



2009 年 4 月 7 日

投资策略

中金公司研究部

分析员：高 挺

邴 彬

gaoting@cicc.com.cn libin@cicc.com.cn

梁耀文 CFA 王汉锋 CFA

leungb@cicc.com.cn wanghf@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

经济反弹显现，股市振荡上行

2009 年 2 季度股票市场投资策略

投资要点：

- ◆ **实体经济反弹在即，反转难言。**领先指标、行业数据和政策效果使我们相信经济反弹在二季度显现。国际上，美国经济下滑有减速迹象，带来下半年经济止跌企稳的希望，但更为低迷的欧洲和日本使外围经济总体的萎缩可能到 2010 年才有改观。中国消费、出口和房地产投资如期放缓，出口有望下半年企稳，但这三个部门年内仍将继续拖累增长。面对持久性需求结构的变化，中国未来经济持续增长的动力来自包括房地产在内的消费和服务业。然而经济转型难以一蹴而就，给目前经济反弹的力度和持续度带来疑问。
- ◆ **“过剩”流动性趋缓，货币政策放松仍有空间。**流动性成为近期推动市场乐观情绪的重要因素。全球主要经济体已纷纷宣布实施数量型货币放松，并致力于疏通货币传导机制，国际市场流动性应该继续有所改善。中国的宽松货币政策已经收到初步效果，但一季度超过 4 万亿的新增贷款水平将难以持续，未贴现承兑票据量的减少、国债发行加速、到期央票与国债量下降、外汇占款增长放缓等都对市场流动性有负面影响。但我们相信中国仍有足够空间维持较宽松的货币政策，如上述因素使货币供应增速放缓或市场利率趋势性走强，本季度中后期可能出现新一轮包括法定准备金率与利率下调等的政策变化，利好对利率与货币供应敏感的行业如金融、资产型的高杠杆企业等。
- ◆ **持续复苏、复苏错觉和“后泡沫”时期的股市表现如何？**从成熟市场典型代表的美国股市的历史表现来看，经济复苏后如果能持续走稳的话（82、92、03 年），股市表现先冲高后走平，快速上升期平均持续大约 8 个月，而后经历长达 10 个月的横盘震荡阶段；而如果经济反弹之后未能企稳（复苏错觉）（1980、1990 前期），股市前高后低，重新探底。日本和台湾“后泡沫”时期的股市亦是冲高回落，呈现倒“V”形。
- ◆ **A 股投资策略：**与 1 季度相比，宏观经济环比改善的确定性显著加强，市场流动性依然保持充裕，因此，我们对 2 季度 A 股市场走势的判断是，自去年 11 月份以来 A 股的波浪式反弹将得以延续；行业配置上关注两类公司：受益于经济环比改善确定性增强，存在补涨需求的**金融、交通运输及基础设施板块**；以及高贝塔周期性强但是前期涨幅不大的板块，例如**煤炭（主要是动力煤）、钢铁、造纸、航空等**。但是考虑到巨额投资拉动政策的持续性、终端需求的不确定性以及 IPO 重启等因素都可能使得股市振荡加剧，全年股市呈现“先高后平”或者“先高后低”走势的概率较大，随着股市振荡上行，应逐渐由前期涨幅较大的强周期性板块转向弱周期的防御性板块。
- ◆ **港股投资策略：**充沛的流动性、经济数据环比改善以及投资组合较低的贝塔值将推动大盘中短期延续三月份**震荡上行**的走势。但汇率与价格的不稳定性、基本面能见度仍然较低、以及多项事件风险如新增贷款下滑、美国银行压力测试、权重股股东减持等皆使大盘及个股维持**较大波动及减缓整体涨幅**。投资者可能在回调时继续增加投资组合风险配置，短期追逐较“落后”而基本面较弱的周期性板块如**煤炭、钢铁、航运、资本品等**，不过我们并不建议过度追涨，大盘中**金融业及能源**表现应该优于大盘。我们估计本季度交易范围恒指在 13000-16600、国企指数在 7300-9800。
- ◆ **政策专题：**（1）中国经济未来更迫切需要解决的是结构性失衡的问题。放松部分行业的准入门槛，尤其是对消费服务业的管制放松，鼓励民营资本进入到非资源依赖型行业，将成为促进经济可持续发展的有效途径之一。这些行业主要集中在医疗、教育、传媒、电信服务相关内容提供商以及产品制造商、金融、民用航空等。与此同时，放松价格管制的进程也将推进，关注水、电、油、天然气相关领域的定价机制市场化带来的投资机会。（2）全球数量型放松货币政策盛行以图再通胀。大萧条的历史表明，加大货币供应在中短期内刺激名义需求，长期内必将增加通胀压力。目前的数量型货币政策思路起源于对大萧条的研究，其盛行必将带来货币的竞争性贬值，也将打乱原有体系下相对比较稳定的增长和物价预期。基于 1930 年代及 1970 年代的历史经验，我们预计贵金属仍将受益于这种竞争性贬值，大宗商品价格则接近或已过底部，而股票则可能随盈利大幅波动，实物资产集中型行业表现领先，股市系统性的上升趋势则需要经济中出现新增长动力的支持。

目录

观点回顾	5
我们说过什么？.....	5
哪些变化超出了我们的预期？.....	5
实体经济：反弹在即，反转难言	6
国际经济：预计整体止跌企稳将在 09 年末或 10 年.....	6
中国经济：寻找可持续发展的动力.....	8
出口、消费和投资展望.....	8
寻找未来持续增长的新动力.....	10
“过剩”流动性趋缓，货币仍有放松空间	13
新增贷款速度将放缓.....	13
新一轮货币宽松措施.....	16
宽松货币的副作用：资产泡沫及通胀风险.....	18
复苏、复苏错觉和“后泡沫”时期的股市表现：他国的经验	20
A股市场展望：反弹延续，尾声临近	24
核心观点.....	24
盈利和估值.....	24
2 季度总体走势判断：反弹延续，进入尾声.....	31
未来新经济刺激政策取向中发掘投资机会.....	31
二季度A股行业配置建议.....	32
港股市场展望：震荡上行，涨幅趋缓	35
核心观点.....	35
一季度回顾：乘坐过山车，回到起步点.....	35
环比数据改善，风险喜好提高.....	36
二季度港股行市及配置建议：震荡上行、波幅持续、涨势趋缓.....	39
政策关注（一）：中国放松管制前景分析	42
核心观点.....	42
中国为什么需要放松管制？.....	42
我们还在管制什么？.....	45
中国放松管制路径.....	47
投资建议.....	49
政策关注（二）：国际数量型放松货币政策	50
最近进展：中国即将被数量型放松货币政策包围.....	50
数量型放松与金融机构“管道疏通”、财政刺激想结合，再通胀效果会更好.....	51
货币竞争性贬值或不可避免，打乱原有体系下相对稳定的增长和物价预期.....	51
大宗商品接近或者已过底部，股票波动加大.....	52

插图

图表 1: 美英居民储蓄率和经常帐户余额比重.....	6
图表 2: 中金和一些其他机构对美国经济增长的预测.....	7
图表 3: IMF和OECD最新预测	7
图表 4: GDP同比和环比增速及预测	8
图表 5: 最终消费实际增速	9
图表 6: GDP增长来自三大项的恭献	9
图表 7: 零售名义增速与GDP名义增速几乎同步.....	10
图表 8: 城镇固定资产投资、房地产开发投资及商品房在建和新开工面积同比增长	10
图表 9: 四万亿投资结构	11
图表 10: 商品房销量和去库存化时间	11
图表 11: 第二产业投资增速和信贷增长、工业企业利润率.....	12
图表 12: 中国宏观经济指标预测	12
图表 13: 2005-2009 月度新增贷款量（左）及 1998-2002 年新增贷款增速（右）	13
图表 14: 新增贷款金额（左）及百分比（右）	14
图表 15: 票据贴现量与比例	14
图表 16: 2009 年关键期限记账式国债发行计划.....	15
图表 17: 2008、2009 记账式国债年期与发行量比较.....	15
图表 18: 中国国债收益率曲线	15
图表 19: 外汇占款（左）及M1 增速（右）	16
图表 20: 央票（左）及国债（右）到期时间及金额.....	16
图表 21: 货币乘数（左）及M2 与法定准备金率（右）	17
图表 22: 中长期贷款与第二产业固定资产投资（左）及工业增加值（右）	17
图表 23: 一年期央行票据收益率与银行贷款利率（左）、名义利率与消费品零售增长率（右）	18
图表 24: 实际利率与上证综指（左）、M1 与新开证券户口（右）	18
图表 25: 中国货币供应与通胀	19
图表 26: 美国经济复苏阶段股市表现和估值(1982、1992).....	20
图表 27: 美国经济复苏阶段股市表现和估值(2003).....	21
图表 28: 美国经济复苏阶段股市分行业表现.....	21
图表 29: 美国经济反弹未企稳阶段股市表现和估值.....	22
图表 30: 台湾和日本股市表现与GDP增速.....	23
图表 31: 台湾对外贸易（上）以及货币和信贷.....	23
图表 32: 中金重点研究A股公司分行业盈利增长预测及估值水平（截至 2009 年 4 月 3 日）	25
图表 33: 中金重点研究A股公司分行业 1 季度盈利和收入增长预测	26
图表 34: 中金和市场一致预期对沪深 300 指数 09 年盈利增速调整.....	27
图表 35: A-H溢价（市值加权）	27
图表 36: 全球主要市场估值比较	28
图表 37: 去年底至今和年初至今中金行业指数表现.....	29
图表 38: 去年底至今和年初至今风格指数表现.....	29
图表 39: A股整体和非金融板块分季度盈利增速.....	30
图表 40: 沪深 300 指数市盈率和市净率区间.....	30
图表 41: A股行业配置建议	33
图表 42: A股重点推荐组合	34

图表 43: MSCI 中国一季度（左）及去年底至今（右）行业表现	35
图表 44: 中金港股票池一季度（左）及去年底至今（右）行业表现	36
图表 45: MSCI 中国指数 2009 年盈利预测趋势	37
图表 46: 股指盈利增长预测及估值水平	37
图表 47: MSCI 中国指数分行业盈利增长预测及估值水平	37
图表 48: 中金覆盖港股盈利增长预测及估值水平	38
图表 49: MSCI 中国指数市盈率（左）及市净率（右）	38
图表 50: 恒生指数市盈率（左）及市净率（右）	39
图表 51: 中金港股投资组合	40
图表 52: 中金推荐组合表现：今年以来上升约 9% 好于大盘 2 个百分点	40
图表 53: 中国与美国 GDP 的产业结构比较	43
图表 54: 中国国民收入分配不均，财政收入增速高于居民收入，居民收入中经营性收入占比很小	44
图表 55: 中国医疗资源仍然不足	44
图表 56: 医疗卫生资源的结构性矛盾亦明显	45
图表 57: 教育资源的结构性矛盾突出	45
图表 58: 我国目前存在的部分管制情况	46
图表 59: 我国居民医疗支出中个人支付部分占比较高	48
图表 60: 我国民间金融众多，甚至成为企业融资渠道的重要依赖	48
图表 61: 放松管制受益个股组合	49
图表 62: 全球主要国家的相关利率处于百年来的低位	50
图表 63: 英国、美国、法国等大萧条时期相继放弃金本位制度，相继摆脱通缩	50
图表 64: 美国货币供应量（左）、1933 年后美国财政支出大幅增加	51
图表 65: 一战以来的美国物价指数及物价指数的波动率（灰色为战争期）	52
图表 66: 以美元和英镑表示的黄金价格	53
图表 67: 黄金与利率：黄金的大小上升周期一般开始于经济不确定性增加、大幅降息	53
图表 68: 原油自 1900 年以来的价格走势（左）和石油黄金价格比（每盎司黄金可以兑换原油桶数）	54
图表 69: 大萧条时期（左）和 2008 年至今（右）主要大宗商品和基础材料价格从高点到低点跌幅	54
图表 70: 大萧条时期主要大宗商品和基础材料价格拐点：货币（上两行）还是存货（下两行）？	55

观点回顾

我们说过什么？

我们前期在 09 年策略报告（11 月 27 日走入盈利低谷，股市能否“脱熊”以及 1 月 12 日预期回归现实，股市前高后低）中的主要观点：

- **盈利：**基于对 08-10 年宏观经济增长的判断，我们预计 08 和 09 年 A 股整体上市公司的净利润增长分别为 5.8%和-15.2%（其中非金融企业增长为-3.7%和-23.4%）。
- **经济：**金融危机对经济影响的最坏时期可能在今后两到三个季度显现。发达国家经济 09 年全面衰退，上半年或见最差阶段。09 年主要贸易伙伴陷入经济困境，中国出口增长前景日益黯淡，房地产投资和消费增速亦将大幅放缓。
- **行业：**房地产有可能成为为数不多的亮点之一，大幅减息和房价调整有助于居民购房刚性需求和购买力的恢复，加速商品房库存消化以及缩短行业调整的周期及幅度。基建力度的加大有助于拉动钢铁、水泥、工程机械、电力设备、煤炭、电力以及建筑服务行业的需求。农村消费受制于收入增长无法寄予厚望，居民消费对利率不敏感，而更多受收入增速下滑的影响，周期性消费品仍将面临盈利风险，必需消费具有相对的防御性。
- **政策和市场反应：**货币及财政政策力度和频率未来依然存在超预期的可能，而且政策重心可能转向刺激房地产、消费需求拉动经济的措施上。政策的作用使得经济有望在 2009 年下半年出现一定的恢复，预计将给股价带来正面的提振。我们相信对市场最大的超预期将会是更大幅度的减息、涉及房地产行业的税收政策调整等针对房地产行业需求的实质支持等措施，并将会给低估值的龙头、高杠杆开发商的股价较大的推动力。
- **全年市场展望（港股）：**大盘 09 年触底可能性高。港股从市盈率、市净率、分红收益率及隐含风险溢价率来讲皆接近历史估值底部范围，估值风险释放比较充分，企业盈利如在 2009/2010 年见底，大盘于 2009 年触底可能性很大。
- **全年市场展望（A 股）：**A 股 09 年前高后低。A 股估值风险仍未充分释放，可能在盈利下调风险之上还有 10-20%的下行空间。前高的推动来自（1）下半年经济好转的预期，（2）市场对当前经济恶化数据和消息的承受力增强，（3）商品价格超跌反弹，（4）货币政策放松下充裕的市场流动性。后低的理由包括（1）即使经济增长有所反弹，也难以持续，（2）盈利进一步低于预期的可能，（3）当前的股价变化反映了许多预期中的政策效果，一旦下半年乐观预期落空，股市必将受到打击，（4）流动性独自难撑股市。

哪些变化超出了我们的预期？

一个季度的时间已经过去。经济、政策和市场的进展与我们之前的总体判断出入不大。但是我们看到三个超预期的表现。首先，我们低估了 A 股这一轮盈利下降的幅度，而且业绩的低谷期开始更早，出现在 08 年 4 季度（行业汇总显示 08 年 4 季度中金覆盖公司总体净利润增长预计为-62%，08 年全年利润因此将下滑 11%）。其次，尽管我们认识到海外经济将受金融危机严重冲击，但全球经济（尤其是发达国家）的表现仍然大幅低于预期，表明这次经济危机的严峻程度；而主要经济体的政策反应（包括财政刺激和数量型货币政策扩张）比我们想象的更为激进。第三，中国货币政策放松所导致的信贷增加的程度大幅超出预期。

实体经济：反弹在即，反转难言

核心观点

美国经济下滑有减速迹象，带来下半年经济止跌企稳的希望；更为低迷的欧洲和日本使外围经济总体的萎缩可能到2010年才有改观。与此同时，国际经济和金融体系依然风险重重。预计中国经济反弹在2季度开始显现，然而消费、出口和房地产投资年内将继续拖累增长。

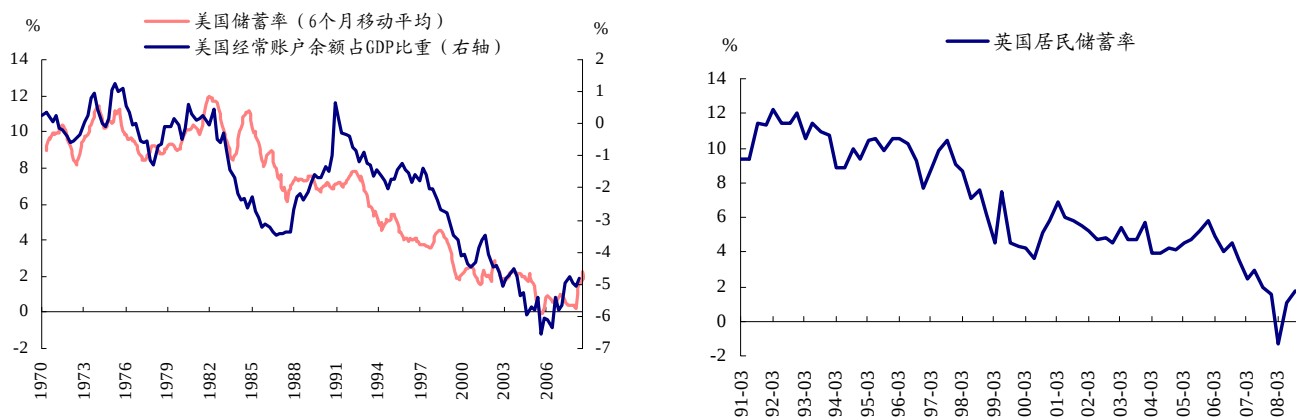
中国经济面临的直接挑战是持久性需求结构变化。未来经济持续增长的动力来自包括房地产在内的消费和服务业。然而经济结构的调整需要以体制改革和资源再分布为基础，难以一蹴而就，传统工业部门的高投资不是实现未来经济持续增长的可靠途径，因此中国经济是否能在短期内迅速反转并稳步回升存在疑问。作为常规抗周期工具的货币政策，如果使用过度，可能造成流动性泛滥的局面，导致资产泡沫膨胀，并给未来经济增长和金融体系稳定带来隐患。

国际经济：预计整体止跌企稳将在09年末或10年

美国经济一线曙光？在08年4季度GDP大幅萎缩6.3%之后，目前有一些迹象显示美国经济下降的速度在放缓。二月份的零售数据、消费者信心指数、新屋开工和新成房屋销售、ISM新订单指数等都有一定的反弹，为经济下半年逐渐企稳带来一线希望。包括减税和公共开支增加在内的美国大规模财政刺激计划在2季度开始逐渐实施，有望减缓经济下滑的势头。如果美国政府设计的金融机构去坏帐的计划和美联储“数量型扩张”的货币政策能取得预期中的效果，将为未来经济复苏再添动力。

国际经济再平衡仍然在持续当中。我们在近几期中期策略报告强调，全球经济再平衡是国际经济中长期调整的主线之一。美英等主要发达消费国在信贷危机冲击之下消费萎缩，储蓄率上升（图表1），贸易赤字收窄，明显反映了这个趋势。而这个趋势对失衡另一端的国家来说意味着（1）贸易顺差的相对缩小和对经济增长贡献的下降，（2）出口和工业生产放缓/萎缩以及其对出口相关部门的投资、就业等产生负面影响。

图表1：美英居民储蓄率和经常帐户余额比重



资料来源：CEIC、中金公司研究部

乐观的预期是美国经济于 09 年下半年止跌，不确定性来自金融系统能否快速修复。美国 07 年底开始的衰退已经成为二战以后最长的一次衰退。尽管楼市和消费最新数据有所好转，但单月数据是否就意味着趋势的转变依然不明朗，尤其是房地产市场和消费未来依然将受到不断攀升的失业率的负面影响。与此同时，出口和商业投资的大幅下降仍然将使 1 季度的经济下滑幅度较大（市场预期在 5% 以上），我们宏观经济学家认为 1-2 季度 GDP 将继续下落，三季度见底之后的回升在未来几个季度都将是较为疲弱，明显低于美国经济长期的潜在增速（图表 2）。其主要原因是即使金融系统在运作上有所恢复，但去杠杆化和监管程度的提高将使信贷和消费难以回到金融危机之前的水平。未来几个季度美国经济走势的最大不确定性来自于美联储和财政部是否能够通过目前推出的计划达到为金融机构卸下包袱、促使信贷重新扩张的目的。

图表 2：中金和一些其他机构对美国经济增长的预测

GDP 增长预测，%	年度同比		季度年化环比					
	2009	2010	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10
中金	-2.6	1 — 1.5	-5	-2	0	1.2	1.5	1.5
摩根大通	-2.5	1.9	-5	-2	1	1	2	-
高盛	-3.2	1.2	-7	-3	1	1	1.5	1.5
瑞士信贷	-2.4	3.5	-5.5	-1	0.9	2	-	-
摩根斯坦利	-3.3	1.8	-5.5	-4	-1	1.5	2.5	3.4
国际货币基金组织	-2.6	1.6	-	-	-	-	-	-
美联储	-1.3 — -0.5	2.5 — 3.3	-	-	-	-	-	-

资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

更为低迷的欧洲和日本经济状况使我们相信外围经济总体的萎缩可能到 2010 年才有改观。过度依赖出口拉动的增长模式使得日本在这次全球经济下行中遭受重创，出口大幅萎缩，1-2 月份出口同比降幅都在 50% 左右，对亚洲、欧洲、美国、中国等主要贸易伙伴出口的跌幅呈现普遍的扩大，1 月份出现了 13 年来首次经常账户赤字。在出口的拖累下，工业生产大幅萎缩。最新的通胀数据显示通缩风险可能重临日本经济，而日本政府高负债的困境使财政政策灵活性大大受限。欧洲最大经济体德国面临与日本类似的问题——出口萎缩和工业生产大幅下降。欧元区 2 月份制造业 PMI 再创新低，成份指标出现普遍收缩，德国 2 月份制造业 PMI 指数虽有企稳迹象，但并未显出改善的势头，因此欧洲近期工业产出降幅可能仍将维持高位。考虑到出口及工业产出对欧洲经济举足轻重的地位，其加速下滑的态势可能使欧洲经济在 09 年上半年加速萎缩，恶化速度或更甚于美国。

由于欧洲和日本在美国之后进入衰退，而出口对经济的重要性相对较高，使其更依赖国际经济的拉动，这两个地区的经济复苏很可能滞后于美国，使得发达国家经济总体见底的希望推后到 2010 年。而最新国际机构（IMF 和 OECD）的预测认为发达国家 2010 年的增长基本为零（图表 3）。

图表 3：IMF 和 OECD 最新预测

GDP 增长预测（%）	IMF (发布时间 2009 年 3 月)			OECD (发布时间 2009 年 3 月)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
全球	3.2	-1.0 to -0.5	1.5 to 2.5	-	-	-
美国	1.1	-2.6	0.2	1.1	-4.0	0.0
欧元区	0.9	-3.2	0.1	0.7	-4.1	-0.3
日本	-0.7	-5.8	-0.2	-0.6	-6.6	-0.5

资料来源：IMF、OECD、中金公司研究部

国际经济依然风险重重。发达国家金融系统若能在目前主要央行和政府的各种计划之下得到快速的修复，将成为对国际经济的重要推动力，并给资本市场带来惊喜；反之，世界经济的前景将继

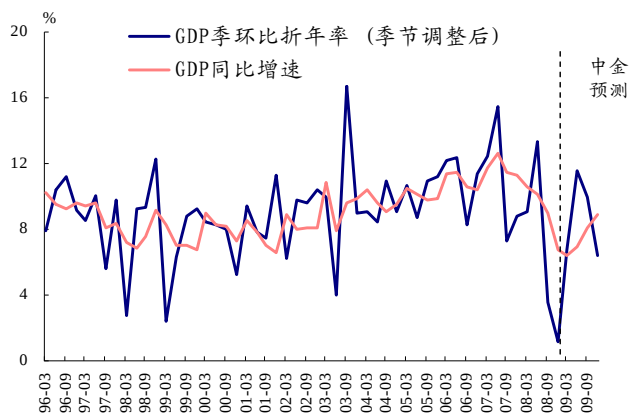
续黯淡。除此之外，主要央行的数量型放松将带来国际汇率体系的大幅震荡，对国际金融和贸易存在抑制作用，为世界经济的有效恢复抹上一层阴影。贸易保护主义的抬头将加剧这个问题的严重性，成为未来经济复苏的绊脚石。此外，受到金融危机严重影响的欧洲新兴市场是否再次促发新一轮的金融动荡值得关注。

中国经济：寻找可持续发展的动力

预计经济反弹在 2 季度开始显现。在 08 年底开始的信贷增速和制造业 PMI 等先行指标出现反弹之后，近期的一些行业数据（包括汽车销量、房地产销量、发电量等）给出了经济有所改善的一些信号。政府的四万亿刺激内需的计划为经济带来的作用应该是显著的，而货币政策的放松也能够带来刺激需求的效果。二季度经济环比回升可以预期（图表 4）。

然而其他经济条件依然在向弱的方向变化，这些条件的未来变化成为判断经济反弹的力度和持续性的主要指标。正如我们 09 年全年的策略报告中预计的，出口、消费和房地产投资的放缓仍将持续，外需的压力在上半年尤为突出。如果缺少这些部门往日对宏观经济的拉动力和持续度，财政支出和货币政策刺激所导致的经济反弹将较弱并且其持续度不能保证。1-2 月份的中国经济表现证实了我们的判断，尽管投资拉动的效果更早的出现在固定资产投资数据中，但出口的下降，房地产投资的停滞和零售增速的下行使得工业生产的增速仅达 3.8%，工业企业利润大幅下降 38%，因此将拖累 1 季度 GDP 增速（中金宏观组预测 6.0-6.4%）。

图表 4：GDP 同比和环比增速及预测



资料来源：CEIC、中金公司研究部

出口、消费和投资展望

➤ 出口上半年在外需下降形势下继续面临下行压力，下半年有望低位企稳。

中国的出口增速 1-2 月份大幅下降至-21%，显示了近期外部需求的严峻性。依据历史数据的简单测算显示，全球经济增长下降 1 个百分点，中国出口的增速下降 7-8 个百分点，IMF 预计全球经济增长为-0.5%到-1.0%，较 08 年的 3.2% 增长下滑大约 4 个百分点，因此 09 年中国出口出现 10% 左右的负增长的可能性较大。

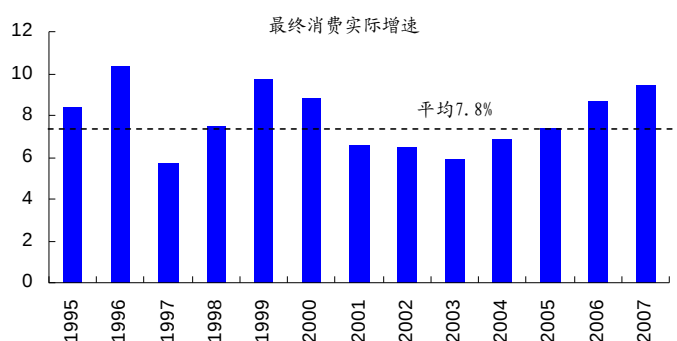
上半年主要发达国家的经济继续恶化，中国的出口难以改善。但如果下半年外围经济逐渐下跌的速度放慢，我国的出口有可能在低位逐渐企稳。目前国际经济继续下行使得许多国家依然处在去

库存化的过程中，进口的需求不会提高，而可能继续恶化。例如，尽管美国的商业部门的总体库存不断下降，但库存/销售比例却仍然保持在高位。而中国的一些重要出口国（如台湾、韩国等）虽然工业产出大幅下降，工业产品库存却是亚洲金融危机以来的高点。

➤ 消费随经济放缓而继续趋弱

从历史经验上看，中国 GDP 增长中的最终消费增速在经济下行期间有明显下降，如 97-98 年和 01-03 年。这两个期间中国经济都受到外围经济的影响，消费需求增长在收入下降的影响下放慢速度（图表 5），对 GDP 的贡献度下降（图表 6）。尽管中央和地方政府目前采取了许多措施推动消费（以前遇到外围经济影响时亦是如此），我们不认为消费是一个短期内政策措施能够轻易启动的领域，维持今年消费放缓的判断。

图表 5：最终消费实际增速



资料来源：CEIC、中金公司研究部

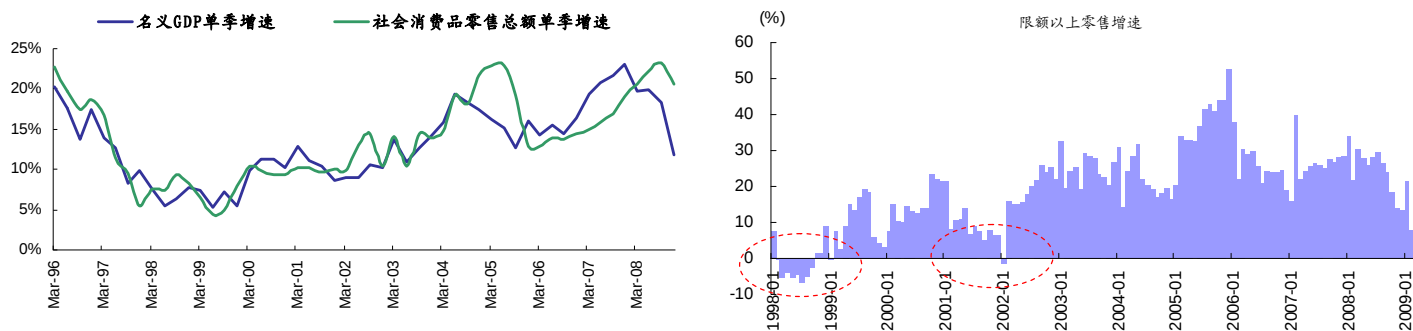
图表 6：GDP 增长来自三大项的贡献

来自三大项的贡献				
	最终消费	资本形成	净出口	GDP 增长
1998	4.4	2.1	1.3	7.8
1999	5.8	1.9	-0.1	7.6
2000	5.4	1.8	1.2	8.4
2001	4.1	4.2	-0.1	8.2
2002	4.0	4.4	0.7	9.1
2003	3.5	6.4	0.1	10.0
2004	3.9	5.6	0.6	10.1
2005	4.0	3.9	2.5	10.4
2006	4.5	4.9	2.2	11.6
2007	4.7	4.6	2.6	11.9

资料来源：IMF、OECD、中金公司研究部

中国的零售名义增速与 GDP 名义增速基本步调一致（图表 7）。从 1-2 月份的零售名义增速高达 15.2%，而预期中的一季度名义 GDP 增速预计仅为 6-7%，因此零售增速的进一步下降至 10% 以下是可以预期的。在过去经济放缓时，限额以上零售总额增速两次进入负增长（图表 7），也预示着规模以上的零售企业可能面临更严峻的考验。居民消费是主要受收入增长影响并带有很强习惯性，政府出台的各种刺激政策是否能够显著稳定/拉动消费并不明朗。

图表 7：零售名义增速与 GDP 名义增速几乎同步

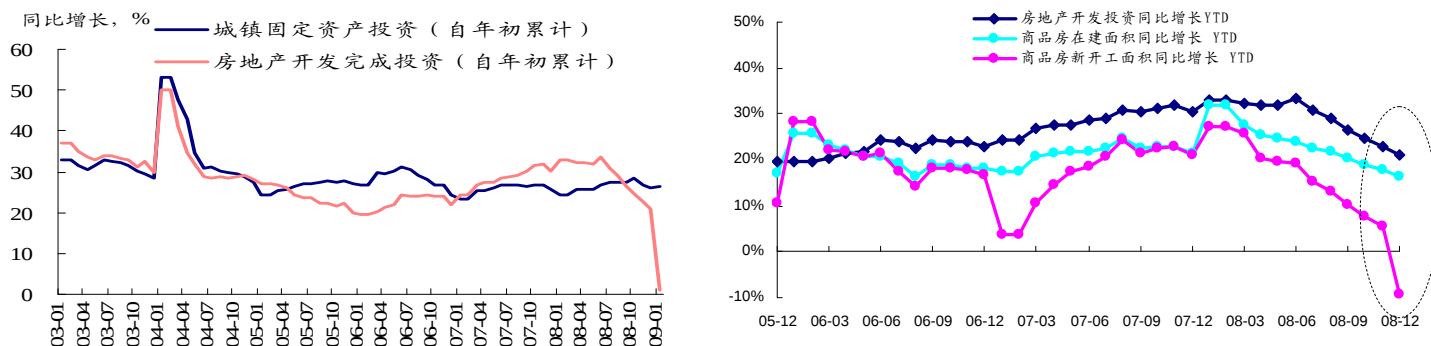


资料来源：CEIC、中金公司研究部

➤ 房地产行业仍在去库存当中，今年拉动经济增长的动力较弱。

虽然成交量有明显反弹，但房地产投资已进入停滞状态（1%增长，图表 8），而且房地产行业去库存时间较长。从新开工面积（图表 8）和土地购置和开发面积都进入负增长的状况来判断，投资增速将进一步下滑。我们地产分析员预计房地产开发投资 09 年将同比下降 8%。

图表 8：城镇固定资产投资、房地产开发投资及商品房在建和新开工面积同比增长



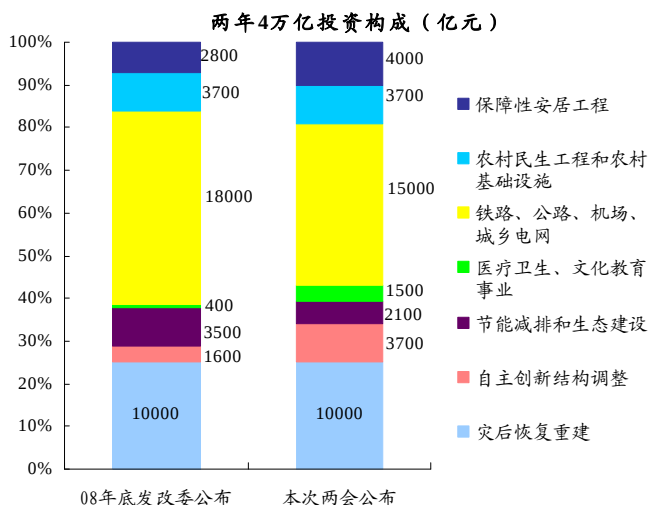
资料来源：CEIC、中金公司研究部

寻找未来持续增长的新动力

中国经济面临的直接挑战是持久性需求结构变化。近年来外需驱动的增长模式表现为，出口繁荣拉升投资，并通过就业和收入增长推动消费和（一定程度上）房地产行业。如今这一条增长链的源头上引擎熄火，各个环节相应降温冷却，给经济增长带来了沉重的压力。

财政政策的扩张（图表 9）将在短期内稳定经济和就业，但不具备替代多年来出口对经济持续推动的能力。而本质上，货币政策起到的同样是短期内稳定经济的作用。

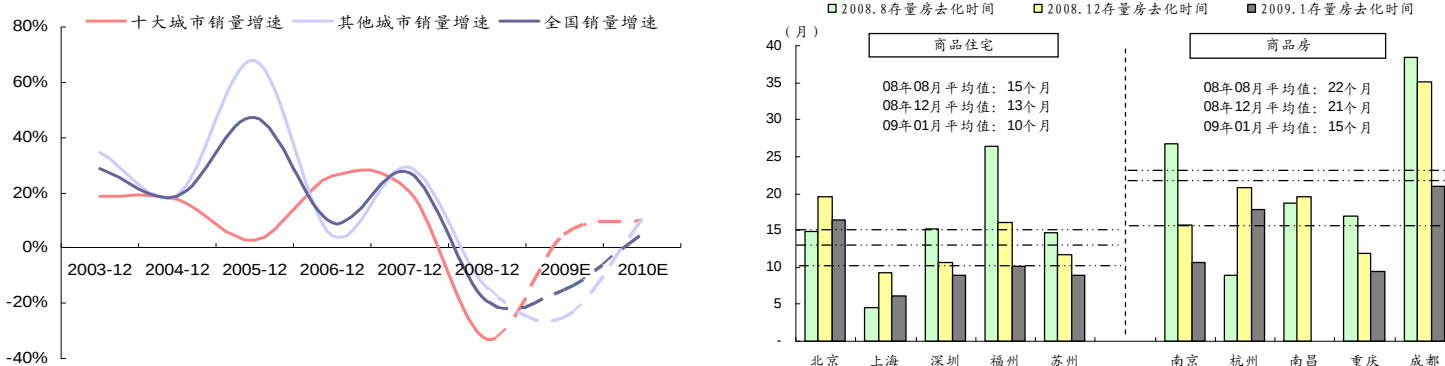
图表 9：四万亿投资结构



资料来源：国家发改委、全国人大、中金公司研究部

持续稳定增长的未来动力不可避免地落在了内需中的消费和服务业。我们认为，房地产需求中的刚性自住需求具有长期增长的潜力，因此这个行业可能在这一轮调整之后重新占据支持经济的支柱地位（请参见我们3月13日出版的报告《中国经济的一线曙光》）。中国政府近来推出的刺激内需和行业振兴的庞大计划中同时包含了促进消费的一系列措施，另一个产业链较长的汽车行业也具有较大潜力。另外，政府还在医疗保障等方面增加了支出，为长期推动消费的稳健增长创造了更多的条件。货币和信贷的放松为住房和汽车等更多依赖信贷支持的需求也带来了短期的刺激。

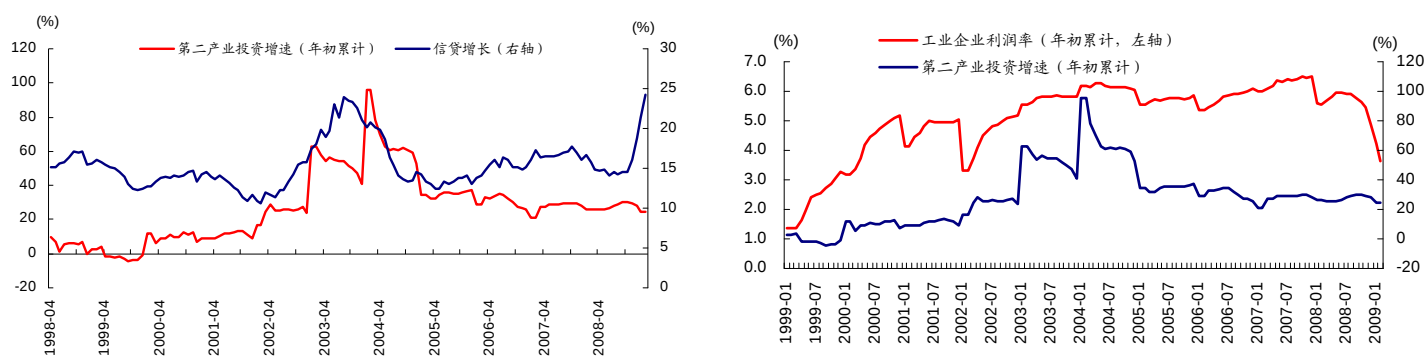
图表 10：商品房销量和去库存化时间



资料来源：CEIC、搜房网、中金公司研究部

传统工业部门的高投资不是实现未来经济持续增长的可靠方式。尽管工业企业面临利润率的大幅下滑和十分困难的经营环境（图表 11），货币信贷政策宽松和低资金成本在支持基础设施项目投资和购房需求的同时，也可能刺激工业部门投资（图表 11）。这个部门的投资可能拉动投资品需求和就业，带来短期繁荣，但产能过剩的情况将进一步加剧，为未来增长的持续性带来担忧。

图表 11：第二产业投资增速和信贷增长、工业企业利润率



资料来源：CEIC、中金公司研究部

宽松的货币政策和充足的流动性可能造成资产泡沫的重新膨胀。虽然我们寄希望于内需增长成为未来经济持续上行的主要引擎，但总体来看消费和服务业的启动尚待时日，经济结构的调整需要以资源再分布为基础，难以一蹴而就，因此对中国经济在短期内迅速反转并稳步回升持怀疑态度。作为常规的抗周期工具的货币政策，如果过度使用，可能造成流动性泛滥的局面，导致资产泡沫，给未来经济增长和金融体系稳定带来隐患。目前肆虐全球的国际金融危机和日本 80 年代后期的资产泡沫的膨胀和破灭的背后都能找到货币政策应用过度 and 流动性泛滥的影子。

图表 12：中国宏观经济指标预测

实际同比增速 % (除非额外注明)	2006	2007	2008	2009F (考虑政策)*	2009上半年 (考虑政策)	2009下半年 (考虑政策)
GDP	11.6	13.0	9.0	7.6~8*	6.7	8.5
最终消费支出	10.4	10.9	10.1	9.3	7.9	9.7
城镇居民	11.5	11.6	8.6	6.5	6.3	6.7
农村居民	7.2	8.2	9.0	6.4	6.3	6.5
政府	10.5	11.4	13.0	15.0	14.5	15.5
资本形成总额	14.1	13.7	10.1	11.9	10.2	13.6
私人	14.3	14.1	10.0	5.7	5.3	6.1
政府	12.0	10.8	11.1	60.0	45.0	75.0
出口	23.9	19.8	8.0	-12.0	-13.0	-11.0
进口	16.0	13.9	6.5	-12.0	-13.0	-11.0
净出口 (对GDP增速的贡献)	2.2	2.3	1.1	-1.0	-1.1	-0.9
参考项目						
社会消费品零售总额	12.5	12.5	14.8	11.6	11.2	12.0
城镇固定资产投资	22.7	21.5	15.8	19.0	20.0	18.0
CPI	1.5	4.8	5.9	-0.3	-0.9	0.2
非食品	1.0	1.1	1.7	-0.5	-0.8	-0.3
食品	2.3	12.3	14.3	0.1	-1	1.2
PPI	3.0	3.1	6.9	-5	-6	-4
电力消费	13.7	15.3	5.2	2.4	2.0	2.8
人民币名义有效汇率 (升值幅度, %)	-1.5	1.7	12.9	0	0	0
1年期贷款利率 (%)	6.12	7.47	5.31	4.77	5.04	4.77

注：*各成分预测是基于7.6%的GDP增速

资料来源：中金公司研究部

“过剩”流动性趋缓，货币仍有放松空间

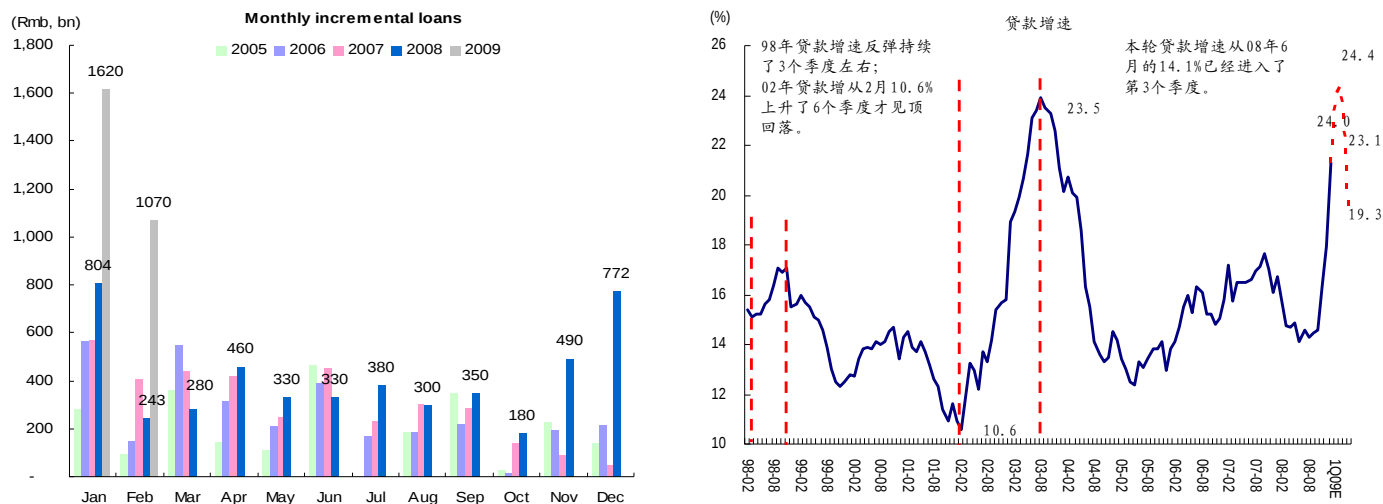
核心观点

自去年4季度以来中国货币政策趋向宽松，人民银行自去年九月开始共减息216个基点（以一年期贷款利率为基础）及下调法定准备金率250（大中型银行）到450（城商行及农信社）个基点，并在去年十一月到今年二月停发央票。今年一、二月份新增贷款分别达到1.62万亿元及1.07万亿元，二月贷款增速达24.2%为97年7月以来最高，M2也增速到远高于政府目标水平的20.5%。虽然贷款及货币供增速将可能有所放缓，但国内流动性应仍然保持充裕，法定准备金率仍在13%-15%的高水平，一年期基准贷款利率为5.31%，实际利率更达约7%，皆可在需要时进一步下调。不过如果宽松的货币政策使用过度，可能造成流动性泛滥的局面，导致资产泡沫膨胀，以及通胀并给未来经济增长和金融体系稳定带来隐患，我们也关注中短期流动性阶段性放缓可能对资产价格及股市的短期压力。

新增贷款速度将放缓

国内贷款增速以惊人速度飙升，银行贷款自去年八月低见14.3%后开始稳步提升，十一月开始明显加速到16.3%而新增贷款额达4900亿元。今年一、二月分别达1.62万亿元及1.07万亿元，三月份可能达1.6万亿元，使一季度新增贷款超过4万亿元。以目前趋势几乎肯定超过我们原来估计的全年6万亿元新增贷款。

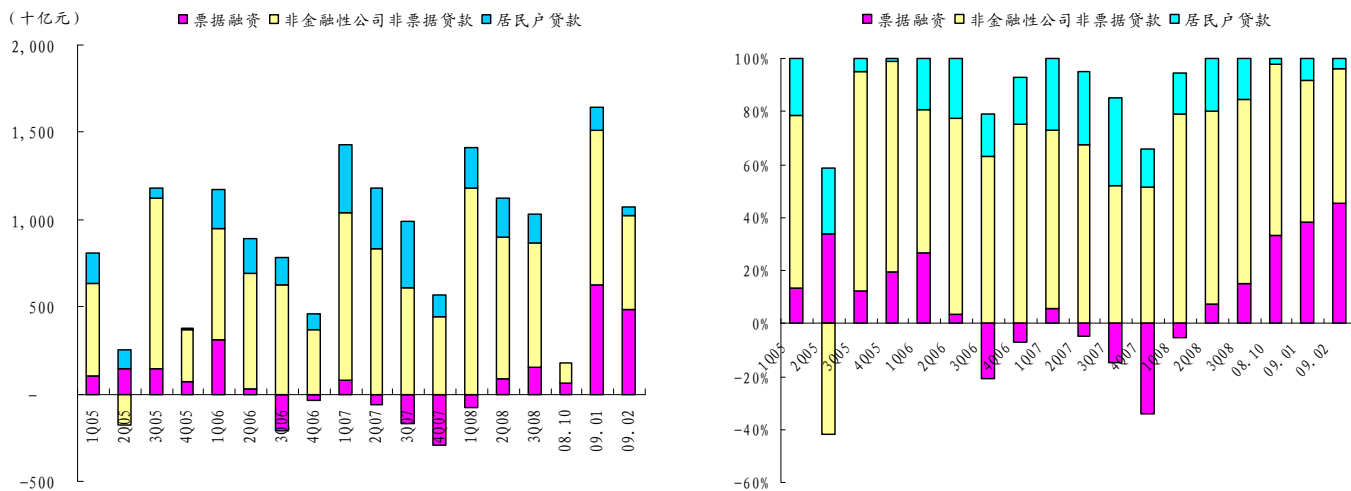
图表 13：2005-2009 月度新增贷款量（左）及 1998-2002 年新增贷款增速（右）



资料来源：人民银行、中金公司研究部

新增贷款结构不算理想，票据融资从07、08年上半年的负贡献猛增到二月的4870亿元占当月新增贷款的45.5%；居民新增贷款占比从07年四季度47%萎缩到本年二月份的4%，绝对金额从07年一季度近3900亿元下滑到去年三季度的1600亿元，至今年一、二月份也只有不到1800亿元。尽管同期除票据外的非金融机构贷款也大幅上升超过1.4万亿元，高于07年一季度的9590亿元，但仍然只占二月新增贷款一半。

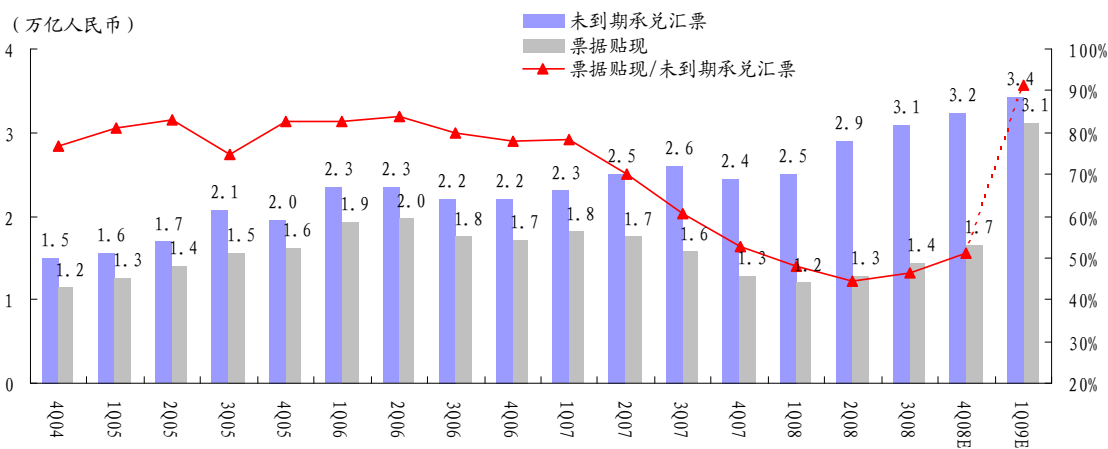
图表 14：新增贷款金额（左）及百分比（右）



资料来源：人民银行、中金公司研究部

经过近月大批票据被贴现后未贴现的承兑汇票所余无几（见下图），相信未来难以继续作为推动贷款增速主力，虽然政府基础建设投资贷款需求将在项目陆续开工下继续增加，居民按揭贷款在销售量回暖下应有所攀升，但制造业及房地产开发投资仍然疲弱近期难以恢复。即使我们假设一季度新增贷款相当于全年额度的一半，全年新增贷款将超过 8.5 万亿元；或者未来九个月新增贷款与去年持平，全年新增贷款也达 7.88 万亿元，但今年往后平均每月新增贷款也将从 1 季度超过 1.4 万亿元大幅放缓到 4000 亿到 4800 亿元。

图表 15：票据贴现量与比例



资料来源：CEIC、中金公司研究部

同时 2009 年国债发行也将在 4 月开始密集发行。当中以银行为主要对象的记账式国债其关键期限平均不到两周发行一次，加上非关键期限于 2009 年计划共发行 39 支较 2008 年增加 50%，估计平均每支规模 350 亿元较去年平均的 254 亿元增加接近 38%。近月国债利率曲线由于新增贷款增速及对长期通胀风险的预期有所提高，使国债长端利率有所上升，三年、五年期及七年分别为 1.669%、2.421%、2.892%，10 年期及以上的利率更回升到接近本次降息周期初期的水平。基于资本占用、风险、税务等考虑，我们相信银行对国债有较强需求并部分取代票据的增速。

图表 16: 2009 年关键期限记账式国债发行计划

关键期限记账式国债2009年发行计划	国债期限	关键期限记账式国债2009年发行计划	国债期限
二月十一日	七年	八月五日	五年
三月十一日	十年	八月十九日	七年
四月一日	五年	九月二日	一年
四月十五日	七年	九月九日	三年
五月六日	十年	九月十六日	十年
五月十三日	一年	十月七日	五年
五月二十日	三年	十月三十一日	七年
六月三日	五年	十一月四日	十年
六月十七日	十年	十一月十一日	一年
六月二十四日	七年	十一月十八日	三年
七月八日	一年	十二月二日	五年
七月十五日	三年	十二月十六日	七年
七月二十二日	十年		

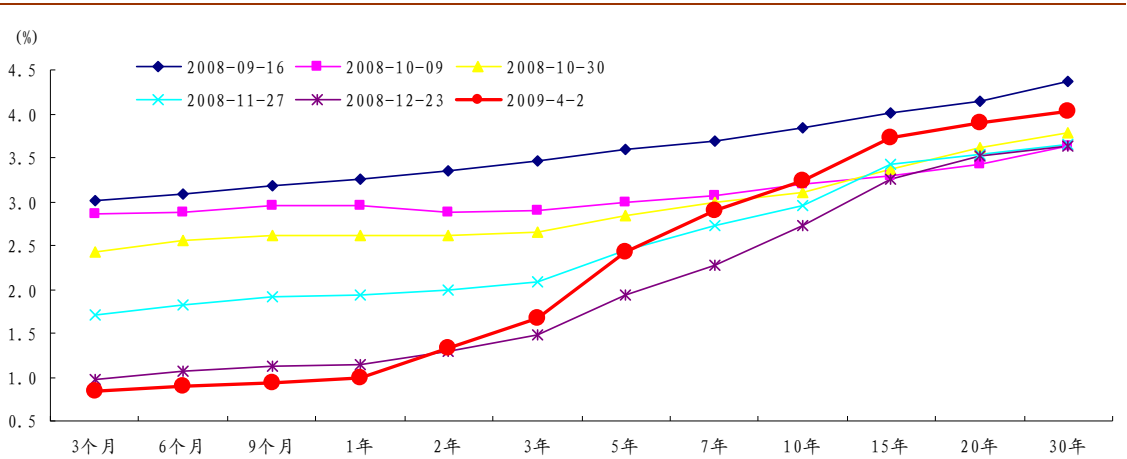
资料来源：中金公司研究部

图表 17: 2008、2009 记账式国债年期与发行量比较

发行量 (亿元)	2008	2009E
3个月	720	1,050
6个月	260	1,400
1年	751	1,400
3年	740.4	1,400
5年	800	1,750
7年	1,052.2	2,100
10年	1,009.5	2,100
15年	520	1,050
20年	240	700
30年	520	700
总计	6,613.1	13,650
总支数	26	39
平均每支规模	254.35	350

资料来源：中金公司研究部

图表 18: 中国国债收益率曲线

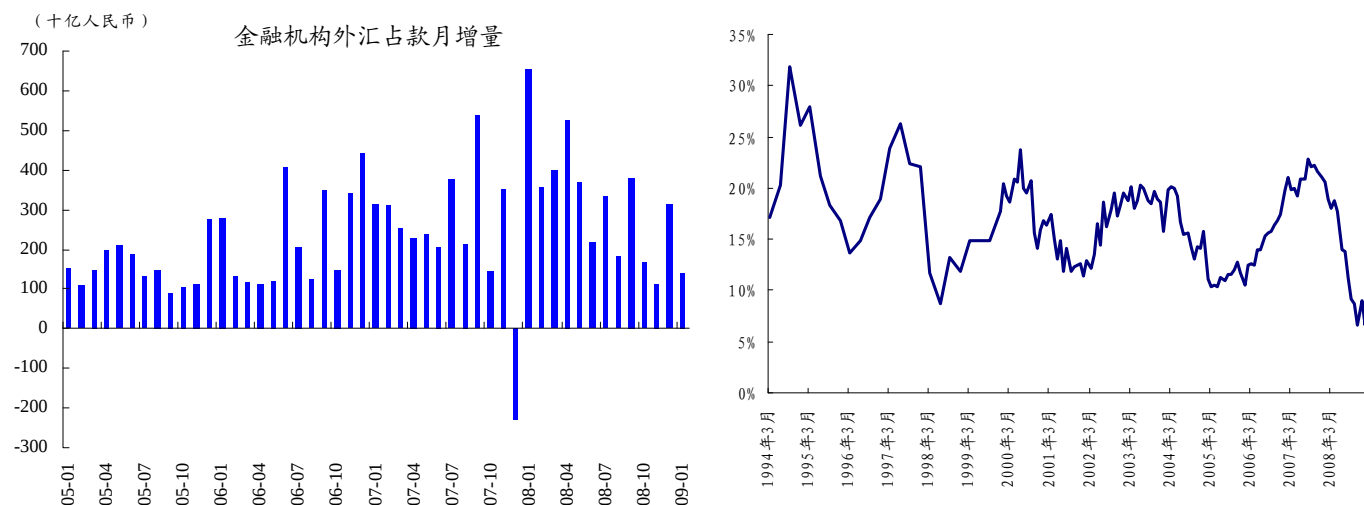


资料来源：WIND、中金公司研究部

新一轮货币宽松措施

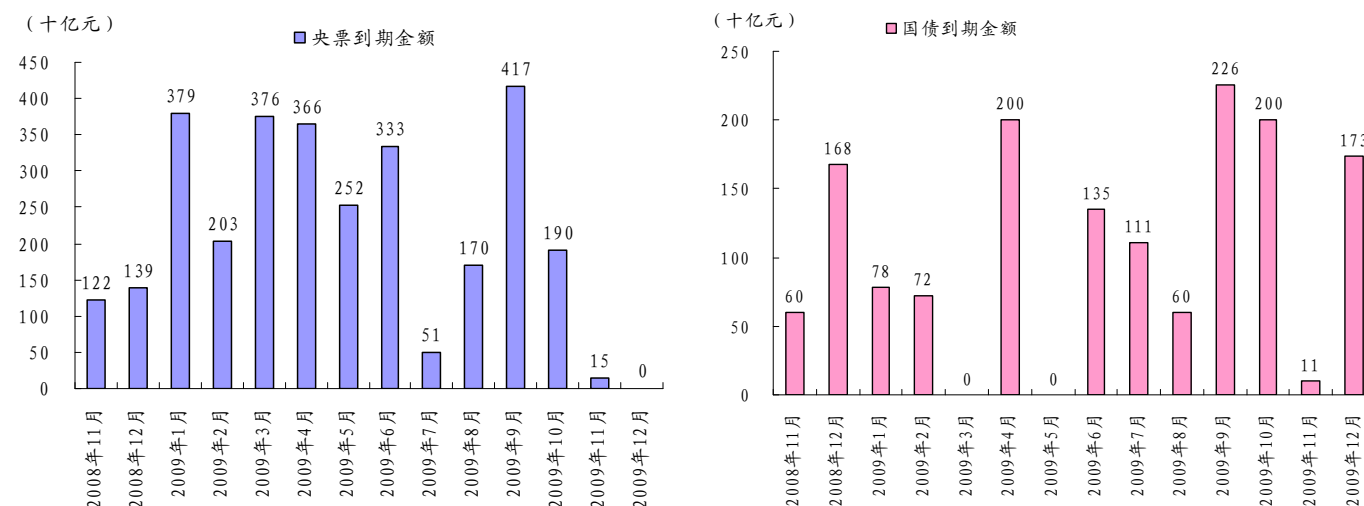
由于票据贴现业务在未贴现承兑票据大幅减少下有关贷款可能快速放缓，此外出口市场仍然疲弱而且资金可能继续流出引致外汇占款增速进一步减慢，使基础货币增长维持在较低水平，至于银行超额准备金率估计从去年底较高的 5.11% 水平下降到约 4%，加上未来几个月央票及国债的到期量较低（其中央票六月到期的 3330 亿元中有 2/3 是今年初发行的短期央票到期），减低央行对到期央票再融资的灵活性（今年以来央行发行了 4800 亿元央票，规模只等于一季度到期央票 9580 亿元的一半），市场流动性可能有所削弱。如果货币乘数继续偏弱、M2 增速放缓、同时非基础建设投资贷款需求尤其是制造业及房地产开发的中长期贷款仍然萎靡不振，政府可能从多方面包括公开市场操作，甚至是降低法定准备金率，以继续刺激信贷及市场流动性。不过由于市场利率仍然在较低水平，央行 3 个月票据发行利率仍然徘徊在 0.97% 的水平，加上企业投资以及居民消费对利率敏感度较低及对资金短期进一步外流的考虑，短期内减息的迫切性较低。

图表 19：外汇占款（左）及 M1 增速（右）



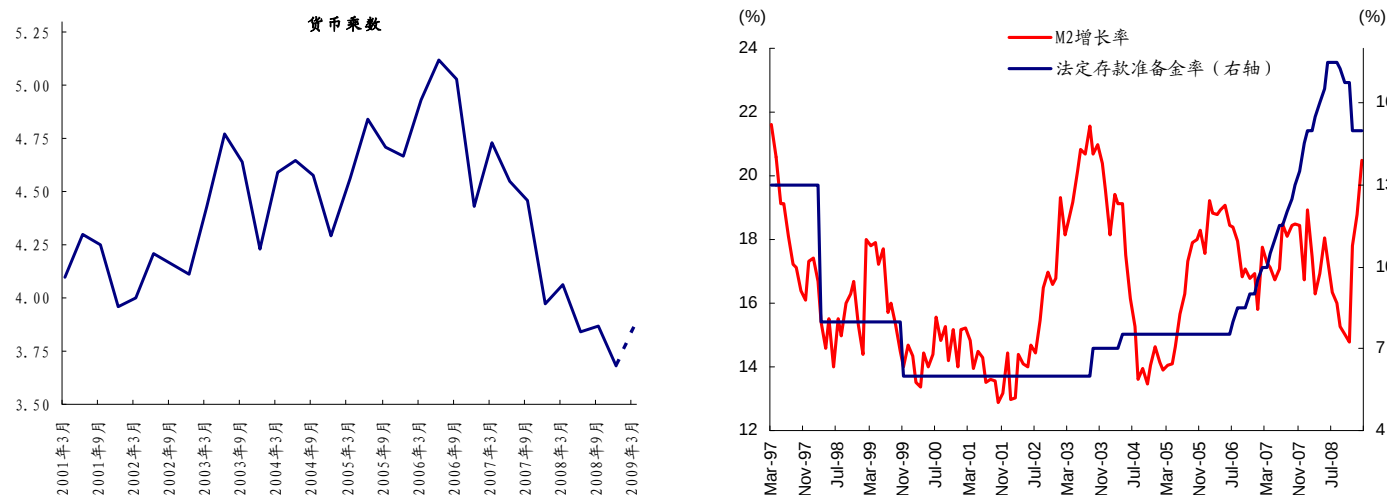
资料来源：人民银行、CEIC、中金公司研究部

图表 20：央票（左）及国债（右）到期时间及金额



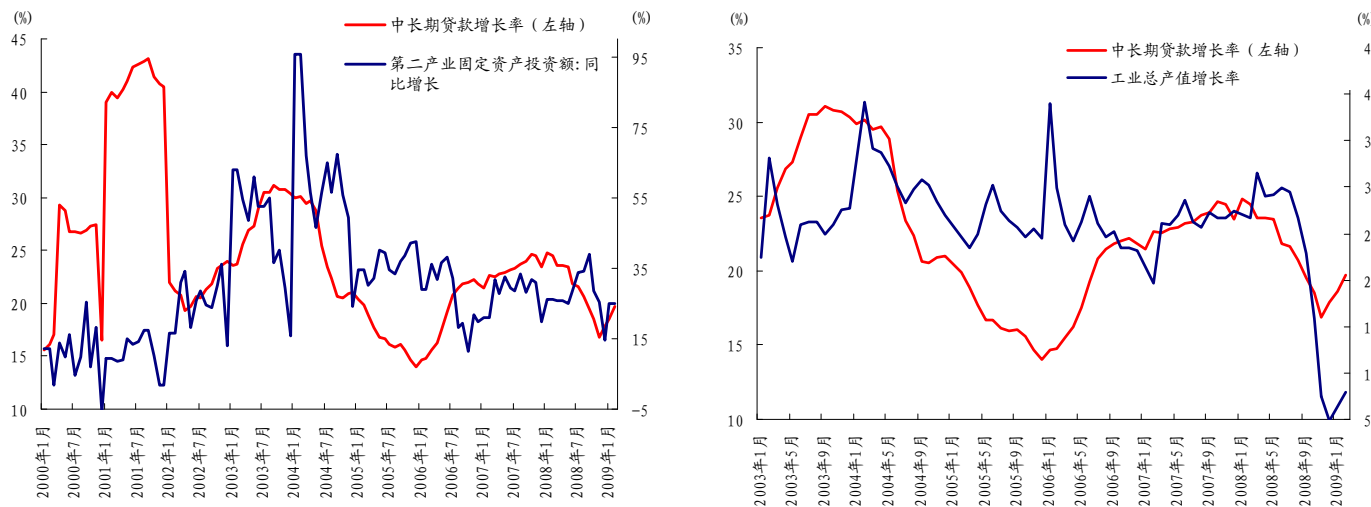
资料来源：WIND、CEIC、中金公司研究部

图 表 21: 货币乘数 (左) 及 M2 与法定准备金率 (右)



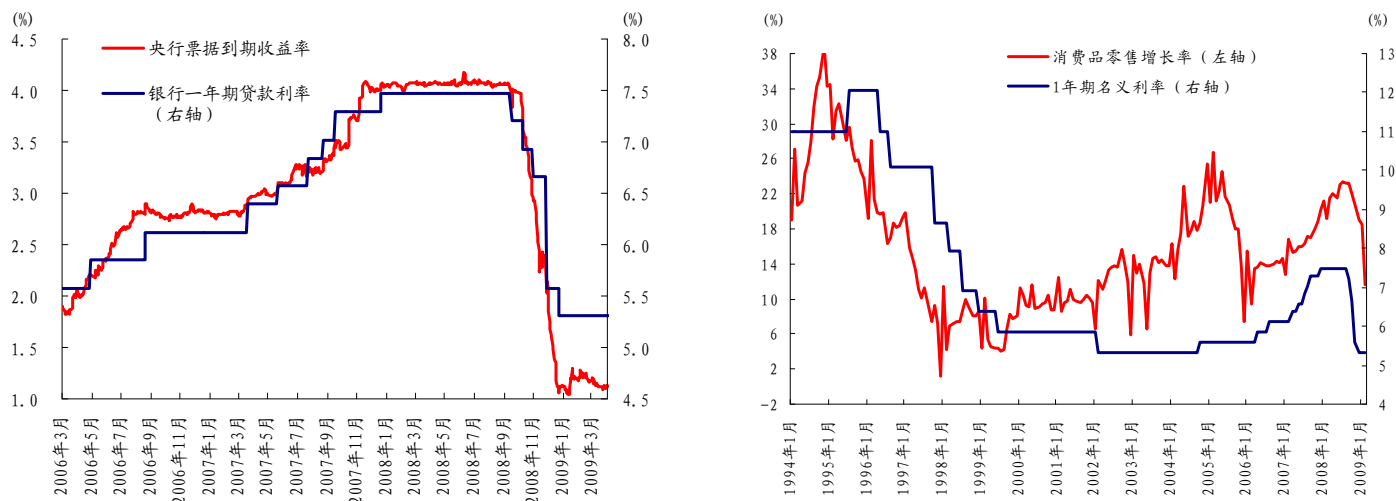
资料来源: WIND、CEIC、中金公司研究部

图 表 22: 中长期贷款与第二产业固定资产投资 (左) 及工业总产值 (右)



资料来源: WIND、CEIC、中金公司研究部

图表 23：一年期央行票据收益率与银行贷款利率（左）、名义利率与消费品零售增长率（右）

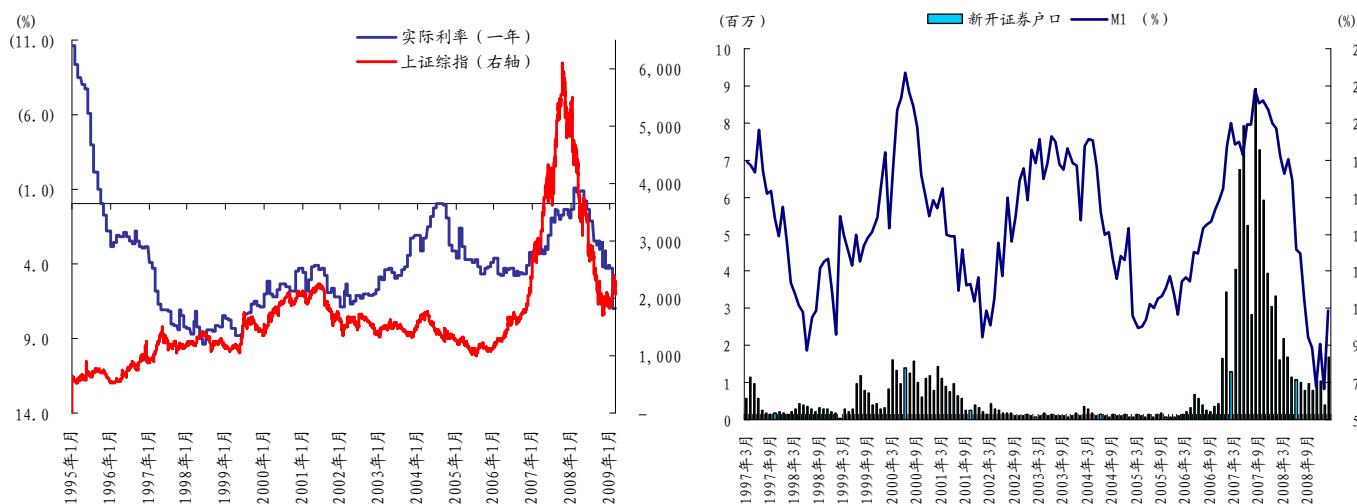


资料来源：WIND、CEIC、中金公司研究部

宽松货币的负作用：资产泡沫及通胀风险

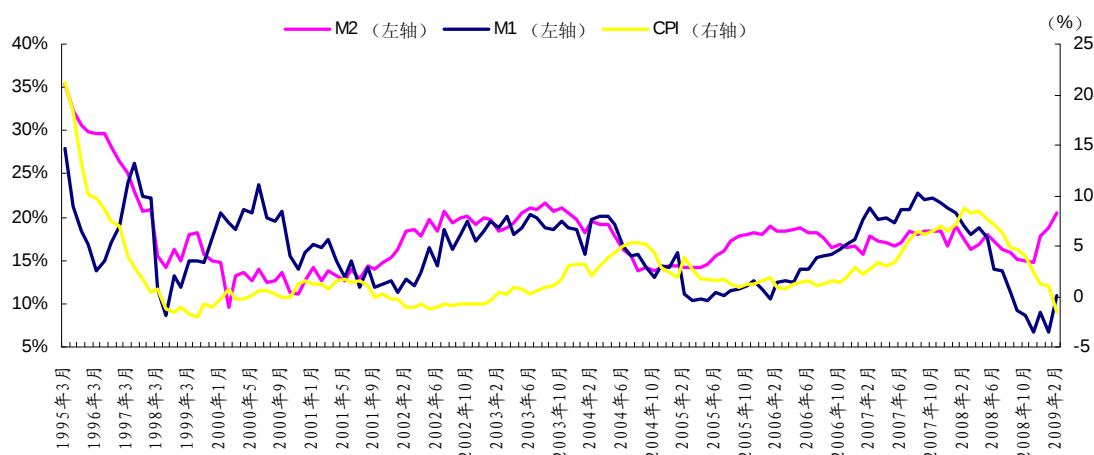
尽管我们认为中国仍然有空间在未来几个季度内维持宽松的货币政策，甚至作出进一步的放松以刺激内需，及支持政府用较低成本为财政支出融资。但过多流动性很容易引起资产价格上升引起泡沫，对经济稳定性及金融系统安全带来风险。同时如后文所述中国受全球数量型放松的包围，加上各国货币竞争性贬值，能源及其它大宗商品价格可能趋于更为波动，中国作为石油及基础金属等主要资源的净输入国，并以出口为导向的高外贸依存度经济体，能源及大宗商品价格上升将带来输入性通胀，加上国内充沛的流动性，将大大增加中国潜在的通胀压力及政策不确定性风险。所以我们建议投资者密切跟踪国内以及海外能源及大宗商品价格持续走势及通胀数据作为中国可能被迫收紧流动性的领先信号。

图表 24：实际利率与上证综指（左）、M1 与新开证券户口（右）



资料来源：WIND、CEIC、中金公司研究部

图表 25: 中国货币供应与通胀



资料来源: CEIC、中金公司研究部

复苏、复苏错觉和“后泡沫”时期的股市表现：他国的经验

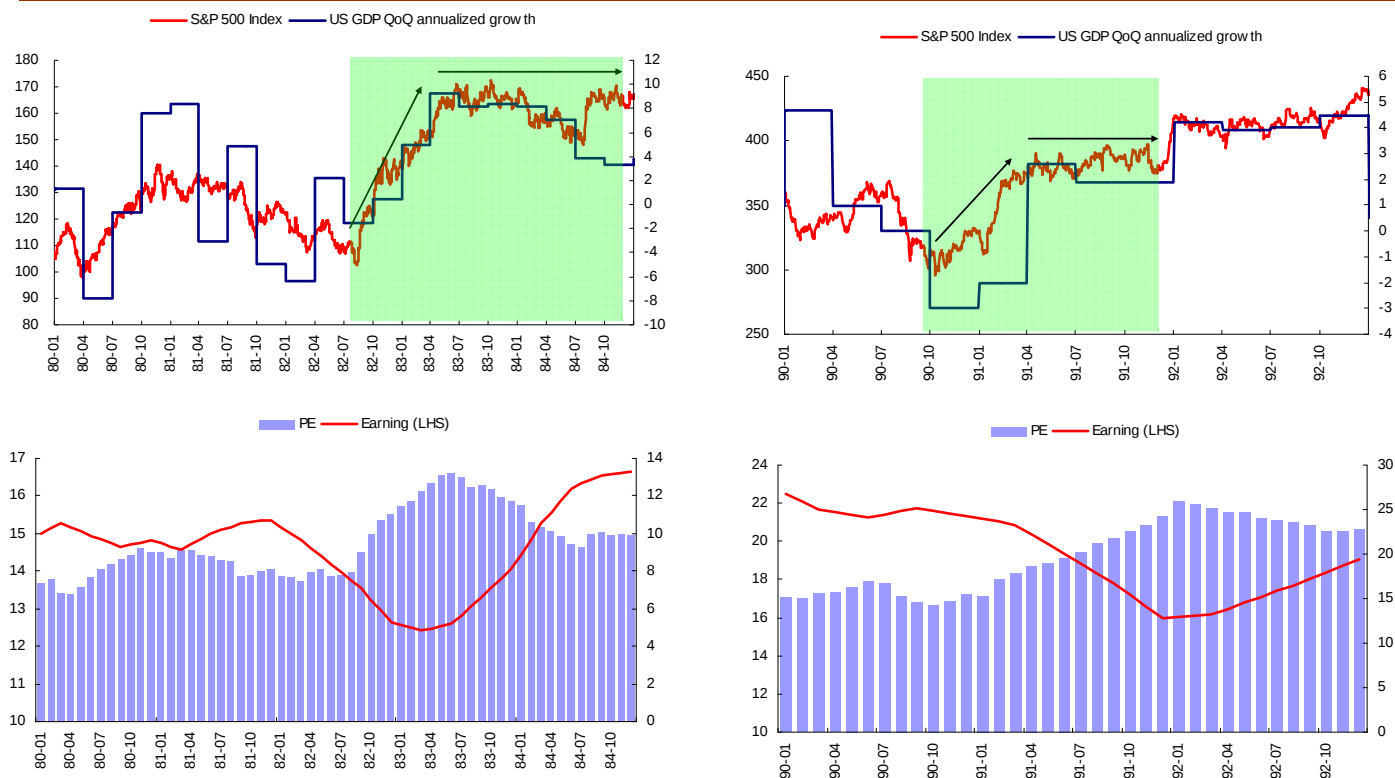
核心观点

从成熟市场典型代表的美国股市的历史表现来看，经济复苏后如果能持续走稳的话（82、92、03 年），股市表现先冲高后走平，快速上升期平均持续大约 8 个月，而后经历长达 10 个月的横盘震荡阶段；而如果经济反弹之后未能企稳（复苏错觉）（1980、1990 前期），股市前高后低，重新探底。日本和台湾“后泡沫”时期的股市亦是冲高回落，呈现倒“V”形。

- 从成熟市场典型代表的美国股市的历史表现来看，经济复苏后如果能持续走稳的话，股市表现先冲高后走平。

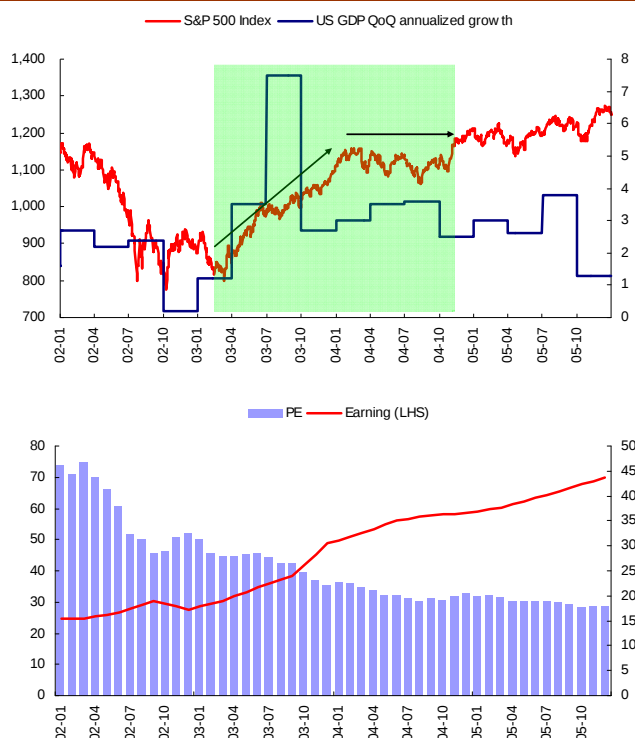
在最近三次美国经济复苏（1982、1992、2003）阶段，经济的周期性反转带来股市平均 8 个月左右的快速上涨，涨幅平均达到 45%。而后市场进入长达平均 10 个月的横盘震荡期，早期快速拉升的市场估值在盈利逐渐上升之下回归正常水平（图表 26-27）。

图表 26：美国经济复苏阶段股市表现和估值(1982、1992)



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 27: 美国经济复苏阶段股市表现和估值(2003)



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

在大市快速反弹上升期，周期性板块，如金融、基础材料、工业、科技等，表现相对较好，而市场进入横盘震荡阶段，医疗、电信、公共事业等弱周期的防御性板块则表现强于大市（图表 28）。

图表 28: 美国经济复苏阶段股市分行业表现

	80年代		90年代		2000年代	
	快速回升	横盘波动	快速回升	横盘波动	快速回升	横盘波动
	1982-8-15到 1983-6-26	1983-6-27到1984 年底	1990-10-17到 1991-4-18	1991-4-19到 1991-12-12	2003-3-12到 2004-1-4	2004-1-5到 2004-10-28
市场整体	62.6	-1.6	33.0	0.5	39.0	2.0
石油及天然气	49.8	-3.3	11.8	-11.4	27.4	22.1
基本材料	76.4	-12.4	37.6	-2.5	53.3	3.0
工业	77.0	-1.5	33.7	-4.2	47.2	6.7
消费品	87.9	-1.1	28.3	-11.0	55.9	-1.5
医疗	43.8	3.6	39.0	8.3	25.0	-3.8
消费服务	92.6	-10.4	48.8	0.9	41.1	4.5
电信	22.0	15.2	8.8	-1.3	33.7	8.3
公用事业	18.5	12.9	8.7	9.4	30.9	11.8
金融	81.6	2.0	61.3	4.0	42.8	2.8
科技	108.4	-11.5	44.3	-6.8	53.0	-6.5

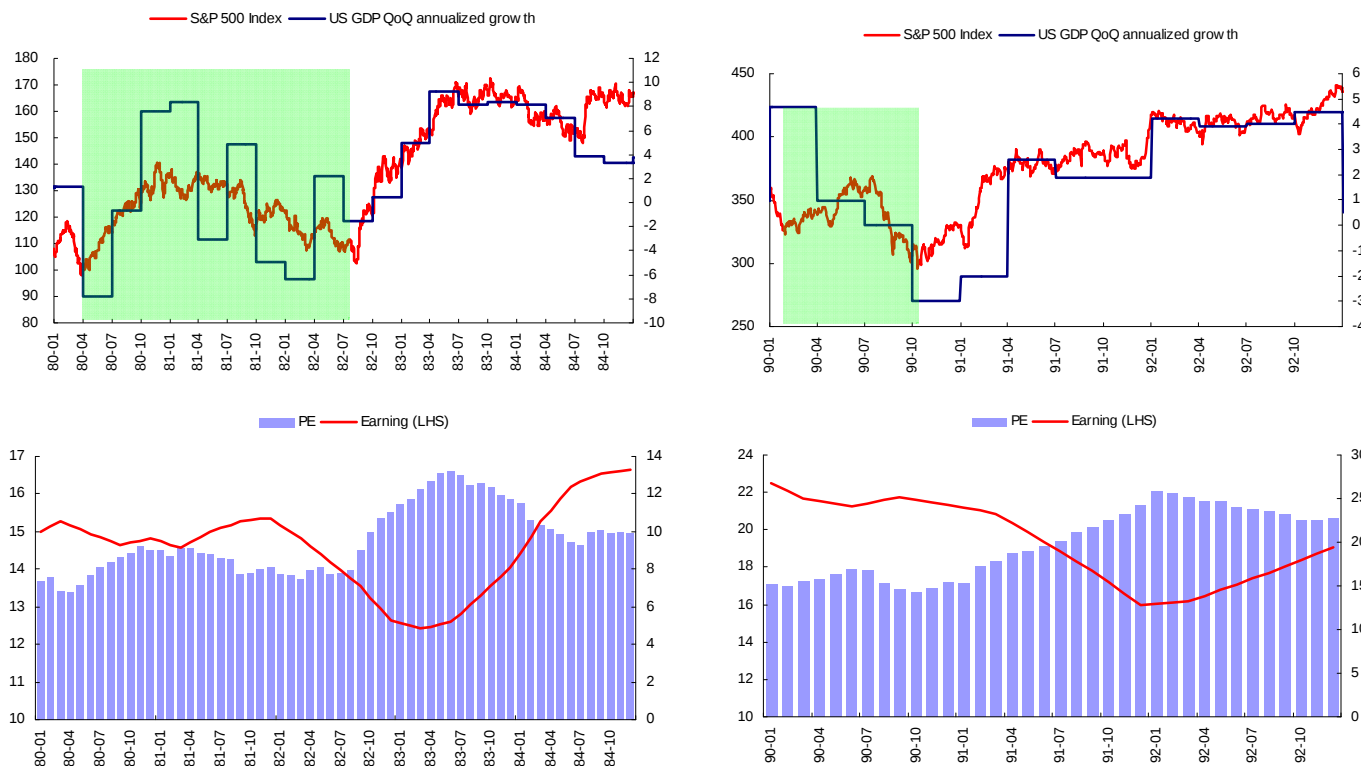
资料来源: Datastream、中金公司研究部

➤ 而如果经济反弹之后未能企稳（复苏错觉）（如美国股市在 1980、1990 前三季度），股市前高后低，重新探底。

美国经济在 1980 年末走出持续两个季度的 GDP 负增长后，在 82 年重新进入衰退，股市反弹大约 6 个月之后，股市震荡下行，在 82 年几乎回到之前的低点。而在 89 年经济增速不断下行之后，1990 年 1 季度的 GDP 环比跳升也导致半年左右的股市反弹，但随后冲高回落，创出新低（图表

29)。

图表 29：美国经济反弹未企稳阶段股市表现和估值



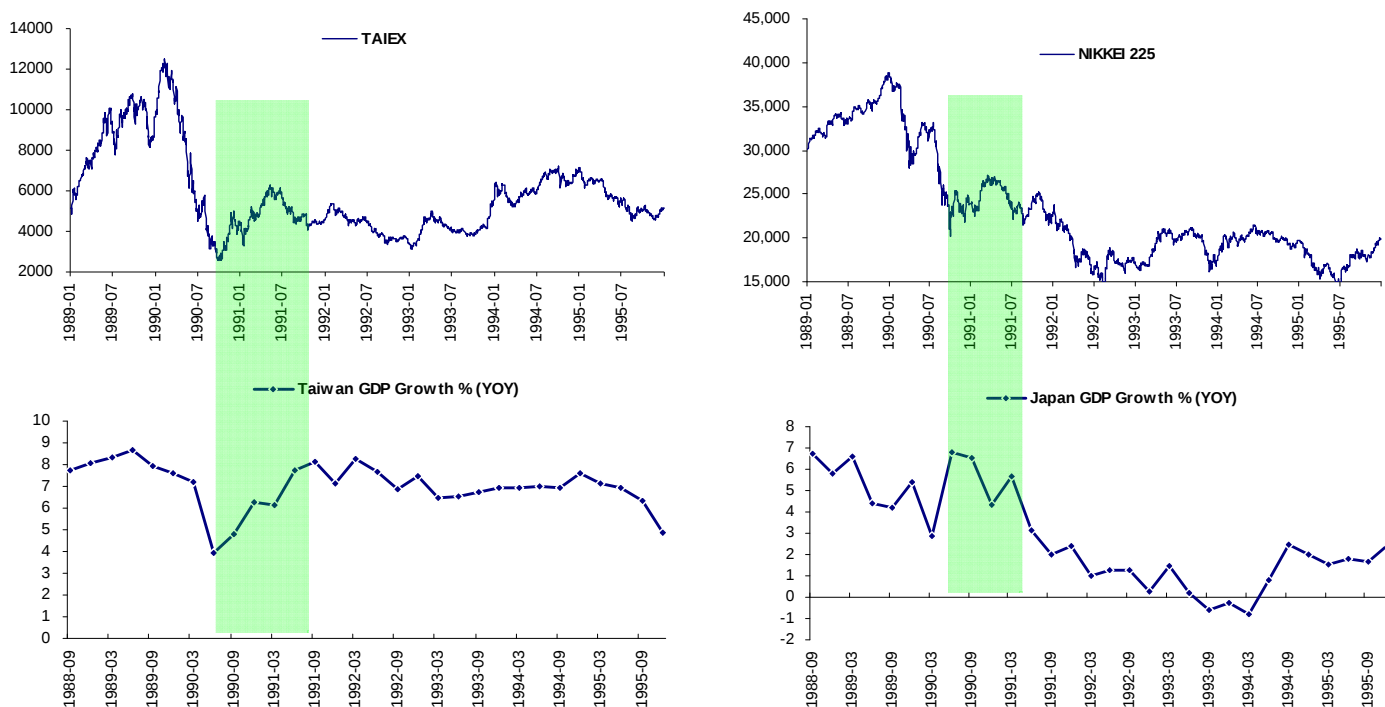
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

➤ 日本和台湾“后泡沫”时期的股市是冲高回落，呈现倒“V”形。

A 股 07-08 年经历一场堪与当年日本和台湾股市泡沫相比的兴衰。日本和台湾经济在股市泡沫破灭期都明显放缓，而股市在第一轮剧烈惨跌之后，与经济同时反弹。有趣的是，这两个股市在泡沫破灭之后的第一次显著反弹都延续了 6 个月左右，台湾股市反弹幅度达到 120%，而日本的上涨幅度较小，只有 30%（图 30）。

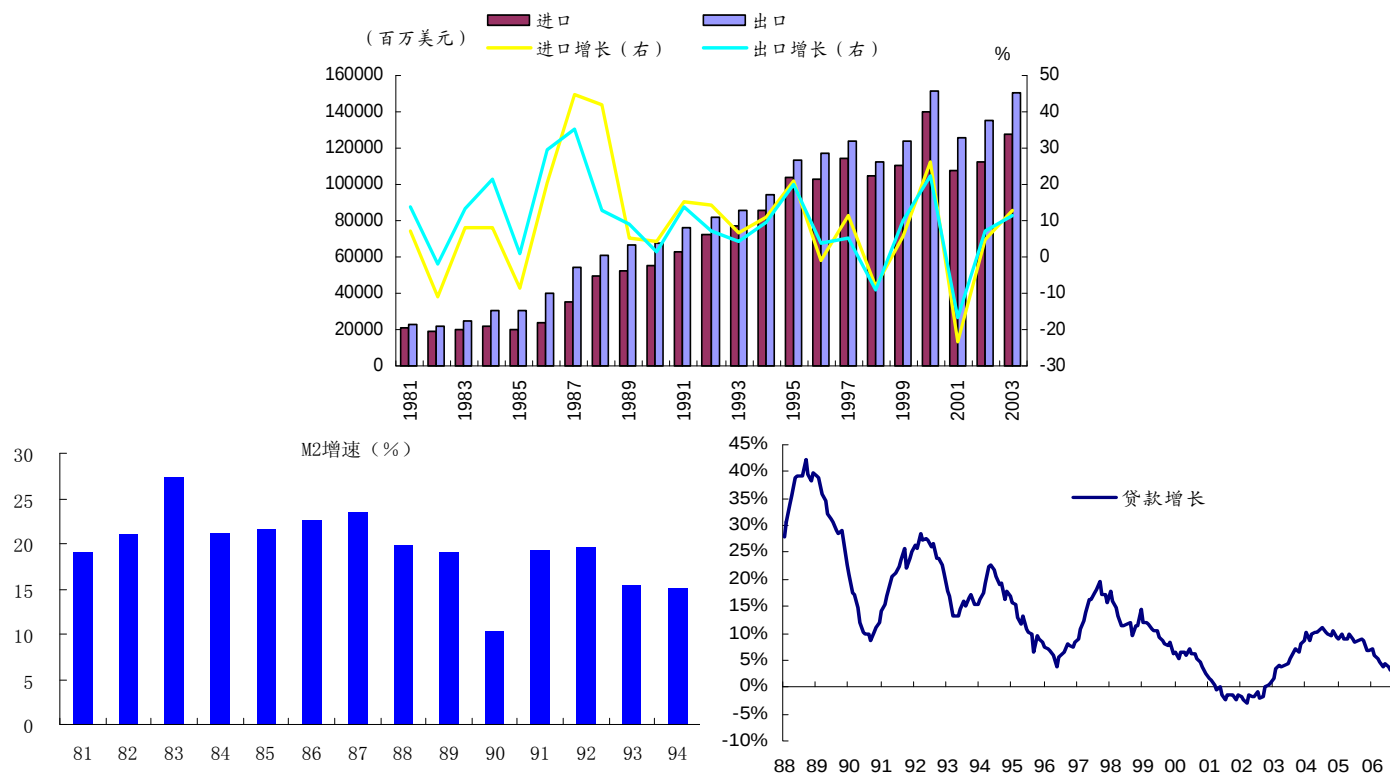
尽管其后全球经济进入复苏期，美国等主要股市也已经进入中期向上的通道，但两地股市都掉头向下，持续低迷较长时间。台湾经济增长进入持续稳定状态，进出口增速反弹，货币和信贷增速大幅回升（图 31），但股市震荡向下，一直持续到 93 年末才见底；而日本的情况现已为人熟知，经济受资产泡沫破灭的影响十分严重，银行资产缩水，货币和信贷大幅萎缩，从此陷入失落的十年，股市不断再创新低。

图表 30: 台湾和日本股市表现与 GDP 增速



资料来源: Bloomberg, CEIC、中金公司研究部

图表 31: 台湾对外贸易（上）以及货币和信贷



资料来源: CEIC、中金公司研究部

A股市场展望：反弹延续，尾声临近

核心观点

与1季度相比，宏观经济环比改善的确定性显著加强，市场流动性依然保持充裕，因此，我们对2季度A股市场走势的判断是，自去年11月份以来A股的波浪式反弹将得以延续；行业配置上关注两类公司：受益于经济环比改善确定性增强，存在补涨需求的金融、交通运输及基础设施板块；以及高贝塔周期性强但是前期涨幅不大的板块，例如煤炭（主要是动力煤）、钢铁、造纸、航空等。但是考虑到巨额投资拉动政策的持续性、终端需求的不确定性以及IPO重启等因素都可能使得股市振荡加剧，全年股市呈现“先高后平”或者“先高后低”走势的概率较大，随着股市振荡上行，应逐渐由前期涨幅较大的强周期性板块转向弱周期的防御性板块。

盈利和估值

行业汇总预示1季度净利润同比下降17.3%，收入下降7.8%。非金融上市公司收入同比和环比下降大幅超过往年同期，显示需求下滑和通缩的影响在1季度加剧。目前2-4季度的盈利增长预测反映了行业层面强劲复苏的乐观情形。

在年度策略报告中，我们指出A股09年将走入盈利低谷。低谷比我们判断来得更早。自下而上的行业汇总显示，08年4季度中金覆盖的上市公司营业收入同比下降1.6%，利润增长为-62.2%；非金融企业盈利收入增长为-1.5%，而盈利下降却高达71.8%。一次性计提夸大了净利润的下滑程度。09年的1季度虽然净利润同比下降幅度减小到17.3%，而收入却大幅下滑7.8%，表明需求下降和通缩的影响在进一步显现（图表33）。

强周期板块1季度表现不尽人意。分行业看，在出口低迷和国内需求抑制的情况下，钢铁、航运、有色金属、汽车及零部件等强周期行业1季度盈利下滑最为显著，同比下滑分别高达111%、89%、88%和60%。盈利增速最高的行业分布在软件服务、电力、航空和技术硬件及设备行业，分别为85%、65%、56%和43%。电力行业在2008年受到高煤价影响导致零利润的情况下，由于原材料价格下滑，发电商的毛利润和利润都将稳步回升。航空业由于低油价带来的大幅成本下降，以及燃油对冲合约公允价值损失的减小而带来的大幅收益，1季度整体业绩将出现较好的增长。电信设备行业得益于将受益于电信重组和3G发牌所带动的电信投资恢复增长，以及去年同期基础较低（重组和奥运封网）的影响，1季度业绩将可能实现高增长。银行的净利润1季度同比下降9.2%。

1季度净利润环比增长超过往年平均，但收入下降幅度却远高于过去。据统计，一定程度上由于季节性的关系，04年以来1季度净利润的环比增长（不包括09年的预测）平均达到106%。而我们对中金覆盖公司预测是，1季度净利润环比增速高达163%，似乎比以往强很多，但可能是由于去年4季度很多公司一次性计提了大额减值准备夸大了环比提高的幅度。从收入的环比变化来看，非金融企业前5年（04-08）1季度的收入环比平均下降1.6%，而今年的预测为-12.8%，显示了需求下降远远超出了季节性因素可以解释的程度。分行业来看，盈利增速环比显著上升的有航空、钢铁、保险、电力等，增速环比仍有所下降的行业则为建材、铁路、旅游酒店、煤炭和房地产等。

未来盈利增长的预期反映了行业层面强劲复苏的情形。值得注意的是，中金行业汇总的2009年全年盈利增速为10.4%的增长（市场的平均预测更为乐观，图表34）。金融板块盈利增长9.9%，非金融板块盈利增长10.9%，其中工业行业达40.8%，消费达21.0%，均大幅高于1季度盈利增速。自下而上的盈利预测隐含2-4季度盈利将同比上升21.5%，其中金融行业盈利同比上升18.1%，非金融板块盈利同比上升25.2%，可见行业研究员普遍预测2-4季度企业盈利状况能出现显著反转。

图表 32: 中金重点研究 A 股公司分行业盈利增长预测及估值水平 (截至 2009 年 4 月 3 日)

行业分类	总市值 (百万元)	净利润增长率 (%)				净资产收益率 (%)				市盈率 (X)	市净率 (X)	分红收 益率
		07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	12M Forward		
石油天然气	3,003,933	1.4	-23.5	-8.0	38.1	19.3	13.6	11.7	14.8	21.3	2.5	1.9%
煤炭	745,936	37.5	44.1	-8.6	-1.5	16.0	18.3	15.0	13.5	16.7	2.5	2.0%
有色金属	555,397	3.5	-56.1	-43.8	18.5	24.8	8.6	4.7	5.3	77.9	3.7	0.3%
钢铁	297,968	17.4	-38.7	-18.3	6.6	15.8	9.3	7.3	7.5	17.7	1.3	2.4%
建材	102,637	81.5	24.9	12.1	11.4	18.9	10.8	10.8	10.7	21.7	2.3	0.5%
化工	171,164	51.7	17.4	22.4	17.8	20.3	19.6	19.9	20.5	19.0	3.8	2.5%
造纸包装	25,773	79.2	41.0	-11.9	5.7	10.5	12.3	10.0	9.9	12.4	1.2	2.1%
电力	416,316	19.2	-97.7	3561.4	23.9	12.0	0.3	9.3	11.3	25.3	2.4	1.7%
银行	4,664,438	57.5	33.6	6.1	11.7	15.1	18.0	16.8	16.7	11.6	1.9	3.8%
保险	1,091,294	120.4	-78.4	173.5	7.6	14.7	4.2	10.2	9.8	36.6	3.7	0.8%
证券	376,920	489.5	-50.7	-15.9	20.8	13.1	11.5	9.1	10.1	34.9	3.2	1.5%
房地产	340,561	98.8	-5.8	11.4	14.3	15.1	11.0	11.0	11.3	23.8	2.6	1.0%
航空	155,413	463.5	-510.0	129.4	-49.0	11.0	-108.5	19.3	9.1	20.6	3.8	0.5%
零售	110,262	58.4	18.0	6.5	14.6	14.6	13.9	13.1	13.2	25.0	3.3	0.5%
传媒	109,087	18.6	3.6	15.4	17.4	8.2	7.3	7.9	8.5	43.9	3.5	0.4%
旅游及酒店	65,290	37.9	10.9	29.8	24.2	10.9	11.1	13.3	14.7	26.8	3.6	1.6%
电信服务	118,489	50.8	-9.8	-5.8	-10.9	8.0	7.1	6.4	5.5	25.8	1.6	1.4%
软件及服务	57,722	54.5	7.4	27.9	23.9	13.3	13.5	14.8	15.8	25.6	3.8	0.6%
机械	340,132	69.2	1.1	22.8	17.3	21.2	15.7	16.1	16.1	17.7	2.8	0.7%
电气设备	232,530	54.9	18.1	18.3	21.7	16.7	15.8	16.0	16.6	31.7	5.1	0.3%
建筑	276,405	126.9	-26.5	116.5	25.0	10.4	4.8	9.5	10.9	22.8	2.2	1.2%
汽车及零部件	217,424	124.0	-31.7	-2.8	14.3	13.2	8.5	7.7	8.2	26.3	2.0	0.7%
食品饮料	289,020	38.2	-3.7	70.7	14.2	16.4	13.6	19.9	19.6	24.6	4.9	1.4%
农业	73,876	51.1	7.6	14.6	21.4	10.9	9.7	10.3	11.4	35.9	3.7	0.8%
家电及相关	90,485	78.1	8.6	4.2	13.5	20.8	19.9	16.6	16.2	17.0	2.8	1.1%
医药	112,004	58.0	5.3	30.8	24.9	15.2	14.0	16.6	18.3	27.1	4.5	1.2%
服装及纺织品	20,924	26.8	25.0	0.0	11.5	11.7	13.4	12.3	12.6	22.6	2.8	1.6%
技术硬件及设备	72,989	62.2	36.7	32.0	21.8	9.6	11.4	13.5	14.5	22.3	3.0	0.6%
电子元器件	22,124	48.2	-54.2	15.4	15.9	16.7	7.4	8.2	8.9	26.4	2.2	1.5%
铁路	159,827	46.6	12.1	7.1	12.1	12.6	13.4	13.5	14.2	16.9	2.3	3.3%
航运	254,309	129.3	-28.2	-93.5	422.0	25.9	16.7	1.1	5.4	138.8	2.0	0.5%
机场	53,796	15.5	-32.7	34.5	19.3	12.3	7.5	9.4	10.4	21.7	2.1	1.2%
高速公路	55,460	12.2	-0.9	-7.7	-1.9	10.6	10.2	9.1	8.7	18.8	1.7	3.5%
港口	38,006	12.4	-16.4	-2.9	3.9	19.0	14.3	13.0	12.5	18.8	2.4	2.2%
总计	14,838,936	41.3	-10.6	10.4	16.4	16.0	13.3	13.2	14.0	18.1	2.4	2.1%
金融板块	6,132,653	73.6	11.8	9.9	11.6	14.9	16.3	15.8	15.7	13.9	2.2	3.1%
非金融板块	8,706,283	23.7	-27.9	10.9	22.0	17.0	11.0	11.1	12.5	23.0	2.6	1.5%
剔除石油石化及电力	11,370,807	62.7	-2.4	10.9	11.8	15.3	13.9	13.8	13.9	17.2	2.4	2.2%
大宗原材料	1,898,874	22.3	-10.6	-12.1	4.7	17.8	13.1	10.7	10.5	22.5	2.4	1.5%
工业	849,067	78.3	-3.2	40.8	20.5	16.0	10.8	13.2	14.0	21.9	2.9	0.8%
消费	1,088,371	67.0	-6.7	21.0	16.3	13.9	11.5	12.5	13.0	26.0	3.3	1.0%
交通及设施	585,713	76.5	-17.2	-50.3	38.8	18.6	14.1	6.8	8.9	30.0	2.1	1.7%

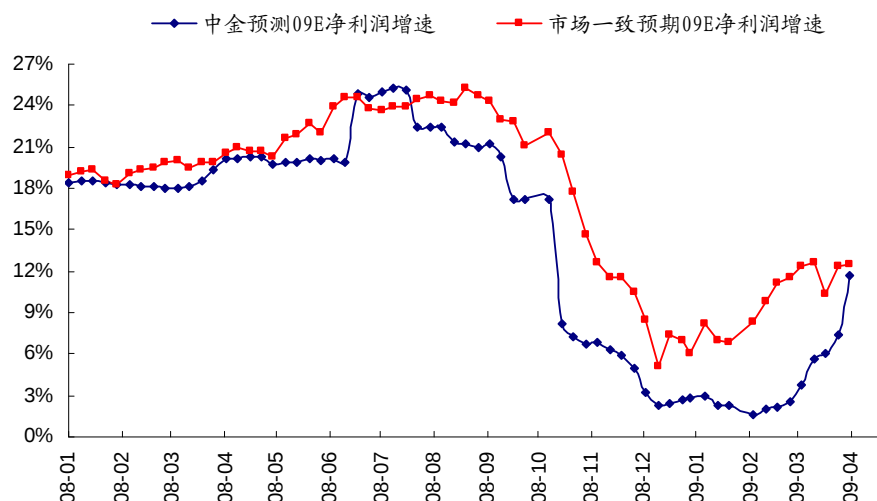
资料来源: TX、中金公司研究部。注: 图表中 ROE 根据年底净资产预测值计算; 考虑到为了更准确的反映行业增长的趋势, 我们剔除了一些特殊原因造成盈利巨幅波动的上市公司。

图表 33: 中金重点研究 A 股公司分行业 1 季度盈利和收入增长预测

	营业收入同比增速 (%)			盈利同比增速 (%)			1Q09 环比增速 (%)	
	4Q08E	1Q09E	2Q09 ~ 4Q09E	4Q08E	1Q09E	2Q09 ~ 4Q09E	营业收入	盈利
石油天然气	-8.1	-24.7	-7.4	-16.9	-24.7	-2.1	-15.3	-35.9
煤炭	16.9	-0.5	-4.4	-26.1	2.6	-5.8	-5.3	70.9
有色金属	-9.7	-27.8	-41.0	-185.5	-88.3	22.6	-24.9	113.2
钢铁	-31.7	-19.3	-14.4	-318.1	-111.0	76.7	25.0	91.2
建材	34.2	19.6	5.8	-16.6	-11.8	14.1	-37.5	-61.5
化工	-2.0	-24.3	24.5	-81.6	-22.7	39.0	-21.0	301.5
造纸包装	-7.9	-13.2	15.7	-27.9	-24.3	-2.0	-7.3	46.8
电力	13.5	19.2	9.9	-78.1	64.8	-1,848.0	5.4	137.2
银行	3.2	-3.1	-2.4	-30.8	-9.2	13.4	-2.9	144.3
保险	-4.4	16.2	7.9	-168.5	36.3	2,155.4	86.3	352.8
证券	-64.0	-5.8	-13.5	-64.8	-14.6	-16.7	40.7	69.9
房地产	9.3	-11.8	22.4	8.8	-11.3	13.4	-72.5	-72.6
航空	-36.2	-8.3	2.0	-4,341.7	56.3	-115.5	59.4	114.1
零售	-0.1	8.4	22.0	-0.4	0.7	10.7	25.1	23.3
传媒	39.9	7.7	13.8	0.6	6.4	5.5	-28.3	-32.9
旅游及酒店	14.9	5.5	6.5	-15.6	-17.2	39.0	-49.1	-71.5
电信服务	103.1	35.7	-7.2	542.8	-3.1	-81.3	-64.5	-92.5
软件及服务	3.1	22.4	23.5	39.6	84.6	5.6	-20.4	-23.2
机械	10.2	1.4	17.0	-31.6	-1.6	28.0	-12.6	28.4
电气设备	-5.8	-6.9	-3.7	-26.3	-4.8	25.8	-16.8	-11.4
建筑	37.3	21.5	27.9	-64.4	22.4	155.1	-39.3	161.7
汽车及零部件	-16.8	-2.2	-0.3	-123.8	-59.5	74.7	25.0	299.1
食品饮料	-22.8	2.1	7.0	-113.8	16.2	108.0	55.6	1,288.7
农业	5.6	-7.8	9.0	-41.8	3.4	17.7	-22.9	-23.3
家电及相关	-0.9	-5.5	0.4	-52.0	-0.0	16.6	41.3	135.6
制药与生物技术	-14.3	0.2	31.8	13.8	20.8	41.6	9.7	-8.5
服装及纺织品	12.2	1.7	12.8	-2.9	-10.6	4.3	-7.7	4.9
技术硬件及设备	24.1	41.7	24.9	40.9	42.5	31.2	-12.6	-78.9
电子元器件	4.5	-10.5	9.4	-102.5	-40.6	37.8	-18.2	1,334.5
铁路	-6.6	-3.6	10.7	6.2	-22.3	18.0	-7.9	-4.8
航运	-55.0	-34.0	-27.5	-165.2	-89.0	-96.2	55.1	114.8
机场	14.6	12.2	12.5	-22.9	-18.6	64.0	-0.8	11.2
高速公路	-8.0	1.2	-8.6	-17.1	-1.8	-4.2	-2.6	41.8
港口	-190.6	150.4	-17.3	382.0	15.3	-10.1	34.1	-0.0
总计	-1.6	-7.8	-1.0	-62.2	-17.3	21.5	-5.0	163.1
金融板块	-2.1	4.4	0.7	-47.7	-5.9	18.1	23.6	207.4
非金融板块	-1.5	-11.8	-1.5	-71.8	-32.0	25.2	-12.8	109.2
剔除石油石化及电力	1.3	-0.6	1.6	-74.7	-16.7	22.3	-1.5	357.9
大宗原材料	-12.2	-16.5	-14.6	-138.6	-55.6	14.7	-2.7	243.1
工业	25.3	11.6	21.6	-38.4	3.3	51.4	-31.4	35.9
消费	-9.1	0.2	7.3	-69.6	-16.3	46.8	22.7	185.3
交运及设施	-32.6	-21.9	-17.1	-123.8	-64.9	-38.8	29.3	249.0

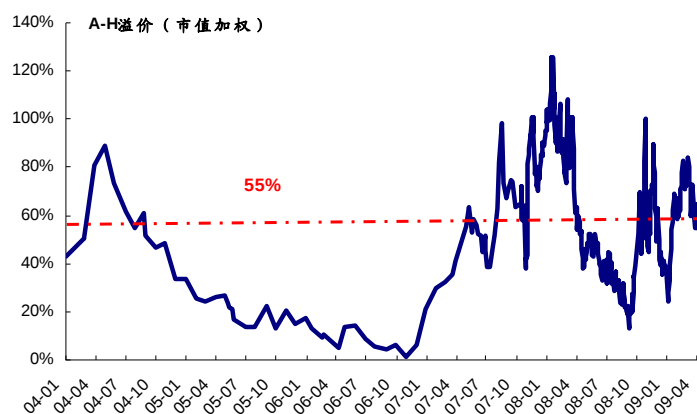
注：金融板块不包括地产行业

资料来源：TX、中金公司研究部。

图表 34: 中金和市场一致预期对沪深 300 指数 09 年盈利增速调整


资料来源：朝阳永续、中金公司研究部

股市整体大幅反弹 70%，周期性板块和中小市值板块领涨。目前沪深 300 的动态市盈率和市净率分别达到 17.6 倍和 2.4 倍，估值水平超过了前一次盈利复苏期 2006 年全年的高点。A-H 溢价回到历史平均水平（图表 35），A 股估值远高于其他主要新兴市场（图表 36）。

图表 35: A-H 溢价（市值加权）


资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 36：全球主要市场估值比较

股票市场	动态市盈率值 (Forward 12 months)	静态市盈率值 (Backward 12 months)					涨跌			
	最新	最新	一周前	一月前	07年底	06年底	一周	一月	08年至今	07年至今
摩根AC世界指数	13.3	12.9	12.5	11.0	16.0	18.0	2.9%	16.4%	-19.8%	-28.6%
摩根新兴市场指数	11.8	10.8	10.0	8.4	17.4	15.0	7.8%	28.8%	-38.2%	-28.2%
道琼斯工业指数	21.2	14.8	14.4	12.8	16.4	17.4	2.6%	16.1%	-9.4%	-14.8%
标普500指数	14.1	12.3	12.2	10.6	20.1	18.2	0.8%	16.0%	-38.8%	-32.5%
纳斯达克综合指数	20.1	22.0	21.2	17.7	37.7	40.3	3.7%	24.7%	-41.6%	-45.4%
伦敦富时100指数	10.9	18.7	17.1	15.0	12.4	18.0	9.3%	24.4%	51.4%	3.8%
法国CAC指数	9.7	9.9	9.3	8.7	11.6	14.6	5.7%	13.2%	-15.1%	-32.3%
德国DAX指数	11.6	17.2	16.3	16.3	13.6	14.3	5.8%	5.6%	26.2%	20.8%
日经225指数	40.5	27.4	27.0	22.5	18.2	23.4	1.6%	21.9%	50.5%	17.1%
澳大利亚综合指数	12.8	14.7	14.4	12.5	15.5	16.4	1.9%	17.5%	-5.3%	-10.7%
香港恒生指数	12.7	12.8	12.2	8.6	18.1	14.8	4.4%	48.0%	-29.4%	-13.7%
香港国企指数	11.9	11.9	11.3	8.8	24.5	20.4	5.4%	35.1%	-51.4%	-41.7%
巴西圣保罗指数	10.2	14.0	11.2	8.8	15.4	14.1	25.5%	60.1%	-8.7%	-0.1%
印度孟买指数	11.9	10.7	10.5	8.7	28.0	23.5	2.6%	23.6%	-61.7%	-54.4%
俄罗斯RTS指数	6.6	3.9	3.8	2.9	13.0	8.7	2.9%	34.6%	-70.0%	-55.1%
台湾加权指数	27.0	18.9	17.8	11.2	20.3	n.a.	6.4%	69.5%	-6.6%	n.a.
韩国KOSPI指数	13.3	18.0	17.1	11.2	17.5	11.8	5.5%	60.8%	3.2%	52.5%
海峡时报指数	12.3	8.8	8.4	5.7	n.a.	n.a.	4.5%	53.5%	n.a.	n.a.
吉隆坡综合指数	12.9	12.6	12.4	12.3	16.1	13.2	1.9%	2.7%	-21.5%	-4.1%
泰国证交所指数	8.1	11.5	11.3	11.0	20.1	9.5	1.5%	4.5%	-42.8%	21.2%
雅加达综合指数	8.9	13.4	8.8	7.7	19.0	22.9	51.5%	73.2%	-29.4%	-41.6%
上证综指	17.5	19.3	18.7	17.4	44.3	33.2	3.0%	11.0%	-56.5%	-41.9%
深圳成指	21.8	25.4	24.7	22.7	61.8	53.0	2.7%	11.8%	-58.9%	-52.1%

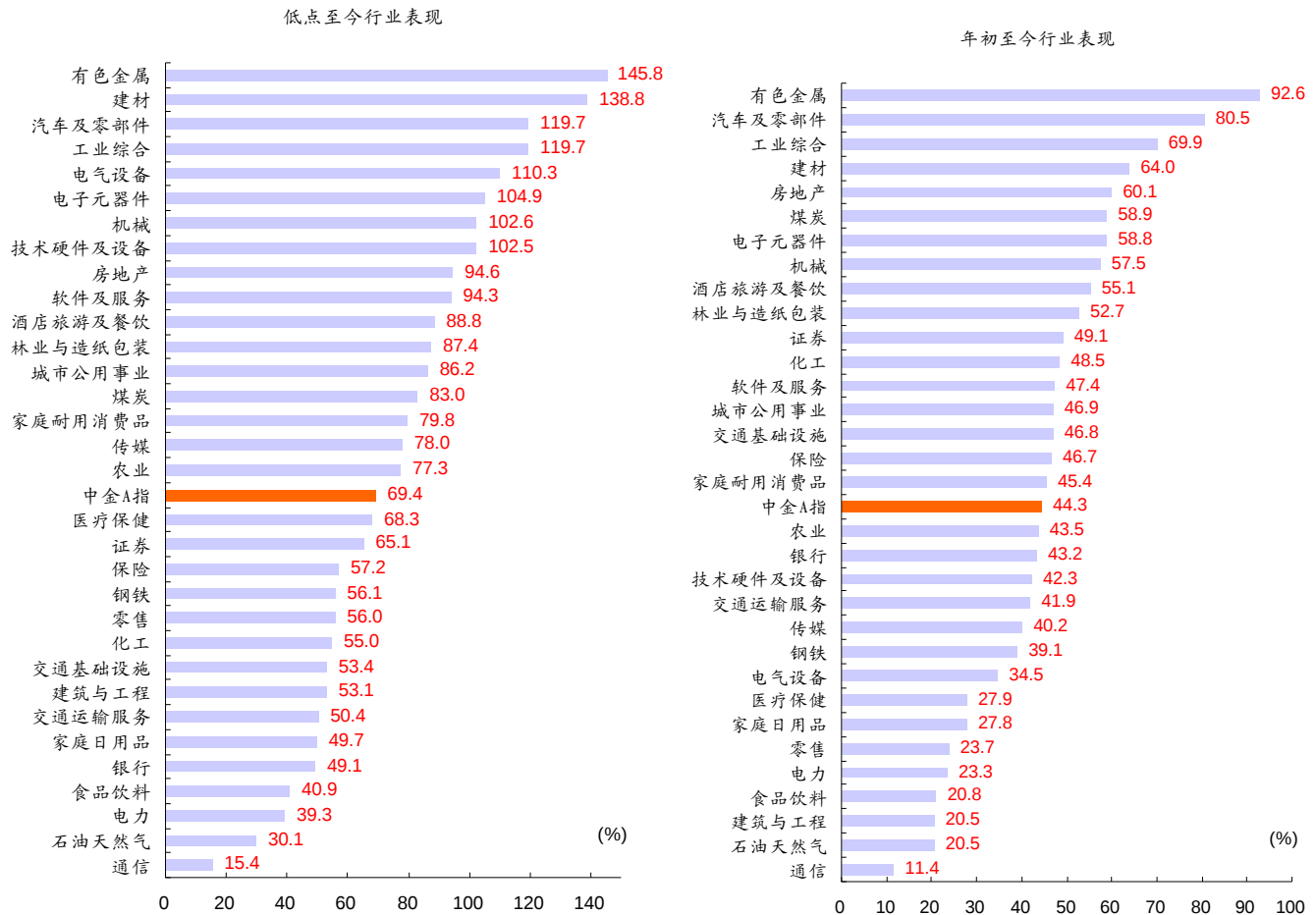
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

中金 A 股指数自去年低点反弹了 70%，年初至今上涨幅度为 44%（图表 37）。沪深 300 相应时期的涨幅为 58% 和 41%。一些周期性板块和受政策推动的板块，如有色、建材、汽车及零部件、电气设备、机械等，上涨幅度超过 100%。风格指数上看，中证 500（小盘）和中证 200（中盘）的反弹幅度都超过 85%（图表 38）。

沪深 300 动态的市盈率为 17.6 倍，市净率为 2.4 倍。中金覆盖的公司对未来 12 个月的动态市盈率为 18.1 倍，市净率为 2.4 倍；基于 11% 和 22% 的 09-10 年的增长，非金融公司的动态市盈率和市净率为 23.0 倍和 2.6 倍。

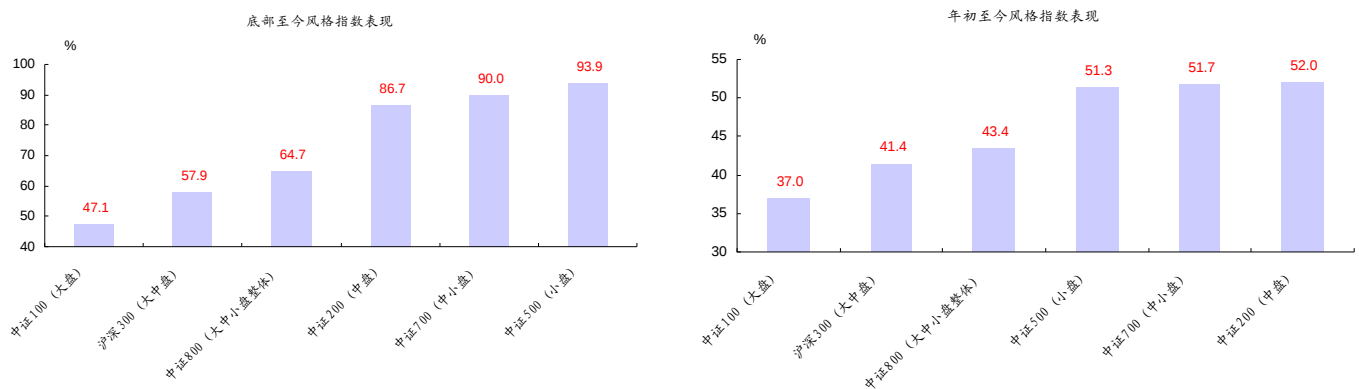
沪深 300 的估值水平已经超过了上一轮盈利复苏的 06 年的最高估值水平（盈利增速 05 年四季度见底，06 年逐渐提升，四季度同比增速达到历史最高值 350%，图表 39）。因此，从基本面角度来看，今后股价继续上升必须有盈利大幅增长的配合。06 年之后盈利增速每季度提升，全年增长达到 27.7%（非金融 25.9%），当年最高的市盈率和市净率分别达到 16.9 倍和 2.4 倍。目前 A 股仍处盈利底部，未来盈利增长能否持续回升具有较大不确定性，但市场估值已经大幅拉升至 17.6 倍和 2.4 倍，考虑到该指数后来加入大盘金融股，现在和 2006 的估值差别比数字显示的更大。

图表 37: 去年底部至今和年初至今中金行业指数表现



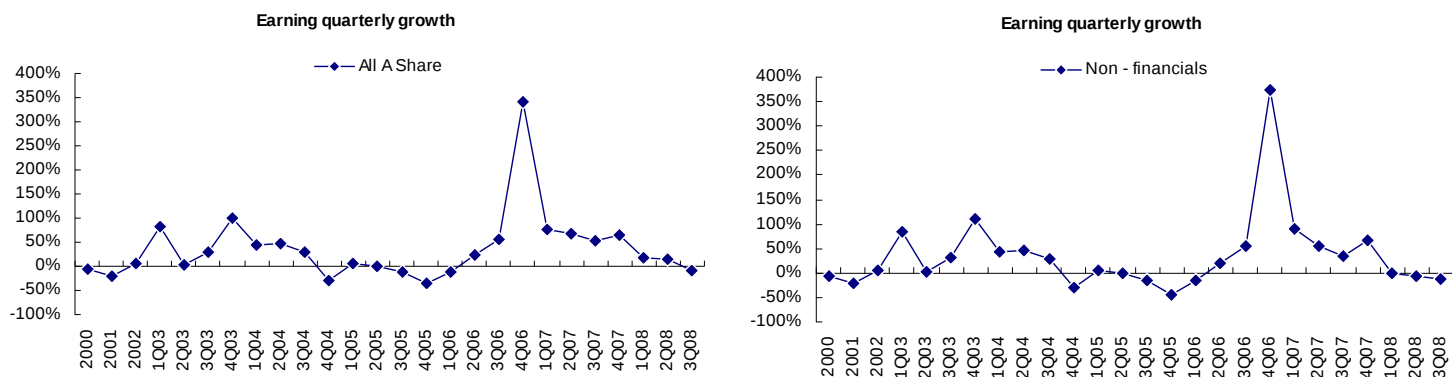
资料来源：中金公司研究部

图表 38: 去年底部至今和年初至今风格指数表现



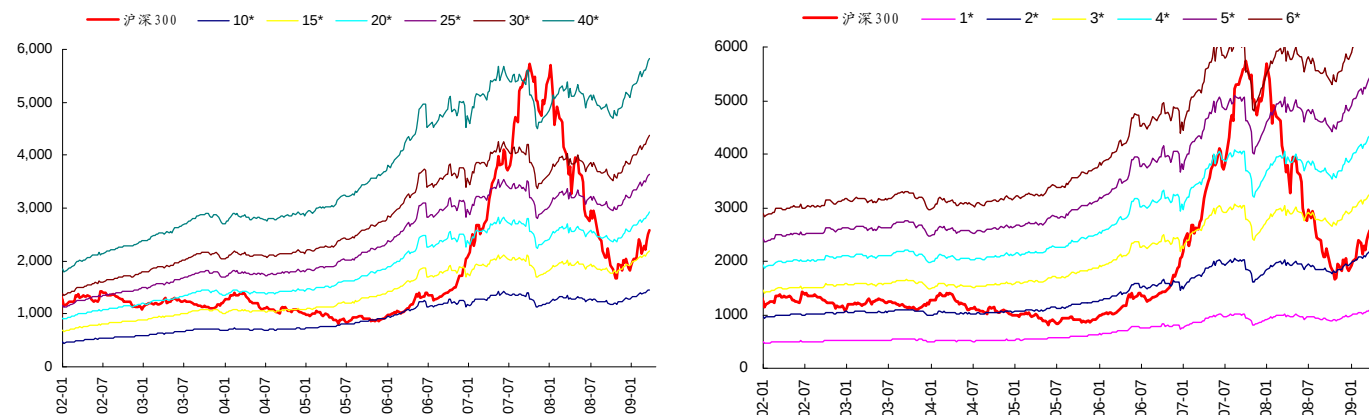
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 39：A 股整体和非金融板块分季度盈利增速



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 40：沪深 300 指数市盈率和市净率区间



资料来源：Wind、中金公司研究部

2 季度总体走势判断：反弹延续，进入尾声

市场流动性充足、经济反弹显现和市场对后续政策的预期在 2 季度将给 A 股带来一定支撑。充足的流动性已经是个不争的事实。我们的判断是经济反弹在 2 季度表现更为明显。中国政府已明确表达了扩大内需、推动增长和稳定就业的决心，同时政府负债率不高，基准利率和法定存款准备金率等都可以继续下调，因此货币和财政政策仍然存在许多扩张的空间。

我们对 2 季度股市走势的判断是，自去年 11 月份以来 A 股的波浪式反弹将得以延续，但很可能进入尾声。A 股从 11 月初的低点反弹，提早于实体经济（经济最低迷的时期是 08 年 4 季度至 09 年 1 季度），已经进入第六个月。鉴于市场目前对经济企稳回升的预期日益增强，市场一致预期已经显示 2-4 季度上市公司净利润同比大幅回升，因此我们认为 09 年 2 到 3 季度经济环比回升的表现已经在业绩预期上得以极为乐观的体现，很可能在 2 季度期间在股市上得以充分反映。

我们看平/看淡下半年的总体走势。从国际市场的历史经验来看，股市在经济持续复苏预期的兑现下由快速回升期进入横盘期，板块表现上非周期性板块取代周期性板块，成为跑赢大市的主力；而如果经济复苏最终被证实为“错觉”，股市转头向下，前高后低。另外，日本和台湾“后泡沫时期”的第一个显著反弹亦是冲高回落，呈现倒“V”形。综合来看，A 股下半年出现震荡向下格局的概率较高。

一个不可以完全排除的可能性是，流动性泛滥下股市远离基本面，泡沫再度膨胀，重现 A 股 07 年以及日本台湾当年股市泡沫的状况。A 股近期热追题材和许多缺乏基本面支持的中小市值股票大幅上涨与 07 年初 A 股泡沫膨胀初期有不少类似之处。尽管我们认为目前全球和中国经济的严峻现实使这种可能性发生的概率不大，但建议投资者高度关注和跟踪市场流动性、政府的货币和信贷政策、以及未来可能影响市场供需的 IPO 重新启动的可能性。

未来新经济刺激政策取向中发掘投资机会

中国经济除了面临周期性调整问题之外，更迫切需要解决的是结构性失衡的问题。财政和货币政策扩张带来的只是短期的推动。经济持续增长必须依靠经济结构的调整，通过体制改革和配套政策提高效率，拉动消费和服务业在内的内部需求。因此我们认为今后政策将围绕创造需求和缓解资源瓶颈两个角度出发，重点偏向于以下几个方向：

- (1) **完善社保体系，刺激居民消费。** 社保体系不完善和长期“重积累轻收入”的政策取向限制了国内居民的消费意愿和购买力水平。中国政府未来将持续完善社保体系，采取还富于民的税收政策，加大财政补贴力度等等，这些措施都有助于降低储蓄率，拉动国内消费市场。因此，**旅游休闲、教育、医疗卫生等消费行业**无疑将直接受益。
- (2) **放松管制，促产业市场化改革，重点发展消费服务业。** 无论对于解决就业压力，还是对于促进居民收入增长（长期以来工业化导致的另一个弊端是重积累，居民收入增速低于企业利税增长）而言，都有重要意义。对消费服务业放松管制，对某些行业逐渐放开，除了上述考虑之外，还由于竞争的加剧使得价格下降以及缓解结构性矛盾，从而创造更多的需求。其中，**传媒出版电影等文化产业、教育、医疗、金融、民用航空或电信行业**管制放松趋势更为明显，具体长期潜在机会。（详细分析参见后文政策专题一）
- (3) **缓解能源和资源瓶颈的压力。** 目前我国包括水、电、油、天然气在内的资源定价机制仍未全面市场化，非市场化定价往往低于国际可比价格，这就造成了企业资源利用率低下、资源型行业成本偏低的状态，如果解决对资源成本的隐形补贴，鉴于资源成本的提高，则一定程度上可以自发调整相关行业的产能情况。关注相关领域的定价机制改革带来的

投资机会，例如**独立发电企业、从事供水的公用事业类公司以及污水净化类的上市公司、开发以及输送天然气的中上游企业、炼油企业等等**。鼓励自主创新，发展新能源（非碳基能源，例如**风能、太阳能、核能等**）、推进**节能环保**的政策力度将持续加强，有利于相关的企业持续发展。

- (4) **加强人民币国际化地位**。中国政府将加快人民币国际化进程，以提升中国在国际金融体系中的地位，人民币汇率长期看升。在此过程中，人民币资产对于海外资金的吸引力将持续上升，资产价格受益上扬。受惠行业包括：**航空、地产、造纸等等**。
- (5) **推进央企走出及大重组整合**。央企大整合会遵循几个思路：在国家垄断性行业上做大做强，淘汰落后企业；在竞争性行业逐渐退出；鼓励央企海外资源并购；鼓励央企间通过股权转让调整主业。

二季度 A 股行业配置建议

与 1 季度相比，宏观经济环比改善的确定性显著加强，市场流动性依然保持充裕，因此，我们对 2 季度 A 股市场走势的判断是，自去年 11 月份以来 A 股的波浪式反弹将得以延续。

行业配置上关注两类公司：

- (1) **受益于经济环比改善确定性增强，存在补涨需求的金融、交通运输及基础设施板块；**
- (2) **以及高贝塔周期性强但是前期涨幅不大的板块，例如煤炭（主要是动力煤）、钢铁、造纸、航空等。**

但是，巨额投资拉动政策虽带来短期繁荣，但持续效果有待观察，代表终端需求的出口和消费的下行趋势仍未有改善，而且仍处在去库存化进程中的房地产投资也难快速恢复，因此这些不确定性因素仍可能拖累经济并使得环比改善的趋势终结或者再次陷于回落态势。而 IPO 重启等市场因素也可能使得股市振荡加剧。基于此我们认为下半年股市的反弹很可能将逐步进入尾声，看平/看淡下半年的股市，全年股市呈现“先高后平”或者“先高后低”走势的概率较大。因此，随着股市振荡上行，应逐渐由前期涨幅较大的强周期性板块转向弱周期的防御性板块，例如医疗、电信、公共事业等。

图表 41: A 股行业配置建议

行业分类	配置评级	主要理由
煤炭	超配	资源市场化定价改革趋势有利于煤炭行业；随着油价反弹，尤其动力煤价格存在上调空间；大型动力煤企业受电煤谈判不明朗因素前期涨幅并不大。
钢铁、造纸等基础材料及投资品	超配	周期性强高贝塔，但是前期涨幅落后于大市。
银行、证券、保险	标配	随着2季度经济环比改善确定性加强，金融板块存在补涨需求（从底部到现在涨幅远远落后于大市）。需要提示的是：银行板块仍需关注未来贷款增速的可持续性；证券板块与股市走势及交易活跃度相关性更强；而保险可能进一步受益于政府完善社保体系以及以还富于民为导向的税收改革。
航空	超配	业绩对宏观经济的敏感性较高，单季度环比改善明显的行业，进一步考虑到去年“雪灾、地震、奥运会”等客座率负面因素以及燃料成本的节省，业绩同比也呈现明显改善。另外，中国政府将加快人民币国际化进程，以提升中国在国际金融体系中的地位，人民币汇率长期看升。
交通运输及基础设施（航运、港口、铁路、机场、高速）	超配	前期涨幅远远落后于大市；流量受经济环比改善影响复苏显著；现金流充沛的公司仍可以提供稳定的现金分红收益率，兼具有一定的防御性特征。
房地产	标配	经济环比改善确定性加强、宽松的信贷政策以及流动性充裕等因素，使得房地产销量环比回升势头明显，房地产市场去库存化的速度超出年初预期；人民币国际化地位提升，人民币升值化趋势使得国内房地产需求可能持续上升；但是仍处在去库存化进程中的房地产投资依然难见快速恢复。
建材、有色、机械、建筑工程、化工等基础材料及投资品	标配	大规模财政刺激政策已被近期市场充分反映，股价也已经体现了较大幅度的上涨。但是，事实上除了基础设施仍显薄弱的西部等局部区域外，全国性巨额基建投资项目的持续性面临不确定性；在终端需求回暖之前，工业投资也难持久；而仍处在去库存化进程中的房地产投资亦难见快速恢复。因此，去库存化带来的价格反弹料难持续，盈利压力在09年下半年依然面临较大考验。
电气设备	标配	政府持续鼓励自主创新，发展新能源（非碳基能源，例如风能、太阳能、核能等）、推进节能环保的政策力度将持续加强，有利于相关的企业持续发展，相关的新能源设备制造企业（包括水电设备）、节能环保设备制造企业将直接受益。随着经济回暖，发电设备利用小时数的增速反弹，火电设备股可望出现交易性机会。电网相关设备订单需求依然稳定。但是前期涨幅较大。
通讯设备及软件服务	低配	通讯设备及软件服务行业周期直接取决于电信行业投资的周期，与宏观经济与固定资产投资增速短期的联动性并不显著，具有一定防御性。但是亦存在不利因素包括：由于行业竞争压力有增无减，新进入者使得行业龙头的市场地位受到挑战，而且行业利润率受到挤压。
公用事业	低配	防御性特征明显，低贝塔。随着经济环比改善确定性加强，用电量及发电企业业绩单季度环比改善明显，但电煤谈判最终结果恐不利电力企业。除了现金流稳定，非周期性防御性强的特征之外，进一步考虑到未来政府在理顺能源资源价格上会有更多措施，电价、天然气、水价上调还有空间，因此，包括独立发电企业、从事供水的公用事业类公司以及污水净化类的上市公司、开发以及输送天然气的中上游企业、炼油企业可以适当关注。
必需消费（医疗、食品饮料、传媒、电信、教育、零售、家庭日用品等）	低配	消费随经济放缓而继续趋弱；但是从政策预期上看，完善社保体系、加大公共财政投入、以还富于民为导向的税收改革、消费服务行业的管制放松等措施无不围绕拉动居民消费为目的，上半年以“家电下乡、新医改、汽车下乡”为代表的政策效果初显。而且消费板块中，除了汽车、酒店旅游、家庭耐用消费品之外，消费板块总体涨幅落后于大市，估值风险相对较小。关注医疗、教育、传媒板块在政策预期下的投资机会。
可选或耐用消费品（奢侈品消费、汽车、消费电子、家庭耐用消费品等）	低配	经济增速放缓的宏观环境下，收入预期增速下降和财富效应使得可选及耐用消费品（特别是高档商品）需求下降明显。根据量化分析，消费对利率不敏感而与收入增长更相关，因此，即便政府大幅降息等措施对可选消费拉动作用有限，另一方面无论城市还是农村收入（城市务工机会和工资水平受经济放缓影响大幅减少）增速下滑才刚刚开始，都表明周期性消费品种盈利存在进一步下滑的风险。而1季度以来，汽车、酒店旅游、家庭耐用消费品涨幅高于同期大盘已经充分反映了政策带来的利好预期，估值风险较大。

资料来源：中金公司研究部

图表 42: A 股重点推荐组合

公司名称	评级	股价(元)	总市值	流通市值	每股收益 (元)				市盈率(x)				市净率(x)				分红收益率				
		2009-4-3			(百万元)			07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E
金融 (含地产)																					
民生银行	中性	5.65	108,797	103,432	0.34	0.45	0.45	0.53	17.2	12.9	12.7	10.8	2.2	2.2	1.9	1.6	0.7%	1.2%	1.2%	1.4%	
兴业银行	中性	24.15	123,000	97,908	1.72	2.26	2.24	2.60	14.3	10.9	11.0	9.5	3.2	2.5	2.2	1.8	1.3%	2.3%	2.3%	2.6%	
金地集团	推荐	11.40	19,634	19,204	0.58	0.56	0.66	0.78	20.3	21.0	17.6	15.1	2.3	2.2	2.0	1.8	0.2%	1.7%	1.7%	1.7%	
金融街	推荐	9.57	24,241	17,933	0.81	0.42	0.44	0.49	12.1	23.3	22.0	19.8	4.0	1.7	1.5	1.4	3.1%	3.1%	3.3%	3.6%	
万科A	推荐	8.67	97,088	83,124	0.44	0.37	0.36	0.40	20.0	24.1	24.6	22.1	3.3	3.0	2.8	2.5	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	
中国平安	中性	40.19	298,209	159,419	2.05	-0.19	1.00	1.02	19.8	n.a.	40.6	39.9	2.8	3.9	3.5	3.3	1.7%	0.0%	0.7%	0.8%	
中信证券	审慎推荐	25.71	173,917	172,343	3.74	1.09	0.94	1.16	7.0	24.1	27.9	22.7	1.7	3.2	2.9	2.7	0.9%	0.5%	1.0%	1.0%	
消费																					
百联股份	推荐	10.59	11,814	7,797	0.32	0.34	0.35	0.44	33.3	32.0	30.9	24.3	2.6	2.4	2.3	2.2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
时代出版	推荐	29.27	5,853	1,547	0.07	0.27	1.05	1.13	428.1	110.8	28.7	26.4	16.5	3.2	2.8	2.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
天威视讯	推荐	14.47	3,952	992	0.27	0.28	0.32	0.46	55.5	52.2	46.5	32.2	5.9	3.3	3.2	2.9	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%	
承德露露	审慎推荐	15.50	2,988	1,713	0.46	0.58	0.89	1.18	34.4	27.3	17.6	13.3	5.5	5.2	4.6	4.1	0.0%	1.3%	1.3%	1.3%	
东安动力	审慎推荐	8.10	3,789	1,913	0.33	0.19	0.39	0.49	25.1	44.0	20.9	16.8	2.1	2.1	1.9	1.7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
潍柴动力	审慎推荐	32.50	27,449	9,253	2.42	2.15	1.80	2.05	13.6	15.3	18.3	16.1	4.3	3.2	2.7	2.3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
能源																					
中国石化	中性	9.05	788,992	116,791	0.65	0.34	0.47	0.55	14.0	26.5	19.4	16.5	2.6	2.4	2.2	2.0	1.4%	1.6%	1.8%	1.3%	
中国神华	推荐	21.91	445,527	40,320	1.03	1.34	1.34	1.37	21.7	16.8	16.8	16.4	3.4	3.0	2.7	2.4	5.2%	2.1%	2.0%	2.0%	
中煤能源	审慎推荐	9.19	124,631	14,338	0.49	0.51	0.54	0.53	19.1	18.3	17.4	17.8	3.3	2.0	1.8	1.7	1.0%	0.7%	1.6%	2.9%	
国电电力	审慎推荐	6.39	34,702	26,329	0.31	0.02	0.19	0.30	20.3	284.4	32.8	21.5	2.6	2.6	2.4	2.2	1.2%	0.1%	0.8%	1.2%	
基础材料																					
宝钢股份	审慎推荐	5.88	104,021	104,021	0.73	0.37	0.37	0.40	8.2	16.1	15.9	14.9	1.2	1.1	1.1	1.0	5.9%	2.9%	3.0%	3.2%	
晨鸣纸业	中性	7.80	16,538	6,492	0.47	0.75	0.61	0.65	17.1	10.7	13.1	12.3	1.9	1.3	1.2	1.1	1.7%	2.5%	2.3%	2.4%	
工业 (含交通运输)																					
中国国航	审慎推荐	6.57	80,246	10,735	0.32	-0.70	0.44	0.12	20.7	n.a.	15.0	53.1	2.6	3.5	2.9	2.8	0.5%	0.0%	0.9%	0.2%	
中海发展	审慎推荐	11.92	41,263	25,556	1.35	1.58	0.87	0.89	9.0	7.7	14.0	13.7	2.6	1.9	1.8	1.6	2.4%	4.1%	2.5%	1.4%	
天津港	审慎推荐	12.25	20,985	10,892	0.70	0.57	0.70	0.74	17.9	22.1	17.9	16.8	3.1	2.8	2.5	2.3	0.7%	1.4%	1.7%	1.8%	
上海机场	审慎推荐	14.52	27,902	15,834	0.88	0.45	0.54	0.71	16.5	32.5	27.1	20.4	2.4	2.3	2.1	1.9	1.0%	0.3%	0.4%	0.6%	
宁沪高速	审慎推荐	5.86	29,823	2,492	0.32	0.32	0.30	0.31	18.6	18.5	19.4	19.2	1.9	1.9	1.8	1.8	4.6%	4.6%	4.4%	4.4%	
天威保变	推荐	33.64	39,619	19,413	0.39	0.81	1.08	1.51	88.1	42.0	31.4	22.5	15.9	10.5	8.2	6.3	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%	
电信科技																					
中国联通	中性	5.59	119,549	58,893	0.26	0.23	0.22	0.19	21.9	24.3	25.8	28.9	1.7	1.7	1.7	1.6	1.2%	1.4%	1.4%	1.2%	

资料来源：中金公司研究部

港股市场展望：震荡上行，涨幅趋缓

核心观点

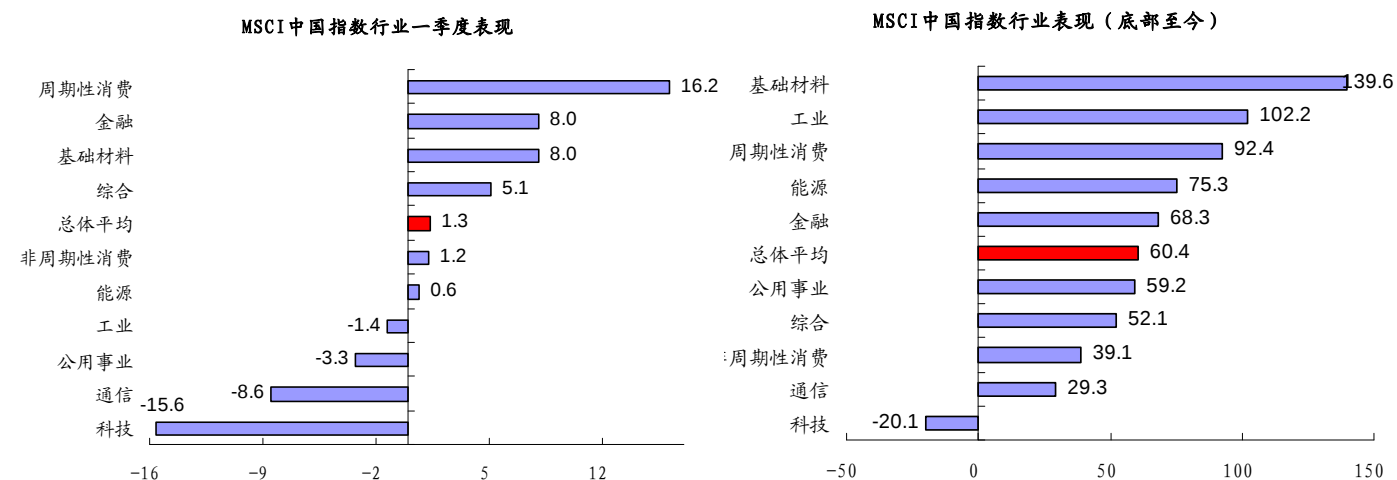
充沛的流动性、经济数据环比改善以及投资组合较低的贝塔值将推动大盘中短期延续三月份震荡上行的走势。但汇率与价格的不稳定性、基本面可见度仍然较低、以及多项事件风险如新增贷款下滑、美国银行压力测试、权重股股东减持等皆使大盘及个股维持较大波动及减缓整体涨幅。投资者可能在回调时继续增加投资组合风险配置，短期追逐较“落后”而基本面较弱的周期性板块如煤炭、钢铁、航运、资本品等，不过我们并不建议过度追涨，大盘中金融业及能源表现应该优于大盘。我们估计本季度交易范围恒指在 13000-16600、国企指数在 7300-9800。

一季度回顾：乘坐过山车，回到起步点

2009 年第一季度港股整体表现反复，高低波幅达 28%，并主要集中在三月份，整体收平。MSCI 中国指数整个季度微涨 1.3%，而包括香港本地股的中金股票池则下跌 1.7%，其中以获益于内需刺激的周期性消费如旅游、汽车；国内宽松货币政策的金融行业中的证券、房地产、保险；政府大规模财政刺激的基础材料如水泥、通讯设备；全球数量型货币放松刺激的有色；以及期待对环比数据开始稳定的外贸相关板块如造纸、纺织、交通设施等股价表现均强于大盘。

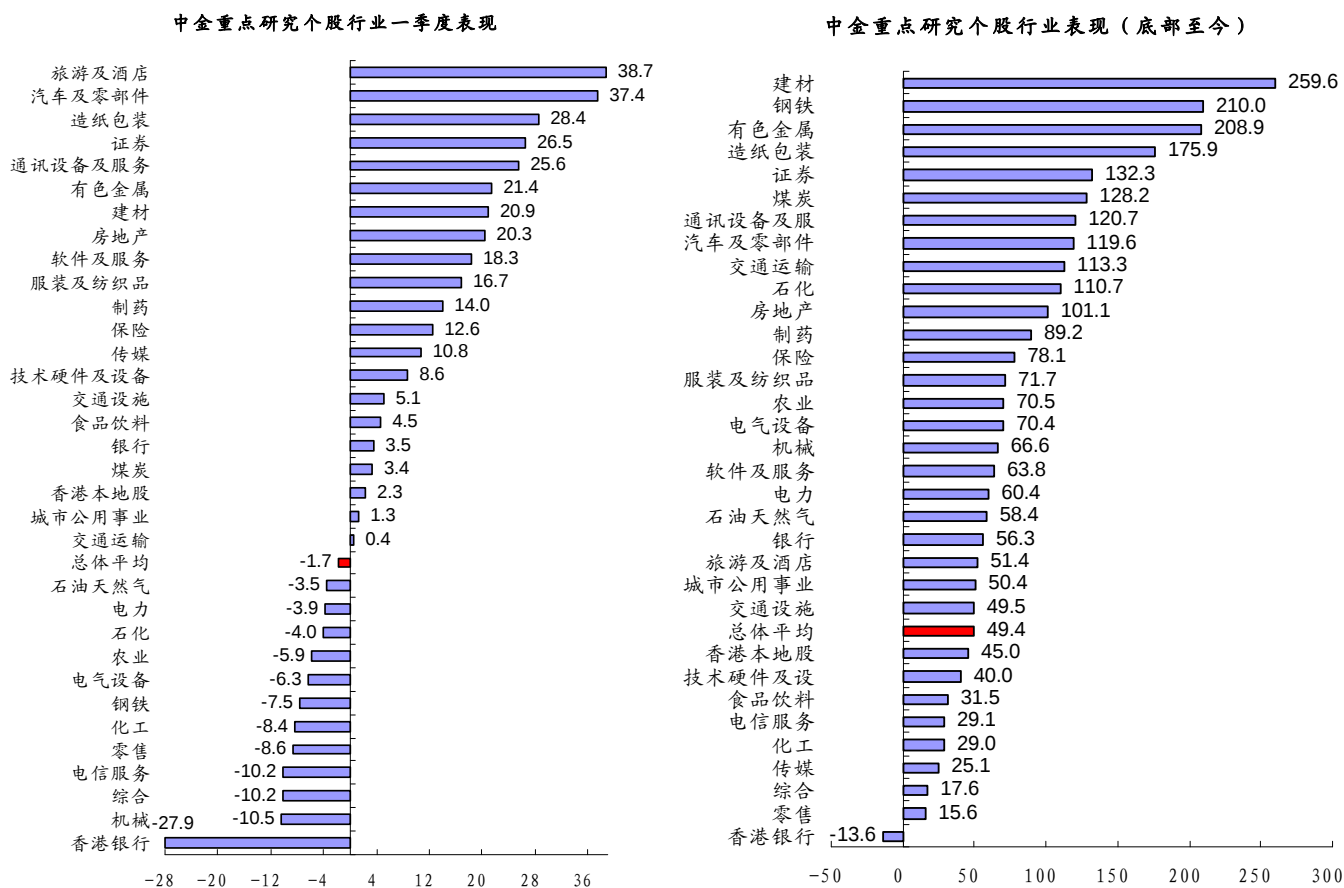
两大权重行业石油天然气及电讯均落后于大盘。防守型板块于市场逐渐提高风险喜好下表现落后，电讯服务商中移动下跌 13.2%、联通降 11%；前期大受追捧的铁路建设板块如中国中铁、中交建，以及消费零售中的利福、新世界百货、百盛均大幅落后于大盘。石油板块由于原油价格回调股价受压，但在近月由原油价格反弹中收复不少失地，此外在国内成品油价较频繁调整下引起对炼油毛利率趋于稳定的期待，对如中石化的股价有所提振。受环球金融资产大幅减值、股东股权被稀释等影响，香港银行板块在汇丰控股拖累下大幅下跌 27.9%是各板块中表现最差的行业，其中汇丰在大幅波动下一季度下跌 37.5%、恒生银行跌 23.3%。

图表 43：MSCI 中国一季度（左）及去年底部至今（右）行业表现



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 44：中金港股股票池一季度（左）及去年底部至今（右）行业表现



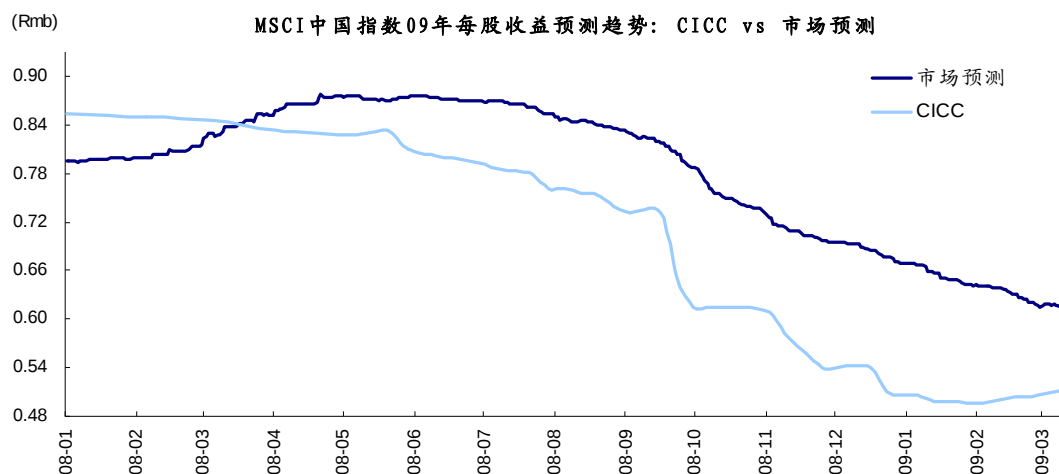
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

环比数据改善，风险喜好提高

如我们前面章节所说国内投资需求在政府基础建设投资带动下未来几个月应该开始回暖，尽管外需仍然疲弱但环比数据应逐渐企稳，工业生产特别是重工业品需求可能继续在库存与去库存之间摇摆，但环球宽松的货币环境有助相关在中短时间内作出较大幅度反弹，提升相关行业盈利前景。虽然 2008 年以及 09 年一季度业绩均可能低于市场预期，但较稳定的宏观环境、企稳甚至改善中的环比数据、宽松的货币环境将可能推动市场对大市盈利作出较乐观的预期。

实际上今年 2 月份开始，不少公司表示将于 2008 年年报中作出较激进的资产减值准备，以及能源、大宗商品价格在环球数量型货币放松下有较大反弹，加上国内信贷近月暴发性的增长、房地产销售进一步回暖，我们的行业分析师已开始调升金融等行业 2009 年的盈利预测。未来几个月市场对房地产、炼油、建材等行业的盈利预期可能仍有进一步上调空间，对运输、交通设施、铁路、炼油、城市基础设施、煤炭等的情绪在外贸数据企稳以及价格改革进程的期待下也可能有所改善。

图表 45: MSCI 中国指数 2009 年盈利预测趋势



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

宽松的货币改善市场流动性及风险喜好，市场交易量及换手率都在近月快速的回升当中，推动市场估值从 7 至 9 倍预测市盈率或约-1.5 倍标准差的水平快速反弹到最近的约 12 倍（MSCI 中国）到 13 倍（恒生指数）预测市盈率。市净率方面也相类似，即由去年 10/11 月约 1 倍市净率或-1.5 倍标准差回升到现在约 1.4 倍（恒生指数）及 1.8 倍（MSCI 中国）。过去经验表示，如果经济增长及盈利不能从新开始趋势性增长，大盘估值可能在估值长期平均水平即 13 倍至 15 倍市盈率或 1.8 倍至 1.9 倍市净率遇到较大阻力，并在该水平维持震荡格局。

图表 46: 股指盈利增长预测及估值水平

	指数	净利润(HKD)增长率				净利润(RMB)增长率				市盈率(x)				市净率(x)				分红收益率				净利润收益率			
		07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E
MSCI China	43.66	44.4	-0.4	4.0	10.4	35.9	-9.0	6.4	13.8	12.8	12.8	12.3	11.2	2.13	1.81	1.67	1.56	3.0	3.2	3.1	3.3	16.7	14.2	13.6	14.0
国企指数	8,574.73	47.8	-6.5	4.7	11.8	38.9	-14.5	7.1	15.6	12.2	13.1	12.5	11.2	2.02	1.72	1.61	1.51	3.2	3.1	3.1	3.2	16.6	13.2	12.9	13.5
红筹指数	3,195.37	34.1	30.5	-6.5	5.8	26.3	19.2	-4.3	8.9	13.8	10.6	11.3	10.7	2.24	1.86	1.68	1.56	3.0	3.7	3.5	3.7	16.2	17.7	14.9	14.6
CICC-H&B	n.a.	38.4	-8.4	4.7	11.5	29.0	-16.3	5.5	14.9	11.4	12.4	12.0	10.8	1.78	1.60	1.51	1.43	3.8	4.0	3.5	3.7	15.7	12.8	12.5	13.2
恒生指数	14,545.69	31.9	-26.9	0.5	11.7	24.3	-33.5	2.8	14.3	9.6	13.1	13.1	11.7	1.46	1.41	1.38	1.33	4.6	4.7	3.8	4.0	15.2	10.7	10.6	11.3
CICC-A	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	41.3	-10.6	10.4	16.4	18.1	20.2	18.3	15.7	2.89	2.69	2.42	2.20	2.3	2.1	2.1	2.4	16.0	13.3	13.2	14.0

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 47: MSCI 中国指数分行业盈利增长预测及估值水平

MSCI China 行业	指数总市值		净利润(HKD)增长率				净利润(RMB)增长率				市盈率(x)				市净率(x)				分红收益率				净利润收益率			
	(HKD mn)	%	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E
能源	484,834	17.7%	14.4	6.5	-10.3	23.4	7.6	-2.6	-8.1	27.1	9.7	9.1	10.1	8.2	1.9	1.5	1.4	1.3	3.8	3.9	3.3	3.9	19.4	16.9	13.8	15.4
金融	1,026,280	37.5%	81.9	12.8	7.1	8.3	71.0	3.2	9.5	11.9	14.7	13.1	12.2	11.3	2.3	2.0	1.8	1.7	2.9	3.2	3.3	3.3	15.7	15.3	14.8	15.0
通信	580,413	21.2%	31.6	32.4	-3.0	-0.8	23.7	21.1	-0.7	2.6	15.5	11.7	12.1	12.2	2.6	2.2	2.0	1.9	2.7	3.5	3.6	3.7	16.8	18.4	16.5	15.5
工业	211,399	7.7%	91.1	-19.8	-26.4	24.1	79.8	-26.7	-24.9	27.9	10.7	13.3	18.1	14.6	2.0	1.5	1.5	1.4	2.3	1.8	1.5	1.3	18.4	11.5	8.1	9.6
周期性消费	86,173	3.2%	64.6	-25.1	57.2	-7.7	54.8	-31.5	60.6	-4.7	12.5	16.8	10.7	11.6	2.1	1.8	1.6	1.5	2.5	2.5	2.8	2.8	16.7	10.7	15.1	12.9
非周期性消费	117,210	4.3%	49.7	-5.3	24.1	12.7	41.1	-13.7	24.3	16.4	14.1	14.9	12.0	10.7	2.3	2.1	1.9	1.7	2.8	3.2	3.2	3.5	16.5	14.0	15.6	15.8
基础材料	82,214	3.0%	6.1	-85.0	247.2	12.2	-0.3	-86.2	250.9	15.5	11.0	73.8	21.2	18.9	1.8	1.5	1.5	1.5	3.1	1.5	1.6	1.8	16.2	2.1	7.1	7.8
公用事业	55,087	2.0%	21.0	-105.8	1,470.9	18.6	13.7	-105.4	1,502.2	22.7	14.5	n.a.	18.0	15.2	1.7	1.9	1.8	1.7	3.0	1.4	1.5	2.6	12.1	-0.8	9.7	11.0
科技	9,534	0.3%	668.4	145.2	-123.7	164.7	640.0	116.2	-119.1	180.3	14.2	5.8	n.a.	37.6	2.1	1.5	1.7	1.7	2.5	4.3	3.8	3.3	14.7	26.1	-6.9	4.5
综合	80,735	3.0%	35.9	-93.1	740.3	2.9	28.6	-94.4	871.7	2.4	7.8	111.9	13.3	12.9	1.0	1.0	1.0	1.0	5.2	3.1	2.6	2.8	13.1	0.9	7.6	7.5
市场整体	2,733,878	100%	44.4	-0.4	4.0	10.4	35.9	-9.0	6.4	13.8	12.8	12.8	12.3	11.2	2.1	1.8	1.7	1.6	3.0	3.2	3.1	3.3	16.7	14.2	13.6	14.0

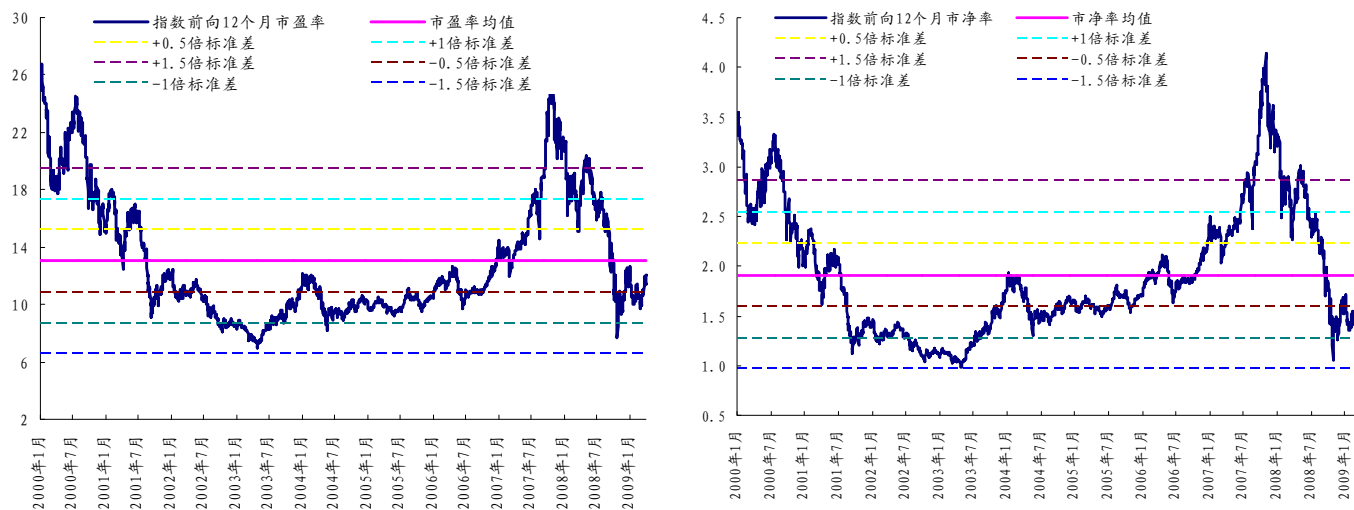
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 48：中金覆盖港股盈利增长预测及估值水平

CICC Universe - H&B	总市值		净利润(HKD)增长率				净利润(RMB)增长率				市盈率(x)				市净率(x)				分红收益率				净利润收益率			
	(HKD mn)	%	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E
石油天然气	2,092,547	15.0%	10.5	-11.5	-12.4	33.3	3.9	-18.6	-10.4	37.8	8.2	9.3	10.6	7.9	1.6	1.4	1.3	1.2	4.7	4.4	3.4	4.6	19.9	14.9	12.1	14.8
电信服务	1,826,684	13.1%	28.6	27.9	-6.2	-0.8	19.8	16.9	-4.0	2.6	13.8	10.8	11.5	11.6	2.2	1.8	1.7	1.6	3.0	3.8	3.9	4.0	15.6	16.8	14.8	14.0
银行	3,713,842	26.7%	65.3	44.2	2.9	7.8	55.5	32.0	5.2	11.4	13.9	9.6	9.3	8.7	2.1	1.7	1.6	1.4	3.8	4.8	5.0	4.8	15.1	17.8	16.6	16.6
保险	1,216,006	8.7%	117.3	-59.8	70.1	6.3	104.2	-63.2	74.0	10.0	18.2	45.4	26.7	25.1	3.2	3.6	3.3	3.1	1.6	0.6	0.7	0.8	17.8	7.8	12.3	12.2
煤炭	509,969	3.7%	36.7	46.8	-2.8	-4.4	29.6	29.9	-1.4	-1.2	15.7	11.0	11.5	12.0	2.6	1.8	1.7	1.6	2.4	2.6	3.0	2.4	16.7	16.7	14.9	13.4
房地产	486,190	3.5%	87.7	8.8	-4.6	9.9	76.0	-0.8	-2.5	13.7	16.2	14.9	15.7	14.2	2.2	1.7	1.6	1.5	2.0	1.9	1.6	1.7	13.8	11.7	10.2	10.5
交通运输	165,828	1.2%	583.0	-129.7	170.8	15.1	408.2	-126.9	165.1	23.2	4.5	n.a.	24.3	20.4	1.0	1.1	1.1	1.0	3.8	3.2	1.2	0.5	22.9	-7.4	4.3	5.1
交通设施	194,295	1.4%	33.4	-9.8	-12.3	-2.2	25.3	-17.4	-10.4	1.0	11.0	12.2	14.0	14.3	1.4	1.2	1.2	1.2	4.7	4.4	3.7	3.7	12.3	10.0	8.5	8.3
有色金属	193,486	1.4%	1.3	-61.5	-19.8	12.4	-4.8	-64.7	-18.0	16.2	9.9	25.7	32.1	28.6	2.2	1.7	1.7	1.7	3.0	1.5	1.3	1.6	22.1	6.7	5.3	6.0
建筑	366,400	2.6%	77.2	2.9	71.1	16.9	66.5	-5.9	75.1	20.9	32.0	31.2	18.2	15.6	3.3	2.1	1.9	1.8	0.7	0.8	1.4	1.6	10.2	6.6	10.7	11.8
电力	204,911	1.5%	16.6	-123.3	455.3	18.5	9.7	-121.3	463.5	22.6	13.3	n.a.	16.1	13.6	1.5	1.6	1.5	1.5	3.3	1.2	1.8	2.8	11.3	-2.9	9.4	10.7
食品饮料	229,184	1.6%	45.4	0.8	39.6	15.5	10.2	0.6	35.8	16.1	18.2	16.6	12.5	11.1	2.9	2.4	2.2	2.0	2.2	3.0	3.4	3.9	15.7	14.6	17.5	17.9
电气设备	120,309	0.9%	35.3	-16.9	6.4	8.7	20.9	-26.5	7.3	11.1	8.6	10.8	10.3	9.5	1.8	1.5	1.3	1.3	1.3	2.3	2.4	1.0	21.0	13.5	12.9	13.6
钢铁	84,918	0.6%	16.6	-54.7	28.3	2.3	8.4	-59.4	30.1	5.7	8.0	18.0	14.2	13.9	1.0	1.0	1.0	1.0	6.1	3.1	2.5	2.9	12.9	5.5	6.8	6.9
汽车及零部件	105,912	0.8%	64.3	0.8	-14.0	-0.4	54.6	-7.8	-12.0	3.1	9.1	9.0	10.5	10.5	1.6	1.3	1.2	1.1	2.2	2.2	2.1	1.9	17.5	14.4	11.4	10.7
零售	50,338	0.4%	93.0	31.7	-2.5	9.2	83.8	18.6	-0.0	13.0	14.7	11.3	11.6	10.6	2.8	2.0	1.8	1.7	2.3	3.2	3.2	3.5	18.9	17.3	15.8	16.1
综合	28,819	0.2%	37.3	-1.9	-31.3	1.3	29.9	-10.7	-29.7	4.7	11.8	12.1	17.6	17.4	1.2	1.1	1.1	1.1	8.7	3.4	2.3	2.3	10.4	9.4	6.2	6.1
建材	113,355	0.8%	112.3	34.6	7.9	8.0	99.5	23.1	6.5	11.5	28.8	21.4	20.6	19.1	5.3	2.6	2.3	2.2	0.1	0.7	0.4	0.4	18.4	12.1	11.4	11.4
软件及服务	148,684	1.1%	102.8	63.9	19.4	20.5	90.4	47.3	22.1	24.6	45.1	28.0	23.5	19.5	11.1	8.0	6.3	5.1	0.3	0.5	0.6	0.9	24.6	28.4	26.7	26.0
通讯设备及服务	73,430	0.5%	60.6	31.2	25.6	14.6	51.0	20.0	28.5	18.5	27.3	20.8	16.6	14.4	3.0	2.3	2.1	2.0	0.9	1.5	1.8	2.1	10.9	11.0	12.8	13.6
服装及纺织品	84,040	0.6%	53.0	12.4	2.4	7.9	43.6	2.7	4.9	11.8	14.4	12.9	12.5	11.6	2.2	1.8	1.7	1.5	3.1	2.9	3.2	3.7	15.1	14.3	13.3	13.3
石化	16,992	0.1%	105.9	-517.3	120.1	-24.4	93.5	-481.7	120.5	-21.8	9.8	n.a.	11.7	15.4	0.8	1.1	1.0	1.0	4.1	-	3.2	2.3	7.9	-45.3	8.6	6.5
化工	26,519	0.2%	-22.2	202.4	-8.9	31.0	-26.8	176.7	-7.3	34.0	35.4	11.7	12.9	10.0	3.2	1.6	1.6	1.4	1.2	-	1.1	1.5	9.1	13.7	12.0	13.8
证券	22,091	0.2%	469.5	-79.7	64.2	-28.1	430.0	-81.5	65.7	-26.6	4.4	21.9	13.4	18.9	1.4	1.7	1.4	1.4	-	-	-	-	30.6	7.7	10.7	7.2
城市公用事业	46,570	0.3%	155.9	47.6	14.9	8.3	77.6	35.0	18.3	11.9	22.0	14.9	12.9	11.9	1.5	1.4	1.2	1.2	1.9	1.5	1.6	1.7	6.9	9.1	9.7	9.7
传媒	5,305	0.0%	21.8	35.0	-15.0	34.6	14.6	23.7	-13.1	39.3	12.2	9.0	10.6	7.9	1.1	1.0	0.9	0.8	2.0	1.4	1.4	2.0	8.9	10.6	8.4	10.5
制药	12,064	0.1%	172.0	-12.7	21.6	2.7	155.7	-20.1	24.4	6.2	7.8	9.0	7.4	7.2	1.2	1.1	1.0	0.9	1.9	4.4	3.0	2.9	15.9	12.3	14.0	13.2
农业	20,369	0.1%	70.3	37.9	-24.0	12.6	60.1	26.2	-25.6	16.4	6.7	4.9	6.7	6.0	0.9	0.8	0.7	0.7	1.3	4.2	3.1	3.5	13.9	16.1	10.8	11.1
造纸包装	28,427	0.2%	82.1	28.5	-14.3	9.5	43.5	12.2	-12.4	12.9	6.6	5.4	6.3	5.8	1.0	0.8	0.7	0.7	4.2	3.8	2.5	3.0	15.1	14.2	11.3	11.4
旅游及酒店	4,282	0.0%	29.0	12.8	-18.4	21.4	21.2	3.2	-16.5	25.6	15.3	13.5	16.6	13.7	0.8	0.7	0.7	0.7	5.2	5.9	4.8	5.9	5.3	5.4	4.5	5.1
香港本地股	1,707,030	12.3%	22.0	-47.9	6.8	14.6	13.6	-51.7	-2.7	14.8	6.8	12.9	13.5	12.2	0.9	1.0	1.1	1.1	7.7	7.9	4.6	4.9	13.2	7.7	7.8	8.6
非香港本地股	12,223,859	88%	43.3	1.6	4.4	11.1	33.6	-7.2	6.6	14.9	12.5	12.4	11.9	10.7	2.1	1.7	1.6	1.5	3.2	3.4	3.4	3.5	16.5	14.1	13.5	14.1
市场整体	13,930,888	100%	38.4	-8.4	4.7	11.5	29.0	-16.3	5.5	14.9	11.4	12.4	12.0	10.8	1.8	1.6	1.5	1.4	3.8	4.0	3.5	3.7	15.7	12.8	12.5	13.2

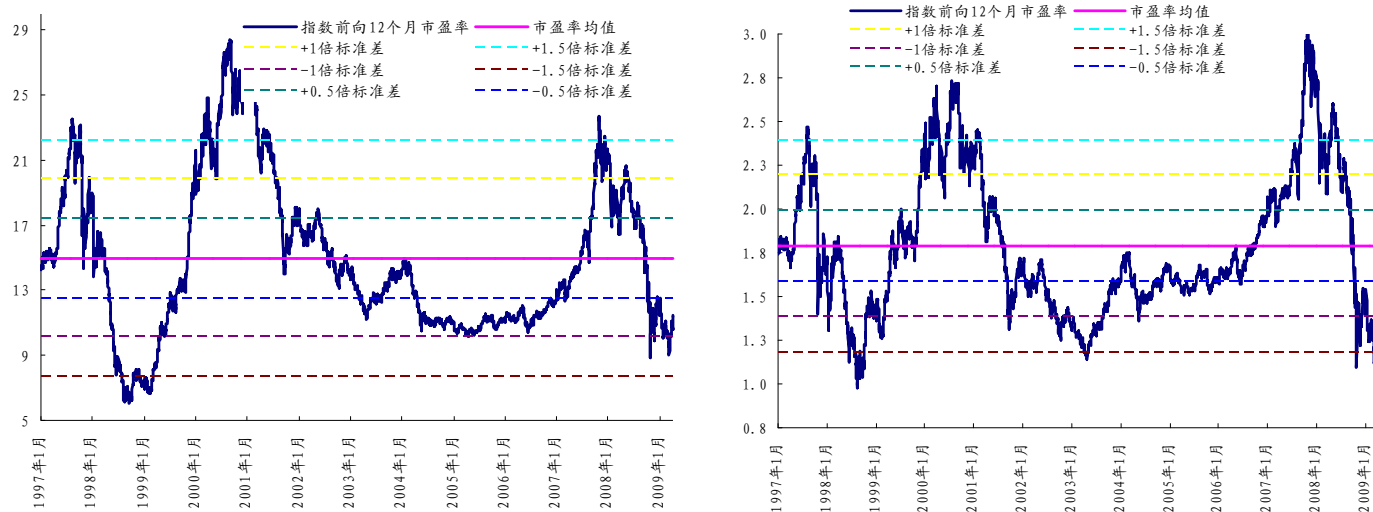
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 49：MSCI 中国指数市盈率（左）及市净率（右）



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 50: 恒生指数市盈率（左）及市净率（右）



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

二季度港股行市场及配置建议：震荡上行、波幅持续、涨势趋缓

整体走势与交易区间：本季初期我们相信大盘将延续三月份向上走势，也维持近月较高波幅。市场流动性依然充沛、经济数据环比趋势有所改善、政策面仍然支持大盘短期继续走高，掩盖了经济及企业盈利中长期前景可见性仍然较低、价格与汇率的不稳定，与过度宽松的货币政策可能带来的通胀风险，投资者风险喜好继续有所提高，不过同时带来较高的波动性。经过过去几周的积极买盘后，我们相信基金过度剩余的现金已经回落到较为正常水平，但投资组合整体贝塔值仍然为中性偏低水平，进一步的资金流入将仍然推动大市，继续追逐较为“落后”的周期性板块如煤炭、钢铁、航运尽管这些板块的基本面仍有进一步恶化的可能。

至于本季度仍有不少事件风险如新增贷款下滑、美国银行压力测试结果、股东减持等（见下页），将继续使大盘及个股维持较高波幅，我们相信投资者会延续在大盘回调时从防御性置换到高贝塔板块的策略。高权重的银行板块可能在本轮反弹后期有更佳表现。大盘整体短期仍然维持震荡上行，但动力可能弱于3月中至4月初。我们估计本季度交易区间为恒生指数13000-16600、国企指数7300-9800，高点分别相等于指数2009年约15倍与14倍市盈率及1.6倍与1.8倍市净率，即大盘长期平均估值水平。两个指数区间顶部分别代表从去年低点回升55.5%及104.5%，或自三月初低位分别反弹46.3%及53.1%。这交易区间也显示了大盘在基本面可持续改善仍然不明朗下的快速反弹中积蓄的短期回调风险。

行业配置：我们估计本季度的主题与投资风险主要为：1）流动性继续推动大盘震荡上行；2）市场对于企业现金流与盈利趋势（起码环比）预期有所改善；3）投资者投资组合风险水平不高；4）政策仍然支持，市场对价格改革并购等有所期待；5）个别板块估值过高。所以我们超配金融（尤其是银行）、能源（尤其是炼油）、钢铁、资本品；低配电讯、零售、食品饮料；并偏好相对落后的个股与板块。我们同时也列出了一个风险与波动性较大的交易性组合作为参考。但本轮反弹仍然缺乏较强及可持续的基本面支持，所以投资者宜严守交易纪律。

图表 51: 中金港股投资组合

中金推荐投资组合																			
Company	Ticker	Px (HK\$)	Mkt cap	Ff cap	EPS (RMB)			P/E (x)				P/B (x)				Div.Yield			
		04/03/09	(US\$ mn)		07	08E	09E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E
ICBC	1398.HK	4.07	43,618	36,212	0.25	0.33	0.36	15.5	10.5	9.8	9.6	2.4	1.9	1.8	1.7	3.8%	5.7%	6.1%	4.6%
Petrochina	857.HK	6.52	17,750	17,747	0.80	0.63	0.49	7.6	9.0	11.6	8.1	1.5	1.3	1.3	1.2	5.8%	5.0%	3.8%	5.4%
Sinopec	386.HK	5.49	11,887	11,885	0.65	0.34	0.47	7.9	13.8	10.3	9.1	1.5	1.2	1.2	1.1	3.2%	2.5%	2.5%	2.8%
China Unicom	762.HK	7.46	22,878	11,424	0.67	0.59	0.56	10.5	11.0	11.8	13.6	0.8	0.7	0.7	0.7	3.9%	3.6%	3.4%	3.0%
Bank of Comm.	3328.HK	5.79	17,231	10,839	0.42	0.58	0.63	13.1	8.6	8.1	7.1	2.0	1.6	1.5	1.3	2.8%	4.0%	3.7%	4.2%
China Telecom	728.HK	3.45	6,178	6,178	0.28	0.25	0.17	11.6	11.8	17.6	13.1	1.2	1.1	1.0	1.0	2.5%	2.7%	2.6%	2.9%
PICC	2328.HK	5.09	2,270	2,269	0.27	0.15	0.26	17.8	29.3	17.6	14.8	2.0	2.2	2.0	1.8	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
COSCO Holdings	1919.HK	5.81	1,935	1,925	1.91	1.18	-0.18	2.9	4.2	n.a.	35.3	1.2	1.0	1.0	1.0	3.2%	7.1%	0.0%	0.0%
R&F	2777.HK	11.48	1,504	1,380	0.93	0.63	0.72	11.6	15.6	14.1	12.9	2.8	2.1	2.0	1.8	3.7%	2.8%	1.8%	1.9%
COSCO Pacific	1199.HK	8.48	2,456	1,204	1.39	0.84	0.66	5.7	8.7	11.3	12.2	0.9	0.9	0.9	0.8	8.6%	5.6%	4.4%	4.0%
China Dongxiang	3818.HK	2.95	2,157	942	0.13	0.24	0.25	21.4	10.5	10.3	9.2	2.7	1.9	1.6	1.3	2.8%	5.1%	5.8%	6.5%
Agile Properties	3383.HK	5.18	2,411	930	0.56	1.18	0.46	8.7	3.8	9.9	8.4	2.0	1.4	1.3	1.2	3.9%	7.9%	3.0%	3.6%
Harbin Power Eq.	1133.HK	5.66	493	460	1.11	0.87	0.62	4.8	5.6	8.1	9.0	1.0	0.8	0.8	0.7	1.7%	1.5%	1.0%	0.9%
Huadian Power	1071.HK	2.02	373	337	0.20	-0.28	0.22	9.6	n.a.	7.9	6.0	0.8	0.8	0.8	0.7	3.1%	0.0%	3.8%	0.7%

交易型组合

Company	Ticker	Px (HK\$)	Mkt cap	Ff cap	EPS (RMB)			P/E (x)				P/B (x)				Div.Yield			
		04/03/09		(US\$ mn)	07	08E	09E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E
China Coal	1898.HK	6.42	3,402	3,196	0.51	0.54	0.56	11.8	10.3	10.0	10.6	2.5	1.3	1.2	1.1	1.5%	1.1%	2.9%	2.9%
Jiangxi Copper	358.HK	8.74	1,565	1,507	1.48	0.76	0.68	5.5	9.9	11.3	11.8	1.4	1.2	1.1	1.1	5.5%	3.0%	2.5%	2.5%
Alibaba	1688.HK	7.41	4,827	1,074	0.20	0.26	0.26	35.0	24.2	24.9	20.1	9.4	6.6	5.3	4.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%
CIMC B	200039.SZ	5.15	951	951	1.19	0.53	0.57	4.1	8.4	8.0	7.9	0.8	0.9	0.8	0.8	6.2%	9.0%	8.8%	0.0%
Ma'anshan I&S	323.HK	3.08	689	689	0.37	0.10	0.17	7.9	27.8	15.6	14.8	0.9	0.9	0.9	0.9	4.5%	4.9%	1.4%	2.7%
Nine Dragons Paper	2689.HK	3.27	1,828	534	0.48	0.44	0.44	6.4	6.5	6.6	5.8	1.1	0.9	0.8	0.8	3.9%	1.8%	1.5%	1.7%
Weichai Power	2338.HK	18.98	496	475	2.42	2.15	1.80	7.4	7.6	9.3	8.4	2.3	1.6	1.4	1.2	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%
China South'n Air	1055.HK	1.77	402	234	0.43	-0.80	0.10	3.9	n.a.	16.1	13.8	0.6	1.4	1.2	1.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 52: 中金推荐组合表现: 今年以来上升约 9% 好于大盘 2 个百分点



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

未来一个月关注事件：

- 四月中下旬 主要美国银行业绩发布
- 四月下旬至五月 美国银行压力测试结果
- 四月九日 汇丰控股供股新发行股票首日交易
- 四月二十八日 工商银行 H 股战略投资者第一阶段禁售期届满
- 五月八日 建设银行 H 股战略股东美国银行禁售期届满
- 四月份 中国铁矿石合约谈判结果
- 四月份 国内煤炭与发电商采购合约
- 五月份 国内创业板推出进程

政策关注（一）：中国放松管制前景分析

核心观点

中国经济除了面临周期性调整问题之外，更迫切需要解决的是结构性失衡的问题。经济增长严重依赖于投资和出口，而代表终端需求的国内消费未能得到有效启动。在巨额投资拉动政策的刺激下，经济短期虽呈现环比改善的趋势，但是无法改变代表终端需求的出口和消费的下行趋势，仍处在去库存化进程中的房地产投资也难快速恢复。另外，过度扩张的财政政策和数量型放松的货币政策长期必将推高通胀预期，使得经济陷入“滞胀”的风险上升，对于中国这样的制造业为主导的国家，能源和资源价格回升和赢弱的终端需求将使得经济调整面临更长的时间。因此，过度依赖于短期性扩张的财政政策和数量型放松的货币政策并不是保证中国经济走出见底反转的有效途径。因此，未来自由主义政策导向下的政府对部分行业放松管制的可能性正在上升。

我们认为放松部分行业的准入门槛，尤其是对消费服务业的管制放松，鼓励民营资本进入到非资源依赖型行业，将成为促进经济可持续发展的有效途径。重点发展消费服务业，促产业市场化改革，无论对于解决就业压力，还是对于促进居民收入增长（长期以来工业化导致的另一个弊端是重积累，居民收入增速低于企业利税增长）而言，都有重要意义。对消费服务业放松管制，对某些行业逐渐放开，除了上述考虑之外，还由于竞争的加剧使得价格下降以及缓解结构性矛盾，从而创造更多的需求。其中，**传媒出版电影等文化产业、教育、医疗、金融、民用航空或电信行业**管制放松趋势更为明显，具有长期潜在机会。

中国对行业准入门槛的放松政策将遵循“先小后大，先竞争性行业后垄断性行业”的原则。如我们前文所言，受资源瓶颈限制的现有国家垄断性行业（如石油石化、钢铁、有色金属、煤炭、电力等）一方面由于其关系到国家经济命脉的重要行业，国家开放的意愿不强，另一方面，这些行业严重依赖于不可再生资源，同时对环境造成破坏，我们认为政府也不应该在这些领域放开民营资金进入以加剧此类行业的投资扩张；相反，一些非资源瓶颈限制的竞争性行业（主要以服务为主），从中长期看，民营资本的运作效率较高，应该鼓励民营资本的进入，这些行业包括医疗、教育、电信、金融、传媒等。

除了行业准入门槛外，我们认为放松价格管制的进程也应该推进，目前我国包括水、电、油、天然气在内的资源定价机制仍未全面市场化，非市场化定价往往低于国际可比价格，这就造成了企业资源利用率低下、资源型行业成本偏低的情况，如果解决对资源成本的隐形补贴，鉴于资源成本的提高，则一定程度上可以自发调整相关行业的产能情况。关注相关领域的定价机制改革带来的投资机会，例如**独立发电企业、从事供水的公用事业类公司以及污水净化类的上市公司、开发以及输送天然气的中上游企业、炼油企业等等**。

中国为什么需要放松管制？

中国经济除了面临周期性调整问题之外，更迫切需要解决的是结构性失衡的问题。经济增长严重依赖于投资和出口，而代表终端需求的国内消费未能得到有效启动。在巨额投资拉动政策的刺激下，经济短期虽呈现环比改善的趋势，但是无法改变代表终端需求的出口和消费的下行趋势，仍处在去库存化进程中的房地产投资也难快速恢复。我们认为继续靠政府增加投资拉动经济增加的方式可能有短期的成效，但长期来看，这种经济增长模式难以为继。

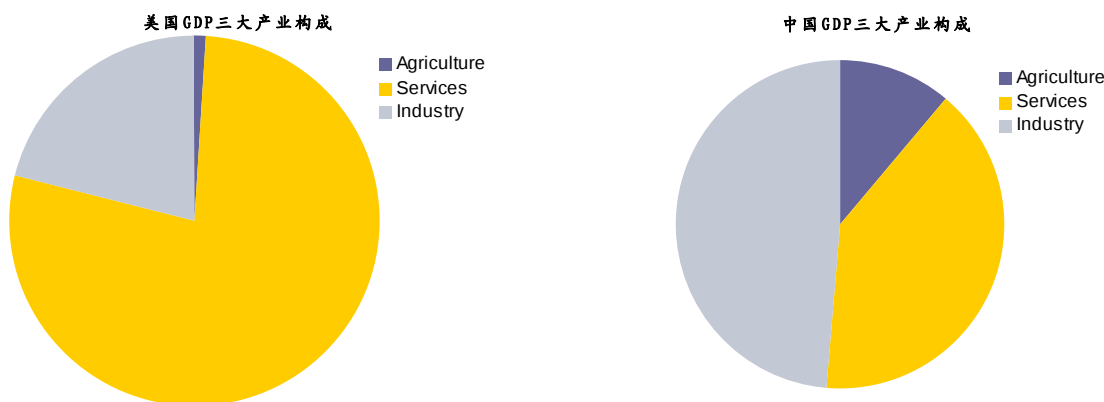
另外，过度扩张的财政政策和数量型放松的货币政策长期必将推高通胀预期，使得经济陷入“滞胀”的风险上升，对于中国这样的制造业为主导的国家，能源和资源价格回升和赢弱的终端需求

将使得经济调整面临更长的时间。因此，过度依赖于短期性扩张的财政政策和数量型放松的货币政策并不是保证中国经济走出见底反转的有效途径。因此，未来自由主义政策导向下的政府对部分行业放松管制的可能性正在上升。

我们认为放松部分行业的准入门槛，尤其是对服务业的管制放松，鼓励民营资本进入到非资源依赖型行业，将成为促进经济可持续发展的有效途径，原因包括：

- (1) **优化产业结构：**通过美国 GDP 的结构（图表 53）可以看到，很多产业在我们国家非常的落后，尤其是第三产业及服务业比重严重偏低。比如说文化、教育、电讯、能源，这都是私人企业，很少有国家参与的。但是我国这些大行业基本上都是国家控制。美国教育文化医疗行业就占了 GDP12%，我们只有 5%，美国各种各样的球赛、运动赛占了美国消费很大的比例，这个比例在中国基本上还是零，或者维持非常低的水平。这个行业如果放开以后，包括汽车工业很多的新产品，新的运营模式都会出来。这可能是以后中国持续经济发展的一个地方。

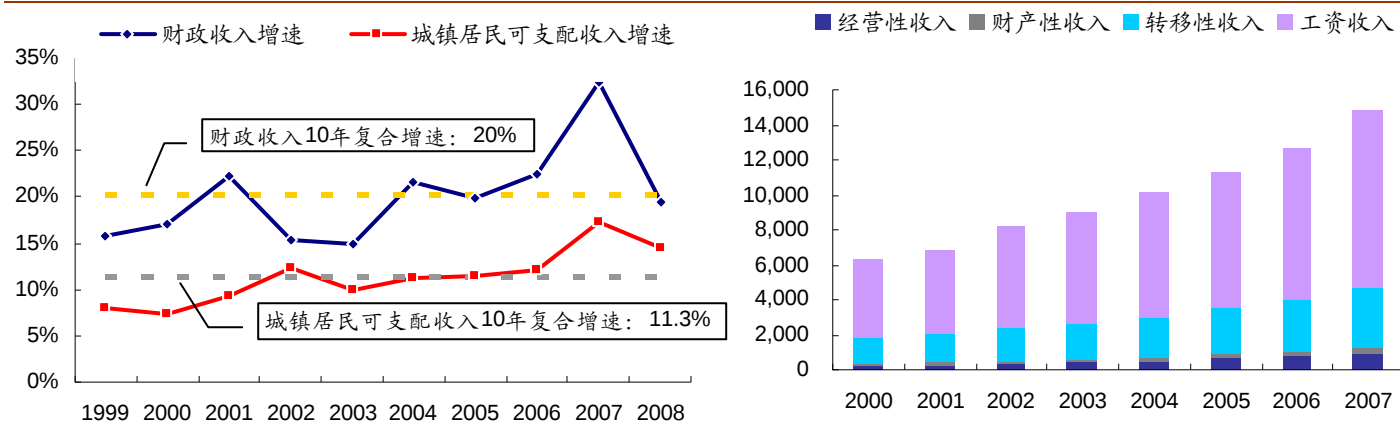
图表 53：中国与美国 GDP 的产业结构比较



资料来源：CEIC、中金公司研究部

- (2) **民营资本进入提高产业经营效率：**从全球范围看，受到资源的瓶颈，高积累发展国有垄断主义的出路行不通，资源低效率运用，浪费、环保问题众多，且波动性大，政府应该将产业发展的重点从资源依赖型以及高资本累积的行业转向非资源依赖型的行业，民营资本运营效率高，竞争化程度也很高，对于发展服务业相关，新能源新技术等自主创新领域前景会非常广阔，政府应该在这些行业放松管制，鼓励民营资金进入。
- (3) **有利于提高居民收入：**我们难以启动消费的原因一方面在于社会保障体系尚不健全，另一方面则是国民收入分配存在的弊端。社保体系不健全难以解除居民消费的后顾之忧，从国民收入分配上看，这几年居民可支配收入增速低于国家财政收入（图表 54），这表明国民收入分配明显向政府部门倾斜，而居民并没有全面享受到经济增长带来的收入增加，一定程度上也限制了居民的消费能力。而政府部门的收入往往多投向于工业部门，这些投资使得相关行业产能继续扩张，加剧了资源瓶颈困境，这种状况亟需改变。如果放松服务业的管制，让更多民营资本进入，由于此类行业多为轻积累，有助于藏富与民，此外我国居民收入构成中经营性收入和财产性收入占比还很小（图表 54），一定程度说明民营资本投资渠道仍然有限，如果通过放松管制吸引这部分进入，相信我国居民收入将得以提升。

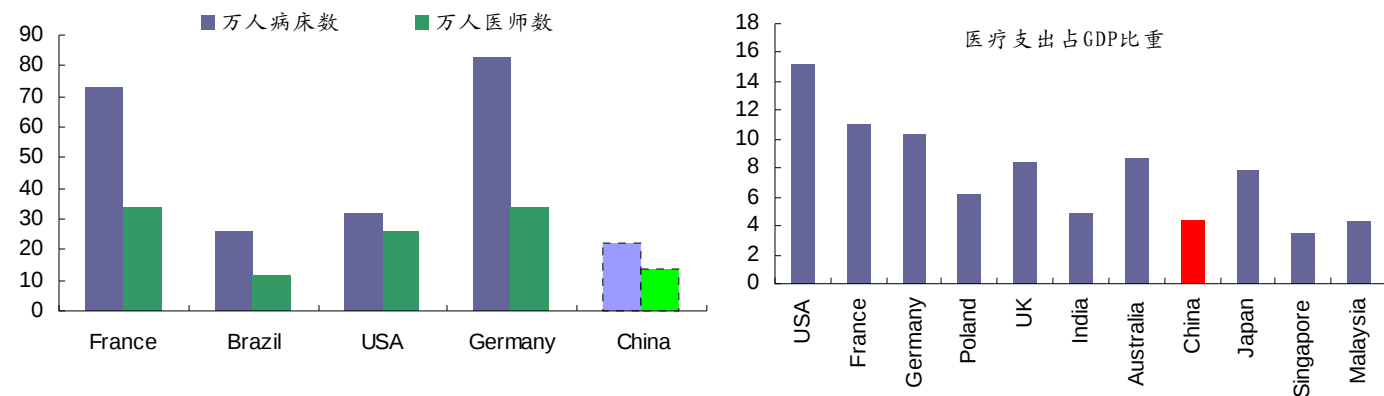
图表 54：中国国民收入分配不均，财政收入增速高于居民收入，居民收入中经营性收入占比很小



资料来源：CEIC、中金公司研究部

- (4) **强化竞争，降低价格，创造需求，缓解供需的结构性矛盾：**民营资本的介入将使得相关行业的竞争度加大引发价格下降，这也将激发居民的有效需求，促进消费增长。另外，从近期出台的十大产业振兴规划来看，政府的思路仍为在各大行业内进行整合重组，通过缩减产能来解决产能过剩的问题，而重点不是在于创造新的需求；如若未来面临终端需求不振，这种方法的成效值得怀疑。事实上，我们国家的某些领域却面临着供给有限，而需求不足的情况，如教育、医疗等等（图 55- 57），而这些行业恰恰又是政府行业准入管制的对象。

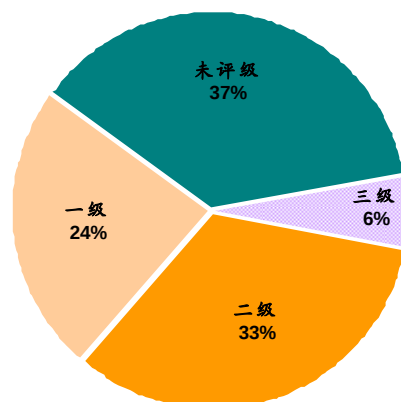
图表 55：中国医疗资源仍然不足



资料来源：世界卫生组织、中金公司研究部

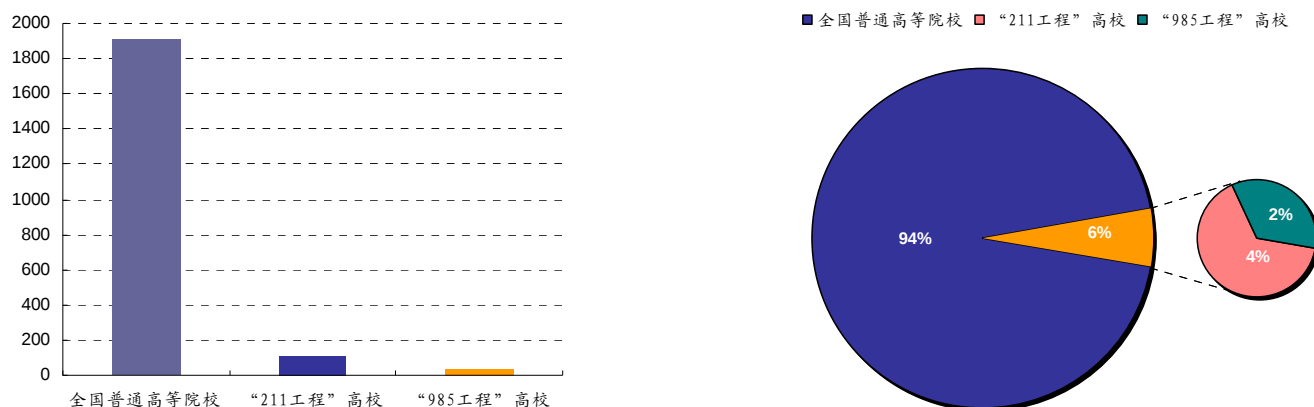
图表 56: 医疗卫生资源的结构性矛盾亦明显

■ 三级医院 ■ 二级医院 ■ 一级医院 ■ 未评级医院



资料来源：中国卫生统计年鉴、中金公司研究部

图表 57: 教育资源的结构性矛盾突出



资料来源：中国教育部、中金公司研究部

我们还在管制什么？

- 从行业准入上看，从政策面上看，似乎民营企业在大部分行业并没有行业准入限制，但实质上仍然存在一道横亘在民营经济面前的玻璃门。

自 2005 年 2 月 25 日国务院出台了《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》（简称“非公经济 36 条”），从政策面上看，似乎民营企业在大部分行业并没有行业准入限制，但实质上仍然存在一道横亘在民营经济面前的玻璃门。一方面行政性垄断依然以各种形式普遍存在；另一方面，市场准入的政策性障碍（以资本实力、技术水平、从业资历等各种理由抬高行业准入门槛）依然在多数垄断行业中普遍存在，这两个问题相互作用，直接限制了民营经济的发展空间。行业情况参见图表 58。

图表 58：我国目前存在的部分管制情况

行业	市场准入管制及目前市场状况	价格管制
电力	国家电监会对电力业务实施市场准入许可工作， 电网行业处于国家垄断状态，民营可进入发电行业 ，但目前市场份额仍为五大发电集团所有，以及价格管制仍然存在，民营资本和外资难以进入该行业。	包括上网电价和终端售电价均存在管制，主要管制单位为发改委，上网电价实行“两部制电价”，其中容量电价带有较为浓厚的管制色彩，部分地区实行竞价上网试点，销售电价亦由政府给出指导价格
石油	2006年《成品油市场管理办法》和《原油市场管理办法》出台， 非公企业获准进入石油行业 。但国家商务部发布《成品油批发企业管理技术规范》、《成品油仓储企业管理技术规范》两个征求意见稿，规定申请设立成品油批发企业的申请主体注册资本应不低于1000万元人民币，要有两年以上的成品油零售业务，且须拥有30座以上自有或控股加油站，这就 加大民营企业进入门槛 ，原油和成品油的进口权都未完全放开，目前国内的石油企业基本分属于中石油、中石化和中海油三大集团，其投资也以国有资本为主，虽有一些民营企业开始逐步介入石油行业，但规模很小。	国产陆上原油价格实行与国际市场直接接轨，但将对其征收特别收益金。国内汽、柴油出厂价格以国际市场原油价格为基础，加国内平均加工成本、税收和合理利润确定。实行最高零售价格制度，最高零售价格以出厂价格为基础，加流通环节差价确定，并将原流通环节差价中允许上浮8%的部分缩小为4%左右，国家继续对成品油价格进行适当调控。
天然气	民营可以进入天然气行业，但基本为下游流通环节，	陆上天然气价格由政府定价或政府指导价格。天然气配售价由省级政府价格主管部门监管，各地的管制方式有很大差别。 天然气定价政策基本上可以概括为：采用成本加成为主并适当考虑市场需求的定价方法。其中，管道运价和出厂基准价均由国家发改委制定。对终端销售价格，则由省级物价部门制定。
供水	目前有民营资本进入城市供水领域，但政府及有关部门对民营企业进入城市供水行业投资还缺少统一配套的政策规定 ，包括在价格、准入资质、操作办法等方面缺乏统一明确的可操作规定，从已实现的案例来看，政府多采用特许经营的形式	《城市供水价格管理办法》规定，城市供水价格中的利润，按净资产利润率核定。供水企业合理盈利的平均水平应当是净资产利润率8%~10%。另外主要靠政府投资的，企业净资产利润率不得高于6%；主要靠企业投资的，还贷期间净资产利润率不得高于12%，目前水价受到发改委严格的监管
化肥	自由进入及退出	国家发展改革委、财政部发出《关于改革化肥价格形成机制的通知》（下称《通知》），正式宣布取消实施多年的化肥价格管制，化肥生产由“政府指导价”改为“市场调节价”，但化肥的进出口依然由政府部门控制。
铁路	《关于鼓励支持和引导非公有制经济参与铁路建设经营的实施意见》表示 民营资本可以进入铁路行业，但目前的情况看，投资仍以国有资本占绝对主导地位 ，尽管有一些合资铁路和地方铁路，但 外资和民营资本很少 ，这里面的主因在于铁路本身的体制。目前铁路建设项目，从投资决策、资金筹集、施工管理到经营管理，几乎都在部门内封闭进行。	包括运力、运价等受铁道部及发改委严格的监管
民航	民营资本可以进入航空业 ，目前航空业主要由国有三大航空集团和地方航空公司组成，国有资本是投资主体，但亦有民营资金参与成立的低成本航空公司， 但民航总局决定在2010年之前暂停受理新设立航空公司。	按照《民航国内航空运输价格改革方案》的规定国内航空运输企业可在基准价的基础上自主决定机票价格，上浮幅度不得超过基准价的25%，下浮幅度不得超过基准价的45%。对由航空运输企业独家经营的航线及部分以旅游客源为主的航线，票价下浮幅度不限。
高速公路	目前，民营企业进入这一行业一般采用“BOT”(BuildOperateTransfer)方式，所谓“BOT”是指：由民营企业出资建设高速公路，建成后负责道路的日常维护并享有道路的收费权，在25年后将道路经营权交还国家。	收费定价由各级政府制定，且没有特点的价格形成机制
银行	在 资本准入上 ， 民营资本进入银行业不存在法律障碍 ，现在已经出现一大批民营资本参股甚至控股的商业银行，中国银监会鼓励符合条件的民营资本积极参与银行业的重组和改造； 在机构准入上，监管当局一直持审慎的态度 ，主要考虑到我国银行业机构数量基本饱和（当然在结构上，包括机构的结构和地区的结构，如西部地区，还需要有局部的调整。但就总体来讲，基本饱和），同时从维护存款人利益和防范金融风险的角度出发，监管当局对银行业机构的 市场准入十分慎重 。	出于风险控制的考虑，中国银行业受到银监会较多监管，比如不能参股证券公司，利率非市场化（存款利率上限以及贷款利率下限）等
保险	民营企业可进入保险业，考察标准偏重于：第一，是否有战略投资目的；第二，是否具有可持续出资能力	目前保险行业受保监会监管，在投资品种上受到众多监管，对于民营企业而言，不能从事强制性险种业务
电信	工信部发布的《电信业务经营许可管理办法》规定， 申请经营基础电信业务的经营者为依法设立的专门从事基础电信业务的公司，并且公司的国有股权或者股份不少于51%，而电信增值服务则没有过多的限制 ，目前电信服务业的绝大部分民营投资都集中在增值及数据业务，比如做小区宽带的建设、内容及技术服务方面。	基本话费仍受工信部监管，目前实施了部分非对称管制
医疗	2001年9月中国即开放医疗市场，但在运作过程中，需要众多的审批流程，如床位数目，一定数额设备购进等等，其中过高的税收、难以进入医保名单和以及资质评级问题是民营医院面临最为严重的问题	价格管制遵循“成本加合理收益价”的定价准则，但医疗服务成本难以界定，具体指导价格仍由政府给出
传媒	传媒业内的发行和制作环节已经放开，外国资本和民间资本都可以进来，但是中间环节——内容生产还没有放开，对频道频率的占有也没有开放	

资料来源：新华网、中金公司研究部

➤ **对于价格管制方面，目前很多行业的定价仍不能由市场或企业自主决定。**

目前很多行业的定价机制仍然没有实现市场化，政府或给出统一价格或给出指导价格和一定的浮动区间，包括成品油、天然气价格、水价、上网电价、销售电价、铁路运价、航空运价、公路收费、基本药品价格以及银行利率等都受到政府的监管。

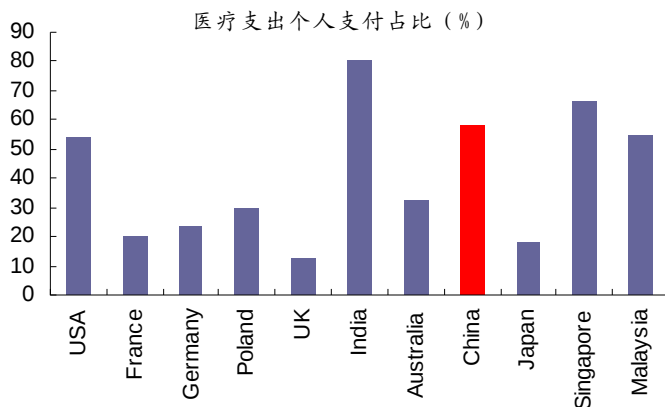
中国放松管制路径

总体而言，中国对行业准入门槛的放松政策将遵循“先小后大，先竞争性行业后垄断性行业”的原则。如我们前文所言，受资源瓶颈限制的现有国家垄断性行业（如石油石化、钢铁、有色金属、煤炭、电力等）一方面由于其关系到国家经济命脉的重要行业，国家开放的意愿不强，另一方面，这些行业严重依赖于不可再生资源，同时对环境造成破坏，我们认为政府也不应该在这些领域放开民营资金进入以加剧此类行业的投资扩张；相反，一些非资源瓶颈限制的竞争性行业（主要以服务为主），从中长期看，民营资本的运作效率较高，应该鼓励民营资本的进入，这些行业包括医疗、教育、电信、金融、传媒等。

- ◆ **医疗** 和世界平均水平相比，目前我国居民的医疗资源严重不足（图表 55-56），同时因为管制的存在，民营资金无法自由进入该行业，有限的公共医疗资源使得我国医疗费用偏高。就目前已进入该行业的民营医院的情况看，由于民营医院在床位数目、设备购进以及医疗项目的开设上都受到繁琐的审批程序，而三年免税之后面临的过高的税收、难以进入医保名单和以及资质评级是民营医院面临最为严重的问题，一方面这将压制民营医院的发展，另一方面民营医院难以纳入医保名单，公共医疗机构又有限使得我国医疗支出费用中个人支付的比例过大（图表 59），这也将抑制其他部分的消费支出，往后看，我认为政府应给予民营医院更为宽松的准入机制和更公平的竞争环境。
- ◆ **教育** 我国的教育资源和医疗的情况颇为类似，同样面临因管制原因导致的资源稀缺以及缺乏竞争导致效率低下的问题。从目前已成立的民营教育机构来看（如新东方、民办大学等），有效需求是有的，而且十分旺盛，从这些已经在运作的机构来看，投资回报率很高，长期看放松教育产业的管制，市场化的运作将有利教育资源的分配，以及所提供的教育服务的质量。
- ◆ **电信** 目前民营资本能够参与到这个行业的部分多为电信增值服务，但基础电信服务仍未放开，从欧美的经验以及目前的技术进展（如 VOIP 技术）来看，基础电信服务所存在的自然垄断特性已经大大削弱，基础电信服务不应该继续存在管制，虽然由于我国已通过运营商的重组等方式引入竞争，但和国际相比，目前的通信资费仍高，全面放开电信行业将是最终的方向。
- ◆ **金融** 由于直接创立银行及保险机构需大量的资本金，虽然目前已有包括民生银行以及中国平安等民营金融机构的成立，但一般的民营资本还是难以进入该行业。不过考虑国有银行的贷款多流向国有企业，众多的民营企业却面临融资困难的问题，使得在经济形势趋坏的情况下不少中小企业向地下钱庄“贷款”，据中央财经大学金融学院国家社科基金课题组的调查显示民间金融、地下金融和非法金融活动规模已经占到银行等正规金融机构存贷款业务规模的 40% 左右（图表 60）。引导民间金融合法化，促使民间金融环境良性循环将成为日后我国利用民间资本的一个方向。而中央也在推进这方面的进展，今年二月份，央行表示，正加快制定《放贷人条例》，将允许个人和企业注册成立“只贷不存”的放贷机构。此举是继小额贷款公司后，央行对民间金融的进一步整合，长期看，对搞活民间金融和解决中小企业融资困难的解决都有好处。
- ◆ **传媒** 目前传媒的发行和制作环节已经放开，外国资本和民间资本都可以进来，但是中间环节——内容生产还没有放开，对频道频率的占有也没有开放，鉴于我国目前文化体制。在一

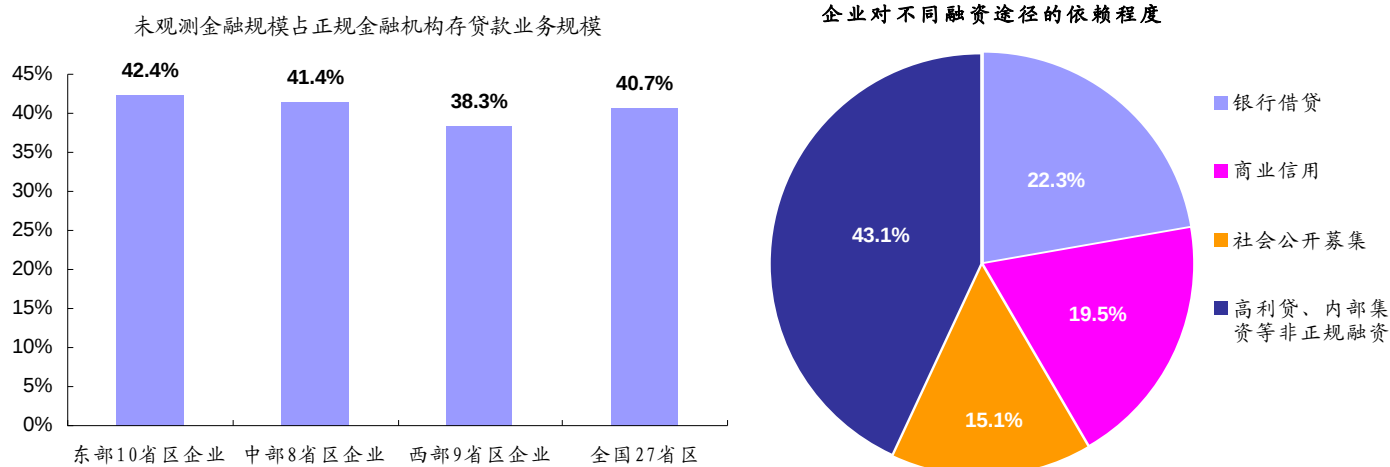
些准入条件低、市场化程度高的传统产业门类，如印刷、发行、影视、广告、演艺娱乐、文化旅游等，民营企业的参与度较高，往后看，随着文化体制改革的深入，民营资本在网络游戏、动漫等非意识形态领域的参与程度将加大。

图表 59：我国居民医疗支出中个人支付部分占比较高



资料来源：世界卫生组织、中金公司研究部

图表 60：我国民间金融众多，甚至成为企业融资渠道的重要依赖



资料来源：中央财经大学金融学院国家社科基金课题组调查数据、中金公司研究部

除了行业准入门槛外，我们认为放松价格管制的进程也应该推进，目前我国包括水、电、油、天然气在内的定价机制仍未全面市场化。而正由于我国的资源价格非市场化定价，往往低于国际可比价格，这就造成了企业资源利用率低下、资源型行业成本偏低的状态，如果解决对资源成本的隐形补贴，鉴于资源成本的提高，则一定程度上可以自发调整相关行业的产能情况。

结合温家宝总理政府工作报告中提到的“推进资源性产品价格改革。继续深化电价改革，逐步完善上网电价、输配电价和销售电价形成机制，适时理顺煤电价格关系。积极推进水价改革，逐步提高水利工程供非农业用水价格，完善水资源费征收管理体制。加快建立健全矿产资源有偿使用制度和生态补偿机制，积极开展排污权交易试点”，我们认为以下领域的定价机制改革值得持续关注：（1）**电价改革**，今年以来煤炭价格处于下降通道，电力企业燃料成本负担一定程度减轻，上调电价的概率和去年相比大幅降低，但理顺发电、输配电和销售电价这三个环节之间的关系，并逐渐建立由市场供求来决定的机制，减少政府对价格过多干预的问题是值得去解决的，如电价改

革取得突破进展，相信市场化的电价将给独立发电企业带来利好；（2）**水价改革**，中国水务属于公用事业，一般由政府定价，因而价格始终处于低位，有的城市甚至 10 年间都没有上调过水价，出于节水的考虑，未来水价上调的概率较大，对于从事供水的公用事业类公司以及污水净化类的上市公司将从总受益；（3）**天然气价格改革**，天然气的产业链分为三个环节：上游气田、中游输送、下游分销等。每一个环节、不同地区都有不同价格，我国也没有一个完整的天然气定价机制。石化产业调整振兴规划，意味着我国天然气定价机制的出台正在提速。此前出台的石化振兴规划指出，我国要加强进出口监管，完善能源产品价格形成机制，石油定价机制已在 2 个月前出台，接下来的价格机制改革将轮到天然气，目前改革方案与国际天然气价格逐渐接轨的大方向已经确定，总的趋势来看，开发以及输送天然气的中上游企业将因此受益，但下游行业，如以天然气为原料的氮肥等企业将因此受损。

投资建议

关注两类公司：一类是受益于我们认为放松部分行业的准入门槛，尤其是对消费服务业的管制放松，鼓励民营资本进入到非资源依赖型行业。这些行业主要集中在**医疗、教育、传媒、电信服务相关内容提供商以及产品制造商、金融、民用航空等**。另一类是受益于放松价格管制的进程，即资源相关领域的定价机制改革带来的投资机会，例如**独立发电企业、从事供水的公用事业类公司以及污水净化类的上市公司、开发以及输送天然气的中上游企业、炼油企业等等**。

图表 61：放松管制受益个股组合

放松管制	股票代码	中金公司 评级	最新股价	流通股本	近一周 涨幅	近一周日 均换手率	09 PE	10 PE	09 PB	行业	备注
北纬通信	002148	审慎推荐	17.98	45	9.57	3.88	28.0	21.3	3.3	电信服务	A股首家移动增值服务提供商
拓维信息	002261	推荐	36.49	20	19.05	6.91	26.5	20.6	4.7	电信服务	涉及手机动漫和增值服务
东方明珠	600832	中性	9.64	3,186	3.54	1.06	62.8	58.3	4.6	传媒	公司参股的上海市有线网络公司推出网络游戏频道
新华传媒	600825	推荐	15.52	256	-1.34	1.03	30.0	25.6	3.8	传媒	文化体制受益者且开始进军动漫产业
电广传媒	000917	中性	18.01	319	12.92	7.93	105.8	73.2	4.0	传媒	集团公司湖南广电为国内领先的传媒集团，有望将电视频道资产注入上市公司
*陕西金叶	000812	n.a	3.81	311	-2.31	2.40	29.9	24.3	2.7	教育	公司投巨资与名牌高校合建西安西工大信息技术学院，成为上市公司兴办教育产业中最大的一所高等院校
*人福科技	600079	n.a	7.11	325	-1.11	3.67	28.6	21.7	2.7	教育	公司累计投入资金3亿元建设武汉理工大学华夏学院
*通策医疗	600763	n.a	7.96	91	-1.73	6.39	22.7	n.a	6.9	医疗保健	中国最大的口腔医疗连锁机构
*ST长信	600706	n.a	5.90	67	0.85	3.64	n.a	n.a	23.9	医疗保健	旗下有控股子公司长安医院
*金陵药业	000919	n.a	7.35	194	-0.81	2.43	18.5	16.5	2.2	医疗保健	收购了宿迁市人民医院70%的产权
*三九医药	000999	n.a	15.57	338	1.10	1.55	23.7	19.9	4.8	医疗保健	受让广东三九脑科医院64%股权
民生银行	600016	中性	5.65	17,895	11.44	1.93	12.7	10.8	1.9	银行	首家民营银行
中国平安	601318	中性	40.19	3,927	3.40	1.44	40.6	39.9	3.5	保险	民营保险机构
*陕天然气	002267	n.a	14.98	100	7.77	9.08	22.8	19.2	3.9	城市公用事业	天然气价格市场化的受益者
*中能股份	600642	n.a	7.92	2,890	-2.46	1.14	18.8	16.3	1.7	城市公用事业	参股泰山核电，拥有泰山联营公司12%和泰山第三核电公司10%股权
合加资源	000826	推荐	11.41	233	-5.39	1.62	28.8	19.2	4.6	城市公用事业	市政给水及污水处理项目的投资运营和建设
*首创股份	600008	n.a	6.24	841	0.65	3.17	47.1	37.9	2.9	城市公用事业	国内水务行业龙头
城投控股	600649	推荐	10.58	1,114	-2.85	2.79	31.8	17.0	2.2	城市公用事业	上海地区水务公司
南海发展	600323	中性	9.55	194	-1.14	3.27	24.2	20.3	2.6	城市公用事业	佛山市水务公司

注：*为我们未覆盖公司，估值水平为WIND一致预期数据

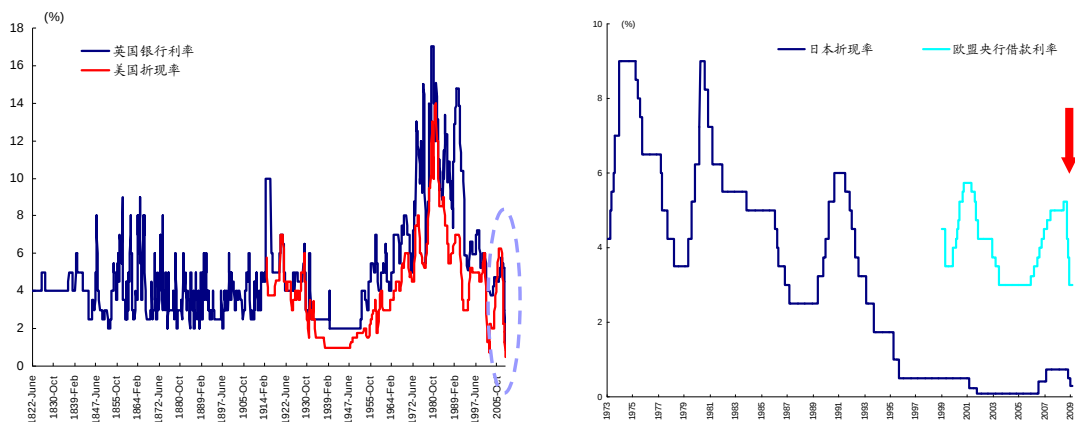
资料来源：中金公司研究部

政策关注（二）：国际数量型放松货币政策

最近进展：中国即将被数量型放松货币政策包围

当前金融危机继续呈现逐步缓解之势，但面对进一步的经济下滑，全球主要经济体包括美国、日本、英国等均大幅降息以刺激经济。目前主要经济体的利率已经降低至百年来的新低，均在接近于零的水平。在传统的利率政策对于刺激经济已经捉襟见肘的情况下，美国、日本、英国等国家央行纷纷宣布实施数量型的放松货币政策(Quantitative Easing)。中国即将面临被全球数量型放松货币政策包围的局面。

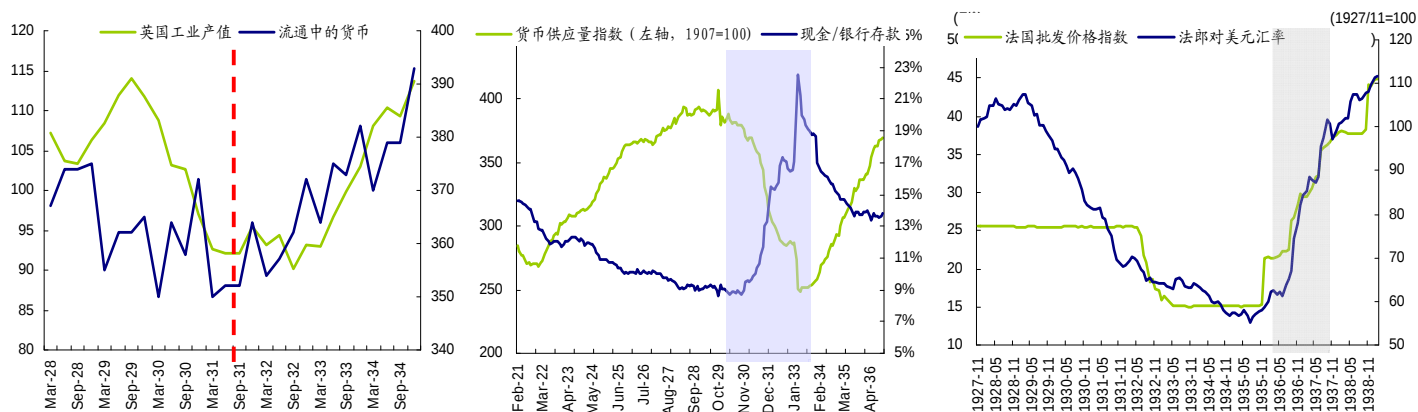
图表 62：全球主要国家的相关利率处于百年来的低位



资料来源：Bank of England、NBER、中金公司研究部

数量型放松的货币政策思路，其本身就来自一大批学者对大萧条的研究。为了更好的理解在全球数量型放松货币政策下，中国即将面临的外部环境和自身的投资环境趋势，我们最近发表了基于对大萧条深入研究的专题报告《数量型放松货币政策的前景：来自大萧条时代的启示》（2008年3月23日）。下面我们将重申报告中的核心观点。

图表 63：英国、美国、法国等大萧条时期相继放弃金本位制度，相继摆脱通缩



资料来源：NBER、中金公司研究部

数量型放松与金融机构“管道疏通”、财政刺激想结合，再通胀效果会更好

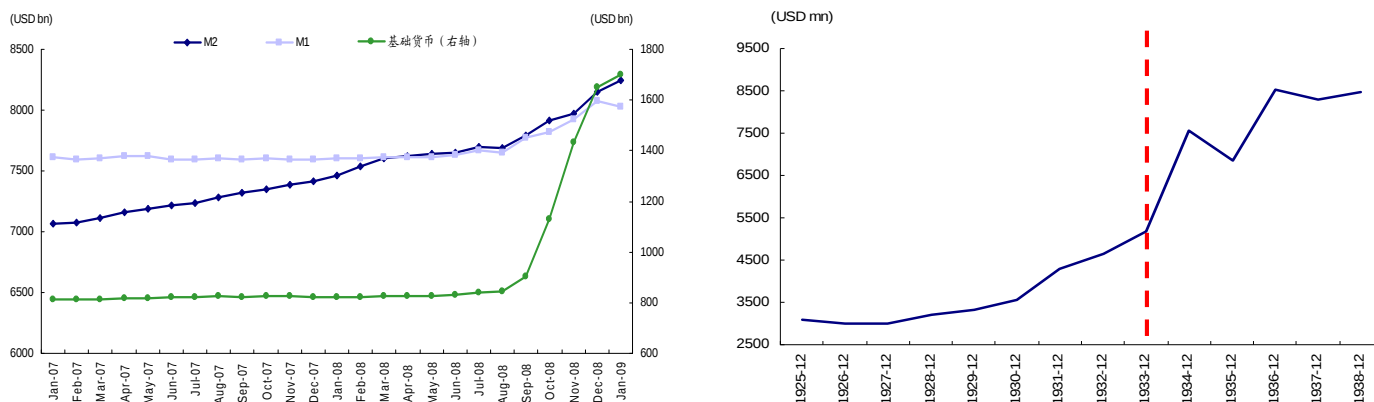
我们认为，由于名义价格特别是工资的不灵活以及信息的不完备性，加大货币供应中短期内能够刺激需求，但长期内必将面临通胀压力。数量型放松的货币政策思路，本身就来自于包括货币主义学派创始人弗里德曼、美联储当任主席伯南克以及美国当任总统经济顾问罗默(Christina Romer)等一批学者对大萧条以及日本力图摆脱持续通缩的深度研究，1930年代大萧条既是当下数量型宽松货币政策思路的渊源，也是印发货币、增大货币供应或可挽救经济于持续通缩的证据。大萧条时期摆脱金本位制度、获得货币政策灵活性早的国家最早走出通缩、迈向复苏，摆脱金本位制度晚、货币政策持续受限的国家衰退与通缩的时间更长，表明加大货币供应中短期内对于挽救经济于持续通缩的积极作用，而1934年后美国超过10%的高通胀也说明加大货币发行长期内必将带来通胀压力。

目前美国、英国、日本即将或者正在实施的数量型放松，以日本的经验来看其对降低资金成本的作用更明显，并不完全等于“印钱”或者“直升机撒钱”。这也是伯南克倾向于将现在的货币政策称为 Credit Easing(信贷放松)，而非 Quantitative Easing (数量型放松) 的原因。其对物价和实体经济的效果很大程度上受制于：1) “管道疏通”，即金融机构的不良资产处置；2) 是否有海外“漏损”。

在全球主要经济体纷纷宣布数量型宽松货币政策的背景下，其发生海外“漏损”的可能性已经大大小于日本自2001-2006年间单独实行的量化宽松货币政策，但美国到目前为止的数量型放松只扩充了基础货币而并没有同等增加更广泛的货币供应，表明“疏通管道”与“输血”同样重要。

一个对通胀更直接有效的“印钱”方式在于央行购买财政部发行的国债，财政部拿所得资金来加大政府支出。财政刺激旨在恢复受收入不确定性压制的私人部门需求，在大萧条时期财政支出的加大对主要经济体包括美国、德国等走出大萧条、降低失业率也取得了积极的效果。美国2008年的退税只有约20%最终被消费，48%与32%分别被用来偿债和储蓄的事实表明，不通过政府干预、只依靠私人部门需求自然恢复将是非常缓慢的过程。因此，数量型宽松货币政策与财政政策相配合，再通胀效果会更显著。

图表 64：美国货币供应量（左）、1933 年后美国财政支出大幅增加

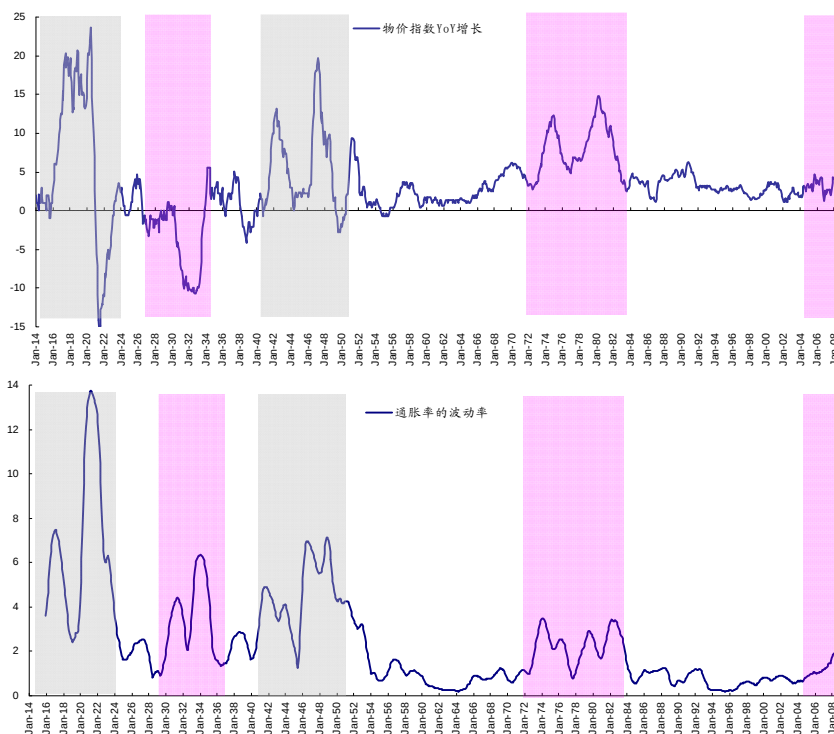


资料来源：NBER、中金公司研究部

货币竞争性贬值或不可避免，扰乱原有体系下相对稳定的增长和物价预期

数量型放松货币政策盛行，竞争性和集体性贬值不可避免。这一结论源自于我们对近百年来世界货币体系变革历史的研究。

图表 65：一战以来的美国物价指数及物价指数的波动率（灰色为战争期）



资料来源：CEIC、NBER、中金公司研究部

我们将 1930 年代大萧条、1970 年代滞胀以及 2008 年下半年以来全球主要经济体利率降至百年来新低，并纷纷宣布将采用数量型宽松的货币政策等这三个段历史性的阶段放在世界货币体系变革的同一框架下研究。我们的研究发现，这三个阶段背后刚好对应的是世界货币体系发生变革的时期：1930 年代世界主要国家脱离金本位制度；1970 年代战后建立的布雷顿森林体系解体。2008 年下半年以来，美国、英国、日本等主要经济体利率已经降至百年来的最低水平，到了接近零利率的水平。在传统的利率手段已经捉襟见肘的情况下，纷纷宣布将采取数量型的宽松货币政策来力挽经济进入通缩。主要经济体的货币在之前大幅贬值的基础上对黄金有大幅贬值。种种迹象表明，我们当下也正在经历一个类似 1930 年代世界脱离金本位制度后的世界货币体系变革时期、1970 年代布雷顿森林体系解体时期的阶段，支持全球经济运行的“类布雷顿森林体系”正面临逐步的变革。

历史经验表明，世界货币体系的变革往往带来货币的竞争性和集体性贬值，打乱原有体系下形成的相对稳定的增长和物价的预期，增长波动加大而物价预期（通胀或者通缩）也变得紊乱。1930 年代大萧条先是持续的通缩，全球脱离金本位制度后走出通缩、迈向复苏，又是高通胀；1970 年代则是高通胀，而石油的供给冲击更加剧了这种趋势，造成持续滞胀；当下全球经济经历了 2008 年上半年的高通胀之后随着金融危机的深化，通缩预期在抬头。的确，从近百年主要国家通胀的波动率来看，1930 年代、1970 年代以及 2007 年以来的时期，刚好对应的是三段非战争情况下通胀波动率最高的时期，而这三个阶段，也对应着纸币对黄金的三次大的贬值和黄金价格的三次大跃升。

大宗商品接近或者已过底部，股票波动加大

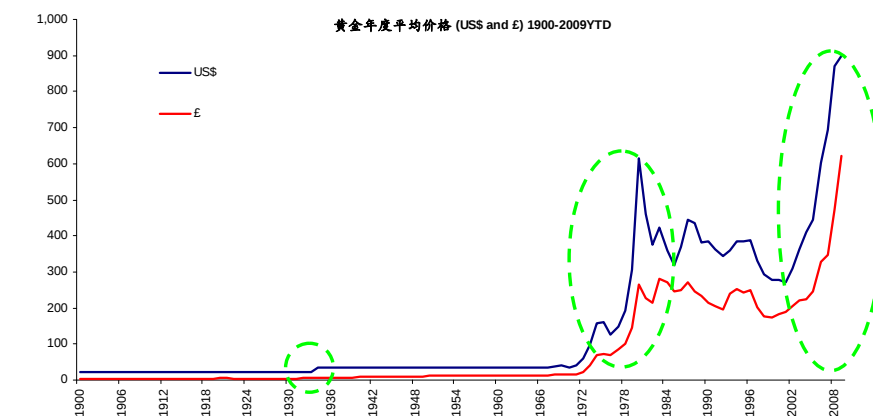
数量型货币政策盛行，货币对实物的大幅贬值不可避免。这种贬值会打乱原有体系下形成的相对

稳定的物价和增长的预期。根据对近百年来前两次大的货币体系变革、货币大幅贬值后各类资产价格相对表现，我们认为：

贵金属：货币对实物的贬值不可避免，贵金属价格依然有上升空间。具体分析详见我们 3 月 23 日的专题报告。

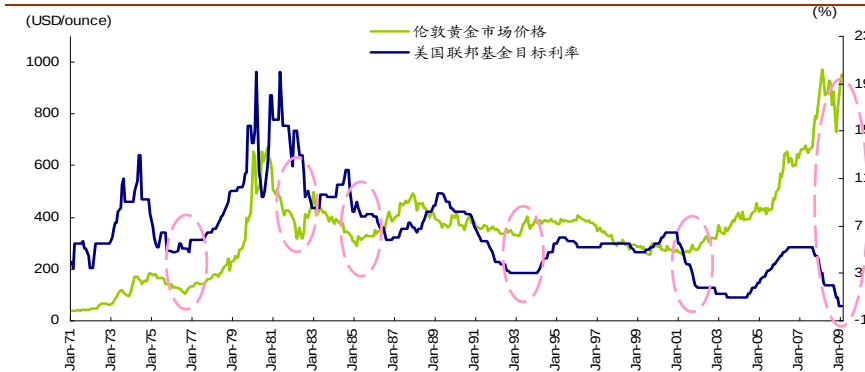
我们对黄金价格判断最大的风险来自于经济企稳以及数量型放松货币政策逆转的时间点。如果全球经济企稳的时间和数量型放松货币政策逆转的时间比我们预期的要早，黄金价格见顶的时间点将比我们预期的要早，其上升的幅度也会比预期的要小。

图表 66：以美元和英镑表示的黄金价格



资料来源：Bloomberg、NBER、中金公司研究部

图表 67：黄金与利率：黄金的大小上升周期一般开始于经济不确定性增加、大幅降息



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

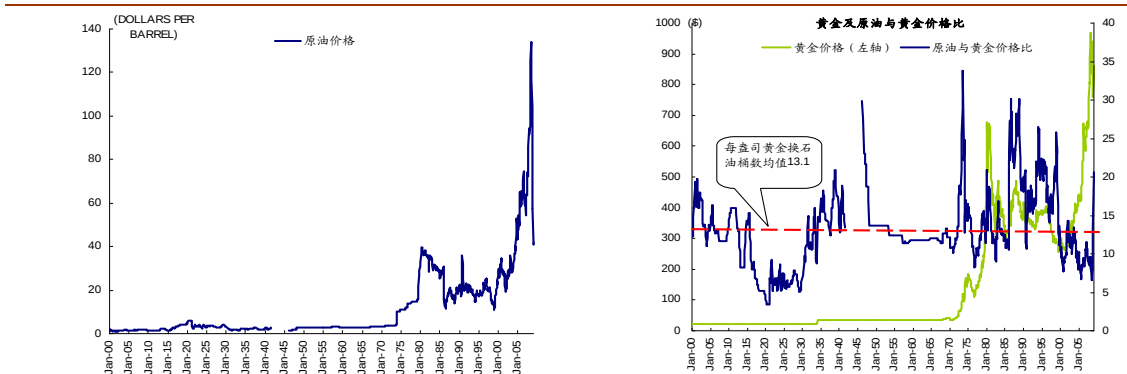
大宗商品：大宗商品对于货币的敏感性使得过去一百年来的大宗商品价格（以美国原油价格为例）也表现出类似黄金价格的三次大跃升，但由于大宗商品价格同时也受供需关系的影响，大宗商品价格波动更大。

对比大萧条期间以及近百年来原油价格波动的历史以及数量型放松货币政策的进展，我们相信以原油为代表的大宗商品和基础材料价格目前已经接近或者已过底部区域。在目前数量型宽松货币政策盛行的情况下，原油等大宗商品虽然需求的恢复相对缓慢，但其对货币的敏感度使得其也是率先受益于数量型货币放松政策的资产类别。

大萧条时期美国原油价格从大萧条前 1929 年 6 月的 4.1 美元每桶的价格跌至 1933 年 5 月最低的

1.3 美元, 跌幅 68%, 历时约 48 个月。目前, 原油价格从 2008 年的高点到前期的低点下跌了 74.5%, 从高点到低点的幅度已经超过了大萧条时期原油价格调整的幅度。

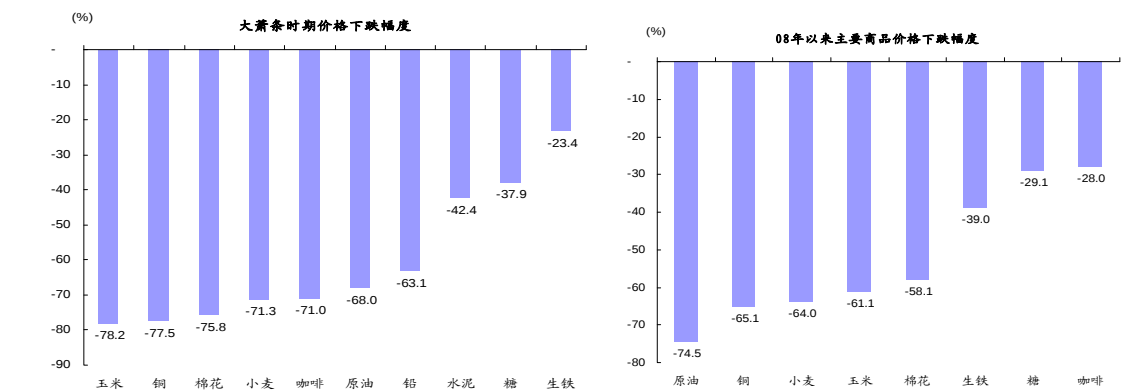
图表 68: 原油自 1900 年以来的价格走势 (左) 和石油黄金价格比 (每盎司黄金可以兑换原油桶数)



资料来源: Bloomberg、NBER、中金公司研究部。1941 年前的数据来自 NBER, 是美国批发原油价格, 而自 1946 年开始的数据为 WTI 价格, 而 1941-1946 年间的价格缺失。

其它主要金属材料包括铜、铁, 农产品如咖啡、糖、玉米、小麦、棉花, 建材如水泥等价格的跌幅与大萧条时期的跌幅差距已经在 10 个百分点左右。如果拿大萧条当作悲观情景来类比的话, 这一对比表明主要商品的价格可能已经接近周期底部。

图表 69: 大萧条时期 (左) 和 2008 年至今 (右) 主要大宗商品和基础材料价格从高点到低点跌幅



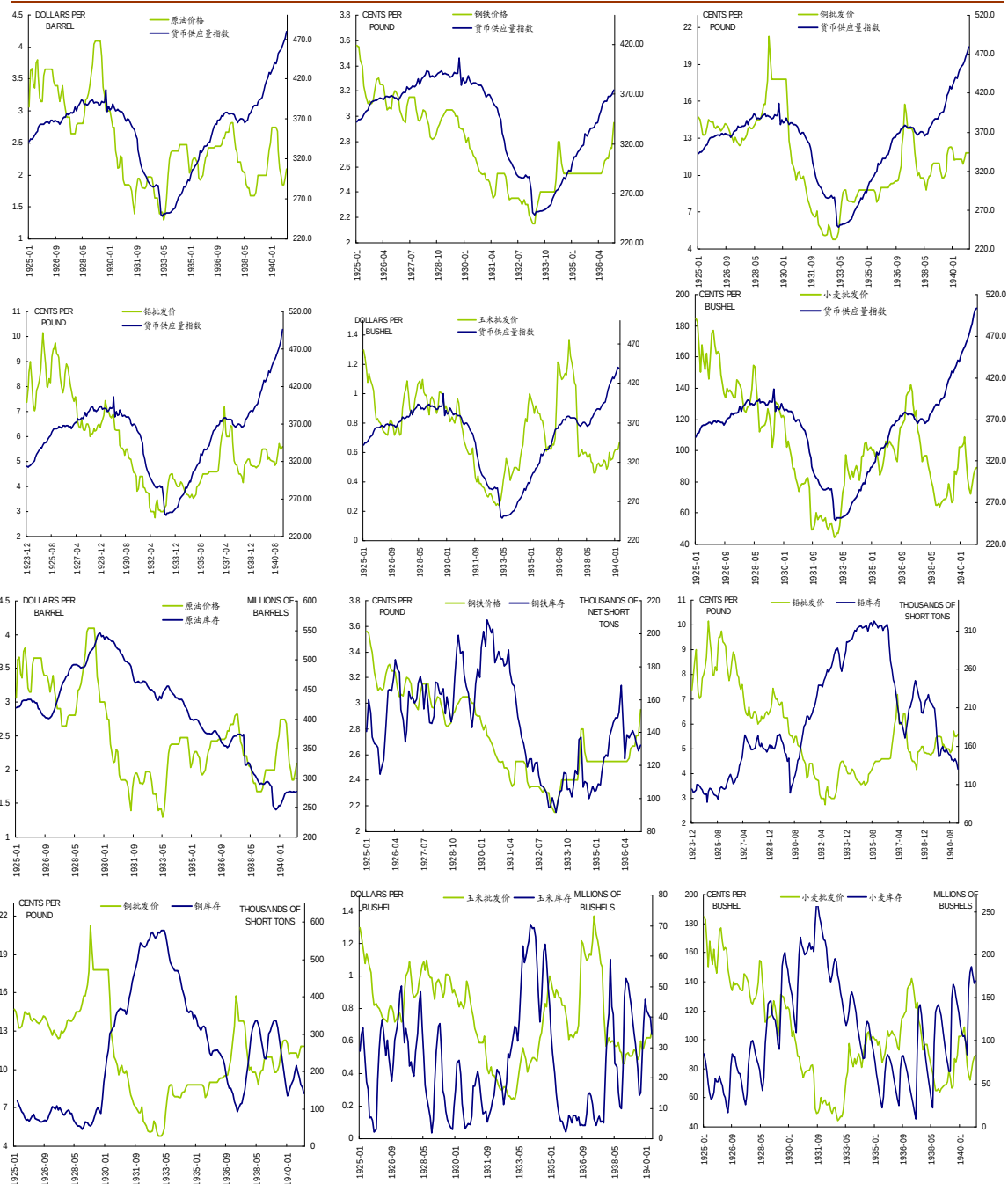
资料来源: NBER、中金公司研究部

实物资产价格对货币贬值非常敏感, 目前数量型放松货币政策的盛行是我们认为主要大宗商品可能接近或者已过底部的重要原因。从大萧条时期的经验看, 在经历大幅下跌后, 大宗商品价格对货币政策是非常敏感的。货币条件相比供需关系 (以存货来衡量) 来说, 前者对于价格拐点的决定作用更加明显。我们从下面的图中可以看到, 大萧条时期, 相比存货, 各类主要大宗商品和基础材料的价格拐点与货币的关系更加密切。

我们也需要注意到, 大萧条时期大宗商品见底之后也面临了一段波动较大的时期, 表明当下大宗商品价格未来的反转之路也并非一帆风顺。以原油为例, 在经历 1929-1930 年的快速下跌之后, 1931 年 7 月开始原油价格出现了一轮强劲的反弹, 至 1932 年 5 月, 从 1.38 美元/桶上涨到 1.97 美元/桶, 反弹幅度达 42%。但随后又快速下跌, 于 1933 年 5 月创下新低, 随后才是趋势性上升。

股票波动加大：在货币体系转换的时期，由于原有体系下相对稳定的增长和物价预期被大幅的货币贬值打乱，物价预期相对紊乱，增长波动加大。这会使得企业利润增长大起大落，股票的波动也会加大，整体来看没有系统性上升趋势。1930年代和1970年代股票市场的表现就是佐证，但股市从低点到高点的波动性机会也非常明显。1930年代大萧条时期，美国股指按照道琼斯指数计算，从1929年9月3日高点到1932年7月12日的低点，跌幅是88.9%，历时约35个月。股市在此之后的见底反弹，到1936年也未能反弹到下跌前的高点。而1970年代滞涨时期增长与物价大幅波动，股市也是大起大落，整体没有上升趋势。行业方面，与实物资产密切相关的基础材料、原油、房地产及相关行业大幅跑赢大盘。

图表 70：大萧条时期主要大宗商品和基础材料价格拐点：货币（上两行）还是存货（下两行）？



资料来源：NBER、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。