

震荡向上，均衡配置

——2009 年四季度 A 股投资策略

要点：

- **经济加速复苏，通胀压力温和显现。**未来两个季度固定资产投资对总需求的拉动效应依然强劲，美国经济 3 季度开始进入环比正增长已无悬念、支持出口好转。四季度经济加速复苏，预计三、四季度 GDP 增速分别达到 9.1% 和 12.6%，明年一季度 GDP 达到 12.8% 左右的阶段性高点。本轮 CPI 周期 7 月份见到谷底，四季度显著回升，年底有望由负转正，全年 CPI 预计在 -0.8% 左右。
- **流动性效应弱化，年底或现 M1 高点。**信贷增量高位回落后 4 季度总体将维持正常年份月均水平，预计货币指标 M1 年底出现高点，但仍会暂时维持高位震荡，M1 和 M1-M2 的向下拐点则可能出现在明年一季度。货币政策 4 季度内仍不大可能见到真正的紧缩，转向的时点可能出现在明年 1 季度以后。
- **市场先抑后扬，震荡向上。**A 股市场已经从经济复苏与流动性双轮驱动阶段过渡到经济复苏单轮驱动阶段，对于负面因素的抵抗力弱于上半年。4 季度初期面临资金面的显著冲击，阶段性调整压力加大。虽然流动性效应显著弱化，但流动性拐点则会延迟到今年底明年初，宏观经济的阶段性拐点也在明年 1 季度才会见到，因此市场经过阶段性调整过后仍然存在震荡上行的动力。“先抑后扬、震荡向上”是四季度市场的大概率情景。
- **趋势与业绩并重，配置策略转向均衡。**在流动性支撑减弱、业绩增长预期明朗的背景下，4 季度行业配置策略从上半年的趋势投资主导转向业绩与趋势并重。关注今年 4 季度和明年上半年业绩增长相对确切的行业，兼顾行业价量趋势、“低碳经济”和通胀投资主题。综合考虑业绩、趋势与估值因素后，4 季度的长城 30 股票池超配银行、电力设备、建筑、机械、商业、食品饮料、家电等行业，低配房地产、旅游、石油化工、有色金属、钢铁行业。

研究员

但朝阳：

☎0755-83515597

✉danzy@cgws.com

高凌智：

☎0755-83516242

✉gaolz@cgws.com

吴土金：

☎0755-83516212

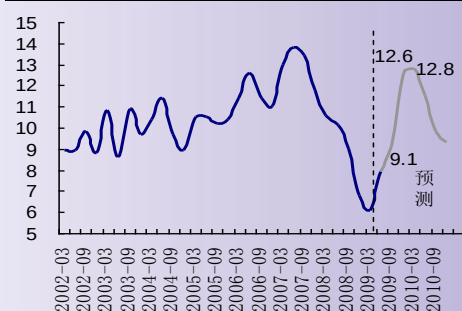
✉[wtj@cgws.com](mailto:wuj@cgws.com)

腊博：

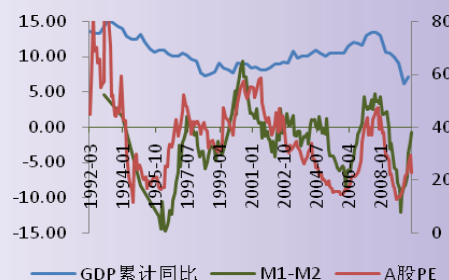
☎0755-83516230

✉lab@cgws.com

未来 3 个季度 GDP 预测



经济、流动性与 A 股估值相关性



相关报告

《从趋势到业绩，行业配置风格面临转换》

——2009 年 9 月投资策略，2009 年 9 月 7 日

《变量与常量博弈，演绎震荡格局》

2009 年 8 月投资策略，2009 年 8 月 10 日

《从流动性主导到经济复苏主导》

2009 年下半年投资策略 2009 年 6 月 22 日

《春意初现，配置“复苏”资产》

2009 年 2 季度投资策略，2009 年 3 月 31 日

《冬寒犹存暖意：坚持积极防御》

2009 年度投资策略，2008 年 12 月 19 日

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



目 录

一、经济加速复苏，通胀压力温和显现	3
1、年末经济“局部过热”，明年一季度或现阶段高点	3
2、通胀压力温和显现	5
3、美国经济弱势复苏	6
二、经济与货币周期支持市场震荡向上	8
1、资金需求冲击加大，市场面临阶段性调整压力	8
2、流动性高点年底出现，股指压力滞后显现	10
3、四季度展望：先抑后扬，震荡向上	12
三、均衡配置策略：趋势与业绩并重	13
1、行业配置的业绩有效性	14
2、业绩为主，趋势为辅	16
3、四季度长城 30 股票池	24

展望四季度 A 股基本面，经济延续复苏和流动性效应弱化有可能成为市场的核心情景，这一点符合我们在 6 月底的半年度策略中提出的前瞻判断——从流动性与经济复苏双轮驱动到经济复苏单轮驱动。但是目前的时点我们需要将关注视角适当地拉长：从未来 2-3 个季度考量，本轮经济反弹的高点和流动性指标的高点将在何时出现？在经济与流动性的二维分析框架下，经济和流动性的拐点将成为决定 A 股阶段性高点的主导因素，因此我们对 4 季度 A 股市场前景的讨论将围绕上述两大核心线索展开。

一、经济加速复苏，通胀压力温和显现

1、年末经济“局部过热”，明年一季度或现阶段高点

三季度的发电量（季调）环比增速预计将超过 7%，如此快速的环比扩张即使在经济上升期都很罕见，相当于 GDP 环比折年率超过了 20% 的水平。在财政和货币政策同步宽松的背景下，宏观经济在没有全面转暖之前却已经出现了部分总量指标的过热，这一过热特征会在四季度经济指标当中表现得更加突出：工业增加值增速可能接近 20%，GDP 同比增速超过 12%，物价指标由负转正。我们预测三、四季度 GDP 增速分别为 9.1% 和 12.6%，全年增速有望达到 8.9%，明年一季度之后 GDP 增速指标逐步回落，2010 年 GDP 预测值为 10.9%。

图 1、发电量季环比增速（季调），%

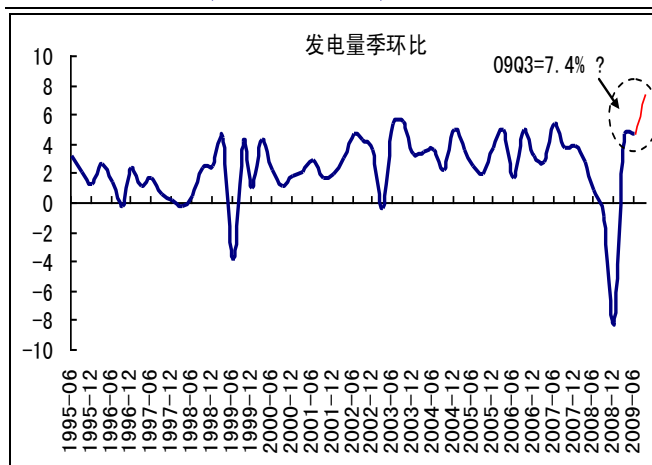
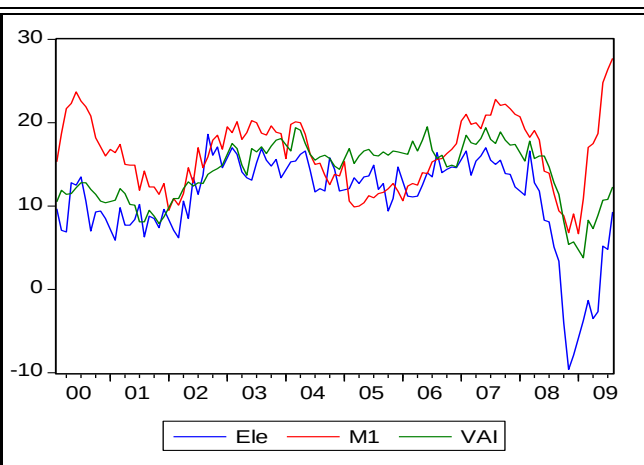


图 2、M1、发电量(EIe)和工业增加值(VAI)同比增速



数据来源：Wind, Bloomberg, 长城证券研究所

民间投资具有市场化的特征，因此在多数产品供给过剩预期回报率较低的情景下，除了房地产、汽车等政策显著受益行业之外，民间投资在今年并没有出现显著的扩张，09 年公共/准公共部门固定资产投资的急剧膨胀主导了城镇固定资产投资的扩张（多数地区基建投资占比都超过 50%），也成了拉动总需求的最重要角色。根据投资取决于信贷规模的经验（下图），随着三、四季度银行贷款规模的冲高回落，以及对年末宽松政策转向中性的预期，我们认为投资拉动效应的高峰期已经过去，投资面临着边际放缓的局面，但考虑到政策的延续性和大量投资项目的存量效应，未来两个季度固定资产投资对总需求的拉动效应依然强劲。



图 3、当月新增信贷，新增固定资产投资绝对额，亿

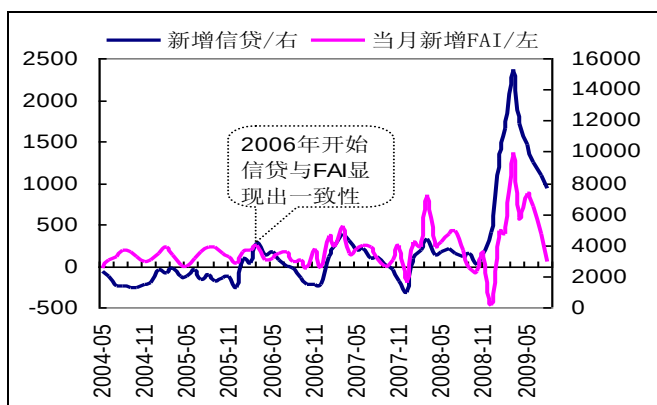
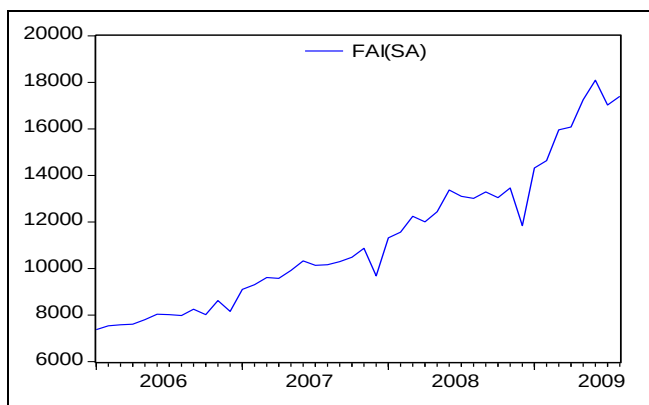


图 4、当月城镇固定资产投资额（季调、截至 8 月）



数据来源：Wind，长城证券研究所；注：单月新增 FAI 经固定资产投资数据季调和三个月移动平均处理

金融危机在去年底造成了出口的“休克”，08 年四季度和 09 年一季度我国出口名义额（季调）环比分别萎缩了 11.5%和 18.6%，二季度环比基本持平，目前外贸形势仅表现出较为疲弱的探底回升格局。年中以来，美国的领先经济指标和 PMI 指数都出现了较为显著的回升，我们也判断美国经济正在迎来复苏，根据出口高度依赖于外国经济的规律，我们认为 8 月份的出口下滑只是一个阶段性现象，出口有望延续回升，这对四季度的经济指标过热将形成助推作用。当然需要指出的是，08 年的金融危机和当前的贸易保护主义都对我国过度依赖外需的经济结构敲响了警钟，目前仍无法排除未来是否还会出现诸如美元大贬值这样新的全球再平衡调整方式，另外，考虑到东西方储蓄-透支平衡打破后全球经济结构漫长调整的要求，我们对未来几年发达国家强劲复苏进而大幅拉动出口的乐观预期持保留态度，在民间企业和家庭增加储蓄、降低债务的趋势下，美国等发达国家更可能迎来的是较为弱势的复苏。

图 5、中国出口，美国 GDP 同比增速，%

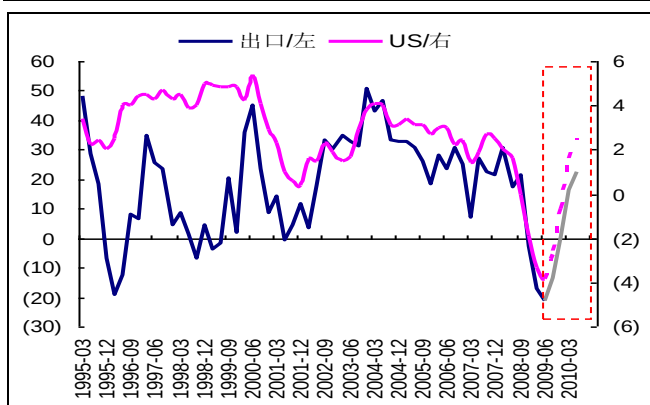
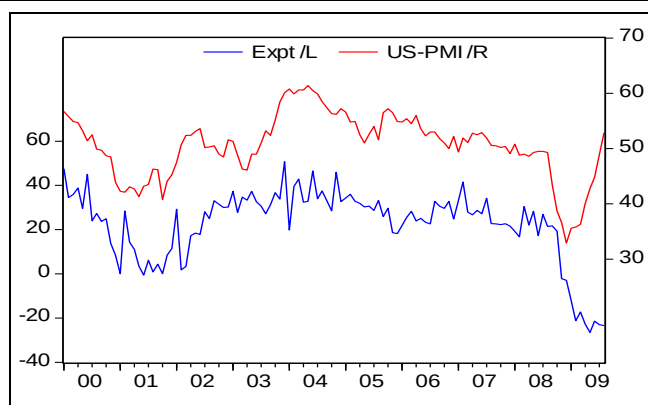


图 6、中国出口同比增速，美国 PMI 指数



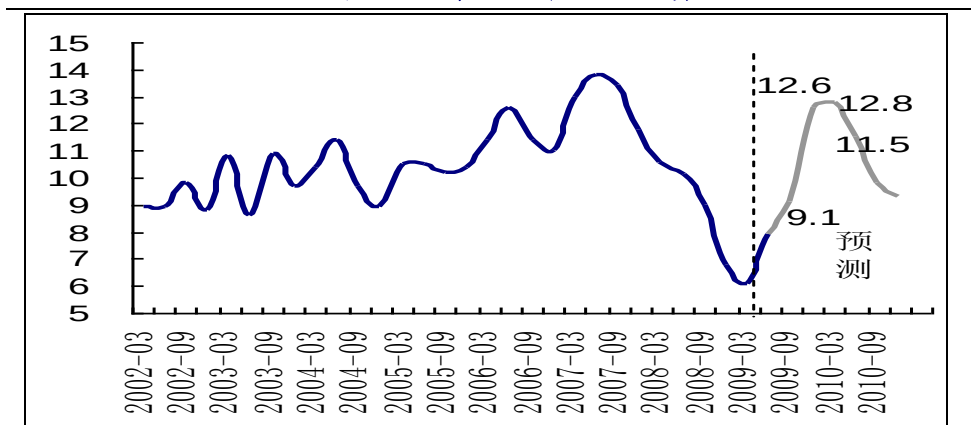
数据来源：Wind，长城证券研究所

从宽松政策和经济周期的角度来看，一旦年末经济指标开始透露出“局部过热”信号，到时候大家对经济复苏步伐是否过快，复苏方式是否过于粗放的讨论可能再度成为舆论的焦点，届时管理层的宽松政策取向势必也会出现一些实质的变化，比如财政投放的项目会适度放缓，对信贷规模会有适当的控制，政策的重心也可能出现从总量到结构，从粗放扩张到精细调控的方向性转变，据此推测明年一季度以后有可能出现货币政策的拐点。随着政策边际效用的递减，即使四季度开始外贸环境出现一些积极的回升，我们也有理由相信 09 年三季度将成为经济环比增速的高点，以发电量



和 M1 环比增速为代表的环比扩张指标将会在三季度见顶，但在宽松政策存量效应和出口回升的共同推动之下，在三季度环比增速见顶之后，实体经济仍然可以维持一个较快的扩张步伐，因此，从同比指标来看，宏观经济的周期性高点将会出现在 2010 年一季度（GDP 同比增速 12.8% 左右）。

图 7、当季 GDP 增速预测走势



数据来源：长城证券研究所

2、通胀压力温和显现

物价定基指数显示，本轮价格周期 CPI 和 PPI 分别在 09 年 7 月和 4 月探明了底部，8 月份物价指标的回升将成为新一轮物价上升的起点，年内 CPI 大概在 11 月将由负转正，全年 CPI 为 -0.8%。在月度的层面上，狭义货币 M1 表现出对 CPI 的领先特征，这一领先期大约为 6 个月，在经济周期高点时期，货币供应能在很大程度上释放为 CPI 的上涨，M1 与 CPI 之间的差值较小，而在景气度较低时期（如 2001 年），商品价格无法充分地反映货币的膨胀，M1 和 CPI 之间的差值较大，可以据此判断 09 年 7 月份即是本轮 CPI 周期的谷底，四季度将迎来通胀指标的显著回升，月度模型预示着 2010 年中单月 CPI 涨幅可能会超过 4%。

图 8、真实 CPI，预测 CPI 和 M1 (-6) 同比增速，%

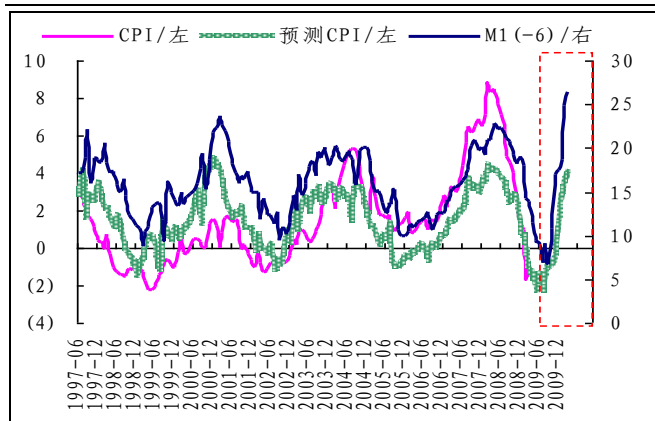
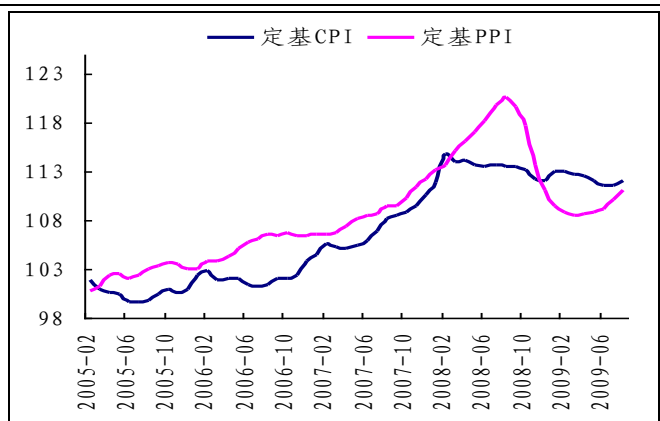


图 9、定基 CPI、PPI 指数（以 05 年初为基数 100）



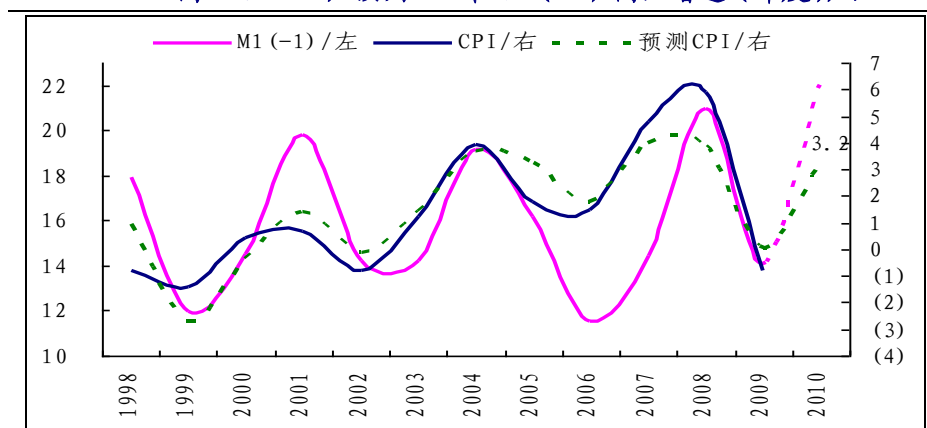
数据来源：Wind，长城证券研究所

根据货币和经济景气度决定通胀高低的规律，我们可以看出近十来年的 CPI 与头一年的狭义货币 M1 平均增速和当年的 GDP 高度相关，在产品供给过剩的格局下，经济低谷时期的过剩货币供给往往不会形成当期的通胀压力，而在后期宏观景气度回升



的时候释放为通胀压力。在外部复苏和宏观调控政策取向中性的假设下，根据这一模型预测的 2010 年 CPI 增速为 3.2%。

图 10、CPI，预测 CPI 和 M1 (-1) 同比增速（年度），%



数据来源：Wind，长城证券研究所

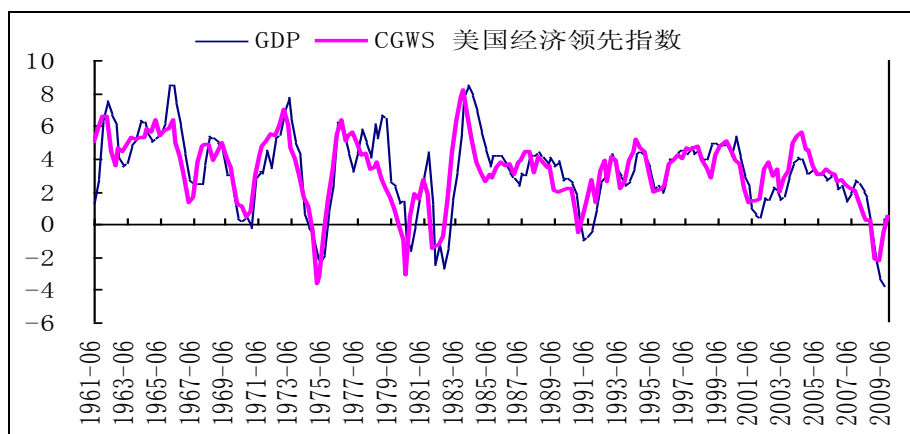
3、美国经济弱势复苏

我们在 3 月 24 日对美国经济的研究报告中提出美国经济最早将会在二季度见底，6 月 19 日提出美国经济二季度乐观估计可以实现环比正增长（实际下滑 0.25%）。目前看来美国经济的发展情况基本符合我们的预期，三、四季度美国经济实现正增长基本已无悬念，但短期内高失业率、低储蓄率、去库存化等因素仍对经济扩张的速度构成负面影响。我们认为三、四季度环比（折年率）可达到 3%和 3.5%左右的水平，2010 年将保持在 2.5%左右。

美国经济触底回升已无悬念

我们前期构建的 CGWS 美国经济领先指数对经济预测的领先性较为稳定，尤其在经济周期重要的拐点时期预测的准确性较高。从该指数前期的表现来看，二季度已经出现明显的转折、三季度继续回升，预示着经济在三、四季度环比回升的概率非常大。

图 11、CGWS 美国经济领先指数大体领先经济 1-2 个季度



数据来源：Bloomberg，长城证券

从 7、8 月份实体经济的表现也可以看出经济改善的迹象。首先，政府一系列经

济刺激计划起到了明显的效果，7-8 月份，汽车的销售分别环比增长 16%和 26%，结束了销量下滑的局面，房地产市场也结束了前期一直低迷的局面(下图)；其次，零售、工业产出、ISM 制造业和非制造业指数也都出现了较为明显的环比回升。8 月份 ISM 制造业指数回升到了 52.9，非制造业指数回升到 48.4，说明制造业复苏要快于非制造业，这与美国拉动经济，大规模增加政府开支，加大公共基础设施投资有关。值得庆幸的是我们看到消费者信心预期指数从 2 月份的 27.3 快速回升到了 73.5，预示着未来 6 个月消费回升的可持续性较高。从制造业和消费市场的表现情况来看，也是耐用品市场要好于非耐用品市场。

图 12、汽车和房地产市场复苏带动经济回升

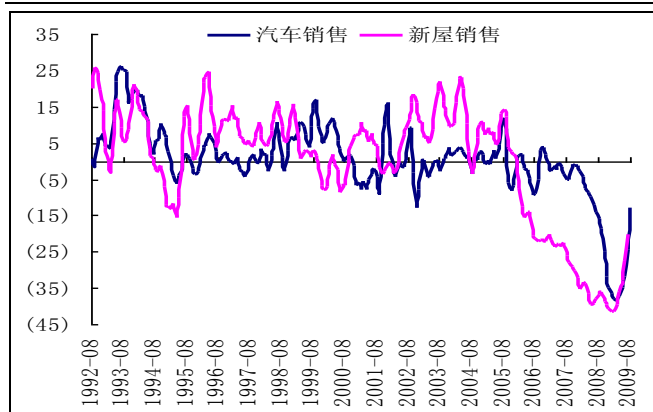
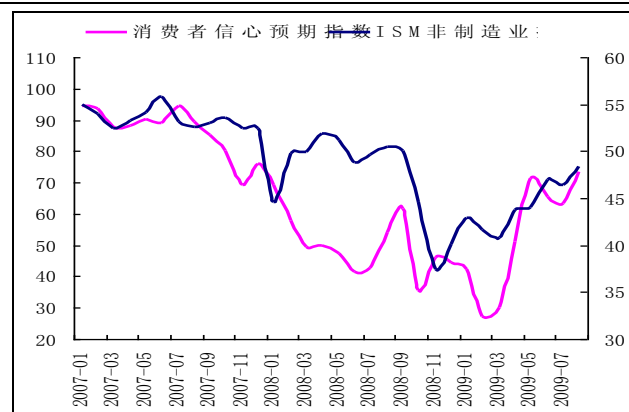


图 13、美国消费者信心预期指数，ISM 非制造业指数



数据来源：Bloomberg，长城证券

失业率攀升、储蓄率抬头、库存偏高限制经济反弹速度

虽然美国经济复苏前景总体乐观，但高失业率、储蓄率等中期因素和去库存化等短期因素的影响将在一定程度上影响消费复苏的弹性，从而限制经济反弹的速度。

图 14、美国经济、非农就业和失业率

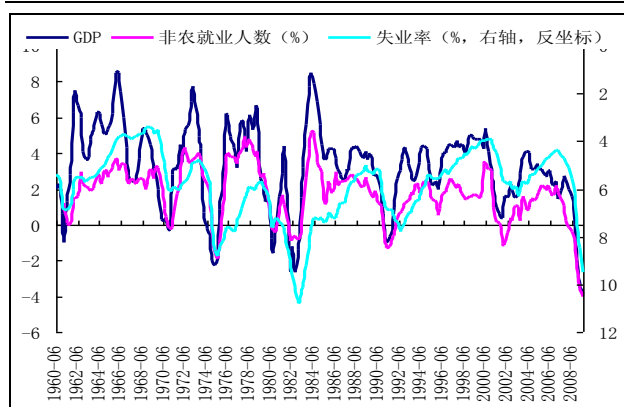
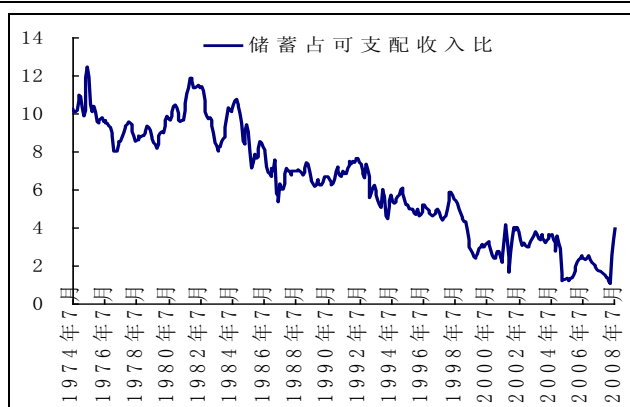


图 15、美国 70 年代以来个人储蓄率变化



数据来源：Bloomberg，长城证券

失业率的不断攀升或延续到明年四季度。历史数据表明，在非农就业人数处于同比正增长的区间内，失业率一般同步于经济回升，反之滞后现象将非常明显。我们认为，目前失业率水平的滞后期将是 60 年代以来的最长时间，预计明年 4 季度失业率不断恶化的局面才能有所改善。失业率的不断攀升在很大程度上将影响了经济复苏的力度。金融危机引发的储蓄-透支再平衡仍会持续，美国个人储蓄存款占可支配收入比例在 2008 年 4 月份降到了低于 1%的水平，而美国信用体制的收紧和失业率的不断

攀升，迫使美国居民将收入转化为储蓄存款。目前个人储蓄存款大幅增长，这有利于美国过渡透支经济结构恢复平衡，但短期也限制了消费水平的增长。我们预计储蓄率的修复过程仍将持续 1 年以上的时间，在此之前美国居民的消费仍比较拮据。

图 16、美国库存仍高于正常水平

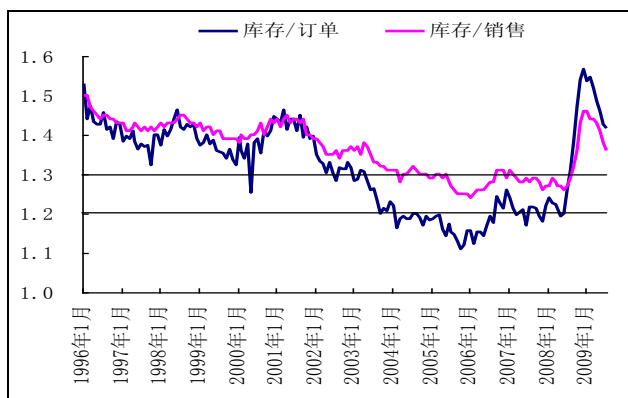
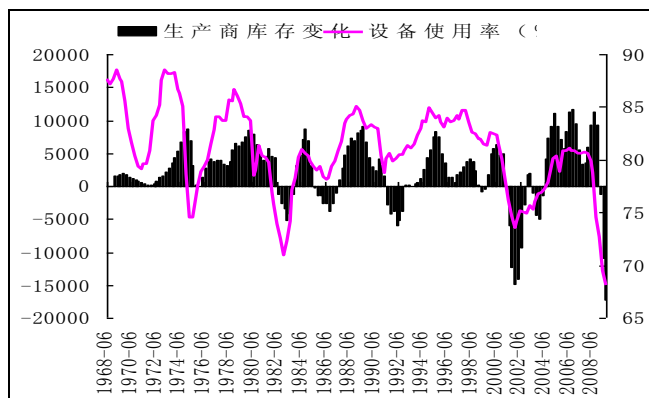


图 17、美国生产商库存与设备使用率变化趋势



数据来源：Bloomberg，长城证券

去库存阶段将持续到年底。目前的生产商库存占订单和销售的比值仍处于较高的位置，说明美国去库存阶段还没有完成，我们判断库存与订单比水平在 1.3，库存与销售比在 1.2 的位置是较为理想的状态，达到这一比例后，企业才会有较强的回补库存动机。根据目前去库存的速度，我们判断去库存的过程要延续到年底，明年一季度企业才会开始回补库存。这一结果与设备使用率的推算结构较为一致：1968 年以来，美国共经历了 5 次较为明显的去库存阶段，其中有 4 次在设备使用率回升 2 个季度后，企业才开始回补库存。

二、经济与货币周期支持市场震荡向上

1、资金需求冲击加大，市场面临阶段性调整压力

限售股解禁心理影响大于实质影响

限售股解禁对 A 股市场的影响主要集中在心理预期、资金需求压力两方面。未来解禁规模的大小导致投资者对市场供求变化产生乐观或悲观的预期，而限售股持有人在解禁后的抛售数量会给市场带来资金需求的不同变化。

4 季度限售股解禁流通规模创年内新高，解禁股为 3534 亿股、解禁市值为 23512 亿。如此庞大的筹码供给有可能导致市场的恐惧，从而引发调整。但是需要注意的是解禁市值前 2 名公司占季度市值总占比达到 77%，均集中在 10 月份，分别是工商银行（11682 亿元）和中国石化（6479 亿元）。考虑到这两家公司的央企背景，我们认为工商银行、中国石化的大股东并不会过量减持而导致市场股票供给的供过于求局面出现。如果剔除这三家公司影响，4 季度各月解禁市值规模与上半年各月基本持平。投资者的担忧会随时间推进被有效消化，负面影响有限。



表 1、2009 年 4 季度季度解禁前 10 名公司市值及市值占比

公司名称	解禁日期	流通股性质	解禁市值（亿元）	占比
工商银行	2009-10-27	首发原股东限售股份	11,683	49.69%
中国石化	2009-10-10	股权分置限售股份	6,479	27.56%
上港集团	2009-10-27	首发原股东限售股份	681	2.90%
上海汽车	2009-12-04	定向增发机构配售股份	647	2.75%
大唐发电	2009-12-21	首发原股东限售股份	360	1.53%
新湖中宝	2009-11-30	股权分置限售股份	234	1.00%
平煤股份	2009-11-23	首发原股东限售股份	175	0.74%
上海电气	2009-11-07	首发原股东限售股份	142	0.60%
广深铁路	2009-12-07	首发原股东限售股份	129	0.55%
上电股份	2009-12-22	股权分置限售股份	125	0.53%

数据来源：Wind，长城证券研究所

根据中证登公司对限售股东减持行为的统计，前 8 个月每月减持股占当月解禁股的比重在 10%之下，减持平均水平在 5%左右。以此测算，4 季度减持规模将在 176 亿股，如果剔除工行、中石化，减持规模只有 27 亿股。如果按此比例匡算 4 季度减持市值规模，将产生 1176 亿的资金需求，如果剔除工行、中石化，将产生 252 亿元的资金需求。基于央企不会过量减持的判断，我们认为 4 季度限售股解禁产生的资金需求可能在 250 亿左右，不会市场趋势构成实质影响。

表 2、2009 年各季度、月度解禁市值

解禁月份	解禁流通股 (亿股)	解禁流通市值 (亿元)	月减持占比	月度减持 (亿股)
2009-1-31	85	694	6.73%	5.7
2009-2-28	102	955	10.01%	10.2
2009-3-31	217	2,186	4.99%	10.8
2009-4-30	252	2,352	4.03%	10.2
2009-5-31	260	2,954	4.05%	10.5
2009-6-30	167	1,966	7.42%	12.4
2009-7-31	1,928	10,450	0.71%	13.6
2009-8-31	345	3,523	3.60%	12.4
2009-9-30	161	1,602	5.00%	8.1
2009-10-31	3191	19,712	5.00%	160
2009-10-31 (剔除工行/中石化)	198	1239	5.00%	10
2009-11-30	118	1,406	5.00%	5.9
2009-12-31	225	2,394	5.00%	11.3

数据来源：WIND，中证登公司，长城证券；注：表中红色字体表示匡算预测值

IPO 与再融资对资金面构成实质影响

7 月份开始，主板新股发行节奏加快，银行为代表的再融资项目增多，创业板近百家企业有望完成 IPO 融资。融资压力成为投资者关注重点。根据统计与测算，主板



或中小企业板的未来融资规模在 430 亿左右，创业板未来的募资额将达到 400 亿左右，商业银行资本补充机制导致的潜在的融资需求在 430 亿左右，非金融类公司通过证监会批准的募资股本达到 168 亿股，募资金额至少在 500 亿之上。

IPO: 根据 WIND 系统统计，08 年 4 月 18 日至 09 年 9 月 23 日，发审委审核通过但未发行的主板或中小板公司有 42 家，预计募资金额达到 351 亿元，如果将招商证券的募资额预计在 80 亿，主板或中小企业板的 IPO 融资规模将在 430 亿左右；目前首批递交创业板上市申请的企业有 108 家，目前淘汰比率并不高，假设淘汰 30% 左右的公司，按首批 10 家平均募资额 6 亿左右，创业板未来的募资额将达到 400 亿左右。

增发: 今年市场形势转好后，上市公司融资欲望增强。根据 WIND 系统统计，目前通过证监会批准的定向增发公司有 51 家，拟增发 168 亿股，其中，公布增发价格下限的共有 74 亿股，合计募资 558 亿。而通过董事会议案、股东大会通过的定向增发公司有 46 亿股；8 月下旬银监会下发的《关于完善商业银行资本补充机制的通知》征求意见稿，根据我们银行研究员测算，如分别将核心资本充足率提高至 7%、资本充足率提高到 10% 的实施将使得部分银行的附属资本将大幅减少，如同时满足 2010 年的预期市场份额及在考虑银行已公告资本补充计划皆顺利完成的基础上，仍有 5 家银行在 2010 年有资本补充要求，其中股权资本补充需求约为 430 亿元。

综上所述，A 股市场未来可以测算到的资金需求在 2010 亿左右，如果加上没有发布增发价格的公司，资金需求在 2000 亿至 2500 亿之间。A 股市场 06-08 年的融资额（IPO、增发、配股）分别是 2677 亿、7985 亿、3516 亿，截止 9 月份，09 年融资额为 2842 亿元。虽然从限售股解禁结构来看，供求失衡问题不严重，但是总体融资压力在 4 季度内对投资者心理预期、实质性的资金需求方面，都构成了实质性的负面影响。

2、流动性高点年底出现，股指压力滞后显现

除了经济周期之外，货币周期对 A 股市场的表现具有更为直接的影响，年初以来，我们在报告中多次指出货币指标对股票市场的指示作用，上半年的市场运行也验证了这些判断的有效性。由于中国的 M1 代表流通现金和企业活期存款，因此很多货币指标可以成为实体经济和资本市场的天然“指示剂”。根据历史经验，M1、M1-M2 增速差、以及企业存款-储蓄增速差这三个货币指标对 A 股市场运行有独特的指示意义。

图 18、 上证综指，M1-M2，企业存款-储蓄增速差

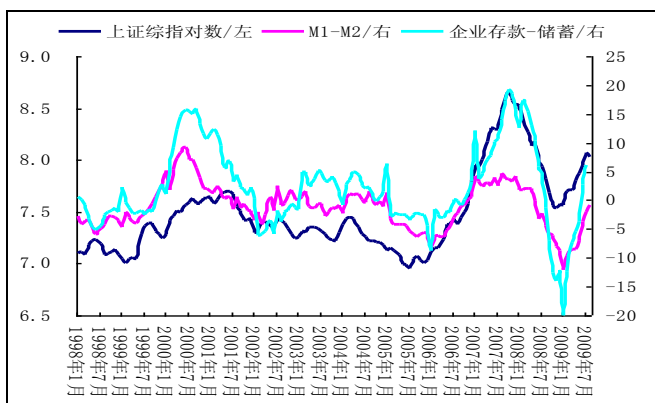
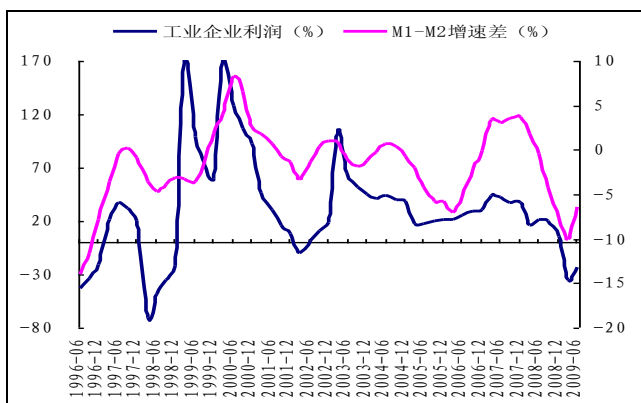


图 19、工业企业利润增速与 M1-M2 增速差，%



数据来源: Wind 长城证券研究所



从企业和居民资金流向的角度来看，随着企业经营环境和盈利状况的提升，尤其是商品房销量和按揭贷款的回升，目前已经出现了居民储蓄向企业存款转化的趋势，表现为企业存款增速开始高于居民储蓄。在剔除新增贷款对存款的影响后，我们观察到在 08 年经济下行周期里，居民储蓄膨胀的速度要高过企业存款，09 年初以来，两者出现反向变化，目前企业存款的膨胀速度已重新高于居民储蓄，这一趋势在 7、8 月储蓄负增长的情形下变得愈加明显（图 20）。从同比指标（图 21）上也可以看出，09 年初以来，出现了企业存款同比增速上升，居民储蓄同比增速下降的局面，这一情形恰好与 08 年相反。企业存款-居民储蓄增速差指标已经由负转正并显现上升趋势。

图 20、居民储蓄和企业存款变化（剔除新增信贷）

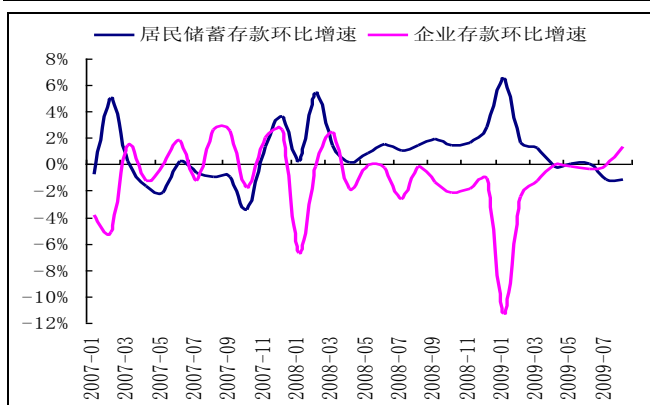
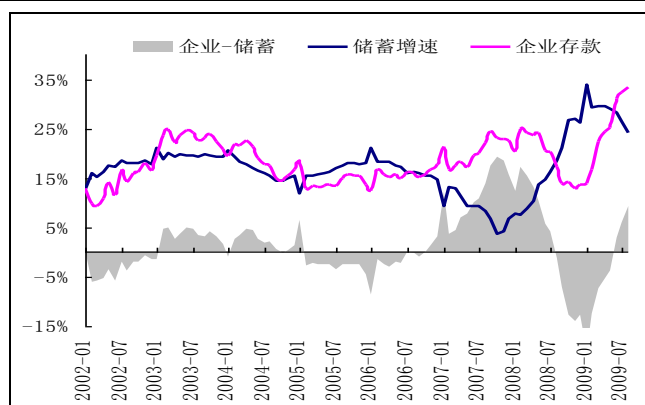


图 21、企业存款、储蓄同比增速及两者差值，%



数据来源：Bloomberg 长城证券研究所

就 M1 和 M1-M2 指标而言，月度信贷增量指标的走势具备一定的参考意义。月度信贷增量在今年 7 月再创 1.53 万亿巨量后，下半年高位回落趋势已经形成；但是宽松货币政策在 4 季度仍具备一定的延续性，信贷增量指标仍会维持在比正常年份（图 2）略高的水平。

图 22、历年新增信贷月度走势，亿元

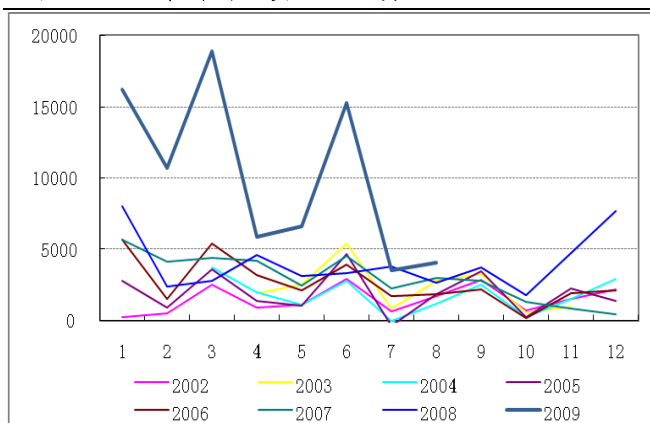
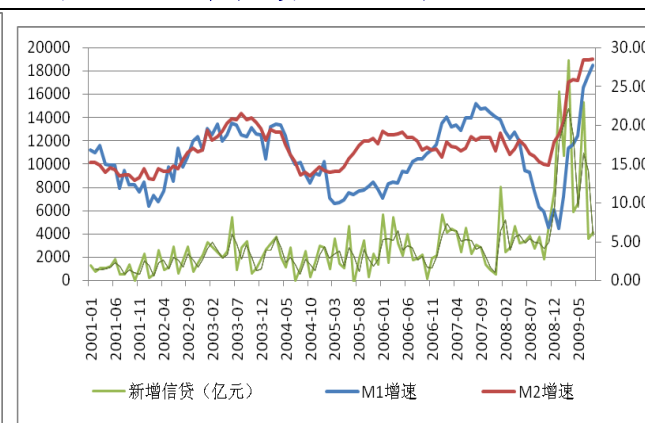


图 23、月度新增信贷与 M1/M2 相关性



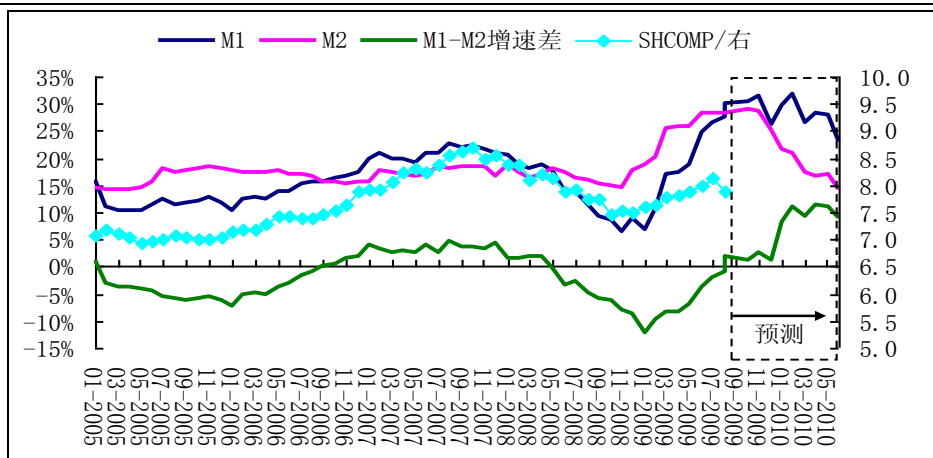
数据来源：Wind 长城证券研究所

在中性偏乐观的情景下，预计下半年月均信贷增量在 4000-5000 亿元左右，而明年上半年季度的月均信贷增量在 6000-7000 亿元左右，相应地 M1 指标的高点将在今年 11 月份出现，而 M1-M2 指标的高点则将出现在明年 1 季度。但是从股指与货币指标的历史相关性看，股指的高点则往往略微滞后于流动性的高点，尤其在流动性高位盘整的情形下，股指往往也有一个继续盘整甚至惯性上冲的阶段。根据我们的预测，M1 指标在年末见到高点后仍将在高位盘整 1 个季度左右，因此流动性指标对市场的真



正压力将体现在明年 1 季度。

图 24、M1、M2、M1-M2 增速差指标预测



数据来源：Wind，长城证券研究所

3、四季度展望：先抑后扬，震荡向上

展望 4 季度市场，我们仍然坚持半年度策略中提出的观点：在经济周期上升的初期，A 股整体的估值和业绩并非判断市场走势的有效标准。因为在这一时期，上市公司业绩整体的环比增长几乎是毫无疑问的（前面周期底部时段的业绩基数太低），同时低基数效应和经济复苏本身的波折，导致许多周期性行业业绩的可预测性也并不强，因此预测业绩趋势还不如预测经济本身的趋势更有说服力。就估值而言，经济周期拐点阶段也往往伴随着货币（流动性）的剧烈波动，这使得市场估值水平也表现出大幅的变动，因此在这一阶段谈论估值是否合理也似乎并不现实。

图 25、A 股上市公司半年度业绩环比增速表现

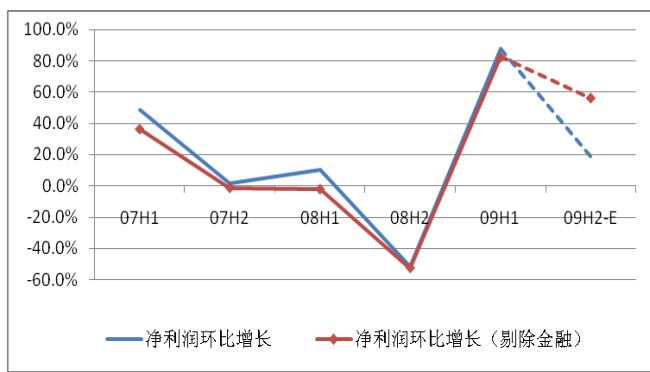
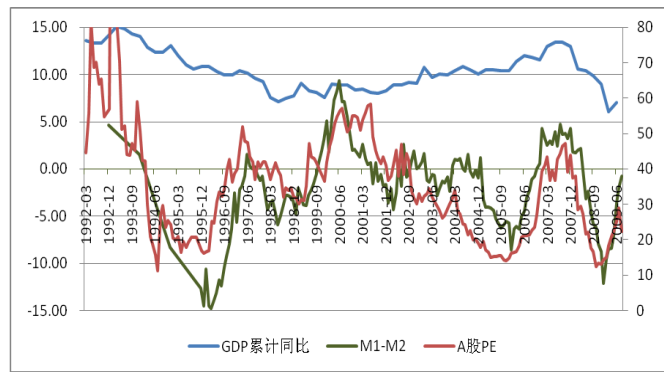


图 26、经济、流动性与 A 股估值相关性



数据来源：Wind 长城证券研究所

延续半年度策略的分析框架，我们认为经济与流动性指标仍然是判断 4 季度市场趋势的核心所在。目前可以预期的 4 季度基本面情景包括：

信贷增量高位回落后 4 季度维持正常年份月均 4000-5000 亿水平（但按照往年规律，10 月份信贷数据表现则可能较差），信贷高位回落对市场的冲击减弱；

货币指标 M1 年底出现高点，但仍会暂时维持高位震荡，M1 和 M1-M2 的向下拐点则可能出现在明年 1 季度；



4 季度内 GDP 数据将逐月走高，明年 1 季度将见到本轮经济反弹的高点，而 CPI 年底由负转正、明年 1 季度呈现温和通胀；

货币政策 4 季度内仍不大可能见到真正的紧缩，转向的时点可能出现在明年 1 季度以后；

最大的负面因素有可能是 10 月份开始的限售股解禁的心理影响，以及创业板、IPO、再融资对资金面的实质影响；

部分经济数据的走向仍需进一步观察（例如出口、新屋开工等）。

在上述分析框架下，对于 4 季度的市场趋势首先需要明确的是，随着信贷增量高位回落成为现实，市场已经从经济复苏与流动性双轮驱动阶段过渡到经济复苏单轮驱动阶段，因此对于负面因素的抵抗力要远远弱于上半年。其次，4 季度初期面临资金面的显著冲击，而 10 月份可能出现的地量信贷也会造成一定负面影响，阶段性调整压力加大。第三，信贷拐点已在 7 月份出现，但流动性拐点则会延迟到今年底明年初，而经济的阶段性拐点也在明年 1 季度才会见到，因此没有必要对 4 季度的市场过于悲观，阶段性调整过后仍然存在震荡上行的动力。总体上我们判断“先抑后扬、震荡向上”是 4 季度 A 股市场的大概率情景。

三、均衡配置策略：趋势与业绩并重

上半年的双轮驱动反弹行情中，在旺盛的流动性支持下，趋势投资成为配置的主流，其中包括对行业复苏趋势的挖掘和对商品价格通胀预期的挖掘，而业绩与估值因素则被大大地忽略。这一点从年初至 8 月 3 日市场高点的时段中各行业市场涨幅表现与半年报业绩表现的不匹配现象可以得到充分的验证（表 1）。但是从四季度的市场环境看，流动性拐点临近，单季 GDP 则有望在 12 月份达到 12%以上的高位，经济强劲复苏以及相伴的业绩驱动有必要重新纳入行业配置的视野。

表 3、2009 年初至 8 月初涨幅排名靠前的 10 大行业及其半年报业绩表现

	09 年初至 8 月 3 日 涨幅%	09H 业绩 同比增速%	涨幅 排名	业绩增 速排名
有色金属	215	-94	1	20
房地产	150	18	2	7
黑色金属	140	-119	3	21
交运设备	135	-25	4	17
电子元器件	110	-176	5	22
餐饮旅游	106	0	6	11
轻工制造	101	-54	7	18
化工	100	74	8	2
机械设备	93	-5	9	13
交通运输	89	-74	10	19

数据来源：Wind，长城证券研究所



1、行业配置的业绩有效性

我们统计了 1998 年（上一轮经济周期触底）以来 22 个主要行业市场涨幅与业绩表现的对比数据，用以探讨从业绩出发的行业配置是否有效、在什么时段有效。统计中以每半年为一个时间段，从而对该时段中各行业的涨幅排名和该时段末的业绩同比增速排名作出比较（例如 2000 年上半年行业涨幅对应于 2000 年上半年行业业绩增速）。如果在市场涨幅排名靠前的 10 个行业中，能有 6 个以上行业业绩排名也处在前十位之列，则认为该时段内行业业绩表现能够较有效地影响行业市场表现（业绩有效）。分析结果表明，在全部 18 个半年度时段中，仅有 8 个时段表现出行业配置的业绩有效（表 2）。

表 4、1998 年以来行业涨幅表现与业绩表现大体趋同的部分时段

	00H1 涨幅排名	00H 业绩排名		02H2 涨幅排名	02Y 业绩排名		04H2 涨幅排名	04Y 业绩排名
信息服务	1	10	轻工制造	1	2	采掘	1	8
公用事业	2	4	交运设备	2	3	交通运输	2	2
医药生物	3	5	交通运输	3	7	食品饮料	3	1
采掘	4	18	医药生物	4	8	黑色金属	4	9
建筑建材	5	9	信息服务	5	11	信息服务	5	15
黑色金属	6	8	黑色金属	6	6	信息设备	6	19
农林牧渔	7	7	机械设备	7	4	商业贸易	7	7
餐饮旅游	8	23	食品饮料	8	20	轻工制造	8	13
交通运输	9	19	化工	9	9	餐饮旅游	9	22
商业贸易	10	2	餐饮旅游	10	19	机械设备	10	10
	07H1 涨幅排名	07H 业绩排名		08H1 涨幅排名	08H 业绩排名		08H2 涨幅排名	08Y 业绩排名
纺织服装	1	19	农林牧渔	1	1	医药生物	1	2
家用电器	2	10	医药生物	2	4	建筑建材	2	6
有色金属	3	12	信息设备	3	10	家用电器	3	4
采掘	4	8	商业贸易	4	6	信息服务	4	1
交运设备	5	7	食品饮料	5	2	公用事业	5	20
公用事业	6	3	信息服务	6	5	机械设备	6	10
房地产	7	2	家用电器	7	3	食品饮料	7	8
机械设备	8	6	金融服务	8	7	房地产	8	5
医药生物	9	17	建筑建材	9	13	信息设备	9	15
商业贸易	10	5	餐饮旅游	10	18	商业贸易	10	9

数据来源：Wind，长城证券研究所

为探讨业绩配置的有效性与经济周期和流动性环境的关系，这里提出“业绩有效度”指标——每一时段市场涨幅排名靠前的 10 个行业中业绩增速排名位于前 10 名的行业的数量，例如 2008 年下半年市场涨幅排名靠前的 10 个行业中有 8 个行业业绩增速排名位于前 10 名，那么这一时段的业绩有效度指标为 80%。如果业绩有效度指标达到 60%以上，则认为业绩配置有效。

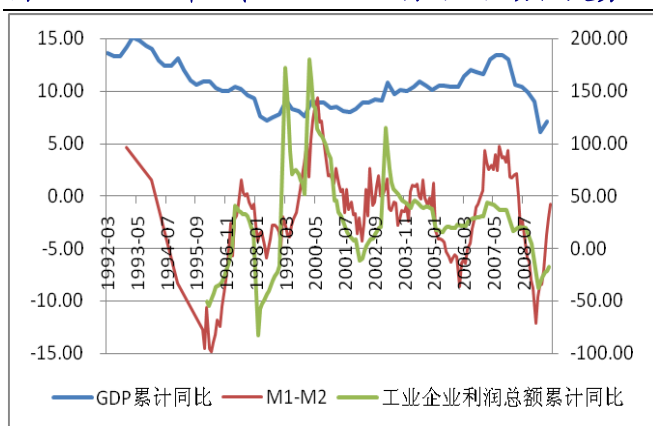
从图 28 来看，前述 8 次行业配置体现出业绩有效性的时段主要具备以下特征：



一是 GDP 同比增速出现向上的拐点的前后半年（代表经济有效触底回升或是经济增长加速的周期时段），例如 2001 年上半年，2002 年下半年，2006 年下半年，2007 年上半年，尤其 GDP 进入高增长区间（10%以上）的时段，业绩配置的有效性会体现地更为显著（达到 70%）；二是 GDP 出现向下拐点（代表经济周期见顶）、同时流动性也开始显著回落的时段，如 2008 年上半年和下半年；三是流动性出现向下拐点的后半年，如 2004 年下半年。

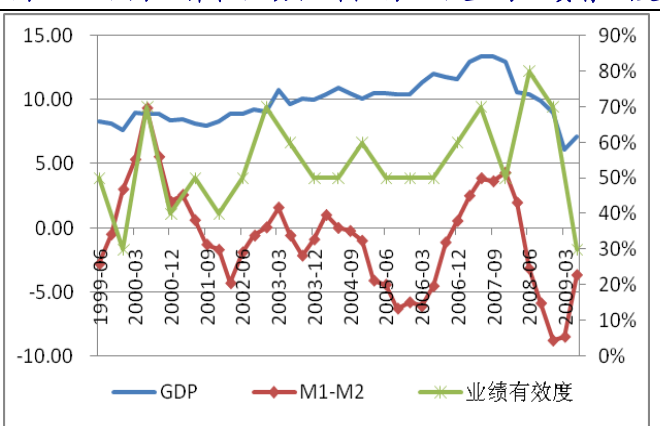
相反，在流动性向上周期和经济周期平稳时期，业绩配置有效性总体上较差。这可能是因为在上述环境下，大多数行业业绩表现较为平稳，难以为股价提供足够的催化效应；而在充沛的流动性支持下，从估值和题材角度出发的选股思路更容易受到市场追捧。

图 27、1992 年以来 GDP、企业利润、流动性走势



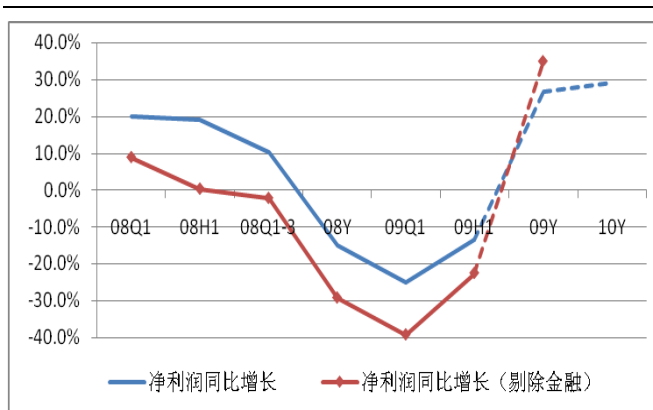
数据来源：wind, 长城证券研究所

图 28、不同经济和流动性阶段行业配置的业绩有效度



另外值得指出的是，在经济周期向上拐点的时段，业绩和市场表现排名靠前的行业在上、中、下游之间分布较为均衡，表明经济复苏阶段各行业都获得业绩增长的机遇，同时业绩对于市场表现也具备良好的指示效应；而在经济周期和流动性向下拐点的时段，业绩和市场表现排名靠前的行业则显著地倾向于下游抗周期行业（2008 年），这显然是在流动性匮乏的环境下，进攻性的周期性行业缺乏业绩支撑和资金追捧，而防御性的抗周期行业则得到良好的业绩支撑，成为市场资金的避风港。

图 29、A 股上市公司 2009、2010 年业绩预测



数据来源：wind, 长城证券研究所

图 30、2009 年下半年、2010 年季度 GDP 预测



就四季度而言，A 股市场面临的基本面环境与 2000 年上半年和 2002 年下半年较



为相似：GDP 出现向上拐点并将进入 10 以上的高增长区间（我们预测今年 3、4 季度的 GDP 分别达到 9.1 和 12.6），M1-M2 指标即将出现向下拐点、但下降幅度暂时有限。

另一方面，四季度上市公司业绩增速预期也较为乐观，根据 wind 数据测算，2009 年和 2010 年 A 股上市公司业绩同比增速均将达到 20% 以上。经济加速复苏和总体业绩预期乐观将使得行业业绩大幅提升逐步进入配置视野，而流动性效应温和退潮也使得上半年趋势投资主导市场的热情缓慢降温。相信从今年 4 季度到明年 1 季度的时段内，业绩在行业配置中的重要性将得到显著提升。

此外，即使在过去业绩配置有效性最高的时段，其业绩有效度指标也只达到 70-80% 的水平，意味着仍然至少有 2-3 成业绩并不靓丽的行业获得良好的市场表现，业绩配置思路永远不是市场的唯一主宰，从经济复苏和宏观政策核心趋势出发的主题投资仍然应当给予一定的关注。从这个意义上讲，4 季度的行业配置策略应当从上半年的趋势投资主导转向均衡配置、业绩与趋势并重。

2、业绩为主，趋势为辅

从业绩的角度，我们关注今年 4 季度和明年上半年业绩增长相对确切的行业，其中环比增长更值得看重。理论上，在一个经济周期的上行阶段，多数行业都应当获得业绩上升的机会，但是这一机会可能会分布在经济上行周期的不同阶段，同时不同行业存在各自不同的供需状况，从而使得各大行业业绩增长的确切性并不等同。另一方面，宏观经济本身在明年仍然存在波动的可能（我们判断 2010 年 1 季度见到本轮 GDP 反弹的阶段高点，此后三个季度逐季缓慢回落），这使得部分周期性行业 2010 年的业绩可预测性进一步降低（例如钢铁、有色金属、化工），对于这类行业而言，行业价量趋势仍然是重要的判断依据。

从趋势的角度，从价量指标而非业绩指标出发的行业复苏趋势无疑是趋势投资最核心的内容；而从宏观经济和政策核心趋势出发的主题投资则值得给予单独的讨论。我们认为在宏观政策基调从“保增长”为主转向“保增长”与“调结构”并重的趋势下，节能减排与低碳经济投资主题值得重点关注。在温和通胀预期下，通胀投资主题也有必要老调重弹。在创业板刚刚推出的背景下，中小市值公司的投资机会无疑受到广泛的关注，但是这类投资机会的挖掘事实上仍然有赖于对不同行业投资价值的判断，仍然处于行业业绩分析的大框架中，因此不作单独讨论。

从环比的角度看业绩

未来 2-3 个季度的确定性业绩增长主要集中在以下几类行业：一是业绩稳定增长的抗周期行业，例如医药行业；二是与经济周期基本同步的弱周期行业，包括银行、商业、旅游、食品饮料、家电等行业；三是部分行业供需状况向好的周期性行业，包括受益于出口复苏的电子元器件、航运、港口等行业，受益于投资拉动较显著的机械、电气设备、通讯设备等行业，以及煤炭、汽车等行业。而部分上半年趋势投资中的明星行业，包括地产、有色金属、钢铁等行业，其下半年的行业供需状况和业绩增长趋势还有待进一步观察。

但是相比业绩的同比增长趋势，环比增长指标更为重要，因为环比业绩增长能为行业股价提供更多的增量催化效应。就医药这样的抗周期行业而言，业绩的稳定增长

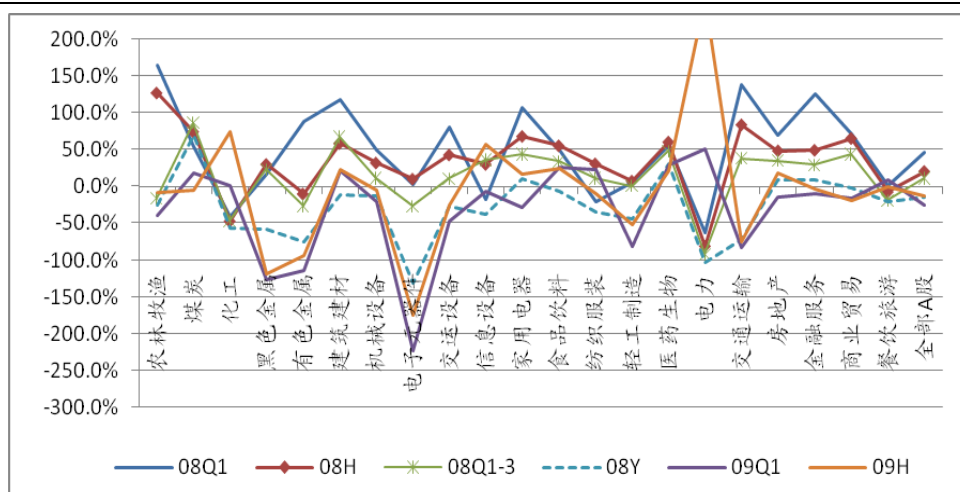


特征在调整行情中具备优秀的防御性，但是由于环比增长指标平庸，多数时段缺乏足够的上涨催化剂；而最近一次事件性行业股价催化剂因素——基本药物目录的公布，已经在过去 2 个月的医药股行情中得到较充分的反映。这意味着在一段时期内，医药股既缺乏业绩环比提升的推动，也缺乏整体性的行业因素催化。因此我们将医药股的配置建议由半年度策略以来的“超配”下调至“标配”，重点关注高业绩弹性和低估值公司的个股机会。

在弱周期行业中，除了旅游行业业绩环比增长趋势较为平稳以外（3 季度旺季已过），银行、商业、食品饮料、家电等行业普遍可以预期到相当确定的环比增长：银行净息差 3 季度已经见底，上半年的巨额存量信贷已经奠定了全年信贷规模增长的基础；商业行业将受益于温和通胀趋势下的名义销售收入提升，而零售增速也已在 9 月份触底；食品饮料多数子行业的销售数据已在 2 季度末完成筑底，白酒、红酒、啤酒、乳制品 4 季度的业绩回升趋势确立；家电行业以空调为代表，3 季度销售表现优异，表明已经走出景气谷底。上述弱周期行业在 4 季度应该具备较充分的业绩催化效应。

在周期性行业中，考虑到投资拉动效应在部分行业层面的体现并未结束，外围经济 4 季度复苏趋势明朗，投资链和出口链无疑是最具备业绩环比增长潜力的观察视角。其中，投资链上的电力设备、建筑、工程机械行业均有望加速体现基建投资对业绩的环比提升效应，而对于房地产投资的数据表现我们还抱有一定的疑虑，相关的水泥、钢铁和部分化工子行业（氯碱、纯碱、PVC 等）能否获得足够的需求支撑还需要进一步观察，同时这些行业也普遍面临不同程度的产能和库存压力。出口链中电子元器件、航运、港口等行业基本上均已观测到关键性价值指标的触底或回升趋势，只不过真正体现到业绩层面可能还有 1-2 个季度的时滞。煤炭行业 4 季度预期以供需弱平衡和价格稳中小幅波动为主，业绩环比小幅增长但难超预期。汽车行业中轿车子行业的黄金时段可能已经过去，4 季度销量再度超预期增长的机会已经不大，而汽车零配件、重卡、客车等子行业滞后轿车复苏，反而应当成为关注的重点。

图 31. 2008 年初以来主要行业季度净利润增速表现



数据来源：Wind 长城证券研究所

基于上述分析，从业绩环比增长确定性的角度，4 季度应当重点关注银行、商业、食品饮料、家电、电力设备、建筑、工程机械、电子元器件、航运、港口、汽车零配件、重卡、客车等行业。



重点关注低碳经济与节能减排主题

从 1992 年《联合国气候变化框架公约》签订，到 1997 年《京都议定书》签署，再到 2005 年《京都议定书》正式生效，低碳经济逐渐步入世界历史舞台。低碳经济模式的核心是各类节约能源能耗、减少碳排放技术的创新、推广与市场化应用。在全球经济衰退背景下，低碳行业 2008 年的收入仍大幅增长了 75%，这一增长速度更超过了《斯特恩报告》(Stern Report)中的预测，这份里程碑式的报告预测到 2050 年时，低碳商品和服务行业的年收入将达 5000 亿美元。低碳经济不断成为各国经济领域中重点培育的产业方向。

从投资环境、投资时点两个维度来看，4 季度低碳经济依然具备良好的投资机遇。

投资环境方面，重要变化就是 08 年金融危机之后，各国政府在经济刺激政策方案中涉及低碳经济的部分变得更加积极，相关产业的长期增长潜力突出。

第一，美国奥巴马政府经济刺激计划在低碳经济领域的投资包括节能、可再生能源和减少温室气体排放三条主线，投入巨资重点研究和开发新能源技术、生物燃料技术、汽车电池技术和低碳燃料技术。重点项目包括投资 110 亿美元进行智能电网的研究和建设，将分布式电源系统，包括风电、小水电、太阳能屋顶等无缝的接入地区性电网。为高校、公司和实验室提供 25 亿美元经费，重点研究可再生能源发电。为可再生能源发电项目提供高达 60 亿美元的贷款。拟拨款 20 亿美元研究汽车电池技术，要求在动力电池领域走在全球前列。其饱受非议的碳减排政策也有了改变，在“2009 美国清洁能源及能源安全”(ACES2009)法案中，提出将 2020 年碳减排目标设定为比 2005 年降低 17%。

第二，欧盟委员会 08 年 11 月 26 日，公布了总额为 2000 亿欧元的欧洲经济恢复计划。其中低碳经济和环保技术方面进行了重点提及，该计划提出了 10 项具体措施，其中有 3 项与节能环保直接有关：改善建筑的能源效率，推动绿色产品的快速发展，发展汽车和建筑的清洁技术。基于长期竞争力的需要，将继续完善碳排放贸易体系(EU ETS)，大型排放源企业被分配一定的指标额度，企业可以自主选择在 EU ETS 购买或出售排放权。2008 年，EU ETS 的交易额高达 950 亿美元(全球碳交易市场 1200 亿美元)。

第三，中国的低碳经济发展，面临内外两种推动力。第一是外部压力，中国已经超过美国成为全球最大的碳排放国，09 年以来，美国已多次公开要求将发展中国家纳入减排体系中，目标直指中国。目前讨论中的美国 ACES2009 法案，明确提出“为了保证美国企业的竞争优势，美国政府将为相关企业提供补贴，并调整相关贸易政策”，国内诸多涉外行业也将面临贸易上的“碳关税”，被区别化间接征收“碳税”。中长期来看，我国建立市场化减排体系也只是时间问题。第二是中国一揽子经济刺激政策中，通过产业政策引导、财政政策支持，对低碳经济相关行业进行了重点扶植。如启动大型风电基地建设、实施光伏发电相关的“金太阳工程”、补贴新能源汽车与节能环保产品、推广建筑节能工程、支持环境污染治理。

投资时点方面，2009 年 12 月是投资低碳经济的重要时间窗口。《京都议定书》有效期截止于 2012 年，按照 2007 年“巴厘岛路线图”约定，2009 年 12 月将召开“哥本哈根会议”，会上各国将就 2012 年以后的碳减排义务达成新的协议。目前各国正围绕 2012 年之后的减排义务进行磋商，由于美国态度转为积极加入，会议取得进展的概率大。胡锦涛主席 9 月 25 日在匹兹堡 G20 峰会上强调“应该大力推动国际新兴产业

合作尤其是节能减排、环保、新能源等领域合作，积极培育世界经济新的增长点”，中国政府在“哥本哈根会议”召开前后，与低碳经济相关的政策或积极表态届时也将成为投资者关注的焦点之一。

由上分析可以看到，4 季度低碳经济投资主题具备市场重新挖掘、炒作的基础，对于投资者重点关注的投资主线，我们梳理如下表。综合考虑到各行业的发展现状、市场竞争情况。建议重点关注节能降耗领域中的锅炉（华光股份）、LED 灯（三安光电）与余热利用行业（双良股份），降低碳排放与减污领域中的碳排放交易（三爱富）、排污处理行业（合加资源），新能源推广中的核电（东方电气、沃尔核材）、智能电网行业（科陆电子、置信电气、国电南瑞）等。

表 4、低碳经济在中国各行业中的产品体现与相关上市公司

低碳经济	细分领域	产品描述	相关公司	公司点评
节能降耗	锅炉	节能锅炉	海陆重工	工业余热锅炉, 工业余热锅炉产品贡献收入的 95%
		垃圾焚烧炉	华光股份	垃圾焚烧炉, 200t/d 以上级别垃圾焚烧锅炉市场占有率第 1
	节能灯	LED 灯	三安光电 恒顺醋业	LED 照明产业受到重点扶植推广, 应用广阔。三安光电具有显著优势
		照明灯	佛山照明 雪莱特	09 年全国将以财政补贴的方式推广 1 亿支节能灯, 带动照明市场产品升级
	建筑节能	太阳能幕墙	方大 A、中航三鑫 泰豪科技	城市化进程继续推进, 建筑节能市场空间巨大
	余热利用	余热溴冷机、换热器	双良股份	余热利用市场有较大的深耕空间, 双良股份积累诸多先发优势
降低碳排放与减污		烟气脱硫	浙大网新	烟气脱硫, 公司市场分额 9%
		电力设备电除尘器	菲达环保	电除尘器的综合市场占有率为 25%, 占收入比重 64%
		碳排放交易 (CDMA 项目)	三爱富、巨化股份	CDM 国内市场最早启动者, 与欧洲、日本相关机构签署供应协议, 产生利润, 享受免税优惠
		污水排放处理	创业环保、首创股份	污水处理, 分别占两个公司收入比重的 84%、37%
		排污设备	合加资源	污水处理/环保设备安装, 业务收入占比约 32%
		除尘和脱硫	龙净环保	除尘和脱硫, 两项业务占收入比重 87%
新能源推广	智能电网	电表与管理系统	科陆电子、长城开发	智能电表的替代应用空间较大, 相关产品未来具备量产优势
		输变电与管理系统	置信电器、国电南瑞 荣信股份	智能电网建设的重要设备提供商, 存在技术、客户、服务优势
	新动力电池	锂电池	杉杉股份、德赛电池	细分行业的最早进入者, 研发、产量保持领先优势
		镍氢电池	科力远	细分行业具备量产优势的领先公司
		电池原材料	中信国安、西藏矿业	电池原料供应商, 质量、规模优势尚显不足
	风电	叶片	中材科技、天奇股份 时代新材	风电行业产能过剩, 面临重复建设, 处于洗牌期。看好龙头企业的抗周期能力与发展前景



	铸锻件	华锐铸钢	
	电机、轴承	湘电股份、天马股份	
	综合	东方电气、华仪电气 银星能源、金风科技	
核电	常规岛设备	东方电气、上海电气	核电对削减温室气体排放意义重大。占总装机容量比重仅为 1.1%，核电消费占总电力消费比重只有 1.9%，远低于世界平均水平的 17%。核电项目的核准和开工在未来的 10 年里将出现一个高峰
	核辐射化工材料	沃尔核材	
	核电站阀门	中核科技	
	核电站电力电源供应	奥特迅	
光伏发电	多晶硅	南玻 A、新光硅业 江苏中能、江西赛维	产业链各环节都面临不同程度产能过剩的情况。尤其是上游多晶硅更为突出，目前行业同样面临洗牌，更看好综合实力靠前的龙头企业
	非晶硅薄膜电池	拓日新能、天威保变	
	太阳能超白浮法玻璃	南玻 A、金晶科技	
	CIGSSe 薄膜太阳能电池	孚日股份	

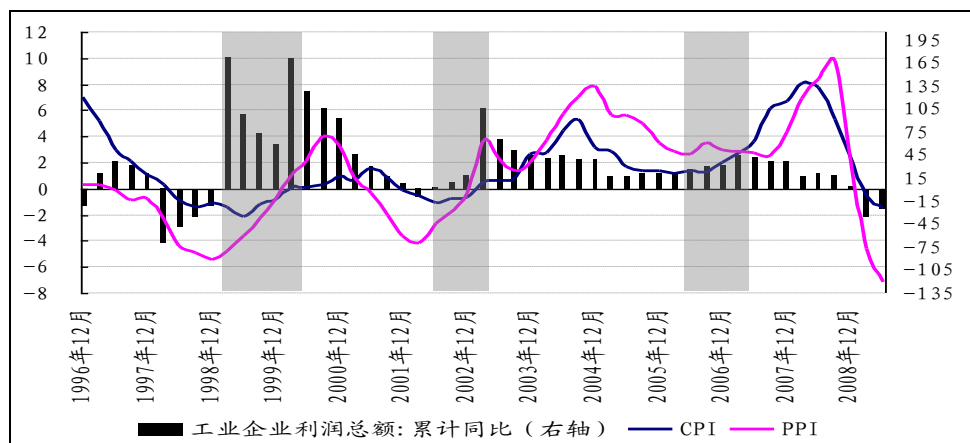
数据来源：长城证券研究所

适当关注通胀投资主题

我们预期四季度将迎来 CPI 指标的显著回升，未来 2-3 个季度温和通胀成为大概率事件，而美元贬值趋势显现也使得部分商品价格上涨（黄金、小金属、棉花、糖）的概率加大，通胀主题的投资机会若隐若现。

我们研究了 1998 年以来国内三次通胀周期的企业利润表现和行业股价表现。从历史经验来看，各行业的利润增速从通缩到温和通胀、再到恶性通胀两个不同阶段，也会表现出不同水平。总体而言，从通缩到温和通胀这段时期的企业利润水平会有较大幅度的增长。我们认为原因是多方面的：从企业成本的角度来看，这个时期企业成本仍在可控范围之内，而且容易传导给收入；从消费者的角度来看，在通胀预期的影响下，居民有消费和投资的冲动，反过来又会推动通胀的攀升，最终体现为企业产品销量和价格的提升；从宏观环境来看，这一时期的货币政策仍相对宽松，企业的融资成本较低。

图 32、不同通胀时期的企业利润表现



数据来源：Wind，长城证券研究所



就各行业而言，以钢铁、机械、化工、建材为代表的中游行业受益于通缩到温和通胀时期整个时期，这个时期的需求上升所带来的收入回升要大于原材料价格上涨所带来的成本增加。而以食品饮料、医药、农业、家电为代表的消费类行业受益于名义销售收入的上升，其利润水平在温和通胀保持平稳的时期表现较好，在通缩和恶性通胀时期需求的不足和过高的成本成为该类行业在这两个时期发展的最大障碍。而以银行、地产等以价格为主要驱动力的行业，以及煤炭、有色金属等上游资源类行业的利润水平将受益于整个物价回升期。

从股价表现来看，煤炭、有色金属、钢铁、水泥这四个行业在 2003 和 2007 年两个通胀时期均有较好的市场表现，而证券、农业、房地产等行业在 2006-2008 年的通胀时期也有不俗的表现。背后的逻辑正如上述的分析：金融、地产等行业被作为抵御货币贬值的通胀资产看待，上游资源品行业受益于产品价格提升，部分中游原材料行业受益于需求上升，部分消费品行业受益于名义销售收入的上升。当然，上述两个通胀时段同时处于经济上升周期也是煤炭、有色金属、钢铁等强周期性行业股价表现优异的重要原因。

表 5、不同通胀时期各行业的股价表现

2003 年初-2004 年 7 月		2006 年 4 月-2008 年 2 月	
煤炭	33.3%	证券	660.8%
化工	17.1%	水泥	476.7%
钢铁	15.3%	煤炭	422.9%
信息服务	4.2%	交运设备	416.6%
有色金属	0.9%	有色金属	392.8%
电子元器件	-3.7%	农林牧渔	347.7%
水泥	-10.6%	钢铁	333.1%
家用电器	-11.2%	机械设备	328.3%
公用事业	-11.5%	房地产	314.0%
交通运输	-14.4%	食品饮料	310.9%

数据来源：Wind，长城证券研究所

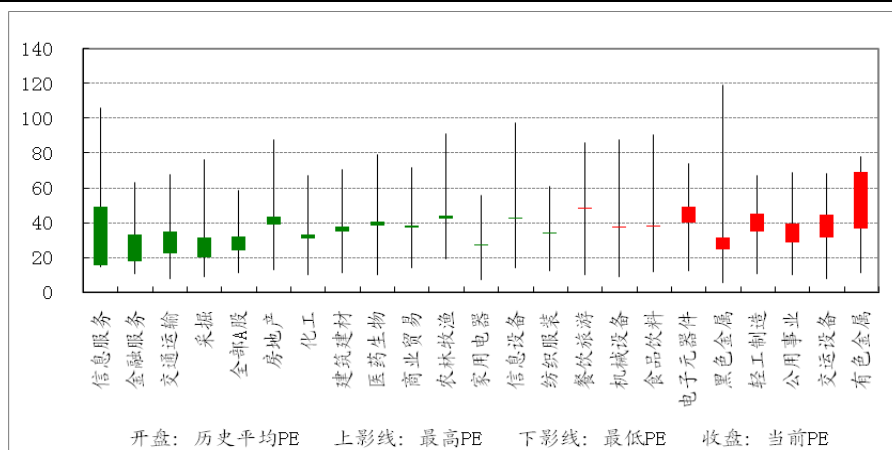
基于上述分析，在通胀主题下重点关注金融、地产等具备通胀资产属性的行业，煤炭、有色金属、农业等资源类行业，商业、食品饮料、医药等消费类行业。但是需要注意的是，CPI 转正要到 4 季度末才会出现，真正的温和通胀情景应该在明年 1 季度才开始见到，因此通胀主题在 4 季度初期还缺乏足够的催化效应，年末前后对该投资主题则应给予更多的关注。

行业估值吸引力的考虑

从绝对估值水平的角度，估值吸引力的大小需要考虑以下因素：一是绝对估值的高低，二是估值水平在历史上处于什么位置。图 33 显示信息服务、金融、交通运输、采掘（煤炭）等行业滚动 PE 水平显著低于历史均值，同时绝对估值水平也位于所有行业的低端；家电、黑色金属（钢铁）行业虽然估值水平接近或高于历史均值，但绝对估值水平也位于低端。



图 33、主要行业滚动 PE 相对历史水平的比较

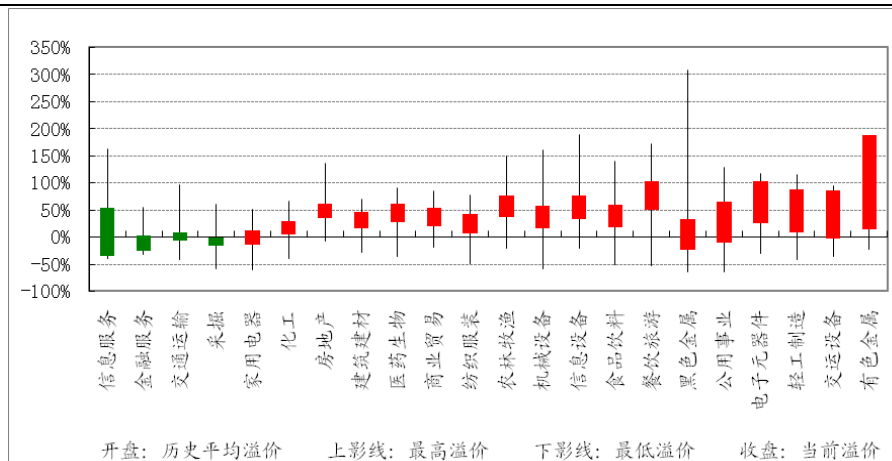


数据来源：Wind，长城证券研究所

相比绝对估值水平，相对估值（各行业 PE 相比大盘平均水平的溢价率）更值得关注。从相对估值的角度，估值溢价率低于历史均值的仅有信息服务、金融、交通运输、采掘（煤炭）4 个行业，而家用电器、化工、建筑建材等行业溢价率仅小幅高于历史均值、同时估值溢价率在所有行业中也处于较低的水平。

综合前述分析，在不考虑业绩增长因素的前提下，最具备估值吸引力的行业是信息服务、金融、交通运输、煤炭、家电等 5 个行业，估值吸引力最弱的行业则是有色金属、电子元器件、轻工制造（造纸）、旅游、交运设备（汽车）等行业。

图 34、主要行业滚动 PE 溢价率相对历史水平的比较



数据来源：Wind，长城证券研究所

考虑业绩、估值与趋势因素后的行业配置

前面我们针对各大行业未来 2-3 个季度的业绩增长趋势、通胀与节能减排主题、以及估值吸引力分别作了讨论。在 4 季度流动性效应弱化、经济复苏趋势与行业业绩表现成为关注焦点的背景下，我们 4 季度的行业配置以业绩增长的确定性为主要依据，兼顾行业价量趋势，对节能减排主题下的电力设备与新能源、化工等行业给予额外的关注，并适当考虑温和通胀趋势和估值吸引力的因素，总体上是一个趋势与业绩并重、周期性与弱周期性行业比重的均衡性配置策略。

相比 9 月月度策略的配置结论，我们建议 4 季度继续超配银行、建筑、商业、食

品饮料、家电、电力设备等行业，提高机械行业配置比重至“超配”；降低医药、电子元器件、造纸等行业配置比重至“标配”；降低旅游行业配置比重至“低配”，继续低配房地产、石油化工、有色金属、钢铁行业。

表 6、四季度行业配置评价一览

行业	配置建议	业绩增长趋势	估值吸引力	基本面综合评价	关注个股
银行	超配	确定	强	净息差见底，业绩增长趋势确立，估值具备优势。资本金新规下的再融资压力对股价负面影响已有部分释放。关注息差结构更能受益于利率上升、资本充足率较高、内生资本能力较高的银行	兴业银行，北京银行，工商银行，建设银行
电力设备	超配	确定	中	电网投资有望提速，业绩环比上升趋势确切；节能减排有望成为重要主题。关注特高压输变电设备、智能电网、清洁能源与节能设备	许继电气，特变电工，置信电气，科陆电子，东方电气，卧龙电气
机械	超配	较确定	中	基建投资效应逐步显现，8 月份后工程机械销量增长趋势将渐趋明朗，高价原材料库存消化完毕，业绩环比增长趋势确切	中联重科，柳工，三一重工，徐工机械，安徽合力
建筑	超配	确定	中	铁路投资增势依然强劲，行业订单充足；原材料价格压力减弱，毛利率有望回升。下半年业绩增长明确，估值具备优势	中国铁建，中国中铁，隧道股份，葛洲坝，精工钢构
商业	超配	确定	中	CPI4 季度转正，零售增速 9 月见底，业绩环比增长趋势明确。9 月表现强劲，估值溢价已略高于历史均值。关注估值合理、具备高业绩弹性、存在扩张预期的行业龙头公司	苏宁电器，武汉中百，新华百货，大厦股份，广州友谊，重庆百货
食品饮料	超配	确定	中	行业景气 2 季度筑底，下半年白酒、红酒、啤酒、乳业等子行业业绩回升均较确切	ST 伊利，燕京啤酒，泸州老窖，张裕 A
家电	超配	确定	强	6 月以来空调销售表现优异，下半年家电内销同比仍将快速增长。重点关注需求回暖下业绩弹性较大的公司	格力电器，青岛海尔，小天鹅，合肥三洋
电子元器件	标配	确定	弱	世界半导体市场 V 形复苏，国内出口显示恢复迹象。关注业绩敏感度高的印刷电路板行业龙头、低碳经济趋势下 LED 等新兴行业公司的成长机遇	生益科技，广州国光，三安光电
医药	标配	确定	中	抗周期行业，业绩稳定增长，医保药物目录对优质公司的股价催化效应已得到部分体现，估值吸引力相比 3 季度下降。关注高业绩弹性的公司和低 PEG 的公司	双鹭药业，江中药业，千金药业，一致药业，三九医药
造纸	标配	较确定	弱	纸价企稳反弹迹象明显，但成本推动贡献较大，产能消化和需求好转情况仍需观察。反倾销案不改变行业回暖格局。关注需求恢复相对确切的高端包装类公司	劲嘉股份，晨鸣纸业，太阳纸业
通信设备	标配	确定	中	3G 网建设继续对设备商景气构成支撑，3G 消费市场放大为智能卡厂商、技术与服务提供商等带来机遇	中兴通信，武汉凡谷，亨通光电，川大智胜

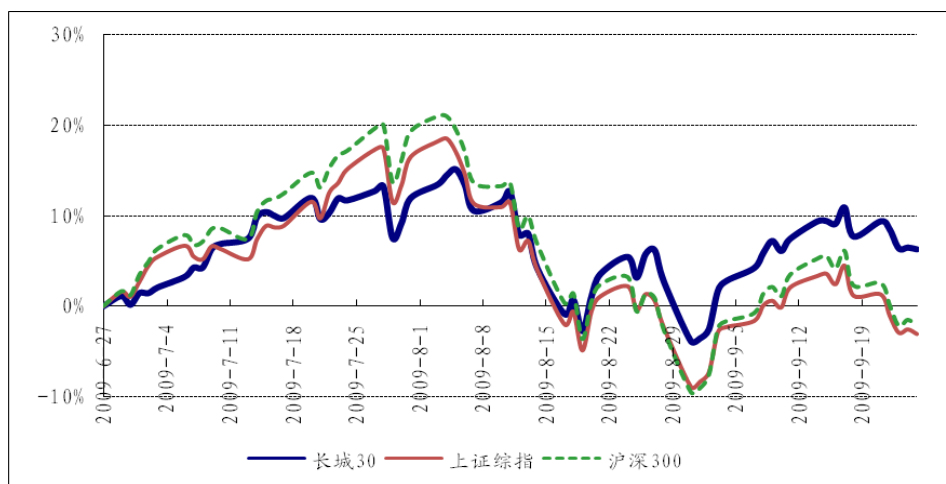
煤炭	标配	较确定	强	煤炭供需弱平衡与温和通胀预期下，4 季度煤炭价格稳中小幅波动，业绩环比增长但超预期可能不大。关注产量增长确定、估值有优势的公司	金牛能源，西山煤电，国阳新能，开滦股份
电力	标配	较确定	弱	发电量总体缓慢回升，煤价平稳情况下预期业绩环比小幅增长。关注水火同价趋势下的水电公司	长江电力，文山电力，川投能源，黔源电力
建材	标配	较确定	中	旺季到来，水泥价格 9 月开始上涨。旺季为需求提升带来信心，但投资和地产开工数据走势不明朗前仍需进一步观察行业景气趋势	海螺水泥，冀东水泥，塔牌集团
交通运输	标配	待观察	强	公路客运平稳，航空 4 季度将进入淡季，干散货、油轮运输 4 季度进入旺季，港口吞吐量反弹趋势确立。重点关注可能受益出口复苏的航运及港口行业	中国远洋，长航航运，深赤湾，赣粤高速
汽车	标配	确定	弱	整车下半年销量同比增速仍维持高位，但环比上半年难免下降；零配件、重卡、客车行业滞后轿车复苏，4 季度更值得关注	潍柴动力，中鼎股份，江淮动力，江淮汽车，上海汽车，一汽轿车
旅游传媒	低配	平稳	弱	旅游行业预计价平量升、景气以平稳运行为主；传媒行业总体平稳，出版行业业绩有上升趋势，关注传媒行业体制改革事件性机会	峨眉山，黄山旅游，中青旅，时代出版
石油化工	低配	待观察	中	下游景气复苏支持化纤、PVC 等行业回暖，淡季收储和春耕等因素支持农用化工明年 1 季度进入旺季。但是产能压力仍普遍存在。关注建筑节能为聚氨酯等行业带来的机会	烟台万华，双良股份，浙江龙盛，辽通化工，建峰化工
有色金属	低配	不确定	弱	全球复苏预期与中国进口放缓并存，基本金属难有大的表现；美元贬值预期增强，黄金站上 1000 关口。关注中长期价格趋势看涨的黄金，以及稀土、锑、钨等具备中国资源优势的小金属品种	辰州矿业，山东黄金，包钢稀土
房地产	低配	待观察	中	“金九银十”楼市销量难达预期，7 月以来的成交量下滑趋势尚未摆脱，4 季度行业价量仍需继续观察	保利地产，招商地产，金地集团，深长城，阳光城，中南建设
钢铁	低配	不确定	中	产能过剩问题犹存，钢价 8 月淡季快速回落。钢价温和反弹、行业中期复苏仍可预期，但力度与速度取决于地产、建材等下游行业表现	八一钢铁，酒钢宏兴，鞍钢股份

数据来源：Wind，长城证券研究所

3、四季度长城 30 股票池

2009 年下半年长城 30 股票池自 6 月 27 日建立以来至今（9 月 25 日），长城 30 指数的累积收益率为 6.28%，相比上证综指同期下跌-3.05%、沪深 300 指数同期下跌-2.23%，长城 30 指数显著战胜基准。

图 35、长城 30 指数市场表现



数据来源: Wind, 长城证券研究所

长城 30 指数跑赢基准主要得益于我们在半年度策略中对于下半年的市场判断相对谨慎(下半年市场仍有上涨空间,但期望不宜过高),同时基于对下半年市场基本面从流动性主导转向经济复苏主导的预期,长城 30 股票池的行业配置上总体偏向业绩和防御、弱化趋势配置,超配的建筑、建材、机械、通信设备、医药、商业、食品饮料、银行等行业多数战胜市场,而低配的房地产、汽车、煤炭、钢铁、电力、交通运输等行业多数在 8 月初以来的调整市中表现较差。9 月月度策略中我们增强了对电力设备和电子元器件行业的配置,也获得良好的市场表现。

基于前述的行业配置结论,4 季度的长城 30 股票池增加了对低碳经济主题下电力设备、化工等行业,通胀主题下的保险行业,业绩确定性增长的食品饮料、家电、客车等行业的配置,并对部分行业配置的品种进行了小幅的调整。

表 7、2009 年 4 季度长城 30 股票池

代码	名称	行业	最新股价 (元)	流通市值 (亿元)	2009EPS (元)	2010EPS (元)	2009PE	2010PE
601166	兴业银行	银行	33.42	1671	2.42	2.81	13.8	11.9
601169	北京银行	银行	17.17	1069	0.96	1.20	17.9	14.3
601318	中国平安	保险	51.53	2466	1.30	1.70	39.6	30.3
000400	许继电气	电力设备	22.85	86	0.75	0.85	30.5	26.9
600517	置信电气	电力设备	18.13	112	0.57	0.73	15.9	12.6
002121	科陆电子	电力设备	15.72	38	0.46	0.84	34.2	18.7
601390	中国中铁	建筑	5.85	1000	0.33	0.42	17.7	13.9
601186	中国铁建	建筑	8.78	901	0.52	0.72	16.9	12.2
600528	中铁二局	建筑	11.27	164	0.45	0.60	25.0	18.8
600031	三一重工	机械	33.18	494	1.12	1.44	29.6	23.0
000157	中联重科	机械	23.94	401	1.29	1.63	18.6	14.7
000568	泸州老窖	食品饮料	30.77	429	0.99	1.20	31.1	25.6
000869	张裕 A	食品饮料	59.17	206	1.98	2.40	29.9	24.7
600887	ST 伊利	食品饮料	19.22	154	0.68	0.80	28.3	24.0
000759	武汉中百	商业	10.23	57	0.39	0.45	26.2	22.7



002024	苏宁电器	商业	16.35	734	0.60	0.76	27.3	21.5
600729	重庆百货	商业	21.66	44	0.90	1.02	24.1	21.2
000651	格力电器	家电	22.49	422	1.14	1.44	19.7	15.6
600983	合肥三洋	家电	15.28	51	0.63	0.75	24.3	20.4
002038	双鹭药业	医药	34.94	87	1.10	1.45	31.8	24.1
000028	一致药业	医药	23.09	54	0.75	0.99	30.8	23.3
000401	冀东水泥	建材	13.30	161	0.75	0.95	17.7	14.0
600995	文山电力	电力	7.65	37	0.35	0.43	21.9	17.8
600183	生益科技	电子元器件	9.03	86	0.32	0.42	28.2	21.5
600418	江淮汽车	汽车	8.09	104	0.26	0.37	31.1	21.9
000338	潍柴动力	汽车	50.60	319	3.22	3.61	15.7	14.0
600551	时代出版	传媒	15.94	62	0.58	0.65	27.5	24.5
000937	金牛能源	煤炭	30.52	240	1.80	2.25	17.0	13.6
600048	保利地产	房地产	23.30	820	0.92	1.42	25.3	16.4
600309	烟台万华	化工	17.98	299	0.72	0.90	25.0	20.0

数据来源：长城证券研究所

研究员介绍及承诺:

但朝阳: 武汉大学管理学硕士, 2001 年加入长城证券研究所, 现从事宏观策略研究。

高凌智: 策略研究员。香港中文大学金融财务 MBA。2004 年进入长城证券, 就职于经纪业务管理总部。2007 年初加入长城证券研究所, 从事投资策略研究、资产配置研究。

吴土金: 2006 年毕业于北京大学地理信息系统专业(本科), 北京大学中国经济研究中心双学位, 2008 年毕业于香港中文大学经济系(硕士), 同年加入长城证券金融研究所, 任宏观、策略研究员。

腊 博: 新西兰梅西大学金融学学士(Honours)、金融学硕士(Distinction), 四年海外工作经验, 从事外汇、证券投资策略研究, 2008 年 5 月加入长城证券研究所任策略研究员。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。