



# 看好消费和新兴产业 关注周期

## ——东吴基金 2010 年 4 季度投资策略报告



(2010 年 10 月 15 日)

**主 编** 刘元海

### 行业研究

通信设备、保险 刘元海

新能源汽车 赵世光、  
茅玉峰

房地产、家电 薛和斌

食品饮料商业

纺织服装 邹国英

医药 张 寅

有色 张能进

化工 茅玉峰

电力设备

太阳能 宫在轶

**策略协助** 王维诚

**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

### 看好消费和新兴产业 关注周期

8 月份工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售额数据显著反弹，反弹幅度要大于市场预期，缓解了市场对于政策过度收紧可能会导致宏观经济硬着陆的担忧。随着节能减排力度加大、房地产新开工增速下降，虽然 4 季度各月经济同比增速存在反复波动可能，经济同比增速要到 2011 年 1 季度见底，但经济环比增速已于今年 3 季度见底。

在劳动力成本上升推动下，CPI 中枢水平将上行。同时 8 月份以来房地产成交量放大，房价继续上涨。在通胀和房价上涨压力下，货币政策很难放松，信贷和房地产相关政策将继续偏紧，可能会持续到年底，但国庆期间出台的“国五条”和地方出台实施细则效果需要观察一段时间，预示短期房地产将处于政策真空期。同时为了避免经济二次探底风险，政府还将继续实施宽松财政政策，继续进行经济结构调整。

从上市公司业绩看，下半年上市公司净利润增长符合市场预期，业绩增速下调风险不大。估值上，主板中盘股和中小板估值具有安全边际，仍具有提升空间。大盘股特别是金融地产短期政策风险释放，估值低，也具有提升空间，将为市场稳定和上涨提供基础。

考虑经济触底、地产调控政策短期风险释放、上市公司业绩下调风险降低，结合当前全球量化宽松货币环境和美元贬值以及“十二五”规划出台背景，我们判断，4 季度 A 股市场有望震荡向上。

国庆之后 A 股市场有色、煤炭等周期性行业上涨 30%左右，而食品、医药等消费服务类行业却下跌 10%左右，是否意味着 A 股市场风格已彻底转向周期性行业呢？我们认为，在经济结构转型大背景下，周期性行业将面临长周期拐点和长期系统性盈利能力下降，难以出现趋势性投资机会，但是消费服务类行业以及一些新兴产业盈利能力和利润增速却有望持续稳步增长。随着近期股价下跌和估值基准切换，消费服务和新兴产业估值吸引力将逐渐显现，继续看好消费服务类行业和新兴产业。在全球量化宽松和美元贬值背景下，把握资源股阶段性投资机会。4 季度，重点关注以下三条投资主线：

(1) 消费服务类行业，重点看好：医药、食品饮料、零售、家电、保险和纺织服装中大众休闲、户外用品与家纺。

(2) 与新兴产业相关行业，重点关注：新能源汽车、通信设备与移动互联网、软件、电力设备、太阳能、精细化工和稀有金属。

(3) 资源类行业，重点关注：有色、煤炭。全球量化宽松货币政策以及美元汇率贬值，将驱动大宗商品价格上涨，从而带来有色、煤炭等资源类股票投资机会。



## 目 录

一、大小盘股分化愈加明显 .....	3
二、政策在经济与通胀和房价走势中相机抉择 .....	5
(一) 经济存在反复波动可能 .....	5
(二) 食品价格系统性上涨推动通胀中枢上行 .....	7
(三) 局部高房价城市近期的量价齐升可能促使房地产调控“再强化” .....	9
(四) 政策取向有松有紧 .....	11
三、全球量化宽松和美元贬值利好资源股 .....	12
四、4 季度 A 股市场走势判断 .....	15
(一) 业绩符合市场预期 .....	15
(二) 估值存在结构性风险 .....	16
(三) A 股市场震荡向上 .....	17
五、看好消费和新兴产业，关注周期 .....	18
(一) 收入分配制度改革 .....	18
(二) 新兴产业发展规划陆续出台 .....	20
(三) 看好消费和新兴产业，把握资源股阶段性投资机会 .....	21
(四) 投资主题和重点行业 .....	23
东吴基金管理有限公司旗下基金： .....	34



# 一、大小盘股分化愈加明显

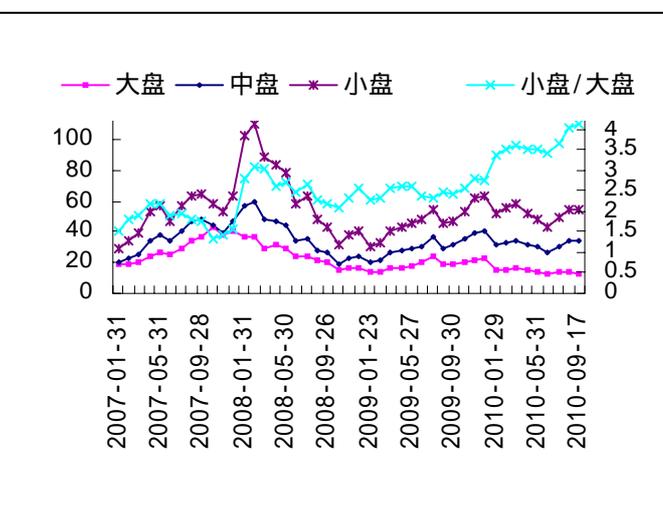
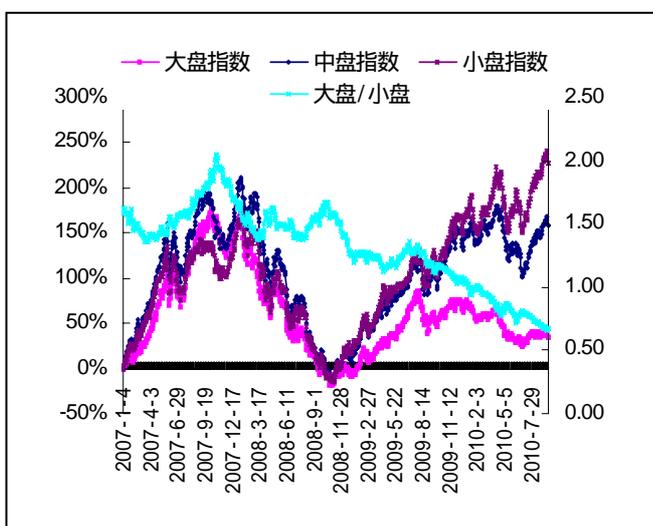
小盘股指数创出历史新高，中盘股指数接近历史新高，而大盘股指数距离历史最高点还差 1 倍。大盘股指数相对小盘股指数比值从历史最高点 2.04 下降到现在的 0.67，大盘股指数折价率越来越大。

从 PE 值看，今年以来小盘股相对大盘股 PE 比值突破了之前 (2, 3) 的波动区间，目前小盘股 PE 是大盘股 PE 的 4 倍，小盘股的估值溢价率越来越大。

大盘股与中小盘股分化越来越明显，特别是 7 月份这波反弹以来，小盘股创出新高，而大盘股却仍处于下跌之中，小盘股指数和大盘股指数之间的喇叭口越张越大。

图表 1 小盘股指数创出新高

图表 2 小盘 PE/大盘 PE 处于历史高点



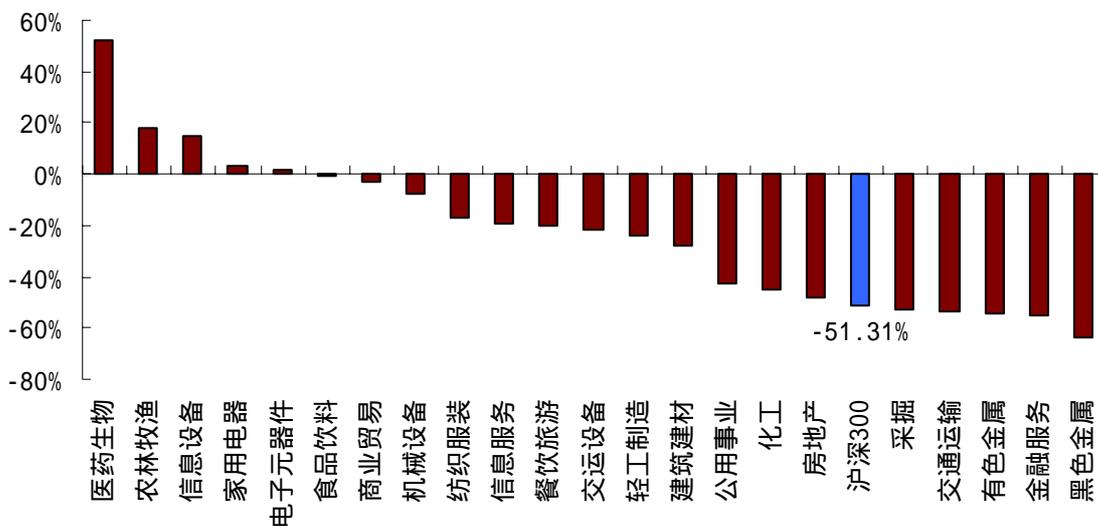
数据来源：东吴基金，Wind。

注：2010 年 PE 计算公式是：总市值 / (2010 年中报 \* 2)。

从行业表现看，与上证指数历史最高点 6124 点 (2007 年 10 月 16 日) 时比较，医药生物、农林牧渔、信息设备、家电、电子元器件行业指数创出历史新高；食品饮料、商业贸易接近历史新高；而钢铁、金融、有色、交通运输和采掘跌幅却超过 50%，跑输沪深 300。



图表3 上证指数历史最高点以来申万行业指数表现



数据来源：东吴基金，Wind。

大、小盘股分化背后大的逻辑是经济结构调整。那么，4 季度以后，大小盘股分化是否继续？在经济结构调整背景下，是否意味着代表大盘股的重化工业长周期繁荣的结束，而代表中小盘股的符合经济结构调整需要的新兴产业以及食品饮料、商业零售等防御型行业是否能够抵御高估值继续演绎上好表现？



## 二、政策在经济与通胀和房价走势中相机抉择

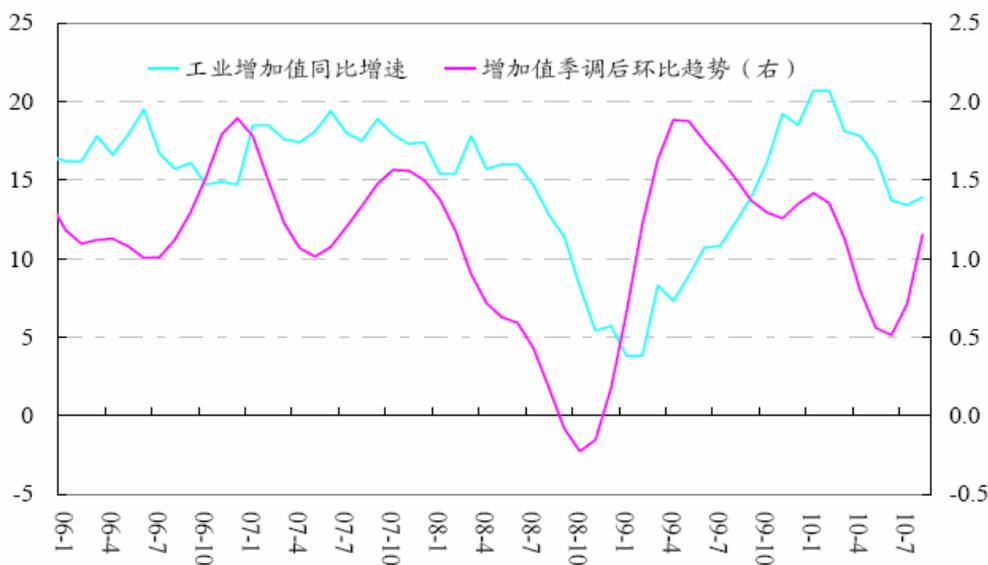
4 季度中国宏观经济存在反复波动可能，预计经济同比增速要到 2011 年 1 季度才见底，但环比增速可能已于今年 3 季度见底了。在劳动力成本上升推动下，CPI 中枢水平将上行。同时 8 月份以来房地产成交量放大，房价继续上涨。

政策将在经济与通胀和房价走势中相机抉择，进而将影响市场走势。

### （一）经济存在反复波动可能

8 月份工业增加值同比增长 13.9%，与 7 月份相比上升 0.5 个百分点，经季节调整后环比上升 1.2 百分点。工业增加值环比增速 6 月份见底，7、8 月份回升，呈现见底回升趋势。我们判断，经济环比增速已于 3 季度见底回升。

图表 4 工业增加值呈现见底回升趋势



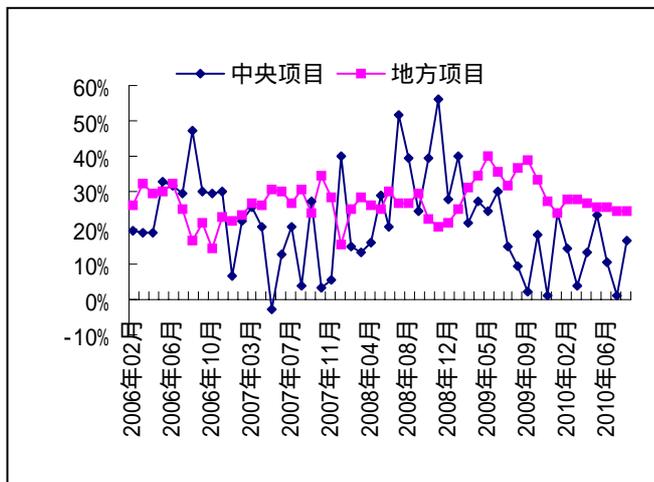
数据来源：国泰君安。

从固定资产投资增速看，8 月单月同比增速 24%，比 7 月份上升了 1.7 个百分点。从投资项目隶属关系看，中央投资 8 月单月同比增速从上个月的 0.86% 大幅反弹至 16.32%；地方投资 8 月同比增长 24.75%，与上月持平。政府财政支出从 7 月份的 16.5% 上升到 8 月份的 35.4%，交通运输、一般公共服务、社会保障和就业等方面支出明显加快。

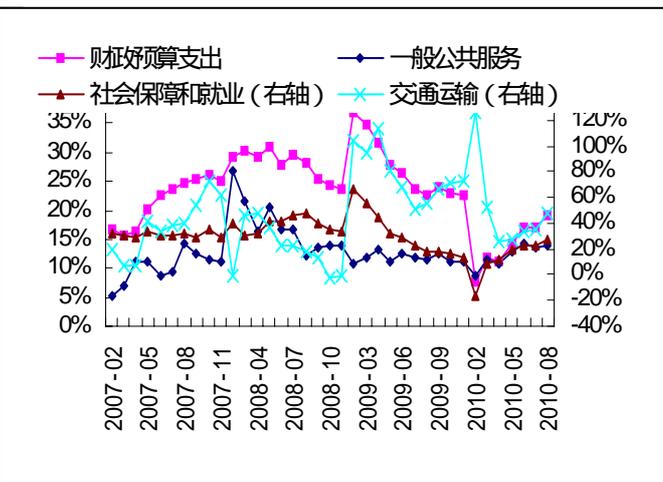
可见，8 月份固定资产投资增速反弹主要是靠中央投资拉动。显示在经济下滑背景下，政府保经济增长意图明显，通过财政政策放松抵消经济下行速度，保经济稳定增长。



图表 5 中央投资力度加大



图表 6 政府财政支出明显加快



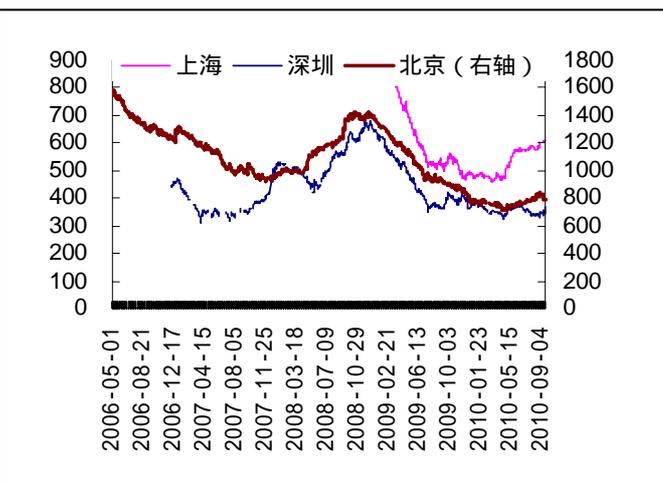
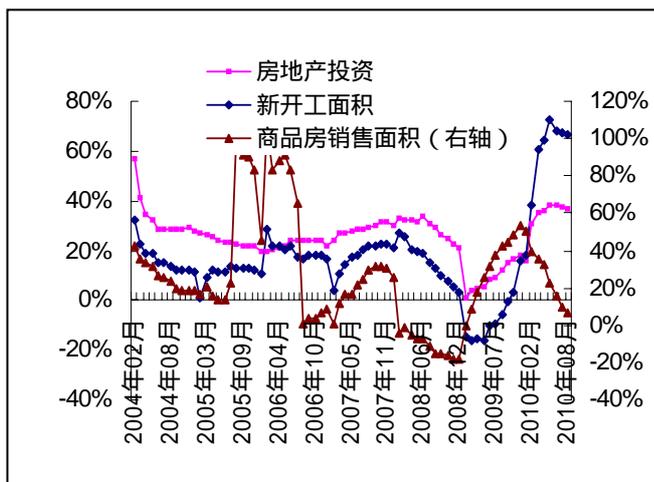
数据来源：Wind，东吴基金。

虽然今年以来受地产调控政策影响商品房销售面积同比增速逐步下滑，前 8 个月全国商品房销售面积同比增长降至 6.7%，但房地产新开工面积同比增速并未明显下滑，前 8 个月新开工面积同比增长 66%，新开工面积累计增速创 02 年以来新高。新开工面积快速增长驱动房地产投资保持较高增速水平，前 8 个月全国房地产开发投资同比增长 36.7%。

尽管今年房地产调控力度很大，但从目前来看尚未影响到房地产投资增速。我们判断，其中一个主要原因是国内商品房库存处于历史底部，比如北京、深圳 09 年以来商品房可售面积一直处于下降趋势，当前仍处于历史底部；上海商品房可售面积虽然有所回升，但与历史高位相比，也只是处于中等水平。供给不足，增强开发商投资意愿。

图表 8 北京、深圳、上海商品房可售面积处于低位 (单位：万平方米)

图表 7 房地产投资和新开工面积累计增速处于高位



数据来源：Wind，东吴基金。

但是今年前 8 月，商品房新开工面积达到 10.49 亿平米，而销售面积只有 5.27 亿平米，商品房新开工面积减去销售面积值达到 5.22 亿平米，创历史高点，这是否预示着随后商品房库存将迅速上升呢？

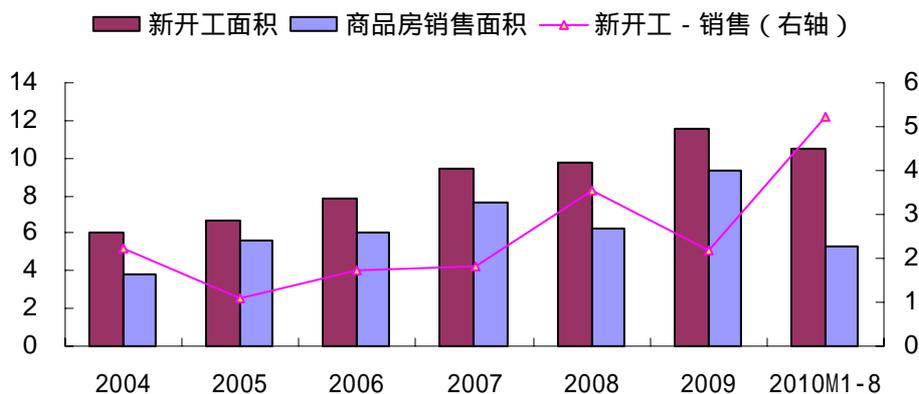
从 08 年经验看，未来商品房库存迅速上升概率很大。08 年商品房新开工面积同比增长 3.15%，商品房销



售面积同比下降 18.5%，销量萎缩推动当时商品房库存迅速上升到一个高峰。今年新开工面积快速增长，而销售面积快速下降，预示着未来一段时间内全国商品房库存会迅速上升。在库存迅速上升背景下，4 季度开发商新开工速度会降低，预计全年新开工面积可能降到 36%左右。随着库存进一步增加，开发商投资意愿减弱，同时 2010 年高基数，我们判断 2011 年新开工面积同比增速将很低，2011 年上半年甚至有负增长可能。

历史上，房地产投资和新开工面积呈显著正相关。随着新开工面积增速下滑，将推动房地产投资增速下降，预计 4 季度房地产投资增速下滑，全年房地产投资增速为 30%左右，而 2011 年上半年房地产增速将保持在比较低水平。因此，我们对 2011 年上半年城镇固定资产投资增速有所担心。

图表 9 2010 年前 8 月（新开工 - 销售面积）值创历史新高，显示商品房库存可能迅速上升



数据来源：Wind，东吴基金。

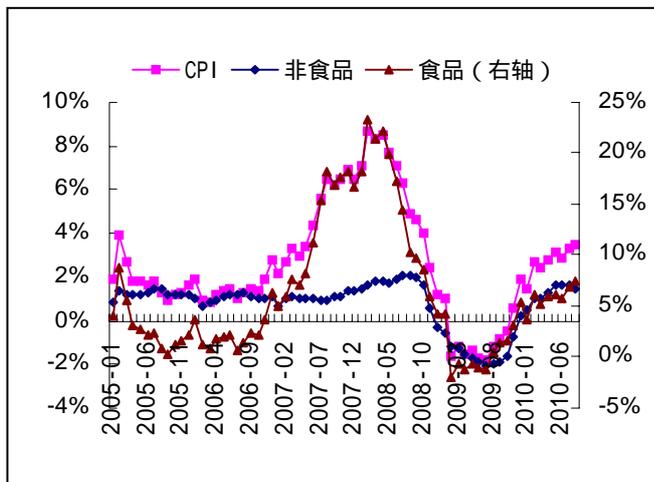
8 月份工业增加值反弹和投资增速回升主要与财政政策放松和中央投资拉动有关，政策性因素居主导，并不是经济进入良性自我扩张。我们判断，4 季度宽松财政政策还会继续，但是 4 季度经济也将面临着许多负面因素，如：(1) 节能减排力度加大；(2) 房地产库存上升，新开工增速下降，因此，4 季度各月经济同比增速存在反复波动可能，从房地产投资增速判断经济同比增速可能要到 2011 年 1 季度才会见底。

## (二) 食品价格系统性上涨推动通胀中枢上行

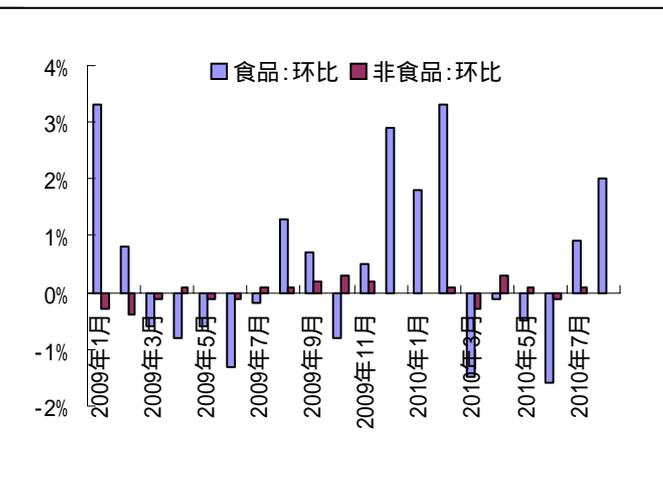
通胀走势将影响未来政策紧缩力度以及市场流动性。8 月份 CPI 环比上涨 0.6 个百分点，同比增速再创年内新高，达到 3.5%。其中，食品环比加速上涨，从 7 月份的 0.9% 大幅升至 2%；非食品环比出现小幅回落，从上个月的 0.1% 降至 0%。食品是推动 CPI 加速上行的主要因素，非食品环比数据相对稳定。



图表 10 CPI 加速上行



图表 11 食品环比加速推动 CPI 加速上行

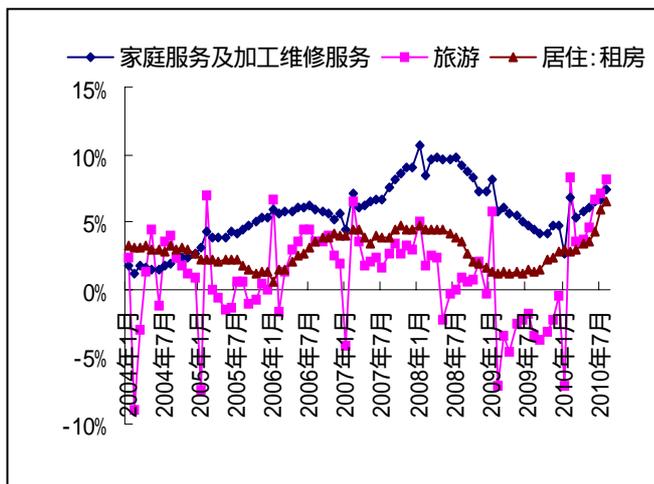


数据来源：Wind，东吴基金。

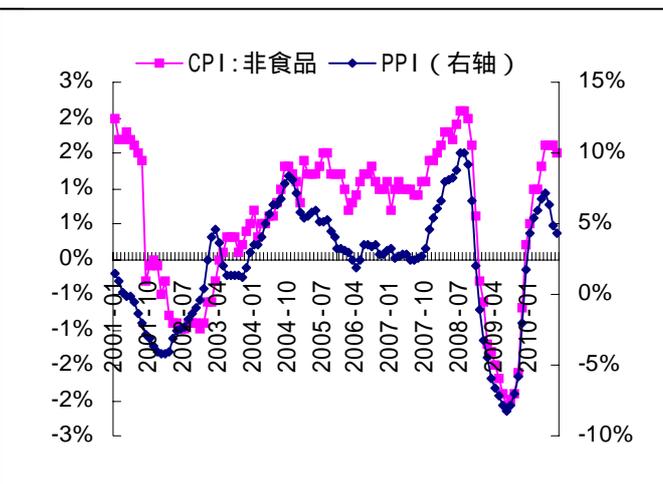
从非食品细项指数看，家庭服务及加工维修服务、旅游以及居住中租房细项指数上升明显，而其它非食品细项指数走势相对稳定。这些与服务相关的细项指数上升说明中国劳动力成本正在显著上升，同时劳动力成本上升将进一步推动这些与服务相关细项指数的上升。

从历史经验看，CPI 非食品指数走势与 PPI 显著正相关。我们判断，短期内工业增加值相对稳定，同比增速不太可能出现大幅上升或大幅下滑，因此，工业品出产价格将相对稳定。这意味着与 PPI 显著正相关的 CPI 非食品指数也将相对稳定，因此不太可能会大幅推高 CPI 走势。

图表 12 中国劳动力成本正在显著上升



图表 13 CPI 非食品指数与 PPI 显著正相关

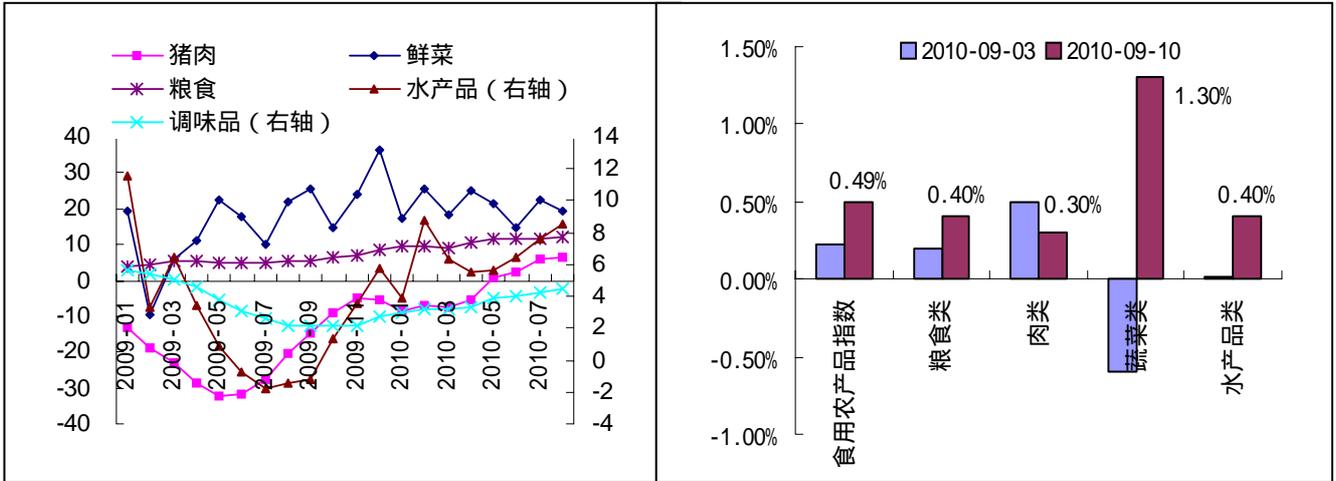


数据来源：Wind，东吴基金。

从食品细项指数看，今年以来权重占比大的猪肉、鲜菜、粮食、水产品 and 调味品价格指数处于上升趋势或者维持在较高水平。9 月上旬，食品农产品价格指数连续两周环比上涨，环比上涨 0.72%，食品价格继续上涨，其中粮食、肉类、蔬菜类和水产品环比上涨明显。



图表 14 CPI 食品细项价格指数处于上升趋势 (%) 图表 15 9 月上旬食品农产品价格指数连续两周环比上涨

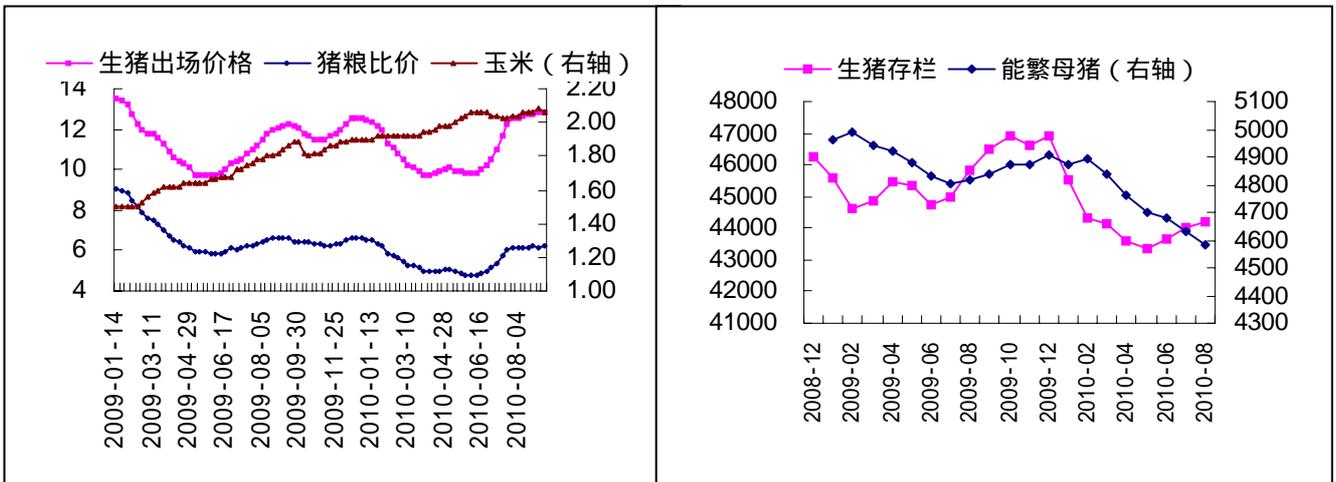


数据来源：Wind，东吴基金。

这里，我们需要特别强调猪肉价格，未来猪肉价格上涨动力强劲。年初以来，全国玉米价格上涨 37%，但猪肉价格反而降了 5%，9 月份猪粮比为 6.43，处于历史中值水平。年初以来，生猪存栏和能繁母猪存栏处于持续下降趋势，预示着未来生猪供给存在短缺可能。6 月份以来，美玉米期货价格从底部上涨 60%。目前国际玉米价格要比国内高出 70%左右，预示这国内玉米价格未来上涨压力很大，玉米原料上涨将会推动猪肉价格上涨。同时，未来猪肉供给存在短缺可能，猪粮比也有望进一步提高。我们判断，4 季度以及 2011 年猪肉价格继续上涨概率很大。

图表 16 猪粮比处于历史中值水平

图表 17 生猪存栏和能繁母猪存栏持续下降



数据来源：Wind，东吴基金。

食品价格以及服务性行业价格出现系统性上升，背后比较一致的原因就是劳动力成本的上升。在人口红利结束背景下，劳动力成本上升将是一种趋势，这种趋势将会系统性提高我国未来农产品和服务业等非贸易部门的价格，从而推高 CPI 的中枢水平。在 CPI 中枢水平上行背景下，我们判断，货币政策很难放松。

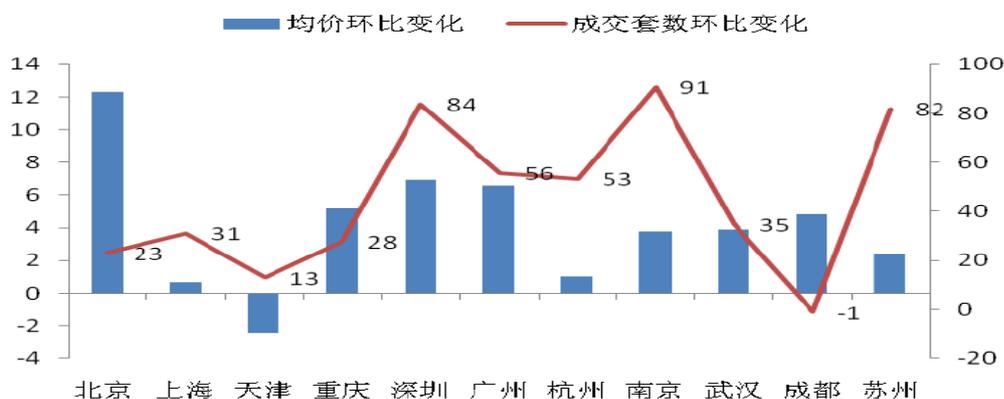
### (三) 局部高房价城市近期的量价齐升可能促使房地产调控“再强化”

#### 1、部分城市量价从调整低谷开始回暖



8 月份全国 30 个主要城市成交量环比出现上涨，10 个重点城市中，除成都成交量环比微跌外，其他城市均上涨，其中南京涨幅高达 91%。更为重要的是，8 月份各城市成交价格稳中有涨，重点城市除天津外全部上涨，其中北京涨幅最大，为 12.33%。

图表 18 2010 年 8 月重点城市成交套数（右）与成交均价（左）环比变化（%）

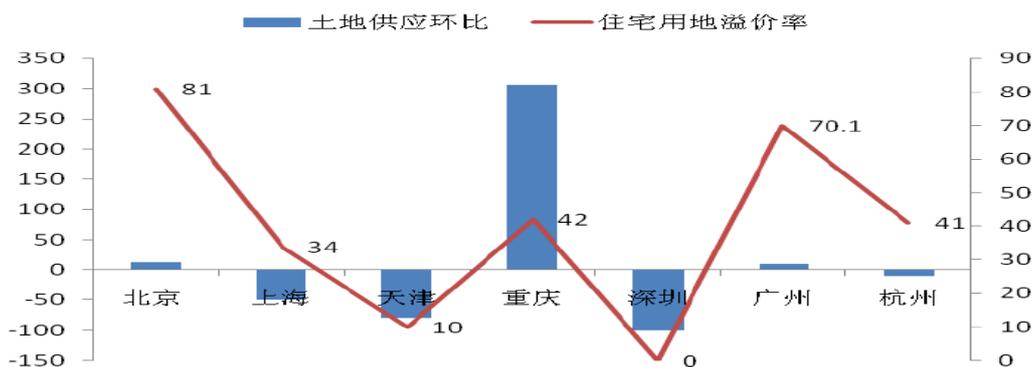


数据来源：中国指数研究院

## 2、土地供应不足，住宅用地溢价率上升

8 月份十大城市住宅用地供给量 268 万平，环比下跌 25.5%，其中深圳住宅用地零推出，环比上海下跌 50%、天津下跌 80%、杭州下跌 10%，一线城市中只有北京和广州住宅用地供应略微上升，二线城市中重庆则大幅上涨 3.06 倍。因此，本月土地供应在一线核心城市出现明显逆转，住宅用地溢价率也止跌回升，北京和广州的溢价率则高达 81% 和 70.1%。

图表 19 2010 年 8 月重点城市土地供应与住宅用地溢价率（%）



数据来源：中国指数研究院

因此，本轮地产调控持续近 4 个月后，随着市场逐步从调整低谷开始回暖，局部房价过高城市在“金九银十”的销售旺季推动下，量价趋势有所逆转，可能会促使“再调控”的力度趋于强化。

## 3、政策收紧预期增强

目前房价仍处于历史高位，而且今年以来中央一再强调要抑制房价过快上涨，宏观经济目前还没有出现“二次探底”的迹象，因此房地产调控政策不会轻言放松，而一旦房价上涨趋势继续出现，必然招致政府新



一轮的房地产调控。

从政府房地产调控的手段来看，更多是对已有政策的强化和细化，主要可能在如下几个方面：

(1) 继续收紧房地产信贷。严格禁止第三套房贷款，提高首套和二套购房的贷款条件和利率水平。收紧开发商的开发贷款和条件，在开发商现金流紧张情况下，敦促开发商低价开盘销售，回流现金。

(2) 严查土地囤积，促进商品房供给。严格查处开发商捂盘捂地的行为，对未按时开工的土地收回和罚款，加快开发商的开发进度。

(3) 土地增值税严格清算。严格清算土地增值税将使得房地产行业商业模式向高周转的万科类模式转变，通过降低利润空间降低开发商无限推高房价上涨的动力，同时促使开发商加快开盘，增加供给。

(4) 大力推进保障房建设。保障房建设在某种程度上将减少中低档商品房需求容量，但有利于减轻整个商品房市场的波动。一方面可弥补对于行业调控带来的房地产投资增速下滑，控制高房价，更好地实现政策目标，从而减轻政策对商品房市场的调整频率和力度；另一方面可减少来自刚性需求的恐慌性需求，减轻社会压力和情绪，防止商品房市场房价和销量的暴涨暴跌（包括由信贷等政策调控引起的房价和销量的暴涨暴跌）。

(5) 加快推进房地产保有税的出台。对房地产保有环节征税将改变商品房投资属性，从而改变投资需求的规模和增速，将对房价涨跌的幅度、速度和时间有深刻影响。但房价的方向性变化依然还是由人口、城市化进程、流动性（利率）、经济增长和居民收入决定。

整体来看，除房地产保有税（物业税或者房产税）推出难度较大外，其它政策都是现有政策的细化和深化，继续加码的可行性和可操作性都很大。

#### （四）政策取向有松有紧

8 月份工业经济数据反弹政策性因素居主导，并不是经济进入良性自我扩张。4 季度随着节能减排力度加大、房地产新开工增速下降，4 季度各月经济同比增速存在反复波动可能，从房地产投资增速判断经济同比增速要到 2011 年 1 季度见底，但经济环比增速可能已于今年 3 季度见底。我们判断，为了避免经济二次探底风险，政府将继续实施宽松财政政策保经济增长，同时进行结构调整，实现经济发展方式转变。

在劳动力成本上升推动下，未来我国农产品和服务业等非贸易部门价格会系统性提高，从而推高 CPI 的中枢水平。8 月份以来房地产成交量放大，房价继续上涨。在通胀和房价上涨压力下，货币政策很难放松，信贷和房地产市场相关政策继续偏紧，可能会持续到今年年底，但国庆期间出台的“国五条”和地方出台的实施细则效果需要观察一段时间，短期房地产行业将处于政策真空期。

我们判断，4 季度政策取向有松有紧，将继续实施宽松财政政策和结构调整保经济稳定和可持续增长，继续实施偏紧信贷和房地产调控政策，避免通胀和抑制房价上涨。



### 三、全球量化宽松和美元贬值利好资源股

9 月份的美联储公开市场委员会 (FOMC) 会议纪要显示, 联储政策制定者准备“不久之后”实施宽松货币政策, 通过收购国债和提升通胀预期来刺激经济。同时, 美国还实施美元汇率贬值策略刺激经济。美元指数从 9 月份的 83 点跌到近期的 77 点, 一个月内美元相对一篮子货币贬值了 7%。

由于全球大部分大宗商品价格是以美元计价的, 因此美元贬值将意味着商品价格上涨。同时为避免经济二次探底风险, 美国、日本等经济体实施量化宽松货币政策将推动大宗商品需求。总体来看, 全球量化宽松货币政策和汇率战争将推动资源品价格上涨, 从而利好资源股。

图表 20 9 月份以来美元持续贬值



数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴基金。

在近期美元贬值 7% 之后, 美元还能贬值多少? 这是决定未来资源股涨幅的一个重要因素。

历史上看, 美元指数历史低点是 71.31, 现在美元指数距离历史最低点还有 8%。也就是说短期看, 美元还有贬值空间, 但是我们判断, 美元快速贬值的时间段可能已经过去, 主要基于以下几方面考虑。

本次美元贬值背景是美国将在 11 月份举行两年一次的中期国会选举。在货币政策和财政政策对于刺激消费和就业逐渐无效的情况下, 美国政府只能将注意力集中到汇率政策上, 通过贬值来提高本国产业在国际上竞争力。因此, 一旦中期国会选举结束, 政治压力减小, 美元贬值压力会减弱。

从理论上讲, 单纯货币贬值从而提高出口和产出的做法是无法持续的, 最终将通过本国通货膨胀而回归到原来的均衡点。同时, 美元过度贬值将会引起全球汇率战争, 结果是本国贬值的效果要远远低于预期。

6 月份以来, 日元、欧元对美元持续升值。为抵抗日元对美元升值压力, 9 月 15 日日本政府直接干预汇市, 导致当天日元对美元贬值 3%。10 月 5 日日本央行宣布把银行间无担保隔夜拆借利率从 0.1% 下调到零至 0.1%, 再次启动零利率政策以避免升值压力。

对于欧盟而言, 如果欧元保持兑美元 1.40 以上的高水平, 预计欧洲经济增速在 4 季度到明年初将再次显著减弱。而对于其他体量更小的新兴市场国家, 其本币大幅升值不但会导致其经济增速放缓, 同样由于热钱大幅涌入也会造成巨大的资产价格泡沫, 从而使得其资产价格与经济基本面脱节, 最终导致资产价格泡沫

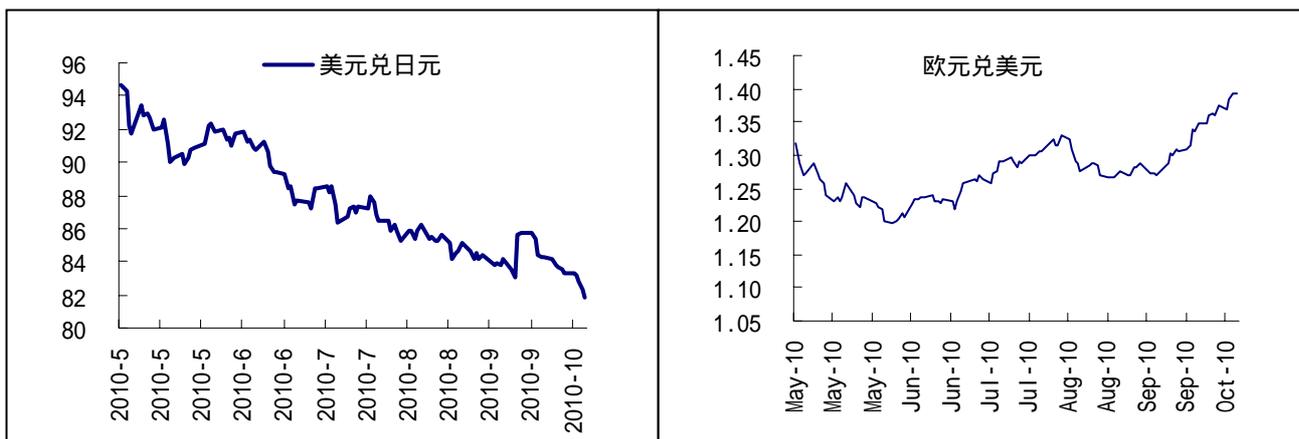


的破裂，从而最终成为美元贬值的受害者。在美元贬值将对本国经济产生负面影响预期下，预计全球经济体都会在不同程度上实施本币贬值策略，以减少美元贬值负面影响。因此，货币战争将削弱美元贬值对美国经  
济刺激力度。

基于以上分析，我们判断，在 11 月份美国中期国会选举结束之前，美元仍有贬值空间，但贬值速度将放  
缓，而汇率战争预期会抑制美元贬值幅度。

图表 21 日元持续升值

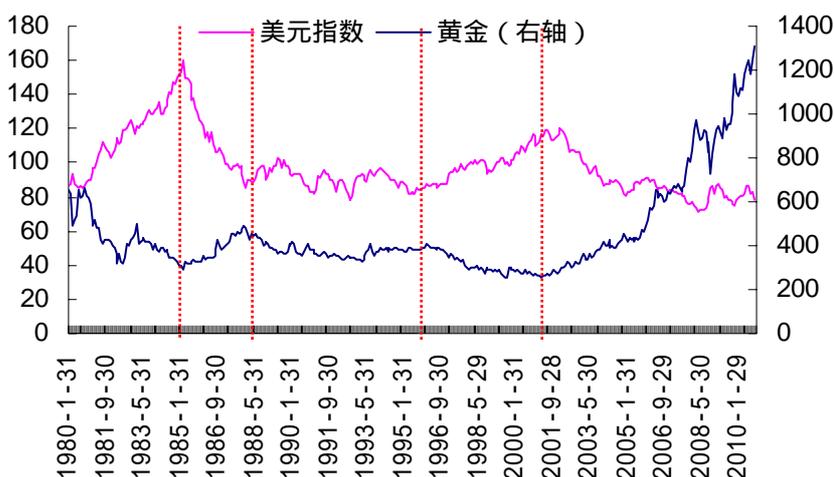
图表 22 欧元持续升值



数据来源：Bloomberg，Wind，东吴基金。

从历史上看，美元走势与黄金、石油和有色金属价格呈现负相关性。也就是说，美元指数是黄金、石油  
和有色金属等大宗商品价格决定因素之一。

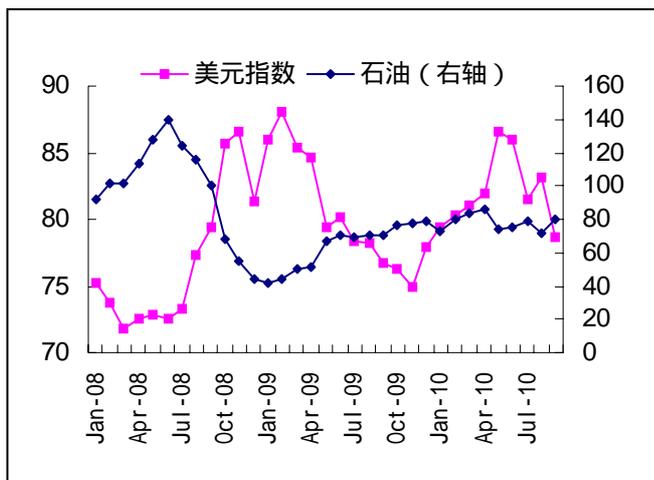
图表 23 美元指数与黄金价格呈负相关性



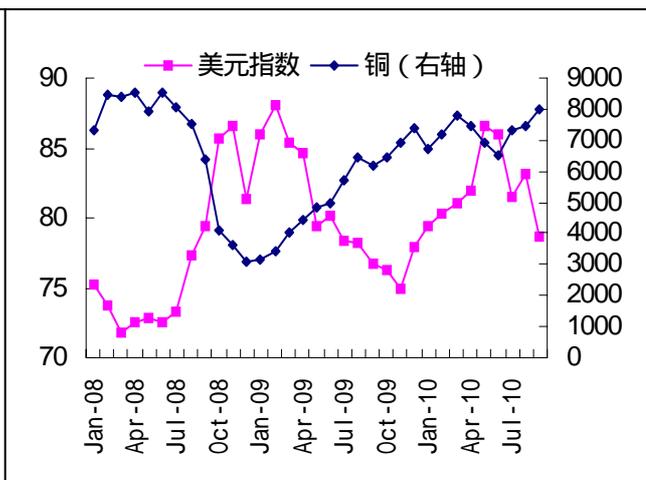
数据来源：Bloomberg，东吴基金。



图表 24 美元指数与石油价格呈负相关性



图表 25 美元指数与铜价格呈负相关性



数据来源：Bloomberg，东吴基金。

我们预计 10 月份美元指数有继续贬值空间，结合全球量化宽松货币政策的推行，这将给资源类上市公司带来投资机会。近期在商品市场中表现最好的品种有：黄金（创历史新高）、金属锡（创历史新高）、金属铜（接近历史新高），另外农产品中的棉花、白糖、玉米等价格近期涨势凌厉，相关股票投资机会可以关注。



## 四、4 季度 A 股市场走势判断

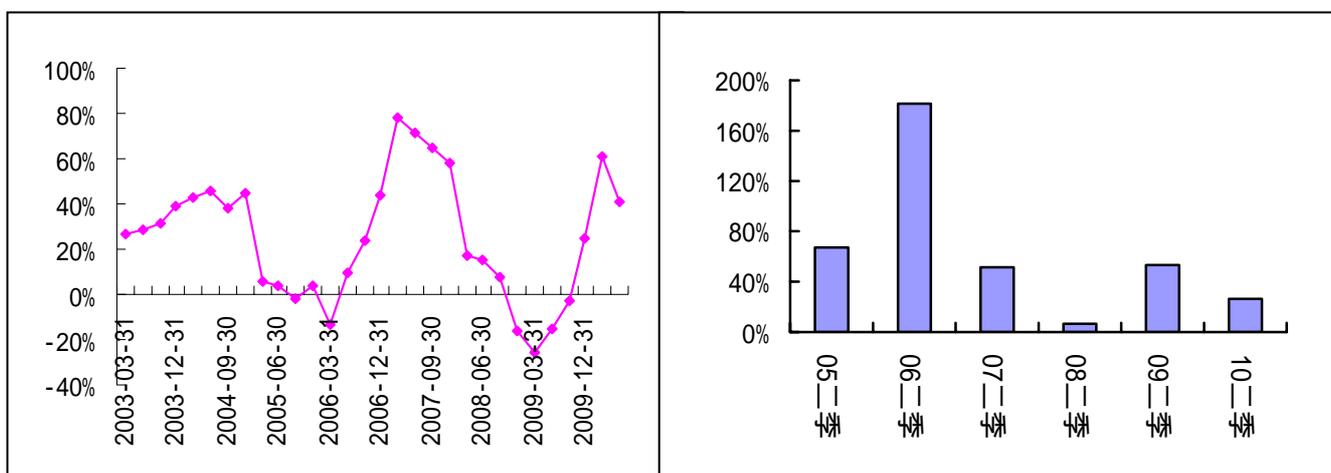
我们判断，影响 4 季度 A 股市场走势的关键因素有：(1) 经济、通胀、房价走势与政策调控力度；(2) 全球流动性和美元贬值幅度；(3) 上市公司业绩预期变化。前两个问题已在第二、三部分分析过，本部分重点研究上市公司业绩变化趋势和估值合理性，最后得出市场走势判断。

### (一) 业绩符合市场预期

2010 年中报 A 股上市公司净利润同比增长 41.09%，2 季度单季同比增长 26.7%，与 1 季度的 61.11% 相比增速显著回落，低基数效应在逐渐减弱。从环比数据看，2 季度上市公司净利润环比增长 26.28%，处于过去五年历史平均水平之下，显示在经济扩张力度减弱背景下，上市公司净利润增长动力放缓。

图表 26 A 股净利润同比增速见顶回落

图表 27 2 季度上市公司净利润环比增速处于历史均值之下

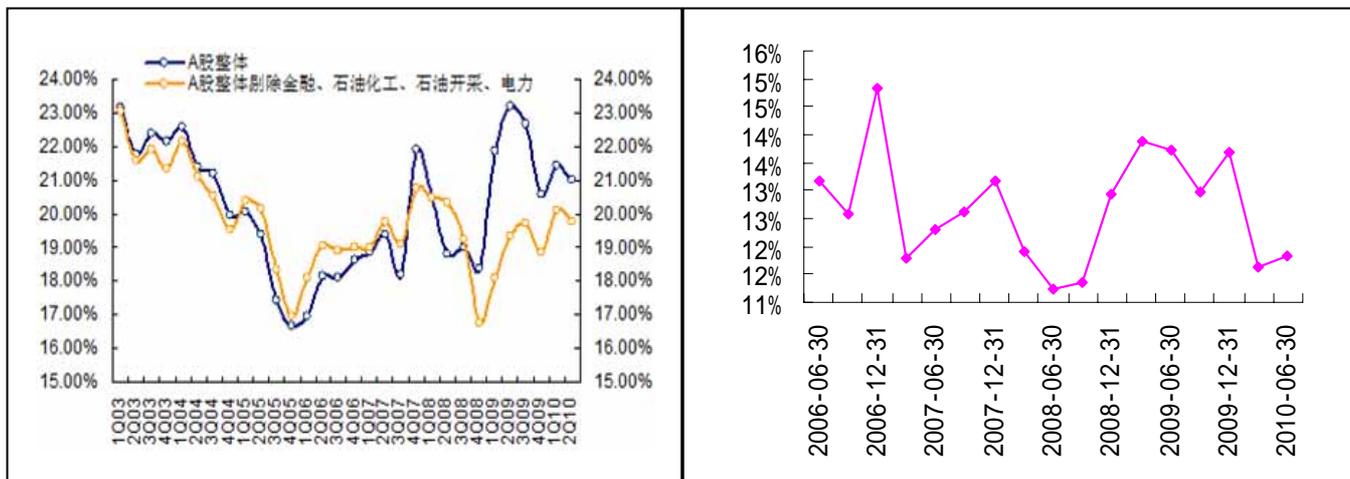


数据来源：Wind，东吴基金。

无论是 A 股整体毛利率还是 A 股制造业毛利率 2 季度和 1 季度相比出现环比下滑，三项费用率处于历史底部，中报上市公司净利润率接近历史最高水平。但在劳动力成本上升和信贷收紧背景下，三项费用率进一步改善空间有限反而有上升趋势，预示着上市公司净利润率提升空间有限反而有下降可能。

图表 28 毛利率环比有所下滑

图表 29 三项费用率处于历史底部



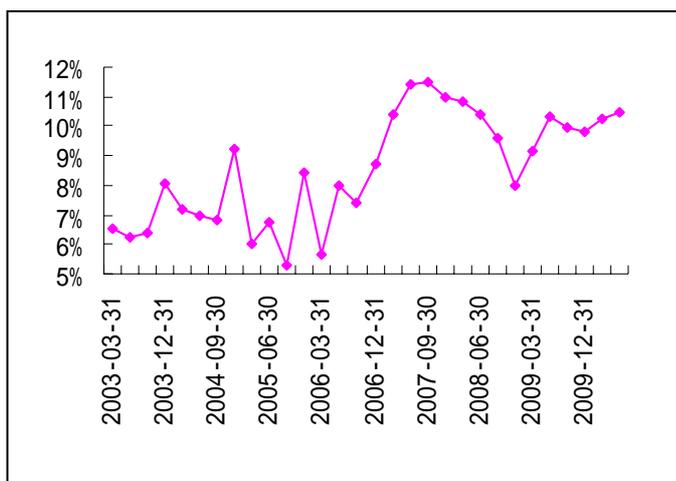


数据来源：申万研究所。

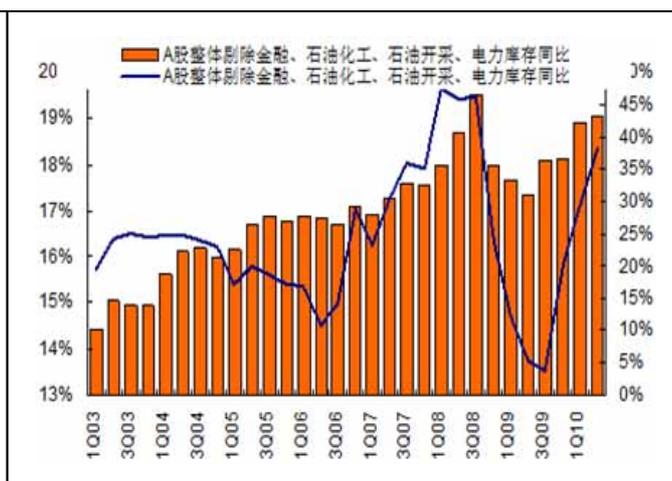
数据来源：Wind，东吴基金。

中报上市公司库存同比增速仍然环比上升，一季度增速 31.5%，中期库存同比增速 37.8%，并且从库存绝对水平来看，也处于较高水平。从具体行业来看，库存增速加速上升的行业还很多，包括电子元器件、地产、公用事业、钢铁、机械、家电、建材、交运设备等行业。高库存水平通常意味着实体经济需求不旺盛，之后企业将面临去库存过程，这个过程企业盈利能力和利润增速将下滑。如 08 年 3 季度当上市公司库存水平达到高点时，上市公司盈利能力和利润增速都出现快速下滑趋势。我们判断，下半年上市公司要有一个消化库存的过程，因此，未来几个季度上市公司盈利能力和利润增速会面临下滑风险。

图表 30 净利润率接近历史最高水平



图表 31 上市公司库存水平上升



数据来源：Wind，东吴基金。

数据来源：申万研究所。

从可比上市公司盈利预测数据看，目前一致盈利预期同比增长 34.6%，比之前 30% 盈利预测有所上调。这些可比上市公司 1 季度净利润同比增长 61%，2 季度 30%，预计下半年 27.6%，2011 年 21%。我们判断，下半年上市公司实际净利润同比增速回落幅度有限，仍然可以保持较高增速水平，并且基本符合市场预期，但也不会太超市场预期，下半年业绩风险不大。

受房地产投资增速回落和去库存影响，我们判断，上市公司净利润同比增速低点可能在 2011 年 1 季度，我们要关注 2011 年 1 季度净利润低点风险。

## (二) 估值存在结构性风险

2010 年 9 月 17 日，主板 2010 年动态 PE 中值水平 30 倍，其中，大盘股 21 倍，中盘股 30 倍，小盘股 35 倍。中小板 2010 年动态 PE 中值水平 40 倍，创业板 45.8 倍。

从估值水平看，我们认为，当前 A 股市场估值存在结构性风险：(1) 大盘股估值水平很低，同时短期内政策风险释放，短期估值水平有提升空间；(2) 主板小盘股和创业板业绩预期一旦低于预期，估值风险比较大；(3) 主板中盘股和中小板股估值具有安全边际，甚至还有提升空间。具体而言：

主板大盘股绝对估值水平很低，整体法下 2010 年动态 PE 只有 13.43 倍，并且 2010 年业绩增长确定性也很高。我们判断，代表大盘股的金融地产短期政策风险释放，预计短期内估值水平有提升空间。

主板小盘股上半年净利润同比增长 50%，而 2010 年一致盈利预期同比增长为 72.55%，一旦业绩低于预期，那么当前高估值水平还要进一步上升，估值风险比较大。创业板也类似，上半年创业板净利润同比增长



只有 25.5%，而全年一致预期为 43%。我们认为 2010 年主板小盘股和创业板业绩存在乐观预期可能，估值风险比较大。

主板中盘股上半年净利润同比增长 70%，远高于 2010 年全年一致盈利预期 49%，全年业绩预期存在上调可能，并且 2010 年动态 PE 中值水平只有 30 倍，估值风险不大，甚至还有提升空间。中小板股也类似，上半年净利润同比增长 47%，全年一致预期为 44%，业绩下调风险比较低，1 倍的 PEG，估值还是具有安全边际的。

图表 32 A 股上市公司估值也净利润增长率

	2010PE		净利润增长率		
	整体法	中值	2010H1	2010H2 预测	2010 年预测
主板	15.08	30.08	42.87%	26.67%	34.19%
大盘股	13.43	21.19	40.89%	23.16%	31.60%
中盘股	24.52	29.87	69.64%	37.52%	49.21%
小盘股	31.34	35.12	49.78%	86.35%	72.55%
中小板	35.90	40.06	47.12%	42.02%	44.06%
创业板	48.24	45.78	25.51%	54.01%	42.88%

数据来源：Wind，东吴基金。

### （三）A 股市场震荡向上

8 月份中国宏观经济数据显著反弹，缓解了市场对于政策过度收紧可能导致宏观经济硬着陆的担忧。虽然 4 季度中国宏观经济存在反复波动可能，经济同比增速要到 2011 年 1 季度见底，但经济环比增速已于今年 3 季度见底。

在劳动力成本上升推动下，CPI 中枢水平将上行。同时 8 月份以来房地产成交量放大，房价继续上涨。在通胀和房价上涨压力下，货币政策很难放松，信贷和房地产相关政策将继续偏紧，可能会持续到年底，但国庆期间出台的“国五条”和地方实施细则效果则要观察一段时间，房地产短期将处于政策真空期。同时为了避免经济二次探底风险，政府将继续实施宽松财政政策，继续进行经济结构调整。

从上市公司业绩看，下半年上市公司净利润增长符合市场预期，业绩增速下调风险不大。估值上存在结构性风险，但主板中盘股和中小板股估值具有安全边际，仍具有提升空间。大盘股特别是金融地产股短期政策风险释放，估值低，也具有提升空间，从而为市场稳定和上涨提供基础。

我们判断，预计中国宏观经济环比增速与今年 3 季度见底，上市公司业绩增速下调风险不大。同时国庆期间出台的“国五条”和地方实施细则，预示着房地产调控政策将处在一个相对真空期。在全球量化宽松政策和美元贬值以及“十二五”规划政策出台背景下，预计 4 季度 A 股市场有望震荡向上。



## 五、看好消费和新兴产业，关注周期

从投资主线看，4 季度 A 股市场存在两条大的主线：一条是与“十二五”发展规划相关的主线；另一条是全球量化宽松和美元贬值背景下资源股投资主线。我们判断，4 季度 A 股市场在很大程度上将围绕以上两条主线演绎。

4 季度出台的“十二五”发展规划，其中涉及两个重要方面：一是收入分配制度改革；二是陆续出台各项新兴产业发展规划。这些政策出台将会带来相关投资机会。

### （一）收入分配制度改革

#### 1、收入分配制度改革提高居民收入

近期，全国人大财经委，民盟中央和全国工商联就收入分配制度改革提出了五个方面的改革内容：

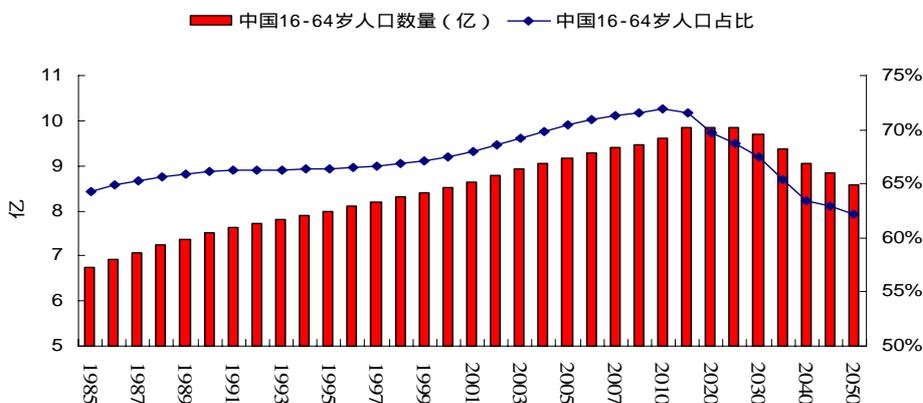
- 国民收入倍增计划，建立工资的正常增长机制；
- 建立独立工会组织，增强工人的工资谈判能力；
- 通过转移支付改善社会保障；
- 通过税收调节改变垄断行业的收入格局；
- 降低竞争性行业的税收水平。

我们判断，以上改革内容一旦通过并实施，居民收入水平有望显著提升，市场对消费性行业看好观点将会更加坚定。

#### 2、人口红利结束推动劳动力成本上升，提高居民收入

收入分配制度改革既是政府扩大内需增加经济增长动力的一项制度安排，也是经济发展规律的需要。中国劳动力供给即将进入拐点，劳动人口（16-64 岁）占比在 2010 年达到顶峰，其后逐年下降，中国人口红利将释放殆尽。由此带来的结果就是劳动力成本的上升，今年以来许多省市出现招工难、招工荒现象，并且开始上调最低工资水平，如江苏、浙江，广东，福建，上海，天津，山西，山东等，调整幅度都在 10% 以上，一些省份甚至超过 20%。

图表 33 中国劳动力人口红利结束



数据来源：世界银行，东吴基金。

图表 34 各省市最低工资水平最新调整（最高一档）

城市	上调前月最低工资（元）	上调后月最低工资（元）	调整时间
北京	800	960	2010年7月
上海	960	1120	2010年4月
天津	820	920	2010年4月
浙江	960	1100	2010年4月
江苏	850	960	2010年2月
广东	860	1030	2010年5月
福建	750	900	2010年3月
山西	720	850	2010年4月
山东	760	920	2010年5月

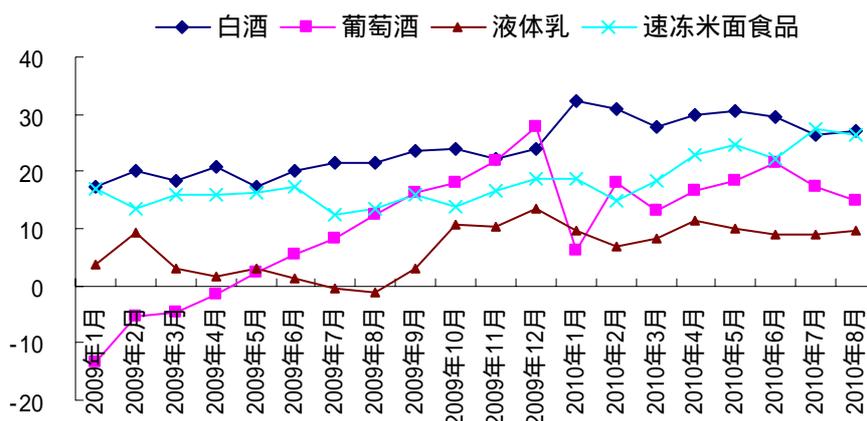
数据来源：政府网站。

### 3、收入分配制度改革促进中低端消费

居民收入水平提高将会改变居民消费倾向和消费升级，我们看好收入水平提高对食品饮料、家电和娱乐文化娱乐等行业的正面影响。

我们判断，消费升级对白酒的次高端（零售价在 200~600 元）和中高端（零售价在 50~200 元）市场会有很大促进作用，看好白酒的次高端和中高端市场。葡萄酒行业也有望受益于居民收入水平提高和消费升级，同时葡萄酒行业还将受益于进口替代。看好乳制品、速冻米面食品，预计这些行业会将受益于居民消费倾向的改变。

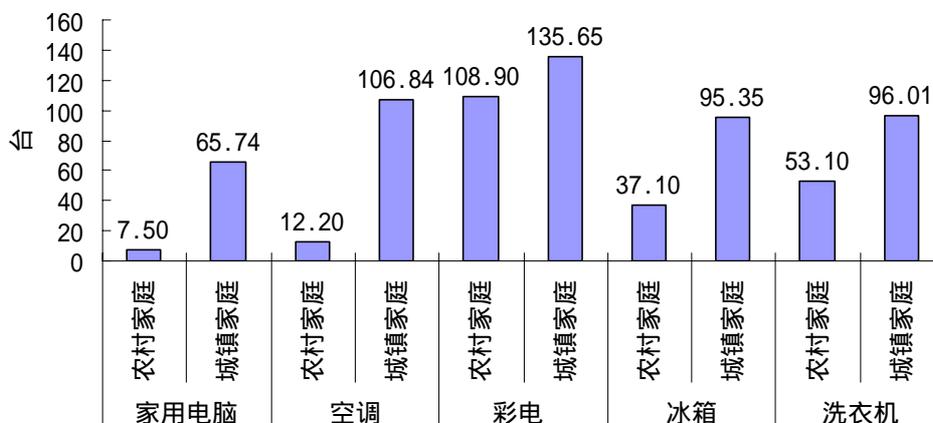
图表 35 收入分配制度改革有望促进食品饮料消费



数据来源：Wind，东吴基金。

与城市比较，目前农村家庭除了彩电保有量接近每户一台的水平外，电脑、空调、冰箱和洗衣机保有量远低于城市。随着农村居民收入水平提高，同时又有“家电下乡”政策的扶持，预计未来数年这些产品在农村会有很大市场空间。

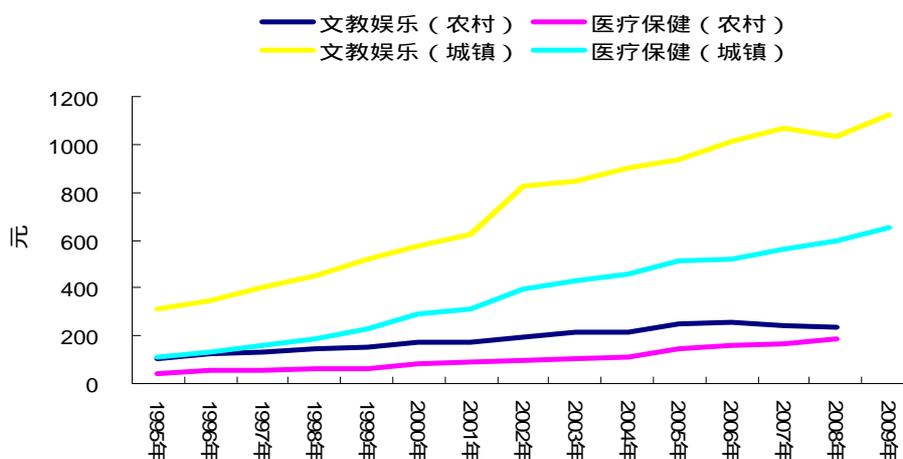
图表 36 主要家电保有量（每百户）



数据来源：Wind，东吴基金。

作为居民消费的最高端，教育，文化，娱乐以及更多医疗保健的消费支出对于居民的收入水平有着非常大的弹性。从1995年开始，城镇居民在这几个方面的人均消费支出增长都非常迅猛，农村家庭的支出水平也有一定程度的上升。相信在收入分配改革作用下，这几个消费领域都会在农村和城市出现更快增长。

图表37 教育文化娱乐医疗人均消费支出（CPI调整后）



数据来源：Wind，东吴基金。

## （二）新兴产业发展规划陆续出台

2010年9月8日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，审议并原则通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，把节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车七个产业培育成为国民经济的先导产业和支柱产业。预计4季度将陆续出台这些战略性新兴产业发展规划，这些新兴产业发展规划将涉及产业发展方向以及扶持政策等内容。我们根据相关政策和相关政府官员讲话，梳理了以上7大新兴产业可能涉及内容，为该主题投资提供参考。

- 节能环保行业包括节能电力电子设备、低碳减排类公司（CDM）、电厂脱硫、节能建材行业、污水处理及固体废物处理和半导体照明产业等。



- 新能源行业包括风电、核电、光伏、生物质能等。我国要实现到2020年非化石能源占一次能源消费的比重达到15%，重点发展三类非化石能源。其中，水电、非水能的其他非化石能源。据初步测算，如要在2020年完成非化石能源比例达到15%的目标，核电规模至少达到7500万千瓦以上，水电装机规模至少达到3亿千瓦时，其他生物质能的利用规模应该达到2.4亿吨标准煤以上。未来新能源产业市场潜力巨大。
- 新能源汽车：科技部会同其他部门共同制定《电动汽车科技发展十二五专项规划（草案）》，《规划》主要包括明确电动车产业化研发方向和加大对示范产品的开发、优化和应用的财政补贴力度等七方面。在发展路径上，插电式电动汽车的纯电汽车成为近期发展战略的主流。发展目标上，力争2020年实现新能源汽车产业化和市场规模达到世界第一，新能源汽车保有量达到500万辆。
- 生物产业重点发展生物医药、生物农业、生物能源、生物制造和生物环保等方面。生物医药产业链中属于国家重点支持的领域主要包括疫苗与诊断制剂、创新药物、现代中药和生物医学工程；而生物农业中国家重点支持的领域包括生物良种、林业新品种、绿色农用生物产品和海洋生物资源开发。
- 新材料是指出现的或正在发展中的，具有传统材料所不具备的优异性能和特殊功能的材料；或采用新技术，使传统材料性能有明显提高或产生新功能材料；一般认为满足高技术产业发展需要的一些关键材料也属于新材料的范畴。新材料领域的发展思路是：以项目为导向的以点带面扶持发展。实际上，7大战略性新兴产业、23个重点方向上都有对新材料的需求，而哪些重点方向有望率先产业化、市场化更大，得到的扶持就更多。我们看好国内稀有金属战略性地位。
- 高端装备制造包括新能源的发电设备、智能电网及设备、海洋工程设备。另外，也要大力发展节能环保与资源综合利用设备，要发展大气治理设备、城市及工业污水污泥处理，危险固体废弃物的处置设备等。
- 新一代信息技术包括下一代通信网络、物联网、三网融合、新型平板显示、高性能集成电路和高端软件等。我们判断，短期投资机会将集中在受益于 FTTX 建设和三网融合网络改造的设备商，与新兴消费电子相关的新型平板显示以及软件行业等。

我们判断，随着战略性新兴产业发展规划出台，相关主题将有较好的表现。部分新兴产业投资观点见“重点投资主题和行业”中相关部分，具体包括：新能源汽车、通信设备与移动互联网、软件、电力设备、太阳能、精细化工和稀有金属。

### （三）看好消费和新兴产业，把握资源股阶段性投资机会

国庆之后 A 股市场有色、煤炭等周期性行业上涨 30%左右，而食品、医药等消费服务类行业却下跌 10%左右，是否意味着 A 股市场风格已彻底转向周期性行业呢？

我们认为，在经济结构转型大背景下，周期性行业将面临长周期拐点和长期系统性盈利能力下降，难以出现趋势性投资机会，但是消费服务类行业以及一些新兴产业盈利能力和利润增速却有望持续稳步增长。随着近期股价下跌和估值基准切换，消费服务和新兴产业估值吸引力将逐渐显现，继续看好消费服务类行业和新兴产业。在全球量化宽松和美元贬值背景下，把握资源股阶段性投资机会。4 季度，重点关注以下三条投资主线：

（1）消费服务类行业。消费服务类行业业绩与经济敏感性相对要低，增长比较确定，同时估值基准切换将消化估值压力并打开股价上涨空间，并且在收入分配制度改革背景下，这类行业盈利能力和利润增速有望持续稳步增长，可以中长期关注，重点看好：医药、食品饮料、零售、家电、保险和纺织服装中大众休闲、户外用品与家纺。



- **医药**：在经济结构转型以及医改新政不断推进的大背景下，预期医药行业能在未来相当长的时间享受政策红利，保持快速增长。虽然目前医药板块相对于大盘的估值溢价处于历史高位，但在当前结构性牛市的 market 环境中，我们认为四季度医药股的进攻性行情仍将延续。
- **食品饮料**：在经济复苏进程面临较多不确定性的背景下，食品饮料行业依然维持稳健的增长水平。第 4 季度我们仍然看好该板块的投资机会，重点看好白酒和葡萄酒，以及乳制品、肉制品行业等大众消费品板块。
- **零售**：我国零售行业的景气度延续了 09 年逐季平稳回升的势头，我们看好对行业中长期成长性的同时，应该注意到今年城镇居民的收入增速放缓可能会影响短期的消费增速。第 4 季度，零售行业作为当前宏观经济不明朗下相对确定的大消费板块，仍有望保持强势。我们重点看好家电数码连锁的苏宁电器和爱施德，以及受益食品类物价上涨及低端消费的超市业、竞争优势突出并且长期成长性明确的百货类股，并关注资产重组后带来业绩明显提升的公司。
- **家电**：行业销售表现良好，预计 4 季度仍能超预期。国内三四线市场消费能力仍有提升空间，家电下乡加快消费能力释放；原材料价格逐步稳定，家电行业的利润率水平环比有望稳中有升；家电行业业绩增长确定性较高，农村、中西部消费具备较好的持续性上升趋势，中西部城镇化加快和保障房比率增加有利于家电消费。家电行业今年业绩高速增长确定性强，明年通过内生和外延实现 15% 以上增长的风险也不大；消费品在 4 季度会进行估值切换，家电行业估值处于较低水平，看好家电行业。
- **保险**：中国保险市场深度和广度还很低，市场空间大，国内保险公司保费收入将进入快速增长时期。同时，在新会计准则下，新保单新增利润将能显著降低股票市场波动造成保险公司业绩波动，保险股消费属性会越来越突出。我们判断，我国银行业将进入长周期拐点和长期系统性盈利能力的下降，在此背景下，预计机构投资者会逐步降低银行股配置比例，而增加保险股配置比例，中长期看好保险股。
- **纺织服装**：关注受益于消费结构升级与城乡一体化改革的大众休闲、户外用品与家纺行业。

(2) 与新兴产业相关行业，重点关注：新能源汽车、通信设备与移动互联网、软件、电力设备、太阳能、精细化工和稀有金属。在经济结构调整背景下，新兴产业中有些公司有望长大成为大公司，成为大牛股。

- **新能源汽车**：虽然目前锂电和新能源汽车类品种估值较高，面临回调压力。但是行业良好的成长性和巨大的发展前景，在预期和政策支撑下，我们仍坚定看好新能源汽车行业。其中电控、锂电等上游行业，有业绩、有概念，最为看好。而电桩和充电站的产业规模发展速度短期内有可能高于电池和电驱的发展规模，同样可以期待。对于整车企业，短期内新能源汽车对整车企业的业绩贡献力度较低，当前可关注介入新能源汽车业绩有较大弹性的公司。
- **通信设备与移动互联网**：看好光通信行业和网络优化服务公司，行业景气持续。我们判断，2010 年是中国移动互联网元年，2011 年中国移动互联网将进入发展年，有望爆发增长。一些小公司有望长大成为大公司，择机战略配置。
- **软件**：下半年软件股业绩回升，并有政策扶持，看好 4 季度软件行业行情。重点关注安防和地理信息产业链。安防产业已进入景气周期，关注产业链延伸和综合安防所带来的投资机会；地理信息产业在 2012 年随着北斗二代的布局完成将迎来景气高点；同时关注信息化和工业化融合以及 4 万亿基础设施投资带来软件需求扩大产生的投资机会。
- **电力设备**：看好特高压和智能电网更加具备投资机会，投资标的上以电网系统内的企业为主，寻找具有垄断优势和具备资产注入预期的公司。
- **太阳能**：由于原有太阳能安装大国在用量上保持稳定，美国和国内市场有望启动，并且上网电价和补



贴下调可以通过组件成本下降弥补，因此我们判断，太阳能行业景气仍将继续向上。在投资标的选择上，重点看好产业链一体化公司和设备提供商。

- **稀有金属**：作为新兴产业重要支撑的以小金属为基础的新材料，未来的需求将逐步释放，供给将有序收紧，小金属将迎来长期的景气周期。
- **精细化工**：化工进入二次转移过程，高技术含量的精细化工行业将是二次转移过程的主体。小股本的精细化工企业将是最大的受益者，其高速增长性和巨大的想象空间，将成为市场持续投资热点。

(3) 资源类行业，重点关注：有色、煤炭。

- **有色、煤炭**：全球量化宽松货币政策以及美元汇率贬值，将驱动大宗商品价格上涨，从而带来有色、煤炭等资源类股票投资机会。

## (四) 投资主题和重点行业

### 1、新能源汽车

行业评级：推荐

#### (1) 上游锂电和电驱行业受益最大，在政策和预期支撑下持续看好

正如我们半年度策略所预计，新能源上游行业在三季度走出持续上涨的行情，现在面临较高估值，存在回调压力。但我们判断一旦回调，这些品种仍是投资的热点。而且，随着时间推移，目前企业的高估值水平将被公司的业绩高成长性所抵消。

我们对上游行业持续看好的着力点在其长期成长性和持续的政策预期。温家宝 9 月 8 日主持召开国务院常务会议，审议并原则通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，新能源汽车等七个产业已被确定为现阶段重点扶植产业。而未来还会有持续的政策出台，包括新能源汽车十二五规划，地区性的政府补贴政策等（目前市场关注的上海的补贴政策还未出台）。持续的政策预期，将会带来对市场的持续刺激效应。结合近期产业政策发展趋势，可以预见汽车产业调整和振兴规划及转变方式的总体要求是以结构调整和资源优化配置为主线，以节能与新能源汽车发展为突破口。如按产业规划，新能源汽车 2015 年达到 100 万辆的数量计算，电池和电驱产业规模总和将超过 1 千亿元。

在品种选择上，我们最为关注锂电及其上游行业。因为这些行业中的龙头公司如当升科技、江苏国泰、新宙邦、佛塑股份、万向钱潮等企业均是行业内龙头，正处于高速发展阶段，即使不考虑汽车动力电池未来的增量，在笔记本、手机和电工器具上锂电池的增长已经非常快速，公司销售收入和利润水平一直保持快速增长。这些企业虽然当前估值很高，面临较大估值压力。但随着时间的推移，业绩的高速成长将不断抵消高估值压力。以 10 年业绩衡量，这些企业的估值在 50~60 倍，但以 11 年衡量，估值又回到 30~40 倍左右，趋于合理。而且，由于这些企业规模不大，一旦新能源汽车市场启动，从增长速度和受益程度上看，他们将是受益程度和成长性更高。

电驱类公司，同样也是最大的获益者，如宁波韵升参股的电驱动、大洋电机、曙光股份与南车电动车合作的电机公司已有订单，年内将释放利润。而且电驱行业具有一定技术和资金壁垒，市场内竞争格局相对稳定，竞争对手不多。所以，当市场启动时，企业的受益程度也很大。

#### (2) 上游资源兼具资源和新能源概念，想象空间大

未来新能源汽车市场启动，必然带动上游资源价格的上涨。目前，国内生产的碳酸锂还不能满足国内需求，缺口 1.6 万吨左右，一旦新能源汽车产业兴起，对锂资源的需求将急剧增加，而资源的不可再生属性，



将使其比下游更具有想象概念。

但需要看到，许多锂资源开发企业仅仅是刚刚起步，而且从全球范围看锂资源并不紧缺。所以，我们认为这类企业同样会有好的表现，但是受益程度应该略逊于锂电和电驱。在行业中，我们最为看好西藏矿业，它产量预计在 3000 吨，毛利 40%左右，未来三年的规划是到 15000 吨。

此外，动力电机大部分使用的是高性能钕铁硼永磁材料制造的永磁电机，其增长空间也会同样随着新能源汽车的兴起而放大，进而为相关的稀土资源公司带来业绩快速上涨，这其中受益最大的是宁波韵升和中科三环。

### （3）充电桩和电网，以及整车企业的机会

当新能源汽车市场启动时，需要提前铺设充电桩和电网，电桩和电网企业短期受益程度快。但是由于这一领域技术含量和资金门槛都很低，当市场启动时，会有很多企业挤入这一市场，所以行业内的企业受益程度不会很大。该领域受益较大的企业包括国电南瑞、许继电器、奥特迅和科陆电子。

而对于整车企业，短期内新能源汽车在企业销售收入中占比不会很大，对整车企业的业绩贡献力度较低。建议可以关注介入新能源汽车业绩有较大弹性的公司，如海马股份，比亚迪如年内如能完成 A 股上市也建议积极关注。

**重点关注：**宁波韵升、江苏国泰、新宙邦、大洋电机、西藏矿业、当升科技、多氟多、佛塑股份、中科三环和海马股份。

## 2、通信设备与移动互联网——关注新建设和应用投资机会 行业评级：推荐

由于国内三大运营商全国 3G 网络已基本建成，因此，今年三大运营商无线设备投资规模明显下滑。我们判断，无线设备商再次投资时点在于 3G 用户发展到一定规模带来新一轮网络扩容，目前还需等待。由于 3G 网络刚刚建成，还需要进一步优化，因此未来几年网络优化公司业绩仍然能够保持较高增速，可以继续关注。虽然今年三大运营商整体投资规模下降，但是宽带投资规模不降反升，光通信行业景气可以期待。2010 年是中国移动互联网元年，2011 年中国移动互联网将进入发展年，有望爆发增长。

### （1）光通信行业景气持续

我们判断，中国光通信行业景气将会持续几年时间，驱动行业需求爆发性增长动力来自于：a、三大运营商加大加快 FTTX 建设，中报中国电信表示今明两年再追加 150 亿宽带投资规模；b、三网融合推动广电有线运营商网络改造和宽带投入规模；c、智能电网建设，新增对输配电通信传输网、接入网建设需求。以上三大需求持续时间比较长，将推动光通信行业景气持续。

**重点关注：**烽火通信、光迅科技、新海宜、日海通讯。

### （2）2011 年移动互联网业务有望爆发增长

目前我国三大运营商全国 3G 网络已基本建成，无线上网速度提高；手机性能越来越强大，手机上网用户体验变好；2010 年是移动互联网行业整治年，随着行业发展规范，2011 年移动互联网管制政策有望逐步放松。2010 年是中国移动互联网元年，我们判断，2011 年中国移动互联网将进入发展年。

经过一年多业务拓展，我国手机游戏、手机视频、移动位置服务和移动电子商务等移动互联网业务正逐步成长并形成一定规模。看好手机游戏行业，即使在 2010 年手机涉黄整顿背景下，上半年北纬通信母公司手机游戏收入仍然达到 3546 万元，平均每月收入近 600 万，远超市场预期，可见我国手机游戏市场需求旺盛，



潜力巨大。3G 网络的快速下载为手机视频发展提供了网络基础，上半年北纬手机动漫频道（与中移动和央视合作，公司提供手机动漫频道平台建设，09 年 10 月份开始收费）收入接近 500 万，发展迅速。我们判断，在 3G 网络背景下，手机视频和手机视频监控等视频业务将会快速发展。

由于传统互联网位置固定，基于传统互联网的电子商务发展面临瓶颈，而移动通信网络和传统互联网的結合即移动电子商务将突破这一瓶颈，打开电子商务发展空间，移动电子商务将是传统电子商务企业未来努力拓展的一个方向，看好神州泰岳农信通发展前景。移动电子商务发展，将会越来越多涉及移动电子支付，看好手机支付这种模式。虽然国内手机支付最后是以 13.56MHz 还是以 2.4G 作为标准尚未确定，但是手机支付将是未来支付一种重要方式，中长期看好这类公司，重点关注手机支付芯片厂商、POS 终端生产厂商以及网络安全厂商。

手机正在及必将改变人类的生活方式，未来主要体现在移动互联网上，因此移动互联网业务在未来较长时期内有望爆发增长。

**重点关注：**北纬通信、神州泰岳、国民技术、南天信息。

### 3、医药——进攻性行情仍将延续

行业评级：推荐

在今年结构性牛市的行情中，医药股成为市场的宠儿，作为传统防御性行业的医药板块表现出了很强的进攻性，截至目前为止，今年医药板块整体涨幅超过 19%，远远跑赢大盘，有近 2/3 的医药股都取得了正收益，一些高成长性或具有独特竞争优势的公司，市场给予了很高的估值，股价屡屡创出新高。究其原因，一方面由于在宏观经济不明朗的情况下，市场寻找相对稀缺的确定性品种，医药行业受到格外关注。但更重要的是在经济结构转型以及医改新政不断推进的大背景下，预期医药行业能在未来相当长的时间享受政策红利，保持快速增长。今年 1-7 月，医药制造业累计总产值同比增长 25.7%，上半年医药上市公司营业收入同比增长 22.5%，净利润同比增长 40.5%，这些数据都很好地印证了这种快速增长的趋势。

医药行业受政策影响较大，预计四季度医药流通业“十二五”规划以及生物医药战略性新兴产业发展“十二五”规划将会出台。前者的重点在于培育 1-2 家千亿企业，20 家百亿企业，加快提高行业集中度。后者的指导思想是：以转变发展方式推动医药产业升级为中心，加快发展生物医药产业；以产业化、规模化、集约化、国际化为重点，努力实现关键技术和重大产品的创新，促进医药产业由大到强。国家会加大新药研发支持力度，鼓励企业自主创新，创造条件加快制剂出口。长期来看，国家陆续出台的各项政策对于扩大医药行业需求，净化市场环境，提升我国医药行业的整体竞争力有着积极的影响，但有些政策短期内可能会对行业产生一定的负面影响。为了挤压药品流通环节不合理的利润，减小各级财政药品支出的压力，四季度国家药品价格管理办法可能出台，基本药物和医保目录品种这些政府买单的药品面临价格向下调整的风险，对于独家或者品种具有较强竞争力的企业影响可能相对较小，而生产厂家较多的普药品种受到的影响则可能较大。

虽然目前医药板块相对于大盘的估值溢价处于历史高位，但在当前结构性牛市的 market 环境中，我们认为四季度医药股的进攻性行情仍将延续，维持行业“推荐”评级。具体操作策略为持有业绩成长确定性强的优势公司，同时把握行业政策推出可能带来的主题性投资机会，积极关注医药流通业“十二五”规划受益的全国或区域医药商业龙头企业，以及生物医药新兴产业发展规划受益的研发实力强、产品储备多的公司。药品降价政策可能对医药板块带来一定负面影响，但我们认为影响还是在于个股，而对板块总体影响有限，如果届时市场过度杀跌，可能会是买入机会。

**重点关注：**海正药业、一致药业、上海医药、双鹭药业、东阿阿胶、鱼跃医疗、云南白药、长春高新、恒瑞医药。



#### 4、食品饮料——维持高景气

行业评级：推荐

在今年上半年市场基本处于单边下跌过程中，食品饮料板块表现出较好的抗跌性，而在7月初以来的反弹行情中又表现抢眼，股价整体上涨了30%左右。股价是基本面的反映，在经济复苏进程面临较多不确定性的背景下，食品饮料行业依然维持稳健的增长水平。

从1~7月份的产量数据来看，白酒依然是行业中产量增速最高的子行业之一，累计同比增长26.3%，高于上年同期21.5%的增速；葡萄酒产量同比增长17.3%，高于上年同期受经济减速影响的8.2%的增长水平；液体乳产量同比增长9%，而上年同期为-0.5%。啤酒由于受低温天气以及严打酒后驾驶的影响较大，累计产量同比增长5.9%，低于上年同期的6.6%的增速，不过7月份因气温回升，销量增速上升到9.1%。

从上市公司的中报情况来看，占板块60%流通市值的白酒公司，上半年合计的收入和净利润分别增长了34%和31%，高于食品饮料行业合计的20%和28%的增长水平；国内葡萄酒龙头公司的张裕实现了收入增长26%、净利润增长29%的较好业绩；乳制品公司尽管受原奶价格上涨的影响，毛利率有所下降，但由于上年基数低的原因，也实现了30%以上的净利润增长；啤酒类公司由于大麦原料价格同比下降带来的毛利率提升，尽管收入只有个位数增长，但净利润增速达到25~30%。

对于即将到来的第4季度，食品饮料行业在宏观经济不确定性中具有相对确定性，加上消费旺季的到来以及收入分配制度改革预期，其投资机会我们仍然看好，并且重点看好白酒和葡萄酒，以及乳制品、肉制品行业等大众消费品板块的投资机会。其中，对于我们最看好的白酒板块，虽然在7月份以来的反弹中有较大涨幅，但一线白酒今年涨价超预期，此后出厂价的提高会进一步刺激股价上涨；白酒消费税新政从去年8月1日开始实施，对于影响较大的一线白酒而言，4季度业绩同比增速上升的可能性较大；严打酒后驾驶因素已经逐步弱化。因此，一线白酒相对较低的估值水平有进一步修复的要求。一线白酒大幅提价之后，对于销售增速更高的二线品牌而言，留下更大的市场和提价空间。所以我们依然坚定看好古井贡酒、山西汾酒、酒鬼酒等处于经营转折期的二线白酒公司。

**重点关注：**贵州茅台、五粮液、古井贡酒、酒鬼酒、张裕A、皇氏乳业、青岛啤酒、双汇发展。

#### 5、零售——消费的确定性投资

行业评级：推荐

我国零售行业的景气度延续了09年逐季平稳回升的势头，社会消费品零售总额1~7月份累计同比增长18.2%，高于上年同期15%的增长水平；不过扣除价格因素后的实际增速比上年同期略有下降。上半年，零售行业上市公司合计收入和净利润同比增幅分别在25%和近40%；其中，主要子行业的净利润增幅由高到低分别为：家电和数码连锁、百货和超市，增速分别为60%、35%和15%，符合各零售子行业对宏观经济波动敏感性大小的规律。

长期而言，随着我国经济发展阶段的演进和结构增长转变，当前不到40%的居民消费率会有较大提升空间，消费及其中的零售业无疑具有长期成长性。我国已经迈过“刘易斯拐点”，国家酝酿的收入分配制度改革若实施后，有望使国民分享我国经济发展的成果，带来居民收入的持续提高，从而带动消费的高增长。在对未来前景保持乐观的同时，我们也应该注意到当前经济复苏偏弱的力度使得城镇居民的收入增速呈现放缓趋势，今年上半年城镇居民收入的实际增长率由上年同期的11.20%下降到7.5%，如果下半年的数据出来后还是这一趋势，则会影响到零售行业的增速。

尽管零售板块年初至今相对大盘已有30%的相对收益，2010年的整体市盈率已经达到33倍左右的较高水平，但是零售行业作为当前宏观经济不明朗下相对确定的大消费板块，仍有望保持强势。我们重点看好家电数码连锁的苏宁电器和爱施德，以及受益食品类物价上涨及低端消费的超市业、竞争优势突出并且长期成



长性明确的百货类股。并关注资产重组后带来业绩明显提升的公司，如重庆百货、西单商场、百联股份等。

**重点关注：**苏宁电器、爱施德、步步高、武汉中百、人人乐、王府井、鄂武商 A。

## 6、家电——稳定增长确定，估值优势突出

行业评级：推荐

### (1) 行业销售表现良好，预计四季度仍能超预期

行业三季度的销售表现普遍超出年初预期，内外销量均有同比较好的增速表现，四季度即便由于房地产前期销量下滑而影响新房带动下的家电消费，也在原来的预期之内，并没有进一步的负面因素产生，近期房地产销售的回升和保障房建设的加速也一定程度上减小了前期房地产销量下滑的影响。

### (2) 国内三四线市场消费能力仍有提升空间，家电下乡加快消费能力释放

国内三、四级市场消费能力仍被市场低估，未来仍有提升空间。我们仍旧看好由于中低收入人群收入上升、中西部地区投资加快引致的城镇化加快、保障房比率上升所带来的家电产品消费上升趋势，我们认为这三点因素将使得该部分消费人群最先增加基础的家电消费，最有利于冰箱和洗衣机行业。另外结合下半年以及明年的行业趋势展望，我们认为行业增长将由销量增长带动更多的转换到产品调结构带动的增长。

同时我们还发现从今年家电下乡的每月销售数据显示，销售金额的增长幅度都超过销量的增长幅度，明显说明该部分消费人群对于较高价位的产品消费比率上升。全国普遍上调最低收入标准已经成为主流趋势，劳动力议价能力也将逐步提升，这意味着中低收入人群的收入上升，他们的消费能力比过去有更多支撑。而从企业的角度来说，企业提升劳动效率来消化人力成本上升的空间仍然较大，从我们与上市公司沟通得到的信息汇总来看，未来趋向于使用尽量少的人员，让每个制造工人承担更多的工作量的同时获取更高的收入，增加设备的投入来减少人力成本支出。另外从制造企业的角度来说，比过去更为重视三、四级市场的开拓以及渠道的深耕。

因此国内县、镇级地区的消费能力为市场所低估，这些地区零售、分销环节的投资扩大意味着从产业投资角度，对该部分市场需求的放大具有较强的信心，家庭对家电的配置比率上升以及消费升级在这部分市场同时演绎。

我们的预测，2010 年全年预计可实现 1500 亿元，即预计 2010 年下半年家电下乡销售有望同比增长 70% 以上，这表明政策刺激的效果在下半年依然可观。

### (3) 四季度家电行业的利润率水平环比有望稳中有升

目前原材料价格不再单边上涨（包括黑电的面板价格在下半年也会因供给量增大等因素而继续呈下降趋势），而终端产品价格走势开始稳中有升，家电企业一方面通过提价来直接提高利润率，另一方面通过产品结构调整来提高利润率。这也是今年前三季度原材料价格大幅上涨，而家电行业利润率并未大幅下降的主要原因。

### (4) 投资建议

家电行业业绩增长确定性较高，农村、中西部消费具备较好的持续性上升趋势，中西部城镇化加快和保障房比率增加有利于家电消费。家电兑现今年业绩预期确定性已很强，明年通过内生和外延实现 15% 以上增长的风险也不大；消费品在 4Q 会有估值切换。目前格力电器 2011 年 PE 值仅 10 倍，美的电器、青岛海尔也在 13 倍。板块估值处于较低水平。我们判断明年包括主要的白电龙头企业，在产品结构优化、全球市场份额稳固提升的情况下，仍将保持很好的确定性业绩增长。而较高估值的部分推荐公司，将在明年较快的业绩增长下获得估值压力的下降，这些公司包括浙江阳光、苏泊尔、小天鹅、合肥三洋。



我们继续看好家电行业，给予“推荐”评级。

**重点关注：**苏泊尔，小天鹅，青岛海尔，美的电器，格力电器。

## 7、保险——投资收益与保费收入双轮驱动

行业评级：推荐

中报业绩风险释放。2 季度上证指数下跌 22.86%，投资者担心股票市场大幅下跌将会导致 2 季度保险股净资产环比明显下滑。事实上，考虑分红因素，平安、太保、国寿 2 季度净资产环比增长分别为 0.9%、-2.8% 和 -2.71%，净资产环比增长数据要好于市场预期。从一年新业务价值增长数据看，平安、太保、国寿年新业务价值同比增长分别为：44%、18% 和 10%。其中，平安一年新业务价值增长远超市场预期。总体来看，平安中报业绩超远市场预期，太保和人寿公司中报业绩要略低市场预期，但仍处于可接受范围。与银行股相比，我们相对更看好保险股投资机会，判断 4 季度甚至更长时期内保险股具有相对投资收益，给予“推荐”评级。

在新会计准则下，新保单赚钱效果明显，新保单销售能够明显增加寿险公司利润。09 年上半年，在旧准则下，平安寿险净利润只有 45 亿，但在新准则下，净利润达到 69.4 亿。新旧准则对寿险公司利润影响差异显著，两者之间主要差异在于，新保单获取成本是否能够实现平滑递延。旧准则下由于保单获取成本是直接计入首年，这种模式下新保单首年基本都是亏钱的，所以当期卖出的保单越多，当期亏损就越严重。但在新准则下，保单获取成本能够间接实现平滑递延，这种模式下新保单首年基本都是赚钱的，所以卖出新保单越多，赚取利润反而越多。从前 8 个月三大保险公司保费收入增长情况看，三大保险公司保费增速仍然处于较高水平，同时从中国保险市场深度和广度看，中国保险市场前景还很广阔，看好未来中国保费增长。未来新保单销售对中国保险公司业绩贡献会越来越明显，因此保险股消费属性会越来越突出。

3 季度，A 股市场基本呈现震荡向上趋势。截至 9 月 9 日，3 季度上证指数上涨 12.38%，A 股市场上涨势必增厚保险公司净资产。1 季度虽然上证指数下跌 10.36%，但是平安、太保和人寿的净资产却分别上涨了 5.5%，2.1% 和 2.9%。因此 3 季度在 A 股市场上涨背景下，预计三大保险公司 3 季度净资产环比增长 10% 左右，甚至更高。净资产上涨将会抬升保险股股价，但目前保险股股价并无太多反应。

随着银行盈利能力提高以及出于风险防范需要，未来监管层对银行监管力度会越来越严厉，同时在经济结构调整大背景下，预示着未来几年银行股业绩增速将处于下滑趋势。而保险股却相反，由于中国保险市场深度和广度还很低，市场空间大，国内保险公司保费收入将进入快速增长时期。并且在新准则下，新保单新增利润将能显著降低股票市场波动造成保险公司业绩波动，保险股消费属性会越来越突出。在此背景下，在金融行业配置上，预计机构投资者会逐步降低银行股配置比例，而增加保险股配置比例。

在品种选择上，看好平安和人寿。三家保险上市公司中，平安估值最低；一年新业务价值增速最快；金融控股有利公司各项业务协同发展，因此首推中国平安。人寿保费收入增速触底回升，个险新单回升显著；权益投资比例最高，A 股市场反弹有利净资产快速反弹；估值水平降到历史相对较低水平。

**重点关注：**中国平安、中国人寿。

## 8、纺织服装——看好大众休闲、户外用品与家纺行业

1-7 月，国内服装鞋帽、针纺织品零售额累计达到 3,141 亿元，累计增速为 23.8%。限额以上零售业商品中的服装鞋帽针纺织品零售额 7 月份增速达 35%，环比上升了 10.6 个百分点。1-7 月，我国纺织服装行业累计实现出口额 1,096.67 亿美元，累计同比增长 22.94%，增速继续高位攀升，但从增速来看，全行业在 6 月增速开创新高后，延续了 6 个月的涨势在 7 月出现了下滑拐点。纺织服装、纺织品、服装 6 月、7 月增速分别为 38.48%、40.90%、37.04%；26.99%、35.04%、23.11%。预计四季度行业需求景气将持续，但增速将有



所回落。鉴于出口预期回落，加上内销的品牌服装估值已经处于高位，给予行业“中性”评级。

顺应外需的不确定性，优化收入分配结构与扩大内需成为当前宏观经济政策的主要指向。需求结构的调整与居民收入的改善将持续推动着居民消费结构的提升，纺织服装行业的发展也将进一步发生分化。其中，以出口为主要导向的制造企业所受的不确定性因素影响将会继续。受益于收入结构的改善，以国内市场为主导的品牌消费，特别是以大众休闲消费与户外消费为主要内容的品牌服装消费已快速兴起，其中户外用品的发展空间尤其值得关注。据《中国户外用品市场调查报告》，2009年之前的十年间，中国户外用品市场年均复合增长率接近50%，户外用品零售总额达到了48.5亿元人民币。Bloomberg数据显示，2009年全美运动品销售额约为600亿美元，其中户外用品行业约占运动品行业市场份额的15%-20%，而中国的运动品市场规模粗略估计约为500-600亿人民币，户外用品市场规模占运动品市场份额不足7%。因此，未来增长空间很大。我们看好作为国内休闲服装品牌龙头的美邦服饰和户外用品子行业龙头的探路者。

此外，家纺行业的增长也值得关注。根据纺织工业协会数据显示，2000年以来我国家纺行业以年均增长20%以上的速度快速发展，2008年全行业产值已达8800亿元。目前国内家纺消费占大纺织产业的比重和人均消费量总体偏低。按发达国家的消费习惯，衣着、家纺用品和产业用纺织品三类消费应各占行业消费总量的1/3，但我国家用纺织品消费仅约占12%。随着我国东部沿海地区城乡一体战略的全面实施，新一轮城镇化运动在改变产业布局空间结构的同时，也必将推动着农村居民消费习惯的调整，家纺消费需求将迅速增加，家纺行业的市场重点也将逐步由乔迁、婚庆需求逐渐向居民的日常消费方向转变，从而快速扩展家纺产业的市场空间。

**重点关注：**美邦服饰、探路者、罗莱家纺、梦洁家纺、富安娜。

## 9、软件——业绩回升，政策驱动

行业评级：推荐

近几年软件行业在4季度均跑赢大盘，07年、08年、09年软件行业在4季度分别跑赢大盘15.9%、23.6%、18.7%。我们判断，今年软件行业在三季度末、四季度初有望迎来增持良机，主要理由有：

- 软件行业在下半年进入合同签订与收入确认的旺季。软件行业业绩具有明显季节性，一般来说下半年业绩好于上半年，而四季度则是合同签订与收入确认的高峰期，四季度收入与净利润占全年比重普遍在30%以上。
- 软件行业2010上半年业绩整体上较为平淡，预计中报平淡的不利因素在9月份也将得到较好消化，下半年业绩向好将成为推动股价上涨的动力。
- 四季度进入估值切换期，稳定增长类公司显出动态估值优势。
- 政策扶持，包括“新18号文”以及新一代信息技术新兴产业规划中涉及软件和信息服务业的内容。

投资机会上，重点关注安防和地理信息产业链中相关软件股，同时关注信息化和工业化融合以及4万亿基础设施投资带来软件需求扩大产生的投资机会。

### （1）安防产业已进入景气周期，关注产业链延伸和综合安防所带来的投资机会

随着政府平安城市建设，安防产业从09年四季度开始启动，进入一波投资景气周期。安防视频监控行业具备长期向好的大逻辑。首先，安全需求随着经济发展和生活水平提高而快速增长，中国社会经济加速转型也使得安全问题突出，以视频监控为主导的技术防范手段获得良好发展机遇；其次，视频监控减少对人防的依赖，符合经济发展和产业升级的大趋势；再次，基于视频采集和智能计算的智能监控将成为物联网建设启动的序幕。

目前，国内企业已经在整个系统的核心环节形成了竞争优势，在产业链的多个环节出现了具有全球影响力的龙头企业，如华为海思、海康威视等，国内企业的海外市场扩张已经开始。本土企业实力的提升也体现



为龙头企业已经逐步由单一的制造商向集制造、集成、运营服务一体的综合性安防企业发展演进。

4 季度选股把握三条线索：一是具备品牌优势和系列化产品提供能力的产品提供商，新产品的配套销售带来超越行业增速的增长，如海康威视、大华股份、大立科技；二是重点行业和应用领域具备提供整体解决方案能力的集成商，如银江股份、赛为智能等；三是进行价值链延伸、向综合性安防和夜视领域拓展，如大立科技、高德红外等。

## (2) 北斗产业助推地理信息产业快速发展

从 2007 年我国开始发射部署北斗二代系统，并将于 2012 年实现亚太区域导航覆盖，2020 年达全球导航覆盖，导航性能达到甚至超过 GPS 系统。而地理信息应用已从军方领域走向了大众化领域，预计全球以 GPS 为核心的卫星导航定位市场规模到 2020 年将接近 2500 亿美元。而中国卫星导航定位产业正经历迅猛发展期，预计 2012 年随着北斗二代的布局完成将迎来景气高点。

消费领域的 GIS/GPS 市场需求旺盛。这一领域应用主要包括消费电子、汽车导航、位置服务。1) 消费电子领域：移动终端导航是增长最快的细分市场，手机主频和内存的飞速发展以及移动互联网的普及带动智能手机、GPS 手机销量快速增长，预计 2010 年 GPS 手机将达到 2120 万部，同比增长 187%，渗透率达到 10%。2) 汽车导航领域：国内车载导航市场受到汽车销量增长和新车装配率提升的双重驱动，正处于高速增长阶段，预计 2012 年国内车载导航装配率将达到 18.5%。3) 位置服务 (LBS)：在手机厂商、LBS 软件厂商和运营商的共同推动下将进入快速成长期，未来三年用户数量预计将保持 60% 以上的增速。

地理信息产业链涉及基础软件与部件厂商、终端厂商，以及应用开发与系统集成商等。在基础平台软件开发、电子地图、终端、集成应用等领域均存在着巨大市场空间，而在这一产业链中各个环节也存在着优质投资标的。该产业链中具有行业垄断性和技术优势的公司有望获得更大的发展前景。4 季度北斗/地理信息产业推荐的上市公司有：国腾电子、超图软件、四维图新、数字证通、华力创通、北斗星通、启明信息。

**重点关注：**大立科技、用友软件、软控股份、银江股份。

## 10、电力设备——看好特高压和智能电网

行业评级：推荐

国网投资额在上半年是低于预期的，全年投资同比去年减少也是确定性的事情。在整体投资下降的情况下，原材料价格在低位，国网统一招标竞争的激烈，各个公司的毛利率下降，市场因此看淡电力一次设备，导致了变压器（各个电压等级）、开关（各个电压等级）、电线电缆估值全部下移，但我们判断，未来部分细分行业估值存在修复可能。2010 年上半年颁布了中国智能电网蓝图细节，二次设备（南瑞、许继）股价表现良好，基于未来自身内生性增长和外延式扩张，部分企业业绩仍然存在超预期增长可能，因此估值具有进一步提升空间。

从国网“十二五”投资规划看，我们重点看好特高压和智能电网细分行业。

国网“十二五”投资规划显示，特高压是未来投资重点。十二五期间国家电网投资计划约为 1.56 万亿，年均 3100 亿，也就是说未来几年的电网投资和“十一五”相比总量上已经不再增长，但结构上将发生巨大变化，在“十二五”的 1.56 万亿中：

- 1) 特高压交流 2700 亿 占比 17% (大幅增长，十一五期间不到 200 亿)
- 2) 特高压直流 2200 亿 占比 14% (大幅增长，十一五期间全部直流约 5%)
- 3) 500kv 1700 亿 占比 11% (大幅下降，十一五期间约 19%)
- 4) 220kv 2500 亿 占比 16% (大幅下降，十一五期间约 28%)



5) 110kv 及以下 5900 亿 占 37% (与十一五基本持平)

6) 750 和 330 电压等级比重基本持平

特高压细分子行业在“十二五”规划中是重中之重，投资额同比将大幅增长，同时行业壁垒高，企业也比较少，推荐特高压行业。

在智能电网方面，我们认为投资的重点在智能化变电站方面，数字化变电站的主要特点 IEC61850 标准的实施、数字化一次设备（电子化互感器、智能化开关等）整体数字化系统的应用，智能化变电站主要是在数字化变电站基础上对软件和整体系统进行了智能化提升。从这个角度看，同时在一次、二次设备领域有技术优势的厂商将对传统厂商构成挑战，如思源电气、东方电子等。但目前来看，国电南自、国电南瑞等公司通过技术研发、与其他厂商合作开发等形势，未来技术方面传统厂商并不会落后。

投资标的选择上，我们认为，国网系统内的企业更具备投资机会。

国家电网投资在“十二五”期间仍然是发展的重要方向，“坚强”（主要指特高压）“智能电网”（主要指监控、保护、调度等二次设备）将大力建设。从“十二五”电网投资额看，应该与“十一五”持平，不会大幅增长。从供给看，IPO 重启后 35 家电力设备公司募集资金 400 亿元，再加上各细分行业龙头企业增发扩产能，大多数产品将面临产能过剩。但是实地调研发现，国家电网公司系统内公司（如平高、许继、国电南瑞等）订单不愁，而系统外企业（如思源电气、国电南自、置信电气等）订单不确定比较大。

因此，在投资标的选择上将以电网系统内企业为主，寻找具有垄断优势和具备资产注入预期的公司。此外，重点关注竞争优势明显的公司。

**重点关注：**平高电气、国电南瑞、荣信股份、森源电气。

## 11、太阳能——行业景气继续向上

行业评级：推荐

太阳能的复苏的时间是从 2010 年 4 月开始，我们认为其复苏的几点理由如下：

(1) 太阳能行业仍然是海外风投投资的重要方向，I R R 作为先行指标以及预算指标，显示在各国政府的补贴下，再加上太阳能电池片的价格下降较快，风投的回报可观；

(2) 欧洲银行业从今年开始重新恢复贷款给太阳能项目；

(3) 太阳能行业对于就业、税收由拉动作用，各国政府较为重视太阳能行业的发展。

从目前的情况来看，伴随着欧美金融体系的持续复苏，支持太阳能发展的投资环境仍然向好，上述 3 点仍然向好，因此，我们看好太阳能行业的持续复苏。我们认为今年四季度和明年上半年太阳能行业投资要重点关注两点：第一各国政策取向；第二企业真实订单和盈利情况的可持续性。

我们判断，2011 年政策面总体偏正面。影响太阳能行业整体利润的政策主要是来自政府对于上网电价下调和对于补贴实施限额。根据过去几年太阳能在各国的发展经历判断，上网电价的下调总体不会对太阳能安装规模带来显著的影响。其根本原因在于组件成本的下降可以消化上网电价的下调，从而使光伏项目仍维持一个具有吸引力的内部收益率。此外，由于各国的上网电价补贴政策里面都规定定期根据成本情况下调补贴电价的条款，因此一定程度上上网电价的下调实际上并不超出市场预期。

海外政府对于太阳能行业的补贴配额不会超预期减少。德国在 2007 年以后逐渐取代西班牙成为全球第一大太阳能电池安装国，占比全球 40% 的安装量，德国成为德国太阳能需求主力。2010 年德国太阳能安装量超预期增长，我们判断，德国 2011 年太阳补贴配额能仍将保持 2010 年的水平，补贴配额不会减少。

由于原有太阳能安装大国在用量上保持稳定，美国和国内市场有望启动，并且上网电价和补贴下调可



以通过组件成本下降弥补，因此我们判断，预计太阳能行业景气仍将继续向上。

从微观层面看，目前企业订单火爆。从我们跟踪的太阳能企业经营状况看，今年 4 月份以来，下游需求非常火爆，组件厂商开工率大幅提升，并逐渐传导到中间耗材和机加工，上游多晶硅价格从 2010 年 7 月以来出现持续上涨。企业订单方面，订单普遍都排满到了 2011 年的 6 月份，部分企业全年订单都已经接满。

我们判断，4 季度太阳能行业景气继续向上，给予太阳能行业“推荐”评级。

在投资标的选择上，重点看好产业链一体化公司和设备提供商。

**重点关注：**海通集团、新大新材、天龙光电。

## 12、有色煤炭——量化宽松和美元贬值驱动行业投资机会 行业评级：推荐

为了使得经济走出衰退，08 年底，美国实施了极度宽松的货币政策和积极的财政政策，将利率降至 0-0.25%，同时通过购买不良资产和国债的方式，向市场注入大量的流动性。经济经过短暂的复苏后再次进入放缓的通道，目前仍未走出低迷的状态。在财政政策受限，流动性陷阱的背景下，政府更多的是希望通过再次量化宽松的货币政策，使得本币贬值，增加出口，从而带动本国经济的复苏。美国这种“以邻为壑”的方式获得各国纷纷效仿。日本、巴西、韩国等国相继推出各自的量化宽松的货币政策。这种竞相贬值的汇率大战造成的后果就是全球流动性的进一步泛滥。

高失业率和低迷的房价，使得实体经济吸纳资金的能力非常有限，短期货币乘数很难放大。流动性泛滥增强了对未来通胀的预期，资金更愿意去追逐包括黄金、基本金属甚至煤炭等资源品。从历史看，08 年底各国量化宽松的货币政策推动了大宗商品的大幅上涨。我们有理由相信，如果各国均采用这种政策，将必然推动大宗商品的进一步大幅上涨。加上人民币升值的压力，对有色金属股价有很强的推动力。

具体品种看，黄金最为看好。因为不管从避险需求，还是货币投放过多或经济复苏导致 CPI 增速过快引发对未来通胀的担忧，黄金都有足够的上涨理由。从历史的黄金股表现看，黄金股仅在担心经济二次探底或者经济进入通缩的情况下才跑输大盘。从目前美国经济现状以及政府的态度看，出现这两种可能性比较低。

其次，我们比较看好基本金属，通胀预期将继续推升金属价格。从基本面看，铜和锡的基本面比较看好。铜和锡的库存从年初以来也是持续下降，表明下游需求仍处于稳步增长。从供给看，铜的供给一直处于偏紧状态，是所有品种中最为看好的，铜价也是连创反弹新高，并接近历史高点。锡的供给由于印尼晚到的雨季，以及中国政策有可能对锡资源整合而预期当年和未来将比较偏紧，锡的价格连创历史新高。

基本金属价格之间的关联性比较大。虽然铅锌铝镍相对显得过剩，但是铜等金属价格的上涨也将明显带动铅锌铝等价格的上涨。铅锌等金属也是国内上市公司自给率最高的品种，业绩对价格的弹性比较大。在价格上涨过程中也将有不俗的表现。

对于小金属来说，在政策的推动下，供需基本面持续向好。从需求角度看，风能、核电、节能电机、新能源汽车等都是政策大力扶持的新兴产业，并有望成为未来的主导产业，其发展空间巨大，这将成倍推动对稀土、钨、锂等小金属的需求；从供给角度看，对于我国战略资源品种，如稀土、钨等资源，国家采取多种措施，以保证我们在这方面的定价权。就拿稀土和钨来说，采取的措施包括：总产量限制；出口配额限制；提高生产企业的环保要求；鼓励国有大型企业通过收购兼并重组，提高行业的集中度；将稀土的分离冶炼企业从 100 多家减少到 20 多家；严厉打击偷采乱采，走私等违法犯罪活动。这些政策的实施已经取得明显的效果，主要稀土氧化物和钨产品的价格持续上涨。在将新兴产业培育成主导产业的过程中，政策红利将是持续的，更多且持续的政策支持是可以期待的。作为新兴产业重要支撑的以小金属为基础的新材料，未来的需求将逐步释放，供给将有序收紧，小金属将迎来长期的景气周期。我们长期看好稀土、钨、铋、钽、等品种。

目前煤炭价格维持盘整，主要受到淡季因素和大秦线检修的影响。四季度后期将是冬季用煤高峰，尤其



是今年可能是千年一遇的寒冬，预计煤炭价格会有较明显的上涨，尽管与以往相比，今年需求会受到节能减排因素的削弱。同时，美元贬值和油价上涨支撑国际煤价，从而对国内煤价形成一定的支撑。

长期看，煤炭运输能力增加有限，山西、陕西和河南同时进行资源整合将导致供应略为偏紧，煤炭价格具有较强的支撑。

目前煤炭行业盈利良好，估值总体较为便宜，短期内估值存在进一步上涨空间。

**重点关注：**紫金矿业、江西铜业、锡业股份、西部矿业、中色股份；平煤股份、西山煤电、兖州煤业、中煤能源、中国神华。

### 13、化工——关注精细化工和农化

行业评级：中性

上半年，化工行业呈现典型的两级分化。创业板和小股本的精细化工类企业以其高速增长性和巨大的想象空间成为市场关注的焦点。而传统的化工企业则由于产能过剩，原材料波动频繁，节能减排等因素，面临巨大盈利压力。此背景下，化工行业的投资出现明显的两级分化。四季度，虽然许多创业板精细化工类股票估值达到 50~60 倍，面临很大回调压力。但我们判断投资热点不会轻易转换，在回调后，小股本的精细化工类个股仍将是化工的行业的投资焦点。

基本上，我们认为国内化工行业的发展格局已经发生改变。世界范围内化工产业向中国转移已经从高耗能、高污染的大化工逐步过渡到高附加值、高技术含量的精细化工领域。特别是最近国内许多地区为完成当期节能指标，大范围限电，直接影响到传统化工工业的正常生产，预计到明年这一压力会越来越大。而劳动力成本和环保成本的上升，以及资源税费的增加，使国内传统化工赖以发展的成本优势越来越小。与此同时，随着我国科技发展和人才的培养，在化工领域与发达国家的技术和研发差距越来越小，人才储备也越来越丰富。化工产业进入二次转移过程，高技术含量的精细化工行业将是二次转移过程的主体。

而从政策层面上，国家也明确新材料、新能源将是七大产业目标中的重要方向。而化工新材料和新能源相关领域，往往也是精细化工的重点投资领域，多数精细化工企业因其研发和技术优势，以及符合国家政策的产业导向，往往都能享受国家高科技企业的优惠税收和政策待遇，受到政府的扶持。

综合以上判断，我们认为精细化工行业在未来几年将获得持续高速的成长。而从我们的跟踪情况看，我国主要农药和医药中间体企业（如联华科技、天马精化、永泰科技等），化工新材料企业（如新宙邦、江苏国泰、当升科技）均进入加速发展期，事实上也验证了我们的观点。

四季度的另一个投资主题，我们判断将是农化行业。历史上看，在经历了第三季度的淡季后，随着国内冬储和未来春耕的来临，农化产品将迎来价格的上涨周期，股价也会有所表现。而今年受自然灾害影响，全球农产品价格都大幅上升，进一步带动了国际氮、磷、钾肥价格的上涨，给予四季度农化投资主题更强烈的预期，预计农化行业表现将超出预期。

**重点关注：**天马精化、联华科技、永太科技、江苏国泰、新宙邦、盐湖钾肥（盐湖集团）、华鲁恒升。

**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： 唐祝益

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 2010 年 9 月 17 日,今年以来嘉禾基金净值增长率为 5.16%。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 2010 年 9 月 17 日,今年以来东吴双动力基金净值增长率为 17.22%,排名居前。

### 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 2010 年 9 月 17 日,今年以来东吴行业轮动基金净值增长率为 16.32%,排名居前。

### 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 2010 年 9 月 17 日，今年以来东吴优信稳健债券基金（A 类）净值增长率为 3.23%。

#### 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。截至 2010 年 9 月 17 日，今年以来东吴优信稳健债券基金（C 类）净值增长率为 2.92%

#### 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： 朱昆鹏

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 2010 年 9 月 17 日，今年以来东吴进取策略基金净值增长率为 18.94%，排名居前。

#### 7、东吴新经济基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 吴圣涛

基金代码： 580006

基金托管人：中国建设银行

本基金为股票型基金，通过投资于引领经济发展未来方向的新兴行业的上市公司，享受新经济发展带来的高成长和高收益。截至 2010 年 9 月 17 日，今年以来东吴新经济基金净值增长率为 4.40%。

#### 8、东吴新创业基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 吴圣涛

基金代码： 580007

基金托管人：中国工商银行

本基金为股票型基金，主要投资于市场中的创业型股票，包括创业板股票、中小板股票和主板中的中小盘股票。通过精选具有合理价值的高成长创业型股票，追求超越市场的收益。截至 2010 年 9 月 17 日，成立以来东吴新创业基金净值增长率为 6.50%。