

投资策略季报 (2010.9.20- 2010.12.31)

宏观策略组

张溟

SAC 执业证书编号：S1410210030006

021-58766929-8053

zhangming@jhzqrs.com

徐圣钧

021-58766929-8006

xushengjun@jhzqrs.com

李健

021-58766994-8038

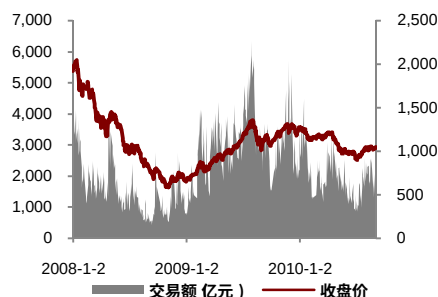
lijian@jhzqrs.com

投资策略：在结构性热点中寻找确定性

经济企稳，通胀走高：从8月份统计局数据观察，经济增速下滑势头意外放缓。

与此同时，受食用农产品价格上涨的影响，8月份CPI涨幅如期创出此轮反弹的新高。8月份工业增加值同比增长13.9%较上月回升0.5个百分点，为工业生产增速持续5个月放缓之后首次回升。分类来看，轻工增速较上月小幅下降，重工业增速回升，成为本月工业增速回升的关键所在。如果考虑到8月份基数大幅走高（去年8月份工业增加值当月同比增速较7月高15个百分点），8月份工业增加值增速的意外回升可能意味着工业生产环比增速已经企稳，整个经济同比增速下滑势头放缓。另一方面，8月份领先指标PMI指数的回升，尤其是新订单指大幅回升2.1个百分点，进一步印证了工业生产环比增速企稳的迹象，经济二次探底可能性在减小。

沪深300走势图



四季度，经济转型改革进入深化阶段：改革开放是中国的第一次转型，下一个五年将要开始第二次转型，推动经济发展方式转变以及社会结构转变以帮助中国从经济大国转变为经济强国，从而为中国下一个30年的发展寻找新动力。国家发改委宏观院十二五规划研究报告提出，城镇化将是十二五期间带动经济增长、抵御国际经济不稳定、改变国内不平衡发展现状的重要动力，城市化将是中国短期宏观经济政策和未来中长期政策的重要结合点。报告还特别强调，国民收入分配调整在十二五期间的重要性，将是实现扩大消费、改革二元结构等目标的前提之一。另外，体制改革亦要在十二五提上日程。从微观上是企业机制，从宏观上是政府的行为机制。而在政府机制方面，中国最大的特点是政府掌握世界上任何一个政府没有的资源，政府行为正确与否对一个社会发展影响非常大。十二五推进改革已成为共识，但要突破深层次体制障碍，对已经形成的经济关系和利益格局进行调整，难度很大，但也势在必行。

相关研究报告

- 1、2010.09.13《策略周报：经济运行平稳，结构性行情精彩》
- 2、2010.09.06《策略周报：结构性行情纵深发展，掘金中小盘个股》
- 3、2010.08.30《策略周报：经济转型期，关注结构性亮点》
- 4、2010.08.23《策略周报：结构性机会尤存，趋势性机会有限》
- 5、2010.08.16《策略周报：经济表现平淡，政策利多匮乏，股指进入战略相持期》

投资策略，在结构性热点中寻找确定性：整体我们认为四季度股市仍将以结构性行情为主，但需要注意的是随着前期题材热点估值的不断攀升以及管理层监管力度的加强的背景下，由于中小板和创业板有部分个股估值偏高而业绩并无实际支撑，积累了很大的调整风险。十一之后创业板、中小板、主板都将面临大规模解禁潮，预计没有业绩支撑的个股届时将出现重大调整，建议投资者提前减持。关注政策及业绩双确定的品种，依次看好食品饮料，零售消费，智能电网，医药生物，新能源汽车等。而农业板块以及军工板块目前估值偏高，建议等待其回落后再行介入。主题投资重点关注兼并重组以及娱乐传媒业的机会。

1 经济有所企稳，转型进入深水区

经济企稳，通胀走高：从 8 月份统计局数据观察，经济增速下滑势头意外放缓。与此同时，受食用农产品价格上涨的影响，8 月份 CPI 涨幅如期创出此轮反弹的新高。8 月份工业增加值同比增长 13.9% 较上月回升 0.5 个百分点，为工业生产增速持续 5 个月放缓之后首次回升。分类来看，轻工增速较上月小幅下降，重工业增速回升，成为本月工业增速回升的关键所在。如果考虑到 8 月份基数大幅走高（去年 8 月份工业增加值当月同比增速较 7 月高 1.5 个百分点），8 月份工业增加值增速的意外回升可能意味着工业生产环比增速已经企稳。整个经济同比增速下滑势头放缓。另一方面，8 月份领先指标 PMI 指数的回升，尤其是新订单指数大幅回升 2.1 个百分点，进一步印证了工业生产环比增速企稳的迹象，经济二次探底可能性在减小。

此外，三架马车方面也印证了经济环比增速可能已经企稳。首先，在房地产投资增速小幅回升的带动下，8 月投资增速仅回落 0.1 个百分点。其次，8 月份社会消费品零售总额增长 18.4% 较上月回升 0.5 个百分点。再则，外贸方面，8 月份出口增速如期继续逐步回落，而进口增速意外大幅回升，则从侧面显示国内经济环比增速企稳。我们认为，受基数逐步提高的影响，下半年经济同比增速可能继续回落，但是更能反映经济短期走势的环比增速来看，上述诸多方面的数据均显示当前经济环比增速已有所企稳。

货币环境宽松程度有所回升：央行数据显示，8 月份新增人民币贷款 5452 亿元，不仅略高于市场预期的 5000 亿元，也明显高于去年同期水平。在新增信贷较去年同期增加的推动下，8 月份 M2 增长 19.2% 较上月意外回升 1.6 个百分点，而 8 月份的银行间市场同业拆借利率较上月回落，显示资金供给并非紧张，符合我们对下半年货币环境较上半年略显宽松的判断。

展望四季度的货币政策，我们认为，虽然经济短期似已企稳，通胀压力增加以及房市量价回升，短期内紧缩预期可能会有所增强，但是外围经济仍然存在较大不确定性，即使紧缩，其力度也会相对有限。

四季度，经济转型改革进入深化阶段：2010 年是十一五规划的最后一年，是中国经济是否能够延续 2009 年的复苏趋势的关键性一年，也是十二五规划的编制年，从中央到地方各级政府都高度重视十二五规划的编制工作。

改革开放是中国的第一次转型，下一个五年将要开始第二次转型，推动经济发展方式转变以及社会结构转变以帮助中国从经济大国转变为经济强国，从

而为中国下一个 30 年的发展寻找新动力。国家发改委宏观院十二五规划研究报告提出，城镇化将是十二五期间带动经济增长、抵御国际经济不稳定、改变国内不平衡发展现状的重要动力，城市化将是中国短期宏观经济政策和未来中长期政策的重要结合点。报告还特别强调，国民收入分配调整在十二五期间的重要性，将是实现扩大消费、改革二元结构等目标的前提之一。

奥巴马新经济刺激计划有利于美国经济企稳：奥巴马政府密集推出新一轮经济刺激计划的“三重组合拳”，一是明年支出 500 亿美元用于高速公路、机场和铁路等基础设施建设；二是从现在起到 2011 年底，企业新建厂房和购置设备的投资将全部免税，实际享受到的减税资金规模将高达 2000 亿美元；三是提出中产阶级永久性减税计划。虽然其推出刺激计划带有明显的政治目的（有利于民主党的中期选举），但中期而言，奥巴马政府的新一轮经济刺激计划的确有利于复苏进程中的美国经济企稳向好。

2 投资策略：在结构性热点中寻找确定性

三季度行情围绕结构性热点展开：截至 2010 年 9 月 17 日，上证指数收报 2598.69 点，较 7 月 1 日上涨 204.74 点，三季度涨幅为 8.5%，深成指报 11208.25 点，较 7 月 1 日上涨 423 点，三季度涨幅为 19.54%，中小板综合指数收报 6616.99，涨幅达 26.71%。中小板及深圳指数远远跑赢上证指数。行业板块上，食品饮料，交运设备，电气设备，商业贸易，信息设备跑赢大市，而金融、地产、黑色金属、工程机械等板块表现不佳。

经过前期的持续快速反弹之后，上证综指在 2700 点附近遭遇一定的压力陷入调整。近期扩容压力明显加大，而通胀的上升和房价的回暖，二次调控和升息预期的担忧将压制蓝筹股如银行、地产、券商等行业的表现，短期股指仍有调整要求，但目前 A 股的估值水平较为合理，股指下跌的空间也很小。预计 10 月份上证综指围绕 2500 至 2800 点震荡整理的可能性较大。11 月和 12 月份则相对乐观，一是由于未来宏观政策仍将保持适当宽松，同时上市公司 3 季度业绩也有望超预期，四季度至明年年初，伴随着十二五各行业规划的逐步出台以及估值基准的切换，A 股有望突破盘整区间，波动区间上升至 2750 点至 2950 点一线。

投资策略，在结构性热点中寻找确定性：整体我们认为四季度股市仍将以结构性行情为主，但需要注意的是随着前期题材热点估值的不断攀升以及管理层监管力度的加强的背景下，由于中小板和创业板有部分个股估值偏高而业绩并无实际支撑，积累了很大的调整风险。十一之后创业板、中小板、

主板都将面临大规模解禁潮,预计没有业绩支撑的个股届时将出现重大调整,建议投资者提前减持。关注政策及业绩双确定的品种,依次看好食品饮料,零售消费,智能电网,医药生物,新能源汽车等。而农业板块以及军工板块目前估值偏高,建议等待其回落后再行介入。主题投资重点关注兼并重组以及娱乐传媒业的机会。央企整合和文化体制改革在四季度都会有相关的政策出台,央企的吸收合并、传媒文化企业的战略地位再发现将成为相关上市公司股价的催化剂。

行业配置：在 10月份的解禁高峰过去之后,我们认为 11月和 12月的投资机会值得重点把握,建议投资者寻找确定性较高的行业,看好食品饮料,商业贸易,商业零售,智能电网,新能源汽车,信息服务,航天军工,娱乐传媒等受益于经济转型和十二五规划的强势行业,建议超配。基于农产品,工业品在低利率环境中回暖的预期,超配农林牧渔,有色中的稀有金属等原材料行业以及化工中的精细化工等行业。标配：汽车（除新能源汽车外），电子元器件，保险，煤炭，旅游酒店，家电，建筑建材，交通运输，工程机械，医药生物，基础化工，有色金属（除稀有金属外）等行业，其估值已反映了其未来成长的预期，低配信息设备，公用事业，银行，券商，地产，黑色金属，轻工制造等不确定性较高或者利润增速难以超预期的行业。

3 三季度市场回顾

3.1 全球主要股指三季度表现：

三季度全球主要市场股指在经历了二季度大幅度下挫后形成反弹趋势,美国三大股指季度涨幅分别为 8.99%, 9.56%和 10.2%,这得益于各国三季度经济数据好于前期,减轻了投资者对世界经济二次探底的担忧,欧元区由于投资者对德国经济复苏早于其他国家有所预期所以涨幅温和,英国金融时报 100 指数涨幅从-14.41%大幅度拉升至 14.62%,法国和俄罗斯情况也相当,亚太地区也均呈现普涨格局,表现最好的依然是中国与印度,其中印度孟买 sensex30 指数已经连续三个季度上涨,日本目前很难找到经济增长的动力所以表现明显落后于其他国家,东京日经 225 指数季度小幅收涨 4.73%。从最新发布的 8 月份数据看,欧元区要略好于美国,较好的出口数据以及债务危机风险多数释放使得欧元区得到喘息,而美国的经济数据喜忧参半,目前公布的 PMI、零售和食品服务销售额以及私人投资环比上升,而失业率的阶段性高点仍然困扰着美国经济,消费者信心指数在此背景下也意外下滑,但美联储主席伯南克的继续实施宽松的货币政策以及总统奥巴马新一轮的经

济刺激计划显示出当局对经济复苏的积极态度可以提振投资者信心，亚太地区是全球经济新增长点的引擎，除日本老龄化和通缩使得经济回天乏力，而政府的投资刺激政策能否奏效还有待进一步观察外，其他国家在抵御金融危机上则显得游刃有余，尤其是中国和印度经济不乏可圈可点之处。未来关于欧洲的出口、美国的私人投资、中国经济从工业制造向消费服务的结构转型以及印度着手能源工业准备向工业化迈进方面的数据因为这些是各国经济复苏和增长所倚仗的路径也是我们预期全球股市的重要依据，整体看四季度欧美股市平淡中略好，而亚太地区市场在没有进一步的重大利空条件下仍处于上升的周期。

图 1、世界主要股票指数表现

指数名称	一季度涨跌幅	二季度涨跌幅	三季度涨跌幅
道琼斯工业平均数	4.11%	-10.55%	8.99%
标准普尔 500 指数	4.87%	-12.51%	9.56%
纳斯达克指数	5.68%	-12.21%	10.20%
伦敦金融时报 100 指数	4.93%	-14.41%	14.62%
法国 CAC 指数	0.96%	-14.66%	11.44%
德国 DAX 指数	3.29%	-4.33%	6.02%
东京日经 225 指数	5.15%	-16.56%	4.73%
香港恒生指数	-2.89%	-6.54%	9.15%
印度孟买 sensex30 指数	0.36%	0.05%	11.91%
俄罗斯 RTS 指数	8.85%	-16.73%	13.62%
巴西圣保罗交易所指数	2.60%	-14.34%	9.56%
标普/澳证 200 指数	0.10%	-12.35%	9.47%
台湾证交所加权股价指数	-3.27%	-8.53%	12.47%
韩国 KOSPI 指数	0.60%	-1.21%	8.37%
新加坡海峡时报指数	-0.35%	-3.65%	9.08%
上证综指	-5.13%	-23.80%	9.47%
深证成指	-8.80%	-26.01%	21.78%
沪深 300 指数	-6.43%	-24.44%	13.27%

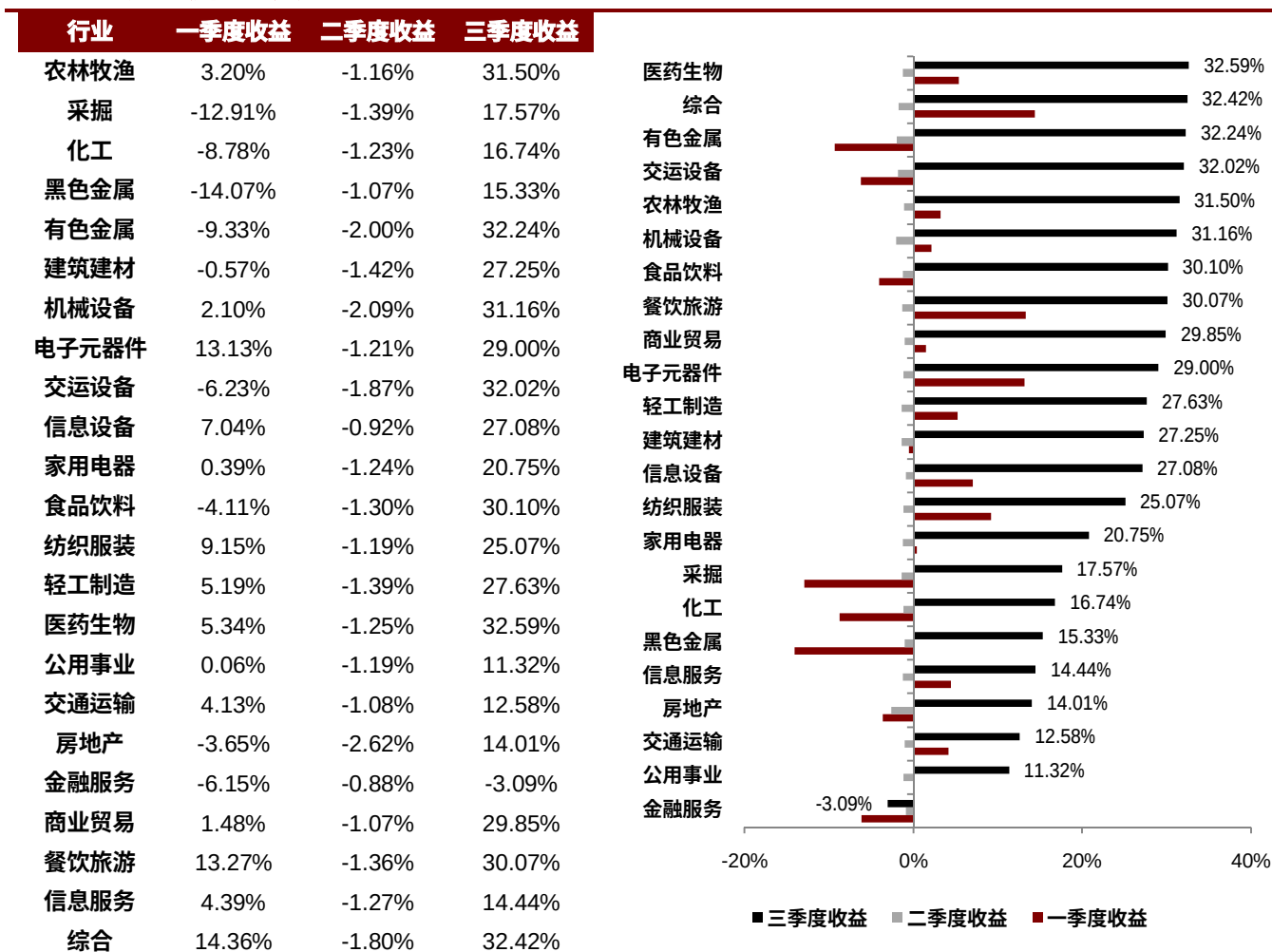
数据来源：WIND，江海证券研发部

3.2 国内市场三季度表现：调结构下的结构牛市

三季度 A 股市场方面在中国大宏观背景-为适应经济发展需要进行经济结构的转型，对传统行业实施节能减排、淘汰落后产能以及产业整合和重组提高产业集中度等一系列政策，短期抑制了这些行业的产能释放，从中长期看对大型企业上市公司是利好的在结构调整下可以获得更多增长的空间提

高话语权，但未来行业整体的增长存在不确定性是毋庸置疑，这也是投资者短期不热衷于投资权重蓝筹股导致走势低迷的主因，而受政策鼓励和扶持的新兴行业题材概念的中小盘个股涨势如潮，掀起了一轮行情，整体看点数并未受到大幅度提拉，但许多个股已经触及甚至超过历史高位，所以三季度行情可称之为结构性牛市。

图 2、申万一级行业涨跌幅



数据来源：WIND，江海证券研发部

板块方面我们可以明显看出传统的金融服务、房地产、钢铁、采掘等权重板块涨幅靠后，而未来经济产业发展方向如新兴行业、新材料、新能源概念较为集中的医药生物、有色金属、电子元器件、电气设备表现良好，其中最为抢眼的是稀土永磁概念，三季度整体涨幅 64%，这也比较符合产业发展规律先关注上游原材料再向下游延伸，而适应目前政策背景的大消费各类板块涨幅无一落后。我们预计虽然传统权重板块中的绩优股仍然具备投资价值，但短期内仍然不如题材概念类的中小盘个股更具吸引力。

图 3、风格指数涨跌幅

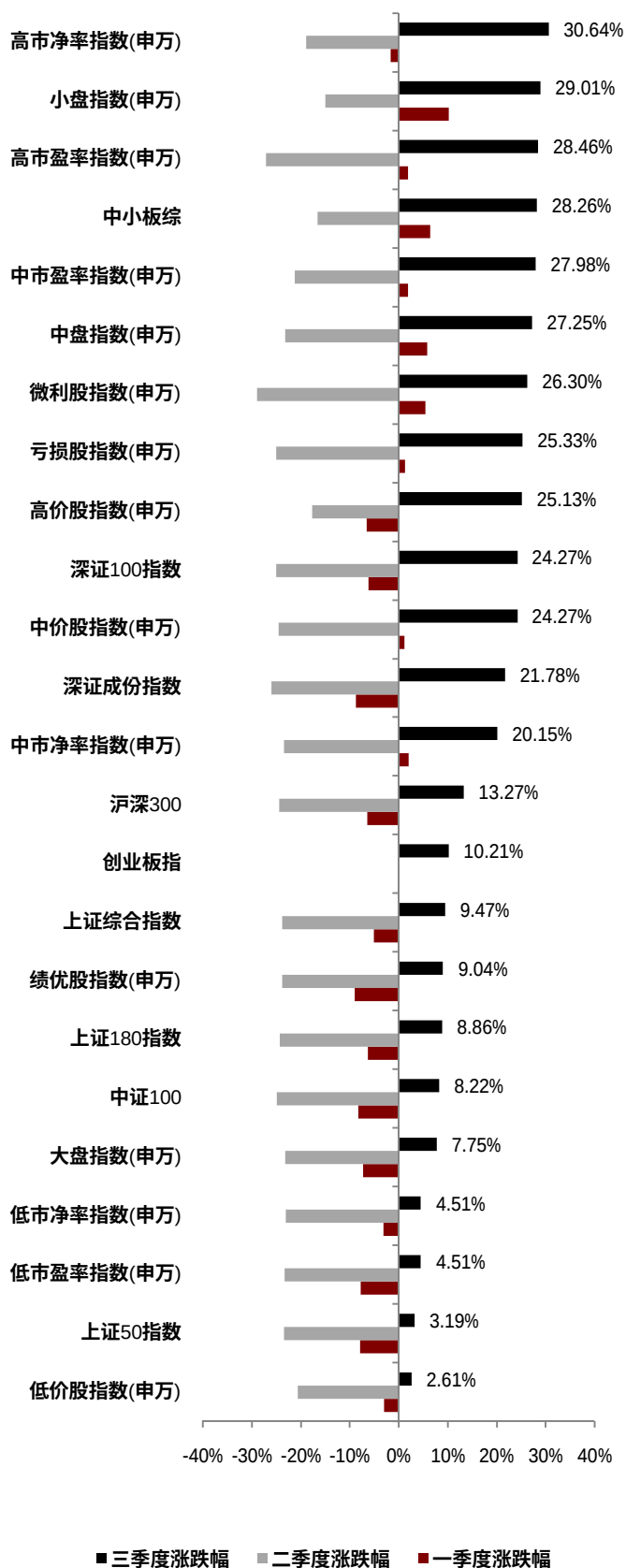
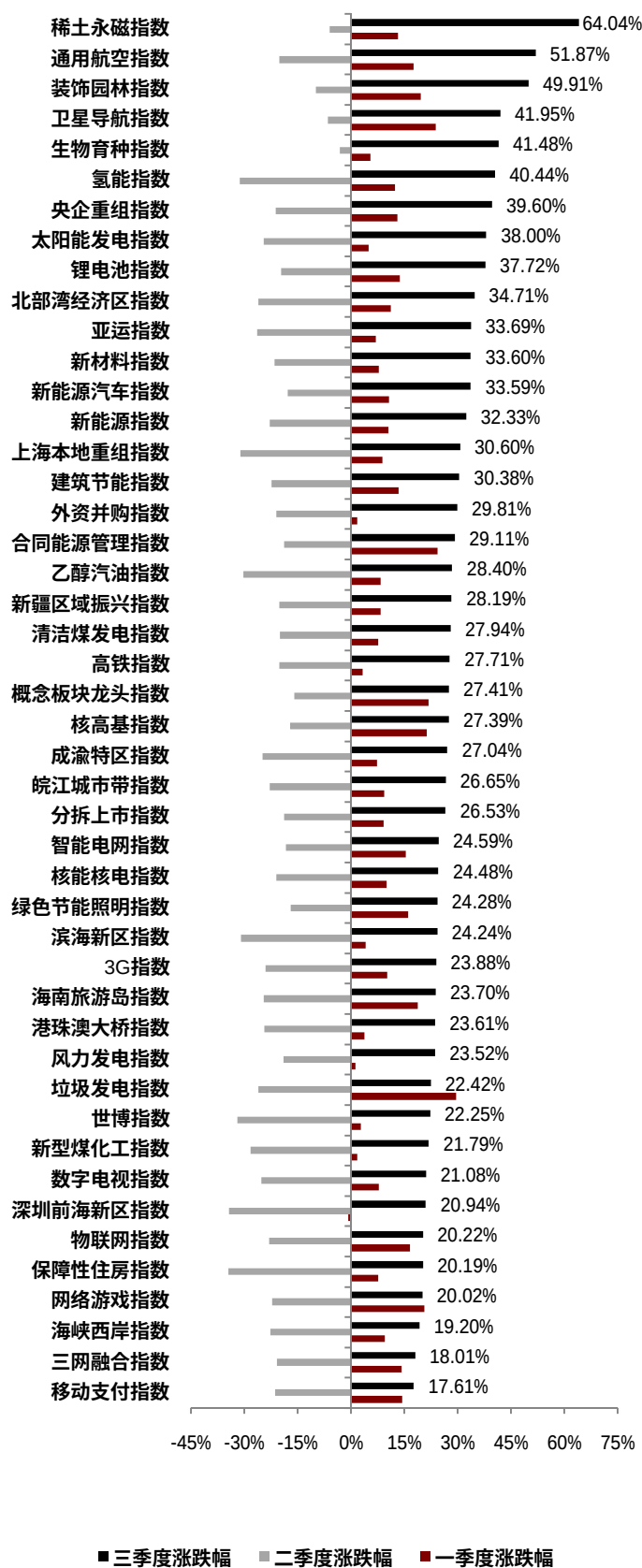


图 4、概念指数涨跌幅



数据来源：WIND，江海证券研发部

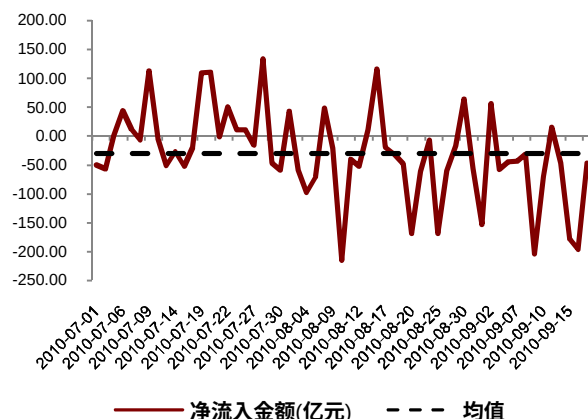
数据来源：WIND，江海证券研发部

从三季度周日均成交额上看整体趋势呈一个抛物线，反映了投资者从悲

观-观望-参与-再观望的情绪，截至至 9 月 17 日前的交投情况看在经历上 2 周的高点后出现回落也符合目前大盘的盘整需要，前期涨幅过快、估值风险过高的中小盘个股出现回调导致投资者观望情绪加重，从资金流向情况看整个三季度仍呈净流出之势，整体平均流出 30.41 亿元，主要是权重板块资金持续流出以及近期中小盘回调获利盘出逃原因所致。

图 5、两市各周日均成交金额

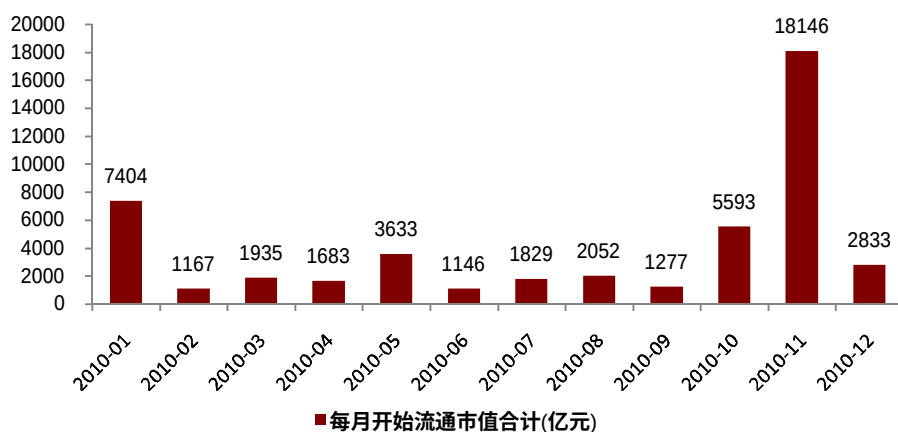
数据来源：WIND，江海证券研发部

图 6、三季度资金流向

数据来源：WIND，江海证券研发部

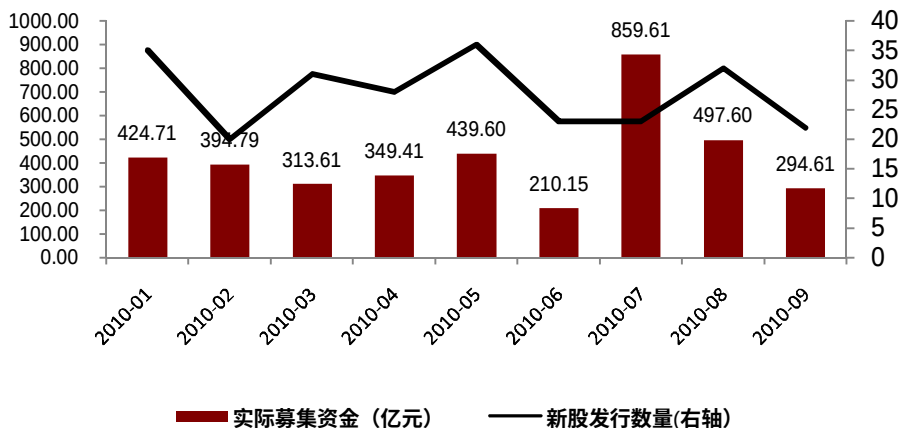
4 市场资金供求：略显偏紧

四季度将面临全年最高额度解禁压力超过 26000 亿的市值进入流通，尤其是 11 月份有超过 18000 亿的额度，表象看市场压力重重，细分公司看此次的解禁主要是中国石油、中国神华、中国中铁、中海集运和中国中铁等行业内“航母”的大非解禁，股份构成是首发大股东限售股份，心理面的影响远大于实际，而真正略有压力的是农业银行 50 亿首发机构配股在 10 月解禁，不过考虑到农业银行的“江湖地位”投资者也不用过分担心。新股 IPO 似乎没有减缓发行的势头，市场仍存在一定的扩容压力。

图 7、2010 解禁流通市值情况

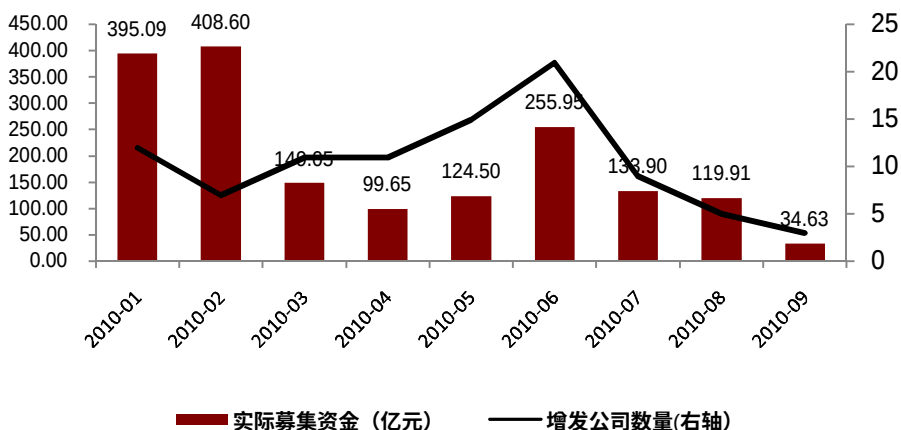
数据来源：WIND，江海证券研发部

图 8、2010 新股 IPO 发行情况



数据来源：WIND，江海证券研发部

图 9、2010 公司增发情况

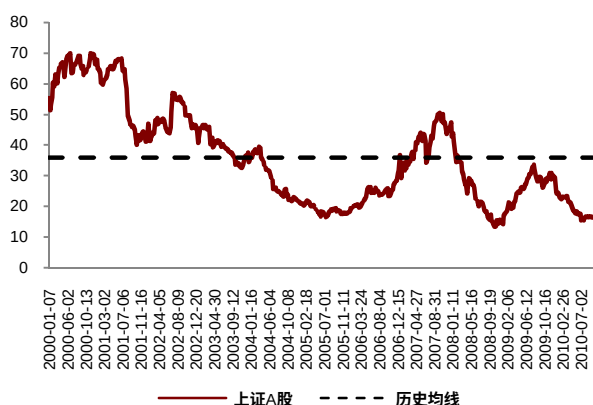


数据来源：WIND，江海证券研发部

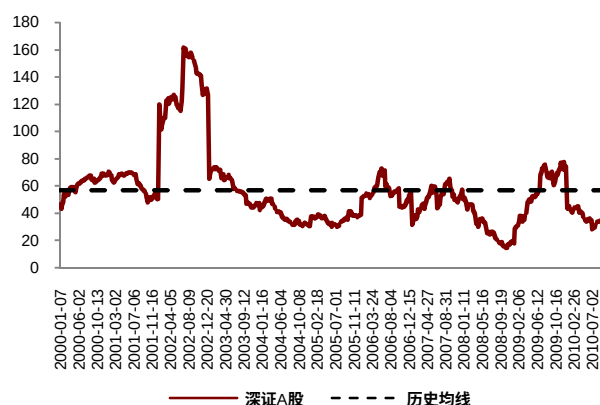
5 估值情况：整体处于合理区间，但分化较大

5.1 主要指数估值

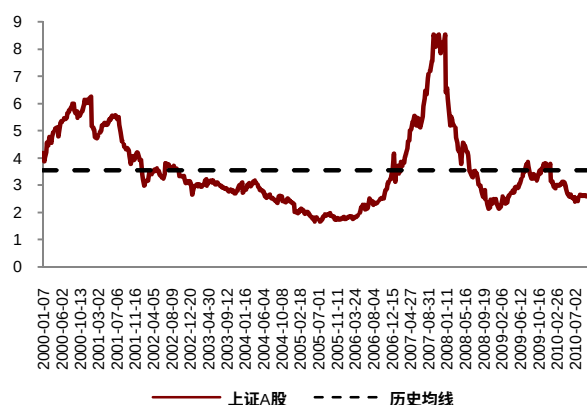
观察市场的估值情况，上证 A 股与深证 A 股市盈率目前处于历史（2000 年至今）均线（上证为 PE35.91，深证为 PE56.62；）以下，说明上市公司加权整体收益和增长与资本市场交投活跃度处于低迷阶段，但从中小板企业看市盈率和市净率都处于历史均线上方位于景气度向上的趋势中，细分行业估值中带有大消费类、新兴行业、新能源概念的板块偏高，这也符合我们对结构性牛市的定义。从估值角度我们可以在权重板块中挑选出具备估值优势的绩优股往往在三季报以及年末上市公司业绩明朗化后会有上佳表现，而同样的回避中小盘中估值风险过高的股票或在市场调整时期适时吸纳。

图 10、上证 A 股市盈率 (TTM)

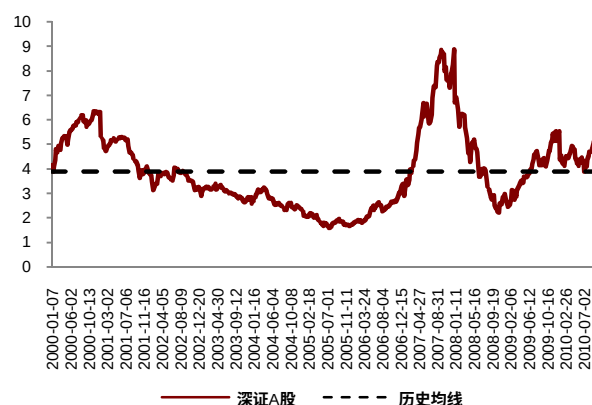
数据来源：WIND，江海证券研发部

图 11、深证 A 股市盈率 (TTM)

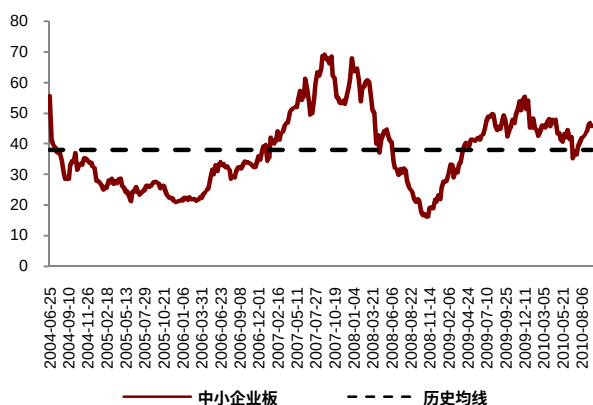
数据来源：WIND，江海证券研发部

图 12、上证 A 股市净率

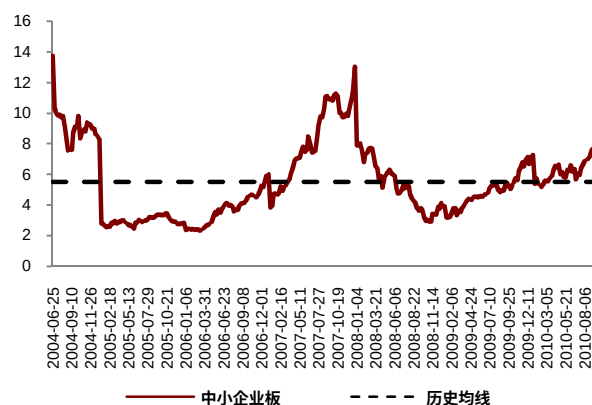
数据来源：WIND，江海证券研发部

图 13、深证 A 股市净率

数据来源：WIND，江海证券研发部

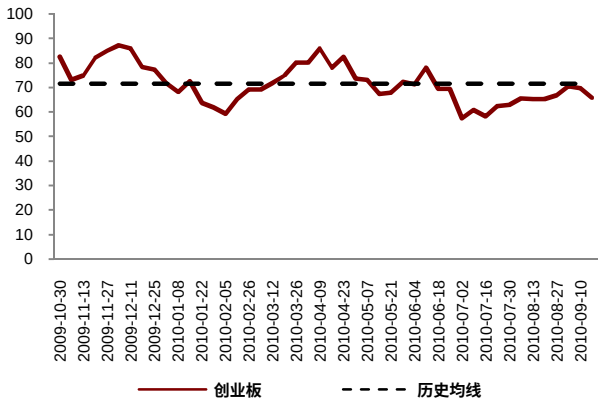
图 14、中小板企业 A 股市盈率 (TTM)

数据来源：WIND，江海证券研发部

图 15、中小板企业 A 股市净率

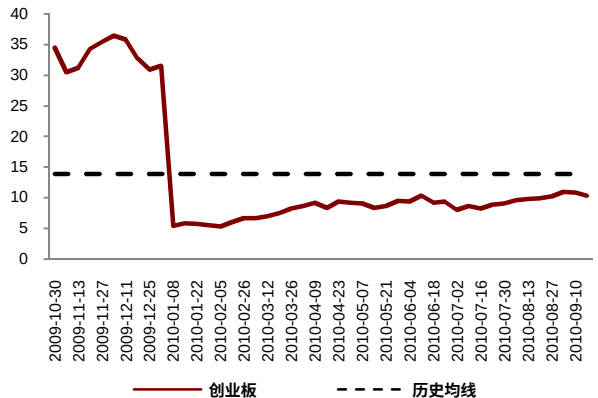
数据来源：WIND，江海证券研发部

图 16、创业板企业 A 股市盈率 (TTM)



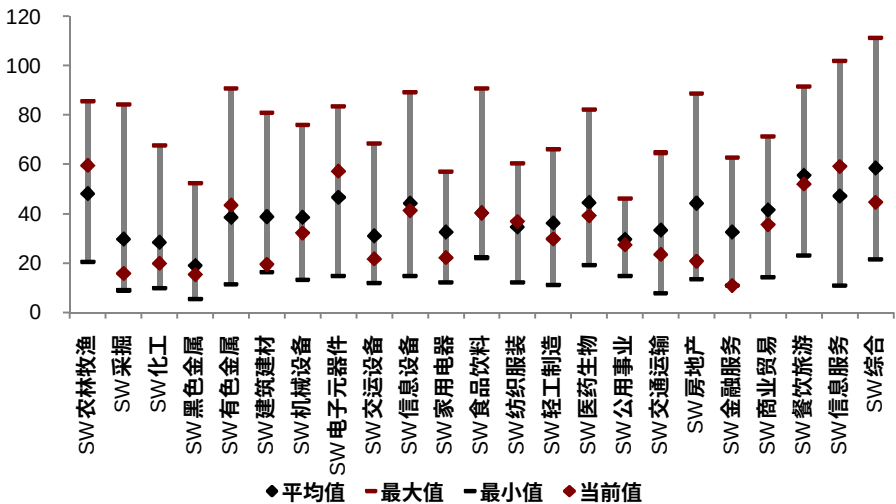
数据来源：WIND，江海证券研发部

图 17、创业板企业 A 股市净率



数据来源：WIND，江海证券研发部

图 18、2000 至今申万一级行业市盈率 (TTM)



数据来源：WIND，江海证券研发部

6 超配行业机会综述

电气设备与新能源行业：整体看好行业四季度的投资机会（研究员：杨佳丽）

电源设备：新能源各子行业多点开花，重点看好核电和风电。新能源作为国家七大战略性新兴产业的一个重要分支，未来必将受到政策面、资金面的大力扶持，我们维持行业整体看好的判断，并提示 2010 年年前战略性新兴产业规划和“十二五”规划相关细则出台带来的交易性机会。在细分行业上，光伏行业由于受到德国 7 月下调 FIT 的影响，下游组件需求旺盛，拉动了整个产业链的景气度，多数企业在 10H1 完成了 09 全年的产量；由于国内组件厂商在手订单多数已排到 2011 年，所以我们维持光伏行业在 2010 年四季度的高景气判断。但由于国内排名前 10 的光伏企业基本在海外上市，A 股的同类企业资质相对逊色，目前市场给予的高估值从海内外对比来看存在较大泡沫，中长期来看股价有下行风险，我们建议关注其中的优质个股：海通集团（亿晶光电借壳）、天威保变（持股 51%天威英利）、天龙光电，并提示多晶硅涨价、国内光伏第二批特许权项目招标中标结果近期公布、10 月份财政部拟出台的光伏产业扶持计划可能带来的交易性机会。对于风电行业，此前市场的普遍判断是会出现弱肉强食的行业整合，行业增速将放缓，设备商的利润空间会进一步下滑；但基于我们对风电板块内公司的 2010 年中报分析，我们认为风电行业在 2010 年全年的增速仍较高（50-70%），甚至到 2011 年也不会明显下滑；而 1.5MW 风机的当前价格已基本见底，毛利率进一步下滑的可能性已不大。风电板块的估值水平相比当前的行业增速仍存在低估，我们建议可逢低买入金风科技、湘电股份、中材科技等优质个股，并建议关注电力电子公司在风电变流器的订单突破以及江苏海上风电招标带来的交易性机会。核电行业由于建设周期较长，此前相关公司的业绩表现和市场关注热度并不高；本轮核电概念炒作主要受东方电气核电业务大增 170%所带动，行业已经步入收获期；由于核电行业的资质壁垒高，计划性因素强，所以行业竞争相对温和，不会出现无序和建设过剩等问题。我们建议可逢低买入东方电气、上海电气、中核科技、南风股份等优质个股。水电行业在经历了 08-09 年的低迷后，有望在十二五期间投资速度加快，尤其是抽水蓄能的调峰谷功能在可再生能源占比不断提升地背景下尤为重要，我们建议重点关注浙富股份和东方电气。

电网设备：二次设备机会大于一次设备，投资重心偏向智能配用电。由于电网设备的采购方主要就是国网和南网两家，所以企业的业绩与两网公司的投资息息相关，国网公司年初宣布 2010 年计划投资 2,274 亿元(不包括特高压)，同比大幅下降 26%，从 2010H1 电网设备公司的业绩来看，确实

受到了一些冲击，包括招标量的下滑和招标价格的下行，但仍有分化行情。总体而言，我们认为今年电网设备的投资机会小于电源设备的投资机会，而电网设备中，二次设备厂商的业绩表现和投资机会都大于一次设备厂商，这主要是由于智能电网建设对于监测、测量、保护、控制等要求较高，二次设备需求提升，而智能电网在 2010 年的示范项目、相关标准规划和投资倾斜都提升了二次设备厂商的业绩和估值。一次设备的投资主要受特高压建设的利好带动，普通电压等级下的变压器&开关等设备的竞争是非常激烈的，剔出当前明显出现经营困境的公司（如平高电气等），我们重点推荐业绩发展稳健&经营多元化&有核心技术优势的优质个股特变电工、中国西电、森源电气、长高集团。二次设备的投资围绕智能电网建设的各大领域展开，我们建议重点关注四大领域：柔性输电、电网在线监测、智能变电站、智能用电。考虑到二次设备厂商的估值在过去 1 年已大幅提升，部分个股股价不断创新高，我们认为近期该板块存在股价回调的可能性，但长期依然看好，并且在三季报公司后相关公司的估值可开始参考 2011 年的水平。建议重点关注荣信股份、国电南自、科陆电子、长园集团、思源电气。

节能减排：继续看好节能服务公司和节能设备提供商，重点推荐变频器和余热利用领域。由于中国政府承诺的单位 GDP 二氧化碳排放量要求较苛刻，节能减排压力较大，今年来频出针对各重点耗能行业的节能减排规定，利好节能设备制造企业。同时，今年来合同能源管理 EMC 模式的推行力度大，获审核的节能服务公司将在税收、贷款、补助等方面受益。节能服务涵盖的领域广泛，从配电网节能、到工业节能、到建筑节能等各个环节都有需求。我们的投资标的是（a）具有较高技术壁垒，避免激烈的同行竞争以及客户直接窃取技术的可能性；（b）客户端接受度高，能带来显著经济效益；（3）资金、现金流周转较理想，以应对 emc 模式的天然弊端。我们重点看好以下子行业：（1）变频调速。包括高、中、低压变频器，利好具有节能效用的电力电子公司，重点推荐高压变频器领域的荣信股份、九洲电气、智光电气和中低压变频器领域的英威腾、汇川技术。（2）余热利用领域，主要包括余热设备厂商和余热发电项目运营商。设备厂商中，重点推荐余热锅炉设备商：华光股份、海陆重工和烟台冰轮；火电厂节能环保设备厂商：龙源技术；工业能量回收装置设备商：陕鼓动力；运营商中，重点推荐水泥行业余热发电：易世达。区别于券商大众观点，我们不太看好以下子行业：（1）建筑节能。中央空调系统和照明系统的改造技术壁垒较低，市场地域性强，行业集中度很低，但依然可以关注泰豪科技、达实智能和延华智能受利好政策带来的交易性机会。（2）节能变压器，主要是置信电气。虽然空载损耗降低明显，但由于材质较脆，耐压有限，目前看来，国网公司采购的意愿仍较低，并且非晶合金变压器的主要技术壁垒是在非晶带材。

汽车行业：景气复苏确定性较高，关注四条主线（研究员：栾钊）

三季度印证了我们之前对行业景气度在 7/8 月达到年内最低点的判断，四季度乘用车及大中型客车进入销售旺季，而中重卡能否出现好于目前较悲观预期的表现则需要对房地产景气度进一步观察。四季度我们的策略有以下几条主线：1.乘用车行业在行业整体盈利能力回落的情况下，选择四季度及明年业绩增长安全性高，盈利能力仍有上升空间，估值合理的标的：华域汽车（600741）、上海汽车（600104）、广汽长丰（600991）、悦达投资（600805）；2.大中型客车行业四季度及明年增长最为明确，宇通客车（600066）仍是第一选择，而金龙汽车（600686）的业绩弹性则最大；3.在中重卡行业整体前景不明确的情况下，国四标准切换仍然是较明确投资机会：威孚高科（000581）、潍柴动力（000338）；4.因行业低增长而被市场低估成长性，正在开辟新市场的公司：江铃汽车（000550）、松芝股份（002454）；5.有资产注入或母公司整体上市预期的公司：万向钱潮（000559）一汽富维（600742）、东风科技（600081）。

农林牧渔：关注年末政策密集期所带来的投资机会（研究员：付豪杰）

无论从相对估值还是绝对估值来看，农业股估值都处于较高水平，PE 整体在 40 倍以上，因此，农业股将以主题性投资性机会为主线。一方面关注通胀带来的投资机会，另一方面注意今年年末到明年年初农业相关政策的推出还来的投资机会。所以，农业股还会有一定的空间。

首先，我们认为生猪在下半年还会有较大的上涨空间，并且会有一定的持续性，沿着生猪这条主线，我们看好种猪、仔猪和生猪养殖类企业，进而看好禽类养殖企业和饲料加工企业。如：正邦科技、顺鑫农业、雏鹰农牧、圣农发展、新希望和大北农。

其次，白糖价格上涨是比较明确的事件，目前糖价高有以下两个好处，第一，可以增加相关公司在本年度第四季度的业绩；第二，白糖价格重心的上移有利于来看业绩的提升。所以，我们依旧看好南宁糖业、中粮屯河、冠农股份。

再次，以海参为首的海珍品价格的上升可以为相关上市公司带来实质性利好，看好东方海洋和好当家（这两个公司目前估值较高，注意风险）。

最后，种业从目前估值来看也已基本反映未来成长性，我们只有从政策以及公司的独特优势来理解。我们看好具有品种优势和营销优势的公司，特别是具有自我科研实力的公司，如登海种业和荃银高科。登海种业具有自我研发优势，预计除先玉 335 外，登海 662 等品种也会给公司带来不菲的收益，最近登海种业的良玉 188 和登海 605 通过国审，为登海种业提供了后续品种支持，也反映了公司强大的育种实力；荃银高科目前已具有水稻种子

的转基因储备，我们长期看好。

食品饮料 研究员（余顺林）

一、高端白酒

长期来看，行业竞争格局较好，品牌企业议价能力强；短期来看，提价预期强烈，旺季来临，给与行业“推荐”评级。

1、泸州老窖（000568）

（1）基本面：战略上国窖 1573 想做成白酒中奢侈品，在终端价大幅落后于茅台情况下，公司提价意愿最为强烈；营销上“柒泉模式”值得投资者期待。

（2）估值：现有股价对应 10 年 26 倍 PE，具有较好安全边际。

（3）股价催化剂：提价预期得以实现；柒泉模式顺利推进

2、五粮液（000858）

（1）基本面：公司终端品牌溢价能力强，渠道利润较为丰厚；由于关联交易解决，今年业绩高增长较为确定。

（2）估值：现有股价对应 10 年 26 倍 PE，低于近 5 年 35-40 倍水平，具有较好安全边际。

（3）股价催化剂：提价预期得以实现；市值考核。

二、啤酒行业

长期来看，行业龙头受益于集中度提升；短期看，上半年受低温天气影响增速较低，下半年增速有望回升。给与行业“推荐”评级

1、青岛啤酒（600060）

（1）基本面：7-8 月份销量增长 15%左右，高端产品销量增长超过 20%，三季报表现应该不错。

（2）估值：纵向看，现有股价对应 10 年 PE 约 30 倍，低于公司最近 5 年 40 倍 PE；横向看，公司现有股价 36 元低于港股 40 元，具有较大安全边际。

（3）股价催化剂：管理层在 32-35 元之间大幅增持；三季报增速超预期。

2、燕京啤酒(000729)

（1）基本面：长期受益于行业集中度提高。

（2）估值：总想看，现有股价对应 10 年 30 倍 PE，低于最近 5 年 35 倍 PE；纵向看，燕京销量是青岛 75%，是重庆啤酒和珠江啤酒 4 倍，而燕

京啤酒市值只有青岛 50%，是重庆啤酒 110%，珠江啤酒 140%，具有安全边际。

(3) 股价催化剂：燕京可转债获批，未来燕京有充足动力做高业绩促使可转债行权。

化工行业：关注化肥价格的变化情况和精细化工新材料行业的价值回归

(研究员：蒋明远，周阳)

上半年基础化工随着宏观经济恢复，化工行业自底部复苏，四季度在节能减排和产业转型的主基调下，增速将有所放缓。大宗化学品目前价格稳定，未来具有一定的上涨动力。国际化肥价格的上涨带动了国内化肥的出口，国内化肥价格预计在长期低迷的情况下，出现一定程度的复苏是大概率事件。化工新材料和精细化工板块目前的估值较高，但是从中报披露的情况来看，盈利能力出现了一定程度的下滑。我们认为，这一板块未来将会承受一定的估值压力，不排除出现调整的可能性。但是调整将会给我们投资优质新材料和精细化工公司带来机会。

行业层面：资源类概念股将享受一定的估值溢价，如钾、磷、锂、锰、氟等，注意市场风格的转换及时规避股价泡沫。市场系统性下调后为龙头个股提供了买入机会，包括印染、农化、聚氨酯等受宏观经济影响偏小行业，其中龙头企业的安全边际提供了良好的防御性。农用化工的刚性需求和通胀预期，是大宗化学品类的良好投资标的，明年行业触底反弹可能性最大。大盘整体震荡中，一些未来产能和业绩释放确定的股票遭遇错杀也值得关注。

中小板创业板的次新股中具有良好成长性的个股，依然是未来回调后最具竞争力的投资标的，他们的业绩受化工行业整体低迷的影响很小。

基础化工推荐个股：湖北宜化（000422）拥有 200 万吨的权益氮肥产能和价格强势的磷酸二铵，目前估值依旧具有安全边际，值得坚定持有；烟台万华（600309）拥有强大技术壁垒，未来行业内产能仅有万华宁波项目，且开始布局上游原材料，有利于提升毛利率，明年业绩增长确定。

新材料和精细化工行业投资需要精选个股：目前总体而言，这一板块的市盈率较高，必须有高速的业绩增长作为保证。从行业整体表现来看，毛利有下滑迹象，但是如回天胶业，新宙邦等公司任然保持了毛利和净利润的大幅增长。我们认为，具有定价能力，技术实力较强的公司是我们的投资首选。推荐回天胶业，永太科技和新宙邦。

信息设备与信息服务（研究员：鲁军）

通信行业：电信投资投资环比回升，光通信行业增长确定

运营：3G 用户数发展不如预期，且因营销费用及手机补贴影响，运营

商处于增收不增利状态。

设备：今明两年运营商开支总体呈下降趋势，但今年下半年投资环比回升。受益运营商宽带网络建设提速及三网融合，光通信行业比较确定。推荐中兴通讯、烽火通信、光迅科技、新海宜。后 3G 时代，网络优化成为投资重点，推荐三维通信、世纪鼎利。

增值服务：3G 用户数增长不如预期，增值业务未来空间较大，但目前增长方向尚不明确。推荐拓维信息、北纬通信。

计算机软件行业：关注业绩增长确定的公司及国家政策带来的投资机会

软件产业保持较高增速，行业估值仍具备吸引力。四季度估值基准切换，业绩高增长确定的公司估值中枢将上移。在行业信息化领域，增长动力依然来自政府、电力、电信等高端市场。十八号文将在今年年底到期，国家在软件产业的优惠政策延续是大概率事件，有较大可能性在细分领域给予重点支持；除此之外，培育战略性新兴产业规划，可能成为软件行业上涨的催化剂。

推荐：用友软件、东华软件、软控股份、远光软件、恒生电子、宝信软件、四维图新、超图软件、华胜天成

商业零售：11,12 月零售行业跑赢沪深 300 是大概率事件（研究员：冯炜婷）

行业景气持续复苏。前 8 个月我国社会消费品零售总额达到 9.75 万亿元，同比增长 18.2%，其中 8 月份社会消费品零售总额 1.26 万亿元，同比增长 18.4%，比上年同期提高的 3 个百分点。这主要有三个特点：一是金银珠宝、家电、通讯器材以及汽车等中高档商品市场销售活跃；二是生活必需品销售基本平稳；三是主要食用农产品价格上扬。另外，10 年上半年，城镇居民可支配收入和农村居民现金收入同比增长 10.2%和 12.6%，居民可支配收入的增加也为消费品零售额的增长提供助力。

行业整体业绩增速恢复至危机前水平。2010 年上半年，零售行业（我们选取了 60 家标的）上市公司营业收入增速为 24.41%，净利润增速达 38.89%。其中百货业的收入和净利润均增速快于超市业，而在所有子行业中，而专业连锁和经销类公司的收入和净利润增速最快，净利润增速达到 50%以上，其次是珠宝类奢侈品，可见在经济恢复期间由购买力提升带来服装、手机、珠宝等消费升级动力不断加强。

估值水平接近近 2 年来高位，有望进一步提升。2010 年零售板块一直受到市场关注，并在第三季度达到近 2 年的高位水平，平均达到 35 倍左右。在国家经济结构转型，人口红利提高，促消费政策不断推出的大环境背景下，零售板块上市公司收入和业绩的持续增长是必然事件，但考虑到去年下半年

基数相对较高，能否表现出较高增速需要从各个子行业的增长和地区性零售增长来需找高增长的龙头性企业并给予相应的高估值水平，我们仍旧看好：

- 1、地区零售业竞争程度相对较弱，且公司本身在该地区为龙头企业，区域经济的高速发展给当地零售企业带来较大增长潜力的百货，超市等零售龙头，如重庆百货、新华百货、合肥百货、友好集团、武汉中百等。
- 2、消费升级带来的子行业销售高速增长，相应的公司也可获得一定估值溢价，如珠宝商潮宏基、服装经销商海宁皮城、3G 手机概念的天音控股、家电连锁龙头苏宁电器。
- 3、日益受关注的国资委重组，民营企业优质平台整合等给原本表现平平的零售企业带来盈利能力的刺激，如北京国资委下属并被注入优质经营能力高档百货的西单商场，海航系下属有望接受集团门店资产成为集团中部地区专营商业的西安民生。

传媒和互联网行业：研究员（梁君）

印刷出版业：内生增长相对稳定。在消费升级和显示技术的推动下，3G、移动互联网、“电纸书”等产业链的形成将给传统出版业提供新的渠道和盈利模式，在外延扩张和数字出版方面形成新的增长点。推荐不断整合，预打造成综合传媒平台的博瑞传播（600880）；有线网络行业：四季度国内的有线电视网络公司投资逻辑主要是省网整合，推荐有整合关外资源预期的天威视讯（002238）；内容制作商：正版意识的增强及三网融合下传输渠道的增多，将进一步提升内容资源提供商的话语权，推荐 A 股唯一影视剧商提供商华谊兄弟（300027）；互联网行业：业内公司做大做强依赖于用户规模及黏性，推荐在某个细分领域具有较多用户、致力于平台建设的企业，如采取“综合门户+行业联盟”模式的 B2B 电子商务企业生意宝（002095）；广告营销行业：除了对原有客户的不断渗透和新开户的开拓外，外延式的并购和整合将成为其长期增长的主要动力，推荐可能受益于亚运会召开、地处广东的省广股份（300058）。

机械行业：行业整体增速预期回落，关注主题性投资机会（研究员：易振兴）

1. 航空航天设备：资产整合渐入佳境，未来驱动事件较多

随着央企整合逐渐步入攻坚阶段，以及各大军工企业资产证券化进程的加速，进来军工央企集团之间以及各大军工集团内部的资产整合均如火如荼。中航工业、兵器集团、航天科技集团、中船重工集团等旗下均各有上市公司已公告正在筹划或已经公布资产重组注入的预案；另一方面，近来军工行业相关的驱动事件不断出现，上合组织联合军演正在进行，周边局势依旧紧张、11 月份珠海航展即将上演，都将进一步给行业带来提振因素，我们看好行业未来的相关主题性投资机会，给予行业“强大于市”评级；

2. 工程机械：短期内增速预期下滑，中长期依旧看好

从未来一段时间内看，固定资产投资增速的下滑，以及去年低基数效应的逐渐褪去，今年四季度到明年上半年，工程机械的行业增速回落是大概率事件，市场的悲观预期甚至将出现负增长，但我们认为行业的中长期前景依旧可以，中西部城镇化进程的继续以及可期的国际市场空间仍将为行业的发展空间提供舞台，且目前较低估值一定程度反映了此悲观预期，但考虑到行业的整体压制因素，给予“中性”行业评级；

3. 投资策略：

航天军工：我们继续看好军工企业资产给上市公司估值重构带来的机会，关注新华光、贵航股份；其他事件性驱动方面，看好洪都航空、哈飞股份，以及卫星导航产业相关的中国卫星、北斗星通等；

工程机械：建议关注具备国际市场竞争力的大型公司如三一重工、中联重科，以及短期内有相关因素刺激的公司，如徐工机械、方圆支承、常林股份等。

有色金属：关注行业整合与节能环保受益类企业（研究员：陈炳辉）

在国际上，主要发达经济体的经济增长放缓态势已经得到了验证，美国的失业率仍然高居不下，房地产市场仍然低迷；主要发达国家面对经济增长乏力的局面，纷纷诉诸于再度的量化宽松政策；发展中国家和商品出口国经济增长势头良好，并仍然面临着通胀的压力。在国内，8月份的经济数据有所回升，但通胀数据创出新高，达到3.5%，通胀预期强烈，负利率的局面使货币政策面临较大的调整压力。

在行业上，稀土等我国具有资源优势的稀贵金属品种在政策强力推动之下，整合取得积极进展，与此同时，七大新兴行业政策的即将出台，使市场对于稀土、锂等将迎来新兴行业需求爆发式扩张的预期极度乐观。

在第四季度，我们仍然沿着行业整合的思路寻找投资机会，并逐步从稀土等开始收获整合成果的行业，向正在开展整合措施的锡、钨等行业拓展。与此同时，在市场对稀土、磁性材料、碳酸锂从极度乐观的情绪中觉察过来之时，这些板块可能会面临一定的压力，但节能环保新兴行业新材料等行业仍可能从即将出台的政策中受益，或将成为市场关注的焦点之一。在基本金属品种和黄金方面，世界各国的量化宽松政策及二次刺激政策，令市场对于未来通货膨胀持忧虑情绪，而经济增长也可能有所回升。因此，我们仍然看好，受益于通胀的黄金和供需结构仍然较紧的铜等基本金属。

具体的推荐股票有：关注受益行业整合及结构人格化的锡业股份，金钼股份；七大新兴行业中的节能环保和新材料行业，如格林美，贵研铂业，宝

钛股份；受益通胀预期及金价的中金黄金和辰州矿业，及铜冶炼企业，江西铜业和铜陵有色。

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

分析师介绍

徐圣钧

策略研究

李健

行业数据及行业比较研究

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。