

危机转换 11 月有望反弹

——2011 年四季度 A 股投资策略

要点:

- **通胀高峰已过，回落依然反复。**在经济回落、基数降低双拖累影响下，物价攀升动力开始后劲不足，可以确认 7 月份的 CPI 高点是本轮通胀的峰值。通过对食品、非食品类价格趋势的梳理，预计 4 季度末 CPI 月度数据将回落至 5% 左右，明年 1 季度末月度数据将回落至 4% 附近。考虑到饲料价格、季节性需求、人工成本、国际流动性释放的复杂形势，未来食品类价格环比变化仍有阶段性上涨的可能，通胀高峰已过，只是投资者的通胀预期转变不会快速实现。
- **经济持续减速，下行寒意渐浓。**中国经济延续了 2 季度以来的减速格局。外需方面，欧美债务问题的解决，伴随长期的财政紧缩代价，外国经济增速可能趋势性下降，预计中国未来两个季度出口增速分别为 22%、19% 左右，考虑升值因素后，实际下滑情况可能更差。内需方面，虽然制造业投资平稳，但是地产与基建投资增速处于扩张拐点期，预计中国未来两个季度投资增速分别为 22%、21% 左右。从经济周期角度考虑，总需求和通胀双回落，必然导致经济从滞涨走向衰退。预计中国未来两个季度 GDP 增速为 8.9%、8.8% 左右；就衰退程度而言，定义其为转型期的小衰退，幅度介于 05、08 年之间。明年经济增速探底后，重新回升需要释放改革红利进行刺激，目前看 L 形波动的可能性较大。
- **股市风险转换，反弹启动的两种假设。**压制年内股指的风险因素，如欧债危机、通胀担忧在 11 月将水落石出。目前 A 股 15 倍的静态估值水平已经产生吸引力，但 A 股自我救赎的概率较小，政策外力成为 4 季度焦点。预判政策需假设不同情景，第一种情景，“欧债危机”失控，加速国内经济下行，紧缩基调可能提前松动。第二种情景，年内“欧债危机”受控，国外经济体注入增量货币后，通胀回落环境复杂，年内政策重点依然倾向于治理房价、物价，放松预期落空。如果情景一出现，2300 点上下构筑年内低点，11 月中央经济工作会议前后是敏感的时间窗口。如果情景二出现，政策放松预期落空后，2300 点并不具备支撑意义，4 季度阴跌为主；目前我们比较倾向于第一种情景的发生。
- **价值中枢下移，长期趋势堪忧。**经济下行催生业绩拐点，05、08 年两次通胀回落，都伴随 A 股净利润回落，净利润增速的底部仅领先通胀底部一个季度而已，通胀回落到底部区域的时间至少在明年下半年。今、明两年沪深 300 的净利润普遍预期为 22%、21%，中小板的净利润普遍预期分别为 36%、35%。流动性方面，PE 投资热、理财产品热、高利贷热将在经济衰退中回归常态，目前看回归储蓄且定期化的概率较大，对 A 股缺钱现状而言是远水解不了近渴的状态。今、明两年沪深 300、中小板动态 PE 分别为 10.5/8.7、27/20 倍。如果从 ROE 的变化来看，处于过去三年的顶部区域，考虑到经济衰退期，销售利润率、经营杠杆、资产周转率等相关指标下降，市场整体价值中枢仍处于下降的趋势。
- **防御为先，博弈早周期行业。**4 季度，在政策信号没有出现之前，技术反弹参与意义不大，整体上建议低仓位的防御策略；行业配置方面，2 季度以来的去库存化特征还在延续，从去库存发生的顺序“投资-可选消费-中游化工行业-必需消费”看，中上游景气回落股价上已有反应，而食品饮料、餐饮、纺织服装等必需消费品正面临景气拐点的考验。在经济缓慢衰退、存量资金博弈的背景中，从政策博弈角度考虑，具有早周期特征的行业，如汽车、钢铁、交通运输、家电、煤炭存在相对配置意义。对于大消费板块，建议经历调整风险后，自下而上选择优质公司介入；主题投资方面，建议关注超募成长股，在衰退环境中，具有雄厚资金实力、占据细分行业龙头地位的公司，仍具备穿越周期的可能性。

报告日期： 2011 年 9 月 20 日

研究员

向威达: 高凌智:
☎010-8836290 ☎0755-83516242
✉xiangwd@cgws.com ✉gaolz@cgws.com
PCN: S1070510120002 PCN: S1070510120009
王凭: 蔡保健:
☎010-88366060-8765 ☎0755-83516230
✉wangp@cgws.com ✉caibj@cgws.com
PCN: s0600210050002 PCN: S1070511080001

联系人

朱琳:
☎010-88366060-8810
✉zhulin@cgws.com
从业证书编号: S1070111030006

宏观经济指标预测 (%)

	1Q11A	2Q11A	3Q11F	4Q11F	1Q12F
固定资产当季同比增速	25.0	25.6	24.8	22.5	21.0
社会消费品零售累计增速	16.3	16.8	16.9	16.8	16.1
工业增加值累计增速	14.4	14.3	14.1	13.5	13.7
出口累计增速 (以人民币计)	21.9	18.8	17.8	15.0	12.0
出口累计增速 (以美元计)	26.4	24.0	24.3	22.1	19.3
CPI 累计同比	5.0	5.4	5.7	5.6	4.6
GDP 当季同比增速	9.7	9.5	9.4	8.9	8.8

相关报告

《通胀见顶回落，市场乍暖还寒》
——2011 年下半年 A 股投资策略

独立声明

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



目 录

一、宏观经济： 转型期的增速下行	3
1.1 通胀高峰已过，回落存在反复	3
1.2 经济持续减速，阶段寒意渐浓	5
1.3 内需观察，投资与消费双无力	8
1.4 外需观察，加速下滑难以回避	11
二、A 股市场：探底趋势中等待政策转机	15
2.1 经济衰退催生盈利拐点	15
2.2.业绩下行削弱估值底支撑	18
2.3 流动性困境下存量博弈延续	21
2.4 政策松动之窗如何打开	23
三、策略与配置：关注去库存时期的相对优势	24
3.1 投资策略：防御为先，等待政策信号	24
3.2 行业配置：去库存时期的相机抉择	24
3.3 主题配置：寻找超募优势的成长股	28
3.4 长城证券重点行业及公司跟踪表	31

一、宏观经济： 转型期的增速下行

1.1 通胀高峰已过，回落存在反复

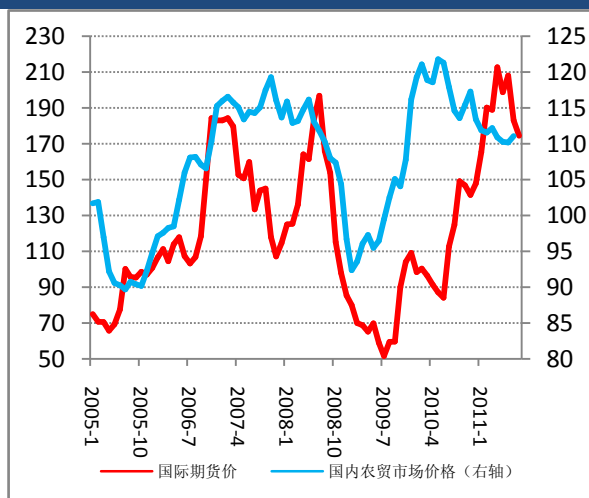
去年四季度以来的调控政策，开始显现成效，7 月份 CPI 创出本轮新高 6.5% 后，上行势头得到遏制。通过对食品、非食品类分项数据的梳理、预测，我们对本轮通胀判断如下：4 季度 CPI 逐月回落至 5% 左右，明年 1 季度回落至 4% 附近。PPI 短期较高，但也处于顶部区域。考虑到美国“QE3”、“欧债救助”投放流动性的不确定性，虽然通胀高峰已过，但是回落过程依然存在反复。

(1) 农产品价格可能重回升势

目前农产品从供需、流动性两方面，均存在超预期上涨的可能。供给方面：美国今年夏季持续干旱引起了棉花、玉米等农作物的欠收，目前对于冬季小麦等作物的生长也不容乐观。流动性方面：美国“QE3”、“欧债救助”的投放货币，存在投机可能；美国农产品供需失衡，迭加投机资金推动，国际农产品价格仍不稳定，其上涨有可能带动国内大豆和玉米价格走高，成本上升将带动食用油和猪肉的上涨，我国通胀水平（CPI 和 PPI）将再度冲高；如果 QE3 不推出，结合食品和非食品的基本面情况来看，预计四季度到明年一季度内 CPI 将持续回落，PPI 回落明显。

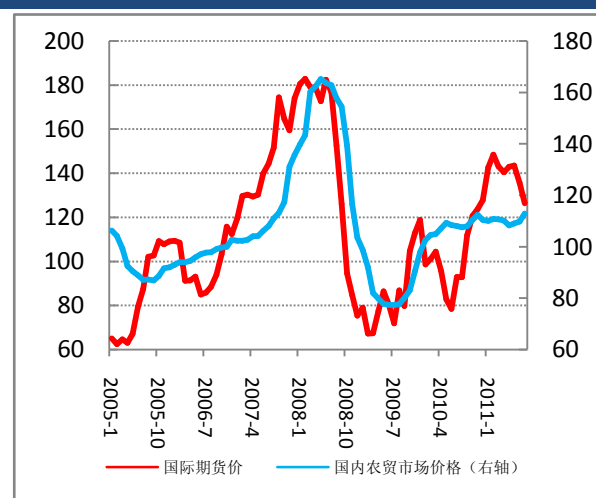
从国内玉米、大豆供应看：灾害气候、需求因素导致价格高位徘徊；夏季西南地区干旱对夏玉米丰产造成压力；而国内生猪饲养扶持政策的出台，玉米需求持续增加；另外随着淀粉糖、玉米酒精产量的大幅增长，玉米深加工的需求大幅上升；大豆方面，年初以来政府实行了限价政策，目前限价压力有所缓解后，补涨压力增加，而历年双节前后，食用油消费需求处于显著增加期，预计四季度大豆价格上涨将加速，而作为食用油成本的大豆价格的上行，亦将推动食用油价格的进一步上涨。

图 1：玉米价格同比涨幅（%）



资料来源：wind，长城证券

图 2：大豆价格同比涨幅（%）

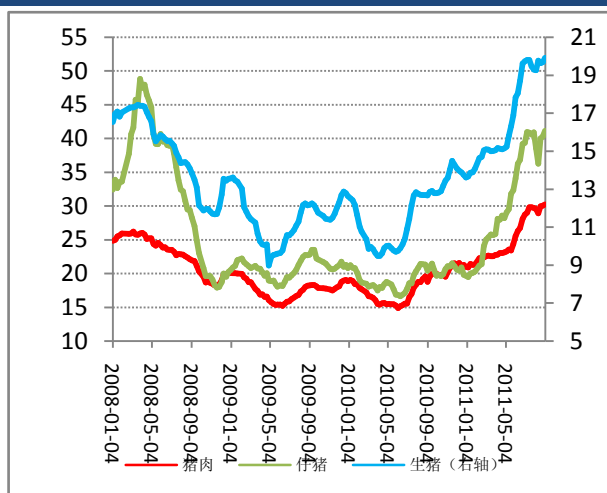


数据来源：wind，长城证券

(2) 猪肉价格四季度将高位运行

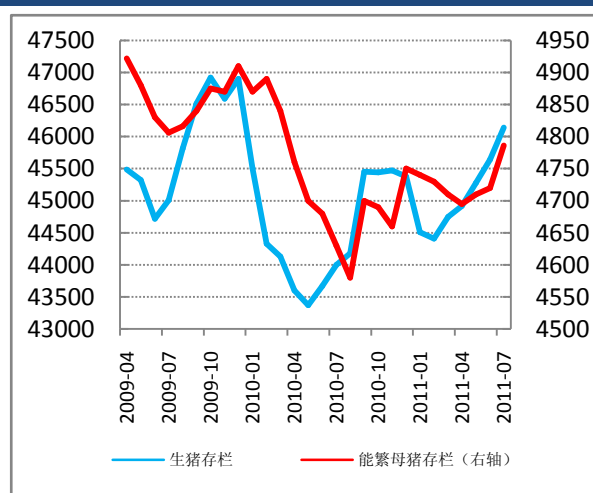
猪肉价格是食品价格波动的主要变量，我们主要观测存栏量数据、猪粮比、饲养户的预期变化。从存栏量看：2010 年能繁母猪在 8 月见底，以能繁母猪到生猪存栏约一年左右来推算，下半年生猪存栏量将明显上升，在 7 月末生猪存栏达 4.6 亿头，已经达到去年以来的最高水平。生猪存栏量大幅攀升的背景下，猪肉价格持续上行基础不断被削弱。目前猪肉价格上行主要源于饲养户的惜售预期，考虑到经济衰退的形势，生猪出栏、屠宰的数量会大幅增加。四季度是传统的猪肉消费旺季，猪肉需求亦将增加，考虑到玉米等饲料价格的上涨概率加大，综合预计四季度内猪肉价格仍将高位运行。

图 3：猪肉价格走势



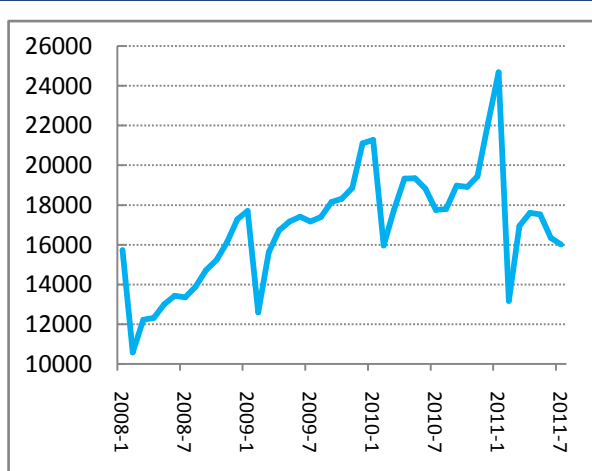
资料来源：wind，长城证券

图 4：生猪及母猪存栏量



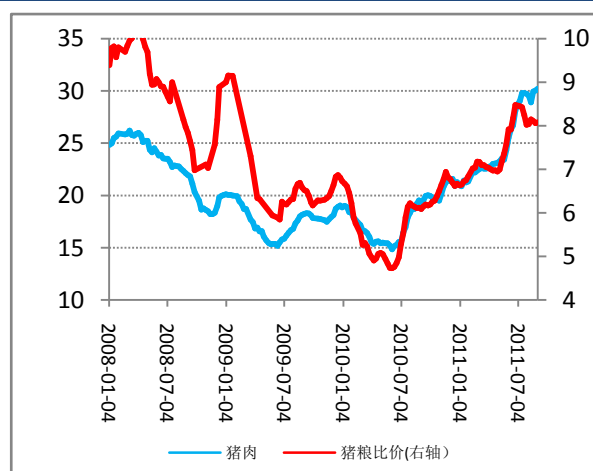
数据来源：wind，长城证券

图 5：生猪定点屠宰量



资料来源：wind，长城证券

图 6：猪肉价格与猪粮比



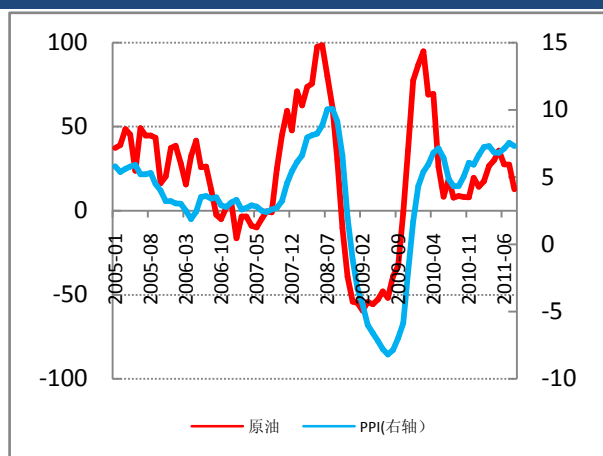
数据来源：CEIC，长城证券

(3) 未来 PPI 同比涨幅回落, CPI 非食品通胀压力减缓

国际原油价格与国内 PPI 相关性较强, 约领先 PPI 同比 2-3 个月左右, 从国际原油价格走势来看: 原油同比涨幅在 4 月到达 2010 年以来最高点后, 增速逐步回落, 8 月回落最为明显, 考虑到石油价格对 PPI 的领先性, 预计未来 PPI 同比涨幅将明显回落。

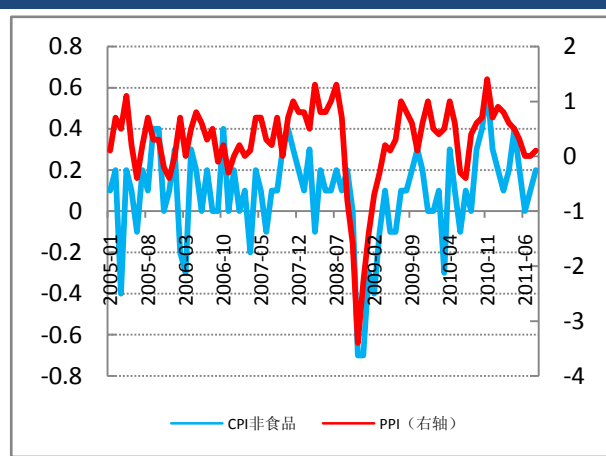
从 CPI 非食品环比与 PPI 环比走势来看: 在大多数时间里 PPI 环比约领先 CPI 2-3 个月左右, 今年以来 PPI 环比一直在下降通道中, 预计未来 CPI 非食品环比将继续在下降通道中运行, 但考虑到劳动力成本上升带来 CPI 服务价格上涨压力将长期存在, 非食品价格环比降幅有限。

图 7 : 国际原油与 PPI 同比走势 (%)



资料来源: OECD, 长城证券

图 8 : CPI 非食品与 PPI 环比走势 (%)



数据来源: OECD, 长城证券

综合以上对 CPI 和 PPI 的考虑, 在未来不推出 QE3 的情况下, 预计四季度到明年一季度内 CPI 将缓慢回落, PPI 回落明显。

表 1 : CPI 及 PPI 增速预测值 (%)

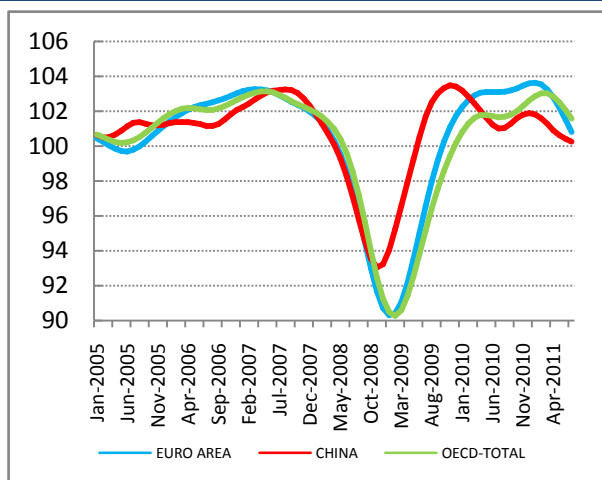
	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月
CPI	6.2	5.8	4.8	4.9	4.8	4.6	4.3
PPI	6.8	6.2	4.9	4.2	3.5	2.9	2.7

资料来源: Wind, 长城证券

1.2 经济持续减速, 阶段寒意渐浓

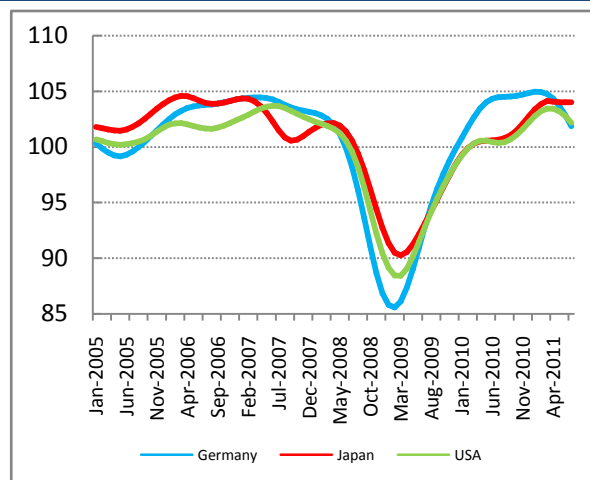
7 月 OECD 全球综合领先指标连续四个月下滑, 中国、欧盟、美国领先指标均回落, 从 OECD 指标来看: 海外需求的放缓速度要快于中国, 这意味着在未来一段时间内, 中国很可能面临海外需求较快萎缩、国内需求缓慢放缓。

图 9：OECD 综合领先指标



资料来源：OECD，长城证券

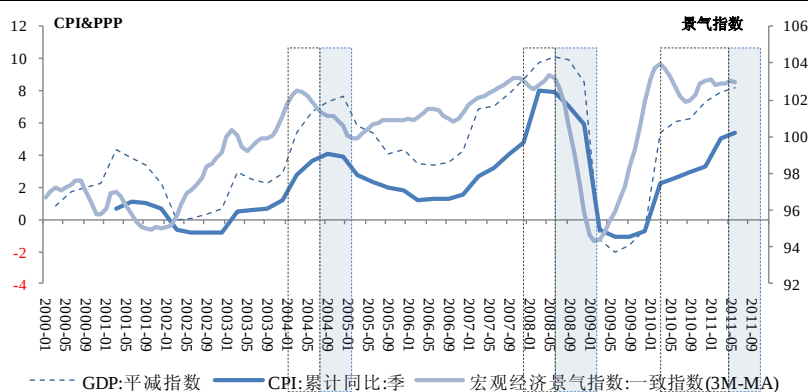
图 10：OECD 综合领先指标



数据来源：OECD，长城证券

具体到国内经济特征，已经开始从滞胀向衰退过渡。去年 4 季度以来货币供应量、工业增速受到总需求控制影响，开始下行。物价方面：资源品价格上涨、劳动力稀缺导致 CPI 屡创新高。由于去年中期货币政策一度宽松，导致本轮滞胀时期较 03 至 05 年、06 至 08 年的滞胀时期要长。但周期规律作用，总需求不降，通胀不落，总需求和广义通胀双双回落，经济将从滞胀走向衰退。

图 11：滞胀走向衰退是必经的路



数据来源：Wind，长城证券。

考虑到目前的衰退处于经济转型大背景之中，有保有压的调结构政策仍在不断出台，结合工业增速波幅变化、库存调整趋势，对于衰退程度，认为介于 05 与 08 年之间。

从转型期产能结构变化观察新兴产业相关产能处于扩张期，过去十年的传统产业处于产能收缩期，这种正负变化将减弱货币紧缩造成的经济剧烈下行程度。相应的证据可以从工业增加值有所发现。历史纵向比较，2010 年至今工业增加值增速虽然处于历史较低的中枢，但波动异常平稳且波幅收窄。也可以从工业企业库存和利润中找到证据，目前的工业产成品库存已经进入一个短周期调整阶段，但幅度较为温和。

图 12：工业增速波动率显著收窄

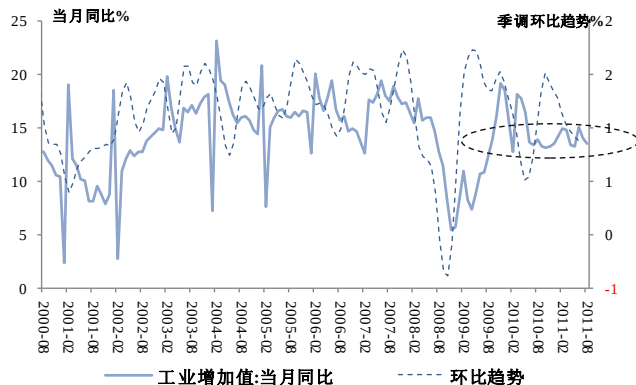
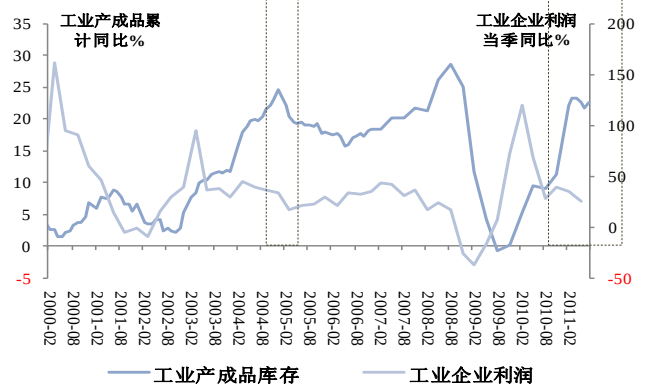


图 13：库存调整尚且平稳



数据来源：Wind，长城证券。

本轮经济周期的调整可能与 2005 年和 2008 年存在不同。我们初步估计，目前正处于一个短周期（库存周期）的尾声和一个中周期（制造业产能周期）的开始之间。如果经济领域能尽快盼来新的改革红利，拓宽民间投资的渠道、提高国企的运营效率、减轻赋税，那么内需主导、新兴产业主导产生的增速支撑将会发挥实质性作用，工业企业库存、产能调整时间、幅度则可能相对温和些。否则经济增速尽管下行幅度不大，但是重新回升依然无法确认，经济 L 形走势的可能性更大些。

表 2：经济指标预测表

	1Q11A	2Q11A	3Q11F	4Q11F	1Q12F
固定资产当季同比增速	25.0	25.6	24.8	22.5	21.0
社会消费品零售累计增速	16.3	16.8	16.9	16.8	16.1
工业增加值累计增速	14.4	14.3	14.1	13.5	13.7
出口累计增速（以人民币计）	21.9	18.8	17.8	15.0	12.0
出口累计增速（以美元计）	26.4	24.0	24.3	22.1	19.3
CPI 累计同比	5.0	5.4	5.7	5.6	4.6
GDP 当季同比增速	9.7	9.5	9.4	8.9	8.8

数据来源：Wind，长城证券

1.3 内需观察，投资与消费双无力

(1) 建筑业与制造业投资转向低潮

从投资大类别来看，我们分为建筑业投资、制造业投资。建筑业投资监测房地产、铁路、公路、机场、港口、水利等投资规模变化。制造业投资监测重工业（煤炭、电力、化工、有色、钢铁、水泥等）、轻工业（纺织、食品、饮料、烟草、造纸、仪器仪表等）的产能扩张情况。建筑、制造业的投资口径都反应了减速特征，我们预期低谷将在明年中期出现。

图 14：固定资产投资出现减速迹象

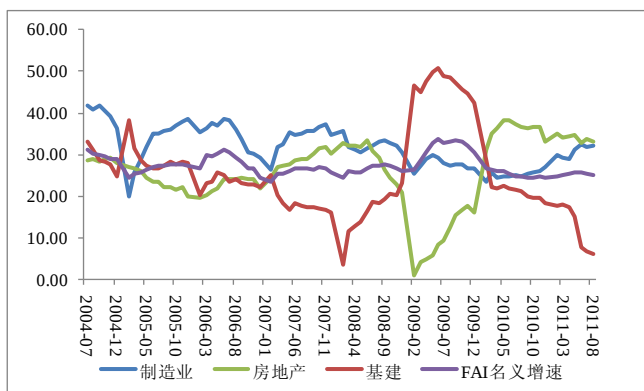
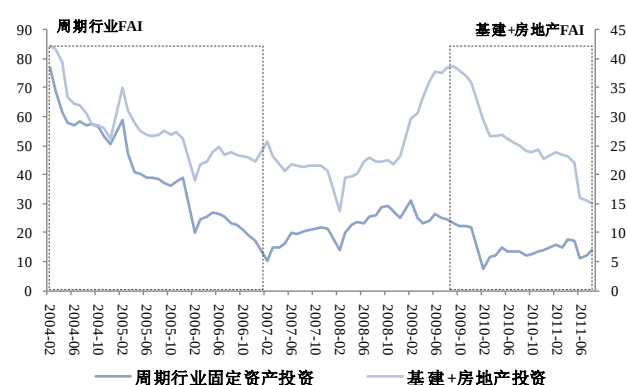


图 15：制造业、建筑业投资相继回落



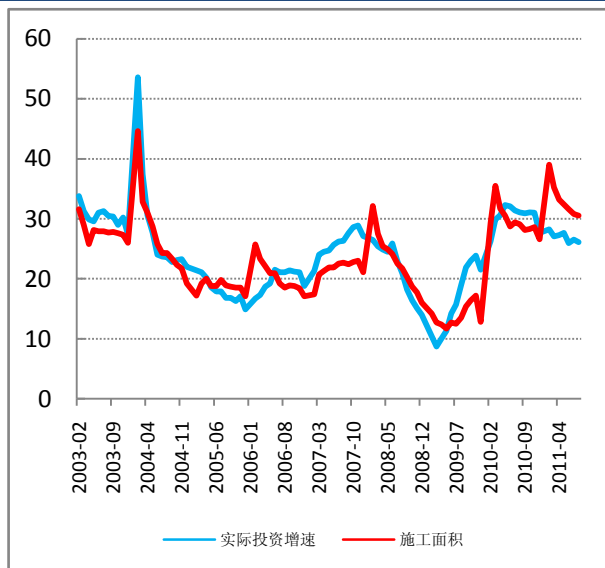
数据来源：Wind，长城证券。

从房地产投资增速来看，今年 1-8 月房地产投资增速保持在 30% 的高位，新开工面积累计同比保持在 20% 以上水平，但如果剔除了保障房项目开工对新开工面积的影响，根据我们房地产行业研究员的计算，1-8 月商品房新开工面积已下滑负增长区域（-0.6%）。保障房项目高增长“浮云”掩盖了商品房新开工的快速下滑，而现阶段商品房新开工增速的快速下滑预示着未来商品房投资增速的快速下滑。

虽然现阶段保障房建设正在如火如荼的进行，但制约保障房建设的资金来源问题一直没有得到根本解决，这一问题在近期房地产剔除价格因素后的实际投资增速远低于房地产在建面积增速上可现端倪，随着保障房建设的持续进行，资金瓶颈问题将加剧，制约保障房建设的进一步发展。

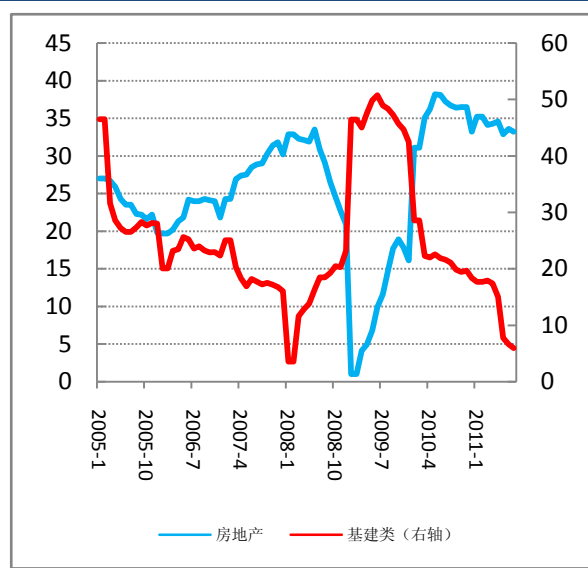
未来商品房投资增速的快速下滑和保障房建设的放缓将引起整个房地产投资增速下行，预计四季度房地产开发投资增速回落至 24% 附近。

图 16：实际投资与施工面积累计同比增速（%）



资料来源：CEIC，长城证券

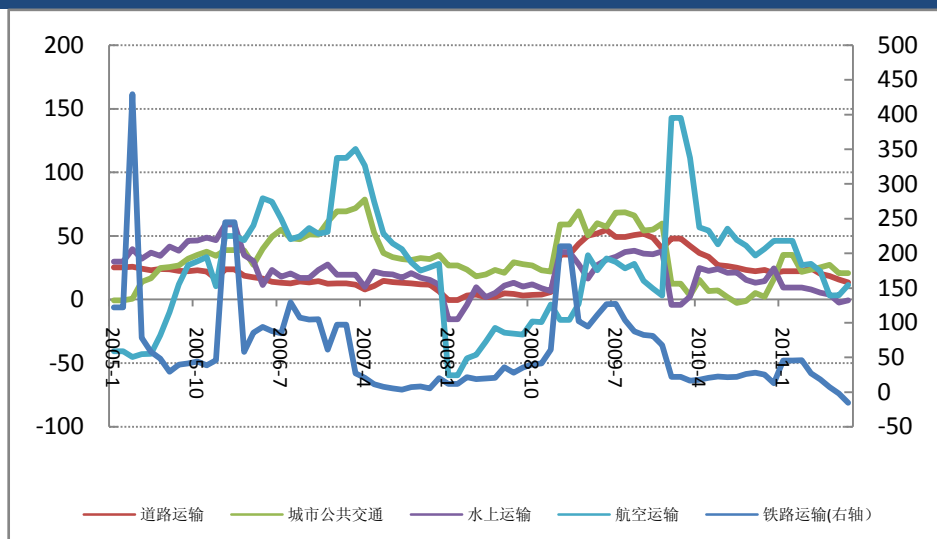
图 17：房地产与基建投资累计同比增速（%）



数据来源：CEIC，长城证券

近期基建投资增速亦迅速放缓，从而引起整个固定资产投资增速的下滑，8月铁路运输投资的大幅下滑引起整个基建投资增速的回落，温州动车事件引发对铁路运输安全隐患的担忧，短期内难以消除，预计四季度内铁路运输投资回落的趋势难以改变，但水利投资将加速。1-8月，水利投资为1907亿元，增长22.2%，根据历年水利投资投放的节奏，预计全年水利投资3700亿元左右，同比增长35%左右。水利投资的增长将在一定程度上弥补铁路运输投资的减缓，预计全年基建投资将在7%左右的低位运行。

图 18：交通运输、仓储和邮政业累计同比增速（%）



资料来源：CEIC，长城证券

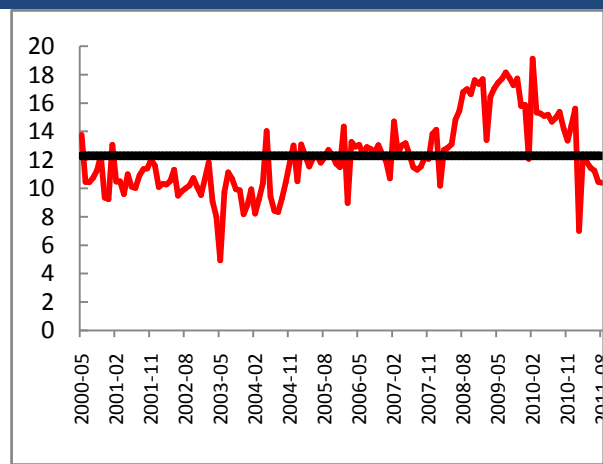
综合来看，预计下半年房地产投资处于低位，基建投资开始下滑，制造业投资增长重心下移，整体来看预计四季度固定资产开发投资增速将回落至22.5%。

(2) 消费滞后反应

实际消费增速自 3 月以来连续回落，从 8 月的数据来看：除汽车和日用品消费以外，其他产品消费均呈减带状态，不断高企的通胀“伤害”了居民的收入水平。从二季度居民收入情况来看：城镇居民的较高的名义收入增速被通胀侵蚀，实际收入增幅收窄，而农村居民实际收入减少，居民实际收入减少必然影响其消费能力，引起实际消费增速回落。

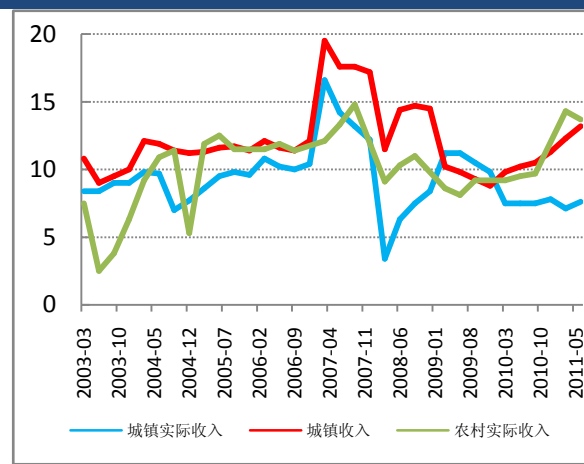
从房地产销售市场来看，九月和十月是传统房地产的消费旺季，房价现阶段已进入下降通道的情况下，消费者买涨不买跌的心理将会影响房地产消费的情况，加之二三线城市限购令的推出，预计今年九月和十月房地产销售情况大幅好转的可能较小。

图 19：社会消费品零售总额实际同比增长（%）



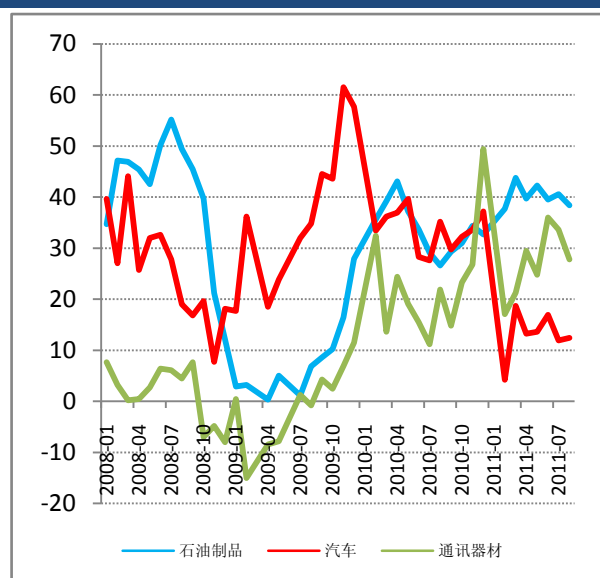
资料来源：wind，长城证券

图 20：居民收入变化（%）



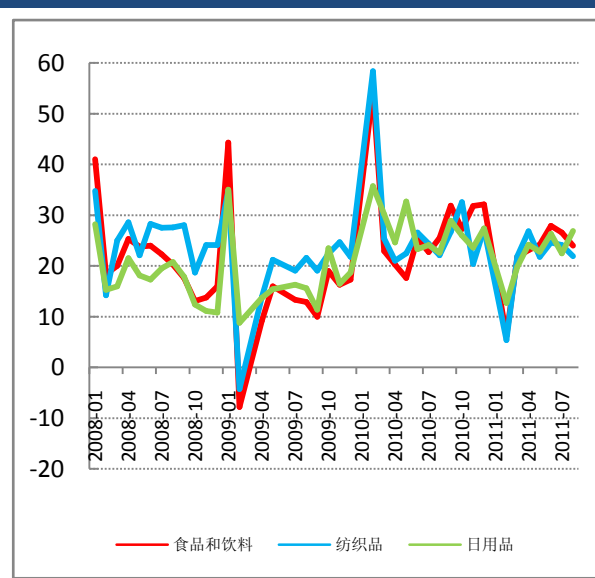
数据来源：wind，长城证券

图 21：耐用消费品当月同比增长（%）



资料来源：wind，长城证券

图 22：必需消费品当月同比增长（%）

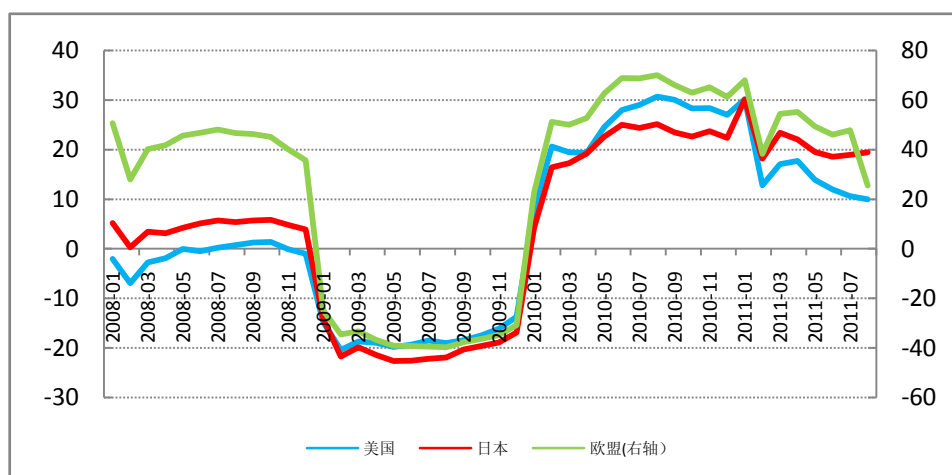


资料来源：wind，长城证券

1.4 外需观察，加速下滑难以回避

今年以来人民币大幅升值，对以美元计价的中国出口情况影响很大，以 8 月份为例，如果以美元计价，出口同比增长 24.5%，进口同比增长 30.2%，但如果将进出口金额转换成以人民币为计价单位后，8 月出口同比增长 17.5%，进口同比增长 22.9%（人民币升值影响出口增速 7 个百分点，影响进口增速 7.3 个百分点），将我国对美国、日本和欧盟的出口总额转换成以人民币为计价单位金额，并计算其累计同比，8 月我对欧盟出口大幅回落，对美国出口小幅回落，对日本出口小幅上升，欧美经济体复苏放缓已影响到我国对其出口，日本震后经济复苏继续支持中国对其出口的增长。

图 23：以人民币为计价单位的主要出口国累计同比增速（%）



资料来源：Wind，长城证券

（1）美国经济增速低部徘徊

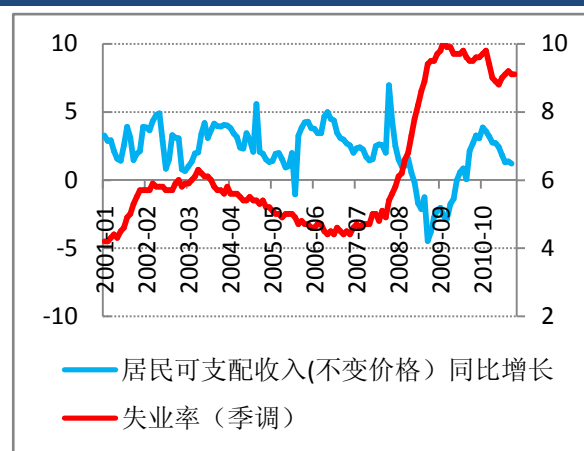
消费增长是拉动美国 GDP 增长的最主要因素，从最近的销售数据来看，消费情况尚比较乐观，但这种乐观情况并不能得到延续，拉动消费增长的最主要因素在于消费能力的提升，包括总量指标的增加（失业率下滑）和个体指标的上扬（居民可支配收入），近期失业率位于 9.1% 的高位，居民可支配收入不断下滑，美国消费情况前景不容乐观。

图 24：美国 GDP 环比增长（%）



资料来源：wind，长城证券

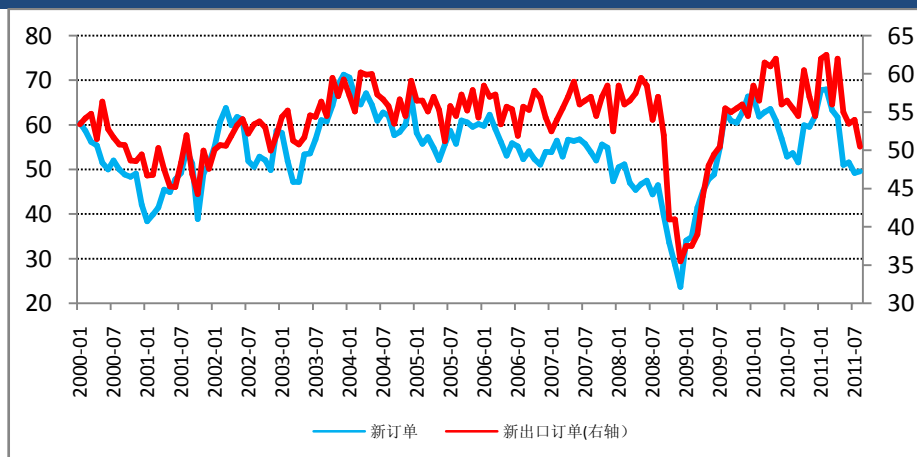
图 25：居民可支配收入同比与失业率（%）



数据来源：wind，长城证券

此外，制造业 PMI 新订单持续位于收缩区域，未来需求情况不容乐观，而受全球经济增速放缓影响，美国出口新订单亦持续下滑，濒临扩张收缩分线界，美国出口情况亦令人担忧，整体经济增速放缓已成定局。近期美联储和美国国会预算局也纷纷下调了对美国 GDP 增长的预期，2011 年 GDP 增长下调至 1.5%，2012 年 GDP 增长下调至 2.5%。

图 26：美国 PMI 新订单及新出口订单（%）

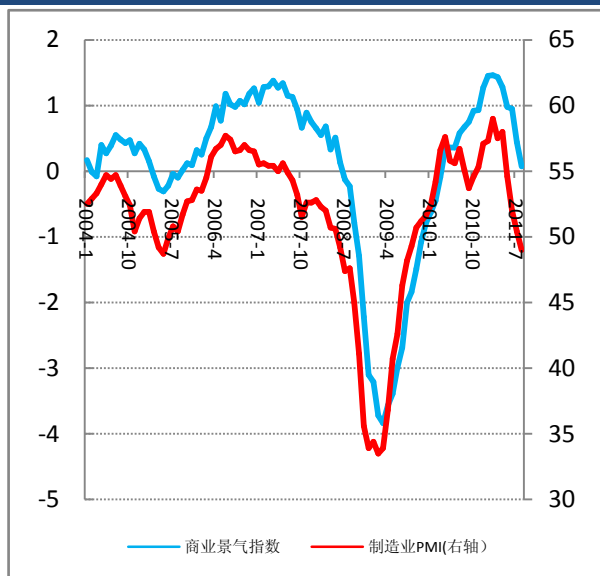


资料来源：Wind，长城证券

（2）欧洲经济衰退难免

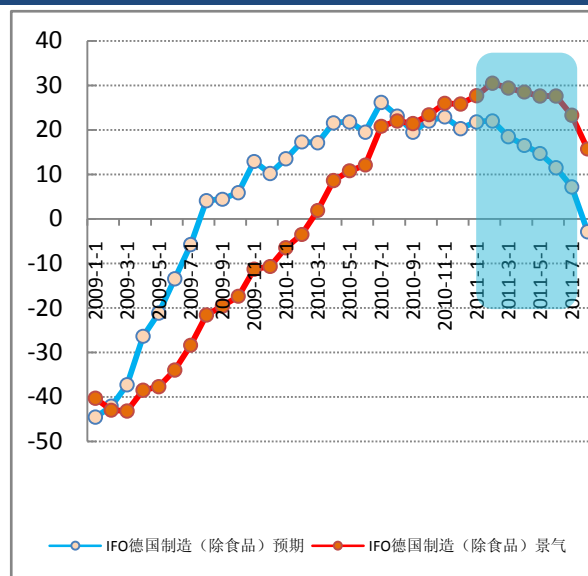
欧元区商业景气指数与制造业 PMI 指数持续下滑，经济复苏前景不容乐观，特别是以欧洲经济增长的“发动机”德国经济增速明显放缓，从其经济先行指标来看，下滑趋势明显。

图 27：欧元区商业景气指数与制造业 PMI 指数



资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 长城证券

图 28：德国经济先行指标



数据来源：CEIC, BLOOMBERG, 长城证券

(3) 日本重建需求带动增速上行

日本制造业的多个子行业以及机械制造业在地震中受到严重冲击，汽车以及电子设备行业影响最为严重。从现阶段的生产情况来看：受地震影响的各行业复苏势头强劲，但与去年同期数据相比，仍有较大差异，未来各行业复苏仍存在较大空间，而日本复苏势头的延续亦将带动中国对日出口增长，成为拉动中国出口增速的主要力量。

表 3：受地震影响行业产出季调后同比增速（%）

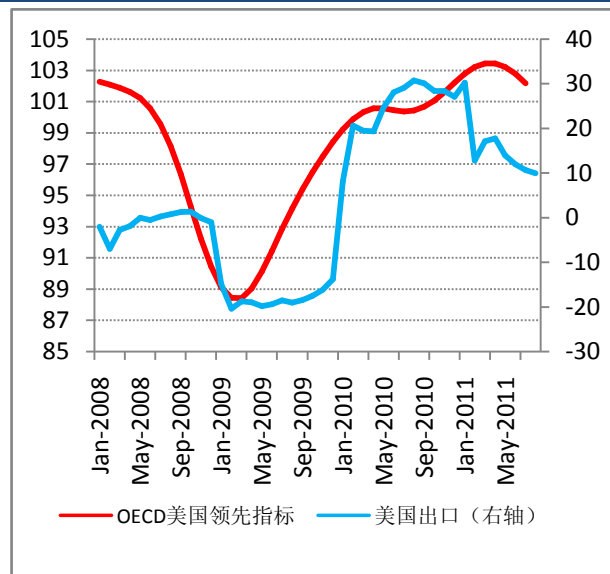
	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月
机械工业	-18.34	-19.76	-11.57	-3.31	-1.13
钢铁	-7.36	-7.98	-9.27	-6.12	-3.29
有色金属	-16.35	-12.46	-10.54	-6.22	-3.39
家居电子设备	-29.69	-44.74	-35.60	-18.36	-17.10
车辆制造与交通设备	-47.62	-47.94	-27.87	-11.12	-5.10
信息技术电子设备（资本类）	-21.75	-14.04	-5.25	-9.95	3.43

来源：CEIC, 长城证券

在欧美经济体复苏放缓的情况下，日本对我国出口的拉动作用有限，结合 OECD

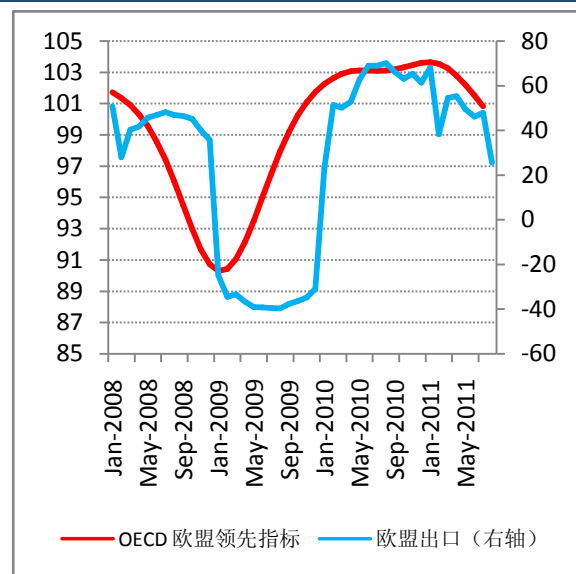
领先指标的数据来看，OECD 领先指标的变化领先中国对其出口指标在 1-3 个季度波动，从当前的情况来看，OECD 指标持续下滑，美国、欧盟、新兴经济体（印度、巴西、俄罗斯）增长都放缓，预计未来四季度 OECD 指标难以得到明显好转，人民币计价方式下，预计四季度出口增速将回落到 15%，一季度进一步下滑至 12% 附近。

图 29：OECD 美国领先指标与中国出口



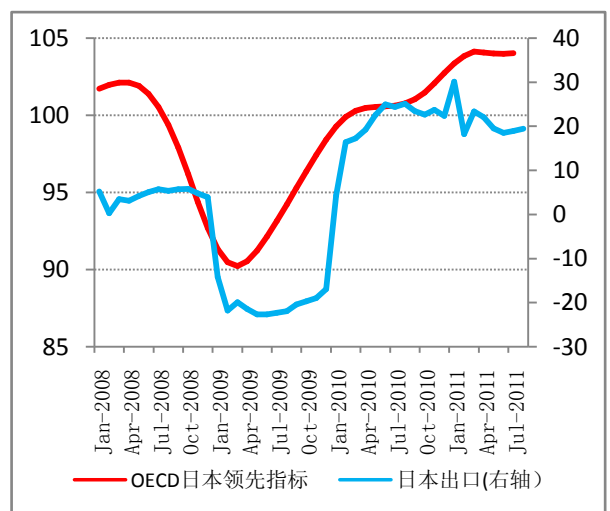
资料来源：CEIC，BLOOMBERG，长城证券

图 30：OECD 欧盟领先指标不慌不忙中国出口



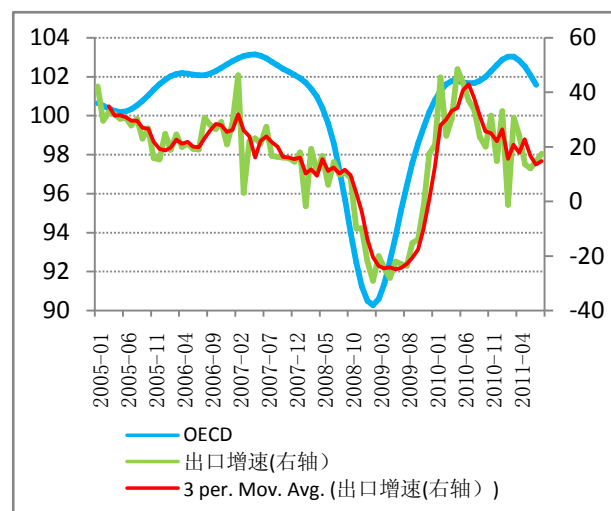
数据来源：CEIC，BLOOMBERG，长城证券

图 31：OECD 日本领先指标与中国出口



资料来源：CEIC，BLOOMBERG，长城证券

图 32：OECD 领先指标与中国出口



数据来源：CEIC，BLOOMBERG，长城证券

二、A 股市场：探底趋势中等待政策转机

2.1 经济衰退催生盈利拐点

从经济回到股市。在企业层面，滞胀向衰退回落过程，意味 A 股上市公司整体净利润在量、价制约下，进入下行趋势。目前焦点是盈利拐点、净利润回落程度问题。

从净利润来看，如 05 年和 08 年两次通胀回落触底波段中，都伴随 A 股净利润增速的持续回落，并且净利润增速的底部仅仅领先通胀底部一个季度左右，如 A 股净利润同比在 2005 年 Q4 筑底，通胀 2006 年 Q1 筑底；如 A 股净利润同比在 2008 年 Q4 筑底，通胀在 2009 年 Q1 筑底。从 ROE 来看：通胀回落的时期也同样伴随着企业盈利能力的调整，初期表现为权益乘数降低，ROE 出现拐点，后期表现在利润率急剧回落，ROE 增速重心下移。总需求回落的时段是盈利寻底的过程。总体来看：本次调整幅度介于 08 年与 05 年低点之间。

图 33：通胀回落必然伴随净利润增速回落

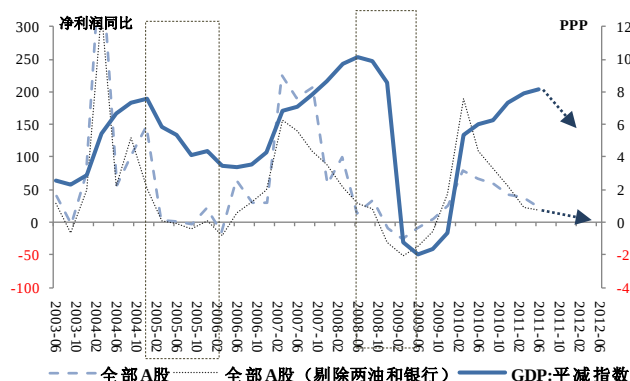
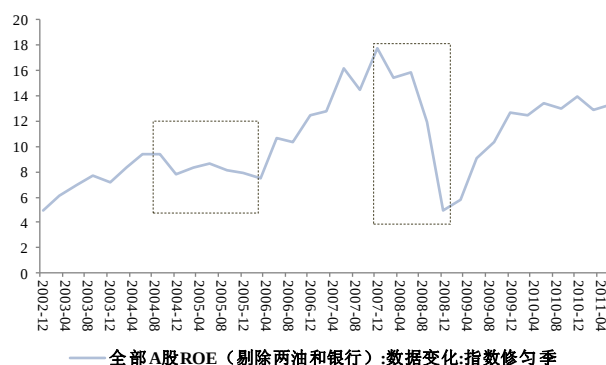


图 34：通胀回落必然伴随 ROE 回落



数据来源：Wind，长城证券

利润回落趋势被充分预期后，焦点会出现在盈利调整的幅度。从盈利变化曲线观察，最近可借鉴的盈利周期仍然是 2002-2005 和 2006-2008 两轮经济短周期。

05 年的经济调整来自于内部的产能过剩和宏观调控对投资的收紧，我们上面讨论过，当时房地产投资和基建投资增速均出现了明显的回落，而且当时产能过剩，库存高位，相伴随的是周期行业剧烈的去产能化。但当时企业整体盈利调整的幅度并不深，原因在于外需正处于持续扩张的阶段，2005 年贸易盈余对 GDP 的拉动超过 2 个百分点。

2008 年的经济调整来自于内部的房地产库存剧烈调整和外需的断裂式回落，因此，调整是急促而剧烈的。

图 35：投资、出口、消费对 GDP 的拉动

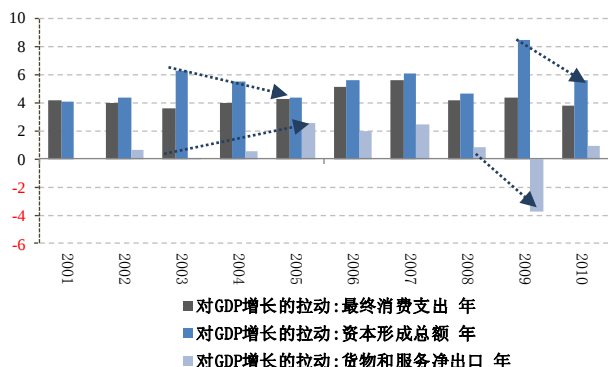
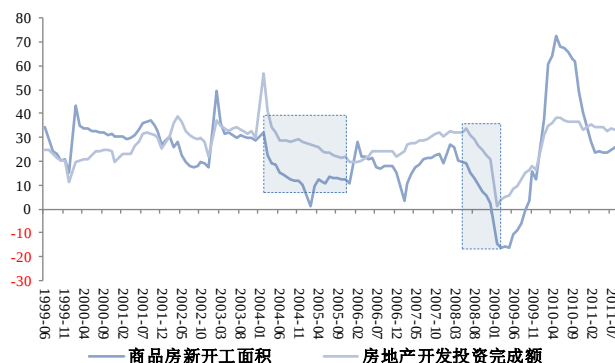


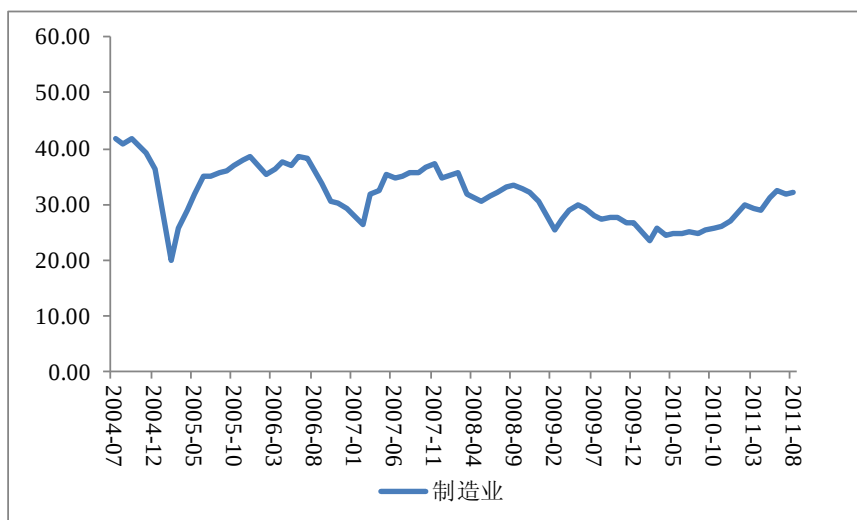
图 36：08 年房地产投资经历剧烈调整



数据来源：Wind，长城证券

鉴于历史，可以从三个层面着手讨论总需求调整的幅度：其一，从转型期产能的结构变化看，处于新兴产业产能扩张和传统产业收缩的过程。我们可以从制造业投资增速处于不断提升的特征中得到印证，这可以理解为新一轮产能扩张周期的开始，从这一角度看，企业利润下行的程度要比 2008 年好。

图 37：制造业投资增速持续回升



数据来源：Wind，长城证券。

其二，从外需来看，欧美经济低迷正在造成中国出口增速的回落。今年以来人民币大幅升值，对以美元计价的中国出口情况影响很大，以 8 月份为例，如果以美元计价，出口同比增长 24.5%，但如果将进出口金额转换成以人民币为计价单位后，8 月出口同比增长 17.5%，人民币升值影响出口增速 7 个百分点。这意味着部分投资者对出口现状可能过于乐观。预计四季度内我国出口增速将进一步回落至 15% 附近。

从中国最主要的贸易对手来看，美国经济处于“慢性的、持续的”回调状态，我们判断可能在 2012 年难以看到改观。但不同于 2008 年的是，目前的美国得的是慢性病，主要来自于家庭的缓慢去杠杆化和房地产的去库存化，这些上一轮周期的残留物压制了美国经济启动新周期的动力，但美国经济并不存在金融危机时



“流动性”断裂的系统性风险。欧元区的问题大一些，并且目前我们没有看到欧债问题解决的合理或可行的途径，因此风险若隐若现。不过目前来看，风险已经得到了各国的充分认识，并且是在“可视”范围内逐步暴露，这是有别美国金融危机的重要一点。这样看来，目前外需好于 2008 年，但无法与 2005 年相比。

其三、房地产是总需求变化的权重指标。向下牵连家电、汽车等耐用品消费，向上牵连周期品。目前来看，限购对需求压制已经造成销售增长消化库存增长越发困难，并且我们估计三季度末可能是房价系统性下行的起点。目前的主要矛盾集中于持续限购对库存形成的压力、以及开发商资金链是否存在断裂的风险。从我们持续跟踪的指标体系来看，与 2008 年库存的峰值相比，二线城市库存接近 08 年峰值的一半，一线城市库存仅接近 08 年的 1/3，因此硬性的库存压力并不大。主要库存压力来自于库存销售比，但这绝大部分来自于限购对有效需求的打压。目前我们看到的迹象是开发商在营建支出方面的收缩要快于资金压力的提升，根据我们房地产行业研究员的计算，1-8 月商品房新开工面积已下滑负增长区域（-0.6%）。因此我们更加倾向于认为房地产剧烈去库存化的可能很小。房地产库存调整的幅度较 08 年可能相对温和一些。

图 38：目前房地产库存消化压力持续

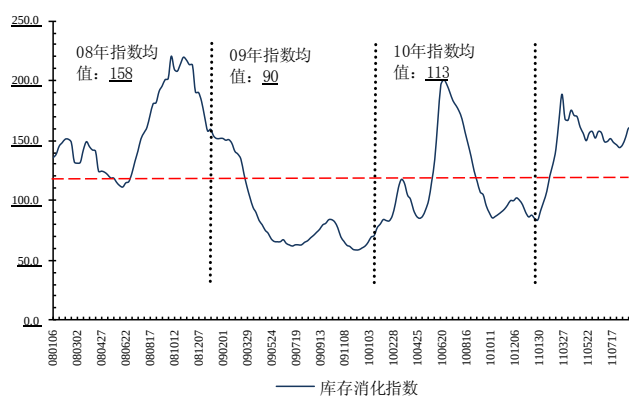
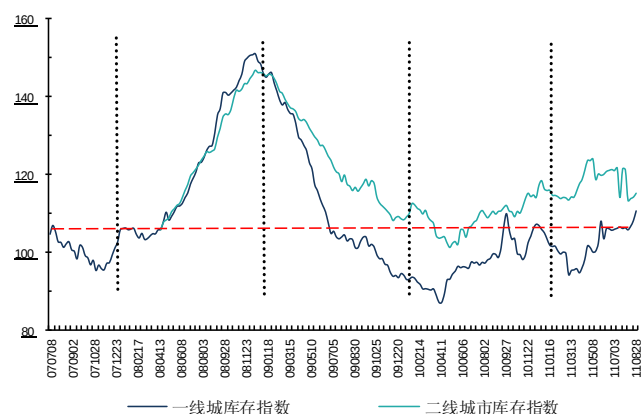


图 39：硬性库存压力远不及 08 年



数据来源：Wind，长城证券

从部分行业数据的库存和价格来看，三季度属于传统产业的经营旺季，然而今年旺季不旺特征比较明显。水泥价格在旺季之前的降价，如螺纹钢库存近期开始回升。四季度企业净利润增速、ROE 出现加速回落的概率偏大。

图 40：总需求趋势覆盖内需季节性边际改善

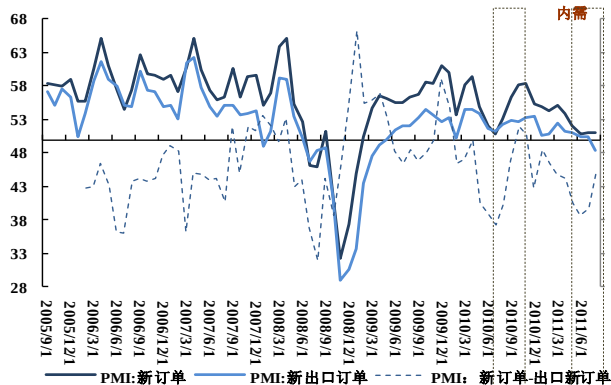
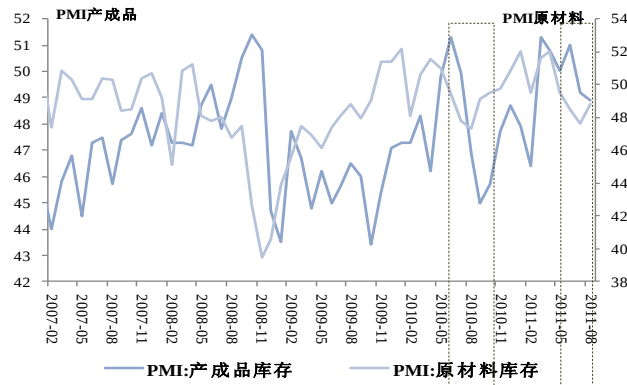


图 41：季节性库存回补弱于 2010 年 Q3



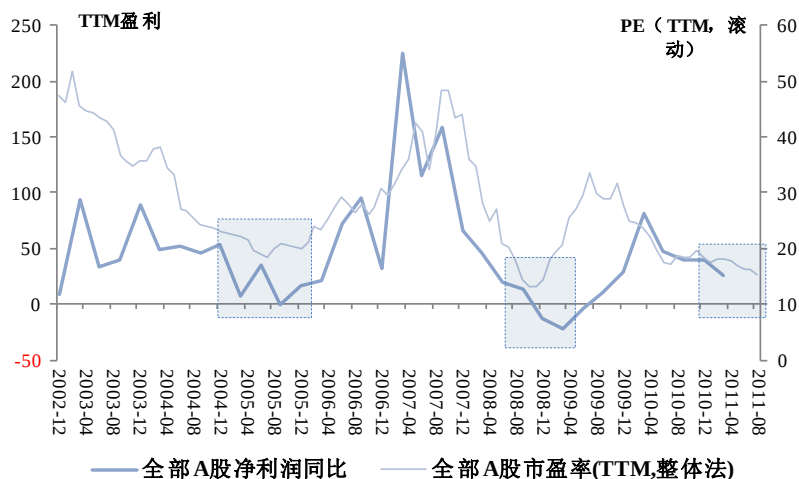
数据来源：Wind，长城证券

2.2. 业绩下行削弱估值底支撑

目前 A 股市场面临的环境是，估值处于历史低部区域，盈利出现拐点下行，股市流动性显著不足的状况。综合看，处于历史低部区域的估值水平依然存在下行的可能。

1. 估值趋势将怎样演绎。首先，盈利寻底和探底的过程是估值触底和筑底的过程，PE 底部领先盈利底部一个季度左右。如 2005 年 Q1-Q4 和 2008 年 Q4-2009Q1。如果按照我们上面对盈利的分析，今年四季度，乃至明年一季度，看到盈利拐点的可能性很小。那么相应，目前全部 A 股 15.2 倍的 PE（TTM，滚动）就不是一个系统性的估值底部。

图 42：盈利寻底和探底的过程是估值触底和筑底的过程

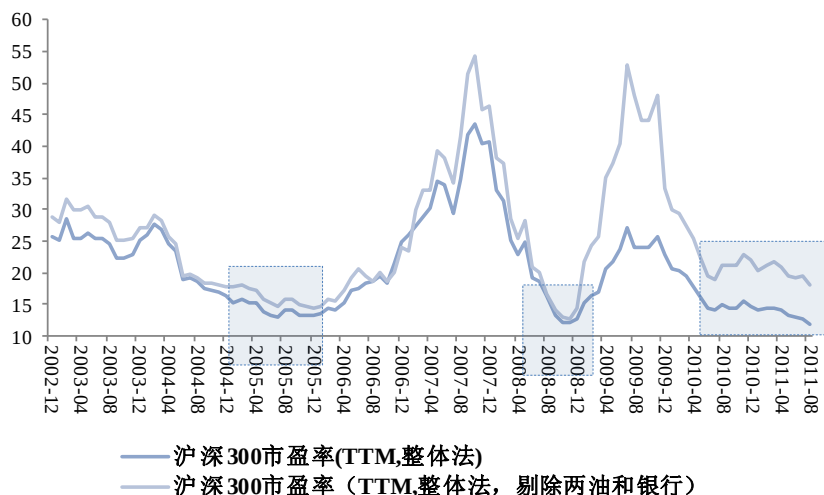


数据来源：Wind，长城证券。

2. 估值是否存在底部特征。2005 年和 2008 年估值底部存在其结构性的特征。目前全部 A 股的整体法滚动市盈率为 15.2 倍，2008 年的估值底部为 13.2 倍，当前仍然偏高。目前沪深 300 整体法滚动市盈率为 11.84 倍，已经低于 2008 年 12.2 倍的估值底；但剔除两油和银行后的 PE 为 17.9 倍，大幅高于 2008 年 11 月

的 12.8 倍。与 2005 年的 PE 底相比，目前这一剔除权重后的估值偏离度也显得过大。

图 43：剔除银行和两油后，沪深 300 的估值偏差较高



数据来源：Wind，长城证券。

如果更加细致的比较估值的市值结构。我们发现 2005 年和 2007 年的估值底部，全部 A 股剔除权重和银行后（剔除银行、两油、中国神华、中国平安、中国人寿），剩余部分 30 倍以下 PE 股票的市值占比均接近 70%，目前 30 倍以下 PE 股票的市值比重仅为 50%，相当于 2006 年时的水平。并且 A 股在经历 2010 年 7 月、2011 年 1 月、2011 年 6 月三个波段底之后，30 倍 PE 股票的市值权重并没有发生明显的变化。如果我们定义目前是自 2009 年开始的权益类资产周期的末端，目前的估值水平还没有表现底部特征。

图 44：A 股底部结构特征

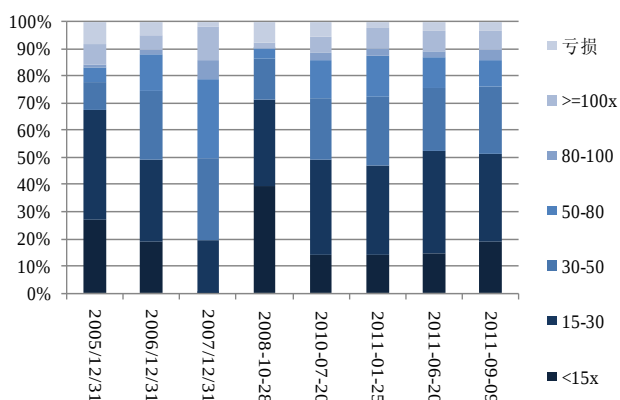
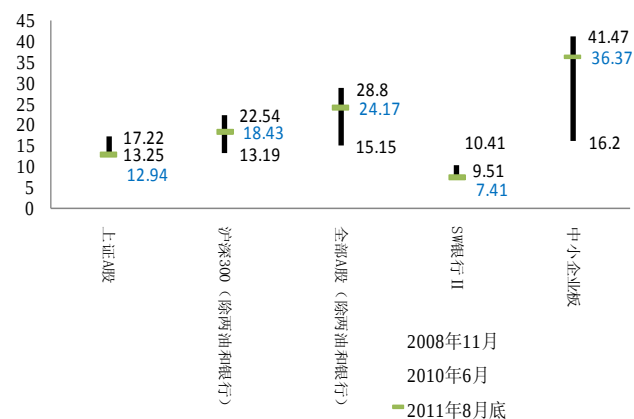


图 45：主要市场指数历史底部估值比较



数据来源：Wind，长城证券。A 股排除权重（除银行、两油、中国神华、中国平安、中国人寿）

3. 估值筑底将如何演绎。首先，我们倾向于认为以目前的估值水平来看，A 股的 TTM 滚动市盈率还有继续下移的空间。原因来自两点：

一是盈利预期差兑现对估值形成制约。从今年二季度 A 股的调整波段来看，

呈现估值向下，而自下而上统计的盈利预期不断上调，这是一个“杀估值”的过程。而自 7 月开始，盈利预期出现了显著的调整，并且目前仍在持续下调，我们判断未来估值的演绎可能更加遵循业绩预期差的方向，如果预期盈利持续回调，那么就存在“杀业绩”的倾向。

图 46：创业板和中小板的业绩预期仍然严重偏离

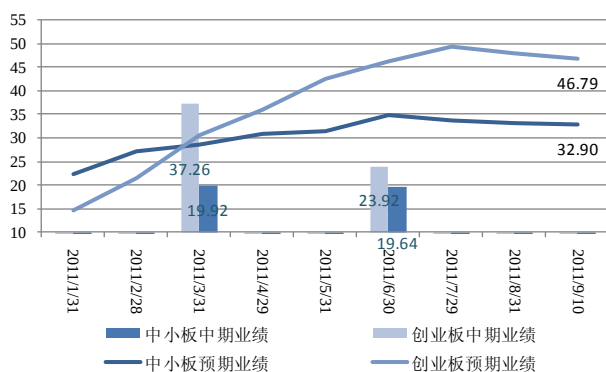
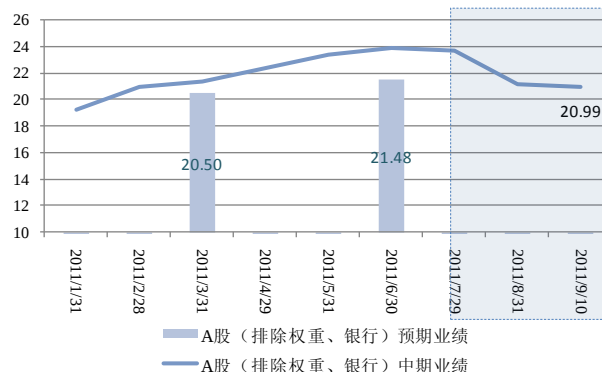


图 47：一致预期调整已开始



数据来源：Wind，长城证券。A 股排除权重（除银行、两油、中国神华、中国平安、中国人寿，总市值权重 33%）

从中报业绩的情况来看，盈利回落也从钢铁、有色、煤炭等中上游行业向机械、建材、食品饮料、医药等中下游行业过度。这是我们联想到类似于 05 年和 08 年在总需求持续回落过程中盈利调整的顺序。

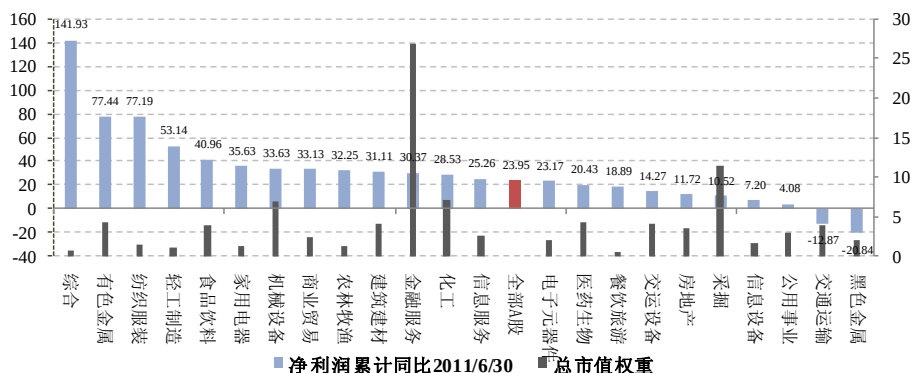
图 48：业绩回落速度排序，业绩回落由中上游向中下游过渡

行业	2011/6/30	行业	2011/3/31
纺织服装	-31.33	电子元器件	-4202.01
机械设备	-17.91	交通运输	-208.74
交通运输	-17.22	黑色金属	-196.27
化工	-13.01	有色金属	-119.59
交运设备	-9.30	交运设备	-51.87
黑色金属	-7.84	房地产	-36.93
采掘	-6.17	公用事业	-34.27
家用电器	-4.36	信息设备	-24.44
建筑建材	-4.21	采掘	-22.24
电子元器件	-2.44	餐饮旅游	-15.99
全部 A 股	-0.88	全部 A 股	-14.50
食品饮料	-0.61	农林牧渔	-12.95
医药生物	1.02	商业贸易	-3.90
金融服务	1.90	家用电器	-3.46
商业贸易	5.77	金融服务	-0.89
餐饮旅游	6.93	信息服务	-0.69
信息设备	8.38	医药生物	1.46
轻工制造	9.11	综合	3.43
农林牧渔	14.33	建筑建材	4.54
房地产	19.01	化工	5.17
公用事业	22.87	机械设备	9.14
信息服务	33.09	食品饮料	12.34
有色金属	47.66	轻工制造	33.55
综合	66.26	纺织服装	64.46

数据来源：长城证券。



图 49：2011 年中报业绩增速



数据来源：Wind，长城证券。

综合来看，盈利寻底和探底的过程，伴随估值触底和筑底，如 2005 年 Q1-Q4 和 2008 年 Q4-2009Q1。我们预计，今年四季度，乃至明年一季度，看到盈利拐点的可能性很小。那么相应，目前全部 A 股 15.2 倍的 PE（TTM，滚动）就不是一个系统性的估值底部。从 PE 的市值结构来分析，目前也没有看到明显的底部特征。

2.3 流动性困境下存量博弈延续

估值的提升需要成交量的持续放大，需要流动性压力的明显缓解。我们认为下半年货币政策难有明显的改变，因此推动估值上行的动力也不存在。

（1）尽管 CPI 在下半年将出现缓慢回落，但由于刘易斯拐点已经显现，食品周期表现为螺旋形上升态势，如果非食品价格不出现剧烈调整，CPI 很难快速回落。我们预测 CPI 同比在年末也仅能回落至 4.8-4.9%，那么全年来看，通胀幅度在 5.5%，大幅高于政府年初制定 4% 的目标。

（2）即使到明年一季度末期，CPI 同比增速在中性经济环境假设的预测也仅能回落 4.5% 左右。这将是制约货币松动的根本因素。从货币存量来看，在中性环境假设下，M2/名义 GDP 年末仅能回落至 160%，接近至 2007 年时的水平，也预示着货币存量稀释过程仍有延续的空间。随着直接融资比例的提高，股票市场深度与广度都出现了巨大的延伸。股票市场上涨对资金的消耗与 2007 年、2009 年牛市不可同日而语。在资金越来越难以获得的背景下，产业资本或民间资本更多的参与到企业经营的融资环节中。

图 50：预计明年 Q1CPI 同比可回落至 4.5%附近

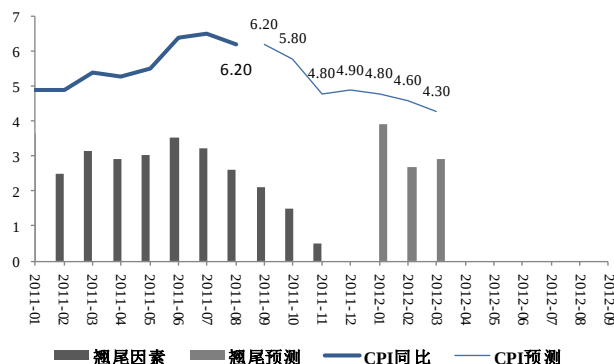
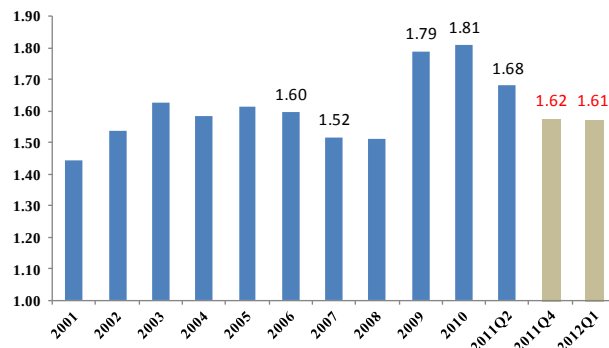


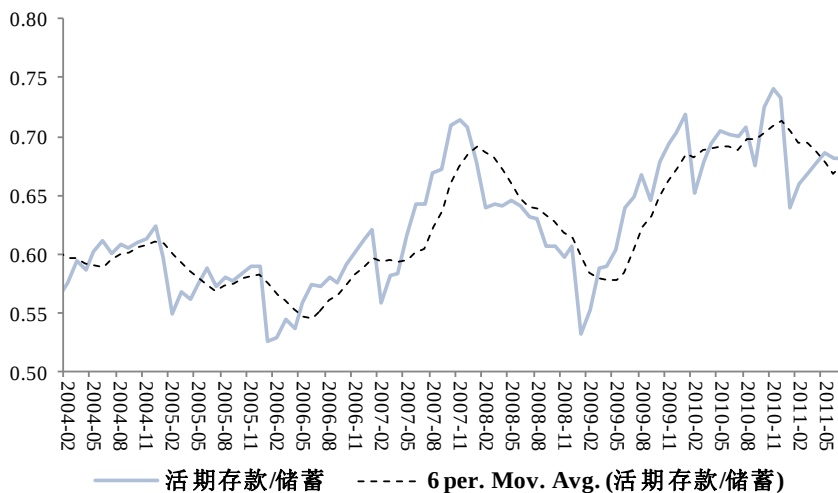
图 51：M2/GDP 预计到明年 Q1 能回落至 1.6



数据来源：Wind，长城证券。

(3) 在政策紧缩的背景下，利率水平上升，存款定期化的趋势开始显现，与 2007 年、2009 年存款活期化趋势相反。

图 52：存款结构变化特征



数据来源：Wind，长城证券。

(4) 资金面仍处于最紧张的时候

从政策取向来看，“银行保证金补缴存款准备金”政策的出台基本宣告政策松动预期的落空。根据我们对银行流动性的测算，10 月或 11 月银行间流动性将非常紧张。因此目前来看，流动性压力还没到最坏的情形。



表 4: 9、10、11 月保证金补缴金额做大，流动性将持续承压

单位: 亿		国有大型银行	中小银行	月度合计
	商业银行保证金规模	16000	28000	
	目前的存款准备金率	21.50%	19.50%	
Sep-11	9月5日-10月4日	20%	688	1507
	9月15日-10月14日		15%	819
Oct-11	10月5日-11月4日	40%	1376	2195
货	10月15日-11月14日		15%	819
Nov-11	11月5日-	40%	1376	2195
市	11月15日-12月14日		15%	819
Dec-11	12月15日-2012年1月14日		15%	819
收	1月15日至2月14日		20%	1092
Jan-12	2011/2/15以后		20%	1092
Feb-12				8900
上缴总额				

数据来源: 长城证券。

2.4 政策松动之窗如何打开

在经济开始衰退，小企业生存状况不佳，外围经济不景气的情况下，投资者提高了对于紧缩政策转向的敏感性，我们考虑如下：

第一种情景，“欧债危机”失控，欧美经济步入二次探底状态。国内小衰退迭加新危机后，通胀回落无悬念，衰退程度成为政策首选关注点。在预期混乱的情况下，政府为平抑政策超调的严重后果，规避 08 年的紧缩教训，提前对货币政策进行微调，出现市场期待的紧缩政策松动可能。这种情形类似于 2010 年 4-11 月的情形，从期待的时间维度上看，指向 11 月底召开的中央经济工作会议。从解决方式上看，我们认为在通胀可控背景下，货币政策进行结构性松动。

第二种情景，“欧债危机”受控，问题或风险移向长期范畴，潜在危机年内得到化解。但国外经济体重新输入流动性后，通胀环境复杂，CPI 回落过程有可能一波三折，政策观察窗口延续至年底。年底之前，宏观调控政策依然倾向于治理通胀、通过经济增速下行解决房价、物价问题，积极推进新旧产业的转型升级。

综合来看，在经济小幅衰退的过程中，基于对衰退程度、业绩下行与流动性环境的理解，我们认为 4 季度 A 股市场仍处于价格中枢持续下移的过程，股指波动幅度有限的情况下，结构性下跌的风险比较显著；目前的经济环境、二级市场投资环境存在核心矛盾，期待股市出现大的转机，需要外力来扭转，单凭“估值底”市场无法实现自我救赎。对于市场关注的年内低点与反弹问题，我们认为取决于上述两种情景出现的概率。如果情景一出现，我们认为 2300 点附近将是年内低点，11 月将等来众望所归的反弹行情。如果情景二出现，我们认为预期落空后，4 季度市场将是持续阴跌的过程。

三、策略与配置：关注去库存时期的相对优势

3.1 投资策略：防御为先，等待政策信号

4 季度，投资者对于市场的估值基准、宏观环境视野，都相继拉向了 2012 年。从跨年的两个季度情景看，我们只能看到市场的反弹，难以看到反转，同时反弹高度还依赖于经济、市场政策的松动程度。在政策信号没有出现之前，小事件引起的反弹参与意义不大。整体上还是建议低仓位的防御策略。我们期待的政策信号有信贷规模放松、税收政策放松、财政支出力度增加、新股发行节奏控制等。

3.2 行业配置：去库存时期的相机抉择

(1) 去库存阶段的行业景气波动

库存是联系供给和需求的纽带，导致库存变化的根本原因是需求变化。在各种经济周期中，库存周期是相对时间较短的一种，通常长度在 2-4 年，在过去的十年里，中国已走过三个完整的库存周期。

图 53：库存周期的变化

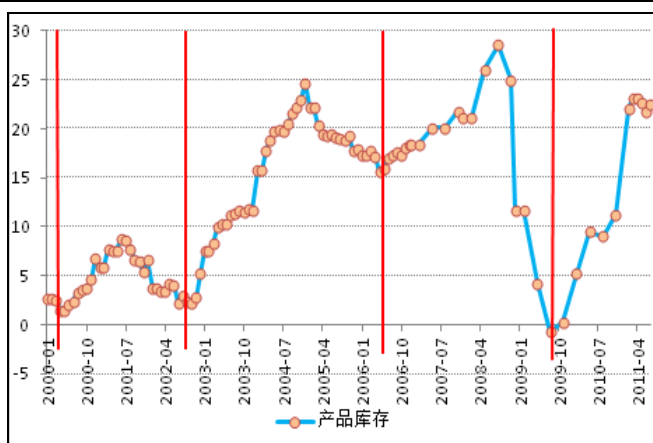
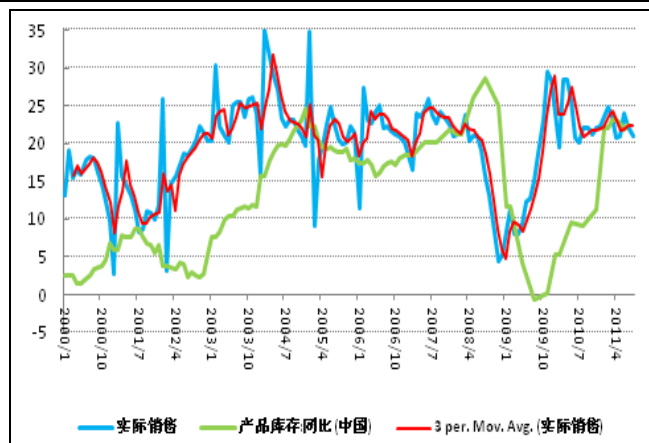


图 54：产成品库存走势



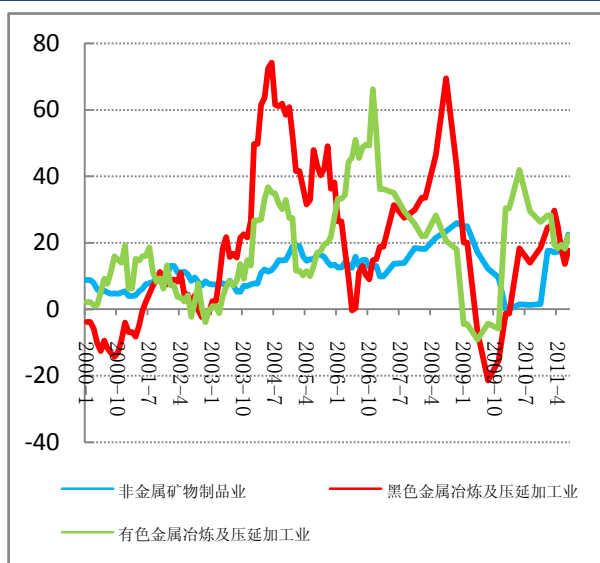
数据来源：Wind，长城证券。

从库存调整的过程可以看出，销售情况的变化是库存调整的“参照系”，领先库存指标变化，2009 年二季度开始，需求情况逐步好转（销售增速逐步回升），企业于 2010 年一季度开始主动回补库存，新一轮库存重建开始，从现在情况来看，库存水平仍处在高位，但销售情况已从较高水平回落，中国正处于主动去库存的开始，未来需求将逐步回落，生产随之放缓。本轮库存周期从 2010 年年初开始，补库存时间大概在 17 个月左右，从中国经历的三轮库存调整周期来看，第一次库存周期调整时间较为短暂，从第二、第三次库存周期的数据来看补库存所占时间大概在 60% 左右，去库存时间大约在 40% 左右，根据历史情况，预计本轮去库存时间在 11 个月左右，2012 年二季度有望实现库存回补。

我们将各主要行业划分为与投资品相关、与消费相关、与进出口相关和中游

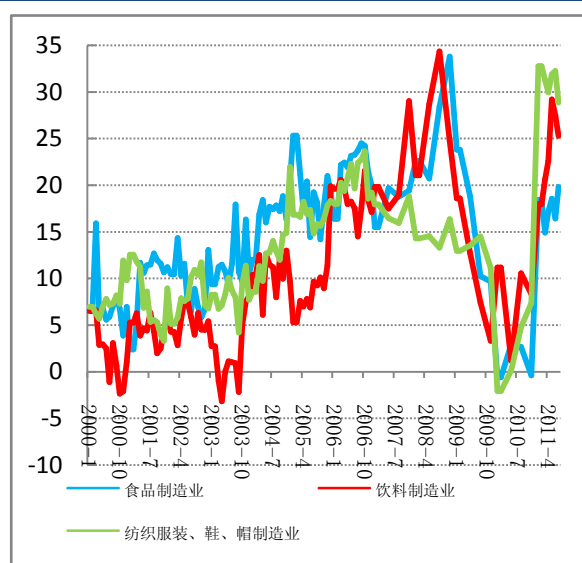
周期性相关的几个行业大类,通过分别考量其库存情况的变化,来分析整个投资、消费和进出口以及中游行业的运行情况,本轮去库存首先发生在与投资有关的有色金属冶炼与加工行业,通信设备、钢铁紧随其后,11 年 3 月开始各可选消费品(汽车、家具、医药)开始去库存、4 月中游化工生产链条各行业(化学纤维等)进入去库存,5 月开始,必需消费品(纺织、饮料)开始去库存,整体来看,去库存发生的顺序是“投资品-可选消费品-中游化工行业-必需消费品”。

图 55：投资相关行业库存变化（%）



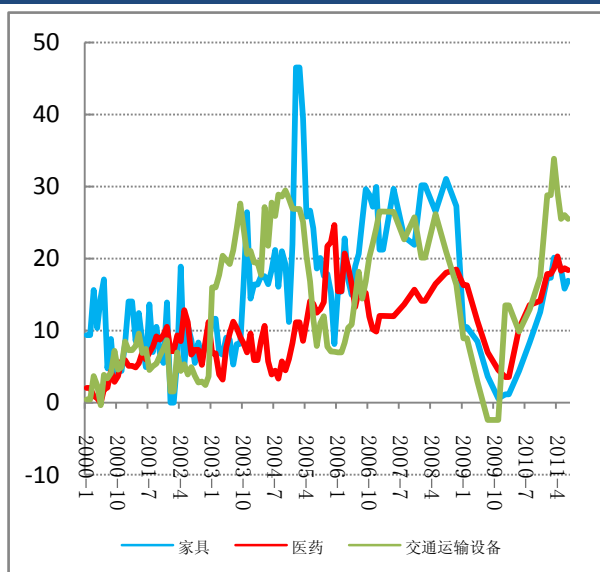
资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 长城证券

图 56：必需消费品相关行业库存变化（%）



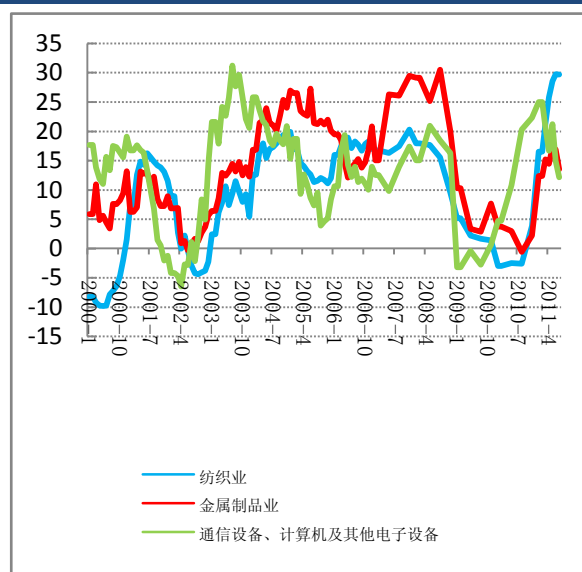
数据来源：CEIC, BLOOMBERG, 长城证券

图 57：可选消费品相关行业库存变化（%）



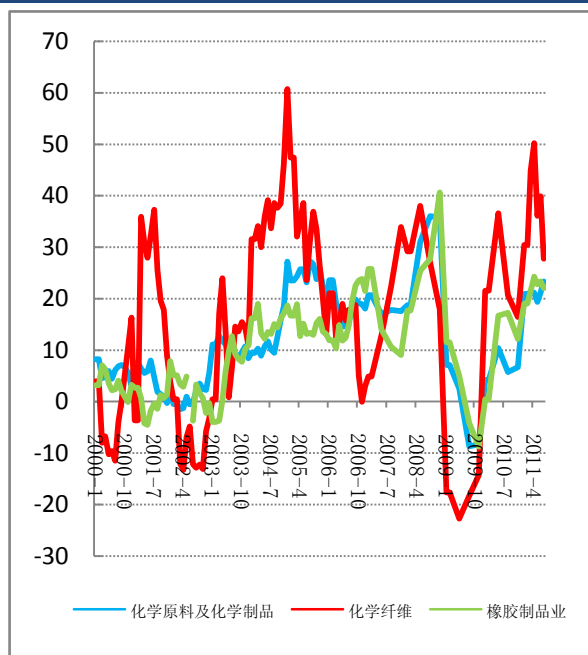
资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 长城证券

图 58：进出口相关行业库存变化（%）



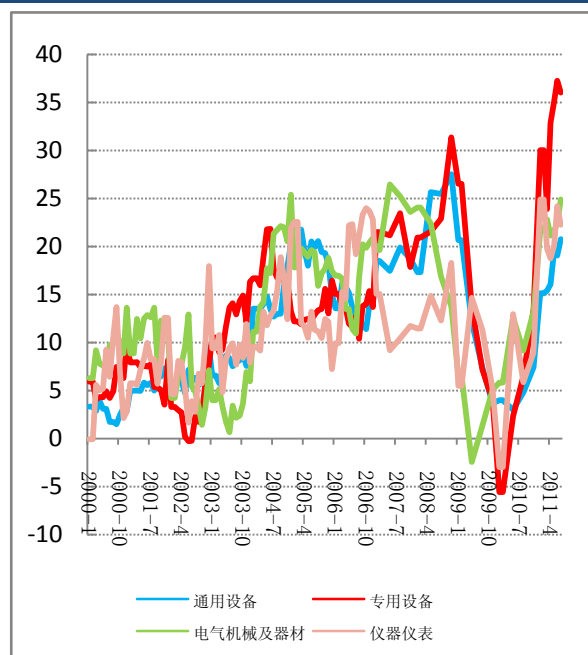
数据来源：CEIC, BLOOMBERG, 长城证券

图 59：中游化工产业链库存变化（%）



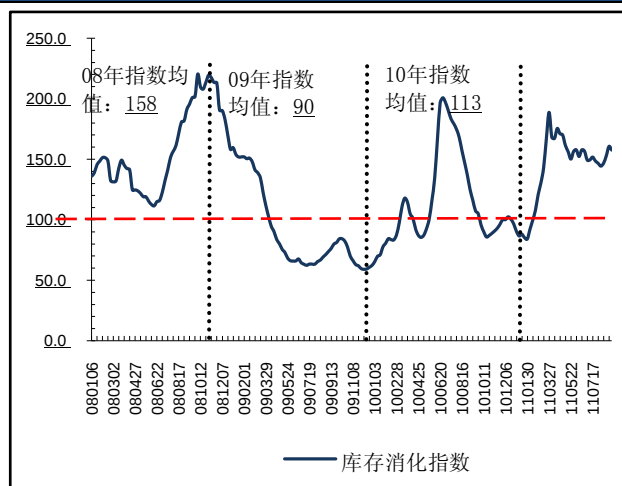
资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 长城证券

图 60：中游行业库存变化（%）



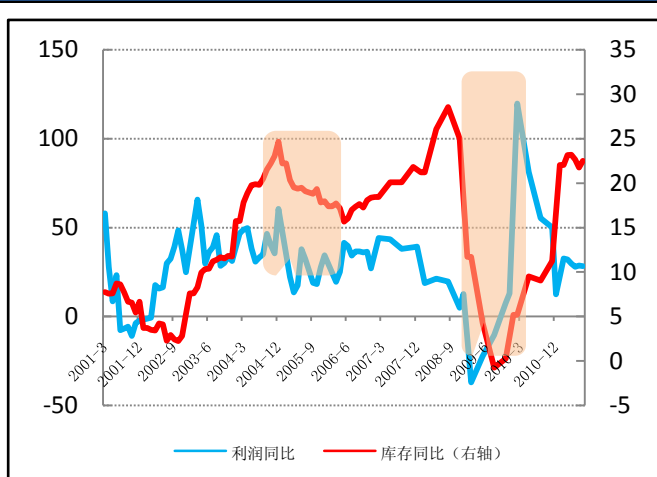
数据来源：CEIC, BLOOMBERG, 长城证券

图 61：房地产行业库存消化指数



数据来源：Wind, CEIC, 长城证券。

图 62：工业企业库存与利润增速



从整个库存情况来看，有色、钢铁、可选消费、通信设备、化工等行业库存已有部分消化，整个库存同比接近于 04 年的高点，与 08 年高点相距较远，但纺织业、中游周期行业（通用设备、专用设备、电气机械等）、必需消费品整个库存水平位于历史高点，去库存情况刚开始出现，增加了去库存过程的风险。此外，房地产行业的库存状况堪忧，行业库存消化指数维持在较高的水平上，且近期有攀升迹象，房地产行业的高库存将是未来去库存过程中主要的风险点，根据我们前面的判断，商品房新开工面积同比已降至负值，四季度度保障房建设资金到位

情况令人堪忧，我们认为四季度乃至明年一季度房地产商将会降价去库存，如果销量情况持续低迷，未来不排除房地产商投资迅速下滑的情况。

从过去的三次库存周期数据来看，去库存过程通常会伴随着企业盈利的下滑，现阶段库存同比接近于 04 年的高点，盈利状况与 04 年去库存周期中的底部相差不远。2010 年年初以来企业盈利明显下滑，一是由于原材料（通胀）、劳动力（最低工资）、资金（利率）成本的上升，挤压了企业盈利水平；二是由于自 2010 年年中开始，部分行业已开始逐渐去库存，影响企业盈利水平。我们认为伴随着去库存过程的延续，今年四季度至明年一季度内企业盈利能力下滑的情况将会延续，从调整幅度来看，预计将会处于 2004 年和 2008 年之间。

（2）早周期逐步显现博弈优势

去年底以来，行业表现出显著轮动特征，阶段涨幅居前的都是存在景气稳定、回升的行业。年初表现较好的是钢铁、家电、建材，当时投资者对于财政主导的保障房、基建投资保持乐观，中上游行业相继体现出量价齐升的特点。2 季度以后，货币紧缩效应显现，需求持续回落，财政支出效应低于预期，投资者基于防御目的，对于景气较好的食品饮料、餐饮、医药进行了增持，同时对于处于去库存阶段的汽车、钢铁、机械、水泥进行了持续减持。

图 63：1 季度涨幅、跌幅前三行业

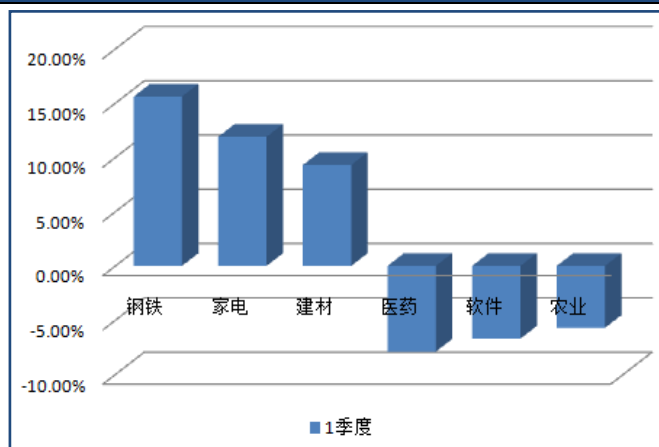
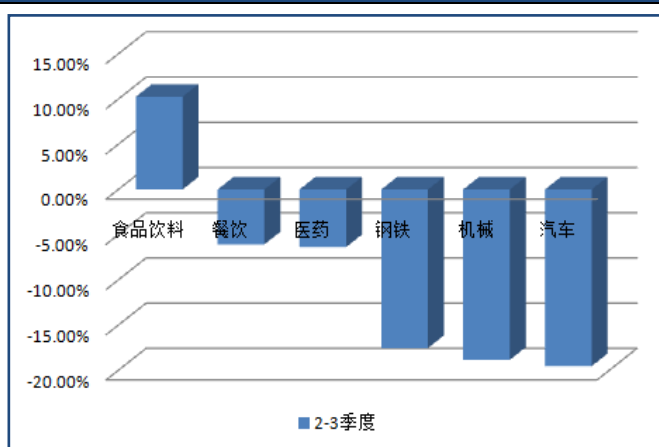


图 64：2-3 季度涨幅、跌幅前三行业

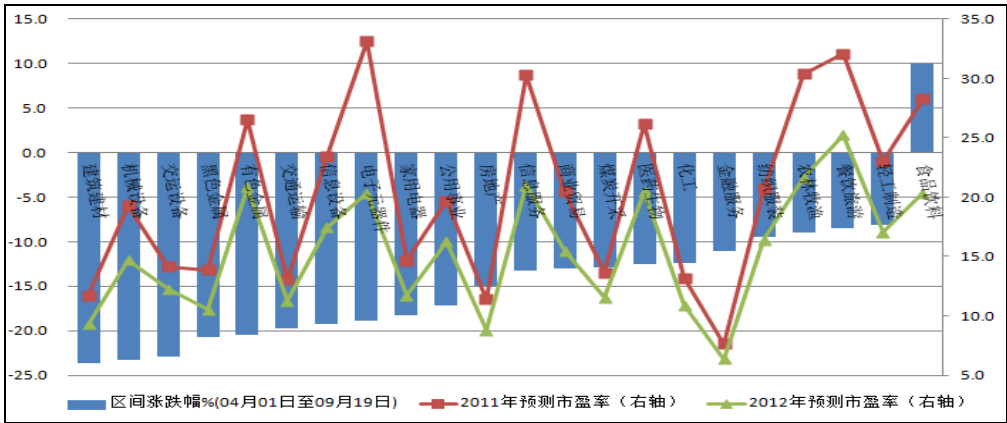


数据来源：Wind，长城证券。

4 季度，从去库存发生的顺序“投资-可选消费-中游化工行业-必需消费”看，投资品与可选消费品行业，自 2 季度起相继进入景气回落阶段，目前食品饮料、餐饮、纺织服装等必需消费品行业面临景气拐点的考验。从涨跌幅看，投资品相关行业的股价下跌已经反映了行业景气下滑的困境。考虑到制造业增速的波动重心相对稳定，结合景气与股价涨幅的对应程度，根据今明两年预测 PE 波动分布，认为在存量资金博弈的市场背景中，具有早周期特征的行业，如汽车、钢铁、交通运输、家电、煤炭行业存在相对配置的意义，在博弈政策放松的预期下，建议结合政策倾斜方向择机介入；对于必需消费领域，如食品饮料、商业零售、纺织服装、医药，在 4 季度经历系统性调整风险后，行业内公司的股价将进入分化阶段，建议自下而上选择优质公司介入。



图 65：主要行业 2 季度以来涨幅表现与预测 PE 变化



数据来源：Wind，长城证券。

3.3 主题配置：寻找超募优势的成长股

2010 年以来，中小企业面临转型压力、融资困境，但是截止到 9 月初，仍有 500 家中小板、创业板的公司通过 IPO 获取了近 2400 多亿的现金。超募结果对于成长性的中小企业具有双重作用，在增加了企业资金实力、发展后劲的同时，也出现了许多募资用途彷徨、管理层松懈的消极变化。但是去劣存优，在衰退环境中，具有超募优势的公司，仍具备穿越周期的可能性。我们对上述 500 家公司进行了量化处理，筛选出了超募资金在 1 亿以上、超募比例在 30%以上的公司，结合各公布发布的募投项目、所在细分行业的龙头地位，选出了 50 多家备选公司。

建议重点关注：浙江永强、贵州百灵、长荣股份、中顺洁柔、欣旺达、三聚环保、长盈科技、乐视网、星辉车模、亚夏汽车、新纶科技、阳谷华泰等公司的成长性、募投项目进度。

表 5：超募资金重点公司跟踪表

证券简称	超募资金(亿)	超募比例	主营产品类型	募投项目
科伦药业	32.8	65.60%	非抗生素类抗感染制剂、植物类中药制剂	新增塑瓶输液生产线项目，扩建软袋输液生产线项目
海康威视	20.7	60.90%	电子测试和测量仪器、智能商用设备	视频监控录像设备产业化项目，扩大营销渠道
浙江永强	15.5	68.00%	家具	投资项目年产 345 万件新型户外休闲用品生产线项目
大北农	15.5	72.70%	兽药、饲料、种子	高产多抗玉米新品种产业化项目，扩大猪饮料产能
高德红外	13.8	70.60%	电子测试和测量仪器	红外热像仪产业化基地项目
誉衡药业	12.4	70.80%	调节免疫功能制剂、抗肿瘤制剂	收购黑龙江迪龙制药有限公司 51%的股权，山东菏泽建设原料药厂，购买化合物 SX004 及其衍生出来的药物美迪替尼专利的实际所有权



贵州百灵	10.3	69.60%	解热镇痛制剂、植物类中药制剂	用超募资金 6064.26 万元投资建设贵州百灵虎耳草 GAP 种植基地,建设北京学术推广中心项目
海宁皮城	8.8	63.10%	外衣、鞋子	开建扩建海宁中国皮革城
远东传动	8.7	69.30%	传动设备	介入商用车领域,投资传动轴零部件锻造项目、扩建商用车传动轴项目(100 万套)
天虹商场	8.6	42.80%	百货商场	异地开店扩张、仓储物流基地建设
海能达	8.3	59.70%	通信终端设备	对讲机终端、集群系统的产能扩建、软件系统优化
国联水产	7.9	68.50%	水产品	水产品加工扩建项目-罗非鱼加工厂建设项目,虾种苗场扩建项目,国内市场营销网络建设项目
漫步者	7.4	59.80%	电声器件、其他消费电子产品	年产 860 万套多媒体音箱建设项目,年产 270 万套高性能耳机系列产品建设项目,音频技术中心建设项目,全球营销网络建设项目
山东矿机	7.2	53.40%	冶金机械	薄煤层采煤工作面综采成套设备项目,细粒煤分选及脱水成套设备项目,收购内蒙古准格尔旗柏树坡煤炭有限公司 51%股权
长荣股份	6.7	66.90%	包装机械	高速精密多功能新型印刷设备产业化建设项目,超募资金 5,000.00 万元设立全资子公司“天津长荣震德机械有限公司”
中顺洁柔	6.6	43.50%	生活用纸	江门、中山、唐山、成都新建项目扩大产能
科士达	6.6	69.70%	变电设备、低压电器类、输电设备	在线式 UPS 扩产项目,投资建设太阳能逆变器项目
多氟多	6.2	58.40%	无机化工原料	年产 1 亿 A h 动力锂离子电池项目,年产 200 吨六氟磷酸锂项目,锂离子电池用电解液及六氟磷酸锂,电池级氟化锂,电子级氢氟酸项目
伟星新材	6.1	53.10%	高分子聚合物、清洁器具、装修工程	节能环保型 PPR 系列管材,管件扩建项目
英威腾	5.8	75.60%	变电设备、集成电路	年新增 500 套高压变频器扩建项目,年新增 1,200 台中压变频器扩建项目,年新增 20 万台低压变频器扩建项目
龙力生物	5.8	58.00%	保健食品、淀粉类、糖类、有机化工原料	年产 6,000 吨低聚木糖建设项目,年产 5,000 吨晶体麦芽糖醇项目
榕基软件	5.8	60.20%	ERP 软件、防火墙软件、行业专用软件	信息安全风险综合管理系统,新一代电子政务应用平台,质检三电工程企业端软件运维服务平台
欣旺达	5.7	65.40%	低压电器类	手机数码类锂离子电池模组技改项目,笔记本电脑类锂离子电池模组技改项目,动力类锂离子电池模组技改项目
太安堂	5.7	75.80%	动物类中药制剂、植物类中药制剂	全自动中药丸剂口服固体制剂 GMP 线建设项目生产,全自动软膏剂 GMP 生产线建设项目
数字政通	5.5	73.10%	行业专用软件	“新一代”数字城管系统项目,金土工程“一张图”监管系统研发项目,专业网格化系统项目,数字社区管理与服务系统项目
高乐股份	5.5	65.60%	玩具	电子电动玩具生产建设项目,
巨力索具	5.5	45.70%	钢丝类、合成纤维、型钢类、	年产 6.6 万吨钢丝绳及 2.4 万吨钢丝绳索具项目。年产 0.9 万吨链条及 0.6 万吨链条索具项目。建立韩国、澳大利亚、美国分公司。
好想你	5.3	61.70%	休闲食品	新郑加工基地年产 4,400 吨红枣系列产品深加工建设项目,阿克苏加工基地年产 3600 吨红枣系列产品深加工建设项目
达华智能	5.3	67.30%	电子元器件	接触/非接触 RFID 电子标签卡封装工程技术研发中心技术改造项目



三聚环保	5.2	65.20%	催化剂及化学助剂	年产 10,000 吨高硫容粉及脱硫剂成型装置, 年产 500 吨 FP-DSN 降氮硫转移剂生产装置
新北洋	5.2	60.60%	打印机、扫描仪	年产 50 万台专用打印机及相关产品生产基地建设项目
长盈精密	4.8	52.40%	移动通讯设备与配件	年产 1,800 万只手机及数码产品滑轨项目, 生产表面贴装式 LED 精密封装支架项目, 生产通信终端及数码产品精密型电磁屏蔽件项目
雅克科技	4.7	55.40%	催化剂及化学助剂	响水阻燃剂项目, 实施“雅克科技亚太销售中心项目”
杭氧股份	4.6	35.70%	化工机械、特种气体、氧气、运营平台系统	广西金川有色金属有限公司内新建 2 套 35000Nm ³ /h 空分设备项目, 河南杭氧气体有限公司新建 20000m ³ /h 空分工程, 吉林杭氧气体有限公司新建 2 × 25000m ³ /h 制氧机组及配套项目
蓝帆股份	4.5	63.90%	高分子聚合物	新建 9 条 PVC 手套生产线。年产 26 亿支 PVC 手套生产线项目
兴民钢圈	4.5	58.50%	传动设备、装饰材料	年产 200 万套高强度轻型无内胎钢制车轮建设项目, 山东兴民钢圈股份有限公司年产 400 万件轿车车轮生产项目
乐视网	4.2	57.50%	互联网服务	购买电影电视剧版权, 3G 手机流媒体电视应用平台改造升级项目, 互联网视频基础及应用平台改造升级项目
星辉车模	4.2	71.60%	玩具	使用超募资金投资建设品牌车模生产基地收藏型车模项目, 福建婴童车模制造基地项目
梦洁家纺	4	49.20%	装饰用纺织品	新增年产 30 万套寝饰套件及 80 万条芯被类生产线, 梦洁直营市场终端网络建设, 自动化立体仓库中心建设项目
太极股份	3.9	53.80%	行业专用软件、专业咨询服务	新一代银行综合业务系统, 电子政务应用支撑平台, 电力生产运行监控系统
国腾电子	3.4	61.40%	通信系统与平台	视频/图像处理芯片技改及产业化项目, 高性能频率合成器技改及产业化应用项目, 北斗/惯导 (BD/INS) 组合导航技术改造及产业化项目
科华恒盛	3.4	63.40%	低压电器类、输电设备、行业专用软件	超大功率 UPS 产业升级项目, 信息设备/工业动力用中大功率不间断电源产业升级项目
九安医疗	3.3	55.40%	诊断治疗设备	家用医疗健康电子产品研发生产基地
益生股份	3.2	49.70%	禽畜养殖、饲料	90 万套父母代肉种鸡场建设项目, 4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目
启明星辰	3.2	51.00%	防火墙软件、系统集成服务	基于 WEB 应用的业务安全系列产品项目, 网络安全服务和运营平台项目, 安全管理系统产品项目
尤洛卡	3.1	62.20%	电气仪器仪表	煤矿顶板安全监控设备扩建及技术改造项目, 煤矿顶板充填材料项目, 煤矿综采工作面乳化液全自动配液装置及乳化液高压自动反冲洗过滤站装置研发和生产项目
亚夏汽车	3	60.30%	汽车零售店	黄山、芜湖汽车 4S 店
凯美特气	2.9	57.10%	特种气体	20 万吨液体二氧化碳项目, 2 万吨液体氩气项目, 以超募资金中的 5,117.00 万元人民币建设安庆凯美特气体有限公司炼厂尾气、火炬气分离及提纯项目
七星电子	2.8	51.00%	电子元器件、集成电路	投资实施《TFT-LCD 专用设备产业化项目》
泰亚股份	2.6	58.40%	鞋子	年产 2000 万双运动鞋鞋底项目
朗源股份	2.4	52.70%	蔬菜类、水果类、休闲食品	10000 吨高质量鲜果扩建项目, 5000 吨果仁 (杏仁, 核桃仁) 产品生产项目, 8600 吨葡萄干果干果脯扩建项目

奥普光电	2.3	53.20%	电子测试和测量仪器	新型医疗检测仪器生产线建设项目，光电测控仪器设备产业化建设项目
新纶科技	2	44.70%	清洁器具、外衣、鞋子、装修工程	增资苏州新纶实施防静电/洁净室消耗品扩产项目，设立全资子公司并实施连锁超净清洗中心项目的公告
阳谷华泰	1.3	40.20%	化学试剂	年产 15,000 吨橡胶促进剂 M 清洁生产工艺技术开发项目。年产 1 万吨预分散胶母粒项目。年产 10000 吨橡胶促进剂 CBS/NS/M/CTP 清洁生产工艺技术开发项目等。

3.4 长城证券重点行业及公司跟踪表

行业	评级	景气描述	重点关注公司
农林牧渔	超配	灾害天气、国际流动性推动农产品上涨。子行业依次看好种子、植物油、海洋养殖	丰乐种业、荃银高科、隆平高科
有色金属	低配	美元反弹、经济下行预期压制基本金属价格。小金属存在波段性机会、基础金属趋势性机会的条件不成熟。	厦门钨业、中科三环
煤炭	超配	煤炭公司业绩下行程度有限，目前处于 PE 水平调整的过程，等待冬季库存回补拉动。	潞安环能、大有能源
钢铁	标配	矿价上行对盈利的挤压处于末期，需求回落的景气特征已经在股价上有所体现，建议关注具备一定题材，且适合波段操作的个股。	八一钢铁、华菱钢铁、河北钢铁
化工	低配	需求受抑，下游行业去库存时点慢于之前的预期。整体机会未到，自下而上选股为宜。	康得新、联化科技、烟台万华
机械	标配	行业整体盈利增长难有大亮点，制造业景气投资相对稳定，关注细分行业的龙头公司，如农业机械、海洋工程、煤机等。	三一重工、新研股份、海油工程
家电	超配	行业增速相对稳定，估值优势明显。扩张大需的后续政策值得期待。关注产品结构优化，创新能力强的龙头企业。	格力电器、美的电器
电气设备	标配	特高压项目投资缓慢，下游产能迅速释放，行业盈利情况低于预期。关注变频器、智能电网设备。	国电南自、国电南瑞、汇川技术
建材	标配	供给面的相对理性是水泥行业具有的其他行业所不具备的特性。对于行业的看法应当更加平衡。	冀东水泥、华新水泥、海螺水泥
电子元器件	超配	高景气回归平稳增长。智能手机、平板电脑、LED 照明子行业景气回升。	超声电子、劲胜股份、宇顺电子
通信设备	超配	通信行业将迎来景气，看好联通、光通信和 4G 国际建设机会。	中国联通、大富科技、中兴通信、烽火通信、华工科技
电力行业	低配	如经济增速小幅放缓，则行业难有起色。如经济恶化，电力行业具有反周期特征，则行业存在配置价值。	华能国际、国电电力
食品饮料	标配	行业短期面临景气回落冲击，业绩增速低于预期将对高估值水平形成冲击。	五粮液、贵州茅台、泸州老窖

房地产	标配	紧缩政策延续，房价缓慢回落。行业机会需要等待限购、放松贷款等松动行为出现。	保利地产、招商、万科
汽车	超配	景气已有见底迹象，二、三线城市销售良好。	上海汽车、华域汽车、悦达投资
商业零售	标配	全年增速在 25%-30 之间。4 季度关注区域零售龙头企业，品牌升级中的高档品牌企业。	王府井、重庆百货、天虹商场、中兴商业
医药	标配	盈利能力仍处回落阶段，精选个股、攻守兼备。	国药股份、信立泰、东阿阿胶、人福医药
金融服务	标配	银行板块能够随业绩的上升获得绝对收益，但目前尚缺乏上涨趋势中获得相对收益的催化剂，长期投资机会大于短期。	民生银行、兴业银行、招商银行

研究员介绍及承诺:

向威达: 长城证券研究所所长, 2006 年进入长城证券研究所。

高凌智: 长城证券研究所宏观策略部经理。香港中文大学金融财务 MBA, 2006 年进入长城证券研究所, 从事 A 股投资策略研究、资产配置研究。

王 凭: 2007 年毕业于英国利兹大学, 金融数学硕士。2011 年 3 月进入长城证券研究所, 从事宏观经济波动、A 股市场投资策略研究。

蔡保健: 美国康涅狄格大学金融 MBA。原美国 GE 投资分析师, 2011 年 2 月进入长城证券研究所, 从事海外宏观经济波动、A 股投资策略研究。

朱 琳: 南开大学金融工程学硕士, 2010 年 11 月进入长城证券研究所。从事中国宏观经济波动、行业景气变化、A 股市场投资策略研究。

研究员承诺:

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

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>