

2009 年 6 月 30 日星期二

分析师：刘景德、黄祥斌
电 话：010-88656251
E-mail：liujingde@cindasc.com

万紫千红总是春

—— 2009年下半年中国A股市场投资策略

摘要

目前估值水平不支持大行情

如 GDP 增速超预期则利于股市上涨

下半年上证指数运行区间 2500 至 3500 点

市场主流热点可能出现风格转换

- 从估值角度出发，纵向比较，股指还有上涨空间，但是，上涨压力也是显而易见的。毕竟，即将全流通背景下的估值理应低于历史平均水平。横向比较，我国资本市场估值高于全球主要资本市场的平均估值水平，这也意味着进一步上涨缺乏估值上的动力。
- 我国工业增加值及城镇固定资产投资快速增长可以保证2季度GDP增速达到7.5%甚至更高的水平，年内经济前低后高已成趋势。如果中国二季度GDP增速超过市场预期，则将推动股市继续上涨。
- 2009年下半年A股市场总体将呈现震荡盘升的格局，只要上证指数不跌破30日均线，则上升趋势将继续保持。下半年政策导向总体偏暖，中国宏观经济开始复苏，主力机构大举进驻蓝筹股，上证指数有望达到3500点，之后可能震荡回落。
- 下半年行业分化将非常明显，市场热点可能发生风格转换，原来的主题投资机会依然存在，但可能逐步退潮，蓝筹股的投资机会明显增加，部分主力资金可能涌入其中的估值洼地。

决定中国股市下半年行情演变因素很多，首先政策导向依然支持股市继续上涨，其次，行情能否延续取决于中国经济复苏是否超预期，如果 2 季度 GDP 增速超过 7.5%，下半年 GDP 超过 9%，则有利于我国股市继续上涨；另外，资金充裕是本轮反弹行情的主要推动力。但是，下半年大小非解禁规模接近 5 万亿，在加上 IPO 重启和创业板推出，资金面充裕的局面可能被打破。考虑各种理性及非理性因素的影响，预计下半年上证综合指数运行区间大致为 2500-3500 点。根据不同经济周期下降后期及扩张早期的不同类别资产表现特征，我们重点推荐：军工、金融、地产、零售、IT、原油、铜、铅、水泥、医药、电子信息、软件、环保等。

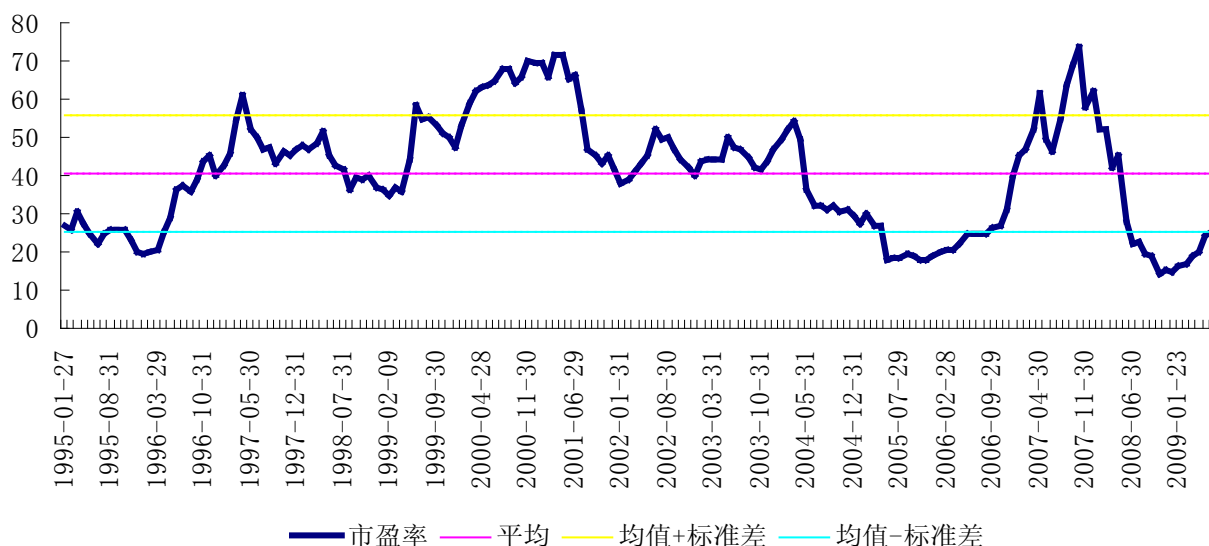
1. 今年以来我国股市的上涨主要是资金推动型的行情

自 2009 年以来，全球证券市场大部分出现了一轮力度较大的反弹，其中，我国上证综合指数涨幅超过 50%，深圳成分指数涨幅超过 60%，涨幅居前。我国股市上涨的原因是多方面的，政策导向和舆论导向为股市上涨鸣锣开道，技术上的严重超跌是股市反弹的重要诱因，流动性充裕是本轮反弹行情最主要的推动力。

2. 目前的估值水平不支持股市出现大行情

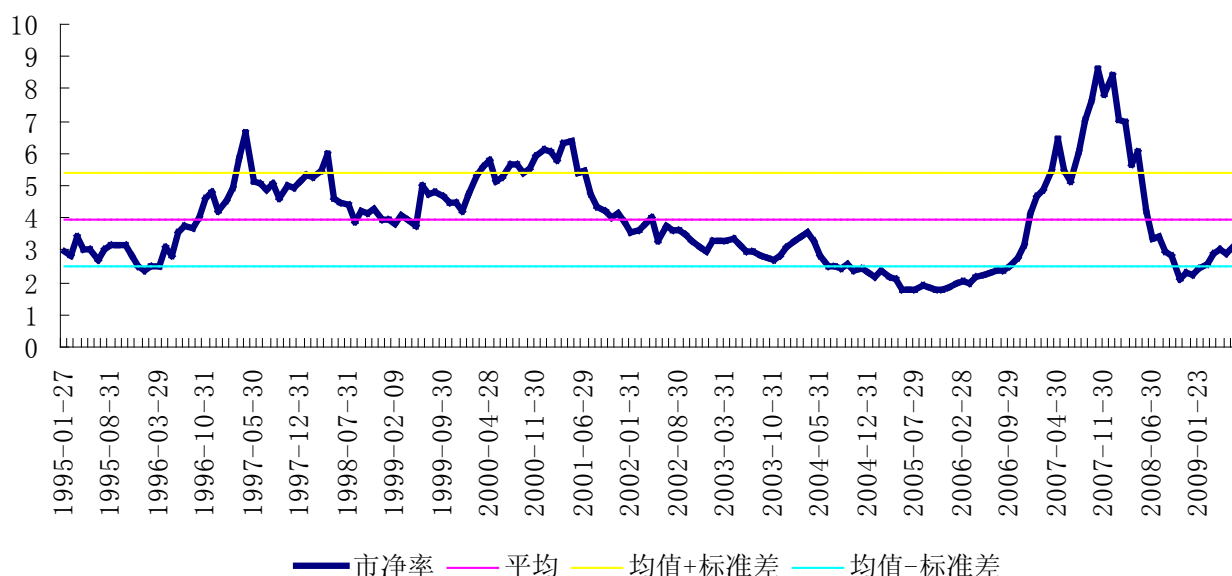
从估值角度出发，纵向比较，股指确实还有上涨空间，但是，上涨压力开始出现也是显而易见的。毕竟，即将全流通背景下的估值理应低于历史平均水平。横向比较看，我国资本市场估值高于全球主要资本市场的平均估值水平，这也意味着进一步上涨缺乏估值上的动力。当然，其不确定的因素在于上市公司业绩能否有效提升，进而拉低估值水平。我们判断 2009 年上市公司业绩同比 08 年将会有 10% 左右的下滑，所以，指数进一步上涨从估值上找不到较大的动力。

图 1：上证综合指数 PE 值



资料来源：WIND、信达证券

图 2：上证综合指数 PB 值



资料来源：WIND、信达证券

3. 全球经济和周边股市对我国 A 股市场影响有限

3.1 美国年内不加息令中国加息压力减少

美联储自 2006 年 6 月 29 日以来，多次降息，将基金利率从 5.25% 下降至当前的 0-0.25%，尤其是在 2007 年年末至 2008 年年初阶段，累计大幅度降息 4 次，降幅达到 200 个基点，历史罕见。一方面在于美国当时金融危机进一步深化，为了化解金融危机不得已而为之。另一方面在于美联储新任主席伯南克是研究大萧条的专家，其对于货币政策的理解及操作手段同其前任格林斯潘有显著不同，显得更为激进。

近期，伯南克在国会听证会上两次表态要考虑利率调整，这引发了投资者对于美联储即将加息的预测。所幸的是，美联储就是否加息事宜有明确的表态，即 2009 年年内不会考虑加息事宜。这一方面表明了美国宽松货币政策将继续，刺激经济依然为其首选政策目标。另一方面，受其宽松货币政策取向的影响，中国央行近期加息的压力大减。只要中国货币政策继续维持适度宽松，进入股市的资金就可能源源不断，这有利于我国股市维持上涨行情。

3.2 美国经济一旦复苏有利于中国外贸形势

由于美联储宽松货币政策的实施，一系列经济领先指标，诸如货币供应量、国债收益率、新屋开工数、消费者信心指数、PMI 等都显著反弹，暗示美国经济将于 2009 年 9-10 月份出现复苏。同时，伦敦美元同业拆借利率也处于历史低点，这表明银行间信任度有所提升。考虑到前期美国商业银行集体要求偿还政府借款，这也印证了美国金融机构开始复苏的预测。

经济的系列同步及滞后指标，诸如每周制造业平均工作时间、失业率等依然没有出现明显好转迹象。美国全部工业产能利用率、制造业及耐用品新增订单及未完成订单等数据表明美国制造业前景依然严峻，这可能会进一步导致失业率的上升。我们预计美国失业率将超过 10% 水平。同时，这也意味着美国私人投资有效复苏依然需要等待。

美国制造业鉴于人力、土地成本等因素的影响，短期内依然无法有效复苏，这从美国全部工业产能利

用率低于 70%，近期依然继续下滑上得以印证。正是由于产能利用率低于潜在水平，所以美国政府寄望通过投资来振兴经济的战略短期内可能无法奏效。

美国当前也在考虑通过出口来振兴经济。考虑到美国出口总额同美元汇率高度负相关的特性，我们认为该措施也难以奏效。第一，联系到美国政府受到包括中国在内的美国国债持有国给予的压力，美元汇率有上涨的要求。第二，数据显示欧元区经济滞涨迹象已经开始显现，而欧元区利率依然保持在 1% 左右，有一定的下降空间，欧元区部分国家认为当前恢复经济增长应先于控制通胀，我们认为，欧元区不排除有进一步降息的可能。而日本经济长期处于萎缩之中。所以，我们认为美元汇率虽然中长期受到定量宽松货币政策影响，贬值趋势不可阻挡。但是，2009 年 3 季度，美元汇率应呈现稳中有涨的格局。正是基于这个判断，我们认为，美国出口在 2009 年依然不容乐观。

所幸的是，美国消费在某种程度上已经开始出现复苏的迹象。两大耐用消费品：汽车及房地产行业都有探底回升的迹象。其中，美国房地产行业在 2009 年 2 月触底并反弹迹象明显，新屋开工、新屋许可、新屋销售、成屋销售等数据都印证了这一点。这表明了虽然美国居民储蓄率、失业率持续攀升，但是美国汽车、房屋等耐用品销售数据表明居民恐慌气氛已经开始淡化，预期美国消费数据将在现有水平上保持稳中有升的格局。

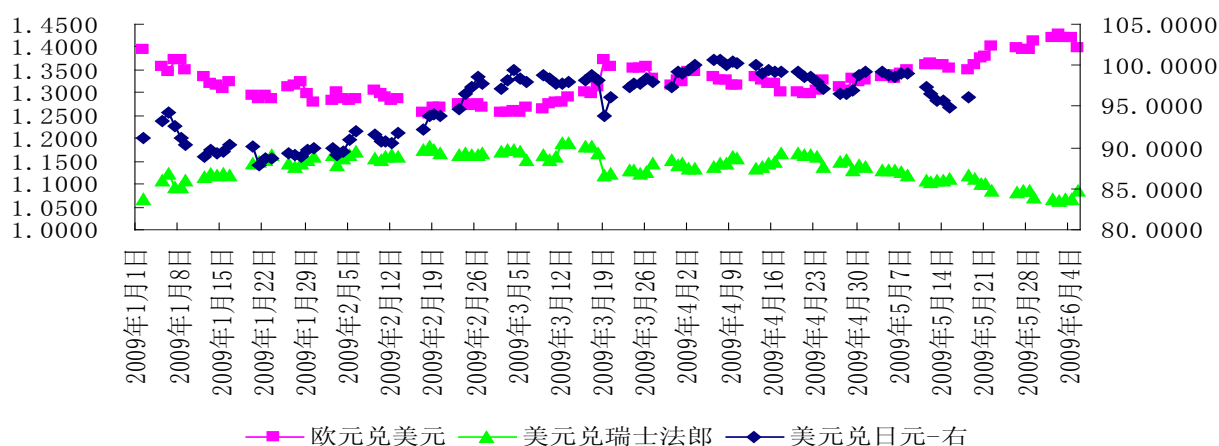
综合而言，我们认为美国经济最坏的时期可能已经过去，3 季度复苏后将进入到漫长的整固期。整固也即转型的时间可能将延续 2 年甚至更长时间。

3.3 短期内美联储还不会实施紧缩的货币政策

值得一提的是，投资者对于伯南克较为激进的调节方式应早做心理准备。未来，当美联储认为美国经济已经开始有效复苏，而控制通胀成为首要目标时，不排除伯南克领导的美联储采取激进的手段。当然，在预判美联储的货币政策时，投资者可以参考美国 CPI、核心 CPI 数据。伯南克多次谈到，CPI 保持在 1—1.5% 的水平是较好的缓冲期，在当前，考虑到美国 CPI 指数依然为负值，而核心依然处于历史均值同历史均值减去 1 倍均差下沿的现状，我们认为短期内美联储还不会实施紧缩的货币政策。

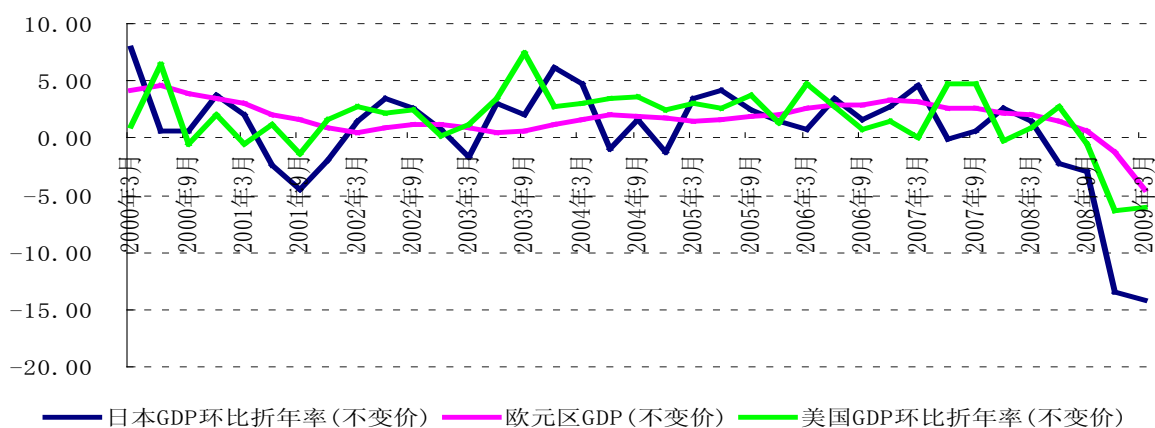
基于上文中美元汇率可能在 3 季度上涨的判断，同时，参考美国国债收益率近期有下降倾向，侧面表明部分国际游资又开始从大宗商品市场回流国债市场，果真如此，在 2009 年 3 季度，黄金、原油等大宗商品其价格可能会受到一定的影响。当然，如果美国经济确实出现明显复苏迹象，那么原油、金属等商品依然值得关注。

图 3：2009 年以来美元兑主要货币汇率变化



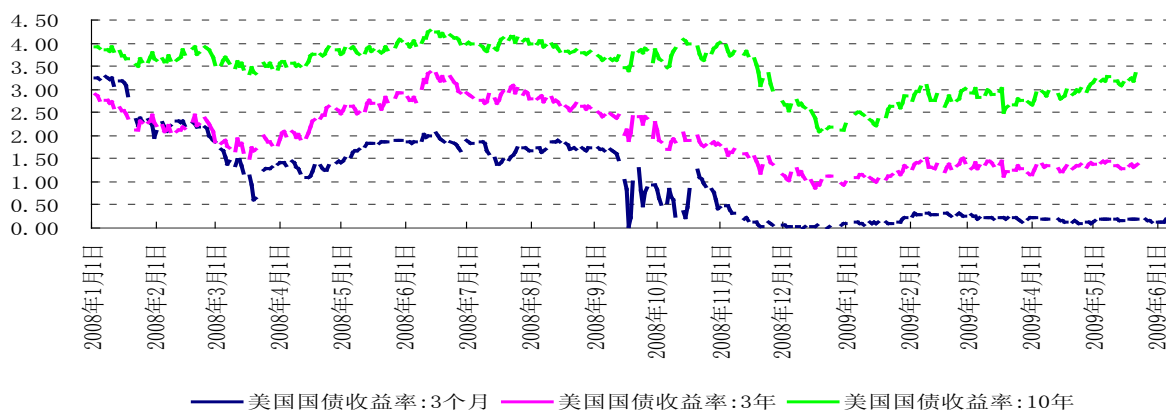
资料来源：WIND、信达证券

图 4：2000 年以来主要经济体经济波动



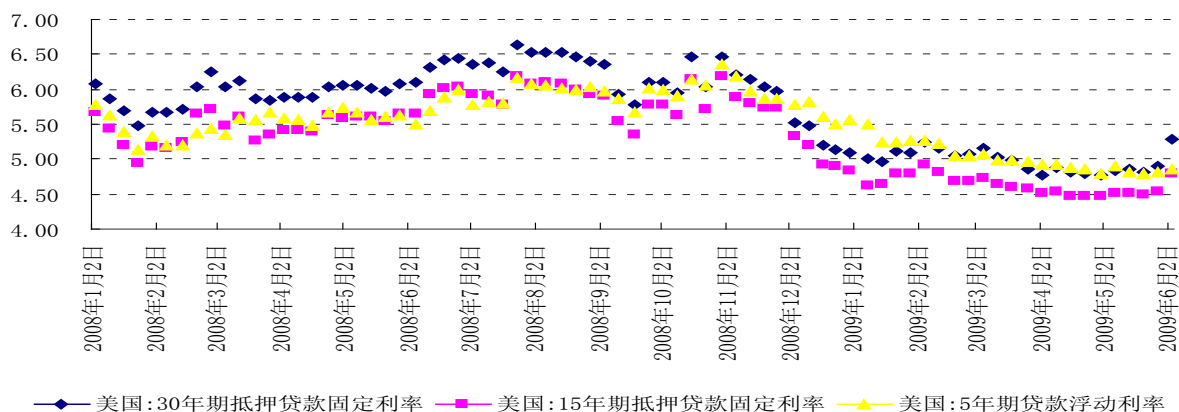
资料来源：WIND、信达证券

图 5：美国国债收益率



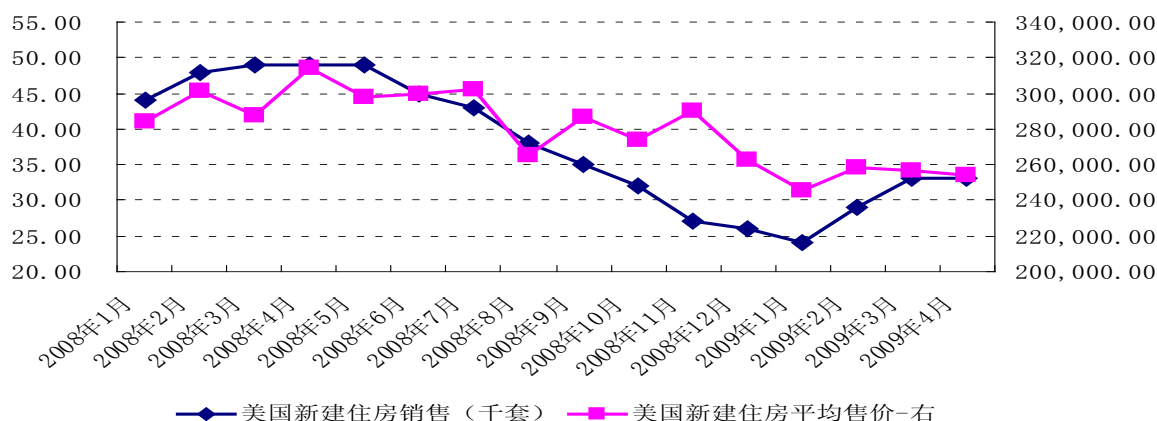
资料来源：WIND、信达证券

图 6：美国住房贷款抵押利率



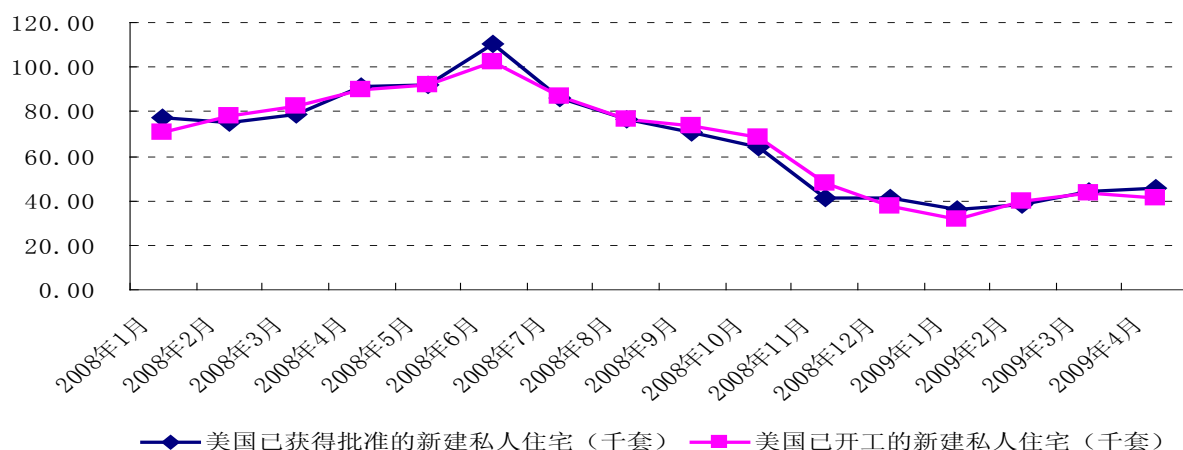
资料来源：WIND、信达证券

图 7：美国新屋销售及平均价格



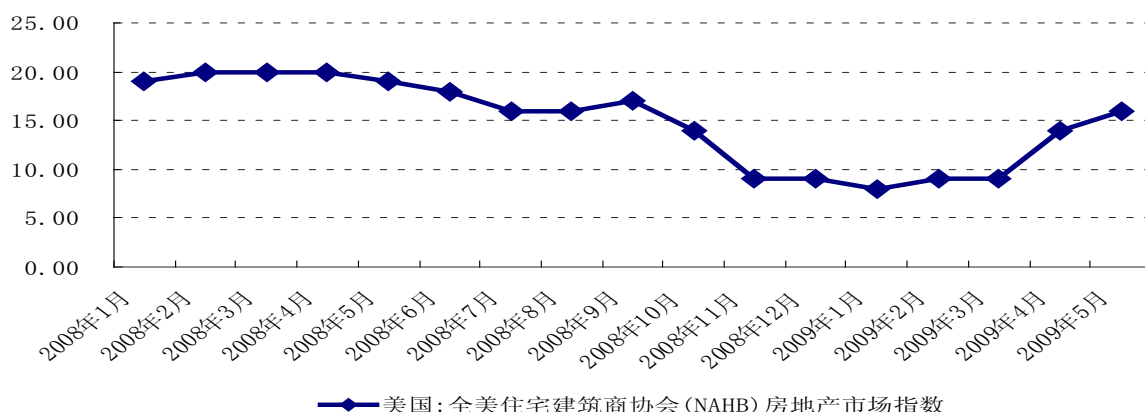
资料来源：WIND、信达证券

图 8：美国已获批准及已开工的新建私人住宅



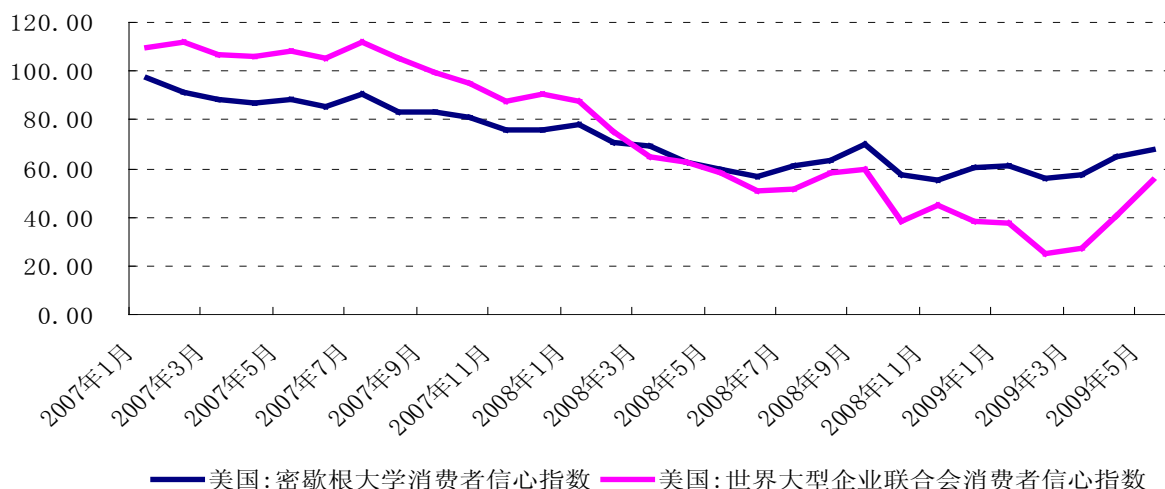
资料来源：WIND、信达证券

图 9：全美住宅建筑商协会(NAHB)房地产市场指数



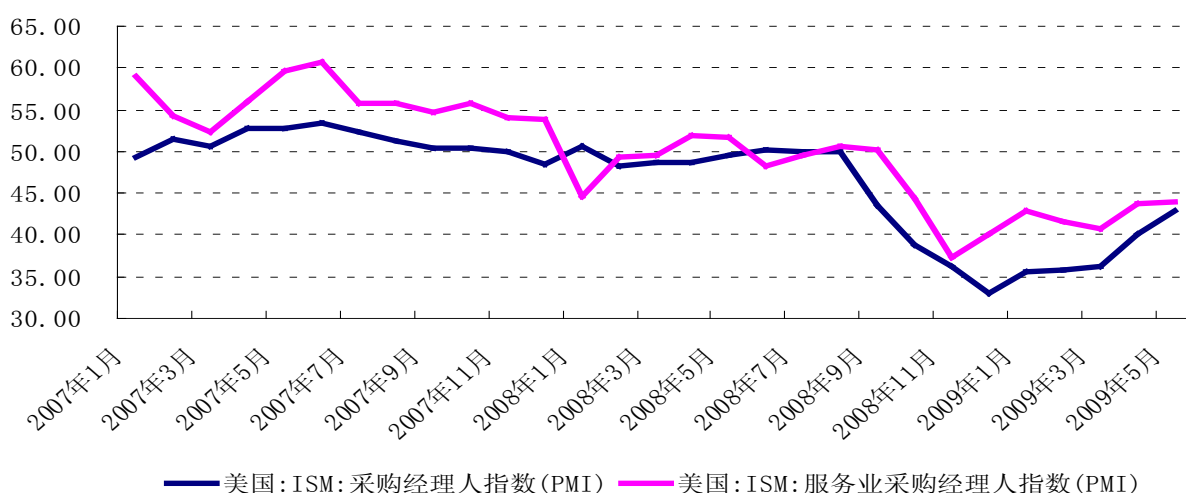
资料来源：WIND、信达证券

图 10: 美国消费者信心指数



资料来源: WIND、信达证券

图 11: 美国采购经理人指数



资料来源: WIND、信达证券

4.中国经济能否继续好转是股市行情深化的关键

4.1 如果中国二季度 GDP 超过 7.5%则对股市有利

我国工业增加值及城镇固定资产投资快速增长可以保证 2 季度 GDP 增速达到 7.5%甚至更高的水平，年内经济前低后高已成趋势。

经统计，自 1953 年以来，我国 GDP 实际增速同全部工业增加值增速相关性达到 0.90。而 5 月，我国全部工业增加值达到 8.9%，远超出预期水平。同时，自 1996 年以来，我国 GDP 增速同社会固定资产投资完成额增速之间的相关系数为 0.67，而 5 月城镇固定资产投资增速达到惊人的 38%。相对而言，消费及净出口增速同 GDP 增速之间相关性较弱。自 1998 年以来，我国 GDP 增速同社会消费品零售总额实际增速相

关系数为 0.40。而自 2001 年中国加入 WTO 以来,中国净出口增速同 GDP 增速之间的相关性系数为 0.2979。

4.2 私人投资开始启动令中国经济复苏前景可期

自 2008 年 4 季度以来,我国政府坚决实施积极的财政政策。2009 年 1-5 月,社会固定资产投资增速达到 32% 的高速,这是国家积极财政政策发挥效用所致。其中,制造业由 2008 年 12 月增长 18.74% 迅速上升至 5 月 32.07%,回升了近 14 个百分点,且增速有持续加快的迹象。同时,房地产行业投资由 2009 年 1 月 4.85%,迅速回升至 5 月 14.27%,上涨了近 10 个百分点。这两项最能体现私人投资是否复苏的指标,都出现明显好转现象,这表明当前私人投资确有一定复苏。当然,虽然制造业投资增速基本恢复到 08 年平均水平,但是房地产行业距离 2007-2008 年期间动辄超过 30% 的增速,还是稍有不足。

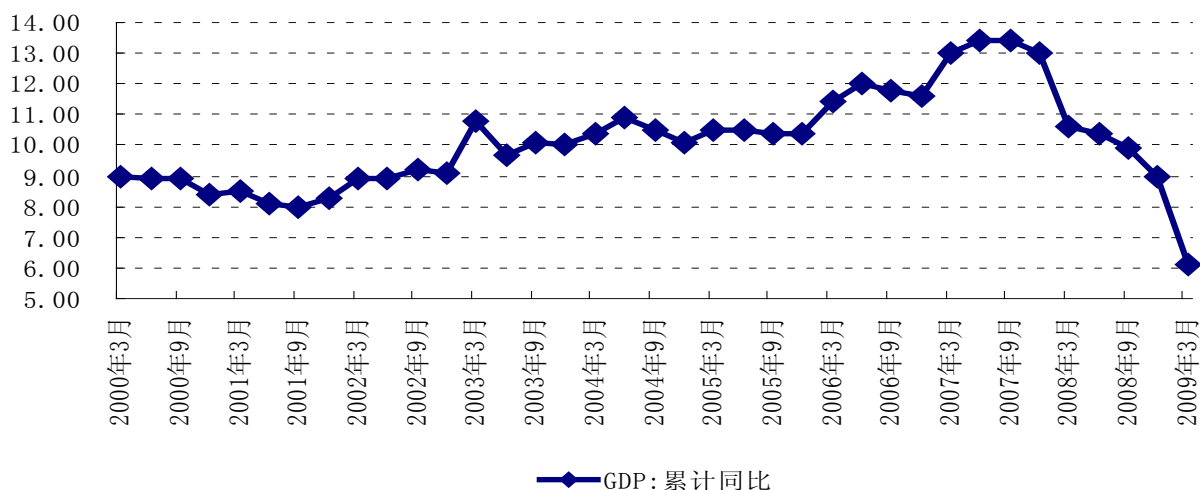
从固定资产投资资金来源角度,也可以对当前社会投资由谁主导做出一些推测。虽然国家加大的中央投资的力度,但是从资金总额看,国家预算内资金对应的总量比例非常小,其中 4 月仅占社会固定资产投资总额的 4% 左右。而主要能反映私人投资的指标,诸如自筹资金占比达到 47%,自有资金占比 21%,它们的增速也分别达到 36.34%、16.85%。较 2008 年年底都有超过近 15 个百分点的加速。其中,自筹资金增速更是超过了 2008 年的平均水平,这意味着随着央行连续下调贷款基准利率后,国内私人投资已经在某种程度上开始启动,果真如此,中国经济复苏前景值得期待。

4.3 中国经济复苏道路可能比较漫长

当然,从另一个角度出发,较好的数据也存在一定的疑点。其一,在于统计的方式,国内固定资产投资统计口径上,存在商业银行按计划划拨资金后即计入实施的方式,可能导致最终数据存在一定的缺口。其二,按当前 GDP 增速 7.5-8% 的水平估算,我国工业企业产能利用率大致为 70% 左右的水平。而由于产能利用率的不足,私人投资是否在未来还存在反复的可能,也是值得继续观察的。

我们认为,虽然数据显示我国经济形势不错,但是全球有效需求下降、产能利用率不足、实际资金使用成本高位运行将导致私人投资无法全面复苏。未来政府投资同私人投资之间是否会出现断层将考验经济复苏的有效性,我们更倾向于经济将呈现 W 型甚至多个 W 型的走势。

图 12: 我国 GDP



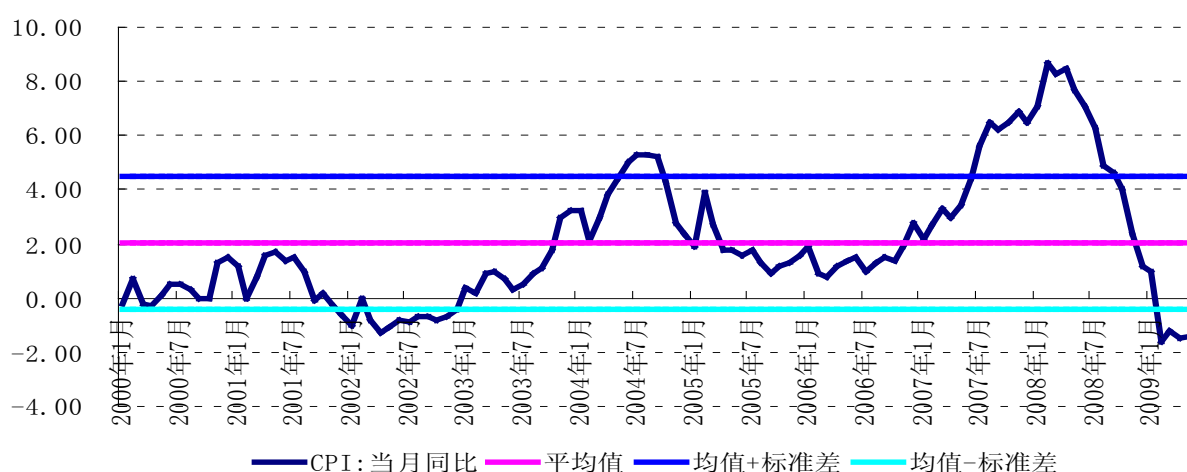
资料来源: WIND、信达证券

4.4 适度宽松的货币政策和积极财政政策将继续实施

当前，CPI 长期负值表明我国处于结构性通缩阶段，但是也不能轻视大量基础货币投放、货币乘数触底反弹及国际原油价格大幅上涨给我国未来通胀形势带来的压力。我们认为 CPI 值将于 2009 年 9 月前后达到 0% 左右，而年末的估测值大致为 3%，在这个基础上，年内实施从紧货币政策可能性不大，不排除 4 季度有 1 次小幅加息的可能。

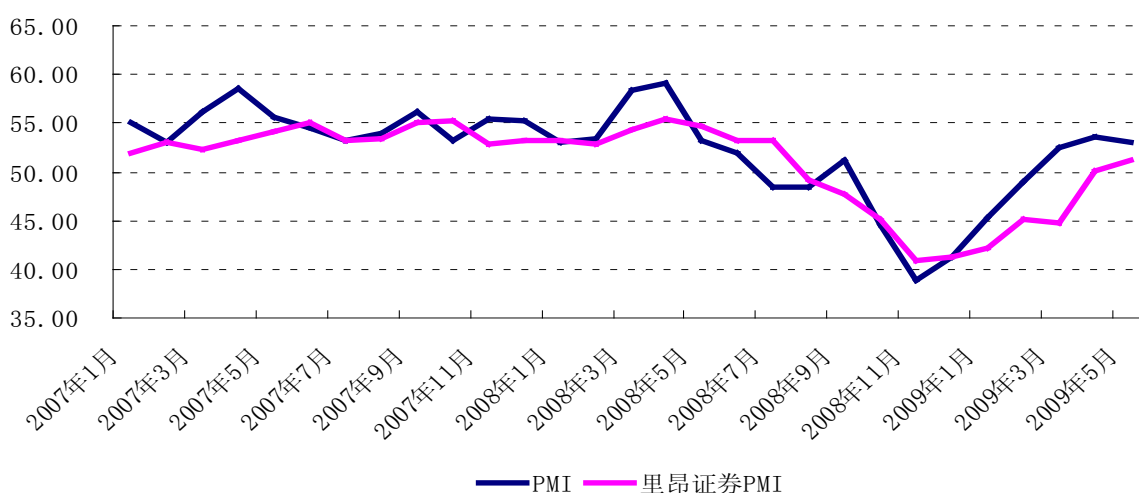
在货币政策保持持续性及稳定性的同时，国内经济的复苏将更多依靠财政政策，这一方面会导致税种的调整，资源税年内开征的概率较大。另一方面，一些垄断行业能否对民间投资降低准入条件，也将在很大程度上影响经济的复苏步伐。我们认为，政府对房地产行业的管制将进一步放松，增加供给，刺激需求的态度将会延续。这会使得地产行业的前景较为乐观。

图 13：我国 CPI 值



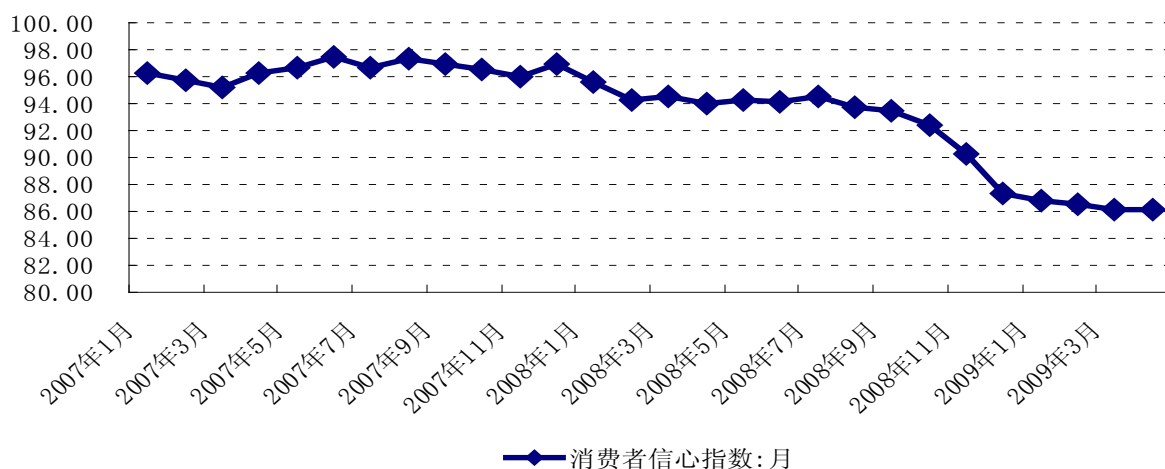
资料来源：WIND、信达证券

图 14：我国 PMI\里昂 PMI



资料来源：WIND、信达证券

图 15：我国消费者信心指数



资料来源：WIND、信达证券

图 16：企业资金使用成本（贷款利率-CPI）



资料来源：WIND、信达证券

5. 下半年我国股市资金面压力可能增大

从资金供给层面看，下半年我国股市的资金来源较为乐观，基金开户数和 A 股开户数有望继续维持稳步增长，但是投资者需要密切关注近期的 M1 增速变化。在需求方面，下半年的解禁压力将明显增加，2009 年下半年的解禁规模要远超上半年，而下半年解禁的股份则主要集中在 7 月份和 10 月份，这两个月份解禁数量合计为 4995 亿股，占到全年解禁规模的 65.21%。另外的压力来源于 IPO 重启，下半年推出创业板和重启 IPO，令我国股市的资金面压力明显增大。

6. 下半年我国股市有望维持震荡盘升格局

本公司及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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

2009 年下半年流动性充裕的局面不会改变，货币政策的平稳或者微调决定了资金推动的反弹行情基础不会消失。而六十周年大庆、GDP 前低后高的预期、财政政策的刺激将给予资本市场不断活跃的理由。目前我国股市已经形成明显的上升趋势，只要上证指数和深成指不有效跌破 30 日均线，上升趋势就不会改变。同时，考虑到银行板块业绩前低后高的预期及事实，政府对地产管制的进一步放松，银行、地产、煤炭以及石化双雄业绩比较平稳，这令股指调整空间有限。在各种理性及非理性因素的影响下，预计下半年上证综合指数运行区间大致为 2500-3500 点。

下半年行业分化将非常明显，市场可能会发生风格转换，原来的主题投资机会依然存在，但可能逐步退潮，蓝筹股的投资机会明显增加，部分主力资金可能涌入其中的估值洼地。根据不同经济周期下降后期及扩张早期的不同类别资产表现特征，考虑下半年投资者心态及所处环境，我们重点推荐：军工、金融、地产、零售、IT、原油、铜、水泥、医药、电子信息、软件、环保。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本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，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及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承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编：100045

传真：010-88656483

网址：www.cindasc.com

本公司及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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。