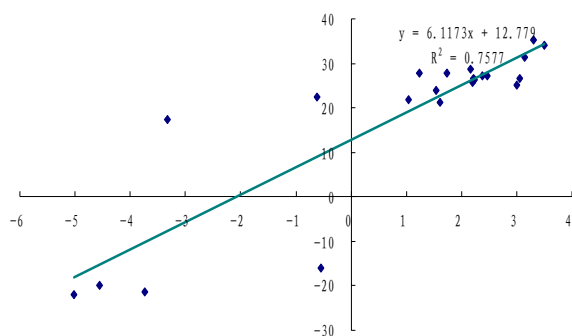
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

出口回落。与投资下滑主要是受内部因素影响不同，出口回落更多来自于外部影响。短期内，从经济基本面的领先指标，如 ISM、商业信心指数、消费者信心指数来看，我们发现发达经济体近期均出现明显恶化。尤其是美国密歇根消费者信心指数已经跌到危机时的最低水准。

市场目前已开始调低明年欧美的经济增速，而欧美经济减速或衰退将对中国出口产生较大的负面冲击。通过测算，我们发现如果欧美经济增长每下跌 1 个百分点，出口增速将下跌 6 个百分点。

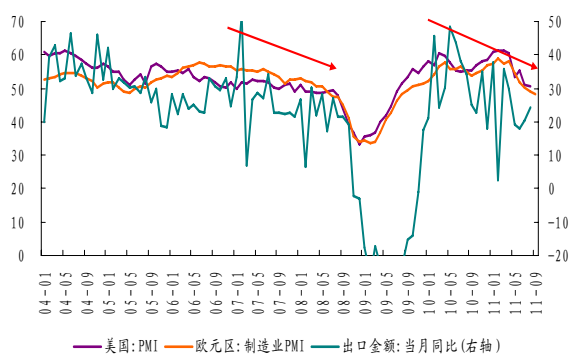
此外，从国内出口的数量指数与价格指数来看，两者已经出现较明显的背离：出口价格的上升对应着出口数量的减少。如果欧美减速或衰退影响大宗商品，进而影响出口价格，国内工业受到的负面影响会极为明显。另一方面，在出口价格与出口数量背离之后，两者方向将趋于一致，这意味着出口金额将因此而加速回落。

图 11: 美国 GDP 与我国出口增速的相关性



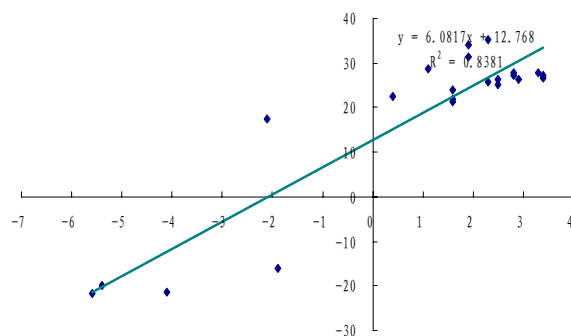
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 13: 欧美 PMI 是出口增速的领先指标



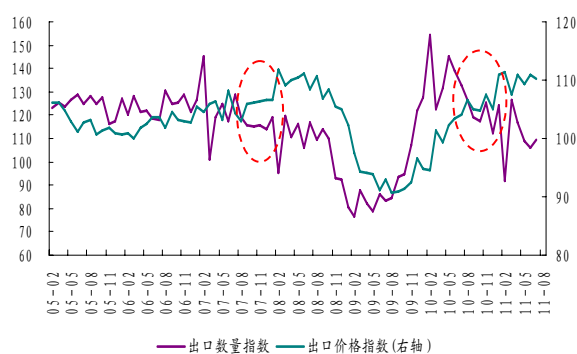
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 12: 欧元区 GDP 与我国出口增速的相关性



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 14: 中国出口数量与价格的背离



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

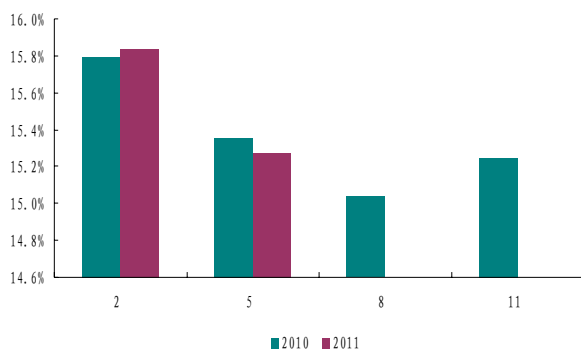
1.3 盈利增速继续下降

在“CPI 下降、GDP 下降”的结合下，上市公司盈利增速会继续回落。从工业企业毛利率的角度来看，预计三、四季度仍将处于下降通道中。首先，与 2010 年下半年不同，经济难出现再度过热，工业毛利率很难出现明显反弹。其次，从上市公司制造业来看，毛利率整体呈现季度的“M”走势。不过，2011 年二季度的毛利率违反了 2006-2011 年以来的规律，表明盈利增长出现了消极的变化。

从营业收入的角度来看，结合 2003-2004、2007-2008 的两轮通胀经验，在 PPI 见顶回落，工业企业营业收入见底企稳需要一个季度左右的时间。因此，结合毛利率与营业收入的变化，我们预计工业企业盈利增长仍将继续回落。

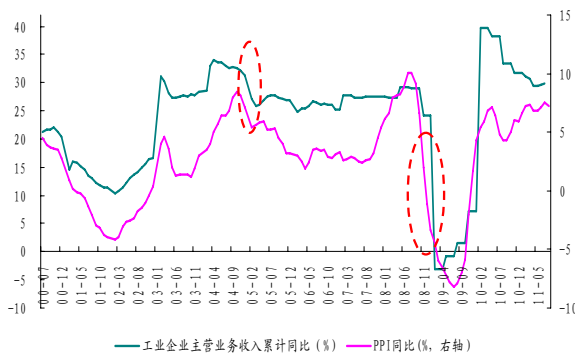
综合来看，我们预计 2011 年全部可比上市公司盈利增速 17%。分季度来看，非银行类企业三季度单季增长 13%，四季度单季或将出现负增长，达到 -4.87%。因此，在盈利拐点没有出现之前，盈利增速的下行将始终制约市场反弹的高度。

图 15：工业毛利率比较



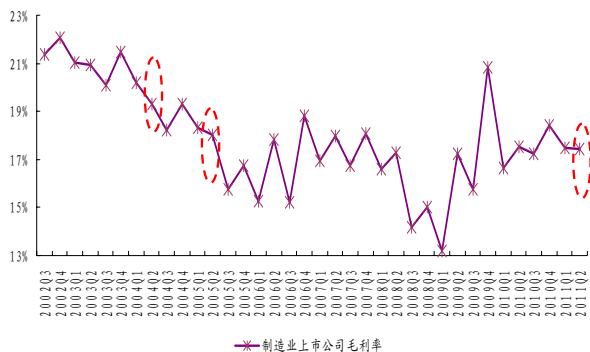
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 17：PPI 回落一个季度后，主营有望启稳



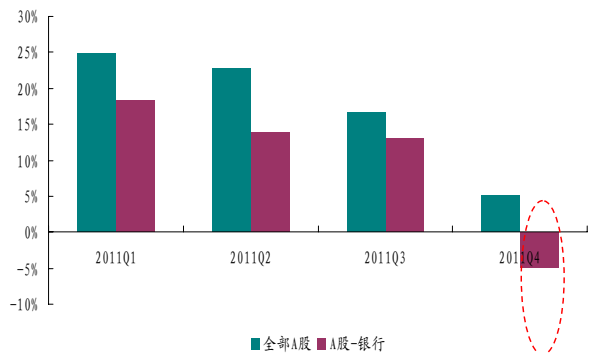
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 16：上市公司毛利率走势的 M 形



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 18：预计四季度非银行类上市公司同比为负



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2 流动性环比改善

紧缩调控正在进入尾声。一是 GDP 与 CPI 的双降；二是 M1 周期性底部越来越近；三是 M2 同比增速已低于调控目标。从四季度来看，存款准备金率上调的可能性几乎为零，而贷款利率上升的概率也并不大。

流动性环比将出现小幅改善。公开市场应可以对冲存准上缴；信贷环比略减；外汇占款环比减少；不过，财政存款的释放将有效补充市场的流动性。随着四季度经济减速的显性化，可提供的流动性/GDP 的比例虽然仍然处于低位，但却呈现环比改善的迹象。因此，我们相信 A 股市场大幅调整的时间点已经过去，窄幅波动可能将成为市场最主要的运行方式。

2.1 紧缩调控进入尾声

显然，GDP 与 CPI 的双降将直接影响到货币政策的变动。另一方面，M2 同比增长率已经从 2009 年 11 月 29.5% 的高点下降到目前的 13.5%，并明显低于今年的年度目标 16%。从历史经验来看，M1 同比的调整周期在 15-22 个月，目前已历时 19 个月，强有力的调控政策已经接近尾声。

图 19: M1 下降周期进入尾声



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 21: M2 逼近历史低位



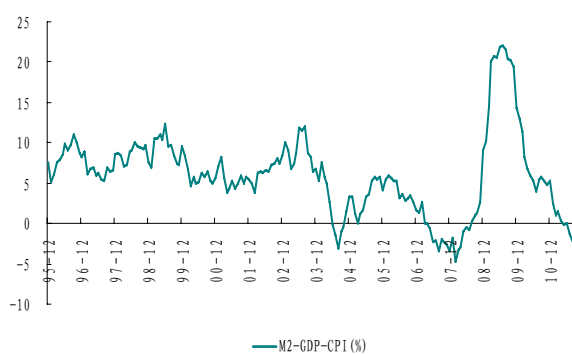
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 20: 四轮调整周期比较

	高点	高点时间	低点	低点时间	调整周期
第一轮	23.70%	2000.06	9.50%	2002.01	19个月
第二轮	20%	2003.06	10%	2005.04	22个月
第三轮	22.80%	2007.08	6.80%	2008.11	15个月
第四轮	38.96%	2010.01	11.20%	2011.08	19个月

数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

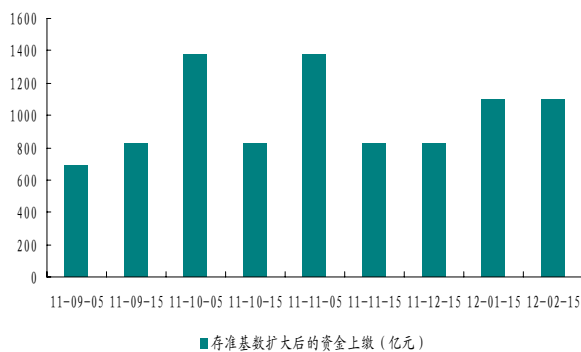
图 22: M2-GDP-CPI 继续回落空间极为有限



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

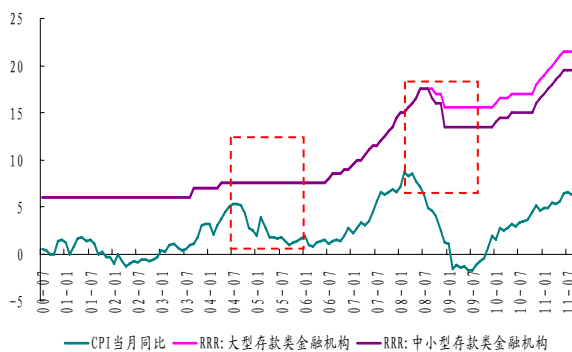
在扩大存准基数的措施之后, 央行底牌已现一半。我们认为最有可能的情景是存款准备金率无上调空间、利率调整则存在一定的变数。不过, 随着 GDP 与 CPI 的双降, 央行加息的动力明显减弱。考虑到海外经济极大的不确定性、地方融资平台的还贷压力、商业银行加权平均贷款利率的历史高位, 我们更倾向于认为年内贷款利率上调的概率极为有限。

图 23: 存准基数扩大后的资金上缴规模分布



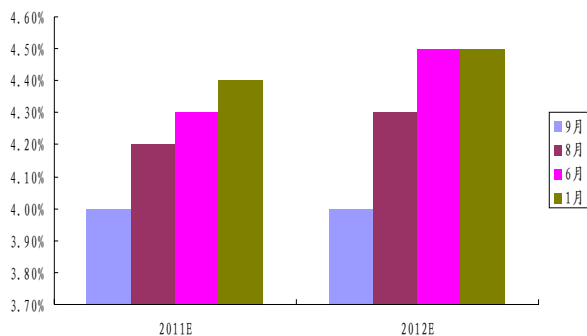
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 24: 存款准备金率已无上调空间



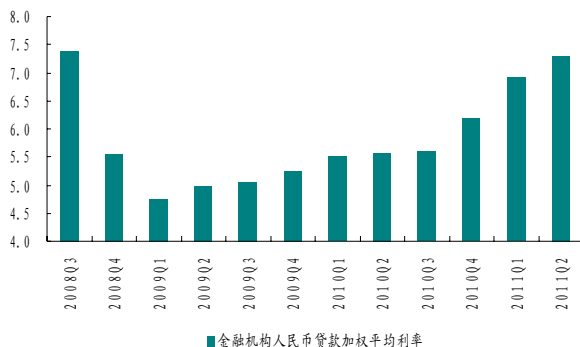
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 25：全球经济增长预测不断调低



数据来源：中原证券研究所 IMF

图 26：国内贷款加权利率创下三年来的新高



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

另一个角度来看，管理层对宏观经济形势与经济工作的看法有了微妙的变化：一是宏观经济政策的表述中，“有效性”开始向“前瞻性”转变；二是在调控政策工具的选用顺序中，存款准备金率处于最末位；三是资本市场开始从“融资规模”向“保持稳定”转变。

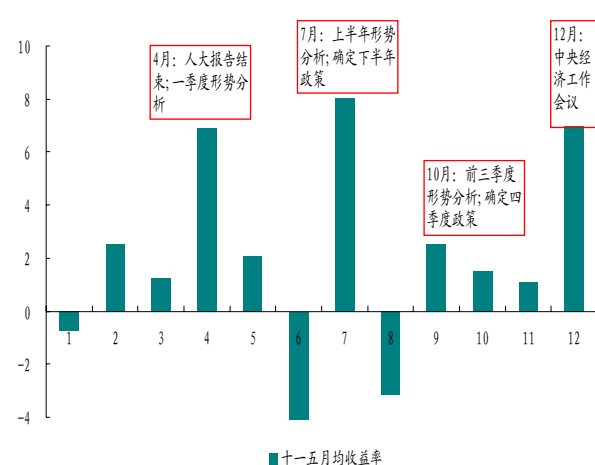
一般而言，政策微调的时间点易出现在 4 月、7 月、10 月与 12 月。从经验来看，在“十一五”期间，A 股市场收益率与逆周期的宏观政策调控呈现出某种程度上的一致性。因此，就四季度来看，政策微调的预期或具体措施的出台可能将成为市场反弹的主要催化因素。

图 27：温家宝总理对经济形势与经济工作的看法

4月13日	8月1日
切实实施好稳健的货币政策	坚持实施稳健的货币政策
目前广义货币增速趋近调控目标，但成果需要巩固和加强，实施稳健货币政策的内外部环境没有改变	针对经济运行中的主要矛盾，把握好宏观调控的方向、力度和节奏，综合各方面情况，稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务，宏观调控的取向不能变
要保持宏观经济政策的连续性、稳定性，提高针对性、灵活性、有效性	提高宏观经济政策的针对性、灵活性、前瞻性
处理好促进经济增长和抑制通货膨胀的关系	切实处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期三者关系
综合运用好公开市场操作、存款准备金率、利率等多种价格和数量工具，进一步完善人民币汇率形成机制	利率、汇率、公开市场、存款准备金
要充分估计货币政策的滞后效应，提高政策的前瞻性，避免政策叠加对下一阶段实体经济产生过大的负面影响	增强政策的前瞻性，避免货币政策的滞后效应与多种因素叠加，对下一阶段实体经济产生过大影响
要提高直接融资比重，发挥好股票、债券、产业基金等融资工具的作用，加强对实体经济的支持，更好地满足多样化的投融资需求	还要处理好银行资本充足率、银行体系风险防范与资本市场稳定的关系，合理引导市场预期，稳定市场信心，促进资本市场健康发展

数据来源：中原证券研究所 IMF

图 28：政策微调的时间点分布



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2.2 流动性环比改善

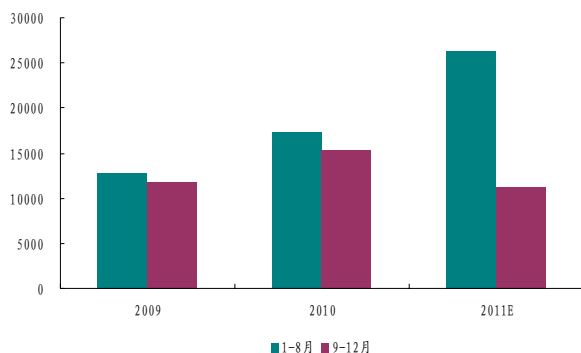
流动性分解为四个方面。1、信贷规模。按 3: 3: 2: 2 的比例来看，四季度信贷规模 14788 亿，较三季度略有下降。2、公开市场净投放。较三季度明显上升，基本可以对冲存款准备金的上缴。3、外汇占款。在 9-12 月 30% 的比例下，四季度将出现明显下降。4、财政存款。呈现比较明显的规律性，较三季度大幅减少。

图 29: 3: 3: 2: 2 假设下的新增信贷规模

	Q1	Q2	Q3	Q4	合计(亿元)
2009	45795	27868	12829	9276	95767
2010	26008	20168	16735	16324	79235
2011	22550	19251	15411	14788	72000
	Q1	Q2	Q3	Q4	占比
2009	47.82%	29.10%	13.40%	9.69%	100.00%
2010	32.82%	25.45%	21.12%	20.60%	100.00%
2011	31.32%	26.74%	21.40%	20.54%	100.00%

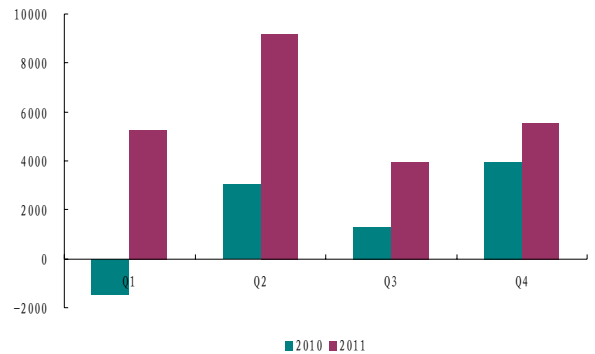
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 31: 9-12 月占比 30%的假定下的外汇占款



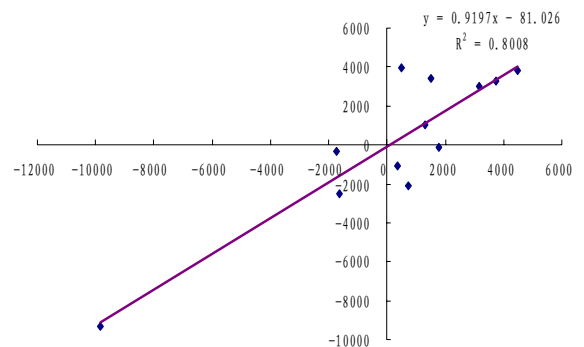
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 30: 公开市场净投放资金规模 (亿元)



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 32: 财政存款变动的规律性



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

综合公开市场到期、外汇占款、财政存款、新增信贷以及存准的补缴规模，四季度可提供的流动性达 28379 亿元，占比 GDP19.88%。相较于三季度的 19.11%，该比例提升了 0.77 个百分点，环比出现小幅改善。

图 33: 流动性环比略升

	公开市场到期 (亿元)	外汇占款 (亿元)	财政存款变动 (亿元)	新增信贷	存准补缴 (亿元)	可提供的流动性 (亿元)	占比GDP
2011Q3	3970	8787	3259	15411	4596	20313	19.11%
2011Q4	5540	8469	(7772)	14788	8190	28379	19.88%

数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

3 市场情绪处于底部区域

从今年的4月份开始，政策紧缩、地方融资平台清理、市场扩容以及海外波动对A股市场带来了极大的压力。三季度末，沪深A股的整体估值水平已处于历史最低位，隐含了极为悲观的市场预期。

从通胀向增长转变的过程中，市场的反弹高度仍将受制于企业盈利的回落速度。不过，随着流动性环比的小幅改善，处于底部区域的市场情绪容易受到政策微妙变化刺激，并推动A股出现结构性的反弹。

3.1 估值整体处于历史最低位

从整体估值水平来看，A股无疑已经处于历史的低位。截止9月26日，上证综指市盈率（TTM）为12.31倍，市净率（当年中报）为1.95倍，均为过去三年的最低水平。从市净率的角度来看，上证综指调整12.54%（对应2127点）的概率仅为5.5%。

不过，估值整体的低位并不能掩盖结构的分化。从结构来看，中证100指数处低位，但中证200指数、中证500指数离历史低位仍有一定空间。在结构的分化下，市场对底部有效性会产生持续的怀疑。

图 34：上证综指估值已处三年来低位

	市盈率（TTM）	市净率（当年中报）
当前值	12.31	1.95
最小值	12.31	1.95
均值	19.69	2.57
均值-1倍标准差	13.93	2.14
均值-2倍标准差	8.17	1.71
离均值距离	59.92%	31.57%
离均值-1倍标准差距离	13.13%	9.51%
离均值-2倍标准差距离	-33.66%	-12.54%

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 35：中证不同指数成分的估值水平

	市盈率（TTM）			市净率（当年中报）		
	中证100指数成份	中证200指数成份	中证500指数成份	中证100指数成份	中证200指数成份	中证500指数成份
当前值	10.24	23.01	29.97	1.79	2.7	2.97
最小值	10.24	11.54	15.12	1.79	1.89	1.54
均值	16.91	30.01	45.77	2.52	3.23	3.30
均值-1倍标准差	12.03	21.12	27.69	2.05	2.66	2.65
均值-2倍标准差	7.15	12.23	9.62	1.58	2.08	1.99
离均值距离	65.15%	30.41%	52.71%	40.65%	19.81%	11.10%
离均值-1倍标准差距离	17.51%	-8.21%	-7.60%	14.47%	-1.62%	-10.93%
离均值-2倍标准差距离	-30.13%	-46.84%	-67.92%	-11.70%	-23.04%	-32.96%

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

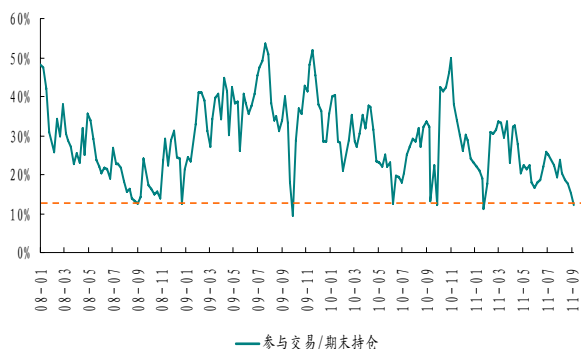
3.2 市场情绪趋于悲观

因此，虽然整体估值处于历史低位，但市场结构的分化与“通胀下行、经济减速、盈利回落、政策延续”的宏观环境组合在一起，A股投资者情绪仍然趋于悲观。

从交易帐户占比来看，9月中旬12.37%的比例低于2月，并创下年内最低；从融券占比来看，9月仍然维持在1%左右的高位；从产业资本净减持来看，9月减持规模首次出现个位数。而从成交金额来看，9月创下2万亿左右的地量水平。

因此，从投资者情绪来看，部分指标已经接近底部区域。在此情景下，穿透持续调整的迷茫，市场正在酝酿阶段性的反弹。只不过，受大盘股集中IPO以及海外市场的负面影响，市场反弹缺乏足够的催化因素。

图 37：参与交易帐户占比明显低位



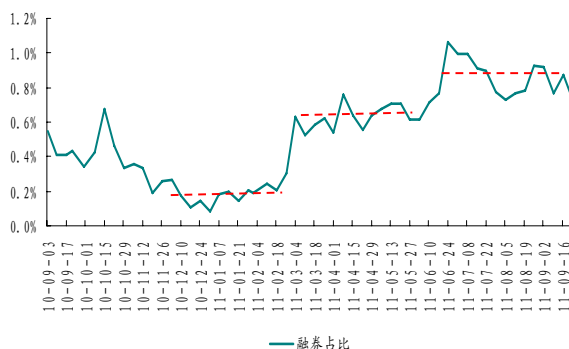
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 39：月度产业资本净减持规模创年内新低



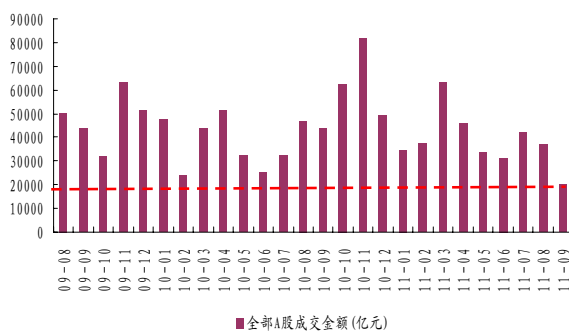
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 38：融券占比处于高位



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 40：9 月市场成交金额创两年来新低



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

3.3 等待结构性反弹

基于政策预期，年内 A 股曾出现三波反弹。从特征来看，政策预期推动效应明显递减：上证综指反弹的高点逐步下移，反弹空间明显缩小，反弹持续的时间也越来越短。

因此，仅靠政策预期市场难以走远。不过，当市场对政策预期一次又一次失望之际，我们认为政策的微调将适时出现。一是国内宏观环境已经出现变化；二是海外经济存在极大的不确定性；三是 10 月份是个敏感的时间点。

另一方面，A 股市场估值处于历史低位，向下空间有限。与前两次不同的是，市场情绪指标处于底部区域，投资者信心已逼近冰点，对“吃饭行情”的渴望与政策的微调结合在一起，市场将有望出现结构性反弹。

图 41：政策预期推动效应递减

	低点	高点	反弹幅度	持续时间
第一轮（1月25日至4月18日）	2661	3067	15.26%	三个月
第二轮（6月20日至7月18日）	2610	2826	8.28%	一个月
第三轮（8月9日至8月16日）	2437	2636	8.17%	一周

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

4 估值修复下的结构性机会

展望四季度，随着通胀拐点、地产拐点以及经济拐点的相继出现，国内环境正在发生明显的转变。从外围环境来看，发达经济体的减速或衰退将深刻影响国内原有的增长模式。A 股市场将充分反应国内外因素的变化，市场主线正在从通胀走向增长。

从 A 股市场运行来看，受制于经济回落、业绩下滑，四季度市场反弹空间有限。不过，当估值低位、情绪底部与政策微调相结合，A 股在窄幅波动中将呈现出结构性的行情。我们预计上证综指主要运行区间在 2200 点-2600 点，对应 9.85 倍-11.64 倍的动态市盈率。

4.1 从通胀到增长主线下的三阶段演绎

通胀拐点出现。受基数效应、货币因素、国际大宗商品价格以及国内经济减速的影响，预计 CPI 同比增速将由 7 月的 6.5% 稳定回落至年底的 4% 左右，通胀拐点已经出现。

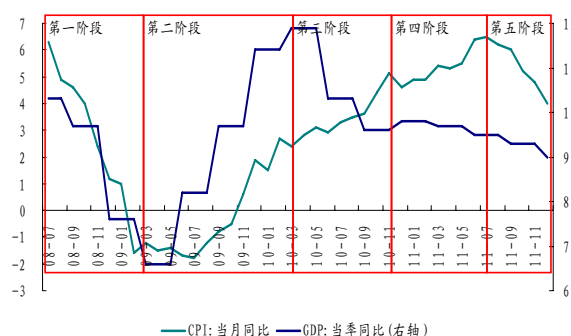
地产拐点出现。从房地产市场来看，在强有力的地产调控政策下，商品房销售陷入低迷，房价环比下行的城市不断增加，房价上涨所带来的示范效应与财富效应将明显趋弱。

增长拐点出现。受基建投资、房地产投资、地方投资以及海外市场的影响，预计 GDP 同比增速仍将逐级下行。经济的弱周期与新动力的缺失，预示国内增长拐点的出现。

随着通胀拐点、地产拐点以及增长拐点的出现，A 股市场主线将从通胀走向增长。对于未来的行情变化，我们认为将分成三个阶段演绎：

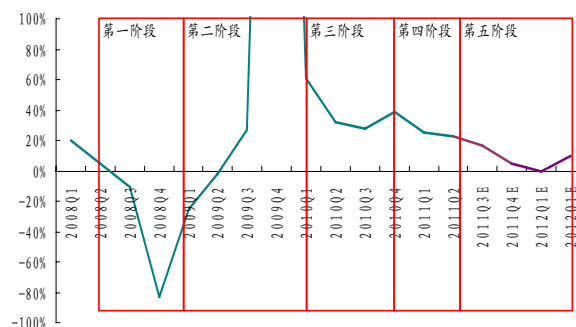
- 1、 通胀回落初期。经济减速、成本维持高位、业绩回落、调控继续，市场调整；
- 2、 通胀回落中期，经济继续减速、成本下降、业绩逐渐见底、政策有望微调，市场开始复苏；
- 3、 在通胀回落后期，经济逐步上行、成本处于低位、业绩开始回升，政策逐渐扩张，市场有望反转。

图 42: CPI 与 GDP 的阶段划分



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 43: 上市公司对应的业绩增长



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

4.2 四季度估值修复下的结构性行情

我们认为四季度市场将是第一阶段向第二阶段的过渡阶段。市场最激烈的调整已经过去，整体的风险已消失大半。A股市场可能将呈现窄幅波动，这有利于结构性行情的产生。

从通胀主线看，前期受益于通胀的板块，如贵金属、食品饮料等，在通胀下行阶段继续表现的难度将加大，很难成为结构性行情中的领军品种。从增长主线看，经济减速与增长模式的切换过程中，传统投资品的表现受到抑制，地产、钢铁、水泥、玻璃、工程机械以及航运等板块反弹的空间应比较有限。

因此，从结构而非趋势出发，四季度我们建议投资者重点关注以下四方面的投资机会：

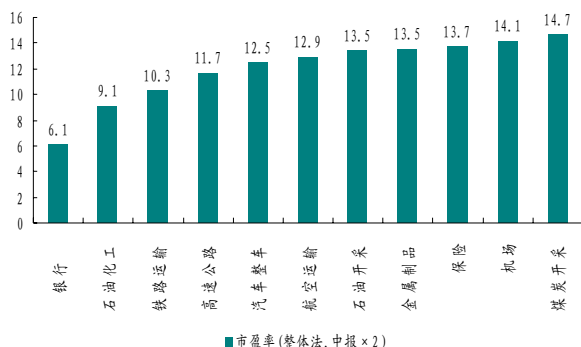
- 1、结构性财政微调的领域。如文化传媒与环境保护等行业；
- 2、城市公共交通建设。如软件、监控视频以及电气化设备等；
- 3、化工新材料、金属新材料。如磁性材料与清洁能源等；
- 4、低估值行业。如银行、汽车、机场以及煤炭等。

图 44：财政结构性可能的倾斜方向



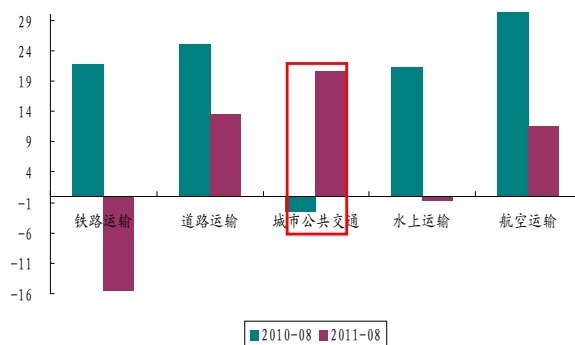
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 46：市盈率偏低的行业



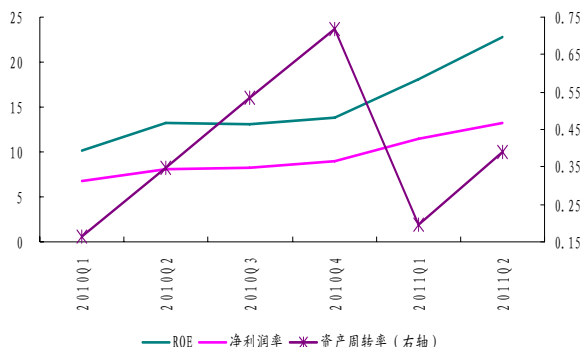
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 45：城市公共交通建设是基建投资亮点



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 47：化工新材料处于景气周期



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。