

乍 暖 还 寒

——2009年中期A股投资策略



策略研究部
2009年6月

海通证券2009年中期投资策略报告会

2009 INTERIM INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO., LTD

2009年6月18日-19日 上海 JUNE 18-19 2009 SHANGHAI

1. 未来我国宏观经济存在二次回落风险
2. 业绩难以成为股指继续上涨的新动力
3. 今年下半年市场供求状况难以乐观
4. 我们对市场趋势的观点：进入中期调整
5. 经济寻底阶段重点关注三类行业
6. 重点关注两类主体投资品种

1. 未来我国宏观经济存在二次回落风险

1.1 市场估值已充分反映宏观经济触底因素

1.2 美国“过度负债消费”模式变更不利我国出口

1.3 1999年我国宏观经济态势可能在2010年重演

1.1 市场估值已充分反映宏观经济触底因素

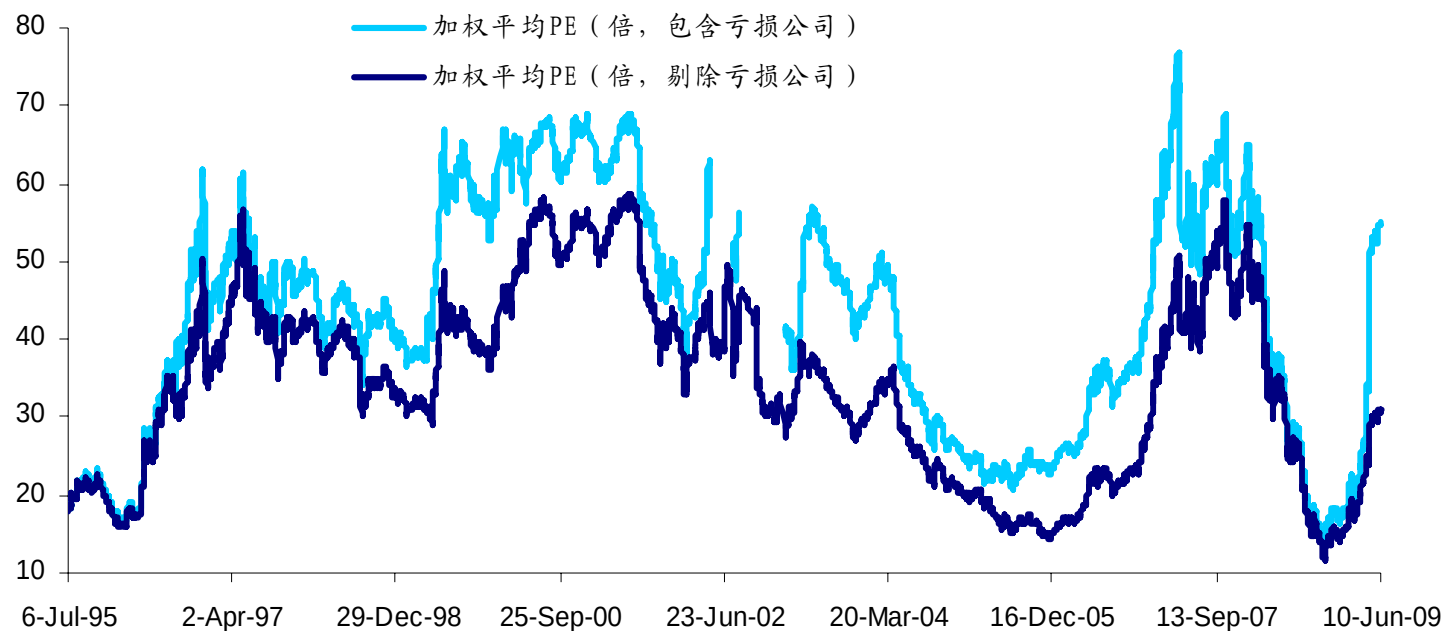
表：沪深300与全部A股最新TTM加权平均PE与PB值概况

板块名称	市盈率 (TTM, 剔除亏损公司)	市盈率 (TTM, 含亏损公司)	市净率 (最新BPS)
沪深300	21.8倍	26.0倍	3.0倍
剔除金融与两家石油公司后沪深300成份公司（共273家）	27.6倍	43.9倍	3.2倍
全部A股（共1602家）	23.7倍	30.6倍	3.1倍
剔除金融板块与两家石油公司后的A股（共1569家）	30.8倍	54.7倍	3.3倍

资料来源：WIND资讯；海通证券研究所（说明：数据参考日期为2009年6月10日收盘）

1.1 市场估值已充分反映宏观经济触底因素

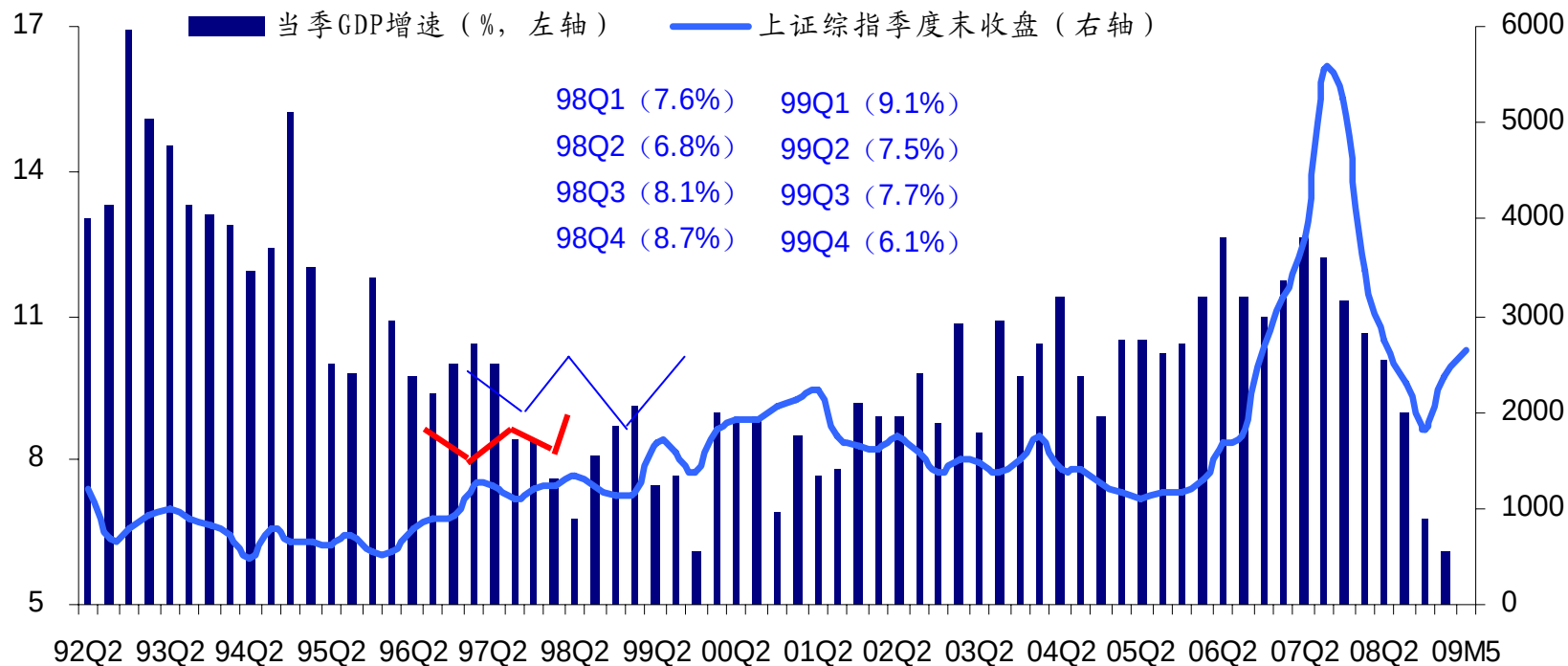
图：剔除金融公司与两家石油公司后的其余A股加权平均PE变化趋势



资料来源：WIND资讯（说明：数据截止日期为2009年6月10日收盘）

1.1 市场估值已充分反映宏观经济触底因素

图：1992年至2009年5月我国单季度GDP增速与同期上证综指表现



资料来源：WIND 资讯

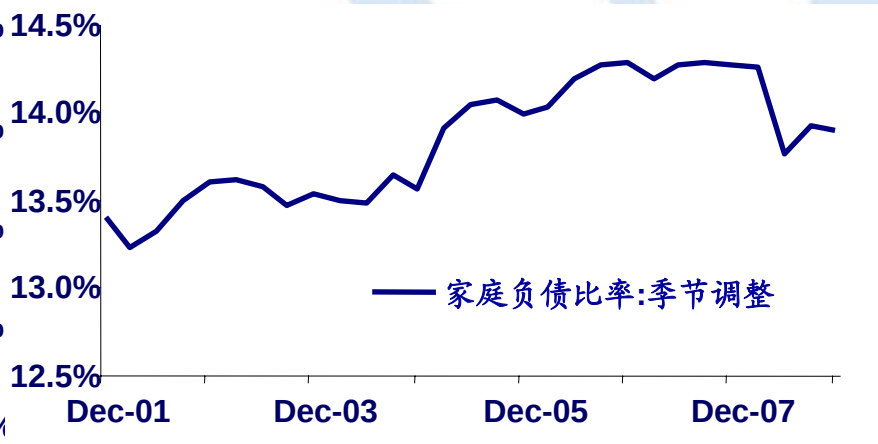
1.2 美国“过度负债消费”模式变更不利我国出口

美国“资产价格上升 - 财富增加 - 债务增加 - 消费增加”的经济循环难以为继

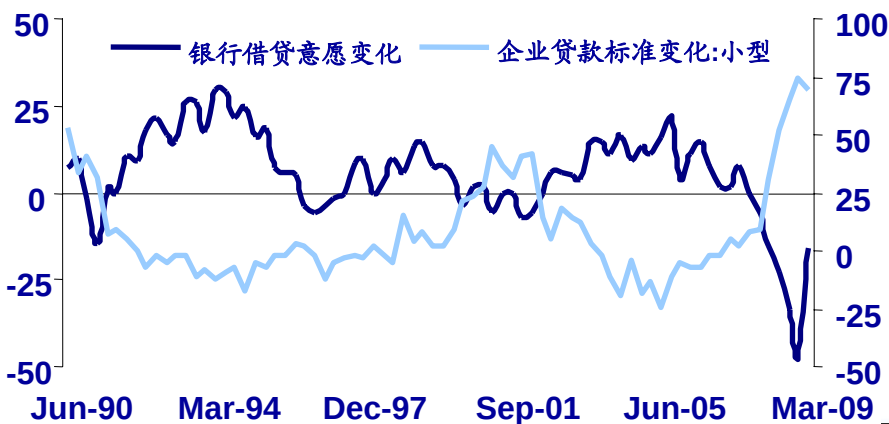
图：美国个人存款总额、储蓄率双双大幅上升



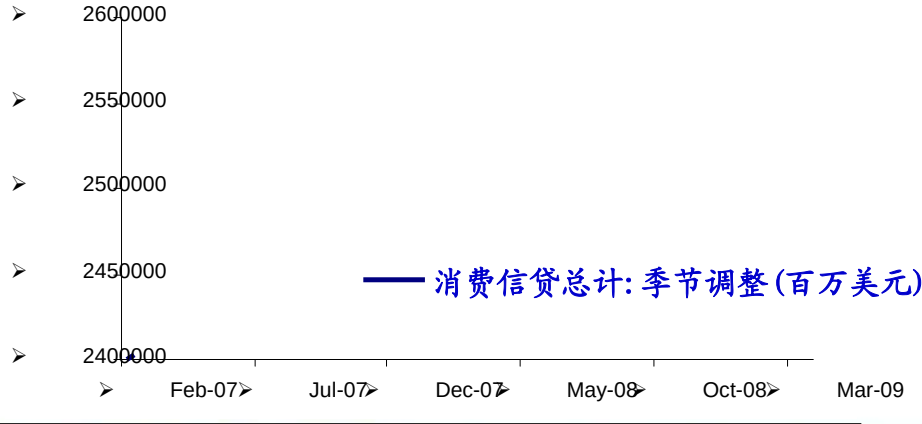
图：美国家庭负债率逐渐下降



图：美国银行借贷意愿依然收缩



图：美国消费信贷较持续萎缩



1.3 1999年我国宏观经济态势可能在2010年重演

表：我国两轮经济调整期的背景与实施扩张性财政政策手段的比较

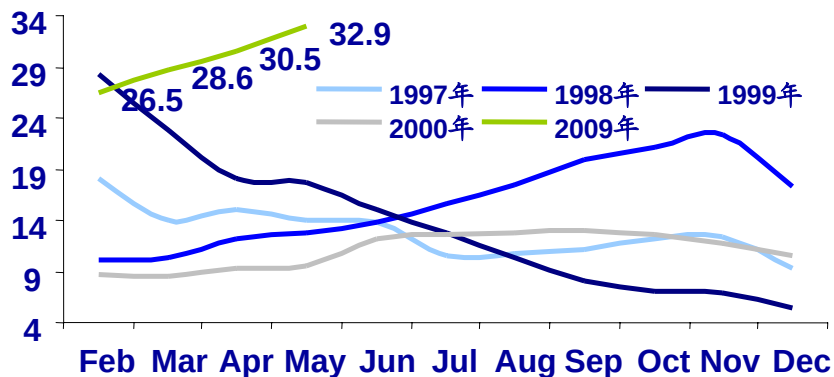
		1998年	2009年
内部环境	不同	第一次产能过剩；1998年长江流域与松花江流域等大洪水	第二次产能过剩；2008年5月份汶川大地震
	相同	GDP增速显著回落；出口增速显著回落；外商投资持续下降	
外部环境		东南亚金融危机	次贷危机演变为全球金融危机
出口占GDP比重		19.2%（1997年度）	32.0%（2008年度）
金融体系状况		商业银行不良贷款比重高；银行惜贷明显，1997年银行未能完成央行计划信贷规模	商业银行不良贷款率低；4万亿元经济刺激计划实施后，信贷规模“井喷”
积极财政政策实施时间		1998年8月至2005年	2008年11月份
财政政策主要手段		基础设施建设；税费政策调整；调整收入分配	基础设施建设；税费政策调整；调整收入分配

资料来源：海通证券研究所

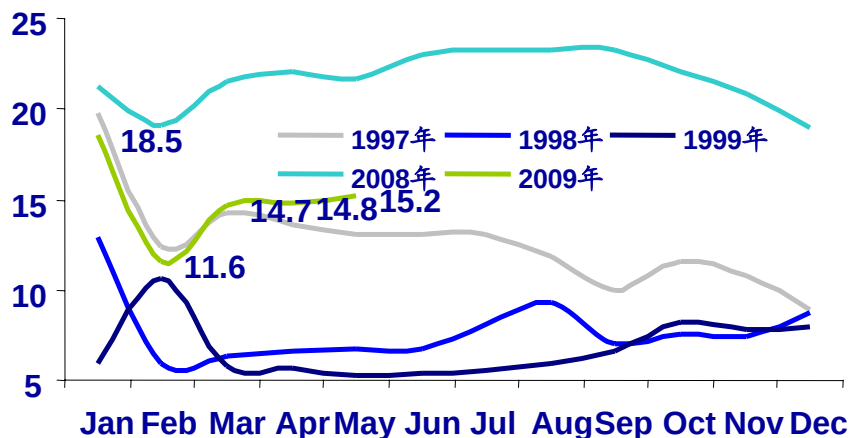
1.3 1999年我国宏观经济态势可能在2010年重演

1998年至2000年期间我国GDP增速处“七上八下”的寻底期，很大程度上源于固定资产投资高增速没能持续

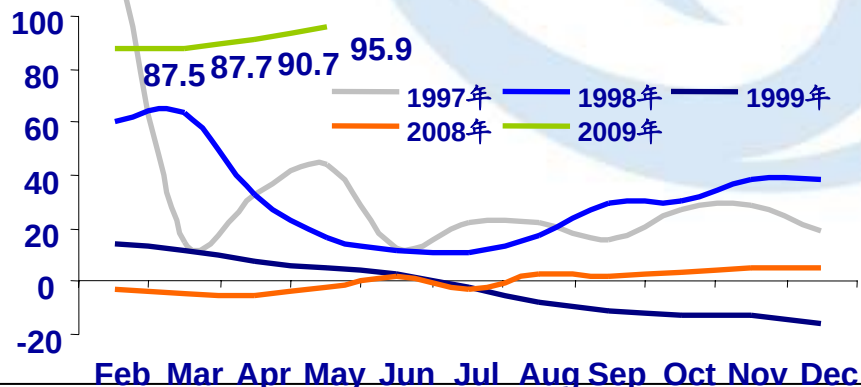
图：我国城镇固定资产投资月度累计同比增速（%）



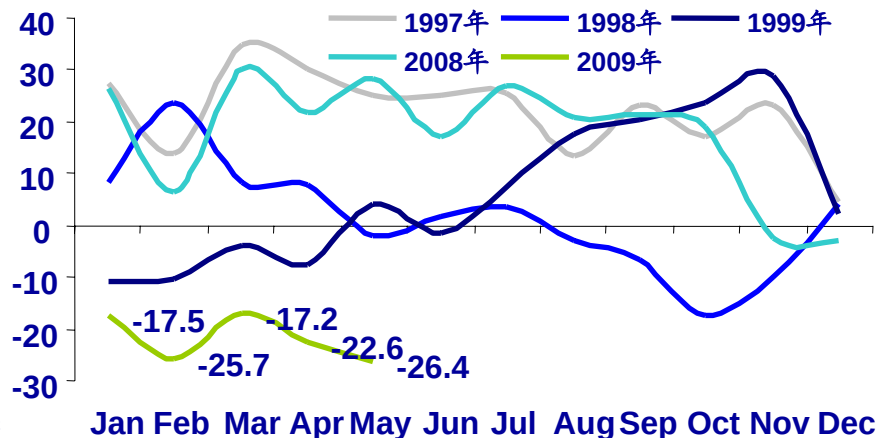
图：我国社会消费品零售总额当月同比增速（%）



图：城镇固定资产投资新开工项目月度累计同比增速

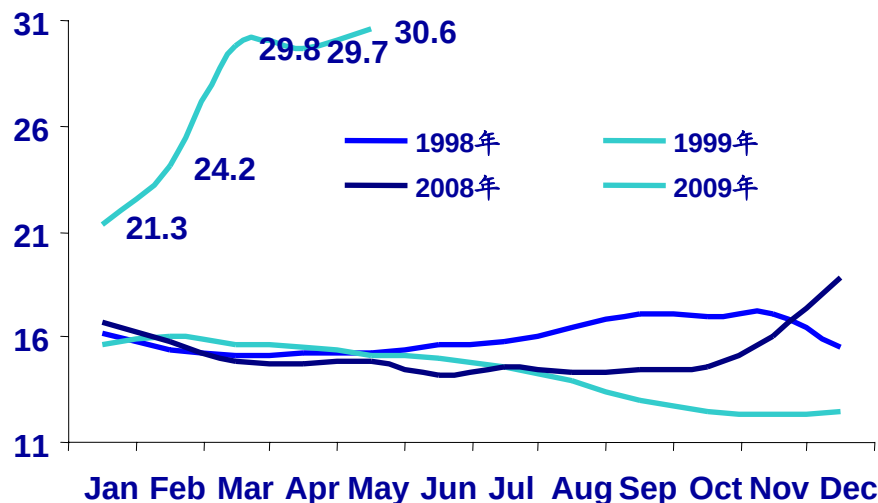


图：我国出口商品总额当月同比增速（%）

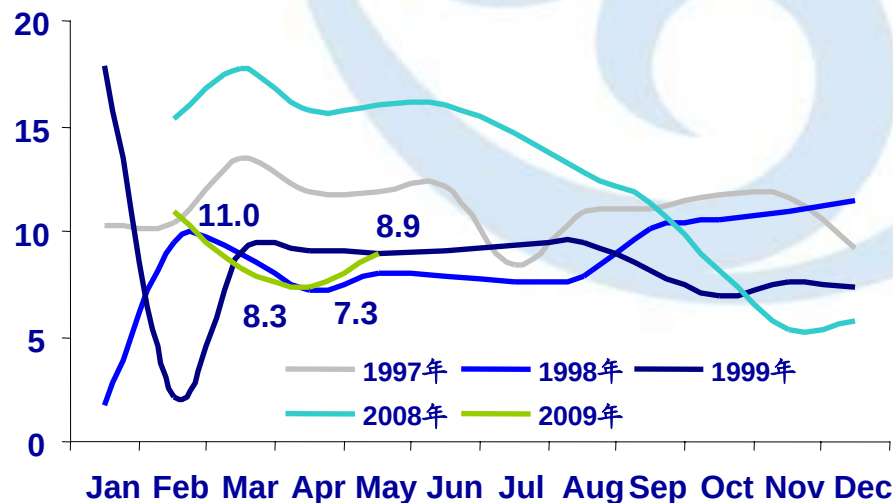


1.3 1999年我国宏观经济态势可能在2010年重演

图：我国金融机构贷款余额同比增速（%）



图：我国工业增加值当月同比增速（%）



小结：

- 经济周期问题和经济结构问题叠加时，意味着本轮经济调整不会是传统的“触底－复苏”经济周期模式
- 一旦出口没能大幅改善，且消费没能实现超预期的增长，则**2010年**我国宏观经济增速存在重蹈**1999年**出现二次回落的较大风险

2. 业绩难以成为股值继续上涨的新动力

2.1 业绩预测一致预期下调风险大于上调机会

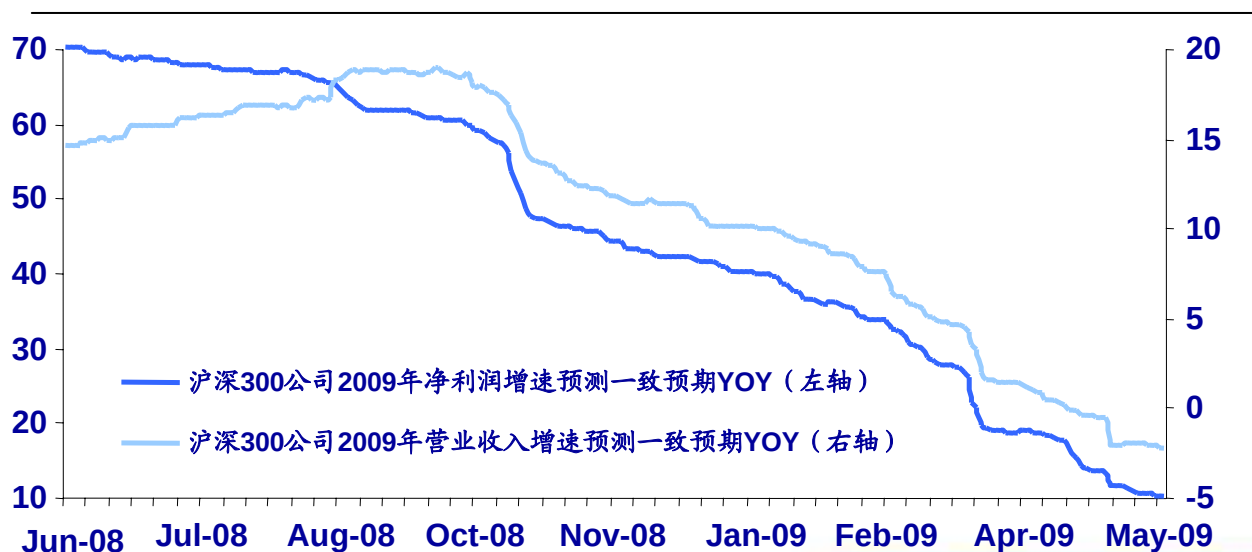
2.2 自上而下中性预期下预计**2009年**业绩增长**2.6%**

2.1 业绩预测一致预期下调风险大于上调机会

表：海通行业分析师自下而上的盈利预测结果与市场一致预期概况（2009E）

	金融板块		中国石油与中国石化整体		海通243家重点公司或沪深300	
	净利润 YOY	收入 YOY	净利润 YOY	收入 YOY	净利润 YOY	收入 YOY
海通行业分析师	7.4%	2.9 %	14.1 %		13.7 %	12.2 %
市场一致预期	10.1 %	4.6 %	9.8 %	-14.1 %	10.3 %	-2.1 %

图：市场对2009年沪深300公司净利润与收入同比增幅变化趋势（%）



2.2 自上而下中性预期下预计2009年业绩增长2.6%

➤ 负面因素

--2009年营业收入增速继续显著下滑，甚至可能出现负增长

--三项费用占比面临上升压力

➤ 正面因素

--营业成本因素与资产价格波动因素等皆有望在2009年获得改善

➤ 结论:A股2009年净利润同比增幅估算区间为（-3.6%，7.8%）

✧在悲观预期情形下，预计A股2009年净利润同比增幅为-3.6%

✧在中性预期情形下，预计A股2009年净利润同比增幅为2.6%

✧在乐观预期情形下，预计A股2009年净利润同比增幅为7.8%

表 海通策略研究团队自上而下对2009年A股净利润增幅估算结果

会计期	会计科目名称	制造业	三产与一产	金融	石油	A股合计
08Q1	当季归属母公司股东的净利润同比增幅（%）	37.7	38.9	76.8	-41.3	30.5
08Q2	当季归属母公司股东的净利润同比增幅（%）	29.8	20.9	32.1	-54.9	10.9
08Q3	当季归属母公司股东的净利润同比增幅（%）	-17.2	-19.5	-6	8.8	-8.6
08Q4	当季归属母公司股东的净利润同比增幅（%）	-211.0	-89.7	-51.4	9.2	-85.5
2008A	归属母公司股东的净利润同比增幅（%）	-43.2	-24.3	11.3	-24.3	-14.5
	归属母公司股东的净利润占A股比重（%）	12.6	21.0	48.8	17.6	100.0
	归属母公司股东的净利润绝对值（亿元）	1026.1	1715.6	3985.3	1434.9	8161.9
09Q1	归属母公司股东的净利润同比增幅（%）	-68.5	-29.7	-10.2	-9.8	-25.1
	归属母公司股东的净利润绝对值（亿元）	161.3	378.6	1188.6	299.6	2028.1
2009E	悲观预期 归属母公司股东的净利润同比增幅（%）	-9.0	-5.0	-5.0	6.0	-3.6
	归属母公司股东的净利润绝对值（亿元）	933.8	1629.8	3786.0	1521.0	7870.7
	中性预期 归属母公司股东的净利润同比增幅（%）	-2.0	-1.0	2.0	12.0	2.6
	归属母公司股东的净利润绝对值（亿元）	1005.6	1698.4	4065.0	1607.1	8376.1
	乐观预期 归属母公司股东的净利润同比增幅（%）	5.0	3.0	7.0	18.0	7.8
	归属母公司股东的净利润绝对值（亿元）	1077.4	1767.1	4264.3	1693.2	8801.9

资料来源：海通证券研究所；WIND资讯

3. 今年下半年市场供求状况难以乐观

3.1 下半年限售股解禁量占全年八成比重

3.2 新股IPO重启可能对市场造成不小的阶段性冲击

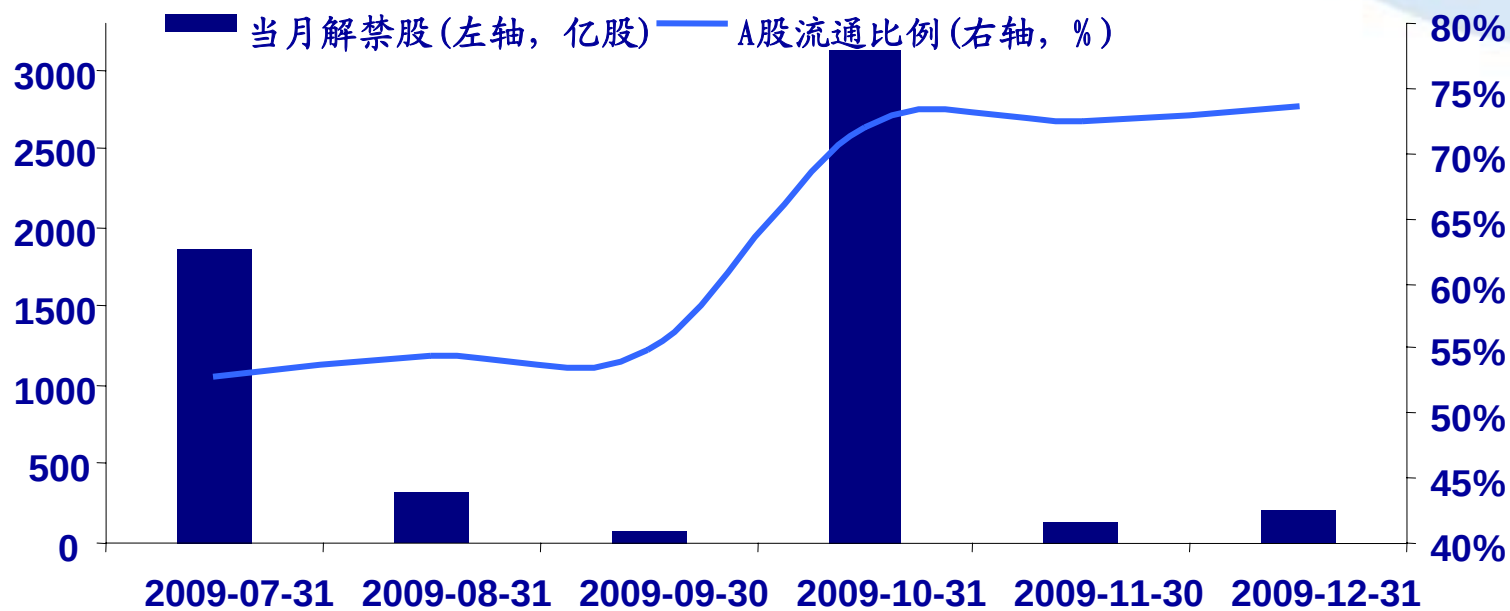
3.3 一季度末基金平均股票持仓位约达76.8%

3.4 本轮流动性最充裕时光可能已经过去

3.1 下半年限售股解禁量占全年八成比重

A股市场下半年解禁股总量**5864.6**亿股，市值合计**3.4**万亿元，占全年解禁量及市值的比例分别为**83.2%**和**74.0%**

图：2009年下半年限售股解禁分布以及A股流通比例走势（按可流通股计）



资料来源: wind; 海通证券研究所

3.2新股IPO重启可能对市场造成不小的阶段性冲击

表：自1994年至2008年A股市场历史上10次IPO暂停与重启概况

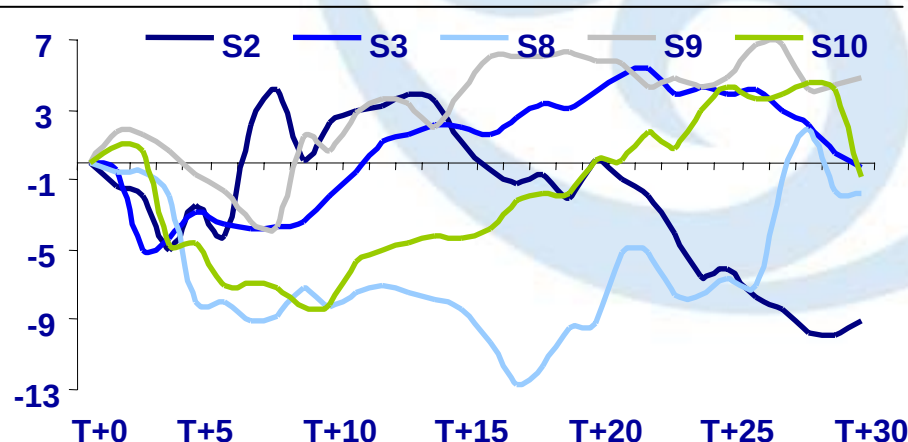
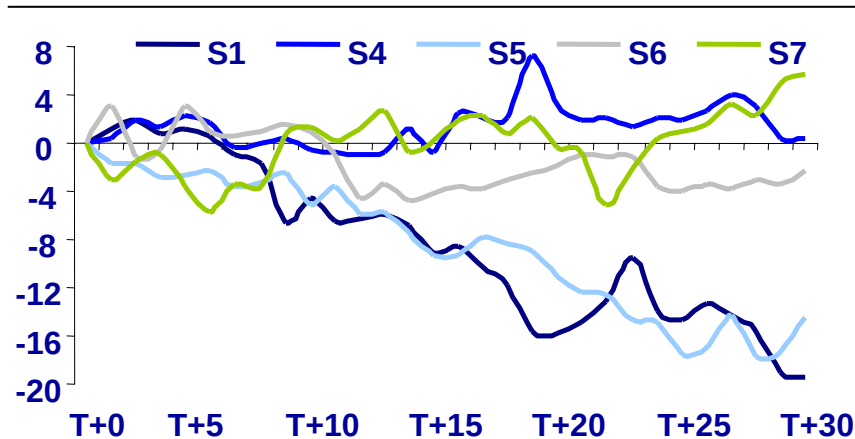
历次IPO 暂停编号	IPO暂停起始日	IPO暂停结束日	累计停 发月数	IPO重启上一日A股市场PE (X)
S1	1994年4月1日	1994年5月18日	1个月	19.6 (93年EPS)
S2	1994年7月21日	1994年12月7日	4个月	16.8 (94半年EPS)
S3	1995年1月19日	1995年6月9日	4个月	19.5 (94年EPS)
S4	1995年7月5日	1995年9月27日	1个月	19.8 (95半年EPS)
S5	1995年9月29日	1995年11月28日	1个月	18.9 (95半年EPS)
S6	1995年11月30日	1996年1月3日	1个月	19.5 (95年EPS)
S7	1999年12月23日	2000年2月16日	1个月	48.6 (99年EPS)
S8	2001年8月8日	2001年11月5日	2个月	39.8 (01半年EPS)
S9	2004年8月26日	2005年1月23日	4个月	17.9 (04年EPS)
S10	2005年5月25日	2006年6月4日	12个月	21.2 (05年EPS)
S11	2008年9月17日	至今	8个月	23.7 (最新, TTM)

表：自1994年至2006年A股市场历史上10次IPO重启后上证综指表现

	S1	S2	S3	S4	S5	S6	S7	S8	S9	S10
IPO重启前1个交易日 上证综指收盘 (T+0)	583	652	1679	708	652	542	1693	702	1234	1669
IPO重启后30个交易日上证综指收 盘 (T+30)	469	593	1675	711	558	529	1791	690	1293	1655
IPO重启后上证综指累计涨跌幅 (%) (T+30)	-19.4	-9.1	-0.2	0.4	-14.4	-2.4	5.8	-1.8	4.8	-0.8

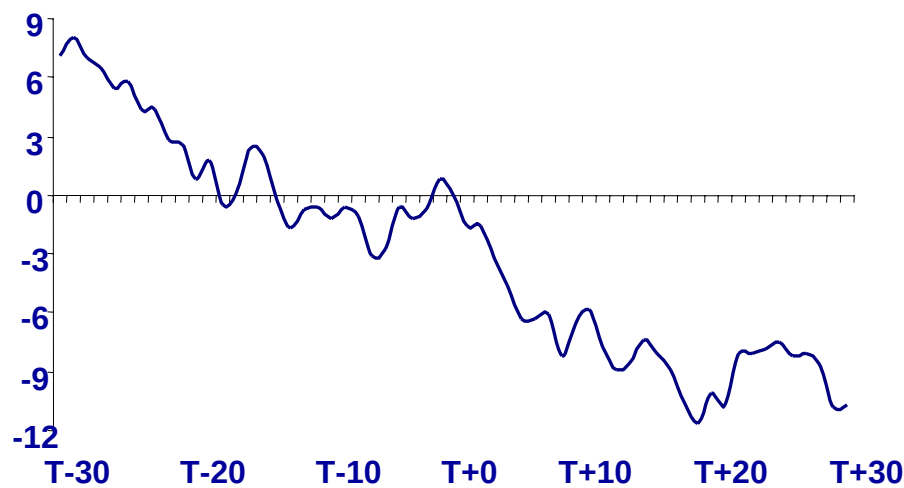
3.2 新股IPO重启可能对市场造成不小的阶段性冲击

图：A股市场历次IPO重启后上证综指表现(%) (1) 图：A股市场历次IPO重启后上证综指表现(%) (2)



图：A股新股IPO暂停与重启、及同期上证综指月度收盘

图：中小板公司2004年6月2日正式发行前后30个交易日上证综指表现(%)

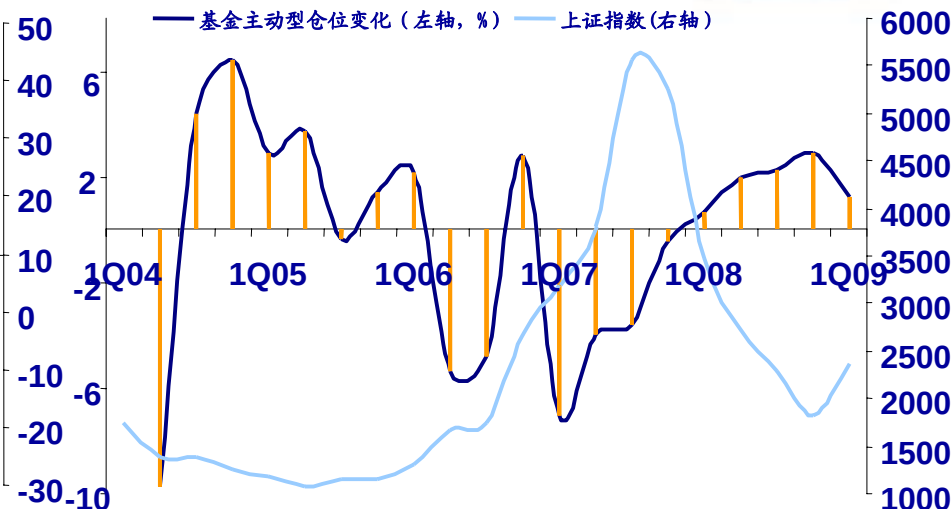
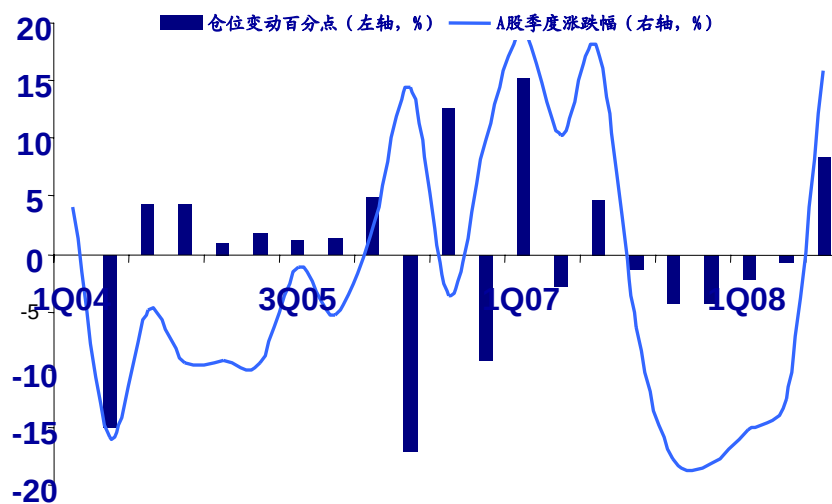


3.3 一季度末基金平均股票持仓位约达76.8%

2009年一季度股票仓位已快速升至76.5%，按历史高低次序来看，排在第四高，距历史最高仓位81.1%也相距不大。从历次基金仓位的变动来看，连续两季大幅增仓的概率并不是太大。基金的主动增仓及幅度大小对后期行情的发动有一定提前体现，2009年一季度基金主动增仓幅度已在下降。

图：基金增减仓与当季A股区间涨跌对比（股票型与混合型）

图：基金主动增减仓位与上证指数走势（股票型与混合型）



3.3 一季度末基金平均股票持仓位约达76.8%

表：基金仓位的变动情况一览（股票型与混合型基金）

时期	股票总值占总净值比 (%)	仓位变动百分点 (%)	虚拟仓位	主动型仓位变动比 例 (%)	被动型仓位变动 比例 (%)	全部A股流通市值加 权区间涨跌幅 (%)
2004年一季	73.29					18.12
2004年中报	58.59	-14.7	68.28	-9.69	-5.01	-21.56
2004年三季	63.01	4.42	58.63	4.38	0.04	0.17
2004年年报	67.26	4.25	60.81	6.45	-2.20	-8.91
2005年一季	68.16	0.9	65.28	2.88	-1.98	-8.47
2005年中报	69.93	1.77	66.16	3.77	-2.00	-8.66
2005年三季	71.13	1.2	71.46	-0.33	1.53	7.68
2005年年报	72.4	1.27	70.98	1.42	-0.15	-0.75
2006年一季	77.22	4.82	75.11	2.11	2.71	15.02
2006年中报	77.15	-0.07	82.49	-5.34	5.27	39
2006年三季	72.84	-4.31	77.66	-4.82	0.51	2.93
2006年年报	80.5	7.66	77.69	2.81	4.85	29.87
2007年一季	78.91	-1.59	85.97	-7.06	5.47	48.41
2007年中报	79.02	0.11	83.01	-3.99	4.10	30.57
2007年三季	80.95	1.93	84.57	-3.62	5.55	45.55
2007年年报	80.12	-0.83	80.52	-0.40	-0.43	-2.72
2008年一季	75.77	-4.35	75.07	0.70	-5.05	-25.3
2008年中报	71.78	-3.99	69.77	2.01	-6.00	-26.18
2008年三季	69.22	-2.56	66.93	2.29	-4.85	-20.42
2008年年报	68.55	-0.67	65.68	2.87	-3.54	-14.92
2009年一季	76.79	8.24	75.55	1.24	7.00	41.76
算术平均	72.98					

资料来源：WIND资讯 海通证券研究所

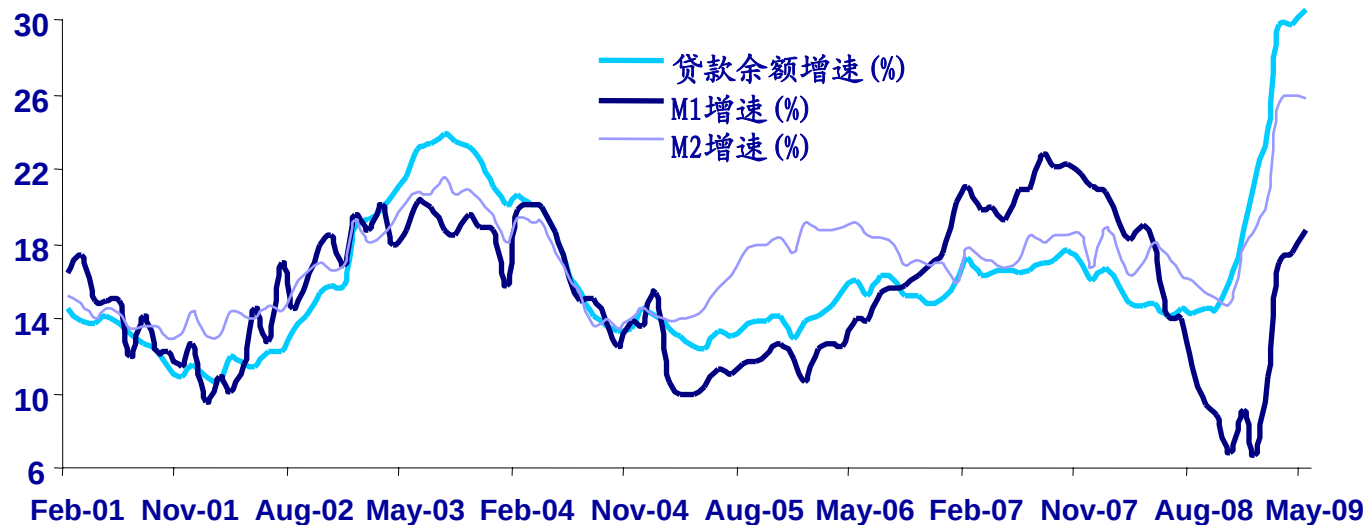
注：虚拟仓位指假设上季度仓位不变的情况下，根据本季度股票市值涨跌变化而计算出的仓位

3.4 本轮流动性最充裕时光可能已经过去

基本判断:

- 其一，历史数据表明，我国历史信贷余额增速与货币供应量M1与M2增速高度相关，鉴于今年前四个月我国新增信贷增速“井喷”态势不具备可持续性，未来信贷余额增速持续回落是大概率事件，因此，这预示着未来货币供应量M1与M2增速下行概率大
- 其二，目前货币供应量M1与M2增速皆处在各自历史周期的最高位区域，尤其是M2增速处在自2001年以来的历史最高位
- 其三，自今年4月份以来，货币供应量M1与M2增速上升势头已经开始明显趋缓

图：信贷余额增速处顶部区域预示着本轮流动性最充裕时光已过去

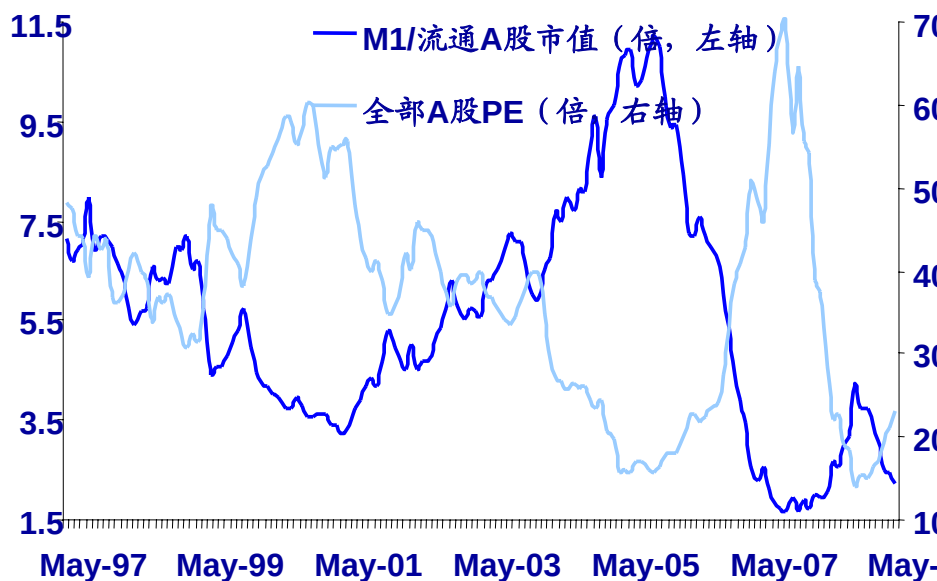


资料来源: wind, 海通证券研究所

3.4 本轮流动性最充裕时光可能已经过去

我们认为，今年第三季度货币供应量M1与M2增速进入下行周期的可能性非常大，且A股市场相对流动性正逐渐趋于紧张，因此，预计流动性难以支持A股绝对估值水平在今年下半年继续回升

图：相对流动性再次逼近历史低位区域不支持A股PE值继续回升



图：我国货币供应量 (M1-M2) 增速与同期A股PE值表现



资料来源：wind，海通证券研究所

4. 我们对市场趋势的观点：进入中期调整

4.1 全球熊市反弹历史经验借鉴：多历反复

4.2 下半年起A股可能重演98年6月至99年5月期间走势

4.1 全球熊市反弹历史经验借鉴：多历反复

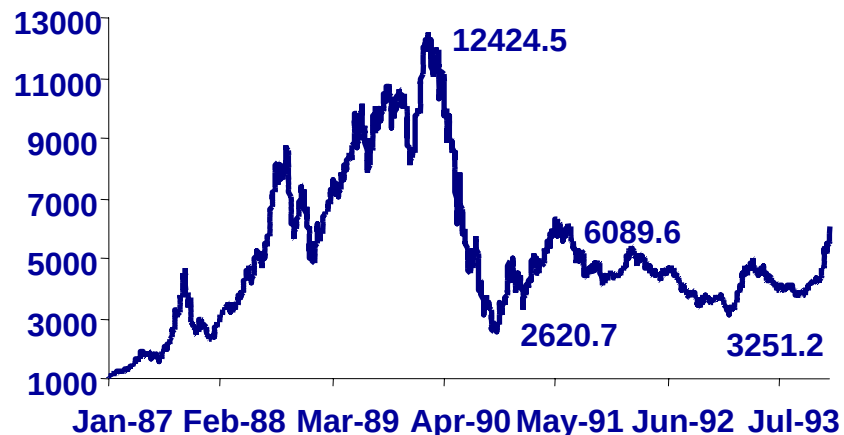
图：罗斯福新政前后道琼斯指数走势表现



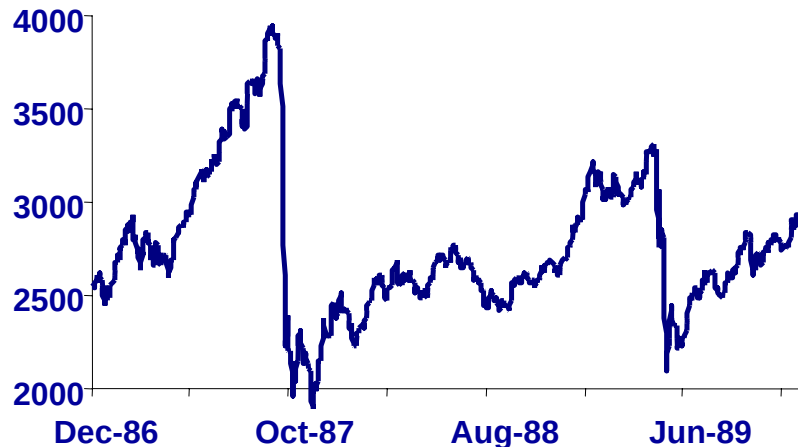
图：上世纪70年代石油危机前后标普500指数走势表现



图：1990年股灾期间中国台湾加权指数表现

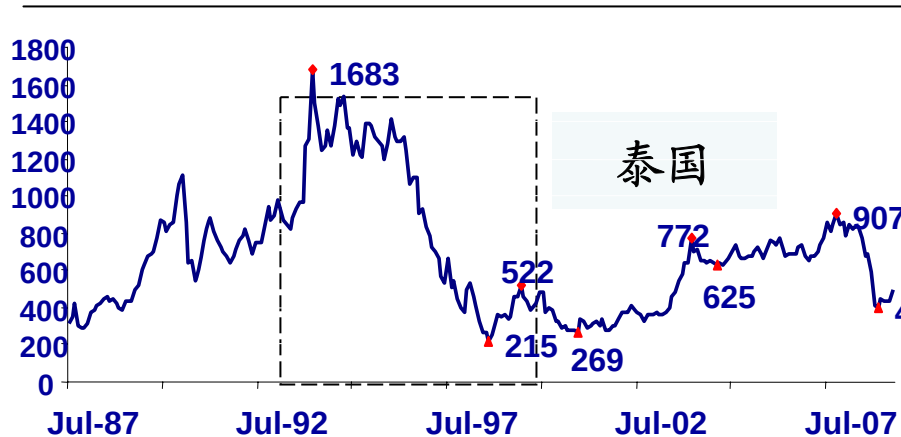


图：1987年股灾期间恒生指数走势表现

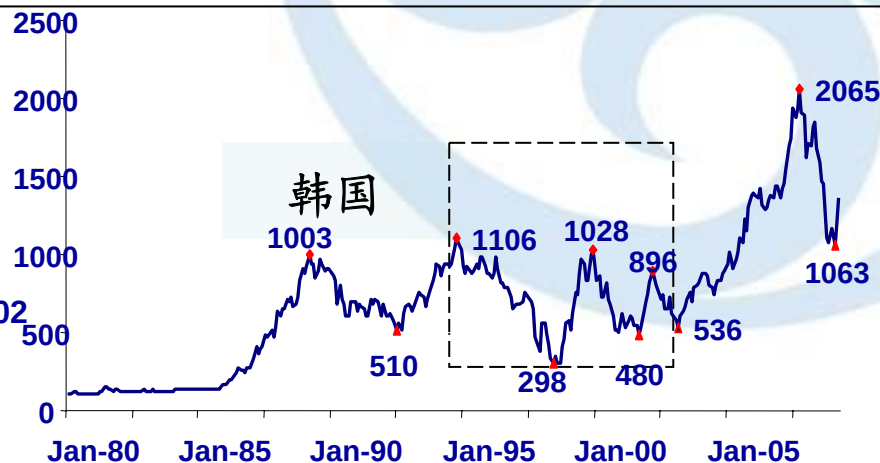


4.1 全球熊市反弹历史经验借鉴：多历反复

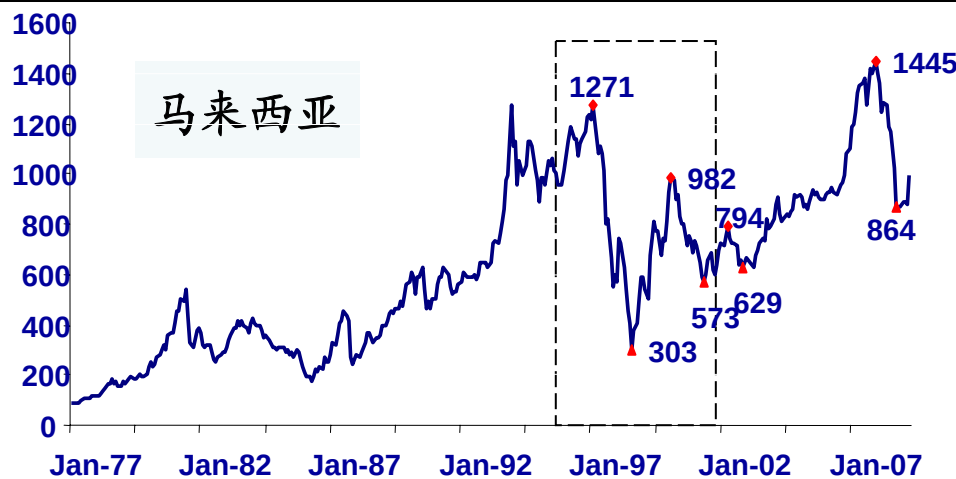
图：东南亚金融危机前后泰国股市表现



图：东南亚金融危机前后韩国股市表现



图：东南亚金融危机前后马来西亚股市表现



图：东南亚金融危机前后印尼股市表现



4.1 全球熊市反弹历史经验借鉴：多历反复

表：海外重要股票市场正常情形下的熊市反弹幅度

	熊市顶部	熊市底部	反弹高点	反弹底部	熊市跌幅	反弹涨幅	反弹高点相对此前高点的位置	反弹回落的跌幅
大萧条后之美股	380	43	187	95	-89%	335%	49%	-49%
互联网泡沫破灭后之NASDAQ	4697	1172	2859	1378	-75%	144%	61%	-52%
东南亚危机后泰国股市	1683	215	522	269	-87%	143%	31%	-48%
东南亚危机后韩国股市	1106	298	1028	480	-73%	245%	93%	-53%
东南亚危机后马来西亚股市	1271	303	982	573	-76%	224%	77%	-42%
东南亚危机后印尼股市	725	276	677	358	-62%	145%	93%	-47%
台湾股市1989年股市崩盘后表现	12054	2705	5921	3375	-78%	119%	49%	-43%

小结：

- 大熊市的修复绝非短期内可以完成，常有反复。主要原因在于大熊市源于股市此前的高度泡沫化远远脱离基本面，其中既包括货币扩张的因素，也包含有经济非均衡增长甚至畸形增长的深刻原因
- 货币政策无法根治实体经济的缺陷，从而无法根治熊市，不仅如此，货币政策的副作用往往会促成熊市反弹的终结和二次探底

4.2 下半年起A股可能重演98年6月至99年5月期间走势

- ▶我国经济于98年第二季度触底,A股1997年9月底至1998年5月底连续共约8个月的时间内市场持续反弹,累计最高反弹幅度约达40%
- ▶1998年8月份我国实施扩张性财政政策,尽管1998年Q3、Q4与1999年Q1我国GDP增速连续回升,但1998年6月份初至1999年5月中旬,A股再度出现了一轮显著的中级调整行情

图：1997年5月至1999年5月上证综指与恒生指数走势表现（%）



资料来源：WIND资讯

4.2 下半年起A股可能重演98年6月至99年5月期间走势

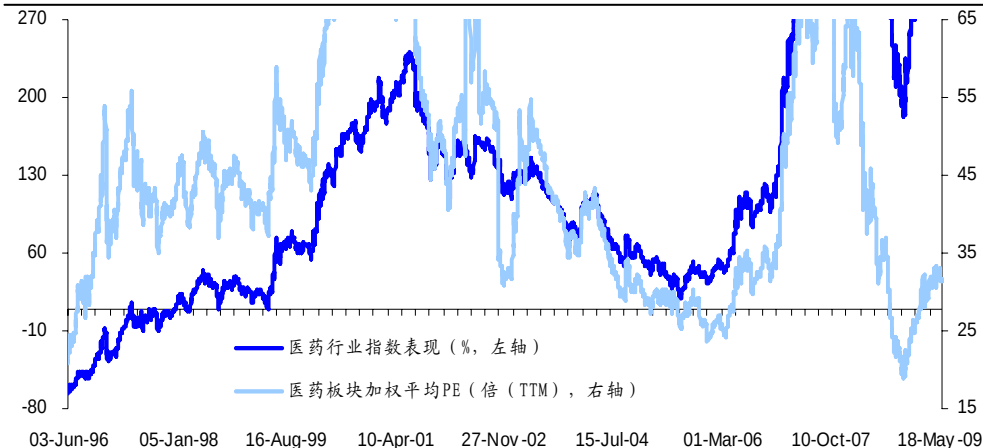
- 我们对今年下半年A股运行趋势持偏悲观的观点，预计市场将进入中期调整格局。一旦市场对**2010年**我国宏观经济增速可能二次探底形成预期共识，则**A股市场**展开中级调整行情的趋势将难以避免
- 市场下跌动力主要来自以下三个方面
 - ✧ 市场对宏观经济增速的二次探底预期
 - ✧ 市场已存在的较显著结构性“泡沫”
 - ✧ 本轮流动性过于充裕的高峰已经过去，限售股解禁高峰的到来与新股IPO的重启可能导致市场供求关系再度趋于紧张

5. 经济寻底阶段重点关注三类行业

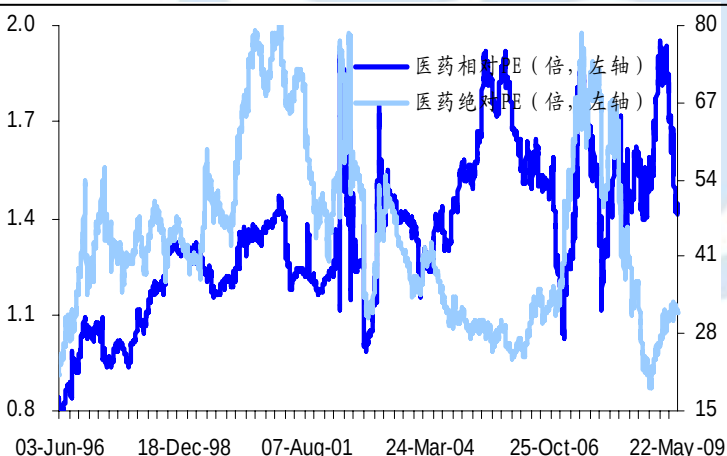
- 5.1 关注必需消费品的估值溢价机会
- 5.2 基建相关板块：中长期受益于扩张性财政政策
- 5.3 美元汇率贬值预期可能给大宗商品带来的投资机会
- 5.4 经济寻底阶段注意可选消费品的估值折价风险
- 5.5 强周期内需品种：经济全面复苏方有投资价值
- 5.6 周期性外需品种：耐心等待全球经济复苏
- 5.7 行业配置策略建议：重点关注三类行业

5.1 关注必需消费品的估值溢价机会

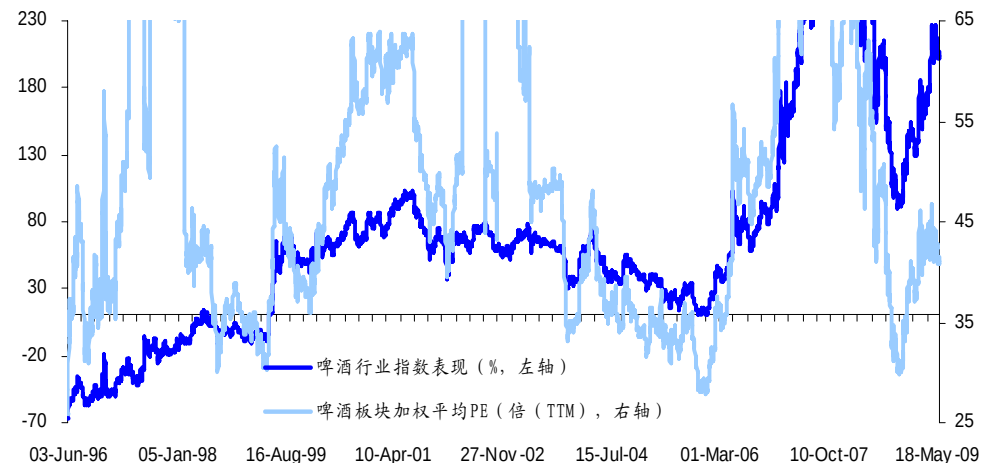
图：98年至00年我国经济寻底阶段医药板块指数与绝对估值表现出色



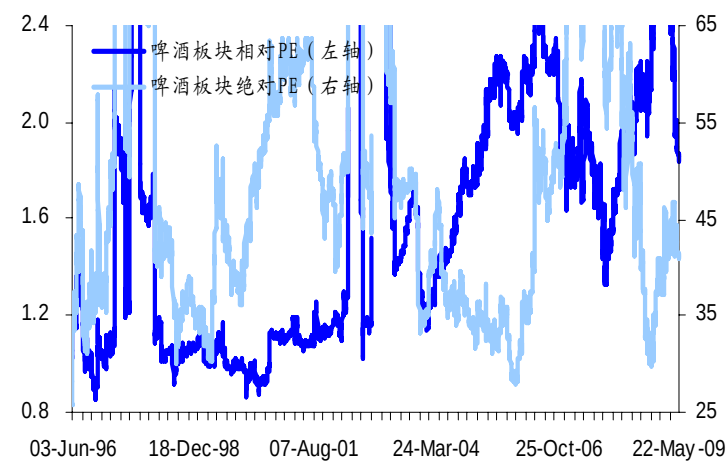
图：经济寻底阶段医药板块相对PE不断上行（倍）



图：98年至00年我国经济寻底阶段啤酒板块指数与绝对估值表现出色

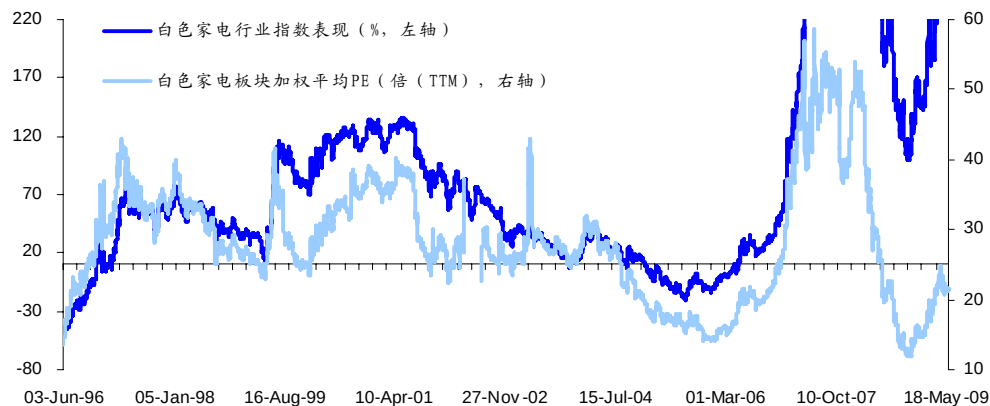


图：经济寻底阶段啤酒板块相对PE稳中有升（倍）

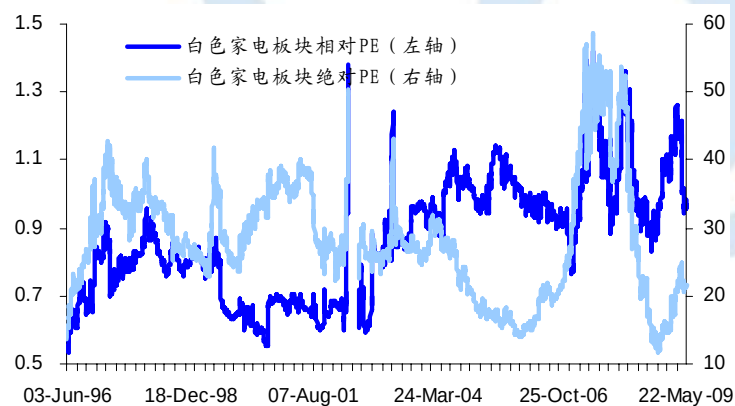


5.1 关注必需消费品的估值溢价机会

图：98年至00年我国经济寻底阶段家电板块指数与绝对估值表现出色



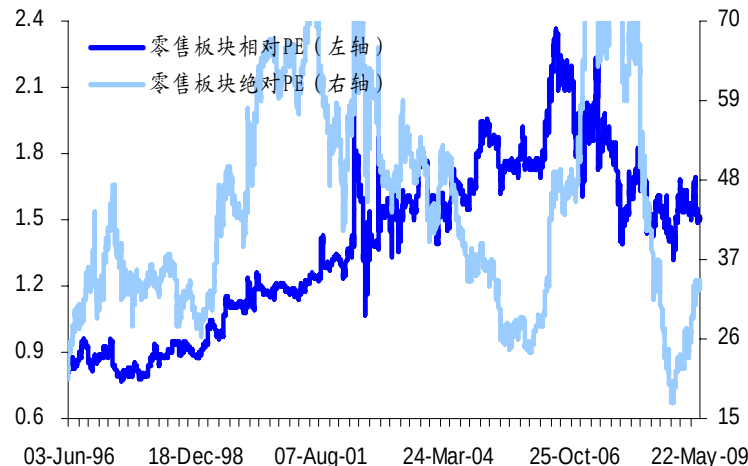
图：经济寻底阶段家电板块相对PE不断上行（倍）



图：98年至00年我国经济寻底阶段零售板块指数与绝对估值表现出色



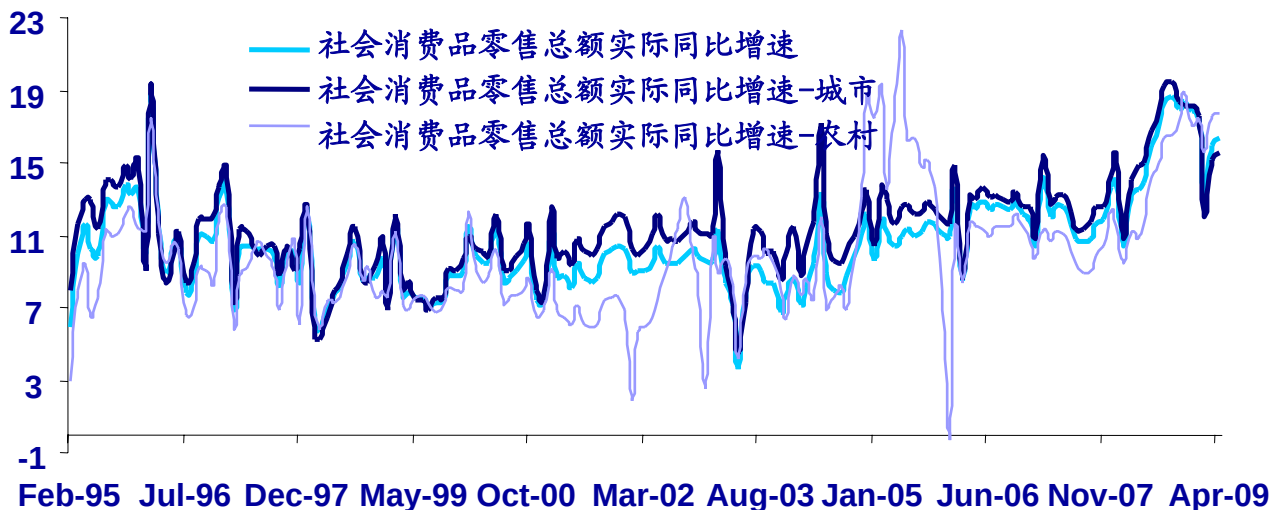
图：经济寻底阶段零售板块相对PE稳中有升（倍）



5.1 关注必需消费品的估值溢价机会

- 在我国上一轮宏观经济寻底阶段，必需消费品行业如生物医药板块、啤酒板块、白色家电板块与零售板块指数走势、绝对PE值与相对PE值表现良好
- 在经济寻底阶段，市场对经济波动方向的预期变化大，市场不确定性因素多，因此，市场倾向配置行业成长性稳健、且确定性更大的必需消费品行业
- 近一年多时间我国社会消费品零售总额实际同比增速绝对值仍基本处在13%以上的近十五年时间内历史高位水平，意味着市场对必需消费品行业未来成长预期依然持乐观观点的可能性更大

图：自1995年以来我国社会消费品零售总额月度实际同比增速概况（%）

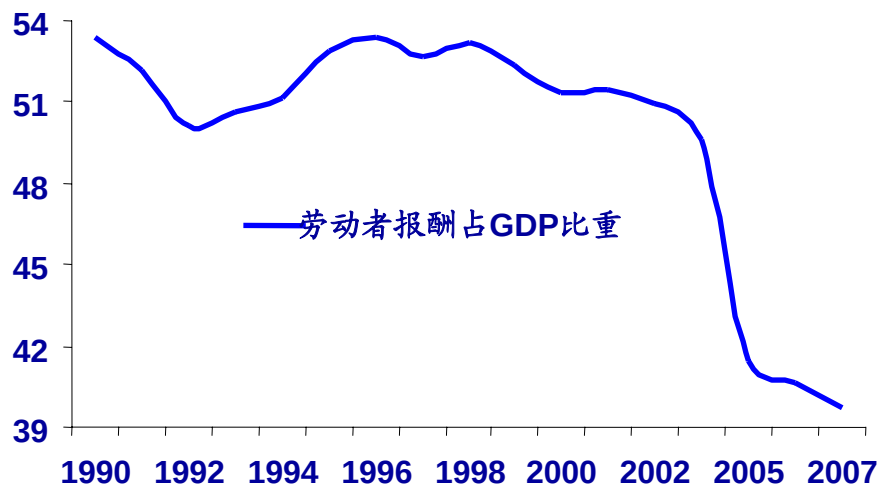


资料来源：WIND资讯（说明：实际增速=名义增速-同期对应CPI）

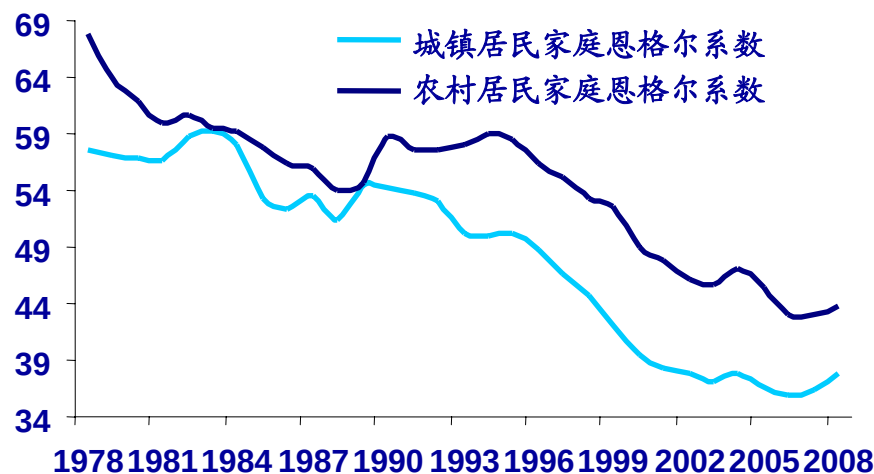
5.1 关注必需消费品的估值溢价机会

近几年我国劳动者报酬占同期GDP的比重下滑程度明显，且目前我国居民家庭恩格尔系数、尤其是农村家庭恩格尔系数仍然处在偏高的水平；因此，政府除了此前出台了包括增加农民补贴、增加企业退休人员养老金、基本养老保险等直接或间接提升居民收入的政策之外，不排除未来出台更进一步提高居民收入的相关政策措施，以促进消费水平进一步提升，这对必需消费品行业无疑是潜在利好

图：自1990年以来我国劳动者报酬占同期GDP比重（%） 图：我国城镇、农村居民家庭恩格尔系数变化趋势



资料来源：WIND资讯（说明：2004年度数据缺失）

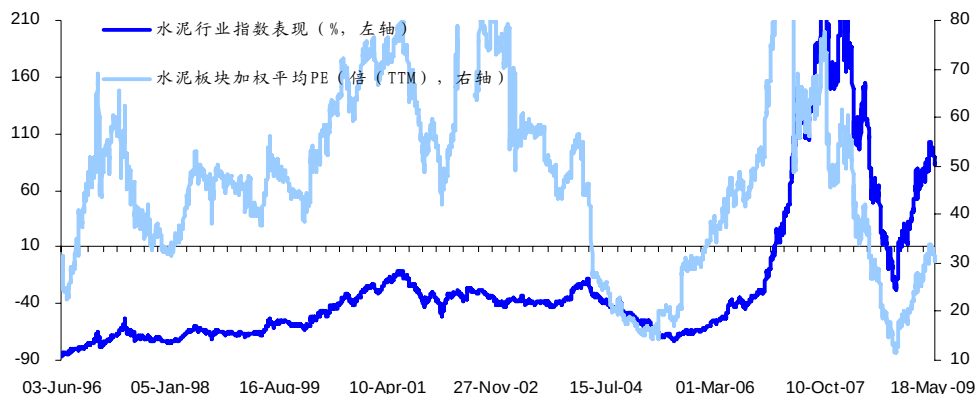


资料来源：WIND资讯

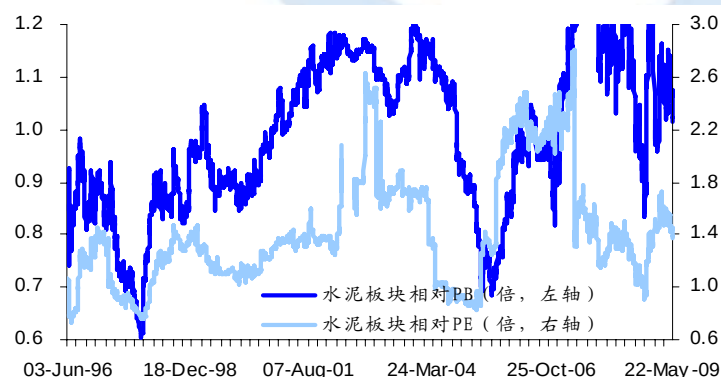
5.2 基建相关板块：中长期受益于扩张性财政政策

4万亿元经济刺激计划规模庞大，与基建相关的水泥板块、建筑机械板块、建筑工程板块将有望再度从中直接受益

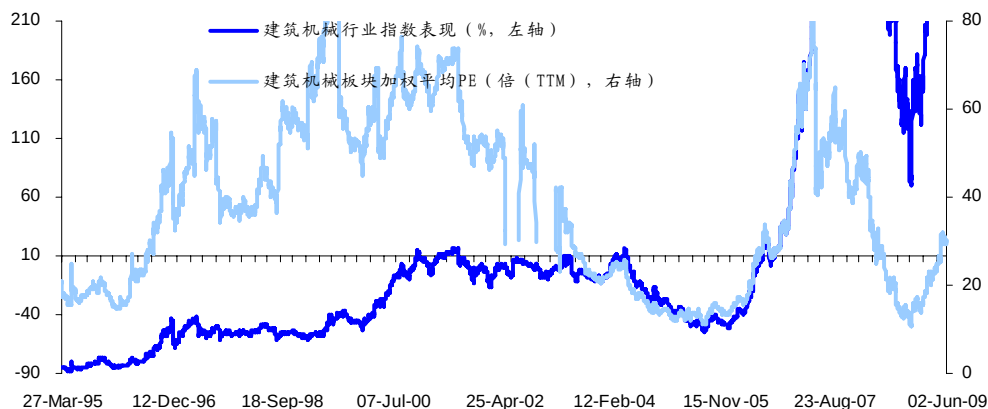
图：受益于1998年扩张性财政政策期间水泥板块指数与绝对估值表现异常出色



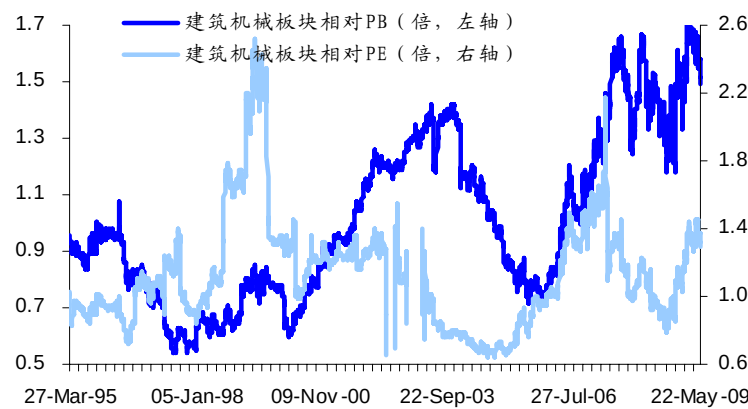
图：上轮经济寻底期水泥板块相对PB、相对PE表现出色



图：受益于1998年扩张性财政政策期间建筑机械板块指数与绝对估值表现出色

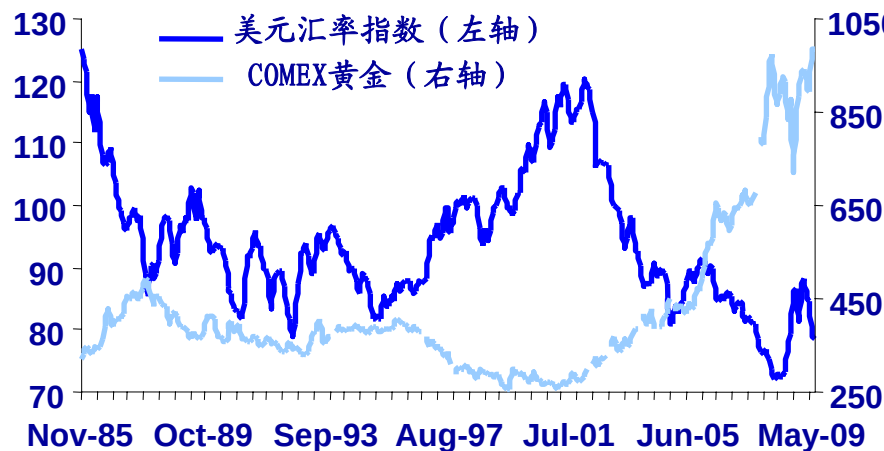


图：经济寻底阶段建筑机械板块相对PB、相对PE表现好



5.3 美元汇率贬值预期可能给大宗商品带来的投资机会

图：美元汇率指数波动可能导致黄金价格反向波动



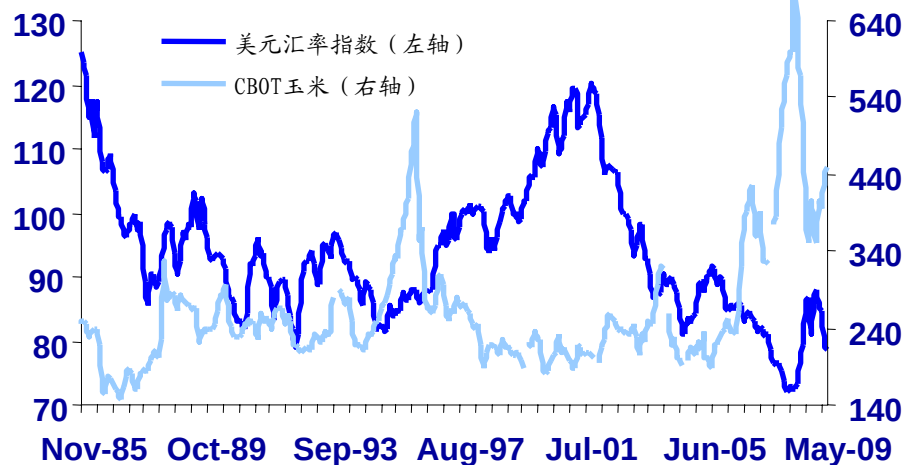
图：美元汇率指数波动可能导致原油价格反向波动



图：美元汇率指数波动可能导致全球玉米价格反向波动



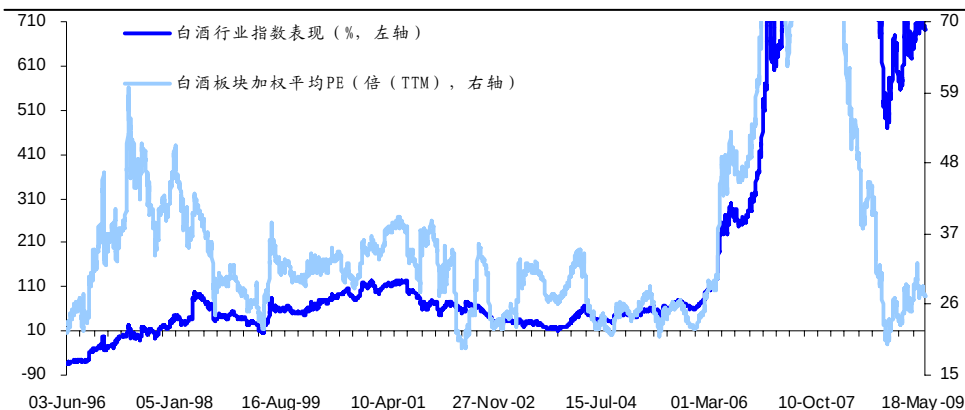
图：美元汇率指数波动可能导致全球大米价格反向波动



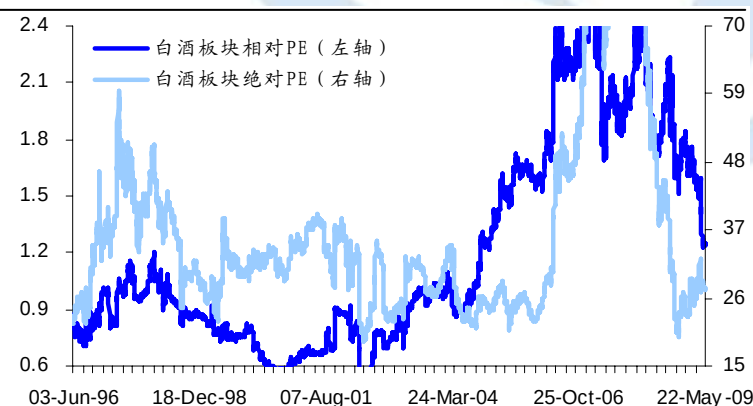
5.4 经济寻底阶段注意可选消费品的估值折价风险

- ▶在我国上一轮宏观经济寻底阶段，可选消费品行业如白酒板块与汽车板块出现估值折价现象
- ▶在1995年前后与2007年前后的两轮经济周期的最繁荣阶段，白酒板块与汽车板块估值溢价明显

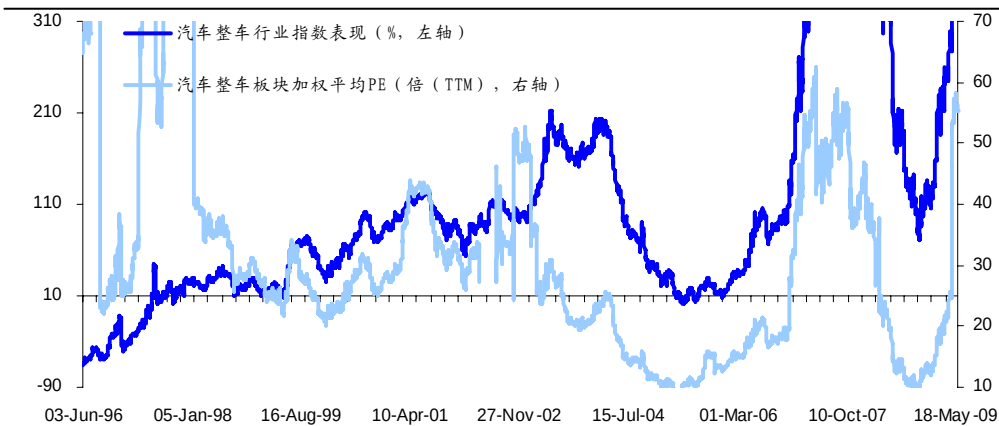
图：98年至00年我国经济寻底阶段白酒板块指数与绝对估值表现一般



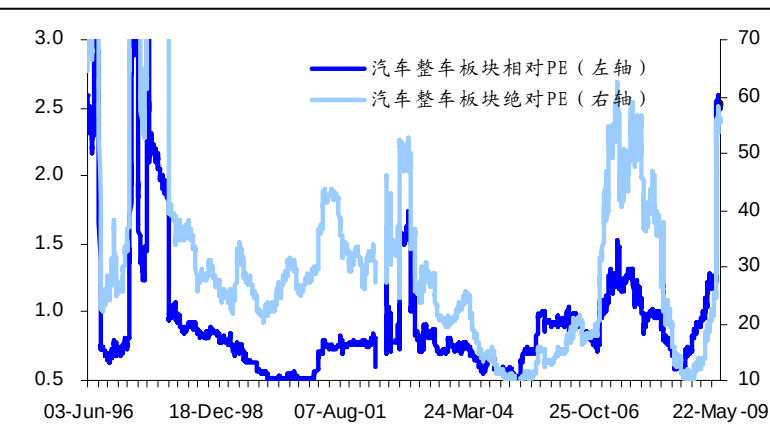
图：经济寻底阶段白酒板块相对PE持续下行（倍）



图：98年至00年我国经济寻底阶段汽车板块指数与绝对估值表现一般

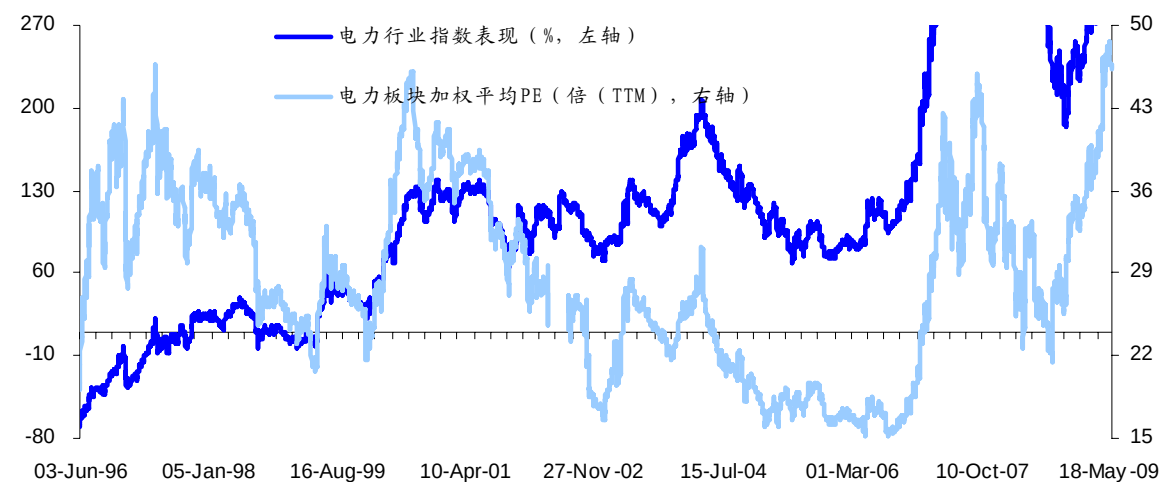


图：经济寻底阶段汽车板块相对PE持续下行（倍）



作为宏观经济的典型先导行业，电力板块在我国上一轮经济寻底期间率先见底，但在我国当时经济真正复苏之前，电力板块整体表现偏低迷。我们对今年下半年电力板块整体市场表现持偏谨慎观点

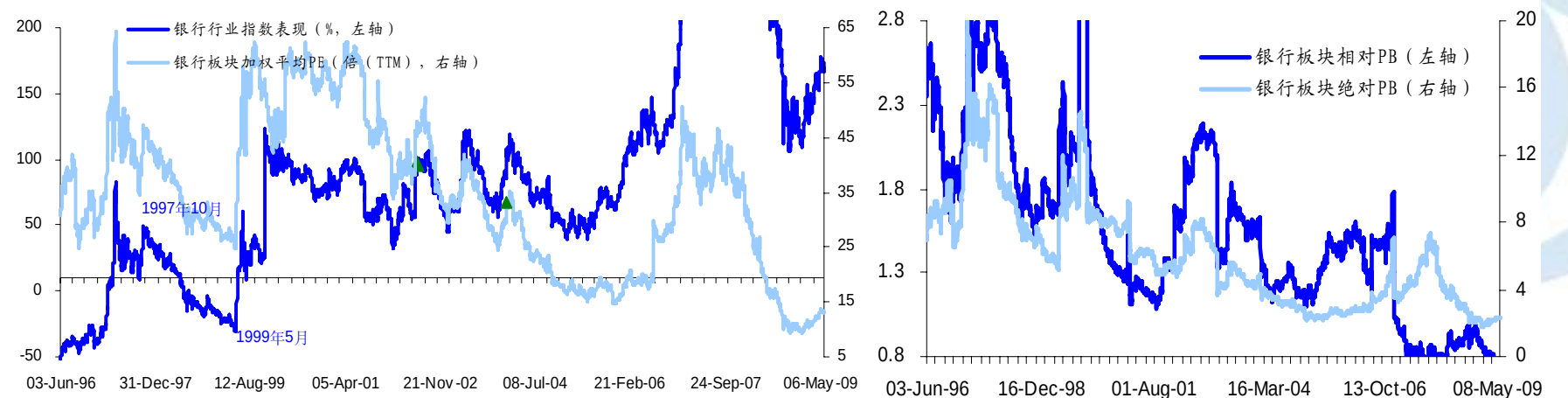
图：98年至00年我国经济寻底阶段电力板块指数与绝对估值率先见底



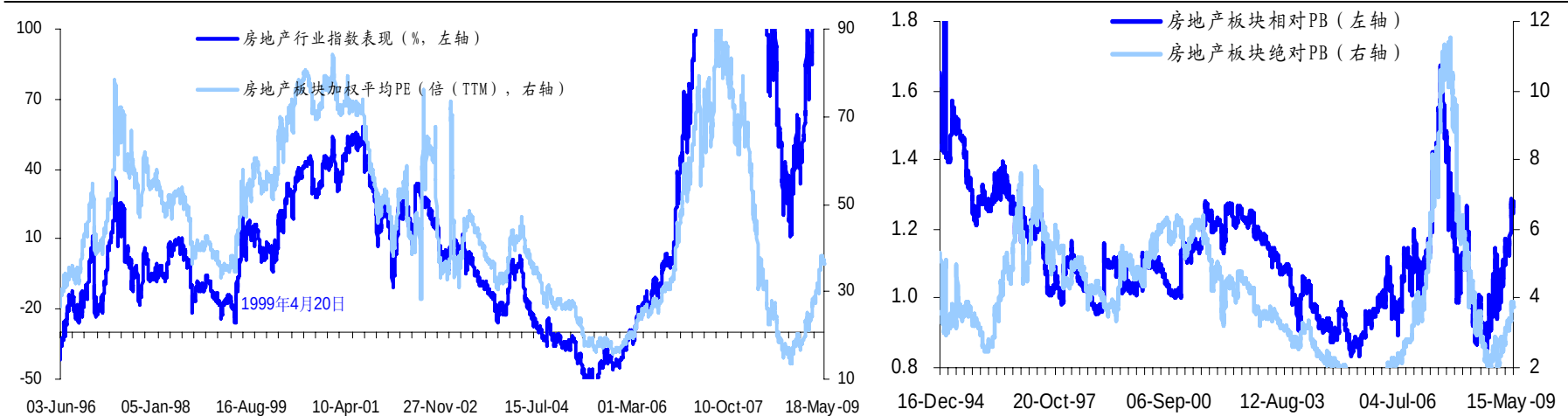
银行板块与地产板块一般在宏观经济最繁荣阶段走势表现最佳；而在宏观经济寻底阶段，因业绩增速回落预期与相对估值回落压力，往往导致银行板块与地产板块走势表现落后于同期股值

5.5强周期性内需品种：经济全面复苏方有投资价值

图：98年至99年我国经济寻底阶段银行板块指数与绝对估值表现较差 图：上轮经济寻底期银行板块绝对、相对PB皆下行（倍）



图：98年至99年我国经济寻底期房地产板块指数与绝对估值表现较差 图：经济寻底阶段房地产板块绝对、相对PB皆低迷（倍）



5.6 周期性外需品种：耐心等待全球经济复苏

对于钢铁行业、普通机械行业（包括机床、磨具、机械基础件、内燃机等）、纺织服装行业、造纸行业等“周期性外需品种”

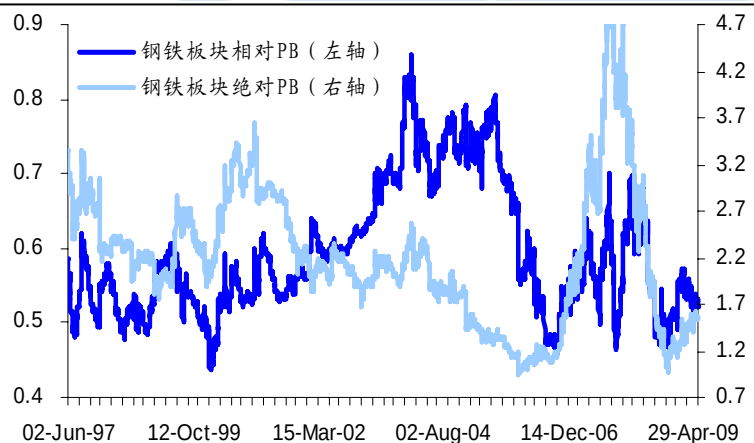
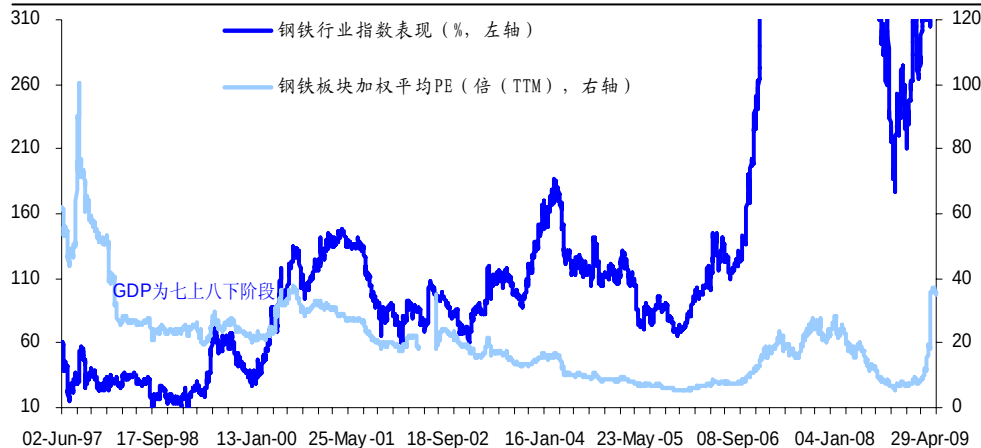
- 其一，从成本角度看，铁矿石、棉花、涤纶、粘胶短纤、纸浆等价格可能因全球流动性过剩因素维持在相对高位水平
- 其二，从产成品价格角度看，因产能过剩程度严重，故其产成品价格趋势预期难乐观
- 其三，从需求角度看，鉴于全球经济复苏尚待时日，故未来产品需求增速预期也不容乐观
- 综合而言，我们对钢铁、普通机械、纺织服装、造纸等较典型的周期性外需行业下半年的走势表现持谨慎、或相对谨慎观点

表：四个典型周期性外需行业景气度影响因素简要分析与基本结论

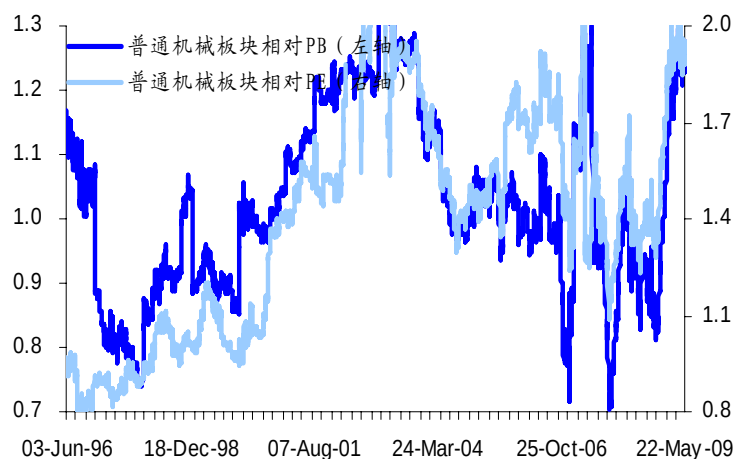
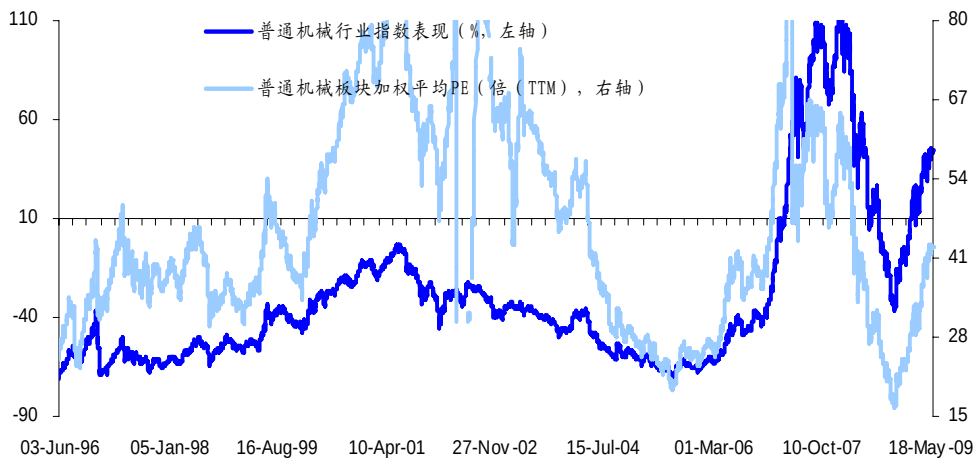
行业名称	主要原材料		产成品		基本结论
	名称	现阶段成本变化主导因素	需求变化主导因素	价格主导因素	
钢铁	铁矿石	全球流动性	全球经济景气度	全球产能利用率	谨慎
普通机械	钢铁	钢铁价格	全球经济景气度	全球产能利用率	谨慎
纺织服装	棉花、涤纶、粘胶短纤等	全球流动性	全球经济景气度	全球产能利用率	相对谨慎
造纸	纸浆	全球流动性	全球经济景气度	全球产能利用率	相对谨慎

5.6 周期性外需品种：耐心等待全球经济复苏

图：98年至99年我国经济寻底阶段钢铁板块指数与绝对估值表现较差 图：上轮经济寻底阶段钢铁板块绝对、相对PB、皆下行



图：98年至99年我国经济寻底阶段普通机械板块指数与绝对估值表现较弱图：经济寻底阶段普通机械板块相对PB、相对PE皆低迷



5.7 行业配置策略建议：重点关注三类行业

自上而下我们看好以下三类行业的潜在投资机会

- 一是，具备典型防御性特征的必需消费品及相关行业对应存在的潜在估值溢价投资机会，如医药生物行业、啤酒行业、白色家电行业与零售行业；以及具备一定防御性特征、毛利率相对稳定的公路管理行业与机场管理行业；
- 二是，中长期有望受益于政府可能较长时间持续实施的扩张性财政政策的基建及相关行业，如水泥行业、建筑机械行业、建筑施工行业等；
- 三是，相对看好因美元汇率贬值预期与潜在结构性通胀压力给石油开采行业、有色金属行业与农业板块可能带来的波动性机会。
- 自下而上，建议重点关注软件开发行业、电力设备行业与铁路设备行业等可能受到政府扶持、或政府可能加大采购力度带来的潜在投资机会

5.7 行业配置策略建议：重点关注三类行业

表：我们的行业配置评级概况

行业名称	A股流通市值 (亿元)	标配比例 (%)	配置建议	行业名称	A股流通市值 (亿元)	标配比例 (%)	配置建议
农林牧渔	1239.6	1.48	标配	医药生物	3600.2	4.31	超配
煤炭	3084.6	3.69	标配	电力	3770.2	4.52	标配
石油与天然气	1895.6	2.27	标配	公路管理	644.6	0.77	超配
化工	5752.4	6.89	标配	机场管理	311.6	0.37	超配
钢铁	3651.7	4.37	低配	港口管理	789.8	0.95	标配
有色金属	4155.2	4.98	标配	铁路运输	546.4	0.65	标配
水泥	1108.2	1.33	超配	水上运输	1132.3	1.36	标配
建筑施工	1781.4	2.13	超配	航空运输	397.6	0.48	标配
建筑机械	1033.6	1.24	超配	房地产	6599.6	7.90	低配
电力设备	1112.8	1.33	超配	银行	11005.5	13.18	低配
普通机械	666.8	0.80	低配	保险	2621.1	3.14	标配
电子元件	1358.1	1.63	低配	证券	3378.9	4.05	低配
汽车	1244.0	1.49	标配	零售	2098.4	2.51	超配
信息设备	1635.4	1.96	标配	景点管理	71.9	0.09	低配
白色家电	976.3	1.17	超配	传媒	678.0	0.81	超配
食品饮料	3306.6	3.96	超配	软件开发	294.5	0.35	超配
纺织服装	1118.8	1.34	低配	通信运营	1400.3	1.68	标配
造纸	421.6	0.50	低配				

6. 重点关注两类主题投资品种

6.1 新能源投资主题

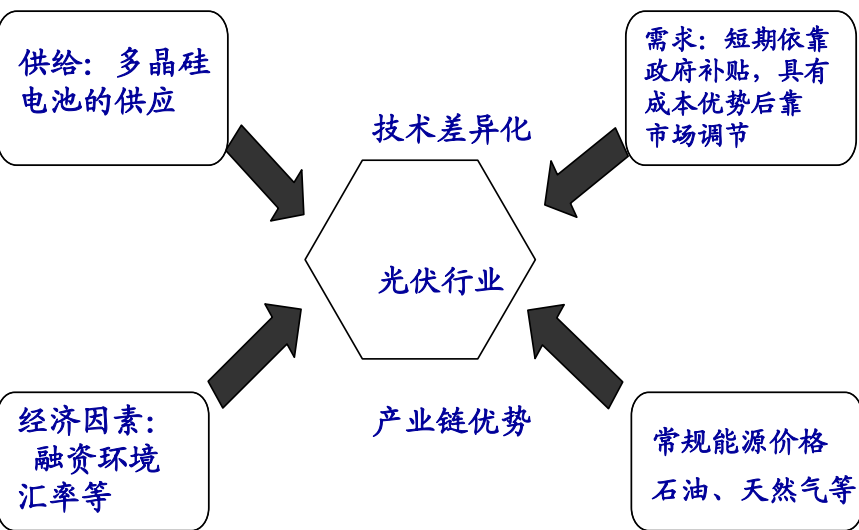
6.2 区域性投资主体

6.1 新能源主题

- ▶ 新能源带来的革命：我国目前开发利用的可再生能源比重仅占**8%**，美国提出三年内新能源的比例增加一倍、十年内投资**1500**亿美元资助新能源，其根本目的是借此摆脱金融危机的困境
- ▶ 今年**11**月的哥本哈根会议成为一个转折点：“后京都议定书”时代开启
- ▶ 新能源的投资机会从二氧化碳最集中的三个排放途径来讨论——清洁能源、汽车和建筑，分别占排放量的**41%**、**25%**和**27%**

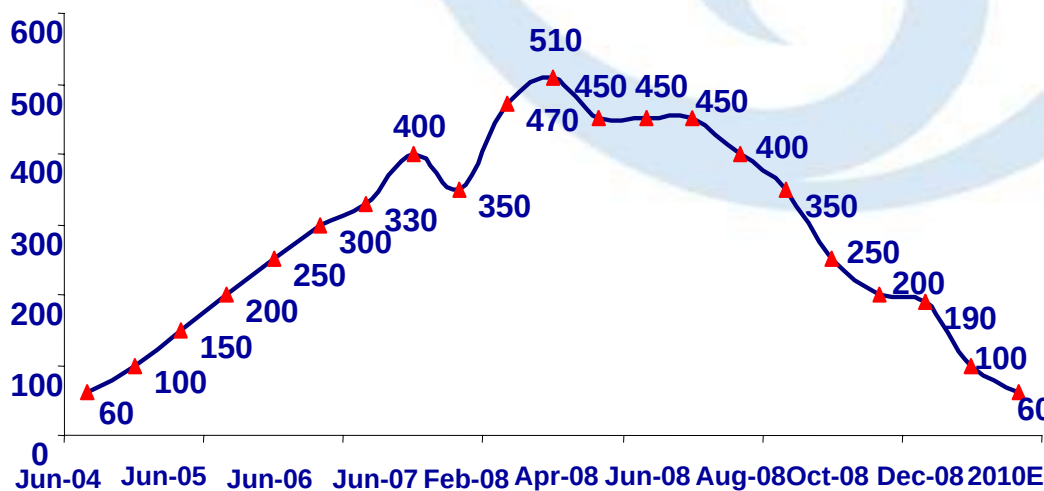
6.1 新能源主题(清洁能源-太阳能)

图: 光伏产业投资影响因素分析



资料来源：海通证券研究所

图: 多晶硅料价格走势 (美元/kg)



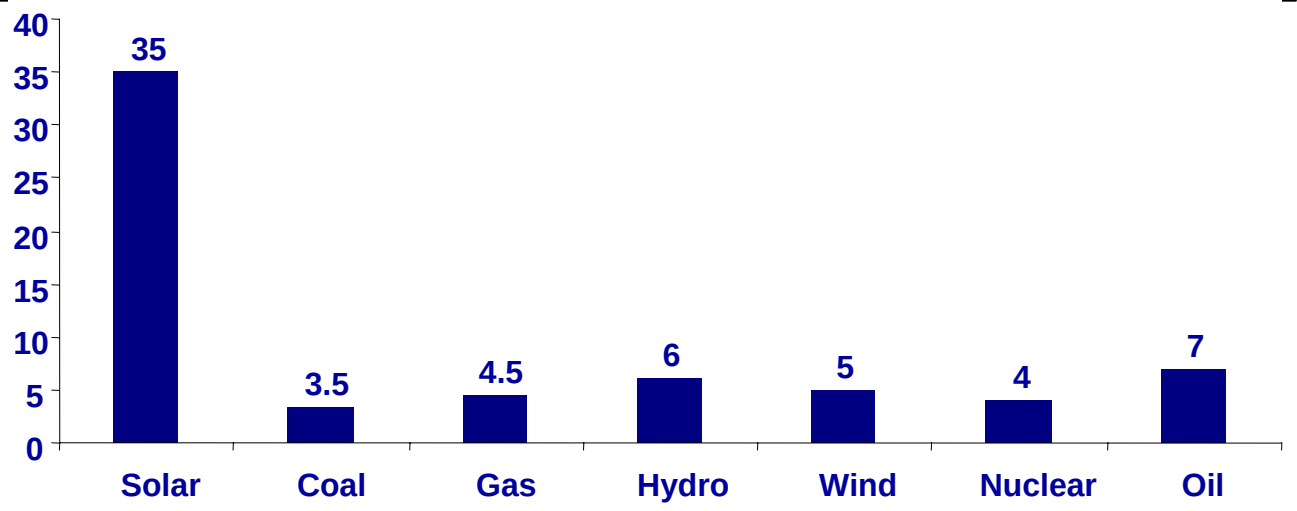
资料来源：海通证券研究所

光伏发电与火电成本的差距已经逐渐缩小。如果政府能够制定适当的光伏补贴政策，那么光伏产业在国内的发展将潜力巨大

6.1 新能源主题（清洁能源-太阳能）

- 3月26日财政部出台BIPV财政补贴政策，标志着国内光伏市场的启动
- 不过，财政部出的太阳能屋顶工程补贴计划的补贴总额只有30亿元，仅能补贴约150MW，而我国光伏产量2007年就达到1088MW，能获核准而受益的企业较少，对上市公司业绩难有直接体现

图：常规能源和各种新能源发电成本的比较（欧分/Kwh）



资料来源：IEA

6.1 新能源主题（清洁能源-太阳能）

晶硅太阳能产业链



多晶硅



硅锭 / 硅片



电池



组件



系统

川投能源

通威股份

江苏阳光

乐山电力

银星能源

精工科技

中环科技

大港股份

有研硅股

拓日新能

南玻A

航天机电

特变电工

天威保变

非晶硅TF

CIS/CIGS

光伏玻璃

光伏幕墙

天威保变

孚日股份

南玻A

中航三鑫

拓日新能

金晶科技

南玻A

风帆股份

新华光

方大A

新华光

耀皮玻璃

兴业太阳能（港股）

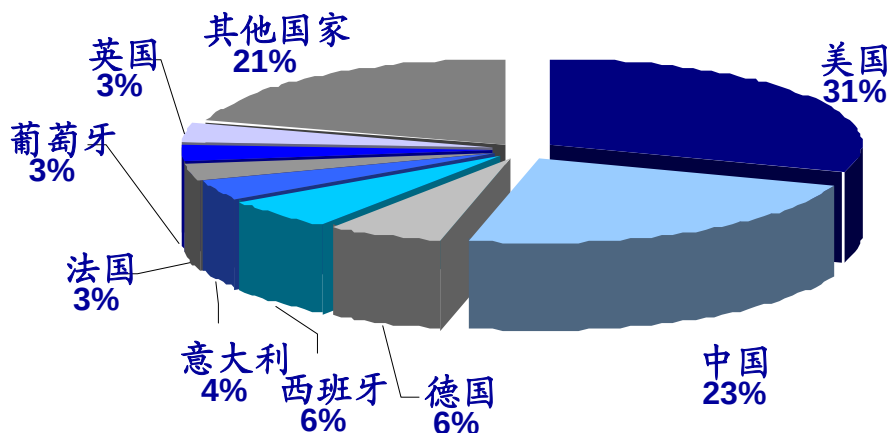
信义玻璃（港股）

关注天威保变（600550）、南玻A（000012）、孚日股份（002083）、精工科技（002006）、航天机电（600151）、银星能源（000862）

6.1 新能源主题（清洁能源-风能）

- 我国正在制定的鼓励新能源产业政策中，预计规划可能提出到**2020**年，风电总装机容量约为**1-1.5** 亿千瓦；光伏约为**2000** 万千瓦；核电约为**8000** 万千瓦
- 最大受益者将是风电产业链的上下游两端——风电设备制造商和风电场运营商。华锐、金风和东气，这三家风机制造商占有的市场份额约为**57%**。五大电力集团占据了国内一半以上风电场运营

图：各国风电装机容量占比



资料来源：世界风能协会

6.1 新能源主题（清洁能源-风能）

涉足风电产业的上市公司包括几类：

- 第一类整机制造商或主要部件制造商。包括金风科技（002202）、东方电气（600875）、天威保变（600550）、长城电工（600192）、华仪电气（600290）、湘电股份（600416）、上海电气（601727）、长征电气（600112）、银星能源（000862）
- 第二类为零部件制造公司。包括叶片制造公司天奇股份（002009）、中材科技（002080）、鑫茂科技（000836）、力源液压（600765）；电机制造公司有东方电气（600875）、长城电工（600192）、湘电股份（600416）；轴承制造公司有天马股份（002122）、方圆支承（002147）、湘电股份（600416）、轴研科技（002046）；齿轮箱制造公司太原重工（600169）、中国高速传动（香港上市）；其他部件风电塔筒筒体板材生产商葛洲坝（600068）、发电机机舱罩生产商九鼎新材（002201）
- 第三类为风电运营公司。包括国电电力（600795）、华电国际（600027）、上海电力（600021）、大唐发电（601991）、国投电力（600886）、银星能源（000862）、金山股份（600396）、宝新能源（000690）、内蒙华电（600863）、汇通能源（600605）、京能热电（600578）

6.1 新能源主题（清洁能源-核能）

目前涉及到核电板块的上市公司可大致分类如下：

- 第一类为关键设备的核心核电成套设备。如东方电气（600875）、上海电气（601727）、香港上市的哈电集团
- 第二类为辅助设备制造业务的核电设备股。部分核岛堆内构件、压力容器的SST合金（000633）、海陆重工（002255）；核岛起重设备的太原重工（600169）；核岛循环冷却核心装置——DEL冷水机组制造者*ST国祥（600340）、盾安环境（002011）；仪表与监控研制的自仪股份（600848）；核级阀门的中核科技（000777）（一级）、烟台冰轮（000811）（二级、三级）；空冷设备的哈空调（600202）、上风高科（000967）；石墨碳棒、石墨安全层的方大炭素（600516）、中钢吉炭（000928）；核燃料锆合金管制造的嘉宝集团（600622）
- 第三类为核材料股。如兰太实业（600328）、沃尔核材（002130）、宝钛股份（600456）、升华拜克（600226）、东方锆业（002167）
- 第四类为参股建设核电站。如申能股份（600642）、韶能股份（000601）、闽东电力（000993）

6.1 新能源主题（清洁能源-生物质能）

图：各国生物能源发展目标规划

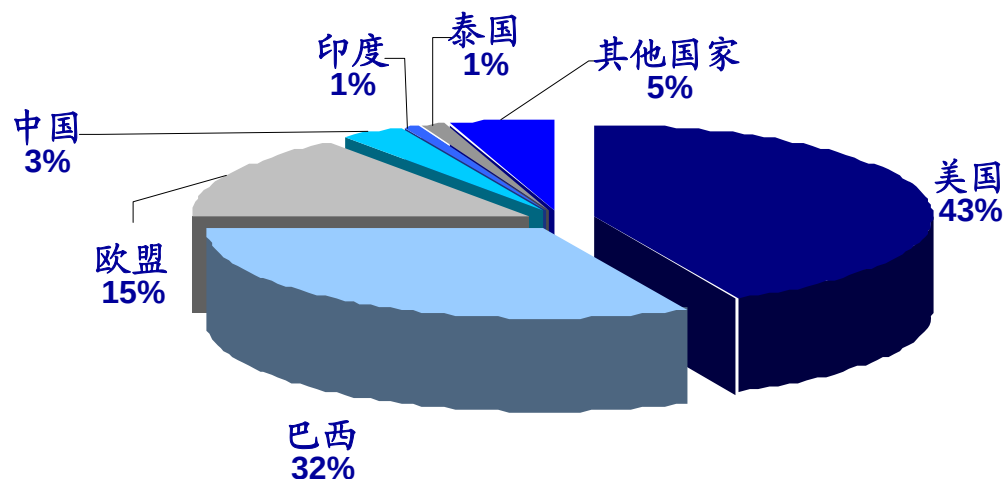
国家	发展目标
巴西	2007年全面使用E25乙醇汽油；2008年初使用B2生物柴油，2013年使用B5
加拿大	2010年全面使用E5乙醇汽油；2012年初使用B2生物柴油
中国	2010年与2020年，生物乙醇产量分别达200万吨与1000万吨；生物柴油产量分别达20万吨与200万吨
印度	2008年末使用E10, 2012年使用B5
欧盟	2010年生物燃料占车用燃料5.75%，2020年达10%
印度尼西亚	2010年生物燃料占比10%
马来西亚	B5目前已用于公共交通，未来将全面用于柴油车辆
泰国	2011年E10产量翻番，棕榈油产量满足柴油需求10%的生物柴油生产

资料来源：USDA

6.1 新能源主题（清洁能源-生物质能）

我国2007年叫停玉米乙醇项目，鼓励非粮乙醇发展，从中国的现实情况来看，未来生物能源的道路选择一定是非粮途径的。目前，中粮广西生物质能源公司、海南椰岛、北海国发都已分别建设或建成20万吨、10万吨、10万吨木薯乙醇生产线，广西全已全部使用乙醇汽油。而且，燃料乙醇行业尚未对外资开放

图：各国生物能源占比



资料来源：USDA

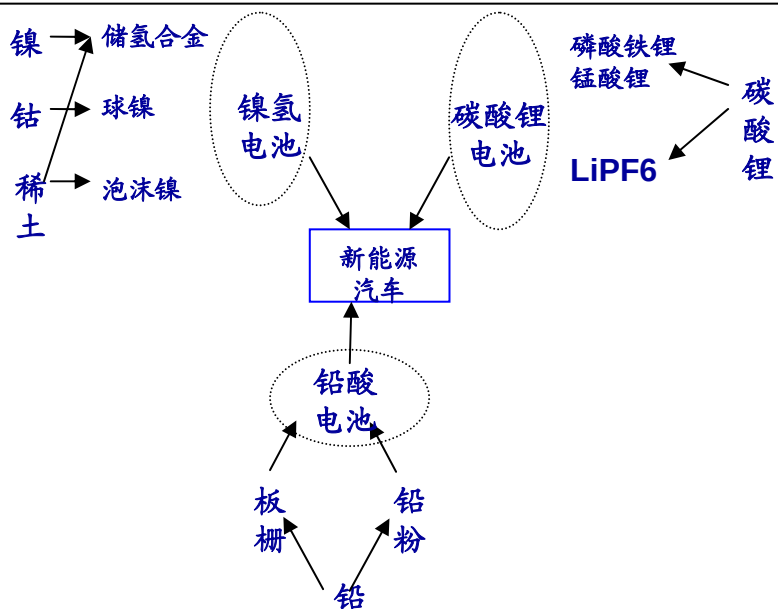
6.1 新能源主题（清洁能源-生物质能）

表：目前涉及到生物质能板块的上市公司

公司	代码	产能（万吨）	原料	公司现状、发展前景和风险因素
丰原生化	000930	44	玉米	粮食为原料、非政策鼓励扶持方向
海南椰岛	600238	10	木薯	非粮为原料，政策鼓励方向，风险因素在于自然条件变化以及尚未获得国家批文
北海国发	600538	10	木薯	非粮为原料，政策鼓励方向，风险因素在于自然条件变化以及尚未获得国家批文
*ST甘化	000576	2.3	甘蔗	食糖等主业对公司业绩拖累较大，重组停止，面临摘牌风险
华资实业	600191	1	甜菜、甘蔗	制糖主业随国际糖价波动较大
南宁糖业	000911		甘蔗	甘蔗--制糖--废糖蜜制酒精--酒精废液制复合肥（或酒精废液浓缩燃烧--钾灰制复合肥）和甘蔗--制糖--蔗渣--制浆--造纸两条生态链，循环经济规模效应初步显现，但食糖主业仍然受糖价波动、属于强周期性行业中的垄断性龙头品种
贵糖股份	000833		甘蔗	全国首批循环经济试点之一，乙醇占比较小
皖能电力	000543	4台1.5万千瓦	秸秆	持股含山皖能生物质能发电公司和舒城皖能生物质能发电公司各22.5%的股权，其余77.5%股权由新北电力持有，该公司的实际控制人为美国纳斯达克上市的美国第一能源集团



图：新能源汽车电池所需资源的路径



	铅酸电 池	镍氢 电池	锂离子 电池	超级 电容器
工作电压（V）	2.1	1.2	3.2	灵活
能量密度 （Wh/kg）	35	80	150-200	5
功率密度 （W/kg）	110	230	500	>500
充放电寿命 （次）	400	700	1000	50万
充电速度	中	较快	中	快
成本	好	中	中	中
安全性	较好	较好	中	好
环保性	差	中	中	较好

资料来源：海通证券研究所

6.1 新能源主题（新能源汽车）

新能源汽车产业链中的上市公司：

- 比亚迪、中国宝安、北大先行、天津斯特兰、新乡格瑞恩、湖南浩润等少数公司具有磷酸铁锂的生产能力。其中比亚迪（香港上市）和中国宝安（000009）涉及磷酸铁锂正极，杉杉股份（600884）和中信国安（000839）还涉及负极材料生产、产业链较为完整
- 在锂电池生产的环节中涉及电解液和隔膜的上市公司。包括杉杉股份（600884）、金牛能源（000937）和江苏国泰（002091）；隔膜生产企业涉及的上市公司为比亚迪与佛塑股份（000973）合资企业佛山金辉高科、和铜峰电子（600237）（筹建中）；从资源控制角度来看，锂矿资源拥有者西藏矿业（000762）、中信国安（000839）
- 涉足镍氢电池产业的上市公司。包括镍氢电池生产商科力远（600478）、中炬高新（600872）、包钢稀土（600111）
- 其他涉足新能源汽车产业的公司。包括下属子公司从事质子交换膜燃料电池生产的同济科技（600846）、复星医药（600196）；电容器生产者法拉电子（600563）；电机生产者宁波韵升（600366）
- 新能源汽车整车生产商。其中客车生产商有福田汽车（600166）、中通客车（000957）、宇通客车（600066）、安凯客车（000868）、中国南车（601766）、长丰汽车（600991）；轿车生产商有一汽轿车（000800）、上海汽车（600104）、长安汽车（000625）、万向钱潮（000559）、海马股份（000572）

6.1 新能源主题（建筑节能）

建筑节能方面的投资机会：

- 第一类是建筑能源的新能源化，主要是光电建筑一体化、地热能综合利用。涉及该领域的上市公司主要是光伏玻璃和幕墙的生产企业，包括生产光伏玻璃的南玻A（000012）、金晶科技（600586）、新华光（600184）、耀皮玻璃（600819）；生产玻璃幕墙的上市公司有方大A（000055）、南玻A（000012）、中航三鑫（002163）
- 第二类是环保和节能型的建筑材料。新型墙体材料的制造企业如北新建材（000786）、烟台万华（600309）、红宝丽（002165）；保温材料、门窗节能材料的制造者海螺型材（000619）、南玻A（000012）；节能灯照明的制造企业佛山照明（000541）、浙江阳光（600261）、雪莱特（002076）
- 第三类是智能建筑设计或节能系统设计。所涉及的上市公司不多，主要是同方股份（600100）和泰豪科技（600590）

6.1 新能源主题（其他新能源）

其他节能减排和环保方面的投资机会：

- 一是**CDM项目的受益公司**，主要集中在化工、水泥、钢铁等节能减排压力比较迫切的行业。公司有三爱富（600636）、巨化股份（600160）、柳化股份（600423）、川化股份（000155）、中国石油（601857）、华能国际（600011）、华电国际（600027）、国电电力（600795）、大唐发电（601991）、海螺水泥（600585）、鞍钢股份（000898）、武钢股份（600005）、济南钢铁（600022）、包钢股份（600010）
- 二是**传统节能锅炉和其他环保设备公司**。生产节能锅炉和余热锅炉的华光股份（600475）、海陆重工（002255）；脱硫环保设备生产的龙净环保（600388）、菲达环保（600526）、凯迪电力（000939）；固体废料处理的合加资源（000826）；污水处理的创业环保（600874）
- 三是**节能电机的公司**，主要通过提高电机性能、以改善用电设备运行效率、与负载更好地实时匹配以达到省电的目的。生产用于冶金、煤炭等高耗能行业的无功补偿装置的荣信股份（002123）、高压大功率变频装置的智光电气（002169）、非晶变压器的安泰科技（000969）、永磁电机的中科三环（000970）和宁波韵升（600366）

6.2 区域经济投资主题

区域经济受益思路有以下几条路线：

- 一是原有资源优势明显、长期经济增长较快或者增长潜力较大的区域，以及这些区域中政策最受益的行业
- 二是政策倾斜力度较大、未来很可能还有优惠政策出台的区域
- 三是产业结构调整 and 转型过程中资源重新分配和转移、从而形成新的增长集群的地区
- 四是区域经济振兴政策实施范围较为集中、目标精准的地区或者行业

按照上述思路，我们选择浦东新区、滨海新区、成渝新区和海南这四个区域板块作为重点关注对象

6.2 区域经济投资主题

表：各地区区域振兴计划主要政策与政策出台时间概况

区域名称	政策名称	出台时间
成渝新区 (两江新区)	《国家发展改革委关于批准重庆市和成都市设立全国统筹城乡综合配套改革试验区的通知》	2007年6月7日国家发展和改革委员会下发
	《国务院关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》	国务院于2009年2月5日下发
	《成都市统筹城乡综合配套改革试验总体方案》	国务院于2009-5-21正式批复
滨海新区	《国务院推进滨海新区开发开放有关问题的意见》	2006年5月26日国务院发出，2008年3月国务院正式批复
东北工业基地	《东北地区振兴规划》	2007年8月，国务院原则同意
泛珠三角	《珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008－2020年）》	2009年1月8日发布
关中－天水经济区	《关中—天水经济区发展规划》	2009年1月15日，国家发展改革委员会会议论证通过
北部湾	广西防城港、钦州港、北海港统一使用“广西北部湾港”名称	广西壮族自治区人民政府于2009年3月正式批准
海西经济区	《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》	2009年5月4日，国务院常务会议，讨论并原则通过
浦东新区	《上海浦东新区进行综合配套改革试点》	2005年6月21日国务院常务会议正式批准
	《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的意见》	2009年4月30日国务院发布
深港地区	《深圳市综合配套改革总体方案》	国务院于2009年5月25日批准
海南板块	《关于支持海南省发展旅游业有关问题的函》	2008年3月5日国务院办公厅原则同意
	《海南国际旅游岛建设行动计划》	2008年4月25日海南省政府发布

6.2 区域经济投资主题（浦东新区）

表：泛浦东板块值得关注的个股及其基本情况

公司代码	简称	所属行业	主要受益的理由
600009	上海机场	机场管理	直接受益于世博会、迪斯尼，未来业绩取决于国际经济的复苏、资产收购进程
002269	美邦服饰	服装	目前没有太大受益。但浦东区在申请税收优惠，如果获批，公司税率也下降。
600170	上海建工	建筑工程	上海两个中心建设、迪斯尼建设将持续带动上海基础设施建设，对上海本地建筑企业有益
600820	隧道股份	建筑工程	上海两个中心建设、迪斯尼建设将持续带动上海基础设施建设
600115	ST东航	航空运输	受益于世博会、迪斯尼，但上海航空运输市场竞争激烈
600591	*ST上航	航空运输	受益于世博会、迪斯尼，但上海航空运输市场竞争激烈

6.2 区域经济投资主题（滨海新区）

表：滨海新区板块值得关注的个股及其基本情况

公司代码	简称	所属行业	主要受益的理由
600329	中新药业	医药及健康护理	天津医药龙头企业，受益医改、科技创新扶持以及税收优惠
600535	天士力	医药及健康护理	现代中药龙头，科技创新扶持以及税收优惠
600717	天津港	港口	税收优惠，招商引资政策，吸引货源
000836	鑫茂科技	地产/新能源	土地初步丰富、风机叶片项目将进入收获期
000927	一汽夏利	汽车行业	受益于小排量轿车购置税下调

6.2 区域经济投资主题（成渝新区）

表：成渝新区板块值得关注的个股及其基本情况

公司代码	简称	所属行业	主要受益的理由
600129	太极集团	医药及健康护理	储备的土地增值
600877	中国嘉陵	摩托车	南方集团整合旗下摩托车资产（嘉陵、建设、洛阳北托、济南轻骑）带来想象空间
000565	渝三峡A	化工－农药	中性，未来草甘磷价格难以恢复
000591	桐君阁	医药及健康护理	受益医改
000625	长安汽车	汽车行业	受益于汽车下乡政策
	西南合成	医药及健康护理	资产注入和资产整合预期
001696	宗申动力	摩托车	产品结构升级、管理优势明显，集团开发新能源摩托车
600039	四川路桥	建筑工程	灾后重建带动道路桥梁建设
600321	国栋建设	建筑产品	作为中西部最大的人造板生产企业，将受益于家具制造业向中西部转移以及灾后重建对人造板的需求
600378	天科股份	化工－煤化工	增持，未来煤化工行业持续看好
000584	友利控股	化工－化纤	增持，未来氨纶价格有望反弹
000790	华神集团	医药及健康护理	科技创新政策扶持
002253	川大智胜	软件	公司主要从事机场空管自动化业务，有望因机场投入加大和国产对进口的替代而受益
002259	升达林业	农业	可能会受益于灾后重建

6.2 区域经济投资主题（海南国际旅游岛）

表：海南板块值得关注的个股及其基本情况

公司代码	简称	所属行业	主要受益的理由
600238	海南椰岛	食品饮料	木薯乙醇
000571	新大洲A	摩托车	受益于取消养路费及摩托车下乡政策
000735	罗牛山	农业	有些土地资源

谢谢!

欢迎交流!

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券研究所策略研究部

张冬云

电 话: 021-23219442

Email: zhangdy@htsec.com