

阶段调整不改震荡上行趋势

——2009年11月A股投资策略

要点:

- **美国仍是弱势复苏。**受益于总额为30亿美元的汽车补贴计划，美国经济在三季度实现了3.5%的年化增长，其中汽车消费和库存下滑幅度的收窄成为经济强劲回升的主要动力。我们认为，四季度耐用消费品领域（主要是汽车消费）对经济增长的贡献可能转为负面，但其他项目的贡献将会继续加大，其中库存的改善对GDP的贡献可能最大。综合判断，我们将四季度经济增速下调至2%，在储蓄率恢复的过程当中，高度依赖消费拉动的美国经济迎来的是弱势复苏。
- **美元中期走弱、短期有反弹要求。**从外汇市场的表面来看，影响汇率波动的原因是资金的跨境流动方向（取决于预期收益率），当资金回流美国的时候，表现为美元升值，反之则美元出现贬值；从货币的内在机制来看，美国的整体债务规模主导着美元的中长期走势，尤其是国债膨胀的速度，对美元走势有着至关重要的影响，美元往往滞后于国债扩张而贬值，加之各国对美元偏好下降，我们认为美元难逃中期走低格局。但短期由于受到套息交易资金回流美国的影响，在全球经济弱势复苏的情形下，美元或有短期反弹的要求。
- **国内经济“高增长、低通胀”格局强化。**我们预计10月份的工业增加值和四季度GDP增速可能分别高达17.6%和12.3%，而十月份CPI指标会重新探底至-1.3%的水平。年末历来是银行信贷投放的淡季，四季度新增信贷额度往往不及一、二季度的一半，我们预期四季度月均信贷可能只有2000亿甚至更低的水平。
- **阶段调整不改震荡上行趋势。**美元短期反弹和物价重新探底可能导致通胀预期炒作热情减弱，新增信贷的大幅回落则会在月初对市场形成短期冲击。但是尽管货币信号反映的股价边际推动力已经趋于减弱，总体则仍是正面信号；另一方面，经济数据持续好转趋势确立。因此阶段调整过后，震荡上行仍将成为本月市场的主基调。
- **坚持业绩配置思路。**目前的市场格局已进一步向业绩靠拢，市场对通胀主线的偏好有所下降，全球刺激经济政策退出的担忧，以及美元在经历半年的涨跌不休之后近期有反弹的要求，都对通胀主线的炒作形成了抑制效应，上半年非常明朗的通胀与地产板块逐渐丧失了龙头地位，市场转向了对业绩和估值的平衡考虑。我们继续坚持四季度策略中提出的业绩配置思路：一类是景气/业绩驱动型，包括汽车、家电、信息设备、医药、食品饮料、商业等；另一类是低估值适度成长具有安全边际的，包括金融、机械、建筑建材。

分析师

吴士金

☎0755-83516212

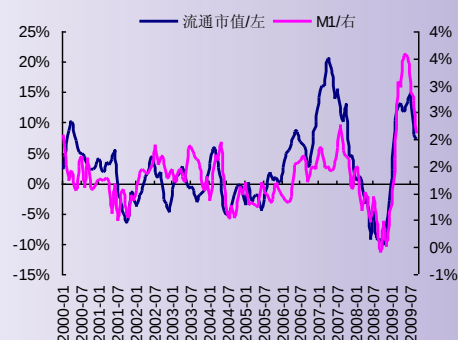
✉wtj@cgws.com

腊博

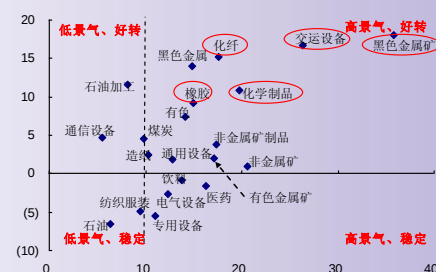
☎0755-83516230

✉lab@cgws.com

M1与流通市值关系



行业静态、动态景气度



相关报告

《震荡向上，均衡配置》

09年四季度A股投资策略，2009.09.25

《从趋势到业绩，行业配置风格面临转换》

——09年9月投资策略，2009年9月7日

《变量与常量博弈，演绎震荡格局》

09年8月投资策略，2009年8月10日

《从流动性主导到经济复苏主导》

09年下半年投资策略 2009年6月22日

《春意初现，配置“复苏”资产》

09年2季度投资策略，2009年3月31日

《冬寒犹存暖意：坚持积极防御》

09年度投资策略，2008年12月19日

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、美国四季度经济增速将放缓

美国经济在三季度实现了本次衰退以来的首次正增长,基本符合市场预期,但 3.5% 的年化增幅要高于市场的平均预测水平 3.2% (我们预测为 3%), 其中汽车消费和库存下滑幅度的收窄经济强劲回升的主要动力。我们认为,四季度耐用消费品领域(主要是汽车消费)对经济增长的贡献可能转为负面,但其他项目的贡献将会继续加大,其中库存的改善对 GDP 的贡献可能最大。综合判断,我们将四季度经济增速下调至 2%。目前市场对四季度美国经济预期偏乐观(高盛 3%、JP 摩根 3%、巴克莱资本 4%、汇丰 2.6%、UBS3%), 短期内存在预期下调的风险。

1. “旧车换现金”计划的结束对经济有一定的负面影响

三季度 3.5% 的经济增长有 1.47% 是由耐用消费品贡献的, 经测算汽车消费贡献有 1.2% 左右。美国 7 月 1 日推出的“旧车换现金”计划的效果可以用“疯狂”这个词来形容, 随着总计 30 亿美元补贴用尽, 美国政府不得不提前于 8 月 24 日叫停该计划。可以预见的是, 政策带来的热销只是暂时的, 过后将面临汽车销量的大幅下降。根据近几个月的数据显示, 7-8 月份, 汽车的销售分别环比增长 16% 和 26.5%。但随着 8 月 24 日该计划的结束, 9 月份汽车销售出现了 40.9% 的下滑, 销量低于政策前的水平。

我们认为 7-8 月的汽车热销会透支部分未来的消费, 但幅度有限, 毕竟“旧车换现金”计划所针对消费群中一部分是“计划外”消费, 也就是说如果没有该政策, 这部分消费者应该不会选择在短期内购车, 尤其是四季度。所以我们判断四季度汽车消费会回到二季度的水平或略低一些, 对四季度 GDP 的贡献应该是 -1.3%, 所以我们调低四季度耐用品消费对经济增长的贡献至负的 1%。总体个人消费支出对四季度经济的贡献应该为零(三季度为 2.36%)。

2. 库存下降收窄对经济的贡献有望继续加大

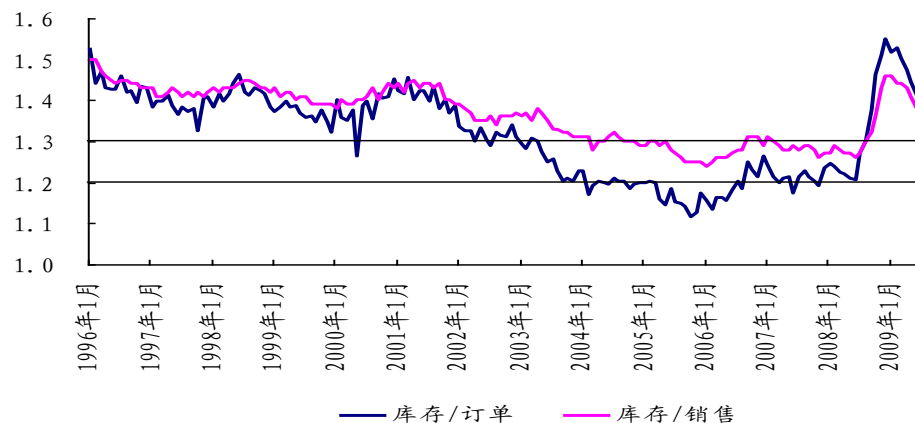
除了耐用品消费可能会对四季度经济产生负面影响外, 其余项目对增长的贡献有望继续提升, 其中库存和非居民部门投资的提升幅度应该最大。历史经验来看, 库存的变化往往会和销售预期相关, 当企业对未来销售情况失去信心时, 开始减产以大幅度降低库存, 但这一时期销售的下滑幅度要大于库存下降的幅度, 库存销售比开始回升, 由于未来订单的继续下滑, 库存订单比要高于库存销售比; 当企业对未来销售重拾信心, 开始尝试恢复小量生产, 库存下降的幅度开始减缓, 这一时期库存仍在下滑, 但销售已经回升, 库存销售比开始下降, 直至下降到合理位置, 并且库存订单比要低于库存销售比。我们判断库存销售比的合理位置在 1.3 左右。目前的现状基本符合上述情况, 首先设备使用率已连续三个月小幅回升, 说明企业对未来销售情况的信心正在增强; 其次, 根据 8 月份的数据显示库存销售比已经达到 1.33 的水平, 基本接近我们认为的合理水平; 第三, 目前库存订单比也正在以较快的速度下降, 说明订单的恢复程度要好于销售, 当订单数量明显大于当前销售时, 企业回补库存的动机将会大大增强。

从时间上判断, 我们认为四季度库存仍处于下降时期, 但下降的幅度会大幅收窄, 明年 1 季度会迎来库存的回升。判断的理由有两点: 首先, 1968 年以来, 美国共经历了 5 次较为明显的去库存阶段, 其中有 4 次在设备使用率回升 2 个季度后, 库存才开始回升(目前设备使用率已回升一个季度); 其次, 一般设备使用率达到 75% 以上的水平, 库存才会有出现增加, 9 月份设备使用率回升到了 70.5, 以目前的回升速度来看,



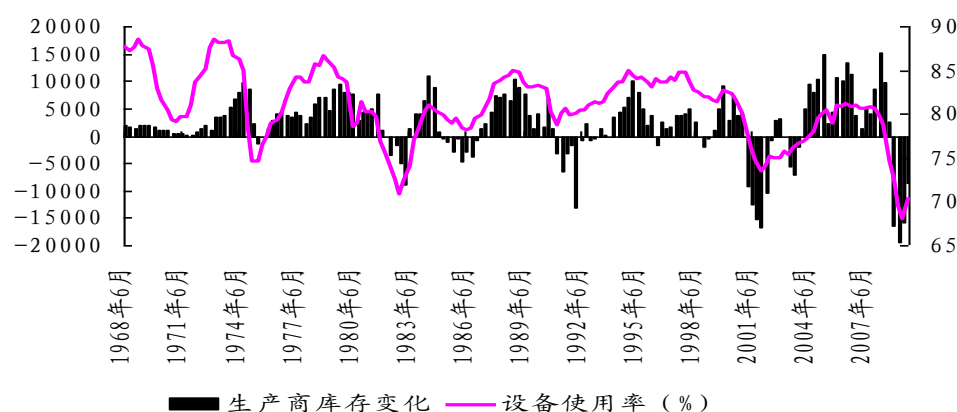
明年1季度会达到这一水平。综合判断,我们认为四季度企业库存对经济的正面贡献将会加大,有望达到1.5%以上。由于目前设备使用率仍处于较低的水平,私营部门投资项目对经济的贡献改善不会太大。

图 1. 库存销售比接近合理水平



数据来源: Bloomberg, 长城证券

图 2. 设备使用率逐步回升

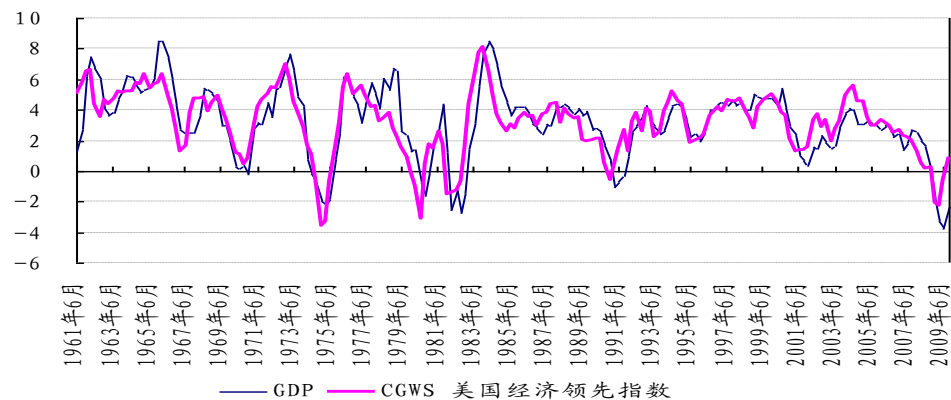


数据来源: Bloomberg, 长城证券

综合各项指标来看,我们认为四季度美国经济增速将放缓至2%左右的水平,虽然各项经济指标有望继续回升,但回升的幅度很难抵消汽车消费下滑给经济带来的负面影响。但长期来看,美国经济复苏已经确立,根据我们编制的CGWS美国经济领先指数显示,未来两个季度经济仍可保持同比增速回升的态势,目前所面临的是增速快慢的问题。我们认为未来一段时期温和复苏是大概率事件,在失业率下降和储蓄率修复到合理水平的前提下,美国经济才可能迎来较为稳定和强劲的回升。



图 3. CGWS 美国经济领先指数继续反弹



数据来源: Bloomberg, 长城证券

二、美元短期面临反弹可能

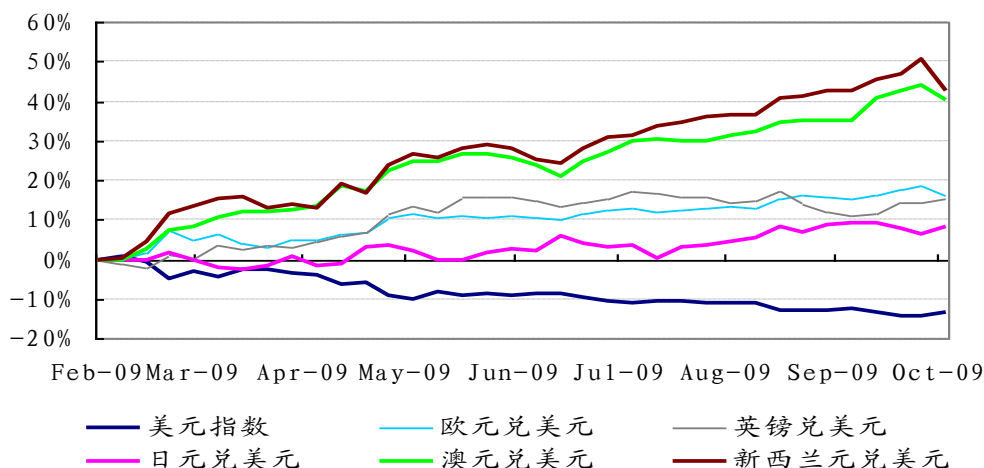
从外汇市场的表面来看,影响汇率波动的原因是资金的跨境流动方向(取决于预期收益率),当资金回流美国的时候,表现为美元升值,反之则美元出现贬值;从货币的内在机制来看,美国的整体债务规模主导着美元的中长期走势,尤其是国债膨胀的速度,对美元走势有着至关重要的影响,美元往往滞后于国债扩张而贬值。但在不同时期,各种经济因素会对美元币值形成程度不等的短期影响,概括来讲,当金融市场紊乱的时候,资金避险情绪造成美元升值(金融危机时期);经济处于底部和复苏的初期,这时的利率水平较低,套息交易开始活跃,这一时期息差较大的货币汇率波动加大;当通胀问题足够引起市场担忧的时候,主要发达经济体的利率政策对美元的影响开始显现。我们认为当前的市场正处于经济复苏的初期,由于美国目前的基准利率几乎为零,这就为一些借入低息货币买入高息货币的套利者提供了有利的条件,所以套息交易成为影响跨国资金流向和美元汇率的主要因素。那么,以什么来证明套息交易正在主导美元走势?什么因素会影响套息交易?这两个问题将是我们判断美元短期走势的主要根据。

美元作为低息货币正在成为套息交易的对象

今年3月份以来,经济复苏的预期开始萌芽,我们也是在3月份提出美国经济即将见底的判断。在经济复苏预期日渐强烈的时期,沉寂多时的套息交易开始复苏,而美元作为利率最低的发达国家货币被视为最理想的卖出货币,澳大利亚、新西兰等高息货币成为买入对象。从今年3月份美元下跌时算起,各主要货币相对美元的涨幅与相对美元的息差呈明显的正相关,新西兰和澳大利亚涨幅最大,而日本的息差最小涨幅也最小。近期美元呈现出与经济基本面反相关的关系,这似乎违背了传统的外汇理论,为什么美元与经济呈反相关?我们认为其原因在于:全球经济向好为套息交易提供有利的环境,美元贬值;而经济下滑导致资金避险情绪的上升,套息交易平仓,资金回流美国,美元升值。



图 4. 受套息交易的影响，澳元和新西兰元升值幅度最大，日元最小



数据来源：Bloomberg，截止日期：2009 年 10 月 30 日

表 1. 主要货币相对美元涨幅与息差呈正相关

	基准利率	2009 年 3 月份以来主要货币对美元的涨幅
美国	0-0.25%	-13.7%
日本	0.10%	8.5%
英国	0.50%	15.2%
欧洲	1.00%	16.3%
新西兰	2.25%	43.4%
澳大利亚	3.25%	40.0%

数据来源：Bloomberg，截止日期：2009 年 10 月 30 日

前几天的市场表现也可以明显看出美元与全球经济的这种反相关关系：

- 10 月 23 日，英国宣布三季度 GDP 继续下滑，超出市场预期，美元开始反弹；
- 10 月 28 日，美国公布 9 月份新屋销售环比下滑 3.6%，大幅超出市场预期，利空的经济数据引发套息交易平仓，美元继续反弹，而澳元跌幅最大，达到 2.12%；
- 10 月 29 日，美国宣布三季度 GDP 增长 3.5%，超出市场 3.2% 的预期，套息交易重新入场，美元大幅下滑，澳元上涨幅度最大，达到了 2%；
- 10 月 30 日，美国公布 9 月份个人消费支出环比下滑 0.5%，加剧了投资者对美国经济复苏的担忧，美元大幅回升，澳元跌幅最大，达到 1.77%。

短期美国经济面临挑战，这将支持美元反弹

从以上分析可以看出，受套息交易的影响，美元波动与全球经济（尤其是美国经济）呈反向相关的关系，如果美国经济四季度表现不如预期，可能会短期支持美元反弹。我们认为，四季度美国经济将面临挑战，随着“旧车换现金”政策的结束，四季度汽车消费将低于三季度，四季度耐用消费品领域（主要是汽车消费）对经济增长的贡献可能转为负面，美国经济四季度增长的幅度将放缓，甚至低于预期，我们将四季度经济增速下调至 2%。同时我们也看到，四季度除了汽车消费下降以外，其他项目（如库存、私营部门投资、政府消费）都会出现较好的增长，其中库存变化对经济的贡献可能大幅增加，因此，虽然美元短期内存在较大的反弹风险，但随着市场对美国四季



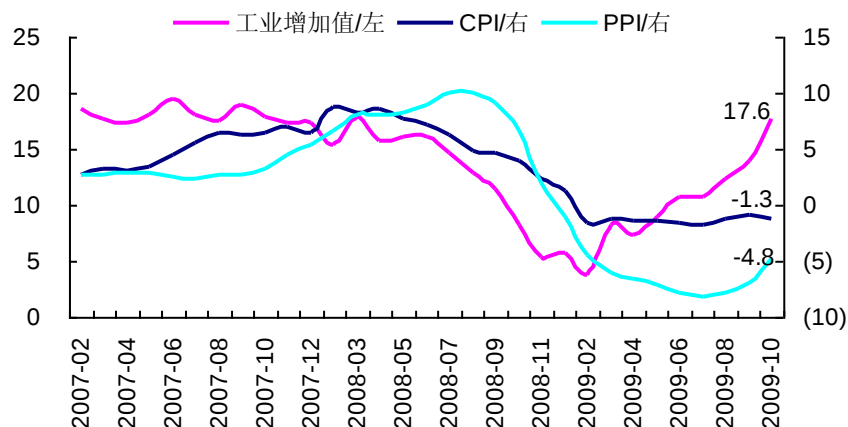
度经济预期的消化完成，美元的中期走势仍无法摆脱国债膨胀、国外投资者偏好度下降带来的贬值趋势。

三、10 月份国内经济数据两大看点

1. 经济走高、物价走低

10 月份宏观数据将集中在 11 月 11 日公布，根据我们的预测，四季度“高增长、低通胀”的格局将在 10 月份的经济数据上得到更为突出的体现，衡量整体经济情形的工业增加值指标可能大幅攀升至 17.6% 的较高水平（与 07 年经济过热时期相当），而由于 10 月份农产品价格的大幅下跌，CPI 指标可能会出现单月的二次探底，我们预计 10 月份 CPI 将从上个月的 -0.8% 再度下滑至 -1.3% 的水平。值得一提的是，目前市场对 10 月份的工业增加值和四季度的 GDP 增速的预测值仅分别为 14.9%（Wind 统计）和 10.6%（朗润预测），我们认为这两个总量指标的实际水平应当远高于目前的普遍预期，另一方面，目前市场对 10 月份 CPI 预测值为 -0.4%，我们认为市场很可能高估了 10 月份的通胀水平，量的低估和价的高估无疑将在 10 月份实际经济数据公布的时候带来两个效果：一旦以工业增加值为代表的经济增速指标果真高过预期，会出现机构提高经济增速预期，复苏信心高涨的现象；其次、通胀指标低于预期将大大减缓管理层收紧宽松政策的紧迫性，10 月份经济数据本身和这两个超预期效果都将对本月的股票市场形成正面支持。

图 5. 工业增加值、CPI 和 PPI 同比增速及 10 月份预测值，%



数据来源：Wind 长城证券研究所

2. 信贷减少、货币放缓

去年全年我国新增人民币贷款为 4.91 万亿，而 09 年前三季度累计新增贷款已高达 8.67 万亿，海量的信贷投放极其有效地实现了总需求扩张的政策目标，也是支撑 09 年中国经济快速回升的主导力量。年末历来是银行信贷投放的淡季，根据往年经验，四季度新增信贷额度往往不及一、二季度的一半，再考虑到目前经济的快速回升，管理层对宽松货币的态度可能会出现一些总量上的实质变化，加之前三季度银行海量放贷后普遍面临着资本金的约束，我们认为四季度月均信贷可能只有 2000 亿甚至更低的水平，新增信贷的大幅回落可能会在月初的时候对市场形成短期冲击。另一方面，从货币存量的角度来看，尽管目前较高的货币增速仍对市场有正面支撑效应，但目前 30% 左右的 M1、



M2 货币增速已进入本轮经济、货币上升周期的高峰区域（四季度货币增速维持在 30%左右），当前货币扩张对实体经济、资产价格的边际推动效应将开始减弱（这也是我们认为四季度股价上升斜率应当放缓的依据），从上市公司流通市值和 M1 存量规模的关系可以看出（下图），目前的货币环比扩张速度¹（以 M1 衡量）已经开始掉头往下，但环比增速仍然维持在较高的水平，一旦年末的时候政策转向加快，这一指标继续往下掉，不排除会对市场形成负面信号。综合十月份经济数据向好，信贷数据可能带来短期冲击，股价上升动力弱化的情况，我们对本月的 A 股市场仍持谨慎乐观态度，尽管目前市场缺乏上半年快速攀升的动力，但震荡上行仍有望成为本月市场的主基调。

图 6. 当月新增信贷，亿元

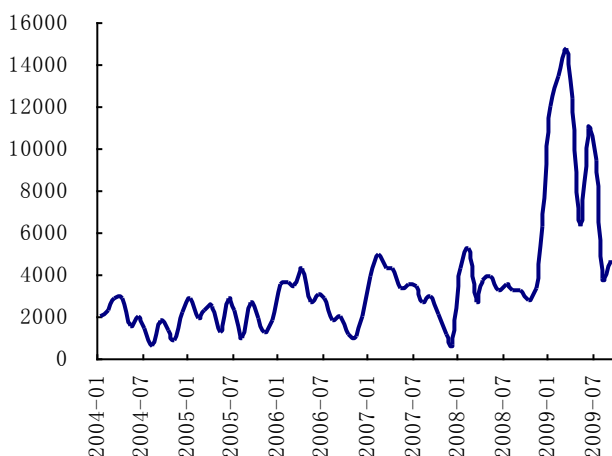
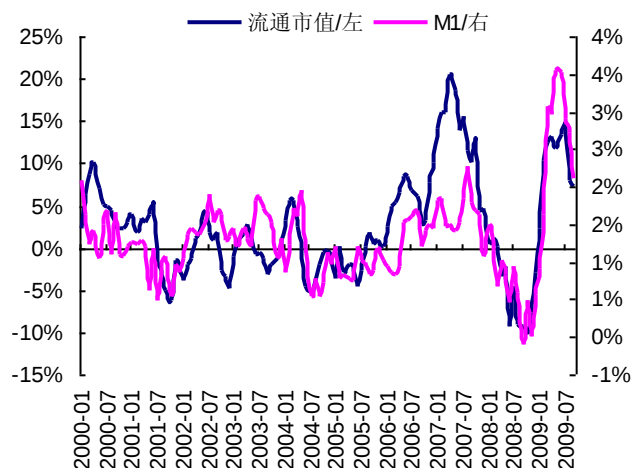


图 7. 境内上市公司流通市值、M1 环比增速（至 9 月）



数据来源：Wind 长城证券研究所 新增信贷、M1 环比分别经过 2、4 个周期的移动平均处理

四、投资策略与资产配置

A 股市场在经历上半年通胀与内需两大主线之后，目前的市场格局已逐渐在景气与估值之间趋于均衡。一方面市场对通胀主线的偏好有所下降，全球刺激经济政策退出的担忧，以及美元在经历半年的跌跌不休之后近期有反弹的要求，都对通胀主线的炒作形成了抑制效应，尤其是有色这类估值过高的板块，股价吸引力正在降温；另一方面，在经济回升确立、资产价格上涨过快的背景下，以地产为代表的内需龙头板块存在政策收紧的担忧。因此，上半年非常明朗的通胀与地产板块已逐渐丧失了龙头地位，市场转向了对业绩和估值的平衡考虑，尤其是业绩回升的确立与否，对板块配置起到了主导作用，基于以上理解，我们梳理出年底行业配置的两条思路：第一条思路是通过行业中观数据和上市公司三季报筛选出业绩回升较快的板块；另一条思路是考虑低估值，有适度增长的稳健板块。

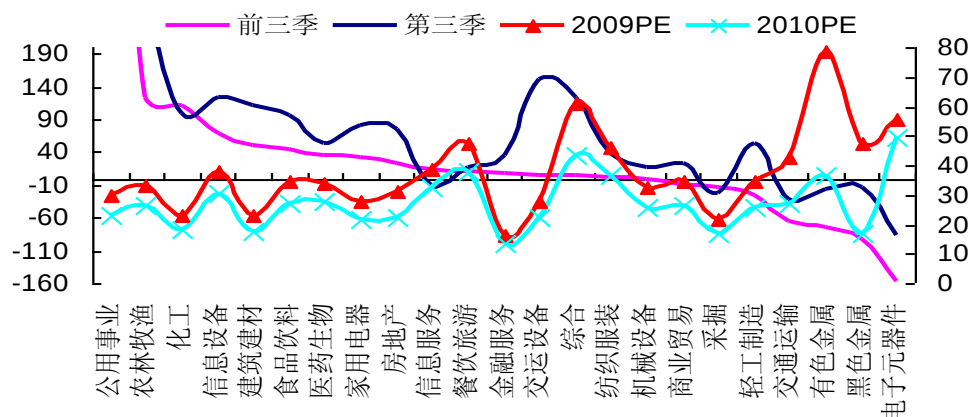
首先，我们可以根据第三季和前三季度业绩累计增速的差值来判断板块业绩的改善程度（下图），显然，交运设备（汽车）、综合、轻工制造（造纸）、家电、地产、农业、信息设备、建筑建材、食品饮料、钢铁、有色这些行业出现了显著的业绩改善。如果从行业中观数据（工业增加值）层面来看，我们可以根据行业景气度和景气度变化将主要行业分为四个象限，配置的目标应当集中在右边的高景气区间，最理想的无疑是高景气且继续向好的右上方区域（见下图），落在这个象限的除了前面提及的部分行业之外，还有化纤、化工行业；而

¹ 以 M1 衡量既能反映流动性的变化，更能体现企业经营和经济景气度的变化情况



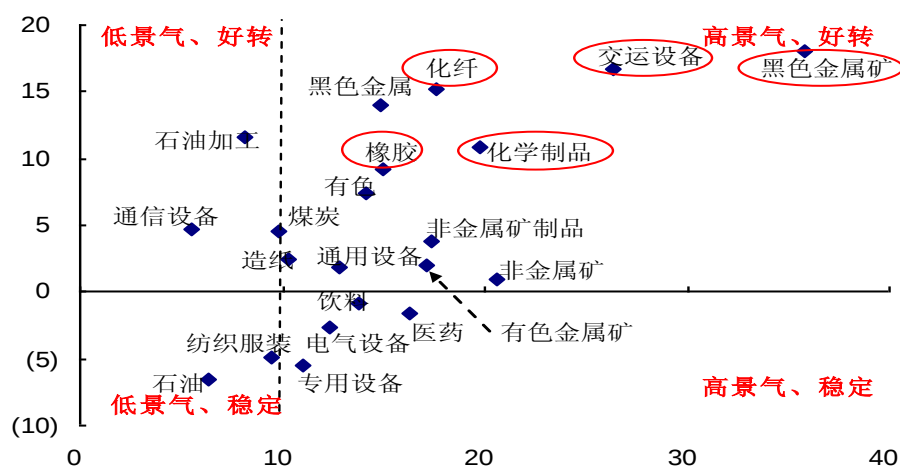
右下方稳定高景气的行业包括非金属（水泥建材）、医药、饮料、煤炭和造纸。

图 8. 板块业绩增速与动态估值



数据来源: Wind 长城证券研究所

图 9. 分行业工业增加值增速和景气度变化, %



数据来源: Wind 长城证券研究所

注: 非金属矿指土砂石开采等, 非金属矿制品指水泥石灰、玻璃陶瓷等。

目前的市场格局已进一步向业绩靠拢, 市场对通胀主线的偏好有所下降, 全球刺激经济政策退出的担忧, 以及美元在经历半年的跌跌不休之后近期有反弹的要求, 都对通胀主线的炒作形成了抑制效应, 上半年非常明朗的通胀与地产板块逐渐丧失了龙头地位, 市场转向了对业绩和估值的平衡考虑。结合行业景气持续性和估值的考虑, 我们继续坚持四季度策略中提出的业绩配置思路: 一类是景气/业绩驱动型, 包括汽车、家电、信息设备、医药、食品饮料、商业等; 另一类是低估值适度成长具有安全边际的, 包括金融、机械、建筑建材。

表 2、十一月行业评价一览

行业	配置建议	业绩增长趋势	估值吸引力 (09/10PE)	基本面综合评价	关注个股
----	------	--------	-----------------	---------	------



汽车	超配	确定	中 27.9/22.1	乘用车销售“金九银十”继续旺销，板块涨幅巨大，适合持有，零部件、客车、重卡行业景气滞后，有补涨需求	江淮汽车，宁波华翔，潍柴动力，金龙汽车
家电	超配	确定	强 27.9/21.7	内需的标杆，三季度销售旺盛，淡季不淡，政策刺激、新房销售、年底春节效应对家电市场形成支撑。主流品种调整可介入，关注毛利有提升空间的彩电股	格力电器，青岛海尔，美的电器，小天鹅，合肥三洋
机械	超配	确定	强 32.3/25.8	基建、地产等投资效应持续显现，四季度是工程机械销售小高峰，业绩环比增长趋势确切，通用机械行业景气相对滞后，关注补涨机会	中联重科，柳工，三一重工，徐工机械，山推股份，昆明机床，秦川发展
电力设备	超配	确定	中 33.3/26.5	电网建设项目密集启动、电网公司筹资加速，行业趋暖态势比较明朗，板块的高估值将靠时间和业绩的增长来消化，事件因素关注哥本哈根会议带来的节能减排个股机会	特变电工，荣信股份，许继电气，置信电气
银行	超配	确定	强 16.5/13.7	资产质量改善、息差见底回升，基本面处于小幅改善态势，估值较低。关注息差弹性大、无资本瓶颈、内生资本能力较高的银行	北京银行，兴业银行，工商银行，建设银行
食品饮料	超配	确定	中 34.9/27.4	葡萄酒增速超预期，白酒短期受禁酒令和消费税影响，未来2个季度高端消费品景气度仍逐步回升，但提价预期弱化	张裕A、承德露露、金种子酒，ST伊利，泸州老窖
商业	超配	确定	中 34.8/26.7	行业回暖趋势确立，四季度行业收入增速有望达到30%左右。短期股价催化剂有限，建议配置存在催化剂、10年动态市盈率低于25倍的公司，以及通胀预期下业绩弹性高的公司	武汉中百，苏宁电器，重庆百货
化工	标配	较确定	强 23.1/18.4	原油横盘数月后继续上扬，不利于国内炼油企业。关注MDI（烟台万华）、TDI（沧州大化）、黏胶（山东海龙/澳洋科技）景气改善带来的机会，氨纶或有提价机会（华峰氨纶）	烟台万华，沧州大化，山东海龙等
医药	标配	确定	中 34.2/27.7	一线股估值已经达到09年动态40倍PE左右，估值已经合理，甲流冲击波来临催生事件性机会，未来投资机会来自于增速较快、估值较低以及有事件催化的个股	康缘药业，双鹭药业，人福科技，一致药业
煤炭	标配	较确定	强 22.6/19	近期动力煤价格走势较乐观，港口和坑口价格自8月以来持续小幅上涨，下游电力行业煤炭需求持平，焦煤下游钢材价格仍在寻底过程。具有良好的资源特征和业绩支撑，但短期股价可能受美元和油价影响。	中油化建、兖州煤业，西山煤电
通信设备	标配	确定	中 38.2/30.5	9月末中国联通WCDMA投入商用，3G市场加速启动，WIFI大规模投入运营，通讯软硬件受益	中兴通讯，武汉凡谷，烽火通信
建筑	标配	确定	强 22.6/17.1	铁路、公路等基建投资效应有很好的延续性，行业订单充足；四季度为建筑行业结算高峰，利润集中释放，未来业绩增长明确，估值具备优势	隧道股份，葛洲坝，中材国际，中国铁建，中国中铁

建材	标配	较确定	强 22.3/16.9	投资高涨、旺季到来，水泥、玻璃量价齐升。水泥行业投资增速过快，全年可能超过40%，有产能过剩之虞	冀东水泥，塔牌集团，南玻A
电子元器件	标配	确定	弱 55.5/49.3	半导体市场V形复苏，制造及封测订单有望加速流向国内，关注业绩敏感度高的印刷电路板行业龙头、低碳经济趋势下LED等新兴行业公司的成长机遇	生益科技，广州国光，通富微电，士兰微
造纸	标配	较确定	中 34.5/25.8	纸价上涨、低价位的原料库存使得行业环比增幅在3季度达到今年顶峰，4季度业绩仍将持续向上，但因低价位原料消化完毕，成本上升，业绩增速将会放缓。	劲嘉股份，太阳纸业，紫江企业
房地产	低配	较确定	中 30.9/22.3	政策面可能会有小幅调整，但核心不会变，有可能不会延续二手房税费优惠的政策，但首次置业的优惠应该会得到延续，毕竟目前经济刚起步，地产仍需要维稳，过度的调控短期不会发生	保利地产，万科A，世荣兆业
电力	低配	平稳	弱 25.3/20	发电利用小时数稳步回升，动力煤价格季节性小幅上涨。关注销售电价调整以及水火同价试点对电网和水电的利好效应	内蒙华电，文山电力，长江电力，国电电力
交通运输	低配	平稳	强 42.7/27.1	航空4季度将进入淡季，航运业中干散货反弹幅度尚有待观察、显著超预期概率小，集装箱再次步入淡季，油轮市场逐渐进入传统旺季。	长航油运，中国远洋，厦门空港
旅游传媒	低配	平稳	弱 47.3/37.7	旅游板块重点公司估值有优势，短期受甲流疫情影响；传媒板块重点公司09年估值仍高达66倍，政策因素仍是驱动行业高估值的主要因素	中青旅，锦江股份，时代出版
有色金属	低配	较确定	弱 78.5/37	景气度在缓慢回升，三季报业绩环比出现一定增长，但是改善程度仍不理想。近期由于受美元反弹因素影响，有色金属价格面临较大压力，重点关注美元走势的变化	辰州矿业，中金岭南
钢铁	低配	不确定	中 47.4/17.3	产能过剩压力仍大，库存高企，钢材价格底部徘徊	酒钢宏兴，金岭矿业

数据来源：Wind，长城证券研究所

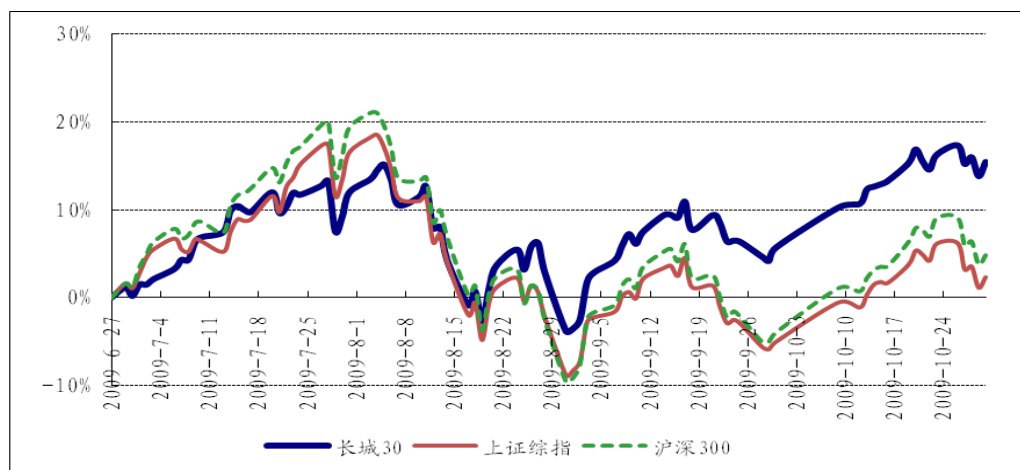
五、长城30股票池

1. 长城30股票池表现

2009年下半年长城30股票池自6月底建立以来，截止10月30日收盘，累计上涨15.41%，同期上证综指上涨2.31%，沪深300指数涨幅4.86%。与基准指数表现相比较，长城30指数大幅跑赢大盘。



图 3. 长城证券 30 股票池表现与上证综指、沪深 300 指数对比



数据来源：Wind，长城证券研究所

10 月份(9 月 30 日至 10 月 30 日)，长城 30 股票池中 16 只股票跑赢大盘，14 只个股跑输大盘，但是领先个股跑赢大盘的幅度普遍较大，月度涨幅领先上证综指 10 个百分点以上的个股达到 8 只，分别是重庆百货(月度涨幅 49%)、江淮汽车(上涨 34%)、合肥三洋(上涨 26%)、潍柴动力(上涨 25%)、金牛能源(上涨 21%)、ST 伊利(上涨 21%)、格力电器(上涨 20%)、双鹭药业(上涨 17%)；而落后个股跑输大盘的幅度则总体较为有限，仅泸州老窖涨幅落后上证综指 10 个百分点以上(月度跌幅 7.8%)。

长城 30 指数 10 月份继续战胜大盘主要得益于业绩配置思路下汽车、家电、商业、机械、医药、食品饮料等行业的大幅超配，而对地产、有色金属、钢铁、化工等周期性资产配置比例较低，符合 10 月市场行业轮动趋势。

长城 30 股票池调整

11 月份我们继续看好业绩配置逻辑下投资拉动类行业(机械、电力设备、建筑)和消费类行业(食品饮料、医药、商业、家电、汽车)的市场表现，同时适当降低对部分通胀资产(金融、地产、煤炭)的配置比例。

现有长城 30 股票池基本反映了上述行业配置思路，本期仅对 30 股票池作小幅修正。考虑通胀主题短期催化因素减弱、焦煤价格存在松动可能，调出组合中的煤炭股金牛能源；调入主业稳定、存在收购国外配件公司预期的汽车股宁波华翔。

表 3. 本月长城 30 股票池

代码	名称	行业	股价 (元)	流通市值 (亿元)	2009EPS (元)	2010EPS (元)	2009PE	2010PE
601166	兴业银行	银行	33.42	1864	2.42	2.81	13.8	11.9
601169	北京银行	银行	17.17	1110	0.96	1.20	17.9	14.3
601318	中国平安	保险	51.53	4110	1.30	1.70	39.6	30.3
000400	许继电气	电力设备	22.85	85	0.75	0.85	30.5	26.9
600517	置信电气	电力设备	18.13	114	0.57	0.73	15.9	12.6
002121	科陆电子	电力设备	15.72	37	0.46	0.84	34.2	18.7
601390	中国中铁	建筑	5.85	1255	0.33	0.42	17.7	13.9



601186	中国铁建	建筑	8.78	1075	0.52	0.72	16.9	12.2
600528	中铁二局	建筑	11.27	183	0.45	0.60	25.0	18.8
600031	三一重工	机械	33.18	536	1.12	1.44	29.6	23.0
000157	中联重科	机械	23.94	451	1.29	1.63	18.6	14.7
000568	泸州老窖	食品饮料	30.77	396	0.99	1.20	31.1	25.6
000869	张裕 A	食品饮料	59.17	346	1.98	2.40	29.9	24.7
600887	ST 伊利	食品饮料	19.22	185	0.68	0.80	28.3	24.0
000759	武汉中百	商业	10.23	57	0.39	0.45	26.2	22.7
002024	苏宁电器	商业	16.35	725	0.60	0.76	27.3	21.5
600729	重庆百货	商业	21.66	66	0.90	1.02	24.1	21.2
000651	格力电器	家电	22.49	507	1.14	1.44	19.7	15.6
600983	合肥三洋	家电	15.28	64	0.63	0.75	24.3	20.4
002038	双鹭药业	医药	34.94	102	1.10	1.45	31.8	24.1
000028	一致药业	医药	23.09	66	0.75	0.99	30.8	23.3
000401	冀东水泥	水泥	13.30	170	0.75	0.95	17.7	14.0
600995	文山电力	电力	7.65	38	0.35	0.43	21.9	17.8
600183	生益科技	电子元器件	9.03	87	0.32	0.42	28.2	21.5
600418	江淮汽车	汽车	8.09	140	0.26	0.37	31.1	21.9
000338	潍柴动力	汽车	50.60	527	3.22	3.61	15.7	14.0
002048	宁波华翔	汽车	10.32	51	0.72	0.53	14.4	19.4
600551	时代出版	传媒	15.94	60	0.58	0.65	27.5	24.5
000937	金牛能源	煤炭	30.52	290	1.80	2.25	17.0	13.6
600309	烟台万华	化工	17.98	330	0.72	0.90	25.0	20.0

资料来源：长城证券研究所

(完)

附表 1. 长城证券季度经济指标预测体系 (2009.11.02)

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
GDP	6.1	7.9	8.9	12.3		
CPI	-0.6	-1.5	-1.3	(0.3)		
工业	5.1	9	12.4	19.6		
投资	28.6	35.7	33	30.0		
消费	15	15	15.3	18.4		
出口	-19.7	-23.6	-20.5	3.0		
进口	-30.9	-20.6	-11.6	31.0		
利率	2.25	2.25	2.25	2.25		
汇率	6.83	6.83	6.83	6.82		

附表 2. 长城证券月度经济指标预测体系 (2009.11.02)

	200901	200902	200903	200904	200905	200906	200907	200908	200909	200910
GDP			6.1			7.9			8.9	
CPI	1.0	(1.6)	(1.2)	(1.5)	(1.4)	(1.7)	(1.8)	(1.2)	(0.8)	(1.3)
PPI	(3.3)	(4.5)	(6.0)	(6.6)	(7.2)	(7.8)	(8.2)	(7.9)	(7.0)	(4.8)
工业		11.0	8.3	7.3	8.9	10.7	10.8	12.3	13.9	17.6
投资		26.5	30.3	34.0	38.7	35.3	29.9	33.6	35.1	32.0
消费	18.5	11.6	14.7	14.8	15.2	15.0	15.2	15.4	15.5	17.1
出口	(17.5)	(25.7)	(17.1)	(22.6)	(26.4)	(21.4)	(23.0)	(23.4)	(15.2)	(9.8)
进口	(43.1)	(24.1)	(25.1)	(23.0)	(25.2)	(13.2)	(14.9)	(17.0)	(3.5)	2.2
M1	6.7	10.9	17.0	17.5	18.7	24.8	26.4	27.7	29.5	29.5
M2	18.8	20.5	25.5	25.9	25.7	28.5	28.4	28.5	29.3	29.5
利率	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
汇率	6.84	6.84	6.84	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83

说明:

- 1、除利率和汇率外，其余指标为当季同比增长率。其中，GDP 和工业同比增长率按可比价格计算，投资和零售同比增长率按名义价格计算，出口和进口同比增长率按美元价格计算。
- 2、工业指规模以上工业增加值，投资指城镇固定资产投资，零售指社会消费品零售总额。
- 3、利率和汇率指标分别指季末最后一天 1 年期储蓄存款利率和人民币美元汇率。



研究员介绍及承诺:

吴土金: 男, 香港中文大学经济学硕士, 北京大学理学学士, 2008 年加入长城证券金融研究所, 任宏观、策略分析师。

腊 博: 新西兰梅西大学金融学学士(Honours)、金融学硕士(Distinction), 四年海外工作经验, 从事外汇、证券投资策略研究, 2008 年 5 月加入长城证券研究所任策略研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>