

兴业证券A股策略报告

震荡市·新格局

——2季度A股市场投资策略

首席策略分析师 张忆东

2010.3

主要内容

1

震荡市，新格局

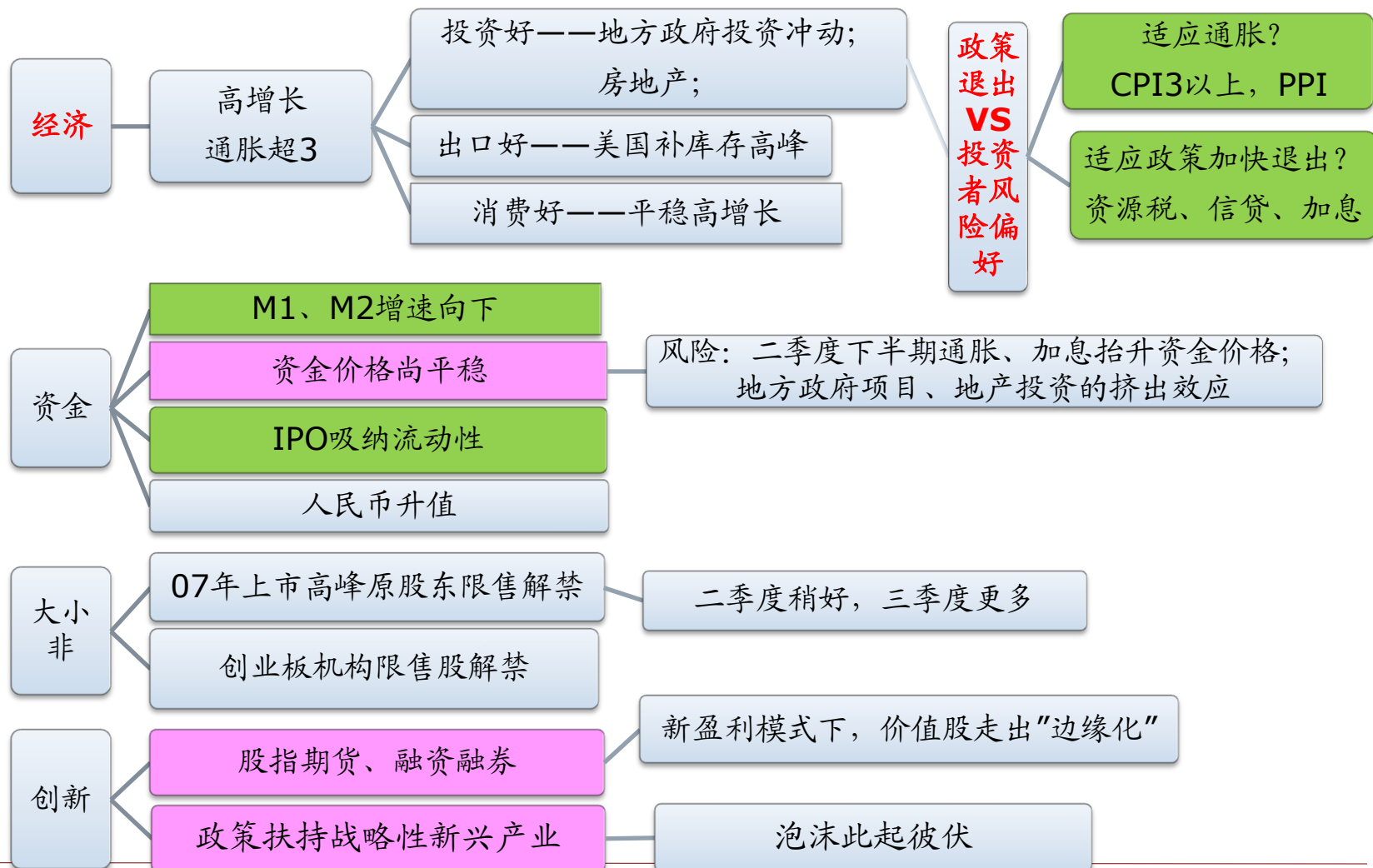
2

行业配置

二季度新格局，震荡加剧，信心在疑惑中再来

- 宏观新格局：“新一轮”经济上行周期延续，政策加快退出
 - 和其他券商最大的不同：新一轮经济周期不会因政策调整而终止；近两年经济增长不会下台阶，新、旧两个经济增长模式并存，从增长动力看，中西部城镇化加速、传统产业深化和新兴产业并行；
 - 通胀略超预期，市场对于政策调控的“过敏”症尚未痊愈，政策退出或引发二季度市场有一个震荡的“适应”过程，而非系统性风险
 - 市场友好型的政策也值得期待，包括，中西部地区大发展和新兴产业等
- 资本市场新格局：对冲时代来临，金融创新引发的新赚钱效应正蓄势待发
 - 股指期货推出，使市场博弈因素更复杂
 - 基本面确定、持续调整、估值偏低的价值股具备跌深反弹的博弈力量
- 2季度市场观点
 - 震荡市，资金价格平稳，结构性行情仍有可为，关注中西部区域的城镇化、新兴产业和世博
 - 谨慎乐观，中盘价值股为盾，中小盘成长股为矛，趁市场预期混乱时，逢低坚决买入

二季度关键变量图:经济“热”政策“温”人心“慌”



(一) 对新一轮经济周期，市场将从疑惑到逐渐认同

- 当前，市场仍纠结于“经济增长下台阶”还是“新一轮经济周期”的争论，正如08年中-09年初期争论“U”？“L”？“V”？“LV”型反转一样，这需要时间来验证，2季度未必能证伪
- 我们认为，此轮经济增长周期至少延续到2011年，看好经济增长的新引擎。
- 城镇化、传统经济深化与创新产业并行，将支持此轮经济周期延续
 - 地方政府有很强的投资冲动，国家主体功能区规划、产业调整规划和信贷对其加以合理引导，中西部城镇化的空间依然很大
 - 完善收入分配和社保体制，实现消费驱动投资良性互动
 - 要素价格重估，市场驱动产业升级，驱动资本和人才向中西部转移
- 新增投资的重点领域——中西部承接东部和海外产业转移；传统产业的升级；战略性新兴产业的中长线机会

新引擎：区域经济规划、传统产业升级、新兴产业培育

- “着力加快”经济发展方式转变——将是未来数年工作重点
 - 加快推进经济结构调整、加快推进产业结构调整、加快推进自主创新、加快推进农业发展方式转变、加快推进生态文明建设、加快推进经济社会协调发展、加快发展文化产业、加快推进对外经济发展方式转变——胡锦涛主席在省部级干部培训班“八大加快”
- 推进经济结构调整——加快推进城镇化，加快调整区域经济结构
- 改造传统产业——技术创新、节能环保、并购重组
- 培育战略性新兴产业——在新能源、节能环保、新能源汽车、新材料、生物医药、生物育种、信息产业、航空航天等方面
- 反思：新、旧两种经济增长模式在未来较长时间内共存
 - 旧经济模式的问题不容易那么快改变；中西部大发展、消费升级继续提升传统产业的需求空间——业绩驱动或超预期
 - 估值方面——传统产业估值下行；新兴产业泡沫化

政策“退出”不会暴风骤雨，宁“稍热”不“探底”

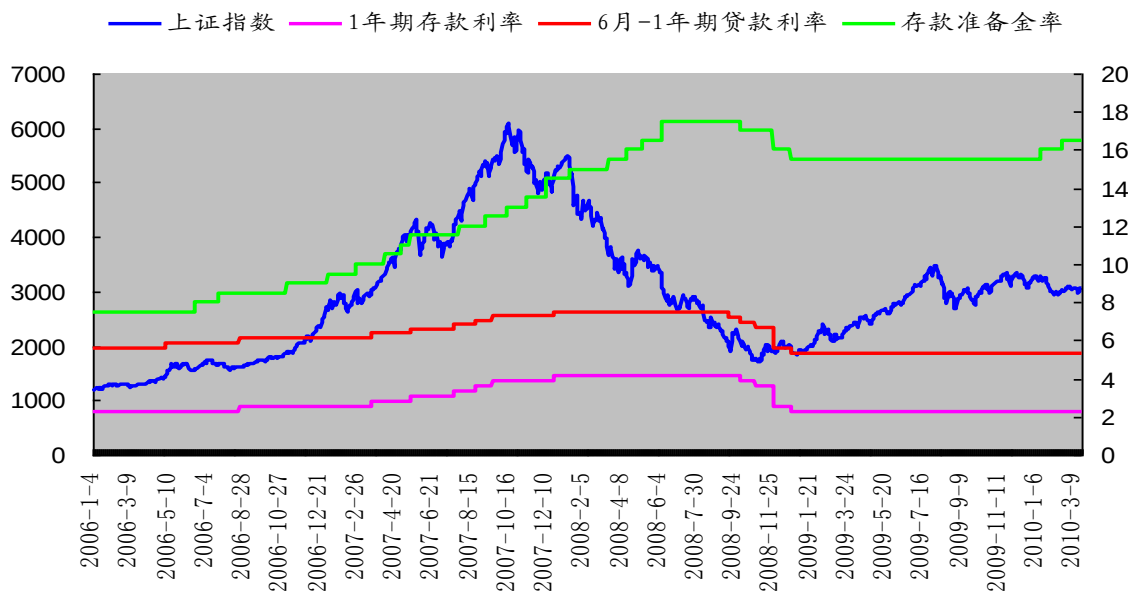
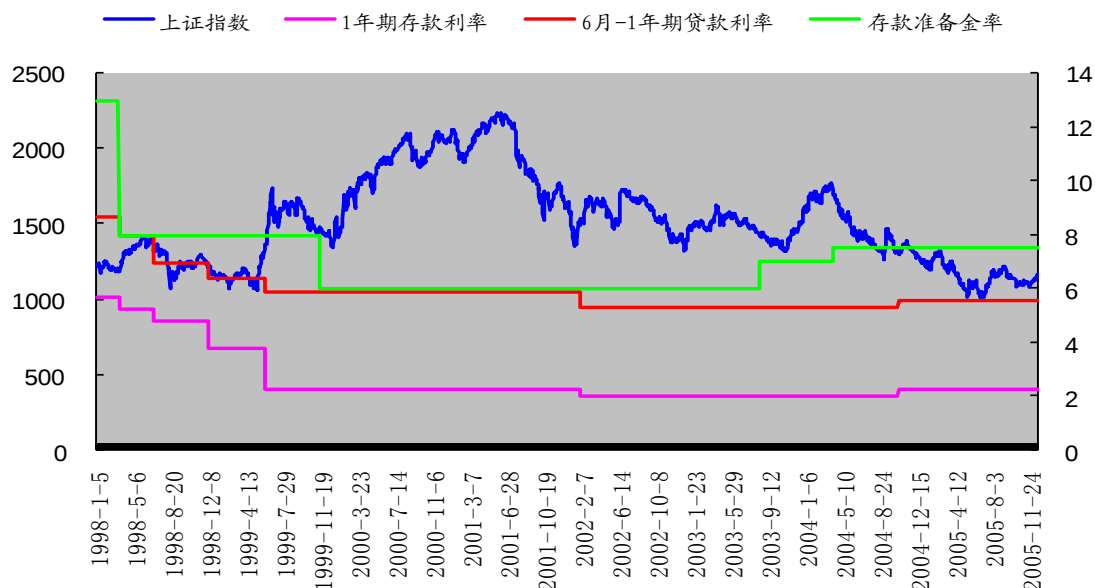
□政府有学习能力，从政府的预期和调控结果看，经济平稳

■预判2009年最困难的一年，结果复苏超预期；

■温家宝总理2010年定义可能是最复杂的一年。一旦政府把复杂的情况考虑完全，做了准备，那么调控导致的最终结果是在一个最平稳的状态

□股市受政策预期影响，领先于政策本身，当前股价已经反应了调控预期

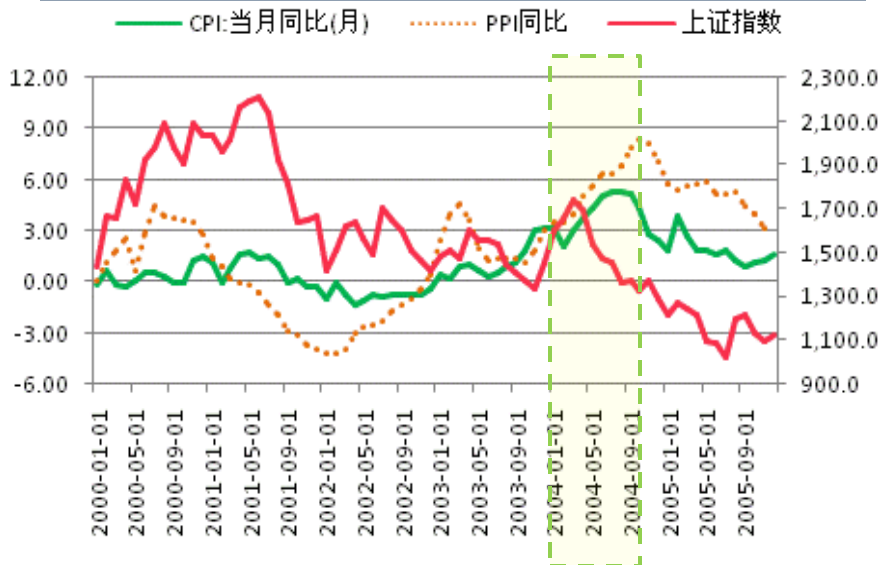
□历史数据显示，利率或存款准备金调整本身对股市并无显著影响，按部就班的货币政策最多是干扰项而非决定项



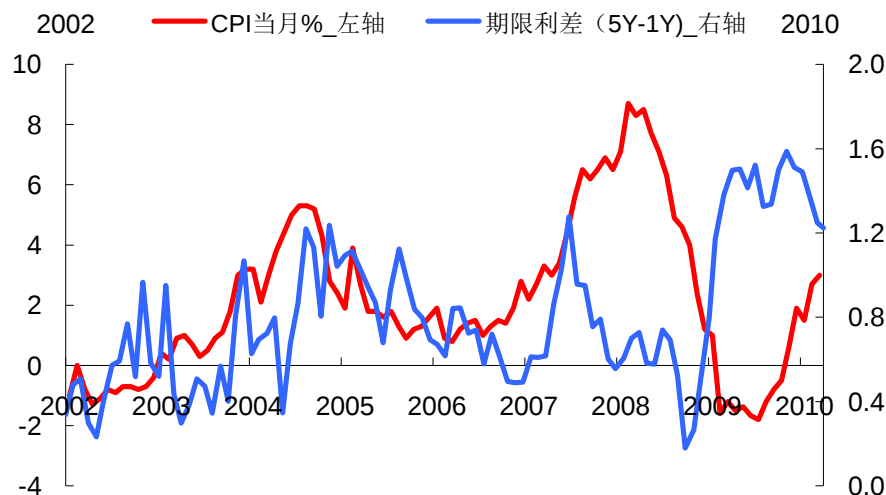
市场情绪在“震荡”中逐步适应调控

- 二季度市场对宏观的“过敏症”未痊愈，超预期数据成隐忧
 - 通胀因素，兴业宏观预测3月份CPI为3%，而市场预期2.7%以下
 - 地方政府的投资冲动或引发过热风险，二季度政策退出将加快
- 政策退出节奏影响行情，但是，冲击力递减，而基本面因素的正面影响增强
 - 历史虽不会简单重复，04年的“经验教训”仍将阶段性影响市场情绪
 - 二季度加息等调控手段出台后，市场将摆脱“过敏症”转向基本面驱动

04年CPI实质性跃升通胀警戒线（3%）之后



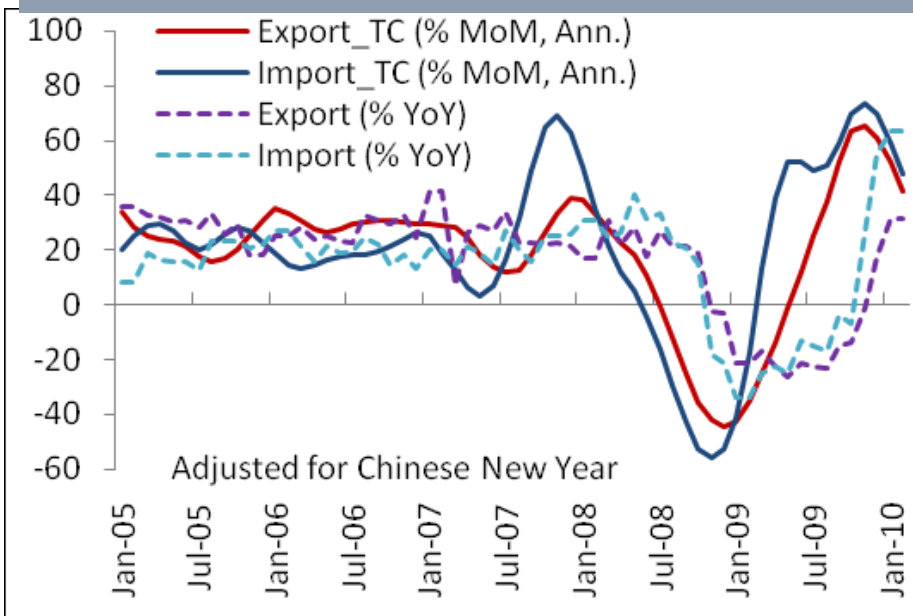
通胀预期回落



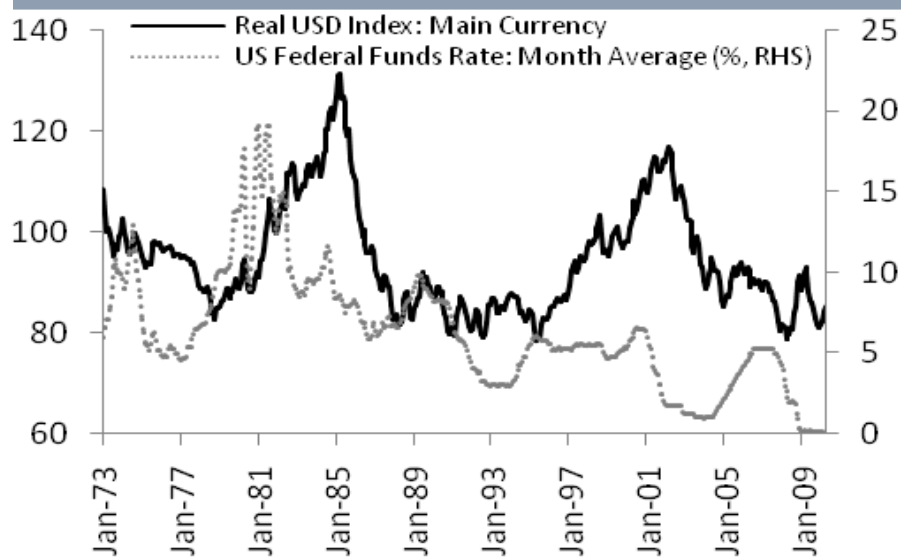
下半年升值，中期看多美元，中长期更看升人民币

- 未来5-10年,人民币最强、美元其次。人民币09年大贬, 09年11月以来反弹
- 我们判断, 实质性升值要到下半年, 2010年年内升3%
 - 未发现汇率升贬支持增长的证据, 月度逆差是可能的, 年度逆差不大可能
 - 海外压力高峰已过
 - 升值不必然重蹈“广场协议”后日本覆辙
 - 航空、房地产、造纸、金融等行业估值受益于升值预期

中国进出口同比及季调环比趋势

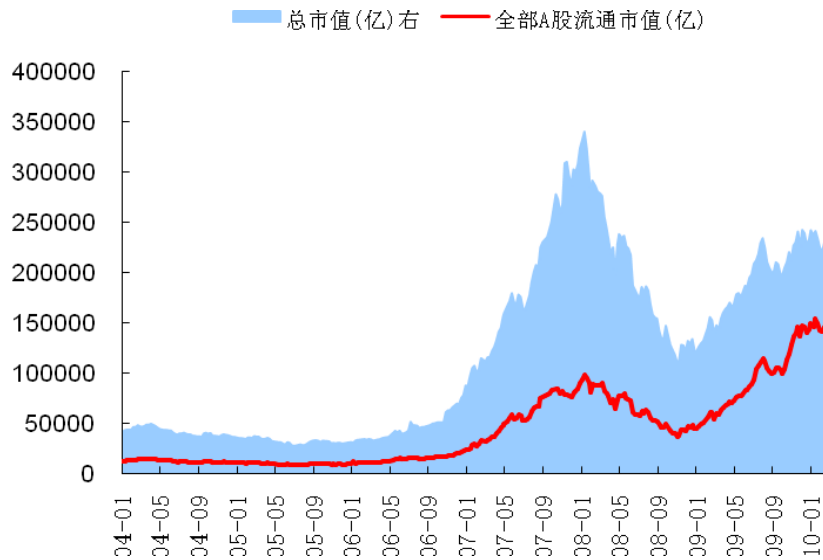
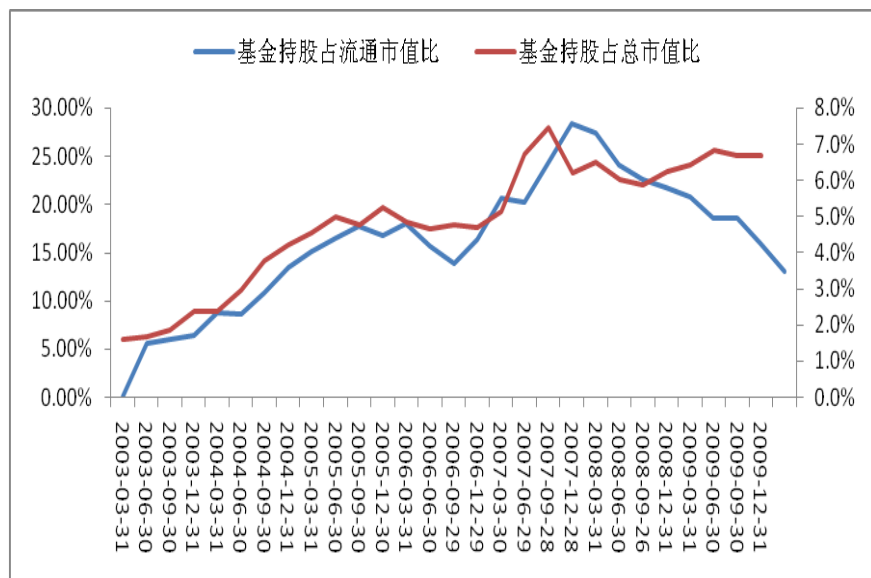
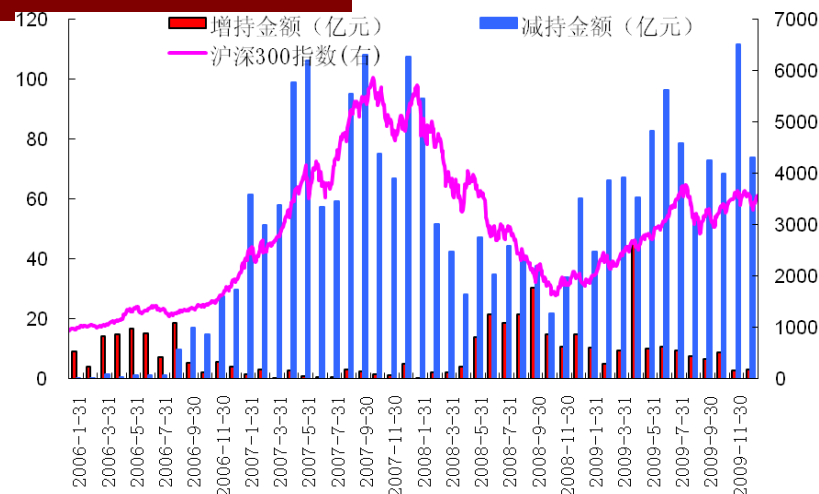


美元指数



(二) 市场参与者分析——估值体系重建，价值与成长

- 产业资本（包括PE及上市公司的“大小非”股东）及私募基金的力量明显壮大
- 金融资本更重视产业资本的动向及其对股票价值的判断；
- 中小盘新股的泡沫有望重现“股改”蜜月期的一幕，“大小非”与流通股股东利益一致，且有产业政策支持



全流通时代，积极扩大直接融资，抑制整体估值水平

□在积极扩大直接融资的政策基调下，预计2010年A股市场IPO和再融资规模，约5000~7000亿元，接近2007年的水平

□未来两年可能推出国际板，初期主要是已在海外上市的大型跨国企业，可能通过估值示范效应对A股整体估值产生一定的抑制作用

表：A股市场上历年融资规模

日期	募集资金(亿元)	A股年初流通市值规模(亿元)	占比	IPO募集资金(亿元)	再融资金额(亿元)
2010年(预计)	6,530.00	149,774	4%	1945.00	4585.00
2009年	5,160.74	44,379	12%	2021.97	3138.77
2008年	3,516.68	90,574	4%	1040.05	2476.63
2007年	7,985.82	23,494	34%	4469.96	3515.86
2006年	2,677.15	9,688	28%	1642.56	1034.58
2005年	339.03	10,627	3%	57.63	281.40
2004年	617.96	11,759	5%	353.46	264.50
2003年	646.16	11,200	6%	453.51	192.66
2002年	736.22	12,711	6%	516.96	219.25

表：直接融资与间接融资规模

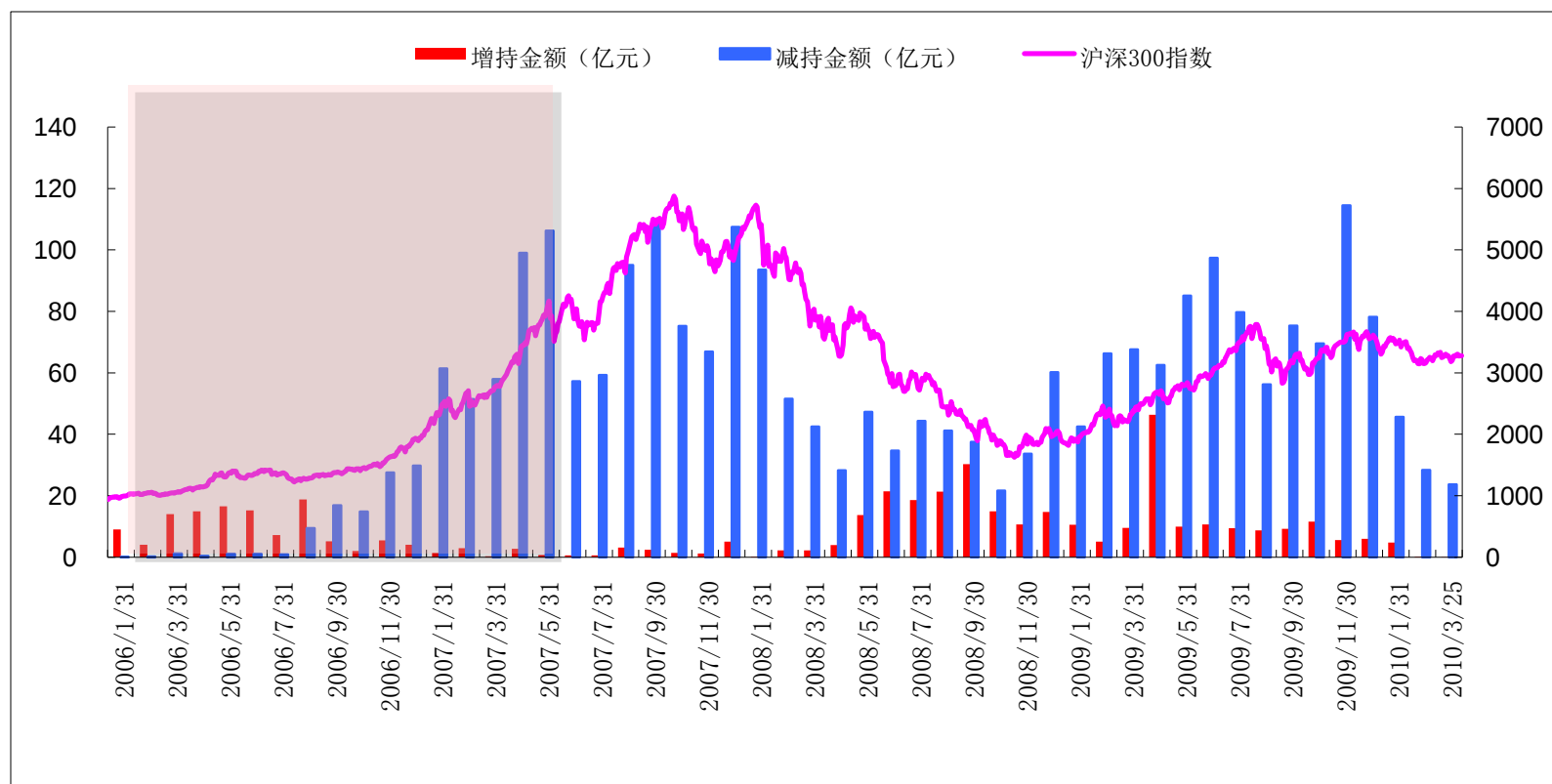
年度	债券融资	股票IPO	新增信贷	直接融资/间接融资
2010前2月	2,491.60	1,816.85	21015.18	20.50%
2009年	16,588.54	5,160.74	96290.18	22.59%
2008年	9,742.46	3,516.68	41703.76	31.79%
2007年	5,643.81	7,985.82	36405.6	37.44%
2006年	4,241.41	2,677.15	30594.89	22.61%
2005年	2,184.74	339.03	17326.9	14.57%
2004年	531.03	617.96	18367.26	6.26%
2003年	673.50	646.16	27702.3	4.76%
2002年	366.50	736.22	18979.23	5.81%
2001年	144.00	1,218.94	12943.63	10.53%

数据来源：Wind，兴业证券研发中心

注：此处债券融资不包括国债、地方政府债券、央票和金融债

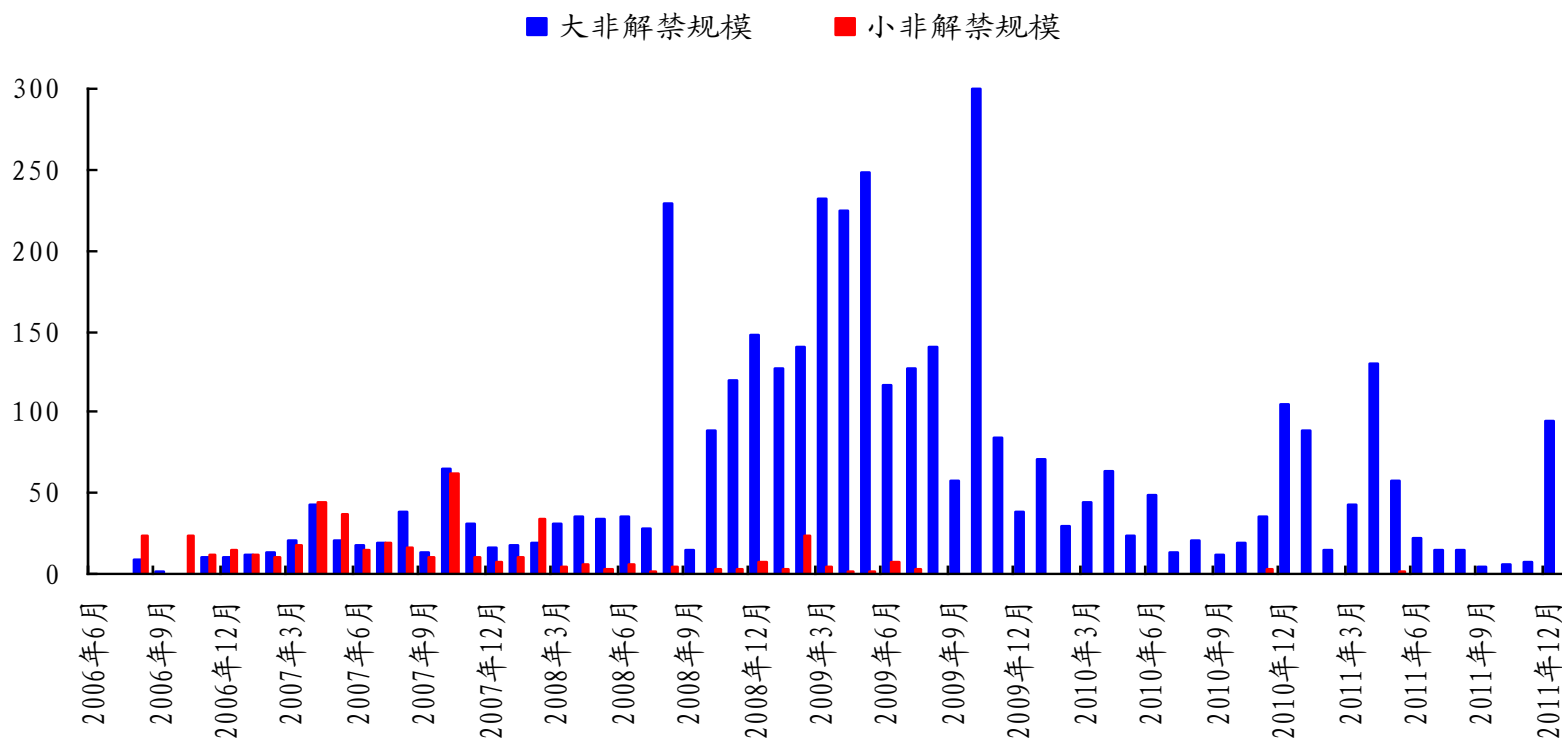
二季度，大小非减持股份的冲击并不强

- ❑ “大非” 控股股东会择价而沽，当前，相当部分价值股的估值合理
- ❑ 缺乏有效的投资渠道，减持后的“小非” 产业资本在场内等待机会
- ❑ 中小盘新股或重演06-07年上半年的“股改蜜月期”

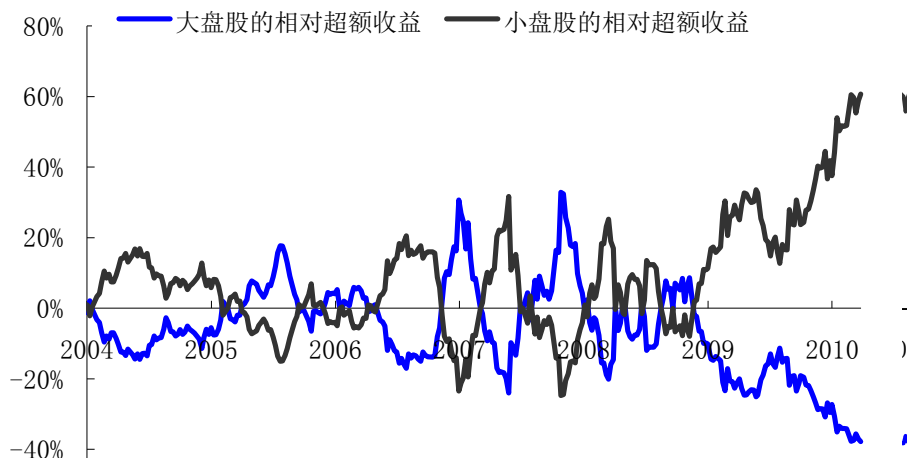


当前“股改小非”减持大潮已过

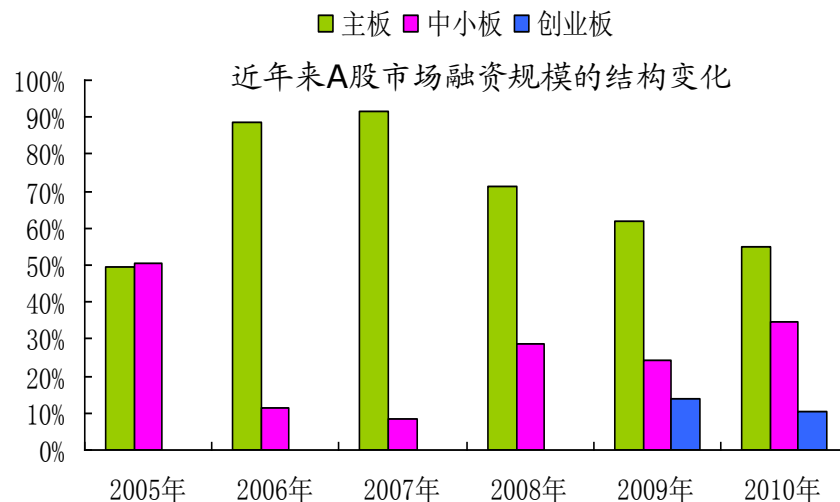
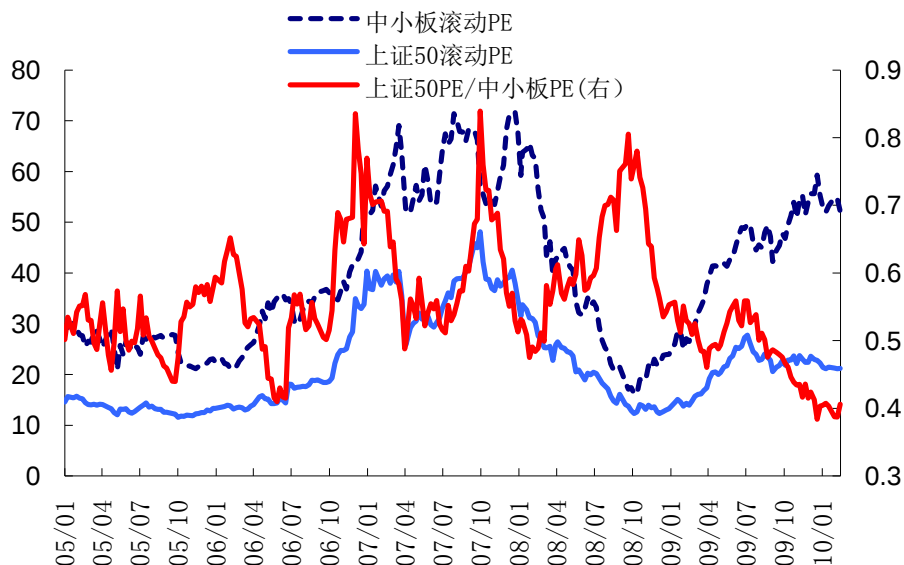
- 07年6月-08年6月，解禁主体是股改小非和首发原一般股东股份。05年6月股改开始、06年6月IPO重启。股改小非禁售期1年，大非“锁一爬二”。首发一般股东股份禁售期1年，控股股东3年。
- 10年6月-11年6月，解禁主体：首发原控股股东股份，对市场冲击较小。



估值喇叭口扩大，题材股风险积累，价值股攻防兼备



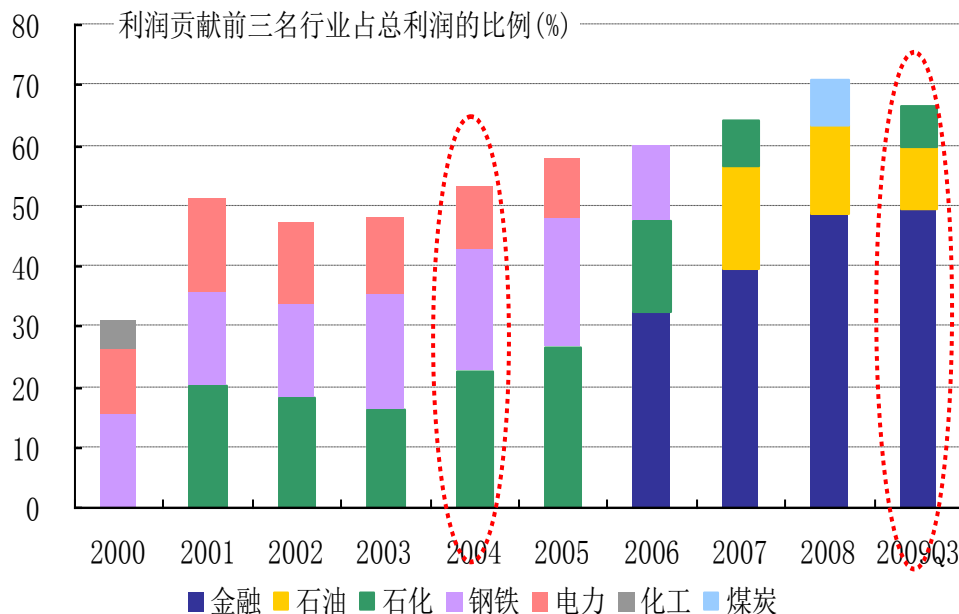
- 主板的中大盘股近半年被“边缘化”，具投资价值，一旦对经济、政策的预期改变，将有赚钱效应
- 近半年主题股“如此多娇”，行情此起彼伏，泡沫化，之后将分化
- 下阶段当心政策引发的调整风险，之后，中盘价值股和小盘成长股的共振局面或有望重现



(三) 聚焦于企业盈利的确定性和成长性

□ 2009年11月初，一致预期10年盈利增长30%，我们预测28%。现在没有大幅修正的考虑。

□ 金融、石油石化占据净利润的大半江山，决定了整体利润增长的确定性，在经济上行、加息周期中，银行的利差扩大，利润增速是有保证的。2010年银行业绩利润增速为28%



□ 我们对工业企业利润的判断是，2010年同比45%以上，其中，2季度为全年环比高点，达25.2%-27.5%。从分细项看环比，预计采掘业2季度升至全年最高值43.7%，3季度下降。原材料行业2季度升至全年最高。加工行业2季度升至全年最高值之后回落。生活用品行业3季度升至全年最高值之后回落。

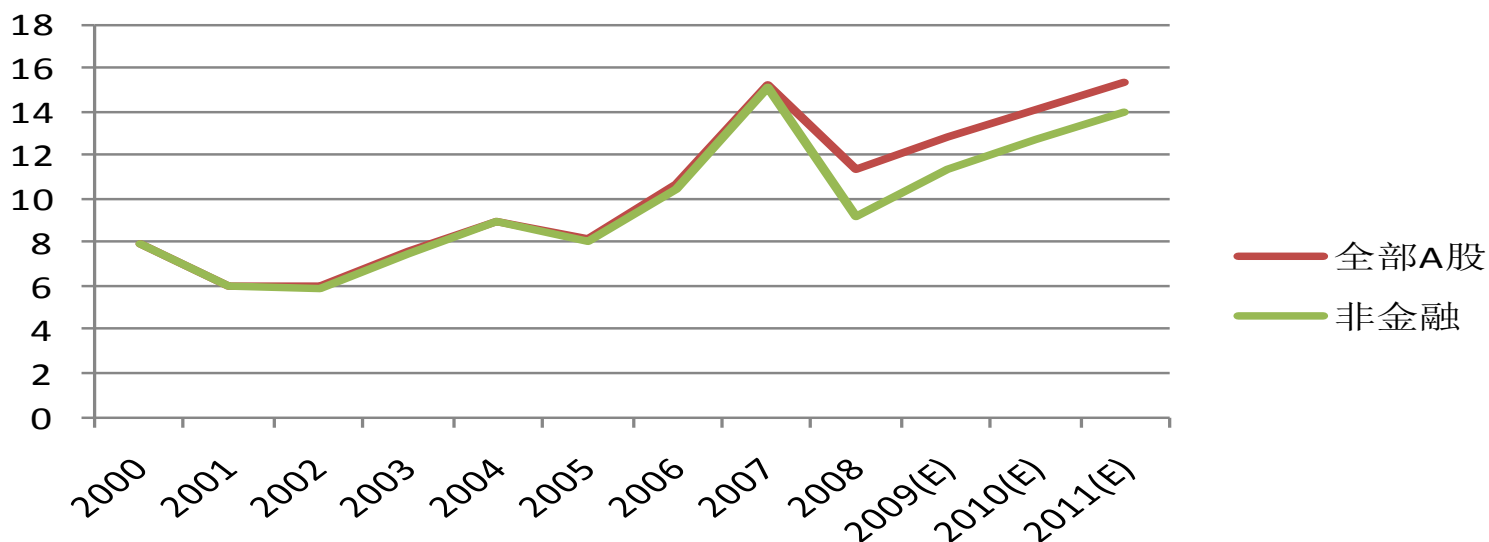
我们这几年的自上而下的盈利预测比较准确

	2008	2009 (E)	2010 (E)
宏观经济变量假设			
GDP	9	8.5	10.5
CPI	5.9	-0.5	3.5
A股净利润推导			
<u>制造业利润</u>	<u>-33.04</u>	<u>35.77</u>	<u>34.29</u>
制造业收入	15.30	14.40	22.94
制造业毛利率	16.25	16.15	16.79
制造业三项费用率	9.93	9.96	9.52
<u>服务业利润</u>	<u>-30.46</u>	<u>42.66</u>	<u>20.83</u>
服务业收入	14.10	11.76	21.80
服务业毛利率	21.8	21.50	22.32
服务业三项费用率	10.58	10.82	10.58
<u>金融利润</u>	<u>8.48</u>	<u>16.33</u>	<u>28.31</u>
<u>管制性行业</u>	<u>-36.87</u>	<u>43.15</u>	<u>24.35</u>
<u>合计净利润增速</u>	<u>-15.36</u>	<u>28.11</u>	<u>28.05</u>

从ROE的角度分析，较高净利润增速仍可维持

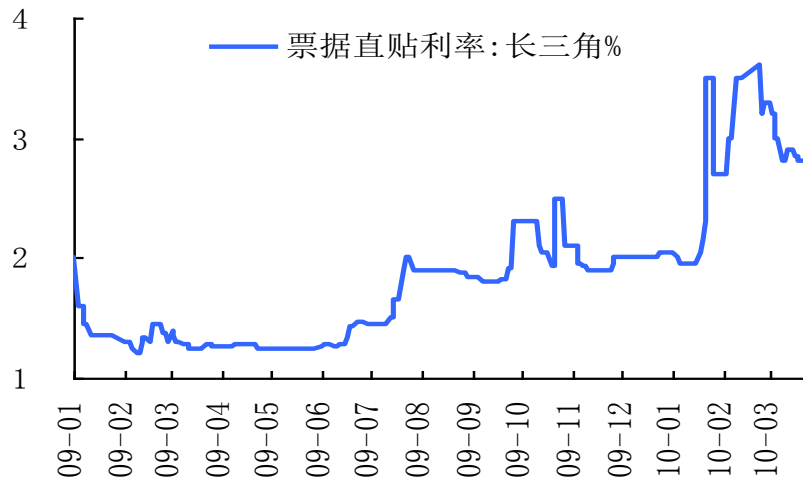
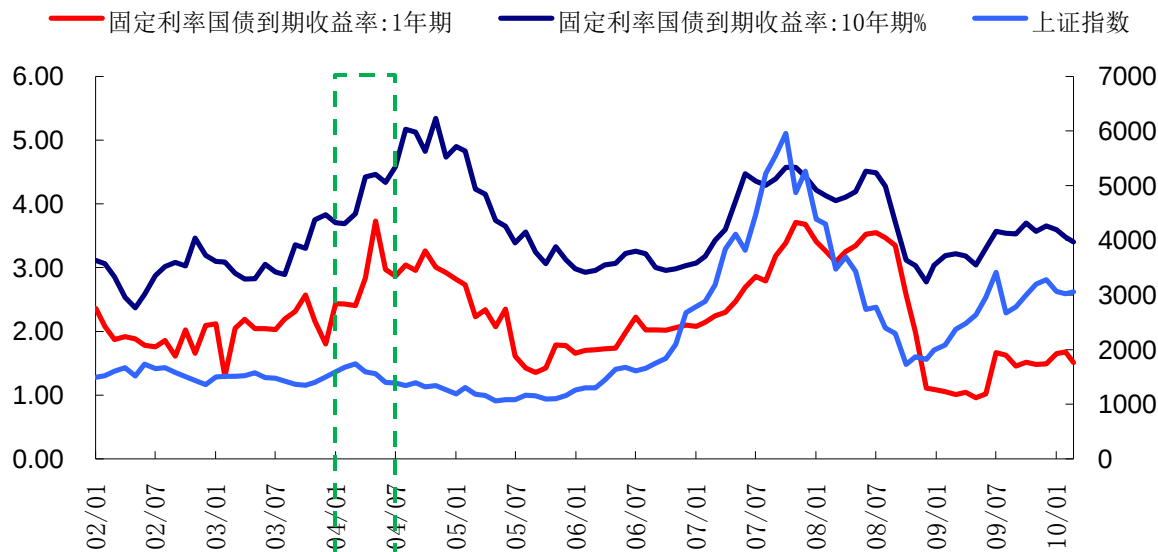
假设2009年、2010年、2011年按照我们的预测全部A股净利润增速分别为28.11%、28.05%、28.05%，净资产的增长来自内生积累，不考虑增发等外生扩张方式，则2010、2011年的ROE分别是14.08%、15.28%。其中，非金融企业2010年、2011年ROE分别是12.66%、13.93%

ROE

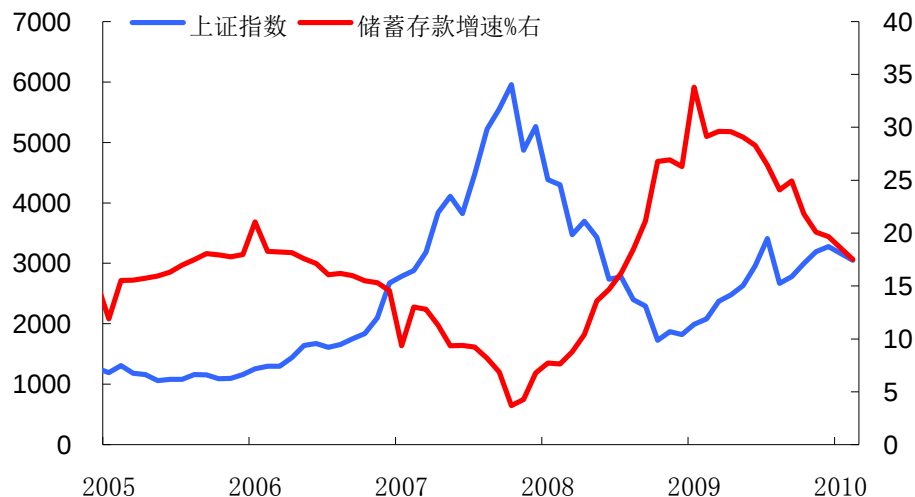
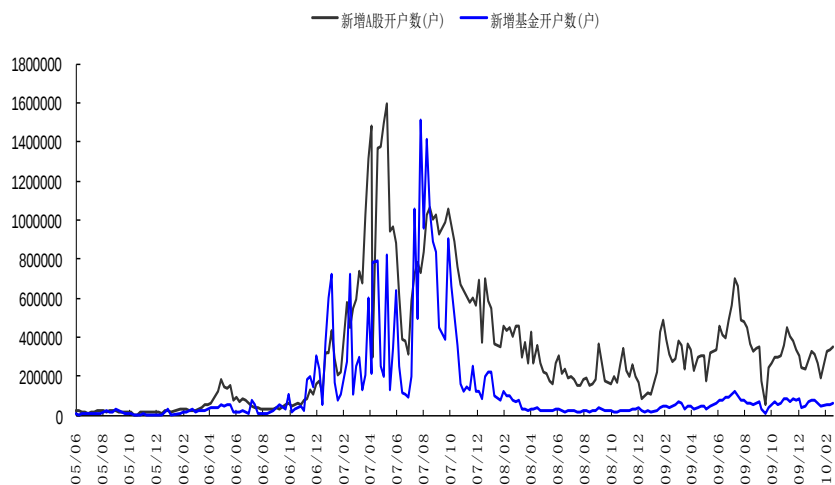
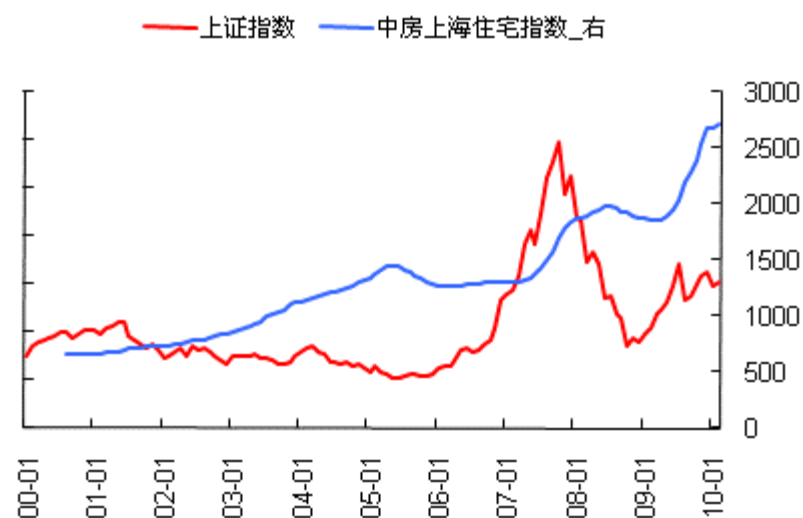
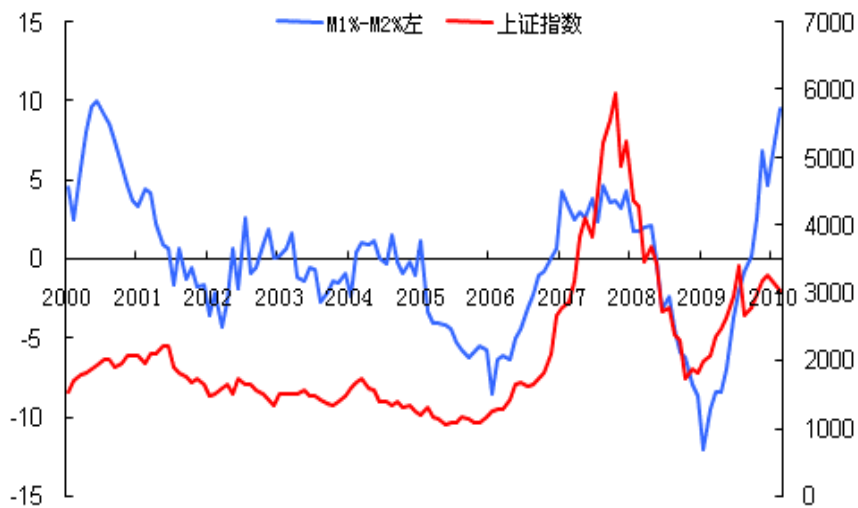


(四) 资金价格平稳, 存量资金尚可支撑结构性行情

和04年不同, 当前资金价格低, 而且平稳, 没有明显拐头向上的趋势



增量资金趋势尚不强，等待预期转变、等待资产重估



(五) 金融创新，孕育新的盈利模式和新博弈

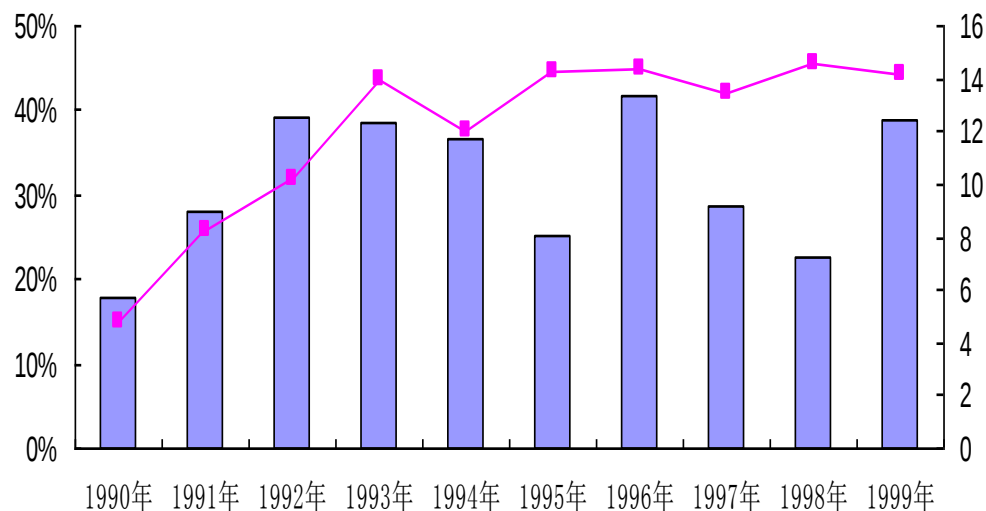
- ❑ 海外的历史经验显示，融资融券、股指期货将提升价值股的筹码配置价值
- ❑ 金融创新初期，向上推动力不可小看，新的盈利模式产生
 - 标的物：估值不贵，关注上证50+深成指40（融资融券和股指期货的重叠区）
 - 参与者：初期，以营业部大户、权证投资者、私募等风险偏好高的投资者为主
- ❑ A股融资融券的初期标的物——上证50+深成指40的成分股整体PE，2009-2011年分别为19.38，15.12，12.93

2010 年首批试点融资融券业务券商

券商	自有资金	净资本	自有资金占比
海通证券	307.25	360.31	85.30%
国泰君安	150.23	152.32	98.60%
光大证券	72.36	93.97	77.00%
国信证券	103.57	89.3	116.00%
广发证券	53.72	88.49	60.70%
中信证券	396.66	358.43	110.70%

台湾90年代融资融券推出后的表现：以融资业务为主

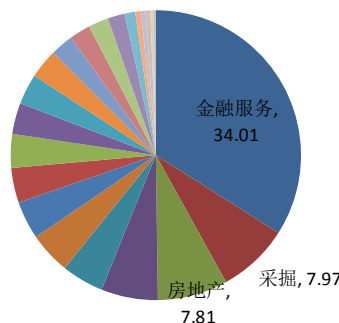
■ 融资交易与融券交易之比（右轴） ■ 信用交易占总交易量的比重



金融创新实质性推行或引发中大盘股脉冲式行情

- 股指期货是正常的市场建设，有助于提升大盘股估值，也有助于大盘股IPO
- 银行、保险、采掘等权重股在股指期货推出后，杠杆效应明显。
- 考虑到沪深300指数根据自由流通股本的编制规则，以及当前大盘股相对小盘股折价过大，再考虑资金面，我们认为，中大盘蓝筹股具备脉冲式行情

沪深300各行业权重



沪深300 前十大		权重 (%)
招商银行		3.86
中国平安		3.23
交通银行		3.04
民生银行		2.84
兴业银行		2.65
中信证券		2.46
浦发银行		2.33
中国神华		2.22
万科A		2.12

表：各国（地区）股指期货推出前后指数涨跌幅情况

	指数	股指期货推出时间	推出前三个月涨幅	推出前一个月涨幅	推出前一周涨幅	推出后一周涨幅	推出后一个月涨幅	推出后三个月涨幅
美国	标普500	1982-4-2	-6.21%	3.79%	2.84%	-2.76%	1.47%	-5.57%
日本	日经225	1986-9-3	11.01%	7.20%	0.01%	-0.01%	-6.84%	-1.70%
英国	富时100	1984-5-3	7.72%	4.22%	0.95%	-0.94%	-7.52%	-10.82%
香港	恒生指数	1986-5-6	7.84%	9.85%	1.75%	-1.72%	-5.90%	2.59%
台湾	证交所加权	1998-7-21	-7.96%	1.69%	2.05%	-2.01%	-8.53%	-13.14%
韩国	KOSPI200	1996-5-3	9.16%	9.15%	0.11%	-0.11%	-7.09%	-13.50%
印度	S&P CNX Nifty	2000-6-12	-8.08%	12.29%	2.55%	-2.49%	6.45%	1.11%
平均值			1.93%	6.88%	1.47%	-1.43%	-3.99%	-5.86%

小结：震荡市，关键在于结构性机会

- 二季度震荡市格局仍将维持，且大盘指数的波动幅度，较1季度更大。
- 建议利用市场预期的混乱，适当控制风险，逢低坚决买入，关键在于寻找成长性的结构性机会和价值股的脉冲式机会

对应的上证指数		2010年净利润增速				
		0%	15%	20%	28%	30%
09年静态 市盈率	15	2030	2334	2436	2598	2639
	17	2300	2645	2760	2944	2990
	18	2436	2801	2923	3118	3166
	19	2571	2957	3085	3291	3342
	20	2706	3112	3248	3464	3518
	22.6	3051	3509	3662	3906	3967

主要内容

1

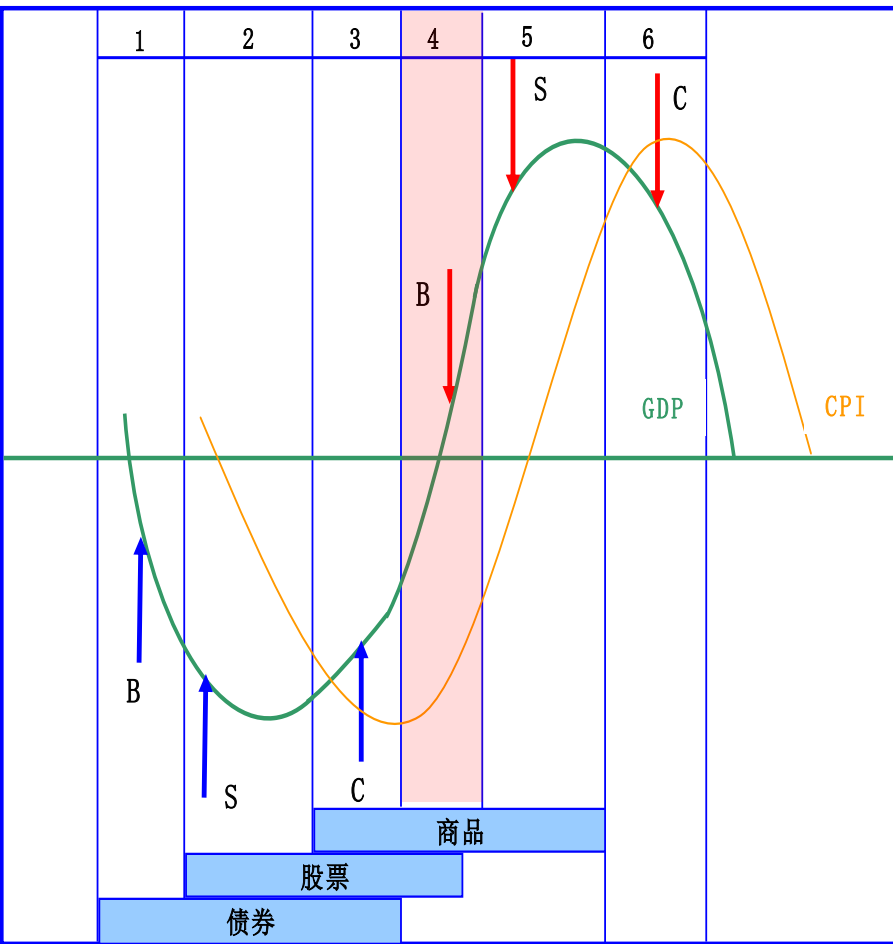
震荡市，新格局

2

行业配置：价值为纲，阻击成长

大类资产配置的思考

未来两年，宏观经济上行周期延续，近似于普林格经济周期的4、5阶段之间，因此，股票、债券、现金的配置比例分别为35~70%、10%、10~40%

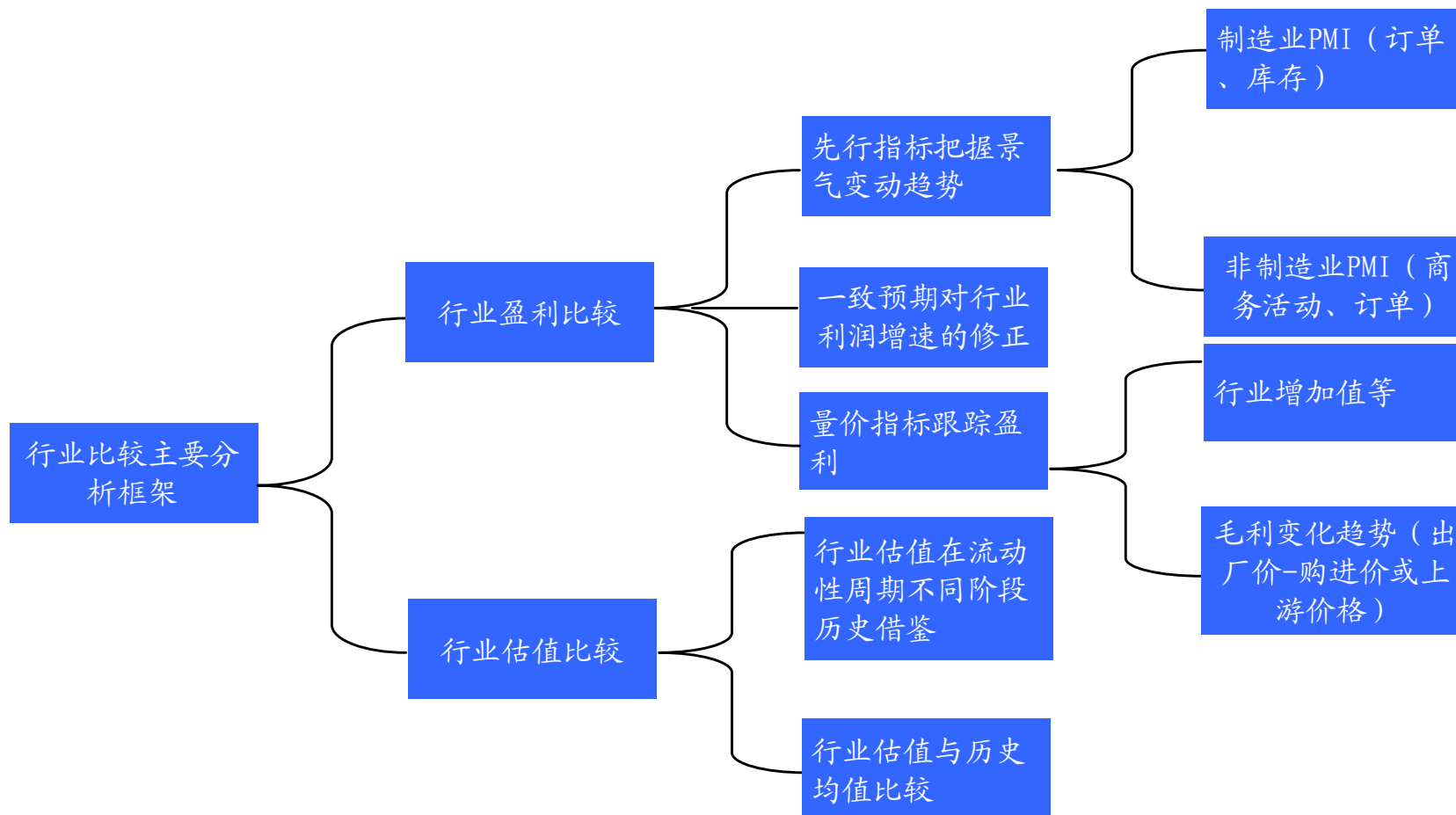


经济周期阶段	大类资产	基准	建议
1	债券	50%	高评级债券、扩大期限
	股票	30%	阶段1短，利率敏感行业
	现金	20%	防止迅速转换的失衡
	通胀对冲	0%	
2	债券	30%	表现逊于股票
	股票	65%	扩大波动性，高B股票
	现金	5%	寻找股票机会
	通胀对冲	0%	
3	债券	20%	降低期限、配置低等级
	股票	65%	向能源、原材料转移
	现金	5%	
	通胀对冲	10%	相关股票或商品ETF
4	债券	10%	倾向于低等级
	股票	70%	收入驱动型行业
	现金	10%	
	通胀对冲	10%	
5	债券	10%	低期限，高等级
	股票	35%	阶段5较长，采矿、能源
	现金	40%	货币市场收益率上升
	通胀对冲	15%	
6	债券	20%	扩大期限，高评级、增持
	股票	30%	领先部门或防御性行业
	现金	50%	货币市场收益最高时期
	通胀对冲	0%	阶段6较短

下阶段行业配置的思路和结论

- 价值为纲——TMT、酒店旅游、食品饮料、商业、医药生物、保险、交通仓储、石化、机械、煤炭、建筑业、航运、铁路运输
- 成长驱动——城镇化进程加快，看好房地产业（机械、钢铁、建材、家电、汽车等）、消费升级（旅游、商业、医药等）
- 主题驱动——金融创新+并购重组，金融、军工、钢铁、煤炭
- 创新驱动——战略性新兴产业（TMT、新能源、节能环保、医药）
- 参考投资时钟理论，根据上述角度选行业的交集
 - 优选——保险、钢铁、机械、煤炭、TMT、旅游、家电、商业、食品饮料、医药
 - 标配——银行、地产、化工、交运等

价值为纲——行业比较中寻找相对优势



盈利比较——先行指标把握行业景气变动方向——制造业

□ 关注指标：PMI(新订单、生产库存/产成品库存比值)

■ PMI新订单反映未来需求情况，大约领先行业产销量指标3-6个月；在销售顺畅环境下，企业产成品库存趋降，同时会增加原材料库存以加大生产。

■ 第一步关注新订单上升的行业，为防止月度数据扰动，建议采用新订单3个月移动平均值反映趋势；第二步，在新订单上升行业中，尽量选择原材料库存/产成品库存上升的行业。

■ 景气度趋升的行业：1) 同时满足上述两个条件的行业有；钢铁、纺织、食品加工、交运设备等；2) 新订单大幅上升，原材料库存/产成品库存平稳的行业有：金属制品、专用设备、石化、电气机械、服装等。

■ 景气度趋降的行业：通用设备制造、非金属矿制品、有色等。

制造业景气变动图

新订单上升	木材加工及家具制造业	金属制品业；电气机械及器材制造业；石油加工及炼焦业；专用设备制造业；服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业	黑色金属冶炼及压延加工业；纺织业；食品加工及制造业；交通运输设备制造业
新订单持平	通信设备计算机及其他电子设备制造业；饮料制造业；造纸印刷及文教体育用品制造业；	化学原料及化学制品制造业；化纤制造及橡胶塑料制品业	医药制造业
新订单回落		通用设备制造业；非金属矿物制品业；有色金属冶炼及压延加工业	

原材料/产成品库存降低

原材料/产成品库存持平

原材料/产成品库存上升

盈利比较——先行指标把握行业景气变动方向——非制造业

□关注指标：**PMI(商务活动、新订单)**

□非制造业主要综合考察商务活动以及新订单变动趋势，两者均呈上升趋势的行业有建筑、餐饮、铁路运输、计算机服务软件服务、仓储运输、建筑装饰、水上运输等。

	商务活动较上月变动（3个月移动平均）	新订单上月变动（3个月移动平均）
建筑安装业/其他建筑业	0.01	5.55
道路运输业	-0.23	2.24
餐饮业	2.41	2.18
铁路运输业	3.11	2.09
计算机服务业/软件业	8.33	2.08
管道及其他运输业/仓储业	1.62	2.02
建筑装饰业	1.04	1.05
水上运输业	1.75	0.01
环境管理业/公共设施管理业	-3.93	-0.01
零售业	0.14	-0.14
房地产业	-1.33	-0.46
批发业	0.97	-0.50
房屋和土木工程建筑业	-2.98	-2.27
租赁业/商务服务业	-1.02	-2.27
电信和其他信息传输服务业	-1.83	-2.76
航空运输业	-2.44	-3.12
居民服务业	-0.48	-3.34
住宿业	-6.36	-7.14

盈利比较——同步指标跟踪企业盈利趋势——工业部门

□关注指标：行业增加值、行业出厂价格减去购进价格或上游产品价格

□行业增加值增速可以反映行业产量的变化趋势，行业工业品出厂价格指数与上游行业工业品出厂价格指数（或行业原材料购进指数）差值可以反映毛利的变化趋势。同样建议采用3个月移动平均值反映指标变化趋势，筛选量与毛利趋势稳定上升的行业。

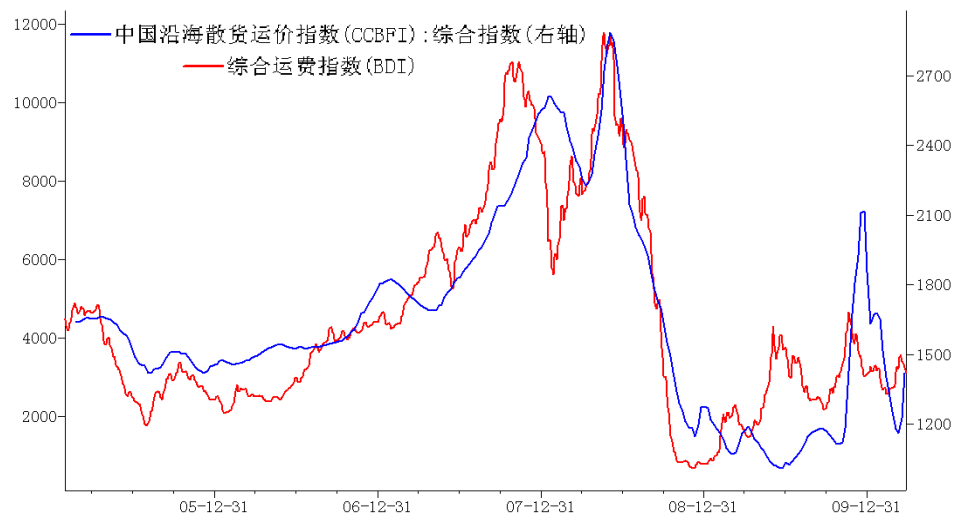
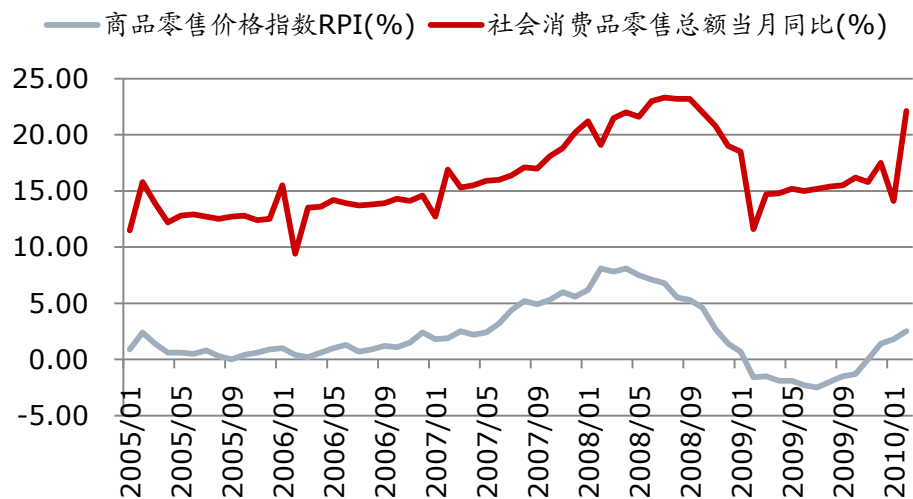
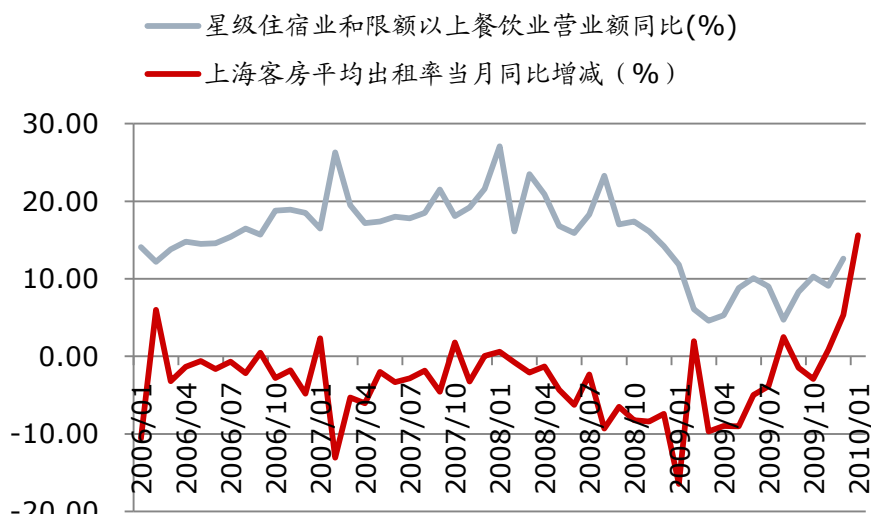
□结论：煤炭、家具、造纸、医药、化工最优

值行 趋业 升增 加	通信设备、计算机、电子；交运设备；仪器仪表；橡胶制品；专用设备；电力、热力；通用设备；电气机械；金属制品；石油加工及炼焦；塑料制品；非金属矿业制品；有色金属冶炼	家具制造；造纸	煤炭
值行 持业 平增 加	纺织服装、鞋、帽制造；化学纤维制造；农副食品加工	饮料制造；纺织；皮革、毛皮、羽绒及其他制品	化学原料及化学制品；医药
值行 趋业 降增 加		黑色金属冶炼	石油和天然气开采；黑色金属矿采选；有色金属矿采选；非金属矿采选

行业增加值与毛利变化趋势

行业名称	行业增加值与上期变化（3个月移动平均）	毛利与上期变化（3个月移动平均）	行业毛利指标备注
煤炭开采业和洗选业	3.3	4.09	煤炭PPI
石油和天然气开采业	-3.07	28.36	石油天然气PPI
黑色金属矿采选业	-4.1	6.1	黑色金属采选PPI
有色金属矿采选业	-4.87	5.81	有色采选PPI
非金属矿采选业	-1.07	1.99	工业品出厂价格
农副食品加工业	-0.1	-1.66	农副PPI-农副PPIRM
食品制造业	-1.43	0.26	食品制造PPI
饮料制造业	0.07	0.48	饮料制造PPI
纺织业	0.73	-0.05	纺织PPI-化纤PPI
纺织服装、鞋、帽制造业	0.3	-0.98	服装PPI-纺织PPI
皮革、毛皮、羽绒及其他制品业	0.7	-0.57	皮毛PPI-纺织PPI
家具制造业	1.4	-0.59	家具PPI-木材PPI
造纸及纸制品业	2.17	0.35	造纸PPI-纸浆PPIRM
石油加工及炼焦业	1.7	-20.8	石化PPI-石油PPI
化学原料及化学制品制造业	-0.1	1.1	化工PPI-化工PPIRM
医药制造业	0.7	0.82	医药PPI
化学纤维制造业	0.17	-23.64	化纤PPI-石油PPI
橡胶制品业	4.33	-27.31	橡胶PPI-石油PPI
塑料制品业	1.7	-27.03	塑料PPI-石油PPI
非金属矿业制品业	1.6	-1	非金属制品PPI-非金属矿采选PPI
黑色金属冶炼及压延加工业	-1.4	-0.14	钢铁PPI-钢铁PPIRM
有色金属冶炼及压延加工业	1.17	-2.96	有色PPI-有色PPIRM
金属制品业	1.87	-3.31	金属制品PPI-原材料PPI
通用设备制造业	2.27	-3.45	通用设备PPI-原材料PPI
专用设备制造业	2.6	-3.71	专用设备PPI-原材料PPI
交通运输设备制造业	4.93	-3.73	交运设备PPI-原材料PPI
电气机械及器材制造业	2.07	-2.19	电气机械PPI-原材料PPI
通信设备、计算机及其他电子设备	6.4	-3.51	通信PPI-原材料PPI
仪器仪表及文化、办公用机械	4.63	-3.98	仪器仪表PPI-原材料PPI
电力、热力的生产和供应业	2.5	-3.7	电力热力PPI-煤炭PPI

盈利比较——同步指标跟踪企业盈利趋势——非工业部门



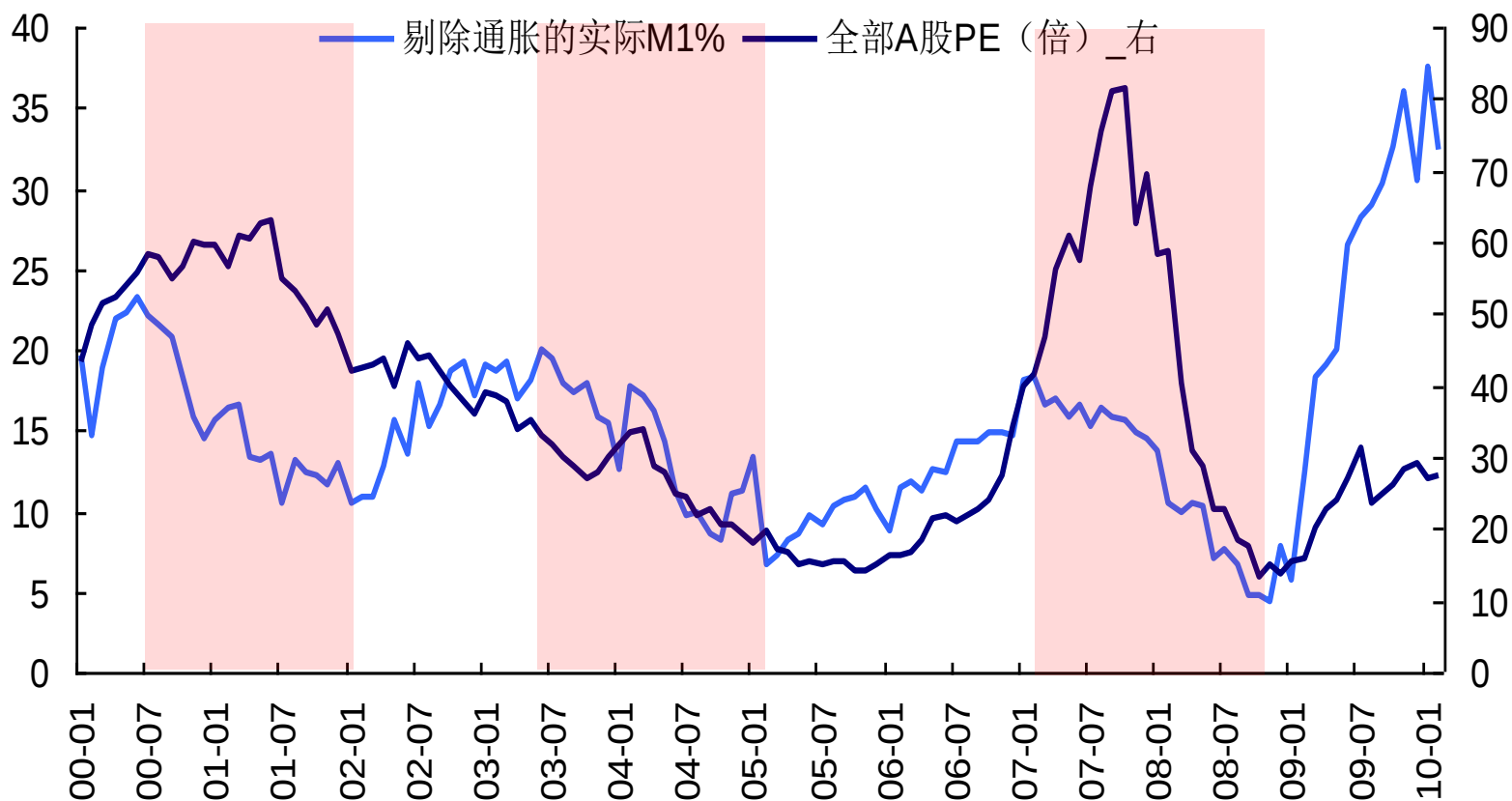
盈利比较——一致预期自下而上的验证

□根据朝阳永续一致预期，2010年2月28日至2010年3月23日期间，盈利预测上调的行业有，民航、保险、TMT、家电、建材、商业、汽车、食品饮料、银行等。

行业名称	3. 28净利润同比(%)		2. 28 净利润同比(%)		净利润变动 总体趋势	行业名称	3. 28净利润同比(%)		2. 28 净利润同比(%)		净利润变动 总体趋势
	2009(E)	2010(E)	2009(E)	2010(E)			2009(E)	2010(E)	2009(E)	2010(E)	
民航业	133.45%	47.51%	133.80%	27.90%	15.16%	传媒	31.40%	16.93%	31.31%	17.93%	-0.78%
保险	297.47%	20.41%	255.81%	22.47%	9.83%	供水供气	38.20%	27.40%	33.20%	33.75%	-1.17%
计算机硬件	48.17%	33.32%	50.88%	21.86%	7.44%	有色	23.18%	182.95%	37.40%	156.68%	-1.17%
贸易	40.22%	36.80%	35.82%	31.79%	7.16%	石化	169.37%	16.60%	175.69%	15.38%	-1.26%
家电	16.00%	79.02%	6.13%	84.83%	5.86%	公路	13.69%	16.38%	16.89%	14.67%	-1.29%
纺织服装	77.93%	5.87%	53.97%	16.52%	5.00%	钢铁	-52.32%	312.20%	-46.85%	274.77%	-1.33%
元器件	311.08%	82.52%	292.98%	81.97%	4.92%	房地产开发	72.50%	53.76%	78.44%	51.94%	-2.17%
城市交通与仓储	22.68%	26.05%	18.08%	25.57%	4.29%	建筑业	91.13%	32.74%	93.94%	34.32%	-2.61%
软件及服务	31.02%	63.25%	35.22%	53.00%	3.39%	证券	60.77%	30.00%	60.43%	33.92%	-2.72%
建材	74.10%	63.92%	79.84%	53.99%	3.05%	化工	-32.72%	201.68%	-24.57%	177.79%	-3.13%
商业	32.12%	42.39%	33.05%	38.23%	2.29%	造纸包装	42.57%	30.07%	34.64%	42.71%	-3.49%
汽车及配件	225.62%	41.31%	224.43%	38.79%	2.19%	铁路运输	-2.22%	25.42%	-0.87%	30.10%	-4.91%
食品饮料	88.39%	39.19%	88.23%	36.93%	1.74%	酒店旅游	18.50%	43.94%	29.37%	39.04%	-5.17%
银行	16.32%	21.96%	14.73%	21.67%	1.63%	医药生物	58.22%	31.53%	72.71%	27.12%	-5.21%
日用品	10.26%	75.44%	12.20%	70.51%	1.11%	化纤	153.83%	142.59%	149.15%	162.21%	-5.74%
电力	676.73%	18.28%	686.45%	15.66%	1.00%	电气设备	51.57%	24.56%	52.60%	31.42%	-5.86%
农林牧副渔	79.06%	58.01%	89.30%	49.39%	0.05%	通信	-61.02%	26.73%	-58.88%	27.98%	-6.13%
机械	11.80%	38.21%	13.56%	36.31%	-0.18%	石油	-8.74%	31.62%	-7.57%	38.78%	-6.36%
园区土地开发	31.71%	30.60%	28.80%	34.02%	-0.35%	航运业	-114.37%	493.34%	-106.18%	984.42%	降/NA
煤炭	-1.71%	33.51%	1.57%	29.95%	-0.58%						

估值比较——流动性回落周期下的行业超额收益

寻找在剔除通胀的真实M1处于下降周期中，相对市场估值（相对PB或PE）提升的行业。回顾2000年以来三轮周期，强周期性行业中，煤炭、石化、化工等抵御流动性向下冲击能力较强；弱周期行业中，日用品、通信、医药、食品饮料较优。



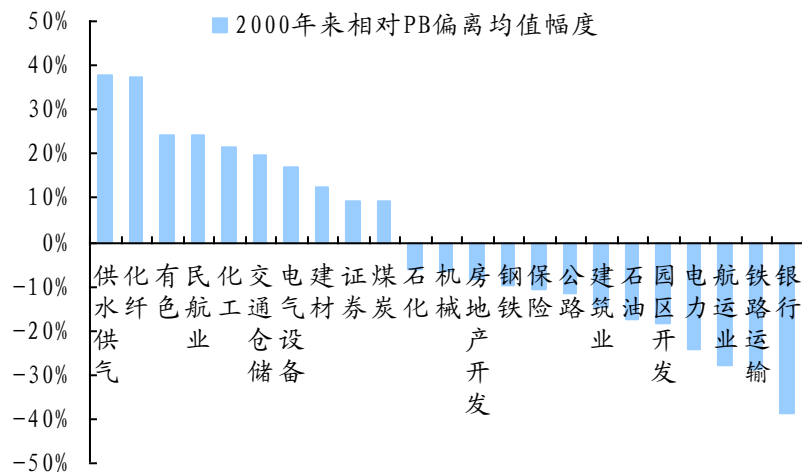
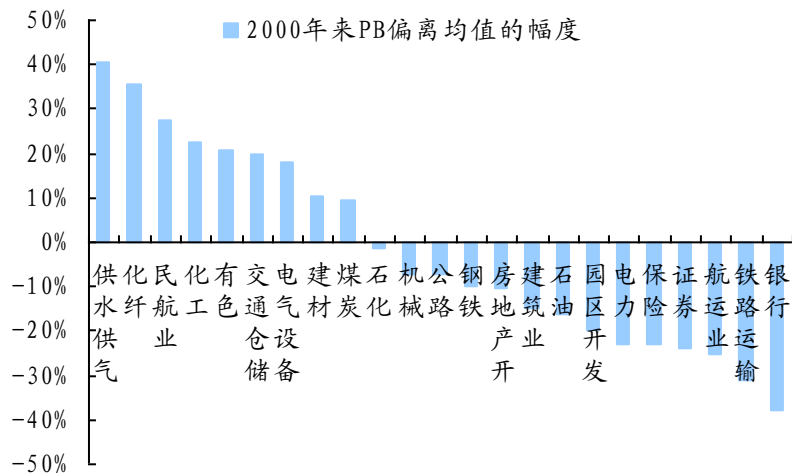
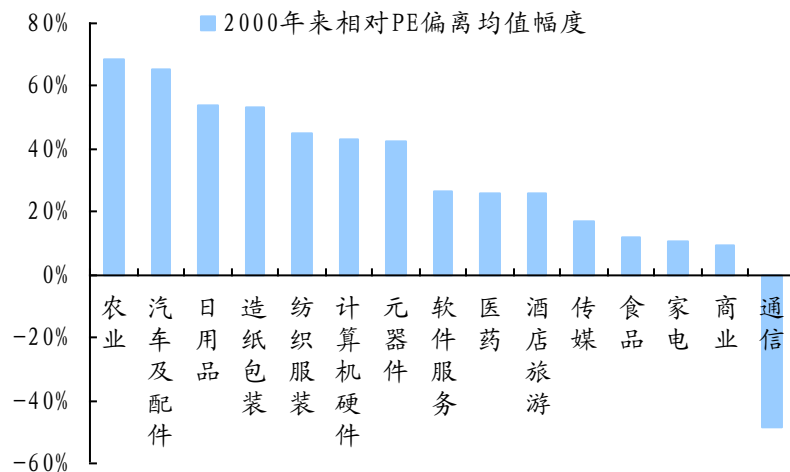
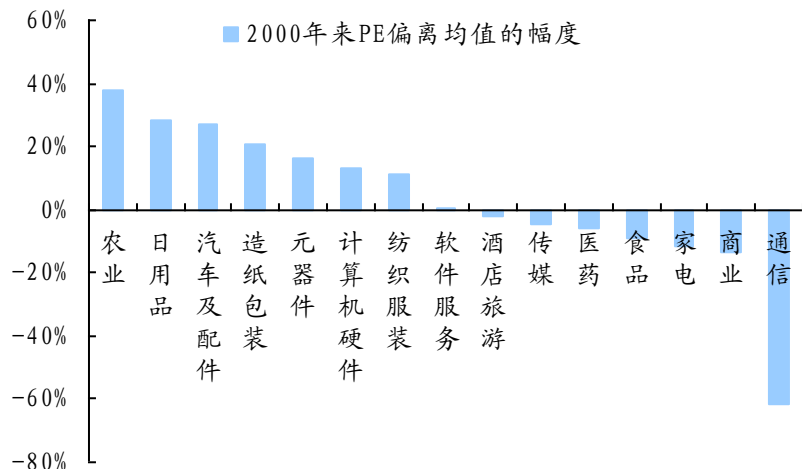
估值比较——流动性回落周期下的行业超额收益

行业	相对PB 2000-6-30	相对PB 2002-2-28	相对PB变 动幅度	相对PB 2003-6-30	相对PB 2005-2-28	相对PB变 动幅度	相对PB 2007-2-28	相对PB 2008-11-28	相对PB变动 幅度	平均值
煤炭	0.83	0.95	14.35%	0.87	1.33	52.77%	0.81	0.97	19.52%	28.88%
石化	0.60	0.61	2.58%	0.77	1.02	32.47%	0.87	1.03	17.87%	19.80%
供水供气	0.90	1.12	23.78%	1.03	1.00	-3.08%	0.75	1.04	38.44%	19.71%
化工	1.00	1.07	7.03%	1.03	1.07	4.20%	1.04	1.34	29.39%	13.54%
民航业	0.77	0.93	19.71%	1.05	1.25	18.88%	0.90	0.88	-2.77%	11.94%
航运业	0.95	1.33	40.16%	1.19	1.67	39.55%	1.38	0.77	-44.11%	11.86%
电气设备	1.30	1.43	9.71%	1.31	1.42	8.54%	1.47	1.70	15.27%	11.17%
建筑业	0.82	0.91	10.60%	0.79	0.79	0.32%	0.96	1.13	18.48%	9.80%
公路	0.70	0.82	17.51%	0.95	0.90	-5.82%	0.63	0.73	15.21%	8.97%
电力	1.10	0.96	-12.13%	1.02	1.02	-0.21%	0.77	1.02	33.03%	6.90%
石油	0.83	0.98	18.40%	1.08	0.93	-13.40%	剔除中石油影响			2.50%
钢铁	0.62	0.70	13.52%	0.70	0.76	8.22%	0.61	0.50	-18.26%	1.16%
机械	1.03	1.28	24.70%	1.28	1.09	-14.89%	1.33	1.09	-17.95%	-2.71%
化纤	0.75	0.79	5.00%	0.77	0.77	-0.02%	0.74	0.62	-16.17%	-3.73%
建材	0.96	1.10	14.28%	1.02	0.85	-16.24%	1.03	0.88	-14.89%	-5.62%
交通仓储	1.32	1.08	-18.47%	0.99	1.05	6.26%	0.91	0.86	-5.08%	-5.76%
铁路运输	1.64	0.90	-45.19%	0.87	1.02	18.26%	1.03	1.10	6.28%	-6.88%
房地产开发	1.23	1.24	0.38%	1.11	0.99	-11.01%	1.12	0.99	-11.94%	-7.52%
有色	1.06	0.97	-8.96%	0.92	1.03	12.91%	1.26	0.90	-28.76%	-8.27%
银行	1.47	1.56	6.21%	1.49	1.17	-21.44%	0.99	0.89	-10.11%	-8.45%
园区开发	1.40	1.22	-13.35%	1.21	1.03	-14.74%	0.98	0.90	-7.48%	-11.86%
汽车及配件	0.76	0.96	25.65%	1.30	0.87	-33.35%	0.88	0.63	-28.48%	-12.06%
保险							1.78	1.47	-17.75%	-17.75%
证券				1.39	1.28	-7.99%	2.48	1.26	-49.30%	-28.64%

估值比较——流动性回落周期下的行业超额收益

行业	相对PB 2000-6-30	相对PE 2002-2-28	相对PB变 动幅度	相对PE 2003-6-30	相对PE 2005-2-28	相对PB变 动幅度	相对PE 2007-2-28	相对PE 2008-11-28	相对PB变动 幅度	平均值
日用品	0.83	1.23	48.80%	1.38	1.84	32.61%	1.66	2.37	42.87%	41.42%
通信	1.57	1.53	-2.55%	0.93	1.47	58.74%	1.08	1.30	20.52%	25.57%
医药	1.28	1.25	-2.52%	1.34	1.68	25.14%	1.10	1.49	35.23%	19.28%
食品饮料	0.81	0.90	10.73%	1.15	1.40	21.55%	1.87	1.73	-7.48%	8.27%
造纸包装	0.87	0.96	9.87%	1.14	1.17	2.29%	0.87	0.96	9.74%	7.30%
酒店旅游	1.55	1.49	-3.77%	1.41	1.65	17.16%	1.61	1.63	1.54%	4.98%
农林牧副渔	0.97	0.86	-11.60%	1.27	1.31	2.71%	1.44	1.78	23.30%	4.80%
传媒	1.44	1.59	10.63%	2.12	2.28	7.71%	2.29	2.18	-4.65%	4.56%
纺织服装	0.97	1.10	13.98%	1.18	1.39	18.28%	1.24	0.93	-24.76%	2.50%
计算机硬件	1.58	1.31	-17.42%	2.00	1.94	-2.77%	1.16	1.45	25.28%	1.70%
商业	1.22	1.22	0.05%	1.40	1.80	27.91%	1.97	1.43	-27.40%	0.19%
家电	0.85	0.75	-12.04%	1.25	1.19	-5.28%	1.03	1.01	-1.94%	-6.42%
软件及服务	1.53	1.20	-21.39%	1.68	1.51	-9.81%	1.79	1.84	3.31%	-9.30%
元器件	1.46	1.22	-16.50%	2.06	1.91	-6.92%	1.58	1.13	-28.51%	-17.31%

估值比较——行业与历史均值比较



价值驱动型分析的结论

行业	领先指标	行业量与价	一致预期盈利变动	流动性回落周期估值表现	估值与历史均值比较	配置建议	行业	领先指标	行业量与价	一致预期盈利变动	流动性回落周期估值表现	估值与历史均值比较	配置建议
食品	+		+	+	+	超配	化工	+	+	-		-	标配
传媒			+	+	+	超配	钢铁	+	-	-		+	标配
商业		+	+		+	超配	电力	-	-		+	+	标配
航运业	+	+	-	+	+	超配	建材			+		-	标配
医药生物	+	+	-	+	+	超配	汽车及配件	+		+	-	-	标配
石化	+			+		超配	纺织服装	+	-	+		-	标配
机械	+				+	超配	日用品				+	-	标配
建筑业	+		-	+	+	超配	元器件			+		-	标配
软件及服务	+	+	+	-		超配	电气设备	+		-	+	-	标配
酒店旅游		+	-	+	+	超配	供水供气				+	-	标配
铁路运输	+		-		+	超配	证券			-	-	+	低配
交通仓储	+	+	+		-	超配	石油			-	-	+	低配
保险		+	+	-	+	超配	农林牧副渔		-	-	+		低配
煤炭		+		+		超配	造纸包装	-	+	-	+	-	低配
银行				-	+	标配	计算机硬件	-		+	-	-	低配
家电			+	-	+	标配	有色	-			-	-	低配
通信	-			+	+	标配	化纤		-	-		-	低配
公路			-	+	+	标配	房地产开发	-	+	-	-	+	低配
民航业	-	+	+	+	-	标配	园区开发	-	-	-	-	+	低配

备注：“+”代表正面影响，“-”代表负面影响，空格代表影响中性或该指标空缺

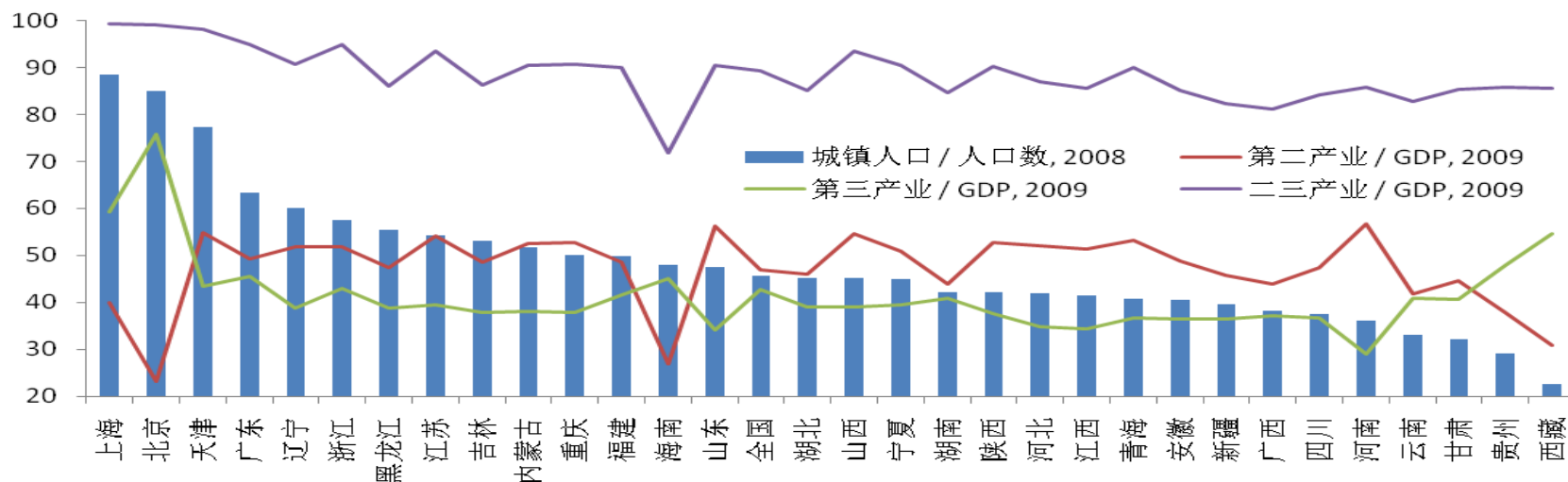
成长驱动——城镇化进程加快

□ 中西部地区的城镇化率离70%的分水岭尚有较大提升空间。

■ 周期股仍有脉冲式机会——基于城镇化加速，一线城市周边地区与二三线城市地产需求保持强劲，城际铁路网络、高铁大发展的阶段，钢、水泥、机械等产量拐点短期内并不会到来。

■ 中西部消费增长更具弹性——继续看好中西部地区家电、商业、汽车、通信、旅游酒店等消费服务业的需求升级。

图：我国各省市城市化率



中西部房地产产业链仍值得重点关注

□从房地产占行业需求的比例（直接+间接）上看，玻璃、混凝土机械、建筑钢、PVC占比较大；

□从拉动的时间先后次序上看，水泥、机械、建筑钢、重卡等与房地产投资相关，故最先被拉动；玻璃、有机硅、纯碱、铝等在房地产竣工前需求较大；

□家电、家电连锁等发生在属于房地产装修阶段，理论上时点相对滞后，但考虑到房地产销售数据通常领先新开工面积，故家电及家电连锁实际上可能与房地产板块直接联动性也较高

表：房地产对相关行业需求的影响程度和时间比较

	房地产占行业需求的比例 (直接+间接)	房地产对行业需求的拉动时间
水泥	20%	早
玻璃	68%	晚，住房建造晚期，滞后6个月左右
混凝土机械	50%	早
重卡	35%	早
PVC	40%	晚，用户住房建造晚期，门窗装修
纯碱	29%	晚，滞后于玻璃
有机硅	20%-30%	晚，3-6个月的滞后期
铝	35%	晚
建筑钢	50%	早
煤炭	11%	晚
轿车	销量增速与商品房销售面积增速变动方向一致	同步与房地产销售周期，因此滞后于房地产投资
家电	由于出口比例较大，国内房地产市场对家电行业整体销售影响小 房地产销售波动10%，对家电内需影响0.8-2.3%，相关性最大的是空调产品，波动幅度在1.3-4.1%，而彩电受影响最小	销售数据领先投资数据，较早
家电连锁	国内商品房销售额每变动1个百分点，家用电器的销售变动在0.39个百分点左右	销售数据领先投资数据，较早

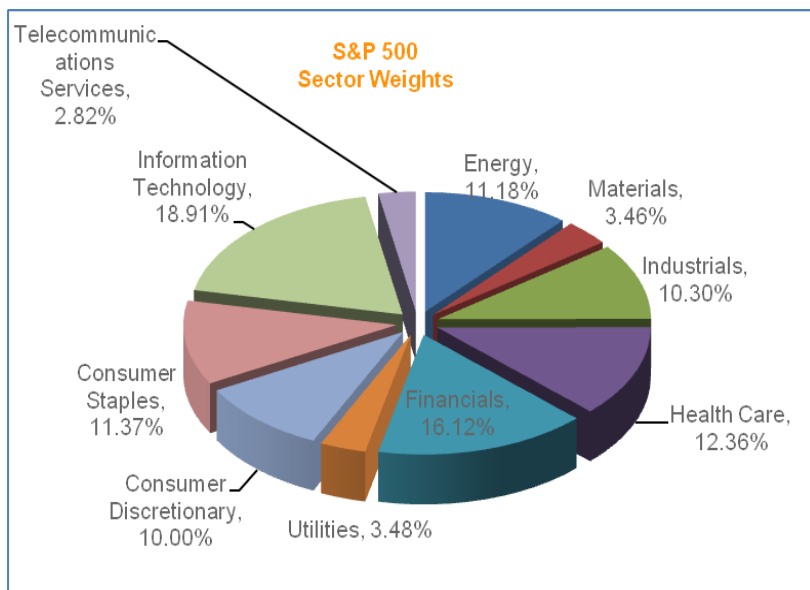
资料来源：兴业证券研发中心策略部

创新驱动——新兴产业寄托转型、提升生产率的期待

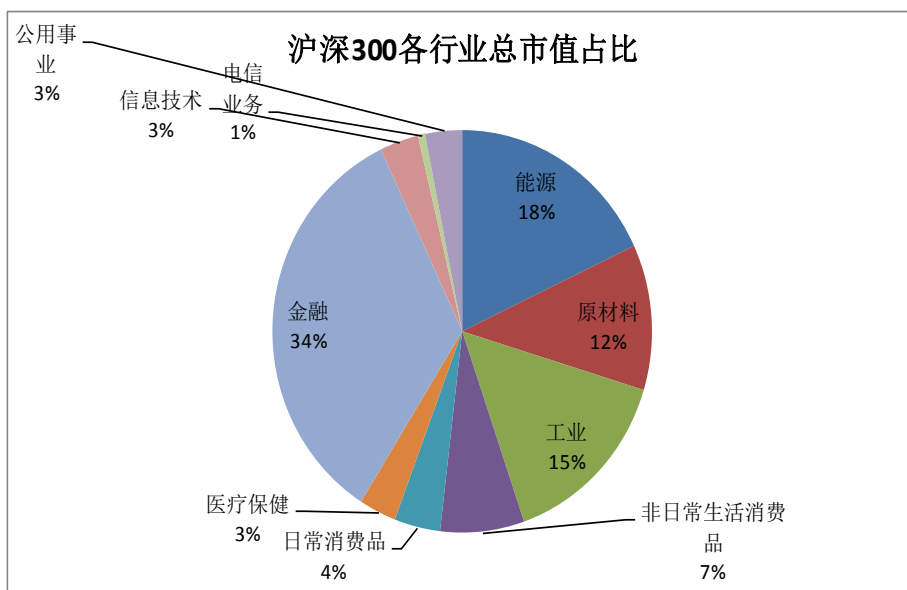
□ 创新驱动的市值增长空间大

□ 海外的历史经验显示，TMT、新能源、医药等新兴产业有巨大的成长空间，但是，当前的市值却是不匹配的。美国标普500成份股中，TMT行业占比高达20%，医药占比12%。而沪深300中TMT仅占4%，医药占3%。

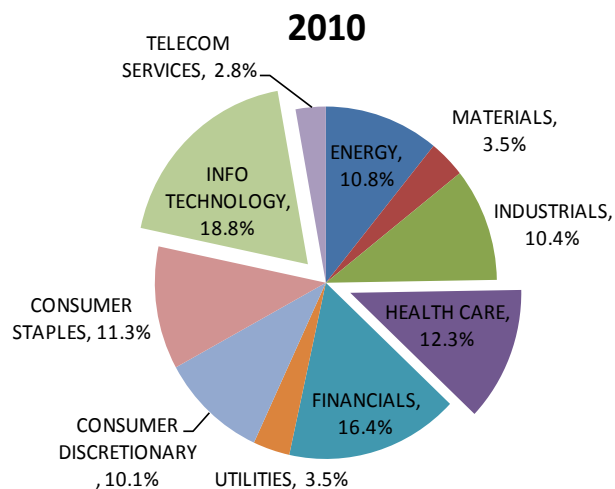
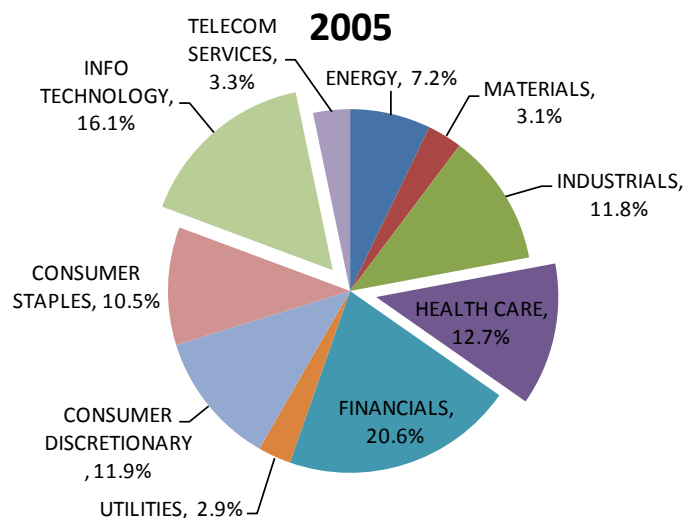
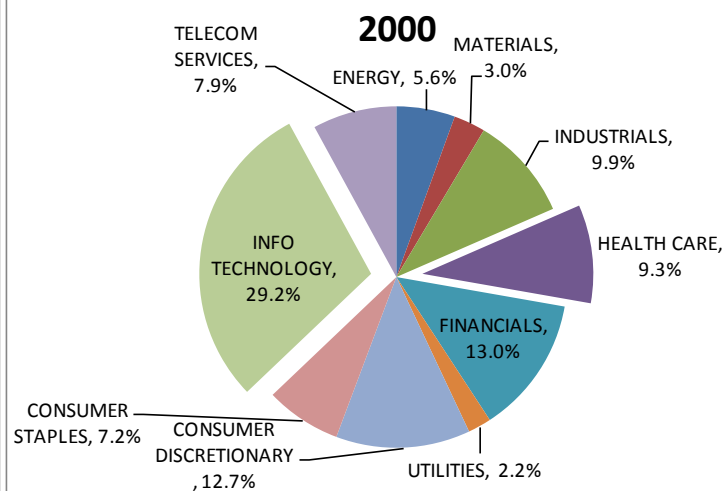
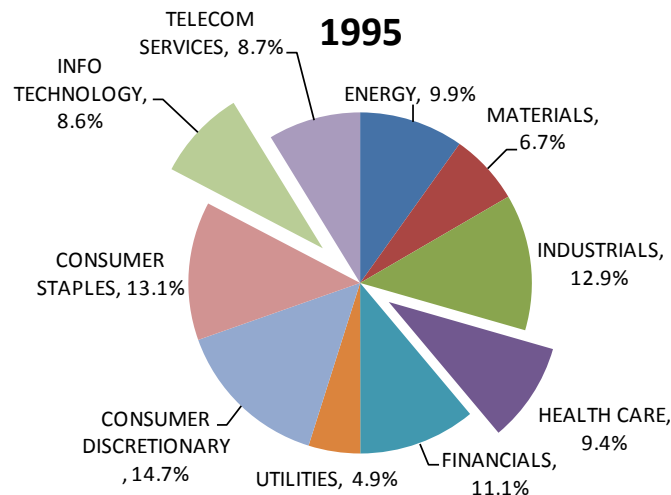
图：美国标普500成份股的行业市值分布



图：沪深300成份股的行业市值分布



创新驱动——美国S&P500成份股行业市值变迁



创新驱动——政策扶持力度大

信息网络：“要着力突破传感网、物联网关键技术，及早部署后IP时代相关技术研发，使信息网络产业成为推动产业升级，迈向信息社会的发动机”

生物医药：以生物医药为代表的创新药物和高端医疗器械是扶持的重点。

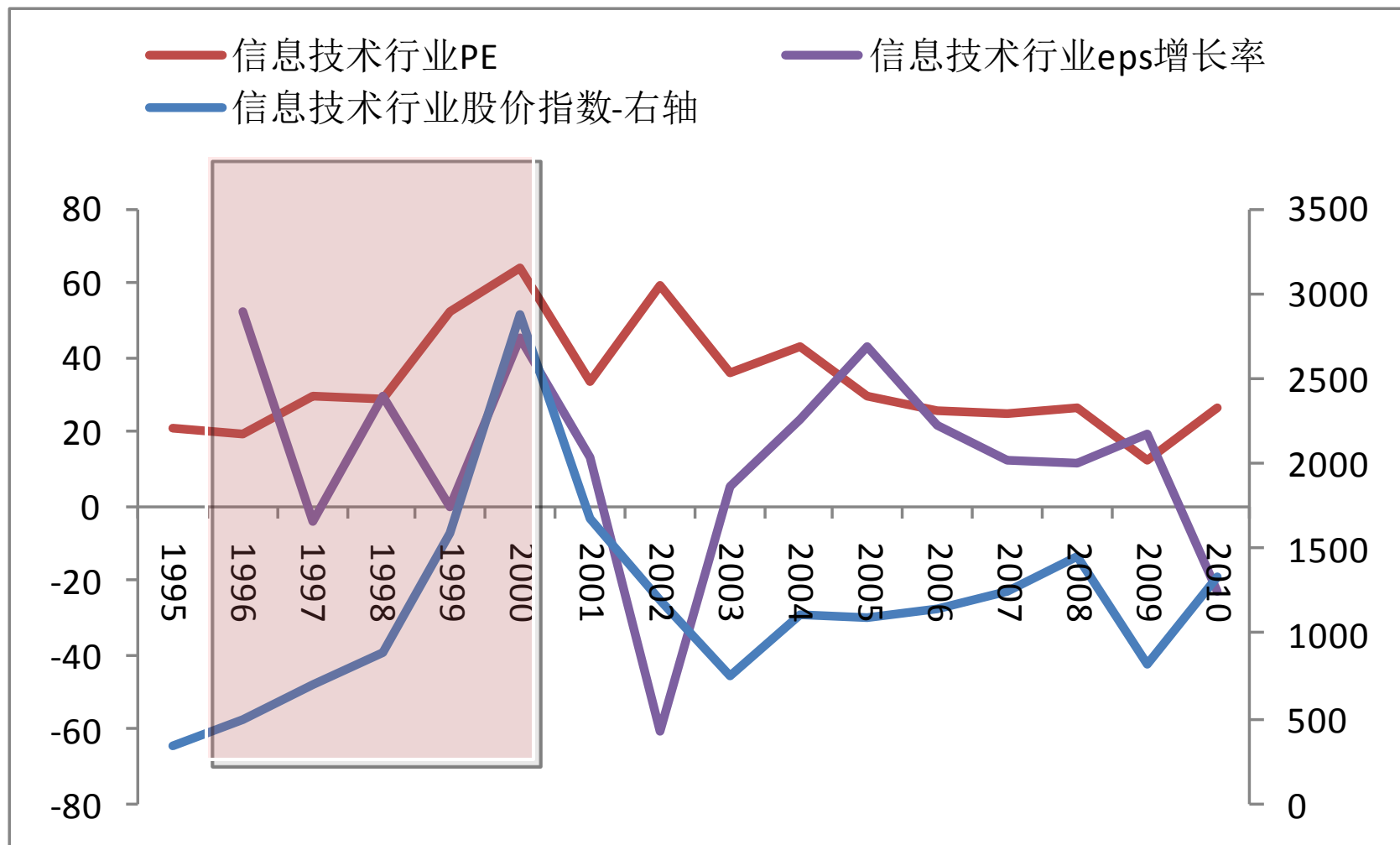
智能电网：政府大力投资将保证2020年前智能电网全面建成，总计创造近万亿元市场需求。智能电网主要设备均有望形成寡头垄断市场。

新能源汽车：上游锂资源、电池及材料、电机及控制系统各环节均蕴藏较大投资机会

节能环保：工业节能，建筑节能，特别关注资源税推出后的大机遇

航空航天：我国目前已经启动，或将要启动多个国家级航天项目，涉及的投资规模和市场空间超过1 万亿元，这为未来10 年我国航天产业的大发展提供了广阔空间。

新兴产业的泡沫化过程（以美国为例）



主题驱动——金融创新博弈价值股

- 金融创新对A股市场赚钱模式的改变：杠杆套利资金的行为；券商股、保险受益
- 价值股以守为攻——低估值、确定性增长；
- 关注上证50和深成指40指数成分股，精选个股

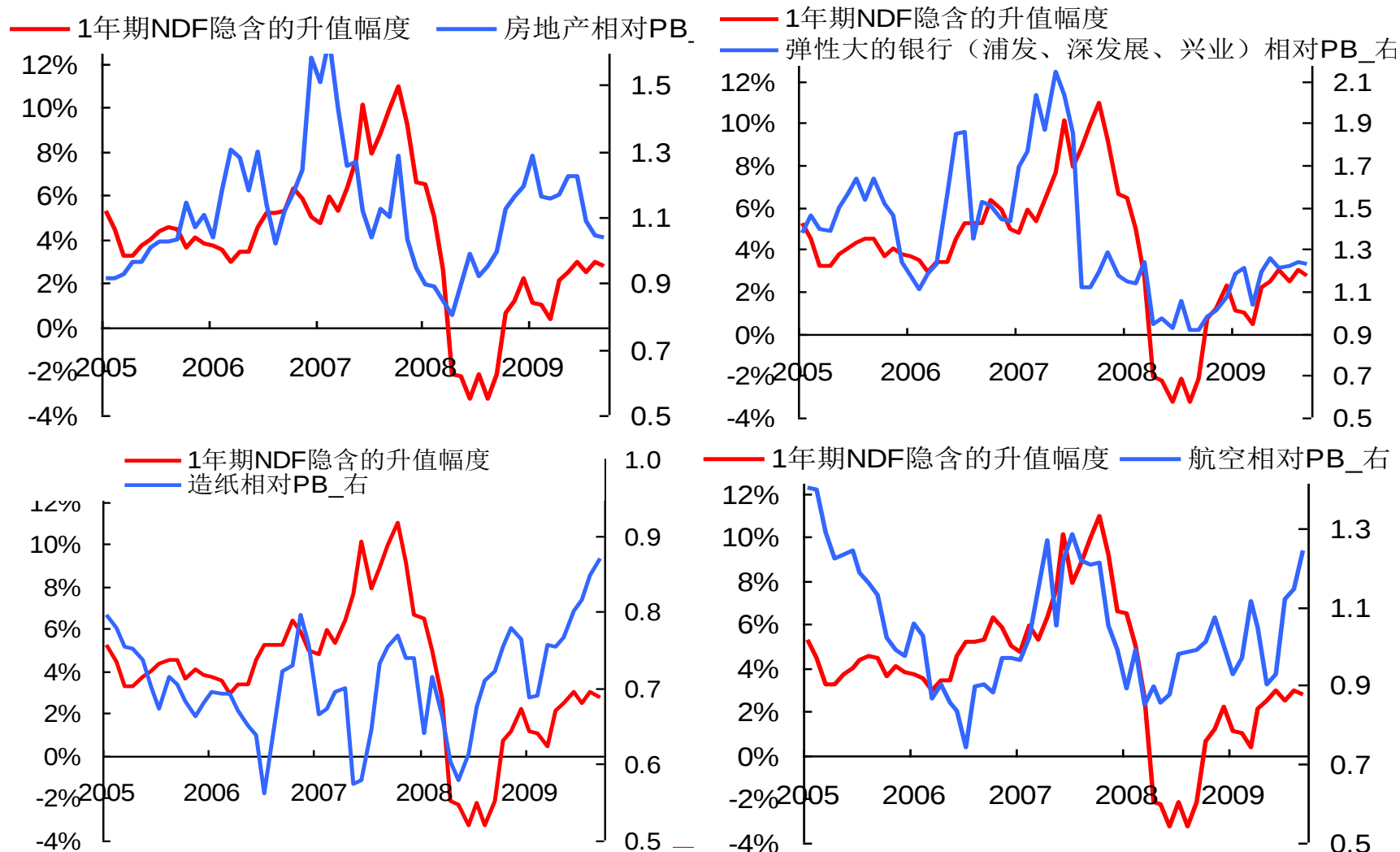
沪深300前50大权重股中金融行业个股

排序	成分代码	成分股	权重(%)	证监会行业
1	600036	招商银行	3.38	银行业
2	601328	交通银行	2.81	银行业
3	601318	中国平安	2.76	保险业
4	600016	民生银行	2.61	银行业
5	600030	中信证券	2.54	证券、期货业
6	601166	兴业银行	2.45	银行业
7	600000	浦发银行	2.02	银行业
10	601169	北京银行	1.49	银行业
11	601398	工商银行	1.41	银行业
12	601601	中国太保	1.4	保险业
13	600837	海通证券	1.39	证券、期货业
14	000001	深发展A	1.33	银行业
21	601939	建设银行	0.97	银行业
25	601628	中国人寿	0.84	保险业
30	600739	辽宁成大	0.63	商业经纪与代理业
37	000623	吉林敖东	0.52	医药制造业
42	601988	中国银行	0.5	银行业
49	000783	长江证券	0.45	证券、期货业
50	600015	华夏银行	0.45	银行业

融资融券业务，可冲抵保证金的品种

可充抵保证金证券品种		折算率
A股	上证180指数成份股	不超过70%
	非上证180指数成份股	不超过65%
	被实行特别处理和被暂停上市的A股	0%
基金	交易所交易型开放式指数基金（ETF）	不超过90%
	其他上市基金	不超过80%
债券	国债	不超过95%
	其他上市债券	不超过80%
权证	权证	0%

主题驱动：人民币升值下的受益行业



人民币升值下的受益主体

受益行业	受益行业理由	股票代码	股票名称	投资评级	股票价格 (2010.3.26)	09EPS (元)	10EPS (元)	11EPS (元)	09PE	10PE	11PE
房地产	人民币资产溢价	600048	保利地产	强烈推荐	20.20	1.333	1.588		15.16	12.72	
		000002	万科A	推荐	9.30	0.670	0.847	0.991	13.88	10.98	9.38
		000024	招商地产	推荐	23.58	1.046	1.469	1.839	22.53	16.05	12.82
		000069	华侨城A	推荐	15.17	0.482	0.717	0.916	31.46	21.16	16.56
		000402	金融街	推荐	10.72	0.481	0.666	0.710	22.29	16.10	15.10
		600325	华发股份	强烈推荐	15.81	1.100	1.430		14.38	11.05	
		600383	金地集团	推荐	13.78	0.854	0.991		16.13	13.90	
金融	人民币资产溢价	601166	兴业银行	强烈推荐	34.90	3.096	3.452		11.27	10.11	
		600036	招商银行	强烈推荐	15.74	0.838	1.238	1.458	18.78	12.72	10.79
		601998	中信银行	强烈推荐	7.14	0.370	0.502	0.604	19.29	14.23	11.82
		601939	建设银行	强烈推荐	5.58	0.588	0.672		9.49	8.31	
		601398	工商银行	强烈推荐	4.90	0.472	0.533		10.39	9.19	
造纸	造纸公司成本压力减小	600963	岳阳纸业	推荐	10.19	0.328	0.457	0.558	31.06	22.30	18.26
		600966	博汇纸业	推荐	10.09	0.350	0.640	0.780	28.83	15.77	12.94
		002078	太阳纸业	强烈推荐	19.21	0.940	1.320	1.710	20.44	14.55	11.23
		600308	华泰股份	推荐	15.80	1.016	1.397		15.55	11.31	
		000488	晨鸣纸业	推荐	8.36	0.340	0.460	0.600	24.59	18.17	13.93
航空	航空公司汇兑收益增加, 油价成本压力减小	601111	中国国航	推荐	12.41	0.382	0.437	0.482	32.49	28.40	25.75
		600221	海南航空	推荐	7.39	0.131	0.232	0.273	56.41	31.85	27.07
		600115	ST东航	推荐	7.51	0.068	0.192	0.239	110.44	39.11	31.42
		600029	南方航空	推荐	7.32	0.058	0.260	0.214	126.21	28.15	34.21

主题驱动——并购重组

□ 角度一：央企整合

■ 今年是实现央企整合目标（数量缩减至80-100家、实现30-50家具有国际竞争力的大企业集团）的最后一年，整合案例会更多。

■ 机会1：科研院所并入产业集团；机会2：非主业重组带来的非主流机会——看好酒店类资产重组中华侨城A的机会；机会3：军工类央企内部整合。

□ 角度二：地方国资整合

■ 地区选择逻辑：国有资产规模较大、国资整合政策明确，能够形成系统性的机会；同时伴随区域性经济规划等区域发展政策概念。

■ 机会1：上海，明确提出国有经营资产3-5年内实现40%的证券化率；伴随上海城市转型、两个中心建设、世博会等重要题材。

■ 机会2：重庆，政府明确提出七大企业集团今年内实现整体上市；两江新区的开发；成渝发展规划。其他继续关注：新疆、两湖、皖江等中西部地区。

□ 角度三：产业并购重组

■ 政府产业政策是寻找产业并购重组的主要依据：对于钢铁、汽车、有色、煤炭等传统产业，通过并购提高产业集中度，来应对产能过剩、议价能力低等问题，以及实现产业升级，是政府的重要思路。

下阶段配置建议

行业分类	行业权重（全市场，流通市值）	配置建议	行业分类	行业权重（全市场，流通市值）	配置建议
软件及服务	1.15%	超配	医药生物	4.36%	标配
通信	2.18%	超配	传媒及文化	0.84%	标配
元器件	1.48%	超配	家电	1.57%	标配
电气设备	2.33%	超配	酒店旅游	0.43%	标配
保险	5.93%	超配	造纸包装	0.84%	标配
商业贸易	2.87%	超配	公用事业	3.70%	低配
食品饮料	3.49%	超配	证券及其他金融	2.98%	低配
银行	21.18%	标配	纺织服装及日用品	1.24%	低配
房地产	5.94%	标配	高速公路及物流	1.05%	低配
煤炭	3.19%	标配	航运业	1.96%	低配
钢铁	3.24%	标配	计算机硬件	0.56%	低配
化工	4.27%	标配	建筑业	1.39%	低配
机械	2.74%	标配	农林牧副渔	1.16%	低配
汽车及配件	3.06%	标配	铁路运输	1.05%	低配
非汽车交运设备	0.88%	标配	石油石化	5.96%	低配
建材及装潢	1.76%	标配	有色	3.21%	低配
民航业	1.29%	标配	综合	0.73%	低配

欢迎交流

兴业证券研发中心策略组
张忆东 李彦霖 吴峰 聂清廉
zhangyd@xyzq.com.cn
(021) 38565932