

2009 年下半年投资策略

报告日期：2009 年 6 月 30 日

研发中心

报告要点：

★上半年市场呈现单边上涨行情，蓝筹搭台，题材股唱戏，激情演绎超跌反弹行情。在经济复苏预期提振市场信心的情况下，积极的财政政策、货币政策和产业政策等，充裕的流动性，外围股市的回暖，大宗商品等其它资产价格的大幅回升成为上半年上涨的主要因素。

★从主要经济指标来看，我国经济已出现触底回升的态势，下半年经济仍有望逐步复苏，但在世界经济还没走出低迷时，我国经济难言超预期的表现。预计下半年适度宽松货币政策仍将延续，但信贷投放将难以延续上半年超常规的态势。

★上市公司业绩同比仍可能下滑，逐季恢复增长，但全年出现超预期增长的可能性较小。

★融资功能恢复，大小非解禁等使得资金需求巨幅增加，将对市场资金和信心形成一定考验。

★无论与国外市场相比还是与历史相比，目前市场估值水平较高，未来需要业绩恢复程度的进一步验证。

★综合影响市场的主要因素来看，市场在经过持续近 8 个月的上涨后，无论是从影响市场运行的主要因素以及技术面来看，下半年市场波动将加剧，难以复制上半年单边上涨行情，预计下半年的市场运行区间在 2400 点 - 3300 点。

★在下半年市场将出现宽幅震荡的情况下，投资应以规避风险为主。资产配置应选择防守型品种为主。建议关注医药、食品饮料、工程机械、电力、高速公路等有估值优势的行业，另外关注一些主题性的投资机会。

一、2009 年上半年运行态势

（一）上半年激情演绎超跌反弹行情

（1）上半年市场呈现单边上涨行情

上半年市场运行出乎市场预期，一扫熊市阴霾，市场几乎是单边上涨的趋势，连续六个月均收出了上涨的阳线，反弹持续时间之长，力度之大，超出年初预期。从上半年涨幅来看，我国 A 股市场领涨世界股市，成为反弹幅度最大的股市。其中上证综指涨幅达到 62.58%，深证成指涨幅达到 78.36%。

（2）蓝筹搭台，题材股唱戏，行情以主题投机为主

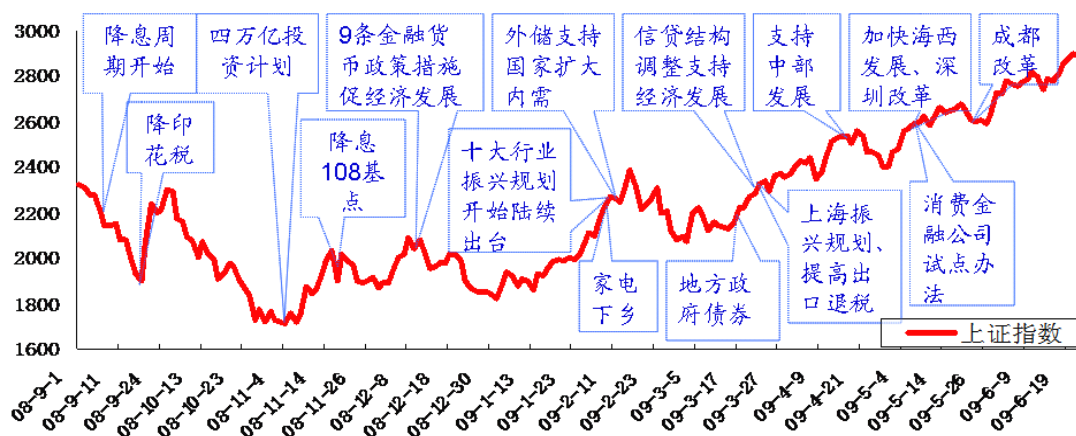
09 年上半年个股表现非常的强劲，超过 500 多只个股涨幅超过 100%，更有上百只个股的股价创出了上市以来的历史最高水平，显示出市场的投资投机热情受到充分的激发。

从行情热点的情况来看，在金融、石化大蓝筹股稳定市场的前提下，围绕政策等主题投资进行炒作，从大基建概念开始，新能源、创投、十大振兴行业等轮番炒作。

（二）行情起于积极政策

（1）振兴经济政策+资金推动，经济复苏预期提振市场信心

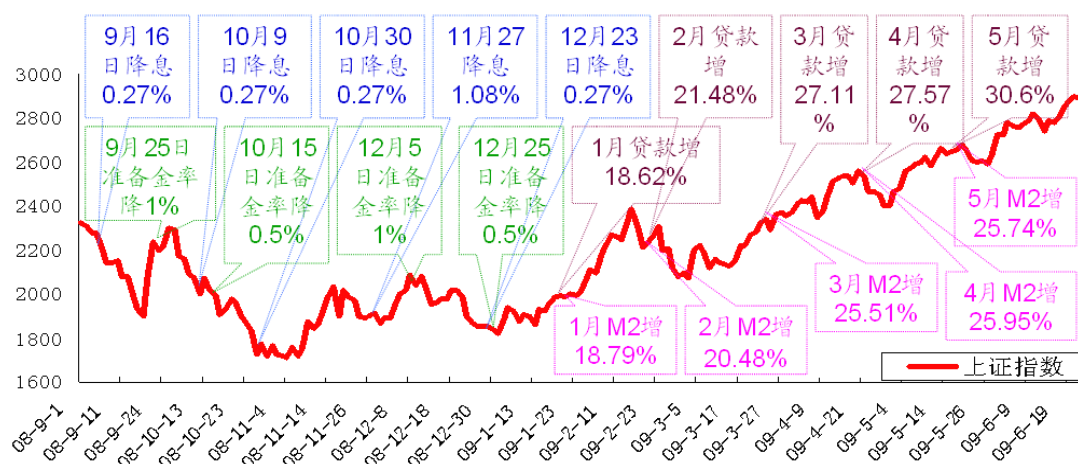
图表 1：政策与行情演进线路图



数据来源：聚源数据，国盛证券研发中心

上半年行情带有浓郁的政策推动色彩。自 2008 年 9 月降印花税开始，连续的财政、货币、产业、区域经济政策不断出台，宽松的政策环境是恢复市场信心，推动上半年行情的主导力量。政策主导使上半年市场呈现题材炒作的主要特征，各种题材的相继轮动使市场形成罕见的连续单边上涨态势。

图表 2: 流动性膨胀路径

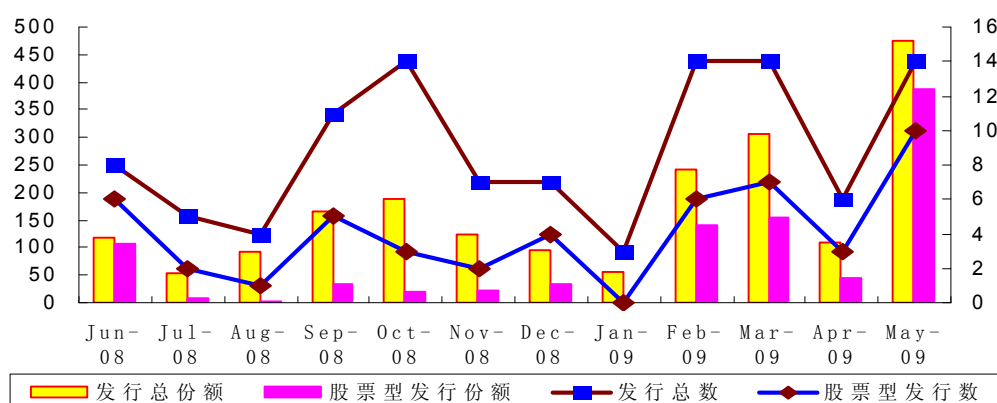


数据来源: 聚源数据, 国盛证券研发中心

另一个主要因素是市场资金供应充裕, 经济体的流动性通过各种途径进入股票市场。

自 2008 年 9 月到 12 月底, 人民银行进行五次降低存贷基准利率和四次降低存款准备金率 (累计降幅分别为 2.16% 和 3%), 同时与放松信贷相配合, 直接导致了 2009 年以来货币供应和贷款规模的持续放大。宽松信贷和充裕的货币供应是上半年我国资本市场流动性充裕的根本。其中, 部分贷款以某种形式进入股市加大了股市资金供应。

图表 3: 新基金发行

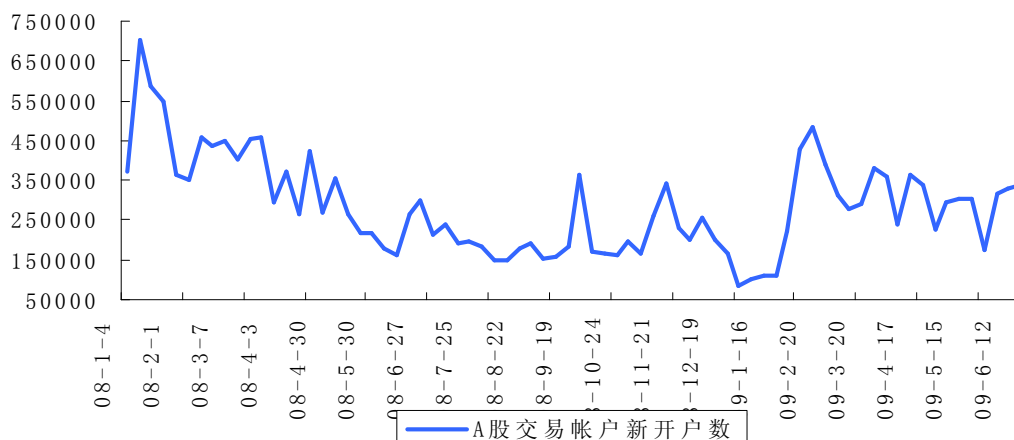


数据来源: 聚源数据, 国盛证券研发中心

2009 年 2 月份以来, 新基金发行的数量大幅增加, 特别是股票型基金发行的数量显著增加, 发行规模也不断创出新高。作为股市的主要机构投资者, 新基金的大量发行, 大大加快了资金流入市场。成为市场推动上半年市场资金大量供给的重要力量。

本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内, 国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

图表 4: A 股开户数



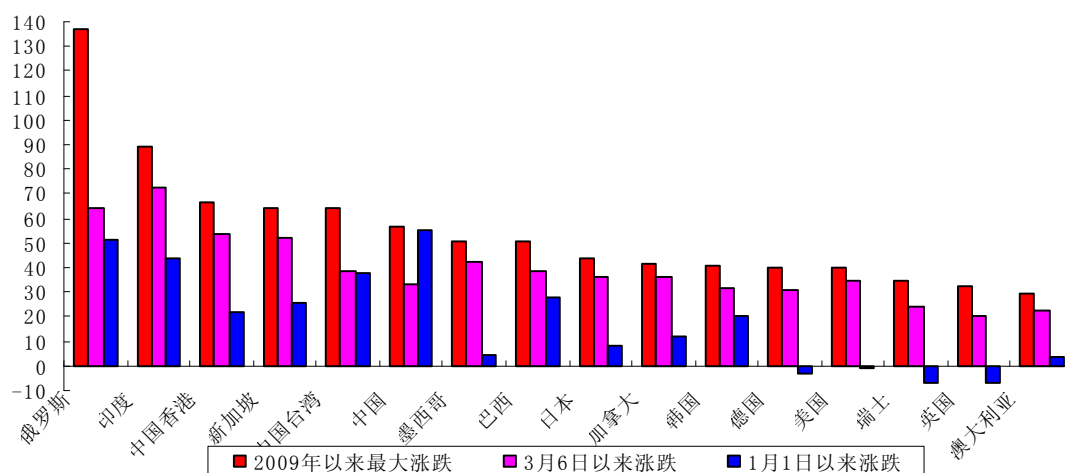
数据来源：聚源数据，国盛证券研发中心

从股票账户新开户数看，2009 年上半年走出了 2008 年下半年的低迷，回归到 2008 年 3、4 月份水准。这从一个侧面反应了资金恢复流入股市，增加了市场资金供给。

总体看来，由于投资者对经济逐步恢复预期较强，并且在政策和资金双重助推下，成为上半年股票市场的单边上涨的主要推动力量。

(2) 金融危机逐渐淡去+国际股市反弹，为市场推波助澜

图表 5: 国际股市走势对比



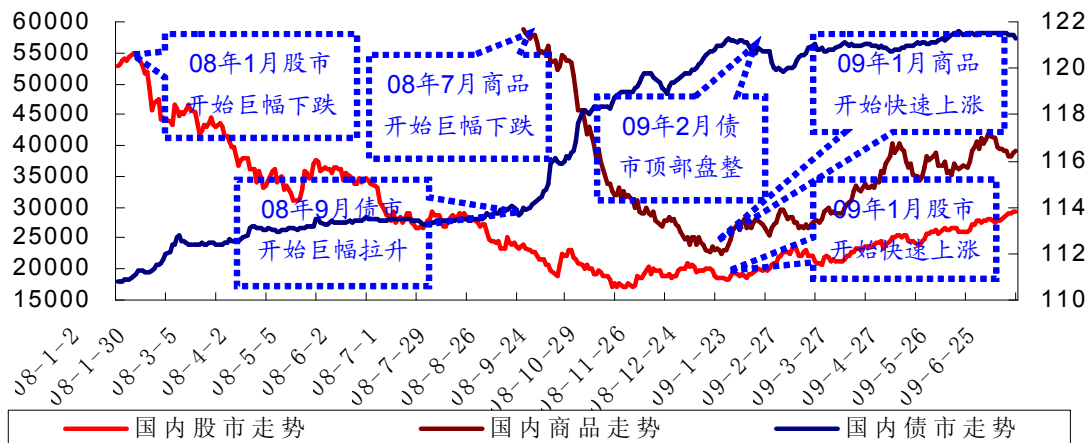
数据来源：国盛证券研发中心

经过 2008 年危机的集中释放，并且在各国大力救助措施的帮助下，2009 年上半年金融及实体经济各层面的危机因素逐渐弱化，金融危机冲击逐渐淡去，世界经济也从危机爆发逐渐转向危机修复。在此推动下，世界各国股市逐渐开始反弹，特别是自 2009 年 3 月 6 日开始国际主要经济体股市均开始了大幅反弹，其中新兴市场反弹速度尤其惊人。金融危机影响逐渐淡去，而外围市场的快速反弹，本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

均在一定程度上成为我国股市反弹中后期阶段的重要推力。

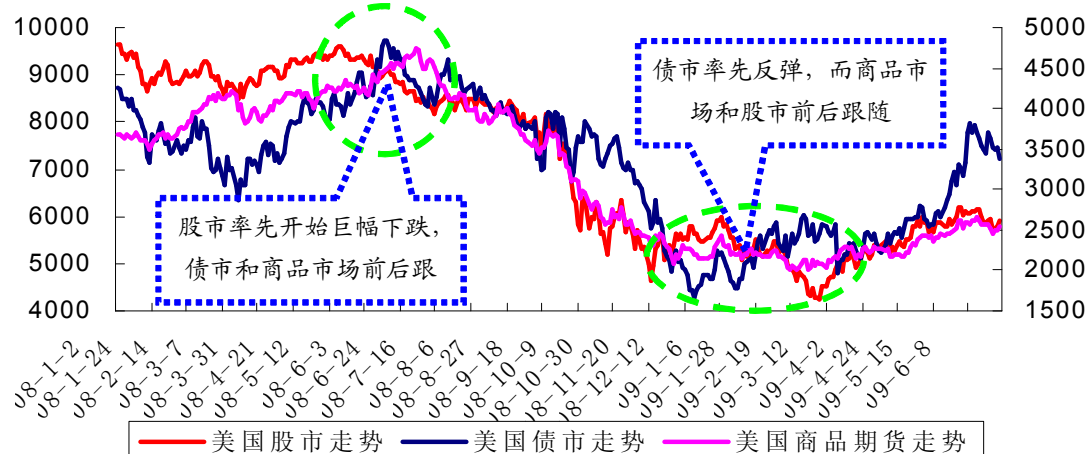
(3) 其他资产市场先后反弹，提供市场牵引力

图表 6：国内资产市场



数据来源：聚源数据，国盛证券研发中心

图表 7：美国资产市场



数据来源：聚源数据，国盛证券研发中心

其他各资产市场的走势也在一定程度上推动了上半年股票市场：

从国际资产市场轮动规律看，房地产市场成为金融危机冲击的第一波，然后是股票市场、商品期货市场、债券市场相继大跌。而危机过后，债券市场率先反弹然后是商品期货市场、股票市场、房地产市场。

从国内看，商品期货市场率先开始大幅反弹，然后是股票市场、房地产市场。从后危机时代资金流动看，在实体经济尚未恢复时，虚拟经济成为资金赚取利润的主要渠道，随着实体经济逐渐恢复，实体经济利润率逐渐提高，资金将逐渐转向实体经济，在实体经济高涨之时，为了取得流动性规避风险，资金将逐渐从实体经济回流虚拟经济。这也是推动上半年行情的一個原因。

本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

二、经济有望逐步恢复，下半年流动性可能没有上半年充裕

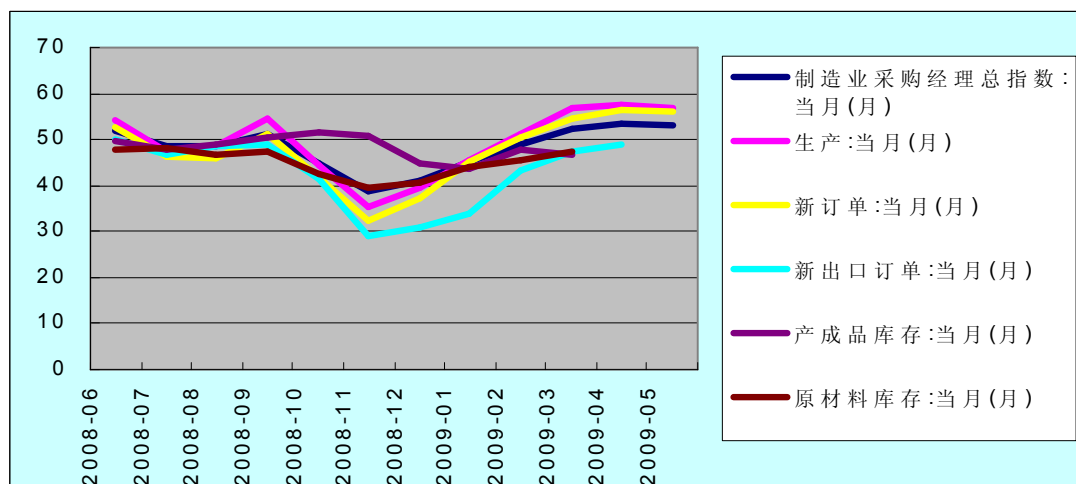
目前，世界经济虽然有些指标呈现积极信号，但整体仍在震荡筑底过程中。5 月份美国失业率增速明显放缓，欧洲制造业 PMI 指数已经连续 7 个月上升，这是世界经济当中的积极信号，但是 5 月份美国失业率升至 25 年来新高，欧洲 PMI 仍处于 50 临界值下方，显示经济仍在收缩，最近，联合国将 2009 年全球经济增长预测从年初-0.5%大幅调低至-2.6%。

就我国来讲，经过近半年的运行，种种情况表明，经济底部企稳，有回升的迹象。不过，这轮经济的企稳回升是强有力政策刺激的结果，其中政府投资是拉动经济的主要力量。然而，要使得投资拉动经济产生更加积极的效果，必须吸引更多的民间资本的介入。虽然信贷投放一路放大，货币投放屡创新高。但鉴于 CPI 和 PPI 数据以及糟糕的出口形势，中国的实体经济仍然没有出现根本性的好转，经济仍然处在收缩状态。如果今年上半年我国新增货币 6.3 万亿，全年新增货币在 8.5 万亿---9 万亿之间，那么，下半年月平均新增贷款约为 3667 亿元到 4500 亿元之间。我们预计适度宽松货币政策仍将延续，但增幅将放缓。

（一）先行指标显示经济出现好转迹象

今年以来，中国制造业采购经理总指数、生产、新订单指数连续几个月站在 50 以上。从 1 月到 5 月，中国制造业采购经理总指数分别为：45.3、49、52.4、53.5 和 53.1；生产指数为 45.5、51.2、56.9、57.4、56.9；新订单指数为：45、50.4、54.6、56.6、56.2。其他几个分项指标也出现了不同程度的好转。

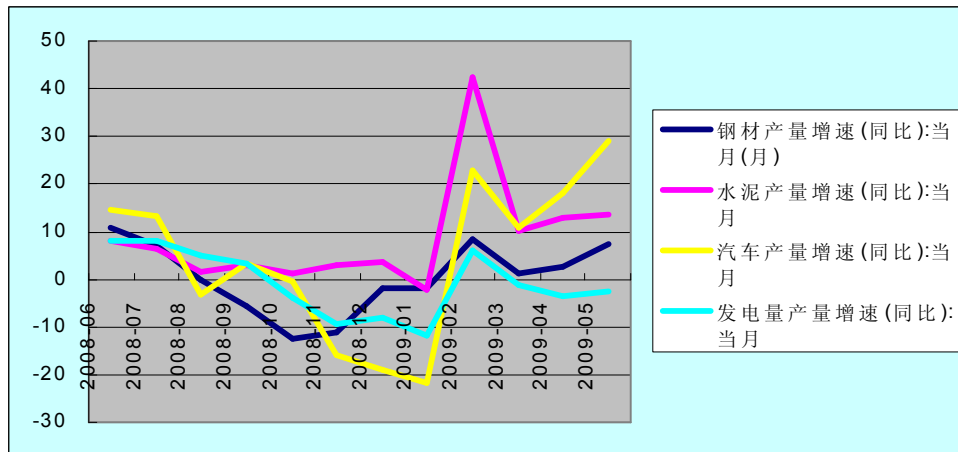
图表 8：中国经济领先指标



资料来源：聚源数据，国盛证券整理

受政策驱动，钢材水泥汽车产量同比增幅都有不同程度地上升，发电量增幅虽然下降，但出现回升的态势。

图表 9：主要产品产量增长率



资料来源：聚源数据，国盛证券整理

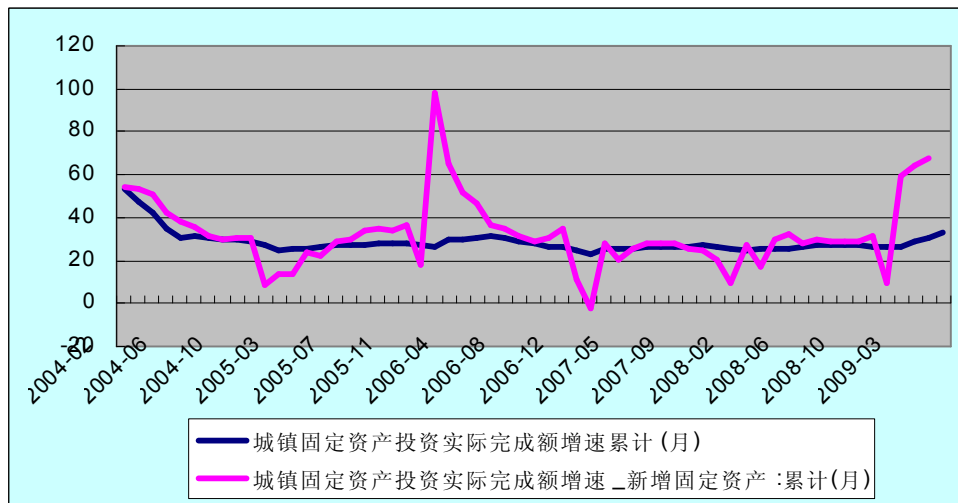
（二）固定资产高速增长，从而引起相关行业的快速回升

国家统计局资料显示，1月至5月城镇固定资产投资为53520亿元，同比增长32.9%，增幅比1月至4月高2.4个百分点。其中，5月城镇固定资产投资达1.64万亿元，单月同比增幅近39%。而32.9%的增幅，是城镇固定资产投资5年来最高增速，仅次于2004年1月至5月的34.8%。如果剔除物价影响，1月至5月城镇固定资产投资增速肯定超过32.9%，说明高投资正在支撑中国经济复苏。

历史上看来，经济增长高度依赖投资贡献。1978年至1990年，投资对经济增长的贡献率平均为30.3%，1990年至2000年升至36.1%，2001年至2007年贡献率更是加速上升，平均为48.36%。特别是近期全球金融危机以来，在出口增长乏力和消费面临压力的情况下，投资更是“独撑”经济增长。在外需疲软下，如果要“保8”，全年投资增速至少要保持25%-30%。

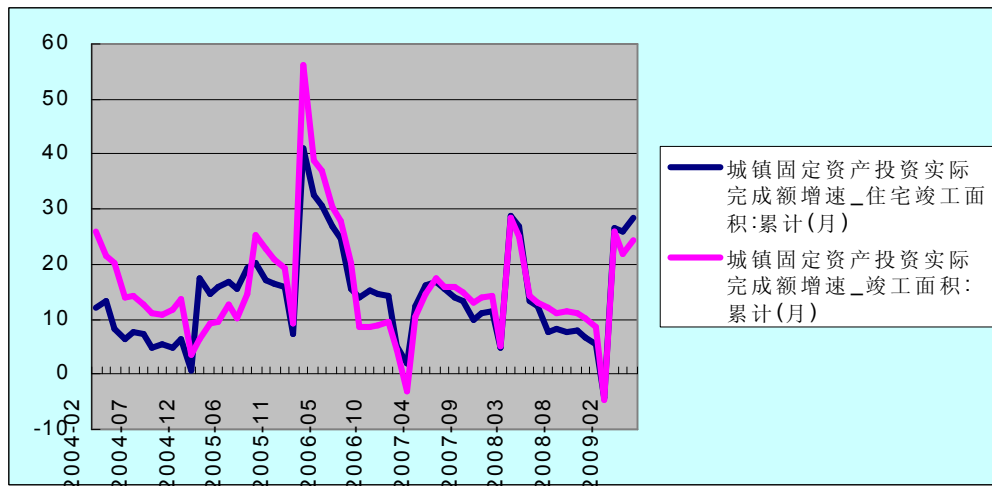
高的投资增长，短期经济恢复增长动力充足，经济回升态势不容否认，但这么高的投资增长率未来的持续性值得未来密切关注。

图表 10: 固定资产投资



资料来源: 聚源数据, 国盛证券整理

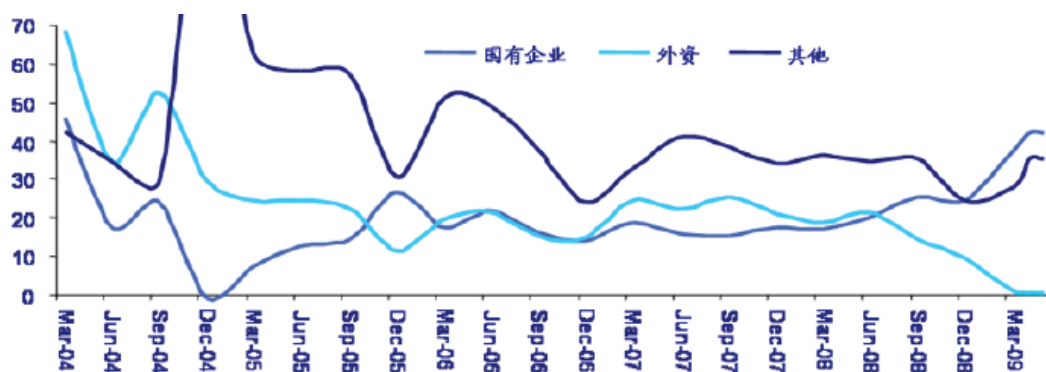
图表 11: 房地产投资



资料来源: 聚源数据, 国盛证券整理

在中央和地方更多投资项目的带动下, 民间自主投资将有所活跃。4 月份以来, 民间自主投资增速止住了下滑的态势, 连续两个月回升。这说明在政府投资的带动下, 民间投资出现了回升, 也反映对经济未来复苏的预期。

图表 12: 投资增速

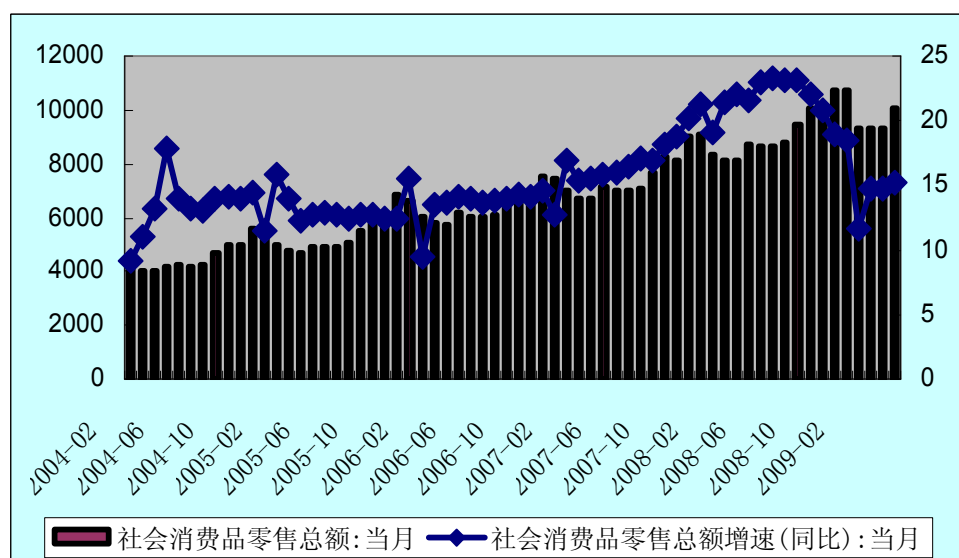


资料来源：国盛证券整理

(三) 受政策刺激的影响，社会消费保持较快的增长，是经济保持稳定增长的重要力量

今年前 5 个月全社会零售消费品总额名义平均增速高达 14.96%，如果考虑物价因素，实际增速将更高。

图表 13: 消费品零售



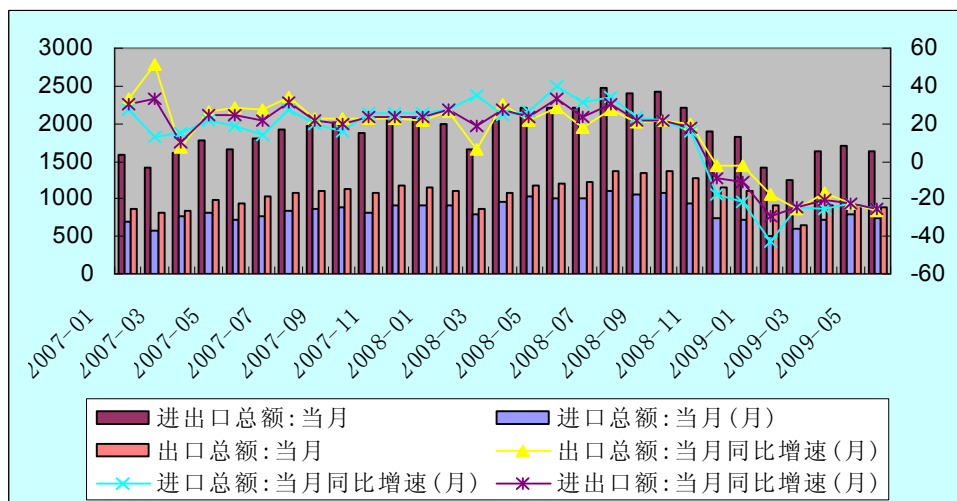
资料来源：聚源数据，国盛证券整理

(四) 出口步履难艰，出口降幅加深

前 5 个月我国外贸进出口总值 7634.9 亿美元，同比下降 24.7%。其中，出口下降 21.8%，进口下降 28%。前 5 个月我国累计贸易顺差 887.93 亿美元，其中 5 月当月顺差 133.89 亿美元。5 月份当月我国进出口总值 1641.27 亿美元，比去年同期下降 25.9%。其中，出口 887.58 亿美元，下降 26.4%；进口 753.69 亿美元，下降 25.2%。进出口同比降幅比 4 月扩大 3.1 个百分点。其中，出口同比降幅扩大 3.81 个百分点，进口同比降幅扩大 2.15 个百分点。

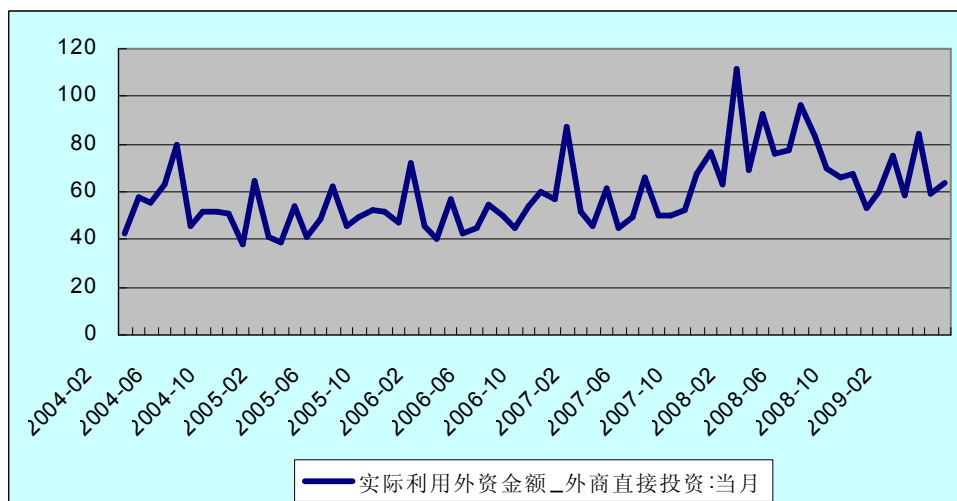
本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

图表 14：进出口



资料来源：聚源数据，国盛证券整理

图表 15：利用外资



资料来源：聚源数据，国盛证券整理

（五）宽松的货币政策下，信贷投放超常扩张

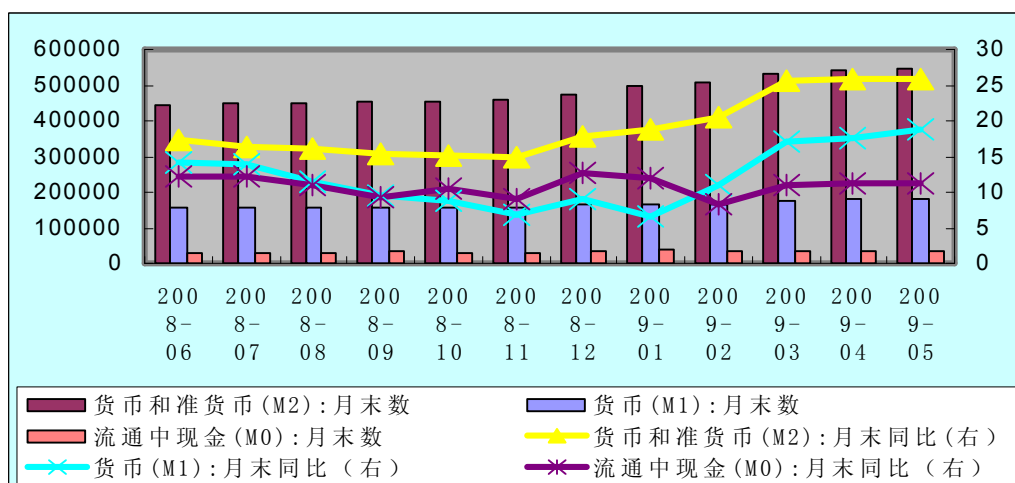
央行数据显示，1-5 月份人民币各项贷款增加 5.84 万亿元，同比多增 3.72 万亿元。其中，5 月末广义货币供应量（M2）同比增长 25.74%，增幅比上年末高 7.92 个百分点；狭义货币供应量（M1）余额 18.2 万亿元，同比增长 18.69%，比上月末高 1.21 个百分点。5 月末，金融机构人民币各项贷款余额 36.21 万亿元，同比增长 30.6%，这是信贷增速自去年 8 月份触底以来连续第九个月加速增长。并创下 22 年的新高。但与前 4 个月不同的是，中长期贷款和票据融资有所减少，信贷结构发生了变化。宽松政策维持不变、中央项目资金到位、部分行业资本金比例下调以及银企对经济复苏的信心逐步增强是推动新增贷款继续多增的主要原因。

同时，在货币政策的不断刺激下，M1 增长速度明显加快，M1 和 M2 之间的剪

本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

刀差进一步缩小，显示了企业交易的活跃度有所增加。虽然贷款量和货币供应量在不断增加，但从 CPI 和 PPI 数据可以明显地看到，经济仍然处在收缩状态。如果今年上半年我国新增货币 6.3 万亿，全年新增货币在 8.5 万亿---9 万亿之间，那么，下半年月平均新增贷款约为 3667 亿元到 4500 亿元之间。我们预计适度宽松货币政策仍将延续，但增幅将放缓。

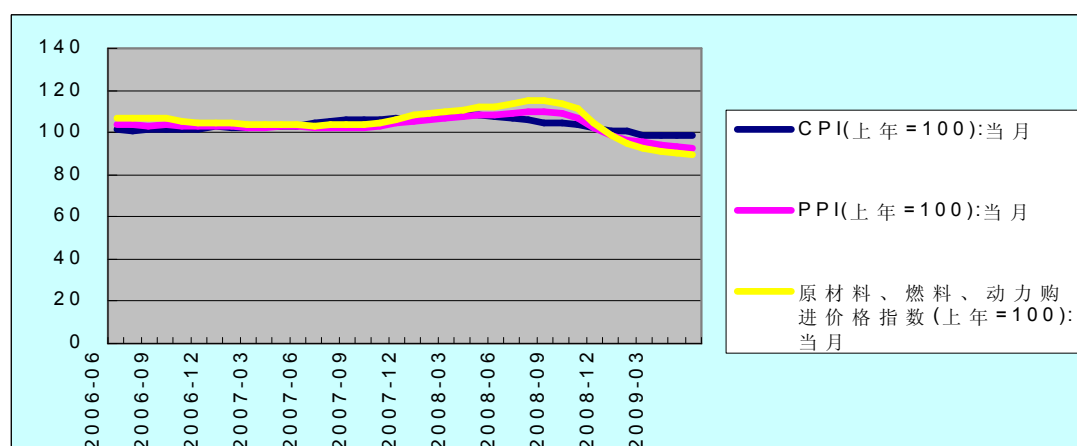
图表 16：货币供应



资料来源：聚源数据，国盛证券整理

信贷扩张使得通缩压力得到缓解，今年 1—5 月，CPI 分别为 101、98.4、98.8、98.5 和 98.6；PPI 分别为 96.7、95.53、94、93.4、92.8，显示价格指数降幅缩小或企稳。

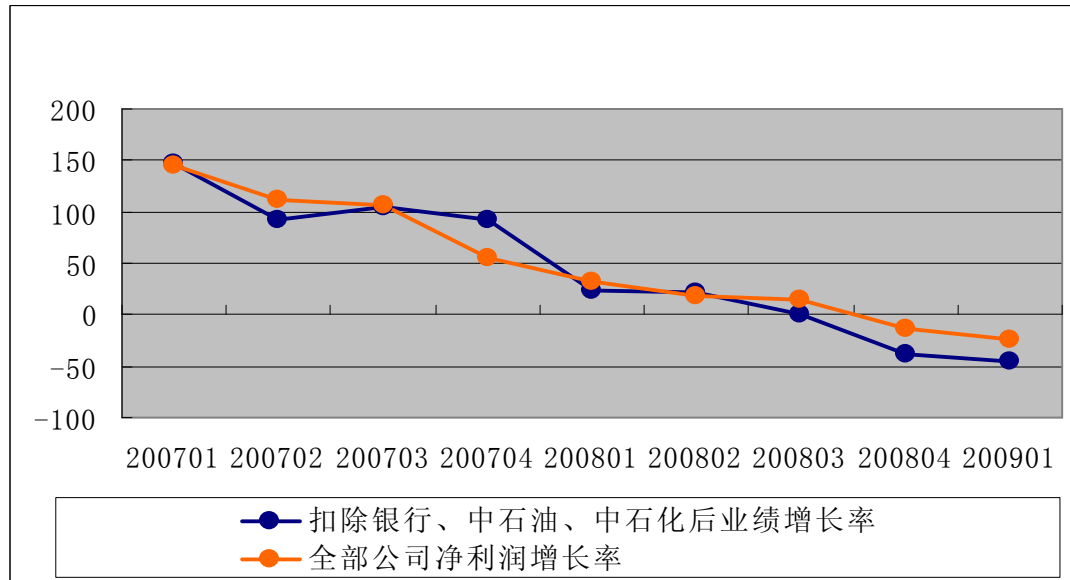
图表 17：价格指数



资料来源：聚源数据，国盛证券整理

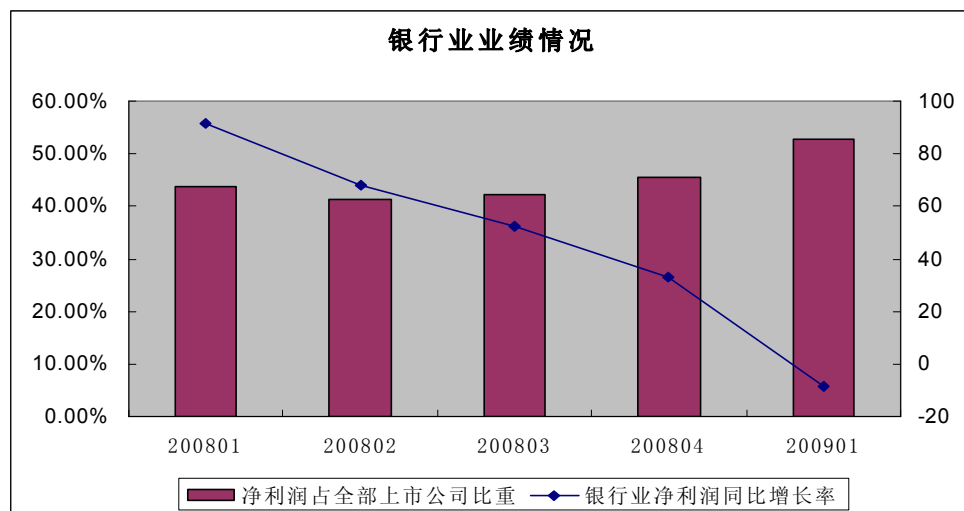
三、上市公司业绩同比仍可能下滑，逐季恢复增长，但全年出现超预期的可能性较小。

图表 18: 上市公司净利同比增速



数据来源：聚源数据，国盛证券研发中心

图表 19: 银行类业绩状况



数据来源：聚源数据，国盛证券研发中心

本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

2007 年以来，全总上市公司净利润的同比增长幅度逐季下降，2008 年年报披露的净利润更是首次出现同比下滑，而 2009 年一季度，业绩同比下滑的现象更为严重，下滑幅度达 24.98%。

在考虑上市公司整体业绩时，就不能忽视银行和石化双雄对业绩的影响，从各行业的业绩情况来看，金融业和采掘业的总利润占据着全部上市公司利润的半壁江山，特别是在今年一季度，14 家银行净利润总额点全部上市公司总利润的比重达 52.86%，同比也出现下滑，但下滑幅度为 8.47%。如果剔除银行和中石油、中石化业绩对影响，那么 2008 年以来，其它上市公司业绩下滑的幅度会更大。

不过，去年下半年实行宽松的货币政策以来，商业银行的贷款额迅猛增加，今年前六个月，我国的新增贷款总额更是超过 6 万亿，短期内对银行下半年的业绩提升有很大帮助，从这一角度来看，2009 年上市公司总体业绩同比情况可能不会太难看。

三、融资功能恢复，资金需求巨幅增加

1、创业板推出、IPO 重启将对资金和信心形成一定考验

随着主板 IPO 的推出和未来创业板的推出，下半年将面临着资金和信心的考验。

(1)、主板 IPO

图表 20：已过会未 IPO 融资企业一览表

发行人	通过审核日	保荐人
湖南博云新材料股份有限公司	2008-09-16	海通证券股份有限公司
深圳信立泰药业股份有限公司	2008-09-09	招商证券股份有限公司
招商证券股份有限公司	2008-09-09	高盛高华证券有限责任公司、瑞银证券有限责任公司
罗莱家纺股份有限公司	2008-09-06	平安证券有限责任公司
广东奥飞动漫文化股份有限公司	2008-09-01	广发证券股份有限公司
佛山星期六鞋业股份有限公司	2008-08-29	招商证券股份有限公司
福建南平太阳电缆股份有限公司	2008-08-29	兴业证券股份有限公司
河南辉煌科技股份有限公司	2008-08-22	山西证券股份有限公司
广东精艺金属股份有限公司	2008-08-22	国信证券股份有限公司
苏州禾盛新型材料股份有限公司	2008-08-15	平安证券有限责任公司
深圳市宇顺电子股份有限公司	2008-08-13	平安证券有限责任公司
广东超华科技股份有限公司	2008-08-13	南京证券有限责任公司
西藏奇正藏药股份有限公司	2008-08-11	平安证券有限责任公司
保龄宝生物股份有限公司	2008-08-11	国联证券股份有限公司
武汉光迅科技股份有限公司	2008-08-04	广发证券股份有限公司
深圳世联地产顾问股份有限公司	2008-08-04	招商证券股份有限公司
杭州新世纪信息技术股份有限公司	2008-07-30	国金证券股份有限公司
广州珠江啤酒股份有限公司	2008-07-25	广州证券有限责任公司

本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

上海神开石油化工装备股份有限公司	2008-07-23	华欧国际证券有限责任公司
家润多商业股份有限公司	2008-07-14	联合证券有限责任公司
博深工具股份有限公司	2008-07-07	东方证券股份有限公司
汉王科技股份有限公司	2008-07-07	山西证券股份有限公司
天润曲轴股份有限公司	2008-07-07	国信证券股份有限公司
浙江亚太机电股份有限公司	2008-07-07	第一创业证券有限责任公司
浙江万马电缆股份有限公司	2008-07-04	平安证券有限责任公司
光大证券股份有限公司	2008-06-30	东方证券股份有限公司
四川成渝高速公路股份有限公司	2008-06-27	中国银河证券股份有限公司
福建星网锐捷通讯股份有限公司	2008-06-27	广发证券股份有限公司
中国建筑股份有限公司	2008-06-05	中国国际金融有限公司
遵义钛业股份有限公司	2008-04-29	方正证券有限责任公司
珠海银邮光电技术发展股份有限公司	2008-04-18	海通证券股份有限公司
宁波立立电子股份有限公司	2008-03-05	中信建投证券有限责任公司

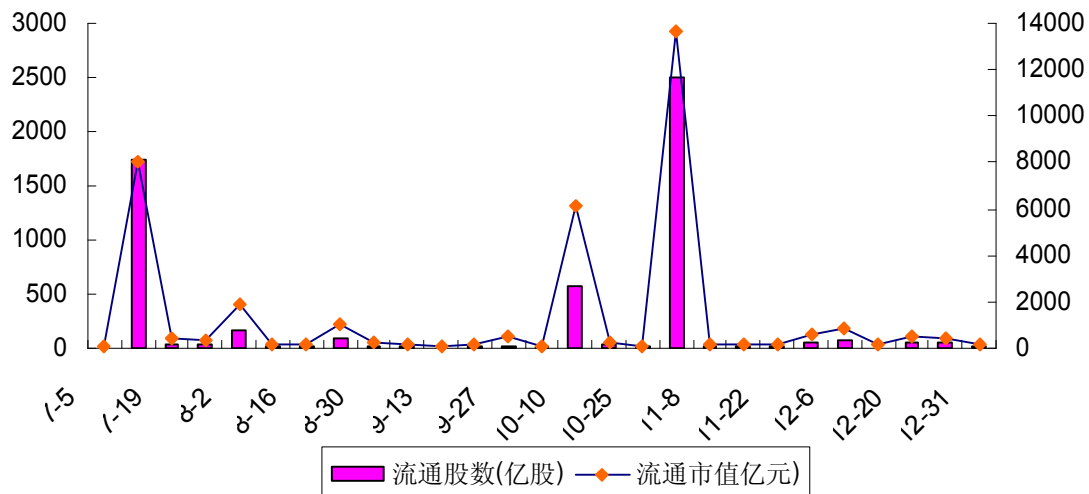
主板 IPO 重启将给市场资金面和市场信心带来考验。我们认为下半年 IPO 主要以目前已过会企业为主，但发行数量和融资额都较难估算。中国建筑、光大证券、招商证券等融资额较大的 IPO 将对市场产生较大冲击。控制 IPO 的冲击关键在于管理层对节奏的把握上，大规模 IPO 对市场影响可能较大。

（2）创业板推出

从管理层表态看，下半年推出创业板的概率较大。由于关乎市场创新，管理层对推出创业板的市场环境要求比较高，于是先以主板 IPO 重启试水。创业板的意义在于市场结构的完善和进一步金融创新的决心。创业板的融资额一般不大，对市场资金面的影响不大，但创业板风险较大，如何控制风险、防止风险向主板传导对整个市场非常重要。所以推出创业板对市场的影响主要在于风险控制和市场信心。

2、大小非解禁潮

图表 21：下半年大小非解禁潮



数据来源：聚源数据，国盛研发中心整理

代码	简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	收盘价(元)	流通市值估算(亿元)	流通股份类型
601398	工商银行	10-27	23601234.81	5.42	12791.87	发行前股份限售流通
601988	中国银行	7-6	17132540.47	4.49	7692.51	发行前股份限售流通
600028	中国石化	10-10	5708780.05	10.66	6085.56	股权分置限售流通
601006	大秦铁路	8-1	946545.41	10.59	1002.39	发行前股份限售流通
600018	上港集团	10-27	1299828.81	5.73	744.80	发行前股份限售流通
600104	上海汽车	12-4	327503.00	14.95	489.62	增发 A 股原股东配售上市
601111	中国国航	8-18	620667.89	7.02	435.71	发行前股份限售流通
600048	保利地产	7-31	156119.35	27.89	435.42	发行前股份限售流通
601991	大唐发电	12-20	405159.98	8.11	328.58	发行前股份限售流通
601699	潞安环能	9-22	76804.20	39.49	303.30	发行前股份限售流通
601666	平煤股份	11-23	82945.37	28.91	239.80	发行前股份限售流通
600208	新湖中宝	11-29	211200.00	11.15	235.49	增发 A 股原股东配售上市
600550	天威保变	8-19	48564.80	35.68	173.28	股权分置限售流通
600027	华电国际	8-1	314810.31	5.22	164.33	股权分置限售流通
000761	本钢板材	8-28	200000.00	7.87	157.40	增发 A 股原股东配售上市
601727	上海电气	12-5	150964.75	10.42	157.31	发行前股份限售流通
601333	广深铁路	12-22	290425.00	5.11	148.41	发行前股份限售流通
000157	中联重科	7-14	53487.22	22.33	119.44	股权分置限售流通
601872	招商轮船	12-1	185655.41	5.73	106.38	发行前股份限售流通
600221	海南航空	9-29	178150.72	5.37	95.67	股权分置限售流通

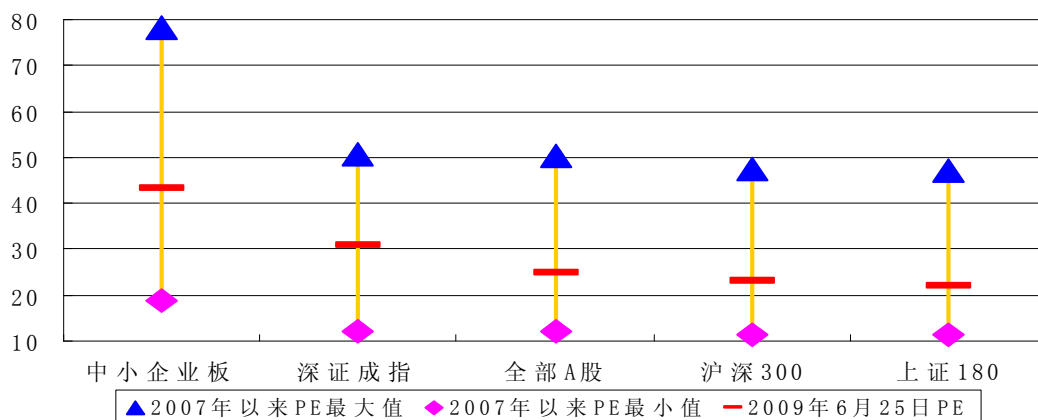
本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

下半年将连续迎来七月和十月两波大小非解禁潮，其中以七月第二周和十月第四周最大。七月第二周主要是中国银行发行前限售股解禁，由于为大股东持有抛售概率不大，七月的压力可能就此化解。十月包括工商银行发行前限售股、中国石化、上港集团股改限售股等解禁，在加上其他股票解禁，市场股份供给突增，资金需求压力凸显。

四、较高的估值水平需要未来业绩恢复程度的进一步验证。

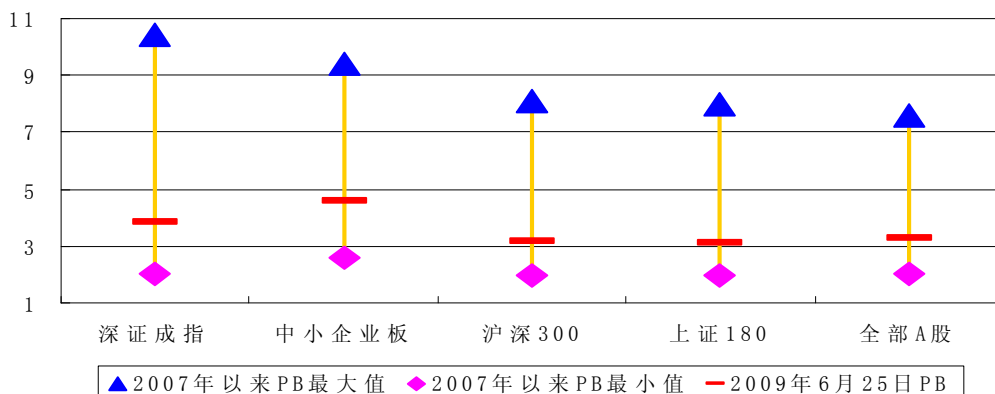
(1) 国内历史估值对比

图表 22：国内主要市场板块 PE 比较



数据来源：国盛证券研发中心

图表 23：国内主要市场板块 PB 比较

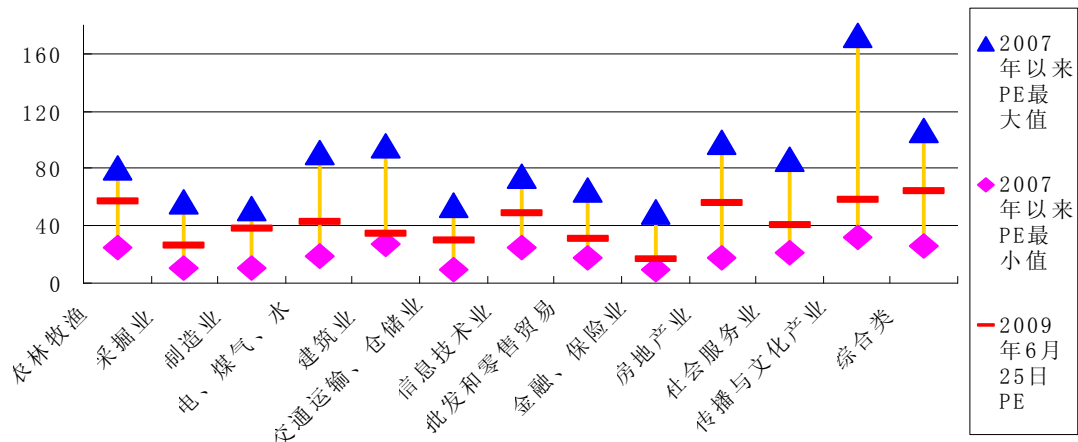


数据来源：国盛证券研发中心

从市场板块估值历史对比看：当前国内市场 PE 逐渐回归到 2007 年以来的中游水平，虽然距最高点还存在一定差距，但在业绩仍存在继续下滑的前提下，包括中小企板、深圳成指等的估值已然相对偏高。而从 PB 角度看，估值处在中下游水平，较 PE 相对合理。但由于资产的重估往往存在一定时滞，危机修复时 PB 本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

估值可能会有所提高。总体看来，当前市场估值相对较高，存在一定泡沫风险。

图表 24：国内主要行业 PE 比较



数据来源：国盛证券研发中心

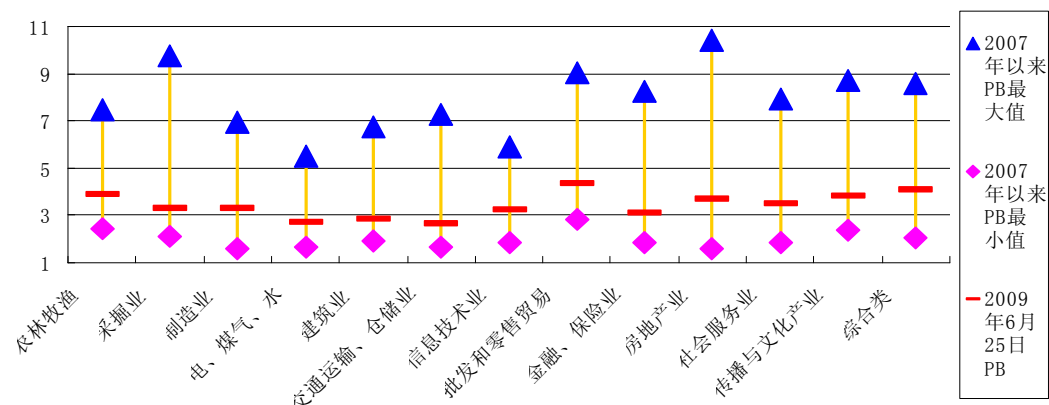
从行业估值对比看：

上半年行业 PE 估值存在较大分化，包括农业、制造业、信息技术业、房地产也、综合类等当期 PE 都达到历史中游以上水平，估值偏高。而采掘业、建筑业、电煤气水生产供应业、金融保险业、社会服务业则仍处在中游以下，估值相对合理。当然由于这些行业受金融危机冲击较小，业绩相对较好也存在一定关系。总体看，行业 PE 估值偏高，部分行业存在较大的 PE 估值风险。

上半年行业 PB 总体都存在中下游水平，PB 估值较 PB 相对合理，其中存在部分 PB 低估行业，如采掘业、电煤气水生产供应业、建筑业、金融保险业等。

国内市场估值再次印证了上半年市场的题材炒作特征，在整体估值偏高的前提下，仍有部分行业估值较低。

图表 25：国内主要行业 PB 比较

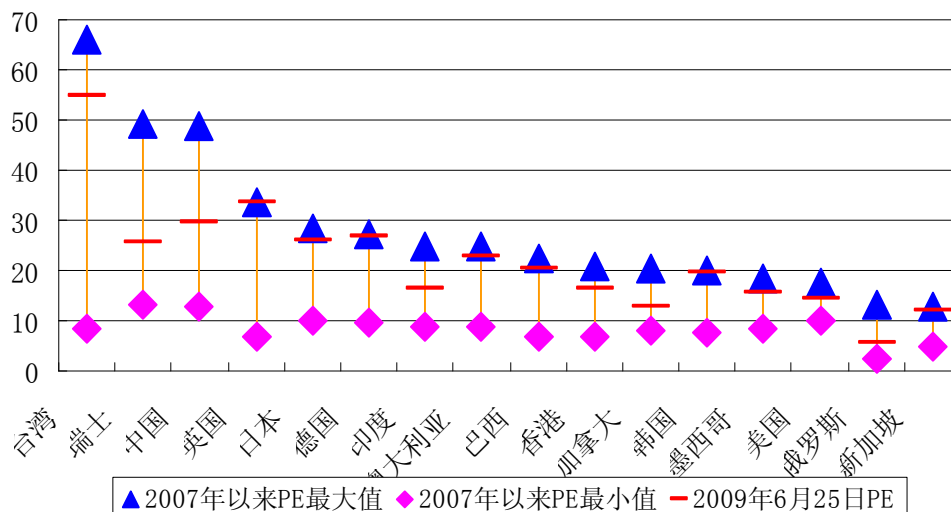


数据来源：国盛证券研发中心

本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

(2) 国际估值对比

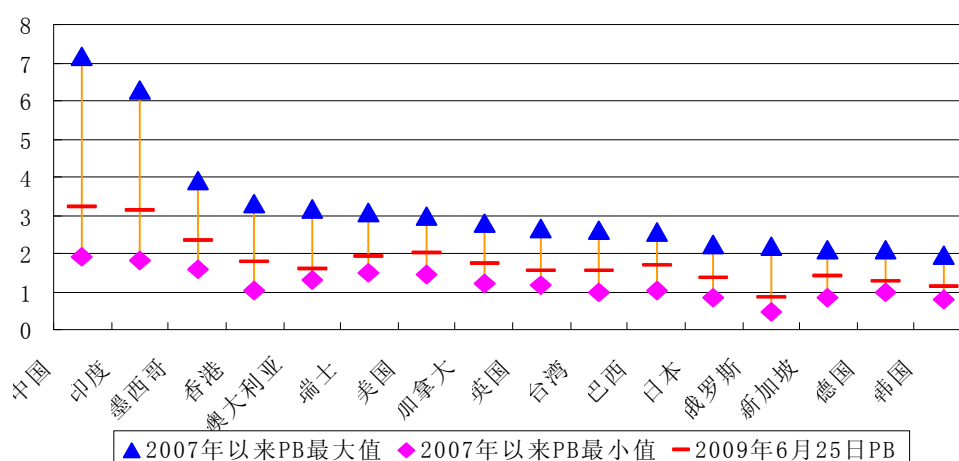
图表 26: 世界股市 PE 比较



数据来源: 国盛证券研发中心

从国际股市 PE 估值对比看, 除瑞士、印度、加拿大、俄罗斯等少数国家估值在中下游外, 其它市场估值都在历史中上游以上, 反应国际市场整体估值较高。我国市场估值也处在历史中游以上, 而且绝对值仅比台湾和英国低, 跟国际成熟市场相比较。

图表 27: 世界股市 PB 比较

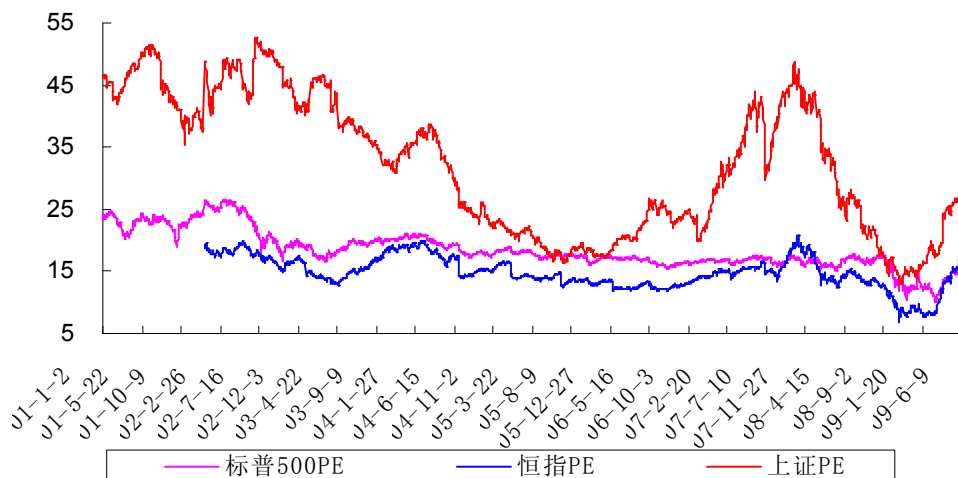


数据来源: 国盛证券研发中心

从国际市场 PB 股市对比看, 除巴西、新加坡处在历史中游水平附近外, 其他国际均在中游以下。从绝对值看, 我国和印度当前 PE 在 3 倍以上, 而其他国家均在 2 倍左右。我国市场 PB 最高, 略高于印度, 远远高于国际其他股票市场。本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内, 国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

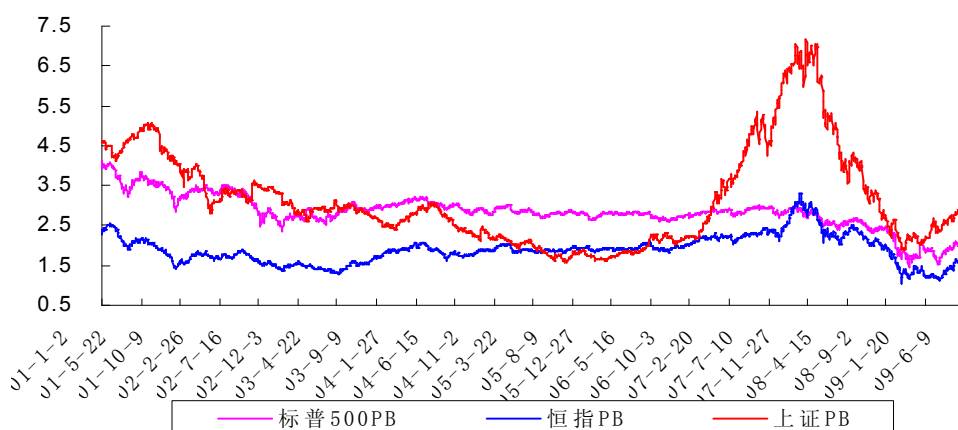
提出新兴市场因素，我国 PB 估值较国际市场依然较高。

图表 28：美国、香港、中国历史 PE 比较



数据来源：国盛证券研发中心

图表 29：美国、香港、中国历史 PB 比较



数据来源：国盛证券研发中心

总体看来，我国市场估值逐渐回归到历史中游水平，估值水平与国际市场相比较，这从我国与美国、香港市场历史估值对比中也得到印证。如果上市公司业绩不能在下半年恢复，那么市场将很难维持当前的估值水平，估值风险将会显现。

五、下半年市场波动将加剧，难以复制上半年单边上涨行情。

市场在经过持续近 8 个月的上涨后，无论是从影响市场运行的主要因素以及技术面来看，下半年市场波动将加剧，难以复制上半年单边上涨行情。

从前面所分析的宏观经济来看，尽管目前我国的宏观经济出现了探底回稳的迹象，但如果宏观经济复苏未来不能出现超预期的增长，就难以构成对股市上涨

本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

的推动力。随着 IPO 和创业板的推出，市场的资金面将会出现紧张，一方面现实的融资需求，另一方面注重安全性的资金在比较收益和风险后，会回流到一级市场。

从上市公司业绩来看，整体出现超预期的增长可能性不大，预计 2009 年的上市公司业绩增幅在 -5% 至 -10%。面对当前市场达 30 倍左右的估值水平，无论是与成熟市场相比还是横向比较，并不便宜的市场对投资者的吸引力将趋于下降。因此综合各种因素来看，市场大盘股指极有可能出现冲高回落的走势，上半年单边上涨的走势将会出现变化，上涨的行情难以延续整个下半年。

从技术面来看，在未来出现重大利空的情况下，市场仍会惯性上扬。从反弹的技术点位来看，参考反弹的 0.382、0.5 和 0.618 三个重要位置，预计沪市综指对应为 3368.31 点、3894.485 点和 4420.66 点，其中可以首先排除 4420.66 点这个位置，根据以往的反弹特征来看，在第一个反弹目标位置就会有强阻力，也就是在 3300 点-3400 点区域的阻力将会极大。

如果市场未来出现调整，调整幅度达 20% 左右，预计调整空间在 2400 点左右。预计下半年的市场运行区间在 2400 点 - 3300 点。

六、下半年投资机会选择

由于下半年市场将出现宽幅震荡，投资应以规避风险为主。资产配置应选择防守型品种为主。建议关注医药、食品饮料、工程机械、电力、高速公路等有估值优势的行业，另外关注一些主题性的投资机会。

（一）主要行业投资选择

1. 医药行业

业绩增长较为确定

2009 年上市公司医药生物行业业绩增长确定。至 2009 年 3 月医药工业累计增加值远超过其他工业增长速度，医药工业利润增长百分比远高于总体工业利润增长。至 2009 年 2 月医药工业利润累计增长 19.85%，而总体工业为 -37.27%。同时由于行业的自身弱周期性特点，我们预计全年有望维持 20% 左右的收入增速、25% 左右的利润增速，增长预期较为明确。

政策支持力度较大

中央和地方政府投入力度大：从 2009 年到 2011 年，政府将重点抓好五项改革，3 年内各级政府预计投入 8500 亿元，其中中央财政投入 3318 亿元。政策方面如：加快推进基本医疗保障制度建设、初步建立国家基本药物制度、健全基层医疗卫生服务体系、促进基本公共卫生服务逐步均等化、推进公立医院改革等等对于医药生物行业的发展起到较大的支持力度。

行业估值较为合理

目前，医药行业整体估值对 09 年的盈利预期估值为 26X，低于历史上溢价率的平均水平，目前估值合理。

投资建议

由于 2009 年宏观经济的不确定性，而医药股的防御性和增长确定性，医药股具有一定投资价值。重点推荐个股有丽珠集团（000513）、华海药业（600521）

本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

等。

丽珠集团（000513）

丽珠集团是综合性制药企业，其中：消化道 OTC 产品、中药注射剂、诊断试剂和生殖类药品增长最快，成为利润贡献的四大核心业务。原料药业务开始盈利。高毛利品种销售增长态势良好。预期 09、10 年 EPS 分别为 1.08 元、1.28 元，公司目前估值低于行业均值，主业增长良好，给予公司“增持”的投资评级。

华海药业（600521）

普利药物是公司主要的核心业务领域，沙坦药物随着专利到期是未来几年值得重点期待的品种。公司 100 亿片制剂建设项目已经启动，2010 年后随着 100 亿片的制剂项目不断投产和委托订单陆续执行，有望取得较快的增长。预期 09、10 年 EPS 分别为 0.64 元、0.79 元，公司目前估值低于行业均值，给予公司“增持”的投资评级。

2. 食品饮料行业

产量增速继续向好。

食品饮料各子行业产品产量增速继续向好。在宏观经济处在复苏的预期背景下投资品和耐用消费品已率先复苏，高档消费品销售有望增长。而提价预期、终端销售恢复、实际业绩增速回升的都显示出食品饮料行业景气复苏。预计上市公司利润也预期回升，下半年将重现正增长，今年整个行业的增速仍能维持在 20% 左右。

行业估值有吸引力

从动态市盈率角度来看食品饮料板块的估值倍数有较强的吸引力，09 年行业动态市盈率分别为 30 倍左右，相对估值倍数处于历史底部。目前我国食品饮料行业相对市场整体的估值倍数已经低于其他国家。

投资建议

我们较为看好白酒子行业，目前白酒相对 PE 和绝对 PE 都不高。白酒消费税的明确释放了白酒的利空。随着下半年进入白酒消费旺季，预计业绩有较好表现。重点推荐个股有贵州茅台、泸州老窖等。

贵州茅台（600519）

产品价格回升，提价预期再现。同时库存下降已处于较低水平。同时公司的品牌影响力、定价能力、存货持续升值能力都是公司的长期投资基础。同时公司对于白酒税的转嫁能力较高，保证产品的盈利能力。预期 09、10 年 EPS 分别为 5.11 元、6.20 元，给予公司“增持”的投资评级。

泸州老窖（000568）

营销能力出色，销售将快速恢复：公司营销管理能力出色、渠道推力强，国窖 1573 商务消费占比高，在商务消费的复苏中，预计销售恢复速度较快。券商业务上半年业绩超预期，股权激励正在进行股价支撑因素较多。预期 09、10 年

本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

EPS 分别为 1.14 元、1.39 元，给予公司“增持”的投资评级。

3. 工程机械行业

行业整体形势好转

由于国家一揽子扩大内需计划，特别是重点产业调整和振兴规划的政策效果开始显现。农业机械、工程机械和重型机械行业受政策利好的影响，生产增长突出，1-4 月份同比分别增长 23.41%、15.80%和 17.96%。同时利润同比下降速度减缓。随着宏观经济逐步回暖，行业景气

气总体仍将上行。

宏观环境继续助推行业复苏

宽松货币政策提高流动性以及产业政策助推行业复苏。同时产业自身的升级以及下游行业投资的加大都助推行业复苏持续。下半年伴随着固定资产投资项目的配套资金到位和新开工项目的继续增加，其对工程机械行业产品销售的拉动效应具有持续性。

行业估值较低

目前工程机械板块的整体估值较低，多数重点企业 09 年动态市盈率估值 20 倍左右。二季度以机械为代表的中游行业表现欠佳，涨幅低于市场平均水平。

投资建议

受益于国家 4 万亿投资以及下游房地产行业回暖，我们认为下半年工程机械行业具有一定的投资价值。重点推荐个股有中联重科（000157）、徐工科技（000425）等

中联重科（000157）

公司混凝土设备销售超预期，公司融资租赁业务发展迅速。公司的再融资项目仍在推进，预计年内完成再融资方案的实施。未来几年将进入一个快速发展期，土石方机械和海外市场将有望培育为公司新的利润增长点。预期 09、10 年 EPS 分别为 1.26 元、1.51 元，给予公司“增持”的投资评级。

徐工科技（000425）

公司资产重组完成后收入规模的扩大和净利润的成倍增长，为公司成为全球最具竞争力的工程机械行业龙头公司打下基础。公司完成资产重组后徐工重型成为公司的核心资产，今后 3 年有望继续保持 20%以上的成长性。同时公司仍有后续资产注入可能。预期 09、10 年 EPS 分别为 1.67 元、2.0 元，给予公司“增持”的投资评级。

4. 电力行业

1、**电力需求有所回暖。**09 年 1-5 月全国全社会用电量同比下降 3.66%。其中，第一产业用电量同比增长 4.81%；第三产业用电量同比增长 8.21%；城乡居民生活用电量同比增长 9.1%；只有第二产业用电量同比下降 7.39%。但从趋势上看，09 年 5 月第二产业用电的降幅逐渐收窄，工业用电已出现回暖态势。我们认为，下半年机组利用率将触底回升。

2、**电煤价格走稳。**目前，6 月 22 日，秦皇岛大同优混（6000 大卡）、山西优混（5500 大卡）、山西大混（5000 大卡）的价格分别为 610 元/吨、573 元/吨和 508 元/吨，较去年同期价格分别下降 33.7%、33.4%和 34.5%。同时，国

本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

内煤炭库存持续上升，6月20日，直供电厂库存达到3381万吨，较5月末库存上升了4.6%，并高于07、08年同期水平。我们预计短期内煤炭供给宽松格局不会改变，电煤价格将维持稳定态势。

上半年以来，电力板块走势明显落后于大盘。目前，A股电力行业的PB为2.75倍，低于3.3倍的A股平均水平，接近历史平均水平，其中火电行业PB为2.66倍，处于市场估值洼地。展望下半年，随着煤价、电价、机组利用率等因素的改善，电力行业景气度逐渐回升，行业的防御性将进一步凸现。我们建议关注以下几类电力上市公司：1)、受益于发电量回升的火电企业以及来水较好的水电企业；2)、具有资产注入预期的公司；3)、前期滞涨，下半年存在补涨机会的公司。

重点关注公司：

1、长江电力

公司实现整体上市后，综合实力得到极大提高，拥有充足的现金流，预计未来将加大对地方电力公司投资，加速扩张步伐。目前，三峡电站目前外送电平均上网电价0.254元，外送省份当地燃煤机组标杆电价平均为0.41元。未来水电上网电价上调空间较大。此外，公司持有建设银行、工商银行、交通银行、中信银行、广州控股、上海电力等多项金融资产；截止2008年末，仅公司持有上市公司股权账面价值已达66亿元，潜在投资收益颇丰，随时可在二级市场出售，是未来业绩稳定增长的平滑器。预计公司09、10年EPS分别为0.69、0.85元。公司目前09年PE 20倍左右，PB 3.4倍，与同行业相比，估值偏低，投资评级“买入”

2、国电电力

公司电源结构良好，约13%的水电装机，且40%以上为坑口电厂，具备一定成本优势。从公司发展计划来看，公司未来将突出发展煤电一体化和热电联产的火电项目、风电和水电等可再生能源项目。09年公司计划投产首台瀑布沟55万千瓦机组、大同3期2台60万千瓦机组，计划完成发电量609.9亿千瓦时。新增产能将在明年贡献收益。此外，值得关注的是国电集团装机7023万千瓦，而上市公司仅1361万千瓦，两者资产规模差距很大；集团公司作为集团整合发电资产的平台，未来资产注入预期较强。预计公司09年EPS分别为0.24、0.31元，公司目前09年动态PE为29倍，目前PB为2.6倍，对应10年动态PE为22倍，处于合理估值区间，考虑到其未来的资产注入预期，给予“增持”投资评级。

3、中能股份

公司机组质地优良，多为大容量、高参数、低功耗机组，除星火热电以外，公司机组装机容量都在30万千瓦以上，公司供电煤耗远远优于全国平均水平；此外，公司所在地上海市产业结构以第三产业为主，用电需求受经济危机影响相对较小，公司机组利用率较高。08年投产的外高桥三发电两台100万千瓦超超临界机将成为09年公司业绩重要增长点；公司参股的核电项目将在09年贡献近2亿元的投资收益；同时，核电秦山二期扩建工程进展顺利，两台机组分别有望于2011年前后投产；核电项目将成为公司长期的盈利增长点。预计公司09、10年EPS分别为0.5、0.59元，公司目前09年动态PE为20倍，目前PB为2.06倍，对应10年动态PE为17倍，估值偏低，给予“增持”投资评级。

本报告版权归国盛证券研发中心所有。未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

5. 公路行业

车流量正逐渐恢复。从上半年国内公路客运量、货运量周转数据来看，公路货运业务量在2-3月份触底后已呈现小幅反弹趋势。客运业务因去年年初雪灾影响而导致的基数较低因素，增速先扬后抑；从区域结构来看，受益于4万亿投资计划倾斜于中西部地区的基础设施、民生工程建设，中西部地区车流量恢复速度高于东部经济发达地区。从车型来看，在政府出台降低购置税、“汽车下乡”、促进汽车消费信贷等一系列汽车产业振兴政策的刺激下，国内乘用车销量大增，促推了高速公路一类车的通行量增长。随着未来国内大规模固定资产投资的陆续投放，以及一批高速公路断头路的打通，路网效应的逐渐显现，预计高速公路的车流量将呈逐季恢复的趋势。

目前，高速公路行业PE为19倍，远低于市场整体估值水平，且高速公路行业具有业绩稳定、高分红派息等特点，在市场波动时具备较强的防御性。我们建议重点关注中西部地区的高速公路公司。

重点关注公司：

1、赣粤高速

公司主要经营管理昌九、九景、昌樟（含胡博）、温厚、昌泰等高速公路和银三角互通立交，高速公路管理里程达到558公里，由于公司所拥有的公路资产均处于江西省高速公路网的“三纵四横”的主骨架上，又处在国家公路网承接南北、贯通东西的中间位置，地理位置优越、资产质量良好。随着经济的回暖、固定资产投资的拉动，下半年公司整体车流量和通行费收入有望逐渐增长。短期内公司面临的分流风险较小，不考虑未来两年财政补贴，我们预计公司09-10年EPS分别为0.84元、0.86元，维持“增持”评级。

2、楚天高速

公司的主要路产为汉宜高速，全长278公里，双向四车道，途经蔡甸、仙桃、潜江、荆州、枝江等9个县市（区），沿线主要的城市有武汉、荆州和宜昌，这三个城市是湖北省经济最发达的区域，在湖北省12个地级市和1个自治州中，经济总量占比达到49%。公司的路产目前还处于断头路状态，往西进入重庆或成都的道路并没有完全贯通。随着09年底沪蓉西高速公路的贯通，汉宜高速将可以直接联入重庆，从而成为我国横贯东西大动脉的组成部分，将给公司带来大量的长途过境车辆。预计公司09、10年EPS分别为0.36、0.44元，给予“增持”投资评级。

2、主题投资选择

（1）新能源和节能环保是永恒主题

由于新能源和节能环保领域是世界关注的焦点，国家也为此出台了多项优惠政策，任何重大的技术革新或者突破都会引发关注，未来数年内都是新能源和节能环保高速发展的时期，也是市场上此类个股表现最为活跃的时候。因此在未来的市场行情中，新能源和节能环保必然还是市场关注的热点之一，只不过该领域目前很少明确的高成长的企业，并且还存在新的企业不断介入该领域造成新领涨个股的可能，使得实际操作难度较大。

图表 30：新能源个股一栏

股票代码	股票名称	08 年每股收益	09 年一季度每股收益	当前动态市盈率
600550	天威保变	0.81 元	0.16 元	57.23 倍
002202	金风科技	0.91 元	0.1965 元	53.39 倍
002218	拓日新能	0.39 元	0.06 元	193.57 倍
600416	湘电股份	0.25 元	0.05 元	102.31 倍
600184	新华光	0.07 元	-0.03 元	
000777	中核科技	0.1823 元	0.0118 元	365.51 倍
600290	华仪电气	0.31 元	0.05 元	90.37 倍
600884	杉杉股份	0.23 元	0.03 元	116.49 倍
600590	泰豪科技	0.311 元	0.056 元	59.61 倍
600482	风帆股份	-0.62 元	0.01 元	484.17 倍
600580	卧龙电气	0.4562 元	0.1141 元	27.59 倍
600885	力诺太阳	-0.36 元	-0.089 元	
000049	德赛电池	0.0114 元	-0.0596 元	
002129	中环股份	0.3026 元	0.0034 元	687.85 倍
000690	宝新能源	0.32 元	0.11 元	20.38 倍

（2）并购重组题材

后危机时代，修复危机创伤意味着新的经济周期开始。恢复的第一步是产能的调整和资源的重新配置，这意味着大量企业的并购重组，也给市场带来新的主题投资机会。无论是国资委主导的央企改革，还是各行业振兴规划和区域经济改革规划，其中特别突出“调整”。由此，央企、各行业、各区域、跨区域的大规模的重组将拉开帷幕。上半年，已经有大量的并购重组开始启动，而下半年我国市场的并购重组将加速推进。但是并购重组的投资机会较难把握，投资者选股思路可以以央企并购、行业规划和区域改革为参考。