

李俊 张刚 方夏虹

021-50588866-8109

lijun@ccnew.com

2008 年 11 月 25 日

2009 年：最坏的时刻，最好的时机

——2009 年 A 股市场策略

策略报告（中证研 20081106 号）

2009 年中原证券研究所 20 家重点推荐公司

股票名称	EPS		PE		投资评级
	08E	09E	08E	09E	
中国铁建	0.32	0.45	26.41	18.78	增持
中联重科	1.15	1.44	8.36	6.67	增持
中兴通讯	1.38	1.80	12.29	9.42	买入
赣粤高速	0.90	0.92	8.83	8.64	增持
上海机场	0.45	0.56	23.67	19.02	增持
浦发银行	2.05	2.20	5.73	5.34	增持
国电电力	0.02	0.24	306.50	25.54	增持
宝钢股份	0.69	0.75	10.96	10.03	观望
万科A	0.46	0.55	12.78	10.69	增持
中信证券	1.05	0.72	17.00	25.00	增持
上海建工	0.49	0.65	14.73	11.11	增持
特变电工	0.80	1.09	40.89	30.01	增持
国电南瑞	0.69	0.88	55.38	43.42	增持
武汉凡谷	0.70	0.89	18.07	14.21	增持
电力	0.90	1.20	18.54	13.91	买入
医药	0.35	0.47	18.46	13.74	增持
医药	0.58	0.70	24.10	19.97	买入
三全食品	0.9	1.2	29.89	25.19	增持
新中基	0.43	0.75	11.64	8	买入
中信国安	0.31	0.70	16.74	7.41	增持

数据来源：wind 资讯 中原证券研究所

投资要点：

- 全球经济正在面临衰退的风险，国内经济向下调整已成定局，09 年预计是最坏的一年。但是，在宏观政策刺激下，09 年 GDP 增速仍有望维持在 8%-9% 之间。
- 09 年 A 股上市公司净利润增速预计在 -5% 至 -15% 左右。出于季度盈利的基数效应以及宏观政策的累积效应的考虑，2009 年上市公司业绩最低点可能出现在一季度前后。
- A 股市场供需平衡已发生逆转。在 08 年财富负效应下，伴随着储蓄陆续回流且定期化趋势明显，A 股市场供需平衡已出现逆转。值得注意的是，09 年限售股解禁规模约为 6846 亿股，我们估计实际减持约 500-1000 亿股，流动性更是雪上加霜。
- 我们认为在流动性逆转的前提下，在限售股与融资融券的共同作用下，在国内外市场联动效应加强的背景下，09 年 A 股市场分化开始加剧。
- 我们认为 A 股市场整体估值已趋合理，整体将震荡筑底，是长线资金动作的良机。09 年投资者须关注一系列宏观及市场指标以寻求股票市场和经济走稳的信号，关注由于系统性风险释放后结构性分化的出现，抓住期间振荡的反弹机会。
- 09 年 A 股运行中枢：1300 点-2900 点，对应 09 年市盈率 15 倍-26 倍。我们建议投资者在上半年采取防御策略：关注必需消费品、医药、机场及基础设施类抗周期股票。建议投资者在下半年采取主动策略：关注通胀下降过程中的受益行业；政策刺激下部分周期性行业拐点的产生；超跌反弹后龙头行业的阶段性交易机会。
- 风险提示：国内经济恶化；限售股解禁无实质性政策；金融危机进一步演化成为全球性经济危机。

联系人：马嵌琦

电话：021-50588666-8038

传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道 1600 号浦项商务广场 18F

邮编：200122

目录

1	引言	5
2	宏观经济：08 年困难，09 年更困难	7
2.1	全球经济：面临衰退的风险	7
2.2	国内经济：难以独善其身	10
2.3	4 万亿元投资博弈经济下滑	15
3	企业盈利增速：09 年继续回落	19
3.1	工业企业盈利：增速回落明显	19
3.2	上市公司业绩：08 年净利润增速放缓	21
3.3	我们的判断：09 年负增长，业绩最低点或出现在一季度	25
4	限售股解禁：全流通过程中的阵痛难以避免	25
4.1	限售股解禁压力巨大	25
4.2	减持已成“堰塞湖”	26
4.3	09 年限售股减持规模在 2335 亿元至 4389 亿元之间	28
4.4	政府的态度决定短期减持压力	28
4.5	全流通时代，博弈下寻找新平衡	29
5	股票供需：股票供需发生逆转	29
5.1	A 股市场骤然降温	29
5.2	市场环境变化的背后，A 股市场流动性已发生逆转	33
6	市场分化：开始加剧	36
6.1	香港市场分化明显	36
6.2	A 股市场分化条件已初步成熟	38
6.3	09 年 A 股市场分化开始加剧	38
7	A 股长期估值已趋合理，关注买入时机	39
7.1	长期估值已趋合理	39
7.2	短期存在风险，关注择时和分化	40
8	投资策略：2009 年：最坏的时刻，最好的时机	41
8.1	经济下滑、供求担忧和政策刺激下的博弈年	41
8.2	A 股市场走势判断	42
8.3	投资建议及行业配置	43
9	风险提示	47

图表目录

图 1: 历次金融危机造成的经济损失	7
图 2: 美国个人消费支出大幅下滑与信用卡违约率大幅上升	8
图 3: 美国房地产市场仍不乐观	8
图 4: 发达国家失业率已在上升	9
图 5: BDI 指数与 CRB 指数显示需求下滑	9
图 6: PMI 指数显示发达经济体已进入衰退	9
图 7: 过去 30 年 GDP 下降周期调整通常在 3 年以上	10
图 8: 我国外贸依存度逐年上升	10
图 9: 累计出口增速显著下滑	11
图 10: 房地产市场销售低迷	11
图 11: 新增商品房仍在继续	12
图 12: 经济指标显示经济增速下滑	12
图 13: 我国已进入降息周期	13
图 14: M1 增速与市场走势	14
图 15: 07 年财政盈余大幅增加	14
图 16: 税收减负空间较大	15
表 1: 八大部委在行动	16
图 17: GDP: 97/98 年 vs 08/09 年	17
图 18: 资本形成与出口: 97/98 年 vs 08/09 年	17
图 19: M1 增速: 97/98 年 vs 08/09 年	17
图 20: 97/98 年周期性行业投资减少	18
图 21: 97/98 年居民收入增速下降	18
图 22: 97/98 年消费品零售总额增速下滑	19
图 23: CPI 与 PPI 出现剪刀差	20
图 24: 工业增加值增速放缓	20
表 2: 工业企业利润增速表	21
图 25: 工业企业盈利增速	21
图 26: 上市公司盈利增速变动	22
图 27: (剔除银行类及剔除银行石油石化) 上市公司盈利增速	22
表 3: 上市公司行业增速	24
图 28: 分析师一致预期降低	25
图 29: 09 年解禁规模巨大	26
图 30: 各种类型限售股历年解禁规模	26
图 31: 减持一直在持续	27
图 32: 小非减持加剧 (单位: 亿股, 比例: 右轴)	27
图 33: 08 年大宗交易情况	28
表 4: 09 年可能减持股数 (亿股)	28
表 5: 09 年可能减持金额 (亿元)	28
图 34: 国有限售股占绝对比例 (单位: 亿股)	29
图 35: 新增开户数持续降低	30
图 36: 换手率大幅下滑	30
图 37: 08 年二季度首现净赎回	31
图 38: 07 年以来破首发股统计	31

图 39: 07 年以来破增发股统计.....	32
图 40: 08 年来破净公司一览.....	32
图 41: 08 年来上市公司增持情况.....	33
图 42: 居民储蓄回流	33
图 43: 定期化趋势明显	34
图 44: 定期化与上证综指趋势图	34
图 45: 融资仍在继续, 融资规模较大	35
图 46: 新股发行定价过高	35
图 47: 深市限售股减持金额估计	36
图 48: 沪深 A 股平均价走势	36
图 49: 香港市场与 A 股市场股价比较	37
图 50: 香港市场分化明显	37
图 51: A 股市场分化仍不明显.....	37
图 52: A 股估值的历史比较.....	39
图 53: AH 溢价指数回落到历史平均水平.....	39
图 54: 估值的国际比较	40
图 55: 09 年净利润增速继续下滑.....	41
表 6: 2009 年上证综指运行点位.....	43
表 7: 09 年行业配置和重点公司.....	46

1 引言

08年，对于中国来说是不平常的一年。年初，我国南方多个地区遭遇雪灾；5月，四川遭遇8.0级大地震；9月，乳制品行业爆发“三聚氰氨”危机。国际上，次贷危机愈演愈烈，全球经济受到前所未有的冲击。所有这一切，促使08年国内经济整体滑坡。

年初，温家宝在回答记者提问时坦承：08年可能是中国经济最困难的一年。在这可能是最困难的一年里，我们看到居民财富缩水，大量中小企业破产，房地产行业步入寒冬……，促使管理层相继出台“利好”政策解困经济发展：宏观调控政策由“两防”迅速调整为“一防一控”，央行六年来首次二个月三次下调利率，财政部两次下调印花税，国务院常务会议出台十项提振内需政策及未来两年4万亿投资计划……

08年的A股市场同样也不平常。在经历了05-07年的狂热之后，08年的A股市场在金融危机、经济担忧及限售股解禁三大因素的综合影响下，“春季攻势”、“红五月”、“奥运维稳”纷纷落空。尤其是进入10月份之后，我们真正看到全球市场的恐慌，发达国家的市场波动已经不再是我们所熟悉的1%-2%的波动，不少股指单周跌幅即达20%以上。全球市场对金融和经济的担忧和恐惧形成共振，A股市场全年基本呈现单边下跌之势，从07年高点6124点最低跌至1664点，跌幅高达72%。

在08年A股市场投资策略报告《寻找高估值和高通胀压力下的主题投资》中，我们明确提出，A股市场的投资环境正在悄然改变，在高通胀与高估值的双重压力下，选择“立足成长、与主题共舞”的投资策略，低看上证综指至4500点。尽管我们已意识到了市场的投资环境正在悄然改变，但还是未预料到市场内在和外在的矛盾会集中爆发，导致股指短期内一泻千里。随着市场环境的变化，我们在08年中期策略报告《多因素交织下，市场分化开始显现》中，明确提出市场结构性分化的出现，并将上证综指调低至2000点。

在反思中，我们将要告别不寻常的08年。展望09年，中国经济的周期性调整与全球经济大幅放缓相交织，进入周期全面下行阶段。08年困难，09年将更困难。宏观经济面临众多的不确定因素：出口是否继续恶化、房地产会不会出现转机、扩大内需是否能真正实现……，所有这些因素再度围绕09年中国经济的走向。

09年A股市场关键词：博弈、分化与择时。

我们认为，09年是A股市场在经济下滑、供求担忧和政策刺激下的博弈年：周期向下的担忧难以消除，供求关系也难以得到根本改变，趋势力量占一时上风；但持续的政策刺激会影响投资者的心理预期，政策的累积效应有助于市场的阶段性大幅反弹。

我们认为，在流动性逆转的前提下，在限售股解禁与融资融券的共同作用下，09年A股市场分化开始加剧。具体而言，投资者需要关注减持压力小、现金流充足、资产负债率低以及具有稳定成长性的上市公司。

我们认为，股市提前反应投资者对未来经济的预期，在市场低点出现前后，09年A股有望迎来较大幅度的阶段性反弹。投资者须密切关注一系列宏

观及市场指标以寻求股票市场和经济走稳的信号，择时和分化是抓住危机后反弹机会的关键。

我们建议投资者在 09 年上半年低点未出现，宏观经济指标尚不明朗之前，采取防御策略：关注必需消费品、医药、机场、及基础设施类抗周期股票。在政策刺激下，在市场估值已趋合理的前提下，我们认为 09 年下半年蕴含着更好的投资机会。我们建议下半年投资者应更多关注：

- 通胀下降过程中的受益行业，如可选消费品、部分制造业。
- 政策刺激下可能带来的部分周期性行业拐点的产生，如石化、能源、有色等。
- 超跌反弹后龙头行业的阶段性交易机会，如银行、保险、券商以及地产等大权重板块。

09 年，博弈年，“危”中亦有“机”。股灾之后的市场总是充满着投资良机-----这在全球股市几百年的历史中，这在一些著名的投资大师的投资经历中都得到证明。

在此，我们鲜明地表达对 09 年 A 股市场的观点：最坏的时刻，最好的时机。

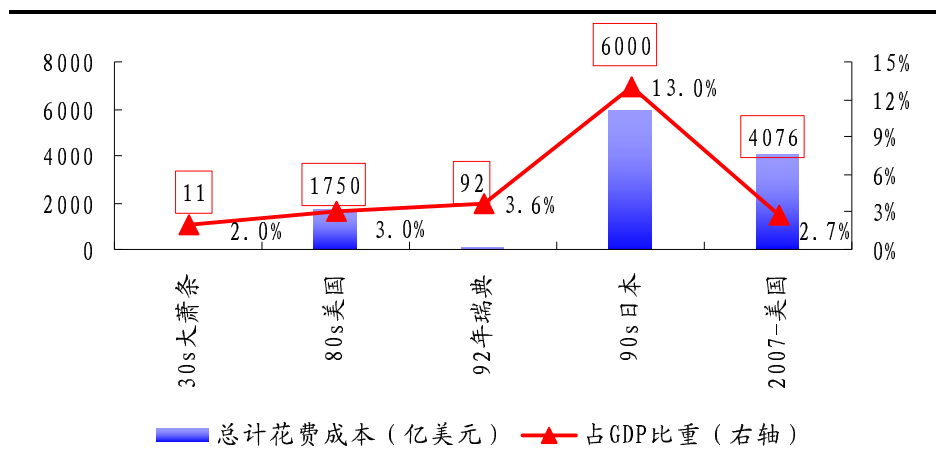
2 宏观经济：08 年困难，09 年更困难

2.1 全球经济：面临衰退的风险

以史为鉴，经济损失巨大。历史上有过几次让人印象深刻的金融危机：30 年代美国大萧条、80 年代美国储贷银行危机、1990 年代瑞典银行危机、1990 年代日本银行危机以及 2007 年以来美国次贷危机。这些危机的共同点，都是廉价的资金成本与金融法规的开放，导致投机风气大盛，刺激股市和房地产价格飙涨。本轮金融危机更可说是在过度的财务包装和杠杆运作下，承做高复杂度和低透明性的衍生性金融商品，较之前更加复杂，持续的时间可能较长，救市所需要的成本可能也会更高。

截至 2008 年 10 月 20 日，本轮金融危机已造成 6603 亿美元的信贷损失。据 IMF 最新的预测认为此轮全球金融机构的最终损失在 1.4 万亿美元，这意味着未来还有一半以上的亏损有待披露。在未来二年内，我们可能会看到在经济衰退的打击下，数以百计的中小金融机构濒临破产。

图 1：历次金融危机造成的经济损失

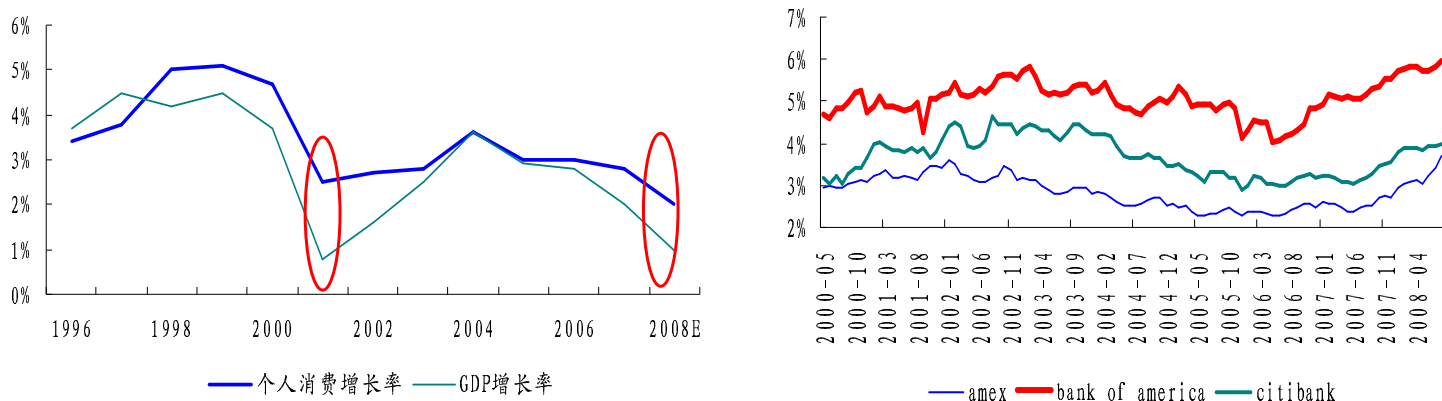


数据来源：Bloomberg UBS 中原证券研究所

房地产难言见底，消费增速放缓或进入负增长。在房价真正触底以前，相关投资的计提和银行破产事件将应无可避免的持续发生，同时企业或银行持续增加现金持有，加速造成市场流动性紧缩，并逐渐扩散到家庭消费性贷款和企业融资上。特别是 08 年 9 月份以来的金融海啸，更是导致市场资金的冻结，对相关国家的实体经济造成沉重的打击。

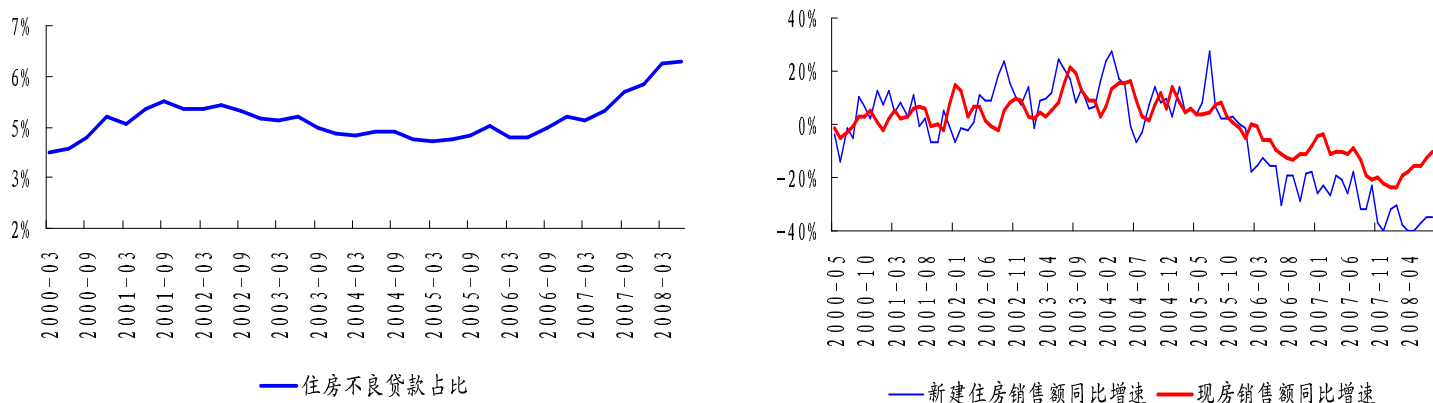
伴随着信贷收紧、就业市场的疲弱和财富的亏损，消费者信心遭受严重打击，从而使得零售业这一美国重要经济引擎运转放缓。与此同时，银行信用卡拖欠比率也大幅上升，为五年来最高。令人担心的是，这种趋势在 09 年可能会继续持续。

图 2: 美国个人消费支出大幅下滑与信用卡违约率大幅上升



数据来源: Bloomberg 中原证券研究所

图 3: 美国房地产市场仍不乐观

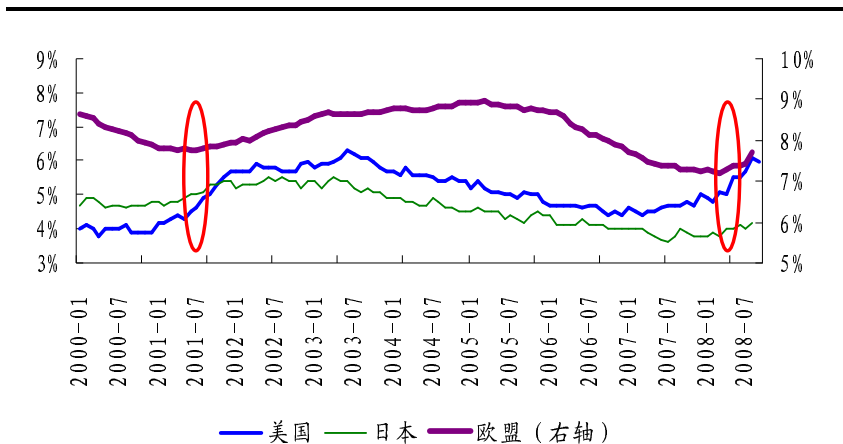


数据来源: Bloomberg 中原证券研究所

全球经济面临衰退的威胁。在救市的背后，我们看到的是发达国家经济体在 09 年面临新一轮衰退的风险。这场继 1929 年大萧条以来最为严重的次贷危机正在向信贷危机演化，随着消费和企业信贷的收紧，实体经济不可避免受到冲击。

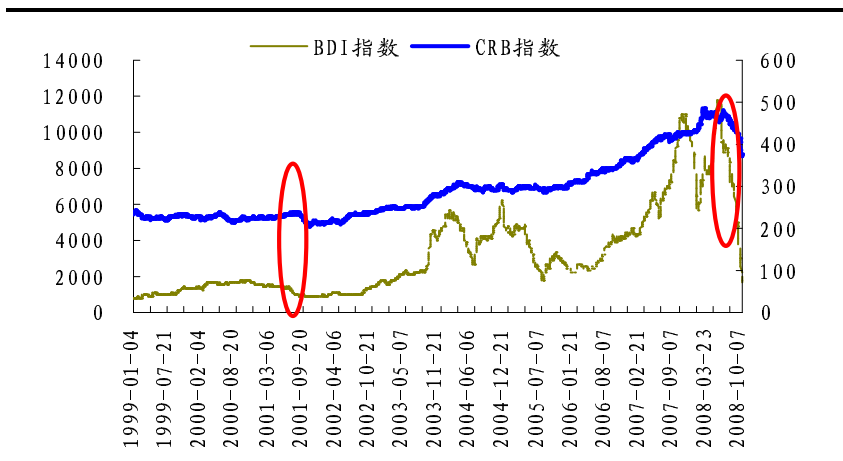
目前，我们已经看到发达经济体失业率在快速上升，反应经济需求的 BDI 指数及 CRB 指数大幅回落，PMI 指数也显示经济出现衰退可能性加大。伴随着消费恶化和信贷紧缩，全球经济将不可避免带着衰退的风险进入 2009 年。

图 4：发达国家失业率已在上升



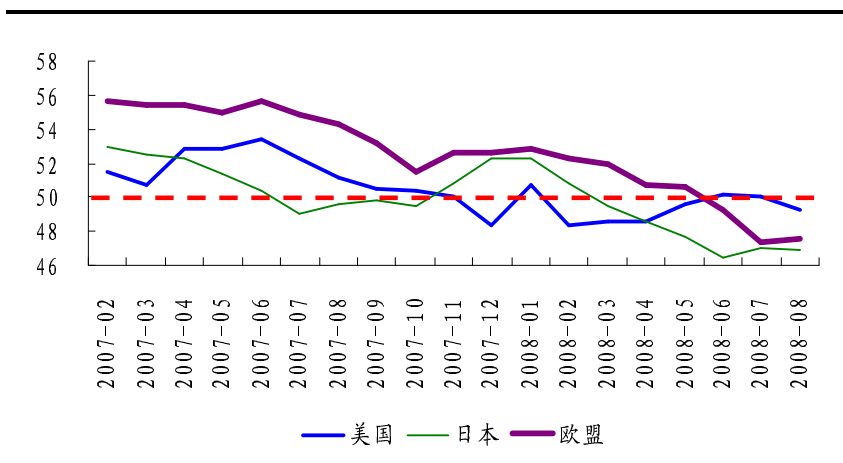
数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图 5：BDI 指数与 CRB 指数显示需求下滑



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图 6：PMI 指数显示发达经济体已进入衰退

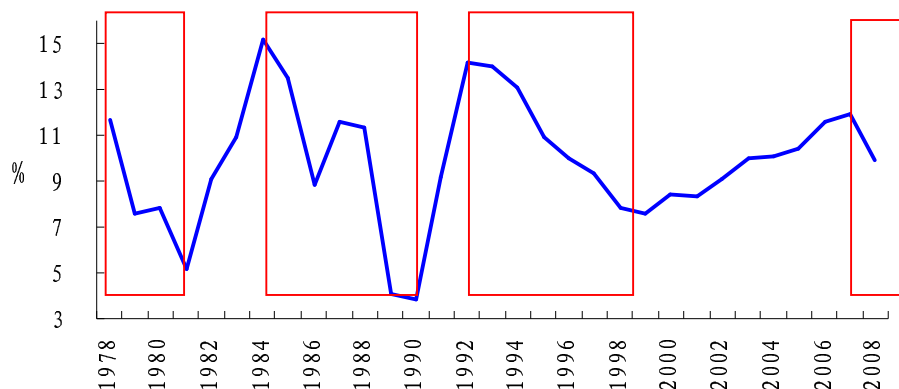


数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

2.2 国内经济：难以独善其身

过去 30 年 GDP 下降周期调整通常在 3 年以上。国内经济处在减速过程中，面临着各种向下的不确定因素，投资者日益担忧。我们在四季度策略报告中提出担忧存在于：城乡居民实际可支配收入增速缓慢，难以扩大内需；房地产市场持续低迷，固定资产投资放缓；人民币升值和外部需求的下降，出口增速下滑。我们判断，经济向下调整已成定局，而过去 30 年来我国经济向下周期的调整通常在三年以上。

图 7：过去 30 年 GDP 下降周期调整通常在 3 年以上

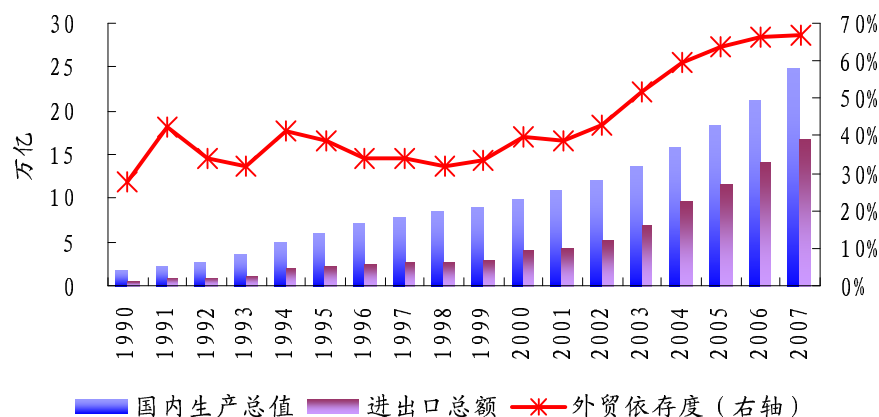


数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

出口形势严峻。目前，我国外贸依存度已达 60% 以上，随着全球经济的减缓带动欧美日消费国需求的下降，我国经济已难独善其身。虽然对欧盟和日本的出口在 08 年并没有出现明显减缓，但随着经济的减速，对其出口也无法乐观，09 年可能出现类似 08 年来对美国出口大幅下滑的情形。

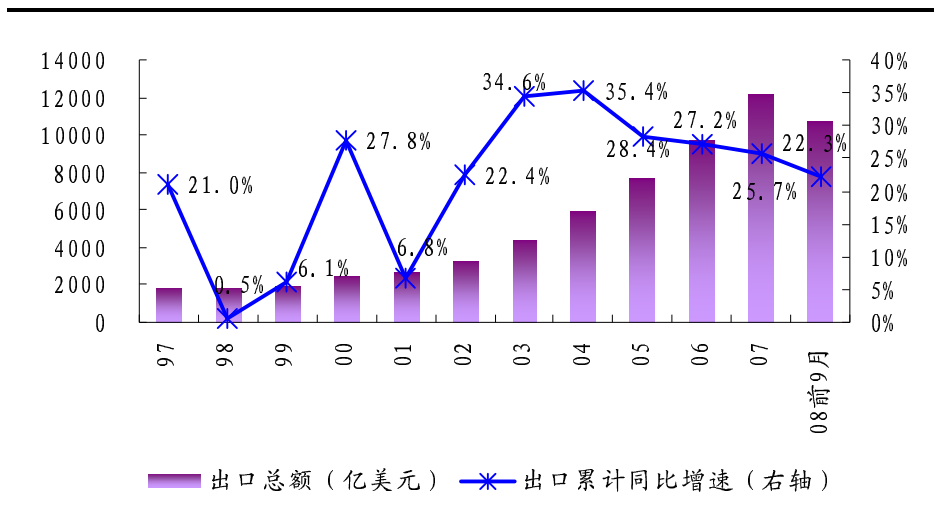
我们认为，在经历了一个高增长长期后，未来一段时间内对发达经济体的出口会出现明显下滑。在预计全球经济低迷的大背景下，出口减速的趋势不会发生根本性改变，以出口为导向的国内经济难以为继。

图 8：我国外贸依存度逐年上升



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图 9：累计出口增速显著下滑



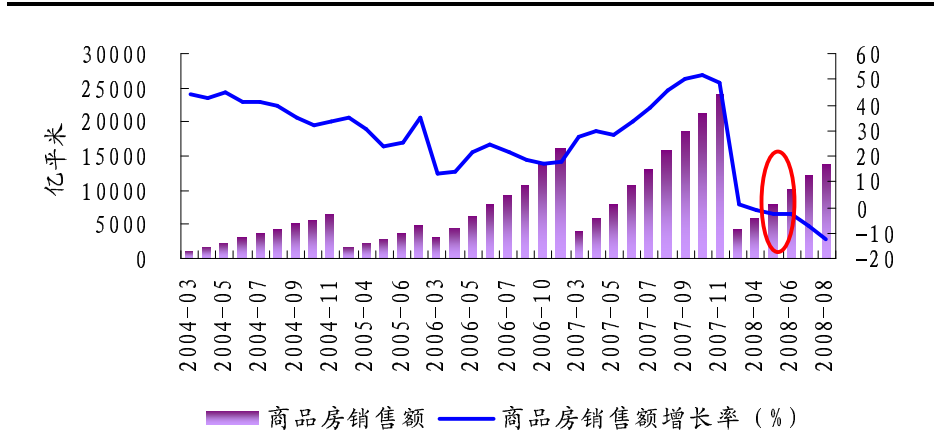
数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

房地产投资已现拐点。目前房地产市场观望情绪日浓，交投清淡。我们认为，目前房地产行业所面临的调整可能会持续相当长一段时间。鉴于房地产投资占固定资产投资比例超过 20%，以及房地产所涉及的众多行业，低迷的房地产市场对经济增长的影响显而易见。

从历史经验来看，城市化从 30%-70%存在一个加速过程。统计显示 07 年我国城市化率达 44%，正处于加速期。但我们认为中国城市化率的计算以城镇户籍推算，忽略了至少约 2 亿的进城务工人员。而这部分人员，绝大部分是低收入群体，难以提供有效的住房需求。

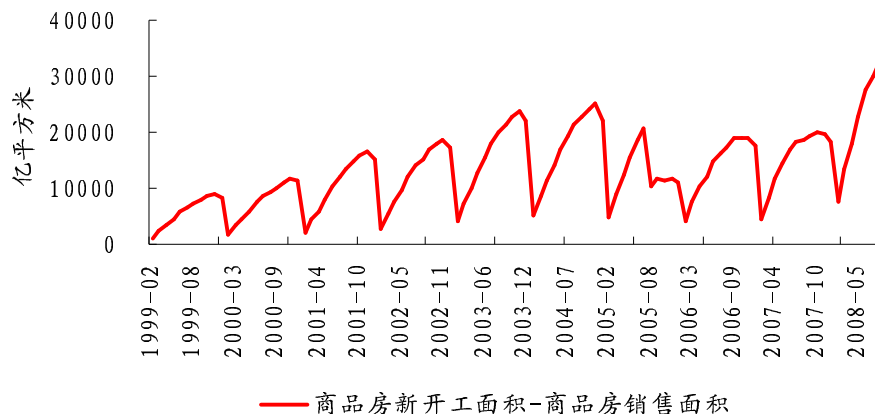
为部分低收入群体提供廉租房、经济适用房以及棚户区改造工程的力度，直接关系我国城市化的进展。如果城市化进程放缓，在城市住房价格和农民工收入之间存在巨大差距，城市年轻人在过去房价高潮期提前透支了购房需求的情况下，则房地产业可能在未来一段时间内继续维持调整，并且房地产行业可能逐渐由卖方市场向买方市场过渡。

图 10：房地产市场销售低迷



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

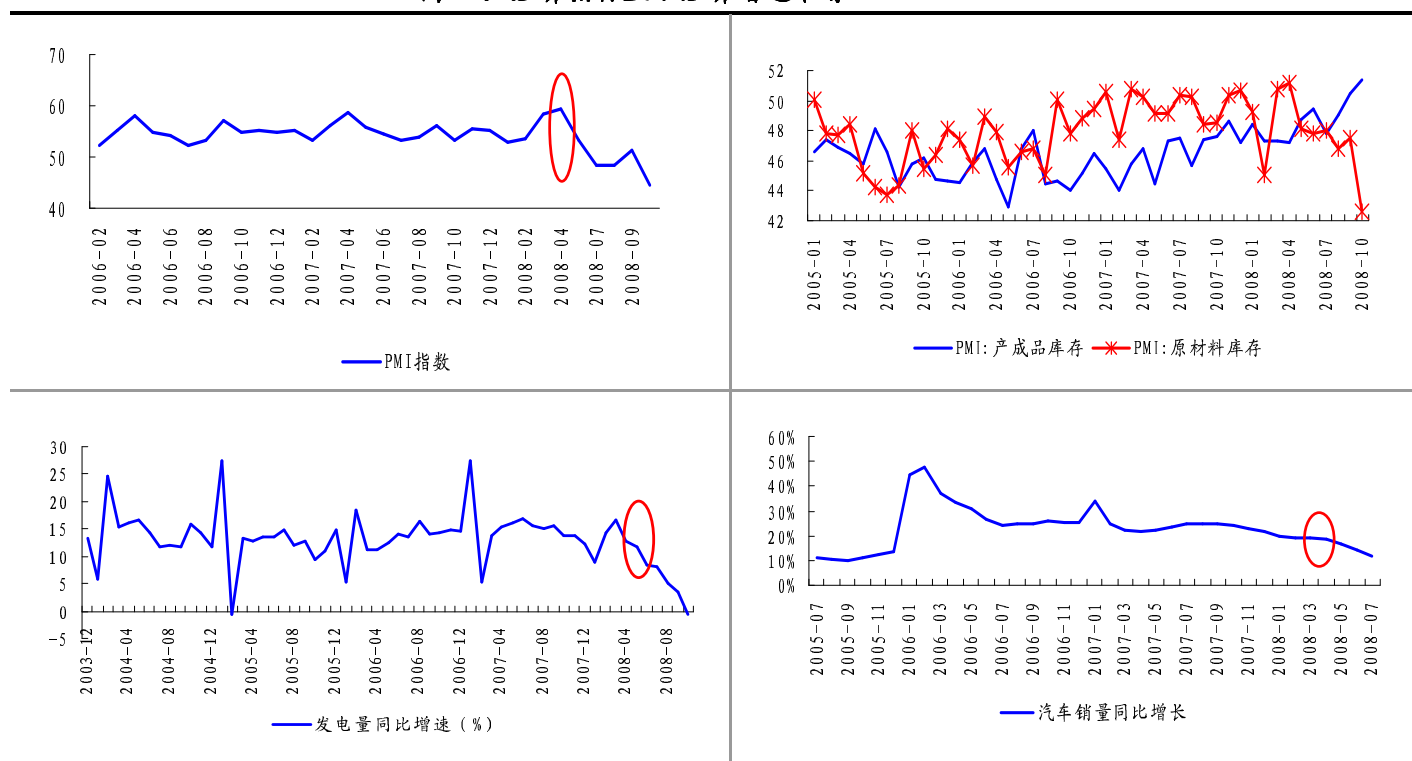
图 11: 新增商品房仍在继续

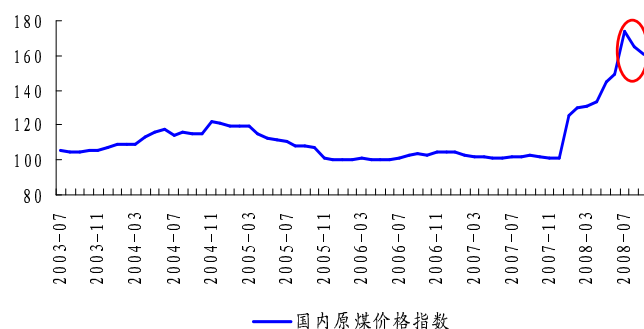
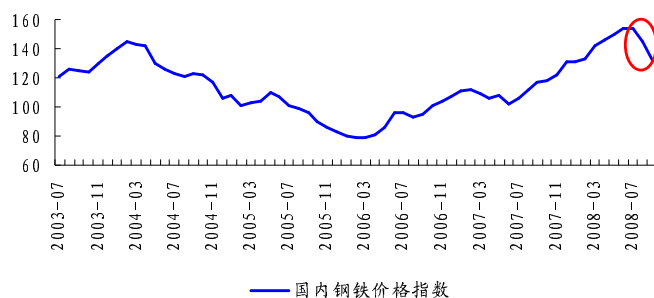


数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

具体经济指标正在并将继续体现需求放缓。经理人采购指数显示经济正在并将继续下滑。由于需求的放缓, PMI 产成品库存指数大幅上升, 而 PMI 原材料库存指数大幅回落。我们认为制造业生产过剩的状况开始显现, 存货的消耗需要相当长的时间。与此相对应的是, 其他经济指标也均显示需求已经放缓, 并且这种趋势有可能继续持续: 发电量同比增速连续七个月下降, 10 月份创 08 年新低; 汽车销量出现下滑; 房地产市场萎缩; 年初以来一直坚挺的钢铁与煤炭价格也出现松动。

图 12: 经济指标显示经济增速下滑





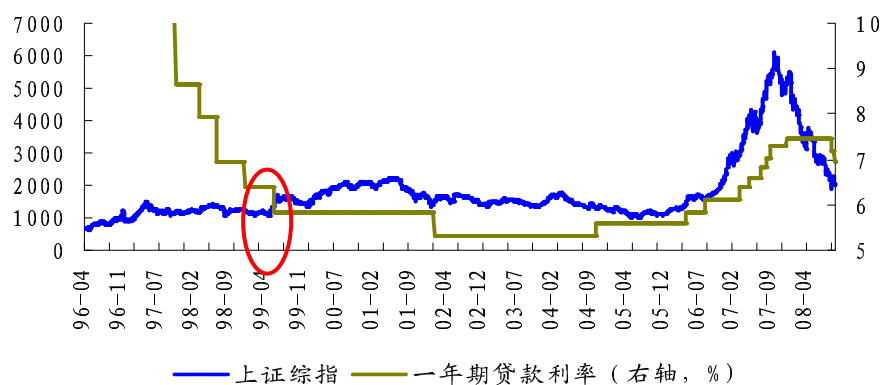
数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

适度宽松的货币政策: 已进入降息周期。 CPI 回落趋势不改, 通胀担忧大为减轻, 而经济减速的风险已经显露。在此背景下, 央行六年来首次二个月内三次相继下调利率, 我国已开始进入降息周期。

当企业的利润快速下滑时, 央行通过数量型工具放松货币, 作用并不显著。当企业财务状况发生变化时, 商业银行可能考虑放贷风险, 而不是收益。因此, 偏重于运用价格型工具, 大幅降低利率是必然的选择。

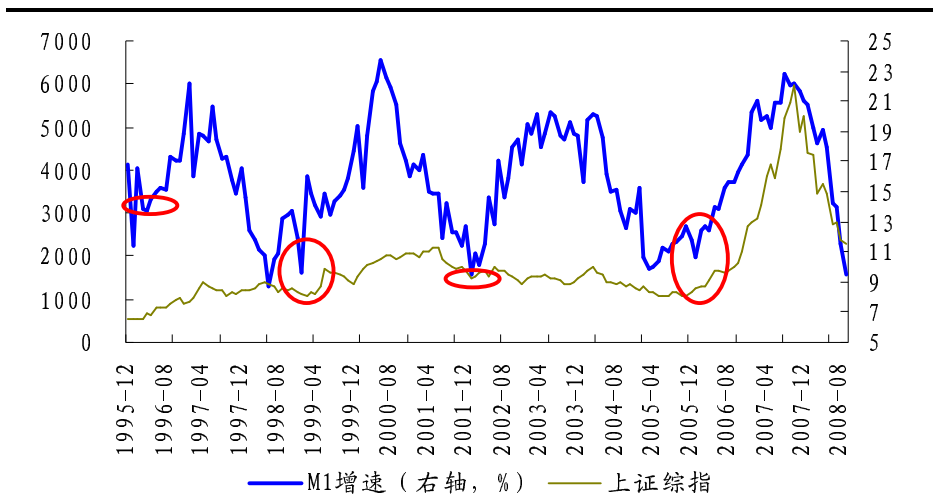
我们认为货币政策会逐步放松, 09 年底之前可能还会有 3-4 次降低贷款利率的可能。累积的政策利好效应可能有助于改善投资者的预期, 提升投资者的信心。

图 13: 我国已进入降息周期



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

图 14: M1 增速与市场走势

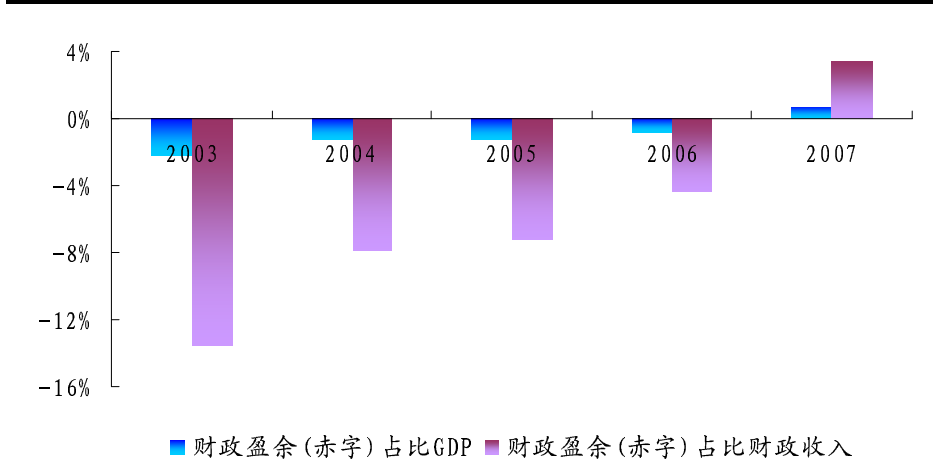


数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

积极的财政政策: 反周期。连年的财政增收大幅改善了我国财政状况, 07 年出现近 20 年来的首次财政盈余, 08 年的税收增速依然高达 30% 左右, 这意味着政府短期内依然存在刺激经济增长的能力。目前财政盈余占 GDP 比重在 0.7% 左右, 若达到 03 年时 -2.2% 左右的低水平, 对于经济增长的潜在刺激能力约达到 GDP 的 1.5%-2%。

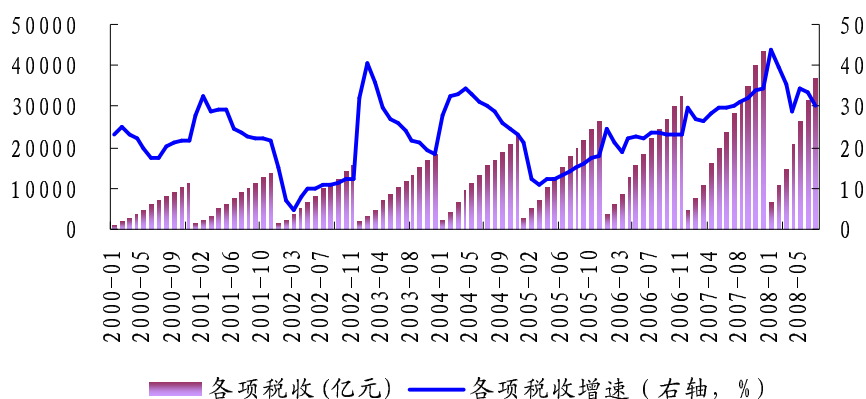
为防止经济超预期快速下滑, 08 年 11 月 9 日, 国务院常务会议提出十项提振内需政策及未来两年 4 万亿元的投资规模计划。并且, 从明年开始, 全国所有地区 and 行业推行增值税转型改革预计将减轻企业税负共约 1233 亿元。在周期下行阶段, 积极的财政政策无疑会发挥其巨大的作用。

图 15: 07 年财政盈余大幅增加



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

图 16: 税收减负空间较大



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

2.3 4 万亿元投资博弈经济下滑

为抵御国际经济环境对我国的不利影响，必须采取灵活审慎的宏观经济政策，以应对复杂多变的形势。国务院常务会议于 08 年 11 月 5 日出台扩大内需、促进经济增长的十项措施，拟加快民生工程、基础设施、生态环境建设和灾后重建，提高城乡居民特别是低收入群体的收入水平，促进经济平稳较快增长。初步匡算，实施上述工程建设，到 2010 年底约需投资 4 万亿元。为加快建设进度，今年四季度先增加安排中央投资 1000 亿元，明年灾后重建基金提前安排 200 亿元，带动地方和社会投资，总规模达到 4000 亿元。

八大部委在行动：

国务院常务会议要求，扩大投资出手要快，出拳要重，措施要准，工作要实。要突出重点，认真选择，加强管理，提高质量和效益。要优先考虑已有规划的项目，加大支持力度，加快工程进度，同时抓紧启动一批新的建设项目，办成一些群众期盼、对国民经济长远发展关系重大的大事。坚持既有利于促进经济增长，又有利于推动结构调整；既有利于拉动当前经济增长，又有利于增强经济发展后劲；既有效扩大投资，又积极拉动消费。要把促进增长和深化改革更好地结合起来，在国家宏观调控下充分发挥市场对资源的配置作用；发挥中央和地方两个积极性。应会议要求，我们看到八大部委快速行动起来，纷纷提出了行之有效的措施。

表 1：八大部委在行动

部委	资金	投向	目标	功效
住建部	今后3年，中央财政将投资9000亿元，其中今年资金投入超过1000亿元。	用于廉租住房、经济适用住房建设和棚户区改造。	2009至2011年，将增加200多万户的廉租住房、400多万户的经济适用住房，220多万户的林业、农垦、矿区的棚户区得到改造。	3年解决747万户低收入家庭住房困难，全国1000万低收入住房困难家庭的住房问题基本得到解决。
国家能源局	超过2000亿元。	年内将有一批能源基础设施项目开工建设。	广东阳江核电工程和浙江秦山核电厂扩建工程，宁夏中卫经11个省(区、市)至广州、香港的西气东输二线项目东段工程，新疆生产建设兵团玛纳斯河肯斯瓦特、贵州省黔中、江西省峡江等水利枢纽工程。	大大增加清洁能源比重，调整能源结构，增强能源安全保障能力，填补西南地区无炼油厂的空白。
国家民航局	今年在建投资规模为1000亿元，到2010年，投资规模将达到2500亿元。	干线和支线机场等民航基础设施建设。	今年重点支持昆明、重庆、南宁等西部新建和改扩建干线机场等，明年计划新开工成都、西安、广州的等枢纽和干线机场工程等。	为扩大内需提供基础设施保障。
国家发改委	今年新增1000亿元中央政府投资。	优先安排符合投向并可以迅速形成实物工作量的在建项目。	加大投资力度，加快建设速度，并及时启动符合条件的新一轮项目。	进一步扩大内需，促进经济平稳较快增长。
交通运输部	未来一年投资1万亿元。	公路、航道、港口。	重点加快京沪高速铁路、石家庄至武汉等一批客运专线建设，包头至西安铁路扩能等煤运通道项目以及贵广、南广等资源开发性西部干线铁路建设。	-
水利部	今年第四季度中央新增200亿元加快水利基础设施建设。	投向农村、水库、大型灌区。	50亿元用于农村饮水安全工程，解决1519万农村人口的饮水安全问题；30亿元用于前期工作完善的320座大中型病危水库的除险加固；30亿元用于粮食生产省208处大型灌区的续建配套与节水改造等。	主要解决涉及民生和保障国家粮食安全的水利问题。
央行	预计今年新增人民币贷款将超过4万亿元。	1000亿元贷款投向重点项目建设	确保金融体系流动性充足，及时向金融机构提供流动性支持。	为进一步扩大内需提供信贷保障。
财政部	增值税转型改革。	全国所有地区、所有行业的企业。	允许企业抵扣新购入设备所含的增值税，同时，取消进口设备免征增值税和外商投资企业采购国产设备增值税和退税政策，将小规模纳税人的增值税征收率统一调低至3%，将矿产品增值税税率恢复到17%。	企业减负1233亿元。

数据来源：中原证券研究所

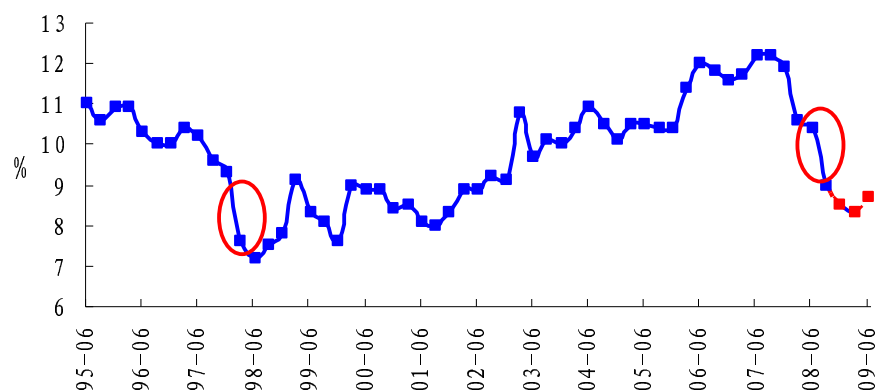
1998 年的历史经验值得借鉴：

本轮我国经济调整问题与 04/05 年宏观调控周期有所不同，那时的关键因素在于为了平滑经济周期自身采取了紧缩性政策，这次则是全球需求下滑。我国在 08/09 年所遭遇的经济冲击，与 98/99 年比较相似，都面临着全球金融动荡、需求不足的外部环境，1998 年的历史经验值得我们借鉴。

经验之一，财政政策难挡经济周期。1998 年，中国 GDP 增速从 1997 年第一季度的 10.4%显著下滑至 7%左右。中国政府开展了规模宏大的刺激内需计划，加大财政赤字投资基础建设，但仍然难以抵御经济周期的规律。

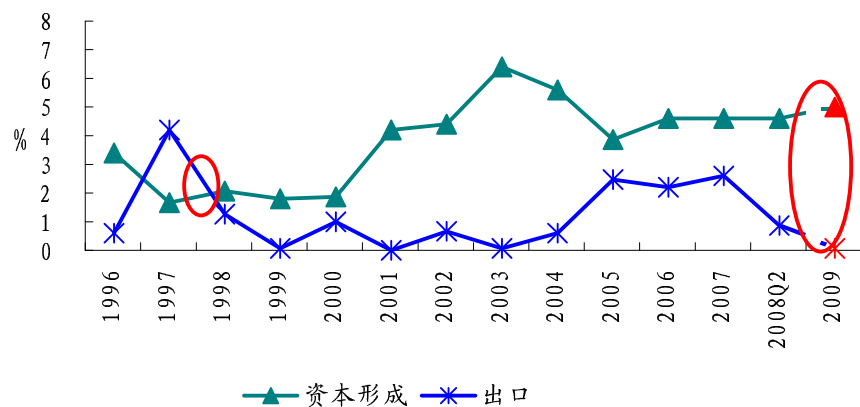
究其原因可能是：1、尽管投资保持较快增速，但出口下滑依旧，消费也没有起色。2、财政支出迅猛，信贷增速有所提高，但私人部门投资意愿不强，货币流通速度放缓，M1 增速继续保持下降至 98 年年中，99 年初才开始新一轮上升。

图 17: GDP: 97/98 年 vs 08/09 年



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

图 18: 资本形成与出口: 97/98 年 vs 08/09 年



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

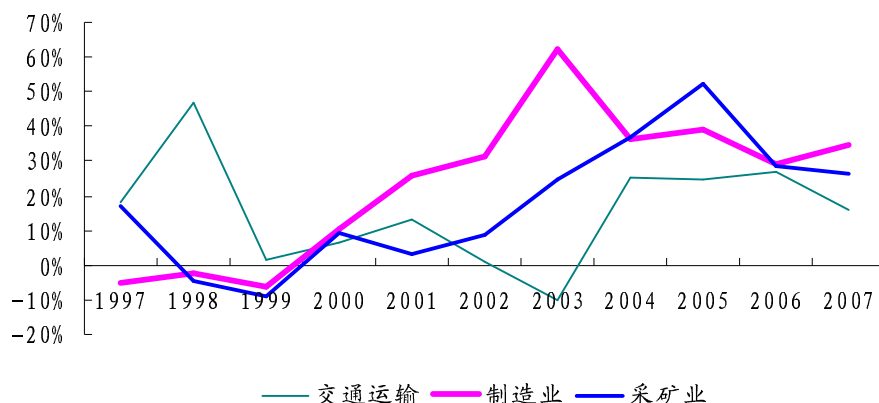
图 19: M1 增速: 97/98 年 vs 08/09 年



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

经验之二，财政政策对周期类行业的刺激存在时滞。98 年政府显著加大基础设施建设投资，特别是交通运输设施，比如机场、港口、铁路及公路。与此同时，银行出于降低风险的考虑，也将主要信贷投放在这些领域，导致 98 年交通运输类投资增速大幅上升，达到 50% 左右。但是，大规模的财政支出并没有拉动采矿业和制造业的发展，98 年以及 99 年，制造业和采矿业行业的投资增速均为负数。99 年底及 2000 年以后，这些领域的投资才开始活跃。

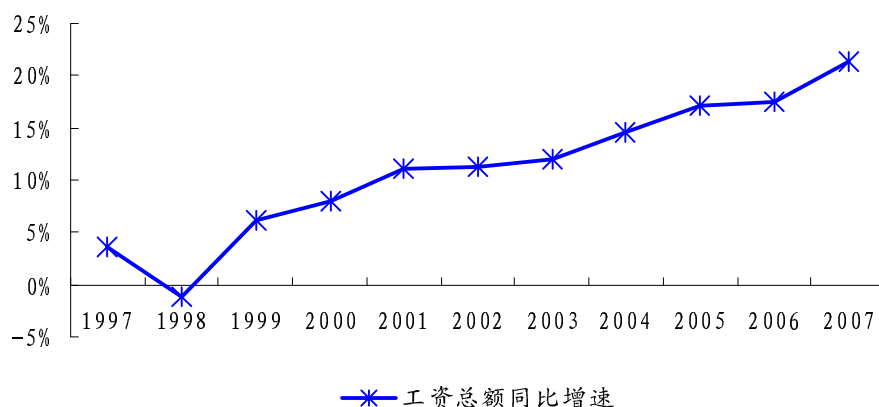
图 20：97/98 年周期性行业投资减少



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

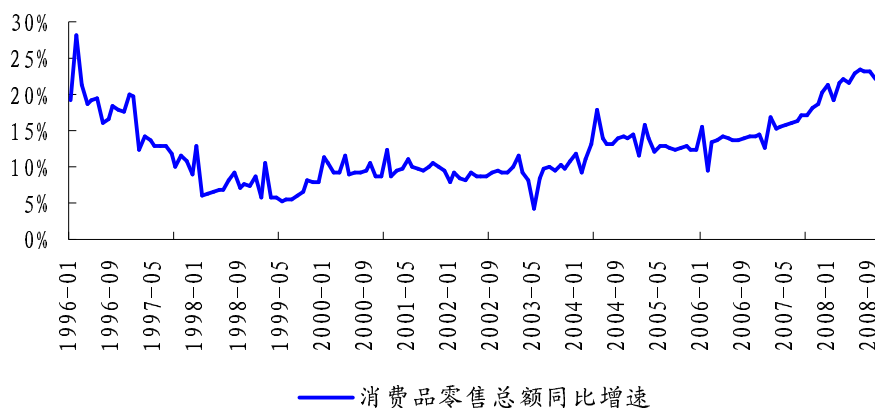
经验之三，财政政策不能损害居民收入。98 年-99 年中国的消费增速明显下降，社会零售商品总额增速从 97 年的 12% 左右下滑至 99 年的 6% 左右，给中国经济增长带来巨大的负面影响，造成持续的通货紧缩。而当时造成居民收入增速下滑的原因有：1、国企改革造成一批工人开始下岗。2、农民财政负担的显著提升。尽管大规模的财政支出刺激了投资的需求，但收入的下降却造成了更严重的消费低迷。

图 21：97/98 年居民收入增速下降



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图 22：97/98 年消费品零售总额增速下滑



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

本轮财政刺激值得期待：

相比 98/99 年，本轮我国财政刺激政策更值得期待。中央出台扩大内需促进经济增长的十条措施，对于克服当前的困难和保持长远的发展都具有重大意义。我们认为，这十条措施主要有四类：加快实施重大民生工程；加快在建重大基础设施项目建设；尽快启动一批有利于增强经济发展后劲的大型工程项目；加大力度支持产业结构调整和优化升级关键项目建设。与 98/99 年比较，我们认为，本轮财政刺激规模更大，力度更强。在加快投资和保证出口的同时，政府更把着眼点放在改善民生和优化投资结构上。

软着陆，硬着陆？

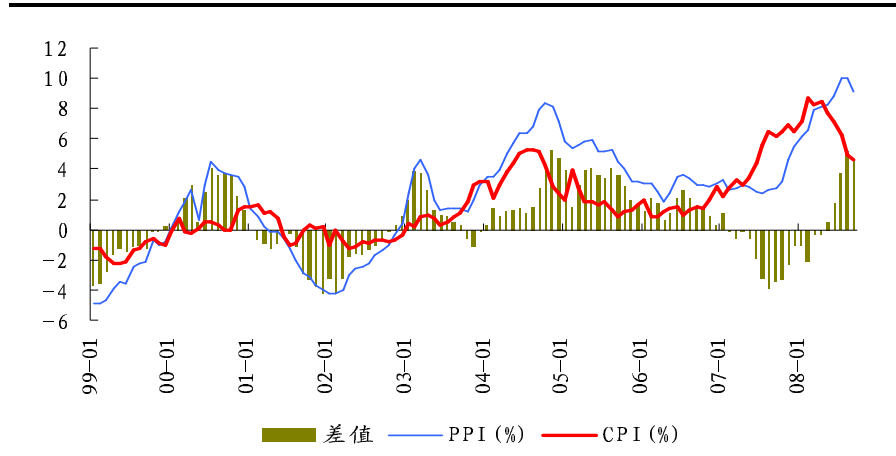
我们认为 09 年 GDP 增速为 8%-9%，经济软着陆的可能性更大，这是基于：消费占 GDP 比重低，消费刚性大；积极财政政策的反周期作用，尤其是十项提振内需政策及未来两年 4 万亿元的投资规模计划；适当宽松的货币政策取消了商业银行信贷规模限制，有利于合理扩大信贷规模，加大了银行信贷对经济增长的支持力度。但是，我们仍然认为，在经济放缓的情况下，出口增速、房地产投资、大宗商品需求等可能出现大幅下滑，国内众多周期性行业盈利波动会大于 GDP 波动。

3 企业盈利增速：09 年继续回落

3.1 工业企业盈利：增速回落明显

08 年 5 月份以来，PPI 均高于 CPI 而呈现出剪刀差。而 08 年 8 月份剪刀差更是自 1999 年以来强度最大的一次。这种剪刀差表明，企业增加的那部分成本基本上自行消化，价格链条中上游价格变动难以传导到下游消费者。上下游的价格出现背离，生产过剩的隐忧已经存在，今后仍将存在较长的滞后效应。

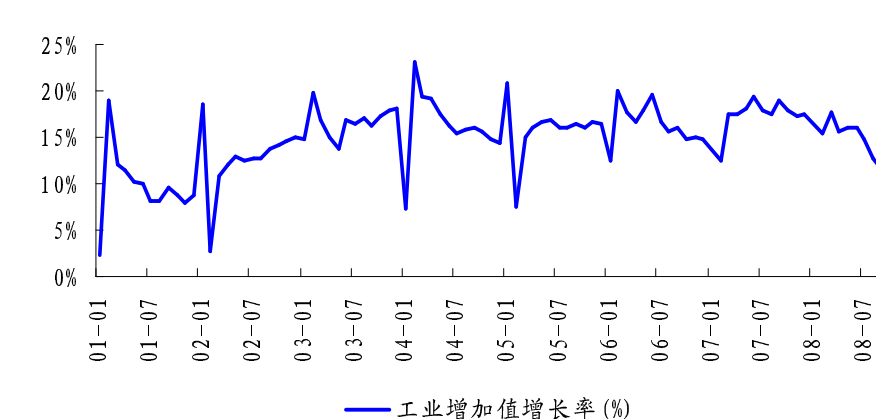
图 23: CPI 与 PPI 出现剪刀差



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

08 年工业增加值增速同比出现下滑。而且，在经济下滑趋势确定之后，工业增加值增速可能将继续回落。我们认为，代表着中国工业化和城镇化的房地产投资的减少，导致与其相关联的十几个大行业，四十多个子行业需求回落，从而引起整个工业企业景气度的下降。与此同时，金融危机引起的外部需求的减少，也直接导致部分企业出口增速放缓。

图 24: 工业增加值增速放缓



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

08 年工业企业盈利增速出现明显下滑。08 年 8 月全部工业企业利润增速为 16.80%，而 07 年同期则达到 36.30%，下降 19.50%。剔除石油石化及电力后，08 年 8 月份工业企业盈利增速为 31%，而 07 年同期则为 44.10%，下降 13.10%。

从上中下游来看，08 年 8 月工业企业盈利增速分别为 22.10%、11.70%、23.20%，对应于 07 年同期，分别下降 2.7%、33.5%及 14.1%，中游下降幅度最大。虽然上游原材料盈利增速下降幅度相对较少，但伴随着经济增速下滑带来的下游需求的减少，大宗商品价格可能会经历一段时间的周期性调整，盈利增速有望在 09 年初出现明显减缓。

08 年以来，伴随上半年钢铁及成品油的提价，钢铁链及石化链的下游工

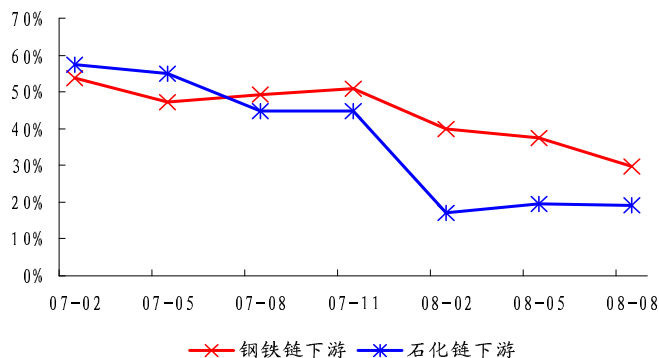
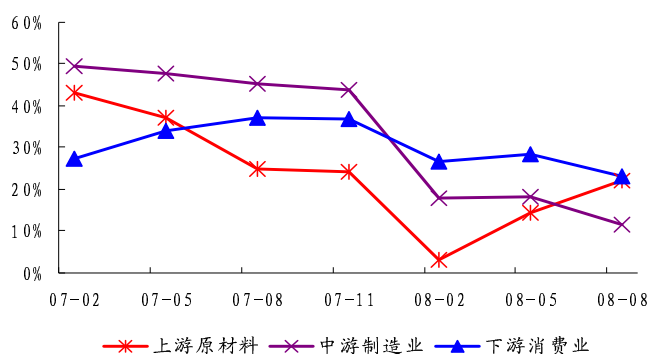
工业企业盈利增速基本呈现逐季减少的趋势。08 年下半年此类企业成本虽有所降低，但却又面临着需求的大幅放缓，09 年的企业赢利仍然不容乐观。

表 2：工业企业利润增速表

利润增速	07 年 2 月	07 年 5 月	07 年 8 月	07 年 11 月	08 年 2 月	08 年 5 月	08 年 8 月
工业企业利润总额	43.80%	41.90%	36.30%	35.60%	12.90%	17.90%	16.80%
剔除石油、石化、电力	55.40%	48.80%	44.10%	42.60%	29.70%	33.30%	31.00%
上游原材料	43.00%	37.30%	24.80%	24.20%	3.30%	14.30%	22.10%
上游原材料（剔除石油、石化）	120.60%	69.60%	44.60%	41.40%	22.00%	35.50%	46.10%
中游制造业	49.40%	47.70%	45.20%	43.70%	17.90%	18.30%	11.70%
中游制造业（剔除电力）	46.20%	45.60%	45.80%	44.60%	34.10%	33.70%	27.20%
下游消费业	27.50%	34.00%	37.30%	36.90%	26.80%	28.50%	23.20%
钢铁链下游	53.70%	47.30%	49.30%	50.70%	39.90%	37.30%	29.70%
石化链下游	57.20%	55%	44.80%	44.70%	16.90%	19.50%	19.30%

数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图 25：工业企业盈利增速



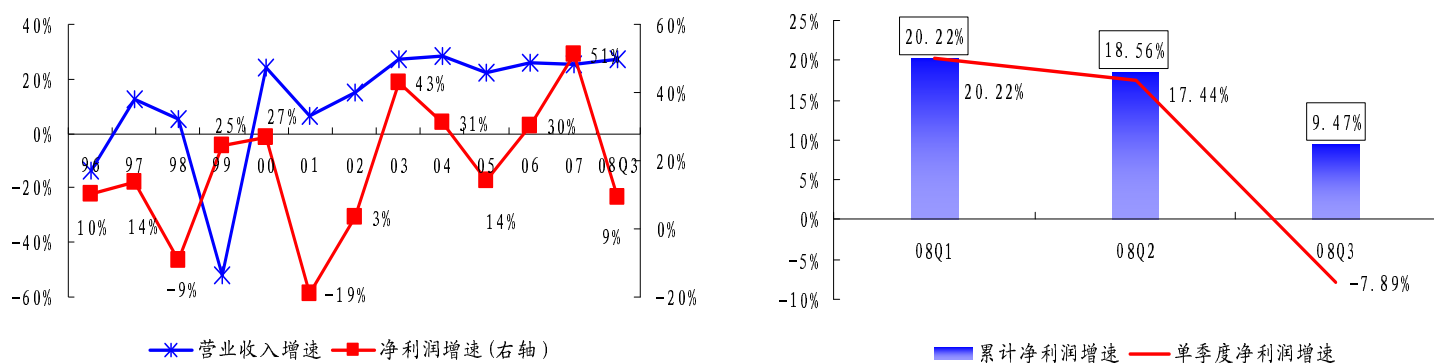
数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

3.2 上市公司业绩：08 年净利润增速放缓

08 年前三季度业绩显示，上市公司净利润同比增速进一步下滑。我们对上市公司 1604 家可比业绩数据进行统计，前三季度整体净利润同比仅增长 9.47%（一季报与中报分别为 20.22%、18.56%），剔除银行业绩增长更是出现 -7.89% 的负增长，再剔除石油石化类公司业绩增长约 1.51%。

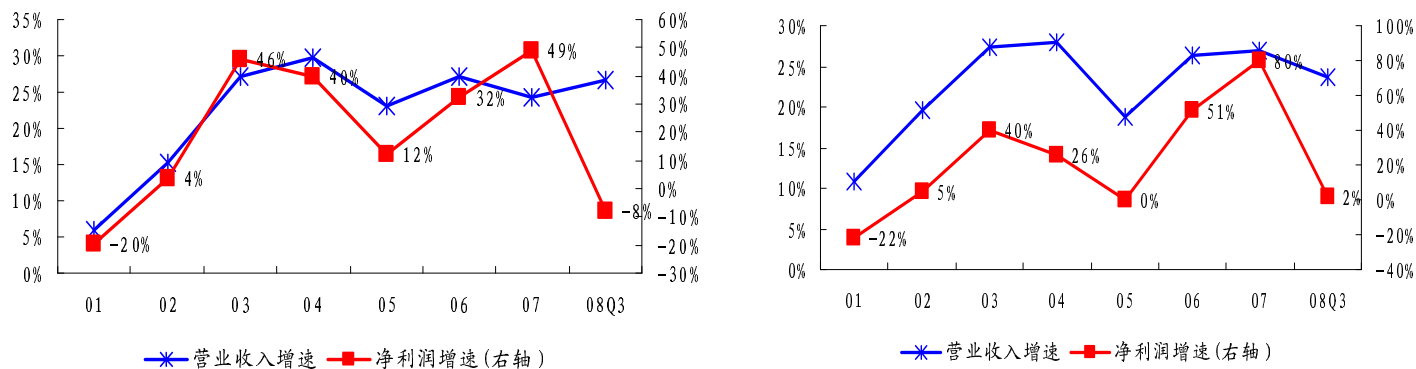
单季度来看，全部可比公司净利润增速在一季度为 20.22%，二季度同比增长 17.44%，而三季度则出现 -7.89% 的负增长。整体来看，08 年 A 股上市公司整体利润增速呈现逐步放缓的趋势。

图 26: 上市公司盈利增速变动



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

图 27: (剔除银行类及剔除银行石油石化) 上市公司盈利增速



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

从各行业的业绩变动来看,前三季度各行业冷暖不均,但整体业绩增速趋缓,有些行业业绩更是大幅下滑。我们就一些重点行业进行简要点评。

采掘业: 采掘业主要分为石油采选业、煤炭采选业及金属采选业。08 年前三季度业绩同比增长 9.35%,第三季度净利润增速更是达到 57.40%。我们认为,业绩表现比较突出的是煤炭采选业,前三季度同比增长在 70%左右,反映出煤炭业处于高景气阶段。不过随着石油价格的大幅下滑,国际煤炭价格大幅下挫,四季度开始国内煤炭价格也开始下降,09 年煤炭行业的业绩可能会受到较大影响。

交通运输业: 交通运输业包括公路、航空、机场、铁路、水运及港口类公司。08 年前三季度业绩同比增长 31.83%,第三季度净利润增速则为-35.82%。我们认为,航空业是今年表现最糟糕的行业之一,多家公司处于亏损榜的前列。航运价格指数大幅下挫,也对 09 年航运类上市公司业绩造成不利影响。而公路、铁路、机场类公司防御性较强,业绩较为平稳。

房地产: 今年上半年开始,房地产价格出现松动,地产业出现拐点。08 年前三季度净利润增速 43.72%,而第三季度则下降至 14.36%。虽然各地政府纷纷出台救市措施,但是一段时间内持续低迷的局面难以避免。

黑色金属: 08 年前三季度净利润增速 20.23%,而第三季度则下降至 2.18%。

上半年铁矿石及焦煤价格大涨，但钢厂通过提价将成本压力转移至下游行业。随着经济增速的放缓，需求的萎缩，使得各大钢厂库存压力较大，近期经营形势不容乐观。

化工：剔除中石油与中石化，化工行业 08 年前三季度净利润增速 3.21%，而第三季度则下降至-58.08%。随着化学原料产品价格的下滑以及化学纤维行业整体亏损的持续，09 年化工板块净利润增速仍继续降低。

金融服务：金融服务业 08 年前三季度净利润增速 27.12%，而第三季度则下降至-8.78%。其中，银行业是成为其中的亮点，前三季度净利润占全体上市公司的 48%，同比增长 52%，其中第三季度占比 50%，同比增长 25%。由于宏观环境的变化，降息周期的来临，利息差将收窄，同时银行的中间业务由于证券市场的低迷出现萎缩，银行类上市公司盈利增速下滑难以避免。

医药生物：医药类上市公司一直是业绩表现良好的群体。今年前三季度盈利增速 40.88%，第三季度盈利增速 38.18%，远高于平均水平。预计在医改的大背景下，医药市场将会实现较大的扩容，直接受益于医改的上市公司业绩将会持续快速增长。

信息设备：今年前三季度盈利增速 29.19%，第三季度盈利增速 42.20%。电信体制的重大改革总体来说会提升该行业的发展前景。

有色金属：今年前三季度盈利增速-26.71%，第三季度盈利增速-40.88%。以铜、铝、锌等为主要产品的公司由于产品价格大幅下滑，今年以来业绩表现不佳。

家用电器：今年前三季度盈利增速 45.22%，第三季度盈利增速-2.67%。房地产市场的低迷及外需的放缓对三季度该行业盈利带来严重的影响。而这种内外需不振的情况将可能持续到 09 年上半年。

建筑建材：今年前三季度盈利增速 26.37%，第三季度盈利增速 18.58%。灾后重建给水泥类上市公司带来极大的机遇，明后两年的四万亿投资计划对水泥类公司也是利好。另外，水泥行业的兼并整合已经开始。

食品饮料：今年前三季度盈利增速 29.53%，第三季度盈利增速-4.25%。“三聚氰氨”事件让乳制品行业几临灭顶之灾，食品饮料行业业绩主要靠酒类上市公司支撑，白酒行业业绩亮丽，是上市公司为数不多的亮点。

商业贸易：今年前三季度盈利增速 48.27%，第三季度盈利增速 9.22%。批发类三季度业绩下降，而零售类三季度增幅仍然不减。内需的下降趋势已经凸显，滞后效应尚未在零售行业的业绩中表现。

公用事业：今年前三季度盈利增速-95.35%，第三季度盈利增速-116.77%。由于动力煤价格的持续上扬，电力行业几乎全行业亏损。其他公用事业也受限于价格的管制。

机械设备：今年前三季度盈利增速 15.84%，第三季度盈利增速 8.43%，表现尚可。09 年该行业成本有望降低，但又面临需求放缓的压力。

通讯设备：前三季度盈利增速达 32.6%，由于四季度 3G 投资的全面展开，未来待业内企业收将大幅增长，但在竞争加剧的情况下，毛利率有所下降。

总体而言，通信设备行业仍具有一定的防御性，重点关注受惠 3G 的上市公司。

表 3：上市公司行业增速

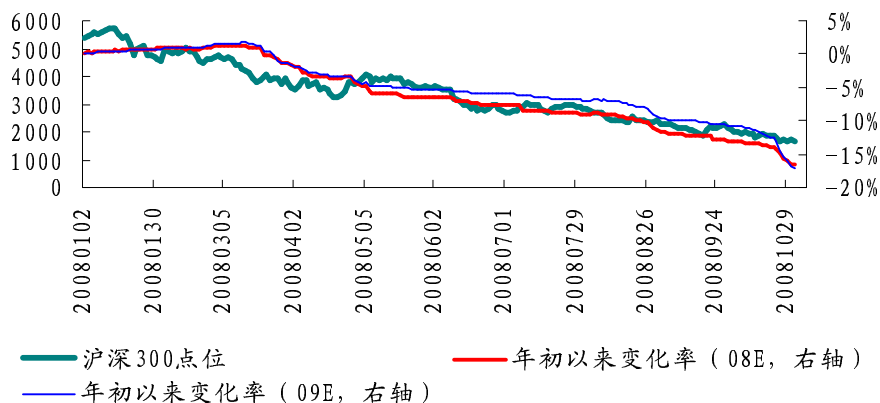
	08 年前三季度 营业收入增速	08 年第三季度营 业收入增速	08 年前三季度 净利润增速	08 年第三季度净 利润增速
采掘	44.58%	49.01%	9.35%	57.40%
信息设备	6.97%	3.35%	29.19%	42.20%
医药生物	13.97%	2.89%	40.88%	38.18%
建筑建材	24.51%	11.87%	26.37%	18.58%
房地产	28.89%	13.01%	43.72%	14.36%
商业贸易	29.41%	27.73%	48.27%	9.22%
机械设备	40.83%	34.90%	15.84%	8.43%
黑色金属	36.77%	34.96%	20.23%	2.18%
家用电器	16.55%	11.89%	45.22%	-2.67%
食品饮料	17.38%	11.87%	29.53%	-4.25%
轻工制造	20.31%	7.48%	14.34%	-5.10%
金融服务	21.01%	7.46%	27.12%	-8.78%
信息服务	-10.47%	-11.84%	29.40%	-10.42%
纺织服装	7.66%	3.91%	12.53%	-25.73%
餐饮旅游	-0.24%	-11.80%	-19.49%	-31.24%
交通运输	37.06%	24.15%	31.83%	-35.82%
有色金属	16.09%	2.29%	-26.71%	-40.88%
交运设备	18.13%	-1.08%	-4.41%	-46.30%
化工	21.07%	13.79%	3.21%	-58.08%
电子元器件	1.14%	-7.04%	-34.06%	-94.54%
公用事业	23.35%	30.15%	-95.35%	-116.77%
农林牧渔	34.42%	25.07%	-7.51%	-184.71%

数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

3.3 我们的判断：09 年负增长，业绩最低点或出现在一季度

分析师已大幅下调沪深 300 盈利一致预期。今年以来，08 年盈利相对年初已下调 16.57%，09 年盈利相对年初也已下调 17.04%。目前市场一致预期 08 年净利润增速 20%，09 年净利润增速达 22%。我们认为，伴随经济增长的放缓，企业盈利能力将进一步下滑，业绩增长将出现进一步的下调。

图 28：分析师一致预期降低



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

我们认为目前市场对企业盈利增速的预测（20%左右）仍没有充分反映经济下滑和企业运营环境恶化的影响。鉴于银行业（净利润占比近 40%）由于降息周期带来息差的减少和可能的不良贷款率的上升，即便信贷增长保持在 15% 左右，09 年的银行业也难以维持 08 年的高增长，我们的银行业研究员认为 09 年银行业增长在-6%至 5%之间。

而伴随着金融危机带来的外部需求的减少和国内周期调整下内需的不确定，大部分周期性行业盈利均存在下调的可能。结合银行业和工业企业历史盈利变化趋势，我们认为 09 年 A 股上市公司盈利增速在-5%至-15%左右。

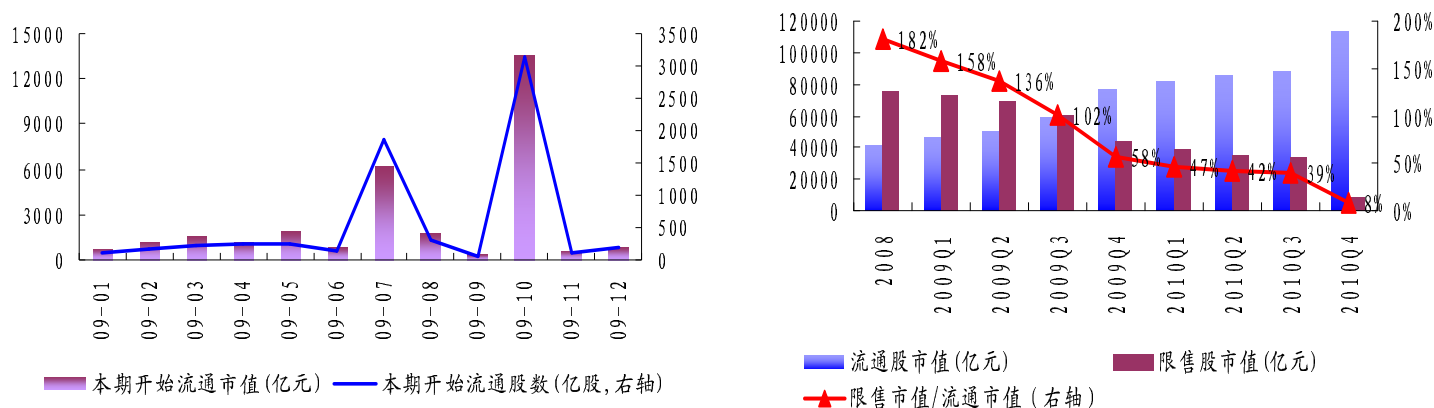
我们判断，09 年一季度可能会出现年内盈利增速最低点。这是基于：1、基数效应。08 年一季度，全部可比上市公司业绩增速为 20.22%，二季度为 18.56%，而第三季度则下滑至-7.89%。2、宏观政策的放松。降息的累积效应以及国内政府主导的投资建设有利于促进企业盈利的回暖，但宏观政策一般滞后 6-8 个月。出于基数效应以及宏观政策的累积效应方面的考虑，我们认为，09 年上市公司业绩最低点可能出现在 09 年一季度。

4 限售股解禁：全流通过程中的阵痛难以避免

4.1 限售股解禁压力巨大

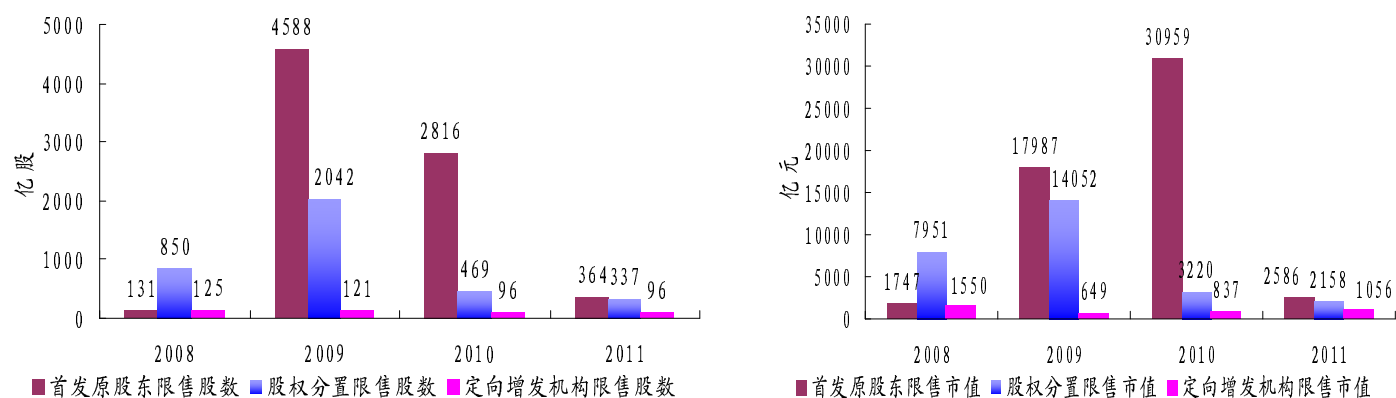
09 年包括股改限售股、首发限售股等各类限售解禁股约 6846 亿股，而 08 年解禁仅 1623 亿股。相对于 08 年底 6478 亿流通股来说，09 年将再造一个 A 股市场。按 2008 年 10 月 31 日收盘价计算，A 股市场流通市值约 4.1 万亿元，而 09 年末流通市值会增至 7.6 万亿元，即新增 3.5 万亿元，09 年股票的大量供给会给已十分疲软的 A 股市场带来极大的压力。

图 29：09 年解禁规模巨大



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图 30：各种类型限售股历年解禁规模



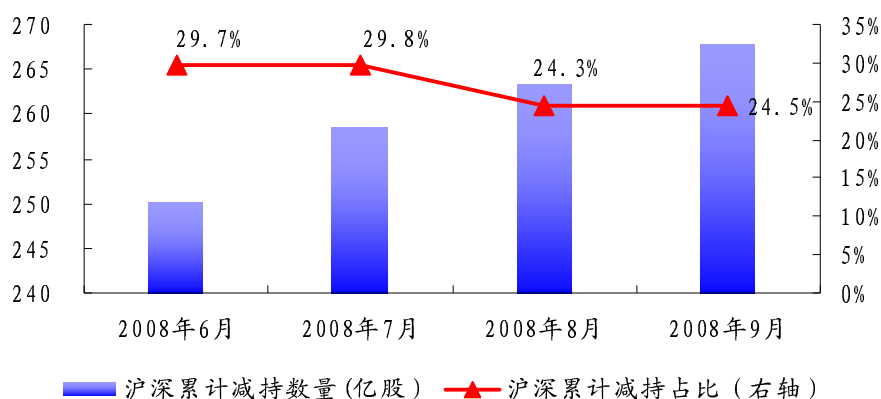
数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

4.2 减持已成“堰塞湖”

中国证券登记结算公司“大小非”减持相关数据显示，由于股权分置改革而形成的限售股份共 4621 亿股，从 2006 年 6 月开始到今年 9 月底，共解禁 1094 亿股，占总限售股份的 23.67%。其中，累计减持 267.89 亿股，占解禁股份的 24.48%。

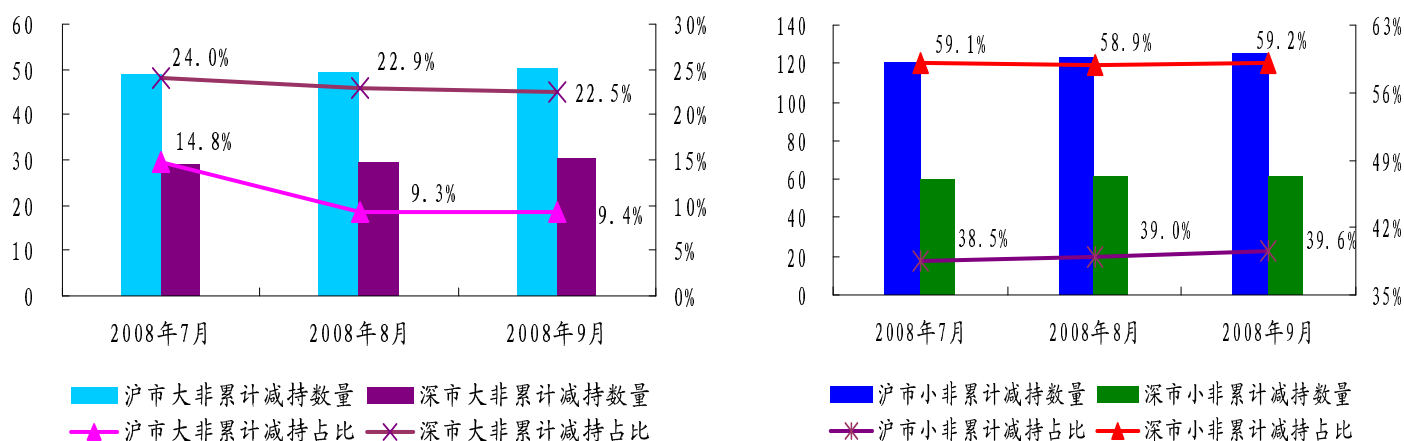
近两年来的统计数据显示，沪深限售股的累计减持比例达 24.48%，其中上海市场累计减持比率为 20.56%，低于深圳市场 38.54% 的比率。通过对沪深解禁股类型的统计，我们发现大非累计减持比例为 11.98%，而小非累计减持比例达 44.46%，小非减持意愿更强。其中，深市小非累计减持占比达 59.2%，远高于沪市的 22.5%，减持力度较大。

图 31: 减持一直在持续



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

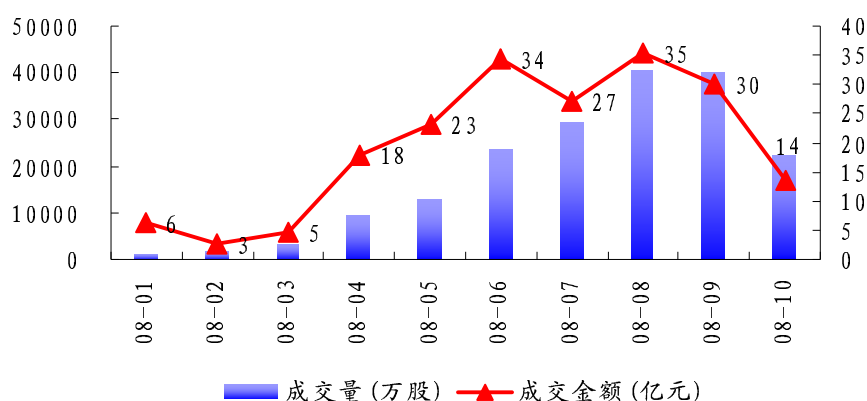
图 32: 小非减持加剧 (单位: 亿股, 比例: 右轴)



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

自 08 年 4 月 22 日颁布《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》以来, 大宗交易已由原先的波澜不惊, 变得热闹起来。并且, 我们发现近来大宗交易呈现交易明显增多、成交价格偏低、同一支股票多次出现等特点。目前的大宗交易市场还存在很多问题, 如过桥减持、交易不活跃等。就大宗交易平台的现状而言, 难以承担起分流二级市场解禁压力的任务, 也无法改变在大小非解禁狂潮下市场博弈的格局。

图 33: 08 年大宗交易情况



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

4.3 09 年限售股减持规模在 2335 亿元至 4389 亿元之间

09 年限售股解禁 6846 亿股, 远高于 08 年。根据股权分置股中大小非的数据做以下假定: 1、大非累计减持比例 11.98%, 小非累计减持比例 44.46%。假定大非减持比例在 3%-11%之间, 小非减持比例在 10%-50%之间。2、股改限售股累计产生 3909 亿大非, 753 亿小非, 假定大小非之比为 6: 1。以 08 年 10 月 31 日收盘价, 我们估计 09 年解禁限售股减持规模在 489 亿股至 919 亿股, 对应的减持市值在 2335 亿元至 4389 亿元之间。

表 4: 09 年可能减持股数 (亿股)

	10%	20%	30%	40%	50%
3%	274	372	469	567	665
5%	391	489	587	685	782
7%	509	606	704	802	900
9%	626	724	822	919	1017
11%	743	841	939	1037	1134

数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

表 5: 09 年可能减持金额 (亿元)

	10%	20%	30%	40%	50%
3%	1307	1774	2241	2708	3175
5%	1868	2335	2802	3269	3736
7%	2428	2895	3362	3829	4296
9%	2989	3455	3922	4389	4856
11%	3549	4016	4483	4950	5417

数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

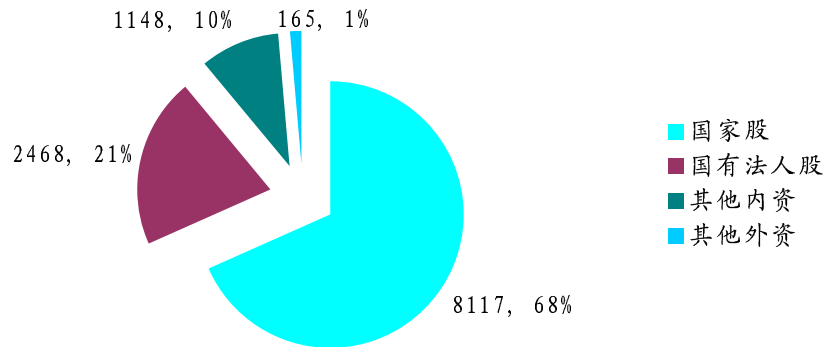
4.4 政府的态度决定短期减持压力

大宗交易难控过桥减持, 可交换债券市场反应平淡。在颁布上市公司增持及回购条例之后, 部分上市公司确已在 A 股市场上进行了相关操作。但是,

我们认为，目前市场出现的增持带有很强的行政色彩，并且不能排除一些公司的作秀行为，象征意义甚于实际意义。

09 年减持的压力取决于政府对限售股解禁的后续态度。继大宗交易、鼓励增持与回购及发行可交换债之后，09 年 A 股市场寄希望于二次发债政策的具体细则，这可能会决定短期内限售股减持的规模，避免集中减持给市场带来的巨大压力。

图 34：国有限售股占绝对比例（单位：亿股）



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

4.5 全流通时代，博弈下寻找新平衡

股权分置改革使得原来不能在二级市场流通的股票可以公开在二级市场减持与流通，打通了金融资本与产业资本之间相互转换的通道，A 股市场开始逐步进入全流通时代。在全流通时代，产业资本最熟悉自己公司的财务、经营和战略，能更快洞悉产业的发展趋势和前景，在与基金等机构的博弈中明显处于上风。

我们认为，在持有成本过低、经济形势恶化以及现金流短缺的背景下，产业资本在未来仍然会有减持的冲动。展望 2009 年，相当于目前流通股近一倍的解禁限售股即将进入流通，导致市场短期内难以承受急速扩容的压力，引发股市供需出现失衡。届时，我们认为管理层可能会出台相关政策来引导大小非的减持，以减缓短期内对市场的冲击。但是，产业资本与金融资本的博弈已经开始，中国股市开始寻找新的平衡点。

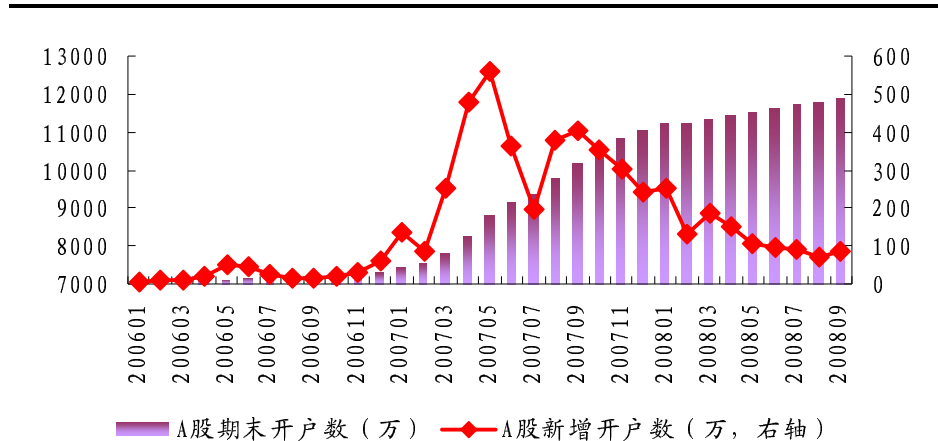
5 股票供需：股票供需发生逆转

5.1 A 股市场骤然降温

投资者热情消退。08 年以来，沪深两市投资者新增 A 股开户数较 07 年显著减少，除个别月度外，新增 A 股开户数基本呈现月度下降趋势，但未来仍有下降空间。

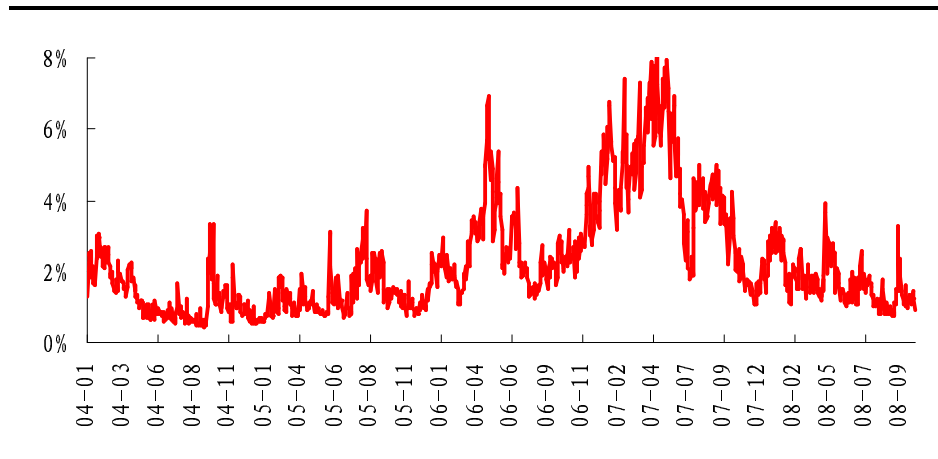
上证综指月换手率持续低位徘徊，成交活跃度大为降低。出于对后期市场的担忧，投资者入场意愿不强，投资热情已经逐渐消退。

图 35：新增开户数持续降低



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图 36：换手率大幅下滑

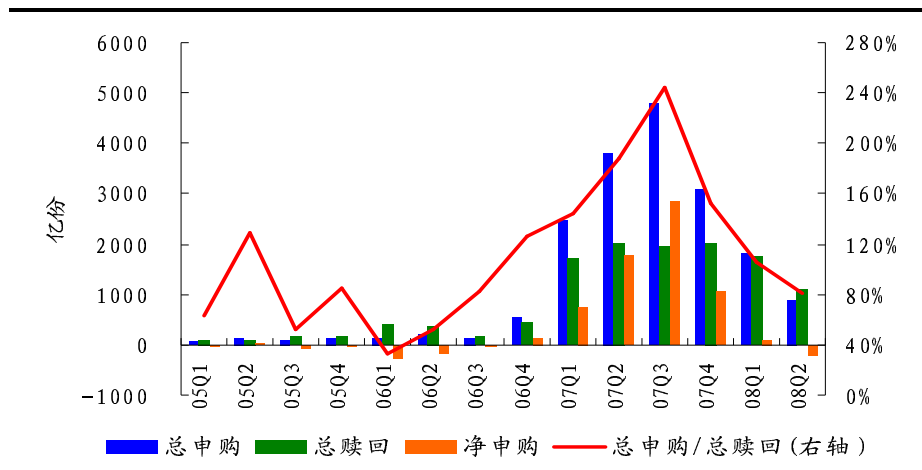


数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

基金仓位已至历史低点。在一季度减仓 4.74%后，二季度主动投资的股票型基金再度减仓 4.14%，降至 71.16%，而三季度股票型基金的 67.7%的平均仓位已经低于历史最低水平。出于众多因素的考虑，基金对后期市场看法日益谨慎。

08 年二季度基金净赎回首次出现，基民的心态正面临严峻的考验。即便是在出现大幅下跌后，基民已被严重套牢的第三季度，基金也仍然出现相当数量赎回。

图 37：08 年二季度首现净赎回



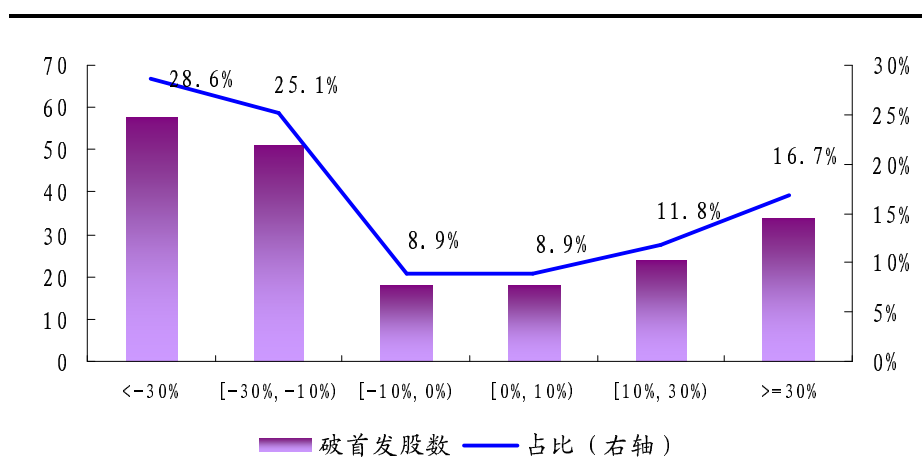
数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

破发现象屡次出现。我们统计了 07 年上市以来 A 股个股的破发情况：以 08 年 10 月 31 日复权后收盘价计算，共有 202 只新上市公司，跌破发行价占比达 62.56%。仅有 76 只个股保住发行价，相对发行价溢价 10% 的个股 58 只，占比仅 28.57%。

同时，07 年至今实施增发的上市公司有 236 家，08 年 10 月 31 日复权后收盘价低于增发价格的公司有 217 家，占比 91.95%。其中，公开增发的 53 家公司，定向增发的 164 家公司，折价幅度在 0.13%-86.91% 之间。

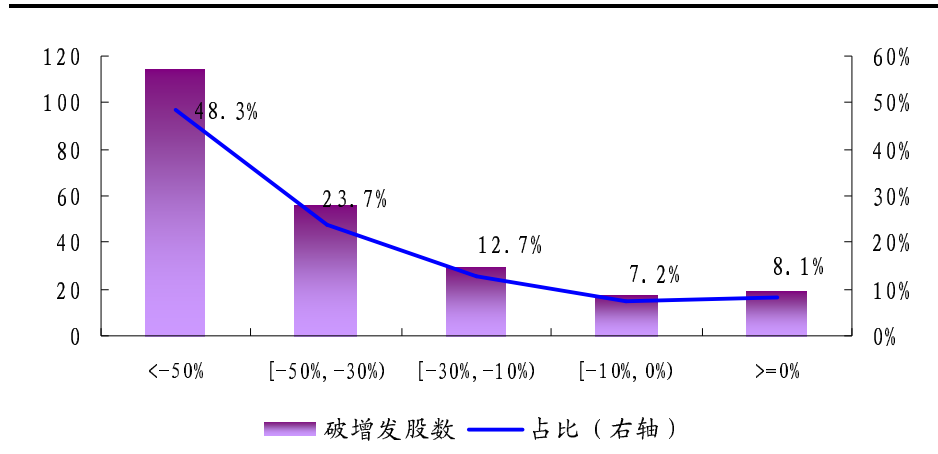
当越来越多的破发股产生时，无疑会触发本已脆弱的市场神经，极大打击地投资者信心。在当前日益恶化的股市融资环境下，新股发行已成难题。放慢发行节奏和规模，或许是后期管理层的工作重点。

图 38：07 年以来破首发股统计



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图 39：07 年以来破增发股统计



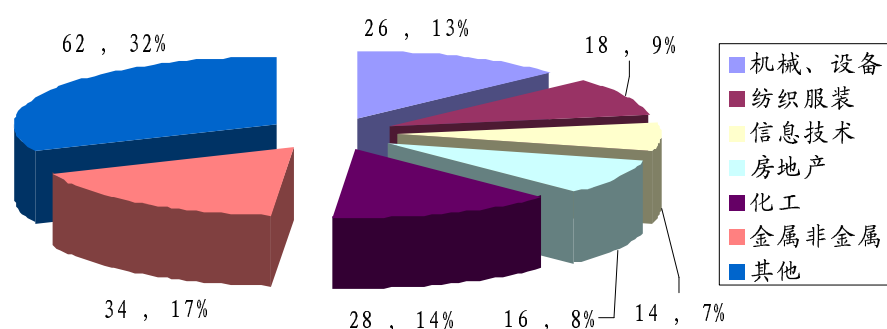
数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

大股东增持难改股价低迷。

截至 08 年 10 月底，上市公司大股东或高管共增持 12.8 亿股，动用增持资金约 147.8 亿元。自 8 月 28 日发布自由增持新规以来，共增持 7.15 亿股，约 54.3 亿元。虽然大股东增持行为极大地增强了市场各方的投资信心，但相对于限售股减持规模来看，增持金额总体偏小。自由增持新规以来，我们统计大股东增持概念股加权平均跌幅为 22%，算术平均跌幅为 31.4%，而同期上证综指，深成指分别下跌 20.59%、21.63%。该类股票进期二级市场的表现，也表明这种增持行为与公司股价并无直接联系。

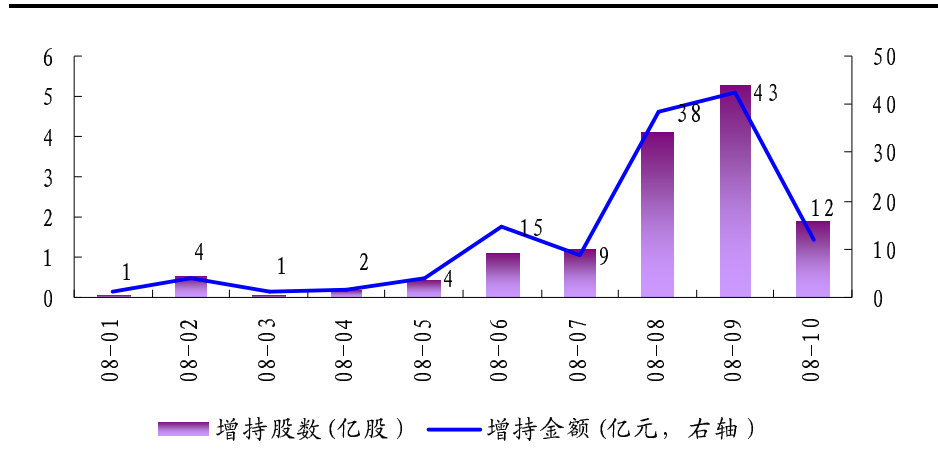
市场低迷之时，上市公司破净阵营不断扩大，其中，周期性行业最为突出。截至 08 年 10 月底，破净公司已达 201 家。其中，化工、金属非金属及机械类、房地产四行业合计 108 家公司破净，数量占比达 54%。

图 40：08 年来破净公司一览



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图 41：08 年来上市公司增持情况



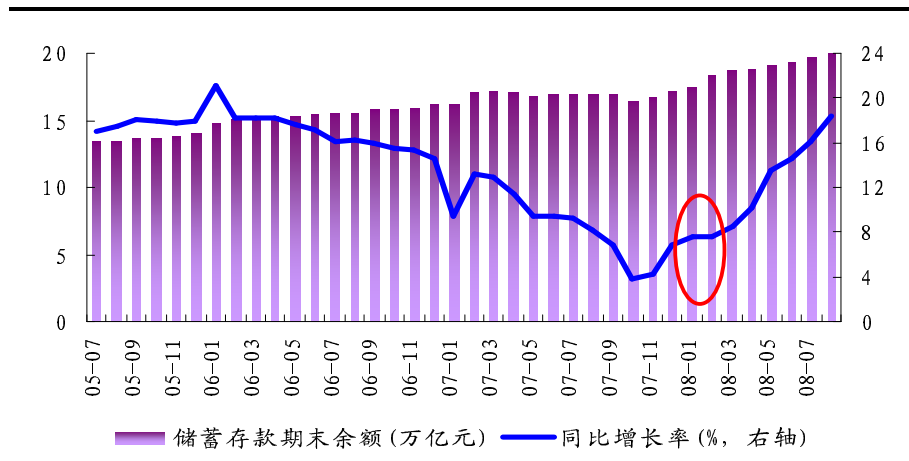
数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

5.2 市场环境变化的背后，A 股市场流动性已发生逆转

储蓄回流，定期化趋势明显。08 年在资本市场带来的财富负效应以及房地产市场持续低迷下，大量资金回流银行体系，居民户存款同比大幅增加。

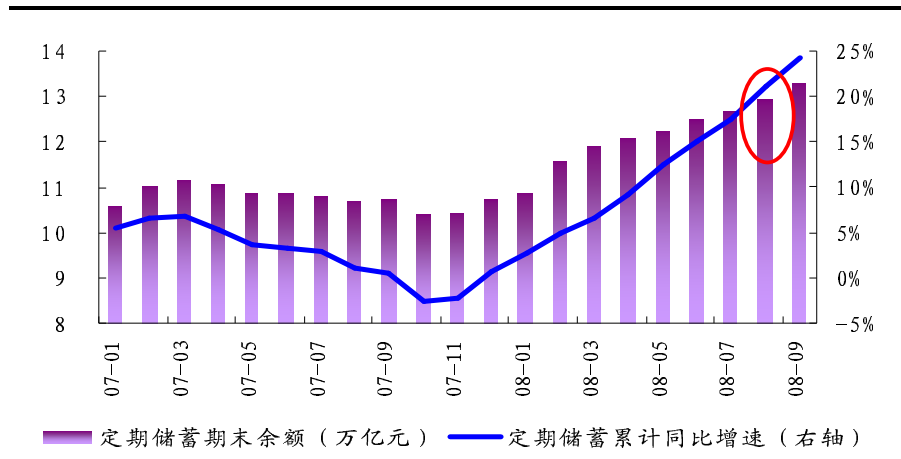
与此同时，在国外金融动荡、国内经济放缓，系统性风险加大时，居民更愿意选择低风险的储蓄资产，定期化趋势明显。

图 42：居民储蓄回流



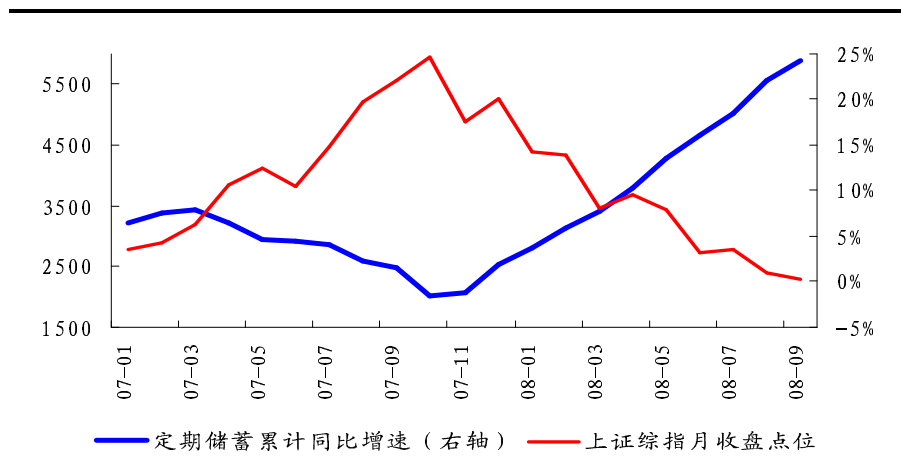
数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图 43：定期化趋势明显



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图 44：定期化与上证综指趋势图

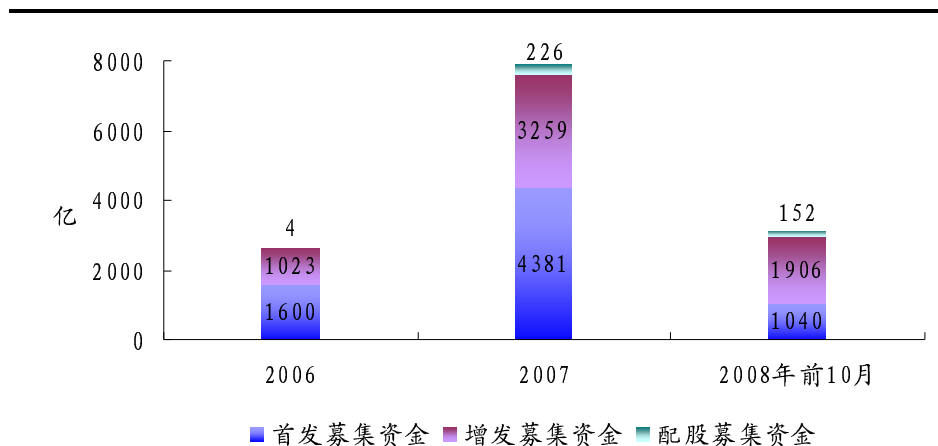


数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

融资规模依然偏大，资金需求仍有压力。2008 年前 8 个月的 IPO 融资金额为 1040 亿元，增发融资金额为 1906 亿元，配股融资金额为 152 亿元，合计 3098 亿元。08 年融资规模小于 07 年，但规模依然偏大，二级市场资金需求仍有相当压力。

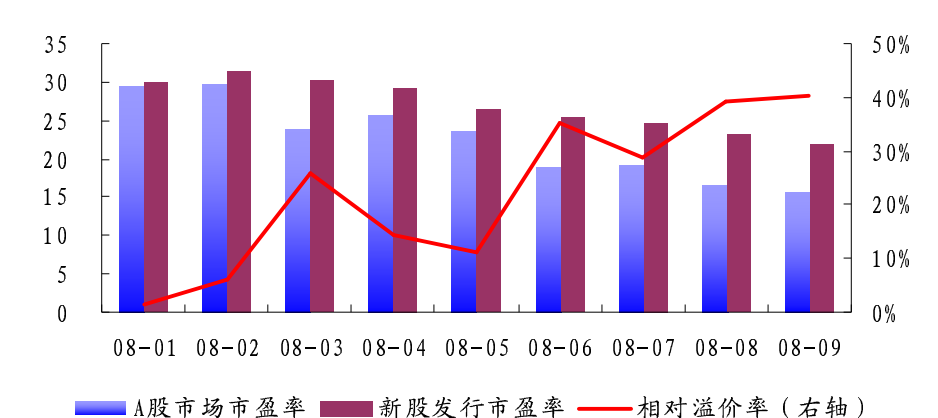
新股发行价格偏高是融资规模偏大的重要原因。A 股市场 08 年以来新上市公司股票较整体市场而言，均出现不同程度的溢价。新股发行价格偏高，导致上市不久屡遭破发的现象在 08 年极其普遍。

图 45：融资仍在继续，融资规模较大



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图 46：新股发行定价过高

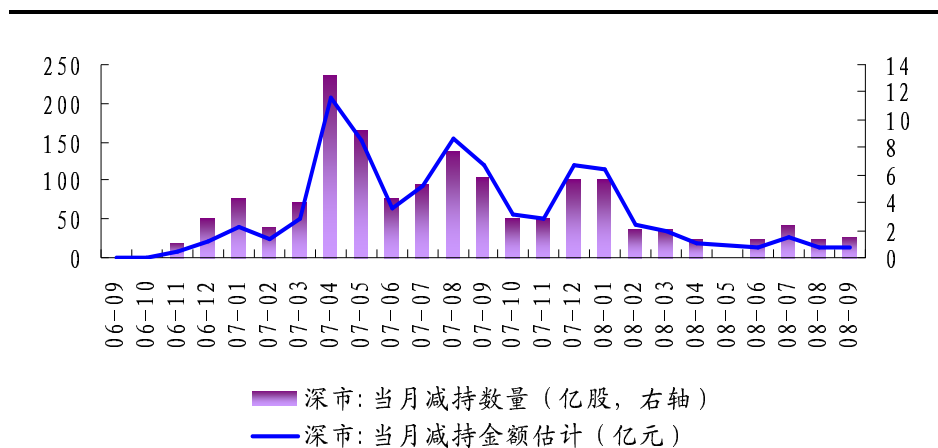


数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

限售股减持，至今套现约 4300 亿元。自 2006 年 9 月份开始，股权分置改革下可以流通的限售股开始减持。截止 2008 年 9 月底，深市大小非减持 89.26 亿股，按深市 A 股月平均收盘价计算，达 1436 亿元之多。而沪市减持约 166 亿股，因无月度数据，我们可以通过下面方法进行估计。

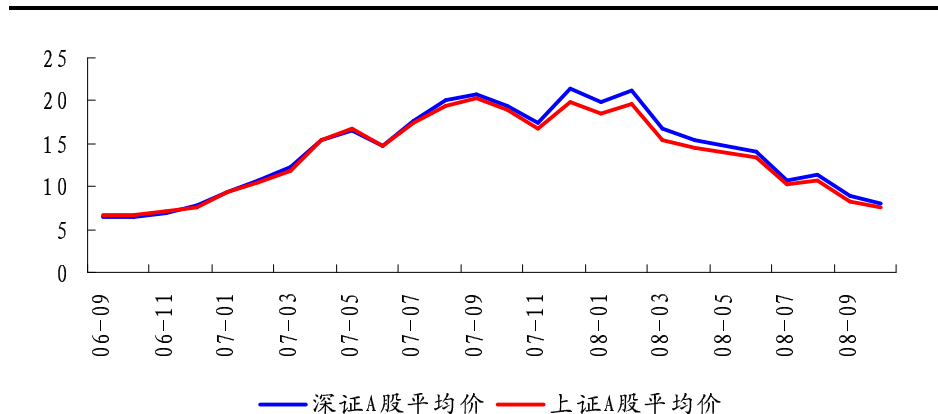
假定：沪深减持数量比例为 2:1；沪深 A 股减持时月平均收盘价比例为 1:1。在此前提下，我们估计，整个 A 股市场限售股减持金额约 4300 亿元。而 2009 年更是解禁大年，A 股市场流动性面临前所未有的考验。

图 47：深市限售股减持金额估计



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图 48：沪深 A 股平均价走势



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

6 市场分化：开始加剧

6.1 香港市场分化明显

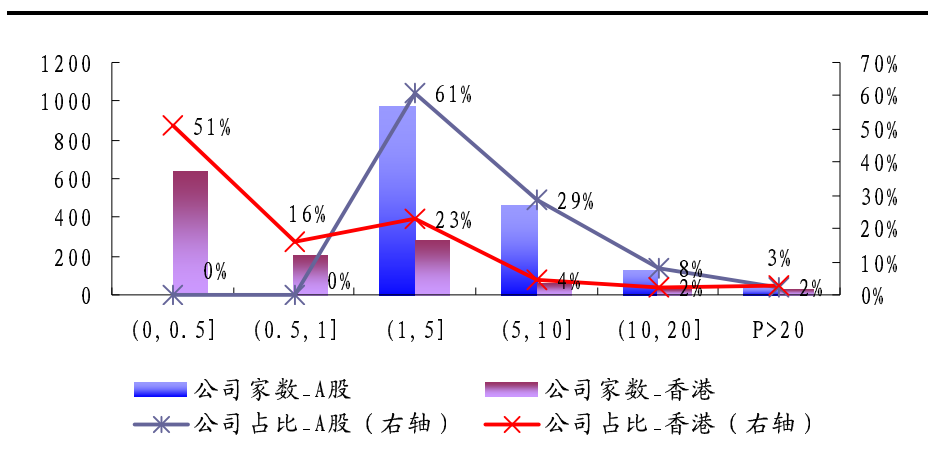
香港股票市场的股价结构层次分明，同一市场内股价相差悬殊。个股间绝对价格落差很大，高价股和低价股的绝对股价可以相差上千倍。而由于历史原因，股票分化不明显是中国证券市场的特有现象，将来一段时间内股价可能会面临结构性调整。

我们研究发现，截至 08 年 11 月 7 日，香港市场 0.5 元以下的低价股占比达 51%，0.5 元至 1 元之间的股票占 16%，合计股价在 1 元以下的股票占 67%。而我们 A 股市场，目前 1 元以下的低价股仅 3 支，1 元至 5 元之间占比 61%，股价的分化还不明显。由于两地发行面值的差异，我们下面从 PE 与 PB 指标的角度进行分析。

从 PB 角度来看，在香港市场，PB 低于 0.5 倍的股票占比近 45%，PB 在 0.5 倍至 1 倍之间的股票占比 27%，合计 PB 在 1 倍以下的股票占 72%。而我们 A 股市场，目前 PB 在 1 倍以下的股票仅占比 7.37%。

从 PE 角度来看, 在香港市场, PE 低于 5 倍的股票占比近 47%, PE 在 5 倍至 10 倍之间的股票占比 27%, 合计 PE 在 10 倍以下的股票占 74%。而我们 A 股市场, 目前 PE 在 10 倍以下的股票占比不足 13%。

图 49: 香港市场与 A 股市场股价比较



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

图 50: 香港市场分化明显

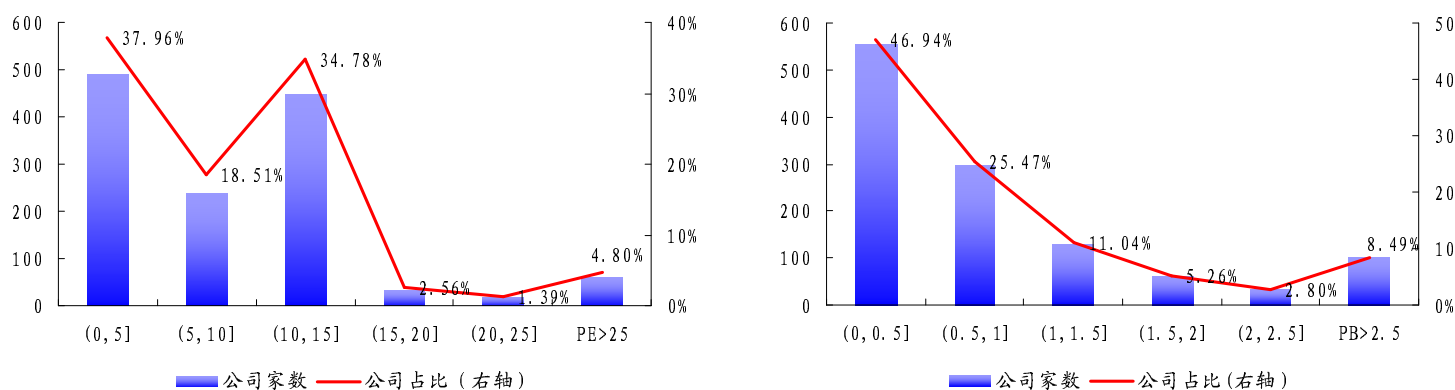
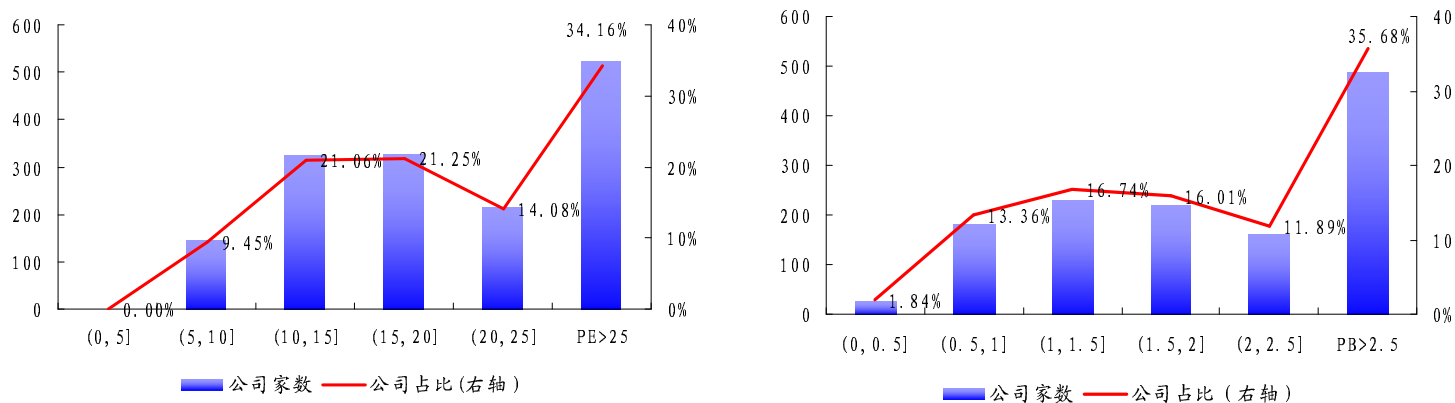


图 51: A 股市场分化仍不明显



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

6.2 A股市场分化条件已初步成熟

在流动性逆转的前提下，09年的A股市场难以再现06、07年千股齐涨的壮观。同时，在经过08年单边巨幅下跌后，市场大部分系统性风险已经得到释放，09年市场所有个股齐跌的可能性也大为降低。我们认为，在流动性逆转的前提下，在限售股与融资融券的共同作用下，不同程度的分化开始显现。

流动性逆转是前提。在08年财富的负效应下，投资者的信心遭受重大打击。股票新开户数增速已经持续下降，基金也出现净赎回。伴随着储蓄陆续回流且定期化趋势明显，A股市场流动性已出现逆转。

限售股解禁是重要原因。A股市场正在进入限售股解禁后的急速扩容期，解禁后的限售股减持已成为影响市场的最重要变量之一。在限售股解禁背景下，我们看到基金等机构“抱团取暖”的投资策略在08年失效。在投资者结构分化、产业资本占据市场主导的情况下，实业资本对自己公司的认识所带来的减持压力无疑会导致个股出现分化。

融资融券是催化剂。融资融券将提高部分低估标的估值水平，同时对高估标的形成抑制，并带动相关可比公司估值发生变化。融资融券推出后，标的的股票交易会活跃，标的的个股价格将回归价值。与此同时，标的之外的其他股票会被逐渐边缘化。

6.3 09年A股市场分化开始加剧

“重融资、轻回报”是中国资本市场一大顽疾，一向为市场人士所诟病。尽管从总体来看，07年上市公司分红出现一定增长，但相对于成熟市场，分红比例仍然过低。正是因为上市公司现金分红比例过低，A股市场的投资者更关注的是股票的差价，无论股票质地的好坏，只要存在阶段性价差，就成为投资标的。在这种情况下，市场分化难以显现。08年来，随着管理层引导和提高上市公司的现金分红比例，越来越多的上市公司会选择现金分红回报股东，投资者也会更多关注上市公司内在的价值。

同时，随着国内市场与国际接轨程度加深，国内市场的结构也将逐渐向国际成熟市场靠拢，主要表现就是股价的两极分化日益明显。好股票受追捧股价一直向上，而差股票则无人问津。我们相信09年的市场不会再现08年无论公司所处的周期阶段和业绩表现，股价均同步大幅下挫的局面，结构的分化将会比较明显。

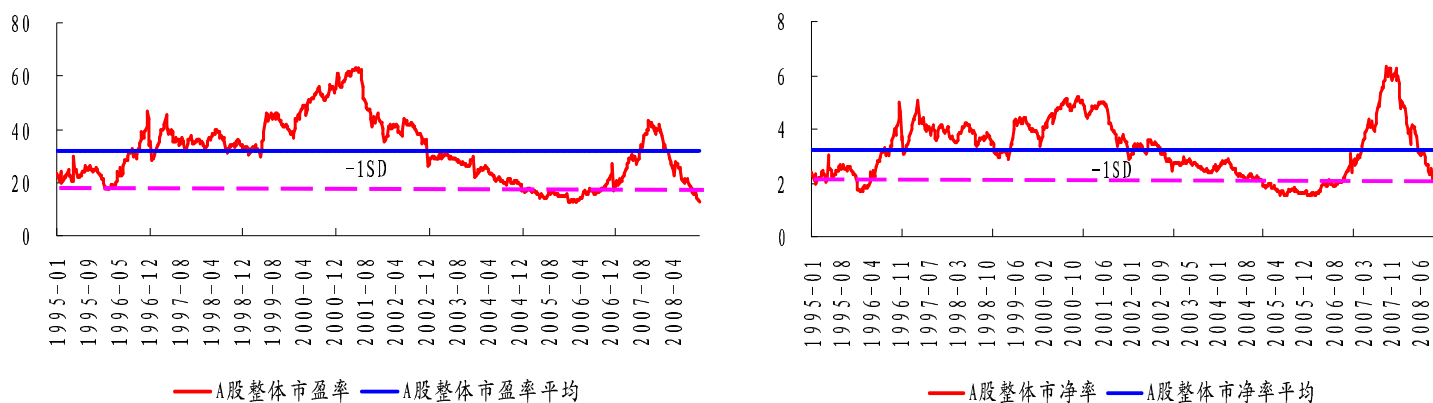
7 A股长期估值已趋合理，关注买入时机

7.1 长期估值已趋合理

伴随着 08 年超预期的暴跌，曾经高估的 A 股在短期内消灭了泡沫，释放了绝大部分的市场风险，完成了一定程度上价值的回归，而且相当一部分股票已经显现出长期投资的价值。

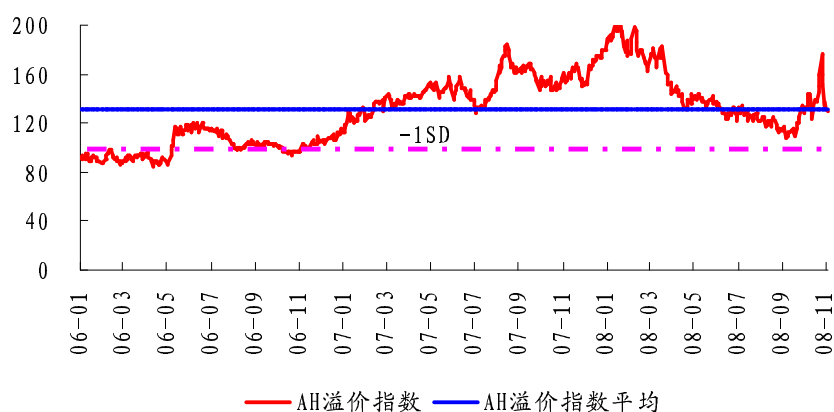
估值接近历史低点。通过对 A 股历史数据的分析，我们发现：截止 10 月 31 日，动态 PE12.74 倍，较历史平均折价 60%，较最低溢价 1.59%；动态 PB2.12 倍，较历史平均折价 35%，较最低溢价 40%；AH 溢价指数快速降到 129.7%，略低于历史平均水平，较最低溢价 52.6%。

图 52：A 股估值的历史比较



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图 53：AH 溢价指数回落到历史平均水平

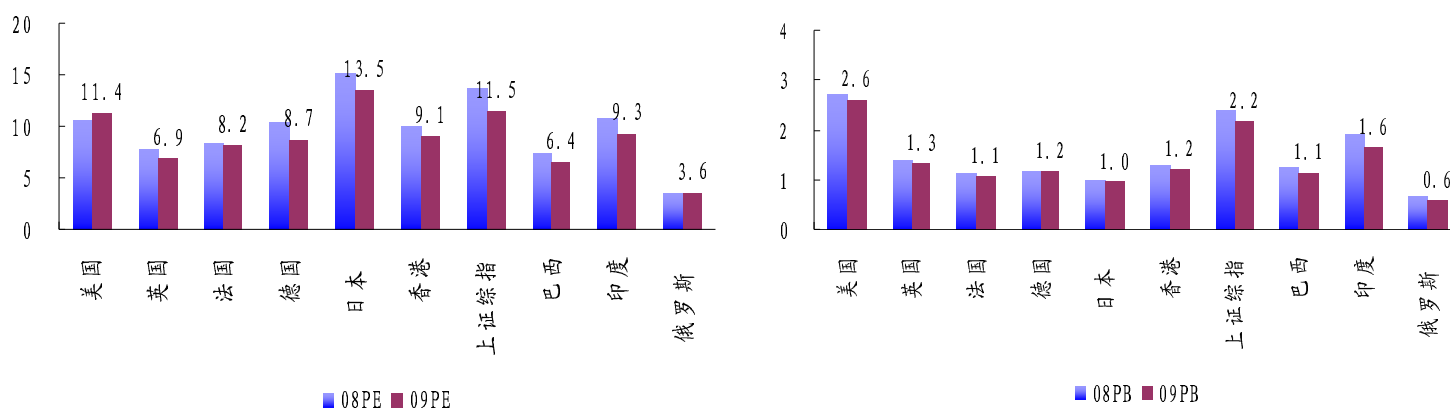


数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

估值接近美股。与其他新兴市场相比，A 股估值略为偏高。但是，与成熟市场相比，我们发现 09 年上证综指 PE（11.5 倍）估值低于日本（13.5 倍），更接近美国（11.4 倍）。从 PB 的角度来看，09 年上证综指（2.2 倍）低于美国的（2.6 倍），但相对高于其他国家。在一定程度上，A 股的估值已经跟美

股非常接近。考虑到国内经济受金融危机影响小、上市公司更具备长期成长性，我们认为 A 股市场目前的估值相对合理。

图 54：估值的国际比较



数据来源：Bloomberg 中原证券研究所

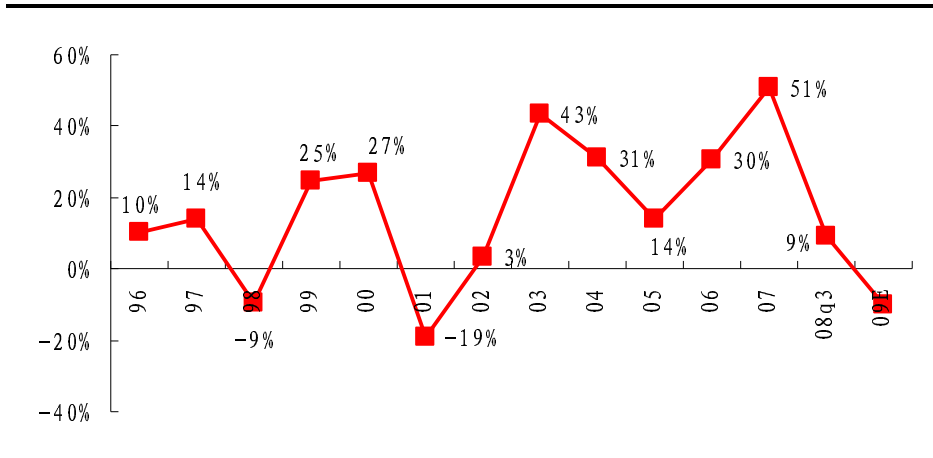
09 年合理市盈率在 15 倍至 26 倍之间。我们的三阶段 DDM 模型判断 09 年 A 股市场合理市盈率水平在 15 倍至 26 倍之间，A 股整体估值已趋合理。从长期投资来看，如果排除市场内在的大小非减持、09 年盈利下滑等一些短期因素，A 股市场无疑已具备极大的投资价值。

7.2 短期存在风险，关注择时和分化

目前市场对企业盈利增速的预测（08 年，19%；09 年，22%）仍没有充分反映经济下滑和企业运营环境恶化的影响。伴随着金融危机带来的外部需求的减少和国内周期调整下内需的不确定，2009 年国内经济增速放缓后导致上市公司盈利增速的下滑，部分抵消了市场价格的下跌。尤其值得注意的是，大部分周期性行业盈利更存在大幅下调的可能。我们认为 09 年 A 股上市公司盈利增速在-5%至-15%左右。

我们认为，A 股长期估值已趋合理，但在盈利下滑、大小非解禁及国外市场的震荡中，A 股震荡筑底可能需要一定的时间。我们认为，基于政府四万亿投资的逐步展开，经济硬着陆风险基本消除，投资者市场信心有望恢复，2009 年投资者可能面临良好的投资机会。值得注意的是，股市提前反应投资者对未来经济的预期，在市场低点出现前后，A 股有望迎来较大幅度的阶段性反弹。投资者须密切关注一系列宏观及市场指标以寻求股票市场和经济走稳的信号，并关注由于系统性风险释放后结构性分化的出现，择时和分化是抓住危机后反弹机会的关键。

图 55：09 年净利润增速继续下滑



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

8 投资策略：2009 年：最坏的时刻，最好的时机

8.1 经济下滑、供求担忧和政策刺激下的博弈年

当前影响中国股市的最主要因素是：国内宏观经济向下，企业盈利降低；国际金融市场动荡，影响国内投资者心理预期；A 股市场供求失衡，大小非减持压力可能持续存在。但我们认为，在经历了 08 年市场的单边暴跌之后，已经释放了绝大部分的系统风险，市场估值相对合理，A 股已出现长期投资价值。

2009 年我们认为是 A 股市场在经济下滑、供求担忧和政策刺激下的博弈年：周期向下的担忧难以消除，供求关系也难以得到根本改变，趋势力量可能占一时上风；但持续的政策刺激会影响投资者的心理预期，政策的累积效应有助于市场较大幅度的阶段性反弹。

1) 经济刺激博弈经济周期

国务院常务会议于 08 年 11 月 5 日出台扩大内需、促进经济增长的十项措施，拟加快民生工程、基础设施、生态环境建设和灾后重建，提高城乡居民特别是低收入群体的收入水平，促进经济平稳较快增长。

初步匡算，实施上述工程建设，到 2010 年底约需投资 4 万亿元。为加快建设进度，今年四季度先增加安排中央投资 1000 亿元，明年灾后重建基金提前安排 200 亿元，带动地方和社会投资，总规模达到 4000 亿元。

相比 98/99 年，本轮我国财政刺激政策更值得期待。中央出台扩大内需促进经济增长的十条措施，对于克服经济周期调整 and 保持长远的发展都具有重大意义。我们认为，本次政府把着眼点放在改善民生和结构的优化上，有助于国内经济在新一轮周期来临时实现增长方式的转型。

尽管经济周期调整的初期面临众多困难，但我国内部需求的潜力巨大，金融体系总体稳健，企业应对市场变化的意识和能力较强，世界经济调整为我国加快结构升级、引进国外先进技术和人才等带来新的机遇。我们相信，在管理层及时果断地采取积极的政策和适度宽松的货币政策下，明年的经济会成功避免硬着陆，有助于提高市场投资者的信心。

2) 政策救市博弈制度治市

对于国内经济的周期性下滑及金融危机造成的负面影响，A股市场自身难以左右。但是，对于最直接影响并冲击A股市场的解禁限售股减持方面，08年至今没有有效的分流压力举措，在09年，我们期待专门针对大小非的相关政策支持。

市场制度建设仍然是管理层坚持的方向。在治市方面：推出融资融券，完善价格发现并提供新的赢利模式；推动、引导并提高上市公司现金分红比例；发行可交换债券并引入二次发售机制，缓解限售股解禁后对二级市场的直接冲击；改革新股发行制度，核准制向注册制过渡，新股发行价由市场来决定等。

在治市的同时，在市场供求关系失衡造就的市场极度缺乏信心的前提下，我们也期待管理层的救市。在救市方面：成立平准基金；提高社保基金、保险机构投资股市比例；给予央企增持或回购的资金安排；加大新基金和QFII基金的发行等。

市场有其自身的发展规律，救市仅是治标，公司的盈利最终决定股价。但在短期面临如此众多因素的冲击时，治市为治本，救市为治标，对于中国这个新兴加转轨的证券市场来说，我们期待09年同时出现政策救市与制度治市下的标本兼治。

8.2 A股市场走势判断：运行中枢在1300点至2900点，上半年可能出现阶段性低点。

在经历了将近一年的大幅度调整之后，A股市场当前的估值水平达到13年以来的新低，估值已较合理，长期投资价值已经初步显现。然而，我们认为，长期投资机会显现，但09年初可能仍不是最好的买入时机：在明年一季报及中报之间，很多行业的盈利情况变化非常大，特别是强周期行业上市公司的业绩下滑速度将非常惊人；大小非的减持压力短期难以解决，有待相关创新细则的明朗；政策刺激的效应，有待时间的累积；金融危机的影响仍未消除，外围市场仍在震荡寻底。

我们初步判断，2009年A股市场低点可能出现在上半年。主要原因有三方面：一、基数效应带来的盈利低点。二、预计08年四季度和09年一季度的单季GDP增速可能会下滑到8%左右，上市公司可能需要二个季度左右的时间来消耗目前产能过剩所积压的大量库存。三、分析师在一季报前后有大幅调低赢利预期的可能。

在大小非解禁政策符合市场预期、上市公司盈利无进一步恶化趋势及金融危机影响减弱的前提下，我们认为2009年A股市场阶段性行情可能出现在下半年。主要原因有四方面：首先，一季报前后糟糕的业绩。其次，政策的累积效应有望在下半年显现。再次，熬过库存消化期后，原材料价格的快速下降有利于企业成本的降低，从而改善企业的盈利状况。最后，严重超跌下市场自身形成的有力反弹。

根据我们的DDM三阶段模型，在股息率30%-40%、2009-2013年GDP增速8%-9%的假设下，我们得出上证综指合理PE为15倍至20倍。在2009年上市公司赢利增速在-5%至-15%的前提下，我们估计2009年A股市场运行中枢如下：

表 6: 2009 年上证综指运行点位

08 市盈率	上市公司盈利增速						
	0%	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%
11	1347	1280	1212	1145	1078	1010	943
13	1592	1512	1433	1353	1274	1194	1114
15	1837	1745	1653	1561	1470	1378	1286
17	2082	1978	1874	1770	1666	1561	1457
19	2327	2211	2094	1978	1861	1745	1629
21	2572	2443	2315	2186	2057	1929	1800
23	2817	2676	2535	2394	2253	2113	1972
25	3062	2909	2755	2602	2449	2296	2143

数据来源: 中原证券研究所

我们认为 2009 年 A 股市场底部区域可能出现在 1300 点左右, 反弹的高度可达 2900 点。我们判断 2009 年的 A 股市场运行路径大致如下:

- 悲观预测: 金融危机影响继续深化, 大小非减持规模超市场预期, 国内政策刺激效果不明显, 则 A 股可能运行至 1300 点左右。
- 乐观预测: 外围市场走暖, 大小非细则有利于二级市场减持压力的减轻, 一季度后在政策刺激下经济增速明显回升, 则 A 股可能运行至 2900 点左右。
- 介于二者之间: A 股可能运行区间为 1300 点-2900 点, 对应 09 年市盈率 15 倍-26 倍。

8.3 投资建议及行业配置

2008 年 A 股投资者经历了中国股市有史以来最痛苦的时刻, 最高 72% 的跌幅——这在中国股市乃至全球股市里都是罕见的。对于我们的投资者来说, 2009 年可能将经历最坏的时刻: 经济增速减缓、企业盈利下滑、大小非解禁以及金融危机的进一步深化。但是, 若以更加长远的眼光来看, 2009 年也许将提供最好的时机:

1、当前市场处于阶段性低位, 整体 A 股估值已处历史最低, 长期投资价值明显。后期在管理层主导下, 产业资本增持与回购范围的扩大以及力度的增强会有效封闭 A 股的下行区间。

2、虽然我们整体经济依然在全球保持名列前茅的增长率, 但在金融危机的影响下, 投资者仍然担心 09 年国内经济可能出现硬着陆。但是, 在明后两年国内四万亿投资计划的逐渐开始实施下, 投资者的担忧会大为减轻。国内经济稳定快速增长有助于投资者信心的恢复。

3、2009 年企业盈利增速下降的集中反应在 2009 年上半年, 市场可能会迎来阶段性的低点。但是, 伴随宏观政策刺激的落实, 股市将提前反应投资者对未来经济的预期, 有望迎来较大幅度的阶段性反弹。

4、市场对相关利好政策的预期在 09 年可能会达到高潮。08 年管理层出台了一系列的治市制度，从长期来看，累积的效应有利于 A 股市场的回暖。同时，我们不排除 09 年管理层出台更为有力的救市政策。

5、众多机构等待入场。当前的 A 股市场中，仅基金现有现金就达 2000 多亿元，如果一季报前后，市场出现下跌，将加快基金等机构资金入市步伐。我们判断大批机构资金入市将在市场低点出现之后，或者在宏观经济软着陆明朗之后，市场触底反弹将渐进展开。

无论如何，让我们牢记：股灾之后的市场总是充满着投资良机-----这在全球股市几百年的历史中，这在一些著名的投资大师的投资经历中都得到证明。另一方面，我们也要看到，09 年上市公司会出现业绩分化，股价分化随之加剧。具体而言，投资者需要关注减持压力小、现金流充足、资产负债率低以及有稳定成长性的上市公司。除此以外，投资者在复杂市场形势下要注意择时。我们认为，择时与分化是抓住危机后反弹机会的关键。

投资建议：

基于以上分析，我们建议投资者在上半年低点未出现，宏观经济指标尚不明朗之前，不妨采取防御策略：关注必需消费品、医药、机场、及基础设施类抗周期股票。

- **必需消费品：**由于需求稳定，必需消费品是相对安全的行业。首先，过去的经验表明，熊市该行业表现要优于其他行业。其次，新兴市场消费在经历结构性增长，对行业产生积极的影响。最后，在整个商业周期中此类行业的收入弹性较差，消费者对必需品的需求基本维持稳定。
- **医药：**09 年医药行业的旺盛需求将维持行业景气高位运行，医改也将为行业发展提供推力。首先，医药行业的旺盛需求体现在：随着居民生活水平的改善，医疗保健愈来愈受到重视；当前我国的人口自然增长率仍处于较高水平，人口结构却逐渐趋向老龄化，庞大的新增人口和中老年人口对医药消费的需求均在持续增长。其次，医疗体制改革有助于加快建立覆盖城乡居民的社会保障体系，建立基本医疗卫生制度，政府将加大投入，带动医疗总费用的增加。
- **机场：**国内收费改革新方案对上市机场公司整体影响不大；非航业务将成为未来的利润增长点；资产注入消除关联交易、打造完整业务链；龙头企业在外延扩张同时，内生增长良好，管理能力继续提升。虽然受累于航空业的不景气，国内机场增速减缓，但在向下的周期中，仍是较好的防御板块。
- **基础设施：**国务院常务会议提出的十项扩大内需政策中，基础设施建设位列其中。在拉动内需措施的推动下，交通运输部力争明后两年交通固定资产投资规模年均达到 1 万亿元水平。考虑到如此大规模的投资额度，基础设施相关行业应该能保持稳定的增长。

在政策刺激下，09 年下半年蕴涵着更好的投资机会。投资者须关注一系列宏观及市场指标以寻求股票市场和经济走稳的信号，择时是抓住危机后反弹机会的关键。我们建议下半年投资者应更多关注：

- 通胀下降过程中的受益行业，如可选消费品、部分制造业。
- 政策刺激下可能带来的部分周期性行业拐点的产生，如石化、能源、有色等。
- 超跌反弹后龙头行业的阶段性交易机会，如银行、保险、券商以及地产等大权重板块。

主题投资机会：

在各种不确定因素的共同作用下，09年上半年A股市场走势可能仍不明朗。在主流板块可能疲弱的背景下，不断涌现的投资主题可能会成为弱市中的鲜明亮色。主题投资中我们关注国家政策大力扶持、符合政策支持和产业导向的行业，如农林牧渔业、央企增持与回购、上海本地股和金融创新等。

- **农林牧渔主题：**由于我国将更加重视国家粮食安全和主要农产品有效保障，并且推动土地流转及规模化经营，因此粮食作物种植业和种子加工业可能存在一定的交易机会。建议投资者关注两类公司：一是资源型企业，拥有大面积优质耕地承包权的北大荒，拥有荒山荒地承包权的绿大地，拥有大面积养殖海域的獐子岛、好当家、东方海洋等；二是受益于农业发展的服务型企业，如种子加工业登海种业、隆平高科；农产品流通龙头企业农产品；动物疫苗行业龙头企业中牧股份等。这类主题的风险在于企业赢利有限，PE 高企。
- **央企增持或回购主题：**国资委和汇金公司增持和回购央企股份不仅反映了政府救市的决心，也说明很多央企的股价已经具备了投资价值，值得投资者逢低关注。投资者应该在国资委曾明确表示要绝对控股的军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运等行业中寻找大股东持股比例偏低、低市盈率、低市净率、股价破发破增发、已承诺延长锁定期的行业龙头品种。在关注央企的同时，在非央企的中小企业中，那些股权分散的行业和子行业龙头、产品市场占有率较高、成长性较好的公司也有望得到大股东的积极增持和回购。
- **上海本地股主题：**上海本地国有企业上市公司的资产重组或整合给市场带来的投资机会值得期待。与此同时，2010年世博会、迪斯尼概念也一定程度地点燃了市场炒作上海本地股的热情，界龙实业、亚通股份、锦江投资、海立股份、上海三毛、开开实业等一批上海本地股均有远远强于大盘的上佳表现。上海本地股的题材值得投资者在2009年重点挖掘。
- **金融创新主题：**2008年A股市场在仅有的几次反弹行情中，券商股持续领军大盘。究其活跃的原因，主要是受到市场上关于融资融券等金融创新即将放行的传闻有密切关系。因为券商的盈利增长除与市场活跃度相关以外，也同金融创新业务息息相关，尽管起初试点范围较小，业务推广也需要一个过程，融资融券在初期对券商的业绩贡献十分有限，但长期来说可能对券商业绩形成一定推动，这在相当程度上造成了近期券商股的升温，同时也给市场带来阶段性投资机会。此外，创业板也有在2009年推出的可能，创投等相关概念股也有被炒作的机会，值得密切留意。

表 7：09 年行业配置和重点公司

行业	行业 投资评级	子行业	子行业 投资评级	重点公司
医药	强于大市	中成药	强于大市	康缘药业、天士力、康美药业、云南白药
		化学制剂	强于大市	恒瑞医药、双鹤药业
		商业流通	强于大市	国药股份、一致药业
		医疗器械	强于大市	万东医疗、鱼跃医疗
		化学原料药	同步大市	华海药业、海正药业
		生物制药	同步大市	科华生物、双鹭药业
农业	强于大市			敦煌种业、新中基、顺鑫农业
电力设备	强于大市	输变电设备	强于大市	特变电工、平高电气
		二次设备	强于大市	国电南瑞、荣信股份
		发电设备	同步大市	东方电气、金风科技
		环保设备	同步大市	龙净环保
电力	强于大市	火电	强于大市	国电电力、宝新能源
		水电	强于大市	桂冠电力
银行	同步大市			交通银行、北京银行、浦发银行
保险	同步大市			中国平安
证券	同步大市			中信证券、宏源证券
钢铁	同步大市			鞍钢股份、宝钢股份、武钢股份、新兴铸管
通信	同步大市	设备供应商	强于大市	中兴通讯 武汉凡谷
		运营商	同步大市	中国联通
		光纤光缆	同步大市	中天科技
交通运输	同步大市	工程基建	强于大市	中国铁建、隧道股份
		公路	同步大市	赣粤高速、山东高速
		铁路	同步大市	大秦铁路、铁龙物流
		机场	同步大市	上海机场、白云机场
		海运	弱于大市	长航油运、中海发展
		航空	弱于大市	中国国航
		港口	弱于大市	天津港、日照港
零售百货	同步大市	零售批发	强于大市	步步高、小商品城
		百货	同步大市	合肥百货、银座股份
食品饮料	同步大市	食品制造	强于大市	新希望、双汇发展、伊利股份、三全食品
		酒类	同步大市	五粮液
有色	同步大市			宏达股份、锡业股份
房地产	同步大市			万科，金融街
机械	同步大市			中联重科、山推股份
煤炭	同步大市			中国神华、平煤天安
家电	弱于大市	白色家电	同步大市	美的电器、格力电器、青岛海尔
		黑色家电	弱于大市	海信电器、深康佳 A
		小家电	弱于大市	苏泊尔
造纸印刷	弱于大市	印刷	强于大市	劲嘉股份

化工	弱于大市	造纸	弱于大市	博汇纸业、银鸽投资、岳阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份
		钾肥	强于大市	盐湖钾肥、中信国安
		农药	强于大市	新安股份、扬农化工、诺普信
		磷化工	同步大市	兴发集团、澄星股份
		煤化工	弱于大市	威远生化、远兴能源、亿利科技
		纯碱	弱于大市	山东海化、双环科技
		聚氨酯	弱于大市	烟台万华
		氯碱	弱于大市	中泰化学、英力特
计算机软件	弱于大市	管理软件	同步大市	用友软件
		应用软件	弱于大市	恒生电子、东软股份

数据来源：中原证券研究所

9 风险提示

国内经济恶化；限售股解禁无实质性政策；金融危机进一步演化成为全球性经济危机。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。