

深度研究报告

证券市场

2009 年 5 月份 A 股市场投资策略报告

2009 年 05 月 04 日

定期策略报告

业绩提升，估值平衡

● 宏观经济与企业盈利触底回升后市场表现经验借鉴：美国

我们研究美国股市自 20 世纪 70 年代以来历次衰退，宏观经济与企业盈利触底回升时的市场表现，发现市场复苏大致可以分为三个阶段：1、宏观经济见底前，股市一般提前 4 个月左右较宏观经济触底回升，估值水平开始恢复上升；2、在宏观同比增速触底回升及企业盈利见底之前阶段，市场往往表现为继续与宏观基本面同步上扬，估值水平继续上升；3、在企业盈利同比增速见底回升阶段，市场往往进入了上涨的后期，表现为基本走平，估值水平逐步下降；4、而更后续的市场的走势则取决于宏观经济复苏后是否能持续走强。反观我国目前所处阶段，我们认为市场基本处在第 3 阶段。

● 流动性与估值是我们短期关注的重点

目前整个 A 股市场估值水平为 21 倍，考虑到 09 年全部 A 股上市公司盈利可能趋于零增长或者小幅负增长，则动态市盈率水平在 22 倍左右，对应的 ROE 水平在 13% 左右，估值水平基本合理甚至略现高估；从 M2 结构上看，3 月份市场由 2076 点到 2371 点加速上扬就是由部分滞留在银行的“过剩”流动性推动；我们认为未来宏观流动性依旧宽裕，但“过剩”趋于改善，流动性对于市场的边际增长贡献也将明显下降，但我们认为信贷若能维持 5000~6000 亿水平，流动性对于市场的边际贡献就不太可能为负。

● 宏观经济触底回升

1 季度 GDP 同比增速较去年 4 季度持续下滑，然而经季调后环比增长 1.5%，环比增速反弹明显；二季度投资的季节性效应、中长期贷款迅猛扩张的领先作用以及新开工项目计划总投资额大幅增长，表明固定资产投资反弹延续；美国经济 09Q2 见复苏、欧日滞后筑底，我国出口有望缓慢复苏；需求回暖、库存低位，二季度工业生产延续回升。

● 09 全年上市公司盈利可能趋于零增长

根据我们的假设，我们预计未来 3 个季度工业企业利润同比增速分别为 -12.50%、-16.07%、16.11%，全年同比下降 10.81%；09 年上市公司盈利同比增速也将逐季回升，全年盈利可能趋于零增长，略高于同比下降 10% 的市场预期。简单假设金融类企业 09 全年盈利增速依然能保持 10% 左右水平、非金融类企业盈利能力基本与 1 季度相当，粗略计算全部 A 股可比公司 09 全年归属母公司净利润同比增长 -1.26%，基本趋于零增长；若假设金融类企业 09 全年盈利零增长，则全部 A 股可比公司 09 全年同比下降 6.07%。

● 投资策略与行业配置

宏观经济与企业盈利触底回升的态势基本符合预期，估值水平相对合理，流动性的边际贡献趋减，比较美国复苏期的市场表现，我们认为市场未来较可能维持震荡走平态势，重拾升势需等先导性行业复苏信号。行业选择我们更倾向于从相对估值及业绩改善的角度去挑选行业，以及关注上海世博会、并购重组、新能源、区域经济等主题投资机会。建议继续超配金融、医药、汽车、地产、机械电气设备行业，调整家用电器、食品饮料、商业贸易至超配；标配能源、建筑建材、信息服务、纺织服装行业，调整黑色金属、交通运输、造纸至标配；低配有色、化工、公用事业、旅游休闲等行业。

策略分析师助理 廖喆

电话：021-68866236

Email: liaozhe@guosen.com.cn

首席策略分析师 汤小生

电话：021-68864595

Email: tangxs@guosen.com.cn

策略分析师助理 黄海培

电话：021-68864598

Email: huanghpei@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目录

市场回顾：4月市场波浪式上升，震荡加剧.....	4
宏观经济与企业盈利触底回升后市场表现经验借鉴：美国.....	5
流动性与估值是我们短期关注的重点.....	7
宏观经济触底回升.....	9
二季度固定资产投资依旧乐观.....	9
外围经济见底，预示我国出口缓慢修复.....	10
订单需求回升、库存低位，二季度工业生产有望继续回升.....	11
09 全年上市公司盈利可能趋于零增长.....	13
5 月份：总体判断及行业选择.....	14
投资策略与行业配置.....	16
免责条款：.....	18

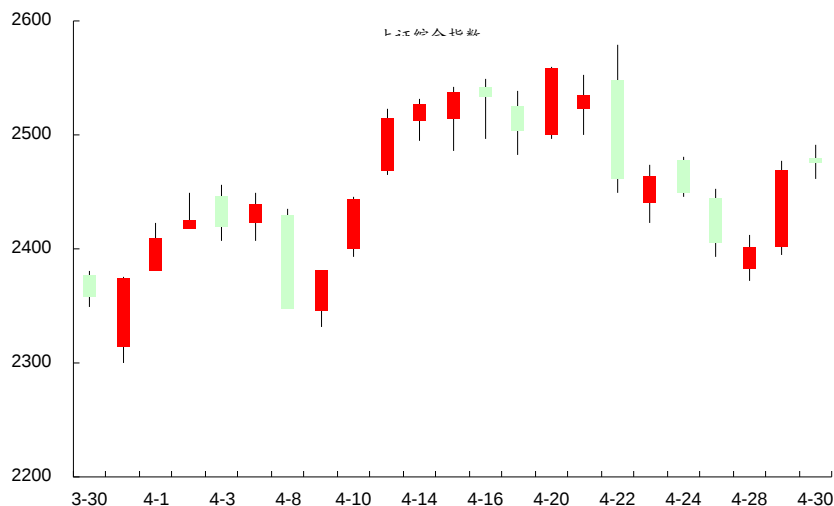
图表目录

图 1: 上证A股近一月走势图	4
图 2: A股不同行业指数阶段涨跌幅	5
图 3: A股不同风格指数阶段涨跌幅	5
图 4: 宏观经济触底回升与指数表现 (1968~1972)	6
图 5: 企业盈利触底回升与指数表现 (1968~1972)	6
图 6: 宏观经济触底回升与指数表现 (1973~1977)	6
图 7: 企业盈利触底回升与指数表现 (1973~1977)	6
图 8: 宏观经济触底回升与指数表现 (1978~1984)	6
图 9: 企业盈利触底回升与指数表现 (1978~1984)	6
图 10: 宏观经济触底回升与指数表现 (1989~1993)	7
图 11: 企业盈利触底回升与指数表现 (1989~1993)	7
图 12: 宏观经济触底回升与指数表现 (1999~2003)	7
图 13: 企业盈利触底回升与指数表现 (1999~2003)	7
表 1: A股合理估值水平敏感性分析	7
表 2: “过剩”流动性使得 3 月份市场加速上扬	8
图 14: 金融机构存贷比	8
图 15: 同业拆借利率	8
图 16: 季调后GDP环比增长与当季同比增速比较	9
图 17: 固定资产投资当季完成额	10
图 18: 固定资产投资季度环比	10
图 19: 固定资产投资当月完成额	10
图 20: 固定资产投资月度环比	10
表 3: 信贷增长结构及占比	10
图 21: 进出口同比增长及贸易顺差值	11
图 22: 对美日欧三大经济体出口当月同比增速	11
图 23: 美国经济季度增长率及预测值 (2000-2009 年)	11
图 24: 美国GDP增长与我国出口增长	11
图 25: 订单、库存与工业生产	12
图 26: 全国各地市场长材库存变化	12
图 27: 全国各地市场板材库存变化	12
图 28: 不同类型钢材价格	12
图 29: 不同类型钢材价格 (08.10.20~09.04.20)	12
表 4: 工业企业利润增速预测	13
表 5: 工业企业主营业务收入中真实需求下滑影响	13
图 30: 工业企业当季毛利率与销售净利率	14
图 31: 工业企业当季三项费用率	14
表 6: 09 全年A股可比公司盈利增长预测	14
表 7: 各行业相对估值水平	15
表 8: 08 全年、09 一季各行业业绩增长	15
表 9: 国信行业配置	16

市场回顾：4月市场波浪式上升，震荡加剧

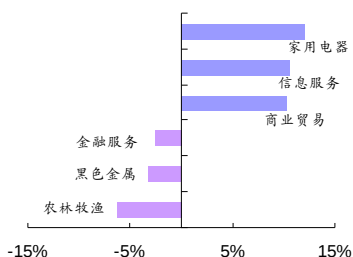
4月上证指数报收于2477.57，上涨4.4%，呈振荡上行态势。整体来看非周期性行业明显好于周期性行业。“增长确定”、“出口拉动”、“产业振兴”等概念拉动不同板块你追我赶。4月末的“猪流感”给航空、旅游等板块带来了一些小插曲，但目前为止对大盘还没有明显影响。

图1：上证A股近一月走势图



数据来源：WIND数据库、国信证券经济研究所，截至3月2日

上周行业涨跌幅前三名、后三名

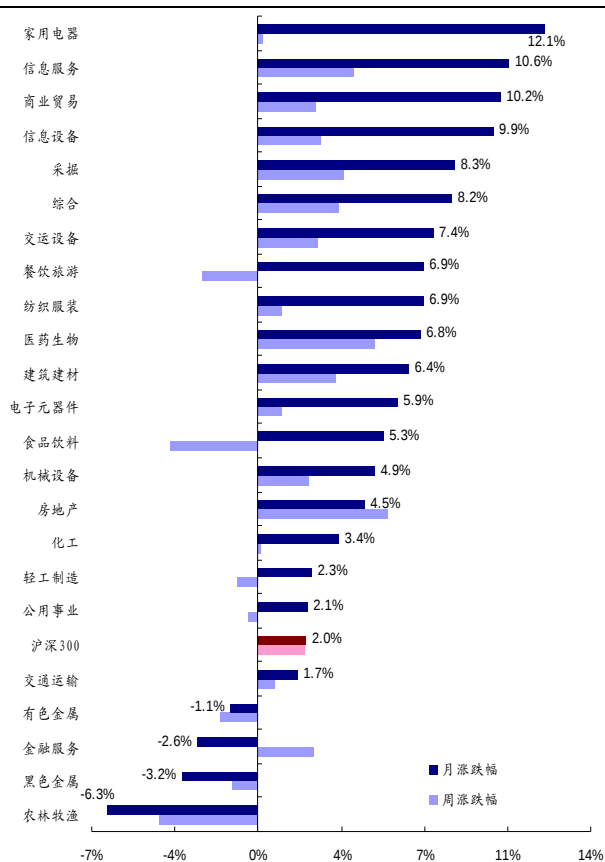


4月份表现突出的行业分别为煤炭、家用电器、信息服务行业，而商业贸易、信息设备、电子元器件等表现紧随其后。煤电谈判及秦皇岛煤炭库存处于历史低位对煤价构成有利支撑，同时促动的煤炭股的上扬。家用电器板块由于估值低位，同时出口修复及前期的家电下乡为相关上市公司的业绩增长带来了进一步想象空间。TMT整体表现强劲，软件板块受到“核高基”概念拉动，上半月涨幅超出所有人预期，但下半月开始已经完成筑顶，正在快速回调；以联通为代表的信息服务受3G概念拉动，新增用户较快增长未来成长空间巨大，外加目前股价适中，是未来我们关注的重点。商业贸易则主要是受到消费数据回暖影响及估值水平相对较低。

表现较差的行业则为农林牧渔、钢铁、公共事业。农林牧渔板块在政策利空出尽的情况下，同时还受到猪流感威胁，恐慌情绪将股价迅速压低，如果不出意外，5月的畜牧业子板块将遭受打击，而与动物疫苗有关子行业将受益。钢价迟迟不见回暖是钢铁板块股价得不到有利支撑的重要原因，作为原料的铁矿石库存依然处于高位，5月钢价一旦回升，钢铁企业的估值中枢将上移。

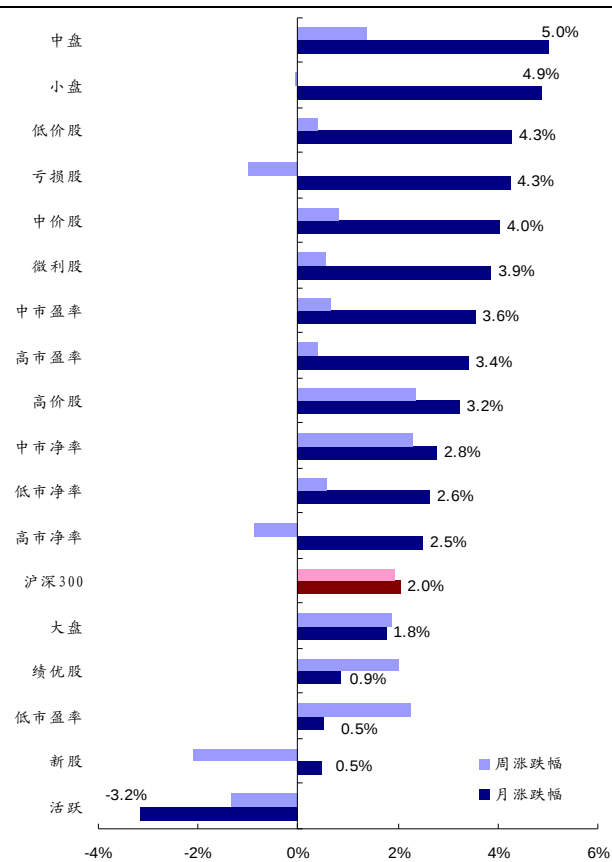
从行业风格指数来看，中小盘股、低价股、亏损股、微利股等继续受到市场追捧，而大盘股、绩优股表现落后于沪深300指数，市场风格转换并未如期而来。

图 2：A 股不同行业指数阶段涨跌幅



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 4 月 30 日

图 3：A 股不同风格指数阶段涨跌幅



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 4 月 30 日，

宏观经济与企业盈利触底回升后市场表现经验借鉴：美国

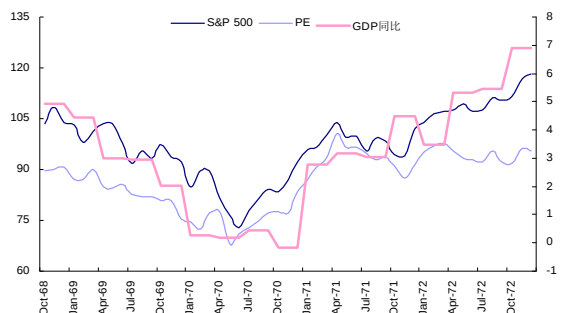
结合目前背景，我们研究美国股市自 20 世纪 70 年代以来历次衰退，宏观经济与企业盈利触底回升时的市场表现，以兹借鉴。我们发现，宏观经济见底回升时市场复苏大致可以分为三个阶段：

- 1、宏观经济见底前，股市一般提前 4 个月左右较宏观经济触底回升，市场估值水平开始恢复上升（除开 01 年阶段，在经济见底回升后 S&P500 指数才真正见底，主要是 9.11 事件发生影响市场信心）；
- 2、宏观经济往往领先企业盈利同比增速见底，领先时间不等，在宏观同比增速触底回升及企业盈利见底之前阶段，市场往往表现为继续与宏观基本面同步上扬，估值水平上升；
- 3、在企业盈利同比增速见底回升阶段，市场往往进入了上涨的后期，表现为基本走平，估值水平逐步下降；
- 4、而更后续的市场的走势则取决于宏观经济复苏后是否能持续走强（一般为宏观经济触底后一年左右时间），若能在此后持续走强，则市场表现为重新继续上扬，如 1972 年，1992 年；若基本稳定持平，则市场表现为走平（如 1976 年）；若宏观经济重新回落，则市场将领先于经济再次回落（如 1982 年）。

反观我国目前所处阶段，宏观经济、企业盈利触底回升，市场经过前期的大

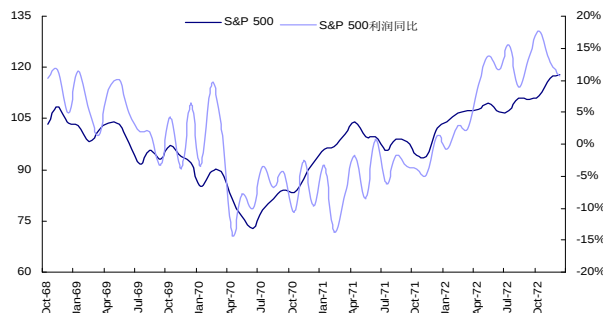
幅反弹后，估值基本合理甚至略有高估，我们认为市场基本处在第3阶段，如果没有流动性及政策的进一步超预期，市场近期继续上扬的空间相对有限，将等待更长期的经济与业绩数据确认。

图 4: 宏观经济触底回升与指数表现 (1968~1972)



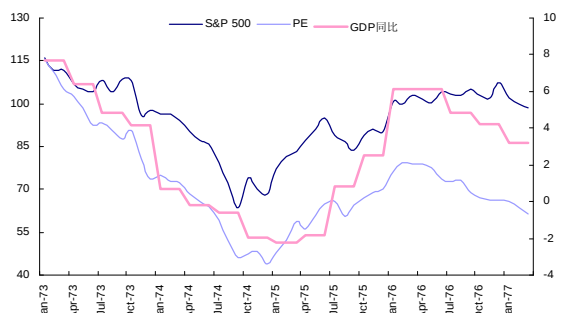
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所 注: PE=实际 PE*5

图 5: 企业盈利触底回升与指数表现 (1968~1972)



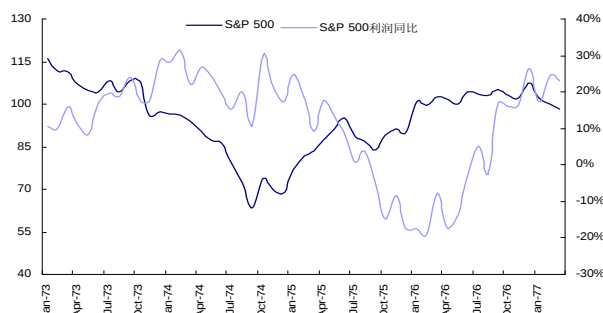
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 6: 宏观经济触底回升与指数表现 (1973~1977)



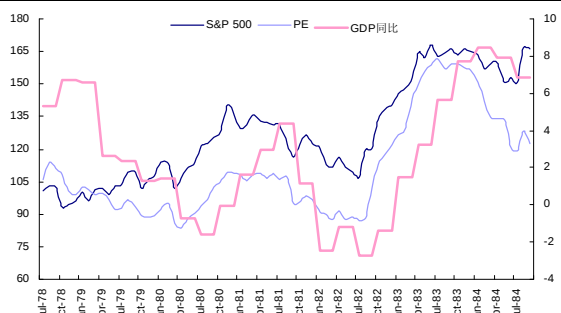
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所 注: PE=实际 PE*6

图 7: 企业盈利触底回升与指数表现 (1973~1977)



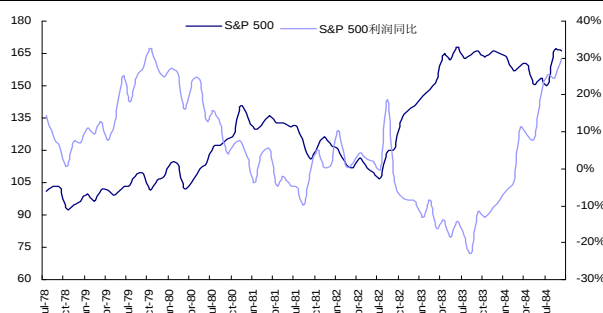
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 8: 宏观经济触底回升与指数表现 (1978~1984)



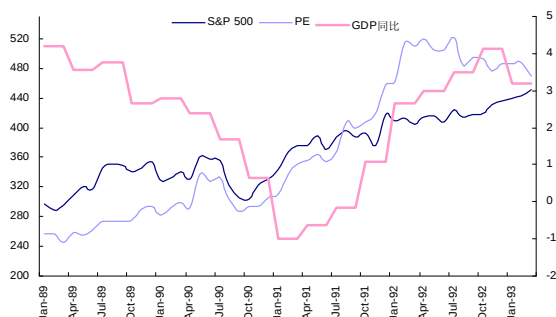
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所 注: PE=实际 PE*12

图 9: 企业盈利触底回升与指数表现 (1978~1984)



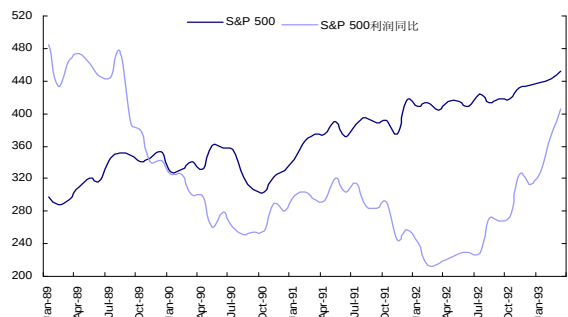
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 10: 宏观经济触底回升与指数表现 (1989 ~ 1993)



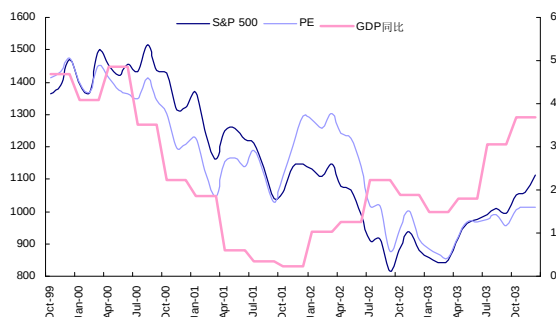
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所 注: PE=实际 PE*20

图 11: 企业盈利触底回升与指数表现 (1989 ~ 1993)



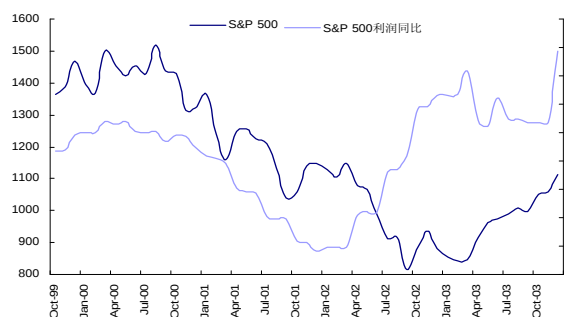
资料来源: Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所

图 12: 宏观经济触底回升与指数表现 (1999 ~ 2003)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所 注: PE=实际 PE*50

图 13: 企业盈利触底回升与指数表现 (1999 ~ 2003)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

流动性与估值是我们短期关注的重点

估值提升空间相对有限 市场变化最基本核心的因素无外乎是业绩与估值, 其中业绩增长决定合理的估值水平, 然而供需关系、市场的流动性决定了估值偏离。目前, 宏观经济触底回升的态势基本确立, 上市公司业绩同比增速也将逐季上升, 然而业绩对整个市场的提升作用远没有流动性与估值来的更直接与迅速。在经过前期的估值修复后, 目前整个 A 股市场估值水平为 21 倍, 沪深 300 为 19 倍, 考虑到 09 年全部 A 股上市公司盈利可能趋于零增长或者小幅负增长, 则动态市盈率水平在 22 倍左右, 对应的 ROE 水平在 13% 左右, 较 08 全年的 12.08% 也有所提升, 估值水平基本合理甚至略现高估。未来若没有流动性水平继续攀升, 估值提升空间将相对有限。

表 1: A 股合理估值水平敏感性分析

假定分红率水平:		35%				
ROE/k		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
10%		14.0	11.7	10.0	8.8	7.8
11%		18.9	14.9	12.3	10.4	9.1
12%		29.2	20.6	15.9	13.0	10.9
13%		63.6	33.3	22.6	17.1	13.7
14%		...	87.5	38.9	25.0	18.4
15%		...	...	140.0	46.7	28.0
假定分红率水平:		40%				
ROE/k		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
10%		13.3	11.4	10.0	8.9	8.0

11%	16.7	13.8	11.8	10.3	9.1
12%	22.2	17.4	14.3	12.1	10.5
13%	33.3	23.5	18.2	14.8	12.5
14%	66.7	36.4	25.0	19.0	15.4
15%	...	80.0	40.0	26.7	20.0

数据来源：国信证券经济研究所

流动性依然宽裕，但边际贡献趋缓 前期信贷迅猛扩张，贷款派生存款大幅增长，M1、M2 增速持续回升至 17.04%、25.51%，流动性充裕使得市场快速反弹。从货币供应的结构来看，3 月份企业定期存款大幅下降 2.4 万亿，企业活期存款继续大幅增长 1.18 万亿，定期转活期明显预示实体经济活动渐近活跃。然而，其它存款的大幅增长，约 3.19 万亿，似乎只能用定期存款的下降及当月新增来解释，而其它存款中包含证券公司存放在金融机构的客户保证金，比较其历史变化与股市相关性很高，基本上可以看做是流动性对股票市场的支持代表。从这个角度来看，3 月份市场由 2076 点到 2371 点就是在市场预期好转的情况下部分滞留在银行的“过剩”流动性进入市场推动市场加速上扬。

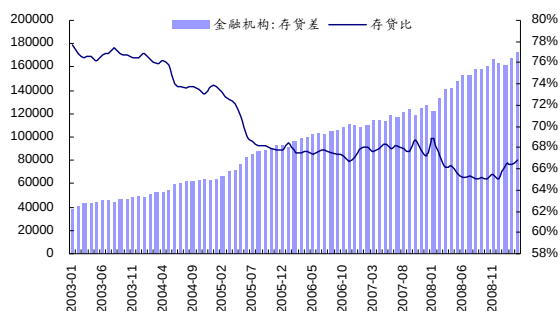
表 2：“过剩”流动性使得 3 月份市场加速上扬

	M1: 现金	M1: 活期存款	M2: 定期存款	M2: 储蓄存款	M2: 其它存款	合计新增存款
2008-11	289.5	342.8	1007.8	3718.6	152.7	5221.8
2008-12	2611.6	5778.9	1193.0	6612.9	325.5	13910.3
2009-01	6863.4	(7865.6)	6668.5	15347.2	(43.4)	14106.6
2009-02	(5940.7)	6875.4	3505.1	4276.0	1855.7	16512.2
2009-03	(1395.2)	11786.8	(24035.0)	5645.4	31916.7	25313.8

数据来源：国信证券经济研究所

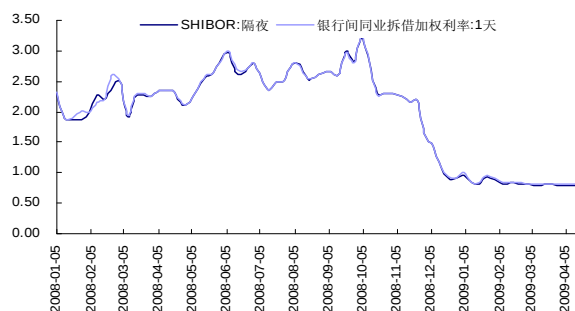
目前，虽然商业银行的存贷比有所上升、超额准备率回落，流动性过剩局面有所改善，但银行间同业拆借利率依然底部，表明银行市场的流动性依然宽裕。虽然，一季度信贷增长可能是全年高峰，但在央行的货币政策继续保持宽松态势及监管层对近期信贷持相对正面态度下，未来即使信贷季节性回落也不用过分悲观。且目前来看地方政府的投资热情高涨需要贷款配合，中长期贷款将相对稳定，未到期票据减少使得票据融资继续下降。另外，出口修复，贸易顺差小幅回升也增加央行的基础货币投放，央行的公开市场操作净回笼也只是平滑货币供应波动。总体而言，我们认为宏观流动性依然宽裕，但未来“过剩”趋于改善，流动性对于市场的边际增长贡献也将明显下降，但粗略估算我们认为信贷若能维持 5000~6000 亿水平，流动性对于市场的边际贡献就不太可能为负，资金自资本市场回流的可能性较低（当月新增其它贷款为负）。

图 14：金融机构存贷比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 15：同业拆借利率

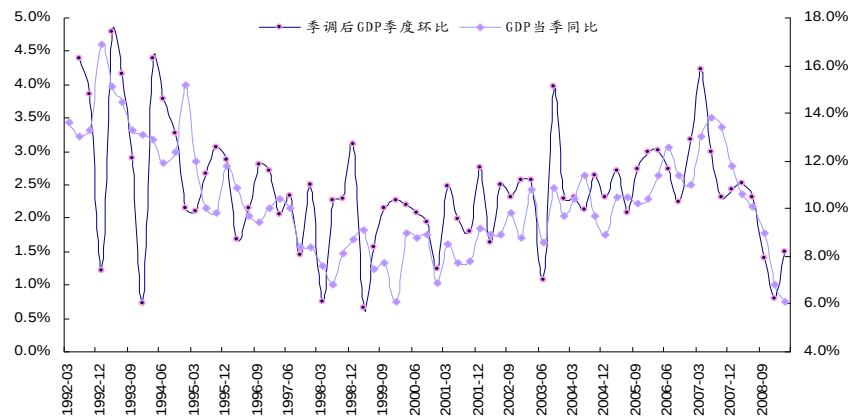


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

宏观经济触底回升

1 季度 GDP 同比增速较去年四季度持续下滑至 6.1%，创季度 GDP 统计以来历史最低，然而经季节调整后环比增长 1.5%，较去年四季度的 0.8%，增速提升 0.7 个百分点，环比增速反弹明显，但仍低于历史平均水平（历史平均我国季调后 GDP 环比增速为 2.4%）。同时，3 月份诸多指标包括工业生产、出口、投资较前期大幅提升及消费回暖，我们预计二季度宏观经济环比增速仍将大幅提升，同比增速也将明显回升。

图 16: 季调后 GDP 环比增长与当季同比增速比较



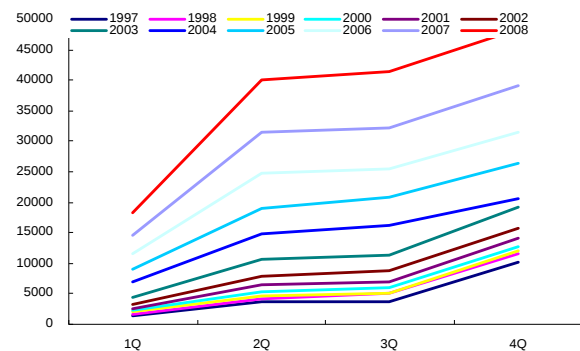
数据来源：国信证券经济研究所

二季度固定资产投资依旧乐观

历史数据研究表明固定资产投资具有明显的季节性效应，2 季度、4 季度往往是每年的固定资产投资高峰。自 04 年以来，2 季度固定资产投资环比增长更为显著，2 季度投资总量基本相当于 1 季度的二倍以上，4 季度投资总量在 2 季度的基础上再增长 20% 左右，其中又以 6 月份与 12 月份分别为各季度中的月度最高峰。

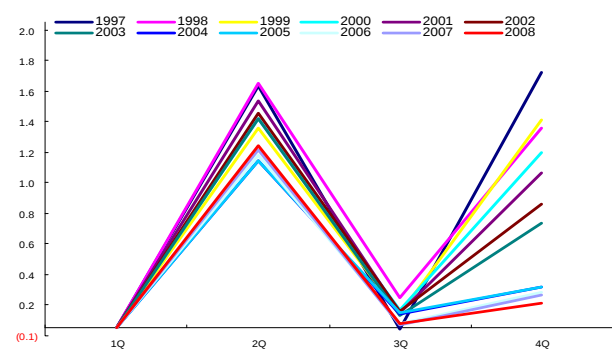
另外，历史研究表明中长期贷款对固定资产投资有明显的领先作用，在经济调整期政府投资作为经济增长的主要驱动力时其领先作用更为显著，其增速变化一般领先固定资产投资一个季度。我们认为前期信贷的迅猛扩张，将使得二季度固定资产投资增速反弹持续。另外，一季度新开工项目大幅增长，计划总投资额同比增长高达 87.7%，表明固定资产投资后续增长依然强劲。

图 17: 固定资产投资当季完成额



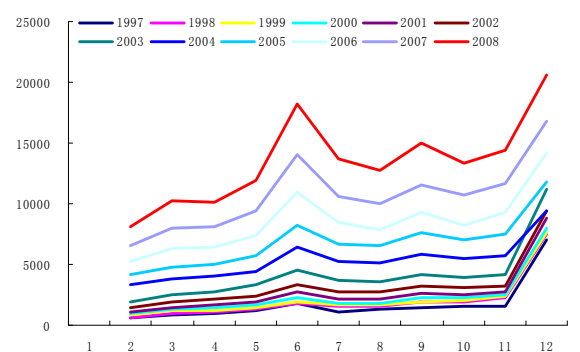
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 18: 固定资产投资季度环比



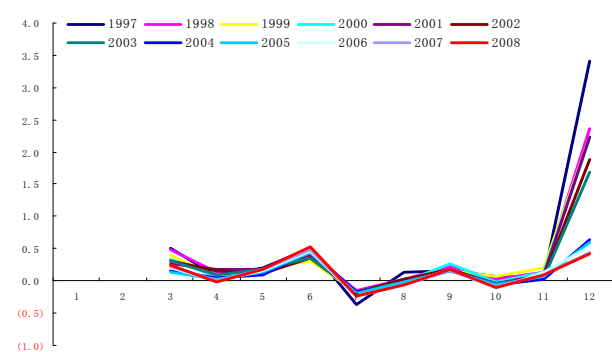
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 19: 固定资产投资当月完成额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 20: 固定资产投资月度环比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

表 3: 信贷增长结构及占比

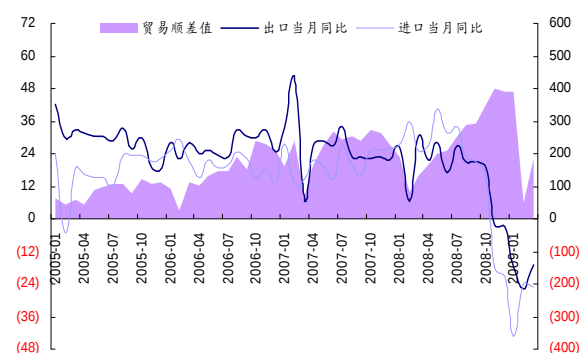
	08 年 12 月		09 年 1 月		09 年 2 月		09 年 3 月	
	新增贷款	占比	新增贷款	占比	新增贷款	占比	新增贷款	占比
各项贷款	7718	100.0%	16214	100.0%	10700	100.0%	18900	100.0%
短期贷款	2251	29.2%	4025	24.8%	1885	17.6%	6151	32.5%
其中: 居民短期贷款	144	1.9%	288	1.8%	304	2.8%	1423	7.5%
中长期贷款	2849	36.9%	5822	35.9%	3815	35.7%	9038	47.8%
其中: 居民中长期贷款	422	5.5%	1070	6.6%	137	1.3%	1145	6.1%
中长期消费性贷款	357	4.6%	865	5.3%	117	1.1%	972	5.1%
票据融资	2147	27.8%	6239	38.5%	4870	45.5%	3691	19.5%
其它	472	6.1%	128	0.8%	130	1.2%	20	0.1%

数据来源: 国信证券经济研究所

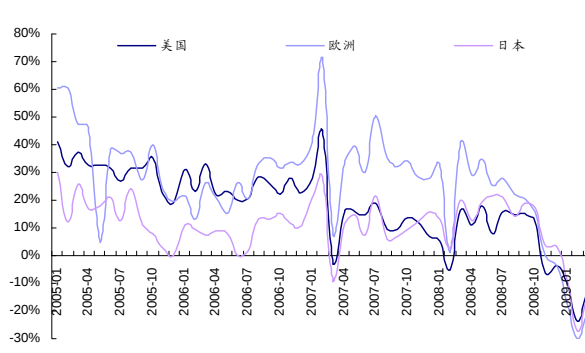
外围经济见底, 预示我国出口缓慢修复

3 月份出口增速首现回升, 同比增速由 2 月份的-25.7%回升至-17.1%, 季调后环比增长明显, 进口增速略有下滑, 贸易顺差小幅上升至 185.6 亿元。对美日欧三大发达经济体出口均现较大回升, 其中纺织服装、家具、灯具、鞋类等低端消费类出口行业反弹更为显著, 机电等高新技术产品小幅回升。分析其原因, 主要由于外围经济部分先行指标见底回升及我国出口退税上调所致。

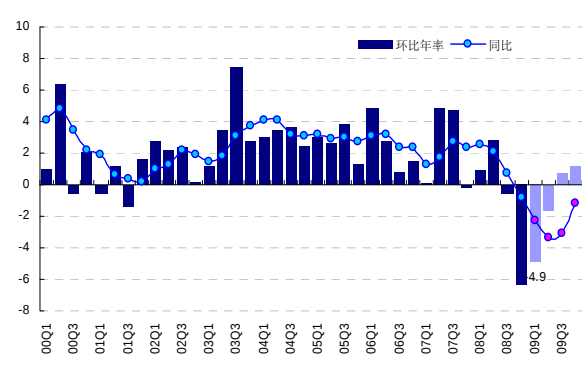
比较发现，我国出口增速与美国 GDP 增速基本同步，主要由于美国经济增长对我国出口的巨大贡献及对欧洲、日本经济的领先作用。考虑到直接出口与香港的转出口贸易，我国对美国出口约占比四分之一，对美日欧三大发达经济体出口合计占比近一半。通过跟踪美国的先行指标，包括消费支出增速、零售增速、PMI 先行指标、工业生产、新屋开工与销售等数据，以及美国政府的积极刺激政策，我们认为美国经济在 08 年 Q4 环比见底已经确立，09Q2 将是同比增速的最差时刻，经济增长有望自 09 年三季度起缓慢复苏，而欧洲、日本经济也将滞后于美国经济筑底，我国出口有往在外围经济见底回升下缓慢复苏。由于美国等发达经济体的消费回升先于工业生产，我们更看好纺织服装、家电、家具等出口消费品行业，密切关注工业生产环比增速情况及涉及的出口相关行业。

图 21：进出口同比增长及贸易顺差值


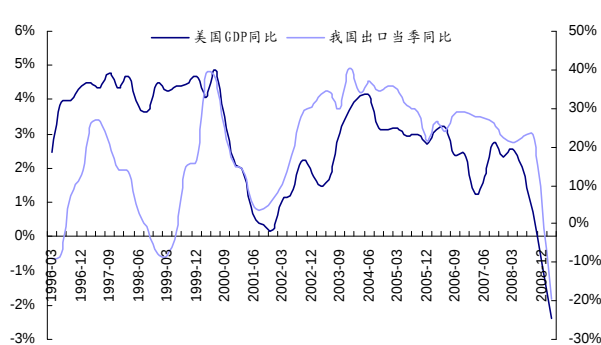
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 22：对美日欧三大经济体出口当月同比增速


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 23：美国经济季度增长率及预测值（2000-2009 年）


资料来源：国信证券经济研究所

图 24：美国 GDP 增长与我国出口增长


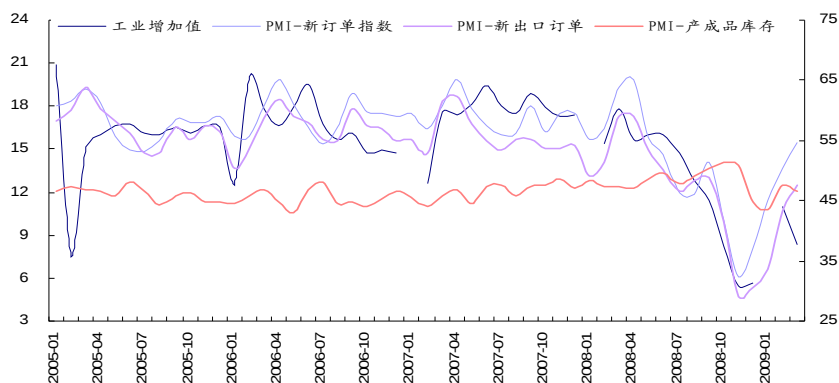
资料来源：国信证券经济研究所

订单需求回升、库存低位，二季度工业生产有望继续回升

订单、库存及价格变化是我们判断工业生产的三个最主要的因素。由于国家扩大内需的政策逐步落实，投资项目开工的高峰期逐步到来，3 月份新开工项目 34372 个，较 2 月份增加 15839 个，较去年同期增加 10139 个，新开工项目计划总投资额累计同比增长 88.7%，以及二季度投资的季节性高峰效应，工业品订单需求有望持续回升。另外，外围经济见底出口修复将对工业品需求同样产生正面作用。PMI 新订单指数及新出口订单指数的持续回升表明了需求恢复的态势。然而，3 月份产成品库存略有下降，但经历去年四季度的大幅度去库存化后，总

体库存水平依然维持低位,在需求回暖及价格趋势预期并不悲观的背景下继续削减库存的可能性不大。总体判断,我们认为二季度工业生产将延续回升,预计2季度工业增加值同比增速将达到9%。

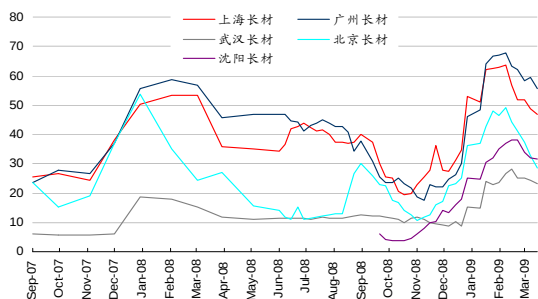
图 25: 订单、库存与工业生产



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

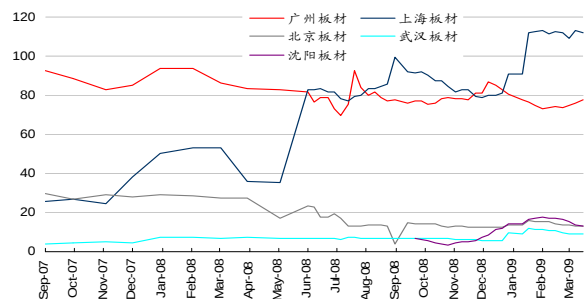
部分行业如钢铁,虽然目前库存较去年高位水平基本相当,但在钢价重新跌落前期低点,部分钢厂处于亏损状态下,成本支撑、减产保价将是现实策略。同时,二季度的投资需求拉动,市场环境转暖,其库存调整也将相对缓和,对工业生产的影响相对较小。

图 26: 全国各地市场长材库存变化



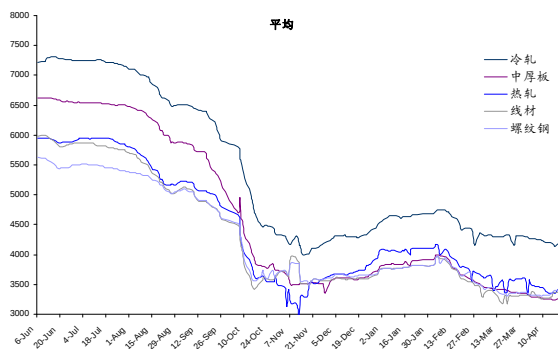
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 27: 全国各地市场板材库存变化



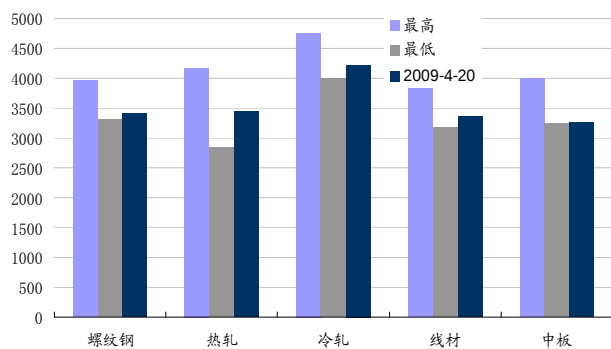
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 28: 不同类型钢材价格



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 29: 不同类型钢材价格 (08.10.20 ~ 09.04.20)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

09 全年上市公司盈利可能趋于零增长

1-2 月份工业企业利润增速同比下降 37.3%，较去年 9-11 月份单季同比增速继续下降 10.7 个百分点，考虑到 12 月份、3 月份统计上的时间差，一季度实际工业企业利润增速应该较去年四季度有所回升。分项目看，主营业务收入同比增速下降及三项费用率上升，毛利率水平已经触底回升。简单分开考虑真实需求与价格下降影响，我们发现 1-2 月主营业务收入下降更主要由于价格水平所致，需求下滑趋势趋缓。剔除价格变化影响还原需求变化原貌，粗略估算 1-2 月份真实需求同比增长 0.8%，增速较去年 9-11 月份单季下降 5.1 个百分点，同比下滑趋势趋缓，去年 8-11 月则较前期下滑 12.2 个百分点。考虑到 3 月份以来，出口恢复、投资的延续反弹，我们认为二季度需求恢复明显，且价格同比继续下滑影响将趋缓，工业企业主营业务收入增速将触底回升。

另外，上游原材料价格水平下降、需求回升的背景下，毛利率水平有望维持目前水平甚至继续小幅改善。费用率将小幅下降，由于 1-2 月份费用率上升主要是因为管理费用率上升，而我们观察历史表现，管理费用率往往会在每年的 1-2 月份上升带动三项费用率上升，究其原因应该是年末企业员工年终奖金的发放使得管理成本上升，而在 5-8 月份回归正常水平，季节波动大概约 0.4 个百分点。

综合上述分析及指标假设，我们预计二季度工业企业利润增速将明显回升，5-8 月份单季工业企业利润增速为-12.50%，上半年累计增速约-20.32%。三季度单季小幅回落，全年利润增速为-10.81%。

表 4：工业企业利润增速预测

	1Q08	2H08	3Q08	2008	1Q09	2H09	3Q09	2009
工业生产	15.40%	16.30%	15.70%	13.70%	3.80%	7.0%	7.5%	8.0%
PPI	6.40%	7.40%	8.20%	7.60%	-3.90%	-5%	-6%	-5%
主营业务收入同比增速	27.40%	29.25%	28.97%	24.14%	-3.11%	3.15%	2.97%	4.36%
毛利率	15.28%	14.44%	14.56%	14.18%	14.65%	14.60%	14.60%	14.60%
三项费用率	7.72%	7.54%	7.42%	7.55%	8.62%	8.30%	8.28%	8.29%
利润同比增长	16.50%	20.91%	19.39%	4.89%	-37.07%	-20.32%	-18.56%	-10.81%
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
利润单季同比	16.50%	22.44%	17.34%	-26.57%	-37.07%	-12.50%	-16.07%	16.11%

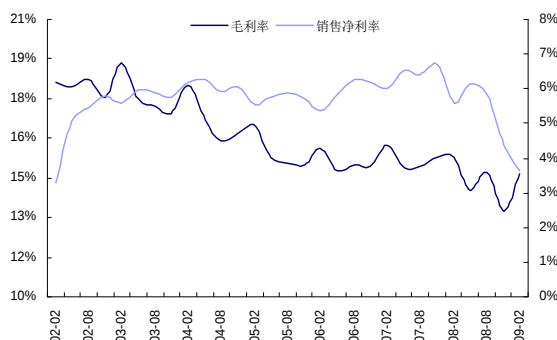
数据来源：国信证券经济研究所

表 5：工业企业主营业务收入中真实需求下滑影响

	主营业务收入累计	主营业务收入累计同比	主营业务收入单季同比	PPI 累计同比	剔除价格影响的主营业务收入（计算公式 E=A/(1+D）	剔除价格影响主营业务收入累计同比	剔除价格影响主营业务收入单季同比
	A	B	C	D	E	F	G
2008-02	62547	28.3%	28.3%	6.4%	58785	20.5%	20.5%
2008-05	183768	29.2%	29.6%	7.4%	171106	20.3%	20.1%
2008-08	316454	29.2%	29.1%	8.2%	292471	19.4%	18.1%
2008-11	439464	24.0%	12.3%	7.6%	408424	15.2%	5.9%
2009-02	60601	-3.1%	-3.1%	-3.9%	63060	0.8%	0.8%

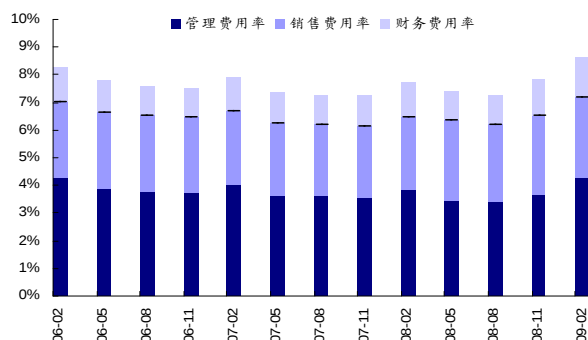
数据来源：国信证券经济研究所

图 30: 工业企业当季毛利率与销售净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 31: 工业企业当季三项费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

而 09 年上市公司盈利同比增速也将逐季回升，三、四季度由于基数效应更为明显尤其是四季度，全年盈利增长可能趋于零增长，略高于同比下降 10% 的市场预期。简单估算 09 全年盈利增速，我们将 1 季度净资产增速趋势外推，假设 09 全年净资产同比增长 9.80%；按目前市场普遍预期金融类企业 09 全年盈利增速可能依然能保持 10% 左右水平；假设非金融类企业盈利能力基本与 1 季度相当（简单计算全年 ROE 为一季度乘 4），粗略计算 A 股可比公司 09 全年归属母公司净利润同比增长-1.26%，基本趋于零增长。若保守估计修改假设金融类公司 09 全年盈利增速零增长，其它不变，则全部 A 股可比公司 09 全年同比下降 6.07%。

表 6: 09 全年 A 股可比公司盈利增长预测

	2008						1Q09					
	可比公司	归属母公司净利润	同比增长	期末净资产	同比增长	ROE	可比公司	归属母公司净利润	同比增长	期末净资产	同比增长	ROE
全部 A 股	1599	8002.60	-15.07%	75804.06	12.12%	10.56%	1595	1995.32	-25.32%	76879.94	9.80%	2.60%
金融类	27	3852.23	10.58%	24287.97	6.80%	15.86%	28	1173.60	-10.26%	26146.93	9.82%	4.49%
非金融类	1572	4150.37	-30.11%	51516.09	14.82%	8.06%	1567	821.71	-39.75%	50733.01	9.79%	1.62%
								归属母公司净利润	同比增长	2009 期末净资产	同比增长	ROE
							全部 A 股	7902.12	-1.26%	83232.86	9.80%	9.49%
							金融类	4237.45	10.00%	26668.19	9.80%	15.89%
							非金融类	3664.67	-11.70%	56564.67	9.80%	6.48%

资料来源：国信证券经济研究所 注：其中 ROE 以期末净资产计算

5 月份：总体判断及行业选择

3 月份市场在宏观数据改善及流动性大幅上涨的推动下加速上扬,单月上涨 13.94%,4 月份先扬后抑震荡略升。未来宏观经济与企业盈利触底回升的态势基本符合预期,估值水平相对合理,流动性依然宽裕决定市场向下调整的空间有限,但继续超预期的可能性不大对市场的边际贡献趋减。比较美国市场在宏观经济与企业盈利见底回升时的市场表现,我们认为市场未来较可能维持震荡走平态势,重拾升势需等先导性行业复苏信号。

基于上述判断,我们认为市场整体性上升空间已经相对较小,未来行业演绎更趋结构化与主题化。而且,部分行业自最低点反弹以来已经累计较大涨幅,估值水平基本合理,继续上涨的空间有限。因此,5月份我们更倾向于从相对估值的角度去挑选行业,坚持以下行业选择逻辑与投资主线:1、配置相对估值较低,

业绩改善明显或增长确定的行业，包括金融、医药、汽车、地产、家用电器、商业贸易、食品饮料、纺织服装等行业，其中食品饮料、商业贸易、纺织服装一季度毛利率改善明显；2、钢铁、信息服务业业绩同比虽然较去年四季度继续下滑，但其相对估值也基本处于历史最低水平，随着二季度季节性投资高峰的到来，钢铁供需状况面临改善，价格有望筑底回升，信息服务业主推中国联通，随着 3G 时代的到来其未来业绩增长空间巨大；3、关注新能源、上海世博会、区域经济、并购重组等主题投资机会。

表 7：各行业相对估值水平

	相对 PE				相对 PB			
	最小值	最大值	平均值	目前值	最小值	最大值	平均值	目前值
农林牧渔	1.01	2.67	1.47	2.53	0.64	1.61	1.15	1.40
采掘	0.40	1.51	0.89	0.85	0.67	2.27	1.08	1.00
化工	0.60	1.38	0.92	1.38	0.72	1.18	0.89	1.01
黑色金属	0.35	1.08	0.53	0.99	0.43	0.86	0.59	0.52
有色金属	0.53	2.41	1.10	2.24	0.87	2.15	1.13	1.37
建筑建材	0.92	1.95	1.27	1.75	0.73	1.44	0.95	1.05
机械设备	0.91	1.64	1.16	1.64	0.81	1.51	1.10	1.50
电子元器件	0.87	2.33	1.40	2.23	0.60	1.61	1.09	1.00
交运设备	0.65	1.78	0.99	1.48	0.67	1.37	0.94	1.11
信息设备	0.96	1.95	1.42	1.91	0.58	2.12	1.32	1.20
家用电器	0.56	1.60	1.04	1.24	0.39	1.48	0.76	1.18
食品饮料	0.74	2.42	1.31	1.69	0.88	2.25	1.31	2.11
纺织服装	0.85	1.82	1.09	1.57	0.58	1.21	0.92	1.09
轻工制造	0.80	1.51	1.11	1.51	0.60	1.18	0.95	0.80
医药生物	1.05	2.17	1.40	1.65	0.69	1.66	1.15	1.51
公用事业	0.63	2.60	0.90	2.43	0.55	1.21	0.96	0.98
交通运输	0.75	1.49	1.06	0.88	0.79	1.32	0.97	0.93
房地产	1.12	2.17	1.39	1.50	0.87	1.71	1.13	1.15
金融服务	0.73	1.53	1.08	0.73	0.83	1.90	1.28	0.87
商业贸易	0.83	1.77	1.27	1.47	0.76	1.37	1.02	1.30
餐饮旅游	1.07	2.35	1.64	2.26	0.75	1.52	1.13	1.28
信息服务	0.64	2.11	1.46	0.69	0.66	2.96	1.33	1.08
综合	1.07	3.00	1.82	2.79	0.63	1.94	1.13	1.94

资料来源：国信证券经济研究所

表 8：08 全年、09 一季各行业业绩增长

行业	可比公司		营业收入				营业利润				归属母公司净利润			
	2008	1Q09	2008	同比	1Q09	同比	2008	同比	1Q09	同比	2008	同比	1Q09	同比
农、林、牧、渔业	37	36	483.24	13.46%	97.85	-8.14%	8.11	-57.81%	3.71	-49.00%	11.44	-35.72%	3.16	-47.17%
采掘业	36	36	30,225.56	24.50%	5,206.05	-25.88%	2,278.75	-39.67%	616.65	-7.99%	2,188.20	-12.08%	462.09	-8.66%
煤炭采选业	16	16	1,395.05	56.00%	294.65	1.49%	340.04	90.09%	64.75	-9.92%	248.65	146.18%	48.09	9.32%
石油天然气开采业	2	2	25,232.47	23.62%	4,101.67	-30.65%	1,232.66	-56.70%	391.73	-2.74%	1,434.87	-24.29%	299.64	-9.80%
黑色金属矿采选业	1	1	5.04	20.49%	0.22	-83.81%	0.60	20.32%	-0.22	-341.87%	0.50	-11.85%	-0.21	-261.93%
有色金属矿采选业	8	8	1,329.08	-1.65%	253.57	-20.73%	101.57	-64.30%	-8.76	-116.86%	71.91	-62.67%	-8.02	-124.08%
采掘服务业	1	1	2.67	5.19%	0.42	64.93%	0.26	-18.99%	-0.01	-84.34%	0.22	-17.96%	-0.03	-72.51%
贵金属矿采选业	1	1	198.73	75.22%	59.23	-2.58%	9.01	38.82%	2.30	-26.05%	6.37	230.22%	1.55	-27.34%
煤炭开采业	4	4	1,836.63	37.47%	430.74	8.43%	548.40	30.25%	153.69	19.56%	382.60	44.83%	110.22	30.33%
石油和天然气采选服务业	2	2	220.25	39.75%	65.15	71.60%	47.17	19.80%	13.25	8.43%	42.96	29.65%	10.84	9.54%
制造业	930	928	37,061.82	13.84%	7,193.30	-19.00%	1,158.28	-49.66%	213.64	-65.68%	1,000.46	-43.73%	155.25	-69.22%
食品、饮料	62	62	1,714.32	12.15%	437.25	2.22%	126.20	-12.66%	62.14	24.80%	98.89	-5.22%	47.30	18.07%
纺织、服装、皮毛	69	68	973.13	-4.12%	199.76	-22.75%	34.96	-43.13%	18.10	18.14%	34.98	-44.66%	14.80	13.85%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

木材、家具	6	6	61.11	-4.42%	10.89	-15.66%	2.19	-63.57%	0.37	-52.36%	1.91	-70.63%	0.24	-59.56%
造纸、印刷	33	33	673.18	8.55%	130.53	-20.03%	38.34	-14.89%	2.42	-83.54%	32.28	-19.59%	2.40	-79.95%
石油、化学、塑胶、塑料	173	172	4,199.76	11.64%	770.20	-25.84%	-0.94	-100.36%	15.50	-76.99%	15.27	-91.94%	8.56	-88.07%
电子	73	73	1,671.12	-1.09%	315.20	-23.40%	-17.31	-158.39%	-7.49	-143.30%	-13.34	-132.87%	-5.69	-143.66%
金属、非金属	144	144	16,098.58	19.44%	2,703.57	-27.71%	407.76	-61.84%	-31.34	-111.71%	323.92	-58.74%	-34.16	-116.40%
机械、设备、仪表	246	246	9,547.82	12.72%	2,080.99	-9.83%	433.75	-17.58%	103.21	-32.18%	392.82	-7.57%	79.74	-32.01%
医药、生物制品	99	99	1,759.20	9.39%	466.02	8.54%	113.91	-12.99%	48.52	47.49%	95.54	0.28%	40.80	63.68%
其它制造业	25	25	363.58	14.11%	78.89	-13.41%	19.41	-34.82%	2.20	-50.89%	18.19	-36.02%	1.27	-63.29%
电力、煤气及水的生产和供应业	64	64	3,073.86	15.28%	729.40	4.53%	-52.78	-112.13%	44.87	28.38%	-24.60	-108.06%	32.42	43.87%
建筑业	34	34	6,247.47	26.01%	1,510.05	50.83%	111.42	-22.04%	37.18	36.13%	82.27	-19.71%	29.76	44.42%
交通运输、仓储业	66	66	4,996.72	8.74%	878.90	-29.54%	299.43	-63.03%	30.75	-87.09%	155.62	-74.92%	30.56	-83.62%
信息技术业	103	101	3,535.48	3.68%	417.04	-5.80%	133.78	-55.51%	13.50	10.27%	297.57	111.09%	13.27	2.28%
批发和零售贸易	95	95	5,579.91	17.25%	1,203.31	-11.39%	202.23	-5.07%	61.25	-7.30%	137.03	-0.61%	42.29	-1.58%
金融、保险业	27	28	16,926.37	14.45%	4,675.78	0.33%	4,867.73	-2.81%	1,531.67	-10.45%	3,852.23	10.58%	1,173.60	-10.26%
银行业	12	13	10,807.03	23.16%	2,595.70	-4.72%	4,655.27	16.54%	1,383.95	-9.73%	3,600.98	32.74%	1,062.93	-8.51%
保险业	2	2	2,376.38	-7.99%	835.20	16.09%	-30.56	-111.91%	29.92	-60.86%	20.01	-90.90%	18.35	-72.41%
人寿保险	1	1	3,410.74	21.25%	1,163.25	4.73%	79.05	-77.30%	64.96	79.30%	100.68	-64.19%	53.87	55.07%
证券期货业	1	1	15.98	-63.96%	6.20	-12.32%	7.36	-77.22%	4.20	-19.09%	5.42	-73.43%	3.15	3.73%
金融信托业	3	3	13.34	34.64%	1.71	-30.99%	0.86	-82.35%	0.28	-33.96%	1.12	-74.96%	0.24	-40.56%
综合类证券公司	8	8	302.89	-46.28%	73.72	-23.75%	155.75	-58.11%	48.36	-18.15%	124.03	-49.41%	35.06	-15.29%
房地产业	74	74	1,678.92	10.31%	263.37	-13.96%	301.47	-3.89%	44.51	-25.45%	208.10	2.63%	29.64	-25.47%
社会服务业	49	49	587.16	4.18%	118.47	-6.89%	70.91	-28.33%	14.60	-20.97%	61.65	-12.36%	12.82	17.51%
传播与文化产业	13	13	115.04	19.39%	28.96	9.60%	9.93	-14.74%	2.51	-3.68%	9.34	-4.21%	2.05	9.17%
综合类	71	71	1,140.65	1.87%	213.15	-15.53%	40.04	-48.20%	11.85	-1.71%	23.29	-63.52%	8.39	-10.38%
合计	1,599	1,595	111,652.18	16.62%	22,535.64	-13.76%	9,429.31	-30.20%	2,626.67	-24.56%	8,002.60	-15.07%	1,995.32	-25.32%

资料来源：国信证券经济研究所

投资策略与行业配置

我们认为市场基本反应经济与盈利向好趋势，继续超预期的可能性较小，后续策略我们基本偏中性。建议继续超配金融、医药、汽车、地产、机械电气设备行业，调整家用电器、食品饮料、商业贸易至超配；标配能源、建筑建材、信息服务、纺织服装行业，调整黑色金属、交通运输、造纸至标配；低配有有色、化工、公用事业、旅游休闲等行业。

表 9：国信行业配置

国信行业	评级	标配配置	推荐配置
传媒	标配	0.75%	0.75%
电气设备	超配	2.53%	2.90%
房地产	超配	6.73%	7.30%
纺织服装	标配	1.53%	1.53%
公用事业	低配	6.24%	3.20%
黑色金属	标配	5.32%	5.32%
机械设备	超配	4.36%	4.80%
基础化工	低配	5.02%	3.00%
家用电器	超配	1.89%	2.70%
建筑建材	标配	3.97%	3.97%
交通运输	标配	5.85%	5.85%
金融	超配	21.08%	25.00%
旅游休闲	低配	0.53%	0.26%
能源	标配	7.03%	7.03%
农林牧渔	低配	1.95%	0.80%
汽车及零配件	超配	2.01%	2.30%
商业贸易	超配	3.84%	4.70%

食品饮料	超配	3.27%	4.00%
信息技术	标配	5.11%	5.11%
医药保健	超配	5.01%	7.00%
有色金属	低配	3.48%	1.70%
造纸印刷	标配	0.83%	0.83%

数据来源：国信证券经济研究所

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔嵘	021-68866202	高健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
银行		房地产		信息技术	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	肖利娟	010-82252322
黄飙	0755-82133476	陈林	0755-82133343	王俊峰	010-82254205
谈煊	010-82254212	区瑞明	0755-82130678	凌晨	021-68866233
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭波	0755-82133909	李君	021-68866235	郑东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左涛	021-68866253	秦波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿軻	021-68866206	邱伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨昕	021-68864596	陈财茂	021-68866236
				廖绪发	021-68866237
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄茂	0755-82133476		
陈爱华		谢鸿鹤	0755-82130646		
滕云					
农业		煤炭		建筑	
张如	021-68866233	李然		邱波	0755-82133390
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨涛	0755-82133339	戴军	021-68864585	林晓明	

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骞	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		