

2009 年 10 月 14 日

2009 年 4 季度投资策略报告

——复苏路上的成长组合

基本结论

- **经济处于政策刺激期到复苏期的过渡阶段。**国内率先进入这一阶段，海外经济随着经济的转暖，也开始讨论政策的退出策略。值得关注的是，后续量化宽松的退出将影响到流动性供给，其冲击将不同于利率手段的退出。同时，更重要的是观察主要经济体的政策动作，如果在经济出现较为明显复苏时出现政策的收缩，对市场影响会较为有限；如果在通胀等压力下作出被动调整，此时的复苏力度仍然较弱，对资产价格将有抑制作用。
- **流动性演变与估值约束。**目前海外市场流动性仍处于极度宽松状态、风险厌恶程度较低；与之相比较，国内市场流动性紧缩的更早、利率环境也不如海外宽松、风险厌恶程度较高。并且国内对流动性的变化更为敏感。在目前国内流动性最宽松时期已经过去的背景下，通过货币因素进行市场估值扩张的空间会受到制约。
- **股票供给将对冲储蓄转移。**目前影响 A 股市场直接流动性的是融资的资金需求与储蓄转移的资金供给。未来一段时间融资需求规模不小，但通过我们的分析认为其压力市场仍可以承受。同时，对储蓄分流，我们认为其规模还难与 07 年时相比，无法构成单独推动市场的一极。新股不断发行的长期影响在于，市场深度的不断增加，使得居民储蓄相对于流通市值的撬动作用在降低，A 股的估值水平将呈现出较历史会有系统性下降的变化。
- **4 季度 A 股展望：周期定位下的成长性投资。**目前经济正处于“换档期”初期，政策刺激力度逐步减弱，经济自身动力在逐步增强。但此时，经济自身的复苏还无法弥补政策效应的衰退，因此是一个过渡阶段。市场处于“换档期”中期，前期过高的预期导致宏观投资的效果衰减，流动性洪峰过后市场估值变化将趋于平稳。在曲折复苏期成长性投资正当其时。
- **投资策略：关注国金成长组合。**继续建议关注我们从 9 月初以来推荐的成长组合的机会。在经济短期驱动力不明显，市场处于均衡格局时这种自下而上的成长策略更为有效。今年上半年是很明显的周期性行业获取超额收益的机会，而目前在经济进入转换阶段，是成长性行业获取阶段性超额收益的时机。我们自下而上的进行了遴选，构建了成长组合和低碳经济组合。

宏观策略研究小组

徐炜

(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

陈东

(8621)61038296
chendong@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
泰滨江大厦 15A 层 (200011)

内容目录

周期：从政策刺激到曲折复苏的过渡	4
流动性演变与估值约束	7
投资策略：复苏路上的成长组合	18

图表目录

图表 1：对经济所处周期的定位	4
图表 2：经济的驱动因素正在换档	4
图表 3：OECD 先行指标继续转好	5
图表 4：全球综合 PMI 再创 2007 年 12 月以来新高	5
图表 5：8 月美国工业产值同比持续回升	5
图表 6：欧元区工业产值同比持续回升	5
图表 7：在澳洲加息后澳洲股市和澳币大幅上涨	6
图表 8：Libor 美元利率不断走低	7
图表 9：Libor 日元利率不断走低	7
图表 10：TED 利差	7
图表 11：Libor-OIS 利差	7
图表 12：澳大利亚短期利率上升	8
图表 13：澳大利亚中长期利率仍维持稳定	8
图表 14：美国短期利率持续走低	8
图表 15：美国中长期利率稳定	8
图表 16：利差与基准利率的关系-美国	9
图表 17：利差与资产价格的关系-美国	9
图表 18：利差与资产价格的关系-澳大利亚	9
图表 19：中国的 Shibor 利率从 7 月后开始走高	10
图表 20：中国国债收益率短端相对较高	10
图表 21：银行间回购利率	10
图表 22：香港的资金面似乎要比国内更为宽裕一些	10
图表 23：国内 10Y-2Y 的走势情况	11
图表 24：美国市场风险厌恶持续下降	11
图表 25：国内市场风险厌恶近期以来持续上升	11
图表 26：2009 年 4 季度 A 股市场融资需求测试	12
图表 27：融资压力（月融资额相对于市场成交）处于中性水平	12
图表 28：限售股解禁在 10 月份迎来一个高峰	13
图表 29：10 月份限售股主要由股改限售股和首发限售股构成	13
图表 30：10 月份股改限售股中绝大部分都是大非	14
图表 31：大小非限售股解禁行为较为稳定	14

图表 32: 今年上半年股票基金仓位提升贡献较大	15
图表 33: 保险公司的仓位提升落后于基金	15
图表 34: 股票型基金的筹资规模	15
图表 35: 股票型基金的平均发行份额	15
图表 36: 本轮居民直接入市更多的是跟随市场	15
图表 37: 本轮居民借道基金入市的意愿明显较弱	15
图表 38: 07 年曾掀起一波居民投资股票的热潮	16
图表 39: 07 年时居民的收入预期是最高的	16
图表 40: 流通市值已回升到较高水平, 居民储蓄的推动力减弱	16
图表 41: PB 对应的 ROE 与 COE 的敏感性分析 (G=7%)	17
图表 42: 货币供给与美国股市估值	17
图表 43: 利率与美国股市估值	17
图表 44: 央票利率在上行后维持稳定	17
图表 45: 央票利率是法定利率的先行指标	17
图表 46: 估值提升与盈利增长并不同步	18
图表 47: 市场目前对沪深 300 盈利增长的预测	18
图表 48: 估值的敏感性分析	19
图表 49: 历史上成长型企业的行业分布	20
图表 50: 2009 年, 周期与成长的转换	20
图表 51: 06-07 年时期, 周期与成长的转换	21
图表 52: 08-09 年时期, 周期与成长的转换	21
图表 53: 周期 vs 成长的 PE 估值	22
图表 54: 不同因素驱动下的成长型组合	22
图表 55: 低碳经济组合	22

周期：从政策刺激到曲折复苏的过渡

目前正处于刺激期向复苏期过渡阶段

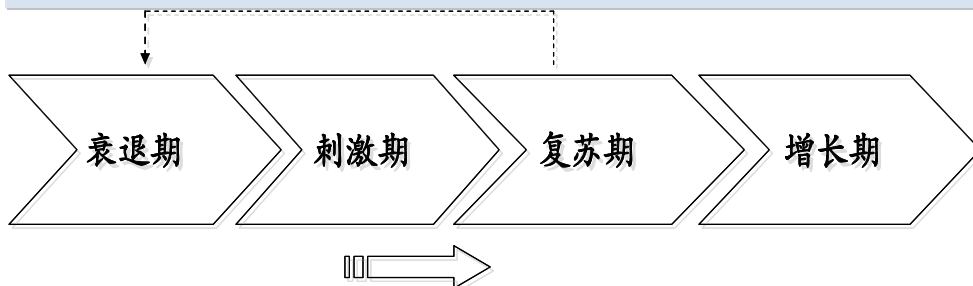
回顾今年以来经济运行的格局，以及 A 股市场的表现，可以发现 A 股市场很好的反应了短期经济周期的变化。去年 4 季度是经济的低点；今年上半年在积极政策刺激下出现了短期经济周期的触底反弹；而目前我们正处于刺激期向复苏期过渡阶段。

出现这种转变可以观察的信号有，政策：开始从单纯的刺激经济增长到兼顾结构调整；经济增长动力：开始在政府动力与民间动力间“换档”；流动性：货币政策刺激力度减弱，M1、M2 形成高点后逐步回落。

而进入到复苏期，主要观察的是美国的私人消费和中国的私人投资，目前看新的引擎在缓慢改善中，但尚不足以替代政策刺激的效应，在这一阶段会存在一定的反复性。

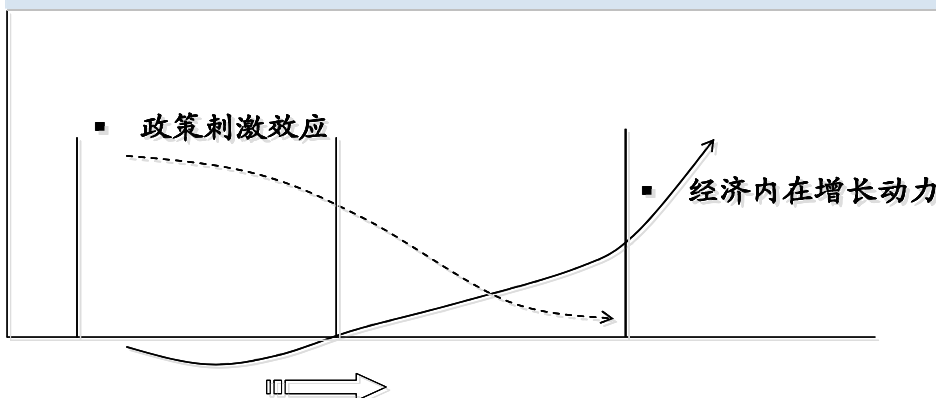
对 A 股市场而言，在经济周期这种转变下，将出现以下特征：估值泡沫随流动性变化被约束，更多的依赖于企业盈利增长来获得收益，自上而下的行业轮动让位于寻找成长性确定的自下而上的投资思路。

图表1：对经济所处周期的定位



来源：国金证券研究所

图表2：经济的驱动因素正在换档



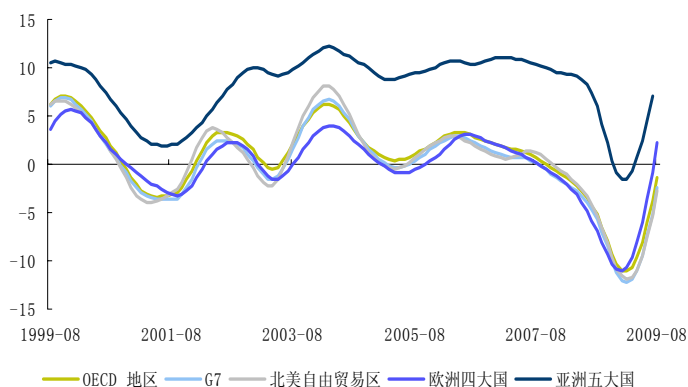
来源：国金证券研究所

全球经济也开始步入复苏期 开始讨论退出策略

全球经济也开始先后走出衰退，步入复苏阶段。无论是已领先走强的先行指标，还是工业生产等同步指标，都显示主要经济体的经济形势在不断好转中。随着经济回暖的信号持续增强，国际机构也纷纷上调经济预测，如 IMF 预测，全球经济今年将收缩 1.1%。2010 年的年度增长率将反弹至 3.1%。IMF 在今年 7 月曾预测，全球经济 2009 年将收缩 1.4%，2010 年将增长 2.5%。

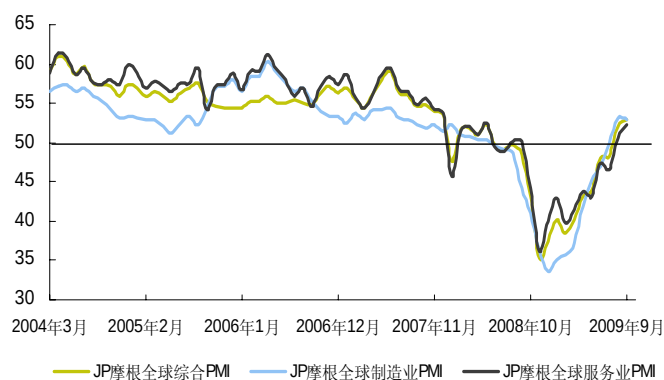
在经济恢复的过程中，对“退出策略”的讨论也开始升温，IMF 已开始建议各国展开合作，以为分阶段实施退出策略做好准备。

图表3: OECD 先行指标继续转好

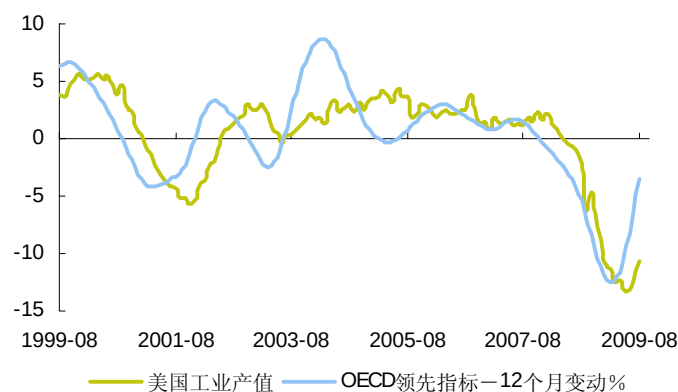


来源: 国金证券研究所

图表4: 全球综合 PMI 再创 2007 年 12 月以来新高

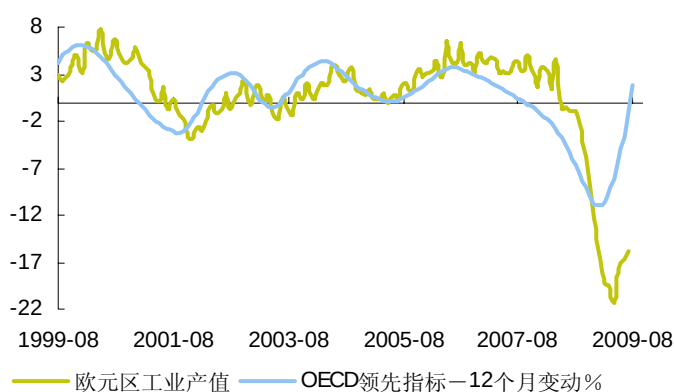


图表5: 8 月美国工业产值同比持续回升



来源: 国金证券研究所

图表6: 欧元区工业产值同比持续回升



澳大利亚执行退出策略的窗口观察

澳大利亚成为发达经济体中最先紧缩的国家,其实施的基础在于:澳大利亚经济情况较好;国内房地产价格上升的压力较大。澳大利亚执行初步的退出策略所引起的市场反应可以作为观察的一个窗口。

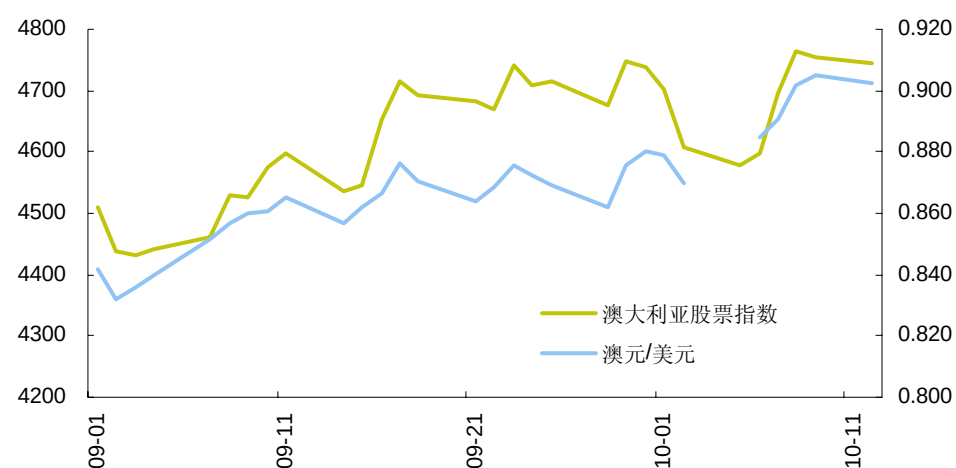
澳大利亚紧缩动作的结果是全球资产价格普遍上涨、美元贬值,投资者认为其中传递出全球经济真实复苏的信号。并且,投资者发现不一致的货币政策退出策略将带来不错的交易机会,美国将在较长时期维持低利率从而引发利差交易,在外汇市场尤其如此。

同时,澳洲为抑制资产价格上涨的加息举措很可能会起不到相应的效果,因为在开放经济体中,国际资本的流动会使得本国由于加息而带来更多外资流入,反而推高流动性供给,因此退出策略的全球协调也非常重要。

澳大利亚的加息举措也拉开了各国陆续退出前期宽松政策的序幕,一些新兴市场可能会更早,主要发达经济体紧缩的时间会稍晚一些,但市场已开始对此已有所预期。我们认为后续量化宽松的退出将影响到市场的流动性供给,其冲击将不同于利率手段的退出。

同时,更重要的是观察主要经济体的政策动作,如果在经济出现较为明显复苏时,出现政策的收缩,那么对市场影响会较为有限;如果在通胀等压力下作出政策调整,而此时的复苏力度仍然较弱,那么对资产价格会有抑制作用。

图表7：在澳洲加息后澳洲股市和澳币大幅上涨



来源：国金证券研究所

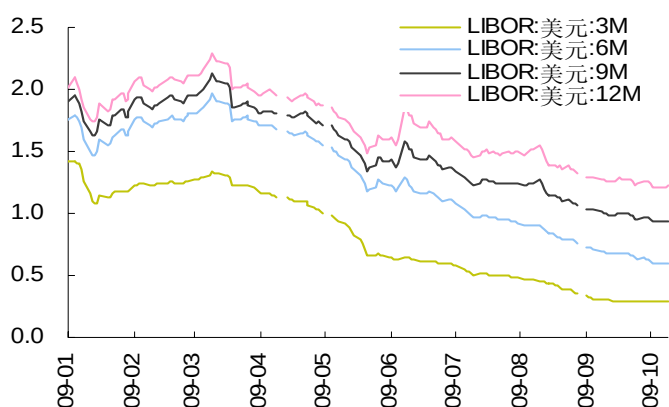
流动性演变与估值约束

全球流动性依然处于宽松状态

流动性本身很难明确的加以衡量，因此更为合理的方式是通过价格信号加以观察。今年以来主要经济体持续实施宽松的货币政策，甚至采取了“定量宽松”的措施，向市场注入了大量的流动性，所带来的效果则是金融市场间的流动性十分充裕，市场利率水平不断走低。

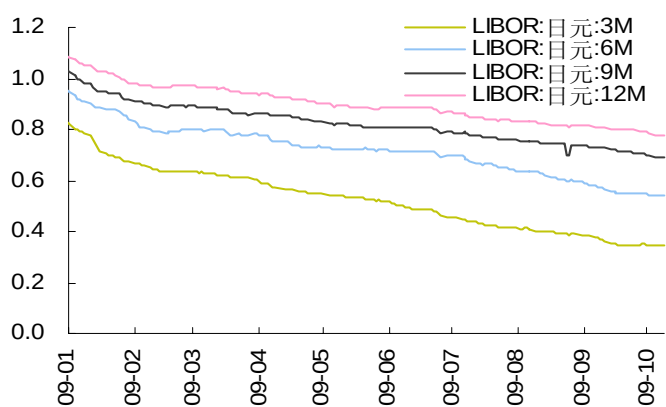
观察主要的利差信号，更多反应的是投资者的风险偏好，如 TED 利差和 Libor-OIS 利差，都呈现出不断走低的态势，也表明市场的风险偏好在不断改善，从另一个角度也说明海外市场的资金相当充裕。

图表8: Libor 美元利率不断走低

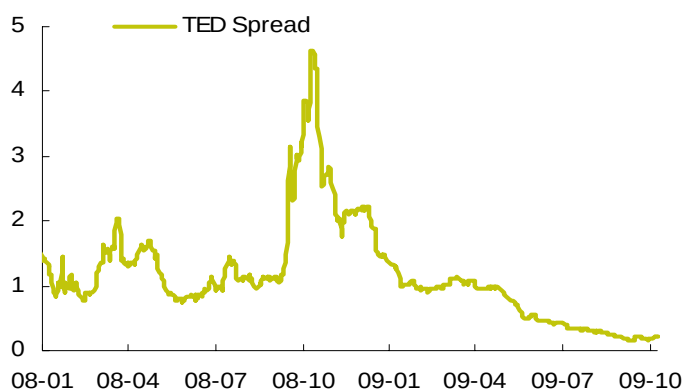


来源: 国金证券研究所

图表9: Libor 日元利率不断走低

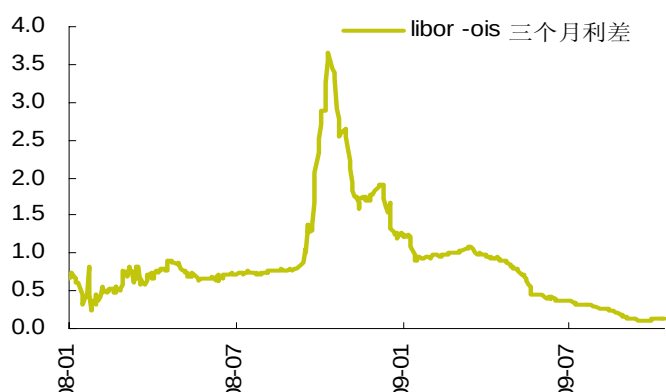


图表10: TED 利差



来源: 国金证券研究所

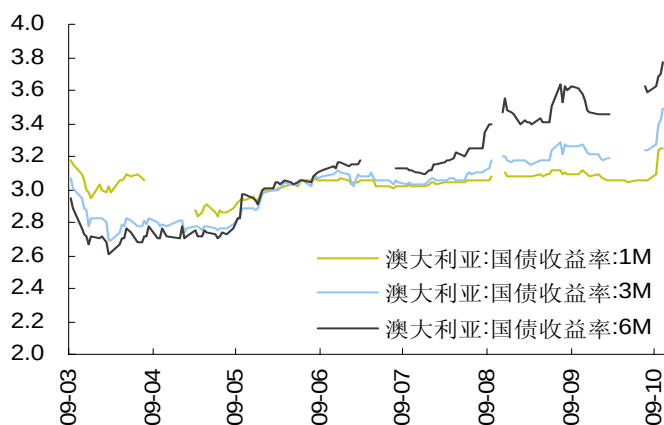
图表11: Libor-OIS 利差



我们观察国债利率的走势。从最近发生加息行为的澳大利亚的国债收益率的变化看，在加息之前，其短期收益率有所上升，而中长期收益率则维持相对稳定，这暗示市场认为澳大利亚可能会提高短期利率，但对中期利率的持续上升仍然持观望的态度，国债市场的利率走势具有一定的指示作用。

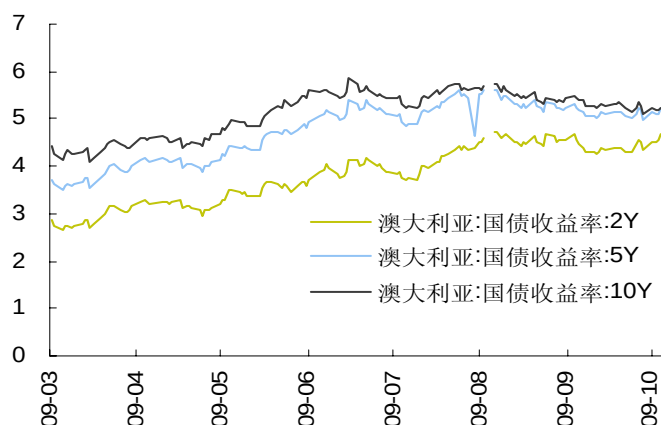
而从美国的国债利率走势看，投资者预期短期内美国仍然不会加息，短期国债利率持续走低；同时中期利率也基本较为稳定。目前投资者鉴于未来美国财政部发行国债的供给压力，更多的偏好短期国债，而回避长期国债，但即使这样，美国长期国债利率也基本维持稳定。也从一个侧面显示目前市场流动性仍然处于宽松状态。

图表12：澳大利亚短期利率上升

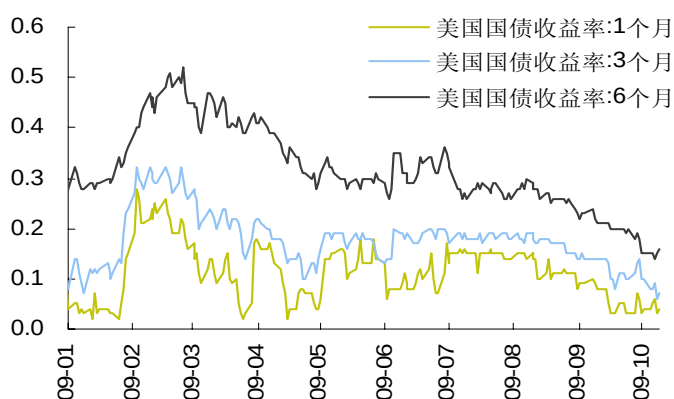


来源：国金证券研究所

图表13：澳大利亚中长期利率仍维持稳定

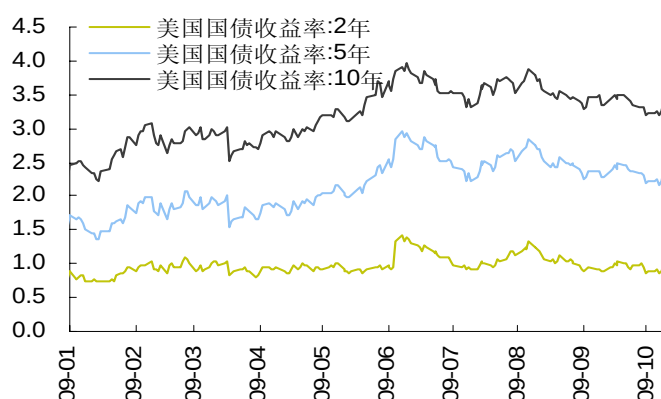


图表14：美国短期利率持续走低



来源：国金证券研究所

图表15：美国中长期利率稳定



利差与资产价格表现

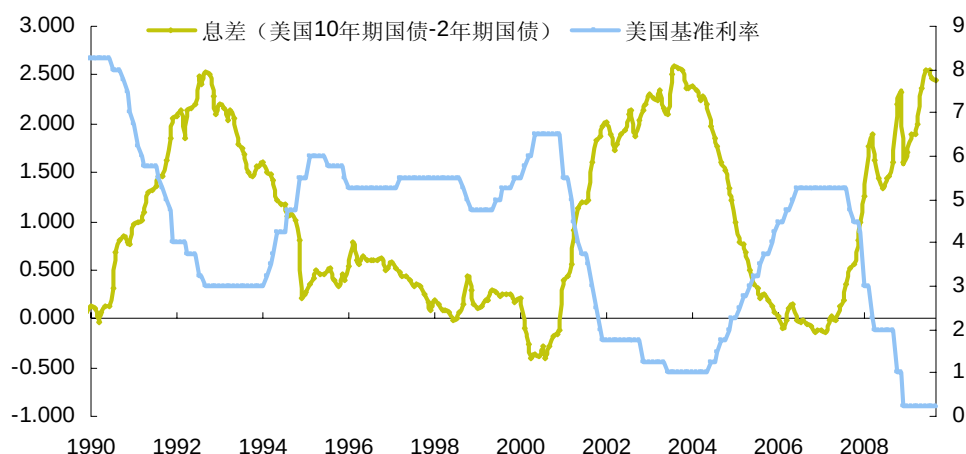
利率曲线长期以来在债券市场中都是作为一个重要的指引工具被加以广泛运用，利率曲线变化隐含着市场风险偏好的变化。市场上普遍采用的是用 2 年期和 10 年期的国债收益率，通常称为“10-2 利差”。

利差可以看作是市场对未来经济的预期，正向扩大则代表向好预期逐步累积；利差处于高峰表明未来向好预期最强；逆向收缩则代表向好预期衰弱；出现负缺口则意味着长期经济可能存在隐忧。

利差的峰值也意味着未来加息的动作，峰值的产生是由于长期利率和短期利率之间差值无法进一步扩大，而这可以解释为投资者预期未来加息的可能性增加，短期利率上升的速度快于长期利率，导致长短期利率之间息差增长的速度放缓并最终达到峰值。但利差并无法预测在具体何时会加息。

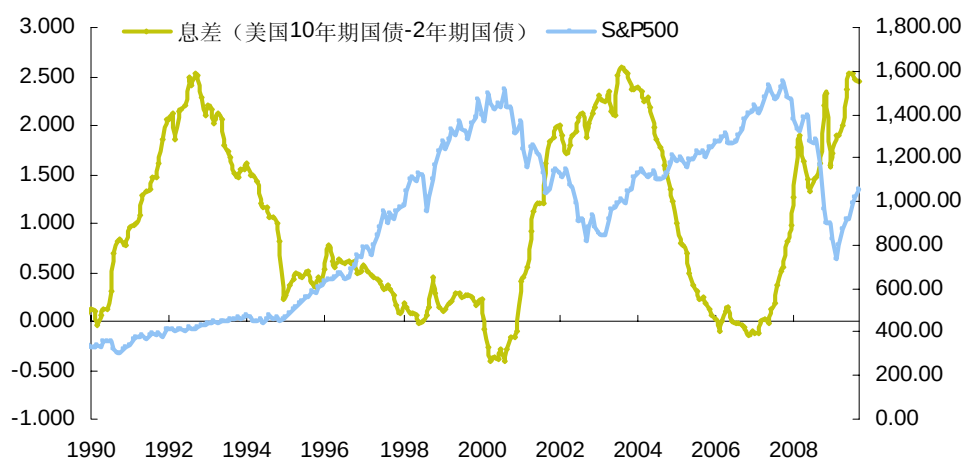
目前美国国债市场的“10-2 利差”正处于高点，表明正处于复苏的拐点；而澳大利亚的“10-2 利差”已经见高回落，表明复苏已经发生；在复苏预期兑现的过程中，资产市场仍然维持着上行的趋势。

图表16: 利差与基准利率的关系-美国



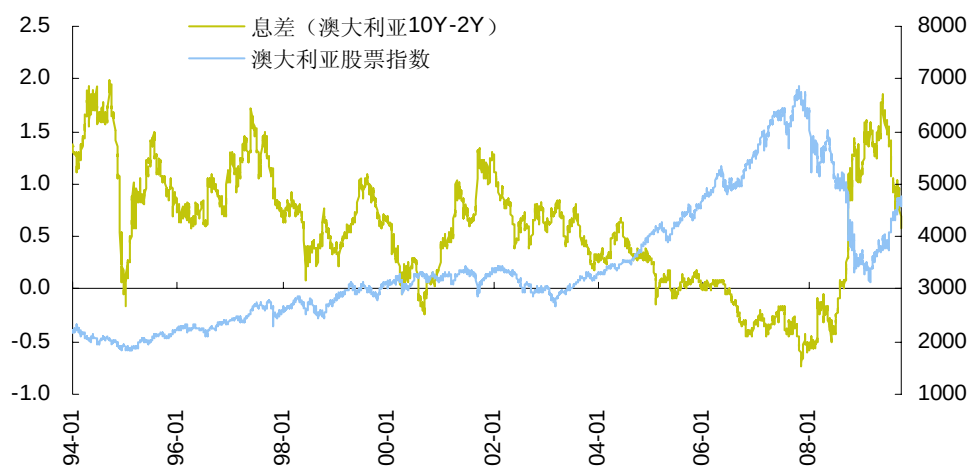
来源: 国金证券研究所

图表17: 利差与资产价格的关系-美国



来源: 国金证券研究所

图表18: 利差与资产价格的关系-澳大利亚



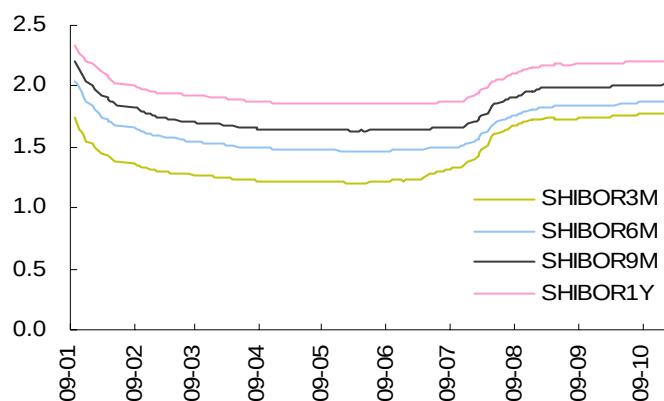
来源: 国金证券研究所

中国利率环境不及海外宽松

国内资金面自7月后就有所趋紧，体现在货币市场利率的上行，无论是 Shibor 还是银行间回购利率，都有所上行。另外从国别比较看，目前中国的 Shibor 的利率要远高于 Libor 的美元和日元利率。相比较而言，海外的利率环境较中国要更为宽松。

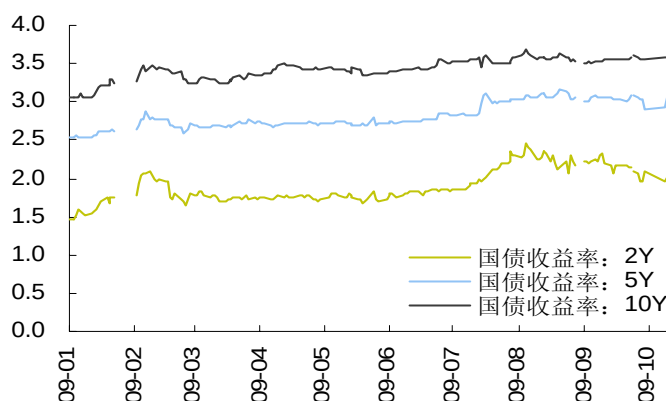
用香港的 Hibor 与中国的 Shibor 进行对比，就可以清楚看出，海外的利率环境仍然维持在最宽松的状态，而中国的利率已经有所趋紧。近期 A-H 溢价持续缩小正是这种相互利率环境对比之下的反应。

图表19：中国的 Shibor 利率从7月后开始走高

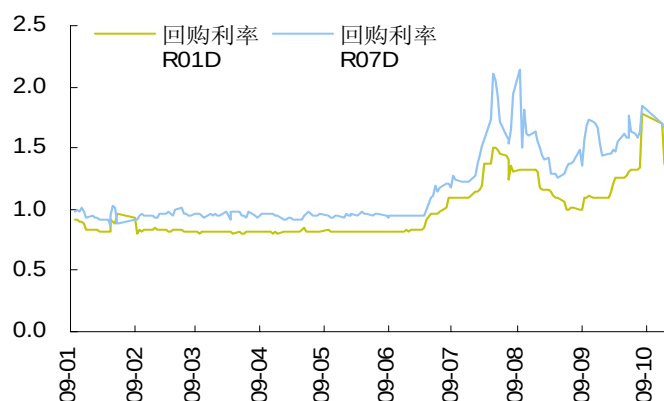


来源：国金证券研究所

图表20：中国国债收益率短端相对较高

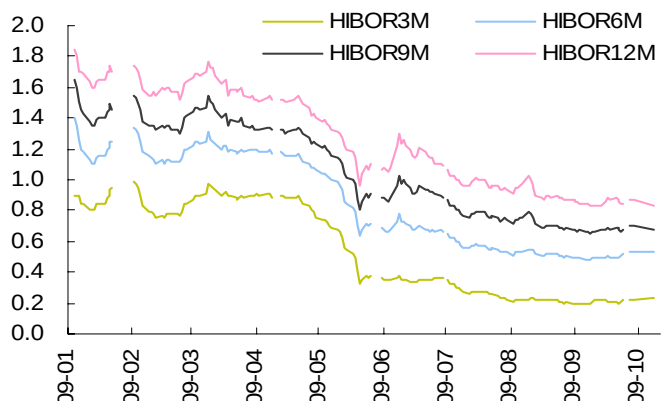


图表21：银行间回购利率



来源：国金证券研究所

图表22：香港的资金面似乎要比国内更为宽裕一些

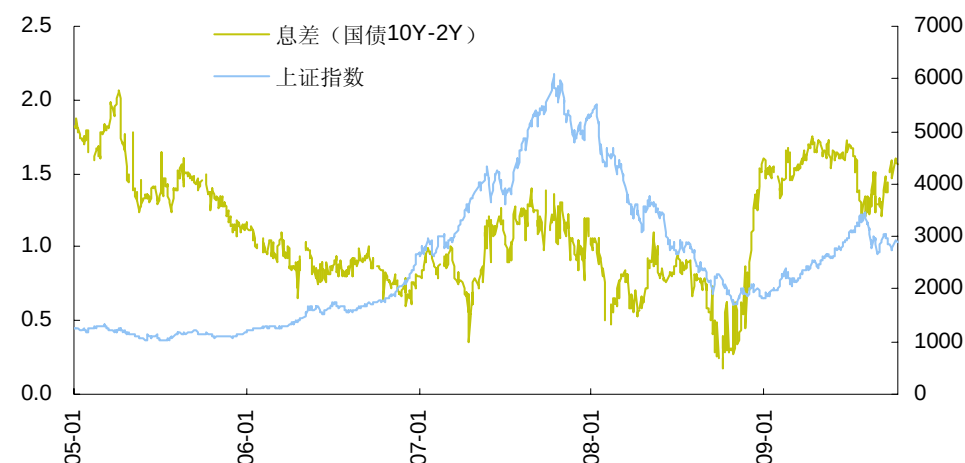


国内资产价格对利差的变化更为敏感

国内资产价格对利差的变化更加敏感。这可能反应出国内资产价格对短期利率的波动更加关注，在短期利率出现上行态势，利差开始缩小时，资产价格随即就会作出反应，因此在利差和资产价格走向上有一定的正相关性；而海外资产价格对长期利率的走向更为关注，短期利率的变化不会影响对未来一段时间基本预期的变化，因此在利差和资产价格走向上有一定的负相关性。

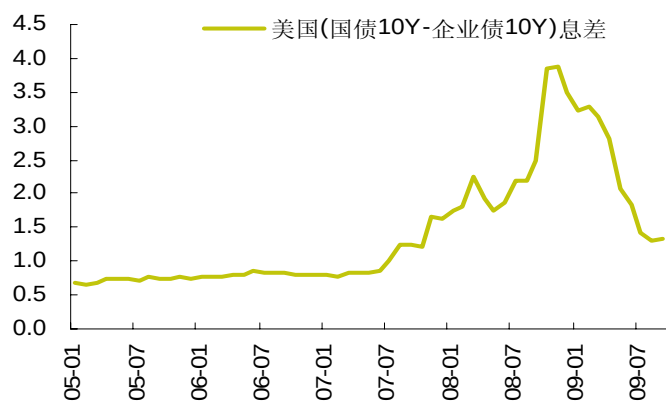
在前期利差有所缩小的背景下，A 股之后也出现了一定幅度的调整。目前短期利率有所改善，利差再度有所扩大，反应市场短期利率环境有所缓解，这对 A 股市场具有一定的支持作用。

图表23：国内 10Y-2Y 的走势情况



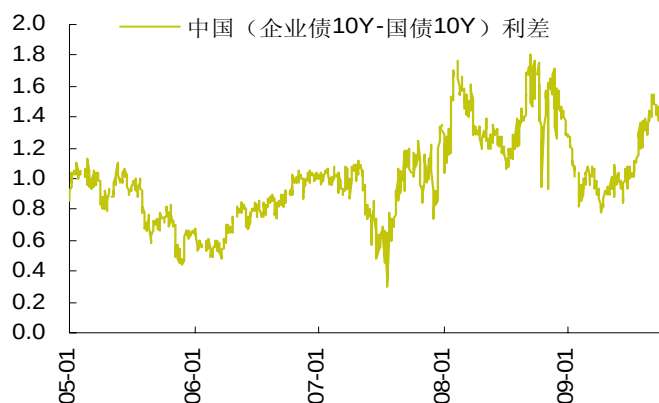
来源：国金证券研究所

图表24：美国市场风险厌恶持续下降



来源：国金证券研究所

图表25：国内市场风险厌恶近期以来持续上升



市场扩容与储蓄转移

融资规模不低，但压力处于相对中性水平

自从 2009 年 6 月恢复 IPO 以来，A 股的 IPO 规模迅速恢复。单月的融资规模已经恢复到 06-07 年牛市时期的水平。对 4 季度 A 股市场的融资压力，我们进行了简单的分析：

- ◆ 我们假设未来在 4 季度每个月推出 30 家创业板的上市公司。按照证监会前期公布的数据，目前受理的有 149 家企业，初期为形成板块效应需要集中推出。并且从目前的进度看，首批招股至今 20 天时间已推出近 30 家创业板企业，因此我们的假设有逻辑基础。证监会原先预计创业板上市公司单个融资规模在 2.25 亿，但目前的招股价明显较高，平均融资规模翻倍在 4.5 亿左右。因此创业板将每个月需要融资 135 亿。
- ◆ 假设每个月中小企业板上市 5 家，这个是 9 月份大致的上市家数。中小企业板单个公司目前融资规模在 5 亿以上，也就意味着中小企业板的融资需求每个月会有 25 亿。同时，再考虑主板每个月推出 1 家规模偏小的公司，融资规模大约为 50 亿。
- ◆ 潜在的国际板推出的压力。目前可以预见国际板将偏向于大公司，如果推出则市场的融资需求将大幅提升。但在目前主攻创业板时期，国

际板的推出预期并不是很明确，因此我们在 4 季度并未考虑国际板的压力。

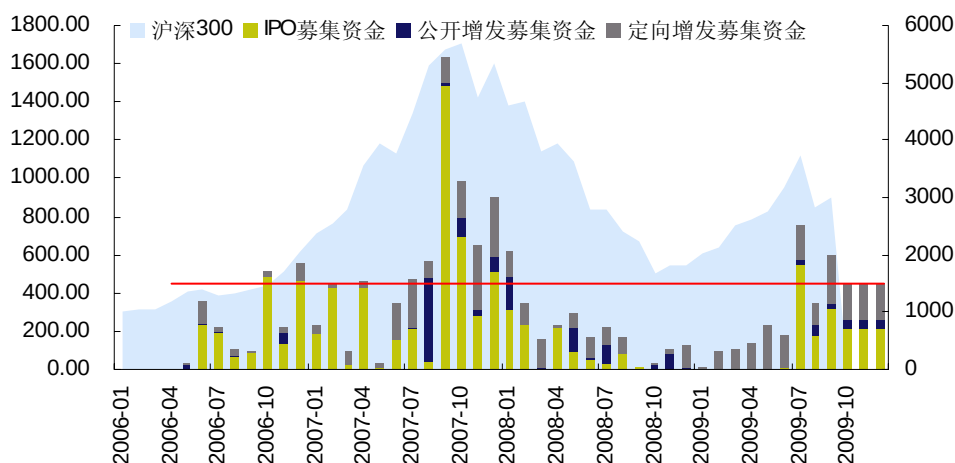
因此，IPO 的融资需求大约是每个月 210 亿左右的规模。这一水平要低于今年恢复 IPO 以来的月均融资水平。

同时，A 股市场的另一个融资压力来自于再融资的需求。大量的上市公司都披露了再融资的计划。因此，我们通过对再融资预案的分析，对 4 季度市场的再融资压力也进行了测算：

- ◆ 公开增发预案已经被证监会批准的有 5 家上市公司，合计融资规模在 168 亿左右。对应每个月资金需求 55 亿。
- ◆ 已发布定向增发预案，并在股东大会上通过的目前有 160 家上市公司（融资需求高达 2750 亿）；其中被证监会通过的有 27 家（融资需求为 540 亿）。我们这里仅考虑证监会通过的定向增发，并且已经扣除了大股东认购的部分，对应每月资金需求为 180 亿。

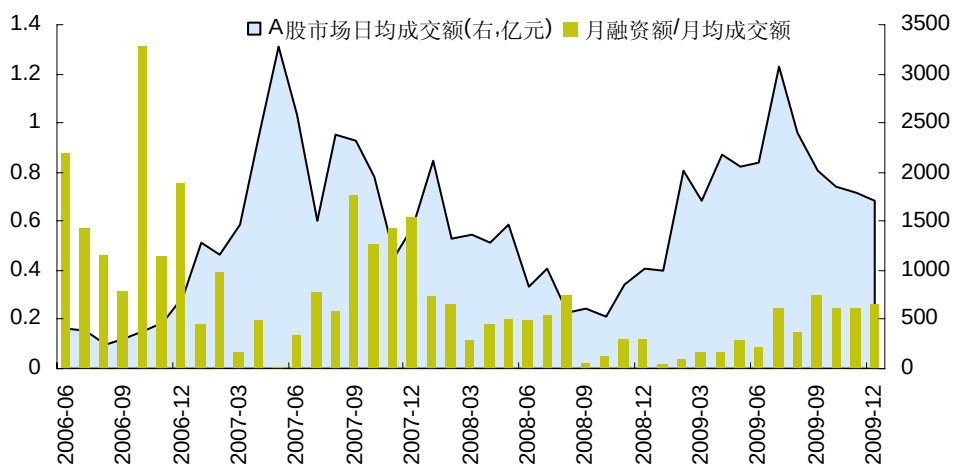
综上，根据我们对目前融资节奏的分析，4 季度月均融资规模在 450 亿左右；在历史上看，已处于相对较高的区间。但是，从融资压力指标（月融资额/月均成交额）看，目前的融资压力还没有过高，我们认为处于相对中性的水平。

图表26：2009 年 4 季度 A 股市场融资需求测试



来源：国金证券研究所、Wind

图表27：融资压力（月融资额相对于市场成交）处于中性水平



来源：国金证券研究所、Wind

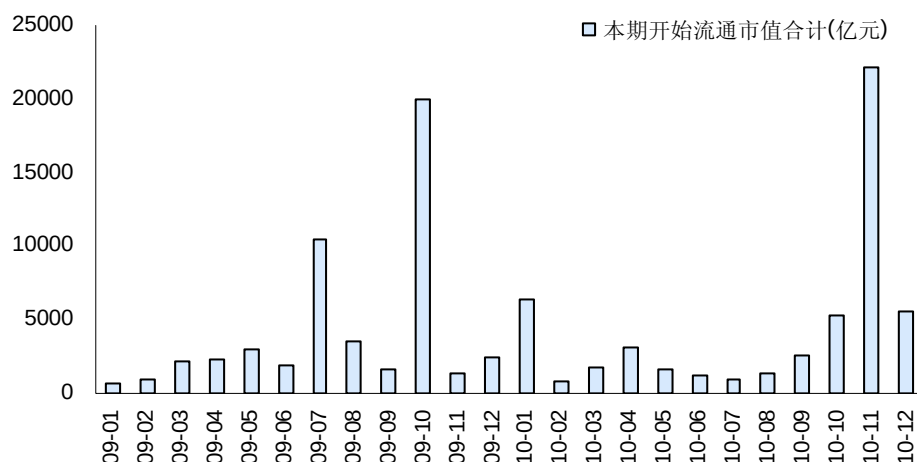
限售股解禁看似较多，但实际压力并不大

10月份限售股解禁规模呈井喷式增加，也带来了一定的心理压力。从限售股各细分的构成上进行分析，可以认为实际的减持压力并不会很大。

10月份限售股规模大幅上升的主要因素是首发原股东限售股和股改限售股的大幅增加。在首发原股东限售股中，主要是汇金和财政部持有的工行股票获得流通权，占到全月解禁量的75%，但这部分减持压力很小；在股改限售股中，主要是中国石化的大非解禁，这部分占到全月解禁量的18%，减持的压力也很小。因此10月份解禁额看似规模很大，但实际压力并不大。

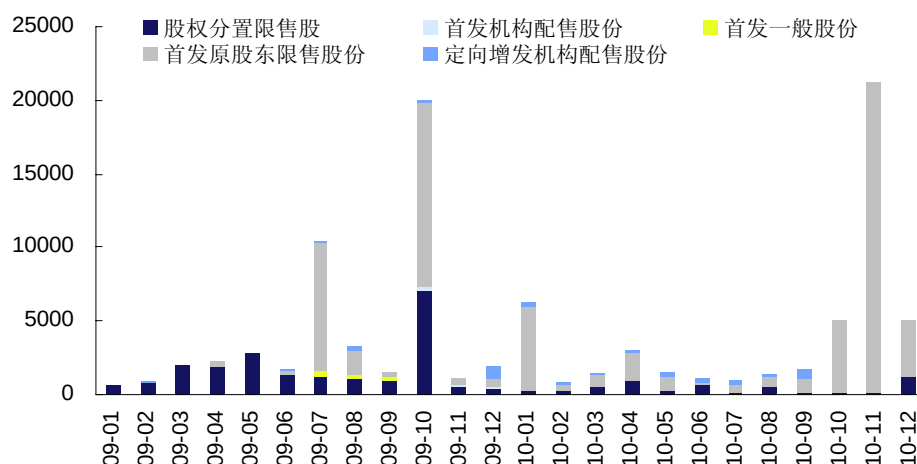
从今年以来，大小非减持的动作来看，都保持了较强的稳定性。并且在8月份股市出现调整时，大小非还都出现了惜售的情况。从累计情况看，小非减持占已解禁的比重持续维持在40%左右，体现出持股的稳定性。所以由大小非减持给市场造成的资金压力会较为有限。

图表28：限售股解禁在10月份迎来一个高峰



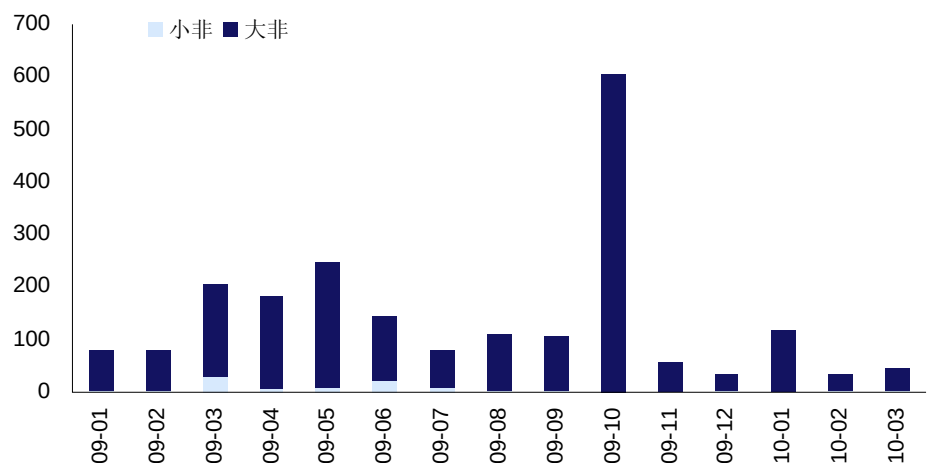
来源：国金证券研究所、Wind

图表29：10月份限售股主要由股改限售股和首发限售股构成



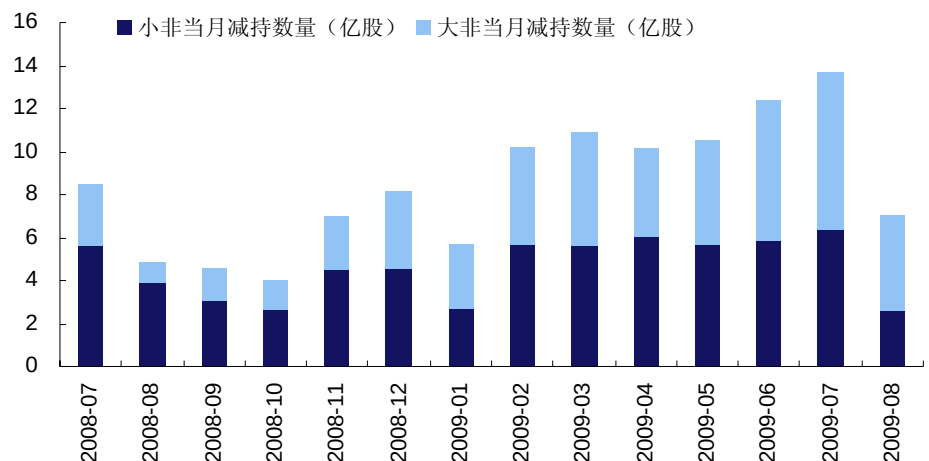
来源：国金证券研究所、Wind

图表30: 10 月份股改限售股中绝大部分都是大非



来源: 国金证券研究所、聚源

图表31: 大小非限售股解禁行为较为稳定



来源: 国金证券研究所、中登

居民储蓄分流 但力度会较为温和

从 A 股市场层面的资金供给来看, 今年以来基金仓位的主动提升对资金供给有较大的帮助, 具有领先性, 股票型基金平均仓位一度提升至 86%, 过高的仓位也导致了在后续资金供给乏力的背景下, 由基金仓位调整引发了市场短期的流动性冲击; 保险资金则相对较为稳健, 股票资产的仓位提升追随大势。

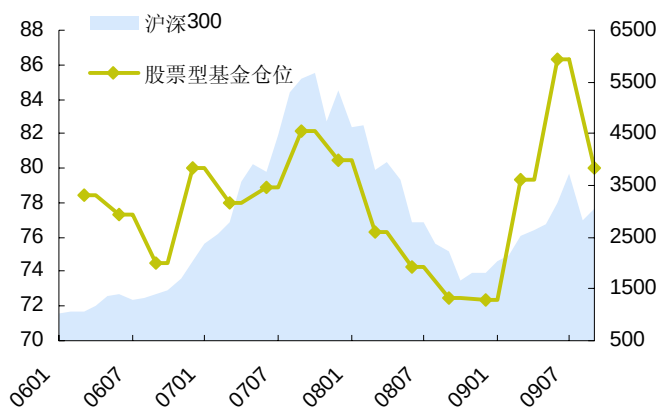
基金仓位提升较高一方面基金的策略更加主动; 另一方面也是今年以来基金的新增资金与 07 年相比存在明显差距。今年虽然新基金发行的数量不少, 但是单只基金的筹资额要明显逊于 07 年, 导致整体基金新增资金量供给乏力。这一点, 从今年的新基金开户数就可以看得更加明显, 与 07 年时期基金业井喷式发展不同, 目前那种居民储蓄借道基金渠道进入股票市场的热潮并未出现。

从新增 A 股开户数的走向也可以看出, 今年的居民资金更多的是一种跟随市场的走势; 而不是像 07 年时出现的, 由居民储蓄大量进入股票市场, 进而推动市场上涨的情形。

从央行对储户调查的历史数据看, 07 年时居民对股票和基金投资意愿曾达到非常高的地步。当时居民的收入预期也处于最好的时候, 居民储蓄的意愿降低, 投资的意愿增强; 但目前虽然居民收入预期有所好转, 但仍然处于较低水平,

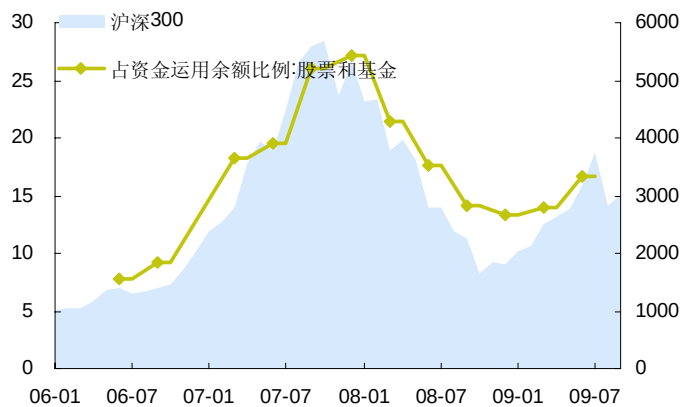
同时居民储蓄意愿还较为强烈，因此要出现像 07 年时由居民储蓄转移形成一轮资金供给进而推动市场，这种动力目前尚不充足

图表32：今年上半年股票基金仓位提升贡献较大

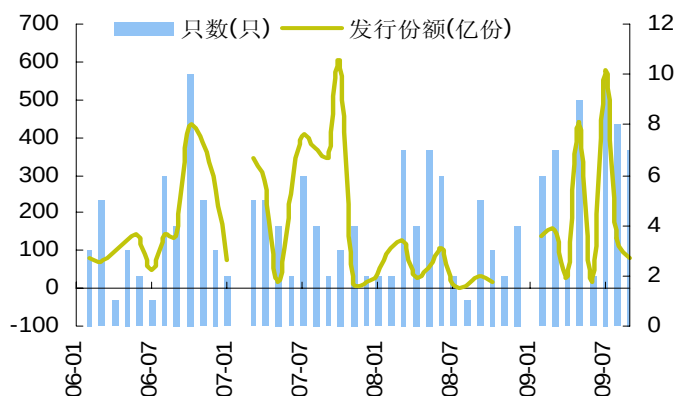


来源：国金证券研究所

图表33：保险公司的仓位提升落后于基金

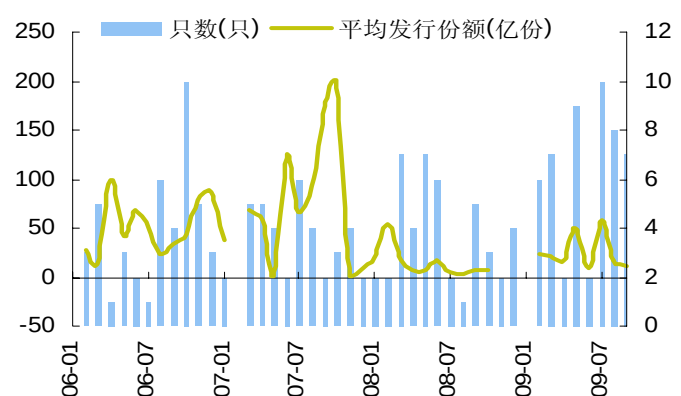


图表34：股票型基金的筹资规模

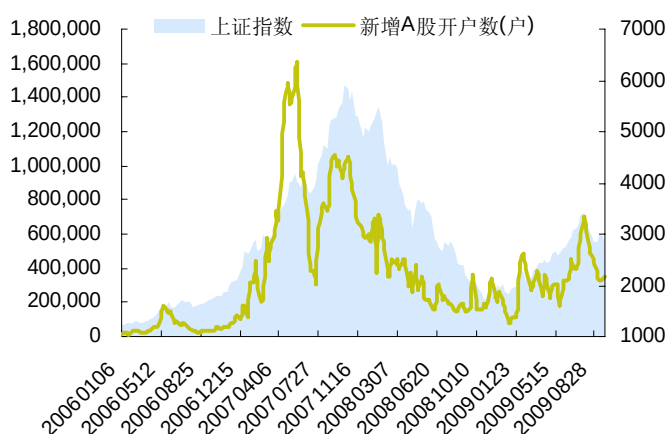


来源：国金证券研究所

图表35：股票型基金的平均发行份额

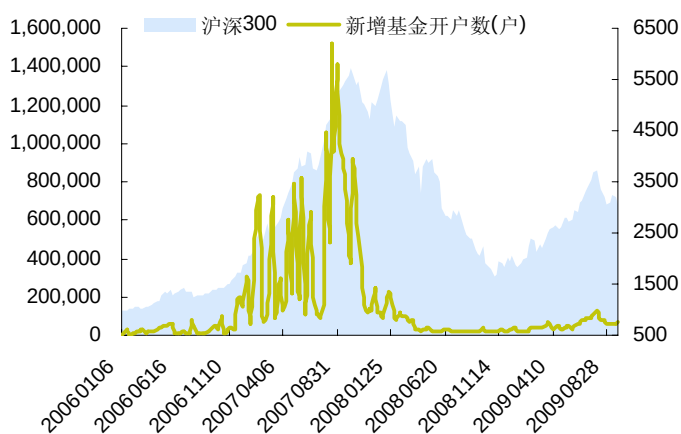


图表36：本轮居民直接入市更多的是跟随市场

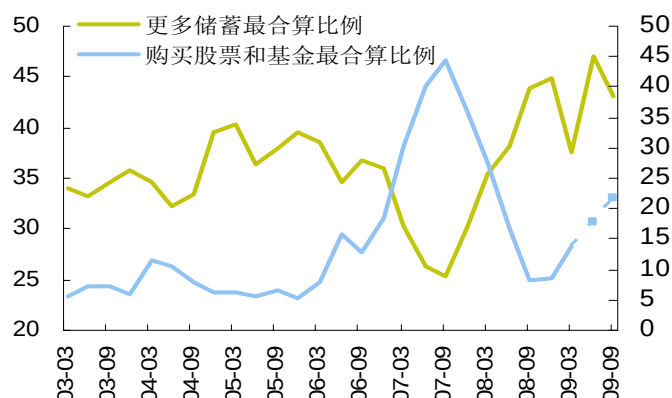


来源：国金证券研究所

图表37：本轮居民借道基金入市的意愿明显较弱

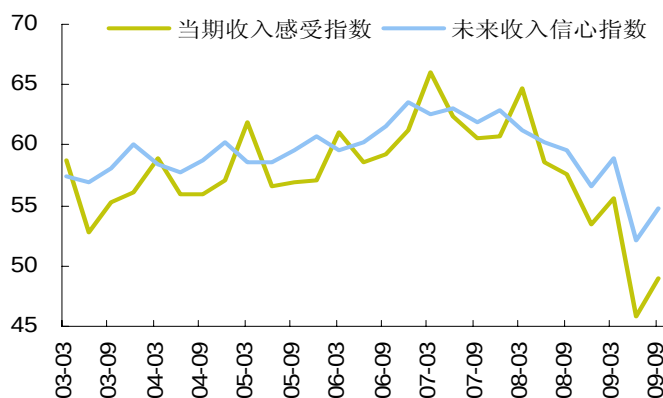


图表38：07 年曾掀起一波居民投资股票的热潮



来源：国金证券研究所

图表39：07 年时居民的收入预期是最高的

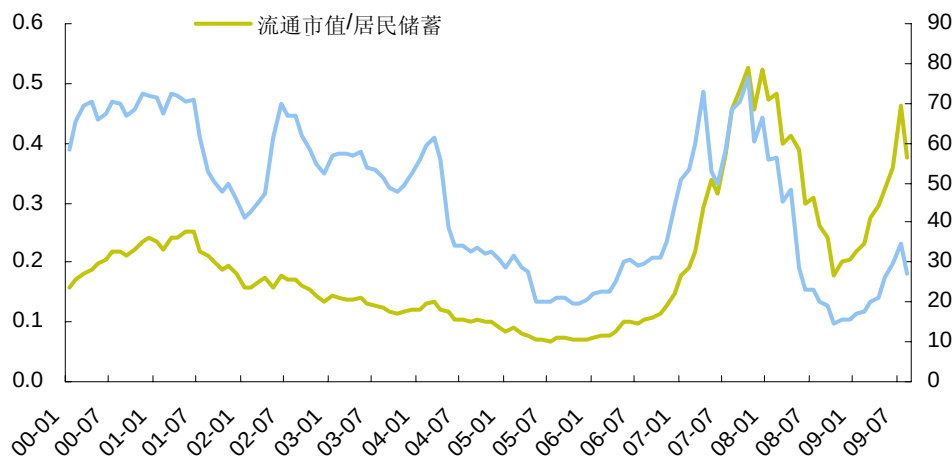


股票供给对冲储蓄转移 制约系统性估值

我们认为市场目前的股票供给仍然处于可控水平，无需过度担心。但是随着新股以及限售股不断的流通，市场流通市值的规模正在快速膨胀，这会使得流通市值相对于居民储蓄的规模不断上升。

因此即使未来出现储蓄分流的情况，我们也认为与 07 年相比，储蓄对估值的提升作用将大大削弱。市场深度的不断增加，使得居民储蓄相对于流通市值的撬动作用在降低。也就不会出现曾经由于流通市值无法满足储蓄转移需求，因此被赋予较高定价的情况。我们认为 A 股的估值水平呈现出系统性下降的趋势，这一点也制约了估值倍数的再度大幅扩张。

图表40：流通市值已回升到较高水平，居民储蓄的推动力减弱



来源：国金证券研究所

流动性对估值扩张的驱动将受到制约

市场估值与无风险利率、风险溢价、增长率、盈利能力等有直接的关系。从美国的经验看，宽松的货币环境、低利率环境有利于股市估值倍数的扩张。

在上半年货币投放大幅增加，并且利率也处于低位时，A 股的估值从底部快速扩张；但目前这两个因素最宽松的时候已经过去，因此通过货币因素进行市场估值扩张的空间会受到制约。

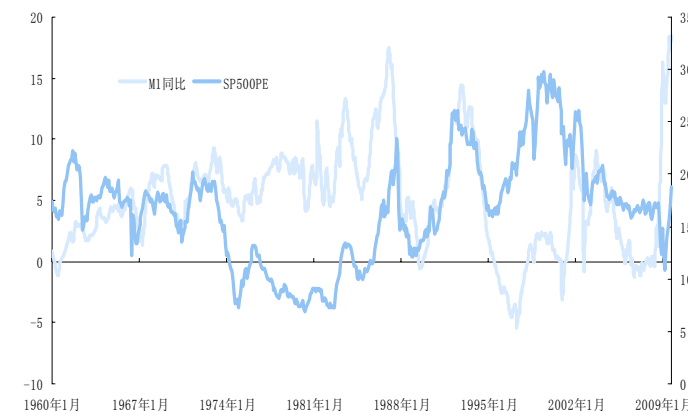
无风险利率与风险溢价影响的是折现率，与年初相比我们相应上调了目前在估值时采用的折现率，认为 A 股 PB 估值落在 2-2.5x 倍之间更为合理，3xPB 为估值上限。

图表41: PB 对应的 ROE 与 COE 的敏感性分析 (G=7%)

ROE COE	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%
9.0%	3.00	3.33	3.67	4.00	4.33	4.67	5.00	5.33	5.67
9.5%	2.25	2.50	2.75	3.00	3.25	3.50	3.75	4.00	4.25
10.0%	1.80	2.00	2.20	2.40	2.60	2.80	3.00	3.20	3.40
10.5%	1.50	1.67	1.83	2.00	2.17	2.33	2.50	2.67	2.83
11.0%	1.29	1.43	1.57	1.71	1.86	2.00	2.14	2.29	2.43
11.5%	1.13	1.25	1.38	1.50	1.63	1.75	1.88	2.00	2.13
12.0%	1.00	1.11	1.22	1.33	1.44	1.56	1.67	1.78	1.89
12.5%	0.90	1.00	1.10	1.20	1.30	1.40	1.50	1.60	1.70

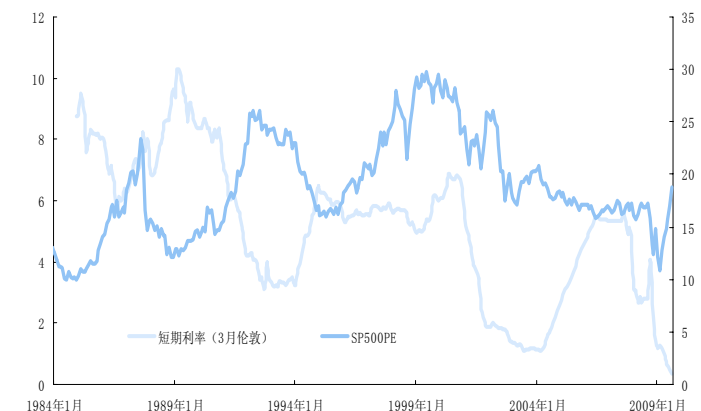
来源：国金证券研究所

图表42: 货币供给与美国股市估值

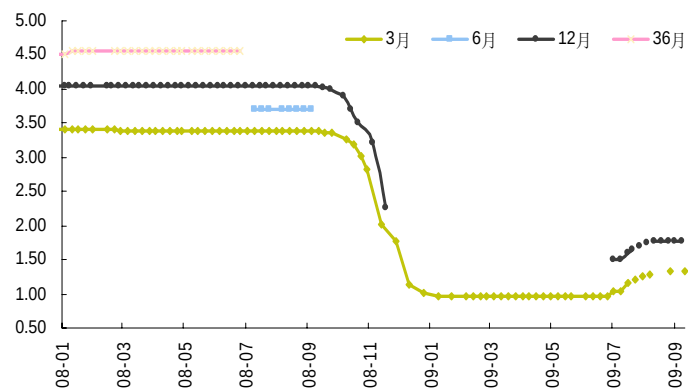


来源：国金证券研究所

图表43: 利率与美国股市估值

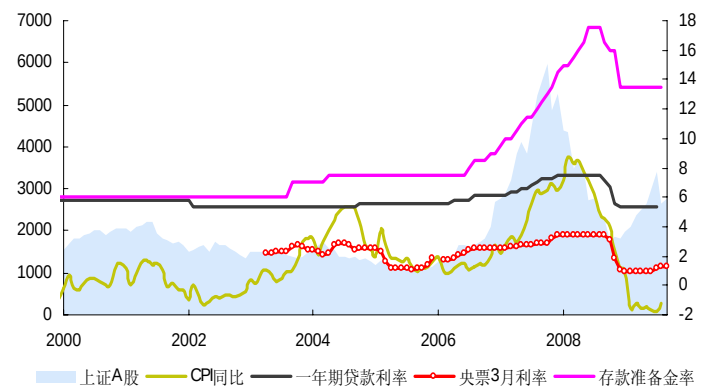


图表44: 央票利率在上行后维持稳定



来源：国金证券研究所

图表45: 央票利率是法定利率的先行指标



投资策略：复苏路上的成长组合

4 季度 A 股展望：周期定位下的成长性投资

目前经济正处于“换档期”初期，政策刺激力度逐步减弱，经济自身动力在逐步增强。但此时，经济自身的复苏还无法弥补政策效应的衰退，因此是一个过渡阶段。

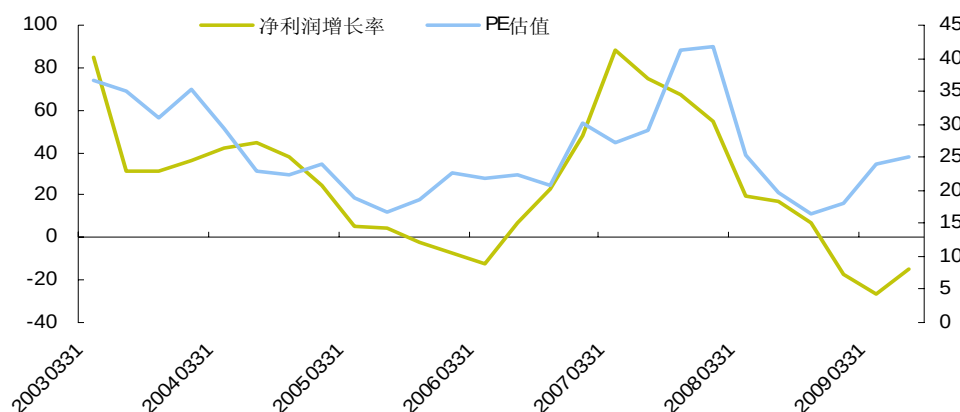
市场处于“换档期”中期，市场经过泡沫修复后，从估值提升步入盈利驱动。前期过高的预期导致宏观投资的效果衰减，流动性洪峰过后市场估值变化将趋于平稳。在曲折复苏期成长性投资正当其时

而下一步，当经济确认进入增长期后，货币流通速度将再次提高流动性（内生的流动性），市场估值也将再次迎来扩张期，周期性行业将会“回归”，又会进入到周期性行业获取超额收益的阶段。

目前市场预期沪深 300 的盈利增长在 2009 年和 2010 年分别是 21%和 25%，这与我们的预期基本一致，已经考虑了下半年同比利润增速的大幅反弹，因为中报利润增速还只有-14%。这表明虽然企业盈利增长仍按照预期在复苏，但已经被市场预期所消化，超预期的空间较为有限。

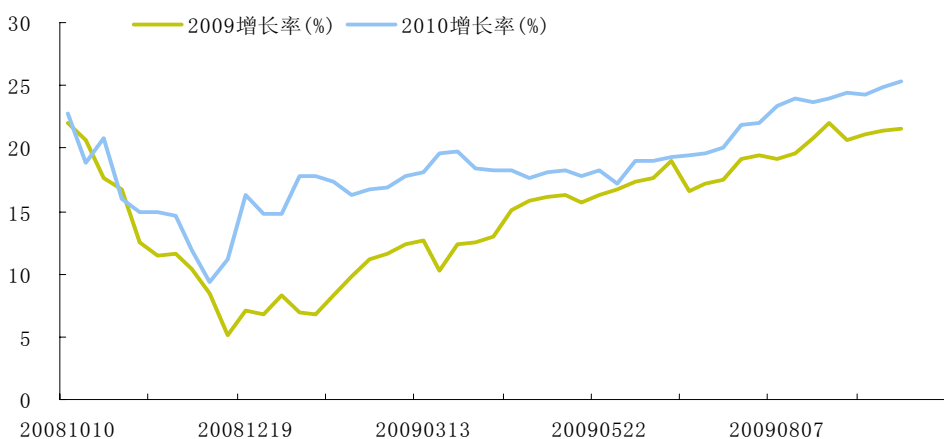
同时市场对 2010 年的盈利增长，还存在一定争论，明年经济前景并不清晰导致 2010 年盈利增长仍存在不确定性。因此，目前看利润还难以对市场形成超预期的推动。在总体估值空间受限，但盈利增长仍在向上拓展的基础上，我们认为 A 股近期还处于震荡格局中，在乐观情景下是个慢牛的走势，预计 4 季度市场运行的核心区间可能落在[2700,3300]。

图表46：估值提升与盈利增长并不同步



来源：国金证券研究所

图表47：市场目前对沪深 300 盈利增长的预测



来源：国金证券研究所

图表48：估值的敏感性分析（考虑 2010 年增长下的估值变动）

2010 年业绩增速	10%		20%		25%		30%	
	10ROE%	13.061	10ROE%	14.128	10ROE%	14.655	10ROE%	15.177
指数位	10PE	10PB	10PE	10PB	10PE	10PB	10PE	10PB
3700	26.59	3.47	24.37	3.44	23.40	3.43	22.50	3.41
3600	25.87	3.38	23.71	3.35	22.76	3.34	21.89	3.32
3500	25.15	3.28	23.05	3.26	22.13	3.24	21.28	3.23
3400	24.43	3.19	22.40	3.16	21.50	3.15	20.67	3.14
3300	23.71	3.10	21.74	3.07	20.87	3.06	20.07	3.05
3200	22.99	3.00	21.08	2.98	20.24	2.97	19.46	2.95
3100	22.28	2.91	20.42	2.88	19.60	2.87	18.85	2.86
3000	21.56	2.82	19.76	2.79	18.97	2.78	18.24	2.77
2900	20.84	2.72	19.10	2.70	18.34	2.69	17.63	2.68
2800	20.12	2.63	18.44	2.61	17.71	2.59	17.02	2.58
2700	19.40	2.53	17.79	2.51	17.07	2.50	16.42	2.49
2600	18.68	2.44	17.13	2.42	16.44	2.41	15.81	2.40
2500	17.96	2.35	16.47	2.33	15.81	2.32	15.20	2.31
2400	17.25	2.25	15.81	2.23	15.18	2.22	14.59	2.21

来源：国金证券研究所

维持自下而上、发掘成长的策略思路

自上而下的行业轮动策略在经济处于明显回升趋势中较为有效。而自下而上的成长策略更多是在经济短期驱动力不明显，市场处于均衡格局时更为有效。今年上半年是很明显的周期性行业获取超额收益的机会，而目前在经济进入转换阶段，是成长性行业获取阶段性超额收益的时机。

■ 成长性上市公司的分布

从历史数据挖掘，有持续增长历史的公司。筛选标准：持续 5 年的利润增速都能在 5%以上，符合这一标准的上市公司大约有 89 家。

持续 5 年的收入增速都在 10%以上的公司大约有 230 家。这反应了，近几年需求是持续扩张的态势，对企业增长影响较大的因素是在快速的价格-成本变动层面，上下游价格的波动比较剧烈，造成企业盈利波动较大。

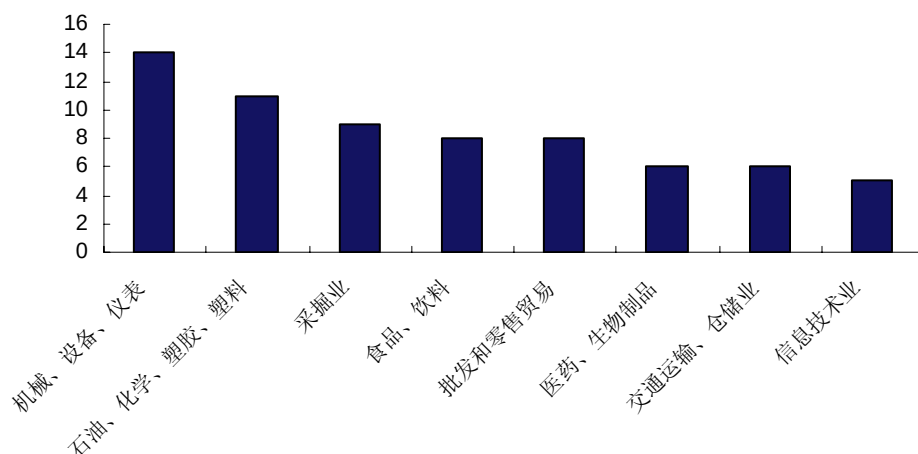
目前的问题是，需求面在持续几年的高增长之后出现了回落。未来，行业需求层面的因素也将很关键。

■ 成长性公司的行业分布特征

中上游行业：煤炭、机械设备、化工，大概占了 38%。过去几年是中国重工业大发展的时期，中上游行业受到持续的需求拉动，因此煤炭、机械、化工里面一些公司的利润出现了持续增长。

下游行业：食品饮料、批发零售、交通运输、医药、信息技术，大约也有 38%。这些是属于传统的稳定增长型行业。

图表49：历史上成长型企业的行业分布

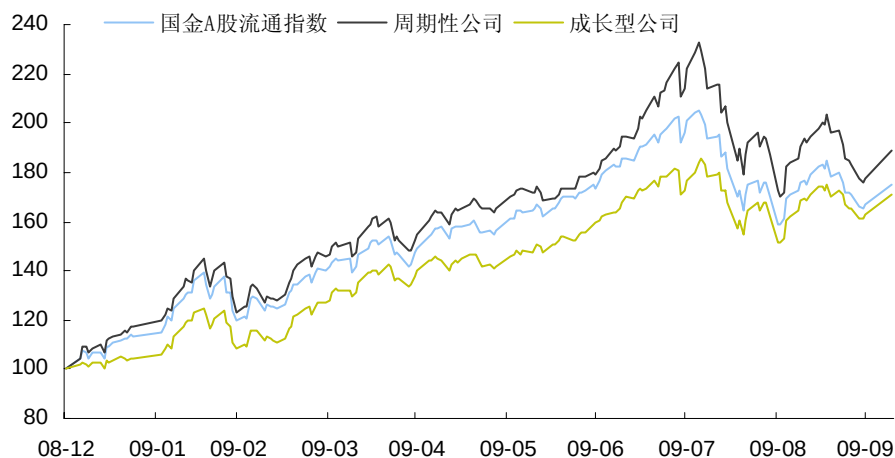


来源：国金证券研究所

■ 成长组合获取阶段性超额收益的特征

我们构造了成长性公司的指数，在整体市场中，我们筛选出的成长性公司占流通市值 10%，周期性公司（采掘、原材料、投资品）占流通市值 30%，其他主要是金融等。

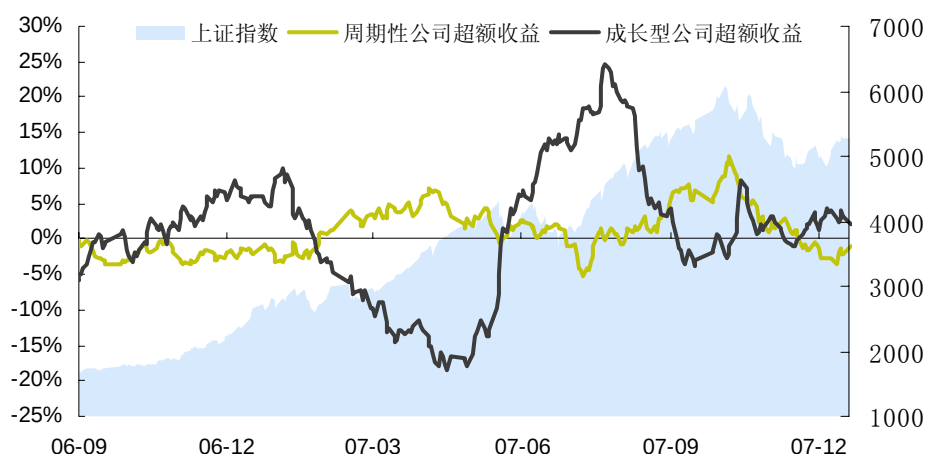
图表50：2009 年，周期与成长的转换



来源：国金证券研究所

- ◆ 在 07 年 5.30 以前，当时市场追逐周期和中小股，稳定成长性公司在阶段表现上大幅落后，之后在市场继续上升过程中出现了明显的补涨。市场步入震荡平衡行情，成长性公司会体现出防御功能，并获得市场阶段的认可。

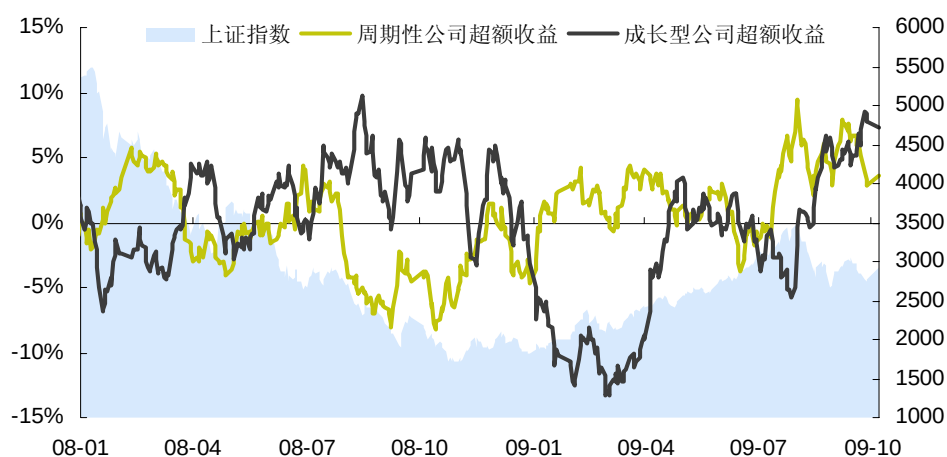
图表51: 06-07 年时期, 周期与成长的转换



来源: 国金证券研究所

- ◆ 从 08 年至今, 成长性公司超额收益体现得较明显的是 08 年 4 季度, 当时周期性行业一直表现欠佳。今年以来周期性公司表现出了持续的超额收益的机会, 成长性公司更多的是追随大市的表现。

图表52: 08-09 年时期, 周期与成长的转换



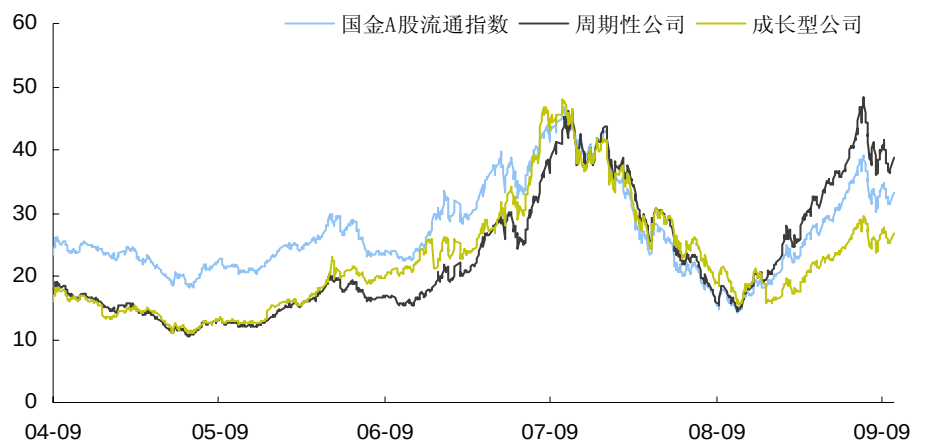
来源: 国金证券研究所

- ◆ 从目前看, 周期性公司超额收益已经到了历史上看都较高的水平; 周期性和成长性在一定程度上存在负相关性。周期性公司超额收益减少, 成长性公司超额收益的机会在增加。
- ◆ 总结规律而言, 在市场底部出现的过程中, 成长性公司率先见底; 其后是随着经济复苏预期增强, 周期性行业见底回升; 之后是经济复苏预期到达高峰, 周期性行业出现阶段调整、成长性公司相对优势体现; 再之后, 如果经济复苏能够持续升温超预期, 那么周期性能卷土重来。

■ 成长组合估值进一步拓展

成长性组合的估值不低, 但是相对于历史上成长性公司相对周期性公司的估值溢价而言, 成长性组合的估值仍然有相对的优势。并且这些公司的增长能力较为突出, 随着盈利增长的兑现, 估值也会得到有力的修正。

图表53：周期vs 成长的PE 估值



来源：国金证券研究所

■ 自下而上的成长性公司的梳理

图表54：不同因素驱动下的成长型组合

外生性扩张	产业发展前景广阔	公司或行业有短期驱动因素	综合竞争力（市场份额提升）	企业经营模式较独特
焦作万方	恒瑞医药	升达林业	万科 A	安徽水利
内蒙华电	恩华药业	福田汽车	中兴通讯	安妮股份
西昌电力	烽火通信	中鼎股份	武汉凡谷	
青岛海尔	拓维信息	招商银行	中联重科	企业内部治理
	北纬通信	北京银行	三一重工	中青旅
	国电南瑞	七匹狼	太原重工	
	平高电气	伟星股份	五粮液	
	东方电气	安踏	美的电器	
	上海电气	莱宝高科	格力电器	
	锦江股份	华兰生物		
	鲁阳股份	法拉电子		
	远光软件	广州国光		
	鱼跃医疗	苏泊尔		
	中牧股份			

来源：国金证券研究所

图表55：低碳经济组合

工业节能	建筑节能	新能源
科达机电	鲁阳股份	中环股份
东方电气	烟台万华	金晶科技
海陆重工		天威保变
华光股份	电器照明节能	
国电南瑞	美的电器	
平高电气	法拉电子	
荣信股份		
思源电气	环保设备	
置信电气	合加资源	
智光电气		
横店东磁		

来源：国金证券研究所

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。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。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。