



# 流动之水 经济之舟

## ——爱建证券 09 年下半年 A 股投资策略

### 投资要点：

一、下半年宏观经济展望：流动性充沛导致全球通胀预期升温，中国经济保增长是首要任务。

1、世界经济：最坏时期已过去但障碍重重，全球经济出现底部企稳迹象。

2、中国经济：经济在 U 型底部企稳回升，下半年业绩好于上半年，预计 2009 年 GDP 增长 8.1%。政府投资推动投资强劲增长；稳定的消费增速面临一定压力；出口外贸前景不容乐观；工业生产见底回升；货币信贷增速逐步回归理性；物价持续负增长后含通胀隐忧。

3、短期靠政策调控，长期靠结构调整。刺激投资依靠房地产投资恢复，内需启动中汽车消费占主导，财政政策维持投资并向消费倾斜。

4、政策延续：财政政策维持投资并向消费倾斜，货币政策宽松基调下动态微调。

### 二、2009 年下半年 A 股市场展望：经济复苏和流动性充裕推动股市上涨

1、下半年经济走向复苏之路。中国经济已经度过了最坏的时期，二季度 GDP 增速将高于一季度，下半年中国经济季度增速有望逐季回升，我们维持年初策略报告中中国 2009 年全年 GDP 增速 8.1% 的判断。

2、国内流动性充裕的局面不会改变。下半年继续执行宽松的货币政策；居民储蓄和投资意愿增强；基金发行密集；大小非实际解禁压力不大；新股发行规模和节奏在可控范围内，不会对股市造成影响；投资者信心明显回升。

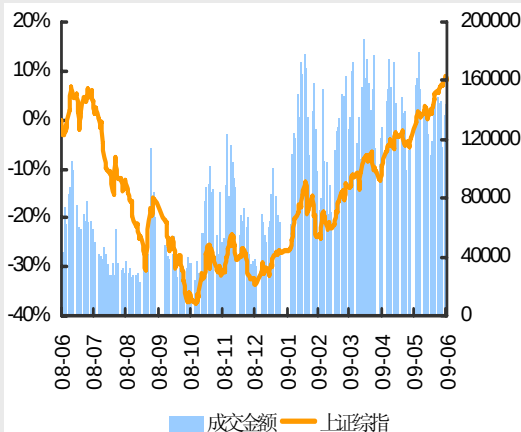
3、下半年 A 股展望：延续震荡向上格局，主要区间 2500—3500，对应 09 年动态市盈率 18.3—25.6 倍。流动性充裕（M1-M2 增速差）是推动股市上涨的主要动力；下半年企业业绩提升推动股市上涨，基于自上而下和自下而上的推算，沪深 300 上市公司 09 年全年净利润同比增长 8.8% 左右。

### 三、下半年投资策略

由于市场流动性依然充裕、实体经济处于复苏中、经济刺激政策仍将出台以及市场乐观情绪等因素，我们认为 2009 年下半年 A 股市场将维持震荡走高的格局，上证指数乐观的话预计可能达到 3500 点。

从投资策略看，我们认为单靠利好政策为主的主题投资将有所收敛，市场风格转向大盘蓝筹股，建议投资者关注以下三大投资主线：

- 1、有通胀预期的资产价格回升的行业：金融、房地产、有色金属、煤炭、钢铁；
- 2、收益于保增长前提下的消费类板块：汽车、家电、商业零售；
- 3、受益于产业整合和政策支持的主题投资：
  - （1）上海本地股：上海两个中心、世博会和资产整合板块；
  - （2）央企重组：航天军工
  - （3）低碳经济：新能源、智能电网



2009 年 6 月 30 日

执笔人：投资策略部

许春华、史渊桦、褚艳辉、袁峻、周欣瑜

审核人：张欣

爱建证券研究发展总部

TEL: 021-32229888

FAX: 021-62878905

地址：上海南京西路 758 号

邮编：200041

<http://www.ajzq.com>

### 相关研究

- 《春江水暖鸭先知——爱建证券 2009 年 A 股第二季度投资策略报告》 2009 年 4 月 2 日
- 《政策与市场的博弈——爱建证券 2009 年 A 股投资策略报告》 2008 年 12 月 30 日
- 《兵临城下，决战紫禁之巅——爱建证券 A 股第四季度投资策略报告》 2008 年 10 月 8 日
- 《防御中的投资机会——爱建证券 08 年下半年 A 股投资策略报告》 2008 年 7 月 2 日

# 目 录

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| <b>第一部分：上半年证券市场回顾</b>                | <b>6</b>  |
| 一、全球股市概览——金砖四国领跑全球                   | 6         |
| 二、政策和流动性充裕推动股市千点反弹                   | 7         |
| 2.1 A 股市场震荡向上 沪指上涨 62.53%            | 7         |
| 2.2 政策暖风频吹                           | 8         |
| 2.3 流动性十分充裕                          | 9         |
| <b>第二部分：下半年宏观经济展望</b>                | <b>10</b> |
| 一、世界经济：最坏时期已过去但障碍重重                  | 10        |
| 1.1 经济出现底部企稳迹象                       | 10        |
| 1.2 经济复苏之路障碍重重                       | 11        |
| 1.3 未来世界经济展望                         | 12        |
| 二、中国经济：经济在 U 型底部企稳回升                 | 13        |
| 2.1 政府投资推动投资强劲增长                     | 13        |
| 2.2 稳定的消费增速面临一定压力                    | 13        |
| 2.3 出口外贸前景不容乐观                       | 14        |
| 2.4 工业生产见底回升                         | 15        |
| 2.5 货币信贷增速逐步回归理性                     | 15        |
| 2.6 物价持续负增长后含通胀隐忧                    | 16        |
| 三、经济前景：短期靠政策调控 长期靠结构调整               | 16        |
| 3.1 刺激投资依靠房地产投资恢复                    | 16        |
| 3.2 内需启动中汽车消费占主导                     | 18        |
| 3.3 结构调整才能迎来经济长期健康增长                 | 18        |
| 四、政策预期                               | 19        |
| 4.1 财政政策维持投资并向消费倾斜                   | 19        |
| 4.2 货币政策宽松基调下动态微调                    | 19        |
| <b>第三部分：A 股市场展望：经济复苏和流动性充裕推动股市上涨</b> | <b>20</b> |
| 一、下半年经济走向复苏之路                        | 20        |
| 二、国内流动性充裕的局面不会改变                     | 21        |
| 2.1 下半年继续执行宽松的货币政策                   | 21        |
| 2.2 居民储蓄和投资意愿增强                      | 22        |
| 2.3 基金发行密集                           | 23        |
| 2.4 大小非实际解禁压力不大                      | 24        |
| 2.5 新股发行规模和节奏在可控范围内，不会对股市造成影响        | 25        |
| 2.6 投资者信心明显回升                        | 25        |
| 三、下半年 A 股展望：2500—3500 震荡向上格局         | 27        |
| 3.1 流动性充裕是推动股市上涨的主要动力                | 27        |
| 3.2 下半年企业业绩提升推动股市上涨                  | 29        |
| 3.3 DDM 模型预测下半年 A 股                  | 29        |
| 3.4 2009 年下半年 A 股市场主要运行区间：2500—3500  | 30        |

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 第四部分：下半年投资策略.....                    | 32 |
| 一、下半年 A 股投资策略.....                   | 32 |
| 二、下半年行业配置.....                       | 34 |
| 2.1 有通胀预期的资源类板块：房地产、金融、有色、煤炭、钢铁..... | 34 |
| 2.2 受益于保增长前提下的消费类板块：汽车、家电、商业零售.....  | 38 |
| 2.3 主题投资：.....                       | 40 |
| 附 表：09 年下半年爱建 30 股票池.....            | 47 |

## 图 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 全球主要指数上半年表现.....               | 6  |
| 图 2: 上半年各板块涨跌幅排名(%).....            | 8  |
| 图 3: 从信贷方面看流动性过剩.....               | 9  |
| 图 4: 低位徘徊的拆借市场 (%).....             | 9  |
| 图 5: 美日欧消费者信心指数走势图.....             | 11 |
| 图 6: 美日欧 PMI 指数.....                | 11 |
| 图 7: 美元指数走势图.....                   | 11 |
| 图 8: 国际原油和铜价格走势图.....               | 11 |
| 图 9: 美国 S&P/SC20 个大中城市房价走势图.....    | 12 |
| 图 10: 发达经济体失业率走势图.....              | 12 |
| 图 11: 投资增速走势图.....                  | 13 |
| 图 12: 消费增速走势图.....                  | 13 |
| 图 13: 商品房销售价格和面积走势图.....            | 14 |
| 图 14: 月度汽车销量走势图.....                | 14 |
| 图 15: 进出口增速和贸易顺差走势图.....            | 14 |
| 图 16: 工业增加值及分类增速.....               | 14 |
| 图 17: 2007-2009 年发电量增速走势图.....      | 15 |
| 图 18: PMI 指数及分项目指数走势.....           | 15 |
| 图 19: 月度货币供应量走势图.....               | 16 |
| 图 20: CPI 和 PPI 走势图.....            | 16 |
| 图 21: 房地产开发流程及其相关联行业.....           | 17 |
| 图 22: 三驾马车对 GDP 拉动的相对比例.....        | 17 |
| 图 23: 房地产开发占投资的比重 (%).....          | 17 |
| 图 24: 商品房销售价格和面积走势图.....            | 18 |
| 图 25: 2006-2009 年月度汽车销量走势图.....     | 18 |
| 图 26: 我国金融机构人民币信贷收支变动情况.....        | 22 |
| 图 27: 当期收入分配百分比图.....               | 22 |
| 图 28: 基金按季度发行份额图 (亿份).....          | 23 |
| 图 29: 基金按月度发行份额图.....               | 23 |
| 图 30: 下半年大小非解禁总量 (亿股).....          | 24 |
| 图 31: 7 月解禁比例图.....                 | 25 |
| 图 32: 10 月解禁比例.....                 | 25 |
| 图 33: 股票账户开户统计.....                 | 26 |
| 图 34: 基金账户开户统计.....                 | 26 |
| 图 35: M1-M2 增速差额与上证指数关系.....        | 28 |
| 图 36: 1995-2009 年 M1 增速与上证指数关系..... | 28 |
| 图 37: 货币供应量绝对值图 (万亿元).....          | 28 |
| 图 38: 货币供应量同比增速图 (%).....           | 29 |
| 图 39: 下半年运行区间图.....                 | 31 |
| 图 40: 房屋销售价格指数.....                 | 34 |
| 图 41: 房屋销售面积.....                   | 34 |
| 图 42: 两个中心投资配置思路图.....              | 41 |

|                      |    |
|----------------------|----|
| 图 43: 世博会板块投资路线..... | 42 |
|----------------------|----|

## 表 目 录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 表 1: 全球主要股指上半年表现.....                       | 6  |
| 表 2: 今年上半年国内重要政策回顾.....                     | 8  |
| 表 3: 2008 年全年和 2009 年一季度全球三大经济体主要经济数据 ..... | 10 |
| 表 4: 2009 年宏观经济预测.....                      | 20 |
| 表 5: 2009 年各季度主要经济指标预测.....                 | 20 |
| 表 6: 居民储蓄、投资意愿调查.....                       | 22 |
| 表 7: 下半年解禁大户详解.....                         | 24 |
| 表 8: .....                                  | 29 |
| 表 9: 三阶段 DDM 模型与情景分析.....                   | 30 |
| 表 10: 建议下半年行业配置.....                        | 32 |
| 表 11: 处于整合进程中的上市公司 .....                    | 43 |
| 表 12: 区国资委大力支持的上市公司 .....                   | 43 |
| 表 13: 有资产注入预期的大集团小公司 .....                  | 43 |
| 表 14: 壳资源公司.....                            | 44 |
| 表 15: 上海本地股下半年度股票池.....                     | 44 |
| 表 16: 央企旗下唯一上市公司.....                       | 45 |
| 表 17: 航天军工板块上市公司.....                       | 45 |

## 第一部分：上半年证券市场回顾

### 一、全球股市概览——金砖四国领跑全球

从 2009 年上半年的走势来看，新兴市场的走势明显好于发达经济体市场的走势。新兴经济体在上半年普遍走出了单边上涨的行情，涨幅在 35%至 70%之间。而发达经济体在上半年主要走出一波 V 型的探底回升行情。

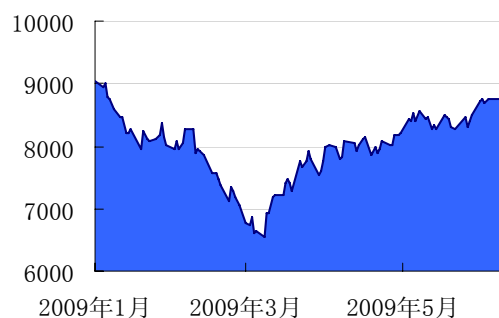
表 1：全球主要股指上半年表现

| 主要市场        | 年初至 6.30 涨跌幅 | PE    | PB   |
|-------------|--------------|-------|------|
| 深证成指        | 78.35%       | 34.05 | 3.92 |
| 上证综指        | 62.53%       | 24.51 | 3.22 |
| 俄罗斯 RTS USD | 54.79%       | 5.21  | 0.87 |
| 孟买 SENSEX30 | 50.47%       | 16.31 | 3.17 |
| 台湾 TWSE     | 40.10%       | 17.73 | 1.55 |
| 巴西圣保罗指数     | 38.85%       | 9.93  | 1.71 |
| 新加坡海峡时报指数   | 32.45%       | 10.66 | 1.43 |
| 香港恒生指数      | 27.74%       | 15.87 | 1.8  |
| 日经 225 指数   | 12.40%       | 21.51 | 1.36 |
| 德国 DAX30 指数 | 1.61%        | 14.78 | 1.29 |
| 法国 CAC40 指数 | -0.75%       | 11.33 | 1.16 |
| 美国道琼斯工业指数   | -2.81%       | 11.27 | 2.44 |
| 英国富时 100 指数 | -3.12%       | 11.08 | 1.57 |

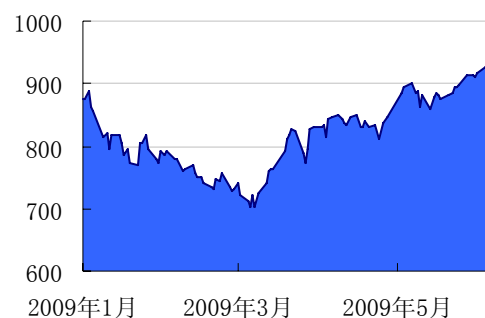
数据来源：Bloomberg

图 1：全球主要指数上半年表现

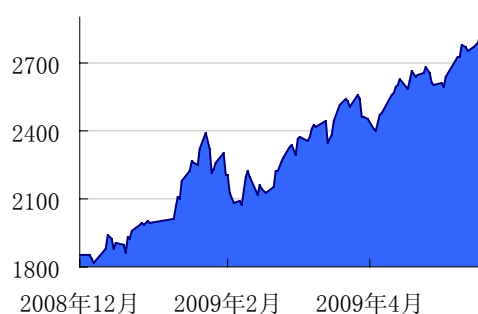
美国道琼斯工业指数



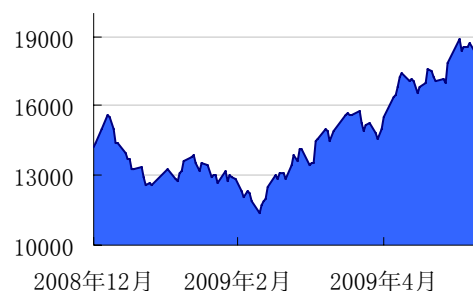
日经225指数



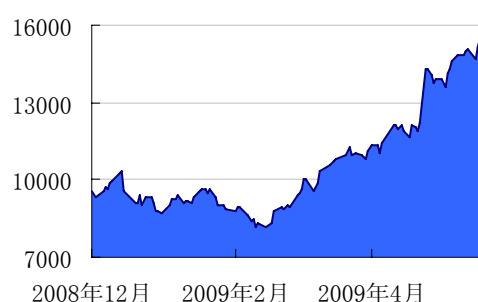
上证综指



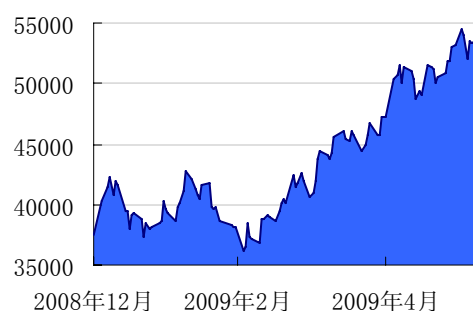
香港恒生HSI



孟买SENSEX30



巴西圣保罗指数



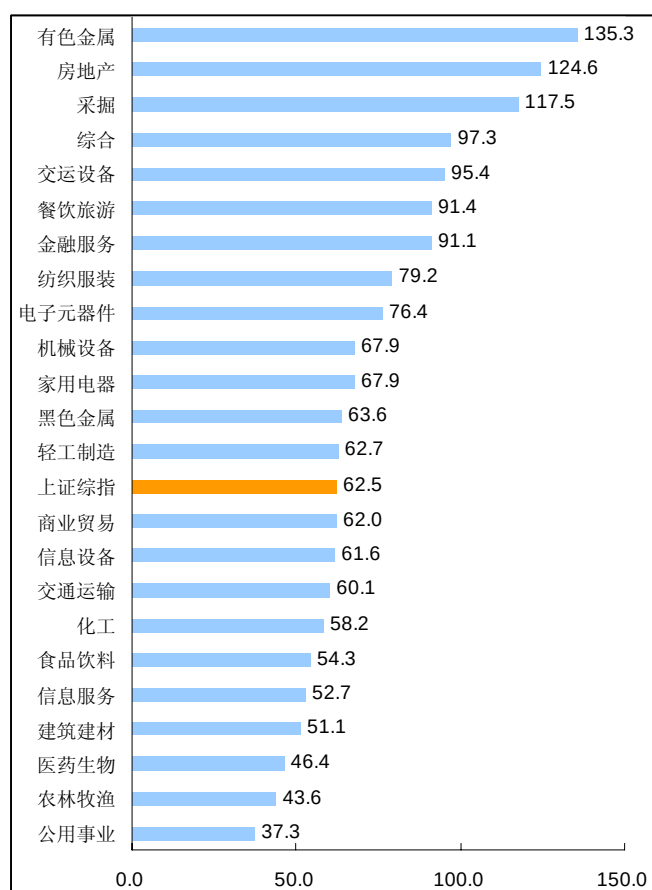
数据来源: Bloomberg 爱建证券

## 二、政策和流动性充裕推动股市千点反弹

### 2.1 A 股震荡向上 沪指上涨 62.53%

上半年 A 股市场在政策暖风、资金充沛和经济向好预期的基础上震荡上行。截至 6 月 30 日, 上证综指从 08 年底的 1820 点上涨至 2959 点, 涨幅达 62.53%。不含 ST 股, 涨幅在 100%以上的达 535 家, 超过 50%达 1230 家, 总数占到整体市场的 78.29%。在一季度强势财政政策和宽松货币政策的拉动下, 国内多项经济数据出现触底反弹, 引发投资者对经济复苏的强烈预期。同时海外市场, 美元开动印钞机, 引发美元贬值和大宗商品价格快速上涨, 导致二季度市场热点从政策收益、驱动类行业转而通胀预期类及新能源行业。煤炭、有色、房地产尤其是大放异彩, 大幅跑赢上证综指, 交运设备受国家拉动消费及产业扶持政策也是出现大幅上扬。

图 2：上半年各板块涨跌幅排名(%)



数据来源：wind 爱建证券

## 2.2 政策暖风频吹

去年底至今年上半年，强势的财政政策频频出台，大至钢铁、汽车、轻工、石化等十大产业振兴计划；上海双中心建设意见以及多个地区的发展规划，细至消费补贴、出口退税等，收益行业几乎涵盖了全部制造业及部分农业和服务业，这无疑为处于周期低点的公司提供了强有力的政策支持。

表 2：今年上半年国内重要政策回顾

|           |                                           |
|-----------|-------------------------------------------|
| 2009-6-11 | 通过《江苏沿海地区发展规划》                            |
| 2009-6-1  | 调整固定资产投资项目资本金比例                           |
| 2009-5-20 | 70 亿元补贴汽车家电促消费                            |
| 2009-5-14 | 《促进生物产业加快发展的若干政策》                         |
| 2009-5-7  | 200 亿专项资金支持循环经济、重大技术装备自主化、新能源汽车等 6 方面技术改造 |
| 2009-5-5  | 福建省加快建设海峡西岸经济区                            |
| 2009-4-30 | 上海建设双中心的意见正式出台                            |
| 2009-4-7  | 深化医药卫生体制改革的意见公布                           |
| 2009-3-17 | 国务院同意发行 2000 亿元地方政府债券，财政部代理地方政府发行         |
| 2009-2-26 | 通过电子信息、轻工石化、有色金属、物流业调整振兴规划                |
| 2009-1-12 | 发布珠三角发展规划纲要                               |



## 2.3 流动性十分充裕

由于央行实施宽松的货币政策，以及 2008 年央行持续降低存款准备金率和 2009 年上半年连续两季净投放货币的作用下，2009 年上半年国内资金面呈现非常宽松的态势。

今年上半年信贷规模快速飙升，3 月信贷达到峰值 1.89 万亿历史纪录，上半年新增信贷规模近 7 万亿元。而货币市场是最先受到流动性充裕影响的一个市场。银行间隔夜拆借进入历史低位，隔夜拆借维持在 0.8% 的水平，而 1 周拆借维持在 0.95% 的水平。

图 3: 从信贷方面看流动性过剩

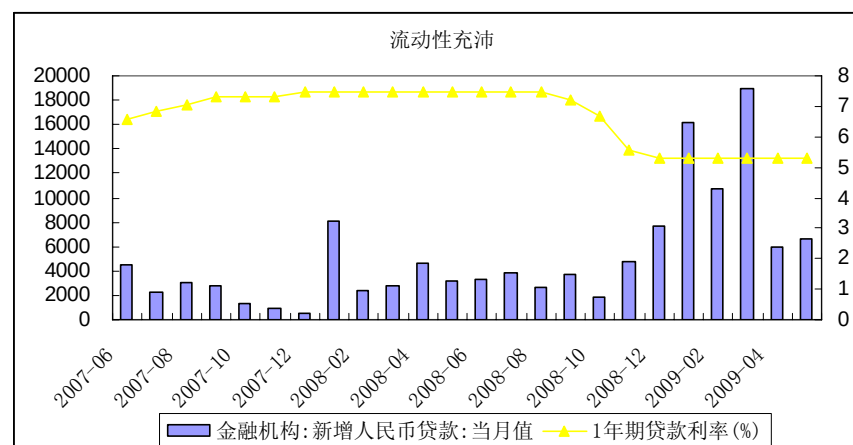
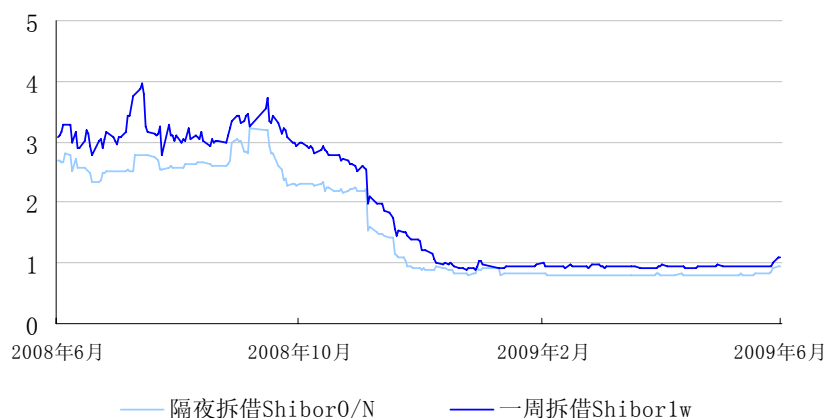


图 4: 低位徘徊的拆借市场 (%)



（数据来源：爱建证券）

## 第二部分：下半年宏观经济展望

各国政府的经济刺激政策在 2009 年上半年初见成效，经济出现回暖迹象，本轮调整最坏的时期也许已经过去。但全球经济远未明显复苏，世界经济仍然面临不确定性。2009 年下半年中国经济增长困难重重，经济回升的基础尚不稳固，未来经济增长仍然面临较大的压力。

### 一、世界经济：最坏时期已过去但障碍重重

在经过全球经济普遍、大幅下滑之后，得益于各国政府大规模的协同政策，经济快速下滑的势头得到一定遏制。尤其是从二季度开始，全球主要经济体主要经济指标出现初步触底现象。经济最坏的时期也许已经过去，但经济恢复也面临众多障碍，复苏之路也许将较为漫长。

#### 1.1 经济出现底部企稳迹象

随着全球经济衰退的不断深化，全球主要经济体都出现了在 2009 年初出现了显著收缩，整个实体经济的衰退程度之快，衰退面积之广远远超出预期。

表 3：2008 年全年和 2009 年一季度全球三大经济体主要经济数据

| 经济体 | 同比 GDP 增速 |                | 同比 CPI |           | 同比失业率  |           |
|-----|-----------|----------------|--------|-----------|--------|-----------|
|     | 2008 年    | 2009 年 Q1 折合年率 | 2008 年 | 2009 年 Q1 | 2008 年 | 2009 年 Q1 |
| 美国  | 1.3%      | -6.1%          | 0.1%   | -0.7%     | 7.2%   | 8.9%      |
| 欧元区 | 0.8%      | -4.5%          | 2.0%   | 0.6%      | 8%     | 8.9%      |
| 日本  | -0.7%     | -15.2%         | 1.6%   | -0.3%     | 4.4%   | 4.8%      |

数据来源：bloomberg 爱建证券

目前种种迹象表明，在各国央行史无前例的宽松货币政策和大规模的经济刺激政策下，全球经济危机最坏时刻或已过去。近期，各经济体主要经济指标普遍出现一定好转：消费者信心指数有所回升，制造业和服务业 PMI 指数小幅反弹，欧美等国房地产市场出现触底企稳迹象，金融机构之间的信贷状况和盈利情况也有所改善。反映国际干散货运输景气程度的 BDI 指数今年从底部持续强势反弹，虽然一定程度上受到投机性因素的影响，但也表明了实体经济中信贷松动、信心恢复，运力有所走强迹象和国际经济运行情况的改善。

图 5：美日欧消费者信心指数走势图

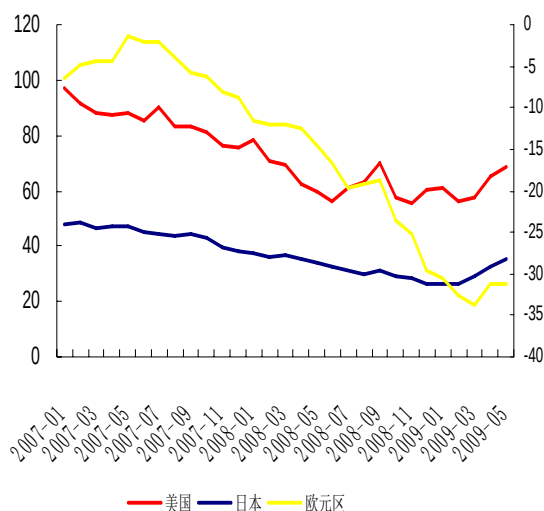
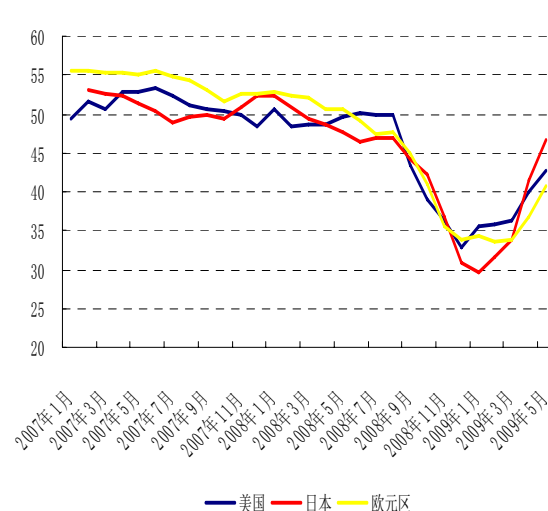


图 6：美日欧 PMI 指数



数据来源：bloomberg 爱建证券

## 1.2 经济复苏之路障碍重重

经济最坏的时期也许已经过去，但目前各经济体还只是表现为经济萎缩的程度在减慢，全球经济仍然处于一个衰退的过程当中。整体经济形势并不明朗，经济恢复面临重重压力，真正走上复苏之路可能还需时日。

### 1.2.1 大宗商品价格持续走高是全球经济复苏最大的障碍

随着美国“量化宽松”的非常规货币政策的逐步推进，美元的贬值进程加快。再考虑到全球央行前所未来同步宽松货币政策，美元、非美元货币供应及相关流动性的大量增加，大大提升了未来的通货膨胀预期。以原油和铜为代表的大宗商品价格在最近两个月中出现大幅、快速上涨，在目前国际经济走势尚不明朗的情况，这极其不利于实体经济的恢复，加大了经济出现“滞胀”的风险。

图 7：美元指数走势图

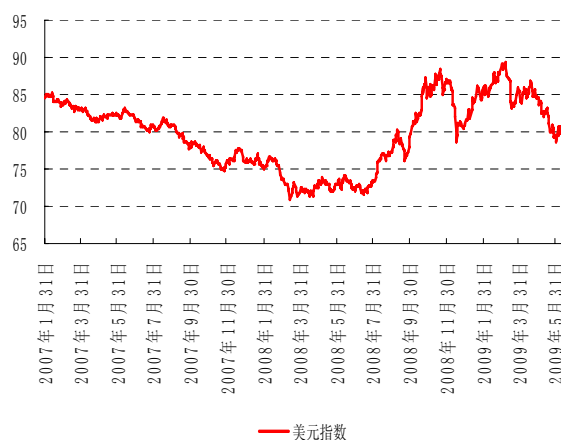
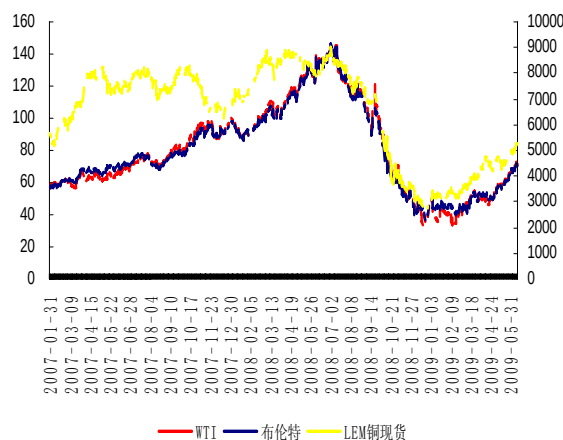


图 8：国际原油和铜价格走势



数据来源：bloomberg 爱建证券

### 1.2.2 欧美房地产市场调整还未结束

请务必阅读正文之后的重要声明

近期美国房地产市场出现一系列好转迹象，最突出的表现就是房地产销量的反弹与房屋建造数据持续上涨。但是，美国绝大多数房地产市场仍处于大幅下滑状态，房产市场的改善主要来自于美国政府压低房贷利率、稳定“两房”和补贴购房等一系列刺激政策的作用。此外，美国房地产库存仍处于高位有待消化。欧洲房地产市场情况也并不乐观，5 月英国房价环比上升 2.6%，但较去年同期大幅下挫 16.3%，房产市场可能正在触底但并未企稳。在价格止跌和库存下降之前，欧美房地产市场的调整远未结束，将继续给金融机构和消费者的资产负债表带来了威胁。

图 9：美国 S&amp;P/SC20 个大中城市房价走势图

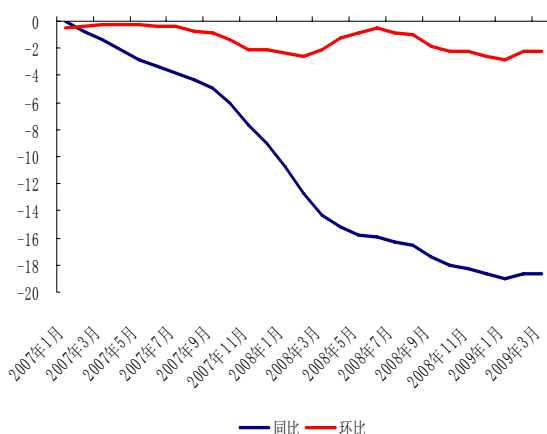
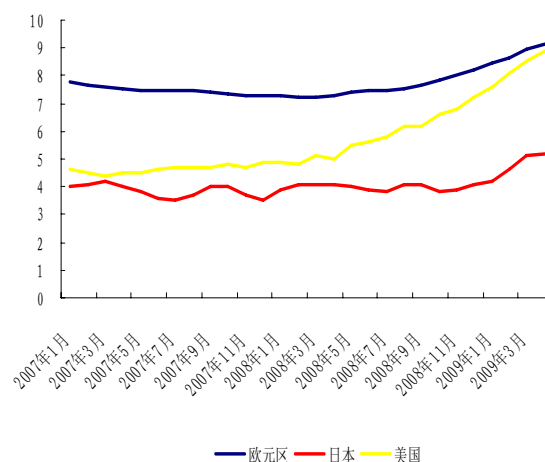


图 10：发达经济体失业率走势图



数据来源：bloomberg 爱建证券

### 1.2.3 失业率居高不下威胁经济复苏速度

随着经济衰退程度的加深，各主要经济体的失业率都创出了多年新高：美国 5 月份失业率升至 9.4%，为 26 年来最高水平；4 月欧元区 16 国的失业率达 9.2%，为 10 年来最高水平，欧盟 27 国的失业率也高达 8.6%。在经济出现明显复苏之前，预计就业市场形势不会出现实质性改善，下半年失业率还将继续攀升。失业率的上升将抑制收入的增长并进一步削弱消费需求，并威胁到金融机构抵押贷款、消费贷款等相关资产质量，从而给经济持续恢复造成障碍。

### 1.2.4 金融系统修复尚未完成仍脆弱

在次贷危机之后，各国政府通过大量注资、国有化等多项措施救助金融机构，在短期内有效地稳定了全球金融体系。近期，以花旗、摩根大通为首的多家银行纷纷报出业绩扭亏为盈，美国联邦储蓄保险公司也报告第一季度美国银行业实现盈利 76 亿美元，大大好于去年第四季度的巨额亏损表现。但美国银行业业绩的改善可能主要受惠于会计准则的改变，问题银行的数量仍在增加，同期瑞银集团、三井住友集团等欧日银行仍继续报亏。此外，宏观经济走向尚不明朗、房地产市场未稳和失业率迭创新高等因素继续威胁着金融机构的经营，消费信贷、信用卡等违约率均有所上升，未来仍面临资产质量恶化的压力。IMF 估计，至 2010 年，美国、欧洲和日本的金融业将总计面临 4.1 万亿美元的损失，其中银行业面临的损失为 2.5 万亿美元，目前仍有大量的信贷损失和资产减记尚未完全暴露。因此，尽管金融体系流动性紧缩问题有所好转，但在金融机构有毒资产清理完成资产负债表得以修复之前，金融系统的稳定仍将将对全球经济恢复形成压力。

## 1.3 未来世界经济展望

在各国政府史上罕见的同步刺激政策的推动下，世界经济正逐步走出金融危所带来的信贷紧缩，流动性冻结和信心缺失所导致的经济快速下滑阶段。但是，在本次次贷危机和经济危机的根源和两大关

键因素——美国房地产市场价格止跌企稳，金融系统有效稳定之前，全球经济可能无法出现真正持续性的复苏。根据世界银行最新预测，今年全球经济将出现自二战以来首次萎缩，收缩幅度将达到 2.9%，较 3 月份预期的-1.7% 进一步大幅下调。而 2010 年全球经济虽可以恢复增长，但世行也将 2010 年的经济增长率由此前预测的 2.3% 下调至 2%。

全球经济依然处于衰退时期，乐观估计全球经济有望在 2010 年中期才能出现缓慢复苏。

## 二、中国经济：经济在 U 型底部企稳回升

在政府采取的积极财政政策和宽松货币政策刺激下，中国部分经济指标已开始显现企稳回暖迹象，经济中积极因素正在逐步增多。种种迹象表明，中国经济已经度过了最坏的时期，二季度 GDP 增速将高于一季度，下半年中国经济季度增速有望逐季回升。前期 4 万亿政府投资为主的政策对经济的刺激作用较为显著，但是，整体经济复苏仍然有赖于外需的恢复、消费的启动和民间投资的跟进。因此，经济回升的基础并不稳固，未来经济增长仍然面临较大的压力。

### 2.1 政府投资推动投资强劲增长

随着 4 万亿政府投资计划的逐步落实，上半年投资不断加速，5 月城镇固定资产投资单月同比增速高达 39%，对支撑经济增长起到了显著作用。但是，政府投资受限于财政收入情况，单纯的政府投资并不足以驱动经济持续恢复增长。近期，房地产市场回暖明显，刺激房地产投资增速有所回升，房地产投资可能正逐步走出低谷。同时，政府对现行固定资产投资项目资本金比例进行了调整，以从融资角度推动民间投资跟进。随着政府投资和产业政策的逐层落实，当前投资强劲增长的势头还将在下半年得到一定延续，但是经济的持续回升还是有赖于社会投资的启动。

图 11：投资增速走势图

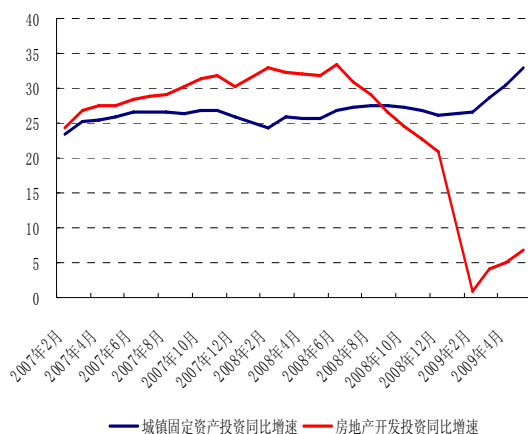
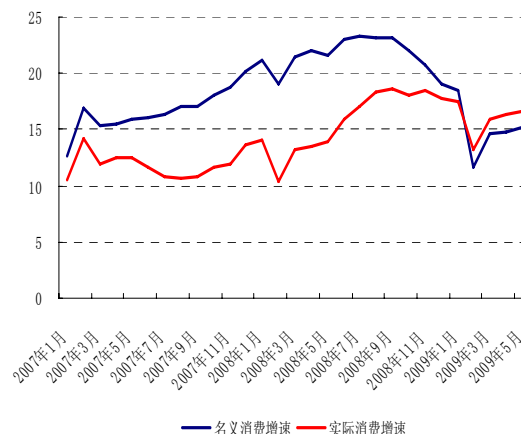


图 12：消费增速走势图



数据来源：国家统计局 爱建证券

### 2.2 稳定的消费增速面临压力

上半年消费部分的表现好于预期，考虑到同期不断下降的物价数据，实际的消费增速也表现为稳中有升。消费目前所体现出来的平稳增速，尤其是房市、车市出现持续火爆局面，主要得益于政府前期出台的消费减税、补贴等刺激措施。但是，金融危机冲击影响下的就业形势日益严峻，由此带来的

预期收入下降问题将制约未来的消费增长，下半年消费增长面临一定调整压力。

图 13：商品房销售价格和面积走势图

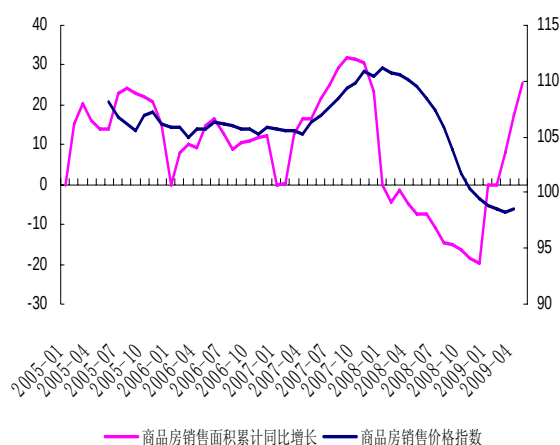
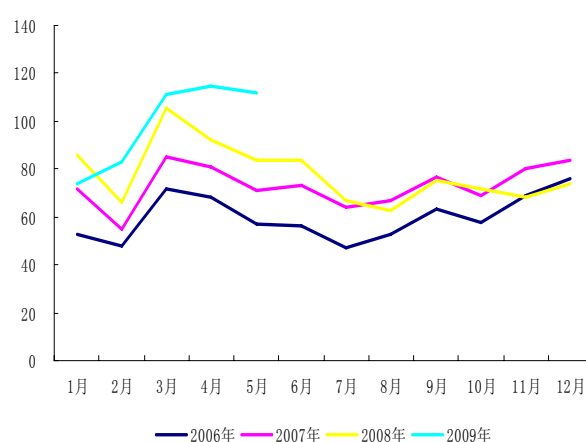


图 14：月度汽车销量走势图



数据来源：汽车工业协会，爱建证券

## 2.3 出口外贸前景不容乐观

出口外贸前景不容乐观。上半年进出口形势持续低迷，受政府密集出台的出口退税政策、出口信贷政策等措施影响，出口大幅下滑的势头得到一定遏制，甚至环比出现改善迹象，但是上半年出口负增长局面已定。目前，部分商品的出口退税率已经提高到历史最高点的 17%，因此政府未来继续通过这项措施刺激出口的政策空间不大，出口情况主要依赖于外部经济情况的好转。由于当前世界经济尚未完全企稳，外需萎缩背景下未来的出口弱势没有根本性改变，预计下半年的整体外贸形势难以出现有效恢复，出口基本上仍将延续上半年的负增长局面。

图 15：进出口增速和贸易顺差走势图

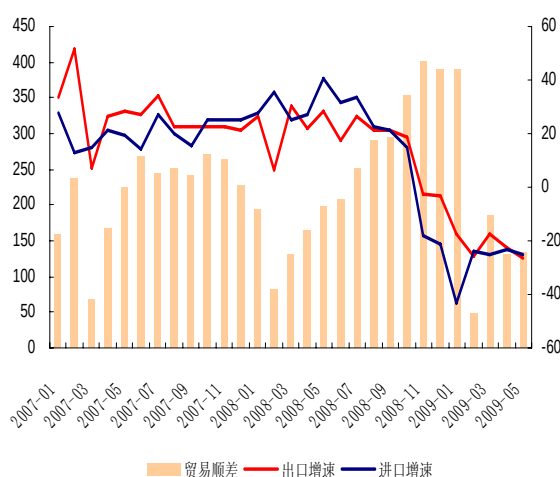
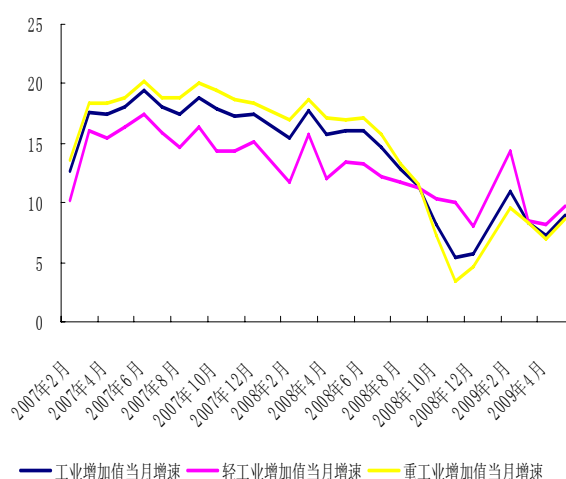


图 16：工业增加值及分类增速



数据来源：中国海关 国家统计局 爱建证券



## 2.4 工业生产见底回升

在经济刺激计划的推动下，国内工业生产逐步回升，5 月份规模以上工业企业增加值同比增长 8.9%，创下去年 10 月份以来的新高。作为先行指标的 PMI 也连续 4 个月保持在“临界”的 50 以上，显示制造业的触底回升趋势。

但是，实体经济中产能过剩，国际需求短期难以迅速提振，国内需求又无法瞬间启动这些矛盾关系都是目前经济中现实存在的困难，需要和供给之间的缺口将在未来较长一段时间内继续对工业生产复苏形成障碍。工业增速数据和强劲的投资、下滑的发电量、用电量数据之间的持续偏离，也说明目前工业生产的回升并不顺利。

图 17：2007-2009 年发电量增速走势图

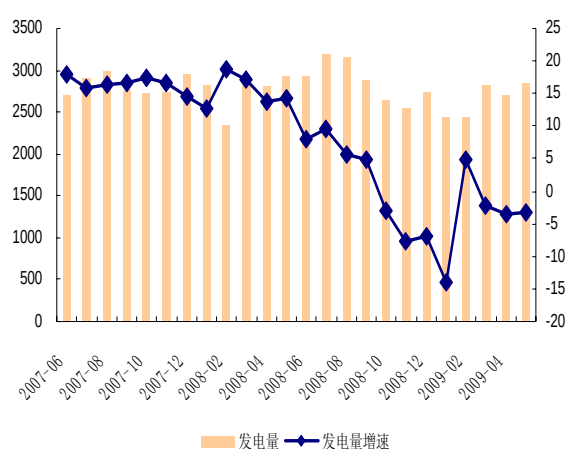
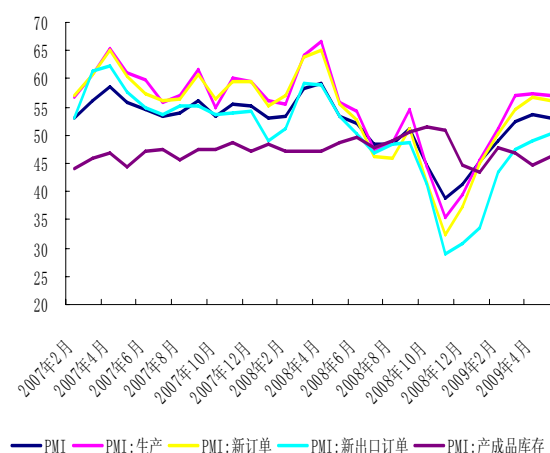


图 18：PMI 指数及分项目指数走势



资料来源：wind 爱建证券

## 2.5 货币信贷增速逐步回归理性

在宽松的货币政策环境下，上半年货币信贷数据反映积极：M1 和 M2 明显回升，信贷数量大幅增加，至 5 月末期新增人民币贷款总量已经达到 5.84 万亿，远远超过年初所定下的 5 万亿的信贷目标。在充裕的市场流动性推动下，M2 和 M1 都出现了比较明显的回升，其剪刀差也有所收窄，显示经济活跃程度有所提升。流动性和信贷的双双回暖，说明政府刺激经济的意图正在通过金融机构向实体经济传导。在一季度的持续巨量信贷之后，近两月信贷投放逐步回归理性增长。同时，贷款结构也出现了积极改善，票据融资和中长期贷款下降，短期贷款和居民消费贷款则呈现上升态势。根据审计署前期审查的结果，部分信贷资金并未流入实体经济，因此巨量信贷对实体经济的实际刺激效果则需要进一步检验。由于实体经济尚未有实质性好转，在季节性因素和前期政府投资因素逐步消退之后，下半年信贷投放将逐步回归理性，月新增信贷大约会维持在 4000—5000 亿元左右相对合理的水平，该倾向已经从二季度开始的月度信贷数据中有所体现。预计全年信贷投放规模 9—10 万亿元。

图 19：月度货币供应量走势图

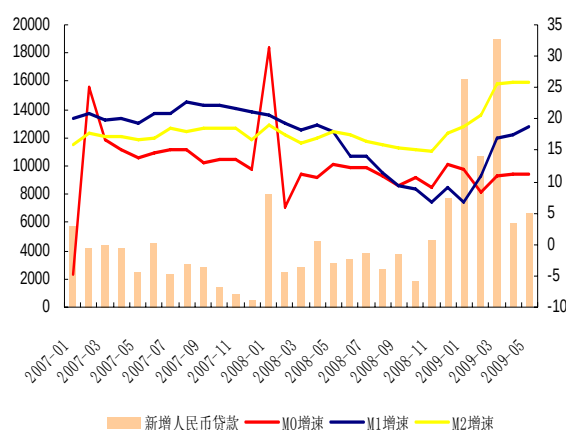
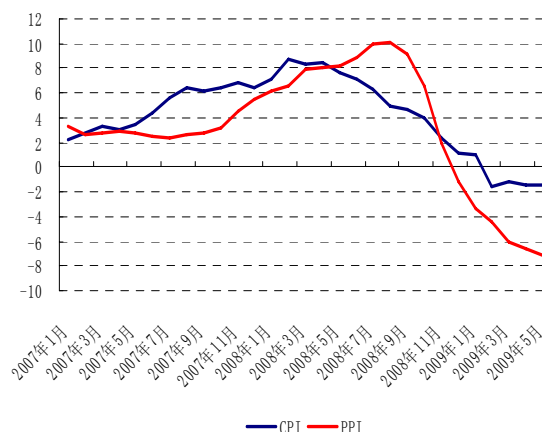


图 20：CPI 和 PPI 走势图



数据来源：中国人民银行 爱建证券

## 2.6 物价持续负增长后含通胀隐忧

上半年 CPI 和 PPI 持续下行，5 月份 CPI 和 PPI 已经连续 4 个月双双告负，上游和下游物价指数继续连续下降，显示经济不振和需求疲软的状况仍在延续。5 月以来原油为代表的大宗商品价格大幅、快速上涨，加之各国非常规货币政策的影响，通货膨胀预期不断加剧。此外，考虑到国内下半年可能进行的农产品价格和资源价格调整，CPI 和 PPI 的负增长局面可能最迟四季度将出现根本性转向。

## 三、经济前景：短期靠政策调控 长期靠结构调整

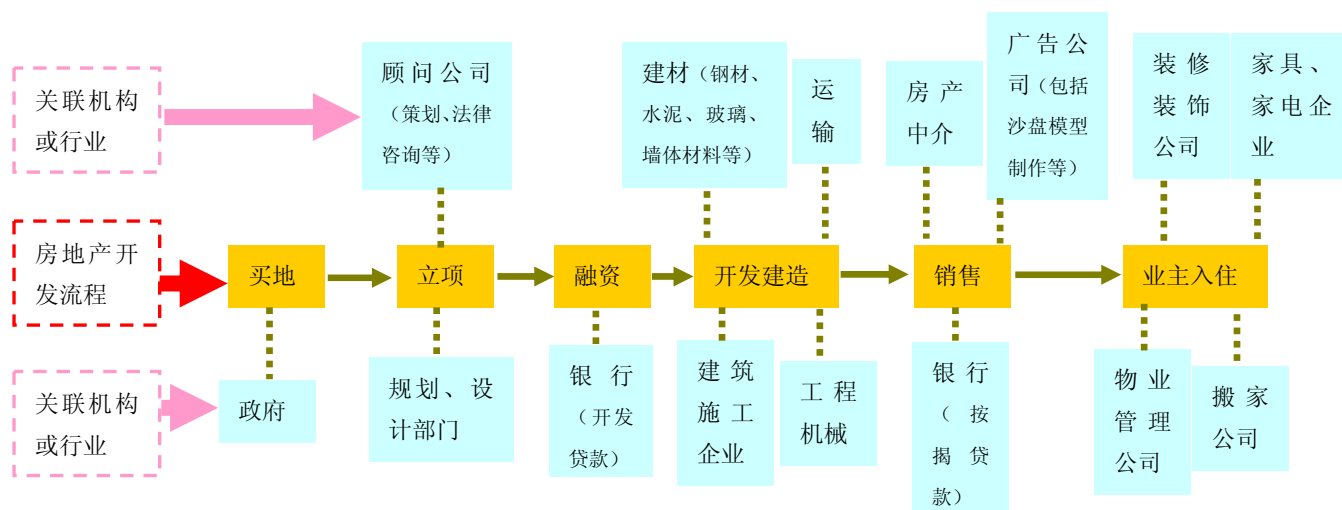
中国经济的问题并不是单纯是危机所带来的外需下降问题，实质上是发展模式和经济结构的问题。政策调控短期只是救急措施，其有效遏制了经济的快速下滑并逐步企稳。但是，经济长期的健康复苏还是要着眼于经济结构的调整，这将是未来经济发展的趋势。

### 3.1 刺激投资依靠房地产投资恢复

由于出口面临的外需的不可控性，短期内经济要实现稳步复苏还是要内需，尤其是在投资中占有相当高比重的房地产行业的恢复。房地产行业的产业链条长、上下游关联产业众多，从钢铁、建材到家具、装修，房地产投资可以带动 40 多个相关产业，牵涉到经济的方方面面。房地产行业作为国民经济中消费最大的行业和居民生活中最大的消费点，房地产市场的活跃必然带动对关联行业产品内和服务的需求，也是推动经济快速恢复最有效的方法。



图 21：房地产开发流程及其相关关联行业



2008 年 10 月份以来，政府已出台了一系列刺激政策。这些政策也已发挥了作用，房地产市场量价齐升。但是，在房地产市场销售回暖的同时，房地产投资同步回暖并不是非常明显。其中，房地产开发投资完成额从今年 3 月份开始环比逐步回升，但同比增幅仍然处在历史最低水平（房改以来）；而反应行业景气度的重要先行指标土地购置面积和完成土地开发面积同比降幅仍然分别达到 28.6% 和 13.3%，新开工面积同比降幅也达到了 16.05%，且这 3 项指标中仅土地购置面积的 5 月份数据与 4 月份持平，其余 2 项指标均较 4 月份有所萎缩。整体来看，目前房地产市场销售的回暖趋势尚未扩散至投资领域，反映出房地产开发企业对未来的判断仍较为谨慎。

图 22：三驾马车对 GDP 拉动的相对比例

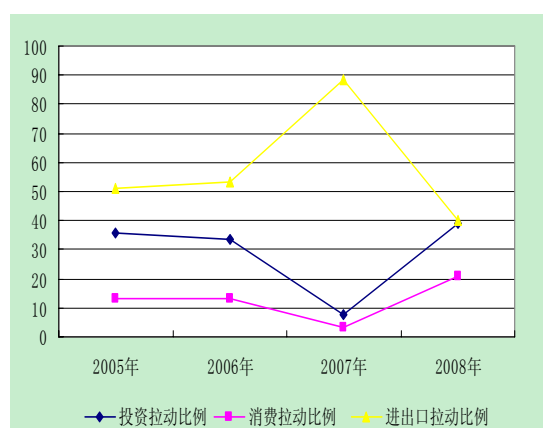
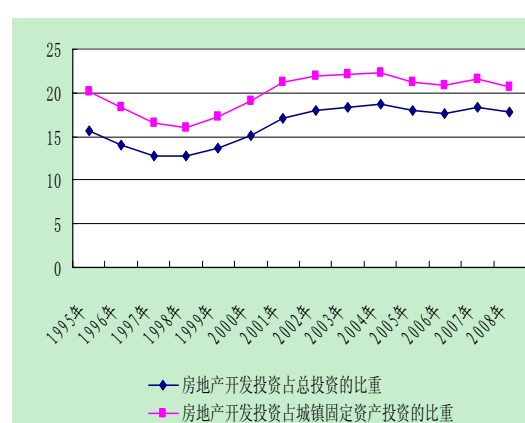


图 23：房地产开发占投资的比重 (%)



数据来源：wind 爱建证券

5 月份，国务院为了刺激社会资本投资，公布了目前为止对房地产开发投资最为实质性的利好：将保障性住房和普通商品住房项目的最低自有资本金比例下调为 20%，同时其它房地产开发项目的最低资本金比例下调为 30%，这是自 2004 年以来开发商自有资本比例首次下调。虽然该政策到底能在多大程度上推动房地产投资还有待观察，但是相信随着房地产销量上升导致开发商资金回流，以及项目开发信贷政策的放松，这无疑将房地产投资产生促进作用。

图 24：商品房销售价格和面积走势图

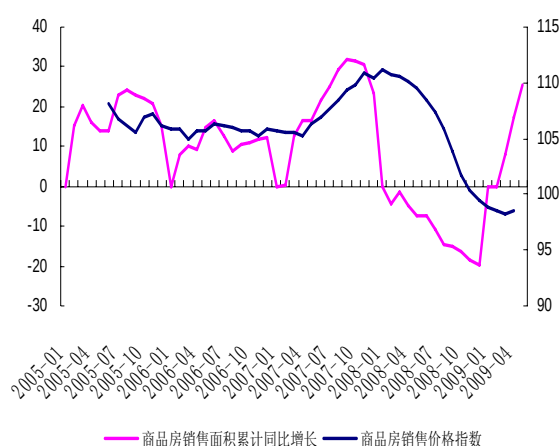
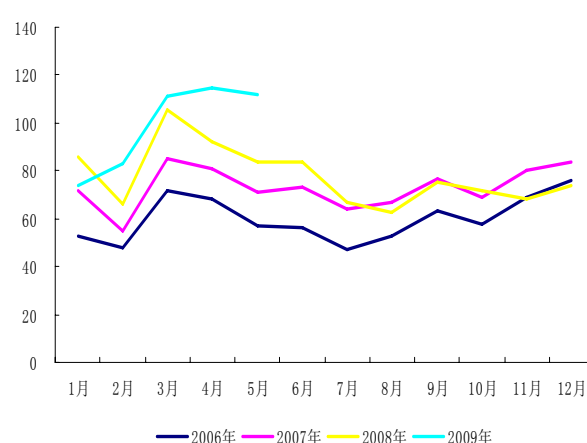


图 25：2006-2009 年月度汽车销量走势图



数据来源：汽车工业协会 国家统计局 爱建证券

## 3.2 内需启动中汽车消费占主导

相对于其它社会零售品而言，汽车消费对经济恢复的主导作用非常明显。随着国家陆续出台取消养路费、下调汽车购置税等刺激汽车消费措施，上半年汽车市场一反去年的低迷市况，产销走出低谷并创出历史新高，行业复苏明显。汽车行业一贯被视为经济先导性指标，兼具拉动投资和消费的双面作用，对于激活内需中的消费部分具有重要作用。它是一个连带性很强的产业，产业链甚至超过房地产业，相关资料表明其能带动钢铁、机械、电子、橡胶、玻璃、石化、建筑、服务等 156 相关行业的发展。本轮汽车行业的复苏、销量增长，非常明显的带动了相关联的零部件、服务等行业。作为一个不断融入新技术成果的产业，该行业对技术的进步、产业结构的调整作用也非常大。此外，激活汽车消费能产生同房地产行业的联动作用，通过住与行结合更进一步推动房地产业的发展。虽然政策性因素是本轮汽车产销增长的主动力，未来政策推动效能将逐步减弱，但是，随着经济企稳回升预期的逐步加强，下半年车市仍将保持一定增长，市场需求释放也将带动相关产业的恢复，对年内的经济增长产生明显的促进作用。从长期来看，随着城市化进程的逐步加快，汽车行业未来仍具有较大的市场空间和潜力，仍将作为主导行业在扩大内需中产生重要作用。

## 3.3 结构调整才能迎来经济长期健康增长

在政府投资的刺激下，我国部分宏观经济数据已经出现企稳回升迹象。中国经济已经度过了最坏的时期，二季度 GDP 增速将高于一季度，下半年中国经济季度增速有望逐季回升，我们维持年初策略报告中中国 2009 年全年 GDP 增速 8.1% 的判断。但是，经济回升的基础并不稳固，未来经济增长仍然面临较大的压力。整个经济未来的前景还是要落实到经济中最基本的供求关系上，也就是国内生产供给、外部需求和内部需求之间最终的供求平衡结果。供给方面，国内部分产业产能过剩的问题比较突出；需求方面，当前经济环境下外部需求疲弱会出现大的转变，国内需求还主要是靠政府投资拉动，供需之间的矛盾相对比较突出，物价数据的持续双降也突显出了当前市场需求不足的困难。

本次国际经济危机，更加凸显了中国经济长期以来的结构性问题。外需的大幅萎缩只是经济急剧下滑一个表象，更深层次的原因实际上是经济中存在的各种结构性矛盾：供需不平衡的矛盾，内外

需增长不平衡的矛盾和内需中投资消费不协调的矛盾。危机根源于经济结构的严重失衡，因此只有调整结构才能根治危机，国际金融危机迫使各国开始注重调整经济机构。

从短期来看，中国经济彻底脱离“U”型恢复底部过程时间的长短（今年年底还是明年年中）将受以下四方面因素的影响：（1）国际经济的恢复程度；（2）国内内需进一步刺激政策是否出台（由简单的固定资产投资支出向刺激市场消费增长的政策转变）；（3）产业结构调整是否能够坚决执行（不合理的产能过剩与高能耗低产出问题是否能够有效解决）；（4）房地产市场能否平稳实现软着陆。目前的情况来看，房地产市场的软着陆基本实现，国际经济恢复初现曙光，刺激市场消费增长的政策也开始陆续出台，因此，经济恢复的速度和程度将主要依靠于产业结构的调整，十大产业政策的出台正是基于此。

从长期来看，经济结构的调整才能促进经济可持续发展。纵观世界经济发展史，每次大危机都会带来一次经济结构和产业分工的重新布局，从而构成了新的产业、区域、国家兴起的历史契机。在保增长同时加快结构调整，化危为机，才能保证我国经济长期可持续发展。

## 四、政策预期

### 4.1 财政政策维持投资并向消费倾斜

从当前形势来看，由于全球金融危机的蔓延，进出口短期内较难有起色，且政府可控性有限。政府可控性较强的仍是投资，其次是消费。随着 4 万亿政府投资政策的逐步落实，受限于财政收支的矛盾，投资这块后续是否能维持高速增长将取决于社会投资的跟进效果。在消费部分，政府前期减税、补贴等一系列刺激消费的政策效果开始逐渐凸显，最为显著的就是车市和房市的火爆局面。但是，相对于大力度的政府投资，消费环节还存在较大的政策作用空间。因此，为了刺激经济增长，政府下半年的工作重点将在维持投资成果的同时，加大向消费环节的政策倾斜力度。下半年刺激消费的政策重点，一方面可能还是通过加大消费税等减税力度、消费补贴力度和发放消费券治标性措施来实行，另一方面可能是通过扶持消费型的服务业发展和加快社会保障制度改革等治本性措施，以刺激个人消费增长，达到优化经济结构的效果。

### 4.2 货币政策宽松基调下动态微调

考虑到国际国内经济形势，政府适度宽松的货币政策下半年将继续延续，并根据实际需要进行动态微调。我们预计央行会参考上半年相对过度流动性，政策重点放在后续货币投放的节奏和结构，主要是适度控制货币供应增长，降低货币供应量的增速，力促商业银行提高贷款质量，进一步防范金融风险特别是信贷风险，保证资金真正流入实体经济。

## 第三部分：A 股市场展望：

### 经济复苏和流动性充裕推动股市上涨

#### 一、下半年经济走向复苏之路

在政府投资的刺激下，我国部分宏观经济数据已经出现企稳回升迹象。中国经济已经度过了最坏的时期，二季度 GDP 增速将高于一季度，下半年中国经济季度增速有望逐季回升，我们维持年初策略报告中中国 2009 年全年 GDP 增速 8.1% 的判断。但是，经济回升的基础并不稳固，未来经济增长仍然面临较大的压力。整个经济未来的前景还是要落实到经济中最基本的供求关系上，也就是国内生产供给、外部需求和内部需求之间最终的供求平衡结果。供给方面，国内部分产业产能过剩的问题比较突出；需求方面，当前经济环境下外部需求疲弱会出现大的转变，国内需求还主要是靠政府投资拉动，供需之间的矛盾相对比较突出，物价数据的持续双降也突显出了当前市场需求不足的困难。整体来看，目前的政策基本能够保持今年保增长的目标实现，但不足以支撑经济快速走上复苏之路。到目前为止，我们维持年初提出的本轮经济调整将呈现“U”的判断，现在的经济形势仍然处于 U 型底部企稳回升阶段，同时也不排除因为国内外形势的变化产生一定震荡。

表 4：2009 年宏观经济预测

| 经济变量      | 2009 年预测 | 2008 年 | 2007 年 | 2006 年 |
|-----------|----------|--------|--------|--------|
| GDP       | 8.1      | 9.0    | 11.9   | 11.6   |
| CPI       | -0.5~0   | 5.9    | 4.8    | 1.5    |
| PPI       | -5~-4    | 6.9    | 3.1    | 3.0    |
| 出口        | -16.0    | 17.2   | 25.7   | 27.2   |
| 进口        | -14.5    | 18.5   | 20.8   | 20.0   |
| 社会固定资产投资  | 29.0     | 26.1   | 25.8   | 24.5   |
| 工业增加值     | 9.0      | 12.    | 18.5   | 16.6   |
| 社会消费品零售总额 | 14.5     | 21.6   | 16.8   | 13.7   |
| M2        | 22.5     | 17.8   | 16.7   | 16.9   |

表 5：2009 年各季度主要经济指标预测

|     | 09 年 1 季度 | 09 年 2 季度 | 09 年 3 季度 | 09 年 4 季度 |
|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|
| GDP | 6.1       | 7.7       | 8.8       | 9.6       |
| CPI | -0.7      | -1.6      | -0.6      | 0.8       |

## 二、国内流动性充裕的局面不会改变

### 2.1 下半年继续执行宽松的货币政策

#### 2.1.1 继续执行宽松的货币政策

在上半年的巨量信贷释放之后，流动性过剩的问题有所凸显，市场开始担忧下半年信贷增长和宽松货币政策的可持续性。尽管存在一定的流动性过度隐忧，近期经济也表现为见底回升，但是回升基础尚不牢固。在目前的国际国内经济形势下，继续保持宽松的货币政策环境也有利于稳定金融市场，稳定市场信心，政策措施的有效落实，并促进经济平稳较快增长。在央行近期发布的二季度货币政策报告中，央行再次明确继续保持银行体系流动性充裕。央行指出，下一阶段还将坚定不移地落实宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，在引导信贷结构优化的基础上，采取灵活、有力的措施加大金融支持经济发展的力度，保证货币信贷总量满足经济发展的需要。因此，政府适度宽松的货币政策下半年将延续，并根据实际需要进行动态微调。我们预计下半年央行货币政策的重点将在于把握后续货币投放的节奏和结构，主要是适度控制货币供应增长，降低货币供应量的增速，力促商业银行提高贷款质量，进一步防范金融风险特别是信贷风险，保证资金真正流入实体经济。

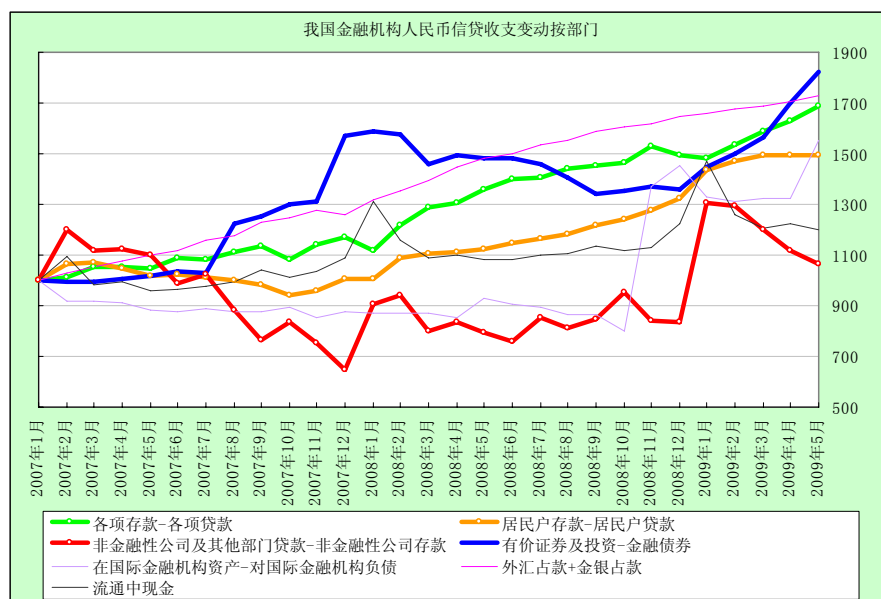
#### 2.1.2 三季度流动性“井喷” 释放资金将达 2.58 万亿

流动性宽裕状况将在三季度达到一个新的历史高峰，公开市场到期释放资金量首破 2 万亿关口，达到 2.58 万亿元。其中，仅 7 月份的到期释放资金量就接近一万亿元。如此宽松的货币环境，无疑将有利于新股发行重启后的资本市场运行。

公开市场到期释放资金量创下历史天量是三季度流动性依然充沛的重要原因。在整个三季度，公开市场将释放出约 2.06 万亿资金，比二季度再增 30%，创下单季资金到期量的最高纪录。至此，公开市场到期释放资金量已连续两个季度保持 25% 以上的增长率。同时，三季度还是今年债券到期高峰，还有近 5200 亿元的债券将到期兑付，从而进一步增加了市场的资金供给。

三季度公开市场释放资金之所以大幅攀升，主要仍缘于央行的平滑移动资金策略。从政策面看，这样的短期锁定再结转释放的操作模式，仍将在三季度延续。

图 26：我国金融机构人民币信贷收支变动情况



## 2.2 居民储蓄和投资意愿增强

2009 年上半年，居民证券类资产购买意愿占当期收入分配的比重较明显上升，这部分相比于去年四季度提高了 13.4%，而这主要来自于居民消费意愿的下降，这部分相比于去年四季度下滑了 11%。

图 27：当期收入分配百分比图

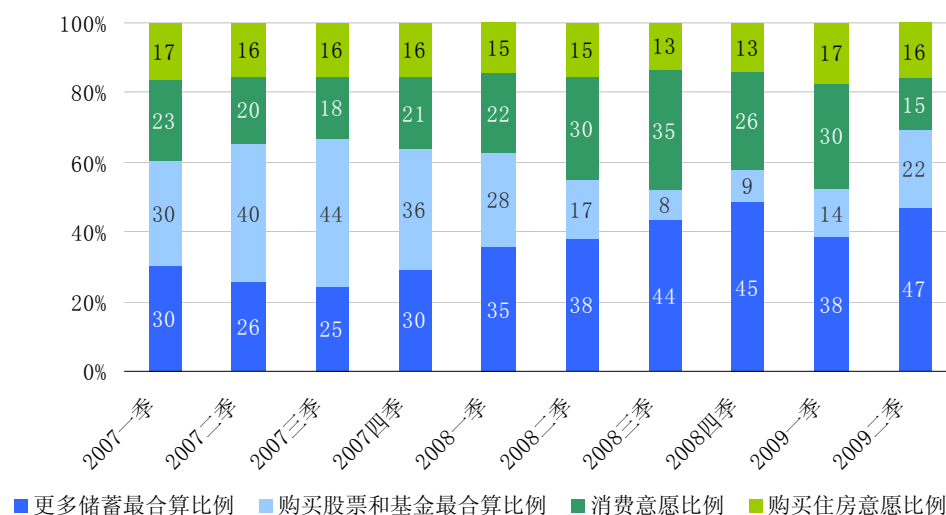


表 6：居民储蓄、投资意愿调查

|         | 更多储蓄最合算比例 | 购买股票和基金最合算比例 | 消费意愿比例 | 购买住房意愿比例 |
|---------|-----------|--------------|--------|----------|
| 2007 一季 | 30.30     | 30.30        | 22.90  | 16.50    |
| 2007 二季 | 26.30     | 40.20        | 19.50  | 15.80    |



|         |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 2007 三季 | 25.40 | 44.30 | 18.30 | 16.00 |
| 2007 四季 | 30.20 | 35.80 | 21.20 | 15.90 |
| 2008 一季 | 35.40 | 27.60 | 22.40 | 14.60 |
| 2008 二季 | 38.10 | 16.80 | 30.00 | 15.10 |
| 2008 三季 | 43.80 | 8.20  | 34.70 | 13.30 |
| 2008 四季 | 44.80 | 8.70  | 26.10 | 12.70 |
| 2009 一季 | 37.50 | 13.80 | 29.60 | 16.70 |
| 2009 二季 | 47.00 | 22.10 | 15.10 | 15.80 |

数据来源：wind 爱建证券

## 2.3 基金发行密集

截至到 6 月 30 日，2009 年上半年共发行基金 57 支，共 1538 亿份。其中股票型 26 支，659 亿份；混合型 13 支，198 亿份；债券型 16 支，558 亿份；货币型 2 支，共 123 亿份。从发行份额数来看，今年 1、2 季度基金的发行份额明显高于前三季。

图 28：基金按季度发行份额图（亿份）

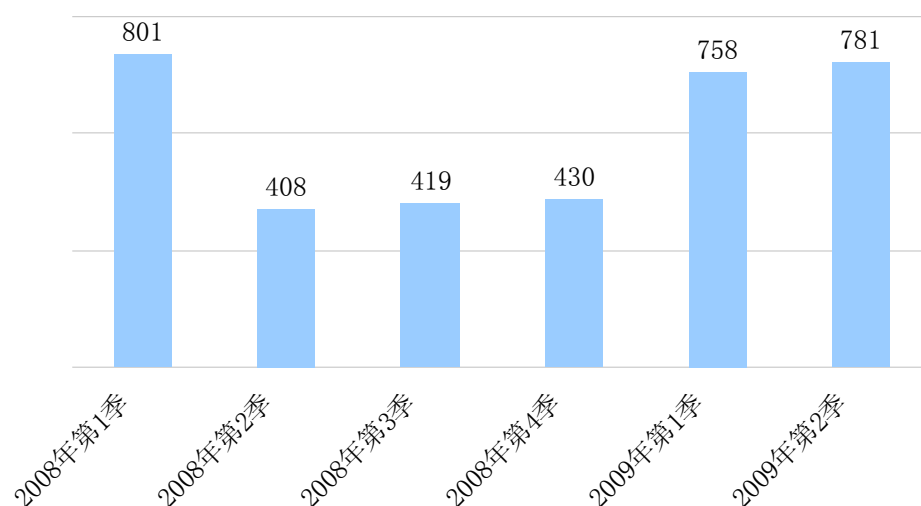
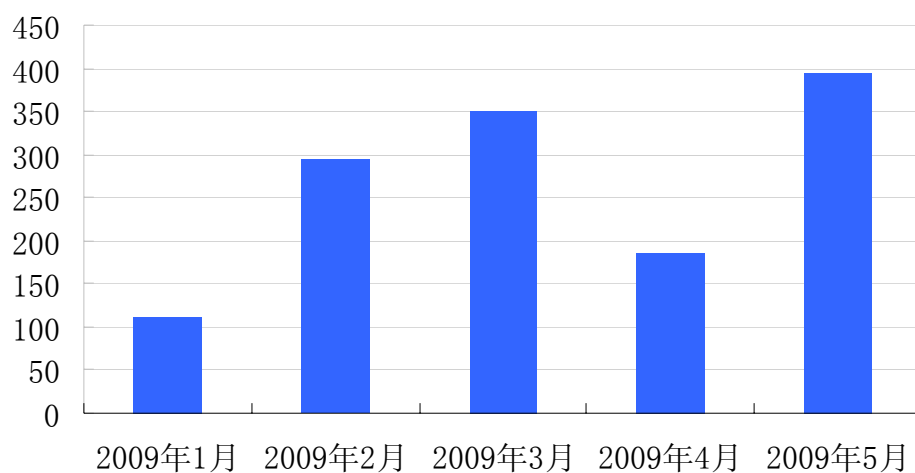


图 29：基金按月度发行份额图





我们认为在 IPO 即将开闸的前提下，监管部门会维持继续基金发行的高水平来增加市场内部资金供给，同时基金发行规模将一直保持在略大于新股发行规模的水平。

## 2.4 大小非实际解禁压力不大

2009 年下半年大小非总解禁量为 5743 亿股。其中 7 月和 10 月是解禁高峰，解禁量分别为 1875 亿股和 3130 亿股。这里需要特别指出，下半年超百亿的解禁股有四支，分别是中国银行 1713 亿股，工商银行 2360 亿股，中国石化 570 亿股以及上港集团 129 亿股，总共占下半年解禁量的 83.09%，可见下半年的解禁压力主要集中在这四支股票上。

表 7：下半年解禁大户详解

|      | 解禁部分主要持有人 | 主要持有人当期解禁占比 | 主要持有人当期减持可能性 | 结论            |
|------|-----------|-------------|--------------|---------------|
| 中国银行 | 汇金        | 100%        | 极低           | 无减持压力         |
| 工商银行 | 汇金、财政部    | 100%        | 极低           | 无减持压力         |
| 中国石化 | 中国石油化工集团  | 100%        | 极低           | 无减持压力         |
| 上港集团 | 上海市国资委    | 70%         | 极低           | 有 39 亿股存在减持压力 |

通过上表分析，剔出了以上四支企业的绝对控股人的解禁份额，下半年余下的解禁份额仅为 1010 亿股。相比于上半年的 1169 亿股的解禁总份数并没有明显的增长。因此我们认为下半年解禁压力并没有市场想象的那么大。

图 30：下半年大小非解禁总量（亿股）

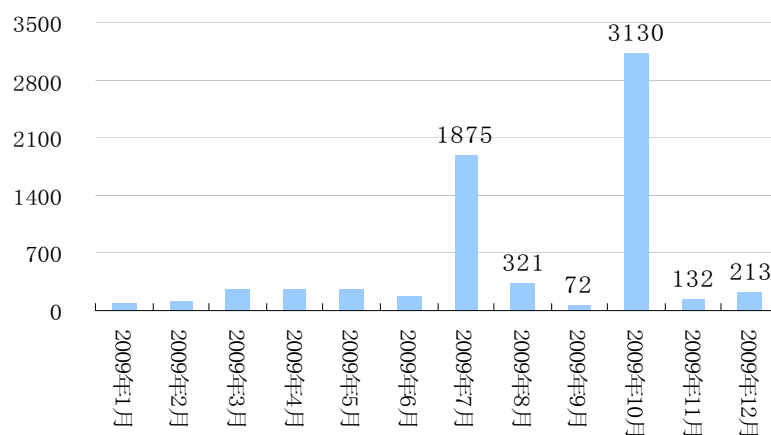


图 31：7 月解禁比例图

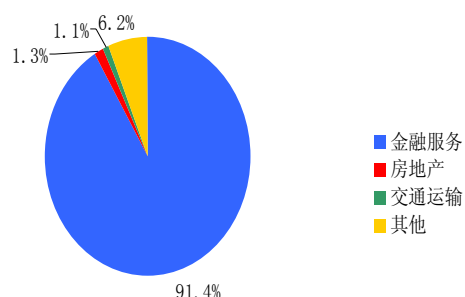
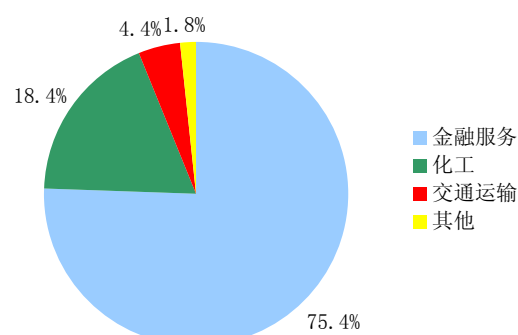


图 32：10 月解禁比例



## 2.5 新股发行规模和节奏在可控范围内，不会对股市造成影响

### 2.5.1 中小板获首单，谨慎试探市场反映

5 月 22 日证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见（征求意见稿）》，暂停 9 个月的 IPO 宣告重启，首单花落中小板桂林三金。在新股开闸前夕，证监会高官曾明确提出要平衡资金需求、控制发行节奏。可以看出，在这经济稍显回暖，市场预期实现的敏感时刻，管理层对于重启 IPO 的态度相当谨慎。目前除了万马，尚有 31 家企业正等待首发批文，这些企业预计发行股数达 144 亿股，计划募集资金 722 亿元。其中，中国建筑拟融资额约 426 亿元，募集金额超过 10 亿的公司还有光大证券、招商证券、成渝高速及珠江啤酒等。这批新股发行的节奏、频率将很大程度上参考市场资金状况和接受度，不会短期内盲目上马。特别是中国建筑，监管部门官员曾明确表示：规模的确太大，不能随便推出，要观察市场反应。

### 2.5.2 新规则，改变新股二级市场抽血现象

另一方面，新指导意见改变了按资金量配售的模式，新股发行造成二级市场的资金分流效应将明显减弱。新指导意见表示：将网下网上申购参与对象分开，任一股票配售对象只能选择网下或者网上一种方式进行新股申购；单个投资者只能使用一个合格账户申购新股，并且设定单一网上申购账户的申购上限，原则上不超过本次网上发行股数的千分之一。这些措施不仅改善了中小规模申购者难以中签的情况，也将缓解二级市场波动，同时形成新股市场化定价。对于中小投资者来说应该说是一利好。可以看出，管理层积极推进股市融资功能恢复的同时，也不忘考虑市场的实际情况，更是进一步完善新股的发行制度，使新股发行更为体现申购公平、维护稳定、定价市场。其呵护之情不言而喻。在这样的情况下，我们认为 IPO 的重启对市场的负面效应有限，不会造成市场较大的资金压力，改变市场振荡向上的趋势。

## 2.6 投资者信心明显回升

年初以来投资者信心有所恢复，6 月期末持仓 A 股数已经达到 08 年以来的新高。市场活跃度即：参与交易的 A 股帐户数比年初也将近翻番。新增基金开户数目前每周维持在 4000-4500 左右。

图 33: 股票账户开户统计

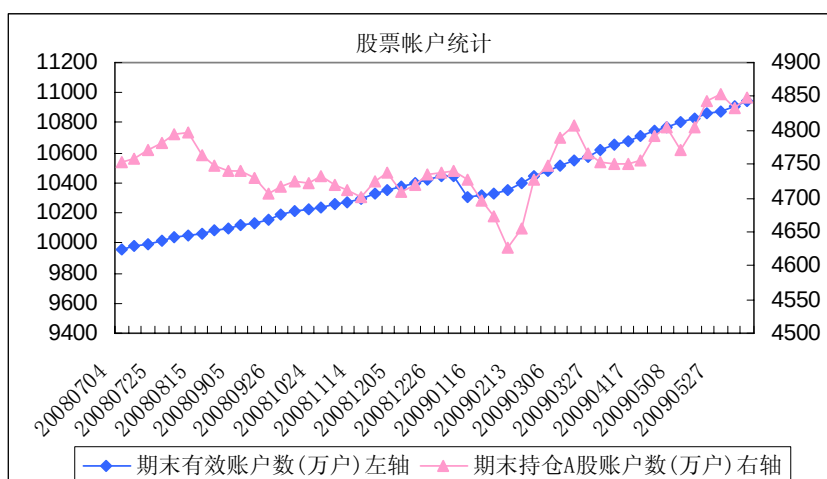
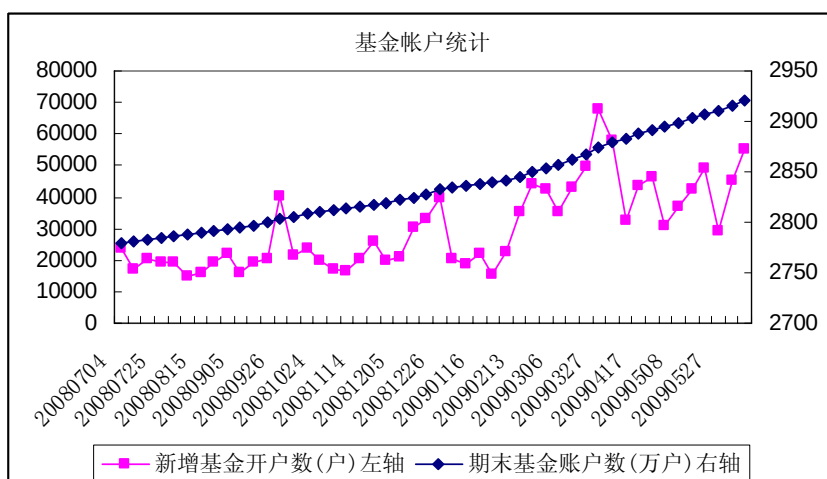


图 34: 基金账户开户统计



## 三、下半年 A 股展望：2500—3500 震荡向上格局

### 3.1 流动性充裕是推动股市上涨的主要动力

#### 3.1.1 我国 M1-M2 增速差与上证指数呈现正相关关系

根据实证研究，我国 M1 增速以及 M1-M2 增速差与上证指数呈现正相关关系。

(1) 在货币供应的各个层次中，狭义货币供应量 M1 是流通中的现金加上各单位在银行的活期存款；广义货币供应量 M2，是指 M1 加上各单位在银行的定期存款、居民在银行的储蓄存款、证券客户保证金。

(2) 如果 M1 增速大于 M2，意味着企业的活期存款增速大于定期存款增速，企业和居民交易活跃，微观主体盈利能力较强，经济景气度上升。如果 M1 增速小于 M2，表明企业和居民选择将资金以定期的形式存在银行，微观个体盈利能力下降，未来可选择的投资机会有限，多余的资金开始从实体经济中沉淀下来，经济运行回落。

(3) 货币供应和股市都是经济的先行指标，都会先于经济做出反映。

2008 年 9 月份以来，央行已经连续 5 次降息 189 基点。2009 年 1 季度 M1 增速-M2 增速处于阶段性底部，与历史上比较处于低位，未来有望将继续上升，从而推动市场上扬。

#### 3.1.2 M1-M2 增速差是推动股市上涨的主要动力

影响股市的因素主要有三个：经济、企业利润和流动性。他们在不同阶段对股市的影响程度也不同。今年以来，信贷投放增速加快，据统计上半年新增信贷规模已超 6 万亿元，流动性充裕显然是推动股市的主要原因，但我们认为，随着时间的推移，另外两个因素（经济回暖和企业利润提升）对股市的推动作用将会逐渐加大，也就是说当前已经具备了上涨的三个重要条件，而这些条件可以用一个指标来表示，那就是 M1-M2 增速差的触底回升。

M1-M2 增速差是三大因素的综合体现。M1-M2 增速差的回升说明三个问题，首先存款活期化的趋势比较明显，增强了资金的流动性；或者由于信贷增加（反应流动性）或者企业经营活动改善（反应企业利润）导致的企业活期存款的回升；又或者居民消费或投资意愿增强（反应经济面）导致的居民储蓄存款的下降，三个原因都有可能导致 M1-M2 增速差的回升，从而对股市产生积极的影响。从影响 M1-M2 增速差的几个因素来看，M1-M2 增速差其实包含了经济面、企业利润、和信贷投放三个方面对股市的综合影响

当前的 M1-M2 增速差还处于历史低位，导致增速差回升的几个因素：存款活期化、信贷投放增加都在前期得以体现，企业经营活动和居民消费意愿也在近期逐步改善（如房地产、汽车、商业零售等部分行业已经有所体现），所以 M1-M2 增速差有望在后期继续回升，这也是推动下半年股市上涨的主要动力。

图 35: M1-M2 增速差额与上证指数关系

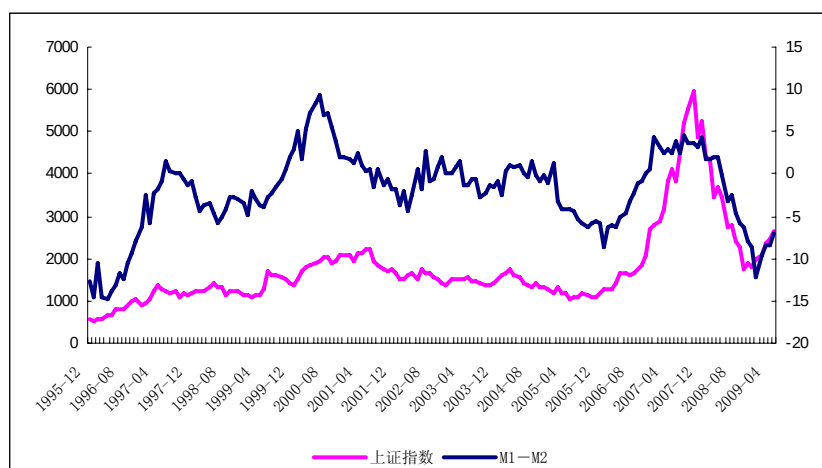


图 36: 1995—2009 年 M1 增速与上证指数关系

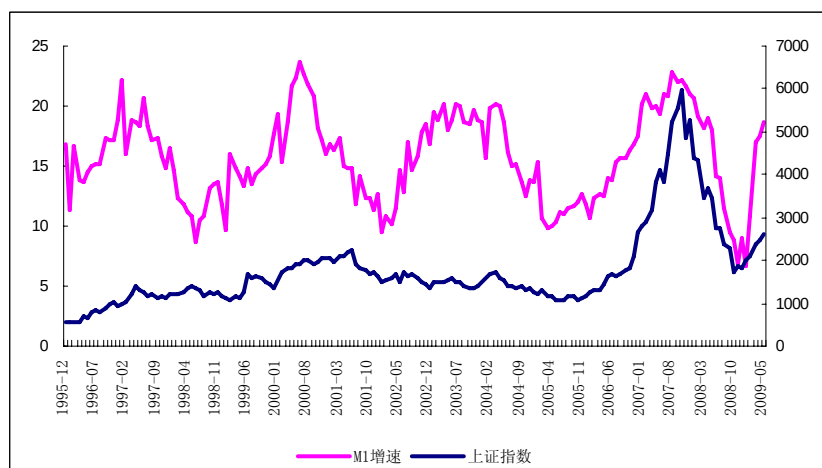


图 37: 货币供应量绝对值图（万亿元）

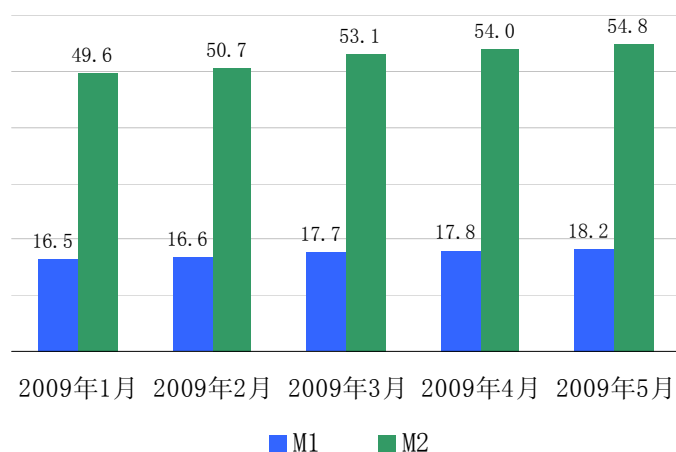
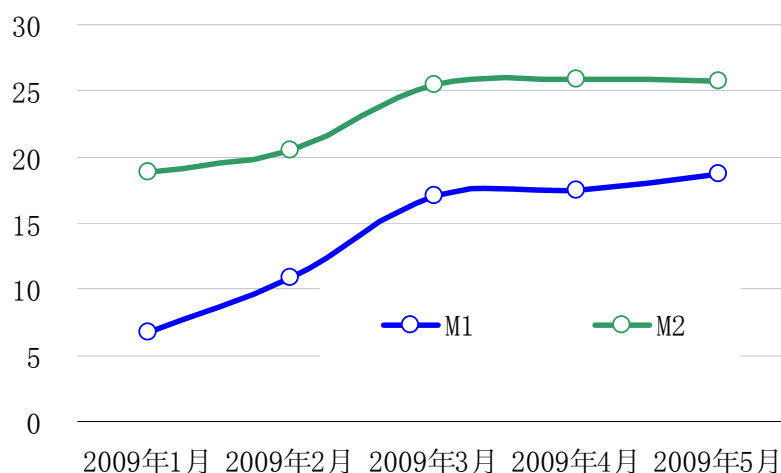


图 38：货币供应量同比增速图（%）



### 3.2 下半年企业业绩提升推动股市上涨

2008 年公布年报的 1624 家上市公司 2008 年实现利润为 8209 亿元，同比下降 16.88%。09 年一季度可比上市公司盈利 2028 亿元，同比增长-25.07%，环比劲增近 5 倍，显示在国家各项宏观经济刺激下，上市公司业绩正走出谷底，好转迹象明显。

基于自上而下的定量模型，我们预测沪深 300 上市公司 09 年的净利润增长 9.1 %

基于自下而上的推算，沪深 300 上市公司 09 年上半年净利润同比增长-22%，全年净利润同比增长 8.8%。由此可见，上市公司业绩增速逐季回升。

表 8：沪深 300 上市公司盈利分析

|         | 2009 年全年预测 | 2009 年上半年预测 | 2009 年 1 季度 | 2008 年全年 |
|---------|------------|-------------|-------------|----------|
| 净利润（亿元） | 8239.42    | 3895.66     | 1911.28     | 7573.18  |
| 同比增长    | 8.8%       | -22.18%     | -23.29%     | -8.84%   |

### 3.3 DDM 模型预测下半年 A 股

根据三阶段 DDM 估值模型，我们预计在中性情景假设下沪深 300 指数的 09 年下半年合理点位 3250 点附近，对应于上证指数合理点位 3150 点。随着流动性充裕、经济复苏明显和市场情绪高亢等因素，年内股指有可能向乐观情景预测的点位靠拢，不排除沪深 300 指数迈上 3500 点及以上到位。

表 9：三阶段 DDM 模型与情景分析

| 各种情景 |        | 显性阶段 |      | 半显性阶段<br>I | 半显性阶段<br>II | 永续阶段    | 09 年合理估值<br>(滚动) | 09 年末<br>合理点位 |
|------|--------|------|------|------------|-------------|---------|------------------|---------------|
| 乐观情景 | 2008 年 | 2009 | 2010 | 2011-2020  | 2021-2030   | 2031 年后 | 30.76            | 3990          |
| 增长率  | -8.8%  | 12%  | 18%  | 45%        | 线性递减        | 3%      |                  |               |
| 股权成本 |        | 8.5% | 8.5% | 8.5%       | 8.0%        | 6.0%    |                  |               |
| 分红率  |        | 30%  | 35%  | 40%        | 线性递增        | 50%     |                  |               |
| 中性情景 | 2008 年 | 2009 | 2010 | 2011-2020  | 2021-2030   | 2031 年后 | 25.63            | 3250          |
| 增长率  | -8.8%  | 8.5% | 10%  | 25%        | 线性递减        | 3%      |                  |               |
| 股权成本 |        | 8.5% | 8.5% | 8.5%       | 8.0%        | 6.0%    |                  |               |
| 分红率  |        | 25%  | 30%  | 35%        | 线性递增        | 50%     |                  |               |
| 悲观情景 | 2008 年 | 2009 | 2010 | 2011-2020  | 2021-2030   | 2031 年后 | 20.41            | 2370          |
| 增长率  | -8.8%  | 0.0% | 5%   | 15%        | 线性递减        | 3%      |                  |               |
| 股权成本 |        | 9.0% | 8.5% | 8.5%       | 8.5%        | 6.0%    |                  |               |
| 分红率  |        | 20%  | 20%  | 35%        | 线性递增        | 50%     |                  |               |

### 3.4 2009 年下半年沪 A 股市场运行区间： 2500—3500 点

综上所述，我们认为在流动性充裕、经济复苏、政策支持以及市场乐观情绪等因素下，我们预计 2009 年下半年 A 股市场延续震荡上行格局，下半年上证综指主要运行区间为 2500 点—3500 点，对应 09 年动态市盈率 18.3—25.6 倍。由于在今年上半年依靠政策刺激所推动的主题性投资行情使得大多数上市公司的股价已经透支了未来的业绩增长预期，因此，下半年度的行情延续在很大程度上要看市场流动性的充沛度。只要市场的流动性不发生问题，那么在此基础上孕育而生的通胀预期性投资行情以及我国政府的保增长所带来的政策延伸性行情将继续推高 A 股市场。

我们判断 2009 年下半年 A 股市场延续震荡上行的概率较大。大盘何时出现调整有三个先决条件：1、流动性的充沛度；2、管理层宏观调控的变化，对 A 股市场而言，IPO 的发行节奏和发行量的变化是重要的风向指标；3、周遍市场的经济运行情况。我们认为上证综指在 2500 点附近有较强的投资安全边际，在 3500 点以上需谨慎。

市场热点方面有望延续 6 月后大盘蓝筹股行情，如果股指期货一旦推出，将加剧机构在大盘权重股上的抢权行为，从而继续推高股指。我们认为板块热点应当围绕三个主题展开：

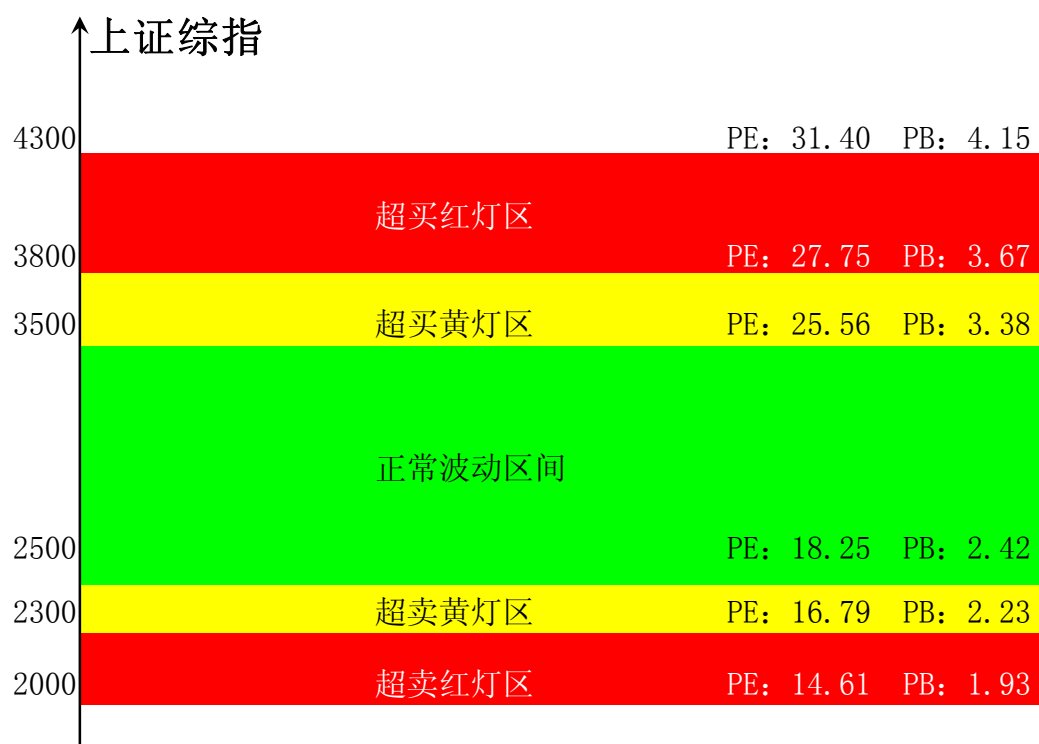
一是有全球通胀预期的资源类板块以及由输入性通胀引发的金融、地产板块；

二是有保增长预期的消费类板块。今年上半年 4 万亿投资规模实施以后，管理层下半年为保增长（全年 8% 的 GDP 增长）将势必在出口贸易和拉动内需方面多做文章，而出口贸易又受制于海外经济的发展情况，所以拉动内需就成为下半年我国政府主要的工作。在 A 股市场中的消费类板块也会有相应的表现，我们认为可以主要关注于产业链的两头，即上游的原材料企业和下游的商品消费领域；



三是具有交易性机会的主题投资，比如说上海本地股中的“两个中心”板块、世博会板块，还有央企企业重组、智能电网和军工概念板块。

图 39：下半年运行区间图



## 第四部分：下半年 A 股投资策略

### 一、下半年 A 股投资策略

由于市场流动性依然充裕、实体经济处于复苏中、政策支持以及市场乐观情绪等因素，我们认为 2009 年下半年 A 股市场将维持震荡走高的格局，上证指数乐观的话预计可能达到 3500 点，但在 3500 点之上我们趋于谨慎，主要是估值高估、企业盈利好转是否符合市场预期、外部经济复苏进程可能发生波动、上半年巨大的流动性释放能否持续等因素。我们认为下半年上证指数主要运行区间：2500—3500 点，对应 09 年动态市盈率 18.3—25.6 倍。

从操作上看，我们划分为三种状况：

- 1、大盘持续上涨阶段：建议超配资源品、金融和地产股板块，仓位控制宜在 70%以上；
- 2、大盘回调阶段：建议平配具有防御性特征的保增长板块，如消费板块，仓位宜在 50%左右。
- 3、大盘横盘整理的相持阶段：建议平配具有交易性机会的主题投资板块，如上海“两个中心”板块与央企重组等板块。仓位控制宜在 50%左右。

从投资主线看，我们认为单靠利好政策为主的主题投资将有所收敛，市场风格转向大盘蓝筹股，建议投资者关注以下三大投资主线：

- 1、有通胀预期的资产价格回升的行业：金融、房地产、有色金属、煤炭、钢铁；
- 2、收益于保增长前提下的消费类板块：汽车、家电、商业零售；
- 3、受益于产业整合和政策支持的主题投资：
  - (1) 上海本地股：上海两个中心、世博会和资产整合板块；
  - (2) 央企重组：航天军工
  - (3) 低碳经济：新能源、智能电网

表 10：建议下半年行业配置

| 超 配          | 理 由                                                               |
|--------------|-------------------------------------------------------------------|
| 金融（银行、券商、保险） | 银行：宏观经济向好是配置银行股的根本原因，信贷构成中占比较大的行业有好转迹象，行业盈利能力增强，估值优势明显，PE 仅 17 倍； |
|              | 券商：经纪业务大幅增长，投行业务重新盈利，经营业绩同比增长，板块面临补涨行情；                           |
|              | 保险：业绩大幅增长、保费收入稳步增长、投资收益大幅增长，通胀受益板块                                |
| 房地产          | 通胀预期、偏暖的政策面、投资性需求持续入市，通胀预期和房价是下半年房地产市场的关键                         |
| 钢铁           | 固定资产投资增速大幅提高催生钢材需求、估值优势犹存                                         |
| 商业零售         | 国家对消费行业的刺激政策，和历史估值水平比较仍较低。消费行情有望在下半年走出增速放缓的困境                     |
| 平 配          |                                                                   |

|      |                                                |
|------|------------------------------------------------|
| 煤炭   | 消费增长乏力，市场供过于求，对煤炭价格形成压力，但煤炭消费季节性上升趋势仍维持        |
| 有色金属 | 受益经济复苏迹象明显、欧美经济触底回升、美元贬值、通胀预期                  |
| 电力设备 | 行业增长明确，智能电网增添主体投资机会                            |
| 工程机械 | 房地产回暖带动混凝土机械销量增长，整个行业最困难时期已经过去                 |
| 汽车   | 政策支持、销量增长、行业复苏力度超预期                            |
| 通信   | 3G 及移动宽带化战略推动光通信子行业景气上升，给设备商和光通信市场带来新机会；存在补涨预期 |
| 食品饮料 | 扩内需背景下行业景气度提升，部分子行业已进入上升周期；同时具备防御性             |

## 二、下半年行业配置

### 2.1 有通胀预期的资源类板块：房地产、金融、有色、煤炭、钢铁

在通胀环境下，产业链最上端的石油、煤炭、黄金、有色等资源类行业将是受益最大的板块，其次是房地产、金融股。房地产将成为通胀和资产泡沫的最大受益者

#### 2.1.1 房地产：通胀预期和房价是下半年房地产市场的关键

##### 1、房地产行业的政策效应分析

我国房地产市场政策市的特征非常明显。尽管政策的推出可能难以对市场起到立竿见影的效果，但是经过一段时间的累积，政策效应最终会明显地影响房地产市场的景气度。

##### 2、地产股的政策效应分析

相较于国房景气指数对政策反应的时滞性，地产股的政策效应敏感性更强，反应更及时。其或在有政策预期时就对政策有一个提前反应，或是在政策出台后的短时间内即迅速消化政策利好，反应的时点早于国房景气指数，反应的时间周期短于国房景气指数。

##### 3、宏观经济与房地产行业

从 2005 年以来 3 架马车对 GDP 的拉动比例来看，投资对 GDP 的平均拉动比例在 30% 左右，而房地产投资占总投资的平均比重约为 16%，占城镇固定资产投资的平均比重约为 20%。2009 年 1 季度 GDP 同比增速已急速降至 6.10%，今年全年 GDP 保 8 的任务仍然艰巨。从历年房地产政策的演变来看，政府对房地产行业的态度始终是希望其平稳健康发展，任何大起大落都不是政府所期望看到的。

##### 4、房地产行业发展趋势预判

房地产市场的持续健康回暖依赖于宏观经济的逐步回暖。而此轮政策刺激和通胀预期带动下的房地产市场的回暖能否持续，主要依赖于以下因素：（1）通货膨胀的可能性及其程度。（2）偏暖的政策面能否持续。政府对房地产行业的一贯态度是希望其平稳健康发展。如果由通胀预期带动的投资性需求持续入市，房价持续非理性上涨，则政策存在转向的风险。

##### 5、投资建议

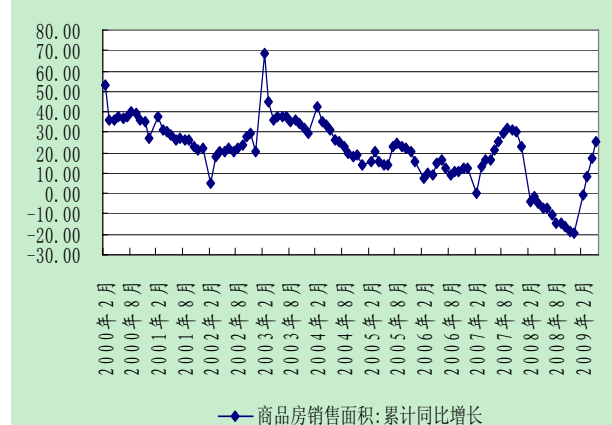
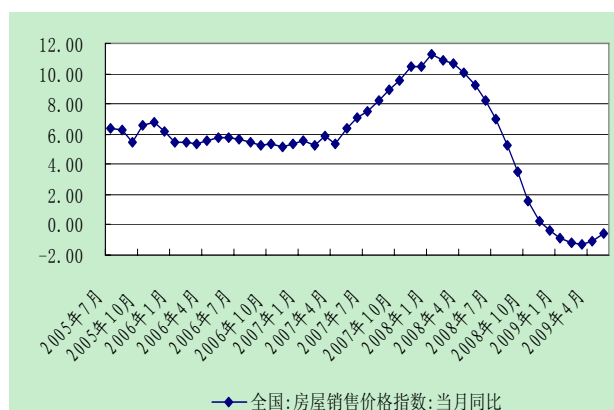
我们认为短期内出现政策转向的可能性不大，除非房价出现非理性的爆发性上涨。此外，政策对房地产行业的影响具有明显的时滞性。即使下半年房地产市场过热导致政府出台抑制性政策，其反应到房地产行业 and 房地产股也需要一定的时间的累积。因此，对于今年下半年的房地产市场和房地产板块我们依然保持谨慎乐观的态度。

##### 6、个股推荐：

保利地产、金地集团、张江高科。

图 40：房屋销售价格指数

图 41：房屋销售面积



数据来源: wind, 爱建证券

## 2.1.2 金融: 银行、券商

### 银行业: 搭载宏观经济良好预期的“幸福列车”

#### 1、流动性或趋不足、资产质量承压较小

下半年银行业的流动性压力整体将会较大。这种压力将来自信贷和债券配置两个层面。资产质量可能承压, 不过用“恶化”一次来形容可能会有些夸张。

#### 2、下半年“银行热点”或将延续

趋势表明, 银行股于2季度开始发力; 保险股基本处于稳步上升走势之中; 而券商股有望面临一轮补涨机会。从技术层面考虑, 银行股近期内或许会面临继续上攻的较大压力。不过, 下半年农业银行的上市, 或许会使得银行股继续吸引不少眼球。

#### 3、银行经营的实质是经营经济, 因此其与宏观经济的紧密联系毋庸置疑

银行不良率尽管总体与宏观经济呈反向变化, 但也仅是国有大行的表现较为显著; 银行资产规模方面, 虽不像不良率这么明显, 但宏观经济对三类银行的影响则按照国有银行、股份制银行、城商行依次有所区别。

#### 4、银行信贷构成中占比较大的行业有好转迹象

社会消费品零售总额反映的情况显示, 从2009年2、3月份开始有见底回升迹象。不过同比增速仍处于2008年7、8月份相对高点之下。本年度至今, 房地产开发投资完成额与上年度的同期相比, 出现明显下滑。同比增速于2009年2月份达到低点, 有逐月回升趋势; 但增速仍处在较低的个位数。制造业于2008年5月份同比增速达到了近三年的最低, 为29.44%。此后至今, 有缓慢回升迹象。

#### 5、A/H 股溢价视算法影响结果有所不同。

在不考虑市场价格(市盈率)情况下, 按照当日汇价计算, 银行个股 A 股市场的表现要强于港股市场, 即 A 股市场价格表现偏高。如果把市场价格考虑进去, 按照当日汇价计算, 银行个股 A 股市场的表现要弱于港股市场, 即 A 股市场价格表现偏低。

#### 6、估值和聚类分析结果

浦发银行、兴业银行和招商银行仍据银行股投资价值前列; 深发展 A、北京银行和华夏银行则由于自身特点分别有必要予以积极关注。而国有大行从资本利得角度考虑, 可做标配之用。

鉴于上述分析, 我们予以银行股“强于大势”评级。

#### 7、个股推荐:

兴业银行、交通银行

### 券商: 行业景气度有望继续升温

#### 1、技术层面显示, 券商板块面临补涨行情

从 4 月 1 日开盘至 6 月 25 日收盘这段时间, 银行板块上涨幅度为 37.61%, 保险板块上涨 17.47%, 而券商板块涨幅仅为 13.81%; 同期, 上证指数涨幅为 23.25%, 沪深 300 指数涨幅为 24.44%。

## 2、诸多因素表明, 上半年的日均交易额可能难以为继

我们估计 09 年全年的日均交易额可能为 1400 亿元左右; 而 09 年下半年的日均交易额则可能下降为 1100 亿元左右。

## 3、主营业务构成上来看, 09 年 1 季度的情形再次显示, 经纪业务的主力地位依然稳固。

中信证券和海通证券的经纪业务净收入占比均有明显攀升, 国元证券的该项业务占比更是大涨到了营业收入的 91.96%。同期, 东北证券占比则有所下降。

4、盈利能力分析来看, 中信证券依然领先, 不过值得注意的是, 海通证券与中信证券的差距在缩小。

对比 08 年 3 季度的情形, 国元证券盈利能力出现了较大下滑, 由原来的第三位下降到了 09 年 1 季度的第九位; 排名有所上升的是宏源证券和太平洋证券。同期, 西南证券位列第三。

## 5、在寻找各券商之间的相似点上, 分析的结果显示:

国金证券和太平洋证券极为相似, 西南证券、国元证券和东北证券虽归为一类, 但其盈利能力评分, 抑或是主营构成上, 均存在较大区别。

## 6、个股估值

虽然佣金率在 09 年有一定下降, 但由于 09 年总体行情要好于 08 年, 故此我们认为 09 年的每股收益总体要好于 08 年。如果按照 09 年全年日均交易额 1400 亿元、佣金率为 1.3% 来算; 我们预计 09 年 9 家券商的平均每股收益可能在 0.58 元左右。受此影响, 市盈率有总体被推高的趋势。

## 7、投资策略

就个股而言, 我们认为有必要关注海通证券、西南证券和宏源证券。相比之下, 中信证券可作标配之用。就券商板块而言, 我们持谨慎乐观态度, 予以强于大势评价。

## 8、个股推荐:

海通证券、西南证券和宏源证券。

### 2.1.3 有色金属: 将受益于中国经济复苏及全球通胀预期

#### 1、中国经济复苏迹象明显

我国前 5 个月固定资产投资增速超过 30%, 出现大幅上扬; 制造业采购经理人信心指数也在近两月出现反弹, 显示在 4 万亿经济政策刺激下, 我国经济有见底回暖迹象。同时我们认为作为国民经济一个重要支柱的房地产和汽车行业的需求也有明显回暖, 显示我国经济已处于一个复苏的通道上。

#### 2、欧美经济触底回升

在欧美发达国家中, 有色金属消费比重最大的是建筑业。美国 4 月份新屋销售达到 33 万套, 连续 3 个月环比上升。而 4 月份成屋销售达到 468, 环比上涨, 显示美国经济有见底回暖的迹象。从欧美日的领先指标变化看, 欧洲、美国采购经理人指数在 42 左右, 低于 50 的经济繁荣/衰退分界线, 但环比来看, 连续 5 个月环比上升, 而消费者信心指数也止住了下滑趋势。

#### 3、美元贬值或是一个长期趋势

美元的走势将很大程度影响以美元计价的金属价格走势。我们认为美国巨额财政赤字和贸易赤字或许迫使美国政府通过美元贬值来转嫁赤字压力。另一方面, 国际货币体系多元化进程将有助于减轻对美元的依赖, 尤其在贸易结算中减少对美元的需求, 美元贬值将是一个长期趋势。不过就短期而言(未来 2—3 月), 我们认为美元继续大幅贬值的空间并不大, 主要原因在于目前市场流动性已得到极大改观, 美联储通过开启印钞机功能以向市场注入流动性的方式不会继续被强化。

#### 4、通缩将进入拐点

目前全世界都在实行量化宽松的货币政策, 而国内前 5 个月新增贷款更是突破 5 万亿, M1、M2 同比增速已达到历史高位。从统计经验来看, CPI 变化相对于 M1、M2 增速有 6 个月滞后期, 我们认为未来 2—3 月通缩进入拐点, 年末及明年初国内经济可能进入一个温和通胀通道中。



## 5、金属价格第 3 季度以振荡为主基调

主要原因在于在从通缩走向通胀的过程中，流动性的增长是最为迅猛的，但我们认为，这一过程可能已接近尾声，未来可能进入一个温和通胀的通道中。而在这一阶段，流动性的增量并不明显，尽管总量很大，因此金属价格的上涨更多依赖于基本面的供求关系。而从实体经济的供求关系来看，基本有色金属品种作为大宗商品，由于其全球定价的特性，行业的复苏不仅有赖于中国经济的复苏，也依赖于世界其他国家如欧洲、美国等地区或国家的经济复苏，而这需要过程。同时，即将到来的第 3 季度是一个传统的消费淡季。

## 6、就品种来看，铜、铅、锌的库存压力最小，供求关系也最为紧张，是此轮上涨幅度最大的品种

但就铜行业而言，国内铜企业的铜精矿自给率很低，相关上市公司业绩的改善对铜价上涨敏感度并不高；铅、锌行业的资源自给率在 50% 左右，高于铜行业，铅锌价格的上涨对业绩改善有较大提振作用，我们相对看好铅锌。铝行业未来的去库存化和去产能化压力最大，原铝是价格涨幅最小的品种。不过由于的国内房地产市场下半年的复苏以及海外汽车市场的复苏以及流动性因素，我们认为原铝价格未来的补涨空间更大一些。

## 7、投资策略

有色板块目前的估值已基本反映了通胀预期，过高的估值需有待基本面夯实，我们给予整个板块“中性”评级。

## 8、个股推荐

南山铝业、金钼股份、紫金矿业、海亮股份、西部矿业。

### 2.1.4 煤炭：美元贬值与供给过剩的尖峰较量，需求不足和产量替代的非稳均衡

#### 1. 营业状况分析：

2009 年，煤炭价格显著下降，煤炭行业主营业务收入增速大幅下滑。2009 年 1 季度，煤炭行业主营业务收入同比增长 20.76%，远低于 2008 年 1 季度的 40.80% 和 2007 年 1 季度的 33.03%。随着近年来煤炭行业政策性成本的上升，主营业务成本的提高还将继续。目前，资源税改革方案已提交，2009 年煤炭生产再次面临一定的成本提升威胁。

#### 2. 需求分析：

下游行业生产状况不佳，煤炭消费增长乏力。重化工业初级阶段的典型特征是各产品产量快速提升，而中期阶段则是结构的逐步优化，那么，在本轮金融、经济危机影响逐步淡化的后续各年中，我国煤炭消费总量增长可能逐步放缓。我们预计，2009 年合成氨产量的年度增速约在 3% 以下；而产能过剩在一定程度上对水泥行业的景气造成了影响；同时，钢铁行业 2009 年焦煤需求的恢复仍需要一段时间；另外，火电发电量还是处于明显的逐步回暖之中。

#### 3. 供给分析：

政策性限产效果有限，2009 年煤炭产量总体增长趋势不变。近年来，我国原煤产量月度增速均值基本维持在 10% 左右。2009 年 4 月，原煤产量增速下滑到 7.93%，然而，随着夏季用电高峰的到来，原煤产量增速重上 10% 的机率很大，2009 年后续月份原煤产量增速保持 10% 高增长是大概率事件。山西省煤炭资源整合并未对我国原煤产量构成明显影响，产量替代使得总量过剩局面在 2009 年得以维持。总体而言，2009 年煤炭消费增长乏力，供过于求局面仍将维持，从而对煤炭价格形成压力。

#### 4. 价格分析：

季节性回暖趋势不改，然上升幅度偏小。2007 年以来，美元指数和国际原油价格表现出明显的负相关趋势。2009 年 2 月以来，随着美元的逐步贬值，国际原油价格快速回升。同时，具有国际煤炭现货价格标杆作用的澳大利亚 BJ 现货价格与国际原油价格走势高度一致。以往年经验而言，5 月份秦皇岛动力煤价格进入缓步上升阶段，而上升速度在 6 月底夏季用电高峰来临之前明显加快。然而，2009 年的 5 月，价格稳步上升的现象并没有如期出现。虽说动力煤需求的季节性上升趋势不会改变，然而，直到 2009 年 5 月底，直供电厂库存仍维持在较高水平。那么，即使 6 月底电厂开始集中补充库存，相



信其幅度将小于往年。

#### 5. 2009 年下半年投资建议:

2009 年煤炭消费增长乏力,供过于求局面仍将维持,从而对煤炭价格形成压力;煤炭消费季节性上升趋势虽得以维持,然而价格上升幅度较为有限。

#### 6、个股推荐:

给予平庄能源、国投新集、盘江股份、煤气化、大同煤业五公司“推荐”评级。

### 2.1.5 钢铁行业:下半年业绩持续改善,当前估值优势犹存

#### 1、固定资产投资增速大幅提高催生钢材需求。

受政府 4 万亿财政经济政策刺激,固定资产投资增速 2009 年以来强劲回升。2009 年前 5 个月,固定资产同比增长 32.8%,而实际固定资产投资增速在 40%左右,我们认为固定资产投资的大幅增加使得对钢材的需求实质性回暖。我们维持在《钢铁行业第 2 季度的投资策略》的判断—09 年粗钢需求 5.1 亿吨,较 08 年有所回升。

#### 2、房地产投资或接力固定资产投资。

作为我国经济一大支柱的房地产行业出现了积极变化。进入 2009 年以来,房屋销售面积有明显回暖,尽管新开工面积和房屋施工面积仍在低位,但我们认为房屋销售面积得回暖将会刺激房地产商房地产投资,增加新屋开工面积。我们认为下半年固定资产投资不太可能继续保持这么高的速度增长,但下半年房地产投资的回升会抵消掉固定资产投资回落的风险。同时汽车需求的旺盛也将带动相应板材的需求。

#### 3、并购重组在下半年可能加速。

6 月 12 日工信部副部长杨学山日前表示正在研究制定《钢铁企业兼并重组条例》;6 月 19 日温总理在考察河北钢铁集团时强调要加大企业兼并重组力度,钢铁行业目前集中度不高,应该是一个重点领域;另外,从提高铁矿石谈判的话语权的角度看,提高行业集中度具有更迫切意义。

#### 4、盈利预测与分析。

进入二季度以来,引发钢厂亏损的高价原料消耗已到尾声,目前钢厂原料的采购一方面来源于现货,另外一方面 08-09 年度的铁矿石长期协议在今年 4 月份到期,原料成本环比已出现较大降幅。同时,钢材价格也出现连续数周的上扬,钢厂盈利空间再次出现。估计二季度钢铁企业能够盈亏平衡。对于下半年第三、第四季度的形势,我们认为三季度全行业会实现赢利,而第四季度赢利将继续回升。总体而言,2009 年,钢铁行业将能够保持赢利,与 2008 年基本持平。

#### 5、投资策略。

我们认为钢铁行业下半年业绩将有明显改善,而目前市净率 1.9 倍左右,仍具有一定的估值优势,我们给与“优于大市”评级。

#### 6、个股推荐:

宝钢股份、马钢股份、凌钢股份、八一钢铁。

## 2.2 受益于保增长前提下的消费类板块:汽车、家电、商业零售

### 2.2.1 汽车行业:整合重组是汽车行业未来发展趋势

#### 1、销量继续增长,下半年仍会延续

1-5 月,汽车行业实现销量 495.7 万辆,同比增长 14.3%,比 1-4 月(9.4%)加快近 5 个百分点;其中,乘用车 366.1 万辆(同比增长 21.2%),商用车 129.6 万辆(同比增长-1.56%)。但子行业增长步调不一:交叉型、基本型对于行业增长贡献最大。

目前的汽车销量有 3 个特点：

- (1) 主力车型下沉，如：交叉型（微客、微卡）同比增 50.78%（占乘用车比重进一步提高）
- (2) 二三线城市增幅大于沿海一线城市
- (3) 基本型、交叉型乘用车率先走出销量低谷，引领行业增长，客车有望在下半年起复苏。

总体而言，政策作用的效果已经显现，交叉型、货车的销量增长就是最好的证明。

## 2、行业由局部复苏漫延至多个细分行业

交叉型乘用车已经一片繁荣，基本型乘用车、SUV 热度重燃实体经济复苏程度直接影响 MPV 能否超预期增长以旧换新、汽车下乡等政策护航，轻、微客（卡）等受益更大。基建投资加大、物流逐步活跃带动卡车销量增长。大、中客销量仍在底部整固，预计有望在年底复苏。上游零部件行业也被带动

## 3、行业仍享受着相对宽松的外部环境

行业发展最终依赖于需求的推动，除了销量增长，我们认为，汽车行业还享受着相对宽松的外部环境，这包括多项政策的推动、成本回落明显、二次去存货让公司轻装前行，等等。因此，“量升利不增”的局面已得到逆转。

## 4、基本面已经迎来改善，股价探底回升

我们认为，汽车股本轮行情的演绎可能经历 4 个阶段，包括：估值全面回升、政策密集发布期的强力支撑、对于行业复苏预期下的推动和行业基本面转好估值回升。长期来看，宏观经济走向从根本上决定车市未来方向，经济复苏的力度是决定行业能否持续向上的关键。

尽管在二季度投资策略中，我们预测全年汽车增长约 8.2%，但鉴于行业恢复速度之快，我们将这一数据上调 4.3 个百分点至 12.5%，即预测全年销量为 1055 万辆。当然，这依赖于行业能否全面好转以及好转的程度。

## 5、行业整合重组的事件有望成为推动股价上扬的催化剂

在《产业调整振兴规划》的指引下，各个地方的扶持政策相继出台，外部环境的变化也是诱因之一。今年起至未来的 2—3 年，整合重组是行业发展趋势之一。

## 6、投资建议与重点公司推荐

我们给予汽车整车行业“强于大势”的投资评级，对于投资策略的选择，我们认为可以采取以下路径：（1）行业龙头、明确业绩增长的公司，如一汽轿车、上海汽车、福田汽车、江铃汽车、中国重汽、潍柴动力；（2）存在整合预期、或正处整合之中的公司，如一汽轿车、江淮汽车、长丰汽车；（3）有望在下半年复苏的子行业，主要是客车类公司，如宇通客车、金龙汽车；（4）汽车零部件企业，如华域汽车、万丰奥威、一汽富维等。

### 2.2.2 商业零售：政策保驾，防御佳品静待行业全面复苏

1、申万零售行业上半年整体表现略显平淡，平均涨幅要弱于大盘表现。但板块内个股表现仍较为活跃，重组并购等题材因素还是层出不穷。

今年一季度 60 家零售企业的整体业绩较去年第四季度出现反弹，但其中各企业净利润下降却成为普遍现象。商家的大力促销致使企业毛利率下降和当期费用率的提升是造成零售企业净利润下滑的主要动因。

2、今年 4、5 月份的节日小长假期间各地销售火爆，在一定程度上带动了零售企业销售收入的快速回升。

我国目前消费市场的数据主要包含描述消费市场现状的指标和对消费市场构成影响的指标。就目前的有关行业的主要指标来看，1-5 月份社会消费品零售总额实际和名义值总体上呈现出企稳回升的迹象。其中服装、金银珠宝、日用品等销售增速较快，而汽车和家电的销售也有逐步加快的迹象。此外，截止 3 月份，批发和零售行业企业家信心指数和消费者信心指数也双双回稳并出现反弹。

3、今年以来国家进一步出台了消费行业的刺激政策，各地方政府也积极行动起来落实相关指导意

### 见的具体要求。

目前以围绕促进城市和农村消费、促进优质流通企业做大做强和提升消费信心为导向的政策正在进一步得以深化开展，总体上可以说政策面正处在量变转质变的关键时刻。

通过对宏观消费数据的分析，我们看到现阶段消费正逐渐脱离下行通道，有企稳的迹象。个别耐用消费品在政策刺激下的消费能力快速释放，显示出居民实际消费能力还有很大的提升空间。随着宏观经济的好转和消费者信心逐渐恢复后，零售行业经营状况将进一步好转。结合去年CPI指数的变化以及社会消费品零售总额的变化情况，我们预计消费行情有望在下半年走出增速放缓的困境，4季度后消费增速有望赶超上年同期水平。

**4、经过二季度零售股一定程度的回调后，零售行业整体估值水平较一季度有所提高，但和历史估值水平比较仍较低。**

目前零售行业静态平均市盈率为36倍，动态平均市盈率为27倍，其中百货平均市盈率25倍，超市平均市盈率29倍，家电连锁市盈率27倍。总结零售行业的历史静态市盈率水平，当前行业估值仍低于历史平均水平，具有一定的溢价空间。

### 5、投资策略：

简单回顾从行业景气高点下滑以来子行业的整体表现，统计得出规律是在经济周期和行业周期的双重高点，零售子行业的业绩表现顺序为百货-家电连锁-超市；而如果经济在回暖的时期超市行业受益于CPI上升的幅度则较大，之后是百货和家电的进一步回暖。因此，结合几方面的情况我们还是给予百货和家电行业“推荐”的投资评级，给予超市行业“中性”的投资评级。个股方面除了继续看好那些治理较好、估值相对合理的各子行业龙头公司和有资产注入或重组并购可能的公司以外，上海本地商业股和下半年业绩很有可能好于预期以及和去年相比具有明显业绩弹性的企业也是值得有所关注的。

### 6、个股推荐：

重庆百货、新华百货及苏宁电器等公司。

## 2.3 主题投资：

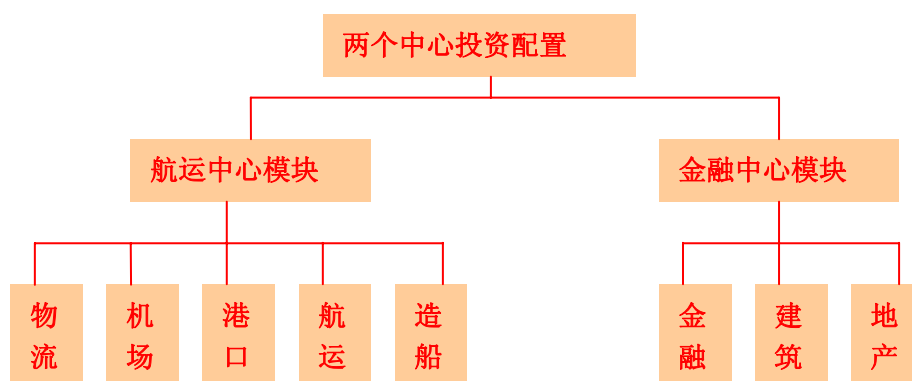
### 2.3.1 转型+整合——上海两个中心、世博会和资产整合

#### 1、上海两个中心建设

09年4月29日，国务院发布了《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》，上海的“双中心”建设路线在国家战略层面得到了确认。该意见指出上海“双中心”建设的目标是，到2020年，基本建成与中国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心；基本建成航运资源高度集聚、航运服务功能健全、航运市场环境优良、现代物流服务高效，具有全球航运资源配置能力的国际航运中心。

当前，沿海地区的外向型经济遭受到国际金融危机的巨大冲击，作为区域中心的上海市经济增长速度下滑明显，上海市经济增长方式和模式遭遇到前所未有的危机。不同于上海市多年前提出的“四中心”建设，在国际金融危机背景下，政府从国家战略的高度提出“双中心”建设，意味着更为明确的区域定位、更多的资源倾斜和更强的政策导向，给困顿中的上海经济发展带来新的战略性发展机遇。上海建设“国际金融中心”与“国际航运中心”的目标定位将明确上海制造业和服务业产业的发展方向，长达11年的战略规划也将为上海本地的金融、航运、基础设施建设等板块带来长远利好影响，以此为突破点加快推动上海经济转型和持续发展。

图 42：两个中心投资配置思路图

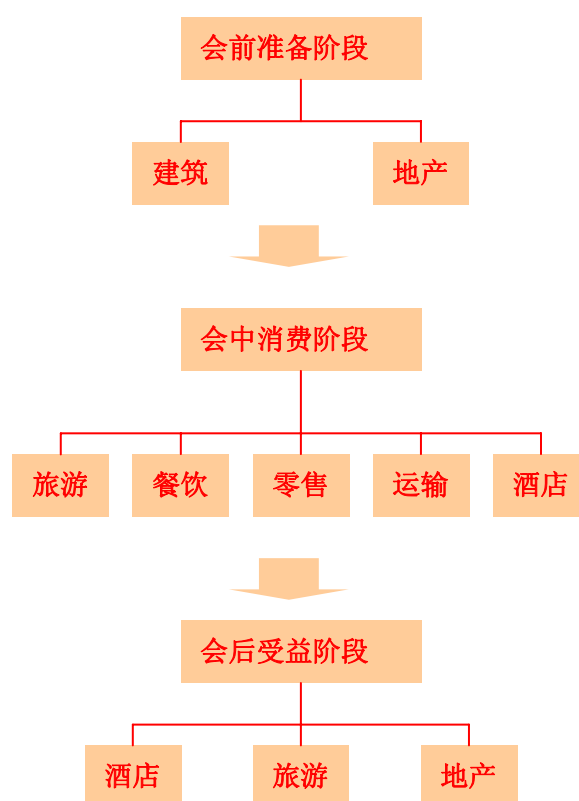


## 2、世博会

2010 年 5 月 1 日开幕的上海世博会已经进入了紧张的一周年倒计时状态，世博园区的各项建设也已经进入了高峰期，世博会对上海经济发展的推动作用日益清晰。从历史经验来看，历届世博会都会给举办城市带来“世博效应”，带动举办城市基础设施、旅游、交通、房地产、商业、会展业等一系列产业的发展。世博经济发展机遇主要包括两个阶段：第一阶段，即世博会筹备期，主要是以场馆和配套基础设施投资建设为主，基建和房地产开发等行业直接受益；第二阶段为世博会营运期，围绕世博会形成的消费需求为主，旅游、酒店、餐饮、交通等行业受益。当然，在世博结束之后，由于交通等基础设施的完善和城市知名度的提高，后世博效应还将继续惠及到举办城市的旅游、交通、地产、会展等下游产业。据测算，世博会将生成 30 亿美元的直接投资，并会带来 150 亿至 300 亿美元的延伸投资，半年展会期将吸引 7000 万参观人次，由此带来的旅游收入将达 800 亿元。

随着世博会召开的逐步临近，世博主题下受益公司市场活跃度逐步增强。根据举办世博会的城市历史经验，股市中存在明显的会前投资、会中消费的论动规律。因此，建议根据世博会的建设进度，重点把握上海本地股中投资和消费的轮动机会。

图 43：世博会板块投资路线



### 3、国资整合

未来几年，将是上海市经济转型的关键之年，也是上海市国资国企的整合之年。上海国资总量目前约占全国十分之一，地方国有控股上市公司逾 70 家。截至 2008 年末，上海地方国有资产净值约为 11500 亿元，同比增长 12.5%；市国资委系统内企业可实现销售收入 7226 亿元，同比增长 6.1%。从国家政策方面来看，“积极推动上市公司并购重组，促进产业结构调整升级”被列为 2009 年证券监管工作八大重点之一。从本地政府政策意图来看，上海政府多次表达了加快本地国企改革，提升本地公司价值的决心。2009 年 4 月，上海市委、市政府召开国资国企改革发展工作会议，从国资布局、企业发展、国企改革、法人治理和国资监管等方面确定了未来三至五年上海国资国企改革发展的目标。上海市国资委主任杨国雄指出，2009 年上海国资系统将围绕实现资产证券化目标，加快推进国有企业整体上市、优质资产注入上市公司和兼并收购。上海近期严峻的经济形势也有助于加快国资整合的步伐。

无论从上市公司家数与上市公司总市值看，上海已成为名副其实的资本王国。但是，上海上市公司作为展示上海形象的重要平台，并不具有较强的代表性。上海整体证券化水平相对较高，流通市值占比较大，但行业集中度不高，支柱与重点产业上市公司与产业优势不匹配，盈利与营运能力与上海整体水平相比也较低。上海经济近期面临的经济形势，“双中心”建设路线的明确和，都将加快未来上海市利用资本平台整合上海市的产业资产的力度。未来上海国资国企改革的重点将着力于完善产业布局、整合经营资源、提升竞争力以及推动资产证券化进程。换言之，未来几年，上海国资系统相关企业将不可避免地迎来一场整合及重组大潮，而资本市场中的上海板块势必逐步壮大，其中蕴含的投资机会则不言而喻。

#### （1）大集团资产整合平台：

上海国资委主任杨国雄明确表态：要细化国资战略调整方向，加快国资向战略产业、支柱产业集



聚。包括六大集团（上汽、电气、华谊、锦江国际、百联、国际港务）在内的大集团将成为下一步整合的重点对象。由于上汽集团、电气集团、国际港务三大集团已有较大的资产整合动作，未来整合空间小，因此我们更加关注百联集团、锦江集团、华谊集团和光明集团未来的整合动作。

## （2）处于整合进程中的上市公司

表 11：处于整合进程中的上市公司

| 整合中的上市公司 | 集团     | 持股比例   | 进展情况                                            |
|----------|--------|--------|-------------------------------------------------|
| 上实医药     | 上海实业集团 | 43.62% | 目前已经开始整合                                        |
| 上海机场     | 上海机场集团 | 53.25% | 集团在 2006 年股改承诺：将通过上市公司整合集团内航空主营业务及资产即虹桥机场注入上市公司 |
| 外高桥      | 外高桥集团  | 62.54% | 已注入集团下属 3 家公司，占集团总资产 66%，其主要盈利性核心资产均注入上市公司      |

## （3）区国资委大力支持的上市公司

上海本地的国有资产主要由上海国资委控股，除浦东新区外，其他各区拥有的上市公司资源有限，只有 1 至 2 家。在区国资委层面，如果各区政府需要进行资本运作，那么区内有限的上市公司资源将是很好的平台。

表 12：区国资委大力支持的上市公司

|         |                                                                                |
|---------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 浦东新区国资委 | 上工申贝（24.44%） 陆家嘴（57.64%） 外高桥（62.54%）<br>浦东金桥（43.82%） 张江高科（53.50%） 浦东建设（43.82%） |
| 静安区国资委  | 上海九百（19.59%）                                                                   |
| 卢湾区国资委  | 益民百货（39.04%）                                                                   |
| 金山区国资委  | 金山开发（33.13%）                                                                   |
| 崇明县国资委  | 亚通股份（32.51%）                                                                   |

## （4）有资产注入预期的大集团小公司

表 13：有资产注入预期的大集团小公司

| 大集团          | 小公司                       |
|--------------|---------------------------|
| 上海地产（集团）有限公司 | 中华企业（36.17%） 金丰投资（38.96%） |
| 上海城建（集团）公司   | 隧道股份（36.58%）              |
| 上海交运（集团）公司   | 交运股份（36.58%）              |
| 上海建工集团总公司    | 上海建工（56.41%）              |
| 华虹（集团）公司     | 上海贝岭（27.81%）              |
| 上海兰生（集团）有限公司 | 上海兰生（62.50%）              |
| 长江经济联合发展集团   | 长江投资（46.11%）              |

（5）壳资源：重点关注资产负债率低、诉讼少、没有 B 股的上市公司，如仪电集团的上海金陵、飞乐音响、飞乐股份；地产集团的锦江投资；锦江集团的中西药业；百联集团的友谊股份等

表 14：壳资源公司

| 代码     | 公司      | 行业    | 总股本<br>(亿股) | 流通 A 股<br>(亿股) | B 股<br>(亿股) | 资产负债<br>率 (%) | 大股东                | 持股<br>比例 (%) | 诉讼 | 诉述金额<br>(亿元) |
|--------|---------|-------|-------------|----------------|-------------|---------------|--------------------|--------------|----|--------------|
| 600621 | 上海金陵    | 电子元器件 | 5.24        | 5.24           | 0.00        | 37            | 上海仪电控股(集团)公司       | 17.71        | 无  |              |
| 600651 | 飞乐音响    | 电子元器件 | 5.60        | 5.60           | 0.00        | 40            | 上海仪电控股(集团)公司       | 6.26         | 无  |              |
| 600654 | 飞乐股份    | 电子元器件 | 7.55        | 7.55           | 0.00        | 45            | 上海仪电控股(集团)公司       | 12.20        | 无  |              |
| 600606 | 金丰投资    | 房地产   | 3.90        | 2.58           | 0.00        | 48            | 上海地产(集团)有限公司       | 38.96        | 无  |              |
| 600650 | 锦江投资    | 交通运输  | 5.52        | 2.33           | 1.61        | 23            | 锦江国际(集团)有限公司       | 38.54        | 无  |              |
| 600827 | 友谊股份    | 商业贸易  | 4.29        | 1.50           | 1.63        | 71            | 上海友谊复星(控股)有限公司     | 6.31         | 原告 |              |
| 600842 | 中西药业    | 医药生物  | 2.16        | 2.16           | 0.00        | 49            | 上海医药(集团)有限公司       | 55.09        | 被告 | 1.54         |
| 600843 | 上工申贝    | 机械设备  | 4.49        | 1.40           | 2.44        | 75            | 上海市浦东新区国有资产监督管理委员会 | 24.44        | 被告 | 1.18         |
| 600604 | *ST 二纺机 | 机械设备  | 5.66        | 3.34           | 2.33        | 50            | 太平洋机电(集团)有限公司      | 41.92        | 被告 | 0.17         |

表 15：上海本地股下半年度股票池

| 序号 | 代码     | 公司名称 | 行业   | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 09PE  |
|----|--------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 1  | 600000 | 浦发银行 | 金融服务 | 2.21  | 2.25  | 2.42  | 18.9  |
| 2  | 600837 | 海通证券 | 金融服务 | 0.4   | 0.45  | 0.53  | 36.6  |
| 3  | 600663 | 陆家嘴  | 房地产  | 0.49  | 0.54  | 0.61  | 47.7  |
| 4  | 600675 | 中华企业 | 房地产  | 0.43  | 0.52  | 0.67  | 30.7  |
| 5  | 600748 | 上实发展 | 房地产  | 0.31  | 0.39  | 0.44  | 64.7  |
| 6  | 600895 | 张江高科 | 房地产  | 0.37  | 0.49  | 0.68  | 37.1  |
| 7  | 600284 | 浦东建设 | 建筑建材 | 0.32  | 0.5   | 0.87  | 26.8  |
| 8  | 600009 | 上海机场 | 交通运输 | 0.45  | 0.5   | 0.62  | 30.8  |
| 9  | 600018 | 上港集团 | 交通运输 | 0.21  | 0.19  | 0.21  | 30.2  |
| 10 | 600692 | 亚通股份 | 交通运输 | 0.08  | 0.11  | 0.19  | 78.0  |
| 11 | 600708 | 海博股份 | 交通运输 | 0.32  | 0.28  | 0.31  | 29.3  |
| 12 | 600834 | 申通地铁 | 交通运输 | 0.15  | 0.19  | 0.23  | 49.1  |
| 13 | 600655 | 豫园商城 | 商业连锁 | 0.48  | 0.65  | 0.84  | 26.6  |
| 14 | 600754 | 锦江股份 | 旅游酒店 | 0.5   | 0.57  | 0.58  | 33.4  |
| 15 | 600832 | 东方明珠 | 传媒   | 0.14  | 0.17  | 0.25  | 64.3  |
| 16 | 600649 | 城投控股 | 公用事业 | 0.53  | 0.43  | 0.64  | 32.1  |
| 17 | 600272 | 开开实业 | 商业   | 0.23  | 0.009 | 0.2   | 915.6 |
| 18 | 600607 | 上实医药 | 医疗制药 | 0.53  | 1.5   | 0.62  | 12.9  |

\* 按 6 月 30 日股价计算  
(数据来源：爱建证券)



### 2.3.2 央企重组

国务院国资委主任李荣融近日表示，国资委将组建新资产公司推进央企重组，目前 80% 国资已注入到上市公司。在确保稳定的前提下积极推动央企重组，并称现在是国企兼并重组的好时候。种种迹象表明，央企重组并购即将提速，提速主要从两个方面反映出来。首先在政策法规层面，此前出台的十大产业振兴规划中，鼓励兼并重组成为这些产业政策的共同点。而不久前，财政部和国家税务总局联合发文，明确对企业合乎规定的股权收购等行为适用特殊性税务处理，以减轻企业重组的税务负担。其次从工作进度上讲，未来一年半时间内，央企数量将至少减少 38 家。

投资者可以从三条思路来选择个股，一是主业与央企集团资产相当，很可能通过资产注入而实现整体上市；二是同一央企集团的多家上市公司主业相似的上市公司，并购重组的可能性较大；三是不关系国家经济命脉、国家安全行业的央企，或者在行业内排名难以进入前三的央企，重组的可能性也较大。

表 16：央企旗下唯一上市公司

| 证券代码   | 证券简称 | 央企名称            | 持股比例 (%) | 所属行业 |
|--------|------|-----------------|----------|------|
| 601088 | 中国神华 | 神华集团            | 73.86    | 煤炭   |
| 600058 | 五矿发展 | 中国五矿集团公司        | 63.49    | 商业   |
| 002051 | 中工国际 | 中国工程与农业机械进出口总公司 | 62.04    | 工程   |
| 600582 | 天地科技 | 煤炭科学研究总院        | 61.9     | 机械   |
| 600263 | 路桥建设 | 中国交通建设股份有限公司    | 61.06    | 基建   |
| 600161 | 天坛生物 | 中国生物技术集团公司      | 56.27    | 医药   |
| 600500 | 中化国际 | 中国中化集团公司        | 55.76    | 化工   |
| 600489 | 中金黄金 | 中国黄金集团公司        | 52.4     | 有色   |
| 000786 | 北新建材 | 中国建材股份有限公司      | 52.4     | 材料   |
| 600583 | 海洋工程 | 中国海洋石油总公司       | 51.36    | 采掘业  |

#### 央企重组可重点关注航天军工板块

根据航天军工集团公司来分大致可以把航天军工板块分别四大块：航天、航空、兵器、核工业。目前由航一集团、航二集团整合新成立了中国航空工业集团，预计后面还将整合航天科技集团和航天科工集团为中国航天工业集团，整合兵器工业集团与兵器装备集团为中国兵器集团，中国核工业集团目前只有一家上市公司中核科技。目前已经进行资产整合动作较大的是航空与兵器两大集团，航天与核工业集团板块目前动作较少，后面更值得关注。

表 17：航天军工板块上市公司

| 集团         | 主要上市公司                                                                             |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 中国航天科技集团公司 | 航天机电(600151)、航天动力(600343)、火箭股份(600879)、中国卫星(600118)                                |
| 中国航天科工集团公司 | 航天信息、航天晨光(600501)、航天电器(002025)、航天通信(600677)、航天长峰(600855)、航天科技(000901)、中兴通讯(000036) |
| 中国航空工业集团公司 | 西飞国际(000768)、中航精机(002013)、力源液压(600765)、贵航股份、哈飞股                                    |

|            |                                                                                         |
|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
|            | 份(600038)、洪都航空(600316)、东安动力(600178)、*ST 昌河                                              |
| 中国兵器工业集团公司 | 新华光(600184)、中兵光电、北方创业(600967)、晋西车轴 (600495)、凌云股份(600480)、北方国际(000065)、长春一东(600148)、北方股份 |
| 中国兵器装备集团公司 | 长安汽车、中国嘉陵(600877)、天兴仪表                                                                  |
| 中国核工业集团公司  | 中核科技                                                                                    |

### 2.3.3 智能电网：智能电网前景无限

#### 1、智能电网成为多个国家战略选择

目前，包括中、美等国在内的多个国家都开始研发或实践智能电网建设，由于各国的起点和需求各不相同，因此对于智能电网的概念、标准各异。我国将在 2020 年全面建成坚强的智能电网。

#### 2、建设坚强的智能电网，设备制造是关键

国家电网每年 2000 多亿的投资中，70%以上要转化为设备和材料，因此输变电设备产品受益明显。我们看好：

(1) 输变电环节中的柔性交流输电系统(FACTS)、超高压特高压设备（如变压器、高压开关气体、绝缘全封闭组合电器等）、特高压控制保护设备、数字化变电站等，用电环节中的智能电表；

(2) 有助实现“信息化、数字化、自动化和互动化”的电网调度、电力市场等“软件”。

智能电网是我国电网未来发展投资方向，将成为体现装备制造业在新能源、新技术领域的综合实力，相关产品需求的增加，将带动相关上市公司业绩提升。

#### 3、超、特高压设备：锦上添花

我国的智能电网是建立在“一特四大”的能源发展战略之上，特高压地位举足轻重。在特、超高压变压器、组合电器、开关领域有良好竞争力的公司可以进入我们的投资标的。

#### 4、数字化变电站：推广步伐加快

变电站是输电环节的核心部分。数字化变电站技术是当今最先进的电力自动化技术，代表着电力技术发展的方向。数字化变电站的应用已逐步展开。

国内数字化变电站标准制定正在进行中。国内已有数个数字化变电站顺利投运，运行时间最长的已近三年，总的来看设备运行平稳，各类数据采集、传输无误，保护和自动装置动作正常。说明数字化变电站的技术运用到实际中已初步通过实践的检验，满足了安全、稳定的系统运行要求。国电南自（600268）、国电南瑞（600406）、许继电气（000400）是这一领域的第一梯队。

#### 5、智能电表：政府补贴有助加快推广

目前，业内对于智能电表尚没有形成完全明确定义，但基本可以达成的共识是，智能电表作为配用电环节的计量工具，依赖先进的通信技术，实现对电力运行状态的掌控和相关参数的测量、互换等。我们认为，尽管存在一定的更新需求，但要将大范围更换智能电表提上日程为时尚早，如若采取政府补贴的形式，这将适当加快推广的进程。按照智能电网建设的 3 个阶段来看，我们预计对于智能电表需求的增长可能要到 2-3 年后才能有明显体现。总体而言，短期内难以体现到公司业绩上。

#### 6、电网调度自动化有望先期受益

电网调度与电力市场有助实现电网的“信息化、数字化、自动化和互动化”，有利于提高电网的稳定性、增加新能源上网比重、减少电网损耗。国网公司总经理曾特别强调，智能电网以坚强网架为基础，包含电力系统的六个环节，电网调度就是其中之一。

#### 7、投资策略

对于下半年投资策略的选择，我们认为主要还是在新能源上做文章。行业的高估值也是由于市场的热捧所致。这让我们更需要寻找有业绩支撑的公司，而适当回避过高估值的公司。

事实上，国网已经把智能电网列入新能源的范畴，目前市场普遍预期即将出台智能电网的发展规划。因此，输变电行业景气程度仍然维持高位，我们看好特变电工（600089）、国电南瑞（600406）、荣信股份（002123）。

## 附 表：09 年下半年爱建 30 股票池

| 序号 | 代码     | 公司   | 行业             | 评级   | EPS   |       |       | 09 上半年<br>涨幅 | 09PE  |
|----|--------|------|----------------|------|-------|-------|-------|--------------|-------|
|    |        |      |                |      | 07    | 08    | 09    |              |       |
| 1  | 600395 | 盘江股份 | 煤炭             | 推荐   | 0.32  | 1.076 | 1.39  | 130.92%      | 18    |
| 2  | 000968 | 煤气化  | 煤炭             | 推荐   | 0.677 | 1.33  | 0.97  | 88.58%       | 17    |
| 3  | 600231 | 凌钢股份 | 钢铁             | 推荐   | 0.8   | 0.44  | 0.35  | 103.84%      | 25.7  |
| 4  | 600399 | 抚顺特钢 | 钢铁             | 推荐   | 0.05  | 0.07  | 0.07  | 81.65%       | 97.6  |
| 5  | 002203 | 海亮股份 | 有色             | 推荐   | 0.5   | 0.44  | 0.644 | 96.37%       | 20.6  |
| 6  | 601168 | 西部矿业 | 有色             | 推荐   | 0.8   | 0.24  | 0.2   | 142.29%      | 75    |
| 7  | 600068 | 葛州坝  | 建筑             | 推荐   | 0.37  | 0.487 | 0.71  | 35.71%       | 17    |
| 8  | 600284 | 浦东建设 | 建筑             | 强烈推荐 | 0.5   | 0.39  | 0.5   | 47.28%       | 28    |
| 9  | 002122 | 天马股份 | 机械设备           | 推荐   | 2.02  | 1.9   | 1.27  | 6.19%        | 22.5  |
| 10 | 600089 | 特变电工 | 电力设备           | 推荐   | 0.63  | 0.84  | 0.79  | 14.00%       | 23    |
| 11 | 002028 | 思源电气 | 电力设备           | 推荐   | 1.65  | 1.26  | 0.91  | 26.00%       | 24    |
| 12 | 600150 | 中国船舶 | 交运设备           | 推荐   | 5.53  | 6.28  | 5.81  | 66.00%       | 11    |
| 13 | 000800 | 一汽轿车 | 汽车             | 推荐   | 0.35  | 0.67  | 0.86  | 1115.04%     | 17.4  |
| 14 | 600975 | 新五丰  | 食品饮料           | 推荐   | 0.17  | 0.05  | 0.15  | 36.41%       | 69    |
| 15 | 000568 | 泸州老窖 | 食品饮料           | 推荐   | 0.89  | 0.91  | 1.11  | 59.41%       | 26    |
| 16 | 600309 | 烟台万华 | 化工             | 推荐   | 0.89  | 0.91  | 0.85  | 55.70%       | 19    |
| 17 | 601166 | 兴业银行 | 银行             | 推荐   | 1.75  | 2.28  | 2.3   | 154.18%      | 13.6  |
| 18 | 601601 | 中国太保 | 保险             | 推荐   | 1.12  | 0.17  | 0.2   | 101.26%      | 125   |
| 19 | 000562 | 宏源证券 | 券商             | 推荐   | 1.39  | 0.37  | 0.5   | 77.78%       | 40.2  |
| 20 | 600048 | 保利地产 | 房地产            | 推荐   | 1.3   | 0.91  | 0.92  | 93.68%       | 30.3  |
| 21 | 600383 | 金地集团 | 房地产            | 推荐   | 1.31  | 0.5   | 0.64  | 147.62%      | 25.2  |
| 22 | 600663 | 陆家嘴  | 房地产/上海<br>本地股  | 推荐   | 0.4   | 0.47  | 0.52  | 92.39%       | 49.1  |
| 23 | 600675 | 中华企业 | 房地产/上海<br>本地股  | 推荐   | 0.43  | 0.67  | 0.52  | 182.98%      | 30.69 |
| 24 | 000063 | 中兴通讯 | 通讯             | 强烈推荐 | 1.3   | 1.24  | 1.3   | 35.40%       | 21.6  |
| 25 | 600487 | 亨通光电 | 通讯             | 推荐   | 0.48  | 0.64  | 0.89  | 114.65%      | 23.6  |
| 26 | 600785 | 新华百货 | 商业零售           | 推荐   | 0.62  | 0.63  | 0.78  | 74.31%       | 24    |
| 27 | 600729 | 重庆百货 | 商业零售           | 推荐   | 0.49  | 0.8   | 0.94  | 58.99%       | 24    |
| 28 | 600009 | 上海机场 | 交通运输           | 推荐   | 0.88  | 0.45  | 0.5   | 35.69%       | 31    |
| 29 | 600708 | 海博股份 | 交通运输/上<br>海本地股 | 推荐   | 0.31  | 0.323 | 0.28  | 78.82%       | 29.6  |
| 30 | 600832 | 东方明珠 | 传媒/上海本<br>地股   | 推荐   | 0.33  | 0.14  | 0.172 | 59.30%       | 47.7  |

## 投资评级说明

### ● 公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘跌幅 5%以上

### ● 行业评级：

强于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间；

弱于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅 5%以上；

## 重要声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。