



春江水暖鸭先知

——爱建证券 09 年 A 股第二季度投资策略

投资要点：

一、政策面持续趋暖，看好经济回暖的预期升温

- 1、“两会”以后，十大行业振兴计划细则将在二季度陆续推出，同时管理层表示有可能会在 4 万亿投资规模的基础上加大投资。
- 2、G20 峰会表示二十国集团领导人同意为 IMF 和世界银行等多边金融机构提供总额 1.1 万亿美元资金，其国际货币基金组织资金规模将扩大至现在的 3 倍，由 2500 亿美元增加到 7500 亿美元，以帮助陷入困境的国家。

二、市场资金面依然充裕

- 1、美联储为应对金融危机不断恶化的状况，大开印钞机器，势必导致全球各主要经济体的连锁反应，因此货币贬值导致的流动性泛滥将继续推动全球资本向具有经济高速增长的国家地区流动，其中中国的 A 股市场成为投资者的聚焦点。
- 2、二季度新股发行从时间表上看还不太可能推出，同时这段时期的大小非解禁量有限，因此市场的供求关系将继续有利于多方。

三、投资者对 A 股市场信心持续恢复

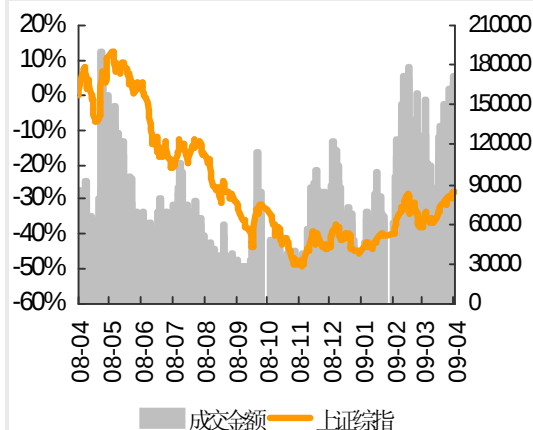
一季度 A 股市场开户数明显回升，目前已经突破 50 万户，基金开户 39.7 万人。机构资金活跃度增强。一季度 A 股累计换手率 245.31%，日均换手率 4.5%。

四、二季度投资策略

我们认为二季度的 A 股市场仍将维持继续振荡走高的格局，时间跨度至少可以延续到 5 月中旬之前。为解决美国日趋严重的金融危机，目前美国政府打开了印钞机，如果这样的状况继续下去，势必导致全球各主要经济体的连锁反应，全球流动性泛滥的局面将产生。我们认为资金面将寻找突围，其方向性无非两点：一是资源类的资产，二是国民经济继续保持高速增长的国家或地区的证券市场，比如说中国。但问题是我国年初大量积累的刺激经济政策能否抵抗住全球经济继续下滑的趋势，同时从去年 12 月至今的大量信贷资金有多少是真正意义上流入到实体经济中，等等一系列不确定因素都制约着我们对未来行情的明确判断。因此，我们认为抓住眼前可以把握的行情，抓住市场热点是二季度前半段时期的主要投资策略，但在 5 月中旬过后或是当上证综指突破 2700 点以后就应当偏于谨慎。2 季度投资主线如下：

- 1、资源类和大宗商品：有色、煤炭
- 2、受益于 4 万亿投资的行业：建筑建材、工程建筑、工程机械
- 3、业绩稳定、估值合理的行业：金融、煤炭、通信
- 4、主题投资板块：上海两个中心概念板块、新能源、节能减排创投概念
- 5、具有交易性机会的行业：房地产、券商

请务必阅读正文之后的重要声明



2008 年 3 月 31 日

执笔人：投资策略部

许春华、陈琰、褚艳辉、史渊桦、
袁峻

审核人：张欣

爱建证券研究发展总部

TEL: 021-32229888

FAX: 021-62878905

地址：上海南京西路 758 号

邮编：200041

<http://www.ajzq.com>

相关研究

- 《政策与市场的博弈——爱建证券 2009 年 A 股投资策略报告》 2008 年 12 月 30 日
- 《兵临城下，决战紫禁之巅——爱建证券 A 股第四季度投资策略报告》 2008 年 10 月 8 日
- 《防御中的投资机会——爱建证券 08 年下半年 A 股投资策略报告》 2008 年 7 月 2 日

目 录

第一部分：09 年第一季度证券市场回顾.....	5
一、全球经济收缩程度加大.....	5
二、投资独立支撑中国经济前行.....	5
1、政府投资成为投资增长主动力.....	5
2、外需萎缩对出口不利，消费增长减速的势头较明显.....	6
3、工业生产仍然疲软.....	7
4、货币信贷回暖明显.....	7
三、一季度政策利好不断，沪指上涨 30.4%.....	8
1、一季度 A 股市场稳步上扬，板块热点切换明显.....	8
2、政策面利好不断，市场人气有所恢复.....	8
第二部分：二季度国际、国内经济形势分析及展望.....	10
一、世界经济短期难言复苏.....	10
1、金融市场稳定之前不会出现经济复苏.....	10
2、美元贬值预期将推升石油价格.....	10
二、中国经济复苏压力犹存.....	11
1、出口形势依然严峻.....	11
2、政府投资继续推动投资增长.....	12
3、就业和收入挑战消费增长.....	12
4、工业生产有恢复迹象.....	13
5、信贷回暖流动性激增.....	13
6、短期通缩，长期看通胀.....	14
三、经济刺激政策规模可能扩大.....	15
1、前期政策回顾.....	15
2、后续政策预期.....	15
第三部分：二季度 A 股市场展望.....	17
一、政策趋暖、资金充裕、信心恢复.....	17
1、政策面“春风”频吹.....	17
2、资金面充沛，给 A 股市场带来源源不断的新鲜血液.....	17
3、市场人气有明显回升.....	20
二、09 年上半年上市公司业绩有望好转.....	20
三、2 季度大小非解禁压力不大.....	21
四、新股发行上半年开闸可能性较小.....	23
1、新股发行上半年难以开闸.....	23
2、股指期货推出可能性较小，融资融券推出可能性减弱.....	23
五、二季度 A 股展望.....	23
1、DDM 模型预测 A 股.....	23
2、技术分析.....	24
3、第二季度 A 股：震荡向上.....	24

第四部分：二季度 A 股投资策略.....	25
一、二季度 A 股投资策略.....	25
二、二季度行业配置.....	25
1、资源品和大宗商品：有色、煤炭.....	25
2、受益于 4 万亿投资的行业.....	27
3、业绩稳定、估值合理的行业.....	28
4、主题投资板块.....	30
5、具有交易性机会的行业.....	32
附 表：09 年二季度爱建 30 股票池.....	35

图 表 目 录

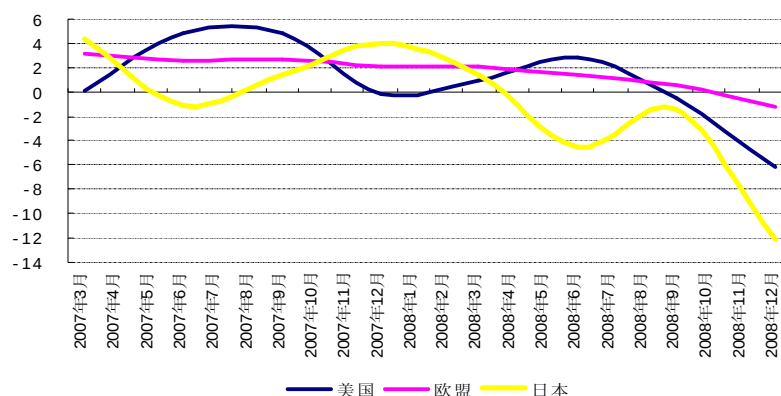
图表 1：美日欧季度 GDP 折合年率走势（%）	5
图表 2：2007-2009 年固定资产投资和房地产投资增速（%）	6
图表 3：2008-2009 年进出口增速和贸易顺差	6
图表 4：2007-2009 年社会消费品零售总额增速（%）	6
图表 5：2007-2009 年工业增加值及分类增速（%）	7
图表 6：2007-2009 年月度货币供应量增速	7
图表 7：一季度各板块涨跌幅（%）	9
图表 8：美日欧失业率走势（%）	10
图表 9：美日欧消费者信心指数走势	10
图表 10：美元指数走势	11
图表 11：2007-2009 年国际原油价格走势	11
图表 12：2007-2009 年出口国别增速图（%）	12
图表 13：2008-2009 年人民币兑主要货币走势	12
图表 14：固定资产投资产业构成（%）	12
图表 15：固定资产投资项目属性构成（%）	12
图表 16：城乡居民可支配收入及增速（%）	13
图表 17：2007-2009 年消费者信心指数走势	13
图表 18：2007-2009 发电量及其增速（%）	13
图表 19：2007-2009 年 PMI 指数及分项指数走势	13
图表 20：月度新增人民币贷款构成	14
图表 21：2007—2009 年 CPI 和 PPI 走势（%）	14
图表 22：2005-2008 年存贷款利率走势	15
图表 23：1999-2008 年存款准备金率走势（%）	15
图表 24：2005 年汇改至今人民币兑美元汇率走势	16
图表 25：货币投放季度比较（亿元）	18
图表 26：前三月信贷额度与全年占比	18
图表 27：基金发行状况季度比较	18
图表 28：中债国债净价走势	19
图表 29：中债企债净价走势	19
图表 30：债券发行规模季度比较	19
图表 31：国债发行规模季度比较	19
图表 32：股票、基金开户数情况	20
图表 33：二季度各周解禁规模	21
图表 34：二季度各行业解禁规模	21
图表 35：二季度各行业解禁占比	22
图表 36：技术分析预测 09 年 2 季度上证指数	24

第一部分：09 年第一季度证券市场回顾

一、全球经济收缩程度加大

金融危机已经不可避免的祸及了实体经济，我们正处于一个整体性的实体经济衰退当中，而这场金融和经济的危机有不断深化和扩大化的倾向。

图表 1：美日欧季度 GDP 折合年率走势（%）



数据来源：wind，爱建证券研发总部

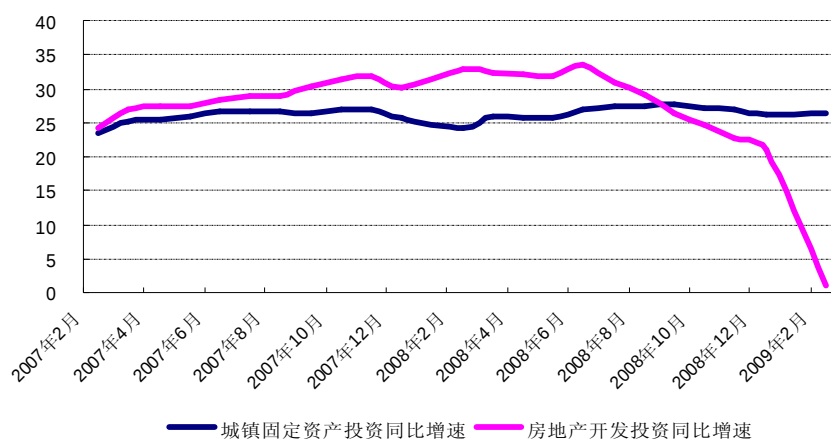
二、投资独立支撑中国经济前行

政府在 2008 年末出台了四万亿的大规模经济刺激计划和部分产业振兴计划，以实现保增长的目的。随着前期政策的逐步累计和延伸，政策对经济的刺激效果正逐步体现，近期一些经济的先行指标反映出一些积极的信号。

1、政府投资成为投资增长主动力

在政府推出的大规模财政刺激政策作用下，固定资产投资自去年 9 月份以来的连续下滑态势得到了有效遏制。如果考虑到固定资产投资品价格的下跌，实际的固定资产投资增速回升将更为显著，这主要是受到政府刺激计划以及企业库存调整消化完成的影响。

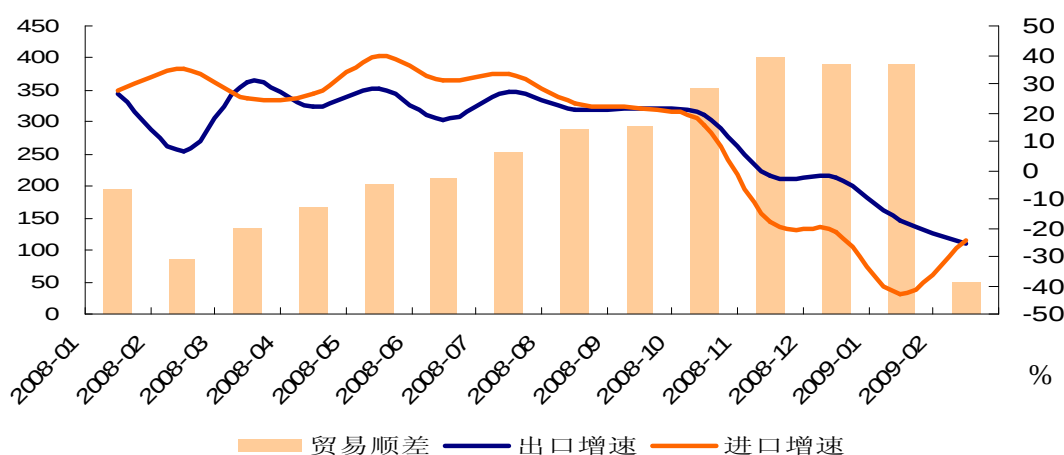
图表 2：2007-2009 年固定资产投资和房地产投资增速（%）



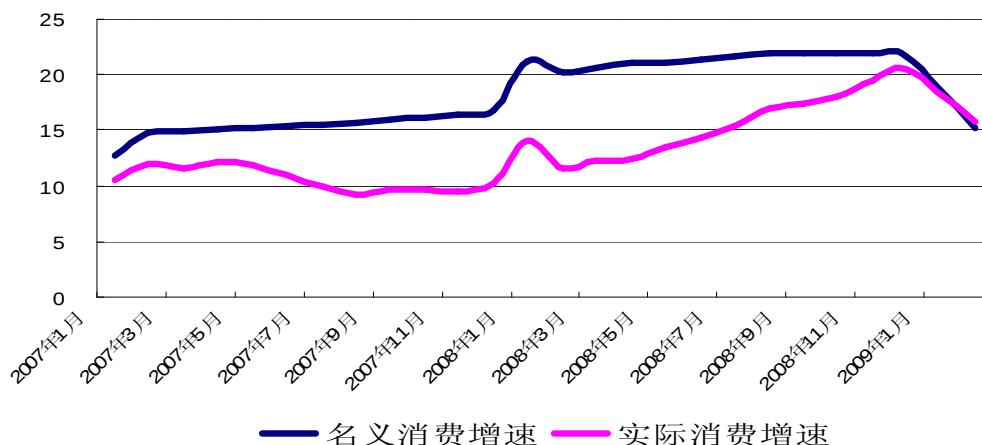
数据来源：wind，爱建证券研发总部

2、外需萎缩对出口不利，消费增长减速的势头较明显

图表 3：2008-2009 年进出口增速和贸易顺差



图表 4：2007-2009 年社会消费品零售总额增速（%）



数据来源：wind，爱建证券研发总部

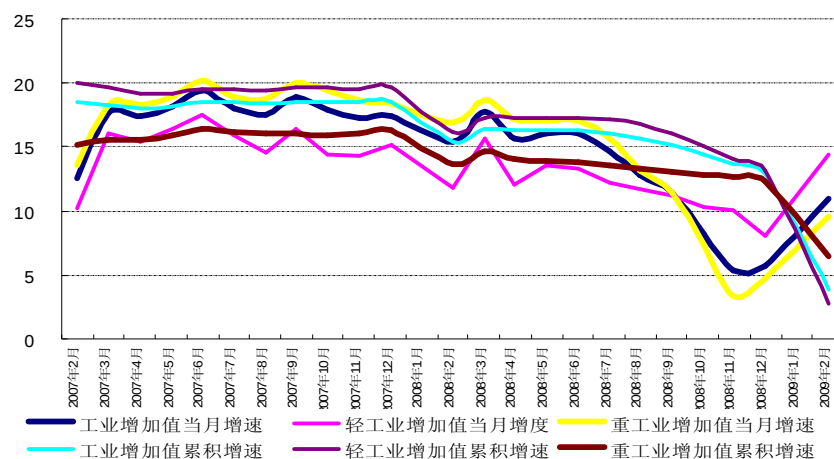
数据来源：中国海关，爱建证券研发总部

请务必阅读正文之后的重要声明

3、工业生产仍然疲软

随着经济刺激政策效果逐步显现，投资增速出现明显反弹，但是同期工业生产仍然表现疲软。工业生产的低迷主要是受到出口大幅下滑的影响，这可以从年初出口交货值大幅下跌 17.1% 看出。

图表 5：2007-2009 年工业增加值及分类增速（%）

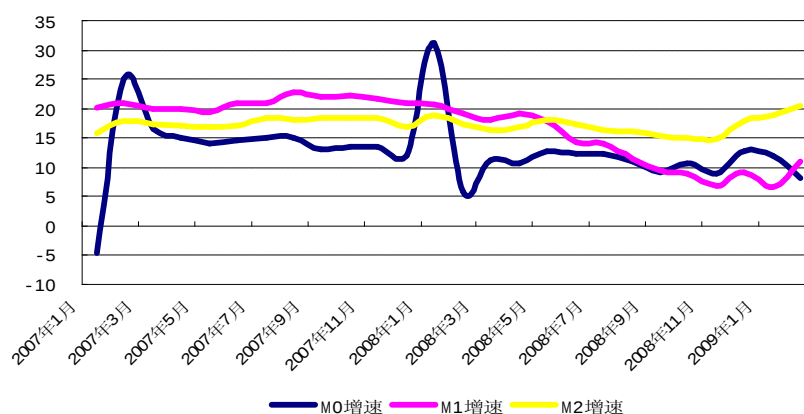


数据来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

4、货币信贷回暖明显

最近三个月，货币信贷数据出现了积极变化：M1 和 M2 大幅反弹，信贷数量大幅增加，前两个月的人民币贷款两个月均超过万亿。这主要是受到政府投资和宽松的货币政策影响，也符合银行体系长期以来的年初大规模投放规律。

图表 6：2007-2009 年月度货币供应量增速



数据来源：wind，爱建证券研发总部

三、一季度政策利好不断，沪指上涨 30.4%

1、一季度 A 股市场稳步上扬，板块热点切换明显

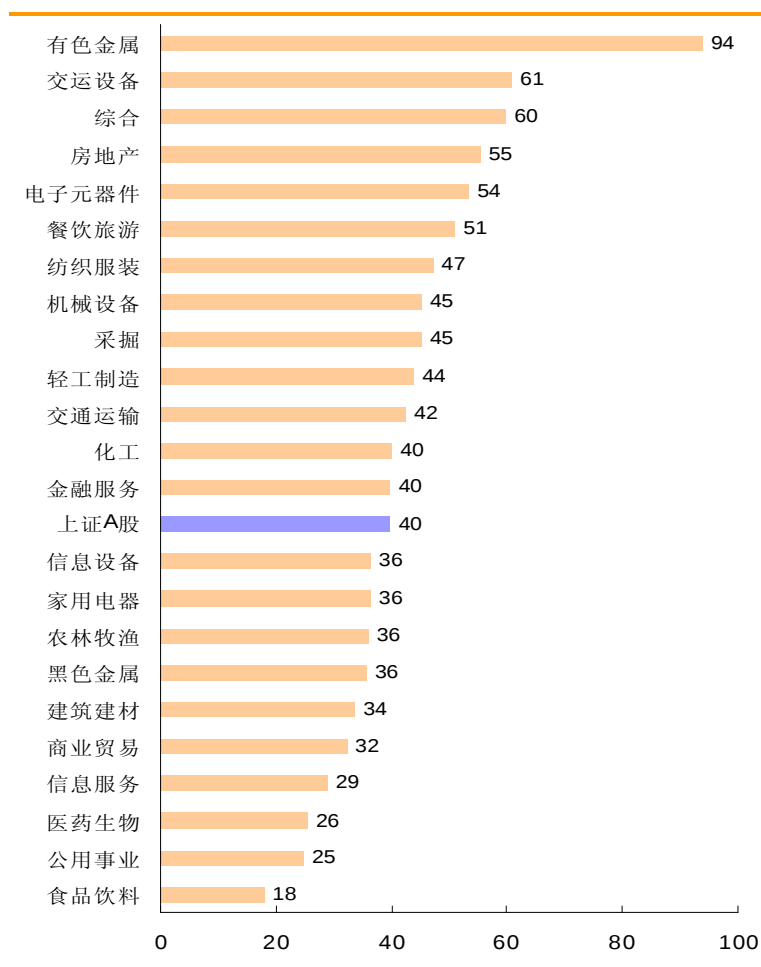
一季度 A 股市场以振荡上行方式运行，截止一季度末，上证综指从 08 年年末的 1820 点上涨至 2373 点，涨幅为 30.34%，随着股指的逐渐走高，市场低迷的人气有所修复。期间市场热点经历了两个阶段，第一阶段从年初至 2 月中旬，围绕着 4 万亿投资概念板块的题材股大放异彩，但以金融、房地产和能源等行业为主的大蓝筹板块在这个阶段没有跑赢大盘。第二个阶段从 2 月中旬至今，当中有为期一个月的调整期，期间有大量机构资金开始在大蓝筹板块上建仓，其中金融、房地产和资源类板块是机构建仓的主要目标，而近期这些板块的强势表现开始初露端倪。

2、政策面利好不断，市场人气有所恢复

从基本面上看，管理层元旦期间宣布将实施“双十”规划后，中国政府先后推出了钢铁、汽车等十大产业的振兴计划。其后相继公布 12 月新增信贷同比飙升近 15 倍、1 月新增信贷同比激增一倍，至 1.62 万亿元的历史新高，2 月新增信贷 1.2 万亿元。但在 2 月中旬有消息称中国央行开始调查万亿信贷资金的去向，加上全球经济突然爆发新一波金融海啸，如东欧经济面临全面危机、日本 SFCG 银行申请破产保护、美国银行业面临国有化、AIG 等公司公布巨额亏损等，打击外围股市迭创调整新低，并拖累 A 股市场，上证综指一度考验 2000 点的支撑。3 月初，全国“两会”的召开，期间利好消息不断，政府高官关于“政府将宣布新的刺激经济计划”的言论以及中投公司、招商局分别宣布可能增持三大国有银行、2 月份制造业采购经理指数连续第三个月出现回升，均对大盘构成一定的支撑。至 3 月 16 日又有利好传出，中央正就增加力度保经济，酝酿一个在 4 万亿以外的“后备方案”，从而令市场对于利好政策出台的预期再度升温。与此同时，美财政部在 3 月 23 日公布了利用私人和政府资金解决银行业万亿不良资产的计划，其后韩国、荷兰等国家又宣布了新的经济刺激计划，国际大宗商品价格更是连续飙升，为经历连续攀升后的全球市场注入了新的做多动力。

截止到 3 月末，全部 A 股平均市盈率从去年末的 14.84 倍上升至 18.78 倍；流通市值从 4.46 万亿元上升至 6.74 万亿元，增幅为 51.1%；总市值从 14.8 万亿元上升至 19.4 万亿元，增幅为 31%。

图表 7：一季度各板块涨跌幅（%）



数据来源：wind，爱建证券研发总部

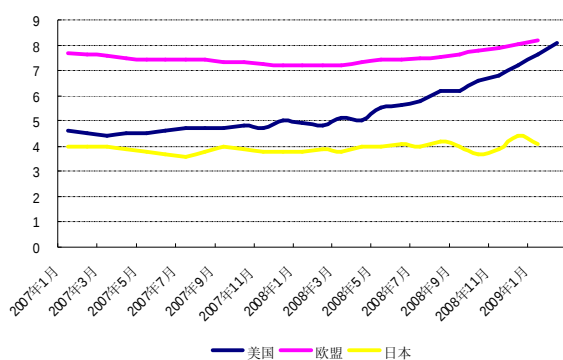
第二部分：二季度国际、国内经济形势分析及展望

一、世界经济短期难言复苏

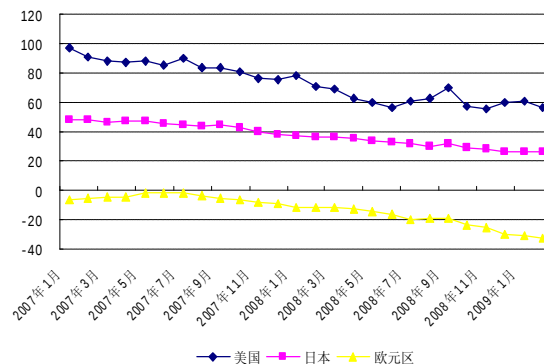
1、金融市场稳定之前不会出现经济复苏

只有真正实现银行金融市场的稳定，出现信贷的积极恢复，全球经济才可能结束衰退并出现复苏。但是到目前为止，我们尚没有看到这一迹象。如果金融市场能够在近期得到有效稳定，乐观的估计全球经济也要在 2010 年初才能出现复苏。

图表 8：美日欧失业率走势（%）



图表 9：美日欧消费者信心指数走势

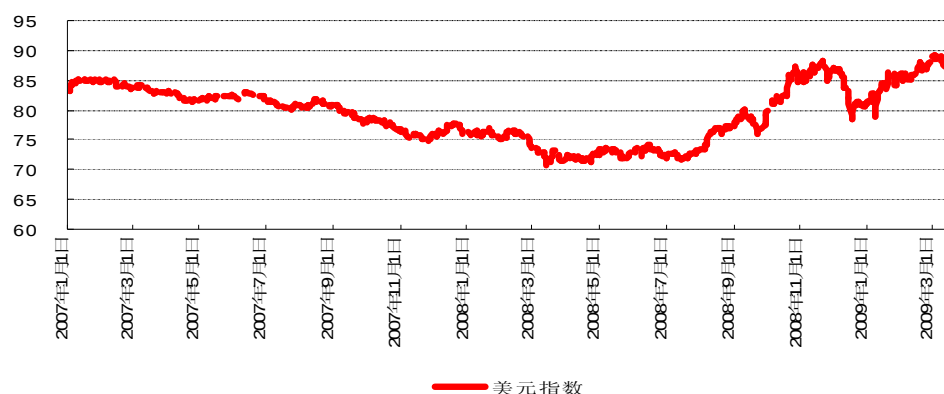


数据来源：wind，爱建证券研发总部

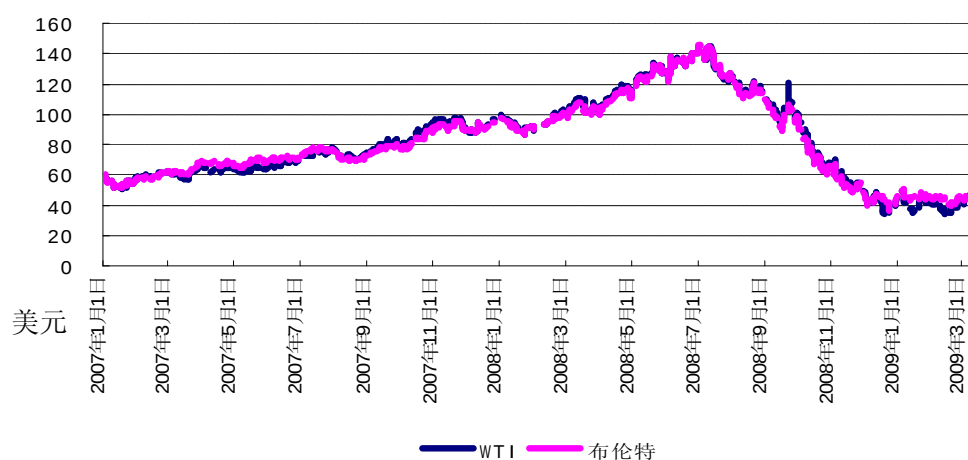
2、美元贬值预期将推升石油价格

美元的贬值预期已经形成，但是，考虑到欧盟、英国等经济和金融体系所存在的更为严重的问题及其降息预期，美元未来的贬值空间有限。单独从石油的供需平衡方面考虑，石油价格将在未来的一段时间逐步回升，而美元的贬值预期将进一步推动其升势。所有这些因素叠加，预计将推动石油价格逐步向 60 美元缓慢回升。

图表 10：美元指数走势



图表 11：2007-2009 年国际原油价格走势



数据来源：wind，爱建证券研发总部

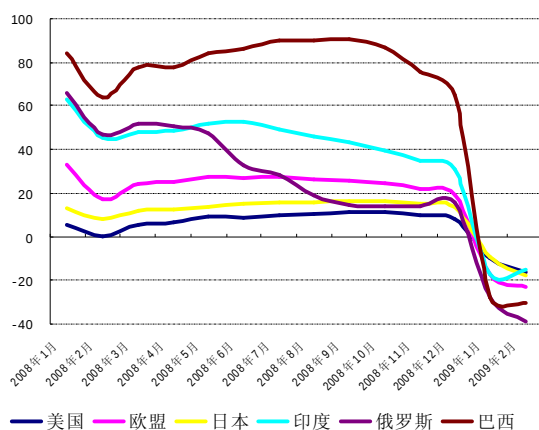
二、中国经济复苏压力犹存

受到政府大规模投资计划的刺激，中国经济今年可能比外围经济更快复苏，但是未来的经济前景仍然不容乐观。由于国内外经济形势急剧变化所导致外需的恶化速度超出预期，第二季度的宏观经济数据变得非常微妙，在一季度数据改善的基础存在反复的可能性，宏观经济也面临一定的下行压力。

1、出口形势依然严峻

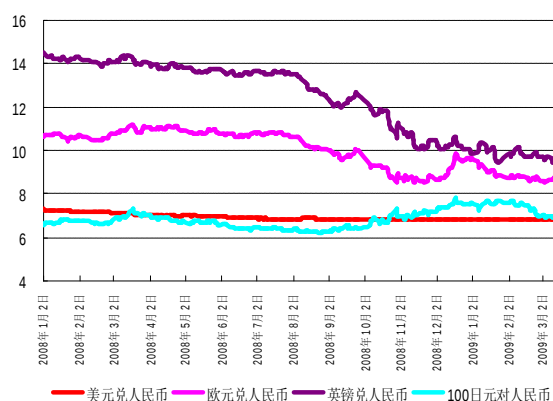
从进出口增速的回落速度来看，外需形势的恶化程度是超出预期的；从贸易伙伴的分类数据来看，出口的下滑表现为一种全面性的下滑。从近期全球的消费数据来看，全球范围内的消费持续萎缩趋势已经成型，在年内可能都不会出现大的改观。除了显著的外需的萎缩外，出口目前还面临着贸易保护主义抬头、竞争对手货币贬值和人民币相对升值等不利因素，这将继续恶化中国的对外出口。目前，世界经济形势持续恶化，未来出口形势不容乐观，预计出口将继续下滑，二季度出口仍将维持负增长。

图表 12：2007-2009 年出口国别增速图（%）



数据来源：中国海关，爱建证券研发总部

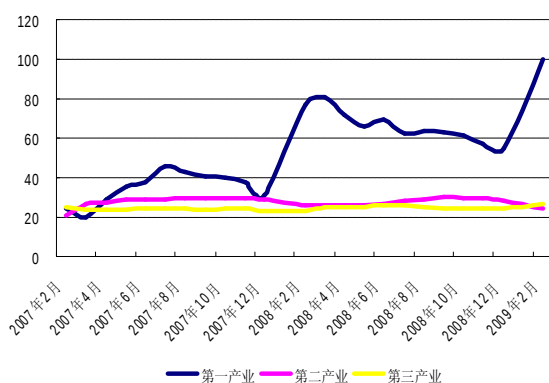
图表 13：2008-2009 年人民币兑主要货币走势



2、政府投资继续推动投资增长

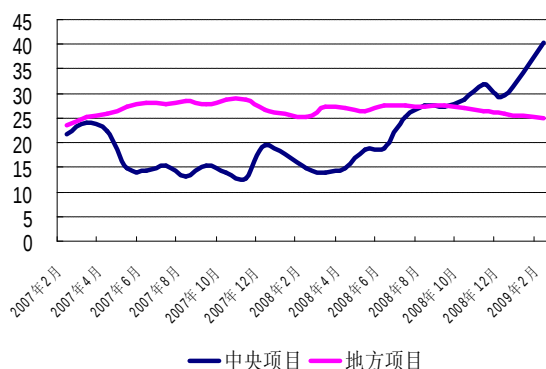
短期内受到投资刺激政策的推动，固定资产投资增速有所提升。但是，仅仅依靠政府投资的拉动，缺乏私人投资的跟进，并不足以支撑投资的持续高速增长。从目前的情况来看，政府投资在启动民间投资上收效甚微。预计在政府投资的推动下第二季度的固定资产投资仍能保持 15—20% 的增长。但是，政府投资的积极效应将逐渐减弱，同时内外需失衡导致的产能问题对后续的投资将形成巨大考验。

图表 14：固定资产投资产业构成（%）



数据来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

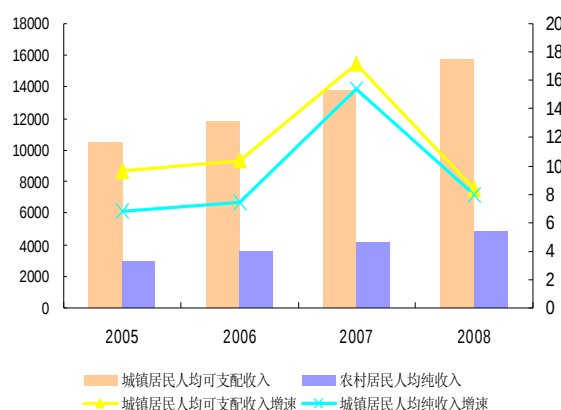
图表 15：固定资产投资项目属性构成（%）



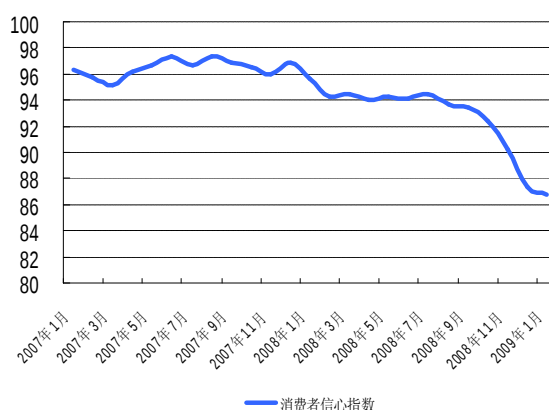
3、就业和收入挑战消费增长

宏观经济下滑对消费的负面影响正通过就业、收入等中间环节逐步显现。从历史规律来看，消费的变化往往要滞后于经济周期、收入和其他宏观变量的变动。考虑到当前的国内外经济情况和外需所受到的冲击，我们预期消费在未来几个月内将持续减速，上半年消费增速将回落至 12~14% 水平。

图表 16：城乡居民可支配收入及增速（%）



图表 17：2007-2009 年消费者信心指数走势

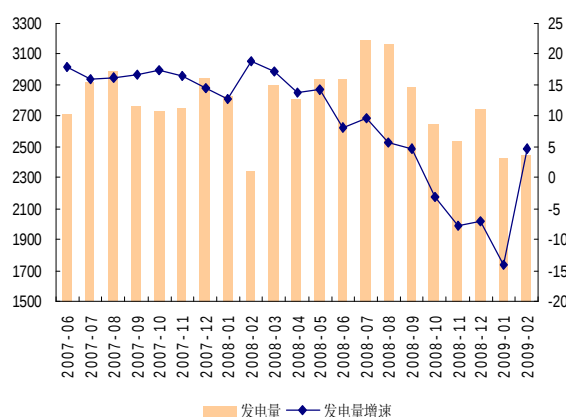


数据来源：wind，爱建证券研发总部

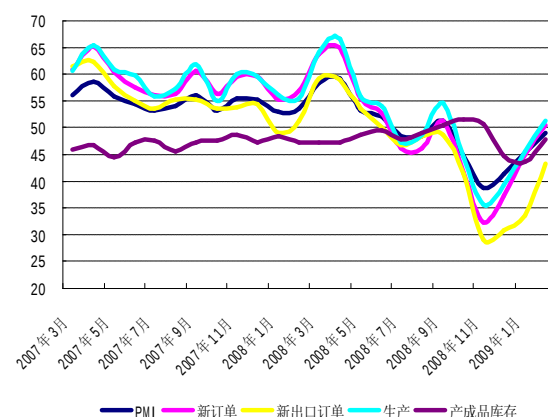
4、工业生产有恢复迹象

政府在 2008 年末出台了四万亿的大规模经济刺激计划和十大产业振兴计划，以实现保增长的目的。随着前期政策的逐步累计和延伸，政策对经济的刺激效果正逐步体现，近期一些经济的先行指标反映出一些积极的信号，如 3 月 PMI 指数延续了自去年 11 月来的升势，并突破标志经济收缩与扩张的临界点 50%，回升到 52.4；2 月发电量同比增长 5.9%，为 2008 年 10 月以来月度首次同比增长。来自国家电网统调数据显示，3 月上旬全国发电量延续了 2 月份的上涨势头，全国日均发电量同比增长 1.4%，3 月份前 20 天发电量增长约为 1%。1—2 月新开工总投资增速创有史以来最高；房屋成交量已持续数月回暖；CPI 也有望止跌回升。从上述指标分析，我们预计一季度国内经济相比去年四季度有所好转，二、三季度环比增长将显著反弹，下半年 GDP 同比增速重回 8% 以上。

图表 18：2007-2009 发电量及其增速（%）



图表 19：2007-2009 年 PMI 指数及分项指数走势



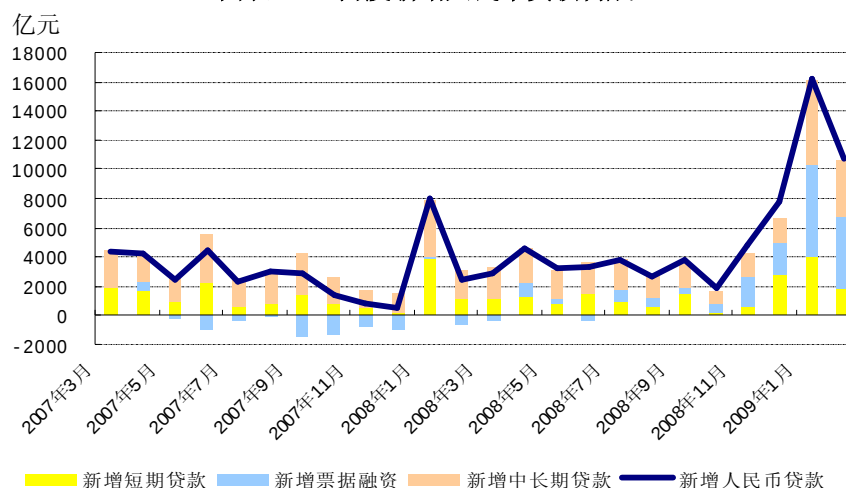
数据来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

5、信贷回暖流动性激增

流动性和信贷的双双回暖，说明政府刺激经济的意图正在通过金融机构向实体经济传导，但持续性和效果还有待观察。因此，信贷持续高增的态势并不可持续，随着四万亿投资计划的逐步落实，预计二季度信贷还是能够保持较高的增长，但会逐步恢复到理性增长而有所回落，而 M2 增速也会随之

放缓。

图表 20：月度新增人民币贷款构成

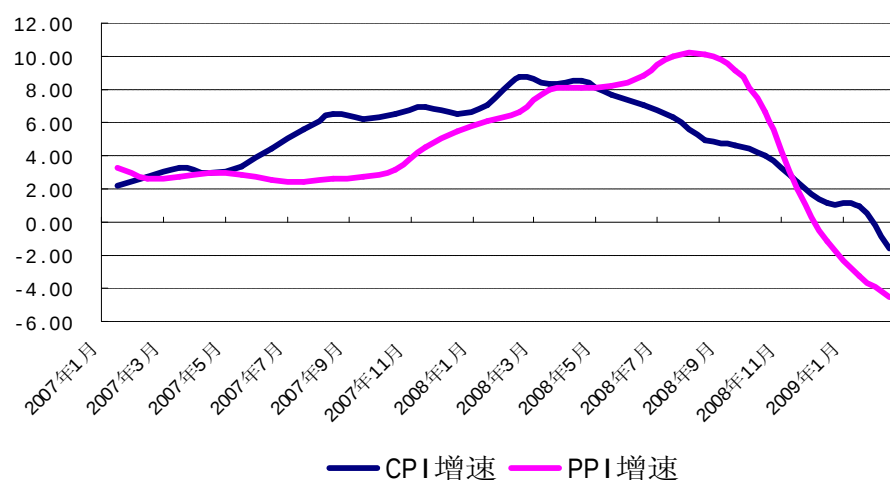


数据来源：wind 资讯，爱建证券研发总部

6、短期通缩，长期看通胀

考虑到全球经济放缓、内外需持续萎缩和高基数效应，2009 年上半年尤其是二季度出现通缩问题是一个大概率事件。但是，从长期来看，随着下半年资源、粮食价格的改革以及持续降息所带来的流动性推动，在短时期的通缩之后，通胀可能将在今年下半年重回。

图表 21：2007—2009 年 CPI 和 PPI 走势（%）



数据来源：国家统计局，爱建证券研发总部

整体来看，在政府投资的刺激下，我国部分宏观经济数据已经出现企稳回升迹象，二季度经济数据在一季度基础上存在进一步改善的预期，中国经济在年内先于世界经济复苏的可能性加大。但是，这种改善是否能够持续并形成复苏的趋势，目前仍然难以定论。二季度的经济基本面显得尤为关键，整个经济运行的走向将取决于整个内外需、三大需求对冲抵消的最终结果，但是，仅仅依靠政府投资的拉动宏观经济仍然存在一定的下行压力。即使政府投资成功拉动经济从二季度中逐渐上行，这种增长可能也更多地体现为一种宏观数据上的增长，在经济基本面的微观层面上企业经营效益上并不容乐观。

观。

三、经济刺激政策规模可能扩大

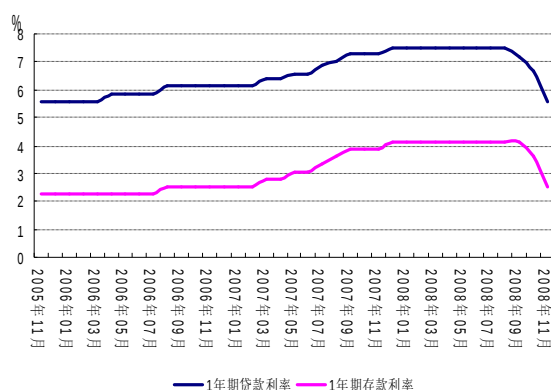
为了舒缓宏观经济下行的压力，政府在过去五个多月里采取了一系列救市组合拳来振兴经济，例如四万亿投资计划和十大产业规划，力度和速度并重。应该说，政策的效果正逐步向实体经济传导，对抬高经济调整的底部起到了一定的积极作用。但是，外部经济形势的恶化也远远超出我们之前的预期，并带来了外需的大幅下滑，对内需也形成了巨大的冲击，目前的经济方案可能并不足以支持今年经济实现保 8 的目标。因此，我们预计政府将根据形势的变化，调整经济刺激方案的规模和结构，可能出台更大力度的政策。

1、前期政策回顾

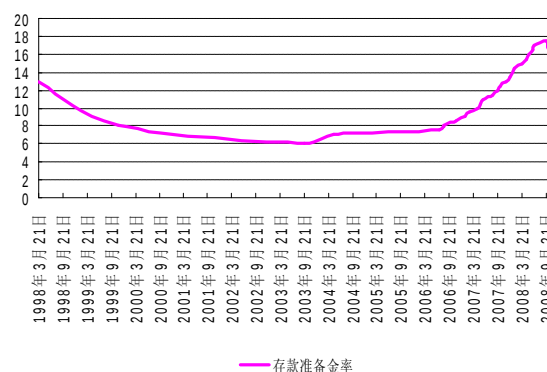
（1）宽松货币政策

相对于 1998 年亚洲金融危机来看，本轮调整中我们在货币政策方面的反映是比较及时的，我国迅速打开了降息通道，在百日内五降利率。

图表 22：2005-2008 年存贷款利率走势



图表 23：1999-2008 年存款准备金率走势（%）



数据来源：wind，爱建证券研发总部

（2）积极财政政策

货币政策的作用存在时滞效应，利率下调对经济的刺激作用一般要到半年之后才会显现。政府投资通过乘数效应，拉动经济增长，相比于货币政策，财政政策刺激需求的作用要更为直接有效，反周期的效应更大。

为了应对国际金融危机，防止国内经济加速下滑，实现 2009 年保 8 目标，政府在 2008 年末推出了 4 万亿经济刺激计划，主要包括大规模的政府投入、大范围的产业调整和振兴、大力度的科技支撑和大幅度地提高社会保障水平四个方面。目前，这些财政促进政策的效果正逐步显现，这些政策的逐步落实将对经济增长起到积极作用。

2、后续政策预期

（1）继续保持宽松货币环境

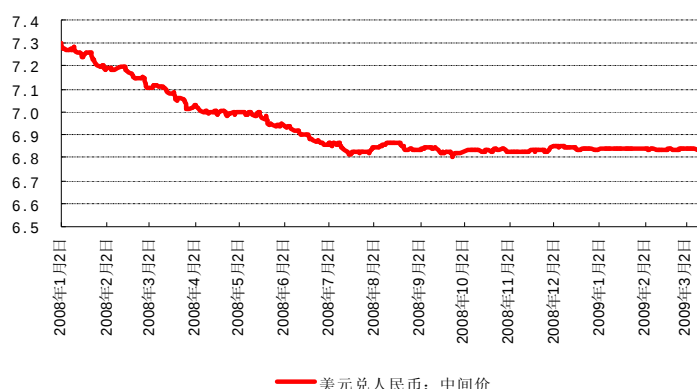
根据目前的国内国际经济形势，货币政策方面预计年内仍将维持宽松的货币环境以刺激经济增长。从外围经济体来看，世界主要经济体基本上都开始执行零利率水平，我国货币的外部环境趋松。

请务必阅读正文之后的重要声明

15

我国的降息通道虽然并未完全关闭，但是已经基本接近尾声，未来降息空间已经不大。政府在保持现有的宽松货币环境下，未来的政策力度和频率可能将综合经济情况和流动性状况考虑进行政策抉择，关键取决于未来经济形势的变化尤其 3~6 月份的经济数据情况而定。

图表 24：2005 年汇改至今人民币兑美元汇率走势



数据来源：wind，爱建证券研发总部

在人民币汇率问题，预计人民币在维持相对稳定的主基调下存在一定的贬值预期，主要是观察外贸形势的变化。在全球经济和中国经济面临巨大的不确定性的情况下，保持汇率的相对稳定具有非常重要意义。也不排除外贸急剧恶化下出现的人民币小幅贬值，预计人民币兑美元将维持在 6.83~6.86 区间震荡。

（2）扩大财政政策力度

财政刺激效果逐步显现的同时，国际国内经济形势的恶化程度也远远超出之前预期，预计政府会陆续加大政策的力度以保持稳定增长。在税收方面，作为重要的财政政策手段，预计政府还将推出大规模的减税计划，以实现扩内需、促增长的目的，主要是扩大消费的财税政策，例如个人、企业税赋的调整。此外，预计政府将会加大出口退税的力度，出口退税率将进一步上调有望超过 17% 的历史最高税率。在扩大政府支出方面，主要是政府前期 4 万亿投资支出计划的落实和细化，逐步布局于基础设施建设和保障性住房建设等方面。同时，十大产业振兴规划中剩余 8 个产业的细则也将陆续出台，更多地聚焦于产业的结构调整和技术创新方面。

在现有的 4 万亿政策基础上，整个财政刺激政策的规模也存在进一步加码的可能性。主要是由于外围环境存在着巨大的不确定性，造成国内外经济形势的不明朗，上半年的经济数据稳定性不佳，存在反复的可能性。政府根据形势的变化可能扩大整个刺激政策的规模至 6-8 万亿，这需要观察上半年的经济数据尤其是二季度情况确定整个经济的走向而定，以力争实现今年保 8 目标。

实施积极财政政策，加大政府投入的规模和力度，要以大量的财政投入为基础。4 万亿投资规模中有 1.18 万亿为政府新增投入，目前政府提交的今年财政赤字规模为 9500 亿元，财政赤字上升至 GDP 的 3.2%。这一数字略超过财政赤字占 GDP 总量 3% 的国际上通行的衡量财政健康状况的重要指标，但是考虑当前的国内外形势这个规模尚属于可控制范围之内。随着新疆地方债的首发，预计二季度会出现地方债的密集发行。

第三部分：二季度 A 股市场展望

春江水暖鸭先知。在政策趋暖、资金充裕、信心恢复以及上市公司 09 年上半年业绩有望好转的预期下，第二季度 A 股市场将震荡上涨。

一、政策趋暖、资金充裕、信心恢复

1、政策面“春风”频吹

二季度，在宏观政策面上应该是十大产业振兴政策细则出台的高峰时期，目前已经出台了钢铁和汽车的振兴计划细则，还有八大产业政策细则有待推出，期间会给 A 股市场带来交易性机会。同时，二十国集团伦敦金融峰会 4 月 2 日落下帷幕，与会领导人就国际货币基金组织（IMF）增资和加强金融监管等全球携手应对金融经济危机议题达成多项共识。英国首相戈登·布朗在会后举行的新闻发布会上说，二十国集团领导人同意为 IMF 和世界银行等多边金融机构提供总额 1.1 万亿美元资金，其国际货币基金组织资金规模将扩大至现在的 3 倍，由 2500 亿美元增加到 7500 亿美元，以帮助陷入困境的国家。

上市公司 09 年 1 季报在 2 季度将陆续推出，从目前我们的调研情况看，上市公司 1 季报总体不太乐观，下滑的趋势仍在延续，但市场对此早有预期，并且本轮上涨行情的动力根源是政策而非业绩，所以上市公司的不良季报将会使得投资者对政策面加大刺激力度有了更高的期盼。

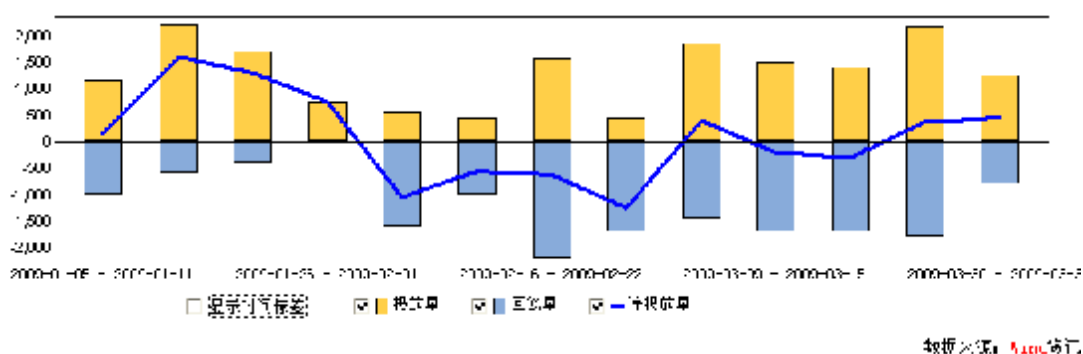
2、资金面充沛，给 A 股市场带来源源不断的新鲜血液

目前由于市场流动性充沛，大量资金在实体经济形势不明朗的前提下在虚拟经济中寻找突围，从过去一个季度资金面情况统计，QFII、基金等机构资金的总量持续上升，A 股市场成为各路资金追逐的焦点。但我们也要提醒投资者，根据我们前期对市场资金面的调查，估计至少有 6000 至 8000 亿左右的信贷资金流入到 A 股市场，而这部分资金在追逐利益的同时，对风险的极度防范也具有较明显的特征，所以这部分资金对 A 股市场具有明显的助涨和助跌作用。

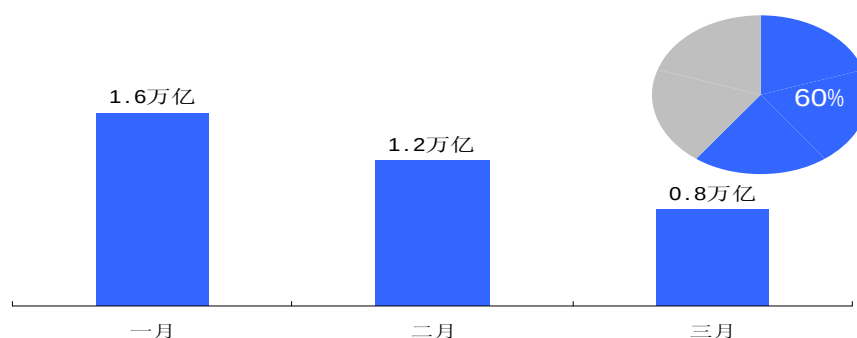
（1）1 季度信贷额度充裕预计 3.6 万亿

我们预计 1 季度信贷额度为 3.6 万亿，完成全年计划的 60%；

图表 25：货币投放季度比较（亿元）



图表 26：前三月信贷额度与全年占比

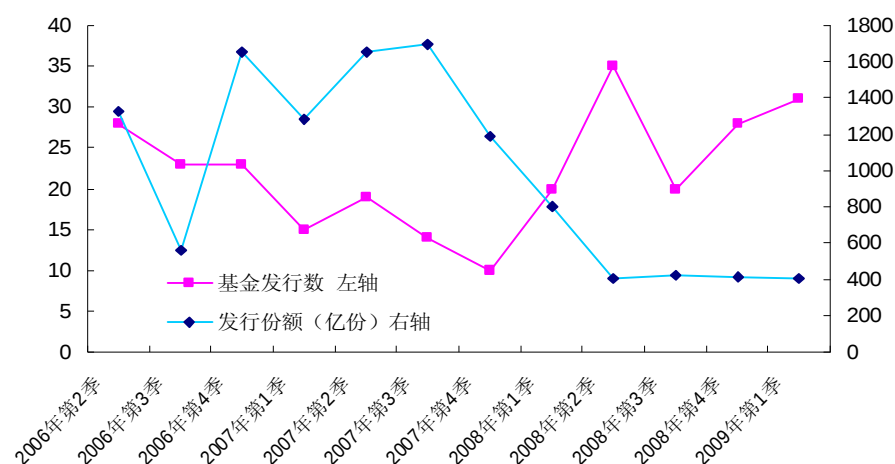


数据来源：wind，爱建证券研发总部

（2）一季度新基金发行规模开始回升

一季度，QFII 没有新批额度，仍然维持为 106 亿美元；债券发行规模同比下降 50% 以上。国内一季度共发行 31 支基金，规模为 402 亿。其中股票型 13 支、混合型 8 支、债券型 9 支、货币型 1 支。虽然在数量上出现了增长，但从份额上来说依旧维持在低位。

图表 27：基金发行状况季度比较



数据来源：wind，爱建证券研发总部

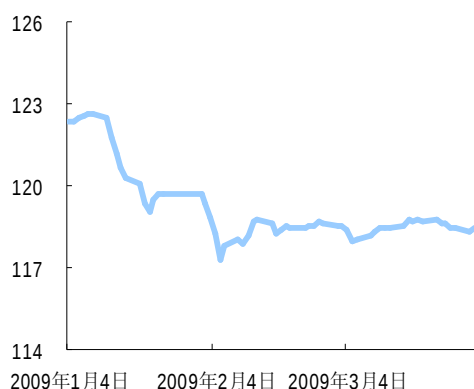
（3）债券高位回落，资金有分流进入 A 股市场的迹象

在债券市场方面，一季度国债收益率全曲线上升；企业债中短期收益率下降，长期上升。在价格方面，一季度国债全债均有小幅下跌，中债国债净价指数下跌 3.22%，中债企债净价指数下跌 1.71%

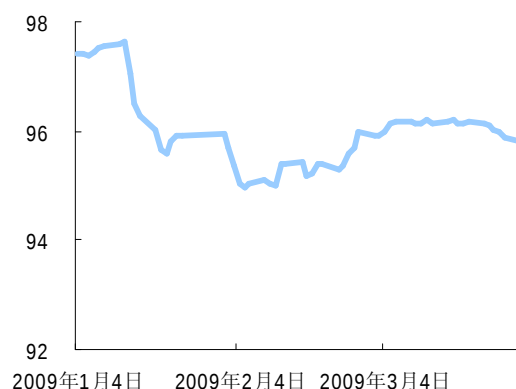
请务必阅读正文之后的重要声明

18

图表 28：中债国债净价走势

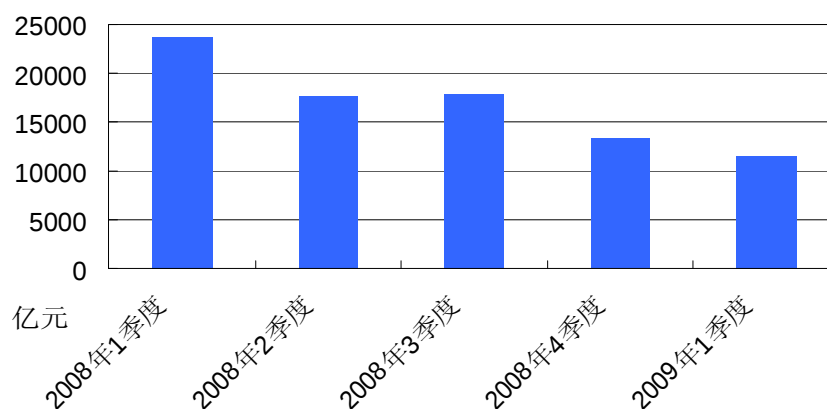


图表 29：中债企债净价走势

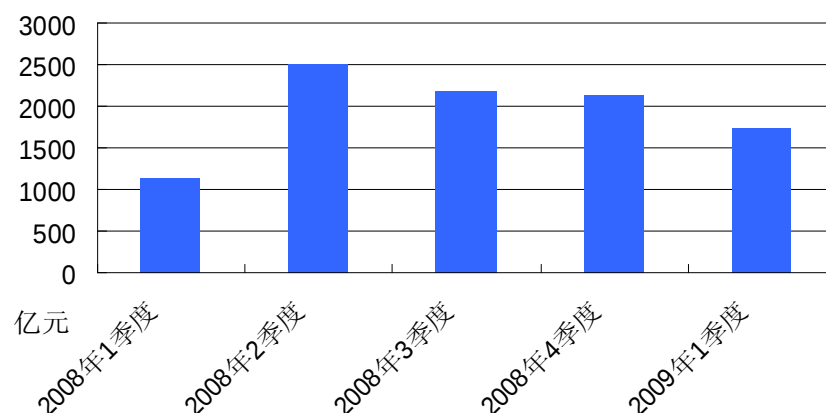


1 季度共发行债券 182 只，发行总额度为 1.15 万亿，其中国债 11 期，企业债 47 只，金融债 14 只，央票 10 期，短融 60 只，中期票据 40 只。值得注意的是在一季度末地方债发行启动，总规模为 889 亿元。

图表 30：债券发行规模季度比较



图表 31：国债发行规模季度比较

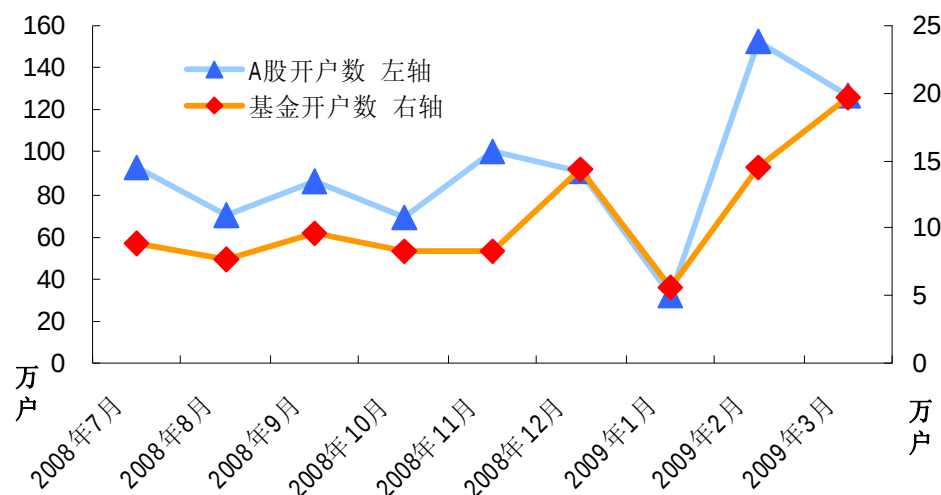


数据来源：wind，爱建证券研发总部

3、市场人气有明显回升

一季度 A 股市场开户数明显回升，目前已经突破 311 万户，基金开户 39.7 万人。机构资金活跃度增强。一季度 A 股累计换手率 245.31%，日均换手率 4.5%。

图表 32：股票、基金开户数情况



数据来源：wind，爱建证券研发总部

二、09 年上半年上市公司业绩有望好转

据中国证券报报道，截至 4 月 1 日，沪深两市共有 814 家上市公司披露了 2008 年年报，占两市全部 1625 家公司的 50.09%。根据统计，这些公司 2008 年完成主营业务收入同比增长 19.16%，实现归属于上市公司股东的净利润同比下降 5.96%；加权平均每股收益 0.38 元，比 2007 年的 0.42 元下降 9.73%，从季度环比看，2008 年四季度是上市公司业绩下滑最为明显的时期。

根据 WIND 资讯的数据统计，2008 年实现净利润在 50 亿元以上的公司有中国石油、中国石化、工商银行、建设银行、中国银行、交通银行、中国神华、中国人寿、中煤能源、中国联通、宝钢股份、中海发展等，其合计净利润达到 5280 亿元，占全部已公布年报公司净利润总和的比重约为 80%，占 2007 年全部上市公司归属于上市公司股东净利润 9588 亿元的 55.07%。随后近半的公司虽然数量仍然不少，但通常后面披露年报的公司业绩相对差些，预计其对整体业绩的提升作用不大。因此我们认为 2008 年上市公司整体业绩同比下降大局已定。基于自上而下的定量模型，我们预测 08 年沪深 300 对应的上市公司净利润同比下降 4% 左右。

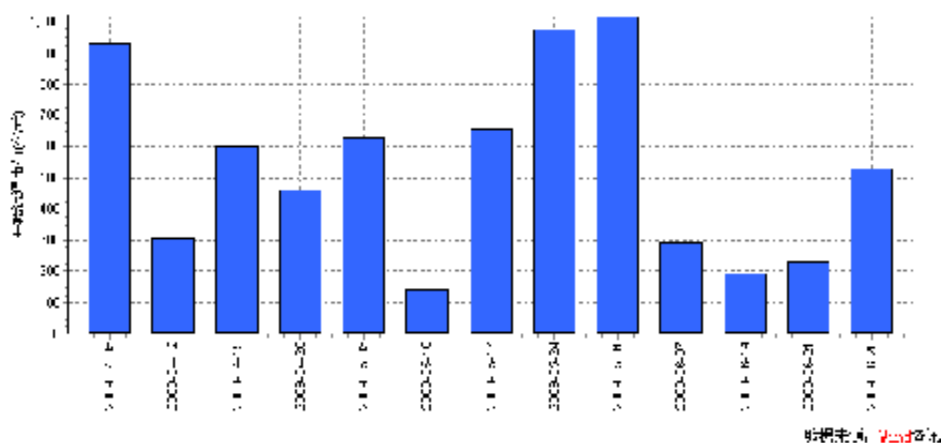
但根据近期一些经济的先行指标，如 PMI、发电量、1—2 月新开工总投资增速、房屋成交量持续数月回暖等指标，我们认为今年一季度上市公司业绩相比去年四季度将有所好转，二季度上市公司环比将明显增长。今年大多数行业的盈利增速在一季度有所回升或降幅减少，其主要原因还是受益于强周期行业原材料价格下降所带来的毛利率提升，以及去年四季度很多公司一次性计提了大额的减值准备。

三、2 季度大小非解禁压力不大

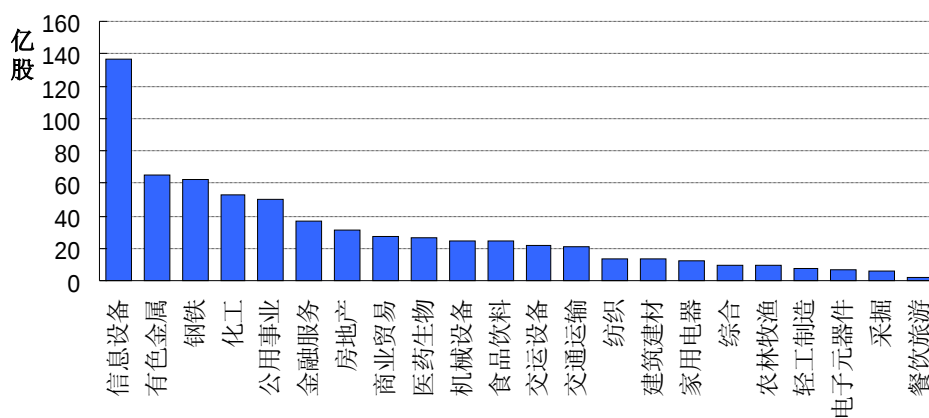
2 季度大小非解禁总量并不算太大，所以现在是资金面的相对宽松期，但由于市场担心 3 季度的 IPO 开闸以及 7 月份年内第一次大小非解禁高峰的来临，同时，由于一季度已经完成了全年的近 60% 信贷计划，所以在 2 季度资金面继续大幅增加的将不复存在，因此，2 季度下半段时期 A 股市场将面临较大的谨慎投资心理压力，预计市场将做出反应。

2 季度大小非解禁总量在 658 亿股，以目前市场平均股价为 9.50 元左右计算，理论上需要 6500 亿资金。但考虑到实际解禁数量，我们以 40% 左右的比例计算，大致需要 2400 亿资金，以目前市场的资金当量，解禁压力不大，其中 5 月下旬是 2 季度解禁相对高峰期。

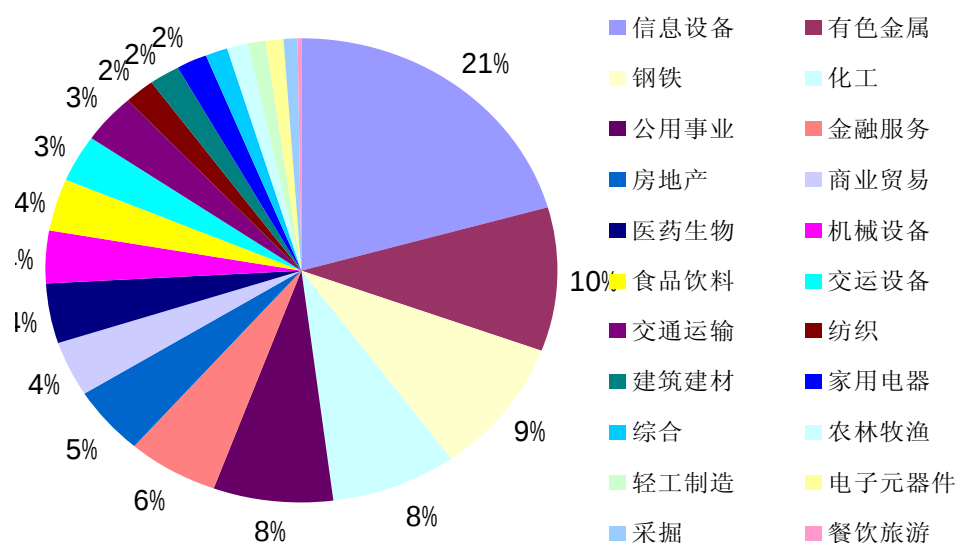
图表 33：二季度各周解禁规模



图表 34：二季度各行业解禁规模



图表 35：二季度各行业解禁占比



数据来源：wind，爱建证券研发总部

表格 1：二季度解禁前二十位个股

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)
600050	中国联通	2009-05-19	1075466
601899	紫金矿业	2009-04-27	492497
000825	太钢不锈	2009-06-22	266955
600015	华夏银行	2009-06-06	155680
600008	首创股份	2009-04-19	135929
600569	安阳钢铁	2009-05-25	101031
000562	宏源证券	2009-06-22	91634
600309	烟台万华	2009-04-24	83991
600022	济南钢铁	2009-05-14	79442
600649	城投控股	2009-04-14	77016
600005	武钢股份	2009-04-16	72750
600874	创业环保	2009-04-20	66409
600000	浦发银行	2009-05-12	64917
000402	金融街	2009-04-05	56200
600307	酒钢宏兴	2009-04-17	54088
600012	皖通高速	2009-04-03	53388
600058	五矿发展	2009-04-05	52277
600007	中国国贸	2009-04-28	52000
000559	万向钱潮	2009-04-21	51177
000021	长城开发	2009-05-22	50995

数据来源：wind，爱建证券研发总部

四、新股发行上半年开闸可能性较小

1、新股发行上半年难以开闸

虽然 5 月 1 日开始创业板上市新规的执行,不过从我们目前的分析判断来看,新股发行最早要到 7 月份以后,发行体制改革前 IPO 重启可能性更小。近期资本市场有所回暖,市场对新股发行的重启充满期待,但是新股发行在二季度推出的可能性较小,主要由于证监会对于申报的新规限制。考虑到经济放缓对企业盈利的巨大影响,证监会近期要求申请公司在前三年盈利的基础上必须补充提供 09 年一季报以考察盈利的持续性,这将给部分企业的 IPO 造成障碍。由于这一条件的限制和季报披露时间所带来的审核程序流程延长,预计二季度新股重启发行可能性较小。发行制度的改革则势在必行,朝着更为市场化的股票定价方向发展,预计将参考香港等比较成熟市场的做法,发行制度改革前 IPO 的重启很难实现。

2、股指期货推出可能性较小,融资融券推出可能性减弱

股值期货还不太可能推出。虽然在目前的市场形势下,适时推出股指期货尤为重要:将提升证券市场规模和流动性,促使投资策略多元化,进一步增强证券市场的安全性和稳定性,对股市的发展具有长期的推动作用,但由于管理层对股指期货的推出仍然持谨慎态度,股值期货在 2 季度推出的可能性很小。目前市场流动性充沛,融资融券业务暂无开展的必要。

五、二季度 A 股展望

1、DDM 模型预测 A 股

根据三阶段 DDM 估值模型,我们预计在中性情景假设下沪深 300 指数的 09 年年内合理点位 2530 点附近,对应于上证指数合理点位 2430 点。随着政策持续支持、资金充裕、投资推动经济复苏的预期日益强烈,年内股指有可能向乐观情景预测的点位靠拢。

表格 2: 三阶段 DDM 模型与情景分析

各种情景	显性阶段			半显性阶段 I	半显性阶段 II	永续阶段	09 年末合理点 位	09 年合理估值 (滚动)
乐观情景	2008 年	2009	2010	2011-2020	2021-2030	2031 年后	2880	28.0
增长率	-4%	0	6%	45%	线性递减	3%		
股权成本		8.5%	8.5%	8.5%	8.0%	6.0%		
分红率		30%	35%	40%	线性递增	50%		
中性情景	2008 年	2009	2010	2011-2020	2021-2030	2031 年后	2530	22.2
增长率	-4%	-5%	1%	25%	线性递减	3%		
股权成本		8.5%	8.5%	8.5%	8.0%	6.0%		
分红率		25%	30%	35%	线性递增	50%		
悲观情景	2008 年	2009	2010	2011-2020	2021-2030	2031 年后	1830	15.8
增长率	-4%	-15%	-5%	15%	线性递减	3%		
股权成本		9.0%	8.5%	8.5%	8.5%	6.0%		
分红率		20%	20%	35%	线性递增	50%		

2、技术分析

上证综指自 07 年 10 月 6124 点下跌至 08 年 10 月 1664 点，已完成 A 大浪下跌。1664 点后，上证综指进入 B 大浪反弹进程。由于 A 大浪下跌幅度巨大，B 大浪反弹将以时间换空间，即有可能延续相当长的时间。

1664 点底部确立之后，大盘已经完成了两波涨势。第一波为 08 年 10 月 1664 点至 08 年 12 月 2100 点，之后调整至年底 1814 点。09 年元旦过后发动第二波涨势，至 2 月中旬 2402 点，随后再次调整。预计持续一月左右，直至 3 月下旬或 3 月底 4 月初。整个 3 月份上证综指均将处于震荡调整中，此为 B 大浪反弹过程中的第二轮调整。

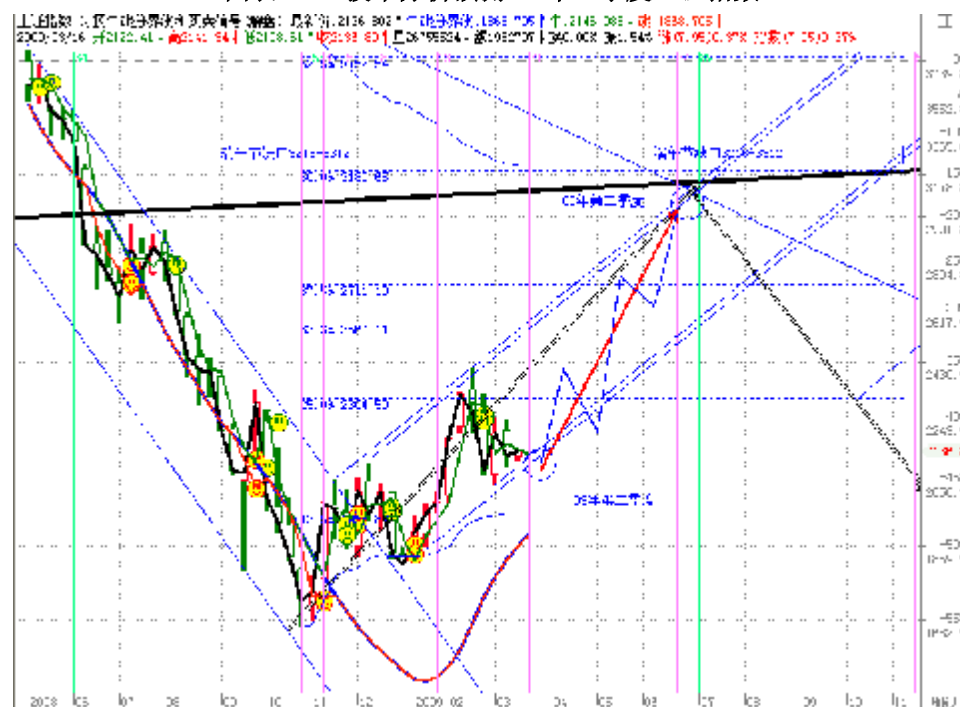
B 大浪反弹远未结束，在第二轮调整完成后，必将发动第三波涨势，持续时间和上涨幅度都将远远超过第一波和第二波涨势。调整过程中的低点不仅是短线买进机会，同时也是中线买进机会。

第三波涨势将从 3 月下旬至 3 月底开始，直至 6 月份结束，目标 3000 点上下。因此整个第二季度上海股市基本趋势都是向上。由于时间跨度较大，第三波涨势有可能以五浪形式上涨。08 年端午节下跌缺口将成为重大阻力。

3、第二季度 A 股：震荡向上

由于资金面宽松、大小非解禁压力不大、国内外政策利好不断，我们预计上证综指有望上攻到 2700 点左右，但市场会对三季度不利及不确定因素担忧，投资者会在 2 季度末提前做出反应，因此在 2700 点上方我们偏于谨慎。我们预计第二季度上证指数主要运行区间：2100—2700，对应 09 年动态市盈率为 17—24 倍，市场热点可能集中在有色、煤炭、基建、金融、房地产、新能源和上海本地股方面等。

图表 36：技术分析预测 09 年 2 季度上证指数



第四部分：二季度 A 股投资策略

一、二季度 A 股投资策略

我们认为二季度的 A 股市场仍将维持继续振荡走高的格局，时间跨度至少可以延续到在 5 月中旬之前。为解决美国日趋严重的金融危机，目前美国政府打开了印钞机，如果这样的状况继续下去，势必导致全球各主要经济体的连锁反应，全球流动性泛滥的局面将产生。我们认为资金面将寻找突围，其方向性无非两点：一是资源类的资产，二是国民经济继续保持高速增长的国家或地区的证券市场，比如说中国。但问题是我国年初大量积累的刺激经济政策能否抵抗住全球经济继续下滑的趋势，同时从去年 12 月至今的大量信贷资金有多少是真正意义上流入到实体经济中等等一系列不确定因素都制约着我们对未来行情的明确判断。

因此，我们认为抓住眼前可以把握的行情，抓住市场热点是二季度前半段时期的主要投资策略，但在 5 月中旬过后或是当上证综指突破 2700 点以后就应当偏于谨慎。二季度投资主线如下：

- 1、美元贬值预期下的资源类和大宗商品：有色、煤炭
- 2、受益于 4 万亿投资的行业：建筑建材、工程建筑、工程机械、电力设备
- 3、业绩稳定、估值合理的行业：金融、煤炭、通信
- 4、主题投资：上海两个中心概念板块、新能源、节能减排、创投概念等
- 5、具有交易性机会的行业：房地产、券商

二、二季度行业配置

1、资源品和大宗商品：有色、煤炭

（1）有色金属

流动性复苏推动金属价格反弹。09 年一季度基本金属价格出现了一定程度的上涨。但我们认为在一季度金属基本面并未出现明显好转的情况下，金属价格上涨更多的归因于流动性不断复苏背景下的超跌反弹。

美元走弱推高金属价格。随着美联储开启印钞机功能，美元出现了大幅下跌，也加剧了市场对未来通胀的预期，这一定程度上推动基本金属价格的上扬。但我们认为，实体经济对基本金属的供求关系是决定未来基本金属价格走势的主要力量（基本金属不同于黄金），在下游实体对基本金属需求没有明显回升的背景下，基本金属价格很难走出持续性上涨行情。

我国经济处于底部区域，但走出低谷尚需时日。我国前 2 个月实际固定资产投资增速超过 30%，出现大幅上扬；我国用电量近三个月强劲反弹，制造业采购经理人信心指数也在近两月出现反弹，显示在 4 万亿经济政策刺激下，国内经济有见底回暖迹象。但同时我们认为作为国民经济一个重要支柱的房地产业的风险并没有完全释放，这是未来经济发展的一个重要不确定性。

欧美房地产及制造业或许处于底部区域。美国住房开工数与新建住宅许可数在 2 月份出现反弹，欧美日领先指标下滑速度逐渐趋缓，若上述指标能够止稳或持续反弹，则表明发达国家房地产市场及制造业逐渐稳定，这几个发达国家最大的有色金属消费市场回稳将对有色金属供需产生较大影响。

黄金价格未来波动加剧。尽管通胀预期与美元贬值使得黄金价格依然有向上空间，但促使金价下行的势力或者说不确定性也同样存在。首先，新一轮的央行售金协议（2009-2014）即将开始签署，若该协议规定的签约国央行在未来 5 年可向市场抛售黄金总量大幅度提高，将对目前金价构成重大利空。其次，目前黄金 ETF 投资机构持有的黄金总量已达到历史新高，这意味着未来黄金的抛压沉重，这同样对金价上行构成压力。而目前黄金类股票的估值对金价上行的预期反映过度，而对金价下行的不确定性反映不足，因此，我们调低黄金类股票的评级至“中性”。

个股推荐：宝钛股份、金钼股份、中科三环。

（2）煤炭行业：景气下行中暗藏小周期，煤电矛盾孕育大型基地建设

◆ 煤炭行业大视野：景气下行，原煤产量总体缓慢下滑

2002 年以来，中国经济进入了重化工业化发展阶段，大宗商品消耗、尤其是能源消耗快速增长。2001 年到 2007 年中期，黑色金属、有色金属、化工原料及化学制品行业基本处于高景气时期，从而使得电力、煤炭行业景气上行。

然而，黑色金属、有色金属、化工原料及化学制品等行业在 2007 年中期均进入景气下行，电力行业由于煤价暴涨而全行业陷入亏损，从而导致煤炭行业也逐步陷入景气下行。

我们对主要工业产品产量的分析显示，我国大部分工业产品产能在 2004 年以后基本都出现了过剩迹象。因此，我国的重化工业化继续推进的首要条件就是过剩产能得到有效消化，而其方式可能是市场极度萎缩下的产能淘汰，则未来整个工业经济对于能源的需求也将持续低迷，煤炭产量下降就是大概率事件。

◆ 动力煤小周期：季节影响仍存，利空并未出尽

2008 年 7 月份以来，国际动力煤价格开始高位回落，目前已基本跌至 60 美元/吨一线，而国内外差价则进一步拉大，从而使得国内动力煤价格具备了相当的向下调整空间。

动力煤价格的过山车行情已基本结束，其中的非理性成份释放殆尽。由于用电量需求正在逐步回暖，则秦皇岛动力煤价格下一步的走势主要取决于季节性周期因素，我们认为，该港动力煤价格 5 月份的触底回升是大概率事件。

然而，目前而言，秦皇岛煤价的季节性向下趋势还没有结束，再加上国际动力煤价格并未企稳反弹，从 3 月下旬至 4 月底，该港动力煤价格仍存在一定的下跌空间。另外，五大集团电煤合同价小幅下降的可能也构成对于煤炭类上市公司的利空。

◆ 焦煤、焦炭低均衡：需求放量困难，价格进入漫长的小幅爬升

2008 年下半年以来，受金融危机的影响，世界粗钢产量快速下滑；而我国粗钢产量 9 月以来也较往年出现负增长，同时，钢材出口量急剧下降。

由于国内粗钢产能过剩异常严重，出口下滑、国内需求不足必将导致对于焦煤、焦炭的需求在 2009 年将基本处于低迷状态。

未来几年，我国将进入钢材产能不断压缩的供给能力调整周期，则钢价上行压力巨大，因此，我们认为，焦煤、焦炭产业在 2009 年将进入低度均衡，并预计其产量、价格将经历一个漫长的小幅爬升过程。

◆ 下行周期投资主基调：大型煤电基地建设隆重起步

我们对动力煤小周期的分析显示，动力煤价格可能在 5 月份的时候进入季节性上行区间，届时动力煤合同价也将尘埃落定，则对于以动力煤生产为主的上市公司而言，其战略性投资机会可能出现。

对于 2009 年而言，煤电矛盾的解决已提上议事日程，下一步对于矛盾的解决可能孕育了一定的投资机会。

鉴于大型煤电基地建设的提速，我们认为露天煤业、国投新集具有一定的投资价值。同时，随着资产注入的推进，盘江股份、恒源煤电等公司的产能都将得以显著提升，2009 年业绩增厚较为明显。

表格 3：个股推荐与估值表

名称	代码	2008		2009		2010		PB	评级
		EPS (元)	PE	EPS (元)	PE	EPS (元)	PE		
露天煤业	002128	0.85	15	0.97	14	1.11	12	4.75	推荐
平庄能源	000780	0.67	14	0.63	15	0.71	13	3.81	推荐
国投新集	601918	0.64	14	0.61	14	0.77	11	3.22	推荐
盘江股份	600395	1.03	13	1.39	10	1.52	9	4.23	推荐
恒源煤电	600971	1.62	10	1.46	11	1.61	10	1.95	推荐

资料来源：爱建证券研发总部

2、受益于 4 万亿投资的行业

(1) 建筑业

建筑业可以分为房屋与土木工程建筑业、建筑安装业、建筑装饰业和其他建筑业。而房屋与土木工程建筑业可以分为房屋建筑工程和土木建筑工程。房屋建筑工程部分在建筑业产值所占比重最大，但建筑行业上市公司中业务多集中在铁路建设、轨道建设和水利水电建设，不能简单地以建筑行业的整体情况来判断建筑行业上市公司的业务经营和景气情况。

建筑行业与固定资产投资具有较高的关联度。根据以往统计数据，每年建筑安装工程金额占固定资产投资的比重基本在 60% 以上，大部分的固定资产投资要通过建筑业进行转化，固定资产投资的规定在很大程度上决定了建筑业的规模。而固定资产投资受宏观经济周期波动以及国家宏观经济调整政策影响明显，伴随着经济周期的波动，建筑行业也呈现出相应的周期性。

细分行业投资机会。在目前建筑行业的子行业中，综合考虑各子行的现状、宏观经济政策的倾斜以及未来国家和区域经济发展的重点方向，我们认为铁路基建、城市轨道交通、水利水电行业的发展相对确定，而铁路基建和城市轨道交通则在未来几年迎来爆发式的增长。

估值方面。目前建筑施工行业 PE 为 22.77 倍，PB 水平为 3.64 倍，均高于全部 A 股整体 PE15.84 倍、PB2.65 倍的水平，无论从市盈率还是市净率的水平来看，建筑施工板块和整体 A 股市场相比并没有明显的估值优势。但是我们认为建筑行业企业的盈利状况相对稳定和可预期，周期性要弱于整体市场，从而能够享受高于整体市场的估值水平。而从历史水平看，公司的 PE 处于估值中枢的下端，PB 则较为适中。

个股推荐：

重点推荐铁路基建板块的龙头企业中国铁建、城市隧道和轨道板块的龙头隧道股份、公共建筑装饰行业的龙头金螳螂和水利水电建设板块的区域龙头粤水电，以及受益上海世博会建设以及未来可能推进的迪斯尼建设的浦东建设。对于以上五家公司，我们给予“推荐”评级。

(2) 工程机械行业：恢复需求 消化库存

固定资产投资力度明显加大，我们认为：至少在二季度来看，FAI 力度有增无减，而价格水平尚未触底，因此，受流动性充裕及新开工项目投资增速较快的影响，FAI 实际增速仍有可能创出新高；政府预留了政策空间，“弹药充足”，随时可能推出新的经济刺激政策，后续地方债以及政策性贷款的推出，利于保证投资增速。

FAI 结构分化带来驱动力强弱分化。房地产投资的强劲增长在 08 年年中达到阶段顶峰，1-2 月房地产开发完成投资增速下滑超出预期，行业仍然处于缓慢消化库存的低迷阶段。基建与采矿业投资加

大，铁路运输业，道路运输业、采矿业 FAI 同比增长 210.1%、35.3%、25.8%。中期来看，随着去年四季度的中央新增投资的撬动，待房地产业快速回落完成触底反弹后的复苏，以及民间投资的逐步启动，FAI 有望完成驱动力的过渡。

销售的季节特征仍然存在，对于二季度，有利于缓解销售忧虑的因素包括：对于经济复苏预期的逐渐清晰、宽松流动性的支持、新一轮经济刺激计划“箭在弦上”、海外部分前期抑制的需求缓步释放。

“去存货化”效果显现，但仍在继续：自去年 10 月开始，行业开始了“去存货化”进程。我们考察了已经公布 08 年报的部分上市公司并加以比较可以大致推测出，今年一季度大部分公司仍在经历着“去存货化”的历程，经过 2 个季度的努力，随着销量的上升、存货的消化，二季度有望迎来轻装上阵。

各子行业增长不一：我们预计混凝土机械在下半年走出低谷，竞争格局稳定且行业盈利水平较高，但全年难有超预期表现。挖掘机与推土机是相对看好、充满信心的两个行业。装载机行业的总体处于产能过剩与产品同质化的阶段，成本下降有利于利润率改善，但激烈竞争又制约了改善的空间。行业利润提升总体仍依赖于销量规模。起重机行业集中度相对较高，徐工的优势明显。

维持行业“强于大势”的投资评级，筛选业绩增长相对有保证的龙头公司作为投资标的，操作上波段操作更优于买入并持有的策略。

个股推荐：山推股份（000680）、中联重科（000157）、徐工科技（000425）、三一重工（600031）。

3、业绩稳定、估值合理的行业

（1）券商股：机遇跟随经纪业务、攻关来自“创业板”

I 自营折戟、经纪突起

在经历 2008 年的洗礼后，自营虽未见起色，但经纪业务为中小券商带来了极高的活跃度。3 月沪深大盘分别上涨 14.86%和 19.57%，创 6124 点调整以来的最大单月涨幅；当月两市股票、基金、权证交易总额达到 44090.67 亿元，环比略降 6.6%，但仍为近一年来的第二大成交额。

统计数据显示，今年一季度两市股票、基金、权证总体成交额分别为 92751 亿元、444 亿元、15324 亿元，对应总成交额 108519 亿元；创 2008 年一季度以来的最高水平。按照行业平均佣金费率水平，即股票佣金率 0.13%、基金佣金率 0.1%和权证佣金率 0.04%计算，3 月份券商行业经纪业务总收入为 103 亿元，环比小幅减少 6.9%。不过，一季度券商行业共收入证券经纪业务佣金 254.3 亿元，比 2008 年四季度的 149.4 亿元大幅增长 70.2%，创 2008 年以来的季度收入新高。

I 创业板、IPO 不是“鸡肋”，但近期助长有限

创业板、IPO 题材，对券商股的刺激历来可见。所以我们认为券商 09 年的业绩，会在经纪业务的刺激下，经由创业板和 IPO 的助推，最终实现。就其对整体大盘的影响而言，统计显示，历史上 5 次 IPO 重启，有 4 次趋势不改。鉴于上述原因，我们予以券商板块中性评级。

个股推荐：长江证券、海通证券

（2）保险股：经济危机下的金融类“保险股”

I 保费收入增长初见端倪

经济金融危机下，社会问题会逐渐显现；如企业减产、停工，甚至倒闭等，随之而来的就是员工的停职、下岗等。故此我们认为，人们在削减其他消费需求的同时，会相应增加社会保险，如失业保险、寿险等“以人为本”的险种需求。

从保监会公布的 09 年 1 至 2 月份的保险业经营数据看，今年前两个月保险业原保费收入 2123 亿

元，较去年同期的 1875 亿元增长了 13.25%，其中，前两个月寿险公司保费收入约 1639.6 亿元，同比增长 13.7%。不过，与 1 月份相比，2 月份保费增速有放缓迹象。

I 保险资金股权投资下滑

数据显示，截至 2 月底保险业的投资为 22062.77 亿元，比 1 月减少 308.85 亿元，比 2008 年底减少 402.45 亿元。至此，保险业投资连续 3 个月出现负增长。而 2 月保险业银行存款 8884.62 亿元，比 1 月增加 689.82 亿元，增幅为 8.42%，同比增加 1479.42 亿元，增幅达 19.98%。明确表现出险资的两大忧虑：其一、未来降息空间虽不大，但可能已基本见底；其二、一季度股市的热度持续性可能有待观察，毕竟经济金融形势仍不明朗。鉴于此，我们认为保险股可作为 09 年的全年配置方案，进行稳妥投资；予以中性评级。

个股推荐：中国平安

(3)、银行业估值优势明显

我国银行业整体的基本面问题不大，与国外银行业在业务种类、盈利模式、经营理念等诸多方面存有一定差异，横向可比性需打折扣。

外资行撤离在很大程度上在于套现自救，这种行为从民族感的角度来看，对其国内行业信心的提升有相当成效；从投资的角度来看，外资行撤离本无可厚非。也许只是时间的选择点存在问题，不过对我国国内行业信心的影响显然是负面的，“冤大头”至少这次是当定了。

经济处于下行周期内，证券市场的态势无异于“走钢丝”，投资者的热情自然有所保留。因此，未来经济在没有转暖的情形下，降息在情理之中。不过降息幅度，应该不会太大，更多的可能体现在适当的满足市场上的降息预期为目的。不过，如果经济状况极度恶化，亦不排除超预期利率政策的实施；从银行业务发展的未来态势来看，利息收益占银行总收益的比重将会逐渐减少，利差收窄也将会顺次推进。

近段时间信贷猛增、货币流动性泛滥等问题，充斥着国内的宏观经济与证券市场；致使人们倾向于认为 1 月份开始的这波行情，很大程度上是资金推动的。我们的研究表明：上证 A 股指数的变化能引起 M0、M1、M1-M0 和 M2-M1 的同向变化，滞后期分别为 3 个月、1 个月、1 个月和 1 个月。M1 的变化能引起上证 A 股指数的同向变化，滞后期为 3 个月。其余表现不明显。

银行个股走势与上证指数之间呈现三类特征，即强势、持平和弱势。阶段行情来看，城商行表现最为活跃，其次为股份制商业银行，大型国有商业银行殿后。

三类银行中，股份制商业银行显示出了一定的估值优势，并在每股收益方面也表现出众；不过，城商行尽管在估值和每股收益指标上的表现平平，但每股资本公积金却集体呈现较高水准；尽管我们尚未进行系统的量化分析，但历史观测让我们感觉到，每股资本公积金与股价具有一定的正相关关系。

我们仍维持银行股中性评级，个股关注：

个股推荐：浦发银行、兴业银行、南京银行、北京银行

理由：

浦发银行和兴业银行具备估值优势，历史表现优良，且每股资本公积金较高；不过兴业银行贷存比较高，受利差收益的影响较大，投资者需谨慎。

南京银行和北京银行历史表现优良，城商行中超越平均估值水平，且每股资本公积金较高。

(4) 通信行业

通信设备行业：09 年电信投资高峰，关注合理估值下的确定性成长公司

09 年上半年电信投资增速预计同比增长 54%左右，推动通信设备和服务行业确定性成长。从历史比较看，05 年到 08 年中上半年电信投资额占全年的比重大约在 38.3%~45.4%之间。其中，受电信重组影响 08 年 H1 的比重为 38.5%。09 年受到 3G 发牌推动，运营商投资明显加快。预计 09H1 电信投资占全年比重 50%左右，09 全年电信投资额大约在 3500 亿元左右。

从 04 年到 08 年上半年电信投资增速看，上半年投资同比增速均不高，最高在 21.8% 左右。从我们目前预测看，09H1 电信投资额预计达到 1750 亿元左右，相比 08 年上半年的 1136 亿元投资额，09H1 电信投资增速达到 54% 左右，将达到近年来上半年电信投资增速的历史高位。因此，我们看好受益于电信投资大规模增长下具有确定性成长的优势细分行业龙头公司在 09Q1-09H1 的投资机会。

个股推荐：

关注 09 年 1 季报，布局 09 年半年报的选股思路。近期，行业内上市公司 08 年年报将陆续公布，09 年 1 季报也将于 4 月份推出。我们重点应该关注成长性良好、业绩具有超预期可能以及 09 年上半年受益明确的通信子行业龙头公司。在这样的选股思路下：（1）关注 09Q1-09H1 业绩具有超预期可能的公司：中兴通讯、中创信测、武汉凡谷、中天科技、三维通信等；（2）关注成长性良好、业绩突出、具有高送配可能的小盘股：中创信测、国脉科技等；（3）关注具有稳定分红历史的公司：中兴通讯、华胜天成等。

各子行业投资时序的选择。随着电信投资展开和新用户发展，从各个子行业在产业链中的受益时序不一样，大致顺序可分为：（1）网络规划设计与承建商：中通服；（2）光通信、基础器件商与主系统设备商：中天科技、烽火通信、亨通光电，武汉凡谷，中兴通讯；（3）网络覆盖优化与测试商：京信通信、三维通信、奥维通信，中创信测；（4）网络支撑运维与系统集成商：亿阳信通、国脉科技、华胜天成；（5）智能卡与移动增值服务商：东信和平、恒宝股份；鹏博士、拓维信息、北纬通信。

光通信：产能缺口推升光纤价格上行

08 年国内光纤产能 4500 万芯公里左右，目前 09 年需求在 5500 万芯公里左右，缺口 1000 万芯公里。面对行业需求上升，国内主要光通信公司计划 09 年产能扩张约 1000 万芯公里左右，以满足行业实际增长需求。但目前看，国内光纤产能短期难以满足实际需求，推升光纤价格上涨，预计涨幅 10% 左右，达 80-85 元。

光纤制造成本中，65% 是光纤预制棒。2007 年，国内进口预制棒 995 吨，国产预制棒 290 吨（占 22.5%）。近两年，国内光纤预制棒 70%-80% 来自进口，主要进口国是日本。因此，预制棒价格受汇率因素和供需状况的影响，价格也有所上升，预计升幅在 5%-10% 左右。综合来看，光纤价格涨幅在覆盖成本涨幅后可提升毛利率 15% 以上。

随着“光进铜退”及光纤到户的推进，光通信行业迎来更多新机会。可以关注其中的优势企业，如产品线齐全的光网络系统设备商烽火通信、成长性明确的特种缆供应商中天科技、向上游产业链延伸的光纤供应商亨通光电等。

个股推荐：

中兴通讯、中天科技、烽火通信、亨通光电、武汉凡谷

4、主题投资板块

（1）上海本地股

n 上海“两个中心”概念：

2009 年 3 月 25 日，国务院常务会议正式通过了《关于率先形成服务经济为主的产业结构，加快推进上海国际金融中心和国际航运中心建设的意见》。这对于上海乃至全国来说都是非常重要的事件，以后上海将成为国际金融中心和航运中心，辐射长三角地区带动区域经济发展为全国经济发展壮大发挥更重要的作用，所以我们认为在二季度上海本地上市公司要密切关注。

表格 4:《意见》对上海未来的定位

建设金融中心	建设比较发达的多功能、多层次金融市场体系。加强金融机构和业务体系建设,稳步推进金融服务业对外开放。完善金融服务设施和布局规划,提升金融服务水平。健全金融法制,加强金融监管,维护金融稳定和安全。
建设航运中心	优化现代航运集疏运体系,实现多种运输方式一体化发展。整合长三角港口资源,完善航运服务布局。探索建立国际航运发展综合试验区,积极稳妥发展航运金融服务和多种融资方式,促进和规范油轮产业发展。
维持先进制造优势	发挥先进制造业优势,为服务业发展提供有力支撑,以服务业发展带动先进制造业的更大发展。
推进改革重组	坚持以改革促发展,以改革解难题,以改革建制度。推进企业改革和改组,特别要加快政府职能转变和管理创新,为经济和社会发展营造良好环境。
区域协作与发展	加强上海与长三角地区以及国内其他中心城市的相互协作和支持,加强与香港的优势互补和战略合作,形成分工合理、相互促进、共同发展的格局。

同时我们认为上海本地的国企股将是二季度投资重点。这是因为上海国资总量目前约占全国十分之一,地方国有控股上市公司逾 70 家。截至 2008 年末,上海地方国有资产净值约为 11500 亿元,同比增长 12.5%;市国资委系统内企业可实现销售收入 7226 亿元,同比增长 6.1%。所以掌握了上海国资控股的公司就是掌握了上海本地股。

表格 5: 上海“两个中心”涉及上市公司

证券代码	证券简称	所属证监会行业	2008EPS	2009EPS	2010EPS
600754.SH	锦江股份	社会服务业	0.47	0.5	0.64
600741.SH	巴士股份	社会服务业	0.55	0.73	0.84
600662.SH	强生控股	社会服务业	0.25	0.15	0.19
600611.SH	大众交通	社会服务业	0.31		
600650.SH	锦江投资	社会服务业	0.59	0.54	0.65
600009.SH	上海机场	交通运输、仓储业	0.49	0.51	0.65
600018.SH	上港集团	交通运输、仓储业	0.23	0.21	0.24
601866.SH	中海集运	交通运输、仓储业	0.02	-0.08	0.06
601872.SH	招商轮船	交通运输、仓储业	0.46	0.3	0.45
600895.SH	张江高科	综合类	0.45	0.5	0.7
600663.SH	陆家嘴	房地产业	0.49	0.55	0.61
600648.SH	外高桥	房地产业	0.49	1.09	
600639.SH	浦东金桥	房地产业	0.31	0.38	0.49
600000.SH	浦发银行	金融、保险业	2.15	2.03	2.11
600170.SH	上海建工	建筑业	0.48	0.5	0.53
600284.SH	浦东建设	建筑业	0.31	0.53	0.67
600820.SH	隧道股份	建筑业	0.4	0.54	0.65

n 资产整合

上海非金融资产公司也得益于两个中心的建设重组步伐加快,因此在二季度可密切关注。第一类是集集团整体上市的公司,因为根据《上海市十一五国有资产调整和发展专项规划》,2010 年上海国资至少将有 30% 以上的经营性资产集中到上市公司,意味着约有逾 700 亿元资产要在明年年底前实现上市。因此首要关注的是今年会有整体动作的公司,例如:控股上市公司兰生股份、总资产 57 亿元的上海兰生集团表示,集团刚刚拟定了 2009 年工作重点,将按“上海推进国资国企改革 30 条”,

进一步聚焦主业，搞活辅业。拥有百联股份、友谊股份、物贸股份、第一医药和联华超市等 5 家上市公司的百联集团董事长马新生则表示，集团 2009 年工作重心，包括进一步完善法人治理结构，推进内部资产整合工作。拥有中华企业的上海地产集团也表示，年内将加快集团资产资源整合，成为国有房地产企业的引领者。仪电集团称，将通过业务重组，合理调整业务结构。上实集团也强调，年内将调整产业布局，优化产业结构，打造以上实控股为核心企业和境外运作平台。

其次从公司的背景来看像交运股份、上海梅林、光明乳业、嘉宝集团、上工申贝、上海九百、亚通股份、棱光实业等母公司实力和前面的大集团比稍逊一筹，但是真的要装入优质资产不是难事，所以这类公司比较容易出现重组行情。比较典型的案例就是棱光实业的母公司上海建材集团意欲将自己极具发展潜力的风能玻璃股叶片项目，通过配股形式注入上市公司。

最后还有一类公司本身实力很强但是业务与其他公司有重叠，这样的公司整合做大是最好的出路，同时这类公司依托两个中心建设更能做大作强。比较典型的是：同属上海纺织系统的上海三毛、申达股份、龙头股份、中纺机、二纺机；地产方面的：陆家嘴、浦东金桥、上实发展、张江高科；航运方面的：上港集团和招商轮船；货运方面的锦江投资和海博股份。这类公司的整合既优化了资源配置又有利于企业更好的集中精力做大主业。

表格 6：上海本地公司可能整合的重点公司

证券代码	证券简称	行业	大股东名称	大股东持股数量（亿股）	大股东持股比例（%）	关注理由：
600692	亚通股份	交通运输	崇明县国有资产监督管理委员会	103947046	32.51	资产注入
600708	海博股份	交通运输	光明食品集团有限公司	163551122	35.25	资产注入
600606	金丰投资	综合	上海地产（集团）有限公司	152048275	38.96	整合+集团整体上市
600675	中华企业	房地产	上海地产（集团）有限公司	393515292	36.17	
600748	上实发展	房地产	上海上实（集团）有限公司	689566049	63.65	整合+集团整体上市
600637	广电信息	电子电器	上海广电（集团）有限公司	299394738	42.24	
600602	广电电子	电子电器	上海广电（集团）有限公司	352742238	30.07	
600843	上工申贝	轻工制造	上海市浦东新区国有资产监督管理委员会	109719658	24.44	重组
600420	现代制药	医药	上海医药工业研究院	108589491	37.74	集团上市

5、具有交易性机会的行业

房地产：

宏观经济的前景仍具不确定性：尽管一系列的现象显示，今年 2 季度国内宏观经济数据可能不会太差，但也难有更为乐观的表现。今年下半年的宏观经济，更是由于国内外经济形势的复杂多变，而具有极大的不确定性。在整体环境的不确定性下，人们对于未来的就业、收入预期往往也偏于悲观。

房地产市场供求结构分析：从我们的分析来看，2009 年房地产市场仍将是供大于求。供求关系作为一只无形的手左右着市场走势，2009 年的房价面临一定的下行压力。

政策分析：由于每年的 2 季度为传统的楼市旺季，加之开发商从顺应市场和自身发展的需要可能会进行的降价行为，以及之前各项政策的累积效应，我们预计 2 季度的销售情况可能相对较好。在这样的形势下，政府出台刺激房地产市场的政策的可能性很小。从短期内拉动投资和民生考虑，政策面会更多的侧重于保障性住房的建设。

房地产市场走势预判：整体来看，2009 年 2 季度房价面临继续下调的压力。从成交量来看，尽管随着 2 月份部分城市成交量的连续回升，未来几个月成交量维持目前涨幅的可能性很小，但是由于积聚的刚性需求，在政策累积效应和开发商降价的刺激下，可能会在 2 季度这个传统的楼市旺季集中

释放。因此，我们预计 2 季度房地产市场成交量会维持在一个相对较高的水平。

投资建议：尽管我们对 2 季度楼市的成交量相对乐观，但是由于自 08 年 10 月份楼市刺激政策出台以来，地产股已累积了相当的涨幅，目前估值已不具明显优势，我们谨慎看好 2 季度的地产股。个股方面，我们继续推荐万科和保利地产。此外，张江高科 08 年业绩的稳定增长，让我们看到了其“一体两翼”发展战略在行业低迷期的抗风险能力，给与“推荐”评级。

1、宏观经济的前景仍具不确定性

去年 4 季度的 GDP 同比增速降至历史相对较低的位置，而 CPI 和 PPI 也明显下滑。如果未来的宏观形势不明朗，公众对未来的就业和收入预期偏向悲观，那么人们的购房计划势必搁置，从而直接影响房地产行业的需求。

2、房地产市场供求结构分析

尽管 08 年的商品房新开工面积和竣工面积增速迅速下滑，但其绝对量仍然可观。按照一年半的平均建设工期，09 年将有超过 14 亿平方米的新增供应量。加上 08 年销售低迷期累计的大量库存，09 年房地产市场将有巨大的供给量。

通过对 99 年以来的商品房销售数据进行历史分析，我们估算出 2009 年的房地产市场需求如下表所示。

表格 7：2009 年房地产市场需求

编号	取值区间	2009 年商品房销售面积（亿平方米）
A	按 99 年以来均值计算	9.57
B	按 99 年-03 年均值计算	6.01
C	按 04 年-08 年均值计算	8.96

数据来源：wind，爱建证券研发部

按照我们前文计算的 3 组需求数据来看，2009 年的商品房供求比分别为：1.46、2.33 和 1.56。2009 年商品房供求形势依然严峻。

供求关系作为一只无形的手左右着市场走势。从前述供求关系的分析中可见 2009 年的房价面临一定的下行压力。

3、政策分析

由于每年的 2 季度为传统的楼市旺季，加之开发商从顺应市场和自身发展的需要可能会进行的降价行为，以及之前各项政策的累积效应，我们预计 2 季度的销售情况可能相对较好。在这样的形势下，政府出台刺激房地产市场的政策的可能性很小。从短期内拉动投资和民生考虑，政策面会更多的侧重于保障性住房的建设。

4、房地产板块估值分析

在政策调控下，房地产板块估值曾一度跌至历史相对低位。去年底中央推出楼市组合拳以来，板块表现一度较为活跃，估值也有所上移。由于房地产行业经过过去 10 年的高速增长，之后会进入一个增速趋稳的阶段。而 09 年房地产行业利润率的下滑，净利润增速也会显著下降，从而导致行业整体估值相对历史平均值的下移。综上，我们认为，目前房地产板块估值无论纵向还是横向比较都处于相对合理的位置，并不具有明显的估值优势。

5、投资建议

整体来看，2009 年 2 季度房价面临继续下调的压力。各区域由于其前期调整幅度的不同，房价继续调整的时间和幅度也有所不同。从成交量来看，尽管随着 2 月份部分城市成交量的连续回升，未来几个月成交量维持目前涨幅的可能性很小，但是由于 2008 年房地产市场成交的极度低迷，积聚了大量的刚性需求，这些被压抑的需求和 09 年正常的需求一起，在政策累积效应和开发商降价的刺激下，可能会在 2 季度这个传统的楼市旺季集中释放。因此，我们预计 2 季度房地产市场成交量会维持在一个相对较高的水平。另一方面，由于市场的低迷，开发商大都缩减了开工面积。随着库存的消化

和新增供应量的减少，未来楼市供求会渐趋平衡。尽管我们对 2 季度楼市的成交量相对乐观，但是由于自 08 年 10 月份楼市刺激政策出台以来，地产股已累积了相当的涨幅，目前估值已不具明显优势，我们谨慎看好 2 季度的地产股。

个股方面，随着政府在房地产行业发展中的职能定位日益明晰，房地产市场二元甚至多元结构体系将逐步建立，日益规范的市场将更有利于大型品牌开发商的发展，基于此，我们继续推荐万科和保利地产。此外，张江高科 08 年业绩的稳定增长，让我们看到了其“一体两翼”发展战略在行业低迷期的抗风险能力，给予“推荐”评级。

表格 8：房地产行业重点推荐公司

证券简称	证券代码	公司 评级	每股收益（元）			PE		PB
			07	08	09	08 年	09 年	08 年
万科 A	000002	推荐	0.71	0.37	0.43	21.16	18.21	2.7
保利地产	600048	推荐	1.21	0.91	1.09	22.32	18.63	3.54
张江高科	600895	推荐	0.40	0.38	0.49	31.24	24.22	3.54

附 表：09 年第二季度爱建 30 股票池

序号	代码	公司名称	行业	评级	07EPS	08EPS	09EPS
1	600251	冠农股份	农业	推荐	0.08	0.12	2.75
2	600971	恒源煤电	煤炭	推荐	1.07	1.62	1.46
3	002128	露天煤业	煤炭	推荐	0.74	0.85	0.97
4	002203	海亮股份	有色	推荐	0.50	0.44	0.50
5	600456	宝钛股份	有色	推荐	1.25	0.70	0.60
6	002132	恒星科技	钢铁	推荐	0.55	0.32	0.50
7	000680	山推股份	工程机械	推荐	0.64	0.67	0.76
8	600089	特变电工	电力设备	强烈推荐	0.63	0.84	1.18
9	002152	广电运通	专用设备	推荐	1.95	1.16	1.50
10	002009	天奇股份	新能源	推荐	0.40	0.25	0.27
11	600770	综艺股份	新能源	推荐	0.14	0.07	0.21
12	002018	华星化工	化工	推荐	0.55	1.12	0.68
13	600587	新华医疗	医药	推荐	0.23	0.22	0.30
14	600284	浦东建设	建筑建工	推荐	0.50	0.39	0.50
15	600820	隧道股份	建筑建工	推荐	0.32	0.43	0.57
16	600383	金地集团	房地产	推荐	1.31	0.67	0.79
17	600663	陆家嘴	房地产/上海本地股	推荐	0.40	0.47	0.52
18	600895	张江高科	房地产/上海本地股	推荐	0.31	0.38	0.49
19	000768	西飞国际	航天军工	推荐	0.14	0.36	0.32
20	600879	火箭股份	航天军工	推荐	0.54	0.48	0.55
21	600708	海博股份	交通运输	推荐	0.31	0.27	0.33
22	600018	上港集团	交通运输	推荐	0.17	0.22	0.22
23	600522	中天科技	通信	强烈推荐	0.31	0.49	0.63
24	000063	中兴通讯	通信	强烈推荐	1.30	1.24	1.70
25	600655	豫园商城	商业	推荐	1.25	0.45	0.60
26	600729	重庆百货	商业	推荐	0.49	0.80	0.94
27	600109	国金证券	证券	推荐	1.32	1.51	1.63
28	600837	海通证券	证券	推荐	1.58	0.40	0.45
29	601318	中国平安	保险	推荐	2.11	-0.20	1.29
30	601166	兴业银行	银行	推荐	1.75	2.27	2.26

投资评级说明

I 公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘跌幅 5%以上

I 行业评级：

强于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间；

弱于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅 5%以上；

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告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发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。