

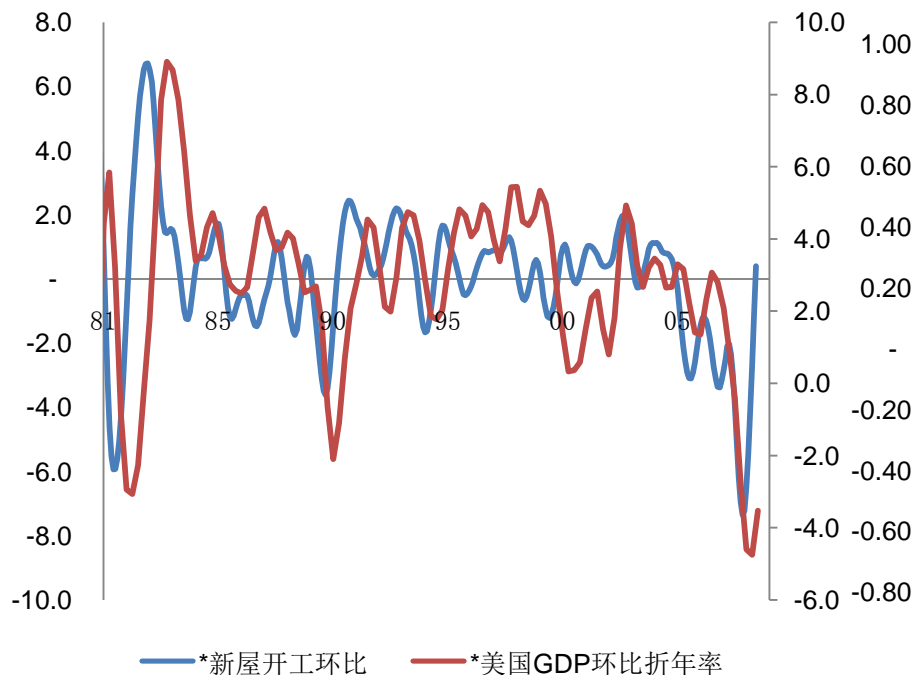
四季度策略报告

- 衰退结束，外需回升
- 国内投资强劲增长
- 国内消费稳定增长
- 政策积极宽松

1

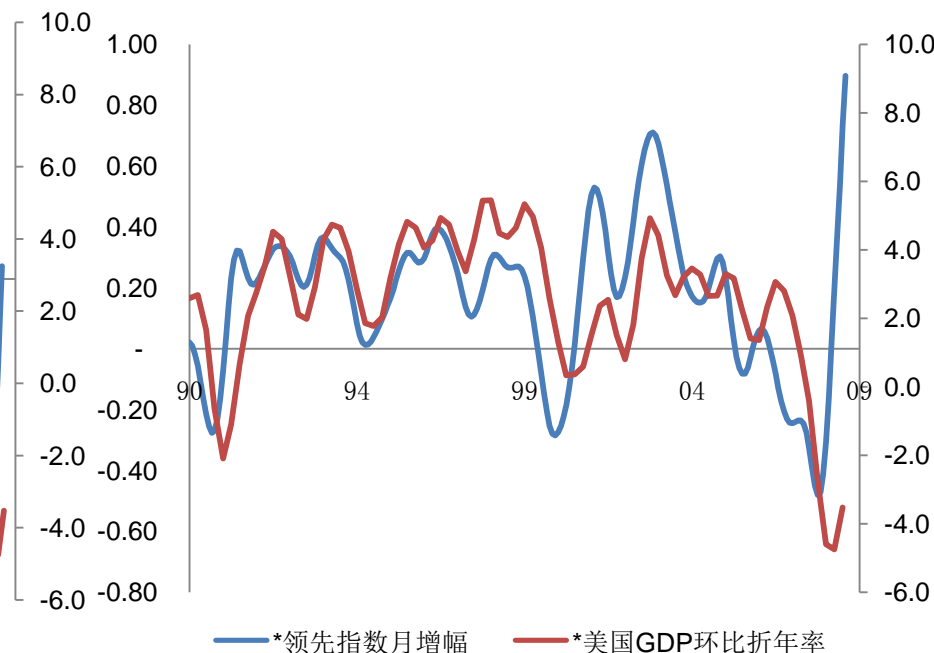
宏观经济形势分析

新屋开工增速恢复



资料来源：信诚基金、彭博资讯

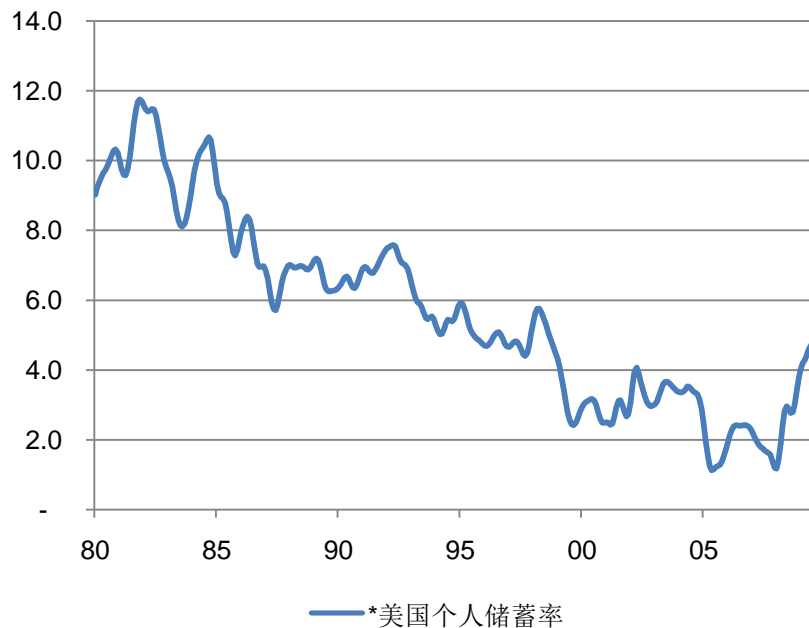
领先指标大幅上升



资料来源：信诚基金、彭博资讯

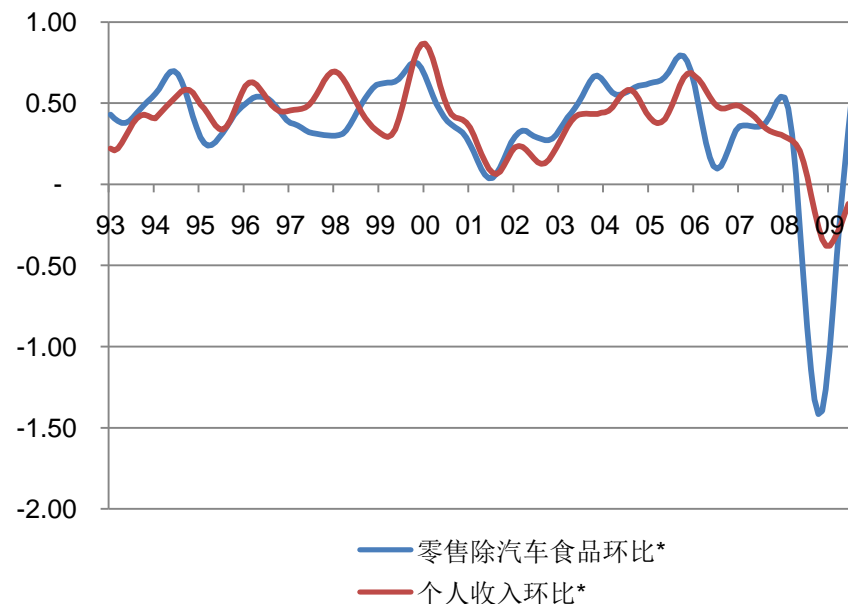
- 房地产开工恢复
- 领先指标大幅上升，美国三季度经济增长较强，预计可达2.7%左右

美国个人储蓄率



资料来源：万得资讯

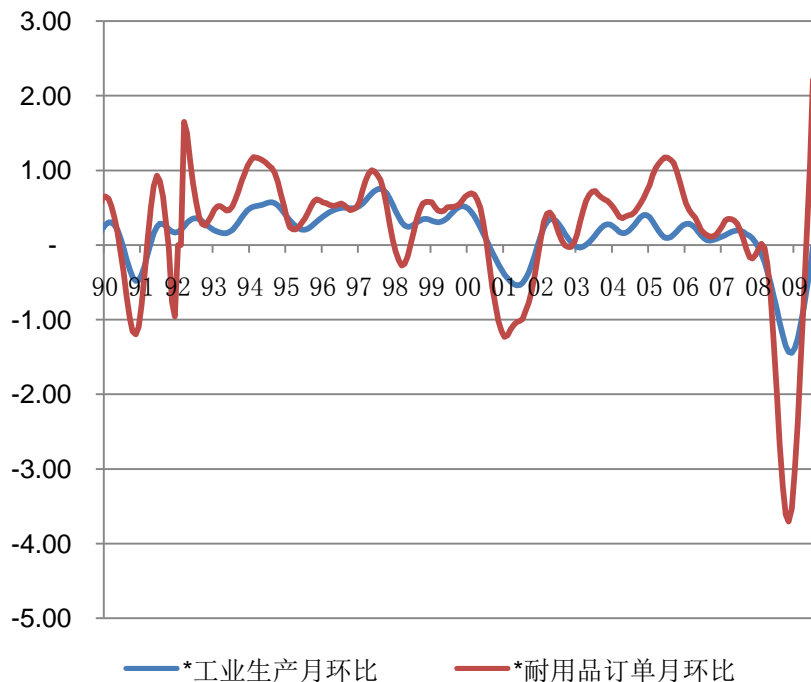
零售增长较快



资料来源：信诚基金、彭博资讯

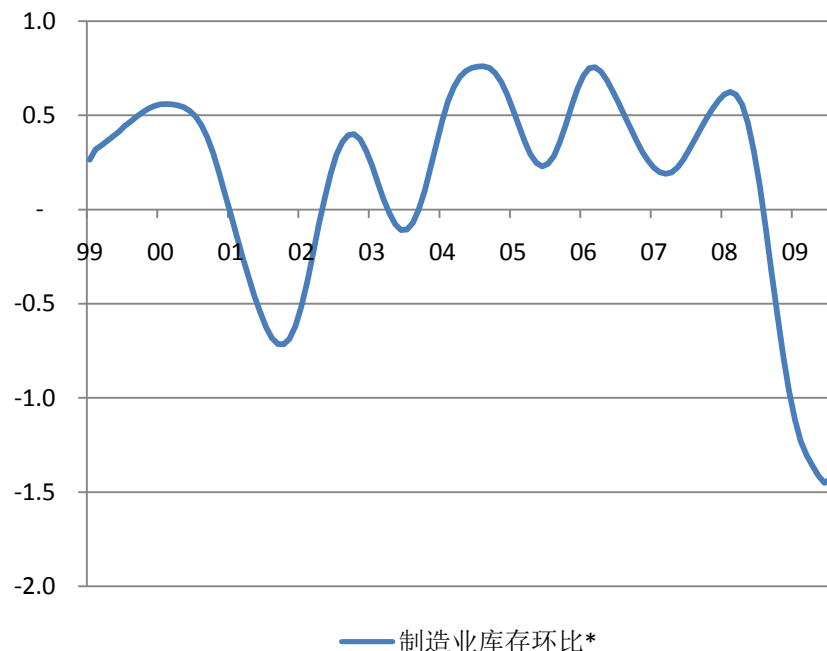
- 个人储蓄率回升，但仍未到7%左右的合理水平
- 收入触底回升，推动消费回升

美国工业生产回升到正常水平



资料来源：信诚基金、彭博资讯

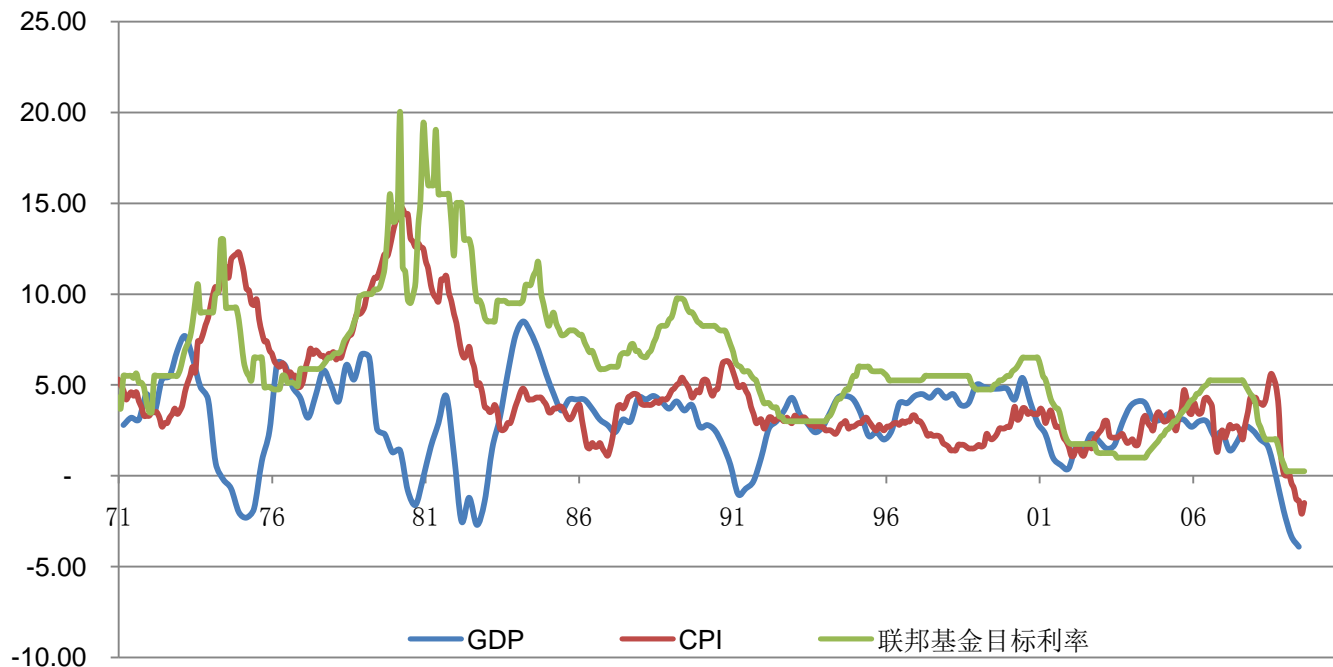
美国企业总库存



资料来源：信诚基金、彭博资讯

- 受汽车以旧换新政策推动，工业生产连续两月增长。
- 美国制造业库存环比触底回升。

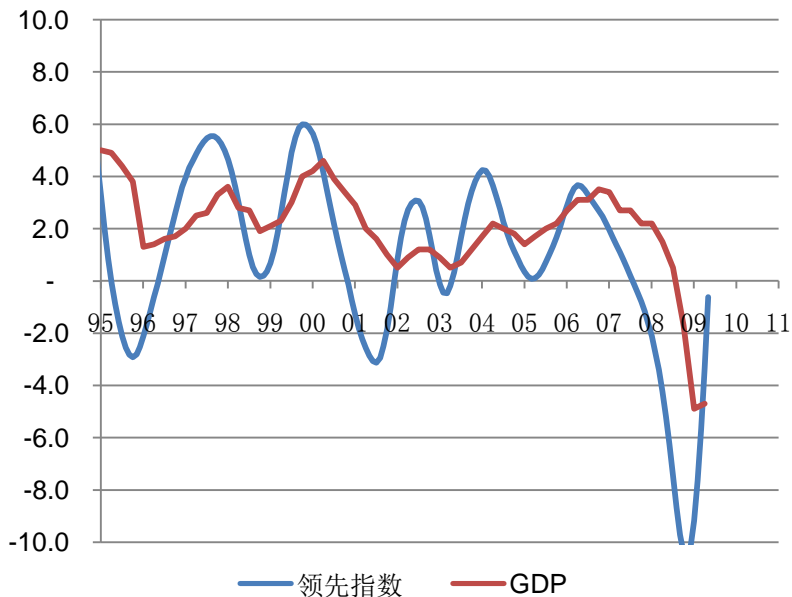
联邦基金利率与经济周期



资料来源：信诚基金、彭博资讯

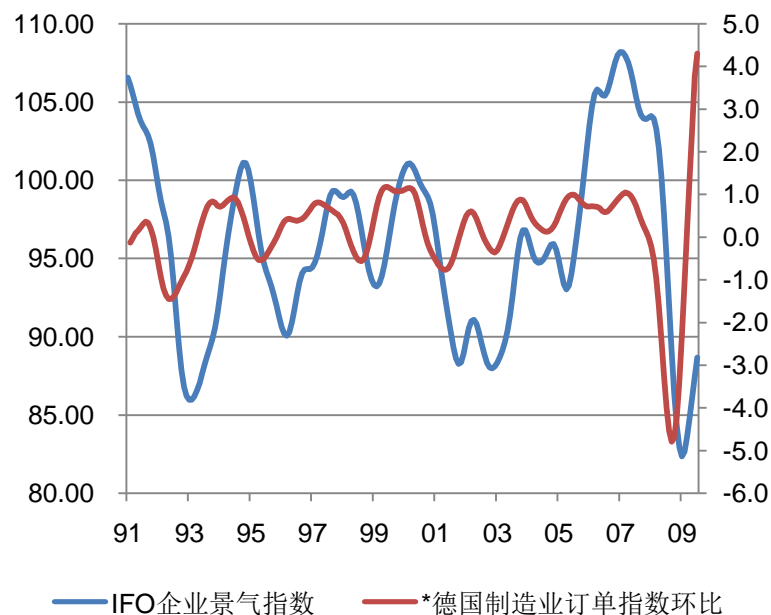
- 美国衰退结束，经济增长仍将低于潜在增长水平；
- 明年上半年以前加息的可能性较小。

欧元区领先指标触底回升



资料来源：信诚基金、彭博资讯

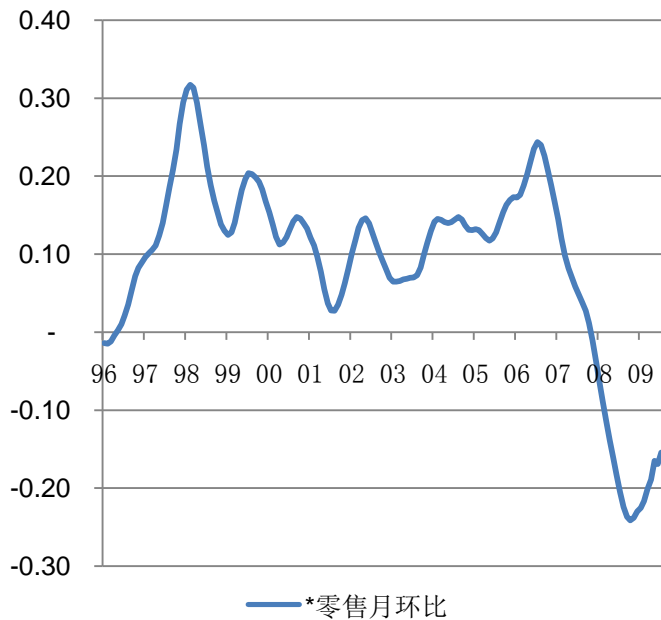
德国企业景气首见回升



资料来源：信诚基金、彭博资讯

- 欧元区领先指数显示欧洲经济在第三季度将恢复增长。
- 德国制造业订单指数显示德国工业生产强劲恢复。

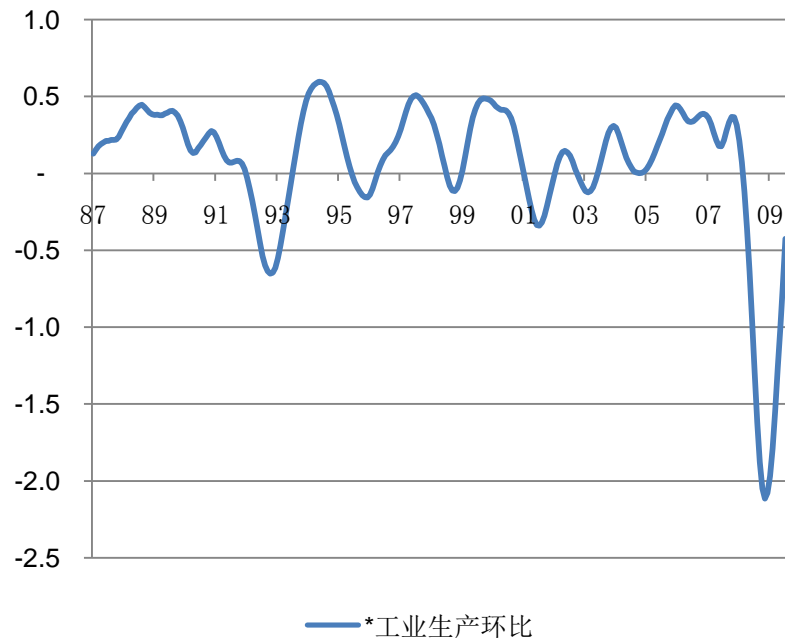
欧元区零售下滑速度放缓



资料来源：信诚基金、彭博资讯

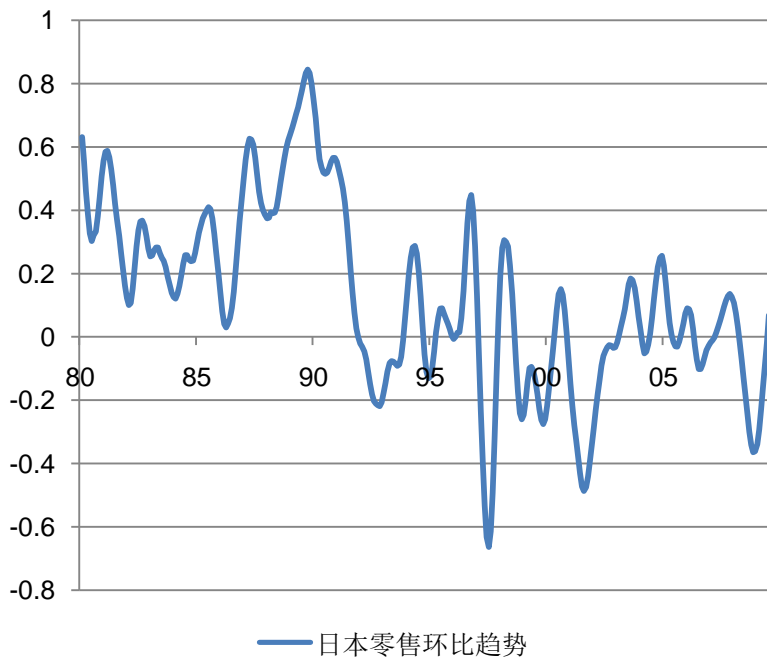
- 欧洲零售环比增速底部回升。
- 欧洲工业生产环比快速回升。

欧元区工业生产



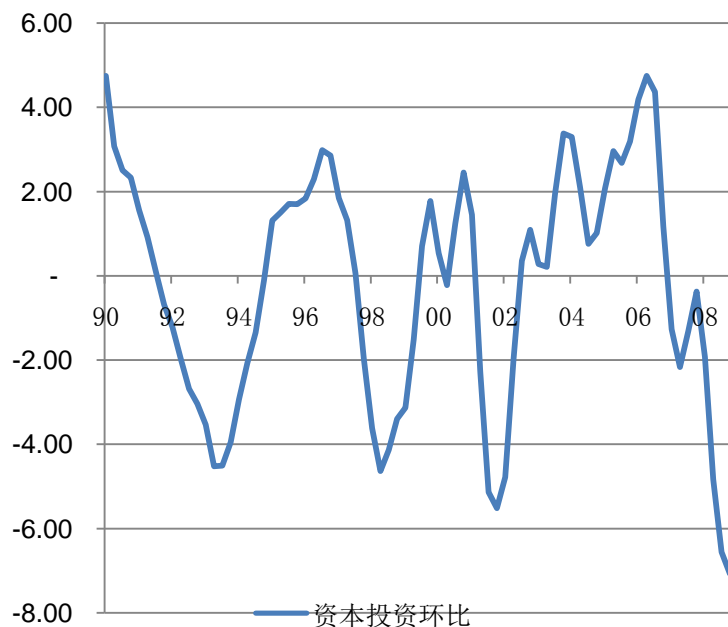
资料来源：信诚基金、彭博资讯

日本零售环比增长



资料来源：信诚基金、彭博资讯

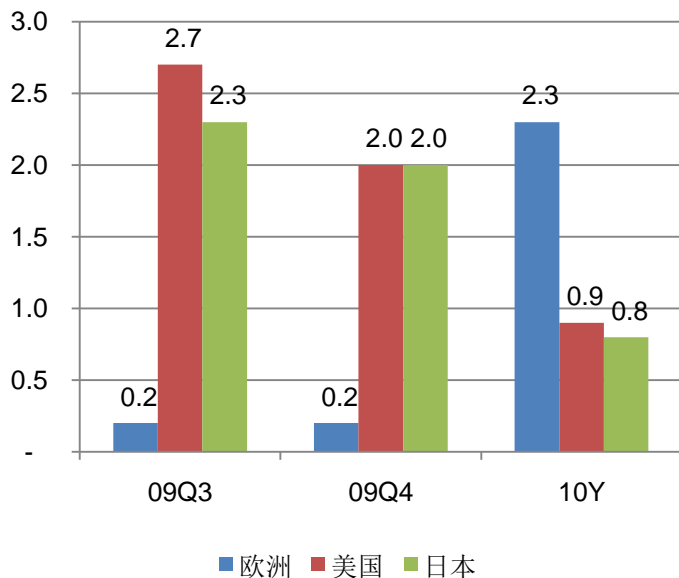
日本投资增长尚未企稳



资料来源：信诚基金、彭博资讯

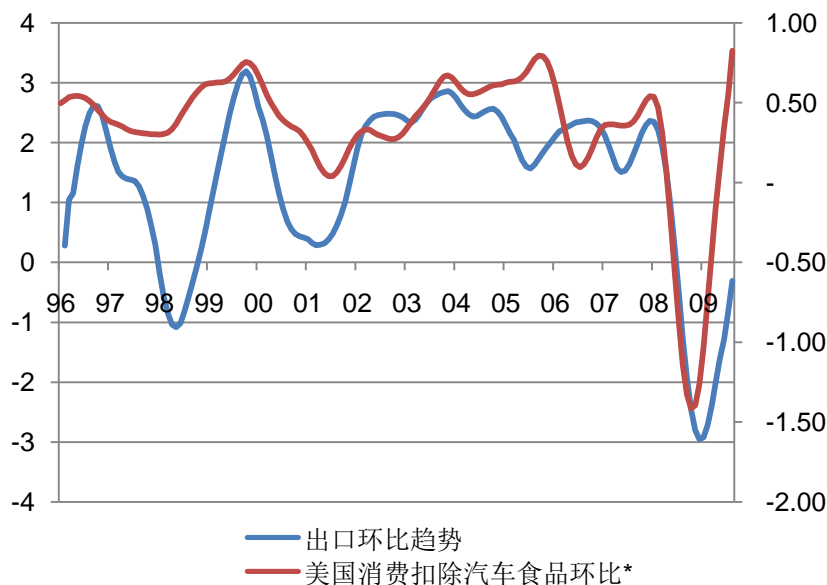
- 日本消费恢复增长，但仍维持较低水平。
- 日本投资增长下滑速度减缓。

前三大贸易伙伴经济增长预测



资料来源：信诚基金

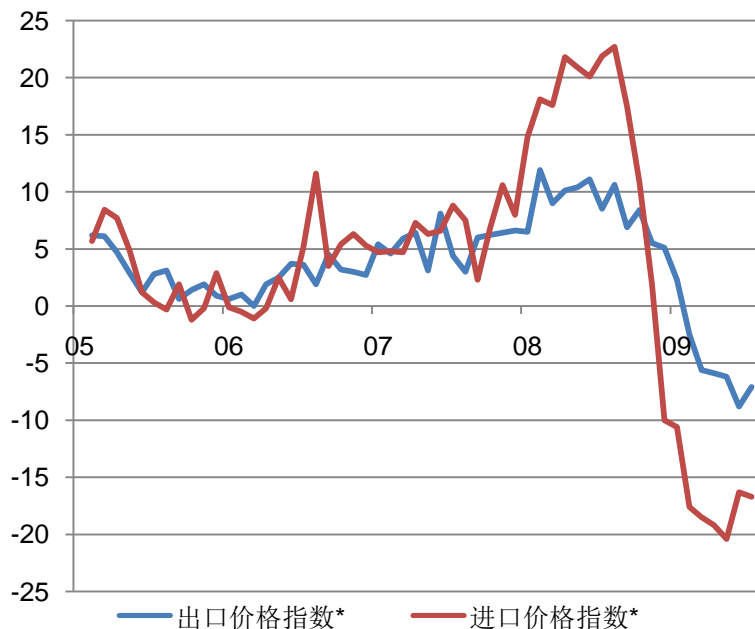
美国零售增长与中国出口增长



资料来源：信诚基金

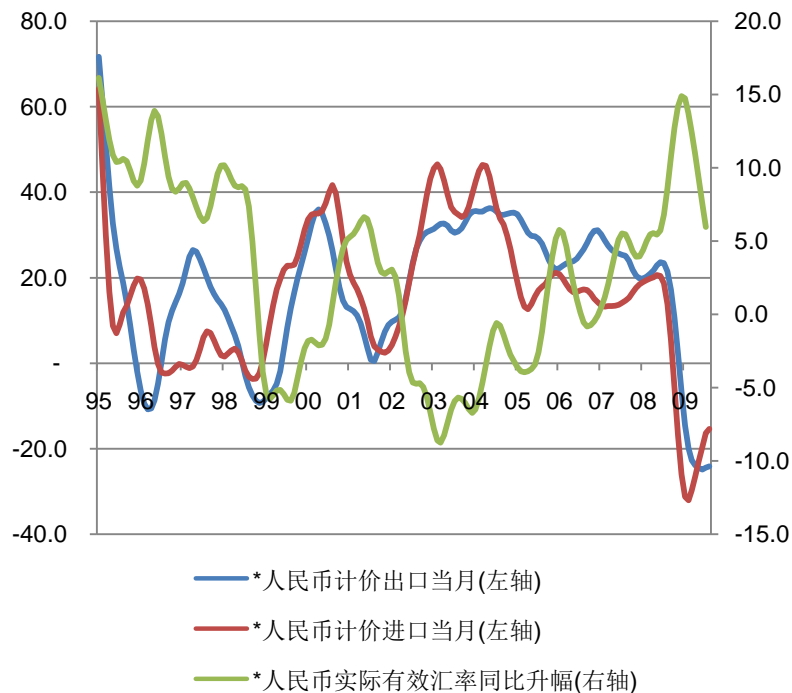
- 衰退的阴霾散去，主要贸易伙伴经济增长将推动出口回升。
- 从历史看，美国消费增长和我国出口密切相关。

贸易条件改善



资料来源：信诚基金、彭博资讯

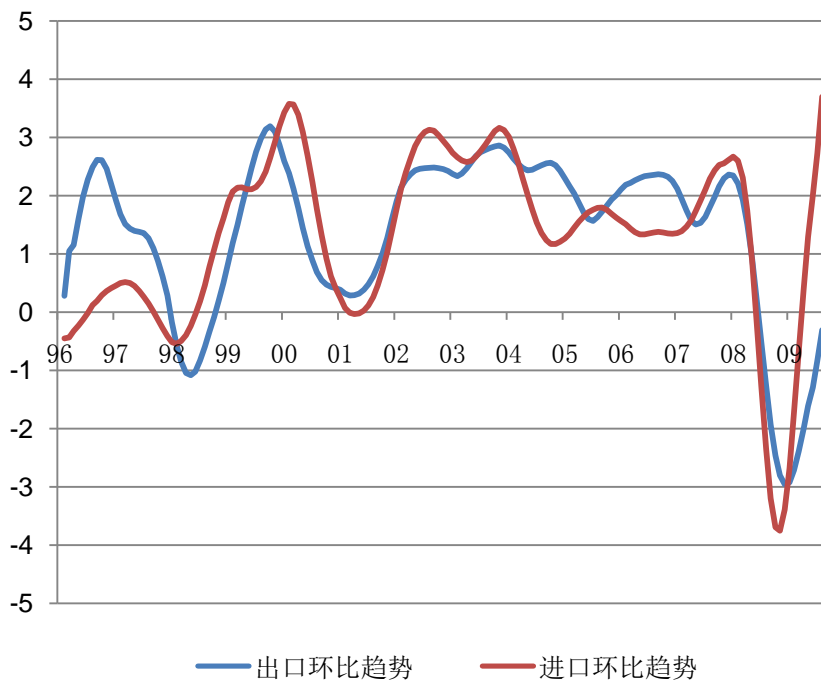
人民币有效汇率回落



资料来源：信诚基金、彭博资讯

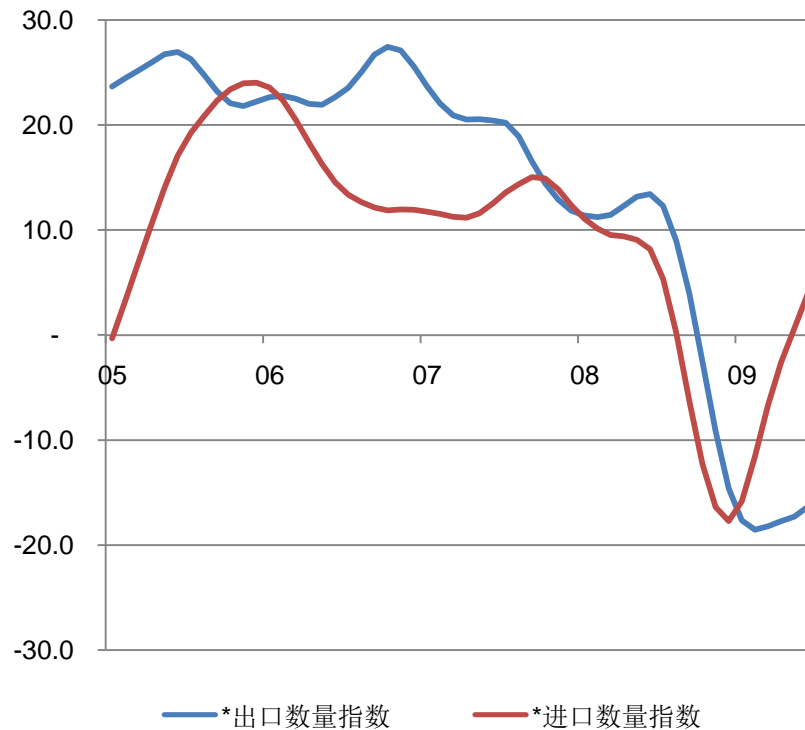
- 进口铁矿石、原油等主要大宗商品处于较低水平，进口价格低于出口价格有利于企业利润改善。
- 人民币有效汇率高位回落，有利于出口回稳。

进出口环比趋势



资料来源：信诚基金、彭博资讯

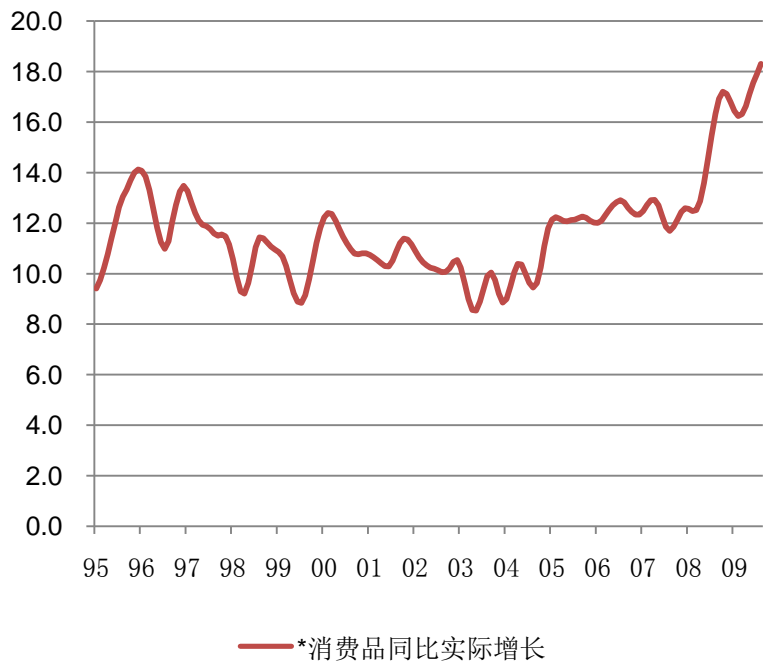
进出口数量指数



资料来源：信诚基金、彭博资讯

- 数量指数显示，出口企稳回升，进口快速增长。
- 进口增长较快，显示国内经济活力较强。

社会消费品零售总额增长



居民可支配收入增长



资料来源：信诚基金、彭博资讯

资料来源：信诚基金、彭博资讯

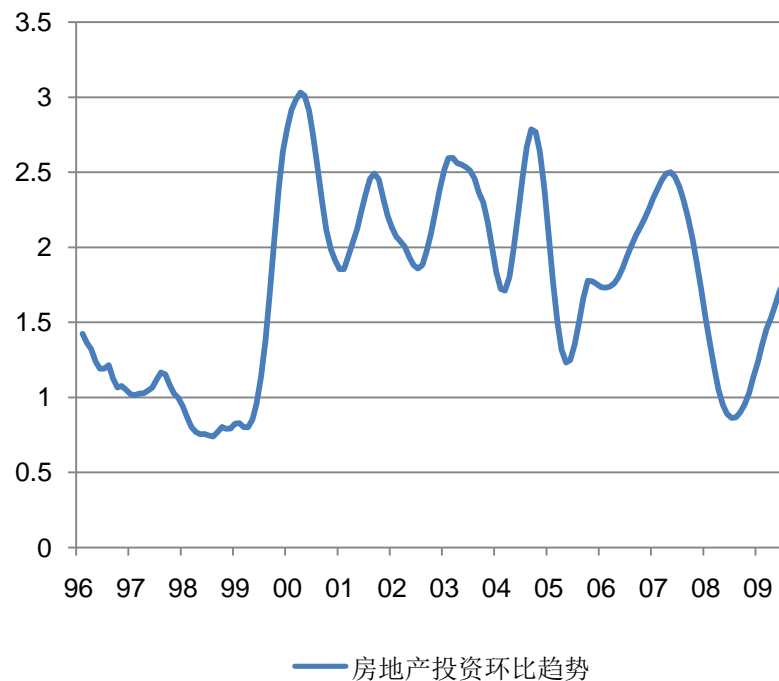
- 消费增速持续提升。
- 可支配收入增速有所回升支撑消费增长。

固定资产投资与信贷增长



资料来源：信诚基金、彭博资讯

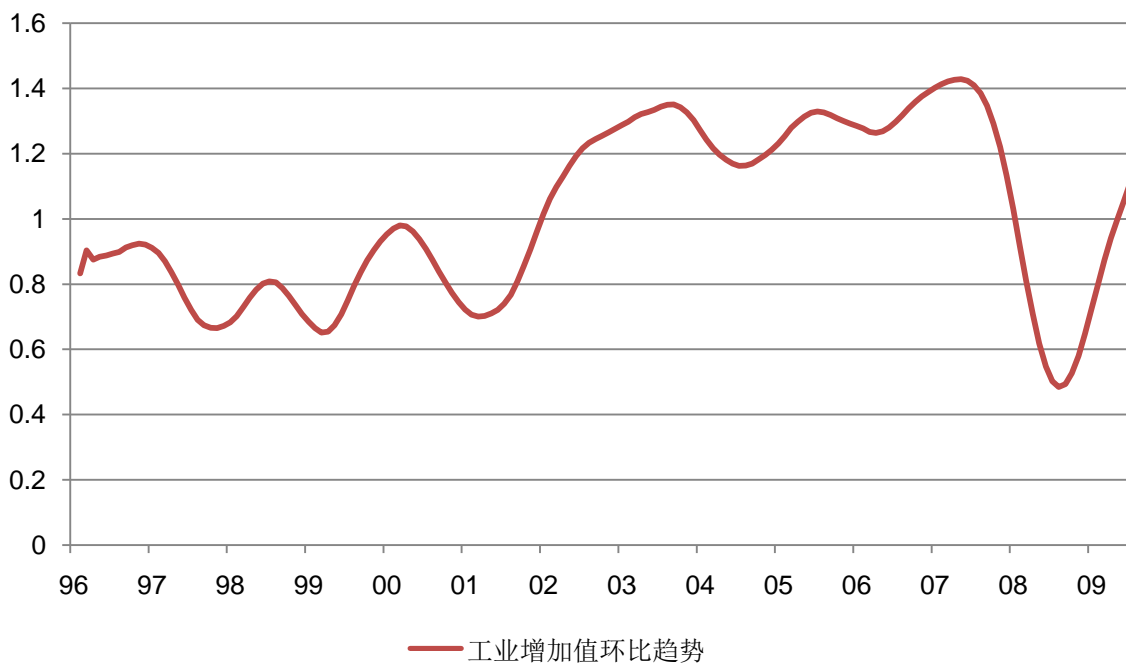
房地产投资回升



资料来源：信诚基金、彭博资讯

- 信贷增长高增长、低利率促进固定资产投资增长。
- 房地产投资回升。

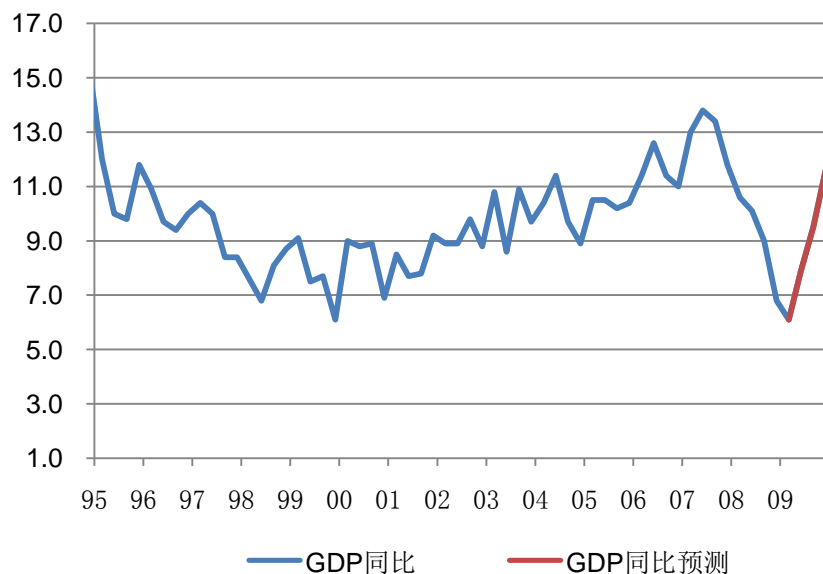
工业生产回升到快速水平



资料来源：信诚基金、彭博资讯、Wind

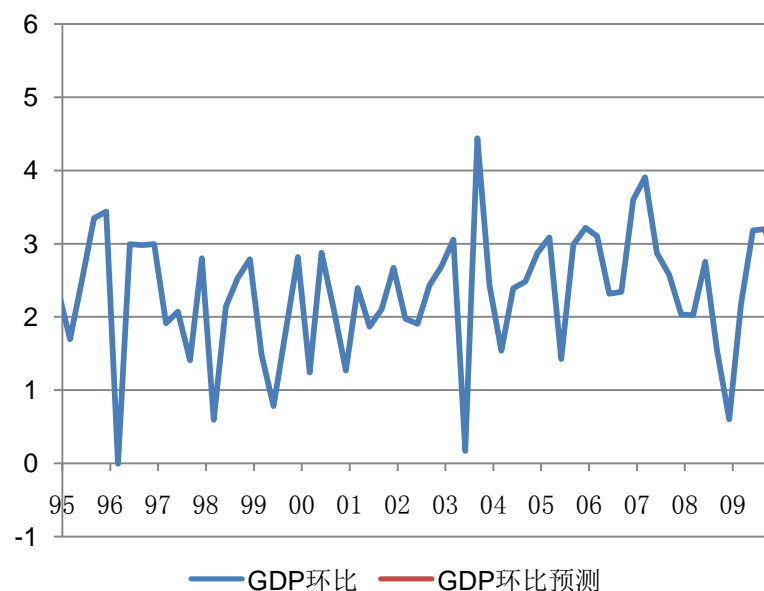
➤ 工业增加值快速回升，环比增速接近历史较高水平。

09年季度GDP同比预测



资料来源：信诚基金

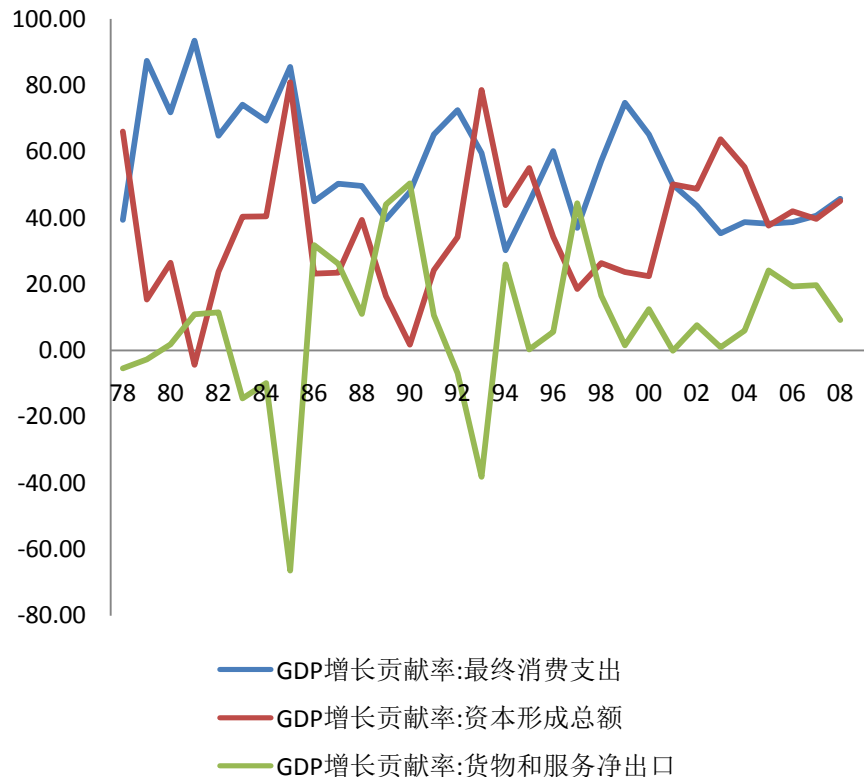
09年GDP环比预测



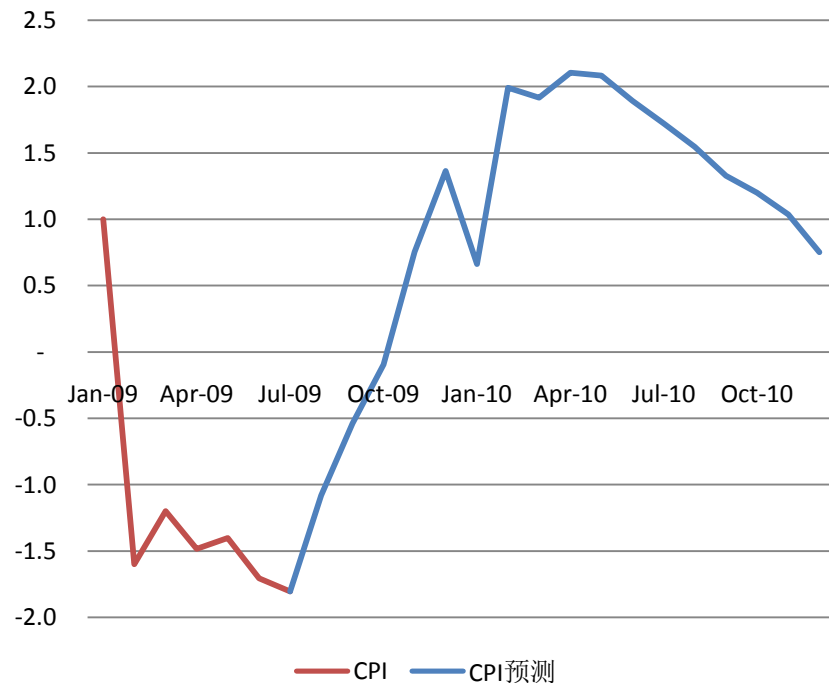
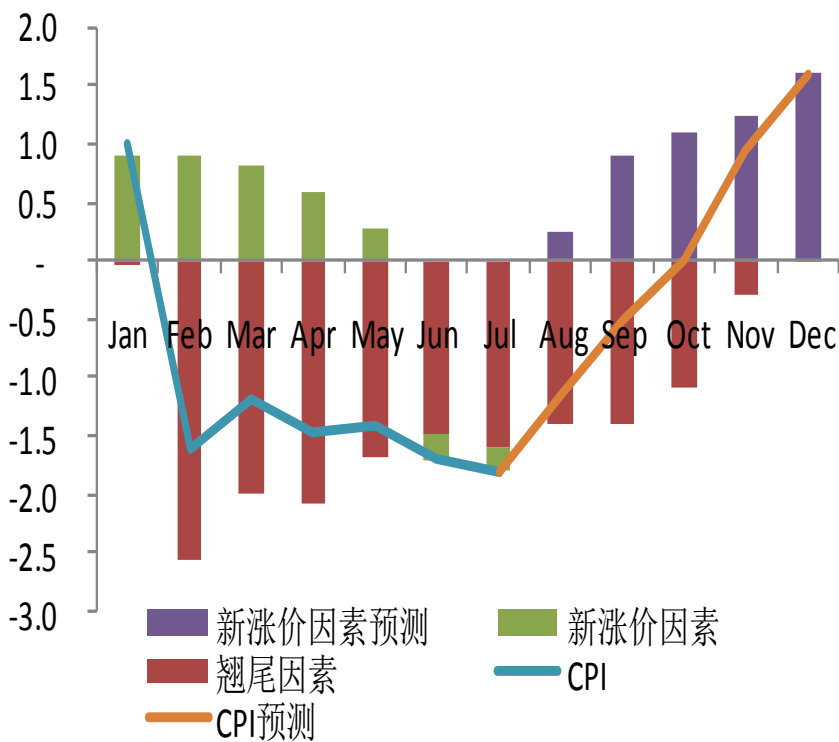
资料来源：信诚基金

- 09年3、4季度GDP环比增速将显著回升，预计分别为3.2%，2.6%；
- 09年全年GDP同比增速有望达到政府期望的“保8”目标。

- 经济增长结构不合理，投资过高，消费过低，对出口偏多。
- 上半年在保增长的政策推动下，经济增长结构失衡更为突出，投资对经济增长的贡献高达94%，消费和出口的贡献为45%，-39%。
- 当前调结构要求，降低投资比例，增加消费，推动出口适度增长。
- 调结构的第二层次是三大产业的比重不合理，第二产业比重偏大，服务业比重偏低。
- 第三层次，工业领域重工业化较为严重，产能过剩，三高产业比重过大，调结构将促进科技进步、产业升级。



2009年CPI分解和预测



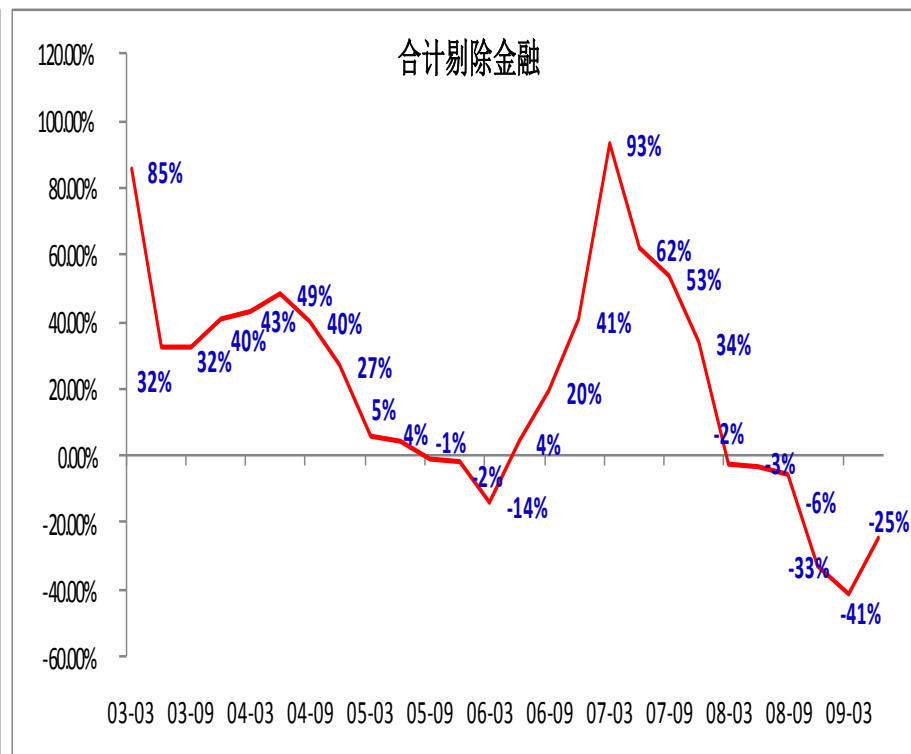
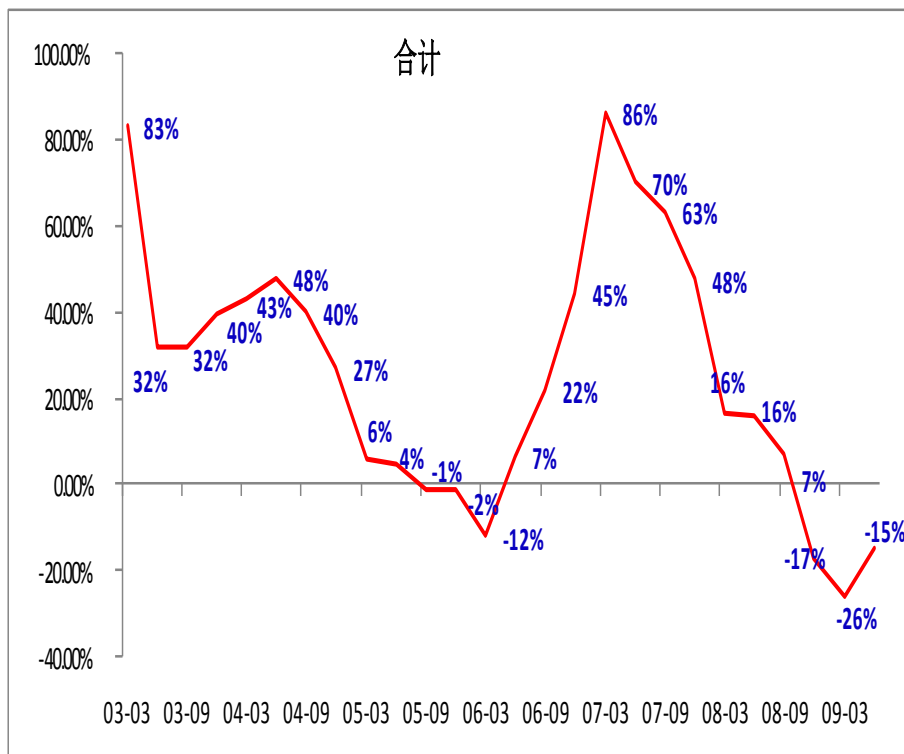
- 宏观政策将坚持保增长和调结构并重，在保增长的同时，综合运用信贷政策和财政政策促进经济结构调整。
- 未来仍将坚持宽松的货币政策和积极的财政政策。
- 未来将引导信贷适度增长，对信贷的运用加强监管，防范资产泡沫。
- 通胀压力不大，未来3个季度加息的可能性都不大。经过前期货币市场利率微调，目前利率已到位，年底之前将维持稳定。
- 汇率方面，主要盯住美元，维持币值的稳定。

- 上市公司盈利增速见底
- 2季度盈利继续好转
- 市场盈利预测暂趋平稳
- 市场估值处在合理水平

2

盈利估值

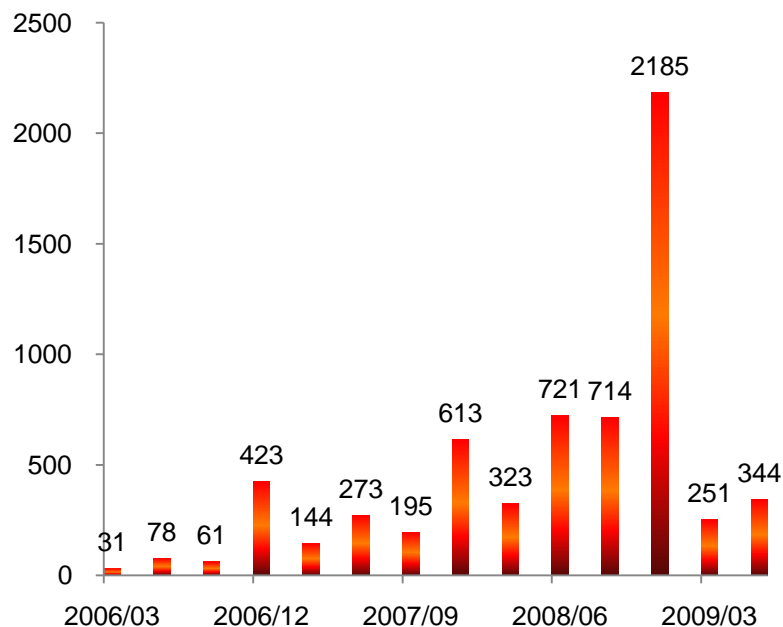
➤ 上市公司**2009年一季报**盈利同比增速为**-26.24%**，中报盈利同比增速为**-14.99%**，盈利增速见底回升。



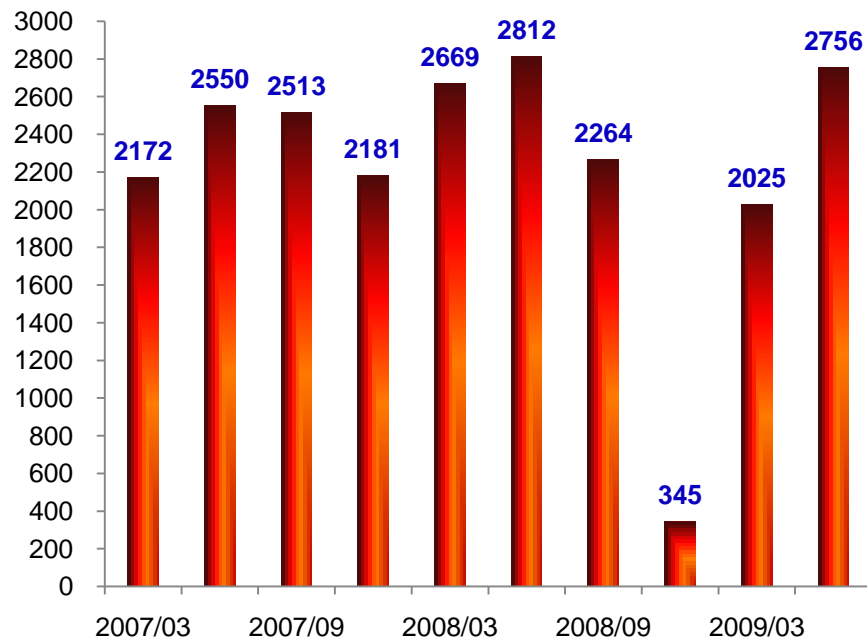
数据来源：wind、信诚基金 2009-9-11

➤ 上市公司**2009年二季度**单季度盈利**2756亿**，较一季度环比上升**36.11%**，盈利情况与**2008年上半年**最好水平相仿。上半年资产减值损失为**595亿**，较去年同期下降约**450亿**。

资产减值损失单季图



上市公司单季度盈利图



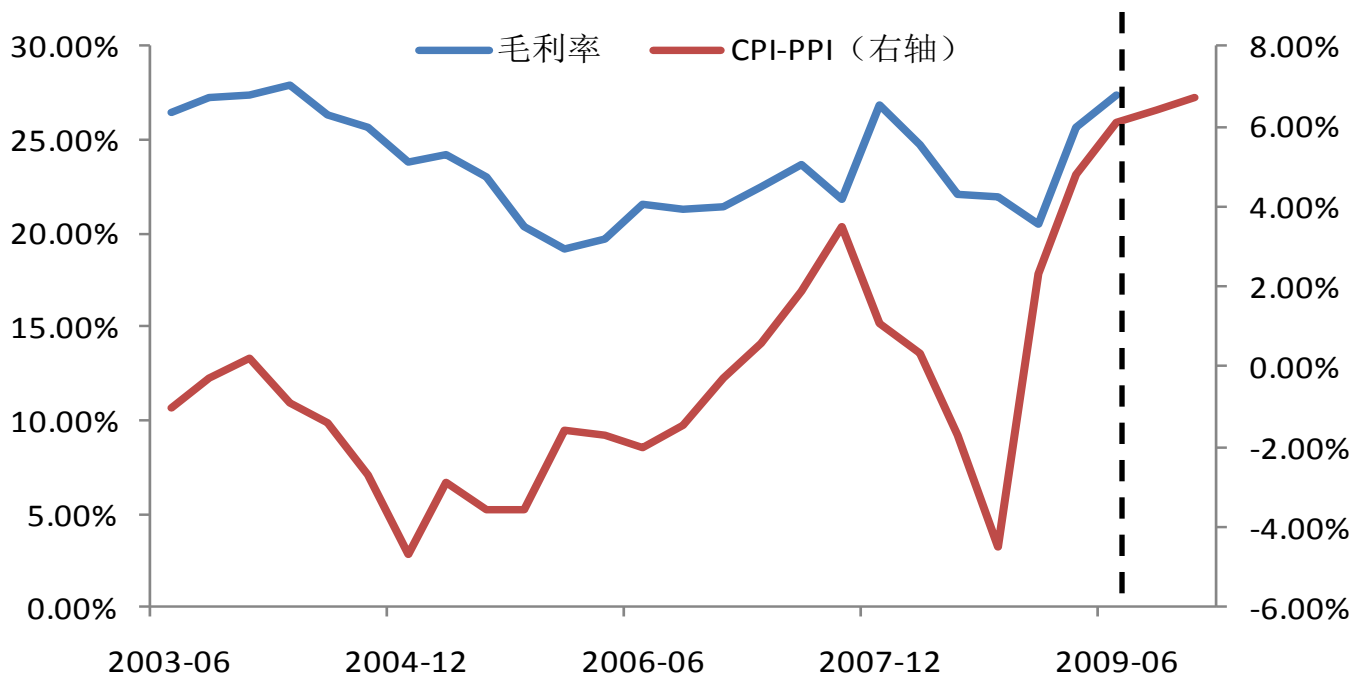
数据来源: wind、信诚基金 2009-9-11

➤ 上市公司主营业务成本同比下降速度快于主营业务收入，即成本下降引致上市公司毛利率的提升是盈利好转的主要原因。

	2008 H1 (亿元)	2009 H1 (亿元)	同比增长
营业收入	57,392.59	50,591.83	-11.85%
营业成本	44,814.08	38,616.26	-13.83%
三费总计:	6,048.21	6,246.36	3.28%
销售费用	1,623.33	1,668.56	2.79%
管理费用	3,862.81	3,975.43	2.92%
财务费用	562.08	602.37	7.17%
资产减值损失	1,056.84	595.65	-43.64%
公允价值变动净收益	-243.25	146.48	160.22%
投资收益	1,516.50	1,245.18	-17.89%
利润总额	7,597.61	6,503.33	-14.40%
所得税	1,586.59	1,428.17	-9.98%
归属于母公司的净利润	5,624.34	4,781.46	-14.99%

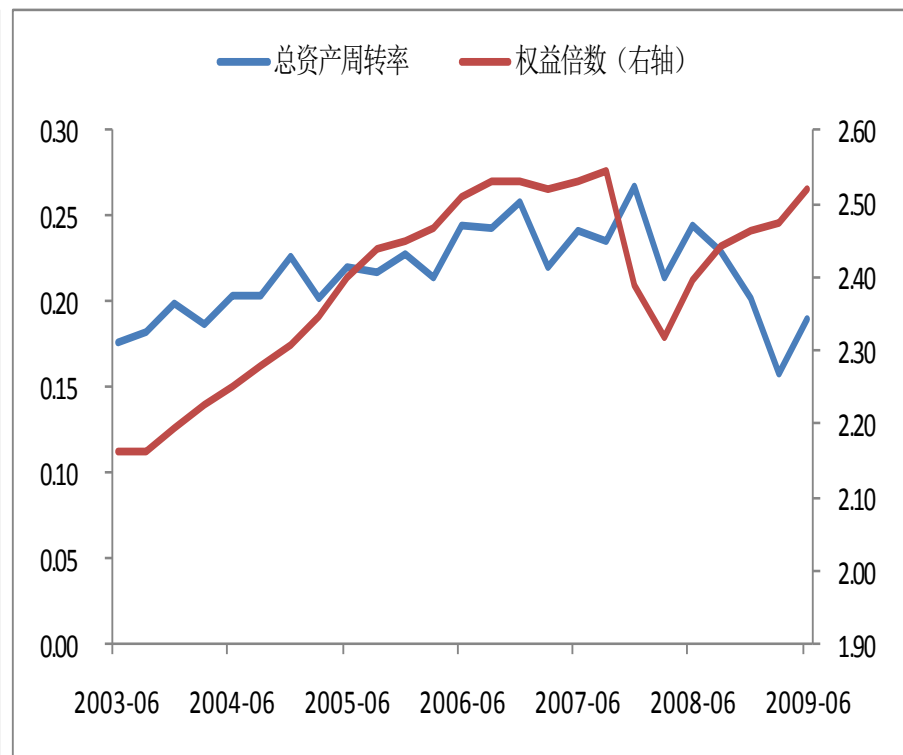
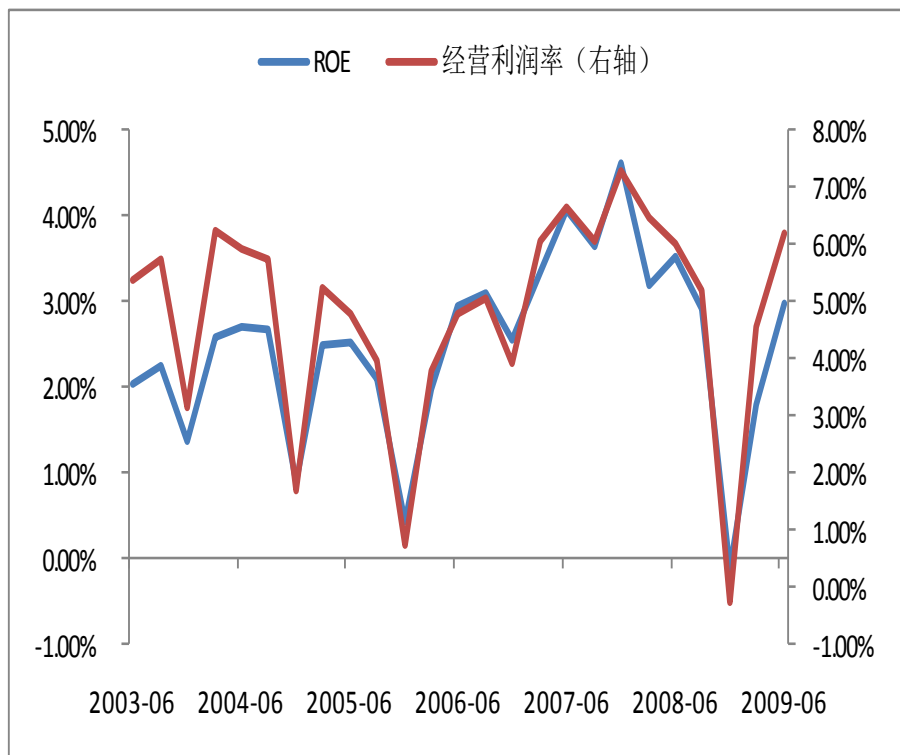
数据来源: wind、信诚基金 2009-9-11

- **2009年二季度**，非金融类上市公司毛利率为**27.44%**，单季毛利率水平升至**03年**以来的高点。
- **2009年8月**，**CPI**同比下降**-1.20%**，**PPI**同比下降**-7.90%**，**CPI与PPI**的差距继续上升，成本下降对上市公司盈利的正面影响仍将持续。



数据来源: wind、信诚基金 2009-9-11

- 2009年二季度，非金融类上市公司ROE为2.97%，ROE提升的主要原因是上市公司负债率提升到03年以来的较高水平以及经营利润率的回升。
- 总资产周转率仍处于相对较低水平，下半年上市公司盈利能否继续好转较大程度上依赖于需求的持续复苏能否实现。

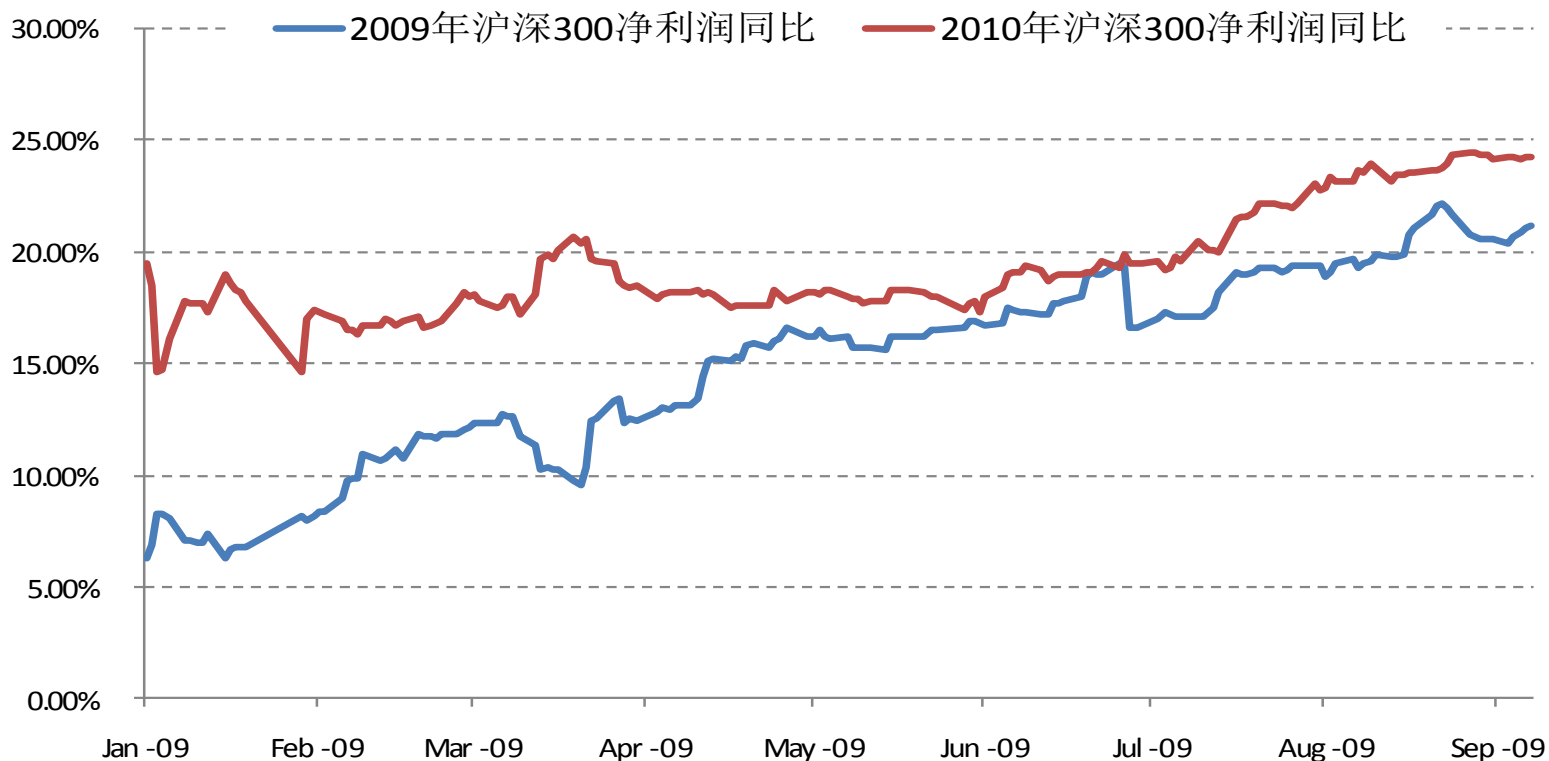


数据来源：wind、信诚基金 2009-9-11

行业	中报盈利占比	同比数据			环比数据		
		2009H1 (亿)	2008H1 (亿)	增速 (%)	2009Q1 (亿)	2009Q2 (亿)	增速 (%)
金融服务	52.75%	2522.12	2618.47	-3.68%	1188.39	1338.03	12.59%
采掘	16.83%	804.55	859.44	-6.39%	344.24	460.30	33.72%
化工	8.51%	406.76	198.95	104.45%	134.89	271.87	101.55%
房地产	2.92%	139.63	127.24	9.74%	38.83	100.81	159.64%
机械设备	2.63%	125.93	133.85	-5.92%	46.19	79.73	72.62%
建筑建材	2.60%	124.14	100.77	23.19%	43.67	80.47	84.29%
公用事业	2.08%	99.40	29.63	235.50%	35.02	64.38	83.85%
交通运输	2.06%	98.52	387.54	-74.58%	32.38	66.14	104.28%
交运设备	2.01%	96.08	138.70	-30.73%	32.67	63.42	94.14%
食品饮料	1.80%	86.19	68.98	24.95%	47.16	39.02	-17.26%
医药生物	1.76%	83.95	68.94	21.77%	39.94	44.00	10.16%
商业贸易	1.30%	62.31	78.29	-20.41%	30.09	32.22	7.06%
信息服务	1.06%	50.52	76.57	-34.01%	23.98	26.54	10.66%
家用电器	0.92%	44.04	37.79	16.53%	12.48	31.56	152.91%
纺织服装	0.62%	29.47	33.33	-11.57%	14.22	15.26	7.30%
信息设备	0.55%	26.52	17.24	53.86%	5.90	20.62	249.31%
综合	0.54%	25.88	23.42	10.50%	7.59	13.99	84.33%
农林牧渔	0.29%	14.04	15.41	-8.92%	4.71	9.33	98.10%
轻工制造	0.29%	13.67	29.77	-54.07%	2.47	11.20	352.91%
有色金属	0.21%	10.09	158.82	-93.65%	-10.42	20.51	296.83%
餐饮旅游	0.13%	5.99	6.01	-0.29%	1.72	4.27	147.62%
电子元器件	-0.32%	-15.43	20.36	-175.77%	-9.48	-5.95	37.28%
黑色金属	-1.53%	-72.92	394.83	-118.47%	-41.58	-31.34	24.61%
总计	100.00%	4781.46	5624.34	-14.99%	2025.07	2756.39	36.11%

数据来源: wind、信诚基金 2009-9-11

➤ 截至2009年9月11日，沪深300指数2009年一致预期净利润同比增速为**21.15%**，2010年同比增速为**24.26%**。



数据来源：朝阳永续、信诚基金 2009-9-11

沪深300行业	08年年报权重	当前09年一致预期盈利值		
		较1季度末09年 预期值	较2季度末 09年预期值	较08年 实际值
银行	47.30%	6.34%	3.02%	11.15%
石油	14.81%	10.31%	5.53%	6.62%
煤炭	7.86%	11.14%	4.38%	0.93%
航运业	3.22%	-96.01%	-92.99%	-98.78%
钢铁	3.01%	-32.05%	-12.97%	-22.54%
石化	2.97%	31.29%	21.90%	183.18%
通信	2.77%	-1.58%	-7.48%	-64.87%
机械	2.17%	9.16%	-2.50%	13.66%
房地产开发	2.07%	13.33%	8.27%	45.26%
证券	1.71%	43.34%	16.83%	35.15%
保险	1.53%	32.56%	23.53%	226.94%
有色	1.27%	0.70%	1.98%	25.63%
其他	9.30%	9.86%	1.63%	101.47%
总计	100.00%	8.54%	4.35%	21.15%

数据来源：朝阳永续、信诚基金 2009-9-11

沪深300行业	09年盈利预测 权重	当前10年一致预期盈利值		
		较1季度末 10年预期值	较2季度末 10年预期值	较09年 预期值
银行	43.39%	13.97%	8.37%	18.20%
石油	13.03%	10.63%	7.56%	25.65%
石化	6.94%	19.01%	12.58%	13.90%
煤炭	6.55%	16.46%	7.29%	16.24%
保险	4.13%	37.30%	14.15%	17.64%
房地产开发	2.48%	24.70%	12.73%	35.48%
机械	2.04%	15.72%	-3.21%	20.26%
钢铁	1.92%	11.09%	25.62%	121.78%
证券	1.91%	25.97%	5.43%	8.69%
有色	1.31%	30.37%	29.35%	94.15%
通信	0.80%	9.45%	-5.86%	20.01%
航运业	0.03%	-29.90%	-10.49%	3600.02%
其他	15.46%	8.00%	3.59%	25.21%
总计	100.00%	13.70%	8.22%	24.26%

数据来源：朝阳永续、信诚基金 2009-9-11

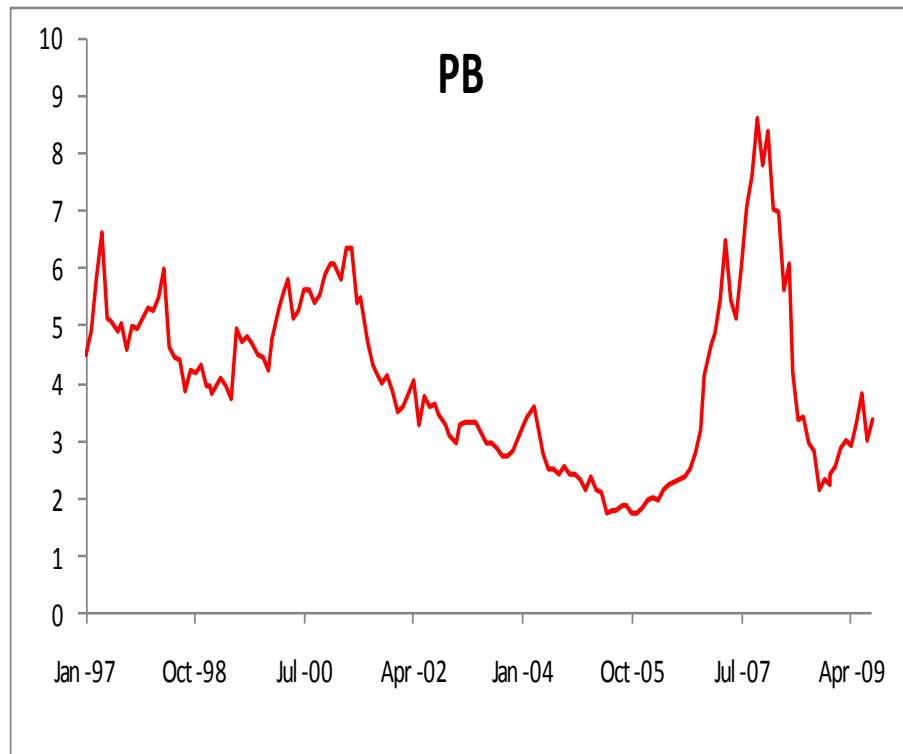
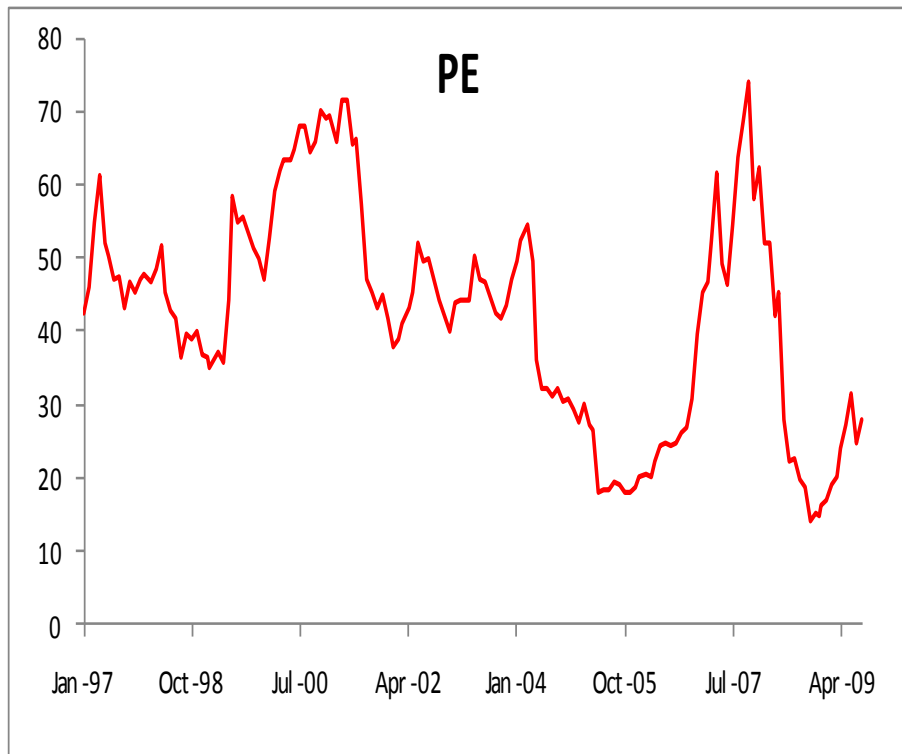
➤ 若**2009**年下半年盈利与上半年相当的话，**2009**年上市公司预测盈利为**9562**亿，盈利同比增速为**18%**。

	09年预测盈利（亿）	盈利增速
悲观情形：09年下半年盈利较上半年下降10%	9083	12%
中性情形：09年下半年盈利与上半年相当	9562	18%
乐观情形：09年下半年盈利较上半年上升10%	10040	24%

➤ 目前沪深300指数静态市盈率为**25.5**，较年初的**16.9**上升了**50.7%**，较6月末的**25.8**相当。静态市净率为**3.37**，较年初的**2.07**上升了**62.8%**，稍高于6月末**3.31**。

	2008A	2009E	动态指标	2010E	2011E
沪深300盈利增长 (%)	-8.93	21.15	-	24.26	17.87
沪深300指数PE	25.5	21.2	18.0	16.9	14.3
沪深300指数PB	3.37	2.88	2.63	2.55	2.27

➤ 上证综指的静态市盈率为**27.96**，相当于**2006年10月份**水平，**PB为3.39**，比**2006年10月**的**2.78**高**22%**。

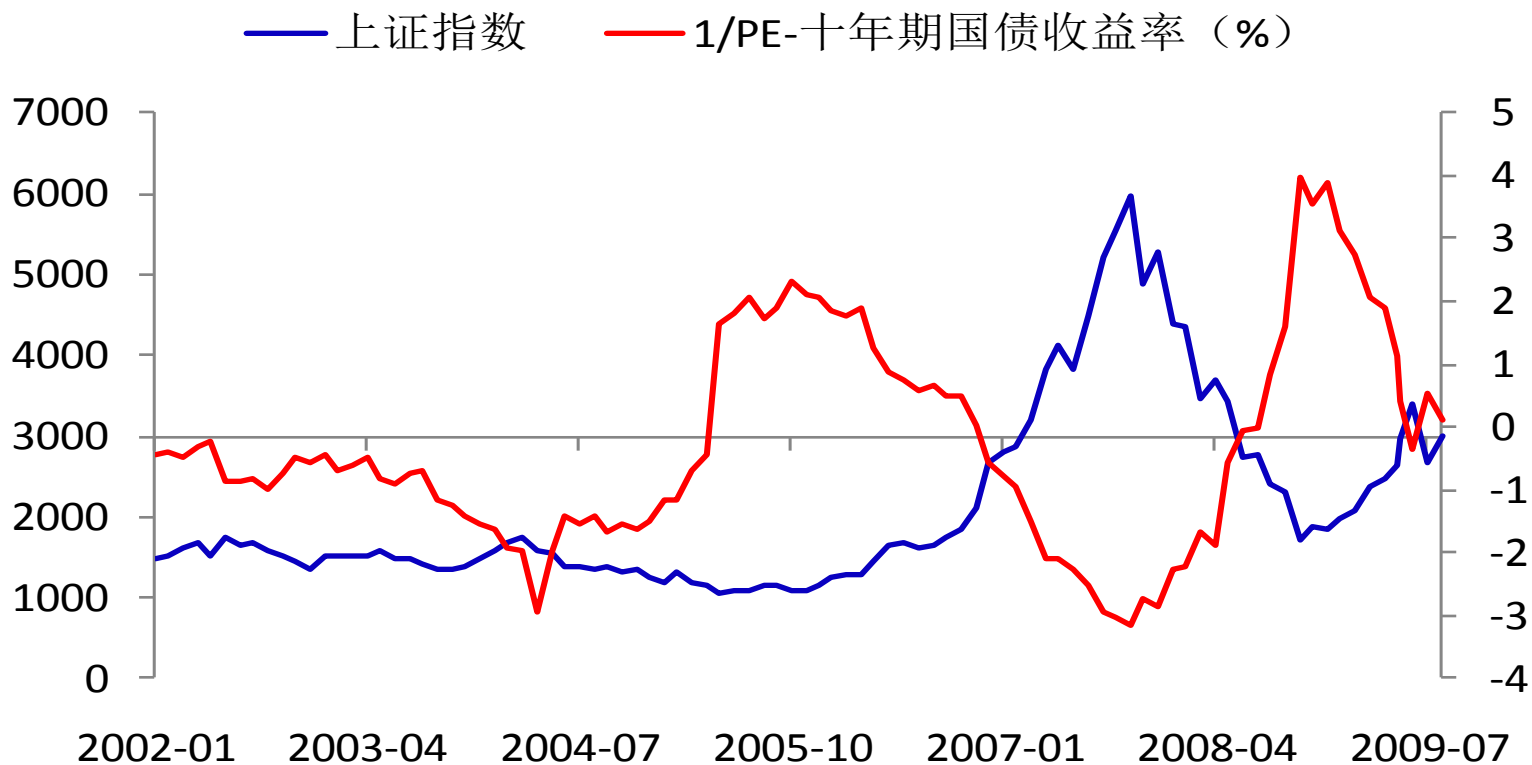


➤ 目前A-H溢价率为**19.8%**，处于**44%**的平均水平以下。



数据来源：Wind、信诚基金 2009-9-11

➤ **A股与十年期国债的预期回报率差稍微为正，A股市场估值仍处于合理区间。**



资料来源：信诚基金 wind，2009-9-11

➤ 利用**09业绩增速**和**09PE**进行情景分析，沪深**300**的合理运行区间为**2700-3500**点，对应上证指数为**2500-3200**。

		09业绩增速假设				
		24%	21%	18%	15%	12%
09 PE 假 设	15	2343.92	2287.21	2230.51	2173.80	2117.09
	17	2656.44	2592.18	2527.91	2463.64	2399.37
	19	2968.97	2897.14	2825.31	2753.48	2681.65
	21	3281.49	3202.10	3122.71	3043.32	2963.93
	23	3594.01	3507.06	3420.11	3333.16	3246.21
	25	3906.54	3812.02	3717.51	3623.00	3528.48
	27	4219.06	4116.99	4014.91	3912.84	3810.76

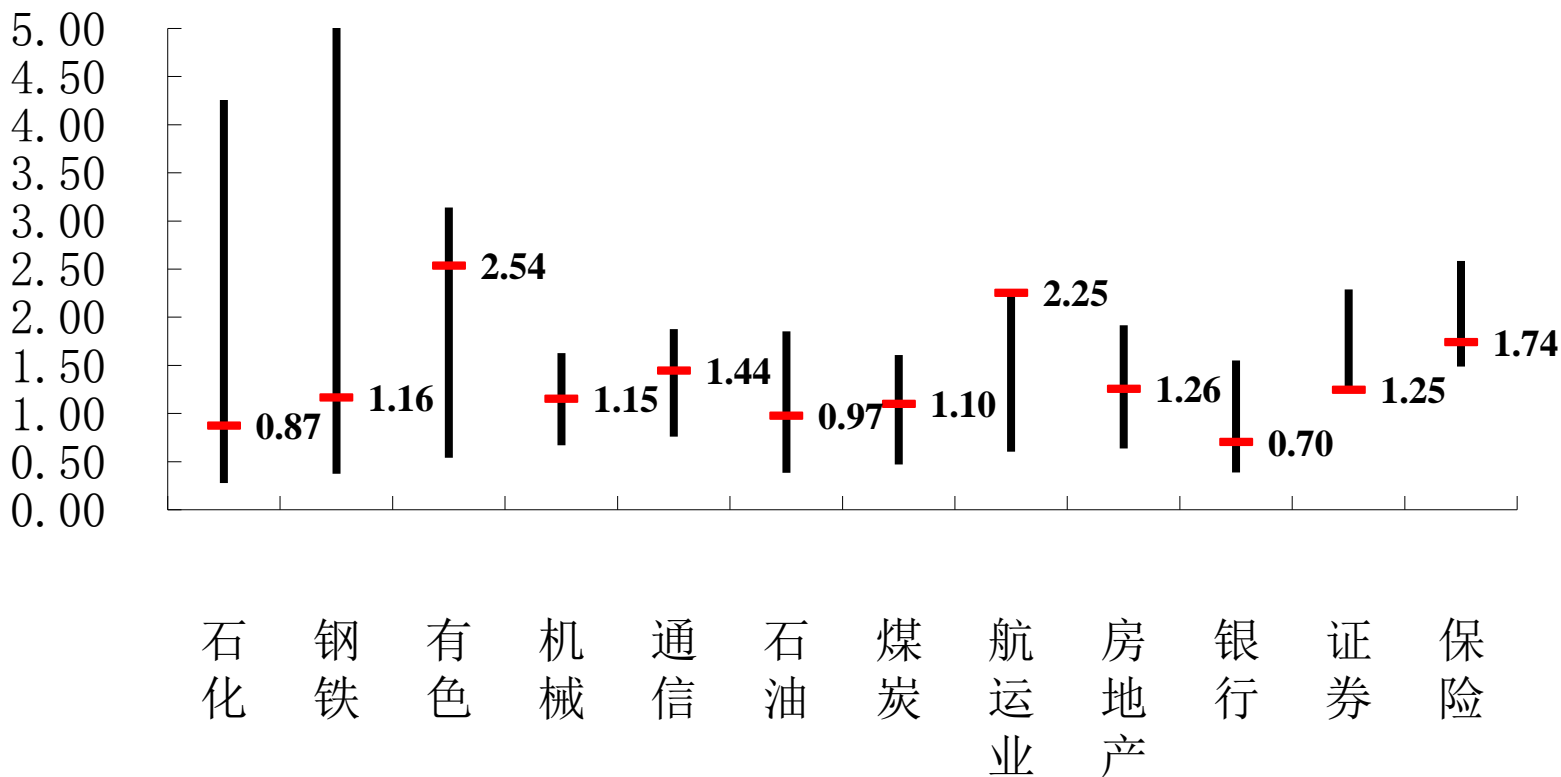
➤ 银行、石化、建筑业和家电等行业处于估值水平的低端，元器件、传媒、有色和航运业估值较高。

天相行业	PE	PB	PEG
银行	12.68	2.65	0.81
公路	15.39	1.93	4.68
石化	15.75	2.92	0.43
建筑业	16.39	2.48	0.31
造纸包装	17.39	1.55	1.09
家电	17.42	2.68	0.77
石油	17.58	2.88	1.23
贸易	17.79	3.85	0.66
建材	19.40	2.90	0.56
纺织服装	19.71	3.06	1.19
煤炭	19.83	3.81	1.85
汽车及配件	20.08	3.05	0.43
铁路运输	20.60	2.65	4.52
化工	20.73	3.62	1.08
机械	20.79	3.82	1.15
钢铁	21.00	1.86	0.88
电力	21.16	2.47	0.49
医药	21.72	5.02	1.13
证券	22.45	3.61	1.09
全市场	18.03	2.99	0.98

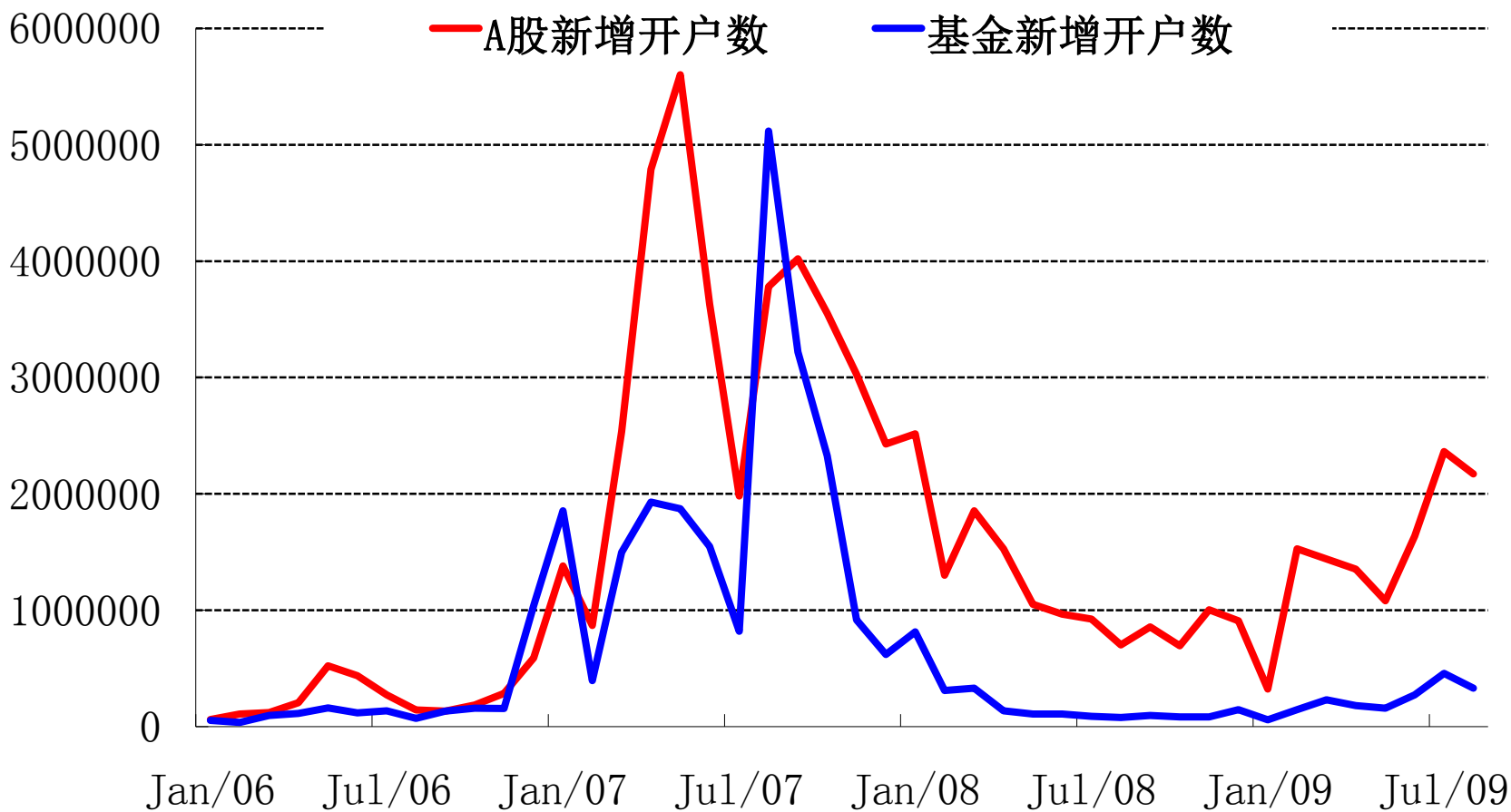
天相行业	PE	PB	PEG
房地产开发	22.66	3.99	0.57
软件及服务	25.76	4.90	1.40
商业	25.81	4.39	1.01
通信	26.06	1.00	-1.36
食品	26.82	7.33	1.02
电气设备	28.25	5.56	0.95
园区土地开发	29.09	3.12	1.12
民航业	29.21	3.23	4.81
农业	29.69	3.62	1.76
保险	31.42	4.55	0.49
供水供气	31.61	3.28	1.61
计算机硬件	32.81	2.12	1.21
城市交通与仓储	39.93	4.27	27.88
航运业	40.65	2.51	-3.52
有色	45.73	4.99	1.40
传媒	47.75	3.68	2.47
综合	56.88	3.10	-6.38
其他金融	66.62	8.51	0.53
元器件	104.06	2.40	1.85
全市场	18.03	2.99	0.98

资料来源：信诚基金 朝阳永续，2009-9-11

➤ 从相对PE来看，证券、保险、银行和石化处于相对估值的低点，而航运业、有色和通信相对估值较高。

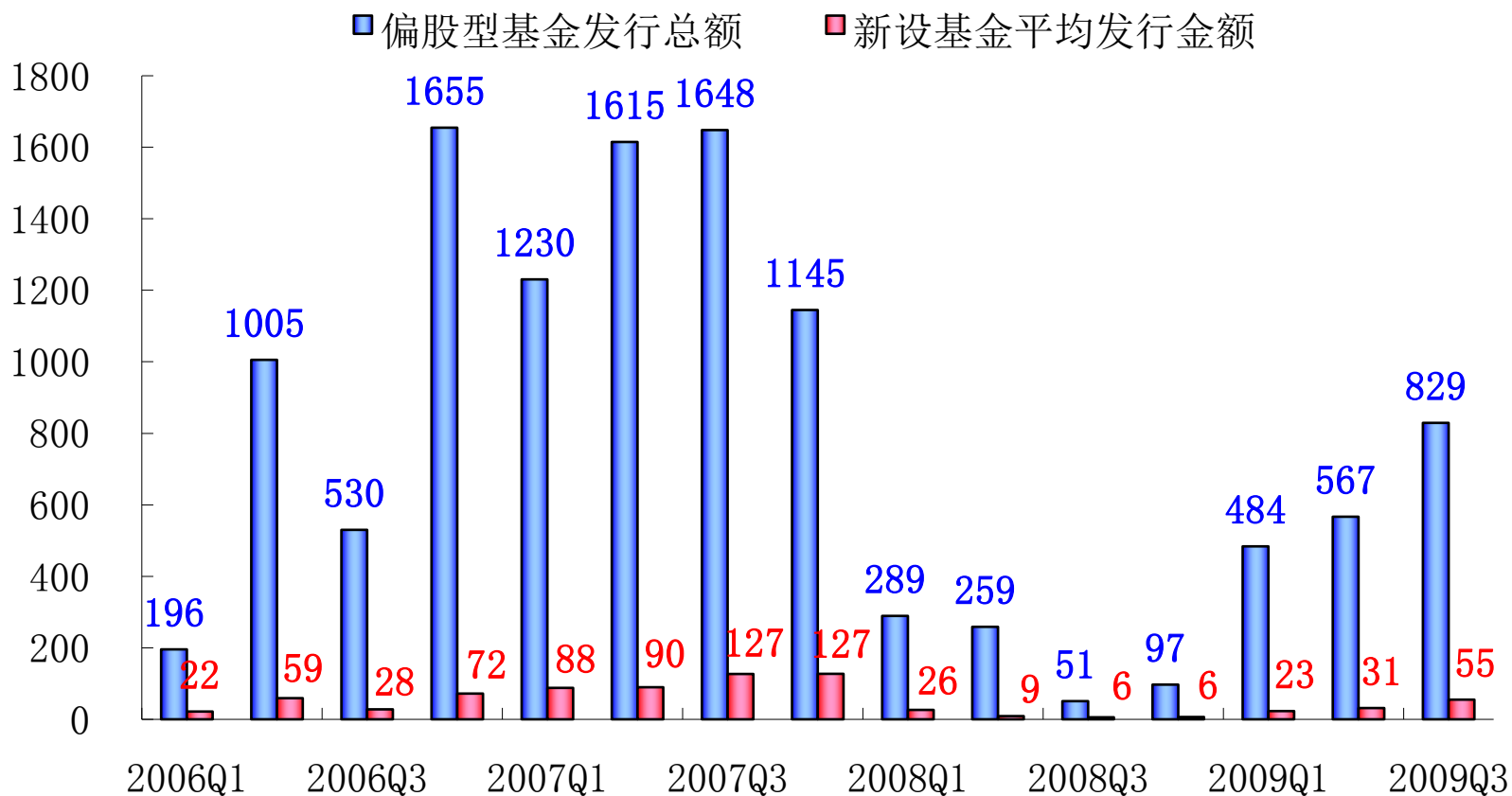


数据来源：wind、信诚基金 2009-9-11



数据来源: wind、信诚基金 2009-9-11

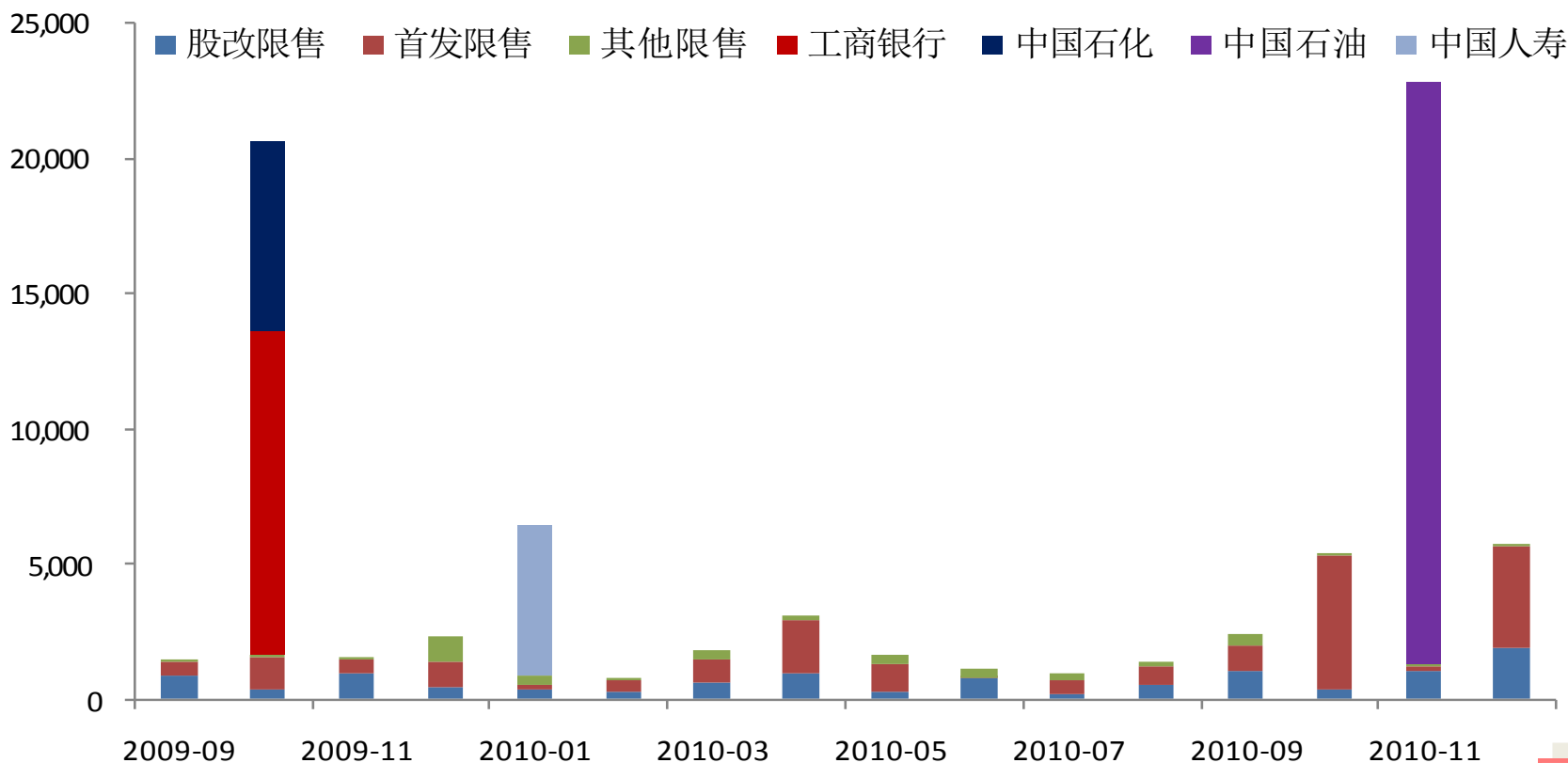
➤ 2009年以来，偏股型基金已募集约**1879**亿，目前尚有**12**只偏股基金处于发行中。



数据来源：wind、信诚基金 2009-9-11

- **IPO**重启两个月以来，已有**27**只股票发行成功，共募集资金**964**亿，月均融资约**480**亿。
- 今年以来，已有**85**只股票增发成功，共募集资金**1735**亿，月均约**200**亿。
- 据证监会披露的创业板数据显示,在此前被受理的**149**家企业中,拟融资最多的**8.25**亿元,最少为**0.85**亿元,而全部**149**家受理企业拟融资规模**336**亿元,平均一家创业板公司的融资规模在**2.25**亿元左右。

➤ **2010年之前，A股市场仍有约8万亿的限售股解禁，剔除约5.3万亿中国石油、工商银行之类企业的解禁市值后剩下的2.7万亿中，大非占比仍在90%以上。**



数据来源：wind、信诚基金 2009-9-11

- 政策微调
- 流动性开始收缩
- 企业盈利继续好转
- 市场将宽幅震荡

3

股票投资策略

- 政策
- 流动性
- 企业盈利
- 估值

➤ 近期宽松的货币政策出现了微调，但实质性的紧缩为时尚早

6月22日	银监会正式发文要求各地银监会严格2套房政策，违者需上报同时银行应对违反规定发放的贷款需重新分类
7月24日	1000亿定向票据，这是实行宽松货币政策后首次出定向央票
7月27日	银监会发布《固定资产贷款管理暂行办法》，要求3个月后执行，提出贷款人受托支付方式，该文件原计划4月底公布
7月27日	银监会发布项目融资指引
7月30日	银监会发布关于征求《流动资金贷款管理暂时办法（征求意见稿）》意见的公告，提出对超过规定金额的流动资金贷款也要实行贷款人受托支付方式。
8月3日	银监会关于对实施新资本协议相关征求意见的公告
8月6日	央行货币政策执行报告里首次提出对货币政策进行微调
8月19日	银监会发布《关于完善商业银行资本补充机制的通知》（征求意见稿），要求主要商业银行核心资本充足率不低于7%，其他银行核心资本充足率不得低于5%，并在持有其他银行次级债方面做了限制性规定
8月25日	发改委称我国将从五方面加快经济结构调整，把节能减排作为调整经济结构、转变发展方式的突破口和重要抓手
9月1日	温家宝称不会改变政策方向

数据来源：信诚基金

➤ 银行创造的流动性减少，但存款活期化、外汇占款增加趋势明显

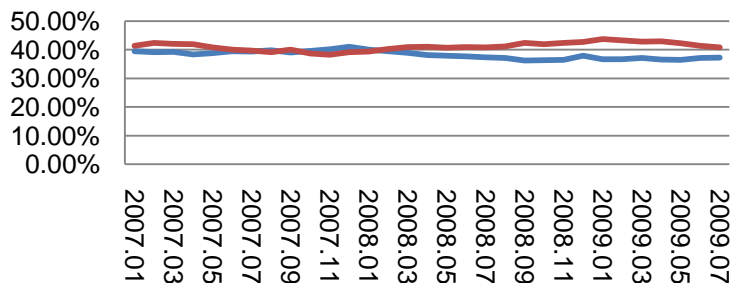


数据来源: wind, 信诚基金



数据来源: wind, 信诚基金

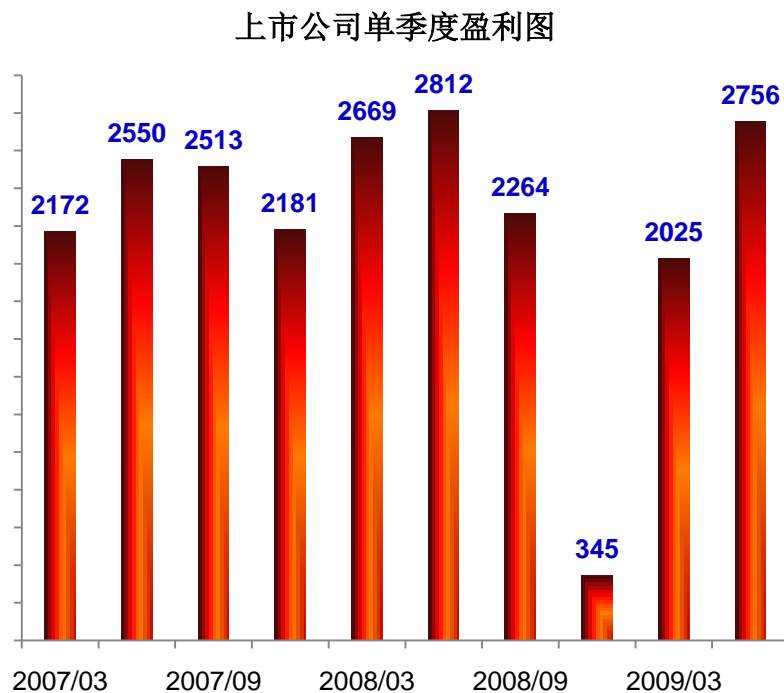
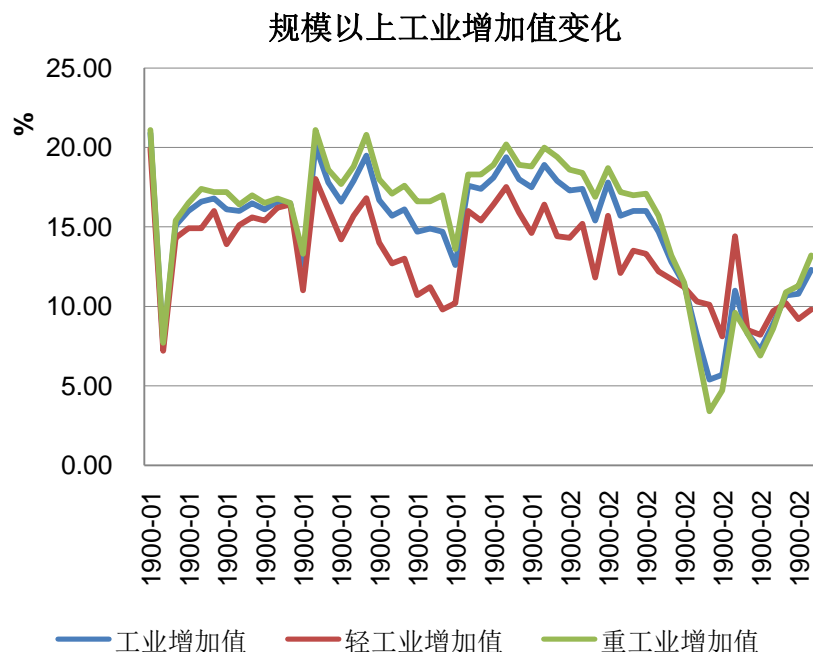
本外币存款中活期和定期占比



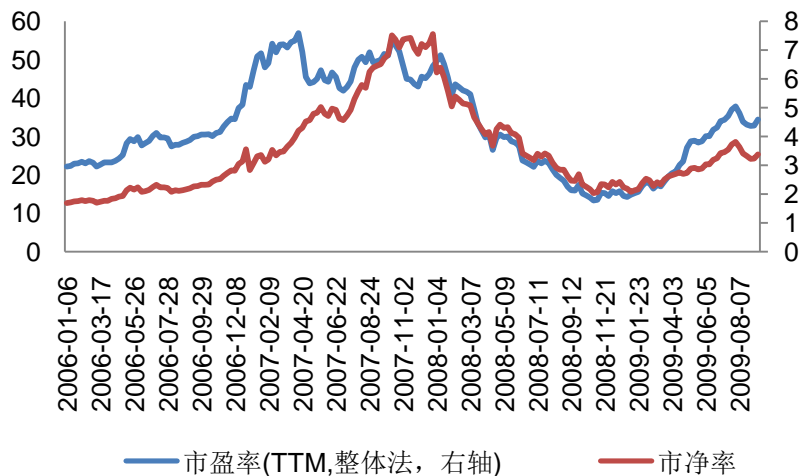
— 活期存款占比 — 定期存款占比

数据来源: wind, 信诚基金

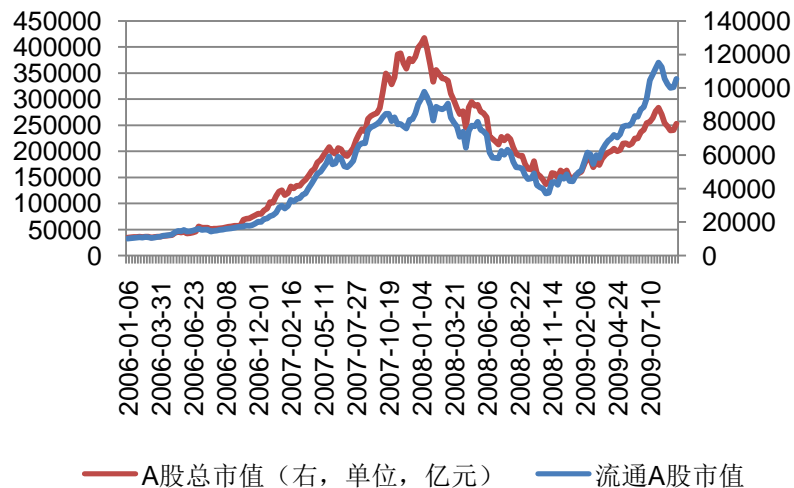
- 工业增加值增速连续4月环比增加。
- 上市公司2009年二季度单季度盈利2756亿，较一季度环比上升36.11%，盈利情况与2008年上半年最好水平相仿。



- 市场估值处在合理水平。
- 但A股流通市值已经超过07年指数最高时。

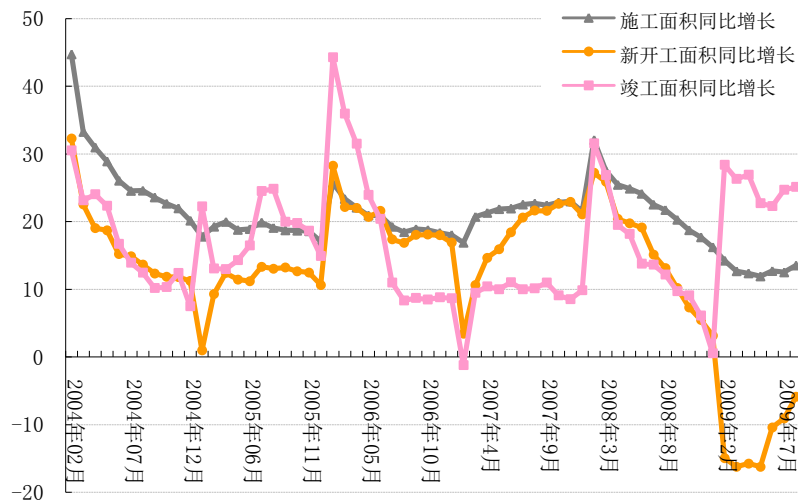


数据来源: wind,信诚基金

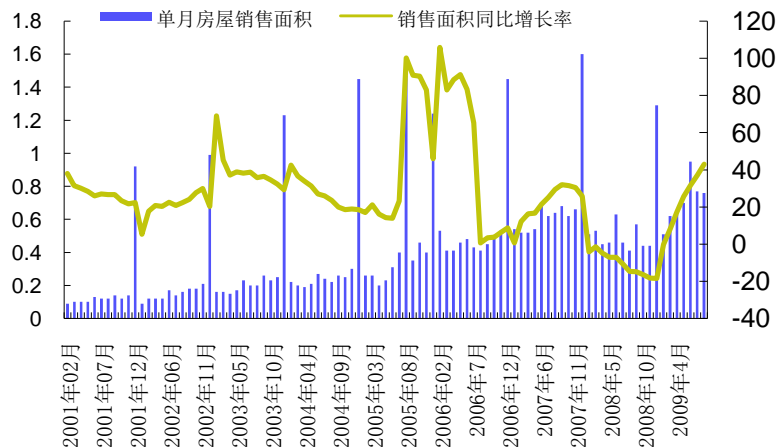


数据来源: wind,信诚基金

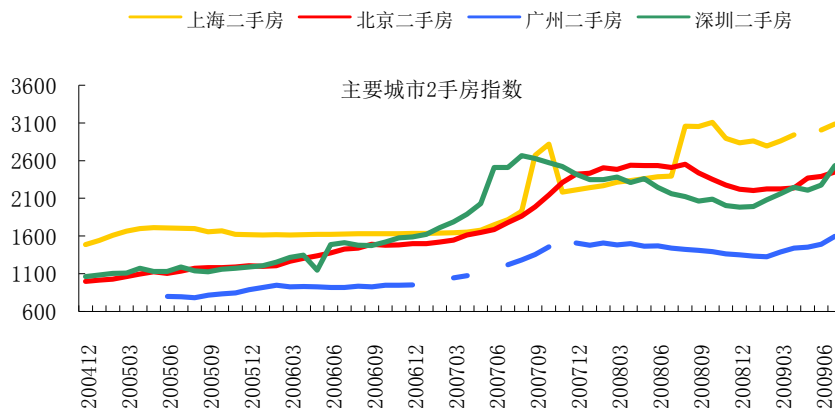
- 新开工持续改善;
- 商品房销售火热, 1-8月商品房累计销售面积4.94亿平方米, 相当于08年的79.5%;
- 主要城市二手房价格达到或超过07年最高值。



数据来源: wind,信诚基金



数据来源: wind,信诚基金



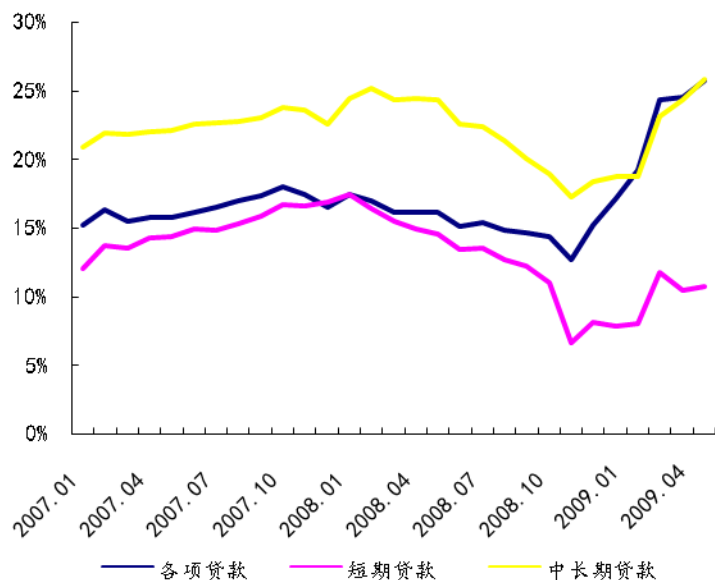
数据来源: wind,信诚基金

- 房地产行业走势与货币政策密切相关，主要转折点发生在货币政策拐点处。
- 在二套房政策日趋严格，商品房价格持续上涨的情况下，预计9、10月一手房销售环比难有显著增加。

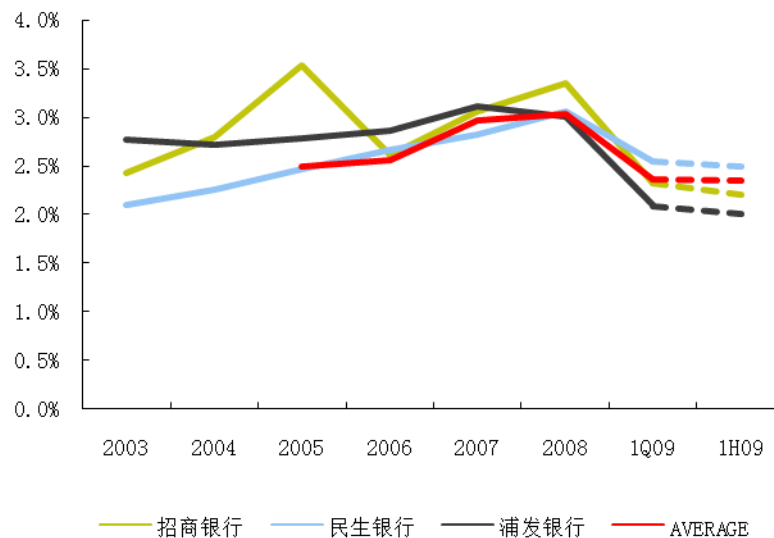


数据来源: wind,信诚基金

- 全年新增贷款预计将达到10万亿，显著高于08年；
- 净息差2季度基本见底，3季度开始回升；
- 信用成本预计将继续维持低位；
- 预计2010年业绩同比增长27%，行业趋势较好，估值较低。



数据来源：信诚基金



数据来源：信诚基金

- 企业基本面继续改善,政策和流动性发生了一些不利于股市的变化,但还没有发生根本性的逆转;
- 市场估值合理,但A股流通市值已经超过07年指数最高时,指数继续上涨的空间有限;
- A股市场将宽幅震荡,选股策略将从自上而下为主转向自下而上为主,挖掘成长性个股和主题性投资机会;
- 密切关注地产销售和新开工情况以及通胀的走势。

- 四季度债市运行环境
- 国债收益率中枢定位
- 投资策略

4

债券投资策略

- 经济处于复涨初期，回升趋势日渐明朗，但通涨仍将维持在较低水平
- 基准利率在未来两个季度内维持平稳的概率较大；
 - ✓ 全球各大央行未来2~3个季度内仍将维持基准利率不变
 - ✓ 兼顾保增长和调结构，央行仍将继续执行适度宽松的货币政策
 - ✓ 经过前期货币政策微调，央票利率已阶段性启稳
- 债券市场供需关系局部缓和；
 - ✓ 四季度债券供给压力已不大，国债等利率产品发行量较小
 - ✓ 受资本充足率新规等监管约束，银行四季度资产配置方向会向利率产品倾斜
- IPO重启以来新股及转债申购收益显著，抬升市场整体无风险收益水平。

- 静态看，目前中长期国债的一年持有期收益率略高于同期限贷款的实际税后收益。若动态假定未来一年国债收益率整体上行30bp，那么国债持有收益率远低于贷款。从这个角度来看，当前国债收益率处于中性偏低水平，10年期国债收益率3.6%以上才有配置价值。

从银行资产配置角度比较贷款和债券的投资收益

贷款期限	6月-1年	1-3年	3-5年	5年以上	
当前名义贷款基准利率(%)	5.31	5.4	5.76	5.94	
经调整的贷款实际税后回报率(%)	3.28	3.35	3.60	3.73	
期限(年)	1	3	5	7	10
2009年9月2日国债收益率曲线(%)	1.53	1.77	2.69	3.16	3.50
收益率曲线保持不变的1年持有期收益率(%)	1.53	3.31	3.57	3.61	4.33
收益率曲线整体向上平移30bp的1年持有期收益率(%)	1.53	2.73	2.45	2.00	2.05
两种情形下的平均持有期收益(%)	1.53	2.45	3.09	3.13	3.13

数据来源：信诚基金研究

- 四季度债市基本面总体偏中性，收益率窄幅波动的可能性较大。
- 中长期利率品种因局部供需失衡可能存在短期的交易性机会，但下行空间并不大，中长期品种收益率未来的大趋势仍是震荡上行。
- 新股、新转债的申购年化收益远超5%，积极申购新股、新转债对投资收益的贡献要大于投机长债。
- 建议四季度采取“短久期+积极申购新股、新转债”的投资策略。