

2009 年中期 A 股投资策略

联系人

钟精腾

电话: 0755-83716750

邮件: zhongjt@ghzq.com.cn

桑俊

电话: 0755-83707385

邮件: sangj@ghzq.com.cn

邹璐

电话: 0755-83707473

邮件: zoul01@ghzq.com.cn

张莹花

电话: 0755-83706284

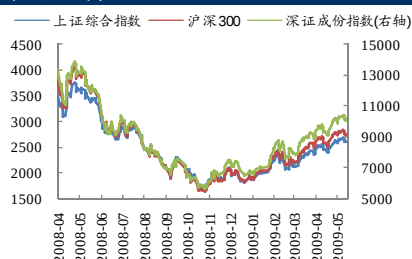
邮件: zhangyh@ghzq.com.cn

张韬

电话: 0755-83705129

邮件: zhangt01@ghzq.com.cn

市场走势



相关报告

《关注 FAI 拉动下的盈利增长和投资取向》——2009 年二季度 A 股投资策略报告

《透过动荡，循着政策的轨迹前行——2009 年 A 股年度投资策略》
2008 年 12 月

分析师申明:

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 上半年宽松的货币政策和扩张的财政政策带来大量的流动性，推动股市领先于经济大幅反弹。
- 下半年经济将快速复苏，CPI 可能转正。企业利润的提升和通胀的预期导致的实际利率的降低，有利于股市估值的提升，但是实体经济复苏也会与股市争夺资金。
- 大小非不一定带来资金流出，关键是减持后资金流向何方；新股发行带来资金压力，也有可能带来估值提升；股指期货推出的预期推高权重股的估值。
- 全球经济渐次复苏，流动性抬头，带给中国信心，资金流入和出口恢复。
- 下半年基于企业基本面和理论可比收益率的估值，指数区间在 2807-3567。
- 阶段性的顶部由政府政策影响的流动性决定，目前流动性依然可以支持股市上涨，但是压力逐步增大，密切关注相关指标，最重要的卖出信号是政策的转向或强烈的转向预期。
- 可关注投资主题：流动性与通胀预期相关主题、消费与出口恢复主题、政府政策导向主题。
- 行业配置：超配银行、证券、房地产、能源、商业零售、电气设备、食品饮料、医药、家电等行业。

目 录

双松政策带来的流动性推动股市领先于经济大幅反弹。	2
下半年我国经济将快速复苏	3
前所未有的政策力度是经济快速恢复的保证。	3
工业增加值、PMI、固定资产投资增速向好，显示经济复苏明显。	3
出口可能恢复。	4
经济转型将助推消费维持稳定上升趋势。	5
预测 2009 年 GDP 增长至少 8%。	6
全球通胀的预期正在形成，我国 CPI 下半年转正	6
全球通缩阴影逐渐远去，通胀预期逐渐抬头。	7
我国工业品价格正逐步回升，食品价格下跌空间有限，下半年 CPI 可能转正。	7
经济复苏和 CPI 升高预期抬升股票估值	8
实体经济对资金的争夺	9
影响下半年 A 股市场的资金供求的其它重要因素	10
大小非对 A 股影响有限。	10
新股发行对中短期有压力，不改市场长期趋势。	11
股指期货可能推出，权重蓝筹股受追捧。	12
全球经济复苏带给中国的影响：信心、资金流入、出口恢复	15
全球经济正在筑底，下半年开始复苏，减轻了中国独木难支之感。	15
其他国家流动性的上升也先于经济，给中国带来不断的资金流入。	16
全球经济的复苏有助于中国出口的恢复。	18
下半年股指底在，顶由流动性决定	18
由基本面的情况做出估计股指运行点数是：2807-3566	18
流动性带来溢价，但是溢价多少很难估算	19
下半年投资主题	20
流动性与通胀预期相关主题	20
消费与出口恢复主题	21
政府政策相关主题	21
特殊题材相关主题	23
行业配置	24
重点股票池	25

“双松”政策带来的流动性推动股市领先于经济大幅反弹。

上半年 A 股市场走出了一波如火如荼的行情,反弹幅度远超市场预期。

表 1 上半年指数及板块表现一览

大盘表现			资金流向			强势板块		弱势板块	
名称	涨幅	收盘	名称	换手率	涨幅	名称	涨幅	名称	涨幅
深证成指	73.34	11242.29	有色金属	538.59	119.78	高成长	128.54	电力	30.97
深证 100R	73.15	3785.56	小盘价值	456.91	84.16	新材料	121	建筑业	31.31
深证 B 指	73.02	469.36	煤炭	452.2	119.51	有色金属	119.78	铁路运输	31.47
深证综指	70.59	943.87	交通仓储	396.38	85.79	煤炭	119.51	农业	40.79
上证 180	69.9	6877.43	电气设备	382.87	56.93	汽车及配件	114.66	通信	43.19
沪深 300	69.44	3080	建材	377.82	78.52	新能源	112.85	石油	44.98
上证 5 0	66.74	2309.22	汽车及配件	356.05	114.66	定向增发	112.11	石化	47.49
上证 B 指	66.3	184.46	低价股	347.22	87.93	房地产	112.08	公路	47.52
上证指数	58.2	2880.49	房地产	339.95	120.05	参股券商	108.88	食品	48.29
中小板综	58.04	4314.8	证券	335.48	77.23	超跌板块	108.28	医药	48.82

资料来源: 天相、国海证券研究所; 截止日 2009 年 6 月 19 日

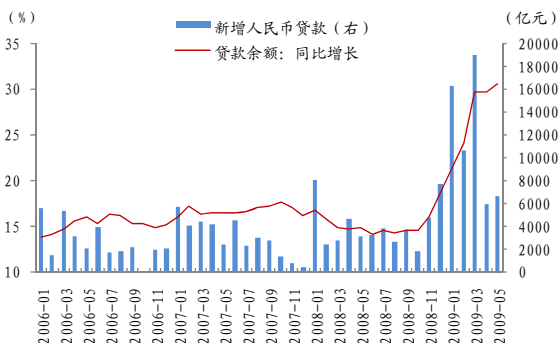
我们推断股市的上涨最重要的原因是宽松的货币政策和扩张的财政政策带来的大量的流动性。图 1 列示了从 08 年 9 月份开始到现在国家出台的主要政策。国家政策的颁布到产生效果需要一定的时间, (直到 1 季度 GDP 才见底,) 但是政策出台代表了政府的态度, 带来了积极的信号, 也让大家对于经济底部和公司利润有了大致的预期。真正带给股市上升的是货币供给的增加, 如图 2 所示每月新增贷款和贷款余额增速在 08 年 10 月以后明显上升, 银行用信贷的方式增加了货币的供给, 总货币数量上涨后, 资本就会流到预期收益率最大的市场中。实体经济依然在下滑, 对资本的吸引力不够, 股市的 PE 约为 15 倍, 隐含的名义收益率是 6.6%, 而且由于 CPI 不断的下滑, 实际收益率还在上升, 因此股市上涨成为顺理成章的事。

图 1 国家政策



资料来源: 国海证券研究所

图 2 每月新增贷款和贷款余额增速



资料来源: Wind、国海证券研究所

下半年我国经济将快速复苏

前所未有的政策力度是经济快速恢复的保证。

不仅财政政策 4 万亿元的投资规划前所未见，对产业和区域的振兴也是全新的政策，从政策力度上看，本次经济恢复速度远快于 97 年经济危机后的恢复速度。

表 2 08 年国家政策与 97 年危机时对比

	去年以来推出的主要政策	97、98 年为应对危机推出的政策
货币政策	累计下调存贷款利率 5 次 累计下调存款准备金率 4 次 金融“国九条”，调动商业银行增加信贷投放的积极性	累计下调存贷款利率 5 次 累计下调存款准备金率 4 次
财政政策	启动 4 万亿大规模投资计划 大力度促消费保消费政策 加强对新技术的支持 允许地方政策发行地方债券。	发行国债进行基础设施建设
税收政策	增值税全面改革 已累计上调出口退税率 7 次，取消部分产品关税 极为宽松的房地产政策：降低房地产交易税、下调房地产抵押贷款利率、下调房地产开发项目资本金比例等。	累计上调出口退税率 7 次，取消部分产品关税 房地产政策：人行发布《关于加大住房信贷投入、支持住房与消费的通知》，98 年新增住房贷款按各行当年新增贷款的 15% 掌握；配合国家住房制度改革，出台《关于调整房地产市场若干税收政策的通知》，对个人购买住房和企业出售住房给予税收优惠；延长住房公积金贷款年限至 30 年，降低贷款利率水平。
产业政策	汽车购置税 推出十大产业振兴政策：主要涉及汽车、钢铁、纺织、装备制造、电子信息、轻工、石化、有色金属及运输物流业。	
区域政策	推出区域振兴政策：包括上海“两个中心”建设，加快海西经济区建设，推进重庆市统筹城乡改革和发展等。	

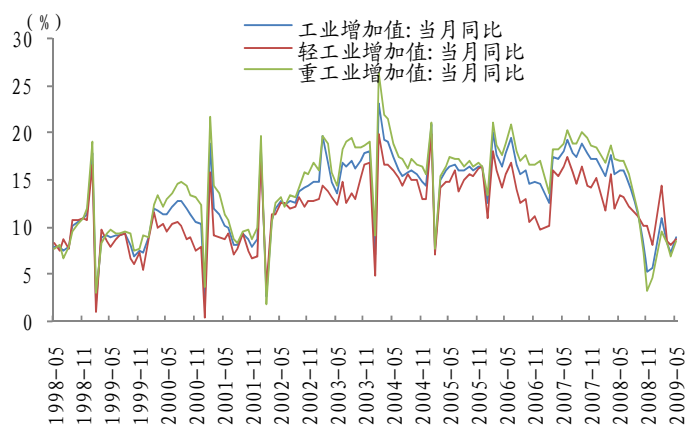
资料来源：国海证券研究所

工业增加值、PMI、固定资产投资增速向好，显示经济复苏明显。

工业增加值增速从 2008 年 11 月达到底部后开始回升，其中轻工业回升速度快于重工业，说明企业生产开始恢复，消费品的需求恢复较快。PMI 指数已连续 5 个月回升，并在临界值 50 之上持续了 3 个月，代

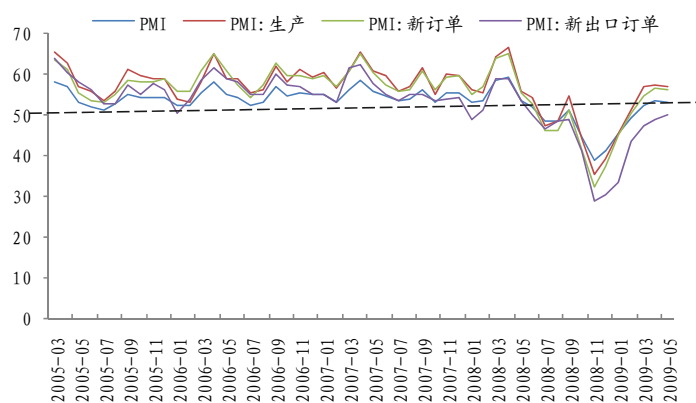
表下游需求恢复。固定资产投资增速在 2009 年 2 月以来也快速上升，数据转好明显，我们基本可以判断去年四季度到今年一季度基本上为这轮经济周期的底部，从二季度到年底经济将稳步复苏。

图 3 工业增加值同比增速从底部回升



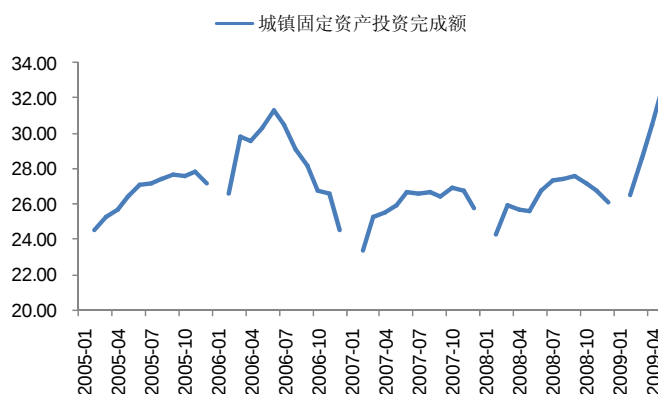
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4 PMI 指数已连续 5 个月回升，并连续 3 个月在 50 以上



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 5 城镇固定资产投资累计同比增长出现快速回升 (%)



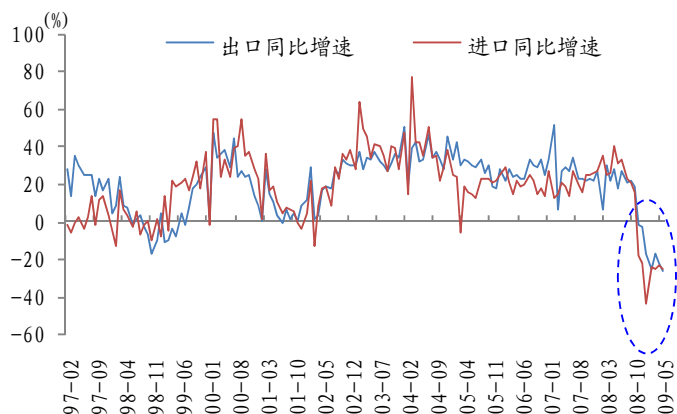
资料来源: Wind、国海证券研究所

出口可能恢复。

出口在经历了去年四季度以来的大幅下滑后出现低位企稳。我们认为出口有望四季度出现明显回升，一方面，中国主要出口国家在持续近两年的衰退以后，近期开始出现经济回暖的苗头。根据中国出口在 97 金融危机中的经验，中国出口在 97 年 6 月金融危机爆发以来持续回落，至 99 年 1 月份开始触底回升，持续下滑了 19 个月。在本次金融危机中，中国的出口同比增速自 07 年 9 月份开始回落以来，至今已经持续回落了 20 个月。2009 年以来 G3 消费者信心指数抬升，经济体渐次企稳，下

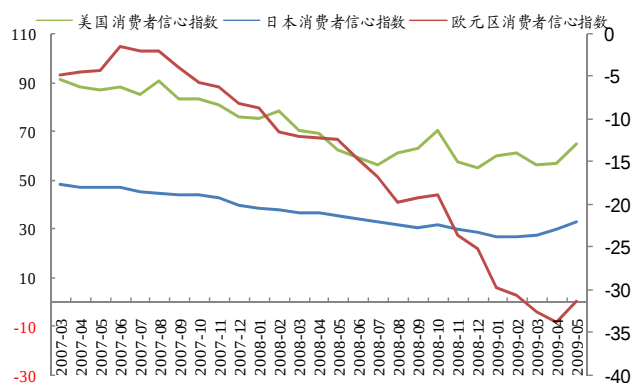
半年中国出口回升指日可待；另一方面，中国的出口产品以低廉的劳动密集型产品为主，在发达国家消费者去杠杆的过程中，该部分产品的需求弹性较低，“土豆效应”明显，在消费者需求恢复时竞争力比较强，恢复比较快。

图 6 中国进出口受金融危机冲击出现快速下滑，现低位企稳



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 7 G3 消费者信心指数触底回升

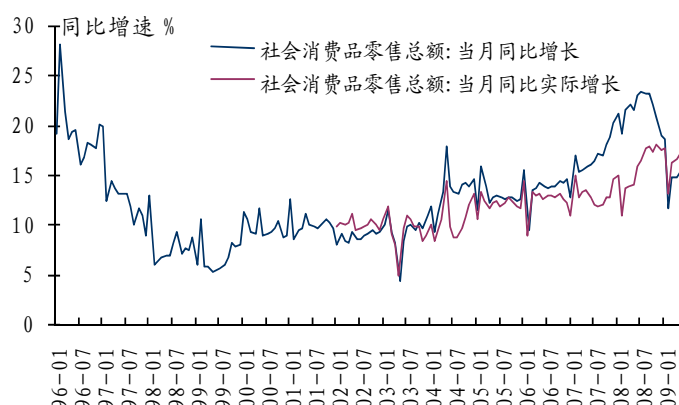


资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

经济转型将助推消费维持稳定上升趋势。

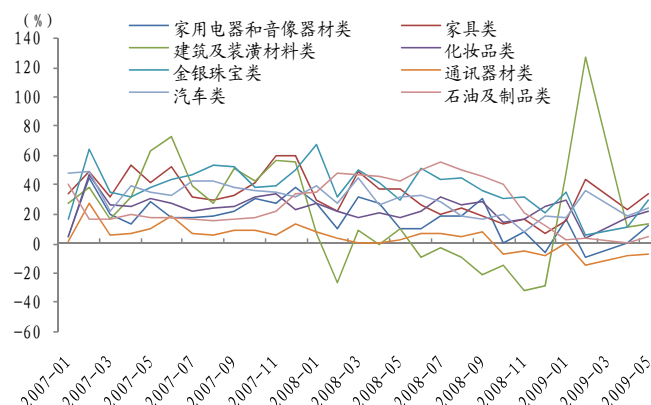
去年四季度以来政府推出一系列促消费保增长的措施，尤其是加快了推进医疗卫生体制改革，加强社会保障体系等力促经济转型的相关政策。社会消费品零售总额也在各项政策带动下从2月份同比增长11.6%的低点后逐步回升至5月份的15.2%。我们认为随着政府对经济结构的调整以及改革的力度的不断加强，将加快我国经济结构调整由量变转变到质变，顺利得过渡到内需型经济模式，消费中长期增长将有望维持稳定上升趋势。下半年，我们认为消费在政策带动下仍将保持平稳增长。一方面，前期增长较快的住房、汽车以及家电等消费仍有望延续快速增长的态势；另一方面，保消费保民生政策的推进也将促使中国消费维持平稳发展，这亦是实现经济转型促进经济中长期增长的基础。

图8 社会消费品零售总额同比增速回升



资料来源: Wind、国海证券研究所

图9 耐用消费品销售额增速回升迅速

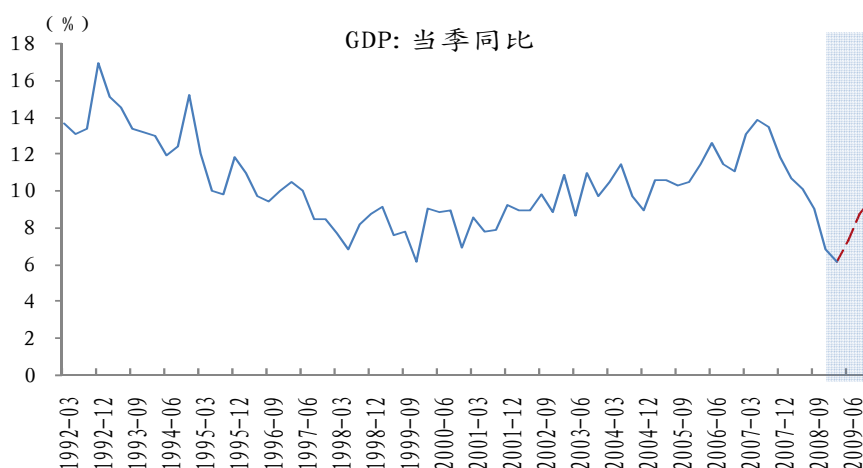


资料来源: Wind、国海证券研究所

预测2009年GDP增长至少8%。

2009年政府对经济恢复的预期是GDP增速8%，政策的制定都是以此为目标，并且留出了剩余的量，以免其他影响因素导致目标难以达成，因此8%仅仅是个保守的估计。从进出口、投资、消费三方面目前的数据来看，这个预期是可以完成的，进出口负增长18%，但是投资增速全年可能达到25%以上，消费维持13%-15%，最终GDP应该可以达到8%以上，如果三季度和四季度的投资增速上升过快，还会导致增速超预期，由此带来严重的通胀预期。因此我们保守估计政府完成8%的GDP增速，乐观应该达到8.5%。

图10 GDP同比增速保守预计8%



资料来源: Wind、国海证券研究所

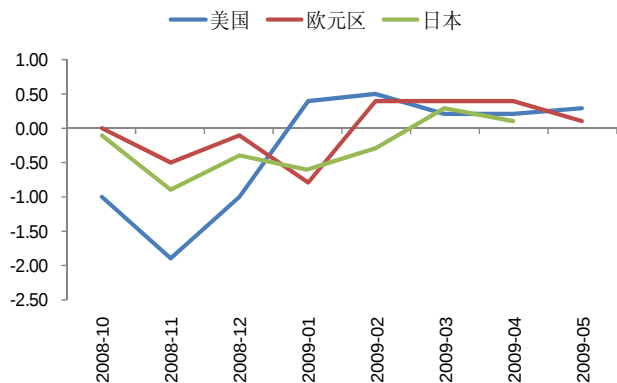
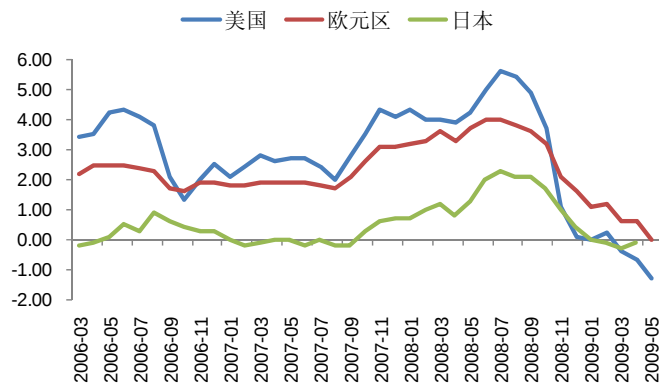
全球通胀的预期正在形成，我国CPI下半年转正

全球通缩阴影逐渐远去，通胀预期逐渐抬头。

从物价同比与环比来看，目前美国、欧洲、日本仍处于通货紧缩的过程中，走出通缩仍是当前央行主要的政策目标。不过，全球央行推行宽松货币政策的效果已经开始逐渐显现。

图 11 CPI 当月同比增速 (%)

图 12 CPI 当月环比增速 (%)



资料来源：bloomberg、国海证券研究所

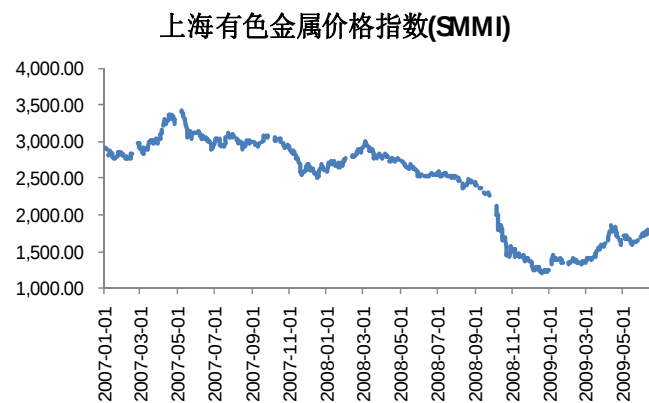
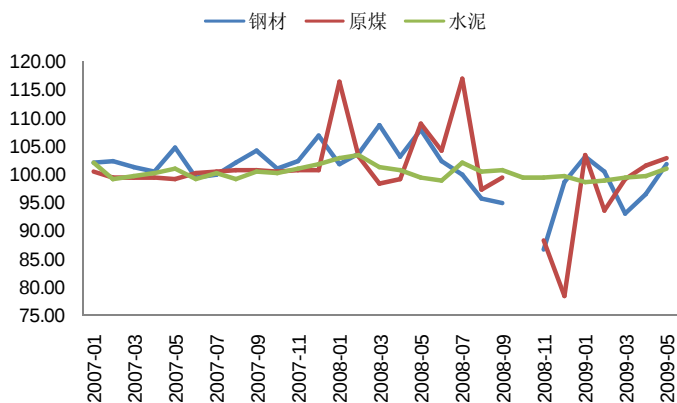
资料来源：bloomberg、国海证券研究所

我国工业品价格正逐步回升，食品价格下跌空间有限，下半年 CPI 可能转正。

随着固定资产投资的大规模增长，相关工业品价格逐步回升。从流通环节生产资料价格指数与上海有色金属价格指数来看，原煤、钢材、水泥与有色金属价格环比增速从底部回升。而国内食用农产品价格指数仍在小幅下跌，但是受到政府托市政策的作用，未来进一步大幅下跌的空间较为有限，甚至现在的过低价格可能造成未来供应受到影响，比较典型的的就是当前的猪肉价格。而从国际市场情况来看，泰国大米价格已经开始回升，联合国粮农组织食品价格指数也触底反弹。

图 13 原煤、钢材、水泥价格当月环比增速 (%)

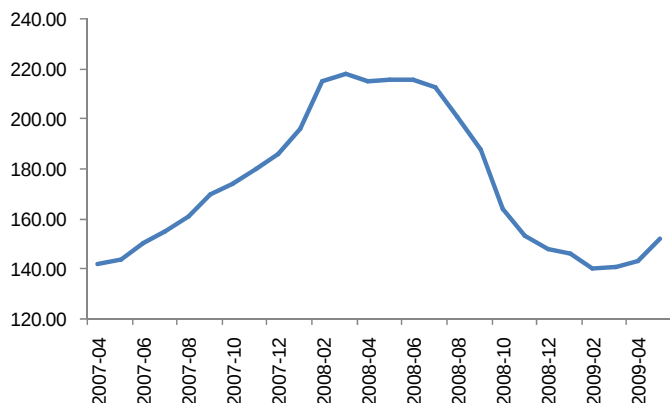
图 14 上海有色金属价格指数



资料来源：Wind、国海证券研究所

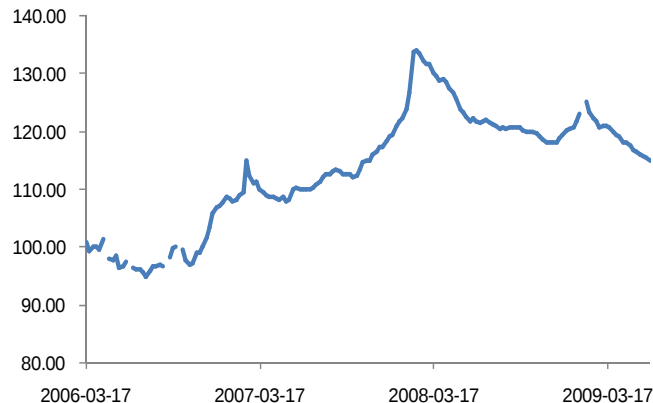
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 15 联合国粮农组织食品价格指数



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 16 商务部食用农产品价格指数



资料来源: Wind、国海证券研究所

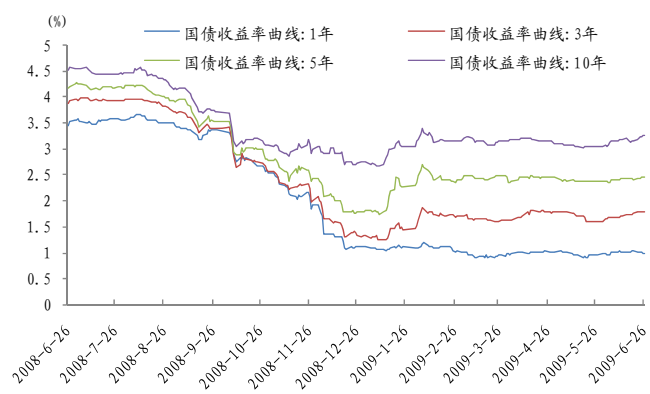
2008年6月和7月CPI达到全年高点后迅速下滑,由于基期因素及原材料涨价传递到终端价格,今年年底CPI同比有望转为轻微正增长。因为CPI主要受粮食等价格的影响,目前粮食连续5年丰收,08年国家大量收储,库存量能够维持未来两年的粮价平稳,因此明年CPI不会很快高起,将以小幅正增长为主。5月以来国债收益的变化反映了大家对通胀的预期。

图 17 预期CPI年底转为正增长



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 18 国债收益率5月以来略有抬升



资料来源: Wind、国海证券研究所

经济复苏和CPI升高预期抬升股票价格

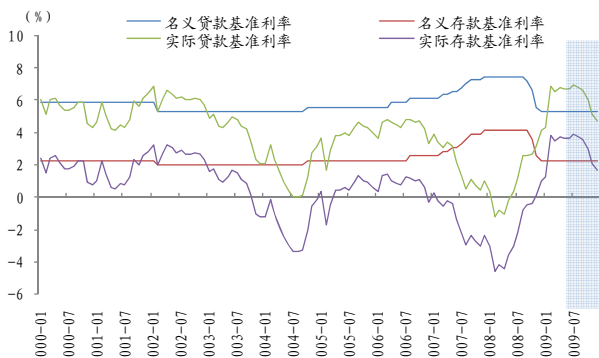
股票的价格由企业利润水平和市场的估值水平来决定。

经济复苏将带来企业利润预期的增高,证券行业研究员对沪深300指数每股盈利的综合利润预测不断被调高。

资本会追逐最高的收益率，股市 PE 的倒数可被当作股票的长期收益率，在实体经济平均收益很低甚至为负的时候，股票收益率与当前的实际利率靠近，CPI 升高，而利率维持在低水平，导致实际利率的降低，PE 被不断抬高，最终提升了股价的预期。

图 19 沪深 300 每股的盈利预期被不断上调

图 20 实际收益率随 CPI 上涨而下降



资料来源：Wind、国海证券研究所

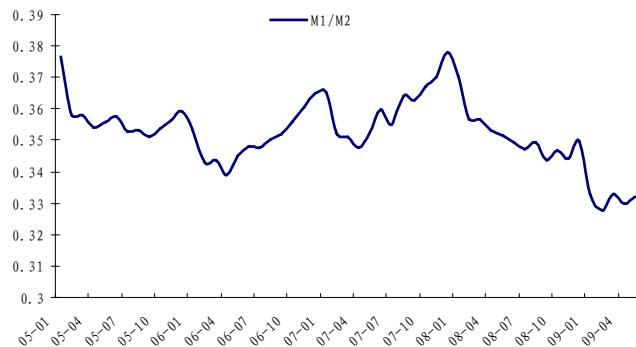
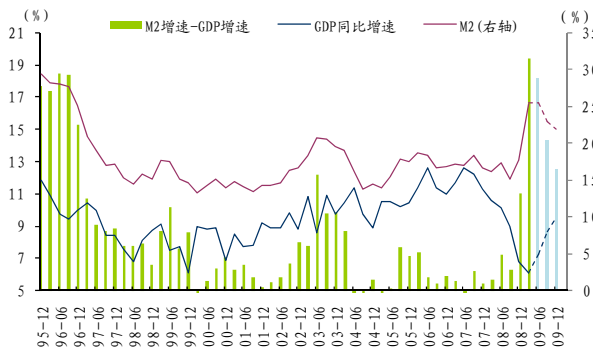
资料来源：Wind、国海证券研究所

实体经济对资金的争夺

四季度实体经济的利润率回升，一方面提升股市的基本面估值，但另一方面 ROE 的提升高于 PE 的倒数以后会吸引资金流向实体经济。我们做了一个简单的预测，用 GDP 增速来代表流入实体经济的资金需求性，用 M2 代表总资金的增长性，M2-GDP 是剩下的可以分配在虚拟经济中的资金的增长性。理论上这两个数字不能明确指出详细的资金流量，但是历史证明多数时候是可以表现资金的大趋势的。M2 增速在三季度和四季度将逐渐放缓，目前与 GDP 增速之差达到历史新高，未来将回落，意味着流入股市的资金有减少的可能。但是 M2 不能代表货币的总量，周转的乘数的改变会有很大的影响，M1/M2 处于历史低位，随着 CPI 上升，存款的活期化会增加，周转次数的增加也许会使总货币量增加，减低资金从 A 股流向实体经济的量。

图 21 M2 增速与 GDP 增速的差额达到历史高位

图 20 实际收益率随 CPI 上涨而下降

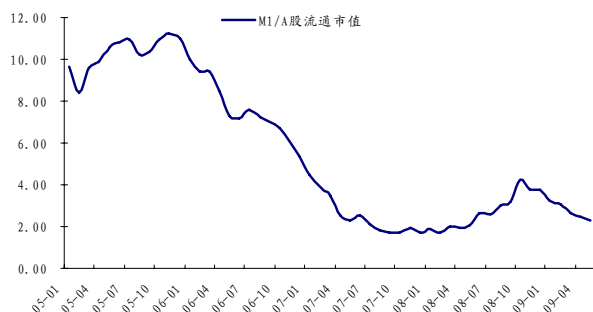


资料来源：Wind、国海证券研究所

资料来源：Wind、国海证券研究所

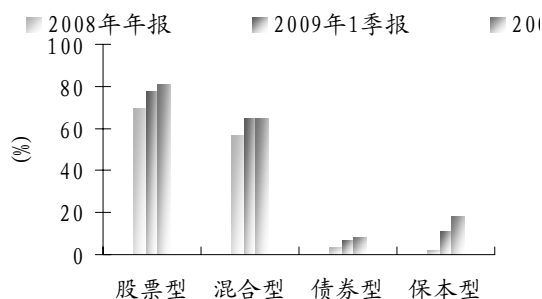
M1/A 股流通市值说明 A 股上涨时能从 M1 中获得的支持有多少，目前处于历史低位，由此显示 A 股下半年上升的压力会逐步增大。基金上半年加仓明显，但依然有加仓的余地，可作为 A 股下半年资金的来源。

图 21 A 股上涨可从 M1 中获得的支持在历史低位



资料来源：国海证券研究所

图 22 基金的仓位还有加仓余地 (亿股)



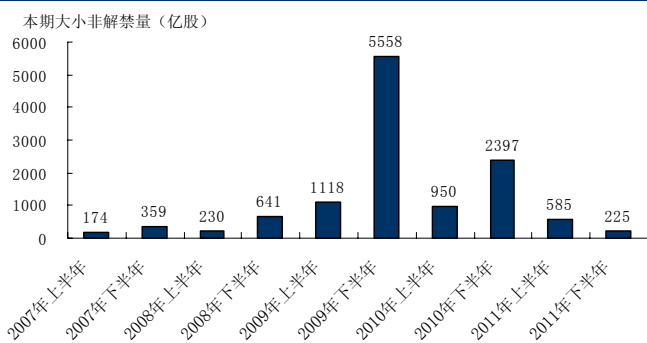
资料来源：国海证券研究所

影响下半年 A 股市场的资金供求的其它重要因素

大小非对 A 股影响有限。

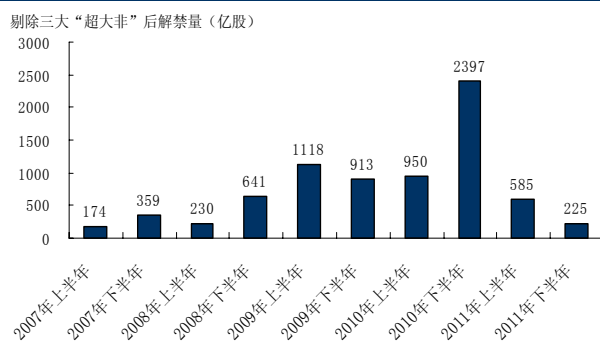
一方面是因为解禁数量虽大，减持意愿却小，另一方面，减持后的资金是完全离开 A 股市场，还是投入到其他股票当中很难判断。

图 23 限售股半年度解禁数量 (亿股)



资料来源：国海证券研究所

图 24 剔除三大“超大非”后的限售股半年度解禁量 (亿股)



资料来源：国海证券研究所

我们对下半年解禁量进行结构性剖析发现，工商银行、中国银行、中国石化等“超级大非”解禁量分别高达 2360 亿股、1713 亿股、571 亿股，三者合计解禁量高达 4644 亿股，占了下半年解禁总量的 84%。即剔除这三大“超级大非”，今年下半年的限售股解禁量为 914 亿股，少于今年上半年的 1118 亿股。

表 3 下半年前十大限售股解禁量一览

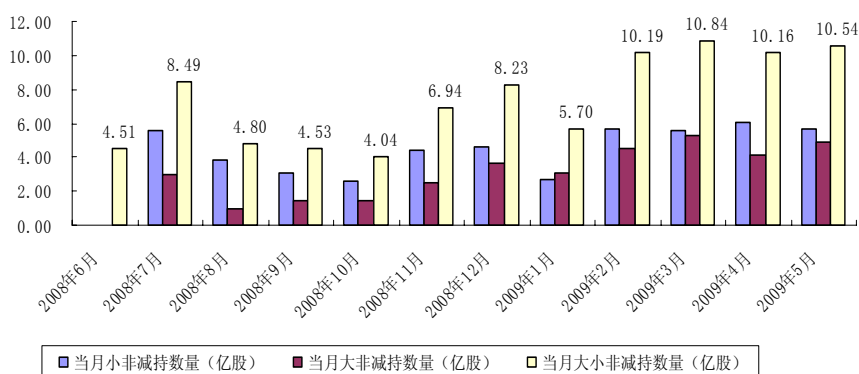
股票简称	本期流通数量(亿股)	可流通时间	流通股份类型
工商银行	2360	2009-10-27	首发原股东限售股份
中国银行	1713	2009-07-06	首发原股东限售股份
中国石化	571	2009-10-10	股权分置限售股份
上港集团	130	2009-10-27	首发原股东限售股份
大秦铁路	95	2009-08-03	首发原股东限售股份
中国国航	62	2009-08-18	首发原股东限售股份
大唐发电	41	2009-12-21	首发原股东限售股份, 首发战略配售股份
上海汽车	33	2009-12-04	定向增发机构配售股份
华电国际	31	2009-08-01	股权分置限售股份
广深铁路	29	2009-12-22	首发原股东限售股份

资料来源：国海证券研究所

为维护市场的稳定，这些“超级大非”不但不会减持，甚至还会增持，如前期大股东汇金公司在关键时刻还通过二级市场增持了工商银行 A 股等。

登记结算公司统计数据显示，今年以来大盘的大幅反弹，使得大小非的月均减持量从去年月均减持量的 5 亿股左右上升至 10 亿股左右。但今年 2 月至 5 月大小非减持量基本维持在 10 亿股左右，即大小非的减持意愿没有随着大盘的上涨而再度大增。在今年 2000 亿元的日均成交量中，10 亿股的月减持量对市场的冲击有限。

图 25 2008 年 6 月以来大小非月减持量（亿股）



资料来源：中国证券登记结算公司、国海证券研究所

新股发行对中短期有压力，不改市场长期趋势。

统计显示，目前通过证监会发审委审核待发行的公司有 33 家，涉及 144.2 亿股。实证分析显示，新股发行对二级市场的资金分流压力很

大程度上取决于一级市场的收益率。

“申购上限不超过发行量的千分之一”、“同名账户只能申购一次”及“网下网上不能同时申购”的新规会导致新股网上申购中签率会大幅提升。由于新股上市首日涨幅与行情具有很强的相关性，且 A 股市场目前的走势与 2006 年非常类似。因此，我们假设本次 IPO 重启后，新股发行频率、发行量及上市后首日的平均涨幅与 2006 年相当，那么网上申购新股的年化收益率可高达 23.7%。

故我们认为，IPO 开闸后的一段时间会对二级市场构成资金分流压力。但新股的发行不会改变股市的中长期运行趋势，因为一级市场的高收益必将吸引大量的场外资金介入申购，从而使得收益率下降，部分一级市场的资金将回流二级市场，而且如果新股首日涨幅很高，会抬升 A 股相应板块的估值。

表 4 本次 IPO 重启后网上申购新股年化收益率估算

交易所类别	新股上市首日平均涨幅	中签率	资金周转次数	网上申购新股年化收益率
深交所	96.54%	0.34%	70	22.98%
上交所	37.90%	0.92%	70	24.41%

资料来源：国海证券研究所

股指期货可能推出，权重蓝筹股受追捧。

下半年创业板推出之后，完善交易制度、引入做空机制将成为监管层重点考虑的问题。而股指期货经过了三年多的准备，无论是在相关硬件上还是软件上都已经准备充分，市场条件已经成熟，我们认为 2009 年下半年股指期货业务的推出存在较大的可能性。

借鉴海外市场经验，中国股指期货业务的推出对市场影响如下：

1.上市前指数上涨，上市后指数下跌，但股市长期运行趋势不变

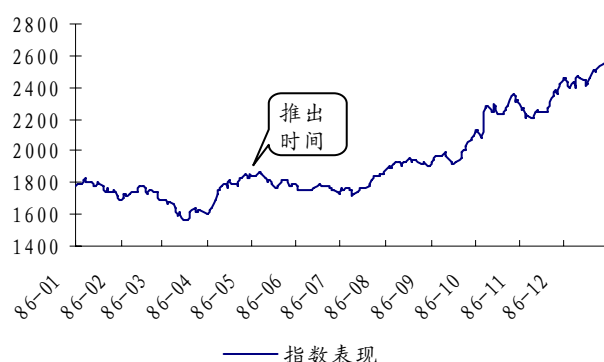
通过对最早推出股指期货的美国和亚洲国家或地区推出股指期货前后指数的变化，我们发现统一规律：股指期货上市前涨，上市后跌，但股市长期运行趋势不变。我们预计中国市场在股指期货时间表公布后，指数上涨，而股指期货推出后指数会下跌调整，但是跌幅不会过大。

表 5 引入股指期货前后市场状况

名称	推出时间	推出前累计收益率			推出后累计收益率			推出阶段
		3个月	2个月	1个月	1个月	2个月	3个月	
美国标普 500 指数	1982.4.21	-0.30%	2.00%	4.40%	-1.00%	-7.00%	-3.60%	熊市途中
香港恒生指数	1986.5.6	7.00%	10.00%	12.00%	-5.90%	-5.50%	1.70%	牛市途中
日经 225 指数	1986.9.6	10.31%	4.73%	6.91%	-6.02%	-9.67%	0.85%	牛市途中
韩国 KOSPI200 指数	1996.5.3	9.00%	12.00%	8.70%	-7.00%	-13.00%	-15.00%	熊市途中
台湾加权股指数	1998.7.21	-4.70%	-3.80%	3.00%	-8.50%	-10.00%	-14.00%	熊市途中

资料来源：Wind、国海证券研究所

图 26 引入股指期货前后香港市场表现



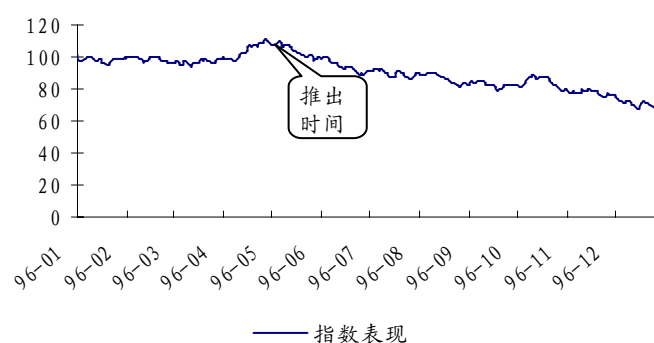
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 27 引入股指期货前后台湾市场表现



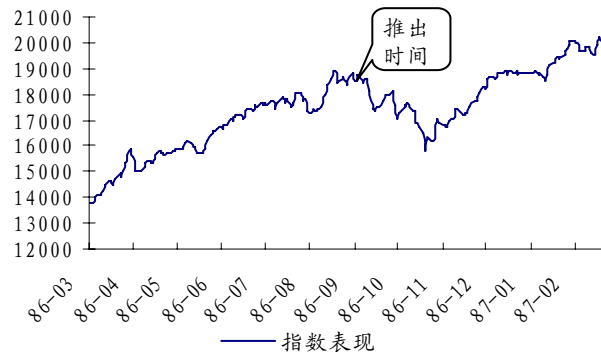
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 28 引入股指期货前后韩国市场表现



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 29 引入股指期货前后日本市场表现



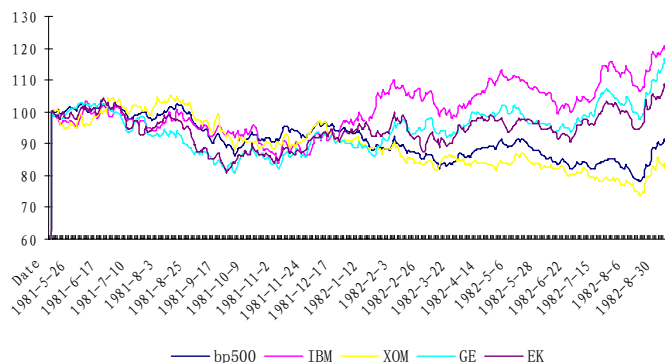
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

2. 股指期货时间表推出后，标的指数大市值成份股将受到市场资金的热捧

以美国市场为例，标普 500 指数期货推出前后市场上的 4 大权重股：IBM、美孚（XOM）、通用电器（GE）和柯达（EK），除了美孚（XOM）由于正处于石油危机的影响之中而表现不佳，其余几家权重股均跑赢了指数，权重股成交量出现明显的放大，说明权重股受到资金青睐。

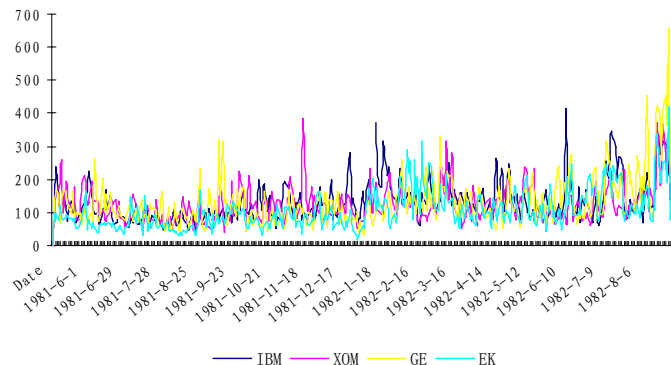
预计我国在股指期货时间表推出后，标的指数成份股中大市值的权重股受到市场追捧，而一些成长性差、无业绩支撑的股票将被市场边缘化。

图 30 指数与权重股表现



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 31 引入股指期货前后权重股成交量变化

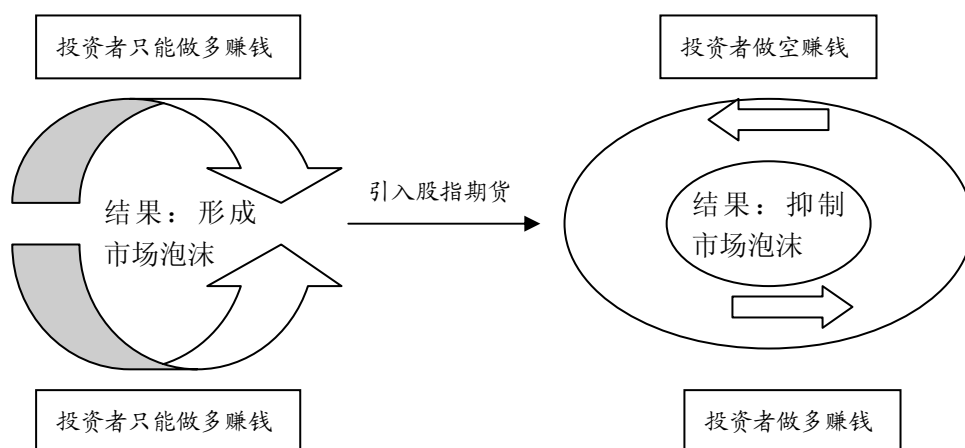


资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

3. 做空机制使得市场在合理估值区间内运行

股指期货的推出对中国资本市场有着巨大的意义。通过引入做空机制，完善了我国资本市场交易机制，使得盈利模式发生根本改变，有只能做多盈利，变成多空均可盈利，有效的抑制了资本市场泡沫的形成，促进了资本市场更加健康、稳定的发展。股指期货实际运行后，对于资金的需求会加大，因为做空需要资金，但是以打压价格为目的，流入的资金量多也可能带给空头力量，资金的影响力将更模糊。

图 32 引入股指期货前后盈利模式变化



资料来源：国海证券研究所

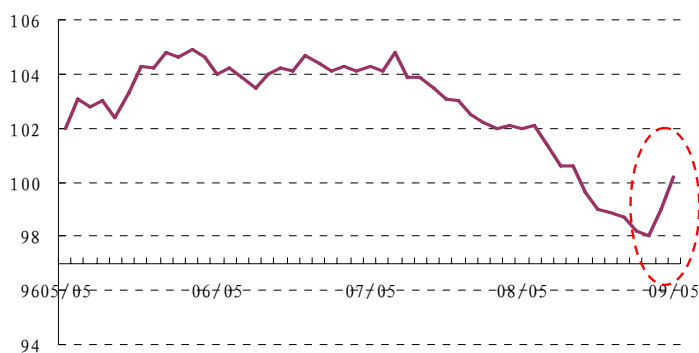
全球经济复苏带给中国的影响：信心、资金流入、出口恢复

全球经济正在筑底，下半年开始复苏，减轻了中国独木难支之感。

1. 美国经济接近底部，明年将出现小幅的正增长

自美国国民经济研究局宣布美国经济自 2007 年 12 月陷入衰退以来，美国经济已经持续衰退了 18 个月。5 月份国经济咨商局公布的领先指标自 4 月份首次见底回升以来，进一步上升至 100.2，连续两个月回升。我们预计 6 月份延续前两个月继续回升的机会很大，美国经济有望在年底前复苏。

图 33 5 月份领先指标回升至 100.2



资料来源：美国经济咨商局、国海证券研究所

预计在下半年虽然美国 GDP 仍然表现为负增长，但明年将出现小幅正增长，由此将步入新一轮的经济增长周期。IMF、美联储以及美国企业经济学家学会（NABE）对美国 2009 年及 2010 年的预测如下表所示：

表 6 美国经济 2009 年及 2010 年的预测

	发布日期	2009 年	2010 年
IMF	6 月	-2.5%	0.75%
美联储	2 月	-1.3 ~ -0.5%	2.5 ~ 3.3%
NABE	5 月	-1.2%	2.7%

资料来源：国海证券研究所

2. 出口导向型的日本经济将首先受益于美国经济的复苏

日本经济在本次危机中深受拖累，海外日元的快速回流使日元汇率大幅走高，出口和消费均受重创。虽然目前日元兑美元汇率依然维持在 1 美元兑 96 日元，大大高于危机前 1 美元兑 110 日元的水平。但是外围经济的回暖也使日本经济首先受益，4 月份公布的出口数据已经录得可观回升。另外日本政府在今年 4 月 9 日正式宣布推出一项总额高达 15.4

万亿日元(约 1600 亿美元)的一揽子刺激计划也逐渐显现对经济的拉动效应。预计日本经济复苏将紧随美国复苏步伐。

3. 西欧国家经济将迟于美国经济 3-6 个月复苏

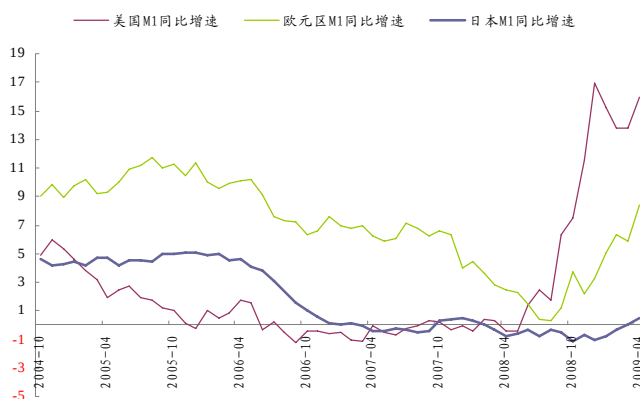
在本次危机中,金融业发达的西欧国家,除了受美国金融危机拖累,自身的金融危机也一并爆发,随之而来的东欧危机更是将西欧经济拖入了深渊。但在各国政府的干预下,银行业信贷收紧的状况已经大为改善,逐渐出现稳定的迹象,房价在大幅下跌后出现企稳。欧元区的金融市场开始出现企稳的迹象,实体经济也处于回暖的过程中。

西欧国家由于经济实力不同,危机对其影响的程度亦不相同,而却受欧盟《稳定与增长公约》国家财政赤字和政府负债占 GDP 比重不能超过 3%及 60%的上限,各国财政政策灵活性大大降低,在很大程度上阻碍了欧元区经济体的快速复苏。基于西欧国家对金融危机处理的缓慢速度和金融市场对美国市场的依赖性,预计西欧国家经济将迟于美国经济 3-6 个月复苏。

其他国家流动性的上升也先于经济,给中国带来不断的资金流入。

1. 美国、日本、欧盟在 08 年末也开始增加货币供给,提供更多的流动性。

图 34 全球 M1 供给

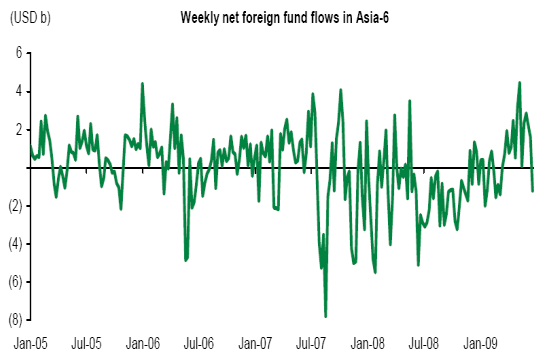


资料来源: 国海证券研究所

2. 国际流动性的增加通过两方面提高中国的估值。

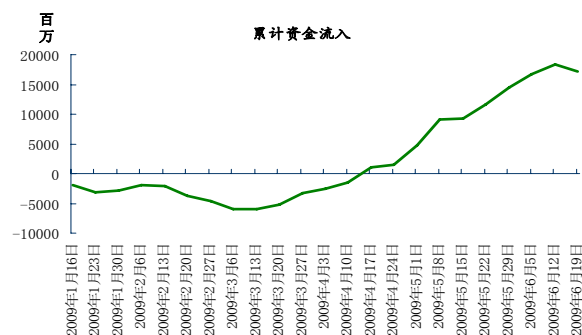
一方面: 流入香港, 提高 H 股价格, 降低 A-H 溢价, 使 A 股估值受压向上。2009 年 3 月以来 2 万多亿资金流入亚洲, 主要流入地就是香港, 导致国企股上涨幅度高于港股, A-H 溢价降低。2009 年在香港上市的银行股先向上涨, 成为推动 A 股银行板块上涨的动力之一。

图 35 每周流入亚洲市场的资金



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 36 从1月16日到6月19日累计流入亚洲市场的资金



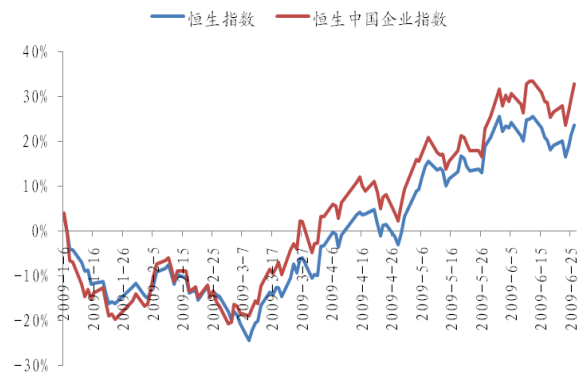
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 37 A-H 溢价指数



资料来源: wind、国海证券研究所

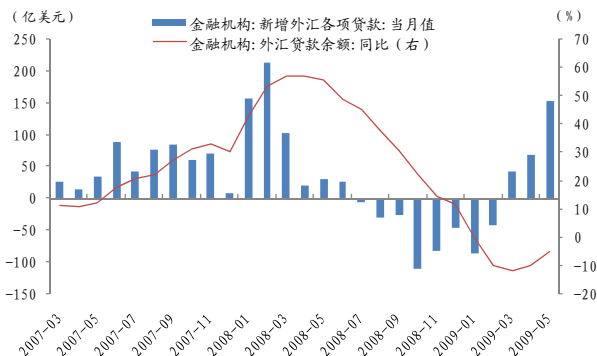
图 38 恒生中国与恒生指数的对比



资料来源: wind、国海证券研究所

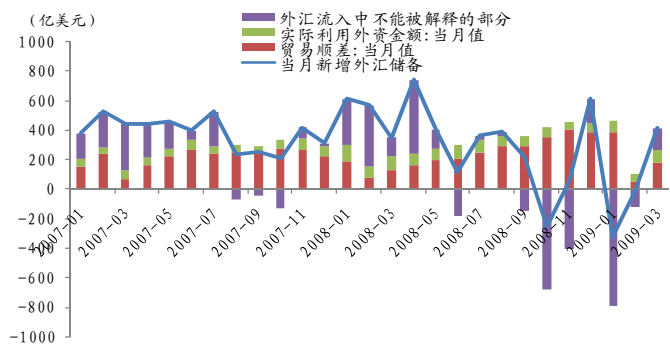
另一方面：直接流入中国股市，目前能看到的数据是金融机构的外汇各项贷款不断增加，新增外汇储备的结构只能看到3月的数据，也可以看出不明资金从流出变成流入。

图 39 外汇储备贷款



资料来源: wind、国海证券研究所

图 40 新增外汇储备结构

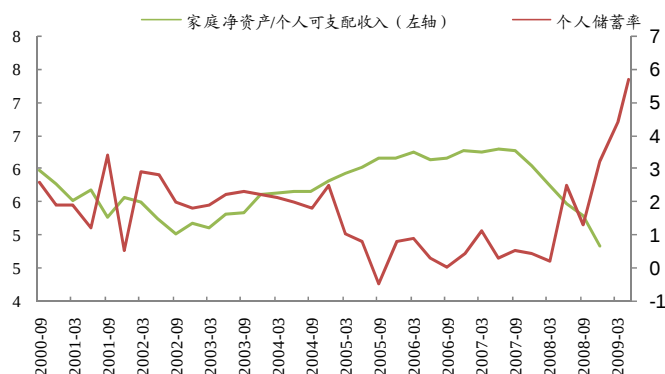


资料来源: wind、国海证券研究所

全球经济的复苏有助于中国出口的恢复。

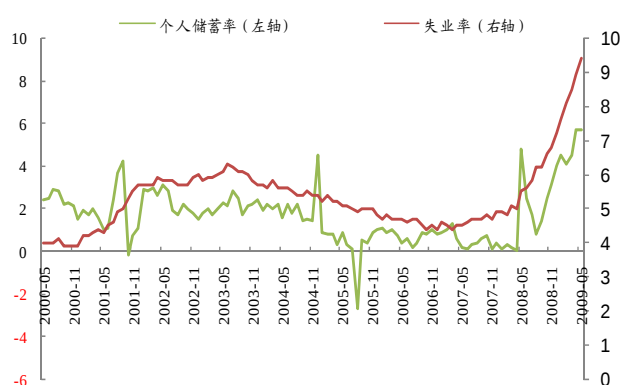
以美国为例，居民消费贡献 GDP 增长的 70%，此次危机后，储蓄率在 09 年 5 月恢复到接近历史均值，失业率也达到历史的高点，由此减少的消费导致美国 GDP 的下降，也导致中国出口的下降。最坏的时候已经来临，储蓄率不会再大幅上升，失业率也已经出现好转，因此未来对中国的需求将渐渐恢复。

图 41 4 月份个人储蓄率快速上升至 5.7%



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 42 储蓄率随失业率快速上升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

下半年股指底在，顶由流动性决定

经过上面的分析对股指的影响因素分成两个方面：

影响基本面及估值的：经济复苏带来企业利润的提高

CPI 上涨预期导致实际利率下降带来估值提高

影响资金流的：M2 增速放缓。

实体经济复苏吸引资金流出

存款活期化带来资金周转加速

外资流入

大小非、新股、股指期货的影响

由基本面的情况做出估计股指运行点数是：2807-3566

我们用当前沪深 300 指数预测的利润*PE 计算出预测的沪深 300 指数点位。

沪深 300 指数的利润是综合了各大券商盈利预测的综合值，PE 使用一年期存款减去预测 CPI 后的倒数。

关于 PE 的确定上，我们考虑的可比收益率有国债收益率、房子的租售比、实业投资的 ROE。一年期国债收益率低于存款的收益率；房子的租售比约为 3%，而且房价也还在上涨，投资房产的收益率还在降低，房产的流动性上不如股票，股票还可以获得一个流动性溢价，因此股票预期收益率最低的限制是房地产投资收益率-流动性溢价，目前估计的低点在 2.5% 左右；实业的 ROE 暂时不具有可比性，因为其进入门槛高，流动性低，可以作为长期收益率的比较值，短期不适用，就目前而言，投资者完全可以在股票收益率很低时快速撤资，再进军实业也不迟。我们用 CPI 和预测的利润做敏感性分析，得到的指数区间位为 2807-3567。

表 7 沪深 300 根据收益与 CPI 变化的预测

		预期收益			
		99	105	107	109
CPI	-1.65	2538	2692	2744	2795
	-1.49	2647	2807	2861	2914
	-1.3	2789	2958	3014	3070
	-0.75	3300	3500	3567	3633
	0.15	4714	5000	5095	5190
	0.55	5824	6176	6294	6412

资料来源：国海证券研究所

流动性带来溢价，但是溢价多少很难估算

我们只能给出几个指标来判断流动性何时转向。

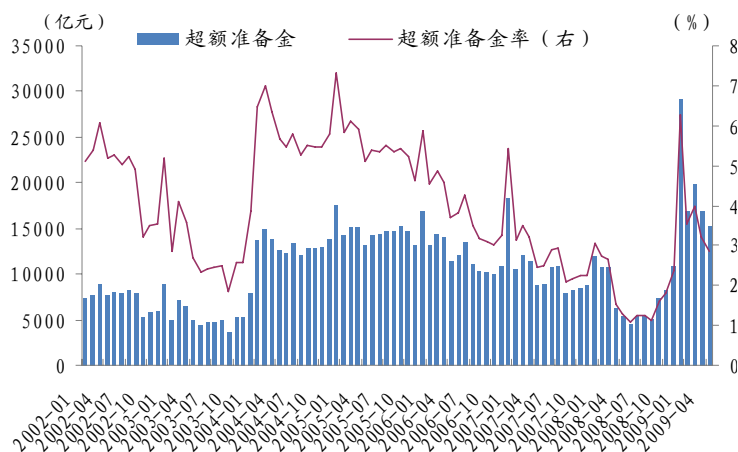
1、政策转向是最重要的因素。

中国经济的运行情况和对预期通胀的担忧程度是政府政策的决策依据，CPI 转正到 2% 之间是政府决策的关键期，关键的时间点是政府经济工作会议的召开。

政策转向调控手段的顺序是：通过公开市场操作回收流动性，央行对商业银行的窗口指导，调节存款准备金率，最重的手段加息。

因此从指标上看，最先反应出来的是政府在公开市场操作的微妙变化，其次是银行的超额准备金率的抬头，目前超额准备金率还在向下，没有到达历史低点，要关注其何时转向。

图 34 超额存款准备金率还未到历史低点



资料来源：国海证券研究所

- 2、M2 增速放缓，M1/M2 达到历史高位，说明货币的总量达到高位。
- 3、M1/股市流通市值处于历史低位，说明股市上涨不能从 M1 中获得更多的支持。
- 4、其他相关的因素本身影响不大，但是可能会成为导火索。

核心策略观点：基本面可以推算股指的区间，但有意义的是最低值，代表了现有经济环境下投资的理论估值水平；阶段性的顶部由政府政策影响的流动性决定，目前流动性依然可以支持股市上涨，但是压力逐步增大，密切关注相关指标，最重要的卖出信号是政策的转向或强烈的转向预期。

下半年投资主题

流动性与通胀预期相关主题

流动性充裕、通货膨胀带来的影响分三个方面：

首先是资产价格的重估，主要的资产是资源、土地、证券资产。涉及主要板块：金融、地产、煤炭、有色金属、石油。

其次是资产膨胀创造新的财富效应，增强投资者的消费能力，通过消费路径拉动企业盈利增长。涉及主要板块：汽车、奢侈品、高端家电、文化旅游。

还有是通过经营成本与收入的跨期实现来改善企业盈利水平，尤其是成本与收入的确在不同通胀阶段和不同通胀环境。选择此类公司

的前提是公司有能力提高终端价格，将成本压力传导。涉及主要板块为食品饮料、终端零售。

消费与出口恢复主题

从中国出口的历史数据分析来看，中国出口存在明显的季节效应，下半年的出口额会超过上半年，主要是由于发达国家消费旺季主要集中在圣诞节附近，9 月份开始的产品采购会推高中国的产品出口。尽管国家对出口企业的税费支持已经大幅增加，但是出口回暖的趋势会低于市场预期，中国出口企业国际市场话语权的缺失和竞争力低下会被迫转移一部分国家税费支持的效果，从而体现为企业的毛利率低于市场预期。

出口依然相对疲软的情况下，国家主要的政策在促进消费上，完善社保、提供补贴政策都是促进消费的手段，主要涉及的板块：纺织服装、家电的以旧换新，医药。

政府政策相关主题

从去年年底开始，“调结构”相关的政府政策陆续出台，其中主要包括两类：区域振兴政策和产业振兴政策。区域振兴计划不仅包括经济相对落后的中西部地区（如四川、广西、东北等省份），还包括经济相对发达的东部沿海地区（如上海、福建、深圳等省市）。产业振兴政策则涉及到众多存在转型压力和经济困境的重点行业。

相对于政府“保增长”政策的立竿见影，“调结构”相关的政府政策由于战略起点高、实施周期长而短期效果并不显著。但是我们更加看重政府政策措施实施之后带来的区域经济基础和产业基础的变化，通过经济微观基础的改善来优化企业经营环境，从而带动企业盈利水平的提高。

区域振兴规划。今年上半年国务院陆续出台了一系列区域政策规划，规划内容涉及到经济体制、行政体制、社会保障、城乡规划等众多领域，但实质是通过制度创新来推动经济增长。从区域政策规划所涉及的众多相关行业来看，我们仍然最看好受经济增长环境优化带来的服务业的发展机遇，尤其是金融业的发展机遇。总的来看，我们认为金融、房地产、建筑建材、航运、商业零售、食品饮料等行业存在投资机会，特别是上海地区世博会与上海“双中心”的叠加效应。

表8 区域振兴规划一览

地域	区域振兴规划	核心要点
上海	《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》	1.建设多功能、多层次金融市场体系; 2.优化航运集疏运体系; 3.发展先进服务业; 4.以改革促发展; 5.加强城市之间的相互协作和支持
深圳	《深圳市综合配套改革总体方案》	1.深化行政管理体制改革; 2.全面深化经济体制改革; 3.积极推进社会领域改革; 4.完善自主创新体制机制; 5.率先形成全方位、多层次、宽领域、高水平的开放型经济新格局; 6.建立资源节约环境友好的体制机制。
福建	《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》。	1.加强两岸产业合作和文化交流; 2.加快现代化基础设施建设; 3.发展特色产业; 4.形成区域、城乡经济社会一体化发展; 5.创新体制机制; 6.加快社会事业发展; 7.加快生态文明建设。
成都	《成都市统筹城乡综合配套改革试验总体方案》	1.构建新型城乡形态; 2.创新统筹城乡的管理体制; 3.探索耕地保护和土地节约集约利用的新机制; 4.探索农民向城镇转移的办法和途径; 5.健全城乡金融服务体系; 6.健全城乡一体的就业和社会保障体系; 7.努力实现城乡基本公共服务均等化; 8.建立促进城乡生态文明建设的体制机制。

资料来源：国海证券研究所

产业振兴规划。我们此前的报告中已经认真分析了“十大”产业振兴规划对经济长远发展存在的积极影响，并且强调落后产能淘汰和并购重组成为产业振兴的关键所在。近期国内钢铁行业与国外铁矿石生产企业谈判困境也证实这一措施的迫切性，决策层也发表观点会进一步加大对落后产能淘汰的支持力度。因此，我们判断下半年这一趋势将明显加快，对于众多目前处于困境的制造业而言，下半年的需求回暖加上供给调控，企业盈利可能会超出市场预期。

表9 产业振兴规划要点

产业	兼并重组	淘汰落后产能
汽车	✓	
钢铁	✓	✓
纺织	✓	✓
装备制造	✓	
船舶	✓	✓
电子信息	✓	
轻工	✓	
有色金属	✓	
物流业	✓	
石油化工		✓
有色金属		✓

资料来源：国海证券研究所

特殊题材相关主题

我国的股市存在二元化

目前 A 股市场估值呈现“二元”结构。表中统计数据显示，前十大权重股占了总净利润的 60.89%、总市值的 42.34%，加平均市盈率仅 20.05 倍；市盈率低于 25 倍的个股虽然仅占总股数的 14.19%，但却占了总净利润的 91.42%、总市值的 60.47%。这 14.19% 的个股高度集中了代表经济晴雨表的蓝筹股及绩优成长股，随着经济的复苏，这些权重股将有望推动大盘重心进一步上移。

表 10 A 股估值呈现“二元”结构

股票分类	总市值 (亿元)	净利润(亿 元)	股数 (只)	市盈率 (倍)	市值权 重(%)	净利润 权重 (%)	股数占 比(%)
全部 A 股	235406	8166	1600	28.83	100.00	100.00	100.00
前十大权重股	99670	4972	10	20.05	42.34	60.89	0.63
PE 低于 25 倍	142343	7465	227	19.07	60.47	91.42	14.19
PE 在 25-40 倍	30967	962	325	32.20	13.15	11.78	20.31
PE 在 40 倍以上	62096	-261	1048	-237.98	26.38	-3.20	65.50

资料来源：国海证券研究所；截止 2009 年 6 月 18 日

而 40 倍以上的个股数占比高达 65.5%，但市值权重仅占 26.38%，其净利润总和为 -261 亿元。可见，即使这些个股出现大幅震荡，其对指数影响也有限。但这一板块多是一些缺乏业绩支撑的概念股、题材股及小盘股，经过今年上半年的大肆炒作，相关的个股出现了明显的高估，结构性泡沫明显。因此，这些个股下半年将面临较大的结构性调整压力。

定向增发与资产注入。

股改以来，管理层出台鼓励上市公司做强做大的定向增发政策，使得上市公司定向增发如雨后春笋，已成为提振上市公司业绩的“新力军”，但往往被市场所忽略。

统计显示，2006 年以来，共有 285 家上市公司实施了增发（主要是定向增发），再融资金额度高达 7075 亿元，超过期间的 IPO 募资 6294 亿元。值得关注的是，全流通后的定向增发，大股东有明显的“做多”动力，大股东多通过定向增发进行注资重组，装入优质资产，使得上市公司增发后业绩往往出现外延式的超常规增长。统计显示，285 家上市公司实施增长后（2008 年度业绩与 2005 年度业绩比）业绩增长了 228.83%，而同期全部上市公司业绩仅增长 68.49%。

增发板块多是一些中小盘的二三线股，但其对全部上市公司的业绩提升也作出了积极的贡献：全部上市公司 68.49% 的增长率中，增发板块就贡献了 23.63%，即包括工商银行、建设银行等在内的其它上市公司也仅贡献 44.86%。

统计显示，今年以来已有 112 家上市公司提出了增发预案，再融资额近达 2000 亿元，而这些个股中又多是表中高市盈率的二三线股。因此增发后将有望使得这些个股的“泡沫”得到有效的挤压。

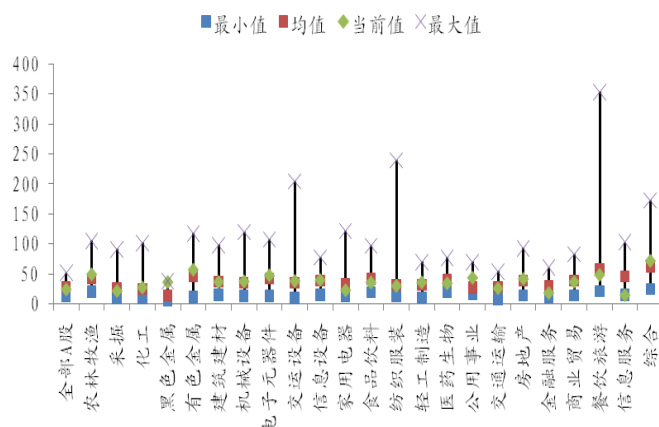
行业配置

综上所述我们认为当前政策和经济环境下应关注的行业：

金融、地产、煤炭、有色金属、石油、食品饮料、终端零售、纺织服装、文化旅游、家电、医药。

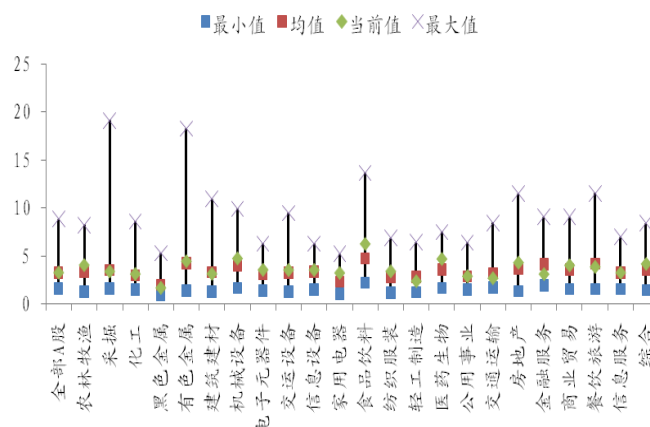
上半年股市上涨已经对流动性有所体现，各个板块估值如图所示。

图 43 A 股行业 PE 历史比较



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 44 A 股行业 PB 历史比较



资料来源：WIND、国海证券研究所

考虑到目前的相对估值，依然有优势的是：

金融服务、家用电器、食品饮料、医药生物、黑色金属

参考国海证券行业研究员对行业的评级，给出如下行业配置策略和重点股票。

表 11 下半年行业配置策略

超配	标配	低配
银行	机械	有色金属
证券	钢铁	纺织服装
房地产	电子通信	
商业零售	煤炭	
电气设备	电力	
食品饮料	建材	

医药

农林牧渔

家电

石油化工

资料来源：国海证券研究所

重点股票池

表 12 国海证券研究所精选股票池

股票代码	股票简称	投资 评级	市价 6.19	EPS			PE		
				2008	2009E	2010E	2008	09E	10E
600000.SH	浦发银行	增持	21.8	2.21	2.06	2.26	9.9	10.6	9.6
600036.SH	招商银行	增持	22.23	1.43	1.14	1.49	15.55	19.5	14.9
000001.SZ	深发展 A	增持	22.07	0.2	1.49	1.68	110.4	14.8	13.1
601318.SH	中国平安	增持	45.18	0.09	1.2	1.62	502	37.7	27.9
600030.SH	中信证券	增持	29.54	1.1	1.28	1.5	26.9	23.1	19.7
600631.SH	百联股份	增持	13.87	0.32	0.47	0.59	43.3	29.5	23.5
600655.SH	豫园商城	增持	17.16	0.45	0.64	0.91	38.1	26.8	18.9
002024.SZ	苏宁电器	增持	15.98	0.49	0.59	0.74	32.6	27.1	21.6
600325.SH	华发股份	增持	20.06	0.79	0.83	1.17	25.4	24.2	17.1
000006.SZ	深振业 A	增持	12.79	0.3	0.66	0.81	42.6	19.4	15.8
000402.SZ	金融街	增持	13	0.42	0.48	0.65	31	27.1	20
601088.SH	中国神华	增持	28.12	1.34	1.64	1.8	21	17.1	15.6
600276.SH	恒瑞医药	增持	35.8	0.82	1.13	1.45	43.7	31.7	24.7
600594.SH	益佰制药	增持	11.59	0.42	0.53	0.62	27.6	21.9	18.7
000400.SZ	许继电气	增持	18.28	0.1	0.5	0.52	182.8	36.6	35.2
002163.SZ	中航三鑫	增持	13.6	0.21	0.21	0.55	64.8	64.8	24.7
000568.SZ	泸州老窖	增持	27.68	0.91	1.15	1.48	30.5	24.1	18.7
000895.SZ	双汇发展	增持	37.08	1.15	1.47	1.85	32.2	25.2	20.1
600050.SH	中国联通	增持	6.64	0.93	0.24	0.26	7.1	27.7	25.5
600354.SH	敦煌种业	增持	12.76	0.07	0.29	0.72	182.3	44	17.7

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

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。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10% 之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

免责声明

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