



以静制动 抓“大”放“小”

——爱建证券 2010 年第四季度投资策略

投资要点:

一、2010 年第四季度 A 股市场展望

1、政策以稳定为主微调为辅

投资、出口、房地产调控等因素共同作用，将导致四季度单季 GDP 回落至 8.2%-8.7%。此时我们认为政策微调可以期待。货币方面同样，三季度物价攀顶过程中，央行对于通胀的担忧依然存在。因此很难有所释放。不过随着美国 11 月中期大选的到来，国际方面对人民币升值的压力也有明显上升。

2、第四季度中国经济看点：消费在升级中的提速

随着目前经济调整向消费的倾斜，以及消费政策从短期刺激走向长期改良，消费动力的爆发将推动内需增长呈现超越生产制造的增速，促使消费替代投资、出口在经济增长中占到主要作用。

二、2010 年第四季度 A 股市场展望：指数进入区间振荡状态 结构性热点板块继续走强

我们认为第四季度宏观政策面将以静制动、变化不大，而其它影响证券市场的基本面因素最乐观状态比上半年好但不如第三季度，尤其是 A 股市场的供求关系略显供大于求，所以大盘将比第三季度时的 8、9 月份位置要低一些的空间里运行。预计 2010 年第四季度大盘仍然以箱体振荡形式运行，上证综指主要运行区间在 2500 点----2800 点范围，极端区间：2400-3000 点

三、2010 年第四季度投资策略

在投资标的上建议抓“大”放“小”，即以有持续政策支持的大消费板块、有明确事件发生周期的央企重组概念板块以及有多重题材概念重合的题材股。为此我们提出两种较为实际的投资策略：

- 1、系统性交易策略：以上证综指为例，2500 点附近可以考虑做系统性投资建仓，仓位比例可以适当放大至 80%左右，主要以 180ETF 为投资标的样本，在 2600 点附近 50%仓位，2800 点以上仓位控制在 30%以下；
- 2、继续把握结构性热点投资机会的投资策略：主要的投资焦点将聚焦在受政策面持续支持的板块上。

主要关注的行业及投资主题：

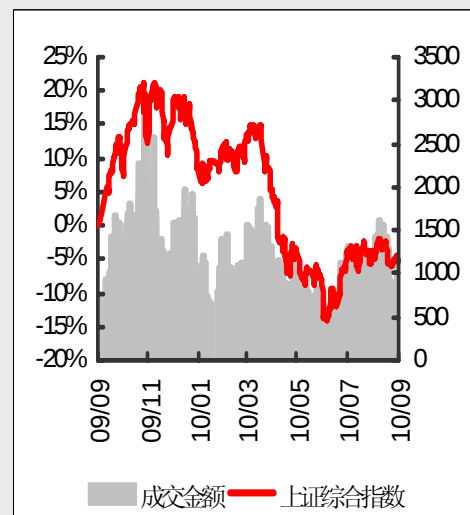
（一）大消费板块：旅游酒店、食品饮料、商业零售、家电、汽车、医药；

（二）央企重组：央企重组进入“百日大限”倒计时，第四季度是此事件发展的高峰期；

（三）多重题材重叠的板块：区域经济、产业政策振兴、人民币升值或资产重组等概念中至少有两重概念的上市公司。

（四）通胀预期板块：黄金、有色金属、煤炭、白酒等。

附：爱建 30 股票池（2010 年第四季度）



2010 年 9 月 29 日

执笔人：投资策略部

许春华、周欣瑜、袁峻

审核人：张欣

爱建证券研究发展总部

TEL:021-32229888

FAX:021-62878905

地址：上海南京西路 758 号

邮编：200041

<http://www.ajzq.com>

相关研究

《等待底部的来临——爱建证券 2010 年 A 股下半年投资策略》 2010 年 1 月 1 日

《大调整 大机遇——爱建证券 2010 年 A 股投资策略》 2010 年 1 月 1 日

《流动之水 经济之舟——爱建证券 2009 年 A 股下半年投资策略》 2009 年 10 月 9 日

《春江地暖鸭先知——爱建证券 2009 年 A 股第二季度投资策略》 2009 年 4 月 2 日

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

第一部分：2010 年前三季度证券市场回顾	4
第二部分：2010 年第四季度国际、国内经济形势分析与展望	5
一、四季度全球经济： 弱势复苏之忧	5
1.1 主权债务危机缓解 影响有待继续	6
1.2 美国 供给推动的复苏受制于失业率高企	7
1.3 欧洲 新兴市场助力几何	8
1.4 弱势复苏之忧，“退出”还是“再刺激”？	9
二、中国经济： 经济回落成定数 政策微调可期待	10
2.1 物价同步回落	10
2.2 外需疲弱显现	12
2.3 房地产调控难松绑	12
三、制造业 回落中迎接新一轮去产能化	13
第三部分：第四季度A股市场展望	15
一、政策以稳定为主微调为辅	15
二、第四季度中国经济看点：消费在升级中的提速	16
三、第四季度资金面分析	18
四、大小非情况	20
五、居民投资意愿状况分析	22
六、A股市场整体估值分析	23
第四部分：第四季度投资策略	25
一、投资策略	25
二、行业分析与配置	26

附 表： 2010 年第四季度爱建证券 30 股票池

图目录

图 1：2010 年年初至今中国证券市场各行业市场表现（截至至 9 月 27 日）	4
图 2：主要国家经济复苏情况-GDP同比	6
图 3：美国GDP环比贡献	7
图 4：制造业复苏优于服务业	7
图 5：美非农就业在普查后转弱（千人）	8
图 6：储蓄占收入比走高	8
图 7：德国、日本出口拉动经济复苏	8
图 8：新兴市场国家进口需求旺盛	8
图 9：德国IFO制造景气指数（除食品）	9
图 10：新兴市场PMI制造业指数回落	9
图 11：美财政赤字和联储负债（万亿）	10
图 12：美国物价指数疲弱	10
图 13：M1 延迟 8 个月的物价走势	11
图 14：PPI快速下滑	11
图 15：产能缺口收窄	11
图 16：农产品批发价格总指数	12
图 17：猪肉价格有明显上涨	12
图 18：出口金额创纪录新高（亿美元）	12

图 19: 增速显著回落(同比)	12
图 20: 房地产开发资金及投资完成额(同比)	13
图 21: 房地产价格及面积(同比)	13
图 22: 生产增加值及PMI明显降温	13
图 23: 主要行业工资增长情况	14
图 24: 主要行业技术投入比率	15
图 25: 投资增速下滑	16
图 26: 人民币双向波动明显	16
图 27: 人均GDP增长率持续高于人均收入	17
图 28: 第三产业贡献率明显下降	17
图 29: 消费增速快于收入	17
图 30: 人均GDP消费支出图	18
图 31: 人均消费性贷款占总收入比	18
图 32: 全年新增信贷预期	19
图 33: M1、M2 同比增长率与上证指数的对比	19
图 34: M1-M2 增速差与上证指数的对比	20
图 35: 2006—2012 年开始流通股数合计(亿股)	21
图 36: 2010 年各月开始流通股数合计(亿股)	21
图 37: 2010 年第四季度限售股解禁市值(亿元)	21
图 38: 居民投资、储蓄意愿调查	22
图 39: 开户数与上证综合指数对比	23
图 40: 上证综指与市盈率对比情况	23
图 41: 上证综合指数 2010 年第四季度预测运行图	25

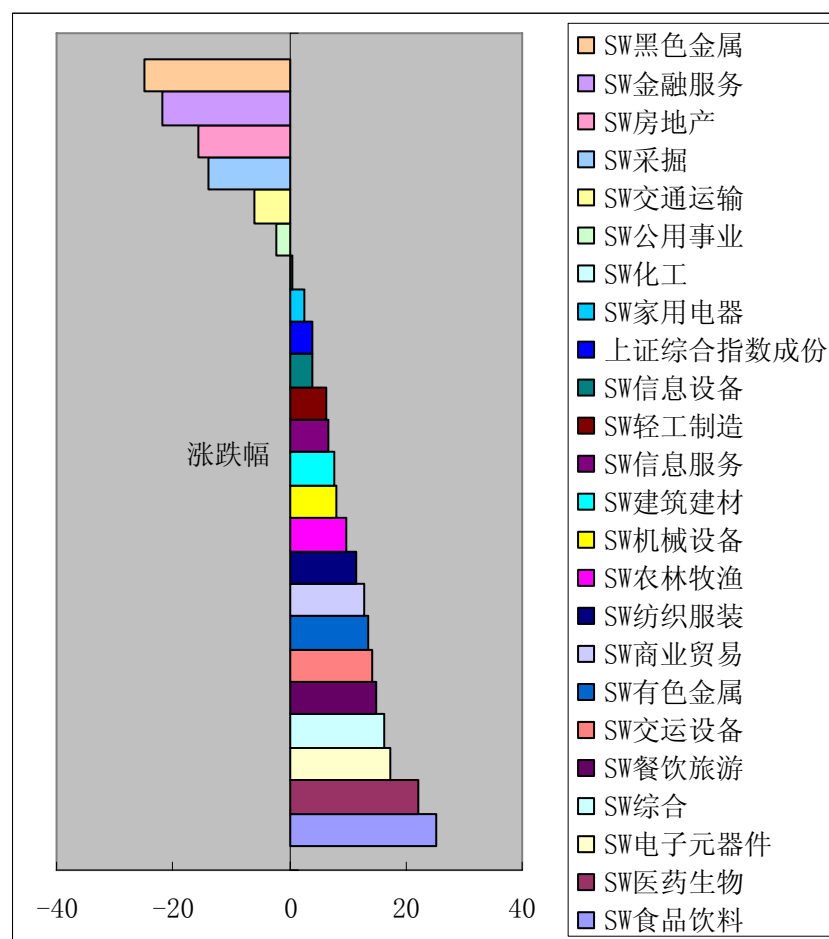
表目录

表 1: 国际主要股指年初至今涨跌幅	5
表 2: 欧洲债务五国下半年主要发行债券情况表	6
表 3: 主要制造行业集中度情况表	14
表 4: 全国城镇储户问卷调查	22
表 5: 沪深 300 四季度DDM模型估值分析结果(收盘点位)	24
表 6: 央企单位的科研院所公司	30
表 7: 央企排名靠后的公司	30
表 8: 军工行业中涉及央企上市公司	31

第一部分：2010 年前三季度证券市场回顾

纵观年初以来的行情，整体上指数呈现出震荡下行的过程，其中，4月中旬至7月初，股指跌幅最大，最低点至2319.74。此后，一个月的反弹行情极大地点燃了投资者的热情。然而，进入8月份后，股指始终在2564.84---2701.93点位震荡徘徊，箱体震荡形态十分明显。从各行业整体表现来看，食品饮料，医药生物，电子元器件板块涨幅居前；而黑色金属，金融服务，房地产板块则跌幅靠前。这说明了自今年年初以来，国家出台的一系列遏制地产业的政策的效果已经逐步显现，并且从近期来看，国家对房地产行业宏观调控并未有松动的迹象，这使得金融服务，房地产板块今年整体表现不尽如人意。相反，依靠着行业周期性的反转，国内电子元器件行业出现了超预期的恢复性增长，出口增速维持在30%以上，市场普遍认为电子元器件行业出现了行业性拐点；而医药行业在新医改三年8500亿增量投入激励下，使得市场认为未来10年是医药行业是抗系统性风险较为理想的防御性品种，因此在弱势中表现出一定的抗跌性；而以白酒行业为代表的食品饮料板块，依靠自身的不断提价以及需求的不断上升，呈现出了价量齐升的双喜局面，使得消费板块成为近期A股市场的一大亮点。

图 1：2010 年年初至今中国证券市场各行业市场表现（截至至 9 月 27 日）



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

表 1：国际主要股指年初至今涨跌幅

全球指数	年初至今涨跌幅（截至至 9 月 27 日）
标准普尔指数	2.43%
道琼斯工业指数	3.68%
纳斯达克指数	4.43%
墨西哥综合指数	3.12%
JSE 南非综合指数	3.78%
法国 CAC40 指数	-4.32%
德国 DAX 指数	5.4%
瑞士指数	-5.5%
日经 225 指数	-9.64%
上证指数	-20.05%
巴西圣保罗指数	0.33%
阿根廷 Merval 指数	-4.65%
印度雅加达指数	15.19%

数据来源：Bloomberg 爱建证券研究发展总部

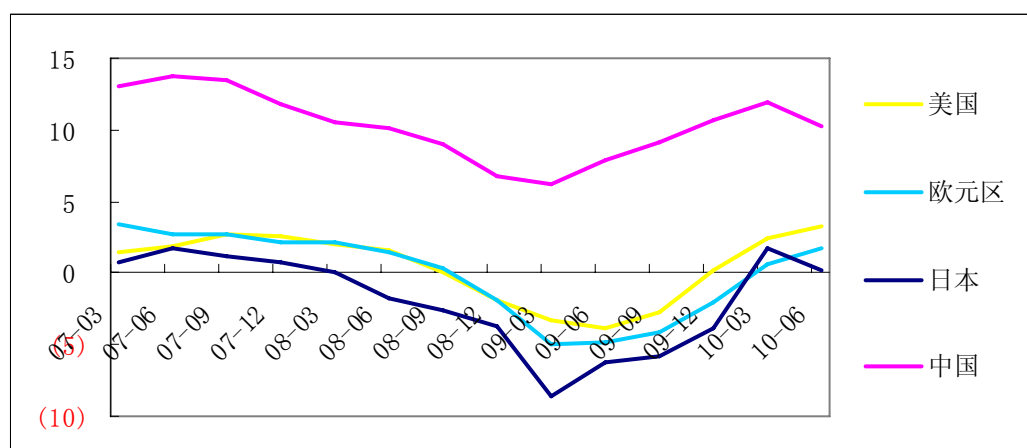
第二部分：2010 年第四季度国际、国内经济形势分析与展望

一、四季度全球经济： 弱势复苏之忧

下半年以来，全球经济出现了较为明显的风险和增长双收敛的格局。一方面，欧洲债务危机得到缓解，危机国成功发行债券筹措到资金，欧洲银行业也通过了压力测试。而另一方面，随着刺激政策效果的消退，美国经济复苏的动力明显放缓。欧洲受新兴市场的推动也无法延续至四季度。失业、收入、财政赤字等长期因素成为拖累经济持续复苏的主因。这将导致发达国家进入持续高失业率、低增长率的弱势复苏时期。

弱势复苏的两种担忧，即赤字和失业，偏向哪一种便决定了是继续稳步退出还是实施再刺激的策略。在这个问题上，主要国家的观点并不十分一致。欧洲倾向于前者，而美国、日本更倾向于后者。但无论是哪种都会因为经济和赤字的相互牵制而更为谨慎且程度有限。财政方面的拮据将导致货币政策相对宽容，欧美主要国家年内加息的可能性基本被排除。

图 2：主要国家经济复苏情况-GDP 同比



数据来源：bloomberg 爱建证券

1.1 主权债务危机缓解 影响有待继续

进入下半年之后，欧元区的债务危机日益缓解，包括希腊、西班牙、葡萄牙等国家成功发行各自的债券，通过市场筹措到了资金。同时欧洲银行业也通过压力测试。在欧盟的监督下，之前出台财政紧缩措施逐步进入实施。西班牙今年前 7 个月财政赤字已下滑近五成。这使得市场对于欧元区稳定的信心大大增强，欧元也出现了一定的回升。可以说，主权债务危机已得到有效的缓解，但是相应的影响并没有完全显现出来。未来欧洲国家从经济刺激逐步向预算整合的转身，将顺序对欧洲消费、欧洲进口及对外投资、欧洲出口这一条传导链产生明显的拖累作用，并蔓延到全球的经济，其对中国等新兴市场的出口也将自三季度末四季度开始逐步有所放缓。

表 2：欧洲债务五国下半年主要发行债券情况表

国家	时间	简要情况	利率水平
西班牙	2010.6.17	成功发行 35 亿欧元（约合 43 亿美元）10 年期债券	债券平均收益率 4.864%，低于 17 日发债前的 5.04%
	2010.7.1	成功发行 5 年期国债，成功募集到 35 亿欧元资金。西政府先前预计售出 25 亿欧元，超额发行	发售年利率 3.65%
	2010.7.16	成功出售高达 30 亿欧元的 15 年期债券	债券收益率为 5.116%，高于 4 月 22 日出售债券时的 4.434%
希腊	2010.7.13	规模为 12.5 亿欧元的 6 个月期国债拍卖，成功融资 16.25 亿欧元，高于原来预期的 12.5 亿欧元目标	发行的利率为 4.65%，略高于今年 4 月 13 日发行同类债券 4.55% 的利率
	2010.7.20	成功发行 3 个月期债券，融资金额达到 19.5 亿欧元，大大超过预期的 15 亿欧元目标	本次债券发行的利率为 4.05%，略高于上次发行同类债券 3.65%
葡萄牙	2010.7.14	葡萄牙财政部在 7 月 14 日的标售中发行了 16.8 亿欧元政府债券	
爱尔兰	2010.7.20	出售了 15 亿欧元的 6 年和 10 年期国库券	6 年期国库券的认购比率为 3.6 倍，高于 6 月份标售时的 3.1 倍
	2010.8.17	成功发行了 10 亿欧元 2020 年 10 月到期和 5 亿欧元 2014 年 1 月到期政府债券	2014 年到期政府债券的平均收益率为 3.627%，认购比例为 5.4

数据来源：爱建证券

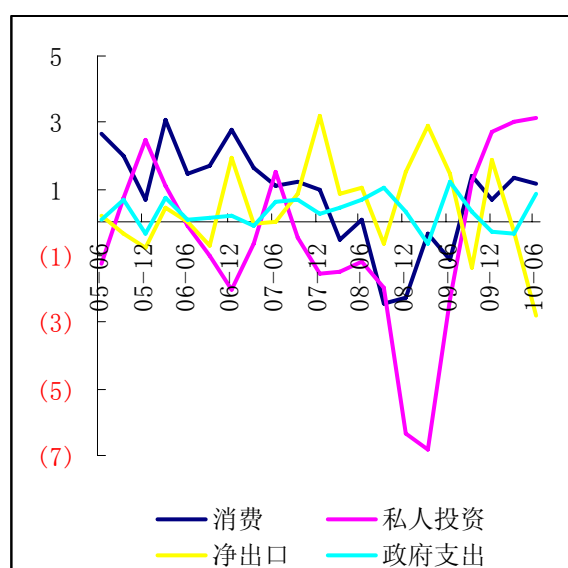
1.2 美国 供给推动的复苏受制于失业率高企

美国在经历了半年多的强劲反弹之后，增长动力开始减缓。除去外部因素影响外，还因为本轮反弹主要是由财政刺激和供给层面拉动的，所以将面临失业率高企导致需求疲软的压力。

一般来说美国的经济增长主要是依靠国内的消费，但从本轮危机复苏的情况来看，首先是回补库存行为带动了经济的反弹。至目前私人投资的资本开支和设备采购一定程度上替代了补库存效应的下滑。而消费的反弹在政府刺激政策效应平淡之后，并没有延续。这种生产、供给推动经济增长背后的原因主要是以下几个：**首先，外需的复苏好于内需，导致制造业复苏优于服务业。**美国作为本次经济危机的中心国，在危机之后企业家庭债务杠杆水平大幅提升，消费能力和预期被大幅削弱。而作为危机边缘国的一些新兴市场国家在实施了大规模经济刺激计划后，投资消费需求外溢，拉动了发达国家的对外贸易部门，促使了贸易部门的复苏要好于非贸部门。**其次是大企业复苏优于中小企业。**这在危机之后比较常见，主要是因为银行在经历了打击之后，全面收紧信贷，对企业信贷审核异常严格，这使得中小企业的融资要求较难得到满足，面临的紧缩环境要远甚于大型企业，因而复苏的步伐也相对更为迟缓。

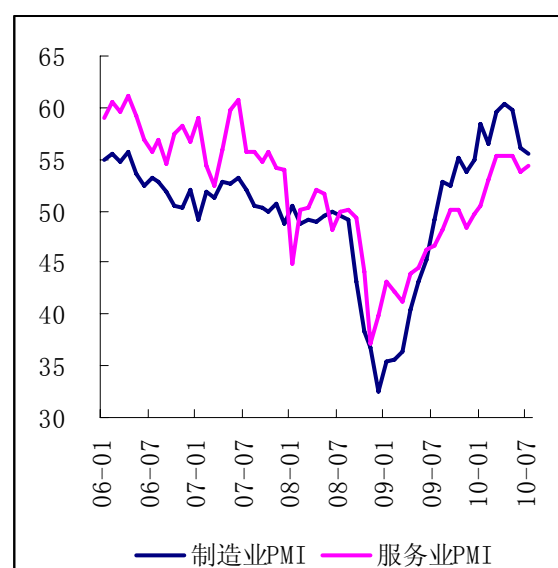
正是由于服务业部门和中小企业在复苏过程中的步伐迟缓，导致了整体企业利润水平恢复明显而就业水平却步履蹒跚，美国临时普查结束后，失业率再度回升，预计四季度将上行至 9.8% 的水平。经济增长得不到需求层面的支持，不得不逐渐放缓。从目前的零售消费和制造业扩张都有所减弱来看，三季度经济增长的动力当会进一步放缓，不过净出口对季度的 GDP 的拖累难以维持如此高的水平，预期会有所收窄。四季度在圣诞节假日消费的影响下会有小幅反弹，全年的经济增长在 3% 以下。

图 3：美国GDP环比贡献



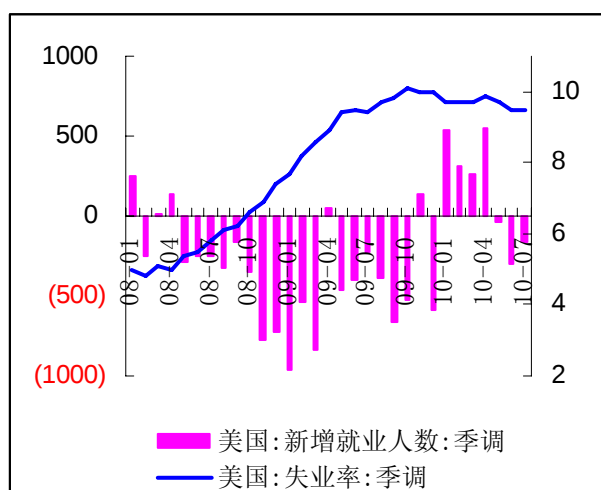
数据来源：wind 爱建证券

图 4：制造业复苏优于服务业



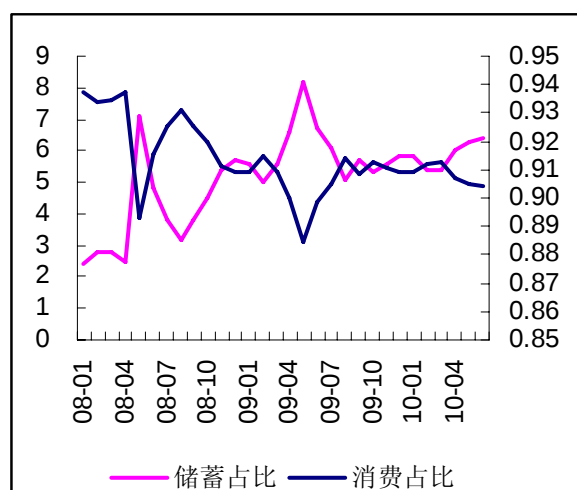
数据来源：wind 爱建证券

图 5：美非农就业在普查后转弱（千人）



数据来源：wind 爱建证券

图 6：储蓄占收入比走高

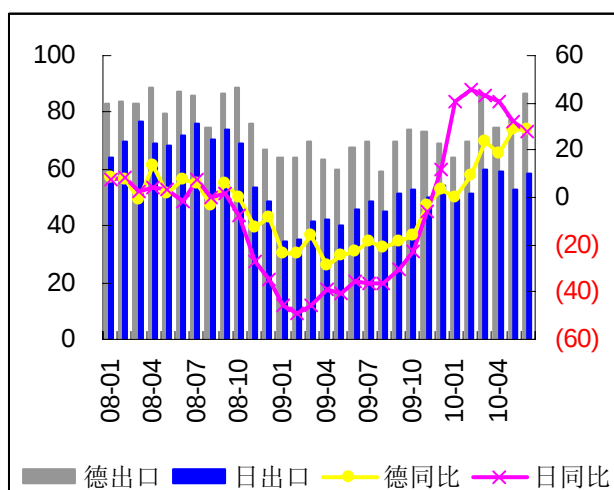


数据来源：wind 爱建证券

1.3 欧洲 新兴市场助力几何

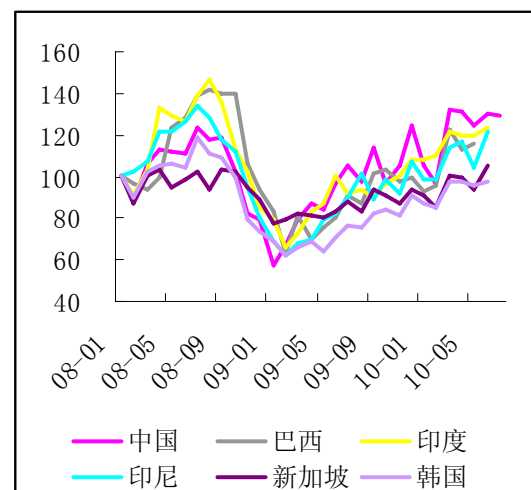
相较美国，逐步走出债务危机阴霾的欧洲似乎更为乐观。新兴市场的需求推动欧洲、日本经济的复苏。尤其是德国，借助欧元大幅贬值之顺风舟，出口几乎恢复到危机前水平。推动整体经济大幅增长，增幅达到 20 年来最好水平。

图 7：德国、日本出口拉动经济复苏



数据来源：wind 爱建证券

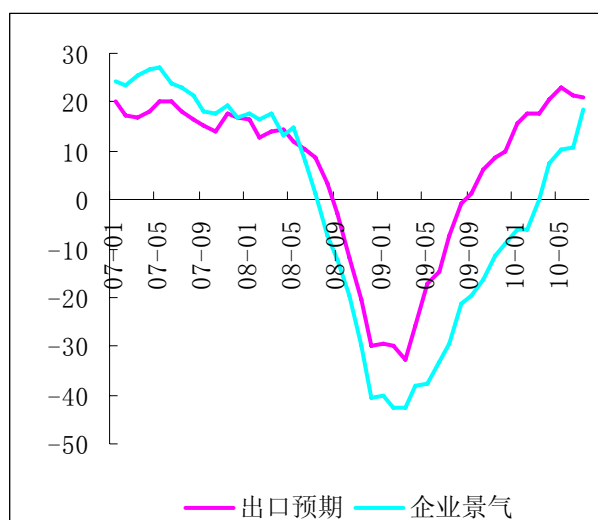
图 8：新兴市场国家进口需求旺盛



数据来源：wind 爱建证券

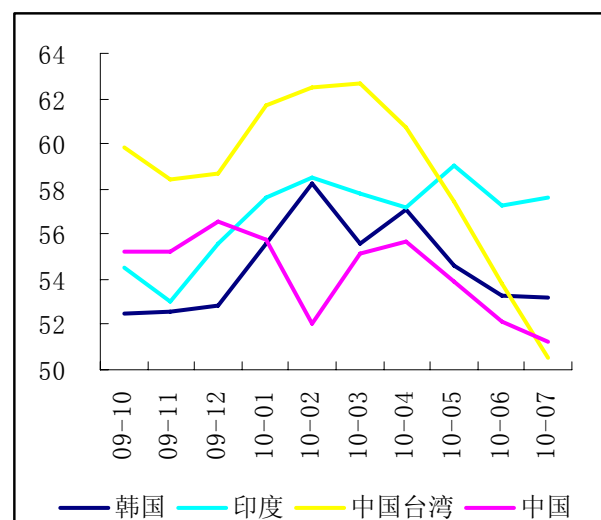
不过这般亮丽的光景，预计无法持续到四季度。日本在日元持续大幅升值的影响下，已出现疲态。欧洲方面就德国而言，其企业制造业景气指数继续走强，但出口预期已出现拐点。欧洲整体经济四季度将受到两大方面的影响：一是新兴市场需求的放缓，包括中国需求。新兴市场出于调控通胀、产能等考虑，主动的收缩财政货币政策。其制造业扩张步伐已出现比较明显的放缓，这将延迟 3-6 个月表现到其进口需求方面（即发达国家的出口）。二是债务危机影响的显现。就欧洲内部来说复苏的状况也大不相同。包括债务危机五国等拖后腿的国家，其强制的财政紧缩对经济的影响将自四季度出现明显的负作用。

图 9：德国IFO制造景气指数（除食品）



数据来源：wind 爱建证券

图 10：新兴市场PMI制造业指数回落



数据来源：wind 爱建证券

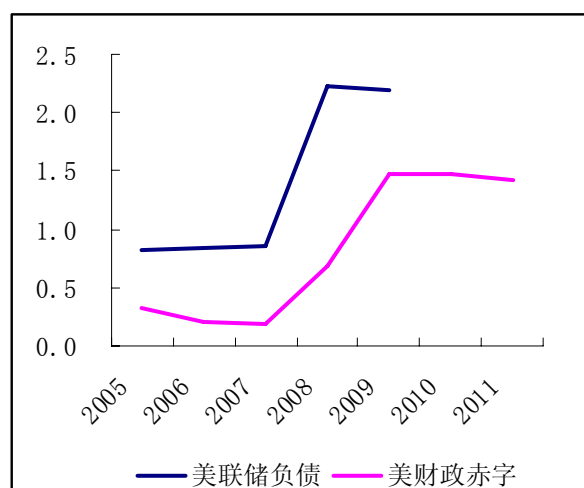
1.4 弱势复苏之忧，“退出”还是“再刺激”？

美国、日本、中国等经济体开始出现了比较明显的放缓迹象，而欧洲也将在三季度末四季度步入同样后尘。在供给拉动效应受制以及政府刺激效果消退之后，失业、收入、财政赤字等长期因素成为拖累经济持续复苏的主因。即使目前来说二次衰退的风险并不大，但是如果新的经济增长引擎来替代通讯技术、金融、地产对经济的拉动，或将导致全球经济尤其是发达国家，进入持续高失业率、低增长率的弱势复苏时期。

弱势复苏的两种担忧，即赤字和失业，偏向哪一种便决定了是继续稳步“退出”还是实施再刺激策略。在这个问题上，主要国家的观点并不十分一致。显然，欧洲倾向于前者，而美国、日本更倾向于后者。退出伤经济，再刺激伤财政。可见从全球来说，复苏走的也是一条两难之路。近期，美国总统奥巴马提出明年支出 500 亿美元用于高速公路、机场和铁路建设以及 7000 亿美元的企业减税计划，以为经济提供进一步的动力。在这其中，政治考量或许已经超过经济考量本身。美国财政支出和美联储的资产负债表都达到了有史以来的高位。大幅支出和收入减少，恶化的政府收支无法承受无限制的扩张。

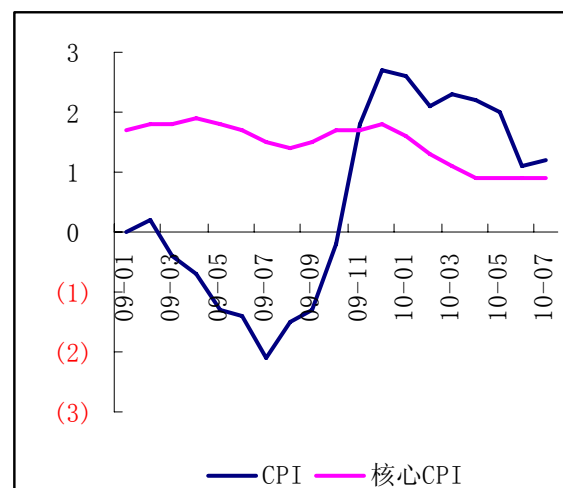
尽管说发达经济体之间在退出还是再刺激方面不再一致，但这却难以在很大程度上改变经济弱势复苏的态势，其区别不过是回落的程度和时间。而无论是退出和再刺激都会因为经济和赤字的相互牵制而更为谨慎（除去有强制紧缩政策计划的国家外）且程度有限。与此同时，其他危机边缘国家的退出进度将远不及上半年频繁。财政方面的拮据将导致货币政策相对放纵，当然四季度来说，通缩的风险还是要大于通胀，因此货币政策将陷入相对平静的观察期，近期美联储悲观的表态也印证了加息的可能性基本被排除。

图 11: 美财政赤字和联储负债 (万亿)



数据来源: wind 爱建证券

图 12: 美国物价指数疲弱



数据来源: wind 爱建证券

二、中国经济： 经济回落成定数 政策微调可期待

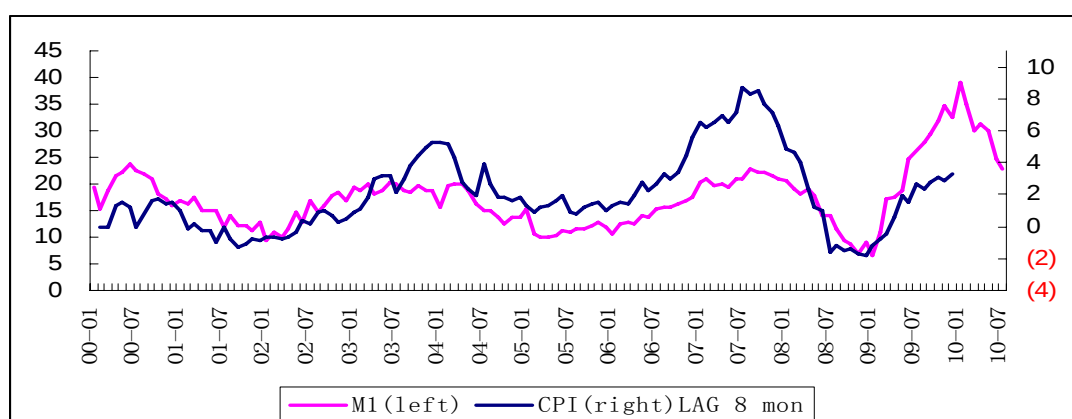
四季度中国，结构调整和外围经济影响的效果开始逐渐明显。由此经济增速将进一步放缓，新的拖累预计是来自于出口以及难以松绑的房地产调控。在货币和基本面共同的压力下，物价将同步经济出现回落。在这样的基础上，政策的适度放松可以期待。四季度，投资和货币信贷政策或将有小幅反弹。实现物价控制在目标区间的可能性较大，这也大幅弱化了年内加息的可能。人民币汇率双向波动的趋势明显，四季度升值压力将有所增强。

2.1 物价同步回落

8月公布的CPI水平同比增长3.5%。我们维持半年度报告中的预期。三季度物价冲顶，而在流动性和基本面的指引下，四季度则逐步回落。

流动性快速回到目标区间。央行通过公开市场操作大幅收缩流动性，使得M1、M2快速回落至目标区间。滞后8个月的物价水平和M1的对比显示，其对物价的牵引将于7-8月达到顶点。尽管本轮基础货币扩张速度要远大于07年度，但是物价却不会有更大或相同规模的上涨，主要原因是创造流动性来源不同。本次流动性来自于拉动投资的信贷投放，扩张规模惊人，但是大多数为中长期贷款而有所沉淀。而07年则来自于外汇占款，多为短期资金，流动性和增值偏好极强。另外目前处于危机复苏后期，与07年危机前的繁荣期不同，市场对于保有流通货币存在一定的偏好，也会降低整体货币创造和流动性的压力。

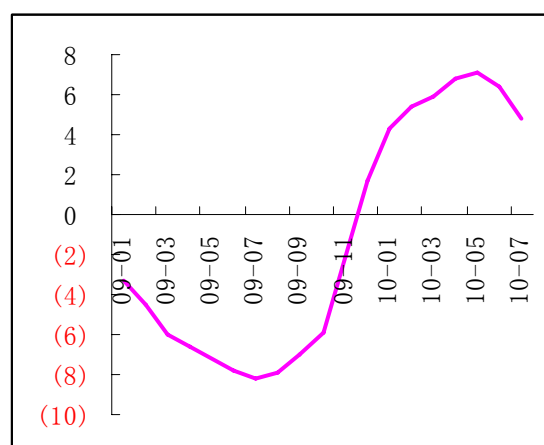
图 13: M1 延迟 8 个月的物价走势



数据来源: wind 爱建证券

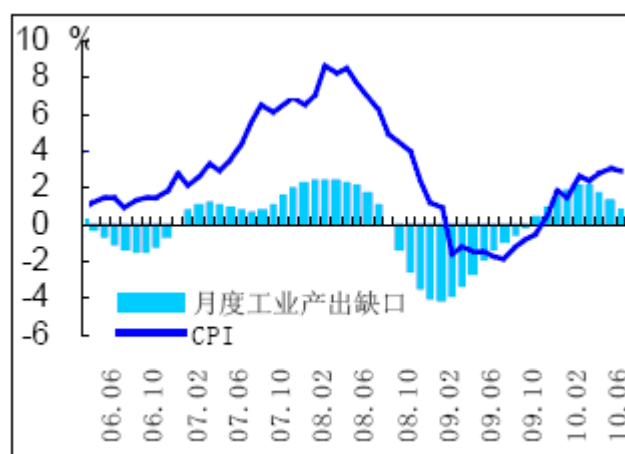
上游生产价格快速下跌。随着国内主动调整结构的进行, 生产快速降温。一方面导致原材料、工业品出厂价格下滑, 一方面也导致产能缺口收拢。这都将对四季度终端消费价格指数带来下行压力。

图 14: PPI快速下滑



数据来源: wind 爱建证券

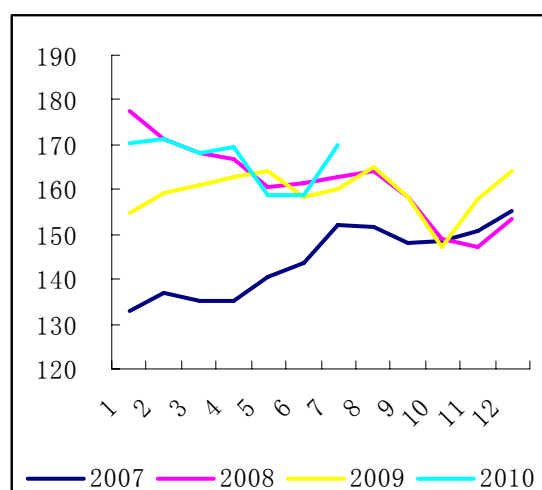
图 15: 产能缺口收窄



数据来源: 央行

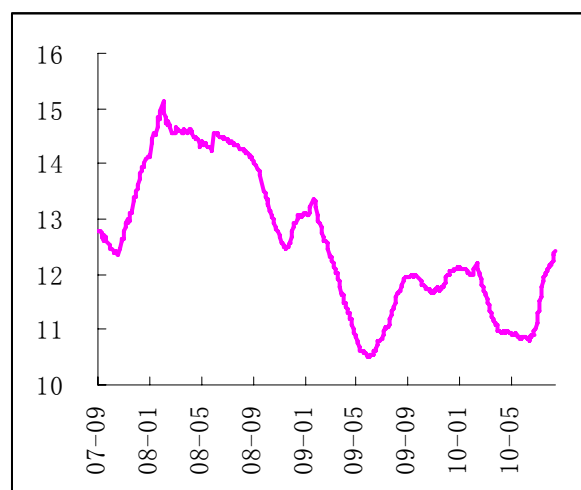
食品不确定性减弱。相比 6-8 月的情况, 8 月之后极端气候对于粮食价格的影响无疑将逐月走弱。从农业部公布的农产品批发价格总指数的季节性变化趋势来看亦是如此, 8 月之后将出现环比下行, 直至 11-12 月临近年末再度反弹。另外, 猪肉进入上涨周期, 36 大中城市农副产品平均零售价格数据显示 7 月以来猪肉已出现明显涨价, 但总体来说, 猪肉价格上涨大幅超出预期的可能较低。

图 16：农产品批发价格总指数



数据来源：wind 爱建证券

图 17：猪肉价格有明显上涨

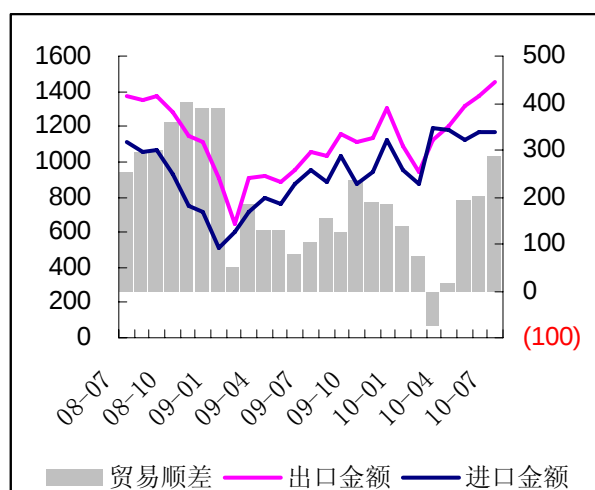


数据来源：wind 爱建证券

2.2 外需疲弱显现

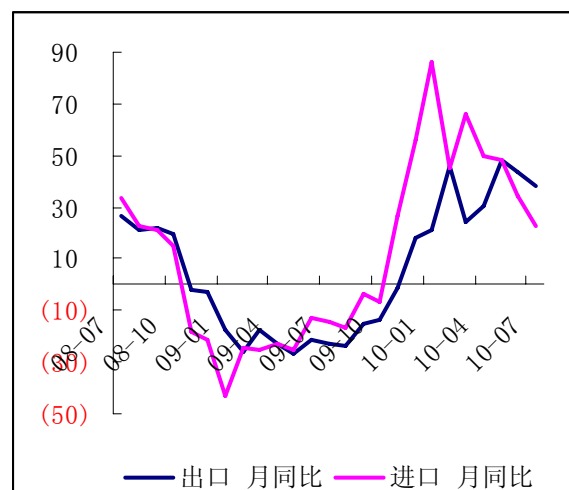
四季度经济增速继续回落的其中一个变数来自于外需疲软。尽管新兴市场的份额有所扩大，但是对美国、欧盟、日本的出口依然占据了我国出口贸易比例中的最大部分，其复苏动力，尤其是消费方面需求的走弱，将在四季度对我国对外出口形成较大的压力。另外年中时候执行的出口退税调整和人民币升值也会对出口形成一定的影响，最终使得对外贸易在原本传统旺季时候增幅明显趋缓。另外由于二季度美国进口导致贸易项赤字大幅上升，近期美国商务部公布了十多项提议，旨在对进口贸易不公平问题采取更为严厉的立场，尤其是针对中国等非市场经济体，其将在秋季开始实行，也会进一步加剧美中贸易摩擦，抑制出口。

图 18：出口金额创纪录新高（亿美元）



数据来源：wind 爱建证券

图 19：增速显著回落（同比）

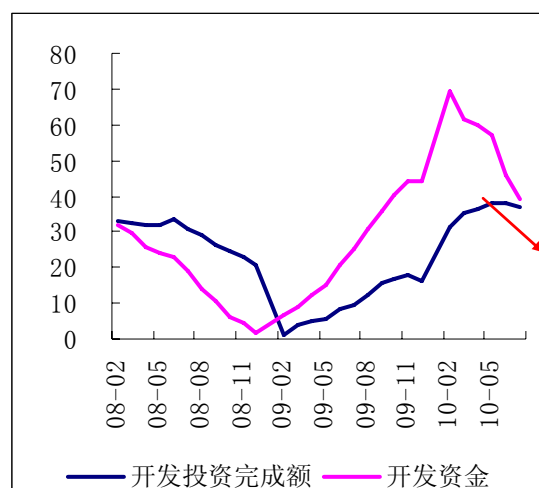


2.3 房地产调控难松绑

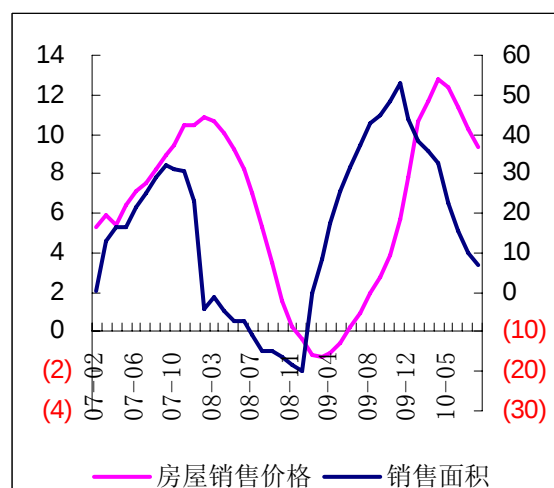
在高压的房地产新政之下，房地产止住了快幅上涨的火爆态势。不过尚未持续半年，又有量价回

升的苗头。从管理层近期的表态来看，房地产调控的目的尚未达到。因此，尽管宏观面政策两难决策增多，但是至少对于房地产的调控是断难松绑的。房地产调控的持续，将在一定程度上抑制开发投资的增速，以及下游信贷和相关消费需求的增长。预计全年开发投资将回落到 27-30%附近，而销售面积将同比下滑 15%。

图 20：房地产开发资金及投资完成额（同比） 图 21：房地产价格及面积（同比）



数据来源：wind 爱建证券

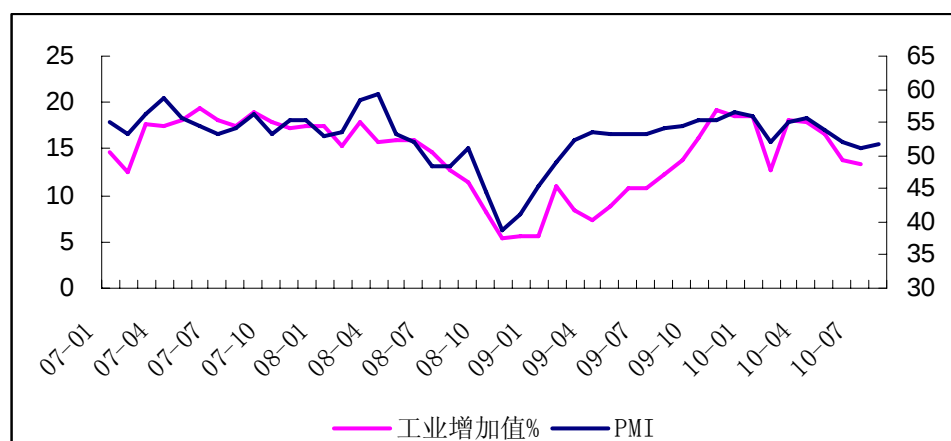


数据来源：wind 爱建证券

三、制造业 回落中迎接新一轮去产能化

回顾本次经济回落的主要动因，即出自于淘汰落后产能，调整经济结构的需要。在此指导下，国内的投资、生产已出现了比较明显的降温。事实上，金融危机前，国内局部制造业产能过剩情况就已经存在，加上 4 万亿投资中部分对过剩产能的拉动，而使得非需求因素在经济增长中占比过高。其对环境、资源的消耗也非常明显，一季度和上半年单位 GDP 耗能都出现反常的同比上升。随着调结构的深入展开，在经济回落中面对新一轮的去产能化，将是国内制造业不可避免的问题。

图 22：生产增加值及 PMI 明显降温

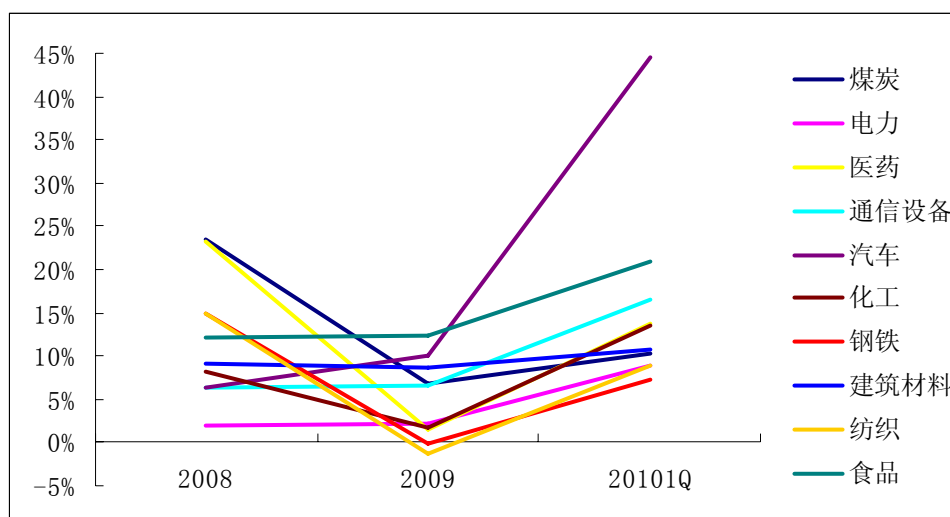


数据来源：wind 爱建证券

我国依然处于工业化道路上，工业制造业对于经济增长的贡献占据了半壁江山。此轮去产能化不是简单的理解为收缩产能。尤其是现在工业化进程已步入后半阶段，工业制造业将通过加快**提高产业集中度、增加研发投入**为目标来迎接新一轮的去产能化，实现制造业的产业升级。

目前全球经济处于弱势复苏阶段，整体对于生产需求将有所走弱。同时，资源价格的回暖则远超过产成品。这里面有货币贬值的替代原因，也有盲目扩张恶性竞争，生产率提升不足，原材料加工程度不深的原因。另外，中国人力成本也出现明显的走强。这些从上下两端压缩工业企业的利润空间。

图 23：主要行业工资增长情况



数据来源：wind 爱建证券

在这种情况下，企业一方面需要缓解竞争，一方面需要降低成本。于是产业集中成为最优的选择。产业集中将使得优势企业凭借资本、技术、规模等实力在此过程中快速做大，提升规模效应，降低运营成本，扩大市场份额。在我国，煤炭、汽车、钢铁、医药等行业还受到不少非市场因素的阻挠，使得行业内企业的兼并收购、优胜劣汰的进程迟缓，对其而言更大的推动力将来自于政策层面。从之前的行业规划和新近的六大行业意见来看，促进市场化兼并重组已成为管理层的共识。因此借此本轮去产能化的过程，产业集中将表现出更快的上升。制造业将进一步走向“大”时代。从而强化上游资源的定价能力，集约利用，规模化效应实现，以及提升生产效率和产业升级。

表 3：主要制造行业集中度情况表

		2006	2007	2008	2009
采矿能源	煤炭	59.50%	58.75%	55.67%	59.61%
	电力	49.95%	51.84%	56.29%	57.18%
高新技术	制药	28.16%	26.59%	26.69%	25.97%
	通信设备	45.06%	53.02%	56.55%	64.71%
中高技术	汽车	37.76%	55.59%	56.28%	58.80%
	化工	24.91%	23.11%	22.35%	22.00%
中低技术	钢铁	47.01%	46.42%	42.03%	43.66%
	建筑材料	43.93%	44.24%	47.15%	46.56%
低技术	纺织	27.59%	28.91%	33.11%	35.49%
	食品	48.64%	50.05%	52.70%	54.37%

注：采用 09 年收入排名前五公司与全行业公司比较

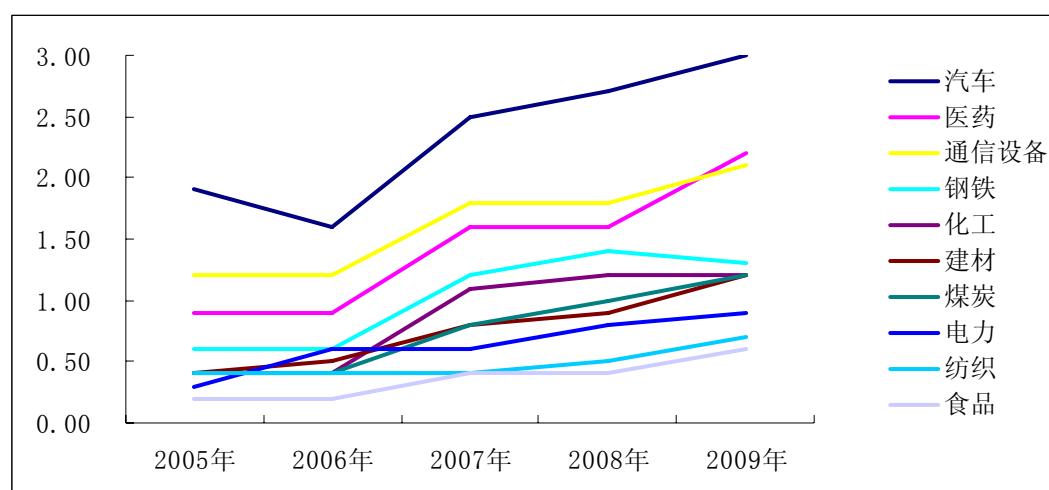
数据来源：爱建证券

其次，研发、技术投入也是目前制造业工业化进程中的薄弱点，技术提升程度不快，导致大量的产能集中在低加工技术层面的领域，竞争激烈，产能过剩，利润上升与产能增长不成比例，而在高端需求方面反而要进口。综观本次金融危机中，沿海出口企业倒闭最为严重的就是缺少自主技术品牌的

在日益激烈的竞争中，主要行业已逐渐表现出集中的趋势，但是这与国际水平相比较还是不够的。甚至在制药、化工、钢铁行业出现集中度的倒退。

代工企业。因此，增加研发投入是实现集约生产，改变行业格局，使经济走出危机的最好策略之一。而企业规模小且分散则成为整体研发投入水平不高的重要障碍之一。最新的调研显示，中国企业研发投入增幅保持世界领先，同时中国国内企业期望提高研发投入的比例全球第一。因此，伴随着行业集中度的提高，具备大规模投入研发的条件后，还将出现研发、技术投入的快速增长。

图 24：主要行业技术投入比率



数据来源：爱建证券

在工业化进入下半阶段的时期，制造业对经济的整体贡献将逐步让位于服务业。而制造业本身也将步入以高科技、深加工为主的产业升级阶段。在此过程中，快速取得规模优势以及天生需具备研发要求的高新技术、中高技术行业包括汽车、设备制造、通信、医药等将呈现高于整体行业水平的成长性，从而成为中期制造业中的领导力量。

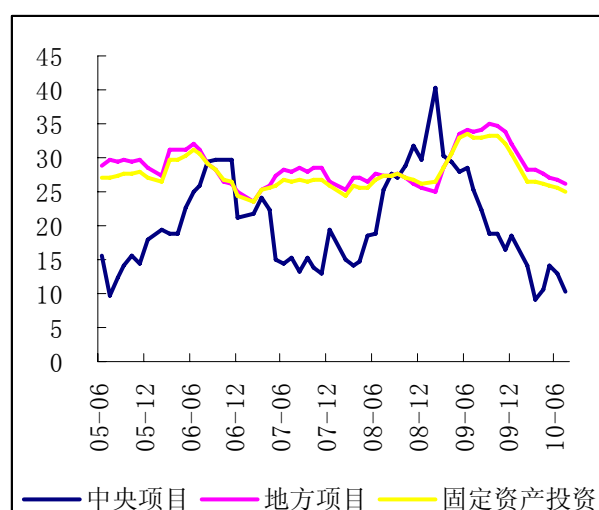
第三部分：第四季度 A 股市场展望

一、政策以稳定为主微调为辅

投资、出口、房地产调控等因素共同作用，将导致四季度单季 GDP 回落至 8.2-8.7%。此时我们认为政策微调可以期待。随着地方融资平台贷款情况上报、清理，地方融资项目将逐步规范而非一刀切，其宜疏不宜堵。近期，多项中西部基建项目和地区规划被核准，显示出政策逐步体现反周期的灵活性。预计四季度固定资产投资增速将走稳或有小幅反弹。

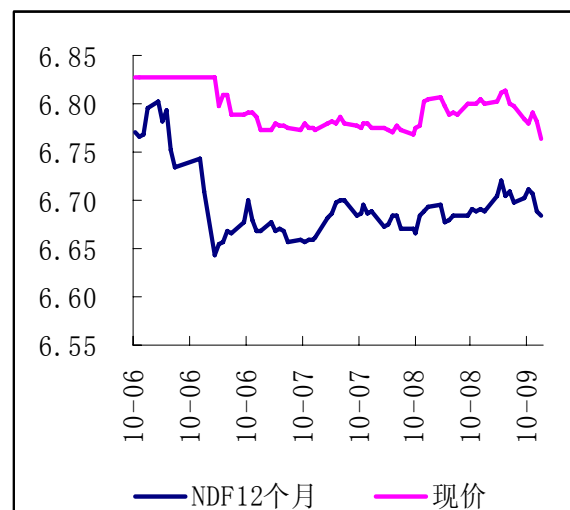
货币方面同样，三季度物价攀顶过程中，央行对于通胀的担忧依然存在，因此很难有所释放，而在四季度物价回落的时候，或将出现适度的放松。同时，考虑到物价上涨的滞后性和短期性，年内加息的可能性不大。央行方面官员也曾表示，如果加息必须具备两个条件：1、CPI 超过 4%；2、GDP 增速超过 10%。汇率方面，自人民币恢复弹性以来，国内外因素共同导致人民币汇率双向波动的趋势更加明显。在 5、6、7 月连续三个月出现外资连续流出的情况。这主要是因为国内经济回落，资产价格上涨预期不明朗，以及全球市场对未来经济走势悲观，选择美元避险的原因。不过随着美国 11 月中期大选的到来，国际方面对人民币升值的压力也有明显上升。

图 25：投资增速下滑



数据来源：wind 爱建证券

图 26：人民币双向波动明显



数据来源：wind 爱建证券

我们判断 2010 年第四季度宏观经济政策以稳定为主，但会在某些局部行业领域做出微调。主要体现在相对上半年较为宽松的货币政策和继续对房地产行业及高能耗、高污染行业的从紧调控政策。

第四季度最重要的事件是每年于 11 月底 12 月初召开的全国经济工作会议。对于 A 股市场而言，在此之前大多数机构投资者将会采取相对保守的投资策略等待政策面的明朗化。同时，市场在经历了 7 月份的触底成功后通过大盘蓝筹股的继续沉沦和中小盘题材股的超强表现后将寻找新的结构性热点行情。

二、第四季度中国经济看点：消费在升级中的提速

近期，由于劳动力成本上升、农村劳动力返流、人口红利拐点等问题，激发中国跨越刘易斯拐点的猜测，基于以下若干因素，我们认为目前国内处于已走过“刘易斯第一拐点”，也就是劳动力不再是无限供给，由于传统农业部门的压力，现代工业部门的工资开始上升；但是尚不到刘易斯第二拐点（真正含义上的拐点），没有表现出传统农业部门与现代工业部门的边际产量相等，劳动力停止转移，劳动收入等于甚至快于资本收入增长率。

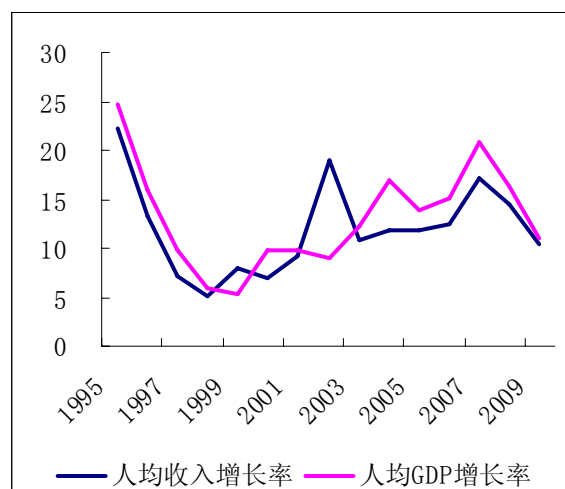
首先是**生活成本提高推动了劳动力成本的被动提升**。在刘易斯第二拐点来到之前，工资率依然不是由工业部门的边际产量决定，而是由其机会成本——即农业部门的边际产量或者说劳动者的必要生活资料价格决定。伴随着 GDP 的快速增长，制造部门的劳动生产率大幅提高，但是农业、服务部门的生产率无法大幅提高，因此其将表现为价格更多的上涨。这就普遍提升了机会成本，被动推升劳动力成本。表现为食品、服务产品（教育、医疗）、非贸易品（土地）价格的上涨，使得劳动者需要得到更多的报酬才能维持日常生活。

其次是**劳动力成本快速上涨具有一定的结构性**。目前，劳动力成本的快速上涨，主要集中在低端领域。而整体劳动力市场依然处于供大于求的状态之下。低端劳动力成本上涨明显有几个原因，包括基数低、应对生活成本提高弹性小、农产品涨价导致务农收入替代打工、以及阻碍农村劳动力自由流动的户籍等相关制度。此类劳动力成本上涨未来也会遭遇一定的瓶颈，包括农村富余劳动力依然存在，以及如同发达国家工业化过程中表现出来的，产业向更落后的地区甚至国家转移。

另外则是**劳动力收入增长依然低于经济增速，资本回报高于劳动**。以收入法核算的 GDP，劳动者报酬占比逐年下降，即便剔除所谓的统计因素，也不能改变 96 年以来逐年下滑的趋势，而同时，营业盈余却逐年上升。诚然，在工业化过程中，工业作为资本密集型产业，对于资本的需求更胜劳动力，因此对资本的回报也有更高的倾向性。同时作为真正劳动密集型的服务业却在最近三年经济贡献率出

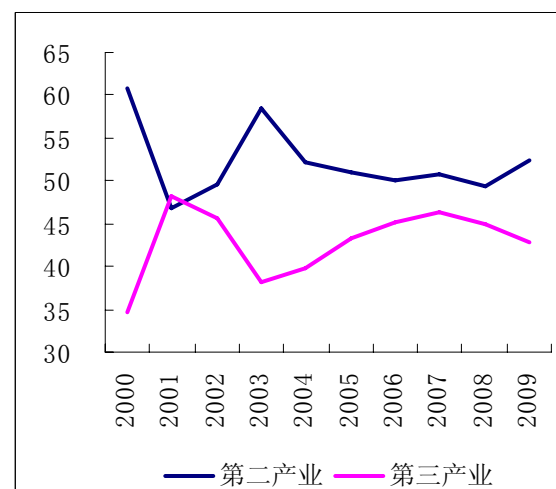
现萎缩。

图 27：人均GDP增长率持续高于人均收入



数据来源：wind 爱建证券

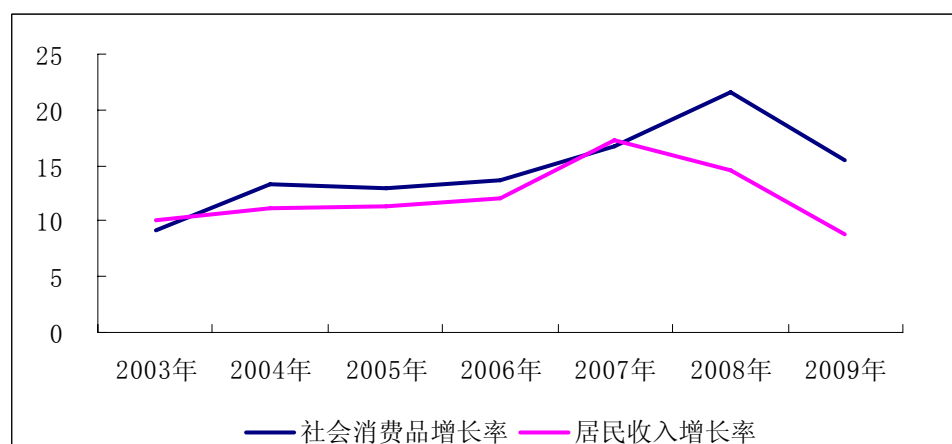
图 28：第三产业贡献率明显下降



数据来源：wind 爱建证券

因此，虽说目前尚未跨越刘易斯拐点，但是劳动力的无限弹性逐渐消失，劳动力成本加快追赶资本回报率。这个追赶过程将为广泛的消费升级过程提供有力的支持。除此之外，可以看到，近几年来，商品消费的增速连续超过收入的增速，加快消费升级的策动力还来自于消费的示范效应和消费意识的更替。

图 29：消费增速快于收入

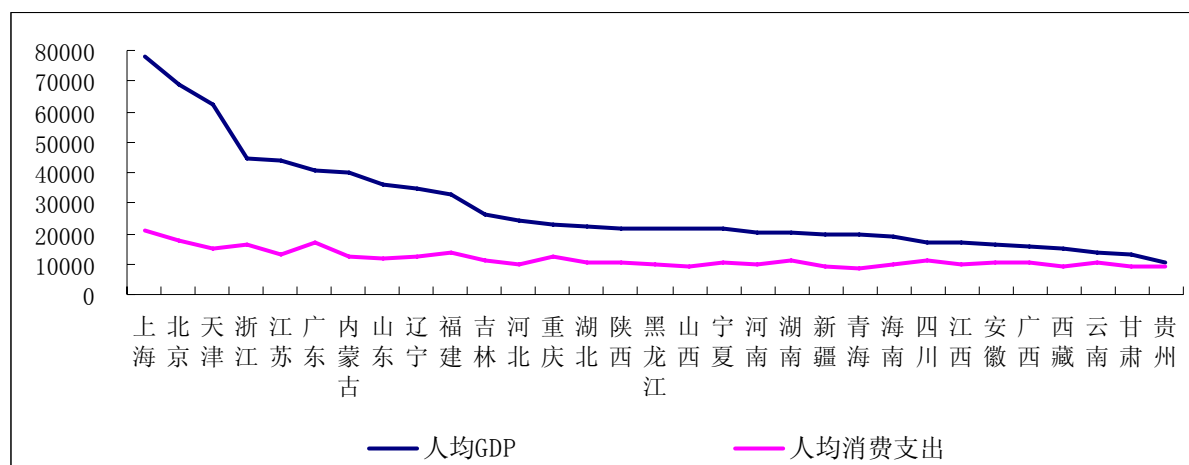


数据来源：wind 爱建证券

消费的示范效应，是指人们的消费行为不但受收入水平的影响，而且受其他人消费行为的影响。当消费者看到这些人因收入水平或消费习惯的变化而购买高档消费品时，尽管自己的收入没有变化，也可能仿效他人而扩大消费。这种效应甚至是跨越国界。于是，消费的示范效应会造成相对低收入水平居民的消费需求超出他们一般的水平。目前，沿海城市效仿发达国家消费水平以及内地效仿沿海城市都在加快传统消费升级的过程。尤其最近有调查显示，尽管沿海城市与欠发达小城市在收入上有很大的差距，但是小城市居民在食物、服装、娱乐、保健及健身方面的花费差距却不大。甚至于在二、三线城市，对奢侈品的需求和投资增长已超过一线城市。包括 LV、GUCCI、卡地亚、菲拉格慕、杰尼

亚等奢侈品牌在郑州、济南、太原、贵阳、大连、金华等二至四线城市都开始了深入的扩张。

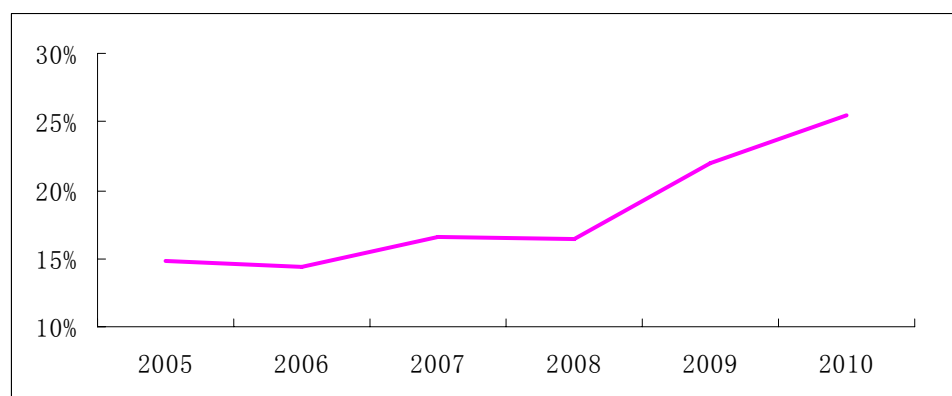
图 30：人均 GDP 消费支出图



数据来源：wind 爱建证券

另外一点更为重要的原因是消费意识更替。随着 80 后、90 后消费者逐渐成为消费主力，他们的消费意识和观念相较之前已有了非常明显的不同。他们对商品的喜好性、夸耀性需求早已超过商品本身的使用价值。同时，喜新厌旧又促使他们持续消费，加速更新换代。因此，他们拥有更为扩张的消费水平甚至普遍接受贷款消费的模式。这种意识理念的变化，也使得消费在升级的过程中被不断加快。

图 31：人均消费性贷款占总收入比



数据来源：wind 爱建证券

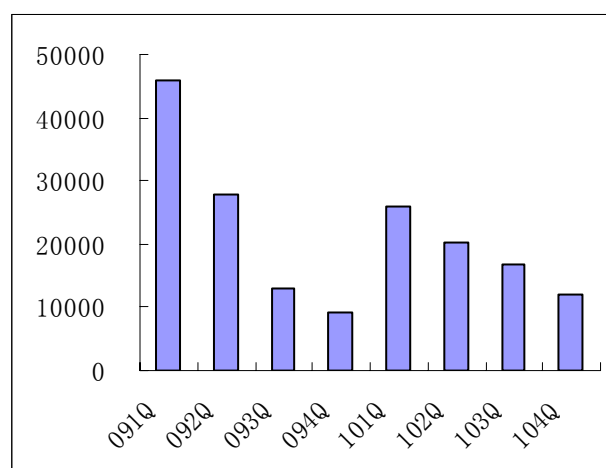
当然，在消费的内生动力快速增强的同时，消除阻碍消费增长的外在的、结构性因素应当是政策提升内需的主要着力点，包括调整收入分配缩小贫富差距、完善社会保障体制、加快城市化进程等，而不是说政策要参与到推动消费内生动力之中去——消费补贴不过是将未来的消费提前实现。随着目前经济调整向消费的倾斜，以及消费政策从短期刺激走向长期改良，消费动力的爆发将推动内需增长呈现超越生产制造的增速，促使消费替代投资、出口在经济增长中占到主要作用。

三、第四季度资金面分析

货币方面同样，三季度物价攀顶过程中，央行对于通胀的担忧依然存在。因此很难有所释放，而

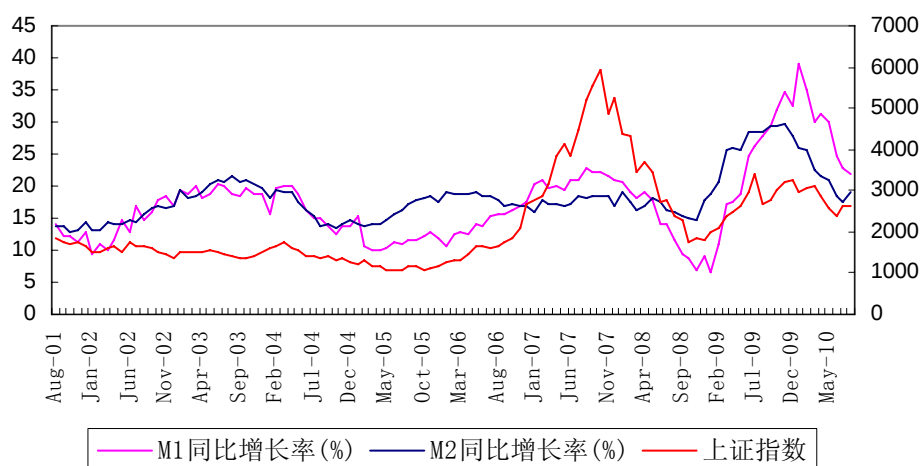
在四季度物价回落的时候，或将出现适度的放松。同时，考虑到物价上涨的滞后性和短期性，年内加息的可能性不大。央行方面官员也曾表示，如果加息必须具备两个条件：1、CPI 超过 4%；2、GDP 增速超过 10%。汇率方面，自人民币恢复弹性以来，国内外因素共同导致人民币汇率双向波动的趋势更加明显。在 5、6、7 月连续三个月出现外资连续流出的情况。这主要是因为国内经济回落，资产价格上涨预期不明朗，以及全球市场对未来经济走势悲观，选择美元避险的原因。不过随着美国 11 月中期大选的到来，国际方面对人民币升值的压力也有明显上升。

图 32：全年新增信贷预期



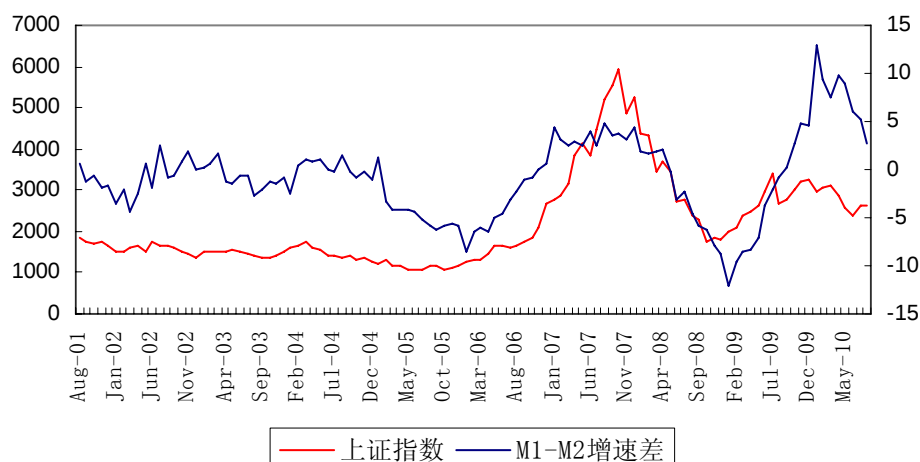
数据来源：wind 爱建证券

图 33：M1、M2 同比增长率与上证指数的对比



数据来源：wind 爱建证券

图 34： M1-M2 增速差与上证指数的对比



数据来源：wind 爱建证券

影响股市的因素主要有三个：经济、企业利润和流动性。它们在不同阶段对股市的影响程度也不同。M1-M2 增速差是三大因素的综合体现。当前的 M1-M2 增速差见顶回落，同时 M1、M2 增速也大幅回落，显示储蓄资金的活跃度降低，市场流动性难以乐观，这也从一方面解释了前期市场为什么表现不如意。从近期来 M1、M2 的增速下降有启稳迹象，M1-M2 的增速差值预计将渐渐启稳，A 股市场预计也将保持稳定。

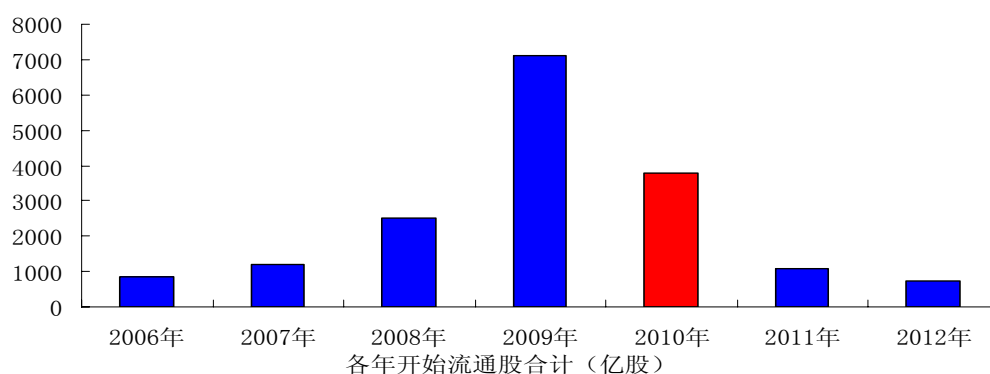
四、大小非情况

2010 年 A 股合计解禁数量为 3780 亿股，为 2006 年——2012 年期间解禁数量第二大的年份。从 2010 年各月解禁规模来看，最末两月解禁数量为 2203 亿股，占全年解禁数量的 58.28%。

中国石油（601857）于 2010 年 11 月解禁的 1579 亿股，无疑是 2010 年“大小非”解禁的重头戏，其单支个股解禁数量占全年解禁规模的 41.77%。由于其解禁持有人为中国石油集团，作为大股东，我们预计其在二级市场抛售的可能性极小。故我们认为无论从解禁规模还是“大小非”抛售意愿，2010 年“大小非”的解禁压力将明显弱于 2009 年。

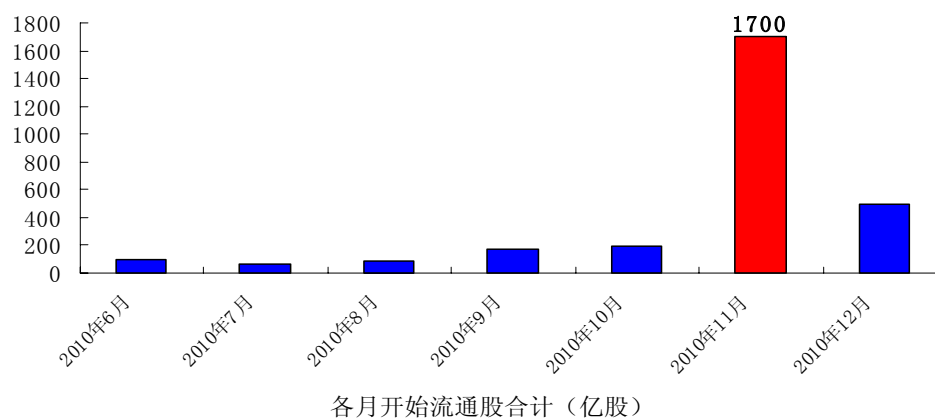
从板块分布来看，沪深两地的主板市场还是占据了主导地位，其限售股解禁规模达到了 25375.62 亿元；相比之下，中小企业板和创业板的限售股解禁规模要小的多，两者加起来仅有 2287.36 亿元，仅占 8%。我们预计中石油大股东将继续持有可解禁的限售股，那么，A 股市场整体所受到解禁的冲击远比市场想象得要小的多。

图 35：2006—2012 年开始流通股数合计(亿股)



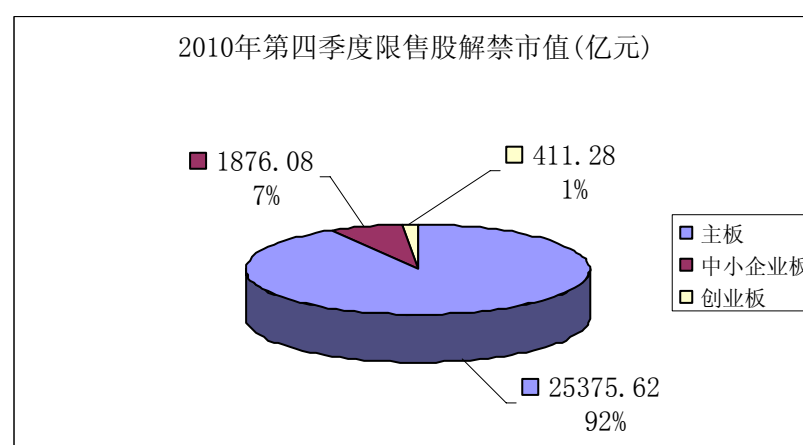
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 36：2010 年各月开始流通股数合计(亿股)



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 37：2010 年第四季度限售股解禁市值(亿元)



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

五、居民投资意愿状况分析

1、居民储蓄意愿减弱，购房意愿小幅上升

根据央行发布的《2010 年第三季度全国城镇储户问卷调查综述》，城镇居民在安排支出时有 44.4% 选择“更多的储蓄”，有 39.60% 选择“更多的投资”，有 16.8% 选择“更多的消费”，有 15.6% 选择“更多的买房”。而 2010 年二季度居民储蓄比为 45.7%，相比之下三季度居民储蓄意愿略有减弱。

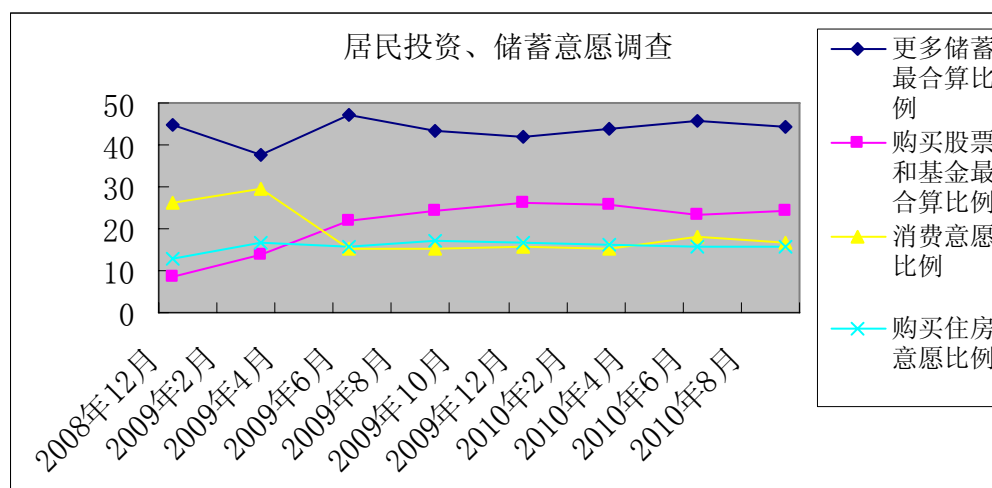
对于消费的意愿，从今年三季度的调查数据来看，选择“更多消费意愿”的居民为 16.8%，较上季度下降了 1.2 个百分点，说明目前居民消费意愿有一定程度的增强。尽管和今年年初相比，居民对于购买住房意愿的比例有所下降，但三季度居民购房意愿略高于二季度，这说明近期居民购房意愿有“抬头”迹象。

表 4：全国城镇储户问卷调查

日期	更多储蓄最合算比例	购买股票和基金最合算比例	消费意愿比例	购买住房意愿比例
2008/12	44.80	8.70	26.10	12.70
2009/03	37.50	13.80	29.60	16.70
2009/06	47.00	22.10	15.10	15.80
2009/09	43.10	24.50	15.30	17.10
2009/12	42.00	26.10	15.90	16.50
2010/03	43.60	25.80	15.30	16.00
2010/06	45.70	23.10	18.00	15.50
2010/09	44.40	24.20	16.80	15.60

数据来源：wind、爱建证券研发部

图 38：居民投资、储蓄意愿调查



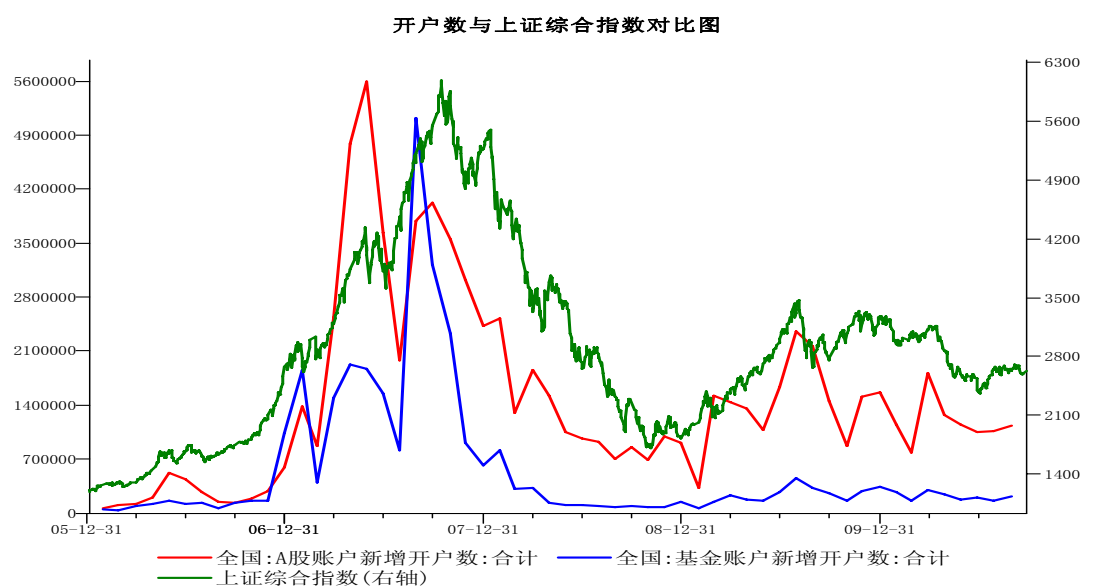
数据来源：wind、爱建证券研发部

2、开户数与股市密切相关

从开户指标来看，沪深股票和基金账户的开户数和大盘的运动方向有一定的相关性。我们从图表

中可以看出开户数比大盘先见顶，而比大盘晚见底，从投资者的心态来看比较容易理解这个现象。目前沪深股票和基金开户数短期内正处于触底反弹之中，预示着未来行情有着继续向上的可能性。

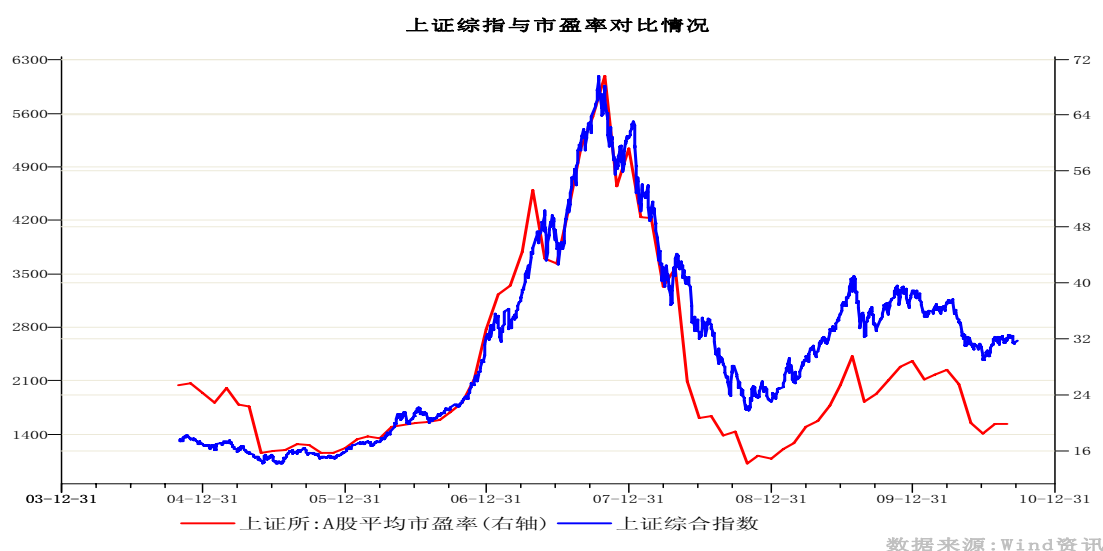
图 39：开户数与上证综合指数对比



六、A股市场整体估值分析

根据 WIND 的数据统计，目前上证综指在 2600 点附近，那对应的平均市盈率在 19 倍左右；从历史来看，目前平均市盈率和上证综指在 2006 年 1700 点附近的平均市盈率比较接近，因此，A 股市场还处在历史相对低估区。

图 40：上证综指与市盈率对比情况



(一) DDM 模型预测股市

表 5：沪深 300 四季度 DDM 模型估值分析结果（收盘点位）

		显性阶段		半显性阶段 I	半显性阶段 II	永续阶段	10 年合理 PE 均值	10 年末合 理点位
乐观情景	2009 年	2010	2011	2012-2020	2021-2030	2031 年后	18.71	3055.41
增长率	25%	30%	35%	50%	线性递减	3%		
股权成本		8.5%	8.5%	9.0%	8.0%	6.0%		
分红率		30%	35%	40%	线性递增	50%		
中性情景	2009 年	2010	2011	2012-2020	2021-2030	2031 年后	17.35	2834.02
增长率	25%	25%	30%	40%	线性递减	3%		
股权成本		8.5%	8.5%	9.0%	8.0%	6.0%		
分红率		25%	30%	35%	线性递增	50%		
悲观情景	2009 年	2010	2011	2012-2020	2021-2030	2031 年后	14.65	2393.17
增长率	25%	20%	25%	30%	线性递减	3%		
股权成本		9.0%	8.5%	9.0%	8.5%	6.0%		
分红率		20%	20%	35%	线性递增	50%		

数据来源：爱建证券

(二) 指数进入区间振荡状态 结构性热点板块继续走强

6.1 大盘分析：

我们认为 2010 年第四季度 A 股市场将进入区间振荡整理状态，以上证综指为例，2500 点—2800 点之间为主要运行空间，极端区域可能会扩大至 2400 点—2800 点，其中 2600 点为指数运行的中轴线。但相比第三季度在 2600 点—2700 点的小箱体运行状态来看，第四季度上证综指在 2500 点—2800 点的大箱体运行的概率更大。理由如下：

1、进入第四季度后，市场的供求关系将不如第三季度那么有利于多头。11 月份的限售股解禁占全年解禁量的 51%，其中中国石油占 48%，其余基本为创业板。我们预计中国石油的大股东解禁意愿不强。虽然创业板仅占 3% 左右，但从创业板 2010 年上半年的经营业绩来看，高风险并没有体现高收益，而近期出现的大量创业板高管离职现象说明未来创业板将面临价值回归和大量减持的局面。

2、按照惯例，每年的 11 月底是我国全国经济工作会议召开的时期。在经历了今年产业结构的大调整后，未来我国经济的走向到底面临怎样的趋势，市场将处于等待观望状态，对应证券市场的反应是维持区间振荡格局。

3、每年 12 月份是机构对一年的操作进行结帐盘点的一个时间段，其中借贷资金的回收对市场有一定的负面影响。

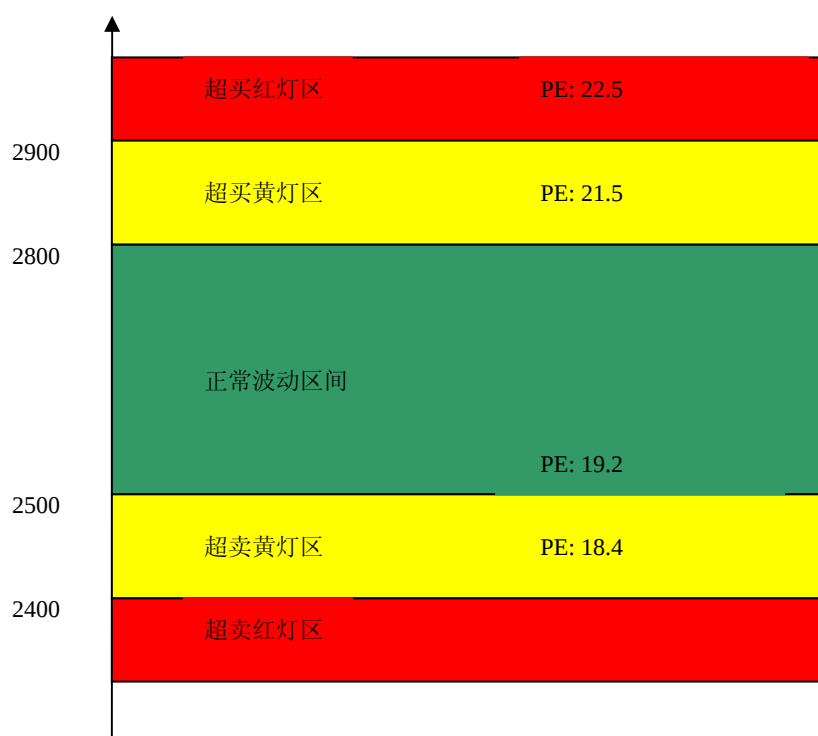
4、进入 7 月以来，以中小板为主的炒作行情在股价方面对题材性的“故事”已经有所透支，市场将寻找未来有更稳定政策面支持的板块；

6.2 结论：

1、我们判断 2010 年第四季度大盘仍然以箱体振荡形式运行，但是考虑到基本面上的利空因素和不确定因素相比第三季度要多一些，尤其是 A 股市场的供求关系略显供大于求，不过考虑到市场情绪和外围市场的影响，预计指数震荡范围将在比第三季度时要更为宽广；

2、我们预计 2010 年第四季度上证综指主要运行区间在 2500 点—2800 点范围，极端区域扩大为 2400 点—3000 点。

图 41：上证综合指数 2010 年第四季度预测运行图



数据来源：wind 爱建证券

第四部分：第四季度投资策略

一、投资策略

在 2010 年爱建证券下半年投资策略报告中，我们提出了在上证综指 2400 点以下可做系统性投资建仓。如今第三季度即将过去，上证综指基本在 2600 点—2700 点之间运行。如前文所述，由于我们分析认为第四季度宏观政策面将以静制动、变化不大，而其它影响证券市场的基本面因素最乐观状态比上半年好但不如第三季度，受此影响我们预计第四季度上证综指将在 2500 点—2800 点之间区间振荡，极端区域可以扩大至 2400 点—3000 点的范围。在投资标的上建议抓“大”放“小”，即以有持续政策支持的大消费板块、有明确事件发生周期的央企重组概念板块以及有多重题材概念重合的题材股。为此我们提出两种较为实际的投资策略：

1、系统性交易策略：

以上证综指为例，2500 点附近可以考虑做系统性投资建仓，仓位比例可以适当放大至 80%左右，主要以 180ETF 为投资标的样本，在 2600 点附近 50%仓位，2800 点以上仓位控制在 30%以下；

2、继续把握结构性热点投资机会的投资策略：

由于我们判断第四季度大盘仍然以振荡为主，虽然可以继续“轻指数重个股”的交易形式，但考虑到相当部分的题材股的股价已经透支了题材性事件的中线“故事情节”，再加上目前管理层对中小盘的过度炒作现象的监管力度不断加强，所以我们将对题材性热点的把握方式于第三季度时略做修整。主要的投资焦点将聚焦在受政策面持续支持的板块上。这样的投资方式所投入的资金可以控制在 30%--80%之间，当上证综指在 2500 附近时以 80%仓位为宜，当指数在 2600 点附近时保留 50%仓位，2800 点以上时只保留 30%的仓位。

主要关注的行业及投资主题：

- （一）大消费板块：旅游酒店、食品饮料、商业零售、家电、汽车、医药；
- （二）央企重组：央企重组进入“百日大限”倒计时，第四季度是此事件发展的高峰期；
- （三）多重题材重叠的板块：区域经济、产业政策振兴、人民币升值或资产重组等概念中至少有两重概念的上市公司。
- （四）通胀预期板块：黄金、有色金属、煤炭、白酒等。

二、行业分析与配置

（一）大消费板块：旅游酒店、商业零售、家电、汽车；

1. 1 食品饮料：

投资要点：

●2010 年第四季度我国出口形势依然不乐观，投资面临众多行业产能过剩难题，防通胀将被提高到日益重要位置，促进消费是政府巩固国民经济企稳回升势头的必然选择。食品饮料行业是消费领域的重要行业，政府促进消费政策有利于食品饮料行业上市公司扩大经营规模，提高经营业绩。

●2010 年第四季度我国粮食价格将在高位运行，是推动食品饮料价格上涨的重要力量。

●2009 年高档白酒提价效应和消费旺季到来将大幅度提升白酒上市公司同比和环比经营业绩。

●消费旺季到来将大幅度提升葡萄酒和黄酒上市公司环比经营业绩。

●第四季度是啤酒消费淡季，但是啤酒行业上市公司经营业绩同比预计大幅度增长。

●国内白糖供不应求，国际糖价大跌后继续反弹。

●第四季度是猪肉消费旺季，猪肉价格将继续震荡上涨。

●第四季度我国奶业龙头上市公司经营业绩将继续稳定增长。

●投资策略：

2010 年第四季度，食品饮料行业内各子行业由于受产品价格变化、季节变化等因素影响强弱将发生变化，食品饮料行业总体预计继续强于大市，给予食品饮料行业“强于大市”评级。

●重点公司：

2010 年第四季度，食品饮料行业存在三条投资主线，第一条投资主线是生产和消费旺季带来的投资机会，重点公司有贵州茅台、张裕 A 等；第二条投资主线是产品预计涨价带来的投资机会，重点公司有南宁糖业、双汇发展等；第三条投资主线是重组、增发和股权激励效应带来的投资机会，重点公司有通葡股份、ST 中葡、光明乳业等。

1. 2、商业零售：

投资要点：

●零售行业表现强于大盘，体现出防御性特征

自今年 1 月份以来，商业零售板块整体表现出了一定的防御性特征。从涨跌幅的情况来看，截至到目前零售板块的算术平均涨幅为 12%，而同期的沪深 300 指数下跌了 12.11%，上证综合成份指数上涨了 0.21%。同时各个行业板块中商业板块的表现也相对靠前。

●四季度行业有望仍处景气通道中

四季度为行业的传统旺季，我们认为行业将仍处在一轮景气向好的趋势中：（1）社会消费能力呈现稳健增长态势，数据总体向好态势未改，预计全年名义增长水平在 19%左右；（2）与市场拟合度较高的全国千家商业企业销售指标与百家重点大型零售企业指标保持较好增长；（3）消费者与行业企业家信心指数以及居民收入状况近期总体保持恢复态势；（4）各家零售企业中期业绩仍维持较快增长，部分企业第二季度业绩明显好于第一季度。预计今年全年我们重点关注的企业业绩增长有望超过 30%。

● 板块估值尚有吸引力，但溢价率已无优势

目前零售行业整体估值在 40 倍左右，相较过去 5 年行业平均 42 倍左右的市盈率仍具有吸引力，我们认为在预计行业业绩增长有望达到 30%的前提下，现阶段行业今年 30 倍左右的预测市盈率可以给出一定的安全边际。但就相对溢价率水平来看，行业现已超出行业近 5 年的平均水平，接近较高水平且相对优势已不明显。

● 政策面有望继续深化，将有助于行业继续向好

2010 年，中央决定进一步完善各项鼓励消费的政策措施，总体力度进一步加大，对消费品市场较快增长继续形成有力的支撑，年底前鼓励家电、汽车等商品消费的政策也将继续对带动消费品的较好增长发挥重要作用。同时，各地区商贸流通企业的做大做强也已开始步入实质阶段。

● 关注中长期下行业的自身特点与发展趋势

我们认为，我国零售行业的发展是一个长期过程。在现阶段消费升级与消费普及的背景下关注行业自身的现状与未来发展趋势是必要的。总体来看这些主要的行业与公司特征包括：(1)公司业态呈现出多元化发展态势；(2)新型细分市场蕴涵出成长空间；(3)消费下移趋势有所显现；(4)区域差异驱动行业发展；(5)企业向自营化回归；(6)企业扩张步伐进一步加快；(7)拥有自有物业成为重要标准；(8)国际商业资本逐步加压。

● 投资策略：

策略上以“业绩稳定+成长潜力大+故事题材预期”的思路不变。这里我们把商业零售行业的投资主线分为三种，即企业的实在业绩、未来成长潜力以及题材故事的概念。同时，在结合考虑到第四季度行业自身的发展特点以及我们对全年行业业绩整体较好的判断，维持之前我们对行业“强于大势”的投资评级。我们认为未来包括零售业在内的消费增长动力将主要来自于城镇化建设的推进、产业向中西部迁移、收入分配机制的改革等一系列因素。

● 重点公司：

新华百货、友谊股份、王府井、鄂武商 A、成商集团、友阿股份、中兴商业、广州友谊、天音控股。

1. 3、家电

投资要点：

● 目前板块估值合理，处于历史均值附近，但不排除随大盘波动的可能性。本次房地产调控影响将略弱于历史，在经济不出现二次探底情况下，家电需求有望平稳（低增长率）过渡。第四季度行业将迎来利空出尽。

● 家电下乡连续三月销售屡创新高，2010 年 5-7 月，家电下乡月销售额连续三月屡创新高，这是家电下乡政策效果持续深化，以及冰箱进入销售旺季的结果。2010 年 1-7 月家电下乡累计销售 837 亿元，2010 年下半年在家电下乡效果深化和以旧换新政策实施范围扩大带动下，家电行业市场规模将实现 15%左右的增长。

● 下乡产品持续高端化趋势不改 我国农村的购买力在显著提升，无论是上半年累计数据还是分季度数据，农村居民人均收入的增速远高于去年同期。因此农村居民在选购家电等耐用消费品时价格导向性不再那么明显，也开始追求品牌和品质。这一点从家电下乡产品销售均价即可体现，7 月份下乡产品销售均价为 2372.20 元，同比提高 14.97%，环比增长 4.53%；1-7 月均价为 2134.62 元，同比提高 18.32%。下乡产品高端化将仍是未来趋势。

● 消费升级、以旧换新将进一步刺激电视机行业：以旧换新政策于 6 月向全国推广。将会显著提高城市家电更新换代速度，预计截止今年年底以旧换新累计销售将达到 1400 亿元（包括 09 年的 140 亿元）。随着试点经验推广和宣传力度加大，到今年 4 季度和明年 1 季度全国以旧换新家电销售将会进入新高潮。电视机在农村以及城市的饱和度已经很高，一般消费均为升级换代需求，看好液晶显示器持续的增长。

● 关注下半年房地产销量回升、经济适用房加快建设带来的机会：空调行业销售增长可期。

我们对近三年来房地产销售面积和家电内销增速进行相关性分析,得到以下结论:空调行业和房地产市场的相关性最大,其他相关性由大到小依次为冰箱、彩电、洗衣机。之所以会出现以上情况,主要由于部分消费者更换新房后,空调本身拆装较为麻烦,需要用户额外付出一定的安装费用,另外还与每户新房需要至少一台或者一台以上空调有关,因此,空调内销和房地产的相关性更强。

●照明行业景气可持续。照明行业毛利率和利润率都处于行业历史高位,而行业收入也出现高速增长。我们预计下半年行业的景气度在出口带动下能够持续。行业的景气可能导致照明企业能够在家电行业的下行中获得相对收益。

●投资策略:

2010 年四季度乃至 2011 年政策红利仍将继续持续。从今年目前的数据来看,各个子行业都保持较高的增速,我们城市、农村的家电保有量还有比较大的发展空间。我们有理由相信这一势头会一直延续下去。

产品升级创新所带来的新增需求。随着产品技术不断的更新换代以及我国年龄层次的变化,现在年轻人的消费理念已经和以往大不一样了。在电视机方面,技术创新层出不穷。新的网络电视、数字电视、3D 电视以及新一代的 oled 电视将会逐步深入大众,变频空调也将会是未来的主流发展方向。从产品结构来看,大众对冰箱以及洗衣机的消费更趋向于高端产品,三门的冰箱、滚筒洗衣机的销售占比不断提高。

●重点公司:

家电下乡收益:青岛海尔,美的电器;商用空调:格力电器;Ledtv:海信电器;照明:浙江阳光。

1. 4、汽车制造:

投资要点:

●销量超预期,全年有望实现“前高后不低”。

中国汽车技术研究中心统计数据显示,8 月份,全国汽车产量完成 120.42 万辆,环比降低 2.74%,同比增长 10.15%;销量完成 121.55 万辆,环比增长 15.1%,同比增长 55.7%,其中乘用车环比大涨 18.9%。就细分车型来看,轿车景气度回升,大中客销售仍然向好,中重卡出现季节性回落,但全年已经实现了超预期增长。

●新能源汽车值得长期跟踪。

国家对于新能源汽车的发展规划已经指引了行业未来趋势,在通往纯电动的目标上,混合动力将是主要的技术路径。我们认为,客车与轿车有望最先受益。在电池、电机、电控上拥有资源与技术优势的车企值得关注。

●促销力度加大,库存仍在合理区间。

数据显示,连月以来,产量小于销量的状态得以持续,8 月份销量环比上升产量环比下降的情况就是最好的说明。根据我们的调研,整车厂商的产能扩张趋于谨慎,真正的大规模释放可能要到 2012 年及以后。受促销力度加大影响,销售渠道的库存水平处于合理区间,整车厂与经销商之间的库存动态平衡机制发挥了重要作用。此外,汽车价格体系也相对稳定。

●政策助推节能车型热销。

从发改委公布的 2 批“节能汽车推广目录”来看,第一批有 16 个厂家 30 个品牌的 71 款车型入围,第二批有 12 家厂商 30 个品牌的 61 款车型入围,节能车补贴范围扩大到 60 个车型品牌。我们预计,年内可能推出第三批、第四批,随着补贴范围的推广和加大,可以抵消因为购置税到期带来的影响,并且持续看好节能减排车型以及相关的上市公司。

●出口逐步好转。

7 月,我国共出口汽车 4.65 万辆,同比增长 107%;其中乘用车出口 2.55 万辆,同比增长 161%;商用车出口 2.10 万辆,同比增长 66%。1-7 月,共出口汽车 28.89 万辆,同比增长 75%;其中乘用车出口 14.65 万辆,同比增长 125%,商用车出口 14.24 万辆,同比增长 43%。出口仍然恢复较快。我

们预计，汽车行业出口逐步好转的趋势将延续。

●行业景气度仍处高位。

1-6 月，17 家汽车重点企业（集团）实现营业收入 10375 亿元，同比增长 63%，增长幅度超过汽车行业销量 48% 的增幅。17 家重点企业实现利润总额 1080 亿元，同比增长 156%，6 月份 17 家重点企业实现营业收入 1753 亿元，同比增长 35%；实现利润总额 209 亿元，同比增长 86%；6 月份 17 家重点企业毛利率为 18%，仍然处于高位。汽车行业毛利率历史平均水平在 16% 左右，目前接近 18% 的毛利率远高于行业历史平均水平。

●投资策略。

我们预计全年销量有望突破 1700 万辆，接近 1750 万辆的水平。相当于同比增长 25%-29% 的幅度，重点关注轿车以及客车两个子行业，并关注新能源汽车的进展以及对整车厂商的受益程度。受行业景气度仍在高位且全年销量存在超预期的可能，我们给予行业“强于大势”的投资评级。目前行业 2010 年的 PE 在 15 倍左右，龙头公司更低。

●重点公司：

我们推荐上海汽车（600104）、江铃汽车（000550）、宇通客车（600066）、福田汽车（600166）、中国重汽（000951）。

1. 5、医药：

投资要点：

●由于我国人口老龄化趋势加速导致的老龄人口基数大幅增加；我国城镇化率及人均收入水平的提高；政府对医疗卫生事业投入的加大；新药防创能力的进一步提高等多方面因素共同支持，站在中长期的角度，我们坚定的看好医药行业，认为行业指数将继续大幅跑赢上证综指。

●由于调控药价等利空政策将逐步释放、行业整体增速将逐季走低、甲流疫情基本结束、行业相对上证综指的溢价仍处历史高位等多重短期负面因素明显占上风的背景下，站在短期的角度，我们对医药行业持中性的观点。

●投资策略：我们认为可以从以下四条途径挖掘医药行业第四季度的投资机会：（1）上市定价合理，未被市场爆炒过且成长性良好的公司（2）受调控药价等负面政策影响较小的细分子行业龙头公司（3）部分优质的创业板企业，上市一年后，在小非抛压下，价值回归合理的公司（4）稳健成长，可以用时间换空间的公司。我们维持医药行业第四季度“中性”的投资评级，但认为行业在四季度相对于上证综指的表现将强于三季度。

●重点公司：

科伦药业（002422）、白云山（000522）、康美药业（600518）和一致药业（000028）。

（二）央企重组：

2010 年 8 月执掌国资委 7 年的李荣融退了，王勇接替国资委主任的位置。但是央企重组的大幕已经拉开未来仍将持续，年内要把中央企业调整到 100 家以内”依旧是国资委当下的头等大事。未来 3 个多月的时间内至少需重组 23 家央企，才能完成预定目标。这样密集的重组是史无前例的，也给股市带来持续的投资机会。

根据国资委在 2006 年推出的《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》中明确提出的央企调整目标，央企必须占有业界前三强的地位。同时今年上半年国资委主任李荣融在日前召开的央企负责人会议上再就此表态，“要以组建国新资产管理公司为契机，加快中央企业重组和调整步伐，今年内把中央企业调整到 100 家以内。”由此可见，即将成立的国新资产管理公司将在下半年这场大

重组中起到举足轻重的作用。

实际上，早在 2005 年，国资委就开始筹建这家公司，当时业界传闻为“中投二号”，直到今年初公司名称确定为“国新资产管理公司”并获得了国务院批准。有消息称，这家以促进央企整合为重任的资产管理公司将在国庆前后挂牌成立，其注册的资本金将来自于国有资本经营预算的收益，首批装入的央企将在 10 家左右，随后将按照“成熟一家推进一家”的原则稳步推进。

现有的 123 家央企拥有 274 家上市公司，尽管数量众多，但行业分布非常不均匀，如何才能挑选到合适的公司？我们从央企行业整合的可能性，央企所处的行业位置，上市公司目前股权架构等方面进行考虑。

根据产业链或产业板块进行重组，做大做强央企，是央企布局结构调整的一个主要思路。近几年来，国资委已完成或正在进行的行业或行业板块重组包括电信行业企业重组、航空工业企业重组、医药板块企业重组、电网主辅分离等。去年国资委还进一步完善了国际集团、国药集团、中国五矿等一批企业的产业链和价值链。因此未来能够进行整合的央企行业是要考虑的，其中钢铁、有色行业可能会是整合的先锋。国资委和工信部明确将重点培育 3-5 家具有较强国际竞争力的钢企，积极推进 6-7 家具有较强实力的钢铁企业集团在全国范围内实施战略性兼并重组，因此钢铁业未来整合预期强烈。有色行业来看未来要整合成 2-3 家全球有话语权的公司，4-5 家有竞争力的公司。未来这两个行业的央企要重点关注。

其次从上市公司所涉及的央企在整个国资委旗下公司地位来看：科研院所和排名靠后的央企整合的概率很大。

表 6：央企单位的科研院所公司

央企单位	旗下上市公司	持股比例
北京有色金属研究总院	有研硅股	39.68%
北京矿冶研究总院	北矿磁材	49.58%
电信科学技术研究院	大唐电信	30.64%
	高鸿股份	12.36%
武汉邮电科学研究院	烽火通信	56.83%
	光迅科技	46.25%
上海医药工业研究院	现代制药	38.15%

表 7：央企排名靠后的公司

央企单位	旗下上市公司	持股比例
中国房地产开发集团	*ST 中房	24.93%
	ST 重实	54.19%
中国交通建设集团	路桥建设	61.06%
上海普天信息产业集团	上海普天	51.45%
	东方通信	48.77%
中国农业发展集团	中水渔业	25.36%
	中牧股份	58.46%
中国医药集团	国药股份	44.01%
新兴铸管集团	新兴铸管	49.33%
中国乐凯胶片集团	乐凯胶片	35.61%
彩虹集团	彩虹股份	40.49%

数据来源：爱建证券

排名靠后的公司完全有可能被注入到中投二号中去，未来国资委推出重组的可能性很大，因为国

国资委规定央企至少在规模上做到行业前三名，做不到就要重组。

最后是央企注入上市公司概念，由于央企资产注入上市公司将显著提升上市公司业绩，因此这个概念历来是关注的重点，但并非所有行业央企都有资产整合或资产注入的预期，在央企须保持绝对控制力的军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运等七大行业中，我们认为军工是未来的看点。而在装备制造、汽车、电子信息等支柱行业中，上市公司资产占央企集团资产比重比较低，整合空间更大。同时，支柱产业未来涉及中国经济的转型，其国资布局的调整与整合的空间更大。

表 8：军工行业中涉及央企上市公司

企业(集团)名称	旗下上市公司	持股比例
中国航天科技集团公司	中国卫星	51.32%
中国航天科工集团公司	航天信息	40.08%
	中航光电	43.34%
中国航空工业集团公司	东安动力	54.51%
	洪都航空	55.29%
	*ST 昌河	49.93%

数据来源：爱建证券

（三）多重题材重叠的板块：区域经济、产业政策振兴、人民币升值或资产重组等概念中至少有两重概念的上市公司。

3. 1、传媒行业：

投资要点：

●技术的进步和文化体制改革的深化给整个媒体行业带来了巨大的发展机会：传统媒体面临融合与改革，新媒体面临爆发性增长的市场和全新的盈利模式。从投资品种的选择来说，我们重点关注业绩增长确定、具有高成长性的新媒体公司，以及三网融合政策推动下正在发生重大变革的有线网络运营商。

●出版业保持持续增长，稳中有升。中国新闻出版业 2008 年仍保持持续增长、稳中有升的态势。报告认为，2010 年被称为出版业的改革决胜年，中国出版业的发展将在 2009 年改革全面深化的基础上，基本完成全国出版机构的企业化转制。

电影产业迎来黄金机遇期。2009 年我国内地电影市场成为全球增长最快的票房市场之一。全年电影产业总收入为 106.65 亿元，同比增长 26.47%。院线银幕数量增长 15.3%，保障了票房规模的持续扩张。2010 年 3 月，内地票房与观众人次较去年同期继续高速增长 141%和 83%。我国电影经济总量年均增长速度将达 20%以上。到今年六月我国电视票房已经超过 50 亿，接近去年全年的数量。经历了前五年的快速增长，我国网游市场将进入平稳发展阶段，市场规模将以较慢速度增长，市场规模趋向集中化。目前我国网络游戏市场规模已近 300 亿元，预计 2014 年将超过 500 亿元。

●三网融合加大力度：三网融合政策提出的阶段性目标中第一阶段“2010 年至 2012 年重点开展广电和电信业务双向进入试点”实际上是对有线网络行业的宽限期和扶持期，利用三年时间使有线网络行业能够在网络承载能力、服务能力和市场能力上得以和电信企业达到接近的水平。

●传媒上市潮放大三网融合的正面效应：文化产业已经站上国家战略性新兴产业的位置。2009 年可称是中国文化产业发展的“转型之年”。国际金融危机凸显了文化产业的特殊优势，文化产业已经登上了国家战略性新兴产业的位置。政府为了加大在新媒体领域的话语权，推动 10 家新闻网站上市，人民网和东方网有望年内率先上市；同时鼓励有线运营商上市融资，武汉有线和广东有线展开借壳上市；

华谊兄弟上市之后，内容制作领域的中影和上影也有望年内上市。我们认为传媒领域的上市潮会进一步放大三网融合的正面效应，刺激相关股票的表现。

●投资策略：

维持对行业整体中性的评级。主要投资思路：关注传统传媒中具有外延发展潜力的公司。

●重点公司：

传统媒体中具有外延发展潜力的：电广传媒、东方明珠、博瑞传播；具有高成长空间的新媒体：华谊兄弟、奥飞动漫、省广股份。

3. 2、电子行业：

投资要点：

●**四季度行业将高位运行** 最新数据显示，全球半导体市场销售保持高位运行，与历史数据比较，目前销售数据已经恢复且好于危机前水平。厂商的产能利用率目前维持高位。产能的释放有效降低了企业成本，提升了企业的盈利能力。半导体设备订单出货比的持续高位运行，反映了2010年产业复苏的持续性和确定性。不过由于销售过大，提前释放了一些三、四季度的需求，四季度销售旺季到来，预计收入仍然维持高位但增速会有所回落。

●**国内电子行业具有更强的爆发力** 国内电子行业已经是全球电子行业的重要生产基地，是全球电子产业链中的重要一环。全球电子行业的复苏将带动国内电子行业的复苏。同时在国内政策以及消费需求的推动下，国内电子行业将具有更强的爆发力。

●**新兴产业和新兴消费依然是主线** 综合全球以及国内的经济、政策和市场环境，我国电子元器件行业的复苏基础坚实，后续动力更加强劲。在新兴产业崛起和新兴消费品普及的驱动下，我们认为作为有良好发展前景的LED、LCD以及触摸屏、智能终端相关电子和功率器件的成长更加确定。

●投资策略：

行业大幅普涨将会过去 电子行业随着业绩的良好表现带来整个行业的普涨是今年电子元器件板块的市场现象。随着行业增速归于正常增速，一些确定性更高的细分行业或个别业绩突出的公司有优异表现，可能是未来行情的主要特征。我们建议要重点关注此类投资，并维持电子元器件行业“强于大势”的评级。

●重点公司：

深天马（000050）、佛山照明（000541）、彩虹股份（600707）、士兰微（600460）等。

3. 3、电气设备：

投资要点：

●**电网投资低迷，四季度有望转暖**：1-7月份，全国全社会用电量23989亿千瓦时，同比增长20.25%。1-7月份，全国电源基本建设完成投资1668亿元，电网基本建设完成投资1450亿元。电网上半年投资呈现收缩趋势，预计下半年在特高压和农网的带动下有所回暖。

●**示范工程验收，特高压一触即发**：继新疆电网与西北电网、西藏电网与青海电网并网之后，国家电网的又一项重大工程1000千伏晋东南—南阳—荆门特高压交流试验示范工程8月初通过了国家验收，该线路全长640km，于2009年1月6日投运后，已累计运行583天，输送电量157.54亿kw·h。该工程设备国产化率达到90%，确立了我国在特高压输电技术研究、装备制造等领域的国际领先地位，中国的电网正式步入了“特高压”时代。

●**三纵三横一环网，十二五计划投资3500亿元**：按照国网、南网的相关规划，到2015年，我国特高压将形成“三纵三横一环网”。根据国家电网的测算，到2020年，晋陕蒙宁新等西部煤电基地规划向中东部地区外送煤电2.34亿千瓦，其中通过特高压交直流电网外送1.97亿千瓦。我们预计，“十二五”期间，我国交直流特高压总投资将达到3,500~4,000亿元。而2010年预计特高压投资不足300亿元，未来市场空间广阔。我们预计特高压在2011~2013年将出现爆发式增长，年均复合

增长有望超过 60%。

●投资策略：

交流特高压作为未来我国的骨干电网，未来 2~3 年的建设进度将明显快于直流特高压。而直流特高压则相等于电力的“高速公路”，建设进度更为平均。由于特高压电网技术难度远高于 500kv 线路，所以只有各个细分行业的龙头企业可以受益，竞争并不激烈，相对收益也更高。国家电网 2010 年第四批一次设备集中招标中，500 千伏变压器招标容量创历史记录，为特高压工程进行配套。500 千伏开关、互感器等设备及其配套的电容器等设备放量在后续招标中将有所体现。

●重点股票：

对于特高压收益的顺序，我们认为首先是一次设备收益最大（变压器、GIS、隔离开关），建议关注特变电工（600089）、中国西电（601179）、平高电气（600312）；其次是二次设备（换流阀、保护系统、串联补偿），关注许继电气（00400）、思源电气（002028）、荣信股份（002123）。

3. 4、水泥行业：

投资要点：

●年初以来的市场忧虑，市场价格大幅下降：

年初以来，市场一直忧虑国家宏观经济政策过分转向紧缩，而且担心“调结构”会影响经济的增速，上半年水泥行业整体调整幅度较大，正是反映这个预期。由于房地产市场的火爆，使得房价节节攀升，上半年政府出手房地产调控，出台被誉为最严厉的“国十条”政策调控措施。4月份以来，房地产销售交易情况同比大幅下滑，由于房地产需求占到水泥整体需求的30%左右，因此市场担心会影响整体的水泥需求。

●这几个月来的情况，水泥价格反弹，之前市场预期或许过分悲观了

我们发现，随着经济结构的调整，经济增速有所下降，但是财政政策和货币政策的紧缩并没有如市场之前预期的强烈，管理层也强调“调结构”的同时必须保持宏观经济的稳定增长，投资将较长时间内还将是国内经济的重要发动机，尽管全年固定资产投资增速可能维持前高后低的状况（受去年基数影响），但全年应该可以维持在20%以上的增速水平。2010年5月发布的保障性住房建设的通知。住建部与各地签保障房“军令状”实施安居工程：5月19日上午，住房和城乡建设部与省、自治区、直辖市人民政府以及新疆生产建设兵团签订2010年住房保障工作目标责任书，要求确保完成2010年保障房建设任务。今年全国要继续大规模实施保障房安居工程，共建设各类保障性住房和棚户区改造住房580万套，改造农村危房120万户，均比去年有较大幅度增加。今年中央财政拟安排保障性住房专项补助资金632亿元，比上年增加了81亿元。保障性安居工程协调小组将适时对各地落实责任书的情况进行督促检查，年底将组织验收住房保障工作目标责任书的完成情况，纳入住房城乡建设部、监察部对住房保障工作的考核和问责内容。

按照披露的保障性住房建设规模，可以测算即使商品房这块投资下降10%，对整体房地产的影响也基本没有很大影响。而今年房地产投资和新开工整体保持高位，应该问题不大。

西部大开发。国家把投资的重心放在了中西部基础设施相对落后地区。“铁公机”后的有一个大投资，水利设施建设未来几年将迎来高速发展期。三季度拉闸限电对水泥行业带动东部地区水泥价格大幅上涨——淡季调价，预计可持续。

整体的大逻辑是国内城镇化的进程还将持续。

●接下来怎么看？反弹是否还会延续？我们的观点是供需面越来越乐观——来自落后产能淘汰及新增产能限制的情况。

2009.9.30发改委发布38号文，对于在建和新建投资做出严格规定；水泥固定资产投资增速2年多来首次持续5个月在40%以下，7月份更是低到14%左右，预计年底可能为负数，预示2011年下半年开始供给面将大为减少，今年预计新增3亿吨，明年预计新增1亿吨左右；

落后产能淘汰力度强于预期。比较2010年8月25日的工信部淘汰落后产能的通知比2010年5月公布的规模和力度要大很多。

●东部、中部和西部的水泥情况

东部地区水泥企业市场竞争非常成熟、西部地区水泥企业分享高成长，中部地区有望逐步走出底部。区域性的亮点很多。由于各地区域经济发展阶段和水平的差异导致区域性经济建设的内容和重点也存在较大差别，并且由于水泥存在一定运输半径制约，因此关注那些区域投资规模较大，新增产能压力较大的地方，所在地方的水泥企业盈利状况将优于其他企业。我们建议投资者重点关注新疆、甘青藏、东北及湖北地区的水泥企业。

●投资策略：

目前行业整体估值情况，市盈率为21.63倍，市净率为3.02倍。尽管6月份以来，水泥行业整体有一波不小的反弹，但整体估值情况从10年的周期来看，还是处于相对低位。

●重点公司：

冀东水泥、青松建化、天山股份、祁连山、江西水泥、华新水泥。

（四）通胀预期板块：黄金、有色金属、煤炭、白酒等。

有色金属：

投资要点：

●国内方面，中国连续出台一系列针对房地产的调控措施以及对于新兴产业的刺激政策，显示了中国政府调整经济结构，加快经济转型的决心。在此背景下，中国经济的复苏路径使得与传统的发展路径有很大区别，中国的复苏路径将不会再过渡依赖于房地产、固定资产投资、出口等。在此背景下，中国经济的增速将会有明显放缓，结构调整，经济转型加大经济复苏的不确定性。

●美国是以消费为主导的国家，其消费建立在高负债的基础之上，美国的高消费和高负债正是次贷危机产生的重要根源。次贷危机爆发之后，美国经济的复苏仍然依赖于消费的复苏，而消费的复苏无法再通过高负债来实现，这意味着美国的经济复苏绝非一帆风顺。尽管美国供应管理协会(ISM)公布的8月份的ISM制造业指数为56.3点，制造业采购活动出现了四个月来首次环比上涨。但我们认为失业率仍然维持高位、借贷的杠杆率大幅降低，美国经济前景仍有诸多不确定性因素。

●总体来看，我们认为金属价格在第4季度仍将保持宽幅振荡格局。分品种来看，铜的供给弹性最小、且铜矿品位不断下降，铜金属价格仍将是最可能创出新高的品种。鉴于经济复苏前景的不确定性以及国际货币体系的不稳定，我们仍看好黄金在第4季度的表现。

●投资策略：尽管世界经济2次探底的可能性不大，但经济复苏的前景仍有诸多不确定性因素、四季度工业金属价格难有趋势性上涨，投资机会更多来自于下跌之后的反弹。中国的经济结构调整在很长一段时间内仍将继续进行，符合国家产业政策、拥有技术禀赋或资源禀赋，未来市场空间广大的上市公司仍将是我们的重点。

重点公司：

关注自下而上的投资机会。重点推荐：西部材料、山东黄金、西藏矿业、中金岭南、铜陵有色。

附表 1：2010 年第四季度爱建证券 30 股票池

2010 年第四季度爱建证券 30 股票池

序号	代码	公司	行业	评级	EPS(元)			2010 年至今 涨幅%(截止 9 月 25 日)	10 年 EPS(元)
					2007	2008	2009		
1	600581	八一钢铁	钢铁	推荐	0.68	0.14	0.14	-24.17	0.68
2	601318	中国平安	保险	推荐	2.11	0.09	1.89	-7.93	2.23
3	600104	上海汽车	汽车	推荐	0.71	0.10	1.01	-13.17	1.23
4	600066	宇通客车	汽车	推荐	0.94	1.02	1.08	-11.04	1.46
5	000488	晨鸣纸业	造纸	推荐	0.6	0.57	0.41	-5.24	0.56
6	002422	科伦药业	医药	买入	1.28	1.75	2.38	29.44	2.63
7	000522	白云山	医药	推荐	0.28	0.16	0.23	16.68	0.45
8	600196	复星医药	医药	推荐	0.51	0.56	2.02	4.08	0.56
9	600271	航天信息	航天军工	推荐	1.53	0.9	0.66	-7.79	0.84
10	002172	澳洋科技	化工	推荐	1.54	-0.8	0.46	5.86	0.23
11	000635	英力特	化工	推荐	0.71	0.30	0.32	-24.13	1.16
12	002131	利欧股份	机械	推荐	0.69	0.47	0.65	47.75	0.41
13	600178	东安动力	机械	推荐	0.33	0.35	0.51	-29.09	0.86
14	600122	宏图高科	通信	推荐	0.18	0.45	0.45	-24.34	0.37
15	600827	友谊股份	商业零售	推荐	0.71	0.33	0.4	-8.26	0.65
16	002416	爱施德	商业零售	推荐	0.31	0.9	1.08	-0.01	1.34
17	600655	豫园商城	商业零售	增持	1.26	0.45	0.61	-3.17	0.49
18	600825	新华传媒	文化传媒	推荐	0.26	0.42	0.27	5.2	0.23
19	600832	东方明珠	文化传媒	增持	0.33	0.14	0.15	-12.92	0.18
20	600547	山东黄金	有色金属	增持	1.21	1.81	1.05	11.35	0.82
21	002088	鲁阳股份	有色金属	推荐	0.99	0.68	0.53	-26.21	0.78
22	002202	金风科技	电力设备	强烈推荐	1.4	0.91	1.25	12.89	1.05
23	002028	思源电气	电力设备	强烈推荐	1.65	1.26	2.16	-12.58	0.98
24	000911	南宁糖业	食品饮料	推荐	0.49	0.09	0.43	-19.4	0.91
25	600111	中国国航	运输物流	推荐	0.33	-0.77	0.42	25.95	0.77
26	002183	怡亚通	运输物流	推荐	0.87	0.61	0.21	22.03	0.37
27	600563	法拉电子	电子元器件	推荐	0.60	0.44	0.53	64.28	0.97
28	300053	欧比特	电子元器件	推荐	0.32	0.34	0.44	11.57	0.51
29	000401	冀东水泥	建材	推荐	0.38	0.41	0.81	7.36	1.22
30	600650	锦江投资	餐饮旅游	推荐	0.57	0.59	0.49	-26.77	0.60

数据来源：wind 爱建证券

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。