

深度研究报告

证券市场

2009年2月份A股市场投资策略报告

2009年02月02日

定期策略报告

2月份：节前行情仍需整固

● 对宏观经济的预判

本轮经济调整的实质是国内经济内在周期性调整叠加金融危机促发的外在调整，比98年要更为惨烈，而调整和恢复的时间也会更快。房地产业等先导行业将于09年底见底回复，中国经济有望随内外需的启动在2010年见底回升。发达经济体衰退加深预示我国出口在未来两个季度内仍将持续负增长；政府基建投资的大幅增长及保障性住房投资部分抵消了受需求影响的制造业投资及地产投资的下滑；收入增速下降及预期的改变，消费的滞后影响将在09年全面显现；08年4季度GDP增速与工业增加值同比增速或见本轮周期底部，但大幅回升为时尚早；PPI同比下降仍将持续，预计负增长将持续至三季度；CPI同比负增长将在一季度出现；信贷高速增长主要集中在一季度，M1/M2增速或将反复；预计09年人民币兑美元小幅贬值2%。

● 2月份：节前行情仍需整固

全球衰退的进一步加深，外围股市再次调整将制约A股市场的独立反弹；08Q4、09Q1的企业盈利增速见底，虽然其趋势普遍符合市场预期，但下降幅度或将超预期，根据我们中性假设工业生产同比增长6%，PPI同比下降3%，毛利率提升至13.0%的水平，一季度工业企业利润同比下降28.18%，若悲观假设则同比下降38.84%。A股公司盈利同比下降幅度或将超工业企业利润；收入下滑、消费者信心跌落及消费支柱丧失等多重因素作用下，消费的滞后影响将在09年全面展现；M1/M2增速反弹提升市场信心，然而增速差持续扩大、存款定期化趋势依旧，流动性对市场的推动作用仍需等待。基于上述原因，我们认为节前上涨行情仍需整固。然而积极财政政策效果初现、相对合理的估值水平、市场在预期下渐进活跃，市场向下休整的空间不大。

● 三条投资主线

我们坚持认为目前市场暂时不存在趋势性机会。然而，政府积极财政政策与宽松货币政策下宏观经济低位企稳，结构性行情还是值得期待。我们坚持以下三条投资主线：1、预先布局汽车、地产、银行等先行行业；2、关注政策推动主题及价格企稳反弹行业的阶段性机会，重点关注十大行业振兴计划带来的短期及长期投资机会；3、农业、建筑业、保险业、石油化学塑胶塑料、电子、医药、交运及电器等机械设备制造业等业绩增长确定行业中期仍具价值。

● 投资策略与行业配置

我们维持在市场整固的过程中积极配置策略。建议超配金融、汽车、地产、机械电气设备行业；标配黑色金属、有色金属、化工、交通运输、信息技术、公用事业、医药保健、纺织服装等行业；低配家用电器、商业贸易、食品饮料、旅游休闲行业。

策略分析师助理 廖喆

电话：021-68866236

Email: liaozhe@guosen.com.cn

首席策略分析师 汤小生

电话：021-68864595

Email: tangxs@guosen.com.cn

策略分析师助理 黄海培

电话：021-68864598

Email: liaozhe@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目录

1 月份市场总体呈现上涨态势	4
对宏观经济的预判	5
2 月份总体判断：节前行情仍需整固	6
全球衰退加深，外围股市施压A股市场	7
警惕年报一季报业绩“挖坑”风险	7
信心跌落预示消费下滑才刚开始	10
流动性拐点提升市场信心，然而发挥作用仍需等待	11
积极财政政策效果初显	12
估值合理，市场在预期下渐近活跃	12
2 月份：三条投资主线	13
预先布局汽车、地产、银行先行行业	13
关注政策推动主题与价格企稳反弹行业的阶段性机会	14
业绩增长确定的行业	15
投资策略与行业配置	16
免责条款：	18

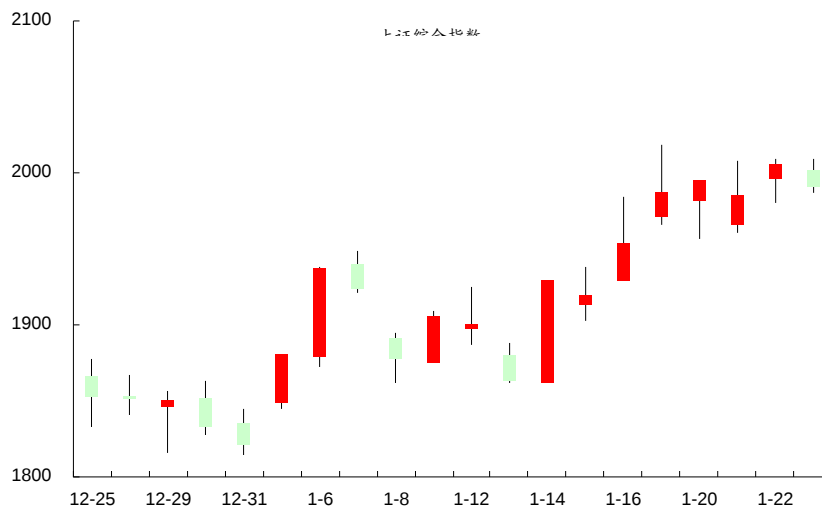
图表目录

图 1: 上证A股近一月走势图	4
图 2: A股不同行业指数阶段涨跌幅	5
图 3: A股不同风格指数阶段涨跌幅	5
表 1: 2009 年国信宏观主要经济指标预测	6
图 4: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅	7
图 5: A股可比公司单季盈利增幅与上证综指走势	8
图 6: A股可比公司单季盈利增幅与上证综指当期涨跌幅对比	8
图 7: 出口、地产投资引领工业生产、价格指数快速下滑	8
图 8: 工业增加值累计增速与工业企业利润增速比较	8
图 9: PMI库存指数	9
图 10: PPI与库存比较	9
表 2: 工业企业利润增速预测	9
图 11: A股公司盈利增长与工业企业利润增长（单季）	10
图 12: 消费者信心指数	10
图 13: 社会消费品零售总额同比增长	10
图 14: 各项贷款增速	11
图 15: 存款定期化趋势还在继续	11
图 16: 货币乘数与GDP累计增速	11
图 17: M1/M2/上证指数	11
图 18: PMI指数略显回升	12
图 19: 发电量同比增长	12
图 20: CRB指数	12
图 21: CRB与PPI同比增速比较	12
表 3: 市场估值水平	13
图 22: 新增开户数	13
图 23: A股成交量与换手率	13
图 24: 经济周期中的产业轮动图	14
表 4: 十大产业振兴计划	14
表 5: 各行业业绩增长与估值	15
表 6: 国信行业配置	16

1 月份市场总体呈现上涨态势

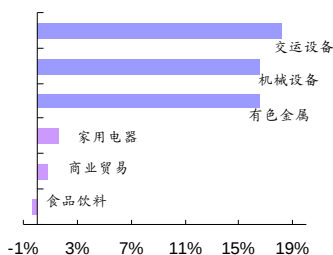
09 年 1 月份市场几乎呈单边上涨态势，趋势在临近春节前才有所缓和。节前最后一个交易日，上证指数报收于 1990.66，单月上涨 9.33%。上半月机械设备、交运设备携“四万亿”投资余热继续领涨，但有色、煤炭、金融（特别是证券）等板块随后开始赶超大盘。

图 1：上证 A 股近一月走势图



数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所，截至 2 月 1 日

上周行业涨跌幅前三名、后三名

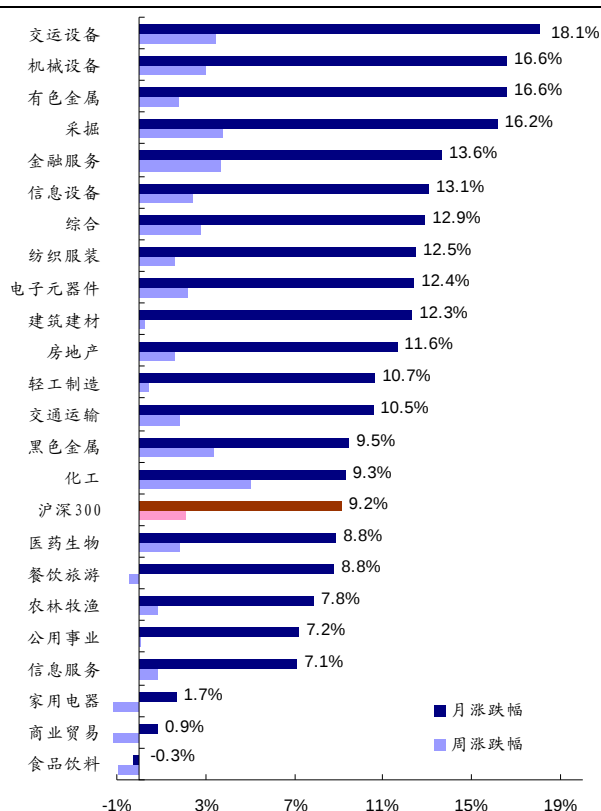


1 月份表现突出的行业分别是：一，交运、机械、信息等设备制造业，其中交运、机械设备 1 月份涨幅分别 18.1%、16.6%，位列行业月度涨幅前两位，主要由于政府积极财政政策保增长，铁路等基建投资大幅增加改变行业景气预期；二、有色、采掘、化工等中上游资源行业，随着快速的“去库存化”接近尾声，行业产品价格低位回稳，市场在国家有色金属、石化等行业振兴规划即将出台的背景下对未来需求改善及价格反弹充满期待；三，金融股后半程发力，银行股出现板块性尤其是中小商业银行子板块的整体上涨，主要源于：1、板块估值水平整体偏低，08 年底板块平均估值水平在 1.6 倍左右；2、深发展大幅核销历史坏帐在一定程度上释放市场对资产质量压力走高的神秘感，市场对 09 年信贷资产质量预期向好；3、12 月信贷数据的公布有利于增强市场对于通过“以量补价”提升 09 年业绩的信心。

表现较差的行业则为家用电器、商业贸易、食品饮料。前者由于经济调整中收入下降及预期相对落后使得消费下滑滞后体现，行业景气处于下行通道；而食品饮料则由于其防御性，在前期市场下跌过程中估值水平相对偏高，其估值大约是市场平均水平的 2.5 倍，仅次于医药，同时春节期间消费数据不佳也是抑制其短期表现的主要因素，未来在市场预期经济见底回升下其溢价率有延续缩窄压力。

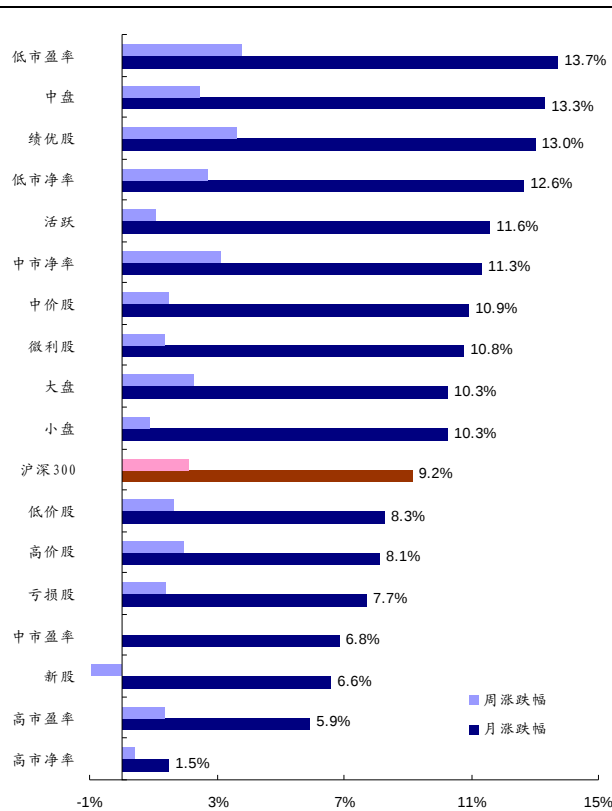
从行业风格指数来看，低 PE、低 PB、绩优股受到市场追捧，而相反高 PE、高 PB 表现最差，大盘股接力前期中小股票延续反弹，表明市场由前期热点炒作、主题投资盛行转而向经济触底回稳重点关注。

图 2：A 股不同行业指数阶段涨跌幅



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 2 月 1 日

图 3：A 股不同风格指数阶段涨跌幅



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 2 月 1 日，

对宏观经济的预判

本轮经济调整的实质是国内经济内在周期性调整叠加金融危机促发的外在调整。自 98 年调整以来，中国经济经历长达十年的快速增长阶段，资源瓶颈与需求约束决定了经济的内在调整需求，自 07 年底开始显现。然而，08 年中期美国次贷危机引发的金融危机迅速蔓延，使得中国经济受到外需急速下滑的双重打击，国内经济在 08 年四季度快速下滑。然而，政府保增长的财政政策与及时转向的宽松货币政策快速出台，近期部分数据显示出企稳及好转迹象。从这个层面上看，本轮经济调整虽比 98 年要更为惨烈，而调整和恢复的时间也会更快。基于美国大规模减税及增加政府支出计划有望在下半年对经济产生提振作用，而国内房地产业先导行业也将于 09 年底见底回升的判断，中国经济有望随内外需的启动在 2010 年底回升。

- 短期来看，由于美国、欧洲等发达经济体失业率的进一步上升，零售的超预期下滑、工业生产的持续低于预期，经济衰退的程度不断加深，其积极财政政策的效应预计下半年才能显现，我国出口在未来两个季度内预计将持续负增长。政府基建投资的大幅增长及保障性住房投资部分抵消了受需求影响的制造业投资及地产投资的下滑。收入增速下降及预期的改变，消费的滞后影响将在 09 年全面显现。由于 08 年四季度快速下滑，及后续财政政策的累计效应，四季度 GDP 增速与工业增加值同比增速或见本轮周期底部，但大幅回升为时尚早，预计 09 年三季度前基本维持低位。

- 由于大宗商品价格的大幅下跌，PPI 指数在 08 年四季度快速调整，虽然近期随着库存调整的结束，价格逐步企稳甚至略有反弹，但由于目前我国长期产能过剩、需求恢复尚待时日的现状，价格反弹不具备持续性，PPI 同比下降仍将持续，同时考虑到 08 年三季度前基数较高原因，预计 PPI 同比负增长将持续至三季度。CPI 由于食品价格有可能在粮食收购价格提升下有所上升，但 PPI 传导因素构成 CPI 的下行压力，考虑到基数因素，通货紧缩可能在 1 季度呈现。通缩压力为政府持续的宽松货币政策预留了空间。
- 近期在信贷的快速扩张下，12 月份 M1/M2 增速较上月大幅回升，流动性拐点初现。但信贷的快速扩张主要为商业银行争先放贷政府主导的大型投资项目及部分优质项目，一旦行为消退在出口持续低迷、私人部门投资不振的情况下，货币信贷增长或将反复，98 年 6 月份 M1/M2 触底反弹，11 月份再次下滑即是明证。预计信贷的高速增长将主要集中在一季度。
- 人民币停止升值步伐，预计 09 年兑美元小幅贬值 2%。

表 1: 2009 年国信宏观主要经济指标预测

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年预测	2009 年预测
GDP (%)	10.4	11.6	11.9	9.8	8.8
工业生产 (规模以上)	16.4	16.6	18.5	13.5	12.5
全社会固定资产投资 (%)	25.9	23.9	24.9	24.8	24.7
社会消费品零售 (名义, %)	12.9	13.7	16.8	20	12
CPI (%)	1.6	2.8	6.5	5.8	2.5
PPI (%)	3.2	3.1	5.4	6.5	3.5
出口 (同比增长, %)	28.4	27.1	25.6	19	14
进口	17.7	19.9	20.7	20.5	10.0
贸易顺差 (亿美元)	1020	1785	2618	2800	3000
M2 (%)	17.6	16.9	16.7	15.5	16.0
人民币汇率 (RMB/USD)	8.07	7.8	7.3	6.8	6.95

数据来源：国信证券经济研究所

2 月份总体判断：节前行情仍需整固

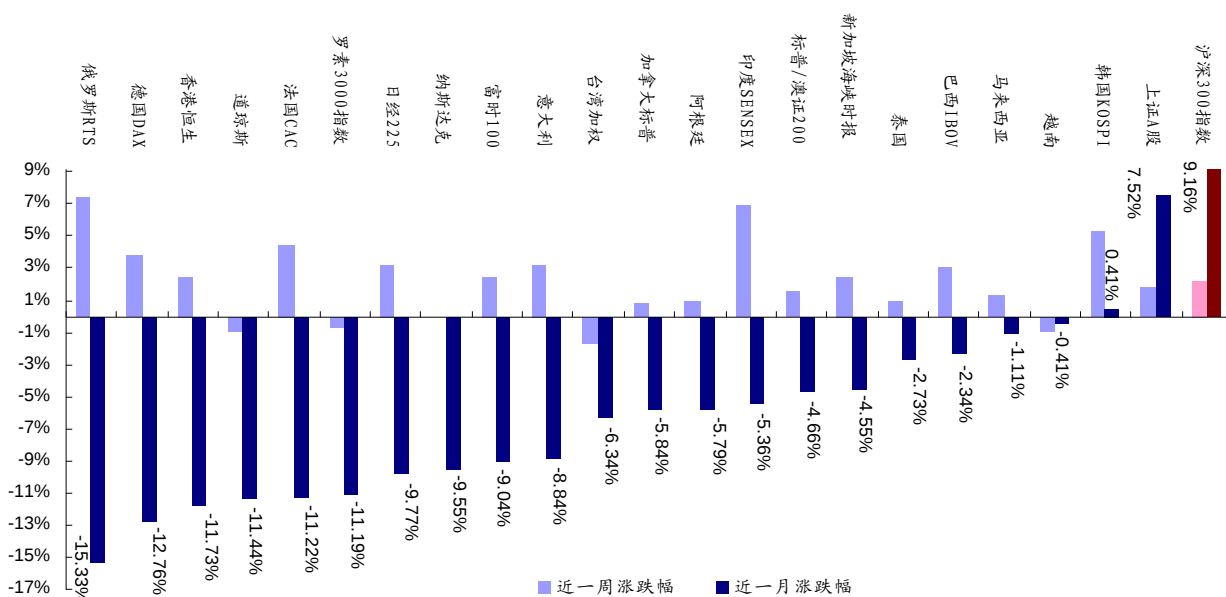
1 月份的反弹行情本质上属于积极财政政策支持下部分先行指标略显企稳反弹及宽松货币政策下的信贷快速扩张使得市场预期急速下滑的四季度宏观经济基本见底，未来或将企稳反弹。我们基本同意上述观点，但对环比上升的趋势相对谨慎。基于下述原因，我们认为 2 月份市场将对节前上涨行情进行整固：1、持续下降的工业生产、超预期的销售下滑及不断上升的失业率等数据显示全球衰退的进一步加深，以及对金融危机再爆发的担心，外围股市再次调整将制约 A 股市场的独立反弹；2、2 月份随着上市公司年报、季度的披露，市场对于业绩的关注将逐渐升温，业绩增长预期成为左右市场的主旋律，然而即将出来的工业企业利润、上市公司年报季报业绩同比下降幅度将超市场预期；3、收入下滑、消费者信心跌落及消费支柱丧失等多重因素作用下，消费的滞后影响将在 09 年全面展现；4、央行不断下调的利率及快速的信贷扩张，促使 12 月份 M1/M2 反弹提升市场信心，然而 M2/M1 增速差持续扩大、存款定期化趋势依旧，流动性对市场的推动作用仍需等待。

然而前期政府积极财政政策效果初现，PMI 指数、工业生产略现企稳反弹，价格水平也随着一季度企业库存消减过程结束而逐步稳定。未来在基建投资、减税扩大消费、支持农业发展及房地产等政策上有进一步调整的空间，随着财政政策效果的逐步显现，虽然经济全面恢复尚待时日，但低位企稳将是大概率事件。同时，相对合理的估值水平、市场在预期下逐步活跃，我们认为市场向下休整的空间不大。

全球衰退加深，外围股市施压 A 股市场

09 年伊始，信贷快速扩张，政府加大投资、产业振兴规划等积极财政政策支持部分先行指标显示企稳迹象，A 股市场走出独立的反弹行情。然而，全球股市在经历初期短暂的上涨后重陷二次调整。其主要原因为：一，持续下降的工业生产、超预期的销售下滑及不断上升的失业率等数据显示全球衰退的进一步加深。美国 12 月份工业生产同比继续下滑至 7.8%，零售销售下降 2.7%，持续低于市场预期，失业率上升至 16 年最高水平 7.2%，消费者信心继续回落，欧盟、日本等发达经济体显示相同特征。二，花期事件爆发、由衰退带来的工业贷款、信用卡贷款违约率的上升，引发了市场对金融危机再爆发的担忧。三，一季度低于市场预期的业绩公布促使了美股再次调整。由于我国经济较高的对外依存度，我们认为在美股见底前，A 股市场不存在趋势性机会，甚至可能在全球经济下滑超预期下而引发再次调整的需要。

图 4：全球主要区域股票指数阶段涨跌幅



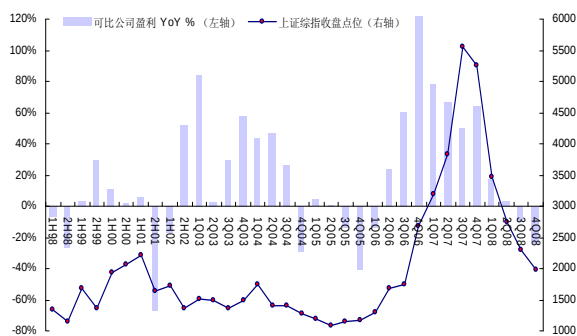
资料来源：Bloomberg 数据库，国信证券经济研究所，收盘价截至 2 月 1 日

警惕年报一季报业绩“挖坑”风险

业绩增长从来都是市场运行的核心因素，估值水平是业绩增长持续性及预期、行业特性、贴现率等基础上的放大扰动因素，政策是市场运行的逆向调节因素，同时盈利增长也是影响股市供需关系及流动性的基本因素。我们观察 A 股市场运行与上市公司盈利基本同步变化。历史上两个盈利增长快速阶段，3Q03 至 3Q04、2Q06 至 4Q07，指数都经过不同程度上涨；而 98 下半年、02 下半年盈

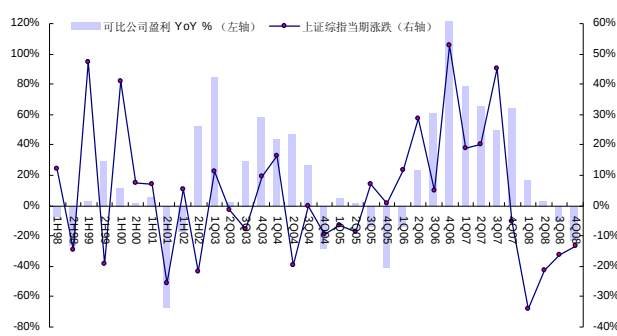
利同比大幅负增长阶段，可比工业企业业绩分别同比下降 26.6%、67.3%，同期市场分别下跌 14%、22%，之后业绩改善趋势中市场都经历了不同程度的恢复上涨。08 四季度、09 一季度上市公司盈利增速基本处于“挖坑”阶段，同比数据将会大幅下降，我们需要规避业绩“挖坑”带来的市场风险，同时也要看清业绩趋势改善的市场机会。

图 5: A 股可比公司单季盈利增幅与上证综指走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 6: A 股可比公司单季盈利增幅与上证综指当期涨跌幅对比

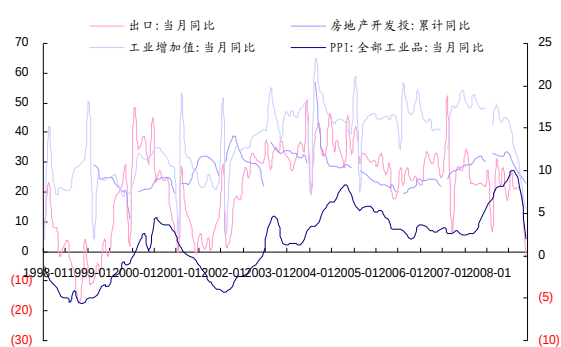


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

我们认为 08Q4、09Q1 的企业盈利同比数据基本见底，类似 98 年、01 年下半年阶段，虽然其趋势符合普遍市场预期，但下降幅度或将超出预期。从工业企业利润来看，由于发达国家经济数据显示衰退的进一步加深，出口和国内地产投资需求继续下降，工业生产将持续低迷。比较发现工业增加值与工业企业利润极具相关性，工业生产下滑往往对应的就是利润增速回落。

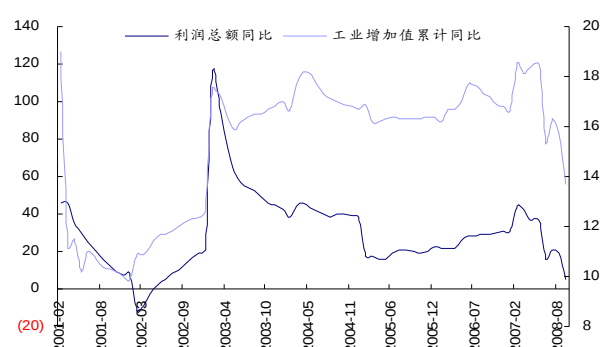
同时，需求骤减、大宗商品价格快速回落，致使工业品价格快速调整，11 月份 PPI 快速下降至 2.0%，超出市场预期，12 月份同比下降 1.1%。然而由于我国经济结构特征，国内工业过剩产能使得我国经济对外依存度非常高，出口变化与 PPI 价格指数变化相关度极高。98 年、02 年出口大幅下滑阶段，PPI 最大分别同比下降 5.7%、4.2%。一季度在外需持续萎缩，出口下滑趋势不改，国内经济继续调整、政策效应尚未体现的情况下，PPI 同比下行仍将持续。

图 7: 出口、地产投资引领工业生产、价格指数快速下滑



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 8: 工业增加值累计增速与工业企业利润增速比较

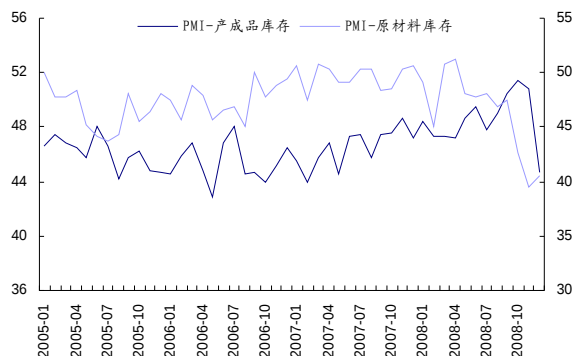


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

从库存的角度看，我们更倾向于认为价格水平及预期决定库存变化，而库存变化一定程度上加剧了短期价格波动，长期价格水平则由供需基本情况决定。12 月份制造业产成品库存，在继前期 PPI 价格指数及原材料库存快速下降后也迅速

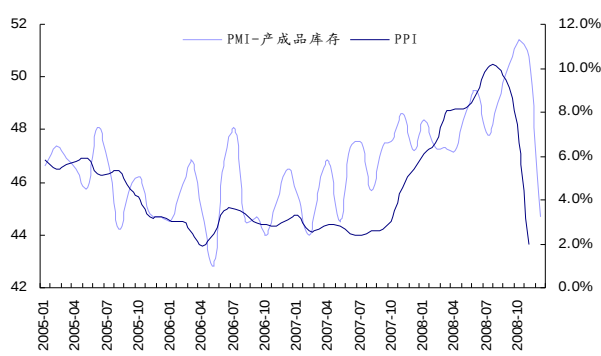
调整，然而也即至略低历史平均库存水平，远不及原材料库存创出历史新低，而且一般产成品的库存水平略低于原材料，历史平均水平同样如此，预计企业库存消减将持续一季度基本完成，短期价格企稳。同时，考虑到我国工业产能过剩现状及需求尚未有效恢复的情况下，未来价格持续上涨可能性不大。

图 9: PMI 库存指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 10: PPI 与库存比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

虽然原材料成本下降下毛利率环比较 08 年底将略有提升，但工业生产低迷，价格同比依然下降下，收入增速下滑将使得工业企业利润在一季度“挖坑”。随着，价格企稳、产品库存消减渐近尾声，外围经济稳定后需求缓慢复苏及国内政策效应逐步显现，我们认为工业企业利润增速将在二季度低位企稳，并在下半年有较大回升。11 月份，工业生产同比增长 5.4%，9-11 月份，工业企业利润单季同比下降 26.6%，毛利率为 13.2%，但 9 月份毛利率水平相对稳定，10、11 月份由于工业品价格急跌使得毛利率水平快速下滑，单月毛利率水平应该远低于 13.2%。1-2 月份，我们假设工业生产同比增长 6%，PPI 同比下降 3%，毛利率提升至 13.0%的水平，经过我们的模型测算，工业企业利润同比下降 28.18%；若悲观假设则同比下降 38.84%；09 全年，中性假设工业生产同比增长 9%，PPI 同比趋 0，毛利率为 13.0%，则全年工业企业利润同比下降 7.16%，悲观预测下 09 全年同比下降 18.68%。其中工业企业利润增速对毛利率变化最为敏感，毛利率提高 0.2 个百分点，工业企业利润增速提升超过 3 个百分点。

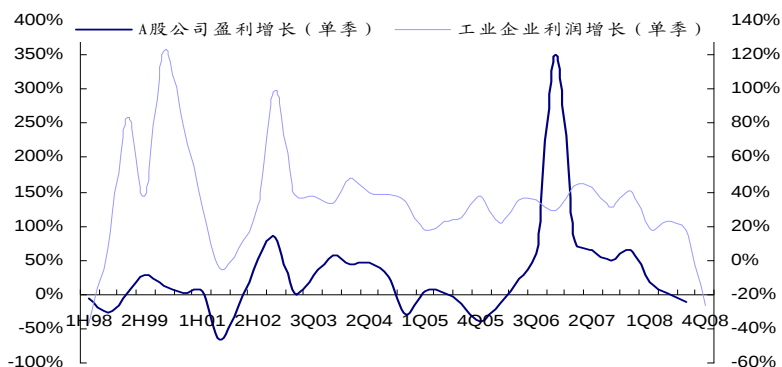
表 2: 工业企业利润增速预测

	1Q09			09 全年		
	悲观情景	中性情景	乐观情景	悲观情景	中性情景	乐观情景
工业生产	5%	6%	7%	8%	9%	10%
PPI	-5%	-3%	-1%	-2%	0%	2%
主营业务收入同比增速	0.73%	5.12%	9.50%	9.13%	13.51%	17.90%
毛利率	12.80%	13.00%	13.20%	12.80%	13.00%	13.20%
三项费用同比增长	3.98%	5.46%	7.78%	9.46%	10.89%	12.68%
利润增长	-38.84%	-28.18%	-18.36%	-18.68%	-7.16%	4.17%

数据来源: 国信证券经济研究所

对比 A 股公司盈利增长与工业企业利润增长，我们发现除开 06Q4 由于证券市场行情火爆，证券业绩爆发性增长，及银行、地产的业绩大幅增长使得 A 股公司盈利与工业企业利润增长有较大偏离外，两者盈利走势基本相当。在工业企业利润快速下滑下，预计 08 年四季度、09 年一季度 A 股公司企业盈利数据将非常难看，由于年末存货损失的计提、银行、地产的盈利下滑趋势，其同比下降幅度预计将超工业企业利润增速。

图 11: A 股公司盈利增长与工业企业利润增长 (单季)



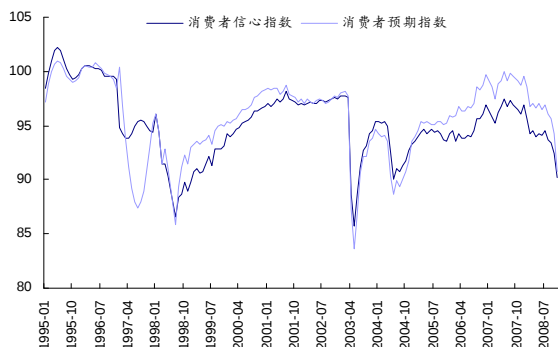
数据来源: 国信证券经济研究所

信心跌落预示消费下滑才刚开始

08 年中国名义消费增速、实际消费增速“双提升”，实际消费增长提升 3.7 个百分点，是在工业生产几近停滞下支撑中国经济增长过度下滑的核心力量。然而，在收入下滑、消费者信心跌落及消费支柱丧失等多重因素作用下，消费的滞后影响将在 09 年全面展现。从目前的社会消费品零售数据来看，消费减速才刚开始，预计 09 年实际消费增速下降 2 个百分点。

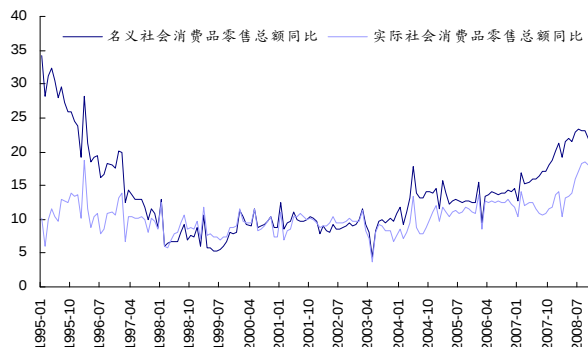
- 需求的急速下滑，大量抗风险能力低的中小企业及出口导向的劳动密集型企业利润大幅下滑，面临破产倒闭风险。工人失业、收入水平下降成为后一段时期的普遍现象。这在前期的农民工返乡潮已显端倪，而其主要为边际消费倾向较高的低收入群体，且在目前农民工工资性收入占其总收入近三分之一的情况下，对于消费的影响更为显著。
- 出于对未来经济形势的担忧，消费者收入下降预期，信心跌落，进一步促使其消费行为调整。消费者信心指数自 08 年 7 月份以来大幅调整，相似情形仅出现在 98、03 年经济调整期，名义与实际消费增速都出现较为显著的下滑。
- 中国本轮经济的两大消费支柱——汽车消费和居住类消费将在 09 年底继续调整。居民房产与金融资产的财富效应丧失也将明显制约消费支出。

图 12: 消费者信心指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 13: 社会消费品零售总额同比增长

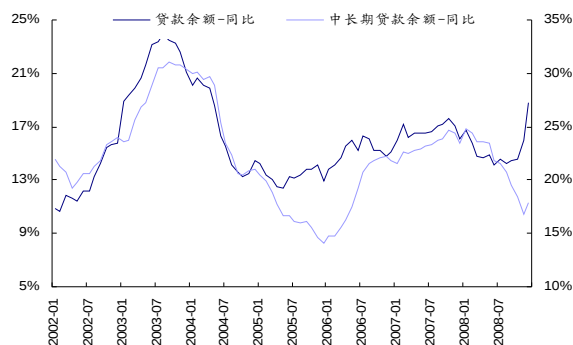


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

流动性拐点提升市场信心，然而发挥作用仍需等待

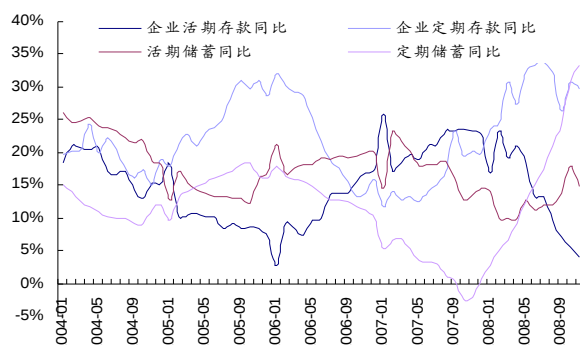
11/12 月份信贷快速扩张，分别新增贷款 4769、7718 亿元，较上月分别增加近 3000 亿，贷款增速快速回升至 18.76%，较上月上涨 2.73 个百分点。然而其中主要为短期贷款，企业中长期贷款增速上升相对缓慢，表明企业经营活动恢复贷款意愿依然低迷。

图 14: 各项贷款增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 15: 存款定期化趋势还在继续

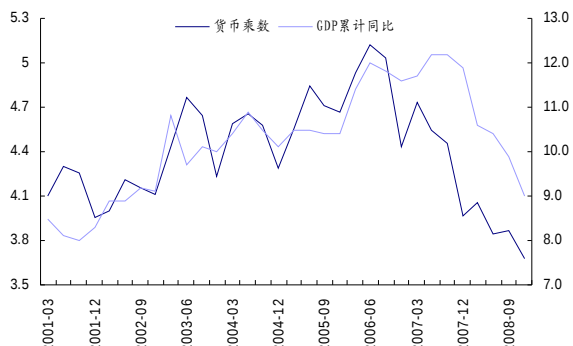


资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所

由于信贷的快速扩张、央行货币投放、净出口的持续扩大及海外热钱流出不能持续等原因，12 月份 M1、M2 增速快速反弹至 9.06%、17.82%，分别较上月上涨 2.26、3.02 个百分点。但考虑到货币、信贷的快速增长主要由于商业银行集中放贷确保政府主导的大型投资项目贷款及尽早争夺有限的优质项目资源时，信贷快速增长及宽松货币环境的持续性就值得怀疑。一旦行为消退，企业由于经济经营环境并未出现明显好转、银行出于自身风险考虑，货币环境有重新趋紧可能。另外，8 月份以来信贷同比增速自 14.3% 持续扩张，而货币乘数自 9 月份持续回落，两者背离表明微观经济主体借贷意愿依然不足。预计信贷的高速增长将主要集中在一季度，M1/M2 增速或将反复。

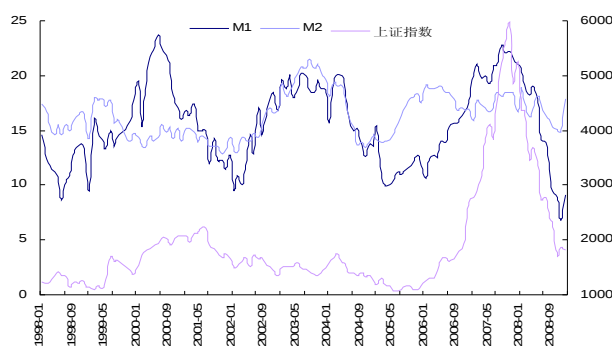
同时，12 月份 M1 与 M2 剪刀差却持续扩大，表明存款的定期化趋势依然持续。比较 M1/M2 与指数表现，M1 增速回升、流动性拐点的出现并不预示股市的见底回升，只有当 M1 增速回升，并逐步缩小与 M2 增速差距甚至超越 M2 增速时，才会出现由流动性推动下的市场表现，其内在意义为宽松货币环境下的存款活期化趋势才是股市推动力。而目前，流动性真正发挥作用仍需等待。

图 16: 货币乘数与 GDP 累计增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 17: M1/M2/上证指数

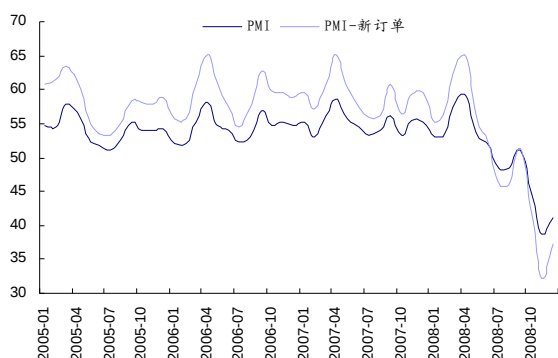


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

积极财政政策效果初显

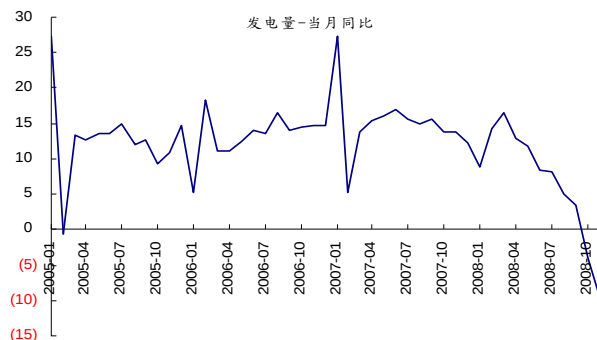
11 月份工业生产同比增速下降至 5.4%，出口增长停滞同比下降 2.2%，发电量快速下滑，四季度宏观经济急速调整。政府及时出台 4 万亿投资计划并四季度新增投资 1000 亿、出口退税、扩大内需等保增长财政政策，目前看来已初步显现去其政策效果。12 月份，PMI 指数小幅反弹至 41.2，新订单指数也回升至 37.3，虽依然远低于 50 的水平，但企业正常经营信心稍有恢复、产品销售也低位企稳并略有回升；12 月份发电量数据同比下降 7.8%，降幅较 11 月份略有收窄，工业增加值同比增长 5.7%，较上月小幅回升，表明工业生产逐步恢复，宏观经济低位企稳迹象初现。另外，虽然 PPI 同比仍将持续下降，但大宗商品价格指数预示价格体系回稳，有利于企业恢复正常生产及盈利水平修复；微观层面上看，近期钢铁、有色等价格反弹即反应了稳定预期，但在行业产能过剩、需求尚未有效回复的情势下，价格上涨不具备持续性。未来在投资计划、产业振兴、扩大内需等政策具体执行下，效果逐步显现，宏观经济低位企稳将是大概率事件。

图 18: PMI 指数略显回升



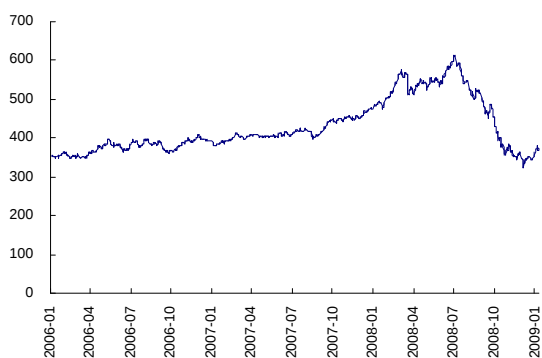
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 19: 发电量同比增长



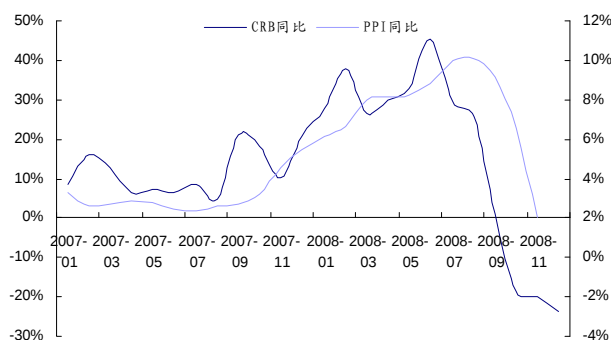
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 20: CRB 指数



资料来源: Wind

图 21: CRB 与 PPI 同比增速比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

估值合理，市场在预期下渐近活跃

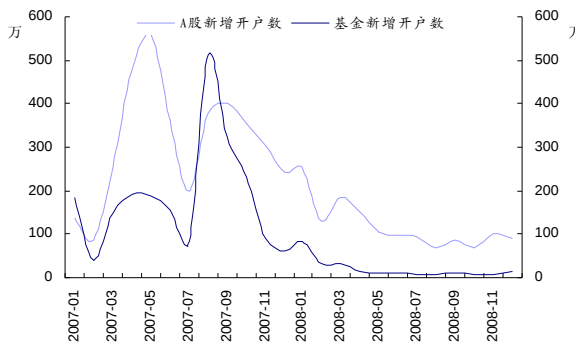
按照前推 12 个月，目前市场全部 A 股市盈率 13.28 倍、市净率 2.08 倍，沪深 300 分别为 12.73、2.11 倍，估值水平均处于历史低位。未来贴现率的下降

及流动性推升将促使估值上升。且政府推出 4 万亿投资后，市场如期反弹，A 股开户数与基金开户数近期明显增长，股市成交量显著回升，市场渐近活跃。同时，证监会主席在刚结束的 09 年证券期货监管工作会议上明确表示，研究鼓励各类长期资金入市的政策措施，努力提高保险资金、社保基金、企业年金等长期资金的入市比例。社保基金在继 11 月开设 8 账户之后，12 月继续加大入市步伐，再次加开 8 账户，表明市场经过深幅调整后，在预期好转的情形下，长期投资价值凸现。

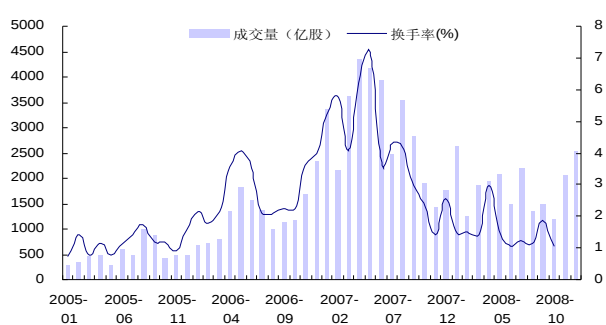
表 3：市场估值水平

	PE (2007)	PE (TTM)	PB	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)
全部 A 股	14.87	13.28	2.08	145909.7	39943.3
上证 180	14.26	12.87	2.14	108886.2	21746.4
上证 50	14.12	13.01	2.16	95833.4	16008.8
深证成指	13.5	11.34	2.1	8155.8	4307.0
深证 100R	14.14	12.06	2.09	11664.8	6107.5
沪深 300	14.18	12.73	2.11	122851.8	28729.4
中小企板	20.57	16.19	2.31	4872.1	1913.4

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

图 22：新增开户数


资料来源：中登公司，国信证券经济研究所

图 23：A 股成交量与换手率


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

2 月份：三条投资主线

综合上述策略分析，我们认为 2 月份市场将面临整固，向下休整的空间不大。同时，我们坚持认为在发达经济体衰退持续加深，国内经济周期性调整背景下，目前市场暂时不存在趋势性机会。然而，政府保增长、促就业，扩大内需十条规划、十大产业振兴规划等积极财政政策与宽松货币政策重拳出击，宏观经济触底企稳下，结构性行情还是值得期待。我们坚持以下三条投资主线：1、预先布局汽车、地产、银行等先行行业；2、关注政策推动主题及价格企稳反弹行业的阶段性机会，重点关注十大行业振兴计划带来的短期及长期投资机会；3、业绩增长确定行业中期仍具价值。

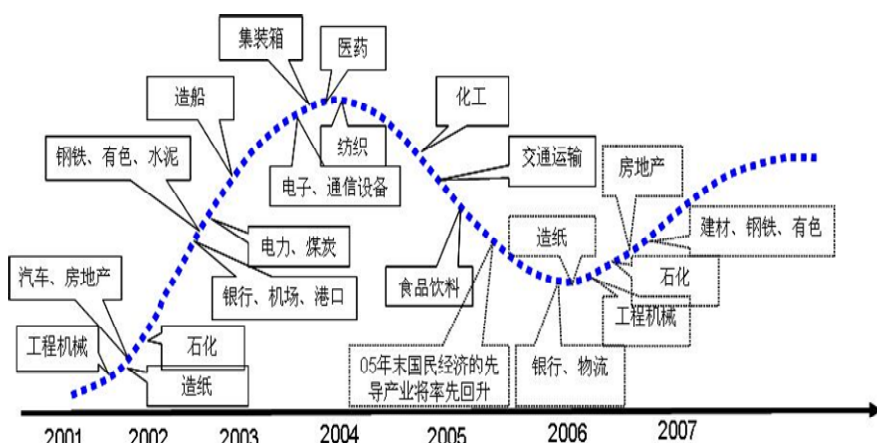
预先布局汽车、地产、银行先行行业

透视宏观经济运行规律，经济发展将遵循产业轮动顺序。目前，我国依然处于工业化、城市化及消费升级的进程中，新一轮的景气周期依然是从距离消费需求最近的汽车、房地产、银行等先导产业开始，向钢铁、有色、化工等产业链中游的产业延伸，最后至煤炭、矿产、石油等上游能源行业。虽然，目前来看新一

轮的景气周期来临为时尚早，但低位企稳基本确定，考虑到股市对于宏观经济的领先效应，我们认为预先布局汽车、地产、银行将是我们投资策略的首选。

- 外需萎缩下，扩大内需成为政策的应有之义。1月15日，汽车行业振兴规划出台，提出培育汽车消费市场、推进汽车产业重组、支持企业自主创新和技术改造、实施新能源汽车战略、支持汽车生产企业发展自主品牌，将逐步改变行业悲观预期，汽车行业有望率先复苏，而目前较低的估值水平也提高了行业的投资价值。
- 房地产价格调整趋势尚未结束，但在国家及地方不断出台的政策支持下，预计09年下半年将出现销量拐点，09年底出现房价拐点，地产行业将先于经济复苏。
- 虽然市场普遍存在对银行资产质量恶化的担忧且信贷规模的快速扩张不能持续，但考虑到银行较低的估值水平，及随经济见底企稳后预期的逐步改变，我们认为现在可能是配置银行的较好时机。
- 从产业轮动的角度看，钢铁、有色、化工等行业目前主要是受益于政府投资拉动、库存消减基本结束后价格企稳反弹的阶段性机会，其上涨趋势暂未到来，且反弹的高度也要看未来财政政策的持续性。

图 24: 经济周期中的产业轮动图



数据来源：国信证券经济研究所

关注政策推动主题与价格企稳反弹行业的阶段性机会

继政府4万亿投资计划出台后，十大产业振兴规划成为市场上又一政策“重磅弹药”。前者有效抵御需求的快速下滑，而后者则着重从长期供求关系、结构调整及技术创新等维度对各行业构成中长期利好。我们认为应该重点关注其带来的短期与长期投资机会，装备制造业为未来我国产业升级、培养国际竞争力的方向所在，关注钢铁、有色、纺织、石化等行业的阶段性反弹机会。

表 4: 十大产业振兴计划

产业	进程	政策措施（预期）	推荐公司
钢铁	已推出	实施适度灵活的出口税收政策；严格控制钢铁总量，淘汰落后产能；推进企业联合重组；推动钢铁产业技术进步；整顿铁矿石进口市场秩序	武钢股份、华菱管线、新兴铸管、恒星科技

汽车	已推出	对 1.6 升及以下排量乘用车减收购置税；推进汽车产业重组；安排 100 亿元专项资金用于支持企业技术创新；实施新能源汽车战略；支持自主品牌	一汽轿车、一汽夏利、宇通客车、江铃汽车
装备制造	即将	设立装备制造业技术改造专项资金；突出基础零部件的研发薄弱环节；建立重大技术装备科研专项；重大工程项目优先采购国内生产的设备；调整现行的出口退税政策，取消 2007 年颁布的进口装备产品的贴息政策；推进企业联合重组加大对装备制造业的融资支持力度	三一重工、徐工科技、天地科技、海陆重工、天马股份、昆明机床、中国南车、南车时代、浙富股份、特变电工、东方电气、平高电气、思源电气、荣信股份、国电南瑞
电子	即将	调整出口退税来刺激出口，此外继续扩大内需	生益科技、大华股份、中天科技、中兴通讯
纺织	即将	设立结构调整、技术改造和产业升级等专项资金，以扶持企业发展；继续上调出口退税率至 17%；扩大信贷规模，尤其是解决中小企业资金困难，建议采用贴息贷款方式；支持企业兼并重组、积极扩大出口，巩固和开拓国际市场	孚日股份、美邦服饰
造船	较早	规定年限淘汰更新老旧船舶和低质量的船舶，鼓励资本参与运输船队建设，推进兼并重组	
有色金属	未定	适时增加储备、加大控制境外资源的支持力度、推进企业兼并重组，提高产业集中度、淘汰落后、合理配置资源几个方面	云海金属、中金黄金、山东黄金
石化	未定	化产品进出口税率调整；产业结构调整，推进企业兼并重组，提高产业集中度，加快石化产业集群化发展；减免交易税收	中国石油、中国石化
轻工业	未定	加大科技投入支持力度，出口税率调整优惠	
能源/房地产/金融	未知		

数据来源：国信证券经济研究所

业绩增长确定的行业

市场在经济见底、并将环比回升的乐观预期中一片欢呼，近期由大盘股接力中小股票延续反弹，并有上演行业轮动之势。然而，我们认为虽然近期数据显示 1 季度环比上升基本定局，但 2、3 季度的环比趋势或将反复，主要取决于积极财政政策及宽松货币政策的持续性。届时，市场将从普遍乐观情绪中恢复冷静，重拾对业绩增长确定或景气预期改善行业的关注。因此，我们删选出未来两年业绩持续较快增长，或着业绩增长预期大幅改善的行业，并结合估值水平，我们认为农业、建筑业、保险业、石油化学塑胶塑料、电子、医药及交运、电器等机械设备制造业中期仍具价值。

表 5: 各行业业绩增长与估值

	净利润同比			CAGR	PE(TTM)	09PE	10PE
	2008	2009	2010				
农、林、牧、渔业	42.91%	58.31%	32.83%	45.01%	28.32	14.61	10.58
采掘业	-1.85%	23.34%	14.93%	19.06%	16.06	11.27	10.03
煤炭采选业	73.71%	14.13%	12.15%	13.14%	10.55	8.22	7.13
石油和天然气开采业	-14.75%	28.98%	14.83%	21.70%	18.77	12.41	11.31
黑色金属矿采选业	83.82%	19.69%	1.45%	10.20%	19.4	13.27	13.47
有色金属矿采选业	-29.60%	1.54%	28.79%	14.36%	14.15	11.16	8.73
采掘服务业	29.21%	22.59%	22.14%	22.37%	14.84	12.01	9.72
制造业	12.96%	24.35%	16.99%	20.61%	11.85	8.37	7.01
食品、饮料	29.68%	41.59%	19.33%	29.98%	23.36	15.85	12.47

纺织、服装、皮毛	22.45%	46.18%	-5.94%	17.26%	11.16	6.97	6.67
木材、家具	2.36%	44.77%	32.87%	38.69%	13.24	7.57	5.62
造纸、印刷	8.38%	27.42%	26.10%	26.76%	9.58	5.72	4.62
石油、化学、塑胶、塑料	12.74%	58.48%	16.72%	36.01%	13.28	10.06	8.19
电子	31.37%	38.07%	20.26%	28.86%	15.66	9.48	7.32
金属、非金属	6.23%	4.24%	14.65%	9.32%	7.45	5.92	5.16
非金属矿物制品业	52.16%	56.95%	13.76%	33.62%	12.21	7.49	5.66
黑色金属冶炼及压延加工业	4.48%	-4.99%	14.17%	4.15%	6.31	5.27	4.76
有色金属冶炼及压延加工业	-3.76%	1.02%	25.90%	12.78%	9.25	7.54	6.56
金属制品业	-9.47%	14.93%	-5.51%	4.21%	6.93	5.29	4.78
机械、设备、仪表	18.80%	31.85%	21.41%	26.53%	13.25	8.58	6.93
普通机械制造业	-5.98%	60.53%	16.62%	36.83%	16.11	9.43	7.74
专用设备制造业	39.26%	25.32%	23.74%	24.53%	11.57	7.33	5.8
交通运输设备制造业	-0.12%	21.47%	21.14%	21.30%	13.14	8.93	7.35
电器机械及器材制造业	36.23%	40.89%	25.70%	33.08%	13.92	9.41	7.42
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	77.78%	243.88%	-53.51%	26.43%	23.8	7.35	9.43
医药、生物制品	28.26%	37.83%	8.00%	22.01%	21.53	12.1	11.96
电力、煤气及水的生产和供应业	-73.99%	215.60%	21.37%	95.71%	27.78	18.83	15.54
建筑业	10.82%	63.26%	27.17%	44.09%	19.62	14.63	11.42
交通运输、仓储业	-3.18%	1.97%	9.24%	5.54%	8.67	9.38	9.07
铁路运输业	17.84%	13.41%	9.81%	11.59%	21.03	16.86	15.24
公路运输业	0.91%	17.58%	7.64%	12.50%	11.21	9.66	9.08
水上运输业	15.79%	-19.78%	-0.50%	-10.66%	3.48	4.77	5.14
航空运输业	-161.47% /		35.77% /		17.71	12.5	10.32
交通运输辅助业	20.51%	-0.16%	20.53%	9.70%	16.76	12.75	11.3
仓储业	89.77%	16.78%	16.65%	16.71%	17.06	11.83	9.96
信息技术业	24.11%	26.16%	12.80%	19.29%	18.39	13.25	11.19
批发和零售贸易	27.48%	30.02%	26.41%	28.20%	19.38	12.6	9.45
金融、保险业	27.84%	11.56%	16.40%	13.95%	11.48	8.79	7.47
银行业	49.07%	9.19%	14.75%	11.94%	9.78	7.65	6.55
保险业	-51.03%	53.86%	31.60%	42.30%	33.11	16.2	12.48
证券、期货业	-49.49%	5.42%	27.83%	16.08%	17.55	19.8	16.95
房地产业	21.17%	36.85%	21.29%	28.84%	13.84	7.09	5.5
社会服务业	8.47%	39.44%	4.05%	20.45%	19.76	11.2	9.69
综合类	-28.87%	64.44%	2.43%	29.78%	23.25	13.94	11.84

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

投资策略与行业配置

虽然我们不认为目前市场存在趋势性行情，但结构性行情还是值得期待，我们维持在市场整固过程中积极配置策略。建议超配金融、汽车、地产、机械电气设备行业；标配黑色金属、有色金属、化工、交通运输、信息技术、公用事业、医药保健、纺织服装等行业；低配家用电器、商业贸易、食品饮料、旅游休闲行业。

表 6: 国信行业配置

国信行业	评级	标配配置	推荐配置
传媒	标配	0.75%	0.75%
电气设备	标配	2.53%	2.53%
房地产	超配	6.73%	7.00%
纺织服装	标配	1.53%	1.53%
公用事业	标配	6.24%	6.24%

黑色金属	标配	5.32%	5.32%
机械设备	超配	4.36%	5.00%
基础化工	标配	5.02%	5.02%
家用电器	低配	1.89%	0.40%
建筑建材	标配	3.97%	3.97%
交通运输	标配	5.85%	5.85%
金融	超配	21.08%	28.00%
旅游休闲	标配	0.53%	0.53%
能源	标配	7.03%	7.03%
农林牧渔	标配	1.95%	1.95%
汽车及零配件	超配	2.01%	3.00%
商业贸易	低配	3.84%	0.64%
食品饮料	低配	3.27%	0.82%
信息技术	标配	5.11%	5.11%
医药保健	标配	5.01%	5.01%
有色金属	标配	3.48%	3.48%
造纸印刷	标配	0.83%	0.83%

数据来源：国信证券经济研究所

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有, 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。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨 昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李 君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 黄志文
银行业分析师 黄 飙	银行业分析师 谈 煊	保险行业分析师 武建刚
房地产行业分析师 陈 林	金融工程分析师 王军清	宏观经济分析师 任泽平
证券信托行业分析师 王一峰	IT 行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄 茂
策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平	有色金属行业分析师 李洪冀
批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明	航空运输行业分析师 黄金香
农业行业分析师 张 如	基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456