

经济复苏与政策不确定下，11 月市场延续先扬后抑走势

——11 月 A 股市场投资策略

2009 年 11 月 3 日 星期二

报告要点

分析师 鲍庆

电话 021-50586660-8642

邮件 bq@longone.com.cn

分析师 王凡

电话 021-50586660-8641

邮件 wangf@longone.com.cn

分析师 董高峰

电话 021-50586660-8622

邮件 dgf@longone.com.cn

分析师 桂方晓

电话 021-50586660-8618

邮件 gfx@longone.com.cn

联系人 顾颖

电话 021-50586660-8638

邮件 dhresearch@longone.com.cn

□ 我们认为目前市场初步体现出市场复苏三阶段中第二阶段后期的特点，沪深 300 滚动 PEG 始终保持在 0.83-0.9 的水平，虽然尚未满足进入市场复苏第三阶段 0.7 倍左右的水平，但仍表明盈利预期已对市场估值构成支撑，

□ 我们认为 11 月市场环境面临着确定的经济复苏和不确定的退出策略。**确定的经济复苏趋势：**宏观经济确定复苏带来的乐观预期以及微观企业三季报业绩显示未来进入业绩快速提升期。微观盈利预期较为确定。**不确定的经济刺激计划退出策略：**我们认为，四季度国内宏观经济政策尚不会发生根本性的变化，未来有望继续保持积极的财政政策，货币政策方面，数量调控会逐渐加大力度，09 年 12 月中央经济工作会议会定下明年政策基调。因此，在此之前市场将面临政策的不确定。

□ 在这样的市场环境中影响市场走势的主要因素将呈以下变化：1、市场盈利预期不会发生太大的变化。特别是 10 月三季报公布后短期内刺激市场调整盈利预期的因素较少。确定的盈利预期将对市场提供支撑。

□ 2、乐观的宏观经济数据具有提振市场信心的作用，导致市场估值水平提高，但是由于政策的不确定，乐观的宏观经济数据的另一市场表现是市场对退出政策的担忧，这使得 11 月市场仍将呈现 9 月、10 月明显的月中效应，即受当月上中旬乐观经济数据利好，市场受估值推动，但随着经济数据披露完毕，政策的不确定又导致市场估值回落。

□ 我们认为 11 月市场总体上将呈先扬后抑走势，基于对确定的盈利预期的判断，我们认为虽然 11 月市场无法突破前期 8 月高点，但低点也在盈利预期的支撑下逐渐提高了。因此，我们将下半年策略报告中提出的沪深 300 运行区间的低点进行了提高，即**沪深 300 运行区间在（2400，3500）点间。**

□ 基于对市场运行特点——震荡调整为主的分析，我们**总体上坚持下半年以防御为主的投资策略时，但是建议加大对周期性行业的关注。**紧随经济周期加大关注周期性行业，但是由于政策不确定所导致的震荡调整行情，周期领先防御仍然无法如 07 年初那样持续。根据我们对行业景气和估值的综合分析，我们认为当前市场中值得**重点关注的行业**有家用电器、建筑建材、采掘、公用事业、化工、金融服务、纺织服装，**关注的有食品饮料、医药生物、信息设备、信息服务。**

一、10 月市场回顾

我们在 10 月市场策略中指出 10 月市场总体环境偏多，首先，进入 10 月我们认为市场对中国经济基本面的预测将趋向乐观方向转化；其次，资金面压力仍在，但并未如想像中严重；再次，盈利预期存在继续乐观上调空间。因此，我们认为十月中旬后宏观经济数据和上市公司三季报的公布将给对重振近期低迷的市场，使得跌破半年线的市场趋势得以逆转，出现上扬行情，结合估值和盈利预期变化，我们当时认为沪深 300 指数 3497.056 点是本轮行情的目标点位，在市场达到目标点位后，随着 10 月三季报利多因素对市场正面影响的递减，10 月下旬市场走势将趋缓。总体来看，10 月市场走势与我们的预期大致相符，呈现出与 9 月市场相似的先扬后抑的走势，即市场在当月上中旬呈现趋势性上扬行情，但进入下旬出现回落调整。上证综指和沪深 300 分别在 10 月 26 日达到 10 月最高收盘价，最高涨幅分别为 11.9% 和 13.63%。之后则出现回落。我们认为 10 月市场的这种走势主要由于以下几点：

经济复苏趋势提升市场信心，推动 10 月上中旬市场走强

10 月初，十月一日公布的 PMI 数据和假日期间海外市场的强劲表现使得国内市场迎来国庆长假后的开门红。而 10 月中旬公布的国内三季度和 9 月宏观经济数据进一步推动市场信心的增长。从数据看，9 月工业增加值同比增长 13.9%，较 8 月提高 1.6 个百分点，第三季 GDP 同比增长率 8.90%，前三季累计增长 7.70%，经济复苏趋势得到确认，这无疑提升了市场的信心，成为市场在 10 月上中旬上涨的主要动力，

图1. 各季 GDP 增长率 单位：%

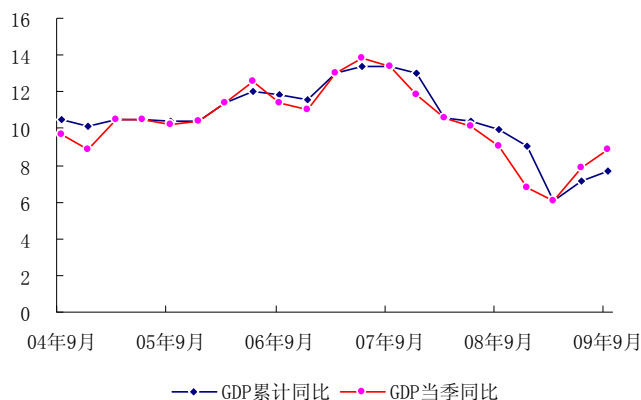
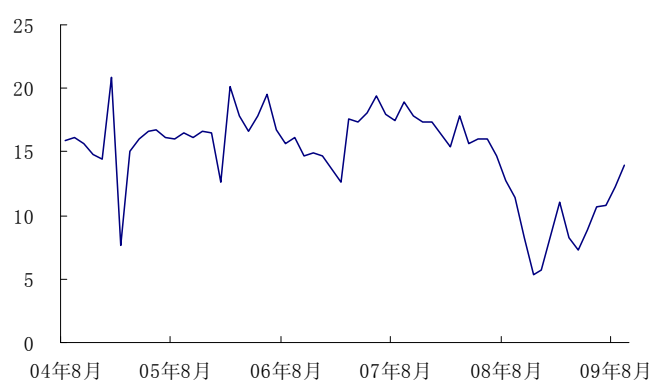


图2. 各月工业增加值增长率 单位：%



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

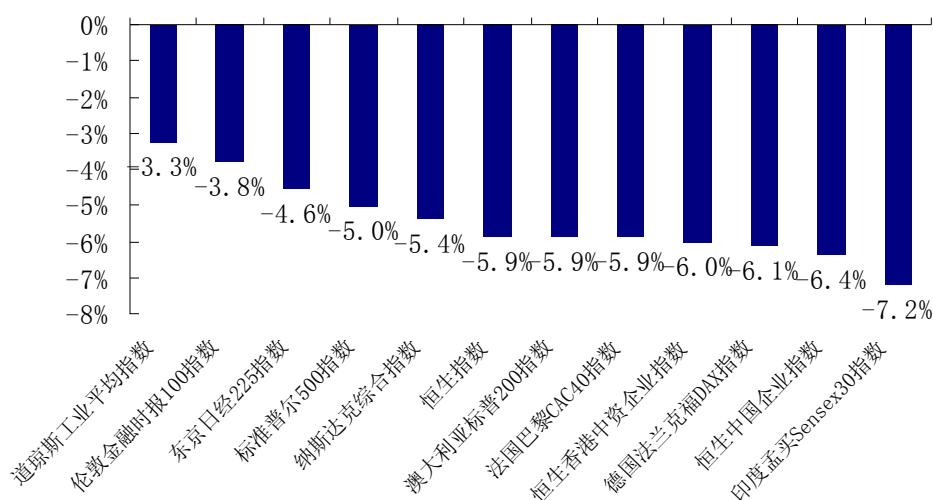
但是随着经济数据的公布完成，市场关注的焦点由经济复苏开始转向政策变

化。21 日国务院常委会议上强调在今年后几个月中,管理好通胀预期将会是政策的侧重点之一,这使得市场对政策转向的忧虑上升。

海外市场调整的负面影响

10 月中下旬开始,海外主要市场纷纷出现冲高回落,调整幅度最小的道琼斯工业平均指数下跌 3.3%,而印度孟买 Sensex30 指数则下跌了 7.2%。海外市场的率先调整无疑对国内 A 股市场构成一定的负面影响。

图3. 10 月海外市场高点回落幅度



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

受市场对政策转向的忧虑上升以及海外市场调整的负面影响,10 月最后一周内市场结束了自 10 月初以来的上升趋势,出现了较大的调整。对于这一趋势的转折,我们在策略周报(091026-091030)中表示过担忧,我们当时指出“由于部分技术指标出现背离,投资者相应应持谨慎态度”。

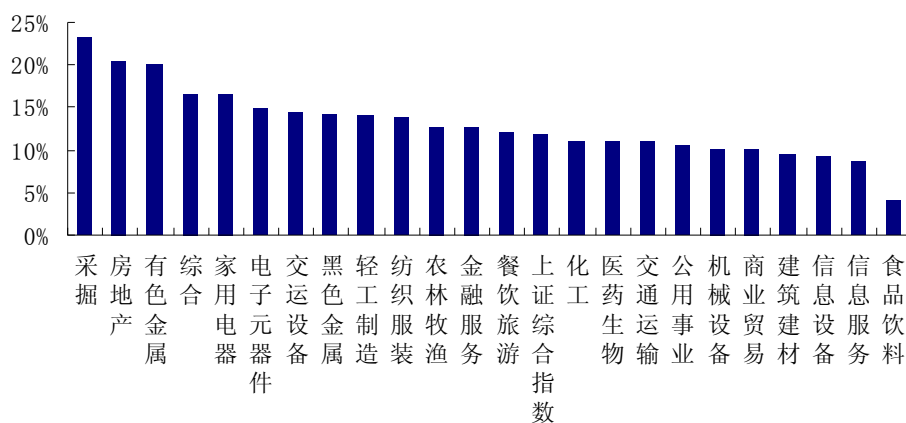
行业表现“先周期后防御” 三季度行业一支独秀

9 月市场就出现过随经济数据超预期而出现的周期-防御的单月转化。9 月上旬在 PMI 等一系列宏观经济数据的利好下,市场结束了 8 月的大幅调整,出现了持续的反弹,这一反弹持续至 9 月中旬经济数据公布完毕,这期间周期类行业表现明显超越防御类行业,周期/防御指数由 9 月初的 1.071 上升至 1.118,有色金属、电子元器件、房地产、信息设备、采掘是涨幅最大的五个行业,分别上涨 24.3%、23.8%、22.8%、21.8%、20.5%,而从 9 月下半月市场调整开始后,复苏明确和估值安全的防御类行业相对表现较好,食品饮料、家用电器、金融服务、医药生物是跌幅最小的五个行业,分别下跌 5.11%、5.69%、6.75%、7.78%。

10 月,随着市场的见顶回落,行业风格转换的再度上演。10 月上中旬市场上

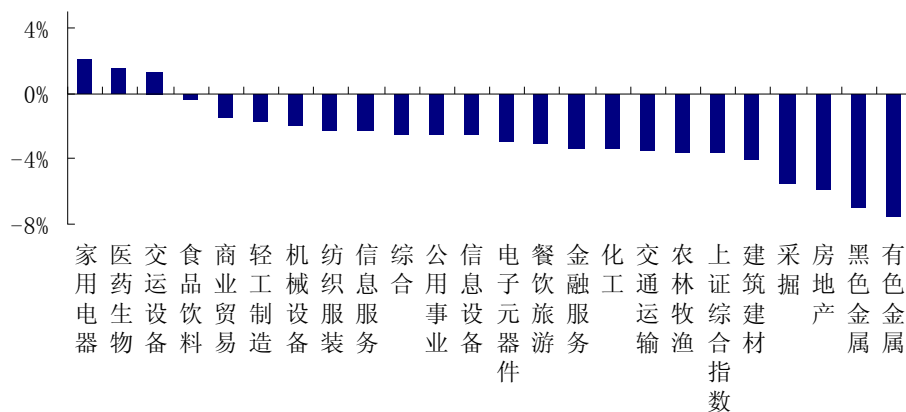
涨时周期类行业表现突出，采掘、房地产、有色金属是涨幅最大的三个行业，分别上涨 23.4%、20.6%、20.1%，10 月 26 日市场回调至今，防御类行业明显调整幅度较小。同时，从 10 月各行业表现中另一特色是三季度业绩较好的行业在上涨和下跌过程中均有优于其他行业的表现，如家用电器，10 月上中旬上涨 16.5%，下旬市场调整时仍 2.1%。

图4. 10 月上中旬各行业涨跌幅 %



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

图5. 10 月下旬各行业涨跌幅 %



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

二、11 月市场走势预测

我们在 2009 年 9 月 14 日《对四季度市场走势的另类研究——基于扩展的市场复苏三阶段的预测》一文中提出市场在复苏第二阶段震荡调整过程中主要是以盈利化解第一阶段反弹导致的市场高估值，主要特点是市场 PEG 值由高位下降，最后维持在 0.7 左右的水平。从国内市场 10 月 PE 和 PEG 值变化来看，我们认为目前市场初步体现出市场复苏三阶段中第二阶段后期的特点

虽然，沪深 300 动态估值水平（09 年）波动明显，由 9 月底的 19.67x 上升至 10 月 26 日最高的 21.65x，最大涨幅 10.07%，之后随着市场的调整再度下降至 21.17x，但是从沪深 300 滚动 PEG 始终保持在 0.83-0.9 的水平，虽然尚未满足进入市场复苏第三阶段 0.7 倍左右的水平，但仍表明盈利预期已对市场估值构成支撑，

图6. 沪深 300 动态估值水平（09 年）变动

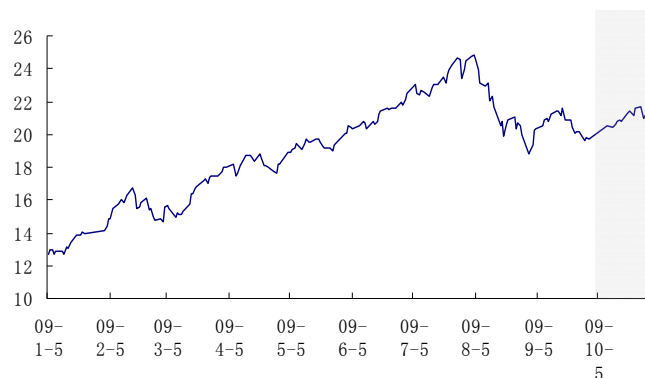
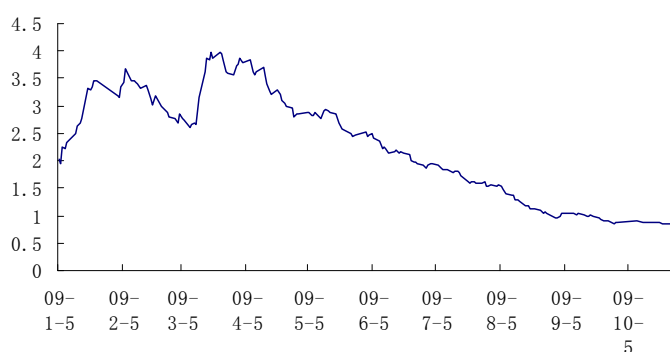


图7. 沪深 300 滚动 PEG



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

我们认为 11 月市场环境面临着确定的经济复苏和不确定的退出策略。

一、确定的经济复苏趋势

宏观经济确定复苏带来的乐观预期

从三季度和 9 月中国宏观经济数据看，可以确定中国经济复苏趋势已经明确，这种趋势也体现为市场对中国经济 09 年和 10 年的预期不断提升。目前对 09 年 GDP 增速的预测均值已提高到 8.51%，对 10 年的预测均值提高到 10.04%。

图8. 中国 09 年 GDP 增速各机构预测值 %

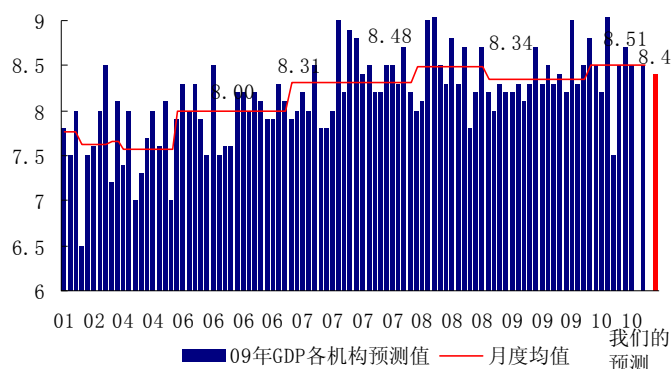
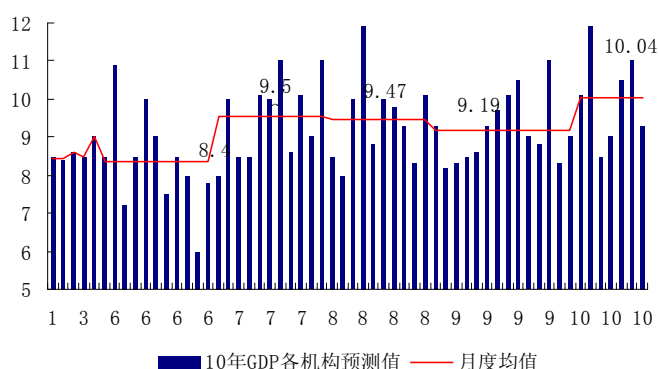


图9. 中国 10 年 GDP 增速各机构预测值 %



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

微观企业三季报业绩显示未来进入业绩快速提升期

从业绩情况来看,截至到10月28日,已发布3季报的1032家全部上市公司营业总收入合计3.59万亿元,同比去年增长0.31%;利润总额4030.73亿元,同比增长1.16%。虽然当前业绩的恢复主要来自于金融服务行业和电力行业,这两个行业对全部上市公司业绩的正面影响最大,剔除金融服务、石油化工、石油开采、电力等行业后,其他行业的同比下滑主要是由于销售费用、管理费用的刚性以及需求下滑所致,但是其他行业09年单季盈利变化表明三季盈利情况环比继续呈现好转。我们认为,随着经济的持续恢复,上市公司业绩有望逐渐恢复增长,尤其在去年基数效应下,四季度业绩同比增速有望大幅度提高。营业成本方面,尽管目前通胀预期较高,但是实际的通胀并没有到来(实际可能要到2010年下半年,高通胀更晚),目前正处于低通胀的有利发展时期。因此,我们认为,未来2-3个季度将是上市公司业绩快速提升的时期。

表: 三季度业绩概览

	公司家数	营业总收入	增长率	营业成本	增长率	营业净收入	增长率	利润总额	增长率	净利润增长率
全部	1032	35925.22	0.31%	23577.59	-1.49%	12347.63	3.95%	4030.73	1.16%	-1.13%
ST类	89	571.87	-11.99%	502.67	-16.65%	69.2	48.34%	15.1	1.45%	125.31%
非ST类	943	35353.35	0.54%	23074.92	-1.10%	12278.43	3.78%	4015.64	-0.22%	-2.80%
扣除金融服务	928	28166.14	-1.51%	23048.94	-1.06%	5117.2	-3.49%	2166.78	-14.10%	-14.72%
扣除金融服务、石油化 工、石油开采II	919	28079.04	-1.48%	22974.28	-1.03%	5104.75	-3.46%	2157.38	-14.14%	-14.75%
扣除金融服务、石油化 工、石油开采II、电力	891	26478.56	-2.23%	21644.56	-1.04%	4834.01	-7.23%	2022.97	-20.75%	-21.86%

资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

图10. 上市公司季度营业总收入同比增速变化情况

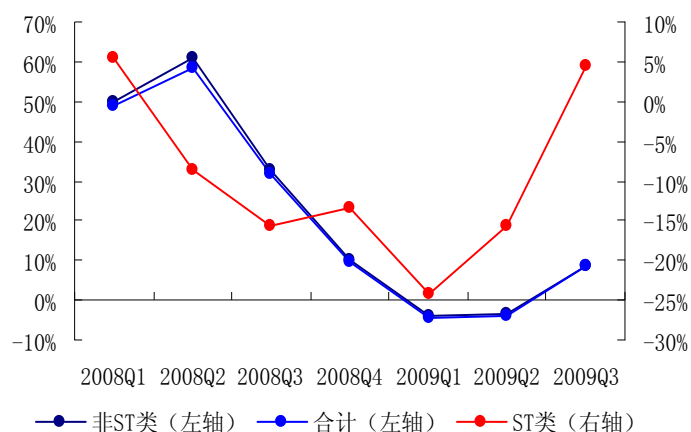
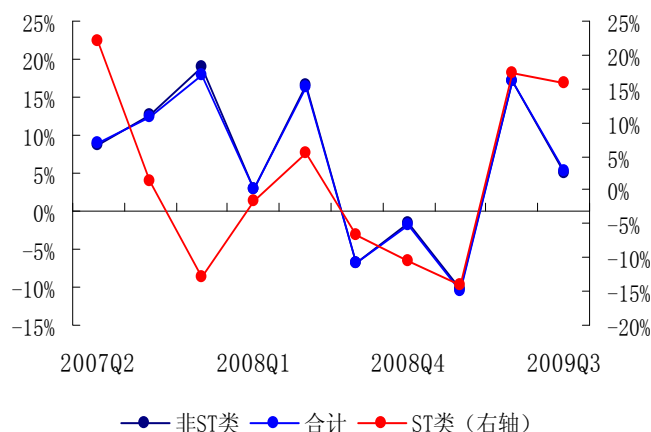


图11. 上市公司季度营业总收入环比增速变化情况



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

图12. 上市公司季度净利润同比增速变化情况

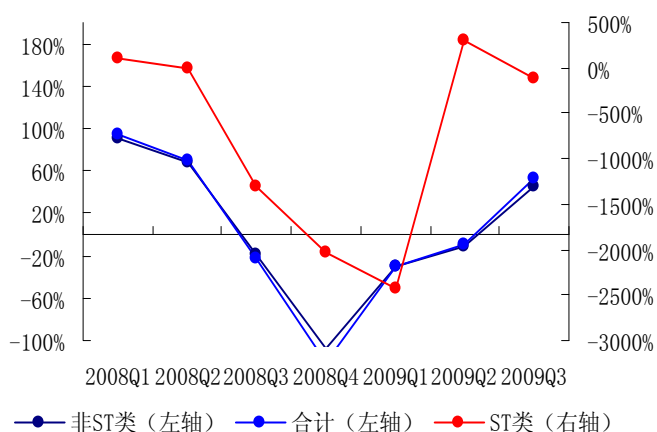
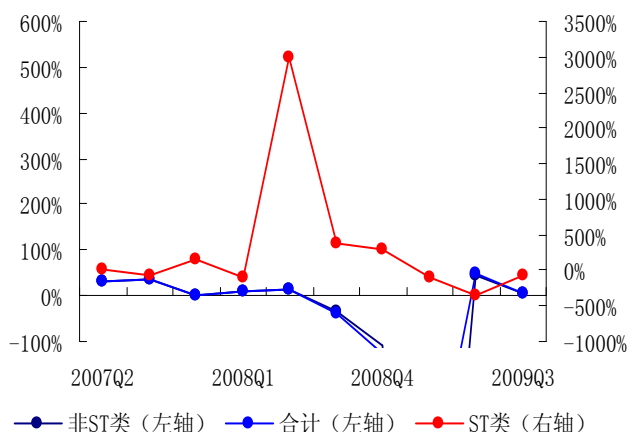


图13. 上市公司季度净利润环比增速变化情况



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

微观盈利预期较为确定

从09年前三季度沪深300上市公司净利润单季环比增长率的变化看,环比增速明显出现回落,由09年一季的173.21%下降至09年二季的33.54%,09年三季度进一步下降至3.11%。

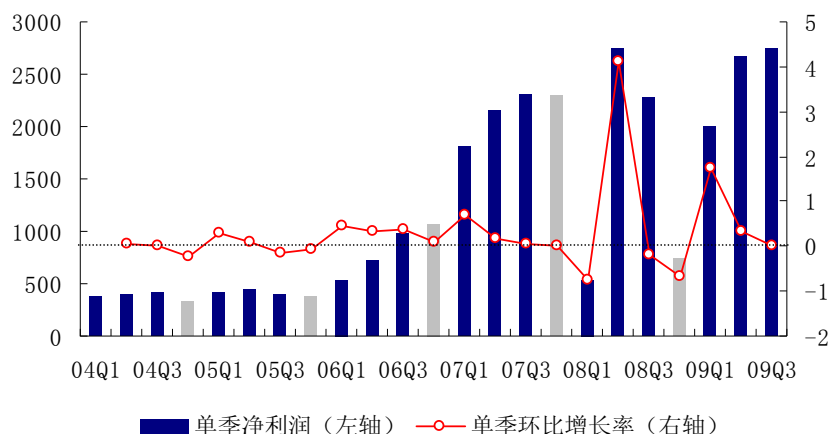
表: 沪深300上市公司净利润变化

	2008年四季	2009年一季	2009年二季	2009年三季
金额(亿元)	733.1491	2003.0477	2674.9218	2758.2207
同比		-24.00%	-2.27%	21.42%
环比	-67.73%	173.21%	33.54%	3.11%

资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

从上市公司净利润单季变化趋势看,在经济上行期间,四季度净利润较三季度略有增长,如06年四季度环比增长8.41%。

图14. 04年以来沪深300上市公司各季净利润变化 亿元



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

我们认为沪深300净利润单季环比增长情况与经济周期明显相关，经济扩张速度加快时，沪深300净利润单季环比增长明显，相反，当扩张速度趋缓时单季环比收缩。我们研究了反映经济扩张的先行指标PMI与沪深300净利润单季环比增长率间的关系。PMI指标选择每季各月平均扩张值（即当月PMI - 上月PMI，反映扩张速度的变化，再一个季度中的三月进行平均），从两者相关性来看，初步结果显示虽然存在正相关，但相关性较低。由于08年一季度受雪灾影响，08年二季沪深300净利润较一季增长达到了409.59%，如果剔除这一异常值，可以发现，PMI单季扩张平均值与沪深300净利润环比增长明显呈正相关关系，且相关性明显提高。

图15. PMI与沪深300净利润单季环比

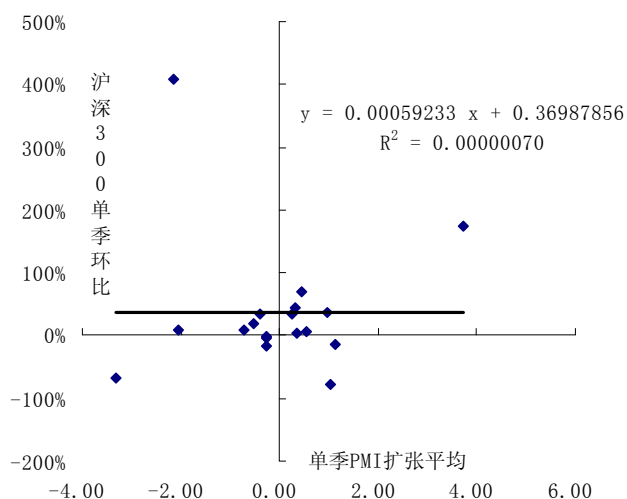
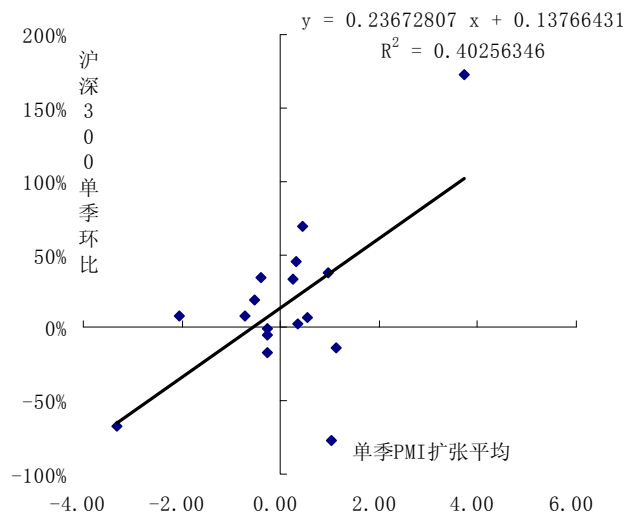


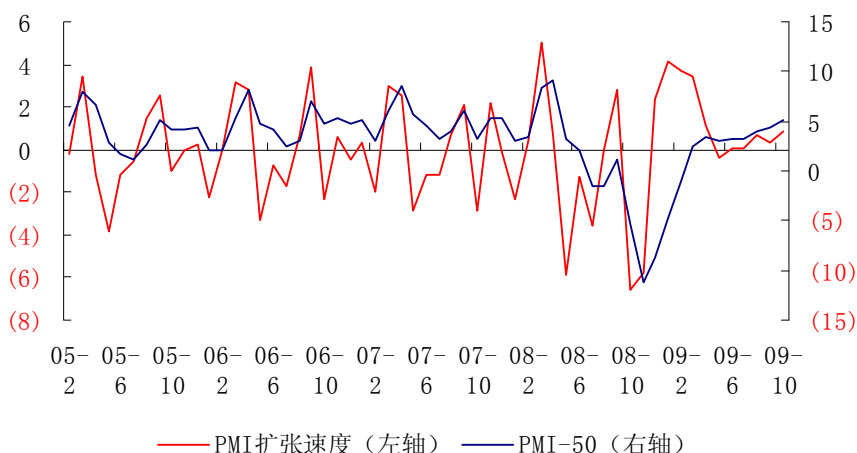
图16. PMI与沪深300净利润单季环比（剔除异常值）



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

从10月底公布的PMI数据来看，10月不仅经济处于扩张期，同时经济扩张速度较9月加快。

图17. PMI 数据与扩张速度



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

我们认为未来经济扩张速度仍将加快。因此, 沪深 300 单季净利润环比增速将较三季环比增速提高。

我们沪深 300 上市公司 09 年四季度净利润增长情况进行了情景分析, 在不同的环比增长率下, 09 年四季度及全年的同比增长情况 (见下表)。可以看到, 即使四季度较三季度环比出现收缩 2%, 但由于 08 年四季度受全球经济危机影响导致 08 年四季度的基数较小, 因此, 单季和累计同比增长仍然非常明显, 在经济扩张速度加快, 沪深 300 单季净利润环比增速将较三季环比增速提高的前提下, 我们认为 09 年全年沪深 300 净利润增长至少保持在 22% 以上。

表: 09 年四季度及全年沪深 300 净利润增长情景分析

单季环比假设	-2%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
四季度净利润 (亿元)	2703.06	2758.22	2785.80	2813.39	2840.97	2868.55	2896.13
单季同比	269%	276%	280%	284%	288%	291%	295%
累计净利润 (亿元)	10139.25	10194.41	10221.99	10249.58	10277.16	10304.74	10332.32
累计同比	21.03%	21.69%	22.02%	22.35%	22.68%	23.01%	23.33%

资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

这与当前的市场一致预期相近, 10 月市场对沪深 300 上市公司 09 年盈利预期基本上维持在 21% - 22% 的水平, 因此, 我们认为当前市场的微观盈利预期同样也较为确定。

二、不确定的经济刺激计划退出策略

经济刺激计划的退出策略自 7 月以来一直是市场关注的焦点。近期部分国家已经开始了退出策略, 如以色列、澳大利亚、挪威提高利率, 印度上调了银行准备金率, 日本央行在 30 日货币政策例会结束后宣布于预定期限终止商业票据以及企业债券购买计划。从近期各国央行对退出政策的相关声明来看, 各国均开始对

退出策略的思考和准备。一般而言，一个经济体的退出往往具有标杆效应，因此，各国市场认为从澳大利亚央行加息的开始，标志着世界主要经济体的货币政策紧缩周期的正式启动。目前各国研究者普遍认为作为率先走出经济衰退的经济体，发展中国家未来将先于发达经济体开始退出策略。那么，中国又将会在如何以及何时启动退出策略呢？

表：近期各国相关退出政策

国家	内容
以色列	8月24日宣布将基准利率上调25个基点至0.75%，成为自去年9月以来金融危机全面爆发以来首个加息的经济体
澳大利亚	10月6日将利率提高25个基点至3.25%
印度	10月27日上调银行准备金率
韩国	10月28日央行政策委员呼吁尽快升息以防止经济泡沫
挪威	10月28日宣布升息25个基点至1.5%，成为欧洲最先升息的国家
印度	10月27日印度央行展开退出宽松政策的第一阶段，结束了部份在全球金融危机期间推出的流动性支援措施，但央行维持主要利率不变
日本	央行正逐步倾向于放弃部分即将于12月到期的企业融资支持举措不再延长
欧洲央行	欧洲央行管理委员会委员韦伯周四表示，欧洲央行应该从明年开始撤常规措施，之前表示目前还不是撤出非常规措施的时候，但表示现在应该对撤出有所规划
日本	10月30日，日本央行在货币政策例会结束后宣布于预定期限终止商业票据以及企业债券购买计划，并表示由于日本金融环境正持续改善，近期将会采取更为符合当前市场情况的政策

资料来源：路透新闻 东海证券研究所

从08年至今国务院常委会议对各时期经济和下一阶段工作重点的描述中，我们可以看到，虽然并没有明确提出何时及如何启动退出策略，政策基调也没有发生根本性的变化，但是政策关注的重点开始不单单专注于“保增长”了，“调结构”和“管理通胀预期”也已经是政策关注的重点。

表：08年年至今国务院常委会议对经济和下一阶段工作重点的内容

日期	内容
2008年11月09日	- 当前要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，出台更加有力的扩大国内需求措施 - 确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施（含四万亿投资）
2009年04月16日	- 扩大内需、促进经济平稳较快发展的一揽子计划已初见成效 - 我国经济回升的基础还不稳固，内外部环境还十分严峻。国际金融危机还在蔓延，对我国经济的影响还在加深 - 要坚定不移地贯彻执行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面实施应对危机的一揽子计划
2009年06月17日	- 我国经济运行正处在企稳回升的关键时期，要坚定不移地继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面贯彻落实好应对国际金融危机的一揽子计划，并根据形势变化不断丰富和完善 - 总体形势企稳向好 - 经济回升的基础还不够稳固，不确定性因素还不少， - 巩固和发展企稳向好的形势
2009年08月26日	- 研究部署抑制部分行业产能过剩和重复建设，引导产业健康发展 - 经济社会发展情况好于年初的预期，回升向好的趋势得到巩固 - 经济回升的基础还不稳定、不巩固、不平衡，一些深层次矛盾特别是结构性矛盾仍然突出。外需萎缩的局面及影响

还在持续；经济增长的内生动力不足，民间投资意愿不强；产能过剩的问题更加凸显，产业结构调整压力和难度加大

◇ 要把正确处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系作为宏观调控的重点

2009 年 10 月 21 日

◇ 今年前三季度中国经济社会发展情况好于年初的预期，回升向好的趋势得到巩固，但回升的基础还不稳定、不巩固、不平衡，将继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策

◇ 强调在今年后几个月中，管理好通胀预期将会是政策的侧重点之一

资料来源：东海证券研究所整理

我们认为，四季度国内宏观经济政策尚不会发生根本性的变化，未来有望继续保持积极的财政政策，货币政策方面，数量调控会逐渐加大力度，但央行在价格调控方面会相对审慎。09 年 12 月中央经济工作会议会定下明年政策基调。因此，在此之前市场将面临政策的不确定。（对退出策略的详细研究见即将发布的专题报告）

三、市场流动性和资金面影响不大

流动性回流实体经济趋势明显

我们长期以来关注的资金回流实体经济的指标 M2-M1 增速差持续下降，9 月下降至负数，这是 08 年 6 月以来第一次。这主要是由于随着经济景气回升，企业货币需求上升，企业活期存款增长加速。9 月中国宏观景气一致指数由 5 月的 95.50 上升至 97.90，相应的，企业活期存款增长率由 5 月的 20.4%提高至 34.0%。这一情形与 06 年 12 月相似。流动性回流实体经济的这一趋势与我们在下半年投资策略报告中预测一致，我们认为未来随着经济复苏趋势的确定，未来这种资金回流情况仍将延续。

图18. M2-M1 变化

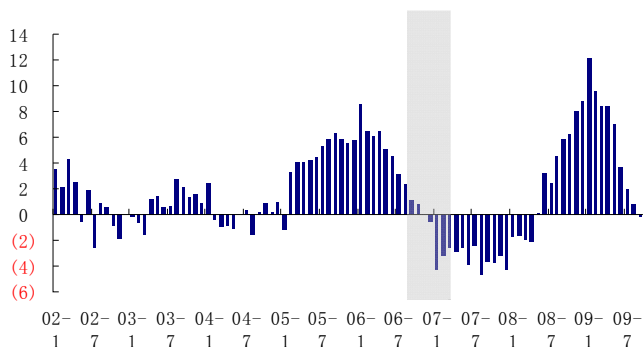
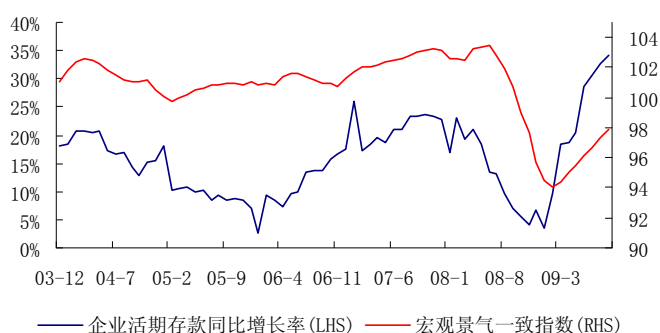


图19. 企业活期存款



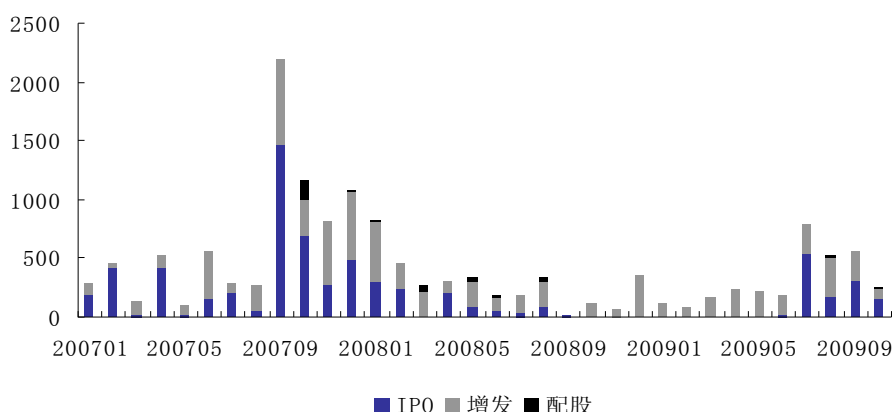
资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

资金需求对市场压力较小

经过 8 个月的 IPO 真空期之后，A 股市场于 09 年 6 月重新启动了 IPO。7 月、8 月、9 月和 10 月 A 股实际融资额分别为 799.19 亿元、519.43 亿元、564.63 亿元和 248.65 亿元，接近 08 年年初的水平。从 11 月新股扩容对资金的需求看，11 月 3 日又有两只中小板股票发行，同时 10 月 30 日创业板首批 28 家公司上市，我

们在《由创业板申购情况看投资者心态及其对主板的影响（091018）》一文中提到由于创业板公司发行市盈率偏高，因此，大多数投资者对创业板二级市场风险有一定的谨慎心理，主要通过创业板一级市场参与创业板打新行情，我们认为在创业板推出后市场上大多数投资者将持观望态度，短期内不会有太多资金由主板市场进入创业板市场参与二级市场交易。但是从创业板一级市场退出的资金会不会回流主板二级市场则取决于主板当时的走势情况。如果主板市场趋势上涨，则创业板推出后资金的回流无疑对主板市场是利好。

图20. 各月 A 股市场资金需求结构 单位：亿元



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

投资者谨慎情绪略有缓解

投资者新开户数与一周参与交易的 A 股账户数这两个指标经过 8 月份的大幅下降之后均有所回升，这有利于缓解近期市场的资金压力。

图21. 投资者新开户数变化

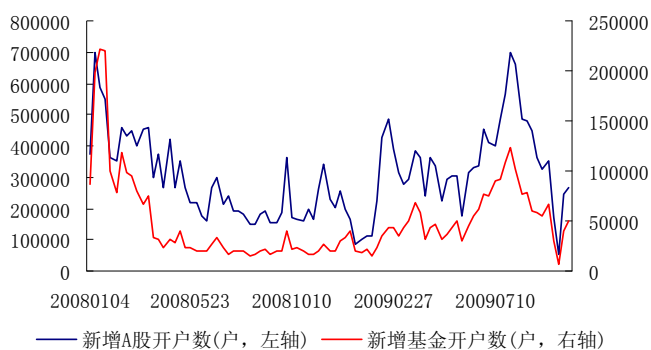
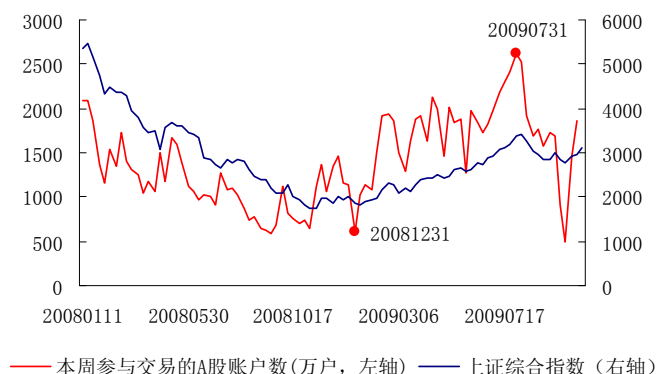


图22. 一周参与交易的 A 股账户数与上证指数变化



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

四、11 月市场走势预测

我们认为 11 月市场仍处在确定的经济复苏和不确定的退出策略之中,这样的市场环境中影响市场走势的主要因素将呈以下变化:

1、市场盈利预期不会发生太大的变化。特别是 10 月三季报公布后短期内刺激市场调整盈利预期的因素较少。确定的盈利预期将对市场提供支撑。

2、乐观的宏观经济数据具有提振市场信心的作用，导致市场估值水平提高，但是由于政策的不确定，乐观的宏观经济数据的另一市场表现是市场对退出政策的担忧，而由于我们认为退出政策将在 12 月定调，因此，11 月这种政策不确定的影响仍将存在。这使得 11 月市场仍将呈现 9 月、10 月明显的月中效应，即受当月上中旬乐观经济数据利好，市场受估值推动，但随着经济数据披露完毕，政策的不确定又导致市场估值回落。

因此，我们认为 11 月市场总体上将呈先扬后抑走势，基于对确定的盈利预期的判断，我们认为虽然 11 月市场无法突破前期 8 月高点，但低点也在盈利预期的支撑下逐渐提高了。因此，我们将下半年策略报告中提出的沪深 300 运行区间的低点进行了提高，即沪深 300 运行区间在（2400，3500）点间。

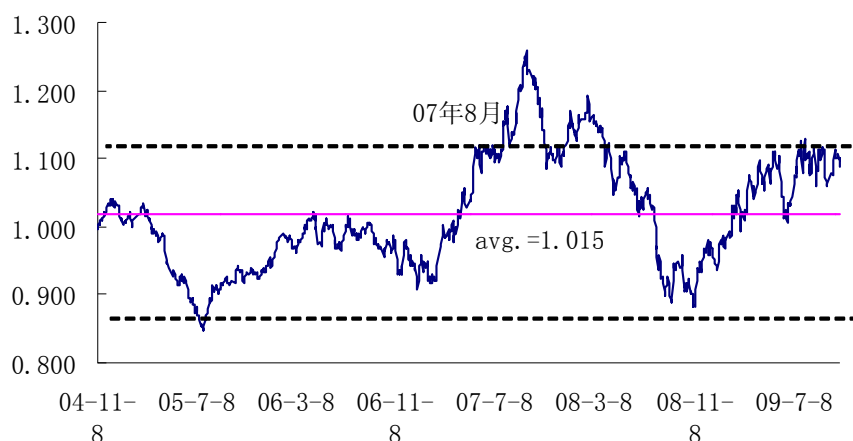
三、11 月市场投资策略

基于对市场运行特点——震荡调整为主的分析，我们总体上坚持下半年以防御为主的投资策略时，但是建议加大对周期性行业的关注。

一、总体策略：紧随经济周期加大关注周期性行业

虽然 8 月份开始的中期调整结束了周期性行业持续领先防御性行业的趋势，出现了 8 月防御性行业对周期性行业的领先，但从 9 月以来，明显的一点是随着月中效应的形成，周期领先防御的时间相对较长，而防御领先周期的时间逐渐缩短。我们认为在宏观经济加速扩张趋势下，未来周期性行业领先防御性行业的时间将逐渐延长，但是由于政策不确定所导致的震荡调整行情，周期领先防御仍然无法如 07 年初那样持续。

图23. 周期/防御市场相对表现



资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

二、经济加速扩张下的投资机会

1、三季报显示未来景气上升的行业

从 10 月底披露完的上市公司三季报分行业看，**营业收入呈正增长且逐季度同比增速提高的行业**：建筑建材、食品饮料、医药生物、公用事业、房地产、金融服务、信息服务和信息设备；其中建筑建材和信息设备行业增长最为突出。营业收入由负增长转为正增长的行业：农林牧渔、机械设备、交运设备、家用电器、纺织服装、轻工制造和商业贸易。化工、黑色金属、有色金属、电子元器件、交通运输行业虽仍处于负增长，但趋势有所好转，而采掘行业营业收入有所下降。**09 年毛利率显著提升的行业**有公用事业、纺织服装、食品饮料、家用电器、医药生物、农林牧渔、交运设备行业，其中纺织服装、食品饮料和家用电器行业毛利

率正处于历史最高点，行业处于盈利最好时期；公用事业毛利率相比 07 年仍有较大提升空间。09 年毛利率显著下降的行业有化工、有色金属、黑色金属、房地产、商业贸易行业，不过其中化工、黑色金属和有色金属行业的毛利率正逐渐回升，黑色金属、有色金属相比 07 年和 08 年高点仍有较大提升空间。电子元器件和商业贸易行业毛利率相比 07 年略有下滑，其中电子元器件行业毛利率正逐季度提升，而商业贸易却逐季度下滑。09 年前 3 季度尤其是第 3 季度存货周转率提升明显的有建筑建材、电子元器件、家用电器、食品饮料、交运设备、公用事业、商业贸易和信息设备行业，而采掘和机械设备行业的存货周转率下降明显。经营现金流量净额方面，交运设备、建筑建材、房地产、信息服务、房地产、公用事业、餐饮旅游、商业贸易、综合、金融服务、医药生物、食品饮料、家用电器行业 09 年前 3 季度相比去年同期增长明显，而下滑最为明显的行业是交通运输和有色金属行业。

表：09 年前 3 季度非 ST 类上市公司分行业业绩分析 单位：亿元

行业	家数	营业总收入	增长率	毛利率	提高	利润总额	增长率	净利润	增长率	净利率	提高
农林牧渔	30	499.53	-5.38%	15.11%	1.18%	24.57	23.59%	20.56	20.06%	4.11%	0.87%
采掘	20	1,503.84	-1.09%	43.55%	-1.91%	457.49	-9.50%	361.18	-10.10%	24.02%	-2.41%
化工	106	1,556.92	-15.60%	19.09%	-1.58%	117.09	-41.72%	96.49	-42.12%	6.20%	-2.84%
黑色金属	19	3,218.24	-26.80%	6.71%	-7.11%	26.73	-92.32%	17.14	-93.79%	0.53%	-5.74%
有色金属	33	1,547.22	-26.82%	7.93%	-6.88%	6.84	-96.36%	1.63	-98.91%	0.11%	-6.97%
建筑建材	54	5,239.93	39.91%	12.12%	-0.61%	228.00	43.29%	178.23	41.42%	3.40%	0.04%
机械设备	106	2,012.29	-3.52%	20.35%	1.97%	201.95	9.00%	171.24	8.76%	8.51%	0.96%
电子元器件	49	305.92	-19.56%	19.24%	-0.72%	3.96	-85.85%	-0.25	-101.09%	-0.08%	-6.05%
交运设备	48	1,215.12	-0.98%	18.12%	0.38%	111.05	-10.35%	91.62	-11.67%	7.54%	-0.91%
家用电器	17	1,311.52	1.16%	22.35%	2.73%	67.81	23.14%	56.68	23.18%	4.32%	0.77%
食品饮料	28	688.91	10.83%	40.11%	2.86%	147.00	25.91%	112.51	25.60%	16.33%	1.92%
纺织服装	37	341.89	-3.04%	23.13%	2.44%	29.03	10.80%	23.54	15.93%	6.89%	1.13%
轻工制造	35	496.39	-4.02%	18.52%	0.16%	33.88	-5.12%	27.72	-6.58%	5.59%	-0.15%
医药生物	80	971.87	9.52%	29.53%	-0.02%	103.56	16.65%	87.26	20.34%	8.98%	0.81%
公用事业	34	1,638.73	12.94%	17.45%	11.24%	149.13	627.62%	128.00	603.70%	7.81%	9.56%
交通运输	38	1,349.12	-16.44%	16.68%	-0.53%	105.41	-34.90%	76.06	-40.19%	5.64%	-2.24%
房地产	61	1,053.38	34.86%	34.60%	-3.91%	215.42	33.41%	162.08	33.77%	15.39%	-0.13%
金融服务	15	7,187.21	9.48%	99.64%	0.18%	1,848.86	23.07%	1,422.60	16.95%	19.79%	1.26%
商业贸易	46	2,013.67	-9.75%	11.35%	-0.24%	62.10	-25.03%	46.01	-24.73%	2.29%	-0.45%
餐饮旅游	13	114.76	11.20%	33.06%	3.19%	12.28	37.02%	9.59	36.65%	8.36%	1.56%
信息服务	23	118.20	16.90%	29.53%	0.04%	17.58	21.06%	15.22	25.68%	12.88%	0.90%
信息设备	27	691.29	27.39%	28.08%	0.90%	36.95	40.20%	28.90	35.69%	4.18%	0.26%
综合	24	277.41	8.30%	10.51%	-1.24%	8.95	-35.17%	6.31	-40.69%	2.27%	-1.88%

注：毛利率、净利率提高为 09 年前 3 季度较 08 年前 3 季度

资料来源：WIND 资讯 东海证券研究所

基于收入高速增长的角度看好的行业有建筑建材、信息设备、食品饮料、医

药生物、公用事业、信息服务、金融服务、房地产；**基于行业基本面逐渐好转的角度看好家用电器、纺织服装、轻工制造，商业贸易、化工、黑色金属、有色金属。**

从行业三季报，行业发展阶段、经济复苏带来的需求持续好转和行业盈利能力的逐渐提升等多方面因素，**我们认为未来景气上升的行业有建筑建材、信息设备、食品饮料、医药生物、家用电器、公用事业、纺织服装、信息服务、交运设备、化工、有色金属。**

建筑建材：需求高速增长，存货周转率加快，经营现金流充裕，业绩呈现高速增长

信息设备：需求高速增长，存货周转率加快，业绩呈现高速增长

食品饮料：需求稳定增长，存货周转率加快，毛利率提升明显，经营现金流充裕，业绩呈现稳定高速增长

家用电器：需求逐季度提升，存货周转率加快，毛利率提升明显，经营现金流充裕，业绩呈现高速增长

医药生物：需求稳定增长，毛利率稳定，经营现金净流量充裕，业绩呈现稳定增长

公用事业：需求恢复较快且仍有提升空间，存货周转率加快，毛利率大幅度提升，经营现金流充裕，业绩相比去年增长幅度较大

纺织服装：需求逐渐恢复，毛利率提升明显，预计随着出口逐渐好转，业绩仍有进一步提升空间

交运设备：需求逐季度恢复，存货周转率加快，毛利率略有提升，经营现金净流量充裕，预计随着国家政策的实施，业绩仍有进一步提升空间

化工、有色金属：行业正处于拐点，营业收入、存货周转率、毛利率等指标逐季度好转，预计随着经济的恢复，业绩会逐渐好转。

信息服务：需求稳定高速增长。

2、政策不确定下的阶段性机会

我们在下半年投资策略报告中提出“关注上游，回避中游”的投资策略，而不是像其他机构提出“埋伏中游”或“关注中游”，主要是基于我们认为下半年市场处于后流动性时代，只是由流动性阶段向产出效应阶段转换的过程，因此，产出缺口的存在将制约 PPI 中生产资料价格增长率，进而制约中游行业的盈利能力。

从三季度中游行业盈利和市场表现来看，也符合我们在6月时的判断，部分中游行业如黑色金属虽然三季报显示行业盈利显示出拐点迹象，但产能过剩压力将推迟拐点的形成，而在二级市场上中游行业也仅短暂地超越大盘，之后出现加速回落。

我们认为随着经济的加速扩张，未来国内产出缺口将逐渐下降，中游行业价格传导渠道将开始逐步恢复，进而行业景气上升。由于股市领先基本面，因此，我们认为从四季度开始可以适当关注中游行业，但是对其中产能过剩严重的行业，我们认为短期面临较大的政策风险的行业，从8月开始政府监管当局开始对产能过剩问题加以重视，我们认为随着经济复苏的明确，针对产能过剩相关行业的调结构政策将逐渐浮出水面，在相关政策明确前，我们建议关注其阶段性机会。

表：产能过剩相关政策汇总

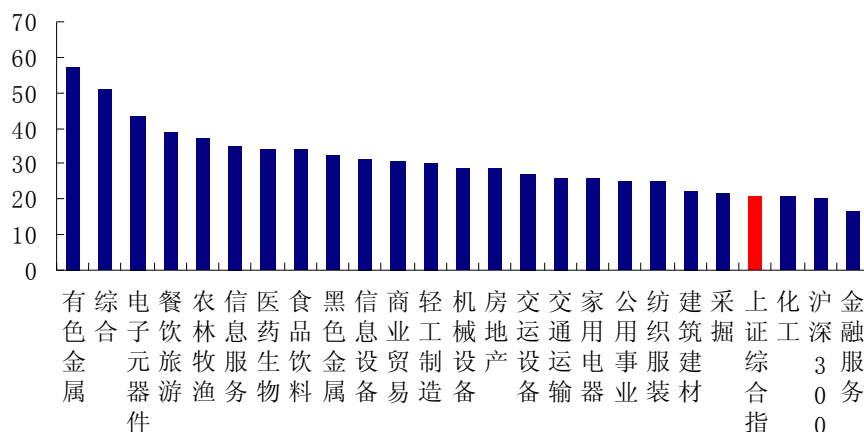
日期	会议或官员名	内容
2009年8月26日	国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议	部署抑制部分行业产能过剩和重复建设，引导产业健康发展。涉及行业：钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等。对策措施：严格市场准入、强化环境监管、土地控制、贷款控制、建立信息发布制度。
2009年9月26日	国务院	国务院批转了发展改革委等部门关于抑制产能过剩和重复建设的通知，要求各部门针对目前钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等行业出现的盲目扩张和重复建设倾向，采取措施引导上述产业健康发展。
2009年10月16日	发改委产业协调司司长陈斌	目前国家抑制部分行业产能过剩和重复建设政策效应初步显现，工业增速稳中趋升，企业生产经营困难情况有所缓解，产业发展总体向好。但从当前产业发展状况看，结构调整虽取得一定进展，但总体进展不快，各地区、各行业也不平衡。不仅钢铁、水泥、平板玻璃、电石、甲醇等传统过剩产业仍在盲目扩张，风电设备、太阳能光伏发电用的多晶硅等部分新兴行业也出现了重复建设倾向
2009年10月19日	新闻发布会 发改委产业协调司巡视员熊必琳	钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等六大行业原则上将不再批准扩大产能的项目。对不符合产业政策要求，不按规定程序审批或核准的项目，一律不得通过企业债、IPO等方式进行融资。此外他还表示，产能过剩与4万亿投资无根本联系。
2009年10月21日	国土资源部	下发通知，要求各级国土资源管理部门将保增长与调结构有机结合，进一步增强土地管理参与宏观调控的自觉性和主动性，坚决抑制部分行业产能过剩和重复建设势头。未经国务院及国务院投资主管部门审批的钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备、船舶船台等产能过剩行业和重复建设项目，一律不得安排用地计划指标

资料来源：东海证券研究所整理

3、行业估值

从分行业估值看，目前估值低于市场的行业只有金融行业和化工行业，短期来看，低估值并不意味着行业未来具有超越大盘的可能，我们认为关键因素推动行业发生转折的因素是否出现。这种推动行业发生转折的因素包括当时的市场环境，如在一个震荡调整的市场中，低估值在调整时往往会获得市场更多的关注，因为其相对调整的压力较小；也包括市场对价值的重新评估，使得较低估值得到纠正。相应的，高估值也不必然意味着相应行业会出现调整。具体分析见下表。

图24. 分行业 09 年动态市盈率



资料来源: WIND 资讯 东海证券研究所

表: 行业景气与估值四象限图

	低估值	高估值
行业景气上升	估值明显偏离盈利, 未来空间大 重点重点	盈利可以化解高估值 关注
行业景气下降	低估值是对盈利的反映 中性	高估值面临回落 回避

资料来源: 东海证券研究所

根据我们对行业景气的判断, 我们认为当前市场中值得重点关注的行业有家用电器、建筑建材、采掘、公用事业、化工、金融服务、纺织服装, 关注的有食品饮料、医药生物、信息设备、信息服务。

附注:

分析师简介:

鲍庆: 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 2 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

王凡: 策略分析师, 武汉大学商学院金融学专业硕士, 10 余年证券行业从业经验

董高峰: 宏观策略分析师, 中国科学院研究生院管理科学与工程硕士, 2008 年加入东海证券研究所。

桂方晓: 宏观策略分析师, 清华大学自动化专业本科, 中国科学技术大学金融工程专业硕士。1 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要研究方向为宏观策略、量化策略等。

一、行业评级

推荐 Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$

中性 Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122