

[2009.06.23]

春列仍未到站——在预期验证中前行

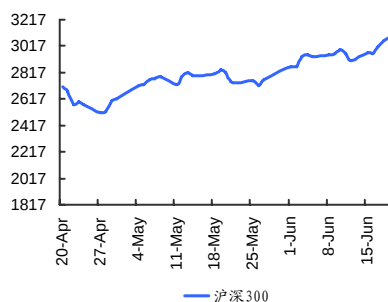
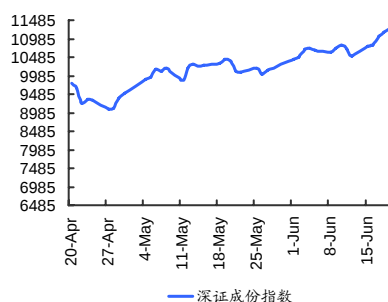
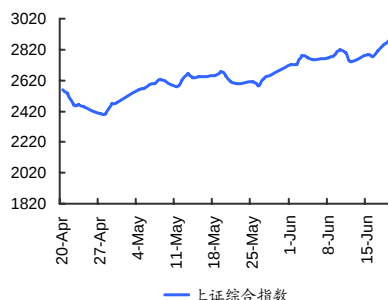
——2009年下半年A股投资策略报告

宏观策略小组

86-22-2845 1665

投资要点:

- 世界范围内的通胀预期已经形成。国内情况看尽管5月份价格数据显示, CPI和PPI增速继续维持双负,但考虑到09年下半年翘尾因素的逐步消退, CPI和PPI的降速也将逐步缩窄,我们预计CPI将于年底或明年年初恢复正增长,下半年我们将经历通缩向通胀的转变,在此过程中通胀预期将不断被强化。
- 09年下半年流动性依旧充裕,其一方面因为新增信贷的减少并不表示流动性的衰竭;而另一方面,国内通胀预期的逐步增强,必将促使投资者重新考虑资产配置,以股市、楼市和大宗商品等为主的资本品将得到更多配置,于是“储蓄搬家”将成为09年下半年的A股市场新的资金支持。
- 09年上半年蹒跚走出低谷的中国经济尽管基础尚不牢固,但趋势正逐步向好,期间央行政策扶持下的投资功不可没,而稳健的消费增速则贡献了GDP增长的70%,净出口的减少以及去库存导致的存货投资的大幅下降成为拖累GDP增长的关键所在。我们认为09年下半年,经济将在固定投资、消费以及去库存压力减轻等多引擎的推动下继续回暖。
- 就估值而言:从CPI与市场趋势的历史比较来看,走出通缩以及通胀的过程通常都是伴随市场估值提升的过程,这个效应在99年,03年,07年都体现的尤为明显。流动性对市场估值的驱动力更为明显,M1增速由于明显的周期性特征对于市场估值具有很好的指示意义。上半年M1的触底反弹主要来源于宽松货币政策的推动,而随着宽松货币政策效应的减弱,后期M1上行的动力将来主要自于定期存款出现活期化迹象,这种情形分别在96年,99年以及07年都出现过。
- 09年或许将成为中国经济由外需转向内需的重要转折年份,站在这个时点,我们认为下半年市场的走势就是首先在乐观预期的支持下强势上行,然后等待预期的验证,当经济复苏低于预期的发展,市场会在寻顶后下跌。所以验证预期成为下半年影响市场走势的关键,但是在任何坏的预期出现之前,我们相信市场会继续上行。
- 从通缩到通胀预期,在此过程中我们看好那些与内需和财富积累相关的行业,如地产、高档消费品;同时,随着价格水平的逐步回升,金融业特别是银行业也将成为良好的投资标的;另外,在未来通胀的预期下,我们也看好资源类等供给受限行业的投资机会。



相关报告

- 《IPO重启助推蓝筹行情》
——09年6月投资策略报告
- 《春列在路上》
——09年5月份投资策略报告
- 《预期掌控下的春天列车》
——09年2季度投资策略报告
- 《政策效用累积 市场底部将现》
——2008年11月投资策略报告

宏观小组成员:

马静如
黄锋
周喜

目 录

1. 2009 年下半年热点问题探讨.....	5
1.1 通胀预期已形成 通缩向通胀转变.....	5
1.2 流动性依旧充裕 “储蓄搬家”是支持.....	8
1.3 多引擎合力促使经济继续回暖.....	10
1.4 从流动性推动到通胀预期：驱动估值动力未尽.....	14
2. 09 年下半年市场走势判断.....	20
2.1 案例借鉴：从通缩到通胀初期的股市表现.....	20
2.2 09 年下半年大盘趋势判断.....	25
3. 下半年A股市场操作策略.....	27
3.1 抗通胀主题.....	27
3.2 通胀预期中的资产重估主题.....	33
3.3 通胀受益主题：终端消费企业.....	38
4. 股票池.....	42

图 目 录

图 1: 美日 10 年期国债收益率回升彰显通胀预期	6
图 2: 09 年上半年国内信贷及货币供应量增速大幅走高	7
图 3: 信贷大幅增长推升货币乘数, 进而提升国内流动性	7
图 4: 09 年中国CPI走势(6 月份之后为预测值)	8
图 5: 中国市场利率水平依然处于低位	9
图 6: 股票资产抗通胀特性显著	9
图 7: 通胀预期直接促使“储蓄搬家”	10
图 8: 2009 年 1 季度分享拉动率	10
图 9: 社会消费品零售总额名义增速	11
图 10: 社会消费品零售总额实际增速	11
图 11: 09 年下半年国产乘用车销量维持高位	12
图 12: 09 年下半年国产商用车销量有望进一步回暖	12
图 13: 国产汽车出口已经在谷底, 回暖可期	12
图 14: 5 月份部分国家汽车销量出现微弱复苏迹象	12
图 15: 主要市场指数当前市盈率与历史比较	15
图 16: 主要市场指数当前市净率与历史比较	15
图 17: 国际市场市盈率比较	15
图 18: 国际市场市净率比较	15
图 19: 全球主要市场PEG比较	16
图 20: AH溢价历史走势图	16
图 21: 过去 15 年M1 增速与市盈率的波动比较	17
图 22: 过去 15 年M1-M2 与市盈率的波动比较	18
图 23: M1 同比增长率与上证指数走势图	19
图 24: CPI同比增长与上证指数历史走势比较	19
图 25: 1951-2008 年间美国二次经济危机后适度通胀促进股市上涨	20
图 26: 1959-1968 年美国通胀水平与股市走势	21
图 27: 2002-2006 美国通胀水平与股市走势	21
图 28: 1971-2008 年间日本三次经济危机后适度通胀推动股市上涨	22
图 29: 日本 1987-1989 年通胀水平与股市走势	23
图 30: 日本东南亚金融危机后通胀水平与股市走势	23
图 31: 日本网络危机后通胀水平与股市走势	24
图 32: 近 1 年黄金走势与申万有色指数对比	27
图 33: 日均交易额出现明显回升	36
图 34: 社会消费品零售保持强劲	39
图 35: 居民收入增长反弹	39
图 36: 4 月消费者信心指数见底略有反弹	39
图 37: 04 年以来各板块估值水平统计	40

表 目 录

表 1: 终端消费类企业销售数据	12
表 2: 发达经济体经济增长预测	14

2009年下半年A股投资策略报告

表 3: 09 年下半年不同估值水平下对应的指数点位.....	26
表 4: 房地产行业毛利润同比增长率预测	28
表 5: 三只黄金股的估值比较	31
表 6: 2009 年 1-4 月券商经纪业务市场份额.....	37
表 7: 已审核通过的待上市企业	37
表 8: 股票池.....	42

前言

2008年11月至今，在恐慌与彷徨交替的犹豫不决中，A股市场却毅然演绎了一段波澜壮阔的反弹行情，上证综指涨幅近70%，同时有1300多只股票涨幅超过100%。我们说，是积极政策推动下良好预期与充裕流动性的相互配合使然；那么如今站在2800点的高位展望下半年，是山脚，是山腰，亦或是已经到了山顶？

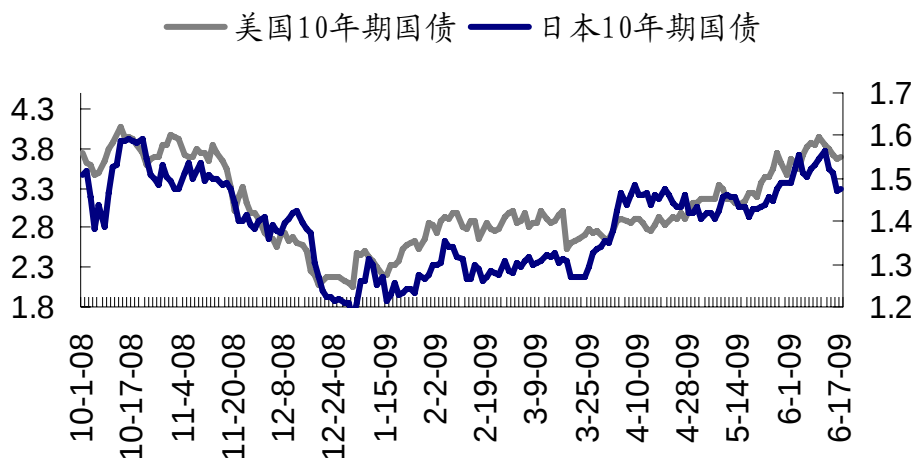
以史为鉴，温故而知新，显然美日等成熟资本市场走过的长期历程可以给予我们方向的指引。站在历史的高度，难道我们非要对上半年的行情做一个定性，才能判断未来的趋势；历史经验告诉我们，沿循“在发展中解决问题”的方法，超跌反弹也可能自然过渡到趋势性的反转，也许融为一体，也许反复交织，其关键就是国家应对危机所采取系列政策中对“度”的理解与掌控，但其目标无一例外都是结束危机冲击，促进经济发展恢复。因此，顺应政策预期实现目标的方向，把握“政策实施效果”这个的核心，密切跟踪政策影响下股市作用因素“力量与结构”的细微变化，必然能够及时厘清行情发展的脉络。简言之，根据资本市场历来具有自我强化的发展特性，我们认为下半年市场的走向将取决于乐观预期激发下的持续盘升与验证结果是否吻合之间的较量与博弈。

1. 2009年下半年热点问题探讨

1.1 通胀预期已形成 通缩向通胀转变

尽管5月份价格数据显示，CPI和PPI增速继续维持双负，但考虑到09年下半年翘尾因素的逐步消褪，CPI和PPI的降速也将逐步缩窄，而且我们预计CPI将于四季度恢复正增长，于是09年下半年我们将经历通缩向通胀的转变，而目前世界范围内的通胀预期已经形成，近期美日等国国债利率逐步回升即是很好的印证。

图 1: 美日 10 年期国债收益率回升彰显通胀预期



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.1.1 经济回暖推升全球通胀预期

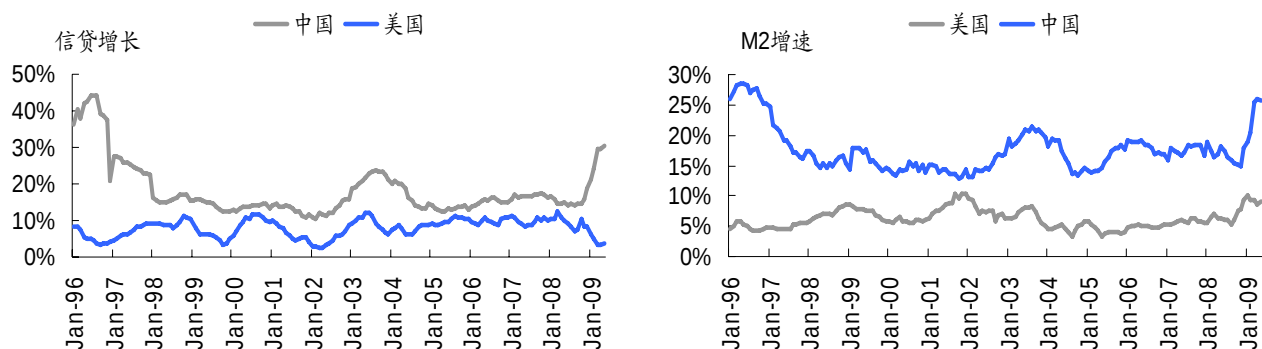
通胀预期的形成主要源于 08 年年底以来各国普遍实施的扩张性货币政策, 各国不仅多次下调利率以释放流动性, 而且美欧等国还采取购买国债等方式直接向经济体中注入流动性。根据公式 $MV=PQ$ 可知, 基础货币 M 、货币流通速度 V 以及商品劳务供给量 Q 的变动直接影响社会物价总水平。在经济衰退前期, 由于经济活跃度大幅下降, 货币流通速度 V 显著回落, 同时需求的减少导致产能过剩, 于是部分对冲了基础货币 M 大幅增加对物价水平 P 的推升压力; 然而随着经济预期转暖, 经济活跃度的上升将逐步抬升货币流通速度, 同时需求的增加则逐步弥补产出缺口, 于是前期注入市场的基础货币在货币流通速度回升的催化下必将引起物价水平的逐步攀升, 正是近来世界经济企稳回升迹象的逐渐明朗, 增强了投资者的通胀预期。

1.1.2 银行信贷激增直接促成国内通胀预期

尽管中国并未像美国那样因数量宽松的货币政策而导致基础货币规模的激增, 但是政策刺激下银行体系的大幅放贷则显著推高了货币乘数, 从而导致货币供应量的逐步走高, 进入 09 年后中国 $M2$ 增速较去年底提升近 10 个百分点, 远高于美国不足 10% 的增长水平, 所以国内的流动性较美国更为充裕。然而由于国内金融及利率市场管制较多, 市场利率并未反映出通胀预期的提升, 但是我们认为国内经济将与世界经济一同在 09 年下半年经历通缩向通胀的转变, 而在此过程中通胀预期也存在继续增强的可能。

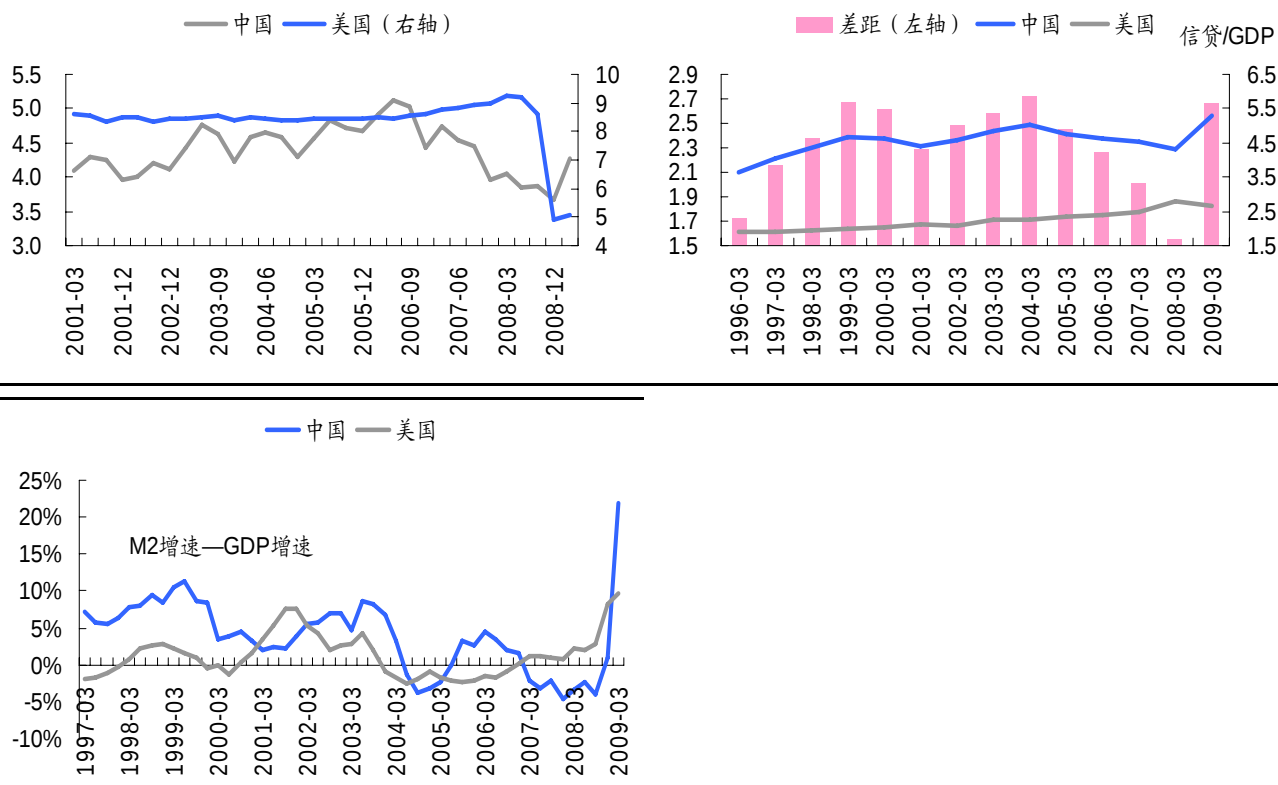
2009年下半年A股投资策略报告

图 2：09 年上半年国内信贷及货币供应量增速大幅走高



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

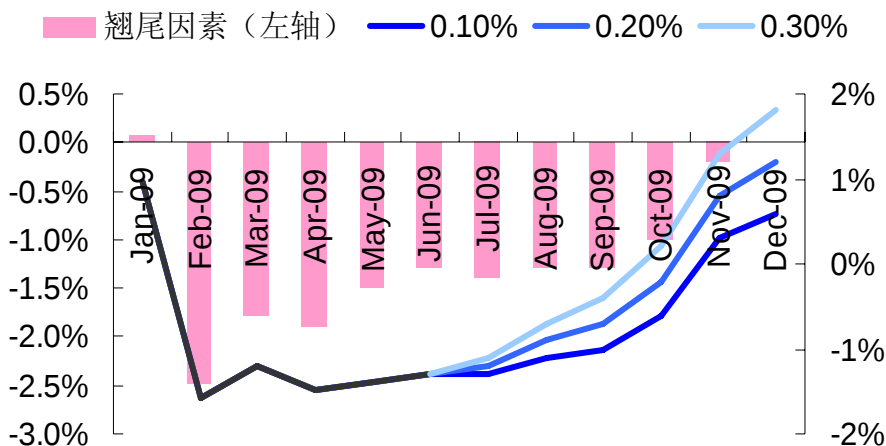
图 3：信贷大幅增长推升货币乘数，进而提升国内流动性



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

就下半年而言，翘尾因素压制作用的衰减以及猪肉价格的企稳回升都将使中国 CPI 同比降幅逐步缩窄。如果假设下半年 CPI 月均环比增速为 0.1%，那么结合已知的翘尾因素，CPI 将于 11 月份回归正值，从而正式走出通缩阴影。

图 4: 09 年中国 CPI 走势 (6 月份之后为预测值)



注：图中 CPI 预测曲线分别假设下半年 CPI 月均增速为 0.1%、0.2% 和 0.3%

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

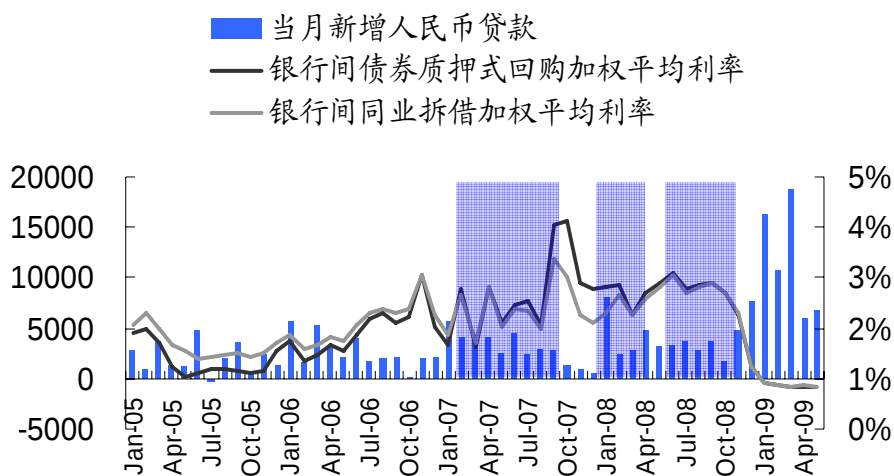
1.2 流动性依旧充裕 “储蓄搬家”是支持

前文我们指出上半年充裕的流动性源于世界各国持续宽松的货币政策，其中我国的流动性甚至比实施数量宽松货币政策的美国更加充裕，但随着国内新增贷款规模的下滑，投资者逐渐担忧资本市场流动性将趋于衰竭，从而难以继续支撑市场的上涨。对此我们认为，09 年下半年流动性依旧充裕，其一方面因为新增信贷的减少并不表示流动性的衰竭；而另一方面，随着 CPI 降幅的逐步缩窄，国内通胀预期将逐步增强，而这必将促使投资者重新考虑资产配置，以股市、楼市和大宗商品等为主的资本品将得到更多配置，于是“储蓄搬家”将成为 09 年下半年的 A 股市场新的资金支持。

1.2.1 新增贷款不是流动性的判别标准

我们在此前的报告中多次指出，市场利率体现了资金供需双方的最终博弈结果，所以是判别流动性充裕与否的关键，而新增贷款规模的下降并不必然导致流动性充裕度的回落。如下图阴影部分所示，尽管 07 年上半年各月新增贷款相差不大，但其间市场利率却起伏明显，特别是 2007 年 5 月份新增贷款仅为 2473 亿元，分别比同年 4 月和 6 月减少 1747 和 2042 亿元，但是 5 月份银行间债券质押式回购加权平均利率和银行间同业拆借加权平均利率仅为 2.09% 和 2.01%，分别比 4 月份回落 73bp 和 81bp，比 6 月份低 38bp 和 38bp。另外，07 年 11 月至 08 年 2 月期间，新增贷款规模的剧烈波动并未改变利率的平稳运行；而相对于 08 年 9 月，10 月份新增贷款回落的同时市场利率却是不升反降。

图 5：中国市场利率水平依然处于低位

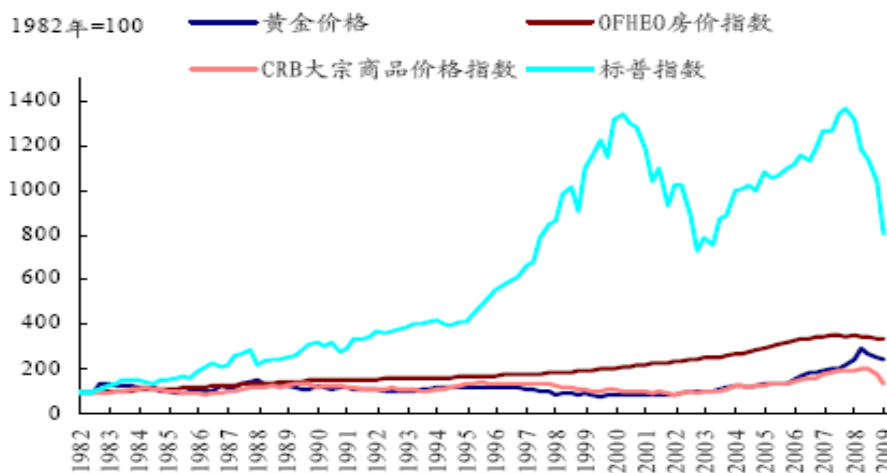


资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.2.2 “储蓄搬家”支撑 A 股市场流动性

对于下半年的 A 股市场，除信贷激增提供的充裕流动性外，通胀预期下的“储蓄搬家”将成为 A 股市场流动性新的支持因素。就理论而言，以逐利为本性的资金依靠对不同投资途径下风险收益的综合分析，选择最为恰当的配置比例，而在产能依然过剩、实体投资前景尚不明朗之时，作为经济晴雨表的资本市场必将首先受到资金的青睐。而下半年不断加强的通胀预期将促使储蓄资金重新配置，此时股票资产抵御通胀的突出特性则会使其获得更大的配置比例。

图 6：股票资产抗通胀特性显著

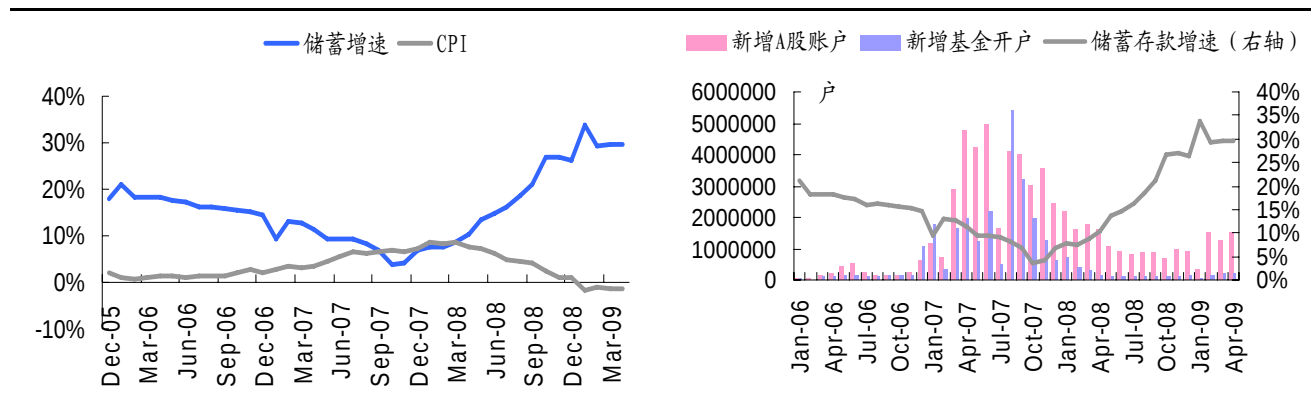


资料来源：bloomberg，渤海证券研究所

2006 年行情启动之时国内储蓄增速为 20% 左右，而随着通胀水平的走高储蓄增速持续回落，加之资本市场赚钱效应的逐步扩散，储蓄搬家而转入资本市场的迹

象十分明显，储蓄增速回落期间新增 A 股开户数和新增基金开户数骤然提升。就目前来看，不断回升的新增 A 股开户数，至少表明资金参与 A 股市场的愿望正在逐级抬升，而这在限制市场回调空间的同时，也将为后续市场提供资金支持。

图 7：通胀预期直接促使“储蓄搬家”

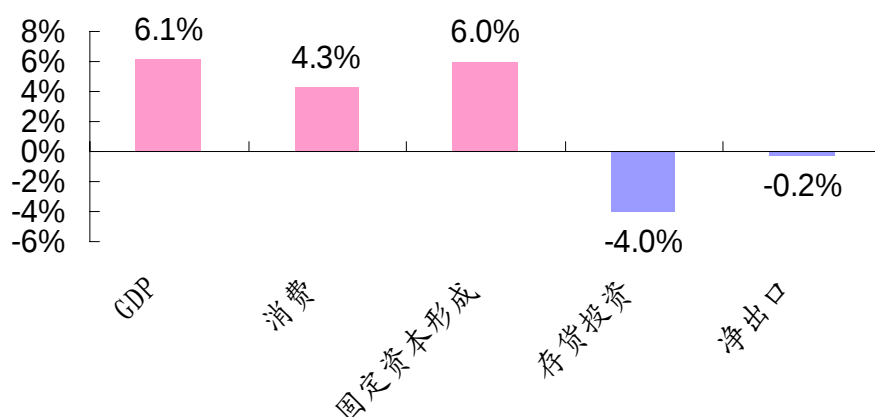


资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.3 多引擎合力促使经济继续回暖

于 09 年上半年蹒跚走出低谷的中国经济尽管基础尚不牢固，但趋势正逐步向好，期间央行政策扶持下的投资功不可没，而稳健的消费增速则贡献了 GDP 增长的 70%，净出口的减少以及去库存导致的存货投资的大幅下降成为拖累 GDP 增长的关键所在。我们认为 09 年下半年，经济将在固定投资、消费以及去库存压力减轻等多引擎的推动下继续回暖。

图 8：2009 年 1 季度分享拉动率



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.3.1 消费回升巩固经济回暖基础

(1) 宏观层面——消费增速逐步回升

4月份以来名义消费增速逐步企稳并在5月份有所回升，而如果考虑通货紧缩对于消费名义增速的侵蚀，其实际增速水平已于3月份开始逐步企稳回升。我们看到，5月份在必需消费继续回升的同时，家电汽车和家装用品之后成为可选消费品中的新亮点，这一方面源于房地产热销对家电产品的带动效应，同时夏季来临也推动了空调、冰箱等销售的回升。对于09年下半年，我们依然认为消费市场的走向取决于房地产、汽车等可选消费品的销售情况。

图 9：社会消费品零售总额名义增速

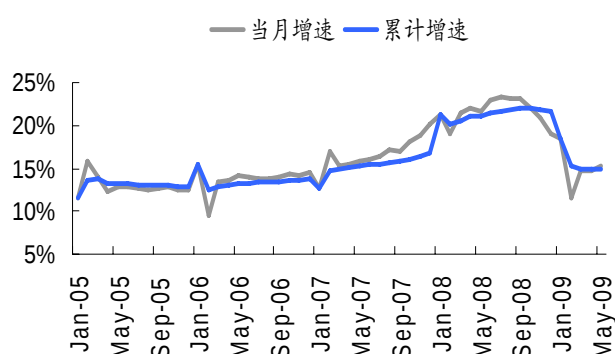
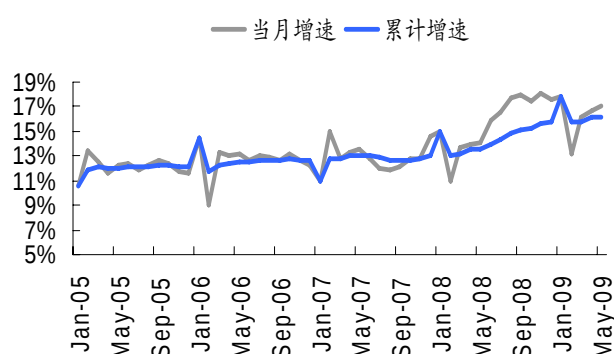


图 10：社会消费品零售总额实际增速



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

对此我们的房地产行业研究员认为，即使09年改善型需求市场份额提升5个百分点，09年商品房销售面积也可增长9.04%以上，如果考虑到07、08年累积的商品房需求以及流动性充裕对房地产市场的刺激作用，09年商品房销售面积增速将回升至30%以上。而房地产市场销售面积的增长还将提升家装以及家用电器的需求，从而进一步促使消费增长。

同时我们的汽车行业研究员则认为，09年下半年中西部及二三线市场的增长将促使乘用车需求继续保持高位，而随着经济的回暖以及汽车下乡、以旧换新政策效应的逐步显现，商用车需求也将逐步回升，另外全球经济的缓慢复苏也有利于国内汽车出口在09年下半年出现向上的拐点。

2009年下半年A股投资策略报告

图 11: 09 下半年国产乘用车销量维持高位

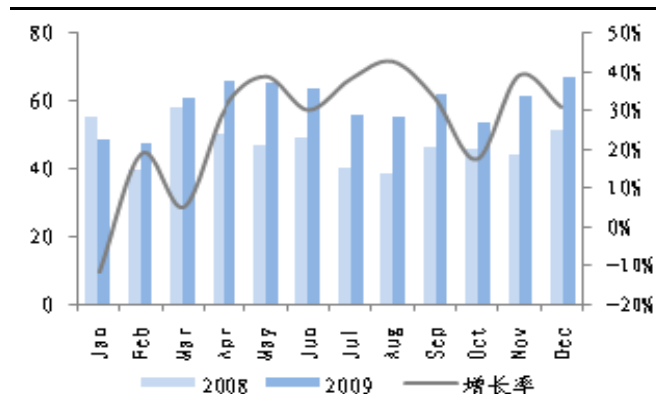
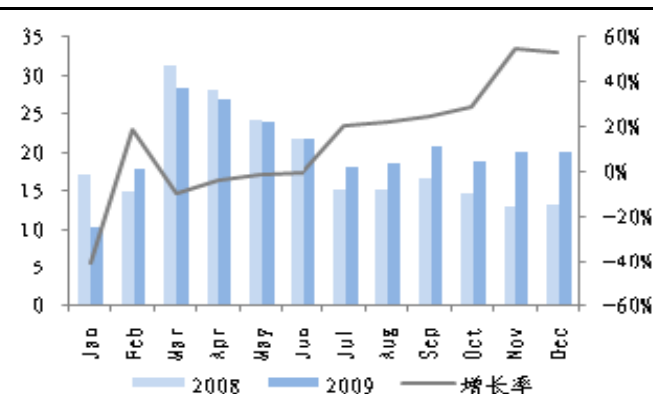


图 12: 09 下半年国产商用车销量有望进一步回暖



资料来源: CAAM, 渤海证券研究所

图13: 国产汽车出口已经在谷底, 回暖可期

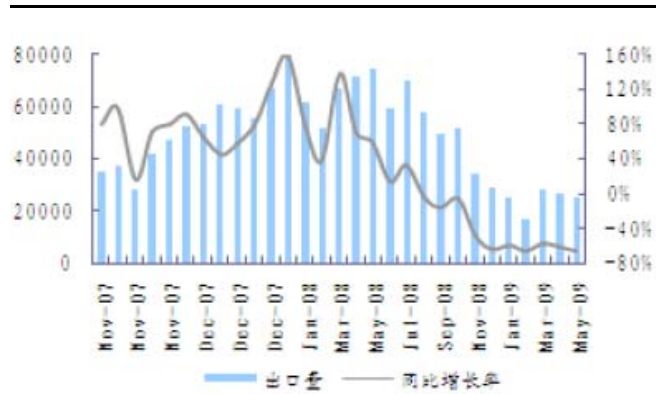
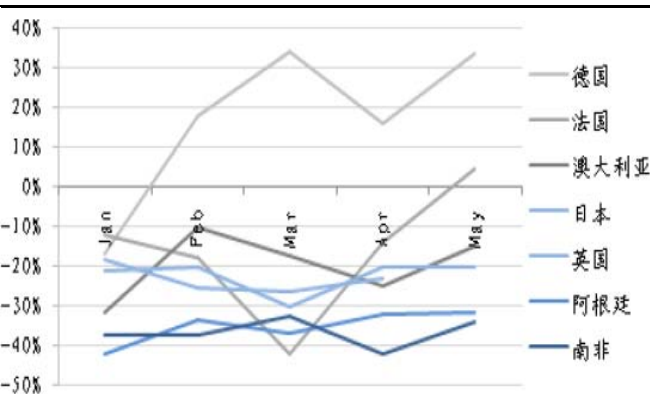


图14: 5月份部分国家汽车销量出现微弱复苏迹象



资料来源: CAAM, 渤海证券研究所

(2) 微观层面——终端消费企业数据好转

从终端消费企业数据跟踪看来, 4-5 月份消费情况明显好转。表现为: 百货公司收入增速普遍在 20-30%之间; 超市企业克服了高基数的影响, 实现了同店增长由负转正; 家电连锁企业也摆脱同店负增长, 实现了收入 20%以上。食品饮料方面, 啤酒销量增速逐月上升, 升至两位数; 高端白酒终端零售价稳定, 一批价回升; 葡萄酒行业增速由负转正。

表 1: 终端消费类企业销售数据

商业类公司销售情况						
		09 年 1-3 月	2009 年 4 月份	09 年五一黄金周	端午节	2009 年 5 月份
百货公司						
000987	广州友谊	0%	10% +	30% 以上	20%以上	18% 左右
002187	广百股份	-2%	5%	30% 左右	20%左右	15%-20%
000501	鄂武商	13%	和 1 季度基本持平	较高双位数增长	较高双位数增长	16%左右

2009年下半年A股投资策略报告

000417	合肥百货	14%	12%左右	20%以上	20%左右	接近 20%
600697	欧亚集团	11%	15%左右	16%-20%	16%	16%左右
600859	银座股份	22%	20%左右	略高于 20%	20%左右	20%左右
600693	东百集团	2%	接近 10%	高双位数增长	15%左右	15%左右
600785	新华百货	6%	个位数	9%	10%左右	10%左右
600631	百联股份	8%	个位数	20%左右	20%-30%	较高双位数增长
600694	大商股份	-1%	个位数	23%左右	双位数	双位数
600859	王府井	-1%	低个位数	20%左右	15%-20%	15%-20%
600628	新世界	1%	低个位数	4%	5 倍(首次联手 9 个郊区县,加大促销力度)	20%左右
600655	豫园商城	-3%	-	10%	-	-

超市类公司

000759	武汉中百	8%	双位数	24%	20%	16%
600361	华联综超	9%	超市 9%, 百货 15%	超市 8%, 百货 17%	超市 7%, 百货 16%	超市 11%, 百货 30%左右
002251	步步高	6%	23%(促销)	10%	-	10%左右

家电零售类公司

002024	苏宁电器	-1%	低个位数	20%以上	接近 20%	15%左右
--------	------	-----	------	-------	--------	-------

食品饮料公司销售情况

000869	张裕 A	虽然一季度收入同比负增长,但是上半年会与去年同期持平,到今年年底会实现个位数的增长。				
600600	青岛啤酒:	产品销量增速明显回升。1-5 月份,销量累计增长 8%,其中 1、2 月份销量增长在 10%以下,3 月份同比下降 11%,4 月份增速在 13%-14%之间,5 月份单月销量增长 14%。青岛主品牌 1-5 月份累计增长 30%,其中 5 月份主品牌增速超过 40%。				
000729	燕京啤酒:	4 月份啤酒行业产量同比增速为 8.20%,燕京啤酒产销量增速为 14%左右,增速再次超出预期,北京地区销量出现了恢复性的增长,增速约为 20%。				
600519	贵州茅台:	08 年末批发价稍有回落,5 月份现已回升到原有水平。近期 53 度“飞天”茅台酒全国一批价已回升至 580-610 元,较春节前回升了 40 元左右。				
000858	五粮液:	52 度五粮液的零售价 4 月环比上涨了 7.4%。				

资料来源:电话调研,渤海证券研究所

通过以上的分析,我们认为在房地产、汽车销量继续稳中有升的同时,零售及食品饮料行业也将在通胀预期及经济回暖的推动下逐渐向好,这些都将促使 09 年下半年消费总体形势的回升,其不仅有利于扩大内需以巩固经济回暖,而且还有利于改善国内的经济增长结构。与此同时,随着管理层对于消费重视程度的不断提升,刺激消费的政策也将不断深化,如温家宝在 5 月份的记者招待会上即表示:“接下来的政策重点将会集中在大幅度提高社会保障水平上,这将从根源上解决制约居民消费能力的桎梏,逐步释放出消费者压制已久的消费热情”。

1.3.2 出口回暖或是意外之喜

就 09 年上半年而言，我国进出口增速降幅逐步收窄后回升态势并不明朗，而我国连续提升出口退税率的政策也因其较大的漏出效应，而刺激效果持续时间较短，因此我们坚持认为国内出口贸易好转主要依赖于欧美日等发达经济体经济的回暖。虽然 4 月份 IMF 预测数据曾下调了以上国家和地区 09 年的经济增速，但 09 年四季度经济同比增速显然好于全年，这说明其仍认为 09 年下半年发达经济体将逐步止跌回稳，而在最近的报告中 IMF 则上调了美国经济前景，其认为 09 年美国或仅下滑 2.5%，较 4 月份的预测降幅缩窄 0.3 个百分点，这些微笑的转变无疑有于 09 年下半年国内出口增速的回暖。尽管中国经济复苏早于世界经济会导致下半年出口回暖态势弱于进口，从而弱化净出口对于经济的支持力度，但是依然存在的“出口—投资”路径将有利于促进国内私人投资，从而间接支持经济回暖。

表 2：发达经济体经济增长预测

	年度同比				四季度同比	
	最新预测值		较 1 月份预测值变动			
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
世界经济	-1.3%	1.9%	-1.8%	-1.1%	-0.6%	2.6%
发达经济体	-3.8%	0.0%	-1.8%	-1.1%	-2.6%	1.0%
美国	-2.8%	0.0%	-1.2%	-1.6%	-2.2%	1.5%
欧洲	-4.2%	-0.4%	-2.2%	-0.6%	-3.5%	0.6%
德国	-5.6%	-1.0%	-3.1%	-1.1%	-4.4%	0.0%
法国	-3.0%	0.4%	-1.1%	-0.3%	-2.2%	1.4%
意大利	-4.4%	-0.4%	-2.3%	-0.3%	-2.9%	0.2%
西班牙	-3.0%	-0.7%	-1.3%	-0.6%	-2.9%	0.2%
日本	-6.2%	0.5%	-3.6%	-0.1%	-2.7%	-0.6%
英国	-4.1%	-0.4%	-1.3%	-0.6%	-3.2%	0.6%
加拿大	-2.5%	1.2%	-1.3%	-0.4%	-1.9%	1.7%
其他发达经济体	-4.1%	0.6%	-1.7%	-1.6%	-1.9%	1.7%
新兴亚洲工业国	-5.6%	0.8%	-1.7%	-2.3%	-1.5%	2.0%

资料来源：IMF，渤海证券研究所

1.4 从流动性推动到通胀预期：驱动估值动力未尽

1.4.1 估值现状

我们先看看当前市场估值的一个情况，与 08 年底市场触及估值底不同的是，当前 A 股静态市盈率已经升至 28 倍左右的水平，不过较历史市盈率均值 40 倍仍有一定距离，而市净率目前在 3.17 倍，与历史均值 3.8 倍的水平相对较为接近。

2009年下半年A股投资策略报告

图15: 主要市场指数当前市盈率与历史比较

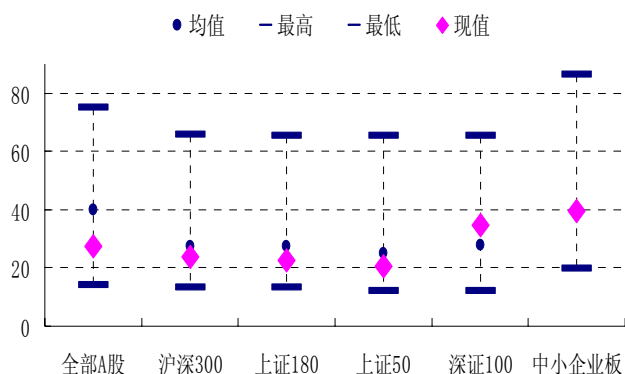
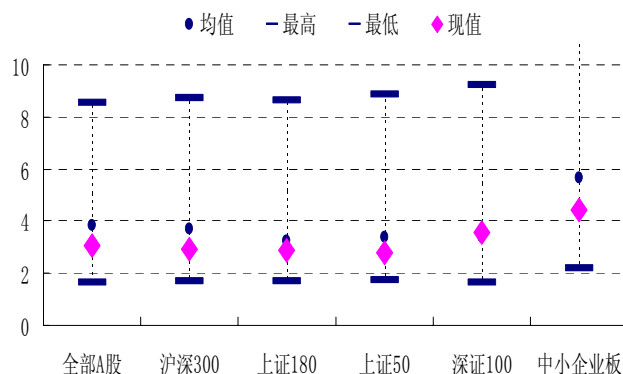


图16: 主要市场指数当前市净率与历史比较



资料来源: 渤海证券研究所, Wind

从估值的国际比较来看, A股的市盈率已经不再是过去那样“鹤立鸡群”, 其他很多主要市场由于更加糟糕的企业盈利, 市盈率已经攀升至更高的水平。不过从市净率这个较稳定的估值因素来看, A股的估值还是相对较高的, 并且可以看到, 中国和印度两个新兴市场的市净率在全球来看都处在相对较高的水平之上。

图17: 国际市场市盈率比较

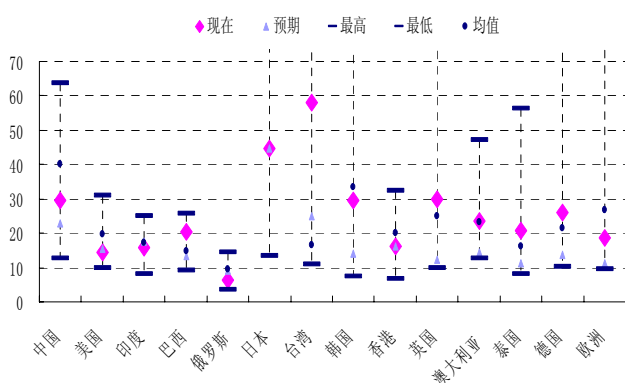
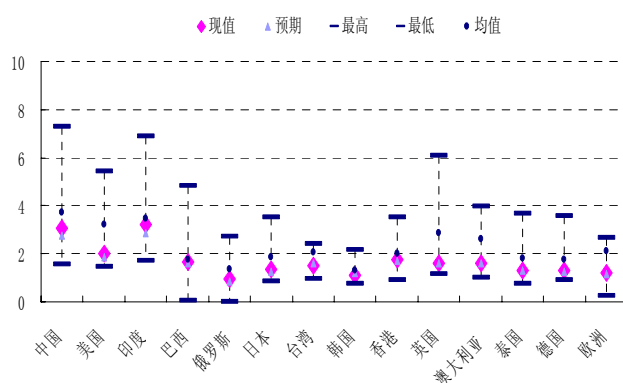


图18: 国际市场市净率比较

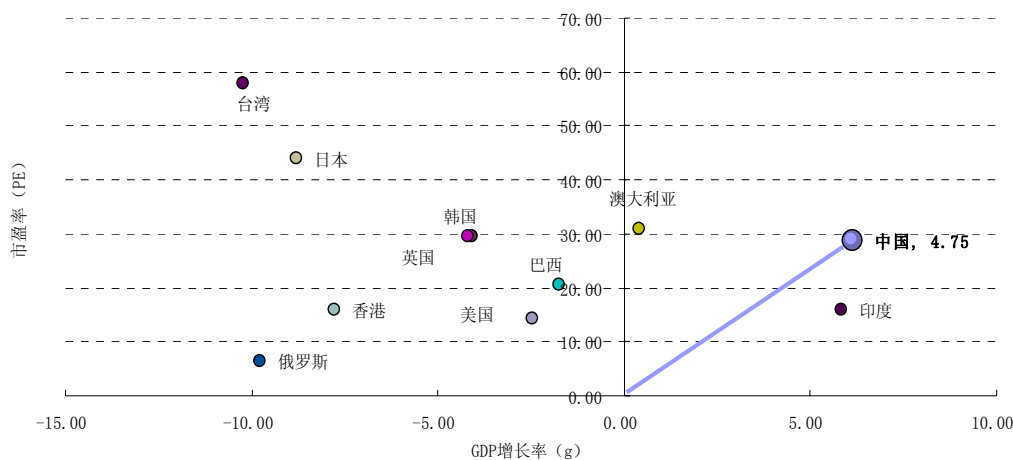


资料来源: 渤海证券研究所, Bloomberg

PEG: A股更具比较优势

我们以一季度各市场的GDP增长率来替代G值, 从全球市场PEG的比较来看, 中国A股市场的PEG值为4.75, 主要市场中仅仅印度市场较A股市场有更低的PEG值, 而其余绝大部分市场的PEG值甚至为负。因此, 通过对PEG的比较来看, 中国A股市场虽然估值上升已经较多, 但由于相对较好的经济增长潜力以及并不是非常高的估值水平, A股市场的估值仍然具有比较优势。

图 19: 全球主要市场 PEG 比较



资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

AH 溢价仍处相对较低的位置

另一个估值比较的参考是 AH 溢价水平, 反映 A 股相对 H 股价格的高低程度, 我们从近几年 AH 溢价的走势中可以看出, 当前 30%左右的溢价水平处在相对较低的位置, 与近几年均值较为接近。因此, 相对来看, A 股当前并未表现出明显的泡沫特征。

图 20: AH 溢价历史走势图



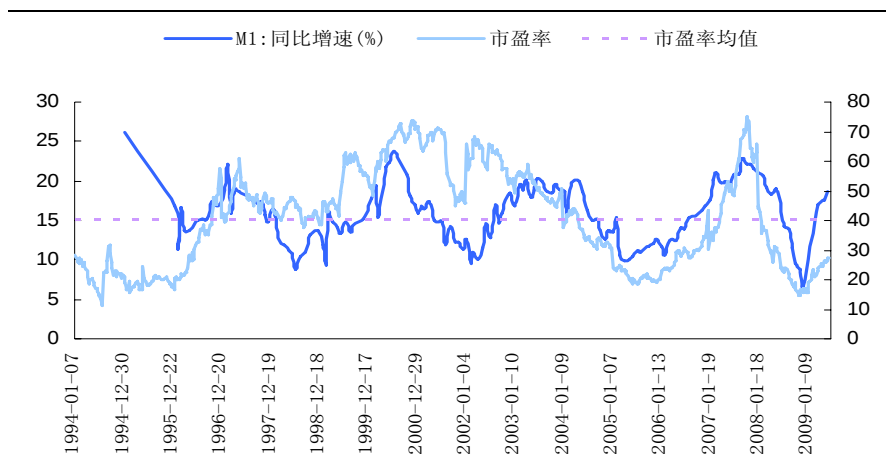
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.4.2 流动性对估值具有相当的推动性

M1 周期较好拟合估值周期

我们将历史 M1 增速与 A 股市盈率波动拟合比较，可以发现，M1 增速的周期性较估值水平的波动更为明显，并且在小的周期内，估值水平仍然与 M1 增速较为相关。

图 21：过去 15 年 M1 增速与市盈率的波动比较



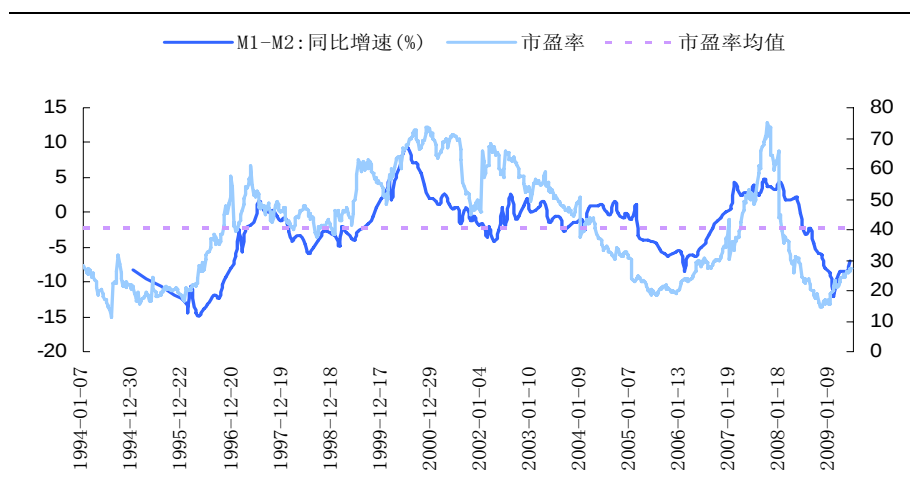
资料来源：渤海证券研究所，Wind

M1-M2:几乎是估值走势的翻版

同样拟合比较 M1-M2 与市场估值的历史走势之后，我们发现相对市盈率而言 M1-M2 几乎可以看作是估值走势的翻版，趋势上极为接近。而目前 M1-M2 与市场估值同处在历史较低水平，从趋势上看这与 95-96 年的情况较为相近。

从这些比较中我们至少可以得出以下结论，流动性对市场估值的驱动力是极为明显的，流动性与估值的相关性也是长期存在的，这其中 M1 增速由于明显的周期性特征对于市场具有更好的指示意义，而 M1-M2 则更接近市场估值的波动趋势。因此，我们认为跟踪 M1 以及 M1-M2 的变化，对市场估值趋势的判断会更有帮助。

图 22: 过去 15 年 M1-M2 与市盈率的波动比较



资料来源：渤海证券研究所，Wind

1.4.3 下半年估值提升的依赖：M1 继续上行和经济回暖预期

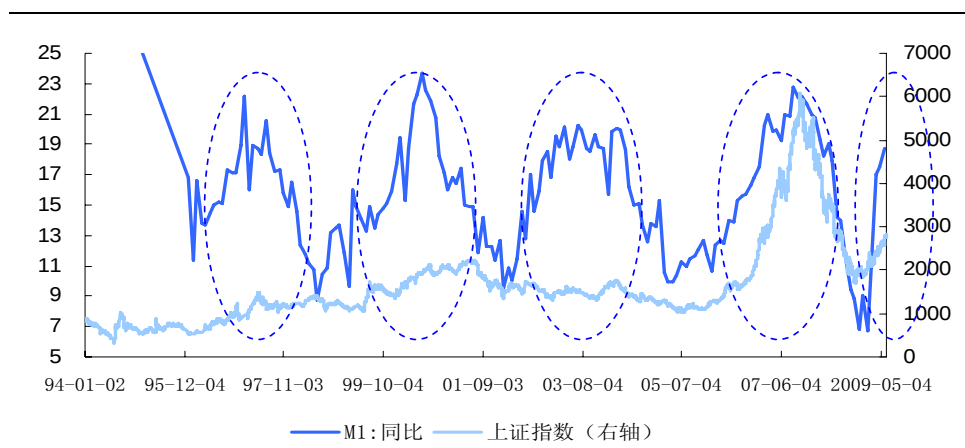
从宽松货币到经济改善预期：M1 增速仍存继续上行空间

需要注意的是，当前 M1 同比已经进入较高位置，此前宽松的货币政策对流动性充裕的提升效应是极为显著的，M1 同比也逐渐接近历史的高位。从这个角度来说，当前估值在快速反弹之后确实存在较大压力。

我们考察前几个波动周期的 M1 增速最高值，1997 年 1 月份 M1 同比增长最高达到 22.2%，2000 年 6 月 M1 同比达到 23.7%，2004 年 3 月达到 20.1%，2007 年 8 月到达 22.8%。这几轮流动性波动周期的 M1 同比增速都达到 20% 以上，从这个经验性的角度来看，当前的 M1 增速应该仍有继续上行的空间。

前一阶段 M1 的触底反弹主要来源于宽松货币政策的推动，而随着宽松货币政策效应的减弱，后期 M1 上行的动力将来主要自于定期存款出现活期化迹象，可能伴随 M2 增速的减缓，并使得 M1-M2 出现大幅上升，这种情形分别在 96 年，99 年以及 07 年都出现过。

图 23: M1 同比增长率与上证指数走势图



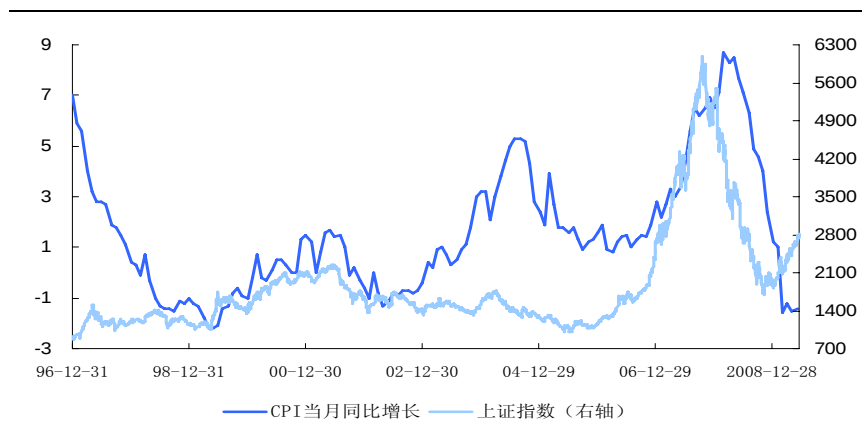
资料来源：渤海证券研究所，Wind

走出通缩：经济回暖预期助推估值上升

当前宏观经济仍处通缩形势之中，CPI 增速持续为负，PPI 增速继续下滑，而 CPI 与 PPI 增速差加速扩大。随着一系列经济刺激政策的逐步落实，充裕流动性对实体经济的支持效应也会有逐渐有所体现。资产价格的上升，企业效应的逐渐好转，会使得经济逐渐走出通缩，而这个过程必然也伴随着市场估值的进一步上升。

从 CPI 与市场趋势的历史比较来看，走出通缩以及通胀的过程通常都是伴随市场估值提升的过程，这个效应在 99 年，03 年，07 年都体现的尤为明显。不过遗憾的是，单从 CPI 的趋势，其并未较市场有更好的领先性。反而是在大部分时候，存在一些滞后市场的特征，04 年与 08 年 CPI 的拐点都出现在市场拐点之后。但结合我们对 09 年下半年经济逐渐走出通缩的判断，这个过程也将会进一步推动市场估值上升。

图 24: CPI 同比增长与上证指数历史走势比较



资料来源：渤海证券研究所，Wind

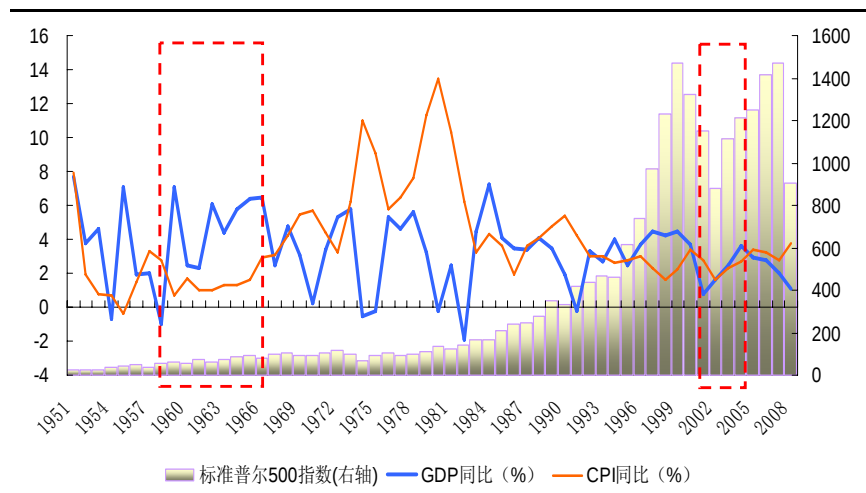
2. 09年下半年市场走势判断

2.1 案例借鉴：从通缩到通胀初期的股市表现

2.1.1 美国

我们统计到美国 1951 年-2008 年期间有二次重大经济危机结束后，伴随着经济的复苏，适度通货膨胀水平逐步上升，都使标准普尔 500 指数走出了明显的上涨行情。

图 25：1951-2008 年间美国二次经济危机后适度通胀促进股市上涨

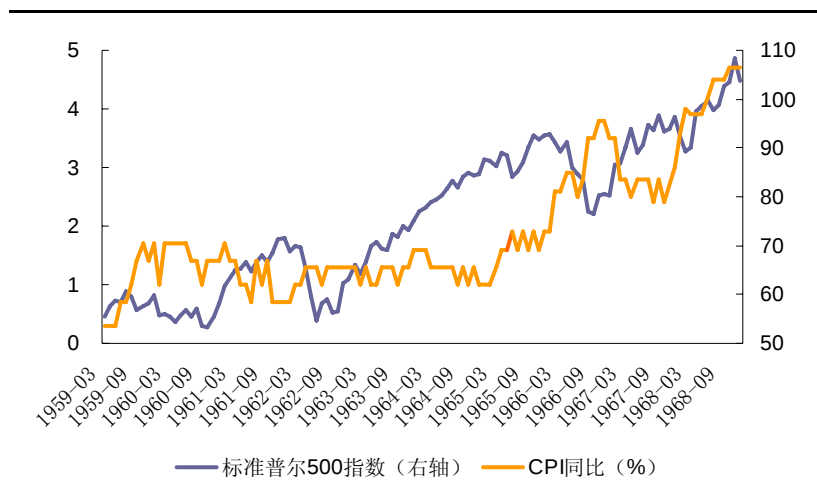


资料来源：WIND，渤海证券研究所

第一次：1959.3-1969.3

50 年代中期美国的自动化技术快速推行，1954 年美国出台《1954 年国内税收法》使固定资本加速折旧法实施范围扩大，加之当时美国消费信贷和私人住房抵押贷款大量增加，更加刺激了固定资本的大规模投资。然而随着物价水平的快速上升，需求减少，制造业产能大量过剩，最终于 1957 年 4 月引发美国二战后第三次大规模的周期性经济危机。数据显示，季度 GDP 增速（环比折年率）从 1955 年第三季度的 12%持续降至 1958 年一季度的-10%。1958 年二季度经济触底进入复苏期；1959 年 3 月 CPI 指数同比增长 0.3%进入阶段性底部区域，6 月开始逐步回升。至 1968 年底，美国 GDP 大部分时期都保持了 5%以上的较高增长，期间 CPI 指数同比增速从 0.3%上升到 4.7%，而标准普尔 500 指数从 55.44 点持续震荡上行至 1968 年最高的 108.37 点，涨幅达到 95.47%。

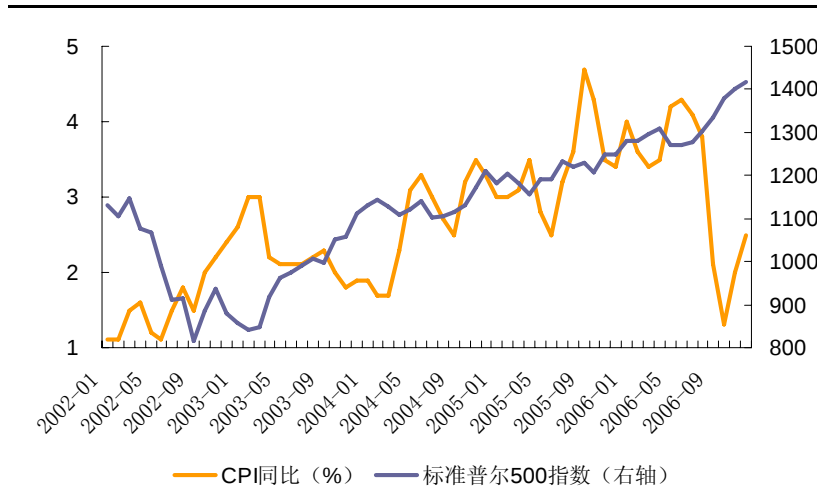
图 26: 1959-1968 年美国通胀水平与股市走势



资料来源: WIND, 渤海证券研究所

第二次: 2002.07-2006.06

图 27: 2002-2006 美国通胀水平与股市走势



资料来源: WIND, 渤海证券研究所

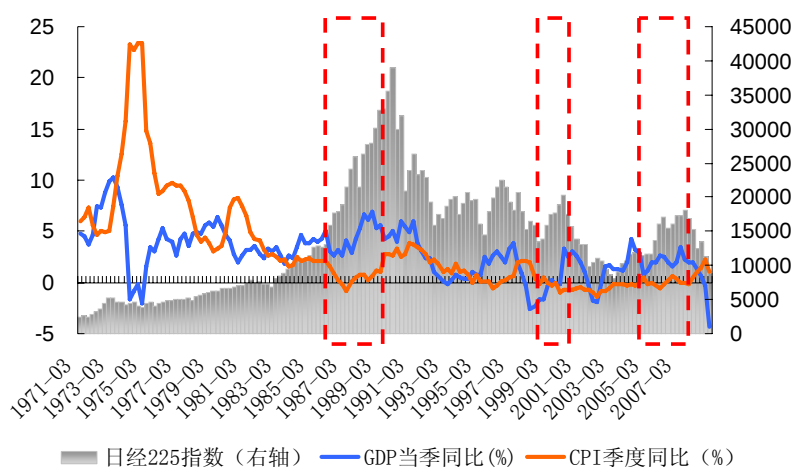
2000 年 3 月美国网络泡沫破灭、2001 年 9.11 恐怖袭击、2002 年能源巨头安然等因造假倒闭, 一系列的重大打击使新世纪来临之际的美国经济连遭重创。数据显示, 美国 GDP 增速从 1999 年的 4.5% 快速降至 2001 年的 0.8%, 其中 2000 年网络泡沫破灭结束了美国长达 9 年 GDP 正增长的经济繁荣, 而 2001 年 9.11 恐怖事件的发生使三季度 GDP 同比增长 (环比折年率) 更大幅跌至 -1.4%。2001 年四季度美国经济触底, 2002 年经济增长在低位徘徊中复苏, 至 2003 年 6 月美联储共连续降息 13 次刺激了房地产业的兴起, 对整体经济的恢复起到了关键作用。美国通胀水平自 2002 年 1 月降至 1.1% 进入底部区域, 7 月开始回升, 至 2006 年底月度同比增速最高曾达到 4.7%, 而期间 GDP 基本保持了 2.5% 以上的较平

稳增长，同期标准普尔 500 指数从 911 点持续震荡上行至 2006 年底的 1418 点，涨幅达到 55.65%。

2.1.2 日本

我们统计到日本 1971 年-2008 年期间有三次经济危机结束后，伴随着经济的复苏，适度通货膨胀水平的逐步上升促使日经 225 指数大幅上涨。

图 28: 1971-2008 年间日本三次经济危机后适度通胀推动股市上涨

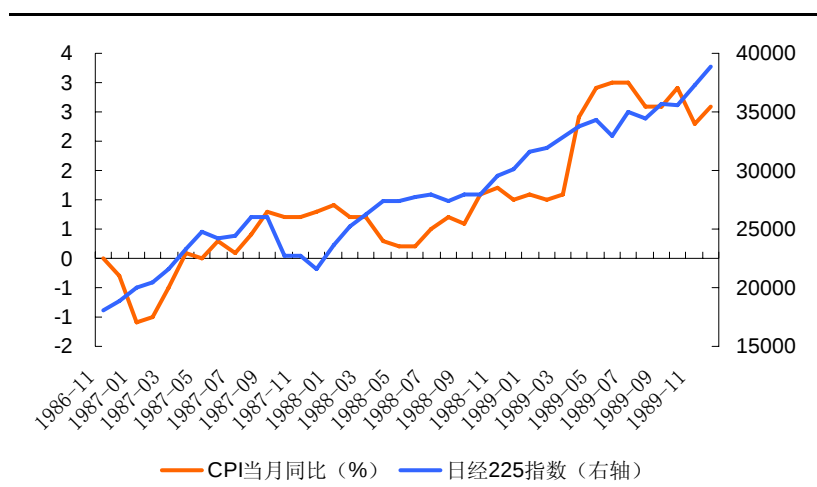


资料来源：WIND，渤海证券研究所

第一次：1986.12-1989.12

1985 年 9 月日本“广场协议”签订之后，日元的快速升值对日本出口型的经济形成巨大冲击，1986 年日本经济衰退出现“日元升值萧条”，GDP 从 1985 年四季度的 5.1% 快速降到 1986 年四季度的 2.6%。为此日本政府加快结构调整步伐，开始经济增长模式由“外需主导型”向“内需主导型”的转变，并从 1986 年 1 月到 1987 年 2 月，日本银行连续五次降低利率，把中央银行贴现率从 5% 降低到 2.5%，过度扩张的货币政策，产生了大量过剩资金，受此刺激日本经济自 1987 年开始出现复苏回升，而后持续 4 年保持了 5% 左右的较高速增长。通胀水平方面，日本 CPI 指数自 1986 年 10 月降为负增长，于 1987 年 4 月走出底部实现正增长，在资金供给愈发充裕的推动下，物价水平逐步上升，至 1989 年通胀率最高于 6 月达到 3%。而数据显示，同期日经 225 指数从 1986 年 11 月底的 18083 点飞速升至 1989 年 12 月底的 38916 点，涨幅高达 115.2%。

图 29: 日本 1987-1989 年通胀水平与股市走势

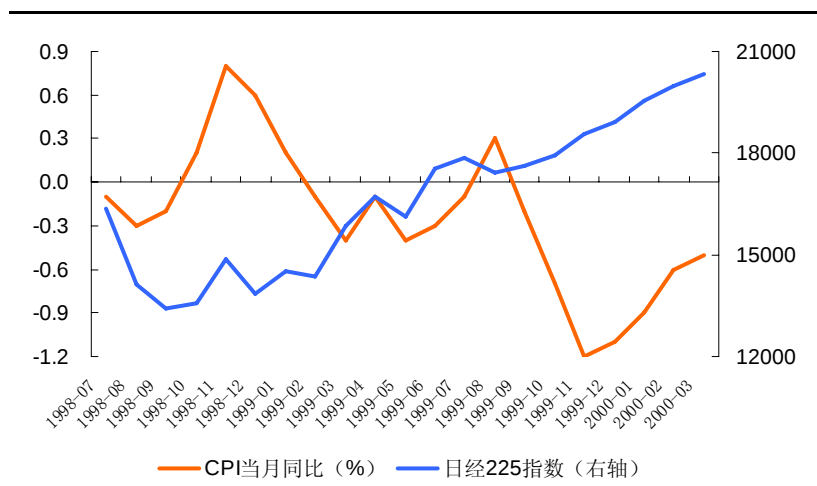


资料来源: WIND, 渤海证券研究所

第二次: 1998.9-2000.3

1997 年 7 月东南亚金融危机爆发, 受此影响日本 GDP 从 1997 年第二季度的 2% 快速降至 1998 年一季度的 -2.6%。由于日本毕竟是世界第二大经济强国, 虽然受到创伤, 但自 1998 年二季度金融危机开始减弱时, 经济已经开始步入缓慢回升, 1999 年已基本走出衰退, 2000 年明显复苏, 并持续到 2001 年美国网络危机爆发。在金融危机中日本再次陷入通缩, CPI 指数于 1998 年三季度再度出现负增长, 1999 年四季度达到最低, 而后降幅逐步趋缓, 出现缓慢回升的趋势。尽管美国网络危机的爆发又一次加重了日本通缩的程度, 但之前日本经济的逐步复苏与通缩程度的减弱已经使股市表现相当强劲; 数据显示, 日经 225 指数从 1998 年 9 月底的 13406 点上涨至 2000 年 3 月底的 20337 点, 涨幅为 51.7%。

图 30: 日本东南亚金融危机后通胀水平与股市走势

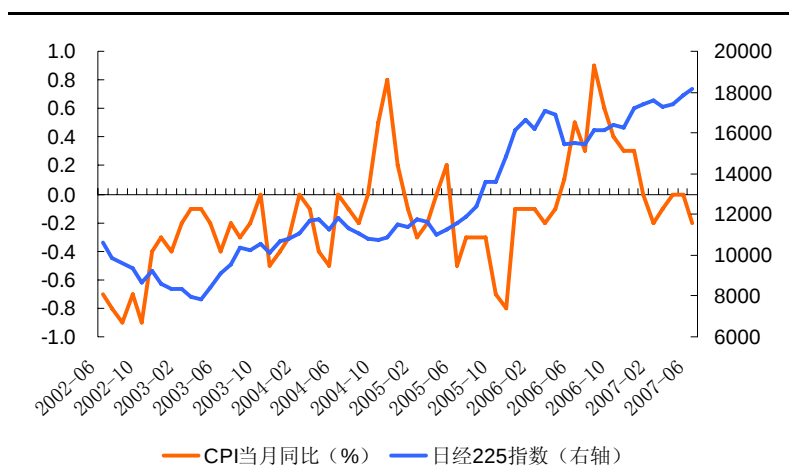


资料来源: WIND, 渤海证券研究所

第三次：2002.6-2007.6

美国网络泡沫的破裂对日本经济产生重大冲击,受此影响日本 GDP 从 2000 年第三季度的 3%最低下降至 2002 年一季度的-1.9%,触底后于 2009 年三季度复苏,并保持 2%左右的低速增长至 2007 年美国次贷危机出现。美国网络危机的爆发使日本正逐步走出东南亚金融危机阴影的通货紧缩再次加剧,在 2002 年一季度 CPI 指数最低下降 1.4%后,开始随着经济的逐步好转,通货紧缩的程度持续缓慢减弱;虽然至 2004 年第四季度才出单季度的正增长,但其后 CPI 指数基本保持-0.2%以上。数据显示,走出网络泡沫危机后,日经 225 指数从 2002 年 6 月底的 10621 点上涨至 2007 年 6 月底的 18138 点,涨幅为 70.77%。

图 31: 日本网络危机后通胀水平与股市走势



资料来源: WIND, 渤海证券研究所

2.1.3 结论

从美国与日本的经济史发展历史可以看出,在重大全球性的经济危机之后,随着国家 GDP 增长见底预期的出现股市往往提前完成探底,而后出现震荡缓慢回升;随着经济复苏趋势的明确,股市回升的力度有所加强;当 CPI 指数触底后通缩持续减缓或出现正增长时,股市上涨的速度将会出现加快。特别需要注意的是,由于是从经济危机中走出,经济增长存在由弱到强的过程,当 CPI 指数同比增长过快,接近适度通货膨胀上限时,可能由于国家货币政策的改变,往往股市会出现相当幅度调整。因此,当经济出现复苏,尚处于通货膨胀初期时,将是股市表现最好的阶段。

由流动性单一支撑过渡到流动性充裕与经济复苏的双重支持,在适度通胀预期出现的作用下,上市业绩将有较改善,进而推动股指继续上涨。

2.2 09年下半年大盘趋势判断

2.2.1 下半年趋势：乐观中等待预期验证

目前依然乐观：经济复苏、通缩向通胀转变、流动性依然充裕

在扩张性货币政策和财政政策的刺激下，外围经济出现微弱的回暖信号，本轮经济危机的导火索，美国房地产市场呈现构筑底部迹象，外围经济最坏的时候已经过去。

就国内经济而言：基于 PMI 指数、发电量等先行指标的指示，工业生产缓慢恢复回升的态势事实上已确立。另外国务院总理温家宝 17 日主持召开国务院常务会议，强调我国经济运行正处在企稳回升的关键时期，中央应对国际金融危机采取的方针和一揽子计划是正确有效的。会议强调，我国经济运行正处在企稳回升的关键时期，要坚定不移地继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面贯彻落实好应对国际金融危机的一揽子计划，并根据形势变化不断丰富和完善。

我们对未来经济的发展开始持一个乐观的态度，我们认为 09 年或许将成为中国经济由外需转向内需的重要转折年份，而这会对未来长时间的产业结构和股市变化起到根本的推动作用。站在这个时点，我们认为经济下滑和通货紧缩可能已经实质性地过去，下半年开始名义 GDP 的增长速度将有可能上升，这意味着企业的收入增长将提速。

流动性对市场估值的驱动力是极为明显的，流动性与估值的相关性也是长期存在的，09 年下半年我们将面临由流动性单一支撑过渡到流动性充裕与经济复苏的双重支持，在适度通胀预期出现的作用下，股指继续上涨的可能性很大。

市场永远都是超前反映的，上半年的市场已然反映经济见底的预期，正在憧憬经济复苏的蓝图，在一系列乐观预期的支持下，所有信息都理解成利好，市场会不断寻找上涨的理由，直到市场高到一个所有人都不敢相信的高点，下半年我们将首先经历这样一个寻找高点的美好时光段。

等待预期验证

（1）当经济的恢复并没有超预期甚至低预期时：（2）当通胀的预期日益减小甚至没有走出通缩，或者只是由通缩进入了滞胀。这其中的任何都将成为导火索引起市场恐慌性下跌，重心逐步下移，开始找底的过程。

我们认为，下半年市场的走势就是首先在乐观预期的支持下强势上行，然后等待预期的验证，当经济复苏低于预期的发展，市场会在寻顶后下跌。所以验证预期成为下半年影响市场走势的关键，但是在任何坏的预期出现之前，我们相信市场会继续上行。

2.2.2 估值模型测算：下半年上证指数核心区间 2400-3300

渤海证券研究所金融创新部根据股利贴现模型（DDM），结合前文中对未来一段时间流动性影响估值趋势的判断，测算 2009 年下半年市场估值定位将主要在 24-33 倍静态市盈率区间，对应市净率区间在 2.8 至 3.8 倍。如果用 09 年 20% 的增长预期来计算，那么对应的动态市盈率区间为 20-27.5 倍（注：Wind 一致预期统计中的 09 年 A 股上市公司盈利增长大约在 29%，沪深 300 的盈利增长预期约为 16%，而 Bloomberg 对 A 股的 09 年盈利增长预期大约为 28%）。

根据 24-33 倍静态市盈率区间以及 2.8-3.8 倍的静态市净率区间，测算对应的上证指数区间为 2400-3300 点。

表 3：09 年下半年不同估值水平下对应的指数点位

09 年静态市盈率	09 年动态市盈率		09 年静态市净率	对应上证指数点位
	（按 09 年 20%增长估计）			
24	20	2.8	2400	
27	22.5	3.1	2700	
30	25	3.5	3000	
33	27.5	3.8	3300	

资料来源：渤海证券研究所

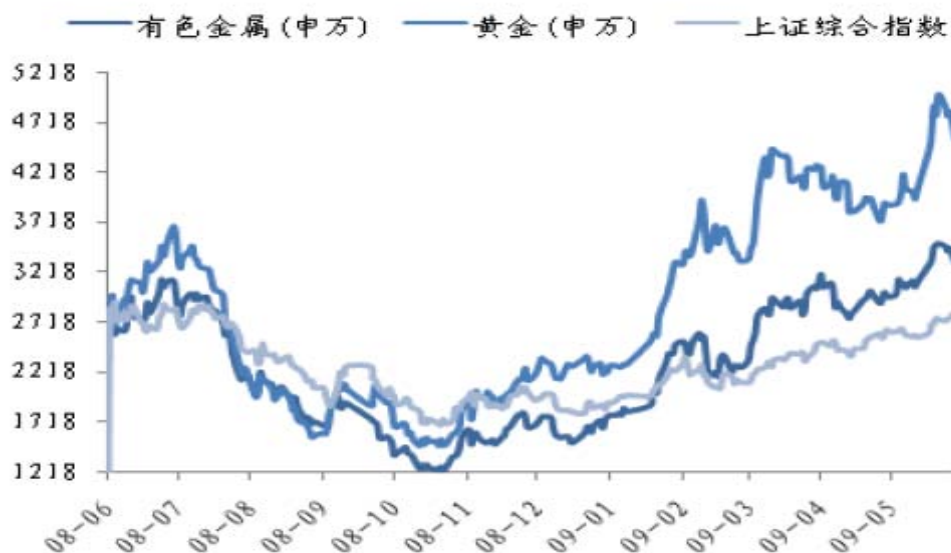
3. 下半年A股市场操作策略

在全球通胀预期的背景下，我们建议投资人下半年围绕通胀预期进行主题选择。从通缩到通胀预期，在此过程中我们看好那些与内需和财富积累相关的行业，如地产、高档消费品；同时，随着价格水平的逐步回升，金融业特别是银行业也将成为良好的投资标的；另外，在未来通胀的预期下，我们也看好资源类等供给受限行业的投资机会。

3.1 抗通胀主题

房地产板块作为抗通胀的首选，一直是我们重点推荐的对象；对于前期涨幅较大的煤炭板块，由于我们看好发电量的复苏和钢企开工率的复苏以及对小煤窑的治理，在通胀预期下，下半年我们仍然继续推荐煤板块。从上半年的情况看，受通胀预期驱动的资源股启动已经开始，相对于其它有色金属板块黄金行业被低估，所以下半年在有色品种中我们重点推荐黄金。

图 32：近 1 年黄金走势与申万有色指数对比



数据来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

3.1.1 房地产

下半年继续看好房地产的理由如下：

第一：预计 09 年 6-10 月房价上涨将加速

在售商品房去库存化周期 08 年 12 月以来逐渐下降，供给增速小于需求。再从单月新开工面积来看，08 年 7 月以来，连续 10 个月同比下降，09 年 5 月环比首次正增长。即使开发商加快开发进度，从开工到预售至少需要 5-6 个月，那么至少 09 年 10 月之前，新增推盘量都将同比下降。而商品房单月成交量，5 月创历史最高，同比增长 51.3%；在房价上涨和通胀预期下，投资性需求将更积极入市，改善型需求也将加快释放，预计 09 年商品房销售面积将同比增长 30%以上，因此 09 年 6-10 月房价上涨将加速。而四季度以后随着推盘量的加大以及有可能面临货币紧缩预期，房价增速将有所放缓。

第二：流动性和通胀预期将刺激商品房需求的释放

07 年 1 季度至 08 年三季度，流动性与商品房销售面积相关性为 0.72。然而，尽管 08 年年末货币政策才放松以及销售面积变动相对滞后，但 07-08 年间流动性与商品房销售面积相关性仍为 0.4。因此，流动性的充裕能够刺激商品房销售面积的上升，如投资性需求。

第三：未来房地产行业的盈利能力将逐步改善

研究所房地产行业研究员认为：按照项目的销售进度，商品房销售毛利率，08 年下半年是谷底，09 年上下半年将加速提升；在房价 09 年后 7 个月与前 5 月持平的情况下，预计 09 年将同比增长 38.72%；按照项目结算进度，商品房结算毛利率，09 年上半年处于谷底，09 年下半年将有所提升；在房价 09 年后 7 个月与前 5 月持平的情况下，09 年将同比增长 3.15%；若房价 09 年后 8 个月较前 4 月上涨 6.32%，09 年则同比增长 3.8%。而 09 年下半年房价上升带来的盈利空间提升将主要在 10 年体现。预计 10 年上半年，结算毛利率，在房价 10 年上半年与 09 年前 5 月持平的情况下，同比增长 52.21%；若房价 10 年上半年较 09 年前 4 月上涨 6.32%，则同比提升 57.78%。房地产行业盈利能力将逐渐改善。

表 4：房地产行业毛利润同比增长率预测

	%			
(%)	面积	价格	毛利率	毛利润增长率
09 年（按销售进度测算）	30	21.06	38	117.18
09 年（按照结算进度预测）	-9.8	7.09	3.85	0.31
09 年下半年	0	-12.18	25	9.78
10 年上半年	0	0	52.21	52.21

数据来源：渤海证券研究所

第四：房地产行业的估值仍将提升

从估值水平来看,目前房地产行业平均 PE 为全部 A 股 1.48 倍,处于历史平均水平。依据 wind 统计,房地产行业 PE09 分别为 29.18 倍,为全部 A 股的 1.35 倍。考虑到 09 年下半年房价有可能环比上涨 6.32%,同时毛利率将同比增长 25%以上,房地产行业面临资产价值的重估以及盈利水平的提高,同时再考虑到 10 年上半年行业毛利润存在 50%以上增长的可能性,因此,行业估值水平仍有提升空间。

下半年策略

在流动性充裕以及通货膨胀的预期下,商品房销售面积的高增长,房价的快速提升,开发企业盈利的改善以及开发投资力度的加大,房地产行业景气度提升,进入资产为王时代。维持房地产行业看好评级,推荐的公司为:保利地产、张江高科和 ST 东源。

3.1.2 黄金

看好黄金,主要是因为继续看好未来的黄金价格,研究所有色研究员维持 2009 年黄金年成交均价 980 美元的判断,并对 2010 年黄金价格继续看好。理由如下:

第一:矿产金的供应增幅有限,为金价走强提供坚实的基础

从 2004 年开始,全球矿产金产量一直呈现下降趋势,2003 年,全球矿产金产量达到 2593 吨,此后逐年下降。最新 GFMS 发表数据显示,2008 年全球矿产金继续下降至 2416 吨。全球矿产金下降主要原因是由于黄金生产大国南非产量持续下降,从 2002 年的 400 吨/年降到 2008 年的 220 吨,矿石品位下降以及开采难度加大将持续困扰南非的黄金行业,此外,全球其它地区也没有发现大型黄金矿山。

第二:印度的黄金消费将在下半年回升

印度国家统计局 29 日公布的数据显示,今年 1-3 月,印度经济较去年同期增长 5.8%,增幅超过去年四季度的 5.3%,经济增长的主要动力来自于服务业,如建筑业增长了 6.8%。这表明印度政府通过三轮经济刺激方案注入的 3 万亿卢比资金已经开始发挥作用,预示着经济下滑已经放缓。

由于印度经济回升明显,卢比开始升值,而且这种趋势仍将持续。卢比升值将极大刺激印度黄金消费,印度黄金消费有望在 2010 年重新回到 700 吨水平。目前印度买家开始接受 900 美元黄金价格,需求略有起色。1 季度印度进口黄金只有 5 吨,而印度 4 月份进口黄金 30 吨,5 月份进口 17.8 吨,预计下半年印度黄金消费将会出现较大改观。

第三：各国对黄金的收储有利于未来的黄金价格。

中国增加黄金储备、俄罗斯增加黄金储备；印度深感危机，将加大国内外黄金勘探投资力度、越南批准在海外投资的黄金免税进口越南。

另外根据 IMF 统计，目前全球 70% 的国际储备货币都是美元。因此他们提醒各国，应该逐步实现储备货币多元化，不应只集中于美元一种，以避免过度受美国经济危机的影响。在全球货币体系中，如果美元地位下降，不可避免地将造成美元贬值，而有货币功能的黄金作用将明显增强，如果金砖四国在未来的储备中继续增加黄金储量，对黄金价格将起到明显推动作用。

第四：通胀预期长期利好黄金价格

在全球经济向下寻求底部过程中，黄金与美元指数走势之间出现了些戏剧性的变化，通常黄金价格走势与美元负相关，但我们看到 1 季度黄金价格与美元正相关的走势居多，这主要是由于黄金具有的货币属性被市场普遍接受。从 4 月末开始，黄金开始脱离与美元正相关的避险属性，开始表现与美元负相关的抵御通胀属性，实际上，在全球经济、政治存在重大不确定性大环境下，黄金所表现出的货币属性、商品属性往往是互相交织在一起发挥作用的。

品种选择

在黄金类上市公司中，我们选中金黄金（考虑公司收购 7 座矿山）、山东黄金和紫金矿业进行比较：对黄金价格预测：2009-2011 年黄金价格分别为 980 美元、1100 美元、1040 美元；对应国内价格分别为 216 元、240 元、230 元，铜价 36000 元/吨。对应的估值见下表。如果不考虑未知的收购以及增发因素，我们给与山东黄金、紫金矿业买入评级，中金黄金中性评级。山东黄金与紫金矿业目标价格分别为 70 元和 14 元（进一步的内容见渤海证券下半年黄金投资策略报告：《黄金的“魅力”还没有释放》）。

表 5: 三只黄金股的估值比较

公司	股本	6月8日价	2009	2010	2011
山东黄金	71154	55.92	1.67	2.48	3.38
PE			33.49	22.55	16.54
紫金矿业	1454131	9.79	0.33	0.56	0.83
PE			29.67	17.48	11.80
中金黄金	79061	48.29	0.78	1.61	1.84
PE			61.91	29.99	26.24

数据来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

3.1.3 煤炭

看好下半年煤炭行业的主要理由:

第一: 下游行业的回暖已基本得到确认

● 预计下半年发电量增速为 9%左右

上半年发电量一直呈现负增长, 但降幅逐月开始收窄, 我们预计全年发电量增速为 3%左右, 发电量 09 年下半年会实现正增长, 由于去年下半年基数低, 预计发电量增速将在 9%左右。同时, 电价有进一步涨价的预期, 我们认为如果电力涨价, 能充分调动电力企业的积极性, 同时有利于缓解上游煤炭企业的压力。

● 钢材、水泥直接受益于投资的拉动: 内需的因素

国内刺激经济的投资开始释放, 1-5 月份固定资产投资 5.35 万亿元, 同比增长 32.9%, 重新回到高速增长的轨道上, 逐渐拉动下游投资品的需求。直接受益投资拉动, 钢铁行业经营趋于改善, 整体要好于此此前预期。钢价回升, 铁矿石价格下降, 钢铁企业实现盈利, 如 5 月份粗钢产量达 4645.97 万吨, 创出年内新高。另外, 受益的还有水泥行业, 刺激计划推出以来, 水泥行业一直维持较好的景气。

第二: 煤炭供给端有序控制仍将延续

可以预见, 山西地区的小煤矿整合必定对行业产生深远的影响, 一方面, 使得煤炭行业避免十年前的竞争无序, 过多释放煤炭产能; 另一方面, 整合并购的推进提高行业的集中度, 改变行业的竞争格局。继山西省大力推进小煤矿整合并购后, 5 月份国家发改委、国家能源局、国家煤矿安监局和国家安监总局联合下达《关于组织开展小煤

矿瓦斯专项整治的通知》，要求在全国展开为时约一年半的小煤矿瓦斯专项治理，对象为年产量在 30 万吨以下小煤矿。

我们认为未来小煤矿整合都有望延续至 2010 年，这将进一步控制小煤矿产量的释放，为下游经济的复苏赢得了时间。

第三：煤炭行业景气回升，价格底部回升

预计下半年煤价整体平稳，受需求的回暖，预计会小幅上涨，但涨幅不会太大，主要原因为：煤炭市场相对宽松，供给端的弹性控制；经济恢复阶段不支持煤炭价格大涨，否则会放宽生产限制，比如 08 年煤炭供应偏紧，政府放宽了小煤矿的生产经营。

“煤电之争”，合同煤价格上涨预期更强，从目前公布的合同煤价格签订情况来看，中国神华、中煤能源合同煤价格上涨幅度较大（约 10%），山东省内重点合同煤签订价格上涨 4%。合同煤价格均出现了一定程度的上涨，同时 4% 的价格涨幅有望成为签约价格的主流。

结论：研究所煤炭行业研究员认为：目前煤炭板块估值在 20 倍市盈率左右，从历史上看，目前估值处于历史均值的水平，仍有进一步提升的空间。维持煤炭行业“买入”评级。推荐的公司有中国神华、潞安环能、盘江股份。

3.1.4 原油

看好原油的理由：

第一：原油价格上涨因素已在转变

从 2008 年 12 月 26 日起，WTI 原油收盘价格从 32.35 美元/桶上涨至今，已大幅上涨了 105% 以上，在这期间，影响原油价格的因素也发生了很大的变化，第一阶段，随着原油库存连续创新高，而原油价格却上涨了 65% 以上，这一期间各国央行频繁下调利率，特别是美国收购 3000 亿长期国债，标志着美国开始进入宽松货币政策时代，市场对通胀的预期在加强，货币因素成为推动油价的主因；而随着原油库存的见顶从预期转变为现实，原油价格的推动因素转变为对需求增加的预期。推动原油价格上涨的因素已在转变。

第二、供给约束下的“需求回暖”接过推动原油价格上涨的接力棒

2008 年 4 季度以来，随着原油价格暴跌，欧佩克开始限产，目前欧佩克累计将该组

织原油日产限额减少 420 万桶，目前日产限额为 2484 万桶，这是打击需求引发价格暴跌所带来的打击供给现象。在目前的约束条件下，在第三、四季度的供需缺口将会不断扩大，从而成为原油价格上涨的主要动因。而且我们认为，原油价格在 80 美元/桶下方，欧佩克不会大面积减少日产限额。

第三、第四季度通胀预期加强将进一步推动油价

我们认为第 4 季度 CPI 将由负转正，市场对通胀的预期会不断加强，原油期货做为对冲基金对抗通胀的投资品种，必然受到青睐，从而使原油受益于通胀预期。

投资策略

推荐最受益于原油价格上涨的石油生产商，买入中国石油，另外，进口 LPG 的 CP 价格与原油具有高度的关联性，原油价格的走高将必然带动 CP 价格高企，再加上前期 LPG 涨幅滞后于原油价格，使得 LPG 的 CP 价格在下半年大幅上涨更加明确，推荐买入东华能源。

3.2 通胀预期中的资产重估主题

当前世界各国大量释放的流动性已经超出实体经济需求，不可避免造成货币贬值及通胀预期，本次通胀预期的来临紧紧承接着原先较强的通缩预期，这将直接导致宏观经济的主线由过去两个季度的“去库存化”转向“去货币化”：各行业开始怀疑货币的真实购买能力，结束“现金为王”的心态，在通货膨胀预期出现和加剧的条件下，在理论上各种产品、服务和资产的价格同步上涨，汇率同步贬值，从而导致全球资产价格重估。

在资产重估的阶段，金融资产本身将成为重估的主要对象；金融作为早周期行业，将直接受益于未来经济复苏的预期。而且随着上游产品价格上涨，资金充裕等因素的影响，下游的金融服务等价格可能面临更大的上涨动力。

对于银行来说，从通货膨胀的角度看，CPI 的上升会降低银行坏帐的实际价值，增加抵押物价值，从而有助于改善银行的会计利润。另外在通胀的背景下，流动性泛滥必将推升信贷资本，银行的利息收入将随之增长。寿险公司也将受益通胀预期。在降息周期的最后阶段，寿险保单资金成本已大幅下降，而实体经济出现好转和通胀预期已经开始反映于债券价格中，债券收益率很可能已经触底，并出现一定程度的反弹。股票市场的前瞻性令其先于实体经济出现反弹，使得寿险公司投资收益水平明显提升。另外证券市场的好转也使得证券公司的收益大幅度提

高。

3.2.1 银行

对于银行的下半年机会，我们除了关注金融资产的价值重估以外，基本面改善和估值洼地是我们推荐的两个重要理由。

第一：基本面的改善主要体现在：

(1) 我们的行业研究员判断二、三季度息差环比下降的压力将大大减轻。息差最坏的时刻已经到来并包含在股价中，只要央行未来不大幅下调基准利率，息差收窄的幅度非常有限。而且我们判断银行业净息差在5月份会起稳，净息差已不是制约银行业绩的主要因素。我们预计09年中报数据环比会更亮丽。

(2) 中国银行业资产质量从08年中期到08年底是有改善的

银行业的资产质量受宏观经济环境和实体企业业绩影响的，随着经济危机的深化和见底，我们看到上市银行资产质量改善情况也出现分化。

2008年报显示，9家上市银行不良贷款比例年末数好于中报数据，6家不良余额年末数好于中期数据，实现“双降”的有深发展、华夏银行、兴业银行、北京银行、工行和中信银行。我们发现除核销外的不良贷款余额2008年末数据都不如中报数据好，说明核销在降低不良余额过程中发挥了重要作用。

从反映未来不良贷款压力的关注类贷款和逾期贷款来看，浦发银行、招商银行、兴业银行、交通银行和建设银行的关注类贷款占比08年末比中报出现改善，后三者关注类贷款余额也出现下降。基于关注类贷款的未来向下迁徙性，我们认为关注类贷款指标是衡量各银行未来可能的资产质量趋势的指标之一。基于此，我们认为兴业银行、交通银行和建设银行未来资产质量风险不大。

从关注类贷款绝对额升幅看，深发展和北京银行的关注类贷款2008年末比中报出现超过90%的升幅，其次是民生银行、南京银行和宁波银行。从关注类贷款占比来看，工行、深发展、民生银行和三家城商行的升幅超0.60%，资产质量风险值得关注。

从逾期贷款角度看，08年中报和年报均披露逾期贷款数据的12家上市公司中，90天以内的逾期贷款出现改善的银行达到7家，有深发展、浦发银行、交行、工行、建行、中信银行和南京银行。

基于我们下半年重点关注资产质量的视角，我们认为交行和建行的资产质量是相对安全的。

(3) 中国银行业具有成长性。14家上市银行2008年归属于母公司股东的净利润同比增长3734亿元，增幅32.9%，资本充足率在8.58%-24.12%之间，拨备覆盖率在105.14%-226.58%之间，而深发展更是干净地处理了历史不良。展望2009年，我们保守预计上市银行的业绩将有8-10%的增长。

第二，从估值角度看银行业估值优势再现

从美国银行业的估值来看，金融危机前 PE 在15-20倍之间，PB 在2-3倍之间，相对大盘的PE 几十年来稳定在0.65 左右，PB 波动大些，但均值也在0.65 附近。香港银行业的估值与宏观经济颇为相关，但大部分时间也处于15-20倍PE，2-3倍PB 之间，PE 的估值均值与大盘接近，PB 估值均值则略高于大盘。

对于国内银行，我们选取2001年1月2日至2009年6月12日的数据，国内银行业的PE 均值在34.9倍，PB 均值4.62倍，上证综指的PE均值38.6倍，PB均值3.61倍，银行业的相对PE均值0.91倍，相对PB 均值1.28倍。但是，我们发现，上证综指PB只是在2007年5月8日之后高于银行业的PB，一直延续至今，这段期间的银行业相对PB为0.84倍。

绝对PE来看，当前银行08 年静态PE 为14.42倍，PB2.56倍。我们预测，09 年银行业利润增速8%，则当前09 动态PE 为13.23倍，我们认为中国银行业的估值应该在美国、香港的均值之上，即至少20倍PE。

相对PE上看，如果09 年全部上市公司业绩实现5%的增长，A股动态PE 为22.1倍，09 年银行PE/大盘PE=0.60，低于美国0.65，香港1.0和A股历史上0.90的平均比值，如果该估值上升到0.8，对应银行股估值可到18倍，这还不考虑银行估值提升后大盘估值的上升。

从09年5月4日以来，上证综指PE高于银行PE至少在10以上，历史上一个月内维持上证综指PE高于银行PE10个点之上只在07年7月-11月间存在，我们预测，下一步银行的估值空间将继续上升。

下半年策略

目前银行股最新PE只有15.27X，PB2.72X，有绝对估值优势。考虑行业的成长性、业绩的稳定性、风险的可控性以及净息差的启稳回升，选股思路围绕着“改善”和“估值”进行。

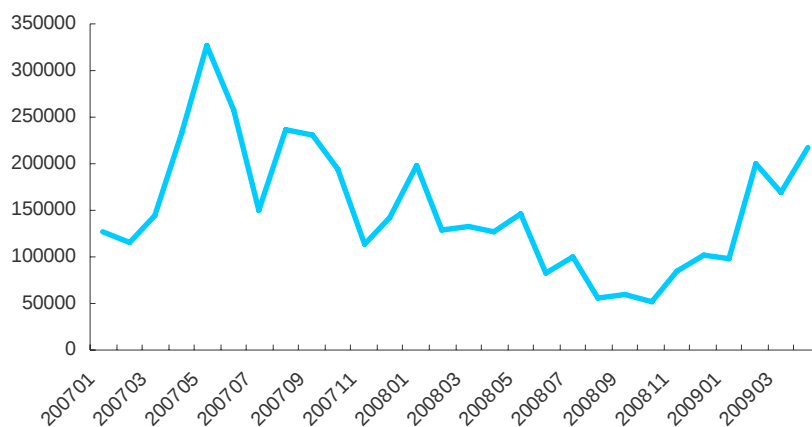
从资产质量角度，我们首推建行、交行和兴业；从估值角度，按照09年PE看，浦发、招行、建行、工行、交行、深发展和兴业都处于较低水平。取两个角度的交集，推荐建行、交行和兴业银行。从二季度业绩可能超预期角度，我们建议关注招行。

3.2.2 券商

在流动性充裕、积极政策陆续出台，以及经济好转趋势不断增强等积极因素支持下，09年以来股市震荡走高，成交持续活跃，这为券商经纪业务盈利超预期增长打下了良好基础。统计显示，4月份日均股票成交额达到2200亿元，同比增长71%，换手率约为62%，超过了2007年的平均水平，而1-4月累计日均交易额已达到1772亿元，同比增长17.97%。截至5月底，09年上证综指和深证成指分别上涨49.45%和60.69%，预计整体二季度日均交易额不会低于1700亿元，而全年日均交易额预期也将接近1500亿元，远高于08年1057亿元的日均成交金额。即使“佣金换市场策略”会使整体佣金率出现一定下降，但难以影响佣金收入的大幅增长。需要特别指出的是，股市的持续上涨除了会明显增加券商经纪业务收入以外，在市场中期运行方向趋于明朗的情况下，券商自营业务盈利也将有较好的提高，特别是那些拥有巨量现金储备的大型券商，投资收益增长潜力空间较大。

5月22日，证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见（征求意见稿）》，这意味着IPO重启的步伐已越来越接近。证监会相关人士表示，征求意见于6月5日结束后新股发行将很快启动。承销业务的恢复将使券商明显受益，特别是33家已经过会的待上市企业的承销商，承销项目收入将兑现，以及创业板储备项目多的品牌优势券商。与此同时，IPO的重启对于现金充沛的大型券商而言，新股申购业务将重新开展，也有利于盈利的增长。

图 33：日均交易额出现明显回升



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

表 6: 2009 年 1-4 月券商经纪业务市场份额

1	中信证券	7.69%	11	中投证券	3.07%
2	国泰君安	6.35%	12	安信证券	2.68%
3	银河证券	5.79%	13	联合证券	1.94%
4	国信证券	4.33%	14	中金公司	1.66%
5	海通证券	4.27%	15	长江证券	1.66%
6	广发证券	4.26%	16	宏源证券	1.29%
7	申银万国	4.06%	17	国元证券	1.08%
8	招商证券	3.93%	18	东北证券	0.70%
9	华泰证券	3.79%	19	国金证券	0.70%
10	光大证券	3.18%	20	太平洋	0.25%

资料来源：渤海证券研究所

表 7: 已审核通过的待上市企业

	公司名称	审核通过日期	主承销商	拟发行规模（万股）
1	中国建筑股份有限公司	2008-6-5	中金	1,200,000
2	深圳信立泰药业股份有限公司	2008-9-8	招商	2,850
3	佛山星期六鞋业股份有限公司	2008-8-29	招商	5,500
4	深圳世联地产顾问股份有限公司	2008-8-4	招商	3,200
5	桂林三金药业股份有限公司	2008-6-23	招商	4,600
6	四川成渝高速公路股份有限公司	2008-6-27	银河	50,000
7	福建南平太阳电缆股份有限公司	2008-8-29	兴业	3,400
8	北京久其软件股份有限公司	2008-7-30	申银万国	1,530
9	河南辉煌科技股份有限公司	2008-8-22	山西	1,550
10	汉王科技股份有限公司	2008-7-7	山西	2,700
11	深圳市宇顺电子股份有限公司	2008-8-13	平安	1,850
12	西藏奇正藏药股份有限公司	2008-8-11	平安	4,100
13	浙江万马电缆股份有限公司	2008-7-4	平安	5,000
14	罗莱家纺股份有限公司	2008-9-5	平安	3,510
15	苏州禾盛新材料股份有限公司	2008-8-15	平安	2,100
16	广东超华科技股份有限公司	2008-8-13	南京	2,200
17	家润多商业股份有限公司	2008-7-14	联合	5,000
18	上海神开石油化工装备公司	2008-7-23	华欧国际	4,600
19	湖南博云新材料股份有限公司	2008-9-16	海通	2,700
20	珠海银邮光电技术发展公司	2008-4-18	海通	3,000
21	广东精艺金属股份有限公司	2008-8-22	国信	3,600
22	天润曲轴股份有限公司	2008-7-7	国信	6,000
23	保龄宝生物股份有限公司	2008-8-11	国联	2,000
24	杭州新世纪信息技术公司	2008-7-30	国金	1,350
25	广州珠江啤酒股份有限公司	2008-7-25	广州	7,000
26	武汉光迅科技股份有限公司	2008-8-4	广发	4,000
27	广东奥飞动漫文化股份有限公司	2008-9-1	广发	4,000

2009年下半年A股投资策略报告

28	福建星网锐捷通讯股份有限公司	2008-6-27	广发	4,400
29	招商证券股份有限公司	2008-9-8	高盛高华,瑞银	35,855
30	遵义钛业股份有限公司	2008-4-29	方正	5,500
31	博深工具股份有限公司	2008-7-7	东方	4,340
32	光大证券股份有限公司	2008-6-30	东方	52,000
33	浙江亚太机电股份有限公司	2008-7-7	第一创业	2,400

资料来源：渤海证券研究所

综合分析认为，虽然 IPO 重启与创业板的推出对市场会产生一定冲击，但对于券商发展而言却是实质性利好，在前 4 个月券商板块涨幅明显落后于股指的情况下，新股发行新政的出台将可能成为券商板块上涨启动的催化剂。我们重点关注：① 经纪业务市场份额领先、现金储备充沛，且兼具直投、融资融券等创新资格优势的大型券商，如中信证券和海通证券；② 拥有中小企业承销品牌优势与丰富中小企业储备的广发证券将受益于创业板的推出，同时其作为多家已过通过审核待上市企业的主承销商也将受益于 IPO 重启，因此关注其主要股东辽宁成大与中山公用。

3.3 通胀受益主题：终端消费企业

我们认为今年一季度是终端消费企业全年业绩的低点。从公司微观数据跟踪看到，4-5 月份消费情况明显好转。5 月份社会消费品零售名义增长 15.2%，通胀的存在更是使得实际消费增速在 5 月份进一步攀升，达到 17.2%。五一和端午节两个假期一定程度上刺激消费，多数商品类别的销量增长较 4 月均有反弹。收入的较快增长，支撑消费走强：1 季度城镇人均可支配收入实际同比增长 11.2%，农村人均现金收入实际同比增长 8.6%，双双回升。消费者信心指数 3 月见底，4 月略有好转；预期指数 4 月上升 0.6 个百分点，结束了 07 年 9 月以来的连续下跌，首次反弹。预期随着经济的逐步改善和收入的增长，消费者信心的恢复和预期的好转将带动消费的进一步上涨。

5 月 CPI 数据下行幅度继续缩窄，依据前面的判断下半年 CPI 转正，那么通胀预期不可避免。通胀预期会使得市场对终端消费企业的未来更加看好，因为温和的通胀有利于终端消费企业收入的增长，所以我们预计下半年通胀和复苏将成为终端消费企业行业向好的基础，也就是说 3 季度开始，终端消费企业将迎来全面复苏。

图 34: 社会消费品零售保持强劲

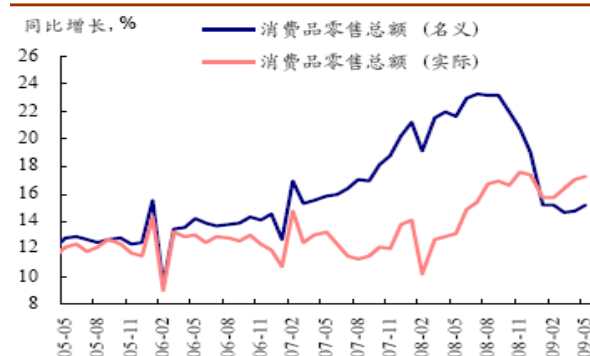
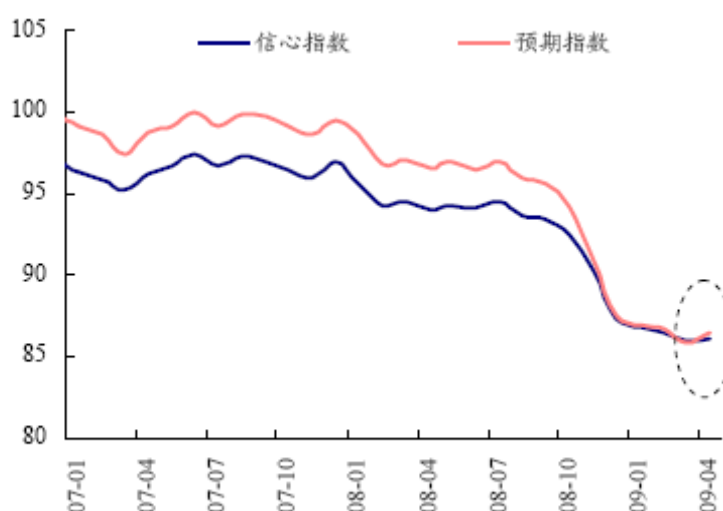


图 35: 居民收入增长反弹



数据来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 36: 4月消费者信心指数见底略有反弹



数据来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

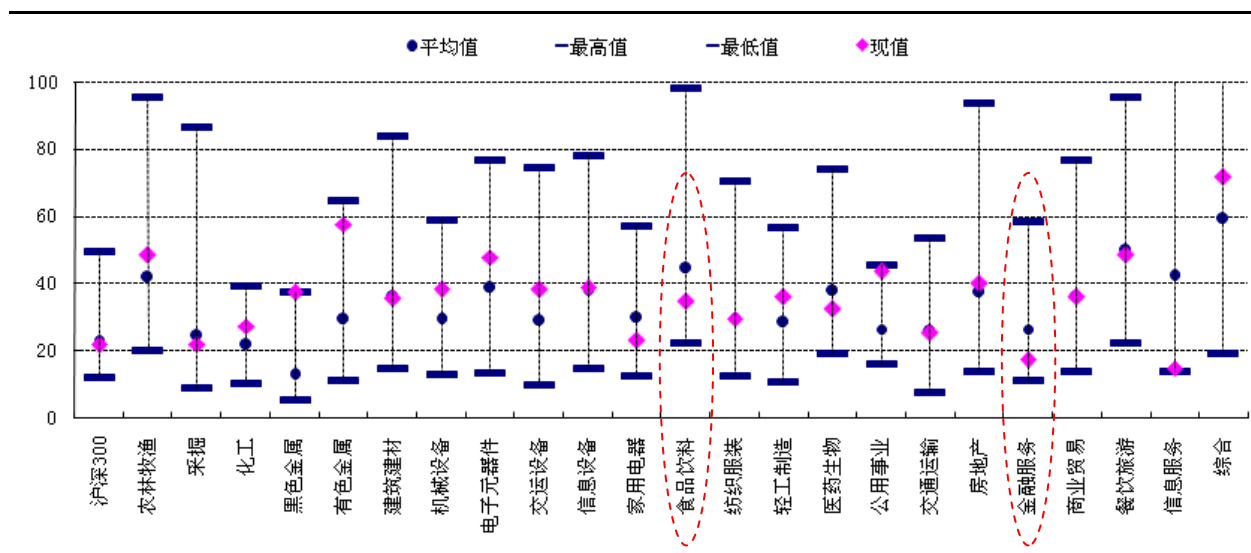
A股市场历史经验表明, 每当行业拐点出现时, 投资者对行业前景的判断有所改观, 从而使得行业估值出现大幅反弹。我们认为终端消费市场已走出谷底, 并将迎来持续稳定增长的复苏阶段。我们由此相信, **行业基本面好转预期将使终端消费板块投资热情迅速回归。**

另外从估值角度看, 沪深 300 静态市盈率水平为 21.76 倍, 从历史来看, 食品饮料行业估值相对于大盘的溢价水平处于 04 年以来的低位, 低于历史均值。商业贸易行业与历史均值相当。所以下半年终端消费企业复苏预期强烈, 这一溢价率水平有望迅速回升。

在终端消费企业中, 我们更为看好高端消费品, 因为通胀预期通常会使投资偏好

由低端消费品转向高端消费品。尤其是其中的高端白酒板块相对沪深 300 指数的市盈率溢价仅为 50.6%，大大低于 80.7% 的历史平均水平，并处在过去五年来的低点。因此对于终端消费我们推荐的顺序为：高档白酒、商业零售以及超市。

图 37：04 年以来各板块估值水平统计



数据来源：Wind，渤海证券研究所 收盘价 2009 年 6 月 9 日

3.3.1 高档白酒

相对日常消费品而言，高档白酒政务消费占比较大。08 年 4 季度至 09 年年初经济下行，前景不明，商务、政务用酒受影响相对较大。之后随着宏观经济触底回升，一方面经济活跃程度提升导致商务需求回升，另一方面，宏观经济的复苏也增强了消费者消费中高档酒的能力。高档品的消费反应较为滞后，目前终端消费价格稳定、批发价格逐步回升，显示出消费复苏反映到企业业绩亦为时不远。从消费复苏角度来寻找食品饮料类投资品种，当属高档白酒。代表公司有：泸州老窖、水井坊。

在反弹初期，应首选泸州老窖。国窖 1573 商务消费占比高，渠道推力强。而且泸州老窖净利润率较低，盈利对高端酒销量反弹的敏感度较高，是反弹首选品种。在反弹第二阶段，投资者可关注水井坊。水井坊品牌力较弱，故在行业复苏一段时间后，其销量才会出现反弹。由于公司产品商务用酒占比高，而且产品市场是以华南和华东等早期经济下滑程度较为明显的地区为主，因此，一旦其销量出现反弹，盈利弹性同样也会很高。

3.3.2 商业零售

对于商业零售的思路我们认为是经济复苏，行业回暖。从年报和一季报企业的数据看，在经济危机最严重的阶段，危机对消费的影响并没有比市场预期的差，实际报出来的业绩很多都有一定程度超预期，特别是优势公司。伴随着同比基数降低、企业有望在5月份之后实现同店正增长（内生增长）。而复苏迹象明显，也会缩短新店的培育时间，使得新开业的盈利时间比预期中的提前（外延扩张）。企业整体业绩会出现“前低后高”的情况。由于零售公司同质性较强、我们认为着重选择经历过前期景气度下滑严峻考验，仍能够获得超预期业绩的区域龙头公司，并重点选择估值相对较低的品种，**首推大商股份**。

近年来，大商股份真正出现的问题是：激励机制确实、业绩受到压制、公司治理和投资者关系恶化，被市场边缘化。6月9日的公告大商股份国有股权的划拨被认为是股权激励有可能开始做的第一步。股权激励若开始做，公司业绩将得到正常释放。同时，公司是PS最低的股票，而公司网点资源优势突出，目前公司自有物业144万平米，重组价值高达34元，提供了安全边际。

3.3.3 超市

超市板块年初以来涨幅较小。压制股价上涨的主要理由是通缩影响连锁超市企业的内生增长。而我们判断CPI同比由负转正可能出现在4季度。随着通缩压力的逐月减轻，内生增长得以恢复，行业趋势越发明朗。加之超市的外延扩张能够有效抵补内生增长的不足。表现为规模增大，带来增量收入和溢价能力的提高，以及单位店面费用率的下降。

我们的选股思路首先是超市企业中受益于通胀最明显的公司，也就是选择CPI回升，哪个公司业绩弹性最大。比较之后我们认为武汉中百超市业务占比最高，而超市商品结构生鲜食品类占比最高，因此如果食品CPI存在强烈反弹预期，**武汉中百最受益**。

武汉中百区域优势最强、管理层经验丰富、成本费用改善空间最大；其次，09年存在配股可能，配股预案主要集中在连锁超市扩展和物流配送中心建设方面，更增强了公司的控制力和盈利能力的改善。公司08年开店速度超预期，全年新增21家仓储超市；2009年一季度继续超越预期，新增仓储超市3家。公司处于培育期的仓储门店在30余家左右（含去年新开21家），在整个仓储板块的门店占比约在25%，我们预期这部分门店今年的平均同比增长会在30%左右。次新店成为09年业绩增长的最主要动力。此外，武汉中百在超市板块中估值最低、还存在受益于电费下调和未来收购中商平价的预期。

4. 股票池

表 8: 股票池

		股票代码	股票简称	业绩预测			最新 股价	市盈率	
				2008A	2009E	2010E		2009E	2010E
抗 通 胀	地产	600048	保利地产	0.70	0.92	1.45	26.22	28.50	18.08
		600895	张江高科	0.34	0.46	0.61	14.91	32.41	24.44
	黄金	600547	山东黄金	0.90	1.67	2.08	52.77	31.60	25.37
		601899	紫金矿业	0.21	0.33	0.53	9.32	28.24	17.58
	煤炭	601088	中国神华	1.34	1.44	1.60	28.12	19.53	17.58
		601699	潞安环能	2.48	2.10	2.37	36.44	17.35	15.38
		600395	盘江股份	0.58	1.27	1.58	25.58	20.14	16.19
	石油 石化	601857	中国石油	0.62	0.70	0.75	14.12	20.17	18.83
		002221	东华能源	0.15	0.28	0.45	8.79	31.39	19.53
资 产 重 估	银行	601939	建设银行	0.40	0.41	0.49	5.91	14.41	12.06
		601166	兴业银行	2.28	2.55	2.90	33.83	13.27	11.67
		600036	招商银行	1.43	1.55	1.78	22.23	14.34	12.49
	券商	600030	中信证券	1.10	1.13	1.32	29.54	26.16	22.35
		600837	海通证券	0.40	0.44	0.52	17.14	38.72	32.82
		600739	辽宁成大	1.04	1.11	1.59	34.00	30.66	21.43
通 胀 收 益	白酒	000568	泸州老窖	0.91	1.11	1.38	27.68	24.94	20.06
		600779	水井坊	0.64	0.71	0.88	16.51	23.25	18.76
	零售	600694	大商股份	0.79	0.64	0.92	32.45	50.70	35.27
	超市	000759	武汉中百	0.31	0.37	0.45	9.81	26.51	21.80

注：表中各股 08 年业绩为最新股本摊薄数据，最新价格为 09 年 6 月 19 日收盘价

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%之间；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

副所长·行业
吴鹏飞
+86 10 5836 2786

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

交通运输行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 22 2845 1625

机械行业研究
李强
+86 22 5836 2766

石油、石化行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

基础化工行业研究
刘威
+86 10 5836 2155

医药行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

金融行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

汽车、航空制造行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

通信、传媒、家电行业
研究
张晓亮
+86 10 5836 2156

电力、电力设备行业研
究
李新渠
+86 10 5836 2760

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2159

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与衍生产品研
究
房振明
+86 22 8837 0816

股指期货与衍生产品研
究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

产品设计和可转债研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券
理论研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

博士后工作站:

资产证券化研究
刘惠杰博士
+86 22 2845 1632

私募股权基金研究
黄亚玲博士
+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn