

2010年四季度投资策略报告

股票投资策略报告

本报告的主要看点：

1. 利空兑现或淡化，利好浮现，看多市场。
2. 重点推荐补库存率先受益的上游资源品、原材料以及需求强劲的消费。

利空褪色 利好浮现

基本结论

■ 宏观经济：兑现底部

- 海外经济增速放缓日益明显，美日欧面临的挑战尤其严重，QE2 预期持续升温，导致全球流动性泛滥。
- 国内方面，强劲的需求正拉动生产回升，去库存开始逆转，上游原材料库存回补开始。

■ 物价与货币：验证 CPI 筑顶下滑，货币政策宽松基调持续

- CPI 筑顶回落的态势明朗，物价上涨形势只会好于而不会坏于预期。9 月份 CPI 有望落于 3.4%-3.6% 之间。秋粮的丰收将压制粮食价格上涨的趋势，从而降低通胀预期。
- 货币政策总体宽松。CPI 回落的趋势、海外偏松的货币环境，价格型货币政策实施的概率较小，货币政策环境总体宽松态势不变。

■ 政策面：地产调控利空兑现，十二五规划利好升华。一方面，地产调控的利空初步兑现，有望迎来新一轮观察期。同时，十二五规划中对保经济增长、调经济结构、促经济转型的利好有望得到总结和升华。

■ 估值与业绩：创业板估值冲击暂告一段落，估值切换时机临近

- 创业板 8-9 月份的先行调整，11 月份创业板原始股东解禁并不构成市场新的负面冲击变量，对市场的影响淡化。
- 估值合理，同时估值切换时机临近。

■ 投资建议：看多，推荐上游资源、原材料、消费股

- 利空褪色。通胀、房地产调控、创业板解禁的估值冲击等利空因素在兑现或淡化。
- 利好浮现。基本上需求强劲、生产回升、去库存逆转以及估值切换时机的临近为市场提供向上刺激因素，看多市场至 3000 点。
- 重点推荐补库存带动的上游资源品、原材料以及需求持续强劲的消费，包括有色、煤炭、保险、汽车、饮料、零售、家电、农业。

■ 风险提示：海外经济恶化超预期；货币政策意外收紧

陶敬刚 分析师 SAC 执业编号：S1130210070002
(8621)61038296
taojg@gjzq.com.cn

徐炜 分析师 SAC 执业编号：S1130208040232
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

王晓辉 分析师 SAC 执业编号：S1130210010312
(8621)61038297
wangxh@gjzq.com.cn

内容目录

一、宏观经济：兑现底部	3
二、物价与货币：验证 CPI 筑顶下滑，货币政策宽松基调持续	7
三、政策面：地产调控利空兑现，十二五规划利好升华	9
四、创业板估值冲击暂告一段落，估值切换化解估值担忧	10
五、市场判断：看多，推荐上游和消费	11

图表目录

图表 1: JP 摩根全球综合 PMI 下降至 10 个月低点，制造业降至 12 个月低点	3
图表 2: 9 月美国 ISM 制造业 PMI 下降，创 12 个月低点	3
图表 3: 9 月欧元区制造业 PMI 创 8 个月新低	3
图表 4: 9 月德国制造业 PMI 连续第二个月下降	4
图表 5: 9 月日本野村制造业 PMI 自 09 年 7 月份以来首次降到 50 以下	4
图表 6: 国际大宗商品、国债、股票市场出现普涨，流动性宽松为主要推手 ..	4
图表 7: 订单、生产以及 PMI 总指数连续第二个月回升	5
图表 8: 汽车再现供不应求	5
图表 9: 房地产成交量触底回升	5
图表 10: 订单依旧强于生产，需求旺盛	6
图表 11: 库存回补迹象显现，上游原材料库存已经触底	6
图表 12: 9 月份粮食、食用油价格上涨依旧猛烈	7
图表 13: 但是，9 月份肉、禽、蛋、蔬菜价格涨幅回落	8
图表 14: 国庆节后，资金价格出现回落，流动性并没有持续性趋紧	8
图表 15: 04 年以来，房地产供需缺口是常态	9
图表 16: 十二五规划预期	9
图表 17: 9 月份市场涨跌幅：创业板先行调整，消化了一定的利空	10
图表 18: 部分指数和行业盈利及景气程度：估值切换化解估值风险	10

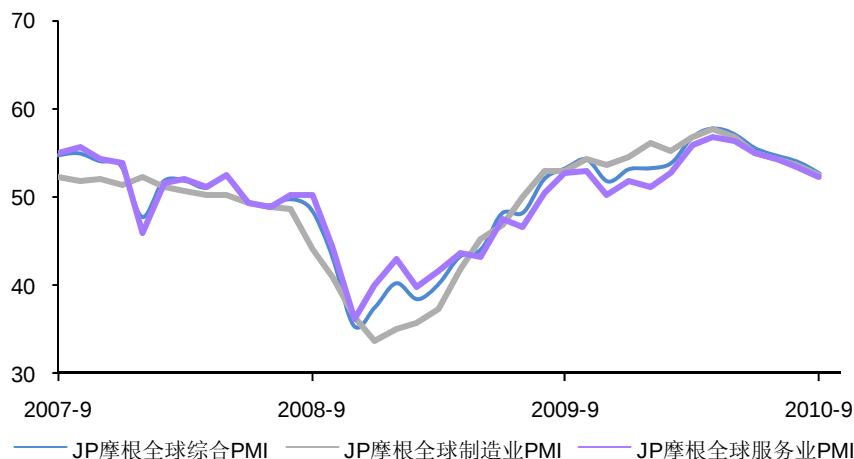
一、宏观经济：兑现底部

1、海外经济：增速下滑

■海外经济增速放缓日益明显

JP 摩根全球综合 PMI 指数 9 月份下降至 52.6，创下近 10 个月最低，制造业 PMI 更是下滑至 12 个月低点 52.5，显示全球经济尤其是制造业扩张的放缓。

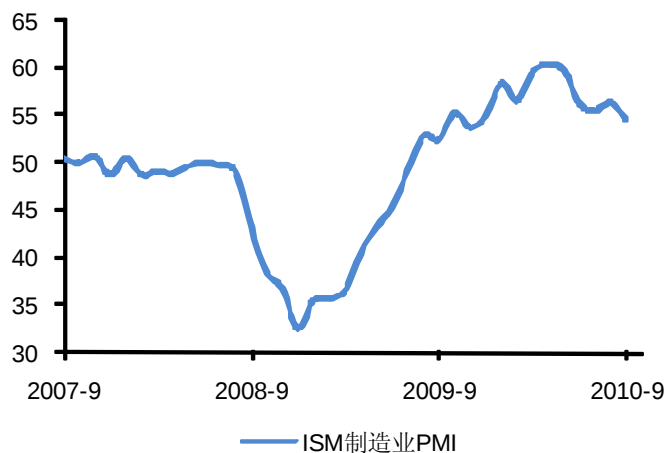
图表 1：JP 摩根全球综合 PMI 下降至 10 个月低点，制造业降至 12 个月低点



来源：国金证券研究所

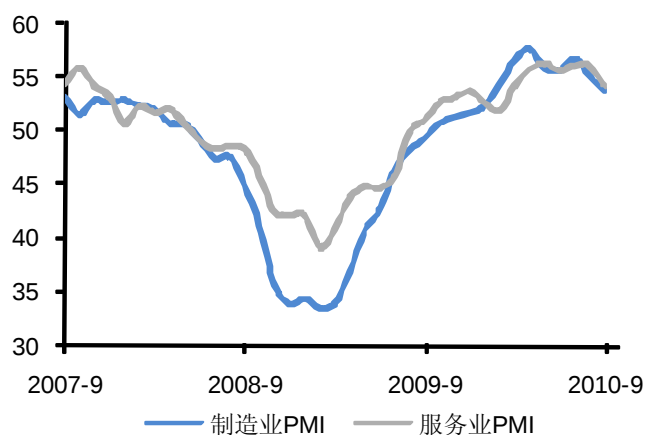
其中，美日欧这三大发达经济体增长面临的挑战尤其突出。9 月份美国 ISM 制造业 PMI 下降至 54.4，创 12 个月新低；欧元区 9 月份 PMI 则下滑至 53.7，创 8 个月的新低，领头羊德国制造业 PMI 连续第二个月下滑；形势最不乐观的日本，9 月份制造业 PMI 指数已经下滑至 49.5，为近 15 个月来首次陷入萎缩领域。

图表 2：9 月美国 ISM 制造业 PMI 下降，创 12 个月低点

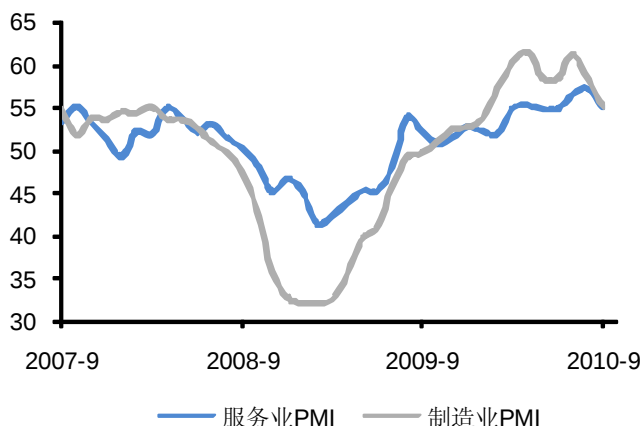


来源：国金证券研究所

图表 3：9 月欧元区制造业 PMI 创 8 个月新低

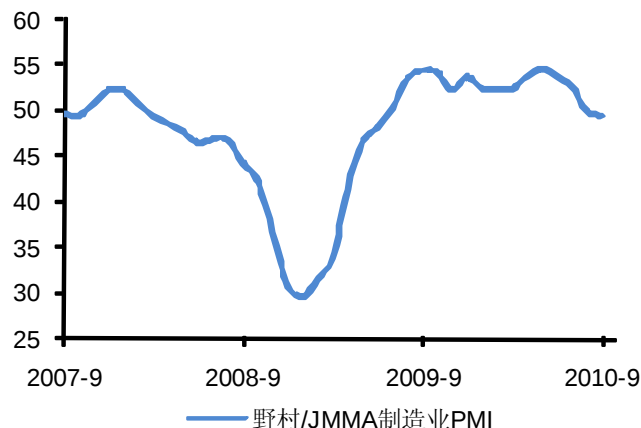


图表4：9 月德国制造业 PMI 连续第二个月下降



来源：国金证券研究所

图表5：9 月日本野村制造业 PMI 自 09 年 7 月份以来首次降到 50 以下



■美日欧 QE2 预期持续升温，全球流动性泛滥

由于经济增长放缓，政策扶持依旧不可或缺。IMF 在 10 月 6 日《世界经济展望》中指出，“大多数先进经济体和一些新兴经济体仍然面临重大调整，包括需增强住户的资产负债表、稳定并减少高企的公共债务以及修复和改革其金融部门”，因此 IMF 认为“大多数先进经济体的货币政策应当保持对增长的高度支持，随着财政支持的减弱，货币政策应当在经济活动出现任何大于预期的减弱时成为第一道防线。由于大型先进经济体的政策利率已经接近于零，货币政策制定者可能需要采取进一步的非常规措施。”

近期国际市场国债、商品、股市普涨，避险资产和风险资产普遍受追捧也证实了市场对主要发达经济体 QE2 的预期，全球流动性泛滥格局未变。

图表 6：国际大宗商品、国债、股票市场出现普涨，流动性宽松为主要推手



来源：国金证券研究所

房地

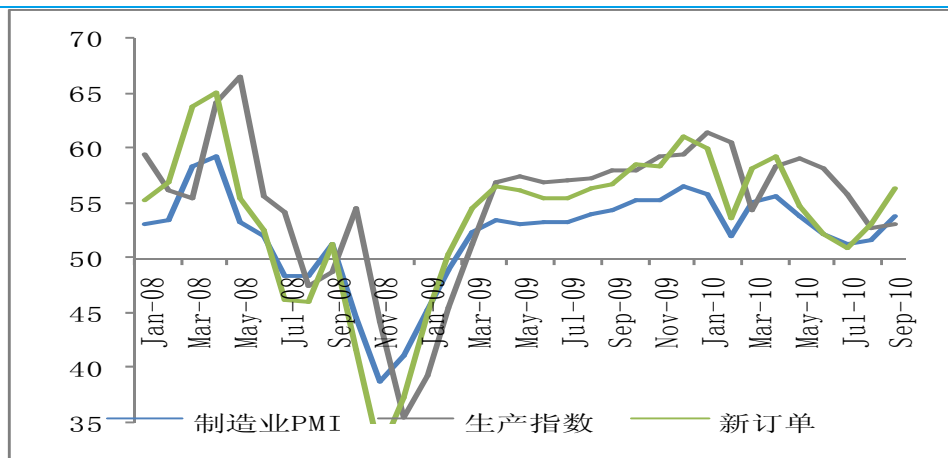
2、中国经济：需求强劲，库存回补

■需求、生产强劲

虽然发达国家经济增长的疲弱在一定程度上影响了中国的出口，但是并没有阻碍经济整体筑底回升的势头。最新的 PMI 数据显示，截止 9 月份，新订单、

生产指数连续两个月回升，显示外需下滑、国内拉闸限产并未拖累经济筑底回升的大趋势，强劲的需求正拉动生产回升。

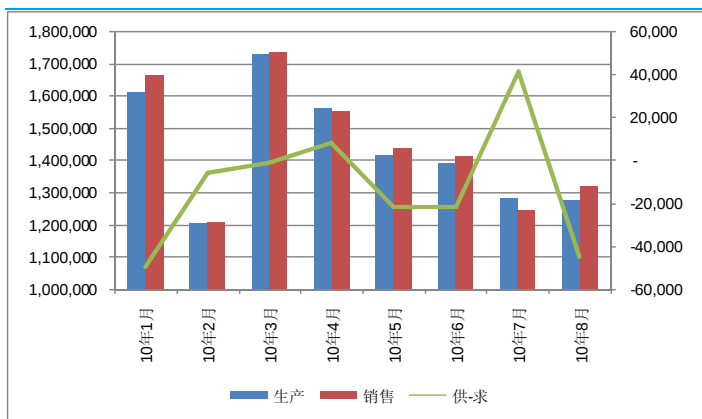
图表7：订单、生产以及PMI总指数连续第二个月回升



来源：国金证券研究所

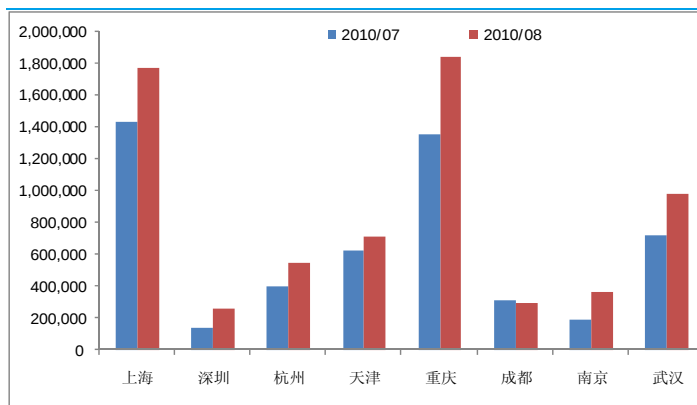
从中观行业层面来看，汽车、房屋成交量的触底回升提供了需求强劲的佐证。

图表8：汽车再现供不应求



来源：国金证券研究所

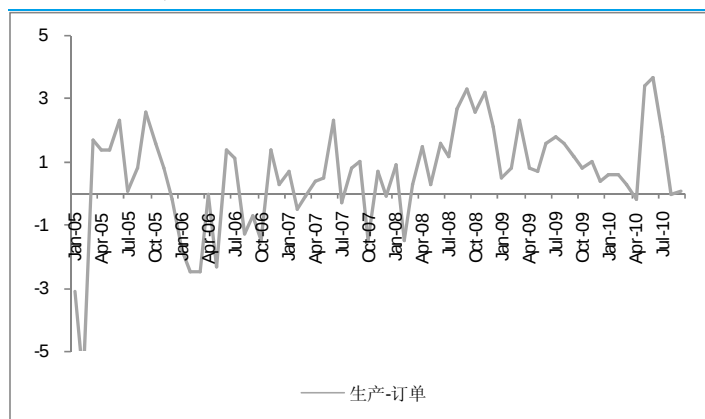
图表9：房地产成交量触底回升



■去库存进入逆转阶段

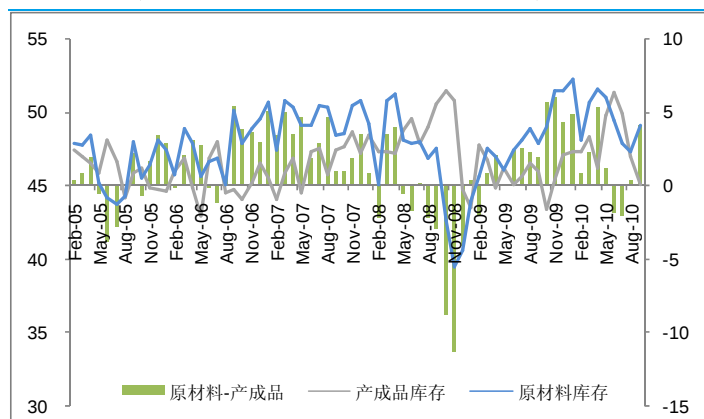
我们此前报告指出“需求强于生产、生产强于库存、原材料库存削减较产成品更为充分”的判断得到了验证。9 月份 PMI 数据显示订单强于生产的情况依旧，原材料库存指数触底回升，显示企业去库存已经进入逆转阶段，上游库存的回补已经开始。这意味着，四季度上游煤炭、有色、钢铁等行业需求有望超预期。

图表10：订单依旧强于生产，需求旺盛



来源：国金证券研究所

图表11：库存回补迹象显现，上游原材料库存已经触底



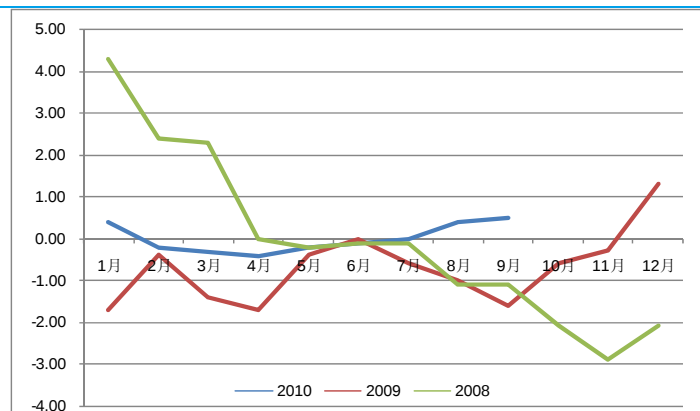
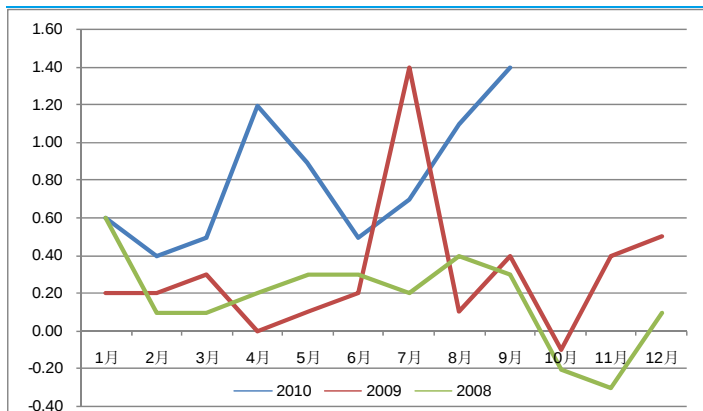
二、物价与货币：验证 CPI 筑顶下滑，货币政策宽松基调持续

市场对 CPI 持续攀升进而货币紧缩的忧虑始终存在。国金宏观小组此前预测 CPI 将在 9-10 月份持续攀升筑顶，峰值达到 4%。目前看来，CPI 筑顶回落的态势明朗，物价上涨形势只会好于而不会坏于预期。

■物价筑顶回落

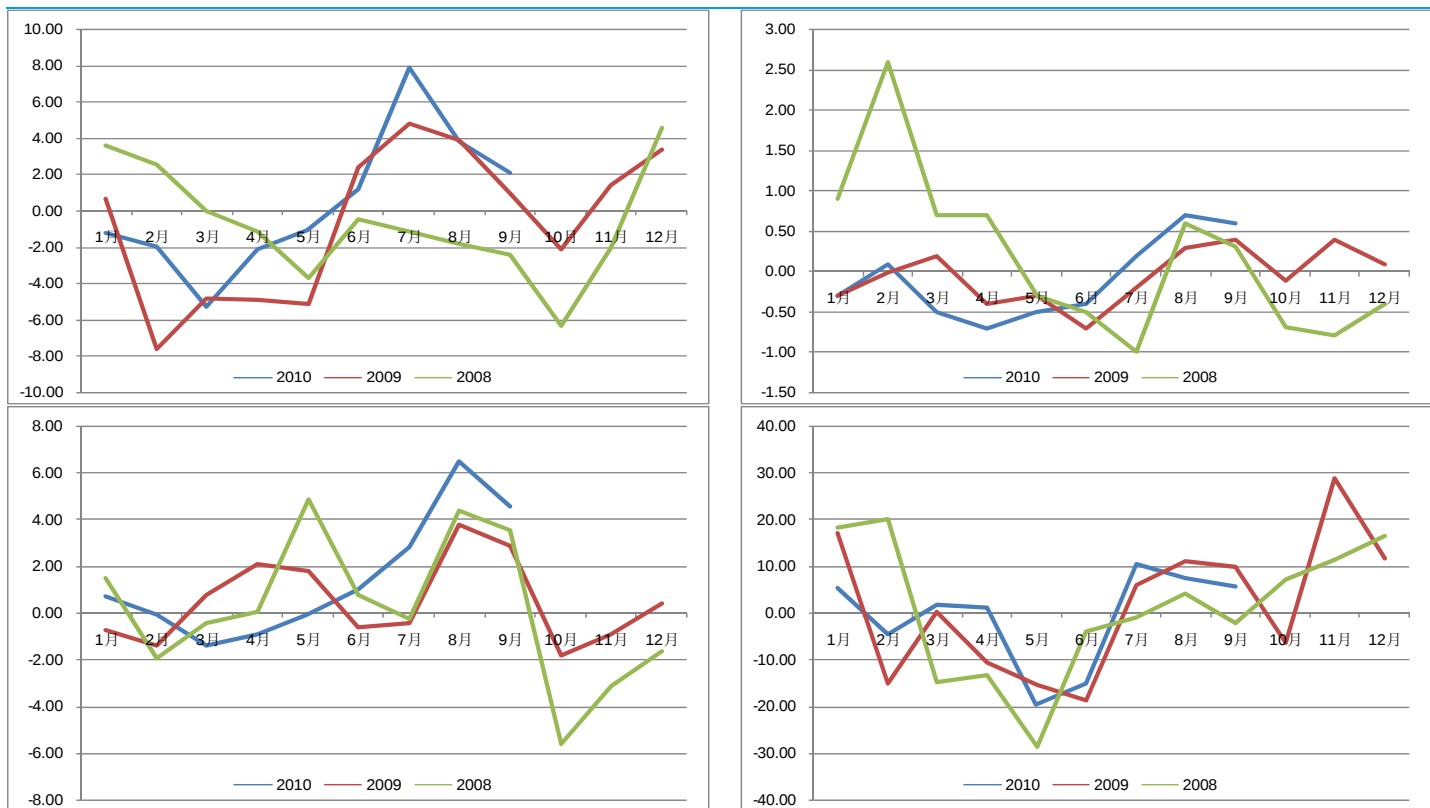
根据最新的商务部食用农产品价格数据，9 月份除粮食、食用油上涨势头较强外，其他产品价格上涨势头已经放缓或者基本与季节规律一致，食用农产品价格月环比涨幅从 8 月份的 2.9% 放缓至 9 月份 1.6%。结合翘尾因素，9 月份 CPI 有望保持平稳，大致落于 3.4%-3.6% 之间。由于季节性因素的存在，10 月份 CPI 仍将维持在较高位，不排除继续上冲的可能性。但是秋粮的丰收将压制粮食价格上涨的趋势，从而降低通胀预期。

图表12：9 月份粮食、食用油价格上涨依旧猛烈



来源：国金证券研究所

图表13：但是，9 月份肉、禽、蛋、蔬菜价格涨幅回落

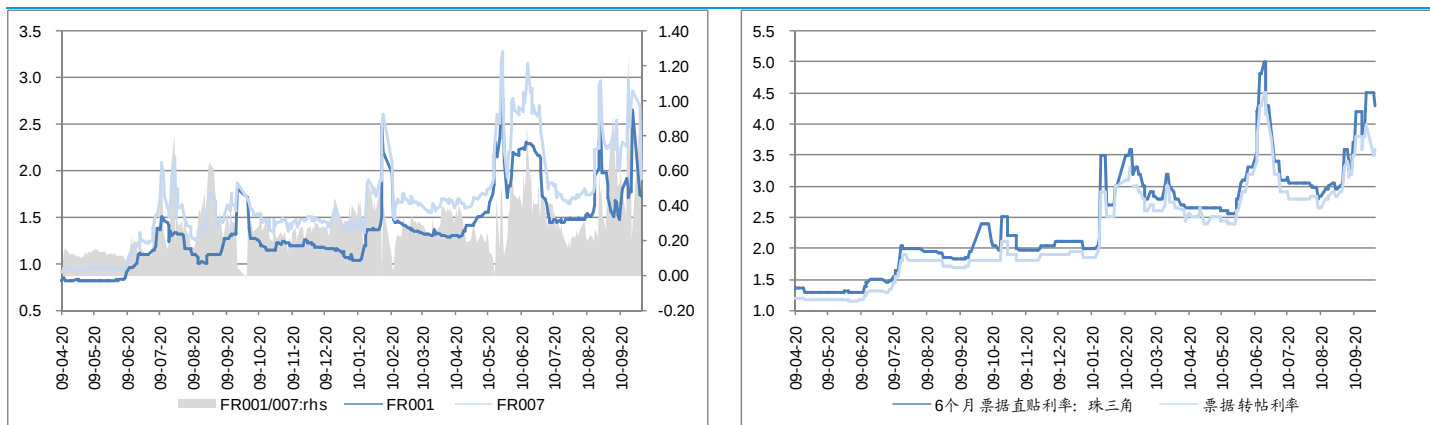


来源：国金证券研究所

■ 货币政策总体宽松

基于 CPI 回落的趋势、海外偏松的货币环境，加息、升值等价格型货币政策实施的概率较小，货币政策环境总体宽松态势不变。国金宏观小组预计年度新增信贷大约 7.5 万亿，不会有明显偏差；而 M2 在 10 月份之后可能小幅回落至 17%-18%。货币流动性没有大的下行风险。

图表14：国庆节后，资金价格出现回落，流动性并没有持续性趋紧



来源：国金证券研究所

三、政策面：地产调控利空兑现，十二五规划利好升华

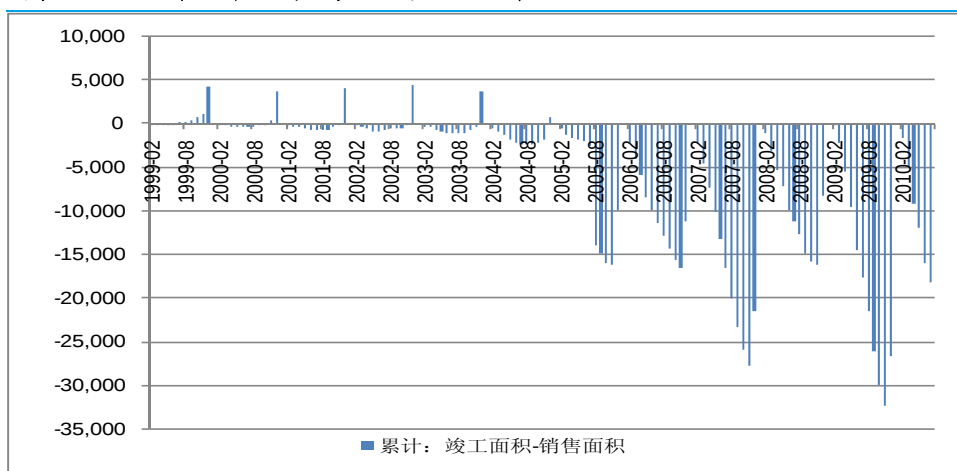
政策面上，地产调控的利空初步兑现，有望迎来新一轮观察期。同时，十二五规划中对保经济增长、调经济结构、促经济转型的利好有望得到总结和升华。

■一方面，房地产二次调控预期初步兑现

9 月底二次调控出台，各部委、地方的楼市政策大致延续了 4 月份国十条及北京地区的政策。政策手段依旧是歧视性信贷、预售款管理、打击囤房、限购数量、加大保障性住房供给等，房产税这一“大杀器”依旧处于“研究”之中。

由于供需缺口的长期存在，4 月以来调控政策一直呈现出行政性、计划经济式特征，缺乏制度性长效机制。需求随着政策节奏的波动并不能改变供需失衡的根本现状。因此，预期政策仍将维持高压态势，但是超出市场预期的可能性并不大。国金行业研究员认为未来一段时间内出现量缩价稳的组合，地产政策面迎来新一轮观察期。

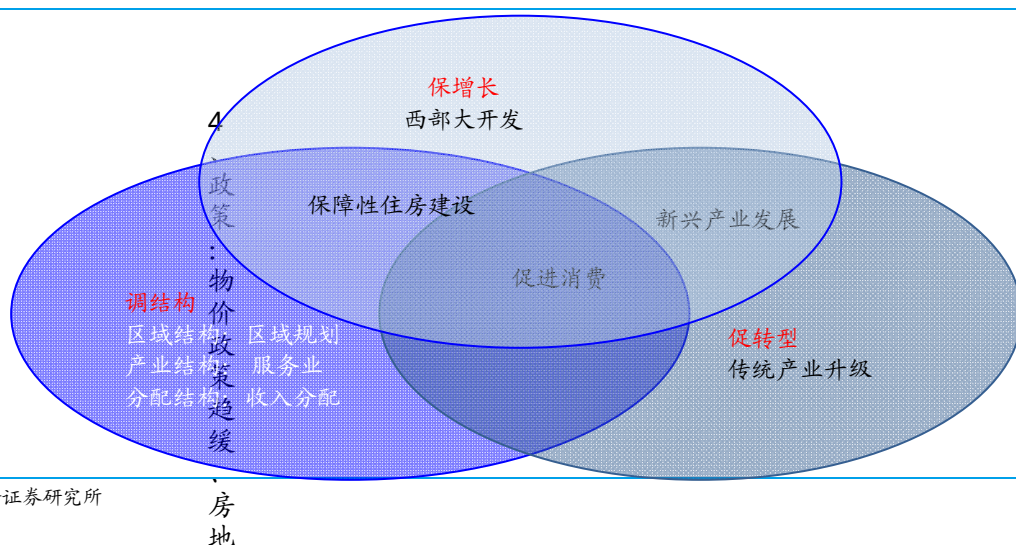
图表 15：04 年以来，房地产供需缺口是常态



来源：国金证券研究所

■另一方面，十二五规划临近也意味着调整经济结构、促进经济转型的政策舆论继续升温。新兴产业、收入分配、刺激消费等政策将得到归纳和升华。

图表 16：十二五规划预期



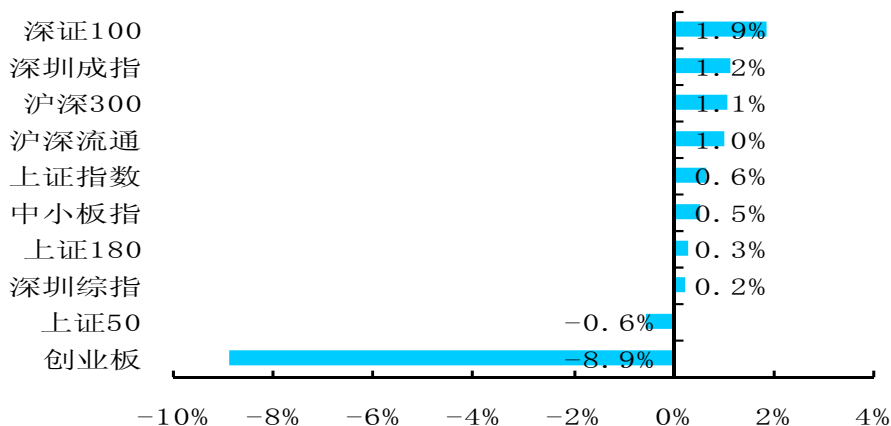
来源：国金证券研究所

四、创业板估值冲击暂告一段落，估值切换化解估值担忧

■创业板估值冲击暂告一段落

四季度巨量的限售股解禁是投资者担忧的因素之一，11 月份首批创业板原始股东解禁是这一担忧的集中体现。事实上，在市场总体保持平稳，甚至沪深 300 等板块有所上涨的 9 月份，创业板指数下跌了 9%。虽然无法断定创业板 8-9 月份的调整是否已经充分，但是可以相信的是，市场对此已经提前反应，并已经有一定的预期，因此 11 月份创业板原始股东解禁并不构成市场新的负面冲击变量，对市场的影响淡化。

图表 17：9 月份市场涨跌幅：创业板先行调整，消化了一定的利空



来源：国金证券研究所

■估值切换化解估值担忧

投资者对中小板、消费股的估值担忧也是市场 9 月份震荡调整的负面因素之一。我们一直强调，业绩增长能够化解高估值，4 季度将迎来估值切换的时机。朝阳永续投资者一致预期 2011、2012 年上证综指盈利增长分别能够达到 21%、18%，这意味着目前上证综指 15.4 倍 PE-TTM 对应 2011 年预测 PE 不到 13 倍；另外，高估值的中小板/消费品 2011、2012 年盈利增长达到 35%、29%/25%，估值切换可将 2011 年预测 PE 摊低至 30 倍左右，基于盈利的稳定增长和景气度的回升，依旧具有绝对投资价值。

图表 18：部分指数和行业盈利及景气程度：估值切换化解估值风险

	PE -TTM	盈利增长			ROE				
	2010/9/29	2010E	2011E	2012E	2009	2010/9/29	2010E	2011E	2012E
上证综指	15.4017	34.972	21.004	17.771	0.13272	0.1562	0.15867	0.16868	0.1738
中小板指	43.3697	45.766	35.269	29.788	0.13996	0.12847	0.17788	0.20509	0.22337
消费品	39.8806	33.429	29.232	24.984	0.14076	0.15032	0.16544	0.18528	0.19848
国金零售	39.3833	40.942	31.177	26.923	0.12351	0.12915	0.15469	0.17705	0.19342
国金家用电器	22.8309	45.134	25.877	19.531	0.14605	0.17141	0.1839	0.19842	0.20258
国金纺织服装	34.56	14.787	25.738	24.01	0.10122	0.10552	0.10722	0.12289	0.13732
国金旅游餐饮	53.3704	61.827	25.576	27.78	0.07049	0.087169	0.10541	0.12085	0.13898
国金农牧渔	61.8378	76.352	41.497	24.831	0.07983	0.092992	0.12783	0.16003	0.17465
国金食品	57.1085	53.699	25.96	28.272	0.09035	0.089618	0.12624	0.14268	0.16171
国金饮料	41.3939	43.851	27.066	22.709	0.19248	0.21367	0.23087	0.2422	0.24481
国金医药生物	42.2416	36.814	31.251	26.286	0.1447	0.14499	0.17327	0.19542	0.20956

来源：国金证券研究所，朝阳永续
房地

五、市场判断：看多，推荐上游和消费

9 月中下旬，面对市场对房地产调控、通胀攀升、创业板解禁等问题的担忧，我们指出市场的趋势是震荡向上。近期经济数据、政策的演变使得我们认为，市场利空已然褪色、利好逐渐浮现，向上趋势展开。

- 首先，通胀、房地产调控、创业板解禁的估值冲击等利空因素在兑现或淡化。
- 其次，基本面上需求强劲、生产回升、去库存逆转以及估值切换时机的临近为市场提供向上刺激因素，看多市场至 3000 点。
- 重点推荐补库存带动的上游资源品、原材料以及需求持续强劲的消费，包括有色、煤炭、保险、汽车、饮料、零售、家电、农业。

风险提示：海外经济恶化超预期；货币政策意外收紧

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室