

2009年1月7日
宏观策略部

反复探底，波动加大

——政府投资带动结构性机会

- **2009年市场面临三种力量的博弈：经济周期下行和逆周期政策的博弈；股票供给增加和流动性放松的博弈；估值和盈利的博弈。**市场整体表现将呈现反复探底，波动加大，政府投资带动结构性机会。
- **盈利增速恶化程度的不确定性。**企业仍面临需求下降和产能过剩。新订单下降和产销率回落反映了需求的下降。工业增加值和产量增速下降说明工业生产处于限产状态。产成品资金同比增速回落，但产成品资金占收入比率增速仍在攀升，说明目前企业主要通过限产来减少库存压力，而非需求上升。原材料价格回落使得可变成本下降，但需求下降使得产成品价格下降压力增大，制约了利润率的好转。一季度盈利恶化程度不确定性加大了市场风险。
- **股票供给压力仍较大，制约市场反弹高度。**从股票供给来看，09年募集资金压力不容小视，估测约2139亿元，主要原因在于政府保增长下的资金压力、审核通过但未发行的公司、创业板可能推出等因素。09年减限售股减持量估测约3536亿元。从资金供给来看，一方面通缩时期M2、M1增速提高与股票市场的联动性有所减弱，另一方面，目前M1和M2增速仍处于下降趋势中，从结构来看企业储蓄增速仍在下降，居民储蓄增速虽在上升，但定期化趋势没有改变，因此股票市场资金供给的增长仍需等待。
- **利率下降使得PE抬升，ROE下降制约回升空间。**PE合理区域通过基准利率与（E/P-基准利率）历史最高值来确定。（E/P-贷款利率）历史最高为0；（E/P-存款利率）最高为3.3%，（E/P-CPI同比）最高为5%。经历大幅降息，PE合理估值提升到16-18倍。结合市盈率和ROE的测算，上证指数PB波动区间为1.76-2.3。目前PB为2.1，仍有17%的下降空间。
- **09年行业配置主线在于追寻盈利好转的路径。**消费板块难以抵御下行经济周期，盈利好转的驱动力主要来源于政府投资引发的需求提升。政府投资受益的行业主要包括水泥、电网设备、机械、铁路、环保；以及受营运商重组变革、3G牌照发放等政策变化受益的通讯设备行业。从交易性机会的角度，应该密切把握资产重组机会。

策略分析师：

穆启国

(8621)22169158

muqiguo@ebcn.com

寇文红：

(8621)22169110

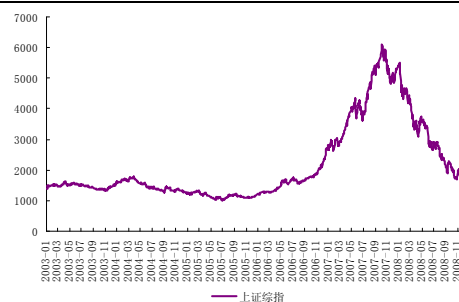
kouwh@ebcn.com

黄学军：

(8621)22169107

huangxj@ebcn.com

市场表现



相关报告：

《东南亚金融危机股市反转的催化剂》

《流动性放松难以抵御产能利用率下降》

《经济增速放缓引发通胀下降将使股市承受压力的国际启示》

《石油冲击对股票市场和行业影响的国际启示》

《估值标准转变带动股市下跌，反弹静待催化剂》

《07年盈利高增长，但驱动力发生转变：07年年报分析》

《通胀与限价背景下的盈利增长分析：08年一季度报表分析》

目 录

盈利：面临恶化程度的不确定性.....	4
企业面临需求下行和产能过剩.....	5
需求下降制约了利润率上升空间.....	10
盈利增速面临恶化程度的不确定性.....	11
供求：股票供给压力仍大，制约市场反弹高度.....	13
保增长下融资压力预期仍存.....	13
限售股对市场冲击不容小视.....	14
股票型和混合型基金的增量预期并不乐观.....	15
货币供给增速有望提升，但股票市场资金供给仍需等待.....	16
估值：利率下降使得 PE 抬升，ROE 下降制约空间.....	18
利率下降提升市盈率.....	18
ROE 回落制约了估值的回升空间.....	19
行业配置方向在于寻找盈利转好的路径.....	20
行业选择逻辑：政府投资和制度变革引发的需求.....	20
1、水泥：政策促水泥行业提早走出低谷.....	21
2、电气设备：政府投资背景下的行业机会.....	21
3、工程机械：政府投资支撑 09 年业绩.....	22
4、铁路：投资拉动与行业变革带来铁路业发展黄金期.....	22
5、环保：小行业、大机会.....	23
6、通讯：中国 3G，冬日之暖.....	23
7、重组股的交易性机会.....	24

图目录

图 1: 08 年盈利增速一致预期不断下调.....	4
图 2: 09 年盈利增速一致预期 8 月以来也开始下调.....	4
图 3: 盈利分析的逻辑和框架.....	4
图 4: 产销率 2008 年逐月递减.....	5
图 5: PMI 新订单和采购量逐月递减.....	5
图 6: 产成品资金占用和同比增速.....	5
图 7: 产成品资金占收入比率和同比增速.....	5
图 8: 工业增加值增速逐月递减.....	6
图 9: 工业企业收入增速.....	6
图 10: 水泥、钢铁和有色生产量增速同比.....	7
图 11: 汽车和化肥生产量增速.....	7
图 12: 社会消费品零售总额同比增速走势.....	7
图 13: 消费者预期指数和信心指数.....	7
图 14: 美国国内生产总值构成（2008 年三季度）.....	8
图 15: 美国总失业率和民间非农实际平均时薪.....	8
图 16: 美国民间非农人均每周工作时间.....	8
图 17: 居民住房抵押贷款占居民信贷比.....	9
图 18: 联邦基金利率、拆借利率、抵押贷款利率变化.....	9
图 19: 固定资产投资增速同比.....	9
图 21: 工业企业利润率.....	10
图 20: 成本压力逐步下降.....	10
图 22: 整个 A 股市场三季报 ROE 变化趋势.....	13
图 23: 整个 A 股市场三季报 ROA 变化趋势.....	13
图 24: 09 募集资金的估测.....	14
图 25: 09 募集资金的分类估测.....	14
图 26: 股改大非减持市值和占流通市值比.....	14
图 27: 股改小非减持市值和占流通市值比.....	14
图 28: 限售股解禁市值和占流通市值比.....	15
图 29: 限售股解禁市值月度情况.....	15
图 30: 基金发行 08 年大量减少.....	16
图 31: 基金发行募集资金下降.....	16
图 32: M2 增速与上证指数.....	16
图 33: M1 增速与上证指数.....	16
图 34: CPI、PPI.....	17
图 35: 居民存款增速.....	18
图 36: 企业存款增速.....	18
图 37: PB 的历史平均.....	19
图 38: 4 万亿投资结构占比.....	20
图 39: 4 万亿投资结构绝对额.....	20

次债危机并没有象 2008 年初市场预期的那样很快消失,而是逐渐演化为全球性的金融危机。主要经济体也由高通胀快速走向通缩的边缘,相应政策也由控通胀迅速转变为关注经济增长。在这种背景下,全球股市都经历了快速大幅下挫。面对下行的经济周期,2009 最大的特点在于政府开始以内需促增长。虽然需求复苏是股市反转的关键,但是逆周期的货币和财政政策使得 2009 年有着结构性投资机会。

盈利：面临恶化程度的不确定性

股权的价值在于未来盈利的折现,因此对于盈利增速趋势的判断至关重要。我们认为 09 年一季度甚至上半年仍面临盈利增速恶化程度的不确定性。

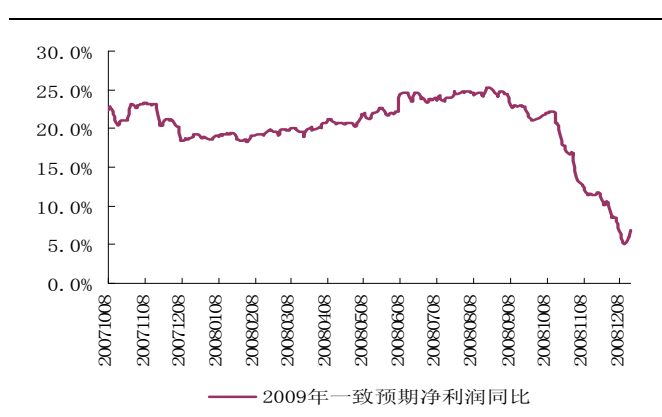
在需求下降和产能过剩的时期,盈利增速下降趋势短期难以改变,恶化程度往往会超市场预期。回顾一致预期的历史演变,不难发现,过去一年內,盈利增速的一致预期不断被下调。对 2008 年盈利增速的一致预期,从 2007 年 10 月的 36.5%下调到 2008 年 12 月的 8.41%;对 2009 年盈利增速的一致预期,则从 2008 年 8 月的 25.4%下调到 2008 年 12 月的 5.2%。

图 1：08 年盈利增速一致预期不断下调



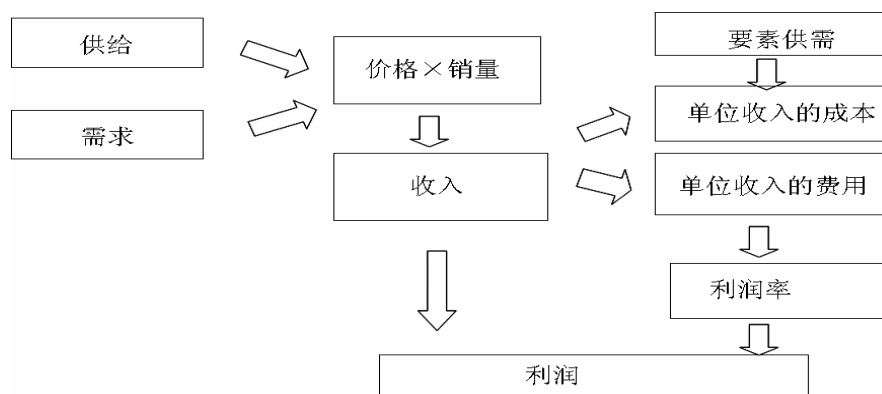
数据来源: wind 光大证券

图 2：09 年盈利增速一致预期 8 月以来也开始下调



数据来源: wind 光大证券

图 3：盈利分析的逻辑和框架

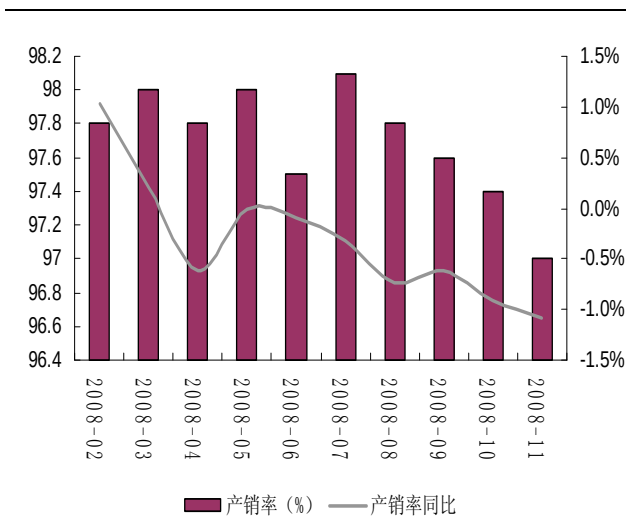


数据来源：光大证券

企业面临需求下行和产能过剩

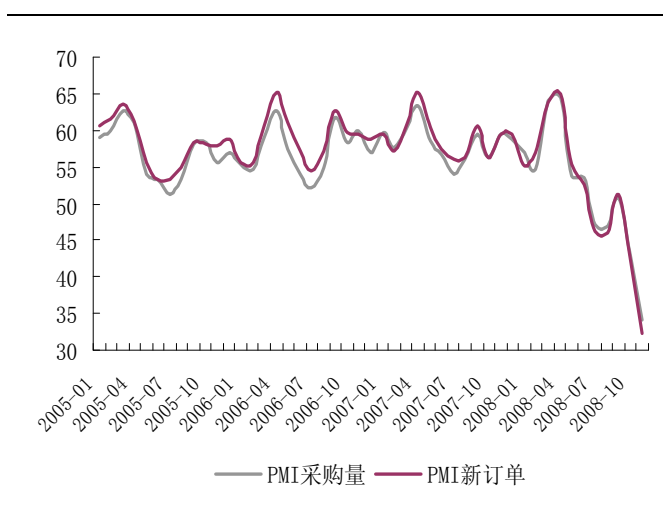
09年尤其是一季度企业仍将面临需求下降和产能过剩。首先我们考察需求的变化。从产量和销量来看，产销率从2008年7月的98.1%下降到11月的97%。产销率同比从2008年5月以来开始逐月下降，这说明需求不足使得产量不能有效的转化为销量。从PMI新订单指数来看，4月份达到65，此后开始逐月减少，到11月已经降到32.3的历史最低水平。

图 4：产销率 2008 年逐月递减



数据来源：Bloomberg 光大证券

图 5：PMI 新订单和采购量逐月递减

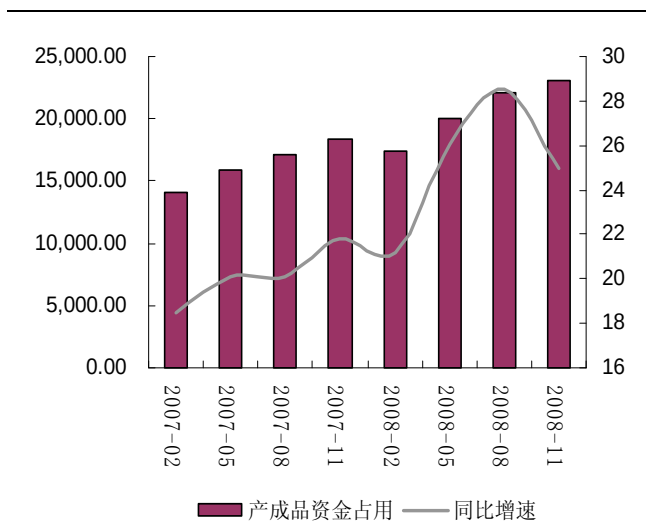


数据来源：Bloomberg 光大证券

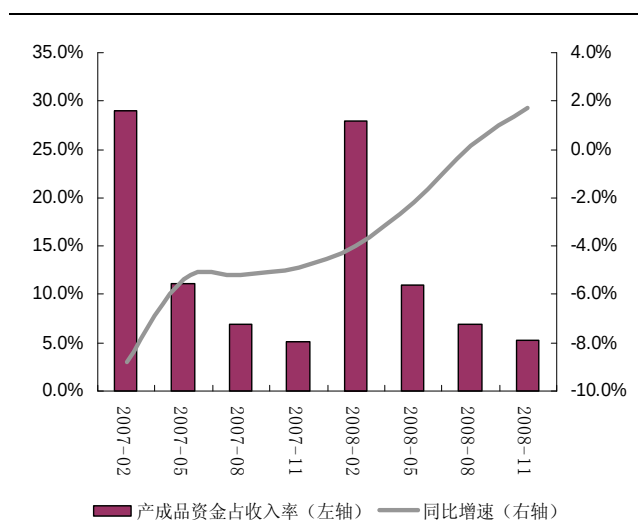
需求下降的另一个表现是库存的变化。从产成品资金占用增速来看，2008年初逐渐攀升，8月份创28.5%的新高，11月回落至25%，但是产成品资金占收入比增速从08年2月的-4%上升到11月的1.7%，说明产成品资金增速下降更多的是由于产量的下降。产成品库存大幅增长主要有两种情况，一种是主动性库存增加。当产品需求旺盛，价格处于上升周期时，囤积居奇、待价而沽，使得企业产成品库存的高速增长，此时的市场特征是销售旺盛，往往伴随着价格和利润率的上升；另外一种是被动性库存增长，即当产品需求下降，由于产品滞销形成的库存积压，往往伴随着价格和利润率的下降。CPI等价格指数逐步回落的情况下，库存增长更多的是被动性的。

图 6：产成品资金占用和同比增速

图 7：产成品资金占收入比率和同比增速



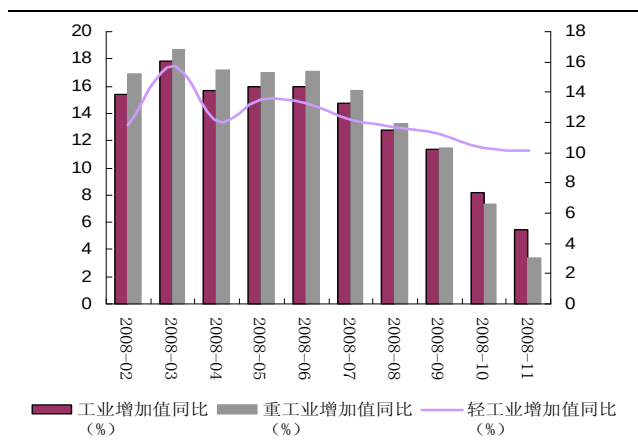
数据来源: Bloomberg 光大证券



数据来源: wind 光大证券

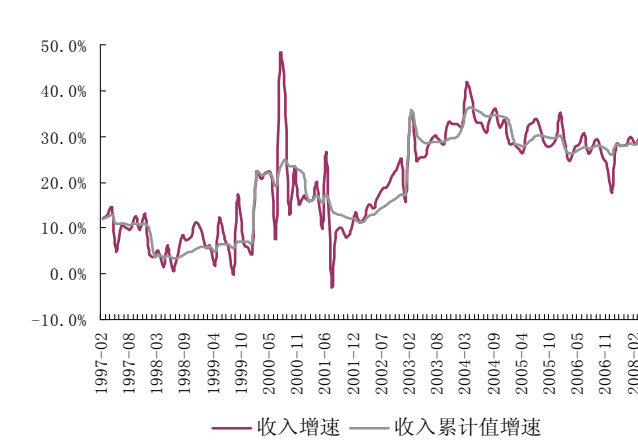
在需求没有陡然提升的情况下, 库存消化要经历两个阶段, 第一阶段是供给的减少。企业首先为了降低库存而减产停产, 即通过减少供给来降低库存, 这必然导致原有产能的闲置, 从而产能利用率下降。第二阶段是需求的上升。如果需求在逐步恢复, 便会出现库存下降, 产能利用率企稳上升。虽然我国没有相应公开的产能利用率数据, 但是生产量增速的下降说明企业主要是通过限产来减少压力, 而非需求的上升。工业增加值增速反映了工业企业的投入和产出情况。工业增加值从 2008 年 6 月份开始逐步下降, 尤其是 11 月份工业增加值增速仅为 5.4%, 如此低的增速说明工业生产处于限产状态。从工业企业收入增速来看, 11 月累计收入增速 24%, 低于 5 月的 29.25%。9-11 月收入增速为 12.3%。

图 8: 工业增加值增速逐月递减



数据来源: Bloomberg 光大证券

图 9: 工业企业收入增速

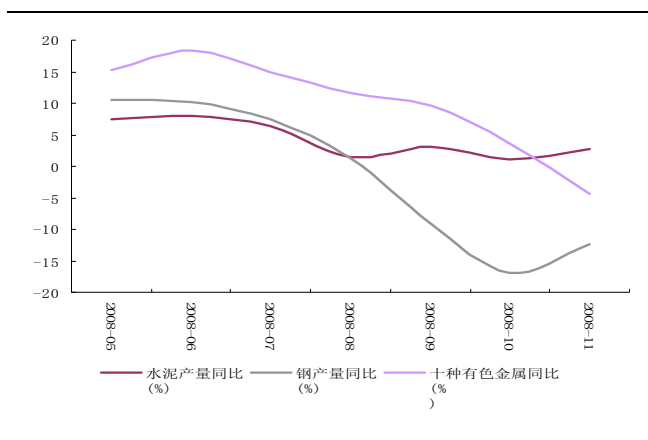


数据来源: wind 光大证券

从微观行业来看, 除水泥之外, 有色、汽车、化肥生产量增速仍在下降。

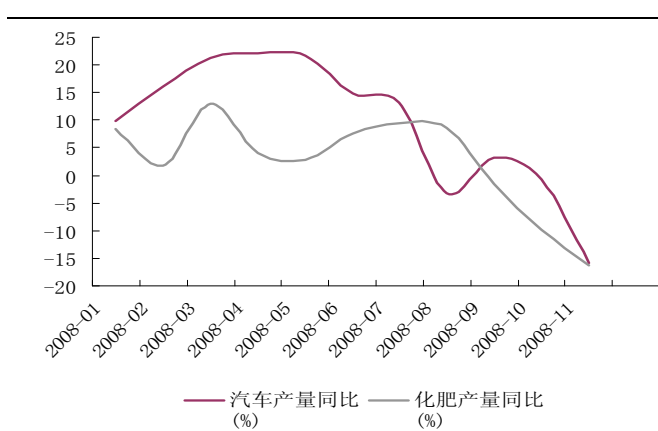
发电量较上年同期下降了9.6%，为2,540.2亿千瓦时；钢铁生产增速虽然有所提升，但是增速仍为负，钢材产量4,230.1万吨，较上年同期下降11%。

图 10：水泥、钢铁和有色生产量增速同比



数据来源：wind 光大证券

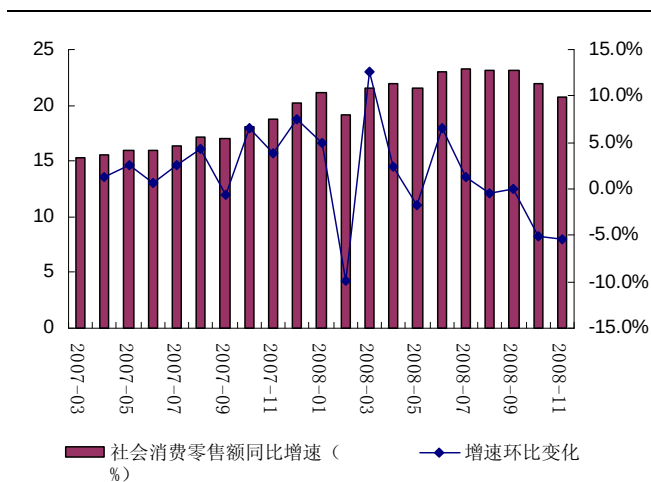
图 11：汽车和化肥生产量增速



数据来源：wind 光大证券

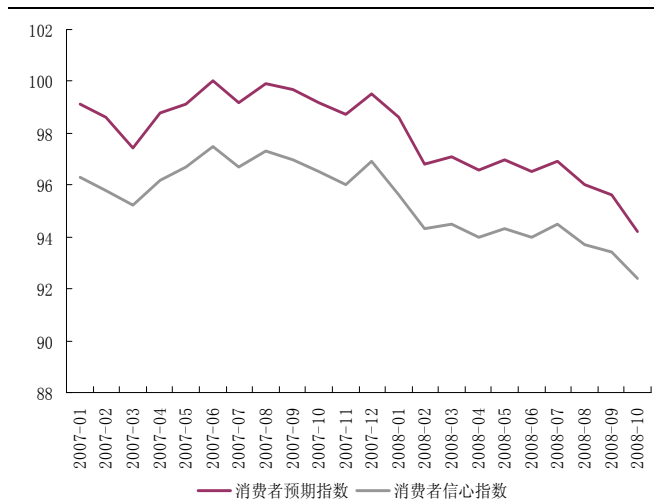
未来需求上升依赖于宏观经济的好转。从消费来看，11月份社会消费品零售总额累计同比增长20.8%，较上月下降1.2个百分点。消费者预期指数也在逐步回落。

图 12：社会消费品零售总额同比增速走势



数据来源：Wind 光大证券研究所

图 13：消费者预期指数和信心指数

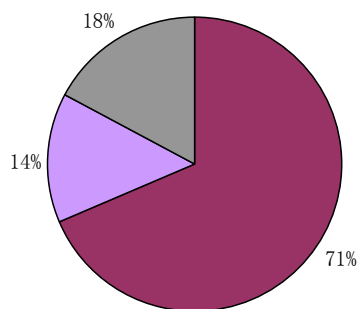


数据来源：CEIC 光大证券研究所

出口增速取决于主要出口目的国的消费，而出口目的国消费的增长又取决于其收入的增长或者信贷的增加。目前美国失业率上升，单位时薪虽然有

所上升，但工作时间在逐步下降，所以基于收入增长的消费上升还看不到。从上涨结构看，单位时薪主要是采掘业工资上涨，其他各行业的单位时薪同比增速没有明显上升，另外每周工作时间是在下降的。所以我们认为单位时间工资上涨主要是结构性的和短期的，并没有形成一个趋势性的上升。

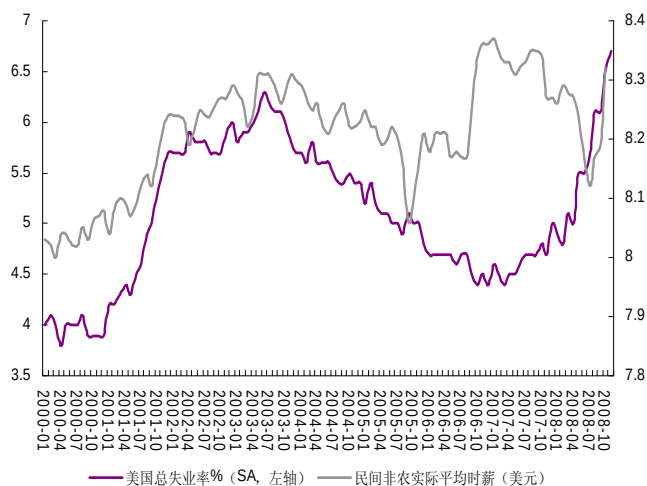
图 14：美国国内生产总值构成（2008 年三季度）



■ 个人消费支出占比 ■ 国内私人投资总额 ■ 政府支出

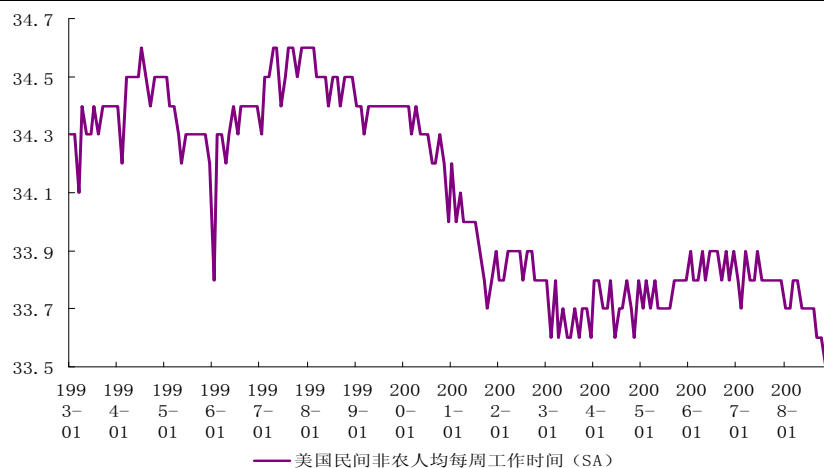
数据来源：Bloomberg 光大证券

图 15：美国总失业率和民间非农实际平均时薪



数据来源：Bloomberg 光大证券

图 16：美国民间非农人均每周工作时间

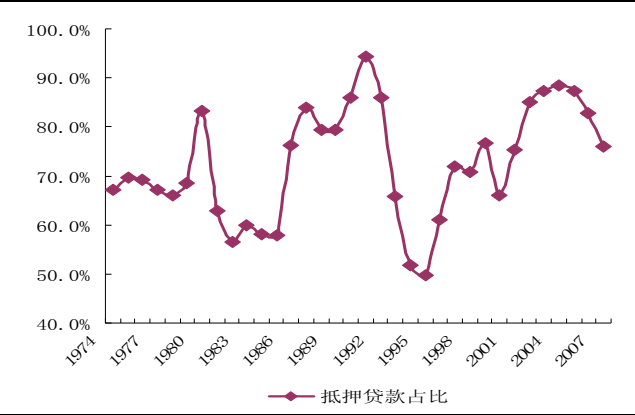


数据来源：Bloomberg 光大证券

信贷恢复促进消费仍需等待。虽然美国和欧洲央行不断在向市场注入流动性，在银行间市场表现出了较大的作用，最为典型的是银行间拆借市场美

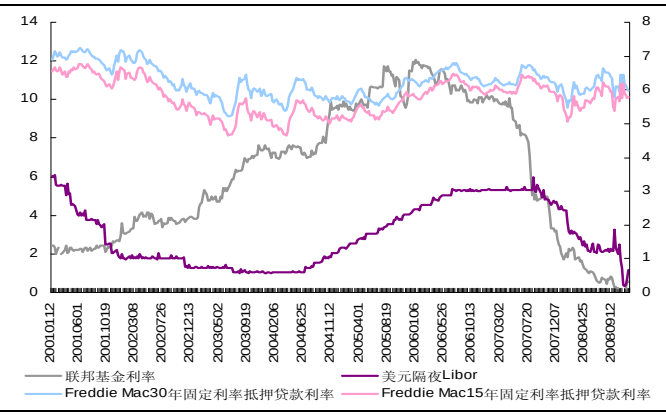
元利率从 2007 年 12 月以来逐步下降，但是占消费信贷 70%比例的住房抵押贷款利率没有明显下降。

图 17：居民住房抵押贷款占居民信贷比



数据来源：Bloomberg 光大证券

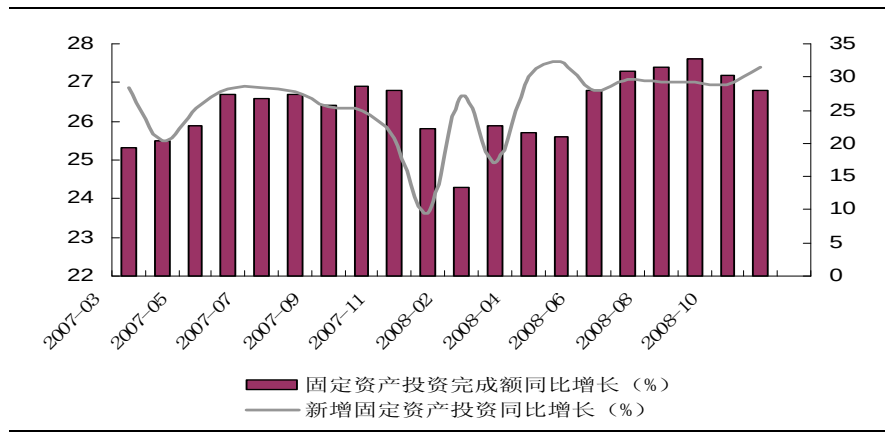
图 18：联邦基金利率、拆借利率、抵押贷款利率变化



数据来源：Bloomberg 光大证券

综上所述，2009 年我国国内消费和出口前景不容乐观，需求提升主要取决于投资。在经济周期下行期间，私人部门投资意愿不强，投资的上升主要靠政府投资。虽然 11 月份城镇固定资产投资累计同比增长 26.8%出现了一定幅度的下滑，但是从新增固定资产投资增速来看开始有所上升。

图 19：固定资产投资增速同比



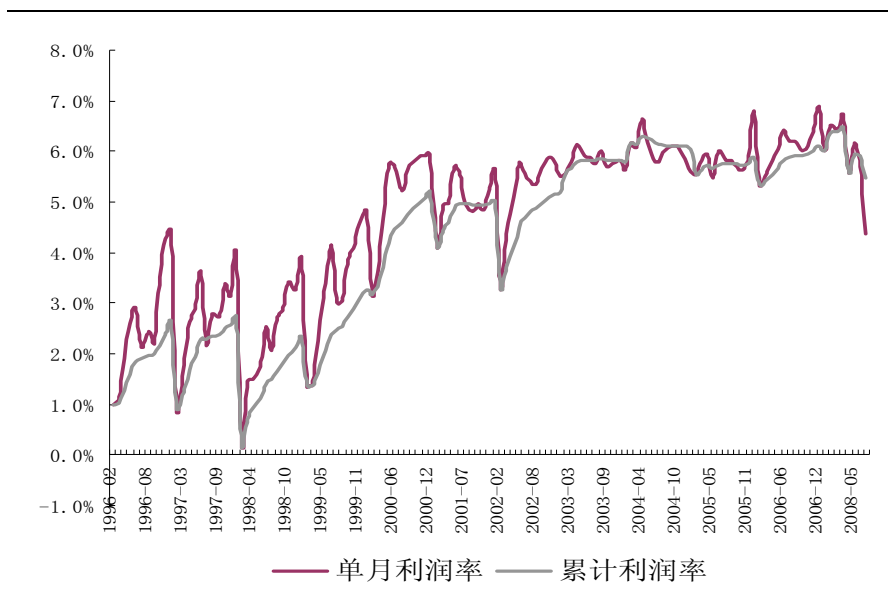
数据来源：wind 光大证券

工业企业累计收入增速 1996 年以来的历史平均为 20%; 1998.6 东南亚金融危机时为 3.4%。经济的下滑使得工业企业收入增速呈现明显下降趋势，2008 年 1-11 月为 24%，2008 年 9-11 月为 12%。我们预期明年工业企业收入增速波动区间在于在 5%-10%。

需求下降制约了利润率上升空间

从历史来看，工业企业利润率 1996 年以来的历史平均为 4.3%；东南亚金融危机期 1998 年 2 月为 0.21%；2002 年 2 月为 3.3%，2007 年 11 月达到最高 6.47%，2008 年 9-11 月为 4.37%。

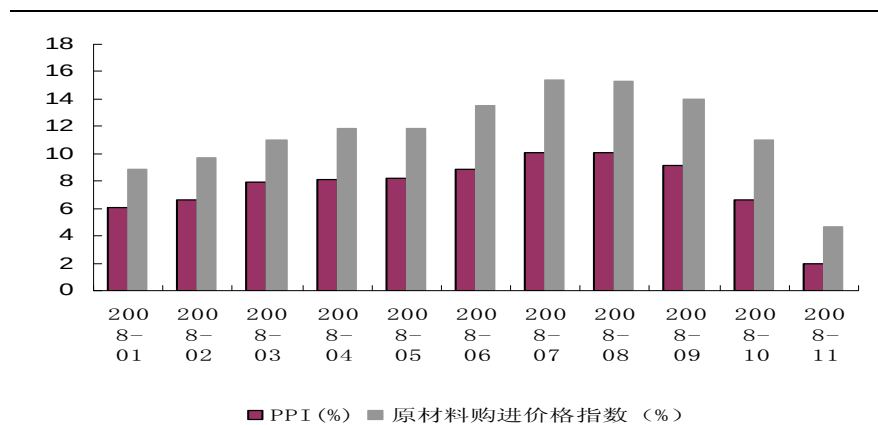
图 20：工业企业利润率



数据来源：wind 光大证券

2008年7月份以来，原材料价格下跌使得可变成本压力显著减弱，但需求下降使得产品价格也大幅下跌，利润率下降趋势短期不会逆转。

图 21：成本压力逐步下降



数据来源：wind 光大证券

我们预期 09 年利润率波动区间可能在 3.3%-5%，低点的主要参考是 2002

年 2 月，理由在于 2002 年 2 月 ppi 为 -4%，通缩压力大，政府投资逐步开展，民间投资动力不强，相对比较类似于目前的情形。

盈利增速面临恶化程度的不确定性

国家统计局只公布二、五、八、十一月的数据，所以下面主要是对 09 年的二月、五月、八月、十一月的累计利润增速进行敏感性分析。

在利润率为 3.3%-3.5% 情况下，1-2 月累计利润增速波动范围是 -32% ~ -37%。但是 1-2 月盈利增速恶化程度仍存在较大的不确定性，原因在于虽然政府刺激政策出手相对较快，但 09 年宏观环境比 98 和 01、02 年更差，因此盈利增速的不确定性增加了市场的风险。

表：09 年 1-2 月工业企业累计盈利增速预测

收入增速 (%) \ 利润率 (基数: 08 年 2 月累计为 5.568%)	4.00%	3.80%	3.50%	3.30%
8	-22.4%	-26.3%	-32.1%	-36.0%
7	-23.1%	-27.0%	-32.7%	-36.6%
6	-23.8%	-27.7%	-33.4%	-37.2%
5	-24.6%	-28.3%	-34.0%	-37.8%
4	-25.3%	-29.0%	-34.6%	-38.4%

数据来源：光大证券

在利润率为 4.3%-4% 情况下，1-5 月累计利润增速波动范围是 -22% ~ -28%。3-5 月是较为重要的窗口期。窗口期意义在于趋势变化的不确定，一方面库存经过 08 年四季度和 09 年一季度得到初步消化，政府投资开始逐步显现带动作用，另一方面政府投资能否显著改变供给大于需求的宏观环境，并且利润率提高幅度是否显著到足以抵消高基数影响。

表：09 年 1-5 月工业企业累计盈利增速预测

收入增速 (%) \ 利润率 (08 年 5 月累计为 5.955%)	4.30%	4.00%	3.70%	3.50%
9	-21.3%	-26.8%	-32.3%	-35.9%
8	-22.0%	-27.5%	-32.9%	-36.5%
7	-22.7%	-28.1%	-33.5%	-37.1%
6	-23.5%	-28.8%	-34.1%	-37.7%
5	-24.2%	-29.5%	-34.8%	-38.3%

数据来源：光大证券

6-11 月累计利润增速企稳回升是大概率事件。一方面是基数原因，另一方面是政府投资开工和带动经济作用逐渐显现作用。从政府投资效果来看，二季度后政府项目开工可能带动相关行业产能利用率提升。

表：09 年 1-8 月工业企业累计盈利增速预测

收入增速 (%) \ 利润率 (08 年 8 月累计为 5.904%)	5.00%	4.80%	4.50%	4.00%
-------------------------------------	-------	-------	-------	-------

10	-6.9%	-10.6%	-16.2%	-25.5%
9	-7.7%	-11.4%	-16.9%	-26.2%
8	-8.5%	-12.2%	-17.7%	-26.8%
7	-9.4%	-13.0%	-18.5%	-27.5%
6	-10.2%	-13.8%	-19.2%	-28.2%

数据来源：光大证券

表：09年1-11月工业企业累计盈利增速预测

收入增速(%) \ 利润率 (08年11月累计为 5.47%)	5.00%	4.80%	4.50%	4.30%
10	0.4%	-3.6%	-9.6%	-13.6%
9	-0.5%	-4.5%	-10.4%	-14.4%
8	-1.4%	-5.3%	-11.3%	-15.2%
7	-2.3%	-6.2%	-12.1%	-16.0%
6	-3.2%	-7.1%	-12.9%	-16.8%

数据来源：光大证券

总之，一季度由于面临需求下降和产能过剩，盈利增速下降趋势没有改变，并且盈利增速恶化程度的不确定性增加了投资风险，以仓位控制为主。二季度是重要的窗口期，以波段操作为主。

对 ROE 来说，我们首先回顾中国 GDP 增速与相应沪深 300 的 ROE 水平。在 1998 年东南亚金融危机时期，GDP 增速处于 9% 以下，沪深 300roe 大约的范围是在 10%-12% 区间，而全部 A 股的 ROE 的范围在 7%-9%。

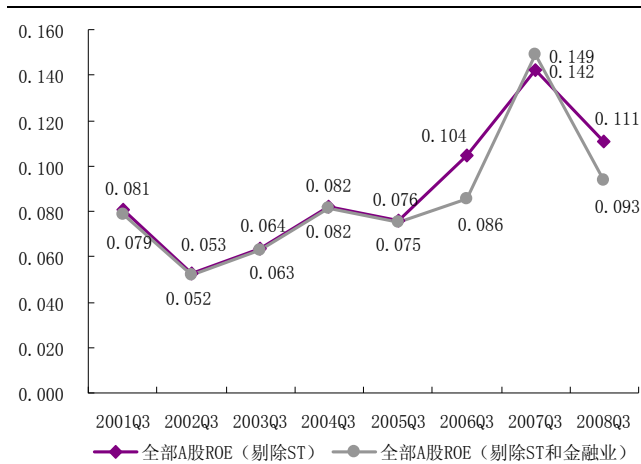
表：A 股市场 ROE 和 GDP 增速

	全部 A 股 ROE	沪深 300ROE	GDP 增速
1994	15.87	16.3	13.1
1995	15.22	16.82	10.9
1996	14.96	18.44	10
1997	13.6	16.56	9.3
1998	9.79	12.01	7.8
1999	9.62	10.95	7.6
2000	9.14	11.12	8.4
2001	7.9	10.66	8.3
2002	7.53	10.22	9.1
2003	9.58	12.4	10
2004	17.65	24.87	10.1
2005	15.09	19.96	10.4
2006	14.37	16.78	11.6
2007	17.1	18.41	11.9

数据来源：wind 光大证券

2008 年三季报全部 A 股 ROE 为 11%，结合我们宏观判断和一致预期来看，08 年 ROE 波动区间在 12%-14%，09 年 ROE 预期为 11%-13%。由于一季度盈利增速的大幅度下滑，ROE（按照前 12 个月的利润来计算）在一季度时大幅度下滑。

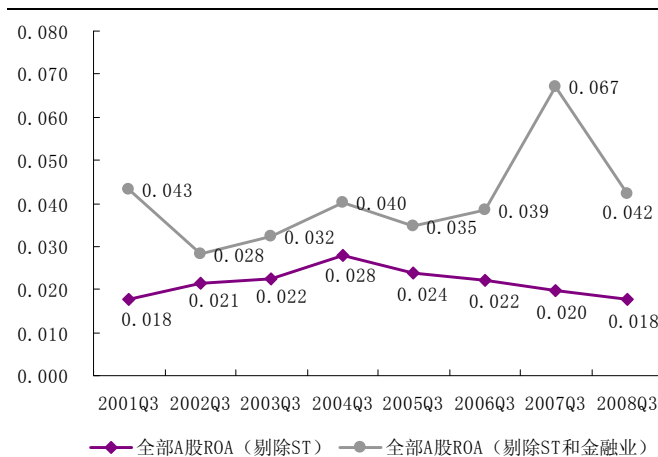
图 22：整个 A 股市场三季报 ROE 变化趋势



数据来源：Wind 光大证券

注：本文中的 ROE 是用所有公司每年三季报报出的前三季度利润之和，除以所有公司三季报报出的权益之和。因此与全年相比，ROE 被低估了。

图 23：整个 A 股市场三季报 ROA 变化趋势



数据来源：Wind 光大证券

注：本文中的 ROA 是用所有公司每年三季报报出的前三季度利润之和，除以所有公司三季报报出的权益之和。因此与全年相比，ROA 被低估了。

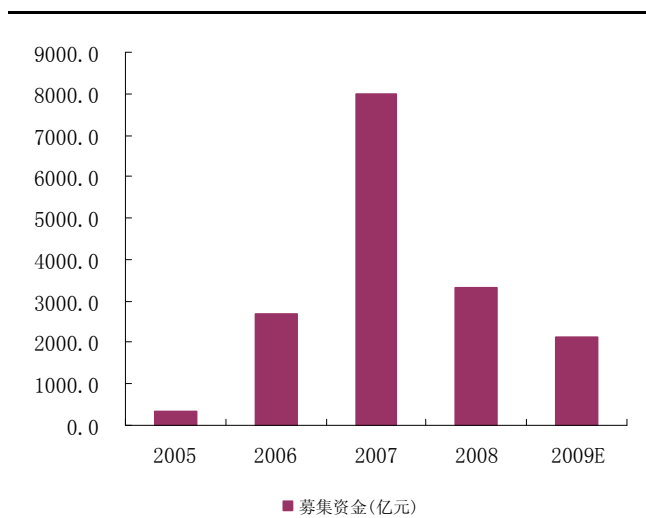
供求：股票供给压力仍大，制约市场反弹高度

股票市场供给来自两个方面，其一为新增供给，如新股、增发、配股等募集引发的股票供给增加；其二为原有存量转化为增量，典型的是限售股解禁。从股票市场资金需求来看，尽管真实需求很难测度，但主要是基金的投资需求、居民和企业储蓄账户资金流出。

保增长下融资压力预期仍存

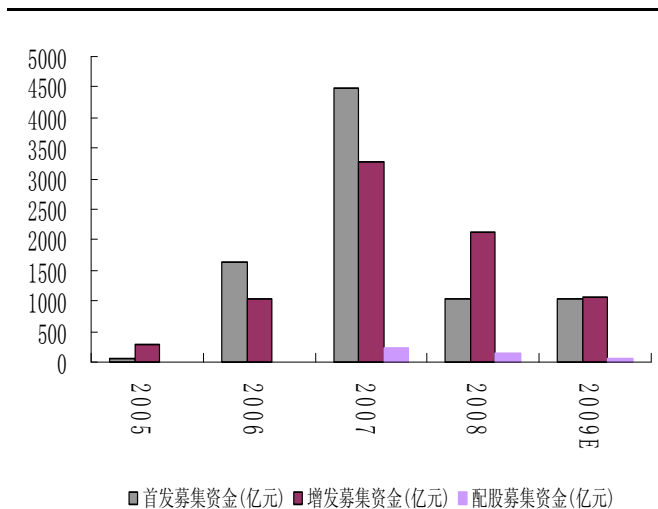
我们对于募集资金的估测主要包括四个方面（1）、审核通过但未发行的公司，我们根据其预期募集资金来进行测算，总计为 709 亿，由于市场大幅下跌，所以我们取 50%资金额作为此类公司募集资金的估算，即 354.6 亿。（2）、审核排队的公司，按照 300 家，平均每家 1.5 亿，总计为 450 亿。（3）、可能推出的创业板，简单按照 150 家，平均每家 1.5 亿，总计为 225 亿。（4）增发和配股募集资金。对于增发募集资金来说，我们取 08 年募集资金的 50%来估算，配股募集资金我们取 50 亿作为估算。总体来看募集资金额约在 2139 亿。

图 24：09 募集资金的估测



数据来源：wind 光大证券

图 25：09 募集资金的分类估测



数据来源：wind 光大证券

限售股对市场冲击不容小视

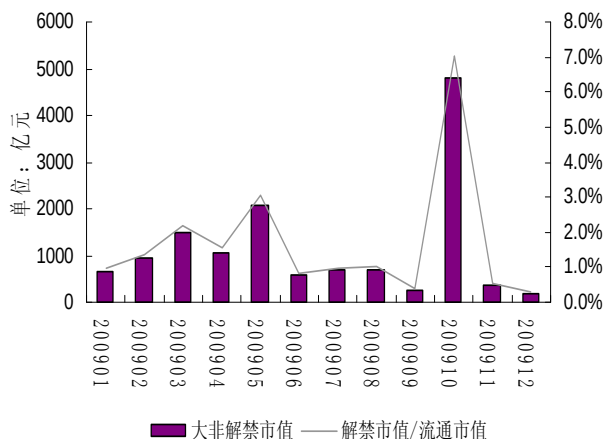
限售股解禁市值压力一方面来自于股改的限售股，另一方面来自于 IPO 的限售股解禁压力，其中包括首发机构配售股份，首发一般股份，首发原股东限售股份，首发战略配售股份等。从总解禁市值来看，2009 年比 2008 年大幅度增加，2008 年总限售股解禁市值 2 万亿元，2009 年达到了 3.1 万亿元，占流通市值比分别为 30%和 45%。从月度来看，2009 年 7 月和 10 月解禁市值分别达到 6214 亿元和 13503 亿元。

我们对于 09 年解禁限售股减持使得股票供给增加测算为 3536 亿元，占流通市值比为 7%。由于数据的限制，我们只能得到股改产生限售股的大小非，对于首发产生限售股无法分解为大小非。所以下面测算分为股改的限售股和非股改的限售股。

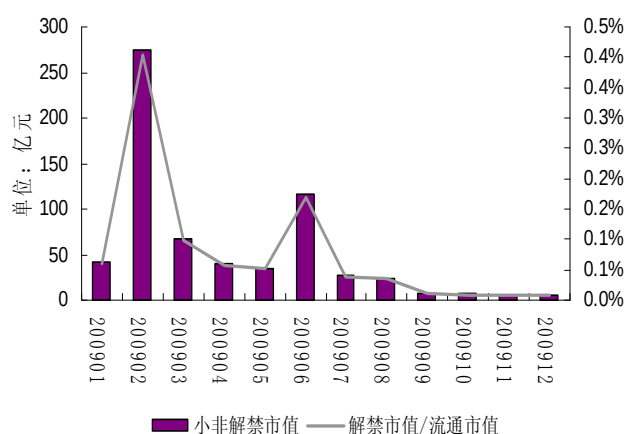
对于股改限售股来说，我们把持有限售股数量占总股本大于等于 5%的帐户定义为“大非”，把小于 5%的帐户定义为“小非”。大非限售股 09 年解禁市值和占流通市值比分别为 1.4 万亿元和 20%。2009 年 5 月和 10 月大非解禁市值较大，分别为 2087 亿元和 4795 亿元。小非限售股 09 年解禁市值和占流通市值比分别为 646 亿元和 0.9%，2009 年 2 月份和 6 月的小非解禁市值较大，分别为 274 亿元和 115 亿元。目前登记公司仅公布 08 年股改限售股大小非的减持情况，大非减持比例约为 11%，而小非减持比例约为 40%，按照这个比例计算，09 年股改限售股减持导致股票供给增加大约为 1776 亿元。

图 26：股改大非解禁市值和占流通市值比

图 27：股改小非解禁市值和占流通市值比



数据来源: Wind 光大证券

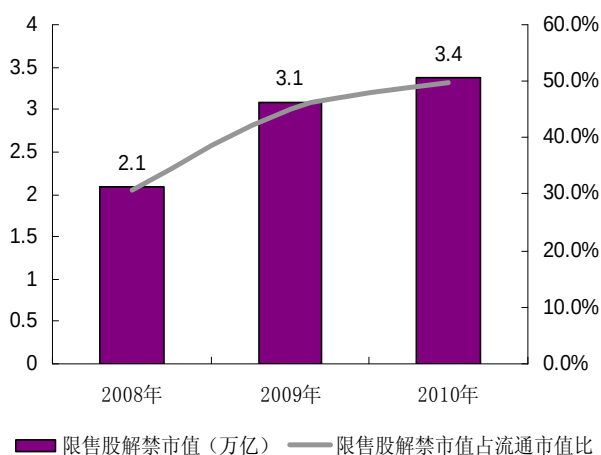


数据来源: Bloomberg 光大证券

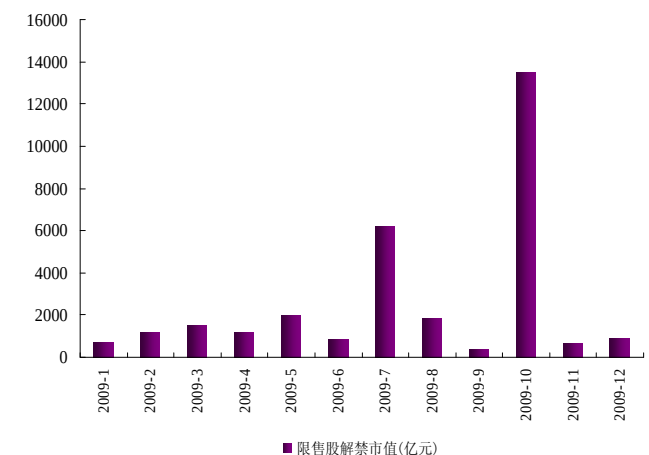
我们对于非股改限售股减持比例按照 11%来测算, 非股改限售股解禁市值为 1.6 万亿, 减持市值估算为 1760 亿。

图 28: 限售股解禁市值和占流通市值比

图 29: 限售股解禁市值月度情况



数据来源: Wind 光大证券

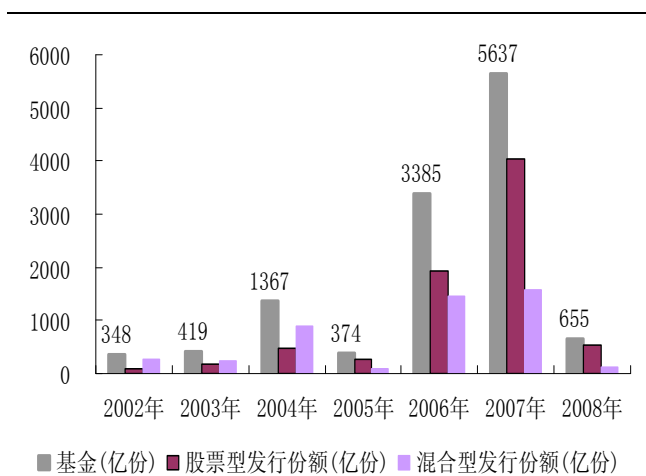


数据来源: Bloomberg 光大证券

股票型和混合型基金的增量预期并不乐观

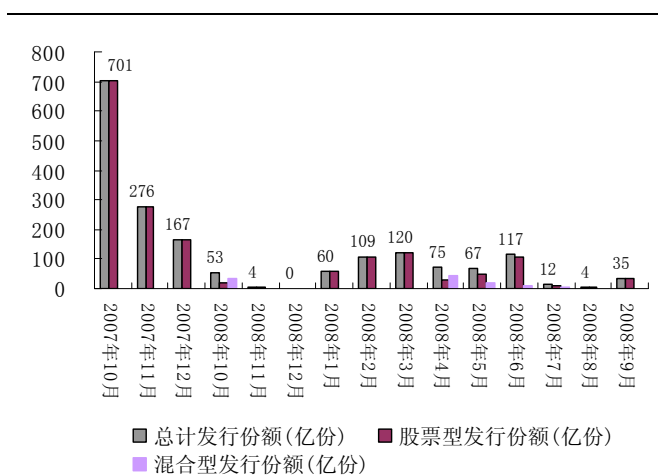
08 年的股票型和混合型基金募集资金比 2007 年大幅减少, 2007 年基金募集资金 5637 亿, 2008 年基金募集资金为 655 亿。我们预期 09 年基金募集难度比 2008 年大, 总体估算额度为 600 亿。

图 30：基金发行 08 年大量减少



数据来源：Wind 光大证券

图 31：基金发行募集资金下降



数据来源：Bloomberg 光大证券

货币供给增速有望提升，但股票市场资金供给仍需等待

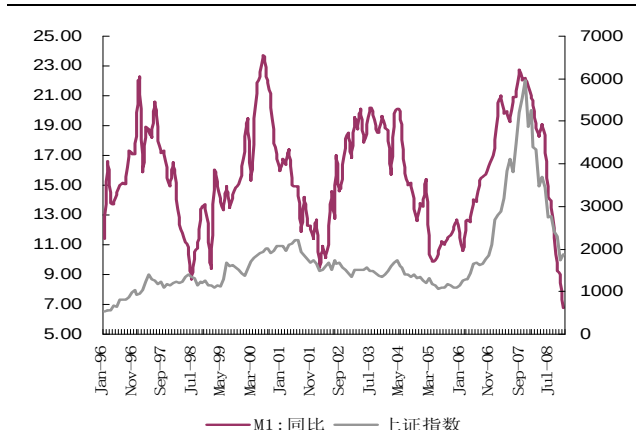
如果我们从上证指数与 M1 和 M2 历史的简单对比来看，货币供给和上证指数确实有较强的联动性。但 09 年我们面对的是通缩压力下的货币扩张，因此我们更需要考察通缩阶段下货币放松与股票市场的联动性。

图 32：M2 增速与上证指数



数据来源：wind 光大证券

图 33：M1 增速与上证指数

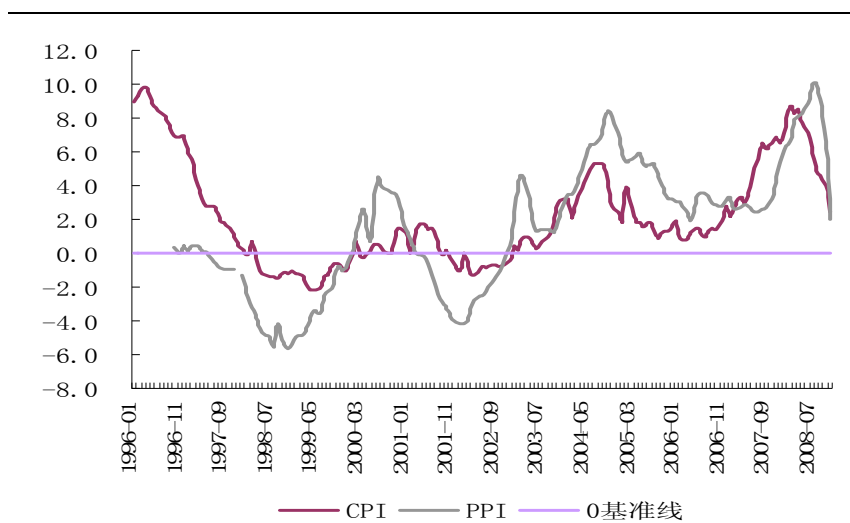


数据来源：wind 光大证券

中国 A 股市场有两个阶段经历通缩压力。其一是在经受东南亚金融危机的 98-99 年，CPI 从 1998 年 2 月的 -0.1% 开始，下跌到 1999 年 4 月 -2.2%，到 2000 年 5 月份才逐渐恢复为正。PPI 从 1997 年 6 月的 -0.37% 开始，下跌到 1998 年 11 月 -5.68%，到 2000 年 1 月份才逐渐恢复为正。其二是在 2001~2002 年，CPI 从 2001 年 9 月的 -0.1% 开始，下跌到 2002 年 4 月 -1.3%，到 2003 年 1 月份才逐渐恢复为正。PPI 从 2001 年 4 月的 -0.1% 开始，下跌到

2002 年 2 月-5.68%，到 2002 年 12 月份才逐渐恢复为正。

图 34: CPI、PPI



数据来源: wind 光大证券

在通缩时期，M2、M1 增速与股票市场联动性减弱。从 M2 的角度来看，1998-1999 年，M2 增速超过（GDP 增速与 CPI 之和）分别为 8.5 和 8.1，但是上证指数收益率为-4%和 19%。2001-2002 年，M2 增速超过（GDP 增速与 CPI 之和）分别为 5.9 和 8.08，但是上证指数收益率为-20.6%和-17.5%。货币供给对于股票市场强劲反弹的催化时点并不确定，1999 年 4 月 cpi 到底部，随后两个月反弹 61%。但是 2002 年 4 月 cpi 到阶段性底部时，市场表现并不强劲。09 年货币政策目标为 M2 增速超过（GDP 增速与 CPI 之和）为 4%，争取广义货币供应量 M2 增长 17%左右，可能促使市场波动加大，在盈利增速下降趋势没有扭转前，难以产生趋势性机会。

表1: 中国GDP增速、CPI、M2增速与上证指数收益率

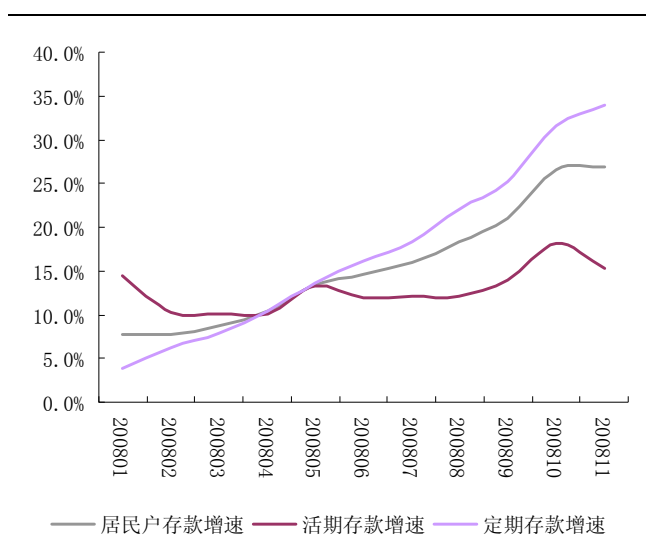
	GDP 增速	CPI	M2 增速	M2 增速-GDP 增速-CPI	上证指数	上证指数收益
1992 年	14.2	8.8	31.3	8.3	780.39	166.6%
1993 年	14	18.8	0	-32.8	833.8	6.8%
1994 年	13.1	25.5	34.5	-4.1	647.87	-22.3%
1995 年	10.9	10.1	29.5	8.5	555.29	-14.3%
1996 年	10	7	25.3	8.3	917.02	65.1%
1997 年	9.3	0.4	17.3	7.6	1194.1	30.2%
1998 年	7.8	-1	15.3	8.5	1146.7	-4.0%
1999 年	7.6	-1	14.7	8.1	1366.58	19.2%
2000 年	8.4	1.5	13.99	4.09	2073.48	51.7%
2001 年	8.3	0.2	14.4	5.9	1645.97	-20.6%
2002 年	9.1	-0.4	16.78	8.08	1357.65	-17.5%

2003 年	10	3.2	19.6	6.4	1497.04	10.3%
2004 年	10.1	2.4	14.6	2.1	1266.5	-15.4%
2005 年	10.4	1.6	17.57	5.57	1161.06	-8.3%
2006 年	11.6	2.8	16.94	2.54	2675.47	130.4%
2007 年	11.9	6.5	16.72	-1.68	5261.56	96.7%

数据来源: wind 光大证券

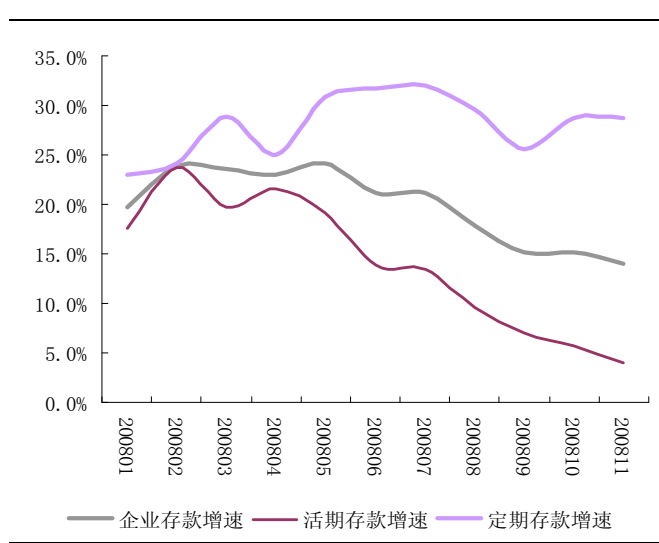
目前M1和M2增速仍处于下降趋势中,从结构来看,企业储蓄增速仍在下降,居民储蓄增速虽在上升,但定期化趋势没有改变,因此股票市场资金供给的增长仍需等待。

图 35: 居民存款增速



数据来源: Wind 光大证券

图 36: 企业存款增速



数据来源: wind 光大证券

估值: 利率下降使得 PE 抬升, ROE 下降制约空间

利率下降提升市盈率

市盈率估值的原理在于不同资产收益率的对比。市盈率倒数 (E/P) 相当于以现价购买股票一年能够获取的每股收益。我们将 E/P 与基准利率差额的历史最高值和目前的基准利率一起来确定 E/P 的合理区域。由于中国利率体系没有市场化,所以分别用一年期贷款利率、一年期存款利率、通胀三个维度进行考察。 E/P 从 1997 年以来没有超过贷款利率,所以 (E/P -贷款利率) 最高为 0; 而 (E/P -存款利率) 最高为 3.3%, (E/P -CPI 同比) 最高为 5%。从这个角度来看 PE 的合理估值区域提升到 16-18 倍。

表: 市盈率估值合理区域

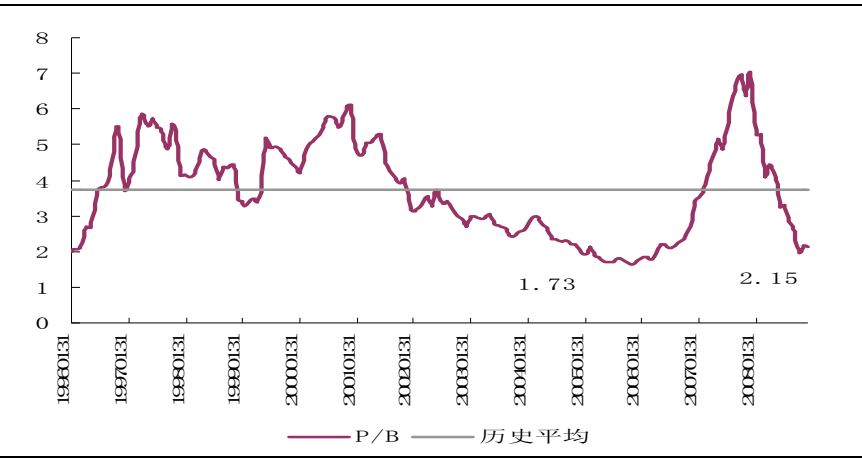
E/P-基准利率	利率设定	E/P-基准利率历史最高值	E/P-基准利率历史最高时期	PE 估值区间
E/P-贷款利率	贷款利率为 5.67%	0	2005 年 11 月	17
E/P-存款利率	存款利率为 2.25%	3.3%	2005 年 7 月	18
E/P-通胀	cpi 为 1.2%	5%	2005 年 11 月	16.2

数据来源：光大证券

ROE 回落制约了估值的回升空间

虽然利率下降提高了市盈率的合理区域，但是 ROE 回落制约了估值回升的空间。结合市盈率和 ROE 的测算，上证指数 PB 合理波动区间为 1.76-2.3。目前 PB 为 2.1，仍有 17% 的下降空间。

图 37：PB 的历史平均



数据来源：朝阳永续 光大证券

表：给定市盈率和 ROE 下，对应的市净率

市盈率和 ROE 对应的市净率水平		Roe			
		13%	11%	10%	9%
	18	2.34	1.98	1.8	1.62
	17	2.21	1.87	1.7	1.53
	16	2.08	1.76	1.6	1.44

	15	1.95	1.65	1.5	1.35
--	----	------	------	-----	------

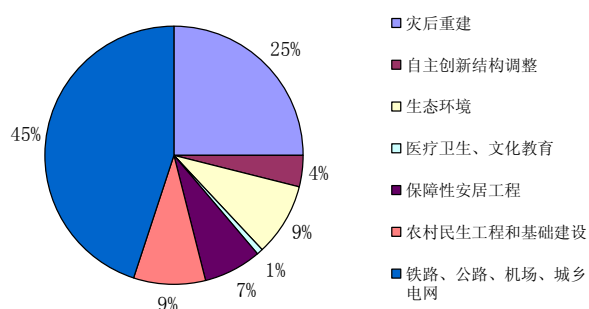
数据来源：光大证券

行业配置方向在于寻找盈利转好的路径

行业选择逻辑：政府投资和制度变革引发的需求

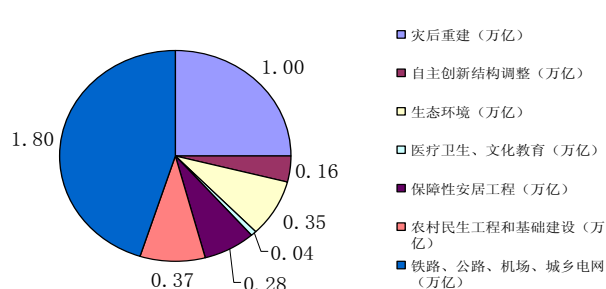
对于09年的行业选择，国际比较可参考意义并不大。例如东南亚金融危机股市下跌期间各个国家的行业选择逻辑主要是围绕三条主线，其一是全球性科网泡沫导致的电子、通讯等需求提升相关行业，其二是金融危机导致的东南亚各国汇率贬值促使旅游等出口型行业表现比较好，其三在于防守的医药等消费类型行业。这三条主线对于A股市场的意义不大，首先这次的金融危机是全球性的需求下降，并没有出现明确的增长点，所以全球需求增长引发的行业性机会看不到；此外人民币汇率基本保持稳定的政策取向以及加工贸易为主的结构对于出口类型行业也难以有所提振，防守的消费型行业在收入下降，消费增速下降的情况下也会遭受相关冲击。**09年行业配置方向在于追寻盈利好转的路径。盈利好转的驱动力主要来源于政府投资引发的需求提升。**政府投资目前主要是基于“4万亿”投资。具体构成是，近一半投资将用于铁路、公路、机场和城乡电网建设，总额1.8万亿元；用于地震重灾区的恢复重建投资1万亿元；用于农村民生工程 and 农村基础设施3700亿元；生态环境3500亿元，保障性安居工程2800亿元，自主创新结构调整1600亿元，医疗卫生和文化教育事业400亿元。从政府投资受益的行业主要包括水泥、电网设备、机械、铁路、环保。此外还有受3G牌照发放等政策催化下受益的通讯设备行业。

图 38：4 万亿投资结构占比



数据来源：发改委 光大证券

图 39：4 万亿投资结构绝对额



数据来源：发改委 光大证券

1、水泥：政策促水泥行业提早走出低谷

基建投资力度加大将有效地拉动水泥需求，促使行业景气提早到来。基础设施建设占据水泥消费 30%左右的份额，预计 09 年我国的水泥总需求量达到 15.63 亿吨左右。在投资拉动作用下，09 年的供需将呈现出上半年和下半年不同的情形。我们认为行业将在下半年走出低谷，时间判断基于以下两点：第一，政策实施需要时间，基础设施项目的开工亦需要时间，预计大量工程的开工大概在 09 年第二季度末；第二，从水泥行业本身的特点来看，落后产能的淘汰一般集中在下半年，尤其是第四季度，因此 09 年下半年的供需状况将明显好于上半年。

成本下降缓解行业盈利压力。09 年吨水泥成本将比 08 年下降约 9%—14%。由于 09 年供给增量略大于需求增量，09 年全年水泥均价较 08 年下跌 10%。通过敏感性分析，毛利率可能的范围在 14%—19%。

投资逻辑：选取供需好的区域中的高占有率公司和资金充裕的公司。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
600801	华新水泥	14.15	0.72	0.97	1.39	增持
600585	海螺水泥	25.81	1.41	2.15	2.39	增持
000877	天山股份	10.51	0.34	0.70	0.90	增持
600720	祁连山	6.63	0.014	0.42	0.55	增持

2、电气设备：政府投资背景下的行业机会

政府投资带来超预期景气。国家电网公司和南方电网公司分别披露计划，将 09、10 两年的电网建设投资分别增加 5000 亿元和 600 亿元，预计 08 至 10 年电网投资复合增长率达到 39% 的历史高点。此次最重要的受益者应为配网一次设备提供商，子行业营业利润复合增长率超过 60%。尽管目前该板块估值水平已经较高，但未来两年的投资机会仍然良好。国内风电设备市场在政府加大投资力度保障能源安全的大背景下依然景气，未来 3 年 40% 左右的复合增长率较为确定。在 3 年来的非理性繁荣之后，风电整机厂家多达 67 家，众多的行业跟进者由于受到成本、品牌、渠道等行业壁垒的阻挡很难加入强者俱乐部，价格战不会发生。战略稳健，核心竞争力显著领先的行业龙头，将会最终受益于必然到来的行业整合。作为稳健的行业龙头，也是国内唯一拥有先进自主研发能力的风电企业，金风科技仍然是我们推荐的重点。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
600517	置信电气	19.37	0.43	0.61	1.00	买入
002028	思源电气	28.16	0.99	1.30	1.84	买入
002202	金风科技	21.62	0.63	0.97	1.52	买入

3、工程机械：政府投资支撑 09 年业绩

从 09 年三季度起，政府投资对行业需求的拉动作用体现，产能利用率将提升，内外需求增势回暖。4 万亿投资拉动行业销售收入 10%，净利润 10%，显著提升估值水平。

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
600031	三一重工	16.31	1.08	1.0	1.35	买入
000157	中联重科	13.65	0.88	1.11	1.19	买入
000425	徐工科技	16.00	0.05	1.33	1.50	买入

4、铁路：投资拉动与行业变革带来铁路业发展黄金期

政策频出凸显铁路基建行业投资机会。预计我国今年完成铁路建设投资 3500 亿元以上，今后三年铁路计划投资规模将超过 3.5 万亿元，2008-2010 年铁路基本建设投资为 3199 亿元、5982 亿元和 7494 亿元，“十一五”期间年复合增长率为 48.22%；未来铁路建筑的毛利率也有望提升，首先，针对原材料快速上涨的情况，各铁路建筑相关企业均认识到成本控制的重要性，加强了大宗物资集中采购管理，以节约成本支出，从而提高项目利润。其次，由于需求下降，铁路建筑的主要成本，即钢铁、水泥等的价格目前已出现下跌趋势，减轻了铁路建筑的成本压力。预计未来三年的毛利率将会逐年提升。

铁路设备方面，“十一五”期间，铁路和城轨交通将是政府投资增幅最大的行业。大功率电力机车、重载货运机车、高速动车组、高速重载货车以及与之相配套的核心配件成为投资看点。08E-10E 动车组、城轨、电力机车保有量复合增长率分别达到 94.5%、45.8%和 36.9%成为值得投资的重要品种，铁路行业盈利能力提升同时还受益于（1）高附加值产品比重提升保障盈利能力增强。包括新产品的推出以及高附加值产品类别比重的提高；（2）新产品的规模化生产提升行业毛利率水平。随着新产品技术应用的规模化效应逐步发挥，产品毛利率正进入稳步走高的阶段；（3）生产效率的提升，国产化率的提高保障盈利能力。

在目前的铁路投资加速的背景下，铁路运输行业的投资机会主要体现在两个方面：一、运力的相对紧缺以及不同交通运输方式之间的运价对比使得铁路运输业在宏观经济下滑的背景下运量增速增长相对稳定，内在推动力为交通运输下游行业在成本控制的压力下逐步在交通运输子行业内尽可能的进行客货运量转移；二、目前铁路运输价格被低估，中长期而言，铁路运输价格具有上调的可能，虽然全局性的具体运价提升时间难以判断，但实现铁路行业未来巨额投资的可持续可能是其触发点，因为未来铁路计划投资的实现需要大幅提升自筹资金比例，而铁路价格的上调是铁路行业提升自身盈利水平，开展大规模债务融资和吸引外部资金投入铁路行业建设的基本条件之一，否则仅靠国家预算内资金难以完成未来铁路投资计

划，根据我们的测算，假设铁路运输行业税前利润率达到交通运输行业平均水平，则目前铁路运价平均需提升 8%，同时铁路运输价格平均提升 1% 能够提升铁路运输行业总体税前利润水平超过 20%，未来可能的运价提升将显著提升铁路运输行业公司利润水平。

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			08E	09E	10E	
601006	大秦铁路	8.87	0.56	0.70	0.79	增持
601333	广深铁路	3.91	0.24	0.28	0.32	增持
601186	中国铁建	10.18	0.34	0.50	0.60	增持
601390	中国中铁	5.75	0.11	0.28	0.33	增持
601766	中国南车	4.13	0.12	0.16	0.20	增持
600495	晋西车轴	18.2	0.56	0.76	0.94	增持

5、环保：小行业、大机会

“十一五”规划环保的投资计划达到 1.4 万亿元。为了积极应对全球的金融危机，我国政府推出了积极的财政刺激政策。今后三年，国家将从各个层面筹集 1 万亿元以上的资金用于环境保护。环境基础实施的大量建设会引发对环保设备、环保咨询和工程服务的大量需求。因此环境产业的上游将在我国环境产业发展的这个阶段获益最大。

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
000826	合加资源	8.96	0.21	0.29	0.44	增持

6、通讯：中国 3G，冬日之暖

随着 3G 建设的投入，未来电信固定资产投资速度将加快，来两年 3G 投入预计达到 2800 亿，预计 2009 全年电信投资为 3000 亿左右，同比大幅增长 20%。我们预计中国厂商在 3G 任何一种制式上所占份额总和都将超过 50%。这在全球经济衰退的大背景下，不仅为国内通信设备厂商提供了“避风港”，也为中国通信厂商巩固和扩展国内市场份额提供了契机。华为、中兴通讯等国厂商竞争力不断提升，全球设备供应商格局因中国力量的崛起而发生重大变化，并带动了国内生产相关配套产品的厂商迅速壮大，制造业重心由欧美加速向中国转移。全球金融风暴带来的海外厂商业绩衰退和国内厂商业绩增长这种此消彼长的过程，为国内有竞争力的企业提供了加速胜出的机会。

选择投资标的围绕受益 3G 建设和产业转移，并具有高增长的公司。2009 年，在国内 3G 建设和海外市场的推动下，我们首先关注那些受惠于国内 3G 建设的厂商如中兴通讯、武汉凡谷、三维通信等公司，其次选择和全球

产业转移相关的厂商如烽火通信、亨通光电等公司。中兴通讯既受益于国内 3G 建设，又受益于海外产业转移，是我们推荐的首选，维持对中兴通讯的买入评级。

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
000063	中兴通讯	21.3	0.93	1.30	1.69	买入
002194	武汉凡谷	15.24	0.54	0.71	0.93	增持
600498	烽火通信	8.43	0.26	0.43	0.51	增持
600487	亨通光电	8.17	0.48	0.54	0.64	增持
002115	三维通信	8.15	0.35	0.47	0.61	增持

7、重组股的交易性机会

在市场反复探底的背景下，兼并收购、整体上市、资产注入等方面的主题或为市场带来交易性机会。我们认为具有大量同业竞争或者关联交易，集团业务结构复杂需要进行梳理的标的公司具有较强的动力进行资产注入。根据目前行业景气、资本市场环境以及企业的情况，筛选出具有资产注入概率的公司：上海机场、福建高速、桂冠电力、黄海股份、一汽夏利、S仪化、航天动力、东安动力。详细请参见专题报告《寻找资产注入轨迹》。

分析师介绍

穆启国，上海交通大学安泰管理学院博士，合作出版著作当代中国管理科学优秀研究成果丛书中的《资产定价研究》，四年证券、基金研究经验，2007 年 8 月加盟光大证券研究所。

寇文红，北京大学经济学院 2008 届金融学博士，曾翻译出版美联储主席 Ben S. Bernanke 的著作《大萧条》等书，2008 年 9 月加盟光大证券研究所。

黄学军，上海交通大学安泰管理学院博士，此前供职于太平洋人寿保险股份有限公司资产管理部，于 2007 年 11 月加入光大证券研究所。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F. 邮编：200120
电话：021-68816000 传真：021-68818550

光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebsecn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-50818887-296	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-50818887-233	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-50818887-235	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高崢	021-50818887-276	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	满国强	021-68816000-1725	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

