

兴业证券A股策略报告

震荡市！跨年度行情！ ——A股市场四季度投资策略

首席策略分析师 张忆东

2009.10.1



引言：震荡市，跨年度行情在孕育

□ 行情进入新阶段——

- 10月份A股市场震荡整固，站在跨年度行情的起点前。10月底、11月初，跨年度行情有望展开。

□ 我们对于下阶段市场的一些结论性观点：

- 行情——震荡市，而非07、08年的单边市；未来半年，基本面趋势向好，结构性估值压力，导致行情震荡向上、风格轮换
- 政策——折中路线。半年内，经济政策环境有望维持中性，保增长和调结构将并重；股市政策会在融资和行情之间相机抉择
- 经济——对股市正面影响，但力度降低。强劲复苏、温和通胀，未来半年，政府投资惯性高增，消费强劲，而民间投资逐步活跃。房地产中性偏乐观，投资高增，销售震荡
- 上市公司业绩——市场尚未充分反映盈利，结构性机会仍较多
- 投资机会——立足成长和估值、博弈弹性，强化自下而上选股

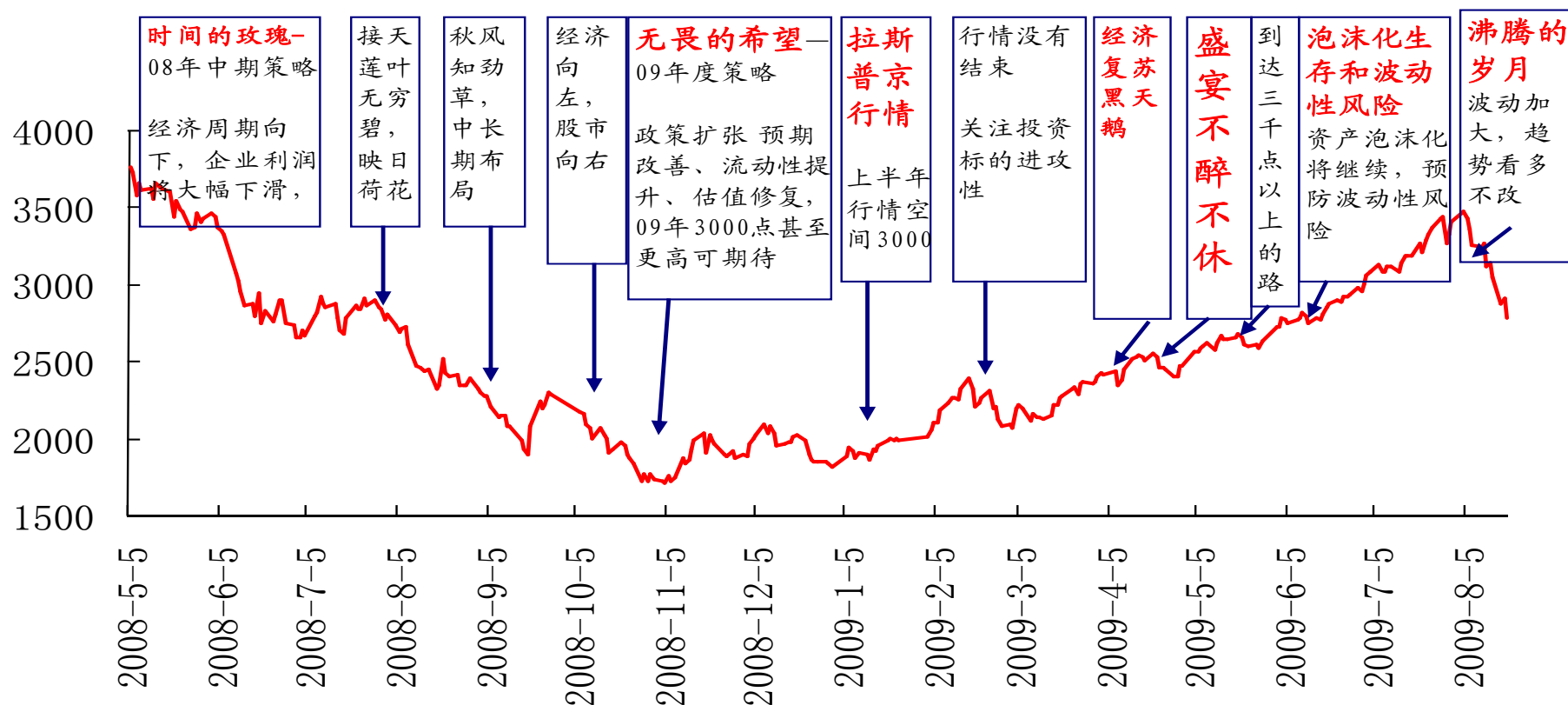
目录

- 行情回顾:无畏的希望已实现
- 下半年行情外因: 经济新格局
- 下半年行情内因: 基本面驱动和股市政策
- 基本投资策略及投资机会

观点回顾：行情的演绎与我们的判断一致

□ 08年9月底以来，我们一直看多！我们前瞻性地把握了影响A股行情，年度策略《无畏的希望》提到3000点甚至更高的目标已经实现。

□ 09年6月份开始提示趋势性乐观、波动性风险也在被验证。



回顾：6月至8月提示趋势性乐观和波动性风险

□ 6月初-8月初，《泡沫化生存和波动性风险》、《沸腾的岁月 波动加大 趋势不改》等报告，持续提示波动性风险，但是，坚持认为调整只是向上趋势中的合理修正。

□ 现在：依然看多 震荡市 结构性机会

■ 8月下旬以来，我们重新反思我们的策略研究体系，结论是：支持我们对行情谨慎乐观的判断，把握震荡市的结构性机会

■ 当前的经济形势、企业盈利趋势都很正面，动态估值也合理，这些都构不成市场如此恐慌性杀跌的理由。——《中途岛反击战》

■ 政策微调引发了蝴蝶效应，投资者信心的恢复需要政策明朗化。——《卧倒休息，等待行情再起》

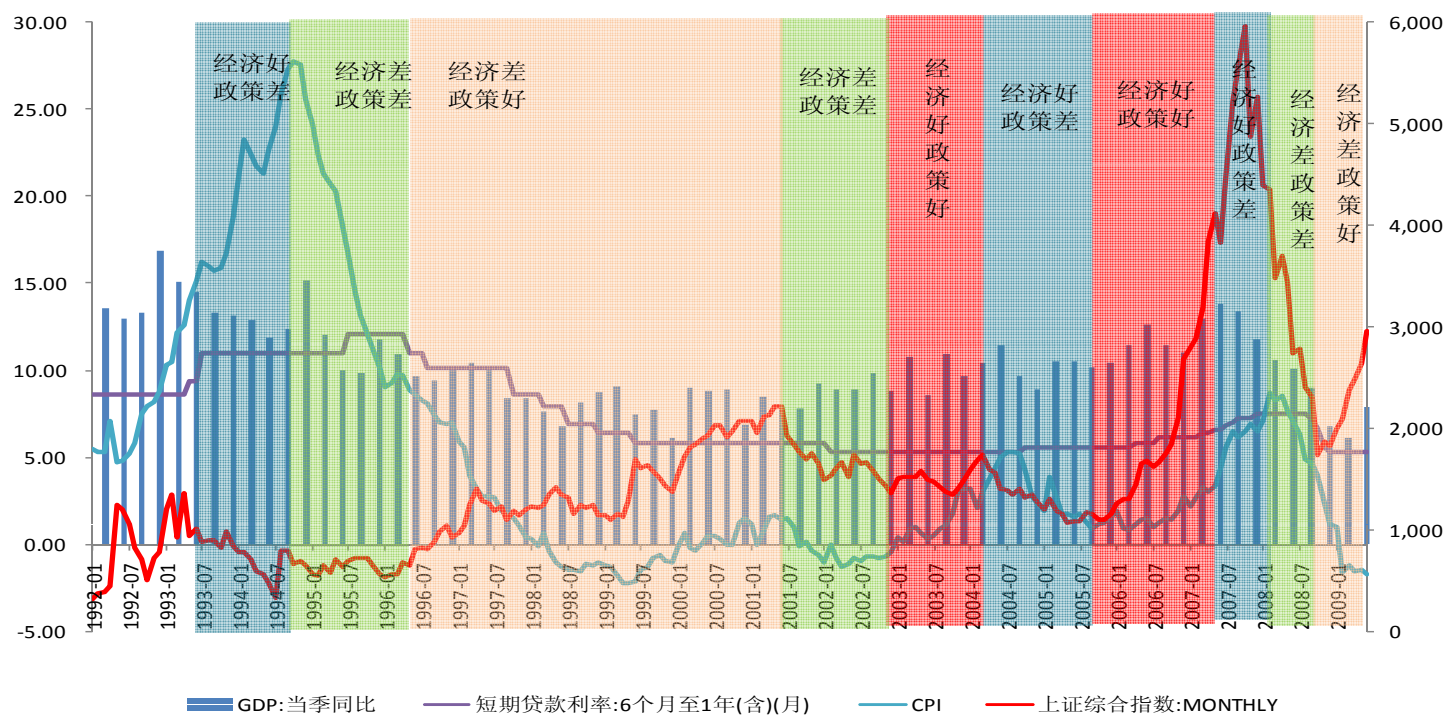
■ 较早的适度调控对于经济增长的持续性有好处。政策调控不会引发经济二次探底。但是，股市融资成为新的信心问题，市场情绪有待整固——《市场情绪趋稳，整固后再起行情》

目录

- 行情回顾
- 下半年行情外因：经济新格局
- 下半年行情内因：基本面驱动和股市政策
- 基本投资策略及投资机会

下半年股市环境转向秋季，对应震荡市行情

- 宏观经济和政策不同阶段的博弈关系对股市有趋势性的影响。我归纳为四阶段：春：经济冷，政策热；夏：经济暖，政策暖；秋：经济热，政策冷；冬：经济冷，政策冷。
- 下半年A股环境转向秋季，经济回暖趋势确立，货币政策微调和股市融资压力带来了层层凉意

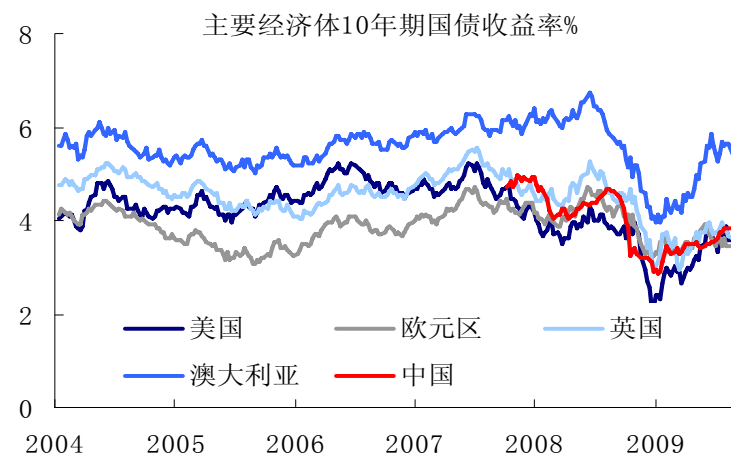
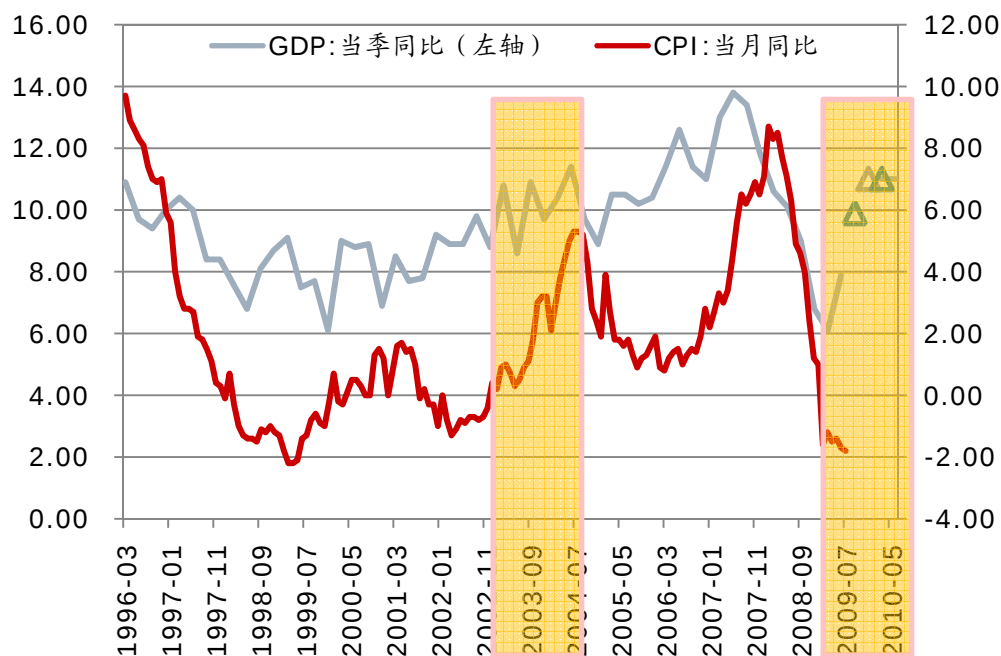


经济回暖确立 政策环境中性 支撑A股估值中枢

- 中国经济新格局：从见底复苏，走向高增长低通胀
 - 据兴业宏观：09年GDP增速9%；CPI - 0.7%；PPI - 6.5%；投资高增（35%）；消费稳增（15.5%）；出口改善（年底正增），工业增加值（12.5%）
 - 通胀时间窗口：CPI同比四季度转正；PPI同比明年1季度转正
- 海外经济：逐次见底、复苏
- 中国经济政策：从积极刺激期步入中性期
 - 中国的经济政策的多目标性，常常让人觉得自相矛盾、前景不明。增长趋势确定时，才会腾出手来做支撑经济可持续增长的政策目标
 - 对于国内外经济趋势仍有较大分歧的情况下，政策进入中性期，搞平衡，“保增长、调结构”两手都要抓
 - 政策预调、早调，会导致月度性波动，降低经济过热的趋势，延长经济向好的时间。

中国经济新格局:后续半年, 高增长、温和通胀

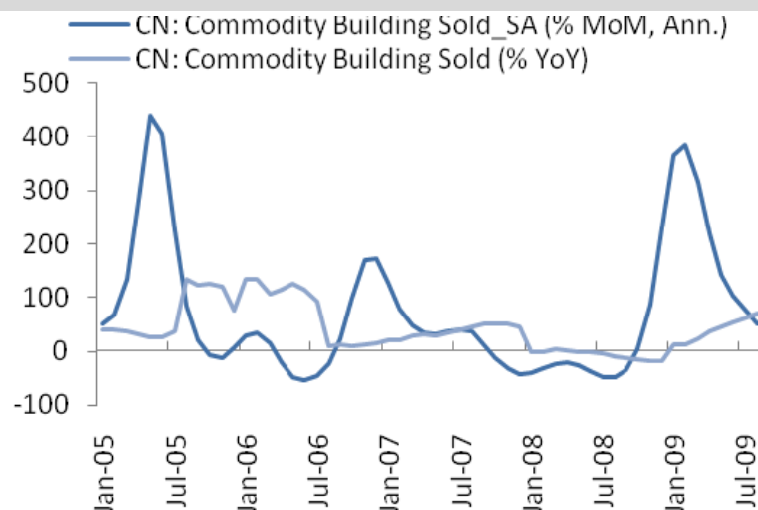
■ 兴业策略认为, 09年Q4到2010年上半年有望再现2003-04年调控前的情形
“GDP季度增速约11%、CPI不超4%”



投资维持高增 对房地产不悲观 对民间投资期待

- 政府投资：环比增速的最高潮已过去，但在建项目、4万亿中央投资仍有后劲
- 民间投资：今年年底和明年1季度，扩张趋势有望出现
 - 从投资资金来源看，结构性不合理，民间投资起不来，信贷收缩就不可能过度；
 - 从需求看，全球经济好转使外需改善，国内消费强劲
 - 从支柱产业看，房地产投资不会重现08年情形。受购买力制约，销售增速可能下降，但是，收入的提升、经济增长和通胀预期的提升、极低的真实利率，使得销售维持较高水平，地产投资将保持高增长；
- 行情远虑：一旦民间投资偏热，可能导致政策收紧、产业资本和金融资本的博弈再起

中国商品房销售在次高位震荡（引自兴业宏观组数据）



真实利率为负，有利于刺激民间投资

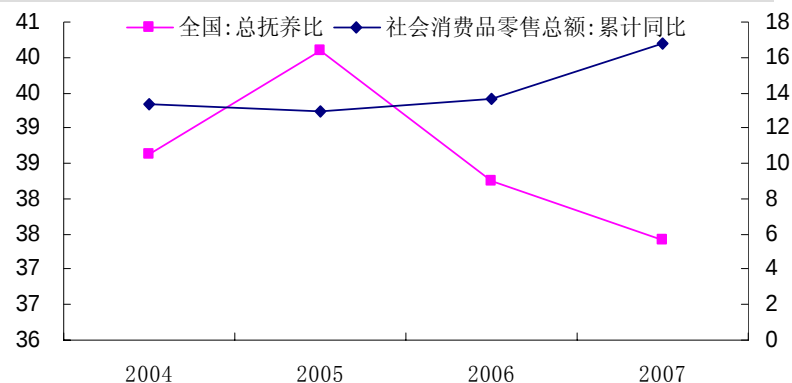


消费：长期有潜力，四季度、1季度动力足

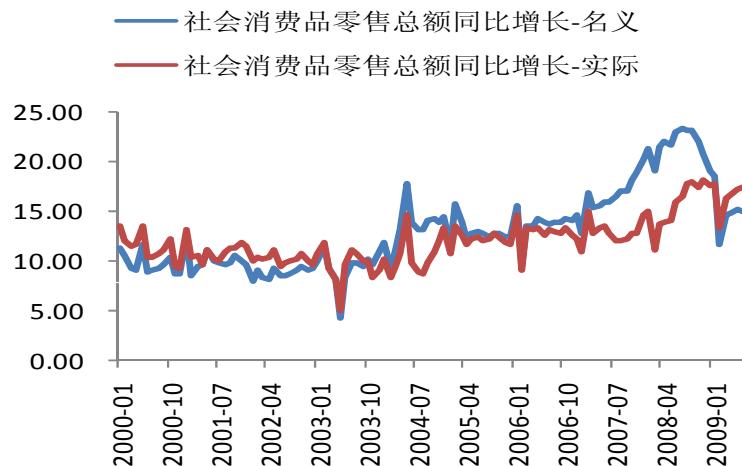
国民财富的释放，是消费的基础

- 改革开放以来累积了财富，城市化进程、人口红利和工业化进程，推动财富再配置，从储蓄至可选消费品、理财、保健等
- 居民支出加杠杆的潜力大。当前，一方面，收入负债率和资产负债率都较低；另一方面，政策倾斜、低利率，真实购买力增加

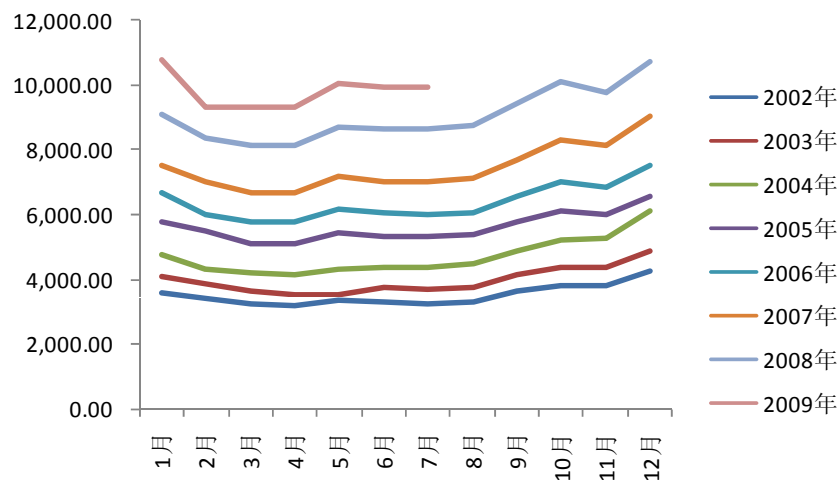
人口红利和国民财富释放，推动消费



实际消费增速持续高位



社会消费品零售的季节性波动



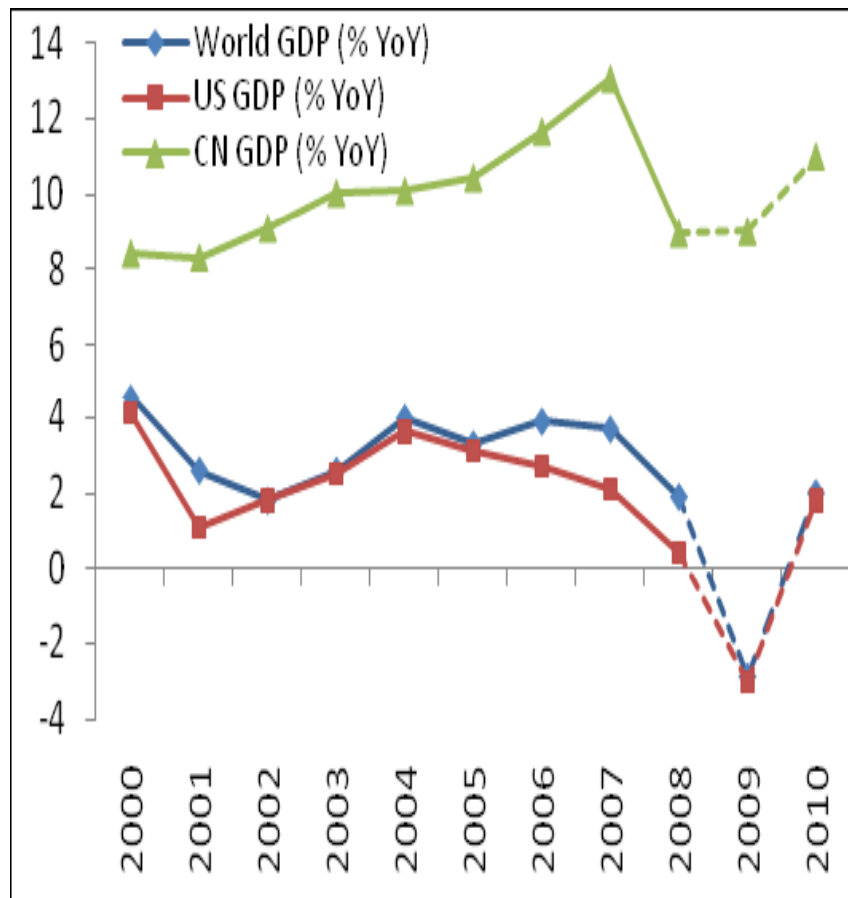
消费分类比较:零售额累计占比的变化

指标名称	2007-12	2008-12	2009-08	2007-12	2008-12	2009-08
零售额:汽车类:累计值	5703.2	7144.6	7009	20.96%	21.17%	26.21%
零售额:石油及制品类:累计值	5022.4	7027.5	4832.6	18.46%	20.82%	18.07%
零售额:食品、饮料、烟酒类:累计值	4040.9	4886.3	3766.1	14.85%	14.48%	14.08%
零售额:服装鞋帽、针、纺织品类:累计值	3024.1	3775.5	2840.1	11.12%	11.18%	10.62%
零售额:家用电器和音像器材类:累计值	2370.7	2706.6	2013.1	8.71%	8.02%	7.53%
零售额:中西药品类:累计值	1506.2	1729.2	1414.4	5.54%	5.12%	5.29%
零售额:日用品类:累计值	1065.2	1247.5	1017.4	3.92%	3.70%	3.81%
零售额:文化办公用品类:累计值	582.6	687	527.3	2.14%	2.04%	1.97%
零售额:金银珠宝类:累计值	459.8	637	524.5	1.69%	1.89%	1.96%
零售额:其他类:累计值	522.5	728.3	469.7	1.92%	2.16%	1.76%
零售额:化妆品类:累计值	488.3	596.5	462.3	1.79%	1.77%	1.73%
零售额:通讯器材类:累计值	611.7	620.4	413.3	2.25%	1.84%	1.55%
零售额:书报杂志类:累计值	454.4	473.6	303.3	1.67%	1.40%	1.13%
零售额:建筑及装潢材料类:累计值	271.6	239	267.1	1.00%	0.71%	1.00%
零售额:家具类:累计值	233.6	286.4	256.1	0.86%	0.85%	0.96%
零售额:机电产品及设备类:累计值	226.9	247.7	185.2	0.83%	0.73%	0.69%
零售额:体育、娱乐用品类:累计值	176.3	199.7	154.1	0.65%	0.59%	0.58%
零售额:五金、电料类:累计值	155.9	136.5	134.2	0.57%	0.40%	0.50%
零售额:煤炭及制品类:累计值	62	110.3	100.4	0.23%	0.33%	0.38%
零售额:电子出版物及音像制品类:累计值	56	63.2	46.8	0.21%	0.19%	0.18%
零售额:木材及制品类:累计值	13.1	17.6		0.05%	0.05%	0.00%
零售额:化工材料及制品类:累计值	55.3	62.7		0.20%	0.19%	0.00%
零售额:金属材料类:累计值	104.6	133.3		0.38%	0.39%	0.00%
零售额:总计:累计值	27207.3	33756.6	26738.4			

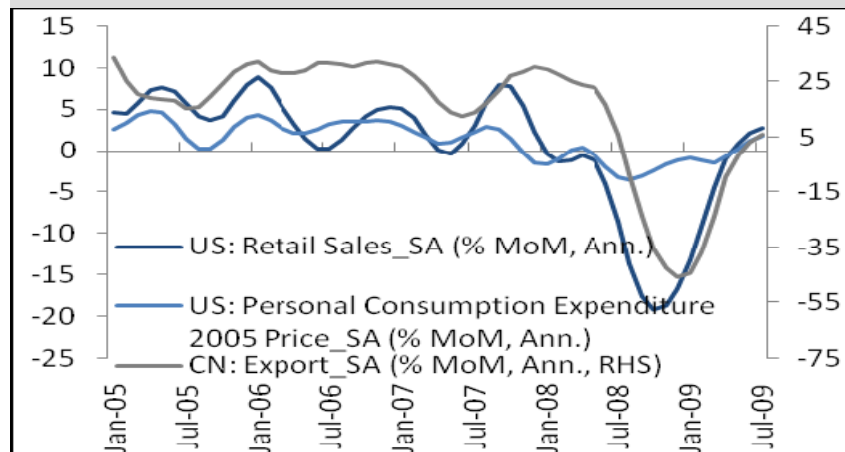
海外经济:见底回升

资料来源: 兴业证券宏观董先安

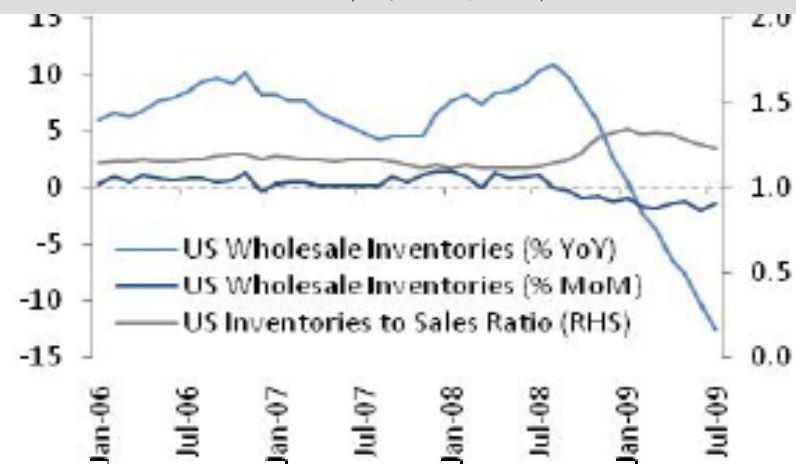
全球GDP增长率



美国的零售和中国的出口大升幅



美国“补库存”的经济动力强



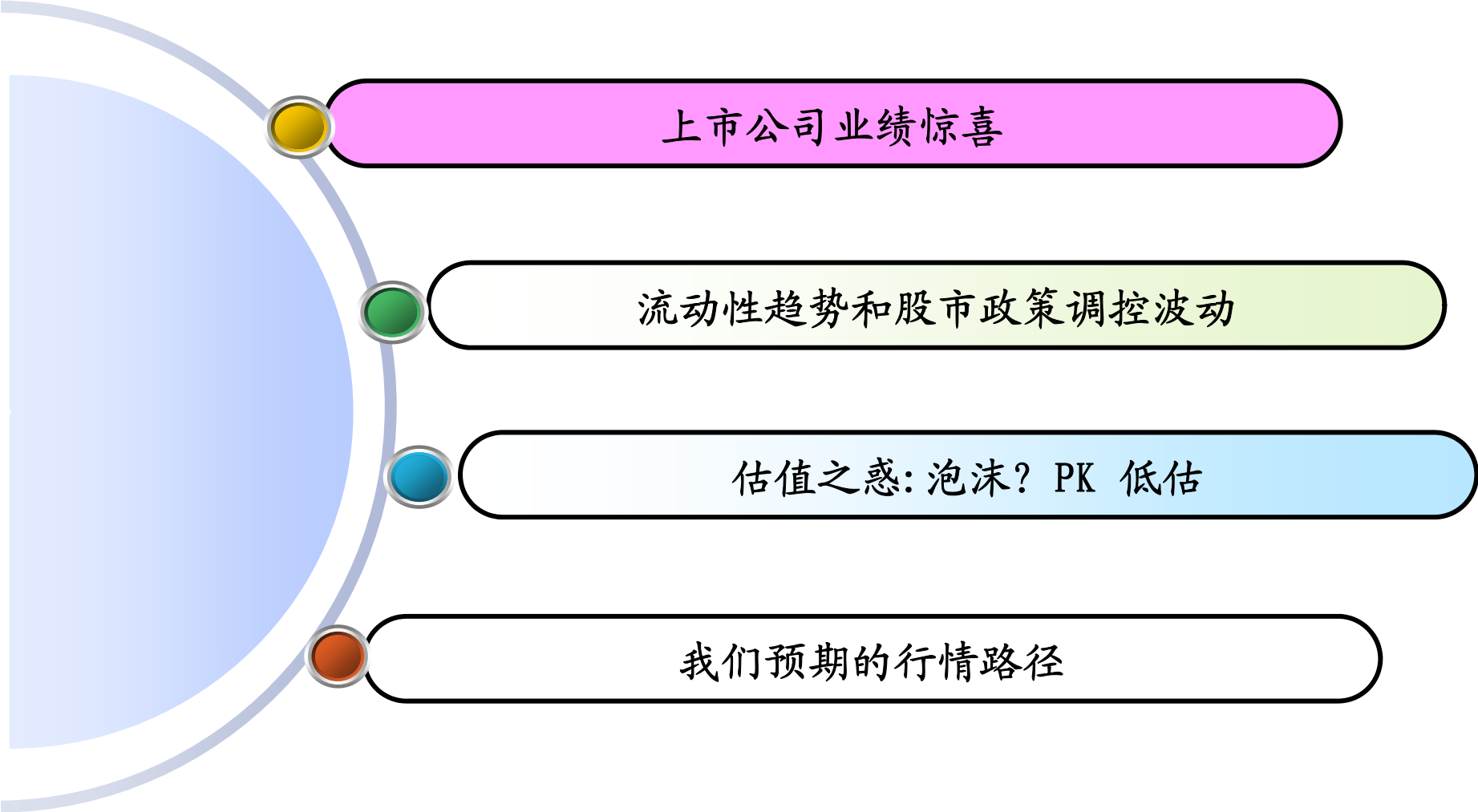
政策的时间窗口之10月变局

- 8月和9月下旬，A股遭遇了经济政策和股市政策的微调，引发行情调整
- 关注行情再起的政策信号
 - 宏观政策微调仍将继续，但是，对股市的负面影响小。因为，“保增长”、“调结构”政策并行，并相机抉择，渐成共识。
 - 胡锦涛：全力推动中国经济平稳较快发展。温家宝：我们不能也不会在不适当的条件下改变政策方向
 - 股市政策对于融资力度和行情空间的折中主义
- 从政策角度看行情的时间窗口，为什么10月有望变局？
 - 市场的担忧，并没有得到充分释放，9月的维稳行情在9月底-10月要受考验。因此，9月、10月整体是震荡整固。
 - 十月底、十一月初，跨年度行情有望启动。首先，届时，对“国庆”之后的经济增长的各种担心将缓解，退一步说，房地产业真的有波折，政策也会有对策。其次，经济政策的影响趋于中性，A股市场扩容的利空也已逐步被消化。第三，三季报公布后，微观企业利润增长也更加明朗，投资者预期改善

目录

- 行情回顾
- 下半年行情外因：经济新格局
- 下半年行情内因：基本面驱动和股市政策
- 基本投资策略及投资机会

基本面驱动 PK 股市政策波动



上市公司业绩惊喜

流动性趋势和股市政策调控波动

估值之惑：泡沫？PK 低估

我们预期的行情路径

市场尚未充分反映上市公司业绩增速

- 09年上市公司业绩将同比增长约28%，当前市场一致预期已从15%提高到20%。我们自上而下的模型，近几年来的判断一直是准确的，这次再超预期
- 未来半年，经济高增长低通胀，最有利于企业盈利，也有利于跨年度行情

	兴业预测	参照一：上市公司历史		参照二：工业企业利润		
	2009 (%)	2009年一季报 (%)	2008年报 (%)	2009年1-5月工业企业 (%)	2009年1-2月工业企业 (%)	2008年1-11月工业企业 (%)
制造业利润	35.77	-53.39	-33.04	-29.78	-43.74	11.57
制造业收入	14.40	-13.27	15.30	0.06	-2.11	23.87
制造业毛利率	16.15	15.43	16.25	14.26	14.32	14.97
制造业三项费用率	9.96	11.02	9.93	7.94	8.76	7.77
服务业利润	42.66	-54.96	-30.46			
服务业收入	11.76	-12.77	14.10			
服务业毛利率	21.50	21.39	21.81			
服务业三项费用率	10.82	13.33	10.58			
金融利润	16.33	-10.51	8.48			
管制性行业	43.15	-6.1	-36.87			
合计	28.11	-26.1	-15.36			

验证1：中报业绩数据分拆

■拆解中报即可发现，单季度业绩和现金流情况，已经暗示了全年的增长。

■二季度经济状况较一季度明显复苏，归属于母公司所有者净利润、经营活动产生的现金流量净额环比增长36%、61%，营业收入回到08年四季度水平

■低基数：08年四季度上市公司营业费用、管理费用、资产减值损失的大幅增加，第四季度计提的减值损失超过了2008年前三个季度的累计计提数。

■09年下半年单季度有望超越二季度。

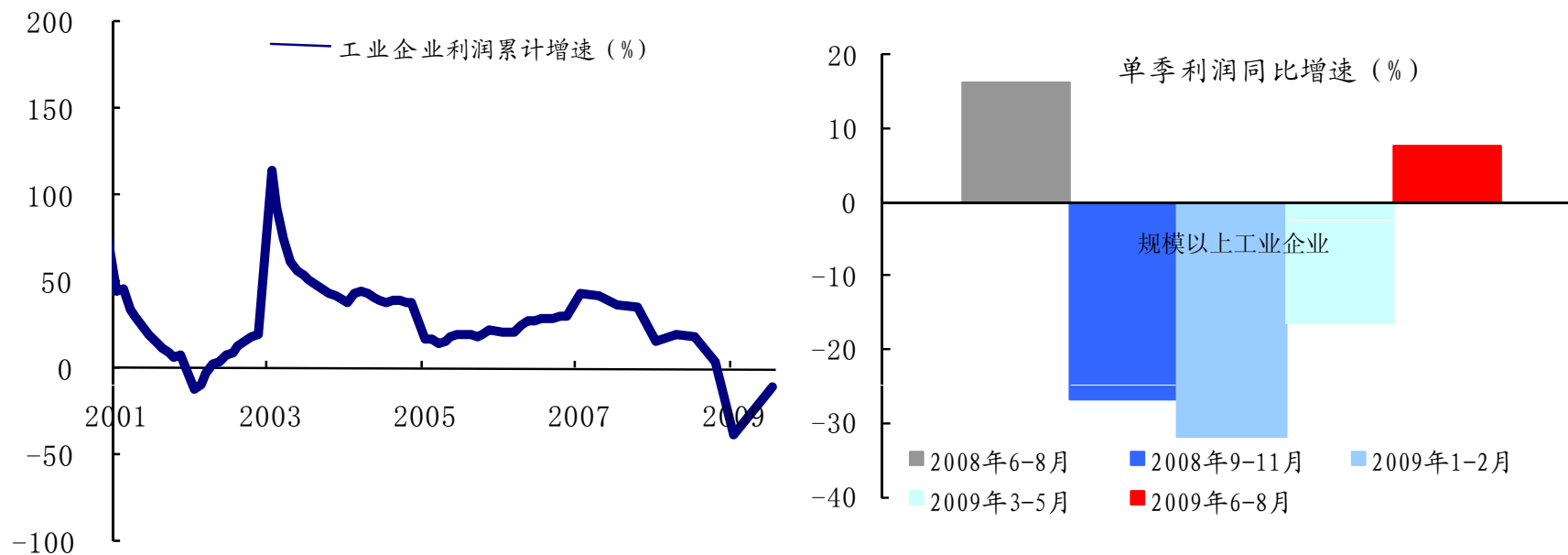
表1：2009年净利润预测

归属母公司股东净利润	
2008中报	5509.15
2008年报	8094.28
2009中报	4753.71
2009年中报同比增长	-13.71%
2009年一季报	2012.79
2009年二季报	2740.92
假设：三、四季度业绩与二季度持平	
2009年下半年	5481.84
2009全年	10235.55
2009年全年同比增长	26%
假设：下半年业绩与上半年持平	
2009年下半年	4753.71
2009全年	9507.42
2009年全年同比增长	17%

资料来源：WIND，兴业证券

验证2：盈利开始兑现预期，三季报后预期再提升

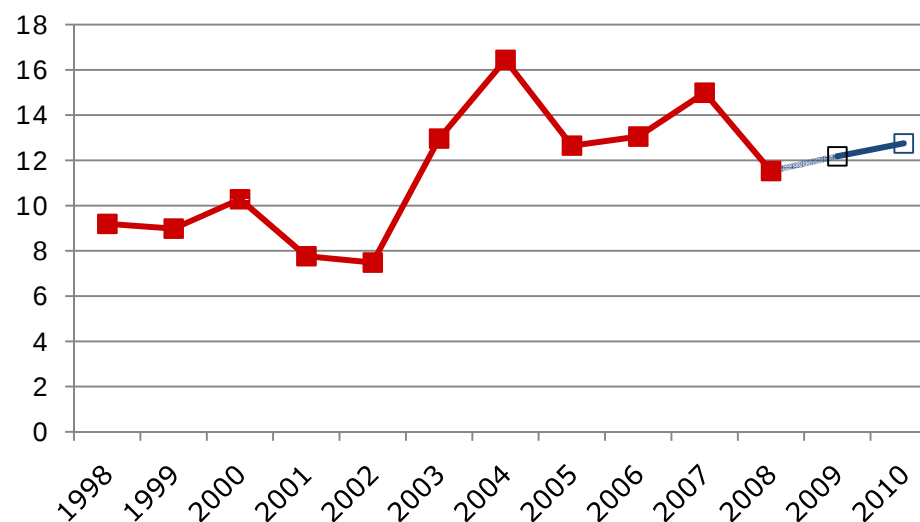
- 上市公司三季度单季业绩有望进入同比正增长区间。
 - 1-8月全国规模以上工业企业同比下降10.6%，累计同比增速比前5月收窄12.3个百分点。从单季利润环比来看，6-8月利润环比2-5月增长了30.66%。6-8月单季同比增速自08年四季度以来首次实现正增长
 - 如若工业类上市公司业绩环比增速与工业企业6-8月环比增速一致，上市公司三季度单季以及前三季度同比都将进入正增长区间



验证3：从盈利能力方面

□09年净利润增速28%，在此基础上，10年净利润继续增长20%，对应的ROE水平相当于03、05年水平，是合理的

项目	2008	2009	2010
净利润	8042.62	10328.71	12394.46
增速		28%	20%
净资产	74452.70	84781.41	97175.87
ROE	10.80%	12.18%	12.75%



验证4：近几年可比数据A股整体业绩的绝对额

- 基于2007年12月底上市（有07年年报可比数据）的公司，09年的净利润总额超过了07年净利润

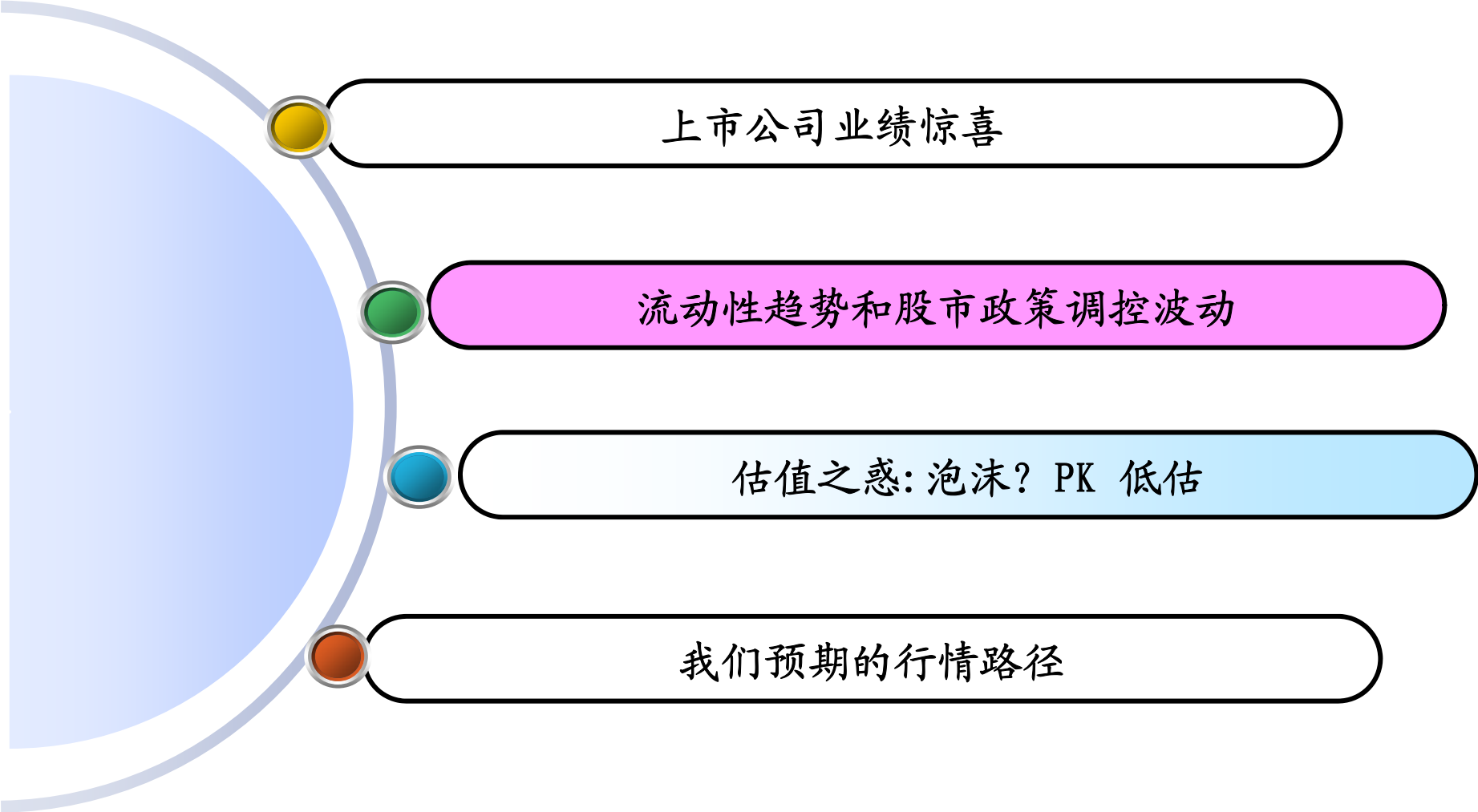
原因在于：

- 首先，银行股利润的逐年增长，占据总利润40%以上；
- 其次，近两年的增发和资产注入等外延式增长

2007年净利润	2008年净利润	估计2009年净利润	估计2010年净利润
10353.08	8448.31	10813.84	12976.61
2007年平均eps		估计2009年平均eps	
0.47		0.45	

2007年净利润（剔除银行石油石化）	2008年净利润（剔除银行石油石化）	估计2009年净利润（剔除银行石油石化）	估计2010年净利润（剔除银行石油石化）
5372.23	3180.49	4071.03	4885.23
2007年平均eps		估计2009年平均eps	
0.55		0.35	

基本面驱动PK股市政策波动



上市公司业绩惊喜

流动性趋势和股市政策调控波动

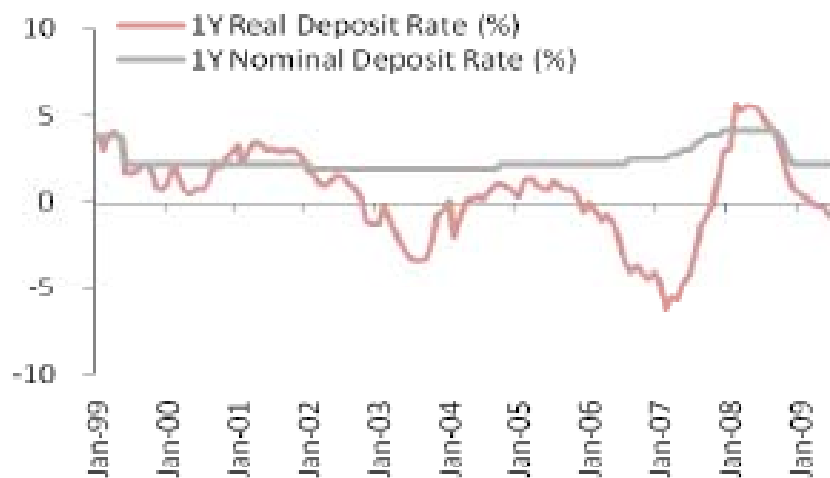
估值之惑：泡沫？PK 低估

我们预期的行情路径

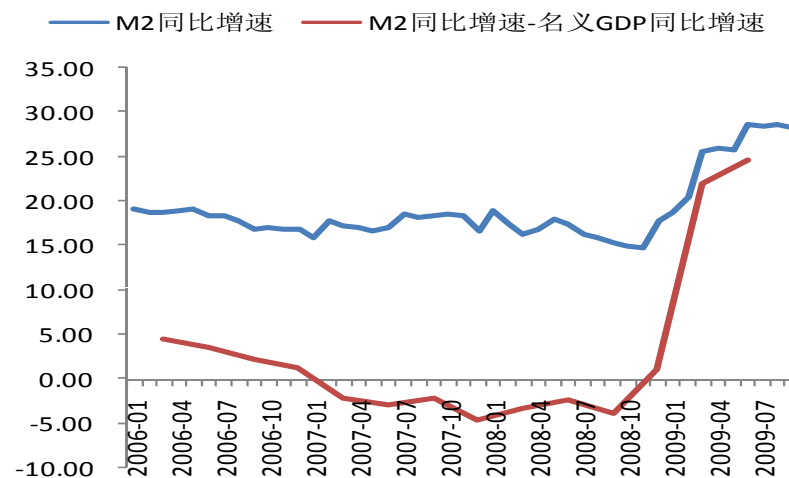
股市流动性分析：宏观流动性背景中性偏多

- 信贷平稳适度增长, 拉长本轮经济增长周期
 - 极度宽松的阶段已过去, 但依然宽松, 对经济甚至股市的影响中性偏多
- 真实资金成本和宏观经济与企业基本面的动态关系, 决定资金趋势
 - 下半年资金对中国市场有配置偏好——全球货币环境宽松的局面中短期不会变, 真实利率低, 资金的机会成本低; 而中国经济复苏快
 - 下半年财富效应有望重现 - 经济预期改善、业绩惊喜落实、通胀预期提升, 理财需求重新抬头

资金真实利率低



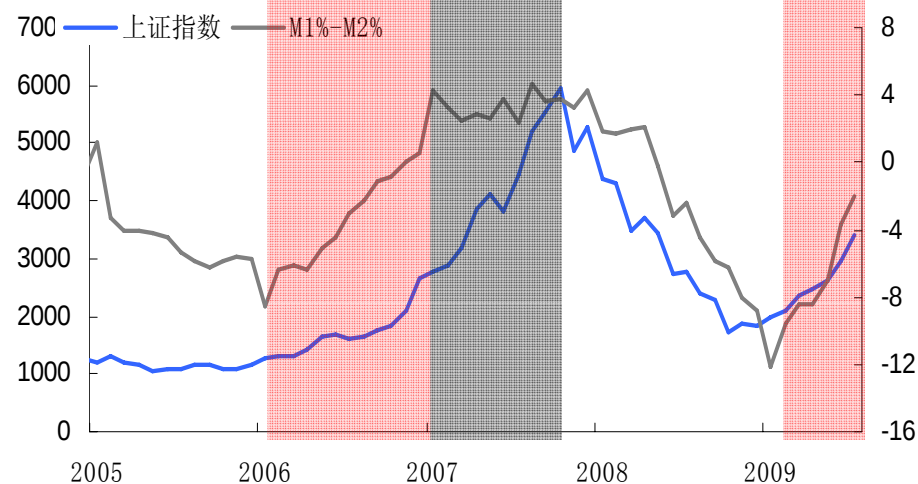
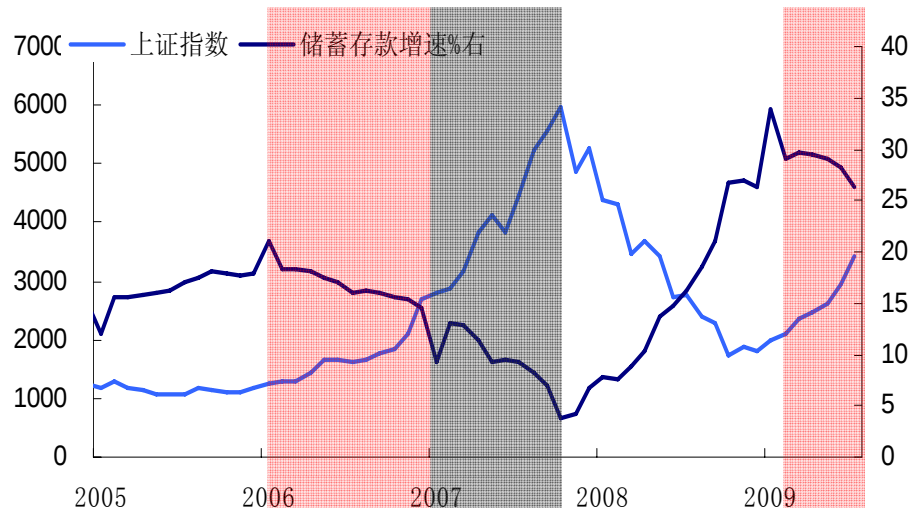
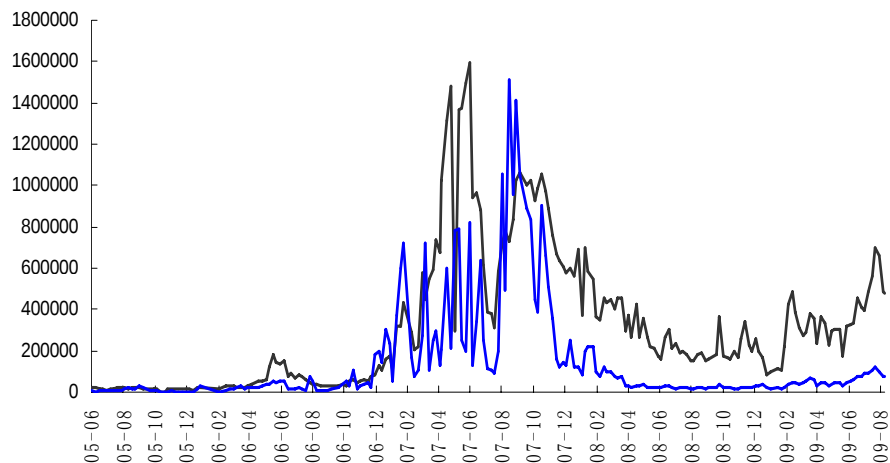
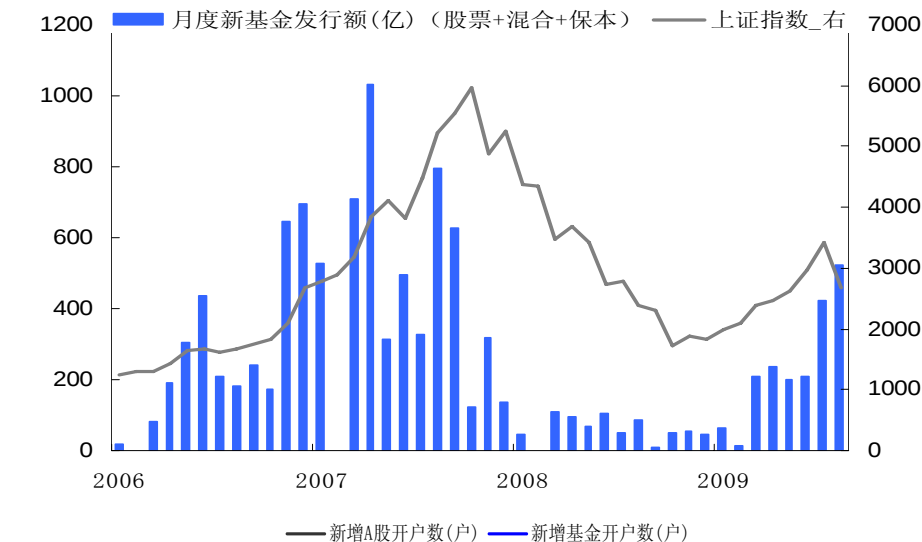
流动性的宏观基调从极度宽松转向适度宽松



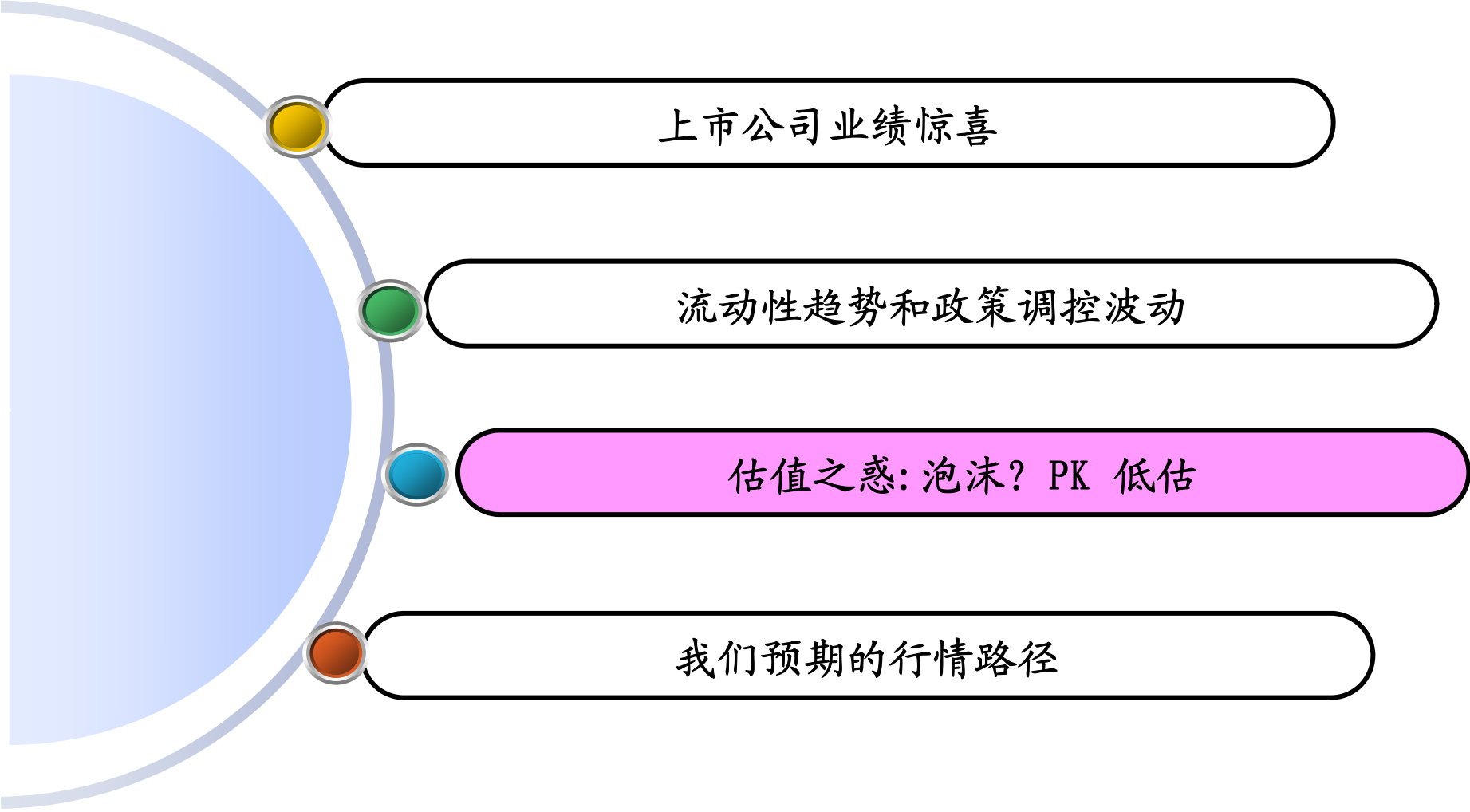
市场资金供求: 影响震荡市行情的主要因素

- A股市场的融资压力大，引发市场调整，但，市场调整又倒逼融资节奏
 - 作为政策手段，股市功能的侧重点发生变化。随着经济走出危机，股市引导经济预期的政策功能，让位于融资功能。
 - 需要警惕行情和融资需求的博弈，高估值融资对于市场资金的消耗大，巨额可预期的融资方案压制行情
 - 市场新行情的拐点: 或是新股破发时，或是国家队规模性入场
- 我们重申“养牛喝奶”而非“杀鸡取卵”是政府调控股市的基本思路
 - 创业板、大盘股IPO、国资整合等顺利推出，需要一个多赢的格局
- 产业资本和金融资本的博弈方向，关键是否有赚钱效应？
 - 无近忧：当前仍是产业资本和金融资本的蜜月期，虽已属后期。和07年底到08年中期相反，中小产业资本选择退出实业而通过股市等来分享经济增长，多成为专户“一对一”“一对多”的对象，理财需求强
 - 有远虑：投资于实业或其他场外机会（比如创业板引发的私募）的收益明显提高时（比如03年至05年），股市中的产业资本和金融资本的博弈将加剧，从而对A股形成较大压力

展望，随着通胀预期的提升，储蓄有望重新配置



基本面驱动PK股市政策波动



上市公司业绩惊喜

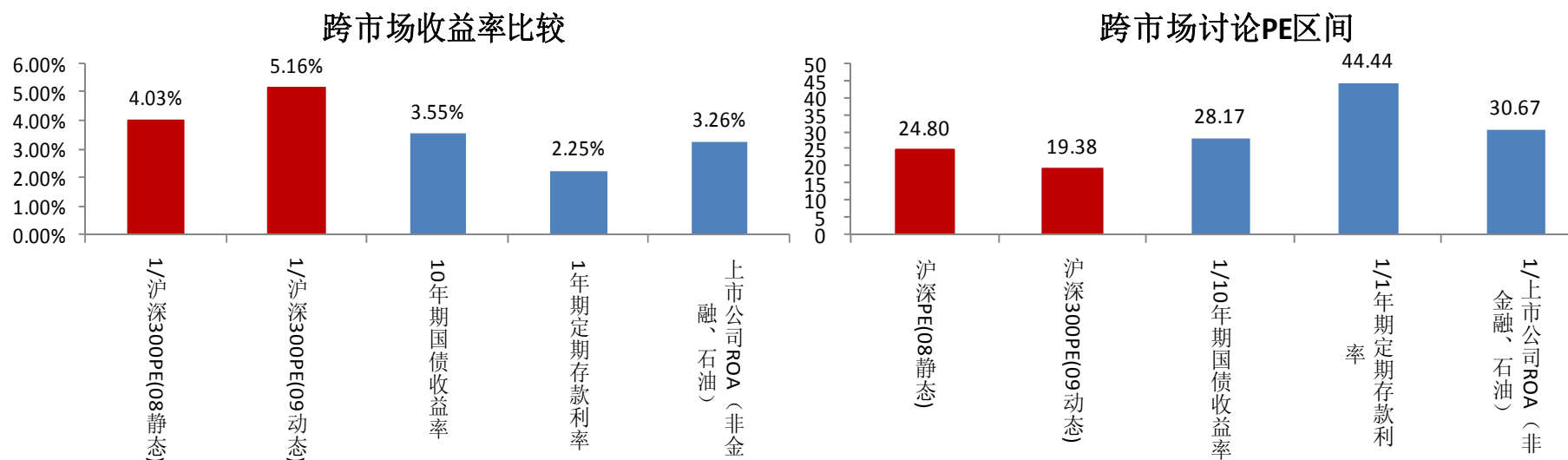
流动性趋势和政策调控波动

估值之惑: 泡沫? PK 低估

我们预期的行情路径

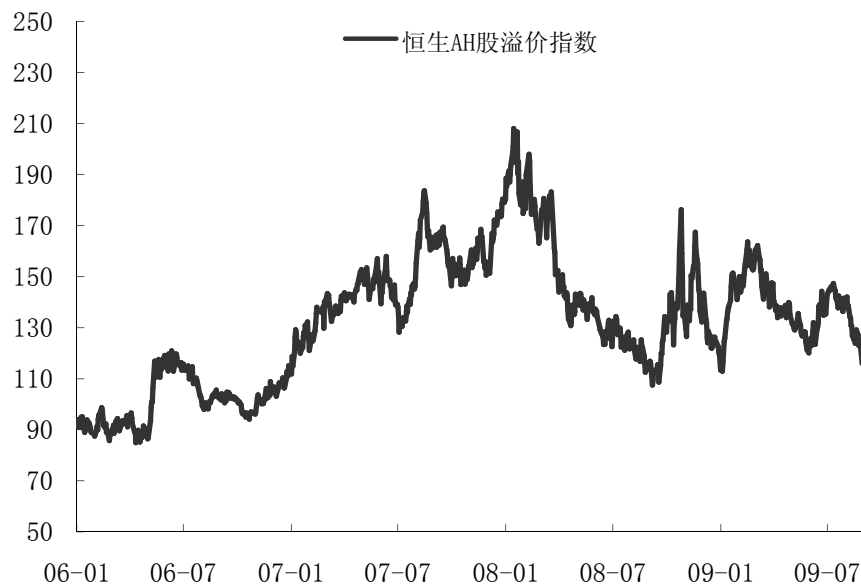
估值跨市场比较：低利率时代，A股动态便宜

- 首先，慎言泡沫，基于当前无风险收益率，当前，即使以08年业绩为基础的静态市盈率也很合理，并不贵
- 其次，下半年，投资者考虑的市盈率将更关注09年和2010年业绩为基础，这带来20%~30%的估值提升空间。当前，沪深300指数09年PE才19倍

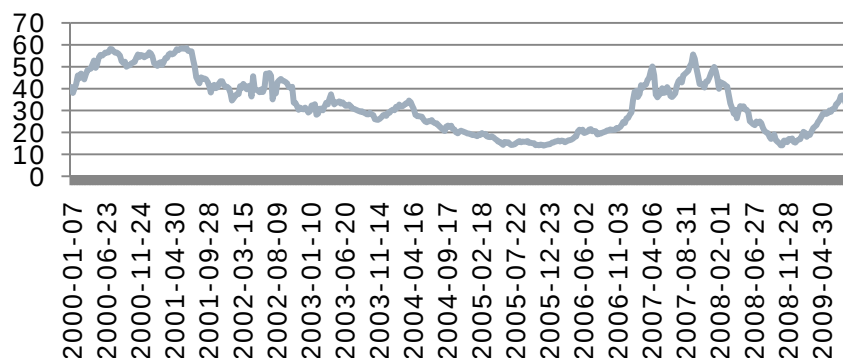


A股市场进一步的估值分析：关注结构性机会

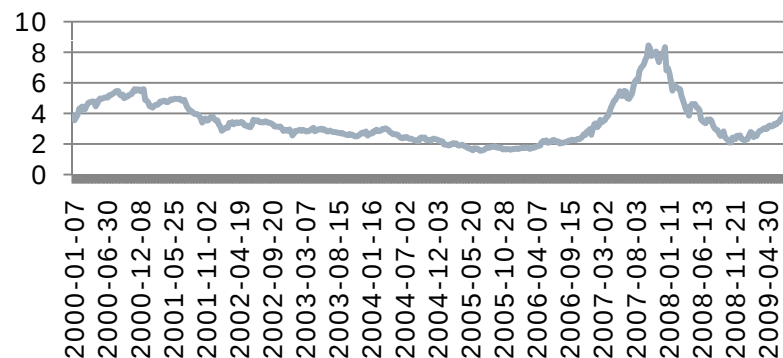
- ❑ A-H溢价水平处于较低水平。海外市场持续强势，将有利于A股市场的企稳反弹
- ❑ 估值全面提升式的行情概率小：当前，剔除银行股之后的整体估值处于历史均值附近，不算便宜



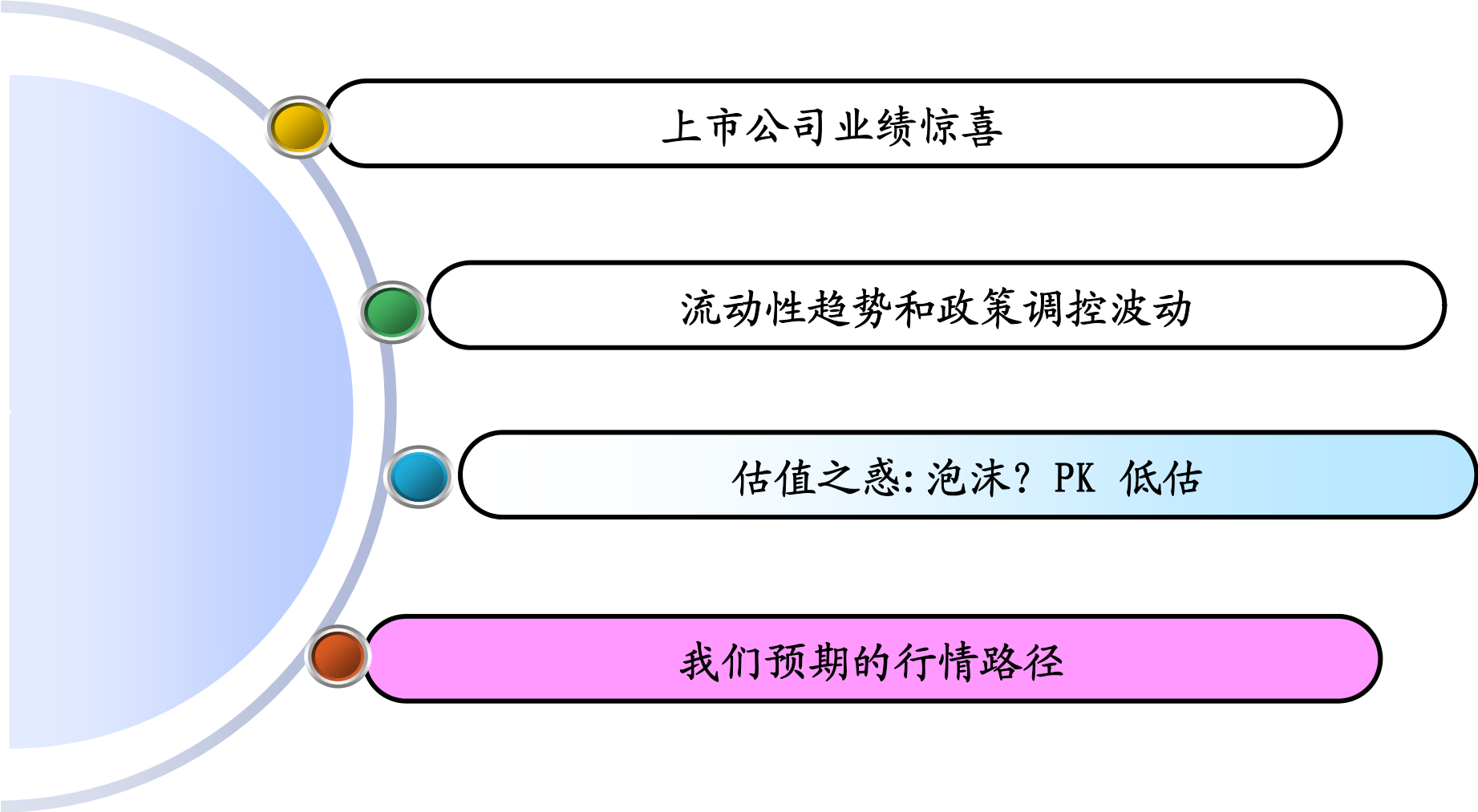
PE(TTM,整体法)
剔除银行



PB(09中报) 剔除银行



基本面驱动PK股市政策波动



上市公司业绩惊喜

流动性趋势和政策调控波动

估值之惑：泡沫？PK 低估

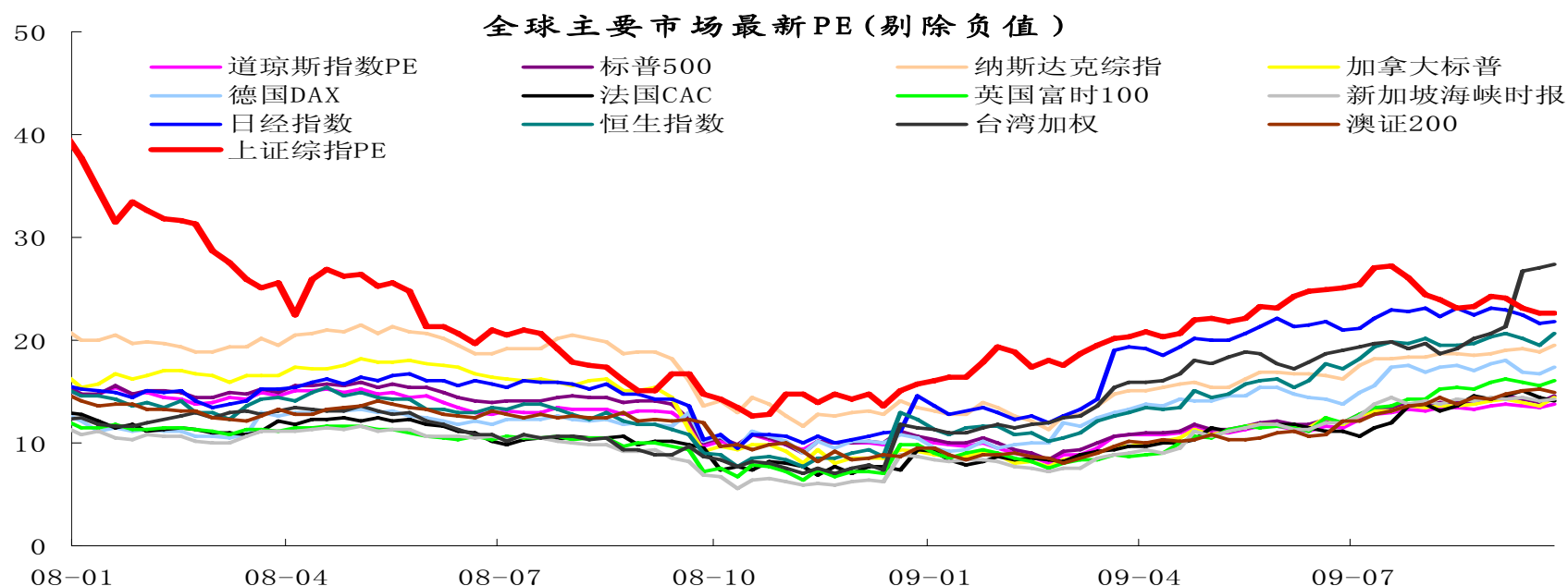
我们预期的行情路径

A股市场：波动中上行，跨年度行情

❑ 4季度行情：震荡上行、风格轮动，类似04/05年港股行情

■ 经07、08和今年上半年的大起大伏之后，下半年行情的趋势、波动性收窄，结构性机会较多

■ 立足增长，博弈弹性



跨年度行情的统计规律:11月-5月涨幅为正的概率高

- 我们对全部区间的统计发现，上证指数在11月-12月，2月-5月上漲的概率更高

表：全部统计区间各个月份出现上涨与下跌的次数

月 份	上证指数		日经指数		道指	
	上涨次数	下跌次数	上涨次数	下跌次数	上涨次数	下跌次数
1	8	9	20	17	26	15
2	10	5	21	16	24	19
3	10	5	23	16	28	13
4	11	6	18	12	26	11
5	10	7	22	16	22	20
6	7	10	24	14	17	21
7	9	7	18	15	19	19
8	8	8	24	14	27	15
9	6	8	18	15	14	27
10	7	10	18	16	25	12
11	10	7	23	15	28	14
12	10	8	25	15	27	8

资料来源：兴业证券

注：由于不显著，不考虑月度涨跌幅在-1%到1%之间的数据

表：熊市区间各个月份出现上涨与下跌的次数

月 份	上证指数		日经指数		道指	
	上涨次数	下跌次数	上涨次数	下跌次数	上涨次数	下跌次数
1	1	7	3	10	1	8
2	2	3	6	6	3	9
3	3	3	3	10	4	4
4	4	3	5	9	4	6
5	5	5	5	10	1	11
6	1	8	5	11	2	9
7	5	5	4	10	1	8
8	4	6	4	8	5	7
9	2	7	6	9	2	11
10	3	9	3	10	5	5
11	5	5	3	8	3	8
12	4	7	4	10	5	4

资料来源：兴业证券

注 1、熊市区间定义为跌幅达到或超过20%的行情区间

2、由于不显著，不考虑月度涨跌幅在-1%到1%之间的数据

春季攻势的机理：直觉驱动的偏差 + 资金推动

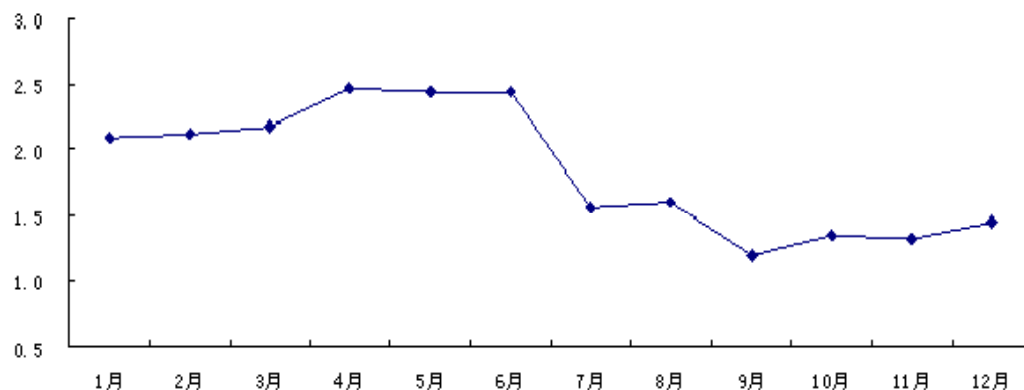
直觉驱动的偏差

- 过度自信倾向，投资者倾向于在年初做出更为大胆的投资，因为相信即使此时亏了，离年底也还有很长时间来弥补。
- 赌徒谬误，这是一种不恰当地预测逆转的倾向，在熊市阶段的岁末年初，投资者倾向于判断市场在糟糕表现之后对均值的回归

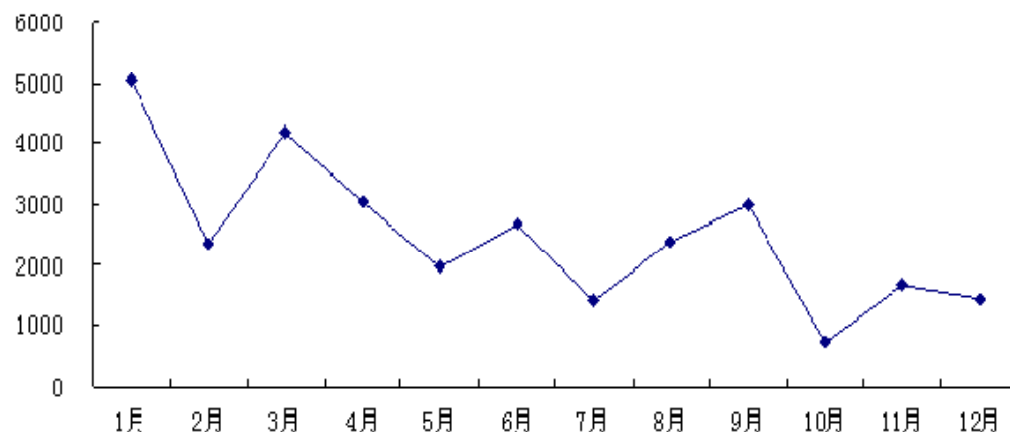
资金层面

- 年初的流动性供给较为充裕
- 个人收入比重较大的年终奖项发放后，一部分可能流入股市
- 基金等机构投资者年初调整全年投资组合

平均月换手率 (%)



03年以来各月平均贷款余额增量 (亿元)



目录

- 行情回顾
- 下半年行情外因：经济新格局
- 下半年行情内因：基本面驱动和股市政策波动
- 投资策略及投资机会

投资策略：波段操作，迎接跨年度行情

□10月份，行情仍可能维持震荡整固

■焦点是A股市场资金面的动态平衡问题。如果融资需求过旺、融资价格偏高等导致股市“失血”不止，股市没有赚钱效应，合理甚至较低的估值水平并不能吸引增量资金的供给

■对股市政策的判断是，折中路线，在融资和行情之间摇摆

□10月份之后，有望震荡向上，演绎跨年度行情

■基于市场信心和资金的新平衡的修复，我们判断，10月底跨年度行情有望再起，到明年上半年有一波比较像样的行情！

□策略建议：

■首先，保持适中的仓位配置长景气成长性行业；

■其次，波段操作、反市场趋势做强周期行业，在市场悲观、怀疑时买入，在市场阶段性乐观时减持。

行业配置总思路：立足业绩成长性，博弈高弹性行业

- 4季度，市场震荡上行期，立足于业绩增长、寻找结构性惊喜
 - 业绩增长确定且估值合理行业，看好商业、金融、TMT等
 - 下半年结构性惊喜，可从工业企业1-8月利润数据和三季报预告中发现，如商业、化工、交运设备、食品饮料、服装、建材、通信等
- 市场整固期，可以逢低加大对高弹性行业的配置
 - 关注地产投资的显著增长和基建惯性高增长的重叠效应，以及出口的超预期。看好有业绩支撑的强周期、高弹性的行业，如，金融、化工、房地产、建材、航运、煤炭等
 - 商业、TMT的成长性行情还有望延续
- 2010年1季度，如果基本面数据偏热，强周期的行业板块有望起来
 - 比如，有色金属、钢铁、煤炭、石油等。

思路1：业绩增长的故事

表1：A股连续高成长公司的年度行业分布：多分布于化工、医药、TMT

时间	94-96	95-97	96-98	97-99	98-00	99-01	00-02	01-03	02-04	03-05	04-06	05-07
连续3年净利润增长率超过30%的公司家数	36	45	36	33	28	41	30	29	54	65	70	135
主要分布行业	化工 房地产	化工 医药 交通运输 食品饮料	交通运输 机械设备 信息设备 信息服务 电子元器件	信息服务 房地产 医药 信息设备 交运设备 机械设备	医药 信息服务	信息设备 医药 化工 房地产	机械设备 医药 信息服务	机械设备 交运设备 建筑建材	化工 机械设备 商业贸易 交运设备	机械设备 化工 有色金属 有色金属 采掘 商业贸易 化工	机械设备 有色金属 房地产 商业贸易 化工	机械设备 房地产 化工 医药 商业贸易 金融服务

资料来源：兴业证券研发中心

1-8月工业企业分行业单季度利润同比增速

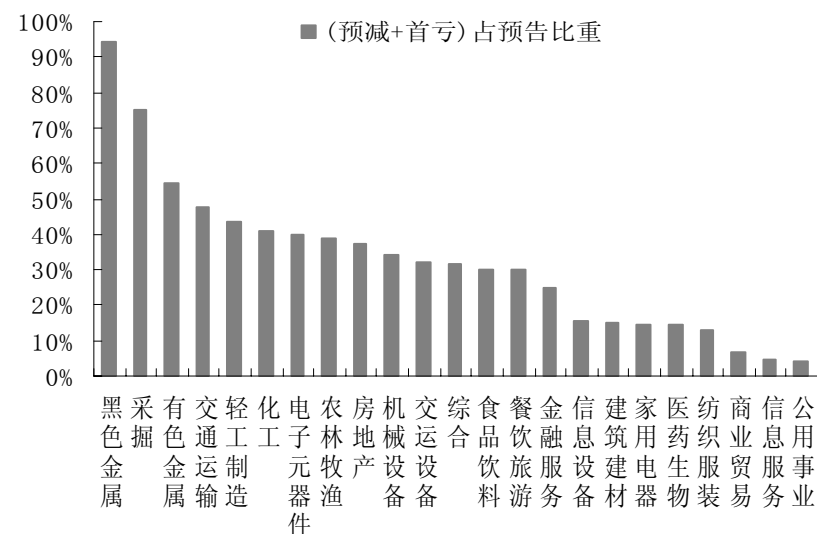
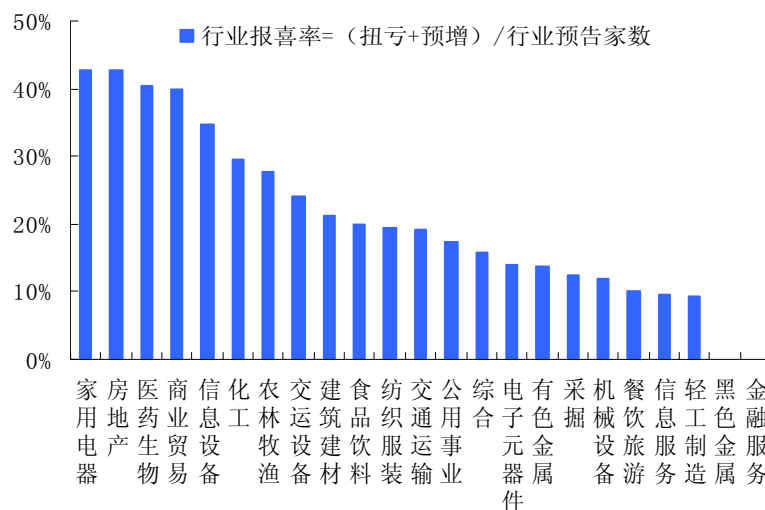
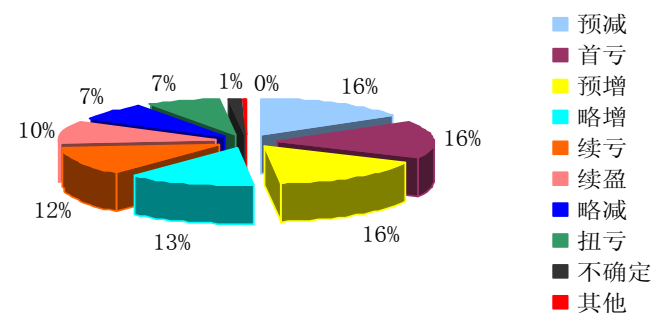
	2009年2月	2009年5月	2009年8月
纺织服装	15.63%	20.12%	33.80%
农副食品加工	-8.00%	6.69%	24.76%
食品制造	15.72%	19.23%	28.48%
医药	19.86%	18.51%	10.45%
饮料制造	9.87%	10.62%	43.21%
非金属矿采选	-11.56%	-5.12%	-18.37%
黑色金属采选	-65.84%	-73.71%	-51.00%
煤炭	15.03%	-0.20%	-25.80%
石油天然气	-86.06%	-69.18%	-58.28%
有色采选	-53.84%	-51.05%	-31.38%
电气设备	-15.96%	8.83%	29.20%
交通运输设备制造	-40.44%	5.35%	48.42%
通信	-96.31%	-19.80%	5.22%
通用设备	-4.43%	-2.03%	19.43%
仪器仪表	-24.42%	-9.48%	17.92%
专用设备	-13.37%	9.33%	24.84%
非金属矿物制品	-3.56%	17.36%	23.99%
黑色金属压延	-103.01%	-95.20%	-35.36%
化纤	-110.56%	3.60%	339.91%
化工	-49.27%	-15.97%	-9.09%
金属制品	-0.54%	-5.49%	11.83%
有色压延	-115.08%	-61.22%	-16.59%
造纸	-40.81%	-22.22%	3.41%
橡胶	-45.36%	53.12%	98.18%
塑料	-4.15%	14.47%	30.12%



从三季报挖掘结构性惊喜

□行业方面，发布预增和扭亏占比最高的集中在家电、房地产、医药、商业等受益于内需强劲的行业；

三季报盈利预告变动类型占比

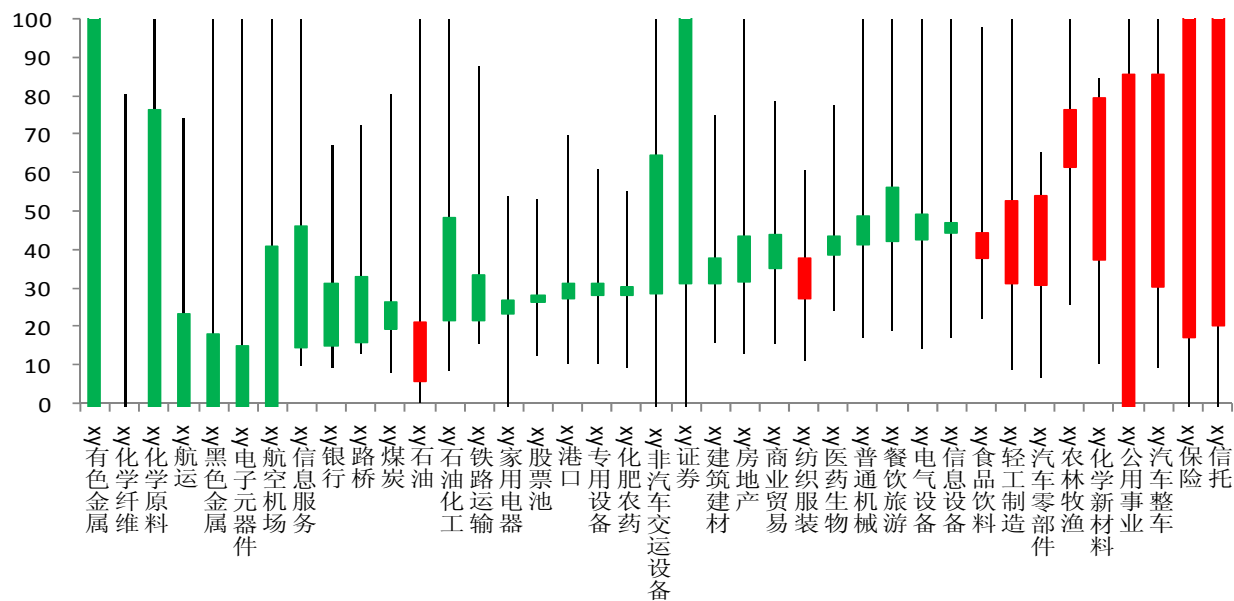


思路2：从行业估值角度找机会

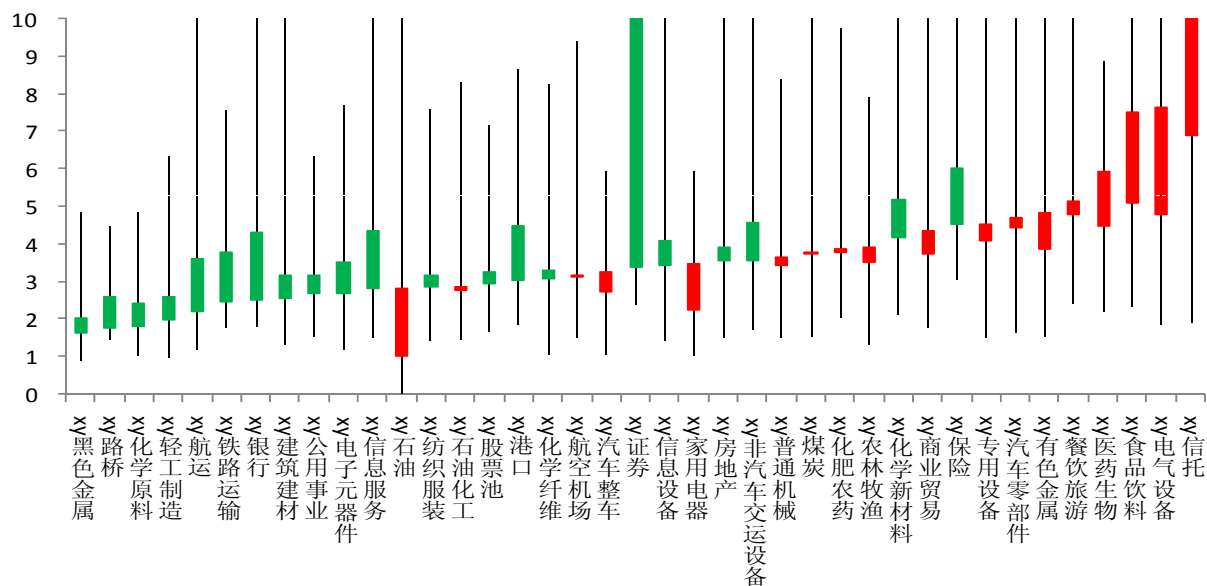
- 银行、信息服务、商业贸易PE低于历史均值且相对PE接近历史低位
 - 根据我们银行研究员的最新预测，09、10年上市银行利润同比增速分别将达到16%、24%，其中，09年下半年银行业绩可以同比增长40%，远超市市场预期，建议逢低买入银行股；
 - 四季度是消费旺季，成长性好的消费类股值得关注，商业贸易、信息服务相对PE处于历史低位，建议逢低买入。

- PB低于历史均值的行业
 - 证券、银行、保险、信息服务、港口、铁路运输、化学新材料、航运、路桥、电子元器件、非汽车交运设备、信息设备、轻工制造、建筑建材、化学原料、公用事业、纺织服装、黑色金属、房地产。

- PE低于历史均值的行业
 - 银行、房地产、证券、信息服务、商业贸易、医药生物、非汽车交运设备、铁路运输、路桥、建筑建材。



行业
PE(TTM)K线
图



行业
PB(最新报告
期)
K线图

思路3：从政策方向来寻找投资机会

- 内需消费：着力扩大内需，增强消费需求对经济增长的拉动
 - 重点加强民生工程、基础设施、生态环保项目建设
 - 加强三农、社保、医保的支持、投资
 - 稳定住房、汽车等大宗消费，推动相关产业链的投资

- 节能减排、低碳经济
 - 节能、减排：2009年12月的哥本哈根气候大会将决定2012年之后的各国碳减排——点评：化工、新能源受益
 - 胡锦涛：中国将大力发展可再生能源和核能，积极发展低碳经济和循环经济

- 投资品的阶段性供不应求：
 - 加强对钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等行业发展的指导。严格生产许可证。提高准入门槛。有保有控金融政策

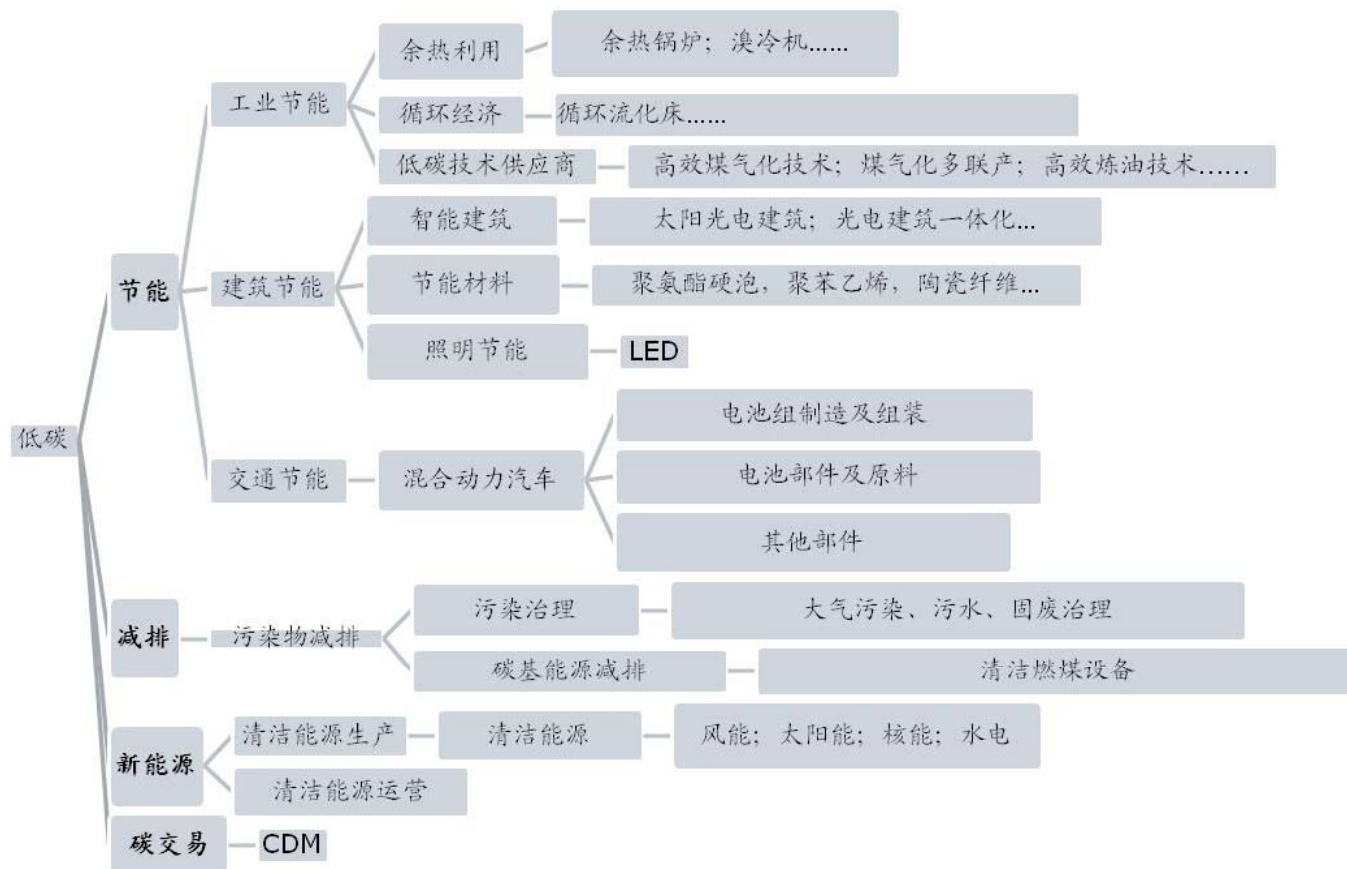
- 大力推进科技进步和创新
 - 国务院总理温家宝三次召开新兴战略性新兴产业发展座谈会：在新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种和信息产业等方面培育新的增长点

主题投资——世博、低碳、并购重组、区域经济

- 主题上，我们继续看好世博、国企并购重组和低碳经济。哥本哈根会议临近，在调结构政策的预期下，A股市场可能提前反应。
- 世博主题投资策略：
 - 今年世博会的品种没有爆发，明年震荡市最有利于主题投资。
 - 上海世博会推动消费爆发，要从政治的高度和经济转型的高度看世博会，另外，世博主题还面临消费升级的相关行业利好，属于多热点刺激，特别看好商业股的龙头。
- 并购重组投资策略：
 - 由于信贷结构性约束，并购重组成为改善产业结构的有力手段，央企入主或参股地方国企的趋势开始出现，而上市公司更有可能作为整合的主体（具体请参见《并购重组周报》）
 - 产业看：重点关注煤炭、钢铁、有色、房地产、汽车等产业的整合。
 - 类型看：看好央企整合，特别是“小公司+大集团”型的央企A股机会，以及弱势央企集团的借壳上市
 - 区域看：继续看好上海、重庆等地区的国企并购重组，特别是制造业、房地产、商业渠道的整合

低碳经济的投资路线图

节能、环保要求则可能成为调结构的硬性门槛，低碳经济相关公司将获利于需求的提升。短期特别关注受益于节能、环保需求提升的化工新材料、新型建材、有色金属新材料、低碳基数提供商等；开放性、市场化重组打造大企业集团。



下阶段行业配置

行业	沪深300指数权重	行业配置建议
非银行金融	9.79	超配
商业贸易	2.69	超配
化工	2.65	超配
食品饮料	3.83	超配
信息服务	3.04	超配
医药生物	1.64	超配
房地产	7.83	标配
银行	20.75	标配
电气设备	1.46	标配
建筑建材	4.26	标配
机械设备	2.56	标配
交运设备	1.98	标配
煤炭	5.43	标配
石油石化	2.65	标配
家用电器	1.48	标配
纺织服装	0.60	标配
信息设备	1.28	标配
餐饮旅游	0	标配
黑色金属	5.33	低配
有色金属	5.85	低配
非汽车交运设备	0.90	标配
轻工制造	0.30	低配
电子元器件	0.17	低配
公用事业	5.45	低配
交通运输（标配航运）	6.47	低配
农林牧渔	0.86	低配
综合	0.75	低配

欢迎交流

兴业证券研发中心策略组
张忆东 李彦霖 吴峰 聂清廉
zhangyd@xyzq.com.cn
(021) 38565932