

四季度盈利难超预期，行情以震荡为主

2009 年 10 月 10 日

2009 年四季度 A 股策略

投资要点：

- 1664 至 3478 的上涨既反映了经济复苏、企业盈利触底回升，也反映了同期流动性的极度宽裕，同时也是去年大幅下跌的一个较大的修正。信贷的大量投放催生了一定的流动性泡沫，市场估值从底部的 15 倍左右上升到 30 倍。结合当前的经济形势，30 倍市盈率明显偏高。短期看，希望整个市场通过企业经营业绩的改善来降低估值水平是不现实的。市场对基本面的反应过度最终也只能通过价值回归来修正。
- 四季度市场的涨跌取决于 2010 年一季度经济的增长情况、政策变动和同期的流动性水平。2010 年经济增长实现增长无碍，因为政府可以动用的至少还有 2 万亿的资金规模。但是经济复苏弹性最大的阶段已过，未来继续实现高增长、企业盈利恢复正常水平是个较为漫长的过程。贸易摩擦、经济结构调整、增长模式转变等问题将考验管理层的执政智慧。短期内经济增长对市场影响中性。四季度最大的政策担忧是央行的货币政策调整。9 月初左右央行曾连续提高票据发行利率，这一度被认为货币政策调整的前兆。国庆前出于维稳的要求，央行停止了票据利率的调整。十一之后在澳洲央行加息的示范效应下，央行继续调整货币政策的几率很大。用 M2-GDP 计算的货币宽松条件显示我国上半年货币政策宽松程度居全球前列，所以未来的退出过程中，央行的动作也会幅度较大。削减过剩产能，加快企业兼并重组，尽快推进医疗改革，继续加大对先进制造业的支持等政策也是可以预见的。流动性水平维持逐月萎缩，但我们预计未来波动幅度不会太大。上半年信贷是释放流动性的主要途径，信贷波动幅度太大不利于实体经济的项目推进，所以未来信贷投放依然会保持一定规模。上半年信贷资金绕道入市的规模较大，随着银监会管理制度的完善、审计署等部门的审查力度加大，8-9 月调整期间资金有流出现象。未来信贷资金违规入市成本提高，难度加大，所以来自信贷资金收缩对股市影响偏负面。
- 通过如上分析，我们判断四季度市场整体难有出色表现。根据模型测算，估计上证指数四季度波动区间为【2350，3250】。策略配置上以消费类、增长确定类、高端制造类公司为主。看淡强周期行业和概念类炒作。
 - 1、消费类：商业贸易、汽车、传媒、互联网服务等；
 - 2、增长确定类：大宗原料药、化学制剂、中药、电信设备、电信服务等；
 - 3、高端制造类：包装机械、建筑机械、输变电设备、LED 制造类、特种玻璃制造等

策略研究小组

执笔：

杜亮

010-82190365

duliang@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

目录

经济刺激计划退出摆上日程.....	1
经济结构调整并非一帆风顺.....	3
2010 年政府投资边际效应递减.....	6
09 上半年上市公司利润结构分析.....	7
四季度策略要点	11
四季度行业配置建议	12

图表 1 当前的流动性处于近几年最宽裕水平.....	1
图表 2 各国采购经理指数先后触底回升	2
图表 3 时隔一年之后，澳央行率先加息	3
图表 4 一般上市公司单季度净利润	7
图表 5 金融类公司单季度净利润	7
图表 6 石油石化单季度净利润	7
图表 7 09 年中报营业总收入占比	8
图表 8 09 年中报净利润占比	8
图表 9 08 年中报营业总收入占比	8
图表 10 08 年中报净利润占比	8
图表 11 一般上市公司资产负债率变动.....	8
图表 12 一般上市公司库存变动	8
图表 13 一般上市公司应收账款变动	20
图表 14 一般上市公司净利率变动	20
图表 15 金融类公司净利率变动	20
图表 16 石油石化净利率变动	20

表格 1 IMF最新经济增长预测	2
------------------------	---

经济刺激计划退出摆上日程

在金融危机爆发后，各国政府纷纷出台经济刺激计划，试图熨平经济波动，实现经济的快速复苏。各国所用政策主要包括超常规的货币政策和积极财政政策。通过大量发行货币解决市场短期的流动性匮乏，同时将市场利率压低到较低水平，降低资金使用成本，鼓励投资。

为应对次贷危机这一重大挑战,美联储、财政部等美国政府部门相继采取了各种的应对措施,包括传统的政策手段、创新的流动性管理工具、经济刺激方案、金融监管体系改革等。

随着危机的扩散和升级,美联储在 2007 年 12 月之后,相继推出了三种新的流动性管理工具。

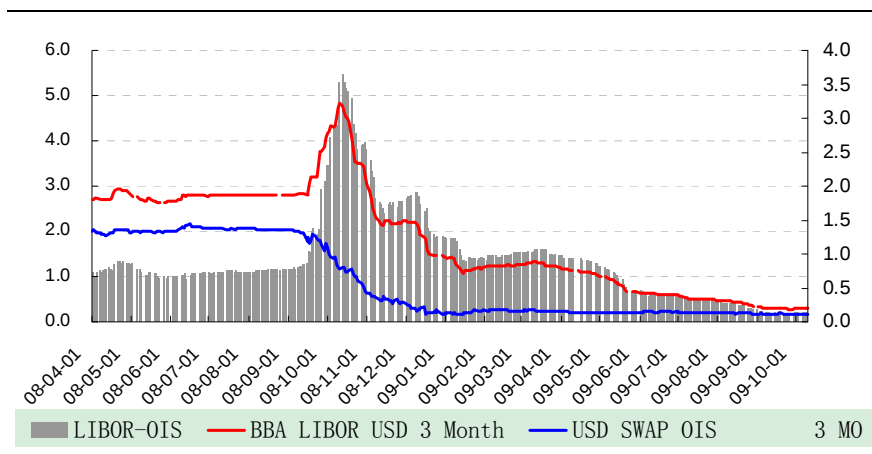
1) 期限拍卖融资便利 (Term Auction Facility ,TAF) ,是一种通过招标拍卖方式向合格的存款类金融机构提供贷款融资的政策工具。它融资额度固定,利率由拍卖过程决定,资金期限可长达 28 天,从而可为金融机构提供较长期限的资金

2) 一级交易商信贷便利 (Primary Dealer Credit Facility ,PDCF) ,是一种针对投资银行等市场交易商的隔夜融资机制,旨在紧急状况下为市场交易商提供援助来拯救濒临倒闭的公司。

3) 定期证券借贷工具 (Term Securities Lending Facility ,TSLF) ,是一种通过招标方式向市场交易商卖出高流动性国债而买入其他抵押资产的融资方式,交易商可以提供联邦机构债、住房抵押贷款支持债券以及其他一些非联邦机构债券资产。它期限一般为 28 天,可用于改善银行等金融机构的资产负债表,从而提高金融市场的流动性。

当前市场的流动性水平较危机爆发以前更为宽裕，巨量的货币投放给未来的通胀埋下伏笔。

图表 1 当前的流动性处于近几年最宽裕水平



数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

在各国经济刺激计划中，最引人瞩目的是美国的巨额经济刺激计划和中国的 4 万亿投资计划。

美国的经济刺激计划总额为 7870 亿美元。美国经济刺激计划涉及款项的 35% 用于减税，65% 用于政府投资。计划由四个部分组成，分别是为个人和企业减税、投资卫生保健和替代能源、投资短期内即可上马的基础设

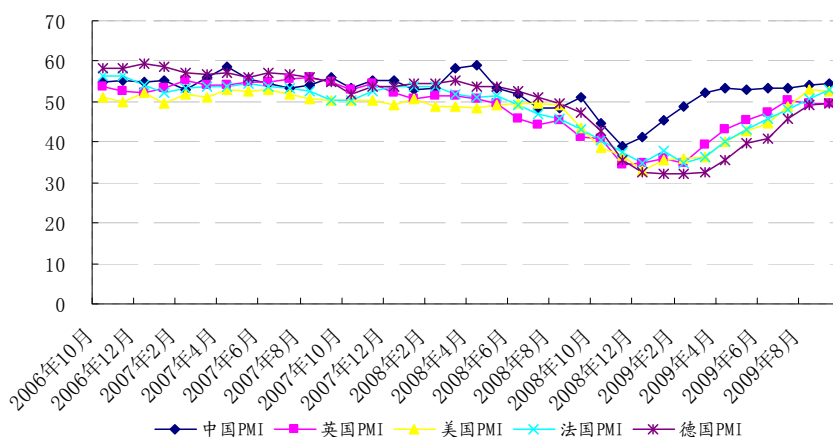
施项目，以及为州和地方政府提供财政支援。在占总额 65% 的投资中，有 1900 多亿美元将用于支持失业救济、医疗补助、食品券，以及其他社会福利项目，其余 3100 多亿美元将用于建设项目，包括机场、桥梁、运河、水坝、管道、铁路、公共交通系统等。

中国的四万亿投资构成大体包括七个方面：民生工程：主要是保障性住房，包括廉租房、林区、垦区、煤矿棚户区改造，总规模 4000 亿元左右；农村的民生工程：包括水、电、路、气、房，即农村安全饮水、农村电网改造、农村道路建设、农村沼气建设、农村危房改造和游牧民定居，投资 3700 亿；基础设施的建设：铁路、公路、机场、水利等，投资 1.5 万亿元左右；教育、卫生、文化、计划生育等社会事业方面：投资 1500 亿元；节能减排和生态工程：投资 2100 亿元；调整结构和技术改造，投资 3700 亿左右；汶川大地震重点灾区的灾后恢复重建：资金总规模是 1 万亿元。

澳大利亚、德国、日本等过均出台了一定规模的经济刺激计划。

各国的经济刺激计划开始发挥作用，中国经济在 08 年 12 月前后触底回升，美国和欧洲国家经济在 3 月份左右触底回升，当前经济基本企稳。IMF 和世界银行不断调高 09 年和 2010 年的经济增长预期。

图表 2 各国采购经理指数先后触底回升



数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

全球经济复苏的迹象也已经逐步清晰，全球经济复苏的时间将比此前的预期有所提前。但各主要经济组织对未来经济的完全复苏的预期仍然相对谨慎。

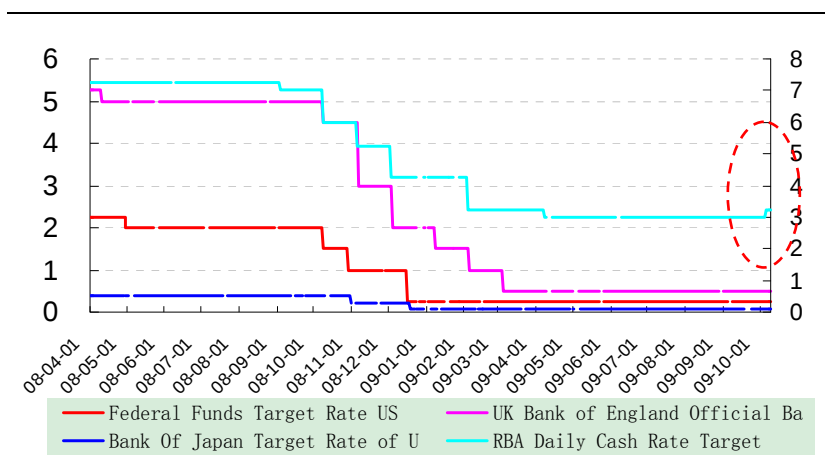
表格 1 IMF 最新经济增长预测

	2008	2009	2010	2011	2012
中国	9	8.5	9	9.7	9.8
巴西	5.1	-0.7	3.5	3.5	3.5
德国	1.2	-5.3	0.3	1.5	1.7
印度	7.3	5.4	6.4	7.3	7.6
日本	-0.7	-5.4	1.7	2.4	2.3
俄罗斯	5.6	-7.5	1.5	3	3.7
英国	0.7	-4.4	0.9	2.5	2.9
美国	0.4	-2.7	1.5	2.8	2.6
世界	3	-1.1	3.1	4.2	4.4

数据来源：IMF (World Economic Outlook, October 2009)

随着经济的复苏，大规模经济刺激计划的退出开始摆上日程。对于政策应该何时退出，各方争论较多，不过澳大利亚央行率先走出了这一步。去年 10 月 7 日，澳大利亚央行率先降息。11 月 6 日，英国央行宣布降息至 3%，为 1955 年以来最低。45 分钟之后，欧洲央行宣布第二次降息，紧接着瑞士央行、丹麦中央银行、韩国央行也宣布降息。时隔一年之后，2009 年 10 月 6 日，澳大利亚央行宣布决定将基准利率从 3.00% 上调至 3.25%。该央行认为澳大利亚经济最严重的风险已经过去，因此可以安全地撤回经济刺激计划。澳大利亚也因此成为二十国集团中首个开始退出经济刺激措施的国家。

图表 3 时隔一年之后，澳央行率先加息



数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

政策的退出是个长期的过程，不会一蹴而就。先退出的国家更能掌握主动，不会受制于人。所以，各国央行开始实施退出机制的时间可能比预先的有所提前。我国政策退出可能的政策包括提高存款准备金、加息、压缩贷款等并结合一些行政调控手段。政策变动将对资本市场产生较大冲击，是股市下半年面临的主要的政策风险。

经济结构调整并非一帆风顺

从最近的十七届四中全会和领导干部的发言基本可以判断，下阶段我国经济政策的着力点在于结构调整。结构调整一方面是产能整合，一方面是技术改进。技术改进是个较为长期的目标，而产能整合则是短期内需要迫切解决的问题。钢铁、铝、玻璃、水泥、电力等行业均存在各种程度的产能过剩。

未来我国经济结构调整主要有以下八个方面的内容：

- 1) 调整需求结构，在保持投资适度增长和稳定外需的同时，着力增强消费对经济增长的拉动作用；
- 2) 调整收入分配结构，着力提高劳动报酬在初次分配中的比重和缩小收入分配差距；
- 3) 调整三次产业结构，在继续加强农业基础地位、推动工业由大变强的同时，着力提高服务业的比重；
- 4) 调整产业内部结构，一手抓着力淘汰落后工业产能，一手抓大力培

育新兴产业；

5) 调整城乡结构，在继续加强农村建设的同时，着力推进城镇化和城乡发展一体化；

6) 调整区域经济结构，继续实施区域发展总体战略，着力构建优势互补、良性互动、协调发展新格局；

7) 调整国土开发空间结构，着力推进主体功能区建设；

8) 调整外贸结构，着力提高一般贸易和自主品牌产品出口比重。

钢铁业首先面临的问题当是钢铁产能严重过剩。根据工信部的有关分析，2009 年产量只需达到 4.7 亿吨就能保持供需平衡，产能与国内消费和出口的实际需求相比过剩约 25%—30%。产能过剩特别是落后产能比重较大，严重影响整个行业的良性运转。

以鞍钢-本钢为核心的东北钢铁工业基地、以首钢-河北钢铁为核心的华北钢铁基地、以宝钢-马钢为核心的华东钢铁基地和以武钢-攀钢为核心的中西南钢铁工业基地的建设给出了一张钢铁行业基本的框架蓝图，近期成功重组日照钢铁之后的山东钢铁集团也成为钢铁行业的重要力量之一。未来钢铁行业的整合重组依然是以省域整合和大型钢企跨区域整合为主要整合力量，同时在部分省级政府的强力推动下，省域内整合有愈演愈烈的态势，山钢重组日照就是一个例子。行业整合、设备更新、落后产能淘汰等决定了钢铁行业在短期内难以摆脱行情低迷的状态。

水泥业当前最主要的矛盾也是产能过剩和重复建设。目前产能加上在建、已审批而未建的生产线，国内水泥产能高达 28 亿吨，而根据相关部门预测，全国水泥需求的极限值仅为 18 亿吨。与此同时，水泥业投资仍“马不停蹄”。2009 年前 8 个月，水泥业固定资产投资总额超过 1,000 亿元，同比增幅约 66%，远高于其他行业的固定资产投资增幅。根据调研，中部地区的水泥需求量将在 3 年内达到饱和，西部地区因基建带来的水泥需求也最多维持 5 年，未来产能过剩对水泥行业的冲击较为严重。

近期，工信部下发《水泥行业准入条件（征求意见稿）》，其中明确各地应严格控制新建水泥项目，其中对水泥年产能超过人均 1000 公斤的省份，一律停止核准新建水泥生产线项目——这意味着安徽、浙江等水泥大省今后将暂停水泥项目上马。除对水泥业进行总量控制外，《意见》将进一步鼓励水泥业兼并重组，增强水泥产业的集中度。同时国家发改委和工信部有意通过产业指导意见，将中国目前的 6 亿吨小立窑水泥产能，从明年到 2012 年，用 3 年时间淘汰出水泥市场，此举将涉及到国内 3000 多家企业。这个安排是继国家发改委在 2007 年发布淘汰计划后，再次加大了淘汰落后产能的力度。

水泥行业的结构调整以淘汰落后产能、限制新项目投产为主，未来整个行业成长速度将放慢。虽然行业整体无明显投资机会，但由于水泥产品的较强的地域特性，西部开发、铁路建设等使得部分地区的水泥企业仍能保持较高的盈利能力和成长速度。

煤炭行业的整合以山西的煤炭产业调整最具代表性。山西煤炭产业调整目标主要有八个方面的内容：

1) 煤炭生产能力保持合理水平。到 2010 年，煤炭生产能力 9 亿吨 / 年。到 2015 年生产能力 9.6 亿吨 / 年。

2) 关闭小矿和兼并重组取得重大进展。到 2011 年，全省矿井数量减

少到 1000 处，矿井单井生产规模达到 90 万吨 / 年以上。到 2015 年，煤炭矿井数量控制在 800 处左右，单井生产规模达到 120 万吨 / 年以上。

3) 产业集中度大幅度提高。到 2011 年，形成三个亿吨级和四个 5000 万吨级的大型煤炭企业集团，大集团煤炭产量占到全省的 75% 以上。到 2015 年，大集团煤炭产量达到全省的 80% 以上。

4) 产业技术水平明显提高。到 2011 年，所有煤矿实现采掘机械化，综合采煤机械化程度达到 75%，综合掘进机械化程度达到 60%。到 2015 年，综采采煤机械化程度达到 85%，综合掘进机械化程度达到 75% 以上。

5) 生态环境保护取得成效。到 2011 年，大型煤炭企业主要污染源治理达到国家标准，煤矸石为主的固体废弃物处理率达到 70% 以上，矿井水复用率达到 80% 以上，达标排放率为 100%。到 2015 年，所有煤炭企业主要污染源治理达到国家标准，煤矸石为主的固体废弃物处理率达到 85%，矿井水复用率达到 90% 以上。

6) 资源综合利用水平进一步提高。到 2011 年，矿井采区回采率达到《煤炭工业矿井设计规范》要求，煤炭矿井资源回收率达到 50%；原煤洗选加工率达到 70%，煤层气(瓦斯)抽采量达到 70 亿立方米，利用率达到 50%。到 2015 年，煤炭矿井资源回收率达到 55%，原煤洗选加工率达到 80%，煤层气(瓦斯)抽采量达到 100 亿立方米，利用率达到 70%。

7) 自主创新能力进一步增强。到 2011 年，煤炭开采、煤机装备和煤化工关键技术研发取得进展。到 2015 年，煤炭开采、煤机装备和煤化工关键技术研发取得重大突破，煤炭液化实现规模化生产，地下气化进入工业性试验。

8) 煤矿安全保障能力明显提高。到 2011 年，煤矿安全生产状况基本好转，遏制和杜绝重特重大事故发生，煤矿百万吨死亡率下降到 0.3 人以下。到 2015 年，煤矿百万吨死亡率下降到 0.1 人以下，煤炭职工职业病得到有效防治。

从山西省的煤炭产业调整规划看，整体可总结为遏制产能扩张、提高产业集中度、提高机械化水平、加强安全管理水平等。具体到上市公司，产能扩张将主要以大股东资产注入为主，盈利水平提升取决于行业议价能力的提升、煤炭的资源禀赋提升、替代性能源的发展状况等。

从目前的政策思路看，对于电力、煤炭、有色等行业，将鼓励骨干企业跨行业兼并重组，延伸产业链，形成综合性企业集团。对于钢铁、石化、汽车、船舶等规模经济效益显著的产业，鼓励以大型骨干企业为龙头，推进跨地区兼并重组。对于新能源、电子信息、生物医药等新兴产业，重点推进大中小企业一起，在研发、生产、市场和人才培养上建立战略联盟，形成合力。对于轻纺和商贸等劳动密集型产业，鼓励优势互补的企业兼并重组，发展产业集群。

经济结构调整必然影响短期的经济增长水平。在结构调整中，行业的投资机会也具有较强的结构性。兼并重组中被兼并企业有望获得一定的高溢价。在钢铁、水泥、建材等产能过剩行业，中小型有特色企业不失为较好的投资关注标的；对煤炭、有色、石化等资源性行业，资源性比加工型更容易受到投资者青睐；汽车、船舶等规模效益性行业，可关注发动机制造等技术水平较高的核心制造类公司；新能源、电子信息、和生物医药等新兴行业一方面要关注企业的技术水平，另一方面也要关注新技术的市场

推广程度，新兴产业一方面具有较高的成长性同时也面临较大的市场风险。

2010 年政府投资边际效应递减

08 年四季度至今，投资和高信贷是拉动经济增长的主要力量。投资对经济增长的贡献率接近 50%。自 09 年 3 月份开始，伴随着美国、欧盟等经济的触底回升，我国的进出口状况开始好转，虽然同比仍然是负值，但跌幅在环比上一直保持快速回升。消费的增长较为稳定，在汽车购置税减半、家电汽车下乡等系列促消费政策的刺激下，消费一直保持较为稳定的增长。

国家发改委在 8 月 7 日称，2009 年底前应该到位的 5915 亿的中央新增投资已经下达了 3800 亿人民币。这一数字没有包括灾后重建支出。如果包括了灾后重建支出，就可以较为肯定地说，截至今年 8 月初中央新增投资计划已下达了 2/3 以上。换言之，政府投资支出的下发前快后慢。4 万亿投资计划里由中央政府新增预算支出所承担的总共只有 1.18 万亿，其中 2009 年底前总共支出 5920 亿(约为 GDP 的 1.8%)。如果将中央和地方政府的新增投资，以及其他一些政府新增支出和税收减免加在一起，我们估计 2009 年全部政府经济刺激规模超过了 GDP 的 6%。

除非经济刺激支出的数额每年都翻一倍，否则经济刺激的效果将不可避免地减弱。这是因为只有支出的增量部分才会拉动经济增长。本轮周期中，经济刺激的效果在 2009 年 2 季度时最大。我们认为，即使 2010 年经济刺激支出有一定的增加，其效果还是会从 2010 年 2 季度开始明显减弱。我们预计 2010 年政府经济刺激的效果(也即与今年相比支出的增量部分)将不到 2009 年的一半，减少的主要部分是基建投资带来的设备投资部分将在 2010 年不存在。随着政府的经济刺激政策对经济增长的拉动作用在 2010 年不可避免地减弱，固定资产投资增速将会大幅回落。

我们认为以下因素将能支撑起中国 2010 年的整体经济增长：出口方面，尽管全球经济增长和中国出口增长只会出现温和复苏，但我们预计净出口对经济增长的拉动将比今年高大约 3 个百分点。房地产行业复苏对经济增长至关重要，2010 年二季度或者稍早一些，随着房地产行业的整顿结束，地产行业发展将对经济增长发挥作用。

同发达国家相比，我国储蓄率较高，消费升级具有较大空间。消费增长根本在于收入水平提升，收入水平提升一方面来自实际收入增长，另一方面来自于支出下降或者预期支出水平下降，生活成本降低取决于医疗、教育等居民消费最大支出项的改革推进速度。短期看，医改和教育改革对消费影响有限。家电下乡、汽车下乡等政策短期对消费增长仍有一定的刺激作用，但刺激效果会逐渐减弱。

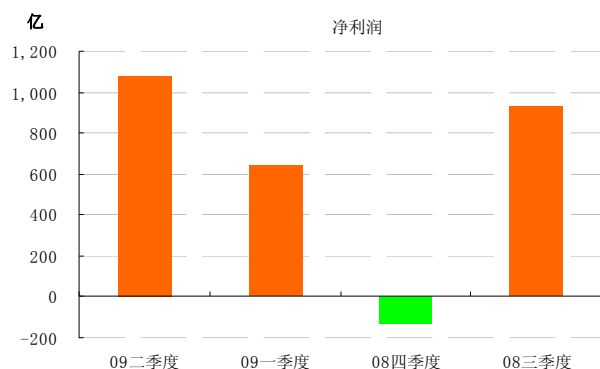
出于对 2010 年投资边际效应减小的担忧，建筑、建材、部分设备制造等公司的业绩同比将出现下降，投资吸引力也降低。而医药医疗、文化教育产业等随着政府政策的强力推进，有望获得较快的发展，相对吸引力有所提升。

09 上半年上市公司利润结构分析

本次分析数据范围为 08 年中期、08 三季度、08 年报、09 年一季度、09 中报五个财务季度。所有上市公司分为金融类、石油石化和一般上市公司三类。

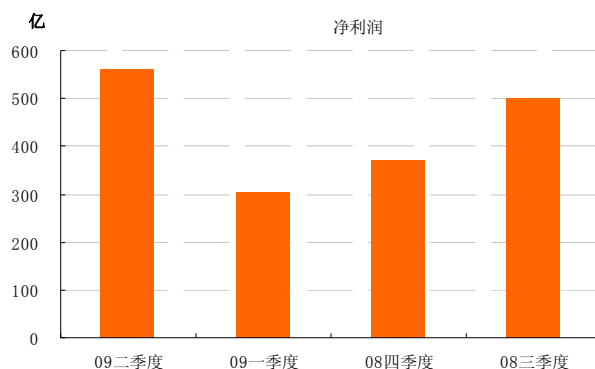
一般上市公司在 08 年三季度仍实现 927 亿的盈利，但四季度形势急剧恶化，08 年四季度出现了 130 多亿的净亏损。09 年一季度净利润反弹到 600 亿，09 年二季度盈利超 1000 亿。业绩波动性较大，09 二季度环比涨幅达 67%。金融类企业盈利虽然在四季度也出现了下滑，但仍实现了 408 亿的净收益，在宽松的货币政策下，09 年一季度业绩即出现了快速上涨，单季度盈利达 1200 亿，超过了 08 年三季度水平。09 年二季度实现盈利 1380 亿，环比上涨 14.21%。石油石化行业由于油价的特殊定价机制和垄断性地位，石油石化的盈利变动经常滞后于经济波动。09 年一季度石油石化出现行业盈利低点，当季度盈利 300 亿，09 年二季度随着油价的上涨，石油石化实现净利润 562 亿。

图表 4 一般上市公司单季度净利润



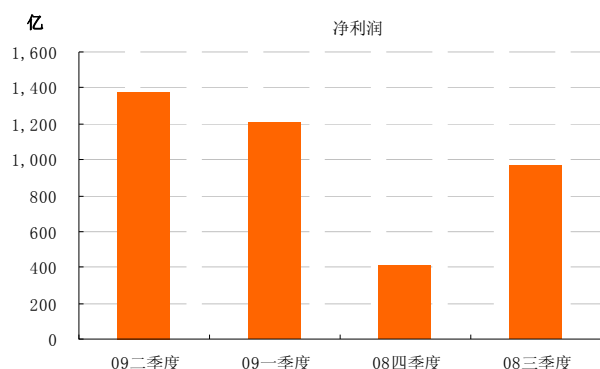
数据来源：wind 山西证券研究所

图表 6 石油石化单季度净利润



数据来源：wind 山西证券研究所

图表 5 金融类公司单季度净利润

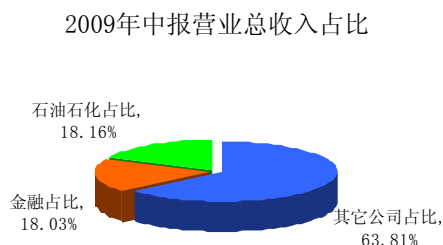


数据来源：wind 山西证券研究所

对比 09 年中报和 08 年中报的营业总收入结构，整体来说变化不大，即一般公司上升 2.5 个百分点、金融类上升 1.5 个百分点左右，石油石化下降超过 4 个百分点。但净利润构成出现了较大的变化。09 年中报金融类净利润占有上市公司净利润接近 50%，占比提高接近 5 个百分点；09 年石

油石化净利润占比提高接近 6 个百分点，一般企业的净利润占比下降超过 10 个百分点。金融和石油石化占整体上市公司盈利超三分之二，金融和石油石化的盈利变动对整体 A 股市场的盈利变动和估值水平都会产生较大的影响。

图表 7 09 年中报营业总收入占比



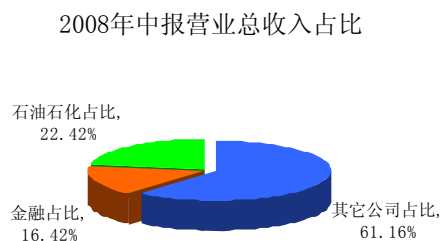
数据来源: wind 山西证券研究所

图表 8 09 年中报净利润占比



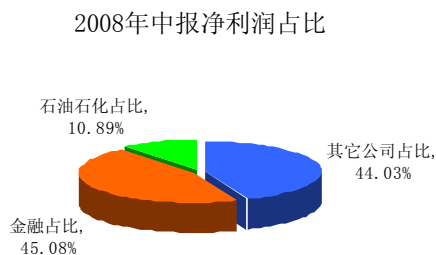
数据来源: wind 山西证券研究所

图表 9 08 年中报营业总收入占比



数据来源: wind 山西证券研究所

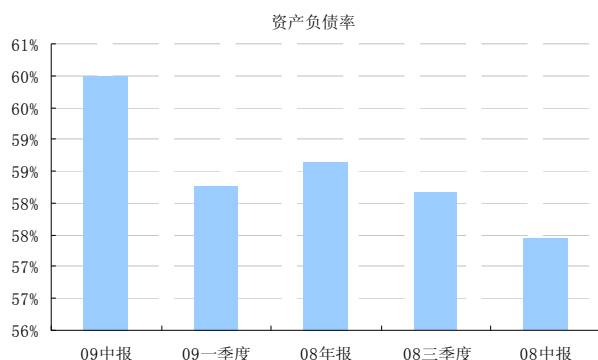
图表 10 08 年中报净利润占比



数据来源: wind 山西证券研究所

一般上市公司的资产负债率在过去的一年有所提高，对比 08 年中报和 09 年中报，资产负债率提高 2 个百分点。金融类企业的资产负债率由 93% 提高到 94%，石油石化降低 2 个百分点。若经济进入升息周期，一般企业的利息支出将增加，影响公司盈利。一般上市公司存货在 08 年三季度库存增加 1600 亿，四季度存货环比下降 700 亿，09 年一季度存货环比持平，09 年二季度存货又上升 580 亿。当前企业整体存货依然处于较高水平，高于 08 年中报公布的存货水平。

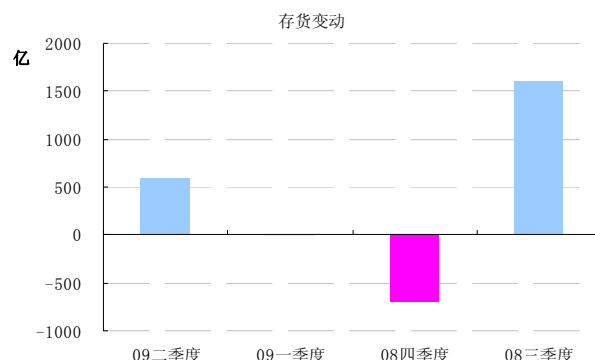
图表 11 一般上市公司资产负债率变动



数据来源: wind 山西证券研究所

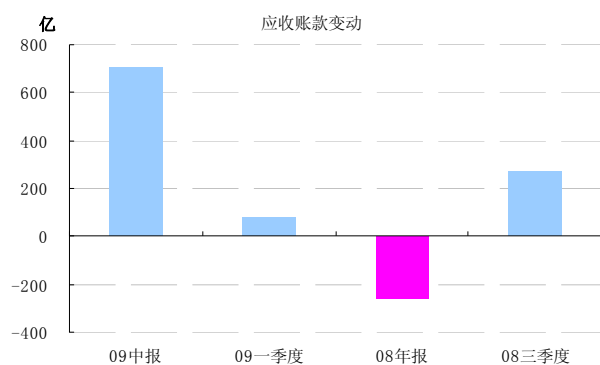
请务必阅读正文之后的特别声明部分

图表 12 一般上市公司库存变动



数据来源: wind 山西证券研究所

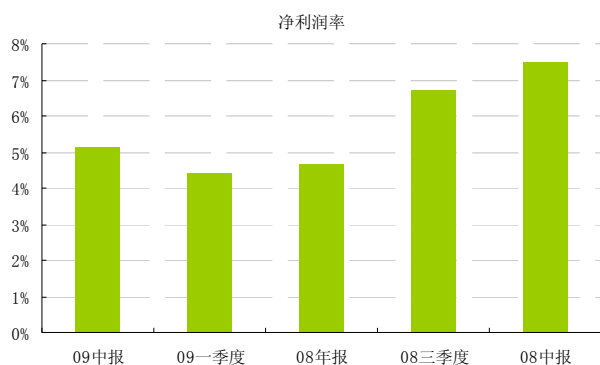
图表 13 一般上市公司应收账款变动



数据来源: wind 山西证券研究所

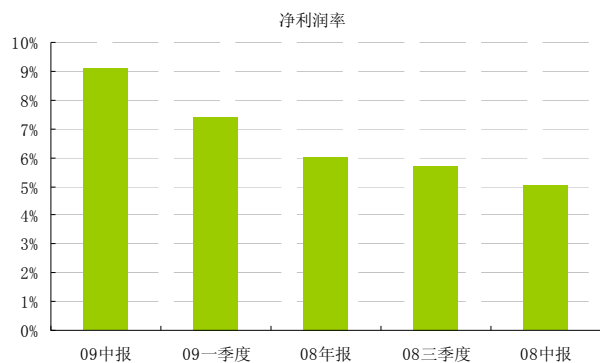
一般上市公司公司的净利率水平在过去的一年下滑较多, 从 08 年中报的 7.47% 下降到阶段性最低的 09 年一季度的 4.44%, 09 年中报毛利率水平有所提高, 环比提高 0.73% 达到 5.17%。金融类企业的净利率则相对平稳, 一直维持在 25% 左右的水平, 09 年中报盈利水平和 08 年中报基本持平。受益于油价上调石油石化净利率一直稳步提高, 08 年中报至 09 年中报净利率提高 4 个百分点达到 9%。

图表 14 一般上市公司净利率变动



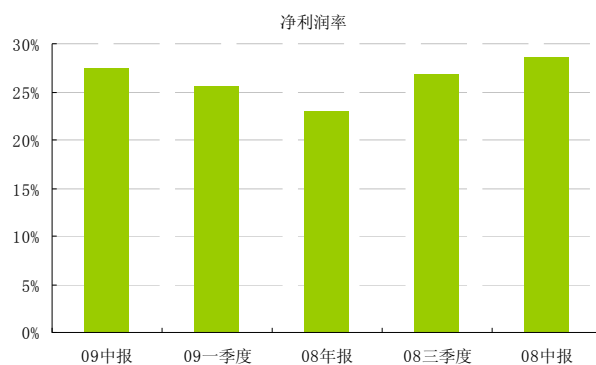
数据来源: wind 山西证券研究所

图表 16 石油石化净利率变动



数据来源: wind 山西证券研究所

图表 15 金融类公司净利率变动



数据来源: wind 山西证券研究所

总体来说，金融类公司和石油石化盈利波动幅度较小，均受益于产品的特殊定价机制和企业的行业垄断地位。中石油、中石化由于资产负债率降低所以在未来的升息周期中具有相对投资优势。一般企业的存货水平仍处于较高水平，在当前脆弱的经济复苏态势下，解决高库存成为制造类企业的主要难题。一般企业的应收账款 09 年 2 季度增长较快，可能成为未来的业绩杀手。上市公司的营业总收入构成和净利润构成与实体经济构成差异较大，金融石油石化的盈利变动对整体 A 股市场盈利变动影响较大。

四季度策略要点

市场在 8 月初创出阶段性高点，此后进入持续调整中。7 月份上涨主要表现为一种趋势性上涨：既有的赚钱效应激发了投资者的入市热情。8 月份以后，由于钢铁企业短期内产能释放太快，库存积压，钢材价格同期出现了较大幅度的回调。房地产行业在政策的连续调整下，成交量有所下降。央行票据发行利率的连续上调，对央行货币政策转向的担忧有所加重。市场 8 月份的回调，有政策调整的影响，也有行业基本面变动的影响，同时市场经过了 9 个月的连续上涨，自身也有调整的需求。

1664 至 3478 的上涨既反映了经济复苏、企业盈利触底回升，也反映了同期流动性的极度宽裕，同时也是去年大幅下跌的一个较大的修正。信贷的大量投放催生了一定的流动性泡沫，市场估值从底部的 15 倍左右上升到 30 倍。结合当前的经济形势，30 倍市盈率明显偏高。短期看，希望整个市场通过企业经营业绩的改善来降低估值水平是不现实的。市场对基本面的反应过度最终也只能通过价值回归来修正。

四季度市场的涨跌取决于 2010 年一季度经济的增长情况、政策变动和同期的流动性水平。2010 年经济增长实现增长无碍，因为政府可以动用的至少还有 2 万亿的资金规模。但是经济复苏弹性最大的阶段已过，未来继续实现高增长、企业盈利恢复正常水平是个较为漫长的过程。贸易摩擦、经济结构调整、增长模式转变等问题将考验管理层的执政智慧。短期内经济增长对市场影响中性。四季度最大的政策担忧是央行的货币政策调整。9 月初左右央行曾连续提高票据发行利率，这一度被认为货币政策调整的前兆。国庆前出于维稳的要求，央行停止了票据利率的调整。十一之后在澳洲央行加息的示范效应下，央行继续调整货币政策的几率很大。用 M2-GDP 计算的货币宽松条件显示我国上半年货币政策宽松程度居全球前列，所以未来的退出过程中，央行的动作也会幅度较大。削减过剩产能，加快企业兼并重组，尽快推进医疗改革，继续加大对先进制造业的支持等政策也是可以预见的。流动性水平维持逐月萎缩，但我们预计未来波动幅度不会太大。上半年信贷是释放流动性的主要途径，信贷波动幅度太大不利于实体经济的项目推进，所以未来信贷投放依然会保持一定规模。上半年信贷资金绕道入市的规模较大，随着银监会管理制度的完善、审计署等部门的审查力度加大，8-9 月调整期间资金有流出现象。未来信贷资金违规入市成本提高，难度加大，所以来自信贷资金收缩对股市影响偏负面。

通过如上分析，我们判断四季度市场整体难有出色表现。根据模型测算，估计上证指数四季度波动区间为【2350，3250】。策略配置上以消费类、

增长确定类、高端制造类公司为主。看淡强周期行业和概念类炒作。

- 1、消费类：商业贸易、汽车、传媒、互联网服务等；
- 2、增长确定类：大宗原料药、化学制剂、中药、电信设备、电信服务等；
- 3、高端制造类：包装机械、建筑机械、输变电设备、LED 制造类、特种玻璃制造等

四季度行业配置建议

行业	评级	说明
金融服务	谨慎看好	相对看好银行股，下半年净息差的提升有利于业绩提升
化工	谨慎看好	相对看好中石油以及基础化工原料
公用事业	中性	密切关注电价调整
房地产	中性	密切关注政策走向，短期看平地产股
交通运输	中性	可适当关注海运类公司
机械设备	中性	相对看好工程机械类、专用包装机械类
黑色金属	看淡	低配钢铁类公司
医药生物	看好	大宗原料药、中药、生物制药适当高配
建筑建材	中性	低配水泥，玻璃标配
信息服务	看好	通信运营、网络服务适当高配
采掘	中性	低配煤炭，关注煤炭整合进度
食品饮料	谨慎看好	白酒、肉制品、乳品适当高配
商业贸易	谨慎看好	相对看好百货类公司
有色金属	看淡	长线看好资源品，短期看估值较高
交运设备	谨慎看好	适当高配新能源汽车、小排量车
农林牧渔	中性	
家用电器	中性	
信息设备	谨慎看好	
纺织服装	中性	
综合	中性	
电子元器件	中性	适当高配 LED 制造类公司
轻工制造	中性	
餐饮旅游	中性	

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。