

N型尾声 蓝筹唱戏

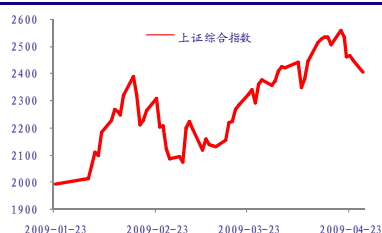
——2009年5月份A股市场投资策略报告

核心观点:

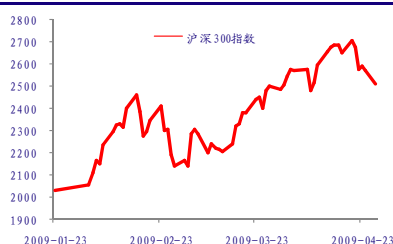
- 我们在2008年11月推出的年度策略报告《“L”型经济增长下的八大投资机会》中指出,今年沪综指高点在2500-3000点之间,全年走势为“N”型。目前股价风险收益失衡,未来上涨动力将逐渐减弱,反弹已接近尾声。
- 我国宏观经济虽已见底但回升力度可能弱于预期。工业生产恢复基础尚不牢固,投资增速继续提高的空间不大,对出口回升也不能给与过高期望。
- 流动性虽然能保持充裕格局但难以再超预期。后续新增贷款必然下降,导致M1回升受阻,从而影响股市资金供应。限售股减持、基金分红压力、融资预期可能会加剧市场震荡。
- 除金融、煤炭、石化、高速公路等行业外,多数行业市盈率都在30倍以上,全部上市公司市盈率中位数为41倍,估值泡沫较为明显。
- 本轮反弹以来的单边上涨行情已经结束,未来应警惕震荡与股价结构调整风险。5月份不排除再创反弹新高的可能性,防御是最主要的投资策略,应控制风险、降低仓位、调整结构。
- 把握两条投资主线,一是低估值投资主线,关注具有估值优势的蓝筹板块,主要行业是银行、高速公路、石化、煤炭、地产,二是关注确定性主题投资机会,如3G、创业板、资产注入与并购。
- 关注:工商银行(601398)、北京银行(601169)、金地集团(600383)、招商地产(000024)、现代投资(000900)、赣粤高速(600269)、大同煤业(601001)、国阳新能(600348)、中国石化(600028)、中兴通讯(000063)、东软集团(600718)、复旦复华(600624)、电广传媒(000917)、鄂武商(000501)、伊利股份(600887)。

主要指数走势

上证指数



沪深300



资料来源: 中国银河证券研究所

分析师

滕泰 所长 董事总经理

✉: tengtai@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8885

秦晓斌 策略分析师 总监

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8746

张琢 策略分析师

✉: zhangzhuo_yj@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8477

王皓雪 策略分析师

✉: wanghaoxue@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8607

A股市场数据

总市值(万亿)	16.93
流通市值(万亿)	7.34
市盈率(TTM)	27.13
市净率	2.76

相关研究

1、《L型经济增长下的八大投资机会》

——09年A股投资策略报告 2008.11.21

2、《2009不差钱主题投资正当时》
2009.2.9

3、《积极把握超预期变化下的二维投资机会》——09年3月投资策略报告
2009.3.5

4、《战略投资现代服务业》——09年2季度投资策略报告 2009.4

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

由政策强力刺激、流动性超预期释放和经济见底回升是本轮反弹的驱动因素，未来这些动力都将减弱。

预计第 2 季度 GDP 同比增长 6.8%，投资增速 30%，出口下降 15%。

我们与市场的不同之处:

我们认为，未来宏观经济的复苏可能不如多数投资者预期的那么乐观，而流动性虽然充裕但难以再超预期，政策会相对平静且边际效用递减。

虽然银行、高速公路、石化、煤炭等行业的估值水平相对较低，但多数行业市盈率都在 30 倍以上，全部上市公司的市盈率中位数为 41.6 倍，算术平均数为 41.1 倍。从上市公司群体来看，泡沫特征较为明显。

市场运行趋势与特点:

A 股市场已经告别单边上涨行情，震荡风险不断加大。不排除股指再创新高的可能性，但对于多数中小盘股票而言未必会创新高，风险与收益已经失衡。

投资策略:

防御是 5 月份最主要的投资策略，应注意控制仓位、逢高减仓、结构调整。

风险因素:

如果宏观经济和政策显著超出我们的预期，将成为本报告的主要风险因素。

目 录

一、宏观经济虽已见底但回升力度可能弱于预期	4
(一) 宏观经济景气先行指数见底后回升无力	4
(二) 发电量增速波动表明工业生产恢复的基础尚不牢固	4
(三) 对出口回升不能给予过高期望	5
(四) 投资增速继续提高的空间不大	5
二、流动性维持充裕格局但难以再超预期释放	6
(一) 经过 1 季度的贷款井喷后新增贷款必然下降	6
(二) 市场利率保持平稳不必进一步释放流动性	7
(三) 限售股减持压力将加剧市场震荡	7
(四) 基金分红压力或加剧市场震荡	8
三、估值凸显泡沫特征	8
(一) 市盈率中位数 41 倍显示了 A 股市场的泡沫特征	8
(二) 1 季报净利润环比上升 497%，同比下降 25.3%	10
四、市场运行与投资策略	13
(一) 震荡与股价结构调整的风险	13
(二) 控制风险，防御为主，调整结构	14
五、投资机会与股票组合	15
(一) 低估值投资主线	15
(二) 确定性主题投资机会：	17
(三) 股票投资组合	19
插图目录	20
表格目录	20

银河证券在 2009 年年度策略报告《“L”型经济增长下的八大投资机会》中提出，年内上证综指高点在 2500-3000 点，全年股指运行可能为“N”型走势，目前已经进入高点区域。

本轮上涨是在投资者对经济前景极度悲观、市场被严重低估背景下，由于强力政策推动、流动性超预期释放以及经济见底回升而产生的。从短期来看，上证指数 50% 的涨幅已经相当程度上反映了当前经济见底回暖的预期，未来流动性与政策因素对股市的推动力量也将减弱。因此，A 股市场的单边上涨行情已经结束。随着股票价格的大幅上涨，风险与收益不再匹配，而股价的结构性失衡也较为严重，多数中小盘股票已经透支了未来，大盘蓝筹股的估值水平偏低，将成为未来稳定市场或引领股指上升的主导力量，催化剂将来自于未来经济更加强劲的复苏以及基金投资者力量的增强。

展望 5 月份，我们倾向于认为 A 股市场将以震荡走势为主，但对于大多数个人投资者而言，风险可能多于收益，因此控制风险与结构调整很有必要。

一、宏观经济虽已见底但回升力度可能弱于预期

我国宏观经济最困难的时候是 2008 年 11 月—2009 年 2 月，国内剧烈的去库存化过程使工业生产受到很大影响，而国际的去库存化则使我国的出口受到重创。随着去库存化过程的减弱，我国宏观经济也见底回升，虽然近期国际投行纷纷大幅调高了对中国经济增速的预测，但我们认为，我国经济未来的实际回升力度可能会弱于预期。对于股市而言，宏观经济方面的超预期支撑因素还需要等待。

（一）宏观经济景气先行指数见底后回升无力

国家统计局公布的宏观经济景气先行指数在 2008 年 11 月见底后，连续三个月回升，但回升力度不强，这预示着未来我国 GDP 增速可能不会强力反弹。

从采购经理指数看，虽然 PMI 见底后反弹力度较大，但并不意味着上升趋势会一直持续，这与每年 PMI 指数的季节性波动有关。从 PMI 的波动特征看，以往都是在每年的 3 月和 4 月达到全年的高点，今年 3 月份 PMI 回升到 52.4%，4 月份继续上升至 53.5%，上升速度开始放缓，与过去年度相同月份也存在明显差距，能否持续反弹尚存疑问。见图 1。

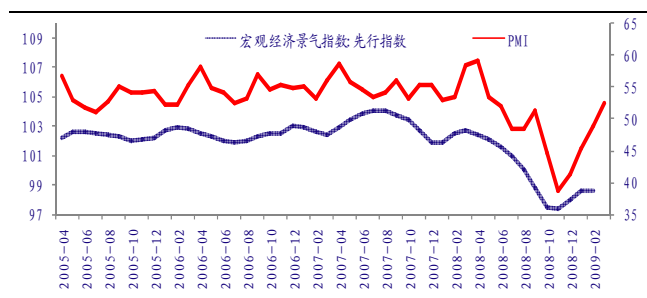
（二）发电量增速波动表明工业生产恢复的基础尚不牢固

发电量增速自 2008 年 11 月后剧烈波动，说明我国工业生产恢复的基础并不牢固。我国发电量在去年 11 月份同比下降了 9.6%，今年 1 月份由于季节因素同比降幅扩大至 -11.8%，从 2 月份开始增速降幅明显趋缓。见图 2。

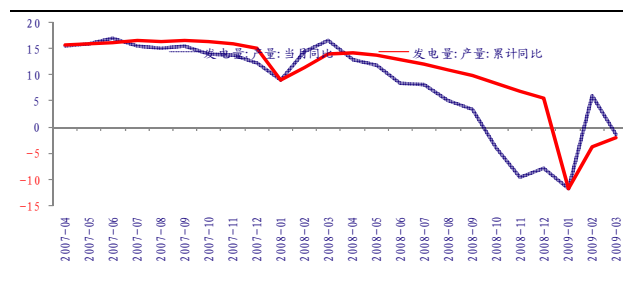
3 月份发电量增速逐旬下降，而且 4 月份延续了这一趋势，4 月中上旬发电量增速低于 3 月份。这表明我国工业生产的状况是时停时开，产能利用率时高时低，去库存与补库存不断反复。发电量增速的波动表明从短期来看我国宏观经济回升力度还不强。

图 1：宏观经济先行指标见底后轻微回升

图 2：发电量增速见底后反复波动



资料来源: wind



资料来源: wind

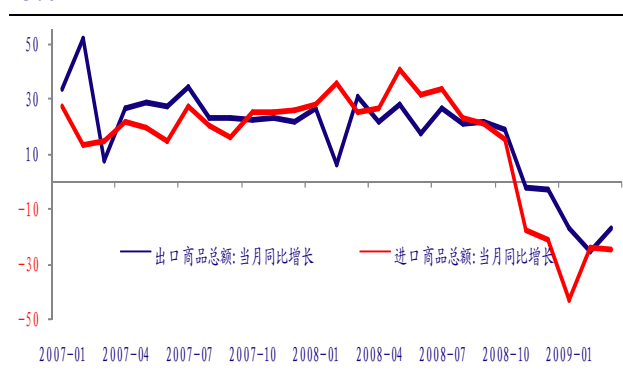
(三) 对出口回升不能给予过高期望

作为对外贸易依存度极高的经济体, 投资者对外需的变化非常敏感。自 2008 年 11 月出口负增长以来, 今年 2 月份达到最大降幅 25.73%, 3 月份回升至 17.12%, 一些投资者对出口的企稳回升给予了较高期望, 认为在全球经济危机情况下, 受益于“土豆效应”中国出口会强劲反弹。

我们认为, 发达国家过度消费与发展中国家过度生产经济平衡被打破后, 全球经济的再平衡需要很长时间, 受制于就业和收入增长的低迷, 发达国家的需求回升不会很快。从总体上看, 我国外需还面临严峻形势。土豆效应只是对极少数奢侈品消费起作用, 但在中国的出口促进中不会起到决定性作用。

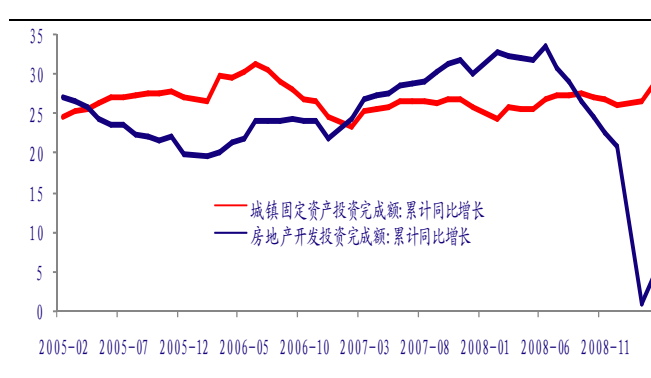
银河证券研究所宏观部认为, 2009 年 2 季度我国出口仍将同比下降 15% 左右。因此, 出口回升力度有限, 对经济的拉动不能给与过高期望。

图 3: 对出口回升不能给予过高期望, 预计今年 2 季度仍下降 15%



资料来源: wind

图 4: 固定资产投资增速继续提高的空间不大



资料来源: wind

(四) 投资增速继续提高的空间不大

受益于中央大规模的基础建设投资, 2009 年 1-3 月城镇固定资产投资增速达到 28.6%, 创

2007 年以来的新高。随着中央投资力度的适度减弱，投资增速继续提高的空间不大。中央第三批投资额度仅为 700 亿元，比原预期的 1300 亿元有较大幅度的下降，表明中央对投资调控工具的运用日益谨慎。未来一段时间，尽管地方政府投资力度有所加大，但代表私人投资主要方向的房地产投资仍然低迷，企业自主投资也因产能过剩而较为谨慎。近期国家降低了城市轨道交通、煤炭、机场、港口、沿海及内河航运、铁路、公路、商品住房、邮政、信息产业、钾肥等项目资本金比例，目的就是要进一步刺激私人投资，说明私人投资的积极性还很不够。

银河证券研究所宏观部预测今年第二季度投资增速为 30%，比第一季度略有增长。投资作为刺激经济最直接、见效最快的调控措施，未来带给市场超预期的惊喜可能不会很多。

因此，从宏观经济来看，我们认为中国经济必然会走向复苏，但复苏的力度可能不如普遍预期的强，而这个过程也会经历反复，所需的时间也较长。短期来看，宏观经济带给资本市场的意外惊喜可能不多，对资本市场的推升作用有限。

二、流动性维持充裕格局但难以再超预期释放

充裕的流动性是我们看好 2009 年 A 股市场的重要因素，也是推动大盘反弹的重要力量。我们认为，今后仍可维持流动性充裕格局，但进一步放松信贷、使流动性再超预期的可能性不大。因此，从流动性角度看，再依靠超预期的流动性释放来推升市场比较困难。

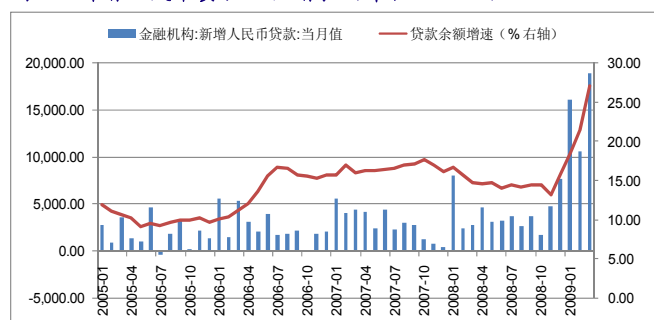
（一）经过 1 季度的贷款井喷后新增贷款必然下降

新增贷款数量将下降。一季度新增人民币贷款累计达到 4.58 万亿元，已经接近去年全年的数量，屡屡打破市场预期，助推市场流动性。到今年 1 季度末，贷款余额增速达到了 27.11%，创 1997 年以来的新高。即便是在后面的 9 个月中平均每月新增贷款 5000 亿元，则全年新增贷款将突破 9 万亿元，贷款余额增速将达到 30%。

保持合理的信贷规模，维持较为宽松的信贷环境，是执行适度宽松货币政策的必然要求。我们认为，未来流动性仍可维持充裕格局，但信贷规模总体呈现下降趋势是可以预期的，由大幅放松信贷导致的流动性过剩难以再超预期。

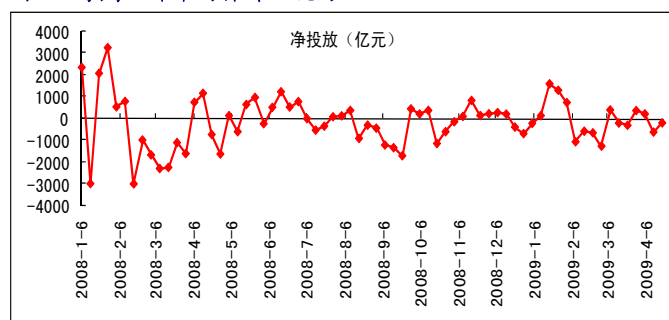
信贷增速的下降可能会导致 M1 增速降低，从而使股市流动性受到负面影响。未来信贷总量以及票据融资比例的下降，会使企业的资金状况尤其是流动资金较目前更为紧张，企业活期存款增速可能会降低，从而使 M1 持续回升的势头受到抑制。根据股指与 M1 的高度相关性，则未来股市可能会受到 M1 的负面影响。

图 5: 新增人民币贷款大幅增长 (单位: 亿元)



资料来源: wind 中国银河证券研究所

图 6: 每周公开市场操作以稳为主



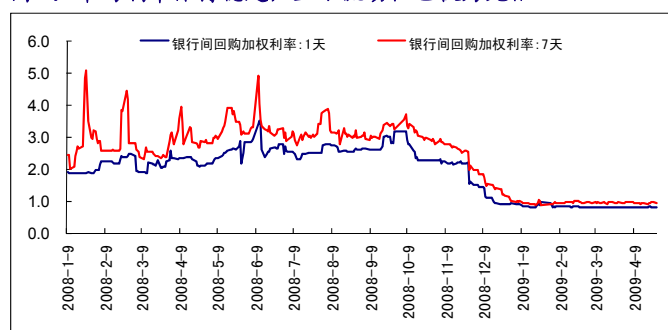
资料来源: wind 中国银河证券研究所

(二) 市场利率保持平稳不必进一步释放流动性

鉴于银行间较为充裕的流动性，最近两个月公开市场操作以稳为主，净投放和净回笼数量都不大，最近四周出现小幅净回笼。见图 6。

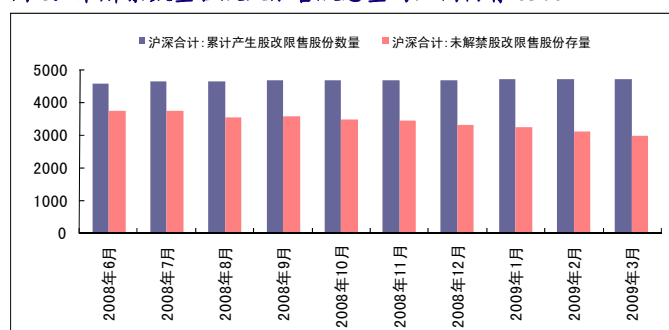
此外，从货币市场利率来看，隔夜回购利率和 7 日回购利率保持平稳，表明市场流动性已经较为充裕，没有必要进一步放松流动性。见图 7。

图 7: 市场利率保持稳定，显示流动性已较为充裕



资料来源: wind 中国银河证券研究所

图 8: 未解禁数量占股改限售股总量的比例仍有 63%



资料来源: wind 中国银河证券研究所

(三) 限售股减持压力将加剧市场震荡

限售股减持压力一般具有助涨助跌效应，当股市上涨时减持速度放缓，而高位震荡或下跌趋势形成时减持数量会加快。

截至到 2009 年 3 月底，未解禁的股改限售股存量为 2971 亿股，占股改限售股总量的 63%，而且在已经解禁的数量中大部分股票仍未减持，其减持压力可能在震荡下跌时显现出来，加剧市场震荡。

除了股改限售股外，还存在大量股改后新上市股票的限售股，在 2009 年 7 月份和 10 月份

达到高峰。见图 9。虽然绝大多数的国有控股股分没有多大的减持压力，但那些非国有控股股份在限售期满后通常都有较大的减持冲动，从而加剧市场震荡。

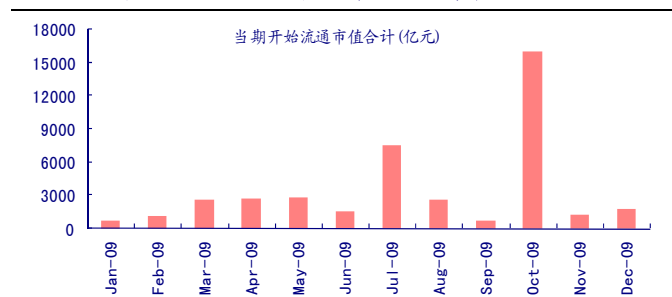
（四）基金分红压力或加剧市场震荡

今年以来新增股票账户数和新增基金账户数分别在 2 月份和 3 月份达到阶段性高点，进入 4 月份以后新开户数均有所下降，对后期股市资金的供应能力有所下降。截至 4 月 22 日，今年以来新募集成立的基金总份额为 734 亿份，券商集合理财产品共 154 亿份，如果除去其中的债券部分，可以为股票市场提供资金的约为 500-600 亿元。

根据银河证券研究所基金研究中心的测算，目前股票型基金的平均仓位在 78% 左右，从历史上看，与历史最高水平差距不大，能为股市提供的剩余资金并不富余。

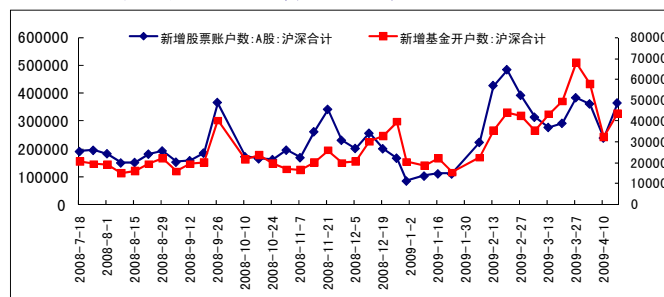
基金分红压力将加剧市场波动。今年以来基金累计了较多红利，加上以前年度已实现未分红部分，未来一段时间基金可能具有较大的分红压力。如果基金投资者热情没有较大程度的改善，基金的分红压力或将加剧市场震荡，基金难以成为推升市场的重要力量。

图 9：今年 7 月和 10 月限售股解禁达到高峰



资料来源：wind 中国银河证券研究所

图 10：今年以来基金新增资金供应有限



资料来源：wind 中国银河证券研究所

三、估值凸显泡沫特征

从 2008 年年报和 2009 年一季报看，不同行业之间、不同板块之间的业绩与估值严重分化。虽然从总体来看，整个市场的估值水平不算太高，TTM PE 为 27 倍，但除了银行、煤炭、高速公路、石化等几个行业外，绝大多数行业都在 30 倍以上。

（一）市盈率中位数 41 倍显示了 A 股市场的泡沫特征

整体估值水平略为偏高。目前全部上市公司 TTM PE 为 27 倍，以 2009 年 1 季度业绩*4 计算的 PE 为 25.2 倍，整体 PB 为 2.75 倍。从整体看，目前市场的估值水平并不算太高。

行业、板块间估值水平分化非常严重。如上证 50 指数的 PE（TTM）为 19.25 倍，以 2009 年 1 季度业绩*4 计算的 PE 仅为 17.74 倍，整体 PB 为 2.47 倍，但深圳 A 股的 PE（TTM）达到了 48.85 倍，中小企业板指数也达到了 38.86 倍。

行业方面，剔除金融之外的公司 PE（TTM）达到了 38.63 倍，剔除金融、石油石化、电力、钢铁、有色之外的公司为 40.95 倍。只有金融服务、信息服务和采掘三个行业在 20 倍以下，其余所有行业都在 34 倍以上。从子行业看，按照一季度业绩×4 计算，银行的市盈率只有 10.9 倍，远远低于其他行业，其他低于 20 倍的只有高速公路 17.2 倍，煤炭 17.3 倍，石油化工 19.4 倍，服装 17.9 倍等。也就是说，在经济复苏乏力、业绩增长不佳的条件下，大多数行业的股价已经透支。

对于大多数股票而言，风险与收益已不匹配，泡沫特征较为显著。全部公司的 PE 中位数为 41.66 倍，算术平均值为 41.1 倍，意味着市场真实的估值水平（或投资者的普遍感受）为市盈率 40 倍以上，流动性推动的泡沫特征较为明显。

表 1: 多数行业的估值水平都在 30 倍以上，泡沫特征明显

板块名称	PE TTM	PE 中位数（TTM、剔除负值）	PE 算术平均值（TTM、剔除负值和大于 100）	PE(Q1*4)	PB
全部 A 股	27	41.66	41.1	25.2	2.75
上证 50	19.25	26.61	30	17.74	2.47
上证 180	21.54	32.65	34.3	19.68	2.56
沪深 300	22.88	30.58	32	21.22	2.61
上证 A 股	24.57	40.09	39.4	22.41	2.65
深证 A 股	48.85	42.93	42.9	48.85	3.31
中小企业板	38.86	40.32	43.6	49.59	4.16
剔除金融	38.63	41.68	41.4	41.73	2.95
剔除金融、石油石化、电力、钢铁、有色	40.95	41.4	41.6	40.15	3.27
金融服务	16.16	29	30.8	13.08	2.39
信息服务	16.45	46.52	44.0	45.38	3.24
采掘	18.51	17.73	18.8	23.14	2.76
房地产	34.62	35.66	35.4	53.99	3.21
商业贸易	34.93	35.05	35.3	30.29	3.44
机械设备	37.55	39.39	41.1	43.7	3.98
建筑建材	39.39	40.19	42.0	41.32	2.87
医药生物	40.55	53.84	47.2	32.55	4.31
家用电器	42.38	32.61	43.7	37.04	3.35
交运设备	44.45	46.33	44.0	47.03	3.07
食品饮料	45.02	40.67	46.2	23.05	5.3
纺织服装	48.55	43.79	44.0	31.98	2.85
餐饮旅游	51.45	70.32	47.3	81.11	3.32
化工	52.33	37.91	36.8	29.75	2.79
轻工制造	61.38	38.29	42.9	135.8	2.32
信息设备	64.45	48	47.5	91.25	3.53
农林牧渔	132.5	56.1	46.2	85.62	4.11
黑色金属	339.8	35.52	40.9	-30.49	1.45

交通运输	496.24	30.12	33.4	78.11	2.6
有色金属	579.22	60.39	46.9	-225.41	3.78
电子元器件	-49.07	64.57	49.6	-66.96	2.99
公用事业	-3041.64	42.55	42.7	54.96	2.71

资料来源:

(二) 1 季报净利润环比上升 497%，同比下降 25.3%

全部可比上市公司 2008 年净利润同比下降了 14.5%，公允价值变动以及投资收益都对利润构成了较大拖累，行业之间盈利分化很严重。

但是，剔除金融以外的实体类上市公司净利润下滑了 29.7%，剔除了金融、有色、钢铁、公用事业、石油石化之外的一般性行业的净利润下滑了 20.6%，表明大多数行业盈利下降十分显著。

信息服务由于中国联通的非经常性收益使得净利润大增 147%，其他行业如医药生物、家电、金融、房地产、采掘以及商业贸易实现了正增长，大多数行业的利润都下滑，其中电子元器件、公用事业、交通运输、有色金属、钢铁、化工等行业的下降幅度都在 50%以上。

表 2: 上市公司 2008 年报与 2007 年报同比变化

行业	归属母公司 股东净利润	营业收入	公允价值变动	投资净收益	经营现金 流净额	应收账款	存货
信息服务	147.0%	39.4%	-52.5%	-13.4%	65.0%	62.0%	73.2%
医药生物	30.2%	12.1%	-284.7%	-35.2%	41.4%	0.9%	25.6%
家用电器	11.4%	8.8%	-169.2%	-32.9%	65.0%	-2.5%	-19.3%
金融服务	10.4%	16.1%	-627.8%	-20.9%	48.9%	-19.8%	-9.5%
房地产	5.7%	15.1%	-565.2%	-12.8%	10.0%	4.4%	38.8%
采掘	3.1%	32.0%	-148.8%	-11.8%	1.4%	21.4%	5.6%
商业贸易	2.3%	18.4%	-158.5%	-34.5%	25.0%	3.0%	22.7%
建筑建材	-2.2%	26.7%	-392.0%	-35.5%	33.5%	21.4%	38.4%
食品饮料	-9.0%	9.0%	-215.6%	-37.3%	46.0%	-20.9%	9.2%
机械设备	-11.0%	19.6%	-133.5%	-23.1%	101.0%	12.9%	34.6%
餐饮旅游	-12.4%	-2.5%	-135.6%	-35.6%	-47.2%	5.4%	4.8%
交运设备	-25.1%	12.1%	-38.1%	-22.4%	44.6%	17.7%	20.4%
信息设备	-31.0%	3.9%	-208.8%	-56.1%	268.4%	6.6%	19.8%
农林牧渔	-33.0%	24.8%	-359.5%	-39.8%	2.4%	19.5%	8.0%
纺织服装	-35.4%	5.0%	-408.5%	-21.0%	2.0%	11.4%	40.7%
轻工制造	-44.5%	10.0%	-87.4%	-92.5%	52.5%	3.0%	31.5%
化工	-58.9%	17.5%	-224.7%	-66.8%	-33.5%	-22.9%	-9.4%
黑色金属	-61.3%	23.9%	-772.1%	-26.0%	23.4%	-0.9%	6.6%
有色金属	-72.4%	3.8%	-122.5%	-48.0%	3.7%	-3.4%	-4.5%
交通运输	-72.5%	9.7%	-1158.8%	-36.8%	-11.0%	-19.2%	10.9%
公用事业	-104.1%	18.6%	216.1%	-40.8%	-24.5%	3.2%	94.6%

电子元器件	-154.3%	-8.0%	-374.7%	-83.9%	-20.7%	-43.6%	4.7%
总计	-14.5%	18.3%	-660.2%	-25.1%	29.5%	4.9%	19.4%
总计剔除金融	-29.7%	18.8%	-714.6%	-33.6%	2.1%	4.9%	19.5%
总计剔除金融、公用事业	-25.6%	18.8%	-703.7%	-32.7%	4.5%	5.0%	18.5%
总计剔除金融、公用事业、 钢铁、有色、石油石化	-20.6%	19.1%	-474.2%	-27.9%	13.8%	7.7%	22.4%

2009 年一季报全部可比上市公司的净利润同比下降了 25.3%。其中，公用事业、医药生物、食品饮料、纺织服装、餐饮旅游、信息服务等消费类行业和建筑建材实现了增长，但电子元器件、钢铁、有色、交通运输、轻工等行业利润同比大幅下降。

表 3: 大行业 2009 年一季报同比变化

	归属母公司 股东净利润	营业收入	公允价值变动收 益	投资净 收益	经营现金流量 净额	应收账款	存货
公用事业	45.3%	8.1%	-108.7%	11.7%	115.4%	8.7%	60.4%
医药生物	29.0%	3.6%	-207.1%	12.3%	933.2%	1.7%	20.0%
食品饮料	26.3%	-0.8%	-357.5%	82.0%	7.9%	-14.8%	-1.9%
纺织服装	26.3%	-6.3%	-164.2%	295.3%	77.5%	16.7%	39.4%
餐饮旅游	16.1%	-5.6%	-100.0%	-1.6%	45.7%	4.9%	7.5%
信息服务	12.4%	33.5%	-140.6%	161.6%	204.7%	71.1%	69.2%
建筑建材	9.8%	45.3%	-304.9%	-67.4%	-207.9%	19.7%	35.8%
信息设备	-1.0%	-4.9%	-131.5%	-19.7%	-8.8%	11.3%	26.8%
化工	-4.4%	-30.1%	-98.8%	-44.1%	531.2%	-15.0%	-22.6%
金融服务	-10.1%	0.9%	-132.5%	-31.4%	-126.4%	-16.0%	-10.3%
商业贸易	-11.0%	-10.9%	-116.8%	42.5%	-293.0%	-1.5%	12.6%
采掘	-13.4%	-22.7%	-64.5%	-64.2%	70.4%	-22.5%	-6.4%
房地产	-19.4%	-7.6%	-141.6%	1.8%	-133.7%	0.8%	23.1%
机械设备	-23.5%	-9.8%	-560.7%	55.7%	-58.7%	3.5%	25.8%
家用电器	-29.0%	-17.7%	-49.3%	-79.5%	324.3%	-5.6%	-28.9%
农林牧渔	-35.1%	-14.6%	-68.7%	-34.1%	127.9%	-5.8%	5.8%
交运设备	-53.8%	-8.9%	-84.3%	-59.8%	135.3%	4.7%	11.4%
轻工制造	-81.5%	-17.1%	-45.5%	-104.1%	72.5%	0.0%	16.8%
交通运输	-82.0%	-27.1%	-577.9%	-159.5%	-77.6%	-23.1%	13.9%
有色金属	-126.0%	-30.7%	252.8%	-22.6%	-192.4%	-8.7%	-15.1%
黑色金属	-130.3%	-27.1%	-144.0%	-94.4%	64.3%	-15.9%	-12.0%
电子元器件	-195.1%	-36.7%	-133.3%	49.0%	-22.1%	-42.0%	-7.8%
总计	-25.3%	-12.6%	-153.4%	-33.0%	-12.4%	-0.7%	7.6%

表 4: 子行业 2009 年一季报的同比、环比变化

	2009Q1 同比增长	2009Q1 环比增长	PE(Q1*4)	PB
--	-------------	-------------	----------	----

	母公司股东净利润	营业收入	母公司股东净利润	营业收入		
石油化工	75.8%	-32.2%	38.9%	-24.5%	19.4	2.5
电力	65.9%	7.4%	-179.2%	-7.2%	58.2	2.7
通信设备	62.8%	14.6%	-50.6%	-21.9%	101.1	3.7
中药	61.8%	0.7%	66.6%	-3.9%	27.1	3.5
计算机应用	57.9%	3.5%	-52.0%	-39.7%	47.4	5.0
服装	40.1%	-1.6%	-1943.3%	-22.8%	17.9	3.3
饮料制造	34.7%	-1.9%	270.5%	36.0%	21.0	5.7
建筑装饰	31.2%	52.8%	43.0%	-32.1%	30.9	2.8
酒店	30.1%	-5.7%	11.6%	-32.4%	37.6	2.7
化学制药	27.3%	3.1%	20.4%	15.0%	27.1	4.0
医药商业	23.0%	11.9%	95.6%	2.3%	31.1	4.9
煤炭开采	19.6%	3.1%	47.2%	-8.9%	17.3	3.1
餐饮	18.5%	11.6%	44.9%	-17.9%	58.6	4.5
传媒	5.0%	9.8%	86.6%	-13.4%	68.4	4.3
零售	4.7%	1.6%	45.4%	15.3%	27.9	3.6
元件	3.0%	-21.5%	-128.5%	-19.8%	81.8	2.8
高速公路	1.4%	4.4%	24.3%	-13.6%	17.2	1.8
电气设备	1.1%	15.0%	22.5%	-31.1%	49.5	6.8
通信运营	-1.3%	50.1%	-92.5%	-60.6%	26.8	1.7
白色家电	-5.1%	-19.9%	-14.8%	15.2%	31.1	3.9
银行	-8.5%	-3.7%	157.0%	-5.1%	10.9	2.1
证券	-10.8%	-20.9%	62.1%	8.9%	28.2	3.8
水务	-12.9%	43.8%	-34.4%	-25.5%	47.0	2.8
食品制造	-13.3%	9.2%	-111.4%	53.4%	37.3	3.4
景点	-13.4%	11.7%	-215.9%	-56.3%	-147.3	5.2
纺织	-19.1%	-9.9%	-163.5%	-11.8%	110.0	2.5
生物制品	-20.0%	-3.8%	-144.4%	-7.9%	43.1	5.8
房地产开发	-21.2%	-11.6%	-58.0%	-60.3%	49.8	3.1
铁路运输	-23.8%	-4.1%	31.8%	-6.2%	24.2	2.6
港口	-26.2%	0.3%	-0.1%	-16.4%	40.3	3.2
保险	-28.7%	9.2%	-271.4%	86.4%	40.8	4.2
石油开采	-29.2%	-29.9%	-31.0%	-16.5%	29.1	2.7
化学制品	-30.3%	-3.3%	-393.5%	12.4%	37.2	3.7
计算机设备	-30.9%	-26.3%	490.5%	-36.0%	80.1	3.2
专用设备	-31.0%	-3.6%	7.1%	-12.5%	41.3	3.8
机场	-35.0%	5.7%	-3.8%	-9.6%	31.7	2.2
食品加工	-39.9%	-6.8%	357.1%	4.6%	57.8	4.4
非汽车交运设备	-40.5%	6.7%	-46.6%	-39.8%	50.8	3.8
普通机械	-41.9%	-14.5%	-6.7%	-4.4%	77.5	3.4
贸易	-43.9%	-26.8%	-172.5%	-27.0%	35.8	2.7

航空运输	-44.8%	-13.7%	-105.0%	-5.0%	34.6	6.6
汽车零部件	-45.1%	-24.6%	-203.8%	7.1%	34.5	3.5
农产品加工	-52.4%	-31.8%	-95.8%	-31.6%	241.0	5.2
建筑材料	-53.9%	1.8%	-7.5%	-24.3%	134.1	3.2
橡胶	-64.7%	-24.4%	-105.7%	1.5%	100.2	3.1
汽车整车	-65.9%	-9.6%	-147.2%	24.8%	47.0	2.3
化工新材料	-84.6%	-28.0%	-203.2%	-14.9%	205.3	4.5
塑料	-100.5%	-26.9%	-99.7%	-9.9%	-1066.0	4.9
造纸	-108.1%	-24.8%	-91.1%	-5.6%	-210.5	1.7
有色金属冶炼	-129.7%	-30.0%	-84.2%	-14.6%	-82.6	3.8
钢铁	-130.3%	-27.1%	-84.6%	-13.9%	-32.4	1.5
航运	-141.4%	-56.7%	-52.9%	-40.9%	-18.5	2.3
仪器仪表	-148.1%	-12.7%	-92.2%	-20.8%	-361.9	5.4
化学原料	-193.4%	-32.5%	-77.8%	-15.4%	-31.1	2.7
化学纤维	-210.9%	-30.1%	-77.0%	-6.6%	-62.5	2.8
半导体	-604.9%	-35.2%	-92.0%	-17.1%	-42.8	3.5
总计	-25.3%	-12.6%	497.4%	-13.6%	25.2	2.8

资料来源: wind 中国银河证券研究所

2009 年一季度净利润环比大幅增长了 497%，利润环比大幅上升主要是由于去年第四季度大规模去库存化造成基数过低所致。医药、食品饮料、服装等保持了较高的稳定增长，电力、石化、通信设备、煤炭、水泥等显著改善，银行、证券业绩同比小幅下滑，但环比快速上升。这些行业的运行趋势较好，值得重点关注。

预计 2009 年上市公司净利润将同比下降。根据目前的宏观经济运行、一季度业绩表现，我们预计 2009 年全部上市公司业绩同比下降的概率较大，下降幅度约为-5%—-10%。

四、市场运行与投资策略

（一）震荡与股价结构调整的风险

1、告别单边上涨进入震荡走势

A 股市场已经告别单边上涨行情，震荡将是 5 月份最主要的运行特征。在经济见底但回升乏力、流动性保持充裕但难超预期、政策呵护但边际效用递减、多数股票面临估值压力等因素影响下，预计 5 月份 A 股市场仍较为活跃，但与 2008 年 11 月以来的单边上涨行情相比，更多的表现为市场震荡。

2、墨西哥A型流感和融资预期加剧市场震荡

墨西哥 A 型流感疫情的不确定性将加剧市场波动。近期爆发于墨西哥的流感疫情给刚现曙光的全球经济复苏蒙上了一层阴影，也给国际证券市场增添了更多的不确定性。如果疫情严

重恶化，将会给全球的旅游、航空、消费等领域带来较大的负面影响，从而延缓全球经济复苏的进程，但会给生物医药股票带来直接利好。如果疫情传染至我国，也将拖累国内经济复苏，加剧 A 股市场震荡。

随着股指走高，融资预期增强，会加剧市场波动。管理层仍然高度重视资本市场的稳定，但是，随着市场逐渐回暖，投资者心态逐渐企稳，发挥证券市场实体经济的促进作用将会进一步体现出来。创业板推出日益临近，在创业板推出之后，恢复主板市场的新股发行和再融资是顺理成章的事情。虽然创业板和后续融资功能的恢复可能不会在 5 月份完成，但相关制度的讨论或征求意见稿的发布还是会增加 A 股市场的波动。

3、估值差异和产业政策指明了股价结构调整方向

不排除 A 股市场再创新高的可能性，但个股风险将逐渐增加。由于银行、石化、煤炭等大盘蓝筹股的估值水平不高，在充裕流动性的推动下也有可能使股指再创新本轮反弹以来的新高。从价值角度看，股指至多有 10%-15% 的上涨空间，上涨也主要是大盘股的贡献所致，这意味着大量中小盘股票的价格可能不会创新高。相反，如果市场向下调整，由于大盘蓝筹股的支撑作用，股指下跌可能不大，但严重透支股价的中小盘股票则面临大幅调整的风险。如果股指向下调整 15%-20%，则很多股票可能会下跌 30%-50%。

A 股市场行业估值水平的严重分化和扭曲不会长期存在，大量透支股价的个股则面临较大的调整风险。基本面稳定或回升的低估值行业将成为未来投资者资产配置的重点。银行业市盈率只有 11 倍，一些基本面良好的高速公路、煤炭上市公司的市盈率不到 15 倍，未来这些行业的估值优势将会吸引更多资金关注。与此同时，那些估值水平高企且没有基本面支持的行业和公司将面临较大的股价调整风险。

未透支股价的政策支持股票是重要的投资方向，而受到政策抑制的行业或公司面临过度炒作后的股价调整风险。5 月份将是宏观经济的观察期，是调控政策的相对平静期，出台新的重大宏观经济政策的可能性较小。未来，即便第二轮经济刺激政策出台，主要着力点可能是消费、民生、新能源、现代服务业、生物医药、电子信息等方面，着重对经济与产业结构进行调整，其刺激经济增长的效果将会弱于第一轮“四万亿投资政策”。近期推出的调整资本金比例是通过财税政策优化经济结构的新举措，降低资本金比例的行业如城市轨道交通、煤炭、机场、港口、沿海及内河航运、铁路、公路、商品住房、邮政、信息产业、钾肥等行业将受益，而调高资本金比例的行业如铁合金、电石、烧碱、焦炭、黄磷项目以及电解铝、玉米深加工等将受到政策抑制。

（二）控制风险，防御为主，调整结构

我们认为，A 股市场大部分股票已具备泡沫特征，个股投资的风险与收益不再匹配。5 月份的投资策略应遵循以下四个方面：

首先，应以防御为主，主动控制风险。鉴于经济回升乏力和个股估值较高、风险较大的基本条件，5 月份的 A 股投资总体上应以防御为主，控制风险是需要首先考虑的问题。

其次，利用股市上涨的机会逐渐降低仓位。如前所述，5 月份市场仍可能震荡走高，但这个过程可能是阶段性寻顶的过程，投资者可以利用上涨机会逐渐降低仓位，兑现收益。

第三，注意持仓结构的调整，主要配置低估值而业绩增长趋势较为明确的行业与个股。在控制总体仓位与风险的同时，进行持仓结构的调整。主要配置估值水平较低且行业基本面改善的行业与个股，注意回避估值过高且没有业绩支撑或没有市场认同度的纯炒作性股票。

第四，适当参与 3G、创业板推出以及并购重组等主题投资机会。鉴于 5 月份市场仍然较为活跃的特征，投资者可以少量资金适当参与 3G、创业板以及资产注入、并购重组等确定性较高的主题性投资机会。

五、投资机会与股票组合

我们在二季度策略报告《战略投资现代服务业》中，着重强调了四个服务子行业——软件、物流、地产和银行的投资机会。报告推出后，软件股尤其中小盘软件股的市场表现远远超越大盘指数，物流行业也有较好的市场表现。我们认为，银行、地产和大盘软件股还有较好的投资机会，仍然值得投资者关注。

根据对市场运行格局为震荡走势的判断，以及实行总体防御的投资策略，我们认为，5 月份的主要机会应把握两条主线：一是低估值主线，主要是那些估值较低且景气度稳定或回升的行业与公司，如银行、地产、煤炭、高速公路和石化，应重点配置行业中估值较低的大盘蓝筹股；二是确定性主题投资主线，主要是那些未来确定性程度较高、容易引发市场共鸣的主题性投资机会，如 3G、创业板、资产注入与并购。

（一）低估值投资主线

基于防御投资策略，我们建议重点把握估值水平较低、景气度稳定或处于回升之中的行业和公司，包括银行、地产、高速公路、煤炭和石化，以大盘蓝筹股为主要投资标的。

1、银行：估值优势最为突出

银行业的利差水平可能已于 2009 年 1 季度见底，未来利差水平的回升有利于银行业保持较高的盈利水平。由于连续降息、利率重置以及银行议价能力下降等因素，导致从 2008 年第 4 季度以来银行业利差水平不断下降。目前各银行资金充足，贷款增长较快，降息的必要性和空间均不大，随着今后几个季度债券需求上升导致收益率曲线逐渐上移、银行债券投资数量增加，因此，银行利差水平有望见底回升。

今年 1 季度我国新增人民币贷款大幅增长，达到 4.58 万亿元。贷款数量增加，利差水平见底，坏帐率水平不会在短时间内快速提高且各银行拨备覆盖较为充足，有助于银行保持较高的盈利水平。2009 年 1 季度银行类上市公司净利润环比增长 157%，同比下降 8.5%，盈利状况远高于 A 股市场的整体水平。

银行股的估值优势突出，长期落后于大盘指数，为银行股的估值回升提供了条件。无论是从静态还是动态估值看，银行业的优势非常明显。按照 2009 年 1 季报业绩*4 倍计算，银行业的市盈率只有 10.9 倍，是所有行业中最底的，远低于市场整体的 25.3 倍。PB 也只有 2.1 倍，低于市场整体的 2.8 倍，估值优势非常突出。近期海外市场金融股企稳回升，有利于 A 股中的

银行上市公司逐步走强。

建议关注工商银行(601398)、建设银行(601939)、北京银行(601169)、兴业银行(601166)等。

2、房地产：行业持续回暖

在政策和降价的推动下，交易量快速回升。自2008年11月以来，重点城市房屋销售面积止跌回升，2009年4月市场交易量保持了良好的发展势头，随着5月份传统旺季的到来，房地产市场有望继续回暖。

新开工面积下降，库存压力减轻，房价下降空间有限。房地产投资低迷使新开工面积下降，随着销售回暖，房屋库存压力减轻。2009年一季度，全国完成房地产开发投资4880亿元，同比仅增长4.1%，比去年同期回落28.2个百分点；其中商品住宅投资3422亿元，同比增长仅3.2%，比去年同期回落31.5个百分点。重点城市可售消化时间处于下降趋势，上海、深圳、南京都在10个月以下。以2006年各地的房价收入比为基准，根据收入增长预期，经过2007年的下跌后，房价继续下跌的空间有限，深圳、广州等地的降幅基本到位。

房地产企业资金状况有所改善，2009年有望盈利见底。与2008年前9月相比，房地产企业资金来源中贷款比重显著上升，而自筹比例下降，国家对房地产企业的扶持力度明显增强。近日国家公布将下调房地产投资的项目资本金比例，将进一步缓解企业的资金压力，刺激房地产投资回暖。随着2008年销售见底，预计行业盈利将在2009年见底回升。2009年1季度净利润同比下降19.4%，盈利状况好于预期。

龙头上市公司股价率先上涨后近期滞胀，二线地产股因补涨表现强势，预计未来一段时间龙头企业将重新引领行业上涨。龙头企业中重点关注招商地产(000024)、金地集团(600383)、保利地产(600048)、万科(000002)等，二线地产股中可适当关注中华企业(600675)、上实发展(600748)、华发股份(600325)、冠城大通(600067)、亿城股份(000616)、首开股份(600376)、中粮地产(600031)等。

(三) 高速公路：行业景气回升中的估值优势

2009年行业景气回升，业绩增长明确。与2008年相比，2009年高速公路行业的不利因素逐步缓解，一是国道主干线车流量从2008年四季度以来触底反弹，二是绿色通道政策已经实施一年，不再成为“同比下降”因素，三是受上年冰雪灾害影响，2009年1季度车流量同比基数较低，四是燃油税政策有利于高速公路车流增长。今年1季度行业净利润同比上升了1.4%，环比上升了24.3%。

价值明显低估。按照1季度业绩*4倍计算，收费公路行业市盈率为17.2倍，远低于25.3倍的整体水平，市净率只有1.8倍；2009年行业平均市盈率15倍，2010年平均市盈率13倍。我们认为，拥有南北国道主干线的主流公路上市公司，其合理市盈率应该在13-15倍左右。目前，具备良好业绩成长性的行业主流公司2009年预测市盈率仅有9倍，估值水平还有40%的回升空间。

分红率超过国债收益率。按照4%收益率标杆测算，大多数收费公路公司股息率水平超过国债收益率，投资价值显著，具有较高的投资安全边际。尽管收费公路板块缺乏“弹性”，但是，

当市场整体估值风险日益突出时，高速公路会因较高的估值优势而受到投资者青睐，对于风险承受力较低的机构投资者具有更强的吸引力。

重点关注成长性相对较高的现代投资（000900）和赣粤高速（600269），其业绩成长明确，估值明显偏低。

（四）煤炭：供给控制能力强化定价主导权

市场集中度的提高导致煤炭行业的话语权显著增强，整治中小煤矿使煤炭价格较为坚挺。在与电力行业的利益博弈中，煤炭行业已经改变了传统的“弱者”形象，这一方面得益于国家对煤炭价格的放开，另一方面更得益于煤炭行业集中度的提高。通过资产注入、兼并收购和整治中小煤矿使煤炭行业的定价能力显著增强，通过控制产量使煤炭价格保持在较高水平。

电价调整将舒缓煤电博弈压力，资本金比例下降有利于改善企业资金状况，刺激行业投资。我国即将进行电价结构调整，主要是核算输变电成本，放开发电与售电环节，上调销售电价，有利于电力企业保持一定的盈利能力，煤炭行业的压力也随之减轻。近日国家公布煤炭等行业降低资本金比例，有利于改善企业资金状况，刺激行业投资。

行业盈利快速上升，动力煤的基本面好于焦煤。2009 年 1 季度煤炭上市公司净利润同比上升了 19.6%，环比上升了 47.2%，以 1 季度业绩计算的市盈率为 17.3 倍，估值水平较低。由于钢铁行业的需求不旺，焦煤面临较大压力，而动力煤需求较为稳定，基本面好于焦煤。

可关注动力煤中业绩较好、具有估值优势且具有资产整合预期的公司，如大同煤业（601001）、国阳新能（600348）等，行业龙头中国神华（601088）也可适当关注。

（五）石化：低价原油带来炼油高毛利

原油价格下降与成品油价格体制改革使石化行业的盈利能力显著增强。目前炼油企业的炼油毛利能达到 4 美元以上，完全扭转了 2008 年大幅亏损的局面。2009 年 1 季度石油化工上市公司的净利润同比大幅上升了 75.8%，环比上升了 38.9%。

下游行业好于上游行业。上游开采行业因油价低迷盈利能力下降，相反下游行业则显著受益。目前，以下游业务为主的中国石化（600028）的盈利能力大大高于以上游业务为主的中国石油（601857）。

行业具有估值优势。以 2009 年 1 季度业绩计算的市盈率为 19.4 倍，市净率为 2.5 倍，估值优势较为明显。

可重点关注业绩快速上升、具有估值优势的中国石化（600028）。

（二）确定性主题投资机会：

预计 5 月份没有基本面支撑的纯概念炒作可能会降温，但能够改变行业基本面、且未来确定性较强的主题投资机会仍需重点关注。一是 5.17 为国际电信日，各大运营商会在 5 月份加大宣传力度，3G 放号带动了 TMT 产业的发展，从而激发投资者对相关公司的热情。二是创业板推出日益临近，相关细则出台也会给相关受益公司带来投资机会。三是资产注入、并购主题投资机会，随着估值水平的提升，依靠外延式增长来提升估值就成为重要的投资方式。尽管

资产注入和并购在时间和进程上不易把握，但很多企业是确定要进行这种资本运作的，因此，这种确定性相对较高的主题投资机会值得投资者关注。

1、3G 放号带动 TMT 产业

大力发展 3G 产业是 2009 年“保增长”的需要，也是经济结构与产业结构调整的需要，也是实施科技发展战略、建设创新型国家的需要。我国拥有世界三大 3G 标准之一的 TD-SCDMA 的完全自主知识产权，TD-SCDMA 是我国掌握的为数不多的重要高科技产业核心技术和标准，它的快速发展将会带动一大批相关行业和技术的发展，将为建设创新型国家发挥重要作用。

2009 年 3G 投资增长高于预期。预计我国在 2009、2010 年电信投资将分别达到 3150 亿元和 3100 亿元。2009 年电信投资将增长 22.6%，高于我们原来的预期，是近年电信投资的一个相对高点。

在三大运营商 3G 网络服务时点方面，中国移动已经开始放号，预期 2009 年 10 月将会在全国主要城市推广 TD 服务，中国电信的 3G 服务也已经开始，而中国联通的 WCDMA 网络预计在今年的 517 世界电信日前后开始放号。

我们认为，3G 可能是 5 月份重要的投资主题，除了运营服务外，还可以关注 3G 上游的电路板行业、半导体行业，与终端发展密切相关的智能卡行业，与移动数据业务相关的增值业务行业、光通信行业以及电源行业等相关领域。

投资者可关注具有估值优势的中兴通讯(000063)、东软集团(600718)、用友软件(600588)、亿阳信通(600289)，适当关注中国联通(600050)。

2、创业板临近点燃市场激情

创业板推出的重大意义能够引发投资者的共鸣。创业板具有重大的现实意义，一是克服国际金融危机的影响，缓解中小企业融资困难的需要；二是我国转变经济增长方式、增强创新能力、建设创新型国家的需要；三是完善我国资本市场体系建设的需要。因此，创业板推出是我国资本市场发展的重要里程碑，将会引发投资者对相关公司的共鸣与热情。

推出创业板日益临近。从 5 月 1 日起，创业板 IPO 管理办法将正式实施，相关细则也可能在近期出台征求意见稿。私募股权投资基金、投资银行、拟上市公司、投资者均跃跃欲试，为迎接创业板进行着最后的准备工作。

投资者可关注对拟创业板上市公司或创业投资公司进行了大量投资的 A 股上市公司。这些上市公司将在创业板推出时获得极大的价值增值。对于哪些公司能够在创业板上市具有很大的不确定性，因此，直接投资于创业板公司的股票不太容易寻找，但起步早、规模大、培育项目多的主流创业投资公司则将较为确定地大幅受益于创业板推出，创投公司的价值增值为其股东获得丰厚回报。这些公司如复旦复华(600624)、大众公用(600635)、电广传媒(000917)、张江高科(600895)等。

3、确定的资产注入与并购投资机会

资产注入与并购是目前重要的估值提升方式。在经济回升力度不大、企业盈利不佳而估值

水平较高的情况下，依靠外延式增长是公司快速发展和提升估值水平的重要途径。

经济与产业结构调整是我国经济发展的必然趋势，且速度将越来越快。国有资本逐渐从一般性行业中退出，不断强化在战略行业中的控制力，大幅提升产业集中度，为资本市场提供了资产注入和并购的投资机会。

美国、香港市场上的并购历史表明，上市公司回购与股市呈现较为明显的反向关系。与 2007、2008 年相比，目前的市场价格相对较低，资产注入和并购的成本较低，上市公司及其股东进行资本运作的动力也就更强。

2009 年是股权分置改革后上市公司进入全流通的高峰之年，为通过二级市场增持、回购、收购实现资产重组创造了丰富的机遇。投资者可重点关注航天、军工、汽车、煤炭等行业的资产注入和并购投资机会。

（三）股票投资组合

建议重点关注以下 15 只股票：

工商银行（601398）、北京银行（601169）、金地集团（600383）、招商地产（000024）、现代投资（000900）、赣粤高速（600269）、大同煤业（601001）、国阳新能（600348）、中国石化（600028）、中兴通讯（000063）、东软集团（600718）、复旦复华（600624）、电广传媒（000917）、鄂武商（000501）、伊利股份（600887）。

表 5：5 月份的股票投资组合

代码	名称	股价	EPS		PE		PB
			08A	09E	08A	09E	
601398.sh	工商银行	4.09	0.33	0.37	12.33	11.05	2.15
601169.sh	北京银行	12.14	0.87	0.93	13.96	13.06	2.15
600383.sh	金地集团	12.32	0.50	0.66	24.59	18.67	2.21
000024.sz	招商地产	25.36	0.94	0.97	35.48	26.14	2.90
000900.sz	现代投资	17.23	1.43	1.64	12.05	10.51	1.94
600269.sh	赣粤高速	10.06	0.94	1.04	10.72	9.67	1.55
601001.sh	大同煤业	28.15	2.40	1.93	11.72	14.59	3.42
600348.sh	国阳新能	21.80	1.51	1.10	14.42	19.82	4.23
600028.sh	中国石化	9.76	0.30	0.64	28.50	15.25	2.48
000063.sz	中兴通讯	38.20	1.20	1.60	30.91	23.88	3.57
600718.sh	东软集团	17.70	0.52	0.68	34.06	26.03	4.80
600624.sh	复旦复华	11.16	0.07	0.11	170.47	104.10	7.49
000917.sz	电广传媒	16.35	0.05	0.30	311.49	54.50	3.96
000501.sz	鄂武商 A	9.33	0.36	0.41	26.24	22.76	3.50
600887.sh	*ST 伊利	14.93	0.00	0.68	-	21.96	4.11

资料来源：中国银河证券研究所 wind

插图目录

图 1: 宏观经济先行指标见底后轻微回升4

图 2: 发电量增速见底后反复波动4

图 3: 对出口回升不能给予过高期望，预计今年 2 季度仍下降 15%5

图 4: 固定资产投资增速继续提高的空间不大5

图 5: 新增人民币贷款大幅增长（单位：亿元）7

图 6: 每周公开市场操作以稳为主7

图 7: 市场利率保持稳定，显示流动性已较为充裕7

图 8: 未解禁数量占股改限售股总量的比例仍有 63%7

图 9: 今年 7 月和 10 月限售股解禁达到高峰8

图 10: 今年以来基金新增资金供应有限8

表格目录

表 1: 多数行业的估值水平都在 30 倍以上，泡沫特征明显9

表 2: 上市公司 2008 年报与 2007 年报同比变化10

表 3: 大行业 2009 年一季报同比变化11

表 4: 子行业 2009 年一季报的同比、环比变化11

表 5: 5 月份的股票投资组合19



评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908