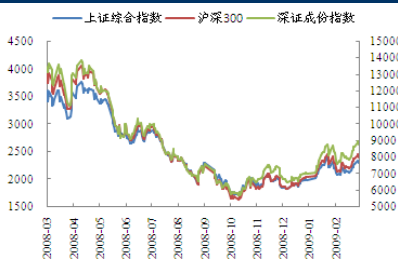


2009 年二季度 A 股投资策略

联系人

桑俊	钟精腾	张莹花	邹璐	张韬
电话: 0755-83707385	电话: 0755-83716750	电话: 0755-83706284	电话: 0755-83707473	电话: 0755-83705129
邮件: sangj@ghzq.com.cn	邮件: zhongjt@ghzq.com.cn	邮件: zhangyh@ghzq.com.cn	邮件: zoul01@ghzq.com.cn	邮件: zhangt01@ghzq.com.cn

市场走势



相关报告

《布局增长确定的政策受益行业——2009 年 3 月 A 股投资策略》
2009 年 2 月

《谨慎乐观，积极应对企业盈利回暖——2009 年 2 月 A 股投资策略》
2009 年 1 月

《透过动荡，循着政策的轨迹前行——2009 年 A 股年度投资策略》
2008 年 12 月

分析师申明:

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 外需下滑预期将会有所改善，美国经济恢复的必要条件已经具备。美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差已经高于 200 个基点，房价收入比正在接近历史低点，人们的购买能力指数则达到了 40 年以来的新高。众多经济领先指标则出现了好转的迹象。
- 中国经济增长仍需固定资产投资拉动。我们认为在投资增长引领下可能继续回升，但是逆差阴影的显现将制约其回升的高度。而对于全年经济是否会持续向上回升，则还需观察大规模投资对民间投资的拉动及信贷资金对实体经济的支持。
- 资本市场流动性充沛情况仍将继续，IPO 重启可能在 2700 点。历史数据证实日均成交金额与流通 A 股市值比值要达到 3.94% 水平，相对应上证综指需要到达 2700 点，日均交易额达到 1800 亿元。
- 固定资产投资增长的地区结构和产业结构。2009 年前两月，铁路运输业、机械设备制造业、上游金属和非金属矿采业以及农林牧渔行业的固定资产投资均保持较快增长；同时中西部和东北地区固定资产投资明显高于全国平均水平。
- 二季度我们同样关注政府产业振兴政策的具体实施，尤其是兼并重组和淘汰落后产能，否则这些行业的复苏都往往是短暂的和脆弱的。我们认为如果把握好产业振兴细则出台的时机，这些行业存在着阶段性的投资机会，尤其是产业振兴带来的整体行业发展趋势的长期改善。
- 证券市场二季度将保持震荡上行的格局，基于对国内外经济走好的预期，我们的行业配置倾向于基本面相对稳固并受益于行业预期好转的行业。由于政府投资政策存在着显著的地区结构，我们建议投资者关注中部省份的投资机会；另外，考虑到行业振兴政策细则还会陆续出台并开始实施，我们建议投资者关注那些能够有效改善行业发展趋势的政策，尤其是落后产能淘汰政策。

外需放缓压力减小——美国经济复苏不再遥不可及

按照美国国民经济研究局的统计，美国经济自 2007 年 12 月陷入衰退。美国政府就此采取了一系列的市场救助政策，但是我们一直重点关注美国经济复苏的两个必要条件：房价停止下跌和银行系统的稳定并恢复借贷。当前，我们判断美国经济出现了一些乐观因素。

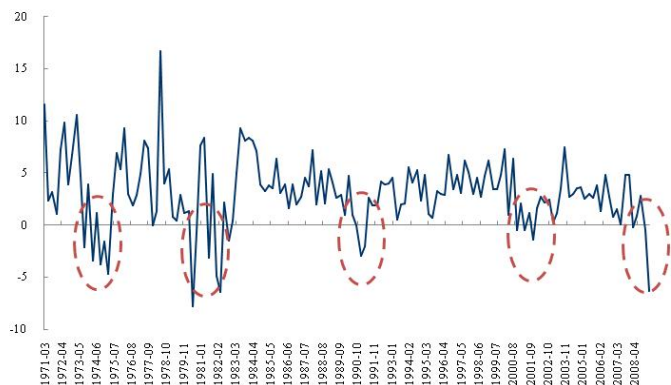
银行系统恢复借贷的必要条件已经具备。花旗银行、摩根大通等金融机构盈利回暖成为了市场关注的焦点。我们认为银行系统早就已经具备了复苏的重要条件——美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差已经高于 200 个基点，从历史趋势来看，银行惜贷的局面可能会因为利润的吸引有所改善。美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差是美国经济领先指标的重要成分指标之一，占领先指标的 10.4%。

从 1954 年以来，美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差出现过 5 次低于零的情况，分别是在 1974 年，1979-80，1990，2000 和 2007 年，每次都提前于经济衰退出现。同样美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差出现过 7 次高于 200 个基点的情况，每次都促使了经济的复苏。在 70 年代以来的 5 次经济低谷中，美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差平均提前约 9 个月预示了经济的复苏。

金融机构的贷款发放正变得有利可图，因为在经过衰退以后，经典的超过 200 个基点的 10 年国债和联邦基准利率利差循环正在出现，银行惜贷的局面或将有所改变。同时高盛、摩根士坦利、美林、花旗、摩根大通和美国银行 6 大金融机构出现了好转的迹象。美联储的总资产与 6 大机构的总负债存在负相关的关系，目前美联储总资产已经从 08 年第四季度的大幅增加转成目前大幅减少的情况。同时目前 6 大机构的财务杠杆倍数已经降低到了 4.5 倍，有些机构下降的幅度高达 10-20 倍。

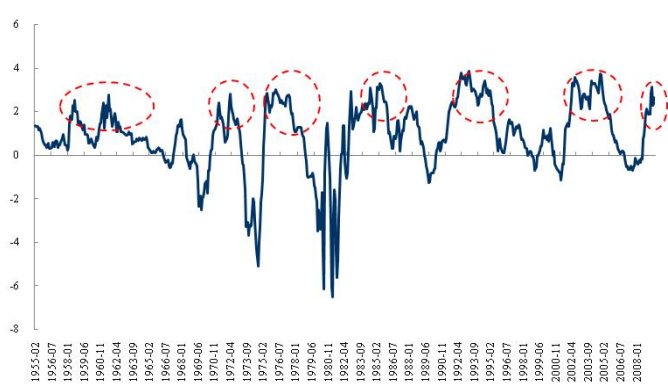
美国银行系统企稳的条件正在出现，不太可能出现 08 年第四季度大幅亏损的局面。同时美国的稳定对于欧洲金融机构将有重要意义，毕竟欧洲金融机构发生的损失大部分来自美国市场。

图 1 70 年代以来美国经济的五次衰退



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 2 美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差高于 200 个基点时期



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

房价收入比正在接近历史低点。作为本次危机的源头，房地产价格不停止下跌，银行资本账户上的不良资产将无法定价，难以将其通过出售转移出银行的资产负债表，市场仍处于恐慌之中。

本轮房地产泡沫是二战以来最严重的，而房地产的下跌亦创造了 50 年以来的最大的幅度。住房建筑许可从 2006 年 1 月顶点以来已经下跌了 77%；远远大于 1973 年的石油危机中住房建筑许可证下跌的 64%；而 1979 年的能源危机住房建筑许可证则下跌了 58%。而随着房价的急速下跌，房价收入比正在不断地变小，人们的购买能力指数则达到了 40 年以来的新高。

目前美国 2009 年 1 月底的房价收入比已经下降到 3.2，低于 2000 年房产上涨前的 3.4 的水平。从历史上 GDP 季度环比增长的速度来看，目前的经济情况远差于 2000 年的情况，但跟美国 80 年代初的经济危机的 GDP 下跌幅度非常地接近。因此，我们可以假设美国房产价格继续下跌到 80 年代以来的历史低点，房价收入比为 3.0，下降 6.7%，会是一个怎样的情况。从美国近期统计数据可以看出，美国家庭收入 2009 年 1 月底达到 51187 美元的水平，比 2007 年 12 月底的 50233 美元还略有上涨。在假设家庭收入不变的情况下，房价收入比下降 6.7%，意味着房价要下降 6.7%。从以上房价图我们可以看出，美国房价自 2008 年 7 月以来，已经形成了下跌的趋势线，如果我们按照该速度计算房价下跌幅度，2008 年 7 月份至今已经下跌了 23%，平均每月下跌 2.9%。2008 年 10、11 和 12 月分别下跌 2.4%、3.1%和 2.7%。那么房价下跌 6.7%只需要 3 个月时间就可以使房价收入比达到 3.0 这个 80 年代以来的底部。

2 月份新房销售量环比意外上升 4.7%，从 1 月份的 32.2 万上升到 33.7 万，从 2005 年夏季高点以来已经下跌了 77%。美国 2009 年 1 月份的房屋购买力指数为 167，2006 年底 109 的水平已经上升了 34.7%，同时 167 也是美国房屋购买力指数 1989 年有数据以来的最高水平。

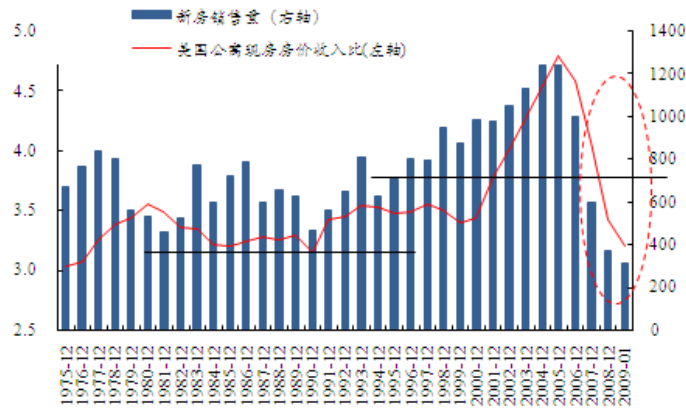
而 3 月份美联储宣布额外投入 7500 亿美元从房地美和房利美购买抵押债券和 3000 亿美元购买美国长期国债更是使购房 30 年固定利率从 4.98% 下降至 4.85%，处于 40 年以来的历史低位。这对房产购买者来说无疑是非常好的消息，因为买了房的人将会在年度重新厘定借贷利率的时候可以获取更低的利息，同时低利率将会缓解购房压力，让更多的美国人可以买房，从而降低房产库存，房价也将由此获得支撑。从美国 30 年固定利率与抵押银行协会购买指数负相关关系可以看出，30 年固定利率的下跌将会促使购买指数的上升。目前申请抵押贷款的申请已经显著上升。

表 1 美国历史住房建筑许可变动一览

主要事件	时间	高点/低点	变动 (%)
肯尼迪减税衰退	1959 年 2 月	1667	-36
	1960 年 12 月	1063	
1973 年石油危机	1973 年 1 月	2481	-64
	1975 年 2 月	904	
1979 年能源危机	1978 年 4 月	2197	-58
	1980 年 5 月	927	
世界金融危机	1989 年 1 月	1621	-43
	1991 年 3 月	921	
网络泡沫	1999 年 1 月	1748	-16
	2000 年 7 月	1463	
房地产泡沫	2006 年 1 月	2292	-77
	2009 年 1 月	521	

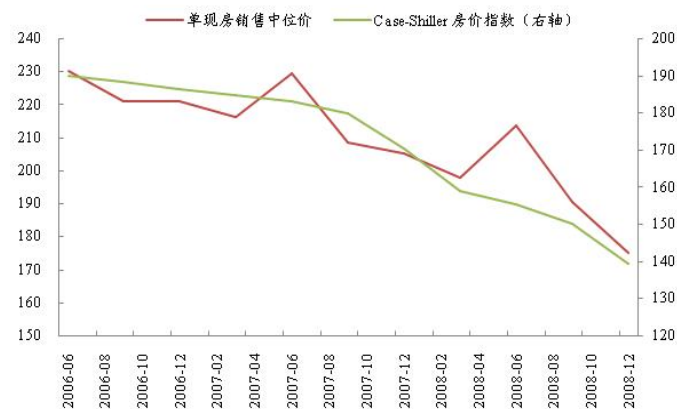
资料来源：IMF、国海证券研究所

图 3 美国房价收入比正在接近历史低点



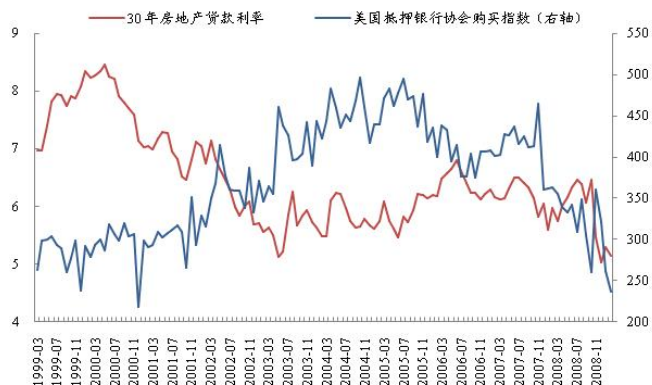
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 4 美国房价销售中位数及房价指数走势



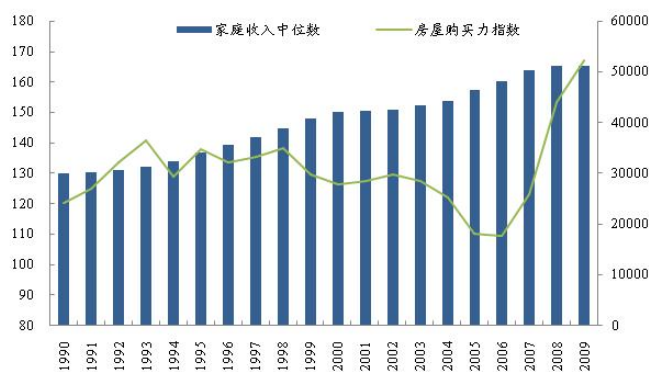
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 5 美国 30 年固定利率与抵押银行协会购买指数



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 6 美国房价销售中位数及房价指数走势



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

LEI 预示着美国经济短期之内难以好转，但是已经出现了一些向好的迹象。2 月份公布的 LEI 的值为 98.5（2004=100），比一个月前的略微下降，主要是由于首次申请失业救济人数、周平均工作时间、前 500 家公司和消费者信心预期指数仍在持续下滑，而作为成分指标占比比较大的十年期国库券与美联储基准利率利差、住房建筑许可、货币供应量（M2）、供货方交货业绩、消费品与原材料新增订货量和非防御型资本货物新订单则出现了好转的迹象。从我们以上分析可以看出，虽然 LEI 持续下跌，但对经济复苏具有更长时间前瞻性的指标和权重更大的指标出现了好转的迹象，而本次 LEI 的下跌主要由于与经济发展相对同步的指标下跌造成。同时过去 6 个月 LEI 下跌的速度为 1.6%，要小于从 2008 年 8 月到 2009 年 2 月的下跌速度 3.1%。

其中住房建筑许可可达到 54.7 万，环比上涨 3%，这是自 2008 年 7 月以来的首次上涨；同时新屋开工更是环比上涨 22%，同样是 2008 年 7 月份以来的首次上涨，达到 58.3 万户。但是观察美国自 1990 年以来的数据，我们发现 14 年的时间里，2 月份的数据都是环比上涨的，极有可能是因为冬天转春天的缘故导致开工量上涨。因此我们对于住房数据的立即好转还有待时间的确认，同时一般认为住房建筑许可连续 2 个月上涨才可以确定上涨形成。

密西根消费者信心指数 3 月份数据意外上升，从 2 月份的 56.3 上升到目前的 57.3。报告显示消费者主要担心的是失业与财富损失问题。我们预计该指数在 4 月中会继续上升，因为 4 月中旬以后，由于新的减税政策的实施，个人收入所得税将显著下降，在同等收入的情况下，将增加个人的可支配收入。

货币供应量（M2）自 2009 年 9 月份以来为解决市场流动性缺乏问题，以月平均 1.8% 的速度急剧上升，但 2 月份只达到了 6.8 万亿美元，环比上升了 62 亿美元，折射出市场急剧失血的局面已经有所缓和。同

时作为领先指标的第一权重指标，占到权重的 35.3%，目前 M2 比 2000 年的水平已经上升了 40%以上，这将对未来的经济复苏，尤其是通货膨胀将产生巨大的影响。

目前 10 年国债和联邦基准利率利差为 265 个基点，经典的超过 200 个基点的 10 年国债和联邦基准利率利差循环正在出现，而 2006 年和 2007 年基本处于负的局面，银行借贷的利润将大大增加，为经济复苏提供了有力的支撑。

制造业周平均工作时间在 2007 年 11 月达到顶点 41.3 小时以来一直处于下降通道中，2 月份的数据为 39.6 小时，环比下降 0.2 小时。我们认为该数据反映了企业对在职雇员采取了减少工作时间的办法来降低成本，以应对下降的需求。

消费品与原材料订单 2 月份为 1.18 亿美元，环比下降 175 万美元，在 2007 年 7 月份达到顶点 1.48 亿美元以来，目前下跌的幅度已经大大减缓。

供货方交货业绩在 2008 年 6 月份达到顶点以后一直处于下降通道，而 2 月份数据出现好转的迹象，为 46.7%，环比上升 1.4%。

首次申请失业救济人数为 64.3 万个，环比上升 5980 个，超过了 2008 年 11 月份 4820 个的申请人数。主要是因为经济下探的压力迫使企业不断增加裁员人数，本次上升领域主要来自制造业和服务业，而以往认为就业市场的支撑点医疗和教育在 3 月份也可能放缓招聘的速度，因此我们预计 3 月份的失业率将比 2 月份的 8.1%进一步上升。但该指标更多被认为是经济的同步指标。

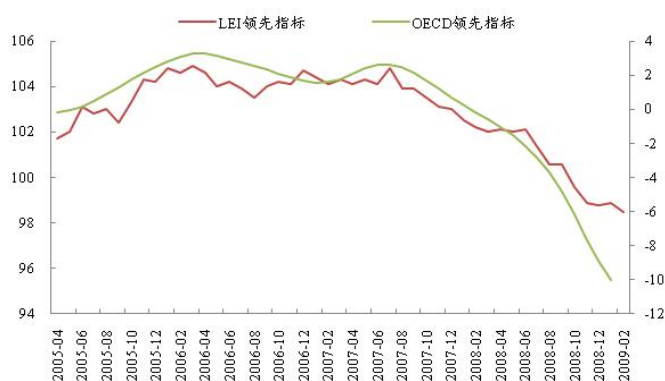
非防御型资本货物新订单 2 月份为 3373 万美元，环比略微上升 44 万美元。由于资本品订单与企业投资联系紧密，单月上升并不能表明企业投资得到实质的好转，但是至少出现了稳定的迹象。该指标一般是被认为对经济复苏预测相对滞后的指标，该指标的企稳意义非凡。

表 2 美国经济领先指标十大成分表

成分	占比
美国经济咨商局领先指标	100%
美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差	10.4%
住房建筑许可	2.7%
消费者信心预期指数	2.8%
M2 货币供应量	35.3%
周平均工作时间	25.7%
消费品与原材料新增订货量	7.6%
供货方交货业绩	6.7%
前 500 家公司股价	3.8%
周平均首次申请失业救济人数	3.1%
非防御型资本货物新订单	1.9%

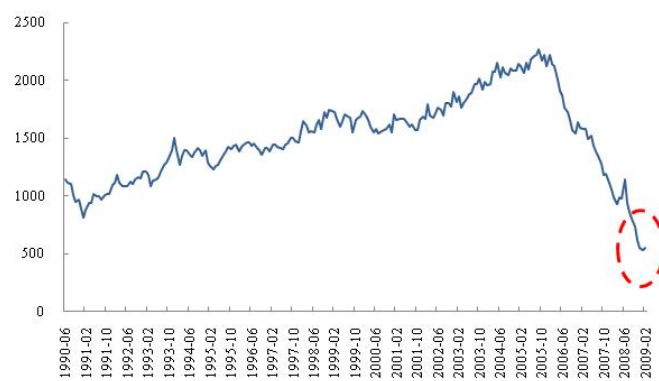
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 7 LEI 和 OECD 领先指标



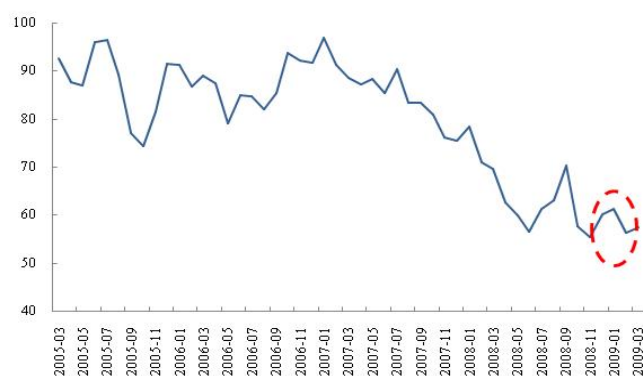
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 8 住房建筑许可



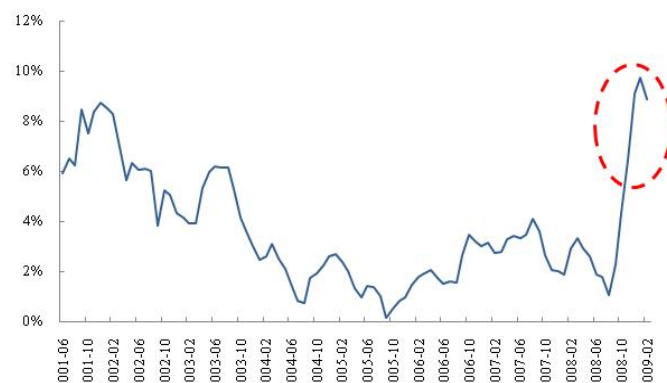
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 9 密西根大学消费者信心指数



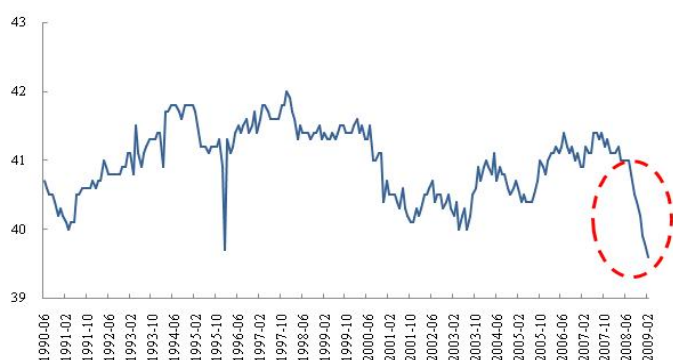
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 10 货币供应量（M2）增速



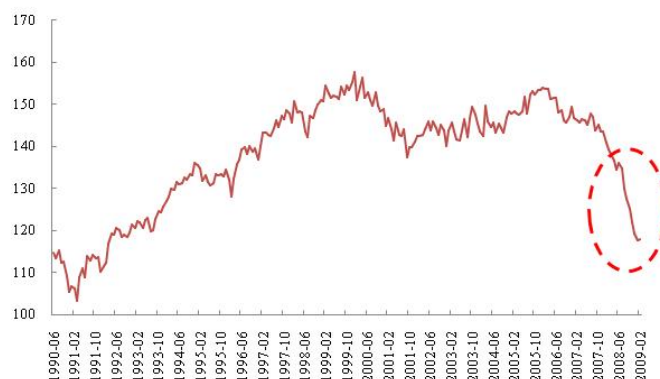
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 11 周平均工作时间



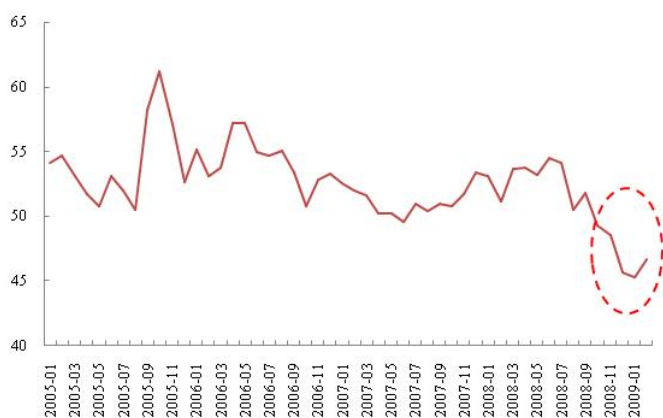
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 12 消费品与原材料新增订货量



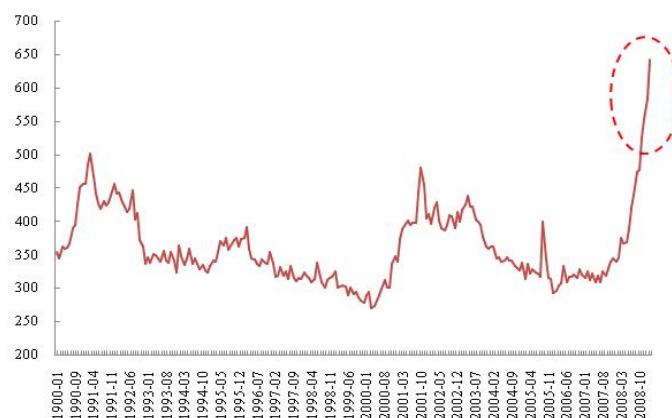
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 13 供货方交货业绩



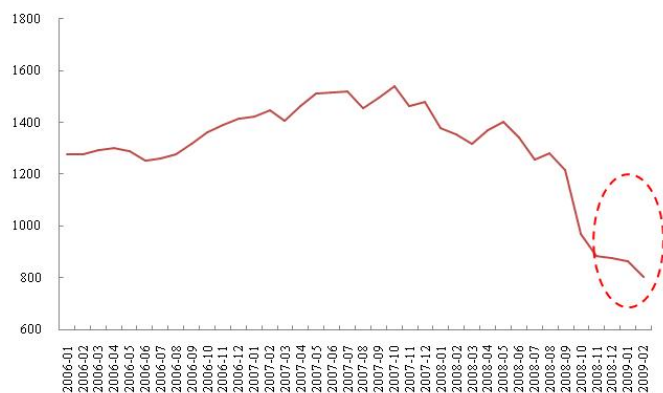
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 14 周平均首次申请失业救济人数



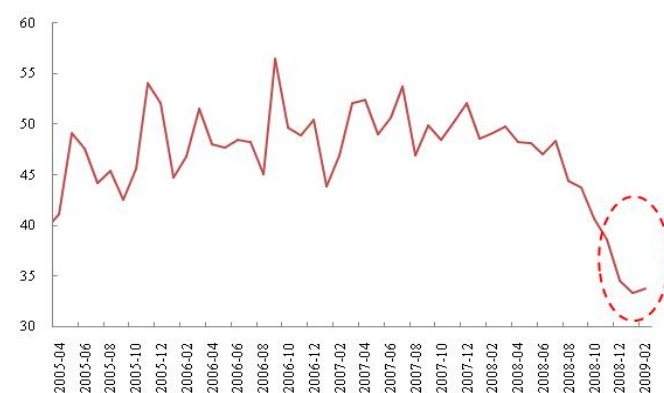
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 15 前 500 家公司股价指数



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 16 非防御性资本货物新订单



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

中国经济增长还得依赖固定资产投资拉动

我们认为判断经济形势是否具有持续性向好的基础首先要分析目前经济转好的原因以及其可持续性，同时这种因素是否可以抵消甚至超越影响经济下挫的因素。

目前经济中出现转好的数据主要是投资，而其也将是拉动经济增长的主导力量。目前投资增长主要还是政府投资拉动，我们认为投资仍将在政策的拉动下继续增长，由于二三季度项目大规模开工，投资增速可能达到一个较高位水平，而这也必将带动工业增加值逐渐回升。而持续下滑的出口则依然是这轮经济周期中制约经济增长的最重要的风险，由于一季度出口下滑过于猛烈，而政府政策效果刚显现，因此，一季度经济依然低位运行，但是我们认为相比去年四季度的低位可能有所抬升，预计一季度 GDP 增速为 7.1%。

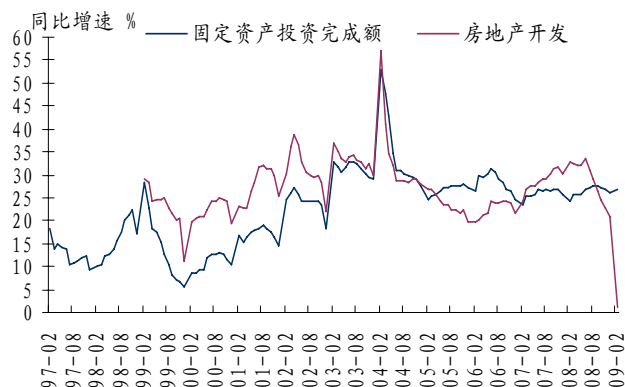
对于二季度经济，我们认为在投资增长引领下可能继续回升，但是逆差阴影的显现将制约其回升的高度。而对于全年经济是否会持续向上回升，则还需观察大规模投资对民间投资的拉动及信贷资金对实体经济的支持。

投资主导将推动经济增长低位回升。1-2 月份的固定资产投资出现较大幅度回升，反映了政府政策正发挥显著效果。预计随着政策性项目的不断落实及开工，投资还将延续增长的趋势，二季度经济依然将主要由投资主导。值得注意的是，从投资增长的构成来看，目前主要还是政府投资引领下的增长，而民间投资拉动尚不显著，如果出现政府后续资金不足，而民间投资又未启动，经济的持续好转将受到挑战。

在城镇固定资产投资中，主要为国有及国有控股投资大幅增加，其完成投资 4486 亿元，增长 35.6%，而其他经济成分如港澳台及外商投资等都出现大幅下降，其分别由 12 月份的累计同比增速 16.7%和 14.6%下滑至 1.1%和 2.1%，房地产开发完成投资则只增长了 1.0%。

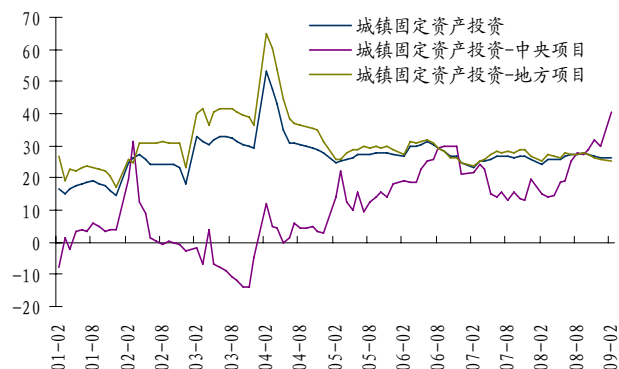
政府投资驱动也反映在项目隶属及政府支持的产业方面。从项目隶属关系看也可以看出，目前还主要是中央项目投资驱动，其中，中央项目投资 1070 亿元，同比增长 40.3%，中央政府去年四季度新增 1000 亿投资以及今年 2 月初新增 1300 亿的投资正在逐渐发挥作用并将继续发挥作用；而地方项目投资 9206 亿元，增长 25.1%，连续 5 个月下滑（去年 12 月累计同比为 25.7%），地方对于中央资金的配合尚未发挥显著效果。

图 17 固定资产投资及房地产开发同比走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 18 城镇固定资产投资-中央项目同比增长迅速



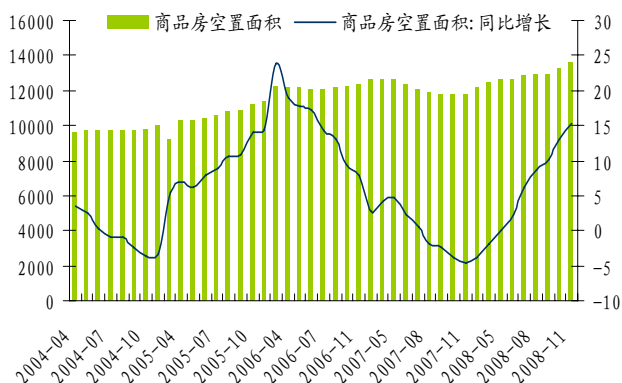
资料来源：WIND、国海证券研究所

房地产投资一定程度上将压制城镇固定资产投资高位增长

在城镇固定资产投资中占比近 1/4 的房地产投资依然低迷，将一定程度上压制由政府投资带动的城镇固定资产投资的高位增长。1-2 月份房地产完成投资则只增长了 1.0%，如果不考虑房地产投资在内，则固定资产投资增速将达 37%，为历史的较高水平。

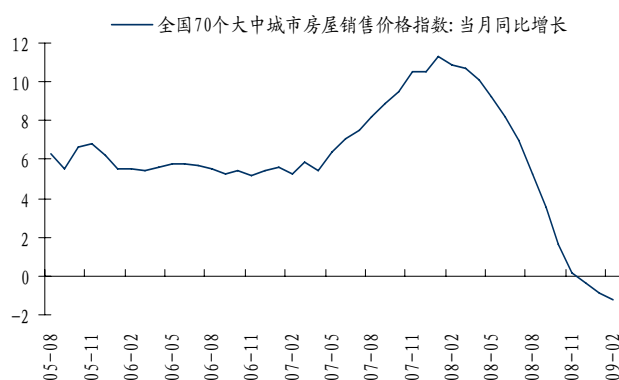
虽然近期几大主要城市的房地产交易量在节日因素及前期房地产交易成本的大幅下降下出现一定回升，但是库存的巨大压力仍将压制房地产价格以及房地产商的投资意愿。同时由于去年二季度房地产投资增速较高，因此房地产投资可能仍将面临下滑，而这也必将压制整体投资的高位增长。

图 19 商品房空置面积上升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 20 70 大中城市房屋销售价格指数已经转为同比负增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

工业增加值将在固定资产投资带动下回升。从工业增加值看，2 月份工业增加值当月同比增长 11%，而 1-2 月工业增加值累计同比增长 3.8%。2 月份工业增加值回升可能有基期因素在里面，由于去年 2 月份

为春节，带来相对基数较低。而 1-2 月累计同比则相对去年 12 月当月同比增速 5.7% 出现一个较大的下滑。

从历史规律看，工业增加值和固定资产投资、信贷增速之间有着比较明显的同步关系，但是近期工业增加值与其他两者之间出现背离，我们认为这种背离可能存在以下原因：

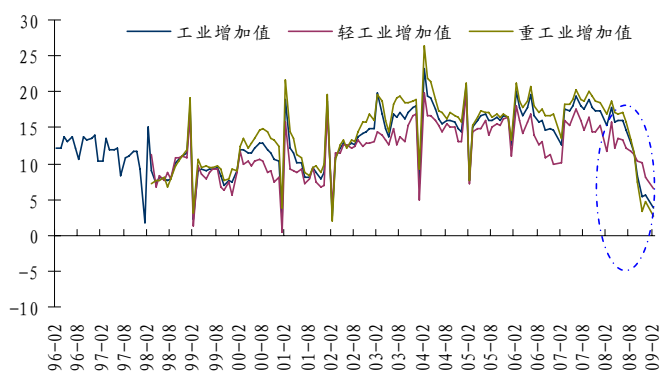
首先，这种背离源于涉及出口相关产品的工业生产的大幅下滑，1 月及 2 月出口同比都出现大幅下滑，导致与出口相关的工业生产受到重大影响，出口交货值的大幅下滑是其重要表现。

其次，固定资产投资与工业增加值的背离可能源于部分企业仍在用存货进行投资，尤其是国有及国有控股企业可能性比较大。因为从工业增加值的企业来源看，与国有及国有控股企业在政府政策支持下投资出现显著回升有所不同，国有及国有控股企业的工业增加值增速落后于股份合作制及股份制企业，因此这两者的背离可能的一个因素是国有及国有控股企业可能是利用已有的库存在增加投资，导致其相应的工业生产并没有出现同样超过其他企业增长的状况。

再次，新增信贷与工业增加值之间出现较大背离，这可能与信贷资金较大部分仍在银行间空转有关。

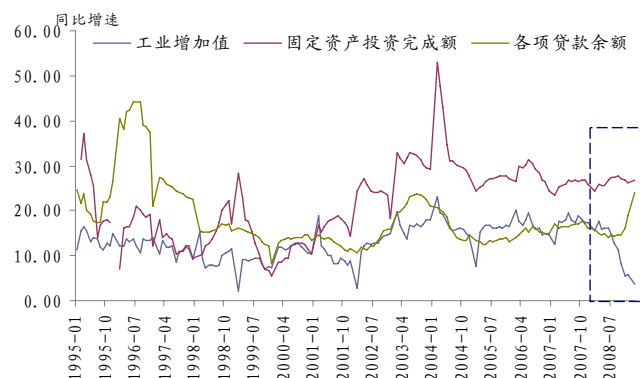
我们认为这种背离将逐渐得到缓解，工业增加值将逐渐回升。一方面在于政府投资项目的大规模动工在带动固定资产投资增速继续回升的同时将有利于企业生产，国有及国有控股企业去库存化逐渐结束也将带动其生产的更快速回升；另一方面，外围市场尤其是美国显现一些好转迹象，大幅下滑的状况有所缓解，一定程度上有利于我国涉及出口的企业生产恢复。

图 21 工业增加值同比增速走势



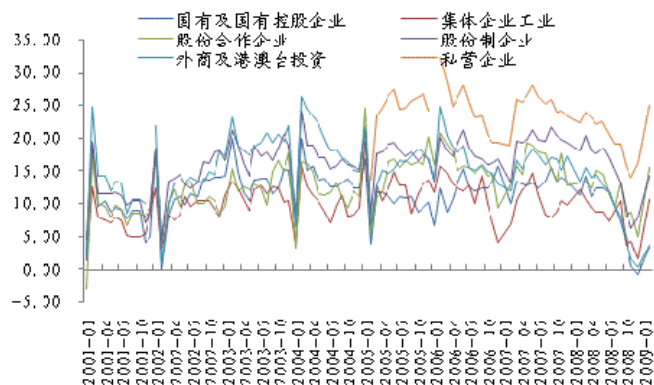
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 22 工业增加值与固定资产头、新增信贷增速走势



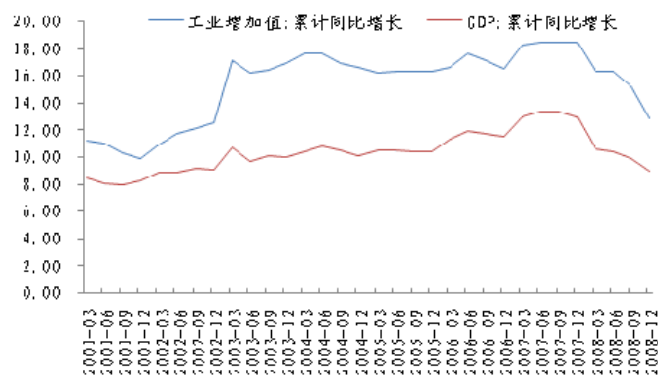
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 23 工业增加值按企业分类



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 24 工业增加值与 GDP 季度累计同比增速走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

密切关注固定资产投资的产业与地区投向

固定资产投资滞后于信贷投放。自去年 12 月份以来，新增贷款保持快速增长，并且在今年 1 月份创出历史新高。按照央行的货币政策目标，2009 年新增信贷规模要保持在 5 万亿以上，如果按照 1-2 月份新增贷款 2.69 万亿计算，全年信贷额度已经完成了 50% 以上。我们认同市场对于信贷投放“前高后低”判断，而且认为如果政府出台新的经济刺激政策，可能会导致全年信贷规模再创新高。

不过，中长期贷款余额占贷款总额的占比在去年 12 月份之后呈现明显的下滑趋势，尽管政府具有一定的政策引导作用，但是相比于去年同期，企业贷款意愿有所下降。同时，票据融资占比增至 9.19%，说明企业短期融资需求仍然较大。

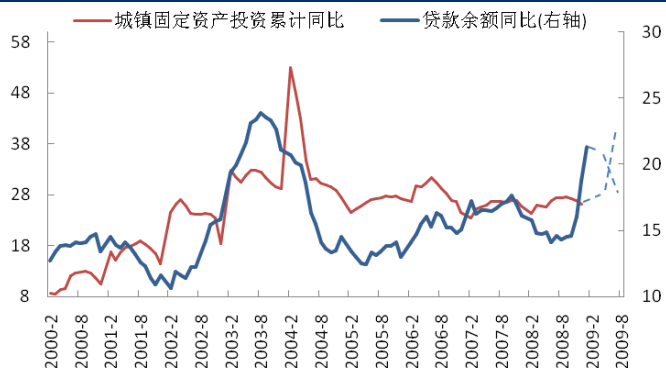
从信贷投放与固定资产投资的历史数据来看，信贷投放大约领先于固定资产投资约 6-7 个月，考虑到今年政府投资时效性加强，固定资产投资在二季度将会保持快速增长，而受政府政策倾斜的行业和地区将会明显受益。

图 25 中长期贷款占比以及新增中长期贷款余额



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 26 固定资产投资与贷款余额增速

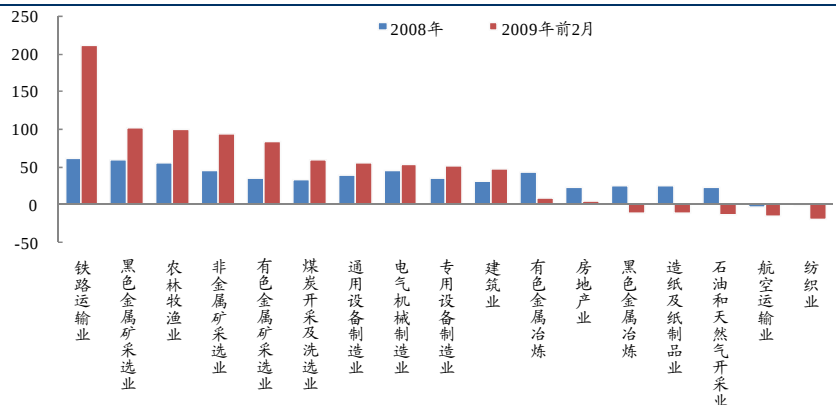


资料来源：WIND、国海证券研究所

固定资产投资增长的产业结构。2009 年前两月固定资产投资保持快速增长，其中铁路运输业、机械设备制造业的快速增长明显受益于政府政策推动。同时，上游金属、非金属矿采业以及农林牧渔行业的固定资产投资均保持较快增长。而有色金属和黑色金属冶炼、房地产、造纸、纺织、石油天然气开采等行业固定资产投资明显放缓。

尽管之前率先调整的珠三角地区房地产市场已经出现成交量放大并且房价显著回升，不过鉴于对 2009 年竣工面积增速较快的考虑，我们认为二季度房地产业固定资产投资下滑的趋势仍将持续。另外，在经济复苏期企业生产和投资活动仍然相对谨慎，我们认为政府政策引导下的固定资产投资的产业结构不会发生较大的变化，明显受益于政府政策推动的行业将会有更加稳定的业绩支撑。

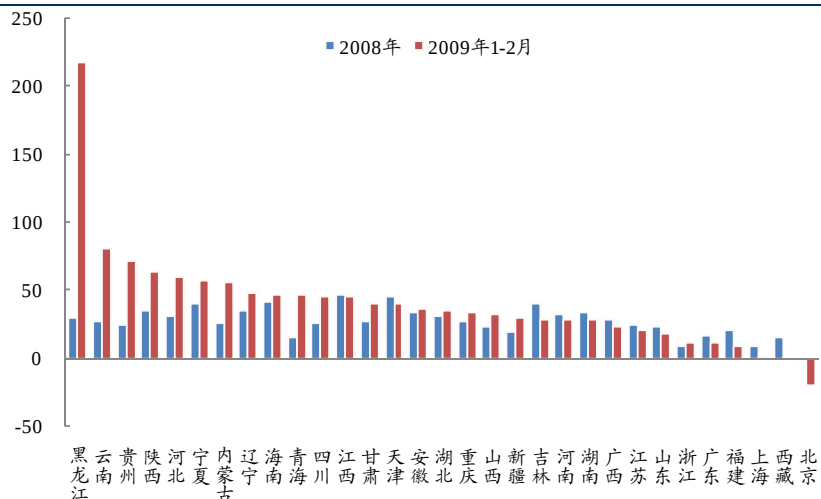
图 27 分行业固定资产投资增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

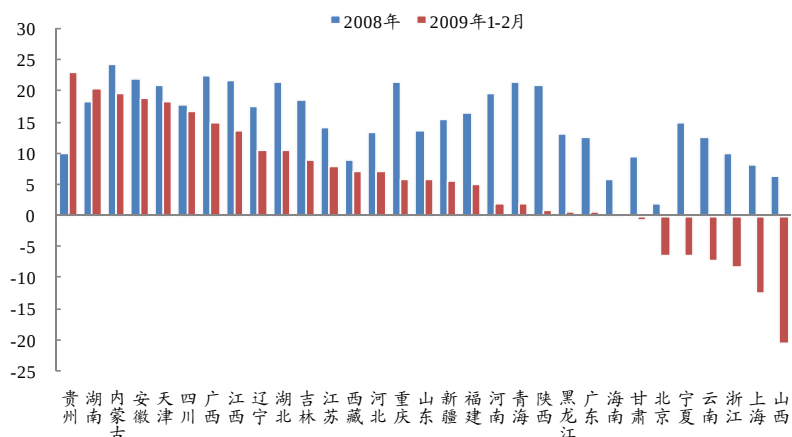
固定资产投资增长的地区结构。政府推动“四万亿”大规模投资的同时也拉开了经济结构调整的序幕，这种地区结构的变化从固定资产投资增速的差异中可见一斑。2009 年前两月中西部和东北地区固定资产投资明显高于全国平均水平。黑龙江、云南、贵州、陕西、河北等省份投资增速居前，而北京、广东、上海、浙江、福建等地投资增速下降最为明显。从我们研究员微观调研也发现，一方面是政府有意识地通过加大投资推动中西部地区物流运输建设；另一方面是具有良好的地理位置、政策优势、内需前景的省份同样对沿海地区民营资本具有很强的吸引力，民营企业投资也在加速向中西部地区的转移。

图 28 分地区固定资产投资同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 29 工业增加值同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

从1-2月份用电量和工业增加值的增长来看，中西部和东北地区的增长在2009年会优于沿海省市。这些省市包括云南、四川、河北、江西、陕西、安徽等，由于外需年内改善的可能性很小，因此出口转内需的产业转移会引导民间投资向中西部转移。因为我们相对看好中西部地区的经济增长和投资机会。而且，从各省份“两会”发布的政府工作报告来看，中部地区经济增长目标普遍高于东部和西部地区。中部地区有望成为承接东部地区产业内部转移的重要地区，私人部分投资的加大有可能使得中部地区经济增长超出市场预期，我们建议关注中部地区的投资机会。

表3 各省份2009年经济增长目标

区域	省份	GDP 增长目标	投资规模与重点行业
东部地区	北京	9.00%	
	天津	12.00%	滨海新区开发
	河北	9.00%	固定资产投资1万亿元以上
	辽宁	11.00%	固定资产投资1.3万亿元
	上海	9.00%	
	江苏	10.00%	农业、城际轨道、港口、新材料、生物医药
	浙江	9.00%	安排政府主导性投资1838亿元，带动社会投资5000亿元以上
	福建	10.00%	海西铁路网、公路网、核电站建设
	山东	10.00%	核电站建设、电网建设
	广东	8.50%	带动全社会固定资产投资1.3万亿，深海工程，海洋医药，海水利用
	广西	11.00%	钢铁、造纸、石油化工、北部湾经济区
	海南	9.00%	油气化工，浆纸，汽车，医药，矿产和农产品加工
中部地区	山西	8.00%	淘汰煤炭落后产能
	内蒙古	13.00%	公路建设（300亿）、铁路建设（300亿）、民航机场建设（20亿）、电网建设（200亿）
	吉林	12.00%	汽车、石油化工等50项投资20亿元以上重大项目建设
	黑龙江	11.00%	固定资产投资5000亿元，公路建设（190.3亿），电力建设（420亿）、电网建设（40.2亿）
	安徽	10.00%	重点项目投资3000亿元
	江西	13.00%	
	湖北	10.00%	带动全社会投资1万多亿元，船舶，数控机床，专用设备制造，电器机械及器材
	河南	10.00%	固定资产投资超过1万亿元，交通方面（650亿元）
	湖南	10.00%	生物医药、新材料、动漫、电动汽车、新能源设备、节能环保
西部地区	陕西	13.00%	固定资产投资突破6300亿元，化工、电子信息、新材料、生物医药、环保产业、服务外包
	重庆	12.00%	汽车摩托车、装备制造、天然气石油化工等六大产业。
	宁夏	10.00%	固定资产投资1072亿元
	四川	9.00%	灾后恢复重建
	新疆	9.00%	石油石化，煤化工
	青海	9.00%	启动三江源国家生态保护综合试验区建设
	云南	9.00%	航空网络建设，电网改造，新能源开发
	贵州	8.00%	
	甘肃		风电产业，光伏产业，有色金属，钢铁
	西藏		

资料来源：各省市政府工作报告、国海证券研究所

供给调整带来的行业景气变化

政府在经济底部区域所实行的产业政策有助于改善行业格局和发展趋势。我们在之前对中日经济转型的比较中多次提出，传统制造业由于处于经营困境难以自发地进行产业升级，而政府主导而且强制性的政策反而有利于促进企业技术进步和结构升级。

政府政策的直接目标是解决需求不足，但是制约企业经营好转的反

而是产能过剩的现实。以钢铁行业为例，近期钢材价格的走势充分说明，在巨大的潜在产能面前，钢铁价格目前只能保持在盈亏平衡点附近，企业自身经营艰难，难以自发解决产能过剩的难题。

这种“两难境地”同样体现在有色、煤炭、汽车等行业上，政府政策拉动有利于改善短期盈利。从政府的产业振兴计划中，绝大部分强周期行业都涉及行业内落后产能的淘汰。这些政策措施的实施，有利于行业结构变化以此改善行业增长预期，有利于行业复苏进度的加快。二季度我们更加关注有关于政府产业振兴政策的具体实施，尤其是兼并重组和淘汰落后产能，否则这些行业的复苏都往往是短暂的和脆弱的。我们认为如果把握好产业振兴细则出台的时机，这些行业存在着阶段性的投资机会，尤其是产业振兴带来的整体行业发展趋势的长期改善。

表 4 中日产业转型政策对比

日本 70 年代产业政策的主要内容	我国目前十大产业振兴规划主要内容
鼓励加快技术引进和改造创新	鼓励自主创新，发展自主品牌
加速企业的合并重组	鼓励企业兼并重组
加速处理过剩设备	控制产能，淘汰落后产能
加快传统制造业中低水平产品的跨国产业转移；	稳定进出口及加强财税支持
对相关产业加大财税支持	
重化工业部门加快设备现代化，提高能源利用率；	注重环境保护、发展循环及绿色经济
调整能源结构、鼓励节能投资和技术开发引进	

资料来源：国海证券研究所

表 5 落后产能淘汰

产业	产业政策
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。
纺织	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。
船舶	控制新增造船能力，推进产业结构调整，抓紧研究出台鼓励老旧船舶报废更新和单壳油轮强制淘汰政策；今后 3 年暂停现有船舶生产企业新上船坞、船台扩建项目。
石化	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。
有色金属	严格控制总量，加快淘汰落后产能。

资料来源：发改委、国海证券研究所

表6 兼并重组

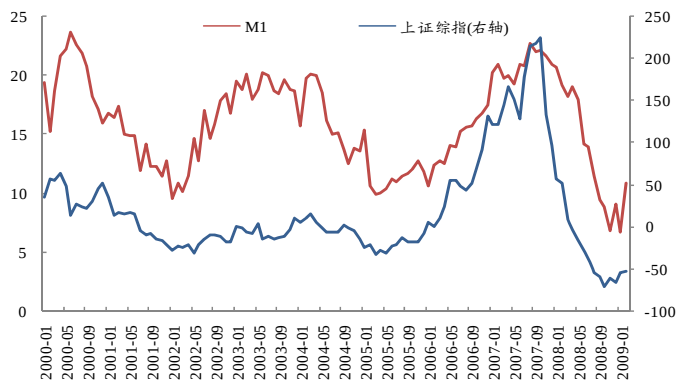
产业	产业政策
汽车	推进汽车产业重组。支持大型汽车企业集团进行兼并重组，支持汽车零部件骨干企业通过兼并重组扩大规模。
钢铁	发挥大集团的带动作用，推进企业联合重组，培育具有国际竞争力的大型和特大型钢铁集团，优化产业布局，提高集中度。
纺织	对优势骨干企业兼并重组困难企业给予优惠支持。
装备制造	支持装备制造骨干企业进行联合重组，发展具有工程总承包、系统集成、国际贸易和融资能力的大型企业集团。推进结构调整，转变产业增长方式。
船舶	支持企业兼并重组。
电子信息	支持优势企业兼并重组。
轻工	加强自主品牌建设，支持优势品牌企业跨地区兼并重组，提高产业集中度。
有色金属	促进企业重组优化产业布局，加强企业管理和安全监管，提高产业竞争力。
物流业	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。

资料来源：发改委、国海证券研究所

证券市场流动性仍然充足

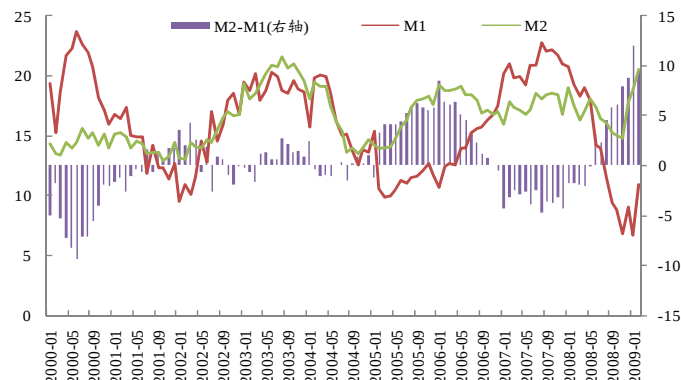
流动性仍然充沛。在适度宽松货币政策的引导下，广义货币供应量及新增贷款近两月都出现快速回升，新增贷款甚至呈现爆发性增长态势，3月份有可能还将维持一个高位。因此，一季度的流动性可以说是非常充足。我们认为一季度信贷增长迅速主要源于季节因素影响、银行抢占政府优质项目带来中长期贷款的迅速增长以及票据贴现利率与存款利率的倒差带来的票据融资过快增长这几大因素。因此，随着这几方面因素逐渐削弱，二季度信贷预计将逐渐回落至正常的水平，对于这种回落，我们认为这有利于全年信贷资金的一个平衡，并且并不影响市场的整体流动性。

图30 M1增速与上证指数涨幅



资料来源：WIND、国海证券研究所

图31 目前M2与M1的差距开始缩窄



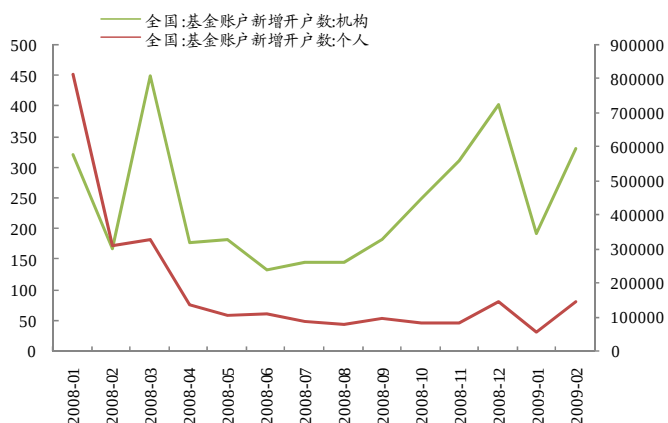
资料来源：WIND、国海证券研究所

证券市场资金将呈现持续流入。新基金账户新开户数出现回暖。随着股票市场的转暖，赚钱效应的显现，以及投资者理财需求的加大，基金开户数出现了小幅反弹。预计未来市场赚钱效应依旧持续以及中产阶级“刚性”理财需求的存在，使得在未来 2 季度基金密集发行阶段，基金新开户数有望继续攀升。

股票型基金密集发行，指数型基金人气高。以 2009 年初的认购起始日为统计口径，我们统计了到 2009 年 3 月 16 号的新基金发行情况，我们发现未来股票型基金发行数量将大于债券型与货币型基金，其中鹏华沪深 300、南方沪深 300 指数型基金，交银施罗德先锋、融通内需驱动等股票型基金将陆续发行。年初债券型基金延续上年的债券牛市，募集资金较高。华宝兴业增强优势、信诚经典优债、国联安德盛增利债券分别募集 22.58、15.64 和 30.72 亿元。但未来短期内仅新发华安强化收益与信达澳银稳定价值两支新债券基金，募集资金有限。未来股票型基金将募集大量资金，且投资者特别青睐指数型基金。从已募集的股票型基金来看，工银瑞信沪深 300 指数基金以 36.064 亿元高居榜首。这可能是受到从年初市场反弹以来，指数型基金一直表现良好的影响。因此预计未来发行的鹏华沪深 300 与南方沪深 300 指数基金，其募集金额有望超过 36 亿元。

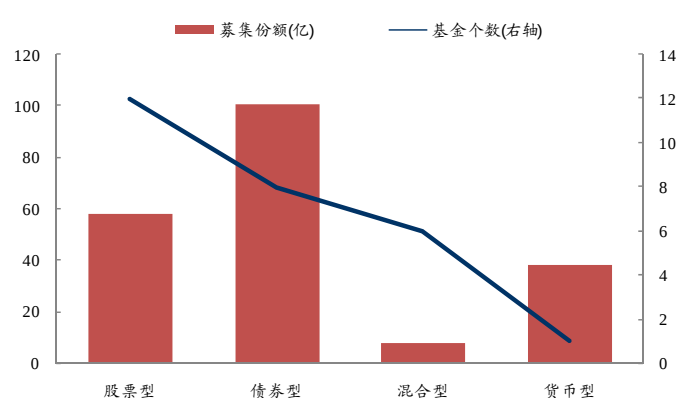
从今年新发行股票型基金募集情况统计，截止 2009 年 4 月 17 日融通内需驱动的认购结束日，我们保守预计，未来新基金将给市场输入将近 300 亿元的新资金。

图 32 全国基金账户新增开户数



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 33 目前 M2 与 M1 的差距开始缩窄



资料来源：WIND、国海证券研究所

表 7 新基金发行情况

代码	名称	发行份 额(亿份)	截止日份 额(亿份)	认购起始日 期	认购结束 日期	投资类型	管理公司
161611.OF	融通内需驱动	-	-	20090316	20090417	股票型	融通基金管理有限公司
519670.OF	银河行业优选	-	-	20090316	20090417	股票型	银河基金管理有限公司
040012.OF	华安强化收益 A、B	-	-	20090309	20090408	债券型	华安基金管理有限公司
610003.OF	信达澳银稳定价值 A、B	-	-	20090309	20090409	债券型	信达澳银基金管理有限公司
202015.OF	南方沪深 300	-	-	20090304	20090320	股票型	南方基金管理有限公司
519698.OF	交银施罗德先锋	-	-	20090303	20090403	股票型	交银施罗德基金管理有限公司
160615.OF	鹏华沪深 300	-	-	20090302	20090327	股票型	鹏华基金管理有限公司
162211.OF	泰达荷银品质生活灵活配置	-	-	20090302	20090403	混合型	泰达荷银基金管理有限公司
290006.OF	泰信蓝筹精选	-	-	20090302	20090403	股票型	泰信基金管理有限公司
660003.OF	农银汇理平衡双利	-	-	20090302	20090402	混合型	农银汇理基金管理有限公司
690001.OF	民生加银品牌蓝筹灵活配置	-	-	20090225	20090325	混合型	民生加银基金管理有限公司
110015.OF	易方达行业领先企业	-	-	20090223	20090320	股票型	易方达基金管理有限公司
163807.OF	中银行业优选灵活配置	-	-	20090223	20090330	混合型	中银基金管理有限公司
340008.OF	兴业有机增长灵活配置	-	-	20090223	20090320	混合型	兴业全球基金管理有限公司
020019.OF	国泰双利债券 A	2.842	2.842	20090218	20090306	债券型	国泰基金管理有限公司
020020.OF	国泰双利债券 C	16.96	16.96	20090218	20090306	债券型	国泰基金管理有限公司
620003.OF	金元比联丰利	-	-	20090218	20090318	债券型	金元比联基金管理有限公司
070017.OF	嘉实量化阿尔法	-	-	20090216	20090317	股票型	嘉实基金管理有限公司
450007.OF	富兰克林国海成长动力	-	-	20090216	20090323	股票型	国海富兰克林基金管理有限公司
550006.OF	信诚经典优债 A	3.116	3.116	20090209	20090306	债券型	信诚基金管理有限公司
550007.OF	信诚经典优债 B	12.524	12.524	20090209	20090306	债券型	信诚基金管理有限公司
213006.OF	宝盈核心优势灵活配置	7.764	7.764	20090205	20090312	混合型	宝盈基金管理有限公司
253020.OF	国联安德盛增利债券 A	7.076	7.076	20090205	20090306	债券型	国联安基金管理有限公司
253021.OF	国联安德盛增利债券 B	23.646	23.646	20090205	20090306	债券型	国联安基金管理有限公司
320007.OF	诺安成长	11.678	11.678	20090205	20090306	股票型	诺安基金管理有限公司
481009.OF	工银瑞信沪深 300	36.064	36.064	20090203	20090303	股票型	工银瑞信基金管理有限公司
360010.OF	光大保德信均衡精选	10.405	10.405	20090202	20090227	股票型	光大保德信基金管理有限公司
573003.OF	诺德增强收益	11.842	11.842	20090119	20090227	债券型	诺德基金管理有限公司
121011.OF	国投瑞银货币 A、B	38.33	38.33	20090106	20090115	货币市场型	国投瑞银基金管理有限公司
240012.OF	华宝兴业增强收益 A	6.157	6.157	20090105	20090213	债券型	华宝兴业基金管理有限公司
240013.OF	华宝兴业增强收益 B	16.425	16.425	20090105	20090213	债券型	华宝兴业基金管理有限公司

资料来源：WIND、国海证券研究所

全球股市回暖，A 股估值压力减小

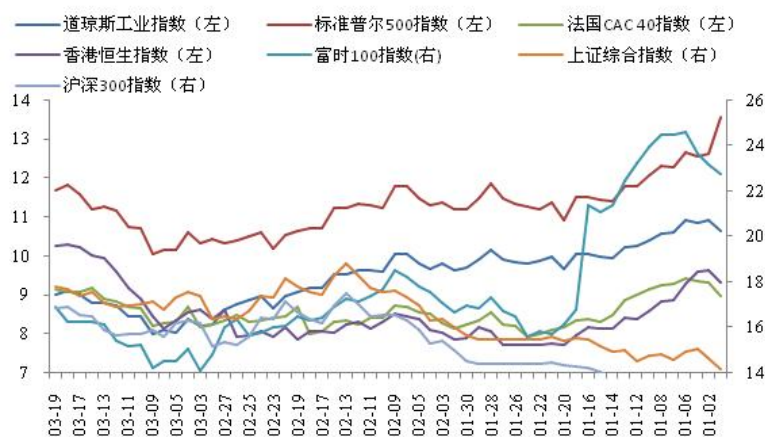
春节后 A 股在政策利好和流动性充裕的推动下，走出了与全球股市相背离的独立行情，成交量的放大说明了场外资金入场意愿加强，同时也抬升 A 股的估值水平。而在该过程中，海外市场出现了道指破位下行带领下的下跌行情，全球估值水平在下跌中走低，对 A 股形成压力。

但是随着各国政府的救市政策出台，全球主要股权指数回暖，外围

市场对 A 股估值压力减小。成熟市场方面，美国、欧洲、日本的主要指数反弹幅度都在 10% 以上，新兴市场指数也基本录得涨幅。全球股市的反弹很大程度上在于金融市场的企稳，这将使得 A 股的金融板块存在反弹潜力。

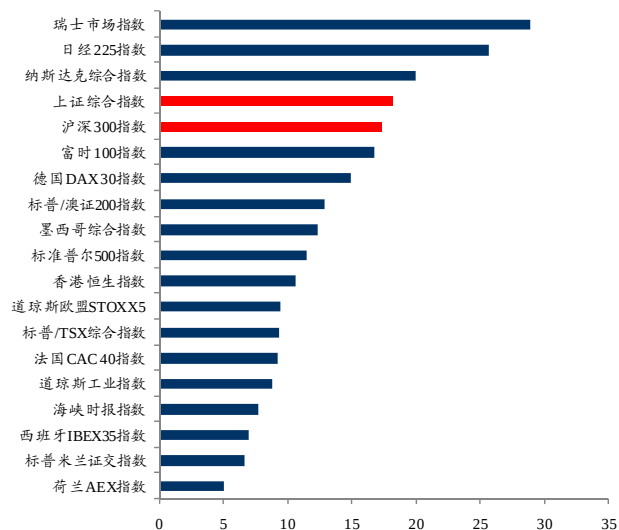
由于港股反弹，恒生 AH 溢价指数大幅回落至 144%（截止至 3 月 23 日）水平，进入我们认为 100%-150% 的合理区间，对同股同权的 A 股股指压力将有所缓解。

图 34 全球主要市场市盈率走势



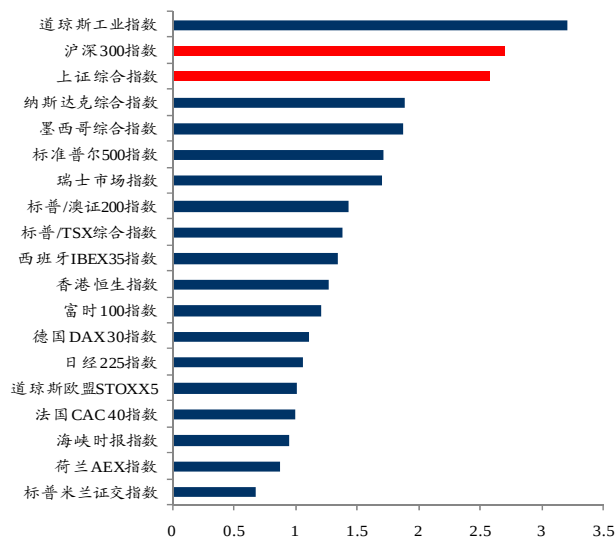
资料来源：BLOOMBERG、国海证券研究所

图 35 全球主要股指市盈率比较



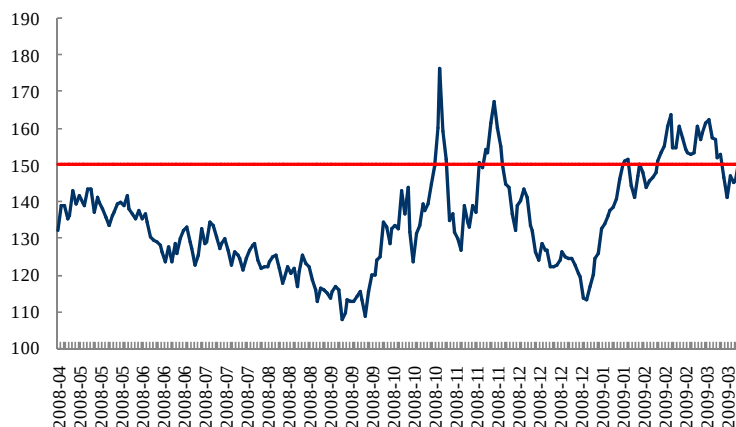
资料来源：BLOOMBERG、国海证券研究所

图 36 全球主要股指市净率比较



资料来源：BLOOMBERG、国海证券研究所

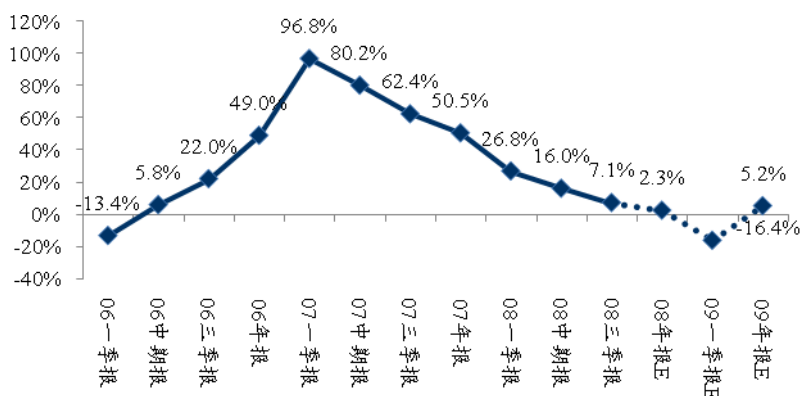
图 37 恒生 AH 溢价指数进入合理区间



资料来源：WIND、国海证券研究所

2009 年 3、4 月份是 2008 年年报公布和 2009 年 1 季度季报开始披露的高峰期。在经历 08 年指数单边大幅下跌、交易量严重萎缩的颓势后，我们认为 A 股市场在经历 08 年指数单边大幅下跌后，对 08 年上市公司业绩恶化预期基本消化。但 2009 年 1 季度业绩情况仍存在较大压力，主要来自市场对于 A 股上市公司盈利-16.4%的同比增长率的超预期。

图 38 A 股净利润增长率



资料来源：WIND、国海证券研究所

我们从行业估值现状偏离长期均衡状态的幅度来衡量一个行业的低估或高估。从 A 股市场 PE 与 PB 的历史比较来看，PE 低估幅度超过 1.5X 的行业有钢铁、环保、航运、银行、证券、通信运营，而 PB 低估水平超过 1.5X 的有航运、银行、保险。综合来看，银行与航运板块的估值水平从历史角度看具有优势。

结合基本面分析，银行业经过 08 年四季度大幅计提及 09 年信贷迅猛扩张，未来业绩基本较 08 年持平甚至略有提升，而目前整体低于 10 倍的市盈率水平处于历史低位，其滞后表现主要是受前期外围市场

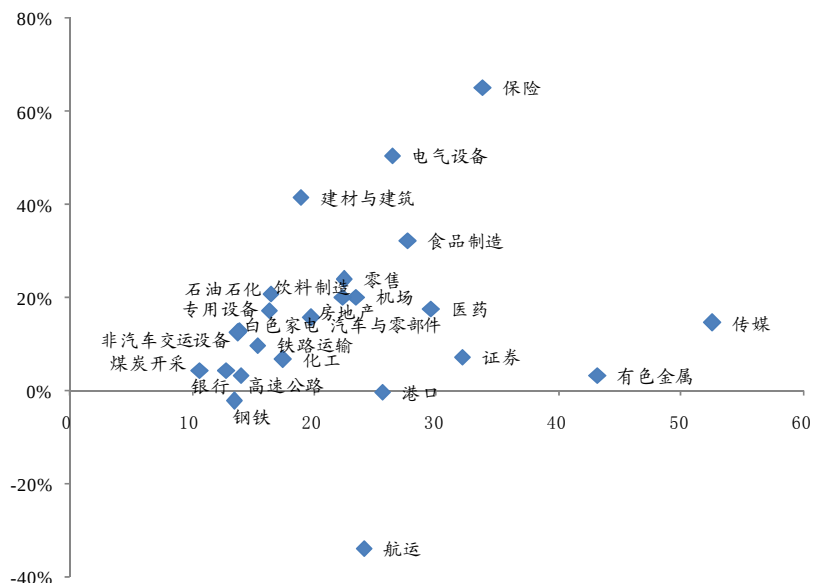
影响，加上银行股的 A/H 溢价幅度较小，可望带动 A 股市场银行板块的表现。

表 8 A 股历史估值

	市盈率				市净率			
	历史水平		当前值	相对历史均值的 折价/溢价率	历史水平		当前值	相对历史均值的 折价/溢价率
	最小值	均值			最小值	均值		
农林牧渔	21.2	45.6	44.69	97.94%	1.3	3.8	4.2	109.44%
采掘	9.0	27.8	16	57.55%	1.4	3.5	3.45	98.81%
化工	10.3	31.4	25.26	80.52%	1.4	3.0	3.05	102.42%
钢铁	5.4	27.3	8.01	29.39%	0.8	2.0	1.33	67.58%
有色金属	8.1	48.6	26.34	54.22%	1.4	4.5	5.18	114.48%
建筑建材	15.0	39.9	31.89	79.89%	1.3	3.3	3.31	99.42%
机械设备	13.1	38.8	26.57	68.55%	1.6	3.7	4.16	113.53%
电子元器件	14.8	41.2	35.43	86.05%	1.5	3.6	3.14	86.10%
交运设备	10.4	30.1	21.29	70.63%	1.0	3.2	3.14	98.25%
信息设备	8.6	43.7	39.12	89.47%	1.7	4.6	3.36	73.72%
家用电器	4.4	34.0	21.18	62.35%	1.1	2.9	3.54	122.85%
食品饮料	17.7	37.5	28.15	75.06%	1.9	4.3	5.07	119.07%
纺织服装	13.0	34.1	22.61	66.39%	1.2	3.1	2.46	79.80%
轻工制造	13.3	33.2	20.73	62.39%	1.2	3.1	2.18	69.68%
医药生物	15.1	41.6	31.01	74.50%	1.5	3.7	4.75	127.40%
电力	10.9	25.2	32.56	129.17%	1.4	3.1	2.65	84.57%
环保	8.5	61.3	27.69	45.18%	1.4	4.1	2.29	56.17%
港口	13.7	33.3	18.4	55.26%	1.5	3.9	2.12	54.14%
航运	4.9	29.7	6.49	21.86%	1.5	3.7	1.81	48.91%
机场	15.1	31.2	29.49	94.66%	1.8	3.2	2.08	65.05%
房地产	15.3	44.6	34.11	76.57%	1.3	3.7	3.26	87.29%
银行	4.0	31.4	9.8	31.17%	1.2	5.2	2.09	40.33%
证券	6.5	66.2	23.82	35.99%	1.1	3.9	3.24	83.08%
保险	14.2	34.6	32.95	95.28%	2.3	5.3	2.4	44.38%
零售	13.3	42.9	28.27	65.86%	1.6	3.4	4.81	141.86%
餐饮旅游	18.4	49.5	37.34	75.48%	1.3	4.1	2.68	64.75%
传媒	33.7	64.6	47.8	74.00%	2.4	5.0	3.82	76.16%
通信运营	13.4	69.5	20.45	29.42%	1.0	3.9	2.0	50.40%

资料来源：WIND、国海证券研究所

图 39 沪深 300 行业估值状况 (2009 年动态市盈率与 PEG)



资料来源: WIND、国海证券研究所

IPO 或将在上证综指 2700 点重启

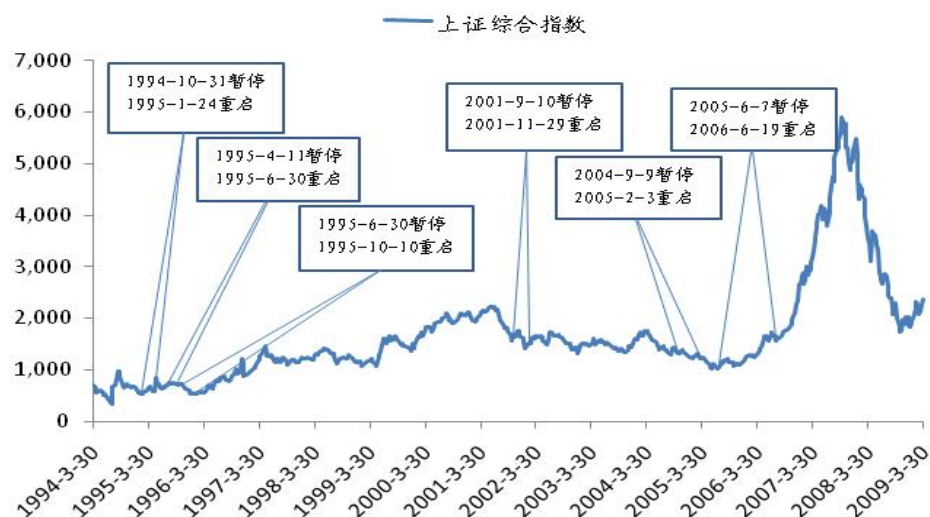
IPO 重启需要考虑融资和再融资规模以及市场承接能力, 为此选取市盈率、市净率和日均成交额与 A 股流通市值的比值进行分析。

从 A 股市场历史走势分析, 经过 08 年的一轮的单边下跌之后, 目前市场处于反复振荡、重心上移阶段。对比 A 股史上 6 次 IPO 暂停和重启所处的趋势和市盈率变化发现, 目前市场与第 2、第 3 和第 6 次 IPO 暂停时较为接近。这 3 次 IPO 暂停时上证综指的平均市盈率为 18.43 倍, 重启时平均为 20.46 倍。根据这种方法估算 2008 年 9 月 25 日暂停 IPO 时, 上证综指市盈率为 18.35 倍, 重启时需要达到 20.37 倍, 相对应的上证综指点位约为 2700 点。

从市净率角度来看, 第 2、第 3 和第 6 次 IPO 暂停时上证综指的平均市净率为 2.19 倍, 重启时平均为 2.43 倍。2008 年 9 月 25 日暂停 IPO 时, 上证综指市净率为 2.8 倍, 估算重启时需要达到 3.1 倍, 对应的上证综指点位也高于 2700 点。

2006 年以来股票发行市盈率均值约为 27.5 倍, 蓝筹股发现市盈率平均约为 20 倍, 从目前上证综指 17.93 倍市盈率来看, 如果发行蓝筹股, 其跌破发行价的可能性将大大增加, 目前估值水平偏低, 还不足以支持 IPO 重启。

图 40 A 股史上 6 次 IPO 暂停和重启时所处上证综指位置



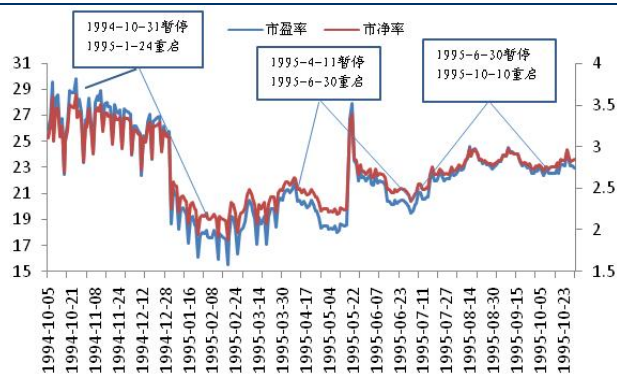
资料来源：WIND、国海证券研究所

表 9 A 股史上 6 次 IPO 暂停和重启时的 PE、PB

次数	IPO 暂停时间	市盈率（倍）	市净率（倍）	IPO 重启时间	市盈率（倍）	市净率（倍）
1	1994-10-31	23.38	2.82	1995-01-24	17.74	2.15
2	1995-04-11	20.39	2.48	1995-06-30	19.96	2.42
3	1995-06-30	19.96	2.42	1995-10-10	22.72	2.76
4	2001-09-10	42.59	4.26	2001-11-29	39.93	3.99
5	2004-09-09	24.66	2.28	2005-02-03	17.82	1.99
6	2005-06-07	14.93	1.66	2006-06-19	18.69	2.11
7	2008-09-25	18.35	2.8		20.37（预测）	3.11（预测）

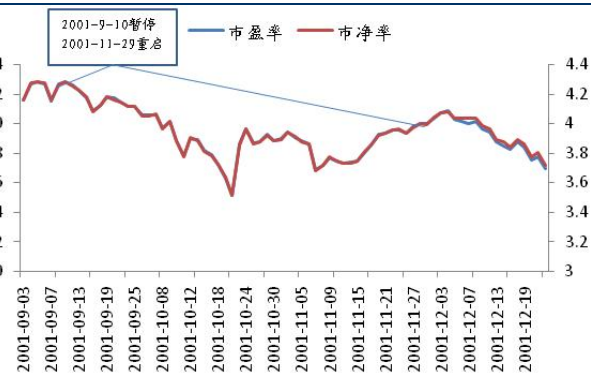
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 41 1994 年-1995 年 3 次 IPO 暂停和重启



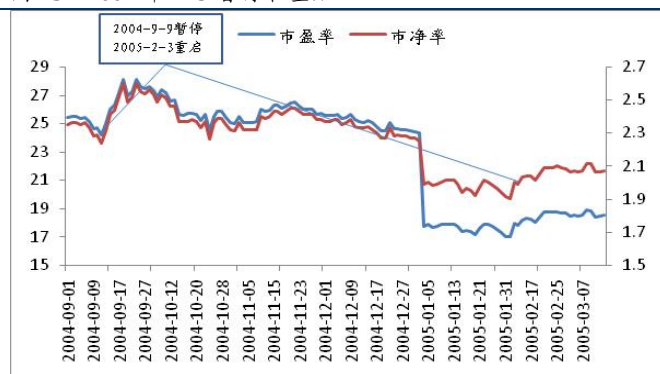
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 42 2001 年 IPO 暂停和重启



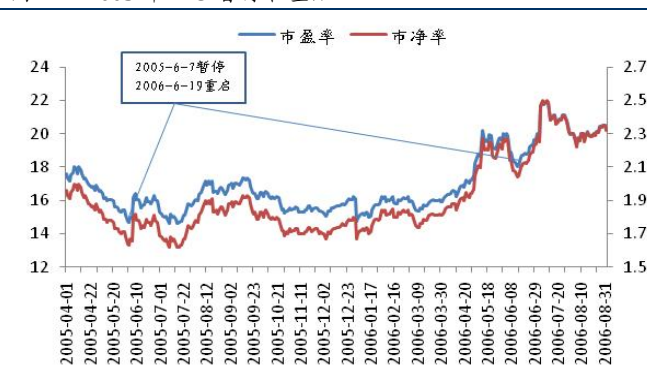
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 43 2004 年 IPO 暂停和重启



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 44 2005 年 IPO 暂停和重启



资料来源：WIND、国海证券研究所

从日均成交额与 A 股流通市值来看，1994-1995 年 3 次 IPO 重启时的总市值和 A 股流通市值较小，难以与目前市场相比，所以我们重点观察后 3 次 IPO 暂停和重启时成交金额和 A 股流通市值的比值。IPO 重启通常伴随成交金额的放大，市场流动性充裕成为 IPO 重启的必要条件。2001 年以后的 3 次 IPO 暂停时成交金额与流通 A 股市值比值平均为 0.9%，重启后平均为 1.53%。2008 年 9 月 25 日暂停 IPO 时的成交金额与流通 A 股市值比值为 2.31%，对应的重启时需要达到 3.94%。上证综指目前成交金额与流通 A 股市值比值为 3.4%，要达到 3.94% 水平，上证综指需要到达 2700 点，日均交易额达到 1800 亿元。

综上所述我们判断近期重启 IPO 的可能性不大。

表 10 IPO 暂停当日的市场表现

暂停 IPO 时间	成交量 (亿股)	成交金额 (亿元)	总市值 (亿元)	流通 A 股市值 (亿元)	成交金额/流通 A 股市值
1994-10-31	1.55	10.2	2886.26	476.41	2.14%
1995-04-11	3.54	18.48	3079	479.75	3.85%
1995-06-30	1.91	9.4	3052.14	493.44	1.90%
2001-09-10	6.14	70.78	32293.25	8583.46	0.82%
2004-09-09	8.09	43.87	28648.06	7078.4	0.62%
2005-06-07	15.7	73.91	23348.12	5898.98	1.25%
2008-09-25	101.23	833.08	154868.44	36022.55	2.31%

资料来源：WIND、国海证券研究所

表 11 IPO 重启当日的市场表现

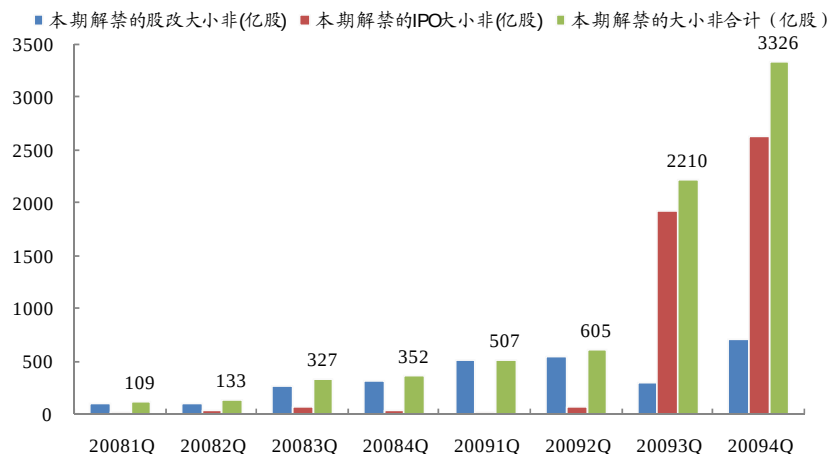
重启 IPO 时间	成交量 (亿股)	成交金额 (亿元)	总市值 (亿元)	流通 A 股市值 (亿元)	成交金额/流通 A 股市值
1995-01-24	0.39	2.47	2491.91	403.72	0.61%
1995-06-30	1.91	9.4	3052.14	493.44	1.90%
1995-10-10	3.98	26.68	3533.58	578	4.62%
2001-11-29	6.75	74.32	30220.75	8054.7	0.92%
2005-02-03	20.42	107.62	27940.57	6894.7	1.56%
2006-06-19	35.56	205.38	32019.76	9722.89	2.11%

资料来源：WIND、国海证券研究所

大小非减持对市场影响有限

今年二季度将迎来 605 亿股的大小非解禁压力,比今年一季度多 98 亿股。虽然解禁的绝对数额较大,但绝大部分均是股改大非。且实证分析显示,近期大小非减持对大盘影响有限。

图 45 2008 年以来每季度大小非解禁数量 (亿股)

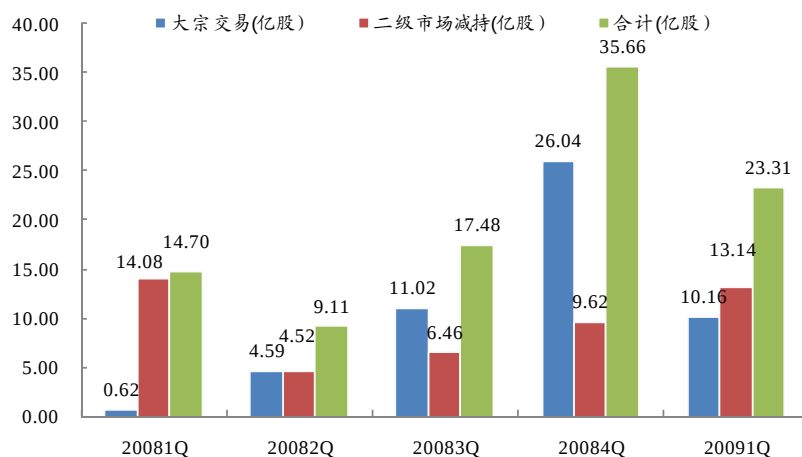


资料来源: WIND、国海证券研究所

一方面,随着今年大盘的反弹,大小非在二级市场直接减持的数量在递增。统计显示,2008 年第三季度、第四季度通过二级市场减持的大小非数量分别为 6.46 亿股、9.62 亿股,而截止 2009 年 3 月 12 日,今年一季度减持的大小非递增至 13.14 亿股。但若按目前 8 元左右的平均价计算,一季度减持的市值也就 100 多亿,相对一季度日均成交金额近 2000 亿元的 A 股市场来说,大小非减持对大盘实际冲击较为有限,其影响更大的是在心理层面。

另一方面,通过大宗交易平台减持的大小非数量却在锐减。截止 2009 年 3 月 12 日,今年一季度大小非通过大宗交易减持的数量 10.16 亿股,而去年三季度及四季度分别为 11.02 亿股、26.04 亿股。即今年一季度通过二级市场及大宗交易市场减持的大小非合计数量仅为 23.31 亿股,远低于去年四季度的 35.66 亿股。

图 46 2008 年以来每季度大小非减持数量



资料来源：WIND、国海证券研究所；截止日 2009 年 3 月 12 日

图 12 2009 年二季度解禁数量前二十名

股票简称	本期流通数量(万股)	可流通时间	流通股份类型
中国联通	1075466	2009-05-19	股权分置限售股份
紫金矿业	492497	2009-04-27	首发原股东限售股份
太钢不锈	266955	2009-06-22	定向增发机构配售股份
华夏银行	155680	2009-06-06	股权分置限售股份
首创股份	135929	2009-04-19	股权分置限售股份
安阳钢铁	101031	2009-05-25	股权分置限售股份
宏源证券	91634	2009-06-22	股权分置限售股份,定向增发机构配售股份
烟台万华	83991	2009-04-24	股权分置限售股份
济南钢铁	79442	2009-05-14	股权分置限售股份
城投控股	77016	2009-04-14	股权分置限售股份
武钢股份	72750	2009-04-16	认股权证行权
创业环保	66409	2009-04-20	股权分置限售股份
浦发银行	64917	2009-05-12	股权分置限售股份
金融街	56200	2009-04-05	股权分置限售股份
酒钢宏兴	54088	2009-04-17	股权分置限售股份
皖通高速	53388	2009-04-03	股权分置限售股份
五矿发展	52277	2009-04-05	股权分置限售股份
中国国贸	52000	2009-04-28	股权分置限售股份
万向钱潮	51177	2009-04-21	股权分置限售股份
长城开发	50995	2009-05-22	股权分置限售股份

资料来源：WIND、国海证券研究所

二季度证券市场整体判断

综上分析，我们认为，A 股市场二季度将保持“区域震荡，重心上移”的格局，上证指数核心运行区间约为 2100-2600 点；一季度业绩发布会重新调整市场对各个行业的增长预期，行业市场表现会出现明显的分化，但是基于对国内外经济走好的预期，我们的行业配置倾向于基本面相对稳固并受益于行业预期好转的行业。由于政府投资政策存在着显著的地区结构，我们建议投资者关注中部省份的投资机会；另外，考虑到行业振兴政策细则还会陆续出台并开始实施，我们建议投资者关注那些能够有效改善行业发展趋势的政策，尤其是落后产能淘汰政策。

行业配置

二季度市场将保持震荡上行格局，一季度业绩公布，或将引发市场对各行业增长预期的重新调整，行业的市场表现将明显分化。基于对国内外经济逐渐走出困境的预期，我们的行业配置倾向于预期好转的行业，建议超配电子通信、银行、商业零售、医药和煤炭。

表 13 二季度行业配置

电子通信	超配	通信设备行业的高投资仍然是我们维持行业景气的基础，另外液晶电视的快速增长带来相关零部件企业收入的高增长。
银行	超配	国内外经济逐步好转，信贷规模的快速增长也有助于改善市场对未来银行资产质量下降的预期。另外央行进一步降息的空间不大，银行息差水平有望好于预期，盈利压力将会慢慢缓解。
商业零售	超配	08 年一季度压制的利润将在二季度得到一定程度的释放。因此虽然二季度是传统零售淡季，但是半年报业绩表现有望超出预期；资产注入和重组带来的投资机会；上海板块受益于世博会概念的投资机会。不过，收入下滑的预期尚未缓解，并且超市类上市公司估值偏高。
煤炭	超配	煤价后期走势是：电煤市场价格趋稳，合同价格有上涨；化工用无烟煤价格平稳；炼焦煤有下跌空间。一季度煤炭销量同比可能有小幅下降，但销售均价较去年有小幅上升，两项相抵，一季度煤炭类上市公司的收入与利润与去年持平的可能性较大。
医药	超配	当前医改措施仍在进一步酝酿中，由于细则尚未出台，证券市场仍然处于观望期，短期来看，政府医改措施的出台可能会降低部分企业产品的毛利率，但是从长期来看，仍然有利于优势企业扩大市场占有率，市场集中度会提高，我们关注具有独特竞争优势的优质医药企业。

房地产 标配

以珠三角地区为首的房地产成交量持续回暖可能使企业资金状况有所改善，但是市场对于成交量的持续时间分歧较大，存在着再次回落的风险，不过我们仍然看好具有销售回升较快、成本控制能力强的优质上市公司。

精选股票池

表 14 国海证券研究所精选股票池

股票 代码	股票 简称	投资 评级	市价 3.30	EPS			PE		
				08E	09E	10E	08E	09E	10E
002089.SZ	新海宜	增持	11.54	0.21	0.45	0.72	54.44	25.56	16.08
000823.SZ	超声电子	增持	7.18	0.24	0.34	0.47	29.92	21.12	15.28
000063.SZ	中兴通讯	增持	34.21	1.24	1.66	1.97	27.59	20.60	17.34
600000.SH	浦发银行	增持	22.00	2.22	2.03	2.15	9.91	10.84	10.23
601169.SH	北京银行	增持	11.92	0.88	0.95	1.05	13.55	12.55	11.35
600631.SH	百联股份	增持	10.94	0.36	0.47	0.59	30.39	23.28	18.54
600655.SH	豫园商城	增持	15.87	0.50	0.68	0.97	31.74	23.34	16.36
601088.SH	中国神华	增持	20.52	1.34	1.41	-	15.31	14.55	-
600123.SH	兰花科创	增持	21.84	2.45	1.90	-	8.91	11.49	-
600557.SH	康缘药业	增持	18.29	0.60	0.86	1.16	30.48	21.27	15.77
000069.SZ	华侨城	增持	13.07	0.27	0.35	0.47	48.41	37.34	27.81
000400.SZ	许继电气	增持	14.61	0.10	0.56	0.64	146.10	26.09	22.83
000911.SZ	南宁糖业	增持	13.56	0.20	0.73	0.94	67.80	18.58	14.43
000895.SZ	双汇发展	增持	32.27	1.22	1.58	2.04	26.55	20.47	15.84
000401.SZ	冀东水泥	增持	13.85	0.36	0.59	0.81	38.47	23.47	17.10

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10% 之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10% 之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。本报告版权归国海证券所有。