



在市场上涨动力转换过程中寻求均衡和突破

——东吴基金 2009 年四季度投资策略报告



(2009 年 9 月 30 日)

主 编 刘元海

宏观经济 杨庆定

行业研究

银行 刘元海

房地产 水泥 薛和斌

化工 王少成

机械 汽车 刘 辉

商业 食品 邹国英

有色 钢铁 王 强

煤炭 电子元器件 姜 宵

策略协助 戴 斌

监 审 徐建平

王 炯

黎 瑛

地址：

上海浦东源深路 279 号

邮编：200135

客服热线：021-50509666

网址：www.scfund.com.cn

在市场上涨动力转换过程中寻求均衡和突破

年初以来，全球主要股指都出现不同幅度上涨，推动本轮全球股市上涨主要动力是全球主要经济体实施极度宽松货币政策和投资者对经济复苏的预期。但随着全球经济慢慢企稳复苏和防通胀的要求，宽松货币政策逐步退出将是一个趋势，澳洲加息就是一个重要信号。因此从大趋势上看，未来驱动市场上涨的动力势必要逐步转到上市公司业绩增长上。

我们判断，目前 A 股市场正处在上涨动力转换的过渡期，即市场上涨动力从前期“流动性过剩+经济复苏预期”向“业绩快速增长+业绩快速增长驱动估值提升”转换过程中。从历史经验看，在市场上涨动力转换过程中，市场将以振荡走势为主，直到“业绩快速增长”新动力的出现。

目前 A 股市场所面临环境与 06 年 6 月份前后有着非常相似之处，都面临着高估值、扩容和货币政策收紧压力，当时市场出现了维持 4 个月（6 - 9 月）W 型筑底振荡走势。但是在上市公司业绩快速增长驱动下，从 06 年 10 月份开始，市场结束调整，上证指数从 9 月底的 1752 点上涨到该年年底的 2675 点，上涨幅度为 52.68%，整个市场估值也从 30 倍提升到年底的 43.4 倍，尽管 06 年 4 季度贷款增速和 M2 增速都处于双降趋势。

然而，目前市场一致预期 09 年 A 股上市公司净利润同比增长 20%左右，远低于 06 年的 41%，在此背景下，预计市场估值难以大幅提升，但考虑到年底估值业绩基准切换，估值进一步下跌空间也有限。总体看，4 季度 A 股市场振荡筑底走势概率较大，期间在流动性反弹和盈利增速上行背景下，市场存在反弹和结构型投资机会。从历史经验看，在振荡行情中，市场更加注重行业增长的稳定性和超预期性。同时 4 季度又是一个承前启后的季节，因此又要从战略角度去配置行业。4 季度行业配置上，关注“防御+业绩增长超预期”行业，同时战略布局受益通胀预期和低碳经济发展的行业：

- 第一条投资主线是受益于投资拉动以及出口复苏的行业，重点关注：机械、电力设备、水泥、化工、钢铁、电子元器件和通信设备行业，这些行业 4 季度可能出现需求超预期。
- 第二条投资主线是受益于收入转好、物价指数从底部回升和销售旺季来临的消费服务类行业，重点关注：汽车、食品饮料、商业零售和家电。
- 第三条投资主线是具有估值优势并且受益通胀预期的行业，重点关注和战略布局：保险、银行、地产和煤炭。目前金融地产煤炭估值安全边际比较高，一旦通胀预期升温，将会刺激股价进入一轮上涨周期。
- 第四条投资主线是战略布局受益低碳经济发展的板块和个股。



目 录

一、A 股独立美股率先调整	3
(一) 3 季度美股延续强势，但估值压力显现.....	3
(二) A 股出现阶段性调整，市场风格发生变化.....	4
二、中国经济 4 季度继续向好	5
(一) 固定资产投资保持稳定较高增长.....	5
(二) 出口趋势回暖	6
三、流动性回归合理、均衡	9
四、09 年 4 季度 A 股走势判断：在市场上涨动力转换过程中寻求均衡和突破	12
五、寻找业绩超预期行业并战略布局受益通胀和低碳经济发展的行业.....	14
(一) “三维模型”寻找潜力行业.....	14
(二) 战略布局受益通胀预期和低碳经济发展的行业.....	18
(三) 4 季度投资主线	19
(四) 重点行业	21
东吴基金管理有限公司旗下基金：	28

一、A 股独立美股率先调整

8 月份，A 股独立美股率先进入调整，而美股在经济复苏预期下继续震荡向上。

(一) 3 季度美股延续强势，但估值压力显现

3 季度，美国股市表现出强劲的上漲态势。截止 9 月 28 日，标普 500 指数收盘于 1062.98 点，自 7 月初以来上漲 15.63%。

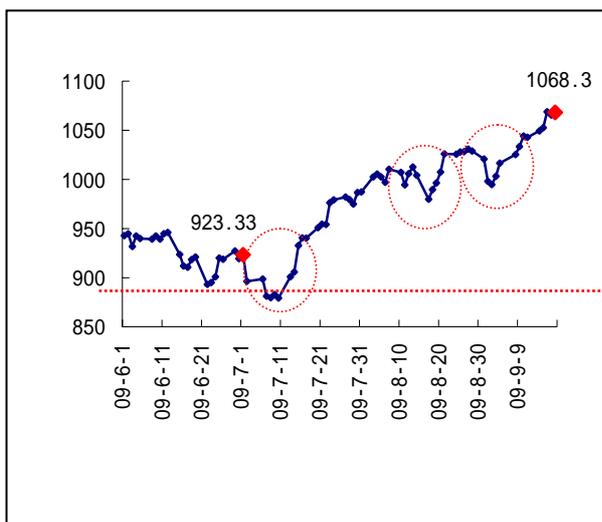
3 季度美股持续走强背后的动力是宏观经济数据持续改善：8 月份零售销售环比增长 2.7%，新房开工环比上漲 1.5%，建筑许可上扬 2.7%，工业产值环比也上扬了 0.8%。非农就业人数减少 21.6 万，较年初 74.1 万已大幅收窄。近期公布系列宏观数据亦显示了美国经济止跌回升的势头已趋于明朗，从而增强了投资者对经济复苏预期的信心。同时，美联储最近议息会议上也明确表示将在相当一段时间内保持低利率政策不变，并将收购抵押贷款支持证券和机构债的期限由今年 12 月延长至 2010 年第 1 季度，令市场对宽松货币政策退出的担心有所减弱。

自 3 月 6 日内低点以来，标普 500 指数已经累计上漲幅度超过 56%，漲幅位居历史上历次美股熊市反弹前列。另外，截至 9 月 28 日，标普 500 指数 pe 也上升到 19.69 倍，已处于 2004 年以来经济正常增长水平下估值上端，估值压力显现。我们总体判断，近期美股走势已反映了美国经济复苏预期，美股短期调整概率加大。

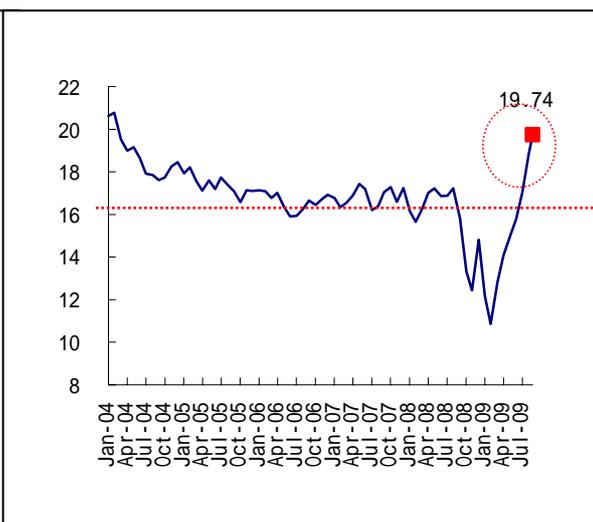
此外，从技术角度比较看，美股短期调整概率也比较大。经过 2008 年 11 - 12 月筑底后，本轮 A 股市场从 08 年底开始进入上漲趋势，而美股滞后两个月于 09 年 3 月份触底反弹。现今 A 股市场已于 8 月份率先下跌，下跌原因之一是估值压力。如果美股上漲和下跌都滞后 A 股市场两个月的话，那么美股于 10 月份后调整概率较大。

4 季度，如果美股确实发生调整，那么调整之后走势将视 GDP 和企业盈利超预期程度等因素。如果 GDP 增长加速、企业盈利超预期、个人消费增长形式良好等，那么美股调整后有望继续向上。

图表 1 7 月以来标普 500 指数持续走强



图表 2 标普 500 指数估值已经处于上端



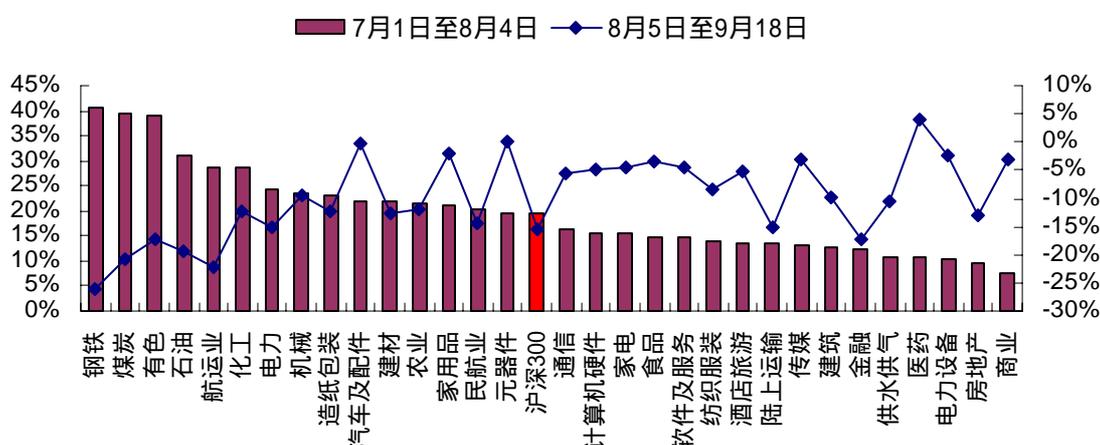
数据来源：Bloomberg、东吴基金。

（二）A 股出现阶段性调整，市场风格发生变化

7 月份 A 股市场承接 6 月份上涨趋势，加速上行；8 月份正好相反，在货币政策明松暗紧和估值压力下，A 股市场一路下行，8 月份上证指数下跌 21.81%，单月下跌幅度居历史前列；9 月中上旬，在宏观数据好于预期以及 60 周年国庆维稳背景下，A 股市场出现了一波反弹行情；但 9 月下旬在基本面相对真空情况下，市场又进入阴跌态势。

从行业表现看，年初以来涨幅居前的周期类板块在 8 月份后调整行情中都出现了大幅回落，而业绩增长相对确定的防御性板块则表现相对较好。其中，8 月份后调整行情中涨幅最大或跌幅最小的前五个行业分别是：医药、元器件、汽车及配件、家用品、电力设备；跌幅最大的前五个行业分别是：钢铁、航运、煤炭、石油、有色。可见，前期涨幅较大的周期类行业在调整市中跌幅也较大，而业绩增长确定的防御性品种则表现相对抗跌。

图表 3 2009 年 7 月以来 A 股市场行业走势表现



数据来源：Wind，东吴基金。

如果以 8 月份大盘的调整作为分水岭将今年以来市场行情分成两个阶段，那么可以发现目前市场风格正在发生显著变化。年初，在积极财政政策和极其宽松货币政策刺激下，市场对经济复苏预期逐步乐观，加上全球宽松货币政策导致货币对实物资产贬值推动资产价格上涨，资源类和顺周期行业如：有色、煤炭、机械等行业表现明显强于大盘。

但一旦经济复苏存在波动以及流动性出现微调，在高估值压力下，市场将会出现调整。因此当 7 月份经济数据出现回落，同时货币政策明松暗紧，市场走势开始转向，风格也发生变化，那些业绩增长明确的行业和上市公司又重新回到市场视野之中。

目前，A 股市场上涨动力存在转换需要，在这个转换过程，市场风格也将发生变化。



二、中国经济 4 季度继续向好

09 年上半年中国 GDP 同比增长 7.1%，在全球范围率先复苏。7、8 月份工业增加值同比增长 10.80% 和 12.30%，呈现出加速上行趋势。3 季度经济复苏态势得到巩固，中国经济继续向好。

目前全球经济尚处于企稳复苏初期，中国经济企稳回升的态势还不稳定、不巩固、不平衡，因此短期内我国积极财政政策和适度宽松货币政策不会发生根本改变，但为了防止未来通胀压力，货币政策将会在保经济增长和防通胀中微调。

预计 4 季度，固定资产投资在房地产投资带动下保持较高增速，出口缓慢回暖，消费增长则继续维持稳定，工业企业利润下降幅度将继续收窄，经济增长将进一步加速，全年 GDP 有望达到 8.3-8.5% 的水平。

（一）固定资产投资保持稳定较高增长

09 年上半年城镇固定资产投资同比增长 33.6%，虽然 7 月份单月同比增长下降到 29.9%，但 8 月份同比增长又恢复到 33.6% 以上，固定资产投资动力依然强劲，4 季度有望继续保持较高增速。

1、基建对投资拉动作用增强

从中央投资计划看，在规划的 1.18 万亿中央投资中，目前尚有 8000 亿元的资金未投入使用，其中 2000 多亿将于今年 4 季度投入使用，为 09 年全年最高。铁路部门 09 年基建投资 6000 亿元，但今年前 8 个月只完成了 2914 亿元，尚不及全年计划的 50%，今年剩下 4 个月铁路投资有 3000 亿规模。

因此 4 季度，基建投资有望加速，继续拉动投资快速增长。

2、房地产投资增速有所提升

09 年上半年房地产投资同比增长 9.90%，前 8 个月同比增长 14.70%，房地产投资增速呈现加速上行趋势。

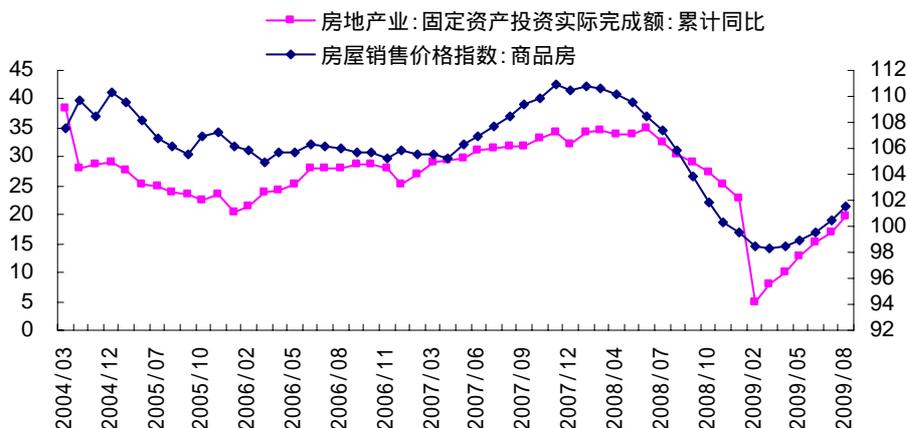
历史数据显示，前 8 个月房地产投资占全年投资额度的比例一般在 60% 以下，也即后 4 个月占比在 40% 以上。假定前 8 个月房地产投资占全年投资比例为 60%，那么今年全年房地产投资增速为 15.3%，也即后 4 个月房地产投资增速在 16.5% 左右，与前 8 个月投资增速相比，投资增速继续上行，但上行速度有所减缓。

从历史上看，房地产投资增速和销售价格呈显著正向关系，房地产投资增速走势将视房价走势而定。从目前形式看，4 季度房价维持目前价位盘整概率较大，因此 4 季度房地产投资增速有望维持相对较高水平，但增速上行速度会有所减缓。

我们认为 09 年 4 季度政府规划投资额度较高、基础设施建设规模较大，同时 4 季度房地产投资增速继续上行，4 季度固定资产投资增速仍将保持较高水平。另外，从投资粘性以及 08 年 1 季度较低基数因素，固定资产投资高增长态势有望维持到 2010 年 1 季度。



图表 4 房地产投资和房屋销售价格

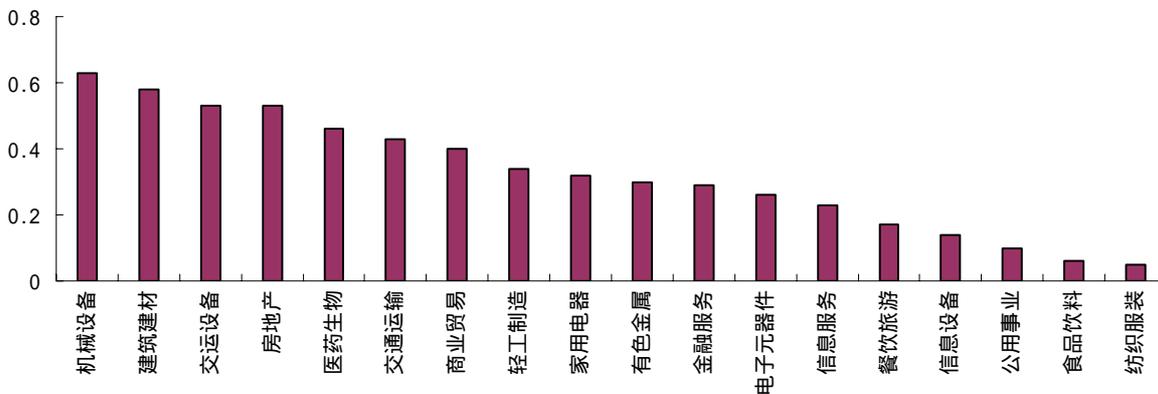


资料来源：Wind，东吴基金。

3、较高固定资产投资增速下行业表现

历史上，在较高固定资产投资增速背景下，机械设备、建筑材料、交运设备和房地产等行业盈利能力都会显著提高，因此，在固定资产投资仍然维持较高水平背景下，这些行业投资机会值得关注。

图表 5 固定资产投资和各行业 Roe 相关性



资料来源：Wind，东吴基金。

(二) 出口趋势回暖

09年上半年出口同比增长-21.80%，前8个月同比增长-22.20%。7-8月份出口较上半年略有回落，保持平稳状态。不过中国 PMI 新出口订单指数已连续4个月超过50%分界线，中国出口正在复苏。

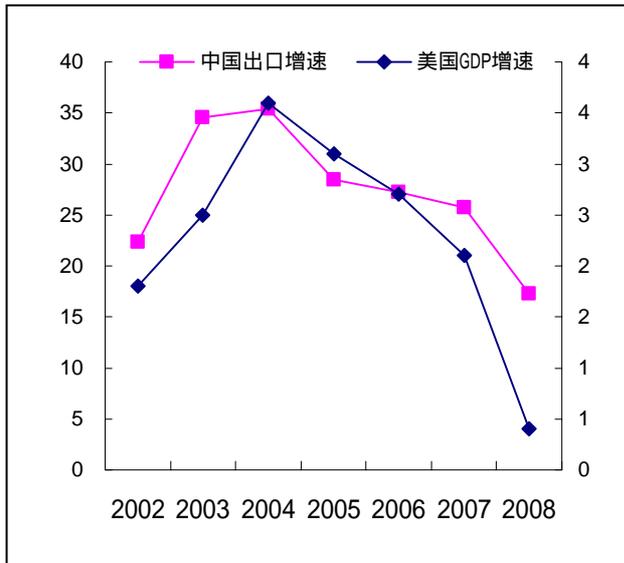
1、外部经济复苏有利于出口反弹

我国主要出口对象为欧盟、美国和日本，06-08年我国对以上贸易伙伴出口额占比分别为14.24%、12.74%、6.41%；16.29%、17.16%、7.15%；17.66%、20.50%、8.13%。今年前8个月，中国向美国累计出口1361.55亿元，占中国出口总量18.63%，美国成为中国第二大贸易伙伴国。



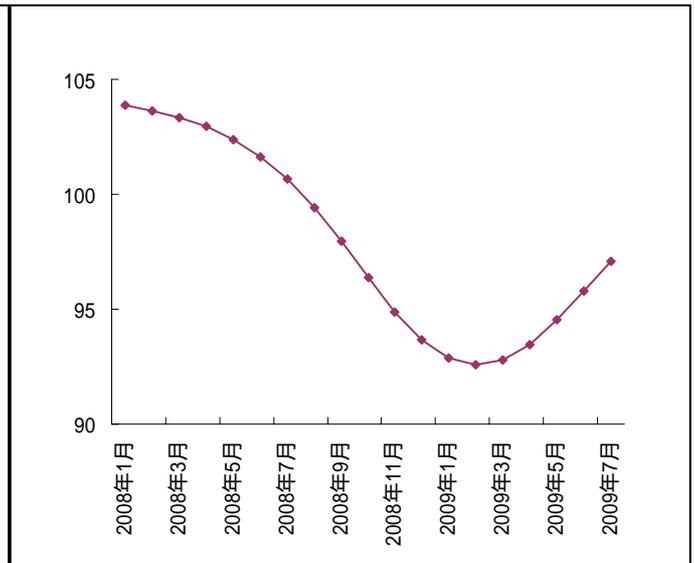
中国出口和美国经济联系紧密，自从金融危机以来，受到美国经济下滑拖累，中国出口下降显著。09年2季度美国GDP环比年率下降1%，较09年1季度环比下降6.4%而言，美国经济已触底企稳。领先指标也显示美国经济已经企稳复苏，市场普遍预期09年3季度美国GDP将实现环比正增长。通过实证分析可知，加入WTO后美国GDP每增长一个百分点，中国出口增长5.93个百分点（定量分析的置信度超过98%，解释率为76%）。美国经济企稳复苏将有助于中国出口复苏。

图表 6 中国出口和美国经济



资料来源：Wind，东吴基金。

图表 7 OECD 领先指数

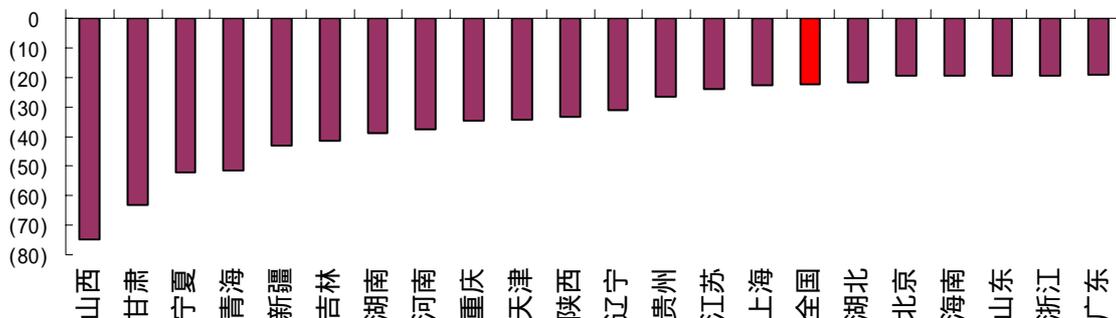


资料来源：Bloomberg，东吴基金。

2、出口地区差异显著

历史数据显示，珠三角、长三角、山东等沿海地区是出口重镇。08年金融危机发生后中国出口遭到重创。但在国家包括实施出口退税等各项鼓励政策驱动下，加之外部环境趋好，传统出口重地09年以来恢复良好，呈现强者恒强格局。而山西、甘肃等中部和西部地区出口严重衰退，09年来出口同比增速下滑超过50%。

图表 8 09年以来各地区出口



资料来源：Wind，东吴基金。



3、受益出口复苏行业

从历史数据看，05-08 年 4 季度出口占当年全部出口比例分别为 28%、29%、28%和 25%。除 08 年 4 季度因全球金融危机影响占比较低之外，其余年度 4 季度出口占比均较高，4 季度是出口旺季。由于去年出口基数相对较低，因此今年 4 季度出口增速有上行趋势。在此背景下，我们以行业出口增速和整个出口增速之差表示各行业出口优势寻找受益出口复苏的行业。

历史上，4 季度出口表现相对较好的行业有：动力机械及设备，特种工业专用机械、汽车及配件、石油及石油化工业和医药行业。09 年前 8 个月出口表现较好的行业有：医药、纺织服装和机械行业。在外围经济逐步企稳回升背景下以及结合历史 4 季度出口表现，今年 4 季度医药、纺织服装和机械行业出口趋势有继续向好可能。

图表 9 各行业出口历史表现

行业		05Q4	06Q4	07Q4	08Q4	09 年 1 - 8 月
机械工业	动力机械及设备	-2%	-1%	1%	1%	9%
	特种工业专用机械	0%	-1%	1%	-1%	-9%
	通用工业机械设备及零件	-5%	-4%	-3%	-1%	2%
纺织服装业	纺织品	-2%	-2%	-1%	-1%	7%
	服装及其配件	-2%	-2%	-2%	3%	12%
有色金属工业		0%	0%	-4%	-7%	-34%
化学工业		-1%	-1%	0%	-3%	-8%
钢铁工业		-8%	6%	-5%	-4%	-48%
汽车及其零件制造业		-1%	-2%	1%	-3%	-14%
石油及石油化工业		-3%	0%	1%	1%	-4%
煤碳工业		-6%	-4%	2%	-6%	-55%
造纸行业		-37%	-20%	-41%	-58%	-146%
医药行业		-2%	-1%	1%	3%	40%

数据来源：Wind，东吴基金。

预计 09 年 4 季度固定资产投资作为拉动经济增长的重要引擎将继续保持高速增长，出口趋势回暖，而消费增长则继续维持稳定。当前经济发展的驱动力很可能出现“政府投资 + 地产投资 + 出口复苏”多因素演绎的态势。在政府投资处于较高水平、地产投资增速回升、出口负面影响减小等积极因素作用下，预计 4 季度中国经济继续回升，中国经济继续向好，全年 GDP 有望达到 8.3-8.5%的水平。



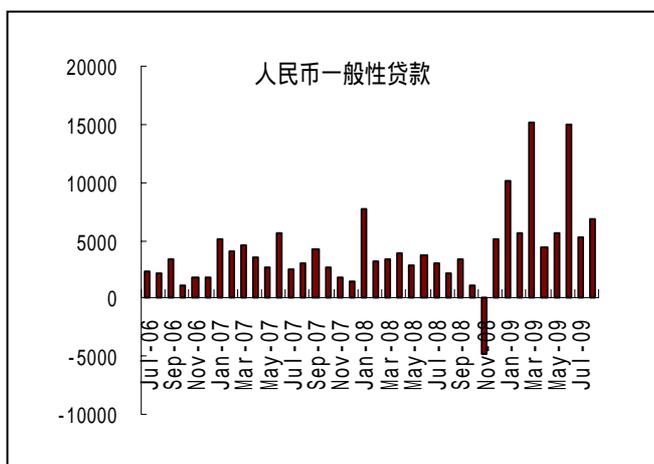
三、流动性回归合理、均衡

3 季度市场对于新增贷款给予高度关注，7、8 月份新增信贷较上半年出现大幅下滑令市场担心信贷下降过快造成流动性不足，担心对经济支持力度减弱造成经济波动风险。我们认为，下半年市场流动性虽然无法与上半年相比，但仍处于合理水平。而信贷对经济的支持力度，并无减弱迹象。

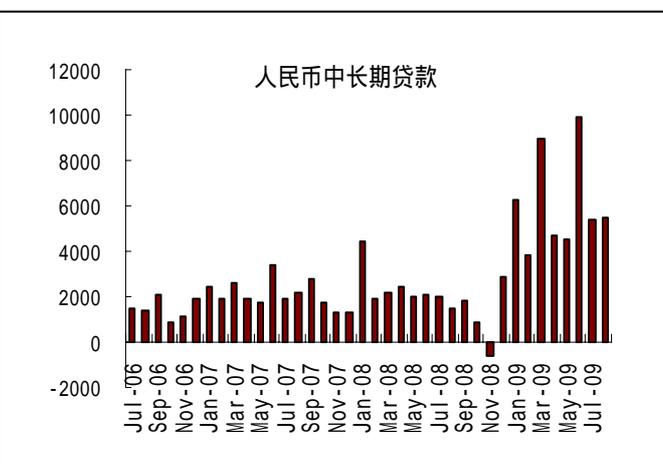
7、8 月份人民币新增贷款分别为 3559 和 4104 亿元，虽然明显低于上半年，但如果剔除剔除票据到期负面因素，7、8 月份人民币一般性贷款分别为 5541 亿和 6868 亿，甚至高于 4、5 月份。另外，除 3 月和 6 月银行“冲时点”因素外，今年以来人民币中长期贷款量呈现出稳定增长趋势。

从一般性贷款和中长期贷款绝对数量看，信贷对经济支持的力度并无减弱迹象。

图表 10 一般性贷款保持正常水平



图表 11 中长期贷款稳定增长



数据来源：Wind，东吴基金。

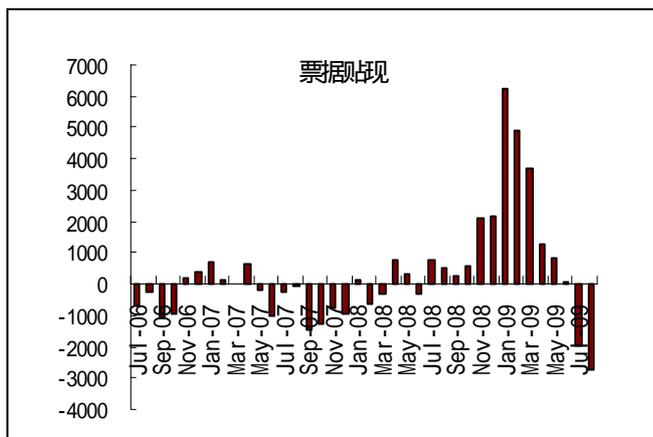
在 7、8 月份新增贷款中，减少幅度最大的是票据贴现，7、8 月份分别减少 1900 亿和 2700 亿。同期，银行间拆借利率也从上半年平均 1% 左右上升到 3 季度平均 1.5% 左右。票据贴现大幅减少和资金成本上升，确实使市场短期资金相对紧张。

但今年 1 季度 1.5 万亿天量票据在 3 季度集中到期，而 2 季度票据贴现只有 0.23 万亿，由于一般票据贴现期限为 3-6 个月，因此 4 季度到期票据将会显著减少。另外，3 季度到期的票据一部分将继续留在票据贴现市场，一部分将被置换为中长期贷款。

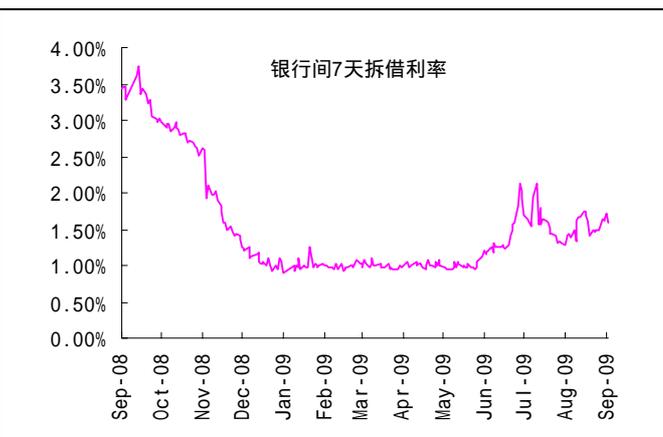
总体的来看，4 季度中长期贷款仍然能够稳定增长，票据贴现大幅回落后有望恢复为正，因此，4 季度新增信贷环比 3 季度回升概率比较大，4 季度市场流动性要比 3 季度好。但由于央行信贷总量的控制，4 季度新增票据规模不可能达到上半年水平，因此市场流动性自然无法与上半年相比，从过剩回归到合理水平。



图表 12 票据贴现大幅回落后有望恢复为正



图表 13 银行间利率有所回升

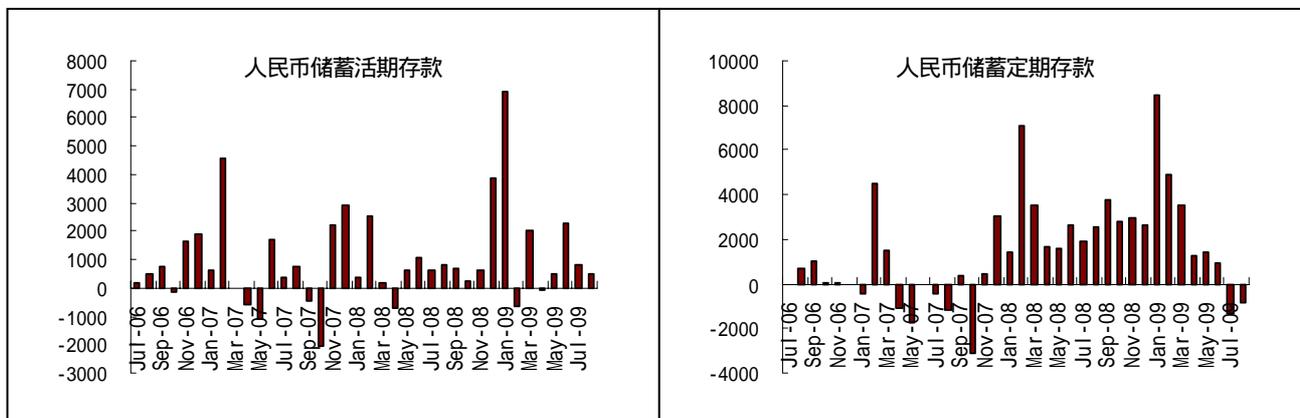


数据来源：Wind，东吴基金。

虽然由信贷驱动的宽松流动性阶段已回归合理水平，但由居民储蓄存款活期化带来新增流动性正在演绎中。居民定期存款自今年1月达到8395亿的新高后，大幅回落，7月减少1392亿，8月减少926亿，连续两个月净减少，与此同时，活期存款大量增加，6-8月连续三个月超过定期存款，6月增加2300亿，7月增加790亿，8月增加500亿，类似2007年4-10月份的存款搬家现象再现。

不过，从历史上看，居民储蓄存款活期化趋势与股市成显著正相关，两者互为因果，因此近期市场调整也使得存款搬家速度减缓。但从通胀预期看，居民储蓄存款活期化趋势应该还是比较确定的。

图表 14 储蓄存款活期化正在演绎

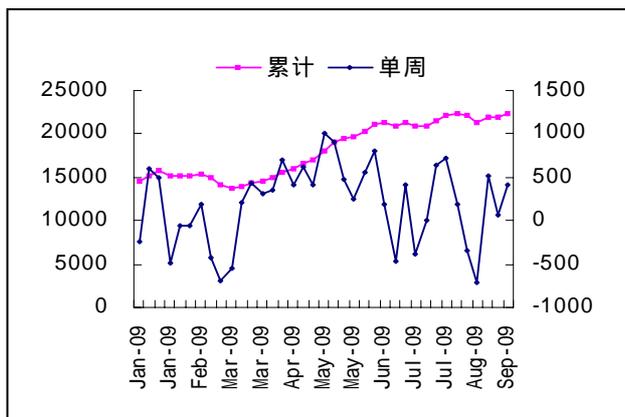


数据来源：Wind，东吴基金。

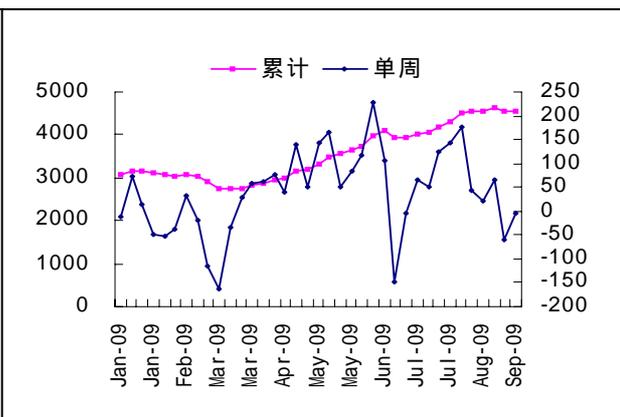
今年3月份以来，海外资金流入内地趋势比较明显，但进入6月份以后，资金呈现出比较明显的流进流出波动状态。海外资金投资香港也有类似情况，但6月份以后海外资金流入和流出香港趋势比较明显，不象内地波动那么大。总体看，海外资金对内地市场还是比较谨慎。



图表 15 海外资金投资内地情况



图表 16 海外资金投资香港情况 (单位: 百万美元)

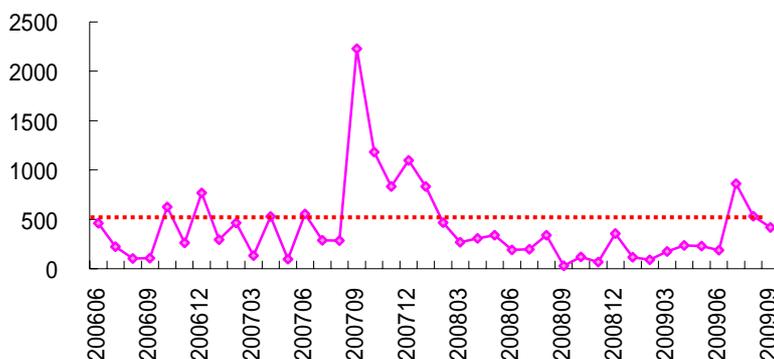


数据来源: EPFR、东吴基金。

从近期基金仓位监测数据看,目前股票型基金平均仓位为 80%左右,混合型基金平均仓位为 73%左右,与 2 季度末股票混合型基金平均仓位 85%相比,明显下降。另外,8 月份以来,基金发行持续升温,其中股票(包括指数型基金)和混合型基金募集规模已达 613 亿,此外目前在售的股票型基金已达 12 只,其中指数型基金 8 只,按照今年以来同类基金平均每只 36 亿的募集规模测算,预计募集资金 432 亿元。基金仓位下降以及新基金发行,将为市场提供潜在资金供给。

从资金需求看,最近 3 个月 IPO 和再融资平均规模 600 亿,已超过 2006 年以来平均水平,显示融资压力增大。为了创业板顺利推出,近期以创业板公司 IPO 为主,并辅之少量的中小板企业,虽然总的融资规模不是很大,但是数量之多和速度之快,新股申购对短期资金需求还是很大的。

图表 17 IPO 和再融资规模 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴基金。

从 A 股市场资金供给需求情况分析看,目前市场缺的不是资金,缺的是令市场上涨催化剂。在赚钱效应减弱背景下,存量和新增资金都会相对谨慎,从而使得市场资金供求相对平衡。

四、09 年 4 季度 A 股走势判断：在市场上涨动力转换过程中寻求均衡和突破

我们判断，目前 A 股市场正处在上涨动力转换的过渡期，即市场上涨动力从前期“流动性过剩+经济复苏预期”向“业绩快速增长+业绩快速增长驱动估值提升”转换过程中。从历史经验看，在市场上涨动力转换过程中，市场将以振荡走势为主，直到“业绩快速增长”新动力的出现。

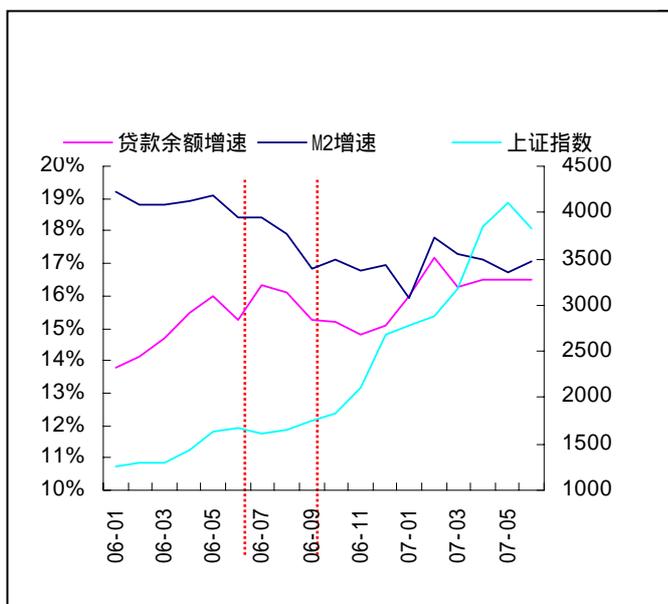
2004 年初，中国经济面临通胀压力，国家加大了宏观调控的力度，贷款增速由 20% 逐步回落至 13%。与此同时，上市公司净利润增速也从 04 年的 30% 多增长下滑到 05 年几乎接近于 0 的增长。

从 05 年底起，央行放松了紧缩货币政策，信贷增速从 13% 又逐步回升 06 年 5 月份的 16%。上证指数也从 05 年底的 1161 点上涨到 06 年 5 月份的 1641 点，上涨了 41.34%。在市场大幅上涨背景下，同年 6 月份新股发行开闸；为避免通胀压力，央行收紧信贷，贷款和 M2 增速都出现下滑趋势；同时 PE 值上升到 29.3 倍，而 06 年上半年 A 股上市公司净利润同比增长只有 9%。在高估值、扩容压力和货币政策收紧背景下，当时市场出现了维持 4 个月（6 - 9 月）W 型筑底振荡走势。

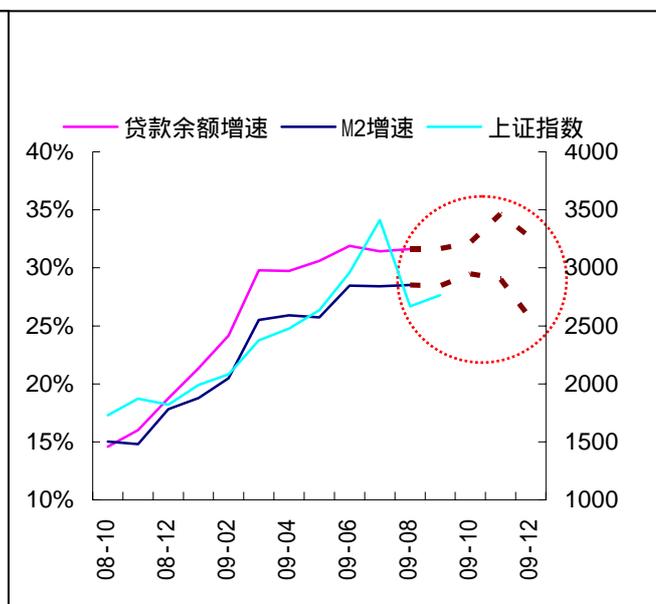
但是在上市公司业绩快速增长背景下，从 06 年 10 月份开始，市场结束调整，上证指数从 9 月底的 1752 点上涨到该年年底的 2675 点，上涨幅度为 52.68%，整个市场估值也从 30 倍提升到年底的 43.4 倍，尽管 06 年 4 季度贷款增速和 M2 增速都处于双降趋势。

显然，经过一轮上涨之后，在市场新动力尚未出现之前，市场需要以振荡方式消化不利因素，直到新动力出现。

图表 18 2006 年市场上涨驱动力转换



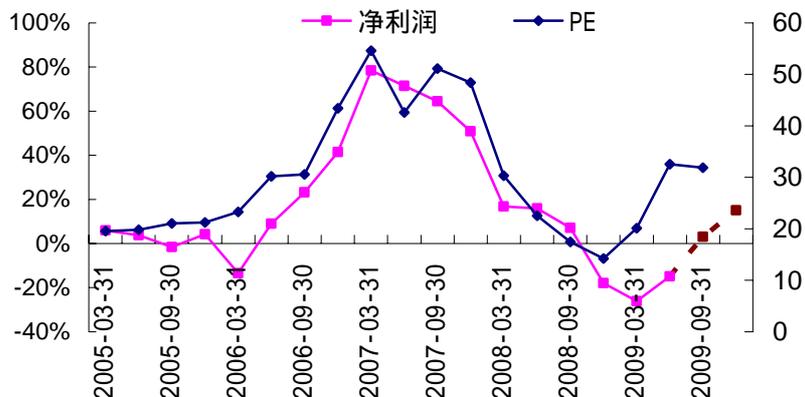
图表 19 2009 年 4 季度市场等待新的上涨动力



数据来源：Wind，东吴基金。



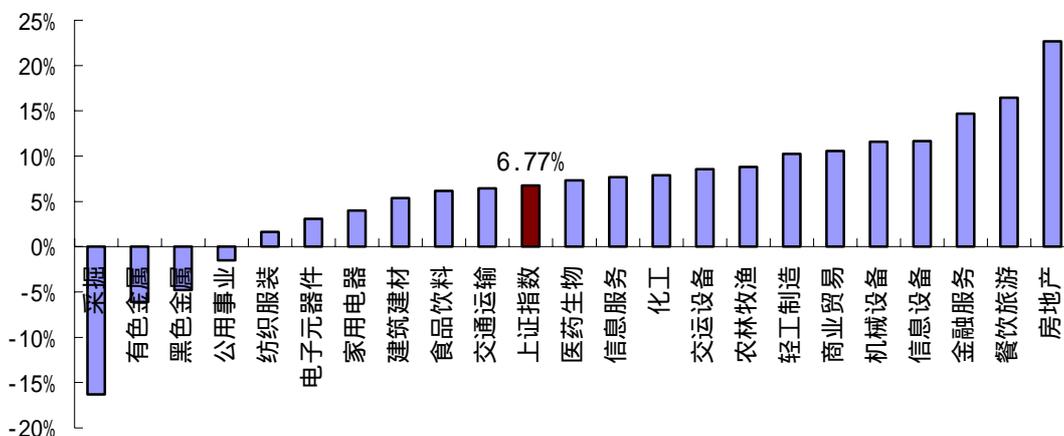
图表 20 上市公司净利润增长率驱动估值水平提升



数据来源：Wind，东吴基金。PE是根据历史12个月业绩滚动计算。

从行业表现看，在2006.6 - 9月市场振荡期内，明显跑赢大盘的行业是：房地产、餐饮旅游、金融服务、信息设备、机械、商业、轻工制造；明显跑输大盘的行业是：采掘、有色、黑色金属、公用事业。在调整行情中，跑赢大盘的主要以稳定增长的防御类行业为主，如餐饮旅游、信息设备和商业等，另外地产股上涨与人民币进入升值周期预期有关，金融股与我国进入加息周期并且其业绩屡超预期有关。而跑输大盘的则以能源和原材料类行业为主。

图表 21 2006.6 - 9月市场振荡期行业表现



数据来源：Wind，东吴基金。

目前，A股静态PE为31.88倍，上半年A股上市公司净利润同比增长-14.89%，预计前三季度净利润同比增长3%左右，全年净利润同比增长20%。与06年A股上市公司净利润同比增长41%比较，09年上市公司净利润增长幅度还不够快，在此背景下，预计市场估值难以大幅提升，但考虑到年底估值业绩基准切换，估值进一步下跌空间也有限。总体看，4季度A股市场振荡筑底走势概率较大，期间在流动性反弹和盈利增速上行背景下，市场存在反弹和结构型投资机会。从历史经验看，在振荡行情中，市场更加注重增长的稳定性和增长的超预期性。因此4季度在行业选择上，重点关注“防御+业绩增长超预期”行业。



五、寻找业绩超预期行业并战略布局受益通胀和低碳经济发展的行业

我们判断，目前 A 股市场正处在上涨动力转换的过渡期，市场振荡筑底概率较大。从历史经验看，在振荡行情中，市场更加注重行业增长的稳定性和超预期性。同时 4 季度又是一个承前启后的季节，因此又要从战略角度去配置行业。4 季度行业选择上，重点关注“防御+业绩增长超预期”行业，同时战略布局受益通胀预期和低碳经济发展的行业。

其中，通过“三维模型”寻找业绩增长稳定或超预期，同时又具有价格优势的行业：（1）需求和盈利能力变化维度，通过收入增速和毛利率水平同比变化分析，寻找复苏进度快的行业；（2）ROE 变动趋势维度，寻找盈利能力趋势向上并回升速度快的行业，因为在估值相当情况下，盈利能力趋势向上并回升速度快的行业股价上涨空间更大；（3）相对估值变化维度，寻找相对估值处于历史较低水平的行业。

（一）“三维模型”寻找潜力行业

1、需求和盈利能力变化维度

收入增速反映行业下游需求的复苏程度，毛利率反映行业盈利能力受益于价格和成本变动程度，通过收入增速和毛利率水平同比变化分析，寻找复苏进度快的行业。根据行业 09 年 2 季度收入同比增速与上年同期之差（简称收入增速差），以及毛利率与上年同期值之差（简称毛利率差）不同组合，将东吴行业分成四类：

A 类行业，收入增速差为正，毛利率差也为正。这类行业有（按收入增速同比变化由高到底排序，下同）：通信、证券、酒店旅游。其中重点关注通信行业，09 年通信行业受 3G 投资拉动，需求旺盛，并且成本下降幅度要快于价格下降幅度，毛利率也有不同程度上升，因此今年通信行业业绩快速增长确定。虽然 2 季度证券行业收入增速差为 45%，主要因为 08 年 2 季度收入同比增长为-36%，事实上 2 季度收入同比增长只有 9%。由于目前国内券商仍然以经纪和自营业务为主，因此收入和毛利率更多依赖于股票市场走势，因此 4 季度对证券行业观点相对中性。

B 类行业：收入增速差为负，毛利率差为正。这样的行业有：计算机硬件、建材、食品、医药、家电、汽车整车、电力、民航、传媒、电力设备、汽车配件、商业、石油。

B 类行业主要集中于下游的消费品行业和部分上游能源行业。对于消费品行业，上游成本端在金融危机背景下大幅下降导致毛利率得以提升，但消费短期内尚未恢复是收入增速较弱的主要原因。对于这一类行业，在消费未来平稳上行，且通胀有望在年内转正的背景下，终端需求以及价格的提升还是比较确定的。另外在 PPI 反弹速度低于 CPI 的前提下，预计上游成本变化相对稳定，因此看好食品、医药、家电、汽车整车、传媒、商业等行业。石油行业毛利的迅速恢复主要原因在于今年以来多次提高了成品油价格，未来进一步提升的空间取决于国际油价的变动情况。电力行业则受益于年初以来动力煤价格的回落，毛利率改善明显，但在目前经济环境下下游需求复苏力度预计不会太大。

C 类行业：收入增速差为负，毛利率差也为负。这类行业有：纺织服装、软件及服务、元器件、农业、造纸包装、机械、煤炭、化工、有色、钢铁、航运。

C 类行业以中游行业以及原材料行业为主。在经济复苏初期，如机械、化工、有色和钢铁等行业下游需求传导通常有一个滞后期，因此收入与毛利率暂时还没有恢复到前期水平。目前这些行业最近三个季度收入

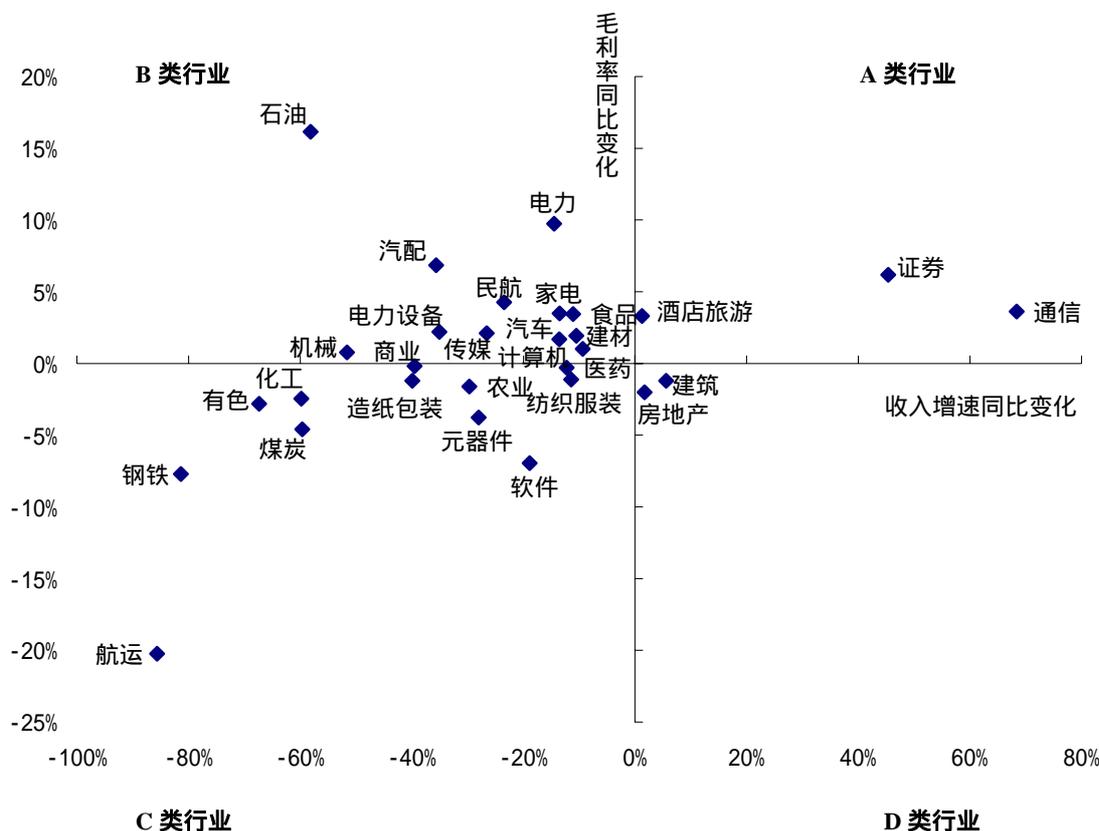
增速仍然负增长位于底部区域，不过毛利率已经明显回升。这些行业同固定资产投资和房地产密切相关，因此 4 季度投资增速稳定快速增长，这些行业 4 季度可能出现需求超预期，从而导致阶段性景气提升。农业收入增速回升，但毛利率有所下滑；造纸、元器件、纺织服装等三个行业收入增速依然为负，但降幅已经明显收窄，同时毛利率水平已经回升，因此从趋势上看，这三个行业未来具有进一步改善的可能；煤炭、软件两个行业收入增速和毛利率均出现连续下滑趋势。

D 类行业：收入增速差为正，毛利率差为负。这类行业有：房地产、建筑。

今年上半年房地产刚性需求得以快速释放，投资性需求也有所体现，使得上半年房地产销售增长超预期。但随着房价高企，近期一线城市房地产成交量缩减明显。对于 4 季度房地产行业投资机会把握，要密切关注房地产成交量的变化情况以及行业政策的变化。

从行业需求和盈利能力恢复速度维度看，4 季度可以重点关注的行业有：通信、酒店旅游、建材、食品、医药、家电、汽车整车、电力设备、商业、纺织服装、元器件、造纸包装、机械、化工、有色、钢铁、建筑。

图表 22 东吴行业收入增速与毛利率变化二维图



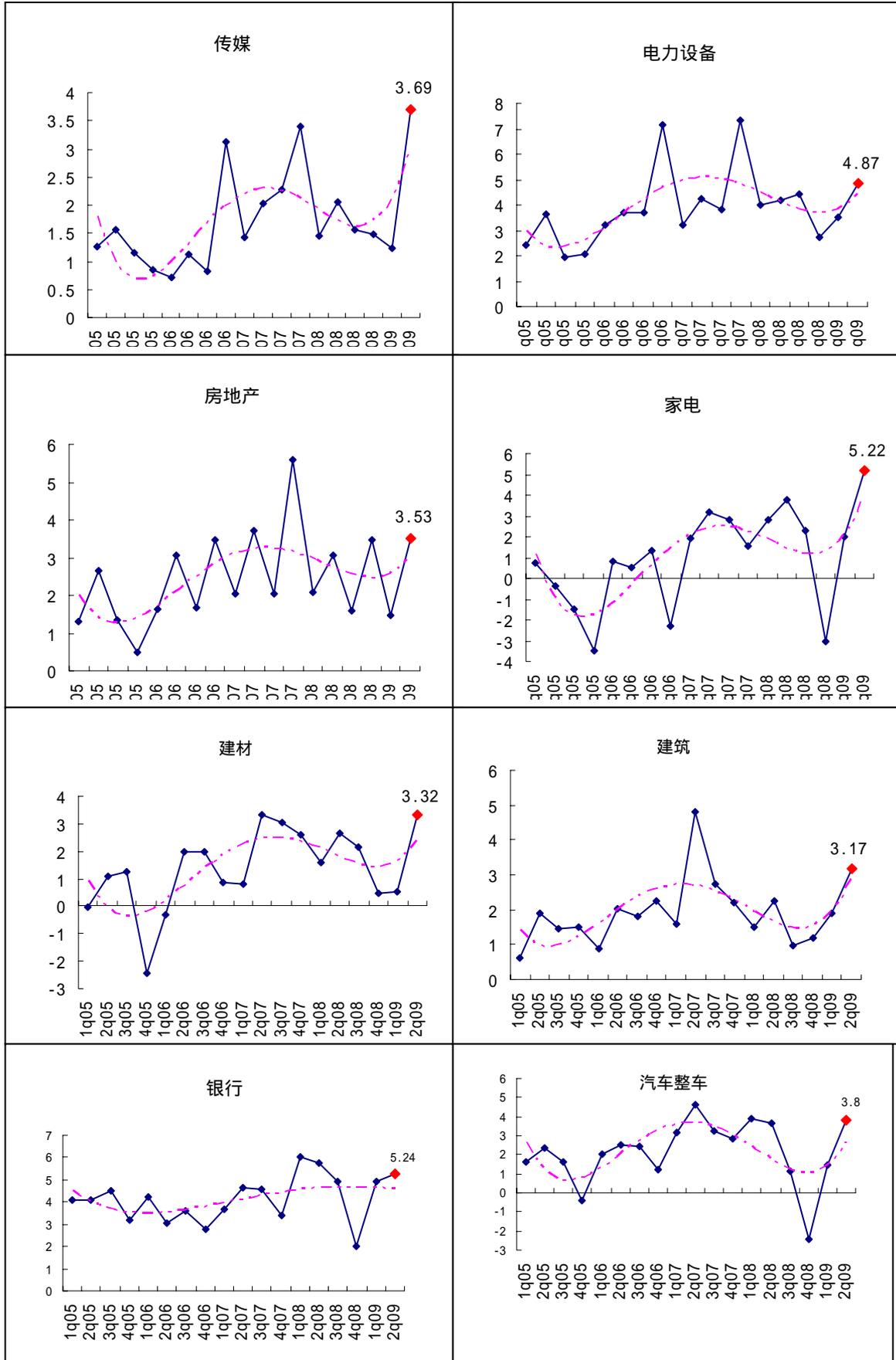
数据来源：Wind，东吴基金。

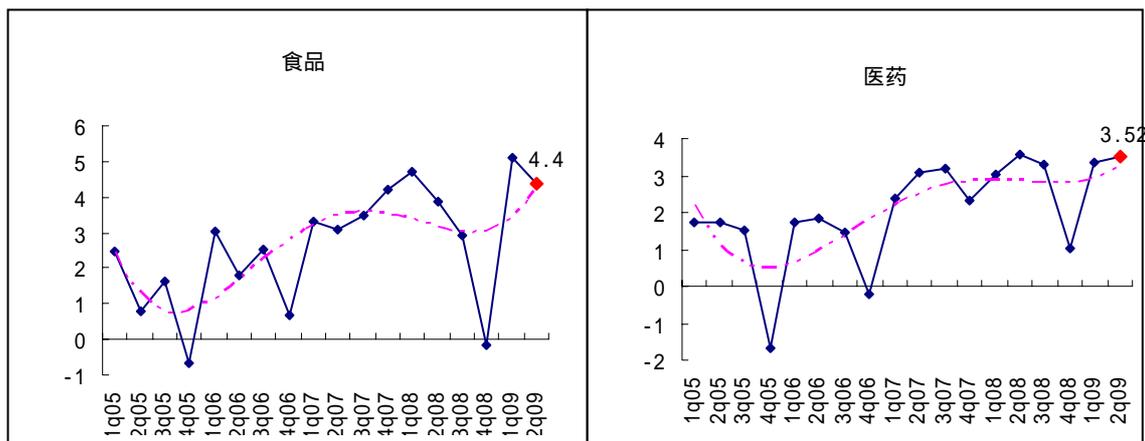
2、ROE 变动趋势维度

在估值相当情况下，ROE 趋势向上并回升速度快的行业股价上涨空间更大。从 2005 年初至今，传媒、电力设备、房地产、家电、建材、建筑、汽车整车、食品、医药、银行行业的 ROE 趋势向上，并且 09 年 2 季度的 ROE 值已经恢复到历史较高水平。



图表 23 ROE 趋势向上并回升速度快的行业





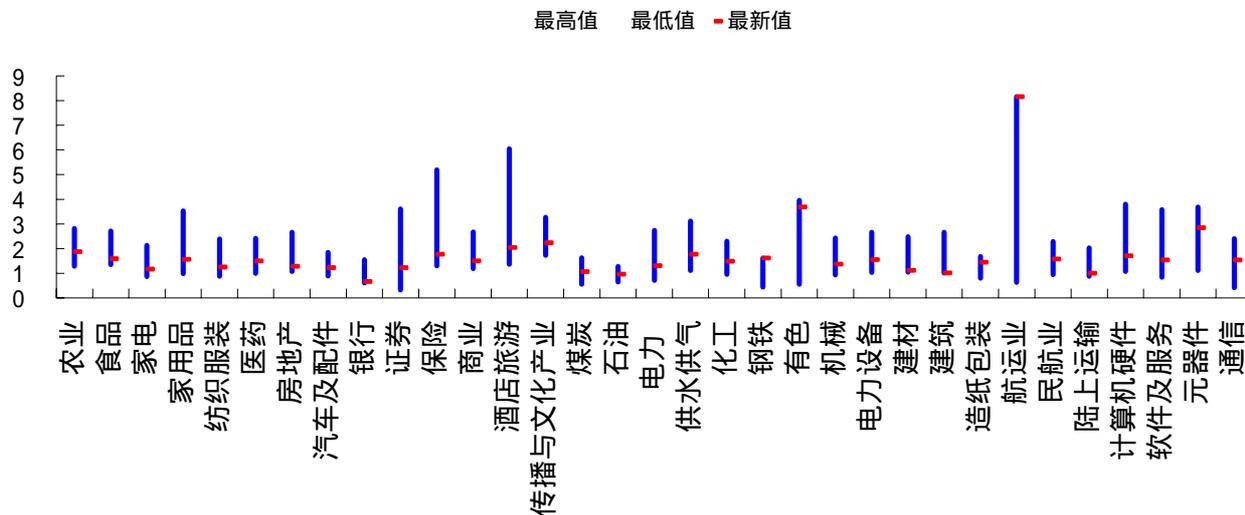
数据来源：Wind，东吴基金。

3、相对估值维度

这里，行业相对估值是指某一时点行业动态 PE 与同期沪深 300 指数动态 PE 的比值。与历史相对估值比较，判断当前行业估值水平高低。

从历史相对估值比较情况看，目前相对低估的行业有：食品、汽车及配件、银行、保险、建材、软件及服务、农业、建筑。相对估值接近历史趋势线，即目前的估值处于较为合理水平的行业有：房地产、路上运输、家电。

图表 24 东吴行业指数历史相对估值比较



数据来源：Wind，东吴基金。

通过需求和盈利能力、ROE 变动趋势以及行业相对估值三个维度的综合比较，重点关注：**食品、汽车、建材、家电**，这些行业符合“三维模型”标准，4 季度存在潜在投资机会。另外，如果从需求和盈利能力和 ROE 变动趋势两维选取，那么**电力设备、医药**也可以关注，因此，只要届时二级市场价格合适，这两个行业投资机会也值得关注。



图表 25 “三维模型”寻找潜力行业结果

从需求和盈利能力维度选择	通信、酒店旅游、建材、食品、医药、家电、汽车整车、电力设备、商业、纺织服装、元器件、造纸包装、机械、化工、有色、钢铁、建筑
从 ROE 变动趋势维度选择	传媒、电力设备、房地产、家电、建材、建筑、汽车整车、食品、医药、银行
从行业相对估值维度选择	食品、汽车及配件、银行、保险、建材、软件及服务、农业、建筑、房地产、路上运输、家电

数据来源：东吴基金。

（二）战略布局受益通胀预期和低碳经济发展的行业

1、全球加息预期加大

由于 09 年全球主要经济体实施了宽松货币政策，并且目前经济也都逐步企稳复苏，预计 2010 年全球通胀压力将加大，加息预期提升。因此受益于通胀和加息预期的行业值得我们重点关注和战略布局。

澳大利亚在 10 月 6 日宣布加息 25 个基点，成为全球主要经济体中率先收缩货币政策的国家。这意味着，全球性的宽松货币政策已经走向尾声。在全球经济复苏趋势日渐明晰和防通胀大背景下，新一轮全球化的加息周期可能正在形成。但各主要经济体的加息时间点可能不尽相同，在澳大利亚之后，美国预计会先于中国和欧洲开始收紧货币政策。

一方面，从历史经验来看，资源国（以澳大利亚为代表）的加息一般会早于消费国（以美国为代表）和制造国（以中国为代表）。在上一轮加息周期中，澳大利亚在 2002 年 5 月 8 日加息，美国于两年之后的 2004 年 6 月 30 日加息，中国加息的时间点在 2004 年 10 月 29 日，欧央行更是延至 05 年末。另一方面，从现实环境来看，由于美元贬值，欧洲区为保出口，会选择在美国加息之后跟随；而中国的货币政策从两国货币政策的历史关系上看，也是以跟随为主。因此未来全球主要经济体的加息进程，关键还是要看美国的态度。

至于美国，产能利用率是一个较好的判断货币政策的先行指标。历史上，该指标恢复到 75-80% 水平才有可能加息。目前判断，恢复到这一水平最少还有 10 个月时间。因此，美国加息可能最快也要到明年年中。

但不管怎么样，货币政策的收紧这一道大幕已经拉开，这对于投资者来说必然会引发新一轮的加息预期。在这种预期下，受益通胀和加息预期的行业在下一阶段值得重点关注和战略布局。重点关注：保险、银行、地产和煤炭等行业。

2、低碳经济是中国经济未来经济增长的必由之路

中国的低碳发展之路。目前国内宏观经济政策取向正在经历从救命向治病的转换，经济结构调整的路途任重道远。我们认为低碳发展是中国未来经济增长的必由之路。在当下全球经济再平衡过程中，低碳发展模式对重塑全球分工格局，强化各国经济的共同利益等方面意义重大。沿着这样的分析逻辑，我们坚信低碳板块在中长期将产生超额收益，当前应该坚定的进行战略布局。

- 1) 推动低碳经济发展的政策路径。当前的中国经济的结构调整的主要特征是政策推动，而低碳作为一个方向，由于涉及的行业较多，其政策路径的把握相对困难，但有两个方向值得重视：
- 2) 各国政策间的良性互动。低碳发展的一个前提是共同行动原则。目前各国都已经将低碳经济作为未来的一个发展方向，在政策上比然会出现良性互动趋势。近期比较值得关注的美国参议院对奥巴马提出的清



洁能源法案的审议，一旦美国国内对低碳经济完成立法（哪怕是有条件或者修改后通过）过程，这会极大的刺激其他国家低碳发展相关政策推出。中国由于是除美国之外减排压力最大的国家，未来政策推进的力度和时间都会因美国在低碳立法上的突破而加快。

抢占全球低碳发展的产业制高点。低碳发展涉及到众多关键技术的突破和应用。目前各国都在积极鼓励发展低碳相关技术，力图抢占产业制高点，为后续发展赢得先机。中国目前在非晶合金带材，薄膜太阳能电池，多晶硅先进生产工艺，动力电池方面关键材料方面进展较快，有望抢占相关产业的制高点，相关的上市公司值得重点配置。

中国的低碳发展从口号到行动。中国从 2006 年开始，实施单位 GDP 能耗公报制度，当时节能减排还仅仅是口号。目前情况正在急剧变化。从中央到地方，我们观察很多迅速展开低碳发展的行动。A 股市场中的低碳板块对低碳经济已经具有一定的代表性：

- 1) 风电和太阳能。风电和太阳能行业国内产能扩张都很快，目前都有产能过剩之嫌。我们关注细分行业里面具有技术和规模优势上市公司：中材科技，天威保变，多晶硅相关上市公司。
- 2) 智能电网和电网节能。近期安泰科技在非晶带材上突破和国网和世行的签订配电网 CDM 协议是配电网节能改造两个里程碑事件，预计中国政府将全面推进非晶合金变压器在配电网节能改造，安泰科技和置信电气两个公司将获益。智能电网相关投资品种，许继电气，国电南瑞。
- 3) 建筑节能。全球 40% 的二氧化碳排放量来自建筑物，建筑节能越来越成为全球推广低碳经济的大势趋。我国当前社会能耗 70% 在于建筑节能，建筑节能 45% 在于供热节能。建筑节能对中国具有现实意义，是目前投入产出比最高低碳行业。预计四季度政府会出台推进建筑节能的相关政策，相关投资品种，烟台万华，鲁阳股份，双良股份。
- 4) 动力电池行业。新能源汽车的发展是个确定的趋势，涉及到动力电池主要包括锂电池和镍氢电池。我们更加看好未来新能源汽车对锂电池需求的拉动。相关投资品种：江苏国泰和中国宝安。
- 5) 核能。国内核电行业投资正经历高速增长期间，核电相关投资品种中期具有投资价值。相关投资品种，嘉宝集团，中核苏阀，华锐铸钢。

（三）4 季度投资主线

4 季度行业选择上，重点关注“防御+业绩增长超预期”行业，同时战略布局受益通胀预期和低碳经济发展的行业：

第一条投资主线是受益于固定资产投资和房地产投资拉动以及出口复苏的行业，重点关注：机械、电力设备、水泥、化工、钢铁、电子元器件和通信设备行业，这些行业四季度可能出现需求超预期，从而导致阶段性景气提升。

- **机械**：工程机械是我们目前唯一看好的机械子行业，我们认为在当前基建投资的支撑下，出口基本已经见底的条件下，房地产投资将会成为拉动工程机械行业增长新的引擎，带动工程机械行业景气度继续上行。4 季度继续看好工程机械，给与该行业“推荐”的投资评级。
- **水泥**：四季度水泥行业将有利好政策刺激，由于进入水泥需求旺季，固定资产投资和房地产投资的上升进一步增加水泥需求，水泥进入价格上涨周期，而水泥煤炭价格差可能进一步扩大，行业毛利率上升。由于水泥价量齐升概率较大，给予行业“推荐”评级。
- **化工**：化工行业整体对外依存度大，09 年上半年受到的进口冲击明显，受到政府投资的拉动影响较小，



整体去库存过程经历时间较长。二季度原油价格开始大幅反弹，持续提升石化链条下游化工品的成本。这些不利因素在第四季度开始逐步开始转为正面，上游行业投资拉动作用会逐步显现，基础化学品内需会保持复苏态势。全球经济复苏，化工品进口冲击力度会减弱。四季度择时超配化工行业，内需复苏力度较大子行业是我们化工配置的首选。

- **钢铁**：目前，钢铁股估值处于历史平均水平。而 4 季度房地产投资继续回升和钢材出口复苏有望拉动钢材需求回升和钢材价格反弹，从而带来一波投资机会。
- **电子元器件**：四季度旺季来临加出口市场回暖双重利好电子行业基本面，部分上市公司预计 3 季度业绩同比都有望实现正增长。同时在目前证券市场各方参与者对未来看不清楚的时候，电子行业股票往往有超额收益的表现。给予电子行业四季度“推荐”的投资评级。
- **通信设备行业**：09 年通信行业受 3G 投资拉动，需求旺盛，并且成本下降幅度要快于价格下降幅度，毛利率也有不同程度上升，因此今年通信行业业绩快速增长基本确定。此外，海外需求复苏，有望成为拉动通信设备行业需求增长的另一动力。从历史经验看，在振荡行情中，通信设备行业往往有超额收益表现，具有较好防御能力。

第二条投资主线是受益于收入转好、物价指数从底部回升和销售旺季来临的消费服务类行业，重点关注：食品饮料和汽车。

- **汽车**：展望 4 季度，我们认为轿车销售数据将在淡季不淡的基础上，继续上演旺季持续旺销的局面，对应上市公司的业绩将会被不断上调，因此我们坚定的看好汽车板块的行情，给予“推荐”的投资评级。
- **食品饮料**：随着我国经济的逐步复苏和居民消费信心的恢复，食品饮料各子行业将维持平稳增长甚至增速回升势头。尤其是主要白酒企业在“十一维稳”之后，预计陆续会上调出厂价格，在消费旺季的第 4 季度以及紧接着的次年第 1 季度，行业会回归“量价齐升”的局面。

第三条投资主线是具有估值优势并且受益通胀预期的行业，重点关注和战略布局：保险、银行、地产和煤炭。目前金融地产煤炭估值位于市场中下端水平，具有比较高安全边际，一旦通胀预期升温，将会刺激股价进入一轮上涨周期。

- **保险**：目前 A 股保险公司新业务倍数也处在历史低端水平，具有较高安全边际。同时在通胀预期下，债券利率有上升趋势，在保单资金成本相对稳定情况下，债券利率上升有利保险公司利差扩大，从而对保险公司股价构成利好。
- **银行**：银行股下半年业绩存在超预期可能，将刺激股价上涨，但预计超预期幅度不会太大，从而抑制银行股估值的提升。因此，4 季度银行股存在交易性投资机会，但缺少爆发性上涨空间。不过一旦进入加息周期，银行股业绩有望进入快速成长期，从而带来股价一轮上涨。
- **地产**：四季度一线城市行业景气度下滑趋势明显，同时还面临着房地产政策微调和宏观经济政策的不确定性，我们暂时给予“中性”的行业评级，并密切关注行业政策的变化和房地产成交量变化情况。
- **煤炭**：前三季度由于行业基本面相对平稳，煤炭行情主要跟流动性预期和市场因素相关。四季度，煤价有望稳中有升，在当前流动性趋势转向前提下，煤炭上市公司业绩上升预期的幅度是否能够强到接棒流动性推动成为四季度煤炭股投资考量。从目前市场预期看，并不支持煤炭行业在 09 年 PE20 - 25 倍水平下继续提升估值，暂给予煤炭行业四季度“中性”的投资评级。

第四条投资主线是战略布局受益低碳经济发展的板块和个股。



（四）重点行业

1、水泥——四季度将迎来利好政策和价量齐升

行业评级：推荐

四季度水泥进入需求旺季，全年需求可能超预期。预计全年水泥需求增长率将到达15.3%，约为2.12亿吨。预计09年全年城镇固定资产投资完成额同比增长33.78%，乐观估计，全年水泥需求增速将到达16.89%。

下半年新增有效供给小于上半年，但10年仍有较多新增产能。《水泥行业准入条件》正式实施后，2011年水泥行业新增产能将有效减少。

水泥行业四季度价量齐升为大概率事件。从产量和需求分析，四季度需求增长将超预期，同时由产量基数小（去年8月以后产量下滑）带来量的同比增长效应更大。水泥价格四季度还将进一步上涨。预计四季度，随着水泥需求旺季的到来和房地产投资的上升，水泥价格还有进一步上涨空间。水泥煤炭价格差仍在高位，行业毛利率仍处于高位，四季度可能进一步上涨。

水泥行业政策将有效提升投资预期，四季度多项利好政策可能出台。9月初工信部公布了《水泥行业准入条件》征求意见稿，预计后期还将有《水泥十二五规划》、《水泥发展产业政策》等政策出台，将对产能投放进行具体规定。利好政策的出台将有效提升投资预期，带来股价上涨的催化剂。

考虑四季度水泥行业利好政策刺激，水泥价量齐升概率较大，给予行业“推荐”评级。

重点关注：海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、塔牌集团。

2、机械——地产投资有望推动工程机械行业景气上行

行业评级：推荐

工程机械行业淡季不淡。往年8月份是工程机械的淡季，但今年在投资高增长和房地产投资逐步回升的带动下，工程机械行业景气继续回升，淡季不淡。8月份，挖掘机、混凝土机械和汽车起重机销量分别同比增长51.8%、45.9%和37.7%；装载机销量同比增长0.2%，首现正增长。推土机和叉车销量的同比降幅分别收窄1个和3个百分点。出口虽大幅下降，但已基本见底。09年1-8月份工程机械出口额虽然同比大幅下降40%，但在全球经济预期复苏的背景下，我们认为工程机械的出口已经见底，今年工程机械出口的大幅下降为未来几年出口增长埋下了伏笔，我们预计2010年出口增速可以达到15%以上。

此外，我们依然看淡造船行业近些年的增长前景，认为行业的增长周期还没有到来，仍需要耐心等待。机床行业景气度虽已触底，但是更大的可能性将会是L型的发展趋势，因此目前还不是较好的介入时机。

投资策略：综合分析后，我们对于4季度机械行业整体的投资判断是看好工程机械，看淡造船、机床等其它细分子行业，给与工程机械行业“推荐”的投资评级。

重点关注：三一重工、中联重科、徐工科技。

3、化工——沿着逻辑和历史的轨迹 超配化工

行业评级：推荐

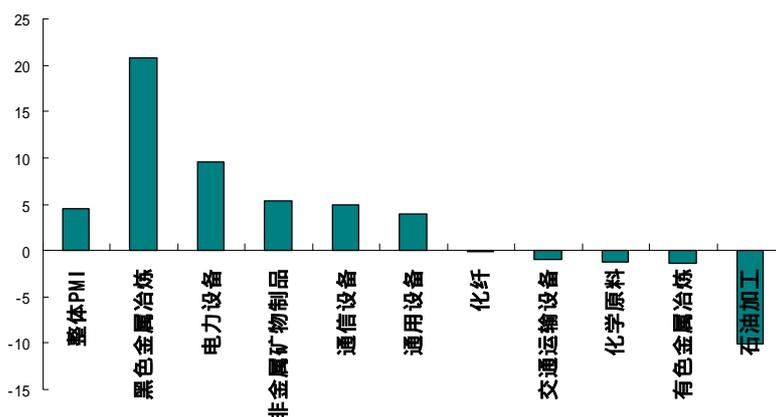
化工四季度择时超配。虽然目前市场对宏观经济演进和行业景气轮动的脉络没有形成共识，但我们认为在这时间节点上，可以沿着历史和逻辑的脉络从更高的层面审视化工行业整体配置。超配化工，两个基本的判断：

1) 四季度国内化工行业内需逐步复苏。考察PMI分行业订单（新订单-出口订单）数据，我们观察到化工行业6-8月整体的内需订单的恢复程度依然较低，在PMI指数下的行业横向比较中处于较低的水平（这个方法和合理性可以通过对钢铁，水泥，电力设备行业，通信设备等行业的良好指示作用来印证）。化工行业整体对外依存度大，09年上半年受到的进口冲击明显，同时受到政府投资的拉动影响也较小，整体去库

存经历时间较长。我们预计，第四季度上游行业投资拉动作用会逐步显现，基础化学品内需会保持复苏态势。全球经济复苏，化工品进口冲击力度会减弱，内需复苏力度较大于行业是我们化工配置的首选。

- 2) 原油价格保持上涨态势。发达经济体经济的底部回升有望推动国际原油价格保持上涨态势（天然气期货价格已经出现明显补涨）。二季度原油价格开始大幅反弹，持续提升石化链条下游化工品的成本，影响了下游行业盈利恢复进度。我们的判断是，国际油价在四季度或明年一季度上涨是大概事件，在内外需求回暖的背景下，原油价格上涨受益的品种也值得我们关注。

图表 26 PMI 分行业订单（新订单-出口订单）6-8月横向比较



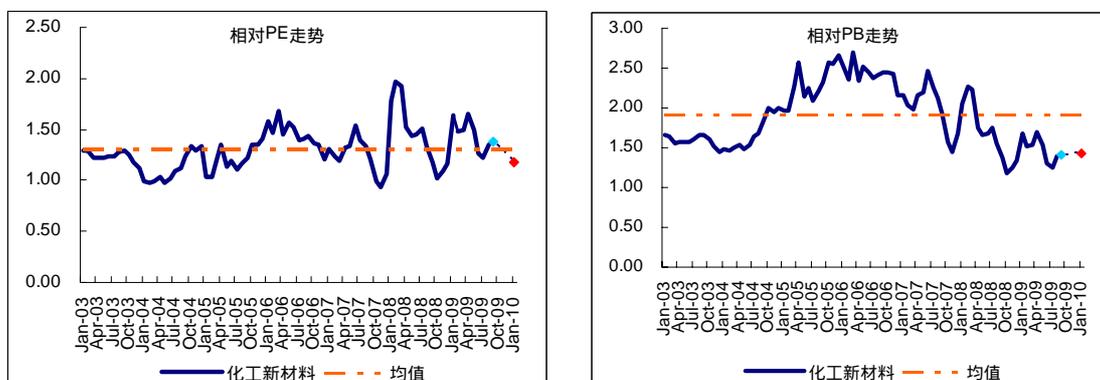
资料来源：CEIC。

子行业和投资品种的选择。经济结构调整相关政策是四季度国内宏观经济的主线。对于化工行业影响较大的政策包括（不限于）：低碳经济相关（建筑节能等），天然气价格改革，反倾销，中部地区经济激励计划等。

建筑节能相关。低碳经济是未来国内经济结构调整一个中长期方向，战略性的配置相关品种可以获得超额收益。10月份政府有望出台建筑节能的强制性规范。虽然目前内容不明，但考虑到建筑节能紧迫性，近期出台的可能较大。化工行业涉及的相关的投资品种：烟台万华，双良股份，红宝丽。

化工新材料。该板块投资品种的持续成长性较好，在行业配置上缺乏明确方向的背景下，弱周期、持续成长的投资品种会有明细的超额收益。目前化工新材料板块的相对PB处于历史低位，2010年动态PE也在历史中值附近，估值便宜，投资价值凸显。相关投资品种：中材科技，鲁阳股份，烟台氨纶，江苏国泰等。

图表 27 化工新材料板块的相对 PE 和 PB

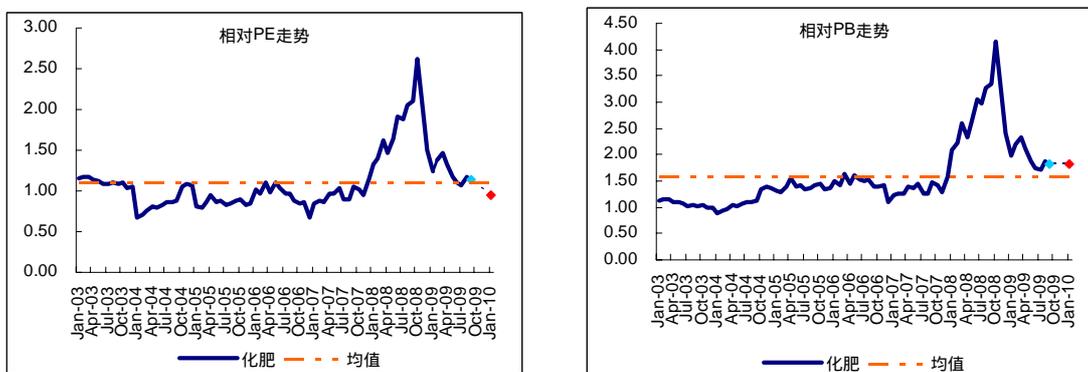


数据来源：东吴基金。



化肥。化肥板块2010年相对PE估值处于历史中值附近，相对PB估值，略高于历史中值。原油价格上涨驱动农产品价格上涨是大概率事件。农产品价格是农大化板块最好的景气指标。相关的投资品种：磷肥，钾肥和氮肥。历史上四季度化肥都有行情的。

图表 28 化肥板块的相对 PE 和 PB



数据来源：东吴基金。

石油石化。考虑到国内炼油行业具有一定反周期特征，在政府坚定执行成品油定价机制的前提下，国内炼油企业未来2年盈利水平处于历史上黄金时期。中石化中期（6个月以上）具有超额收益，沈阳化工业绩对石化产品价格和政策（渣油的消费税）的弹性较大。

4、钢铁——等待钢价四季度反弹带来的投资机会

行业评级：推荐

钢价在8月达到高点后回调了1000元/吨左右，螺纹钢价格已经于近期在3600元/吨企稳，9月第二周出现了长材价格上涨而库存下降，这是近一个月来首次出现的积极信号，我们判断钢价将告别单边下跌态势，步入震荡上行期。

供给方面，8月粗钢日均产量为168.8万吨，较7月环比增长3.3%，同比去年6月峰值增长达8.6%，创历史单月新高。虽然钢价在8月出现了大幅下跌，但由于钢厂仍有利润，因此减产动力不足，我们也观察到近期有钢厂开始以检修的方式进行减产，供应压力将略有减少，但仍将维持高位，这将制约钢价的反弹高度。

需求方面，房地产投资将是拉动钢价的主要力量。新开工建筑面积在6月上升12%，7月持平后，8月份同比上升24%。8月通常是房地产建设的淡季，这进一步说明实际建筑需求出现反弹。另外，水泥价格已经于8月底开始上涨，也从另一方面说明建筑需求的增加。房地产销售通常领先新开工项目6个月的时间，3月份，房地产销售出现实质性的反弹。因此，房地产建设的推动作用在09年四季度开始显现，从而拉动钢材需求。

出口方面，将钢材折算钢坯计算，8月份中国共净出口粗钢17.13万吨，是近半年来首次实现钢净进口。8月份钢材出口的环比好转是符合预期的，6月份再次上调了钢材出口退税税率短期内对钢铁产品的出口起到刺激作用。随着近期国内钢材价格的下跌，国内外钢价价差空间拉大，我们预计四季度钢出口状况有望继续好转。

估值方面，目前钢铁板块相对大盘的PB比值为0.59，处于历史平均水平。

钢铁股的投资，我们还是认为钢铁股的机会来自于钢价围绕成本波动带来的交易性投资机会。我们估计在四季度钢铁股会因为三季度业绩超预期和钢价反弹有一波反弹机会。

建议关注，拥有产能扩张的钢铁公司括鞍钢股份、华菱钢铁、新钢股份。存货下降快、绝对水平低、品种接近特钢或有其他安全边际的钢铁公司，如杭钢股份、首钢股份。

5、电子元器件——个股行情有望体现

行业评级：推荐



四季度：旺季来临 + 全球经济回暖：美国8月零售额环比增长2.7%（之前市场预期1.9%），大幅提振了市场对电子行业复苏的信心，从近期的宏观数据来看，作为电子消费量最大的市场美国下半年经济复苏趋势基本确定。而四季度由于圣诞等西方传统节日的到来，正是电子行业的传统旺季。电子行业公司目前已经感受到了市场暖意：以笔记本为例，全球前三大笔记本代工企业广达、纬创预计9月份营收环比增长20%，国内上市公司三季度业绩亦恢复明显，我们跟踪的部分国内上市公司同比08年3季度预计实现业绩正增长。

不仅三季度电子元器件行业基本面向好，同时在目前证券市场各方参与者对未来看不清楚的时候，电子行业股票往往有超额收益的表现。所以给予电子行业四季度“推荐”的投资评级。

个股选择：电子行业投资个股机会重于行业机会。从个股的选择逻辑，金融危机加速了产业转移，使原本正在质变过程中的中国电子公司的基本面得到进一步加速升华。这里我们建议的电子行业超额收益投资组合是：大族激光、莱宝高科、广州国光、歌尔声学、法拉电子、彩虹股份。

6、食品饮料——旺季到来，重回“量价齐升” 行业评级：推荐

随着我国经济的逐步复苏和居民消费信心的恢复，食品饮料行业各子行业维持平稳增长甚至增速回升势头。公安部自8.15起在全国开展为期2个月的严厉整治酒后驾驶交通违法行为专项行动，短期内对啤酒、白酒等酒精饮料的消费产生一定影响，但是酒类消费的基础仍然坚实，尤其是作为商务和政务接待活动必需品的高档白酒，需求弹性相对较小。

在上一轮我国经济自2003年走出低迷期，白酒行业收入及利润增速迅速回升，较好的宏观经济增长环境、产品高端化发展过程中的规模上升以及提价因素综合在一起，使得重点白酒公司整体业绩自2006年出现爆发式增长，也使投资者获得了远超大盘的丰厚投资回报。目前，在经过各白酒企业的控量保价措施下，社会渠道库存偏低，批发价格和零售价格纷纷上调，一些上市及非上市白酒企业也先后上调了出厂价格，预计在10.1维稳之后，贵州茅台、泸州老窖和五粮液等主要白酒企业也将上调出厂价格。因此，在经济复苏的良好前景下，尤其是在消费旺季的第4季度和紧接着的次年1季度，我们认为“量价齐升”局面将仍会出现，我们维持行业“推荐”的投资评级。

个股选择上，我们重点看好贵州茅台和泸州老窖。同时，山西汾酒和古井贡酒等经营反转类二、三线品种也值得关注。此外，我们也看好双汇发展、顺鑫农业等。

重点关注：贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业、双汇发展。

7、商业——经济复苏下的业绩确定性增长 行业评级：推荐

受本轮经济减速影响，我国商业零售行业的盈利低点在09年1季度已经过去，自2季度开始平稳回升。期间，主要零售企业的同店增长也由负转正，加上新开门店的增量，企业整体收入增速的上升。由于零售业在08年表现为前高后低的走势，预计行业景气恢复在作为消费旺季的第4季度将得以持续。不过，零售板块的整体估值水平对于其弱周期的特性而言，将限制板块上涨的空间。

我国零售企业的投资价值在于消费升级大背景下表现出的兼备防御性和成长性特征，同时，行业竞争激烈的特征又要求投资标的企业在门店选址、规模和精细化管理等方面具有竞争优势。因此，在消费已经稳步复苏的情况下，我们维持行业“推荐”的投资评级。首选竞争优势突出、成长性较好的个股，资产注入以及世博会等主题性投资的品种也值得重点关注。

从主要零售子行业来看：

- 百货作为可选消费品行业，销售收入弹性相对较大，与供应商联营的经营模式也使得其毛利率波动更为平缓一些。我们重点看好鄂武商A、广百股份、王府井、百联股份、成商集团及新华百货等；
- 超市业以经营生活必需品为主，在CPI止跌回升的预期下，销售毛利率有望出现回升，同店增长率也将进一步提高。我们重点看好扩张性较好、物流配送体系逐渐完善带来经营规模效应提升，并且具有资产



整合预期的武汉中百；

重点关注：鄂武商 A、武汉中百、广百股份、王府井、百联股份、成商集团、新华百货、苏宁电器。

8、汽车——持续超预期将成为常态

行业评级：推荐

国内需求总体乐观，预期下半年汽车销量同比增速 40% 以上。“轻卡下乡”取消换购限制；消费需求韧性和政策激励共同支撑汽车需求。预期 9 月汽车销量同比增长 50% 以上。伴随出口市场逐步恢复和国内宏观经济复苏，下半年汽车市场仍将维持相对旺销格局，09 年汽车销量增速有望超过 35%。

企业盈利好转，汽车业利润降幅快速收窄，二季度利润显著正增长。销量增长驱动利润水平显著提升。2009 年 1 - 7 月汽车重点企业实现营业收入 7626 亿元（+6%）、实现利润总额 538 亿元（+9%），由 1 - 6 月负增长变为正增长。

物流车环比持续改善，工程车需求稳定，全年重卡需求有望略增。8 月销售重卡 5.7 万辆（同比 +62%），半挂牵引车等物流用车如预期环比持续改善。下半年重卡市场将好于上半年，维持全年重卡销量 58 - 60 万辆的预测。

投资策略：对于 4 季度，我们认为汽车行业销售数据将会持续超预期，相关公司股价将会持续攀升，建议重点配置，给与行业“推荐”的投资评级。

重点关注：上海汽车、一汽轿车、长安汽车、江淮汽车、福田汽车。

9、有色金属——等待三季度业绩的确认

行业评级：推荐

有色金属价格主要的支撑因素有：全球经济仍处在复苏进程中；西方国家金属消费正在复苏和补库存需求释放；中国四季度消费需求正在回升；废杂金属供应仍然偏紧等。负面因素来自：经济复苏强度可能低于预期导致金属消费不及预期以及前期金属价格在资金推动下涨幅过大。我们认为支撑因素仍处于主导地位，有色金属行业的趋势仍然向上，由于第三季度的金属均价相对于二季度已经大幅上涨，因此第三季度的业绩很可能超出大家预期，三季报公布前后，有色板块将有望再次超越大盘。

分品种来看，铜仍是供需基本面最好的金属，仍然看好云南铜业和江西铜业。铝价近期有望维持高位，推荐焦作万方和云铝股份等，特别是焦作万方收购煤矿大幅增厚其业绩，按照 14000 和 15000 元/吨的铝价假设，09/10 年焦作万方的 EPS 为 0.4/1.5 元，10 年 PE 为 15 倍，具有估值优势。锡行业有望受到国内家电行业快速复苏、全球电子产业周期性复苏的支撑，下游需求有望逐步走强，值得关注锡业股份。镍价近期仍将受到西方国家不锈钢产能恢复的支撑，且公司资源扩张还在继续，看好吉恩镍业。

黄金，进入秋季，金价再现季节性强势。从过去几十年的金价走势看，黄金价格的季节性特点较为明显。通常，在夏季（6-8 月）金价表现较差，进入秋季（9 月份）后至年底，金价一般表现强劲。另一个关键支撑就是美元维持低位盘整；另外 09 年 2 季度全球官方首现净买入现象和中国等国认购 IMF 债券等消息强化了市场对官方储备货币多元化的预期，也给金价带来了显著的支撑，此次金价冲上 1000 之后没有像前两次那样立刻掉头向下，后市有望再创新高。黄金股中最看好山东黄金。

“血铅”事件的影响，加上经济复苏、强劲的汽车销售数据等支撑，铅价连续创 08 年 5 月份以来的新高。近日环保部讨论并原则通过《重金属污染综合整治实施方案》，若环保要求提升会增加市场对铅冶炼环节产能受阻的担忧。铅冶炼产能的关闭，我们不是很担心，毕竟冶炼产能本身就是过剩的。但是，一旦向上游扩散至矿山环节，就会对铅锌矿的生产形成直接冲击，从而对锌价形成直接的支撑。看好中金岭南，铅价上涨，中金岭南最为敏感。

稀土，近期，工信部编制完成《稀土产业规划》，内蒙古正在和国家有关部门协商请示建立稀土储备制度。政策方面利好较多，看好厦门钨业，其具备稀土开采、分离冶炼以及下游深加工能力的完整稀土产业链，上游资源以价值较高的中重稀土为主。



重点关注：云南铜业、江西铜业、焦作万方、山东黄金、锡业股份、中金岭南、厦门钨业。

10、银行——存在交易性投资机会，但缺少爆发性上涨空间 行业评级：中性

3 季度 A 股银行股指数下跌 12.44%，跑输同期沪深 300 指数 6.3 个百分点，其中，7、8 月份跑输大盘，但 9 月份跑赢大盘。7、8 月份跑输大盘主要原因是：(1) 业绩符合预期抑制估值进一步提升；(2) 市场担心资本充足率新规实施将抑制银行信贷增长，降低银行 RoE，同时又有再融资压力。9 月份公布的 8 月份新增贷款超市场预期，结合估值优势，刺激银行股股价出现一波上涨。

我们对 4 季度银行股股价走势相对中性，认为存在交易性投资机会，但缺少爆发性上涨空间。理由有：

- (1) 银行股下半年业绩存在超预期可能，但预计超预期幅度不会太大，原因是：净息差会有所反弹，但反弹幅度有限。从历史经验看，只有进入加息周期时，银行股净息差才会大幅上升，否则净息差波动幅度相对较小，波动幅度在 10BP 左右。4 季度信贷不会超预期太多，虽然我们认为 4 季度新增信贷环比 3 季度将会有所上升，但在微调货币政策作用下，预计 4 季度新增信贷不会超预期太多。在量和价相对平稳情况下，银行股业绩很难超预期太多。
- (2) 在业绩难以大幅超预期背景下，银行股估值很难得以大幅提升。历史上，A 股银行股估值出现大幅提升是发生在 2006 年下半年后加息周期中，当时银行股动态 pe 从 06 年 6 月底的 12.4 倍上升到年底的 36 倍。与之对应的是，当时招商、民生和浦发三家股份制银行 06、07 年平均净利润增长率分别为 36.7% 和 64%，呈现快速增长趋势。但是 09 年象民生、浦发和招行等股份制银行只有个位数增长，甚至负增长（民生不考虑海通投资收益）。在业绩增长有限背景下，银行股估值很难得以大幅提升，进而限制股价上涨空间。
- (3) 资本充足率降低，将使银行股存在再融资需求。再融资一方面会摊薄每股收益，另一方面在市场相对弱势背景下，往往会抑制股价表现。
- (4) 虽然下半年银行股业绩大幅超预期可能性不大，假如下半年净利润等同于上半年，那么全年银行股净利润同比增长为 19%，这也将超目前市场 10% 左右盈利预测。同时，目前银行股 09 年动态 pe 只有 13.33 倍，只有全市场的 0.65 倍，处于相对估值底端。估值低，加上业绩存在超预期可能，因此总体判读，4 季度银行存在交易性投资机会，但由于业绩难以大幅超预期，并且有再融资压力，因此银行股难以大幅上涨跑赢大盘。银行股最佳投资时机将静待加息周期的来临。

选股思路上，从以下三条线索进行选取：(1) 从下半年业绩超预期角度看，今年四大行全年业绩超预期可能性最大，但从综合实力看，看好建行，其拨备覆盖率高于其它三大行，ROA 也高；(2) 从未来增长潜力看，看好招行、兴业和北京银行；(3) 从估值和业绩弹性看，民生和中信银行也具有投资机会。

重点关注：建设银行、兴业银行、北京银行、招商银行、民生银行、中信银行。

11、房地产——密切关注政策变化 行业评级：中性

四季度全国房地产销售还将维持较高景气度，但景气程度较前三季度下滑。一线重点城市景气度下降，特别是深圳更为明显。9 月份深圳房地产周成交量迭创新低，而可售住宅套数却出现了加速上升，房价仍在高位盘整。说明目前深圳市场即使住宅供应增加，可售房源增多，成交仍旧下降，表明现在深圳市场成交热度下降，未来深圳成交量和房价下行风险在进一步加大。由于一线城市的景气周期一般领先于二线城市，目前来看大多数二三线城市的房地产景气度仍能维持，市场交易仍将维持活跃。

09 年 1 至 8 月，全国住宅销售面积达到 4.55 亿平米，销售金额达到 2.08 万亿元，同比分别增长 44.45% 和 74.63%。我们预计全年全国住宅销售面积同比增长 45.34%，住宅销售金额同比增长 75.18%，商品房销售面积同比增长 44.71%，商品房销售金额同比增长 71.01%。由于今年房地产销售增长超预期，使得企业库存迅速去化，四季度及未来一段时间，房地产企业将加大新开工面积，逐步增加房地产投资力度，预计房地产投资全



年同比增长19.23%。

我们预计四季度将面临房地产行业政策微调，但政府仍将支持房地产行业稳定健康发展。对未来政策的变化趋势，我们认为：今年底税费优惠政策到期后，能否延长期限将取决于地方政府的态度；大部分二三线城市地区价格、供应、需求均保持良性，地方政府对房地产行业依赖程度较重，故延长期限的可能性较大，而京沪深等一线城市地区由于出现部分过热现象，存在优惠政策取消的可能。我们偏向于政府将延续首次购房的优惠政策。而总体货币政策短期则不会改变。至于一线城市房价上涨过快引起的社会问题，将通过取消税费优惠加以遏制。

由于四季度一线城市行业景气度下滑趋势明显，同时行业还面临着政策的不确定性，我们暂时给予“中性”的行业评级，并密切关注行业政策的变化和房地产成交量变化情况。我们看好具有综合竞争实力并积极进取的央企地产企业，由于二三线城市房地产市场仍能维持高度景气，在二三线城市快速扩张的龙头企业及一些区域龙头地产企业也值得关注。

重点关注：保利地产、招商地产、华侨城、荣盛发展、北京城建、中南建设、苏宁环球。

12、煤炭——小矿复产挑战供求平衡

行业评级：中性

火力发电回升，动力煤价格压力消失。火电发电量快速回升，8月份我国发电量同比增长9.3%，火电同比增长10.5%，动力煤价格9月淡季不跌反涨，10月冬季供暖需求旺季到来，同时伴随着经济回暖，四季度电煤价格不仅没有向下压力，可能还会小幅上涨。

焦煤价格四季度仍是稳中有升预期。尽管前期钢价回到爆炒前原点，下游钢材库存较大，但焦煤价格并没有随着8月钢价行情而大幅上涨，目前仍处于此次金融危机调整中的低位（与一季度持平）。未来一段时间内，随着欧美经济的复苏确立，全球粗钢产能利用率将持续回升，带动境外焦煤价格，而目前进口已经占到国内焦煤需求10%，进口量的减少将对国内焦煤价格产生较大的正面影响。

今年煤炭行业在基本面相对平稳的条件下，煤炭股行情更多与流动性预期和市场因素相关：09年1季度，尽管对煤价仍有担忧（结果证明4月1日焦煤价格普遍下调100元/吨），申万煤炭指数涨幅达到50%（同期上证指数涨幅约30%）。4月份钢价仍在持续下跌，5月份开始小矿批量复产导致秦皇岛库存上升，一直到7月底小矿复产担忧才通过旺季的“压力测试”，但4月到7月，申万煤炭指数涨幅达到109%（同期上证指数涨幅44%）。而到7月底，煤炭基本面不仅没有下行压力，同时焦煤形成持续提价预计（结果证明西煤8月份提价，到9月份焦煤企业陆续提价），但同期大盘调整过程中，煤炭股成为调整幅度最大的板块之一。而从流动性的角度来讲，去年年底国家开始释放流动性，煤炭股一直保持强于大势表现，到7月流动性还是微调，煤炭股7月底立即展开了更甚于大幅调整。

给予煤炭行业四季度“中性”的投资评级。流动性趋势已经掉头，煤炭行业股票从7月底开始也已经经历了一波大的调整，4季度煤炭行业策略取决于煤炭上市公司业绩上升预期的幅度是否能够强到接棒流动性推动。目前来看，未来煤价预计仅是稳中有升，并不支持煤炭行业在09年PE20-25倍水平下继续提升估值，所以暂给予煤炭行业四季度“中性”的投资评级。

重点关注：开滦股份、国阳新能、西山煤电。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，东吴基金管理有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。本报告仅向特定客户传送，仅供参考。据此投资，盈亏责任自负。未经东吴基金管理有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。



东吴基金管理有限公司旗下基金：

1、东吴嘉禾优势精选基金

基金类型： 混合型基金

基金经理： 魏立波

基金代码： 580001

基金托管人： 中国工商银行

东吴嘉禾基金自 2005 年 2 月 2 日成立以来,业绩表现良好。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,2006 年东吴嘉禾基金净值增长率为 128.15%,在同类 39 只偏股混合型基金中排名第 7。截至 2007 年 12 月 28 日,基金单位净值为 1.0484 元,2007 年以来嘉禾净值增长率为 99.35%,在所有偏股型基金中过去两年排名第 12。截至 2008 年 12 月 31 日,嘉禾基金累计净值为 2.2772 元,2008 年以来在所有 59 只偏股混合型基金中排名第 18 位。截至 2009 年 9 月 30 日,今年以来嘉禾基金净值增长率为 21.00%。嘉禾基金自成立以来,累计分红 7 次,每 10 份单位累计分红为 17.20 元,为投资者带来丰厚回报。

2、东吴双动力基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 王炯

基金代码： 580002 (前端); 581002 (后端)

基金托管人：中国农业银行

东吴双动力基金自 2006 年 12 月 15 日成立以来,业绩表现优异。荣获新民晚报、东方财富网联合评选的“2007 年十大最具潜力基金”。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴双动力基金累计单位净值为 1.4250 元,2008 年以来在所有股票型基金中排名第 13。截至 2009 年 9 月 30 日,今年以来东吴双动力基金净值增长率为 12.41%。

3、东吴行业轮动基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 任壮

基金代码： 580003

基金托管人：华夏银行

东吴行业轮动基金自 2008 年 4 月 23 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴行业轮动基金单位净值为 0.7344 元,成立以来净值增长率为-26.56%。截至 2009 年 9 月 30 日,今年以来东吴行业轮动基金净值增长率为 25.82%。

4、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 徐嵩

基金代码： 582001 (A 类)

基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金(A 类)于 2008 年 11 月 5 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴优信稳健基金(A 类)单位净值为 1.0244 元,成立以来净值增长率为 2.44%。2009 年 6 月 25 日,东吴优信稳健基金(A 类)第一次分红,每 10 份基金份额派发现金



红利 0.12 元。截至 2009 年 9 月 30 日，东吴优信稳健基金（A 类）单位净值为 1.02100 元。

5、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 徐嵩

基金代码： 582201（C 类）

基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金（C 类）于 2009 年 6 月 15 日成立以来，业绩稳定。2009 年 6 月 25 日，东吴优信稳健基金（C 类）第一次分红，每 10 份基金份额派发现金红利 0.12 元。据中国银河证券基金研究中心统计数据，截至 2009 年 9 月 30 日，东吴优信稳健基金（C 类）单位净值为 1.0088 元。

6、东吴进取策略灵活配置基金

基金类型： 混合型基金

基金经理： 王炯

基金代码： 580005

基金托管人：中国农业银行

东吴进取策略灵活配置基金于 2009 年 3 月 31 日开始发售，募集期间本基金共募集 10.49 亿份。本基金为混合型基金，在适度控制风险并保持良好流动性的前提下，以成长股作为投资对象，并对不同成长类型股票采取不同操作策略，追求超额收益。投资理念是以成长为导向，策略操作提高投资收益。截至 2009 年 9 月 30 日，东吴进取策略基金单位净值为 0.9379 元。