

季度策略（2009Q2）

2009 年 3 月 26 日

海通综指 2009 年年初至今走势



资料来源：海通证券研究所

相关研究

专题策略：三疆“1”号预热二十周年纪念政策再倾斜预期

20090326

泛浦东板块：预期“两个中心”建设出台实质利好

20090320

专题策略——“三疆临门”给泛浦东板块带来四大投资机会

20090220

专题策略——央企是 09 年的解禁主力——2009 年解禁股结构分析

20090217

专题策略——产业振兴计划对行业及上市公司影响

20090203

海通研究所策略分析师

陈久红

电话：(021) 23219393

Email: chenjiuhong@htsec.com

张冬云

电话：(021) 23219442

Email: zhangdy@htsec.com

吴一萍

电话：(021) 23219387

Email: wuyiping@htsec.com

黄泽丰

电话：(021) 23219387

Email: huangzf@htsec.com

市场焦点回归基本面——2009 年二季度 A 股投资策略

● **本季趋势判断：**二季度政策面与资金面均不太可能明显优于一季度，经济刺激方案能否显现逆周期效应仍有待观察，而且我们还担心年内可能显现从“去库存化”到“去产能化”的反复过程，A 股市场可能很难再度呈现一季度的火热局面，向上有效突破一季度高点的难度不小，A 股市场将在很大程度上呈振荡格局，并在振荡中寻求下挡支撑。但是，如果市场再度转弱，包括经济政策在内的政策面又可能进一步加强。总的来看，二季度 A 股行情将可能不如一季度乐观，市场关注的焦点将会逐步从政策面回归到基本面。

● **本季投资焦点：**1、“去产能化”下的机会；2、新投资驱动下的主题机会，即新能源主题和区域强势行业主题。

● **本期视点：**在我国经济总需求不乐观的情形下，及考虑到目前我国工业库存总体依然偏高的现实，我们认为我国经济年内可能显现从“去库存化”到“去产能化”的反复过程，并不利业绩增速预期。

● **资金面与供求状况：**二季度，由于新增入市资金保持高位，基金新增开户数也不低，加上货币政策环境依旧宽松，虽然程度上较一季度略逊，市场资金面环境仍然良好。但与此同时，股票供给压力仍在缓慢增加，从第二季度开始，A 股可流通比例首次站在 40%以上，上市公司前五大股东减持仍在进行中。

● **估值状况：**从“去库存化”将持续到“去产能化”，这一过程对估值的影响可能会持续，从存货规模的扩大到跌价准备的提高、再到产能闲置之后的净资产“缩水”，这一过程在二季度可能会逐步暴露出来，尽管从目前来看，这种因素并不会显现得十分突出，但是从较长时间来看，盈利和净资产由于跌价准备的提高将被动削减，从而提高 PE 和 PB 水平，这样一来，真实的估值状态将令人堪忧。

目 录

1. 海通策略观点：趋势判断与投资焦点	4
2. 本期视点：年内可能再现“去库存化”压力，关注“去产能化”	4
2.1 库存回补促使我国工业增加值与发电量增幅暂时改善	4
2.2 我国工业总体库存依然处在偏高的水平	5
2.3 国际三大经济体“去库存化”与“去产能化”还将延续	6
2.4 国际三大经济体“去库存化”与“去产能化”延续不利中国出口	8
2.5 我国经济年内可能显现从“去库存化”到“去产能化”的反复过程	9
3. 资金面有望保持宽松格局	10
3.1 新增入市资金保持较高水平	10
3.2 新增基金开户数维持高位上行	10
3.3 货币政策维持宽松格局但力度可能有所减弱	11
4. 2009 年 2 季度 A 股可流通比例突破 40%	13
4.1 2 季度解禁股 657.12 亿股	13
4.2 流通比例进一步提高将可能抑制 A 股均价的上升高度	14
5. 大股东解禁股减持进行时	15
6. 本季估值中必须考虑的重要因素	16
6.1 海外市场的可比性问题	16
6.2 去库存化过程在上市公司报表上的体现	17
6.3 对估值可能存在的潜在影响	19
6.4 A 股的估值现状	20
6.5 小结	20
7. 本季投资焦点：“去产能化”与新投资驱动	21
7.1 挖掘“去产能化”压力较小行业内的价值型投资机会	21
7.2 把握“去产能化”压力较大行业内的并购型投资机会	23
7.3 新投资驱动下的主题机会	24

图目录

图 1 库存回补带动近期发电量增幅与工业增加值获得暂时改善 (%)	5
图 2 广东与江苏工业产成品库存变化趋势	5
图 3 上海与山东工业产成品库存变化趋势	5
图 4 北京与浙江工业产成品库存变化趋势	6
图 5 自 2005 年以来中国煤炭库存同比增幅变化趋势 (%)	6
图 6 中国板材钢与长材钢库存变化趋势	6
图 7 中国螺纹钢与线材钢库存变化趋势	6
图 8 美国与日本去库存化皆处进行时	7
图 9 美国与欧元区去产能化皆处进行时 (%)	7
图 10 日本与美国固定资本形成额变化趋势对比	7
图 11 欧元区与美国固定资本形成额变化趋势对比	7
图 12 全球三大经济体经济领先指标最新 PMI 值略见改善	8
图 13 美国与欧元区制造业新增订单皆颓势未改	8
图 14 美国进口增速大幅回落拖累中国出口增速	8
图 15 欧元区进口增速大幅回落拖累中国出口增速	8
图 16 美国与中国 PMI 存在较显著关联度	9
图 17 欧元区与中国 PMI 存在一定关联度	9
图 18 消费增速回落使得固定资产投资增速面临回落风险	9
图 19 出口增速回落使得固定资产投资增速面临回落风险	9
图 20 工业增加值回落将引发企业业绩增速下滑	10
图 21 新增基金的开户数稳步提升	11
图 22 M1 增速和上证综指的变化关系	11
图 23 M1 增速和贷款增速变化情况	12
图 24 亚洲金融危机期间 M1 增速的变化情况 (%)	13
图 25 2008 年至 2009 年各月 A 股可流通股比例概况	14

图 26 股改以来 A 股可流通比例与平均股价对比	15
图 27 全球估值重心回升的过程中 A 股回升更快	16
图 28 从 PB 角度来看 A 股的安全边际较低.....	17
图 29 去库存化效果短期内在报表上已经有所体现	18
图 30 去库存化效果短期内在报表上已经有所体现	19
图 31 资金推动下的估值抬升较快	20
图 32 采掘业固定资产投资增速	22
图 33 部分石化制造业固定资产投资增速	22
图 34 金属、非金属等制造业固定资产投资增速	22
图 35 消费品制造业固定资产投资增速	22
图 36 设备制造业固定资产投资增速	22
图 37 公用事业、建筑和房地产固定资产投资增速	22

表目录

表 1 2009 年 2 季度影响 A 股市场的主要因素	4
表 2 以往年度国债发行规模的统计和粗略估算	12
表 3 2009 年 A 股解禁量及流通比例变化进程表	13
表 4 2009 年二季度解禁量最多的上市公司一览	14
表 5 2009 年以来解禁股减持量占流通股比例超过 5%以上的公司	15
表 6 海通证券研究所计算的 A 股市盈率	20
表 7 四万亿投资分配及受益的相关行业	23
表 8 十大振兴规划里涉及的支持行业内并购的条款	24
表 9 重要区域板块的关注理由和主要收益行业	24

1. 海通策略观点：趋势判断与投资焦点

本季趋势判断：二季度政策面与资金面均不太可能优于一季度，经济刺激方案能否显现逆周期效应仍有待观察，而且我们还担心年内可能显现从“去库存化”到“去产能化”的反复过程，A 股市场很难再度呈现一季度的火热局面，向上有效突破一季度高点的难度较大，A 股市场将在很大程度上会呈现振荡格局，并在振荡中寻求下挡支撑。但是，如果市场再度转弱，包括经济政策在内的政策面又可能进一步加强，所以，总的来看，二季度 A 股行情将可能不如一季度出彩，但也不至于太糟，短波段行情会较多。市场关注的焦点将从政策面回归基本面。

本季投资焦点：1、“去产能化”下的机会；2、新投资驱动下的主题热点，即新能源主题和区域强势行业主题。

表 1 2009 年 2 季度影响 A 股市场的主要因素

类别	主要因素	简析	影响
国内外宏观经济与公司业绩	第一季度宏观经济数据比预期乐观抑或悲观？宏观经济是否会出现逆周期现象？	行业振兴计划与政策投资能否使得经济出现逆周期运行还有待观察。	这是当前股市面临的最大的悬念之一，直接左右着二季度及其后股市的强弱格局
	降息预期？信贷政策的宽松程度如何？	二季度信贷政策依旧宽松，但程度略逊于一季度	A 股市场资金面总体仍旧充裕。
	十大行业经济振兴计划以及 4 万亿投资计划的实际效用情况如何？	目前处于前期经济政策与措施的落实阶段，结果在二季度末会逐步显现	政策的第一轮效应已基本体现，接下来是执行效果对整体经济及相关上市公司的影响，建议关注“去产业化”下的并购机会
	是否会有第二套政府经济振兴方案？	取决于宏观经济下一阶段的运行强弱状况	利好
	年内是否还会再现高库存？	可能性较大	对 2009 年上市公司业绩将产生不利影响
股市政策面	2008 年上市公司业绩的披露结果以及 2009 年第 1 季度及上半年度业绩预期	业绩永远是决定市场基本趋势的最重要因素。目前对上市业绩的忧虑很重。	2008 年业绩对市场的影响已基本消化，目前关注的目标转向 2009 年第 1 季度与上半年公司业绩上。
	融资融券能否在第 2 季度开启以及初期规模	“两会”期间的热点话题，能否推出还取决管理层的态度	推出初期以融资为主，利好二级市场，但程度则取决于融资的规模。这是一个慢热的利好政策。
	2009 年第 2 季度可能推出的监管措施	三个核心问题，一是可流通股比例；二是新股限售期；二是发行定价。	短期对市场冲击，但长期利好于市场建设。
	发行制度改革是否会启动？	不确定	短期利空，但中期利好，会对二级市场的定价机制产生明显影响。
	印花税是否会调低？	不确定	利好
股市供求关系	创业板是否会在第 2 季度推出？	“两会”期间的热点话题，能否推出还取决管理层的态度	利好于部分持有创业板公司股权的上市公司，但可能会分流主板市场的资金
	2009 年第 2 季度解禁股数量及减持压力	二季度解禁量较一季度有所增加，A 股可流通比例将首次突破 40%	上市公司前五大股东减持量远多于增持量，持续的减持压力直接影响着二级市场的强弱度。
	2009 年第 2 季度新股发行是否启动	新股是当前市场重要的新增供给量。自 2008 年 9 月中旬以来新股一直处于停发状态。	新股若启动发行，对影响的负面影响很大，如果发行新股继续暂缓，将有利于缓解市场供给压力
估值状况	A 股估值是否合理？	在“去库存化”与“去产能化”过程中，A 股估值的修正正在进行中	与国际比较，A 股的估值优势并不明显。

资料来源：WIND

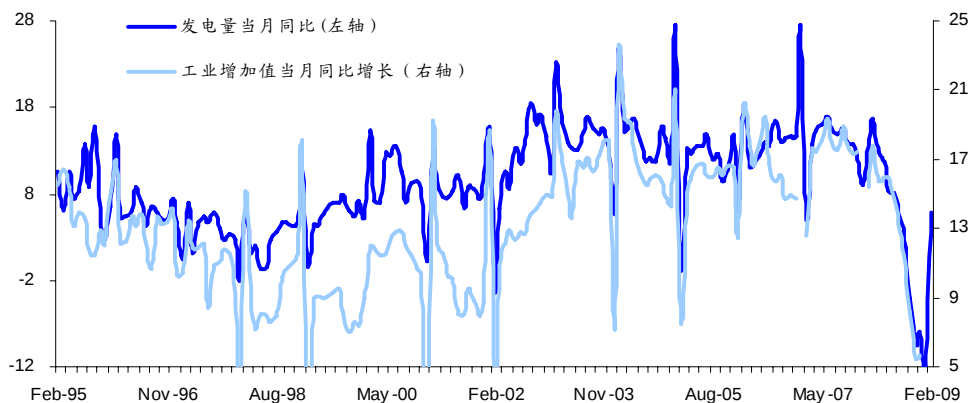
2. 本期视点：年内可能再现“去库存化”压力，关注“去产能化”

2.1 库存回补促使我国工业增加值与发电量增幅暂时改善

受 2008 年第四季度以来政府先后宣布实施 4 万亿元经济刺激计划与十大产业振兴规划方案等的刺激，我国固定资产投资增速近几个月基本持续维持在较高水平，2 月份我国

发电量同比增幅与工业增加值等宏观经济同步指标的改善,意味着我国部分工业行业可能已由此前的“去库存化”进入库存回补阶段。

图 1 库存回补带动近期发电量增幅与工业增加值获得暂时改善 (%)



资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯（数据参考期间：1995M2—2009M2）

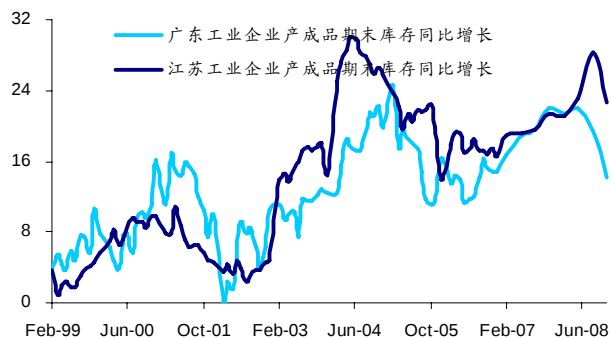
2.2 我国工业总体库存依然处在偏高的水平

由于缺乏反映我国工业总体库存变化趋势的指标数据，因此，我们重点观察了 GDP 规模大、经济相对较发达的广东省、山东省、江苏省、浙江省、上海市与北京市等六个重点省市各自工业产成品库存变化趋势。

统计数据显示，截止 2008 年 11 月份，广东、江苏、浙江与北京市等四个省市的工业企业产成品期末库存同比增幅皆出现了不同程度回落，而山东省与上海市的工业企业产成品期末库存同比增幅则皆继续上行，显示截至 2008 年底我国工业“去库存化”已取得了初步效果，并为 2009 年以来我国部分工业行业开始回补库存提供了基础。

但值得关注的是，尽管我们暂时未知上述六个重点省市 2009 年以来各月份的最新库存同比，但从已有的数据基本可以推断，目前上述六个重点省市的工业企业产成品期末库存同比增幅很可能普遍处于自 1999 年以来的历史高位水平。

图 2 广东与江苏工业产成品库存变化趋势



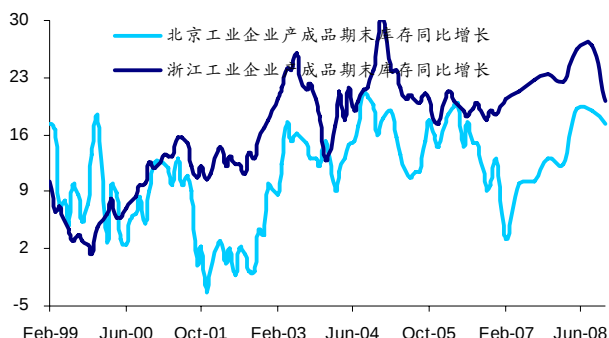
资料来源：WIND 资讯（数据参考期间：1999M2—2008M11）

图 3 上海与山东工业产成品库存变化趋势



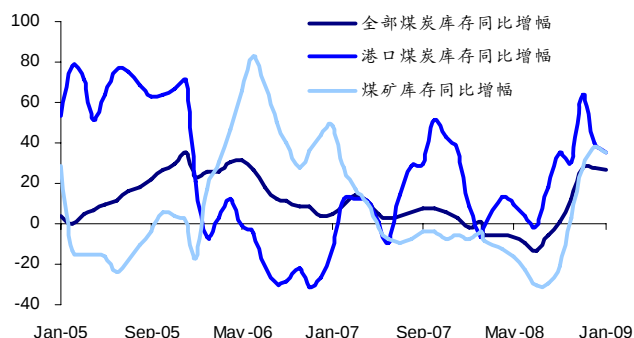
资料来源：WIND 资讯（数据参考期间：1999M2—2008M11）

图 4 北京与浙江工业产成品库存变化趋势



资料来源：WIND 资讯（数据参考期间：1999M2—2008M11）

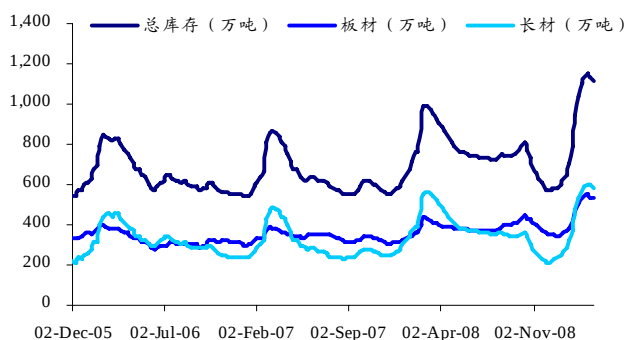
图 5 自 2005 年以来中国煤炭库存同比增幅变化趋势（%）



资料来源：中国煤炭资源网（数据截止日期：2009 年 3 月 20 日）

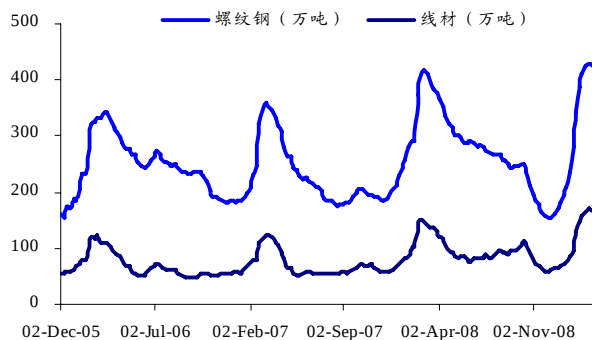
此外，从具体的重点行业角度看，根据中国煤炭资源网公布的统计数据显示，自 2008 年 10 月份以来，我国港口煤炭库存、煤矿企业的煤炭库存等都开始大幅上升；另外，我国钢铁行业中的主要产品如板材、长材、罗纹钢等库存绝对量都普遍依然处在较高的水平。

图 6 中国板材钢与长材钢库存变化趋势



资料来源：海通证券研究所

图 7 中国螺纹钢与线材钢库存变化趋势



资料来源：海通证券研究所；

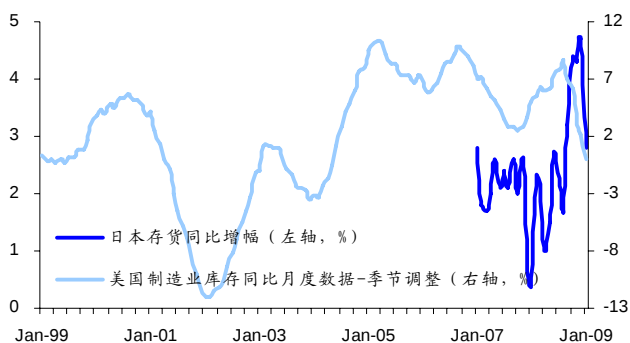
2.3 国际三大经济体“去库存化”与“去产能化”还将延续

三大经济体“去库存化”与“去产能化”进行时。统计数据显示，自 2007 年 10 月份至 2008 年 8 月份期间，美国制造业库存月度同比增幅由初期低点 2.5% 不断上升至最高 8.6% 的水平，进入 2008 年第四季度以来，美国经济开始步入“去库存化”阶段，期间美国制造业产能利用率出现持续大幅下降，受此因素带动，近几个月时间美国制造业库存月度同比增幅回落至 0.1%，显示美国经济“去库存化”已经取得一定效果；但与 2001 年前后时间段的那一轮经济调整时的历史经验数据相比，2002 年 1 月份与 2 月份，当时美国制造业库存同比增幅都低于 -12%，因此，这意味着目前美国制造业库存同比增幅的绝对值可能依然较高，美国经济“去库存化”可能仍将延续。

在“去库存化”方面，目前日本的情形与美国基本类似，日本存货同比增幅由 2008 年 1 月份约 0.4%，最高曾上升至 2008 年 12 月份达 4.7% 的水平，近两个月日本存货同比增幅有所回落，2009 年 1 月份日本存货同比增幅约为 2.8%。

从“去产能化”的角度看，美国制造业产能利用率较欧元区制造业产能利用率的下降幅度明显更显著，2007 年 9 月份美国制造业产能利用率约达 79.7%，而至 2009 年 2 月份，美国制造业产能利用率已下降至 67.4%的水平；欧元区 2008 年第四季度制造业产能利用率约为 81.6%，较 2007 年第二季度约 84.6%的水平相比下降了约 3 个百分点。

图 8 美国与日本去库存化皆处进行时



资料来源：WIND 资讯

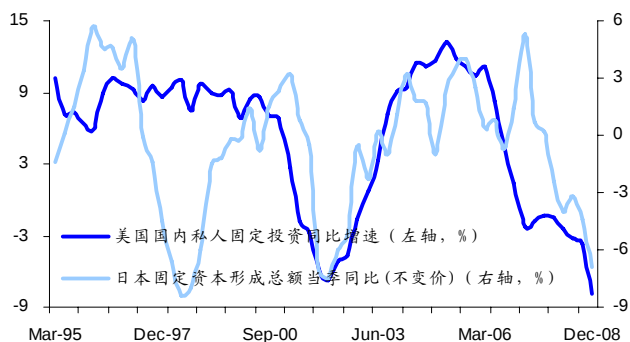
图 9 美国与欧元区去产能化皆处进行时（%）



资料来源：WIND 资讯（数据参考期间：1985 年 12 月—2008 年 12 月）

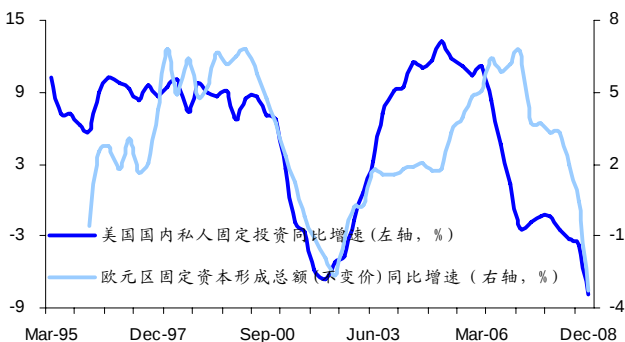
三大经济体固定资产投资增速表现普遍继续低迷。统计数据表明，自 2007 年第二季度起，全球三大经济体美国、欧元区与日本固定资产投资增速（或固定资本形成额增速）即先后陆续下行，目前三大经济体固定资产投资增速趋势仍未见改善迹象，并普遍继续处于下滑态势中。因此，这预示着全球三大经济体未来经济增速仍面临进一步下行风险。

图 10 日本与美国固定资本形成额变化趋势对比



资料来源：WIND 资讯（数据参考期间：1995 年 1 季—2008 年 4 季）

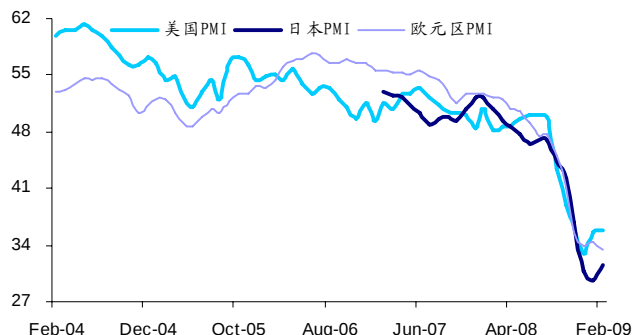
图 11 欧元区与美国固定资本形成额变化趋势对比



资料来源：WIND 资讯（数据参考期间：1995 年 1 季—2008 年 4 季）

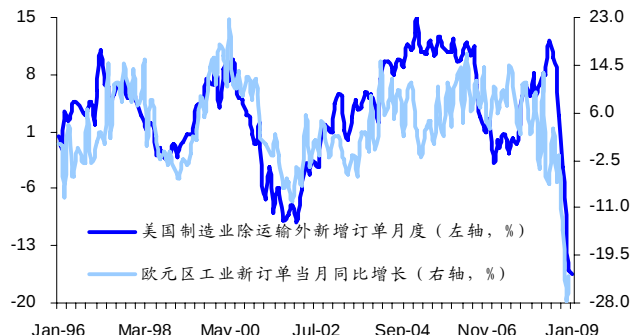
三大经济体 PMI 指标与制造业新增订单等经济领先指标表现喜忧参半。统计数据显示，作为宏观经济的重要领先指标，美国、日本与欧元区等三大经济体的 PMI 指标自今年 1 月份以来都陆续出现了小幅度的回升；但是，美国制造业与欧元区工业等的新订单同比增幅最新值普遍继续表现疲软，美国制造业（除运输外）2008 年 12 月份与 2009 年 1 月份新增订单同比增幅分别为-16.1%与-16.6%，明显差于上一轮经济调整时最低点即 2002 年 1 月份约-10.2%的水平；欧元区 2008 年 12 月份工业新增订单同比增幅约为-23.2%，同样明显低于上一轮经济调整时约-10%的最低值。

图 12 全球三大经济体经济领先指标最新 PMI 值略见改善



资料来源：WIND 资讯（数据参考期间：2004 年 2 月—2009 年 2 月）

图 13 美国与欧元区制造业新增订单皆颓势未改



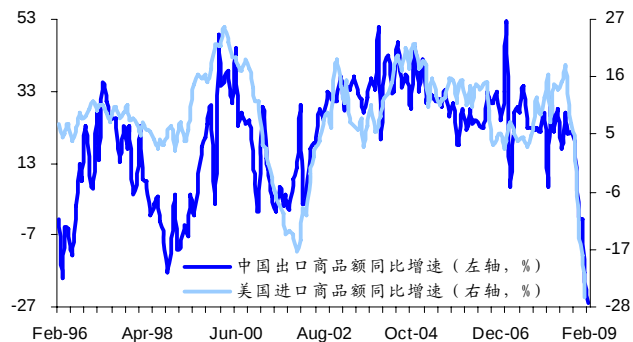
资料来源：WIND 资讯（数据参考期间：1996 年 1 月—2009 年 1 月）

2.4 国际三大经济体“去库存化”与“去产能化”延续不利中国出口

统计数据显示，作为中国商品出口的重要对象，美国与欧元区等发达经济体的进口增速与同期中国出口增速之间存在较显著的正向相关关系；此外，从宏观经济领先指标角度看，受国际贸易互相传导等因素的影响，中国 PMI 指标值变化趋势与美国、欧元区等经济体对应的 PMI 指标值变化趋势之间也存在非常显著的正向相关关系。

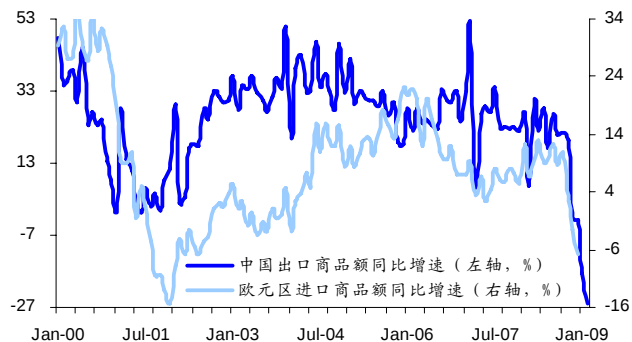
因此，在美国、欧元区与日本等主要发达经济体“去库存化”与“去产能化”还将延续的预期下，我们预计全球主要发达经济体未来进口增速依然不容乐观，这无疑不利于中国出口增速下滑态势的改善。

图 14 美国进口增速大幅回落拖累中国出口增速



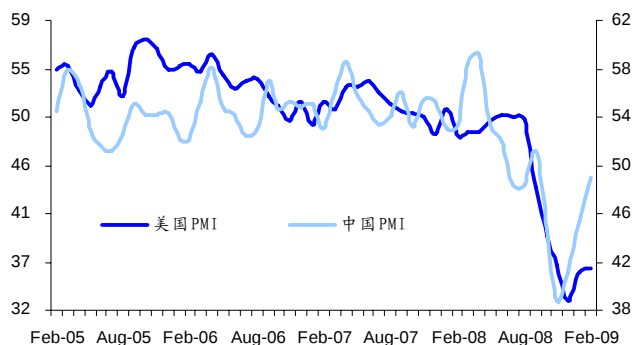
资料来源：WIND 资讯

图 15 欧元区进口增速大幅回落拖累中国出口增速



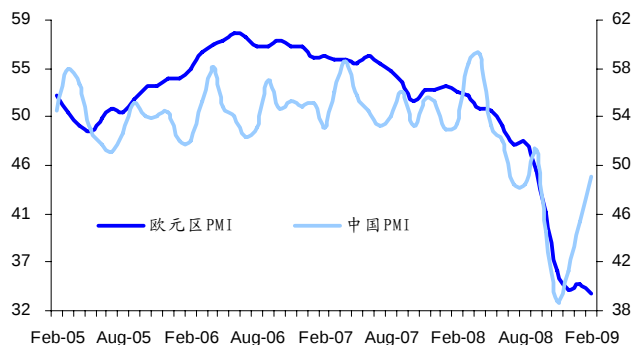
资料来源：WIND 资讯

图 16 美国与中国 PMI 存在较显著关联度



资料来源：WIND 资讯

图 17 欧元区与中国 PMI 存在一定关联度

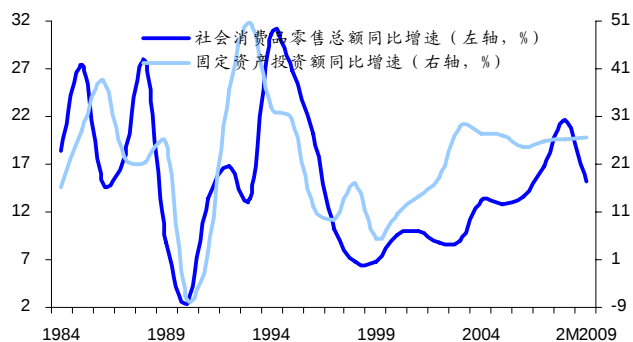


资料来源：WIND 资讯

2.5 我国经济年内可能显现从“去库存化”到“去产能化”的反复过程

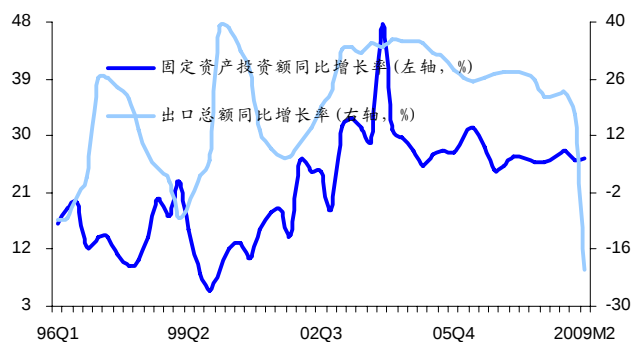
综合而言，鉴于下一阶段我国社会消费品零售总额增速与出口增速下滑态势依然难以获得有效改善，甚至面临进一步下行风险，而在上述两大需求（消费需求与出口需求）增速预期继续不乐观的预期下，我国固定资产投资增速未来无疑也随时面临下行风险；因此，在我国经济总需求不乐观的情形下，及考虑到目前我国工业库存总体依然偏高的现实，我们认为我国经济年内可能年内可能显现从“去库存化”到“去产能化”的反复过程，并不利业绩增速预期。

图 18 消费增速回落使得固定资产投资增速面临回落风险



资料来源：WIND 资讯

图 19 出口增速回落使得固定资产投资增速面临回落风险



资料来源：WIND 资讯

图 20 工业增加值回落将引发企业业绩增速下滑



资料来源：WIND 资讯（数据截止 2009 年 2 月份，部分数据异常月份被剔除）

3. 资金面有望保持宽松格局

3.1 新增入市资金保持较高水平

■ 新基金发行规模回升较快，新基金发行密度高。

我们统计了去年下半年以来新基金的平均发行规模后发现，今年新发基金的规模普遍上升较快，这些资金为市场提供新的资金来源。去年下半年到年末发行的基金平均规模为 9.30 亿元，特别是 10 月份之后发行的新基金规模跌至 6.71 亿元，但是今年以来发行的新基金平均规模达到 21.94 亿元，而且都是 2 月份之后成立的，入市资金潜力加大。

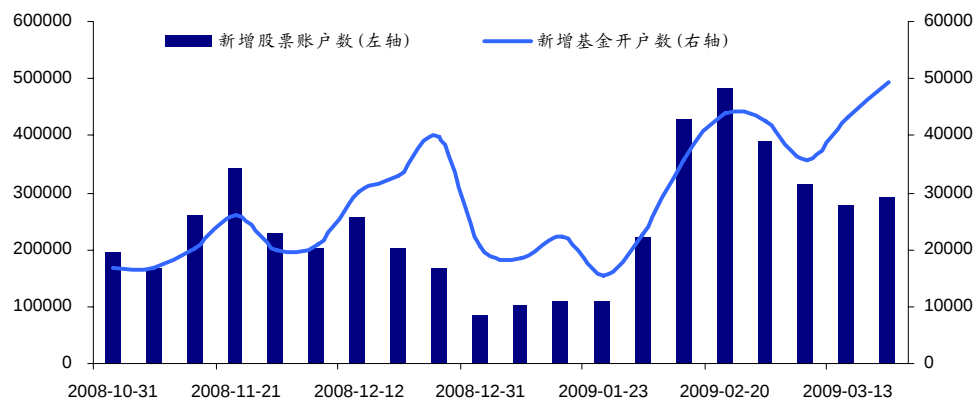
从正在发行的新基金统计数据来看，2 月份开始发行到目前为止尚未结束的新发基金有 5 只、3 月份开始发行的有 15 只，这样的新发基金密度是近半年以来最高的，而大部分都是股票型或者混合型基金，可见，未来二季度由新发基金可供应给股市的新增资金就有相当的规模。因此，从新发基金为股市输送资金的角度来看，二季度资金面的宽松还是值得期待的。

3.2 新增基金开户数维持高位上行

■ 近期新增股票开户数回落的同时新增基金开户数却高位挺进。

下图比较清晰地揭示出近几个月以来新增股票开户数和新增基金开户数的变化情况。随着股指的不断走高，股票开户数在一定水平上停滞不前，没有达到前期 2 月下旬的高位；但是新增基金开户数却仍然高歌猛进，不断刷新近期的记录。这显示出新基民的加入给基金提供了资金支持，这也将给二季度资金面提供相应的动力。

图 21 新增基金的开户数稳步提升



资料来源: Wind

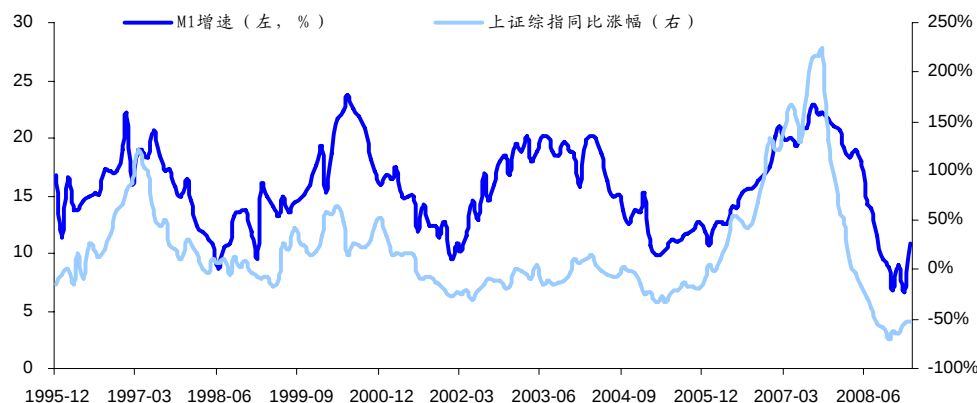
不过,值得提醒注意的是,我们可以将视线放到去年 12 月,那时新增股票开户数也随着股指陷入盘跌而放缓,但是新增基金开户数却仍然创新高,但是这种状况没有持续太久就以基金开户数下跌而告终。我们可以将这两个开户数的变化步调不一致理解为投资者类型不一样,对股指的敏感程度不同、从而反应也不会步调完全一致,新基民的敏感度可能较新股民要低,所以有滞后表现。因此,我们对这一现象要有一个辩证的认识,一方面这些新增基民可能维持一定的热情、给市场输送资金,但另一方面也可能会在一段时滞之后资金供应会下降。

3.3 货币政策维持宽松格局但力度可能有所减弱

■ 二季度 M1 维持稳步回升可以期待。

M1 成为一段时期以来市场关注的焦点,从去年四季度 M1 见底回升以来股指也产生了阶段性的反弹行情。M1 增速能否维持成为股指反弹的一个关键性因素。

图 22 M1 增速和上证综指的变化关系

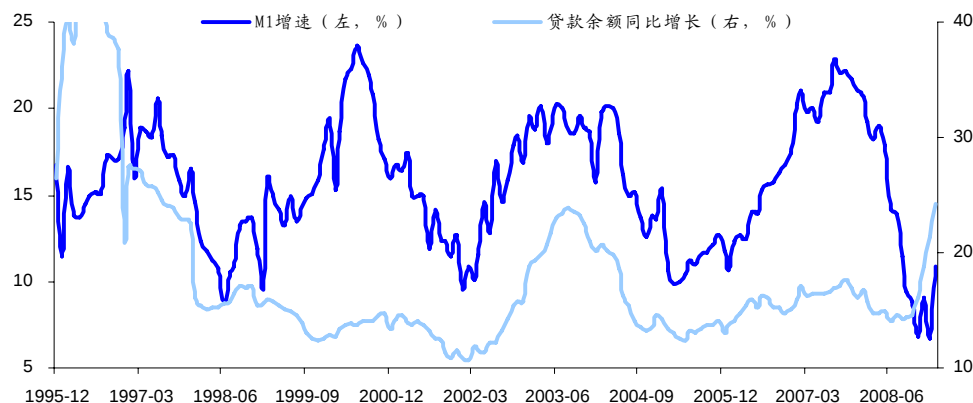


资料来源: Wind

从下图我们不难看出, M1 的增速和贷款余额增速呈现出同向变化的规律, 尽管今年 1、2 月份高速增长贷款中有较大比重的票据融资, 但是这种变化规律仍然不可能在短期内被否定掉, 我们还是有理由期待二季度这种同向变化的状况仍然可能继续维持, 不过力度可能会有所减缓。减缓的理由是 1、2 月份这样的贷款增速不可能持续, 加上 2000 亿元财政部代地方政府发行的国债也陆续投放将导致资金有所分流, 而贷款增速下降后有

可能降低准备金率，但下降的速度和幅度也不可能远远超过预期，所以导致 M1 的增速不会太快下降但也不可能继续大幅回升了。

图 23 M1 增速和贷款增速变化情况



资料来源：Wind

再来分析一下国债发行导致资金可能的分流情况。从以往的经验来看，二季度为国债发行相对高峰的时期，下表为我们海通研究所按照以往年度的发行规模所推算的，需要说明的是，这一推算方法可能会导致估算的结果比实际要小，是因为：第一，在计划之外还有其他期限的国债发行，未在计划中列示，譬如 20 年期国债；第二，每期的规模也仅仅是历史平均水平来测算，实际发行可能更大。因此，我们认为二季度资金分流的力度可能要大于一季度。

表 2 以往年度国债发行规模的统计和粗略估算

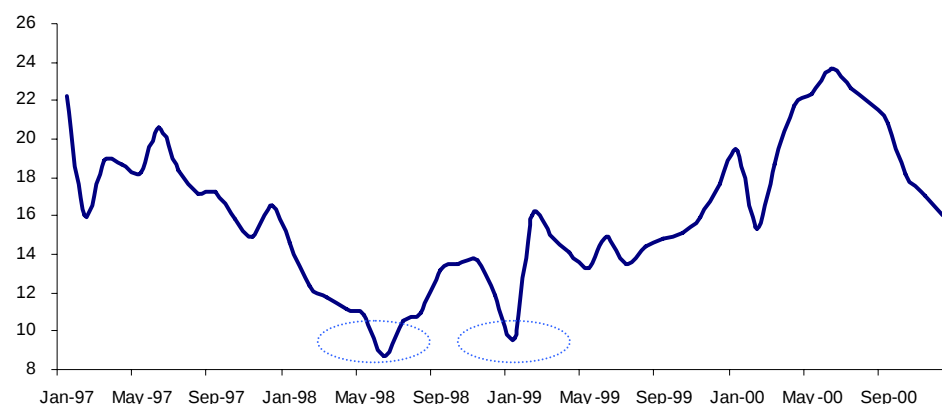
	一季度	2 季度	3 季度	4 季度	总期数	往年每期规模	预计年规模
1y		2	1	1	4	289	1157
3y		2	1	1	4	275	1100
5y		2	1	2	5	234	1169
7y	1	2	1	2	6	309	1856
10y	1	3	1	1	6	570	3422
总共	2	11	5	7	25		8706

资料来源：海通证券研究所

■ 亚洲金融危机之后的历史经验值得关注。

在一定意义上我们可以参考的最近的历史就是亚洲金融危机。在这段较为波动的时间里，货币供应量发生了何种变化，对我们目前所处的环境有所借鉴。

图 24 亚洲金融危机期间 M1 增速的变化情况 (%)



资料来源: Wind

上图是将目标锁定在了亚洲金融危机期间的那一个时段, 很明显地看到, 在亚洲金融危机冲击下 M1 增速收缩到了 98 年 6 月的 8.70% 的低位之后 M1 呈现出迅速反弹的格局, 这种反弹在到达 98 年 11 月的 13.70% 的相对高点之后却又重新掉头向下、直到 99 年 1 月再度到达 9.60% 之后才真正见底回升。尽管历史不可能重复, 我们将这段时间的数字拿出来说话的目的在于 M1 目前几个月的反弹并不能够完全代表已经摆脱了底部的危险, 相反很可能在未来有一个反复的过程, 对此还需要有心理准备。

4. 2009 年 2 季度 A 股可流通比例突破 40%

4.1 2 季度解禁股 657.12 亿股

2009 年 2 季度解禁 A 股合计 657.12 亿股, 较一季度略有增加。

二季度, 2009 年解禁量仍处于温和增长状态, 虽较一季度增加, 但是与下半年即将到来的解禁高峰相比, 却显示并不是太可怕。但值得注意的是今年第二季度, A 股的可流通比例首次达到 40%, 到季末达到 43.13%。

二季度解禁量最大的公司有中国联通、紫金矿业和太钢不锈等。

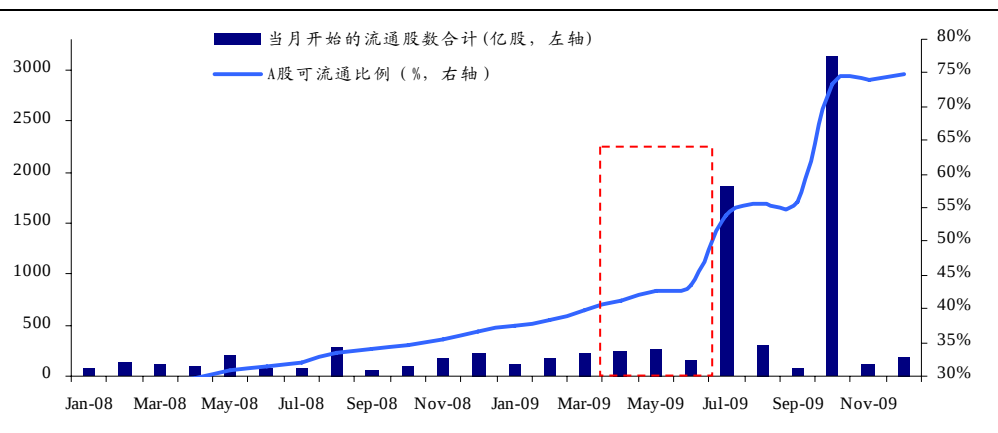
表 3 2009 年 A 股解禁量及流通比例变化进程表

截至日期	本期开始 流通股数 合计(亿股)	本期开始 流通市值 合计(亿元)	无限售条件 股份数量 (亿股)	无限售条件 股份市值(亿元)	限售流通股 份数量(亿股)	限售流通股 份市值(亿元)	A 股总股本 (亿股)	A 股总市值 (亿元)	可流通比 例(按市值 计)	可流通比 例(按股本 计)
2009-01-31	113.57	869.51	6589.27	49742.38	11230.20	77232.29	17819.47	126974.68	39.18%	36.98%
2009-02-28	190.96	1916.95	6825.01	57190.12	11085.78	83033.56	17910.79	140223.68	40.78%	38.11%
2009-03-31	234.53	2011.68	7102.79	59573.00	10906.28	81488.14	18009.07	141061.15	42.23%	39.44%
2009-04-30	253.39	1884.40	7383.03	61694.45	10681.09	79877.02	18064.13	141571.47	43.58%	40.87%
2009-05-31	255.47	2558.17	7659.25	64511.96	10453.30	77587.05	18112.55	142099.01	45.40%	42.29%
2009-06-30	150.77	1217.57	7826.78	65937.21	10321.10	76567.37	18147.88	142504.58	46.27%	43.13%
2009-07-31	1864.82	6856.49	9692.91	72805.04	8463.51	69810.22	18156.42	142615.26	51.05%	53.39%
2009-08-31	305.17	2338.07	10003.41	75198.06	8183.70	67664.94	18187.11	142863.00	52.64%	55.00%
2009-09-30	68.21	579.10	10088.91	75959.04	8133.07	67278.56	18221.98	143237.60	53.03%	55.37%
2009-10-31	3130.57	15066.88	13220.75	91042.01	5006.59	52250.60	18227.33	143292.62	63.54%	72.53%

2009-11-30	116.19	956.89	13340.61	92022.21	4897.86	51357.26	18238.47	143379.47	64.18%	73.15%
2009-12-31	206.08	1452.97	13592.29	93859.99	4705.98	50042.05	18298.27	143902.04	65.22%	74.28%
合计	6889.74	37708.67	113325.01	859535.47	104068.45	834189.07	217393.46	1693724.54		

资料来源：WIND 资讯，统计日 2009 年 2 月 9 日

图 25 2008 年至 2009 年各月 A 股可流通股比例概况



资料来源：WIND 资讯

表 4 2009 年二季度解禁量最多的上市公司一览

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	流通股份类型
600050.SH	中国联通	2009-05-19	1075465.87	2119659.64	0.00	股权分置限售股份
601899.SH	紫金矿业	2009-04-27	492496.70	632496.70	421090.21	首发原股东限售股份
000825.SZ	太钢不锈	2009-06-22	266955.00	569587.03	37.75	定向增发机构配售股份
600015.SH	华夏银行	2009-06-06	155680.00	375730.00	123322.83	股权分置限售股份
600008.SH	首创股份	2009-04-19	135929.16	220000.00	0.00	股权分置限售股份
600569.SH	安阳钢铁	2009-05-25	101031.11	201823.54	37544.91	股权分置限售股份
000562.SZ	宏源证券	2009-06-22	91633.81	145201.97	918.45	股权分置限售股份,定向增发机构配售股份
600309.SH	烟台万华	2009-04-24	83990.79	166333.44	0.00	股权分置限售股份
600022.SH	济南钢铁	2009-05-14	79442.28	157471.54	15888.46	股权分置限售股份
600649.SH	城投控股	2009-04-14	77015.57	188439.50	41370.00	股权分置限售股份
600005.SH	武钢股份	2009-04-16	72750.00	386270.00	470280.00	认股权证行权
600874.SH	创业环保	2009-04-20	66408.66	108722.84	0.00	股权分置限售股份
600000.SH	浦发银行	2009-05-12	64917.32	566134.75	0.00	股权分置限售股份
000402.SZ	金融街	2009-04-05	56199.88	239755.67	8365.63	股权分置限售股份
600307.SH	酒钢宏兴	2009-04-17	54087.64	87360.00	0.00	股权分置限售股份
600012.SH	皖通高速	2009-04-03	53387.80	116560.00	0.00	股权分置限售股份
600058.SH	五矿发展	2009-04-05	52277.30	107191.07	0.00	股权分置限售股份
600007.SH	中国国贸	2009-04-28	52000.00	80000.00	20728.25	股权分置限售股份
000559.SZ	万向钱潮	2009-04-21	51177.42	102380.49	178.25	股权分置限售股份
000021.SZ	长城开发	2009-05-22	50994.95	87859.64	92.21	股权分置限售股份
合计			3133841.26	6658977.83	1139816.94	

资料来源：WIND 资讯

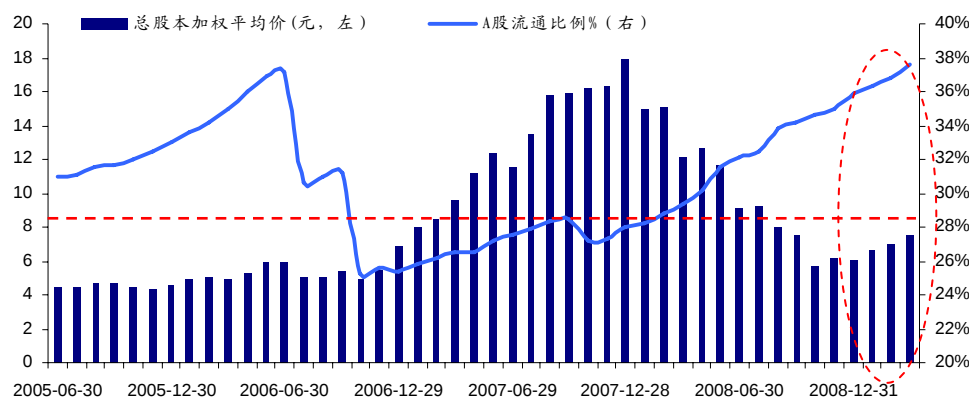
4.2 流通比例进一步提高将可能抑制 A 股均价的上升高度

供求关系是影响股票走势强弱的重要因素，当股票供给量过多时，市场均价将下

移，反之则上行。历史上这样的情况并不鲜见，在股市初期阶段，当存量流通股处于一定值的情况下，新股发行高峰后，市场均价往往下行。

由于解禁股累计量不断增加，进入可流通状态的股票数量越来越多，不管其是否实质性地进入二级市场，均会对二级市场的定价产生影响。从第二季度开始，A 股可流通比例第一次站在 40% 以上，已经超过 2006 年 6 月的比例，而且接下来还将进入加速上升状态，二级市场股票的潜在供给量将大增，从供求平衡的角度来看，如果市场需求不能快速跟进的话，将可能对市场均价的进一步上行产生较大的抑制。

图 26 股改以来 A 股可流通比例与平均股价对比



资料来源：WIND 资讯

5. 大股东解禁股减持进行时

2009 年以来的解禁股减持的基本情况：

截止到 2009 年 3 月 17 日，上市公司大股东及高管减持总量是 18.69 亿股，金额 87.36 亿元，增持总量是 1.996 亿股，金额 11.52 亿元。减持的股票基本上都是解禁股（浦东建设除外），从数量上看，减持量占当季新增解禁量的比例是 3.49%。

我们列示了减持量比例大的部分上市公司，表列显示，减持量比较大的减持者仍以上市公司前五大股东为主，如中路股份、重庆路桥和天津普林等。

A 股可流通股比例在二季度将首次超过 40%，大股东持有的解禁股累计数量越来越多，希望他们再大量增持股票不太现实，他们的选择仍然与以往一样就是减持。如果减持量较小，还不足为虑，但是如果出现类似于 2008 年初的突然放量减持状态，就可能对二级市场产生比较明显的负面影响。

表 5 2009 年以来解禁股减持量占流通股比例超过 5% 以上的公司

代码	名称	公告日期	股东名称	股东类型	方向	变动数量(万股)	通过大宗交易系统的变动数量(万股)	变动数量占流通股比例(%)	变动部分参考市值(万元)	是否为减持解禁股份
600818.SH	中路股份	20090211	上海中路(集团)有限公司	公司	减持	1308.63	1065.29	21.63	23555.34	是
600106.SH	重庆路桥	20090114	重庆国际信托有限公司	公司	减持	7461.3	7461.3	19.89	41037.15	是
002178.SZ	延华智能	20090109	胡美珍	个人	减持	400	400	14.73	3312	是

002134.SZ	天津普林	20090211	普林电子有限公司	公司	减持	1229	1229	10.43	6968.43	是
002134.SZ	天津普林	20090313	普林电子有限公司	公司	减持	1225	1225	10.4	6370	是
002134.SZ	天津普林	20090226	普林电子有限公司	公司	减持	1220	1220	10.36	6527	是
600381.SH	ST 贤成	20090210	张寿清	个人	减持	1500	1500	9.3	7485	是
600572.SH	康恩贝	20090108	上海和远科技发展有限公司	公司	减持	1530	1530	9.09	8675.1	是
002099.SZ	海翔药业	20090113	上海复星化工医药投资有限公司	公司	减持	729	-	8.93	6823.44	是
002134.SZ	天津普林	20090204	普林电子有限公司	公司	减持	1000	1000	8.49	5130	是
002073.SZ	青岛软控	20090116	王健摄	高管	减持	1424.7	-	7.54	25245.68	是
600110.SH	中科英华	20090314	平安信托投资有限责任公司-中科英华股份投资集合资金信托	公司	减持	3265.19	3265.19	7.09	22856.33	是
000502.SZ	绿景地产	20090115	深圳市宽天下投资有限公司	公司	减持	900	900	6.69	7146	是
000611.SZ	时代科技	20090108	时代集团公司	公司	减持	1249	1249	6.59	4583.83	是
600379.SH	宝光股份	20090219	长宜环保工程有限公司	公司	减持	700	700	6.28	7406	是
000818.SZ	锦化氯碱	20090214	锦化化工(集团)有限责任公司	公司	减持	900	900	6	4518	是
002174.SZ	梅花伞	20090224	福建凤竹集团有限公司	公司	减持	200	200	5.88	1838	是
002138.SZ	顺络电子	20090109	广东省科技风险投资有限公司	公司	减持	231.8	180	5.72	2396.81	是
002167.SZ	东方锆业	20090312	韶关市节能工程有限责任公司	公司	减持	140	-	5.64	1533	是
600078.SH	澄星股份	20090228	江阴市澄江投资有限公司	公司	减持	2396.91	2000	5.47	15412.13	否
002055.SZ	得润电子	20090218	甘小红	个人	减持	264.91	264.91	5.47	1804.04	否
002200.SZ	绿大地	20090219	北京歌元投资咨询有限公司	公司	减持	292.74	-	5.44	10333.72	是
002055.SZ	得润电子	20090218	深圳市佳泽森实业有限公司	公司	减持	251.62	251.62	5.19	-	是
002089.SZ	新海宜	20090205	上海联和投资有限公司	公司	减持	250.5	-	5.07	4336.16	是
600284.SH	浦东建设	20090116	海通证券股份有限公司	公司	减持	1730	-	5	15587.3	否
600836.SH	界龙实业	20090214	上海界龙集团有限公司	公司	减持	1500	1500	4.87	19080	是

资料来源: WIND 资讯

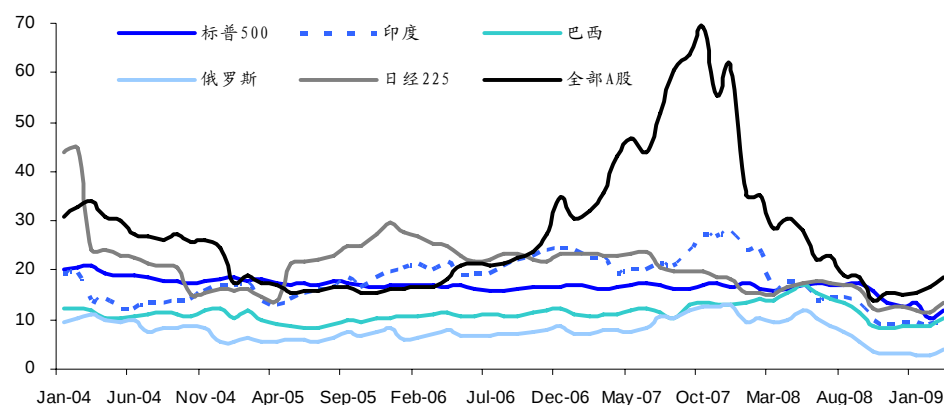
6. 本季估值中必须考虑的重要因素

6.1 海外市场的可比性问题

■ 海外市场“去杠杆化”演绎到了一个相对的极限

以美国为首发达市场在过去的一段时间上演着轰轰烈烈的“去杠杆化”大戏,以重灾区金融股为阵地的这一“去杠杆化”战役将估值中枢打乱了,投资者对杠杆下的资产真实显示出了强烈的怀疑,不过这种怀疑在达到一个极限之后开始逐渐修正,道琼斯的估值有所恢复。但是,即便海外市场有了较好的恢复,从横向对比来看,A股相对于外部市场估值是较高的,无论是 PE 还是 PB 都要比其他市场高,而且无论是发达经济体还是新兴市场,A股的估值都不低。

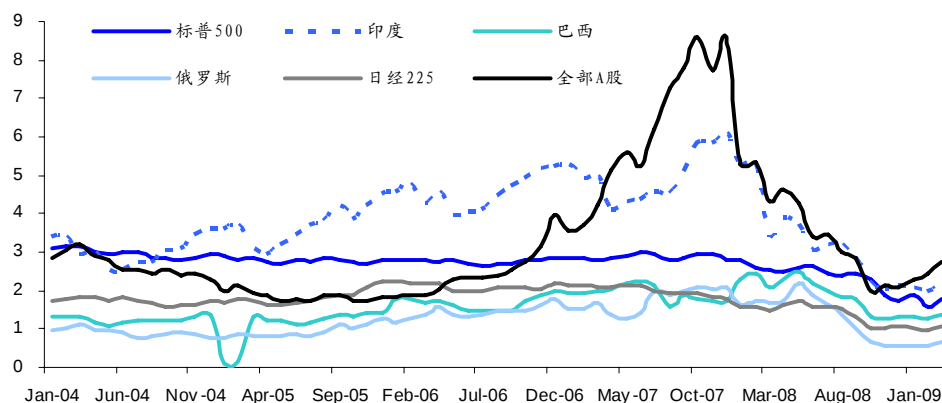
图 27 全球估值重心回升的过程中 A 股回升更快



资料来源: Bloomberg

对于这种比较结果我们要一分为二地看待。一方面是 A 股估值水平的确要比别人高出许多，造成估值高地原因是多方面的，有资金封闭、投资渠道匮乏的原因，也有上市公司业绩增长潜力犹存的原因，但无论什么原因，结果的确是要比其他市场高很多；但是硬币的另一面却是海外市场估值的基本因素在这次金融海啸之后变得模糊和不确定，估值的根基都找不到合适的参照系了，站在今天我们所遭遇的这个与其说是金融海啸还不如说是金融断崖的当下，我们对财务报表给予我们的信息产生了模糊的怀疑，今天的数据明天会不会因为美国财务部的会计规则改变而成为新的模样，我们需要确认的而不是可能游戏变化的估值依据，所以我们看到花旗掉到 0.2 倍的 PB 也不足为奇，市场对于这种估值要素的怀疑态度暴露无余了。

图 28 从 PB 角度来看 A 股的安全边际较低



资料来源：Bloomberg

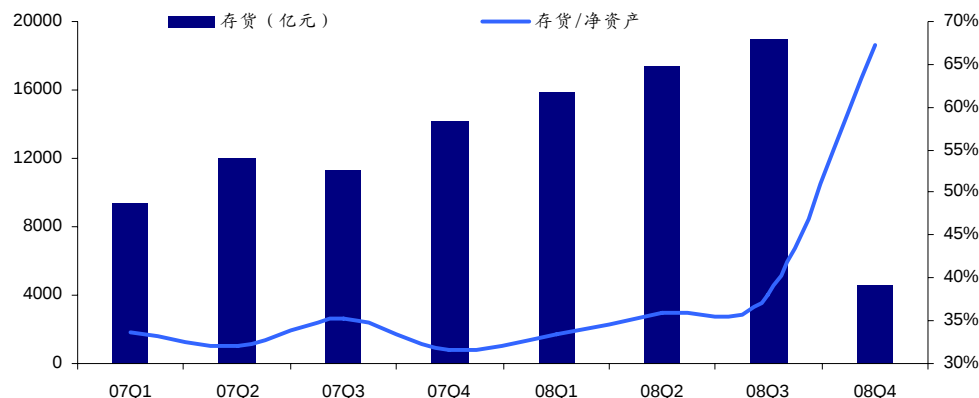
所以，我们可能接下来难以避免思考的问题是深切而又痛苦的。对于这次金融海啸我们可能要从更高的层次上来审视，不单单是一场现在看来尚未完结的金融海啸、而将引发一次对发达经济体金融业的深层次反思，这种反思必然将重新构架估值体系，这个过程不会很快结束，在这个持续的过程中很多有关估值的要素都将受到拷问和重新思考，这将对外围市场产生相应的冲击，而这种冲击也将有可能晃动 A 股市场的估值体系。

6.2 去库存化过程在上市公司报表上的体现

■ 去库存化过程已经初显成效。

伴随着美国为代表的发达市场上市公司进行的“去杠杆化”过程开始，我们 A 股从去年三季度后期开始的“去库存化”过程不仅对未来上市公司业绩增速的影响十分重要，而且对我们重新思考盈利、净资产等这些估值的基本因素有了新的意义。

图 29 去库存化效果短期内在报表上已经有所体现



资料来源：Wind

注：08Q4 的数据是截止到 2009-3-20 已经公布年报的 428 家上市公司的报表数据

我们以已经公布年报的上市公司为样本来探讨“去库存化”的问题。截止到 2009-3-20 日已经公布年报的 428 家上市公司统计数据显示，除去金融板块之外的公司存货总和为 4539 亿元、这一数值和去年三季度末的 4642 亿元相比有了 103 亿元的下降，从绝对数值来看库存降低是明显的。那么这种库存降低是缘于库存消化呢还是跌价准备提取的加大呢？我们进一步分析了存货跌价准备的提取数据，发现样本公司的存货跌价准备总和为 97 亿元、较去年中期（由于三季报不公布会计附注、因而没有数据）的 39 亿元上升了 58 亿元。

从 103 亿元和 58 亿元的对比中我们不难看出，存货的减少来自于两个方面：一个方面的确是库存四季度已经下降、库存被真实地“消耗”掉了；而另一方面也是因为上市公司加大了计提存货跌价准备、使得库存“被动”但并非真实下降。两个原因当中究竟哪一个因素占了上风、仅凭目前的数据还很难判断出结论，两方面的因素都同时存在，但是我们有理由相信，在四季度上市公司对存货进行“挤水”的主动行为在报表上体现出来了。

■ 样本公司不能完全反映真实状况但可以管中窥豹。

我们在仔细考察存货/净资产的比重变化情况，惊奇地发现该比重在 08 年三季度之前保持稳步上升的格局、突然在 08 年报发生了跳升，去年三季度之前该比重在 30% 上方稳步盘升至 38%，但是四季度结束后的数据居然跃至 67%。不过，我们很快发现了是样本公司的问题，因为这 428 家样本公司在去年三季度时的存货/净资产的比重也高达 70%，这一样本群体恰好是存货比重较高的公司集合，使得数据失真，我们仅能以此作为参考。

不过，我们虽然不能以 428 家样本来推测整体上市公司的“去库存化”情况如何，但是这存货水平较高的群体所反映的状况也值得我们考虑和重视。首先，我们观察了样本中存货水平居前的公司，以万科为首的地产公司占据了较大比重，他们的存货水平变化并不一致，前三位的地产公司万科、保利地产、泛海建设的存货水平出现了一定幅度的下降，但北辰实业、陆家嘴、华发股份却出现了不同程度的上升，说明存货代表性较强的地产行业也并非所有公司都完成了“去库存化”的第一步。其次，再进一步看存货下降的方式是来自于存货的真实消失还是存货跌价准备的提高，很快我们就发现，万科的存货下降就是因为跌价准备从 0.11 亿元提高到了 12.41 亿元，同样的保利地产也是存货跌价准备从 0 提高到 2.99 亿元；而存货水平没有下降反而提升的地产公司却没有加大跌价准备的计提，这说明一个问题，地产上市公司的“去库存化”过程没有其报表反映的那么美。

也许，在报表背后，在整体上市公司“去库存化”状况改善的背后，在我们短暂的

认可“去库存化”结果好转导致估值有望提升的预期背后，我们还需要继续观察，起码在某些行业内继续观察。

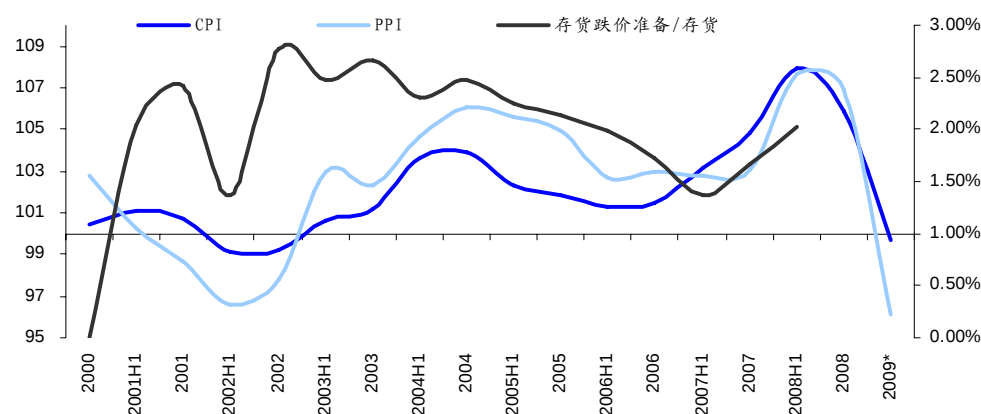
6.3 对估值可能存在的潜在影响

我们从年度策略报告就开始探讨存货的问题，目的并不是在于单纯对上市公司“去库存化”的过程感兴趣，而是对估值可能产生的潜在影响感兴趣。

去库存化对 PE 的影响、另一个是对 PB 的影响。08 年三季度末整体上市公司的存货规模为 1.90 万亿元，08 年中报计提的存货跌价准备为 410 亿元，两者的比值为 2.14%，这样的跌价准备计提水平不能被认为具备充分安全边际。首先，该比值没有到达 2002 年高位时的 2.77%，如果按照这一数值来计提，那么要增加 118 亿元的损失，假设我们按照滚动的 12 个月的整体上市公司净利润来计算，除去金融板块之外（因为金融板块的存货也在前面的统计中剔除了）为 5903 亿元，那么 118 亿元计提增加要削弱 2.00% 的净利润。单纯看这个数字似乎还没有什么特别严重的问题，就削弱 2% 的净利润、也就是将 19 倍附近的 TTM 市盈率抬升到 19.39 倍，对 PB 来说从 2.56 上升到 2.61。

但是，如果我们把问题展开来看，就可能需要再仔细想想了。一个是滚动的 12 个月的净利润能否最终得到实现还是个问号，滚动 12 个月净利润 10312 亿元较 07 年增幅为 8.03%，从目前已经公布年报的样本公司 7.27% 的业绩增速来看要达到 8.03% 并不是确定的事情；二是存货规模在 08 年四季度之后可能缩小、但 08 年一季度之后又可能再度扩大，基数扩大之后跌价准备也将随之扩大，对 PE 和 PB 的抬升可能会扩大；三是 2008 年已经过去、2009 年的业绩增速下滑趋势难以避免，跌价准备削弱 09 年利润的幅度可能要大于 2%；四是我们假设的跌价准备计算方法并不一定完全能够反映出风险来，换句话说 2.77% 的比例就足以保证安全边际了吗？从前面样本的分析来看，“去库存化”过程可能并非在 2008 年四季度就已经完成了，随着“去产能化”的被动开始，可能我们要计提的不单单是存货跌价准备了，固定资产减值准备、在建工程减值准备都可能提高比重，那么估值被动抬升是否也要考虑在其中呢？

图 30 去库存化效果短期内在报表上已经有所体现



资料来源：Wind

注：2009*是前两个月的平均数

上图描述的是存货跌价准备/存货的比例和价格指数的变动情况。可以看到，随着价格指数的急速下跌，存货跌价准备/存货的比例可能会需要调升。

6.4 A 股的估值现状

表 6 海通证券研究所计算的 A 股市盈率

方法名	计算日期	报告日期	公司总数	盈利公司整体市盈率			所有公司整体市盈率		
				公司数	总股本加权	流通股本加权	公司数	总股本加权	流通股本加权
ttm 法	20090324		1601	1377	17.58	19.57	1601	19.01	21.99
统一财季	20090324	20080930	1565	1159	15.47	18.03	1565	18.10	23.41
估算法_1	20090324	20080930	1602	1363	16.44	18.45	1600	18.13	21.32
估算法_2	20090324	20081231	1602	470	24.01	24.83	500	25.25	26.35

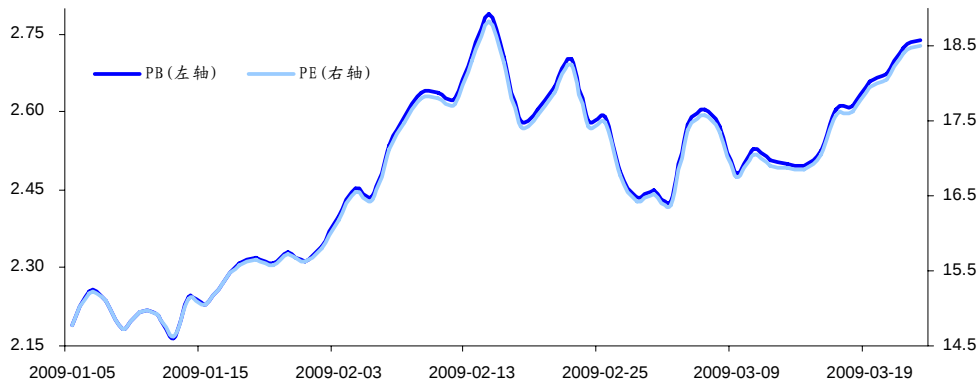
资料来源：海通证券研究所（注：ttm 法_滚动向前计算四个财季；统一财季_所有参与计算的公司具有相同时间跨度的四个财季；估算法_1:采用前年年末财报数据；估算法_2:采用去年三季度财报数据*4/3）

■ 流动性和政策预期推升着估值继续稳步上扬。

尽管十大产业振兴规划出台后政策进入相对“真空期”，但是投资者对未来政策还是有较好的预期。特别是对于两会记者招待会上总理对更大力度的经济刺激计划，投资者寄予了较高的期望，而由此引发的市场波动甚至干扰了全球市场的神经，从这个意义上来说，政策预期仍然支撑着估值中枢的抬升。

资金因素在很大程度上得以放大，在央行宽松的货币政策下，资金面宽裕的冲击给予了较好的资金支持。开户数特别是新增基金开户数尽管距高位水平有所下降，但仍然停留在较高的水平，给予市场提供了资金支持，这一因素延续了前期的宽松状态，成为估值的有利支持因素。

图 31 资金推动下的估值抬升较快



资料来源：WIND 资讯

6.5 小结

从上述研究我们可以得出以下结论：

第一，上市公司“去库存化”在 08 年四季度有所进展，对此市场已经给予了相应的反应，在估值中已经有所体现，或者说估值中已经涵盖了这一因素的理解。

第二，从“去库存化”将持续到“去产能化”，这一过程对估值的影响可能会持续，从存货规模的扩大到跌价准备的提高、再到产能闲置之后的净资产“缩水”，这一过程在二季度不一定完全暴露出来，尽管从目前来看，这种因素并不会显现得十分突出，但是从较长时间来看，盈利和净资产由于跌价准备的提高将被动削减，从而提高 PE 和 PB 水平。

第三，A 股将从“去库存化”转向“去产能化”的过程可能会在未来持续较长一段

时间，而美国的“去杠杆化”过程可能已经接近尾声，美国前期的下跌过于猛烈，将估值压缩到了一个极限、估值的安全边际初步显现，但是 A 股的“去库存化”才开始了不久，后续的“去产能化”过程可能将持续使得盈利和资产缩水，估值的修正因素还没有完全被市场所反应，两者相比之下 A 股的估值安全度较低。

7. 本季投资焦点：“去产能化”与新投资驱动

这里我们主要讨论两大投资焦点，一是在“去产能化”过程中的阶段；二是新投资驱动下的热点。

如上面所述，2009 年里，“去产能化”将是很多行业将要经历的重要阶段，“去产能化”也是影响 2009 年行业盈利水平的很重要的一个因素，也是决定行业投资价值的一个关键变量，因此我们拟以去产能化为主线对 A 股主要行业的投资价值进行预判，同时构建我们的行业配置组合。

我们认为，在去产能化过程中，可以遵循两条主线来布局我们的行业配置组合：第一是重点关注“去产能化”压力相对较小的行业内的优势企业的价值型投资机会；第二是把握“去产能化”压力比较大的行业里的并购型投资机会。

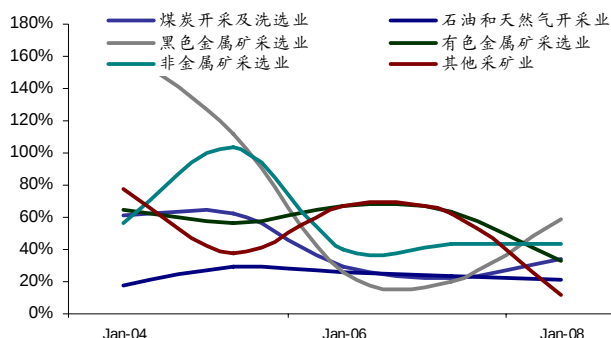
7.1 挖掘“去产能化”压力较小行业内的价值型投资机会

我们认为，一个行业的“去产能化”压力大小由该行业的供给和需求两个方面共同决定，“去产能化”压力比较小的行业，要么来自需求能够逆周期继续保持较好增长，要么来自需求尽管有萎缩，但是该行业的产能也同时已经有了较大幅度的缩减。因此，我们需要综合考虑这两个方面，来寻找那些“去产能化”压力比较小的行业。

目前，大部分行业已经有了程度不同的产能过剩，而与此同时，大部分行业的产能在 2009 年依然会有较大幅度的增长，因为通过观察固定资产投资数据，我们得知大部分行业的固定资产投资增速在过去两年里依然维持高位，而这些投资将在 1-2 年内形成新增产能。国民经济中主要行业的固定资产投资增速情况见下列图。

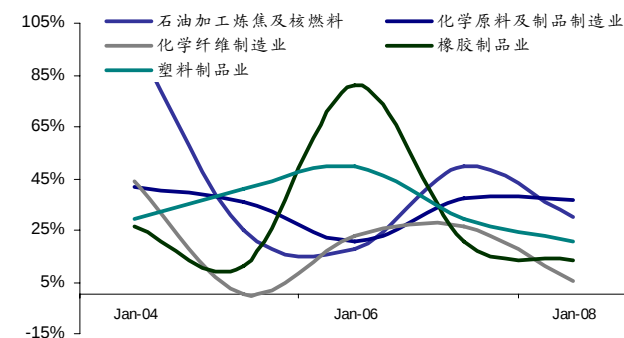
从图中，我们可以看出，大部分制造业的固定资产投资在 2007 年和 2008 年里依然保持超过 30% 以上的高速增长水平，只有少数的几个行业，例如纺织服装、电力煤气水、橡胶制品业、化学纤维制造业、其他采矿业、食品制造业等，固定资产投资增速在 20% 以下，因此，我们可以预期的是大部分制造业的产能在 2009 年里将继续较大幅度增长。

图 32 采掘业固定资产投资增速



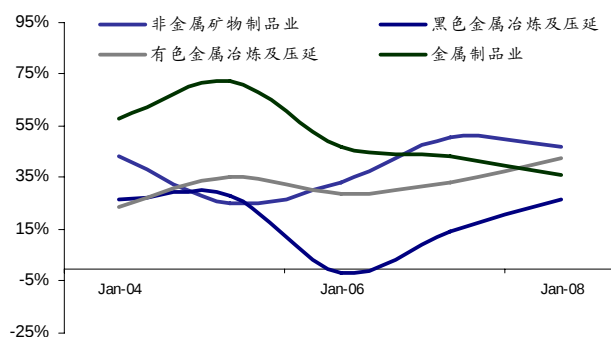
资料来源: WIND 资讯

图 33 部分石化制造业固定资产投资增速



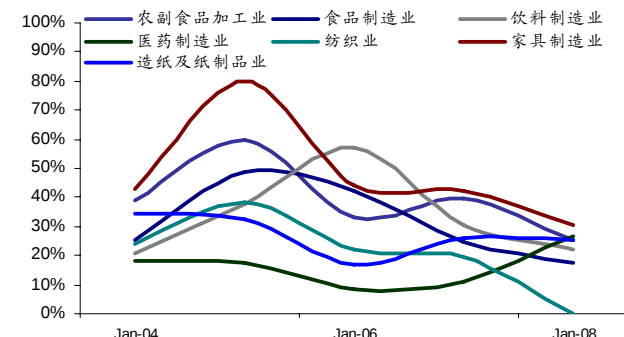
资料来源: WIND 资讯

图 34 金属、非金属等制造业固定资产投资增速



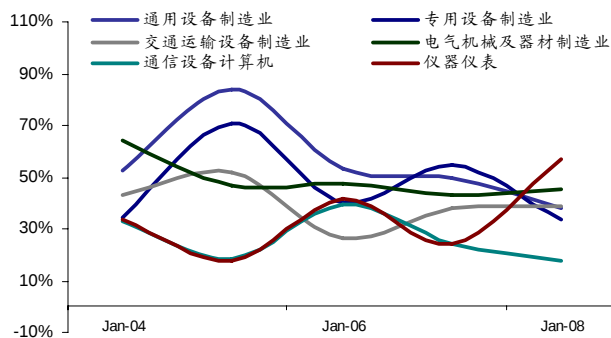
资料来源: WIND 资讯

图 35 消费品制造业固定资产投资增速



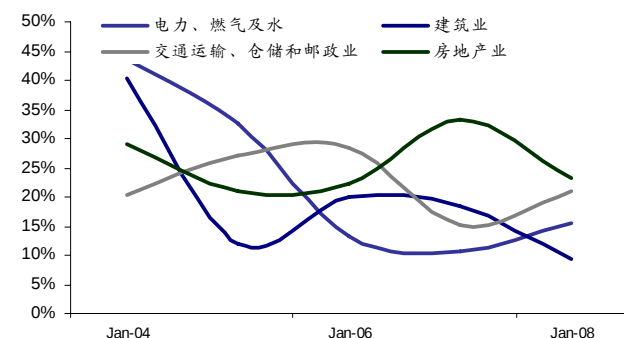
资料来源: WIND 资讯

图 36 设备制造业固定资产投资增速



资料来源: WIND 资讯

图 37 公用事业、建筑和房地产固定资产投资增速



资料来源: WIND 资讯

因此,在 2009 年里,只有需求能够保持较高速度增长的行业的“去产能化”压力才相对比较小。我们认为以下的两类行业的需求能够保持逆周期的增长,一类是需求刚性的中低档生活必需品行业,另一类是受到政府政策激励,受益于四万亿投资的行业。前者包括中低档的食品饮料、医药、超市等。后者的受益行业包括:工程机械、3G 设备、铁路相关设备、建材、电网设备、建筑、部分电子和软件行业等。

我们认为这些行业内的优势公司值得重点关注,因为这些行业内的优势公司在经济增速下滑的过程中依然能够获得较高速度的确定性的业绩增长,属于价值型的投资品种和机会。

表 7 四万亿投资分配及受益的相关行业

投资领域	金额 (亿元)	主要受益的行业
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	15000	工程机械、铁路相关设备、建筑、电网设备、3G 设备、建材
灾后恢复重建投资	10000	工程机械、建材、电网设备、建筑、电信设备
廉租住房、棚户区改造等保障性住房建设	4000	房地产、建材
农村水电站气房等民生工程和基础设施建设	3700	工程机械、电网设备
加快自主创新和结构调整投资	3700	科技
节能减排和生态工程建设投资	2100	新能源、部分化工子行业
医疗卫生、教育、文化等社会发展投资	1500	医药

资料来源：海通证券研究所

7.2 把握“去产能化”压力较大行业内的并购型投资机会

对大部分“去产能化”压力比较大的行业来说，“去产能化”过程会带来三类比较重要的投资机会：第一类是这些行业内的并购机会；第二类是大量落后产能被关停转后，龙头公司市场占有率提升、业绩得到提升带来的投资机会；第三类是关停并转带来的行业主要产品价格回升而推动的这些行业的交易型投资机会。

并购机会指的是行业内的龙头企业并购弱势企业，或者龙头企业之间的强强联合带来的投资机会。对如何把握这类投资机会，我们的基本观点是：（1）以已经出台了振兴规划的十大产业为重点关注领域；（2）关注其中有实力并购行业内其他公司的龙头公司。

之所以已经出台了产业振兴规划的十大产业为主要关注领域，我们的理由是：（1）这 10 大产业代表了国民经济最核心的支柱产业；（2）国家针对这十大产业出台的产业振兴规划中，都有支持这些行业并购和整合的相关条例，这样有利于这些行业内的整合；

我们需要重点关注其中有实力并购其他企业的龙头公司的理由是：（1）虽然从投资的角度，被并购企业也有比较大的交易型投资机会，但是寻找到这样的被并购企业难度比较高，对并购发生的时间和方案的好坏也难以判断，而寻找到行业内的优势龙头公司，就相对容易得多了。与此同时，龙头企业可以并购多个企业，有多次投资机会，而被并购企业通常只有一次的被并购机会。

大量落后产能被关停转后，龙头公司市场占有率提升、业绩得到提升带来的投资机会指的是，行业内的一些落后产能因为“节能减排”、技术升级或者其他的行政或经济手段被关停转后，行业内的龙头公司会受益而带来的投资机会。

因为这时行业内的整体产能得到较大幅度的下降，行业内的供需态势因此得以缓和，这样给龙头公司带来两个方面的好处，一个是因行业整体供给相对减少，供需态势缓和，产品价格得以企稳回升，同时被关停企业留下的市场份额将被这些龙头企业来瓜分，市场占有率得到提高，收入增速提升；二是因对原材料需求下降，而导致原材料价格面临下降压力，从而带来成本节省。这样两个方面的结果，就直接导致了龙头公司盈利水平的提高。这些行业典型的如造纸、煤炭等。

还有，这些措施还会带来“去产能化”行业的短期的交易型机会，因为关停并转一些落后产能后，通常会带来这些行业的产品价格的短期或者较长期的回升，从而提升这些行业的市场关注度和估值水平，带来这些行业的交易性投资机会。这也就是上面说的第三类投资机会。

表 8 十大振兴规划里涉及的支持行业内并购的条款

行业名称	支持并购的条款	代表公司
钢铁	严格控制钢铁总量，淘汰落后产能，不得再上单纯扩大产能的钢铁项目；发挥大集团的带动作用，推进企业联合重组，培育具有国际竞争力的大型和特大型钢铁集团，优化产业布局，提高集中度。	宝钢股份、武钢股份、鞍钢股份
汽车	要推进汽车产业重组。支持大型汽车企业集团进行兼并重组，支持汽车零部件骨干企业通过兼并重组扩大规模。	上海汽车、一汽轿车
纺织	要加快淘汰落后产能。制定和完善准入条件，淘汰能耗高、污染重等落后生产工艺和设备。对优势骨干企业兼并重组困难企业给予优惠支持。	雅戈尔、美邦服饰
装备制造	要推进结构调整，转变产业增长方式。支持装备制造骨干企业进行联合重组，发展具有工程总承包、系统集成、国际贸易和融资能力的大型企业集团。	三一重工、中国南车、中联重科、徐工科技、特变电工等等
石化	要控制总量、淘汰落后产能。停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目，坚决遏制煤化工盲目发展势头。	中国石化、中国石油
轻工	要加快技术进步。重点推进装备自主化和关键技术产业化，加快造纸、家电、塑料等行业的技术改造。建立产业退出机制，推进节能减排和环境保护；要加强自主品牌建设，支持优势品牌企业跨地区兼并重组，提高产业集中度。	美的电器、青岛海尔、苏泊尔、浙江阳光、格力电器、岳阳纸业
有色金属	坚决贯彻落实产业发展政策，突出保重点，保先进生产力，通过有保有压和市场的基础性作用，加快淘汰落后产能；推进重点骨干企业直购电试点，降低电价，鼓励煤-电-铝产业一体化，将优质资源配置给重点骨干企业；由政府引导，推动跨行业、跨区域的兼并重组，提升产业集中度；加大对重点企业技改的支持力度，提高先进生产能力的产业比重。	中金黄金、山东黄金、宝钛股份、云南铜业、厦门钨业
电子	骨干行业实现振兴：确保电子元器件、计算机、视听产业等传统骨干行业的稳定发展；支持优势企业并购重组。	三安光电、长电科技、中兴通讯等
船舶	要支持企业兼并重组。鼓励骨干船舶制造企业实施兼并重组，推动大型船舶企业与上下游企业组成战略联盟，引导中小船舶企业调整业务结构。	中国船舶、中船股份、广船国际
物流	要加快企业兼并重组，培育一批服务水平高、国际竞争力强的大型现代物流企业	锦州港、中储股份等

资料来源：海通证券研究所

7.3 新投资驱动下的主题机会

主题投资将贯穿 2009 年全年，在 2009 年 2 季度里主题投资仍将盛行。我们认为应当重新关注由新投资红驱动下而产生的主题性投资机会，重点包括：（1）新能源主题；（2）区域板块主题。

新能源主题我们在前面的报告中已经系统阐述过了，所以这里不再详细讨论。我们这边主要讨论区域板块投资主题。

为实现保增长、扩内需、调结构的宏观调控目标，从年初以来政府陆续出台了包括钢铁、汽车等十大产业调整和振兴规划，这些规划出台的前后都给相应的行业和公司带来了投资机会。实际上，政府在出台产业振兴规划的同时，对区域经济的发展也给予了不小的政策支持，我们认为这些政策的陆续出台也会带来区域板块主题投资机会，其中值得重点关注的区域板块包括海峡西岸经济区板块、重庆两江新区板块、泛浦东板块、海南国际旅游岛板块、珠三角板块、滨海新区板块等。

表 9 重要区域板块的关注理由和主要收益行业

区域名称	关注理由	主要收益行业
海峡西岸经济区	两岸经贸往来的深化	地产、商贸、旅游
泛浦东板块	迪士尼、世博会	地产、旅游、商贸、建筑
两江板块	灾后重建和国家政策支持	地产、工程机械、建材
珠三角板块	港澳珠大桥的修建	地产、商贸、旅游
海南国际旅游岛	海南省可能获批国际旅游岛	地产、旅游、商贸
滨海新区	积极政策扶持	地产、港口、商贸、建筑、金融等

资料来源：海通证券研究所

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy @htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪 盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈峥嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈 勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金睿
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周 健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
数量助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219381

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com