



齐鲁证券研究所

执 笔:

盛 昕、尤文静

分析师:

边绪宝、于立婷

Tel : 0531-81283879

Mail : qlzq@vip.sina.com

宁静·致远

——2009 年四季度策略

【主要观点】

- I 2009 年,我国经济增长带有强烈的政府主导色彩,这不仅体现在双宽松的财政与货币政策,还体现在政府直接投资拉动经济增长。预计 2009 年我国 GDP 增长 8.3%左右,投资和消费分别贡献 6.7%和 3.9%,净出口贡献-2.3%。2010 年,我国仍将实施适度宽松的货币政策,以保持经济平稳较快增长。
- I 2009 年四季度,预计沪深股市先抑后扬,沪市支撑位在 2400 点附近,阻力位在 3200 点附近。两市经过充分调整后,有望展开跨年度行情。投资策略宜潜心研究、深入挖掘 2009 年业绩有望大幅增长的公司和大比例送转的公司,待充分调整后逢低吸纳,运筹跨年度行情。
- I 2009 年三季度,市场对上市公司的业绩增长预期继续提高,金融服务、化工、采掘等行业具有明显的估值优势。2009 年四季度,建议超配的行业有商业零售、纺织服装和金融服务。

相关研究

《齐鲁证券 2009 年下半年策略》20090630;

《齐鲁证券 2009 年 8 月策略》20090731;

《齐鲁证券 2009 年 9 月策略》20090831。



年年岁岁花相似，岁岁年年人不同。又到岁末，不禁感到秋风的寒意、严冬的凄凉……

调整中，正好潜心研究，备战未来。

【宏观·背景】

2009 年，我国经济增长带有强烈的政府主导色彩，这不仅体现在双宽松的财政与货币政策，还体现在政府直接投资拉动经济增长。2009 年上半年，我国 GDP 增长 7.1%，投资和消费分别贡献了 6.3% 和 3.7%，净出口贡献 -2.9%。四季度第五批中央投资下发将进一步拉动固定资产投资增长，预计 2009 年我国 GDP 增长 8.3% 左右，投资和消费分别贡献 6.7% 和 3.9%，净出口贡献 -2.3%。2010 年，我国仍将实施适度宽松的货币政策，以保持经济平稳较快增长。

一、投资、消费主导经济复苏

2009 年，我国经济企稳向好主要靠内需拉动，其中投资起到了重要作用，预计投资对全年经济增长的贡献度将在 80% 左右。2009 年 1-8 月，我国城镇固定资产投资 112985 亿元，增长 33.0%，其中 8 月单月增速为 33.7%。铁路、公路、机场等基础设施建设与房地产投资对投资增长的贡献较大。2009 年 1-8 月，新开工项目 234906 个，新开工项目计划总投资 96739 亿元，累计同比增长 81.7%。2009 年下半年，固定资产投资增长加快主要与房地产投资加快有关。1-8 月，房地产投资增长 14.7%，增速比 1-7 月加快 3.1 个百分点；8 月房地产投资增长 33.9%，增长率比 7 月加快 13.9 个百分点。

国内消费需求稳中有升，名义社会商品零售总额增长率超出预期。2009 年 1-8 月，社会消费品零售总额 78763 亿元，同比增长 15.1%，比上年同期回落 6.8 个百分点，比 1-7 月份加快 0.1 个百分点。8 月份，社会消费品零售总额 10116 亿元，同比增长 15.4%，比上年同月回落 7.8 个百分点，比上月加快 0.2 个百分点。由于 CPI 降幅趋缓，



8月实际零售增长率从7月的17.7%放缓至17.0%，这依然大大高于过去15年11.8%的平均实际增长水平。

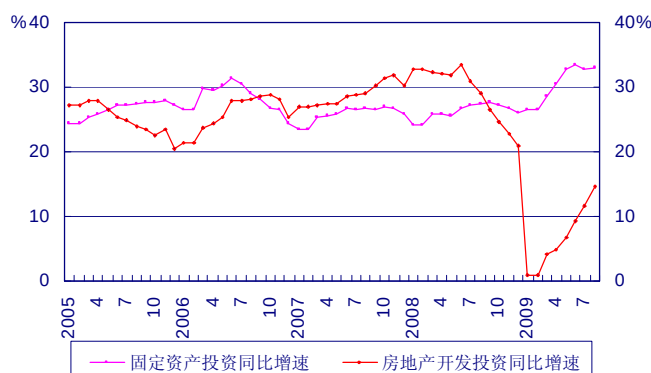


图1 我国固定资产投资增速图

资料来源：Wind资讯，国家统计局

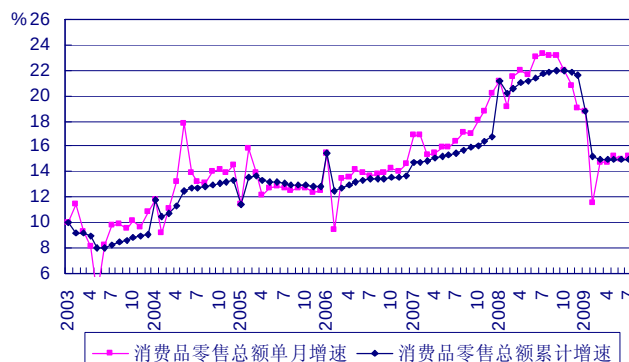


图2 我国消费品零售总额增速图

资料来源：Wind资讯，国家统计局

二、外贸进出口低位徘徊

2009年8月，我国外贸进出口总值1917亿美元，下降19.4%；其中，出口1037亿美元，下降23%；进口880亿美元，下降14.9%。相比前几个月外贸进出口各项数据环比接近10%的增速，8月份进出口、出口和进口环比增速有明显减缓，分别为2.3%、3.4%和1%。

未来出口有四大有利因素，如多国消费者信心指数持续上升，我国稳定外贸政策帮助企业稳定了国际市场份额，西方的消费旺季集中在四季度，我国PMI等先行指标向好等。未来出口的不利因素主要是贸易保护主义，如美国对我国轮胎、钢管反倾销和反补贴关税等。

三、货币供应量增速创历史新高

2009年8月，M2同比增长28.53%，M1同比增长27.72%，双双升至历史新高。人民币贷款的快速增加对M2增长的贡献占比达72%，达到历史最高水平。8月7日，发改委下达了第四批中央投资800亿元，带动8月新增信贷回升至4104亿元，增长34.11%。

从8月货币信贷数据来看，货币政策“微调”的幅度不大，央行



主要通过公开市场操作调节货币供应。2009 年 5-7 月，央行通过公开市场分别净投放了 1020 亿元、1030 亿元和 1505 亿元，8 月减少到了 120 亿元，未来几个月将出现货币净回笼的局面。

四、宏观调控将延续适度宽松政策

2003 年以来，我国经济的持续高增长周期有两个重要支撑因素：一是国内房地产的旺盛投资与需求，二是加入 WTO 以后打开了海外市场。目前来看，房地产在超级宽松货币政策和通货膨胀预期支持下恢复增长，但外需因素在国际经济复苏缓慢和贸易保护主义的双重制约下前景不容乐观，不仅对今年第四季度，而且对明年的经济增长仍有较多负面影响。

党的十七届四中全会强调，要增强信心，增强忧患意识和风险意识，科学判断国际国内经济形势，继续把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。虽然我国外贸已经开始回升，近期美、日、欧经济也有所好转，但短期全球经济明显复苏的可能性不大。2010 年，我国仍将实施适度宽松的货币政策，央行下一阶段货币政策的主要目标仍是继续落实适度宽松货币政策，保持经济平稳较快增长。

【趋势·策略】

2009 年 9 月，沪深股市反弹遇阻震荡回落，月 K 线报收带上影线的倒 T 字型，成交量明显萎缩。表明 8 月的中阴线实体有较强的阻力，后市有进一步调整的要求。2009 年四季度，预计沪深股市先抑后扬，沪市支撑位在 2400 点附近，阻力位在 3200 点附近。两市经过充分调整后，有望展开跨年度行情。投资策略宜潜心研究、深入挖掘 2009 年业绩有望大幅增长的公司和大比例送转的公司，待充分调整



后逢低吸纳，运筹跨年度行情。

一、九月影响股市的主要因素

9月影响沪深股市运行的主要因素有流动性阶段性回升和扩容压力增大两方面：

1、流动性阶段性回升促使大盘止跌反弹

8月份股市暴跌之后，9月份市场的流动性出现阶段性回升：一是8月新增贷款0.41万亿元，比7月份的0.37万亿元有所增加；二是央行9月前三周连续向市场投放了720亿元、400亿元和600亿元资金，股市因此超跌反弹。

2、启动创业板增大扩容压力导致反弹受阻

沪市反弹到3000点附近阻力逐步增大，创业板的闪电启动大大增加了资金需求，导致股市反弹受阻回落。9月17-27日，创业板发审委连续召开18次会议，审核32家公司的首发申请。9月25日，创业板第一批10家公司网上发行，共募集资金66.76亿元，大大超过中小企业板公司一周发行新股的募集资金量。

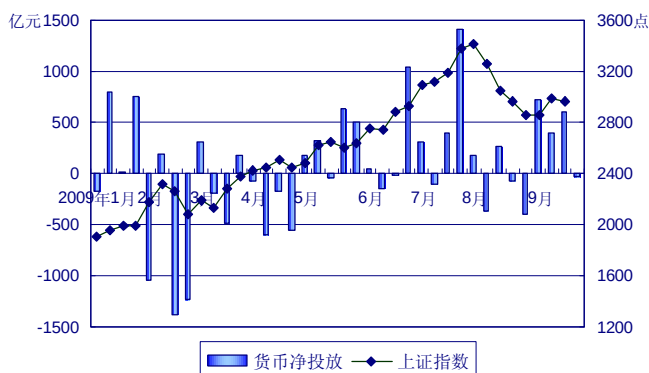


图3 央行公开市场操作与上证指数对比图

资料来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所

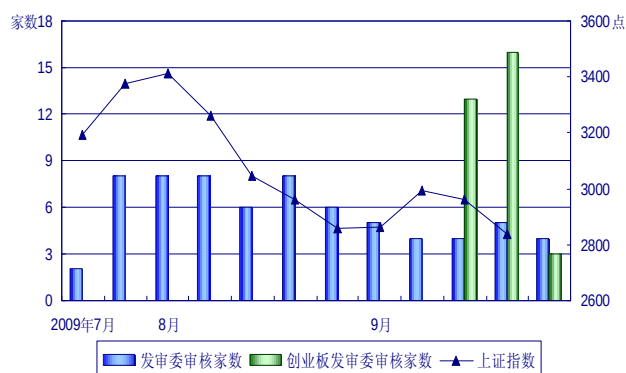


图4 发审委审核速度与上证指数对比图

资料来源：中国证监会，齐鲁证券研究所

二、九月股市与策略回顾

我们在9月的策略报告中，预计沪深股市维持震荡整理格局，沪



市支撑位在 2400-2600 点附近，阻力位在 3200 点附近，金融服务、采掘业、建筑建材、商业贸易和纺织服装行业具有估值优势，建议超配金融服务、煤炭和医药行业。实际沪深股市维持区域震荡格局，沪市最高见 3068 点，最低见 2639 点，处于预测区间之内。商业贸易月涨幅 5.99%，生物医药月涨幅 5.78%，纺织服装月涨幅 3.42%，跑赢大势。

9 月沪深股市处于震荡调整阶段，防御性行业明显强于周期性行业，场内资金纷纷调整持仓结构，增持家用电器、商业贸易、生物医药、食品饮料等行业。另外，受“物联网”概念刺激，机械设备、信息设备等行业也处于涨幅前列。而周期性的黑色金属行业、题材性的酒店旅游行业等则领跌大势。

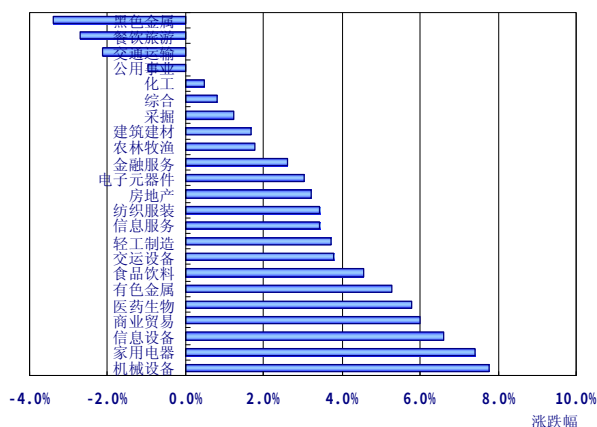


图5 行业指数9月涨跌幅对比图

资料来源: Wind资讯, 齐鲁证券研究所

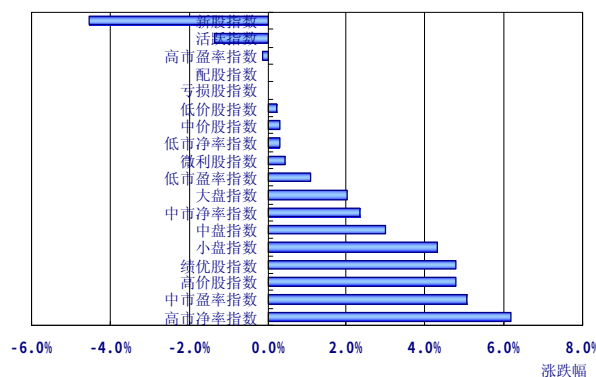


图6 风格指数9月涨跌幅对比图

资料来源: Wind资讯, 齐鲁证券研究所

三、四季度流动性趋紧

展望 2009 年四季度，影响股市运行趋势的主要因素仍将是市场的流动性。从以往年份来看，四季度新增贷款往往会大幅减少。在今年前三季度新增贷款大大超出调控目标的背景下，四季度的流动性将进一步趋紧。2009 年 1-8 月，我国新增贷款累计已达 8.18 万亿元，大大超出了央行年初制定的调控目标。预计 2009 年全年新增贷款在 9.5 万亿元左右，四季度新增贷款每月平均只有 3000 亿元左右。



另外，我国 CPI、PPI 拐点在 2009 年 7 月已经出现，预计四季度将进一步回升。基于对 2010 年上半年通货膨胀的担忧，央行近期不太可能继续大规模释放流动性。

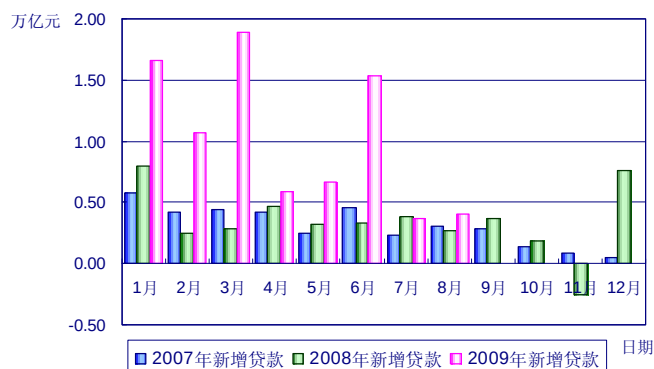


图7 我国2007-2009年新增贷款对比图

资料来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所

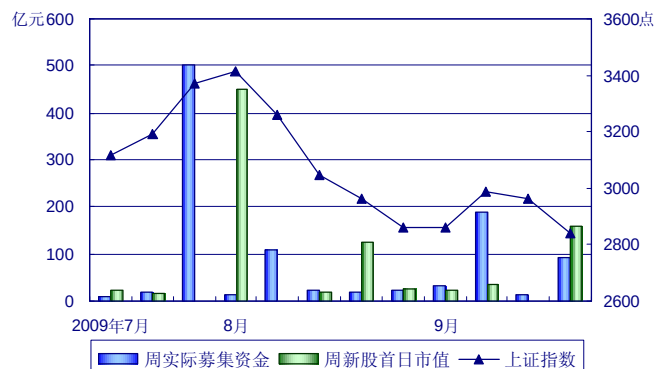


图8 新股发行、上市资金需求与上证指数对比图

资料来源：Wind资讯，齐鲁证券研究所

四、扩容压制股市的反弹空间

扩容是影响股市四季度运行的另一重要因素，目前还看不到扩容压力明显减缓的迹象。

国庆节前，创业板闪电登场。9月17-27日，创业板发审委连续召开18次会议，审核32家公司的首发申请。9月25日创业板第一批10家公司网上发行，10月13日第二批9家公司也即将网上发行。近期，上市公司的再融资需求也大大增加。浦发银行非公开发行不超过11.37亿股，募集资金预计在150亿元左右。万科A股东大会高票通过了募集资金不超过112亿元的增发预案。

不过，我们也注意到了随着股市调整，新股上市首日收益率不断走低的现象，中国建筑、中国中冶等大盘股也已逼近了发行价。如果股市继续调整，新股发行速度有望逐步减缓。

五、挖掘业绩增长，运筹跨年度行情

考虑到四季度市场的流动性趋紧，创业板、再融资等扩容压力不减，股市的中期调整压力仍大。预计2009年四季度沪深股市先抑后



扬，沪市支撑位在 250 日均线及中期底部颈线 2400 点附近，阻力位在 7 月底 8 月初小双顶颈线 3200 点附近。2010 年初，在上市公司业绩增长和市场流动性充裕双重动力驱动下，股市有望结束盘局，再次步入上升通道。

后期需要密切关注 9 月份的新增贷款数据，以及政策面刺激经济的新动向。如果上市公司整体业绩出现实质性改善，顺利实现从流动性驱动向价值驱动转变，沪深股市也有可能提前结束调整再度走强。

投资策略建议以较轻仓位场外保持冷静观望，潜心研究、深入挖掘 2009 年有望业绩大幅增长的公司和大比例送转的公司，待股市充分调整后逢低吸纳，运筹跨年度行情。

【行业·公司】

2009 年三季度，市场对上市公司的业绩增长预期继续提高，金融服务、化工、采掘等行业具有明显的估值优势。2009 年四季度，建议超配的行业有商业零售、纺织服装和金融服务。

一、行业估值优势对比

1、多数行业业绩预期提升

2009 年三季度，多数行业的一致性预期两年复合增长率有不同程度的提升。其中，综合、信息设备、农林牧渔、轻工制造、餐饮旅游等行业业绩预期提升较大，而有色金属、公用事业、电子元器件、交通运输等行业业绩预期下降幅度较大。

在防御类行业中，农林牧渔、食品饮料、生物医药、信息设备和餐饮旅游等业绩增长幅度相对明显；周期性价值型行业中家用电器、纺织服装和零售业增长可预期；周期性增长型行业如化工、建筑建材和电子元器件行业，受益于投资拉动、供求关系改善和出口复苏等因



素的拉动，业绩增长也可期待。而黑色金属和信息服务行业业绩预期状况不容乐观。

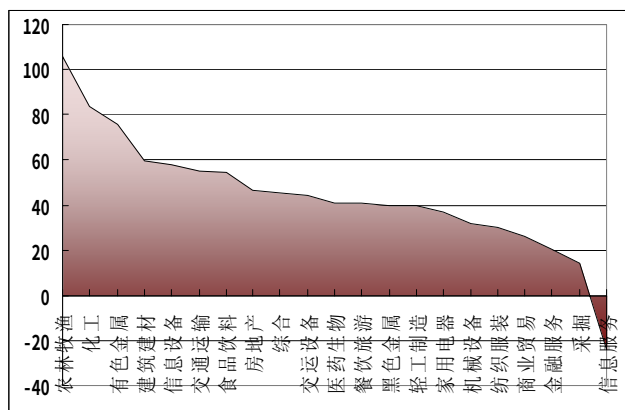


图9 各行业2009-2010年复合增长率图

资料来源：财汇资讯，齐鲁证券研究所

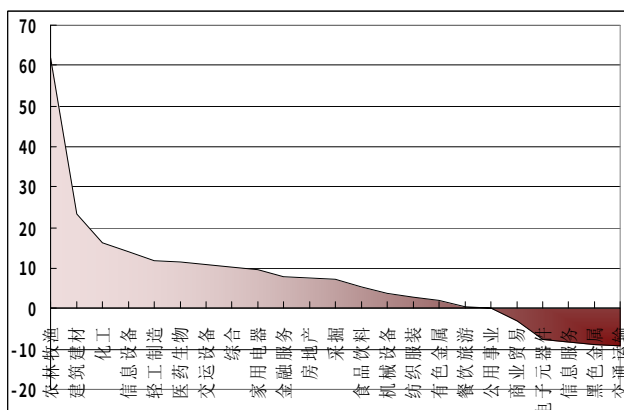


图10 近期行业净利润预期变化率图

资料来源：财汇资讯，齐鲁证券研究所

2、行业估值优势对比

我们从横向和纵向两个方面分析比较行业估值，发现金融服务、化工、采掘等行业具有明显的估值优势。

横向比较指比较各行业的平均静态 PE、PB 和 ROE，选出具有相对估值优势的行业。金融服务、化工行业的平均静态 PE 在 20 倍以下，黑色金属、有色金属、电子元器件和综合行业的平均静态 PE 均超过 50 倍。医药生物、食品饮料的 PB 相对较高，黑色金属、金融服务业的 PB 较低。结合 PB-PE 比较，具有估值优势的行业为金融服务、化工、采掘和交通运输。食品饮料、金融服务、家用电器、化工、医药生物和采掘等行业 ROE 较高。以 PB-ROE 分析，具有投资预期年回报率优势的行业为金融服务、采掘、化工和家用电器。

纵向比较指把各行业目前的市盈率 (TTM) 和历史平均水平作对比，从中得知每个行业的估值状况。从近三年的数据可以看到，信息服务、食品饮料、金融服务这三个行业的市盈率 (TTM) 明显低于历史平均水平，而有色金属、黑色金属、轻工制造和公用事业等行业当前估值高于历史平均水平较多。

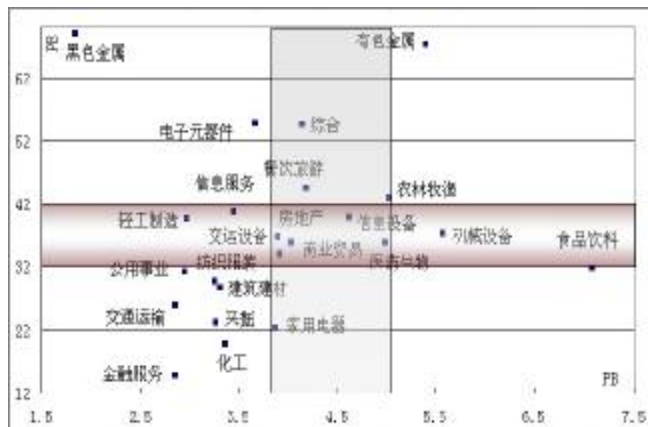


图11 各行业PB-PE分布图

资料来源: Wind资讯, 齐鲁证券研究所

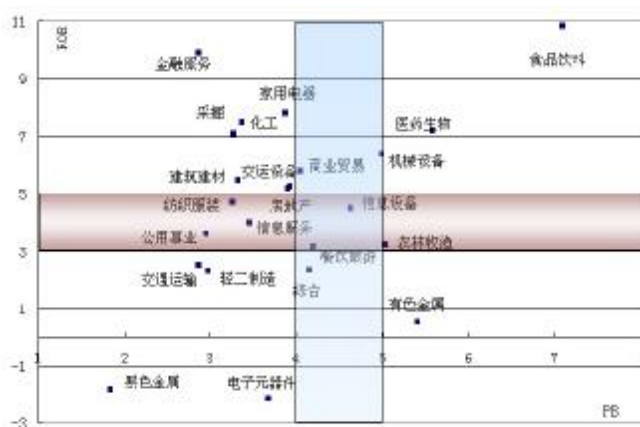


图12 各行业PB-ROE分布图

资料来源: Wind资讯, 齐鲁证券研究所

二、商业零售业绩改善预期较高

1、消费持续回暖

2009年1-8月累计社会消费品零售总额78763亿元,同比增长15.1%,其中8月份,社会消费品零售总额10115亿元,同比增长15.4%,比7月份的增速提高0.2个百分点,扣除物价影响,社会消费品零售总额的实际增速为16.6%。自今年5月以来,社会消费品零售总额增速一直保持在15%左右的水平,消费持续回暖。

2、四季度上市公司业绩具有较高改善预期

受金融危机影响,国内零售企业2008年第三季度的业绩明显受到影响,到2009年一季度更加突出。随着经济逐渐好转,二季度很多上市公司的销售增速明显提高。从2009年中期业绩来看,即使一季度业绩较差,上半年业绩也能保持平稳,甚至部分区域垄断企业凭借自身优势已经获得了较高的正增长。四季度随着消费能力、消费需求回升以及节假日消费效应的影响,零售企业的业绩将会有较大幅度的改善。

3、估值具有优势

2009年1-9月,零售行业指数整体表现稍弱于大盘,除了4月



中旬阶段性走强外，其他月份都表现落后于大盘，主要原因是前期市场更关注政策刺激直接受益的行业。四季度股市将会进入震荡阶段，具有估值优势的消费行业有望被市场关注。零售行业目前市盈率约为43倍，动态PE约为29.85倍，具有估值优势。

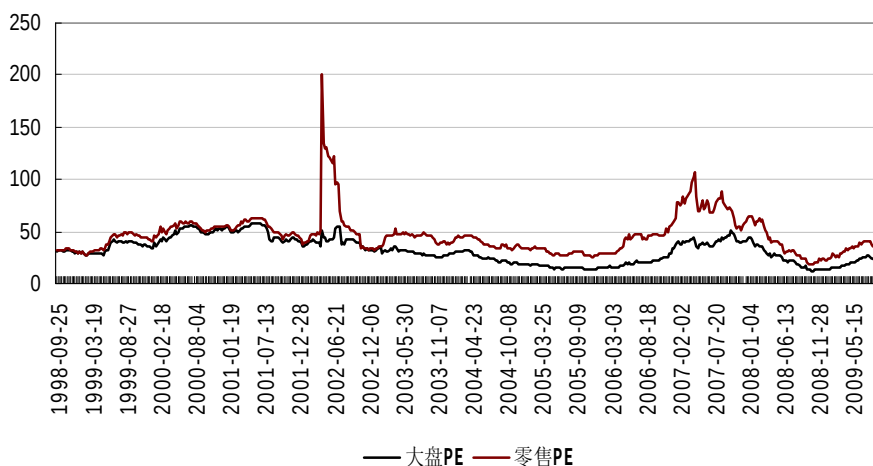


图13 零售行业与市场PE估值对比图

资料来源：Wind资讯，齐鲁证券研究所

4、重点公司

在超市子行业中，我们推荐武汉中百，其目前的PE和PB估值处于超市类A股中的最低水平，并且公司管理能力较高，在武汉具有绝对优势，同时还具有整合概念。家电连锁子行业中我们中长期看好苏宁电器，公司的龙头地位逐步巩固，市场份额逐步上升，并且积极实行转型规划，下半年公司有望获得较高的业绩增速。百货子行业建议关注区域龙头欧亚集团、合肥百货、新华百货、鄂武商等，同时还可关注由于体制改革而使得业绩有改善预期的南京中商。

三、关注纺织服装内销品牌的机会

1、外销下滑明显，内销稳步提升

由于产品需求方向和产品特征的差异，2009 中报各公司业绩分化明显。根据出口销售占比不同，我们将行业公司分为出口型（出口



占比 40%以上)、混合型(出口 10%-39%)和内销型(出口占比 10%以内)三个类别。外销公司的收入和利润分别下滑 14.30%和 28.35%，利润下降幅度远高于收入下降幅度。内销公司的业绩基本能够保持稳定，特别是内销型品牌服饰企业收入和利润稳步增长。

2、出口反复震荡，不改长期向好趋势

2009 年 7、8 月，纺织服装出口在底部反复震荡，其中，纺织出口在底部徘徊，服装出口下降幅度加大。纺织处于产业链的上游，二季度国外厂商都会加大纺织产品的进口以生产三、四季度销售的服装，下半年纺织出口需求环比可能有所减少。一般而言，行业出口的复苏首先表现在数量上的回升，而美国从全球的进口量并未有太大变化，说明出口反弹还有一段时间。目前一致认为世界经济的底部已经确认，纺织服装行业出口的反弹趋势也基本确定，不确定的是复苏的时间。

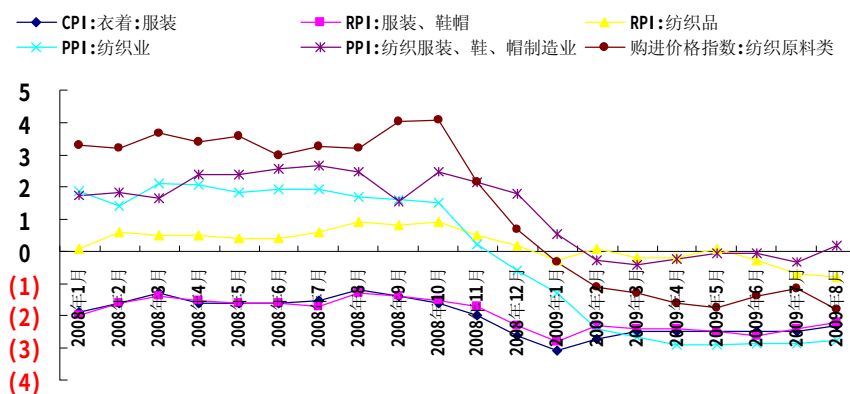


图14 纺织服装行业价格指数对比图

资料来源：Wind资讯，齐鲁证券研究所

3、PPI 指数下滑压缩行业利润率

纺织服装 PPI（生产者物价指数）、RPI（零售价格指数）和 CPI（消费者物价指数）是反映产业链条生产领域、流通领域和消费领域的价格指标。理论上而言，原料成本的变动会通过产业链向下游产业扩散，并最终反映到消费品价格上，另外由于供需力量的差异，产业链的部分环节会消化一部分变化成本。2009 年上半年，行业购进原



料价格指数同比具有一定程度的下降，而我们将各个环节价格分解发现，行业 PPI、CPI 和 RPI 指数变化不一。其中纺织品的 PPI 下降幅度较大，而服装 PPI 基本可以维持稳定，因此认为纺织制造业承受了大部分成本变动的压力，利润率相对降低，而服装制造业对纺织原料价格变化不太敏感。

4、关注内销型品牌服装的投资机会

2009 年上半年，由于国内需求稳定、品牌提升和销售渠道拓展，以内销为主的品牌服装业绩稳健，盈利能力有较大幅度提升。目前，服装行业剔除负值的市盈率为 34.58 倍，市净率为 3.49 倍。下半年是服装的销售旺季，秋冬服装的毛利率也比上半年高，国内消费需求稳定成为保障内销型品牌服饰的业绩稳定的重要因素。因此，我们认为行业估值水平较为合理，建议四季度关注业绩稳定的美邦服饰、报喜鸟和七匹狼等上市公司。

四、银行股估值或有向上修正空间

1、上市银行三季度业绩同比转正

2009 年上半年，14 家上市银行共实现净利润 2228 亿元，同比下降 3.1%，这一降幅较一季度收窄 5.4 个百分点。我们预计到三季度，上市银行整体净利润同比将实现正增长，前三季度净利润合计占到我们全年预测值的 83%。我们对三季报有如下展望：

（1）多数银行净息差于二季度见底，第三季度环比上升，部分银行上升幅度可能会略超预期。下半年净息差大约较中期上升 11 个基点左右。

（2）净息差向上将使得单季度净利息收入环比实现正增长，平均幅度预计在 10% 左右。由于银行费用和拨备具有季节性因素，所以净利润的环比增长态势差异较大。

（3）不良余额和不良率预计会维持稳定，拨备压力普遍不大。由于上半年拨备实现了对利润的正贡献，下半年在全年正增长压力不



大的情形下，多数银行会审慎对待拨备。

2. 相对估值优势明显

目前银行股平均 PE (TTM) 约为 15 倍，这一估值水平较大盘整体水平 22 倍有 31% 的折价。2007 年 1 月至 2009 年 9 月底，银行股相对于大盘的平均折价水平约为 16%，目前 31% 的折价率不仅远低于这一平均水平，也处于历史较低水平。如果折价率收窄至 16%，则银行股的 PE 应该在 18 倍，较目前有 20% 的上涨空间。

当前银行股平均 PB 约为 2.3 倍，这一水平较大盘整体水平 2.8 倍有 18% 的折价。2007 年 1 月至 2009 年 8 月底，银行股相对于大盘的平均折价水平约为 13%，目前 18% 的折价率低于历史平均水平，也处于历史较低水平。如果 PB 折价率收窄至 13%，则银行股的 PB 应该在 2.44 倍，较目前有 6% 的上涨空间。

3. 四季度估值或有向上修正空间

我们的盈利预测显示上市银行 2009 年和 2010 年净利润同比增速分别为 7% 和 17%。如果考虑银监会对资本充足率的监管标准和计算方法进行调整，一旦实施则行业的杠杆倍数运用程度将直接被缩小，将直接导致 ROE 和估值水平的降低，2009 年合理 PE 在 14-15 倍左右，PB 在 2.1-2.3 倍左右。但目前资本监管方案仍在讨论之中，即使实施进度和影响也远小于市场预期，所以银行股短期估值或有向上修正的空间，2009 年 PE 回复到 17 倍也不无可能。

4. 重点公司

随着宏观经济向上趋势逐渐显现，信贷成本的稳定使银行盈利预测的可预见性增强，我们维持对银行业“谨慎推荐”的投资评级。四季度的选股思路包括：

(1) 未来成长路径清晰，资产质量稳健，特定业务结构使得货币紧缩对其业绩影响弹性比较大的公司，2010 年净利润增速较高的银行，如北京银行、兴业银行。



(2) 由于核心资本提高是长期趋势，所以选择资本较为充裕，或者再融资进度较快，且融资后可实现较快发展的银行，前者如北京银行、南京银行，后者如民生银行。

(3) 有基本面支撑的低估值品种，即选择高增长低 PE 或者高盈利能力 (ROE) 低 PB 的品种。经过比较 14 家上市银行盈利能力、成长性和当前的估值水平，我们认为民生银行的估值优势更为明显。



投资有风险，入市须谨慎

齐鲁证券有限公司研究所

地址：山东济南市经十路 17703 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：95538

传真：(86531) 8128-3791

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：95538

传真：(8621) 5830-6843

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。