

周期性行业与超额收益

报告要点

■ 实际 GDP 的触底是一个成本问题

2008 年的经济并非是惯常的经济运行规律，而是长波衰退中的奇异点，事实上，这一奇异点的高通胀后由于成本超常规速度的回落将造就实际 GDP 出现一个奇异低点。我们已经在整个 2008 年四季度经历了这种超常规速度的成本回落，而一旦下滑的增速放缓中国即将迎来一个经济环比数字的迅速回升。所以，这种经济的演绎过程显然会激发对经济预期的改变。实际 GDP 的触底是一个成本问题，而不是利润问题，它是成本回落之后预示着经济活动正向改善的开始，但还不是经济复苏，所以，一切的反弹理当是基于预期的估值回升。

■ 行业资产配置的尴尬与主题投资

2009 年上半年市场机会仍处于无序的状态，新的经济复苏的产业轮动还没展开。但是，可能有两个机会是肯定的，一是财政政策的逆周期行为。二是中国的制度变革。在我们的工业化进程中，中国已经步入了一个工业化的扩散期，而这个阶段需要通过改革分配体制来解决在 2000 年以来的工业化起飞中所积累的贫富分化问题，这里，首要的改革当是对工农分配的改革和福利制度的改革。所以，在这个阶段中，为了中国未来工业化的顺利推进，农业与医药将是两个重要的制度性机会。

■ 大宗商品类的股票存在着可能的超额收益

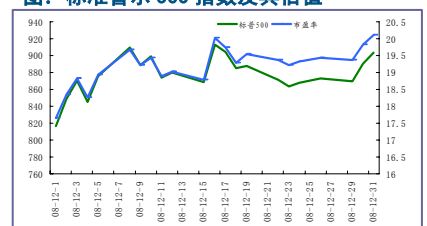
大宗商品价格的调整方式不一定与我们看到的惯常规律相一致。短期看，在价格迅猛下跌和去库存化之后，金属价格存在反弹的可能；而中期看，有色金属的价格复苏往往领先于经济复苏，因为作为最上游的工业金属存在着长鞭效应，从而对经济的细微变化相对敏感。在大宗商品的价格反弹中，我们应根据对经济的敏感性做出有色、石油、农产品和黄金这样的投资价值判断顺序，由其衍生的新能源、化工等行业都可能存在着机会。

■ 2009 年的资产配置在于需求的有效性

简单回顾 08 年最后一个月的市场趋势，其实从十大金股的行业属性差异我们可以感受到整体氛围，超越平均水平的集中在电信、医药以及受益基建投资的电力设备、西北水泥，而传统的投资品行业钢铁、机械都表现疲弱，防御性行业的相对优势体现的是市场中依然孱弱的投资心态，而确实财政政策扩张中整体 4 万亿的初始效应也开始呈现弱化，不过，从海通证券大小非解禁前后的态势区分，我们已经可以体会到估值的魅力所在，由此依然坚信，伴随着中国以及世界经济中凯恩斯主义政策的逐步细化，2009 年初将是赋予希望的一个阶段。

相关图表、数据

图：标准普尔 500 指数及其估值



数据来源：长江证券研究部

分析师：张凡

8621-63290499

zhangfan@cjsc.com.cn

联系人：杨靖凤

8621-63217917

yangjf@cjsc.com.cn

对 A 股市场的思考

实际 GDP 触底与估值提升

中国的实际 GDP 将在中国 PPI 回落后两个季度内出现最低点，中国经济正在经历一个最坏的时刻，这是我们判断中国股市出现中级反弹最核心的逻辑。这种反弹的核心原因，是成本的大幅下降从而使通胀对经济的抑制作用发生方向性的逆转。当我们观察到中国的 PPI 在 2008 年三季度达到最高点的时候，我们基本可以确认 11 月开始的中级反弹的并非是毫无道理的估值提升。

关于实际 GDP 触底的逻辑前提是，2008 年的经济并非是惯常的经济运行规律，而是长波衰退中的奇异点，事实上，这一奇异点的高通胀后由于成本超常规速度的回落将造就实际 GDP 出现一个奇异低点。我们已经在整个 2008 年四季度经历了这种超常规速度的成本回落，而一旦下滑的增速放缓，中国即将迎来一个经济环比数字的迅速回升，这就是长波奇异点将在 2009 年上半年演绎的全过程。所以，这种经济的演绎过程显然会激发对经济预期的改变。实际 GDP 的触底是一个成本问题，而不是利润问题，它是成本回落之后预示着经济活动正向改善的开始，但还不是经济复苏，所以，一切的反弹理当是基于预期的估值回升。

行业资产配置的尴尬

只不过在这个阶段经济仍处于萧条期，处于由实际 GDP 触底向名义 GDP 触底即真正的复苏推进的过程。应该说上半年机会的存在仍处于无序的状态，新的经济复苏的产业轮动还没展开。但是，可能有两个机会是肯定的，一是财政政策的逆周期行为。二是中国的制度变革。在我们的工业化进程中，中国已经步入了一个工业化的扩散期，而这个阶段需要通过改革分配体制来解决在 2000 年以来的工业化起飞中所积累的贫富分化问题，这里，首要的改革当是对工农分配的改革和福利制度的改革。所以，在这个阶段中，为了中国未来工业化的顺利推进，农业与医药将是两个重要的制度性机会。但是，由于上述机会在某种程度上已经达成了市场的一致性预期，所以，包括水泥、机械等财政政策相关行业的估值提升已经达到相对高位，医药存在着同样的问题，而农业则存在着容量小与缺乏标的等问题，使得上述板块取得超预期的收益的可能性在降低。但是，正如我们前面所言，由于新的基于复苏的产业轮动在 2009 年上半年仍然不可能展开，所以整个资产配置的尴尬性就表露得淋漓尽致。中级反弹遭遇到了行业配置的尴尬，不得不向主题投资方面转换。关于主题投资的思路我们在上期周报里谈到过了。

还有什么反弹的超额收益

在 2009 年上半年，仍然存在着我们可能忽视的反弹机会，这种机会存在于我们对长波衰退规律的理解中。长波衰退的本质体现就是通货膨胀，所以，在长波衰退结束（大概在 2013 年附近）之前，通胀与增长始终如影随形。因此，大宗商品价格的调整方式不一定与我们看到的惯常规律相一致。短期看，在价格迅猛下跌和去库存化之后，金属价格存在反弹的可能；而中期看，有色金属的价格复苏往往领先于经济复苏，因为作为最上游的工业金属存在着长鞭效应，从而对经济的细微变化相对敏感。这些都是我们在上半年应该予以关注的问题，事实上我们刚才说的短期反弹与未来的反转之间的时间间隔，可能更多的决定了这一板块的操作价值，说的通俗点，就是中国经济能否迅速反弹决定了赌赢的概率。而由此判断，在大宗商品的价格反弹中，我们理应根据对经济的敏感性做出有色、石油、农产品和黄金这样的投资价值判断顺序，由其衍生的新能源、化工等行业都可能存在着机会。

策略选择的两面性

是跟随着反弹上窜下跳还是精选公司抱团取暖，这是两个都看似可行又都难度很大的策略。对于频繁捕捉市场的反弹机会而言，其收益的取得来源于对于介入时点的精准把握，但是这个的基础是对反弹机会的预期与认识，并非是一种可望不可及的事情。而对于精选公司抱团取暖而言，在这样的经济动荡期也存在着相当的不确定性，首先是具有明显确定性的公司都存在着高估值的问题，而如果挖掘中小企业，虽然可能可以维持一时，一旦经济形势发生明显的好转，大盘股收益的上升也可能使这种抱团瓦解。

事实上，一切尴尬的来源都在于对经济趋势的把握，因此，2009 年上半年可能可以依靠战术来取胜，但是，对于 2009 年下半年而言，无可避免的要对中国经济是否复苏做出战略判断，这将成为决胜的关键。说到这里，如果下半年经济复苏预期明确，一切的投资将重新回归周期中的产业轮动，而这个时候，什么是中国下一轮复苏的促发机制，将决定产业轮动的基本顺序。而在我们的逻辑框架下，原有工业化和城市化模式的继续推进，是中国下一轮经济的最可能促发机制，所以，我们对产业轮动的判断也是基于这种机制，从而才有了我们上述对大宗价格等一系列可能机会的判断。

投资参考：1、2 月份的资产配置

09 年资产配置前瞻：基于潜在需求的有效性

简单回顾 08 年最后一个月的市场趋势，其实从十大金股的行业属性差异我们可以感受到整体氛围，超越平均水平的集中在**电信、医药以及受益基建投资的电力设备、西北水泥**，而传统的投资品行业**钢铁、机械**都表现**疲弱**，防御性行业的相对优势体现的是市场中依然孱弱的投资心态，而确实财政政策扩张中整体 4 万亿的初始效应也开始呈现弱化，不过，从海通证券大小非解禁前后的态势区分，我们已经可以体会到估值的魅力所在，由此依然坚信，伴随着中国以及世界经济中凯恩斯主义政策的逐步细化，2009 年初将是赋予希望的一个阶段。

中国 4 万亿投资的具体衍生机会

以 08 年 9 月份央行下调贷款利率为起点，我国的政策开始转向。10 月 24 日国务院批复 2 万亿铁路投资计划；11 月 7 日铁道部向国务院申请 2009-2013 年的 5 万亿投资计划。11 月 9 日国务院出台扩大内需十大措施，确定 4 万亿投资计划。11 月 12 日国务院审批通过了 5000 亿的固定资产投资计划和四大措施。12 月 1 日又公布了新增 08 年四季度 1000 亿元中央投资的具体投向和金额。

表：国务院公布的十条措施与各部委安排资金状况统计

单位：亿元

国务院十条措施	发改委	部委安排
一、加快建设保障性安居工程	2800	建设部：09-2011 年投资 9000 亿元，其中廉租房 2150 亿，棚户区改造 1015 亿，经济适用房 6000 亿。
二、加快农村基础设施建设	3700	
三、加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设	18000	国务院批复铁道部 2 万亿，交通部申报 5 万亿投资；民航 2500 亿元。
四、加快医疗卫生、文化教育	400	

事业发展

五、加强生态环境建设 3500 2008-2010 年投资 1 万亿,而原计划是十一五 1.37 万亿。

六、加快自主创新和结构调整 1699

七、加快地震灾区灾后重建 10000

八、提高城乡居民收入

九、全面实施增值税转型改革,减轻企业负担 1200 亿元

十、加大金融对经济增长的支持力度

资料来源:国家发展改革委员会,铁道部、交通部、长江证券研究所

表: 2008 年四季度新增 1000 亿投向

投向	金额
1、 加快农村民生工程 and 农村基础设施建设	3 4 0 亿元
2、 加快建设保障性安居工程;	1 0 0 亿元
3、 加快铁路、公路、机场等重大基础设施建设;	2 5 0 亿元
4、 加快医疗卫生、教育文化等社会事业建设	1 3 0 亿元
5、 加快节能减排和生态建设工程	1 2 0 亿元
6、 用于加快自主创新和结构调整	6 0 亿元

资料来源:国家发展给各委员会,长江证券研究所

从中央公布的 5000 亿固定资产投资和四项措施看,主要包括能源、核电建设的 2000 亿元和灾后重建的中央预算安排 3000 亿元;另外采取了提高出口退税,涉及 3770 项,占总出口产品的 27.9%;支持林业生态恢复建设。从国家能源局的报告中可以看出,投资 930 亿、含香港站点的西气东输二线东段新开工;广东阳江和秦山核电扩建 955 亿元。中石油在四川彭州建立的石油冶炼项目也将开工。从这些规划中我们可以看出:**核电和西气东输工程都是将已经规划的项目提前开工,而 3000 亿灾后重建资金早已确定,现在也是采取提前安排和加大实施工程进度的方法。**

从上述的项目看:交通已规划 15 万亿项目;核电已有 2020 年前 3000 亿投资规划,并且核电项目建设周期高达 5 年;西气东输二线项目也早已在今年 2 月完成规划,当时涉及总投资 1420 亿元;保障性住房方面的增加额较大,这方面数据不全,我们采用 06 年廉租房建设 70.8 万亿看,本次规划廉租房三年完成 2150 亿元,较 06 年年均增加 10 倍左右。从农村建设来看,我国 06 年用于农村建设的中央财政支出为 504 亿元,根据 4 万亿规划中的测算,每年将新增 469 亿元,属于新增较多项目。节能减排、自主创新的新增部分也较少。**整体看来,新增部分主要来自突发事件引致的灾后重建、保障住房、农村建设三部分,而这些项目的具体实施细则也有望在 09 年的一季度进一步明确。**

行业配置: 城市化的进一步拓展

按照年度报告《经济增长变革期的产业轮动——基于潜在需求的 09 年资产配置》中的对比,中国未来的需求释放动力应该是在于城市化的进一步拓展,拓展的出发点则是源于,之前在

中国单一庞大的经济体系内，同时出现了东部区域过度型城市化以及中西部滞后型城市化的弊端，从而使得农业部分的变革在中国未来的增长模式包括产业转变中存在更多的意义，而显然东部、中西部之间城市化阶段的不同也意味着区域之间产业分化的带动力量将会有所差异。

城市化与工业化的协调性——农业部门的意义

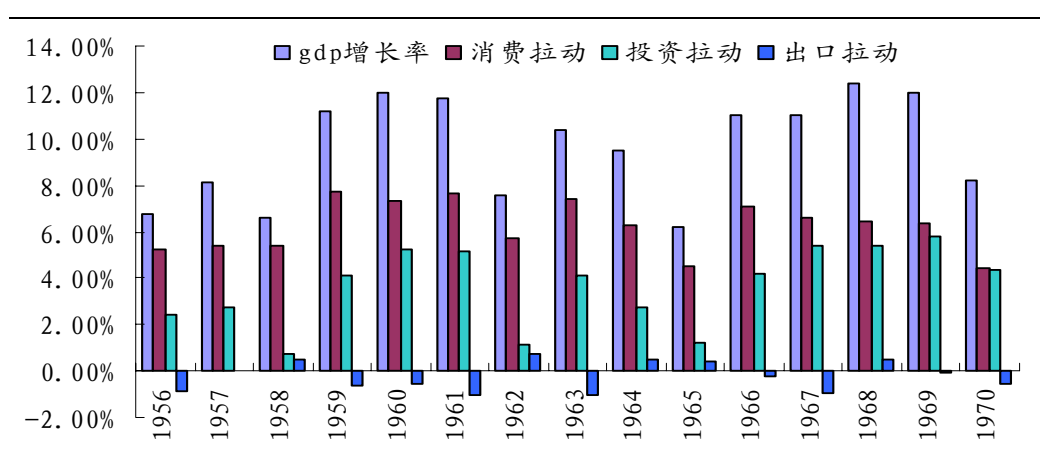
中国农业部门的投资方向

我们通过与日本在 1964、1973、1990 年三次经济增长变革期中的不同类比，得出了决定中国未来产业轮动的核心要素，或者说潜在需求增长点来源于城市化进程的进一步拓展，此种机理在于一方面我们与日本在 60-70 年代的城市化率仍有差距，另一方面，则在于在目前外部需求的背景下，改善农业部门与工业部门之间的协调性则是最本质的内需促发契机。

回顾日本在 1960-70 年间的增长机制，我们可以发现带动日本 GDP 呈现阶段性高速增长的主导是在于内需拉动，而联系美国在 1880 年之后的工业化进程同样是外需依赖度极低，也就是说城市化和工业化的演进并不绝对依附于外需拉动，实际上，依据发展经济学的演绎理论，后发型国家由于率先提升生产率的部门往往体现在工业部门，这就导致出口导向明显工业部门相对农业部门的劳动生产率提升愈迅速，工农之间的差距以及内需的疲弱化也会更加显著。

由此，参照日本在 60-70 年代通过农业部门的一系列变革，我们可以衍生出资本市场基于潜在需求增长点发挥有效性的核心逻辑，一方面，通过政策利益输送机制缩小工、农之间的收入差距，另一方面，也是最为关键的，农业部门的生产效率提升将是工、农之间协调性上升的本质，而此种过程往往伴随着土地生产率的大幅上升也就是农业机械、农药化肥规模化应用的开始，而联系到目前谈论较多的耕地流转机制，其本质上也是出于提升农业部门的规模化从而带高劳动生产率。

图：日本 1956-1970 年 GDP 增长率三项贡献



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

区域间城市化阶段的差异——上海经济再起飞

在我们的城市化进一步拓展逻辑中，考虑到城市化阶段的差异性，过度型城市化的东部地区将会呈现更多的服务业繁荣特质，而滞后型城市化的中、西部地区则依然依赖投资拉动，由

请阅读最后一页评级说明和重要声明

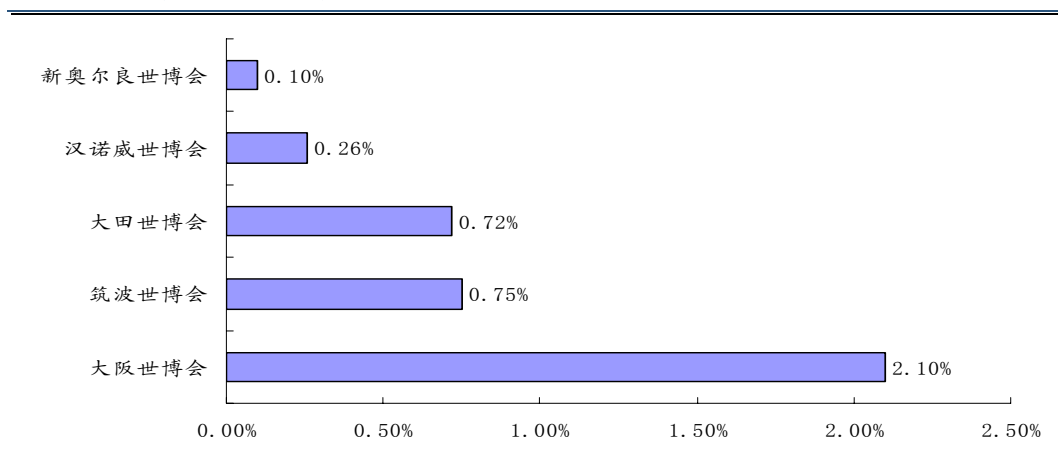
此也衍生上海这一中国核心城市未来变动的方向以及相应的投资机遇，而这种促发契机目前来看集中于 **2010 年世博会**和可能的**迪斯尼落沪**。

世博会的拉动效应

举办世博会不但标志着经济强劲发展，而且在很大程度上也推动着举办国家，特别是举办城市的经济发展，具体表现在**促进举办城市的经济增长，推动产业结构升级和创新，强化周边经济合作，推进城市建设和发展**等四个方面。

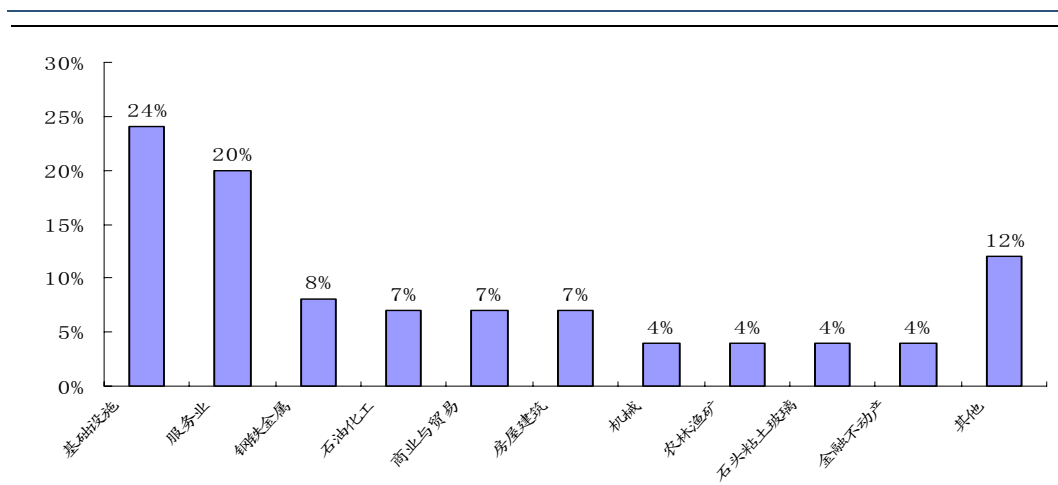
与一般经济运行相比较，世博经济更具有一个阶段性的特点。在世博的筹办、举办与会后各个不同阶段，世博对经济的影响具有不同的特点，具体体现到各个产业上。在**筹办阶段**，经济影响主要表现在大规模投资对经济的拉动作用，具体受益行业有：**基础设施、机器设备、建筑、房地产**；在**举办阶段**，主要表现为迅速增长的旅游、会展和消费对经济的拉动，具体受益行业有：**旅游、零售、食品、物流**；在会后阶段，则主要表现在投资与消费需求的回落和场馆设施的后续利用对经济的影响。

图：历次世博会对该国经济的拉动效应



资料来源：中国网，CEIC，长江证券研究部

图：日本 1985 年筑波世博会对各行业产值的影响



资料来源：《世博会对地区经济发展的影响机理和动作模式分析》，长江证券研究部

迪斯尼项目

迪斯尼是上海另外一个重要的发展机遇。虽然现在迪斯尼项目还未具体落实,但是资本市场对此已经有所反应,投资者对此也寄予较高的期望。迪斯尼在全世界共有五个项目,中国是第六个。从规模上来看,中国应该是仅次于佛罗里达的第二大项目。

从迪斯尼集团公司的运营方式看,公司的四个主要业务领域的运营如下: **影视娱乐、媒体网络、主题乐园和游乐场、相关消费产品**。因此,我们可以从中总结出迪斯尼项目可能会带动的产业有哪些。

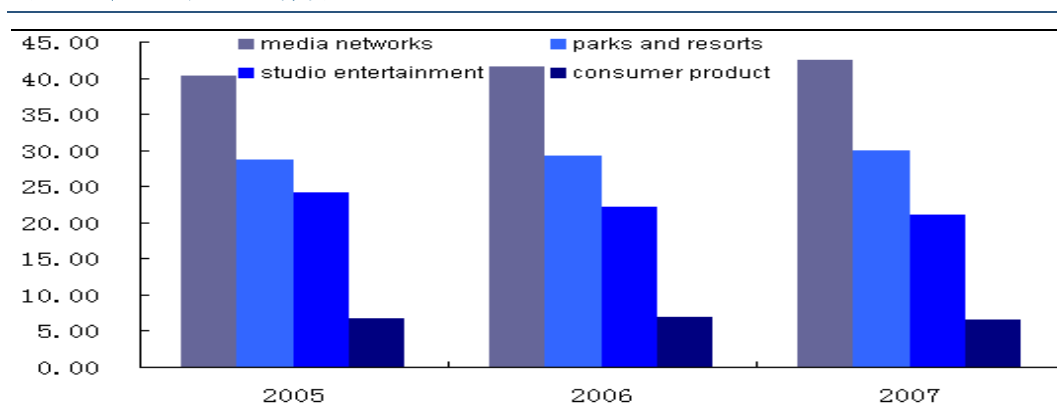
表: 迪斯尼可能带来的商业机会

业务	可能的商业机会	上海本地股
影视娱乐	出版印刷	新华传媒
媒体网络	有线电视、互联网	东方明珠、广电信息
主题乐园和游乐场	地产、建筑	陆家嘴、浦东金桥、外高桥、张江高科、中华企业、界龙实业、上海建工、浦东建设、隧道股份、申通地铁
相关消费产品	玩具生产以及其他	龙头股份、中国铅笔、九龙山、海欣股份、申达股份
特许经营	品牌授权、广告等	新世界、百联股份、豫园商城、锦江股份、益民商业、友谊股份、上海九百等

资料来源: 长江证券研究部整理

在迪斯尼的这四项业务中, **收入占比最大的是媒体网络**, 占其总营收的 40% 以上, 而且从近三年的情况来看这个比例一直稳步上升, 但是涉及到媒体网络的经营在中国将会管制比较严格, 因此这项业务的不确定性也最大。主题公园和游乐场占其营收比重为 29% 左右, 但也保持持续增加的势头, 影视娱乐和相关消费品在其业务占比中近三年则呈现下降趋势。

图: 迪斯尼公司四项业务贡献占比



数据来源: 迪斯尼公司年报, 长江证券研究部

所以我们从其业务结构中可以看到将来迪斯尼发展重点的方向。除去媒体网络获批的不确定性, 我们预计**主题公园和游乐场**将在迪斯尼中国占据首要的收入贡献, 因此围绕这项业务的相关商业将会受益。

行业差异：估值的国际化视野

我们延续去年以来的国际化估值比较，通过与成熟市场以及发展中国家，主要是金砖四国的相关市场指标进行比较，为我们自上而下角度判断市场趋势提供一个视角。

1. 商品价格暴跌后起稳，周期性行业超跌反弹

2008 年的最后一个月中，全球资本市场在暴跌后出现了**起稳迹象**，主要国家股市均围绕某一水平作出盘整运动。这一方面是由于前期对于预期**过度悲观和恐慌**而导致的股市过度调整，**另一方面**也得益于全球各国共同出台的**财政货币刺激政策**。

从行业板块来看，**原材料、能源以及工业等周期性行业**指数在前期快速连续下跌后**有所起稳**，并在风险情绪回升的带动下**率先大幅反弹**，反映世界平均水平的全球分类行业指数中原材料、能源以及工业分别上涨了 24.6%、17.2%与 14%。这一方面是由于近期国际大宗商品价格出现了止跌企稳的迹象，另一方面也是宏观预期的悲观预期已被充分反映，略微的乐观情绪就会带动估值回升。不过，对于处于上游的能源与原材料企业，由于**经济复苏之路仍然漫长**，下游消化库存和产能的步伐尚未结束，其**盈利在短期内并不会出现大幅回升**，因此仍因**保持谨慎**。分地区来看，一个月内，美国能源股反弹超过 15%，工业及原材料均收升 8%以上，欧洲则是原材料大涨 17%，工业和能源则分别收升 11%和 9%，。

过去两个月中美国及欧洲政府对风暴中心的金融类企业开展大量注资，使得金融类公司的债权风险得到化解，但由于股权被稀释，分红得到限制，而未来两年发达经济体必将对金融体系加强监管，同时金融创新这一创收利器也将受到极大限制，因此**金融类企业的盈利较为黯淡**，在本月的走势中也表现平平。欧洲与美国的金融板块股指当月涨幅分别小于 1%和 4%，为十大板块中涨幅最小的。

2. 发达国家与金砖四国各行业估值概述

依然上述 10 个行业的划分标准来看，目前，各国行业中 P/E 估值最低与最高的统计数据如下：

（1）估值最低行业，美国为能源：6.64 倍，西欧为金融：6.71 倍，日本为工业：9.11 倍，中国为金融：13.53 倍，巴西为原材料：5.92 倍，印度为原材料：4.95 倍，俄罗斯为通信：1.92 倍；

（2）估值最高行业，美国为必须消费：14.13 倍，西欧为医疗：15.46 倍，日本为公用事业：32.06 倍，中国为医疗：30.2 倍，巴西为必须消费：21.89 倍，印度为公用事业：15.34 倍，俄罗斯为工业：11.15 倍；

各国行业中 P/B 估值最低与最高的统计数据如下：

（1）估值最低行业，美国为可选消费：0.69 倍，西欧为原材料：0.59 倍，日本为工业：0.53 倍，中国为通信：0.97 倍，巴西为可选消费：0.82 倍，印度为可选消费：0.71 倍，俄罗斯为通信：0.24 倍；

（2）估值最高行业，美国为医疗：1.57 倍，西欧为医疗：1.52 倍，日本为通信：1.31 倍，中国为医疗：2.5 倍，巴西为必须消费：1.5 倍，印度为通信：2.44 倍，俄罗斯为医疗：1.26 倍；

在本轮经济调整中，周期性行业估值均出现了大幅回落，即便本月能源及原材料出现了大幅反弹，但无论是发达国家还是新兴市场国家，原材料、能源和可选消费等周期性行业板块的

估值仍然最低的，但我们认为在经济周期并未明确见底前，周期类板块的估值还是比较合理的。与此相反，作为抗周期波动较为明显的公用事业类和医疗保健类股票则由于业绩成长的相对确定性在股指经历大幅调整后仍然较高的估值。

表：发达国家与金砖四国相关行业 EPS 增长对比

EPS增长率	信息技术	原材料	工业	公用事业	金融	可选消费	能源	医疗	必须消费	通信
美国	6.53	2.5	10.83	5.45	-25.27	-15.75	22.36	12.55	-0.49	14.39
西欧	18.14	5.45	11.96	12.09	-14.7	1.76	15.8	8.3	8.96	-5.66
日本	-12.8	-12.24	-14.08	-	-32.36	-20.01	1.45	0.23	0.24	-
中国	17.36	29.27	22.28	1.88	55.89	34.47	20.1	32.45	29.62	-11.75
巴西	9.04	1.65	9.73	-7.65	8.36	24.46	1.09	32.21	-41.53	-3.21
印度	17.07	23.05	23.96	24.09	36.81	3.17	59.28	23.12	14.41	35.73
俄罗斯	-377.78	7.42	15.94	-36.37	47.45	43.68	18.46	-	32.67	46.19

数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

表：发达国家与金砖四国相关行业 PE 对比

PE	信息技术	原材料	工业	公用事业	金融	可选消费	能源	医疗	必须消费	通信
美国	12.36	8.64	9.64	13.29	12.18	8.92	6.64	14.03	14.13	10.45
西欧	8.46	7	6.81	13.33	6.71	7.7	7.3	15.46	11.07	10.03
日本	9.21	9.21	9.11	32.06	11.29	9.93	10.88	14.9	15.86	12.69
中国	17.81	16.2	18.77	23.3	13.53	19.19	14.01	30.2	23.68	18.93
巴西	14.74	5.92	6.55	6.89	7.87	7.69	6.34	10.48	21.89	9.77
印度	5.59	4.95	5.63	15.34	5.83	6.57	6.74	7.79	10.84	8.55
俄罗斯	-	2.82	11.15	4.99	4.13	2.46	2.48	3.73	3.62	1.92

数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

表：发达国家与金砖四国相关行业 PB 对比

PB	信息技术	原材料	工业	公用事业	金融	可选消费	能源	医疗	必须消费	通信
美国	0.96	0.89	1.09	1.29	0.79	0.69	0.88	1.57	1.43	1.33
西欧	1	0.59	0.89	1.43	0.62	0.79	0.81	1.52	1.13	1.21
日本	0.63	0.56	0.53	1.22	0.57	0.61	0.67	0.91	0.85	1.31
中国	1.58	1.68	1.87	1.51	2.12	1.75	1.92	2.5	2.37	0.97
巴西	1.25	1.22	1.09	1.21	0.99	0.82	1.43	0.96	1.5	1.22
印度	0.81	0.77	1.07	1.5	0.9	0.71	1.47	1.39	1.03	2.44
俄罗斯	0.46	0.5	0.95	0.42	0.46	0.56	0.61	1.26	0.47	0.24

数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

1-2 月份资产配置建议

考虑到 1-2 月份整体的实体经济运行依然处在我们所说的去库存化引导的低水平均衡，行业配置建议如下：

鉴于全球经济体系中凯恩斯主义依然处在释放期，直接受益财政扩张的**工程机械、钢铁、建材**依然维持**超配**；考虑到产业链需求传导的阶段性，上游资源品价格在下游如**钢铁等行业**出现回稳之后可能会出现阶段性反弹，以目前的流动性相对过剩以及政策援助经济的乐观预期而言，**不乏存在阶段性的投资机会**；对于有效需求增长点的寻觅将使得跟农业部门相关的**农业机械、化肥**等值得重视，不过鉴于化肥价格的波动性，我们**更为看好的是农业机械**；而**信息技术、医药、传媒行业**未来有望受益政策体制性变革；对于消费滞后于投资回落的典型工业化调整周期而言，上半年我们依然需要警惕的是**可选消费的回落**。

表：1-2 月份行业配置建议

板块名称	流通市值（亿元）	标配比例(%)	建议比例(%)	比例变化(%)	配置状态
能源	2913.68	6.56	6.56	0.00	标配
材料	6609.29	14.88	19.50	4.62	超配
化工	1908.26	4.30	6.05	1.75	超配
建材	588.99	1.33	1.79	0.46	超配
金属、非金属	3723.62	8.38	10.79	2.41	超配
纸与林木产品	293.31	0.66	0.66	0.00	标配
工业	8348.48	18.80	20.33	1.53	超配
航天军工	174.22	0.39	0.78	0.39	超配
电气设备	1203.69	2.71	3.29	0.58	超配
机械	1730.82	3.90	4.46	0.56	超配
交通运输	2620.50	5.90	5.90	0.00	标配
可选消费	4364.81	9.83	8.03	-1.80	低配
汽车及汽车零部件	831.76	1.87	1.66	-0.21	低配
耐用消费品	1540.38	3.47	2.20	-1.27	低配
消费者服务	288.87	0.65	0.65	0.00	标配
媒体	263.43	0.59	0.96	0.37	超配
零售业	1440.36	3.24	2.55	-0.69	低配
日常消费	2724.12	6.13	6.13	0.00	标配
饮料	1322.47	2.98	2.98	0.00	标配
农业食品	888.97	2.00	2.00	0.00	标配
医疗保健	2114.81	4.76	4.88	0.12	超配
金融	11830.54	26.63	21.18	-5.45	低配
银行	5711.39	12.86	9.17	-3.69	低配
多元金融	1816.48	4.09	4.09	0.00	标配

保险	1610.83	3.63	4.01	0.38	超配
房地产	2691.84	6.06	3.92	-2.14	低配
信息技术	2042.36	4.60	5.58	0.98	超配
电信服务	536.42	1.21	1.21	0.00	标配
公用事业	2933.34	6.60	6.60	0.00	标配

数据来源：长江证券研究部

月度关注重点公司

在此重点行业评价的基础上，2009 年 1-2 月长江证券十大重点公司为：中国玻纤、北大荒、三一重工、武钢股份、赛马实业、烽火通信、恒瑞医药、双鹭药业、祁连山、特变电工。

分析师介绍

张凡，上海财经大学金融数学硕士，北京航空航天大学理学院数学系，现为长江证券研究部高级策略分析师，研究领域为国际市场与市场策略，选股与对冲策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
隋立勇	销售经理	(8621) 33130450	13564994177	suily@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。