

寒云掩落晖 冬岭苍松秀

——2009 年投资策略

赵媛媛

(021) 5010 6021
zhaoyy@lhqz.com

戴爽

(0755) 8249 2172
daishuang@lhqz.com

杨伟聪

(021) 5010 6022
yangwc@lhqz.com

熊伟

(021) 5010 6020
xiongwei@lhqz.com

张晶

(0755) 8249 2011
zhangjing@lhqz.com

谢江

(0755) 8249 2392
xiejiang@lhqz.com

叶洮

(0755) 8249 2171
yetao@lhqz.com

刘湘宁

(0755) 8249 2026
liuxn@lhqz.com

美国经济难见底，某些类别大宗商品或有反弹

流动性取决于金融部门的资产扩张而非央行的资产扩张，高杠杆的美国经济在金融危机后艰辛而漫长的去杠杆过程成为复苏的羁绊。

某些大宗商品或有反弹来源于以下一些原因：价格接近成本、供给方的垄断形成的价格控制力、地缘政治紧张、资源的战略性储备需求被低价触发、美元阶段性走弱及流动性可能泛滥。

中国 GDP 7.5-8%，CPI 上半年-0.4%，有 108BP 降息空间

进出口增速放缓至 5%，中央投资难带民间投资，与出口挂钩的收入缩水及负财富效应损害消费增长等等，都使得中国的经济恢复高增长难见曙光。

大宗商品价格比去年同期大幅下跌，引发负值 PPI，并扩散压低 CPI。实际利率将在 CPI 下行走高，消费、借贷成本攀升。预计央行仍会降息 3-4 次，年内结束降息周期。

上证指数 09 年波动区间 1600 点~2500 点

工业类企业利润增速用杜邦分析自上而下的预测值为-25%，金融房地产则自下而上采用行业研究员观点，A 股上市公司合计 09 年净利润增速为-10%。

估值将主要受到资金给和股票供需关系的影响。我们测算的主流机构资金量为 18030 亿。由于 09 年解禁的大小非以央企大非为主，减持动机不足，同时 IPO 和再融资规模预计很小，总体判断资金较为宽松，估计 PE 区间 14-22 倍。

结合盈利和估值因素，我们估计上证指数 09 年波动区间为 1600~2500 点。

行业比较之自上而下：存货视角

如在国内萎靡经济中投资拉动明显收效，医药、饮料制造、化工、元器件、交运设备、非金属、钢铁、煤炭的存货或将触底反弹。（行业排序为存货见底的先后顺序）。

行业比较之自下而上：财务视角

除了从存货角度分析行业触底反弹顺序外，我们必须审慎地检验企业能否在这场百年一遇的危机中顺利度过，那些有充裕的现金的公司生存几率较大，甚至还可能获得较大的发展机遇。我们设计一套按照包括现金方面的财务指标和估值、盈利能力的评价体系，自下而上对行业的生存状况进行了评估。

行业配置建议

综合自上而下和自下而上两方面的比较，以及当前行业的估值状况，相对于指数权重，我们建议的行业配置：超配煤炭、化工、信息设备、机械、医药等；低配地产、食品饮料、轻工纺织、交通运输、农林牧渔；其余标配。

目 录

一、全球经济金融环境分析	3
降杠杆作用下，2009 年美国仍难以见底.....	3
供给收缩可能超预期，大宗商品价格或出现反弹	3
实体经济下滑导致对大宗商品需求不振，但供给下降或超预期.....	5
美元或许阶段性大幅走弱支撑大宗商品价格.....	5
不排除流动性在危机过后再度泛滥的可能.....	6
二、中国国内经济环境展望	6
预计 GDP 增速降至 7.5 - 8%.....	6
出口形势严峻，进出口总值同比增长可能放缓至 5% 以下.....	6
中央项目减缓投资下滑，占据更大比重的市场化投资却难启动.....	6
城镇居民黯淡的收入前景和财富负效应都将打击其消费热情.....	6
CPI 将现负增长，上半年均值-0.4.....	6
2009 年降息 3~4 次，共降息 108BP	7
人民币可能跟随美元走弱	8
三、上证指数 09 年波动区间 1600 点~2500 点	8
09 年上市公司盈利增速预计为-10%.....	8
股市资金供给相对比较宽裕	9
市盈率波动区间为 14~22 倍	10
四、行业配置.....	11
自上而下从存货角度看行业复苏机会	11
自下而上选择现金充裕能顺利过冬的行业	13

一、全球经济金融环境分析

降杠杆作用下，2009 年美国经济仍难以见底

联储的资产扩张（向市场注入流动性）并不一定意味着金融部门资产的相应扩张（或非金融部门的负债扩张），流动性总量更取决于金融部门的资产扩张（货币创造）水平。基于资产风险加权的资本准备的银行体系监管框架，可以很好解释过往几年里银行体系杠杆率的急剧飙升以及管理负债的相应大幅扩张。但是金融危机促发了市场（包括监管方）对于金融部门（银行）监管框架的深刻反思，降杠杆率成为核心诉求。来自 IMF 的一项测算显示，为满足 1）核心资本/总资产 > 4.5%（22 倍杠杆）；2）普通股/风险加权资产 > 8.0% 的新要求，也由于资产证券化市场的萎缩、资本融资的困难、新会计准则（FAS140）导致的表外资产回复表内，全球主要银行大约将有 10 万亿美元的资产需要处理（7.5 万亿到期后不再展期，2.5 万亿则需要卖出），历时也将至少三年。银行体系的降杠杆化过程的艰辛而漫长，自然意味着银行体系的资产扩张将显著收缩。换言之，货币创造显著收缩，货币乘数更接近 1，经济增长由此也必将显著减缓（衰退）。

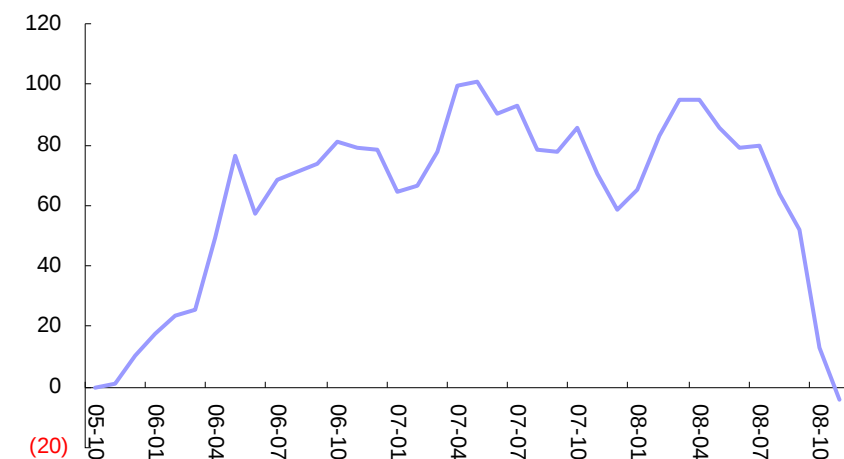
表 1 预计发达国家将陷入战后的集体衰退

美国	欧元区	英国	日本
-0.7%	-0.5%	-1.3%	-0.2%

资料来源：IMF

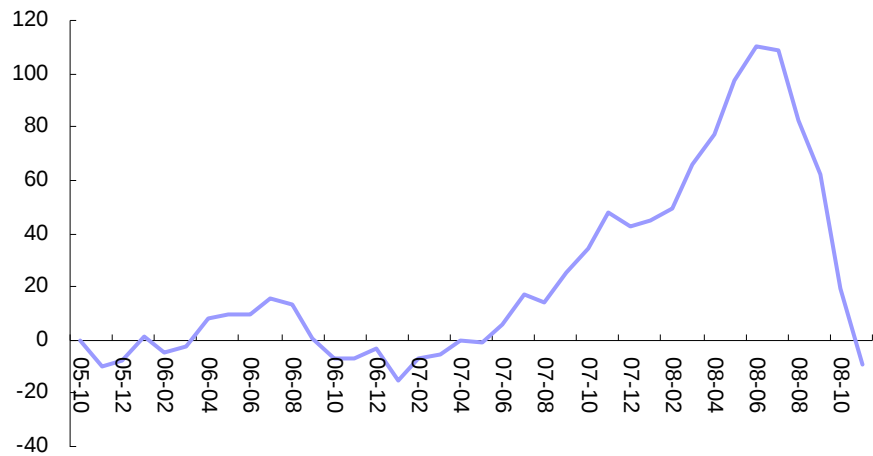
供给收缩可能超预期，大宗商品价格或出现反弹

图 1 伦敦金属指数走势(经美国 CPI 修正)



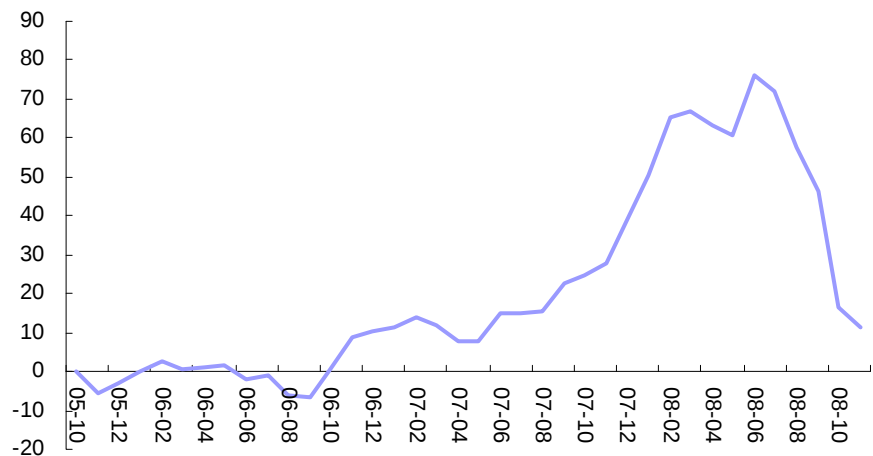
数据来源：Bloomberg

图2 纽约原油价格走势(经美国 CPI 修正)



数据来源: Bloomberg

图3 芝加哥农产品价格走势(经美国 CPI 修正)



数据来源: Bloomberg

金融危机引致的去杠杆化效应和实体经济减缓,令大宗商品在一年内经历了由“供应紧张”到“需求休克”的转换,目前各类商品的价格已经到了相当低的程度,部分商品的价格已明显低于成本。特别需要提醒的是,供应方对资源的控制和垄断程度,决定了其对市场供应量的自我调节能力,构成了平抑价格周期性波幅的重要因素。在市场剧烈波动时期,这一点往往被市场所忽视。同时,对资源的战略性储备的需求可能会填补一部分由于实体经济衰退而下降的需求,这在大宗商品价格低廉时期尤为重要。

表 2 大宗商品市场 2009 年的主要影响因素

	主要关注的影响因素	我们目前的判断
金属	实体经济的活跃程度、美元汇率的显著变化、市场流动性的松紧差异	实体经济难以乐观，美元汇率或许阶段性走弱，市场流动性有可能再度泛滥，反弹可能滞后于能源
石油	除上述原因之外的地缘政治和新能源技术进展的影响	国家增持战略储备可以平抑需求减少，地缘政治紧张以及产油国减产影响价格走势，新能源技术虽会迅速发展但影响尚难体现
农产品	因生物能源转化的实施而与石油价格密切相关	播种面积数据有待观察，油价若不超过 60 美元，农产品价格并不乐观

资料来源：联合证券研究所

实体经济下滑导致对大宗商品需求不振，但供给下降或超预期

我们宏观的结论是实体经济仍面临下滑的风险，相信随之而来的是需求不振和供应过剩，但是我们怀疑需求下滑恐因泡沫挤出效应而被夸大，而供应迅速下降或超过市场预期。

我们认为，未来一些预期中人为的抗周期的因素有望局部性改变实体经济的活跃程度，从而阶段性地影响大宗商品的供需状况：1、主要供应国地缘政治环境；2、各国政府的经济刺激政策；3、各国新能源政策及进展；4、关税调整及贸易保护政策；5、中、美等国家储备启动收储计划；6、农业保护和生物能源政策等等。因此，2009 年的大宗商品市场出现较大幅度频繁波动并不令人意外。

美元或许阶段性大幅走弱支撑大宗商品价格

美国经济现状难以确保美元始终坚挺，巨额财赤仍将不时困扰美元，美元未来阶段性走弱仅仅是时间上的问题。美国新当选总统奥巴马向美国人承诺的就业机会，一定程度上也需要弱势美元的配合。以美元标价的大宗商品价格有望因此获得支撑。

图 4 美元指数的走势



资料来源：Bloomberg、联合证券研究所

不排除流动性在危机过后再度泛滥的可能

各国为化解金融危机向市场注入了大量流动性，或将为日后的“流动性泛滥”埋下隐患。我们相信，于市场平稳期对流动性的实际需求，远低于解决危机所需。这意味着危机过后，除非能及时收回多余部分的流动性，否则恐将面临其再次泛滥。但关键的问题是，谁能在类似的“乾坤大挪移”中做到收放自如呢？

二、中国国内经济环境展望

预计 GDP 增速降至 7.5 - 8%

出口形势严峻，进出口总值同比增长可能放缓至 5% 以下

因于发达国家或陷入战后的首次集体衰退，外需将极度疲弱，中国的出口形势十分严峻。一种似是而非的观点是，欧美进口以生活必需品为主，因而“中国制造”仍将受偏爱。但美国的历史数据更表明，其内需的小幅波动将导致进口的大幅振荡。况且中国的出口结构的升级亦相当明显，高端的工业制成品占比可观。贸易依存的提升意味着中国制造业投资主导权的部分外放，而出口形势的急剧转折将沉重打击相关的制造业投资。

中央项目减缓投资下滑，占据更大比重的市场化投资却难启动

房地产行业无疑是长周期的，其投资调整的完成非一朝一夕，同时高企的房屋存量、偏离经济基本面的房价决定了房地产市场出清时间的漫长。值得肯定的是，中央政府基础建设项目的大幅崛起会减缓固定资产投资下滑的速度。

虽然原燃动购进价格与 PPI 的进一步收窄自然意味着毛利率的改善，但伴随着毛利率的改善，更可能的情景是产能利用率、进而是销售收入的大幅下降。由此，工业企业利润负增长或将延续，进而占据更大比重的市场化投资将难以启动，中央项目势必独木难支。

城镇居民黯淡的收入前景和财富负效应都将打击其消费热情

97、98 年其开支相对稳定得益于商品房改革、教育改革等制度变革的“超级因素”，但其余开支都有明显的收缩。农村消费也难以寄望一跃而起：1) 进城打工是农村居民收入快速增长的重要途径，但劳动密集型的出口部门增长前景恶化使得农民工就业极为困难，提高农产品收购价格以及加大直补力度充其量可以抵消部分农民工失业的负面因素。2) 97、98 年的历史经验表明，经济下滑之际，农村居民现金支出比收入做出更大调整，现金支出率也显著下降。因此，农村居民的收入增长，进而内需启动都将成无源之水。

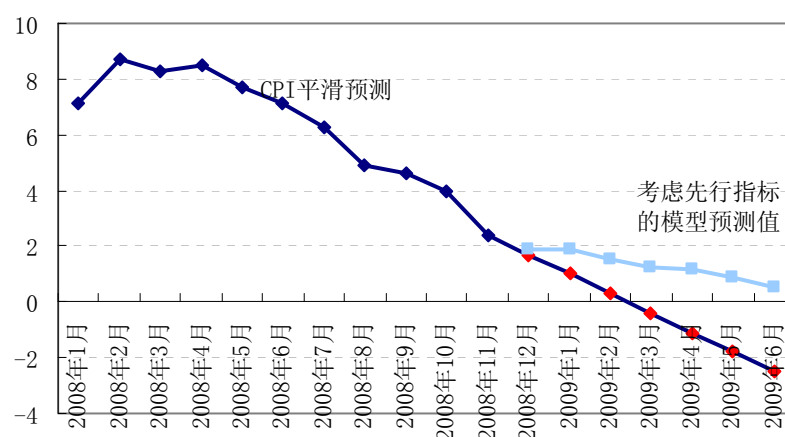
CPI 将现负增长，上半年均值-0.4

大宗商品泡沫的破灭和经济的急剧转折都将导致 PPI 负增长，进而导致 CPI 负增长。从产出缺口角度来看，99 年低于 8% 的 GDP 增长率直接导致了名义与核心 CPI 的通缩。当前，由于 CPI 相对名义利率更大幅度的下降，实际利率不断攀升。这意味着当前消费的机会成本变大，居民的消费欲望减弱。同时，负债

方处境恶化，经济主体有动力清理其资产负债表，于是借贷降低、需求弱化，物价进一步下挫，而这又将再度导致实际利率上升、经济主体降杠杆，经济陷入 Irving Fisher 所谓“债务通缩”的循环之中。

考虑到物价本身有很强的自相关性，我们同时考虑了用时间序列模型来进行平滑预测。此外，我们做了以货币供应量、工业品出厂价格、固定资产投资、社会零售商品总额、大宗商品价格为先行指标的物价预测模型。综合考虑，明年上半年 CPI 均值为-0.4。

图 5 CPI 预测值



数据来源：联合证券研究所

2009 年降息 3~4 次，共降息 108BP

我国 08 年以来的降息举措显示，贷款的长短期利差收窄，同时长期贷款与长期存款利差开始上升，表明央行欲刺激商业银行发放长期贷款的同时鼓励融资人进行长期融资的动机。

表 3 金融机构人民币存款利率变化

单位:BP

	活期	3 个月	6 月	1 年	2 年	3 年	5 年
距 02 年最低水平利差	-36	27	36	54	81	108	108
距 07 年最高水平利差	-36	-135	-153	-162	-162	-180	-198

数据来源：联合证券研究所

表 4 金融机构人民币贷款利率变化

单位:BP

	6 个月内	6 个月至 1 年	1 至 3 年	3 至 5 年	5 年以上
距 02 年最低水平利差	0	27	18	36	36
距 07 年最高水平利差	-117	-162	-162	-162	-162

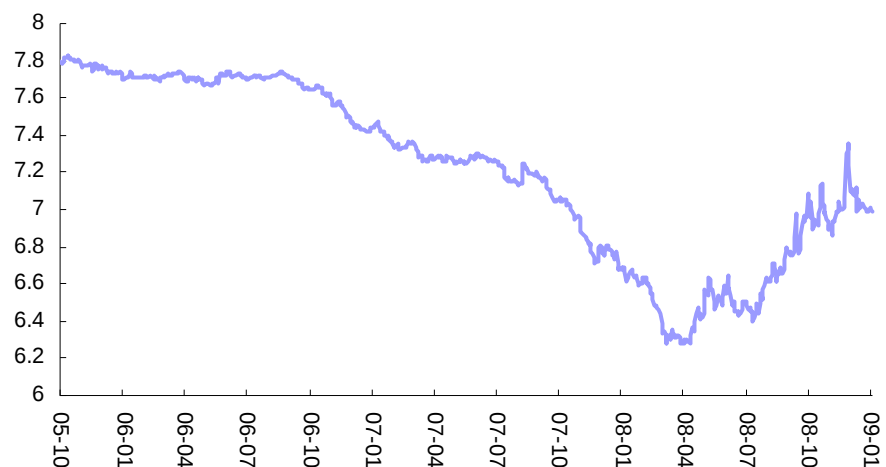
数据来源：联合证券研究所

目前长端利率（5 年存款）距 02 年历史最低水平尚有 108BP，短端（1 年存款）尚有 54BP。我们认为，以 1 年期定期存款为对象，明年我国降息过程可能见底，目前距离底部仍有 108BP 的空间。按照每次降息 27BP 估计，这一降息过程预计将以 3~4 次降息步骤来实现。

人民币可能跟随美元走弱

在当前出口下滑如此剧烈的情况下，人民币汇率作为一个货币政策变量，也自然可以期待其由升值转为贬值，这也是货币政策全面转为“保增长”的题中应有之义，正如加息转为降息、准备金率从提到降一样。事实上，在上月发布的央行三季度货币政策执行报告中已对汇率的论调由上季的“继续升值”转变为“保持基本稳定”，而本次中央工作会议报告中，对于人民币汇率也是言之不详、一笔带过，因而我们有理由认为如若贸易进一步恶化，政府将启用贬值手段力保经济增长。假如在 2009 年出现弱势美元的情况下，这种贬值可能是紧随着美元自然而然地一起走弱。

图 6 一年期人民币 NDF 走势



资料来源：Bloomberg、联合证券研究所

三、上证指数 09 年波动区间 1600 点~2500 点

对于指数运行的区间，我们的思路是在前面分析的宏观大背景下对 2009 年上市公司的经营要素进行评估，估计上市公司的利润增速；另一方面则是从资金和股票的供求关系入手，判断市场估值水平的波动区间，最后将二者结合来确定指数的点位。

09 年上市公司盈利增速预计为-10%

我们采取工业类企业 and 非工业类企业两大类的办法来进行盈利预测，其中工业类企业采取自上而下的预测方法，主要通过宏观经济数据来进行推算；非工业类企业（银行、保险、证券和房地产）则采取自下而上的方式，通过对其中主要的银行、保险、房地产板块来进行预测，两者结合从而得到全部上市公司的盈利增长数据。

对于工业企业，选取 794 家存续期超过 3 年的工业类上市公司作为分析的样本，根据经典的杜邦分析法可以得到净利润的分解计算公式：

$$\begin{aligned}\text{净利润} &= \text{净资产} \times \text{净资产收益率(ROE)} = \text{净资产} \times \text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数} \\ \text{权益乘数} &= \text{净资产} \times (\text{毛利率} - \text{三项费用率} - \text{税负率}) \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数}\end{aligned}$$

我们尝试通过对历史数据变化的追踪和当前宏观数据的最新情况来对上面公式中的各项参数进行预测，从而最后得到工业类上市公司的净利润增长数据。

表 5 上市公司 2009 年净利润预测参数

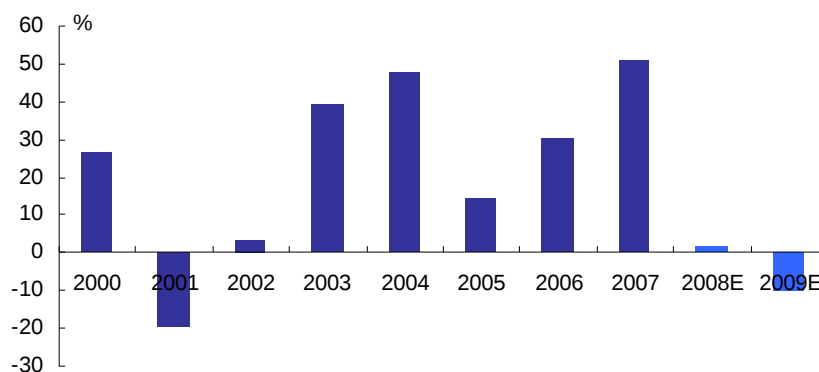
项目	预测值	预测方法
销售收入	8%	利用 GDP 与销售收入的相关性，假设 09 年 GDP 增速为 7.5% 进行线性回归
毛利率	15%	09 年大宗商品价格比 08 年大幅回落，毛利率比 2008 年有所回升
税费率	12%	三项费用下降空间已经有限，销售收入的放缓而销售费用开支相对增加，预计 09 年税费率会出现明显反弹
净资产增速	9%	2008 年以来净资产同比增幅的下降速度越来越快，考虑到企业投资意愿下降，09 年净资产形成的速度可能会出现更明显的下降
权益乘数	2.42	权益乘数长期来看相当的稳定，考虑到 09 年宽松的货币环境，预计权益乘数比 2008 年会有小幅的增长

资料来源：联合证券研究所

通过对以上五项参数的讨论分析以及做出的预估值，根据前面计算公式可以得到 09 年工业类上市公司的净利润为 1540 亿元，预计 09 年全年工业类上市公司的净利润增幅分别为-25%。

对于银行、保险和房地产行业的净利润增速，我们以联合证券研究所行业研究员观点为准，分别为-7.4%，65.4%和 15%。结合前面对工业类上市公司的业绩预测，我们估算 09 年上市公司净利润同比将下降 10%。

图 7 2000~2009 年上市公司净利润同比增长



资料来源：联合证券研究所整理

股市资金供给相对比较宽裕

我们估算的 2009 年潜在的股市资金供给，仅仅包括主流机构可以动用的资金以及目前券商存量保证金，而并不包括居民储蓄。其中机构的资金依照 2008 年 3 季度公开数据，按机构可投资比例上限进行估算；央企资金以其发行的中期票据来估计（含 08 年 4 季度）。如下表所示：

表 6 2009 年 A 股市场潜在资金供给

共同基金	保险	券商	保证金	QFII	央企	合计
3373	6371	1429	5441	427	1175	18030

资料来源：联合证券研究所

对于股票的供给，主要考虑大小非的持股和解禁计划。根据我们的统计，以 2008 年 12 月 31 日收盘价计，自 2009 年 1 月起至 2010 年底，累计解禁的股票流通市值为 20718.33 亿元，对应解禁的股份数为 2623.33 亿股。其中，2009 至 2010 年底，待解禁小非累计 51.45 亿股，大非累计 2571.88 亿股。按照央企和非央企来划分的话，央企解禁的大小非为 1946 亿股，其他为 677.31 亿股。

表 7 2009 年至 2010 年底累计解禁股份分布

		亿股				
		2009.1	2009.6	2009.12	2010.6	2010.12
大小非解禁股份数		110.91	1050.00	2079.91	2375.38	2623.34
其中：	大非股份	108.75	1007.97	2032.52	2326.61	2571.88
	央企性质大非股份	83.42	698.61	1548.62	1758.78	1918.18
	小非股份	2.16	42.03	47.39	48.77	51.45
	央企性质小非股份	0.74	26.33	27.12	27.51	27.85

数据来源：联合证券研究所。

表 8 2009 年至 2010 年底累计解禁市值分布

		亿元				
		2008.12	2009.6	2009.12	2010.6	2010.12
大小非解禁市值		738.03	8133.41	16167.41	18689.46	20718.33
其中：	大非市值	721.51	7203.73	13813.56	15934.12	17661.86
	央企性质大非市值	598.28	5274.23	10979.19	12392.74	13574.68
	小非市值	8.90	390.03	419.43	424.99	439.22
	央企性质小非市值	2.63	273.39	278.38	280.17	283.45

数据来源：联合证券研究所。

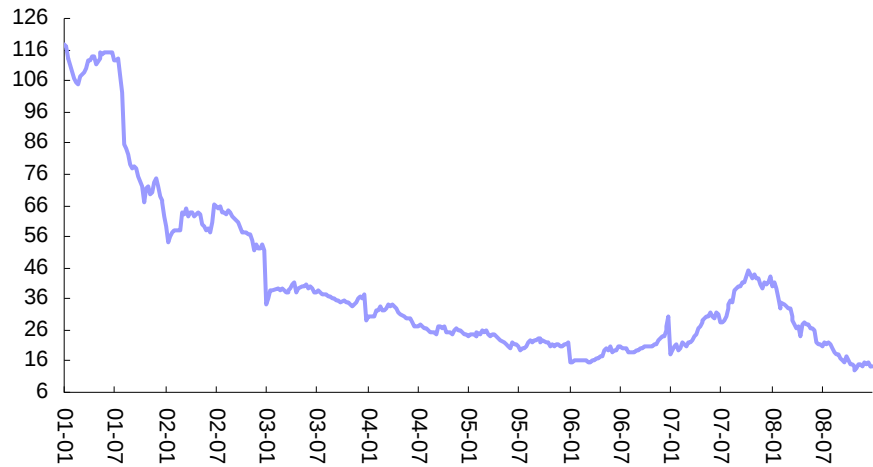
我们假设央企大非都不减持，而其他大非和所有小非全部减持，大概增加股票供给为 7144 亿元。由于经济环境不好，企业股权融资成本较高，预计 2009 年 A 股市场股权融资较少，我们忽略不计。因此，从资金供给和股票供给双方面来看，2009 年的股市的资金面还是比较宽裕的。

市盈率波动区间为 14~22 倍

由于 2009 年宽松的资金供给状况和较低的利率水平，虽然 2009 年企业盈利负增长 10%，但是我们预计 2009 年的市盈率并不会显著降低，与目前 15 倍的市盈率相比，可能的波动区间为 14~22 倍。必须强调的是，我们认为 2009 年估值水平不会出现显著降低，甚至可能会略有提高，其原因是利润负增长和资金面宽松两方面原因共同导致的，而对 2010 年更加乐观的增长预期可能也会推动 2009 年末的市盈率进一步走高。

以估值区间为 14~22 倍，净利润同比下降 10%，我们计算出了市场点位可能的波动区间为 1600~2500 点。

图 8 2001 年以来 A 股市场市盈率波动



资料来源：联合证券研究所整理

四、行业配置建议

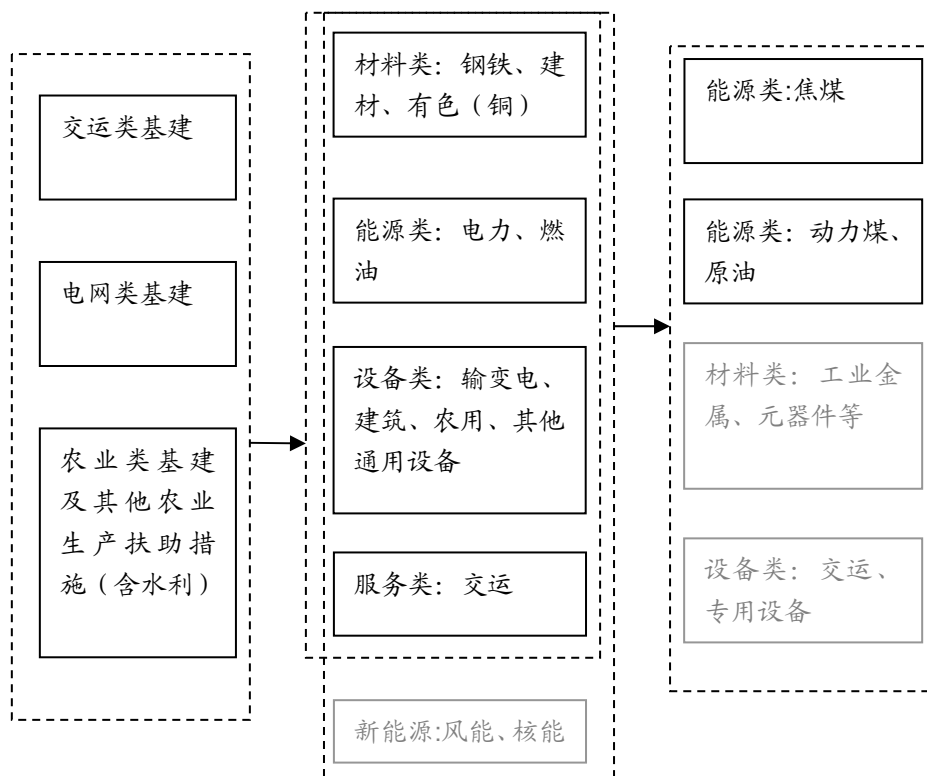
自上而下从存货角度看行业复苏机会

我们研究存货，主要基于三个理由：1. 存货增长通过减缓资产周转率和减弱企业议价能力影响 ROE；2. 存货堆积导致的现金流短缺会影响公司的估值和长期盈利能力；3. 其他固定资产投资和房地产投资这三个常见的周期因素中，存货变化最为灵敏也最早转折。此外，在价格下跌的情况下，先进先出法还会直接抬高成本，影响毛利率。

就行业而言，炼油、设备制造、化纤、房地产、煤炭、钢铁、医药、非金属、饮料制造、电子元器件、批零、化工、造纸、交运仓储这些行业来说，其存货水平是尤其特别值得关注。我们观察了历史上多次危机后这些行业复苏的顺序，并且设计了以存货消化为主的行业复苏顺序。

存货的消化最终还是落脚于结构性需求的回暖。这方面可以考察两个情景：一是美国等外围环境的复苏带动我国出口并进而带动投资和消费；二是国内积极的财政货币政策起到了预想的效果。从力度上讲，外需启动才是解决危机的根本（正如我们在 99 年末看到的）；但在时间上，内需拉动无疑见效更快。基于 2009 年美国难以见底的判断，我们目前更倾向于内需拉动的情景。

图 9 投资拉动型复苏启动的存货消化



注: 灰色部分为作用效果较弱。
数据来源: 联合证券研究所。

表 9 基于内需拉动有效的行业比较评分表

存货相关行业	已有存货	产能利用	新产能形成	周期性	内需消化速度	综合结果
医药	1	0.5		1		2.5
饮料制造	1	0.25		1		2.25
化工	1	0.5		0.5		2
元器件	1				0.25	1.25
交运设备	1	0.5	-0.25			1.25
非金属		0.5	-0.25	0.5	0.5	1.25
钢铁		0.25			0.75	1
煤炭		0.5			0.5	1
化纤	1					1
造纸	1	-0.5		0.5		1
炼油		0.25			0.5	0.75
专用设备			-0.25	0.5	0.5	0.75
通用设备	1		-0.25			0.75
房地产	1		-0.5			0.5

注: 产能调整和新产能形成为次要因素, 权重减半
周期性因素权重大于投资拉动的权重。

评分中的正、负号并不是表示该变量的多寡, 而是该变量对行业利好还是利空。

得分较高的行业为优选。

数据来源: 联合证券研究所。

自下而上选择现金充裕能顺利过冬的行业

除了从存货角度分析行业复苏的顺序外，我们必须审慎地检验企业能否在这场百年一遇的金融危机当中顺利度过，我们认为，那些账面上有充裕的现金的公司生存的几率较大，甚至还可能获得较大的发展机遇。我们设计了一套量化选股指标，按照这套指标来对上市公司打分，再按照行业进行归类求得该行业的上市公司的平均分。

表 10 上市公司战略防御性量化指标体系

指标分类	量化指标	衡量标准
战略防御性	货币资金增长	大于 1
	货币资金/营运资金	高于平均水平
	资产负债率下降	小于 1
	货币资金/所有者权益	高于平均水平
	营运资金增长	大于 1
盈利能力	ROE	连续两年高于平均水平
运营能力	存货周转率	高于平均水平
估值指标	PE、PB	低于平均水平

最后，取行业内个股得分的平均值作为整个行业的得分，

表 11 行业的“过冬能力”评分表

行业	得分	行业	得分
采掘	6.000	纺织服装	5.500
黑色金属	4.900	信息服务	4.714
家用电器	6.000	信息设备	4.333
有色金属	4.333	食品饮料	4.857
轻工制造	6.000	公用事业	3.667
商业贸易	6.667	综合	3.000
交通运输	5.800	医药生物	4.571
化工	5.375	农林牧渔	5.000
建筑建材	4.455	房地产	3.714
机械设备	4.733	金融服务	5.208
交运设备	5.333		

资料来源：联合证券研究所

以上是全行业样本的测算结果，如果我们精选 50 只股票或者 100 只股票，其行业分布又会与上述结果有所不同。需要指出的是，我们认为 2009 年中小市值股票更有机会。

我们以行业过冬能力的评分结果作为参考，加上基于内需拉动有效的行业比较评分表（未参与评分行业以研究员意见为准），最终我们对 2009 年的行业配置建议如下：

表 12 2009 年行业配置建议 (2009.1)

行业	配置建议	2009 年行业看点
煤炭	超配	09 年供大于求已成必然，业内公司纷纷减产保价，目前仍在产能利用率开始下降的初期；不过以能源为代表的大宗商品价格 09 年会有频繁波动的可能，煤炭股的交易性机会可能颇多；此外，就行业内上市公司财务状况的健康程度来看，煤炭行业也比较好，作为经济复苏后的重要资源应当超配。
化工	超配	包括石油天然气在内的大部分子行业需求较弱、供给在 1-2 年内大幅度增加，竞争日益激烈。不过，民爆行业盈利能力恢复，需求稳定，确定性强。国际化肥价格大幅下跌，并进而影响国内氮肥和磷肥的出口形势。如果没有出口消化，国内氮肥和磷肥行业将有较大的竞争压力，磷肥行业同质性强，风险更大。钾肥价格无近忧，有远虑。
信息设备	超配	3G 牌照已经发放，无线网络设备制造商作为首选投资标的；光通讯行业整体上目前增长平稳，但受益程度相对要小于移动网络设备制造业；网优类设备制造目前运营商建网采用的一些新型的覆盖方案对直放站等优化类产品或有挤出效应；持续不看好的是国内的手机制造公司，新机遇下业务改善空间仍然不大。02 年开始的经济周期中，IT 行业的影响力在下降，但是软件企业的能力在提高。在下一轮周期中，软件和 IT 服务有非常大的发展空间，投资于这个行业好公司的收益率将会可观。
机械设备	超配	铁路运输设备景气加速上行，建议超配；基建投资加速有望推动工程机械提前复苏，预计行业有望在明年二季度迎来转机；建议低配通用设备业。输变电行业设备业的景气周期将会持续到 2011 年。受原材料铜、硅钢价格的大幅下跌的影响，变压器行业的盈利水平将会明显提高。光伏行业受多晶硅价格下跌的影响，终端组件的价格也将受到一定压力。
医药生物	超配	我们对医药行业 2009 年保持乐观态度，整体有望维持 18-25% 的收入增速、25-30% 左右的利润增速，增长预期较为明确。但医药股估值目前已经比较高，某种程度上降低了医药股的吸引力。
金融	标配	银行业主要关注的是其不良贷款的提高，由于中国历史并没有可参考的类似环境，究竟提高到多少似乎要看看 1 季度的数据，另外年内仍然可能多次降息，可以在息差下行结束的时点附近增加买入；保险业的看点主要是税收的会计制度变化，以及低利率环境结束时对未来预期的改变；由于预计 2009 年股票市场并不会太大行情，新股发行也几近停滞，证券公司方面的盈利并不乐观。
有色	标配	有色金属在实体经济未能转暖的宏观背景下，基本面并不乐观，但大宗商品市场的动荡以及降息导致的风险溢价提高会使得有色金属的估值水平有所恢复。09 年的投资机会集中在顺周期子行业中的逆周期因素（尤其是整合），以及存在明确抗周期预期的子行业（如，锂业）。必须指出的是，因 4 季度价格显著下跌并维持低位，有色行业内企业恐面临存货减值计提的需要，或对年报业绩产生负面冲击。
电子元器件	标配	电子行业分子行业众多，也是新技术、新行业的孵化器。在经济转型的过程中，选择那些具有创造能力而非制造能力，更多具备“软件”属性的弱周期公司。
餐饮旅游	标配	餐饮业盈利相对较为稳定，但估值已经偏高，旅游业受到经济危机冲击较大，一些景区公司的估值水平也比较高，不建议增加配置。
建筑建材	标配	市场对政府加大基建将拉动水泥需求的看法趋向一致（前提是投入的资金规模有保证），但随着近期宏观经济的急剧恶化，对社会投资在 09 年将大幅萎缩的担心开始加剧。由于社会投资占整个固定资产投资比例远大于政府投资，如果这部分在明年出现零增长甚至负增长，将至少部分抵消政府投资对水泥需求的拉动。建筑工程方面，铁路建设、地铁建设及水利水电建设领域在宏观经济下行周期下其景气程度反而逆市上扬，可择机选择相关领域最受益品种进行积极防御。
信息服务	标配	电信运营商 09 年还处在一个“增长模式”的转换期，收入增速下滑，而从 09 年开始体现的高资本支出（CAPEX）带来的折旧和高运营成本（OPEX）将拖累业绩增长。我们引入经济收益率（REP）指标比较。总体来看，通信服务行业龙头公司的估值水平基本合理。传媒行业方面，经济周期下行时，建议超配广播电视业，低配广告业。
家电	标配	企业库存消化后，生产成本可能有一定降低，在子行业中我们更看好电视，液晶面板价格将由快速下跌提前进入到稳定下降通道，而面板价格稳定下降是彩电企业盈利能力稳定提升的重要先行指标。
商业零售	标配	目前政府刺激内需政策虽陆续推出，但其刺激消费效果仍有待观察，2010 年我国零售业如能领先经济体进入复苏期则已超预期。零售业整体经营压力逐渐加大，预计 2009 年将由 2008 年高增长迅速滑落至谷底，增速预计在 10% 甚至更低，但相对其他行业来说，或许并不差。
公用事业	标配	由于煤价下跌，在我们设置的悲观和乐观两种预期之下，火电行业 2009 年都会实现盈利增长。基于公用事业的防御属性，在 2009 年上半年应“超配”电力，以利用其防御功能；下半年视宏观经济刺激政策的效果而定，若经济复苏，则应“低配”或“标配”电力，若经济继续衰退，则应继续超配。

钢铁	标配	行业的不确定性较大，由于库存的消化以及从 3 月份开始的消费旺季（春天也是基建项目启动投资的开始），1、2 季度企业盈利会出现环比增长，因此阶段性机会可能出现在上半年。
食品饮料	低配	高端饮料产品盈利增长有隐忧，相对其他行业估值已经偏高，相对而言，我们更看好偏低端食品饮料子行业。
交运设备	低配	推出关于新能源汽车的投资机会报告《谁能分享低碳经济下的汽车盛宴》，建议关注相关个股的投资机会
轻工制造	低配	08 年中造纸行业达到景气高点之后全面回落。大部分纸品的价格下滑幅度尚不及原材料下降幅度，但由于厂商前期高价购入的原材料尚未完全消化，当前的原料价格下跌并不能显著提高毛利率水平。而且消费量额下滑意味着企业的盈利水平将不可避免下滑，对造纸行业整体看淡。
纺织服装	低配	受经济危机影响，企业出口压力巨大，经营困难加剧，但内销方面我们较为乐观，此外政府支持的力度也可能加大，建议回避议价能力弱的出口型企业；关注内销为主企业，主要指那些品牌实力和渠道控制力强、现金流充裕的品牌服装企业；同时关注政府重点扶持和政策倾斜的龙头企业。
交通运输	低配	航空业全年亏损的可能性很大，受国家注资的影响，市场存在交易性机会，但这对上市公司盈利改善并无太大帮助，而受制于行业运量限制，机场的吞吐量或将下降。这场经济危机导致的进出口贸易萎缩将对于航运和港口十分沉重的打击，未来复苏将是缓慢的。与前两者相比，受内需影响更大的公路和铁路运输相对要好一些。
农林牧渔	低配	估值已经偏高，受油价下跌影响，农产品的需求结构可能改变，价格存在一定风险。唯一乐观的因素是国家惠农收储的政策，可能导致市场存在交易性机会。此外，还有一些个股涉及其他题材，也可以关注。
房地产	低配	2009 年多次降息和宽松的资金供给将为房地产公司提供一个比较有利的经营环境，但是大量的存量房以及人民消费心理预期的变更，将会使得房地产价格难以提升，乐观估计 2009 年房地产市场将是一个量升价跌的行情，而根据我们的研究表明，房地产行业的超额收益更与其收入的大幅增长有关，对于利润则并不敏感。
综合	低配	

资料来源：联合证券研究所

近期与本报告相关的策略研究，参见：

《策略研究*年度策略 20090109：从存货角度看行业复苏的顺序》

《策略研究*专题研究 20090106：央企上市公司“估值+整合”双优势——2009 年中央企业整合的市场投资机会》

《策略研究*投资策略 20090105：转向进攻还是继续防御？》

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。