

政策峰回路转 投资柳暗花明

——2009 年 4 季度 A 股投资策略

穆启国

(021) 5010 6020
mugq@lhq.com

宋 曦

(0755) 8249 2009
songxi@lhq.com

朱俊春

(021) 5010 6022
zhuic@lhq.com

戴 爽

(0755) 8249 2172
daishuang@lhq.com

刘湘宁

(0755) 8249 2026
liuxn@lhq.com

- 回顾这次大盘调整的缘由在于，流动性预期（政策微调）、经济增长预期（当时的月度经济数据表现不佳）的改变和股票市场被结构性高估（强周期行业估值偏高）。我们认为，目前市场所处的位置应是流动性推动行情和盈利推动行情两者之间的过渡行情阶段。经过调整，市场对流动性的看法有所转变，经济增长预期变得温和，市场估值虽有一定的改观。我们认为，随着未来企业盈利增长逐步兑现，市场逐渐适应了流动性下降后，4 季度市场将进入盈利兑现推动的行情。
- 从历史情况上看，M1 增速与股票市场估值有着极强的相关性。这从逻辑上很好理解，流动性意味着资金充裕，可以使得市场估值水平提升。虽然，这种观点并未得到营业部保证金数据的支持，但是历史规律却足以让人们心理上对此深信不疑。根据我们的分析，无论是宏观经济层面的流动性还是股市的资金供求关系，目前都已经有所变化，流动性趋势性的改变注定了主导 A 股市场大半年的“充裕流动性推动”的行情结束。
- 市场对经济基本面的认识在经历了过于乐观的“V”型反转和过于悲观的二次探底后变得更为理性，经济逐步回升的中性预期可能更加符合中国的实际情况。无论是投资、出口还是消费，均指向一个较为温和的复苏，根据我们策略组编制的宏观经济领先指数观察，在半年内我们看不到二次探底的可能性。在经济增长的结构上，消费仍然将稳定增长，而投资和出口增速则此消彼长。
- 我们对 09 年上半年利润占全年利润比重的悲观、中性、乐观的假设分别为 55.8%（10 年历史均值），50%，以及 46.5%；对应 09 年全年净利润同比增幅分别为 4.66%，16.7%，以及 25.4%，对应 4 季度 A 股市场的合理波动区间是 2450 ~ 3350 点，其价值中枢在于 2900 ~ 3000 点之间。
- 我们对四季度的行业配置建议较上半年乃至今年中期策略有了明显不同，从上游、中上游转向了中下游。我们从经济结构调整、财务杠杆和经营杠杆、M1-M2 缺口、CPI-PPI 剪刀差、行业相对估值这五个维度进行了量化比较，最终我们建议超配的中下游行业包括机械、汽车、电力设备、通讯设备、医药生物、食品饮料、商贸。此外，金融服务当中我们建议超配保险，标配银行，低配券商。

目 录

一、流动性之忧	4
宏观流动性增速无近忧而有远虑	5
资金供求: 资金供求勉强平衡	6
二、经济增长温和复苏	8
结构调整: 投资高位回落、地产投资年内可期	8
出口增速低位回升	10
三、盈利总体改善趋势继续加强	11
中报所披露的情况	11
盈利预测	12
四、市场判断: 行情从由流动性推动的向盈利推动过渡	13
静态估值的多方位比较	14
收益增长与风险溢价的绝对估值	14
基于行业的结构化估值	15
五、投资思路与策略	16
经济环境: 选择同时受益于投资和出口的行业	16
流动性环境: M1-M2 敞口在四季度继续扩大	18
通胀环境: CPI-PPI 转向变化带动的行业	20
实证: 中下游不论在牛市中期还是熊市初期皆可获超额收益	22
行业的估值对比	23
4 季度重点建议超配行业	23
风险提示	24

(本报告包括表格 10 张, 图表 39 张)

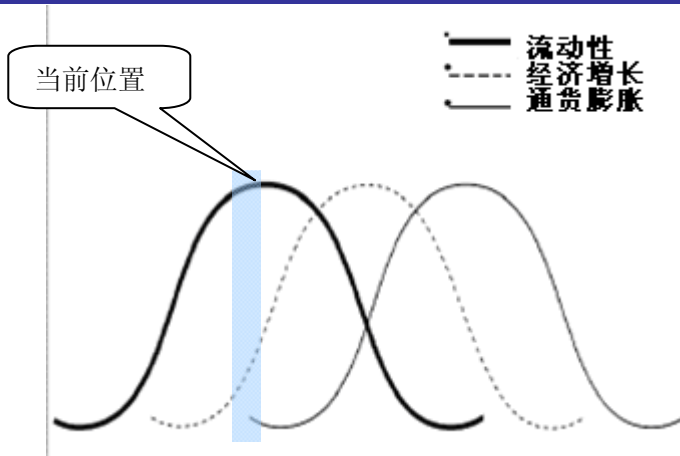
表 1、即将进入投资运作的股票方向基金规模统计 (亿元)	8
表 2、A 股上市公司净利润增速预测	13
表 3、三种情景假设下的 A 股 DDM 估值	15
表 4、基于行业结构化估值的市场点位预测 (市值单位: 亿元)	16
表 5、自上而下的行业配置逻辑结构	16
表 6、根据投资和出口弹性的高低排序	17
表 7、产能利用率	18
表 8、M1-M2 变动周期的行业表现	19
表 9、CPI-PPI 变动周期的行业表现	21
表 10、历史行情阶段细分	22

图 1、我们当前所处的投资环境	4
图 2、M1 与股票市场估值的相关性	4
图 3、信贷和外汇占款是影响 M2 的两个主要因素	5
图 4、信贷增速将在 2010 年 2 月份之后快速回落	5
图 5、M2 同比增速与信贷同比增速将保持同步	6
图 6、超额准备金率下降制约了放贷能力	6
图 7、按全年 9.5 万亿信贷规模, 月均可放贷余额	6
图 8、宏观经济领先指数 (ULI) 与工业增加值同比增速 (同步指标)	8
图 9、投资增速将呈高位回落态势	9
图 10、房地产新开工增速反弹明显	9
图 11、房地产成交领先新开工面积 1-2 个季度	9
图 12、房地产新开工面积环比增速有明显季节性	9
图 13、房地产投资的资金来源	10
图 14、房地产上市公司的预收账款及其增速	10
图 15、出口规模和同比增速已经企稳	10
图 16、出口的基期效应可能体现在 10 月份	11
图 17、历史上美国四季度进口占比	11
图 18、中国出口增速与美国 GDP 增速	11
图 19、2009 年中期净利润行业占比情况	12
图 20、2008~2009 年季报净利润数据及同比变化	12
图 21、1998~2008 年上市公司上半年净利润占全年的比重	13
图 22、资产收益率的横向对比	14
图 23、A-H 股溢价率创出年内新低	14
图 24、风险偏好指数走势 (截止 2009-09-25)	15
图 25、收入的投资弹性最小的几个工业行业	17
图 26、收入的出口弹性最大的几个工业行业	17
图 27、经营杠杆比较大的行业	18
图 28、财务杠杆比较小的行业	18
图 29、M1-M2 变动趋势	19
图 30、CPI、PPI 变动趋势	20
图 31、CPI-PPI 缺口	20
图 32、牛市初期、中期、末期超额收益比较	22
图 33、2008 年 11 月以来超额收益比较	22
图 34、熊市初期超额收益	23
图 35、熊市中后期超额收益	23
图 36、行业相对 E/P 偏离度测算结果	23
图 37、强周期行业相对弱周期行业的超额收益	24
图 38、弱周期行业相对大盘估值折溢价	25
图 39、强周期行业的相对大盘估值折溢价	25

8月以来A股市场进入了调整期,经济预期也在短时间内逆转。市场对经济基本面的认识在经历了过于乐观的“V”型反转和过于悲观的二次探底后变得更理性,经济逐步回升的中性预期可能更加符合中国的实际情况,从而决定了企业盈利逐步兑现推动下的行情将接力曾主导了A股市场大半年的流动性行情。

回顾这次大盘调整的缘由在于,流动性预期(政策微调峰回路转)、经济增长预期(当时的月度经济数据表现不佳)的改变和股票市场被结构性高估(强周期行业估值偏高)。我们认为,目前市场所处的位置应是流动性推动行情和盈利推动行情两者之间的过渡行情阶段。经过调整,市场对流动性的看法有所转变,经济增长预期变得温和,市场估值则有一定的改观。我们认为,随着未来企业盈利增长逐步兑现,市场逐渐适应了流动性下降后,4季度市场将进入盈利兑现推动的行情,正所谓“山重水复疑无路,柳暗花明又一村”。

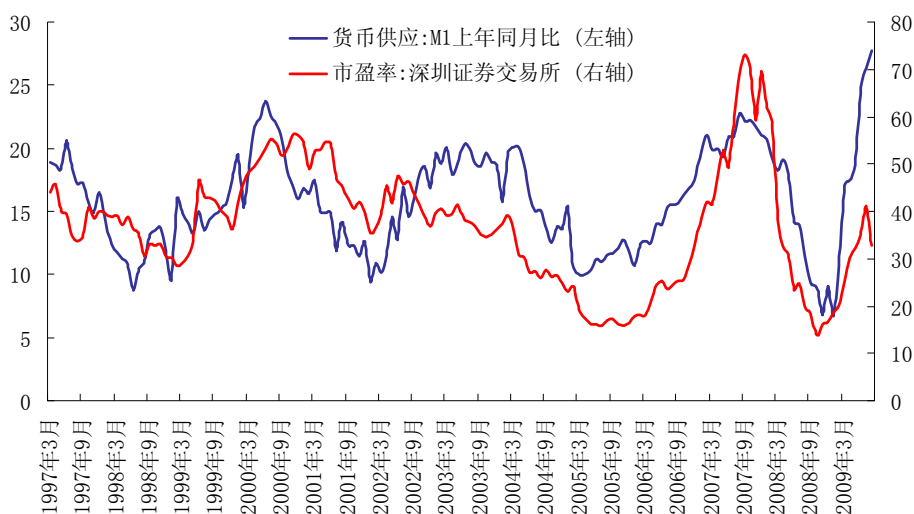
图 1、我们当前所处的投资环境



资料来源：联合证券研究所

一、流动性之忧

图 2、M1 与股票市场估值的相关性



资料来源：联合证券研究所,CEIC

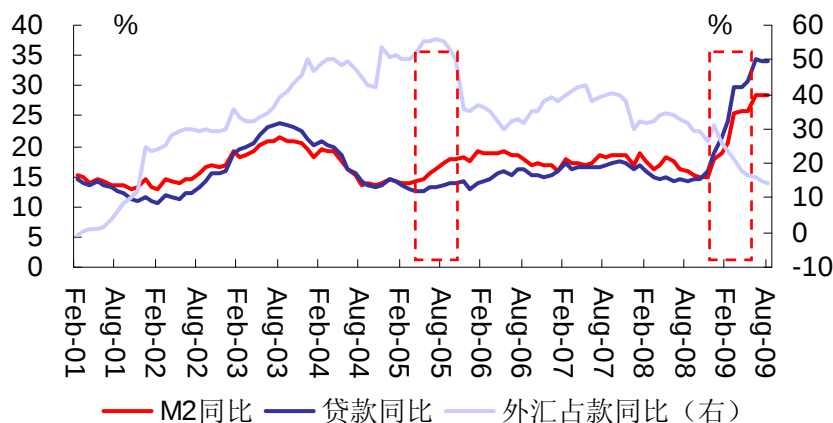
从历史情况上看，M1 增速与股票市场估值有着极强的相关性。这从逻辑上很好理解，流动性意味着资金充裕，可以使得市场估值水平提升。虽然，这种观点并未得到营业部保证金数据的支持，但是历史规律却足以让人们心理上对此深信不疑。根据我们的分析，无论是宏观经济层面的流动性还是股市的资金供求关系，目前都已经有所变化，流动性趋势性的改变注定了主导 A 股市场大半年的“充裕流动性推动”的行情已经结束。

宏观流动性增速无近忧而有远虑

根据我们的宏观判断，宏观经济层面的流动性，比如 M1、M2 和信贷，可能已经过了拐点，虽然仍然较为充裕，但未来几个月的增速将高位回落，明年 2 月份后增速将出现快速下滑。所以即便剩余几个月的信贷投放能够超越我们的预期（在全年 9.5 万亿的假设下，月均 3500 亿），仍然不足以打消市场对明年流动性下降的担忧。

信贷和外汇占款是影响 M2 的两个主要因素，外汇占款在 05 年的迅猛增加弥补了贷款的不足。09 年在外汇占款对流动性的支撑作用日益减弱的情况下，信贷成为驱动 M2 增速的主要力量。

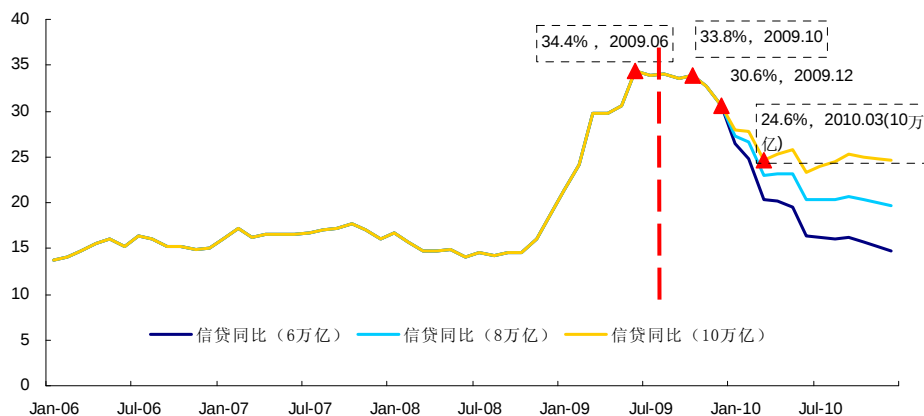
图 3、信贷和外汇占款是影响 M2 的两个主要因素



资料来源：Wind，联合证券研究所

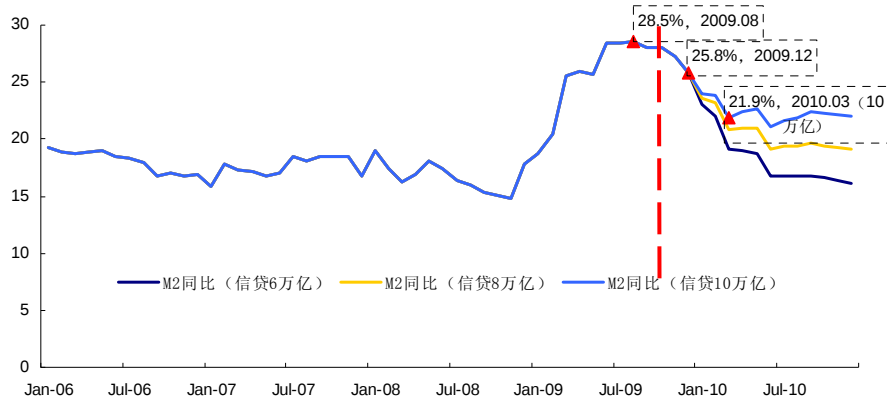
根据年内信贷新增 9.5 万亿、明年新增信贷分别为 6 万亿、8 万亿和 10 万亿的假设，6 月份是信贷增速的最高点，10 月份之前高位保持平稳，之后缓慢下滑并在明年 2 月份之后快速回落。在信贷假设的基础上，M2 增速可能已过拐点。

图 4、信贷增速将在 2010 年 2 月份之后快速回落



数据来源：CEIC, 联合证券研究所（红线右侧为预测值）。

图 5、M2 同比增速与信贷同比增速将保持同步



数据来源: CEIC, 联合证券研究所 (红线右侧为预测值)。

由于 M2 增速的过快下滑, 虽然有储蓄活化的因素在, 但预计在明年 3 月份前后也将随着 M2 增速进入快速下跌阶段而回调, 对股票市场估值造成压力。

另一方面, 虽然“微调”一词一再被解释, 领导层也多次强调宽松财政政策和适度宽松货币政策实施的延续性, 但从微观层面的反映, 商业银行的超额存款准备金率已经降至历史低点, 银行放贷能力受到限制。由此看来, 市场对流动性的担忧不无道理。

图 6、超额准备金率下降制约了放贷能力

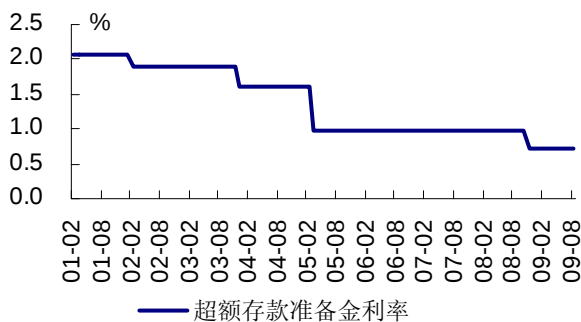
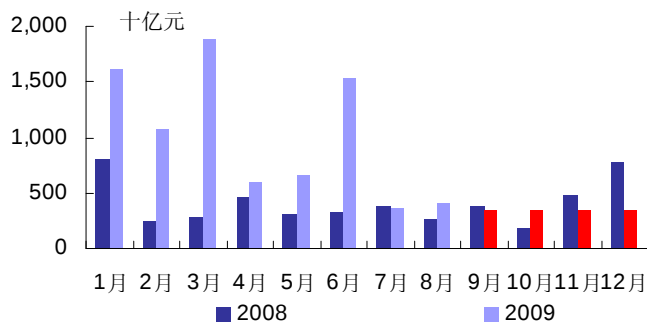


图 7、按全年 9.5 万亿信贷规模, 月均可放贷余额



资料来源: Wind, 联合证券研究所

资金供求: 资金供求勉强平衡

股市层面的流动性, 趋势也是偏紧: 股票供给在新股发行重启、创业板推出、解禁减持加大的背景下对市场构成确定性的压力, 而资金的供给, 无论是存款活期化还是新发基金, 都存在相对的不确定性, 信贷流入这个曾经的正面因素在严查信贷资金流向后已经不可期待。我们的股市的资金供求关系系列报告也是反映了这样一个流动性渐趋紧张的态度。

资金供给 8412 亿元: 假定各类型公募基金投资于股市的比例均触及同类产品股票投资比例的历史上限, 我们可以粗算出公募基金潜在存量资金供给有 548 亿; 现阶段正在募集尚未投入运营的基金资产约有 552 亿元; 专户理财资金流入约有

100 亿元；社保基金交由各大基金管理公司管理，推测其仓位与公募基金接近，加之不断流入的转持股份，预计其潜在资金供给将有限；企业年金对股票市场的潜在资金供给约 200 亿；保险机构潜在的可投入资金量为 1146 亿元；券商集合理财产品的潜在资金供给为 64 亿元；券商资本金潜在的可投入资金约为 295 亿元；证券投资信托产品大概有 300 亿的潜在资金供给；QFII 潜在入市资金非常有限；非机构投资者潜在的入市资金规模约有 5207 亿元。综上，现阶段可以统计的潜在资金供给规模约为 8412 亿元。（由于 QFII 新增额度的审批和使用过程不确定性，未考虑 QFII 新增额度的影响）

股票供给 1.03 万亿：三季度末股改累积解禁尚待减持的数量有 2224 亿股，按照 8 月 25 日 A 股收盘价计算则有超过 2 万亿已解禁待减持的市值。历史累积减持最高比出现在 2008 年 6、7 月份，2008 年上半年信贷紧缩，企业缺钱，又遇全球性经济衰退，彼时减持动力远远大于此时，所以累积减持比低于历史高点 30% 的可能性很大。按照悲观预期，到三季度末累计减持占比达到 30% 计算，股改解禁股约有 4698 亿元资金需求；三季度解禁股绝大部分都是首发原股东限售股份，股份数占到全部解禁股份的 85%，市值占到 72%，这部分股票多属国有性质，而其中中国银行和大秦铁路解禁股市值就占到首发原股东限售股市值的 83%，此类股票的首发原股东减持可能性更低。但我们依然参照股改限售股的历史最高减持比例 30% 来做悲观估算，三季度这部分股票供给将达到 3420 亿元；创业板总的融资规模不超过 300 亿元，而且发行起始于四季度初；截止 2009 年 8 月 27 日，发审会通过但尚未发行的公司有 34 家，经统计约 546 亿的拟募集资金规模；若根据已公告的增发预案统计，剔除定向大股东及其关联方增发的部分后，三季度增发募资可能有 1364 亿元。现阶段可以统计的潜在股票供给有约 1 万亿市值。

资金供小于求：综合以上对资金供给和股票供给分别采取的保守和悲观统计来看，现阶段资金供可能会小于求。从各个变量的变化趋势看，若预期有所好转，资金供给端有改善的空间，而股票供给端进一步压力增大的可能性小，除非 IPO 和再融资规模增速加快。详细的资金测算请参阅策略组冶小梅的市场资金监控月报。

表 1、即将进入投资运作的股票方向基金规模统计（亿元）

序号	名称	预计募集金额	基金公司	发行时间
1	农银策略价值基金	20	农银汇理	近期
2	华安上证 180ETF 联接基金	20	华安基金	08/28-09/25
3	信达澳银中小盘股票型基金	8	信达澳银	近期
4	中邮核心优势灵活配置	30	中邮基金	近期
5	华宝中证 100	30	华宝兴业	08/26-09/25
6	景顺长城能源基建股票型基金	20	景顺长城	8/20-9/18
7	南方中证 500 指数基金	50	南方基金	8/20-9/18
8	摩根士丹利华鑫领先股票型基金	20	摩根华鑫	8/17-9/18
9	诺德成长优势股票型基金	8	诺德基金	8/10-9/10
10	大成行业轮动股票型基金	20	大成基金	8/5-8/28
11	鹏华精选成长	30	鹏华基金	8/4-9/4
12	中银中证 100	30	中银基金	7/31-8/31
13	富兰克林国海沪深 300 指数基金	20	国海富兰克林	7/30-8/31
14	易方达沪深 300	168.8	易方达	7/28-8/28
15	信诚优胜精选股票基金	24	信诚基金	7/22-8/21
16	国联安主题驱动基金	8	国联安基金	7/20-8/21
17	上证央企 50ETF	45	工银瑞信	7/20-8/20
合计		552		

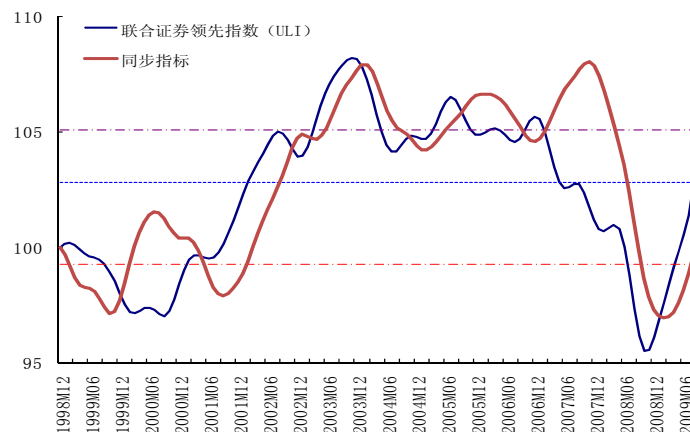
数据来源: wind 数据整理: 联合证券研究所 数据截止: 2009 年 8 月 27 日

二、经济增长温和复苏

市场对经济基本面的认识在经历了过于乐观的“V”型反转和过于悲观的二次探底后变得更为理性，经济逐步回升的中性预期可能更加符合中国的实际情况。无论是投资、出口还是消费，均指向一个较为温和的复苏，根据我们策略组编制的宏观经济领先指数观察，在半年内我们看不到二次探底的可能性。在经济增长的结构上，消费仍然将稳定增长，而投资和出口增速则此消彼长。

根据最新的 8 月经济数据，联合证券宏观经济领先指数继续上涨。本月领先指数表反弹速度与上月相比大幅度提高，我国经济继续强劲复苏的趋势更加明确

图 8、宏观经济领先指数（ULI）与工业增加值同比增速（同步指标）



资料来源: 联合证券研究所

结构调整：投资高位回落、地产投资年内可期

四季度投资项依旧能让人乐观的在于，第一，中央项目的投资增速已经明显下滑，地方政府可能还存在比较大的投资后劲；第二，受益于可售房源的低库存和地产

商良好的财务状况，房地产新开工面积同比增速反弹比较明显，另外近期的土地政策将改变部分地产商买地屯地的现象。因此我们依然看好地产投资以及对上下游产业的带动。

图 9、投资增速将呈高位回落态势

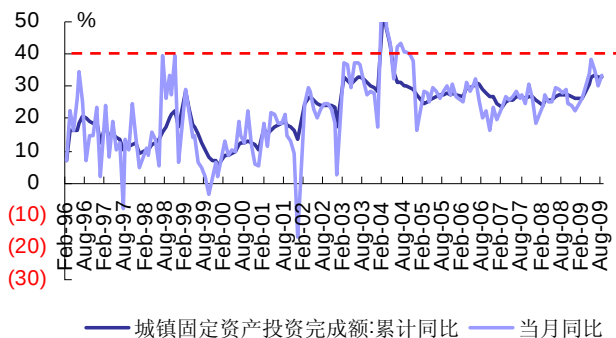
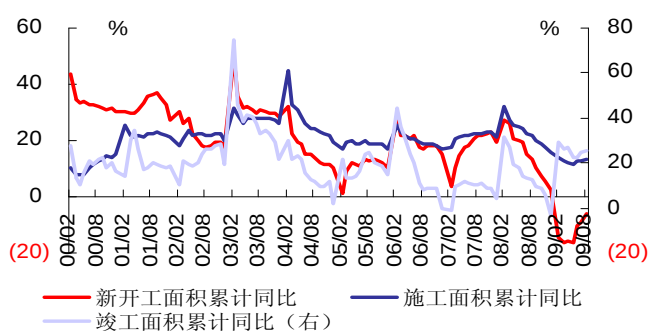


图 10、房地产新开工增速反弹明显



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

尽管微观调研情况来看，房地产企业短期增加新开工面积主要是出于补库存的需要，对中期的判断仍然比较谨慎。但从历史数据来看，房地产新开工面积7月份是季节性低点，并且房地产成交往往领先新开工面积1-2个季度。

图 11、房地产成交领先新开工面积1-2个季度

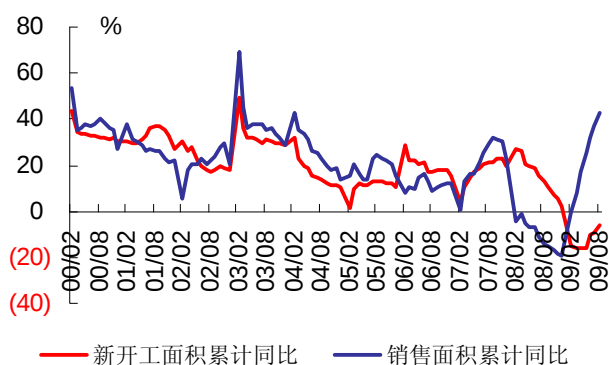
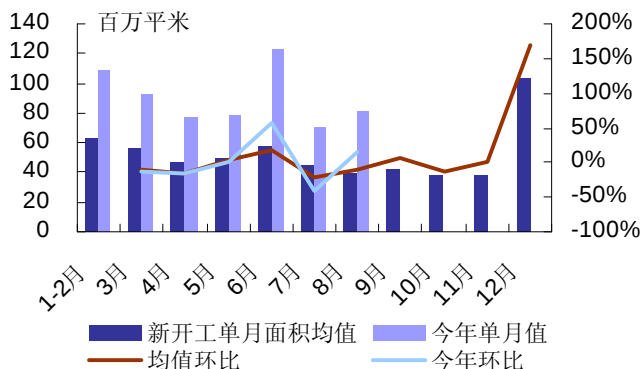


图 12、房地产新开工面积环比增速有明显季节性



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

注：新开工面积的季节性数据取自99年至今的月度数据，由于12月份新开工面积的急剧增加，故环比增长率省略。

从房地产投资的资金来源来看，1-7月房地产开发企业利用国内贷款增速达到了42.7%，比1-6月增加了10个百分点。从房地产预收账款来看，预收账款能够较好的反映未来盈利的预期。

图 13、房地产投资的资金来源

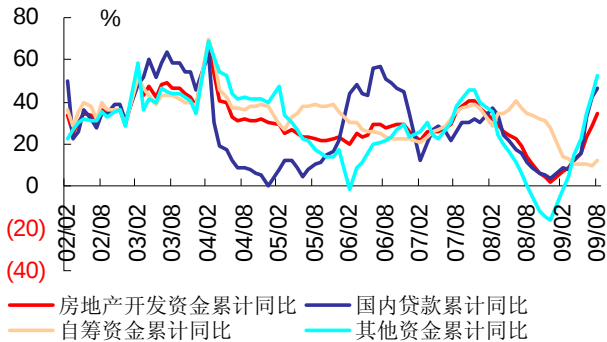
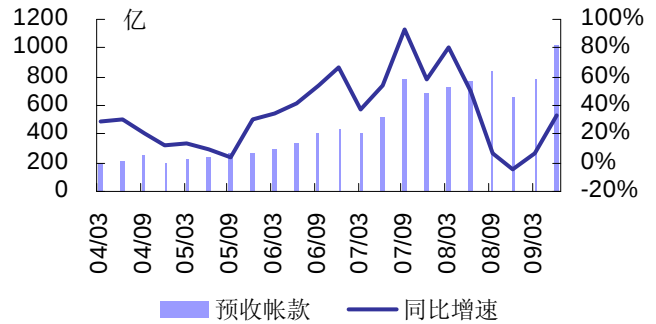


图 14、房地产上市公司的预收账款及其增速



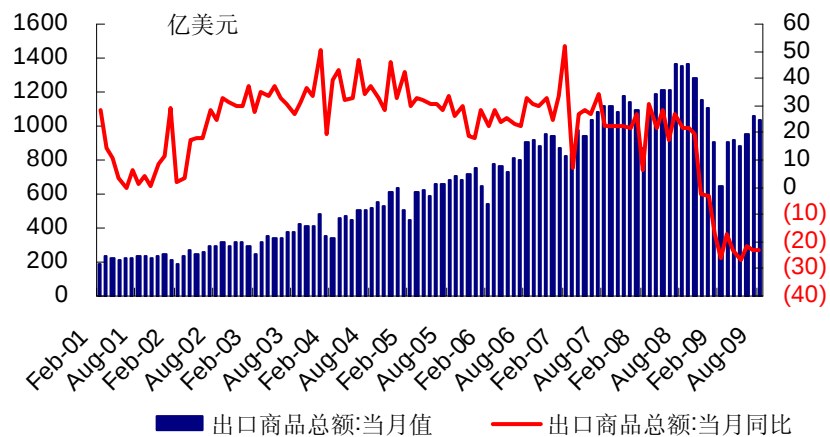
资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

不过，回顾改革开放以后的历史，当投资增速达40%左右的水平时，投资政策收紧的信号将被公开释放，在上半年的巨额信贷投放下，投资增速一度接近40%这条投资的“红线”，随着投资拉动经济的边际效应递减，加上政策力度有所减小，未来经济增长的推动将逐渐由外生性的政策力量向内生性市场力量转换，预计国内投资增速将自高位缓慢回落。

出口增速低位回升

我国1至8月出口的形势可以用有限复苏来形容。复苏体现在（1）3月以来环比增速持续为正；（2）最近出口规模已重新站上1000亿美元；有限性则体现在：（1）同比增速未见好转，一直在-20%多；（2）累计值仅相当于08年的八成。

图 15、出口规模和同比增速已经企稳



资料来源：Wind，联合证券研究所

年内至明年一季度出口将继续好转，理由包括（1）海外经济好转，带动需求有所上升（美国零售数据）和库存回补；（2）季节性因素，包括西方圣诞节因素、基期因素（出口底部时间是2008年11月至2009年一季度）、历史上四季度出口占比最高等。从时间窗口上看，出口的9月数据恢复依旧不会明显，10月的基期效应则要到11月份才能体现出来，而近期不断发生的贸易摩擦其实是给中国出口复

苏的热情浇了一盆冷水。

图 16、出口的基期效应可能体现在 10 月份

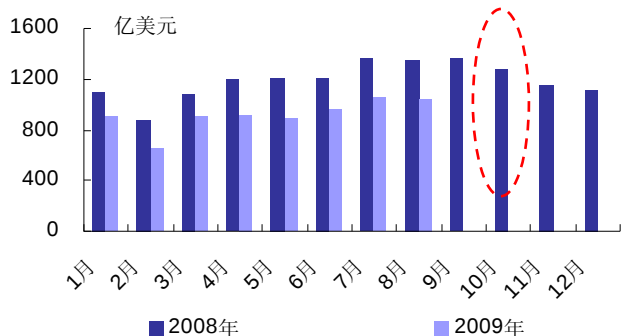
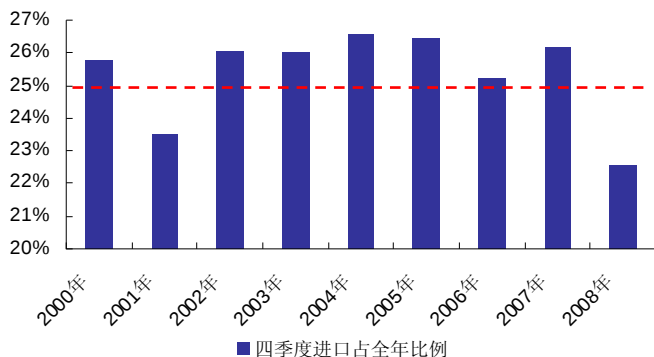


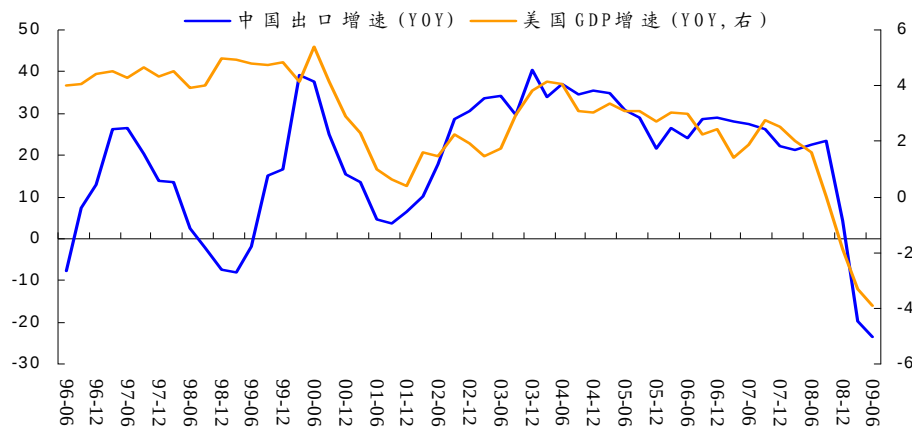
图 17、历史上美国四季度进口占比



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

随着美国经济在 3、4 季度的反弹，中国出口同比增速降幅有望持续收窄，预计第 4 季度的同比增速将回升到 0 附近。由于 2009 年的低基数效应，2010 年中国的出口在各季度的同比增速为正，全年增速在 10% 左右，净出口对 GDP 增长拉动作用由负转正，幅度约在 1% 左右。长期来看中国的出口应是一个高基数、低增长的态势，因此出口方面的投资机会可能来自于基期效应和季节效应，而不是出口绝对量的增长，也就意味着出口拉动的投资机会在于盈利的恢复而不是盈利的增长。

图 18、中国出口增速与美国 GDP 增速



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

三、盈利总体改善趋势继续加强

中报所披露的情况

从上市公司中报来看，二季度上市公司净利润环比增长 38%。2009 年第二季度可比口径下的上市公司实现营业总收入 28050 亿元，环比增长 20%；实现净利润

2953.6 亿元, 环比一季度增长了 38%, 与 2008 年第二季度的收入利润水平相比已经基本回复到一个正常水平。

二季度剔除银行后的净利润为 1786.9 亿元, 环比增长 69.86%, 剔除银行石油石化后的净利润为 1214.2 亿元, 环比增长 65.12%, 这进一步强化了我们对于上市公司盈利环比显著恢复的判断。

为了排除上市公司主营业务外利润的干扰, 我们测算了剔除掉非经常性损益后的季度净利润数据, 从环比增幅来看, 剔除后的二季度净利润环比一季度增长了 37.9%, 并没有发生太大的变化, 由此我们判断目前非经常性损益对上市公司盈利数据的干扰是十分有限的。

利润贡献方面, 银行、石油、石化、煤炭、保险、房地产行业的利润贡献居前, 其中仅银行、石油、石化这三个行业的利润就占到了全部 A 股上市公司的 50%以上。

图 19、2009 年中期净利润行业占比情况

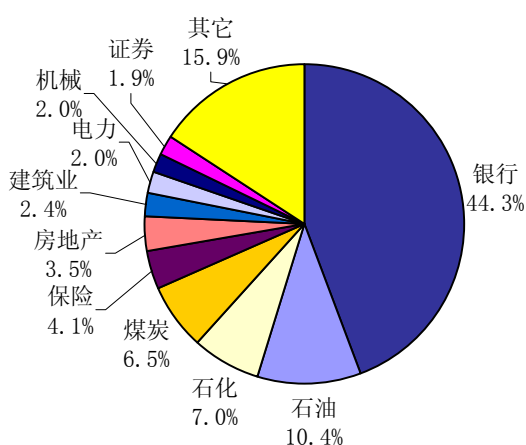
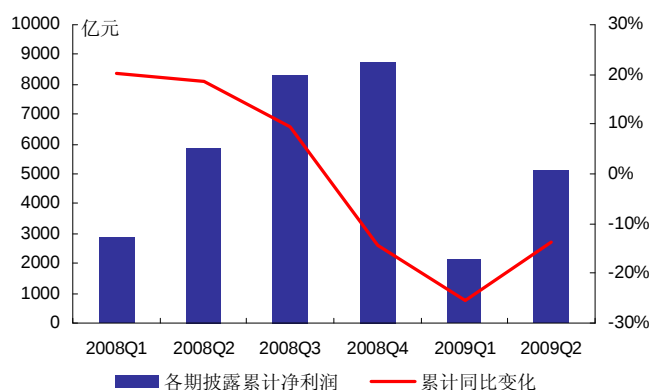


图 20、2008~2009 年季报净利润数据及同比变化

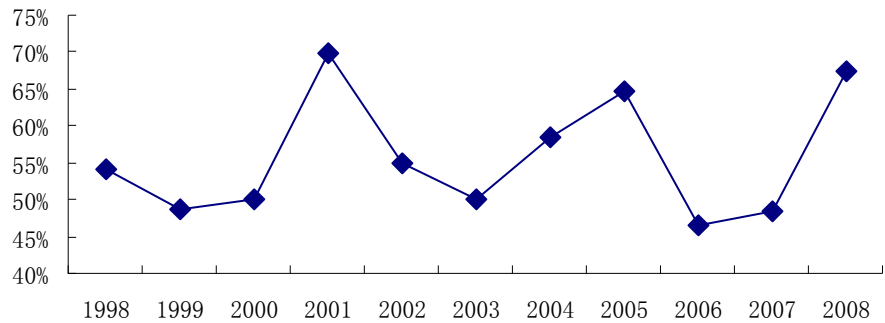


资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

盈利预测

依据 2009 年中报披露的情况, 我们对 2009、2010 年的盈利增速假设做了预测。我们首先计算了 1998 年—2008 年这 11 年间全部上市公司上半年净利润占全年利润的比重, 这个比例相对于 50%而言向上偏离较大, 曾一度接近 70%, 但向下偏离很小, 最低也有 47%左右的水平。

图 21、1998-2008 年上市公司上半年净利润占全年的比重



数据来源: wind 资讯, 联合证券研究所整理

考虑到政府大规模投资的效应可能会在下半年得到逐步的体现, 并且参考了各行业研究员的意见, 我们对 09 年上半年利润占全年利润比重的悲观、中性、乐观的假设分别为 55.8% (10 年历史均值), 50%, 以及 46.5%; 对应 09 年全年净利润同比增幅分别为 4.66%, 16.7%, 以及 25.4%, 同时我们根据 10 年利润一致预期推测三种情形下对应的 10 年利润增速分别为 15%, 25.7%和 30%。

表 2、A 股上市公司净利润增速预测

	悲观	中性 联合证券盈利预测	乐观
09 年 A 股盈利增长	4.66%	16.7%	25.4%
10 年 A 股盈利增长	15%	25.7%	30%

资料来源: 联合证券研究所

四、市场判断: 行情从由流动性推动的向盈利推动过渡

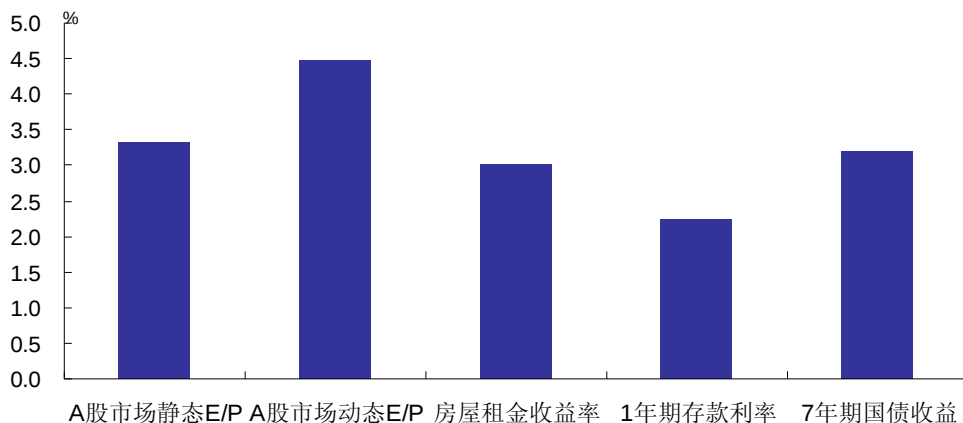
近两个月来, 市场对经济基本面的认识在经历了过于乐观的“V”型反转和过于悲观的二次探底后, 经济逐步回升的中性预期可能更加符合中国的实际情况, 在流动性推动的行情逻辑消失后, 必然转向以盈利逐步兑现为特征的行情。目前所处的位置应是流动性推动的行情和盈利推动的行情两者之间的过渡行情阶段。

从下一波大行情以盈利兑现为推动力来看, 09 年的盈利兑现是关键时间点, 也是众多分析师调整 10 年盈利增速的时候, 而站在 9 月的尾巴上时机尚未成熟。因此前两个月的调整期很可能还不够, 不过我们并不倾向于会有一个显著的下跌, 震荡盘整在最近一个月内的概率较大, 而站在当前时点看, 我们对 4 季度行情仍然保持谨慎乐观的态度。

静态估值的多方位比较

A股市场当前的静态 E/P 水平约为 3.32%，2009 年预测的动态 E/P 水平为 4.48%，1 年期存款利率维持在 2.25%，以 7 年期国债到期收益率目前维持在 3.19%。当前房屋出租的收益率水平约为 3.0%，股票市场相对于楼市和债市而言，动态的 E/P 水平在各类资产中依然是最高的。

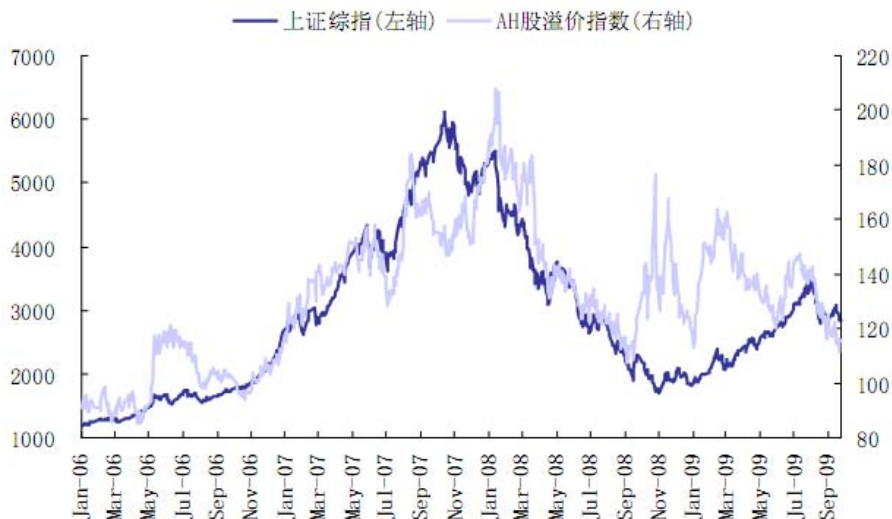
图 22、资产收益率的横向对比



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所 历史均值: 是剔除了 5000-6000 点的历史均值

从 A-H 溢价率来看，目前的水平也创下年内新低，一些大盘股的相对于港股的折价率相当明显，这也为 A 股市场估值水平提供了有力支撑。

图 23、A-H 股溢价率创出年内新低



资料来源: 联合证券研究所

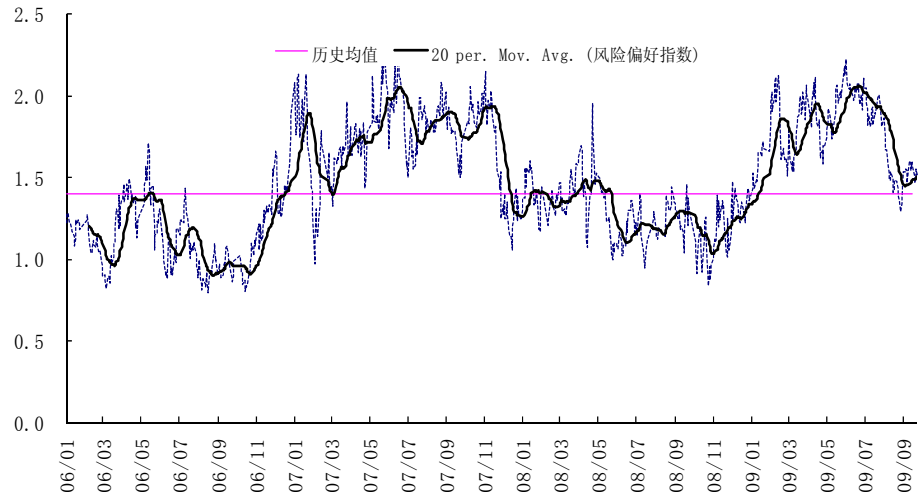
收益增长与风险溢价的绝对估值

绝对估值是将上市公司的未来净利润进行折现，得到整个市场的当前价值，参考

目前的市值和点位，计算出给予未来收益增长和风险溢价的目标点位。

由于近期的股市震荡，联合证券编制的风险偏好指数已经进入到历史均值下方的悲观区域，投资者对于风险补偿的要求可能增加，从而调高了股权成本的数值，将原来的 8.5%，9%调升至 10%附近。

图 24、风险偏好指数走势（截止 2009-09-25）



资料来源：联合证券研究所

在赢利增速的三种假设情形下，我们预测上证指数的合理水平分别为 2451 点、2971 点和 3266 点，对应 09 年盈利的 PE 水平分别为 26.3 倍、28.8 倍和 29.6 倍。

表 3、三种情景假设下的 A 股 DDM 估值

	显性阶段			半显性阶段 1	半显性阶段 2	永续阶段	上证指数 合理水平	09 市盈率
	2008	2009	2010	2011-2015	2016-2025	2026 年后		
悲观情景								
利润增速	-15.00%	4.66%	15.00%	15.00%	-1.10%	4.00%		
分红率		35.00%	35.00%	40.00%	1.30%	53.00%	2451.42	26.31
股权成本		10.00%	9.50%	9.00%	8.50%	8.00%		
中性情景								
利润增速	-15.00%	16.70%	25.70%	15.00%	-1.10%	4.00%		
分红率		35.00%	35.00%	40.00%	1.30%	53.00%	2971.54	28.85
股权成本		10.00%	9.50%	9.00%	8.50%	8.00%		
乐观情景								
利润增速	-15.00%	25.40%	30.00%	15.00%	-1.10%	4.00%		
分红率		35.00%	35.00%	40.00%	1.30%	53.00%	3266.65	29.62
股权成本		10.00%	9.80%	9.00%	8.50%	8.00%		

数据来源：联合证券研究所

基于行业的结构化估值

这种方法可以避免行业在整个市场比重变化而导致的市场估值偏差。我们将市值占比、利润占比最大的，同时也是业务类型比较特殊的几大行业剥离出来考虑——这些行业包括银行、保险、石油、石化、房地产；剩余的上市公司简单的分为强

周期和弱周期两大类。仍旧采用悲观、中性和乐观三种情景假设，分别对以上这几大部分给出 09 年的估值假设：银行、地产采用了行业研究员的估值意见，保险行业直接采用行业研究员的盈利预测；石油、石化、强周期三大块使用历史 PB 均值以及上下波动 0.5 个标准差作为估计；弱周期采用历史 PE 均值以及上下波动 1 倍标准差作为估计。最后将几大块的估计市值加总，并按照我们此前线性回归的结果计算相应市场点位。

表 4、基于行业结构化估值的市场点位预测（市值单位：亿元）

	PE 最低	PE 中性	PE 最高	PB 最低	PB 中性	PB 最高	悲观情景	中性情景	乐观情景
银行	15.0	17.5	20.0				61,639	71,912	82,185
石油				2.90	3.47	4.04	24,317	29,097	33,876
石化				2.04	2.53	3.01	7,570	9,389	11,170
煤炭				2.67	3.48	4.28	9,046	11,791	14,501
保险							11,185	12,886	14,588
房地产	20.0	25.0	30.0				8,164	10,205	12,246
强周期				2.53	3.07	3.60	52,414	63,601	74,581
弱周期	24.23	29.1	33.96				26,659	32,018	37,365
总市值							200,995	240,898	280,512
对应点位							2,446	2,909	3,369

数据来源：联合证券研究所

综上所述，我们认为 4 季度 A 股市场的合理波动区间是 2450 ~ 3350 点，其价值中枢在于 2900 ~ 3000 点之间。

五、投资思路与策略

经济环境：选择同时受益于投资和出口的行业

从经济环境变化的角度来看，投资时钟设定为：流动性增速高位回落，经济增速逐步回升，通胀低位回升，并且 CPI 年内转正。经济增长结构也发生了变化，投资增速高位回落，出口增速低位回升，消费增速稳定。除了流动性开始收缩之外，经济阶段性反弹仍处于高增长、低通胀的背景。宏观背景变化势必会对行业配置产生相应的影响，低通胀带动的经济反弹使得我们更为关注中下游的变化情况。

从上至下的行业配置逻辑结构在于四个变量，首先行业收入增速对宏观变量的弹性，其次，成本转移能力；再者通过营运杠杆和财务杠杆撬动的利润增速。

表 5、自上而下的行业配置逻辑结构

利润变量	影响因素	情形	特征
收入增速	对宏观变量的弹性	下游需求占行业需求的比例、带动行业需求的时间	占比大，时间短，弹性高
毛利	成本转移能力	存货 产能利用率	存货越少，产能利用率越高，潜在产能压力小，成本转移能力强
净利润	营运杠杆	固定成本占比	固定成本占比越大，折旧对利润影响越大，息税前利润对于收入的弹性也越大
	财务杠杆	资产负债率	财务费用越多，净利润对于收入弹性也越大

数据来源：联合证券研究所

在 2010 年投资增速回落、出口增速回升的背景下，工业行业中收入的投资弹性较小、出口弹性较大的行业最能获益。

图 25、收入的投资弹性最小的几个工业行业

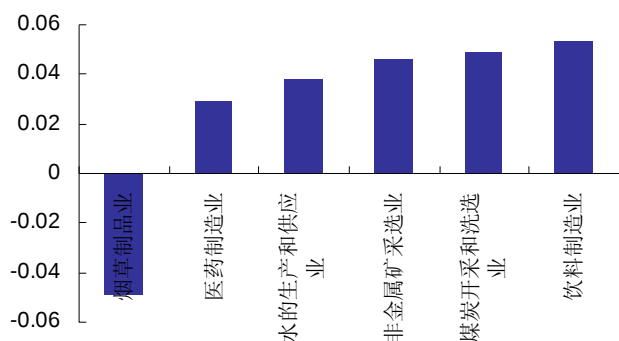
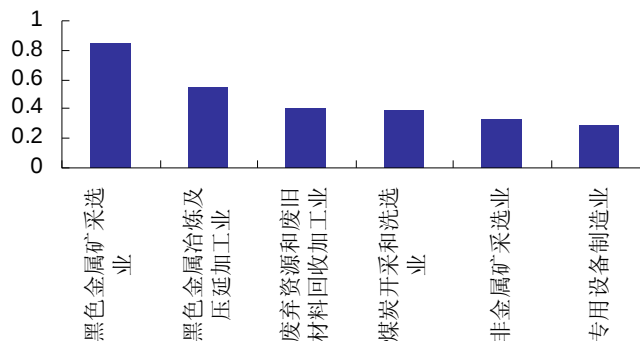


图 26、收入的出口弹性最大的几个工业行业



资料来源: CEIC, 联合证券研究所

表 6、根据投资和出口弹性的高低排序

黑色金属矿采选业	100%
煤炭开采和洗选业	94%
非金属矿采选业	90%
专用设备制造业	81%
黑色金属冶炼及压延加工业	79%
非金属矿物制品业	78%
通用设备制造业	76%
饮料制造业	74%
废弃资源和废旧材料回收加工业	72%
烟草制品业	71%
食品制造业	67%
橡胶制品业	67%
水的生产和供应业	67%
印刷业和记录媒介的复制	67%
医药制造业	66%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	64%
文教体育用品制造业	64%
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	63%
金属制品业	63%
农副食品加工业	62%
家具制造业	61%
交通运输设备制造业	61%
电力、热力的生产和供应业	61%
电气机械及器材制造业	59%
塑料制品业	59%
纺织业	58%
纺织服装、鞋、帽制造业	58%
化学原料及化学制品制造业	58%
燃气生产和供应业	57%
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	56%
造纸及纸制品业	54%
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	50%
工艺品及其他制造业	44%
有色金属矿采选业	41%
有色金属冶炼及压延加工业	35%
化学纤维制造业	32%
其他采矿业	25%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	24%
石油和天然气开采业	0%

数据来源: 联合证券研究所

从库存和产能利用率情况,我们也可以间接判断行业的成本转移能力。存货越少,产能利用率越高,潜在产能压力小,成本转移能力强。

表 7、产能利用率

	当前产能利用率	历史变动范围	位置	趋势	行业研究员
水泥	81%左右	70%~90%	均值附近	短期向上	周焕
玻璃	考虑闲置产能, 76%~77% 不考虑闲置产能, 接近 100%	从历史上看, 考虑闲置产能后的产能利用率是偏低的, 但是不考虑闲置产能的产能利用率是偏高的		短期平稳	周焕
钢铁	8 月份在 97%左右	65%~94%	均值上方	短期将会下降, 四季度将是一个季节性的回落	黄静、刘晓
有色 (冶炼企业)	80%~90%	60%~95%	均值上方	价格稳定的基础上将会缓慢上升, 关键还是看下游需求	王茜
煤炭	大煤矿接近满产 (100%), 山西小煤矿停产限产现象较普遍	70%~95%	均值上方	四季度山西煤矿复产将带来供给量的增加	唐宗辰
汽车	70%~75%	55%~75%	均值上方	平稳	黄未樵

数据来源: 联合证券研究所

图 27、经营杠杆比较大的行业

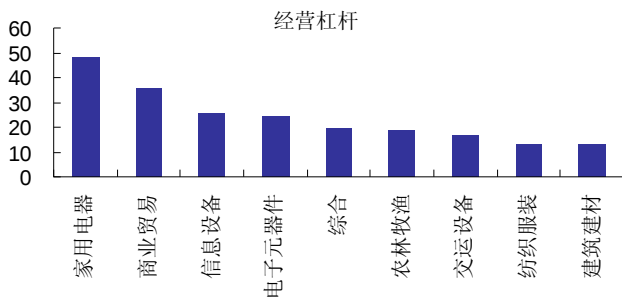
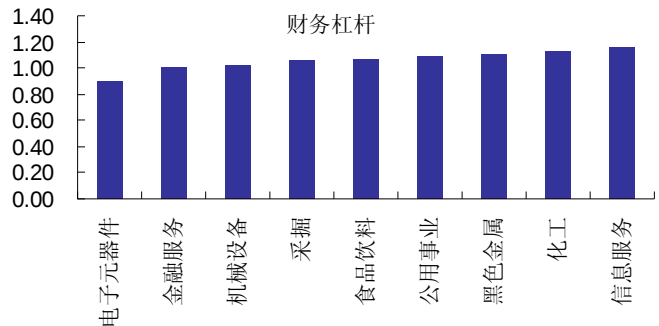


图 28、财务杠杆比较小的行业



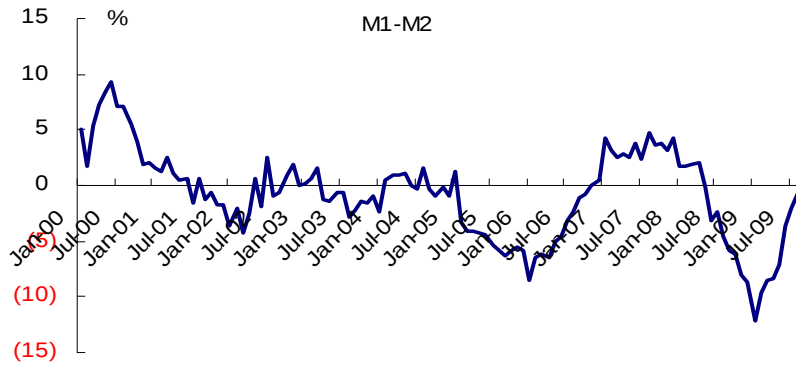
资料来源: Wind, 联合证券研究所

在未来利率向上的经济环境中,我们认为财务杠杆较小的行业和经营杠杆较大的行业具有比较优势。

流动性环境: M1-M2 敞口在四季度继续扩大

如果 M1 增速大于 M2,意味着企业的活期存款增速大于定期存款增速,资金的流动性增强,企业经营活动改善,居民的储蓄意愿降低,投资意愿增强,因此,经济景气度上升。如果 M1 增速小于 M2,表明企业和居民选择将资金以定期的形式存在银行,货币流通速度降低,经济运行前景堪忧。

图 29、M1-M2 变动趋势



资料来源: 联合证券研究所

我们测试了 M1-M2 的几个周期, M1-M2 敞口扩大时, 说明投资潜力在扩张, 货币流通速度加快的过程中, 表现较好和较差的行业。

表 8、M1-M2 变动周期的行业表现

起始日	M1-M2	表现最好的行业	表现最差的行业	上证指数涨跌幅
2000/01 2000/06	扩张	农林牧渔 采掘 建筑建材 医药生物 餐饮旅游	化工 信息设备 家用电器 食品饮料 金融服务	41.09%
2000/07 2002/03	收缩	化工 交运设备 食品饮料 纺织服装 房地产	农林牧渔 电子元器件 家用电器 信息服务 综合	-16.81%
2002/04 2002/12	扩张	机械设备 交运设备 食品饮料 医药生物 金融服务	农林牧渔 有色金属 信息设备 家用电器 综合	-15.35%
2003/01 2003/10	收缩	黑色金属 交运设备 公用事业 交通运输 餐饮旅游	农林牧渔 机械设备 房地产 商业贸易 综合	-16.55%
2003/11 2004/05	扩张	采掘 化工 有色金属 电子元器件 信息设备	机械设备 交运设备 食品饮料 纺织服装 医药生物	15.40%
2004/06 2006/03	收缩	有色金属 食品饮料 房地产 商业贸易 餐饮旅游	电子元器件 交运设备 纺织服装 公用事业 综合	-16.57%
2006/04 2007/11	扩张	采掘 有色金属 房地产 金融服务 商业贸易	电子元器件 信息设备 轻工制造 公用事业 信息服务	275.24%
2007/12	收缩	农林牧渔	有色金属	-59.13%

2009/01		机械设备 信息设备 医药生物 公用事业	轻工制造 交通运输 餐饮旅游 综合	
2009/02		采掘 有色金属	农林牧渔 建筑建材	
2009/07	扩张	交运设备 房地产 金融服务	医药生物 公用事业 信息服务	34.01%

资料来源：联合证券研究所

从 M1-M2 这样一个反映活期存款变化的值，我们可以发现在存款活化的过程中，都能够找到周期性行业涨幅靠前的证据，而在相反的方向，我们则会发现，防御性行业表现也会突出。从指数区间表现来看，当前阶段仍然处于储蓄存款活化阶段的后半段，可能存在周期性行业向防御性行业过度的机会。

通胀环境：CPI-PPI 转向变化带动的行业

CPI-PPI 缺口反映企业盈利空间变化而这个盈利变动对于有效，因此，我们仅测试了中游制造业对该指标的反映。PPI 结构中 70% 为生产资料，其中能源和原材料占权重很大，而 CPI 中权重最大的为食品占到 34%，因此，从产业链角度考虑，PPI 处在生产端，CPI 处在消费端，PPI 对 CPI 的传导属于上游对下游企业的传导，属于成本导向的传导机制。

图 30、CPI、PPI 变动趋势

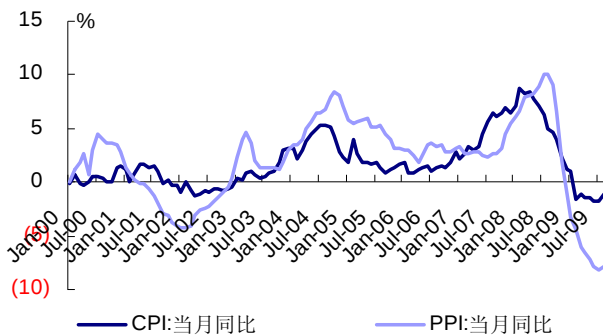
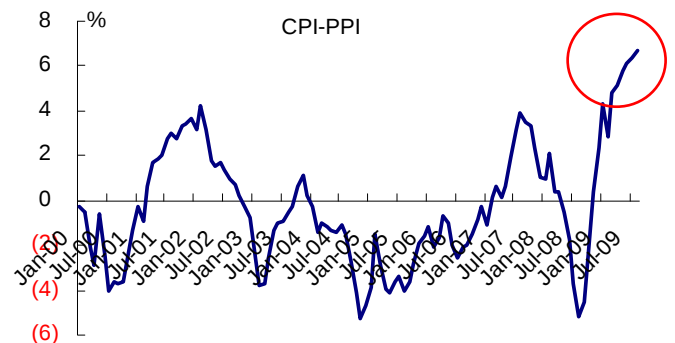


图 31、CPI-PPI 缺口



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

从回顾过往，我们发现 CPI-PPI 与股票市场涨跌又较强的相关性，目前 CPI-PPI 已经到了历史上非常高的位置，按照我们宏观的预期 CPI 比 PPI 的速度变动慢，因此按照比较简单的理解，当前大部分中游行业均处于较强的盈利能力，但这只限于毛利率这个概念，并不考虑销量的因素。

表 9、CPI-PPI 变动周期的行业表现

阶段	CPI-PPI	表现最好的行业	表现最差的行业	上证指数区间涨跌幅
2000.1~2000.9	收缩 (CPI ↑)	农林牧渔 采掘 有色金属 建筑建材 餐饮旅游	家用电器 食品饮料 轻工制造 房地产 金融服务	39.78%
2000.10~2002.2	扩张 (CPI ↑)	交运设备 食品饮料 纺织服装 交通运输 房地产	农林牧渔 有色金属 电子元器件 信息服务 综合	-20.18%
2002.3~2003.4	收缩 (CPI ↓)	机械设备 交运设备 轻工制造 医药生物 金融服务	农林牧渔 有色金属 信息设备 家用电器 信息服务	0.00%
2003.5~2003.12	扩张 (CPI ↑)	采掘 化工 黑色金属 有色金属 公用事业	农林牧渔 医药生物 房地产 金融服务 商业贸易	1.60%
2004.1~2004.12	收缩 (CPI ↑)	采掘 信息设备 交通运输 商业贸易 餐饮旅游	有色金属 机械设备 交运设备 金融服务 综合	-15.40%
2005.1~2006.3	扩张 (CPI ↓)	有色金属 房地产 金融服务 商业贸易 餐饮旅游	电子元器件 信息设备 纺织服装 轻工制造 综合	2.51%
2006.4~2006.9	收缩 (CPI ↑)	农林牧渔 食品饮料 医药生物 商业贸易 综合	采掘 黑色金属 信息设备 家用电器 轻工制造	34.98%
2006.10~2007.10	扩张 (CPI ↑)	采掘 黑色金属 有色金属 房地产 金融服务	农林牧渔 电子元器件 信息设备 医药生物 信息服务	239.80%
2007.11~2008.09	收缩 (CPI ^)	农林牧渔 信息设备 食品饮料 医药生物 信息服务	有色金属 交运设备 房地产 餐饮旅游 综合	-61.48%
2008.10~2009.08	扩张 (CPI ↓)	采掘 有色金属 交运设备 家用电器 房地产	农林牧渔 化工 食品饮料 交通运输 餐饮旅游	16.30%

资料来源：联合证券研究所

从 CPI-PPI 处于扩张周期时，除了 2000 年~2002 年这个科技股泡沫区间，市场无一例外是实现正收益的阶段；而在 CPI-PPI 在收缩时，市场出现上涨和下跌的

概率各半。从我们上述统计来看，当 CPI-PPI 这个剪刀差在扩大时，比较有利的行业是上游，中游和可选消费品，而在收缩时，企业的盈利空间收窄，医药，日常消费品和金融服务类行业表现较好，这些行业也是典型的抗周期行业。

我们认为 CPI-PPI 已经处于历史较高的水平，虽然存在进一步拉大的可能，但持续时间也不会太长，CPI-PPI 的缺口出现趋势性反转将在今年四季度和明年一度出现，可能会带来消费品和社会服务类行业的机会。

实证：中下游不论在牛市中期还是熊市初期皆可获超额收益

为了验证我们的推论，我们采用联合证券研究报告《上中下游行业超额收益与配置思路》中各种市场环境下行业表现的统计结论：在牛市中期，中下游行业能够获得好的超额收益，而金融和上游行业往不能获得超额收益。

表 10、历史行情阶段细分

	2001.07-2002.01
2001.07-2005.05: 熊市	2002.02-2004.03
	2004.04-2005.05
	2005.06-2006.04
2005.06-2007.10: 牛市	2006.05-2007.06
	2007.07-2007.10
	2007.11-2008.02
2007.11-2008.10: 熊市	2008.03-2008.06
	2008.07-2008.10

数据来源：联合证券研究所

图 32、牛市初期、中期、末期超额收益比较

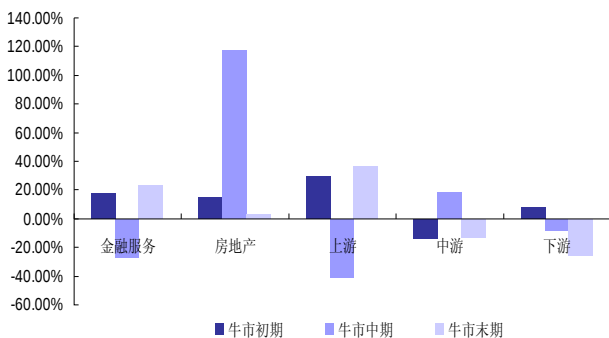
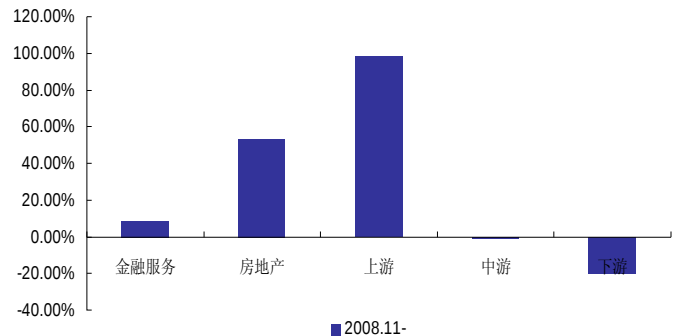


图 33、2008 年 11 月以来超额收益比较



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所 历史均值：是剔除了 5000-6000 点的历史均值

熊市初期，中游和下游获得很好的超额收益；熊市中期差异较大；熊市末期，差异也较大，较明显的是金融和下游比较靓丽一些。

图 34、熊市初期超额收益

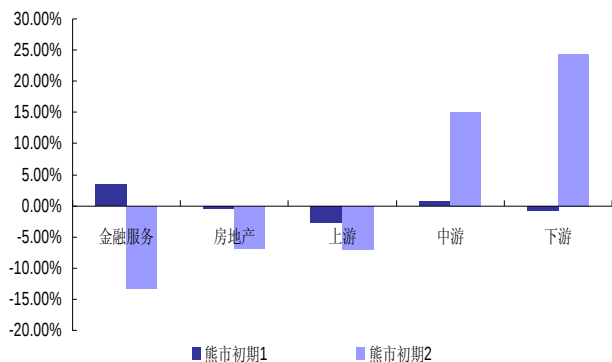
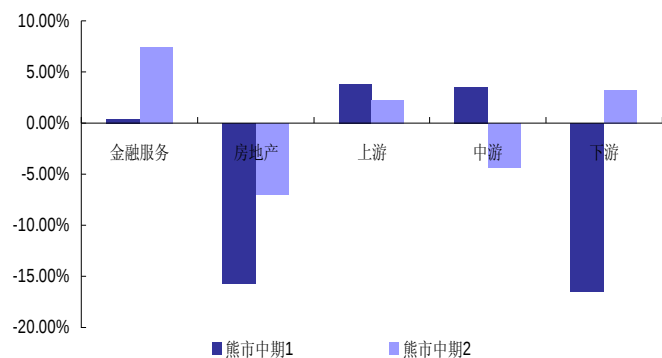


图 35、熊市中后期超额收益



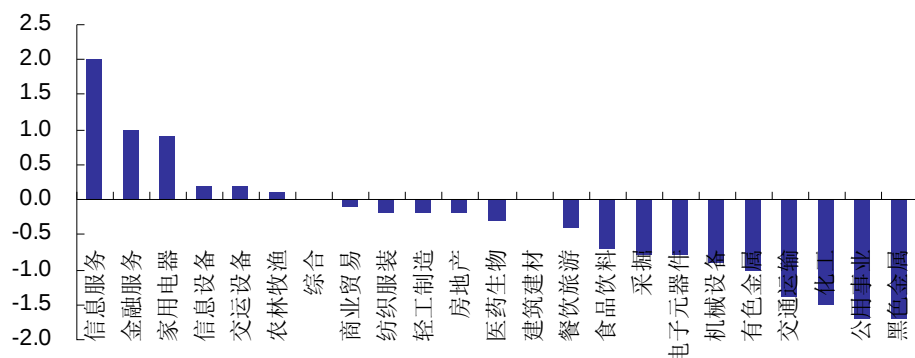
资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所 历史均值: 是剔除了 5000-6000 点的历史均值

行业的估值对比

在使用历史相似环境的锚定过程中, 为了避免产生“刻舟求剑”的效果, 即由于某些中下游的行业估值已经贵到不再有吸引力, 我们利用当前的市场估值水平对行业配置进行校正。考虑到各个行业的历史 PE 水平波动极为剧烈, 我们选用 E/P 来衡量各个行业的估值水平高低, 这样做的好处是避免了在行业微利时出现的正负上千倍的市盈率给历史均值带来很大的影响。

按照计算公式: 行业相对 E/P=(行业 E/P)/(市场整体 E/P) 可以得到各个行业相对全市场的估值水平; 进而可以按照 (当前值-均值)/标准差的方法计算当前各个行业的相对 E/P 与其历史均值的偏离程度, 正向偏离历史均值越大则说明该行业当前的相对估值水平相对越低。测算的结果如下图所示:

图 36、行业相对 E/P 偏离度测算结果



资料来源: 联合证券研究所

4 季度重点建议超配行业

我们的行业配置建议较上半年乃至今年中期策略有了明显不同, 从上游、中上游转向了中下游。从前面分析的经济结构调整、财务杠杆和经营杠杆、M1-M2 敞口、

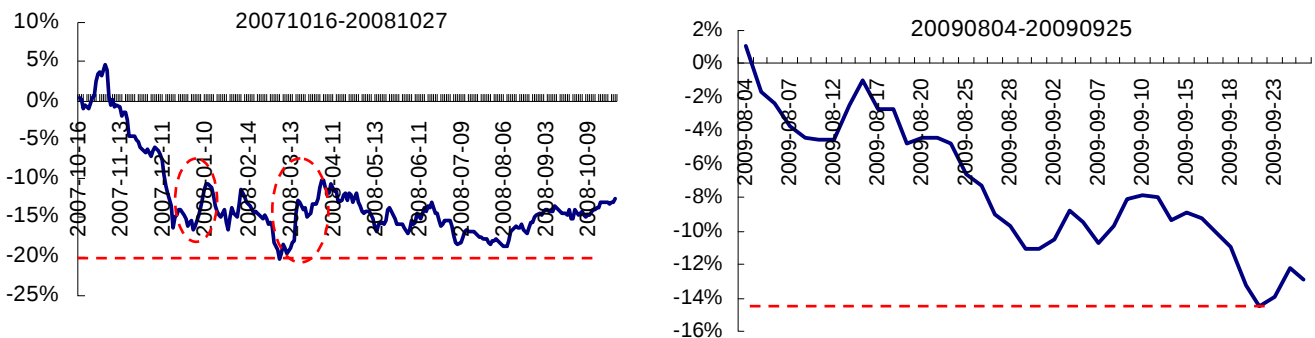
CPI-PPI 剪刀差、行业相对估值这五个维度我们进行了量化比较，最终我们建议超配的工商业行业包括机械、汽车及零部件、电力设备、通讯设备、医药生物、食品饮料、商贸零售，金融服务当中我们建议超配保险，标配银行，低配券商。

风险提示

8 月初调整以来，我们就不断在策略周报中推荐中下游行业，取得了明显的超额收益。在这份在三季度的尾巴上翘首四季度的策略报告中，我们依然推荐了稳定增长的行业（弱周期行业为主）。当然，股票在累积了一定超额收益后可能会有所反复，但在经济增长预期转为温和的宏观大背景下，市场关注焦点已经落在企业盈利的具体兑现进程上，而四季度内企业盈利在大概率上难以超越预期，行业估值折溢价或仍是超额收益的主导因素。让我们感到乐观的是，近两个月的调整并没有让弱周期行业的估值优势消失。

不过我们仍然需要提醒注意，弱周期行业的超额收益空间不是无限的。通过比较 07 年牛市转折点和本轮市场调整点之后的市场表现，我们发现：（1）从幅度上看，弱周期行业相对强周期行业的最大超额收益在 20% 左右；（2）从时间上看，弱周期行业相对强周期行业的最大超额收益一般在两个月内即可基本实现；（3）从目前时点上向后看，弱周期行业的超额收益可能会有所下降，但这并不意味着强周期行业一定会走强，两者的收益率也可能并驾齐驱；（4）从幅度上看，弱周期行业至多还有 6% 左右的超额收益空间（当前的超额收益约 14%）。

图 37、强周期行业相对弱周期行业的超额收益



资料来源：Wind，联合证券研究所

我们采用各行业的相对估值进行估值的折溢价空间比较，结果表明弱周期行业的折价现象仍然比较普遍，而强周期行业的估值溢价仍然比较突出。

图 38、弱周期行业相对大盘估值折溢价

	农产品加工	农业综合	饲料	渔业	种植业	电气设备	通信设备	白色家电	食品加工	饮料制造
静态PE	-46%	-13%	-10%	-38%	-4%	-5%	-19%	-21%	-22%	-35%
09PE	-11%	-34%	13%	-15%	-37%	-19%	-27%	-17%	-24%	-37%
	纺织	服装	化学制药	生物制品	医疗器械	医药商业	中药	医疗服务	电力	零售
静态PE	-21%	18%	-36%	-2%	3%	-24%	-13%	62%	16%	-29%
09PE	-25%	-6%	-34%	-26%	-31%	-31%	-18%	-19%	-19%	-35%
	贸易	餐饮	景点	酒店	旅游综合	传媒	计算机应用	通信运营	网络服务	高速公路
静态PE	10%	-23%	-34%	-17%	-14%	-41%	-31%	-80%	-63%	-36%
09PE	-3%	-33%	-32%	-11%	-41%	-33%	-39%	-5%	-18%	-35%

资料来源: Wind, 联合证券研究所, 数据日期: 2009-9-25

说明: 均采用各行业的相对估值/该相对估值的历史均值, 进行折溢价计算, 相对估值=某行业估值/A 股剔除金融三中后的估值。

图 39、强周期行业的相对大盘估值折溢价

	煤炭开采	其他采掘	石油开采	化工新材料	化学纤维	化学原料	化学制品	石油化工	塑料	橡胶
静态PE	-24%	-39%	-37%	-13%	53%	18%	-10%	8%	5%	82%
09PE	-10%	2%	-28%	-12%	-2%	82%	-21%	-26%	-35%	-46%
	钢铁	金属新材料	有色金属冶炼	建筑材料	建筑装饰	普通机械	仪器仪表	专用设备	金属制品	半导体
静态PE	84%	43%	85%	-29%	-19%	-12%	21%	-13%	33%	75%
09PE	110%	19%	129%	-46%	-43%	-23%	-35%	-26%	25%	1%
	元件	显示器件	汽车服务	汽车零部件	汽车整车	计算机设备	包装印刷	造纸	房地产开发	园区开发
静态PE	2%	-45%	-17%	8%	117%	5%	-7%	52%	-2%	-27%
09PE	-10%	489%	241%	-34%	-6%	-18%	-24%	5%	-25%	-19%

资料来源: Wind, 联合证券研究所, 数据日期: 2009-9-25

说明: 均采用各行业的相对估值/该相对估值的历史均值, 进行折溢价计算, 相对估值=某行业估值/A 股剔除金融三中后的估值。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8212 5143
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。