

A 股市场 2009 年下半年投资策略

流动性与复苏预期：引领 A 股市场震荡向上

中信证券研究部 策略组

于军	郗峰	曲晓兴	刘可
电话：010-84588205	电话：010-84588032	电话：010-84588016	电话：010-84588091
邮件：yujun@citics.com	邮件：xif@citics.com	邮件：qxx@citics.com	邮件：lk@citics.com

摘要：

- ❖ **引言：**A 股市场具有“二元”的市值结构和估值结构。A 股的市值结构决定其受全球流动性影响较大，这需要我们更多地从大类资产配置的角度观察中国股市；A 股的估值结构表明大市值公司普遍具有较低的估值，这又同中国经济复苏以及复苏过程中能否成功转型相关。流动性和经济复苏预期仍将是决定市场方向的主要因素。
- ❖ **市场回顾：**全球主要市场在政策的引导下实现了快速反弹。大降息通常是经济周期从衰退到复苏的关键。伴随着降息，资金在避险需求和风险偏好之间转换，在大类资产中的轮换次序为债券、股票、商品，而联系经济周期和资产周期两者最重要的因素是本位货币——美元的走势。
- ❖ **美国经济“L”型复苏及流动性出口判断：**美国及其他经济体渐次见底并逐渐复苏是下半年的主要趋势，低利率环境还将维持半年以上。由于目前美国还没有新兴的主导产业足以担当流动性载体，因此，未来流动性应偏向通胀属性出口，即偏好股票和商品。从货币因素看，下半年美元指数仍趋于下跌。大宗商品和新兴市场仍将是国际资金青睐的目标。
- ❖ **中国经济“U”型复苏与流动性判断：**中国经济已经进入“U”型回升阶段，房地产行业是决定经济复苏进程的主要因素之一。从中长期看，城市化将是经济复苏中解决经济内外失衡从而实现经济转型的重要途径。在加快城市化的背景下，投资和消费将是未来股票投资的主题，房地产、汽车、新能源和装备制造业将是中国新一轮经济增长的主导产业。在经济复苏尚未得到有效确认之前，低利率环境以及今年新增的 7-8 万亿贷款，将使经济处于流动性充裕的状态。
- ❖ **A 股市场下半年仍将震荡向上：**上市公司业绩预期将在 7-8 月份触底回升，市场估值基本合理。研究表明，市场的二次探底一般源于经济的二次探底，因此 A 股市场二次探底的风险较小。根据海外经济和中国经济复苏预期以及流动性的判断，我们认为 A 股市场下半年仍将震荡向上。
- ❖ **行业选择：**下半年，我们仍然看好大金融（大银行、保险、房地产）、资源品（石油、钾肥、有色、煤炭），以及可选消费品中的汽车。并认为投资开始向中游（钢铁、水泥）延伸。其中，大金融和资源品与流动性相关，中游与经济复苏相关。自上而下的方法是运用投资时钟，及基于 A 股市场结构的产业链研究；自下而上的分析方法是汇总行业分析员对行业景气的判断、公司估值与盈利增长，及技术层面的动量指标。

目 录

引言：A 股市场的“二元”结构与我们的分析思路.....	1
1、A 股市值的“二元”结构：“煤油金”主导.....	1
2、A 股估值的“二元”结构：“大市值”折价.....	2
3、决定 A 股市场的三大核心因素.....	3
4、我们的分析思路.....	3
一、市场回顾：经济复苏初期的大降息、大反弹.....	4
1.1 全球经济共炎凉.....	4
1.2 资产周期大浓缩.....	7
1.3 经济周期与资产周期的链接：本位货币——美元.....	9
二、美国经济的“L”型复苏及流动性出口判断.....	10
2.1 美国经济有望下半年见底，复苏之路漫长.....	10
2.2 全球流动性出口判断：偏好新兴市场和大宗商品.....	14
2.3 全球流动性将引发温和通胀.....	19
2.4 全球流动性影响 A 股的两个途径.....	21
三、中国经济的“U”复苏与流动性判断.....	22
3.1 中国经济已进入“U”形回升阶段.....	22
3.2 关注经济复苏过程中的结构问题.....	22
3.3 中国经济的持续增长：城市化及其主导产业.....	27
3.4 国内流动性依然充裕.....	31
四、A 股市场：下半年仍将震荡向上.....	33
4.1 下半年业绩推动 A 股上涨.....	33
4.2 市场估值处于合理区间.....	37
4.3 宏观经济二次见底是股市二次见底的根本.....	37
4.4 中国股市不会二次探底.....	42
五、行业选择：开始向中游延伸.....	46
5.1 自上而下：投资时钟和产业链.....	46
5.2 自下而上：汇总景气判断、估值和盈利增长、催化剂.....	58
5.3 行业选择：开始向中游延伸.....	59
5.4 区域主题：中西部“城市建设”+东部“国企重组”.....	60
5.5 概念主题：关注新能源、后 3G、创投和世博板块.....	65
附件：行业观点汇总.....	67

插图目录

图 1: 股票市场以“金煤油”为主, 与宏观经济严重不匹配(利润总额占比)	1
图 2: GDP 中的行业占比(2008 年)	2
图 3: 上市公司利润总额行业占比(2008 年)	2
图 4: 宏观经济工业类细分行业利润总额占比(2008 年)	2
图 5: 上市公司工业类细分行业利润总额行业占比(2008 年)	2
图 6: 主要经济体 GDP 增速变化	4
图 7: 美国政策与股票市场的关系	5
图 8: 美国银行放贷意愿与消费贷款需求去年 12 月见底	5
图 9: 美国银行贷款余额增速 09 年一季度一直在下滑	5
图 10: 此轮降息中国内银行贷款下浮执行比例上升	6
图 11: 中国金融机构贷款余额变化	6
图 12: 2008 年 9 月进入降息周期以来中国政府政策变化情况(曲线为上证综合指数)	6
图 13: 08 年下半年以来全球大类资产轮换规律	7
图 14: 产能调整打压商品价格	8
图 15: 全球避险情绪下降	8
图 16: 全球 M1 供给	8
图 17: 美国国债收益率曲线走势趋陡峭	8
图 18: 09 年 3 月前美元指数与黄金价格走势变化	9
图 19: 外国投资者购买美国国债规模(亿美元)	9
图 20: 美国私人储蓄率迅速上行	11
图 21: 私人消费支出的恢复仍十分艰难	11
图 22: 美国工业产成品、中间投入品和原材料价格仍在低位	11
图 23: 美国 M2 货币供应增速, 真实 M2 供应增速在高位	11
图 24: 低产能利用率、高制造业库存/销售比例	11
图 25: 美国工业指数仍在底部徘徊	11
图 26: 近期国债收益率曲线长端利率 5 月以来攀升迅速	12
图 27: 美国房地产抵押贷款指数 4 月以来大幅下滑	12
图 28: 短期房屋销售价格与建筑开支止跌回稳	13
图 29: 住房空置率和库存总量处在 1992 年以来的历史高位	13
图 30: ISM 制造业分类指数, 08 年 12 月之后明显恢复	13
图 31: 08 年 12 月后从前期“去库存”转向“补库存”	13
图 32: 美国油气开采以及产品行业产能利用率 08 年 9 月以后迅速反弹, 显著超过其他行业	14
图 33: 标普 500 指数 1 级行业指数市盈率比较, 能源板块居末	14
图 34: 09 年 4 月美国分行业产能利用率-油气开采最高为 96%, 钢铁产品居末为 33%, 工业全部为 69%	14
图 35: 政府经济政策到流动性出口形成的传递过程中的逻辑框架分析	15
图 36: 美元走势与美国经济及世界经济的关系	17
图 37: 当前全球外汇储备以及 SDR 构成状况	18
图 38: 主要央行量化宽松规模估算	18

图 39: 美国国债/GDP>80%, 美国财政赤字/GDP>3%	19
图 40: 美国 10 年期国债隐含的通胀预期.....	19
图 41: 美国 CPI 权重比例	20
图 42: 中国 CPI 权重比例	20
图 43: 美国国债隐含通胀预期与实际预期的关系.....	20
图 44: 2009 年各月 CPI 预测	21
图 45: 2009 年各月 PPI 预测.....	21
图 46: 商品房新开工、销售和竣工面积单月增速.....	23
图 47: 大公司今年新开工计划预测.....	23
图 48: 每 100 元房地产开发投资约带动其他各类支出 232 元.....	24
图 49: 超额准备金利率与银行间隔夜拆借利率对比图	25
图 50: 法定一年期贷款利率, 银行间同业拆借利率与超额准备金利率之差对比图	25
图 51: 中国石油与中国石化 EPS 对油价的敏感性测算	26
图 52: 中国城市化水平	27
图 53: 美国城市化水平	27
图 54: 中国工业化与城市化水平对照.....	27
图 55: 中国各省城市化水平	28
图 56: 政策分类	30
图 57: A 股新开户数与交易活跃程度.....	31
图 58: 房地产户均成交面积上升.....	31
图 59: 通胀走势与央行货币政策变化.....	31
图 60: 今年以来票据发行规模大.....	31
图 61: 从 NDF 看人民币对美元币值有升值预期.....	32
图 62: 历史新股发行统计	32
图 63: 未来限售股解禁情况	33
图 64: 2009 以来 A 股大宗交易情况统计.....	33
图 65: 2006 年, 市场曾经历过从估值驱动到业绩驱动的变化.....	34
图 66: PPI 在 2006 年 5 月出现触底回升	34
图 67: 房地产开发投资和固定资产投资快速增长.....	34
图 68: M1 增速提升, M2 与 M1 增速剪刀差收窄	35
图 69: PPI 与宏观经济景气基本同向变动	35
图 70: PPI 与工业企业利润基本同向变动.....	35
图 71: 工业企业利润总额增速与相对应的上市公司利润总额增速变化趋势	36
图 72: 自上而下预测全市场 09 年净利润增速.....	36
图 73: 全部 A 股净利润同比增速历史变化趋势	36
图 74: 中信重点公司 2009 年归属母公司净利润累计增速.....	37
图 75: 中信重点公司 2009 年归属母公司净利润单季增速.....	37
图 76: 美国二战以后历次熊市反弹幅度.....	38
图 77: 美国二战以后历次熊市反弹持续天数.....	38
图 78: 1949 年-1987 年美国股市反转	38
图 79: 1987-2000 年美国股市反转	39
图 80: 1973-1975 年美国股市“二次探底”	39

图 81: 2000-2003 年美国股市“二次探底”	40
图 82: 1973-1975 年美国“二次探底”	41
图 83: 2000-2003 年美国“二次探底”	41
图 84: 钱纳里发展模式 (1999 年不变美元)	42
图 85: 我国发展模式 (2000 年不变美元)	42
图 86: 美国房贷市场构成比率	44
图 87: 优级贷款违约率	44
图 88: 美国次贷产品利率重置周期 (2009-2011)	44
图 89: 美国金融机构可能出现大规模的资产减计	45
图 90: 美国衍生产品市场结构图	45
图 91: 企业债和企业贷款违约率	45
图 92: 行业选择的纬度	46
图 93: 美国经济复苏阶段行业轮动次序	46
图 94: 本轮 A 股行业投资时钟与理想状态的比较	47
图 95: 上市银行 09Q1 息差变化情况	48
图 96: 基于证监会分类的 A 股行业市值构成	48
图 97: 基于 GICS 分类的 A 股行业市值构成	48
图 98: 08 年 10 月市场反弹以来钢铁股相对市场的涨跌幅对比	49
图 99: 上市银行贷款重定价比例分析 (2008 年报)	49
图 100: 上市银行存款重定价比例分析 (2008 年报)	49
图 101: 各行不良率明显下降	50
图 102: 拨备覆盖率均有所提高	50
图 103: 基于投资时钟的行业选择	50
图 104: 基于 A 股市场结构的产业链图	51
图 105: 部分行业在 2005 年四季度与房地产同步触底回升	52
图 106: 部分行业景气滞后于房地产 1-2 个季度	52
图 107: 房地产的产业链	52
图 108: 关于石油的产业链	53
图 109: 行业复苏过程中企业盈利恢复有快有慢	53
图 110: 油价和粮价的关系	55
图 111: 我国粮食产业链	55
图 112: 关于铁路建设的产业链	56
图 113: 我国铁路基建累计固定资产投资	57
图 114: 2001 年以来我国铁路机车车辆购置规模及预测	57
图 115: 基于产业链的行业选择	57
图 116: 自上而下和自下而上的行业选择	59
图 117: 中国主导产业的区域分布	61
图 118: 分区域上市公司静态和动态估值水平 (有盈利预测公司)	62
图 119: 华北分省上市公司估值水平 (有盈利预测公司)	62
图 120: 中南分省上市公司估值水平 (有盈利预测公司)	62
图 121: 西北分省上市公司估值水平 (有盈利预测公司)	63
图 122: 东北分省上市公司估值水平 (有盈利预测公司)	63

图 123: 华东分省上市公司估值水平 (有盈利预测公司)	63
图 124: 西南分省上市公司估值水平 (有盈利预测公司)	63
图 125: 不同概念题材上市公司动态估值水平	66
图 126: 行业复苏过程中企业盈利恢复有快有慢	69
图 127: 行业复苏过程中资本市场估值有优有劣	69
图 128: 传媒产业发展态势	76
图 129: 通胀是农林牧渔行业享受高估值的主要逻辑基础	79
图 130: 美国 1966-2007 年服装消费与 GDP 增速具有明显两个阶段	80
图 131: 中国服装消费处于高增长阶段	80
图 132: 非典之后民航旅客运输量呈现报复性反弹	83
图 133: 非典之后航空板块指数大幅跑赢大盘指数	83
图 134: 钢材价格预测的计量模型及结果	86
图 135: 国内企业今后 12 个月 IT 产品和服务支出预计	88
图 136: 2009 年企业 IT 投资时间分布	88

表格目录

表 1: A 股市场特殊的市值结构对全球流动性比较敏感	1
表 2: 不同规模上市公司实际盈利增速及其预测	2
表 3: 不同规模上市公司静态和动态估值水平	3
表 4: 本轮周期中大降息与股市反弹	4
表 5: 中国救助经济政策一览表	6
表 6: 2009 年开始美联储资产负债表急速扩张	9
表 7: 美国主要经济指标变化	10
表 8: 美国商业银行信贷意愿 09 年第 2 季度总体继续好转	12
表 9: 利率周期底部商品与通胀的表现分析	15
表 10: 1975 年-2008 年流动性出口经验总结一览表	16
表 11: 美国信息技术对 GDP 贡献在 1990-1998 年迅速提升	17
表 12: 下半年全球汇率波动的六大问题	18
表 13: 2008 年以来中国对人民币区域化的相关政策	19
表 14: 主要 AH 股对价表	21
表 15: 中信证券宏观经济预测	22
表 16: 2009 年房地产开发投资增速预测	23
表 17: 2005 年以来房地产开发投资增量对 GDP 增量的贡献率及房地产投资在 GDP 中的占比	25
表 18: 中国石油业绩对油价的敏感性分析	26
表 19: 央行全国城镇储户问卷调查 (季度)	32
表 20: 业绩预期与估值的变动机理	33
表 21: 中信全市场业绩增速预测	36
表 22: 中信证券覆盖重点公司季度盈利预测	37

表 23: DDM 模型主要假设以及对 2009 年市盈率和沪深 300 指数预测结果	37
表 24: 美国股市 1950 年代以来历次调整周期划分	39
表 25: A 股市场历次调整周期划分	40
表 26: 全球主要股票市场长期持续繁荣相关因素及在中国的体现	43
表 27: 全球主要股票市场大幅下跌的促发因素及其在中国的体现	43
表 28: 投资品相关行业的估值和盈利结构及其变化	47
表 29: 基于 A 股市场结构的行业分类	51
表 30: 钢铁、焦炭、焦煤、水泥、玻璃的盈利弹性较高	52
表 31: 油价上涨对基础化工产品的静态影响分析	54
表 32: 近 5 年我国粮食最低收购价	55
表 33: 自下而上汇总表	58
表 34: 近期内国家出台的主要区域政策一览	60
表 35: 分区域上市公司实际盈利增速及其预测（有盈利预测公司）	61
表 36: 区域主题下的备选投资标的	64
表 37: 中信证券区域主题投资组合	64
表 38: 不同概念题材上市公司实际盈利增速及其预测	65
表 39: 新能源和后 3G 板块重点关注公司列表（中信覆盖）	66
表 40: 世博和创投概念板块关注公司列表（盈利和估值依据	66
表 41: 中信证券概念主题关注组合	66
表 42: 重点公司盈利预测与估值（按 5 月 27 日收盘价算）	67
表 43: 重点公司盈利预测与估值（按 6 月 8 日收盘价算）	68
表 44: 重点上市公司盈利预测、估值及评级	69
表 45: 重点上市公司盈利预测、估值及评级	70
表 46: 重点公司盈利预测与估值（按 6 月 5 日收盘价算）	71
表 47: 重点建筑工程上市公司盈利预测、估值及评级	71
表 48: 重点公司盈利预测及投资评级	72
表 49: 重点公司盈利预测、估值及投资评级	73
表 50: 重点公司盈利预测、估值及投资评级	74
表 51: 重点公司估值比较及投资评级	74
表 52: 从发电量指标计算风电装机需求	75
表 53: 发展目标调整后核电建设进度预估	75
表 54: 中国式坚强智能电网关键技术及投资机会	75
表 55: 重点公司盈利预测、估值及投资评级	76
表 56: 医药公司动态 PE 的买入点与目标值	77
表 57: 重点跟踪公司估值表	78
表 58: 旅游行业未来增长率测算	78
表 59: 重点跟踪上市公司估值情况	79
表 60: 有可能成为未来农业巨头的公司	80
表 61: 行业重点公司估值情况	81
表 62: 重点上市公司季度业绩预测	81
表 63: 重点上市公司盈利预测、估值及评级	82
表 64: 重点上市公司盈利预测、估值及评级	83

表 65: 重点公司盈利预测及投资评级.....	84
表 66: 重点公司盈利预测及投资评级.....	84
表 67: 重点上市公司盈利预测、估值及评级.....	85
表 68: 各类钢材价格及预测	86
表 69: 重点上市公司盈利预测.....	86
表 70: 后 3G 主题重点关注公司及看点.....	87
表 71: 重点上市公司盈利预测及投资评级.....	88
表 72: 重点上市公司盈利预测及目标价位.....	89
表 73: 重点公司盈利预测、估值及投资评级.....	89
表 74: 重点上市公司盈利预测、估值及评级.....	90

引言：A 股市场的“二元”结构与我们的分析思路

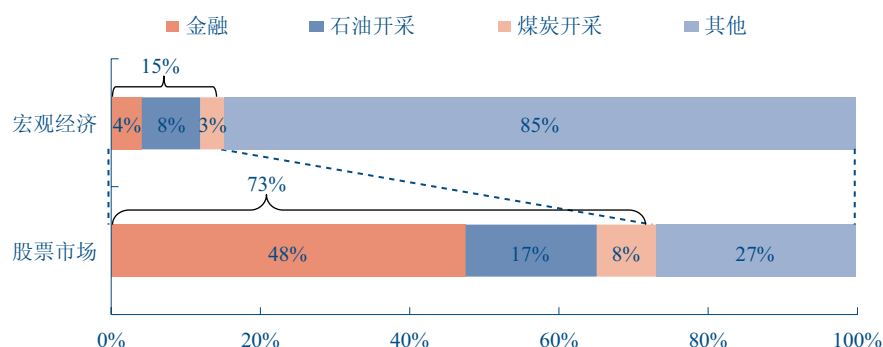
1、A 股市值的“二元”结构：“煤油金”主导

中国的股票市场并不完全是宏观经济的映像，它在行业结构方面具有明显的特殊性，这也决定了 A 股市场的影响因素也具有一定的特殊性，“煤油金”是左右 A 股市场的核心力量。

在 GDP 中占比仅为 4% 的金融类企业，在 A 股市值中占了 30%；石油开采（包含中国石油、中国石化）与煤炭开采两个行业在 GDP 中占比为 11%，而在 A 股市值中占比超过 20%。相比之下，在 GDP 占比 13% 的农林牧渔业，在 A 股市值中的占比仅为千分之六。

综合来看，A 股市场主要被金融、石油、煤炭三大行业主宰，这三个行业市值约占 50%，利润占比超过 73%，而在 GDP 中的占比仅为 15%。

图 1：股票市场以“金煤油”为主，与宏观经济严重不匹配（利润总额占比）



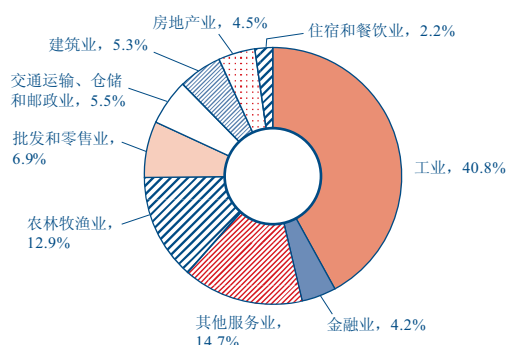
资料来源：Wind，中信证券研究部

表 1：A 股市场特殊的市值结构对全球流动性比较敏感

行业大类	细分领域	总市值（亿元）	总市值占比	净利润（亿元）	净利润占比
能源大宗商品	石油、天然气、煤炭开采、有色金属	58890	25.9%	2412	27.4%
工业中间材料	化工（不含化肥与农用化工）、建材、钢铁、造纸	14189	6.2%	256	2.9%
金融服务	银行、保险、证券	68942（其中银行 52252）	30.3%	4017	45.7%
可选消费	房地产、汽车、航空	15963	7.0%	22	0.3%
其他消费	家用电器、纺织服装、餐饮旅游、传媒、商业零售、食品饮料、医药保健	21636	9.5%	508	5.8%
工业制造业	航天军工、工程机械、电气设备等	20343	8.9%	570	6.5%
公共服务业	电力、电信服务、铁路公路、港口机场、航运	18700	8.2%	826	9.4%

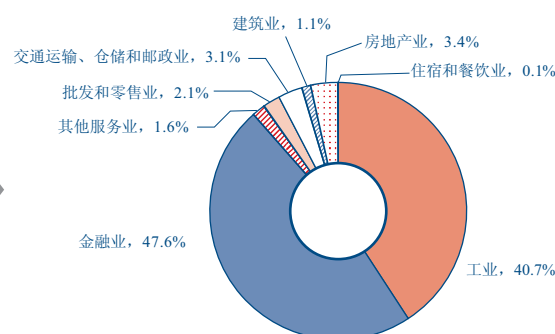
资料来源：wind，中信证券研究部

图 2: GDP 中的行业占比 (2008 年)



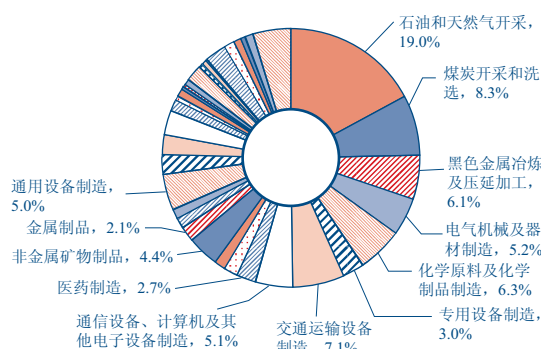
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 3: 上市公司利润总额行业占比 (2008 年)



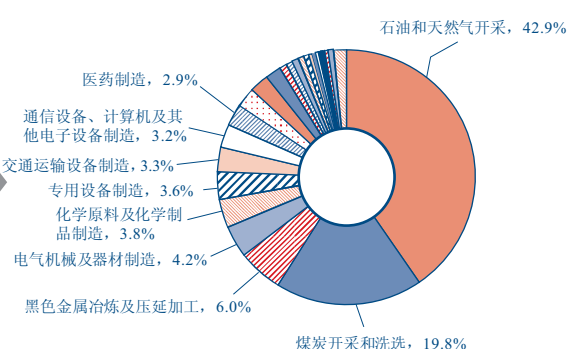
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 4: 宏观经济工业类细分行业利润总额占比 (2008 年)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 5: 上市公司工业类细分行业利润总额行业占比 (2008 年)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

2、A 股估值的“二元”结构：“大市值”折价

在 A 股市场中，金融服务和资源行业的市值占比最高，但整体估值较低；而市值占比越低的行业则享受着更高的估值溢价。基于进一步的统计数据，20 家国有大市值公司（14 家银行、2 家煤炭、2 家石油、长江电力和中国联通）2008 年净利润 6025.2 亿，同比增速 13.33%。而剔除上述 20 家公司后，其余 1000 多家上市公司 2008 年净利润总额 2813.01 亿元，同比下滑 40.38%。从动态角度看，依据目前市场的一致预期，20 家国有大市值公司 09 和 10 年净利润同比增速分别为 -0.17% 和 14.44%，其他上市公司分别为 42.71% 和 28.49%。

由此可见，A 股市场存在明显的“二元”区分，其中国有大市值公司在政策或垄断因素下具有明显的盈利稳定性，相当于整个市场的盈利稳定器，而其余上市公司的盈利则具有更强的周期波动特征。

表 2: 不同规模上市公司实际盈利增速及其预测

类别/指标	08 年净利润增速	09 年 1 季度净利润增速	09 年净利润增速预测	10 年净利润增速预测
20 家国有大市值公司	13.33%	-8.19%	-0.17%	14.44%
其余上市公司	-40.38%	-47.59%	42.71%	28.49%

资料来源: WIND 资讯, 中信证券研究部

上述的结构差异同样反映在了估值层面。据统计，20 家国有大市值公司 08 年的静态市盈率为 15.2 倍，09 年动态市盈率 15.3 倍；而其余公司 08 年静态市盈率为 38.8 倍，09 年动态市盈率 27.2 倍，享受着较为明显的估值溢价。

表 3：不同规模上市公司静态和动态估值水平

类别/指标	08 年 PE	09 年 PE	10 年 PE
20 家国有大市值公司	15.2	15.3	13.3
其余上市公司	38.8	27.2	21.2

资料来源：WIND 资讯，中信证券研究部

3、决定 A 股市场的三大核心因素

明确了A股市场的市值与估值特征，我们可以总结影响A股市场的三大因素：

（1）政策：包括货币政策、财政政策、产业政策、区域政策和消费政策，这是上半年股市场的主要推动力之一。这些政策或直接拉动经济增长，或改变投资者的经济预期，或提高市场的消费需求，或改善企业的经营环境。

（2）流动性：下半年流动性的影响将主要由国内转移到国外。全球流动性变化趋势左右着美元汇率和国际大宗商品价格，进而成为影响石油、煤炭等权重板块景气的主要驱动力。

（3）经济复苏预期：对全球主要经济体尤其是对中国和美国的复苏预期是影响市场的决定因素。政策将转化为经济复苏预期，流动性也部分通过这种预期发生作用（如进入新兴市场）。当前影响中国经济预期的主要因素是房地产和出口。

4、我们的分析思路

（1）A 股市场的市值结构特征决定其更容易受到全球流动性的冲击。因此流动性是我们研究的第一个重点，这需要从更多地从大类资产配置的角度看中国股市：

一是，全球的资金流动通过 H 股影响 A 股；

二是，全球的资金流动通过大宗商品价格的波动传导到 A 股的矿业股；

（2）A 股的估值结构表明，与宏观经济联系比较紧密的大市值公司普遍享有较低的估值，这又和中国经济复苏以及复苏过程中能否成功转型相关，因此我们着重论述了未来中国经济发展途径以及主导产业变化可能对中长期经济预期的改变。

一、市场回顾：经济复苏初期的大降息、大反弹

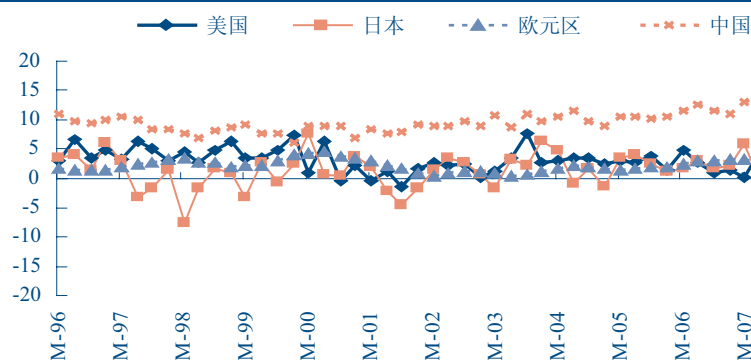
本章重点回顾去年年底到今年上半年的经济周期和资产周期运行特征。共同衰退与政策大救市是 2009 年上半年全球经济最大的特征，而大降息通常是经济周期从衰退到复苏的关键。伴随着降息，资金在避险需求和风险偏好之间转换，在大类资产中的轮换次序为债券、股票、商品，而联系经济周期和资产周期两者最重要的因素是本位货币——美元的走势。

1.1 全球经济共炎凉

1.1.1 共同衰退、政策大救市是上半年全球经济最大的特征

截至 09 年一季度，美国、欧元区、日本、中国季度 GDP 增长分别为 -6.1%、-4.55%、-15.2% 和 6.1%。其中，中国经济最先见底，相对去年 4 季度，环比上升 1.8%；美国 4 月份部分经济领先指标开始出现反弹，表明经济二季度正在趋于稳定；欧盟、日本经济仍在探底过程中。下半年各经济体渐次见底并逐渐复苏将是主要趋势。

图 6：主要经济体 GDP 增速变化



资料来源：CEIC，中信证券研究部

1.1.2 股市反弹，利率先行

经济周期通常以大降息开始，此轮周期也不例外。08 年各国央行跟随美联储降息，目前美国、欧盟、日本、中国基准利率由 08 年下半年的 2%、4%、0.5%、4.14% 分别调低到 0-0.25%、1%、0.1% 和 2.25%。在利率连续下降过程中，流动性开始释放，此时虽然经济仍没有触底，但股市作为经济的领先指标，一般在利率周期见底前就开始反弹，从最低点看，美国、欧盟、日本和中国股市反弹分别达到 34.5%、34.2%、38.4% 和 63.4%。

表 4：本轮周期中大降息与股市反弹

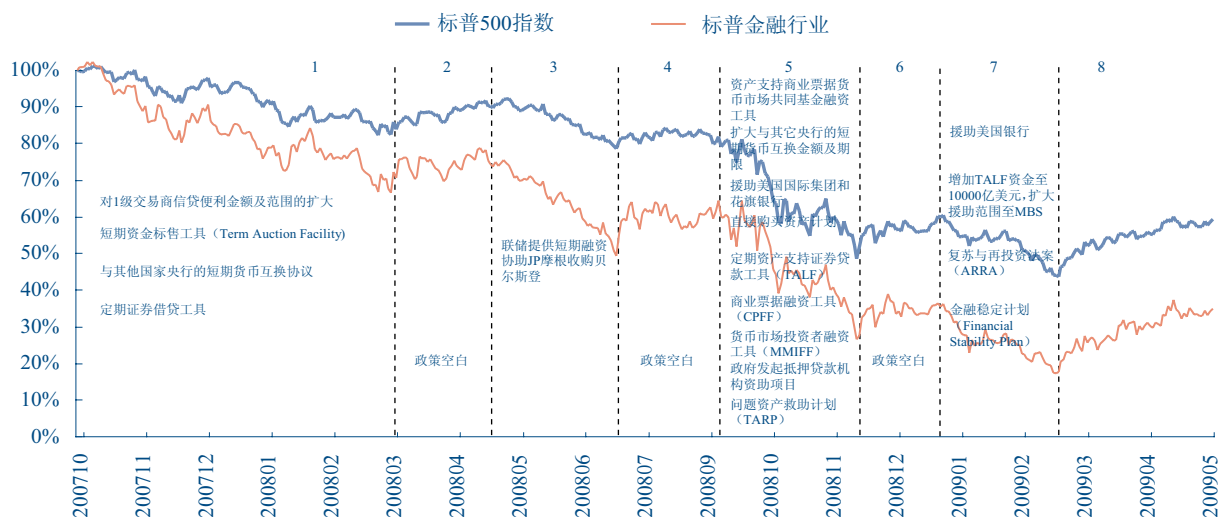
国别	当前基准利率	利率到底部时间	08 年年初利率	08 年 7 月初利率	降息次数	股市见底时间	股指低点来反弹%
美国	0-0.25%	2008-12-16	4.25%	2.00%	3	2009-3-6	34.5
中国	2.25%	2008-12-23	4.14%	4.14%	4	2008-10-28	63.4
欧元区	1%	2009-5-13	4%	4%	8	2009-3-9	34.2
日本	0.10%	2008-12-19	0.50%	0.50%	2	2008-10-28	38.4

资料来源：wind，中信证券研究部

1.1.3 金融系统恢复滞后导致美股反弹落后其利率见底

此次美股的反弹违反了股市反弹先于利率见底的规律。究其原因在于银行系统在丧失放贷功能的情况下，即使基础利率下行较快，实体经济也仍将面临信贷紧缩与需求减少的问题，经济预期仍会非常悲观。从下图，我们可以看到，虽然美联储早在 08 年 12 月 16 日就把基准利率降到底部，但直至 2009 年 2 月份美国政府仍在积极采取各项措施救助银行体系，稳定金融系统。

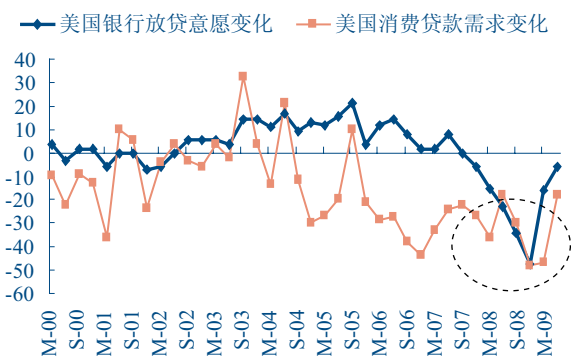
图 7：美国政策与股票市场的关系



资料来源：中信证券研究部

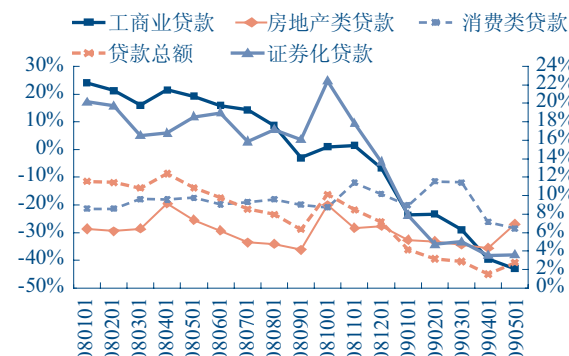
银行行为对预期经济拐点非常重要。在经济底部通常是银行开始放贷带来经济预期的改善，而美国经济滞后中国见底的原因就在于美国的银行由于自身原因放贷能力和放贷意愿比较低。从下图可以看到在整一年的降息过程中银行的放贷意愿一直到 08 年 12 月才达到底部。实际信贷增速的改变又要落后于放贷意愿的变化，从而一系列经济复苏活动都被延缓。

图 8：美国银行放贷意愿与消费贷款需求去年 12 月见底



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 9：美国银行贷款余额增速 09 年一季度一直在下滑

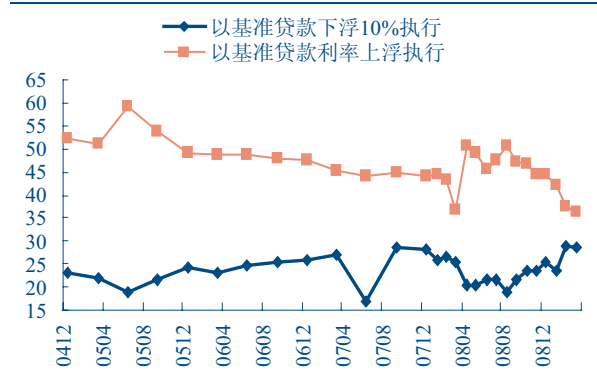


资料来源：datastream，中信证券研究部

1.1.4 中国国有银行在延缓经济衰退中起到了重要作用

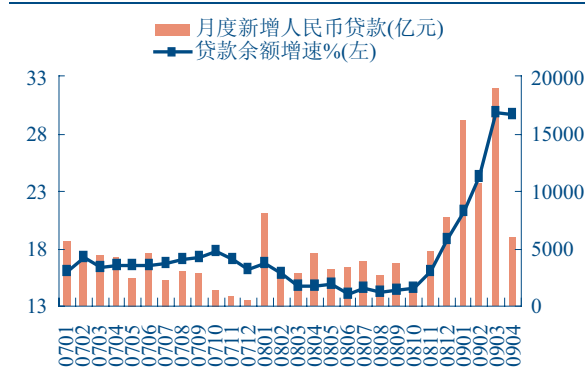
中国从 08 年 9 月份开始降息，11 月 10 日公布扩大内需“十条”政策（即俗称“4 万亿”），12 月 23 日降息到底部 2.25% 水平，在 2008 年 11 月份银行信贷增速就出现快速增长，从 08 年 10 月份的 14.58% 快速上升到 16.03%。从利率执行偏向来看，银行放贷也呈现积极性。有效的货币政策结合积极的财政政策是中国经济提早见底的主要原因。股市的运行也与政策出台背景紧密相关。去年年底到上半年政策次序依次为投资（政府项目稳住经济下滑）—>出口（保就业保利润拉动私人投资）—>可选消费（拉动最终消费），股市中行业反弹的规律也与之对应，先期是与政府投资相关的投资品行业率先上涨，后期是受益消费政策出台基本面改善的可选消费行业持续反弹，而金融、地产的行情贯穿始终。

图 10：此轮降息中国内银行贷款下浮执行比例上升



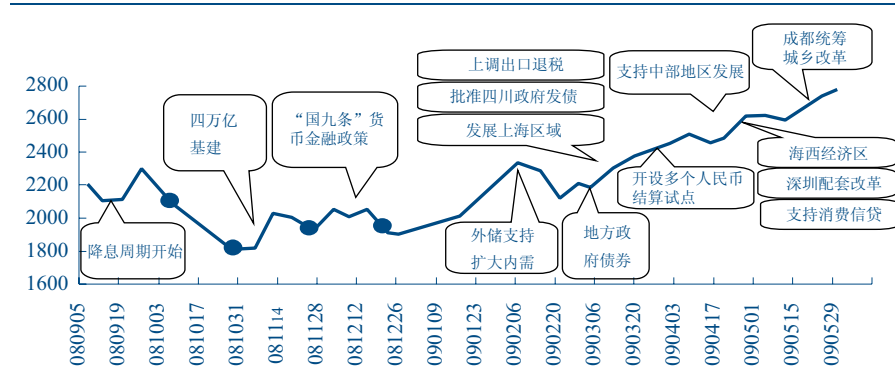
资料来源：wind，中信证券研究部

图 11：中国金融机构贷款余额变化



资料来源：wind，中信证券研究部

图 12：2008 年 9 月进入降息周期以来中国政府政策变化情况（曲线为上证综合指数）



资料来源：中信证券研究部

表 5：中国救助经济政策一览表

公布时间	政策内容	政策类型	公布部门
2008-11-9	“4 万亿基建”：加大政府对基建、农村基础设施、保障性住房等领域的投资力度、提高城乡居民收入水平，加快自主创新和产业升级等十方面内容	财政政策	国务院常务会议
2008-11-26	存贷款基准利率下调 108 个基点	货币政策	人民银行
2008-12-14	“国九条”：提出 9 个方面 30 条货币金融政策措施来促进经济发展；09 年经济增速目标为 8%，M2 增速目标 17%，物价涨幅目标 4%。	货币政策	国务院办公厅
2009-2-18	外管局官员在国务院新闻办发布会上表示，外汇局将积极用外储支持国家扩大内需、增加进口对外汇资金的需要，为企业对外投资提供融资支持和便利，服务于国家的经济建设。	外汇政策	外管局
2009-3-19	《2009 年地方政府债券预算管理办法》公布：地方政府债券收入可以用于省级直接支出，也可以转贷市、县级政府。使用地方政府债券收支实行预算管理。	财政政策	财政部
2009-3-24	联合出台的《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》强调，在保持货币信贷总量合理增长的基础上，进一步加强信贷结构调整，促进国民经济平稳较快发展。	信贷政策	人民银行、银监会

公布时间	政策内容	政策类型	公布部门
2009-3-25	会议审议并原则通过关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建设国际金融中心和国际航运中心的意见	区域政策	国务院常务会议
2009-3-25	从 2009 年 4 月 1 日起, 提高部分纺织服装、轻工、钢铁、有色金属、石化和电子信息产品的出口退税率。	财政政策	国务院常务会议
2009-3-25	继新疆、安徽之后, 四川成为第三个地方债券获得财政部核准的省份, 财政部已核定四川省发行地方政府债券 180 亿元, 发行规模居各省份之首。	区域政策	财政部
2009-4-9	国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议, 决定在上海市和广东省广州、深圳、珠海、东莞等 5 个城市开展跨境贸易人民币结算试点。	外汇政策	国务院
2009-4-15	国务院常务会议上提出要尽快修订政府投资项目核准目录, 出台鼓励民间投资的措施		国务院
2009-4-22	央行副行长易纲表示, 危机下信贷较快增长利大于弊	领导讲话	人民银行
2009-4-27	商务部有关负责人表示, 为落实中央政策, 同时也是为了应对全球金融危机、加快国内产业梯度转移、优化整体产业布局, 商务部今后将重点在七个方面支持中部地区发展。	区域政策	商务部
2009-4-29	国务院常务会议审议并原则通过《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》	体制改革	国务院
2009-5-14	《国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》全文发布。	区域政策	国务院
2009-5-14	《深圳综合配套改革总体方案》获批	区域政策	国务院
2009-5-12	银监会发布《消费金融公司试点管理办法(征求意见稿)》, 主要用于支持家用电器、电子产品等个人耐用消费品信贷, 以及个人及家庭旅游、婚庆、教育、装修等消费事项的贷款。	金融政策	银监会
2009-5-13	国家外汇管理局发布《关于调整部分资本项目外汇业务审批权限的通知》, 将部分资本项目外汇业务的审批权限从总局下放至分局。	外汇政策	外管局
2009-5-18	外管局发布, 境外投资外汇资金来源范围将扩大, 外汇局将对境内机构境外投资资金汇出的管理由以往的核准制调整为登记制。	外汇政策	外管局
2009-5-21	《成都市统筹城乡综合配套改革试验总体方案》获批。	区域政策	国务院, 四川省

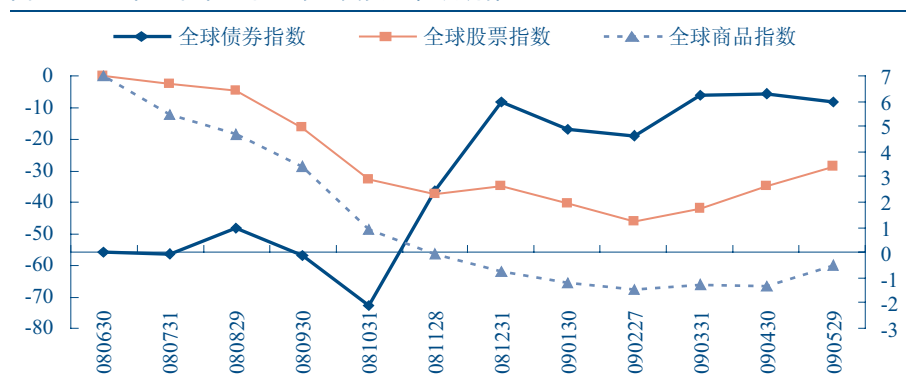
资料来源: 中信证券研究部

1.2 资产周期大浓缩

1.2.1 债券—>股票—>商品的轮换

经济周期末期, 基于全球配置的资产价格都将面临重估, 基于避险需求此时是“现金为王”的时代。在利率下降的过程中, 流动性逐渐释放出来, 资金延续债券—股票—商品的周期规律轮换。在降息初期, 由于经济预期仍比较悲观, 资金首先进入债券市场, 08 年 10 月份开始两个月内全球债券指数涨幅超过 6%。此后, 随着降息累积效应体现, 经济悲观预期改变, 债券吸引力下降, 股票开始反弹, 这时股票和商品的吸引力也逐渐增强。

图 13: 08 年下半年以来全球大类资产轮换规律



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

1.2.2 商品反弹经历避险需求下降、流动性推动和经济复苏三个阶段

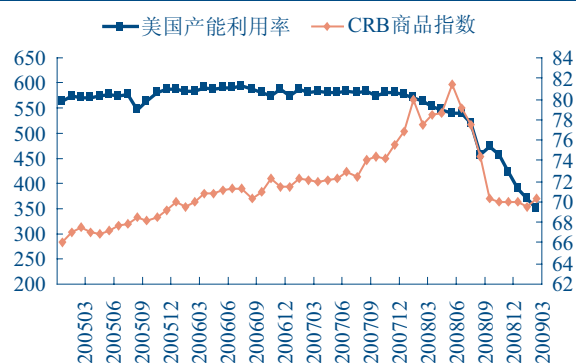
回顾去年以来的商品走势，其见底与反弹可以清晰地分为三步：

第一步（08 年 7 月-08 年 12 月），经济衰退、产能调整打压商品需求，投机资金推动商品价格到达“市场底”，以美国为例，6 个月中产能利用率从 80% 下跌到 70%，期间 CRB 商品指数下跌 39%；

第二步（09 年 1 月-09 年 4 月），避险需求与流动性释放推动商品价格快速反弹，避险情绪指标 VIX 指数率先下跌，09 年 1 月份下降到 40-45 正常区间，资金向商品市场流入。3 月份开始美元指数见顶，从 89.6 下跌到 82 附近，推动原油、铜等大宗商品快速反弹；

第三步（09 年 5 月-），全球经济体渐次见底与逐渐复苏带来商品需求复苏，这点从当前债券收益率曲线与企业债信用利差走势上可以得到验证。5 月份以来，美国国债收益率曲线走向陡峭，长期利率上升，5 月份 30 年与 3 月期国债收益率差超过 3.5%，说明资金对经济的复苏预期开始增强。另外企业债信用利差收窄也说明企业状况正在转好。在经济复苏阶段，流动性出口寻找载体，在没有庞大的新兴产业可依托的情况下可能推动此轮商品价格强烈反弹，第二章详细介绍这部分内容。

图 14：产能调整打压商品价格



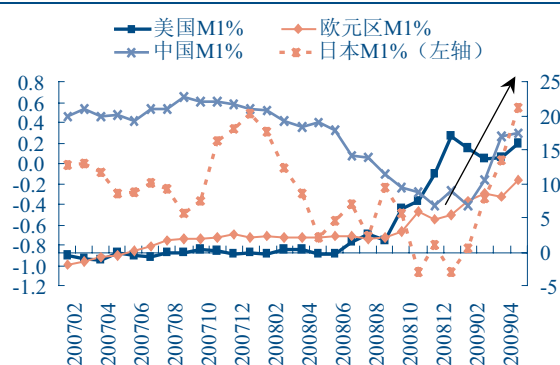
资料来源：Thomson Reuters Datastream CRB，中信证券研究部

图 15：全球避险情绪下降



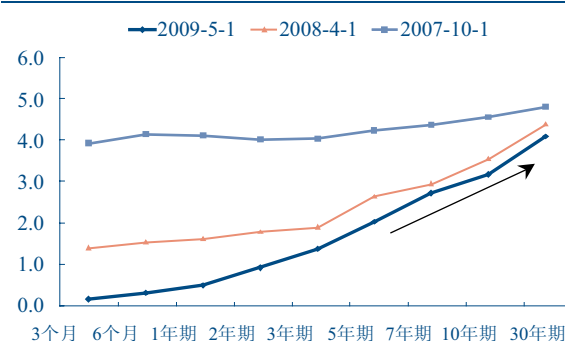
资料来源：Thomson Reuters Datastream，中信证券研究部

图 16：全球 M1 供给



资料来源：Datastream

图 17：美国国债收益率曲线走势趋陡峭



资料来源：Datastream

1.3 经济周期与资产周期的链接：本位货币——美元

联系本轮经济周期与资产周期背后最重要的因素是本位货币——美元的走势。美元已可看作一类现金资产，在经济周期和资产周期末期，基于避险需求，资金从高息货币和风险资产上撤离，这是 08 年 7 月份以后美元大幅上涨的主要原因。

在经济从衰退到复苏的阶段，如果没有技术革命带来劳动生产率的大幅提升，经济的复苏很大程度上要依赖于货币政策的放松，流动性的增加，即“再通胀”过程。这其中，美联储对全球经济起到最重要的作用，当然其初衷是挽救本国经济，从下表美联储的流动性和信贷提供上可见端倪。

表 6：2009 年开始美联储资产负债表急速扩张

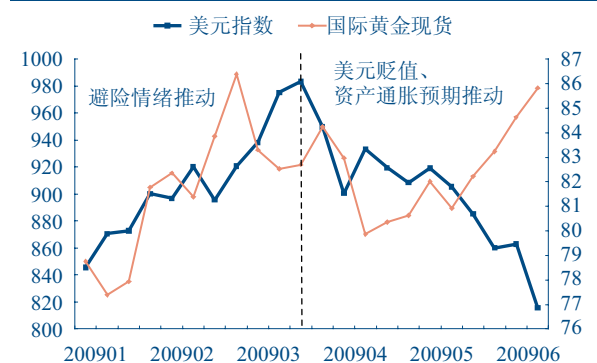
（单位：百万美元）

美联储资产增加	2007-12-31	2008-6-30	2009-2-18
<i>对银行和交易商的流动性提供</i>			
一级信贷计划	8,620	24,095	65,144
短期资金标售工具	40,000	150,000	447,563
与外国央行的流动性掉期工具	21,000	62,000	375,005
定期证券借贷工具借出的证券		104,097	115,280
一级及其它交易商信贷工具		1,455	25,268
<i>对其它市场参与者的流动性提供</i>			
资产支持商业票据货币市场共同基金流动性工具			12,722
商业票据融资工具净持有			248,671
货币市场投资融资工具净持有			0
<i>对重点金融机构的援助</i>			
除 AIG 以外的金融机构		29,970	72,231
对 AIG 贷款			37,357
总计	69,620	371,617	1,399,241

资料来源：美联储，中信证券研究部

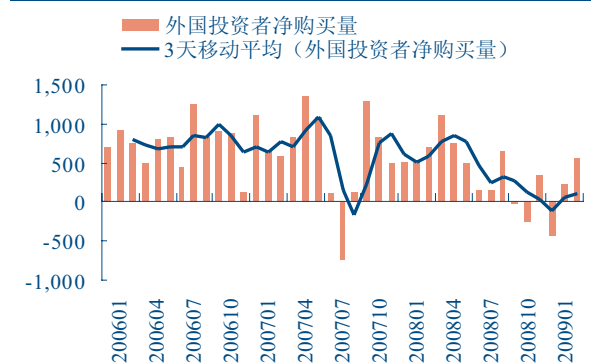
不过，值得关注的是，由于美国财政赤字高企，美联储对货币政策的过度依赖，也产生了很大的副作用：一是，外国投资者对美国债券的购买意愿下降；二是美联储为压低债券利率实施“定量宽松政策”，大量发行货币，这导致资金流向新兴市场 and 大宗商品资产。未来美联储货币政策变化以及美元汇率走势依然支配着下半年全球流动性走势，其对 A 股市场的影响将在第二章进一步论述。

图 18：09 年 3 月前后美元指数与黄金价格走势变化



资料来源：datastream

图 19：外国投资者购买美国国债规模（亿美元）



资料来源：datastream

二、美国经济的“L”型复苏及流动性出口判断

2.1 美国经济有望下半年见底，复苏之路漫长

2.1.1 美国经济“L”型复苏

我们认为美国经济“L”型复苏是未来更可能的前景。主要原因在于，即便短期乐观因素显现，但推动美国经济复苏的主要部门在长期均面临严峻挑战：

消费——消费的长期疲软将压制最终需求，私人消费支出在居民储蓄率趋势性攀升的影响下其恢复向上必然较通常艰难；

投资——制造业库存周期短期呈现了一定程度的积极信号，但长期需求不足——体现在库销比持续高位，将使得工业复苏的状态可能只在短期维持；

房地产——大量的空置房屋将阻止住房建筑行业的周期性复苏，尽管近期现房销售环比增长有所恢复，但对前期累积的大量房地产库存消耗将是一个长期的过程；

新兴产业——由于短期缺乏足够规模的新兴主导产业推动，企业在重新雇用工人方面可能较为滞后，失业率当前只是减缓了恶化的程度，但失业率从上升到稳定仍需时日；

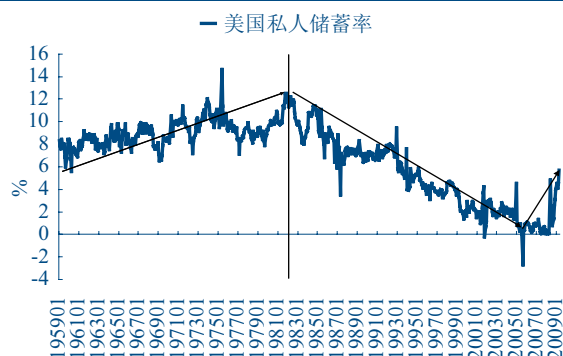
政策空间——政策制定者的政策空间缩小。联邦基金利率已接近于零，货币政策的效果将较为有限。同时鉴于庞大的联邦赤字，财政政策可能将在未来面临限制。

表 7：美国主要经济指标变化

主要经济指标	期间	当前值	3个月均值	6个月均值	评价
需求指标	需求中的领先指标明显向上，但储蓄率的加速上升将在长期限制需求迅速复苏				
消费需求	领先指标显著向上，底部企稳，但回升艰难				
人均实际小时工资 yoy %	4 月	4.34%	4.23%	4.17%	稳步上行，主要原因——CPI 迅速回落致实际工资上升
私人消费支出 yoy %	4 月	-0.19%	-0.86%	-1.18%	回落，但回落速度减缓
私人储蓄率	4 月	5.7%	4.77%	4.32%	加速上行
零售销售 yoy %	4 月	-10.1%	-9.21%	-9.30%	下行
消费者信心	5 月	54.9	40.87	37.32	显著反弹
投资需求	领先指标显著向上，有待库存进一步消耗				
建筑商协会房地产指数	5 月	16	13	10.8	稳步上行
新屋开工率与建筑许可证数 (平均)	4 月	478	519	545	下行
房屋库存/销售比					
制造业库存/销售比	4 月	1.45	1.45	1.44	高位，
价格及流动性指标	价格继续低位，真实流动性维持高位，包括能源在内的大宗商品价格有所回升可能进一步降低真实流动性水平，但经济体整体产能的持续低迷将使以消费物价为核心的通胀水平维持低位				
消费物价通胀率-非核心	4 月	-0.74%	-0.29%	0.05%	消费物价加速下行
生产者价格-工业制成品 PPI	4 月	-3.52%	-2.91%	-2.25%	生产者物价加速下行
M2/工业原材料价格	4 月	24.34	24.6	24.11	真实流动性保持高位，但 4 月有所回落
供给指标	领先指标有所回落，累积指标渐趋高位				
实际 GDP 增长率	1 季度	-5.7%	-4.2%	-1.5%	加速萎缩
首次申请失业救济人数	5 月	621k	627k	628k	高位回落
非农人口失业率 %	4 月	9.4	8.9	8.3	达到 82 年以来历史高位
工业生产指数	4 月	-12.55%	-12.19%	-10.45%	下行，底部企稳
产能利用率	4 月	69.1%	69.68%	71.26%	下行，底部企稳
总体判断	L 型复苏				

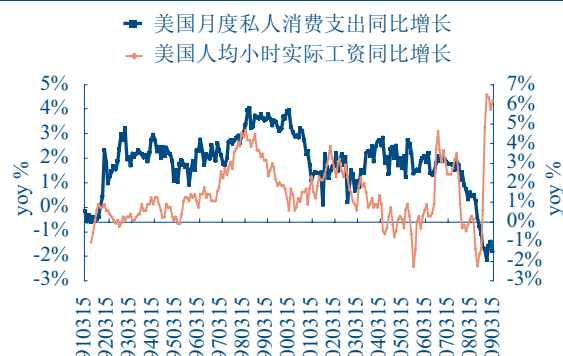
资料来源：Thomson Reuters Datastream，中信证券研究部

图 20: 美国私人储蓄率迅速上行



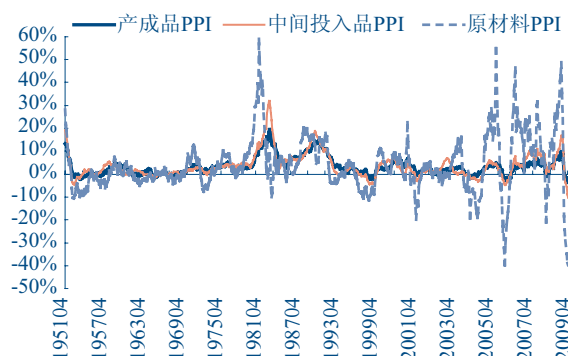
资料来源: Thomson Reuters Datastream, 中信证券研究部

图 21: 私人消费支出的恢复仍十分艰难



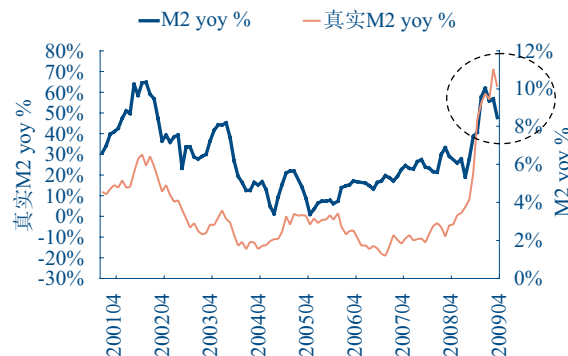
资料来源: Thomson Reuters Datastream, 中信证券研究部

图 22: 美国工业产成品、中间投入品和原材料价格仍在低位



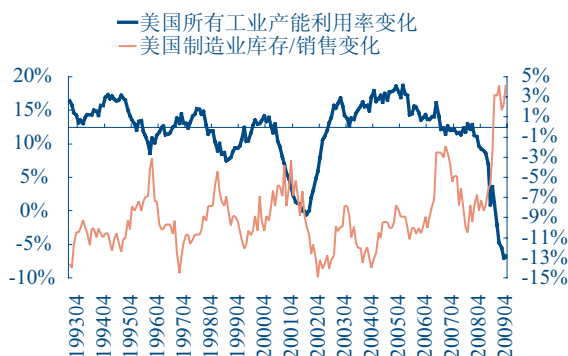
资料来源: Thomson Reuters Datastream, 中信证券研究部

图 23: 美国 M2 货币供应增速, 真实 M2 供应增速在高位



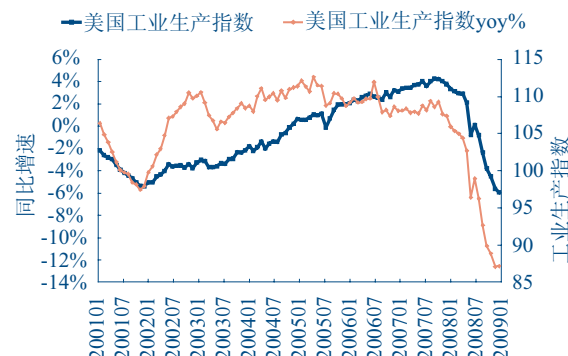
资料来源: Thomson Reuters Datastream, 中信证券研究部

图 24: 低产能利用率、高制造业库存/销售比例



资料来源: Thomson Reuters Datastream, 中信证券研究部

图 25: 美国工业指数仍在底部徘徊



资料来源: Thomson Reuters Datastream, 中信证券研究部

2.1.2 美国股票市场长期支撑因素脆弱

从信贷供需方面观察, 我们看到, 尽管随着危机后避险情绪的逐渐下降和政府对银行业的持续救助, 美国商业银行信贷供给意愿自 09 年 1 季度开始好转, 但供给只是一个方面。私人部门——包括消费者和企业, 其信贷需求仍在萎缩。实际上, 美国经济以居民消费部门为核心的“去杠杆化”长期趋势和储蓄率的持续攀升将从需求方面降低实际贷款增速, 并降低经济体通过再杠杆化进行恢复的能力。

表 8: 美国商业银行信贷意愿 09 年第 2 季度总体继续好转

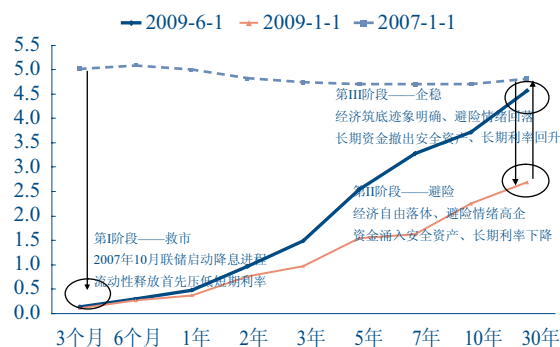
Name	美国商业银行信贷意愿调查				单位: %			
	Q2 2009	Q1 2009	Q4 2008	Q3 2008	Q2 2008	Q1 2008	Q4 2007	Q3 2007
正在收紧对大中型公司的贷款意愿的银行	39.6	64.2	83.6	57.6	55.4	32.2	19.2	7.5
正在收紧对小型公司的贷款意愿的银行	42.3	69.2	74.5	65.3	51.8	30.4	9.6	7.7
正在提高大中型公司借贷利率的银行	79.2	92.5	98.2	80.8	71	43.6	34.6	-32.1
正在提高小型公司借贷利率的银行	75	88.5	92.7	71.1	63.6	40.1	21.1	-32.7
更愿意给大中型公司提供贷款的银行	-60.4	-60.4	-16.7	-3.8	0	-16.4	-17.3	-19.2
更愿意给小型公司提供贷款的银行	-63.5	-57.7	-7.4	-15.4	-16.1	-23.6	-7.7	-11.8
正在收紧商业房地产信贷的银行	66	79.2	87	80.7	78.6	80.3	50	25
更愿意提供商业房地产信贷的银行	-66	-54.7	-55.6	-30.8	-37.5	-46.5	-34.6	-28.8
正在提高信用卡消费信贷标准的银行	58.1	58.8	58.8	66.6	32.4	9.7	3.2	-3.2
正在提高其它消费类信贷标准的银行	47.1	58	64.2	67.4	44.4	32.1	26	12
更愿意提供房地产抵押贷款的银行	-50	-100	-28.6	-66.6	-71.5	-50	-43.8	-18.8
更愿意提供消费类贷款的银行	-47.1	-48.1	-30	-18.1	-35.8	-26.5	-22.4	-24
正在提高商业房地产信贷标准的银行	47.1	69.2	74	62.3	52.9	40.8	14.3	15.1
正在提高非传统房地产信贷标准的银行	48	89.7	84.4	75.6	84.6	60	40.5	45.5
正在提高次级房地产信贷标准的银行	50	100	85.7	77.7	71.5	55.5	56.3	56.3
更愿意提供分期付款信贷的银行	-16	-47.2	-34	-22.6	-15.1	-4	0	9.9

资料来源: Thomson Reuters Datastream, 中信证券研究部

信贷成本尤其是房地产抵押贷款利率也在国债收益率上升的带动下明显上升。5 月以来, 美国国债收益率曲线的攀升尽管从传导机制上反映了一定程度的积极信号——即避险情绪回落、资金从安全资产回流向风险资产。但是近期国债收益率曲线的陡峭化也反映了市场对政府赤字的担忧以及大规模国债供应的结果。2009 年美国财政部需要发行 2.5-3 万亿美元的国债, 而 3 月 18 日联储公布的 3000 亿美元国债购买量相比之下影响十分有限。

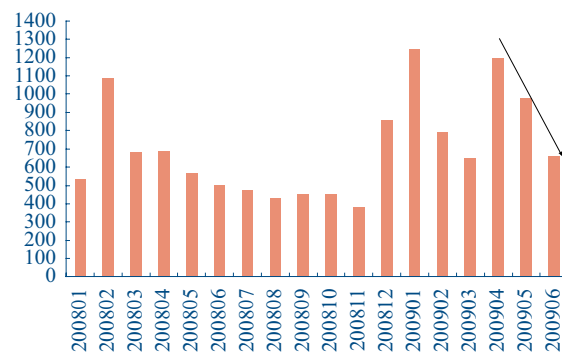
尽管在未来复杂的政策博弈形势下, 美国的国债收益率未必会单方向的上升, 但我们已经看到的是, 在当前 10 年期国债利率仍只有 3.8% 的历史低位的情况下, 4 月份以来, 美国房地产抵押贷款指数已经大幅下滑, 接近 08 年初水平。未来房地产抵押贷款利率可能很难为房地产需求提供成本支持。

图 26: 近期国债收益率曲线长端利率 5 月以来攀升迅速



资料来源: Thomson Reuters Datastream, 中信证券研究部

图 27: 美国房地产抵押贷款指数 4 月以来大幅下滑

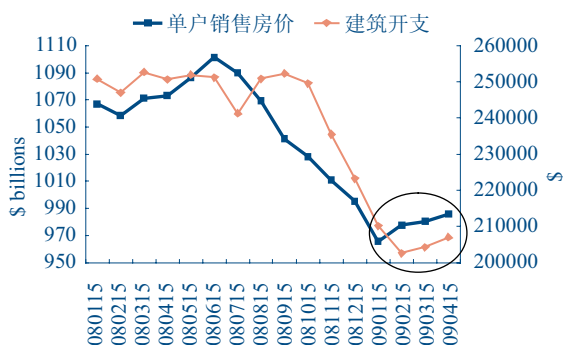


资料来源: Thomson Reuters Datastream, 中信证券研究部

此外, 尽管我们看到尽管 09 年 1、2 月份以来美国房屋销售价格、建筑开支以及房屋销售止住了 08 年年中开始的迅速下跌态势 (单房销售价格 09 年 1 月低点距 06 年 6 月高点回落约 25%), 但如果对比住房空置率和房地产库存总量, 当前的水平仍然是自 1992 年以来的历史高位。

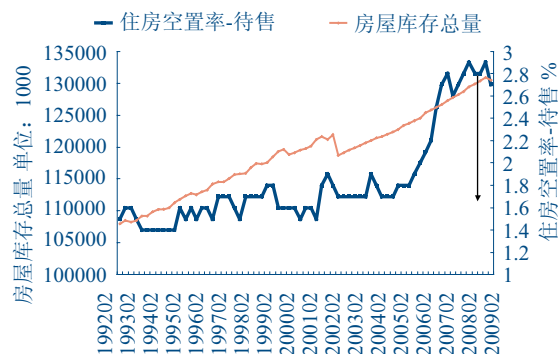
总的来说，“积重难返”的房屋库存量与居民消费的“去杠杆化”以及房屋抵押贷款利率的上升将形成长期合力，制约房地产投资对美国经济的拉动。因此，从拉动美国经济的传统和主导因素出发，美国股票市场的中长期支撑因素十分脆弱。

图 28：短期房屋销售价格与建筑开支止跌回稳



资料来源：Thomson Reuters Datastream，中信证券研究部

图 29：住房空置率和库存总量处在 1992 年以来的历史高位



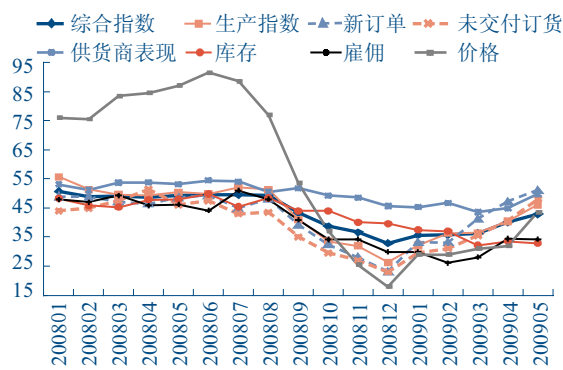
资料来源：Thomson Reuters Datastream，中信证券研究部

2.1.3 短期乐观因素与股市结构性机会

我们认为在部分积极因素的影响下，美国股票市场短期存在结构性机会，而在当前可能主要集中于工业和能源板块。

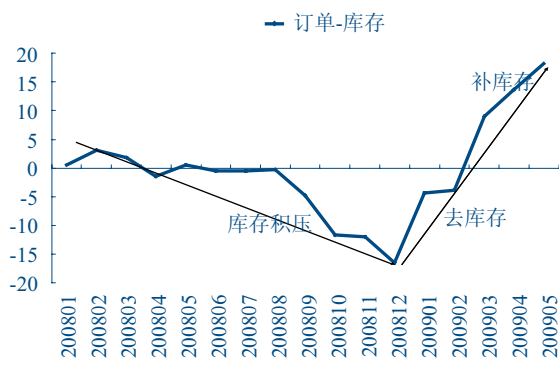
ISM 制造业分类指数在 08 年 12 月之后明显复苏，最显著的变化是订单的上升与库存的下降。我们看到 08 年 12 月之前，订单-库存指数下滑，反映了经济体订单迅速下滑、库存累积的状态；12 月之后订单与库存差开始反转，3 月份以后呈加速状态，制造业总体从去库存逐渐转向补库存的状态。从短期经济周期性波动的角度看，美国制造业补库存的状况可能为下半年股市的工业板块带来投资机会。

图 30：ISM 制造业分类指数,08 年 12 月之后明显恢复



资料来源：Thomson Reuters Datastream

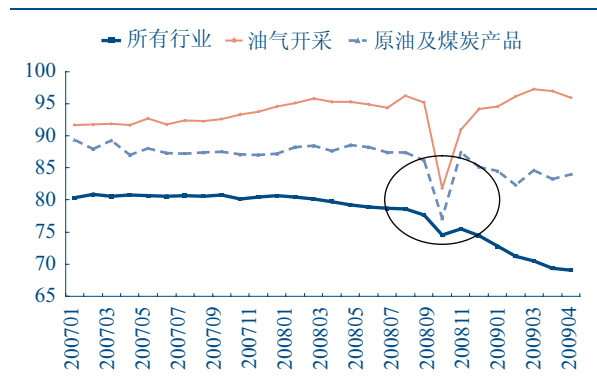
图 31：08 年 12 月后从前期“去库存”转向“补库存”



资料来源：Thomson Reuters Datastream

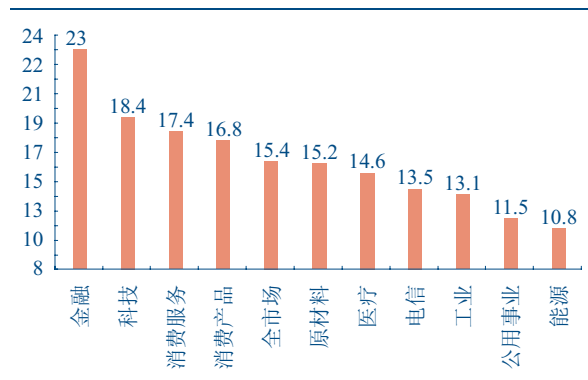
此外，我们看到与经济总体以及其他行业表现非常不同的是，在经历 08 年 9 月产能利用率的“向下跳空”后，美国各产业的平均产能利用率水平在 10 月稍微复苏后继续向下，而油气开采以及油气产品的产能利用率则在 10 月大幅反弹后继续走高，当前油气开采依然保持在 96%左右的水平，不仅是当前的高位，也是历史的最高位。我们认为，能源行业如此高水平的产能利用率将使得行业对需求变化的敏感性和价格弹性高于其他行业。

图 32: 美国油气开采以及产品行业产能利用率 08 年 9 月以后迅速反弹, 显著超过其他行业



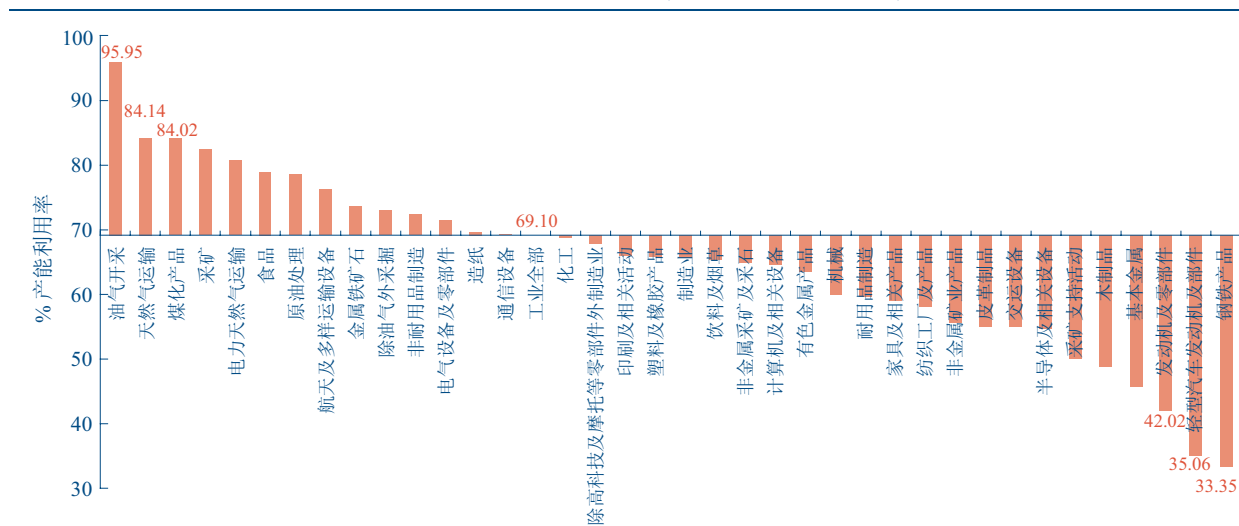
资料来源: Thomson Reuters Datastream

图 33: 标普 500 指数 1 级行业指数市盈率比较, 能源板块居末



资料来源: Bloomberg

图 34: 09 年 4 月美国分行业产能利用率-油气开采最高为 96%, 钢铁产品居末为 33%, 工业全部为 69%



资料来源: Thomson Reuters Datastream

2.2 全球流动性出口判断: 偏好新兴市场 and 大宗商品

2.2.1 利率周期达到底部, 低利率环境可能还需要维持半年

本轮流动性充裕根源于全球低利率环境与美欧央行实施的定量宽松政策, 因此未来考察流动性的变化, 美联储行为依然是最重要的风向标。从最新美联储的利率倾向来看, 伯纳克表达只要有抑制通胀的需求, 即使美联储资产负债表规模依旧庞大, 美联储也能够升息。不过, 我们认为从历史上几次利率周期加息规律来看, 加息的行为与实际通胀水平更为相关。以上轮周期为例, 04 年 6 月份美联储加息时已维持 12 个月的低利率, 单月 CPI 同比增速为 3.3%, 截至 09 年 4 月美国 CPI 仅为 -0.7%, 从这个角度看, 下半年依然维持低利率水平的可能性较大。

表 9：利率周期底部商品与通胀的表现分析

周期	降息周期开始年份	当时 FED 月均利率 %	降息至低点时间	当时 FED 月均利率 %	再次加息时间	维持低利率时间	低利率期间资产反弹幅度				
							CRB 综合指数	原油	基本金属	再次加息时 CPI	美元指数
1	1974 年 7 月	12.9	1977 年 1 月	4.6	1977 年 5 月	5 个月	11%	27%	16%	6.70%	-0.04%
2	1984 年 8 月	11.6	1986 年 9 月	5.9	1987 年 4 月	8 个月	7%	13%	16%	3.80%	-9.68%
3	1989 年 3 月	9.9	1992 年 12 月	2.9	1994 年 1 月	13 个月	12%	5%	-2%	2.50%	5.24%
4	2000 年 11 月	6.5	2003 年 7 月	1	2004 年 6 月	12 个月	21%	44%	51%	3.30%	-6.26%
5	2007 年 8 月	5.3	2008 年 12 月	0.25	?	?	30%	107%	43%	-0.7% (截至 09 年 4 月份)	-3.24%

资料来源：CEIC CRB 中信证券研究部

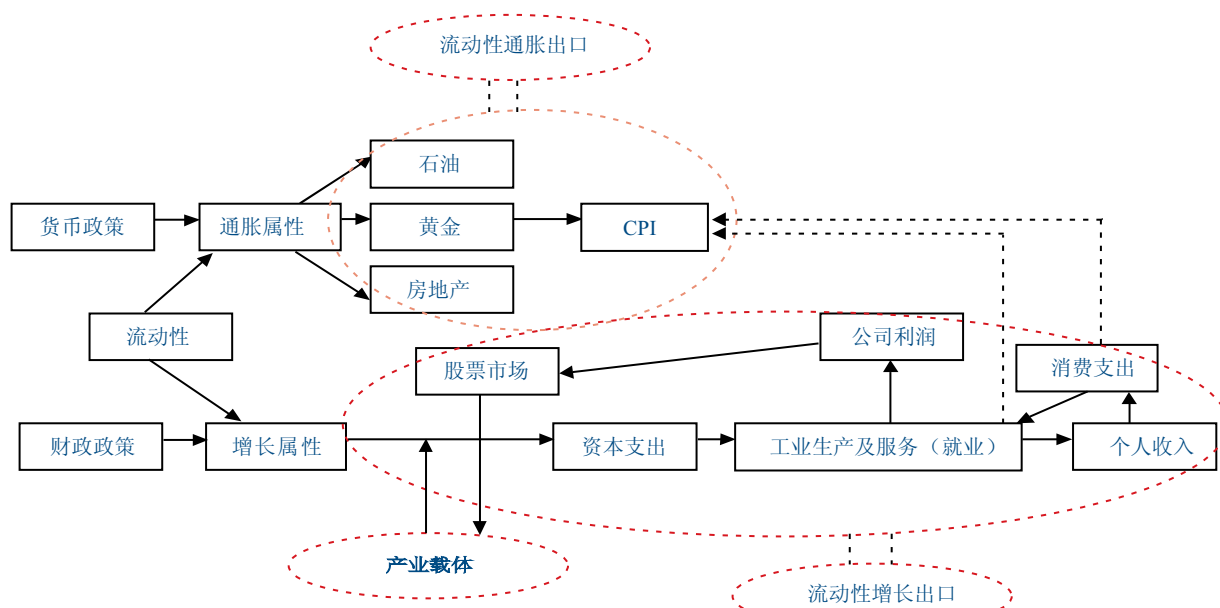
2.2.2 全球流动性出口判断

流动性出口的定义：在全球降息后导致流动性相对宽松，在一段时间内流动性将集中向某一种特定资产市场，导致资产价格发生较大幅度上涨，此即为流动性出口。

在低利率环境下,流动性寻找收益的诉求仍会持续。回顾美国历史上 6 次流动性释放,虽然历史背景不同,演变过程不同,但从政府政策实施到流动性释放的传递过程有其内在的逻辑关系。

流动性出口，从资产类别看，可分为债券、股票、商品、现金，未来资金偏好股票和商品，从经济属性看可分为流动性通胀属性出口和流动性增长属性出口两部分，下文主要研究本轮流动性的经济属性出口。经济政策如果没有新兴产业作为载体，则将作用于房地产和大宗商品交易，而大宗商品交易又可能作用于 CPI，从而形成流动性的通胀属性出口；而如果经济政策找到新兴产业作为载体，则将主要作用于资本支出，资本支出作用于工业生产及服务（就业），从而影响公司利润和个人收入。个人收入影响消费支出，消费支出反作用于工业生产及服务（就业）；而公司利润直接影响股票市场，则形成流动性的增长属性出口。由于工业生产及服务（就业）和消费支出又间接影响 CPI 指数，所以这两种属性有可能是相互融合的，但在不同的历史条件下，总会有某个属性的出口成为流动性释放的主要途径。政府经济政策到流动性出口形成的传递过程中的总体逻辑框架如图所示。

图 35：政府经济政策到流动性出口形成的传递过程中的逻辑框架分析



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

根据我们对美国流动性周期的计量,美国近 40 年历史上流动性可以分为 6 大周期。分别为:1、1975 年-1979 年;2、1982 年-1984 年;3、1987 年-1988 年;4、1991 年-1995 年;5、2002 年-2005 年;6、2007 年-2008 年。通过考察在上述 6 大周期中美元、通胀、房地产和资产价格的变化,我们发现:流动性出口在短期和中期有一定变动规律可寻。

流动性的短期出口: 流入高息货币资产和新兴市场,表征是美元下跌。

流动性的中期出口: 在产业结构升级的情况下,表现为经济增长。在产业结构停滞的情况下,只表现为大宗商品价格上涨。

表 10: 1975 年-2008 年流动性出口经验总结一览表

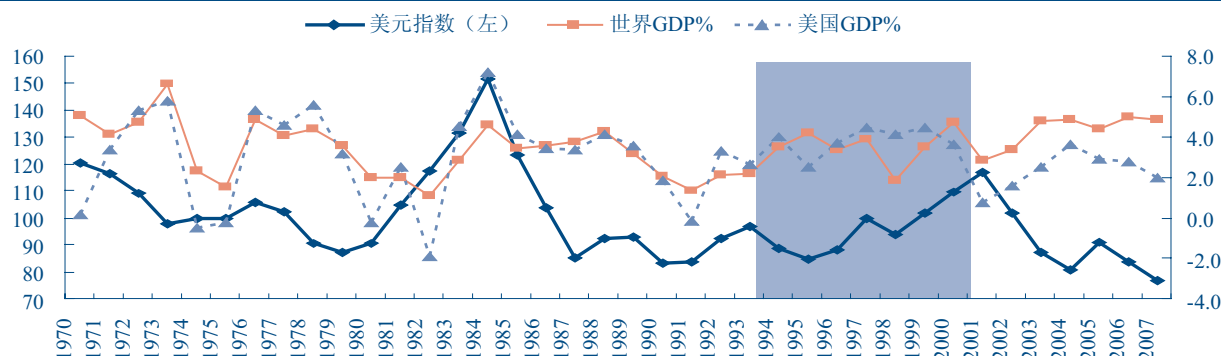
年份	流动性出口	原因分析
1975 年 7 月-1979 年 3 月	通胀属性出口: 1) 黄金上涨 46.55%。 2) 石油上涨 48.48%。 3) 地产上涨 58.12%。	1) 1975 年-1979 年卡特政府时,美国经济的主要支柱产业依然是钢铁、汽车和重化工,没有新的产业兴起。 2) “一揽子刺激经济计划”对经济复苏和增加就业起到一定作用,但由于缺乏新兴产业载体,大量流动性集中涌向了大宗商品市场,导致 1980 年经济滞胀。
1982 年 10 月-1984 年 4 月	增长属性出口: 1) GDP 增速上涨 8%。 2) 道指上涨 30.63%。	1) 电子、计算机、自动化处理设备行业的高速发展成为了大量流动性释放的载体。 2) 里根政府的星球大战计划,促进了航空航天的发展,也对流动性释放起到了良好的吸收作用。 3) 新型产业起到了良好的载体作用,从而促进了流动性释放和经济增长的良性循环。
1987 年 2 月-1988 年 2 月	通胀属性出口: 1) 黄金上涨 10.21%。 2) 地产上涨 16.49%。	1) 老布什政府执政期间,国民经济支柱产业侧重放地产业和军工产业,没有新兴产业的兴起和发展。 2) 美国当时撤销了较多金融管制,扩大商业房地产融资和消费信贷业务,同时这个时期是住房供给彻底市场化的一个过程,低利率政策引发了房地产业过度繁荣直接导致了储蓄信贷危机。 3) 由于没有新兴产业作为流动性释放的载体,流动性释放的最终出口表现为通货膨胀。当房地产泡沫破灭后,爆发了自 1929 年大萧条之后最严重的美国银行业与储贷业危机 (S&L)。
1991 年 5 月-1995 年 1 月	增长属性出口: 1) GDP 增速上涨 4.3%。 2) 道指上涨 27%。	1) 克林顿政府期间,在电子计算机、生物制药、航空航天等领域出现了结构调整,新兴产业和技术的高速发展起到了吸引流动性释放的良好载体作用。 2) 信息技术,特别是互联网技术的广泛应用加速了生产和流通过程,减少了产品过剩,流动性释放和经济高速增长形成良性循环。
2002 年 1 月-2005 年 8 月	通胀属性出口: 1) 黄金上涨 55.6%。 2) 石油上涨 253.9%。 3) 地产上涨 28.3%	1) 美国在 2002 年后,产业结构升级有一次到达顶点,短期内没有新的上升途径。 2) 小布什政府的政策和老布什政府政策如出一辙,其经济的影响结果也相同,美联储大量释放的流动性集中涌入了大宗商品和房地产市场。
2007 年 1 月-2008 年 2 月	通胀属性出口: 1) 黄金上涨 46.1%。 2) 石油上涨 75.2%。	与前期同样原因。

资料来源: 中信证券研究部

对 2009 年流动性出口的推测: 目前美国再次处于流动性大量释放的周期中,从历史经验来看,由于美国产业结构升级短期内仍然不能依靠,所以此次流动性的大量投放反而会引起资金转战高息货币和新兴市场,这正是前期非美货币和新兴市场股票反弹较大的原因。从中期看,这依赖于美国产业结构升级的速度。如果美国能够迅速找到新的产业结构升级“点”,那么流动性在中期内则可能推动美国经济和全球经济恢复增长。反之,中期内大宗商品价格大幅反弹的局面将会出现。

下半年美元指数仍趋于下跌。 经济复苏需要本位货币保持宽松状态,除非新产业能引导经济增长方式转型。本位货币的稳定性往往面临“特里芬”两难选择,即:一方面,随着世界经济的发展,其它各国持有的国际货币增加,要求美国通过国际收支逆差来实现,这就必然会带来该货币的贬值;另一方面,作为国际货币又必须要求货币币值比较稳定,而不能持续逆差。美元对于世界经济的作用可简单概括为:美元涨,世界经济收缩;美元跌,货币发行加大,世界经济进入扩张。1970 年以来的历史经验大都符合这一规律,唯有 1994-2001 年是例外,期间世界经济增长加快,美元也呈上涨态势,究其原因是当时科技进步带来的劳动生产率提高使得美元与世界经济同向运行。

图 36: 美元走势与美国经济及世界经济的关系



资料来源: CEIC,《世界经济周期研究数据库》, 中信证券研究部

短期仍看不到新兴产业崛起带领全球经济转型。此轮经济新兴产业的希望在于新能源。不过, 其目前规模仍不足以带动经济转型。奥巴马政府能源政策计划未来 10 年内向鼓励私人部门建立未来清洁能源领域战略性投资 1500 亿美元, 由此帮助提供 500 万个新的就业机会。由于以新能源为核心的主导产业群上游技术瓶颈仍存在, 这决定新能源行业的发展仍处初始阶段, 就其经济规模而言, 也难以短期带领经济转型。

反观 1970 年代后期到 80 年代中期, 信息技术产业在美国 GDP 的份额一直在 4%-5% 之间徘徊, 但此后稳步上升。1985-1990 年, 信息技术产业占经济的份额提高了 1.2 个百分点, 达到 6.1%, 90 年代后由于互联网的商业化, 该份额再次上升, 1998 年达到 8.2%, 2000 年进一步上升至 9.5%。在 20 世纪 90 年代之后, 信息技术产业在经济中所占份额比过去美国经济的三大支柱产业（钢铁、汽车和建筑业）加在一起的份额还要大。

根据美国经济分析局 (BEA) 计算出的信息技术产业对美国实际经济增长的贡献率, 我们看到 1992-1999 年间, 信息技术对经济增长的平均年贡献率超过 25%。此外, 90 年代以后, 信息技术产业在上升期和下降期的波动幅度均超过了重工业和轻工业的幅度。上述过程均说明信息技术已经取代了传统的支柱产业而上升成为美国经济过去 20 年中新的主导产业。

表 11: 美国信息技术对 GDP 贡献在 1990-1998 年迅速提升

产出	1948-1973		1973-1990		1990-1995		1995-1998	
	增长率	占比	增长率	占比	增长率	占比	增长率	占比
GDP	3.99	100%	2.86	100%	2.36	100%	4.08	100%
信息技术的贡献	0.2	5.01%	0.46	16.08%	0.57	24.15%	1.18	28.92%
计算机	0.04	1.00%	0.16	5.59%	0.18	7.63%	0.36	8.82%
软件	0.02	0.50%	0.09	3.15%	0.15	6.36%	0.39	9.56%
通讯设备	0.08	2.01%	0.1	3.50%	0.1	4.24%	0.17	4.17%
信息技术服务	0.06	1.50%	0.1	3.50%	0.15	6.36%	0.25	6.13%
非信息技术服务的贡献	3.79	94.99%	2.4	83.92%	1.79	75.85%	2.91	71.32%
非信息技术投资	0.06	1.50%	0.34	11.89%	0.23	9.75%	0.83	20.34%
非信息技术消费	2.73	68.42%	2.06	72.03%	1.56	66.10%	2.08	50.98%
投入								
国民收入	3.07	100%	2.61	100%	2.13	100%	3.33	100%
信息技术资本服务的贡献	0.16	5.21%	0.4	15.33%	0.48	22.54%	0.99	29.73%
计算机	0.04	1.30%	0.2	7.66%	0.22	10.33%	0.55	16.52%
软件	0.02	0.65%	0.08	3.07%	0.16	7.51%	0.29	8.71%
通讯设备	0.1	3.26%	0.12	4.60%	0.1	4.69%	0.14	4.20%
非信息技术资本服务的贡献	1.77	57.65%	1.05	40.23%	0.61	28.64%	1.07	32.13%
劳动服务的贡献	1.13	36.81%	1.16	44.44%	1.03	48.36%	1.27	38.14%
全要素生产率	0.92	23.06%	0.25	8.74%	0.24	10.17%	0.75	18.38%

资料来源: 美国经济分析局 BEA, 中信证券研究部

未来影响美元以及全球流动性的几大问题中，中国对美元及美国国债的看法将成为重要影响因素。

表 12：下半年全球汇率波动的六大问题

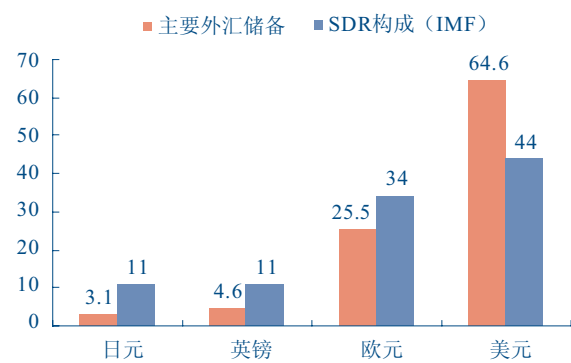
项目	问题	状态
1	中国对美元及美国国债的看法	中国倾向保持对美元币值稳定，这就意味着亚洲其他出口国的货币汇率上行空间也将有限。中国也不太可能过多地讨论美元是否已丧失全球储备货币地位的话题，因为这也将对自身外汇储备状况不利。
2	财政担忧	包括美国政府在內的一些国家政府此前曾以对危机作出迅速有力反应而大受赞扬，然而目前却因为资产负债表中负债项目不断增加而饱受批评。
3	通货膨胀	市场开始认真讨论起美国等国家可能面临恶性通货膨胀风险，担心这些国家在经济仍持续疲弱的时候，物价却出现上扬。
4	欧洲央行货币态度	如果欧洲央行在定量宽松政策方面没有动作的话（出现这种情况的可能性似乎比较大），那么预计下半年欧元还会走高。
5	亚洲各央行及他们是否会因美元近期跌势而重新扩大外汇储备	亚洲各央行一般对本国货币汇率设置上限，乐于将本国货币维持相对疲弱状态以支持贸易发展。
6	大宗商品	随著金属及原油价格的大幅飙升，澳元和加元等商品货币获得买盘支撑。但大宗商品价格涨势已超过实际需求的增长，市场走势再度为流动性所左右。

资料来源：中信证券研究部

上半年美联储经过政策“试水”以发行货币的方式来拯救经济，但国债利率上升，美元疾速下跌的结果并不是美国财政部和美联储希望看到的，下半年其货币政策的执行必然考虑到多方面因素，我们认为下半年中美的合作博弈将是影响美元走势和全球资金流动的重要因素。

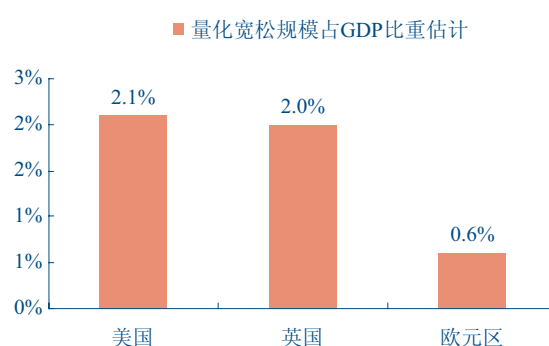
美元贬值导致各国所持美元外汇资产缩水的风险也不断增加，最近亚洲国家一致力挺美元只是处于对本国外汇储备的担忧，而经历了这次金融危机的洗礼后，各国外汇储备多元化之路终将是顺势而为。从目前全球外汇储备的格局来看，64.6%是美元，而在 SDR 一揽子货币中仅占 44%的比重，各国央行外汇储备多元化趋势必将降低美元需求。

图 37：当前全球外汇储备以及 SDR 构成状况



资料来源：IMF，中信证券研究部

图 38：主要央行量化宽松规模估算



资料来源：CEIC，中信证券研究部

下半年看，人民币区域化的趋势依然能够延续。在此过程中，一方面连续增加对人民币的需求，另一方面，人民币将逐渐成为国际化的货币面临长期升值潜力，这将吸引资金流入。

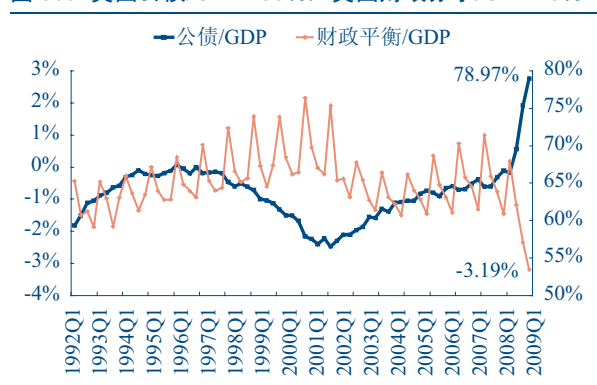
表 13：2008 年以来中国对人民币区域化的相关政策

事件	时间	具体政策与举动
1	2008 年 11 月 10 日	中国人民银行就落实适度宽松的货币政策召开行长办公会，提出“探索在出口信贷中提供人民币中长期融资”。
2	2008 年 12 月 8 日	国务院发布关于当前金融促进经济发展的若干意见，“允许金融机构开办人民币出口买方信贷业务”；“研究境外机构和企业在境内发行人民币债券，允许在内地有较多业务的香港企业或金融机构在港发行人民币债券”；“支持香港人民币业务发展，扩大人民币在周边贸易中的计价结算规模，降低对外经济活动的汇率风险”。
3	2008 年 12 月 24 日	国务院常务会议研究部署搞活流通扩大消费和保持对外贸易稳定增长的政策措施，提出“对广东和长江三角洲地区与港澳地区、广西和云南与东盟的货物贸易进行人民币结算试点”。
4	2008 年 12 月 12 日	中韩签订规模为 1800 亿元人民币/38 万亿韩元的双边货币互换协议。
5	2009 年 1 月 20 日	与香港签订的双边货币互换协议规模为 2000 亿元人民币/2270 亿港元。
6	2009 年 2 月 8 日	中马签订的互换协议规模为 800 亿元人民币/400 亿林吉特。
7	2009 年 3 月 23 日	央行行长发文<关于改革国际货币体系的思考>，提出建立超级主权货币。
8	2009 年 3 月 27 日	国务院副总理王岐山在英国《泰晤士报》发文，中方支持增加 IMF 的财政资源。

资料来源：央行，中信证券研究部

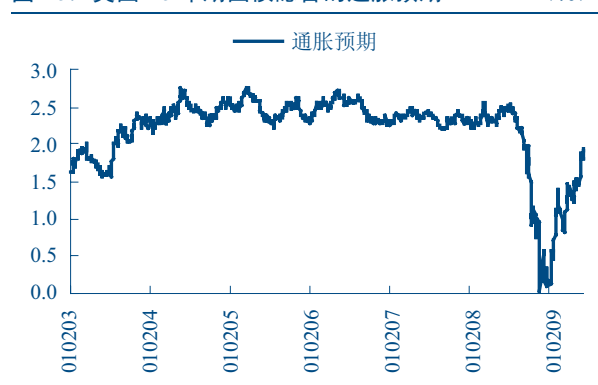
目前美债利率的走势并不是美联储的定量宽松政策实施想得到的结果，从中美关系的博弈来看，中国依然将购买美债，美联储可能不必过分依赖定量宽松政策，下半年美元指数可能以震荡下跌形式出现。

图 39：美国公债/GDP>80%，美国财政赤字/GDP>3%



资料来源：Datastream，中信证券研究部

图 40：美国 10 年期国债隐含的通胀预期 (%)



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

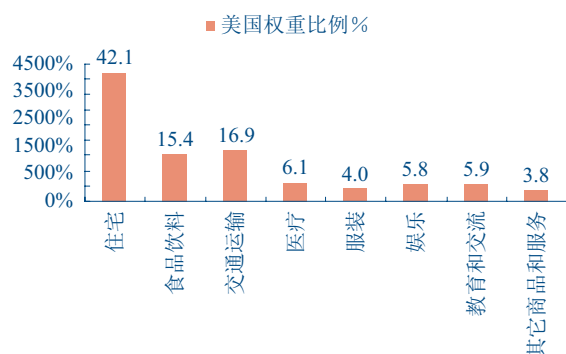
2.3 全球流动性将引发温和通胀

当前，有些观点认为鉴于目前的资产价格大幅反弹，有可能会导导致美联储在下半年采取偏紧的货币的政策，我们认为这种观点有失偏颇，因为资产价格上涨和通胀水平上升幅度是有分别的。

2.3.1 资产价格反弹与通胀水平反弹的差别

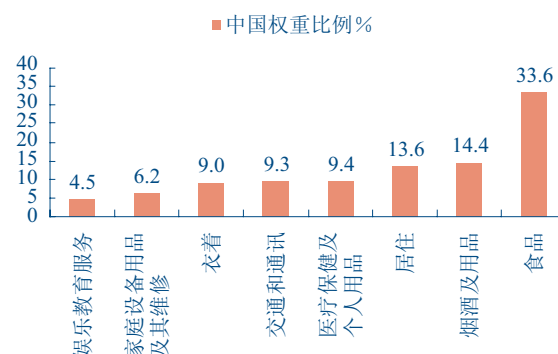
当前的资产价格上涨主要表现为大宗商品价格上涨，其中又以原油和铜的反弹最为可观，但是这类商品的反弹传导到 CPI 上是比较滞后的，多数只是间接影响。从美国 CPI 的构成看第一大权重为住房价格和房租价格，约占 42.1% 的比例，后期若美国房地产价格大幅反弹才是对通胀水平影响最大的因素。从中国的 CPI 构成看，第一大权重是食品，占比 33.6%，未来对国内通胀水平比较关键的因素是农产品价格的上涨。

图 41：美国 CPI 权重比例



资料来源：美国劳工部网站，中信证券研究部

图 42：中国 CPI 权重比例

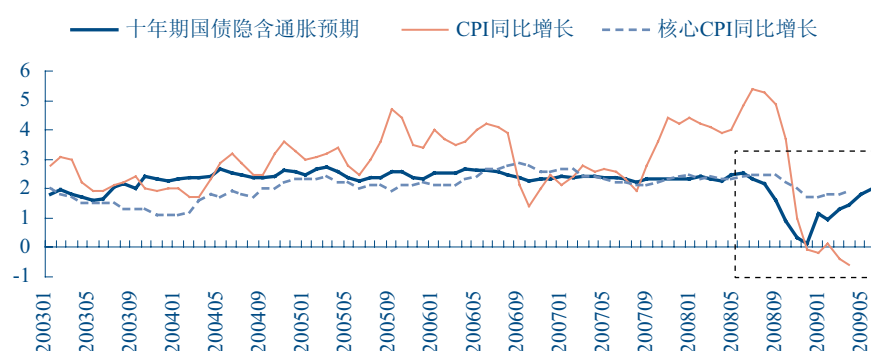


资料来源：wind，中信证券研究部

2.3.2 通胀预期与实际通胀的差别

从美联储控制通胀的过程，通常会通过联储会议决议设定一个非正式的通胀目标，今年 2 月初会议声明来看，2% 被作为比较理想的通胀目标，但在进一期的声明中，地方联储已有观点认为长期比较合理的通胀目标在 2-3% 左右。从通胀预期来看，目前从国债收益率反映的隐含通胀从年初 1.14% 水平反弹到 1.96%，这增加投资者对下半年通胀快速上升的担忧，不过我们认为值得注意的是通胀预期与实际通胀水平之间还是存在较大差异的，以 4 月份数据比较为例，隐含通胀上升到 1.47%，但实际通胀水平仍下滑到 -0.7% 水平，美联储根据实际的通胀水平来控制通胀，而非通胀预期。

图 43：美国国债隐含通胀预期与实际预期的关系



资料来源：wind，EDB，中信证券研究部

我们对美国和中国通胀水平的判断基于以下三项基础：

- （1）失业率上升造成的需求下行压力将推动工资和价格水平下行；
- （2）美国居民长期通胀预期依然低于其平均值，储蓄率上升证明他们依然保持谨慎；

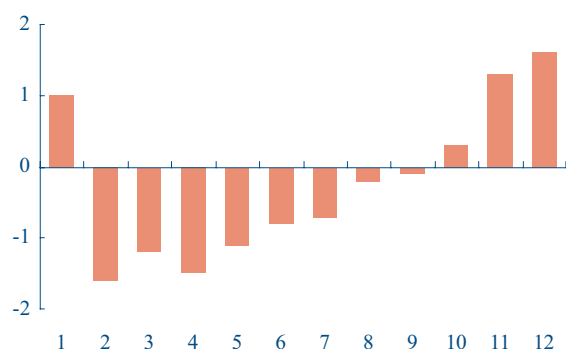
（3）未来几年发达国家的经济仍将低于其潜在增长水平，表明价格压力趋弱。中信证券宏观组预计美国 2009 年 4 季度之前 CPI 通胀将继续保持在负值水平，预计到年底时其将继续保持在 2-2.5% 的水平附近。

对国内的通胀水平，我们认为 2009 年第三季度通货紧缩可能已是尾声，物价水平在第二或第三季度将触底，第四季度，物价水平都将出现明显的正增长。作此判断的原因有两个：

- （1）食品价格进入回升周期；
- （2）大宗商品价格将继续回升，输入性通缩将逆转。

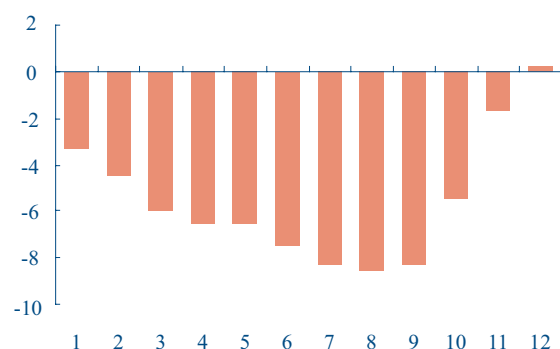
此外，总需求回升也将在一定程度上提振价格水平。

图 44: 2009 年各月 CPI 预测 (%)



资料来源: 中信证券宏观研究组, 中信证券研究部

图 45: 2009 年各月 PPI 预测 (%)



资料来源: 中信证券宏观研究组, 中信证券研究部

2.4 全球流动性影响 A 股的两个途径

全球流动性影响中国资产的途径有两个:

一是, 资金进入香港市场, 这是近期香港市场强劲攀升的主要动力, 香港市场上涨将推动 A 股市场估值体系进一步提升, 目前 A 股市场市值规模最大, 估值最低的金融股 (银行股 09 年估值 12-14 倍) 与 H 股股份的相对溢价仅为 7.7%, 全球资金流动将通过 H 股的金融股传导到国内市场;

二是, 资金进入商品市场, 受价格上涨预期, A 股相关上市公司投资价值提升。

表 14: 主要 AH 股对价表

名称	A 股代码	最新	H 股代码	最新	A 股/H 股
中国平安	601318.SH	45.1	2318.HK	59.05	0.87
中国人寿	601628.SH	25.39	2628.HK	30.15	0.96
工商银行	601398.SH	4.69	1398.HK	5.22	1.02
建设银行	601939.SH	5.18	0939.HK	5.62	1.05
中国神华	601088.SH	26.24	1088.HK	27.2	1.09
交通银行	601328.SH	8.09	3328.HK	7.89	1.16
中国银行	601988.SH	3.93	3988.HK	3.72	1.2
中信银行	601998.SH	5.43	0998.HK	4.95	1.24
招商银行	600036.SH	19.66	3968.HK	17.38	1.28
中煤能源	601898.SH	11.46	1898.HK	9.94	1.31
中国远洋	601919.SH	12.96	1919.HK	10.28	1.43
紫金矿业	601899.SH	9.33	2899.HK	7.22	1.47
中国铝业	601600.SH	12.19	2600.HK	8.69	1.59
中国石油	601857.SH	13.89	0857.HK	9.3	1.69
中国石化	600028.SH	10	0386.HK	5.88	1.93

资料来源: wind, 中信证券研究部

三、中国经济的“U”复苏与流动性判断

3.1 中国经济已进入“U”形回升阶段

根据中信证券宏观研究，中国经济已进入“U”形回升阶段，经济增速将逐季提高。

投资：内需导向的投资将保持快速增长，近期私人投资已经出现跟进迹象，这是经济恢复活力的表现，也是投资得以持续增长的基础。

出口：形势依然严峻，但是最坏的时刻已经过去，未来出口降幅有望继续收窄。目前主要发达国家的经济景气指标出现止跌回稳迹象，OECD 领先指数也止跌回升。

消费：短期还会受到一定的抑制，但长期来看中国经济已经进入提升消费率的阶段，未来增长潜力巨大。此外，物价水平将在第二或第三季度将触底，第四季度，物价水平将出现明显的正增长。

总体来看，未来三个季度经济增速将逐季回升，主要动力如下：第二季度主要为去库存基本结束和基础建设投资；第三季度主要为房地产投资恢复；第四季度主要为出口增速上升和消费逐步回升。

表 15：中信证券宏观经济预测

(%)

	2007	2008	2009F	2010F
GDP	13.0	9.0	8.2	9.0
CPI	4.8	5.9	-0.4	1.8
PPI	3.1	6.9	-5.7	2.4
全社会固定资产投资	24.8	25.5	25.7	19.5
社会消费品零售	16.8	21.6	15.1	15.5
出口	25.6	17.2	-15.0	10.5
进口	20.6	18.5	-14.3	11.1
利率（1 年期存款）	4.14	2.52	2.25	2.25
汇率（RMB/USD）	7.31	6.83	6.83	6.83

	20091Q	20092Q	20093Q	20094Q	20101Q	20102Q	20103Q	20104Q
GDP	6.1	7.0	8.9	9.9	9.4	8.6	8.8	9.3
CPI	-0.7	-1.4	-0.4	1.0	1.4	1.7	2.1	1.8

资料来源：中信证券研究部

3.2 关注经济复苏过程中的结构问题

在明确宏观经济背景之后，我们将重点关注经济复苏过程中的结构问题，即房地产、银行和石化三个行业。房地产是国民经济能否顺利复苏的关键，是启动内需过程中的主导产业。而银行和石化行业则是 A 股市场权重最大的两个板块，其基本面变化与 A 股市场走势密切相关。

3.2.1 房地产是我们关注的焦点

（1）房地产开发投资将稳步回升

对于地产行业基本面的判断，我们的观点较为乐观。我们认为，2009 年下半年热销情况不会发生大幅逆转，改善性和投资性需求将会逐步释放出来。

银根宽松，开发企业投资谨慎，销售回款迅速这三个因素使得当前开发企业的资金面相当充裕。2009 年 4 月当月，房地产开发投资资金来源小计增速达到 23.0%，而来自国内贷款的开发投资则同比大幅增长 31.4%，接近 2007 年高峰时的水平。从开发企业自身的运行来看，2008 年下半年以来企业控制投资和 2009 年 2 月份以来行业热销已经使得房地产企业的现金状况大为好转。

在资金投向方面，房地产开发企业加大投资有三个不同的途径，分别是（1）加大在建项目投资强度；（2）加大新开工面积；（3）新增土地储备。开发企业作为一个整体，在市场回暖之初，受到熊市思维的影响，不会大举拿地，也不会增加新开工项目，而是会加大对现有项目的投入，这与最新公布的 5 月房地产开发投资数据也是相吻合的，以期使更多项目能达到预售。

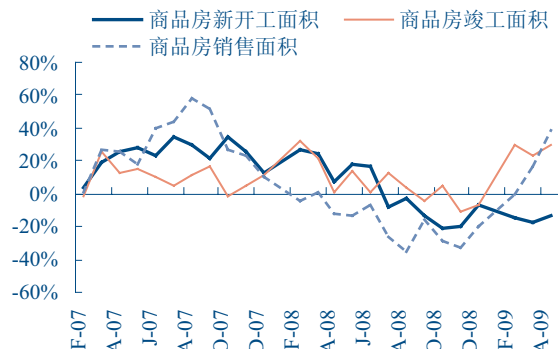
我们认为，全年房地产开发投资增速将达到 9.39%，比去年回落 11.58 个百分点，但比 1-4 月份累计增速提高 4.53 个百分点。

表 16：2009 年房地产开发投资增速预测

1	假设建安安装投资品价格同比变动	0.00%
2	价格因素对开发投资增速影响(假设 1*建安投资占开发投资比重估计(69%))	0.00%
3	假设投资强度同比变动（经推算一季度为 9.58%）	9.00%
4	投资强度对开发投资增速影响	6.21%
5	2009 年施工面积同比增长（前 4 月为 12.4%，新开工呈现上升趋势）	13.00%
6	施工面积变动对开发投资增速影响	6.93%
7	房屋建设带动房地产开发投资	13.57%
8	土地开发带动房地产开发投资（前 4 月土地开发面积同比下降 12.2%，假设全年下降 10%，土地开发占房地产开发投资比重约 5%）	-0.50%
9	土地购置费拉动房地产开发投资（前 4 月土地购置同比下降 28.6%，假设全年下降 20%，土地购置费占开发投资约 16%）	-3.20%
10	由于其他因素引起的（难以估计，假设为 0）	0.00%
11	全年房地产开发投资增速	9.39%

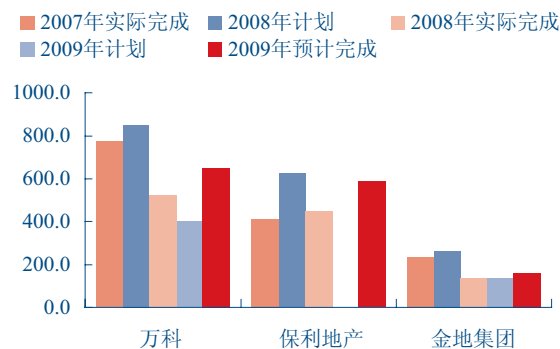
资料来源：中信证券研究部

图 46：商品房新开工、销售和竣工面积单月增速



资料来源：CEI 整理，中信证券研究部

图 47：大公司今年新开工计划预测



资料来源：CEI 整理

（2）房地产投资回升对国民经济拉动巨大

为什么说房地产是国民经济的主导产业？居民买房到底计入投资还是消费？房地产在国民经济中的占比到底有多大？为了回答这些问题，我们首先要了解一下房地产相关的统计口径和计量方法。

居民买房计入投资，房租计入消费。住房之所以被计入投资而非消费，这主要是遵循国际惯例，按照联合国 1993 年版国民核算体系（SNA）的规定，房地产开发投资形成的房地产，在支出法 GDP 核算中归入固定资本形成。也就是说，不仅企业购置的厂房是固定资本，居民个人购买的住宅，尽管是由个人居住和享用，但其本身并没有被划为消费品。联合国 1993 年版国民核算体系（SNA）在有关最终消费的规定中特别指出，

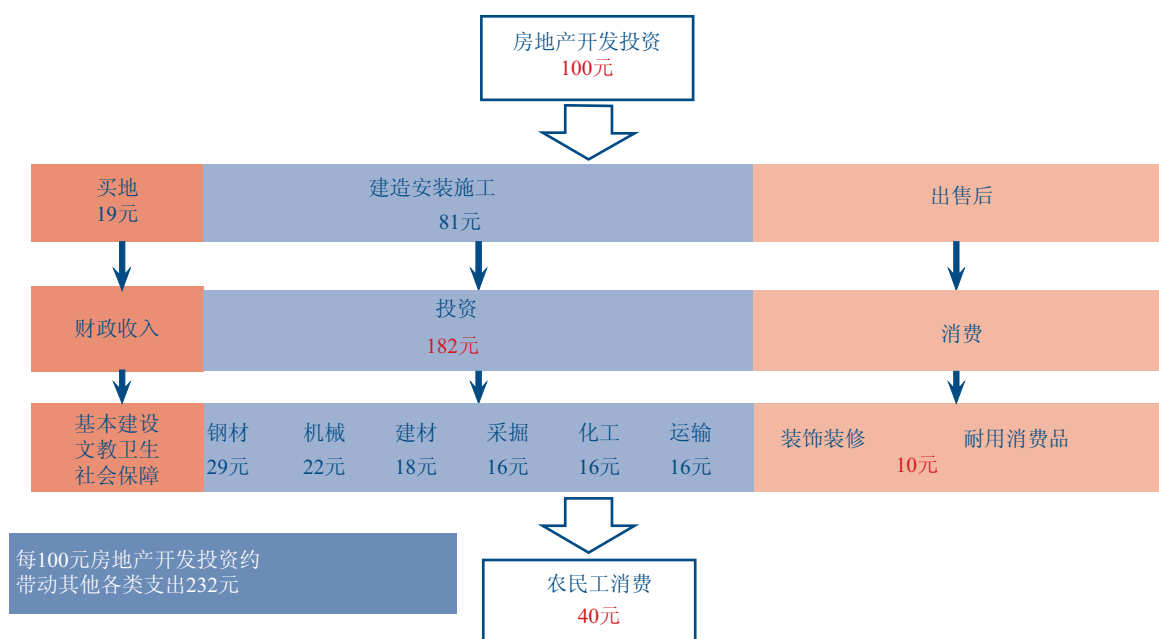
“最终消费支出是指由住户承担的消费品或消费服务的支出，但不包括作为固定资产的住宅支出。居民在住宅上的支出是固定资本形成总额的一部分”。

施工建房活动计入建筑业，而非房地产业。在行业统计方面，将房地产业归入服务业，不包括物质生产过程。房地产开发中涉及到建筑活动的划归建筑业范围。

房地产业与一般的服务业不同，它与物质生产过程密不可分。尤其是在我国当前，房地产业仍处在繁荣的开发建设期，房地产活动以开发投资为主，而房地产经营服务市场处于初级阶段，不活跃也不规范，若将建房施工过程排斥在外，不仅与我国涉及面广和规模大的房地产开发建设局面以及由此带来的经济增长量不相符，也无法正确地认识房地产业所发挥的作用。所以下面我们将从多个方面综合分析房地产对经济的拉动作用。

房地产拉动的增加值在 GDP 中占比超 10%，增量贡献率逾 13%。房地产对国民经济投资和消费两方面的影响都是巨大的。我们可以从买地、建造安装施工和出售后三个阶段来看，每 100 元房地产需求会直接或间接带动其他行业 232 元的需求，再加上房地产自身的需求，会影响 332 元的总产出。

图 48：每 100 元房地产开发投资约带动其他各类支出 232 元



资料来源：中国统计年鉴，国家统计局综合司课题组，中信证券研究部

首先，房地产开发投资中的土地购置费用大约占了 19%，土地购置费用会增加地方政府财政收入，从而投入到基本建设、文教卫生和社会保障等领域，产生一系列后续拉动作用。以 2007 年为例，房地产开发企业向地方财政交土地出让金 1.3 万亿元，当年地方财政总收入 2.27 万亿元，土地出让金占地方财政收入 57.2%。

其次，在房屋的建筑安装过程中，主要拉动相关投资品支出，我们用最新的 2005 年投入产出表计算，大约每 100 元的房地产需求（或建筑业产出）可以拉动 36 元的金属产品（钢铁）需求、27 元的机械设备制造需求、23 元的建材（水泥等）需求、20 元的采掘业（煤炭）需求、20 元的化工行业需求和 19 元的交通运输业需求。

建设房屋还会带动对建筑装饰用品和耐用消费品的消费，典型调查表明，通常住房装修支出至少占购房支出的 1/10。此外，投资房地产将增加就业岗位，带动建筑工人特别是农民工的日常消费。通常投资 100 元

可增加消费约 40 元，若投资房地产，由于建筑队伍的主体农民工的消费倾向更高，估计增加的消费支出可能还要高些。

综合以上计算房地产对国民经济的拉动作用。我们以房地产开发投资扣除土地购置费后的数值为基础计算其对 GDP 增长的直接贡献率；由 2005 年投入产出表计算房地产开发投资对关联产业带动相应，得到其对 GDP 增长的间接贡献率；再由上文计算的各类消费拉动计算出引致消费贡献率（增加值率为 33%）。从下表可以看到，房地产开发投资增量对 GDP 增量部分的总贡献率达到 13% 左右，房地产拉动全部增加值在 GDP 中的占比也超过了 10%。

表 17：2005 年以来房地产开发投资增量对 GDP 增量的贡献率及房地产投资在 GDP 中的占比

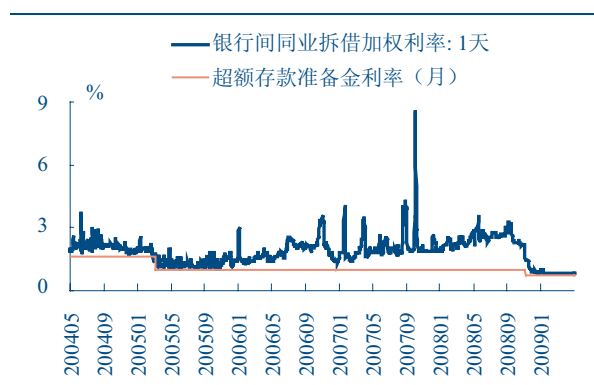
	直接贡献率	间接贡献率	引致消费贡献率	总贡献率	房地产开发投资扣除土地购置后在 GDP 中占比	房地产开发及相关拉动在 GDP 中占比
2005	10.4%	7.7%	2.1%	13.2%	7.1%	9.0%
2006	10.8%	8.0%	2.2%	13.7%	7.6%	9.7%
2007	9.5%	7.0%	1.9%	12.1%	7.9%	10.1%
2008	10.1%	7.4%	2.1%	12.8%	8.2%	10.5%

资料来源：中国统计年鉴，国家发改委投资所房地产研究中心，中信证券研究部

3.2.2 巨量贷款和息差回升提升银行业绩

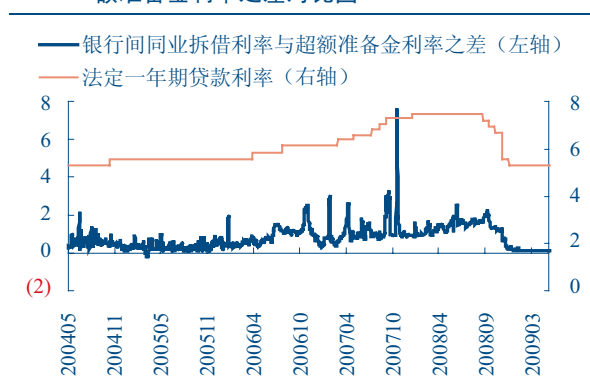
09 年预计新增贷款为 7-8 万亿，大大超出了市场的预期。经济复苏推动信贷结构改善，资金市场收益率企稳息差，温和通胀利好资产价格。由于前期基建类投资启动带动配套企业的投资需求恢复，以及银行为确保收入增长主动进行资产负债结构调整，预计信贷结构将继续优化。伴随资产负债重定价的完成以及资金市场收益率开始企稳，预计净息差将在二、三季度陆续见底。历史上银行间同业拆借利率与超额存款准备金利率之差在 2005 年 3 月曾达到 -0.23%，不过这种同业拆借利率低于超额准备金利率的时期仅维持了 1 个星期，之后迅速反弹；目前，两者之差已接近历史最低位。另外，1 年期、5 年期及 10 年期国债收益率也达到了 0.95%、2.37% 以及 3.04% 的历史低位。

图 49：超额准备金利率与银行间隔夜拆借利率对比图



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 50：法定一年期贷款利率，银行间同业拆借利率与超额准备金利率之差对比图



资料来源：Wind，中信证券研究部

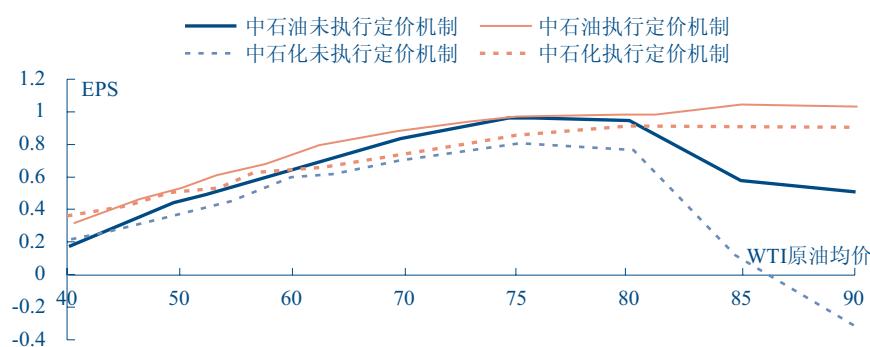
与此同时，流动性往往促升资产价格，进而使得银行抵押物价值提升，促使银行信贷扩张及利润增长。09 年预计新增贷款为 7-8 万亿，大大超出了市场的预期。高信贷确保全年收入增长，信用成本正面贡献 09 年利润。贷款持续计息确保全年收入增长，过去半年高达 6.3 万亿的贷款投放将对今明两年利息收入产生持续贡献。08 年 4 季度各银行加大拨备计提，行业平均的信贷成本高达 0.86%；09 年各银行资产质量仍在可控范围内，信贷成本将正面贡献利润增长。

3.2.3 油价上升提升石油企业利润

石化行业景气将在二季度出现明显反弹。09 年一季度以来，石化行业在经历了 08 年 4 季度的低谷后，产品价格开始反弹，炼厂开工率及炼油毛利双升，主要油气上市公司股价也随之上涨，国内石化行业已经开始复苏。虽然原油价格上涨的背后有金融等非基本面因素影响，但在全球经济预期向好的背景下，油价长期上行的趋势是确定的。

中信证券的石化研究小组对中国石油与中国石化做了业绩敏感性测试。由于价格管制，石油行业在 08 年并没有充分享有高油价的收益。在执行新的成品油定价机制，油价上升至 60 美元以后，对中国石油的业绩敏感度增强，成品油价格调整给公司带来的正效应开始增加，特别是在 80 美元的油价上，两大石油公司业绩进入最佳区间。

图 51：中国石油与中国石化 EPS 对油价的敏感性测算



资料来源：中信证券石化研究组，中信证券研究部

表 18：中国石油业绩对油价的敏感性分析

WTI 原油期货均价(美元/桶)			40	50	60	70	75	80	85	90
中国石油	原油实现价格（美元/桶）		35	45	53	63	68	73	78	83
	税后利润（亿元）	未执行机制	331	845	1178	1532	1767	1720	1083	921
		执行定价机制	539	1007	1340	1649	1793	1768	1885	1881
	业绩判断（元/股）	未执行机制	0.18	0.46	0.64	0.84	0.97	0.94	0.59	0.50
		执行定价机制	0.29	0.55	0.73	0.90	0.98	0.97	1.03	1.03
中国石化	原油实现价格（美元/桶）		35	45	50	60	65	70	75	80
	税后利润（亿元）	未执行机制	184	343	520	610	697	657	53	-265
		执行定价机制	304	441	554	644	731	783	771	776
	业绩判断（元/股）	未执行机制	0.21	0.40	0.60	0.70	0.80	0.76	0.06	-0.31
		执行定价机制	0.35	0.51	0.64	0.74	0.84	0.90	0.89	0.89

资料来源：中信证券石化研究组，中信证券研究部

注：在政府执行新的定价机制后，假设中石油炼油业务的净利润维持在 100-150 元/吨的水平，对应的炼油毛利在 6-8 美元/桶之间

3.3 中国经济的持续增长：城市化及其主导产业

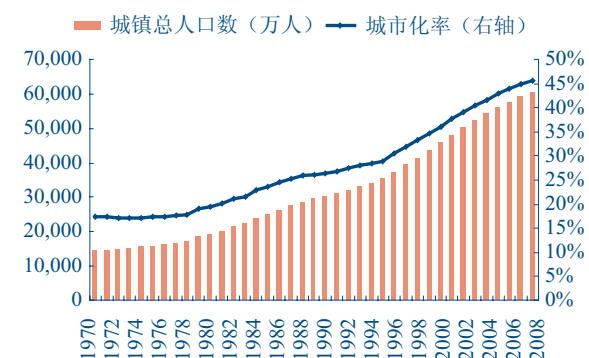
此次全球性的金融危机，既给中国带来了挑战，同时又带来了很大的机遇：这个机遇就是整个经济增长方式的转型，即从外需转为内需，加快第三产业发展，提升消费在 GDP 中的比重。经济转型既是中国长期增长的动力，也是当前经济复苏主要导向。中国制造业已经形成了大量过剩产能，工业化过程到了后期阶段，而城市化与工业化相比还有较大差距，因此，加快城市化发展是中国经济转型的核心内容。

3.3.1 中国加快城市化的投资主题：投资与消费

首先，我们需要界定当前中国经济所处的大背景，即中国当前仍处在城市化的进程中。然后我们简要梳理在过去城市化进程中的哪些因素造成了当前内外失衡的困境。最后，我们判断了在未来快速城市化进程中的政策取向。

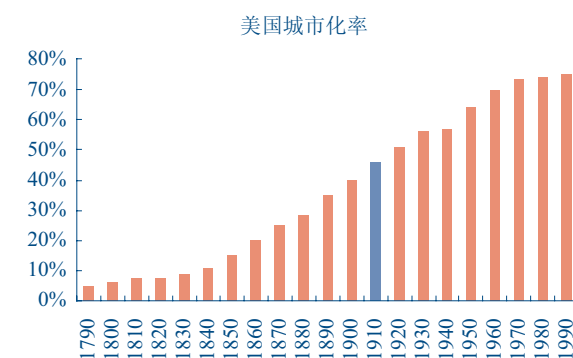
中国当前仍处在城市化的进程中。现有经济学研究文献一般认为，城镇人口占全部人口的比重超过 60% 是城市化完成的重要标志之一。目前中国官方统计的城镇人口比例为 45.7%（2008 年数据），距离 60% 的目标还有很大距离。日本完成这一跨度用了 10 年左右时间，而美国用了 40 年时间。再考虑到 80 年代后期开始的全国大规模的撤乡建镇和撤县建市，以及城市农民工的流动性，45% 这个数字还可能存在高估。因此我们认为未来中国仍将处在快速城市化的进程中。

图 52：中国城市化水平



资料来源：华通人

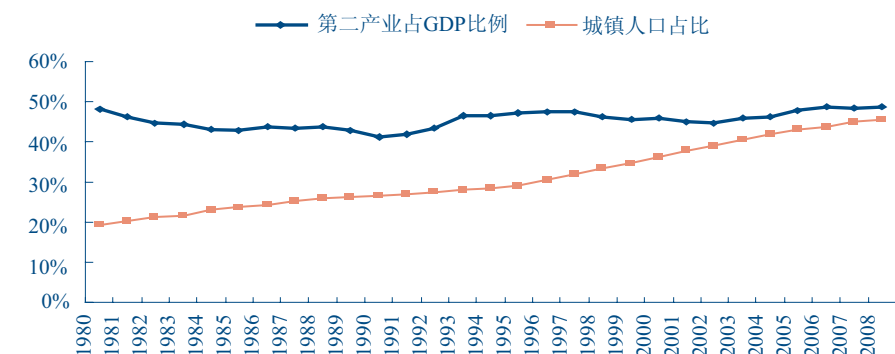
图 53：美国城市化水平



资料来源：剑桥美国经济史

其次，中国的城市化明显滞后于工业化。城市化滞后带来的最大弊端是城市难以发挥规模效应，带来资源的浪费。更为重要的是，我国的工业化本身过于偏重资本密集型的重化工业，这也严重制约了城市中服务业的发展，而服务业等劳动密集型行业的发展不足也弱化了城市对农村人口的吸纳能力，城市化受到阻碍。同时，服务业发展的不足，反过来又压制了居民收入增长，导致消费能力不足。

图 54：中国工业化与城市化水平对照



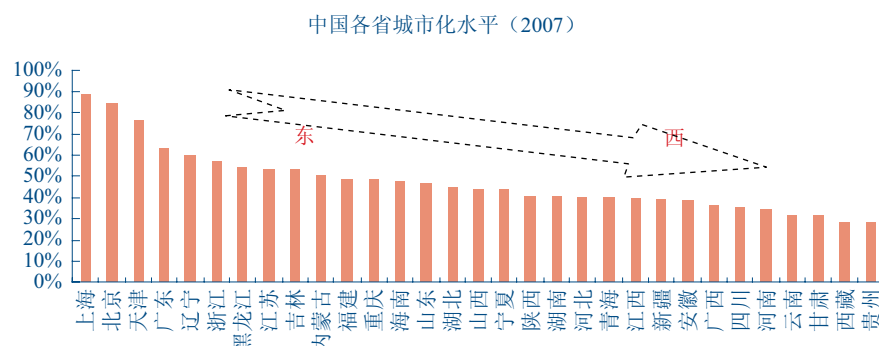
资料来源：华通人

城市化过程本身也带来了诸多经济和社会问题。在我国过去的城市化进程中，存在过度市场化倾向从而压制了居民消费能力，如医疗、教育等社会保障领域的过度市场化引发了城市内部一系列不公平和不公正现象，城市内部容易形成二元格局。城市中社会保障网的缺失，对城市容纳农村人口的能力大打折扣，也加剧了城市居民对未来生活保障的担忧。预防性储蓄的存在使得居民整体储蓄率居高不下，又在一定程度上削弱了居民消费能力。而且过高的储蓄，也随时带来流动性过剩的隐忧。城市化中的高储蓄与工业化中的过剩产能必然需要宣泄口，出口的快速增长就成为必然。

第三，城市化进程中还存在区域发展的不平衡。按照区域经济理论，一国城市化往往在交通便利、贸易发达、具有资源禀赋的一个或几个城市快速发展，然后再对其它地区起到辐射和带动作用。我国东部沿海地区城市化水平普遍较高，而中西部地区严重滞后。从区域发展角度看，未来城市化的发展将沿着“集聚化”与“扩散化”两条脉络推进：一方面资源将继续向原已形成的几个大型核心城市集聚，大都市圈效应将愈加明显，服务业在这些地方将有更大的发展潜力；另一方面城市化进程将向中西部等地区扩散，城市化水平不足、但具备一定资源、交通优势的地区城市化速度将加快，房地产、制造业、服务业在这些地方仍有增长空间。

近期中央的区域政策也正是依循这样的脉络，上海、深圳这样的核心城市重点发展金融、物流、航运、港口等服务业，而川渝、中部等地将加大承接东部产业转移力度、继续加大对基建等投资领域的投入。另外需要指出的是，区域平衡发展中的“扩散”不是对所有落后地区的扩散，也必然是在城市化的大背景下，依托都市圈的带动效应促进当地发展。

图 55：中国各省城市化水平



数据来源：华通人

城市化进程都具有阶段性规律，全过程呈一条斜 S 型曲线，在城市化水平位于 30%~70%之间时，城市化进程往往出现加速发展的态势。城市化将拉动房地产、基础设施与公用事业投资，未来 10 年城市化将带来 18 万亿新增投资总量。城市化每提高一个百分点意味着有 1300 万农村居民转变为城市居民，根据中信宏观组的测算，每年需要增加投资 1 万亿元。考虑到城乡结构不变的情况下，固定资产投资增速将保持 10%左右的增速（由于未来城市化率的提高所需要的投资会随着经济增长而提高，我们假定名义 GDP 增速 10%左右）。

中国的消费升级进入高速阶段。从国际经验来看，后工业化转型时期消费升级促发的产业转型往往具有延续性，消费升级相关行业投资的快速增长不会是“昙花一现”，而会在相当长一段时间内维持高速增长的态势。2008 年中国人均 GDP 达到 2300 美元（2000 年可比价），按照钱纳里分类法，中国目前处于工业化的后转型时期。工业化后转型时期主要特征是：居民对中高端消费品和服务业的需求不断提高，消费升级需求促发产业升级转型，第二产业中低端制造业比例不断降低，汽车、电子电信设备制造等新型工业占比不断上升；同时第三产业呈现快速发展的态势。

3.3.2 中国加快城市化背景下的主导产业：房地产、汽车、新能源和装备制造业

在未来 5 年，房地产、汽车仍将是中国经济增长的主导产业。城市化将带来房地产与汽车行业投资的高速增长。随着农村人口向城市转移，住房与汽车的相关投资将大幅增加，以满足城市和进城农村人口的居住需求和交通出行需求，这些行业也将成为城市化的主要受益行业。以韩国的房地产市场为例，1974 年韩国城市化率达到 45%，与中国目前城市化水平相当，在之后的 6 年中，韩国的房地产业维持着年均 40% 以上的发展速度，占第三产业的比重也不断提升，从 1975 年的 25% 提高到 1980 年的 42%，增加了 17 个百分点。

新能源和装备制造业是中国经济增长的又一双引擎。随着中国、印度、巴西等新兴经济体的兴起，全球能源、原材料出现一轮暴涨行情，虽然在全球金融危机的打击下价格快速回调，而一旦经济有所恢复，能源价格必然大幅上升。因此，能源是全球经济增长的一个主要障碍，而新能源将是未来经济增长的主要引擎。

中国多数制造行业出现了产能过剩，而在战备制造业领域还需要一个大的升级，如对大飞机、航空母舰、铁路动车组等的发动机、控制系统需要实质性突破，以达到国际最高的制造水平。

3.3.3 “改制度”加速城市化

政策是决定前期中国经济率先见底和复苏的关键，同样，政策也是决定中长期经济发展的最重要因素。目前市场不乏对中国经济能否转型以及转型模式的担忧。从我们的对政策的研究来看，未来加速城市化将成为解决中国经济中长期发展的重要途径，也是解决当前经济内外失衡的根本，预计下半年出台政策主要与深化经济体制改革的方面相关。

中长期来看，中国经济复苏途中如何转型，如何拉动内需仍是市场最重要的影响因素，今年以来国家政策“层出不穷”，目前来看，如何理解其政策出台的背景和逻辑显得尤为重要。下文我们给出对这一系列政策出台的背景理解，我们认为加快促进城市化是其背后的主要脉络。

5 月份以来政策出台的频率不但没有丝毫放缓，反倒真是应了温家宝总理“每周都会有政策出台”那句话。但是政策对市场的影响已经较“四万亿”、“十大产业振兴规划”这类重磅措施减弱不少，而且政策出台的意图与效果也更为复杂，比如政府一方面要求加强房地产的主导产业地位，另一方面又要求抓紧研究物业税的征收办法；再比如政府一方面通过加大投资保增长，另一方面又不得不面对产能过剩和外需不足的困扰，从而寄希望于购房、购车等内需消费。为了更好的理解这一系列政策背后的逻辑，并进而对未来政策走势做出研判，我们认为需要从更加宏观的角度考察当前中国经济的现实。

在城市化进程的大背景下，解决当前内外失衡的一系列政策也将遵循同样的脉络。我们将政策分为三大方向：

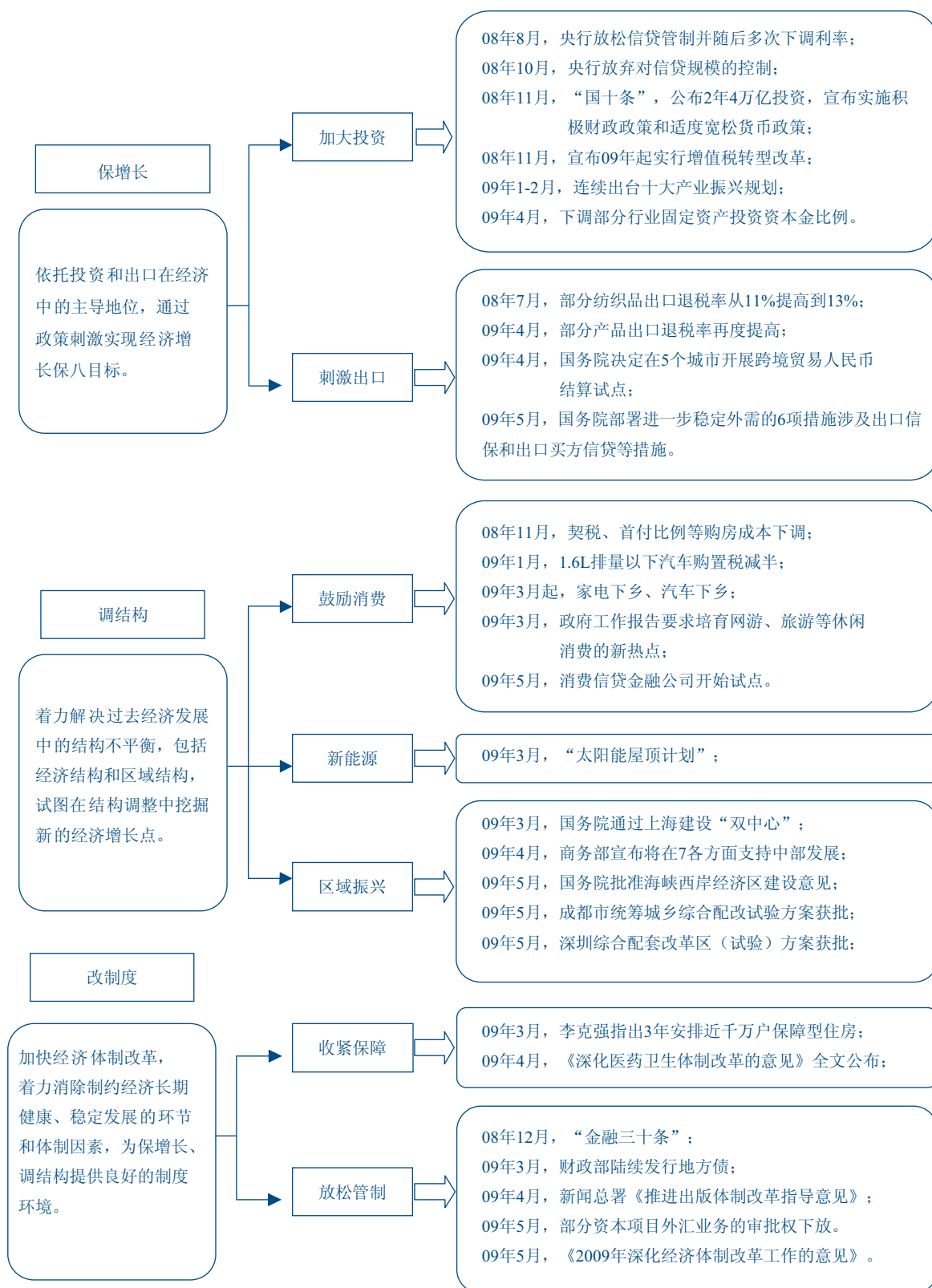
（1）保增长，依托投资和出口在经济中的主导地位，通过政策刺激实现经济增长保八目标，主要涉及保投资和刺激出口；

（2）调结构，着力解决过去经济发展中的结构不平衡，包括经济结构和区域结构，试图在结构调整中挖掘新的经济增长点，涉及鼓励消费、新能源、区域振兴等政策；

（3）改制度，加快经济体制改革，着力消除制约经济长期健康、稳定发展的环节和体制因素，为保增长、调结构提供良好的制度环境，涉及收紧保障和放松管制等方面。

最后，09 年下半年对中国经济中长期发展规划方面的政策出台将会加速。比如：在鼓励消费的政策中，短期有实质利好的只有地产交易税费的下调以及汽车购置税的下调；“调结构”中，中央一再提出寻找新的经济增长点，但除“太阳能屋顶计划”外还未有其它政策出台，预计下一步涉及新能源、节能环保方面的政策会陆续出台；体制改革中，我们预计涉及社会保障、资源价格改革、投资准入审批改革方面的措施也会成为下一步政策出台的重点。

图 56：政策分类



资料来源：中信证券研究部

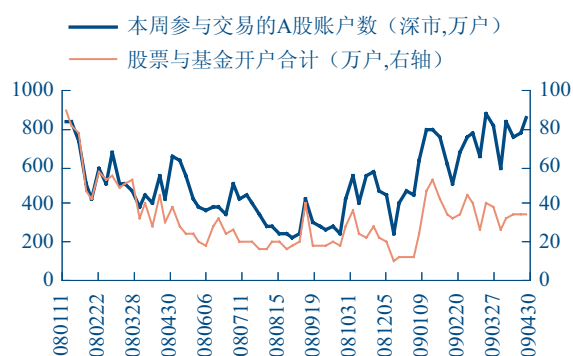
3.4 国内流动性依然充裕

3.4.1 国内资金流向股市、期市和楼市

从全球范围看，未来流动性出口的载体主要是商品和股市，对国内而言主要是股市、期货市场和楼市。上半年沪深两市股票成交额 17.92 万亿元，期货市场成交额则达到了 38.3 万亿元，同比分别增加了 18% 和 30%。从房地产成交上看，近期我们看到了各城市月成交房屋户均面积不断上升，投资性需求显现。

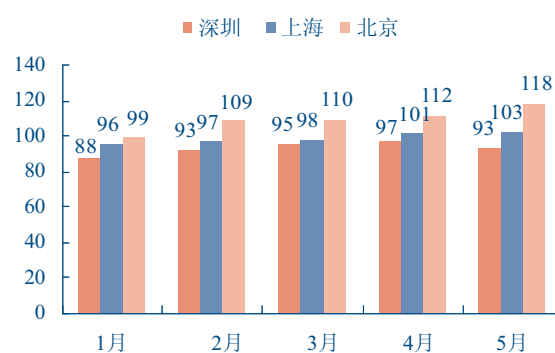
深圳从 2 月到 4 月成交户均面积逐月上升，显示针对改善和投资需求的大户型更加热销。5 月份深圳关内供应开始下降，才使得户均成交面积略有下降。北京非保障性住宅户均成交面积从 1 月到 5 月逐月上升，到 5 月份上升到 118 平米。上海商品房的户均成交面积则从年初的 96 平米逐月上升到目前的 103 平米，也显示了大户型更加热销。

图 57：A 股新开户数与交易活跃程度 (万户)



资料来源：wind，中信证券研究部

图 58：房地产户均成交面积上升

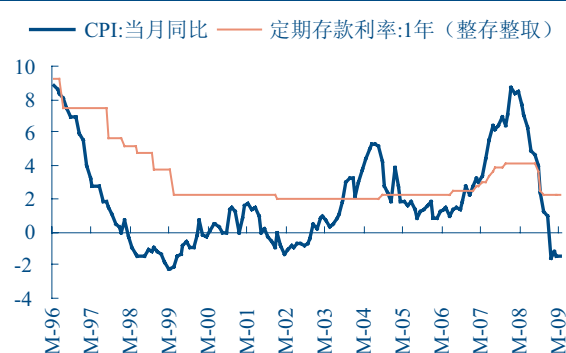


资料来源：中信证券研究部

3.4.2 下半年整体货币环境仍处于宽松状态

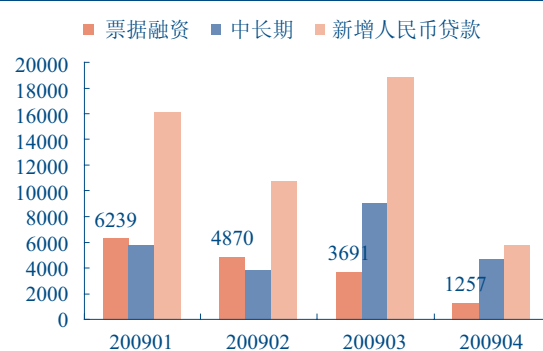
从央行货币政策的国内目标来看，一是为了促进经济增长，二是控制严重通胀。下半年仍然以促增长为主，以上轮周期经验为例，低利率环境维持了大概五年时间，即使在 2004 年年中通胀开始上升到 5% 水平时也未采取紧缩手段。在确信经济进入上升通道之前，我们预计货币政策将维持宽松状态。

图 59：通胀走势与央行货币政策变化



资料来源：wind，中信证券研究部

图 60：今年以来票据发行规模大



资料来源：wind，中信证券研究部

3.4.3 未来信贷结构在票据和一般性贷款间的优化仍有助于稳定经济预期

全社会人民币贷款自 2008 年 11 月以来新增 6.32 万亿，其中新增票据占比达 32%。4 月末城镇固定资产投资增速达 30.5%，连续 3 个月出现上涨。随着国家基建类项目的启动，将有效带动配套项目的贷款需求；以及各银行采取更为主动的贷款结构调整，后期信贷结构有望优化，一般性贷款占比将开始提高。

3.4.4 居民储蓄和投资意愿增强

根据央行 09 年二季度城镇居民储户问卷调查来看，受未来收入不乐观预期影响，二季度开始，虽然处于低利率环境，但居民的储蓄意愿开始回升，与此同时提升的还有投资意愿。调查中选择“更多投资”的居民占比升至 37.9%，连续两个季度增加，累计提高 8.8 个百分点，据我们估计其中认为购买股票最合算的居民占比增至 17.5%。

表 19：央行全国城镇储户问卷调查（季度）

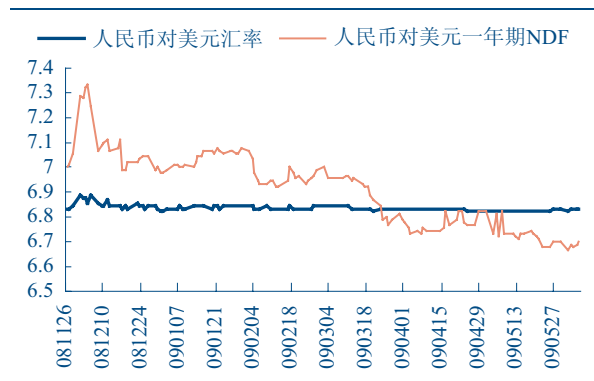
季度	未来收入信心指数	未来物价上升预期	消费意愿	股票或基金投资意愿	储蓄意愿	买房意愿
2006 年一季度	19.0%	18.8%	28.6%	8.0%	38.5%	18.2%
2006 年二季度	20.3%	31.1%			34.6%	17.6%
2006 年三季度	23.1%	40.6%	28.2%		36.8%	17.5%
2006 年四季度	27.1%	48.2%		18.6%	35.9%	16.5%
2007 年一季度	25.1%	44.3%		30.3%	30.3%	16.5%
2007 年二季度	26.1%	50.2%	19.5%	40.2%	26.3%	15.8%
2007 年三季度	23.8%	61.4%	18.3%	44.3%	25.3%	16.1%
2007 年四季度	25.8%	64.8%	21.2%	35.8%	30.2%	15.9%
2008 年一季度	22.6%	48.9%		27.6%	35.4%	14.6%
2008 年二季度	20.3%	50.5%		16.8%	38.1%	15.1%
2008 年三季度	19.3%	42.8%		8.2%	43.8%	13.3%
2008 年四季度	13.2%	23.8%	26.1%	8.7%	44.8%	
2009 年一季度	17.7%	26.1%	29.6%	13.8%	37.5%	16.7%
2009 年二季度	3.4%	43.3%	15.1%	17.5%	47%	15.8%

资料来源：人民银行，中信证券研究部

3.4.5 IPO 开闸对市场资金在可控范围内

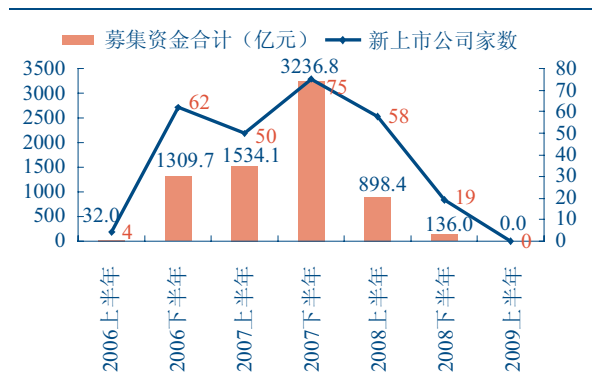
从大的资金流动角度来看，一年期远期 NDF 汇率在 6.69 水平，高于现汇 6.83 看，人民币存在升值预期，市场的资金压力可能主要来源于 IPO 新股发行。2009 年新股发行一直暂停，目前通过证监会发审委审核待发行的公司有 33 家，涉及 144.2 亿股，下半年开始，A 股市场可能会面临一定的新股发行压力。

图 61：从 NDF 看人民币对美元币值有升值预期



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 62：历史新股发行统计

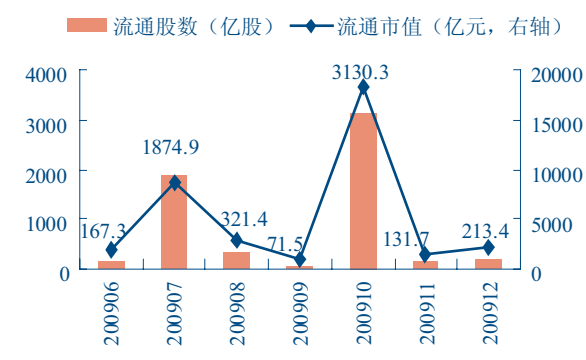


资料来源：wind，中信证券研究部

3.4.6 限售股解禁压力适中

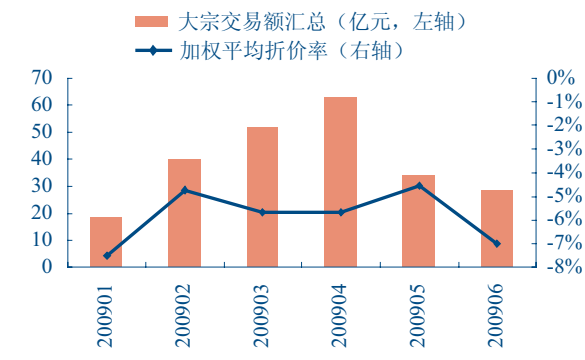
未来三个月，大约有 2267 亿股限售股解禁，6 月份以来大宗交易的折价率趋于扩大，反映产业资本的态度和预期趋于谨慎，大小非减持对于中短期市场运行的压力开始有所显现。

图 63：未来限售股解禁情况



资料来源：wind，中信证券研究部

图 64：2009 以来 A 股大宗交易情况统计



资料来源：wind，中信证券研究部

四、A 股市场：下半年仍将震荡向上

08 年 11 月份至今，A 股反弹幅度超过绝大部分投资者预期，本轮反弹是熊市反弹还是牛市的开始？关键取决于业绩能否上升。我们判断 A 股上市公司业绩在 7-8 月触底上升，下半年估值不变，业绩推动市场继续上行。同时，由于宏观持续复苏，A 股出现二次探底的可能性较小。

4.1 下半年业绩推动 A 股上涨

业绩和估值是影响市场的两大因素，上半年业绩没有上调而估值上升，下半年业绩上调带动市场上涨。

4.1.1 上市公司业绩预期在 7-8 月触底回升

(1) 估值先于业绩预期变动

在一般情况下，估值的变动较为灵活，能够及时反映出投资者预期的变化，在经济拐点前后，估值总是先于业绩预期出现调整。在经济低谷附近，估值会对经济周期先行指标的好转做出及时反应，先行上升，从而拉动股票价格上涨。而业绩预期的调整则会较为谨慎，一般在好转的盈利数据基本确认时，分析师才会上调业绩预测，此后估值保持平稳，业绩预期提升成为推动市场上升的主要力量。

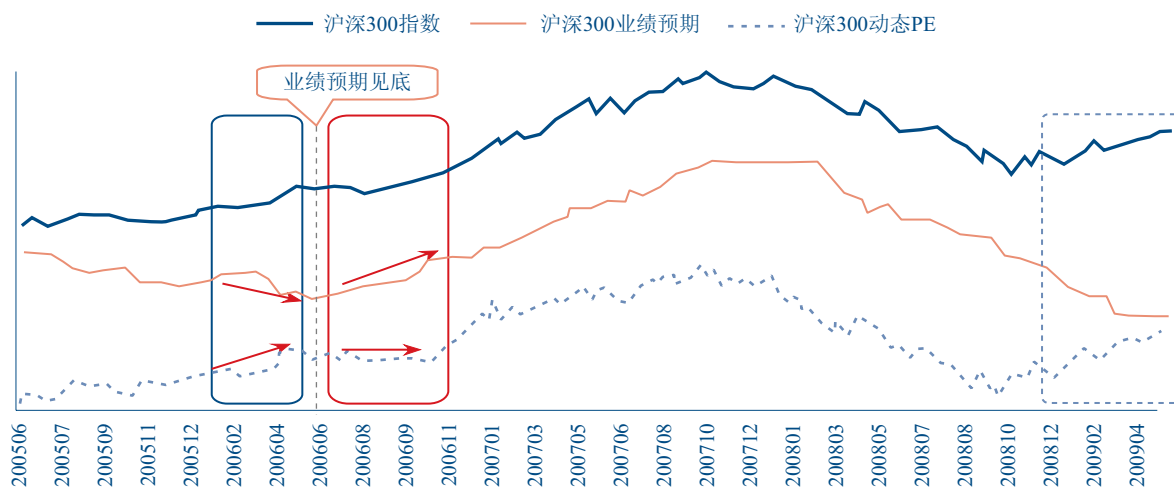
表 20：业绩预期与估值的变动机理

业绩预期	估值	股票价格
之前的业绩增速持续下滑→业绩预期继续下滑	经济先行指标向好→估值提升	股价上涨
投资者了解到本季盈利好转→业绩预期开始上调	估值保持平稳	股价上涨
盈利好转成为趋势→业绩预期不断上调	估值保持平稳	股价上涨

资料来源：中信证券研究部

在 06 年中期业绩预期触底回升前后，估值与业绩的变化就体现出类似特征。06 年上半年股市在估值提升的作用下不断上涨，与此同时业绩预期仍在不断下调（这种情况和近期市场非常类似）。06 年 6 月，随着微观层面向好趋势的确立，投资者开始修复之前对业绩的过度悲观预期，逐渐上调盈利预测，全市场业绩预期触底回升，估值停止了之前的快速上升，开始保持稳定，市场在业绩预期提升的带动下继续上涨。

图 65：2006 年，市场曾经历过从估值驱动到业绩驱动的变化

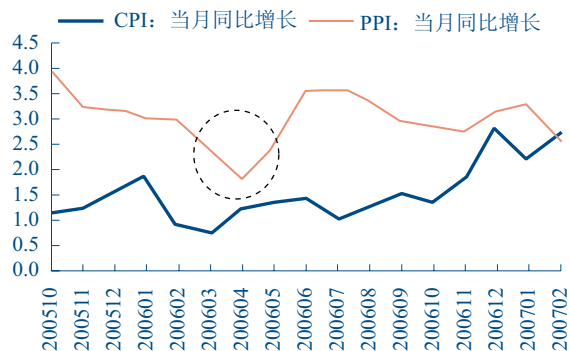


资料来源：一致预期，中信证券研究部（纵坐标均为对数坐标；业绩预期为对当年的业绩预期，经过标准化处理；动态PE为滚动数）

（2）业绩预期在 7-8 月触底回升

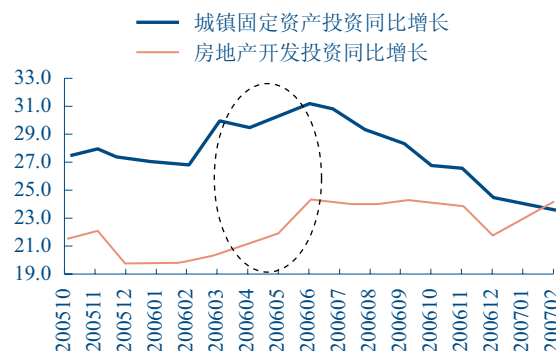
回顾了 06 年的情况，从 06 年 5 月开始，PPI 逐渐触底回升，企业由之前的“增量不增利”过渡到了“量价齐升”，整个经济活跃程度增强，M1 增速大幅提升，M1 与 M2 剪刀差明显收窄，与此同时，房地产开发投资增速也出现大幅上升。我们认为这几点很可能是当时实体经济出现明显好转并致使投资者上调盈利预测的重要促发因素。不过，06 年的经济有很多独特的影响因素，比如钢材出口在 06 年发生显著上升，从而拉动钢材价格上涨；此外还有资本市场的股权分置改革等因素。

图 66：PPI 在 2006 年 5 月出现触底回升



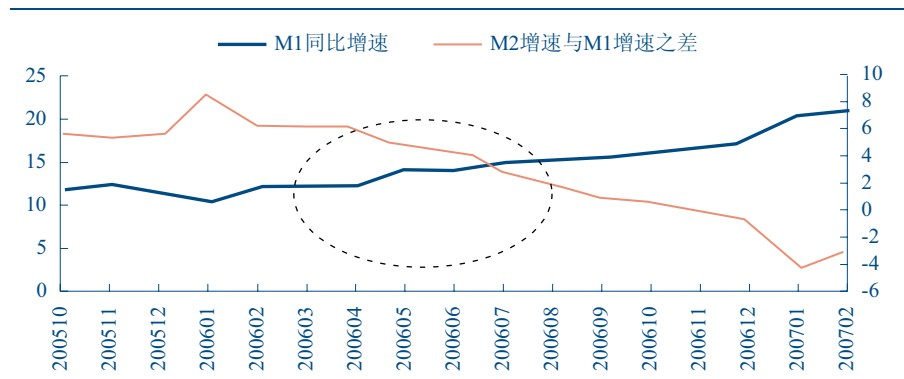
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 67：房地产开发投资和固定资产投资快速增长（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

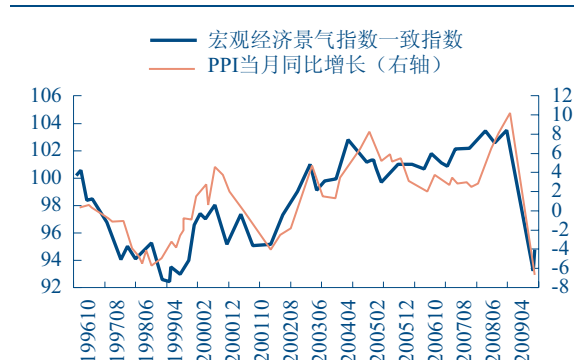
图 68: M1 增速提升, M2 与 M1 增速剪刀差收窄



资料来源: Wind, 中信证券研究部

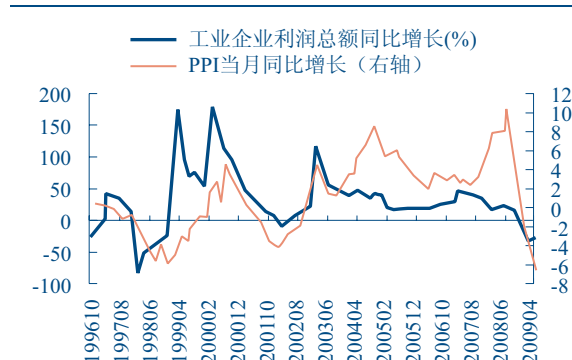
PPI 回升对于企业利润改善至关重要。中国的 GDP 增速、经济景气和工业企业利润增长都与 PPI 呈现显著的相关关系, 这种特征与中国的经济结构密切相关。中国的经济增长以投资拉动为主, 消费占比相对较低, 在工业品当中, 生产资料占据四分之三的比重, 生活资料占比较小, 这种特征使能源与原材料价格在一定范围内的上升反映了总体经济活动的向好。相比之下, CPI 则很难反映出企业盈利的变化情况, 这主要是由于在中国的 CPI 统计当中, 食品和居住类占了近一半的权重(居住类消费主要是房屋折旧和水电煤气费用等), 而这部分价格的变化与占中国经济主体地位的工业企业盈利关系并不大。

图 69: PPI 与宏观经济景气基本同向变动



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 70: PPI 与工业企业利润基本同向变动



资料来源: Wind, 中信证券研究部

物价指数和房地产开发投资是影响业绩预期变化的重要指标。目前房地产开发投资增速已基本见底, 全年预测增速提升到 9.3% 左右。物价指数方面, PPI 预计将在 8 月份见底。从这个角度来看, 本次业绩预期的底部已经呈现出来, 7-8 月中报公布期间很可能会出现业绩预测的触底上调, 因此下半年业绩上调将推动市场上涨。

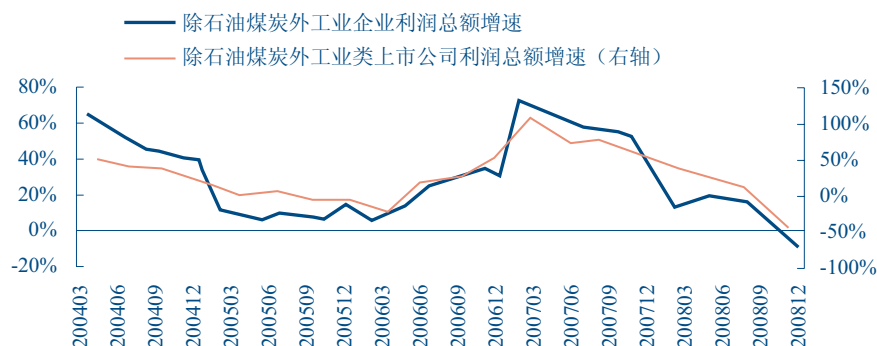
4.1.2 上市公司 09 年增长 9%, 重点公司 17%

(1) 自上而下推算, 上市公司业绩增速逐季回升, 全年约为 9%

我们在报告的开篇部分谈到了 A 股市场与宏观经济在结构上差别较大, 正是由于这种原因, 我们在逻辑上无法由宏观经济的预测数据直接推算上市公司业绩。所以在自上而下的业绩预测中, 我们也采用了结构性的分析方法。对于金融、房地产、商业零售这三个权重较大的行业, 我们采用中信证券行业分析师给出的季度盈利预测。与此同时, 由于上市公司中的煤炭和石油行业权重巨大, 我们也进行了单独预测。对于其他工业类公司, 我们用工业企业利润与可比上市公司工业企业利润进行线性回归, 再由中信证券宏观研究组给

出的工业企业利润名义增速的季度预测值估算出部分工业类上市公司的利润增速。下图可见，去掉占比较高的石油、煤炭后，宏观经济中的工业企业利润总额增速与相对应的上市公司利润总额增速变化趋势非常相近。

图 71：工业企业利润总额增速与相对应的上市公司利润总额增速变化趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部

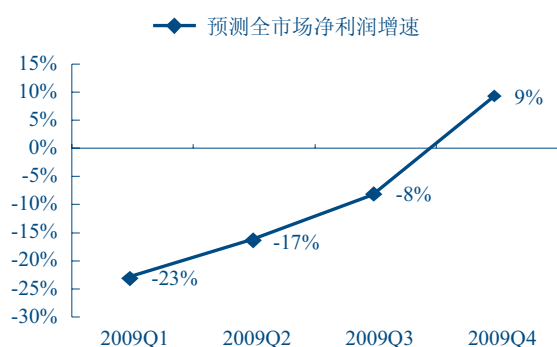
我们将以上几部分按照 A 股市场的业绩权重进行拟合，得到下表中最右侧列的结果。全市场业绩增速逐季回升，全年净利润同比增长约在 9% 左右。

表 21：中信全市场业绩增速预测

净利润 累计增速	部分工业企业	煤炭	石油	银行	非银行金融	房地产	商业零售	预测全市场净利润增速
2009Q1	-69%	13%	-10%	-9%	-25%	-13%	-2%	-23%
2009Q2	-55%	-5%	25%	-10%	-29%	-4%	1%	-17%
2009Q3	-43%	-11%	16%	-7%	49%	45%	12%	-8%
2009Q4	-25%	2%	18%	10%	147%	41%	28%	9%
合成权重	25%	6%	13%	46%	4%	4%	2%	-

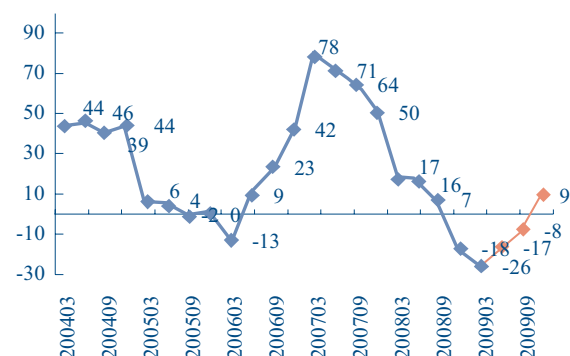
资料来源：中信证券研究部

图 72：自上而下预测全市场 09 年净利润增速



资料来源：中信证券研究部

图 73：全部 A 股净利润同比增速历史变化趋势 (%)

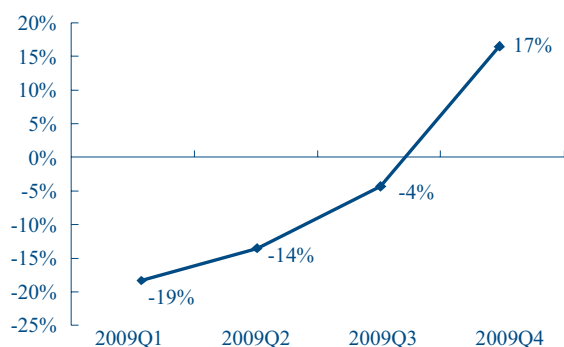


资料来源：Wind，中信证券研究部

（2）自下而上推算，中信覆盖的重点公司全年业绩增速约为 17%

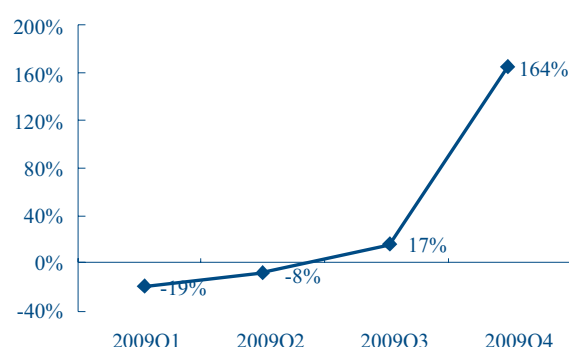
目前在中信证券分析师覆盖重点公司中，有 346 家公司给出了季度盈利预测，占 A 股上市公司净利润的 90% 左右，基本能够代表 A 股上市公司的整体业绩趋势。从预测结果来看，一季度是利润增速的最低点，之后业绩逐季回升，2009 年全年净利润增速约为 17%。这里要说明的是，由于我们行业研究员覆盖的公司一般都是质地较好的优质公司，故由此拟合出的业绩增速在数值上会高于全市场整体业绩增速。

图 74: 中信重点公司 2009 年归属母公司净利润累计增速



资料来源: 中信证券研究部

图 75: 中信重点公司 2009 年归属母公司净利润单季增速



资料来源: 中信证券研究部

表 22: 中信证券覆盖重点公司季度盈利预测

归属母公司净利润 (亿元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2008 年	2246.	2303	2031	933
2009 年	1824	2108	2382	2466

资料来源: 中信证券研究部

4.2 市场估值处于合理区间

DDM 模型的绝对估值显示, 沪深 300 在 2009 年的合理 PE 为 16-20 倍, 而当前一致预期的 20.68 倍 PE 略高于合理估值区间上限, 只有当下半年出现盈利上调时, 市场估值才会继续提升。

表 23: DDM 模型主要假设以及对 2009 年市盈率和沪深 300 指数预测结果

	假设	假设增速
无风险收益率	3%	2009 年预测利润增速 17.4% (市场平均)
风险溢价	7%	2010 年预测利润增速 19.05% (市场平均)
合计股权成本	10%	稳定增长阶段 12% (5 年)
分红比例	33%	增速下降阶段 每年增速减少 0.26% (30 年)
2008 年净利润	7580.7 亿	永续增长阶段 4.2%
估计 PE (2009)	16-20	
沪深 300 合理点位 (2009)	2580-2950	

资料来源: 中信证券研究部

4.3 宏观经济二次见底是股市二次见底的根本

A 股市场是否会二次探底? 我们将分三个层面展开相关研究:

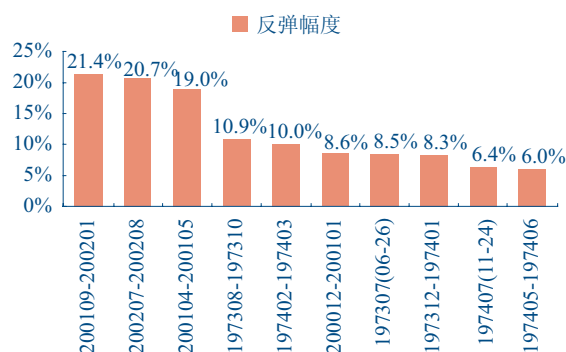
- (1) 基于历次股市大幅调整经验, 探讨股市二次探底的具体特征, 并剖析其背后的驱动因素;
- (2) 根据美国数据与股市调整路径, 总结归纳熊市调整逻辑;
- (3) 从美国股市历次大幅调整后历史经验出发, 对 A 股是否会“二次探底”进行前瞻性分析。

综合上述研究, 我们深入研究美国历史数据, 认为熊市反弹和反转的根本区别在于宏观是否二次见底。

4.3.1 美国历史上十次熊市反弹和三次牛市反转

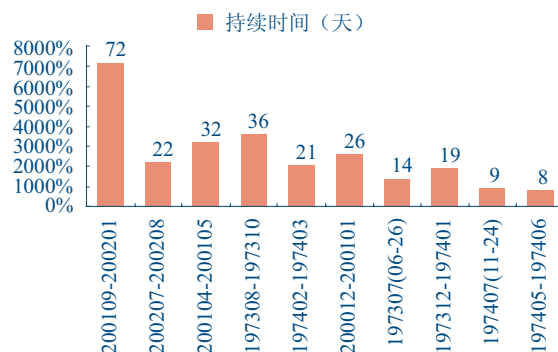
就美国而言，二战后，一共经历了 10 次较大的熊市反弹（除去 2008 年 11 月-2009 年 5 年目前还没有定论），平均的反弹持续时间 26 个交易日，平均反弹幅度为 12%。

图 76：美国二战以后历次熊市反弹幅度（%）



资料来源：wind，中信证券研究部

图 77：美国二战以后历次熊市反弹持续天数（天）

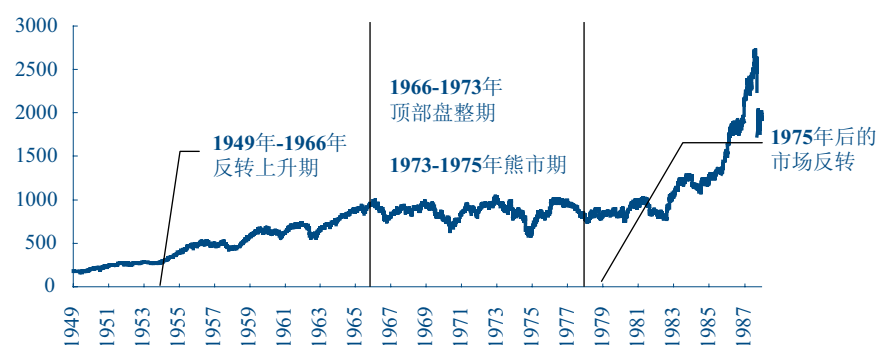


资料来源：中信证券研究部

而反转总共有三次，分别为 1949 年-1966 年，1975 年-1987 年和 1988 年-2000 年。例如道琼斯指数在 1949 年 6 月达到 160 点后，指数连续 11 个月上涨，再创新高 229 点。1953 年，指数接近 300 点。1966 年，达到 1000 点。**1949 年开始的指数快速上涨即为市场反转，开启了 1949-1966 年的反转上升行情。**

1975 年，经过近 8 年的横向整理，指数跌到 570 点，完成了一次长期整理，从此进入最大的主升浪——1987 年 8 月达到 2746 点。**1975 年开始的指数快速上涨也成为牛市反转，其开启了 1975-1987 年的反转上升行情。**

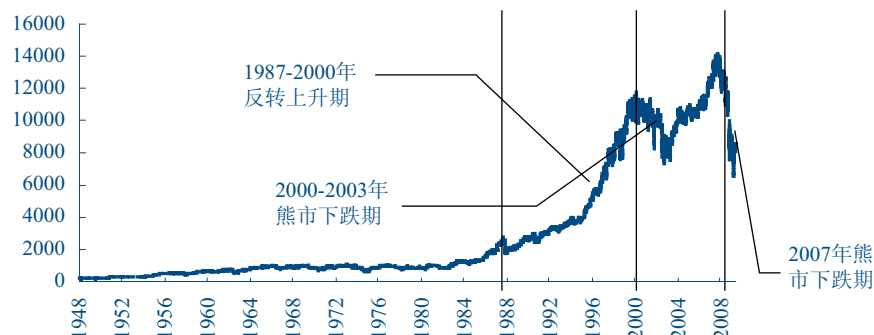
图 78：1949 年-1987 年美国股市反转



资料来源：中证券研究部

1988 年美国股市的触底上升也是市场反转。从 1988 年至 2000 年，美国股市走出了一轮波澜壮阔的大牛市，股市上涨幅度之大超过历史上任何一次行情，道琼斯指数从 1988 年的 1616 点一直上涨到 2000 年的 11908 点。

图 79：1987-2000 年美国股市反转



资料来源：中证券研究部

4.3.2 二次探底的界定：持续时间超过 2 个月并跌幅超过前期低点

探讨本轮市场“二次探底”的规律首先需选择参照物。我们认为市场具有下述两大特征时，可以称之为“二次探底”。

一是在持续时间方面，股价下跌具有一定的趋势性，并至少维持在 2 个月以上（换句话说，从现在开始到年底，市场保持趋势性下跌）；

二是在股价跌幅方面，核心指数跌幅超过前期低点（如果按照上述定义即意味着 A 股市场在未来 2-3 个季度内将由目前的 2800 左右再次下探到 1700 点以下）。

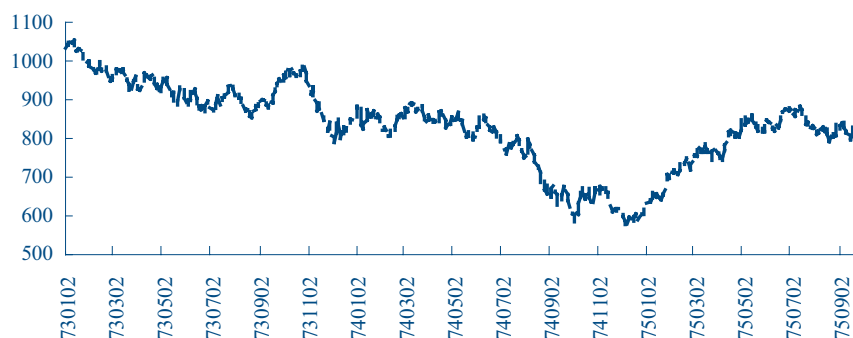
表 24：美国股市 1950 年代以来历次调整周期划分

国别/阶段	触底反弹区间				二次探底区间				持续恢复区间			
	开始	结束	持续时间	股价收益	开始	结束	持续时间	股价收益	开始	结束	持续时间	股价收益
1973-1974 调整												
美国	1974-9	1975-6	9M	51.47%	1975-7	1975-9	2M	-13.9%	1975-10	1980-9	59M	45.54%
2000-2002 调整												
美国	2002-9	2002-11	2M	14.25%	2002-12	2003-2	2M	-10%	2003-3	2006-10	44M	70.41%

资料来源：DATASTREAM，中信证券研究部

实践中上述界定略显宽泛。基于 1950 年以来美国和 A 股 1990 年以来的历史数据，符合上述标准的熊市调整主要如下：

图 80：1973-1975 年美国股市“二次探底”



资料来源：中证券研究部

美国 1973-1974 年美国股市调整，股价下挫的时间跨度仅为 20 个月，股价下跌幅度达到-47.96%。2000 年美国股市调整，股价下挫的时间跨度达到了 25 个月，股价下跌的幅度达到了-41.86%，在这两次的美国股市调整过程中，伴随着比较明显的“二次探底”过程。

图 81：2000-2003 年美国股市“二次探底”



资料来源：中信证券研究部

而在 A 股的调整历程中，只有 1993 年的熊市和本轮周期较为相似，股价最大跌幅超过 70%，持续时间也在 12 个月左右；而 1997 年开始的熊市股价下探时间只持续了 4 个月，下跌幅度仅有 30%，在幅度和跨度上都不同于本轮周期，具有明显的政策引致型色彩。

2001 年开始的熊市则过于漫长，股价探底的过程花费了将近 48 个月时间，但同期股价最大跌幅却仅有 50%，联系同期中国经济的强劲增长，股权分置等制度缺陷构成了该轮调整的主要动力，这与 1993 年和本轮熊市调整的背景因素也不尽相同。

表 25：A 股市场历次调整周期划分

国别/阶段	触底反弹区间				二次探底区间				持续恢复区间			
	开始	结束	持续时间	股价收益	开始	结束	持续时间	股价收益	开始	结束	持续时间	股价收益
1993 年调整												
A 股	1994-7	1994-8	1M	133.48%	1994-9	1995-2	5M	-32.98%	1995-3	1997-4	25M	239.99%
1997 年调整												
A 股	1997-9	1998-5	8M	20.47%	1998-6	1998-8	2M	-19.71%	1998-9	1999-6	9M	47.68%
2001 年调整												
A 股	2005-5	2005-8	3M	8.50%	2005-9	2005-11	2M	-8.22%	2005-12	2006-11	11M	71.34%

资料来源：DATASTREAM, WIND 资讯，中信证券研究部

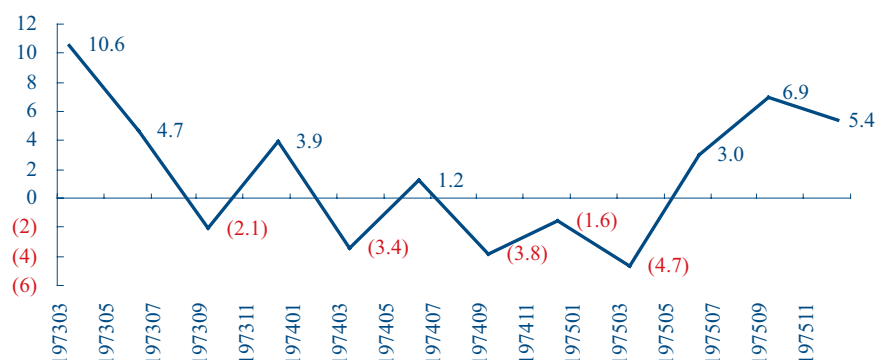
结合调整幅度和持续时间的两维标准，我们认为 1973 和 2000 年的美国股市调整属于典型的二次探底，综合上述历次调整的具体特征，我们可以归纳出的规律为，“二次探底”一般出现在“极端型”的熊市，该类熊市不同于一般的周期性调整或事件驱动型调整，而是呈现出两个方面的基本特征：

一是调整幅度方面，股价指数最大跌幅超过 50%；其中成熟市场（美国）的跌幅极限在 50%左右；而 A 股的跌幅极限一般 would 超过 70%。

二是持续时间方面，成熟市场（美国）的股市调整一般会持续 2-3 年的时间后见底；而新兴市场的股市调整一般只持续 1-2 年即可完成见底。

4.3.3 二次探底的原因：对经济二次探底的提前反映

图 82：1973-1975 年美国经济“二次探底”



资料来源：中信证券研究部

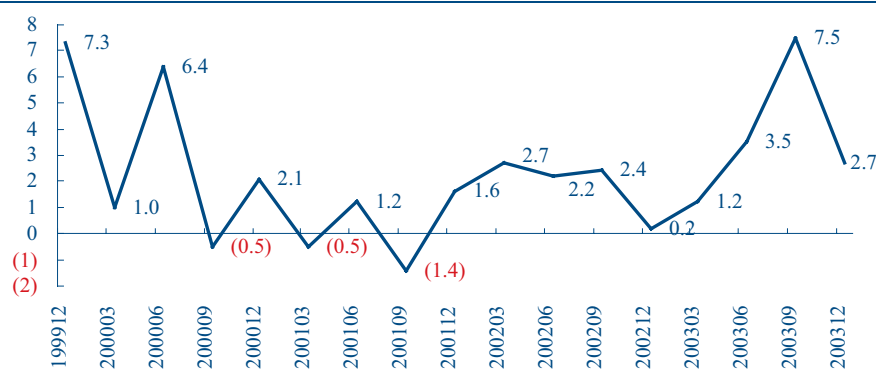
典型的股市“二次探底”是对经济增长“二次探底”的提前反映。从历史经验事后验证的角度来看，如果股市出现“二次探底”，则经济必然出现“二次探底”，股市“二次探底”是经济增长“二次探底”的一种反映。

资料来源：中信证券研究部

在 1973-1975 年股市“二次探底”过程中，美国宏观经济就出现了“二次探底”。经济增长率在 1974 年 9 月第一次下探低点-3.8%后，在 1975 年 3 月再次下探到最低点-4.7%，这种经济增长态势直接导致了 1973-1975 年美国股市的“二次探底”。

经济政策方面，在 1975 年-1979 年卡特政府时期，卡特向国会提出“一揽子刺激经济计划”，包括“回扣”方案。它规定给每个纳税者退税 50 美元，总额为 114 亿美元；此外，包括减税和用于公共工程和综合就业训练的联邦开支计划。这是一个沿袭战后美国凯恩斯主义刺激经济复苏的方案。这一时期，美国经济的主要支柱产业依然是钢铁、汽车和重化工，期间这些措施确曾对经济复苏和增加就业起到一定作用。1977 年和 1978 年美国经济有所增长，失业率有所降低。股市也在经历了“二次探底”后出现了持续上升的态势。

图 83：2000-2003 年美国经济“二次探底”



资料来源：中信证券研究部

在 2000-2003 年股市“二次探底”过程中，美国宏观经济也出现了“二次探底”。经济增长率在 2001 年 9 月第一次下探低点-1.4%后，在 2002 年 12 月再次下探到最低点 0.2%，这种经济增长态势直接导致了 2000-2003 年美国股市的“二次探底”。

政策方面，在 2000-2003 年美国政策放松的过程当中，由于美国在 2002 年后，产业结构升级达到阶段性顶点，短期内没有新的上升途径。在这种情况下，美联储大量释放的流动性集中房地产市场，造成了房地

产价格的急速上升。而经济则由于美国大量的借贷消费而持续稳定增长，但是整体上看，2000 年后美国政策放松促使资本集中进入房地产市场，推动其价格高涨，造成了资产价格泡沫。

4.4 中国股市不会二次探底

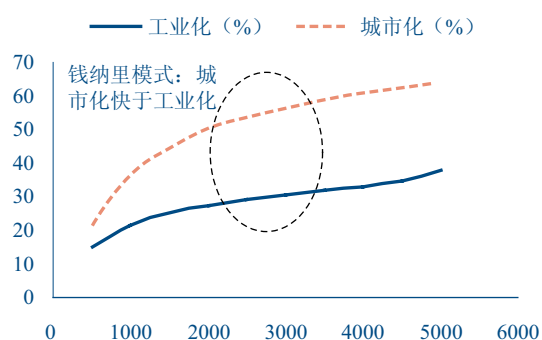
4.4.1 宏观经济走势前瞻：宏观经济不会“二次探底”

根据中信证券宏观组的研究，我们认为宏观经济出现二次探底的概率较小。其理由如下：

其一，美国经济已经出现了企稳迹象，全球经济有可能触底后逐渐复苏。近来一些美国经济指标开始改善；尽管整体经济活动仍然低迷。正面迹象如下：企业预期改善、居民消费与信心企稳、就业减少的速度放缓、房屋供应及需求的温和上升，以上所有都表明了美国经济可能正在接近底部，尽管很多指标仍在负值区域。然而我们必须谨记广泛的经济指标都在显现企稳迹象。

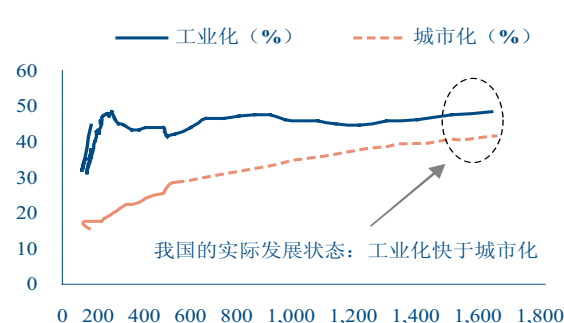
其二，最终消费率随经济发展呈“U”型规律演变，我国已达到 U 型底部最低点附近，未来将进入提升阶段，消费的启动也将降低我国宏观经济出现二次探底的概率。

图 84：钱纳里发展模式（1999 年不变美元）



资料来源：Chenery HB, Syrquin M (1975) *Patterns of development, 1950 - 1970*. Oxford University Press, Oxford

图 85：我国发展模式（2000 年不变美元）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

其三，投资仍将高速增长，这也将有效阻止我国宏观经济出现二次探底。展望未来，中国经济的高速增长阶段并未结束，中国经济增长的动力将转向内需。在消费潜能被释放的同时，内需导向型的投资也将维持高速增长的态势。推动中国投资增长的动力主要来自于以下几个方面：（1）城市化继续深化，（2）管制行业投资放开，（3）消费进入快速升级阶段。

城市化将带来 18 万亿固定资产。根据中信证券宏观组预测，到 2018 年中国城市化水平达到 55%，这意味着未来 10 年城市化将带来 18 万亿新增投资总量，高速增长的投资将有效降低我国宏观经济二次探底的概率。

总的来说，全球经济触底转暖，中国消费出现向上转折，和城市化带动的投资的高速增长将有效降低我国宏观经济二次探底的概率。

4.4.2 经济政策梳理：经济政策调整促发股市再度下探风险小

表 26：全球主要股票市场长期持续繁荣相关因素及在中国的体现

	影响因素			
美国	信息技术革命 科技股的异军突起	鼓励经济发展政策调整 企业利润持续增长	生育高峰（Baby Boom） 需求增长旺盛	401(k)退休养老计划 共同基金 资金供给充足
在中国是否存在	存在	存在	存在	存在
台湾	宏观经济的持续发展	融资融券制度的改进	房地产市场的财富效应	
在中国是否存在	存在	存在	存在	
日本	技术立国战略 导致制造业和电子技术的领先	长期贸易顺差 企业利润持续增长	人口红利 需求增长旺盛	持续调低并维持低利率，货币供给大幅增加 资金供给充足
在中国是否存在	存在	不存在	存在	存在
泰国	出口导向型工业化， 制成品大量出口	取消证券交易税，减少公司 所得税和股息税 企业能够通过发行股票和 债券获得长期资金	引入可转让票据机制，促 进金融机构短期拆借 刺激短期资金流动	放松外汇管制 促进资金供给和产品出口，促进股票市场交 易活跃
在中国是否存在	存在	存在	存在	存在

资料来源：中信证券研究部

将世界其他国家促进资本市场发展因素与中国目前的情况进行比较，结果发现：在全部的 13 项促发因素当中，中国符合其中 9 项，占全部因素的 69%。促发各国股市大幅度下跌的因素，与中国目前的情况进行比较的结果发现：在全部的 17 项促发因素当中，中国有 1 项符合，占全部因素的 5%。

表 27：全球主要股票市场大幅下跌的促发因素及其在中国的体现

	影响因素			
台湾	上市公司数目少 投资需求和供给不平衡	汇率大幅度升值 出口竞争力下降	制造业增长率下降 单位成本上升	大户和散户投机炒作氛围浓厚 市场波动剧烈
在中国是否存在	存在	不存在	存在	存在
日本	主银行体系缺乏风险控制机制 大企业潜在的不良贷款率提高	本币升值累计大幅度升值 出口衰减	人口红利释放 需求增长下降	利率大幅度提高，政局多变 系统性风险
在中国是否存在	存在	不存在	不存在	不存在
日本	银行投资于股市，企业交叉持股 下跌后导致的恶性循环	技术研究没有取得相应的市场地位 国际竞争能力的下降		
在中国是否存在	不存在	不存在		
泰国	资金和工资成本上升	房地地 and 股票市场投机气氛浓厚	经常项目下赤字	国际游资大量撤离
在中国是否存在	不存在	不存在	不存在	不存在
墨西哥和俄罗斯	大举外债，入不敷出	社会资源转移 短期资本大量流入，汇率制度重大变革	贸易逆差导致银行坏账急剧增加 私有化和资金外逃	
在中国是否存在	不存在	不存在	不存在	

资料来源：中信证券研究部

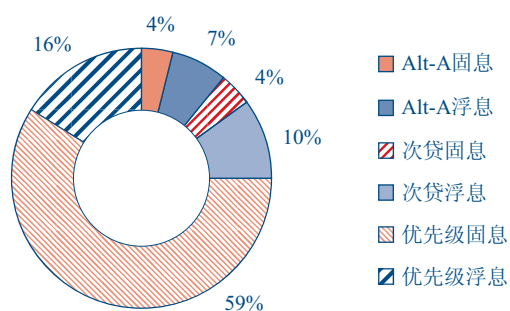
4.4.3 突发事件梳理：股市输入型风险概率小

2008 年开始的 A 股大幅下跌是一种突发输入型的“金融危机”和“经济危机”，那么在分析 2009 年下半年中国 A 股是否会“二次探底”中，我们必须考虑到外来突发性事件的影响。我们认为如果下列事件爆发或者出现，则 A 股很可能将再次经历一轮较大幅度的下跌，即二次探底。

（1）事件 1——美国优级贷款违约率大幅跃升

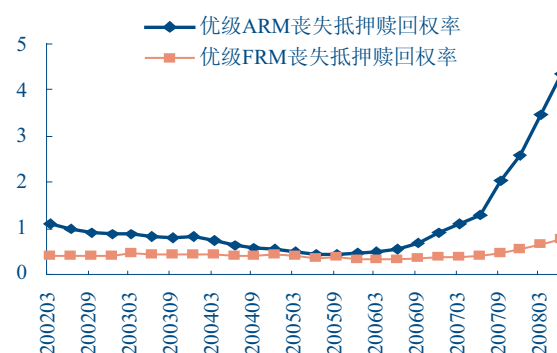
美国房贷市场总规模大约 11 万亿美元，其中次贷规模约 1.5 万亿美元。大多数为优级贷款，虽然优先级房屋抵押贷款的违约率目前很低，但其绝对数量却庞大。随着房价持续下跌，次贷危机很可能向优先级贷款蔓延，任其发展，后果惊人。美国房屋库存与房价跌幅呈现非常强的线性函数关系，目前房屋库存需要很长时间来消化，在此之前，房价难以止跌。由此看来，要根本解决房贷危机，现有的救市努力可能略显单薄。

图 86：美国房贷市场构成比率 (%)



资料来源：中信证券研究部

图 87：优级贷款违约率 (%)



资料来源：中信证券研究部

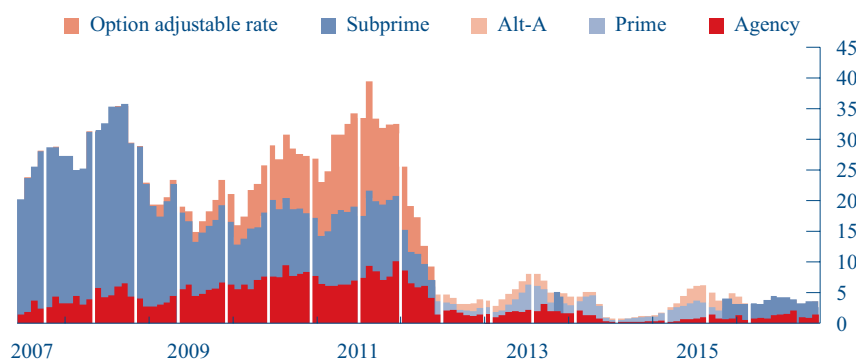
（2）事件 2——次贷利率重置失控

2010 年—2011 年将迎来次贷的又一个利率重置高峰。届时重置规模最大的将是可选择性浮动利率贷款 (Option ARM)。据统计，目前其规模大约 5000 亿美元。

典型的可选择性浮动利率贷款一般的初始利率水平较低，甚至低于市场平均利率水平。在一定的期限内借款人可以以较低的成本来获得融资，但是 Option ARM 的利率重置期限为 5 年，在优惠利率支付期结束后，借款人的借贷成本将有一个 100%-125% 左右大幅上升。

而在 2004-2006 美国房地产泡沫严重时期的可选择性浮动利率贷款，将在 2009 年-2011 年迎来利率重置高峰。随之而来的金融风险值得投资者重点关注。另外，Alt-A 和代理抵押贷款在 2010 年—2011 年也均将迎来首次重置的高峰。

图 88：美国次贷产品利率重置周期 (2009-2011)

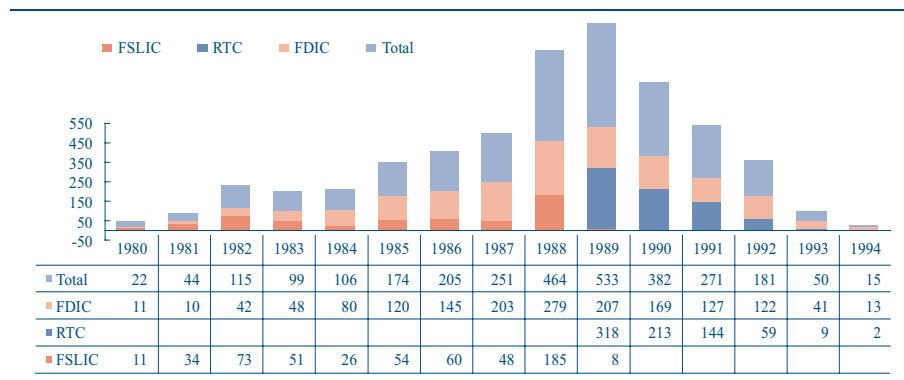


资料来源：中信证券研究部

（3）事件 3——美国金融机构出现倒闭潮

从历史经验看，破产金融机构的 71%是在救援计划实施一年后出现的,这意味着 2008 年末-2009 年 3 季度将是美国金融机构资产减值潮。

图 89：美国金融机构可能出现大规模的资产减计



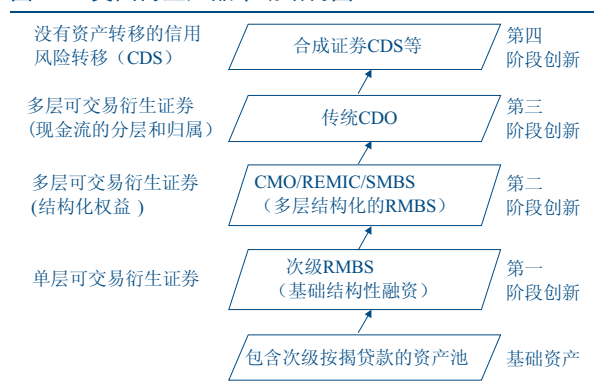
资料来源：中信证券研究部

（4）事件 4——企业债违约率大幅跳升拖垮 CDS 市场

信用违约掉期的规模在 2007 年 12 月份已经达到了 57.8 万亿美元，到 2008 年估计市场规模已经超过 62 万亿美元。而信用违约掉期市场在 2001 年是 1 万亿左右，市场规模在 8 年间就已经从 1 万暴涨到了 62 万亿。信用违约掉期标的物目前主要是债券产品——企业债产品。

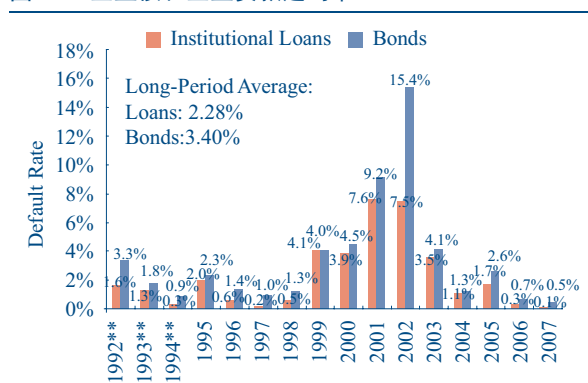
从历年情况来看，企业债的违约率每次出现衰退的时候，2001 年、2002 年为 9%-15%。但是当经济进入下行趋势的时候，这个数可能会急剧上升，会从 0.5%迅速攀到 10%以上。

图 90：美国衍生产品市场结构图



资料来源：中信证券研究部

图 91：企业债和企业贷款违约率 (%)



资料来源：中信证券研究部

综上所述，我们认为 A 股出现二次探底的可能性不大，下半年业绩预期上调将成为推动市场上涨的主要力量。

结论：根据对全球及国内的流动性分析，以及对经济复苏的判断，我们认为 A 股市场下半年仍将震荡向上。这里包含了一系列的假设：

- （1）美国经济下半年见底并呈“L”型复苏；
- （2）中国经济“U”型复苏，现已进入右半边；

(3) 今年年底处于温和通胀，中国央行和美联储不会改变货币政策；

(4) 美元指数趋于下跌；

(5) 中国房地产 09 年投资增长接近 10%。

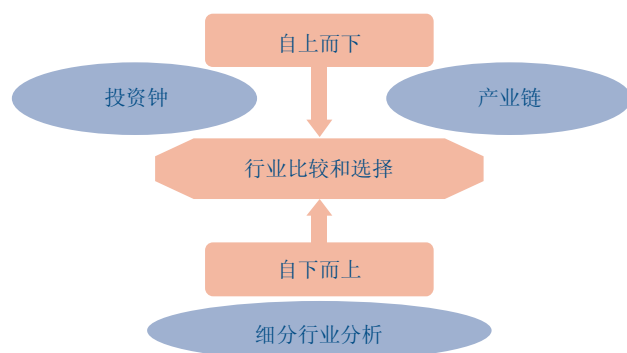
以上假设包含了关于流动性和经济复苏的主要方面，如果这些假设发生了重大变化，我们可能会改变我们的结论。

五、行业选择：开始向中游延伸

结合自上而下和自下而上分析结果，下半年，我们看好大金融（大银行、保险、房地产）、资源品（石油、钾肥、有色、煤炭）、中游（钢铁、水泥）和汽车。其中，大金融和资源品与流动性相关，中游与经济复苏相关。

“自上而下”是运用投资时钟和产业链研究，“自下而上”是汇总行业分析员对行业景气的判断、中信重点公司的估值和盈利增长以及市场面的动量反转指标。

图 92：行业选择的纬度

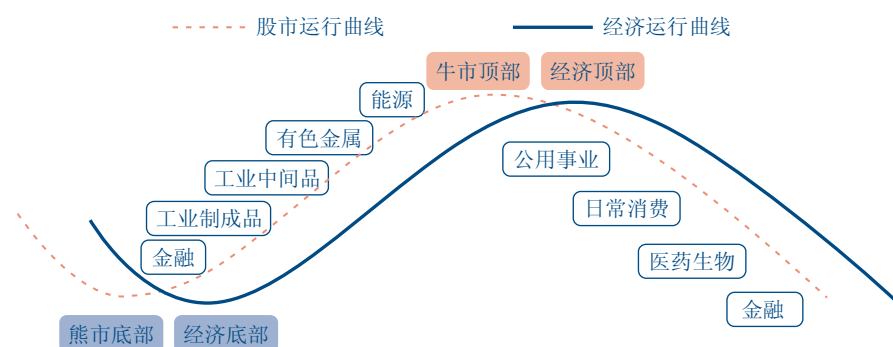


资料来源：中信证券研究部

5.1 自上而下：投资时钟和产业链

综合美林投资时钟和 Martin J. Pring 的研究，按照美国经验，经济复苏阶段，传统的行业轮动次序是：“金融与可选消费-工业制成品-工业中间品-能源与大宗商品”。

图 93：美国经济复苏阶段行业轮动次序



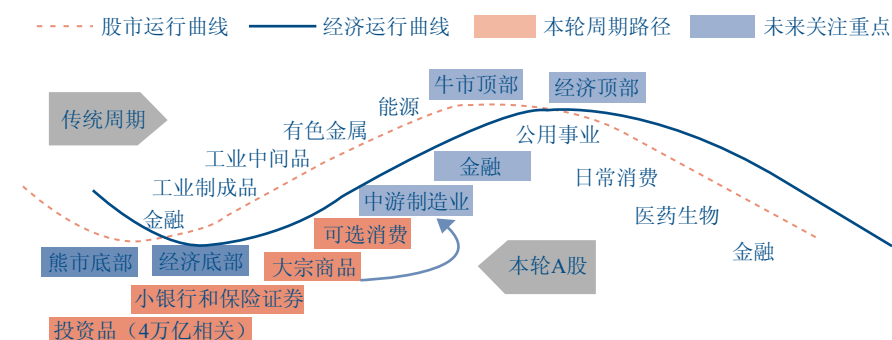
资料来源：中信证券研究部

经济陷入衰退，政府实行宽松货币政策，下调利率，释放流动性，信贷规模扩张使金融股受益，同时信贷放松支持消费，下游需求的复苏带动中游工业品，并最终向能源、大宗商品传导。

5.1.1 A 股行业轮动特殊性：投资品提前、金融股滞后、大宗商品股异军突起

2008 年 11 月以来，A 股市场强劲反弹，但行业轮动顺序明显异于美国经验，主要表现为：投资品提前、金融股滞后、大宗商品股异军突起。

图 94：本轮 A 股行业投资时钟与理想状态的比较



资料来源：中信证券研究部

（1）政府刺激措施促使部分投资品反弹提前

2008 年，政府推出 4 万亿投资和十大产业振兴计划，促使部分投资品行业如水泥、工程机械、重卡、电力设备等行业大幅反弹。

与美国经济不同，中国经济由投资和出口主导，一旦出口不行，经济萎缩，政府必从投资入手，相关投资品行业率先受益。

表 28：投资品相关行业的估值和盈利结构及其变化

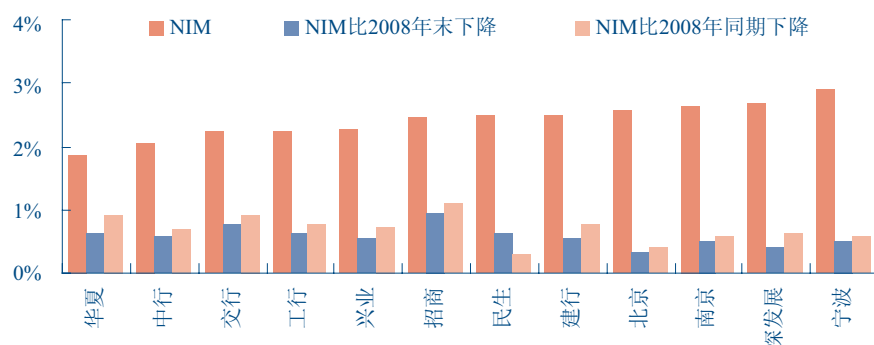
行业名称	行业 2 年复合 增长率(%)	4 周预期变 化率(%)	净利润同比(%)			总市值加权 P/E			PB		
			2008(A)	2009(E)	2010(E)	2008(A/E)	2009(E)	2010(E)	2008(A/E)	2009(E)	2010(E)
建筑建材	51.426	0.153	-2.23%	76.46%	29.94%	43.129	23.603	18.164	3.051	2.688	2.353
机械设备	26.657	-2.421	-10.62%	34.17%	19.56%	39.223	28.892	24.165	4.535	3.849	3.418
化工	70.709	-9.091	-61.39%	133.47%	24.82%	53.56	22.889	18.338	3.019	2.693	2.382
钢铁	25.924	-14.993	-60.55%	7.58%	47.40%	27.995	26.024	17.655	1.569	1.503	1.389
造纸印刷	23.065	-16.396	-28.24%	9.02%	38.92%	37.679	33.71	24.266	2.053	1.97	1.844
电子元器件	--	-19.185	-157.01%	236.82%	65.73%	n.m.	62.709	37.837	3.109	3.088	2.871

资料来源：上海朝阳永续 Go-Goal 业绩预测系统，中信证券研究部

（2）利率管制延缓银行股反弹时间

中美两国基准利率不同。美国的基准利率是联邦基金基准利率，即隔夜银行同业拆借利率，中国的基准利率是一年期存款和贷款利率。在美国，衰退时银行惜贷，虽货币供应增加，存贷利差依然有可能增加，银行会率先受益。在中国，央行直接控制银行存贷差，降息周期银行净息差必然减少，所以中国银行的净息差要在 2009 年 2、3 季度方能见底。同时，信贷放松直到 2009 年年初才开始，对坏账依然有担忧，这些均制约银行股上涨，同时低利率和通缩预期也制约了保险股的上涨。

图 95：上市银行 09Q1 息差变化情况



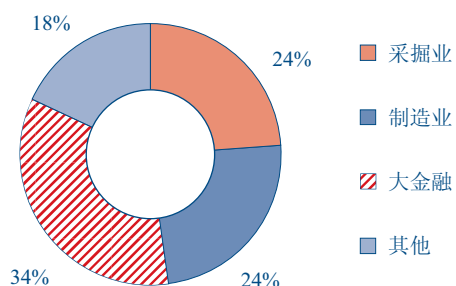
资料来源：公司财报，中信证券研究部

（3）流动性助推大宗商品股异军突起

大宗商品股主要取决于大宗商品价格，而大宗商品同时具有商品属性和金融属性。本轮周期中，流动性推动能源大宗商品在“避险情绪下降—流动性泛滥—经济渐次见底”的三阶段过程中获得有力支撑，并提前于经济周期开始大幅反弹，也改变了传统经济复苏过程中能源大宗商品往往滞后上涨的规律。

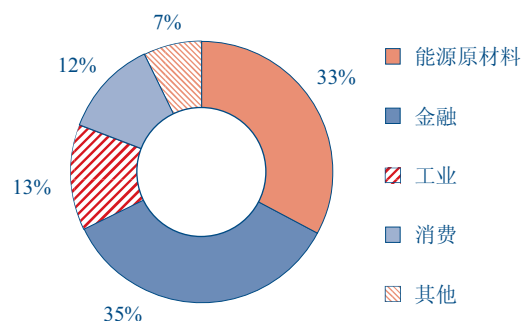
A 股市场的行业构成使其对于大宗商品价格变动和国际资金流动具有高度敏感性。从行业统计看，受制于商品价格波动的上游能源原材料行业占据了接近三分之一的市值。在结构因素影响下，国际商品价格波动必然对 A 股市场的行业轮动产生至关重要的影响。

图 96：基于证监会分类的 A 股行业市值构成



资料来源：WIND 资讯，中信证券研究部

图 97：基于 GICS 分类的 A 股行业市值构成



资料来源：WIND 资讯，中信证券研究部

5.1.2 下半年行业轮动特征：金融上涨、复苏逐步传导到工业中间品

展望下半年，会出现如下两方面趋势：

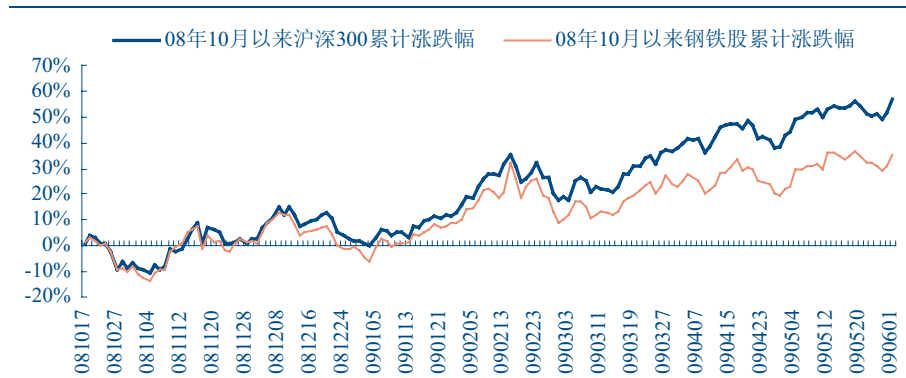
（1）工业相关行业的产业链传导逐步得到实现

2008 年 10 月以来的市场反弹过程中，4 万亿相关的投资品、大宗商品以及可选消费类股票分别充当了不同阶段的领涨板块，而在这一过程中，工业行业，尤其是工业中间品行业的股价涨幅相对落后，以钢铁为例，截至 6 月 1 日，在沪深 300 指数涨幅达到 56.97% 的情况下，钢铁行业整体涨幅仅为 35.4%，明显落后大盘。

市场的担忧主要集中在两个方面：一是上述行业的业绩复苏可能面临产能过剩的压力；二是在流动性推动大宗商品价格提前大幅反弹的条件下，因为下游需求速度恢复相对滞后，工业中间品行业可能面临成本转嫁能力和毛利率水平下降的挑战。

从产业链和供求角度看，工业中间品行业的复苏需要得到宏观经济转暖信号的进一步确认，如果房地产土地购置和开发投资力度持续回暖，并且政府的产能调控和节能减排措施得到进一步落实，则前期滞涨的钢铁、化工、造纸等行业，以及已经从 4 万亿投资计划中受益的建材行业，将获得新一轮的投资机会。

图 98：08 年 10 月市场反弹以来钢铁股相对市场的涨跌幅对比



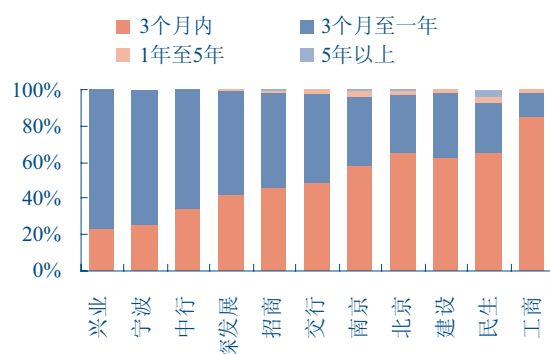
资料来源：WIND 资讯，中信证券研究部

(2) 金融上涨

年初以来，我们一直坚持“大金融+周期”的推荐思路，我们认为下半年金融依然有上涨空间。

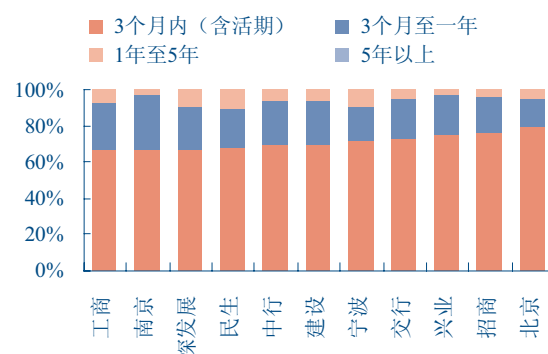
信贷结构改善，净息差见底回升，信贷成本降低，银行上涨。下半年信贷结构将继续改善，一般性贷款占比有望提高。由于前期基建类固定资产投资的启动带动配套企业的投资需求恢复，以及银行主动进行资产负债结构调整以确保收入增长，我们推测信贷结构将继续优化，一般性贷款占比有望提高。伴随资产负债重定价的完成，以及资金市场收益率开始企稳，我们预计上市银行净息差将在 2、3 季度陆续见底。

图 99：上市银行贷款重定价比例分析（2008 年报）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

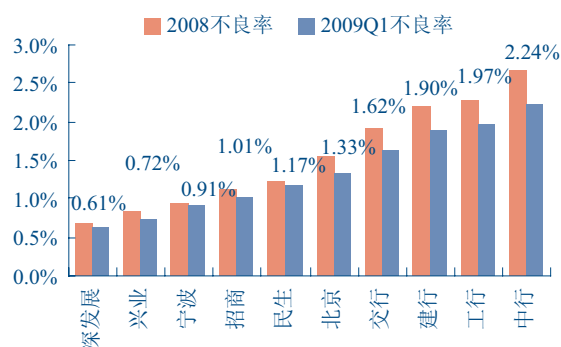
图 100：上市银行存款重定价比例分析（2008 年报）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

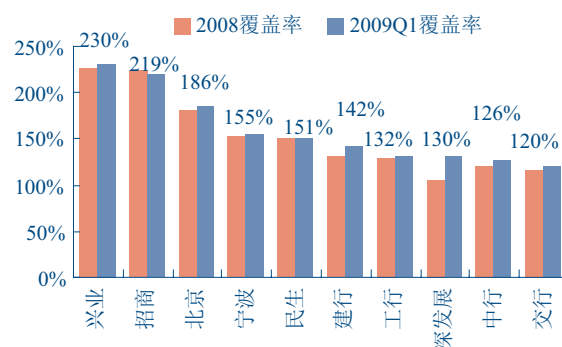
上市银行资产质量目前仍在可控范围内，1 季度银行业整体实现不良双降，并且新发放的贷款大多为风险较低的基建类和票据类贷款，难以很快形成不良，09 年资产质量压力不大。而各行在 08 年 4 季度加大拨备计提，部分银行信用成本达到历史高点，在资产质量可控背景下，信用成本有望正面贡献 09 年利润增长。

图 101：各行不良率明显下降



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 102：拨备覆盖率均有所提高

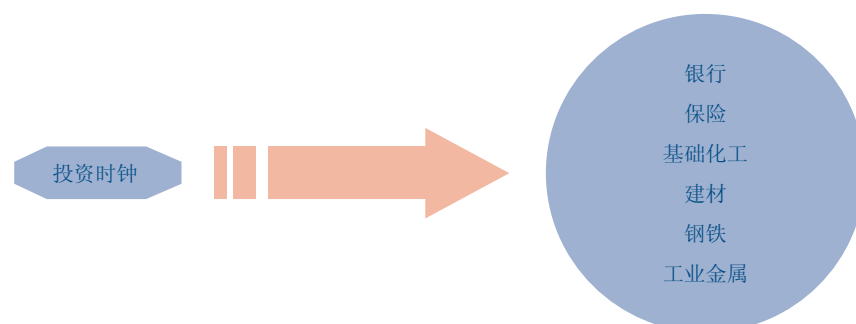


资料来源：公司财报，中信证券研究部

保险股将受益于债券利率的回升。我们预计下半年债券市场利率仍将向上，不管是通胀预期上升还是经济复苏，都将对债券市场利率形成向上推动的力量，保单的资金成本仍能保持稳定，对保险公司的利差收入构成利好。

综上所述，基于投资时钟的行业轮动，下半年看好金融（银行、保险）和工业中游（基础化工、建材、钢铁和工业金属）。其中建材包括水泥和玻璃，工业金属包括铜、铝、铅、锌。

图 103：基于投资时钟的行业选择



资料来源：中信证券研究部

5.1.3 基于 A 股市场结构的产业链研究

投资时钟是从经济周期的角度去筛选行业，产业链是从成本收益、上下游的角度去选择行业。

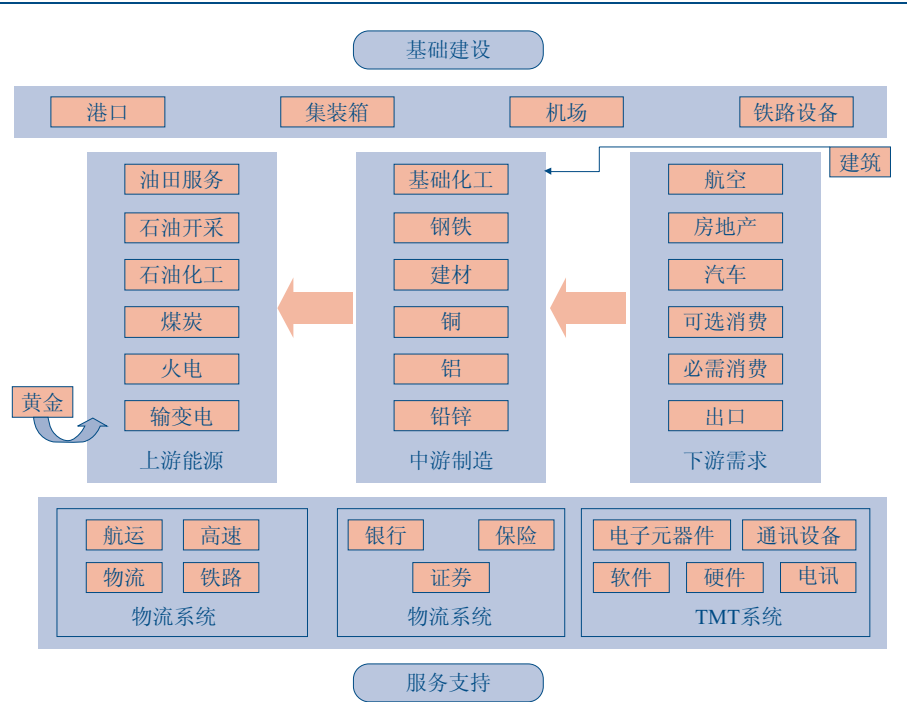
截止 2009 年 6 月 3 日，中信证券覆盖 A 股 424 家，占 A 股总市值的 77.15%。将 60 多个子行业重新归类，选择油田服务、石油开采、石油化工、基础化工（化学肥料制造业、基础化学原料制造业）、煤炭、输变电、火电、航运、港口、集装箱、航空、机场、高速、物流、铁路、铁路设备、房地产、汽车（汽车零部件、乘用车、商用车）、钢铁、建筑、建材（水泥、玻璃、新型建材及非金属新材料）、铜、铝、铅锌、黄金、机械（工程机械、重型机械、机床）、造船、可选消费品、必选消费品、TMT（电子元器件、通信设备制造、软件及服务、硬件设备、电信运营）和金融（银行、保险、证券）等 31 个行业。再将这 31 个行业分为三个大的系统，即基础建设、服务支持和实体产业，每个系统又进行进一步细分：

表 29：基于 A 股市场结构的行业分类

大的系统	中间系统	具体行业	关注焦点
实体产业	下游消费	航空、房地产、汽车（汽车零部件、乘用车、商用车）、可选消费品、必选消费品、出口	宏观和调研确定国内消费；世界经济确定出口
	中游制造	基础化工（化学肥料制造业、基础化学原料制造业）、钢铁、建筑、建材（水泥、玻璃、新型建材及非金属新材料）、铜、铝、铅锌、机械（工程机械、重型机械、机床）、造船	
	上游能源	油田服务、石油开采、石油化工、煤炭、输变电、火电，黄金	
基础建设	行业政策	港口、集装箱、机场、铁路设备	受世界经济、美元等因素的影响
服务支持	物流系统	航运、高速、物流、铁路	政府拉动、创造需求的主要途径
	金融系统	金融（银行、保险、证券）	物流数据显示中国经济的热度
	TMT 系统	TMT（电子元器件、通信设备制造、软件及服务、硬件设备、电信运营）	银行的信贷支持和货币政策

资料来源：中信证券研究部

图 104：基于 A 股市场结构的产业链图



资料来源：中信证券研究部

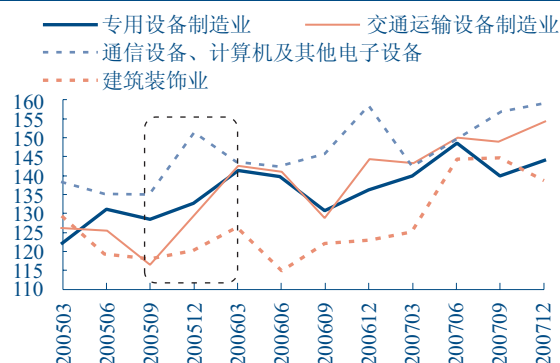
在需求缺失的阶段，创造需求的点（我们称之为驱动力）使其上游获益。下半年的驱动力来自“房地产投资”、“铁路建设”和“大宗商品价格上涨”。所以，我们沿着这三个驱动力向上寻找受益行业。

（1）房地产投资增加使钢铁、工业金属、建材和化工直接受益

中信研究部将全年房地产投资上调到 9.39%，房地产投资增加将使其上游直接受益。据测算，房地产投资消耗了 50%的钢铁产量、25%的水泥产量、50%的玻璃产量、20%的铜产量和 10%的铝产量。而随着钢铁、水泥、铜和铝开工率的提升，电力需求和和航运量也会提升。钢铁和有色分别消耗了 11%和 7.44%的用电量，30%的航运需求来自铁矿石和相关矿石。最后，随着电力需求的上升，输变电也会受益

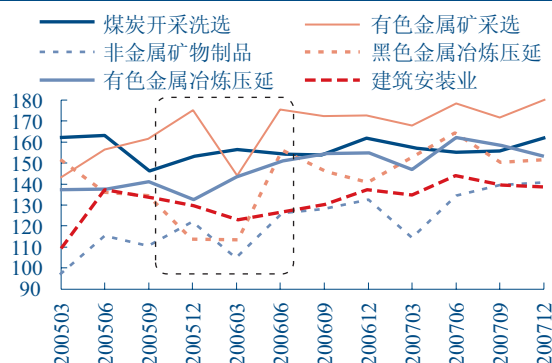
根据 2005 年经验，2005 年第四季度中国房地产业景气回升，工程机械、汽车、家电和建筑装饰行业景气随之回升，钢铁、有色金属、建筑安装、建筑材料等行业的经济复苏稍晚，大约滞后 1-2 个季度。

图 105: 部分行业在 2005 年四季度与房地产同步触底回升



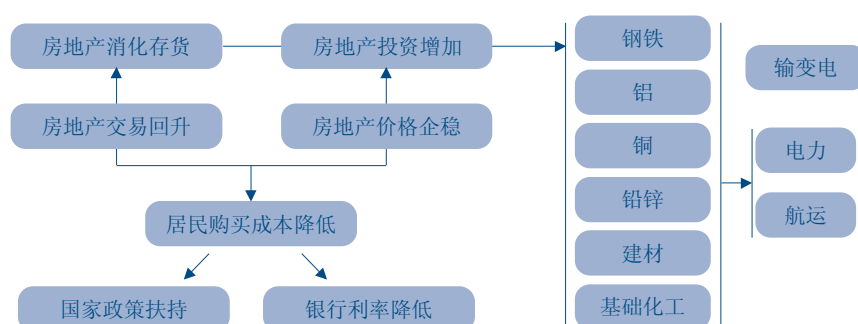
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 106: 部分行业景气滞后于房地产 1-2 个季度



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 107: 房地产的产业链



资料来源: 中信证券研究部

房地产上游各类资本品的盈利弹性主要决定于两点：（1）该产品供需紧张程度；（2）对上下游的议价能力。从各行业的具体情况来看，钢铁、焦炭、焦煤、水泥、玻璃的盈利弹性较高，下游需求复苏可能会带来业绩大幅增长。

表 30: 钢铁、焦炭、焦煤、水泥、玻璃的盈利弹性较高

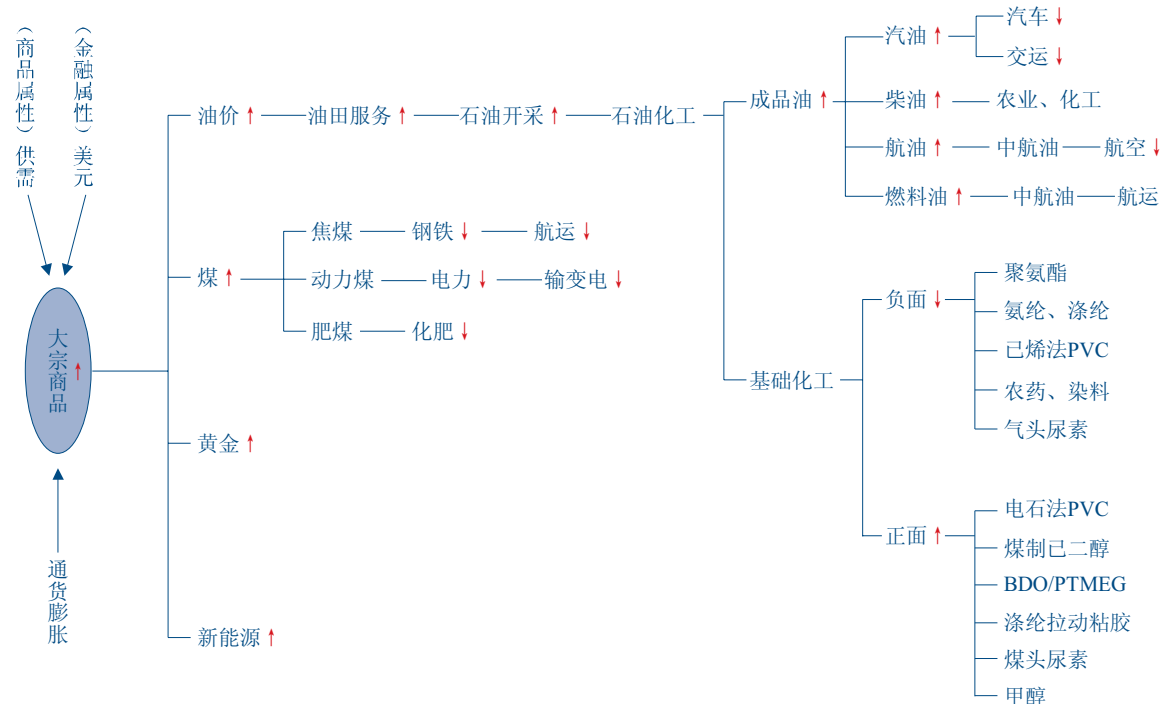
	供需紧张程度	议价能力（强、中、弱）		综合判断盈利弹性
	产能利用率(高、中、低)	对上游议价能力	对下游议价能力	
钢铁	高	弱	弱	高
焦炭	低	弱	弱	高
焦煤	低	-	强	高
水泥	中	弱	中	高
玻璃	高	中	弱	高
工程机械	中	弱	中	中

资料来源: 中信证券研究部

综合房地产产业链三个层次，相关行业分别是第一层次（房地产）、第二层面（钢铁、玻璃、水泥、铝、铜、铅锌、工程机械）和第三层面（电力、航运、输变电）。

(2) 大宗商品价格上涨，使大宗商品产业链受益

图 108：关于石油的产业链



资料来源：中信证券研究部

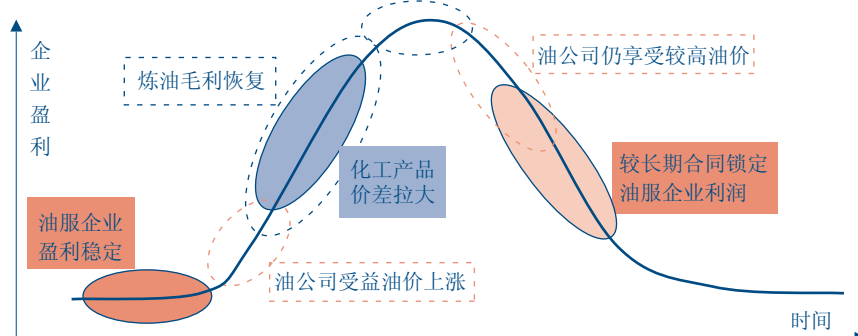
我们判断下半年全球经济依次见底复苏，美元继续贬值、大宗商品仍趋于上涨，由此涉及四条细分产业链。

第一，油价上涨，看好石油石化和钾肥。

油价上涨对整个石油勘探开采、石油石化和基础化工都产生影响。

在石化产业链上，从上游勘探开发到原油加工，到石化原材料生产，以及油气田服务提供商，随着油价的上涨，它们的盈利变化有时间差异。从 02 年-08 年的行业周期总结，油公司盈利跟随油价走势，最佳盈利时期在油价高点之后出现；而油服公司盈利走势与油价基本吻合；炼油和化工企业的盈利高点出现在油价高点出现之前。由于我们预期油价还会上涨，所以我们更加看好石油石化和油田服务。

图 109：行业复苏过程中企业盈利恢复有快有慢



资料来源：中信证券研究部

从产业链角度，原油和基础化工产品没有直接关系，主要通过下游石化产品、能源替代品天然气和煤间接影响基础化工行业。我们假设煤价涨幅低于油和天然气，油价上涨静态影响如下表分析。

表 31：油价上涨对基础化工产品的静态影响分析

		相关产品及公司
正面影响（原料结构性投资机会）	原油价格上涨	国内电石法 PVC（中泰化学、新疆天业，英力特等）
		煤制乙二醇（丹化科技）
		涤纶价格上涨拉动粘胶纤维涨价（山东海龙、澳洋科技等）
		BDO 及下游 PTMEG（山西三维）
	天然气价格上涨	煤头尿素/硝酸铵/浓硝酸（华鲁恒升、柳化股份等） 煤头甲醇/醋酸/二甲醚/DMF（华鲁恒升、广汇股份、远兴能源、江山化工）
无关品种	其他正面影响	通胀预期提升资源价值：钾肥，磷矿石 新材料替代塑料、橡胶能力提升：有机硅、氟塑料
	天然气价格上涨	纯碱，烧碱（国内蒸汽、电、原盐价格和油价相关性小）
负面影响（油价上涨间接推动成本增加）	原油价格上涨	气头尿素、甲醇
		对炭黑影响偏负面：能源属性决定油价上涨传导至燃料油更快，直接带动煤焦油价格上涨，而传导至乙烯焦油的能力较弱，成本上涨压力大于国外石油法产品涨价的拉力。
		聚氨酯：MDI、TDI、聚醚（原料为环氧丙烷）
		涤纶（原料 PTA，乙二醇），氨纶（原料 MDI）
		石油法 PVC，塑料制品 农药、染料，纺织助剂等精细化工产品

资料来源：中信证券研究部

若油价持续、大幅上涨，将惠及国内煤化工企业。电石法 PVC 和乙二醇首当其冲，而通过天然气产业链发生影响的尿素、甲醇则存在效率递减。拥有煤炭资源的基础化工行业上市公司中泰化学、远兴能源、广汇股份、柳化股份能够回避煤价波动的风险，更值得关注。油价上涨引发的通胀预期将提升资源价值，钾肥必将受益，出口、限运政策和下游需求低迷仍部分限制磷矿石受益程度。油价上涨也将提升传统塑料、橡胶的价值，新材料有机硅的替代进程将提速。**在所有的基础化工中，我们最看好资源价值提升的钾肥。**

第二条线索是煤炭。煤炭和石油存在某种比价，随着石油价格的上涨，煤炭价格也会上涨，焦煤价格上涨使钢铁受损，进而使航运受损；动力煤价格上涨使电力成本提高，进而使输变电受损；肥煤价格上涨使化肥成本提高。

第三条线索是黄金。大宗商品价格上涨将使通胀预期上升，黄金是一个良好的避险工具。

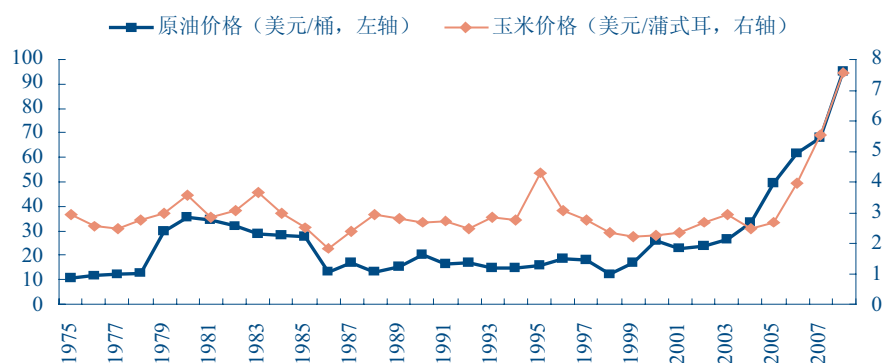
第四条线索是新能源。传统能源价格大幅上涨突现新能源的价值。

综合大宗商品价格上涨的产业链，相关受益行业是石油、煤炭、黄金、新能源和部分基础化工。

（3）油价上涨带动粮价上涨，惠及钾肥

油价上涨带动粮价上涨，利好粮食产业的上中游，包括种子、农药、化肥、农机、种植业等，而钾肥依然是我们最看好的化肥股。

图 110：油价和粮价的关系



资料来源：中信证券研究部

随着油价上涨，国际粮价上涨，国家可能再次上调粮食收购价。

表 32：近 5 年我国粮食最低收购价

单位：元/斤

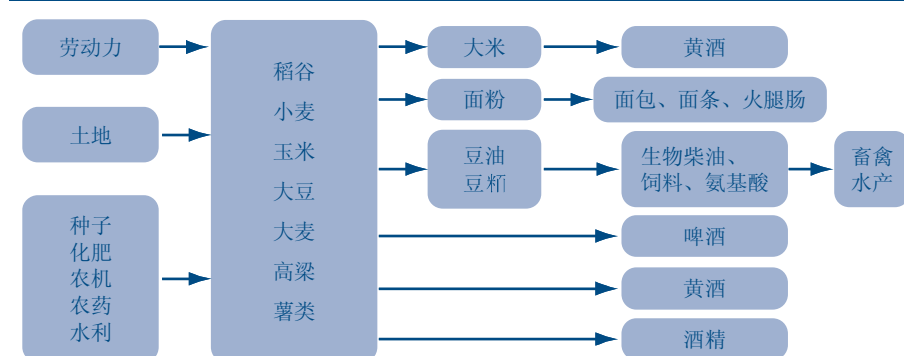
	早籼稻	中晚籼稻	粳稻	白小麦	红小麦	混合麦
2009（可能再次上调）	1.04	1.06	1.09	1.00	0.95	0.95
2009（已经确定）	0.90	0.92	0.95	0.87	0.83	0.83
2008	0.77	0.79	0.82	0.77	0.72	0.72
2007	0.7			0.72	0.69	0.69
2006	0.7	0.72	0.75	0.72	0.69	0.69
2005	0.7	0.72	0.75			

资料来源：中信证券研究部

随着粮价上涨，直接增加了居民食品消费支出，提高了食品饮料加工业的生产成本，通过饲料业传导提高了肉禽蛋奶水产类产品价格，通过比价效应推动水果蔬菜价格上涨。

根据测算，粮食占饲料成本的 80%左右，占肉类生产成本 34%左右，占酒类生产成本的 29%左右。粮价每上涨 1%，将提高食品总成本 0.187%左右。如果毛利率保持不变，则粮价每上涨 1%将推动食品价格上涨 0.187%左右。

图 111：我国粮食产业链



资料来源：中信证券研究部

首先，粮食作为食品类的重要组成部分，其价格上涨将直接导致食品类价格的提高。

第二、粮食价格上涨对饲料价格的推动力较强，进而影响肉禽及其制品价格。根据统计，在养猪总成本和鸡蛋成本中饲料成本比重分别为 70-82%和 78%，而猪饲料中玉米所占比例超过 60%，所以玉米价格将直接影响肉蛋价格走势。国家发改委全国生猪养殖效益调查数据显示，2007 年上半年，在玉米价格的推动下，

精饲料平均价格达 1.75 元/公斤，比 2006 年同期上涨 13%。每头生猪精饲料费达 464.05 元，比 2006 年增长 15.2%。

第三、粮食价格上涨加大酿酒行业产品价格的上涨压力。以上一轮粮价上涨周期为例，自 2006 年 9 月以来世界主要粮食品种价格飙升，并一度达到近 10 年来的最高价位。截止 2008 年 4 月，国内小麦价格涨 12.21%；玉米价格涨 14.6%；大米价格上涨 13.7%。粮价的大涨给以粮食为原料的下游产业带来压力，以粮食为主要原料的酿酒行业首当其冲（粮食成本约占 30%）。据有关数据显示，普通的白酒生产，每投入 3 公斤粮食，才能产出一公斤白酒，而高端白酒则需要投入 5 公斤甚至更多的粮食才能产出一公斤白酒。每吨啤酒要消耗掉 90 公斤麦芽和 60 公斤大米。

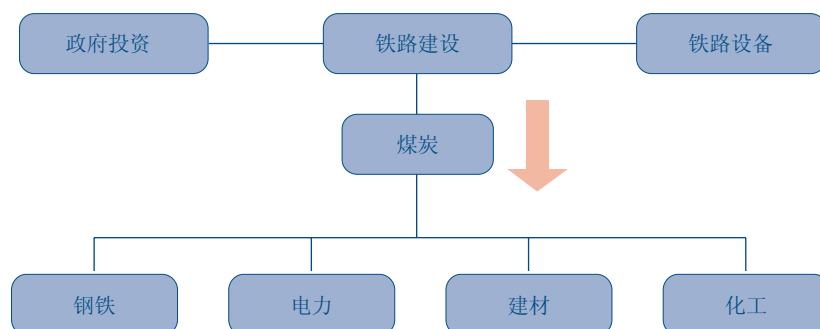
第四、粮食价格将通过比价效应影响水果蔬菜价格。粮食虽然与水果、蔬菜价格没有直接关系，但粮食涨价会通过比价效应，间接导致水果蔬菜价格上涨。

粮食是食品饮料、饲料加工的重要原料，粮食价格的上涨必然会通过产业链进行传导，最终推动食品价格的普遍走高。据测算，粮食价格每上升 1%，将推动食品成本上升 0.17%左右。

国家提高粮食最低收购价，对粮食产业的上中游形成明确利好，包括种子、农药、化肥、农机、种植业等，同时也对下游加工型企业构成一定的利空。鉴于上市公司代表性和市值考虑，我们最看好钾肥行业，建议重点关注盐湖钾肥、北大荒、隆平高科、登海种业等上市公司主题性投资机会。

（4）铁路建设投资增加使铁路设备和建筑受益

图 112：关于铁路建设的产业链

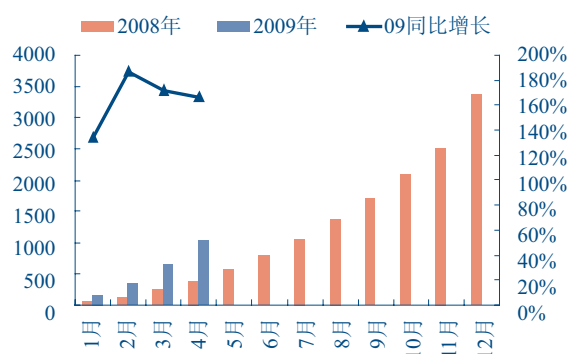


资料来源：中信证券研究部

本次基础建设的重点是铁路建设。2009 年 1 季度，我国铁路建设投资创历史同期最高水平，完成新线铺轨 950.4 公里、复线铺轨 1013.9 公里，电气化铁路投资 368.9 公里。根据铁道部发布的统计数据，2009 年 1-4 月全国铁路完成固定资产投资 1180 亿元，同比增加 128%，其中基建投资累计 1034 亿元，同比增长 167%。

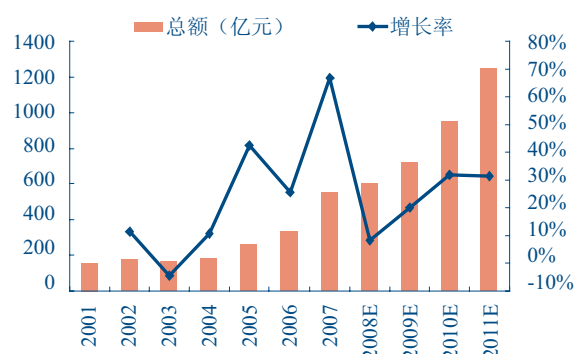
从产业链角度看，铁路建设的大发展将直接推动铁路设备和建筑的发展。实际上，自《铁路“十一五”规划》提出建设目标以来，铁路基本建设投资一直没有按计划完成年度投资规模，主要原因是铁路在建项目剩余规模明显不足，以及新开工项目不如预期的快。近期，在中央通过基础设施建设投资拉动经济增长的背景下，我国铁路投资将跨越式发展。从目前投资进度和开工项目进度来看，新开工建设的项目将超先前规划预期，原来计划在 2010 年开工的项目将有可能提前在 2009 年和 2010 年开工。随着铁路建设的推进，动车组、电力机车等铁路车辆将在 2010 年进入交付高峰期。

图 113: 我国铁路基建累计固定资产投资 (亿元)



资料来源: 铁道部, 中信证券研究部

图 114: 2001 年以来我国铁路机车车辆购置规模及预测



资料来源: 中信证券研究部

长期看, 铁路网建设利于缓解中国铁路运力的紧缺, 使煤炭不再稀缺, 煤炭价格会下跌, 钢铁、电力、建材和化工受益。据测算, 中国煤碳的运力有 50% 是铁路承担, 而电力、钢铁和建材分别有 60%、37% 和 30% 的成本来自煤炭。我们认为, 铁路建设投资的增加短期使铁路设备和建筑受益, 短期无法改善中国的铁路运力, 所以短期不会改善电力、钢铁和建材的成本。

综合铁路投资增加的产业链, 相关受益行业是建筑和铁路设备。

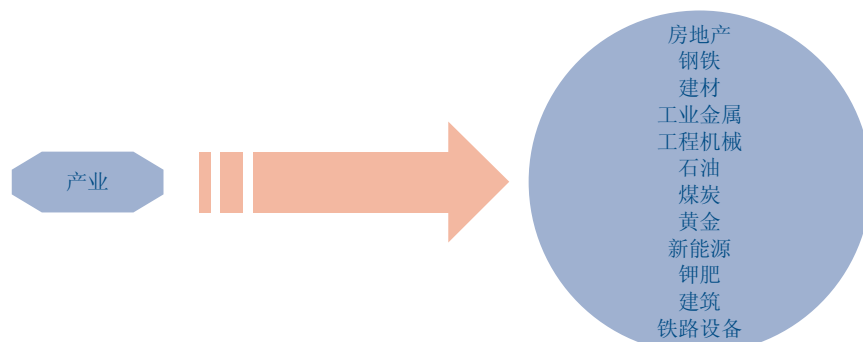
5.1.4 四大产业链受益行业

不同驱动力对同一行业的影响不同。例如电力, 获益于房地产投资的增加, 同时由于煤碳价格上涨而受损, 那么结合两个因素, 好还是坏?

判断标准有两个。其一是驱动力的重要程度。从确定性和重要性而言, 分别是铁路建设、房地产投资和大宗商品价格上涨。其二是看其离驱动力的远近。煤炭价格上升直接损伤电力, 但房地产投资上涨和电力复苏隔了一层, 所以两个因素结合, 对电力应该是不利的。

综上所述, 结合四条产业链, 受益的行业分别是: 房地产、钢铁、建材 (玻璃、水泥)、工业金属 (铝、铜、铅锌)、工程机械、石油、煤炭、黄金、新能源、建筑、铁路设备和钾肥。

图 115: 基于产业链的行业选择



资料来源: 中信证券研究部

5.2 自下而上：汇总景气判断、估值和盈利增长、催化剂

汇总分析员的景气判断、重点公司估值和盈利增长、市场面动量反转、催化剂和分析员配置建议，我们自下而上看好如下行业：**地产、软件、汽车及其零部件、工程机械、银行、石油石化、钢铁、造纸、保险、证券、水泥、煤炭、铁路设备、重型机械和建筑。**

表 33：自下而上汇总表

行业分类	基本面	估值面		技术面		盈利预测		行业配置建议
	景气判断	09 年 PE	10 年 PE	动量因素	反转因素	09 年增速	10 年增速	
地产	上升	26.0	20.7	0.96	0.35	30.5%	26.1%	超配
软件及服务	上升	22.7	17.0	0.49	0.19	37.2%	33.5%	超配
乘用车	上升	22.4	18.0	0.82	0.05	大幅增长	24.6%	超配
汽车零部件	上升	21.0	17.9	0.91	0.02	57.8%	16.8%	超配
商用车	上升	17.9	14.0	0.74	0.14	37.5%	28.0%	超配
工程机械	上升	18.9	15.9	0.18	0.49	37.3%	18.9%	有可能 超配
股份制银行	上升	14.6	13.1	0.72	0.79	7.9%	10.8%	有可能 超配
国有银行	上升	12.6	11.7	0.86	0.33	9.2%	7.8%	有可能 超配
石油化工	上升	20.2	17.0	0.88	0.76	13.0%	19.4%	超配
钢铁	上升	15.7	12.4	0.93	0.63	14.0%	26.9%	有可能 超配
造纸	上升	22.3	17.2	0.53	0.40	-6.1%	29.6%	有可能 超配
保险	上升	34.0	23.4	0.30	0.23	185.4%	45.0%	超配
证券	上升	32.0	24.8	0.54	0.53	9.3%	29.0%	超配
水泥	上升	18.4	12.8	0.02	0.47	41.3%	44.0%	有可能 超配
煤炭	不变	15.4	16.3	1.00	0.07	2.6%	-5.6%	超配
铁路设备	不变	31.2	24.4	0.79	0.95	28.7%	27.9%	超配
重型机械	不变	14.2	12.9	0.51	0.18	26.2%	10.4%	有可能 超配
建筑	上升	18.7	14.0	0.58	0.93	139.1%	33.8%	有可能 超配
电站设备和新能源	不变	28.2	22.3	0.84	0.12	123.7%	26.7%	标配
小家电和照明设备	不变	19.2	15.6	0.12	0.69	35.5%	23.6%	标配
公路	不变	14.2	12.5	0.56	0.84	7.6%	13.9%	标配
黄金	上升	50.2	49.9	0.89	0.09	3.1%	0.7%	标配
黑色家电	上升	22.9	18.4	0.47	0.37	33.6%	24.6%	标配
铁路	不变	17.5	16.6	0.11	0.97	10.3%	5.2%	标配
输变电	不变	24.7	28.1	0.63	0.65	63.5%	-12.2%	标配
铜	上升	62.3	40.0	0.98	0.00	扭亏	55.6%	标配
电子元器件	上升	26.9	19.4	0.37	0.16	33.6%	38.7%	有可能 标配
白色家电	上升	17.9	15.8	0.60	0.42	12.8%	13.6%	标配
乳业及饮料	上升	29.8	22.9	0.05	0.32	扭亏	30.0%	标配
连锁	上升	24.8	19.0	0.19	0.90	26.1%	30.0%	标配
港口	上升	24.2	22.8	0.23	0.60	-2.8%	6.0%	标配
油田服务	上升	20.9	17.7	0.81	0.62	17.9%	18.1%	标配
铅锌和其他金属	上升	75.8	50.6	0.95	0.11	-64.0%	49.8%	标配
医药	上升	28.6	22.6	0.07	0.77	33.4%	26.6%	标配
农业	不变	25.6	22.1	0.33	0.67	29.9%	16.0%	标配
酒类	不变	26.3	21.4	0.35	0.91	20.6%	23.0%	标配
食品	不变	26.4	21.5	0.39	0.86	25.5%	23.1%	有可能 标配
通信设备制造	不变	24.0	19.6	0.04	0.21	33.2%	22.5%	标配
硬件设备	不变	19.9	15.5	0.21	0.70	31.9%	28.0%	标配
传媒	不变	40.7	31.3	0.67	0.26	31.2%	29.8%	有可能 标配
百货	不变	24.5	19.8	0.42	0.46	31.2%	23.5%	标配
航空运输	不变	50.4	26.5	0.28	0.51	扭亏	90.5%	标配

行业分类	基本面	估值面		技术面		盈利预测		行业配置建议
	景气判断	09 年 PE	10 年 PE	动量因素	反转因素	09 年增速	10 年增速	
机场	不变	25.6	21.5	0.61	0.81	16.0%	18.7%	标配
船舶制造	不变	9.9	8.8	0.16	0.25	8.8%	12.6%	标配
机床	不变	21.7	18.7	0.40	0.58	31.7%	16.2%	标配
铝	不变	129.3	63.0	0.68	0.44	-36.9%	105.0%	标配
玻璃	不变	28.0	20.0	0.44	0.04	150.7%	40.2%	标配
化学肥料制造业	不变	13.8	13.0	0.00	1.00	157.4%	6.2%	标配
基础化学原料制造业	不变	19.1	15.5	0.32	0.39	10.5%	23.3%	标配
航运	上升	508.2	29.9	0.65	0.54	大幅下滑	恢复	低配
火电	上升	29.7	26.6	0.77	0.83	扭亏	11.7%	低配
纺织服装	不变	19.7	18.5	0.25	0.56	7.9%	6.0%	有可能 低配
电信运营	不变	25.1	24.1	0.06	0.34	-72.9%	4.3%	有可能 低配
餐饮旅游	不变	29.2	25.2	0.75	0.28	28.2%	15.8%	低配
超市	不变	29.3	20.8	0.26	0.88	23.0%	41.1%	低配
水电	不变	28.2	26.4	0.14	0.98	扭亏	6.7%	低配

资料来源：中信证券研究部（动量和反转因子均进行了校正，以 1 为最大值，行业得分越接近 1 的短期动量越大，即未来一段时间获得超额收益的概率较大；而得分越接近 1 的行业中期反转力量越强。）

5.3 行业选择：开始向中游延伸

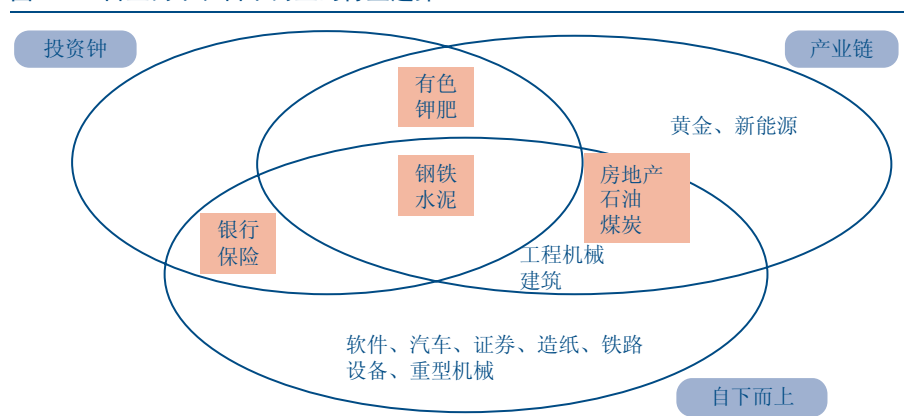
根据自上而下和自下而上分析结果，结合重点公司，下半年，我们看好大金融（大银行、保险、房地产）、资源品（石油、钾肥、有色、煤炭）、中游（钢铁、水泥）和汽车。其中，大金融和资源品与流动性相关，中游与经济复苏相关。

从行业配置上看，我们依然坚持年初提出的“周期+金融”思路。我们认为随着经济复苏，周期将逐步向中游转移。理由如下：

第一，随经济复苏，中游企业毛利率逐步改善。2008 年 11 月以来的 A 股反弹，主要以下游的房地产、汽车、可选消费品和上游的大宗商品为主，中游的制造股只在反弹伊始有所表现，其反弹动力来自四万亿投资的概念，其行业并未真正复苏，所以涨幅并不大。下半年，随着经济逐步复苏，中游逐步获益，中游才会迎来真正的上涨。

第二，中游是超预期的核心。到目前为止，房地产复苏、流动性推动主题渐成共识，所以房地产、石油石化和黄金的估值都较高。下半年，中游将是超出预期的地方，比如钢铁，随着钢铁价格上涨，钢铁股开始扭亏为盈，钢铁股 09 年的 EPS 得到提升，估值迅速下降，钢铁股也会面临较大上涨空间。

图 116：自上而下和自下而上的行业选择



资料来源：中信证券研究部

5.4 区域主题：中西部“城市建设”+东部“国企重组”

（1）区域概念是城市化进程中的重要投资主题

天然的沿海贸易优势和改革开放以来的国家政策扶持，造就了东部地区外向型经济的快速发展，也带来了全国区域经济发展的失衡，区域失衡问题已经成为困扰中国经济健康发展的突出难题之一，推进区域经济的协调发展既是社会和谐的需要，也将给中国未来经济增长带来新的增长点。具体而言，随着城市化的不断深入，城市化将表现出“集聚”效应和“扩散”效应：一方面，东部核心城市将朝着国际大都市的方向迈进；另一方面，中西部地区的城市化进程加速。近十年来，国家针对区域平衡发展也相继出台一系列政策，这种区域经济从失衡走向平衡必将推动区域主题投资机会的兴起。

表 34：近期内国家出台的主要区域政策一览

时间	规划名称	（与区域经济发展相关的）主要内容
2009	《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心意见》	加快推进上海建设国际金融中心和国际航运中心
2009	《国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》	到 2012 年，海峡西岸经济区人均地区生产总值要接近或达到东部地区平均水平，力争在一些领域走在全国前列；服务两岸直接“三通”的主要通道基本形成并不断完善，两岸人民交流合作的前沿平台功能更加凸显
2009	《深圳综合配套改革总体方案》	特区版图将扩大。四个先行先试：对国家深化改革、扩大开发的重大举措先行先试；对符合国际惯例和通行规则，符合中国未来发展方向，需要试点探索的制度设计先行先试；对深圳经济社会发展有重要影响，对全国具有重大示范带动作用的体制创新先行先试；以及对国家加强内地与香港经济合作的重要事项先行先试。在改革的重点攻坚上，也锁定了四项内容：经济体制改革、社会领域体制改革、行政管理体制改革、完善自主创新的体制机制
2009	《成都市统筹城乡综合配套改革试验总体方案》	允许成都市在 9 大方面先行先试：建立三次产业互动的发展机制；构建新型城乡形态；创新统筹城乡的管理体制；探索耕地保护和土地节约集约利用的新机制；探索农民向城镇转移的办法和途径；健全城乡金融服务体系；健全城乡一体化的就业和社会保障体系；实现城乡基本公共服务均等化；建立促进城乡生态文明建设的体制机制等。

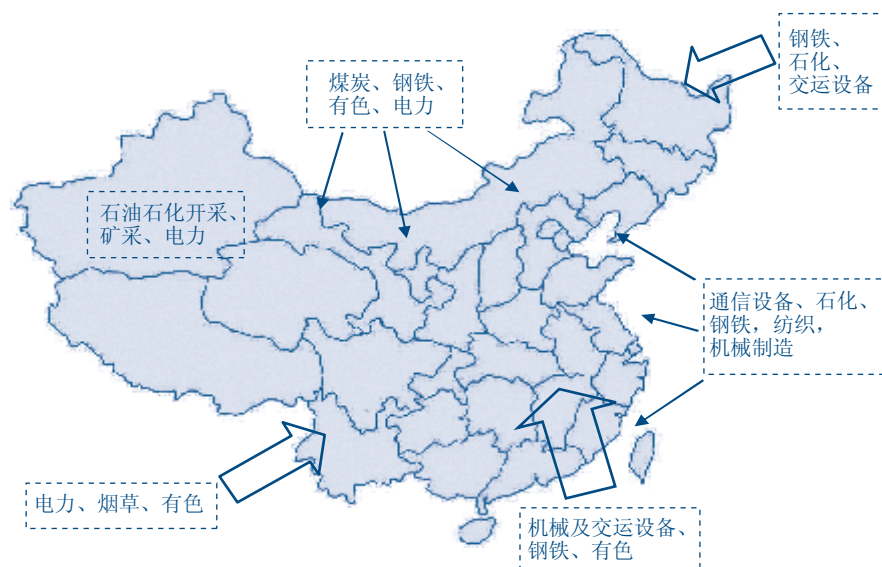
资料来源：中信证券研究部

（2）“东高西低”的产业格局决定区域投资的基本线索

中国目前已经形成“东高西低”的产业格局分布。从全国工业增加值占比来看，以石油化工、钢铁为代表的重化工业已经成为当前我国主要支柱产业。但另外一方面，主导产业的地区分布表现出明显的差异性，呈现“东高西低”的局面：东部地区经济附加值相对较高，多以设备制造和钢铁为主，但越向西进，煤炭、有色、电力等附加值较低的能源行业越占据主导地位。

从复苏路径看，中西部地区与东部不同，其对投资的依赖度更大，我们认为中西部地区受益投资拉动在未来几年是可以持续的，一个重要原因就是这些地区的工业化和城市化水平都相对不高，未来增长空间较大。在全国平均 45% 的城市化水平下，中西部多个地区的城市化率多徘徊在 30% 左右，城市建设空间巨大。另外，中西部地区拥有较为完整的工业基础，制造业快速发展也有较大空间。在城市化继续推进的大背景下，中西部地区将加速城市建设，基建、地产和新主导产业的发展，也就是说，“城市建设”是中西部地区投资选择主要逻辑；而对东部地区而言，由于对出口的依赖程度较高，其经济增长更多受国际因素干扰，在投资选择上只能沿着出口恢复超预期和并购重组的线索展开。

图 117：中国主导产业的区域分布



资料来源：中信证券研究部

（3）区域盈利和估值结构影响具体的投资标的选择

从 09 年和 10 年的盈利预测看，预期净利润增速最大的是东北地区 and 西南地区，其中西南地区 09 年盈利大幅回升与当地有色金属类上市公司较多有关；中南地区也会有较好的盈利增长；华东和华北地区增幅相对较小，而西北地区净利润仍保持稳定增长。

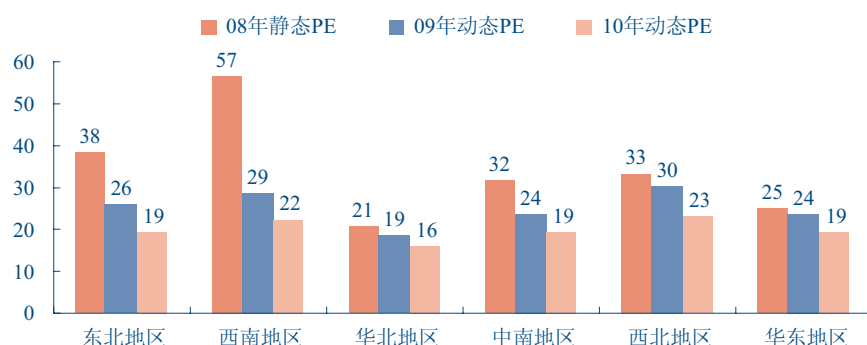
表 35：分区域上市公司实际盈利增速及其预测（有盈利预测公司）

地区/指标	公司家数	08 年净利润增速	09 年 1 季度净利润增速	09 年预测净利润增速	10 年预测净利润增速
东北地区	58	-40.55%	-55.08%	48.54%	34.87%
西南地区	91	-40.50%	-28.66%	97.79%	28.84%
华北地区	167	-7.16%	-17.80%	10.68%	17.56%
中南地区	251	-36.05%	-39.94%	34.71%	22.35%
西北地区	62	4.72%	-1.79%	10.25%	32.83%
华东地区	446	-6.30%	-32.27%	5.15%	22.14%

资料来源：WIND 资讯，中信证券研究部（西南地区 09 年盈利增速较高主要受有色金属类股票影响）

而从 PE 看，估值最高的地区分别是西南地区 and 东北地区，然后是西北地区和中南地区，说明市场已经赋予了周期性行业占比高和经济增长潜力大的地区较高估值溢价。而国有大市值公司占比较高的华北地区 and 受外部经济冲击较大的沿海地区上市公司则体现出了较为明显的估值折让。

图 118：分区域上市公司静态和动态估值水平（有盈利预测公司）



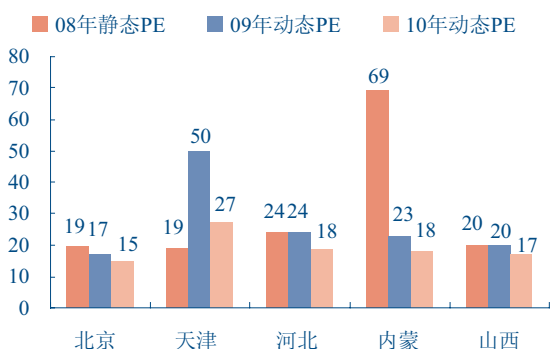
资料来源：WIND 资讯，中信证券研究部

落实到省份维度，由于主导产业不同和经济恢复速度的差异，不同区域内部的各个省份存在较为明显的盈利和估值差异，具体投资标的的选择需要依赖于对这些因素的考虑。

从华北地区内部看，09 年上市公司盈利恢复速度最为明显的是内蒙古，这与当地 ST 伊利、内蒙华电、包钢股份等上市公司的盈利回升有关。而从估值角度看，目前动态 PE 较低的主要是北京和山西地区，北京上市公司的低估值与市内国有大型公司总部较多有关；山西地区的低估值则源自于资源类上市公司（主要是煤炭）较为丰富。

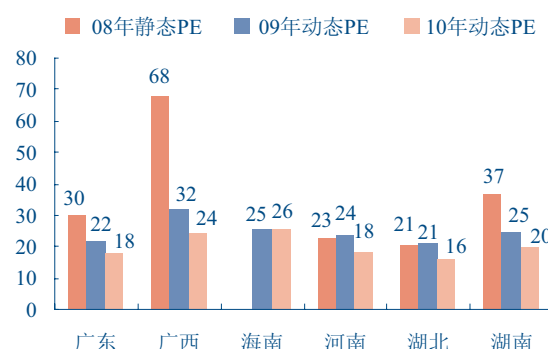
从中南地区看，09 年盈利恢复幅度最大的是广西和湖南，广西主要受柳钢股份和桂冠电力等周期类股票影响较大，而湖南上市公司行业分布较为广泛，很可能成为“中部崛起”的亮点。从估值角度看，相对估值较低的是河南和湖南两省，湖北主要受武钢股份影响估值相对较低。

图 119：华北分省上市公司估值水平（有盈利预测公司）



资料来源：WIND 资讯，中信证券研究部（注：天津主要受中国远洋影响；内蒙受 ST 伊利、内蒙华电、包钢股份等股票影响较大）

图 120：中南分省上市公司估值水平（有盈利预测公司）

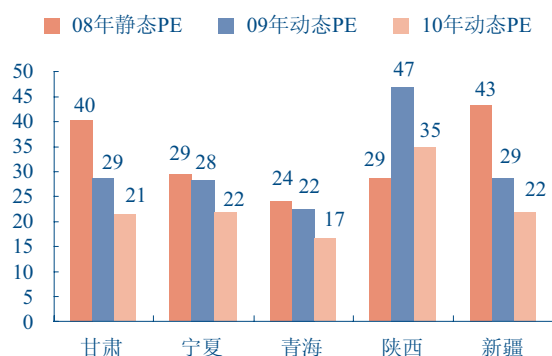


资料来源：WIND 资讯，中信证券研究部（注：海南主要受海南航空影响；广西受电力、钢铁等股票影响较大）

在西北地区，09 年企业盈利增长最快的是新疆地和甘肃地区，上述两个地区的动态估值水平也相对较低，很可能成为西北地区投资的焦点。青海的低估值主要源自于盐湖集团和盐湖钾肥的影响，可选投资标的的相对较少。

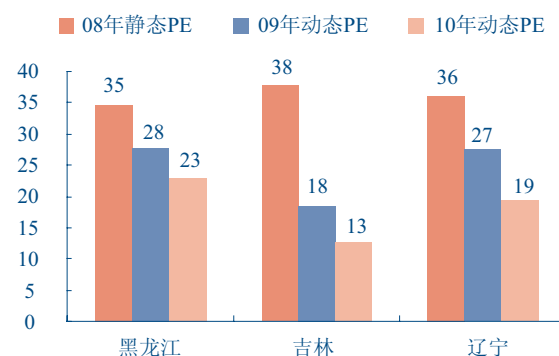
对于东北三省，吉林 09 年上市公司盈利增长幅度很大，主要与 S 延边路合并报表有关。从整体看，东北地区三个省份的企业净利润均呈现稳步增长势头，动态估值水平也具有一定优势，该地区很可能成为区域主题投资的重点。

图 121: 西北分省上市公司估值水平（有盈利预测公司）



资料来源: WIND 资讯, 中信证券研究部（陕西主要受金钼股份影响）

图 122: 东北分省上市公司估值水平（有盈利预测公司）

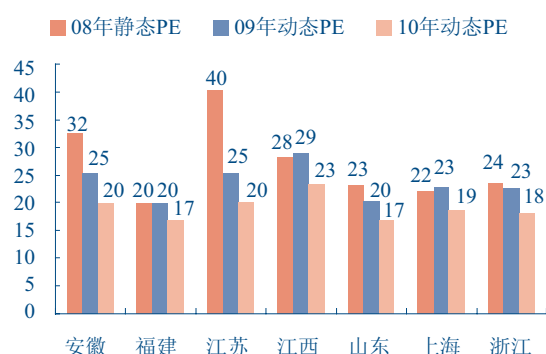


资料来源: WIND 资讯, 中信证券研究部

对于华东地区, 浙江和福建地区 09 年的盈利增长速度受出口影响相对较低, 但其上市公司整体估值优势明显, 在出口逐步企稳回升和海西经济区建设的推动下, 可能存在一定的主题投资机会。山东地区上市公司 09-10 年整体盈利增长相对平稳, 估值水平也相对较低, 在宏观经济回升的大背景下, 也可能存在一定的主题投资价值。上海本地股虽然盈利增速和估值优势均不明显, 但具有较强的并购重组题材, 在区内企业整合力度加大的背景下, 主题投资机会值得期待。

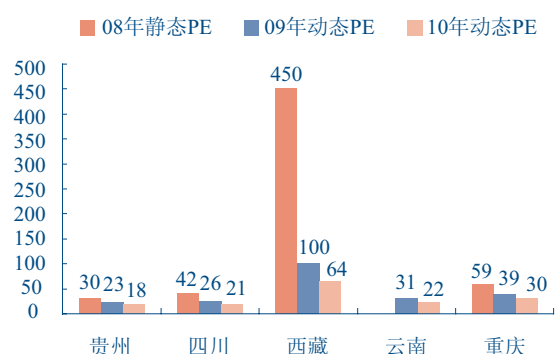
西南五省中, 四川和重庆地区上市公司 09 年的盈利恢复最为明显, 而贵州地区上市公司在盈利稳步增长的同时, 体现出一定的估值优势; 云南地区则因为大宗商品类上市公司较多而呈现出较强的盈利波动性。

图 123: 华东分省上市公司估值水平（有盈利预测公司）



资料来源: WIND 资讯, 中信证券研究部

图 124: 西南分省上市公司估值水平（有盈利预测公司）



资料来源: WIND 资讯, 中信证券研究部

（4）关注中西部“城市建设”主线和东部“并购重组”

综合上述分析, 在区域投资方面, 我们建议重点关注中西部地区涉及城市开发、基建、地产和新主导产业领域的上市公司, 其中中南地区的湖南、湖北、广西、河南; 西北地区的新疆和甘肃; 东北三省; 以及西南地区的四川和重庆相关领域的上市公司尤其值得关注, 这些省份都可能成为未来区域主题投资的重点。

在东部地区, 我们建议关注受益于海峡西岸经济区建设的福建省; 本地企业并购重组题材丰富的上海本地股。

按照上述选股原则, 我们从主营业务领域、净利润增长和相对估值角度遴选出了 32 只个股, 作为区域主题的备选投资标的。

表 36：区域主题下的备选投资标的

证券代码	证券简称	09 年 PE	10 年 PE	09 年净利润增速	10 年净利润增速	省份
600969.SH	郴电国际	19.48102	16.35664	扭亏	19.1%	湖南
000428.SZ	华天酒店	21.3	17.6	38.7%	21.2%	湖南
600257.SH	大湖股份	20.1	16.3	扭亏	23.1%	湖南
600068.SH	葛洲坝	17.1	13.2	28.9%	30.3%	湖北
600801.SH	华新水泥	16.9	12.8	3.5%	32.1%	湖北
000422.SZ	湖北宜化	13.9	10.6	13.0%	30.5%	湖北
000926.SZ	福星股份	11.6	11.6	41.4%	0.6%	湖北
600423.SH	柳化股份	18.8	15.1	46.5%	24.4%	广西
600172.SH	黄河旋风	11.7	7.0	281.7%	66.7%	河南
002132.SZ	恒星科技	18.0	14.0	47.9%	28.6%	河南
000877.SZ	天山股份	14.9	12.5	-11.3%	19.0%	新疆
600516.SH	方大炭素	17.9	15.1	-13.2%	18.1%	甘肃
600720.SH	祁连山	15.8	12.0	25.9%	32.0%	甘肃
600202.SH	哈空调	17.0	14.8	9.6%	14.8%	黑龙江
600742.SH	一汽富维	17.5	15.2	-2.6%	15.2%	吉林
600697.SH	欧亚集团	21.7	16.9	-9.9%	28.9%	吉林
000616.SZ	亿城股份	17.2	15.1	10.8%	13.6%	辽宁
000679.SZ	大连友谊	12.0	9.8	66.5%	21.8%	辽宁
002220.SZ	天宝股份	18.2	14.7	41.8%	23.2%	辽宁
600674.SH	川投能源	18.6	16.1	74.8%	15.5%	四川
000935.SZ	ST 双马	18.3	17.8	228.7%	6.5%	四川
000912.SZ	泸天化	15.7	12.6	8.5%	24.9%	四川
000950.SZ	建峰化工	17.5	11.2	-7.0%	56.3%	重庆
001696.SZ	宗申动力	17.2	14.9	15.2%	15.4%	重庆
600153.SH	建发股份	18.5	15.4	18.4%	20.3%	福建
000797.SZ	中国武夷	13.2	10.2	223.2%	28.9%	福建
600508.SH	上海能源	15.7	14.4	-27.9%	9.1%	上海

资料来源：WIND 资讯，中信证券研究部（盈利和估值依据一致预期数据）

在上述的备选股票池中，结合区域经济增长环境、盈利增长趋势和相对估值水平，我们建议重点关注如下十只个股，作为本期策略报告的区域主题投资组合：

表 37：中信证券区域主题投资组合

区域	关注个股
中南地区	大湖股份、葛洲坝、恒星科技
西北地区	天山股份、方大炭素、祁连山
东北地区	一汽富维、大连友谊
西南地区	川投能源、ST 双马

资料来源：中信证券研究部

5.5 概念主题：关注新能源、后 3G、创投和世博板块

（1）新能源板块将是贯穿中长期的投资主题

回顾 2009 年上半年，新能源是 A 股市场最吸引眼球的投資主题之一，伴随着诸如“中国版屋顶计划”等产业扶持政策的出台，相关新能源个股演绎了一轮又一轮的政策驱动行情；我们编制的“中信新能源行业指数”今年以来也已跑赢大盘 25% 以上。

展望未来，我们认为新能源仍将是贯穿中长期的投資盛宴，而《新能源产业振兴规划》及其配套政策的陆续推出也将持续不断的催生波段投資机会。但是，上半年所出现的“政策一出，鸡犬升天”的情形将较难在下半年继续复制，依据中信证券行业分析师的观点，在新能源内部各子行业中，将大致呈现出：风电景气但竞争加剧；核电潜力大且有装备国产化利好；光伏尚在寻底而复苏仍待时机的局面。在此基础上，我们认为有靓丽业绩支撑的风电龙头公司具备业绩估值安全边际，是新能源板块首選的投資标的；受益于未来核电发展和本土设备厂商替代进口的企业的核电设备企业；具备长期产业链一体化优势的部分光伏企业。

（2）关注创投、3G、世博的主题投資机会

下半年 A 股市场创业板将开闸，我们建议关注与创业投資有实质性关联的上市公司，具体包括参股创投公司比例较高、主营业务直接与创投关联、参股创投公司质素较好，或历史上有成功项目、公司本身财务状况相对安全的四类公司。

作为大国战略的必备要素，航天军工产业也将获得长期快速发展，并可能形成超级产业群，从历史看，军工产业投入在改革开放前 10 年低于 GDP 增长，中 10 年高于 GDP 增长，后 10 年低于 GDP 增长，今后一段时期可能会获得更多重视，在此条件下，相关上市公司，尤其是那些具备资产注入可能的公司将具有持续投資价值。

另外，后 3G 时代的来临也将给相关个股带来长期投資机会；世博和三通概念的波段性机会也值得关注。

（3）高盈利增长将为相关概念题材类个股提供估值支撑

从目前市场关注的八大主题投資领域 09 年的盈利预测看，农业龙头和世博概念板块 09 年的盈利恢复较为明确，新能源板块也会有较大的盈利增长；而从 10 年看，盈利增长最为确定的依次为稀缺资源、新能源板块，反映出上述板块具有明显的成长性投資价值。

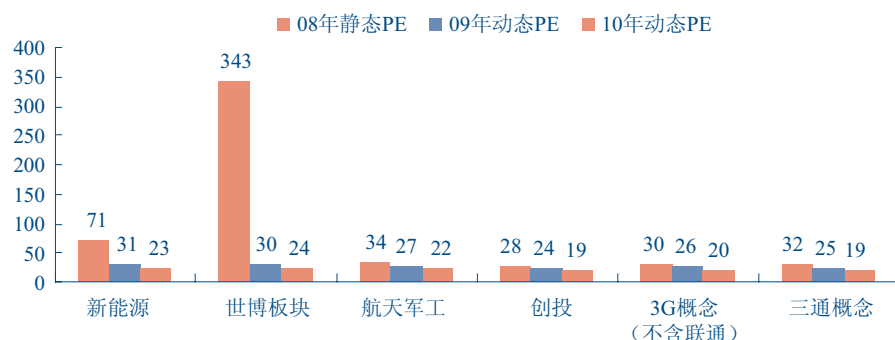
表 38：不同概念题材上市公司实际盈利增速及其预测

概念/指标	公司家数	08 年净利润增速	09 年 1 季度净利润增速	09 年预测净利润增速	10 年预测净利润增速
新能源	62	-49.06%	-23.98%	131.70%	32.40%
世博板块	30	-94.20%	-58.60%	1030.57%	26.49%
航天军工	49	-3.15%	-49.60%	23.33%	21.85%
创投	36	-23.21%	-52.43%	15.09%	24.70%
3G 概念（不含联通）	33	7.30%	-37.58%	15.53%	26.56%
三通概念	12	-32.82%	-47.44%	29.25%	30.08%

资料来源：WIND 资讯，中信证券研究部（世博板块 09 年盈利大幅上升主要受 ST 东航和 ST 上航影响，农业龙头板块 09 年盈利大幅上升主要受 ST 伊利影响）

落实到估值结构上，在多层炒作后，多数概念题材板块 08 年的静态市盈率水平平均相对较高。而从动态 PE 看，虽然新能源、稀缺资源、航天军工、农业龙头板块的估值水平相对较高，但稳定的盈利增长将保证其 10 年市盈率逐步回落至合理区间，下半年的主题投資机会依然不可忽视。

图 125：不同概念题材上市公司动态估值水平



资料来源：WIND 资讯，中信证券研究部

表 39：新能源和后 3G 板块重点关注公司列表（中信覆盖）

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		08	09E	10E	08	09E	10E	
金风科技	30.58	0.65	1.16	1.63	47	26	19	买入
东方电气	42.10	0.21	1.90	2.45	200	22	17	买入
华锐铸钢	27.28	0.62	1.06	1.46	44	26	19	买入
许继电气	18.28	0.10	0.61	0.91	183	30	20	买入
平高电气	17.52	0.41	0.63	0.85	43	28	21	买入
思源电气	22.19	0.79	1.05	1.25	28	21	18	买入
天威保变	35.80	0.81	0.92	1.30	44	39	28	增持
北纬通信	21.78	0.45	0.55	0.71	48	40	31	增持
恒宝股份	10.33	0.28	0.38	0.54	37	27	19	增持
拓维信息	40.23	0.98	1.2	1.53	41	34	26	增持
科大讯飞	22.25	0.43	0.65	0.88	51	34	25	增持
东信和平	11.79	0.27	0.34	0.5	44	35	24	增持

资料来源：中信证券研究部预测

表 40：世博和创投概念板块关注公司列表（盈利和估值依据）

证券代码	证券简称	09 年 PE	10 年 PE	09 年净利润增速	10 年净利润增速	概念题材
600832.SH	东方明珠	59.1	40.7	17.4%	45.3%	世博概念
600820.SH	隧道股份	22.0	18.7	32.9%	17.7%	世博概念
002062.SZ	宏润建设	15.6	13.7	24.2%	14.3%	世博概念
600650.SH	锦江投资	26.8	21.6	-31.3%	24.0%	世博概念
600284.SH	浦东建设	26.8	18.2	53.3%	46.9%	世博概念
600606.SH	金丰投资	23.5	20.6	5.5%	14.3%	世博概念
600755.SH	厦门国贸	24.7	17.3	-13.8%	42.7%	世博概念
600895.SH	张江高科	29.6	21.4	17.4%	38.5%	创投概念
600100.SH	同方股份	33.7	25.7	17.1%	31.1%	创投概念
600283.SH	钱江水利	36.7	26.7	74.1%	37.5%	创投概念
000811.SZ	烟台冰轮	33.2	29.5	137.1%	12.6%	创投概念
000948.SZ	南天信息	25.8	20.4	-8.3%	26.7%	创投概念

资料来源：WIND 资讯，中信证券研究部（盈利和估值依据一致预期数据）

基于上述的备选股票池，结合相关上市公司估值水平和盈利预期，我们建议重点关注如下十只个股，作为本期策略报告的概念主题投资组合：

表 41：中信证券概念主题关注组合

概念题材	关注个股
新能源	东方电气、华锐铸钢、思源电气
3G 消费	恒宝股份、科大讯飞
世博概念	隧道股份、锦江投资

资料来源：中信证券研究部

附件：行业观点汇总

1、银行：经济复苏驱动业绩，流动性助推估值（分析师：朱琰，联系人：肖斐斐、程程）

经济复苏推动信贷结构改善，资金市场收益率企稳息差，温和通胀利好资产价格。由于前期基建类投资启动带动配套企业的投资需求恢复，以及银行为确保收入增长主动进行资产负债结构调整，我们推测信贷结构将继续优化。伴随资产负债重定价的完成以及资金市场收益率开始企稳，我们预计净息差将在 2、3 季度陆续见底；流动性往往促升资产价格，进而使得银行抵押物价值提升，促使银行信贷扩张及利润增长，利好银行。

高信贷确保全年收入增长，信用成本正面贡献 09 年利润。贷款持续计息确保全年收入增长，过去半年高达 6.3 万亿的贷款投放将对今明两年利息收入产生持续贡献。08 年 4 季度各银行加大拨备计提，行业平均的信贷成本高达 0.86%；2009 年各银行资产质量可控，信贷成本将正面贡献利润增长。

维持行业“强于大市”投资评级，银行间业绩表现出现分化，看好经济复苏中收入环比增长弹性大的银行，建议关注民生，兴业，北京，南京和深发展。收入增长的弹性源于贷款扩张潜力、主动调整息差能力以及资产负债结构的弹性。我们判断城商行由于基数低、受益于当地基建项目拉动，全年信贷高增长态势确定；股份制银行中民生、兴业、深发展等行 09 年采取主动进攻策略，资产负债结构弹性大，全年业绩确定。

表 42：重点公司盈利预测与估值（按 5 月 27 日收盘价算）

	评级	2007 EPS	2008E EPS	2009E EPS	2010E EPS	2007 BVPS	2008E BVPS	2009E BVPS	2010E BVPS
工商银行	买入	0.24	0.33	0.36	0.39	1.61	1.81	1.94	2.09
建设银行	增持	0.30	0.40	0.44	0.47	1.81	1.99	2.17	2.36
交通银行	增持	0.42	0.58	0.61	0.69	2.62	2.96	3.32	3.78
中国银行	增持	0.22	0.25	0.28	0.32	1.67	1.84	2.03	2.25
招商银行	买入	1.04	1.43	1.22	1.35	4.62	5.42	6.34	7.34
民生银行(不考虑海通)	增持	0.44	0.42	0.46	0.66	3.47	2.86	3.20	3.77
兴业银行	增持	1.72	2.28	2.38	2.50	7.78	9.80	11.70	13.75
华夏银行	增持	0.5	0.62	0.67	0.73	3.11	5.49	5.96	6.44
深发展	增持	1.16	0.20	1.47	1.65	5.67	5.28	6.38	7.63
南京银行	增持	0.5	0.79	1.00	1.10	5.41	6.18	6.78	7.60
北京银行	买入	0.54	0.87	0.97	1.15	4.28	5.14	5.87	6.69
宁波银行	增持	0.38	0.53	0.57	0.62	3.21	3.52	3.89	4.31
	评级	2007 PE	2008E PE	2009E PE	2010E PE	2007 PB	2008E PB	2009E PB	2010E PB
工商银行	买入	18.1	13.2	12.1	11.2	2.7	2.4	2.2	2.1
建设银行	增持	15.3	11.5	10.4	9.7	2.5	2.3	2.1	1.9
交通银行	增持	16.7	12.1	11.6	10.2	2.7	2.4	2.1	1.9
中国银行	增持	16.2	14.3	12.8	11.2	2.1	1.9	1.8	1.6
招商银行	买入	16.2	12	14	12	3.6	3.1	2.7	2.3
民生银行(不考虑海通)	增持	15.3	16.0	14.6	10.2	1.9	2.3	2.1	1.8
兴业银行	增持	16.5	12.5	11.9	11.4	3.7	2.9	2.4	2.1
华夏银行	增持	20.0	16.1	14.9	13.7	3.2	1.8	1.7	1.6
深发展	增持	15.4	90.0	12.1	10.8	3.1	3.4	2.8	2.3
南京银行	增持	28.1	17.8	14.0	12.8	2.6	2.3	2.1	1.8
北京银行	买入	23.2	14.4	12.9	10.9	2.9	2.4	2.1	1.9
宁波银行	增持	26.5	19.0	17.8	16.3	3.1	2.9	2.6	2.3
A 股平均		19.0	20.7	13.2	11.7	2.9	2.5	2.2	2.0
大银行平均		16.6	12.7	11.7	10.6	2.5	2.3	2.1	1.9
中银行平均		16.7	29.3	13.5	11.7	3.1	2.7	2.3	2.0
城商行平均		25.9	17.1	14.9	13.3	2.9	2.5	2.3	2.0

资料来源：公司财报，中信证券研究部

2、地产：销售投资齐高，资源重估诱人（分析师：陈聪）

我们认为，下半年政府会进行预期引导，防范房价上涨过快。但为了刺激开发投资，保证经济增长，政策基调仍将维持不变。

2009 年下半年，不变的将是热销，而变化的将是刺激热销持续的原因。改善性和投资性需求释放，部分区域的供应断档，开发企业专业能力提高将是热销持续的推动力量，房价也可能会理性上涨。

企业资金情况空前宽裕，而持续的热销又使得开发企业有动力加大投资和新开工。同时，地价被迅速推高，从而带动行业估值基准提高。

维持行业“强于大市”的投资评级：我们认为加杠杆化的宽松政策环境没有改变，房地产热销和小幅提价的情形仍将持续，开发投资信心正在恢复，资源重估的盛宴正在展开。我们因此给予房地产行业“强于大市”的投资评级，推荐买入资源类股票中的招商地产和滨江集团。

表 43：重点公司盈利预测与估值（按 6 月 8 日收盘价算）

简 称	股价 (元)	EPS (元)		PE		NAV	评级
		09E	10E	09E	10E		
招商地产	29.26	0.99	1.23	29.6	23.8	22.86	买入
滨江集团	13.26	0.53	0.70	25.0	18.9	9.70	买入
荣盛发展	14.25	0.71	0.87	20.1	16.4	9.23	买入
保利地产	25.29	1.02	1.51	24.8	16.7	17.19	买入
万科 A	11.14	0.50	0.56	22.3	19.9	7.26	买入
华侨城	16.3	0.55	0.65	29.6	25.1	19.00	买入
新湖中宝	10.56	0.51	0.68	20.7	15.5	7.81	买入
首开股份	21.03	0.99	1.40	21.2	15.0	16.12	买入
金融街	10.97	0.44	0.51	24.9	21.5	9.54	增持
金地集团	14.43	0.64	0.71	22.5	20.3	9.92	增持

资料来源：公司财报，中信证券研究部

3、石油石化：瞭望行业复苏，投资转型后的石油行业（分析师：殷孝东，联系人：黄莉莉）

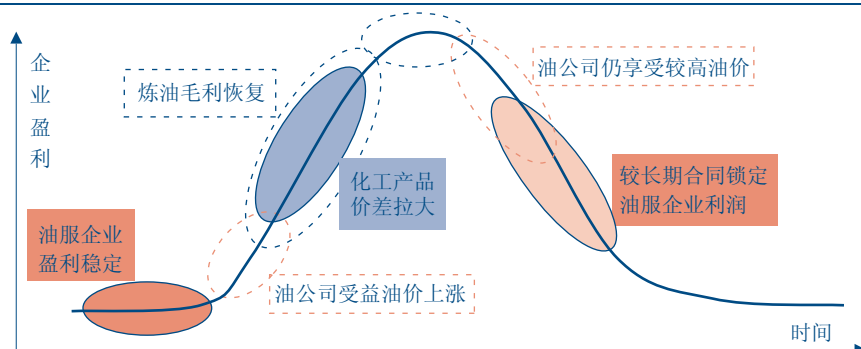
行业政策调整提升国内企业竞争力。09 年，需求下降和产能供应过剩博弈将使世界石化行业进入新一轮调整期。**长期看，全行业供需紧平衡的基本态势没有发生根本性改变。**金融危机的爆发使国内公司面临挑战，更带来机遇。由于资产价格下降，油气公司可以实施“走出去”战略；可以利用国家政策支持，调整行业产能格局。经过本轮调整，我国的石油石化企业将更具竞争力和投资吸引力。

石化行业 2 季度明显反弹：09 年一季度以来，石化行业在经历了 08 年 4 季度的低谷后，产品价格开始反弹，炼厂开工率及炼油毛利双升，主要油气上市公司股价也随之上涨，国内石化行业已经开始复苏。虽然原油价格上涨的背后有金融等非基本面因素影响，但在全球经济预期向好的背景下，油价长期上行的趋势是确定的。

历史石化周期三大特点：（1）产品价格走势基本与行业周期一致。随着行业复苏，各类产品价格-原料的价差依次扩大：**基础原材料->成品油->合成纤维->合成塑料**；（2）油公司盈利跟随油价，最佳盈利时期在油价高点之后出现；炼油和化工企业盈利高点出现在油价高点之前；（3）在油价和行业低迷时，市场给予油公司和炼油企业的估值相对较高，随着油价和景气指数的上升，估值水平下降。

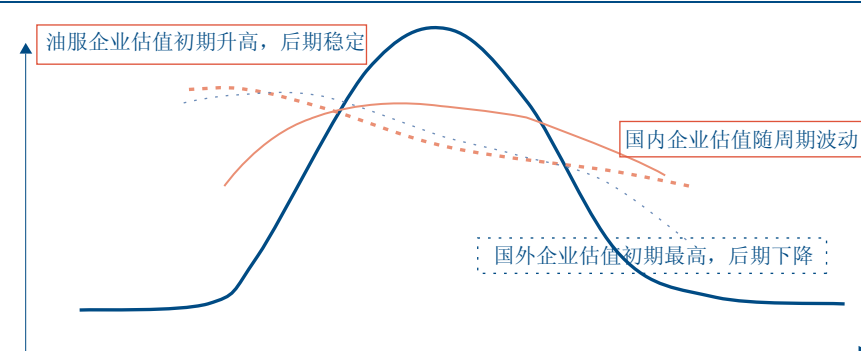
行业评级及重点公司推荐。作为我国油气行业的龙头企业，中国石油、中国石化都将在此轮周期的调整中受益。“走出去”战略将帮助两大企业占领更多的上游资源；行业振兴规划将为企业解决炼油和化工技术和产能落后问题，进一步提高行业集中度、企业生产效率和竞争力；在价格领域进行的制度改革将理顺产业链各部分关系。我们调高石化行业评级至“强于大市”，重点关注受益于行业格局调整和转型的“中国石油”和“中国石化”，给予“买入”的评级。

图 126：行业复苏过程中企业盈利恢复有快有慢



资料来源：中信证券研究部

图 127：行业复苏过程中资本市场估值有优有劣



资料来源：中信证券研究部

表 44：重点上市公司盈利预测、估值及评级

简称	股价 (元)	目标价 (元)	EPS (元)			PE			评级
			08E	09E	10E	08E	09E	10E	
中国石油	14.14	15	0.62	0.65	0.78	23	22	18	买入
中国石化	10.21	12	0.34	0.61	0.71	30	17	14	买入
中海油服	16.76	16	0.74	0.87	0.93	23	19	18	买入
广汇股份	16.03	12	0.53	0.50	0.75	30	32	21	增持
辽通化工	8.84	9.3	0.38	0.28	0.62	23	32	14	增持
海油工程	11.21	13.3	0.60	0.53	0.65	19	21	17	增持
陕天然气	18.11	14	0.57	0.71	0.81	32	26	22	持有

资料来源：中信证券研究部预测 注：股价为 2009 年 6 月 7 日收盘价

4、有色：常规周期 VS 新范式思维（分析师：李追阳，联系人：薛峰）

目前供需因素有所弱化、金融因素成为新的支撑。时至今日，消费回升、供应不足两大供需因素有所减弱；而经济复苏预期的强化，市场对风险资产偏好重新上升，加上美国实施“量化宽松”的货币政策，美元贬值超过 10%，美国 10 年国债隐含的通胀预期也从 0 左右的水平快速攀升至 1.8% 以上，成为金属市场新的支撑因素。

常规周期：还只能确认阶段性反弹。如果按照常规周期演变规律，暴跌后的反弹往往较为强劲，但具有显著的阶段性特征。价格上涨趋势依赖于供需基本面的逐步演变：通过较长的时间消化上一轮周期形成的过剩产能和库存，且新一轮上涨趋势需要持续的经济复苏、繁荣周期的支撑。

新范式思维：上涨趋势可能来的更早。金融危机后，有色金属产业环境和宏观环境也因“超常规”措施发生了剧烈的变化，这主要体现在两个方面：一是产业环境的变化，2009-10 年全球矿业资本支出削减超过 1500 亿美元，制约了未来的产能扩张计划，从而导致新一轮上涨更早到来；二是各国央行纷纷采取异常积极的货币扩张手段，市场对“高通胀、弱美元”预期显著增加，这种假设下贵金属价格将较基本金属具有更好的表现。

维持基本金属“中性”评级和黄金“强于大市”评级。基本金属价格上涨还只是阶段性反弹，趋势持续性还需经济持续复苏、步入繁荣的确认，维持行业“中性”评级。而黄金价格高企且长期乐观趋势下，加上公司“外延式”扩张预期，维持行业“强于大市”的评级。个股方面，建议重点关注山东黄金、中金黄金、紫金矿业、中金岭南、厦门钨业和铜陵有色等。

表 45：重点上市公司盈利预测、估值及评级

简 称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级
		07	08	09E	07	08	09E		
中金黄金	46.55	0.60	0.65	1.15	77	72	40	9.2	增持
山东黄金	57.84	0.90	1.44	1.57	64	40	37	17.1	增持
紫金矿业	10.17	0.21	0.25	0.29	48	41	35	8.7	增持
云南铜业	22.46	-2.22	0.10	0.50	-10	225	45	8.5	持有
江西铜业	32.78	0.76	0.50	0.83	43	66	39	4.7	增持
铜陵有色	20.75	0.49	0.55	0.63	42	38	33	4.7	增持
中国铝业	12.47	0.00	0.08	0.19	na	156	66	3.2	持有
南山铝业	10.66	0.48	0.38	0.49	22	28	22	1.7	增持
焦作万方	13.21	0.69	0.11	0.25	19	120	53	3.5	持有
云铝股份	8.27	0.07	0.05	0.22	118	165	38	3.2	持有
新疆众和	13.23	0.28	0.16	0.23	47	83	58	2.6	持有
中金岭南	21.33	0.39	0.26	0.52	55	82	41	6.1	增持
驰宏锌锗	21.41	0.20	0.20	0.42	107	107	51	7.1	持有
锡业股份	23.7	0.04	0.21	0.45	593	113	53	6.6	持有
金钼股份	14.47	1.05	0.18	0.43	14	80	34	2.8	持有
宝钛股份	22.98	0.70	0.42	0.61	33	55	38	2.6	增持
吉恩镍业	22.64	0.46	0.25	0.50	49	91	45	4.3	持有
西部材料	33.04	0.32	0.43	0.68	103	77	49	8.5	增持
厦门钨业	18.58	0.30	0.32	0.51	62	58	36	6.4	增持

资料来源：中信证券研究部预测 注：(1) 股价为 06 月 05 日收盘价；(2) PB 以最新的财报数据计算

5、煤炭：行业虚捕风 煤股实捉影（分析师：王野，联系人：罗泽汀）

当前“供需平衡”面临挑战。受当前金融危机影响，原煤消耗占总需求近七成的火电、钢铁等行业对煤炭的需求大幅下降。国际煤价低位调整，而国内煤价此时虚高支撑，导致煤炭出口也大幅减少。煤矿限产及复产晚于预期，使得煤炭供给短期减少。我们预计 09-11 年需求以 2-3% 速度缓慢增长；当前产能在新增及技改投资和并购整合之势下，未来略显过剩。

09 年全行业吨煤均价预计同比下滑 12%。我们维持合同动力煤均价上涨 5-10% 预期，市场动力煤受山西、内蒙等主要产煤省大幅限产和货币性贬值带来价格支撑的影响，下半年市场煤均价预计与上半年持平，全年均价同比下滑 20-25%；若限产的产能下半年松动并部分释放，我们仍预计市场煤价下滑 25-30%；主焦和无烟煤价预计继续小幅调整，全年均价下跌约 20%。

行业估值与评级：P/R 方法逻辑——关注同一股票的历史“纵向比较”而不是行业中同时点间不同公司的“横向比较”。我们预计行业 09 年全年实际销量下滑 15%、吨煤净利润下滑 35%。从基本面预期角度出发，仍维持煤炭行业“中性”的投资评级。09-10 年行业基本面因素预计全部下行，但建议结合二级市场市值及上市公司资源禀赋、盈利能力等指标的吨煤权益市值修正后的变化：如果上市公司该值 2010 同比 2009 上升，就说明上市公司股价在下半年有望提升。

表 46：重点公司盈利预测与估值（按 6 月 5 日收盘价算）

简 称	当前价 (元)	目标价 (元)	P/R 变动		评级	EPS (元/股)		P/E (x)	
			YoY (%) 10/09	YoY (%) 11/10		08	09E	08	09E
中国神华	27.23	34.10	9.11	20.93	买入	1.34	1.55	20	18
恒源煤电	26.74	29.56	13.93	35.76	买入	1.62	1.64	16	16
平煤股份	35.02	39.56	91.29	-9.14	买入	2.48	1.72	14	20
西山煤电	28.06	32.67	19.22	12.76	买入	1.44	0.99	19	28
靖远煤电	16.64	19.24	31.44	-22.36	买入	0.51	0.52	33	32
兰花科创	35.00	39.60	30.56	-8.64	买入	2.45	1.98	14	18
大同煤业	36.85	43.20	42.67	-8.38	买入	2.40	2.16	15	17
煤气化	18.20	21.12	1.5	24.08	买入	1.33	0.96	14	19
兖州煤业	14.67	19.00	81.74	3.92	买入	1.32	0.95	11	15
开滦股份	16.76	23.21	21.42	-13.98	买入	1.34	1.29	12	13
中煤能源	12.26	13.00	24.78	-7.46	增持	0.51	0.63	24	20

资料来源：公司财报，中信证券研究部

6、建筑工程：基建投资“节节攀升”，“两铁”春天再度来临（分析师：潘建平 颜云飞）

下调房地产、基建项目资本金比例政策为固定资产投资再注强心剂。本次大幅下调固定资产投资项目资本金比例将进一步促使房地产开发投资和基建投资提速，其中受益最大的是地方政府投资、资金匮乏的公路建设项目和普通住宅开发项目，而 2009 年铁路基建投资很可能达到我们前期乐观预期的 6000 亿元，较 2008 年增长近 100%。由此有望带动基建和房地产建筑领域景气超预期上升，推动相关建筑企业营收和利润的高增长。

我国建筑工程行业正呈现出投资运营业务快速发展、产业多元化延伸、海外市场拓展和盈利能力逐步提升四个发展趋势。从国际比较看，上世纪 70 年代日本加大基建投资过程中相关大型建筑上市公司股价表现强劲。历史经验显示，日本政府于上世纪 70 年代两次加大基建投资后不久，东京证券市场上大型建筑上市公司股价均大幅跑赢大市。

关注“两铁”的补涨机会和上海本地建筑股的主题性投资机会。在普通建筑领域建议重点关注盈利增长确定性高、释放业绩积极性和盈利增长预期在提升的两家综合性大型基建公司——中国铁建、中国中铁，以及隧道股份、浦东建设、龙元建设和上海建工等上海本地基建股在两个中心建设、世博会和迪斯尼等背景下上海城市大建设所带来的发展良机和投资机会。特种建筑领域继续看好所服务领域景气向好、市场空间较大、竞争门槛较高，以及竞争力和市场占有率高的公司，如中材国际和东华科技等。

表 47：重点建筑工程上市公司盈利预测、估值及评级

简 称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PEG	PB	ROE	评级	变动
		08	09E	10E	08	09E	10E					
中国铁建	9.64	0.30	0.57	0.80	33	17	12	0.26	2.4	7.63	买入	维持
中国中铁	6.04	0.05	0.30	0.39	115	20	15	0.12	2.3	1.99	买入	维持
隧道股份	11.70	0.40	0.58	0.70	29	20	17	0.62	2.3	8.03	增持	下调
浦东建设	13.06	0.32	0.43	0.73	41	30	18	0.60	2.1	5.28	增持	维持
葛洲坝	11.27	0.49	0.62	0.77	23	18	15	0.71	3.6	17.79	买入	维持
粤水电	7.52	0.23	0.39	0.50	32	19	15	0.42	1.9	5.83	增持	下调
中材国际	27.03	0.74	1.59	1.98	37	17	14	0.27	6.5	29.69	买入	维持
金螳螂	18.76	0.65	0.79	0.93	29	24	20	1.26	5.2	19.79	增持	下调
精工钢构	7.65	0.36	0.50	0.66	21	15	12	0.43	3.1	14.95	买入	维持
龙元建设	8.71	0.26	0.49	0.66	34	18	13	0.29	1.7	8.08	增持	下调

资料来源：中信证券研究部预测 注：股价按 6 月 5 日收盘价计算，ROE 为 08 年报值，PB 根据最新季报计算，中国铁建、中国中铁未考虑汇兑损益，葛洲坝未考虑配股及权证行权影响，精工钢构未考虑增发影响

7、建材行业：秋播冬收（分析师：潘建平 颜云飞）

基建、房地产两大需求引擎加速提升行业景气预期。基于基建、房地产两大水泥需求引擎均现超预期加速趋势，我们上调今年需求增速预测至 9.9~12.1%，较年初提升超过 3 个百分点，而 2009 年下半年供给压力将小于上半年，在旺盛需求拉动下，今年水泥行业景气逐季提升应无悬念（尤其是四季度）。值得注意的是，2010 年中期行业将再次面临新一轮供给释放高峰，部分区域将可能出现供给过剩局面，值得投资者警惕。

水泥投资方面，紧盯基建、房地产投资超预期及并购整合三大投资主线。基建投资超预期主线下推荐海螺水泥、冀东水泥等龙头公司，它们是行业景气趋升的最大受益者；房地产复苏主线下推荐海螺水泥、塔牌集团等敏感性大的公司；并购整合主线建议关注整合预期明确公司的相关投资机会。

平板玻璃景气步出低谷，深加工玻璃景气可期。在下游需求启动而停产产能无法快速复产情况下，平板玻璃有望延续 3 月以来景气回升态势；超白玻璃将显著受益于全球光伏产业的蓬勃发展及国家相关扶持政策；汽车玻璃外冷内热；工程玻璃则受益于相关建筑节能政策日渐严厉。

玻璃投资方面，关注新能源、建筑节能及平板玻璃复苏三大主题性投资机会。预期将有后续政策不断出台背景下，新能源（光电建筑一体化、超白玻璃）与建筑节能两大主题性投资机会将继续演绎；而平板玻璃则因前期大量停产致供给短期无法恢复，景气回升或将得以延续，催生相关投资机会。

表 48：重点公司盈利预测及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	ROE	评级
		08	09E	10E	08	09E	10E			
海螺水泥	41.95	1.48	2.30	2.90	28	18	14	2.9	10.5	买入
冀东水泥	13.81	0.37	0.80	1.30	37	17	11	2.8	7.5	买入
华新水泥	23.15	1.14	1.52	2.21	20	15	10	2.3	11.3	买入
祁连山	11.96	0.45	0.80	1.00	27	15	12	4.3	16.7	买入
青松建化	12.11	0.32	0.58	0.83	38	21	15	3.2	8.8	增持
赛马实业	24.18	1.40	1.90	2.30	17	13	11	2.8	16.4	买入
塔牌集团	14.67	0.49	0.69	0.96	30	21	15	3.4	10.9	买入
ST 双马	8.40	0.32	0.42	0.55	26	20	15	13.2	—	增持
天山股份	12.66	0.66	0.90	1.22	19	14	10	4.8	22.6	增持
中航三鑫	13.48	0.14	0.22	0.72	96	61	19	2.5	8.0	买入
南玻 A	17.44	0.37	0.63	1.30	47	28	13	5.2	9.2	买入
福耀玻璃	8.94	0.12	0.33	0.52	75	27	17	5.1	7.5	增持
金晶科技	13.76	0.19	0.41	0.58	72	34	24	3.7	5.1	增持
鲁阳股份	17.80	0.68	0.76	0.90	26	23	20	4.8	18.6	买入
北新建材	11.47	0.42	0.45	0.58	27	25	20	3.4	12.4	增持

资料来源：Wind、中信证券研究部 注：股价为 2009 年 6 月 5 日收盘价，ROE 为 08 年值、PB 为最新值

8、机械：复苏孕育成长 危机缩小差距（分析师：郭亚凌，联系人：薛小波、张霆）

工程机械与造船：尽管行业旺季已过，但下半年工程机械行业仍处于复苏过程，同比增速将持续上升，维持 09 年行业收入增速约 9%的判断，期待地产投资与出口复苏超预期。尽管寒冬未过，但随着运价回升和航运市场的启稳，再考虑船企订单饱满和船舶振兴规划实施等因素，预计我国造船业大范围被撤单风险在降低，行业收入继续高增长，而利润下半年有望明显回升。

机床和轨道交通装备制造：考虑到铁路基建投资强势依旧，我们预计下半年轨道交通装备制造制造业收入增速将恢复上涨，全年同比增速在 20%以上，未来几年行业面临巨大发展机遇。受益于科技重大专项等扶持政策的陆续实施，机床行业新签订单已呈复苏迹象，预计 09 年行业收入将与 08 年持平。

维持“强于大市”的行业评级。我们坚持看好行业长期发展前景，而目前估值相对其他制造业和国外同行水平偏低，因此维持行业“强于大市”的投资评级。下半年我们建议重点关注两类公司，综合竞争力突出

和复苏可能超预期的公司。同时可适当关注具有新能源、军工、资产重组等概念公司的交易性机会。我们仍维持三一重工、中国船舶、徐工科技、太原重工、中联重科、山推股份和广船国际的“买入”评级及天马股份、柳工等公司的增持评级。

表 49：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简 称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级
		08	09E	10E	08	09E	10E		
三一重工	25.45	0.83	1.11	1.32	31	23	19	6	买入
徐工科技	26.85	0.20	1.50	1.70	134	18	16	12	买入
中国船舶	64.04	6.28	7.02	7.80	10	9	8	4	买入
太原重工	13.91	0.76	0.96	1.06	18	14	13	4	买入
中联重科	20.14	1.03	1.23	1.42	20	16	14	6	买入
山推股份	11.51	0.66	0.67	0.91	17	17	13	3	买入
广船国际	22.67	1.66	1.55	1.89	14	15	12	4	买入
天马股份	28.28	0.95	1.25	1.60	30	23	18	4	增持
柳工	14.46	0.60	0.87	0.98	24	17	15	3	增持
中国南车	4.82	0.12	0.15	0.20	40	32	24	4	增持
华东数控	18.45	0.42	0.83	0.95	44	22	19	4	增持
昆明机床	10.87	0.65	0.61	0.69	17	18	16	5	增持

资料来源：中信证券研究部 注：股价为 2009 年 6 月 4 日收盘价

9、基础化工：产能过剩严重，有待需求回升（分析师：刘旭明）

行业投资逻辑：金融危机引发的动荡结束，现有经济热点对化工行业的拉动范围有限，回归平稳后盈利一般。直接政策刺激难现，未来景气取决于供需和原料价格相对变化。出口环境欠佳，过剩产能制约行业盈利，具体下游需求“实际提升”仍有待观察。粮价持续上涨，农资需求将在下半年恢复，化肥行业反弹在即。与相关产品价格背离限制油价上涨对化工行业的利好作用；PVC 相对最受益，但仍需油价再涨 20% 以上；美国天然气价格低迷，中东、俄罗斯持续低价格，尿素、甲醇受益程度受限；油价上涨引发通胀预期，资源品钾肥受益；普通塑料、橡胶涨价，新材料有机硅替代能力提升。

化肥迎来补库存的投资机遇。农业受金融危机冲击超预期，负面天气和食品安全意外事件频发，非理性农民购肥意愿下降，具有蓄水池功能的经销商备肥信心倍受打击，目前化肥需求严重低于预期。惠农政策失效和抗旱进一步导致国内淡季失调。全球粮食库存处历史低位，化肥需求长期增长的因素未变，IFA 预测下半年化肥需求开始持续反弹，国内 6、7 月也有望实现需求恢复。粮价去年底即触底反弹，若需求再延迟将再次引发“粮食危机”。

钾肥受益明显，尿素和磷肥利好受限。钾肥垄断格局放大淡季失调的影响，市场交易和价格低迷。目前 400 万吨库存仅比安全底线高 100 万吨，需求恢复将带动钾肥量价齐升，并重建进口价格决定国内市场的定价体系。国际钾肥供应商已减产规模相当于 07 年产量的两成，足以弥补 08/09 和 09/10 年的需求降幅；2011 年前产能增速低于需求，垄断格局未变；供应商坚挺新价格体系，6 月印度长单合同完成将进一步加固。尿素最先反映国内需求恢复。国外低价限制出口，以及产能过剩将限制尿素和磷肥受益程度。

行业及公司评级。自上而下维持钾肥行业“强于大市”评级，推荐买入盐湖钾肥、冠农股份和盐湖集团；维持氮肥和磷肥行业“中性”评级，关注需求恢复带来的交易性机会；尚待需求“实际”启动消化过剩产能，维持氯碱、纯碱、粘胶和氨纶行业“中性”评级。自下而上，配置投资新安股份和烟台万华，维持“买入”评级。

表 50：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简 称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级
		2008	2009E	2010E	2008	2009	2010		
盐湖钾肥	52.70	1.78	4.15	5.86	30	13	9	14.1	买入
冠农股份	26.46	0.08	1.69	2.71	333	16	10	11.7	买入
烟台万华	16.29	0.91	1.02	1.26	18	16	13	5.6	买入
新安股份	36.91	5.89			6			3.5	买入
盐湖集团	25.69	0.49	1.26	1.71	52	20	15	12.4	买入
红宝丽	16.87	0.43	0.68	0.85	40	25	20	5.9	增持
黑猫股份	8.20	0.02	0.30	0.45	546	27	18	3.1	中性
兴化股份	10.69	0.46	0.46	0.77	23	23	14	4.0	中性
新疆天业	7.20	0.13	0.21	0.30	55	35	24	2.0	中性
中泰化学	14.39	0.23	0.20	0.46	63	72	31	3.1	中性

资料来源：中信数量化投资分析系统、朝阳永续 注：股价为 2009 年 6 月 5 日收盘价

10、保险证券：金融化之路：走在平衡木上（分析师：黄华民）

债券利率和利差稳定回升利于扩大保险利差益。无论通胀预期还是经济复苏均利于债券利率回升，股票资产收益率也将显著好于 2008 年同期，即使收益差保持稳定，随着准备金积累杠杆率提高，股东回报也将提升。

估值优势明显，隐含新业务价值增长 9%，中国平安是首选。尽管中国平安保费增速回落可能性大，但就性价比而言在三家上市保险公司中仍是最优选择，当前股价隐含新业务增长 9%，预计增长 20-22%。

政策开辟券商“蓝海”是最大期待，IPO 开闸将弱化佣金竞争对预期压制。近期持续的佣金竞争成为证券股投资的最大隐忧，随着成交量维持高位和创业板等新业务的开闸，上半年落后于市场表现的大型券商股孕育着投资机会，市场的关注点将放在证券公司盈利模式创新上，融资融券和股指期货的期待提升行业估值。

保险股比证券股具有估值优势，券商股将更多受益于创业板等新业务开放促使估值提升，分别给予证券、保险股“强于大市”评级，首选中国平安，积极关注券商股中的行业龙头和具有借壳上市预期的广发“三宝”。

表 51：重点公司估值比较及投资评级

简 称	股价 (元)	EPS (元)			PE			ROE	评级	目标价 (09)
		08	09E	10E	08	09E	10E			
中国平安	45.1	0.09	1.53	2.01	501.1	29.5	22.4	13.2%	买入	54.9
中国人寿	24.2	0.36	0.65	0.95	67.2	37.2	25.5	12.0%	增持	26.6
中国太保	18.43	0.17	0.68	0.90	108.4	27.1	20.5	9.7%	增持	23.7
海通证券	15.23	0.40	0.53	0.59	38.2	28.7	25.9	11.1%	增持	NA
长江证券	17.2	0.42	0.75	0.77	41.1	23.1	22.3	24.1%	增持	NA
国元证券	17.61	0.36	0.56	0.79	48.8	31.4	22.3	14.8%	增持	NA
东北证券	30.6	0.71	1.16	1.44	43.7	26.5	21.4	24.3%	增持	NA

资料来源：中信证券研究部预测 注：股价为 2009 年 6 月 5 日收盘价

11、电力设备：新能源是贯穿全年的投资主题（分析师：刘磊、杨凡）

新能源将是贯穿 2009 年的一场投资盛宴。《新能源产业振兴规划》及其配套政策的陆续推出，将持续不断的为这场盛宴奉上美味珍馐，但是上半年所出现的“政策一出，鸡犬升天”的情形将较难在下半年继续复制，投资者的热情将更加集中在政策面利好所带来对上市公司业绩的实际影响，在看好新能源主题表现的市场情绪下，我们更应该冷静审视各个新能源子行业的现状和未来的趋势。

子行业表现趋于分化。从行业基本面的来看，风电是新能源行业中目前最为景气的子行业，有靓丽业绩支撑的风电龙头公司具备业绩估值安全边际，是新能源板块首选的投资标的。中国核电行业将进入高速发展阶段

段，未来十年将新建装机近 9000 万千瓦，催生高达 4000 亿元的核电装备市场；装备国产化将是中国核电大发展的主旋律，本土设备厂商替代进口的空间巨大。国内光伏产业目前遭遇海外需求调整期，基本面处于逐步见底过程，长期来看产业链中具备一体化优势的企业能够迎来行业新的春天。

特高压为纲，建设坚强智能电网。在输变电设备和智能电网领域，与美欧的智能电网发展偏重配电和用户侧不同，中国的智能电网发展更加关注输电侧，其未来十年发展的主要方向将是特高压为主体的坚强智能电网建设；我们认为智能电网的建设将会体现阶段性的特点：特高压为主旋律，中期关注电网自动化，长期关注智能电表。

表 52：从发电量指标计算风电装机需求

	预计全国电力装机容量 (万千瓦)	预计年发电量 (亿千瓦时)	非水电可再生 能源发电比例	非水电可再生 能源发电量 (亿千瓦时)	预计生物质/光伏 发电量(亿千瓦时)	风力发电量需求 (亿千瓦时)	风电装机需求 (万千瓦)
2010 年	95000	47500	1%	475	45	430	2150
2020 年	160000	80000	3%	2400	300	2100	10500

资料来源：国家发改委，中信证券研究部整理

表 53：发展目标调整后核电建设进度预估

单位：万千瓦

	五年内新开工规模	五年内投产规模	结转下个五年规模	五年末核电运行总规模
2000 年前规模				226.8
“十五”期间	346	468	558	694.8
“十一五”期间	3200	558	3200	1252.8
“十二五”期间	3000	3200	3000	4452.8
“十三五”期间	3000	3000	3000	7452.8

资料来源：中信证券研究部整理

表 54：中国式坚强智能电网关键技术及投资机会

环节	发	输	配	用
重点技术及工程	大力发展清洁能源 可再生能源并网运行	特高压和跨区输电工程 一体化智能调度体系 具有智能预警监控功能的智能变电站 灵活交直流输电与储能	城市、农村配电网建设 灵活、可调、自恢复的智能 配电网	智能用电管理设备 智能用电服务体系
受益公司 投资机会	清洁能源： 金风科技 ★★★★★ 东方电气 ★★★★★ 湘电股份 ★★★★★ 天威保变 ★★★★★ 华锐铸钢 ★★★★★ 中核科技 ★★★★	特高压及直流： 特变电工 ★★★★★ 平高电气 ★★★★★ 许继电气 ★★★★★ 电网自动化与继保： 国电南瑞 ★★★★★ 国电南自 ★★★★★ 电力电子： 荣信股份 ★★★★ 思源电气 ★★★★	配电网自动化： 国电南瑞 ★★★★★ 国电南自 ★★★★★ 长园集团 ★★★★★ 思源电气 ★★★★	智能电表： 科陆电子 ★★★★ 许继电气 ★★★★ 百利电气 ★★★★ 长城开发 ★★★

资料来源：中信证券研究部整理

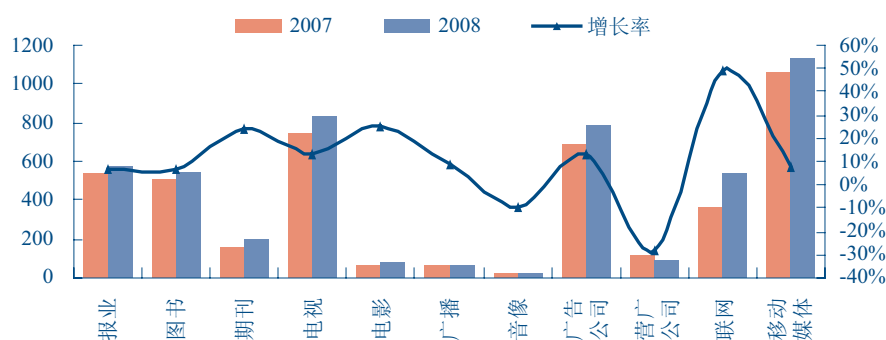
12、传播与文化行业：将变革引向深入（分析师：皮舜）

政策和经营环境都逐步向好。09 年 4 月份，国家新闻出版总署出台《进一步推进新闻出版体制改革指导意见》，紧接着中宣部会同财政部等部委出台《关于支持文化企业发展若干税收政策问题的通知》，随后，中宣部在 5 月 22 日强调 148 家中央出版单位改制需要加快。表征改革向纵深发展，企业经营环境日渐宽松。中国国力快速提升，要求传媒产业的蓬勃发展。尽管短期宏观经济有些反复，但中国经济中长期快速增长，必然推动文化消费不断升级。我们预测在未来一段时间内传媒产业产值增长相对 GDP 弹性为 1.2 到 1.5，行业增速明显高于 GDP。

不同传媒子行业冷暖不均。以网络为代表的新媒介的快速发展冲击着平面媒体，有线电视仍然是家庭信息消费的主终端。我们预计在未来三年，数字电视用户仍然能够保持超过 50% 的增长，而平面媒体需求受消费行为变迁冲击较大。

“成长是主线，主题是风景”。尽管政策推进传媒文化产业从计划走向市场，但传媒类上市公司对行业政策落实代表性不足，同时考虑到传媒行业目前处在市场估值较高水平，我们仍维持行业“中性”投资评级。重点推荐鹏博士、博瑞传播、北巴传媒与广电网络；同时关注中信国安、歌华有线、天威视讯以及出版传媒。

图 128：传媒产业发展态势



资料来源：《2009 年：中国传媒产业发展报告》，中信证券研究部

表 55：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级	目标价 (元)
		08	09E	10E	08	09E	10E			
鹏博士	9.02	0.15	0.36	0.49	60.13	24.98	18.41	5.86	增持	11.10
北巴传媒	12.20	0.22	0.4	0.63	55.45	30.50	19.37	5.41	增持	13.60
博瑞传播	17.87	0.52	0.74	0.92	34.37	26	21	6.15	增持	25.00
电广传媒	16.40	0.05	0.4	0.51	328.00	41.00	32.16	3.97	增持	14.00
广电网络	8.03	0.09	0.25	0.31	84.87	32.62	26.10	3.01	买入	9.23
中信国安	15.30	0.23	0.25	0.36	66.52	61.20	42.50	4.58	增持	
歌华有线	11.89	0.31	0.28	0.5	38.35	42.46	23.78	2.90	增持	12.00
天威视讯	15.82	0.28	0.32	0.38	56.50	49.44	41.63	3.58	增持	
出版传媒	10.88	0.21	0.24	0.27	51.81	45.33	40.30	4.29	增持	
时代出版	14.1	0.55	0.56	0.575	25.64	25.18	24.52	3.11	增持	
新华传媒	17.19	0.46	0.51	0.56	37.37	33.71	30.70	5.08	增持	18

资料来源：中信量化投资分析系统、朝阳永续 注：股价为 2009 年 6 月 1 日收盘价

13、医药行业：板块先抑后扬，个股异彩纷呈（分析师：姚杰、贺菊颖）

医药板块大幅上涨理由并不充分。医药板块从 2008 年的“防御”走向 2009 年的“滞涨”，个股虽有阶段性表现，但热点散乱，投资者难以把握清晰脉络。目前医药板块 PE 的相对溢价不高，但 PE 的绝对值并不低，加上行业政策的不确定性使医药公司业绩超预期可能性变小，故医药板块大幅上涨理由并不充分。

政策渐明朗，子行业各有精彩点。展望 2009 年下半年，如果医改相关细则从 6 月开始陆续出台，则政策对医药行业影响的不确定性将减小，这有利于对制药企业未来形势的判断。从子行业角度，我们仍然看好：医改带来的制剂增长、商业龙头公司、中药饮片子行业、价格反转带来投资机会的原料药，以及流感带来的相关公司的投资机会。

板块先抑后扬，个股异彩纷呈。投资策略上，宏观经济、行业政策、动态估值等因素决定板块下半年走势先抑后扬，动态 PE 变化将带来绝对收益。建议投资者保持医药标准配置，配置低的可适当加仓。个股表现仍将异彩纷呈。一类是以促发因素刺激为主，如资产增值、再融资、流感受益等；第二类投资包括业绩持续增长或经营好转，以及资产整合和政策受益的公司。

表 56：医药公司动态 PE 的买入点与目标值

板块	09 年估值（买入点）	09 年目标估值	08-10 年 CAGR
生物制药	<25	35	>35%
传统中药	<25	35	>30%
现代中药	<20	25-30	>30%
化学制剂	<20or25	30	>30%
特色原料药	<20	25	>30%
医药商业	<20or25	25-30	>30%

资料来源：中信证券研究部

14、商业零售行业：观行业筑底渐行渐近，待估值回归未雨绸缪（分析师：赵雪芹）

中国商业周期底部渐行渐近。各国消费的周期性特征均弱于经济周期，中国消费以必需消费为主，因此周期性特征也弱于经济周期。实证检验表明中国经济社销零售总额波动滞后宏观经济三个季度，我们认为如果宏观经济确认在一季度已经见底，那么商业行业底部渐行渐近，将于三季度见底。

中国经济支持商业进入十年黄金周期。经济基础决定消费水平，各国消费的根本动力均是经济基础，因此随着中国居民人均可支配收入的提升、高速城市化进程的持续、人口红利的存在，未来 10 年中国将进入商业黄金周期，行业复合增长率有望超出 GDP 3-5 个百分点。

依据不同子行业特征进行投资选择。目前中国百货业仍处于外延式扩张阶段，联营扣点是主要盈利模式。我们认为拥有良好公司治理机制、扩张能力突出、有资产注入预期的连锁型百货公司是投资首选。超市行业业绩增长主要靠规模扩张，我们认为公司治理好且有较强规模扩张能力的超市企业是投资首选，下半年通胀预期对超市行业构成利好。中国家电和 IT 消费空间仍很巨大，市场集中度远低于欧美国家，随着宏观经济复苏和房地产市场的回升，我们认为家电连锁行业已逐步走出行业底部。

行业评级与投资建议。随着商业行业底部的确认，估值有望回升。维持百货、家电及 IT 零售子行业“强于大市”、超市“中性”评级。**百货：**推荐估值合理、治理较好、有扩张或者资产注入类公司（银座股份、东百集团、鄂武商、广百股份、百联股份、王府井等）；**家电及 IT 连锁：**关注行业龙头（宏图高科、苏宁电器）及短线受益于 3G 的天音控股；**超市：**推荐估值合理、公司治理好、扩张能力强的武汉中百。

表 57：重点跟踪公司估值表

简 称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PEG	评级	目标价 (元)
		2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E			
宏图高科	12.19	0.33	0.52	0.82	1.02	37.48	23.44	14.87	11.95	0.51	买入	15.50
武汉中百	9.36	0.31	0.39	0.55	0.62	30.52	24.00	17.02	15.10	0.91	买入	12.00
东百集团	11.40	0.29	0.55	0.64	0.75	39.60	20.73	17.81	15.20	0.55	买入	13.75
银座股份	18.83	0.58	0.71	0.90	1.03	32.43	26.52	20.92	18.28	1.26	买入	19.75
鄂武商	9.91	0.36	0.52	0.66	0.83	27.87	19.13	15.02	11.89	0.58	买入	13.00
广百股份	23.09	0.89	1.01	1.27	1.47	26.01	22.86	18.18	15.71	1.25	买入	25.25
天音控股	6.15	0.15	0.23	0.34	0.43	42.12	26.74	18.09	14.30	0.62	买入	8.05
苏宁电器	15.08	0.48	0.60	0.76	0.94	31.18	25.13	19.84	16.04	1.01	增持	15.00
王府井	24.68	0.88	0.90	1.13	1.40	28.19	27.42	21.84	17.63	1.62	增持	26.34
百联股份	12.38	0.32	0.44	0.53	0.68	38.23	28.18	23.29	18.09	0.99	增持	13.10
华联综超	8.47	0.24	0.29	0.44	0.57	35.10	29.21	19.25	14.86	0.88	增持	8.70
建发股份	12.20	0.50	0.73	0.94	1.03	24.34	16.71	12.98	11.84	0.62	持有	10.01
步步高	23.52	0.60	0.75	1.00	1.32	39.05	31.36	23.52	17.82	1.05	卖出	18.75
新华都	25.53	0.60	0.70	1.01	1.48	42.32	36.47	25.28	17.25	1.05	卖出	19.62
均值		0.47	0.60	0.79	0.97	33.89	25.56	19.14	15.43	0.92		

资料来源：中信证券研究部(EPS 为中信证券预测值，武汉中百未考虑配股摊薄因素、广百股份已考虑定向增发、银座股份已考虑增发摊薄因素、东百集团未考虑收购扩张因素、建发股份已考虑定向增发因素)，股价为 6 月 5 日收盘价

15、旅游行业：期待惊喜？但看景区！（分析师：赵雪芹）

流感短期冲击有限，行业长期向好。目前最大的不确定因素来自流感疫情，我们认为总体负面影响有限。国内游是我国旅游行业收入最核心来源（占比超过 70%），国内游迅速回暖有效缓解入境游下降压力，旅游行业总体将保持稳步增长。预计 2009 年中国旅游总收入 12339.1 亿元，同比增长 6.37%。而长期看我国旅游行业将持续高速增长：据 WTTC 预测：2009-2019 年中国观光产值年均增长 25.5%，旅游直接产值年均增长 30.2%；我们测算预计中国旅游总收入 2008-2020 年复合增速可达 13.9%。

子行业中看好景区。景区：具有资源垄断优势，观光游阶段也最受益，客流回升对景区公司业绩增长贡献明确；酒店：酒店受经济环境影响大，加上前期过度投资造成行业供过于求，行业短期向下趋势明显；旅行社：国内游增长较快，入境游下降对旅行社盈利负面影响大，经营出入境高端旅游产品的旅行社企业短期受冲击较大；餐饮：经济放缓和 CPI 回落大背景下，餐饮增速随之放缓，预计 2009 年名义增速 16.98%-17.19% 之间（2008 年 24.71%）。

旅游行业目前估值处于高位（09 年 32 倍），但考虑到旅游行业 2009 年业绩增长确定，长期稳定增长可期，我们维持景区、旅行社“强于大市”评级、酒店子行业“中性”评级。投资策略上我们仍然看好观光游阶段最受益的景区类公司。

表 58：旅游行业未来增长率测算

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GDP 增长		8.20%	7.50%	7.30%	7.30%	7.20%	7.20%	7.10%	7.10%	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%
GDP (亿元)	300,670	325,325	349,724	375,254	402,648	431,638	462,716	495,569	530,755	566,846	605,391	646,558	690,524
旅游行业收入(亿元)	11,600						13.89%						55,242
占比	3.86%												8.00%

资料来源：中信证券研究部

表 59：重点跟踪上市公司估值情况

股票代码	简称	收盘价	市值（亿元）	P/B	ROE	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07P/E	08P/E	09P/E	10P/E
600138.SH	中青旅	10.65	44.61	2.26	10.49	0.39	0.31	0.40	0.50	27	34	27	21
002159.SZ	三特索道	7.58	9.40	2.38	7.17	0.18	0.09	0.27	0.47	42	84	28	16
600054.SH	黄山旅游	15.15	72.49	6.39	16.40	0.32	0.40	0.54	0.67	47	38	28	23
000888.SZ	峨眉山 A	9.74	23.02	3.76	7.66	0.20	0.09	0.31	0.47	49	108	31	21
600754.SH	锦江股份	18.52	112.08	3.32	7.52	0.44	0.45	0.52	0.56	42	41	36	33
000978.SZ	桂林旅游	9.56	16.73	3.39	11.97	0.30	0.13	0.27	0.31	32	74	35	31
002033.SZ	丽江旅游	13.04	12.92	3.41	20.11	0.61	0.46	0.39	0.26	21	28	33	50
600258.SH	首旅股份 (扣除分成)	15.77	37.88	3.28	12.55	0.48	0.45	0.46	0.55	33	35	34	29
000428.SZ	华天酒店	10.80	40.30	3.22	25.04	0.36	0.37	0.31	0.29	30	29	35	37
均值		12.31	41.05	3.49	13.21	0.36	0.31	0.39	0.45	36	52	32	29
中值		10.80	37.88	3.32	11.97	0.36	0.37	0.39	0.47	33	38	33	29

资料来源：wind，中信证券研究部 注：股价为 2009/6/5 收盘价；三特索道业绩预测考虑华山索道提价因素；峨眉山 A 考虑索道提价因素；

桂林旅游未考虑增发项目；首旅股份未考虑增发项目；华天酒店未考虑集团资产注入和宁乡灰汤温泉项目

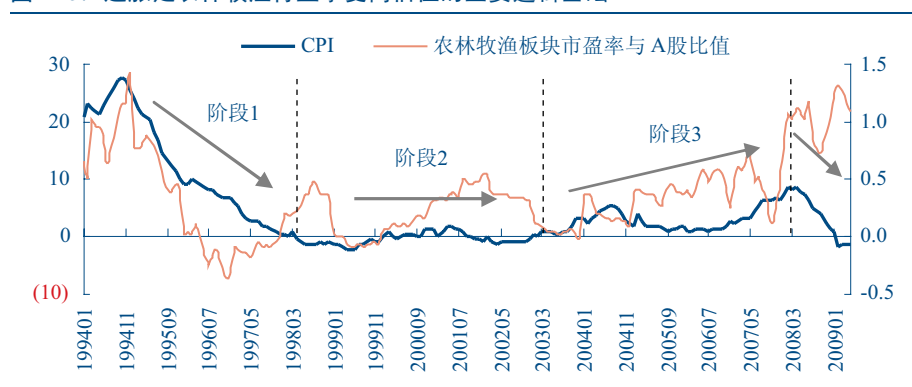
16、农林牧渔行业：通胀预期提升行业投资机会（分析师：毛长青、许彪）

国内大宗农产品价格下半年平稳走强。猪价或于今年 8、9 月份见底（4 月底全国生猪存栏量比正常水平高 10.95%；能繁母猪存栏量比正常水平高 20.05%）；下半年粮价平稳趋涨，减产预期上升（预计 2009/10 年度我国粮油产量总体减产幅度达 0.4%，其中大豆减产 3.2%，玉米减产 1.5%，这与面积减少有关，同时也受到了极端天气导致的单产下降的拖累）；棉花和食糖价格已经步入震荡回升的周期中。

通胀反弹预期或将提升行业主题性投资热情。从 95-09 年农业板块相对大盘的收益率来看，通胀周期中农业股获得溢价的概率较大。我们认为，国际农产品市场中期反弹，以及国内农产品价格下半年可能走强，或提升 09 年下半年的通胀预期，这将使农林牧渔行业的估值溢价获得一定的安全边际，种子、种植等板块主题投资机会可能再次显现。

三大热点子行业具有较强的安全边际。由于动物疫苗行业需求稳中有升的趋势较为明确，林木加工业存在景气回升、业绩回稳的可能性，而番茄酱价格则可能继续维持高位，上述三个行业内具有一定规模效应和品牌优势的龙头公司存在较强的价值投资机会。

图 129：通胀是农林牧渔行业享受高估值的主要逻辑基础



资料来源：万得资讯，中信证券研究部

表 60：有可能成为未来农业巨头的公司

公司名称	公司规模与定位	主要竞争优势	重点关注的改进面
中牧股份	动物保健品行业龙头，市场占有率在 30%左右	第一安全品牌，良好的销售渠道，科研优势	治理结构改善
中粮屯河	番茄酱生产世界第二，甜菜规模国内第一	中粮集团将其定位于农产品加工龙头企业，资金支持	中粮集团战略定位的变化；国有企业的管理机制
新希望	国内饲料行业龙头	民营企业体制灵活	过早的战略多元化以及治理结构的完善
北大荒	拥有近 1000 万亩耕地，集团拥有 2000 多万亩耕地	土地资源优势，政府关系资源优势	国有农场管理模式落后，产业链延伸效果不明显
通威股份	中国水产饲料行业的龙头	饲料产业发展战略清晰，管理效率较高	不相关行业的多元化战略，大股东控制风险
大亚科技	中国森工行业龙头，木地板、中纤板销量多年位居行业首位	品牌优势和规模优势领先，渠道和营销优势突出	治理结构上内部人控制导致利润转移的可能性较大
登海种业	中国玉米种业龙头	研发优势明显	管理与营销水平的提高
獐子岛	中国水产行业龙头	资源与品牌优势明显	管理水平的提升
农产品	中国农产品流通行业龙头	规模优势与管理优势	盈利模式的改进与盈利能力的提高，其它业务的剥离

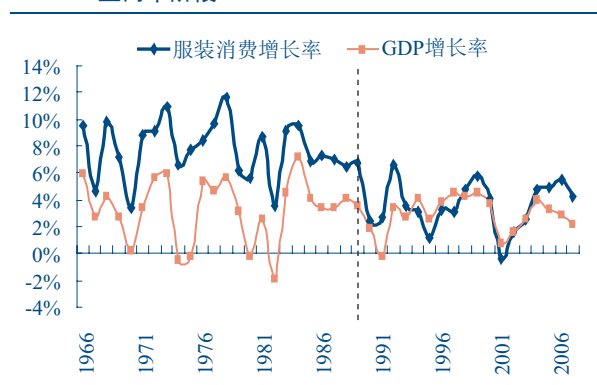
资料来源：中信证券研究部

17、纺织服装行业：底部夯实，拐点将现（分析师：李鑫）

行业运行将探底回升。行业出口额增速从 08 年 4 月开始明显放缓，09 年一季度增幅仅为-9.08%，同时国内纺织服装零售额增速也回落至 15.18%。但在政策支撑及美国经济企稳的基础上，行业层面体现出回暖迹象：出口企业订单量逐渐回升；国内零售 4 月同店增长开始好转，四季度增速可能高于前三季度；随着去库存的完成，行业产量和投资皆有所回升。危机过后，行业出口额增速可能进入个位数稳定增长阶段。国内服装零售高速增长将进一步得到确认，同时城镇化进程延续及农民收入增加将开启农村巨大的消费市场。测算 5-10 年内，内需对行业贡献有望超过出口。

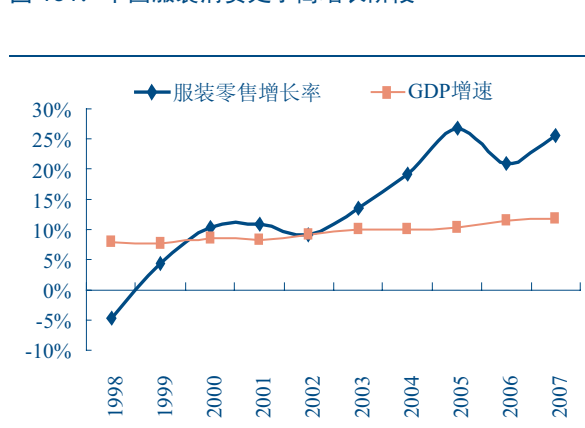
行业底部确立及拐点出现趋于明朗，但行业弹性远小于周期性行业，因此仍维持行业“中性”评级。重点把握行业反针对出口制造类公司估值的提升，阶段性把握内销类公司的价值波动。出口类公司业绩有望在 09 年 4 季度或 10 年 1 季度同比回升。

图 130：美国 1966-2007 年服装消费与 GDP 增速具有明显两个阶段



资料来源：CEIC，Worldbank，中信证券研究部

图 131：中国服装消费处于高速增长阶段



资料来源：CEIC，中信证券研究部

表 61：行业重点公司估值情况

公司	股价（元）	EPS			PE			PB	PEG	评级
		09E	10E	11E	09E	10E	11E			
雅戈尔	12.52	0.64	0.71	0.84	20	18	15	2.63	1.96	买入
伟星股份	15.76	0.94	1.14	1.33	17	14	12	4.09	1.42	买入
航民股份	5.30	0.33	0.38	0.44	16	14	12	1.89	1.44	增持
七匹狼	14.10	0.63	0.80	1.01	22	18	14	3.16	1.96	增持
美邦服饰	17.51	0.76	1.10	1.44	23	16	12	6.42	1.37	增持
报喜鸟	11.78	0.61	0.75	0.87	19	16	13	4.34	1.69	增持
瑞贝卡	7.90	0.47	0.61	0.73	17	13	11	3.85	0.96	增持
鲁泰 A	8.44	0.57	0.67	0.78	15	13	11	2.31	1.27	增持
江南高纤	6.09	0.27	0.37	0.42	23	16	15	2.99	0.94	增持
山东如意	8.93	0.37	0.51	0.70	24	18	13	2.37	0.97	持有
金飞达	13.63	0.41	0.46	0.53	33	30	26	3.50	2.53	持有
大杨创世	8.63	0.37	0.45	0.57	23	19	15	2.17	0.64	持有
宜科科技	6.43	0.15	0.21	0.27	43	31	24	3.81	1.82	持有
众和股份	6.44	0.17	0.21	0.25	38	31	26	2.83	1.66	持有

资料来源：中信证券研究部

注 1：PB 计算中净资产采用各公司一季报公布数值，总股本采用各公司除权后最新股本

注 2：公司股价已 2009 年 6 月 5 日收盘价为准，雅戈尔 09、10 年 EPS 不包括投资收益。特别声明：雅戈尔（600177）目前持有中信证券 1.37 亿股，持股比例 2.22%。本期研究报告系公司研究员根据雅戈尔公开信息所做出的独立判断

18、家电行业：政策促复苏，内需现端倪（分析师：胡雅丽，联系人：廖欣宇）

政策实施组合拳将加速行业复苏。去年底以来，家电行业扶持政策不断出台：轻工业振兴规划正式获批，为扶持政策出台提供指导性意见；家电下乡力度不断加大，政策屡屡加码，全国全品类推广拉开帷幕；“以旧换新”补贴政策撬动城市家电更新换代市场；补贴高能效等级家电利好行业龙头。各项扶持政策实施构成的组合拳加速行业复苏进程。

关注成本与定价的综合效应。原材料价格经历 08 年 10 月暴跌和今年 3 月份回升，需求能否支撑继续上涨尚需观察。白电受益于产业集中度高产品价格滞后松动，需求疲软最终导致行业利润受压应无疑议，龙头有望凭借竞争优势维持较高毛利水平；低价点燃液晶电视的旺盛需求，面板价格上行只是博弈短期表现，中长期供应必将改善，电视行业回归“低价驱动普及-研发投入新技术-低价驱动普及”的轨道，国内企业重享规模优势。

因去年同期基数的原因今年行业运行“前低后高”的可能性大，偏低的估值水平加强投资吸引力，维持行业“强于大市”的评级。投资策略遵循旺季选择投资标的的原则，基本顺序为白电、彩电、小家电，推荐买入受益于房地产成交回暖和政策东风的空调行业龙头格力电器和同时兼具较强改善预期的青岛海尔，及稳定增长估值偏低的九阳股份。

表 62：重点上市公司季度业绩预测

股票简称	08EPS= 元				09EPS= 元（预测）			
	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
格力电器（除权前）	0.35	0.45	0.35	0.41	0.44	0.55	0.41	0.42
格力电器（除权后）	0.35	0.45	0.35	0.41	0.30	0.37	0.27	0.28
青岛海尔	0.13	0.28	0.15	0.01	0.08	0.26	0.21	0.17
合肥三洋	0.10	0.08	0.06	0.10	0.16	0.15	0.12	0.09
苏泊尔	0.12	0.11	0.12	0.19	0.15	0.14	0.14	0.25
九阳股份	0.20	0.26	0.33	0.27	0.25	0.28	0.39	0.54
海信电器	0.11	0.07	0.10	0.17	0.17	0.11	0.13	0.16
深康佳	0.04	0.03	0.09	0.05	0.03	0.05	0.08	0.09
浙江阳光	0.07	0.15	0.14	0.06	0.07	0.14	0.16	0.15

资料来源：中信证券研究部预测

19、造纸印刷行业：优势纸种景气仍将持续上升（分析师：许骏）

供求关系决定行业景气。决定行业盈利能力的关键性要素是造纸本身的供求关系，对未来供求关系的预测是唯一能判断行业景气变化的先行指标。基于对 2009-2011 年供求关系的情景分析，子纸种景气度排序为文化纸、白卡纸、铜版纸、新闻纸、箱板/瓦楞纸。在此基础上下半年优势纸种（文化纸、白卡纸和铜版纸）景气仍将持续上升。新闻纸和箱板纸尽管位于底部，但复苏迹象尚不明显，有待观察。预计文化纸、白卡纸、铜版纸等优势纸种在未来有可能受环保拉动以及需求复苏，传统销售旺季到来等因素获得新一轮提价。

龙头公司优势将逐步得到展现。作为典型的周期性基础原材料行业，造纸厂商的自由竞争往往导致产能无序集中释放，造成上升周期持续时间较短，不具备长期成长性。但在“节能环保”政策和《造纸产业政策》，以及新《制浆造纸工业水污染物排放标准》的持续作用下，中小厂商被迫退出竞争，预计 08-10 年供给年复合增速仅为 6.98%。但即便 2010 年全年只能维持今年三、四季度的景气度，将仍能够使龙头公司利润增长逾 30%。

建议选择产能扩张有限，需求受宏观经济不确定性冲击较小的优势纸种（文化纸、白卡纸、铜版纸），进而配置以上优势纸种占比较大的公司。维持“强于大市”的行业评级。长期重点推荐博汇纸业、晨鸣纸业、太阳纸业及合兴包装。

表 63：重点上市公司盈利预测、估值及评级

简 称	股价	目标价 (元)	EPS (元)			PE			PEG	PB	ROE	评级	变动
			08	09E	10E	08	09E	10E					
博汇纸业	7.93	9.71	0.50	0.42	0.64	16	19	12	1.23	1.6	8.61%	买入	维持
合兴包装	11.34	11.08	0.27	0.37	0.48	42	31	23	1.23	4.6	15.00%	买入	维持
晨鸣纸业	7.92	9.76	0.52	0.44	0.52	15	18	15	-	1.3	7.21%	买入	维持
太阳纸业	13.25	15.66	0.46	0.68	0.88	29	19	15	0.75	2.4	12.20%	买入	维持
华泰股份	10.59	11.15	0.66	0.51	0.60	16	21	18	-	1.5	7.30%	买入	维持
银鸽投资	6.84	-	0.06	0.11	0.14	115	63	49	2.15	2.1	3.31%	增持	维持
景兴纸业	5.50	-	(0.53)	0.08	0.15	-	70	37	-	1.3	1.78%	持有	维持
山鹰纸业	4.23	-	0.01	0.05	0.11	455	88	38	1.86	1.4	1.60%	持有	维持
美利纸业	10.94	-	0.43	0.22	0.33	25	51	33	-	1.7	3.43%	买入	维持
岳阳纸业	8.63	-	0.21	0.19	0.30	40	45	29	2.19	1.8	3.88%	暂无	维持

资料来源：中信证券研究部预测 注：EPS 预测均考虑了增发、配股、送股等产生的摊薄；股价为 2009 年 6 月 5 日收盘价

20、电力行业：关注东部火电和事件驱动（分析师：杨治山、吴非）

火电盈利如期回升，关注东部电厂。火电具有逆周期盈利规律，一季度整体扭亏已初步验证。东部电厂整体良好，个别公司业绩恢复速度或超预期；但对中西部电厂而言，由于 09 年煤价回落较小、高耗能需求严重不足以及地方电价优惠名目繁多等因素致使企业仍徘徊在亏损边缘。

资产注入和并购重组将成为行业投资热点。体制改革的大背景为行业的并购重组创造了良好环境，资产注入、整体上市和并购仍将成为近期行业热点；目前中西部上网电价和两大电网销售电价仍不合理，财政扶持和电价微调依旧值得期待。

火电已整体扭亏，东部部分分公司盈利快速恢复，资产重组、注入风气云涌，将是行业又一看点。维持行业“强于大市”评级，建议重点关注东部地区业绩对煤价敏感度高的华电国际、华能国际，煤价、运费双降后盈利快速回升的穗恒运、宝新能源，以及水火搭配，长期价值突出、资产注入预期强的国电电力。

表 64：重点上市公司盈利预测、估值及评级

简 称	股价 (元)	EPS (元)			PE			07 PB	07A ROE	评级	变动
		08A	09E	10E	08A	09E	10E				
国电电力	6.61	0.03	0.26	0.29	200.3	25.4	22.8	2.7	12.7%	买入	提高
穗恒运	10.80	-0.20	0.73	0.76	-54.0	14.8	14.2	3.8	1.3%	买入	维持
华电国际	4.87	-0.43	0.22	0.23	-11.5	22.1	21.2	2.0	8.6%	买入	维持
华能国际	7.62	-0.31	0.31	0.35	-24.6	24.6	21.8	2.0	13.0%	买入	维持
宝新能源	8.93	0.31	0.52	0.43	28.8	17.2	20.8	3.6	12.0%	买入	维持
国投电力	10.99	0.12	0.37	0.41	91.6	29.7	26.8	2.8	13.2%	买入	维持
建投能源	6.42	0.05	0.25	0.25	128.4	25.7	25.7	1.8	13.9%	增持	维持
桂冠电力	8.74	0.02	0.30	0.30	437.0	29.1	29.1	3.4	9.0%	增持	维持
金山股份	9.43	0.03	0.26	0.45	314.3	36.3	21.0	3.3	11.4%		
广州控股	6.58	0.18	0.24	0.26	36.6	27.4	25.3	1.5	12.3%		
漳泽电力	4.38	-0.73	0.01	0.02	-6.0	438.0	219.0	1.7	13.8%	持有	维持

资料来源：中信证券研究部预测

注：P/B 为 07 年年报净资产数据；ROE 为 07 年数据。股价取 6 月 5 日收盘价。09 年业绩预测假设煤炭下降 15%，利用小时下降 10%，电价维持目前水平；平均资金成本下降 100~150bp

资料来源：中信量化投资分析系统、朝阳永续 注：股价为 2009 年 6 月 1 日收盘价。

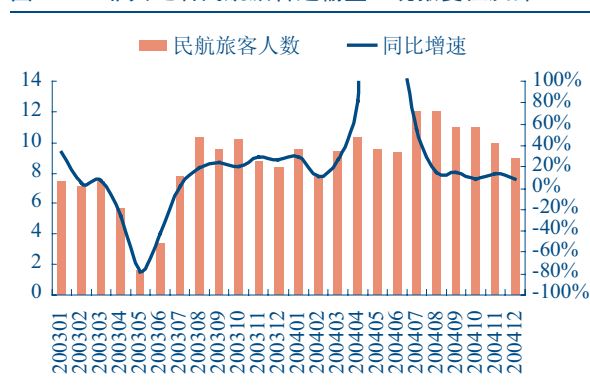
21、航空运输行业：把握行业旺季和政策性投资机会（分析师：马晓立）

后甲流时代的恢复性增长值得期待。经历 08 年灾难性下滑之后，商务、旅游的航空需求正处于恢复之中，民航局及各大航空公司采取了一系列措施减缓运力增速，供求关系总体平衡。分市场看，国内市场显著强于国际市场，客运强于货运。5 月份后 H1N1 甲流对国际航线造成较大冲击，对国内航线亦构成心理影响。但我们预期 H1N1 甲流对航空业的冲击远不及 03 年的非典，随着夏季的到来和药物的研制，其负面影响终将过去，行业即将迎来量价齐升的暑期旺季（7-10 月份）。我们预测 3 季度航空客流量同比增长 20-25%，其中国内客流量同比增长达 25-30%，国内裸票价环比大涨 10-15%，主业回暖值得期待。与此同时，围绕重组兼并、业务合作、联盟化和属地化，航空市场主体将展开精彩纷呈的竞合游戏。

下半年关注四大投资主题。需求增长和油价下跌令行业毛利率回升，3 季度主业利润有望超预期；甲流之后，伴随全球经济触底，国际航线复苏有望超预期；国际油价上涨将使国航、东航获得巨额燃油套保浮亏转回，并使其中报业绩超预期；政府对行业的扶持力度有望超预期（包括注资、重组、税费减免等）。

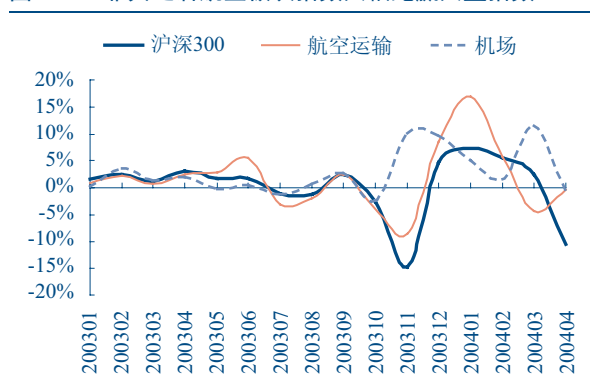
基于：（1）行业即将迎来暑期旺季；（2）下半年面临上述四大投资主题；（3）航空股存在甲流冲击后的补涨需要，我们维持行业“强于大市”的评级，并建议投资者 6 月中下旬开始超配航空股。

图 132：非典之后民航旅客运输量呈现报复性反弹



资料来源：CAAC，中信证券研究部

图 133：非典之后航空板块指数大幅跑赢大盘指数



资料来源：CAAC，中信证券研究部

表 65：重点公司盈利预测及投资评级

简称	股价	EPS			PE			PB (08 年)	评级	目标价
		08A	09E	10E	08A	09E	10E			
中国国航	6.38	-0.75	0.15	0.23	n.a.	43	28	3.8	增持	9
南方航空	5.27	-0.74	0.19	0.24	n.a.	28	22	4.9	增持	8
ST 东航	5.33	-2.86	0.03	0.10	n.a.	178	53	n.a.	增持	6
*ST 上航	5.92	-1.16	0.05	0.08	n.a.	118	74	19.1	增持	7.8

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为 2009 年 6 月 8 日收盘价。已考虑东航、南航、上航的注资和民航基础设施建设基金返还（08 年 7 月-09 年 6 月），未考虑东航和上航的重组。假设各公司 09、10 年汇兑损益和燃油套保收益均为 0

22、公路铁路：客运平稳，期待货运快速增长（分析师：谢从军）

公路行业增长要看 09 年及未来车流量增长。高速公路客车流量看汽车拥有量的增长，近十多年来保有量快速增长，09 年汽车销量略有增长，未来仍会快速增长。通行费收入的主要贡献者货车车流量与经济增长同步，预计货车会受益于未来经济逐步好转。二级公路免费后，短期对高速公路货车量影响较大，将可能较快恢复正常。公路货运趋势将有利于高速公路。

铁路行业看运价变革和资产整合。未来 3-5 年的巨额投资，基于铁路的负债容量和较高的资本金比例，铁路权益性融资迫在眉睫，资产注入启动在即。大秦铁路和广深铁路作为融资平台，预计必将承载融资功能。运价改革也将提上日程，09 年 CPI 负增长可能是铁路运价调整的最佳时机。

行业评级和投资策略。公路行业有估值优势，未来业绩确定性较强，目前配置公路股，可攻守兼备，维持公路行业的“强于大市”评级，维持赣粤高速、楚天高速和山东高速等 3 家公司“买入”评级。铁路行业估值基本合理，基于支持注入和运价改革预期，可配置铁路股，给予大秦铁路、广深铁路“买入”评级。

表 66：重点公司盈利预测及投资评级

公司	股价 (元)	目标价 (元)	EPS (元)			PE			PEG	PB 09E	ROE 09E	评级
			08	09E	10E	08	09E	10E				
赣粤高速	10.03	15.00	0.94	0.89	1.00	11	11	10	1.2	1.65	14.45%	买入
楚天高速	5.05	8.00	0.32	0.41	0.50	16	12	10	0.9	1.84	14.91%	买入
山东高速	5.20	8.00	0.37	0.44	0.52	14	12	10	1.3	1.80	16.58%	买入
大秦铁路	9.25	12.00	0.52	0.41	0.50	18	23	18	1.6	2.97	18.78%	买入
广深铁路	4.52	6.00	0.20	0.24	0.30	22	19	15	2.1	1.27	6.87%	买入

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为 2009 年 5 月 27 日收盘价

23、港口行业：慢慢长路，复苏的开始（分析师：张宏波、纪云涛、马晓立）

行业最坏时刻已经过去，景气度将逐步回升。受金融危机影响，08 年四季度和 09 年初集装箱业务严重下滑，随着欧美经济逐渐回暖，金融危机对港口的影响正在逐渐减小。上半年受铁矿石、煤炭、原油等资源性货物大规模进口利好，扭转了前期下滑趋势，货物吞吐量触底回升。1-4 月份货物吞吐量为 16.6 亿吨，同比下降 3.2%，降幅逐月收窄，4 月份同比首现正增长，预计二季度回暖趋势逐渐呈现。

内贸货物将是下半年货物吞吐量回升的关键。如果 4 万亿内需刺激计划显效，将有效缓解港口铁矿石、煤炭等干散货运输需求下降的局面，同时带动内贸集装箱继续高速增长，预计下半年内贸货物将成为支撑港口货物吞吐量回升的关键因素。受外贸回暖和内需显效的双重刺激，预计外贸箱降幅逐渐收窄和内贸箱稳步增长将使下半年港口集装箱实现同比正增长；港口煤炭库存处于历史低位，煤炭需求旺季即将到来，为内贸煤炭的增长创造了空间，预计三季度煤炭将率先增长；而下半年将经历消化矿石高库存的阵痛，进口铁矿石增速预期将回落。

鉴于港口公司业绩不能同步于吞吐量增长，我们仍维持港口行业“中性”评级；建议重点关注业绩受内需影响最大的营口港和天津港。

24、航运业：见底应无疑，复苏有先后（分析师：纪云涛、张宏波、马晓立）

短期关注散货类公司二季度业绩的环比回升。2009 年 4-5 月份，BDI 均值为 2088 点，环比 1 季度上升 34%。尽管 BDI 快速上涨后震荡加剧，但相关公司股价尚未充分反映短期业绩改善和长期风险下降的基本面变化，仍存在补涨机会。其中，中国远洋 BDI 上涨的弹性最大，二季度环比业绩正向变化的幅度最大；中远航运出口钢材和进口杂货与 BDI 密切相关，亦将受益于 BDI 反弹；中海发展内贸散货业务与 BDI 间接相关，且我们判断二季度沿海电煤运输量价将环比上升，短期趋势向好。

中线关注油轮运费反弹及油轮股。油轮运费已至底部，但供需力量对比的转化需要时间，油运运费仍将短期仍将低位徘徊。我们判断较为有力的运费反弹或出现在 2009 年三季度，对于长线投资者而言，目前已可介入。对于短线投资者而言，我们建议密切关注欧美原油和汽油库存下降的持续性、OPCE 增产的可能性、船东停航的进展等先行指标，等待油轮市场短期供需力量对比逆转的时点到来时再行介入。

维持行业“中性”评级。随着全球经济逐步复苏，航运各子行业需求将好转，但仍无法匹配庞大订单总量导致的运力快速增长，因此维持行业“中性”评级。整体虽然“中性”，但我们认为各子行业分化将加剧，并在下半年产生短期或中期的投资机会。

表 67：重点上市公司盈利预测、估值及评级

简 称	股价 (元)	EPS (元)			PE			09PB	ROE	评级
		08	09E	10E	08	09E	10E			
长航油运	6.62	0.37	0.19	0.42	17.89	33.95	15.64	2.24	13.43%	增持
中海发展	14.01	1.58	0.65	0.84	8.88	21.59	16.76	2.06	26.40%	增持
中远航运	11.38	1.10	0.55	0.65	10.35	20.65	17.46	2.98	32.08%	增持
中国远洋	14.08	1.06	-0.37	0.20	13.28	-38.49	69.42	2.93	-7.61%	持有
招商轮船	5.66	0.36	0.23	0.31	15.76	24.30	18.00	1.93	18.57%	持有
中海集运	4.27	0.01	-0.12	0.00	-	-	-	1.64	0.41%	持有
中海海盛	8.38	0.66	0.4	0	12.70	20.95	0.00	2.54	253.94%	持有

资料来源：公司数据，中信证券研究部

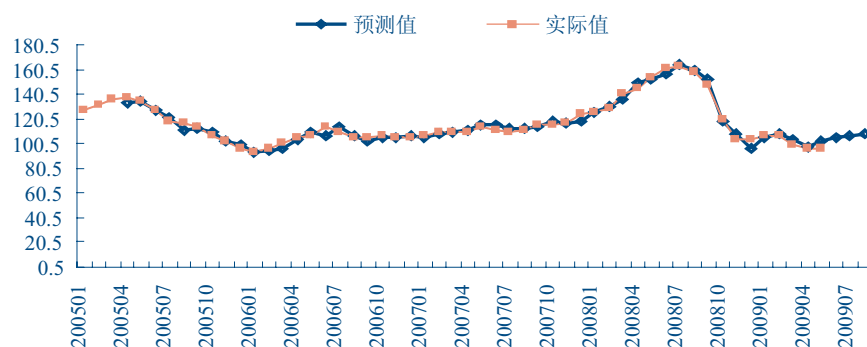
25、钢铁行业：行业复苏与企业分化（分析师：周希增、李宏亮、陈华良）

行业复苏推动上市公司业绩企稳回升。经过去库存和减产，目前钢铁业景气已经探底回升，国际、国内钢材价格都出现了价量齐升的局面。预计下半年随着经济和下游产业的恢复，钢铁业供求态势有望进一步好转，并在 2010 年实现景气继续提升。伴随上述过程，预计钢铁上市公司下半年将实现扭亏为盈。但经济减速后，钢铁行业总体是供大于求，同时海外需求减少导致中国出口下滑，因此钢铁行业 2009 年仍然是微利状态。随着钢材价格上涨，2010 年盈利有望继续提升。

企业分化将日益明显。从全球横向角度观察，发展中国家钢铁业好于发达国家，1-4 月份，发达国家钢铁企业减产 40~50%，而国内钢铁企业基本维持同比不减产；从品种来看，建筑钢材恢复好于板材，1-4 月份长材增长 10%，板材下降 13%。经过此轮调整，预计钢铁行业的集中度有望进一步提高。

鉴于一些钢铁股的股息率超过 2.5%，超过三年期国债收益率，同时市净率只有 1.7 倍，以及价格上涨预期，我们给予钢铁行业“强于大市”的投资评级。公司选择上遵循三个思路：一是不确定下业绩稳定增长的公司如武钢股份、太钢不锈、新兴铸管等；二是目前亏损，钢价上涨业绩弹性大的公司如鞍钢股份、八一钢铁、三钢闽光等，三是含有资源的公司如鞍钢股份、凌钢股份、酒钢宏兴等。四是可能并购整合的公司。

图 134: 钢材价格预测的计量模型及结果



数据来源：中信证券研究部

表 68: 各类钢材价格及预测

(均价, 元/吨)

	普线	螺纹钢	中厚板	热轧薄板	热轧卷板	冷轧薄板
2008 全年	4850	4869	6105	5591	5191	6385
2008 上半年	5015	5033	6244	5621	5423	6520
2008 下半年	4730	4750	6005	5569	5023	6287
2009 上半年	3491	3634	4207	4177	3714	4698
2009 下半年预计	3735	3888	4628	4594	4085	5168
2009 全年预计	3613	3761	4418	4386	3900	4933
下半年较上半年涨幅	7%	7%	10%	10%	10%	10%
09 年全年较 08 年涨幅	-25%	-23%	-28%	-22%	-25%	-23%

数据来源：中钢协，中信证券研究部

26、电子行业：把握周期性拐点（联系人：梁骏、张兵）

重点把握下一个电子复苏拐点：受益于中国 3G 网络建设和家电下乡的需求拉动，以及下游客户的库存回补，电子行业上半年演绎了一轮可观的反弹行情。展望 09 年下半年，电子行业的下一轮复苏行情应该来自于全球（尤其是美国）终端需求的提振，以及半导体行业的产能不足。

由于前期涨幅较大而估值较高，以及近期内美国终端需求改进尚缓，我们给与电子行业“中性”评级。我们会跟踪美国终端需求以及半导体产业供需关系的变化，来把握下一个复苏拐点。个股上，我们给予歌尔声学“买入”评级，给予生益科技、大族激光、长城开发、法拉电子、证通电子、大立科技“增持”评级。

表 69: 重点上市公司盈利预测

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		09E	10E	11E	09E	10E	11E	
歌尔声学	14.41	0.61	0.9	1.16	24	16	12	买入
生益科技	7.05	0.25	0.4	0.5	28	18	14	增持
大族激光	8.72	0.27	0.48	0.58	32	18	15	增持
长城开发	10.96	0.35	0.47	0.66	31	23	17	增持
法拉电子	10.25	0.41	0.47	0.53	25	22	19	增持
大立科技	17.90	0.58	0.85	1.1	31	21	16	增持
证通电子	29.84	1.01	1.3	1.56	30	23	19	增持

资料来源：中信证券研究部，5 月 27 日股价

27、通信行业：将“后 3G”进行到底（分析师：张兵，联系人：张新峰）

投资取向将从“前 3G”转换到“后 3G”。基于 3G 建网后引发的 3G 消费预期增强及其巨大潜力，相比电信投资的周期性和电信消费的成长性，后 3G 优质个股获得行业成长及公司竞争力提升的双保险。

3G 推动运营商发展和市场格局重塑。3G 消费的兴起对运营业有两大影响：一是推动运营商从语音业务依赖向增值业务发展转变，行业发展进入新的时代；二是 3G 消费的兴起势必改变运营市场格局，由于三大运营商在 3G 产品上差异明显，且弱势运营商占优，3G 消费的兴起将改变绝大多数用户流向中国移动的状态，从而改变市场竞争格局。

3G 推动增值业务和终端消费发展。3G 带来移动网络速度的跃升并将催促新业务发展，可形成极具潜力的新增长点。重点关注两类公司：一是纵向、横向整合能力强的公司，3G 使得产业链上的竞合关系凸显，具有上下游拓展能力的厂商更具成长潜质，此外，较低的市场集中度为优质厂商提供了市场整合机遇；二是 3G 促使产业链开放度提高，具有新业务、新模式创新类公司存在高增长或爆发性增长的机遇。另外我们还看好在终端及配件行业中具有产品优势或行业地位优势的公司。

维持通信行业“强于大市”的投资评级。通信板块中我们重点推荐“后 3G”个股；“前 3G”股票中，我们重点推荐中兴通讯，其国际竞争地位凸显打开未来增长空间。

表 70：后 3G 主题重点关注公司及看点

公司	类别	主要看点
中国联通	运营商	3G 助推运营商从语音向增值的转型，并且 WCDMA 的广泛部署与应用为联通 3G 增值服务发展提供了经验借鉴。联通依托 WCDMA 优势可实现竞争力的逆转，获得市场份额和用户价值的提升。
中兴通讯	综合设备商	公司在国内 3G 综合市场占有率据第一的位置，而国内 3G 建设将是一个较长的周期。同时 3G 也将带动公司全线产品的销售，进而平缓纯粹的电信投资波动的影响。 海外市场有望获得突破。公司有望在今年下半年及明年在 WCDMA 领域，于全球 TOP10 运营商获得签单突破。 3G 消费刺激终端需求增长，中兴通讯在数据卡、3G 手机方面具有明显优势。
恒宝股份	智能卡厂商	3G 将推动 SIM 卡收入明显增长。3G 卡价格将明显提升；且公司在中国电信、中国联通市场份额都排名第一，这二家的 3G 用户增长预期较好。 银行卡 EMV 迁移已经开始启动。宁波、深圳已开始试点推行金融 IC 卡。现有存量银行卡 18 亿张，94% 为磁条卡，如果 EMV 迁移启动，价值将明显提升。
东信和平	智能卡厂商，正向增值业务转型	公司属国内智能卡龙头厂商，是中国移动的第一大 SIM 卡供应商，公司依托其卡技术优势正谋求与运营商在增值业务上合作，尤其在手机支付、集群通信方面具有可能性和可行性。
北纬通信	服务提供商（SP）	公司具有优秀的市场推广能力，市场份额将持续提升； 公司现有业务拓展空间依然宽广，目前已完成全国布局，其中有多半省份的市场属起步阶段；此外，公司有望在电信、联通这两大新客户上打开新的市场空间； 内外并举促创新：一是通过并购延伸产业链及新业务的发展；二是公司加强内部的新业务研发和推广能力。公司已在 3G 新业务方面储备了一定优势，并且在流媒体方面具有独特的竞争优势。
拓维信息	服务提供商（SP）	公司在手机动漫业务方面具有竞争优势，已形成 CP+SP 协同发展的优势； 湖南省内业务可继续增长，省外业务的突破可能带来业绩增长超预期。
科大讯飞	技术提供商（TP）	公司依托其在语音技术方面的绝对领先地位在运营商增值业务平台（如音乐门户、语音门户）的开发上享有独特的地位，3G 将加深语音技术在增值服务上的应用，公司将明显受益； 此外，公司在非电信领域亦有广阔的市场空间，其畅言教学系统、智能语音玩具具有良好的增长潜力。未来业绩具有爆发性增长的可能。

资料来源：中信证券研究部

表 71：重点上市公司盈利预测及投资评级

股票简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		08A	09E	10E	08A	09E	10E	
中国联通	6.26	0.93	0.25	0.26	7	25	24	买入
北纬通信	21.78	0.45	0.55	0.71	48	40	31	增持
恒宝股份	10.33	0.28	0.38	0.54	37	27	19	增持
拓维信息	40.23	0.98	1.2	1.53	41	34	26	增持
科大讯飞	22.25	0.43	0.65	0.88	51	34	25	增持
东信和平	11.79	0.27	0.34	0.5	44	35	24	增持
中兴通讯	35.38	1.24	1.61	1.93	29	22	18	买入
烽火通信	15.7	0.37	0.58	0.71	42	27	22	买入
武汉凡谷	16.63	0.59	0.76	0.92	28	22	18	买入
国脉科技	15.31	0.29	0.44	0.61	53	35	25	买入
三维通信	16.67	0.47	0.62	0.75	35	27	22	增持
亨通光电	18.64	0.64	0.89	1.02	29	21	18	增持
中天科技	15.52	0.48	0.81	0.94	32	19	17	增持
中创信测	15.39	0.42	0.69	0.96	37	22	16	增持

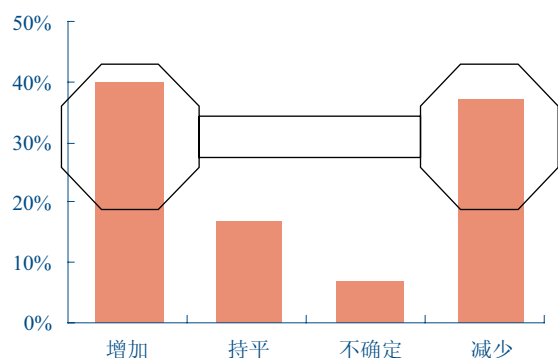
注：股价为 5 月 22 日收盘价 资料来源：中信证券研究部

28、计算机行业：外包酝酿反弹 投资拉动内需（分析师：张兵，联系人：张新峰）

软件行业增速放缓，亮点体现在两个方面：我们预测 09 年软件行业增速为 22%，相对于 08 年增速回调 9 个百分点，但行业景气度仍处于高位，国内市场是 2009 年软件行业增长的主要动力。下半年的亮点可能出现在两个领域：一是**软件外包行业酝酿反弹**，影响外包市场的关键因素已从人民币升值转化为宏观经济，我们预期海外客户将在成本驱动下增加对低端业务的外包比例，对美软件研发外包业务有望在三季度开始反弹；二是**投资对国内软件市场的拉动**，国内企业的 IT 开支水平和支付能力受危机影响出现分化，表现在行业和企业规模两个方面。建议关注两条投资拉动的主线：（1）基础设施投资将带来配套 IT 需求，电信、电力、医疗、交通等行业的相关软件公司将受益；（2）十大行业振兴计划的产业升级和技术改造中的信息化投资，相关行业的系统集成商和软件公司将受益。

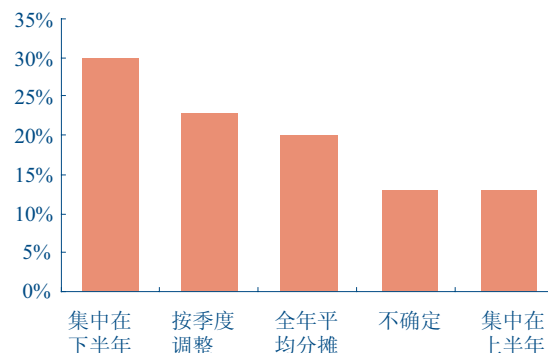
给予软件行业“强于大市”的投资评级。下半年建议关注三方面投资机会：基础建设投资带动的 IT 投资增长、软件外包行业中部分企业的增速反弹、及并购带来的主题投资机会。重点推荐青岛软控、东华合创和广电运通。

图 135：国内企业今后 12 个月 IT 产品和服务支出预计



数据来源：IDC，中信证券研究部

图 136：2009 年企业 IT 投资时间分布



数据来源：IDC，中信证券研究部

表 72：重点上市公司盈利预测及目标价位

简 称	股价 (元)	目标价 (元)	EPS (元)			PE			PEG	PB	ROE/%	评级
			08	09E	10E	08	09E	10E				
青岛软控	19.58	27.30	0.68	0.91	1.26	29	22	16	0.60	5.6	21	买入
东华合创	15.00	20.00	0.42	0.61	0.83	36	25	18	0.61	6.0	21	买入
广电运通	25.94	34.80	0.97	1.16	1.51	27	22	17	0.90	6.7	28	买入
远光软件	14.40	19.40	0.37	0.50	0.66	39	29	22	0.87	7.0	20	增持
恒生电子	12.61	14.80	0.30	0.37	0.48	42	34	26	1.29	8.6	22	增持
用友软件	18.98	24.60	0.45	0.58	0.71	42	33	27	1.28	5.5	18	增持
华胜天成	12.90	14.50	0.48	0.54	0.67	27	24	19	1.32	4.2	15	增持
东软集团	17.92	21.50	0.52	0.69	0.83	34	26	22	0.99	4.9	20	增持

资料来源：中信证券研究部预测

注：用友软件为经营性 EPS，股价为 2009 年 6 月 9 日收盘价。PEG 计算中增速为 2008-2010 年的 CAGR

表 73：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简 称	股价 (元)	EPS (元)			PE			2009PB	评级
		08	09E	10E	08	09E	10E		
日照港	6.05	0.21	0.23	0.25	28.8	26.3	24.2	2.5	增持
盐田港	7.15	0.46	0.40	0.38	15.5	17.9	18.8	2.0	增持
上港集团	5.52	0.22	0.21	0.22	25.1	26.3	25.1	3.4	增持
营口港	9.89	0.55	0.50	0.56	18.0	19.8	17.7	1.6	增持
连云港	6.57	0.19	0.22	0.27	34.6	29.9	24.3	2.0	持有
深赤湾	12.88	0.99	0.80	0.82	13.0	16.1	15.7	2.5	增持

29、汽车行业：国内持续旺销，出口有望复苏（分析师：李春波，联系人：许英博）

国内汽车销量仍将维持高速增长态势：09 年以来汽车销量环比快速增长并屡创新高，超越市场普遍预期。中国汽车需求韧性体现，政策效应加快市场见底过程，二三线地区乘用车市场快速增长，一线城市亦有显著恢复。我们预计 09 年下半年需求高位稳定，销量同比增速维持 20% 左右，全年销量增速约为 18%。中国汽车最终保有量有望超过 2.5 亿辆，年均销量超过 2500 万。预计未来 3 年需求均衡增速在 10—15%。

不同子行业增长态势稍有差异：乘用车市场需求韧性体现，政策促进消费意愿，09 年增势已定。二三线地区部分消费者已具备购车实力，此外金融危机对二三线地区普通消费者收入影响有限。降低消费税等政策的推出，刺激购车意愿。汽车市场提前完成探底，销量快速提升。商用车市场则受益于“以旧换新”补贴措施和宏观经济稳步改善，下半年销量或提速。汽车“以旧换新”补贴政策扩大补贴范围、提高补贴金额、加大补贴力度，有利于商用车报废及换购规模增加，利于行业销量提升。随着宏观经济稳步改善，商用车销量同比有望显著改善。

出口市场短期低迷后中期有望复苏。出口市场降幅有所收窄，但总体仍然低迷。我们判断海外汽车市场有望于 09 年下半年至 2010 年复苏，美国市场将迎来 20% 左右的同比增长。产品出口比例较高的整车及零部件企业具有投资机会。

维持汽车行业“强于大市”评级。重点关注一汽轿车、上海汽车、一汽富维、华域汽车、一汽夏利、福田汽车、潍柴动力、宇通客车等。

表 74：重点上市公司盈利预测、估值及评级

股票代码	股票简称	股价 (6/5)	EPS (元)			PE			PEG	PB	评级	变化
			08E	09E	10E	08E	09E	10E				
000800.SZ	一汽轿车	14.97	0.67	0.90	1.06	22	17	14	1.1	3.9	买入	维持
600742.SH	一汽富维	13.97	0.90	1.06	1.31	16	13	11	8.1	2.2	买入	维持
600741.SH	华域汽车	8.43	-0.01	0.49	0.55	N/A	17	15	1.9	1.8	买入	维持
000338.SZ	潍柴动力	33.71	2.32	2.35	2.68	15	14	13	N/A	3.5	买入	维持
600066.SH	宇通客车	12.81	1.02	0.88	0.99	13	15	13	2.0	4.2	买入	维持
000550.SZ	江铃汽车	13.96	0.91	0.93	1.06	15	15	13	2.5	3.1	买入	维持
600104.SH	上海汽车	14.09	0.10	0.61	0.79	141	23	18	N/A	2.5	增持	维持
000927.SZ	一汽夏利	7.02	0.06	0.19	0.46	112	37	15	4.7	3.4	增持	维持
000625.SZ	长安汽车	8.78	0.01	0.30	0.40	841	29	22	12.8	2.6	增持	维持
600166.SH	福田汽车	12.75	0.38	1.17	1.50	34	11	9	0.8	3.6	增持	维持
000951.SZ	中国重汽	20.66	1.13	1.06	1.35	18	19	15	N/A	3.5	增持	维持
000887.SZ	中鼎股份	12.82	0.38	0.58	0.70	34	22	18	1.5	8.2	增持	维持
000581.SZ	威孚高科	11.64	0.34	0.28	0.33	34	41	35	N/A	2.7	增持	维持
600686.SH	金龙汽车	7.54	0.44	0.39	0.43	17	19	18	N/A	2.4	增持	维持
600418.SH	江淮汽车	6.19	0.04	0.13	0.31	140	48	20	N/A	1.9	增持	上调
002085.SZ	万丰奥威	8.00	0.08	0.30	0.35	106	27	23	2.6	2.8	增持	维持
600482.SH	风帆股份	14.30	-0.62	0.19	0.36	N/A	77	40	N/A	5.0	增持	维持
600006.SH	东风汽车	4.87	0.16	0.18	0.20	31	27	24	N/A	1.8	持有	维持
000572.SZ	海马股份	5.55	0.06	0.05	0.15	100	104	37	N/A	2.1	持有	维持

资料来源：中信证券研究部预测

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；以及 2）研究报告中所涉证券或发行人是分析师本人通过自上而下研究、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应基于于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。		
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入 相对中标 300 指数涨幅 20%以上； 增持 相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间； 持有 相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~5%之间； 卖出 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市 相对中标 300 指数涨幅 10%以上； 中性 相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间； 弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：		

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68761565	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68761669	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			