

复苏背景下的估值回归

---2009年下半年A股市场投资策略

2009年6月2日

策略报告 (中证研20090601号)

李俊(执笔)

021-50588666-8109 lijun@ccnew.com

何卫江

021-50588666-8036 hewj@ccnew.com

张刚

021-50588666-8100 zhanggang@ccnew.com

刘锋

021-50588666-8012 liufeng@ccnew.com

方夏虹

021-50588666-8042 fangxh@ccnew.com

投资要点:

- **宏观:** 用周期理论观点来看,发达经济体衰退放缓,但复苏之路漫长。而中国经济有望率先复苏,下半年经济增长有望提速,GDP增速出现逐季攀升。
- **盈利:** 进一步调高上市公司盈利增速,我们预计非银行股 2009 年盈利增速为-5.78%,全部 A 股 2009 年盈利增速为-2.5%。我们的盈利预测较年初上调近 8 个百分点: 1) 2008 年较低的盈利基数。2) 2009 年下半年国内经济复苏的预期。
- **估值:** 市场中不少个股已经充分反应了宏观经济预期改善下的盈利变化,产生了一定程度的泡沫。但是,相对于其他资产而言,股票市场更具有吸引力。流动性驱动下的 A 股市场估值依然存在上行风险。
- **市场情绪:** 短线投机的氛围比较活跃,投资者风险偏好上升。鉴于管理层调控能力的提升以及呵护市场的倾向未变,未来投资者情绪可能展现出更加积极的一面。
- **2009 年下半年市场运行判断:** 上证综指运行区间 2000-3200 点,对应 2009 年 15 倍-25 倍市盈率。我们认为市场可能在下半年发生风格转换: 产业振兴向区域经济转换、题材股向蓝筹股转移。建议投资者可以相对积极一些: 管理好仓位、紧跟市场热点、阶段性投资具有相对估值优势的蓝筹股可能会有更好收益。
- **2009 年下半年关注六大投资方向:** 1) 相对估值优势行业。2) 景气度回升行业。3) 受益消费信贷与经济杠杆化的行业。4) 资源板块以及衍生的新能源、环保行业。5) 区域经济振兴概念股。6) 资产重组与整合板块。
- **2009 年下半年十大价值型金股:** 浦发银行、招商银行、中国平安、中信证券、长江电力、鞍钢股份、万科 A、青岛海尔、中兴通讯、中青旅; **2009 年下半年十大成长型金股:** 上海建工、上海机电、*ST 上航、金风科技、中信国安、平高电气、宝新能源、苏宁环球、康美药业、山东药玻
- **风险提示:** 宏观经济再次触底; 大盘股 IPO 启动。

联系人: 马钦琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东世纪大道 1600 号浦项商务广场 18F

邮编: 200122

目录

1	引言	5
2	复苏预期下的经济周期	6
2.1	国外：经济已见底，复苏路漫漫	6
2.2	国内：下半年经济强劲增长	10
3	赢利能力：逐渐开始恢复	19
3.1	工业企业盈利	19
3.2	上市公司盈利	20
3.3	行业景气度分析	21
4	估值：流动性驱动的上行风险	22
4.1	A股市场估值的历史变化	22
4.2	关注估值	24
4.3	流动性驱动下的估值存在上行风险	24
5	市场情绪：开始出现积极的一面	26
5.1	仓位与市场格局：似乎不太有利	26
5.2	资金需求：预期上升	27
5.3	市场情绪：开始出现积极的变化	28
6	2009年下半年策略：复苏周期中相对乐观的A股定位	29
6.1	2009年下半年A股市场运行走势	29
6.2	2009年下半年上证综指运行区间为2000-3200点	30
6.3	2009年下半年行业配置：关注六大投资方向	31
6.4	2009年下半年十大价值型、十大成长型金股	37

图表目录

图 1:	消费者信心有所提升	6
图 2:	制造业PMI出现反弹	6
图 3:	美国地产市场环比出现改善	7
图 4:	三个月LIBOR利率降低	7
图 5:	美国进口调整周期	7
图 6:	欧盟进口调整周期	7
图 7:	日本进口调整周期	8
图 8:	香港转口贸易数量指数同比增速	8
图 9:	美国制造业库存销售比	8
图 10:	美国耐用品库存销售比	8
图 11:	日本存货比率	9
图 12:	欧元区制造业产能利用率	9
图 13:	银行资产减值与资本增值（自 07.07）	9
图 14:	衰退的平均统计	9
图 15:	估计衰退时间中位数	10
图 16:	复苏的平均统计	10
表 1:	IMF最新预测（单位：%）	10
图 17:	刺激计划投资方向（08年12月）	11
图 18:	刺激计划投资方向（09年3月）	11

图 19: 经济刺激规模占GDP比例 (单位: %)	11
图 20: 拯救银行规模占GDP比例 (单位: %)	11
图 21: 人均GDP排名 (单位: 美元)	12
图 22: 单位资本GDP排名 (单位: 美元)	12
图 23: 城乡居民收入 (单位: 元)	12
图 24: 城乡每百户居民耐用品数	12
图 25: 存贷差与存贷比变化	13
图 26: 不良双降	13
图 27: 天量信贷	13
图 28: PMI指数触底回升	13
图 29: PMI订单指数回升	14
图 30: 社会用电量开始反弹	14
图 31: 汽车销量回暖	14
图 32: 房地产成交量上升	14
图 33: 零售相对稳定	15
图 34: 居民收入仍较快增长	15
图 35: 城镇固定资产投资维持高位	15
图 36: 房地产开发投资超出市场预期	15
图 37: 新增固定资产投资爆发性增长	16
图 38: 资金来源占比变化	16
图 39: 进出口增速出现反弹	16
图 40: 一般贸易占比上升趋势明显	16
图 41: 实际利用外资增速有所回升	17
图 42: 流入新兴亚洲直接投资减少	17
图 43: M1/M2 增速出现反弹	17
图 44: M2 增速回升将带动PPI	17
图 45: 通胀与食品关联大	18
图 46: 翘尾因素贡献为负	18
图 47: 1998/1999 年信贷增速难以持续	18
图 48: 1998/1999 年私人投资挤出明显	18
图 49: 储蓄率继续上升	19
图 50: 城镇登记失业率上升 (单位: %)	19
图 51: 工业企业利润与GDP增速正相关	19
图 52: 工业企业利润与PPI增速关系	19
图 53: 2008 年营业收入正增长	20
图 54: 2008 年净利润率大幅下滑	20
图 55: 09 年一季度环比改善明显	21
图 56: 2009 年预测净利润同比增长-2.5%	21
表 2: 行业净利润变化	22
图 57: 上轮市场调整过程	23
图 58: 全部A股历史PE变化	23
图 59: 全部A股历史PB变化	23
图 60: AH溢价指数变化	23
图 61: 上市公司静态PE分布	24
图 62: 上市公司最新PB分布	24

表 3: 不同市场阶段影响因素分析	24
图 63: A股与 10 年期国债收益率	25
图 64: 资产收益率比较	25
图 65: M1 增速与上证综指	26
图 66: M1 增速与贷款余额变化	26
图 67: 活期存款/定期存款变化	26
图 68: ERP与盈利增速变化的敏感性分析	26
图 69: 投资者市场占比	27
图 70: 基金仓位较重	27
图 71: 基金市场占比持续下滑	27
图 72: 基金出现净赎回	27
图 73: 限售股月度解禁情况	28
图 74: 股改限售股累计解禁情况	28
图 75: 股改限售股累计减持情况	28
图 76: 大小非减持比较	28
图 77: 个人新增开户数回暖	29
图 78: 机构新增开户数上升	29
图 79: 新发行基金份额有所上升	29
图 80: 投资者风险偏好上升	29
表 4: 行业自身PE及PB角度看行业估值	32
图 81: 行业所处的阶段	33
图 82: 居民负债率低	34
图 83: 非金融部门负债率低	34
图 84: 国债余额占比GDP较低	34
图 85: 商业银行贷存比较低	34
图 86: 各国利率变化 (单位: %)	35
图 87: CRB指数开始回升	35
图 88: 原油期货价格变动	35
图 89: 人均资源与世界平均水平之比	35
图 90: 风能概念板块上市公司	36
图 91: 核能概念板块上市公司	36
图 92: 新能源汽车整车及系统配件类个股	36
图 93: 国内主要锂动力电池及材料厂家	36
表 5: 以上海为例, 区域经济振兴中的投资机会	37
表 6: 十大价值型金股盈利预测和投资评级 (单位: 元/倍)	38
表 7: 十大价值型金股解禁时间表	38
表 8: 十大成长型金股盈利预测和投资评级 (单位: 元/倍)	38
表 9: 十大成长型金股解禁时间表	39

1 引言

09 年以来，A 股的涨幅在全球股票市场中位居前列。自 2008 年 10 月份的最低点开始，上证综指与深成指最高反弹幅度分别达 60.5% 与 85.7%。

我们认为股价的强劲表现主要有以下因素：1) 中国政府所采取的积极财政政策（四万亿投资计划、十大行业调整与振兴、区域振兴）与宽松的货币政策（国内信贷的快速扩张）消除了经济快速下滑的趋势。2) 宏观经济与企业赢利数据环比的好转，从基本面角度赋予市场阶段走强的理由。3) 自 2008 年单边下跌以来，市场自身有反弹需求。

实际上，在 2009 年 A 股市场投资策略报告《最坏的时刻，最好的时机》中，我们已经明确提出：股市提前反应投资者对未来经济的预期，在市场低点出现前后，A 股有望迎来较大幅度的阶段性反弹。2009 年是长线资金运作的良机。

在随后的二月份 A 股市场投资策略报告《寻找市场复苏的信号：政策、环比与流动性》中，我们及时提出：流动性推动下的 A 股市场有望迎来春季行情中的主升浪，预计二月份上证综指运行区间为 2000-2400 点。在二季度策略报告中我们上调上证综指阶段性高点至 2600 点。

展望 2009 年下半年，结合当前宏观经济、企业盈利、市场估值与投资者情绪四大因素，我们预计 A 股市场将呈现宽幅震荡的格局：

1) 从宏观经济来看，经济增长与信贷扩张及进一步的经济刺激之间存在博弈：一方面，如果经济增长速度符合市场预期，下半年可能面临信贷回落、进一步经济刺激计划的落空。另一方面，如果经济增长速度低于市场预期，信贷扩张可能持续，进一步的经济刺激计划也将出台。

2) 从 A 股市场来看，企业盈利与市场估值之间博弈也在加大：一方面，当前的盈利预测基本已经体现宏观经济的改善，目前不少个股估值已经透支其业绩。另一方面，如果未来企业盈利符合市场预期，将能极大提升市场做多的信心，A 股市场可能进入新一轮泡沫。

预计上证综指在 2000 点至 3200 点区间宽幅震荡，对应 2009 年动态 PE15 倍-25 倍。我们建议投资者可以相对乐观一些：注重仓位管理、阶段性投资、紧跟市场热点可能会有不错的投资回报。

我们关注六大投资方向：1) 相对估值优势行业。2) 景气度率先回升行业。3) 受益于消费信贷与经济杠杆化的行业。4) 资源板块以及衍生的新能源、环保行业。5) 区域振兴概念股。6) 资产重组与整合。

2 复苏预期下的经济周期

2.1 国外：经济已见底，复苏路漫漫

1) 发达经济体衰退放缓，经济出现见底迹象

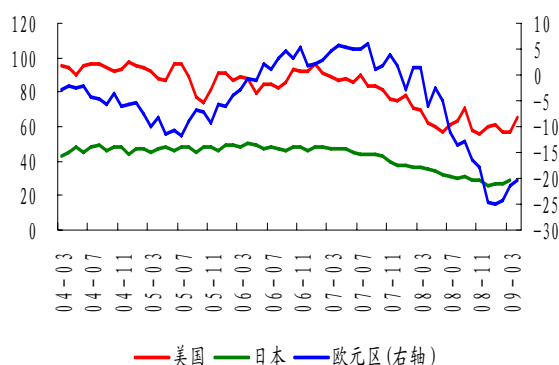
消费者信心有所提升。在消费者对经济与就业市场未来前景预期的改善下，发达经济体消费者信心已经开始持续回升。美国4月份消费者信心指数为65.10，较3月份大幅上升近7.8个百分点，连续三个月回升；日本3月消费者信心指数为28.9，连续四个月回升；欧元区4月份消费者信心指数为-20.4，连续四个月回升。

制造业 PMI 指数出现反弹。制造业继续处于萎缩之中，但萎缩程度已大幅放缓。美国4月份PMI指数为40.1，较3月份大幅上升近3.8个百分点，连续四个月回升；日本4月PMI指数为41.4，连续三个月回升；欧元区4月份PMI指数为36.7，连续二个月回升。

美国房地产市场环比复苏。伴随次贷危机的深入发展，美国房地产市场持续变冷，但近期出现量价齐升的复苏迹象。美国3月份新建住房销售3.4万套，连续2个月回升，已超过2008年10月份的销售数量。房价环比指数也开始出现反弹。

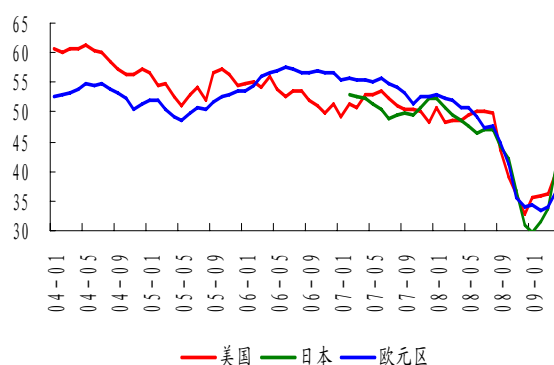
银行间信贷有所改善。在全球央行推出降息、注资等一系列增进流动性措施后，美元流动性状况有所改善。美元3月以及隔夜拆借LIBOR利率目前均处于五年来的最低点，信贷市场渐渐有所恢复。

图 1：消费者信心有所提升



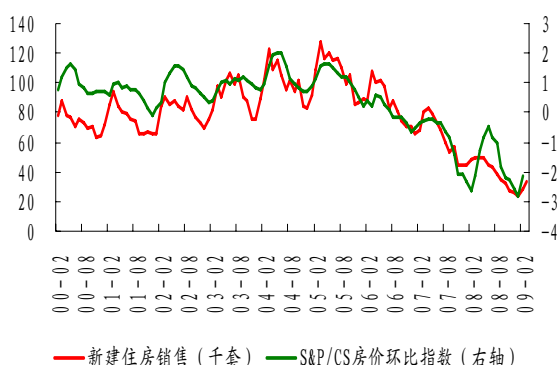
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 2：制造业 PMI 出现反弹



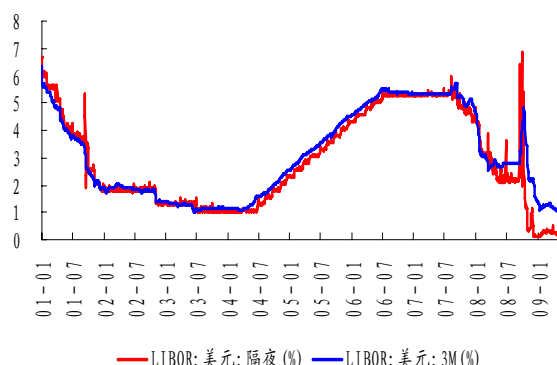
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 3: 美国房地产市场环比出现改善



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 4: 三个月 LIBOR 利率降低



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

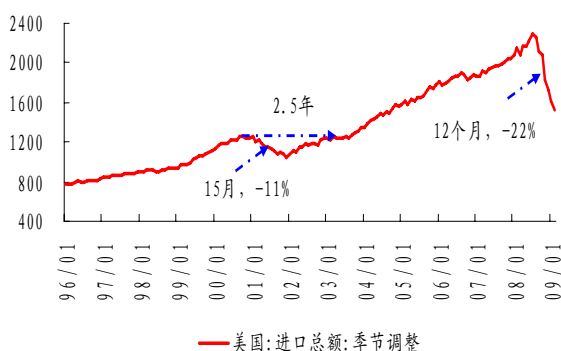
2) 复苏路漫漫：贸易角度

发达经济体进口下滑的历史经验。2001 年美国 IT 泡沫破灭后，美欧日的进口量持续下滑大约一年时间。其中，美国进口量持续下滑 15 个月，幅度 11%；欧盟进口量持续下滑 9 个月，幅度 13%；日本进口量持续下滑 9 个月，幅度 13%。香港商品转口贸易数量在 1997 年亚洲金融危机后下滑时间达 16 个月，受 2001 年美国 IT 泡沫影响下滑时间 10 个月。

发达经济体进口下滑幅度已是底部。在过去的一年内，美国进口下滑幅度 22%，欧盟进口下滑幅度 14%，日本进口下滑幅度 22%。虽然发达国家的进口趋势变化短期不太明朗，但无论是时间长度还是下降幅度，发达经济体进口下滑已处在底部阶段。

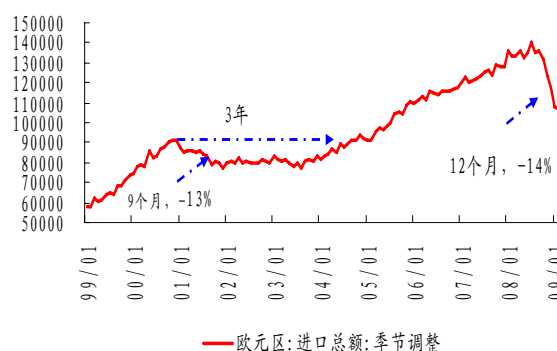
发达经济体进口复苏之路漫长。从 2001 年的经验来看，发达经济体进口数量从底部回升至危机前水平大约需要 1-1.5 年。而本次金融危机的影响力与破坏力远上次 IT 泡沫危机，发达经济体进口量可能较长时间在底部徘徊，复苏所需要时间可能会较上次更长。这也意味着我国产能过剩的问题在短期内无法依靠外来力量解决。

图 5: 美国进口调整周期



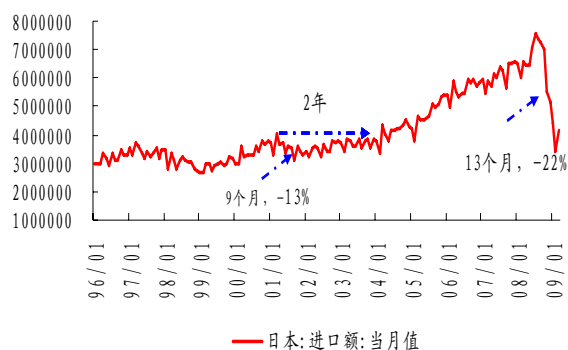
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 6: 欧盟进口调整周期



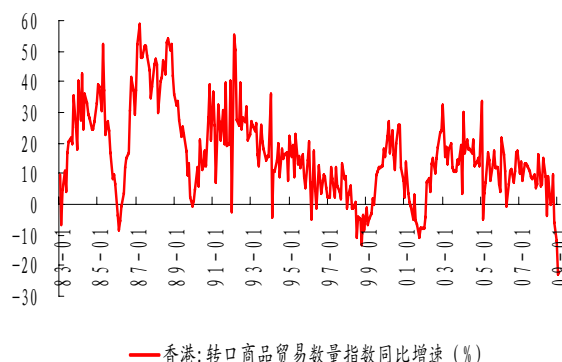
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 7: 日本进口调整周期



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 8: 香港转口贸易数量指数同比增速



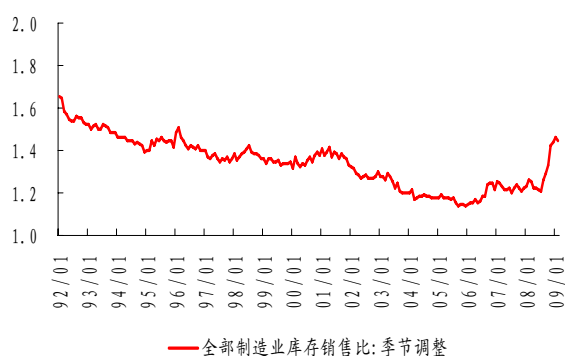
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

3) 复苏路漫漫: 存货角度

库存销售比均处于历史高位。发达经济体的库存销售比均处于近十年来的高位: 2 月份美国制造业库存销售比 1.45, 耐用品库存销售比 1.88, 创下自 1993 年来的最高; 2 月份日本存货比率按季节调整达 1.58, 为 2003 年以来的最高; 一季度欧盟 16 国制造业产能利用率 74.7%, 也为 2000 年来的最低, 意味着存在极大的存货压力。

发达经济体“去库存化”之路漫长。以美国为例, 2001 年网络股泡沫之后, 美国出现了两次“去库存化”过程: 第一次是自 2001 年 1 月至 2002 年 1 月, 时间为一年。第二次是自 2002 年 2 月至 2004 年 1 月, 时间长达二年左右。而本轮危机所造成的库存销售比率远超 2001 年, 无论是制造业还是耐用品的“去库存化”所需要的时间可能会更长, 过程可能也会更加曲折。

图 9: 美国制造业库存销售比



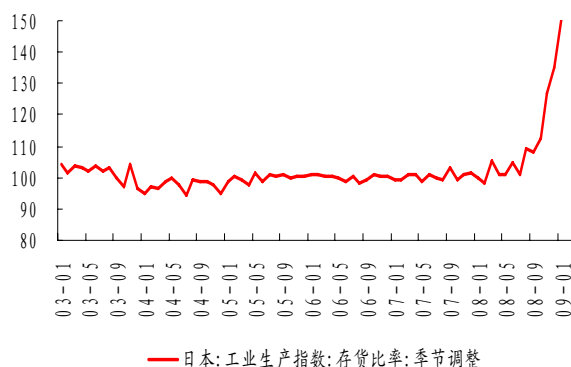
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 10: 美国耐用品库存销售比



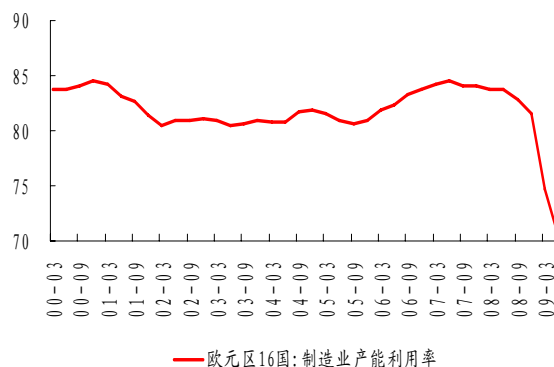
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 11: 日本存货比率



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 12: 欧元区制造业产能利用率



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

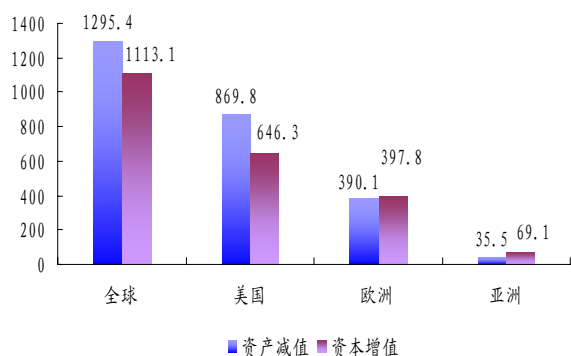
4) 复苏路漫漫: IMF 最新预测

IMF 预计银行业面临 2.5 万亿美元损失。IMF 统计结果表明,截至 2009 年 4 月份,全球银行资产减值与资本增值已分别达 12954 亿、11131 亿美元。其中美国分别为 8698 亿、6463 亿美元,欧洲为 3901、3978 亿美元,亚洲为 355、691 亿美元。IMF 估计至 2010 年,欧美日面临 2.5 万亿美元的损失,而目前损失冲减不足一半。

IMF 预计今年全球萎缩,复苏始于明年。2009 年 4 月份,IMF 下调了全球经济预期。IMF 预计,2009 年全球经济将萎缩 1.3%,低于其 1 月份做出的增长 0.5%的预期。同时,IMF 预计 2010 年全球经济开始逐渐走向复苏,但是 2010 年 1.9%的预期经济增速表明复苏比较脆弱,仍将面临较大的下滑风险。

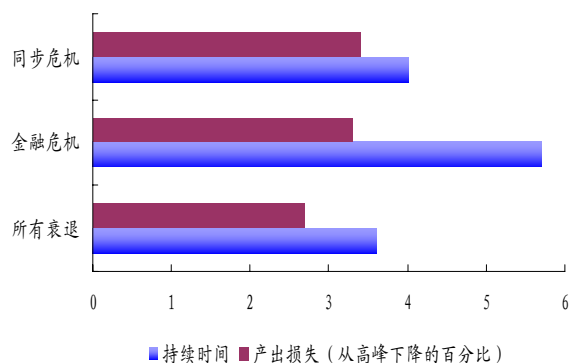
IMF 下调了 2009 年和 2010 年中国经济增长预期。IMF 预计 2009 年中国国内生产总值将增长 6.5%,略低于其 1 月份预计的 6.7%;2010 年 GDP 将增长 7.5%,同样低于之前预计的 8.0%增幅。IMF 认为中国以基础设施投资为主的经济刺激计划可能使得中国经济对投资的依赖增强,而更多的举措应该是刺激消费以利于在中期经济平衡的同时给经济提供短期支持。

图 13: 银行资产减值与资本增值 (自 07.07)



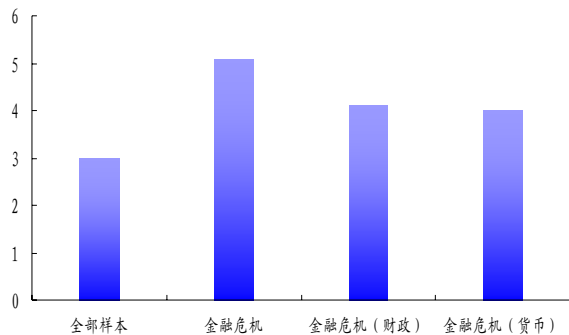
数据来源: 中原证券研究所 IMF

图 14: 衰退的平均统计



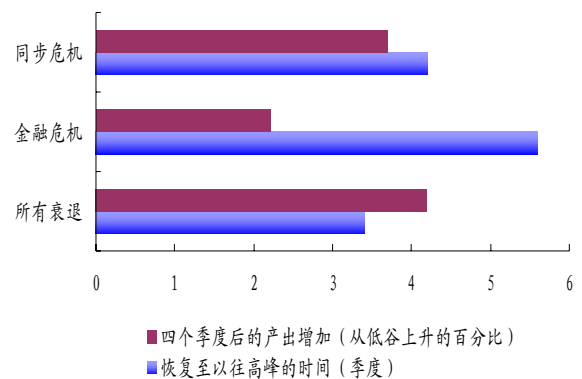
数据来源: 中原证券研究所 IMF

图 15: 估计衰退时间中位数



数据来源: 中原证券研究所 IMF

图 16: 复苏的平均统计



数据来源: 中原证券研究所 IMF

表 1: IMF 最新预测 (单位: %)

	2007	2008	2009	2010
世界产出	5.2	3.2	-1.3	1.9
发达经济体	2.7	0.9	-3.8	0
美国	2	1.1	-2.8	0
欧洲	2.7	0.9	-4.2	-0.4
日本	2.4	0.6	-6.2	0.5
新兴市场及发展中国家	8.3	6.1	1.6	4
中国	13	9	6.5	7.5
印度	9.3	7.3	4.5	5.6
俄罗斯	8.1	5.6	-6	0.5
巴西	5.7	5.1	-1.3	2.2

数据来源: 中原证券研究所

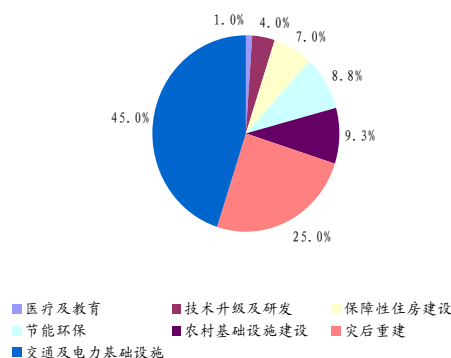
2.2 国内: 经济最坏时刻已过, 下半年经济强劲复苏

1) 中国经济: 有望率先复苏

经济刺激重民生、调结构。四万亿经济刺激计划经过修改后, 看起来更有利于短期经济增长与中长期经济结构调整之间的平衡。其中, 社会服务支出占了计划的 4%, 而最初的版本中只有 1%; 扩大保障性住房占了 10%, 此前为 7%; 在最初的计划公布之后, 政府又批准了 10 项工业振兴计划, 为受到经济低迷严重冲击的领域提供帮助。对工业的支持实际上获得了最大增幅: 用于企业升级设备、进行研发的补贴比最初的计划增加了一倍以上, 占了总额的 9%。其他基础设施项目支出略有减少。

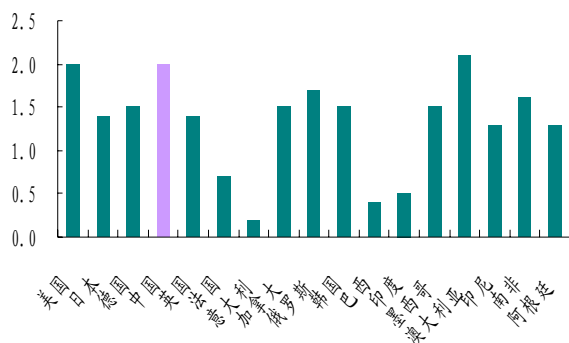
经济刺激规模居前。4 月份 IMF 的统计数据表明: 在各国刺激经济规模占 GDP 比率、拯救银行规模占 GDP 比率上, 中国经济刺激规模居前。其中: 美国刺激经济规模占 GDP 比率 2%, 而拯救银行规模占 GDP 比率高达 73.7%; 俄罗斯该数据分别是 1.7%与 7.1%; 日本为 1.4%与 12.9%; 英国为 1.4%与 47.5%..., 而中国刺激经济规模占 GDP 比率 2%, 但拯救银行规模占 GDP 比率仅 0.5%。经济刺激规模占比居全球前列, 而拯救银行规模占比却极小。

图 17: 刺激计划投资方向 (08 年 12 月)



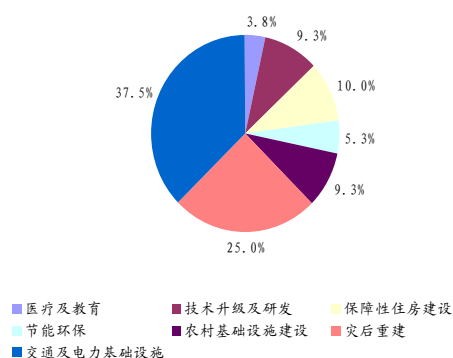
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 19: 经济刺激规模占 GDP 比例 (单位: %)



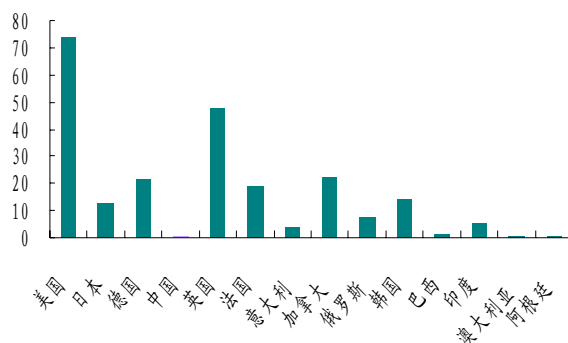
数据来源: 中原证券研究所 IMF

图 18: 刺激计划投资方向 (09 年 3 月)



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 20: 拯救银行规模占 GDP 比例 (单位: %)



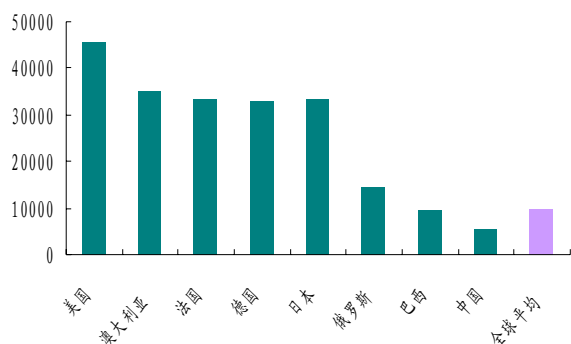
数据来源: 中原证券研究所 IMF

城镇化与工业化进程有望加快。按照实际汇率来算, 2008 年中国人均 GDP 为 3266.8 美元, 登上了 3000 美元的新台阶。国际经验表明, 当一个国家人均 GDP 超过 3000 美元以后, 城镇化、工业化进程会加快, 居民消费类型和行为也会发生重大改变。

内需有极大提升空间。目前, 按照购买力水平计算, 2008 年中国人均 GDP 为 5345 美元, 是美国的 1/9, 日本的 1/6, 仅为全球平均的二分之一。单位资本产生的 GDP 为 2432 美元, 是美国的 1/20, 日本的 1/11, 仅为全球平均的 30%。中国经济发展有着远大的空间。

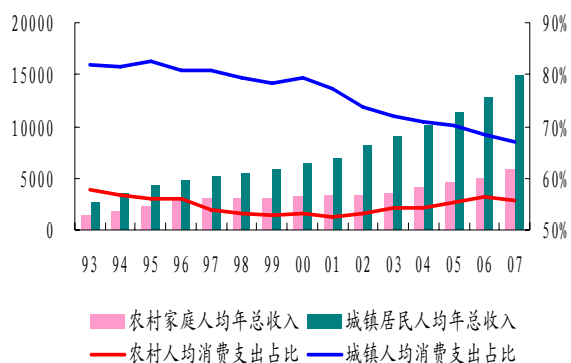
国内城乡差异的存在决定未来农村市场是拉动内需的最直接动力。伴随着农村居民收入的提升以及消费支出的增加, 国内的内需市场开发潜力巨大。当前, 农村人均消费支出占比处于持续上升阶段, 农村居民消费支出增速已开始高于城镇居民, 逆转趋势明显。通过比较城乡耐用品普及率的差别, 可以看出农村市场蕴含着可观的增长空间。

图 21: 人均 GDP 排名 (单位: 美元)



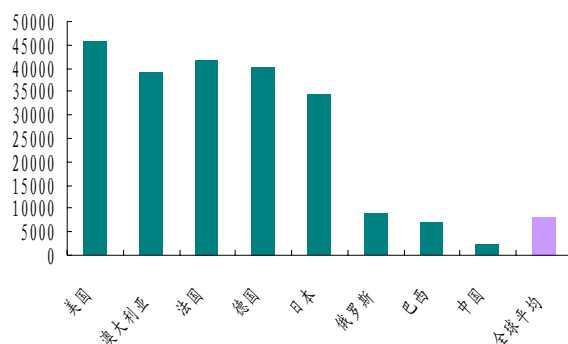
数据来源: 中原证券研究所 WDI

图 23: 城乡居民收入 (单位: 元)



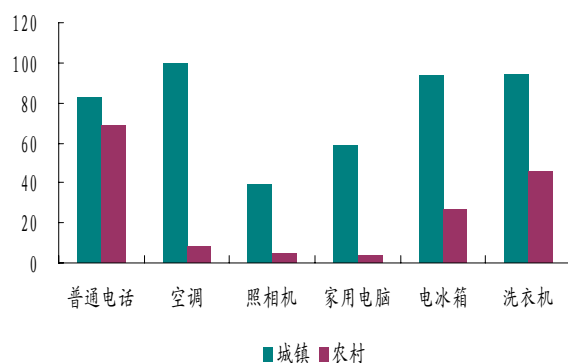
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 22: 单位资本 GDP 排名 (单位: 美元)



数据来源: 中原证券研究所 WDI

图 24: 城乡每百户居民耐用用品数

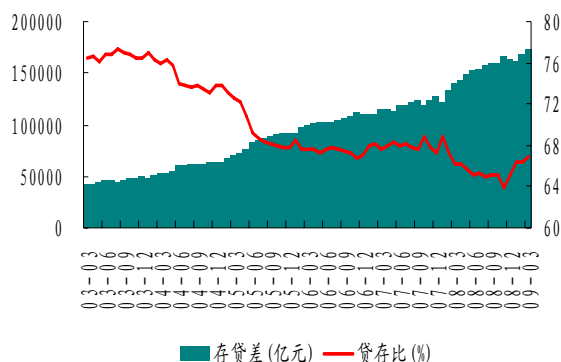


数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

商业银行贷存比较合理。截至 2009 年一季度末, 商业银行贷存比为 66.89, 比年初上升 0.81 个百分点。目前我国商业银行的贷存比例相当合理, 没有超过 75% 的监管警戒线。从国际上来看, 美国这一数据略超过 100%, 欧洲大约为 110%, 而韩国更是超过 130%!

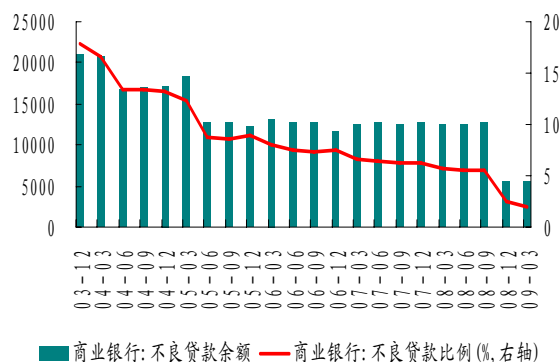
商业银行不良贷款余额、不良贷款率双降。截至 2009 年一季度末, 全部商业银行不良贷款余额为 5495.4 亿元, 比年初下降 186.4 亿元, 不良贷款率为 2.04%, 比年初下降 0.41 个百分点。从国际上来看, 美国银行业全部贷款撇账率一年内来上升一个百分点, 拖欠率更是上升 2.1 个百分点至 4.59%。

图 25: 存贷差与存贷比变化



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 26: 不良双降



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

2) 复苏迹象明显

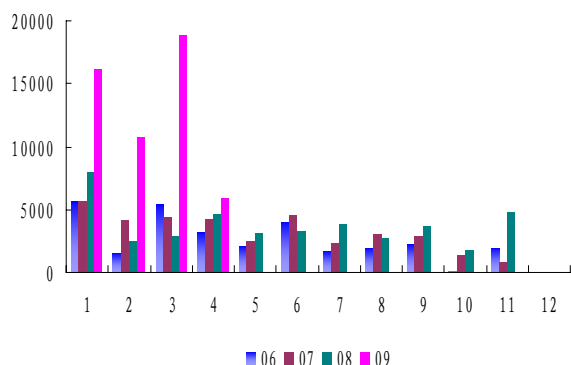
先行指标: 下半年国内经济复苏迹象明显

信贷扩张速度历史罕见。在政府主导下，银行主动信贷变得活跃。2009 年一季度，银行新增贷款达 4.58 万亿元，超过 2008 年全年新增额的 90%。我们预计 2009 年全年新增信贷在 7-8 万亿之间，信贷扩张速度为近年来所罕见。

PMI 指数开始触底回升。作为经济的先行指标，PMI 指数已经连续五个月开始反弹，阶段性走稳迹象比较明显。4 月份 PMI 指数为 53.50，超过以 50 来衡量的扩张分水岭；4 月份 PMI 生产指数与 PMI 新订单指数分别为 56.9、57.4，表明企业订单已经有所恢复，经营生产也开始趋向正常。2009 年二季度开始，国内经济有望触底反弹。

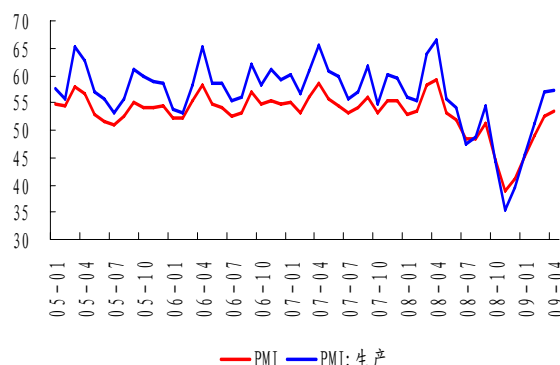
社会用电量出现反弹。1-2 月全社会累计用电量同比增长-5.22%，3 月份累计增长-4.02%，下降的幅度明显趋缓。其中，2 月、3 月份单月的用电量出现增速回升。从这个意义上来讲，在去库存化及政府投资过程中，经济已经出现了一些积极的迹象。我们预计二季度的工业增加值会出现反弹，带动国内经济缓慢复苏。

图 27: 天量信贷



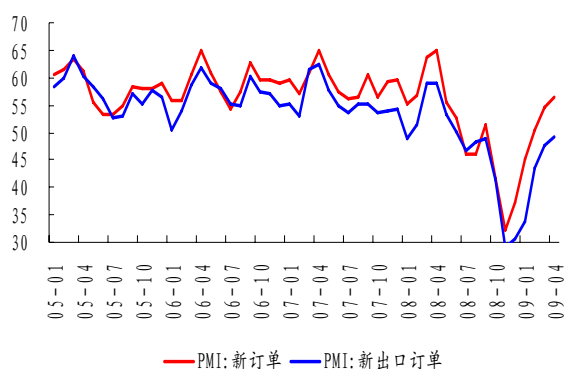
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 28: PMI 指数触底回升



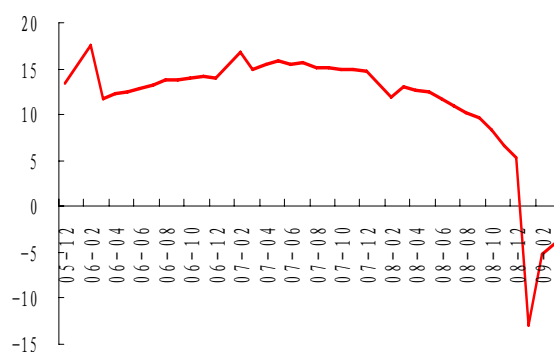
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 29: PMI 订单指数回升



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 30: 社会用电量开始反弹



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

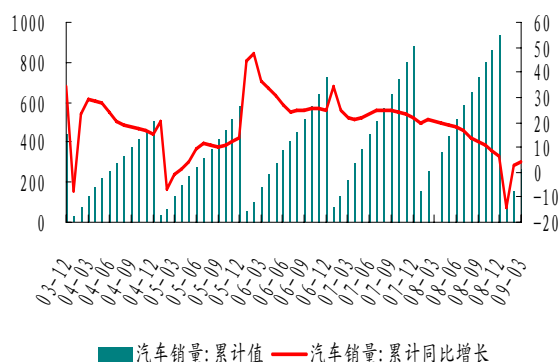
消费: 整体稳定, 汽车与地产销售超预期

汽车销量回暖。虽然各国政府纷纷采取措施挽救车市, 但大多数国家取得效果并不明显。从前 4 月情况来看, 全球汽车业虽然跌势有所趋缓, 但仍然继续下跌, 唯有中国保持增长态势。1-4 月份国产汽车销售逐月递增, 共完成销售 383 万辆, 同比增长 9.4%。2009 年, 国家从税收、财政等多方面推出扶持车市政策, 特别是国家已经发出鼓励汽车消费的明确信号。

房地产成交量上升。经过一年多的市场调整, 在一系列政策刺激之下, 2009 年房地产成交量急剧放大。一季度, 全国商品房销售面积达 1.1 亿平方米, 同比增长 8.2%。我们认为, 近期的成交量放大原因是在房价下降、政策刺激与大幅降息后购买力的显著提升等因素的影响之下, 日益累积的刚性需求与改善性需求的部分释放。

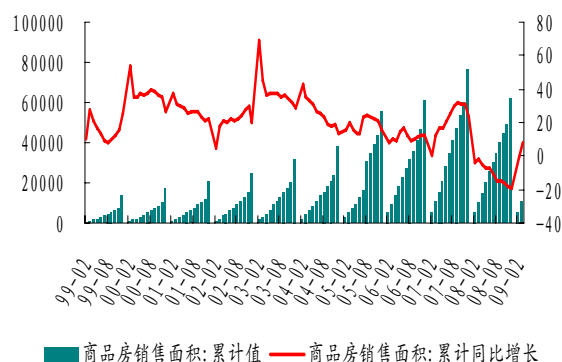
零售相对稳定。在城乡居民收入保持较快增长及国家出台一系列刺激消费政策措施的背景下, 社会消费品零售总额相对稳定。2009 年一季度, 城镇与农村居民收入增速分别为 10.2%、8.6%, 均超过一季度 6.1% 的 GDP 增速。相对应的是, 一季度社会消费品零售总额同比增长 15%, 考虑到物价回落的因素, 这样的增速超出市场预期。

图 31: 汽车销量回暖



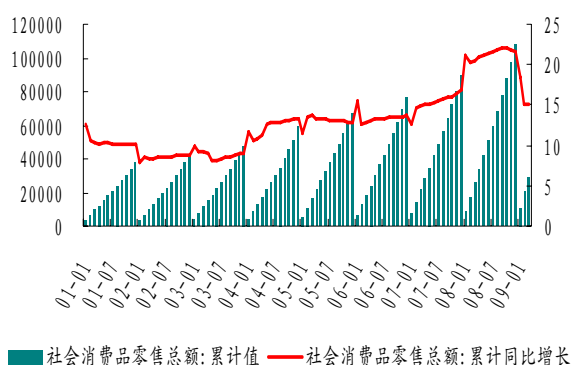
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 32: 房地产成交量上升



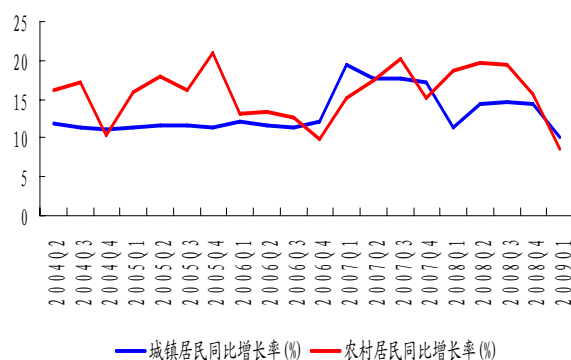
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 33: 零售相对稳定



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 34: 居民收入仍较快增长



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

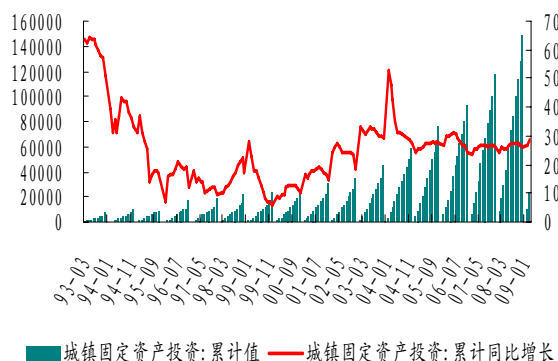
投资: 高位运行

城镇固定资产投资维持高位。2009 年一季度, 城镇固定资产投资 2.36 万亿元, 同比增长 28.6%, 而 3 月份同比增速更是达到 30.3%。随着今年信贷规模的扩张, 银行资金推动投资的力度有所加大, 后期城镇固定投资仍将维持较高的水平。

房地产开发投资符合市场预期。一季度房地产投资同比增长 4.1%, 比 1-2 月提高 3.1 个百分点。数据符合或略高于市场预期, 并且从中可以看出 3 月份房地产投资已开始出现加速增长。

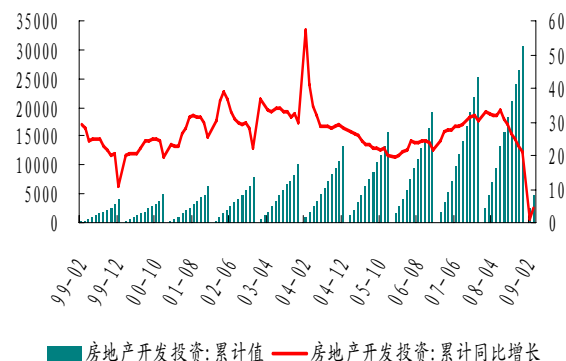
新增固定资产投资爆发性增长。在积极的财政政策刺激下, 受益于前期银行天量的信贷规模, 一季度新增固定资产投资同比增长 64.2%, 远高于 2008 年 9.4% 的增速。由于信贷支持完全发挥效应有 6 个月左右的滞后期, 我们可以期待二、三季度新增固定资产投资仍保持高速增长。

图 35: 城镇固定资产投资维持高位



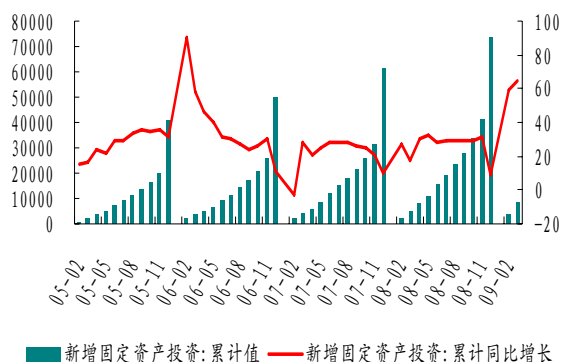
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 36: 房地产开发投资超出市场预期



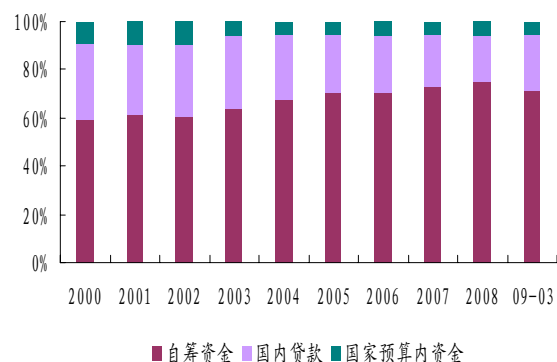
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 37: 新增固定资产投资爆发性增长



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 38: 资金来源占比变化



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

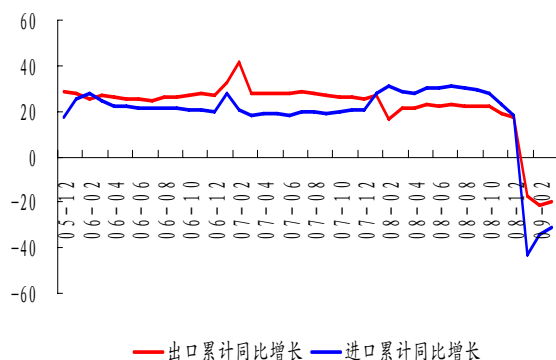
出口：外需短期难以恢复

进出口增速：下滑趋势放缓。2009 年一季度，进出口总值同比下降 24.9%，其中，出口下滑 19.7%，进口下滑 30.9%，连续二个月出现反弹。随着发达经济第一轮去库存化的开始，未来一段时间内出口的下滑趋势有望继续放缓。但经济复苏短期内难以实现，出口想恢复至 08 年的高峰水平可能需要相当长的时间。

出口：一般贸易占比上升。从 2005 年汇改以来，一般贸易方式比重开始持续上升，“大进大出”的外贸发展模式得以发生改变，贸易结构有所优化。2009 年一季度，一般贸易占比 45%，占比趋势仍处在上升过程中。

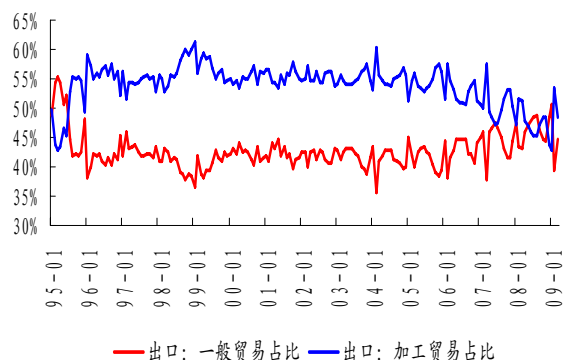
实际利用外资增速有所回升。2008 年以来，实际利用外资增速开始大幅下降。但自 2009 年 2 月份开始，实际利用外资增速已开始持续回升。虽然短期内国际资本市场难以改变紧缩状态，流入新兴亚洲直接投资减少，但中国对外商投资的吸引力仍然较大：基础设施大幅改善；产业链日渐完备；市场化程度不断提高；劳动力资源丰富；庞大的内需市场。

图 39: 进出口增速出现反弹



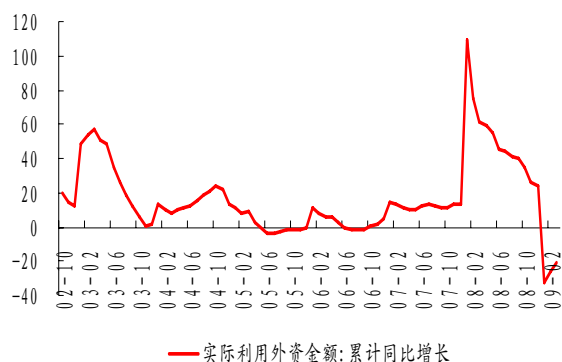
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 40: 一般贸易占比上升趋势明显



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 41: 实际利用外资增速有所回升



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 42: 流入新兴亚洲直接投资减少

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
中国	274	250	220	339	218
越南	52	258	253	40	60
韩国	27	18	29	43	17
台湾	12	25	15	30	11

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
中国	61.2	31.5	27.9	11.8	-20.6
越南	160.6	1221.8	480.6	-58.2	16.4
韩国	69.8	3.6	-2.6	2.1	-38.2
台湾	-21.2	-5.9	-74	-43	-9.9

数据来源: 中原证券研究所 CEIC

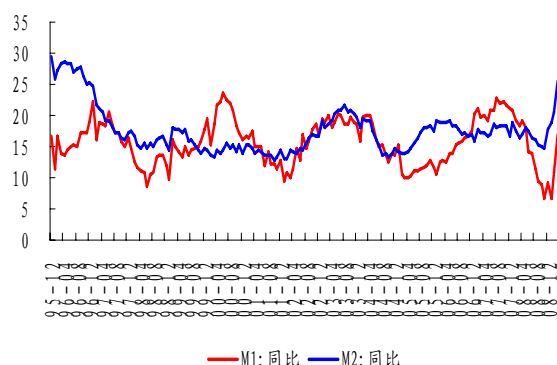
价格: 三季度 CPI 与 PPI 可能转正, 长期通胀压力存在

M1/M2 增速开始回升。从最新数据来看, 伴随银行信贷的扩张, M1、M2 增速开始回升。我们认为实体企业在前期去库存化的过程中, 对未来的预期产生了一定的乐观情绪。在未来的一段时间内, 这些企业可能增加活期存款以支付贷款并扩大再生产, 实体经济对流动性的反应会陆续转好。

M2 是 PPI 的领先指标。作为 PPI 的先行指标, M2 增速已经连续四个月开始反弹, 后期 PPI 回升的概率在增大。2009 年 4 月份 PPI 为 -6.6, 下降幅度开始趋缓。伴随 M2 的高位运行, 三季度 PPI 可能会出现正增长, 下半年出现通缩的可能性不大。

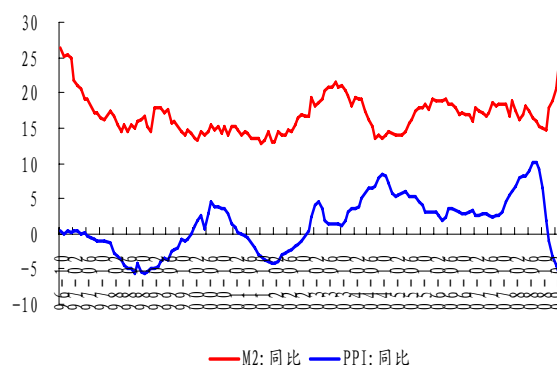
通胀压力长期存在。我们认为, 下半年出现通胀的概率很小: 1) CPI 与食品价格相关性强, 目前食品价格较为稳定。2) 由于 2008 年的高基数, 2009 年 CPI 的翘尾因素为负值。但是, 长期来看, 由于全球政策刺激下货币的大量投放, 通胀的隐患可能会逐渐显现。

图 43: M1/M2 增速出现反弹



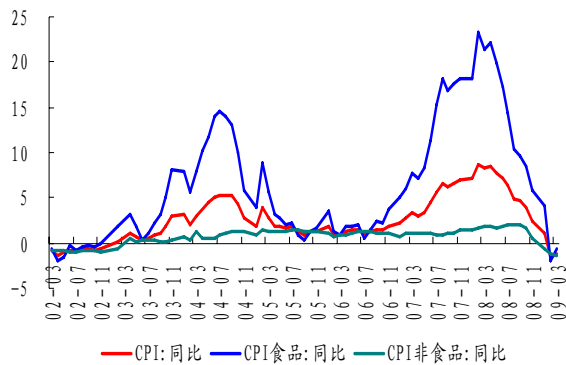
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 44: M2 增速回升将带动 PPI



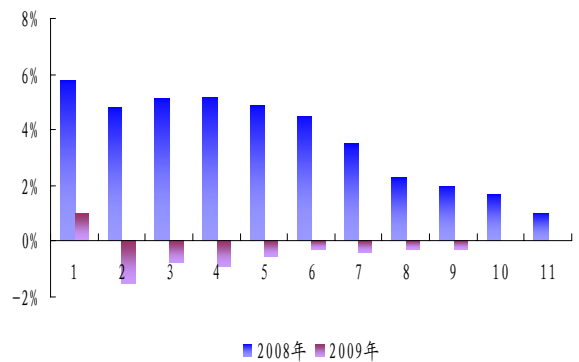
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 45: 通胀与食品关联大



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 46: 翘尾因素贡献为负



数据来源: 中原证券研究所 CEIC

我们的担忧: 增长是否可持续

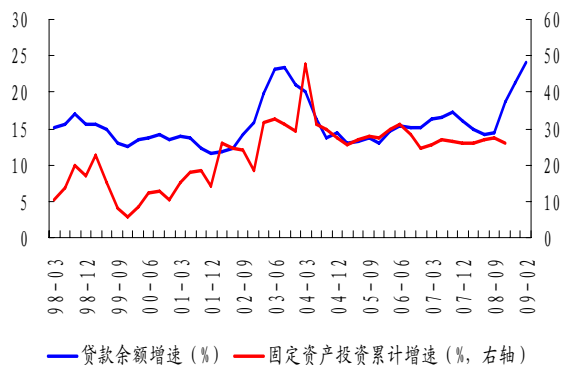
信贷增长是否持续。1998 年第四季度开始, 贷款余额增速开始回落。同期固定资产投资也开始回落, 虽然 1998 年 6 月份政府继续扩大经济刺激计划, 但投资自 1999 年第一季度一直调整至 1999 年底。本轮出台的刺激计划规模更大, 信贷增长也更快, 后期信贷增长是否持续值得担心。

私人投资是否出现明显的“挤出效应”。1998/1999 年政府投资对私人投资的挤出效应明显。如果私人部门投资积极性降低的趋势持续, 会大大削减政府投资的效果, 不利于经济的长期复苏。

储蓄能否转化为购买力。2009 年一季度, 城乡居民储蓄率已超过 60%。中国国内消费率低, 储蓄率过高已经成为影响经济增长的一个重要问题。国内应该加快养老、医疗保障和教育体系改革, 以便将过高的储蓄率降下来, 使储蓄真正转化成为居民的购买力。

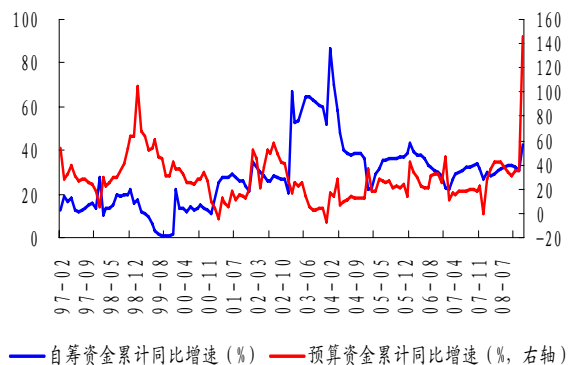
失业问题能有所缓解。人保部公布 2009 年一季度城镇登记失业率为 4.3%, 历史数据显示, 这一登记失业率处于 1997 年亚洲金融危机之后的第 1 高值。更值得注意的是, 这一数据并不包括正在找工作的高校毕业生与改革开放过程中形成的农民工群体。

图 47: 1998/1999 年信贷增速难以持续



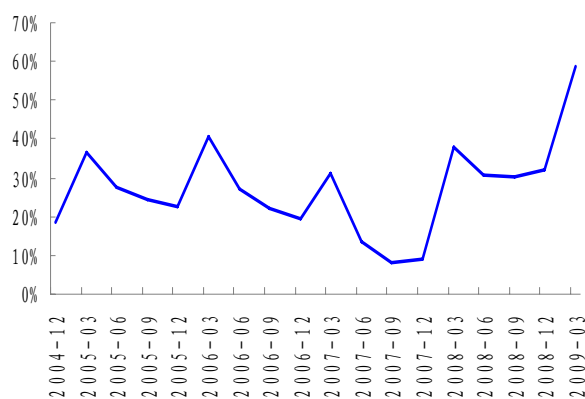
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 48: 1998/1999 年私人投资挤出明显



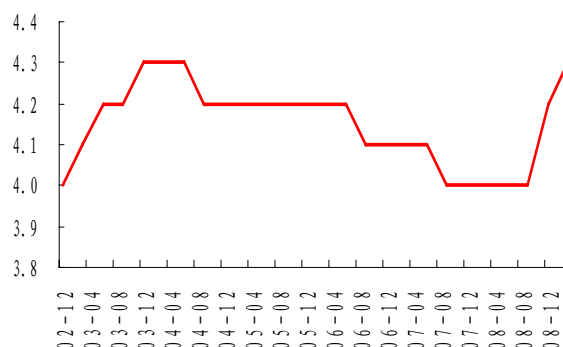
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 49: 储蓄率继续上升



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 50: 城镇登记失业率上升 (单位: %)



数据来源: 中原证券研究所 CEIC

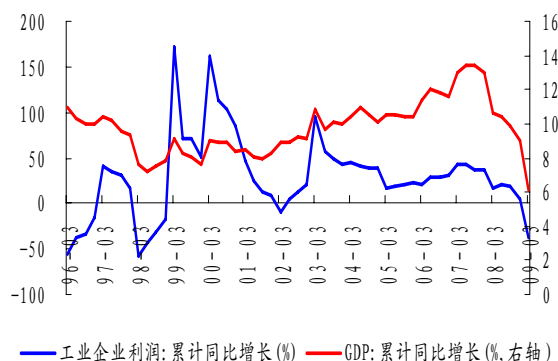
3 盈利能力: 逐渐开始恢复

3.1 工业企业盈利

工业企业盈利与 GDP 增速相关性强。自 1996 年以来, 工业企业盈利累计增速与 GDP 累计增速走势较为同步。我们统计发现 1999 年 3 月、2000 年 3 月、2007 年 9 月两者均同时出现阶段性高点。在阶段性底点方面: 1998 年 3 月, 两者出现时间相同; 2001 年 9 月, GDP 增速领先工业企业盈利两个季度见底; 2005 年 3 月, GDP 增速领先一个季度见底。如果下半年 GDP 增速逐季同比上升, 则工业企业盈利增速有望企稳并开始反弹。

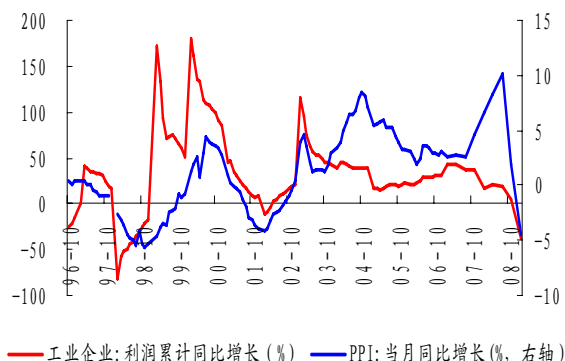
工业企业盈利与 PPI 增速存在关联。在 2003 年以前, PPI 增速与工业企业盈利增速保持相当的同步性。但自 2003 年以后, PPI 走势与工业企业盈利增速出现了背离。通过比较可以发现, PPI 适度的上涨伴随着工业企业盈利的增长, 而过高的 PPI 会使工业企业盈利受到挤压。三季度后国内 PPI 增速有望开始实现正增长, 有利于工业企业利润的恢复。

图 51: 工业企业利润与 GDP 增速正相关



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 52: 工业企业利润与 PPI 增速关系



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

3.2 上市公司盈利

2008 年上市公司盈利低于市场预期。尽管 2008 年上市公司营业收入大幅增长，每股增长达 13.37%，但它对盈利的积极影响被大幅收缩的净利润率（7.88%，同比下降约 3 个百分点）所抵消。与此同时，全部 A 股 2008 年净资产收益率为 12.62%，下降 3.3 个百分点，剔除银行后的净资产收益率为 10.31%，下降幅度更是高达 5.7 个百分点。全部 A 股上市公司 2008 年盈利增长-16.88%，普遍低于市场预期。

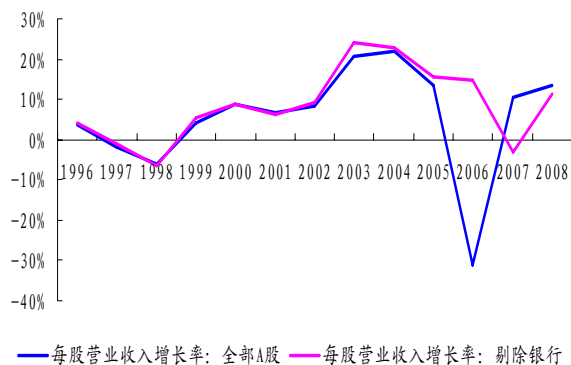
2009 年一季度上市公司盈利符合市场预期。2009 年一季度可比上市公司赢利 2028 亿元，同比增长-25.07%，环比劲增近 5 倍。上市公司盈利环比强劲恢复，与我们以及大多数机构的预期相符。

预计 2009 年上市公司盈利增速-2.5%。低于预期的 2008 年业绩降低了 2009 年的盈利基数，如果其他情况不变，这将使得 2009 年的每股盈利将有较高的增长。

我们依据收入增长/净利润率变化来做出我们的盈利预测。我们做出如下假设：1) 假定净利润率较正常水平低 1 个标准差。2) 营业收入增长与名义 GDP 增速一致。3) 银行利润占比 30%，2009 年出现 5%的盈利增长。

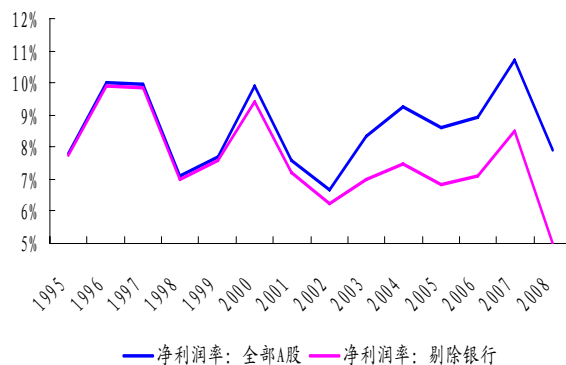
在上述假定下，我们预计非银行股 2009 年盈利增速为-5.78%，全部 A 股 2009 年盈利增速为-2.5%。2009 年初我们预测值为-10%，而当前赢利预测转向相对积极的一面。在 2008 年较低的盈利基数上，赢利预测的上调也反映了我们对 2009 年下半年强劲的宏观经济复苏的乐观预期。

图 53：2008 年营业收入正增长



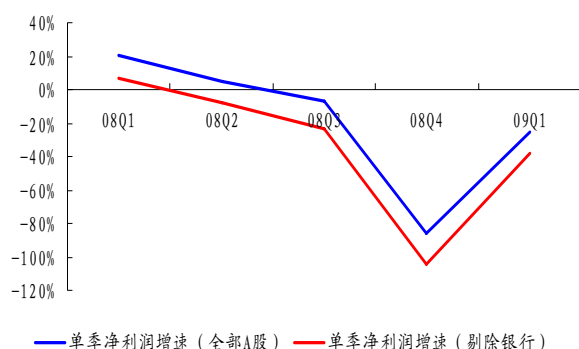
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 54：2008 年净利润率大幅下滑



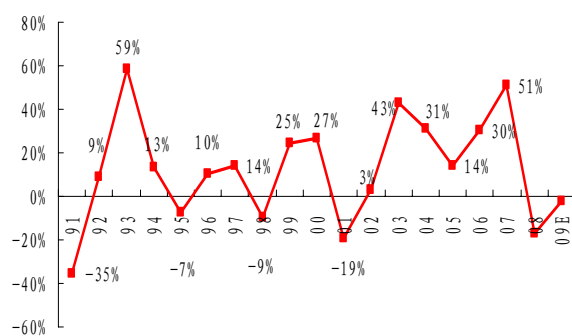
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 55: 09 年一季度环比改善明显



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 56: 2009 年预测净利润同比增长-2.5%



数据来源: 中原证券研究所 CEIC

3.3 行业景气度分析

结合 2008 年、2009 年一季度上市公司行业业绩, 以及我们对该行业自上而下的预期, 我们关于行业景气度的结论如下:

1) 行业处于高景气度: 餐饮、化学制药、计算机应用、建筑装饰、零售、煤炭开采、通信设备、饮料制造、园区开发、医疗商业及中药行业。

2) 行业景气度回升: 包装印刷、保险、传媒、电力、房地产开发、钢铁、高速公路、公交、化学制品、建筑材料、金属新材料、酒店、景点、贸易、普通机械、其他轻工制造、汽车零部件、汽车整车、生物制品、石油化工、橡胶、信托、银行、有色金属冶炼、证券、种植、专用设备行业。

3) 行业景气度低位运行: 半导体、白色家电、服装、非汽车交运设备、航空运输、航运、化工新材料、化纤、化学原料、机场、金属制品、林业、农产品加工、农业综合、其他采掘、其他电子器件、汽车服务、燃气、石油开采、食品加工、食品制造、视听器材、水务、饲料、塑料、铁路、通信运营、网络服务、物流、显示器件、医疗服务、医疗器械、渔业、元件及造纸行业。

表 2：行业净利润变化

行业	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	行业	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
白色家电	74.30%	59.98%	13.00%	275.60%	-5.73%	普通机械	29.90%	-12.31%	-11.90%	-42.50%	-40.44%
半导体	-82.80%	-40.68%	-80.60%	-755.90%	-604.84%	其他采掘	280.50%	175.94%	19.50%	-94.40%	-87.88%
包装印刷	-18.60%	-52.59%	-2.00%	106.70%	12.92%	其他电子器件	-56.20%	24.04%	13.50%	0.40%	-16.49%
保险	-28.10%	-9.69%	-153.20%	-152.90%	-28.66%	其他轻工制造	-0.70%	-15.69%	-37.40%	-101.90%	-37.12%
餐饮	-24.00%	31.07%	63.20%	18.50%	18.55%	汽车服务	-321.70%	-123.62%	3014.00%	-117.30%	-431.37%
传媒	16.50%	26.10%	-7.40%	-66.20%	5.00%	汽车零部件	93.70%	83.01%	-26.10%	-129.00%	-30.43%
电力	-71.60%	-103.94%	-125.00%	-154.80%	65.90%	汽车整车	33.10%	-21.24%	-67.50%	-205.80%	-65.87%
电气设备	79.30%	13.47%	38.70%	-56.30%	-4.46%	燃气	99.60%	-11.66%	6.60%	-47.00%	-21.47%
房地产开发	82.90%	26.82%	1.70%	-25.50%	-20.79%	生物制品	208.80%	115.95%	47.80%	-3302.10%	-19.99%
纺织	120.60%	4.29%	-40.10%	-142.60%	-23.81%	石油化工	-67.40%	-82.95%	-56.70%	33.90%	75.76%
非汽车交运设备	208.80%	44.95%	-28.10%	15.50%	-40.46%	石油开采	-28.60%	-43.62%	31.80%	-8.40%	-29.19%
服装	-46.60%	185.93%	-17.50%	-104.70%	40.08%	食品加工	25.20%	60.08%	-21.80%	-87.90%	-39.87%
钢铁	13.90%	38.41%	2.40%	-337.20%	-130.29%	食品制造	19.50%	-45.13%	-362.20%	613.80%	-13.29%
港口	13.40%	55.91%	39.20%	-19.40%	-26.24%	视听器材	200.40%	-322.66%	-28.30%	-512.20%	-75.33%
高速公路	-9.20%	9.20%	-12.10%	-15.40%	1.39%	水务	19.00%	-29.42%	112.80%	52.30%	-12.92%
公交	1.00%	-17.17%	-51.90%	-63.30%	56.50%	饲料	375.00%	90.26%	8.70%	-2618.20%	-106.96%
航空运输	-1377.80%	-74.33%	-203.70%	10115.60%	-44.82%	塑料	18929.70%	204.07%	193.70%	-807.50%	-99.90%
航运	90.10%	57.30%	221.80%	-141.00%	-141.41%	铁路运输	19.00%	23.48%	6.50%	-38.60%	-23.84%
化工新材料	24.40%	47.28%	-34.00%	-110.00%	-84.65%	通信设备	1.00%	400.77%	573.60%	-29.00%	62.85%
化学纤维	5696.30%	-101.24%	-216.50%	673.80%	-210.92%	通信运营	-2.00%	862.21%	-21.70%	534.90%	-1.26%
化学原料	128.80%	41.60%	-35.30%	-270.80%	-196.28%	网络服务	20.90%	30.64%	-13.50%	202.60%	-34.47%
化学制品	66.50%	85.85%	39.50%	-130.00%	-32.94%	物流	63.10%	103.77%	-22.00%	-82.30%	-50.72%
化学制药	55.40%	115.48%	93.40%	123.30%	27.42%	显示器件	-347.90%	-6887.21%	-211.30%	-1152.10%	-288.33%
环保	26.20%	-73.25%	5.90%	-68.20%	1.73%	橡胶	81.50%	-4.87%	-164.20%	-352.50%	-64.65%
机场	0.70%	-63.74%	-40.30%	-28.80%	-34.99%	信托	-35.70%	-77.93%	-121.20%	-184.40%	-69.84%
计算机设备	-30.60%	8.38%	-39.20%	-97.20%	-31.03%	医疗服务	122.50%	-70.31%	-51.80%	-31.40%	-47.43%
计算机应用	69.20%	41.85%	13.50%	66.50%	56.71%	医疗器械	-150.40%	-1131.80%	131.70%	16.80%	-1490.48%
建筑材料	188.60%	14.97%	-6.50%	-68.80%	-53.77%	医药商业	17.70%	16.61%	48.90%	-18.50%	23.00%
建筑装饰	81.80%	6.58%	45.10%	-9.50%	31.22%	仪器仪表	16.20%	82.16%	-43.60%	-244.30%	-148.13%
金属新材料	61.50%	54.86%	34.40%	-55.00%	-35.21%	银行	91.60%	44.08%	25.10%	-33.80%	-8.47%
金属制品	9.70%	29.20%	22.00%	-109.20%	-29.91%	饮料制造	53.60%	67.73%	29.30%	-52.30%	34.74%
景点	130.80%	-4.45%	-48.40%	-48.80%	-13.45%	有色金属冶炼	13.80%	-10.84%	-51.90%	-285.30%	-113.83%
酒店	40.50%	1.11%	-19.30%	-34.80%	30.08%	渔业	-13.20%	7.35%	77.60%	-32.80%	-19.30%
林业	-6.80%	470.04%	-36.40%	-115.30%	-111.67%	元件	-57.60%	-24.28%	-54.30%	254.40%	3.39%
零售	64.50%	32.11%	9.60%	-34.70%	4.35%	园区开发	5.30%	160.32%	50.70%	-7.70%	8.98%
旅游综合	-1.40%	-29.77%	-8.60%	-88.30%	-13.76%	造纸	8.50%	53.78%	-4.60%	-164.90%	-108.14%
贸易	81.50%	140.02%	5.50%	-163.00%	-43.89%	证券	96.60%	-34.36%	-74.80%	-76.60%	-10.84%
煤炭开采	51.50%	91.17%	107.30%	19.60%	19.55%	中药	15.30%	11.40%	-20.90%	14.30%	61.81%
农产品加工	-170.20%	-35.42%	-730.50%	78.00%	-52.44%	种植业	57.20%	-22.43%	-56.90%	-176.90%	-22.36%
农业综合	85.40%	52.54%	31.90%	-111.80%	-30.43%	专用设备	23.80%	9.04%	-10.70%	-37.30%	-31.04%
综合	127.40%	43.41%	13023.00%	-21.00%	38.34%						

数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

4 估值：流动性驱动的上行风险

4.1 A 股市场估值的历史变化

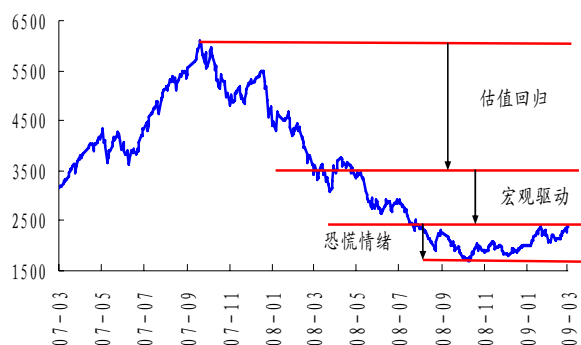
市场调整的历史经验：我们将上证综指由最高 6124 点跌至最低 1664 点

全过程划分为三个阶段：1) 跌至 3000-3500 点，估值的合理回归。2) 跌至 1800-2200 点，宏观经济周期向下的反映。3) 跌至 1664 点，市场的恐慌性杀跌。我们认为，伴随着 08 年超预期的暴跌，曾经高估的 A 股在短期内消灭了泡沫，释放了绝大部分的市场风险，而上证综指 2000 点左右可能是 2009 年 A 股市场调整的极限。

目前估值均处于历史均值与 1 倍标准差之间。通过对 A 股历史数据的分析，我们发现：截止 5 月 12 日，过去十年来全部 A 股平均 PE31.56 倍，平均 PE 减去其 1 倍标准差为 17.88 倍，全部 A 股静态 PE20.49 倍介于两者之间。过去十年来全部 A 股平均 PB3.24 倍，平均 PB 减去其 1 倍标准差为 2.07 倍，全部 A 股静态 PB2.74 倍也介于两者之间。

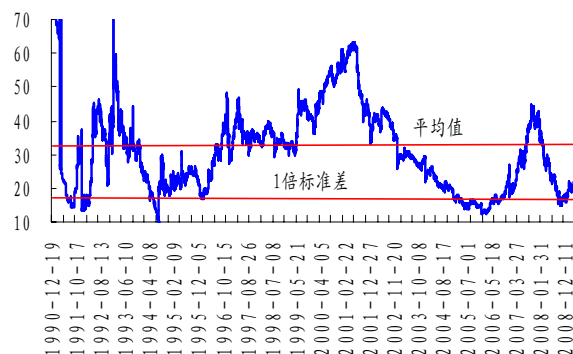
AH 溢价指数为 132。截至 5 月 12 日，AH 溢价指数为 132，略低于其 137 的历史平均值。后期 AH 溢价指数的变化取决于美国市场是否能够真正企稳，如果下半年外围市场能够走稳，那么港股市场目前较低的估值可以得到一定程度的修复，并通过 AH 溢价指数来提升 A 股估值。

图 57：上轮市场调整过程



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 58：全部 A 股历史 PE 变化



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 59：全部 A 股历史 PB 变化



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 60：AH 溢价指数变化

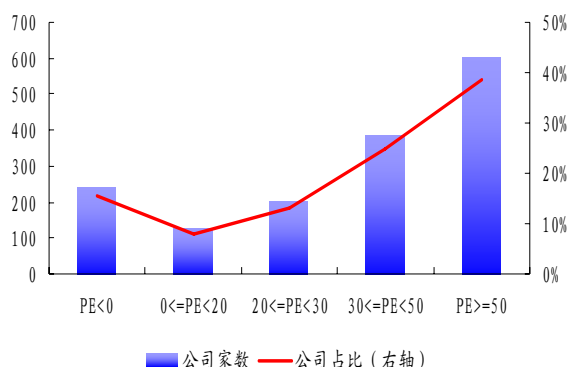


数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

4.2 关注估值

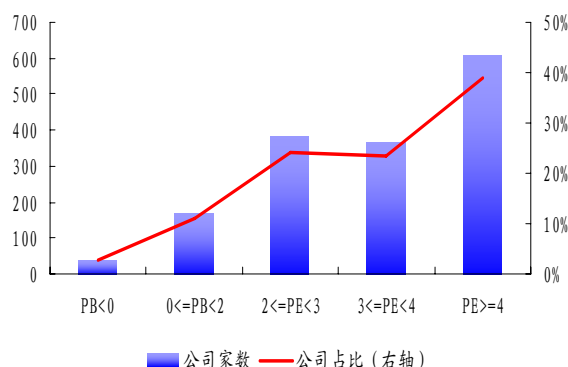
部分个股已经高估。经过一轮上涨后，A 股市场中估值出现明显分化。截至 2009 年 5 月 12 日，全部上市公司占比 40%左右的个股静态 PE 已超过 50 倍。同时，在 PB 方面，超过 4 倍 PB 的个股占比也达 40%。我们认为，市场中某些个股已经充分反应了宏观经济预期改善下的盈利变化，在当前市场流动性比较宽裕、管理层相对默许的背景下，这些个股已经产生了相当程度的泡沫。

图 61：上市公司静态 PE 分布



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 62：上市公司最新 PB 分布



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

投资者应关注估值。股票市场处于不同阶段时，影响市场运行的关键因素也会不同。通过研究这些关键因素的变化，有助于我们对当前市场走势节奏的判断。David M. Datst 通过研究美国市场五次完整的业绩周期与相应的市场阶段，得出相当有意思的结论：在市场触底时，政策与情绪面占影响因素的 60%，而业绩与估值均仅占 20%；而在市场处于早期复苏阶段时，估值成为影响市场最主要的因素（50%）、业绩因素也上升至 30%，但政策与情绪因素减少至 20%。

回顾过去 A 股市场的运行规律，我们发现上述结论与国内市场走势也相当吻合。我们认为，由于政策作用下投资者情绪面的复苏，导致 A 股市场自 1664 点触底反弹。而上证综指在经过近五个月的时间跨度、50%左右的指数涨幅后，市场已经迈入早期阶段性复苏阶段。在此阶段，估值因素的影响力可能会逐渐扩大：1）相对低估的品种可能会得到补涨机会。2）过度炒作的个股可能会出现调整。

表 3：不同市场阶段影响因素分析

市场阶段	熊市	触底	早期恢复	牛市中期	牛市见顶
业绩因素	30%	20%	30%	40%	20%
估值因素	20%	20%	50%	30%	20%
政策与情绪	50%	60%	20%	30%	60%

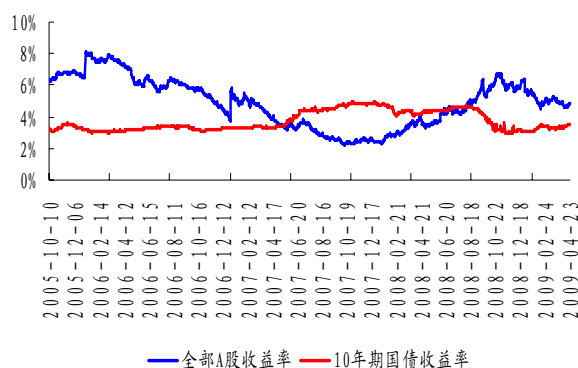
数据来源：中原证券研究所 David M. Datst

4.3 流动性驱动下的估值存在上行风险

股票资产似乎仍具有吸引力。近年来 A 股与十年期国债收益率存在此消彼涨的关系。当前国内 10 年期国债收益率为 3.48%，处于相对较低的历史区

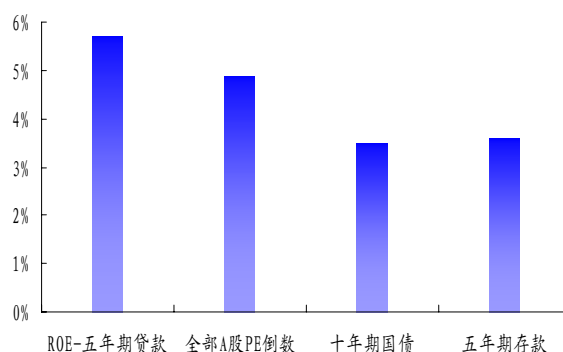
间，且鉴于市场对进一步降息的预期已经消退，国债收益率仍有上升的空间。并且，相对于其他资产而言，股票市场似乎更具有吸引力。

图 63: A 股与 10 年期国债收益率



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 64: 资产收益率比较



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

市场流动性充裕的局面仍然能维持相当长的时间。中期来看，信贷难以持续：1) 前四个月新增信贷 5.17 万亿，我们预计全年大概在 7 万亿-8 万亿左右。毫无疑问的是，后期的投放规模环比会出现较大幅度的下降。2) 如果经济出现复苏，政府会考虑通胀带来的压力，信贷可能会出现一定程度的收缩。

但我们认为，信贷余额增速的变化并不能代表市场流动性发生逆转：1) 1999/2000 年信贷增速出现下滑，但 M1 增速仍然保持快速增长。2) 当前居民与企业活期存款/定期存款比例为 74%，接近 70% 的历史底线，继续向下的空间不大。3) 2009 年 3 月份，居民与企业活期存款占比开始上升。未来一段时间，伴随降息接近尾声，CPI 与 PPI 的由负转正，居民与企业活期存款占比上升的概率更大。

三阶段股权贴息模型：流动性驱动下的估值有上行风险。我们认为，流动性是投资者情绪与未来回报预期的总体表现，但极难量化。简单而言，我们用三阶段股息贴现模型衡量其对股价的大致影响。

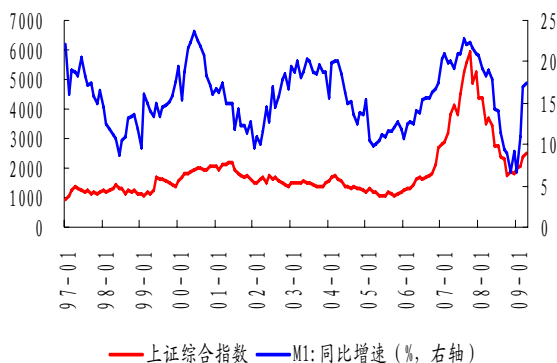
2009 年初假设中，我们应用了 11% 的股权成本 (7.5% 的 ERP, 3.5% 的七年期国债收益率)、40% 的股息率来贴现 A 股未来的盈利。当前，鉴于七年期国债收益率处于较底的区间且进一步降息预期的减弱，我们认为无风险收益率减少的可能性小。

在新的假设中，我们采取 6.5% 的 ERP (10% 的股权成本) 来反应市场当前有利的流动性环境。在未来五年年均 15% 的盈利增长前提下，10% 的股权成本对应全部 A 股 2009 年 20.26 倍市盈率，表明当前 A 股市场整体市盈率已经反映了流动性带来的积极变化。但对于投机性较强的 A 股市场来说，流动性驱动估值上行的幅度可能会更大。这意味着如果资金宽松的局面在一段时间继续保持，A 股仍有上升的空间。

市盈率比较：指数存在向上空间。截至 2009 年 5 月 12 日，全部 A 股 09 年动态 PE20.49 倍左右。在悲观假设中，我们运用了 15 倍的动态市盈率，这接近于全球股市的平均历史市盈率，计算出上证综指 2000 点为 2009 年的支

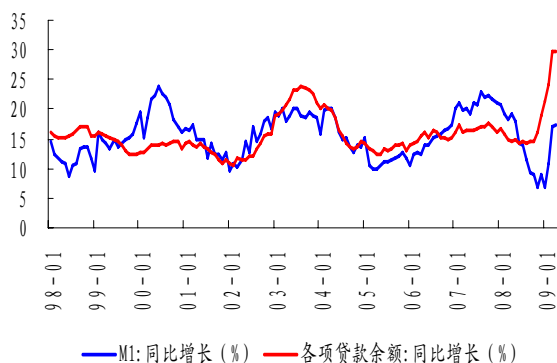
撑点位。在乐观假设中，我们运用 25 倍的动态市盈率，得出上证综指可能高位为 3200 点。

图 65: M1 增速与上证综指



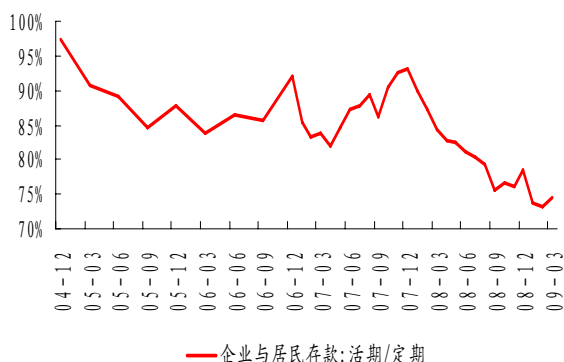
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 66: M1 增速与贷款余额变化



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 67: 活期存款/定期存款变化



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 68: ERP 与盈利增速变化的敏感性分析

	12%	11%	10%	9%	8%
5%	17.67	17.84	18.02	18.20	18.39
7%	18.03	18.21	18.41	18.61	18.82
9%	18.42	18.61	18.82	19.04	19.27
11%	18.83	19.04	19.27	19.51	19.76
13%	19.27	19.50	19.75	20.01	20.28
15%	19.73	19.99	20.26	20.54	20.84
17%	20.23	20.51	20.80	21.10	21.43
19%	20.76	21.06	21.38	21.71	22.06

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

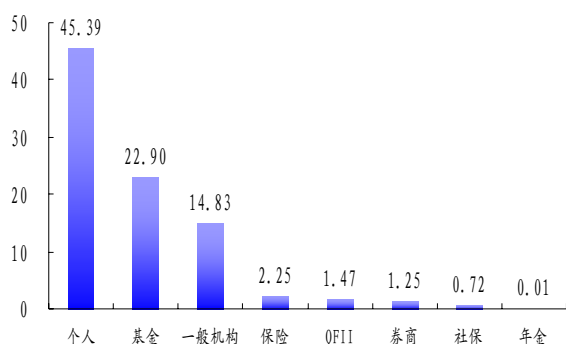
5 市场情绪：开始出现积极的一面

5.1 仓位与市场格局：似乎不太有利

以散户为主体的市场格局未变。截至 2008 年底，散户证券投资金额占整个市场流通市值的 45.39%，机构（剔除一般机构）占比 40%，A 股市场以散户为主体的格局并没有改变。

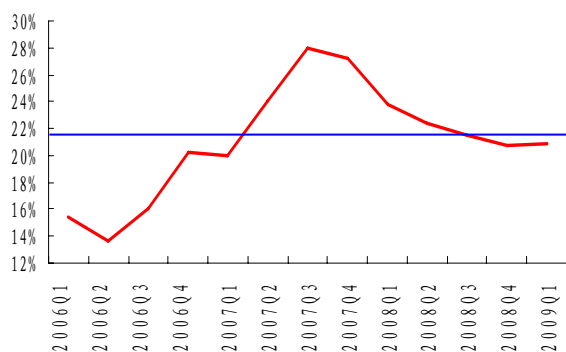
偏股型基金仓位上升，且遭遇净赎回。目前股票型基金的历史仓位达 79%，高于历史平均值 77%，基金进一步加仓的能力减弱。除此之外，在一季度市场持续上扬、后期市场走势不明朗的背景下，偏股型基金持续遭遇净赎回。09 年一季度，偏股型基金总申购 1308 亿份，总赎回 1626 亿份，出现 318 亿份的净赎回。

图 69: 投资者市场占比



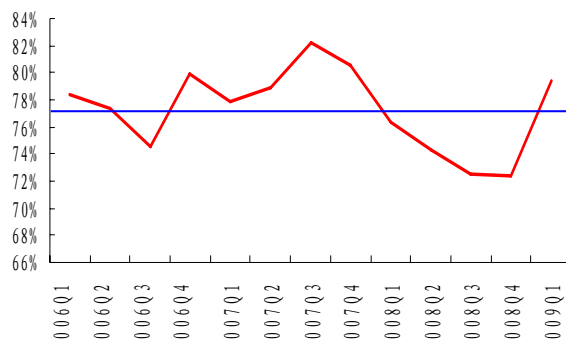
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 71: 基金市场占比持续下滑



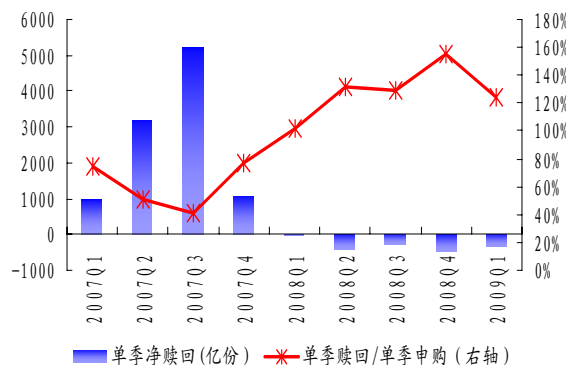
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 70: 基金仓位较重



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 72: 基金出现净赎回



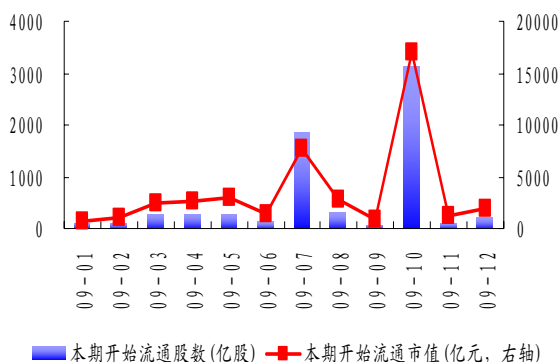
数据来源: 中原证券研究所 CEIC

5.2 资金需求: 预期仍在上升

A 股市场仍处在全流通阵痛之中。2009 年产生解禁限售股 6876 亿股, 按 2009 年 5 月 12 日收盘价计算, 解禁市值约合 4.3 万亿。目前, 股改限售股累计解禁 4693 亿股, 解禁占比 36.43%, 累计减持 313.83 亿股, 减持占比 18.35%。在限售股减持方面, 大非累计减持占比 8.57%, 小非累计减持占比高达 40.07%。从 08 年初开始, 大小非减持对 A 股市场的影响已经开始显现, 2009 年下半年 A 股市场仍然处在全流通阵痛过程之中。

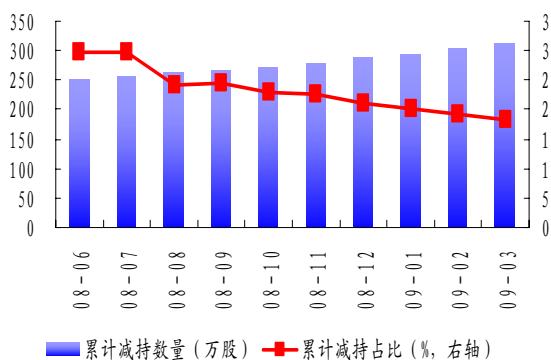
2009 年下半年资金需求预期上升。后期伴随 IPO 重启、创业板推出, 以及增发、配股的大举进行, A 股市场的资金需求会大增。上半年行情的展开过程中, 流动性因素是相当重要的原因。2009 年下半年, 资金面能否跟上市场的需求, 决定了 A 股市场后期反弹的高度。

图 73: 限售股月度解禁情况



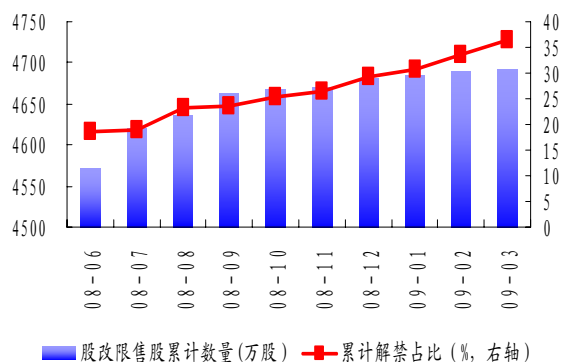
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 75: 股改限售股累计减持情况



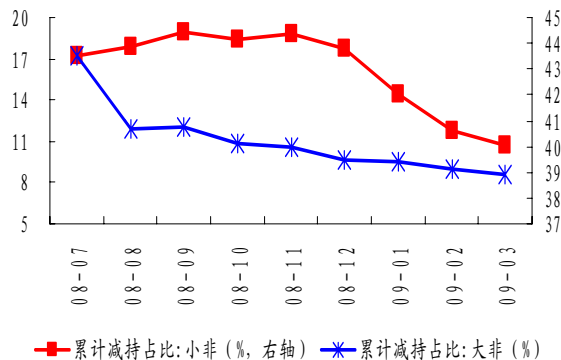
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 74: 股改限售股累计解禁情况



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 76: 大小非减持比较



数据来源: 中原证券研究所

5.3 市场情绪: 开始出现积极的变化

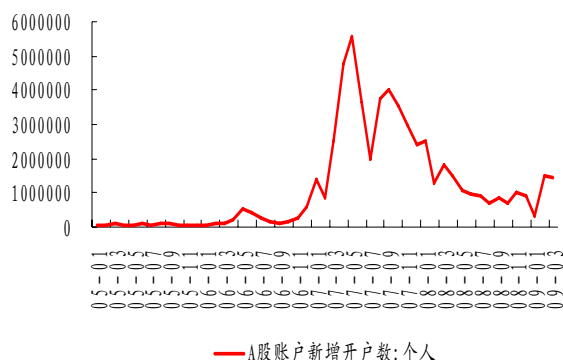
新增开户数持续反弹。进入 2009 年, A 股市场新增开户数开始持续上升: 2009 年 3 月份, 个人新增开户数为 143 万户, 而去年下半年平均仅 84.4 万户; 机构新增开户数 (剔除一般机构) 为 68 户, 去年下半年平均为 44 户。

新发行基金募集份额有所增加。基金 09 年一季报数据显示, 全部基金募集金额 603 亿元, 其中股票型基金募集 220 亿元, 占比 36%。当前发行基金募集的资金量难比 2007 年的盛况, 但环比也开始出现相当幅度的回升。4 月份, 长盛基金募资额达 150 亿, 为 2007 年 9 月份以来的最高水平。

投资者风险偏好开始上升。我们最常用的衡量市场情绪和避险水平的指标为换手率的变化。从 2008 年 10 月份开始, 过去的几个月持续出现反弹, 目前相对于历史处于一个较高的水平。而换手率隐含的当前沪深 300 指数平均持股期限为 50 天, 在我们看来, 短线投机的氛围比较活跃。

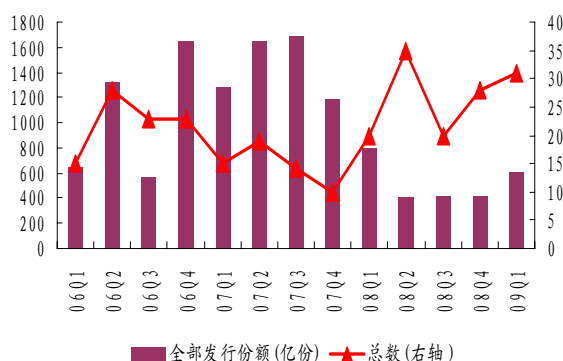
我们认为, 未来一段时间, A 股市场投资者情绪的走强难以寄希望于市场中存量的机构资金, 而是依赖于: 1) 经济改善符合预期。2) 新基金的发行速度以及募集的金额大小。3) IPO 发行的规模与政策的呵护力度。

图 77: 个人新增开户数回暖



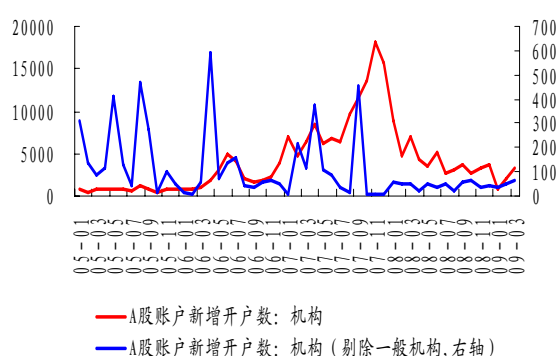
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 79: 新发行基金份额有所上升



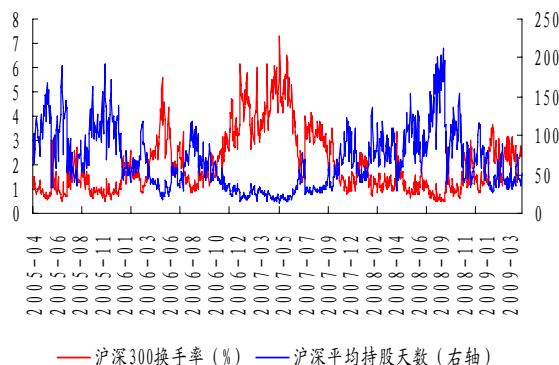
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 78: 机构新增开户数上升



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 80: 投资者风险偏好上升



数据来源: 中原证券研究所 CEIC

6 2009 年下半年策略: 复苏周期中相对乐观的 A 股定位

6.1 宏观经济、企业盈利、市场估值与投资者情绪四大因素共同决定 2009 年下半年 A 股市场运行走势

宏观经济: 复苏初露端倪。从国外来看, 发达经济体下滑速度可能已见底, 在下半年会出现阶段性的企稳。从国内来看, 政府所采取的积极财政与货币刺激政策(四万亿投资、十大行业振兴计划、区域振兴规划以及银行信贷的快速扩张)已基本消除了短期内经济继续恶化的风险。2009 年前 4 个月, 汽车、房地产市场表现超出预期, 国内需求复苏初露端倪。从目前来看, 国内宏观经济在可预见的未来仍然向好。

我们认为, 国内经济复苏的效果与经济增长的可持续性在于: 1) 在政府、企业和居民收入的分配中, 能不能向居民倾斜, 促进居民消费。2) 房地产市场能不能健康稳定发展。3) 社保、医疗、教育的建设会不会积极加强。4) 技术改造和升级、关闭过剩产能能否真正实施。

盈利预测: 充分反应宏观经济复苏的预期。我们依据收入增长/净利润率

变化来做出我们的盈利预测。我们做出如下假设：1) 假定净利润率较正常水平低 1 个标准差。2) 营业收入增长与名义 GDP 增速一致。3) 银行利润占比 30%，2009 年出现 5% 的盈利增长。

在上述假定下，我们预计非银行上市公司 2009 年盈利增速为 -5.78%，全部 A 股 2009 年盈利增速为 -2.5%。2009 年初我们预测该值为 -10%，当前盈利预测已经开始转向相对积极的一面。盈利预测的上调反映了我们对 2009 年下半年强劲的宏观经济复苏、2008 年较低的盈利基数的乐观预期。

市场估值：基本体现企业盈利的改善。截至 2009 年 5 月 12 日，全部上市公司占比 40% 左右的个股静态 PE 已超过 50 倍。同时，在 PB 方面，超过 4 倍 PB 的个股占比也达 40%。我们认为，市场中某些个股已经充分反应了宏观经济预期改善下的盈利变化，在当前市场流动性比较宽裕、管理层相对默许的背景下，这些个股已经产生了相当程度的泡沫。

另一方面，股票资产似乎仍具有吸引力：1) 近年来 A 股与十年期国债收益率存在此消彼涨的关系。当前国内 10 年期国债收益率为 3.48%，处于相对较低的历史区间，且鉴于市场对进一步降息的预期已经消退，国债收益率仍有上升的空间。2) 相对于其他资产如五年期存款、房价租售比等，目前的股票市场似乎更具有吸引力。

市场情绪：投资者风险偏好上升。我们最常用的衡量市场情绪和避险水平的指标为换手率的变化。过去的几个月该指标从 2008 年 10 月份开始持续反弹，目前相对于历史处在一个较高的水平。而换手率隐含的沪深 300 指数平均持股期限为 50 天，在我们看来，短线投机的氛围比较活跃。

由于较高的仓位，市场中的基金进一步做多的动力不大，A 股市场难以寄希望于市场中存量的基金。而由于以散户为主体的市场格局未发生改变，下半年 A 股市场的走势依赖政策、资金影响下散户情绪的变化。散户主体下，市场的走强有赖于：1) 经济预期改善与政策刺激下散户投资者信心的回升。2) 新基金的发行速度以及募集的金额大小。3) 大小非减持力度、增发与配股的规模以及 IPO 的发行规模。

从宏观经济方面来看，经济增长与信贷扩张及进一步的经济刺激之间存在博弈：一方面，如果经济增长速度符合市场预期，下半年可能面临信贷回落与进一步经济刺激计划的落空。另一方面，如果经济增长速度低于市场预期，信贷扩张可能持续，进一步的经济刺激计划也将出台。

从 A 股市场来看，企业盈利与市场估值之间博弈也在加大：一方面，当前的盈利预测基本已经体现宏观经济的改善，目前不少个股估值已经透支其业绩。另一方面，如果未来企业盈利符合市场预期，将能极大提升市场做多的信心，A 股市场可能进入新一轮泡沫。

结合目前 A 股市场宏观经济、企业盈利、市场估值与市场情绪四大因素，2009 年下半年 A 股市场将呈现宽幅震荡的格局。在宽幅震荡的市场中，管理好仓位、阶段性投资、紧跟市场热点可能是最好的投资策略。

6.2 情景假设：2009 年下半年上证综指运行区间为 2000-3200 点

历史经验：我们将上证综指最高 6124 点跌至最低 1664 点全过程划分为

三个阶段：1) 估值的合理回归：最高点 6124 点跌至 3000-3500 点。2) 宏观驱动：继续下探至 2000-2500 点，3) 恐慌性杀跌：最低点 1664 点。我们预计上证综指 2000 点附近可能是 2009 年 A 股市场宽幅震荡的极限。

悲观假设：在悲观假设中，我们运用了 15 倍的动态市盈率，这接近于全球股市的平均历史市盈率。该假设没有考虑国内经济长期向好的因素，也没有考虑由于市场流动性好转带来的风险溢价率降低。在此基础上，我们计算出上证综指 2009 年的支撑点位为 2000 点。

乐观假设：在乐观假设中，我们采用 25 倍的动态市盈率，以反映 2010 年可能的 10%-20% 的盈利增速回升。该假设包含流动性的预期改善、可能的经济刺激以及市场供需的相对平衡。我们预计上证综指 2009 年的高点可能接近 3200 点。

我们认为，2009 年下半年，上证综指可能在 2000-3200 点区间运行。我们预计下半年市场运行的两种可能路径：1) 在大小非减持力度加大、上市公司大规模增发以及 IPO 发行预期下，上证综指出现一次探底。但在政策的呵护、IPO 发行的明朗之后，上证综指在经济复苏预期下开始缓慢回升。2) 在当前的基础上，市场首先进入一轮泡沫，然后在 IPO 的发行过程中出现大幅度调整。

无论是哪一种路径，我们均建议投资者对下半年的 A 股市场走势相对乐观一些：1) 管理层调控市场的能力逐渐增强，对 IPO 的规模与节奏会有所控制。2) 在建国六十周年的大背景下，政策对市场的呵护会有一定的持续。3) 经济复苏背景下，对于符合或超过预期的宏观增长或微观盈利数据，A 股市场均会出现积极的反应。

在相对乐观的同时，我们提醒投资者关注估值的回归：1) 早期市场复苏阶段，估值因素的影响力会逐渐扩大。2) 后期进入市场的资金可能更青睐有相对估值优势的个股。3) 题材股的炒作在获利盘的兑现、业绩的难以支撑下会逐渐降温。

在估值因素的作用下，我们认为下半年 A 股市场的投资风格将会出现由题材股向蓝筹股的转换：1) 如果资金面供给出现明显的改善，大盘蓝筹股会出现一定程度的提升。2) 如果资金面供需仍维持当前相对的平衡，投资者应更多关注二线蓝筹股的投资机会。

6.3 2009 年下半年行业配置：关注六大投资方向

1) 相对估值优势行业

由于今年以来部分行业已经经历过轮番的炒作，后期陆续进场的资金可能会更青睐一些具有相对估值优势的行业。由于大部分个股的股价已经反映了盈利的积极变化，寻找一些相对的“估值洼地”显得更有意义：1) 这些行业相对低估，存在补涨的可能。2) 相对的估值优势能够部分化解大盘调整带来的风险。

我们统计了 2002-2006 年这五年来行业自身的 PE 与 PB 变化情况。选取该时间段的理由如下：1) 一个相对完整的周期。2) 剔除 2007 年与 2008 年 A 股市场的非理性因素。

从行业的历史 PE 出发，截至 2009 年 5 月 22 日，存在相对估值优势的行

业为：航空运输、铁路运输、银行、高速公路、化学制药、网络服务、证券、酒店、零售、白色家电、医药商业、景点、煤炭开采、全部 A 股、化学纤维、服装、中药、物流、食品饮料、餐饮。

从行业的历史 PB 出发，截至 2009 年 5 月 22 日，存在相对估值优势的行业为：银行、航运、高速公路、机场、半导体、港口、造纸、铁路运输、环保、橡胶、网络服务。

我们尤其要提醒投资者要关注以下投资机会：1) 当前的 PE 与 PB 均相对低估。2) 当前的 PE 或 PB 与历史相比，处于最低值的附近。3) 持续增长的行业可以化解当前相对较高的估值。成长性突出的一些个股在合理的安全边际仍然值得投资。

表 4：行业自身 PE 及 PB 角度看行业估值

行业PE							行业PB						
	02-06平均	02-06最大	02-06最小	最新	较平均溢价	较最小溢价		02-06平均	02-06最大	02-06最小	最新	较平均溢价	较最小溢价
航空运输	43.24	77.05	15.68	16.32	-62.26%	4.08%	银行	3.01	5.26	1.56	2.17	-27.96%	39.10%
铁路运输	40.79	68.23	17.20	21.37	-47.61%	24.24%	航运	2.73	3.85	1.49	2.19	-19.91%	46.98%
银行	22.67	39.65	10.75	13.16	-41.96%	22.42%	高速公路	2.20	3.15	1.38	1.8	-18.12%	30.43%
高速公路	30.37	52.52	14.10	17.81	-41.35%	26.31%	机场	2.58	3.16	1.91	2.21	-14.36%	15.71%
化学制药	39.59	60.33	21.06	23.35	-41.03%	10.87%	半导体	3.33	5.45	1.98	2.9	-13.02%	46.46%
网络服务	46.16	67.23	24.22	28.66	-37.91%	18.33%	港口	3.50	4.82	2.32	3.12	-10.80%	34.48%
证券	50.14	101.82	6.20	31.82	-36.53%	413.23%	造纸	1.96	3.10	1.07	1.77	-9.82%	65.42%
酒店	62.67	148.91	18.27	39.8	-36.49%	117.84%	铁路运输	2.64	4.10	1.73	2.41	-8.85%	39.31%
零售	42.62	77.36	18.33	33.28	-21.92%	81.56%	环保	2.83	4.80	1.45	2.6	-8.08%	79.31%
白色家电	26.04	51.10	15.47	21.41	-17.79%	38.40%	橡胶	3.72	7.26	1.65	3.53	-5.19%	113.94%
医药商业	49.75	83.25	22.27	41.16	-17.27%	84.82%	网络服务	3.98	5.56	1.98	3.85	-3.29%	94.44%
景点	58.77	98.03	19.00	48.65	-17.22%	156.05%	纺织	2.37	4.03	1.14	2.55	7.54%	123.68%
煤炭开采	20.59	39.21	8.90	17.62	-14.44%	97.98%	钢铁	1.45	2.13	0.77	1.59	9.94%	106.49%
全部A股	24.39	43.55	12.54	22.09	-9.42%	76.16%	水务	2.65	4.39	1.59	2.96	11.58%	86.16%
化学纤维	52.79	90.44	27.47	49.87	-5.53%	81.54%	化学原料	2.16	3.50	1.13	2.48	15.03%	119.47%
服装	24.54	44.21	12.13	23.48	-4.31%	93.57%	电力	2.32	3.32	1.42	2.73	17.81%	92.25%
中药	35.40	56.68	22.53	34.02	-3.90%	51.00%	证券	3.08	5.92	1.14	3.64	18.23%	219.30%
物流	44.95	76.58	20.14	44.18	-1.71%	119.36%	全部A股	2.38	3.58	1.50	2.86	20.07%	90.67%
食品饮料	31.94	49.74	19.69	31.47	-1.47%	59.83%	景点	3.87	7.09	2.30	4.77	23.30%	107.39%
餐饮	66.65	137.20	21.81	66.01	-0.96%	202.66%	餐饮	3.99	6.71	1.97	4.93	23.63%	150.25%
房地产	36.30	67.27	15.84	36.85	1.51%	132.64%	中药	2.91	4.68	1.88	3.62	24.33%	92.55%
水务	32.73	50.99	20.14	33.36	1.92%	65.64%	汽车整车	2.24	4.05	0.83	2.78	24.35%	234.94%
生物制品	42.37	64.46	26.00	43.97	3.78%	69.12%	酒店	2.67	4.18	1.65	3.33	24.56%	101.82%
传媒	53.05	74.18	38.18	55.85	5.28%	46.28%	通信设备	2.71	4.31	1.68	3.45	27.52%	105.36%
汽车零部件	30.52	42.86	16.11	32.55	6.66%	102.05%	房地产	2.77	4.77	1.42	3.65	31.62%	157.04%
化学原料	45.94	91.81	18.30	49.24	7.19%	169.07%	物流	2.25	3.71	1.11	2.98	32.31%	168.47%
通信设备	32.22	48.46	20.73	35.04	8.74%	69.03%	石油加工	2.03	3.05	1.35	2.70	33.03%	100.00%
建筑材料	33.54	60.34	14.96	36.52	8.89%	144.12%	建筑材料	2.49	4.06	1.18	3.35	34.79%	183.90%
橡胶	55.70	123.72	19.88	61.89	11.11%	211.32%	化学纤维	2.14	3.41	1.08	3	40.46%	177.78%
港口	22.30	36.51	15.04	26.01	16.63%	72.94%	传媒	3.21	4.81	2.18	4.52	40.64%	107.34%
造纸	24.15	41.85	12.15	28.38	17.50%	133.58%	化学制药	2.82	4.22	1.65	3.98	41.00%	141.21%
纺织	35.53	55.19	19.60	42.38	19.28%	116.22%	汽车零部件	2.70	4.22	1.50	3.9	44.51%	160.00%
环保	30.16	53.49	11.02	36.4	20.69%	230.31%	煤炭开采	2.40	3.40	1.49	3.47	44.67%	132.89%
医疗器械	35.73	64.19	15.13	44.36	24.16%	193.19%	航空运输	2.55	4.22	1.35	3.7	45.19%	174.07%
电气设备	38.63	74.34	15.45	50.78	31.45%	228.67%	服装	2.28	3.72	1.29	3.32	45.73%	157.36%
航运	20.73	50.00	7.70	28.06	35.33%	264.42%	零售	2.43	3.68	1.55	3.88	59.49%	150.32%
机场	23.13	30.43	15.37	34.43	48.87%	124.01%	有色金属	2.48	3.64	1.37	4.07	64.37%	197.08%
有色金属	27.94	64.00	6.19	49.28	76.40%	696.12%	医药商业	3.04	5.59	1.54	5.17	70.12%	235.71%
石油加工	14.72	25.41	7.73	26.31	78.74%	240.36%	食品饮料	2.83	5.72	2.08	5.21	83.96%	150.48%
半导体	56.03	86.06	29.82	100.92	80.11%	238.43%	生物制品	2.84	4.69	1.70	5.39	89.56%	217.06%
电力	20.97	29.49	13.23	46.93	123.82%	254.72%	医疗器械	2.37	4.40	1.25	5.01	111.30%	300.80%
信托	77.56	115.56	36.05	191.23	146.55%	430.46%	白色家电	1.85	3.17	1.23	4.05	118.58%	229.27%
汽车整车	18.25	26.41	11.12	55.91	206.44%	402.79%	电气设备	3.07	4.52	1.80	6.83	122.75%	279.44%
钢铁	10.43	20.53	5.44	35.95	244.55%	560.85%	信托	3.11	4.17	2.09	7.83	151.43%	274.64%

数据来源：中原证券研究所

2) 景气度开始回升的行业

2008 年四季度，上市公司盈利水平跌至冰点。在 2009 年国内经济复苏预期大背景下，部分行业景气度开始回升。投资者应对行业景气度给予充分的重视，这可能代表一个阶段主流资金的投资方向。结合 2008 年、2009 年一季度业绩，以及我们对该行业自上而下的预期，我们关于行业当前所处的位置归纳如下：

低谷复苏行业：证券、电力、航空、汽车与配件、房地产开发、原油、家电与造纸

高速增长行业：铁路建设、通信设备、软件、生物制药、互联网与新能源

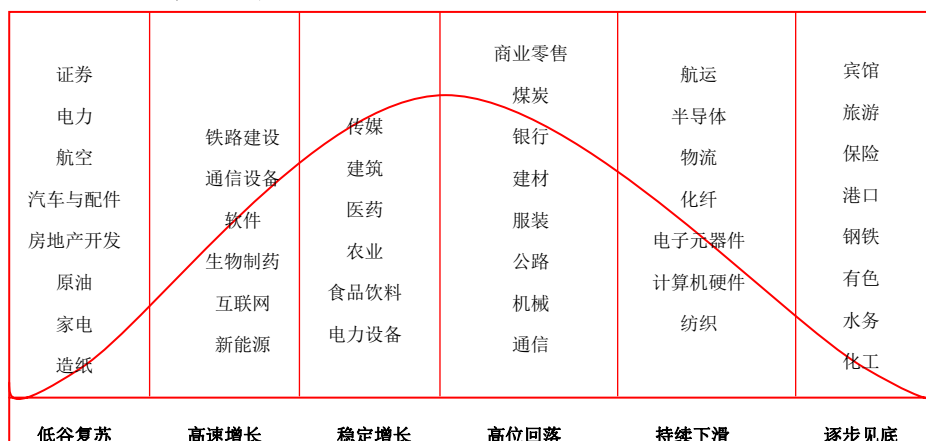
稳定增长行业：传媒、建筑、医药、农业、食品饮料与电力设备

高位回落行业：商业、零售、煤炭、银行、建材、服装、公路、机械与通信

持续下滑行业：航运、半导体、物流、化纤、电子元器件、计算机硬件与纺织

逐步见底行业：宾馆、旅游、保险、港口、钢铁、有色、水务与化工

图 81：行业所处的阶段



数据来源：中原证券研究所

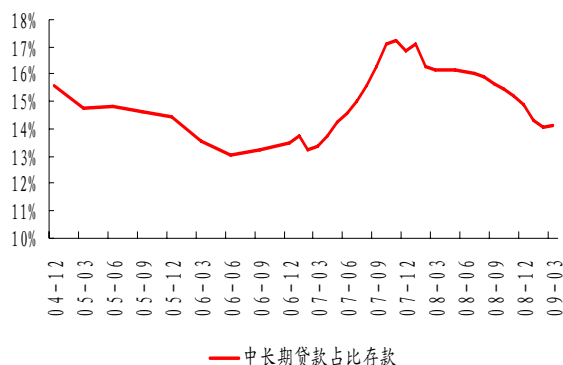
3) 借贷消费与再杠杆化下的受益行业

目前中国杠杆化率处于低位，中国再杠杆化还有很大的空间。过去几年，中国在迅猛增长的同时，经济中的杠杆化率并没有同步提高。当前，国内经济正在向消费驱动型内需经济发展方式转变，需要提高杠杆化率推进该进程，支撑经济较快增长。

具体而言，目前国内居民负债率低，不足 15%；非金融类企业平均资产负债率 61%，企业负债低；国债余额占比 GDP 约 20%，政府负债低；而商业银行目前存贷比为 67%，进一步再杠杆化的空间巨大。

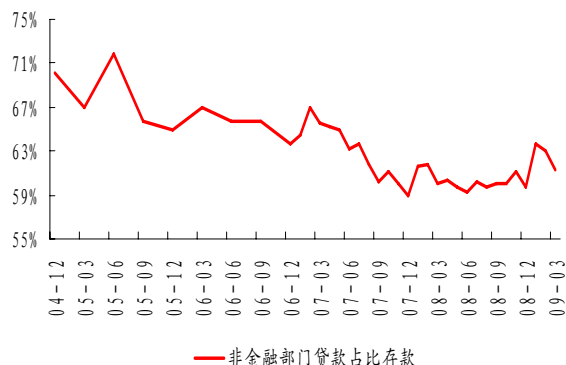
从日本的经验来看，国内经济进一步再杠杆化的可能性在加大。我们认为，伴随着国内借贷消费与经济再杠杆化，上市公司中部分行业可能会因之而受益：银行、地产、电信、汽车、网络以及医疗保健等。

图 82: 居民负债率低



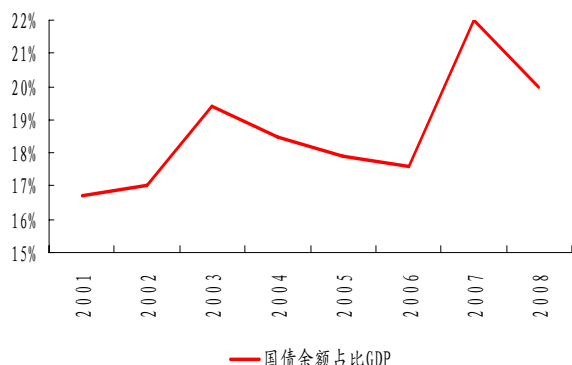
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 83: 非金融部门负债率低



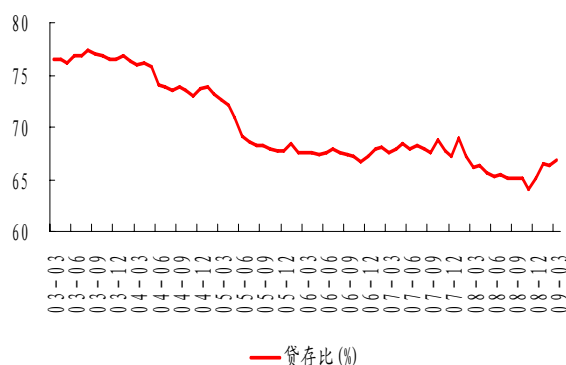
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 84: 国债余额占比 GDP 较低



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 85: 商业银行贷存比较低



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

4) 资源板块以及衍生的新能源、环保行业

我们认为, CPI 与 PPI 有望在 2009 年三季度末由负转正, 而未来面对的通胀压力可能会成为投资上游资源股的触发点。而相关的新能源、节能减排概念也会在资源股价抬升的过程中受益。

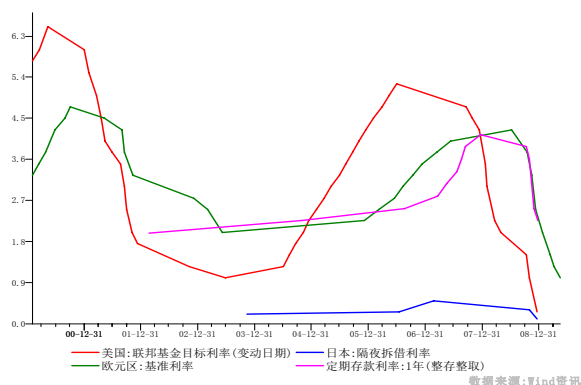
a) 全球大量的信贷投放与货币注入是滋生通胀的土壤。自次贷危机向金融危机演化以来, 发达经济体纷纷采取大幅降息和注入流动性的宽松货币政策来刺激经济, 冀图走出经济衰退的困境。目前, 各国利率基本处在历史最低水平, 零利率现在逐步成为现实。

b) 资源品价格仍有回升空间。在经历了 2008 年价格的暴跌之后, 各类产品如石油、有色金属等都均已跌至生产成本线附近。部分产品价格甚至跌至生产成本线之下, 出现了减产停产现象。我们认为, 伴随着企业去库存化的完成, 各类资源品价格有望企稳并出现反弹。观察 CRB 指数与原油期货价格走势, 资源品价格仍有回升空间。

c) 人均资源贫乏决定“物以稀为贵”。2007 年国务院办公厅发表的《中国的能源状况与政策》指出, 中国人均资源拥有量较低。煤炭与水资源人均

不足世界平均水平的 50%，石油天然气仅为 1/15，耕地不足 30%。而根据 EIA 的测算，中国人均矿产资源为全球平均水平的 58%。

图 86：各国利率变化（单位：%）



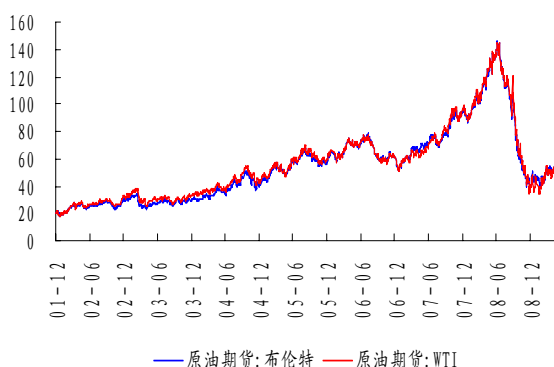
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 87：CRB 指数开始回升



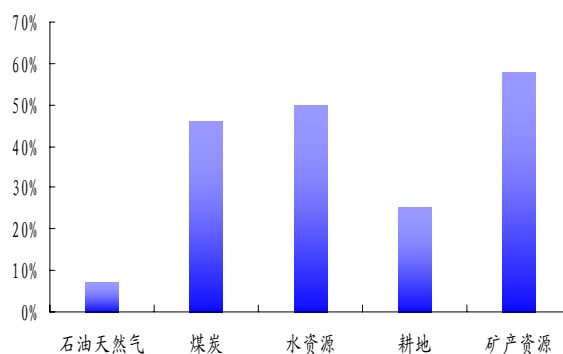
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 88：原油期货价格变动



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 89：人均资源与世界平均水平之比



数据来源：中原证券研究所 IEA《能源状况与政策，2007》

新能源发展的前景不容置疑：1) 作为世界上碳排放最大的国家，经济增长方式的转变要求减少消耗和污染。2) 新能源的发展过程中，我国的起跑位置并不落后。3) 中国政府计划在 2020 年实现绿色能源在总能源消耗中的比例提高至 15%（现在<2%），后期投资规模巨大。我们认为，新能源行业蕴含大量的投资机会，投资者可关注风电、核电以及新能源汽车板块。

风电：1) 2008 年全球风电装机量增长 29%，而国内增长达到惊人的 89%。2) 国家能源局的最新表态是力争 2020 年总装机容量达到 1 亿 KW，占全社会发电总量的 4.5%。

核电：1) 最新表态是，2020 年，装机空量由 2008 年 1.1%提升至 5%，发电量由 2008 年的 1.99%提升至 8%。2) 核电站总体国产化率由当前的 60%提升至超过 80%。

新能源汽车：1) 最新表态是，2012 年，混合动力车年产量达汽车总产量的 10%以上。2) 财政补贴的直接受益者。依照车型与节能标准的不同补助，最高可达 60 万元/辆。

图 90：风能概念板块上市公司

上游	钕铁硼磁材	宁波韵升	中科三环
	风电叶片	中材科技	棱光实业 天奇股份
	电机	湘电股份	长城电工 东方电气
	轴承	天马股份	湘电股份
	轮毂	华锐铸钢	
中游	风电机组制造	金风科技	东方电气 上海电气 湘电股份
下游	参与风电建设与管理	粤电力	金山股份 京能热电 宝新能源

数据来源：中原证券研究所

图 92：新能源汽车整车及系统配件类个股

整车制造	客车	福田汽车	宇通客车	金龙汽车	时代新材	中通客车
	轿车	一汽轿车	上海汽车	东风汽车	海马股份	
驱动系统及配件		万向钱潮	宁波韵升	东安动力	贵航股份	

数据来源：中原证券研究所

图 91：核能概念板块上市公司

核发电关键设备	上海电气	东方电气			
核电辅助设备	自仪股份	中核科技	上海机电	嘉宝集团	中成股份
	方大碳素	奥特迅	海陆重工	哈空调	
核材料	宝钛股份	东方锆业	兰太实业	沃尔核材	
参股建设核电站	申能股份	皖能电力	韶能股份	闽东电力	

数据来源：中原证券研究所

图 93：国内主要锂动力电池及材料厂家

咸阳偏转	A股唯一具备磷酸铁锂电池生产能力的上市公司
中信国安	子公司盟固利是目前国内最大锂电池正极材料钴酸锂和锰酸锂的生产厂家
江苏国泰	子公司国泰华荣化工主要生产锂电池电解液和硅烷偶联剂。锂电池电解液市场占有率国内第一，超过30%
中国宝安	国内最大的锂电池负极材料生产商。涉足锂电池正极材料
杉杉股份	国内规模最大的锂电池综合材料供应商，电解液市场占有率第二，负极材料（石墨）市场占有率第一。唯一一家掌握了磷酸铁锂生产技术的A股上市公司
佛塑股份	主营锂电池隔膜
法拉电子	世界第三大，中国第一大薄膜电容器生产厂家。

数据来源：中原证券研究所

5) 区域经济概念股

继行业调整与振兴规划后，区域经济的振兴也已经开始提上日程。在政策面的支持下，区域经济迎来重大的发展机遇，A股市场中相关概念也会出现较好的投资机会。在众多的区域经济概念中，我们建议投资者关注以下三个方面：

上海本地股。上海本地股概念性极强：a) 建设“两个中心”长期目标。b) 2010年世博会。c) 南汇并入浦东。d) 上海本地股的整合与重组。我们认为，在上市公司中，浦发银行、海通证券与中国太保等受益于金融中心建设，上港集团、海博股份等受益于航运中心建设；陆家嘴、外高桥等地产公司、锦江股份、益民百货等旅游商业受益于世博会的召开；而上海机电、ST上航等公司可能也因资产重组催生显著的投资机会。

海西板块。《国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》明确了将海西区定位为两岸人民交流合作先行先试区域，相关板块会因海西区建设的展开而出现投资机会。我们认为，建材、房地产、交通运输、电子、汽车等板块会受益于持续的政策扶持和两岸交流。

深圳板块。《深圳综合配套改革总体方案》出台进入冲刺阶段。该方案强调深港全作，推动深港地区联动以形成全球性的金融、物流、贸易、创新以及国际文化保险单产业中心。我们认为，投资机会出现在以下方面：a) 从区域位置上的合作来看，关注深圳地产股。b) 从深港合作的内容看，银行、港口、酒店、零售等板块会有不同程度受益。c) 深圳本地股中正在酝酿及实施的资产整合与重组。

表 5: 以上海为例, 区域振兴中的投资机会

两个中心建设	浦发银行、海通证券、中国太保、浦东建设、陆家嘴、中华企业、上港集团、海博股份
世博会	建筑业—浦东建设、上海建工 房地产—陆家嘴、外高桥、张江高科、上实发展 商业零售—豫园商城、新世界、益民百货 酒店—锦江股份；传媒—东方明珠 交通运输—申通地铁、上海机场、大众交通
南汇并入浦东	陆家嘴、外高桥、中华企业
国资整合	大集团资产整合—百联集团、锦江集团、华谊集团、光明集团 处于整合进程中的上市公司—上实医药、上海机场、外高桥 资产注入预期上市公司—中华企业、金丰投资、隧道股份、交运股份、上海建工、上海兰生、上海贝岭、长江投 其他—上海机电、ST 上航等

数据来源: 中原证券研究所

6) 资产重组与整合板块

在 A 股市场十几年的历史中, 资产重组与整合一直是大家关注的主题。2009 年下半年, 投资者更应关注: a) 概念投资受宠: 在震荡的市场中, 资产重组与整合的概念更易受资金关注。b) 政策的红利: 为面对当前的困境及国内经济的转型, 政府部门更有动力推进资产重组与整合。c) 存量资源大: 当前国企大量未上市的资源决定了相关上市公司未来资产注入的空间巨大。我们认为以下投资机会值得把握:

央企重组与整合。至 2010 年, 央企将从现有的 150 家左右缩减为 80 至 100 家。各央企集团可能会加大对相关上市公司的资产注入力度, 国有资产拥有控制地位的行业容易发生资产重组与整合。寻找央企并购重组的投资机会在于两点: a) 政策支持力度以及紧迫程度。b) 资产收购的空间。

区域概念重组与整合。在区域振兴的背景下, 相关地方政府对推动资产重组与整合意愿更加强烈。投资者应关注上海、海西以及深圳等区域板块中的重组与整合机会。

ST 股票的重组与整合。在借壳重组的主线下, 投资者可选择一些股本较小、股权结构相对简单、债务清晰的上市公司。我们认为这类机会相当难把握, 投资者更要关注风险。

6.4 2009 年下半年十大价值型、十大成长型金股

我们推荐的 2009 年十大价值型、十大成长型金股在上半年表现极为出色。截至 5 月 18 日, 十大价值型金股平均累计涨幅 60.44%, 超过大盘 7 个百分点; 十大成长型金股平均累计涨幅 98.53%, 超过大盘 45.08 个百分点。

从行业和个股出发, 结合我们的策略, 我们继续推出 2009 年下半年十大价值、十大成长型金股, 希望投资者密切关注其中蕴含的投资机会。

2009 年下半年十大价值型金股: 浦发银行、招商银行、中国平安、中信证券、长江电力、鞍钢股份、万科 A、青岛海尔、中兴通讯、中青旅

2009 年下半年十大成长型金股: 上海建工、上海机电、*ST 上航、金风科技、中信国安、平高电气、宝新能源、苏宁环球、康美药业、山东药玻

表 6: 十大价值型金股盈利预测和投资评级 (单位: 元/倍)

公司简称	所属行业	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		2008A	2009E	2010E			2008A	2009E	2010E		
浦发银行	银行	2.21	2.09	2.24	7.95	24.88	11.26	11.90	11.11	3.13	增持
招商银行	银行	1.42	1.19	1.36	5.59	16.60	11.69	13.95	12.21	2.97	增持
中国平安	保险	0.09	1.03	1.22	11.27	39.23	435.89	38.09	32.16	3.48	增持
中信证券	证券	1.10	1.10	1.25	8.61	24.80	22.55	22.55	20.20	2.88	增持
长江电力	电力	0.42	0.66	0.73	4.07	13.44	32.00	20.36	18.41	3.30	增持
鞍钢股份	钢铁	0.41	0.36	0.57	7.34	9.85	23.84	27.36	17.28	1.34	买入
万科 A	房地产	0.37	0.44	0.56	2.97	9.96	26.92	22.64	17.79	3.35	买入
青岛海尔	家电	0.57	0.68	0.80	5.14	12.01	20.93	17.66	15.01	2.34	增持
中兴通讯	通信	1.24	1.72	2.05	10.71	35.08	28.29	20.40	17.11	3.28	增持
中青旅	旅游	0.31	0.47	0.50	4.88	10.67	34.09	22.70	21.34	2.19	增持

注: 股价为 09 年 5 月 25 日收盘价

数据来源: 中原证券研究所

表 7: 十大价值型金股解禁时间表

公司简称	所属行业	解禁时间	解禁数量	总股本	占总股本比例
			(万股)	(万股)	
浦发银行	银行	-	-	566134.75	-
招商银行	银行	-	-	1470700.00	-
中国平安	保险	2010-03-01	85982.30	734505.00	11.71%
中信证券	证券	2011-09-06	4432.62	663046.00	0.67%
长江电力	电力	2015-12-31	450270.57	941208.55	47.84%
鞍钢股份	钢铁	2011-01-03	434088.47	723480.78	60.00%
万科 A	房地产	2009.12.27	26400	1099521	2.40%
青岛海尔	家电	2010-05-24	14204.63	133851.88	10.61%
中兴通讯	通信	-	-	174632.94	-
中青旅	旅游	2010-01-22	1365	41535	3.29%

注: 股价为 09 年 5 月 25 日收盘价

数据来源: 中原证券研究所

表 8: 十大成长型金股盈利预测和投资评级 (单位: 元/倍)

公司简称	所属行业	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		2008A	2009E	2010E			2008A	2009E	2010E		
上海建工	建筑	0.42	0.50	0.53	5.33	12.86	30.62	25.72	24.26	2.41	增持
上海机电	机械制造	0.63	0.60	0.69	4.60	13.44	21.33	22.40	19.48	2.92	增持
*ST 上航	航空运输	-1.16	0.08	-	0.33	5.75	-	71.88	-	17.42	增持
金风科技	新能源电力	0.91	1.25	1.55	3.93	35.25	38.74	28.20	22.74	8.97	增持
中信国安	化工、有线电视	0.23	0.27	0.39	3.34	15.26	66.35	56.52	39.13	4.57	增持
平高电气	电力设备	0.41	0.40	0.71	2.90	16.05	39.15	40.13	22.61	5.53	增持
宝新能源	电力	0.32	0.45	0.48	2.24	9.16	28.63	20.36	19.08	4.09	增持
苏宁环球	房地产	0.40	0.56	0.85	1.45	14.40	36.00	25.71	16.94	9.93	买入

康美药业	医药	0.19	0.28	0.38	1.98	7.31	38.47	26.11	19.24	3.69	增持
山东药玻	医药包装	0.55	0.65	0.78	5.78	11.43	20.78	17.58	14.65	1.98	买入

注：股价为 09 年 5 月 25 日收盘价

数据来源：中原证券研究所

表 9：十大成长型金股解禁时间表

公司简称	所属行业	解禁时间	解禁数量 (万股)	总股本 (万股)	占总股本比例
上海建工	建筑	2009.11.8	36684	71930	51.00%
上海机电	机械制造	2009-08-17	48352.04	102273.93	47.28%
*ST 上航	航空运输	-	-	108150.00	-
金风科技	新能源电力	2010-12-27	69526.80	140000.00	49.66%
中信国安	化工、有线电视	2009-08-24	4000	156000	2.56
		2009-09-24	9571	156000	6.14
平高电气	电力设备	-	-	51124.32	-
宝新能源	电力	-	-	112729.50	-
苏宁环球	房地产	2009.11.27	12000	170266	8.46%
康美药业	医药	2009-05-25	16557	76440	9.77%
山东药玻	医药包装	-	-	25738	-

注：股价为 09 年 5 月 25 日收盘价

数据来源：中原证券研究所

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司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。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用。