

2009 年 06 月 15 日

——2009 年下半年 A 股策略报告

相关研究报告

《从 C.P.I 到 P.P.I: A 股范式之变迁》
《潜伏，只为下一轮泡沫》
《心中拥有春天》
《金融股领涨，政策预期促反弹》
《两会行情如何走：向左 or 向右》
《春回大地暖人心》
《警惕经济飞鞋，期盼政策红包》
《荆棘路上觅阳光》

报告作者：

宏观策略研究员 肖彦明
策略研究员 李斌
策略研究员 周纪庚
宏观研究员 王宁(实习)

电话：021-58766036-205

0510-82832380

E-mail: xiaoyym@glsc.com.cnlib@glsc.com.cnzhoujg@glsc.com.cn

独立性申明：

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

投资要点：

拨开经济迷雾，探寻复苏之路。复苏真的开始了吗？一些先导性行业和先行指标的率先回暖印证了我们的判断。拨开层层经济迷雾，我们发现，复苏不仅已然悄声到来，而且伴随着多股力量的汇集与迸发，复苏后劲充足。虽然现在出口依然低迷，但我们相信，这只是黎明前的黑暗，经济在下半年将踏上回升之路。充裕的存量流动性将为经济保驾护航，即使通货膨胀已经轻微显现，在经济复苏之初政府不会马上收紧银根。下半年，随着经济向好，CPI 与 PPI 皆有所回升，但全面通胀不会爆发，个别行业价格上涨的结构性通胀有望出现。

市场判断：伴随经济持续复苏，下半年 A 股业绩将逐季回升。在盈利复苏时期，我们关注戴维斯双击对股市的倍乘效应。更重要的是货币超发及外资流入构建的宽松流动性为估值泡沫创造条件，预期中的股市非理性繁荣将是异质信念、再售期权、货币幻觉等因素的发酵与升华。下半年我们战略看多，大盘上轨 3100-3300，下轨 2500 左右。考虑到 IPO 重启的时间窗、三季度周期性行业淡季效应以及 7 月、10 月解禁股压力，预计股指的全年 N 形格局将进入下半场的 V 形演绎。

行业配置：对于 09 年下半年，我们将在上市公司业绩之“柳暗”与经济复苏和结构性通胀之“花明”交错的时点，寻找景气传导的下一站和在通胀下“水涨船高”的行业，这正是 09 年下半年 A 股市场的“又一村”。当然，高成长性的新兴产业无疑也是值得坚持驻留的“长明灯”。

主题配置：面对下半年市场的不确定，主题投资仍将存在结构性的机会，呈现出个股行情。延续上半年的主题思路，我们认为国家将继续通过落实具体政策和措施来实现经济的保增长和调结构，主题仍将围绕产业和区域的振兴展开，据此我们的主题配置将围绕“一体（经济转型）两仪（产业振兴、区域振兴）四象（新能源、新工业、新城市、新区域）”的轨迹展开。

目 录

目 录	2
一、经济复苏：中国经济将呈倒 L 型复苏	4
(一) 复苏真的开始了	4
(二) 复苏可持续：多股力量的汇集与迸发	5
1. 金融与财政的稳健保障了中国经济的率先复苏	6
2. 工业化与城市化的纵深发展强化了中国经济持续复苏	6
3. 银行与政府的反应能力保障了中国经济持续复苏	7
(三) 保八之路：有困难，也有希望	8
1. 固定资产投资还将继续稳步上调，民间投资有望快速跟进。	8
2. 宽松的货币政策和积极的财政政策推动国内消费进一步走强。	9
3. 出口将拖累中国经济，但下半年有望低位企稳。	10
(四) 倒 L 型而非 W 型	11
(五) 物价变局：温和通胀可期，全面通胀难现	12
1. 消费回暖，CPI 集结号吹响	12
2. 政策引导，PPI 将迎来黎明	14
3. 全面通胀难现 结构性通胀可期	15
(六) 存量流动性充裕，货币收紧概率小	16
1. 存量流动性充裕，新增贷款规模将放缓	16
2. 货币政策收紧概率小	17
二、A 股棋局：业绩与估值的双轮驱动	17
(一) A 股业绩：逐季回升可以期待	17
(二) 供求关系：整体向好、难现逆转	24
1. 大小非有冲击但并非不可承受之重	24
2. 主板 IPO 重启短期冲击不容小视	24
3. 创业板与主板此消彼长吗？	25
(三) 估值：从繁荣走向泡沫	25
1. 异质信念、再售期权与 A 股非理性繁荣	26
2. 信贷扩张、资本流入与估值泡沫	26
3. 低通胀环境下的货币幻觉也能助长股市膨胀	28
(四) 市场判断：N 形下半场	29
(五) 核心假设面临的风险	30
三、投资策略	31
(一) 核心行业配置及逻辑	31
1. 行业配置核心逻辑	31
2. 核心行业配置	33
(二) 主题配置	35
1. 主题配置逻辑：遵循“一体两仪四象”轨迹	35
2. 产业转型：能源和环境危机催生低碳经济	37
3. 区域振兴：新城市、新区域	39
四、风格股	43

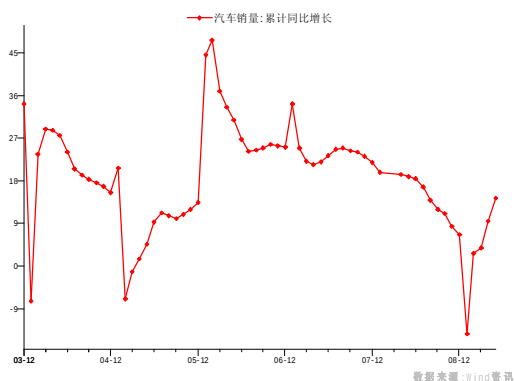
一、经济复苏：中国经济将呈倒 L 型复苏

（一）复苏真的开始了

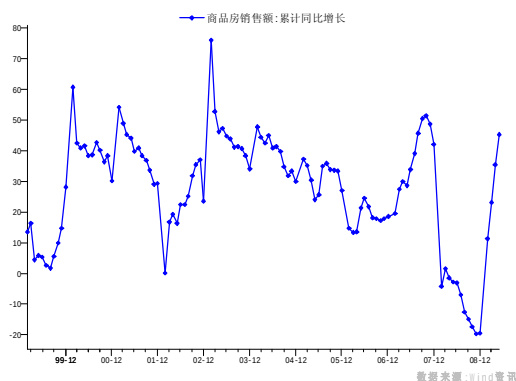
随着第一季度各种经济数据发布之后，我们发现，市场上对今年 GDP 运行态势的预测发生了比较大的变化，一些国际投行把对今年中国 GDP 增长速度的预测作了大幅度的调高，而一些重要指标也预示中国经济复苏开始：

1、汽车、房地产等先导性行业已经率先复苏。汽车行业处于中国居民消费升级的可选产品领域，政策引导往往会对其有重大影响，比如政府最近实行的“汽车下乡”等刺激政策使汽车行业成为率先站起来的先导行业。2009 年初以来，房地产销量也出现了暴量增长，3 月份的房屋商品住宅的销售额同比大幅增长，经过季节因素调整后，3 月份的商品住宅的销售额已经基本上达到了 07 年 8、9 月份的最高水平。去年四季度以来，商品住宅销售额最低点就是在去年 10 月、11 月，季节调整后的月销售额只有 1400 亿，而今年 3 月份达到了 2500 亿，从环比的角度看，这也是一个非常猛烈的增长。

图表 1：汽车销售回暖



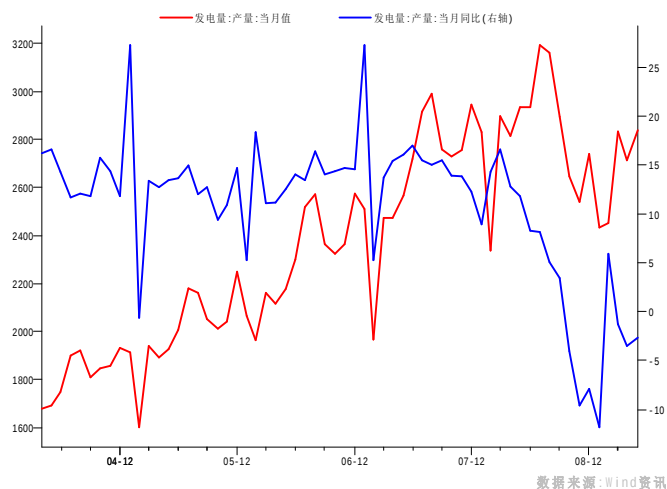
图表 2：商品房销售回升明显



资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

2、发电量呈现稳步上升的态势。工业增加值也是反映经济的一个重要指标，但是由于其本身在计算方面有一些缺陷，因此，在对经济运行的判断过程中我们对发电量的依赖更大了。今年 4 月份的发电量比 3 月份环比上稍微有一点回落，但是 4 月份比 1、2 月份还是大幅度上升了。我们认为 3 月份的数据存在异常，主要是受春节因素的影响。企业因为开工不足，将春节假期延长，导致 2 月份发电量偏低。企业将 2 月份的一部分需求在 3 月份用生产来完成，因此导致 3 月份数据异常偏高，剔除掉 3 月份的异常因素，我们发现发电量呈现稳步上升的态势，这也表明整个经济在回升，这一点毋庸置疑。

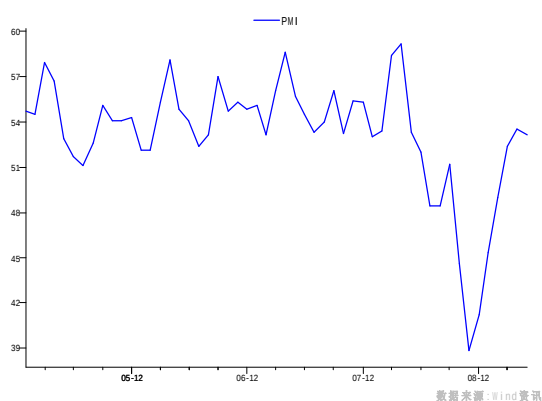
图表 3: 发电量反弹



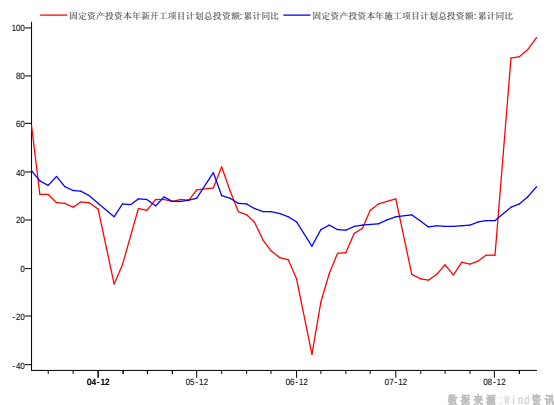
资料来源: 国联证券研究所 wind 资讯

3、PMI、新开工项目等先行指标率先回暖。现在大型企业由于在这一轮刺激经济的过程中所获得的资源相对比较多，又有垄断或者半垄断的状态，所以这一轮经济刺激对它们来讲非常有利，很多企业的新开工项目开始运作起来，官方公布的 PMI 有了较大幅度的提升。

图表 4: PMI 较大幅度的提升



图表 5: 新开工项目计划总投资创新高



资料来源: 国联证券研究所 wind 资讯

(二) 复苏可持续: 多股力量的汇集与迸发

中国经济在下半年逐渐走向复苏，这种复苏到底有没有持续的动力，我们认为，以下几股力量的汇集，将推动中国经济复苏迈入强劲之旅。

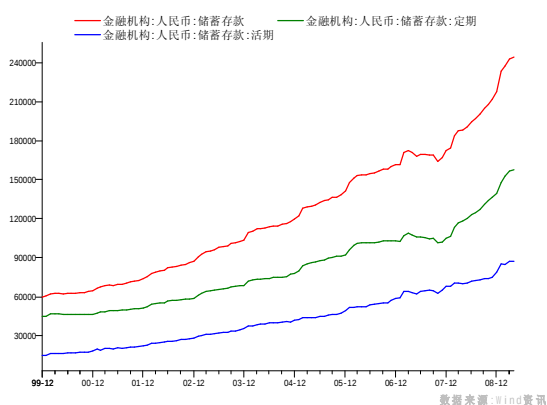
1. 金融与财政的稳健保障了中国经济的率先复苏

储蓄水平高。有数据显示，中国居民的储蓄水平高于世界平均储蓄水平，高储蓄意味着中国资金充裕，比起那些严重依赖国外融资的经济体来，在应对危机方面有很大的余地。

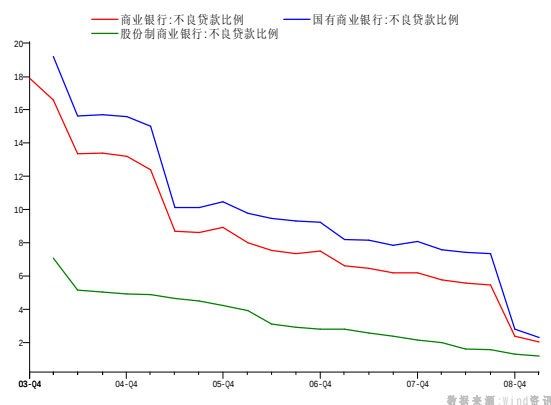
银行状况健康。这些年来，中国银行坏账率显著下降。根据世界银行的发展指标，2001 年中国银行业的坏账率还高达 30%，但到 2007 年则降到了 7%。另据银监会公布的最新数据，截至 2009 年 2 月末，中国银行业金融机构不良贷款率为 4.5%，其中商业银行不良贷款率仅为 2.2%，这表明，中国银行体系是健康的。

财政稳健。2008 年末，中国国债余额占 GDP 的比例约为 20%；2007 年美国为 71%，欧元区为 67%，日本为 163%。2008 年，中国财政赤字占 GDP 的比例小于 1%，2009 年增加 9500 亿财政赤字，赤字占 GDP 的比重也低于 3%。稳健的财政状况使得积极的财政政策取得预期的效果。

图表 6：储蓄存款水平高



图表 7：商业银行不良贷款比例降低



资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

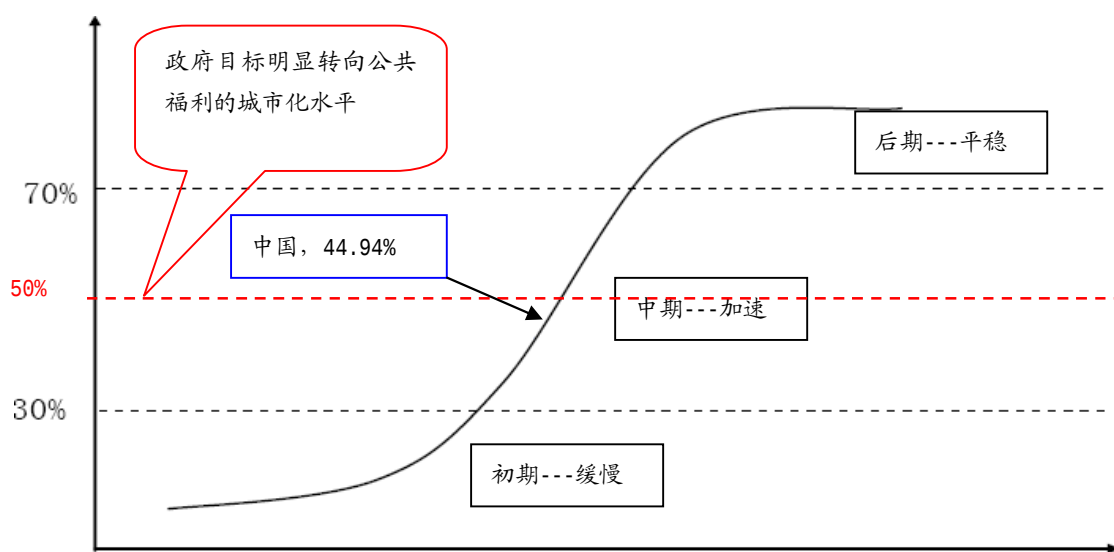
2. 工业化与城市化的纵深发展强化了中国经济持续复苏

中国处在工业化和城市化的加速发展时期，与工业化相关的产业结构升级，以及与城市化相关的基础设施建设、房地产、汽车业以及现代服务业等所带动的大量需求，正是中国扩大内需的潜力所在，而这些，是美国等成熟的市场经济国家所不具备的。

中国在工业化和城市化的进程当中，发展重心偏向于东部地区，中西部地区获得的资源相对较少，造成现在经济发展的地区不平衡。由于在经济繁荣的时候，资源都相对集中于东部地区，东部地区是中国出口的支撑地，前几年的经济增长，很大程度上是依赖出口的贡献。中西部地区实际上有很多

利于经济发展的投资机会，主要是由于先前出口导向型的增长模式使得这些投资需求没有能够得到满足。现在，在全球危机爆发、外需疲弱、出口备受打击的情形下，中西部地区蕴藏着的巨大的投资需求恰恰充当起了托起经济的重要角色。因此，我们认为，历史问题造成的中国经济地区发展不平衡在当前的形势下反而为中国经济的复苏起了重要的推动作用，正所谓东边不亮西边亮，借着这次发展契机，我们相信，中西部地区的发展会迈上一个新的台阶。

图表 8: 中国的城市化进程



资料来源：国联证券研究所

3. 银行与政府的反应能力保障了中国经济持续复苏

经济环境的变化会导致经济体内相关指标的变化，反过来给市场以重要的信号，一个应对能力强的经济体就是能够对这些信号作出反应并以最快的速度 and 最低的成本恢复其状态。中国应对外部环境的能力在某些方面优于美国等发达国家，这也正是中国在这次全球经济危机中能够率先复苏的原因之一。这种应对能力表现在以下几个方面：

1、中国银行系统的反应能力强。中国的银行系统是由政府控制并且现金充裕，从去年年底已经完全打开了信贷的龙头，宽松的货币政策取得了立竿见影的效果，这一点是欧美银行望尘莫及的。欧美的银行自身受次贷危机的影响，其信贷仍然运转不灵。

2、中国政府的反应能力强。一方面，政府调控经济的能力很强。央企和很多国家控制的企业是中国经济的主要成分，中国政府对这些企业拥有强大的控制能力，因此当经济出现问题的时候，政府可以通过对这些企业的强有

力的调控而达到调控经济的目的。比如，中国政府可以强迫大型国有企业的高管减薪 15%-40%，而美国领导人面对三大濒临破产的汽车公司的 CEO 乘坐私人飞机去财政部寻求资金救助的事实，也只能提出道义上的谴责。另一方面，政府对政策的执行能力也很强。4 万亿的大规模经济刺激计划，得以迅速执行并取得了意想中的效果，保护了大部分企业存活下来，使他们能够渡过冬天积蓄力量迎接春天的来临。

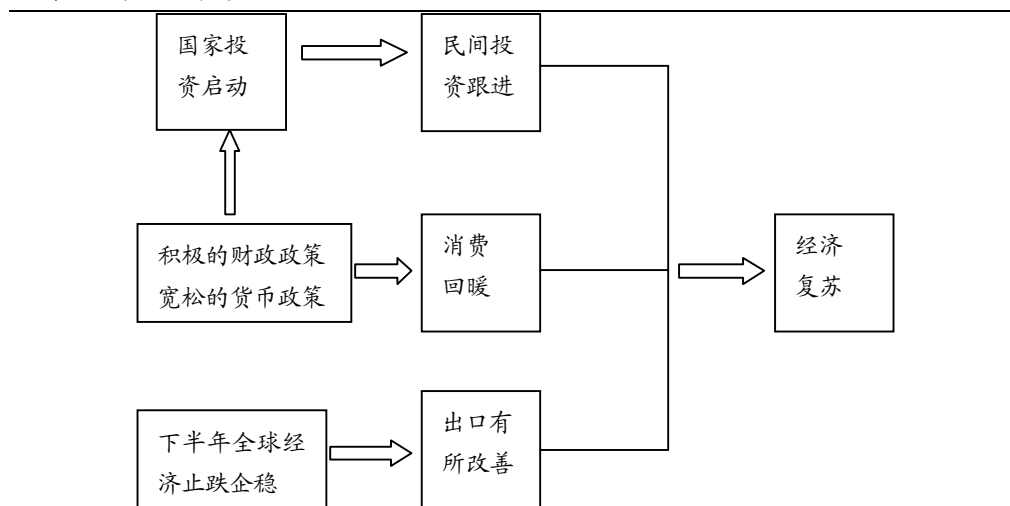
（三）保八之路：有困难，也有希望

经济危机爆发，经济从繁荣跌向低谷，经济游戏从零开始，政府如何玩转这场游戏？

1、固定资产投资还将继续稳步上调，民间投资有望快速跟进。

经济危机爆发，经济从繁荣跌向低谷，经济游戏从零开始，政府如何玩转这场游戏？从目前的形势判断，我们认为，这场游戏发端于政府不遗余力地进行投资刺激，结束于中国经济迈向新的增长点。本轮经济复苏的路径如下：

图表 9：中国经济复苏路径



资料来源：国联证券研究所

随着 4 万亿投资的慢慢释放，下半年固定资产投资不会出现急剧减少的态势，注定了 2009 年的经济增长是投资驱动型的。

我们预计，下半年随着经济增长势头的好转和企业自身状况的改善，民间投资会随着政府投资而跟进，原因主要包括：

第一、近几年来积累的大量的实体经济的投资需求在积极的财政政策非常明确的提出后，开始慢慢释放出来，给民间投资一个充分释放的空间。

第二、企业自身状况的向好为拉动民间投资创造了根本的条件。企业财务状况良好，银行也愿意给企业贷款，在这种情况下，民间投资就有了相应的配套资金。

图表 10: 1998 年和 2008 年企业状况对比

时间	资产负债率	税后报酬率	一年贷款利率
1998 年	64%	3%-4%	9%-10%
2008 年	57%	9%-10%	7%-8%

资料来源：国联证券研究所

第三、充裕的流动性为民间投资的跟进创造了有利的条件。今年一季度，新增贷款达到了 4.58 亿元的天量规模，我们认为，一季度如此高速的信贷增长在未来几个月不大可能重现。我们预测，今年信贷增量可以达到 7-8 万亿，第一季度已经放了 4.58 万亿，也就意味着后三个季度只能放 3 万多亿，未来的 3 万多亿再加上 1 万多亿的票据将近 5 万亿，因此，从全年来看，存量流动性充裕，这为民间投资的跟进创造了有利的条件。

第四、宽松的货币政策为民间投资打消了后顾之忧。现在很多人担心，巨量的货币投放有可能引发通货膨胀，进而可能导致央行收紧货币政策。我们的观点是，首先，流动性投放不一定会引起全面通胀。我国正处在通缩阶段，需求不旺，生产水平远离生产能力边界，根据经济学原理，在这种情况下，流动性充裕并不能马上带来全面通货膨胀，总需求扩张还是会引起生产增长的。其次，面对经济复苏初期的通胀，政府不一定会马上采取货币收紧政策。由于担心经济增长再度回落，政府往往不愿意在经济复苏之初改变当前的刺激政策立场而转向正常化的政策。此时，即使通货膨胀已经轻微显现，政府不会马上收紧货币政策。

2、宽松的货币政策和积极的财政政策推动国内消费进一步走强。

上半年，由于外需恶化，内需对经济增长的贡献相对显现，这也使得政府在对外需无能为力情况下，对内需的刺激力度加大了。

首先，在央行适度宽松的货币政策的趋势下，消费有了增长的潜在动力。比如居民消费再杠杆化将推动房地产和汽车消费再创新高。我国充足的国际储备以及居民相对较高的储蓄水平都决定了中国经济的未来增长将更大程度上依赖于“消费驱动”。因此，政府政策倾斜和经济好转预期下的居民消费的杠杆化趋势明显。2009 年前 4 个月房地产销售额远超市场预期，去年以来陆续出台的房地产利率优惠和税费优惠利好，低利率使信贷消费成本降低，加上经济好转预期下居民消费倾向的提高，直接导致了今年房地产销售市场的显著回暖。

其次，政府采取积极的财政政策刺激消费。随着“家电下乡”、“以旧换新”等政策的推行，居民消费会有显著的提升。下半年，政府采取积极财政刺激政策的决心并没有改变，温家宝总理在4月中旬召开的国务院会议上的讲话也表明了政府的这一立场。尤其值得注意的是，政府将立即进行第三批中央投资，新一轮投资的启动将推动今年固定资产投资增长的进一步加速，进而带动全国消费增长。

3、出口将拖累中国经济，但下半年有望低位企稳。

中国的出口同比增速1-2月份大幅下降至-21%，3月份下降至-17.15%，4月份下降至-22.59%，这些数据显示了近期外部需求的疲软。上半年主要发达国家的经济继续恶化，中国的出口难有起色。目前国际经济继续下行使许多发达国家依然处在去库存化的过程中，进口的需求不会提高。

下半年随着外围经济逐渐下跌的速度放缓，我国的出口有望在低位企稳。上半年很多发达国家采取的政策作用会在下半年逐渐显现。比如美国政府已经出台了两轮较大力度的挽救政策和方案，以至于最近的第二轮政策把美联储创造货币的功能用到了极致，这也表明了美国要稳住经济的决心，至于以后这些政策会产生多大的问题，可能导致多大的通货膨胀，这都是以后的事。美国为了要稳住经济，不排除进一步采取措施的可能性。从两轮的一揽子拯救方案，还有从最近运行的总体态势上来看，我们认为，下半年国际经济可以企稳，不至于再有大幅度下跌。只要下半年全球经济相对平稳，对我国来说已经有利了。我国对美国的出口，对欧盟、日本、其他地区的出口可能会得到一定程度的恢复。

基于对出口、消费、投资的预测以及对我国经济复苏动力的分析，我们认为，投资和消费的曙光已经来临，出口的黑暗也将慢慢淡去。我们预测经济在二季度开始反弹，预测2009年实际GDP增长率将达到8.3%。2010年，随着全球经济的转暖，外需会逐渐回升；4万亿投资慢慢释放乘数效应，带动更多的民间投资；政府积极的刺激政策对国内需求也会带来新一轮的强劲反弹。这一切为我们调高2010年的GDP增长提供了强有力的依据，我们预测，2010年GDP增长将比2009年上调0.5个百分点，达到8.8%。

图表 11: 经济指标预测

指标	2007	2008	2009F	2010F
GDP(%)	11.9	9.0	8.3	8.8
社会消费品零售(%)	16.8	21.6	13.8	12.5
工业增加值(%)	18.5	12.9	9.7	9.7

出口(%)	25.7	17.2	-13.8	8.9
进口(%)	20.8	18.5	-14.1	9.7
贸易顺差(亿美元)	2622.0	2954.6	2959.5	3167.7
固定资产投资(%)	25.8	26.1	26.1	17.3
M2(%)	16.7	17.8	21.6	16.0
人民币贷款(%)	16.1	18.8	23.3	15.0

资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

（四）倒 L 型而非 W 型

当第一季度各种数据出来之后，市场上对今年 GDP 运行态势的预测向好，现在一个焦点是三季度以后、四季度是不是经济运行还能够保持一个上升的态势，如果三季度、四季度以后经济出现一定的波折，GDP 反转探底，这就会形成 W 型的经济形态。持有这种观点的人，他们的担心来自于以下几个方面。

1、民间投资不能适时跟进，单纯依靠政府投资拉动经济不具有可持续性。我们认为有两个因素可以推动民间投资跟进。其一，2007 年以后搁置的一些项目，以及中西部地区由于受资源分配不平衡而没有实施的一些项目，这两类项目蕴藏着大量的投资需求，为资金找到了很好的去向。其二，如前所述，与 98 年那次经济危机中的企业状况相比，现在的企业自身状况非常健康。

2、在失业率升高、居民平均收入降低的形势下，投资对消费的拉动作用弱化，使消费增长乏力。我们认为，政府采取的相应的刺激措施会使得收入下降对消费的负面作用降到最小。首先，在央行适度宽松的货币政策的趋势下，消费有了增长的潜在动力，比如，近期居民的信贷消费呈现出增长的势头。其次，政府采取积极的财政政策刺激消费。“家电下乡”政策可以激发农村需求，“以旧换新”则是政府直接用财政补贴消费者。在这种政策刺激下，居民消费会有显著的提升。

3、银行天量放贷，银行坏账将迅速增加，银行利润将迅速下降，进而引发金融问题，给经济造成向下的压力。这涉及贷款质量的问题，对于这个问题我们从企业和银行两个角度看。一方面，企业自身财务状况比较健康，无力还贷的可能性很小，这一点我们在前面已有分析，在此不再赘述。另一方面，商业银行现在与 98 年经济危机时相比，其状态也不可同日而语。98 年推行刺激经济的计划时，货币政策没有采用适度宽松的政策，而是审慎的货币政策，因为当时银行的状态不允许推行相当宽松的政策，当时商业银行不良资产比例很高，拨备率极低，资本充足率低于 3%，好多银行的存贷比高达

90%，不良贷款比率在 40%左右，这样的商业银行如果继续发放大规模的贷款，无异于雪上加霜。现在我们看到，即使最近经济环境恶化，但总体上商业银行的状态还是健康的。资本充足率很高，不良资产比率很低，拨备率很高，超过 150%。最近即使放了天量贷款，银行的存贷比还是比较低。所以从企业和银行两方面看，我们认为贷款质量还是相当好的，不会发生银行坏账引起的经济下行。

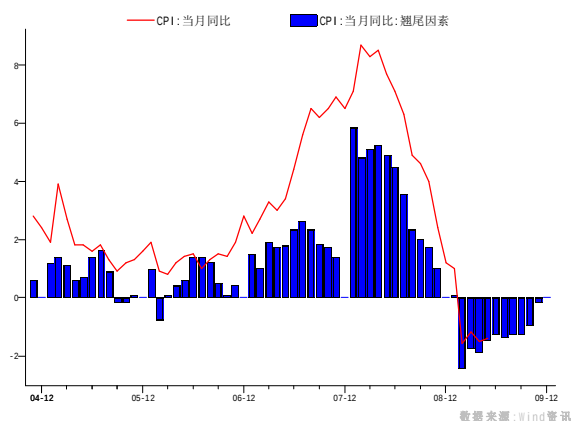
因此，我们认为，经济不会二次探底呈现 W 型，我们更倾向于倒 L 型走势，经济在以后几个季度逐渐回升。

（五）物价变局：温和通胀可期，全面通胀难现

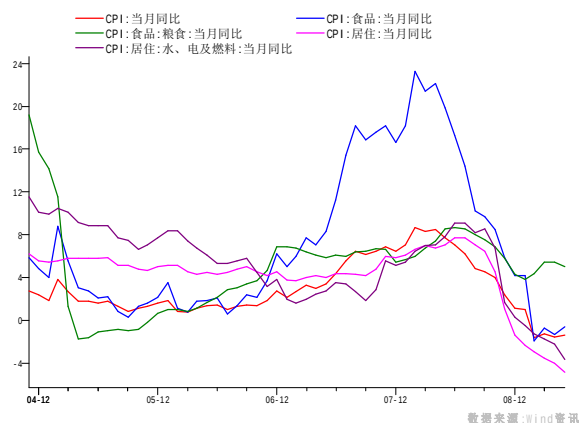
1、消费回暖，CPI 集结号吹响

今年 5 月份，CPI 同比下跌 1.4%，延续了今年 2 月份以来的下行趋势，跌幅较 4 月份略有缩小。环比数据上看，4 月份比 3 月份下降 0.2%，5 月份比较 4 月份下降 0.3%。我们认为，5 月份之后的各月，CPI 有可能企稳并趋于上升，在三、四季度有望转正，CPI 集结号已经吹响。

图表 12: CPI 回暖迹象显现



图表 13: CPI 分项目当月同比增速



资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

我们预计 09 年 CPI 同比增速达到 0.1%。我们主要基于以下考虑：

1、从 CPI 统计指标的计算看，翘尾因素作用在减弱。

前几个月 CPI 的下跌，翘尾因素将起到主导作用。从全年的翘尾作用来看，2 月份的翘尾拖累作用将达到谷底，达到-2.48%，之后尽管仍会处于零以下的水平，但作用在减弱。而且，从 1-4 月份的数据看，新涨价因素皆为正值，分别为 0.94%、0.88%、0.59%、0.39%。

2、从 CPI 的构成要素看，未来农产品价格的上涨和水电煤气等居住类价

格的上调预期将推升 CPI。

最近一年的 CPI 的走势和食品价格的走势非常吻合，而食品价格的走势又与农产品息息相关。前几个月，食品价格的下降特别是肉类价格和进口较多食用油价格的下降导致 CPI 下跌，同时秋粮的丰收也抑制了食品价格的攀升，但同时我们注意到，国家为了实现农民增收，政策已经向“三农”倾斜，将提高农产品收购价格，这将出现与国际农产品走势相背离的现象，农产品价格出现环比上涨。另外，国家为了改变多年以来的价格不合理状况，2009 年会进一步理顺水电煤气等居住类价格，这也会抑制物价处于通缩状态。

3、从短期影响通货膨胀的因素来看，生产成本回调和需求回暖有望使 CPI 反弹回升。

下半年，随着全球大量投放货币刺激经济复苏，未来全球经济体将有望企稳，工业品价格和原材料价格反弹向上的概率要高于继续下探的概率，原材料等生产成本的提高必然会推动消费类产品价格回升。同时受政府刺激消费政策的推动作用，下半年的内需有望再创新高。以房地产和汽车市场为例，今年以来北京、上海、天津、广州等大城市房地产市场交易量均有较大增长。而在全球汽车市场持续低迷的情况下，我国汽车市场出现了产销两旺的势头，3 月份，美国销售汽车 85.8 万辆，同比下跌了 37%，日本销售汽车 32.3 万辆，同比下滑 32%，而我国汽车销售量达 110.98 万辆，同比增长 5.01%，连续三月超过美国、日本。尤其是小排量轿车持续热销。显示国家出台的 1.6 升及以下小排量乘用车购置税减半征收、汽车下乡等政策效果明显。

4、从长期影响通货膨胀的因素看，流动性充裕也是 CPI 回升的动力。

货币供应量的高增长对物价的推动作用有半年到一年左右的时滞。2009 年 3 月末，广义货币供应量(M2)余额为 53.06 万亿元，同比增长 25.51%，增幅比上年末高 7.69 个百分点，比上月末高 5.11 个百分点，而前三个月的信贷更是达到天量 4.58 万亿。4 月份新增贷款量较前期出现了明显下降。按可比口径计算，4 月末贷款余额增长 29.7%，与上月基本持平，处在 95 年以来的最高水平。4 月新增贷款 5918 亿，同比多增 1279 亿元，较上月末少增 1.3 万亿元。导致 4 月新增贷款大幅下降的原因主要是一季度考核使得 3 月信贷挤占 4 月份的部分额度，从而造成 3 月虚高 4 月相对较低。另外，4 月份重点项目投资节奏放缓也是造成信贷增量减少的一个重要原因。但我们认为，这是信贷规模的自然正常回落，未来数月将维持平稳增长。一方面站在商业银行的角度，净息差收窄趋势下以量补价策略使得银行扩大贷款投放的动力不减；另一方面，央行仍然坚持适度宽松的货币政策，这意味着，流动性充裕将成为一种常态，这为新增贷款的平稳增长提供了保障。

同时，4 月份货币供应量继续加速增长，月末 M2 增长 26%，较上月末

高 0.44 个百分点；月末 M1 增长 17.48%，较上月末上升了 0.44 个百分点。货币供应保持较快增速与当月对公存款增加较快有关，或受企业经济活动增强、货币乘数扩大的影响。M1 增速稳步上升，预示企业经营活动日趋活跃。由此看来，第一季度货币供应量的增长以及天量的信用贷款对 CPI 的刺激作用会在下半年逐渐显现出来。

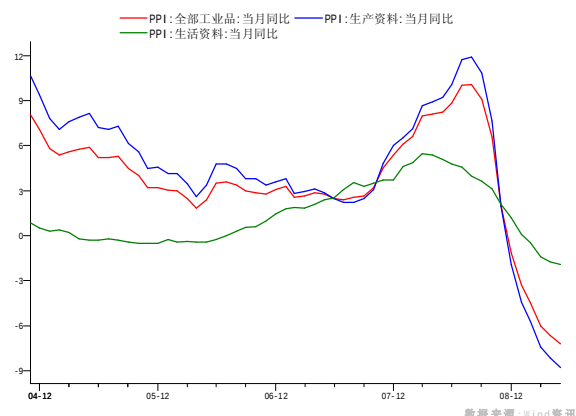
2、政策引导，PPI 将迎来黎明

5 月份，PPI 同比下降 7.2%，降幅虽然有所扩大，比 4 月的-6.6%继续回落，但环比增幅已经转正。从月环比价格变动情况看，1 月份环比下降 1.4%，2 月份环比下降 0.7%，3 月份环比下降 0.3%，4 月和 5 月分别环比上涨了 0.2% 和 0.1%。

图表 14: 货币供应量与信贷快速增长



图表 15: PPI 降幅收窄



资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

我们认为，下半年 PPI 依然负增长，但是降幅将继续收窄，预计这种趋势会延续。我们预计 09 年 PPI 同比增速达到-4.6%。我们基于以下考虑：

1、由于去年翘尾因素影响，在同比基数上升的作用下，最近几个月 PPI 仍将维持负增长，但降幅可能逐步减缓。我们估计，PPI 低点可能在三季度出现。

2、从短期看，需求回暖推动 PPI 缓慢回升。

PPI 持续告负，表明下游需求不足，企业利润有下降趋势，只有在经济复苏之后，首先是由于下游端的行业出现需求急剧增加，供给很难满足需求，导致下游端物价的上涨，同时也导致下游端的投资需求加大，进而拉动中端制造业的产品需求和导致中游制造业产品供不应求，产生中游制造业产品价格的上涨，同时也会导致中游行业投资需求的加大，最后传导到上游，导致

上游产品供不应求，出现价格的攀升，最终推高各环节工业品的价格。

我们认为，有两个因素制约着需求对 PPI 的推动作用，首先，需求包括内需和外需，在我国政府积极财政政策的刺激下，内需在下半年应该会有比较好的表现，然而在全球经济依然在低谷中徘徊的情况下，下半年出口的表现依然不乐观，因此外需对原材料和大宗商品价格的推动作用有限。其次，需求回升能够有效推动 PPI 的前提应该是没有产能过剩，从目前的情况看，整个生产链条上的产业都在去库存，有的甚至出现严重产能过剩。因此，从以上两个方面的分析来看，我国财政政策和货币政策的放松引发的需求急剧变化，对 PPI 的推动作用没有像对 CPI 的推动作用那么大，这也是我们认为 CPI 先于 PPI 回升并转正的依据。

3、全球货币的定量放松对 PPI 的推动有限。

全球货币的定量放松，导致全球货币的贬值，从而引发大宗商品价格的攀升，那到底会不会给中国带来就如 08 年一样的输入型“通胀”？当前美国已经通过“定量放松”激活其金融市场，避免了其金融市场再度恶化，也就是有效的避免其糟糕的商业银行系统不再出现危机。可以说美国金融市场最糟糕的时候已经远去，但这并不意味着经济最糟糕的时候也已经远去，美国通过各种途径将资金注入到银行系统，但由于美国的银行还没有从次贷危机的梦魇中完全解脱出来，在经济还处于恶化状态之中的时候，曾经深陷信用危机的银行机构并不会马上把这些资金投放到实体经济，信贷的投放将变得异常谨慎。银行的惜贷，实体经济就很难恢复，这将导致大宗商品的价格不会像 08 年那样猛烈反弹。

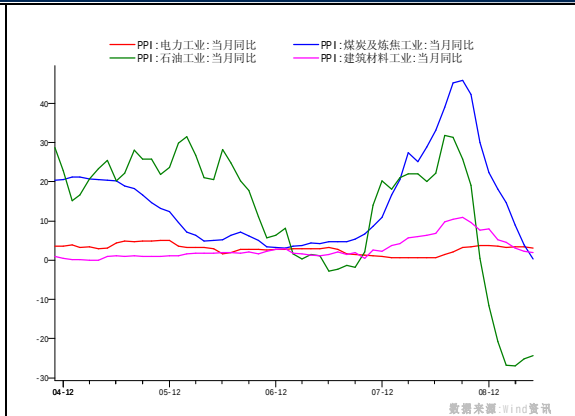
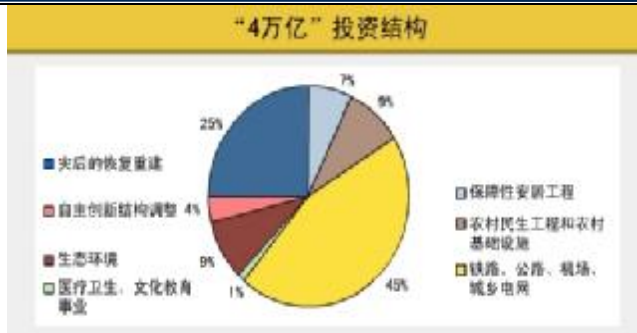
3、全面通胀难现 结构性通胀可期

通过上述分析，我们认为下半年 CPI 会转正，PPI 依然负增长，但是降幅会收窄，这就意味着全面通胀爆发的可能性非常小。正如前所述，我国正处在通缩阶段，需求不旺，生产水平远离生产能力边界，还没有达到正常的生产水平，在这种情况下，流动性充裕并不能马上就带来全面通货膨胀，但是在某些已经达到生产边界的行业，流动性扩张则会造成这些行业产品价格上涨，出现通货膨胀现象。这种无通胀的行业和通胀的行业并存而产生的通胀就是结构性通胀。

在政府 4 万亿投资计划的刺激下，某些行业会出现结构性通胀。4 万亿”投资的具体构成如下所示，我们认为这将带动电力、石油、建筑材料、煤炭和水泥等工业的发展。

图表 16: 4 万亿投资结构

图表 17: PPI 分项目同比增速



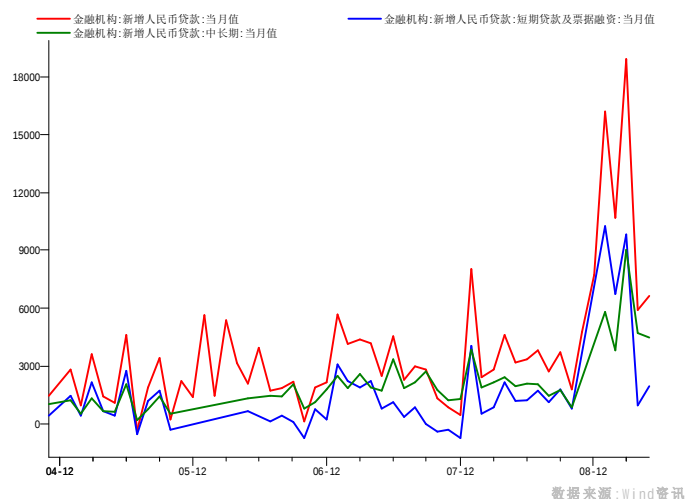
资料来源: 国联证券研究所 wind 资讯

(六) 存量流动性充裕，货币收紧概率小

1、存量流动性充裕，新增贷款规模将放缓

今年一季度，新增贷款达到了 4.58 亿元的天量规模，4 月新增贷款降至 5918 亿，我们认为，一季度如此高速的信贷增长在未来几个月不大可能重现。具体来说，增速在未来三个季度，按月来看同比增速不会低，因为 08 年后三个季度基数较低，按月度来看的新增贷款规模在 2000 亿到 5000 亿之间。如果在 09 年的未来 8 个月，信贷增长能够保持在 5000 亿到 6000 亿，增速也是比较高的。但是，一季度月度增量恐怕在未来 8 个月当中不大会再现。

图表 18: 新增人民币贷款激增 存量流动性充裕



资料来源: 国联证券研究所 wind 资讯

在新增贷款的构成中，我们尤其要注意到票据融资。票据是短期的，大部分是半年左右，所以上半年商业银行在票据上的投入到了下半年可能会转化为实质性的贷款，也就是说，下半年虽然总量增长并不是太多，但是上半

年 1 万多亿的票据可能在下半年演变成实际投入的实质性贷款。我们预测，今年信贷增量可以达到 7-8 万亿，第一季度已经放了 4.58 万亿，也就意味着后三个季度只能放 3 万多亿，未来的 3 万多亿再加上 1 万多亿的票据将近 5 万亿，5 万亿实质性信贷分摊在 8 个月当中，平均每个月 5000 多亿，同比增速已经不算低了，所以我们认为，下半年应把票据这种潜在的信贷考虑进去。从全年来看，存量流动性充裕，为经济的后续回升提供了动力。

2、货币政策收紧概率小

现在很多人担心，巨量的货币投放有可能引发经济过热，引起通货膨胀，进而可能导致央行收紧货币政策。对于这个问题，我们这样看。

首先，流动性投放不一定会引起全面通胀。经济学原理认为，生产水平低于潜在的生产能力时，产品价格下跌，经济表现为通货紧缩，在这样的情况下，货币增加首先引起产量的增加；随着货币供应继续增加，当实际产量已经超过了潜在的生产能力时，即产量已经扩张到了生产边界时，再增加货币才会引起通货膨胀，价格上升。按照生产边界理论，只有产量到了生产边界以外，增加的货币不会再引起生产的扩张，全都变成了通货膨胀。由此判断，我国正处在通缩阶段，需求不旺，生产水平远离生产能力边界，还没有达到正常的生产水平，在这种情况下，流动性充裕并不能马上就带来全面通货膨胀，总需求扩张还是会引起生产增长的。

其次，面对经济复苏初期的通胀，政府不一定会马上采取货币收紧政策。不管是在中国还是美国，紧缩的货币政策在拉经济走出通货膨胀，使过热的经济降温的过程中表现出了立竿见影的效果，但是宽松的货币政策在推经济走出通货紧缩，是过冷的经济升温的过程中却往往表现的力不从心。正是看到了这一点，由于担心经济增长再度回落，政府往往不愿意在经济复苏之初改变当前的刺激政策立场而转向正常化的政策。由此我们判断，下半年随着各项指标的向好，我国经济会慢慢走出低谷踏上复苏之路，此时，经济正处在复苏的初级阶段，即使通货膨胀已经轻微显现，但是政府不会马上收紧货币政策。

二、A 股棋局：业绩与估值的双轮驱动

（一）A 股业绩：逐季回升可以期待

随着 08 年年度以及 09 年一季报业绩公布完毕，我们对过去的业绩作一下简单回顾。截止 4 月 30 日，A 股 08 年年报以及 09 年一季报披露完毕，总体而言，业绩同比大幅下滑，但环比出现回暖迹象。08 年 A 股可比公司

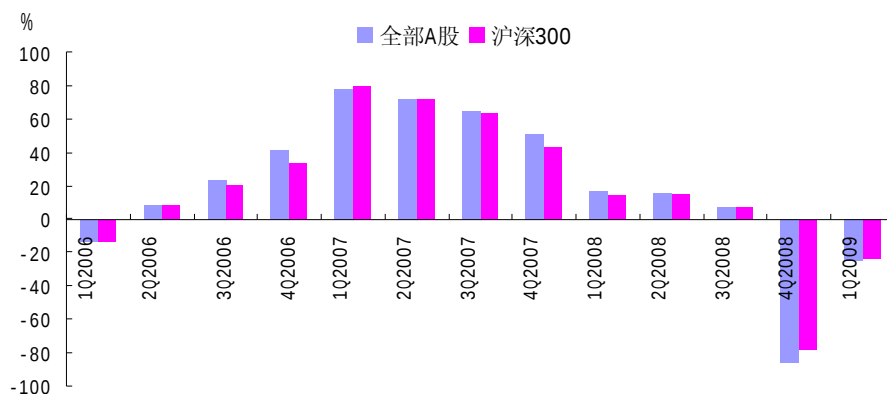
实现净利润 8002.60 亿元，同比下降 15.07%；09 年一季度 A 股可比公司实现净利润 1995.32 亿元，同比下降 25.32%。08 年第四季度是业绩环比增长的低点，09 年一季度业绩环比增长超过 500%，回暖迹象明显。我们认为，“去库存化”带来的毛利下降和存货减值损失攀升、费用刚性是 08 年 A 股业绩下滑的三大主要因素，09 年一季度业绩下滑主要缘于终端需求持续低迷带来的营业收入下滑。

图表 19: 08 年报、09 一季 A 股可比公司整体盈利情况（亿元）

	营业收入				营业利润			
	2008	同比	1Q09	同比	2008	同比	1Q09	同比
全部 A 股	111,652.18	16.62%	22,535.64	-13.76%	9,429.31	-30.20%	2,626.67	-24.56%
金融类	16926.37	14.45%	4675.78	0.33%	4867.73	-2.81%	1531.67	-10.45%
非金融类	94,725.82	17.02%	17,859.86	-16.81%	4,561.57	-46.34%	1,095.01	-38.19%
	归属母公司净利润				经营性现金流			
	2008	同比	1Q09	同比	2008	同比	1Q09	同比
全部 A 股	8,002.60	-15.07%	1,995.32	-25.32%	25,586.23	37.91%	2,125.11	-22.12%
金融类	3852.23	10.58%	1173.60	-10.26%	17050.64	73.86%	-490.346	-121.59%
非金融类	4,150.37	-30.11%	821.71	-39.75%	8,535.59	-2.40%	2,561.09	260.90%

数据来源: wind 国联证券研究所

图表 20: 单季业绩同比增速



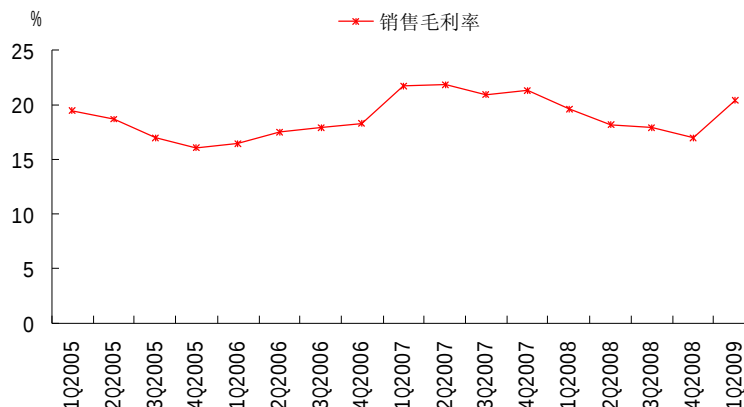
资料来源: 国联证券研究所 wind 资讯

对于 09 年下半年的 A 股，我们认为业绩逐季上行是大概率事件，主要基于以下考虑：

(1) 毛利率水平的稳步提升将是 A 股业绩上行的重要源泉。随着“去库存化”结束，企业营业成本有所下降，毛利率水平出现强劲反弹。2009 年一季报显示，A 股毛利率在 08 年 4 季度触底后于 09 年一季度回升至 20.41%，预计下半年 A 股毛利率将保持增长的势头。由于宏观经济触底回升，先行指标表明企业需求开始恢复，同时随着 CPI 的率先逐步回升、PPI 相对滞后，

我们预计上市公司主营收入同比增速将逐季回升，而营业成本的上升速度滞后于营业收入的增长速度，这使得反映上市公司赢利水平的毛利率水平将有较大幅度的提高。

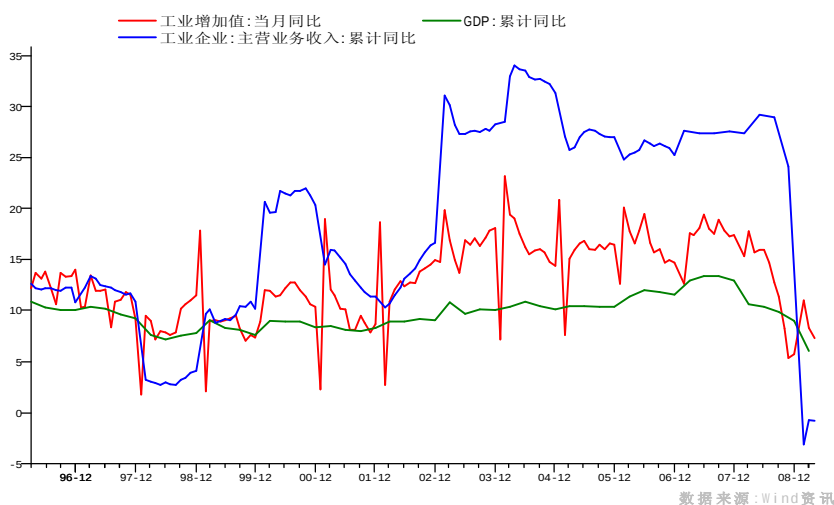
图表 21: 09 年一季度 A 股毛利率出现回升



资料来源: 国联证券研究所 wind 资讯

(2) 总需求的持续回暖有利于企业销售的回升。经验数据表明，工业类上市公司的收入增长与 GDP 走势基本吻合，企业销售与宏观面总需求的变化正相关。我们对下半年宏观经济的基本判断是，固定资产投资依然强劲增长、消费表现稳健、出口底部企稳，总需求有望持续回暖，GDP 同比呈 V 型反转，这将有助于企业销售的回升。由于工业企业效益是宏观经济中相对滞后的指标，今年上半年经济情势一直表现为宏观热微观冷，我们认为随着经济复苏的深度推进，下半年大部分微观主体能真正分享到经济回暖的果实，工业企业盈利复苏可以期待。

图表 22: 工业企业收入增长与总需求趋势基本一致

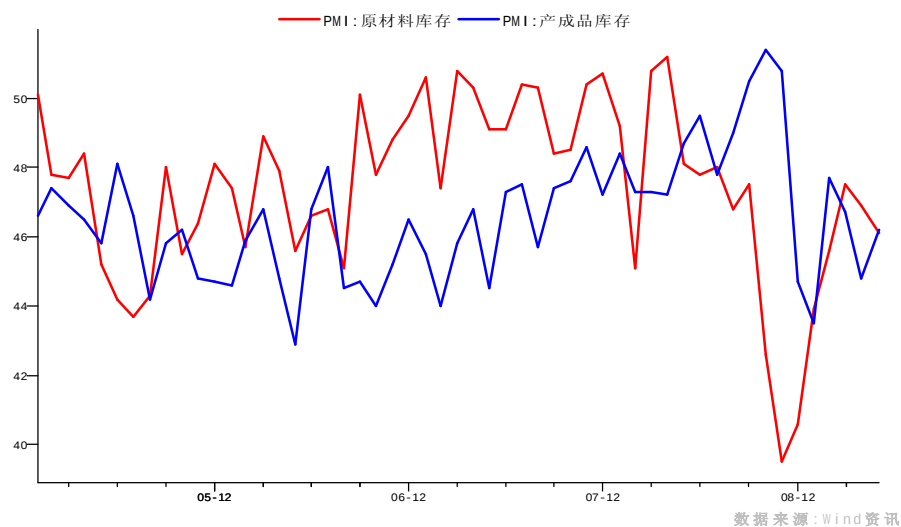


资料来源: 国联证券研究所 wind 资讯

(3) 存货减值准备的计提压力基本化解。由于企业削减存货的力度和速

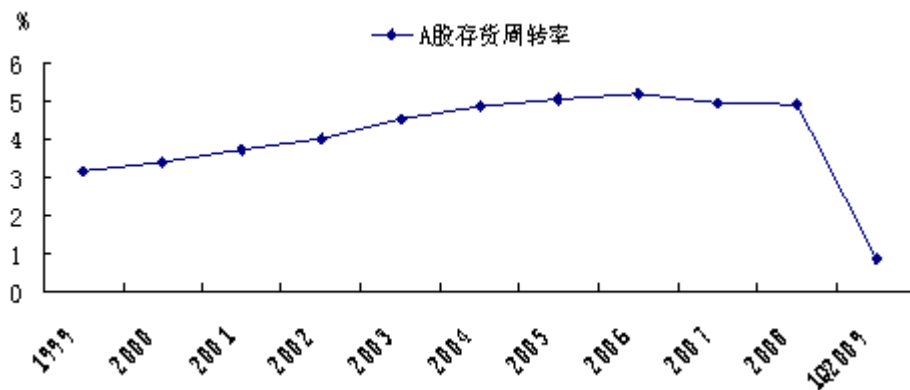
度异常剧烈以及政府所采取的积极财政货币政策，本轮存货调整周期大大缩短，“去存货化”进程基本完成。从 PMI 系列指数来看，08 年 12 月至 09 年 5 月，原材料库存指数从 08 年 11 月的低点开始大幅反弹，当时的产成品库存指数继续下探，说明企业存货出现了超调。到 09 年 1 月产成品存货大幅反弹，企业开始库存回补、恢复生产。我们从上市公司一季报数据也可看出，经过两个季度的存货消化，“去存货化”已进行得比较充分，企业存货压力基本得到化解，我们可以观察到，存货增长率与存货周转率回落到较低的水平。09 年下半年，随着终端需求逐步回暖，CPI 和 PPI 的降幅开始收窄，通缩压力减轻，存货减值准备的计提也相应减少，前期拖累 A 股业绩大幅下滑的存货因素逐步淡化。

图表 23: “去存货化”进程基本完成



资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

图表 24: 存货周转率回落到较低水平

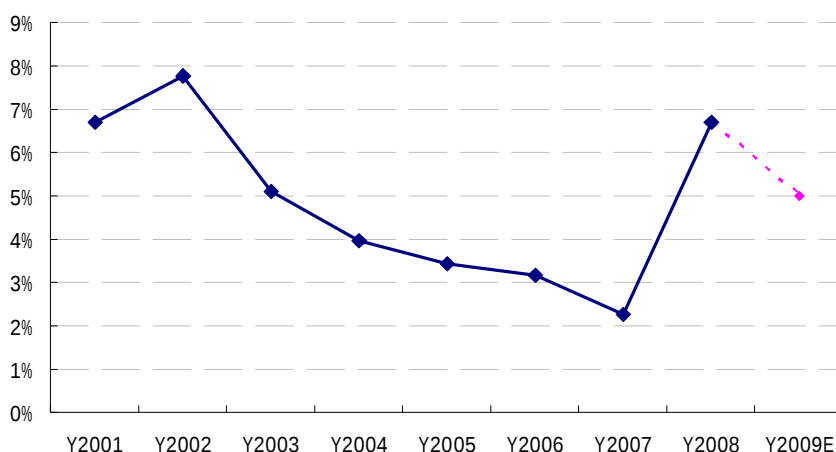


资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

(4) 经济持续回暖消化过剩产能，“去产能化”带来的固定资产减值计提不会大面积上演。

在金融资产、存货大量减值之后，市场开始担忧周期性行业出现固定资产减值准备的大规模计提，实际上这种担忧不无道理。本轮全球金融危机对微观经济主体的冲击遵循这样的路径：去杠杆化→去存货化→去产能化，虽然中国经济杠杆化程度不高，幸免于全球去杠杆化浪潮带来的大规模金融资产减值，但 A 股上市公司仍经历了痛苦的“去存货化”过程，工业生产在 08 年 4 季度近乎休克。为刺激经济，政府祭出的 4 万亿投资增加了产能过剩的风险，如果国内需求不足，就只能依靠出口消化产能，当外部需求严重萎缩、内需长时期不能跟上，产能过剩问题就会突显，这样固定资产减值的大规模计提不可避免。但从目前经济形势看，外需虽冷但内需热，消费增长稳健，通缩压力逐渐缓解，一旦经济强劲复苏，产能过剩问题会被内需所掩盖，固定资产减值压力得以化解。另外从会计角度看，固定资产减值准备的计提也面临着“不可转回”风险、减值测试难度大的障碍，这样阻滞了上市公司固定资产减值计提的大面积发生。

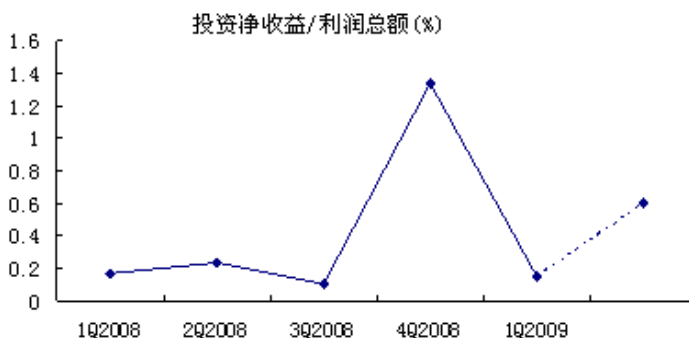
图表 25: A 股上市公司固定资产减值损失占利润总额比例趋势图



资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

(5) 新一轮资产泡沫将为 A 股贡献投资收益及公允价值变动收益。由于证券市场的泡沫行情带来金融资产价值的提升，以及房地产行业回暖将提高投资性房地产的公允价值，预计下半年投资收益、公允价值变动收益的提高将对 A 股业绩起到一定的推动作用。虽然公允价值变动收益中交易性金融资产受证券市场波动的影响很大，不具备持续性，但是至少在下半年的小牛行情中仍可维持；且投资净收益中的长期股权投资部分属于企业的内生性增长，可以给企业业绩带来长期的贡献。

图表 26: 投资收益占比大幅下滑之后将随资产泡沫化出现反弹



资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

(6) 08 年下半年的低基数降低了上市公司业绩同比增长的难度。由于 08 年的业绩高点出现在一季度，接下来的三个季度趋势向下，四季度更是砸出一个单季业绩坑。因此，我们觉得 09 年一季度业绩增长的压力相对较大，但未来 3 个季度的业绩增长压力将逐季减小，单季业绩同比数据逐季回升。

综合考虑以上因素，参照已披露的 08 年业绩和 09 年一季报业绩以及目前市场分析师的一致预测，我们认为 09 年下半年上市公司业绩面临上行风险，盈利同比将逐季回升，尤其在四季度将更为明显。

下面我们对 A 股业绩进行定量预测。我们先来预测工业企业的业绩，主要思路是先测算工业企业的 ROA，然后根据下列公式计算出 A 股盈利：

净利润=ROA÷(1-资产负债率)×08 年期末净资产×(1+净资产同比增速)

我们认为，中国工业企业总资产收益率 (ROA) 与 GDP 名义增速、城镇居民收入名义增速存在线性关系。我们建立经济计量模型，通过经验数据回归分析得出：

$$ROA = -0.019 + 0.35 \times \text{GDP 名义增速} + 0.23 \times \text{城镇居民名义收入增速}$$

图表 27: 用于回归分析的经验数据

年份	工业企业总资产收益率	GDP 名义增速	城镇居民名义收入增速
1998	1.49%	6.87%	5.13%
1999	2.08%	6.25%	7.91%
2000	3.64%	10.64%	7.28%
2001	3.69%	10.52%	9.23%
2002	4.06%	9.74%	12.29%
2003	5.12%	12.87%	9.99%
2004	6.25%	17.71%	11.21%
2005	6.65%	15.01%	11.37%
2006	7.17%	15.26%	12.07%
2007	8.30%	17.75%	17.24%

资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

根据我们宏观研究员的预测，09 年 GDP 增长 8.3%，CPI 数据为 0.1%，这样求得 09 年 GDP 名义增速为 8.4%，预计 09 年城镇居民名义收入增长

14%，则 09 年工业企业 ROA=4.12%，按 59%的资产负债率测算，工业企业 ROE 水平为 12%。

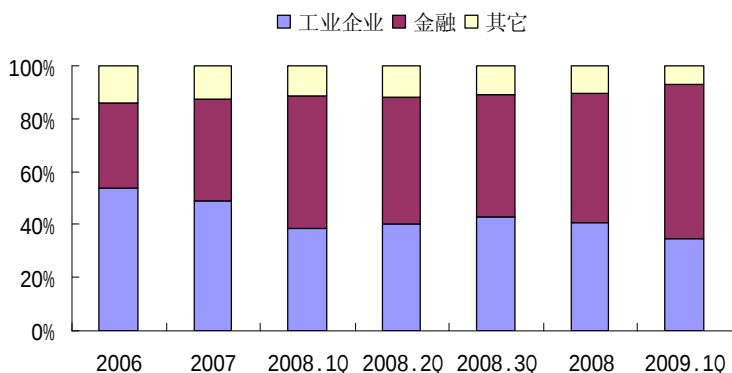
图表28: 工业企业净利润测算（中性情景）

工业	2008				
	归属母公司净利润	同比增长	期末净资产	同比增长	ROE
	4150.37	-30.11%	51516.09	14.82%	9.72%
	1Q09				
	归属母公司净利润	同比增长	期末净资产	同比增长	ROE
	821.71	-39.75%	50733.01	9.79%	10.04%
	2009				
	归属母公司净利润	同比增长	期末净资产	同比增长	ROE
	4689.9181	13%	56564.67	9.80%	12%

资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

我们根据不同的 GDP 增速、城镇居民名义收入增长以及银行业绩增速假设，并结合 A 股业绩构成（见图表 29），分三种情景对 A 股业绩进行预测，盈利增速大致区间为[0, 18.5%]，见图表 30。

图表29: A股业绩结构趋势



资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

图表30: 2009年的盈利预测区间

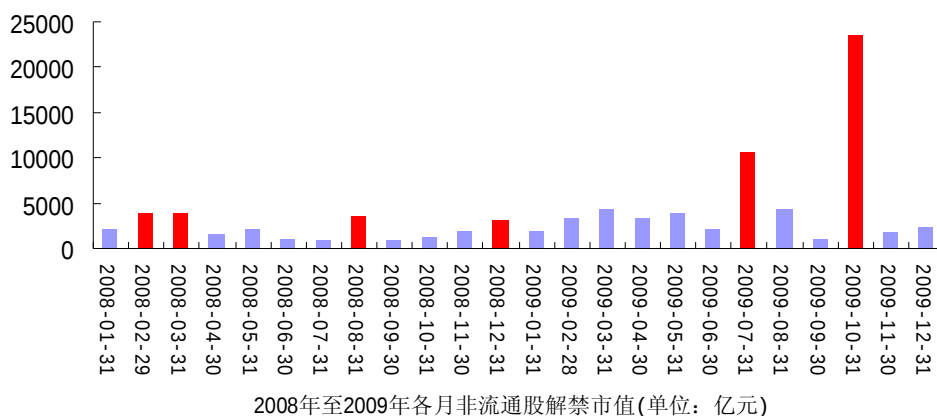
不同情形	大类行业	利润比重构成	盈利增长假设	2009年盈利增长预期
乐观	银行	49%	16	
	工业企业	41%	22.5	18.5
	其他行业	10%	15	
中性	银行	49%	13	
	工业企业	41%	13	13
	其他行业	10%	13	
保守	银行	49%	6	
	工业企业	41%	-6	0
	其他行业	10%	0	

（二）供求关系：整体向好、难现逆转

1. 大小非有冲击但并非不可承受之重

在宽松的货币环境下，影响下半年供求关系的最重要因素仍然是风险资产的供给，其中大小非解禁问题不可不提。我们认为，下半年限售股减持压力不容小视，但并非不可承受之重。09年上半年的解禁高峰在5月，由于市场流动性充裕，所以解禁股对市场的冲击并未突显。到下半年，7月份和10月份是解禁高峰，与IPO相比，解禁股占用的资金量要大一些，而且这些产业资本往往直接从资本市场抽离，进入实体经济，造成实质性的资金分流。

图表31：2008-2009年限售股解禁情况示意图



资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

虽然整体上看 09 年下半年解禁股减持规模适中，当前最本质的问题在于，微观业绩增长前景并不真切、估值泡沫化或将抑制产业资本的持有意愿，这意味着未来大小非减持压力仍将成为 A 股市场估值调整趋势中挥之不去的阴影，直至上市公司业绩复苏日益明确。令人欣慰的是，管理层似乎意识了解禁股对市场的冲击。6月19日出台的《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障实施办法》表明了管理层对市场呵护的态度，部分国有股转由社保基金持有对划转股延长了三年禁售期，这就延后了部分国有股的减持时间，尤其是那些已经或即将进入解禁期、减持不受到国资委约束的非控股国有股东，该新规有利于改善短期市场供求关系。

2. 主板 IPO 重启短期冲击不容小视

IPO 的重新开闸势必会引发股票供求关系发生变化，因此下半年 IPO 重启也是值得关注的因素。从证监会 5 月 22 日公布的 IPO 征求意见稿来看，IPO 重启日程可能要比市场预期时间提前，市场普遍预期的路线图和时间表是：

8月创业板IPO，然后是主板IPO，最后是红筹股回归，但6月份以来的消息令IPO的路线图和时间表一下子变得扑朔迷离起来，不排除6月或7月份重启IPO的可能。虽然IPO重启的短期冲击不容小觑，特别是心理层面的影响。但从中长期看，未必是利空，当靴子掉下来后，利空出尽可能是利多。在充裕的流动性背景下，股票数量的增加并不必然引发股指的下跌，而且打新股资金和二级市场的投资资金都在市场里，只是做了内部循环，并没有形成实质性的资金分流。

3. 创业板与主板此消彼长吗？

2009年3月31日，证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，并自5月1日起实施，这些筹备工作的陆续展开与完成，以及市场环境的日趋成熟，在一定程度上昭示着创业板已进入倒计时，市场关于创业板冲击主板并出现此消彼长的顾虑甚嚣尘上。

创业板推出后会导致主板失血吗？这里不妨借鉴经验数据，回顾一下深圳中小板推出后沪深主板的流动性情况。我们分别将沪深主板市场非流动性与深圳中小企业板市场非流动性序列进行配对，两者的因果检验结果表明，沪深主板市场与中小板市场流动性水平存在显著的双向溢出传导路径。同时，由于沪深主板市场与中小企业板市场流动性水平存在显著正相关关系，因此，主板市场与中小企业市场的流动性水平之间的双向溢出效应是正向的，呈现出同升同降趋势。基于此，我们认为，创业板的推出不会降低主板市场的流动性，而主板市场的流动性水平会正向溢出到创业板市场。因此，对于下半年的A股市场，投资者大可不必过于担心创业板对主板的冲击，我们可以期待两个市场之间的良性互动。

图表 32：深圳中小板与沪深主板流动性溢出效应格兰杰检验

原假设	滞后期	F 统计值	P 统计值
上海市场流动性不是中小板市场流动性的 Granger 原因	4	2.4499 * *	0.0450
中小板市场流动性不是上海市场流动性的 Granger 原因		6.0260 * * *	9.2E-05
深圳市场流动性不是中小板市场流动性的 Granger 原因	4	2.0878 *	0.0808
中小板市场流动性不是深圳市场流动性的 Granger 原因		71.1688 * * *	0.0000

数据来源：国联证券研究所

（三）估值：从繁荣走向泡沫

对下半年的A股市场，我们的基本判断是，“不差钱”故事与乐观情绪依然会主导市场，估值泡沫可能卷土重来。主要基于这样的逻辑元素：全年高额信贷投放、货币政策的滞后、内外经济环境的改善会降低通缩预期与实际利率、存款活期化趋势释放流动性。接下来我们从多个角度来论证估值从繁

荣走向泡沫的逻辑。

1. 异质信念、再售期权与 A 股非理性繁荣

异质信念通俗地讲就是意见分歧，中国投资者结构中的散户比率非常高，股票估值上存在较大的先验差异或者注意力差异，这些因素造就了 A 股市场严重的异质信念。由于我国严格禁止卖空交易，在严重的异质信念前提下，对未来持乐观态度的投资者买人和持有股票，而悲观投资者由于卖空限制不能充分表达和参与市场交易，其结果是股票价格主要反映了乐观投资者的意愿，造成价值高估。可以预期的是，09 年下半年 A 股市场异质信念现象将较为明显，乐观情绪、趋势投资者与谨慎情绪、价值投资者并存，但中国股市的卖空限制使得 A 股市场指数只能揭示经济复苏、盈利回升、通胀预期等正面消息，却不能及时对“大小非解禁及 IPO 重启带来的供给冲击、经济前景不确定性”等负面消息做出反应，最终股价将主要反映乐观投资者的意愿，趋势投资盛行，合理估值上限遭突破成为大概率事件。

另一个有趣的话题是再售期权，我们之所以探讨，主要考虑到其对 A 股估值泡沫的催生作用。何谓再售期权？即投资者在进行决策时，除了考虑股票本身的基本价值外，还会考虑在未来可能以更高价格再次转售给更乐观投资者的机会。分红派现的微薄使得中国股市绝大部分参与者只为获取再售期权价值。为什么再售期权会催生估值泡沫呢？大傻瓜理论或庞氏骗局可以解释。交易者在市场价格高于基础价值的情况下买入证券的动机在于他们相信有“更大的傻瓜”愿意以更高的价格购买该证券。只要当期最乐观投资者认为在下一期能够以更高的价格卖出，他们就愿意为这个再售出的期权支付更高的价格，从而股票价格的高估程度会超过当期最乐观的投资者的股价，这种“击鼓传花”式博傻交易（或称庞氏骗局）导致泡沫的形成和膨胀。

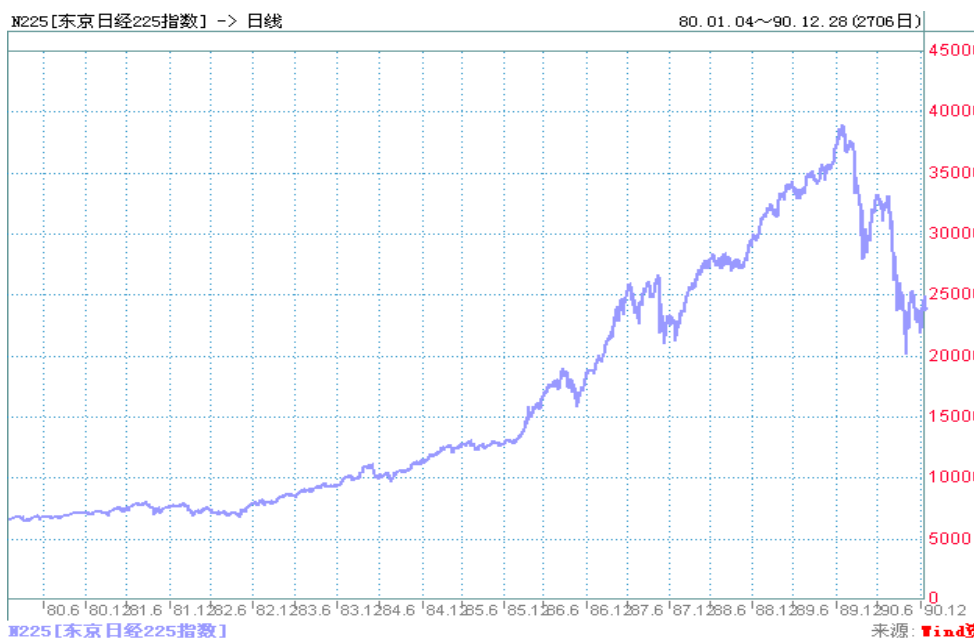
由于中国股市存在异质信念及再售期权现象，这就加大了 A 股市场催生估值泡沫的可能。考虑到 09 年下半年基本面与流动性的配合，我们更倾向于认为 A 股将进入非理性繁荣期。

2. 信贷扩张、资本流入与估值泡沫

理论研究与经验数据证明，资金约束放松会带来更多的资产价格泡沫。在交易者的投资决策过程中，其持有的资金数量对决策行为会产生很大的约束作用。在初始现金禀赋低的市场中，交易者没有足够的资金不断以高于基础价值的价格购入证券，因而市场成交价格比较接近于基础价值。而在初始现金禀赋高的市场里，充裕的现金为交易者的非理性决策提供了支持，可以说资金约束的放松为交易者非理性情况下价格泡沫的产生和膨胀创造了必要条件。

纵观历史上著名的证券市场泡沫事件，我们可以发现估值泡沫背后往往存在一个共同的助推器，那就是资金约束的过度宽松（信贷投放的过度膨胀或外国资本的大量涌入）。20 世纪 80 年代的日本资产泡沫，始于 1985 年日本签订的广场协议（日元对美元升值），日本为了维持升值预期，实行低利率导致信贷快速扩张，其后的 5 年该国资产泡沫不断积累。1997 年的东亚金融危机中，大量资本涌入东亚国家，这些国家信贷的快速扩张以及过高的投资率导致了泡沫的出现。1980 到 2001 年的拉丁美洲泡沫，其产生的国内因素也是信贷的快速膨胀，而外部因素是美国短期利率调整导致大量外资涌入拉美。可以说信贷扩张、资本流入是推升估值泡沫的主要驱动力量。

图表33：20世纪80年代日本股市泡沫不断积聚



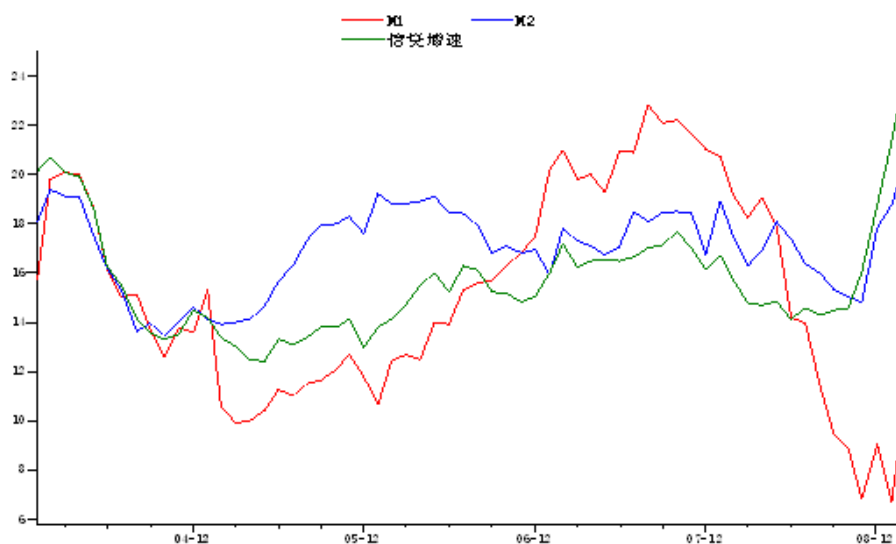
资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

与历史上出现资产泡沫的国家相类似，目前中国资产泡沫膨胀的条件正在逐步形成。从国内环境看，全年高额信贷投放几乎无悬念。商业银行主动信贷创造，发生的背景与 1985 年后的日本极其相似，也是企业有效信贷需求不足，在净息差收窄的趋势下，商业银行实施“以量补价”的策略，信贷快速扩张实际利率下降，企业产能扩张与再生产投资意愿不强，实体经济中缺乏吸纳流动性的亮点，有不少银行贷款特别是票据融资资金流入股市。

从国际环境来看，一是美国宽松的货币政策诱使其它国家货币当局纷纷放松银根，全球流动性异常充裕，形成了流动性的“堰塞湖”效应，一旦中国经济复苏前景更为明朗乐观，外国资本很快会进入中国资产市场。二是美国宽松的货币政策会导致美元面临贬值压力，美元贬值的大方向基本可以确定，

人民币国际地位在提高，汇差的扩大使得人民币资产更加受到全球流动性的追逐。三是息差的存在。发达国家为刺激经济普遍采取零利率，而中国并未进入降息周期，息差存在也会刺激全球流动性进入中国。总之，这些因素的存在为 A 股市场新一轮泡沫的产生和膨胀创造了条件。

图表34：08年11月以来信贷快速增长

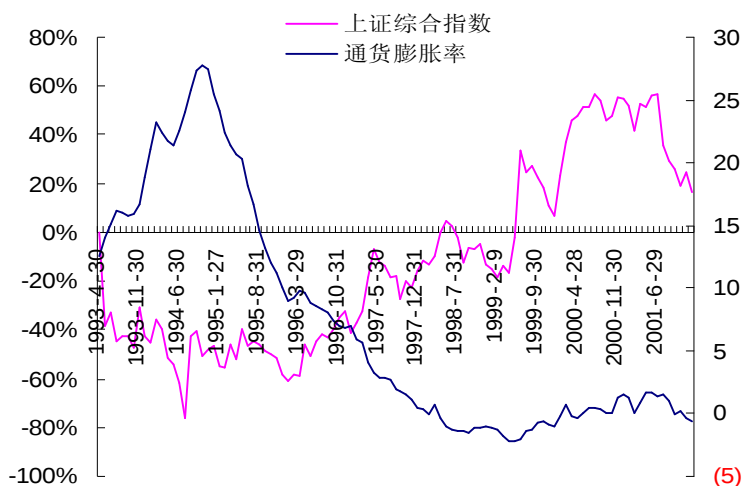


资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

3. 低通胀环境下的货币幻觉也能助长股市膨胀

我们在前面宏观部分提到，09年下半年中国仍将处于低通胀环境，全面通胀基本不会出现。尽管如此，这并不影响我们对下半年 A 股新一轮泡沫的判断。我们认为，低通胀环境下也能滋生估值泡沫，主要有这么几点理由：一是当通胀率趋缓时，名义利率随之走低，但是经济主体由于“货币幻觉”，在短期内误认为实际利率在下降，因而引发大量借贷，增加了投资者利用银行信贷进行投资活动的机会；二是物价稳定使得经济主体预期货币当局不会提高利率，因而经济会持续扩张，并愿意承担更多的风险；三是低通胀期间，央行容易认为货币实际需求增加或货币流通速度减缓，因而倾向于维持宽松的货币政策；四是低通胀期间，由于货币政策宽松，平均实际利率下降，风险溢价下降，因而资产价格将上升。

图表35：A股资产也受货币幻觉的影响



资料来源：国联证券研究所 wind 资讯

货币幻觉假设认为，投资者经常用名义利率而不是实际利率来对资产的未来实际红利流进行资本化。在股票市场就用 PE 倒数与名义利率的相比较，来判断市场的投资价值，高通货膨胀使得投资者降低估值倍数，低估市场。而低通货膨胀会提高估值倍数，高估市场。与英美等国相似，中国资产价格也受货币幻觉的影响。1994 年高通胀时期，股价大跌而房价较高。随后的低通胀时期，上海房价率先在 2000 年左右上涨，其后，其他大城市房价也轮番上涨；在股票市场则经历了 1996 年至 2001 年以及 2005 年至 2007 年的两轮大涨。按照理论逻辑与历史经验，09 年下半年的低通胀环境也有利于 A 股估值泡沫的滋生。

(四) 市场判断：N 形下半场

伴随经济的持续复苏，下半年 A 股业绩逐季回升成为大概率事件，可以期待的是业绩与估值对市场的双轮驱动。在盈利复苏时期，我们关注戴维斯双击对股市产生的倍乘效应以及货币超发对估值泡沫的诱导。对于下半年的 A 股市场，我们战略看多。战术上，考虑到 IPO 重启的时间窗及 7 月、10 月解禁股对资金面的压力，预计三季度市场会有调整压力，而更多更大的机会将在四季度浮现。总之，我们预计全年大盘走势呈 N 形，下半年将走出 V 形格局。

对于大盘具体的点位，这里我们采用三阶段 DDM 模型预测沪深 300 的合理估值水平并测算相应的指数点位。三阶段分别对应低派息率、递增派息比率和 high 派息比率三种派息模式。基于 DDM 估值模型预测，09 年沪深 300 上市公司业绩增长 13%。另外，我们取无风险收益率为近期十年期国债收益率 3%，风险溢价为 7%，合计股权成本 10%，派息比例为 35%。

图表 36：基于 DDM 敏感性分析的沪深 300 预测 PE

2009 年的预测 PE	股权成本
--------------	------

		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
派息 比率	4.5%	4.38	4.35	4.34	4.32	4.30	4.28	4.26	4.24	4.22
	5.5%	6.96	6.92	6.89	6.86	6.83	6.80	6.77	6.74	6.70
	10%	9.79	9.74	9.70	9.65	9.61	9.57	9.52	9.48	9.44
	15%	12.88	12.82	12.76	12.70	12.65	12.59	12.53	12.48	12.42
	20%	16.00	15.92	15.85	15.78	15.71	15.63	15.56	15.49	15.43
	25%	19.56	19.47	19.39	19.30	19.21	19.12	19.04	18.95	18.87
	30%	23.39	23.28	23.17	23.07	22.96	22.86	22.76	22.66	22.55
	35%	27.47	27.35	27.22	27.10	26.97	26.85	26.73	26.61	26.49
	40%	31.82	31.67	31.52	31.38	31.23	31.09	30.95	30.81	30.68
	45%	31.94	31.74	31.65	31.58	31.49	31.36	31.21	31.08	30.92

资料来源：国联证券研究所

根据上述假设以及 DDM 估值模型，我们得到沪深 300 指数 09 年合理 PE 为 26 倍，对应 09 年年内指数上轨区间在 3100 - 3300 点，下轨在 2500 左右。

图表 37：基于 DDM 敏感性分析的沪深 300 合理点位

2009 年沪深 300 的理想预测点位		预测 2009 年 PE								
		20	21	22	23	24	25	26	27	28
2009 年 增长率	-15%	1359	1474	1670	1818	1934	2183	2237	2386	2401
	-10%	1447	1569	1776	1933	2055	2312	2374	2435	2661
	-5%	1535	1663	1883	2187	2279	2440	2462	2671	2848
	0%	1758	1893	2124	2298	2434	2521	2634	2839	2903
	3.5%	1955	2094	2334	2513	2654	2659	2827	2942	3139
	8.5%	2042	2189	2440	2629	2776	2787	2931	3147	3281
	13.5%	2130	2284	2546	2743	2898	2916	3157	3273	3380
	18.5%	2218	2378	2652	2858	3039	3164	3291	3306	3474
	23.5%	2306	2473	2758	2973	3141	3172	3328	3452	3516

资料来源：国联证券研究所

（五）核心假设面临的风险

我们对市场作出“下半年 V 形演绎、全年 N 形格局”的预测，意味着期间可能存在两个转折点的判断，第一个转折点对应的是市场调整，包含的核心假设有：IPO 在三季度重启、业绩复苏不明朗估值偏贵、限售股解禁冲击以及三季度周期性行业的淡季效应，这些核心假设面临的风险：趋势投资盛行，乐观情绪继续延续，充裕流动性能吸纳供给面的压力。第二个转折点对应的是市场回暖弹升，包含的核心假设：（1）下半年民间投资会跟进，全社会投资维持强劲增长，经济持续复苏；（2）货币政策滞后，银根不会收紧。该类核心假设面临的风险包括：（1）下半年民间资本继续观望，全社会投资后续增长乏力。外围环境继续恶化，出口降幅进一步扩大，中国经济面临二次探

底；（2）出于防通胀、防资产泡沫的考虑，货币政策提前转向，银根趋于收紧。

三、投资策略

根据上面我们对下半年市场呈现 V 型的判断，第三季度在众多不利因素影响下将出现调整，行业性的投资机会将会淡去，主题投资则可能存在结构性机会，呈现出个股行情；而随着四季度逐步回归业绩，通胀的逐步显现，市场将出现指数化行情，基于确定业绩的行业配置将显得更为重要。但我们认为在整个 V 型过程中，并购的行情可能一直存在，由此也将催生一些风格型股票。

（一）核心行业配置及逻辑

我们认为 09 年下半年经济复苏和温和通胀是大概率事件，在此假设下我们建议 09 年下半年超配的行业如下表所示：

图表 38：行业配置表

超配		标配	
大类行业	细分类别	大类行业	细分类别
有色金属	铜、黄金等	家用电器	小家电、空调生产
煤炭	动力煤、焦煤	商业连锁	百货、连锁超市
新能源	核电、新能源电池	通信	3G 相关设备制造和维护商
石油化工	节能减排、煤化工、化工原料（磷）	交通运输	机场、港口、海运
电气设备	智能电网建设相关	基建建材	水泥
食品饮料	白酒、农业食品	钢铁	
金融	券商、保险、中小股份制银行	公用事业	水务、天然气、石油液化气
房地产	商品住宅建设		
汽车汽配	轿车整车、客车及配件生产		
医药生物			

数据来源：国联证券研究所

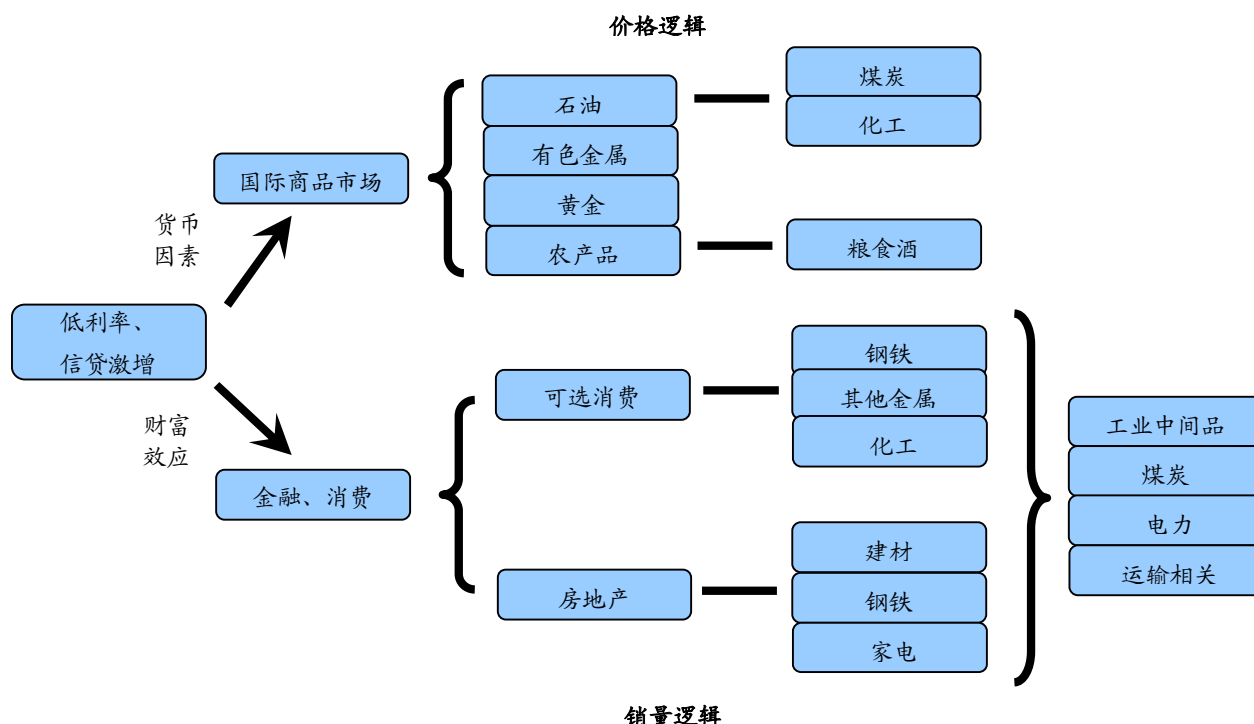
1. 行业配置核心逻辑

为体现“自上而下”和“自下而上”的结合，我们通过 6 个要点来构造行业配置的逻辑路线，即：复苏（Recovery）、通货膨胀（Inflation）、政策（Policy）、业绩（Performance）、成长（Growth）和市场预期（Expectation）；通过六大要素的综合评判，我们将筛选出在 09 年下半年“温和通胀+经济复苏”环境下景气好转并将在资本市场上充分体现的行业。

复苏是我们进行自上而下行业配置的基础所在，通货膨胀则是我们下半年行业配置逻辑的核心。经济周期的轮动一般从货币政策开始，扩大了货

币供应量将沿着两条路线推进：一是具有金融性质的大宗商品带动上游资源品；二是货币因素推动资产价格造就的财富效应带动下游可选消费品，前者走的是价格逻辑，即通胀传导；后者走的是销量逻辑，即复苏传导，两者共同引导行业配置的微笑曲线——上游资源品+下游终端消费品。此外，我们也认为一些与微笑曲线两端关联更紧密的行业也已经开始显现投资机会。

图表 39: 销量路径+价格路径

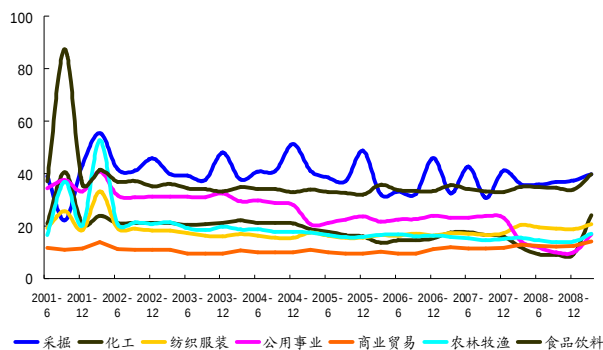


数据来源：国联证券研究所

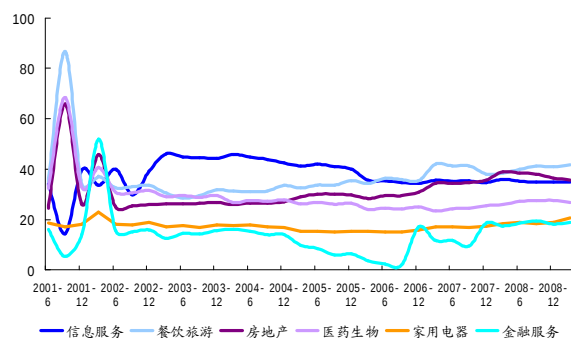
政策是处在经济和市场周期低点时投资决策的重要变数，我们也将之纳入配置决定的考虑。为保持资本市场的稳定与实体经济的复苏，09年上半年我们度过了一个异常充实的“政策蜜月期”。我们认为，在我国经济刚有起色之时，“政策蜜月”将会在09年下半年出现2.0版本。政策指向将会在四个方面发力：一是通过减税、补贴、鼓励信贷等方式刺激消费需求；二是通过“十+N”产业振兴计划提升能源、高端制造业、社民生相关行业的长期核心竞争力和当下的投资建设力度；三是推动资本市场建设与制度改革；四是继续扶持区域经济发展。

图表 40: 部分行业毛利率回升表现

图表 41: 部分行业毛利率稳定表现



数据来源：国联证券研究所、Wind



数据来源：国联证券研究所、Wind

业绩是自下而上配置决定的重要考量。在目前时点的投资来说，我们更关注盈利能力的恢复预期，而不是确定性的盈利水平。我们认为盈利能力的恢复预期体现在行业毛利率的变化上。我们关注毛利率在 09 年已经开始回升以及波动保持稳定的行业，这样的行业将在下半年具备业绩修复的投资机会。

成长是弱市中的投资主题，也是周期轮动的推动力量。经典的投资理论告诉我们，在弱势市场中，确定的成长性更为难能可贵，故成长股将有更好表现。基于这个原则，具备成长性概念的行业也是配置的方向。驱动康德拉季夫周期的主要因素是创新，每一次康氏周期都是在一些足以改变人类生存状态的重要技术革命的引导下诞生的，而我们目前正在面临又一次的康氏周期机遇。新能源及其相关制造业以及金融自由化将是我国康氏周期的引路人，也是我们认为最具有成长空间的行业。

市场预期则是行业景气在证券市场上轮动规律的最终体现。从 2006 年，上一轮经济和股市周期开始向上开始，行业轮动的先期反应是从石油化工、有色等上游行业以及证券、银行等金融行业开始，并逐步传导到其他行业。我们认为经济和市场轮动都自有其规律，轮动路径自会周而复始地在证券市场展开。石油化工、金融、房地产等行业将会在下半年有所表现，而在 08 年极其抗跌的医药行业则能满足我们防御性的要求。

2. 核心行业配置

我们通过对六个要点综合评估的方式来决定最终的行业配置建议。我们的主要思路是追寻经济复苏与温和的结构通胀传导路径，同时兼顾政策预期刺激、业绩好转与未来成长性及证券市场对轮动的预期。

图表 42: 行业配置决定表

	复苏	通货膨胀	政策	业绩	成长	市场预期	配置决定
金融服务	●	●	●	●	●	●	超配
房地产	●	●	●	●		●	超配
石油化工	●	●	●	●		●	超配
煤炭	●	●	●	●		●	超配
新能源	●		●	●	●	●	超配
有色金属	●	●		●		●	超配
食品饮料	●	●	●	●			超配
汽车及配件	●		●	●		●	超配
医药	●	●	●	●	●	●	超配
电气设备	●		●	●	●	●	超配
家用电器	●		●	●			标配
钢铁	●	●	●	●			标配
商业连锁	●	●	●				标配
通信	●		●	●			标配
交通运输	●	●	●				标配
建筑建材	●	●		●			标配
公用事业	●	●	●	●			标配

数据来源：国联证券研究所

金融服务是历次复苏的领军行业。在经济复苏初期，受益高流动性、低资金成本的金融服务业总是表现最好的行业之一，在多个方面都拿到了高分。我们给予金融服务业超配建议。我们的行业研究员建议关注在流动性条件下更积极的券商和中小型股份制商业银行。

从上游资源类来讲，基本金属、黄金、石油三项国际大宗商品在通胀预期下维持牛市，持续看好。而定价机制与石油密切相关的煤炭业、化工行业中的煤化工、基础化工原料也在通胀项下得到高分。同时作为重要的生产资料，下游生产的回暖也成为它们的加分项。我们对有色金属、石油化工、煤炭给予超配建议，我们的行业研究员建议关注其中的铜、黄金、煤化工、磷化工、节能减排（余热利用、新材料）等细分子行业的投资机会。

从下游终端消费来讲，存在三类投资机会。首先信贷放松、消费成本下降下推动的信贷市场活跃则对可选消费品——汽车和房地产的销售形成利好。二、三线城市汽车消费需求的持续释放将维持这种增长态势。房地产市场消费端加速消化，供给端增长缓慢的态势对下半年房地产市场持续表现构成了有力的支撑。另外，下半年拉动消费和“下乡”政策也为它们在政策预期方面加分不少。我们仍然给予汽车汽配和房地产行业超配建议。

其次，通胀将循着“石油-有色-农产品”的路径传导，在农产品价格上涨过程中，我们认为具备稀缺的品牌价值，从而拥有定价权，转嫁通胀能力更强的白酒、农业食品等消费行业将具有更大价值。**我们给予食品饮料行业超配建议。**

最后，当可选消费品持续向好时，日常消费品也将跟随出现回暖。家用电器、商业连锁行业将在居民消费意愿上升和政府新消费政策刺激下产生一定投资机会，但在经济复苏的初期，它们好转的速度较为缓慢。**我们给予家用电器、商业连锁行业标配建议。我们的行业研究员建议关注细分子行业中的连锁超市。农产品相关的消费——食品饮料则受到通胀预期的刺激。**

从制造业角度来讲，我们偏向具有高端技术优势和成长性的行业。新能源是未来很长一段时间内引领新的创新周期的产业之一，受到政府和市场的高度重视，在成长性、政策和市场预期方面得分很高。作为新能源发电并网的重要保障，“智能电网”建设将彻底改造中国现有的电力传输系统，电气设备行业在政策、成长性和市场预期上也得到高分。**我们给予新能源和电气设备行业超配建议，我们的行业研究员建议关注细分子行业中的核电、新能源电池和与“智能电网”直接相关的输变电设备。**另外，3G 网络是另一个重要的建设项目，**我们给予通信行业标配建议。**

为应对下半年可能的经济复苏和政策低于预期，我们对于防御性行业也有一定需求。医药生物行业具有政策和成长性空间，价和量方面都具有刚性特征，是防御性品种的最佳选择；公用事业也具有需求刚性、价格稳定的特征，且下半年存在涨价可能。**我们给予医药生物行业超配建议，给予公用事业标配建议。**

在经济复苏过程中，我们认为间接受益的较大行业还有交通运输和建筑建材，所以我们对交通运输和建筑建材行业我们也给予标配建议，关注细分子行业中的港口、海运和水泥。

(二) 主题配置

1. 主题配置逻辑：遵循“一体两仪四象”轨迹

金融危机爆发以来，外需的大幅回落使得以出口导向的中国经济面临困境，实体经济出现库存增加的局面，国家及时地推出了四万亿的投资计划，**中国经济由此避免了硬着陆**；进入 09 年，国家通过宽松的货币政策刺激投资和消费，企业去库存化取得了成效，实体经济显示出了触底恢复的迹象。

图表 43：2008 年底以来 A 股市场伴随着政策从底部回升

000001[上证综合指数] -> 日线

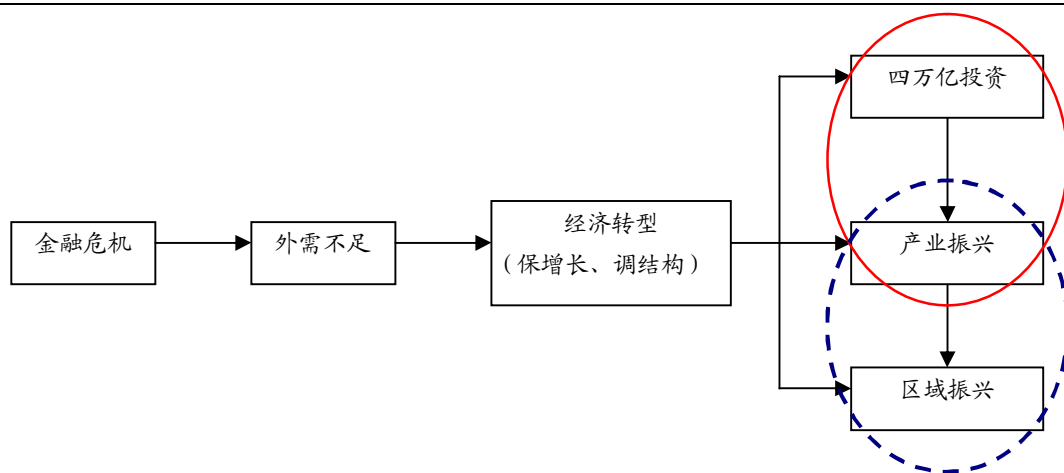
08.07.21 ~ 09.06.11 (217日)



资料来源：国联证券研究所 WIND

资本市场上，宽松的货币政策为市场提供了充足的资金，在四万亿投资的刺激下，国内 A 股市场开始了从 1664 点底部回升之路，此后国家推出十大产业振兴规划，上海“两个中心”建设，成都统筹城乡配套改革方案，加快建设海峡西岸经济区建设，深圳综合配套改革等一批产业、区域政策，配合宽松的资金面，将 A 股带到了 2500 点、2600 点……

图表 44：09 年下半年主题配置逻辑



资料来源：国联证券研究所

对于下半年，我们认为主题投资将围绕“一体（经济转型）两仪（产业振兴、区域振兴）四象（新能源、新工业、新城市、新区域）”的轨迹展开，国家将继续通过落实产业振兴规划和区域振兴规划的具体政策和措施来实现经济的保增长和调结构，在经济恢复中实现转型，在转型中实现经济稳定发展。正如温总理在厦门与企业负责人座谈时所说，“我们几乎每个礼拜都有政策，政策恐怕这一年都会不断地出”。因此，围绕政策展开的主题配置仍将是下半年值得期待的。

2. 产业转型：能源和环境危机催生低碳经济

2.1 新能源：低碳经济的核心

继十大产业调整和振兴规划出台后，节能减排、新能源等领域被列为国家下一步重点培育的新增长点。正是看到了这个巨大的发展机会和前景，国内 A 股市场在新能源板块的带动下，在一季度经历了大幅上涨，但从近期来看表现相对疲软，新能源主题似乎暂告一个段落。对于下半年来说，市场关注新能源主题是否能够延续下去。

而就在市场出现疑虑的时候，国家再次将焦点聚集到了新能源，5 月 21 日财政部安排了十项重点工作支持新能源发展和节能减排，再次让市场看到了国家对新能源发展的信心和决心。同时，市场一直呼吁的新能源振兴规划迟迟未能推出，也使得下半年的新能源主题蕴含着丰富的投资潜力。遵循这个逻辑，立足于下半年的 A 股市场，我们按照节能减排、新能源两条主线展开，寻找了一些投资标的。

图表 45：低碳经济相关股票组合

	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	09PE
工业节能	海陆重工	0.67	1.01	1.32	24.59
	华光股份	0.40	0.59	0.75	26.49
	双良股份	0.16	0.59	0.75	18.17
	龙净环保	1.04	1.11	1.15	18.46
建筑节能	烟台万华	0.91	0.86	1.06	19.17
	红宝丽	0.43	0.62	0.75	25.65
照明节能	浙江阳光	0.41	0.50	0.62	24.58
	佛山照明	0.30	0.33	0.42	33.82
新能源	天威保变	0.81	1.06	1.48	34.91
	拓日新能	0.39	0.34	0.52	81.39
	天奇股份	0.24	0.33	0.58	17.38
	东方电气	0.21	1.72	2.12	24.25
	江苏国泰	0.53	0.56	0.74	30.82
	威远生化	0.04	0.11	0.35	81.82
	申能股份	0.21	0.68	0.79	14.15

资料来源：国联证券研究所

2.2 新工业：智能电网带来新技术、新材料革命

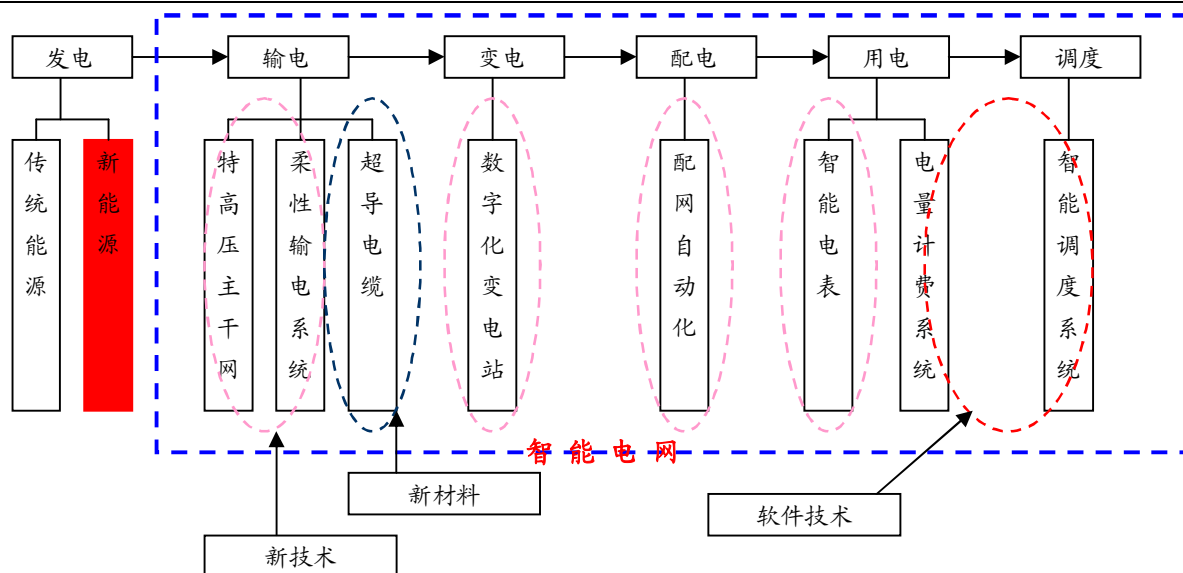
就在国务院召开财政支持新能源和节能环保等新兴产业发展工作座谈会的同时，国家电网公司在北京首次向社会公布了“智能电网”的发展计划，并初步披露了其建设时间表。根据这项计划，智能电网在中国的发展将分三个阶段逐步推进，到 2020 年，可全面建成统一的“坚强智能电网”。这是在我

国产业结构调整、产业升级的大背景下，继新能源之后，又一重量级新兴产业，也是与新能源相配套的产业。

智能电网作为传统能源和新能源的下游配套产业，涉及的产业链较长，包括特高压主干网、柔性输电、数字化变电站、配网自动化、智能电表等新技术以及超导电缆等新材料，还包括电量计费、智能调度等软件系统，必将和新能源产业一起成为我国未来发展的重要方向，具备长期的投资价值。

智能电网能将新能源电力及时上网，将成为中国鼓励居民投资新能源发电的一个契机。与传统电网相比，智能电网具有更为强大的兼容性，为分布式可再生能源发电的发展创造了更大的可能，一旦智能电网建成，国家通过政策鼓励家庭和企业安装小型高效的可再生能源发电设备，并支持消费者购买或出售“绿色电力”，这对新能源行业也将是利好。

图表 46: 智能电网各环节所带来的新技术、新材料变革



资料来源：国联证券研究所

根据初步披露的建设时间表，2009 年至 2010 年为智能电网规划试点阶段，将重点开展“坚强智能电网”发展规划工作，制定技术和管理标准，开展关键技术研发和设备研制，及各环节试点工作。我们认为智能电网发展规划在下半年公布将是大概率事件，届时智能电网相关行业和公司将成为市场的热点。

图表 47: 智能电网相关股票组合

股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	所在领域
特变电工	0.79	1.00	1.25	24.28	特高压
荣信股份	0.92	1.26	1.71	34.61	柔性输电
思源电气	0.92	1.16	1.35	24.31	柔性输电、配网自动化、继电保护二次设备
国电南自	0.54	0.65	0.79	32.42	数字化变电站、继电保护二次设备、配网自动化
许继电气	0.47	0.60	0.63	38.35	配网自动化、数字化变电站

宝胜股份	0.80	1.07	1.52	21.28	超导
科陆电子	0.52	0.76	0.89	31.55	智能电表
远光软件	0.46	0.57	0.71	29.84	智能调度系统

资料来源：国联证券研究所

3. 区域振兴：新城市、新区域

在全球经济衰退和国内力保增长的背景下，中央一方面推出了“四万亿”投资计划，另一方面又推出了十大产业振兴规划，而区域振兴则可以看作中央投资及产业政策在区域层面的落实和延伸，同时也是中央以点带面实施保增长、调结构的重要举措。

我们认为区域振兴仍将是政府下半年的工作重点。逻辑在于，首先经济复苏的基础尚不稳，海外危机阴影仍在，宏观政策仍会趋于积极；其次，中国区域经济发展不平衡，缩小城乡、东西部地区差异，是中国经济转型的重点，也是经济增长的动力；第三，中国城镇化进程远未结束，国家“十一五”规划纲要明确，要把城市群作为推进城镇化的主体形态。结合各区域的发展规划，我们建议可以重点关注上海、深圳的新核心地位，以及环渤海、海西、成渝经济带三大未来新的区域增长极。

3.1 新城市：上海、深圳步入改革开放新阶段

3.1.1 上海：更国际化

在新一轮的区域振兴中，国家给予上海的定位是国际化，而“两个中心”建设和世博会的召开则成为上海迈向国际化的前奏。据此，上海本地股携上海“两个中心”建设深化以及世博会渐行渐近的契机，完全有可能在多个行业和领域同时开花，成为下半年的投资热点。

短期来看，南汇并入浦东后空间扩张所带来的效果将首先显现，而“两个中心”建设也将直接增加基础设施建设的要求，基建类的公司也将率先受益。从相对长远来看，“两个中心”建设将成为未来上海发展的根本动力，也将持续地为上海本地的金融、港口航运、物流等企业注入成长潜力。

与此同时，上海世博会筹备过程中仍不失一些时点性的机会。下半年开始的世博会布展，传媒、物流板块将率先进入世博会角色。带着“城市让生活更美好”的理念，世博会将带来上海服务业的全面升级。展会期间客流的大幅增加将给旅游酒店类公司以及上海本地交通运输类公司业绩的提升带来更多的想象空间。再者，世博会巨大的客流量也有望全面激活商业零售行业。

图表 48：上海新城市相关股票组合

	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	09PE
大浦东	张江高科	0.49	0.68	0.73	29.24
	浦东金桥	0.38	0.48	0.66	37.64
	中华企业	0.52	0.66	0.72	26.21

金融中心	交通银行	0.58	0.67	0.86	13.98
	浦发银行	1.50	1.73	2.22	14.00
	海通证券	0.44	0.52	0.56	37.56
航运中心	上港集团	0.19	0.21	0.22	29.15
	中海发展	0.72	0.87	0.90	19.14
世博会	东方明珠	0.18	0.26	0.23	60.08
	锦江股份	0.55	0.58	0.55	32.75
	百联股份	0.38	0.48	0.53	34.05
	中青旅	0.42	0.49	0.53	26.11
	上海机场	0.50	0.64	0.72	29.49

资料来源：国联证券研究所

3.1.2 深圳：二十一世纪新试验区

三十年前，深圳开始叙写“春天的故事”，成为中国第一个经济特区，但随着经济的不断发展，一系列问题逐渐凸显，发展空间趋紧、资源制约加强、特区内外发展不平衡等等；三十年后，《深圳综合配套改革总体方案》获批，标志着深圳改革开放进入新阶段，深圳成为了中国进入二十一世纪后的新试验区，将以创新、改革的特色再次发挥着窗口的作用。

根据深圳目前已经制定的《综合配套改革三年实施方案（2009年—2011年）》征求意见稿，经济特区版图扩充有望实现。特区版图扩充后一方面解决了深圳发展的空间问题，另一方面也提升了关外地区的城市价值。随着深港一体化的推进，香港对深圳房地产的潜在需求将会增长，必将使深圳的房地产企业收益。

《总体方案》将深圳设为金融改革创新综合试验区，深圳可以更方便地开展金融业务试点，将进一步丰富其金融市场的构成，同时深港在金融领域的合作将提升深圳金融业的国际化程度，健全法制环境，吸引更多的专业人才，本地的金融企业将获得较多的发展机会。深港合作建立“四大中心”，物流、贸易行业将率先受益。

图表 49：深圳新城市相关股票组合

股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	09PE
万科 A	0.45	0.54	0.71	24.08
保利地产	0.92	1.16	1.43	25.34
金地集团	0.52	0.57	0.63	25.97
招商银行	1.31	1.50	1.85	15.38
中信证券	1.11	1.30	1.52	24.37
盐田港	0.37	0.39	0.45	19.74
深高速	0.27	0.30	0.33	22.49
中兴通讯	1.30	1.60	1.89	21.28

资料来源：国联证券研究所

3.2 新区域（新支柱）：环渤海区域、海西经济区、成渝经济区

3.2.1 环渤海区域：滨海新区

一直以来，虽然环渤海与珠三角和长三角并称为国内三大经济圈，但其中的三大板块京津冀、辽东半岛和山东半岛各自为战，无法带动整个区域发展，成为了制约该地区进一步合作与发展的重要原因。随着滨海新区实施综合配套改革，这一局面有望得到改善。

根据《滨海新区综合配套改革试验总体方案三年实施计划》，行政管理体制、金融、土地以及涉外经济等方面的改革，将为新区创业企业提供良好的投融资平台；东疆保税港区制度创新将加快海港物流园区的国际化，打造全面连接东北亚经济圈的国际物流运营中心；同时，房地产、高速公路、码头、电力等资产证券化业务的开展，将为这些行业注入新的活力。

依托滨海新区的服务和辐射能力，京津冀、辽东半岛和山东半岛将逐步加深与滨海新区的联动，特别是对一些与滨海新区主导产业相关或者相配套的产业，将获得较快的发展。我们认为，山东半岛产业结构与滨海新区互动和互补性较强，将在滨海新区的开发中率先受益。

图表 50：环渤海相关股票组合

股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	评级
海泰发展	0.24	0.28	0.25	27.49
天津港	0.62	0.68	0.72	19.53
天士力	0.64	0.78	0.94	24.91
中储股份	0.29	0.37	0.44	28.85
青岛软控	0.89	1.15	1.47	21.88
海信电器	0.59	0.72	0.86	20.28

资料来源：国联证券研究所

3.2.2 海西经济区：畅想新增长极

自从去年海峡两岸实现三通以来，以福建省为主导的海峡西岸经济区的建设规划骤然升温。2009年5月4日，国务院原则通过了《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》，将海峡西岸经济区概念明确上升到国家战略。海西战略的实施将带来福建基础设施建设的飞跃，直接拉动房地产、建筑建材、机械、钢铁等行业，福建本地企业在运输成本优势以及政府扶持下，势必会首先受益。

两岸的合作与交流从去年开始步伐加快，除了两岸双方坚持不懈的努力之外，更重要的原因在于金融危机使得以出口为主的台湾对大陆的依赖。我们认为，国家将会继续抓住金融危机的良好时机，持续地出台政策进一步密切与台湾的商贸往来，相关的贸易、物流、港口、机场等产业都有望迎来景气的提升。同时在政府有利政策的推动下，在光电、石化、汽车、电子信息等领域闽台产业对接与转移也将出现提速，相关个股值得关注。

图表 51: 海西经济区相关股票组合

	09EPS	10EPS	11EPS	09PE
三钢闽光	0.36	0.58	0.82	36.62
厦工股份	0.35	0.42	0.47	20.00
福建高速	0.50	0.53	0.57	12.95
厦门空港	0.76	0.84	0.91	21.00
福耀玻璃	0.32	0.44	0.55	26.80
金龙汽车	0.46	0.54	0.65	20.30
兴业银行	2.24	2.48	3.30	13.80
建发股份	0.65	0.78	0.93	19.27
厦门国贸	0.57	0.82	1.01	24.49
法拉电子	0.40	0.49	0.57	25.58

资料来源: 国联证券研究所

3.2.3 成渝经济区: 在灾后重建中统筹城乡发展

5月21日, 国务院正式批复《成都市统筹城乡综合配套改革试验总体方案》, 要求成都市在当前推进灾后恢复重建的关键时期, 要把早日恢复灾区正常的生产生活秩序和保持经济平稳较快增长作为首要任务。我们认为, 成都板块下半年的投资热点仍将围绕灾后重建展开, 建材、钢铁、建筑、机械设备、交通运输仍将是热点。建议重点关注本地公司中具有地方性资源、设备人员、交通便利等先天优势的企业, 因为这些企业在地区灾后重建中将发挥更多的作用, 受益最为显著。

相对而言, 重庆的投资主线并没有成都明确, 但值得一提的是, 重庆已在4月下旬正式向国务院申请设立继上海浦东、天津滨海之后的第三个实验区——两江新区, 并计划将建设分为三个时期。2009-2010年为起步阶段, 主要任务是争取国家将“两江新区”纳入国家规划, 进行区域规划与布局。一旦获得批准, 重庆将提高港口、铁路、公路的运营能力, 加强城市建设以提供一个良好的软硬环境, 相关的房地产、交通、物流行业将率先受到关注。

图表 52: 成渝经济带相关股票组合

股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	评级
北新建材	0.48	0.65	0.92	23.59
渝三峡 A	0.60	0.88	1.27	22.73
大西洋	0.55	0.75	0.92	27.74
重庆钢铁	0.21	0.31	0.37	23.94
成商集团	0.68	0.88	1.43	23.62
重庆百货	0.92	1.08	1.17	24.74

资料来源: 国联证券研究所

四、风格股

图表 53: 风格股一览表

股票代码	股票名称	股票代码	股票名称
600594	益佰制药	000630	铜陵有色
000669	领先科技	600498	烽火通信
600481	双良股份	000063	中兴通讯
002221	东华能源	600880	博瑞传播
000599	青岛双星	600837	海通证券
000920	南方汇通	000759	武汉中百
002091	江苏国泰	600821	津劝业
600803	威远生化		

资料来源：国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

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