



春意初现，配置“复苏”资产

——2009 年 2 季度 A 股投资策略

分析师

但朝阳：

0755-83515597

danzy@cgws.com

吴士金：

0755-83516212

wtj@cgws.com

高凌智：

0755-83516242

gao1z@cgws.com

腊博：

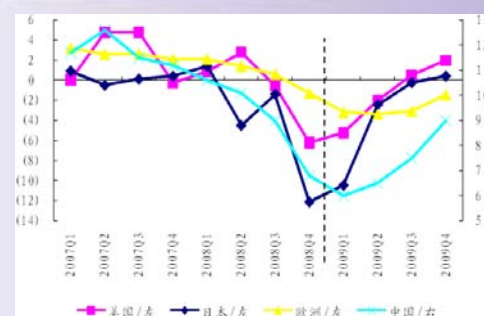
0755-83516230

lab@cgws.com

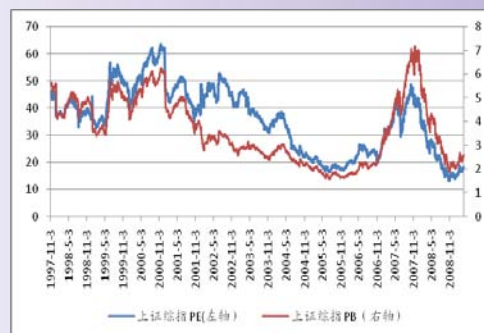
要点：

- **最坏时刻即将过去。**今年前 2 个月工业经济和进出口数据加速探底的同时，也隐含着诸多先行指标复苏的迹象。宏观景气先行指数小幅回升，PMI 指数强劲反弹，发电量跌幅收窄，而房地产、汽车等先导性行业景气初步回升。外围经济方面，LEI、PMI、消费者信心指数、零售、新屋开工数等指标回暖支持美国经济 3 季度后筑底回升的可能。从这个意义上，宏观经济已经初现春意，尽管复苏之路仍将充满波折，但最坏的时刻即将过去。
- **2 季度后经济复苏趋势渐趋明朗。**审视过去十年的周期轮回，出口和房地产两大需求引擎一直主导着中国经济的表现，而本轮周期调整能否走出谷底同样取决于内、外需的复苏前景。从投资拉动效应呈现、房地产回暖的延续，到外围经济复苏曙光显现，相信中国经济有希望在 1 季度探出年内的底部，2-4 季度后逐季回升的态势将渐趋明朗。我们预期 09 年 1-4 季度中国 GDP 同比增速将分别在 6.0%、6.5%、7.5%、9.0% 左右。
- **市场估值中枢可望上移。**经济筑底回升的预期以及流动性的延续支持 A 股市场在 2 季度继续看高一线，但是估值的约束使得上行幅度较为有限。而经济乐观预期兑现、累计涨幅过大造成的获利盘压力等将成为市场波动的诱因。此外，经济数据低于预期、IPO 开闸等情景如果在 2 季度发生，市场将会面临真正的压力。在良好的基本面预期下，市场估值中枢有望上移。我们预期 2 季度 A 股滚动 PE 估值在 17-22 倍间波动，对应上证综指 2100-2700 点的区间。
- **围绕经济回暖，配置“复苏”资产。**在宏观经济面临阶段性复苏的背景下，股票资产配置有必要由防御为主转向适度的进攻，强化配置领先经济周期复苏的先导性行业。考虑估值和前期涨幅的因素，2 季度建议重点配置于银行、房地产、煤炭、石油化工、电力设备与新能源、建筑建材、机械等行业，一般配置于医药、商业、旅游、交通运输、电力、通信设备、食品饮料等行业。

中国与欧美日 09 年季度 GDP 预测



上证综指历史 PE/PB 走势



相关报告

《反弹基础犹存 配置把握政策脉络》

2009 年 3 月投资策略 2009 年 3 月 05 日

《冬寒犹存暖意：坚持积极防御》

2009 年度投资策略 2008 年 12 月 19 日

独立声明

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

一、 宏观经济春意初现	3
1、 审视周期轮回，复苏看需求	3
2、 先行指标回暖，春意初现	4
3、 二季度后复苏态势有望渐趋明朗	7
4、 复苏仍存波折，反转言之尚早	9
二、 经济复苏与流动性支撑，A股波动中枢抬高	10
1、 流动性支持行情延续	11
2、 “后备政策” 的预期	13
3、 预期兑现与估值约束，震荡难免	14
三、 围绕经济回暖，配置“复苏”资产	16
1、 聚焦“复苏”资产	16
2、 考虑估值后的行业配置	17
3、 长城 30 股票池	20

一、宏观经济春意初现

在去年 12 月份的 09 年度投资策略报告中，我们提出“冬寒犹存暖意”，在宏观经济和上市公司业绩预期处于寒冬的大背景下，宽松货币政策、积极财政政策、市场估值处于合理区域有望带来经济景气的阶段性回升和营造 A 股市场些许的暖意。目前看来，宽松货币政策驱动的 A 股流动性行情已经在 1 季度成为现实，而经济数据在总体继续下滑的同时，也比我们预期更快地呈现出诸多回暖迹象。尽管复苏之路仍将充满波折，但是中国经济 1 季度构筑底部的可能性已经相当之大，从这个意义上，宏观经济已经初现春意，最坏的时刻即将过去。

1、审视周期轮回，复苏看需求

从过去十来年需求拉动的宏观上升期来看，出口和房地产两大需求引擎一直主导着整体经济的表现。98 年东南亚金融危机期间，在基础设施薄弱、产能过剩程度不高的前提下，政府扩张财政的反周期调控措施，达到了拉动总需求、缓冲外需冲击的调控目标，随后在 99-00 年出口需求迅速回升，出现了工业增加值（VAI）的一波反弹，经济在外需周期底部表现出政府拉动的特征；01 年科网泡沫之后，出口形势再度下滑至接近停滞的水平，以 VAI 为代表的整体经济步伐也相应回落，但新兴房地产行业的崛起，明显带动了钢材等相关行业的需求，经济在外需周期底部表现出房地产行业拉动的特征；08 年开始，本轮经济下行周期呈现出外需和房地产两大需求引擎同步大幅下滑的糟糕局面，由于出口和房地产投资占 GDP 的比重高达 1/3 和 1/10，这两大终端需求的萎缩无疑已成为当前经济下行的主导因素。

图 1：工业增加值、出口、房地产投资增速

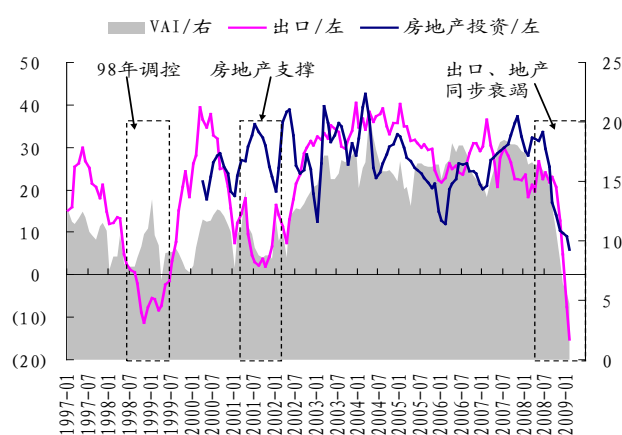
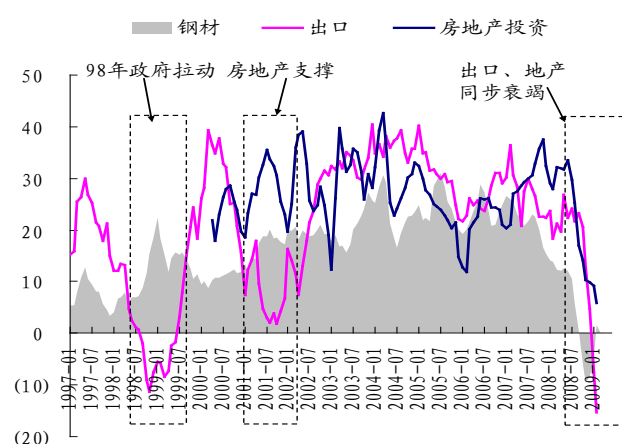


图 2：钢材产量、出口、房地产投资增速



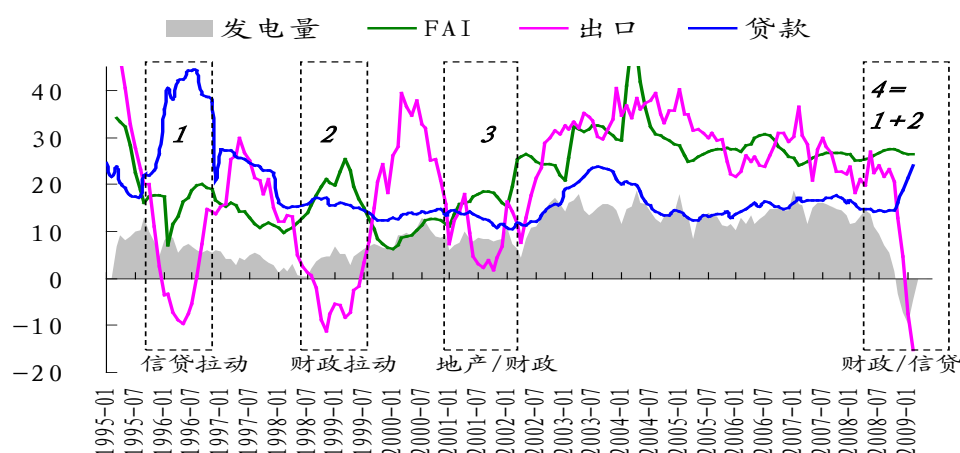
数据来源：Wind、长城证券研究所，注：以上皆为 3 个月移动平均数据

从历次外需低迷时期政府的反周期调控来看，96 年采取了放松银根、宽松货币拉动固定资产投资（FAI）的方式（下图标号 1）；98 年东南亚金融危机期间，扩张财政成为拉动投资的主导力量（下图标号 2）；01 年科网泡沫时期，仍处于扩张财政周期的末端，扩张财政和房地产成为反周期调控的双重力量（下图标号 3），因此才出现工业增加值回落，但钢材、发电量等工业指标依然向好的良性局面。面对本轮强烈的外需冲击和房地产调整，扩张财政和宽松货币无疑已成为维持 09 年整体经济稳定的重

要调控手段，同时房地产政策也在 08 年 4 季度转向积极（下图标号 4）。

无论货币政策还是财政政策，作为反周期调控的主要手段，其目的均在于刺激需求。从本轮经济调整周期的深层诱因看，影响出口的外需和以房地产为代表的内需是经济复苏的关键所在，区别在于外需不可控而内需可控。所以内需的提振成为本轮反周期调控的核心，其中不仅包括房地产的提振，也包括短期可控性更强的投资拉动和长期影响更显著的消费提升。我们需要关注的是，未来几个季度上述需求面是否的确存在好转的可能？

图 3：发电量、城镇固定资产投资、出口和贷款余额同比增速

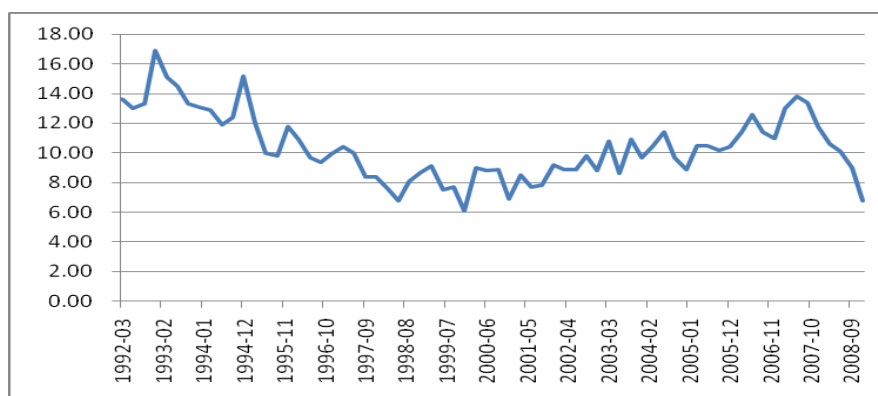


数据来源：Wind、长城证券研究所，注：以上皆为 3 个月移动平均数据

2、先行指标回暖，春意初现

1-2 月份的经济运行总体上无疑呈现出加速探底的趋势：工业增加值同比增 3.8%，去年 11、12 月分别为 5.4% 和 5.7%；出口同比下滑 25.7%，1 月份为下滑 17.5%，跌幅均有扩大。从 GDP 数据看，预计 1 季度 GDP 同比增幅将在 6.5% 以下，在去年 4 季度 6.8% 的基础上继续创出新低。

图 4：GDP 季度同比增速



数据来源：Wind，长城证券研究所

图 5: 工业增加值增速

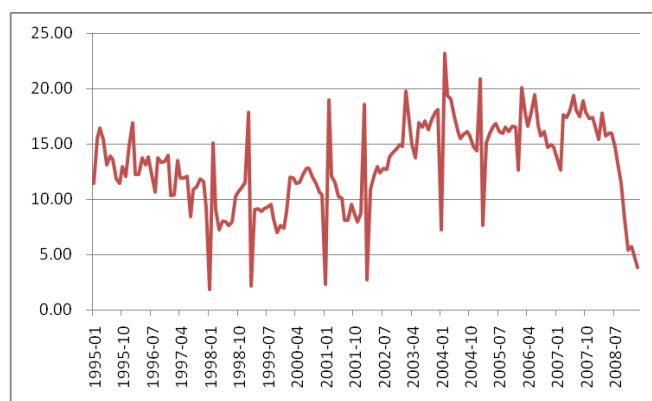
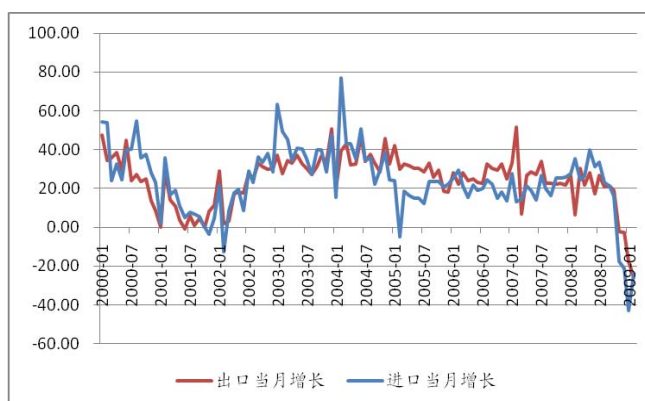


图 6: 出口与进口增速



数据来源: Wind, 长城证券研究所

但同时部分经济先行指标也开始初步显示好转迹象。宏观景气先行指数去年12月小幅回升; PMI指数经历去年4季度的大幅下滑后在今年1-2月份呈现强劲反弹, 其中PMI新订单指数突破50的景气临界值。

图 7: 宏观景气先行指数

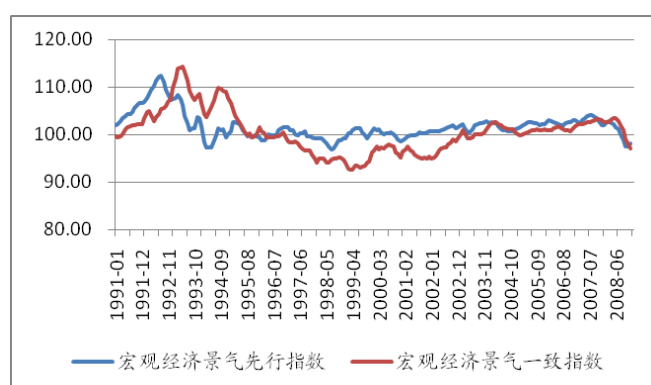
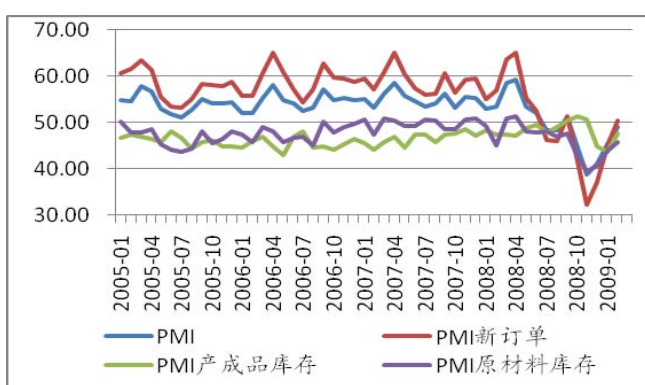


图 8: PMI 指数



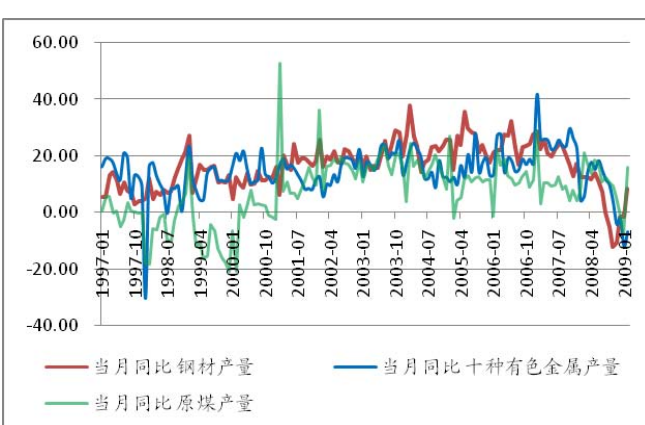
数据来源: Wind, 长城证券研究所

另一个重要的经济先行指标发电量在2月份虽然仍同比下降5.9%,但相比1月份的下降11.8%跌幅已有收窄,全社会用电量增速也有相似的表现。

图 9: 发电量与用电量同比增速



图 10: 主要工业产品产量同比增速



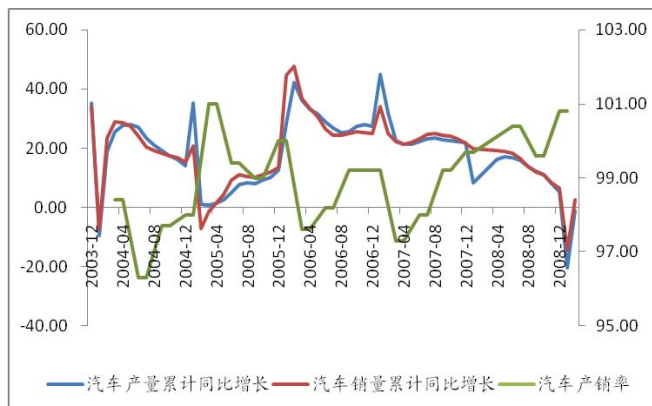
数据来源: Wind, 长城证券研究所

从宏观经济的重要先导行业——房地产和汽车两大可选消费行业来看，房地产销售额摆脱连续 12 个月的负增长局面、在今年 1-2 月份出现首次正增长，而销售量则已连续 4 月环比回升；汽车行业产销量及产销率指标也呈现强劲回升。

图 11: 房地产销售与开发投资同比增速



图 12: 汽车产销量同比增速

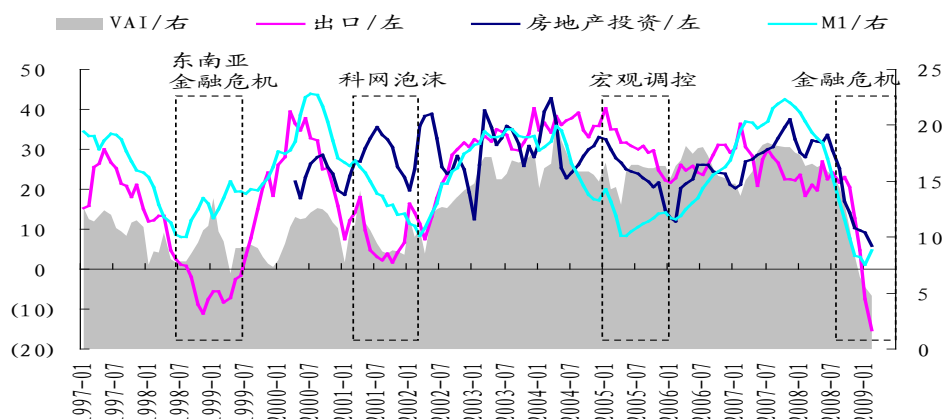


数据来源: Wind, 长城证券研究所

诸多经济先行指标的回暖显示，经过去年 4 季度以来的去库存化历程后，社会产能过剩的局面得到阶段性缓解，工业生产、企业订单与库存均有所改善。尽管短期去库存化之后仍需面临更漫长的“去产能化”考验（后者需要得到需求面更多的支持），但至少可以说最差的时刻即将过去。

最后值得关注的是反映经济活跃度的 M1 指标也在今年头两个月发出积极的信号。中国的经济周期（工业增加值 VAI/GDP）和货币周期（M1）都呈现出与出口需求步调一致的特征，印证了中国经济周期严重依赖于外部经济环境的观点，作为实体经济的映像，货币（M1）在宏观上升期跟随企业、居民经济活跃度和透支意愿的提高而攀升，反之亦然。在外需和房地产行业较难出现 V 型反弹的情形下，过剩的产能需要艰难的调整过程，实体经济缺少强劲复苏的客观条件，但在经历过 5 个季度的下降周期之后，在宽松货币作用下 M1 的周期底部应该已经在 09 年初探明，尽管实体经济和货币反弹的幅度会有差异，但可预期的 M1 回升和企业资金面的改善往往预示着实体经济在反周期调控下将从二季度开始阶段回暖。

图 13: 工业增加值、出口、房地产投资和 M1 同比增速, %



数据来源: Wind、长城证券研究所 注: 以上皆为 3 个月移动平均数据

3、二季度后复苏态势有望渐趋明朗

今年前 2 个月加速探底的工业经济和进出口数据中隐含着更多先行指标复苏的迹象，而复苏能否如期而至则取决于 2 季度需求面的前景——外需，房地产，投资，消费，等等。

最值得期待的可能是投资的表现。近半年以来，整体经济指标 VAI 跟随出口和房地产投资急剧下滑，GDP 增速已经回落到 98 年时候的低位，而城镇固定资产投资(FAI)仍处在较高的平稳水平，我们猜测其中的原因可能有两个：一个是供给过剩环境下企业存在较高的库存，在库存回落之前企业的生产活动仍然低迷；另一个原因可能是固定资产投资的统计值存在高估。但无论如何，扩张财政和信贷释放确实能够带来额外的投资需求，有助于在出口和房地产投资两大需求下滑的情形下缓解私人部门需求下滑和社会产能过剩的矛盾。参考 98 年扩张财政效应持续约一年的经验，今年近万亿（占 GDP 比重约 3%）财政赤字拉动投资的效应主要集中在 09 年，从二季度开始，财政和信贷拉动投资的效应将会进一步显现。

图 14: 工业增加值 (VAI)、出口、FAI 和房地产投资增速

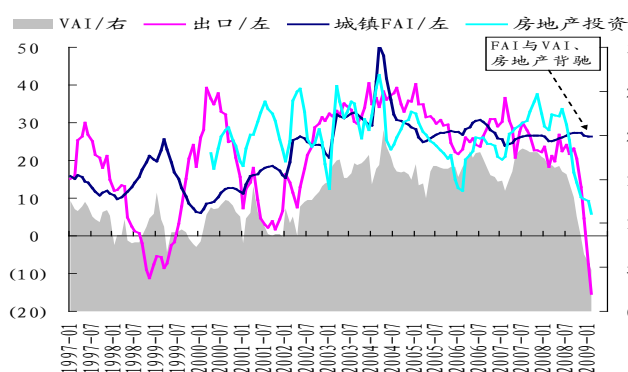
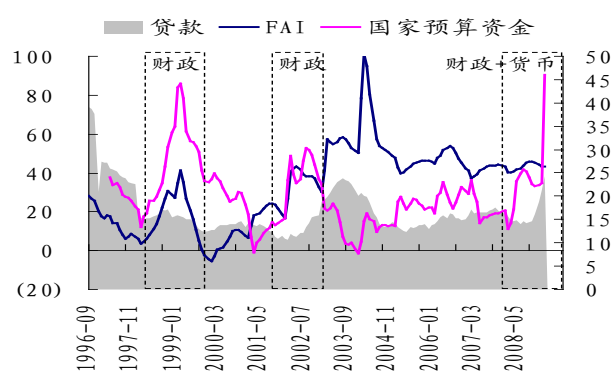


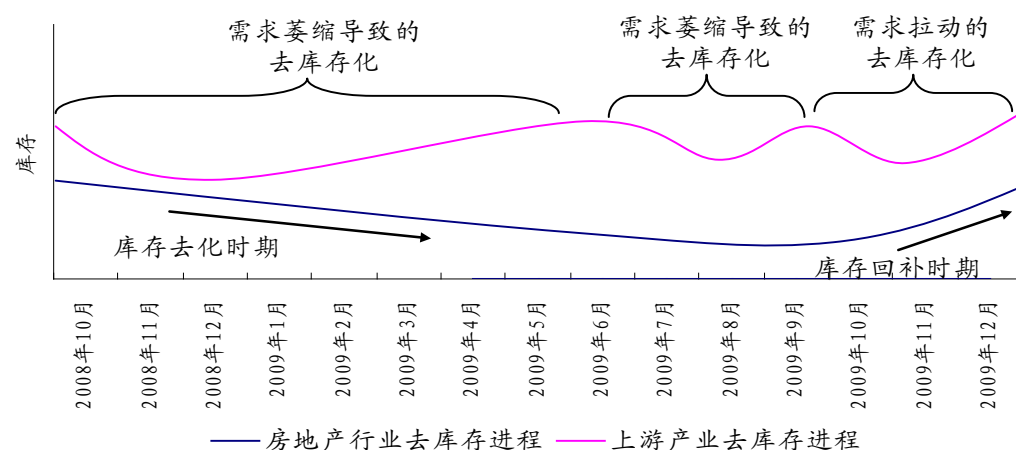
图 15: 贷款、FAI 及国家预算内资金增速



数据来源: Wind、长城证券研究所 注: 以上皆为 3 个月移动平均数据

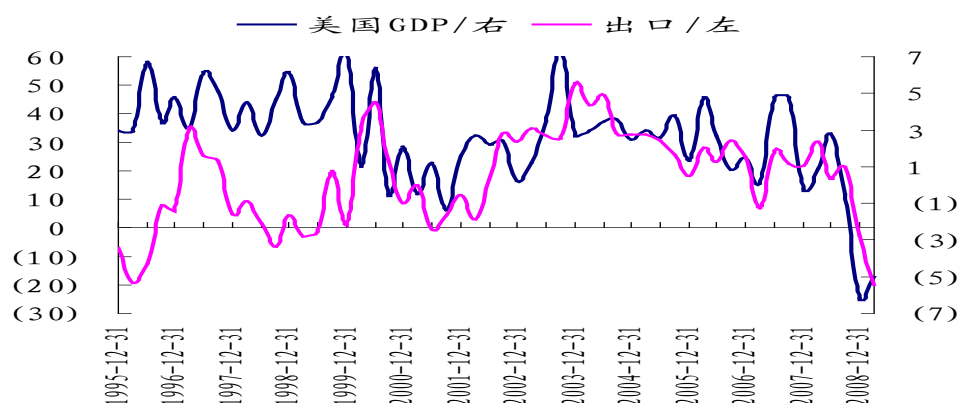
其次是房地产。房市成交量持续回暖，销售额在 1-2 月初次回升（图 11），北京、上海等地的房地产市场库存量正处于缓慢下降阶段，这预示着房地产开发投资有可能在 2-4 个季度后出现复苏。本轮房市反弹的根本因素是城市化带来的庞大刚性需求、以及刚性需求仍拥有强劲的住房购买力，短期促发因素则是房价的适度下跌以及政策的刺激，具备较强的持续性。随着房地产去库存化的延续和房地产开发投资的回升，房地产对经济的拉动作用有望逐步显现，虽然这一过程还需要时间、也需要进一步确认，但是趋势已经逐渐显现。

图 16: 房地产行业去库存进程对上游行业的影响



外需方面，过去十多年我国的出口增长与美国的经济周期存在非常密切的联系（图 17），从目前来看，如果美国的房地产行业能够企稳复苏，极度宽松的货币政策能够阻止信用急剧收缩的步伐，那么美国经济可能如市场预期般在下半年回暖，中国下半年的出口形势则有望好过上半年。

图 17: 中国出口与美国 GDP

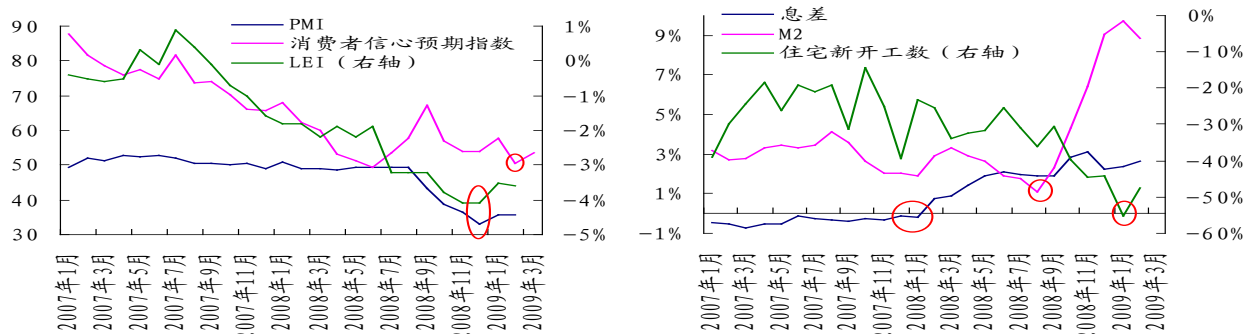


数据来源：长城证券研究所 注：以上皆为 3 个月移动平均数据

事实上，从先行指标的走势看，美国经济下半年触底回升的可能性也正在加大。对于经济的先行性和相关性最强的 LEI 和 PMI 指数分别在今年 1-2 月触底回升。消费者信心预期指数在 3 月份开始回升（从 2 月份的 50.5 升至 53.5）；零售数据本身也有好转，2 月份美国零售销售环比下滑 0.1%，预期是 0.5%，跌幅低于此前预期，如果剔除汽车需求的影响，2 月份零售销售将增长 0.7%。对美国经济至关重要的房地产市场也显露好转迹象，2 月份新屋开工数月率环比上升 22.2%，是金融危机以来的首次上升，而 2 月份二手房销售数据（增长 5.1%）和新屋销售数据（增长 4.7%）则再次验证房地产市场的好转预期。上述多数先行指标均领先 GDP 大约 1-3 个季度左右，支持美国经济在 3 季度后触底回升的预期。

图 18: 美国经济先行指标显示回升迹象 (1)

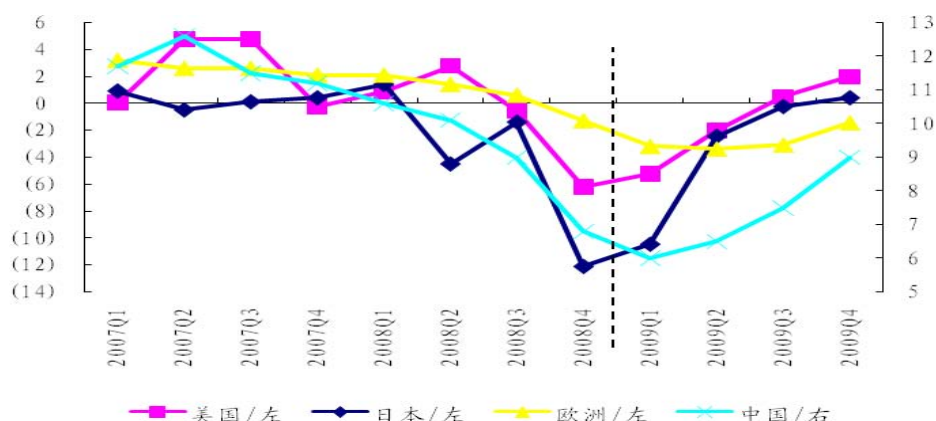
图 19: 美国经济先行指标显示回升迹象 (2)



数据来源：bloomberg、长城证券研究所

从投资拉动效应呈现、房地产回暖的延续，到外围经济复苏曙光显现，相信中国经济有希望在 1 季度探出年内的底部，2-4 季度后逐季回升的态势将渐趋明朗。我们预期 09 年 1-4 季度中国 GDP 同比增速将分别在 6.0%、6.5%、7.5%、9.0% 左右。

图 20：09 年中国与欧美日经济季度走势预测



数据来源：bloomberg、长城证券研究所（美国为环比数据，其余为同比）

4、复苏仍存波折，反转言之尚早

从短期看，美国经济 2 季度仍将经历探底的过程；房地产销售回升需要较长时间的观察，而从销售回升到房地产投资回升则需要更长的过程。就投资拉动效应而言，在产能过剩程度加深、漫长的去产能进程刚刚拉开帷幕的背景下，当前投资拉动的调控方式与十年前不可同日而语，政府主导的财政扩张在投资饱和度和乘数效应和投资边际效率三个方面都会大打折扣。

从长期看，阶段性复苏后的中国经济仍将继续面临外需的反复和房地产增长的乏力。从中国经济的历史周期上来看，过去三十年的两位数高速增长可以划分为两个阶段，第一阶段是改革开放到 90 年代中期，短缺经济下生产能力提高引发了经济规模的高速增长，表现出供给推动的特征；第二个阶段是从 90 年代中期开始，短缺经济逐步转向多数产品的供给过剩阶段，以出口和房地产为代表的两大需求成为拉动经济增长的重要引擎，这两大需求的激发也是中国经济能够摆脱东南亚金融危机，走出一

轮十年上升期的根本原因，呈现出需求拉动的特征。1991-2008 年，中国的平均出口增速（美元计价）高达 19.5%，东亚出口导向的经济模式再次在中国获得了巨大的成功，而这一成功无疑是嵌套在过去 20 年全球失衡程度不断加剧的背景之下的（美国经常项目逆差占 GDP 比重攀升至超过 6%，中国升至接近 10%）。金融危机的爆发意味着全球经济失衡漫长调整的开端，在未来较长时期全球经济将处于再平衡的过程当中，西方发达国家需要用较长的时间来修复信用过度扩张、资产泡沫破灭所带来的伤害，并需要将多数坏账损失通过货币发行实现跨国转嫁。对于中国来说，则意味着在较长时间内的出口增长将回落到常规水平，发达国家的经济低迷和美元贬值所带来的贸易摩擦可能成为抑制外需的主导因素，预计未来 5-10 年出口的平均增速将维持在 10%以下的常规水平。

从房地产行业拉动经济的角度来看，90 年代末住房改革的深层意义在于激发了居民对商品房的潜在需求，房地产成为吸收储蓄、吸引社会资本的一块巨大海绵，民间财富和透支贷款迅速转变为房地产行业的投资需求，过去十年平均增速高达 24%的房地产投资成为拉动总需求的另一重要引擎，而当前过高的房价不仅过度消耗了居民的财富积累和消费需求，也过多地透支了居民的未来收入（购房贷款余额从零到 3 万亿），房地产行业暂时告别了超速增长的历史阶段。在出口和房地产两大需求引擎同步回到常规增长的情形下，总需求约束可能将使得经济长期增速也回落到常规水平。

图 21：中国历年 GDP 增速指数

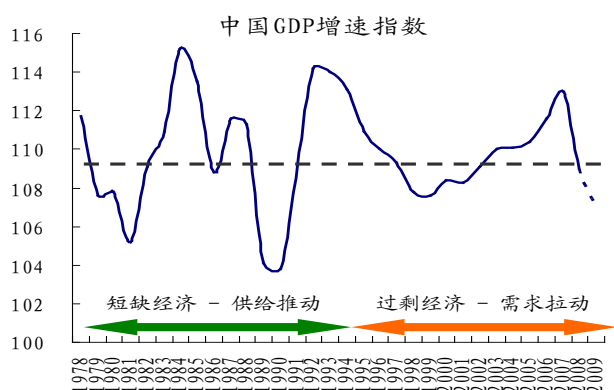
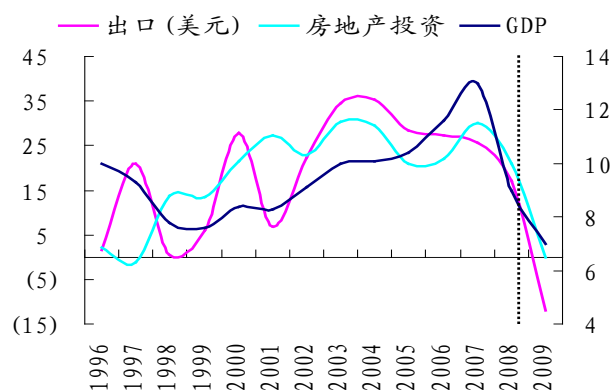


图 22：中国的出口、房地产投资和 GDP 增速



数据来源：Wind、长城证券研究所

二、经济复苏与流动性支撑，A 股波动中枢抬高

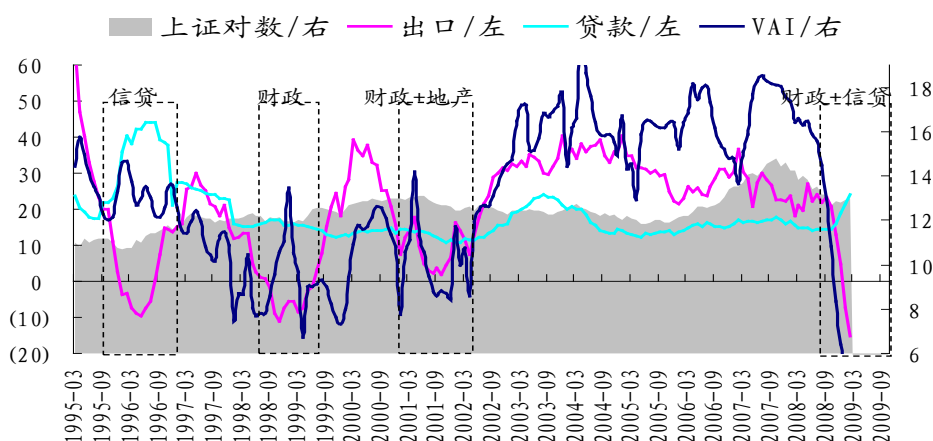
2 季度经济复苏趋势基本明朗，始于年初的流动性宽松局面仍有望延续一段时间，而后备经济刺激政策仍然值得期待。在经济基本面与流动性的双轮驱动下，A 股有必要继续看高一线。市场波动的诱因可能主要来自于预期效应与估值的约束，短期涨幅较大引发估值的压力；而当逐月披露的宏观数据逐步证实更多人的经济乐观预期之时，预期基本已经在股指中得到充分的反映，风险随之来临；此外，外围经济 2 季度大体上仍处探底过程，经济环境并非晴空万里、无一丝阴霾。不过总体上较为乐观的经济基本面环境无疑有助于提高 A 股估值，市场波动中枢有望显著抬升。

1、流动性支持行情延续

历史上 A 股市场多次呈现出与实体经济走势背离的特征,96 年央行放松银根信贷大幅增长,拉动固定资产投资并催生出 96 年的牛市;98 年东南亚金融危机期间政府扩张财政并促使信贷温和增长,实体经济 W 型筑底,固定资产投资出现阶段反弹、股指水平宽幅震荡;99-00 年信贷增长缓慢,出口和房地产拉动经济向好,股市走牛;01 年科网泡沫破灭出口放缓,信贷增速回落,股市走熊;02-03 年经济向好,信贷攀升,股指保持宽幅震荡。

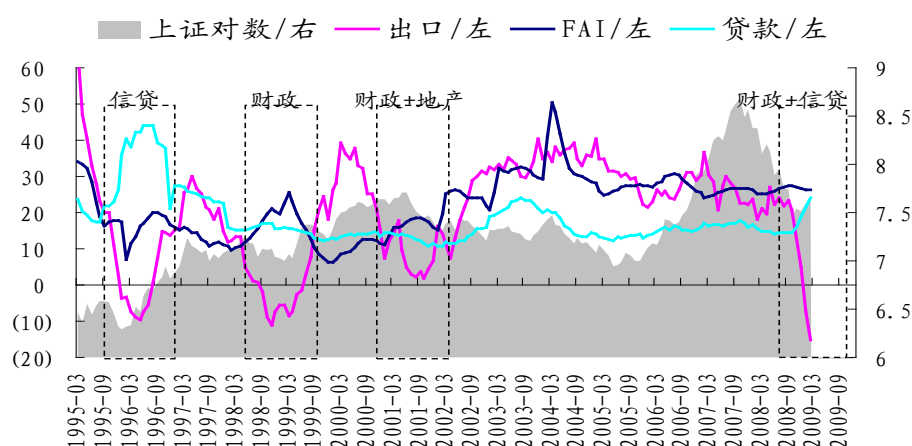
但是信贷指标则与股指具备良好的吻合特征。以上样本区间我们可以观察到的是信贷上升期股市尚没有出现单边下跌,2009 年财政扩张、信贷大量释放拉动投资,具备支撑股市估值的基本条件。

图 23: 股指、出口、贷款余额和工业增加值 (VAI) 同比增速



数据来源: Wind、长城证券研究所

图 24: 股指、出口、固定资产投资 (FAI) 和工业增加值 (VAI) 同比增速



数据来源: Wind、长城证券研究所

A 股的牛熊交替与狭义货币 M1 的周期密切相关,观察过去的四轮 M1 上升期,其中三次伴随着股市牛市,仅有一次为 02-03 年股指宽幅震荡的局部牛市,在宽松货币

政策下，09 年应当为 M1 的上升周期，按此推断 2 季度股指具备震荡上行的货币动力。

图 25：股指、工业增加值 VAI 和 M1 增速

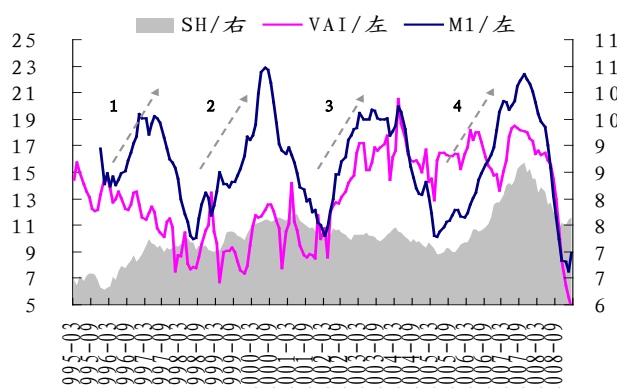
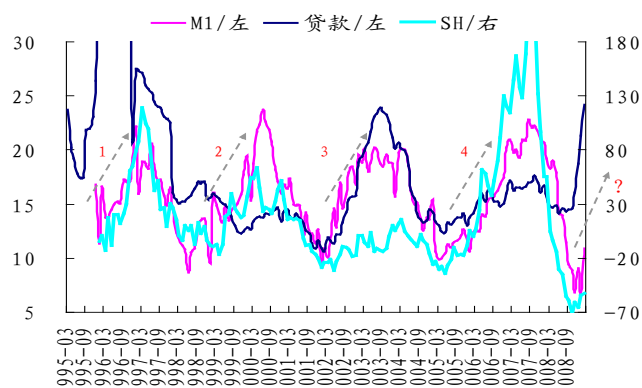


图 26：M1、贷款余额、上证综指同比增速



数据来源：Wind、长城证券研究所

从货币 M1 的构成基础来看，企业存款增速代表了实体经济的活跃度和景气度，不仅受央行货币政策的影响，更反映了宏观经济本身的波动，因此企业存款或 M1 指标也是经济景气度的良好指标，往往表现出与股市正相关的特征；居民储蓄流入/流出股市影响资本市场的运行，多与股市负相关。而 09 年应该出现企业存款回升，储蓄增速放缓的货币趋势，按照历史规律，多蕴含着股市走强的信号。从 M1 和 M2 扩张速度的角度来看，M1 升穿 M2 构成“货币金叉”，股市多为牛市；M1 跌穿 M2 构成“货币死叉”，股市多为熊市；而 09 年显然不会出现 M1 跌穿 M2 的糟糕局面。

图 27：股指、储蓄与企业存款

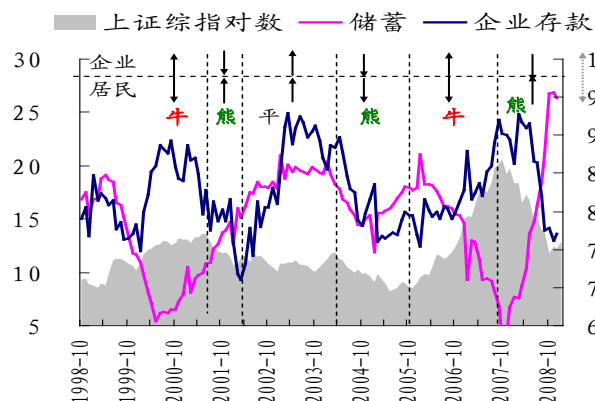
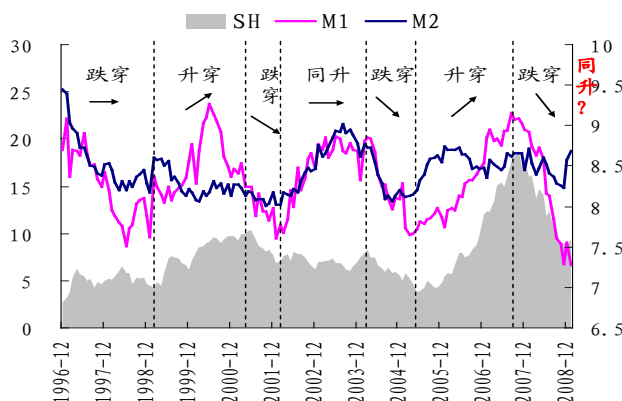


图 28：股指、M1 与 M2

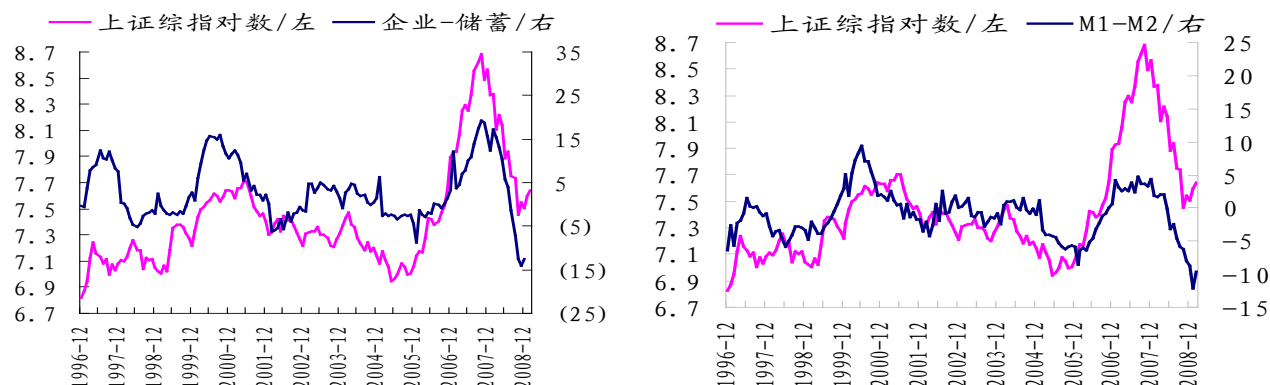


数据来源：Wind、长城证券研究所

企业存款和储蓄两个货币指标相结合，我们可以将（企业存款-储蓄）增速差、（M1-M2）增速差视为股市运行的风向标，A 股的历史走势与这两个货币增速差的运行方向基本一致。在 1-2 月巨额信贷增量的支持下，（企业存款-储蓄）增速差、（M1-M2）增速差均呈现初步探底回升的态势；而 3 月份信贷增长依然强劲，这意味着上述两个货币指标的回升态势可能会贯穿整个 2 季度，从而成为 A 股估值中枢上移的有力支撑。

图 29：“企业存款-储蓄”指标与股指相关性

图 30：“M1-M2”指标与股指相关性



数据来源: Wind、长城证券研究所

2、“后备政策”的预期

“后备经济刺激政策”推出的预期可能也会成为影响2季度市场走势的重要因素。历史上很多时间段A股市场都表现出或多或少的政策烙印，去年11月份以来的反弹历程也有明显体现，股指反弹的关键位置都与“经济刺激政策”密切相关：股指跌至1664点附近时，“四万亿投资计划政策”出台，引发反弹；股指回调至1800点附近后，“十大产业振兴规划”出台，市场重拾升势；反弹触及2400点后下跌调整至2000点时，“积极货币”政策又力挽狂澜。政策意图或许并不直接面对股市，但无疑能通过经济预期的改善而影响股票市场的运行。

图 31：本轮市场反弹中的政策烙印



数据来源: Wind、长城证券研究所

官方已在3月初就“后备经济刺激政策”作出明确表态：“中国有充足的弹药，随时推出新的刺激经济政策”。刺激政策的内容将涵盖就业、进出口、汇率与利率、工业生产等多个领域，而消费与进出口则可能成为其中最主要的着力点。“后备经济刺激政策”出台的可能诱因包括：“4万亿投资”计划对经济拉动效应减弱，PMI、M1、用电量等经济指标经历反弹后再度下行，出口速度继续回落等。如果国内工业供需状况再度反复，外围经济好转低于预期，后续经济刺激政策的确存在推出的可能，

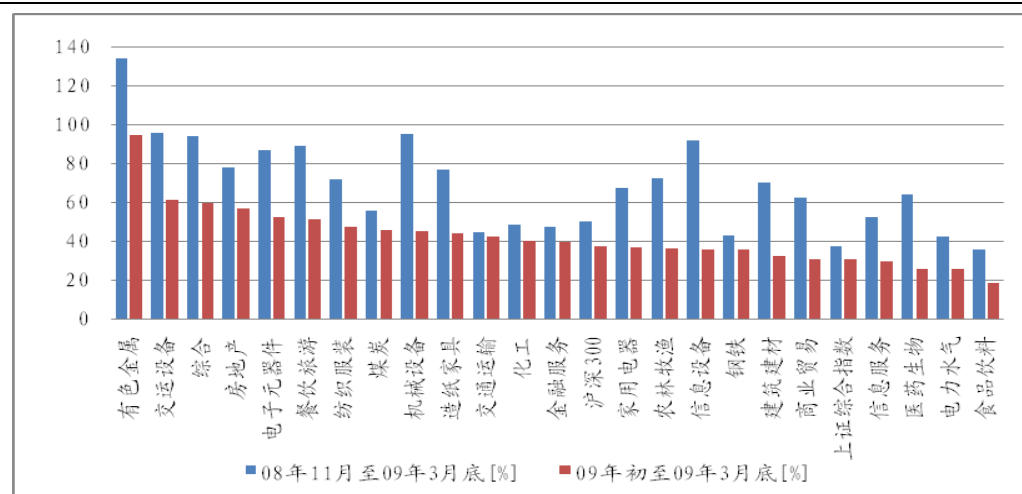
从而为股票市场注入新的信心。尽管某种程度上政策的脉络难以事先预期，但是仍然值得密切跟踪。

3、预期兑现与估值约束，震荡难免

在 A 股估值中枢整体有望进一步上移的趋势下，调整和波动的诱因可能主要来自于预期效应与估值的约束：短期涨幅较大引发估值的压力；而当逐月披露的宏观数据逐步证实更多人的乐观经济预期之时，预期基本已经在股指中得到充分的反映，风险随之来临；此外，外围经济 2 季度大体上仍处探底过程，经济环境并非晴空万里、无一丝阴霾。

无论从 08 年 11 月本轮反弹算起，还是从 09 年初上涨算起，目前的 A 股市场都已积累了相当明显的涨幅。两个统计区间内上证指数分别上涨了 37.4%、30.4%，涨幅最大的有色行业分别上涨了 133.9%、94.7%，涨幅最小的食品饮料分别上涨了 35.3%、18.4%。

图 32：本轮反弹以来的大盘及行业涨幅（%）



数据来源：Wind、长城证券研究所

如果股指继续上涨，将积累更为丰厚的获利盘，轻微的利空都会被负面效应放大，从而形成调整的诱因，而其背后则是估值的约束。

横向比较看，目前沪深 300 滚动 PE 在 17.6 倍左右，PB 在 2.6 倍左右，相比全球平均水平（15.4 倍 PE，1.6 倍 PB）分别溢价 15%和 60%左右；而上证综指滚动 PE 在 19 倍左右，PB 在 2.6 倍左右，分别溢价 25%和 60%左右。考虑中国经济的成长溢价，同时作为本轮经济危机中“最健康”的经济体，30-50%左右的溢价可以接受，对应 19-23 倍左右的 PE 估值区域。这意味着 A 股 23 倍以上的 PE（对应上证综指 2800 点）估值将面临短期泡沫的可能。另一方面，15-16 倍 PE（对应上证综指 2000 点）的估值水平则具备较强的支撑。

纵向比较看，当前上证综指 PE 和 PB 相比历史底部水平（13.5 倍 PE，1.6 倍 PB）分别溢价 50%和 60%左右；但是历史底部 PE 形成于 08 年 11 月份宏观经济环

境最恶劣的时候，而 PB 历史底部形成于 05 年 2 季度股市制度变革（股改）前夕，在未来 3 个季度经济逐季复苏的预期下，市场估值无疑应享受合理的溢价，2 季度市场跌入 15 倍以下估值区间的概率已经相当之低。

图 33：全球主要股指估值比较

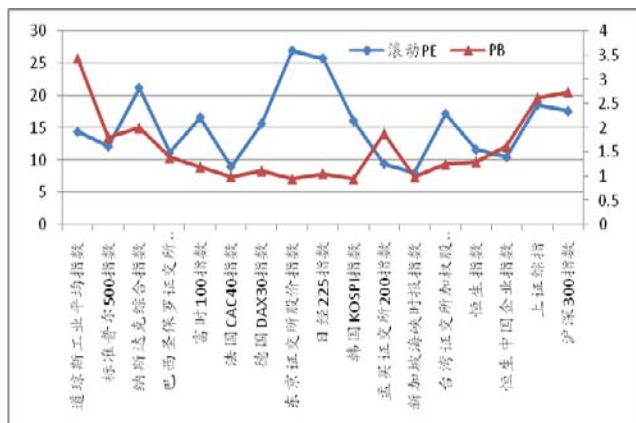
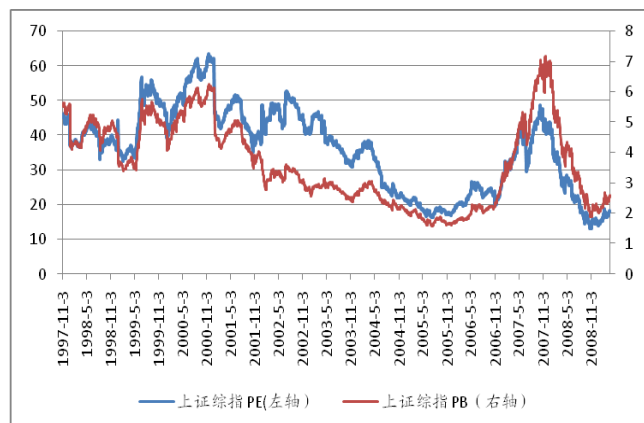


图 34：上证综指历史 PE、PB 走势



数据来源：bloomberg, wind, 长城证券研究所

另一方面，在股指处于高估值区间的情形下，当宏观经济指标向好的趋势得到市场一致认同的时候，乐观预期在估值上已经有较充分的反映，市场波动的风险随之加大。4月中旬、5月中旬经济数据披露期将成为市场运行的敏感时段。此外，经济数据低于预期、IPO 推出等情景如果在 2 季度发生，市场将会面临真正的压力。

表 1：1 季度与 3 月份宏观数据披露期

宏观数据披露项目	公布日期
国民经济运行情况季度新闻发布会	4 月 16（周四）
工业品价格月度报告	4 月 17（周五）
消费价格月度报告	4 月 17（周五）
固定资产投资月度报告	4 月 17（周五）
消费品市场月度报告	4 月 17（周五）
工业生产月度报告	4 月 17（周五）
农产品生产价格季度报告	4 月 17（周五）
固定资产投资价格指数季度报告	4 月 17（周五）
建筑业企业生产情况季度报告	4 月 17（周五）

数据来源：国家统计局 长城证券研究所

总体上，经济筑底回升的预期以及流动性的延续支持 A 股市场在 2 季度继续看高一线，但是估值的约束使得上行幅度较为有限。而经济乐观预期兑现、累计涨幅过大造成的获利盘压力等将成为市场波动的诱因。我们预期 2 季度 A 股滚动 PE 估值在 17-22 倍间波动，对应上证综指 2100-2700 点的区间。

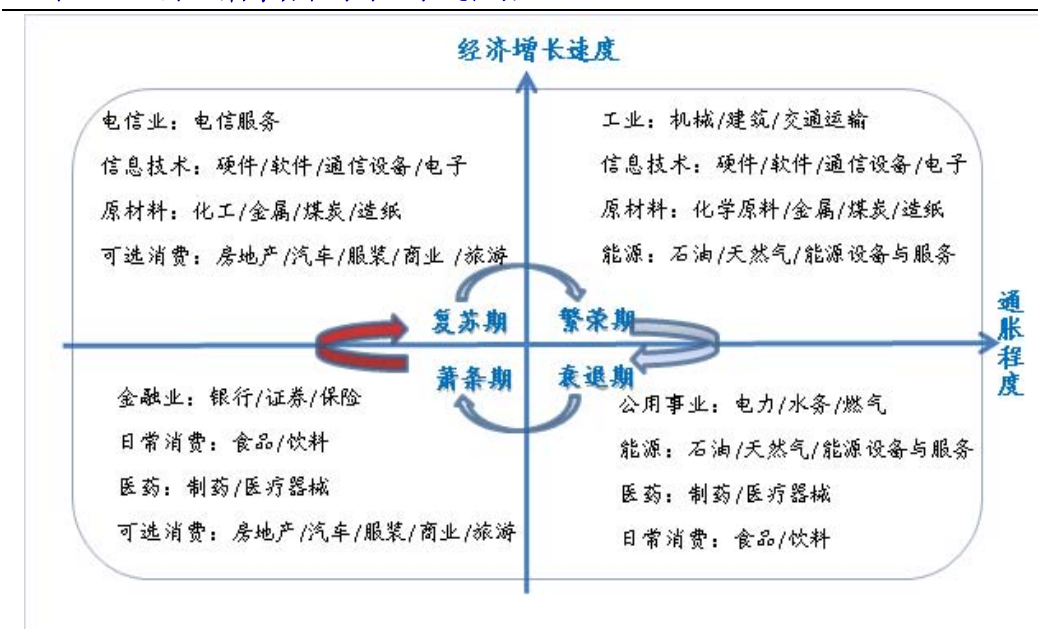
三、围绕经济回暖，配置“复苏”资产

在宏观经济面临阶段性复苏机会的背景下，股票资产配置有必要由防御为主转向适度的进攻，强化配置领先于经济周期复苏的先导性行业。

1、聚焦“复苏”资产

按照一般的行业景气周期轮动规律，在经济复苏初期，以房地产、汽车为代表的可选消费行业，以银行、证券为代表的金融行业，以钢铁、煤炭、化工、造纸为代表的原材料行业，以通信设备、电子元器件为代表的信息技术行业等，通常具备领先经济周期复苏的特征，无疑应当成为“复苏”资产的重点配置对象。

图 35：不同经济周期下的行业景气轮动

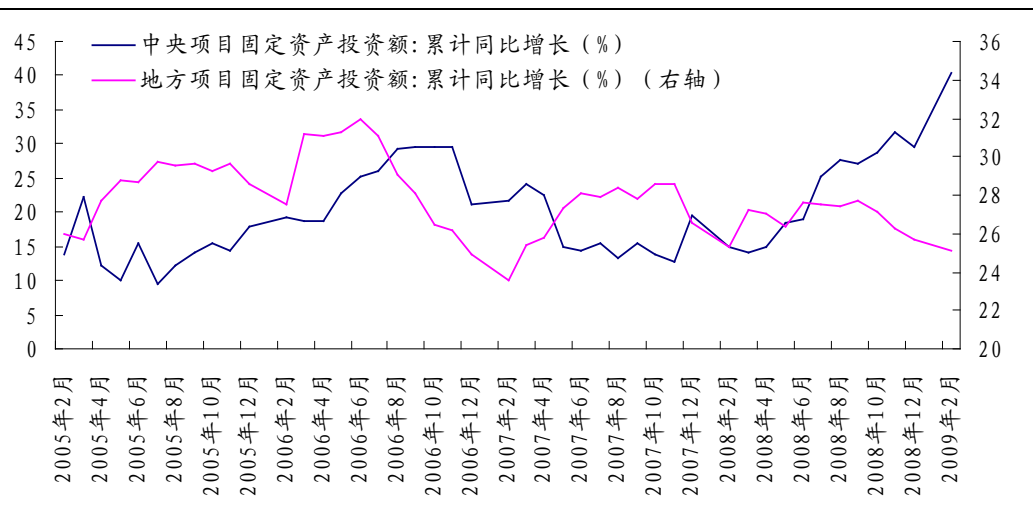


资料来源：长城证券研究所

但是同时也需要考虑本轮中国经济复苏的具体特征。首先，基于产能过剩的冲击和下游需求尚不明朗，钢铁、电子元器件、造纸行业的复苏前景尚需观察。

其次，预期从 2 季度开始的经济筑底回升历程带有独特的投资拉动特征，这与去年 4 季度政府推出的“4 万亿投资”经济刺激方案有紧密的关联，由于从政策实施、信贷投放到投资项目真正开工，存在约 1 个季度的时滞，今年 2 季度可能才是投资拉动效应真正显现的时期。从数据上看，1 季度中央项目投资表现了显著的增长，但是作为 4 万亿投资主要依托的地方项目投资并未显示启动迹象，正是时滞效应的体现。因此机械、建筑、建材、电力设备等投资拉动行业仍应继续纳入 2 季度的重点关注行列。

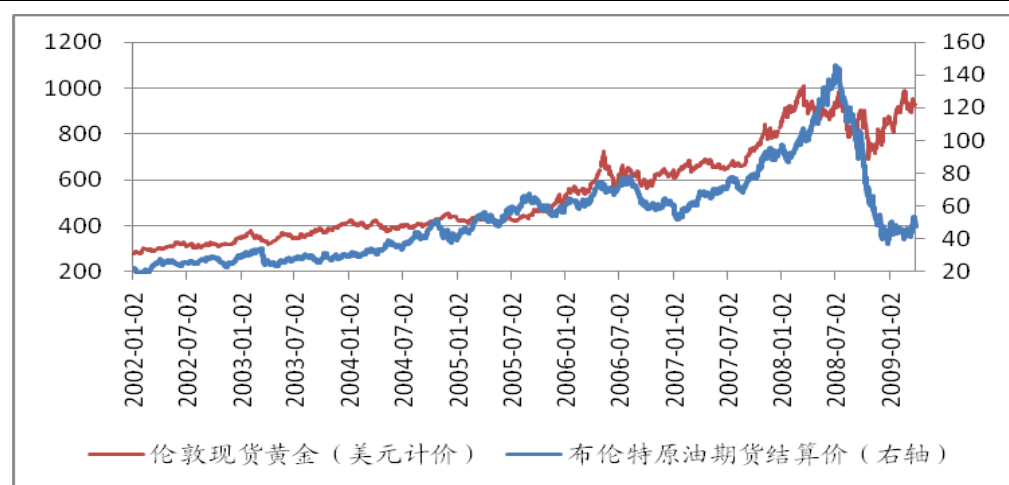
图 36：中央与地方固定资产投资增速



数据来源：Wind，长城证券研究所

另外，以美元贬值为代表的全球货币扩张背景下，通胀的提前到来成为可能。由于预期欧美经济体复苏主要发生在3季度以后，滞后的需求不支持2季度发生恶性通胀的情形，但是大宗商品的温和通胀成为大概率事件。在这一主题下，黄金和石油资产应当成为首选，而作为石油替代品存在的新能源类公司也值得持续关注。

图 36: 黄金与石油价格走势



数据来源：Wind，长城证券研究所

2、考虑估值后的行业配置

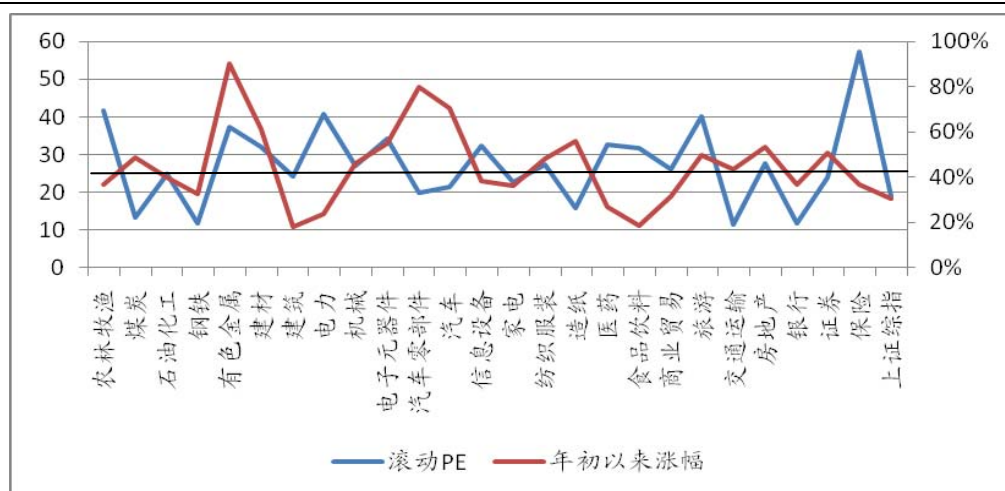
1季度的反弹行情中，部分行业已经积累了较大的涨幅，涨幅超过50%的行业包括有色金属（上涨90%）、汽车（70%）、建材（61%）、造纸（56%）、电子元器件（55%）、房地产（53%）等。

从估值的角度，在当前上证综指19倍滚动PE的基础上，部分行业相比大盘的估值溢价超过50%，包括保险（溢价202%）、农林牧渔（121%）、电力（115%）、旅游（111%）、有色金属（97%）、电子元器件（80%）、医药（72%）、信息设备（71%）

建材（70%）、食品饮料（68%）等。其中医药、食品饮料、旅游作为景气稳定的非周期性行业，信息设备行业景气向好明显，估值溢价有其合理之处；电力行业的高估值更多缘于过去4个季度位于谷底的业绩所致，阶段性的高估值可以得到解释。而农林牧渔、有色金属、电子元器件等行业的高估值则面临一定的泡沫风险。

因此，对于有色金属、汽车、建材、电子元器件等行业来说，尽管景气趋势值得看好，但由于前期涨幅过大或是估值偏高，在2季度的行业配置中不宜给予过高的比重。

图 37：A 股各行业估值与市场表现



数据来源：Wind，长城证券研究所

行业估值与市场表现比较的另一个的意义在于，有无可能存在估值和前期涨幅均较低、而2季度行业景气预期并非太过悲观的行业。从这一角度，煤炭、石油化工、建筑、交通运输（航空、海运）、银行等行业值得给予额外的关注。

基于前述的分析，我们建议2季度的股票资产重点配置于银行、房地产、煤炭、石油化工、电力设备与新能源、建筑建材、机械等行业，一般配置于医药、商业、旅游、交通运输、电力、通信设备、食品饮料等行业。

表 2：行业评价一览

行业	景气趋势	估值吸引力	基本面特征	关注个股
银行	回升	强	经济步入复苏后资产质量好转，降息周期接近尾声打消消息差缩小的担忧，业绩有望回升	兴业银行，北京银行，工商银行，招商银行
房地产	回升	中	楼市成交连续回升，刚性需求和政策效应支持行业复苏的延续	保利地产，招商地产，华发股份，万业企业，深振业
电力设备	高	中	电网投资平稳推进，核电建设面临历史性机遇，部分公司涉足新能源产业值得长期关注	东方电气，特变电工，浙富股份，天威保变
建筑	高	中	2 季度基建投资加快，行业景气向好趋势进一步确立	中国铁建，中国中铁，隧道股份，葛洲坝，精工钢构
建材	高	弱	受益于基建投资，但行业产能过快增长需警惕	海螺水泥，冀东水泥
机械	回升	中	受投资拉动，工程机械行业1 季度行业销售环比有所回暖，但出口疲弱。2 季度向上景气趋势有望进	三一重工，中联重科，徐工科技，柳工

			一步明朗	
煤炭	回升	强	3月煤炭运量有所回升,焦煤价格受钢价影响有波动可能,电煤合同价有望小幅上涨。行业景气回升在2季度有波折,但下半年复苏前景较明朗	兖州煤业,中煤能源,国投新集,西山煤电,平煤股份
石油化工	缓慢回升	中	预期油价温和上涨,原油开采及服务板块受益,磷矿、钾盐等准资源品价格有上涨潜力;在经济复苏支持下,尿素、草甘膦、三酸两碱等化工品和化学原料景气有望缓慢复苏	中海油服,盐湖钾肥,兴发集团,建峰化工,云天化,新安股份,联合化工,三友化工
医药	高	中	医保步入落实期,医保支出提升将显著拉升药品消费,仍然是最佳的抗周期行业	恒瑞医药,双鹭药业,一致药业,双鹤药业,海正药业,丽珠集团
旅游	上升	弱	2季度是传统旺季,地方政府的政策推进和消费刺激正当其时,加上去年同期景气基数较低,2季度行业景气有望显著上升	峨眉山,黄山旅游
商业	低位徘徊	中	消费信心恢复尚需时日,行业景气回升还需观察;基于房市回暖预期,家电连锁行业有率先复苏的可能。2季度刺激消费政策如果出台,则可能迎来主题投资机会	苏宁电气,武汉中百,步步高,重庆百货
电力	缓慢回升	弱	发电量增长有所恢复,最坏时刻已过,但2季度仍面临波折;火电受煤价影响较大,水电更能直接受益于经济的复苏	川投能源,国投电力,长江电力,华能国际,桂冠电力
钢铁	底部徘徊	强	产能过剩使得行业面临二次去库存化进程,走出底部还需等待。估值是最大优势	武钢股份,马钢股份,鞍钢股份
有色金属	底部徘徊	弱	2季度全球经济仍处探底过程,有色金属需求复苏仍需时日;在美元贬值预期下,黄金价格值得中期看好	山东黄金,紫金矿业,江西铜业,铜陵有色,中金岭南
交通运输	部分回升	中	航空业1季度景气有显著回升,持续性尚需观察;机场有望受益于航空客流量提升;沿海散货运输继续回暖;公路、港口乏善可陈	南方航空,中国国航,上海机场,中国远洋,中海集运
食品饮料	低位徘徊	弱	高端白酒销售仍疲软,乳业有触底回升希望,啤酒、肉制品有望从成本下降中受益	伊利股份,双汇发展,燕京啤酒,青岛啤酒
家电	低位徘徊	中	前2月内销有所回升,但需求低迷决定回暖尚需时日,家电下乡效果还有待观察。	格力电器,九阳股份,美的电器
造纸	部分回升	中	1季度纸价和纸浆价双双企稳,文化纸进入旺季,业绩环比回升仍有支撑;包装纸受下游家电、玩具、鞋类景气低迷影响,复苏进程仍将较为缓慢	博汇纸业,晨鸣纸业,太阳纸业,劲嘉股份
通信设备	高	中	以3G建设为代表的通信设备投资仍将维持快速增长,行业业绩增长明确	中兴通信,中天科技,武汉凡谷,三维通信
电子元器件	缓慢回升	弱	全球半导体产业2季度有望触底,上网本和智能手机等部分电子产品需求超预期,最差时刻即将过去,但复苏过程可能较慢	超声电子,生益科技,中环股份,横店东磁,广州国光

资料来源:长城证券研究所

3、长城 30 股票池

基于前述行业配置结论，2 季度的长城 30 股票池重点加强“复苏”资产配置比重，调入兖州煤业（煤炭）、西山煤电（煤炭）、中海油服（石油服务）、建峰化工（化工）、东方电气（电力设备）、北京银行（银行）、苏宁电器（家电连锁）；降低景气趋势平淡或估值吸引力下降的部分防御型品种的配置比重，调出康美药业（医药）、小天鹅（家电）、劲嘉股份（造纸）、华联综超（超市）、武汉中百（超市）、北大荒（农业）、双汇发展（肉制品）。二季度长城 30 股票池如下。

表 3：二季度长城 30 股票池

证券代码	证券简称	行业	3 月底收盘 (元)	08EPS (元)	09EPS (元)	08PE	09PE
601398	工商银行	银行	3.94	0.37	0.39	10.6	10.1
600016	民生银行	银行	5.08	0.55	0.57	9.2	8.9
601169	北京银行	银行	11.89	0.87	0.92	13.7	12.9
000024	招商地产	房地产	22.37	0.69	1.01	32.4	22.1
600048	保利地产	房地产	22.01	0.91	1.33	24.2	16.5
002244	滨江集团	房地产	13.78	0.61	0.75	22.6	18.4
600550	天威保变	电力设备	35.10	0.81	1.02	43.3	34.4
600875	东方电气	电力设备	37.52	0.10	2.00	375.2	18.8
002266	浙富股份	电力设备	26.29	0.75	1.31	35.1	20.1
600674	川投能源	电力	22.68	0.72	0.90	31.5	25.2
000983	西山煤电	煤炭	16.62	1.44	1.26	11.5	13.2
600188	兖州煤业	煤炭	12.58	1.51	1.20	8.3	10.5
000950	建峰化工	石油化工	13.16	0.88	0.89	15.0	14.8
601808	中海油服	石油化工	14.30	0.73	0.89	19.6	16.1
000012	南玻 A	建材	15.70	0.34	0.60	46.2	26.0
600585	海螺水泥	建材	35.08	1.70	1.86	20.6	18.9
601390	中国中铁	建筑	5.44	0.04	0.32	136.0	17.0
601186	中国铁建	建筑	9.40	0.34	0.52	27.6	18.1
600820	隧道股份	建筑	11.80	0.39	0.62	30.3	19.0
000157	中联重科	机械	20.92	1.11	1.18	18.8	17.7
600031	三一重工	机械	23.49	0.89	1.30	26.4	18.1
000028	一致药业	医药	17.88	0.58	0.75	30.8	23.8
600062	双鹤药业	医药	24.23	0.80	1.00	30.3	24.2
002038	双鹭药业	医药	33.30	0.90	1.35	37.0	24.7
000888	峨眉山 A	旅游	8.65	0.04	0.25	216.3	34.6
600054	黄山旅游	旅游	16.02	0.45	0.53	35.6	30.2
002251	步步高	商业	43.81	1.38	1.69	31.7	25.9
002024	苏宁电器	商业	18.05	0.74	0.85	24.4	21.2
000527	美的电器	家电	10.33	0.55	0.65	18.8	15.9
600600	青岛啤酒	食品饮料	20.59	0.55	0.75	37.4	27.5

资料来源：长城证券研究所

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改，报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司

GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>