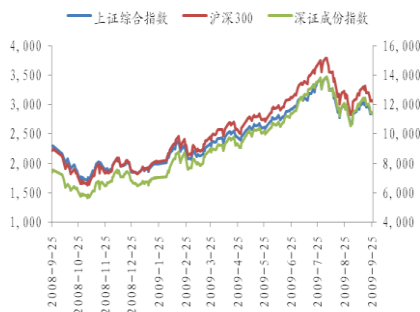


策略研究

2009 年四季度 A 股行业配置

市场走势



相关报告

《游弋于确定性与安全边际间》

 ——2009年9月行业配置报告
 2009年8月

《把握渐次复苏的行业投资节奏》

 ——2009年8月行业配置报告
 2009年7月

联系人

张韬

电话: 0755-83705129

邮件: zhangt01@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

09 年四季度行业配置

根据我们从宏观政策、相关经济指标以及上市公司业绩情况分析,四季度中后期可能迎来市场拐点,因此建议行业配置上先防御,后进攻。

建议防御超配: 银行、保险、食品饮料、医药、商业零售;

建议进攻超配: 煤炭、银行、保险、工程机械、通信设备、电子、汽车及零配件。

- **前期难以实现此前乐观预期。**宏观方面,高投资所导致的产能过剩问题正逐步被关注,投资对经济增长的效果也开始有所降低,而消费亦短期内难以有很大提升,出口成为四季度经济继续稳步回升的关键,但是目前其回暖速度依然低于市场预期。上市公司方面,尽管三、四季度 A 股业绩同比增幅将由此前的负增长转为正增长,但环比增速将会下降。

- **中后期拐点信号有望明确。**我们认为四季度中后期市场将迎来拐点,原因在于:第一,上市公司三季报将于 10 月份公布完毕,届时下半年业绩环比下降的预期可能提前被消化;第二,中央工作会议将于 11 月举行,从各相关政府部门最近的动向显示,会议有望再次明确下半年乃至明年初都将继续保持适度宽松货币政策,而且中央 4 万亿投资仍留有余地,密切关注相关政策的出台;第三,预期 CPI 11 月份转正,明年进入温和通胀期间,真实利率下降,流动性得以补充,这将有利于资产价格上升,并会持续到通胀明显化以及货币政策彻底转向为止;第四,四季度和明年一季度出口可能迎来快速回升,带动经济增长从投资向出口过度;第五,需求增加和季节性因素,信贷在明年一季度很可能出现环比回升。

- **防御立足行业安全边际。**1、根据距离历史低点越近同时距离历史均值越远的行业,其估值水平相对低估,具有较强的安全边际,由此得到目前相对低估较多的行业: **银行、保险、医药**; 2、**反应内需稳定增长的大消费行业。**在经济上升周期的阶段性回调中,消费类行业是防御的最佳选择,加之四季度消费有望继续保持平稳增长, **建议超配: 食品饮料、医药、商业零售。**

- **进攻关注 CPI 转正和出口复苏的机会选择。**1、**CPI 转正,重点关注地产业链、部分上游及大金融行业。**从通缩到通胀预期,尤其随着房地产开工数据的明朗, **建议超配: 工程机械、煤炭、银行、保险** (在积极进攻配置继续银行、保险,原因在于:通胀上行可能会导致“紧缩”政策压力增加,这将提升银行议价能力和增加活期存款,为银行业的投资机会。同时,在海外资本看好中国经济发展的前提,将配置与经济表现一致而的 H 股。因此 A-H 股比价较低的保险、银行业,将受到市场的追捧); 2、**把握出口快速回升收益行业。**根据对美国储蓄率变化和消费支出变化趋势的分析,仍维持 4 季度出口将好转的判断,而且四季度末和明年一季度出口可能快速回升, **建议超配: 通信设备、电子、汽车及零配件。**

四季度行业配置：先防御 后进攻

根据我们从宏观政策、相关经济指标以及上市公司业绩情况分析，四季度中后期可能迎来市场拐点，因此建议行业配置上先防御，后进攻。

建议防御超配：银行、保险、食品饮料、医药、商业零售。

表1 四季度行业配置（先防御）

超 配	标 配	低 配
银行	汽车及零配件	有色金属
保险	煤炭	
食品饮料	证券	
医药	房地产	
商业零售	钢铁	
	家电	
	建筑建材	
	工程机械	
	化工	
	通信设备	
	农林牧渔	
	电气设备	
	纺织服装	
	公共事业	
	电子	

资料来源：国海证券研究所

建议进攻超配：煤炭、银行、保险、工程机械、通信设备、电子、汽车及零配件。

表2 四季度行业配置（后进攻）

超 配	标 配	低 配
煤炭	食品饮料	
银行	电气设备	
保险	证券	
工程机械	商业零售	
通信设备	化工	
电子	家电	
汽车及零配件	建筑建材	
	医药	
	钢铁	
	农林牧渔	
	有色金属	
	房地产	
	公共事业	
	纺织服装	

资料来源：国海证券研究所

前期难以实现此前乐观预期

一、宏观面向好趋势未变

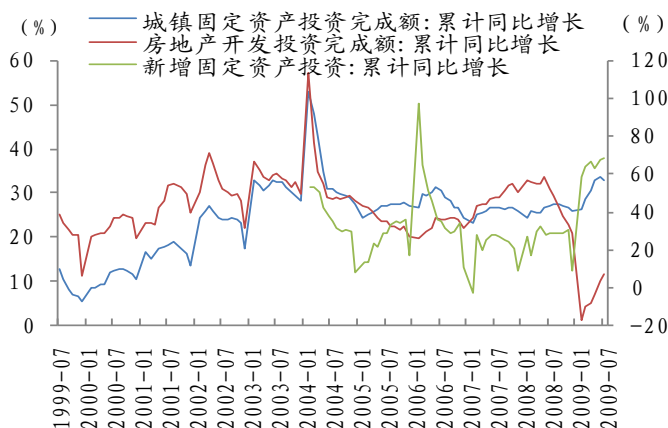
高投资所导致的产能过剩问题正逐步被关注，投资对经济增长的效果也开始有所降低，而消费亦短期内难以有很大提升，出口成为四季度经济继续稳步回升的关键，但是目前其回暖速度依然低于市场预期。

1、投资保持高位，但大幅上扬空间可能已经有限

前三个季度由于政府投资的引领，投资实现了高速增长，并由此带动经济触底回升，对经济增长起到了重要的支持作用，不过政府投资的边际效应正逐渐降低，而房地产投资正接其后成为支撑投资继续保持高位的重要因素。

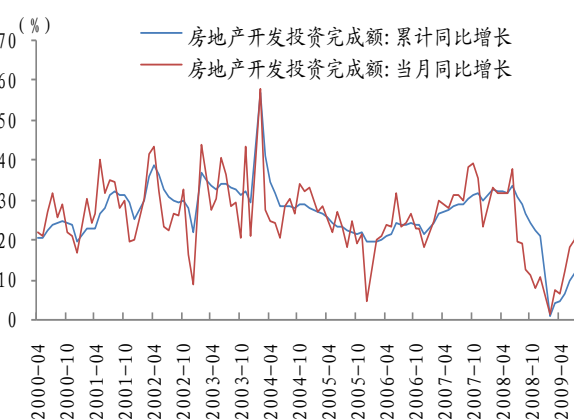
由于投资主导的经济可能加速经济发展的不平衡，鉴于目前政府正逐步加大对经济结构的调整，并且对钢铁行业、水泥行业等产能过剩行业进行治理，我们认为投资大幅上扬的空间可能已经有限。预计 2009 年固定资产投资累计增速为 35%。

图 1 城镇固定资产投资高位运行



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2 房地产投资快速回升

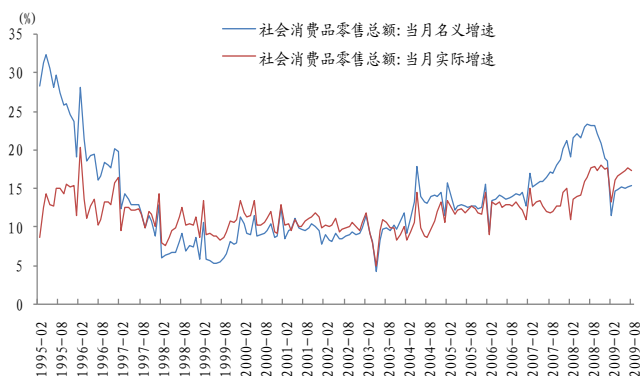


资料来源：WIND、国海证券研究所

2、消费保持平稳增长

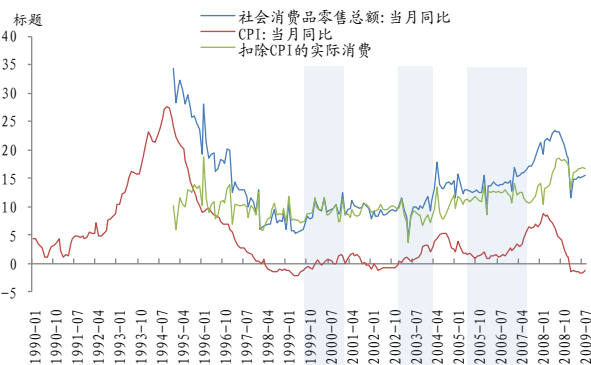
随着“促消费保消费”政策的不断落实，以及房地产市场的好转，带动了汽车、房地产等相关消费的快速增长，并由此促进了社会消费品零售总额从今年 2 月份 11.6% 的低点回升至 8 月份 15.4%。我们认为由于经济正逐步回暖，就业和收入都将有所好转，而且四季度中国将进入温和通胀时代，再加上“金九银十”的节日效应，四季度消费有望继续保持平稳增长，但是内难以有很大提升，计 2009 年全年社会消费品零售总额累计同比增速为 15.3%。

图 3 社会消费品零售总额保持平稳增长



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 4 社会消费品零售总额与 CPI 走势

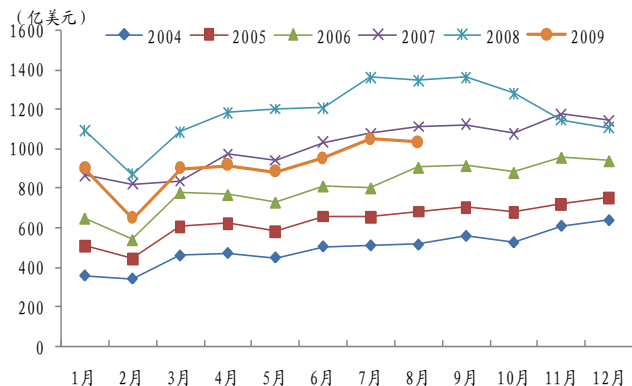


资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

3、四季度出口同比增速有望快速回升，但回暖幅度低于预期

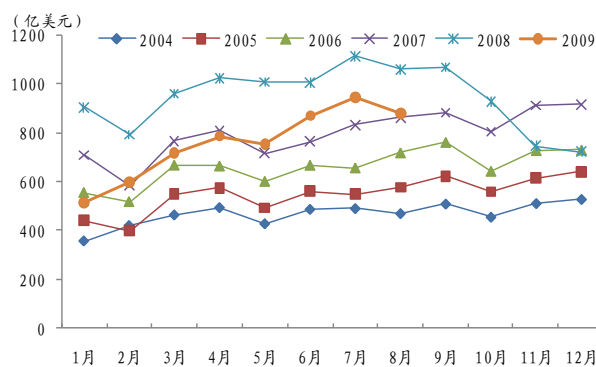
8 月份出口值今年以来连续两个月稳定在千亿美元之上，为 1037 亿美元（7 月份为 1054.2 亿美元），同比下降 22.2%（7 月份为同比下降 23.0%），进口 880 亿美元，同比下降 17%。经季节调整后，8 月份进出口、出口和进口环比分别增长 2.3%、3.4% 和 1%。虽然出口及进口同比增速依然低迷，但是经季节调整后的环比依然出现正增长，反映进出口其实已逐渐好转，但是其回暖速度依然低于市场预期

图 5 中国出口当月值情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6 中国进口当月值情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

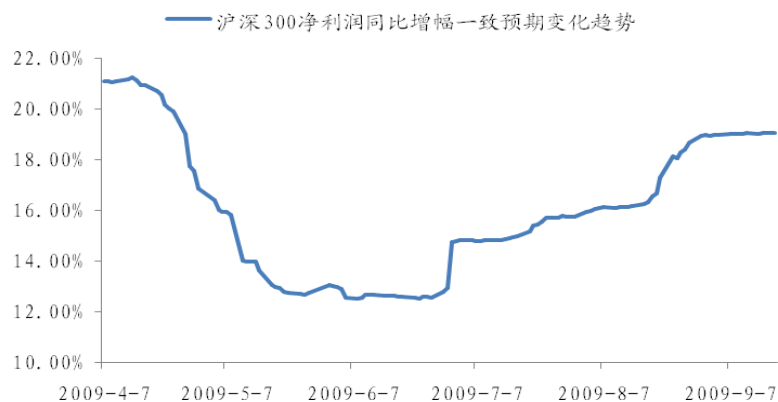
二、上市公司下半年业绩环比高增长态势难以持续

统计数据显示，1637 可比 A 股上市公司，今年上半年共实现净利润 4810.59 亿元，与去年同期相比虽然小幅下降 14.79%，但从第二季度的环比业绩来看，上市公司的净利润总额出现 36.10% 的增长。

我们认为，今年第一季度、第二季度应是本轮 A 股业绩改善过程中的环比增速的峰值时间段，尽管三、四季度 A 股业绩同比增幅将由此前

的负增长转为正增长，但环比增速将会下降。

图 7 沪深 300 净利润同比增幅一致预期变化趋势

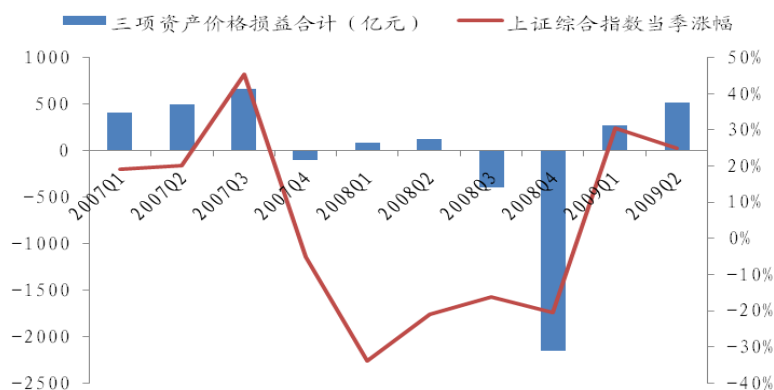


资料来源：WIND、国海证券研究所

1、资产价格波动损益对 A 股下半年业绩增长正面贡献度下降

A 股上市公司合计实现资产价格损益（包括资产减值损失、公允价值变动净收益、投资净收益三个项目）796 亿元，同比大幅增长 274%。鉴于三项资产价格波动损益项目合计收益波动方向与市场行情成高度正相关，考虑到今年上半年 A 股指数超过 60% 的涨幅，而下半年指数继续上涨的空间较为有限，因此我们预计资产价格波动损益对下半年业绩增长的正面贡献可能下降，甚至不排除存在转为负面因素的可能性。

图 8 A 股单季资产价格损益合计与上证综指涨幅



资料来源：WIND、国海证券研究所

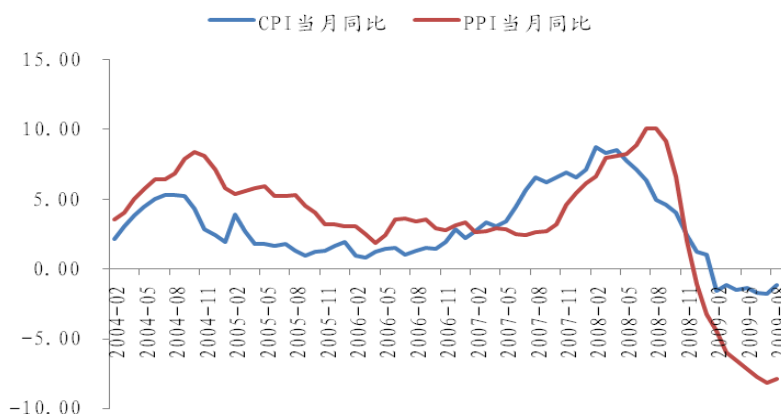
2、成本因素对业绩增长的正面贡献程度下降

我们认为 PPI 同比增速已迎来拐点，9 月份 PPI 同比增速将依然快速回升，由于 9 月份 PPI 翘尾因素将由 -7.87% 缩窄至 -7.13%。而由

于目前生产资料价格依然在继续上行，生产资料价格受国内需求以及国际能源上行的影响预计也将继续回升，因此预计 PPI 新涨价因素仍将继续较快回升。

我们预计未来几个月 PPI 回升的幅度将快于 CPI 的回升幅度，PPI 与 CPI 剪刀差将逐步收窄，A 股公司今年第二季度营业成本下降幅度已有收窄迹象，这预示着成本下降因素对上市公司业绩增长的正面贡献程度将逐渐下降。

图 9 PPI 与 CPI 剪刀差将逐步收窄



资料来源：WIND、国海证券研究所

中后期拐点信号有望明确

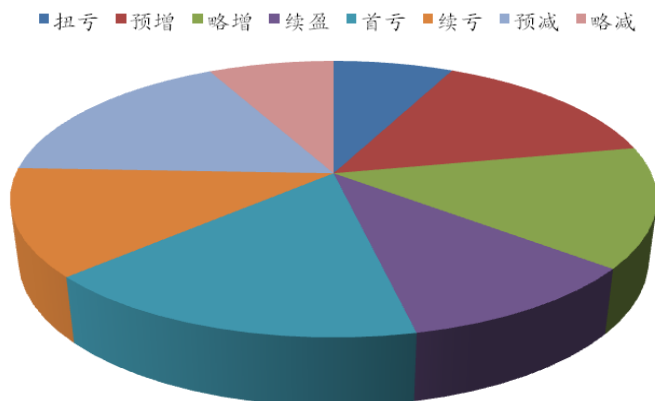
四季度中后期市场将迎来拐点，原因在于：第一，上市公司三季报将于 10 月份公布完毕，届时下半年业绩环比的预期下降可能提前被消化；第二，政策面上，中央工作会议将于今年 11 举行，从各相关政府部门最近的动向显示，下半年乃至明年初都将继续保持适度宽松货币政策，而且中央 4 万亿投资仍留有余地；第三，预期 CPI 11 月份转正，明年进入温和通胀期间，真实利率开始下降，流动性得以补充，这有利于资产价格上升，并会持续到通胀明显化以及货币政策彻底转向为止；第四，四季度和明年一季度出口可能迎来快速回升，带动经济增长从投资向出口过度；第五，需求增加和季节性因素，信贷在明年一季度很可能出现环比回升。

一、业绩环比的预期下降可能提前被消化

根据 WIND 数据显示，截止至 2009 年 9 月 20 日，599 家上市公司发布三季度业绩预告，其中 279 家业绩为正，实现扭亏的有 43 家。就已公布的数据而言，上市公司同比增速进一步改善，但是环比增速下降，

这也验证了我们对三、四季度环比下降的预期。随着其他上市公司三季度业绩的陆续公布，下半年业绩环比回落的预期可能提早被消化。

图 10 2009 年三季度业绩预警



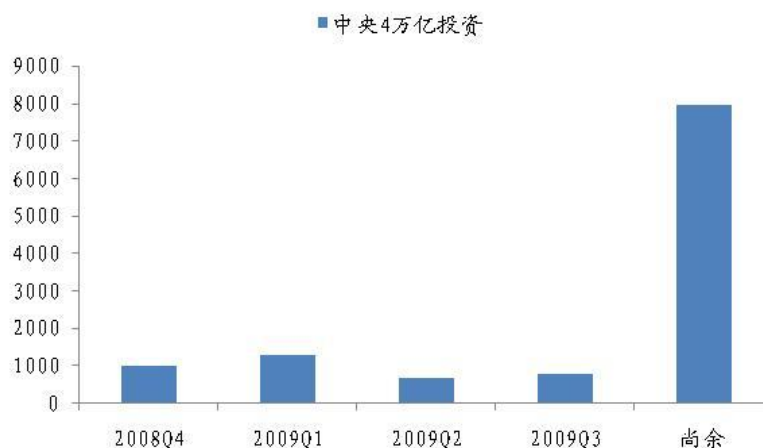
资料来源：WIND、国海证券研究所

二、11 月份中央经济会议有望再次明确宽松货币政策

中央工作会议将于今年 11 月举行，“保增长”为主要目标的调控政策再一次被明确。刚结束的十七届四中全会表示，“我国经济回升基础还不稳定、不巩固、不平衡，国际国内不稳定不确定因素仍然很多，我国经济发展仍处在保增长的关键阶段”，仍需将“保持经济平稳较快发展作为经济工作的首要任务，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性”，同时央行副行长苏宁在“当前经济形势下的思考”午餐会上亦表示“央行下一阶段货币政策的重要责任是保持经济平稳发展，下半年至明年都将继续保持适度宽松货币政策”。

从各相关政府部门最近的动向显示，下半年乃至明年初都将继续保持适度宽松货币政策，而且中央 4 万亿投资仍留有余地，密切关注 11 月中央经济会议出台的政策。

图 11 中央 4 万亿投资尚有余地



资料来源：WIND、国海证券研究所

表 3 财政货币政策的演变

时期	财政、货币政策性质
1993 年	适度从紧的财政政策及严厉的信贷控制政策
1994-1995 年	完善和深化财税体制改革，继续从紧的货币政策
1996-1997 年	继续程度从紧的财政政策和货币政策
1998-2003 年	积极的财政政策和稳健的货币政策
2004-2007 年	稳健的财政政策和稳健的货币政策
2007/12-2008/11	稳健的财政政策和从紧的货币政策
2008/11 月之后	积极的财政政策和适度宽松的货币政策

资料来源：国海证券研究所

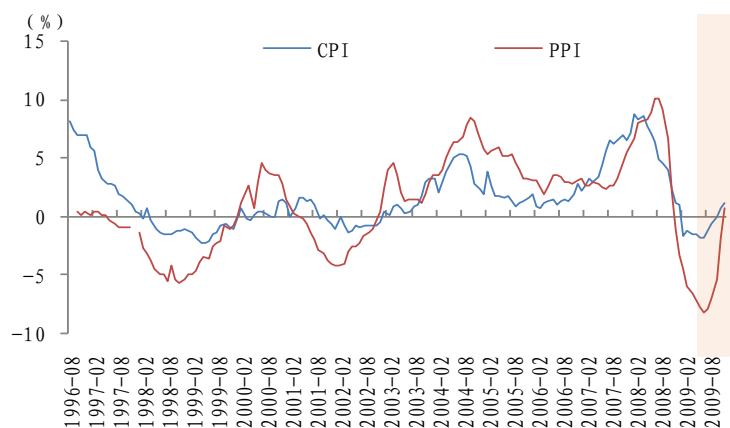
三、预期 CPI 11 月份转正，有利于资产价格上涨

预期 CPI 11 月份转正，明年进入温和通胀期间，真实利率开始下降，地产复苏得以强化、流动性得以补充，这一过程将有利于资产价格上涨，并会持续到通胀明显化以及货币政策彻底转向为止。

8 月份，居民消费价格（CPI）同比增长-1.2%，相比上月同比上升 0.6%（7 月份为同比增长-1.8%），在我们预期中回升，迎来拐点，我们认为今年 7 月份-1.8%的 CPI 同比增长将成为今年 CPI 的一个底部，而 11 月份 CPI 可能由负转正，正式迈入通胀。

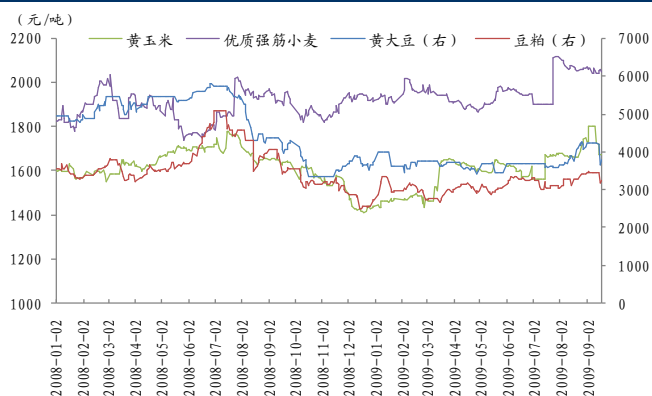
目前中国政府农产品储备充足，而且粮食已连续多年丰收，中国农产品价格上涨空间有限，猪肉价格亦将受限于充足的供给难以出现 07 年那样快速的上涨。而国际原油等大宗商品价格由于供给及库存充足、而需求相对疲软，今年估计将在 60-80 美元区间震荡，明年则在 70-100 美元之间。因此，预计明年 CPI 大概在 2.5%-3.5%之间，属于温和通胀。

图 12 CPI、PPI 将快速回升



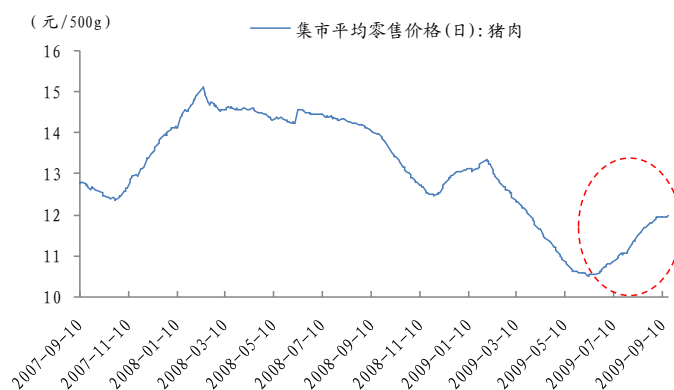
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 13 国内主要农产品期货价格走势



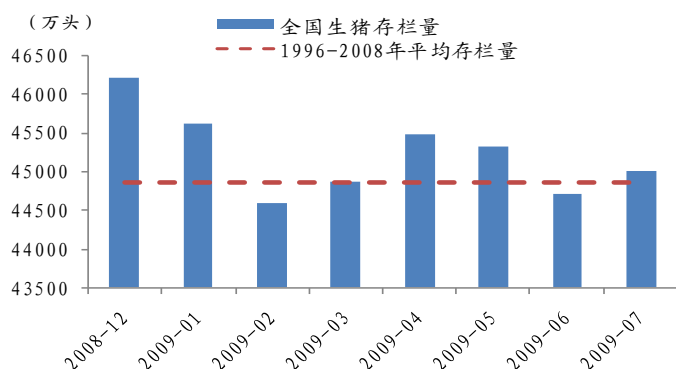
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 14 近期猪肉价格有所企稳



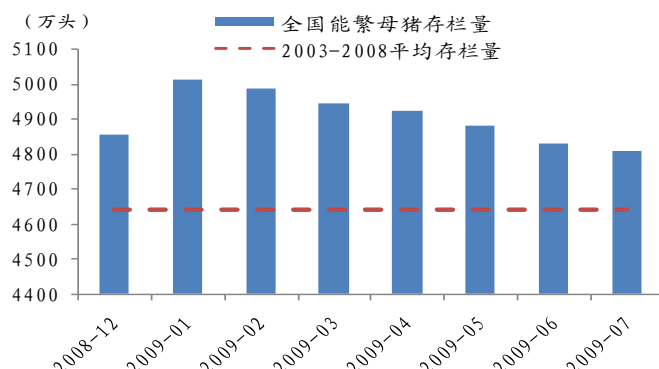
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 15 全国生猪存栏量依然高于历史平均值



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 16 全国能繁母猪存栏量依然偏高



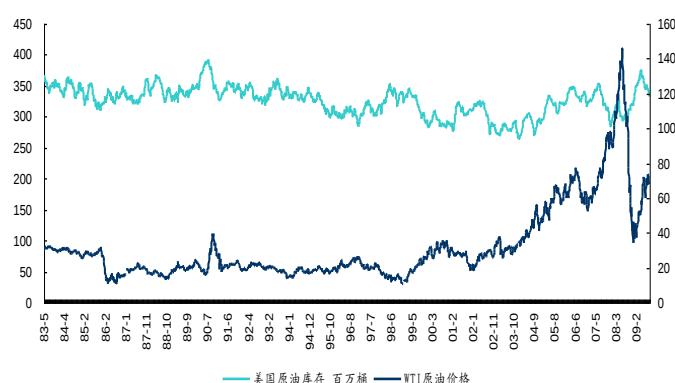
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 17 美元与国际原油期货价格呈负相关关系



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 18 美国原油库存与原油价格走势



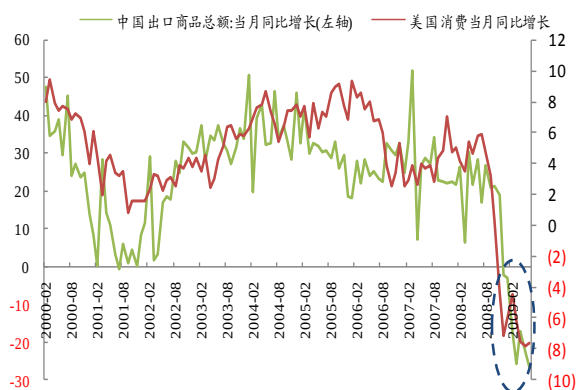
资料来源：WIND、国海证券研究所

四、四季度末和明年一季度出口同比增速有望快速回升

尽管目前出口处于平稳回暖之中，但回暖的时间和力度却低于预期，我们认为其原因在于目前美国经济的好转大多数反应在先行指标上，包括超过 50% 的 PMI 指数、消费者信心指数、地产销售等，从先行指标到同步指标的明显好转需要一段时间。

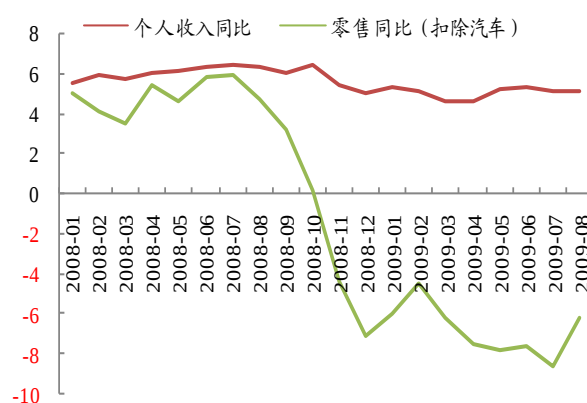
根据我们上文对美国储蓄率变化和消费支出变化趋势的分析，仍维持 4 季度出口将好转的判断，而且四季度末和明年一季度可能是出口快速回升阶段，带动经济增长从投资向出口过度。

图 19 美国零售情况对我国出口有 2-3 个月的提前预示的作用



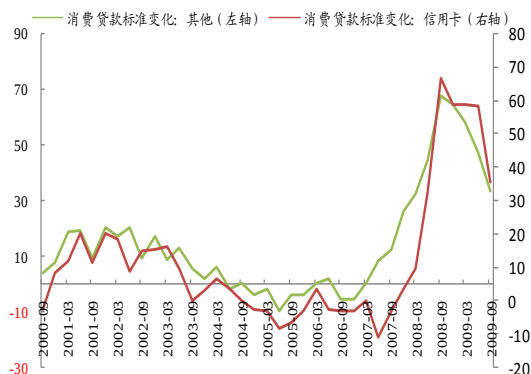
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 20 8 月份美国零售额回升为同比增长-6.2%



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 21 银行对消费者信贷标准的降低提升消费者购买能力



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 22 个人储蓄率在上升为 6%以后，连续两个月下滑至 4.2%



资料来源：WIND、国海证券研究所

五、2010 年初信贷再度扩张

下半年新增信贷规模有所放缓，加上监管部门对商业银行监管目标的提高，直接导致绝大部分股份制商业银行资产扩张速度有所放缓。考虑到资本金相对缺乏的股份制商业银行已经作出了相应的“再融资”安排，并且将在四季度陆续实施。

此外经过上半年信贷的大幅投放之后，目前金融机构贷存比从低位上行，部分商业银行已经开始着手扩大负债业务。同时，由于今年下半年信贷投放维持较低水平，因此资产业务的扩张有可能会顺延至 2010 年。在配合政府政策落实以及经济回暖的趋势下，2010 年上半年信贷扩张有望使得商业银行资产规模再度进入扩张阶段。

防御立足行业安全边际

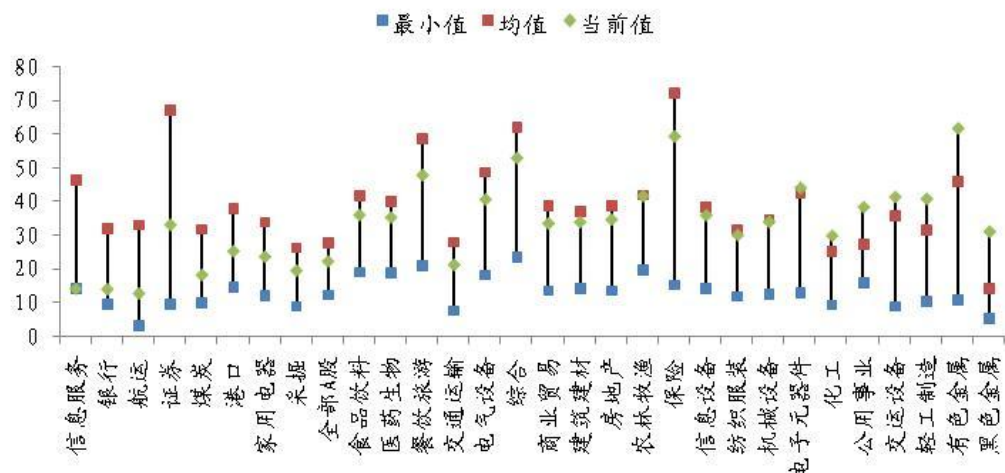
防御立足行业安全边际为主导，加之反应内需稳定增长的大消费行业。**建议超配：银行、保险、食品饮料、医药、商业零售。**

一、目前具有安全边际的行业

因为各个行业平均估值水平是不同，所以我们用相对估值来衡量。统计 2001 年到目前的 PE 和 PB 的出各行业的平均值，用当前的 PE 和 PB 与历史最小值和均值进行比较，这意味着距离历史低点越近同时距离历史均值越远的行业，其估值水平相对低估，具有较强的安全边际。

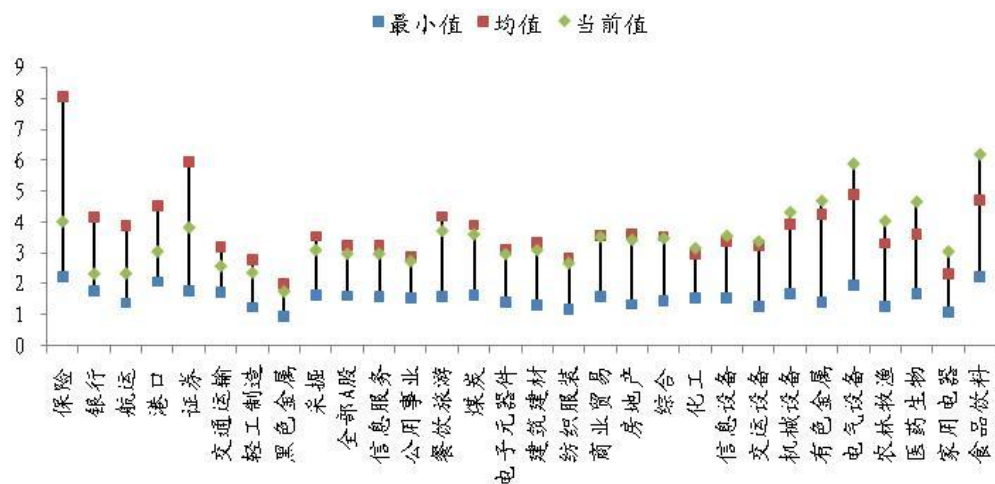
由此得到目前相对低估较多的行业：银行、保险、医药。在市场调整阶段，这类具有安全边际的行业是较佳的防御型品种。

图 23 A 股行业 PE 水平（按距离历史低点越近和距离均值越远排序）（从 2001 年开始统计）



数据来源：WIND、国海证券研究所

图 24 A 股行业 PB 水平（按距离历史低点越近和距离均值越远排序）（从 2001 年开始统计）



数据来源：WIND、国海证券研究所

二、反应内需稳定增长的大消费行业

根据市场投资时钟理论，我们认为在经济上升周期的阶段性回调中，消费类行业是防御的最佳选择。此外随着上文我们阐述的四季度消费有望继续保持平稳增长，**因此建议超配：食品饮料、医药、商业零售。**

估值方面，食品饮料、医药、商业零售行业的市盈率处于历史均值一下，距离历史均值 13.2%、11.6%、13.2% 空间。

表 4 反应内需稳定增长的大消费行业

行业	研究员	评述
食品饮料	刘金沪	1、今年以来国际国内宏观经济有触底迹象，国内经济增长很大程度上依赖政府主导的投资拉动，这带动了社交功用显著的白酒消费，今年以来白酒产量增速高达 20%，明显领先于其他子行业。中高端白酒也有较强的提价预期，酒类 CPI 明显强于整体 CPI。严查酒后驾驶、从严征收消费税和五粮液被查等都不会改变行业的长期运行态势。可以预见在以政府力量主导为主旋律的经济复苏进程中，白酒将依旧扮演着行业利润增长主引擎的角色，并且在经济步入景气周期后具有良好的业绩弹性。
		2、啤酒、肉制品、黄酒等大众消费品基本保持平稳增长，葡萄酒产量增速逐月回升态势明显，乳制品也摆脱了负增长的局面，行业龙头公司已经实现了全面的增长。啤酒和原奶价格预计都将继续处于低位，生猪价格虽有反弹但预计会保持在适度的范围。整体来看这些子行业成本压力趋向减轻，业内的优秀公司有望通过规模、品牌等优势实现稳健增长。3、从动态市盈率角度来看食品饮料板块的估值倍数有较强的吸引力，09 年行业和 A 股动态市盈率分别为 33.9 和 23.2，估值倍数低至 1.46，从历史经验看驱动倍数回归的概率较大。细分子行业来看，所占市值最大的白酒和啤酒子行业 09 年对市场的估值倍数分别为 1.39/1.47 倍，和历史均值相比仍明显处于低位，估值优势明显，因此我们维持“强于大市”的行业评级。
医药	张伟	1、医药行业总体上受到金融危机的影响相对较小，因而感受经济振兴计划带来的刺激也相对较弱。与其它行业比较，医药行业的总体运行相对更为平稳。在新医改制度革新全面展开的环境下，伴随公共投入增加和消费门槛降低带来的需求释放与市场扩容，目前医药行业依然运行在持续稳定增长的向好通道上。
		2、展望第四季度，随着国家基本药物制度进入试点并逐步实施与新版基本医保药物目录启动修订，正在经历重构的中国医药市场将为医药行业催生出新的产业生态，推动产业迈向更高的发展水平。相对于上半年 A 股市场上医药板块整体走势较为滞后，受甲流感效应刺激与业绩增长推动，近期医药板块整体估值水平抬升较快，估值优势有所弱化。但基于对医药行业未来继续保持持续稳定增长的预期，业绩持续增长有望带给医药板块估值新的上升空间，维持对医药行业“强于大市”的投资评级。
商业零售	栾雪飞	1、未来消费行业可维持企稳格局。支持我们判断的依据是：经济增速回升带来居民收入增速的提高和居民消费意愿的加强，从而持续提升消费者信心；后续刺激消费措施可望出台；CPI 拐点出现带来的行业内生增长；去年同期的低基数效应——以上几个因素将共同带来微观企业盈利的明显持续增长；
		2、我们对 44 家零售（百货、超市和家电电子零售）A 股公司 2009 上半年盈利情况的概括性结论：2009 年上半年商业行业收入增速 3%，剔除投资性净收益的净利润增幅为 6.01%，预计下半年增速将继续提升，2009 年第四季度行业收入增速预计达到 23%，剔除投资收益的净利润增速预计达到 30%，部分优秀企业增长潜力可能更大；2009 年全年收入增速 10.3%，剔除投资收益的净利润增速为 15%左右；

资料来源：国海证券研究所

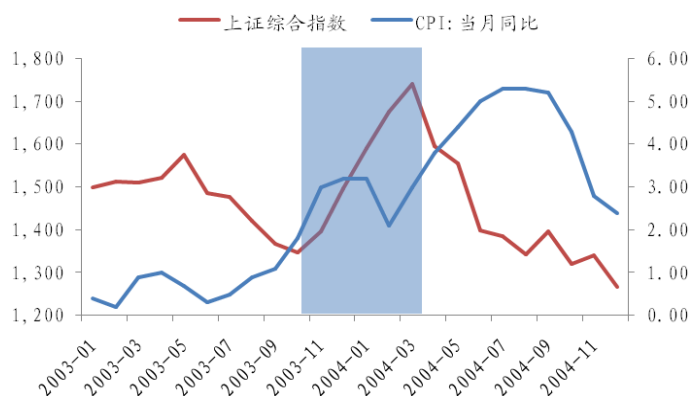
进攻关注 CPI 转正和出口复苏的机会选择

当市场“拐点”信号出现后，我们的行业配置策略将转为积极进攻，重点关注 CPI 转正和出口复苏的机会选择。**建议超配：煤炭、银行、保险、工程机械、通信设备、电子、汽车及零配件。**

一、CPI 转正，重点关注地产产业链、部分上游及大金融行业

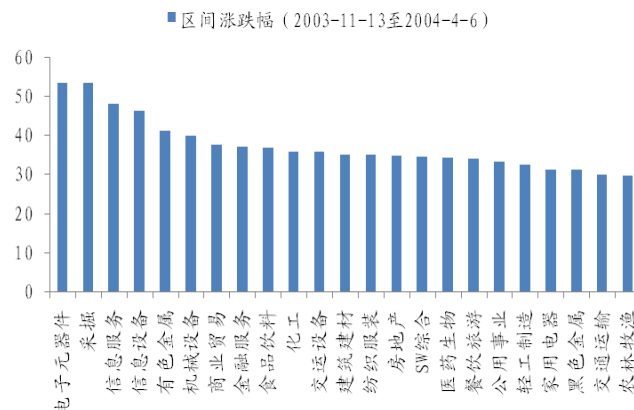
经验验证，2003 年 11 月，CPI 指数自 1997 年以来第一次超过 1.9%，达到了 3.0%，处于温和通胀期，同时经济增长也在不断升高。这一阶段，上证指数从 1307 点上涨至 1783 点，基本上呈现一路攀升的状态。这一阶段市场的主题是经济复苏，涨幅超过 35%，上游行业以及房地产产业链涨幅明显超越大盘。

图 25 2003 年 11 月至 2004 年 5 月温和通胀时期股市表现



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 26 2003 年 11 月至 2004 年 5 月 A 股区间涨跌幅



资料来源：WIND、国海证券研究所

目前从通缩到通胀预期，预计 CPI11 月份转正，明年进入 2.5%-3.5% 之间的温和通胀期，与 03 至 04 年温和通胀时期相似，我们认为可以进一步增加进攻型的配置，根据我们与行业研究员沟通，**建议关注：房地产产业链、部分上游行业以及大金融行业，超配：工程机械、煤炭、银行、保险。**

估值方面，工程机械、煤炭行业的市盈率处于历史均值一下，距离历史均值 17.5%、25.1% 空间。

表 4 CPI 转正预期关注行业

行业	研究员	评述
煤炭	张晓霞	发电量持续增长，来自电力行业的煤炭需求将持续增加，第四季度后两个月是传统的储煤高峰期，煤炭需求将继续增长。但煤炭产量增长速度仍较高，行业将运行在供需两旺的景气状态中。在通胀预期下，煤炭板块仍有机会。从上半年的情况看，受通胀预期驱动的资源股启动已经开始，相对于其它有色金属行业，目前煤炭板块处在合理估值范畴。考虑到煤炭行业的景气度有所上升，给予投资建议为强于大市。
工程机械	王清涛	1、经济复苏，4 万亿布局导致房地产和基础建设投资加速，下游固定资产投资高于全国平均水平，需求反弹有望继续。8 月份工程机械下游行业合计固定资产投资实际增速达到 45.4%，明显高于全国城镇 8 月份 39.0%的实际增速。由此带动土石方工程机械和汽车等复苏先导行业生产用机床类上市公司业绩增长。
银行	桑俊	1、基本面趋势向好已经反映在市场预期之内。金融机构信贷规模维持较高水平，我们预计 2010 年银行业新增贷款增速将达到 15%-17%左右，新增贷款规模在 6-7 万亿；贷款结构持续优化，中长期贷款占比回升有利于商业银行生息资产收益率的提高；资产质量短期不会再度成为市场压力，四季度商业银行不良贷款和不良率双降仍将保持，而拨备覆盖率将会继续提升；下半年商业银行净息差触底回升趋势明显。 2、通胀时代的来临，考虑到今年年初资产和原材料价格的低水平、公用事业改革进度的加快，我们预计明年上半年的通胀同比增速将维持逐步上升的趋势。如果加上出口和房地产行业投资的反弹，通胀上行可能会导致“紧缩”政策压力增加，这将增加银行的议价能力和活期存款的增加，有望为银行业的带来投资机会。
保险	黄秋涵	1、四季度是投资的最佳时机，提高评级至强于大市。四季度是最佳的投资时机，原因主要有三点，一是去年同期是业务调整刚开始的季度，保费增长开始大幅滑坡，到了今年，较低的基数效应，有助于保费企稳回升，全年保费转正主要就依赖于四季度；二是部分公司险种类型调整已经到头，因险种转变带来的负债利率下降主要在四季度体现，而后将很难有改进；三是四季度是 CPI 转正的时间区间，这将强化加息预期，进而助推债券收益率进一步走高。 2、同时，由于海外资本看好中国经济发展，也将配置与经济表现一致的 H 股。因此 A-H 股比价低的保险及银行业，将受到市场的追捧

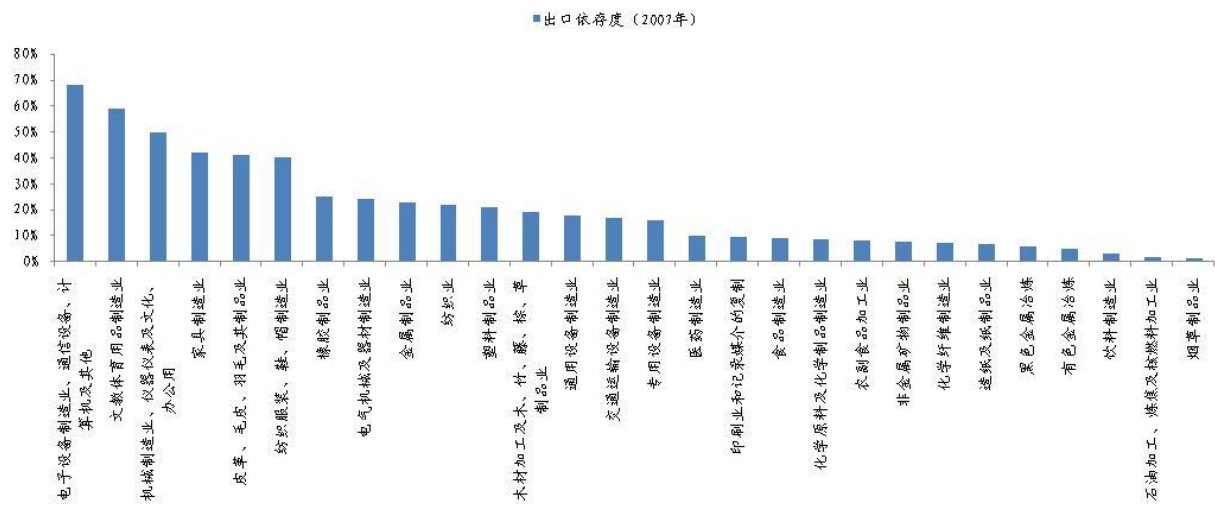
资料来源：国海证券研究所

二、进一步强调出口复苏受益行业

先从各个行业的出口依存度来看看哪些行业受出口影响较大。我们将出口依存度定义为出口交货值/工业总产值，由于这两组数据重叠的时间区间只有 2007 年，因此只能得出当时各行业的出口依存度。

出口复苏受益行业主要集中在航运、工程机械、电子、汽车及零配件、通信设备、造纸、港口、家具、纺织服装。

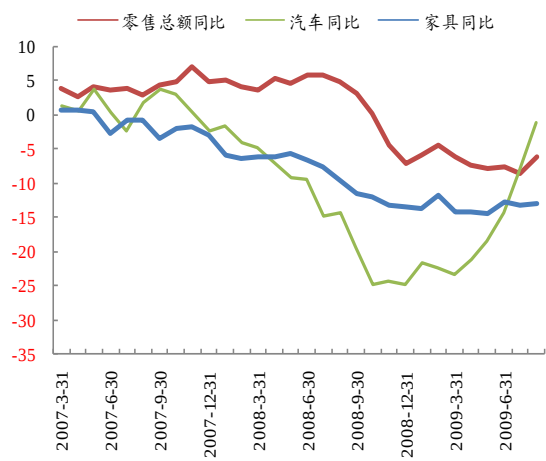
图 27 2007 年各行业出口依存度



资料来源：WIND、国海证券研究所

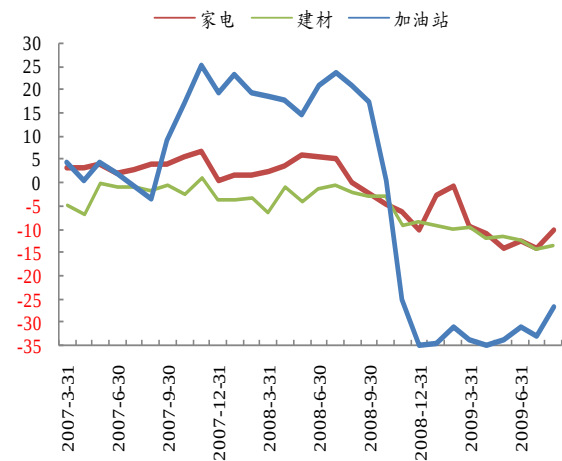
再根据美国消费结构恢复情况来看，服饰、体育用品和汽车消费大幅回升，家电、加油站、餐饮和医疗保健产品都出现了小幅回升；而建材和食品饮料则仍在低位徘徊，但没有出现下跌。因此建议关注消费大幅回升的行业。

图 28 8 月份美国消费情况



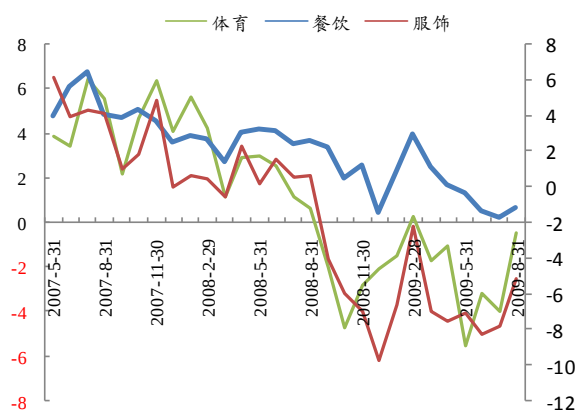
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 29 8 月份美国消费情况



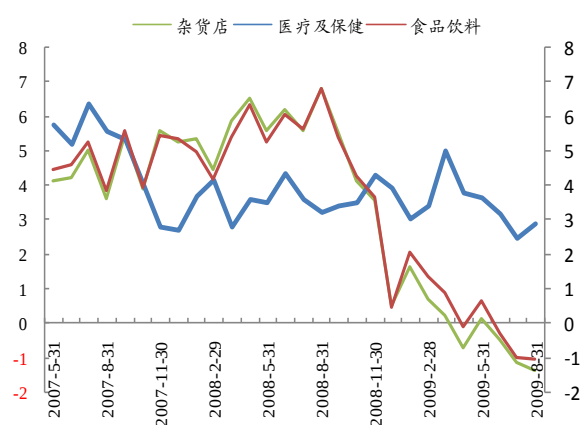
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 30 8 月份美国消费情况



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 31 8 月份美国消费情况



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

最后考虑到我们行业覆盖范围以及和相应行业研究员的沟通, **建议超配: 通信设备、电子、汽车及零配件。**

估值方面, 以上行业的市盈率处于历史均值附近, 处于合理区间。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国海证券所有。