

2010 年 11 月 3 日

月度策略报告

A 股市场

执笔：张伟 查一亮
执业证书编号：
S1300200010038
S1300208080279

021-68604866-8599
Yiliang.zha@bocigroup.com

中银大厦 40 层
银城中路 200 号
上海市浦东新区

本文相关公司

证券代码	证券简称
600141.SS	兴发集团
600343.SS	航天动力
600867.SS	通化东宝
002008.SZ	大族激光
002230.SZ	格林美
601088.SS	中国神华
600525.SS	长圆集团
000425.SZ	徐工机械
000538.SZ	云南白药
002428.SZ	云南锗业

近期相关报告

《罗格列酮使用被限制利好通化东宝

通化东宝跟踪报告》

王军，2010.10.19

《陕鼓动力---有望分享核电大餐的
风机龙头》

李钢，2010.10.18

《基金理财投资月报》

刘宇，2010.11.03

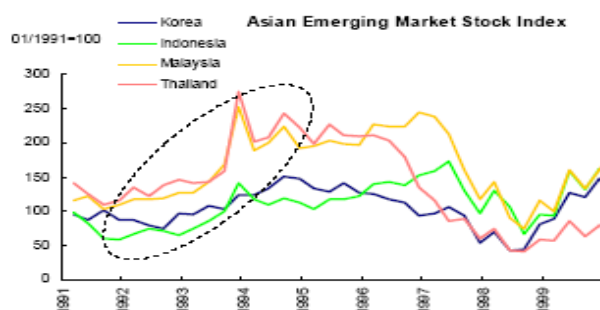
下一站，牛市 II -A股市场投资策略月报

策略要点：

经过一个悠长拥挤的假期，投资者突然发现市场已经不同，9 月份的压缩带来的不是反弹而是引爆。探求入场资金的来源注定是一项吃力不讨好的工作。套用笔者非常喜欢的一位媒体人的评论：一直在围观，从未有真相。但有几点线索可以供投资者参考，首先是时间，从 9 月末的试探性拉高到 10 月第一个交易日的跳空上涨，市场在猝不及防中迅速接受了通胀+重估的逻辑，而没有接受这一逻辑的投资者在收益上的落差之大丝毫不亚于刚刚过去的 8 月份；其次是品种，在长假期间国际商品大幅上涨的背景下，金属煤炭作为上攻的第一集团，类似国阳新能、广晟有色这样的龙头品种在短短十多个交易日中实现了翻番；而金融地产作为上涨的第二阵营也录得了明显的升幅，钢铁、化工则成为赚钱效应外溢的第三波受益者陆续启动，这三个阵营几乎涵盖了成份指数 70%以上的权重，但以沪深 300 阶段升幅 17%（9.29 以来）为基准，能够超越基准的公司不足 200 家。最后是成交，从 10.08 开始放量计算，10 个交易日成交已经超过 9 月全月。如此密集的成交在今年只出现过一次而那一次是市场加速冲顶的普涨阶段。显然，如果我们上述三点因素和长假期间的商品走势及长假后的楼市新政联系起来结果就非常耐人寻味，节前在超跌周期股布局一试探拉高金属煤炭—长假商品走势验证投资方向—节后全面拉高建仓权重股—楼市新政驱使资金转向—推动期指，指数加速—被动管理组合追买权重股—上涨趋势自我增强。对商品和政策如此精准的把握，在短时间调动如此巨量资金，操作如此完整、凶悍，这显然不是一般的公募机构和游资所能为，反而和 5.19 有异曲同工之妙。那么，3000 点是否本次反弹的终点站？我们以为这要看列车的方向和动力。我们将次轮行情定义为对全球二次量化宽松的流动性反馈，他的动力来自两个方面，其一，由美国发起的二次量化宽松引发全球非竞争性贬值（或者称被贬值），我们在后文会对此作更为详细的分析，但就趋势而言，美国有能力在核心通胀保持低位的前提下通过这一政策来修复贸易账户，而作为一个推论，贸易账户修复的过程意味着资本需求的减少，全球因此都将受到流动性外溢的影响，而商品上涨和货币重估则是流动性沉淀下来的好理由——一般而言重估往往也代表了商品流动的方向。而其结

果是贸易顺差国也同时成为资本流入国进而加剧货币重估的过程并在资本价格上得以表现。显然这并非转瞬即逝的冲击，而是与东南亚国家在 92-96 年面临的

图 1：流动性追逐新兴经济体与 92-96 的东南亚市场颇为相似



数据来源：BOCI 买方研究

情况惊人类似（图 1）。其二，长期以来，中国的决策者或者更坦白的说能够影响决策的各种利益都对房地产的上涨表现了极大的宽容而对股市的上涨疑虑重重，投资者也都习惯了股市-楼市的资金路线。而这次情况有所不同，中央政府终于在三季度明确了自己楼市调控的目标，在一线城市看到房价的绝对下跌，而为了完成这一目标，不惜采用让住房“去商品化”的手段，这势必驱使一部分民间投资寻找新的目标，股票当然不是唯一的受益者，实际上过去两个月中，农产品、珠宝、金银币都出现了加速，但考虑到投资的限制比如流动性、市场容量、库存成本和行政管制等等，A 股可能是比较好的“财富仓库”（这里借鉴了笔者最喜爱的学者之一张五常教授的概念），至少，在物业税推出确认针对房地产调控的举措已全部到位前如此。由此我们得出的结论是显而易见的，在上述两个驱动没有出现明显转向前，10 月份突破年线之举恐怕并不是一时冲动之举，在可预见的未来（讽刺的是，在中国这句话往往是不靠谱的），市场可能迎来一个多数时间在年线之上运行的周期，而其内在意义在于通胀和重估环境中优势企业定价权的增强和内需的结构性增长。但我们并不认为这是一个牛市，或者周期股的革命可以延续，对于第一个问题，我们认为目前还处在货币力图构筑堤坝防御贬值浪潮的时期，这种努力是否能够奏效？就长期来看很有可能是徒劳的（我们有必要用更多的篇幅阐述这一问题），但这并妨碍市场对于流动性偏紧的预期，特别是在首次加息后，市场很容易把黄灯闪烁的上坡看作禁止通行的前兆。对于第二个问题，如果商品上涨的动力主要来自美元贬值，那么我们前文所说的非竞争性贬值将保证商品在地面运行，启动、换档、点刹、再提速，而不是飞向天空，美国 10% 的失业率和欧洲削减预算的竞赛也确保了过多的货币难以形成有效的总需求。最后，目前 A 股缺乏一批能够让我们具有 2011 年获利 100% 甚至更高野心的公司，这可能预示了真正的牛市难以在这样的跑道上滑行，一个暖冬然后是比

较充分的结构性调整，随后在货币的堤坝开始放弃对抗周期的努力，转型的成效开始显现之际，牛市第二期——一个基于内需和新经济的繁荣可能正式到来。从技术的观点看（但了解我的投资者可以忽略这段，我从来不是一个技术高手）或许当着阶段来临之际我们会发现牛熊的拐点就出现在 1664 点以来的诸多周折和分歧之中，但就投资而言，牛市的准备或者转型过渡期更能代表市场的本质。现在我们能做些什么呢，听从政府的劝告让存款重新沉淀等到宏观调控奏效？追逐裸钻、血统可疑的翡翠、白玉乃至黄龙石、熊猫金币？（后者在一个月之内涨幅超过 1 倍）。与之相比，A 股仍然是相对靠谱的选择，我们预计在周期股的革命后，市场将迎来一个多元化热点的格局，11 月未必会给投资者带来指数的惊喜，我们预估月度指数波动将介于 2900-3250 点之间。但重心的向上和投资线索的深入将使得错过了 9 月份锂电也不敢搭乘 10 月份周期快车的投资者迎来可以真正把握的盈利时机。下次这样的时机到来，恐怕已经是在牛市第二期之中。

投资方向：

1. 七大新兴产业中的拐点公司：在周期股的疾风暴雨过后，市场将按照稀缺性、定价能力、业绩增幅为抗通胀重新排序，前期调整充分的新兴产业公司在这里和抗通胀主题产生了共振，稀有金属、新能源、新材料和信息技术将由此获得新的投资维度，但不容忽视的是，和9月不同，业绩开始成为确认拐点的重要因素，我们更看好具有较高准入门槛和较低市场集中度的领域中利润面临拐点的公司。
2. 三季报超预期的传统产业龙头：三季报的乐观毋庸置疑，这也是我们一直认为会有暖冬行情的主要原因，相比规模尚小的新兴产业和更多体现通胀预期的金属、农产品，受益内需和进口替代的工程机械、航空、汽车及零部件和地产才是主角，而从绝对收益看，金融、煤炭当仁不让，这些超预期的部分一旦和通胀、货币重估的主题相结合将会爆发出不可小视的力量。
3. 度过减持压力的中小型次新股：10月解禁潮是我们9月强调的重点，而创业板也已经低迷了3个月之久，当市场发现对于很多优秀公司而言财务股东的套现并不是世界末日，而稀有金属、新兴产业加上季报超预期都能够在创业板和中小板次新股上找到支撑，特别是季报由于不必审计和基数较小，这些公司超预期的可能较大，调整充分的优质公司将重新成为市场在周期股调整中的选择。

行业配置：

我们延续了 9 月以来不过分强调防御的思路，继续推荐较高资产配置和系统

风险的中性判断。工业增加值的反弹证实了我们对于内需增强的判断，加息在景气扩张阶段更对资本价格的压抑作用并不明显却往往成为牛市的试金石。我们看好温和通胀中的确定增长，这种增长一方面体现在毛利率的改善，换言之定价权的增强，另一方面则主要表现在营收的环比增长上，这说明需求并未因价格上涨而受到侵蚀。而经验上在温和通胀期景气的首次传导是农产品-能源原材料-中游-可选消费，目前的时间表停留在原材料和中游上。按照这一标准，我们看好新能源产业中的光伏组件、核能、智能电网装备，金属板块中的稀有金属。电子信息，并关注化工、新材料和工程机械、汽车配件的发展。对于消费我们并无定见，自下而上的看部分龙头品种可能已经调整到位，但就整体估值环境而言，板块可能要经受毛利和机构投资者重新配置周期股的双重检验。动态市盈率较低的煤炭我们认为可在调整后再度超配。而人民币重估的一端让我们颇为纠结，理论上说这对航空地产银行有利，而加息对寿险股有利，但在住宅去商品化的手段没有完整实验过之前，地产真的值得下注么？我们的回答是 No，在 10 月份地产获得了显著反弹后，如果没有更吸引的价格那就让政策来决定拐点吧。我们在重估线索上的排列是寿险、非银行金融、航空、二线地产。在风格配置上提示注意动态 PE 较低的中型公司和中小盘次新股的机会，特别是定具有向增发和期权激励概念的公司。但有必要指出，如果主题发展过快或者指数冲过我们预设的高点 3250，则需要在资产配置上降低风险部位。

九月组合推荐：

进取组合：航天动力 格林美 通化东宝 兴发集团 大族激光
稳健组合：长圆集团 云南锗业 中国神华 徐工科技 云南白药

一) 宏观经济：升值、升井与升天

经验告诉我们，生活中往往存在着两种选择，一种看似重大而时过境迁成为过眼烟云，另一种则掩埋在琐碎的事实和尘封的细节中但却被证实对历史产生了重要的影响。如果我说欧洲的近代文明很大程度上决定于中国重庆郊区的一个名叫钓鱼城的地方，你肯定会斥之为“中华救世妄想症”的 2010 版，但事实是蒙古大汗蒙哥正是在这里遭遇了抵抗而因伤去世，各路蒙古大军闻讯纷纷回师争夺继承权，其中就包括了已经渡过多瑙河的欧洲远征军，在上一次战役中他们刚刚击败了欧洲三分一的正规军团，蒙古骑兵面前是平坦富饶的多瑙河平原…经济领域同样如此，现代国家货币政策自认为复杂而艰难的决定（最近这种措辞在 IT 界很流行）其实都起源于 $MV=PT$ ，费雪写他的时候可是没有现在的名气，而货币主义被接受也是 80 年代以后的事。

今天中国的投资者都在屏息关注央行的第一次加息，这是一个周期的开始，还是一个周期的终结？但遗憾的是，我们不得不指出，在一个流动性泛滥的年代，如果你不是铸币国，如果你不是资源国，恰好你又有着庞大的内需和国民财富，那么恭喜你，你已经登上“非竞争性贬值”的高铁，在下一站到来前很难选择退出，你可以选择的是为自己找到一个舒适的座位并确认下一站叫做牛市而不是过热。但这一任务显然并非货币能够解决。

在这个意义上，我们认为胡锦涛先生在讨论“十二五规划”中所提出的“包容性增长”是理解中国未来走向的一个关键词，甚至于把它称为“十二五规划”的题眼也不为过。包容性增长最早由亚行在 07 年提出，它涉及平等与公平的问题，包括可衡量的标准和更多的非量化指标。它包括以下一些要素：让更多的人享受全球化成果；让弱势群体得到保护；加强中小企业和个人能力建设；在经济增长过程中保持平衡；强调投资和贸易自由化，反对投资和贸易保护主义；重视社会稳定等。其最基本的含义是公平合理地分享经济增长。后者如何体现？我们认为这预示了一条调和社会矛盾和增长的路径，只有人均可支配收入持续、稳定、显著的高于 GDP 增长我们才能有把握的说中国具备了持久繁荣的基础。

有趣的是，当我们试图寻找这一路径的规律时却发现无一例外的发现这一过程伴随着本币的重估和温和通胀。对于通胀我们并不奇怪，毕竟随着人均可支配收入的增长，名义总需求也在上涨，但是否这就是问题的全部？为什么通胀和重估能够同时发生？我们认为有三个因素决定了这一过程，其一，除了货币量以外，发生这一转变的国家往往是通过内需来吸收贸易顺差的过程，当内需体现为消费

时就出现了收入增长—消费上升—利润增长—股市楼市上涨—本币重估，这是一个典型的路径，而当内需主要体现为资本品价格上涨时情况就复杂起来，一般而言，资本价格的上涨最终会投射到实体经济上形成通胀，也有可能通过财富效应的外溢和财政杠杆形成恒久收入预期进而撬动消费。后者就是我们非常熟悉的香港股市繁荣的鱼翅捞饭年代和内地城市拆迁致富的个案。本质上后者是一种虚拟储蓄而推动的消费，不具有可持续性因而需要向前者转化，换言之需要一个收入追赶资产价格的过程，但不容否认，两种路径都构成了对本币的巨大需求，因此当现有的资金循环能够满足这一需求，则必然会出现货币重估。由此我们可以得出两个结论：

1. 只要通胀没有严重到令投资者放弃本币中断供给，或者利息高到资产价格崩溃进而消灭需求，这一货币重估的进程就不会结束。后者我们并不陌生，比如我们曾经实行过高达 19.6% 的年利率。而前者则发生在 80 年代末的拉美，97 金融危机则是两个原因的混合体。
2. 在货币重估的国家或者地区，货币当局独立货币政策的效果是非常有限的，这一点令人沮丧，但历史确实如此。不论是 92 年的东南亚国家，94 年的韩国还是 85 年的日本无一例外的都采取过类似的限制资本流入甚抑制资产价格的政策，韩国还实施过严格的限制购买第二套住房的政策（听起来有点耳熟不是么）但结果是众所周知的。投资者可以用货币主义模型来反驳历史，但我必须指出的是货币主义恰恰说明了一国的货币供应量即是外生变量也是内生变量，或者更直白地说货币政策的制定者可以决定官方利率和基础货币量却难以控制 M2 向 M3 的大规模迁移，而后者正是转型期的重要标志。

其二，外向型经济向内需型经济的转变往往是在自然禀赋遇到了瓶颈以后，因此正如我们在 6 月指出的，中国的通胀很大程度上反映了结构的问题，比如蔬菜水果等非贸易品背后的自然要素和生活服务价格背后的劳动力供给。正因其反映了结构矛盾，所以他表现为长期而温和的存在，货币政策能够施加的影响是外在的波动，而当货币政策终于“见效”时往往意味着一个扩张周期的结束。

其三，美元的二次定量宽松正在为人民币重估的资金循环提供燃料。每个人都在谈论美元的泛滥，却很少有人追问贬值美元究竟是否美国的利益所在，以及这种贬值为什么没有出现通胀？考虑到国内一种颇受媒体追捧的观点：人民币对外升值而对内贬值，探求一下美元的问题就显得非常必要，在我们看来，美元的泛滥是政治的必然但对经济的影响更多停留在外部。而量化宽松没有引起通胀的秘密也正在于此。原理上大家都明白美国目前的情况更应该启动财政政策而不是货币

政策，但我要提醒大家注意中期选举因素，如果共和党在中期选举中占据了众院多数席位，那么未来两年众院的最大看点就将是“如何让奥巴马成为跛足总统”，你还能指望国会通过一个大预算？只要2年之后赢得选举，共和党在大政府这件事上比民主党熟练的多。另一个问题是民主党长期以来是倾向劳工的，而高失业率正在迅速削弱其执政权威，因此需找迅速找到一个“偷走工作机会的撒旦”，如果没有，那就制造一个。人民币看起来是个不错的选择，怎么，中国人不同意大幅升值么，那我们贬值好了。那么这种肤浅的政治决定是如何停留在经济外部的？贬值美元带来的一个直接后果就是实际购买力下降，换言之美国对外部商品的需求在下降，这意味着经常账户的失血在减少。接下来的事情比较有趣，由于经常账户的自我修复（或者叫自我休眠？），资本账户对于资本流入的依赖也在减小，而量化宽松的实质是财政赤字的货币化进而压低长期利率，这就使得美元的投机性需求进一步上升，这些美元将流向何方呢？由此我们构建了一个完整的循环，投机性美元外溢平衡了美国的资本账户和经常账户，而新兴国家和商品国将因此承受货币重估。在微观上他体现为商品基金、新兴基金和跨国公司投资的活跃，而美国本土则因实际购买力下降阻止了输入性通胀。疑问是如果美元贬值最终大幅推高了商品的价格那么美国通胀是否失控？一个好消息是鉴于美国的高失业率和欧洲缩减预算的进程（坦白说欧洲的失业率并不低，比如西班牙，但欧洲人似乎更享受这样的生活，这也成全了欧洲政府在预算上越滑越远）商品价格更多的反应了货币而不是需求，这限制了它的升幅，一个坏消息是如果当美国开始感到通胀的不适，新兴国家可能已经因高利率而体味资产价格的破灭了，看看印度和越南吧。

现在让我们谈谈自己，既然单独的货币政策看来不像能搞定一切，那么货币当局会做些什么？很简单，我们可以猜想到会有1-2次加息，限制资本流入，甚至在年末再次提高准备金率，正如我们所说的努力构筑一个货币的堤坝，商品国在利率提升上具有更大的主动性，因为商品出口所带来的顺差不会因此受影响，而制造国则难以仿效，原因在于利率大幅提升可能导致企业利润下降而对于输入性通胀的抑制作用有限。因此，在通胀没有紧迫到让利率追赶的程度时，这种加息更像是一种呼吁，考虑到新的车船税征收在即，这似乎意味着反周期的最后告别，先是地方财政，再是信贷，然后是房地产，最后是利率和购车补贴。但新的循环正在来临，投资者往往会犯的误差是将减速信号视为禁止通行却没有发现道路正在蜿蜒而上直至峰顶，在路的尽头是什么，一个巨型的资产泡沫？想想看金砖四国和四小龙的对比…，一个转型成功同时拥有财富和选择的内需国家？我们不得而知，但我们可以确定的是民富之路才刚刚开始。

二) 影响九月市场走势的主要因素

房地产去商品化的继续发展：我们在 9 月提出了住房去商品化的概念，现在看来这已经成为政府在明确调控目标后的主要手段，在一线城市没有出现房价绝对下跌前这种努力不会结束。但我们认为就长期来看利率和使用成本是抑制房价最有效的手段，以此次加息为例，有观点认为是针对房地产，原因也是远期贷款利率承受的压力更大。接下来，可能会出台的措施按照出台时间的顺序可能是：预收款管理的限制性规定，物业税和歧视性的贷款利率（比如取消最后的八五折优惠而从二套开始征收 1.1 倍），其中，物业税的推出是值得给予认真关注的，这符合我们对于地方政府改善税基的预期，而且，由于政策可能针对大户型的力度更大，比如起征税率从 0.6% 开始最高至 1%，这将对一线城市房价产生真正的影响。这个角度来说我们认为房产税的开征具有更强的动机，这可能是决定地产股最后底部确认的关键事件。

美元筑底反弹商品价格呈压

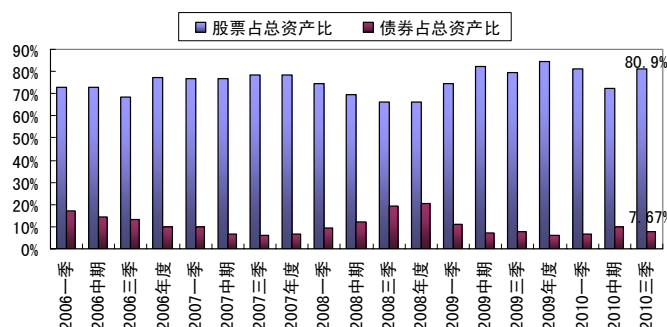
10 月底开始美元反弹概率加大，就短期来看，美联储 11 月 3 日的会议将对二次量化宽松的规模作出决定，而此前市场对于美元的贬值报以过高的期待，如果投资者接受我们关于非竞争性贬值的判断，那么一旦会后宣布的数量未如预期，比如 5000 亿美元，则过快下跌的美元指数将藉此修复。就中期而言，美国中期选举后，寻找失业替罪羊的竞赛也将结束，人民币升值政治压力也将有所缓解，美元反弹将对有色金属资源品价格及新兴市场产生技术性压力。但我们并不怀疑美元流入新兴市场和商品的趋势，因此这种反弹更多反应了商品获利的情绪和美国国内政治格局的变化。从近期管理层举动看，遏制热钱流入的措施将会更加严厉和直接：10 月 28 日，外管局公布对六家中外资银行违规办理外汇业务进行处罚的通报。中国今年三季度新增外汇储备 1940 亿美元，创单季纪录新高，外管局这次主要就是针对具有投资背景违规跨境流动资金的打击，原本计划于 10 月试点推行的“小 QFII”估计会延后。换言之，构筑堤坝的行动还在继续，这可能成为周期股估值的扰动因素，我们认为周期股在 11 月份面临一个高位休整。

机构仓位高位运行，资产错配加剧市场波动

基金三季报显示，纳入统计的 342 只偏股型基金平均仓位为 81.17%，达到历史较高水平。历史上，基金如此高的仓位通常不能维系太久，在众多大市值个股持续飙升之后年末基金排名很可能成为减仓动力，若没有大量的净申购，基金用以拉高自己重仓股的弹药有限。从保险公司来看，目前，国寿仓位约 15%，太保仓位约 12%，平安仓位约 10%，也同样属于高仓位配置。从增量资金供给角

度看，新发基金特别是偏股型基金的规模和速度还略显迟滞。因此短期内公募机构的大规模运作空间较小，市场将更多依赖游资和中小投资者的跟风资金推动行情发展。另一个因素是本轮行情以来机构投资者的错配，根据一些独立机

图 2：偏股型基金的仓位变化



数据来源：Wind，中银国际 买方研究

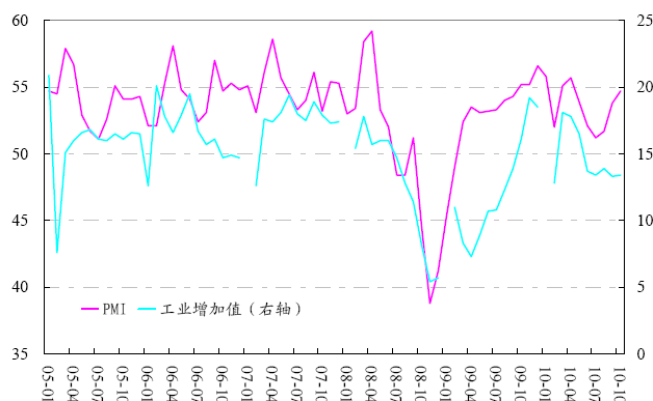
构的统计，有 391 家机构减仓银行、有色金属、煤炭、证券、保险等行业。事实上，这些行业 10 月以来多为领涨板块。在其减仓后，这些股票在 10 月纷纷上涨。机构由此蒙受了较大的损失。根据机构三季度减仓数量和 10 月以来股票的涨幅，可粗略估算出减仓的账面损失。结果显示，391 家机构因减仓失误而损失 52 亿元。与上述减仓机构不同，另外一些机构增仓但却在高位买入了消费、医药等，在 10 月牛市行情中逆市下跌。三季度增仓失误的机构多达 514 家，包括基金、保险公司、QFII 等，这些机构踏错的板块包括零售、饮料制造和医药等行业。按减仓失误的计算方法，514 家机构因增仓失误已浮亏 34 亿元。这种大进大出的错配必然会加剧市场波动。

小市值个股解禁潮到来

11 月份股改限售股的解禁市值为 461.25 亿元，比 10 月份的 108.90 亿元增加了 352.35 亿元，是 10 月份的 4 倍多。首发机构配售股份解禁 29 家公司，因为是被参与网下发行配售的机构投资者持有，存在套现压力，包括 16 家创业板公司、10 家中小板公司、3 家沪市公司，因市场价全部明显高于发行价，极可能遭到机构大举套现。尤其是创业板公司，这批首发原股东限售股主要由创投公司、高管以及其他非控股股东的持股所构成，持股成本是相当低廉的，存在减持的可能性。其中，网宿科技、金亚科技、华测检测、探路者、立思辰等多家公司曾在 2010 年上半年发生过高管辞职的现象。

通胀从上游向中游的转移：10 月，CFLP 中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 54.7，比上月上升 0.9 个百分点，环比增速较上月有所放缓，但却高于该月 05 到 09 年的均值 (52.36，见图 3)。从需求驱动来看，国内订单上升更快。新订单指数 58.2，比上月上升 1.9，远高于该月的历史均值，出口订单 52.6 比上月略降 0.3，出

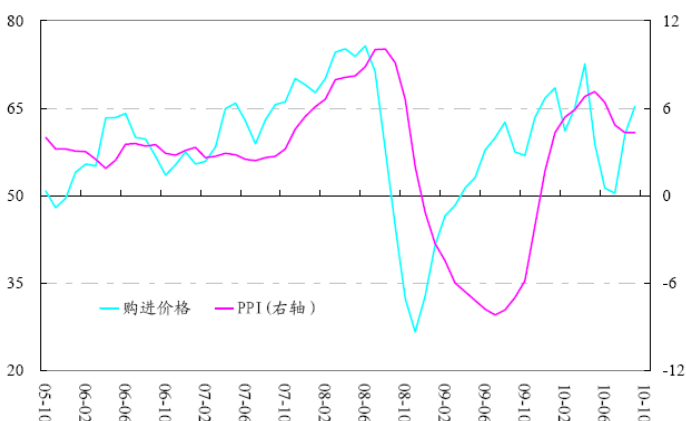
图 3: PMI 与工业增加值变动



数据来源: Wind

订单环比增幅略有放缓,与历史均值相当。出口增速放缓,显示当前复苏主要靠内需拉动。这一点我在 9 月的进出口数据分析中曾经指出。与此同时,10 月份购进价格指数继续强劲攀升,达 69.9,环比增速超出历史水平两倍有余(图 4)。

图 4: 购进价格指数强劲攀升



数据来源: Wind

显示了流动性推动商品的趋势,可以预计,未来将出现生产成本压力从上游向中游转移,而从 PPI 和 CPI 的趋势来看, PPI 仍旧保持着和 CPI 的正向剪刀差,我们认为这暗示了两点 1. 价格传导的内在驱动仍旧存在; 2. 企业仍旧处在可以转移成本压力的通胀蜜月期。在进口替代的投资需求的预期下,设备制造业、电气机械及器材、化学原料及制品等投资品和中间品的需求保持高速增长。同时库存保持低位,环比或进一步下降。原材料能源订单大幅增加,同时库存保持低位,未来产品价格的上涨的动力较足,行业利润率有望提高。但应该警惕库存年末的上升和银根收紧对企业效益的影响。

三) 行业与主题投资建议

七大新兴产业：

10月18日，国务院正式下发《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，明确将从财税金融等方面出台一揽子政策加快培育和发展战略性新兴产业。

《决定》指出，根据战略性新兴产业的特征，立足我国国情和科技、产业基础，现阶段将重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业。

根据规划，到2015年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到8%左右。到2020年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到15%左右。节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业。和此前原则通过的内容相比，此次将七大产业明确划分为支柱产业和先导产业，这种划分我们认为主要体现了以下各方面的差别一是促进就业，四大支柱产业处于技术成熟前期，随着资本投入的增加，具有比较强的吸收劳动力的能力，而三个先导产业就目前来看还处在技术导入期，对劳动力的需求有限；二是利于推进整体产业升级，并产生很大的技术溢出效应，四大支柱产业具备了比较长的产业链，核心技术方向已经较为明确，通过进口替代、技术转移和市场需求反向开发等路径可以实现从核心-配套，从上游到下游的技术进步；三是产业规模，按照我们的理解，四大支柱产业都应该具备在2015年前形成万亿级产值的能力，而三大先导产业中以比较成熟的新能源行业中的光伏行业为例，2009年中国光伏产能3850MW，以1MW造价150W美元计算，总规模不过58亿美元，约合600亿，预计2010年能够达到1000亿，显然，距离万亿级还有很长的路要走。四，具有资源节约和环境友好的特点，而类似光伏产业、新能源汽车中的锂电等就目前而言还是将能耗和污染环节留在国内而需求主要在海外。

从发展潜力看，我们预估四大支柱产业到2020年前复合增长率在15-18%之间，而先导产业的增长为20-23%，值得注意的是如果按照这一标准衡量，则市场中的新兴产业公司市值提升的空间有限，对于这个问题我们认为需要考虑几个因素：1. 目前A股中金融地产的比重超过6成，和实体经济中的比例相差明显，未来随着总市值的增加，这一比重应该回归合理，这意味着制造业和非金融服务业的市值占比有望提升；2. 在技术从导入期向成熟期演进时，资本市场往往有超前表现引导资本流入该行业，而一旦规模经济形成，市值会迅速向优势公司集中造成行业市值占比回归常态和龙头公司长期上涨的格局。3. 目前我们所指的新兴产业公司多数主业仍为传统行业，而在市值计算中并未体现这一点。因此总结上

述三点我们认为新兴产业利润占比提升迅速，PS 比率低估，拥有较强的进入门槛和路径依赖的公司值得长期关注。

七大新兴产业点兵之二

《决定》将意见稿中的“生物医药”扩大为“生物”。生物产业囊括了生物医药、生物农业、生物能源、生物制造和生物环保等多个领域。

生物医药

基因工程，**长春高新**、双鹭药业、通化东宝

单克隆抗体 丽珠集团、**健康元**、兰生股份（兰生国健 34%权益）、华神集团；

疫苗 **重庆啤酒**（重庆卫康）、天坛生物、华兰生物

基因测试：达安基因、科华生物

生物制造

狭义的生物制造指人体组织和器官的人工制造，而广义的生物制造业包括采用微生物细胞、生物酶以及基因工程、合成生物学和细胞融合为生物技术制造业。制造的产品主要包括生物能源、生物材料和化学品等。

仿生器官：海南海药（人造耳蜗）

通策医疗

生物材料 **方大炭素**、三爱富、**金发科技**、烟台万华、**中国玻纤**、

帝龙新材、鑫科材料、广东裕泰、**普利特**、

氨基酸：天药股份、星湖科技

生物能源

燃料乙醇：丰原生化、**北海国发**、海南椰岛

生物农业：

育种：**隆平高科**、登海种业、丰乐种业、**荃银高科**、

饲料添加剂：海大集团、**大北农**、通威股份

水产养殖：獐子岛、东方海洋、好当家

生物农药：**联化科技**、扬农化工

动物疫苗：中牧股份、金宇集团、**天康生物**

高端装备制造

高端装备制造产业是指制造业的高端领域，既包括传统制造业也包括新兴产业。可以从三个角度理解：一是技术上高端，表现为知识、技术密集，是多学科和多领域高、精、尖技术的集成；二是价值链高端，即具有高附加值特征；三是产业链的核心部位，其发展水平决定产业

链的整体竞争力。因此，高端装备制造产业可以涉及多个行业。“十二五”期间，发展高端装备制造业的总体思路是面向我国工业转型升级和战略性新兴产业发展的迫切需求，重点发展智能制造、绿色制造和服务性制造，做大做强航空装备和卫星及应用产业，提升轨道交通装备水平，加快培育发展海洋工程装备，把高端装备制造业培育成为国民经济的支柱产业，实现我国装备制造业由大到强的转变。力争到 2020 年，高端装备制造业销售产值占装备制造业销售产值的 30% 以上，国内市场满足率超过 25%

高端装备制造业主要包括航空装备工业、卫星产业、轨道交通装备业、海洋工程装备、以及智能制造装备等 5 大细分领域。

航空装备：

大飞机发动机国产化：航空动力、成飞科技

医疗救护装备：贵航股份

机载电子系统：中航动控（发动机控制）

飞机总装：西飞国际 哈飞股份

部件制造：洪都航空、博云新材

机电设备：中航精机 东安黑豹

压铸部件：中航重机

复合材料：宝钛股份

民用雷达：四创电子

机场装备：威海广泰

卫星产业：

小卫星设计、研制、运营：中国卫星

遥测遥感：航天电子

火箭发动机：航天动力

卫星导航信息系统运营服务：北斗星通

北斗射频芯片：国腾电子

终端服务：四维图新 合众思壮

海洋工程装备：

海洋石油开发：海油工程（工程总包）、中集集团（钻探平台，烟台莱佛士）

振华重工，（海洋工程设计，F&G）中海油服（钻采服务）

中国重工，（钻采平台，大船集团）、中国船舶（钻采平台，外高桥造船厂）

海洋勘测救护：中信海直

海上平台配套：神开股份（防喷器）、**宝德股份**（深水钻机绞车智能控制系统）

海水淡化：**中成股份**（工程总包）、蓝星清洗（业务运营）

双良节能（蒸发器、冷凝器）、中集集团（蒸发器）

久立特材（钛合金焊管）、**海亮股份**（铜合金无缝管）

南方汇通（复合反渗透膜）、**深圳惠程**（聚酰亚胺）

轨道交通装备：

围绕高速、重载、快捷三个方向，重点研发高速列车、中转列车、城际和城市快捷轨道车辆列车运行控制系统。

机车制造：南车股份、北车股份

弹性元件：**时代新材**

车轴：晋西车轴、天马股份、**轴研科技**

电气控制：**湘电股份**、卧龙科技、**国电南自**、上海电气

信号控制：**赛为智能**、**鼎汉科技**、合众机电

通风系统：**上风高科**

智能制造装备，

数控机床：**华东数控**、昆明机床、沈阳机床

螺杆式压缩机：**汉钟精机**

物流装备与服务：**怡亚通**、**天奇股份**

四) 热点公司点评

格林美 (002340, SZ):

今年上半年公司的毛利率达到 34.82%，较上年同期上升 4.15 个百分点。三季度毛利进一步上升至 35.40%，这一变化主要来自两个方面：一是公司提炼技术的进步，使采购或自办社会回收体系所获得的部分低品位的原料得到有效的利用，提升了单个产品毛利率；二是同时公司加大了对高毛利超细镍粉（毛利率 35.65%）、电积铜产品（毛利率 38.27%）的倾斜，增大了这两类产品的占比。而从

钴、镍金属作为我国稀缺的金属品种，一直处于供不应求的状态。预计到 2013 年，市场钴粉需求将达到 4000 吨，而国内供给只有 1200 吨，供需缺口达到 70%，镍粉需求 8000 吨，供需缺口也将达到 50%。公司作为国内唯一一家从事钴、镍回收业务的企业，多年的经营使下游厂商对公司的产品较为信任，一旦公司的产能释放，就会迅速体现为收入。截至今年上半年，公司募投项目“二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高科技产品”已投入资金占计划总投资的 90% 以上，预计在今年 10 月底将释放产能。

在技术和需求不存在瓶颈的前提下，公司的资源回收模式就决定了未来的盈利模式复制规模。目前公司废品收购模式主要有以下三种：

个体模式。与从事含钴镍废料收集、分类处理的企业建立上下游合作关系，通过这些企业收集废料、分类处理，销售给公司进行废弃资源的循环利用，形成废料收集—深度循环—深加工的循环链。

企业模式。与大量产生含钴镍废料的企业直接签署废料回收处理协议，形成含钴镍废料的定向流动、专业化的回收体系。

自建体系模式。公司通过推行“城市矿山”运动和“以旧换新”，建设自身的回收体系模式。

目前，公司通过自建体系模式获得的废旧品占总回收金属量的比重在逐年提高。武汉家电以旧换新项目中标强化了市场的预期。

业绩方面，四季度在不考虑政策补贴的前提下预计单季收益 0.18 元，2011-2013 年每股收益分别为 0.71、1.01、1.45、2.00 元，在稀有金属板块中动态估值偏低，考虑到主营产品未来的价格走势和公司独特的运营模式，建议中期予以重点关注。

通化东宝（600867，SS）

国家食品药品监督管理局和卫生部 10 月 16 日发布通知，由于引起心血管疾病，要求加强罗格列酮及其复方制剂的使用管理。相反，胰岛素药物对糖尿病患者的心血管具有保护作用。

由于罗格列酮通过提高胰岛素的敏感性改善血糖控制，因此，病人同时使用胰岛素和罗格列酮进行联合治疗时，可以减少胰岛素使用量。此次罗格列酮及其复方制剂使用被限制，有利于胰岛素药物销量上升，主要利好上市公司通化东宝（600867）。

我国目前约有糖尿病人 9200 万，是世界糖尿病患者第二大国，并且患者人数还在迅速增长，给个人和医保带来沉重的负担，因此，可以预期，十二五期间政府将把扶持治疗糖尿病药物作为生物医药发展的主要任务之一，通化东宝从中有望明显受益。

通化东宝胰岛素药物占国产同类药物的 90% 以上，也是目前我国唯一一家实现基因重组人胰岛素规模化生产的企业，二代基因重组人胰岛素的生产技术和诺和诺德、礼来、赛诺菲等不相上下，公司在我国医药产业尤其是糖尿病治疗领域具有举足轻重的地位。考虑公司海外市场拓展的努力和国内医院渗透率的提高，我们认为 2011 年可能成为该股业绩的拐点。维持 18 元目标位建议短期关注。

五）9 月投资组合

组合回顾：我们在 9 月组合幸运的选择了广晟有色，但坦白说当广晟的价格超越了包钢稀土后，我们还是感到有些惊讶，希望那些在 90 元以上看好公司的投资者好运，至于我们，还是等待下一班春天的地铁吧，金马集团也是亮点，我们的行业研究员精准的把握了主要趋势的拐点，而剩下的事对于策略分析师来说就简单多了。本期组合中我们依然坚持在通胀和新兴产业中的挖掘，格林美我们两个线索较好的结合，兴发则是磷化工工资日益稀缺和精细加工提升毛利的双轮驱动，而云南锗业反应了我们对于国家扩大战略储备品种的预期。航天动力是我们的常客，这次入选希望中航系的接力跑能够轮到他来接棒，至少我们看不出长征火箭的资产商业化还有谁比他更合适。大族激光、徐工科技是高端装备制造的代表而三季报的高增长也反映了我们的选股思路，类似的例子还有巨化，但考虑后者短期升幅明显我们还是选择了相信性价比。10 月份是创业板的解禁月，而创投公司的分拆价值会因此再度显现，我们因此保留了长圆集团。通化东宝则是我

们行业研究员王军先生的心水之选，我本人也是他的粉丝之一。直觉告诉我当一个医药公司面临拐点时，它的好日子往往会延续很久。白药、神华的选择主要体现了我们对于防御的思考，毕竟如果市场主题发展过快，调整充分的二线蓝筹可能再度焕发魅力。

9 月激进组合相对收益



数据来源：Wind

9 月稳健组合相对收益



数据来源：Wind

进取组合

证券代码	证券简称	EPS (2010)	EPS (2011)	P/E (2010)	P/E (2011)	P/B(最新)
600141. SS	兴发集团	0.65	0.83	38	29.8	5.5
600343. SS	航天动力	0.12	0.14	266	228	6.8
600867. SS	通化东宝	0.26	0.45	61.5	35.6	5.5
002008. SZ	大族激光	0.53	0.56	30.2	28.5	4.8
000973. SZ	格林美	0.71	1.01	91.5	64	7.7

数据来源：WIND

进取组合：

证券代码	证券简称	预测 EPS (2010)	预测 EPS (2011)	预测 PE (2010)	预测 PE (2011)	市净率 (最新)
601088. SS	中国神华	1.89	2.20	15.9	12.7	3
600525. SS	长圆集团	0.48	0.64	41	31	5.1
000425. SZ	徐工科技	2.75	3.52	19.6	15.3	5.01
000538. SZ	云南白药	1.29	1.75	50	33	10.7
002428. SZ	云南锗业	0.72	0.95	88	67	6.6

数据来源：WIND

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告的编写和发布严格遵守中华人民共和国(为本免责声明的目的不包括香港、澳门特别行政区和台湾地区)的适用法律、法规和监管部门的规定。未经中银国际证券有限责任公司(以下简称“本公司”)事先书面允许，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或向任何其他人士发放此报告的材料、内容或复印件。本公司保留对任何侵权行为和有悖本报告原意的引用行为进行追究的权利。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为本公司或本公司关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给收件人作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。本公司不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议，或保证任何投资或策略适用于收件人的个别情况，本报告不能作为收件人私人咨询的建议，而收件人不会因为收到本报告而成为本公司的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员从相信可靠的来源取得或达到，但本公司不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司本身网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到本公司网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表本公司的立场。

本公司 2008 版权所有。保留一切权利。