

策略定期报告

柳暗花明又一村

——2009 年四季度投资策略

报告关键点：

- ❏ 四季度A股将在流动性和盈利双顺周期的推动下上行
- ❏ 配置由资产(资源)的单一主线向实体扩散
- ❏ 推荐金融、煤炭、有色、农产品、化工、机械、商业

报告摘要：

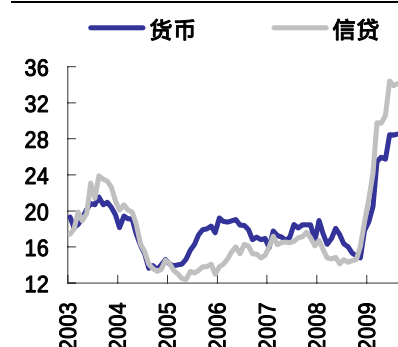
- 数据显示，国内外经济延续了三月份以来的复苏趋势，继续向好。在此背景下，随着重要经济指标逐步回复到历史均值水平，我们预计从3Q2009开始，A股ROE将至少经历连续四个季度的上升期。
- 8月份以来，A股市场表现显著弱于海外市场。我们认为流动性的冲击是最主要的原因，其负面影响将在四季度消退。
- 2009年A股PE水平已低于历史均值，历史上估值持续低于均值水平期间分别发生在1994、2004和2008年。由于目前基本面优于上述时期，我们判断市场底部已现，四季度A股将在流动性和盈利双顺周期的推动下上行。
- 与其它大类资产相比，当前实体经济的投资收益率开始显露优势，全球股市的行业表现也由二季度资产(资源)的主线向实体扩散，并且这一趋势在经济复苏越快的经济体中体现得越明显。
- 从经济复苏的传导途径以及利润率和主营收入的变化判断，我们预计四季度中游制造业的盈利也将出现显著好转，并看好其中估值较低的机械行业和盈利弹性大的化工行业。
- 预期金融业将明显受益于经济复苏，全球市场的行业表现也充分显示了这一点。结合A股利润向金融集中，以及低估值、A/H价差等因素，我们继续看好金融业。
- 商品的垄断属性和瓶颈行业的特征决定其强势的利润攫取能力，预期其盈利能力将在1Q2010得到充分展示，继续推荐煤炭、有色。而物价水平的上涨将有利于零售商业。

报告日期 2009-10-12

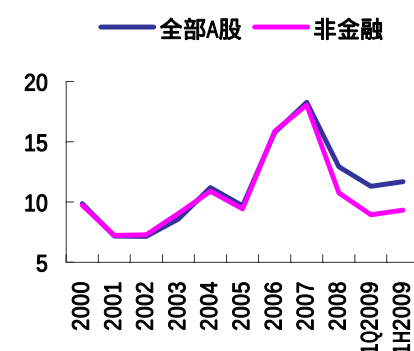
指数表现(%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	-0.01	-6.82
上证综指	-1.17	-6.77
上证 50	0.16	-8.82
上证 180	-0.79	-7.84
深成指	-2.04	-6.62
深综指	-1.31	-3.88

货币信贷余额同比增速(%)



A 股上市公司 ROE(%)



研究员

程定华 021-68766193	首席策略分析师 chengdh@essences.com.cn
张治 021-68766135	高级策略分析师 zhangzhi@essences.com.cn
诸海滨 021-68766170	策略分析师 zhuhb@essences.com.cn
范妍 021-68765053	助理策略分析师 fanyan@essences.com.cn

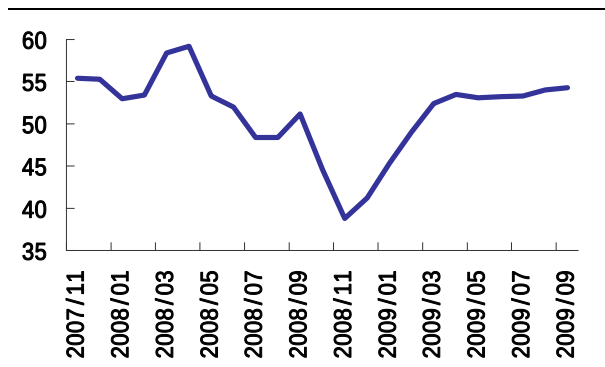
前期研究成果

- 《走出泥潭》2009 年 9 月 4 日
- 《休整是为了更好地前行》2009 年 8 月 10 日
- 《上升趋势仍将延续》2009 年 7 月 6 日
- 《从绿芽到森林之路》2009 年 6 月 1 日
- 《蓄势待发》2009 年 5 月 4 日
- 《新一轮资产泡沫正在酝酿》2009 年 4 月 8 日

1. 经济持续向好

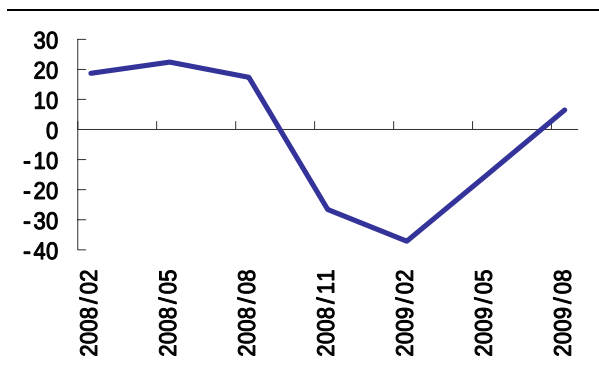
数据显示，中国经济延续了三月份以来的扩张势头(图 1)，受此影响，工业企业利润同比增速也在三季度重新转正(图 2)。

图 1 中国 PMI



数据来源：统计局，安信证券研究中心

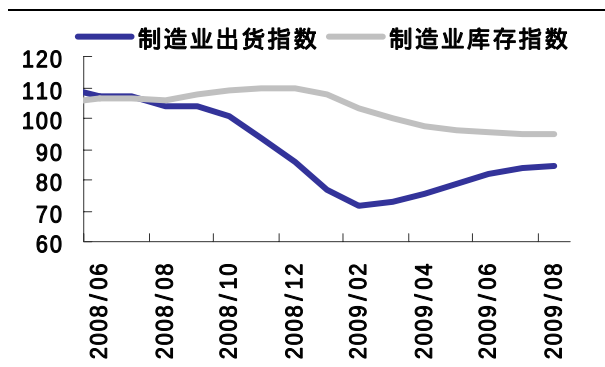
图 2 工业企业利润同比(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

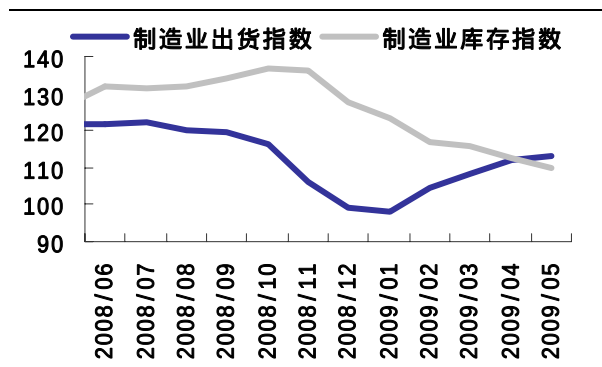
国际经济形势也显示经济复苏的绿芽正在长成小树：不仅主要顺差国家产能利用率持续提升(图 3-6)，内需国的经济恢复也很强劲(图 7、8)，美国经济也从三季度开始进入扩张期(图 9)。

图 3 日本制造业出货指数与库存指数



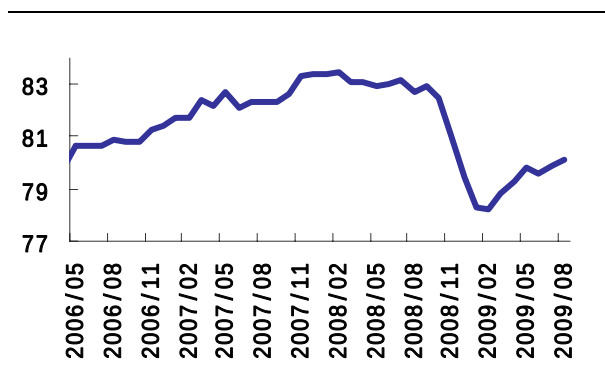
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 4 韩国制造业出货指数与库存指数



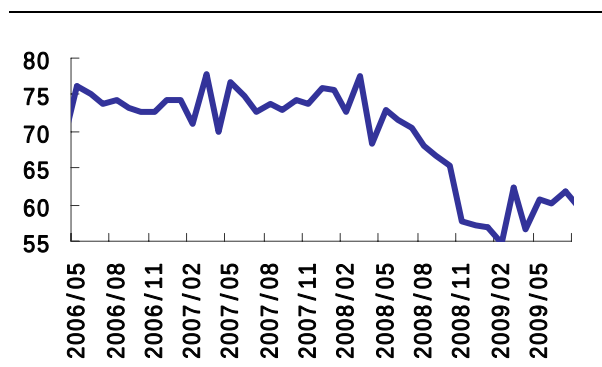
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 5 巴西工业产能利用率(%)



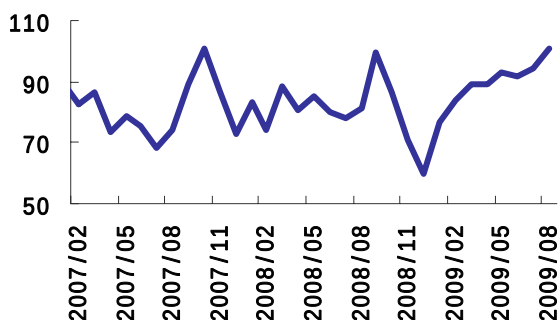
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 6 泰国工业产能利用率(%)



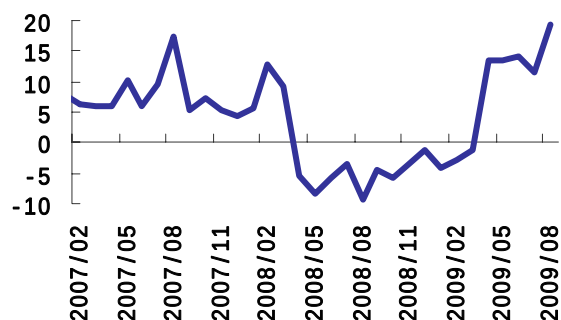
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 7 印度汽车销售量(万辆)



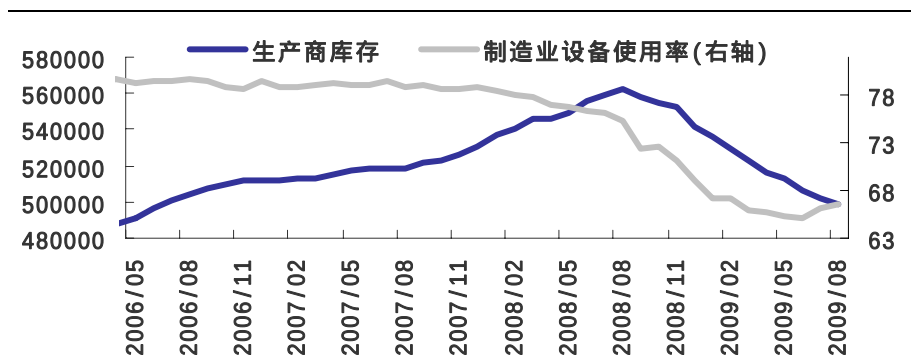
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 8 印度水泥产量同比增速(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

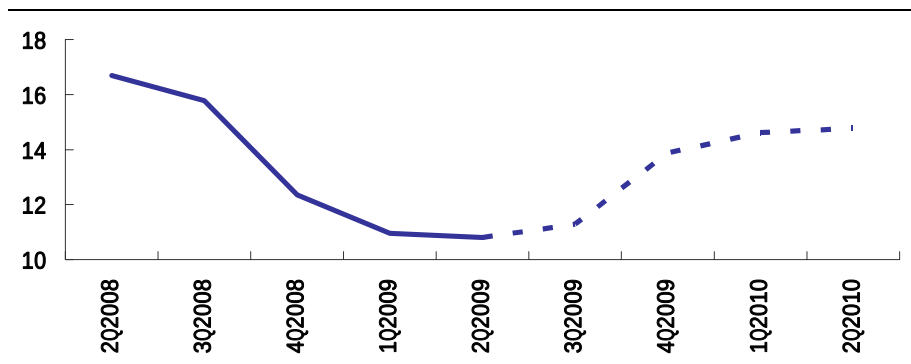
图 9 美国工业企业库存与产能利用率



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

基于国内外的良好经济形势，我们预期从 3Q2009 开始，A 股 ROE 将至少经历连续四个季度的上升期(图 10)，其中 4Q2009 呈加速上行态势。

图 10 A 股 ROE(TTM, %)

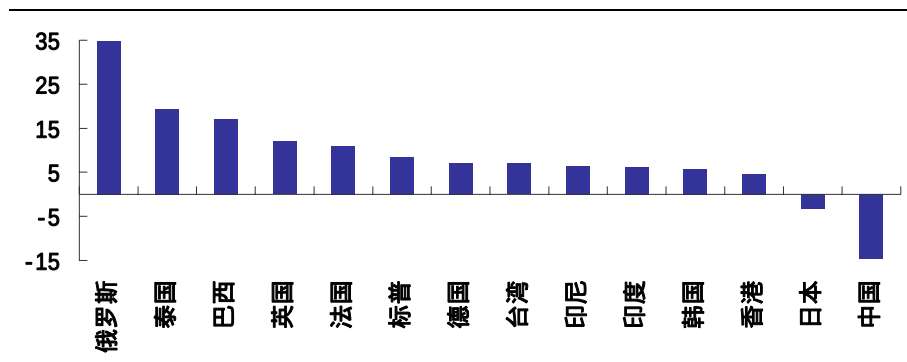


数据来源：Wind，安信证券研究中心

2. 流动性与市场表现

虽然经济处于同步恢复中，但与海外市场相比，A 股表现出现了剧烈的反差(图 11)，我们认为主要来自流动性的差异。

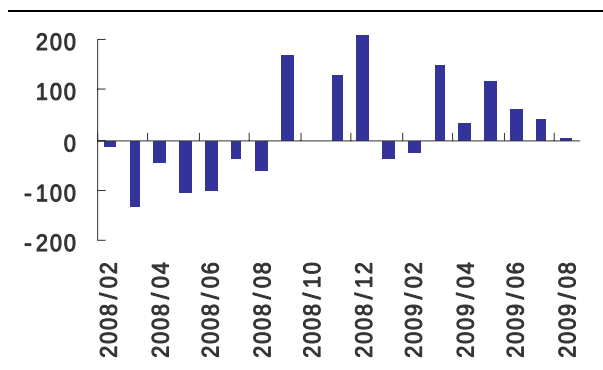
图 11 8 月至今全球主要股指表现(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

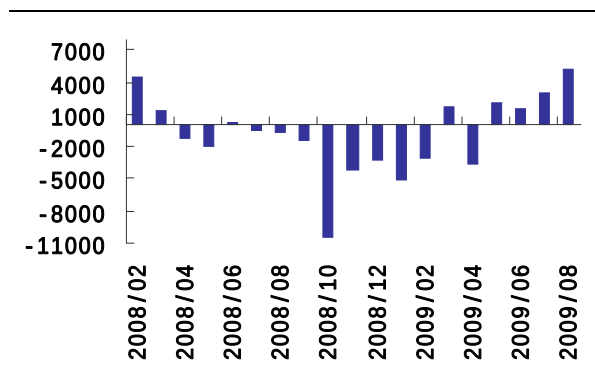
如图 12-17，在国内遭受流动性冲击(参见《走出泥潭》，2009 年 9 月 4 日)的同时，受美国等宽松货币政策的影响，持续的资本流入使其余新兴市场国家和地区继续保持充裕的流动性。

图 12 香港资本流入(十亿港元)



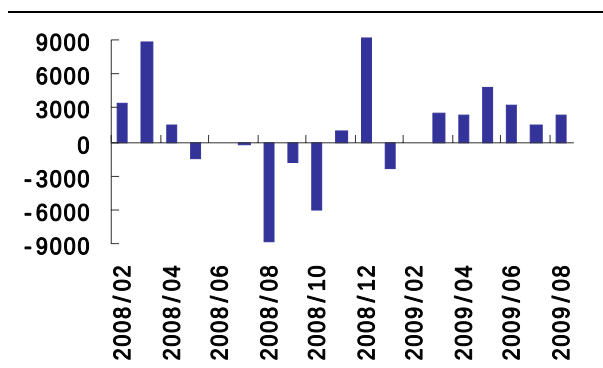
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 13 巴西资本流入(百万美元)



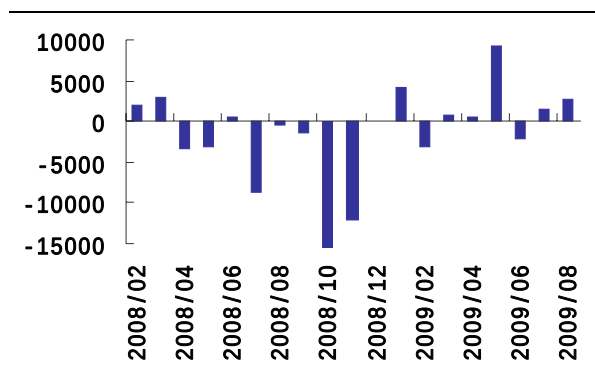
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 14 台湾资本流入(百万美元)



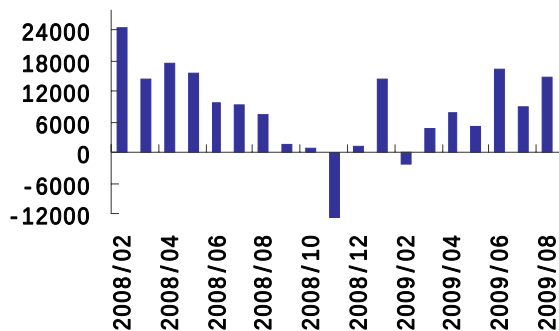
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 15 韩国资本流入(百万美元)



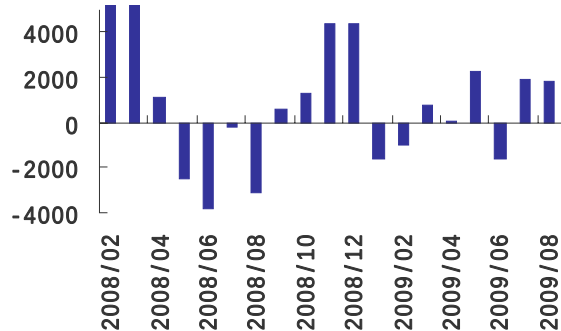
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 16 印度资本流入(百万美元)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

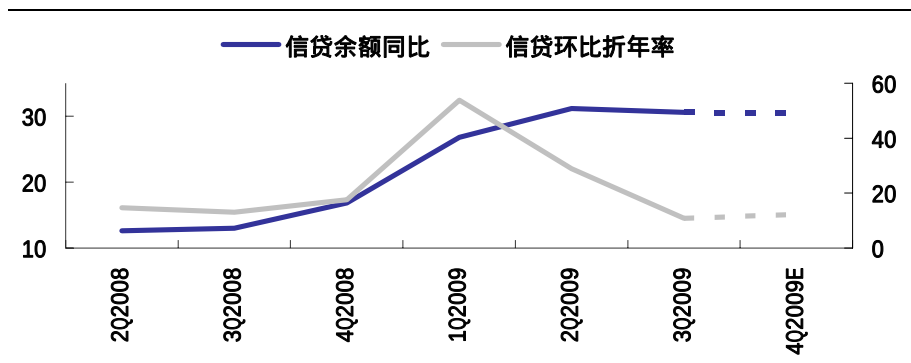
图 17 泰国资本流入(百万美元)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

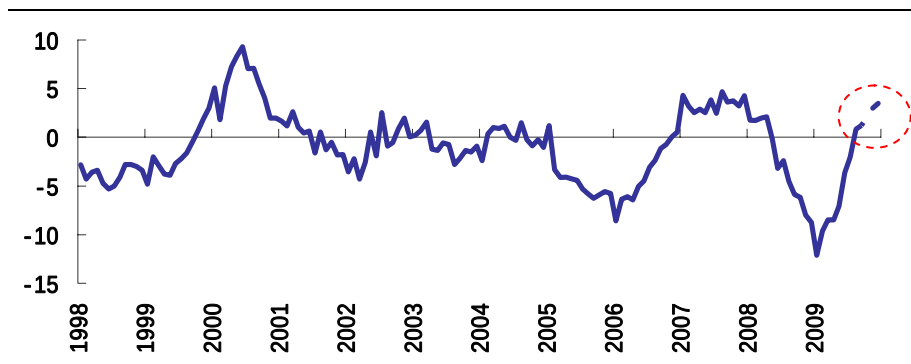
考量信贷的变化趋势(图 18)，以及经济复苏伴随的货币活期化格局(图 19，M1 与 M2 的增速差将再创新高)，我们预期流动性冲击将在四季度消退。

图 18 信贷同比与环比增速(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

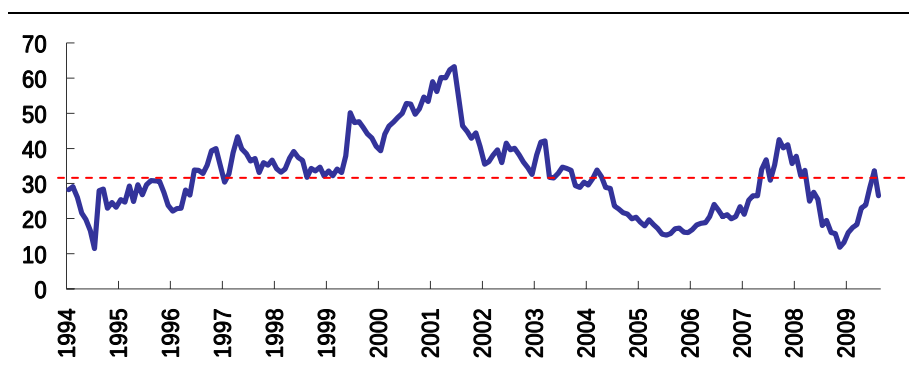
图 19 M1 与 M2 增速差(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

本轮调整使 A 股 PE 下降幅度超过 20%(图 20)，已低于历史平均水平。历史上估值持续低于均值水平期间分别发生在 1994、2004 和 2008 年。由于目前基本面优于上述时期，我们判断市场底部已现，四季度 A 股将在流动性和盈利双顺周期的推动下上行。

图 20 A 股 PE

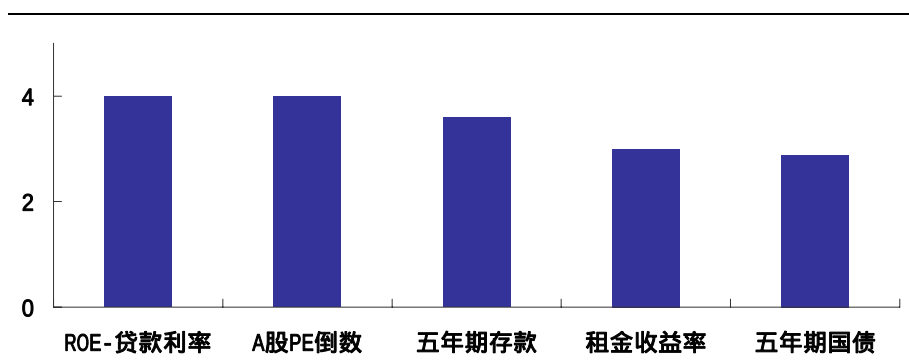


数据来源：Wind，安信证券研究中心

3. 实体经济与行业配置

与其它大类资产相比，当前实体经济的投资收益率开始显露优势(图 21)。

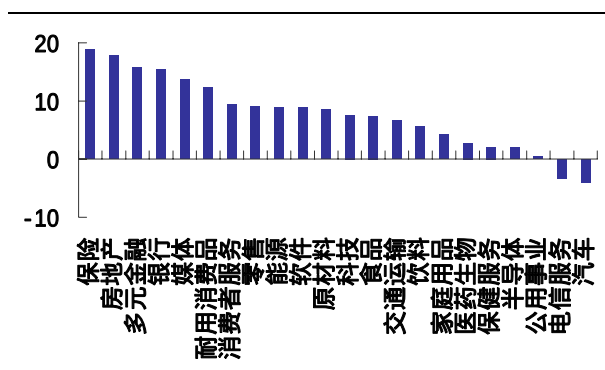
图 21 大类资产收益率比较(%)



数据来源：安信证券研究中心

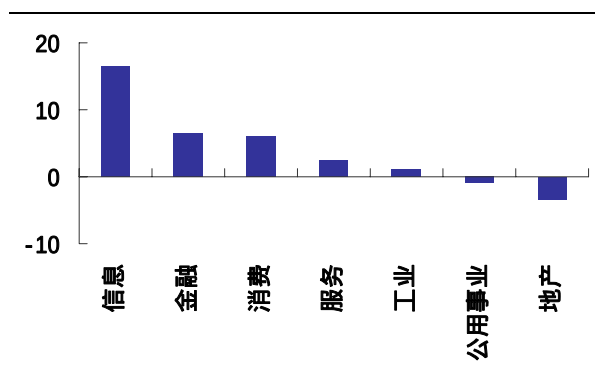
与此同时，全球股市的行业表现也由二季度资产(资源)的主线(参见《从绿芽到森林之路》，2009 年 6 月 1 日)向实体扩散(图 22-29)，并且这一趋势在经济复苏越快的经济体中体现得越明显(比如经济复苏较慢的美国仍集中在地产、金融、能源等行业，而新兴市场国家投资主线趋于多元化)。

图 22 美国分行业涨幅(%)



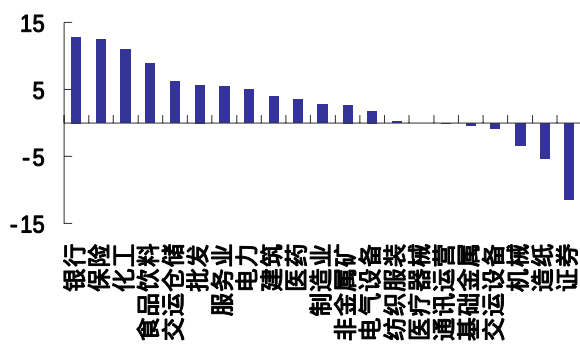
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 23 香港分行业涨幅(%)



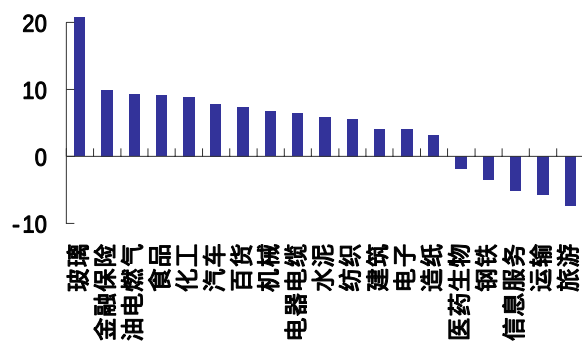
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 24 韩国分行业涨幅(%)



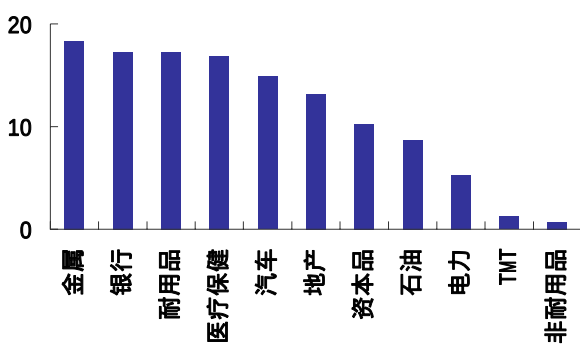
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 25 台湾分行业涨幅(%)



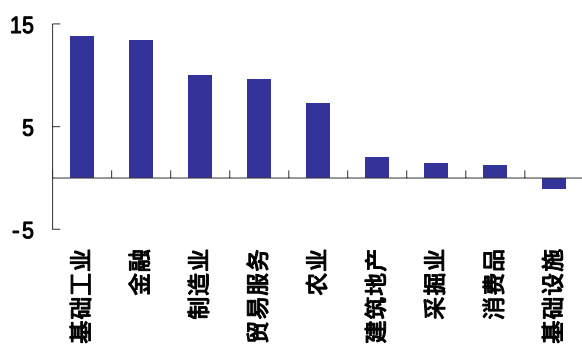
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 26 印度分行业涨幅(%)



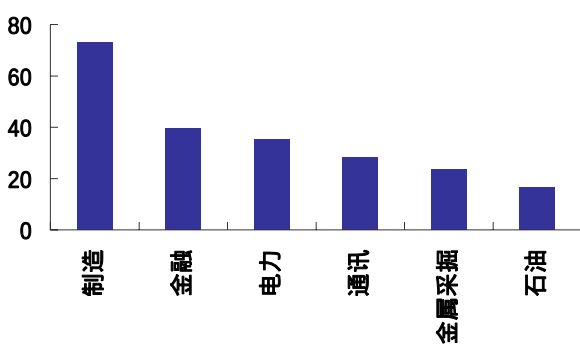
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 27 印尼分行业涨幅(%)



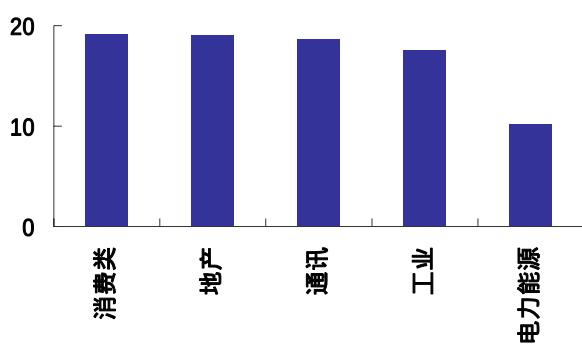
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 28 俄罗斯分行业涨幅(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

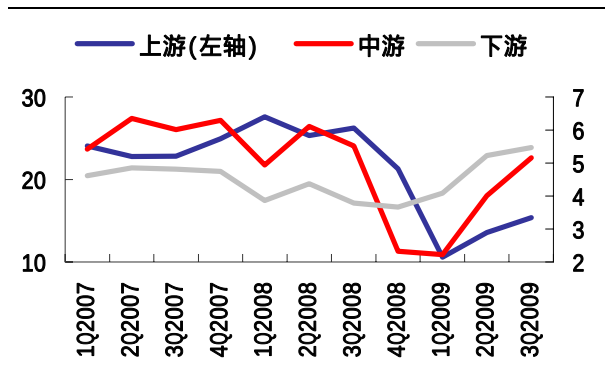
图 29 巴西分行业涨幅(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

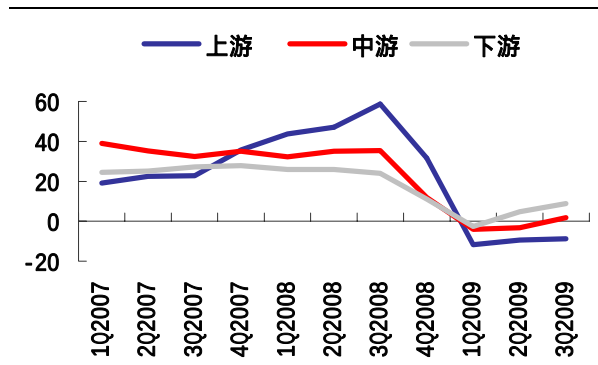
从经济复苏的传导途径以及利润率(图 30)和主营收入(图 31)的变化判断，我们预计四季度中游制造业的盈利也将出现显著上升，并看好其中估值较低的机械行业和盈利弹性大的化工行业。

图 30 上中下游利润率(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

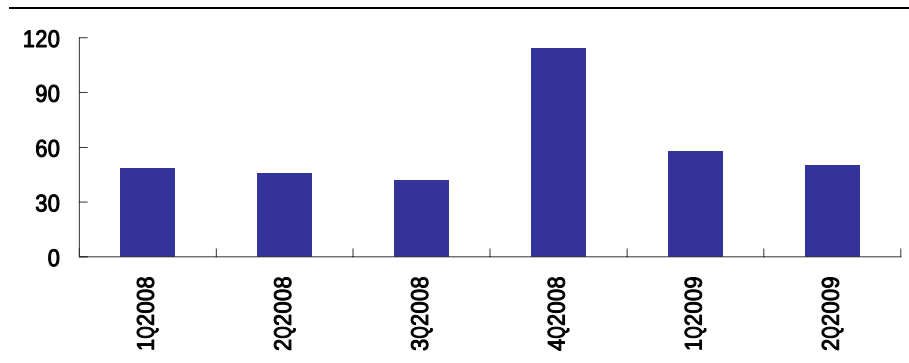
图 31 上中下游主营业务收入同比(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

预期金融业将明显受益于经济复苏，金融仍然是全球股市的投资主线也充分显示了这一点。结合 A 股利润向金融集中(图 32)，以及低估值、H 股支撑(表 1)等因素，我们继续看好金融业。

图 32 金融板块净利润占比(%，单季度)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

表 1、金融股 A/H 比较

公司名称	A 股价格(人民币)	H 股价格(港币)	A/H
中国人寿	28.83	35.45	0.92
工商银行	4.94	6.11	0.92
中国平安	53.31	65.20	0.93
招商银行	15.51	17.96	0.98
交通银行	8.67	9.82	1.00
建设银行	5.80	6.53	1.01
中国银行	4.00	4.29	1.06

数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：2009 年 10 月 9 日收盘价计算

商品的垄断属性和瓶颈行业的特征决定其强势的利润攫取能力(比如利润率远高于中下游行业)，考虑利润率和营收的变化趋势，预期其盈利能力将在 1Q2010 得到充分展示，继续推荐煤炭、有色。而物价水平的上涨将有利于零售商业。

表 2、行业配置与组合

行业	基准比例	超配	标配	低配	重点公司
农林牧渔	1.42%	2.84%			敦煌种业、绿大地、好当家
采掘	4.42%	6.63%			中国神华、开滦股份、金牛能源、平煤股份、西山煤电
化工	6.39%	8.31%			巨化股份、中炬高新、华鲁恒升、双良股份
黑色金属	3.78%		3.78%		宝钢股份、鞍钢股份、恒星科技、华菱钢铁、新兴铸管
有色金属	4.24%	5.51%			神火股份、紫金矿业、中金岭南、江西铜业、金钼股份
建筑建材	4.01%		4.01%		冀东水泥、海螺水泥、北新建材、祁连山、葛洲坝、中国铁建、路桥建设、隧道股份、龙元建设
机械设备	5.34%		5.34%		许继电气、国电南瑞、思源电气、中国南车、海油工程、中集集团
电子元器件	1.55%			0.78%	青岛软控、歌尔声学、超声电子
交运设备	3.91%			1.96%	上海汽车、一汽轿车、潍柴动力、江淮汽车、江铃汽车
信息设备	1.94%			0.97%	中兴通讯、烽火通信
家用电器	1.52%	2.28%			青岛海尔、海信电器、格力电器
食品饮料	4.32%			2.16%	青岛啤酒、山西汾酒、贵州茅台
纺织服装	1.21%			0.6%	报喜鸟、伟星股份
轻工制造	1.04%			0.52%	晨鸣纸业、博汇纸业、劲嘉股份
医药生物	4.61%		4.61%		浙江医药、新和成、丽珠集团、双鹭药业、现代制药、华邦制药、益佰制药、健康元
公用事业	4.60%			2.30%	内蒙华电、国电电力、长江电力
交通运输	5.61%			2.81%	大秦铁路、赣粤高速、中国国航、长航油运
房地产	6.99%	8.39%			万科、华侨城、新湖中宝、深长城、北京城建、苏宁环球、世茂股份、金融街、张江高科、中国国贸、华业地产、亿城股份
金融服务	25.02%	27.50%			招商银行、兴业银行、北京银行、建设银行、中国人寿、中国平安、中国太保、中信证券、锦龙股份
商业贸易	3.29%	4.94%			武汉中百、苏宁电器、广州友谊、鄂武商 A
餐饮旅游	0.46%		0.46%		中青旅、黄山旅游、锦江股份
信息服务	3.30%		3.30%		中国联通
综合	1.04%			0	

资料来源：安信证券研究中心

注：行业权重以 2009 年 9 月 30 日行业流通市值为基准计算

作者简介

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。
张治，南京大学理学学士、金融学硕士，七年证券、期货投资与研究经验，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，七年证券研究经验，2007 年 5 月加盟安信证券研究中心。

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008 年 9 月加入安信证券研究所，从事策略研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034