

日期：2009 年 10 月 30 日



屠骏

021-53519888*1931

tujian@sigchina.com

李剑峰

021-53519888*1972

lijianfeng86@hotmail.com

俞佐杰

021-53519888*1932

yuzuojie@sigchina.com

报告编号

TJ09-M0110

相关报告

政策忧虑冲击估值支撑

最近 3 个月沪深 300 指数表现

锚定政策、淡化业绩

——2009 年 11 月份 A 股市场投资策略

■ 主要观点：

趋势判断与策略建议：

11 月份市场内外部影响因素的共同指向是：政策为主线，平衡波动为常态。估值将处于纵向动力不足，横向压力下降的交织状态。我们判断月内市场的趋势特征为区间震荡，由于市场对中期趋势存在谨慎乐观共识，因此市场重心将略上移。上证指数核心波动区间为 2800-3400。

策略建议：在布局跨年度行情的投资策略上，通胀预期的管理并不否认通胀预期的合理存在，因此，在年末可能存在的通胀受益板块是值得关注的线索。另外，政策调整预期下的泛消费类板块同样是年末行情的热点。

原因与逻辑：

政策微调成为主要影响因素

国务院常务会议确定保增长、调结构和管理通胀预期的工作重点，我们认为，在“保八”无忧、结构问题依然存在以及通胀风险加剧的情况下，中央经济工作会议上对现有的政策进行微调将不可避免，而这种政策调整预期将成为 11 月市场运行的主要影响因素。

三大政策焦点指向房地产、彩电、轻型商用车行业

2008 年下半年出台的房地产行业扶持政策大部分将于年末到期，结合当前房价上涨迅速以及管理通胀预期的定调，对房地产刺激政策的退出预期将影响市场 11 月份走势。我们预期 11 月份家电下乡最高限价可能取消，家电下乡涵盖的产品数量会扩展，销售量也会随之增长，尤其是彩电产品将体现最为明显。我们预期老旧汽车补贴标准将有所上调，将极大提升老旧汽车、黄标车的淘汰速度，促进新车销售，达到节能减排的目的。受益该政策的主要是轻型商用车企业。

三季度业绩略低于预期

与我们的预测值比较看，三季度净利润同比-2%（预测 0.1%），第三季度同比增幅达到 26%（预测 28%），第三季度环比增长 4%（预测 4.2%）。基本上是不同程度的小幅低于预期。11 月份市场不具备业绩推动力。

创业板，在常态估值区间中结构分化

创业板首日定价偏离我们预设的 45-75 倍的常态估值区间。预计未来整体的估值向下修正幅度在 10%-30% 之间，经过首日的集体爆炒后，后市个股走势的分化已在所必然。

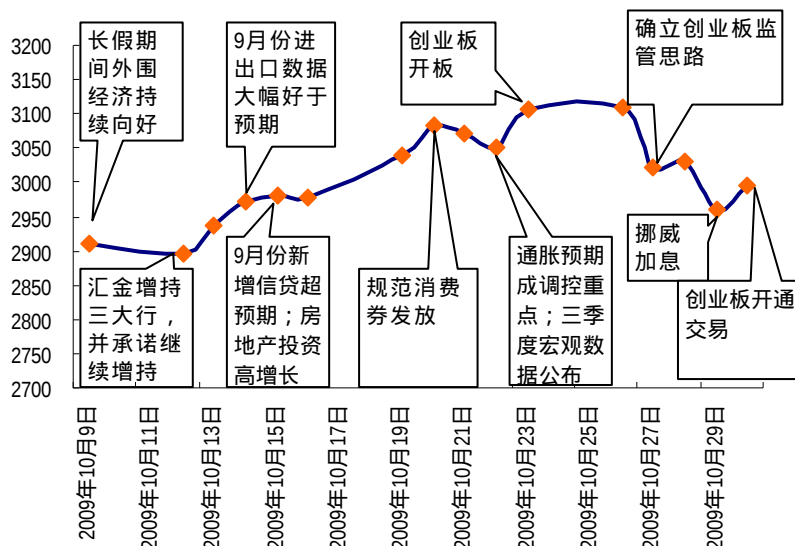
行业配置建议：

11 月份的行业配置策略两条主线为：挖掘“政策变焦”中的家电、汽车结构性机会；在通胀预期不断加强的过程中，上游资源竞争结构优于国内制造业行业，配置重心逐步倾向上游资源，如煤炭、石油、矿产等。同时建议关注低碳经济、上海本地股等主题投资板块。

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、十月市场回顾：复苏预期兑现 市场先扬后抑

图1 2009年10月份A股市场运行状况



数据来源: Wind 上海证券研究所

10 月份 A 股市场在窄幅波动中先扬后抑，上证综指基本在 2900-3100 点区间运行。

■ 复苏预期兑现后关注政策调整

对经济复苏预期的修正成为影响 10 月份前半月市场运行的主要因素。在 8 月份差于预期的进出口数据公布后，市场普遍对于 9 月份的宏观数据持谨慎预期。但这种谨慎预期随着远超预期的进出口和信贷数据的公布被打破，向上修正的复苏预期带动市场上扬。在国家统计局公布三季度国民经济运行情况之后，年内“保八”实现已经没有悬念，复苏预期兑现后，市场更加关注后期以调结构和管理通胀预期为主要内容的政策调整。政策预期取代复苏预期成为影响后半月市场运行的重要因素，市场由月内高位回落呈现震荡走势。

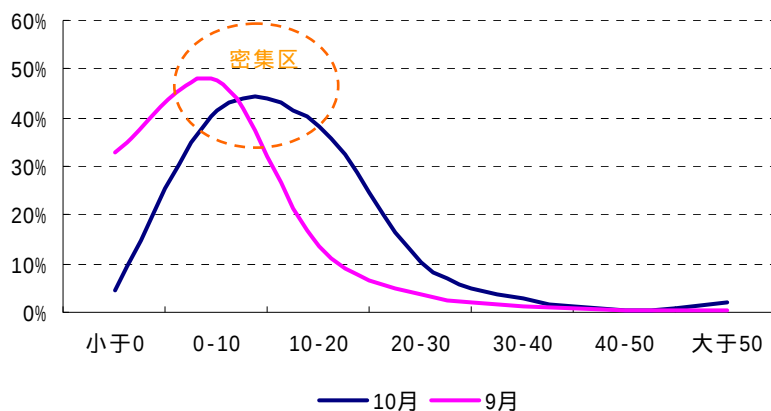
■ 创业板开通叠加政策预期效应

在数据公布、复苏预期兑现后，创业板的开板和正式交易与政策预期叠加在一起对市场产生影响。创业板开通一方面从资金分流、供给压力增加等途径对主板市场造成负面影响；另一方面创业板高市盈率带来的示范效应再次激发了市场对于中小板市场的操作热情，使得中小盘股的表现远好于大盘股。

10 月份市场运行特征：业绩恢复与通胀预期主导市场运行

图 2 2009 年 10 月份个股涨跌幅分布 (%)

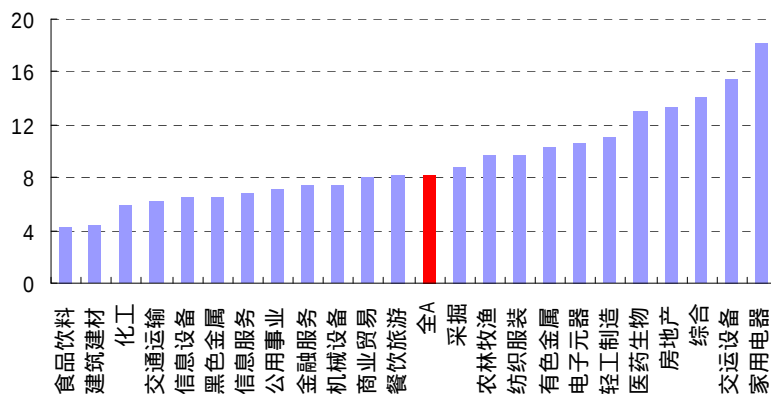
10 月份 A 股市场基本呈现普涨行情。下跌的个股占比由 9 月的 33% 大幅降至 4.5%；涨幅在 0-20% 区间的个股占比也由 9 月的 61% 至 80%；涨幅大于 50% 的个股占比则由 0.27% 升至 2.14%。



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 3 2009 年 10 月份行业指数涨跌幅分布 (%)

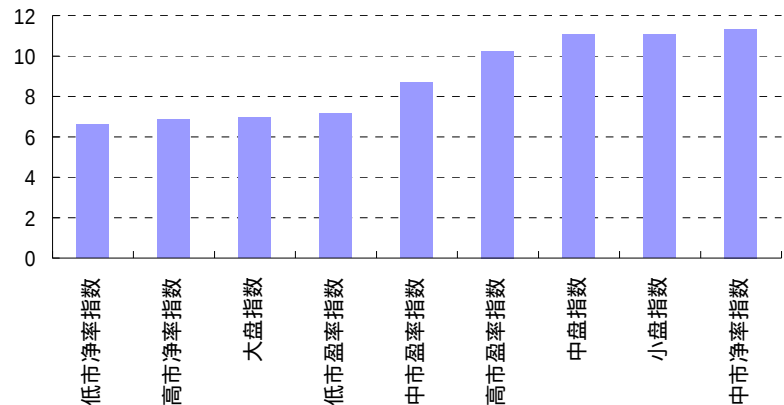
10 月份全部板块都实现上涨。受促内需政策刺激并且业绩持续恢复的家电和汽车板块涨幅居前；同样业绩增长稳定的医药生物行业也表现不俗；在近期的利好数据以及通胀预期带动下，房地产板块一改前期颓势，实现较大涨幅；受出口复苏预期以及需求恢复带动，轻工制造和纺织服装也有不错表现。



数据来源：Wind 上海证券研究所

10 月份风格指数全面上涨。小盘股和中盘股的表现明显好于大盘股,这在很大程度上受益于创业板上市的带动。低市盈率、大盘股表现较弱,表明市场对大盘蓝筹股仍不十分看好,对市场整体走势仍较谨慎。

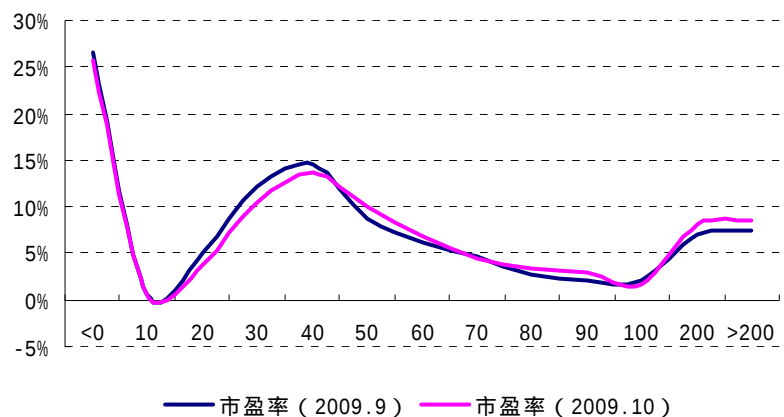
图 4 2009 年 10 月份风格指数涨跌表现 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

由于 10 月份的市场表现好于 9 月份, 10 月份的市场估值水平有所提升。30 倍以下市盈率占比由 9 月份的 44%降至 40%; 100 倍以上市盈率占比为 18%, 也高于 9 月份的 16%。

图 5 2009 年 10 月份市盈率分布



数据来源: Wind 上海证券研究所

二、11 月市场环境：政策重于业绩

11 月份的 A 股市场将受到来自二方面的主要影响, 一是全球经济刺激政策退出潮流中的中国选择, 二是通胀预期管理的政策预期。即将召开的中央经济会议无疑是值得关注的关键事件。我们认为通胀预期和货币政策的转向在 11 月份仍处于交叉点前期, 还未到发生质变的临界点, 但预期对估值层面的影响会有所显现。

市场层面, 刚刚过去的三季度业绩略弱于此前我们的一致预测, 对 A 股的整体估值不构成有利的推动力, 但局部行业如医药、汽车等的增长则显著超预期, 无疑将继续成为后市的关注焦点。另外, 创业板的高调开市在 10 月末引起市场的短期波动后, 应不改变市场的整体趋势, 但则需提防因创业板定价过高带来的负面影响。

1、经济政策环境：关注焦点由数据转向政策

■ 三季度数据公布 “保八” 实现已无悬念

随着第三季度各项宏观经济数据的公布，关于 2009 年中国经济能否实现既定目标的争论也基本尘埃落定。在前两个季度分别实现 6.1% 和 7.9% 的增长之后，第三季度 GDP 同比增长 8.9%，经济企稳回升的趋势已经非常明朗。同时，前三个季度 GDP 累计同比增长 7.7%，距离全年增长 8% 的目标只有一步之遥，而且根据 PMI 等经济现行指标判断，以及考虑到去年同期基数较低的原因，第四季度经济已高于第三季度的速度继续增长并实现全年“保八”的目标已经没有悬念。经济基本面的持续向好使市场中的复苏预期得到验证，在“保八”实现无悬念的情况下，伴随着 12 月初为明年政策定调的中央经济工作会议的即将召开，市场关注的焦点将由前期的数据转向政策。

图 6 “保八” 目标实现已无悬念



数据来源: Wind 资讯

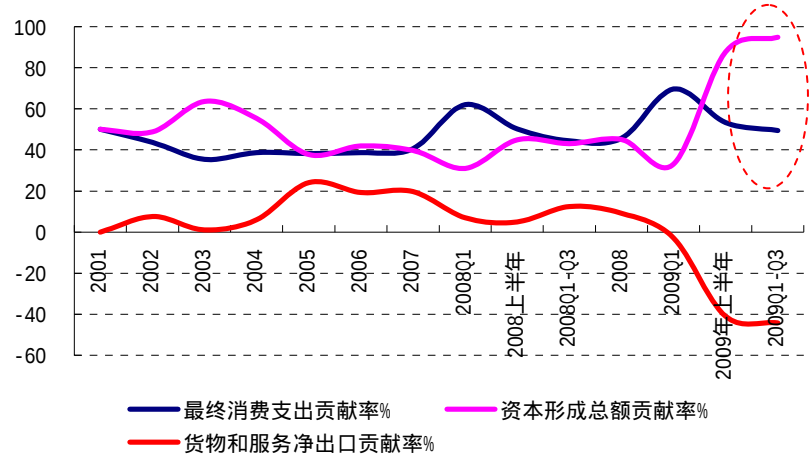
数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 结构问题依然存在，政策微调不可避免

虽然年内“保八”的目标可以实现，但经济增长中的结构性问题依然存在。在政策刺激下经济持续好转，这些结构性问题甚至变得愈发严重。如在 GDP 构成中，投资的贡献率由第一季度的 33.1% 升至上半年的 87.6%，前三季度更是攀升至 94.8%；而消费的贡献率却呈现下滑态势，分别为 69.7%、53.4% 和 49.4%。同时，从 CPI 和 PPI 数据看，价格已经开始触底回升，在货币环境依旧宽松、热钱持续流入以及人民币升值预期强烈的背景下，通胀风险在上升。结合前期国务院常务会议确定的今年后几个月保增长、调结构和管理通胀预期的工作重点，我们认为，在“保八”无忧、结构问题依然存在以及通胀

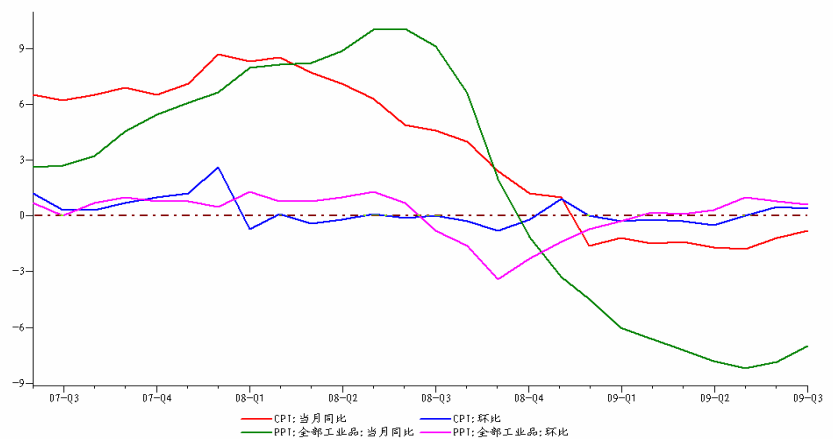
风险加剧的情况下,中央经济工作会议上对现有的政策进行微调将不可避免,而这种政策调整预期将成为近期市场运行的主要影响因素。

图 7 经济结构问题日益严重



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 8 价格指数已经触底回升



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 上海证券研究所

2、通胀预期管理下的政策预期

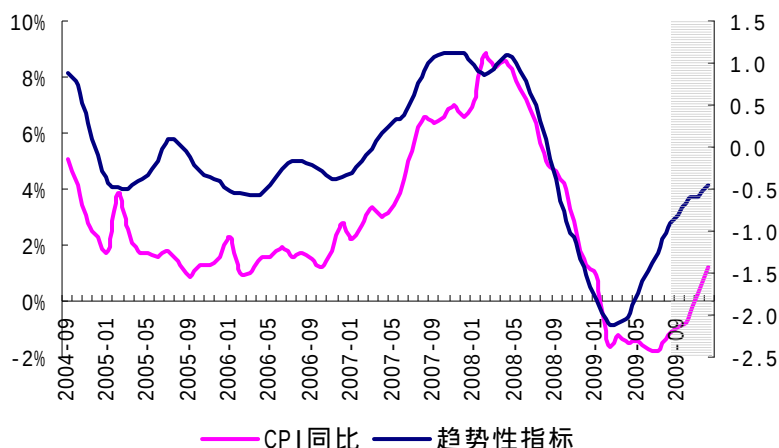
■ 通货膨胀的两种市场效应

我们运用时间序列模型建立的 CPI 趋势性指标预示,未来价格回升趋势非常明朗,同时模型预测显示,11 月份 CPI 当月同比增速将由负转正。我们认为,CPI 即将走出负区间以及价格的持续回升将强化已有的通胀预期,由此催生两种效应影响市场运行。第一,在利率政策未做调整的通胀初期,价格水平上升导致的实际利率下降对市场有正效应。第二,价格进一步回升导致的加息等紧缩货币政策对市场

有负效应。

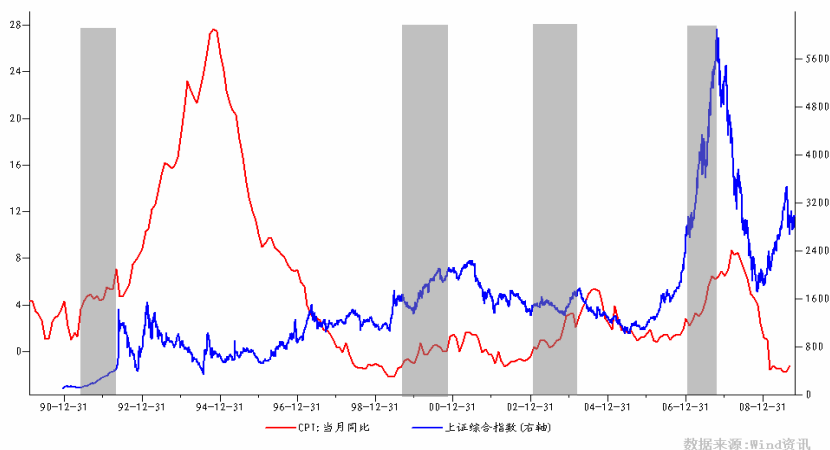
在澳大利亚成为二十国集团中首个加息的成员之后,上周印度上调准备金率以及挪威提高基准利率,再次确认了我们关于政策退出大幕已经开启的判断。货币政策调整预期的负效应在很大程度上将抵消通胀初期实际利率下降带来的正效应,通胀初期正效应的影响将被局限在某些行业当中,难以影响市场整体走势。

图9 价格回升趋势明朗



数据来源: Wind 上海证券研究所

图10 通胀初期正效应更为显著



数据来源: Wind 上海证券研究所

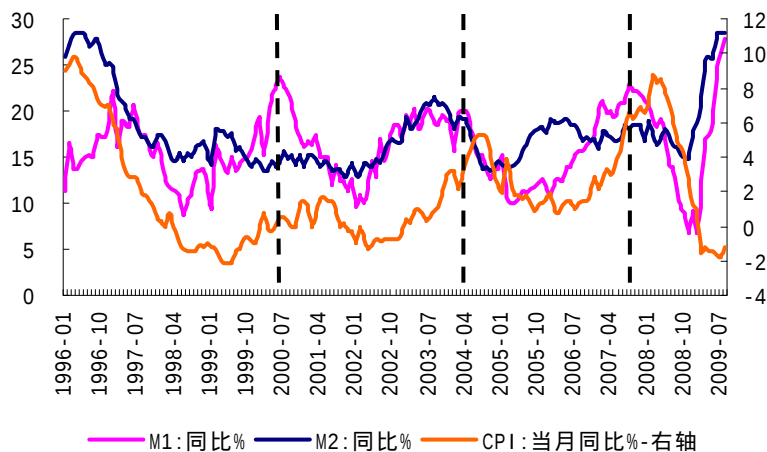
■ 住房政策或成通胀预期管理的“排头兵”

我们注意到,国务院常务会议强调的是对通胀“预期”进行管理,而不是对通胀进行管理,这表明虽然管理层高度关注未来的通胀风险,但也认为至少目前通胀并未实际发生。通过对历史情况的回顾,我们发现,在价格上升初期货币环境仍会继续维持宽松。在当前 CPI

同比依旧为负的情况下,我们认为目前就实施猛烈的紧缩货币政策的
可能性并不大。这样一来,除在适度宽松取向不变下对货币政策进行
微调之外,对通胀预期的管理有可能通过其他政策得以实施。

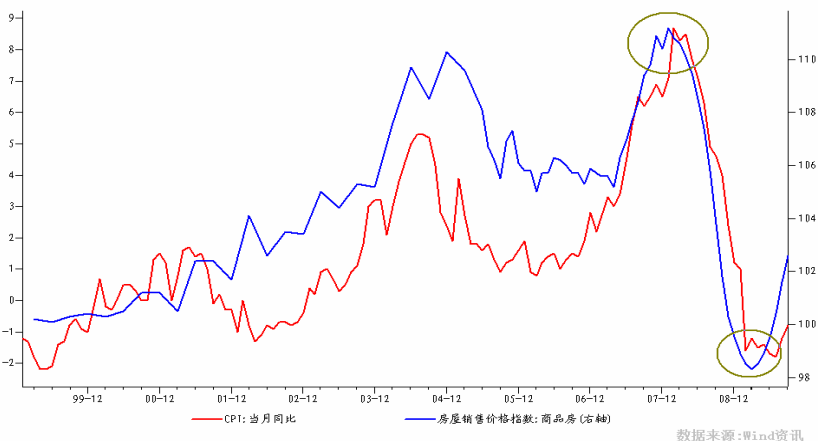
虽然CPI构成中不包含房价,但中国的房价与CPI走势密切相关。
而且从最近一轮的价格下跌与上涨的周期看,房价都是先于CPI启动
的。因此我们判断,住房政策的调整有可能成为管理通胀预期的“排
头兵”。2008年下半年,在宏观经济迅速降温的背景下,有关部门相
继出台了一系列利好房地产市场的政策。在这些政策的刺激下,2009
年中国房地产市场强劲复苏。而这些政策中的大部分将于年末到期,
结合当前房价上涨迅速以及管理通胀预期的定调,对房地产刺激政策
的退出预期将影响市场近期走势。

图 21 通胀初期货币政策不会过于紧缩



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 12 房价与 CPI 密切相关



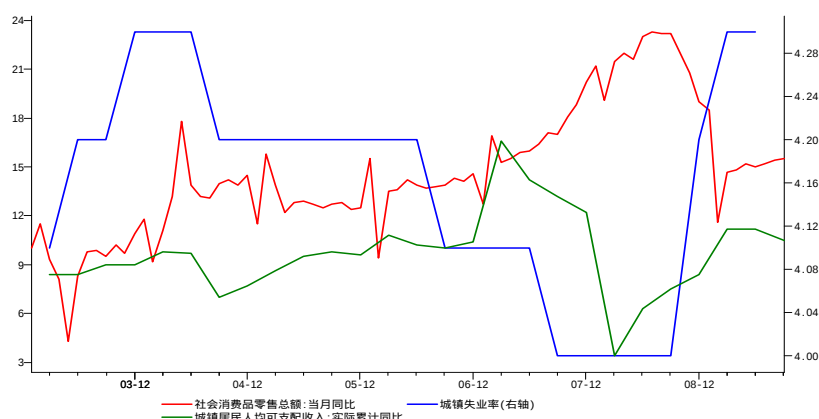
数据来源: Wind 上海证券研究所

3、促消费必成政策惠顾重点

如前所述，政策微调不可避免，政策调整预期将成为近期影响市场运行的主要因素。由于政策调整涵盖领域众多，目前市场尚无法对其形成进行准确、完整的预期。但结合我们上述对于 GDP 构成中结构性问题的分析，并考虑中国向内需型经济结构转型的战略需要，我们至少可以明确：促消费必成后期政策惠顾重点。之所以我们看好消费的政策效用，主要原因是：虽然我国的消费已经从底部回升，但仍在低位徘徊，而且就业和收入方面面临的困难将对消费增长形成制约，而政策效应在一段时期内可以弥补消费内生性增长不足的缺陷。

今年以来，针对汽车和家电行业，我国出台了诸如以旧换新、下乡、购置税减免等刺激消费的政策措施，这些措施对这两个行业的消费带动是明显的，其回升速度显著高于平均消费增速。鉴于此，我们认为，出于保证消费持续增长的目的，当前刺激汽车和家电消费的各项优惠政策有望在期限和力度上有所延长和突破。

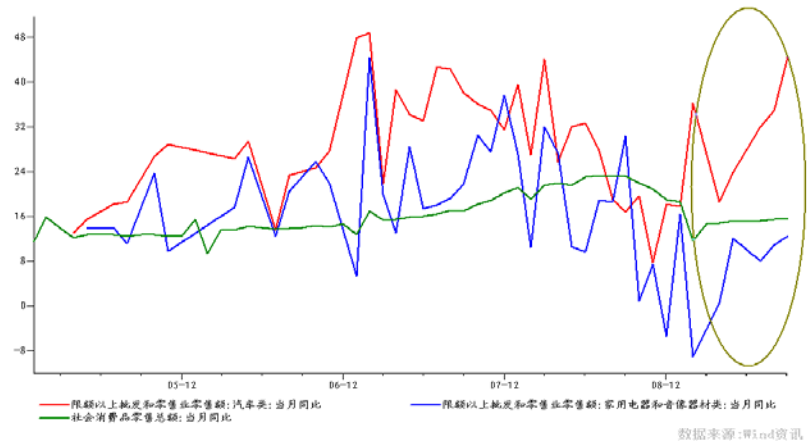
图 33 就业和收入将制约消费增长



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 上海证券研究所

图 44 汽车和家电消费回暖明显



数据来源：Wind 上海证券研究所

2、市场关注焦点

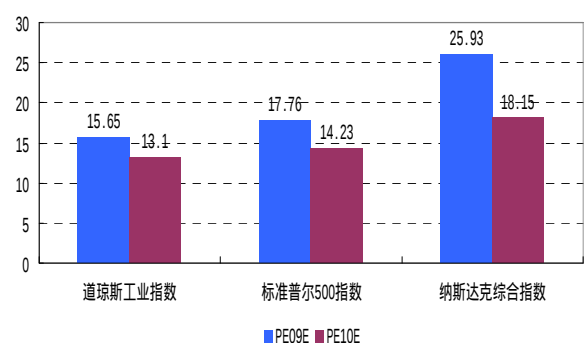
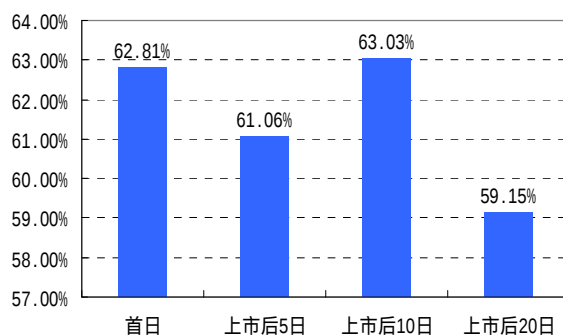
焦点一：创业板开板交易不改主板趋势

■ 创业板，在常态估值区间中结构分化

创业板市场首日交易，28家创业板公司首日平均涨幅高达106%，平均振幅78.7%，平均换手88.9%，首日创业板总成交金额为219亿元。

28家公司09年的动态PE为85倍，如剔除华谊兄弟，大部分公司动态PE介于62-85之间。偏离我们预设的45-75倍的常态估值区间。预计未来整体的估值向下修正幅度在10%-30%之间，不会重演中小板开市后的持续下跌景况。同时，经过首日的集体爆炒后，后市个股走势的分化已在所必然，后期我们建议重点关注探路者、鼎汉技术、机器人三家公司的市场表现。如出现10%以上的调整，建议买入。

图 15 2009 年中小板新股上市首日及 20 个交易日内的平均涨跌幅 图 16 美国创业板市场较主板市场估值溢价 50%



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表1 28家创业板公司09年动态估值表

股票简称	收盘价(元)	09EPS (均值)	09 动态 PE(倍)
------	--------	------------	-------------

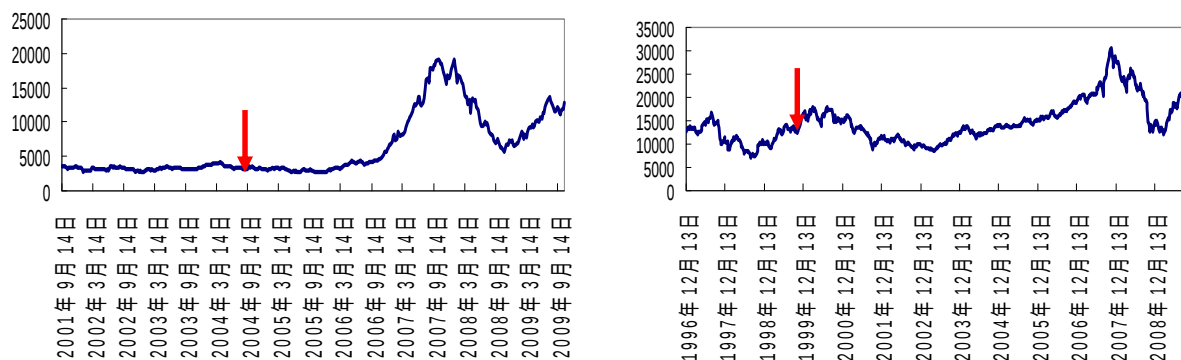
特锐德	44	0.69	64
神州泰岳	102.9	1.90	54
乐普医疗	63.4	0.71	89
南风股份	40.25	0.49	82
探路者	50.07	0.58	86
莱美药业	35.8	0.44	81
汉威电子	48.71	0.67	73
上海佳豪	50.81	0.82	62
安科生物	50.08	0.51	100
立思辰	33.75	0.45	75
鼎汉技术	69.01	1.29	54
华测检测	45.88	0.70	66
新宁物流	32.2	0.45	72
亿纬锂能	43.28	0.45	96
爱尔眼科	51.9	0.64	81
北陆药业	35.6	0.50	71
网宿科技	44.9	0.58	77
中元华电	56.7	0.86	66
硅宝科技	45.28	0.62	73
银江股份	36.4	0.56	65
大禹节水	32.03	0.36	89
吉峰农机	35.31	0.56	63
宝德股份	36.08	0.57	63
机器人	75.15	0.97	75
华星创业	45	0.60	75
红日药业	106.5	1.62	66
华谊兄弟	70.81	0.50	142
金亚科技	35	0.32	109

■ 开板交易不改主板趋势

借鉴成熟市场创业板开板交易后主板市场的表现，其共性特征相当明显——创业板开板交易不改主板中期趋势。

从创业板对主板的后续结构性影响来看，我们建议关注：首先，大盘股已经跑输小盘股 5 年，小盘股 PE/大盘股 PE 历史高点为 4.5 倍，目前为 3.5 倍，创业板开板交易能否成为主板风格阶段性偏向大盘股的契机？其次，创业板估值波动稳定后，有望对可比主板公司产生价格向上牵引。

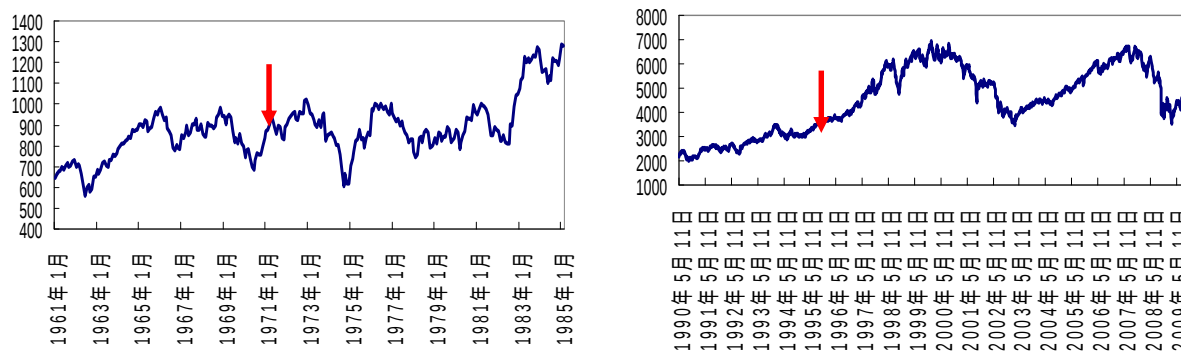
图 17 2004 年 6 月 30 日中小板交易未改深成指下行趋势图 18 1999 年 11 月 15 日香港创业板交易未改恒指上行趋势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 19 1971 年 2 月 8 日纳斯达克市场交易不改道指趋势

图 20 1995 年 6 月英国 AIM 交易不改伦敦金融 100 趋势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 2 部分创业板公司与可比主板公司

创业板公司	主营业务	可比主办公司
特税德	户外箱式变电站、户外箱式开关站和户内开关柜	许继电气
神州泰岳	IT 运维服务以及提供整体解决方案	亿阳信通
乐普医疗	冠状动脉介入医疗器械	鱼跃医疗
南风股份	通风与空气处理系统设计和产品	上风高科
安科生物	重组人干扰素和重组人生长激素等基因工程药物	长春高新
立思辰	文件管理外包服务	久其软件

新宁物流	专业提供电子元器件 保税仓储服务	中储股份
亿纬锂能	锂亚电池	科力远
爱尔眼科	医疗服务、药品销售 和配镜服务	金智科技
银江股份	城市交通智能化系统 工程	泰豪科技
宝德股份	石油钻机设备电控自 动化系统解决方案	江钻股份
红日药业	中成药以及西药的研 发、生产和销售	信立泰
金亚科技	有线数字电视系统前 后端软硬件的研发及 生产	同洲电子

图 21 2004 年以来大盘股持续跑输小盘股

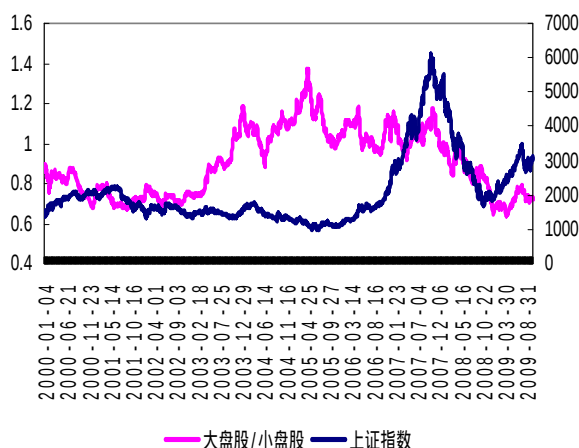
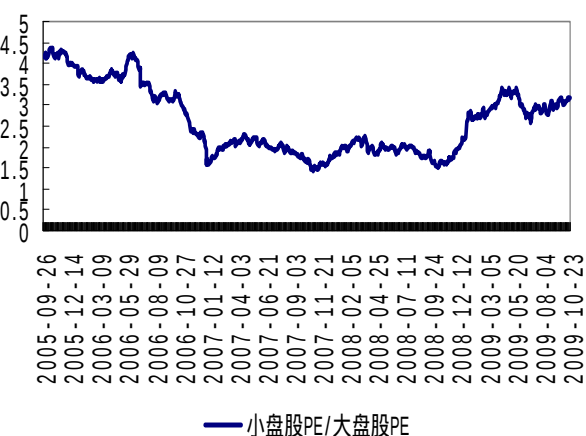


图 22 小盘股 PE/大盘股 PE 历史高点为 4.5 倍，目前为 3.5 倍



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

焦点二：三季度报难以提供业绩动力

■ 整体 A 股三季度业绩没有超预期

前三季度，1681 家 A 股公司实现营业总收入 84491 亿元，净利润 7831 亿元，加权平均每股收益 0.30 元，净资产收益率为 9.86%。与我们的预测值比较看，前三季度净利润同比-2%（预测 0.1%），第三季度同比 26%（预测 28%），第三季度环比增长 4%（预 4.2%）。基本上是不同程度的小幅低于预期。

■ 小幅下调 09 年盈利预期

随着上市公司三季度整体业绩表现的明朗，09 年净利润同比一

致预期已经从前期 22.45%下调到 21.01%。而且我们预测，21.01%一致预期的实现，是基于四季度单季净利润同比增长 168%的基础之上。因此，09 年上市公司业绩出现超预期表现的可能性已经很小。

图 23 三季度净利润同比增-2%，低于预期值 0.1%

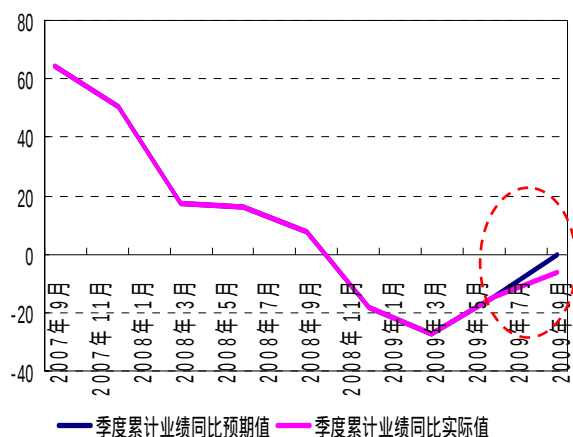
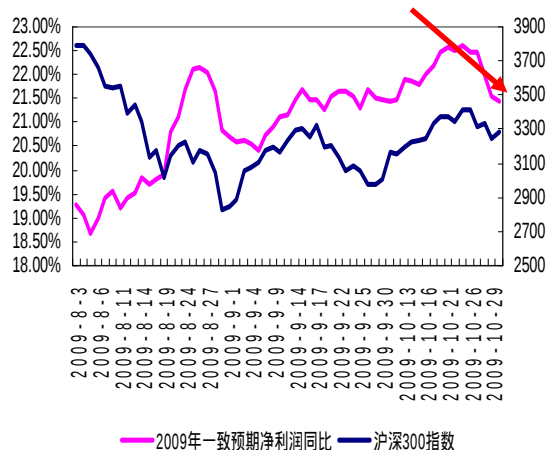


图 24 09 年一致预期净利润同比 21.45%，出现下调趋势



数据来源：朝阳永续 上海证券研究所

■ 估值：横向压力下降与纵向动力不足交织

从世界股市的估值变化与趋势特征看（见表 1），由于 10 月份周边市场强于 A 股市场，因此 A 股横向估值压力进一步下降。A-H 股溢价指数继续围绕 115 点弱势整理。处于历史低位的 A-H 股溢价指数未能给 A 股带来上行动力，主要原因是 A 股市场整体的三季度业绩难超预期，A 股估值空间受到压制所致。

目前沪深 300 指数静态估值 PE=23.75、PB=3.34。沪深 300 指数 09 年动态 PE=20.75。在上证综指 3000 点附近的区域，属于市场的合理估值区间。由于 09 年盈利上调空间已经有限，业绩因素对市场的推动力明显不足。

综合而言，本周 A 股估值变化依然处于纵向动力不足，横向压力下降的交织状态。

图 25 沪深 300 静态估值：PE=23.75 PB=3.34

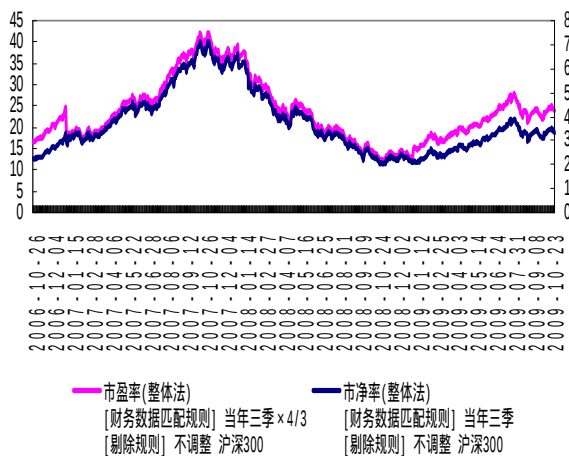
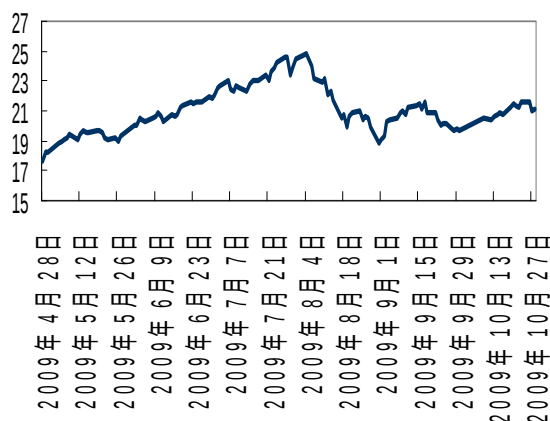


图 26 沪深 300 09 年动态估值：PE=21.01



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 27 最新 A-H 股溢价指数=151.13

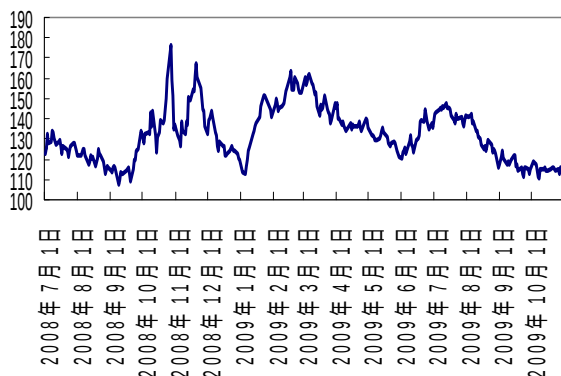
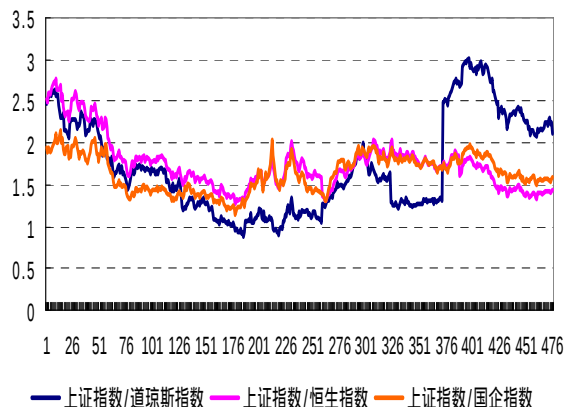


图 28 A 股市场的相对估值变化



数据来源：Wind 上海证券研究所

表 3 全球主要市场市盈率及趋势表现

全球主要指数	08PE	09PE	10PE	涨跌幅（%）		
				1W	1M	YTD
上证综合指数	32.90	21.99	17.97	-3.60	7.79	73.29
沪深 300	34.40	22.58	18.38	-3.89	9.17	97.18
道琼斯工业平均指数	14.37	16.11	13.24	-2.60	2.37	4.02
法国巴黎 CAC40 指数	14.94	13.40	11.94	-5.27	-1.16	3.46
伦敦金融时报 100 指数	90.28	14.28	12.24	-3.78	1.12	15.24
德国法兰克福 DAX 指数	47.18	16.84	12.45	-5.67	-0.97	8.56
恒生指数	23.48	17.55	14.98	-3.70	6.76	55.73
圣保罗 IBOVESPA 指数	22.99	16.69	13.23	-5.40	0.61	65.19
纳斯达克综合指数	36.84	25.98	18.41	-5.08	-0.15	18.84
墨西哥 MXX 指数	19.32	7.99	14.34	-6.25	0.09	40.71

东京日经 225 指数		44.02	22.60	-2.41	3.11	17.00
俄罗斯 RTS 指数	16.30	12.70	9.35	-5.76	12.44	71.63
印度孟买 Sensex30 指数	21.27	20.20	16.49	-5.44	-7.23	62.40
标准普尔 500 指数	20.56	18.07	14.35	-4.02	1.07	6.96
瑞士苏黎士市场指数	28.85	16.11	12.73	-1.45	2.20	2.15

数据来源：Bloomberg Wind 上海证券研究所

三、市场趋势判断：重心略上移的区间震荡

我们认为 11 月份市场关注的焦点将从经济数据转向政策预期。中央经济工作会议将对调结构与管理通胀预期的政策重心进一步深化与细化。从世界金融市场大环境看，流动性收缩的担忧与经济复苏信心增强将是主导趋势波动的主要矛盾；A 股市场内部来看，管理通胀预期带来的政策扰动（关注年末二套房政策与交易税费优惠政策变化）与调结构带来的结构性行情亮点构成主要的制衡因素。内外部影响因素的共同指向是：政策为主线，平衡波动为常态。

上市公司三季度业绩显示，09 年 A 股的盈利难有超预期的表现。未来市场估值将处于纵向动力不足，横向压力下降的交织状态。业绩估值对 11 月份 A 股市场只能提供支撑，难以构成动力。结合上述的内外部影响因素，我们判断 11 月份 A 股市场的趋势特征为区间震荡，由于市场对中期趋势存在谨慎乐观共识，因此市场重心将略上移。上证指数核心波动区间为 2800-3400

四、行业配置建议

1、投资策略：关注通胀受益与泛消费板块

11 月份无疑是一个承上启下的时间节点，也是跨年度行情的战略性配置关键时间阶段。由此我们认为市场主要投资者都将呈现或多或少的谨慎心态，观望等待、战略性调整仓位、试探性建仓是比较合理的选择，因此总体仓位建议配置在可灵活操作的水平。

遵循我们前面的分析，在布局跨年度行情的投资策略上，通胀预期的管理并不否认通胀预期的合理存在，因此，在年末可能存在的通胀受益板块是值得关注的线索。另外，政策调整预期下的泛消费类板块同样是年末行情的热点。

2、行业业绩和估值趋势

前三季度净利润同比前三行业为：公用事业、农林牧渔、化工；
后三行业为：电子元器件、有色金属、黑色金属；

第三季度净利润同比前三行业为：公用事业、农林牧渔、交运设备；后三行业为：电子元器件、交通运输、采掘；

单季净利润环比前三行业为：电子元器件、有色金属、黑色金属；
后三行业为：房地产、化工、综合。

权重最大的金融服务业第三季度整体业绩环比下降 2.3%。不过，有 10 家银行第三季度净利润同比增加，受净息差扩大等因素影响，银行业绩拐点已经显现，并有望进一步提升。房地产行业单季环比虽下降，业绩受结算期影响较大，全年业绩大幅增长没有悬念。第三季度钢铁、有色等行业的业绩均出现拐点，但是仍然低于预期，而且不同的公司之间业绩差距较大，行业依然受到产能过剩与需求制约。

综合前三季度同比、第三季度同比、单季环比三项指标看，交运设备、生物医药、食品饮料、建筑建材、农林牧渔、公用事业为全部增长的“三项全能”行业。

表 4 2009 年三季度行业净利润增长情况

行业	前三季度净利润同比增长(%)	三季度单季度净利润同比增长(%)	三季度单季度净利润环比增长(%)
电子元器件	-134.57	-68.54	111.8
黑色金属	-90.13	-14.74	482.6
有色金属	-72.75	-13.71	99.61
交通运输	-60.53	-31.34	-5.05
轻工制造	-22.52	41.69	42.94
采掘	-19.08	-25.81	0.73
商业贸易	-9.97	19.87	-6.26
纺织服装	-2.07	38.64	-15.25
机械设备	-1.37	16.03	-10.95
综合	1.15	32.14	-26.14
交运设备	7.16	155.26	34.29
金融服务	9.59	37.85	-2.22
信息服务	11.98	10.41	-9.79
餐饮旅游	15.8	15.6	-10.04
房地产	23.99	65.88	-37.79
家用电器	26.93	87.51	-16.92
医药生物	28.2	44.13	25.38
食品饮料	39.43	95.23	19.11
建筑建材	50.35	119.42	14.31
信息设备	59.2	111.47	-22.87

农林牧渔	79.36	337.42	13.03
化工	117.93	111.01	-26.52
公用事业	613.61	708.86	45.21

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 5 各行业市盈率及与沪深 300 指数市盈率比较

指数	各行业市盈率			与沪深 300 指数市盈率偏离度		
	历史中值	历史均值	现值	历史中值	历史均值	现值
农林牧渔	50.75	54.23	52.03	2.18	2.17	2.19
采掘	27.72	27.78	22.71	0.80	0.80	0.96
化工	40.12	38.28	36.49	1.07	1.10	1.54
黑色金属	20.43	18.22	47.46	0.45	0.51	2.00
有色金属	37.80	36.44	61.41	1.05	1.19	2.59
建筑建材	47.89	47.72	24.78	1.67	1.66	1.04
机械设备	42.13	44.55	32.65	1.33	1.32	1.37
电子元件	50.28	48.60	46.28	1.91	1.88	1.95
交运设备	38.98	36.07	31.6	1.09	1.17	1.33
信息设备	45.60	49.81	39.07	1.79	1.82	1.65
家用电器	34.84	34.69	26.83	1.14	1.17	1.13
食品饮料	41.70	42.97	31.19	1.74	1.78	1.31
纺织服装	38.59	38.48	44.84	1.26	1.29	1.89
轻工制造	39.19	37.31	35.28	1.18	1.17	1.49
医药生物	44.00	45.09	32.51	1.67	1.66	1.37
公用事业	34.34	34.61	27.78	1.19	1.47	1.17
交通运输	33.64	32.45	23.96	0.99	1.03	1.01
房地产	48.41	48.25	41.09	1.37	1.45	1.73
金融服务	34.21	36.11	16.85	0.94	0.98	0.71
商业贸易	45.44	44.83	38.96	1.40	1.42	1.64
餐饮旅游	62.72	63.82	37.28	2.06	2.10	1.57
信息服务	45.58	48.91	49.27	1.84	1.70	2.07
综合行业	58.36	62.05	69.22	2.41	2.35	2.91
沪深 300 指数	21.04	27.85	23.75	-	-	-

数据来源：Wind 上海证券研究所

3、行业配置策略

11 月份的行业配置策略两条主线为：

■ 挖掘“政策变焦”中的家电、汽车结构性机会

在调结构政策变焦中，我们预期 11 月份家电下乡最高限价可能取消。取消限价后，家电下乡涵盖的产品数量会扩展，销售量也会随之增长，尤其是彩电产品将体现最为明显。同时，我们预期老旧汽车补贴标准将有所上调，将极大提升老旧汽车、黄标车的淘汰速度，促

进新车销售，达到节能减排的目的。受益该政策的公司主要是轻型商用车企业

■ 通胀受益：煤炭、石油、矿产

我们认为，在通胀预期不断加强的过程中，一旦过剩的制造业产能利用率提高到一定程度，由于上游资源竞争结构优于国内制造业，议价能力强，基础原材料就会快速上涨，这种情况出现将会压缩制造业的利润，加上通胀预期将引发资金从制造业撤离，投入资产领域，形成资产领域的供求失衡。因此，我们建议目前的行业配置重心逐步倾向上游资源，如煤炭、石油、矿产等。

具体行业配置评级如下：

表 6 本周行业配置评级

行业分类	配置评级	理由	本月关注个股
煤炭	超配	煤炭行业资产整合对国有上市煤炭公司构成实质性的利好，尤其是母公司是煤炭资源整合注入的上市公司更是获益；行业低估值。	国投新集(601918)
建筑建材		关注房地产新开工面积和房地产投资的变化，以及产业政策出台的具体情况。	北新建材(000786)
医药生物		基本药物目录为深化医改扫清障碍。产品进入目录后可产生巨大需求量，在目录经过缩减后，将导致行业集中度提高，未来中药行业龙头企业会受益较多。	金陵药业(000919)
电力设备		预计下半年煤价维持稳定，电力行业净利润增速继续加大；电网投资加快，电力设备行业利润环比好转。	荣信股份(002123)
家电		“家电下乡”、“以旧换新”和“节能产品惠民工程”等政策有助扩大内需和加快产业升级，出口也将在第四季度反弹，行业经营状况将持续好转。	深康佳(A000016)
汽车		政策效应将继续维持，宏观经济向好的推动作用更为显著。除交叉型乘用车、轿车、微卡和轻卡等受政策推动的车型表现较好外，其余车型销售也将呈现全面复苏的格局。	金龙汽车(600686)
银行	标配	息差虽继续下降，但下行趋势明显收窄，在三季度有望启稳回升。行业经营的基本面好转趋势未变，板块相对估值仍具优势。	招商银行(600036)
房地产		房价上涨速度较快，已到阶段性高位，居民可支配收入上涨较慢，不支持房价的连续飙升；估值已在合理位置。	
商业贸易 餐饮旅游		业绩向好趋势较为明确，逐步回暖可期；四季度零售企业的业绩增速将明显提升。	锦江股份(600754)

通信设备		2009 年电信固定资产投资的快速增长没有任何改变,对通信设备需求巨大;半年运营数据仍预期乐观。板块仍具有一定的估值优势。
机械		随着动车组大额招标结构即将公布,铁路设备制造业或出现交易性机会;机床制造业仍将保持缓慢回暖态势;工程机械行业直接受益于大规模基建投资。
农业、食品		旱情对多数农产品行情的支撑有限,无以指望年底前能有牛市再现,中报业绩较市场落差进一步扩大且远不如预期,农业公司估值已变得更缺乏吸引力。对受益于消费复苏进程的食品业保持观望。
化工		行业目前已企稳回升,随着全球经济的转暖,下游需求的增加将有助于行业下半年业绩保持上升趋势。
有色金属		美元的区间弱势整理态势决定贵金属价格难以像上半年那样走出单边上扬行情;国家货币政策的流动性控制也将抑制金属价格涨幅;国内需求是否持续的不确定性加大了金属价格震荡调整的风险。
轻工制造、纺织服装		造纸行业业绩环比继续增长,并具有提价预期;家具行业在出口回暖带动下回暖,但仍属弱势恢复;纺织服装行业的上市龙头企业开工率都已经较满,业绩弹性不大。
电子元器件		电子产业在旺季效应和需求复苏的共同推动下,进入本年度景气最高的阶段,预计将高位维持到11月,此后,由于季节性原因开工可能略有调整。由于7、8月超季节性因素比较强劲,4季度能否维持还需要观察,行业整体运行态势良好。白酒、啤酒子行业率先复苏,
酿酒		产销量增长较快,趋势有望延续;葡萄酒产销数据也已连续回暖,未来葡萄酒消费有望重拾升势。
钢铁		钢材期货价格的暴涨暴跌将给行业运行带来较大不利因素。
交通运输	低配	外部需求的恢复将促进航运、港口等行业业务量的逐步回升;国内运输需求会随同经济恢复状况同向变化。

4、11 月份重点推荐股票组合

■ 2009 年 11 月份投资组合

11 月份投资选股思路主要是基于以下线索：

(1) 借鉴上述行业配置的分析结论，我们 11 月份基于行业角度的选股思路重点在于积极寻求政策驱动下的汽车、家电结构性机会以及通胀预期下的上游资源行业投资机会。

(2) 低碳经济概念个股的交易性机会

我们认为在 12 月哥本哈根会议前的 11 月份，世界各国关于碳排放量的相关政策会密集出台。因此，我们认为低碳经济主题下的具有节能减排、清洁能源概念的个股在 11 月份具有交易性机会。

(3) 上海本地股将持续活跃

虽然 10 月份迪斯尼签约的预期有所落空，但我们认为在世博会与迪斯尼两大主题投资机会渐趋强烈的市场氛围下，上海本地股在 11 月份依然将持续活跃。尤其是在商业零售、餐饮旅游、房地产等行业内的核心受益个股值得关注。

综合上述分析，上海证券 2009 年 11 月份股票组合是：

表 7 上海证券 2009 年 11 月份投资组合

股票代码	股票名称	推荐理由
600686	金龙汽车	2010年，在国家出台的“以旧换新”补贴政策以及出口市场逐步恢复等推动下，金龙汽车销量将实现约10-15%的增长。
000016	深康佳 A	国内彩色电视著名品牌之一，在高清液晶和国产平板电视领域的市场份额遥遥领先。在“家电下乡”政策利好作用下，公司销售和业绩将有较好增长。
600036	招商银行	与高盛集团、安联集团以及美国运通建立了非排他性的战略合作关系，特别是加强了在风险管理与内部控制以及提高银行在资金交易、资产管理、公司银行业务及投资银行业务和不良贷款处置方面的能力。
601918	国投新集	近年来，安徽省一直为煤炭净调入省，省内煤炭供应略显不足。在此情况下，安徽省内的煤炭企业增量即可做到增利，因此公司后期产能的逐步扩张有望增厚公司业绩。
000919	金陵药业	脉络宁注射液是公司的支柱产品，总销售收入一直保持稳定发展，但产品面临激烈竞争，产品毛利率有所降低。公司管理层有意借入选基本药物的契机，做大该品种销售规模。
000786	北新建材	高速成长的石膏板行业产品替代性可期，国家政策有望成为行业成长的催化剂。公司先发优势明显，提前布局全国，加强市场控制力。
002123	荣信股份	从09年前三个季度收入累计同比和单季度同比看，增长率超过45%。09年增发保证了新产品的研发和产能的扩张
600754	锦江股份	公司将显著受益于世博会，主要是：一是锦江之星在上海门店数达77家，将显著受益于世博会；二是餐饮业务也将受益世博会。

■ 2009 年下半年上海证券投资组合表现回顾

我们基于“寻求资产重估与需求复苏的投资机遇”的投资策略，

推出了 2009 年下半年 A 股投资组合，其中包括：浦发银行、中国平安、招商地产、恒源煤电、上海汽车、泸州老窖、荣信股份、武汉凡谷、重庆百货、天坛生物。

表 8 2009 年下半年上海证券研究所投资组合表现统计 (2009.6.30~2009.10.30)

投资组合	期间表现	期间最大涨幅
2009 年下半年投资组合	16.64%	18.52%
沪深 300 指数	3.60%	18.61%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 29 2009 年下半年上海证券研究所投资组合表现回顾

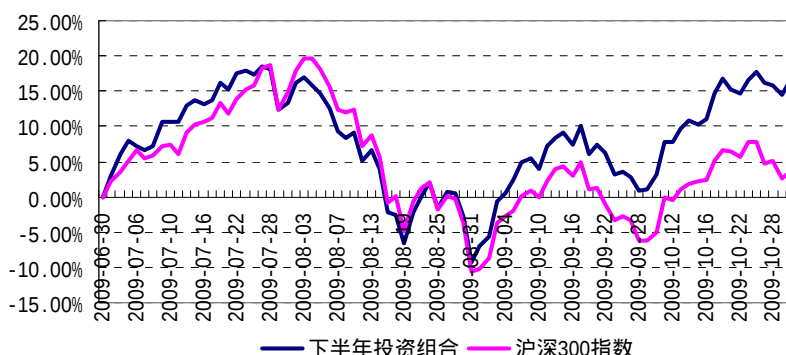


图 230 2009 年估值优势组合表现跟踪

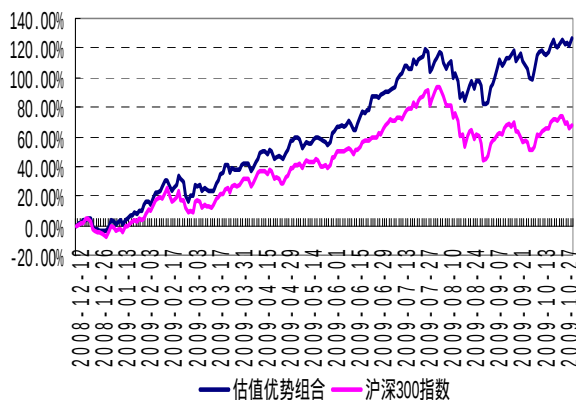
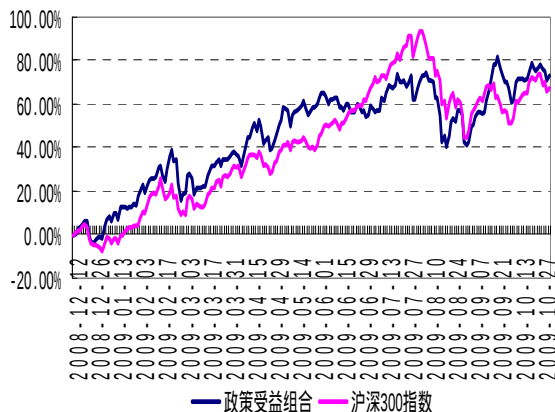


图 31 2009 年政策受益组合表现跟踪



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

五、2009 年下半年上海证券研究所重点关注股票

表 9 2009 年下半年上海证券研究所重点关注股票

序号	证券代码	证券名称	行业	08EPS	09EPS	10EPS	投资评级
1	000876	新希望	农业、食品业	0.3021	0.55	0.65	跑赢大市
2	002100	天康生物	农业、食品业	0.39	0.52	0.77	跑赢大市
3	002124	天邦股份	农业、食品业	0.6514	0.31	0.495	跑赢大市
4	002143	高金食品	农业、食品业	0.0403	0.35	0.48	跑赢大市
5	002234	民和股份	农业、食品业	0.4793	0.54	0.81	跑赢大市
6	000893	广州冷机	农业、食品业	巨亏	0.88	1.43	跑赢大市
7	000568	泸州老窖	酿酒业	0.91	1.14	1.48	跑赢大市
8	600519	贵州茅台	酿酒业	4.03	5.23	6.28	跑赢大市
9	600600	青岛啤酒	酿酒业	0.54	0.80	1.05	跑赢大市
10	600809	山西汾酒	酿酒业	0.57	0.70	0.87	跑赢大市
11	000800	一汽轿车	汽车制造业	0.67	0.88	1.23	超强大市
12	600104	上海汽车	汽车制造业	0.10	0.55	0.71	超强大市
13	000338	潍柴动力	汽车制造业	2.32	2.40	2.99	超强大市
14	600418	江淮汽车	汽车制造业	0.04	0.25	0.49	跑赢大市
18	000651	格力电器	家电、电子业	1.12	1.20	1.38	跑赢大市
19	000527	美的电器	家电、电子业	0.55	0.74	0.83	跑赢大市
20	600690	青岛海尔	家电、电子业	0.57	0.60	0.66	跑赢大市
21	600100	同方股份	IT 业	0.26	0.49	0.70	跑赢大市
22	000066	长城电脑	IT 业	0.02	0.30	0.64	跑赢大市
23	600850	华东电脑	IT 业	0.04	0.10	0.26	跑赢大市
24	600489	烽火通信	传媒、电信业	0.41	0.49	0.71	跑赢大市
25	600487	亨通光电	传媒、电信业	0.52	0.65	0.82	跑赢大市
26	002115	三维通信	传媒、电信业	0.47	0.80	1.13	超强大市
27	002194	武汉凡谷	传媒、电信业	0.59	0.84	1.08	跑赢大市
28	002261	拓维信息	传媒、电信业	0.56	0.64	0.86	跑赢大市
29	600269	赣粤高速	交通运输业	0.94	0.83	0.88	跑赢大市
30	600785	新华百货	旅游、零售业	0.63	0.75	0.84	跑赢大市
31	600729	重庆百货	旅游、零售业	0.80	0.92	1.10	跑赢大市
32	000501	鄂武商 A	旅游、零售业	0.36	0.42	0.51	跑赢大市
33	600631	百联股份	旅游、零售业	0.32	0.36	0.45	跑赢大市
34	600628	新世界	旅游、零售业	0.31	0.34	0.44	跑赢大市
35	601009	南京银行	金融业	0.79	0.83	0.95	跑赢大市
36	600000	浦发银行	金融业	2.21	1.62	1.84	跑赢大市
37	601169	北京银行	金融业	0.87	0.90	1.03	跑赢大市
38	601318	中国平安	金融业	0.09	1.10	1.32	跑赢大市
39	600895	张江高科	房地产业	0.38	0.59	0.82	跑赢大市
40	000024	招商地产	房地产业	0.71	1.00	1.20	跑赢大市
41	000540	中天城投	房地产业	0.40	0.59	0.80	跑赢大市

42	000898	鞍钢股份	钢铁、建材业	0.41	0.38	0.58	跑赢大市
43	000761	本钢板材	钢铁、建材业	0.05	0.28	0.40	跑赢大市
44	600581	八一钢铁	钢铁、建材业	0.14	0.36	0.67	跑赢大市
45	002149	西部材料	有色金属业	0.32	0.41	0.66	跑赢大市
46	600219	南山铝业	有色金属业	0.48	0.44	0.55	跑赢大市
47	601088	中国神华	煤炭业	1.07	1.48	1.74	跑赢大市
48	601898	中煤能源	煤炭业	0.44	0.60	0.75	跑赢大市
49	600188	兖州煤业	煤炭业	0.55	1.49	1.44	跑赢大市
50	601666	平煤天安	煤炭业	1.03	2.17	2.60	跑赢大市
51	600997	开滦股份	煤炭业	1.10	2.10	1.76	跑赢大市
52	000933	神火股份	煤炭业	1.64	2.70	3.01	跑赢大市
53	600123	兰花科创	煤炭业	1.41	2.03	2.31	跑赢大市
54	600395	盘江股份	煤炭业	0.26	1.23	1.43	跑赢大市
55	600971	恒源煤电	煤炭业	1.07	1.45	1.73	跑赢大市
56	600096	云天化	石化工业	0.64	0.54	0.81	跑赢大市
57	000792	盐湖钾肥	石化工业	1.78	2.50	2.70	跑赢大市
58	600309	烟台万华	石化工业	0.91	0.85	1.10	跑赢大市
59	002208	新安股份	石化工业	5.89	2.00	3.15	跑赢大市
60	600815	厦工股份	机械制造业	0.27	0.31	0.38	超强大市
61	600710	常林股份	机械制造业	0.11	0.24	0.33	跑赢大市
62	600031	三一重工	机械制造业	0.83	1.19	1.43	跑赢大市
63	000425	徐工科技	机械制造业	0.20	1.63	1.95	跑赢大市
64	600089	特变电工	电力及电力设备业	0.53	0.72	0.97	跑赢大市
65	002028	思源电气	电力及电力设备业	0.79	0.88	1.11	跑赢大市
66	002123	荣信股份	电力及电力设备业	0.46	0.93	1.29	跑赢大市
67	600875	东方电气	电力及电力设备业	0.48	1.92	2.41	跑赢大市
68	002078	太阳纸业	轻工、造纸业	0.46	0.51	0.65	跑赢大市
69	000488	晨鸣纸业	轻工、造纸业	0.52	0.35	0.46	跑赢大市
70	600607	上实医药	医药	0.54	1.49	0.51	跑赢大市
71	600161	天坛生物	医药	0.27	0.42	0.57	跑赢大市
72	000597	东北制药	医药	1.16	1.32	1.49	跑赢大市

资料来源：上海证券研究所

分析师承诺

分析师 屠骏 李剑峰 俞佐杰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大盘	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大盘同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大盘	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。