

日期: 2009 年 6 月 30 日



屠骏

021-53519888*1931

tu-jun@citiz.net

李剑峰

021-53519888*1972

lijianfeng86@hotmail.com

俞佐杰

021-53519888*1932

yuzuojie@sigchina.com

报告编号

TJ09-M0107

相关报告

2009 年春季投资策略——锚定确定性投资

在复苏曙光中拥抱新希望

——2009 年下半年 A 股投资策略

■ 主要观点:

宏观经济复苏到微观企业盈利

自第二季度开始,随着经济刺激效应的逐渐显现,主要经济体开始出现降势趋缓、逐渐触底的积极变化,而中国经济则显露出明显的底部运行并逐步回升的信号。展望 2009 年下半年,相比上半年而言,一方面经济复苏的不确定性在减少,另一方面经济复苏的基础尚不牢固。在这种情况下,为了巩固既有的复苏趋势,宽松的货币政策将延续,积极的财政政策将由前期的规模扩张为主转向更加注重结构优化,同时,受需求复苏和价格回升的带动,中游企业的盈利状况将逐渐恢复。

期待: 估值回升向业绩驱动的切换

我们认为当前市场对 09 年净利润增长的一致预期偏于乐观,未来盈利增长上调的空间也有限。但是我们判断 9 月份 PPI 将见底回升,届时将向市场释放出工业企业利润回升,制造业下游需求复苏的积极信号,因此 9 月份将成为下半年 A 股市场业绩驱动的关键时点,2009 年动态估值依然存在回升空间。

趋势判断: 先抑后扬、重心上移

我们认为 09 年下半年沪深 300 指数与上证指数的核心波动区域分别为 2650-3520、2400-3300。极限高点 3700 点。主要趋势特征是先抑后扬、重心上移。其中我们建议重点关注 9 月份 PPI 数据见底回升给市场带来的新的业绩回升的拐点性驱动因素。

投资策略: 寻求资产重估与需求复苏的投资机遇

2009 年下半年的主要策略原则是——寻求资产重估与制造业需求复苏中的波段机会、兼顾防御性行业阶段性估值优势显现带来的交易性机会。

行业配置建议: 通胀受益与需求复苏

我们认为:金融、房地产、煤炭、建筑建材、电信设备、汽车、食品饮料、商业零售、生物医药等行业在 09 年下半年存在比较明显的投资优势。而投资主题主要可以从上海“两个中心”建设与世博会主题、新能源主题、创投资产重估主题等线索来考虑。2009 年下半年股票组合是:浦发银行、中国平安、招商地产、恒源煤电、上海汽车、泸州老窖、荣信股份、武汉凡谷、重庆百货、天坛生物。

目 录

一、经济环境：宏观经济复苏到微观企业盈利. 错误！未定义书签。	
1、宽松的货币环境得以延续..... 错误！未定义书签。	
2、规模扩张下的结构优化效应..... 错误！未定义书签。	
3、关注中游：微观企业盈利的复苏..... 22	
二、市场环境：业绩驱动打开估值空间 错误！未定义书签。	
1、期待：估值回升向业绩驱动的切换... 错误！未定义书签。	
2、泡沫初期与通胀预期下股票资产仍具吸引力错误！未定义书签。	
三、市场趋势判断 28	
四、投资策略和建议 29	
1、投资策略..... 29	
2、行业配置建议..... 29	
3、主题投资建议..... 35	
4、2009 年下半年股票投资建议 36	
五、2009 年度上海证券研究所重点关注股票 38	

图

图 1 主要发达经济体的降息进程 错误！未定义书签。	
图 2 美国长期利率走高 住房市场承压..... 4	
图 3 美国的货币供应情况..... 5	
图 4 欧元区的货币供应情况..... 错误！未定义书签。	
图 5 日本的货币供应情况..... 错误！未定义书签。	
图 6 日本的贷款情况..... 8	
图 7 中国宽松货币政策的进程 错误！未定义书签。	
图 8 中国的货币供应及信贷高增长 错误！未定义书签。	
图 9 中国的信贷结构逐步优化 错误！未定义书签。	
图 10 国际资本再次流入中国 错误！未定义书签。	
图 11 中国的经济增长率高于发达经济体 27	
图 12 固定资产投资高增长 错误！未定义书签。	
图 13 中央项目投资增速下降..... 错误！未定义书签。	
图 14 财政收支状况制约后续政府投资.. 错误！未定义书签。	
图 15 民间投资初步回暖..... 错误！未定义书签。	
图 16 房地产投资持续回升..... 错误！未定义书签。	
图 17 企业投资资金来源依旧充裕 错误！未定义书签。	
图 18 消费对经济增长的贡献率提升 错误！未定义书签。	
图 19 消费平稳增长中显现结构改善 错误！未定义书签。	
图 20 外需趋于弱势稳定 错误！未定义书签。	
图 21 一般贸易依旧未见起色 错误！未定义书签。	
图 22CRB 指数与美元指数走势相反 错误！未定义书签。	

图 23 美元指数将企稳	错误! 未定义书签。
图 24 RMPPI 与 CBR 走势趋同	错误! 未定义书签。
图 25 下游通缩已经有所改善	错误! 未定义书签。
图 26 上下游价格分化有利企业盈利恢复	错误! 未定义书签。
图 27 PPI-RMPPI 扩大企业利润空间	错误! 未定义书签。
图 28 中游行业自下而上复苏	错误! 未定义书签。
图 29 A-H 股溢价指数	27
图 30 全部 A 股 PE、PB	28
图 31 世界主要股市的估值比较	29
图 32 沪深 300 指数与道琼斯指数、恒生指数的相对估值 ..	30
图 33 全部 A 股季度业绩同比与环比	32
图 34 沪深 300 指数与 09 年净利润预期变化	33
图 36 PPI 与工业增加值同比同向变化	33
图 37 PPI 与宏观经济景气指数同向变化	34
图 38 股票资产与房地产出租年收益率、5 年期国债收益率 ..	35
图 39 美国普通股收益率与 CPI 变化比较	35
图 40 基金开户数与大盘股指数同向变化	35
图 41 大盘股指数与 M1-M2 同向变化	36
图 42 大、小盘股的相对估值变化	37
图 43 2009 年行业估值比较	38
图 44 下半年重点关注行业滚动 PB	39
图 45 下半年重点关注行业相对沪深 300 指数的滚动 PE	39
图 46 2009 年上半年政策受益组合表现 (经过除权修正)	39
图 47 估值优势组合表现	40

表

表 1 主要发达经济体的定量宽松货币政策	5
表 2 A 股整体静态 PE 和 PB 数据历史分布统计	23
表 3 沪深 300 指数最近 1 月的净利润增长一致预期	24
表 4 下半年风格轮动有利于大盘股	26
表 5 三阶段股利贴现模型中的 A 股 PE 情景分析	错误! 未定义书签。
表 6 09 年下半年上证指数的核心波动区间在 2400-3300 ...	36
表 7 2009 年下半年行业配置评级	35
表 8 上海证券 2009 年下半年股票组合	37
表 9 2009 年度上海证券研究所投资组合表现统计	38
表 10 2009 年下半年上海证券研究所重点关注股票	40

一、经济环境：宏观经济复苏到微观企业盈利

自第二季度开始，随着经济刺激效应的逐渐显现，主要经济体开始出现降势趋缓、逐渐触底的积极变化，而中国经济则显露出明显的底部运行并逐步回升的信号。展望 2009 年下半年，相比上半年而言，一方面经济复苏的不确定性在减少，另一方面经济复苏的基础尚不牢固。在这种情况下，为了巩固既有的复苏趋势，宽松的货币政策将延续，积极的财政政策将由前期的规模扩张为主转向更加注重结构优化，同时，受需求复苏和价格回升的带动，中游行业的盈利状况将逐渐恢复。

1、规模扩张下的结构优化效应

■ 政府投资高增长下的民间投资初步回暖

(1) 目前的政府投资高增长不可持续

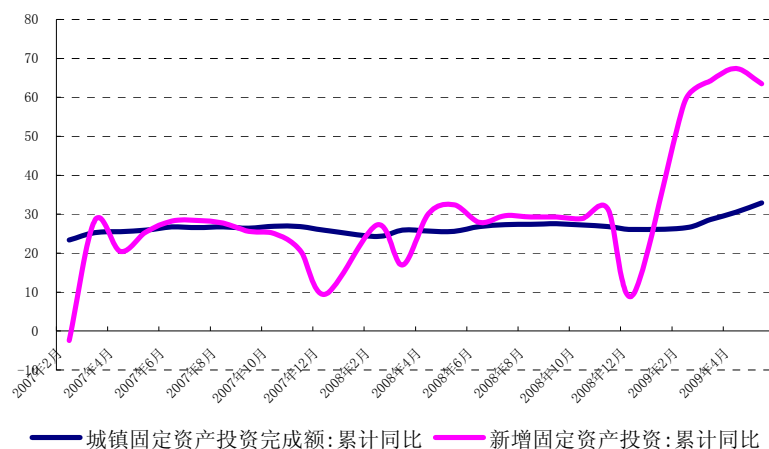
自去年 11 月份 4 万亿经济刺激计划出台之后，投资在中国保增长中发挥了重要作用。截至 5 月末，固定资产投资累计同比增速达 32.9%，为 5 年来的最大增幅。在前期的投资高速增长当中，政府投资成为主导力量，这从新增投资和中央投资项目快速增长可以看出，这在第一季度经济持续低迷时表现地尤为明显。

截至 4 月 30 日，2009 年中央政府公共投资预算 9080 亿元中已累计下达 5189 亿元，完成预算的 57.1%；其中，已下达新增投资 2884 亿元，占今年新增投资 4875 亿元的 59.2%。加上 2008 年四季度下达的新增中央投资 1040 亿元，新增投资已累计下达预算 3924 亿元，占 1.18 万亿的 33.3%。

但从年初开始，受经济不景气影响，财政收入增速一直在负区间运行，而财政支出却维持在高位，财政收支状况决定了目前政府投资高增长的态势不可持续，这从近期中央项目投资增速有所回落可以看出。

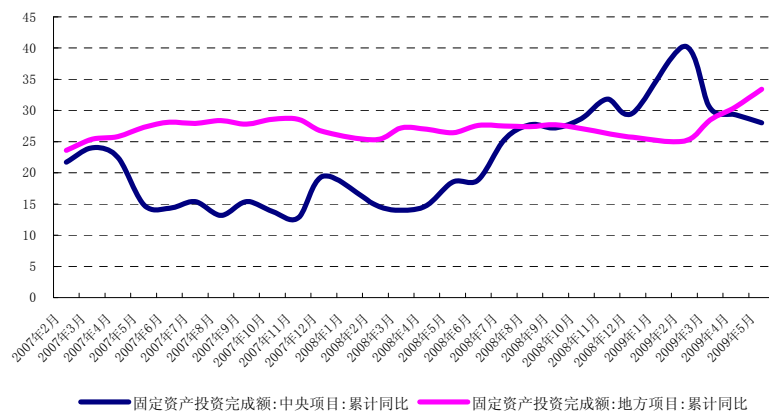
不过政府投资高增长的不可持续并不意味着投资增速会快速回落，其中的主要原因有：第一，年度的新增政府投资尚未约 1/3 没有投放，后期政府投资仍有“弹药”；第二，在经历了前期政府投资高速增长以及经济复苏迹象显露之后，民间投资有望接力政府投资成为新的推动力量。

图 1 固定资产投资高增长



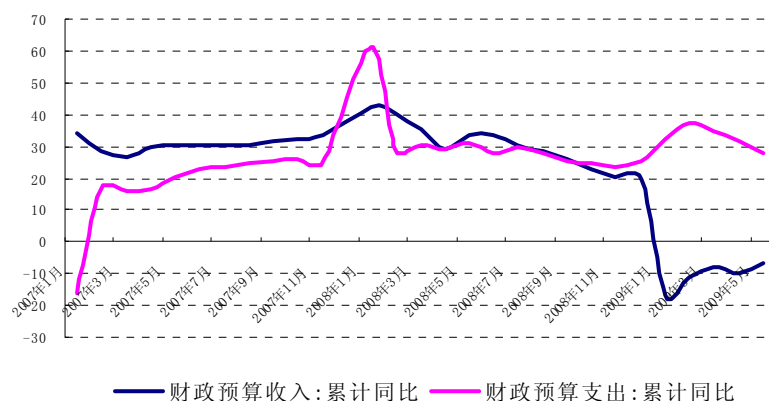
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 2 中央项目投资增速下降



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 3 财政收支状况制约后续政府投资



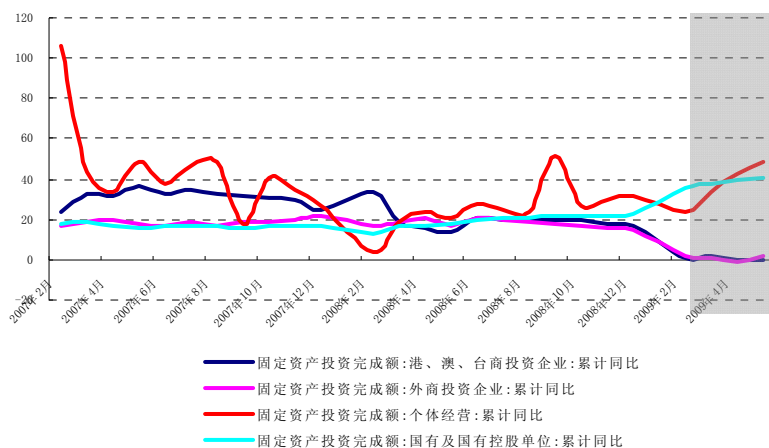
数据来源: Wind 上海证券研究所

(2) 民间投资初步回暖

如前所述,目前政府投资的高增长不可持续,这从第二季度国有及国有控股单位投资增速趋缓可以得到印证。但与此同时,民间投资则开始出现转暖迹象,这主要体现在三个方面:第一,私营企业投资增速出现明显回升;第二,外商投资企业投资增速有所抬头,港澳台商投资企业投资增速结束下行趋势并在底部平稳运行;第三,在固定资产投资中占比约 20%的房地产投资增速持续上升。

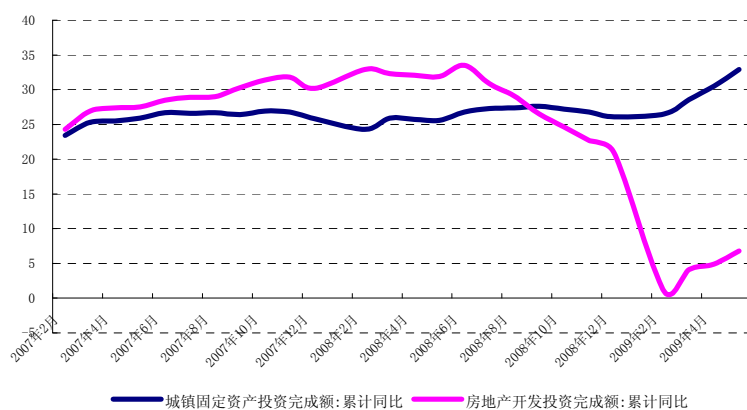
另外,从图 6 可知,企业存款余额增速与企业自有资金投资增速具有正相关关系,而且在一定程度上呈现先行影响。自年初以来,企业存款增速持续上升,这说明一方面企业自发投资有着充裕的资金来源,另一方面,后期企业运用自有资金进行投资将继续增加,民间投资有望接力政府投资。

图 4 民间投资初步回暖



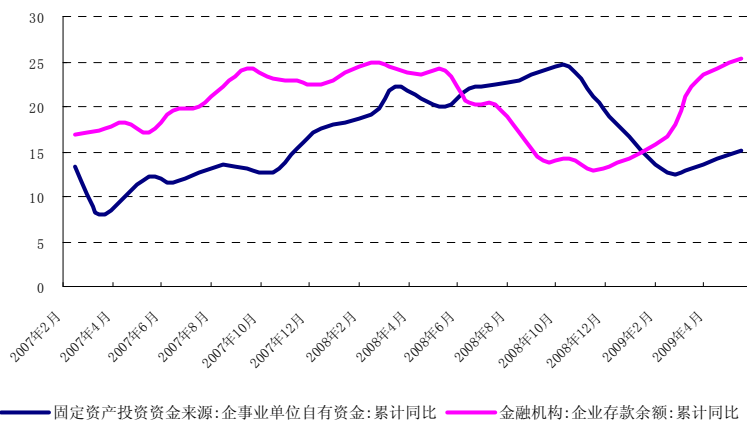
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 5 房地产投资持续回升



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 6 企业投资资金来源依旧充裕



数据来源: Wind 上海证券研究所

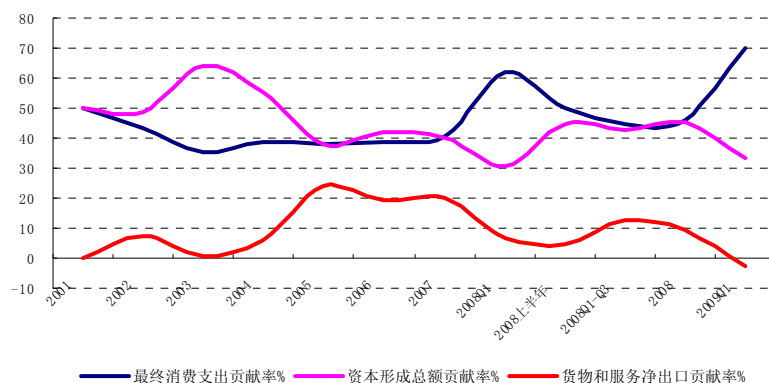
■ 内需政策的结构优化: 拉动居民消费

虽然投资在当前保增长中发挥了重要作用,但是如果没有来自出口和国内消费方面有效需求的支持,前期投资的高增长必然带来后期新的产能过剩,因此,从经济可持续发展角度讲,目前投资的高增长态势是不可长期持续的。这一点其实早就被管理层所认知,这从3月份“两会”通过的2009年预算案中可见一斑。4万亿投资计划中,中央新增投资1.18万亿,其中2008年投放4875亿,2009年投放5885亿。由此可见,管理层并不寄希望于单纯依靠投资来实现今年保八的目标。在外部需求的恢复难以左右的情况下,拉动居民消费的内需结构优化政策必然成为政策的重点。

自年初开始,管理层在增加投资的同时,也出台了一些旨在提振消费的政策措施,如家电下乡、汽车摩托车下乡、改善商品流通环节以及强化社会保障体系建设等。这些措施既包括短期刺激效果,也包含长期改善目的。今年以来,消费增速虽然由去年年中的高位滑落,但已经连续实现稳定增长,今年第一季度,消费对经济增长的贡献率由2008年末的45.7%升至69.7%,这表明刺激消费的政策措施已经取得了积极效果。

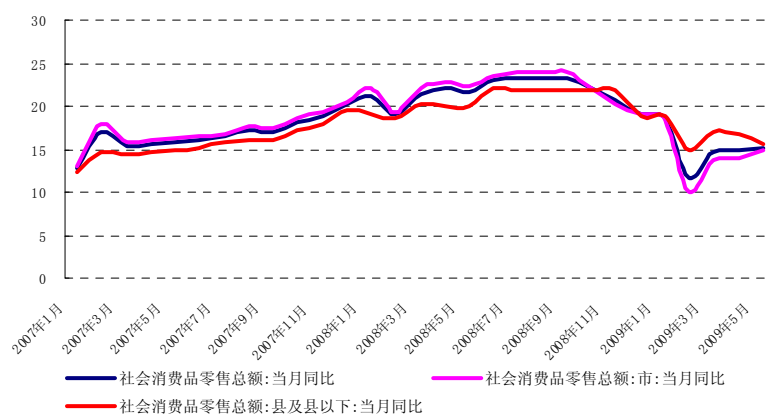
前期刺激消费的政策措施更多地惠及农村,由此出现了农村消费增长快于城市消费增速的结构性改善。由于农村消费具有广阔的提升空间,因此农村消费仍是今后的政策重点。同时,给予家电、汽车“以旧换新”补贴则更倾向于刺激城市消费的升级换代,后期城市消费增速也有望实现提升。商务部今年的5-11月份开展一系列消费主题活动,以及成立消费金融公司等鼓励负债消费措施的出台,表明刺激消费将贯穿于全年的保增长过程当中。另外,扩大消费不仅是短期保增长的需要,也是我国长期经济结构调整的必然要求,因此,拉动居民消费将成为中国长期的经济政策。

图7 消费对经济增长的贡献率提升



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

图 8 消费平稳增长中显现结构改善



数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 外需：趋于弱势稳定 尚难全面复苏

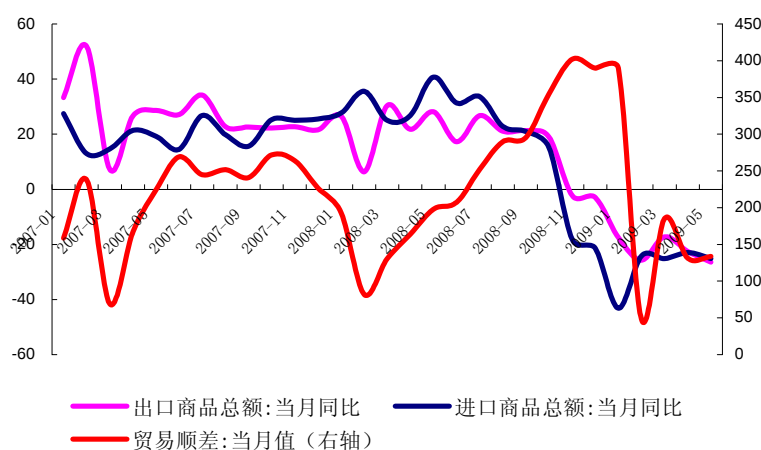
自去年第四季度开始，受制于外需减少，我国的进出口增速连续数月大幅下滑，月度贸易顺差也由 400 亿美元的高位迅速回落至 100

多亿美元，净出口对于经济增长的贡献率也由 2008 年末的 9.2% 降至今年第一季度的 -2.8%，成为拖累经济增长的因素。

今年 2 月份以来，进出口剧烈下降的态势趋于缓和，进出口增速基本处于弱势稳定的状态，月度贸易顺差规模也基本稳定在 100-150 亿美元之间。随着主要发达经济体出现经济衰退趋缓以及见底回升迹象，预计目前这种弱势稳定的状态将持续。进入到第四季度后，由于去年基数降低的原因，进出口同比降幅将出现收窄，但出口同比增速继续维持负区间运行的可能性仍较大。

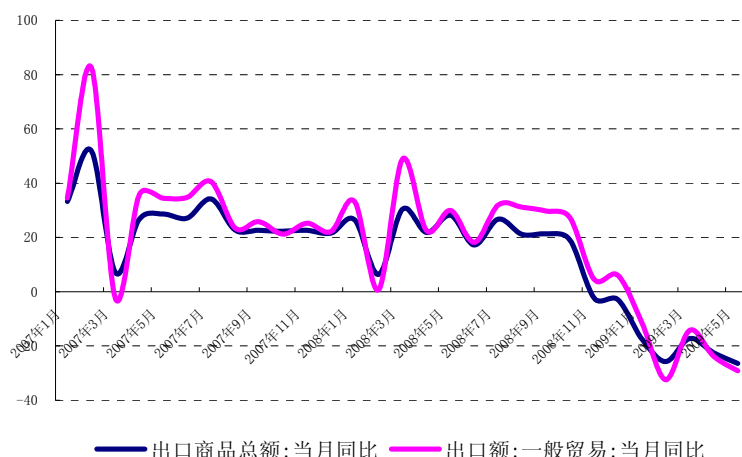
虽然近期进出口趋于弱势稳定，但在出口贸易中，一般贸易出口依旧未见明显起色，这也从另一方面说明加工贸易出口恢复较快，预计劳动密集型出口产品将率先受益于外需复苏。

图 9 外需趋于弱势稳定



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 10 一般贸易依旧未见起色



数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 保增长中的经济结构调整

为了实现年内保八的既定目标,中国出台了一揽子经济刺激方案,其中也不乏一些经济结构调整的政策措施,这表明管理层在努力实现短期经济增长目标的同时,并没有忘记结构调整和经济发展的长远目标。

(1) 产业升级与区域振兴

作为一揽子经济刺激方案的一部分,中国出台了钢铁、汽车、船舶、石化、纺织、轻工、有色金属、装备制造、电子信息和物流十大产业振兴调整规划。这十大产业有两个共同的特点:第一,对经济增长的贡献度大,是国民经济的重要支柱产业;第二,这些产业都存在产能扩展过快、产品结构不合理等结构性问题。而十大产业振兴调整规划的短期振兴目标在于避免这些产业进一步下滑,长期调整目标在于通过控制总量、淘汰落后、兼并重组、技术改造等实现产业升级和结构优化。

除针对产业的结构调整之外,中国还陆续出台了区域振兴的一系列政策措施,如上海“两个中心”指导意见、江苏沿海地区发展规划、海西经济区规划、深圳综合配套改革试验方案、海南国际旅游岛规划等。自危机以来出台的区域振兴规划,基本都集中于东部,主要原因在于:一是东部地区在此次危机中受到的影响较之中西部地区更为严重;二是东部地区吸纳了更多的劳动力,这些地区的经济稳定有助于缓解就业压力。区域振兴带来的结构优化效应和均衡效应有助于改善中国经济长期以来存在的失衡问题,因此无论从保增长的短期目标还是促发展的长期目标看,后续还将有区域振兴的相关政策措施出台。

(2) 新能源:世界经济的新增长点

在包括中国在内的主要经济体的经济刺激方案中，都包含有发展新能源的内容，由此可见新能源在未来经济中的重要地位。早在 2006 年的国情报告中，美国就将新能源和教育作为未来几年发展的重点。奥巴马 2 月 24 日在国会发表上任后的首次演讲中，也强调将把能源、教育和医疗保健作为新政府第一份预算案的重点。上世纪 70 年代，美国及西方主要国家在经历“滞胀”危机之后，通过发展新科技，互联网技术成为带动世界经济发展的新动力。而在 7870 亿美元的经济刺激方案中，美国延续并强化了 2006 年以来对于发展新能源的重视，而且在欧盟和日本的经济刺激计划当中，发展新能源也是重要组成部分之一。因此，由主要经济体在危机时期对于发展新能源的重视可知，新能源将有望成为继互联网技术后未来世界经济发展周期的新动力源，中国的新能源发展规划不但是短期刺激经济的需要，也是顺应并紧跟世界经济发展趋势的长期诉求。

2、关注中游：微观企业盈利的复苏

■ 上游通胀减缓 成本压力减弱

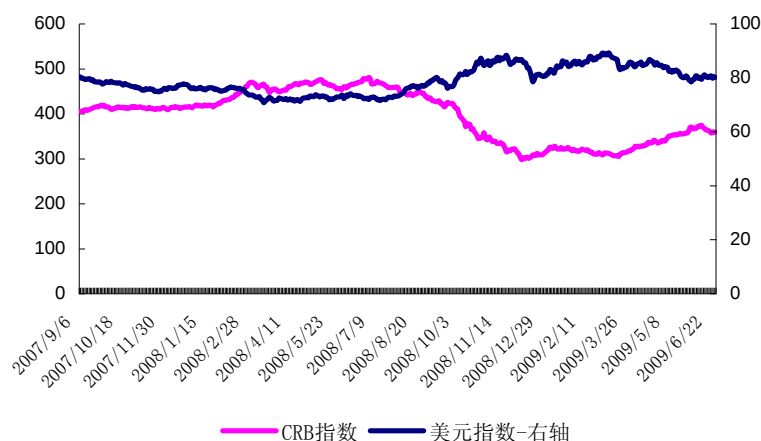
(1) 美元指数企稳 大宗商品涨势趋缓

自去年 9 月份雷曼兄弟公司破产之后，国际大宗商品价格一路暴跌。而从今年 3 月下旬开始，CRB 指数开始从底部回升，这其中既有全球经济降幅趋缓、需求有所增加的原因，但更重要的是美元指数下跌推动了大宗商品价格上涨。

今年以来，美元指数分别在 3 月份和 5 月份经历了两次快速大幅的下跌，主要原因有两个：第一，3 月 18 日，美联储实行定量宽松的货币政策，在市场上直接收购长期国债，这引发了市场对美元贬值的担忧；第二，5 月中旬，标普公司因为高赤字率调降了英国的信用评级展望，由于美国的财政赤字率更高，由此市场联想美国可能也会因此受到牵连，从而导致美元指数大幅下挫。

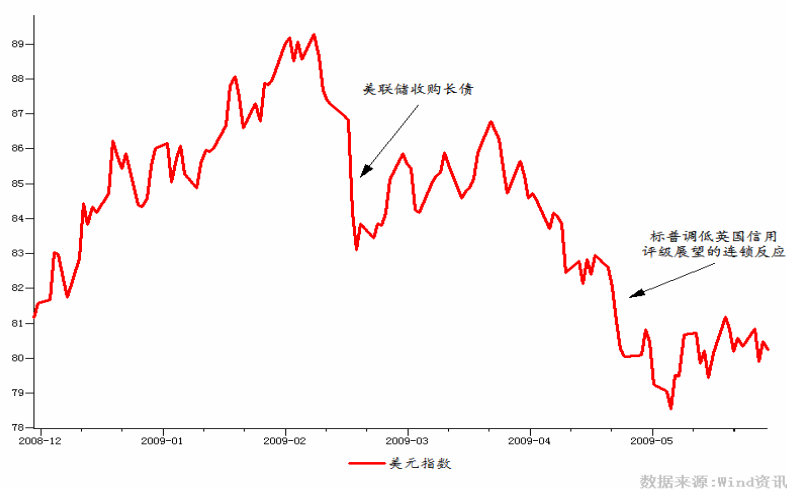
就目前情况而言，由于担心通胀预期会拖累经济复苏，美联储继续扩大定量宽松货币政策的可能性并不大，同时，标普、穆迪和惠誉三大评级公司都已明确表示不会考虑调降美国的信用评级。因此，前期导致美元指数暴跌的因素在后期将不会出现，我们判断，后期美元指数将呈企稳态势。由此，大宗商品价格的涨势也将趋缓。

图 11 CRB 指数与美元指数走势相反



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 12 美元指数将企稳

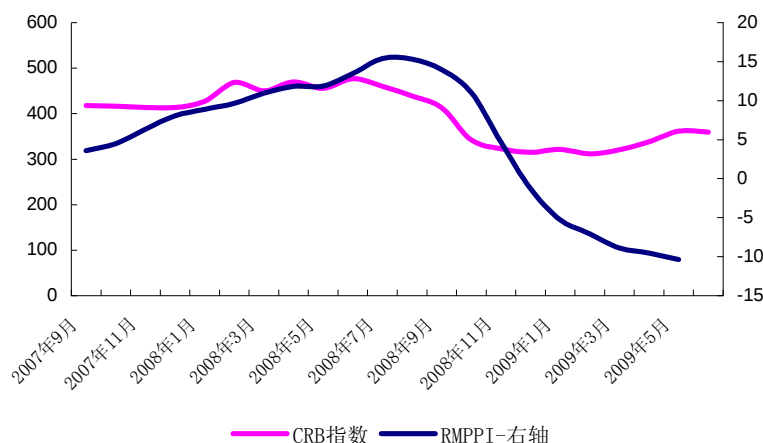


数据来源: Wind 上海证券研究所

(2) 上游通胀减缓 原材料价格稳定

伴随着美元指数的企稳及国际大宗商品价格的涨势趋缓,前期由此引发的主要存在于上游领域的通胀也会有所减缓。由此,与 CBR 指数相关的国内原材料、燃料、动力价格指数 (RMPPPI) 的走势也会保持稳定,这对于中游制造业意味着成本压力的减弱。

图 13 RMPPPI 与 CBR 走势趋同



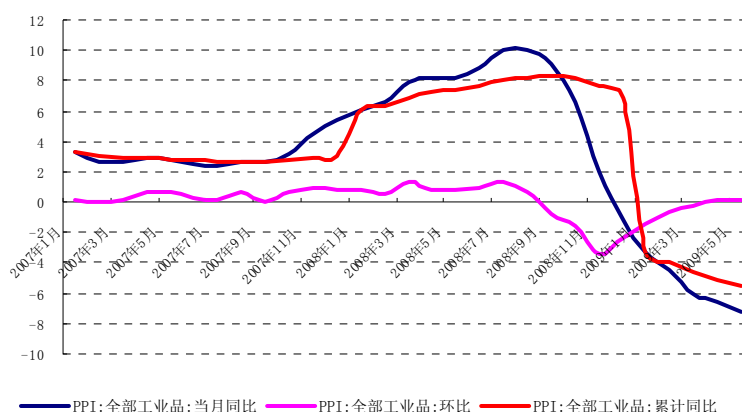
数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 下游通缩改善 利润空间打开

(1) 下游通缩将逐渐改善

从与工业企业营业收入密切相关的工业品出厂价格指数 (PPI) 看, 虽然同比增速与累计同比增幅仍然处于负区间, 但是降幅较前期已经呈现放缓迹象, 而且环比增速自去年 11 月份开始逐渐明显收窄, 至今已经连续两个月实现正增长。之所以出现这种变化的主要原因在于消费需求、投资需求和回补库存带来的需求增加对出厂价格起到了提振作用。随着经济的企稳复苏, 受需求拉动影响, 下游的通缩将继续得到改善。同时, 由于去年 8 月份 PPI 达到高点后迅速回落, 定基数也将影响下半年 PPI 的走势, 我们预计届时会成为 PPI 走势的拐点, 9 月份起 PPI 同比增速会明显上行, 现存的下游通缩的局面将得到很大改善。

图 14 下游通缩已经有所改善

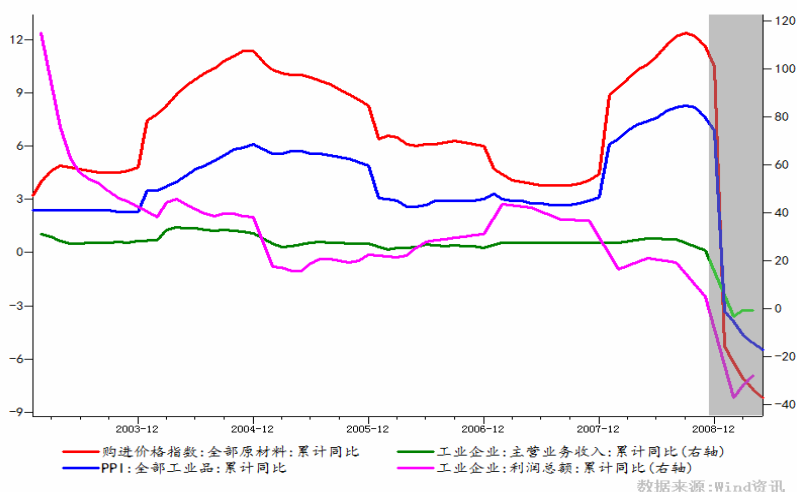


数据来源: Wind 上海证券研究所

(2) 中游利润空间将打开

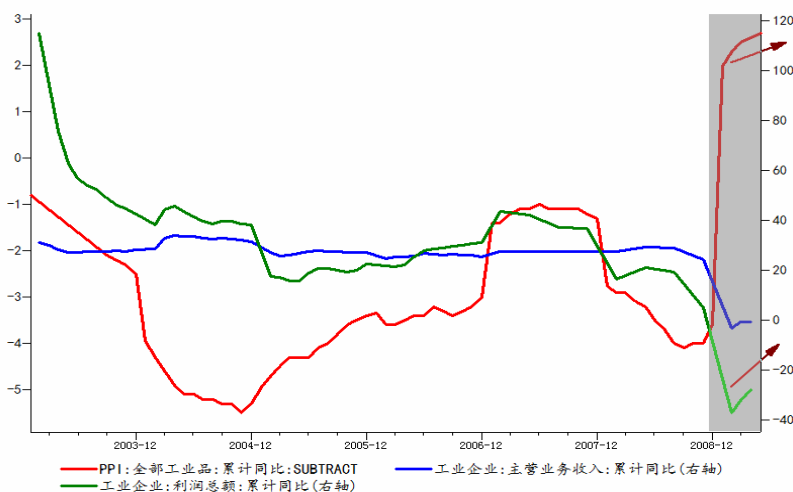
如前所述,一方面上游的通胀将减弱,另一方面下游的通缩将得到改善,出厂价格与原材料价格的“喇叭口”(PPI-RMPPI)扩大将使中游企业的利润空间被打开。由于去年8月份后,PPI从高点迅速下滑,预计9月份会成为企业盈利的一个转折点。

图 15 上下游价格分化有利企业盈利恢复



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 16 PPI-RMPPI 扩大企业利润空间



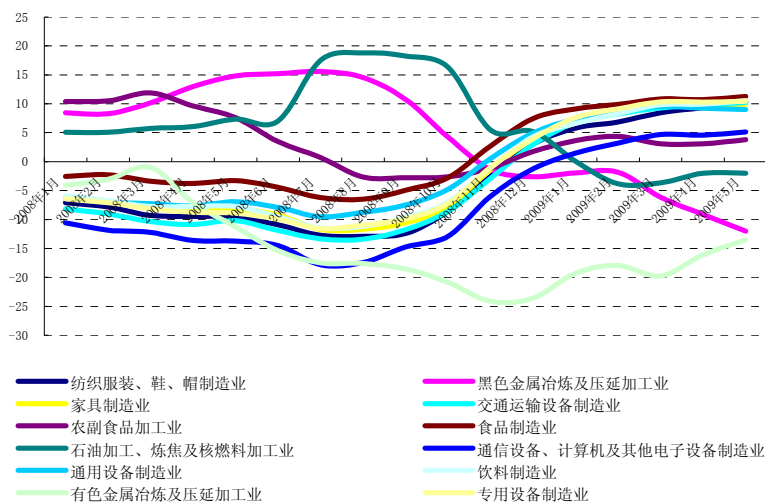
数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 中游行业的盈利恢复: 自下而上

当经济由衰退走向复苏时,一般而言,各行业会经历一个自下而上的复苏过程,主要是因为政府运用需求调整政策刺激经济的缘故,与终端需求密切相关的行业会率先复苏。由于中游工业企业利润与其上下游价差(PPI-RMPPI)密切相关,因此,我们通过考察中游各子行业的PPI-RMPPI来分析其复苏进程。由图17可知,自下而上恢复的一般规律符合当前中游各子行业的实际情况,一些靠近终端需求的行业已经出现利润回升的迹象,而那些距离终端消费较远的行业则尚未恢复。具体地,中游行业里将率先复苏的子行业有:交运设备、食品饮料、纺织服装、家具、通讯设备、机械设,其后,有色金属加工业有望复苏,而黑色金属加工业的复苏还要滞后。

图 17 中游行业自下而上复苏



数据来源: Wind 上海证券研究所

二、市场环境：业绩驱动打开估值空间

A 股市场上半年的持续反弹，已经基本反映了未来企业盈利的积极变化，下半年静态的估值回升动力已经不足。同时我们认为当前市场对 09 年净利润增长的一致预期偏于乐观，未来盈利增长上调的空间也有限。但是我们判断 9 月份 PPI 将见底回升，届时将向市场释放出工业企业利润回升，制造业下游需求复苏的积极信号，因此 9 月份将成为下半年 A 股市场业绩驱动的关键时点，在流动性冲击下，09 年动态估值存在进一步回升的可能。

1、宽松的货币环境得以延续

■ 国外：维持现有政策是主基调

（1）通胀预期或成复苏障碍：进一步放松货币的概率降低

受金融危机影响，从去年第四季度开始，主要发达经济体进入降息周期，在短时间内纷纷将基准利率降至历史低点。目前，美国的联邦基金目标利率维持在 0-0.25% 之间，日本的隔夜拆借利率为 0.1%，欧元区的基准利率为 1%，英国的再回购利率为 0.5%。在利率政策几乎没有进一步调整空间以及实体经济持续下滑的情况下，主要发达经济体祭出了非常规的定量宽松货币政策，直接向市场投放基础货币，以期达到刺激实体经济的目的。

低利率、定量宽松政策以及高额财政赤字引发了市场对于未来发生通货膨胀的担忧，这种通胀预期可能成为世界经济复苏路上的障碍。当前的通胀预期反映在利率方面就是长期利率的急升，如美国的长期国债收益率和欧洲的长期公债收益率都同期出现了快速上升。由于美国长期国债收益率在利率体系中具有指导地位，美国长期住房抵押贷款利率也出现了上升，这对于刚刚有所恢复的美国住房市场无疑是个坏消息。随着长期利率的上行，近期住房抵押贷款申请指数连续下降，表明利率的提高抑制了购房者的贷款需求，从而不利于住房市场的恢复。住房市场是美国经济复苏的起点和关键，住房市场的不稳定会延缓美国经济的复苏进程。而且，利率的上升还有可能推高住房抵押贷款的违约率，从而使得已经有所稳定的金融市场继续承压，这更不利于美国经济的恢复。

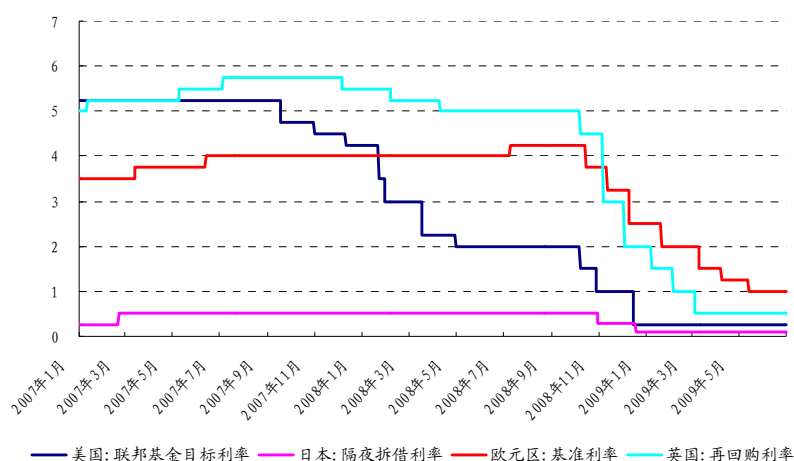
为了对抗通胀预期对经济复苏带来的负面影响，我们预计，主要发达经济体在年内进一步放松货币政策的可能性并不大，这从欧洲央行、日本银行和美联储在最近的利率会议上维持既有货币政策不变可以得到反映。

(2) 短期内退出策略不会实施

近期，美联储和欧洲央行官员的讲话以及欧盟财长会议和 G8 财长会议上都提及对现有政策适时退出的讨论，下半年发达经济体的货币政策是否转向为市场所关注。但我们认为，在实体经济依然处于衰退期以及复苏仍然面临较大困难的情况下，短期内退出策略不会付诸实施。另外，从主要发达经济体的货币供应情况看，受宽松政策推动，M1 增速虽明显加快，但与实体经济联系更为紧密的 M2 增速却明显落后。这在欧元区表现地尤为明显，自去年下半年以来，欧元区的 M2 增速一路下降。日本的情况虽稍好一些，但是近期也出现了贷款增速下滑以及新增贷款利率有所抬头的现象。因此，虽然采取了宽松的货币政策，但主要发达经济体的广义货币供应（M2）情况并不如市场想象般宽松。

因此，在实体经济尚未真正企稳、复苏迹象尚不明显之时，考虑到通胀预期的负面影响，主要发达经济体进一步放松货币政策的概率不大，短期内退出策略也不会实施，维持现有政策将是年内货币政策的主基调。

图 18 主要发达经济体的降息进程



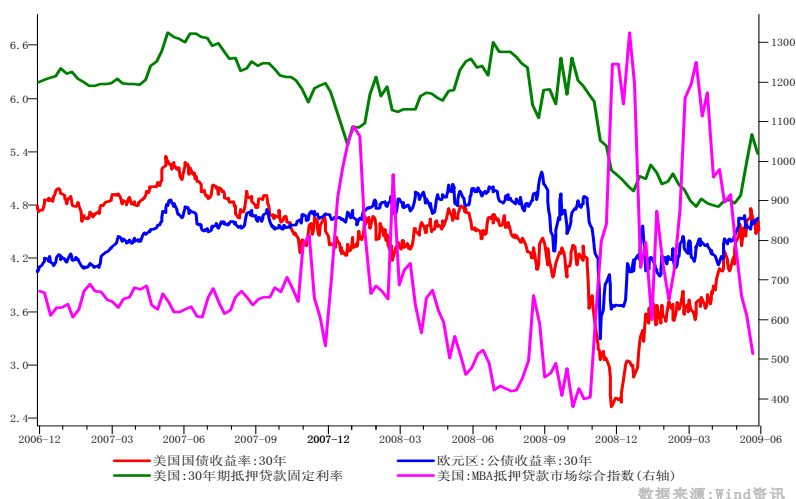
数据来源: Wind 上海证券研究所

表 1 主要发达经济体的定量宽松货币政策

日期	经济体	主要内容
3月12日	英国	未来三个月支付 750 亿英镑用于国债回购计划
3月18日	美国	在未来六个月收购之多 3000 亿美元的长期国债; 继续扩大对其他工具的收购规模, 新增 MBS 收购规模将扩大至 1.25 万亿美元, 对 TALF 的收购也有望达到 1 万亿美元。
3月18日	日本	将一年内购入长期国债的总额提高至 4.8 万亿日元至 21.6 万亿日元, 即每月的购进额度由之前的 1.4 万亿日元增至 1.8 万亿日元。
5月7日	欧元区	收购 600 亿欧元的有担保债券

资料来源: 公开资料 上海证券研究所

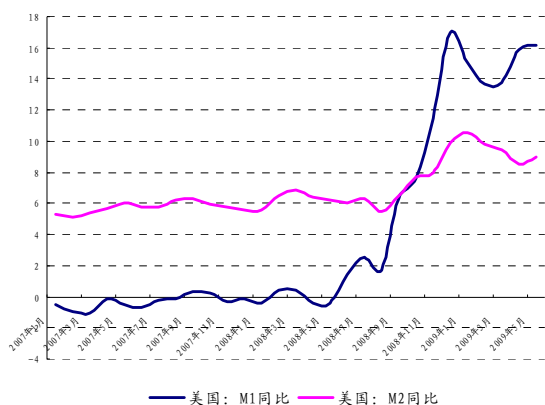
图 19 美国长期利率走高 住房市场承压



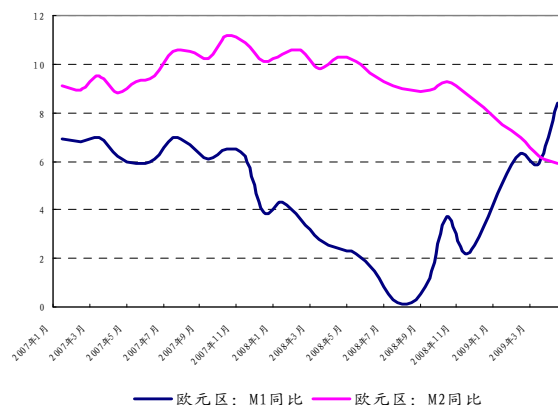
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 20 美国的货币供应情况

图 21 欧元区的货币供应情况

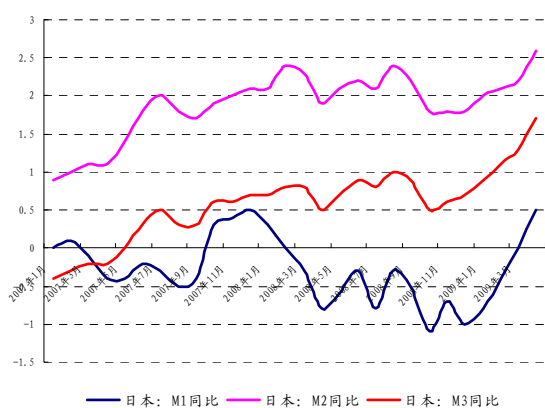


数据来源: Bloomberg 上海证券研究所



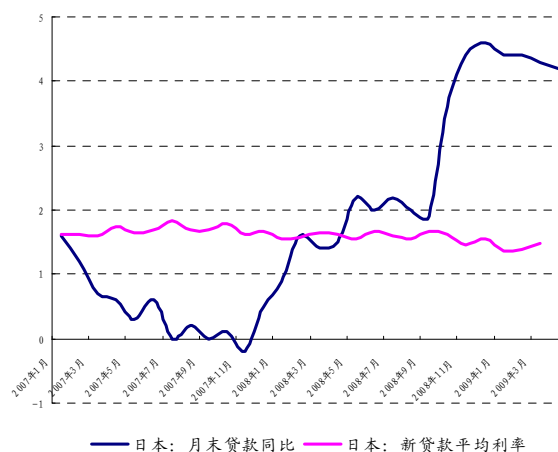
数据来源: Bloomberg 上海证券研究所

图 22 日本的货币供应情况



数据来源: Bloomberg 上海证券研究所

图 23 日本的贷款情况



数据来源: Bloomberg 上海证券研究所

国内：适度宽松下的结构调整

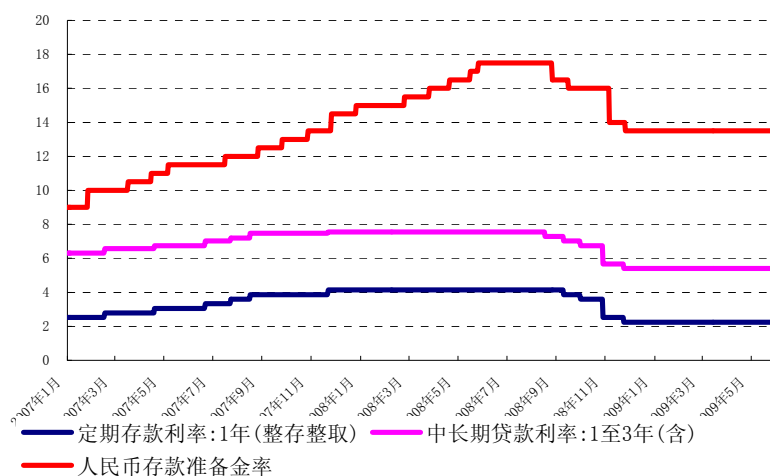
(1) 适度宽松的大方向不会转变

为了应对国际金融危机带来的负面影响，自去年9月份开始，中国连续降息并多次下调了存款准备金率，正式开始实施适度宽松的货币政策。继去年12月份经历了最后一轮降息和调低存款准备金率之后，2009年信贷政策成为适度宽松货币政策的主要内容。截至目前，中国的广义货币供应量（M2）同比增速达到25%，金融机构各项贷款余额同比增速超过30%，宽松的货币环境为积极财政政策的有效实施创造了有利条件，达到了保增长的预期目的。

目前虽然中国经济出现了企稳复苏的积极迹象，但复苏的基础并不牢固。6月17日的国务院常务会议强调，中国经济运行正处在企稳回升的关键时期，要坚定不移地继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，这标志着“双积极”政策在官方层面再次得以明确。

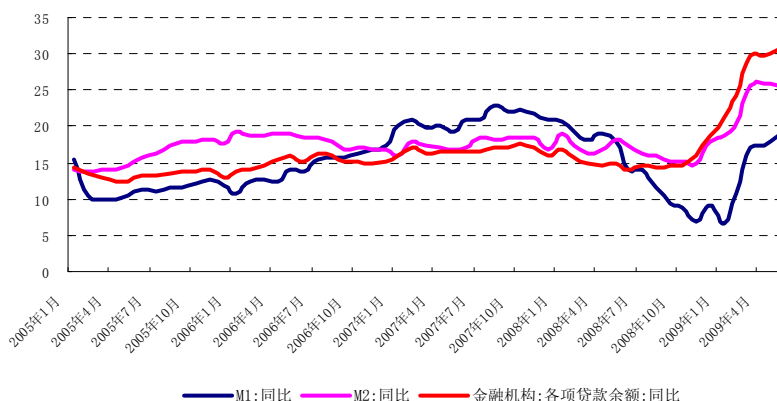
因此我们认为，适度宽松的货币政策仍将继续维持，年内货币政策的大方向不会发生转变。

图 24 中国宽松货币政策的进程



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 25 中国的货币供应及信贷高增长



数据来源：Wind 上海证券研究所

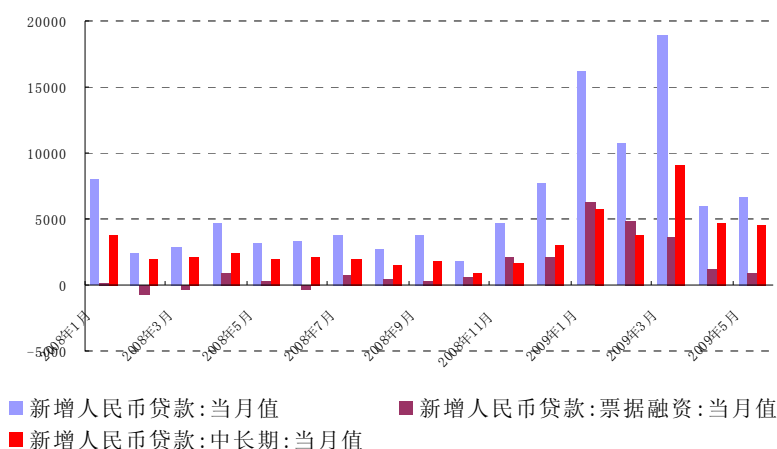
(2) 信贷结构的优化调整

如前所述，信贷高投放是2009年适度宽松货币政策的主要内容，截至5月末，新增人民币贷款5.8万亿元，已经超过2008年全年4.9万亿元的水平。虽然适度宽松货币政策的大方向不会发生逆转，但目前的这种信贷高投放在后期显然是不可持续的，4、5月份的新增贷款规模较第一季度已经出现明显回落。不过，虽然增量会下降，但由于受存量规模影响，宽松的货币环境依旧可以维持。

虽然前五个月新增贷款出现高增长，但其中存在严重的结构性问题。1、2月份新增信贷中票据融资占比高达40%左右，而与保增长密

切相关的中长期贷款占比只有 35%。这种情况在近期得到明显改观，5 月份的新增信贷中票据融资占比降至 13%，中长期贷款占比上升至 68%。为了巩固这种积极变化，日前，银监会紧急下发了《关于进一步加强信贷管理的通知》重申，贷款发放必须用于满足实体经济的有效信贷需求，贷款发放必须坚持“区别对待、有保有压”的原则。因此，在新增规模将回落的同时，后期货币政策的变化将主要出现在信贷政策的结构调整方面，目的是使信贷资金更多更好地用于刺激实体经济的发展方面，窗口指导将成为信贷政策的重要内容。

图 26 中国的信贷结构逐步优化



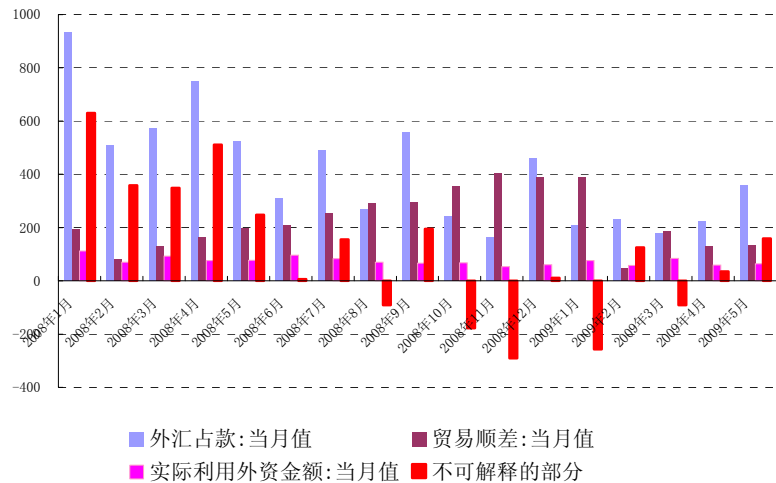
数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 套利驱动下的国际资本流入

去年下半年开始，受国际金融危机影响，近年来国际套利资本持续流入中国的状况发生变化，国际套利资本流入的规模急剧减少，部分月份甚至出现了净流出。但最近随着中国及主要发达经济体经济出现的积极变化，国际套利资本重新流入中国的迹象重现。按照世界银行常用的规模法估算，剔除贸易顺差和实际利用外资，5 月份的外汇占款中尚有 159 亿美元的不可解释部分，这可以被理解为流入中国的国际套利资本，即所谓的“热钱”。“热钱”之所以再次流入中国，高于主要发达经济体的中国经济增长率所带来的套利机会是主要原因。随着国际套利资本的流入，国内原本就较宽松的货币环境将变得更加宽松。

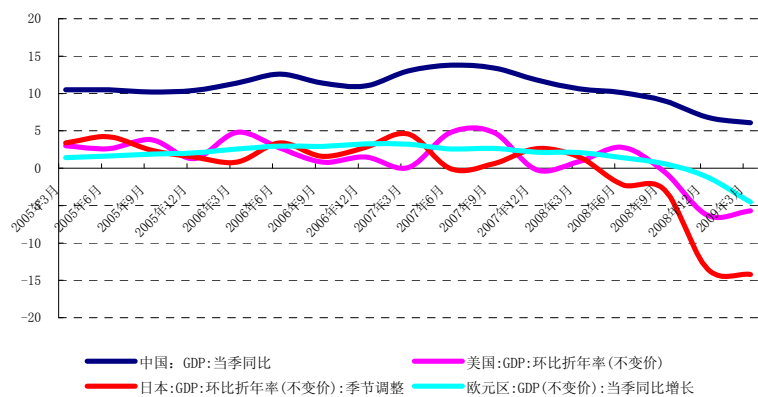
虽然美元指数企稳将抑制前期高涨的通胀预期，但是国内外宽松的货币环境催生的通胀预期仍将存在。

图 27 国际资本再次流入中国



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 28 中国的经济增长率高于发达经济体



数据来源: Wind 上海证券研究所

2、期待：估值回升向业绩驱动的切换

■ 估值现状：横向压力减弱，纵向动力不足

美国领先指标连续多月的回升预示着消费和制造业复苏的迹象基本可以确立。道琼斯指数3月初以来形成与A股同步的反弹趋势。同时A-H溢价指数从3月初的160点回落到120-140区域内整理。目前全球市场中仅印度较A股市场有更低的PEG值（4.76、3.51），而其余绝大部分市场的PEG值为负。上述趋势变化导致了A股目前的横向估值压力有所减弱。

图 29 A-H 股溢价指数

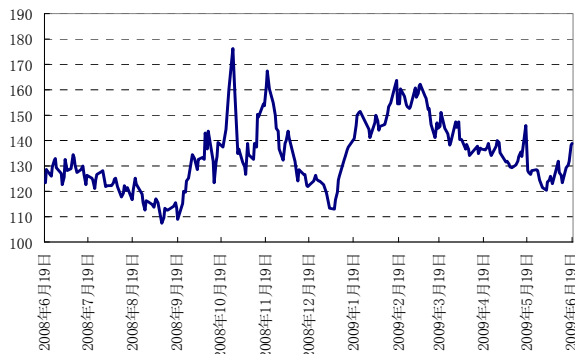
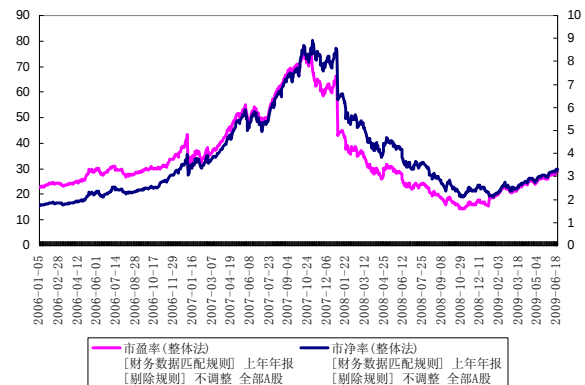


图 30 全部 A 股 PE、PB



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 31 世界主要股市的估值比较

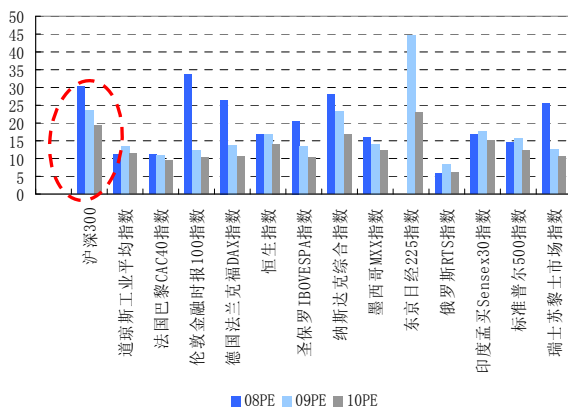
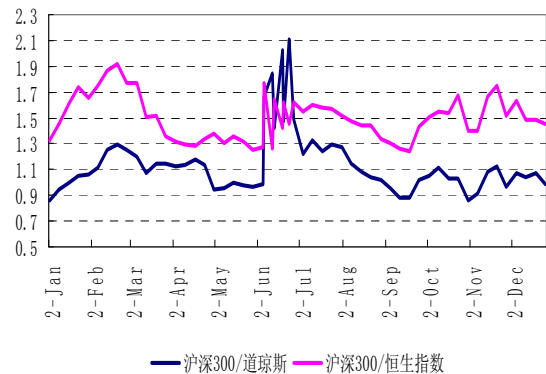


图 32 沪深 300 指数与道琼斯指数、恒生指数的相对估值



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

政策红利、复苏预期以及流动性充裕的三轮驱动推动了 A 股估值回升。目前全部 A 股 PE 为 28.27 倍、PB 为 3.30 倍，已经逐渐接近与超过 37.37、2.84 的历史 0.95 置信区间下沿。市场的静态估值水平已经反映未来企业积极的盈利回升预期。市场纵向估值回升的动力已经不足，反弹空间的持续拓展动力有赖于估值回升向业绩驱动的切换。

表 2 A 股整体静态 PE 和 PB 数据历史分布统计

估值方式	历史高值	历史低值	中值	0.95 置信区间	最新值
PE 估值	84.34	11.19	42.80	37.37~49.58	28.27
PB 估值	18.86	1.62	4.01	2.84~7.01	3.30

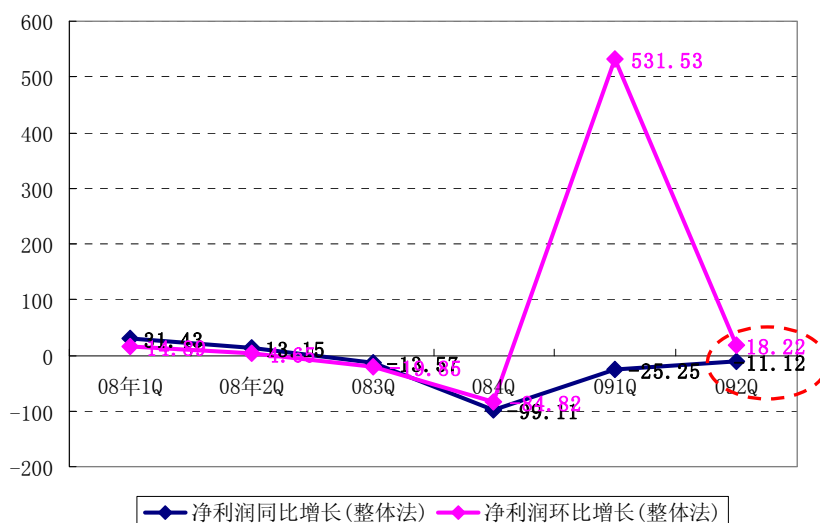
数据来源: 上海证券研究所 Wind 资讯

剔除 PE 大于 100 的数值

■ 二季度业绩预期: 盈利恢复的“V”型右侧斜率趋于平坦

我们预期 09 年中期上市公司净利润同比下降 12%，二季度净利润同比、环比增幅分别为-11.12%、18.22%。由于相对于一季度，09 年二季度已经不具备超低的环比基数，因此我们预期全部 A 股 09 年二季度环比增幅相比一季度将出现大幅下降，而同比降幅将进一步趋缓。综合二季度同比、环比增幅，上市公司盈利恢复的“V”型右侧斜率趋于平坦，这种趋势在三季度会进一步延续。此外，我们认为由于二季度净利润同比降幅已经趋缓，因此中期业绩的同比下降对市场难以形成实质性的冲击。

图 33 全部 A 股季度业绩同比与环比



数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 盈利增长: 上调空间已经有限

我们认为相对于年初 09 年净利润-10%的增长预期,目前 17%净利润增长一致预期已经比较充分反映了在宏观经济复苏预期下上市公司盈利的积极变化。如图 34 上市公司 09 年净利润预期变化与沪深 300 指数趋势日趋背弛。17%的净利润增长对应的 09 年动态 PE21 倍。综合宏观分析师对 09 年宏观经济趋势的基本判断,我们认为 09 年上市公司的盈利增长上调空间已经有限。

表 3 沪深 300 指数最近 1 月的净利润增长一致预期

项目	2008A	2009E	滚动指标	2010E	2011E
----	-------	-------	------	-------	-------

指数一致预期净利同比(%)	-12.35%	17.80%	31.10%	19.01%	15.33%
指数一致预期 ROE(%)	12.79%	13.55%	14.14%	14.77%	15.79%
总市值加权 PE	25.064	21.277	19.547	17.879	15.503
区间净利预期变化率(%)	0.00%	1.34%	2.98%	1.94%	0.55%

数据来源: 上海证券研究所 朝阳永续

图 34 沪深 300 指数与 09 年净利润预期变化

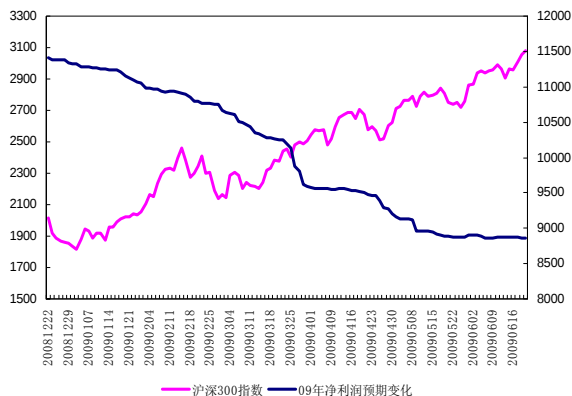
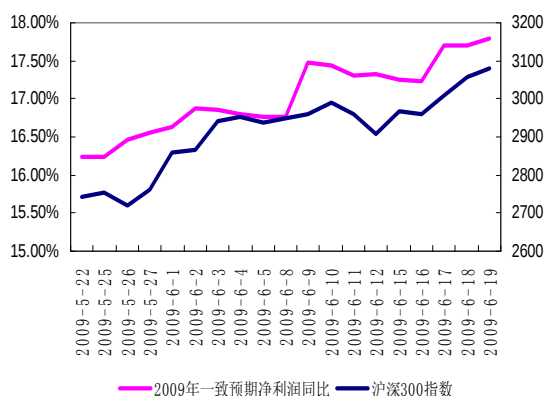


图 35 沪深 300 指数与 09 年一致预期净利润同比



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 9 月份: 业绩驱动的“冲锋时点”

我们认为 PPI 与工业企业利润与宏观经济景气变化存在密切关系。这与中国经济以投资拉动为主、消费占比较低的结构性特征有关。因此工业品中生产资料价格回升可以反映经济活动向好的趋势。如上文宏观分析师的判断 PPI 将在 9 月份见底回升, 将向市场释放出工业企业利润回升, 制造业下游需求复苏的积极信号。因此虽然 09 年预期盈利增长上调空间已经有限, 但我们认为 9 月份将成为 A 股市场业绩驱动的关键时点。

图 36 PPI 与工业增加值同比同向变化

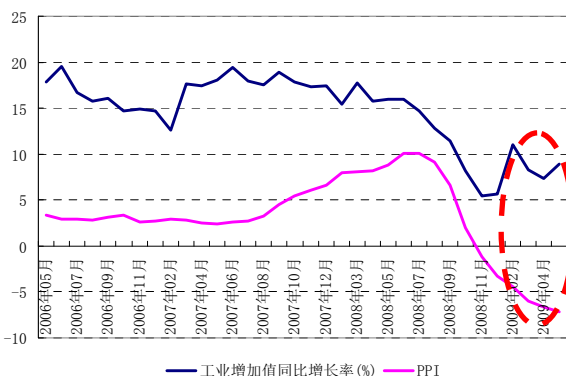
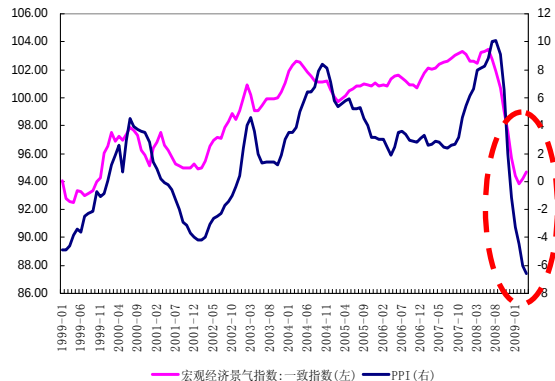


图 37 PPI 与宏观经济景气指数同向变化



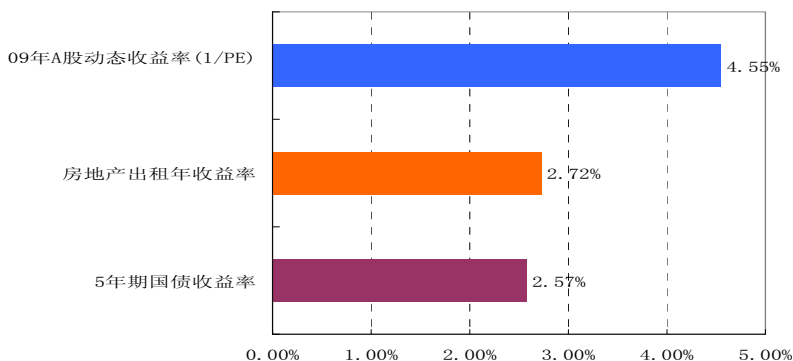
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

3、泡沫初期与通胀预期下股票资产仍具吸引力

■ 股票资产的吸引力未减

信贷增量维持高水平而持续释放流动性，但由于目前实体经济尚在底部徘徊，对资金的吸附力不强，大量资金在避险需求与风险偏好之间转换。因此我们认为需从大类资产的角度审视 A 股市场。通过预期收益的比较分析，我们认为下半年在泡沫化初期以及通胀预期下，股票资产依然具有吸引力。

图 38 股票资产与房地产出租年收益率、5 年期国债收益率比较

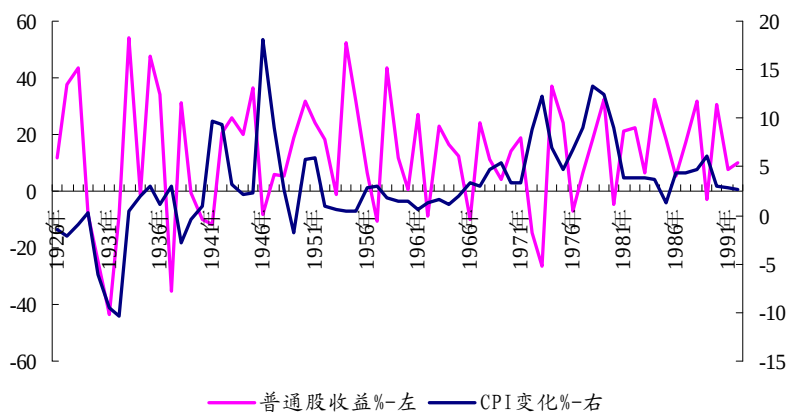


数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 通胀预期增加股票投资需求

以美国 1926 年~1992 年的普通股收益与同期 CPI 数据进行比较，二者的相关性为 0.72，在绝大部分的 CPI 为负值的年份中，股票收益也大多为负，但在 CPI 大于 8 的 10 个年份中有 5 个年份的股票收益为负，其余 5 个年份为正收益，显示通胀并不必然会带来股票收益的回落，因为抵御通胀的最好方式就是投资，而股市投资需求的增加推动股价的上涨。

图 39 美国普通股收益率与 CPI 变化比较



数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 下半年机会: 大盘股 > 小盘股

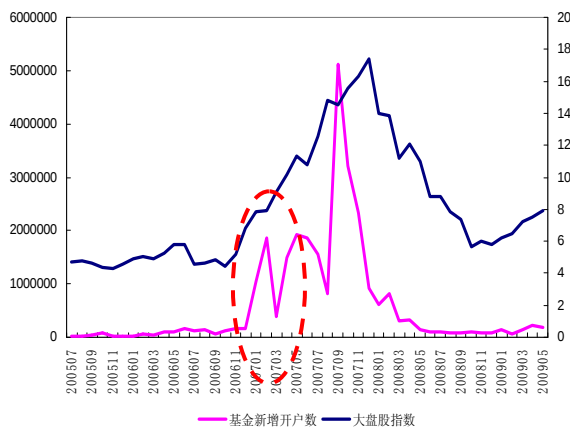
表 4: 下半年风格轮动有利于大盘股

风格轮动指标体系	下半年有利方向
M1-M2 增速	有利于大盘股
估值差异 PE	有利于大盘股
估值差异 PB	尚不明确
基金开户数变化	有利于大盘股
宏观经济周期	有利于大盘股

上海证券研究所

在上述风格轮动的指标体系中, 我们建议在下半年重点关注M1-M2增速以及基金开户数变化两个风格变化的先导性指标。从历史统计情况看, M1-M2增速向上变化趋势每次均领先于大盘股指数, 是一个预判大盘股指数启动点的有效指标; 而由于目前基金投资行为存在反馈机制: 即基金发行→被动建仓→大盘股上涨→基金业绩优异→基金更大规模发行, 因此基金发行火爆已经成为了风格转换的催化剂, 基金开户数变化将成为下半年观察大盘股指数运行趋势的又一个先导指标。目前来看, 表4中的风格轮动指标体系都指向有利于大盘股方向。

图 40 基金开户数与大盘股指数同向变化



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 41 大盘股指数与 M1-M2 同向变化

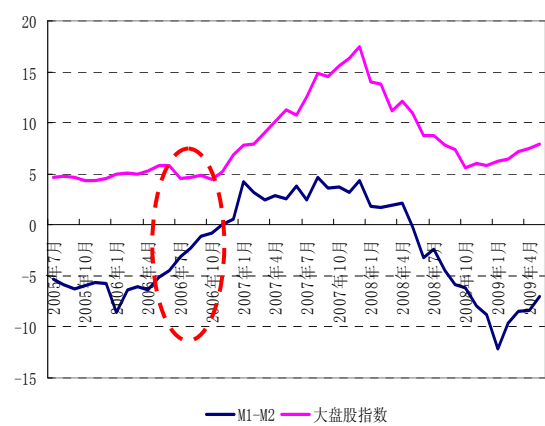
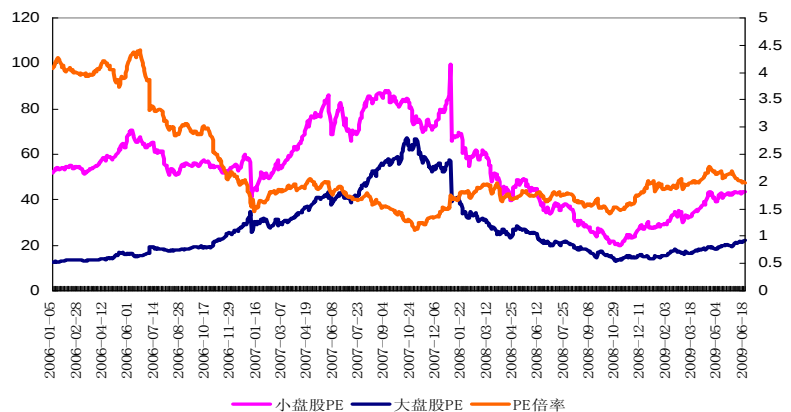


图 42 大、小盘股的相对估值变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

三、趋势判断：先抑后扬、重心上移

关于下半年 A 股市场的趋势，我们主要有以下三个判断：

首先，由于目前的基本面背景是经济走向复苏的过渡时期，市场预期的反复将如影随形，因此下半年趋势的复杂性是必然的。

其次，按照目前 A 股 09 年盈利预期下的理性估值水平，我们认为 09 年下半年沪深 300 指数与上证指数的核心波动区域分别为 2650-3520、2400-3300。根据前文所述 09 年 A 股的盈利增长预期上调空间已经有限，我们认为在流动性冲击下的极限动态 PE 在 30 倍，对应上证指数 3700 点。

最后，相对于上半年，09 年下半年 A 股的主要趋势特征是先抑后扬、重心上移。其中我们建议重点关注 9 月份 PPI 数据见底回升给

市场带来的新的业绩回升驱动因素。

表 5 三阶段股利贴现模型中的 A 股 PE 情景分析

估值情景分析		未来 5 年 A 股净利润年均增长率假设 (%)					
		16	17	18	19	20	21
股 权 成 本	9%	18.71	21.43	24.09	27.09	30.54	34.60
	9.5%	16.37	18.87	21.54	23.55	26.45	30.34
	10%	14.58	16.58	18.54	21.08	23.22	26.23

上海证券研究所

表 6 09 年下半年上证指数的核心波动区间在 2400-3300

08 年静态 PE	09 年动态 PE (增长 17%)	09 年静态 PB	沪深 300 指数	上证指数
22	19	2.7	2650	2400
32	26	4.1	3520	3300

四、投资策略和建议

1、投资策略：寻求资产重估与需求复苏的投资机遇

在年度策略报告中我们认为 2009 年上半年重点关注投资品行业需求与估值触底导致的反弹，下半年关注消费行业相对估值优势再次凸现形成的投资机会。目前鉴于不可预期的外需复苏，下半年投资依然将保持高增长的刚性，投资与消费将成为内需增长的两条主线。

由于市场估值现状已经基本反映经济复苏预期，但是考虑到下半年经济复苏进程加速可能性存在以及通胀预期下资产收益要求的提高，我们的策略建议是既要学会在泡沫中游泳，又要注意规避短期波动的风浪。主要的策略原则是——在寻求资产重估与制造业需求复苏中兼顾防御性行业阶段性估值优势显现带来的交易性机会

2、行业配置建议：通胀受益与需求复苏

■ 通胀受益行业的关键词：“资产”与“资源”

本轮通胀与 08 年上半年通胀在需求因素方面完全不同，08 年上半年通胀除了流动性因素推动外，还伴随着需求的增长，而目前除了投资在政府基建投资的拉动下保持了较高的增速外，其他领域的需求

还处于艰难复苏过程中。

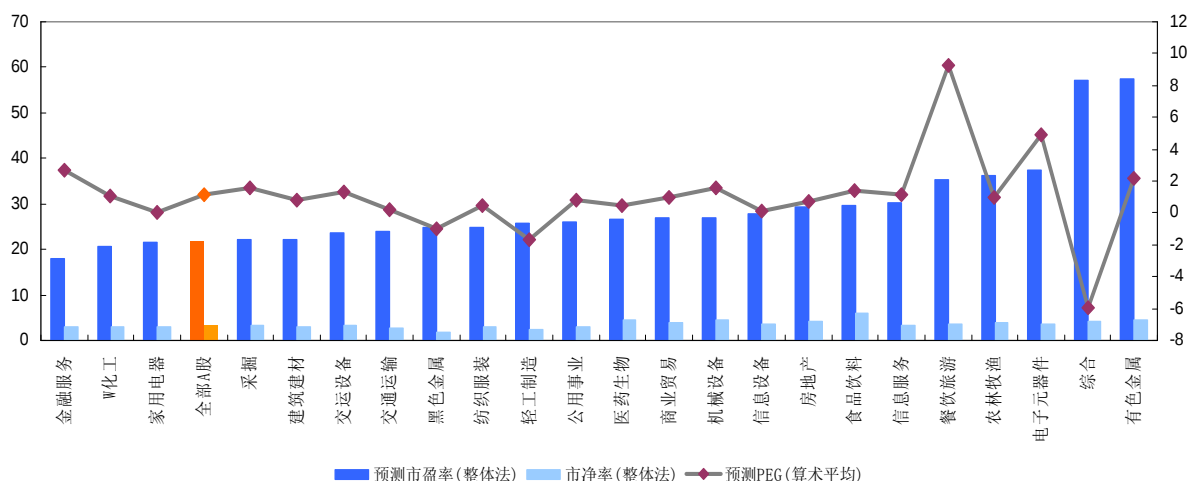
银行、房地产等“资产类”行业存在通胀预期下资产重估的潜力。鼓励住房消费的组合政策使得2008年保持观望的部分刚性需求得到释放；同时通胀预期下房地产行业资产保值的避险需求也在上升。经济复苏与流动性充裕基本面背景也凸现了银行、房地产行业的估值优势。我们建议09年下半年超配银行、房地产行业。

由于我们判断未来维持经济的稳定，下半年美联储货币政策存在微调的可能，美国难以出现持续贬值的趋势，下半年美元指数将围绕80平稳波动。因此我们建议平配缺乏实体需求支撑“资源”行业的代表有色金属行业。但基于煤炭行业依然存在的估值优势，我们依然建议超配。

■ 内需增长：寻求部分中游制造业需求恢复的路径

期待部分中游制造业的需求恢复的主要逻辑是：外部存在微调可能的货币政策与内部适度宽松但存在结构性调控的货币政策决定了通胀在下半年仅存在于预期阶段，更难以发生恶性通胀；制造业难以发生全面的原料成本上升；同时下半年刺激消费的政策预期依然存在，结构性需求上升仍可期待。我们建议下半年从以下两个角度把握中游制造业的结构性需求恢复：首先选择与终端稳定需求较为贴近的汽车、通信设备、食品饮料等行业；其次，选择在复苏过渡期中受益于投资高增长与财政二次扩张工程机械、建筑建材行业。上述寻求中游制造业需求恢复的路径也切合了内需拉动的经济增长模式。

图 43 2009 年行业估值比较



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

■ 行业简评

我们综合分析认为：金融、房地产、煤炭、建筑建材、电信设备、汽车、食品饮料、商业零售、生物医药等行业在 09 年下半年存在比较明显的投资优势。

图 44 下半年重点关注行业滚动 PB

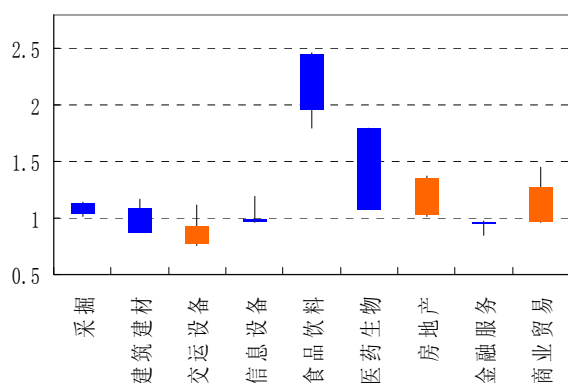
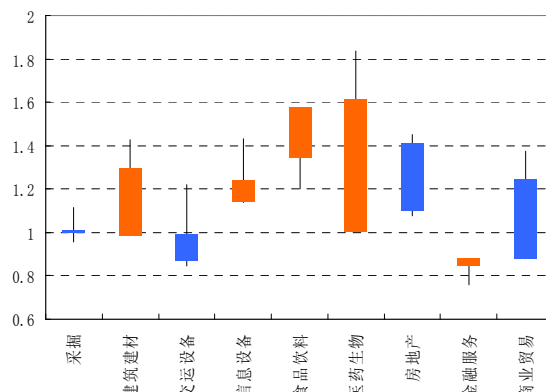


图 45 下半年重点关注行业相对沪深 300 指数的滚动 PE



数据来源：朝阳永续 上海证券研究所

(1) 金融服务

下半年银行业面临着较为有利的基本面背景，主要体现在以下四方面：1、经济基本面的好转有助于银行经营状况改善。在温和通胀的情况下，银行业有望受益；2、贷款需求回升，银行流动性过剩局面将改善，贷款需求有望在下半年复苏，银行体系流动性泛滥的局面将有改善；3、息差见底存贷款重新定价结束、中长期贷款占比提升、活期存款占比提升和资金利率回升将促使银行息差在下半年企稳回升；4、中间业务增速有望回升，在资本市场回暖的带动下，基金销售、托管、理财产品收益有望回升。在经济逐渐复苏的大背景下，行业经营的基本面正逐渐好转。目前板块估值具备相对比较优势，我们调高行业评级至“有吸引力”评级。

我们对保险业维持有“吸引力”评级。因为资本市场转暖，保险的权益类投资收益有望提升；保费收入有望保持平稳；保险股受益于温和通胀。温和通胀下预期，利率提高，保险公司的投资收益率有望提升；养老保险递延所得税产品有望在年内出台，发展空间巨大，有望促进保费收入增长。

(2) 房地产

我们认为流动性释放和通胀预期将导致改善型和投资性购房趋于活跃且不可逆转，使得成交量维持高位，价格持续上涨。二三线城市供应相对充足，复苏步伐相对缓和，目前还未出现全国性的房价泡沫。而正是由于通胀和经济都不可能短期内真正起来，导致政策面不

会短期转向，从而改善性和投资性购房得以延续。即使房地产市场从局部过热再次发展到全局性过热，这个传导的过程也将为股价上涨留下一定的时间窗口

我们认为未来房价的上涨无疑就是财富效应和收入效应的博弈，目前房地产价格较快地上涨，就是由于追涨杀跌的投机需求的涌入，如果下半年国家财政收入维持大规模地向居民转移（一季度转移性现金收入人均 121 元增长 36.9%），失业率上升仍未影响收入效应，房地产市场依然受财富效应主导，房价上涨预期没有改变，那么房价的上涨有可能继续维持。维持“有吸引力”评级。

（3）汽车

09 年汽车销量增速在政策推动之下迅速回升，预计 10 年和 11 年汽车销量增速将持续提高，行业已步入新一轮为其三年的上行周期，收入和业绩将逐步提升。根据上下游价格变动、行业协会和统计局公布的最新企业效益数据，预计行业业绩在 08 年四季度为周期底部，在 09 年持续环比回升，三季度业绩实现同比正增长，二季度业绩或超预期同比正增长。同时预计油价在可控幅度内的上行难改汽车行业周期上行趋势。行业股票走势有望继续强于大盘 但鉴于上半年行业普涨较多，下半年及整个上行周期精选个股将获更多超额收益。

（4）食品饮料

上半年酿酒行业表现弱于同期市场表现，我们认为目前行业的投资安全边际较高。从 1-5 月的数据来看，今年啤酒、白酒子行业产销量增长情况最为理想，下半年的投资标的应从这 2 个行业中进行选择。已经进入销售旺季的啤酒行业呈现出需求强劲回升、成本大幅下降的良好势头。行业龙头企业扩张速度加快，市场集中度不断提高。目前处于销售淡季的白酒行业，近期表现出淡季不淡的价稳量增趋势。9 月份之后将是白酒的销售旺季，由于去年 4 季度基数较低，今年 4 季度白酒销量预计会呈现同比、环比均上升的趋势。随着宏观经济环境逐渐回暖，高端白酒行业有望迎来新一轮的快速发展。因此建议投资者下半年重点关注未来数月受益于成本下降及旺季销售的啤酒行业龙头公司；以及近期产量增长突出、业绩预期明确的白酒行业公司。下半年，我们维持酿酒业“有吸引力”评级。

（5）电信设备

我们认为 09 年下半年通信设备行业是 3G 移动网络建设和 FTTX 改造双拉动的局面，经过试商用阶段，3G 用户进入规模增长阶段，基于 3G 的增值业务进入高速增长阶段。3G 建设的重点受益主要集中在系统设备商和基站配件设备商（射频部件和光纤光缆）。FTTX 改造重点受益的是 PON 系统设备商和光线光缆设备商。光纤光缆行业受益于 3G 传输网络建设需求和 FTTX 网络需求的双重拉动，我们认为下半年光纤光缆行业的供不应求要超过我们年初的预计。虽然 09 年下半年主要的光纤光缆厂商都有扩产计划，但是基本都要到年底才能形成产能，我们预计供不应求的加剧，会提高光纤光缆的毛利率。在增值业务方面，手机上网、手机游戏和移动商务都会受益于 3G 用户的增长，有望形成规模增长，特别是中移动各省市相关增值业务试点的结束，增值业务正向全国推广，参与相关试点产业链的公司，有望从全国增值业务的发展中获得良好的收益。下半年，我们维持酿酒业“有吸引力”评级。

（6）商业零售

我们认为主要商品品类销售的增长基本已度过最为困难的时期，增速底部已基本确立。结合当前宏观经济的向好态势以及促内需政策的扶持，未来消费者信心将逐步回升，对国内消费增长将起到支撑作用。我们在此重申，零售业长期利好的因素从未发生改变，金融危机、经济减速所造成的消费需求动力不足的负面困扰仅仅是短期因素，居民收入的逐步提高、消费结构升级、城市化进程推进、人口红利、社会保障体系的完善及政府扩大内需政策的支持等等这些长期利好因素一直支撑着行业的发展，行业向好的根基没有发生实质性改变。我们对于行业下半年的趋势判断为，三季度由于是行业传统淡季，相对而言较为平淡，四季度业绩增速将明显提升。提升行业评级至“有吸引力”。

（7）医药

下半年我们维持对医药行业有吸引力评价。主要原因为，1）下半年政策利好明确，未来将会有更多的操作性文件公布；尤其在当前政府扩大内需的大环境下，加之全民医疗保障体系的不断推进，医疗消费市场将持续扩大。2）医药行业作为弱周期行业，利润增长稳定，成长性明确，未来抗风险能力较强；3）虽然上半年行业板块整体跑输大盘，但也一定程度上消化了 08 年底快速上涨带来的风险，经过这半年的蓄势，下半年当政策利好纷至沓来时，有补涨的可能；4）从估值溢价来看，经过大半年盘整，目前对沪深 300 指数溢价处于历史低位，估值有提升的要求；5）甲型流感由于短期内消除困难，对该板块来说依然具备催化剂的作用。

表 7 2009 年下半年行业配置评级

行业分类	配置评级	理由
银行、证券、保险	超配	在经济逐渐复苏的大背景下，行业经营的基本面正逐渐好转。目前板块估值具备相对比较优势。
房地产		下半年国家财政收入维持大规模地向居民转移，失业率上升仍未影响收入效应，房地产市场依然受财富效应主导，房价上涨预期没有改变，那么房价的上涨有可能继续维持。
医药、食品饮料		经济减速所造成的消费需求动力不足的负面困扰仅仅是短期因素，居民收入的逐步提高、消费结构升级、城市化进程推进、人口红利、社会保障体系的完善及政府扩大内需政策的支持等等这些长期利好因素一直支撑着行业的发展，行业向好的根基没有发生实质性改变。
煤炭		下半年煤炭供给相对宽松，小煤矿复产压力较小；各下游行业步入回暖期，房地产、钢铁等行业的回暖以及夏季用电高峰的共振下，煤炭需求在第三季度将得到稳定有力的保证。
汽车及零配件		预计 10 年和 11 年汽车销量增速将持续提高，行业已步入新一轮为其三年的上行周期，收入和业绩将逐步提升。
电信设备、电信服务		我们认为 09 年下半年通信设备行业是 3G 移动网络建设和 FTTX 改造双拉动的局面，经过试商用阶段，3G 用户进入规模增长阶段，基于 3G 的增值业务进入高速增长阶段。
建筑建材		房地产投资下半年有可能加速。房地产投资占整个固定资产投资规模约四分之一，对经济增长拉动作用与基建投资相近，整个建筑行业在固定资产投资的带动下迎来了行业的丰收期。
化工、石油开采	标配	在原油价格盘整乃至小幅回落的情况下，国内炼油企业的盈利将维稳或重新出现环比好转。
商业贸易		虽然经历了全球性金融危机，消费增速从历史高位大幅下滑，但是比较历史上消费的增速水平，我国现阶段消费增速仍然较快。
电子元器件、家用电器		消费需求趋于平稳，行业增长可抵御周期性下降。
港口、高速公路、航运		具有良好的防御性且现金流充裕
有色金属		国际资源品价格逐步形成上升趋势，下有需求不振。
基建（铁路建设）、机械设备		受基础建设预期拉动，行业具备政策支持效应
电力、水务		预期理顺资源价格有望对行业形成支撑
轻工制造、纺织服装	低配	内部政策扶持还需观察后效，景气度持续回落
航空		阶段性盈利拐点尚未显现
农林牧渔、餐饮旅游		刚性消费预期与业绩提升尚不明显

资料来源：上海证券研究所

3、主题投资建议

我们认为 2009 年下半年的投资主题主要可以从“两个中心”建设与世博主题、新能源、创投资产重估主题等线索来考虑。

■ “两个中心”建设与世博主题

我国二元经济特点仍然突出、地域经济发展不平衡的情况仍然存在，如果一刀切从行业角度出发，难免顾此失彼。如果结合区域经济特点加以扶持，不仅针对性强，而且也可以较好发展该地区的经济，充分发挥区域经济对周边地区的辐射作用。因此除了产业振兴之外，区域振兴也是保增长政策的一种重要方式。因此我们预计未来政府将陆续推出地方产业振兴规划，相关政策的出台将成为区域经济主题炒作的催化剂。在区域经济振兴主题中，09 年下半年我们建议重点关注上海本地股在“两个中心”建设与世博主题下的表现。

■ 新能源主题

我们将 2009 年下半年产业升级主题主要锁定在新能源投资主题上。经过上半年题材推动与泡沫化特征显现，新能源个股的盈利能力正在被重新审视。太阳能电池行业增量不增收以及风电设备制造业洗牌渐行渐近。但 2009 年涵盖风电、太阳能、核电在内的新能源产业政策将密集出台，智能电网三阶段发展规划为可再生能源能源系统建设提供了远景平台。2009 年 12 月将召开“哥本哈根会议”，会上各国将就 2012 年以后的碳减排义务达成新的协议。因此虽然新能源主题的估值尚未释放完毕，但上述事件预期仍将催生新能源主题在 09 年下半年丰富的交易性机会。建议重点关注智能电网主题。

■ 创投资产重估

09 年我国军工行业及相关产品仍在不断发展和进步。大型飞机以及新一代运载火箭研制对我国航天航空工业发展意义重大。我们认为军工概念在 09 年下半年走强的主要催化因素是国庆 60 周年阅兵式。1999 年我国 50 周年庆阅兵式前军工股走势对未来几个月军工板块走势有一定参考意义。从 1999 年 6 月至 11 月军工板块整体走势基本同步大盘，但个股表现精彩纷呈。个股强势的重要驱动力是资产注入。

随着经济结构的调整，越来越多的企业管理层开始敏锐地把握到直投的回报机会，因此，在近年来出现了一大批具有战略目光的企业开始投资具有发展前景的企业股权，而这些具有发展前景的企业目前部分已经成为准 IPO 公司，创投与直投股权将为相关上市公司带来资产重估机会。

4、2009 年下半年股票投资建议

■ 2009 年下半年投资组合

根据前面对 2009 年下半年的市场判断，我们的选股思路主要是基于以下线索：

1) 根据前文市场环境分析的结论，我们认为下半年市场的驱动力将产生两方面的变化，即从流动性推动到基本面驱动，从估值回升到业绩驱动。因此一方面要遵循优选行业配置的基本方向，更应注重业绩确定性增长原则下自下而上的选股思路。

2) 基于上半年反弹行情个股表现呈现显著的结构差异，因此下半年主动寻求个股补涨带来的超额收益是重要的选股思路。而个股补涨的要求的实现主要首要两方面因素的驱动：首先是“估值洼地”的填平；其次是需求复苏预期下行业轮动导致的价格谷底回升。

3) 基于下半年是经济复苏的过渡期，行业景气轮动的线条还不够清晰，因此主题投资机会依然值得关注，上海本地股、智能电网以及军工概念是主题投资视野下个股选择的三条主线。

综合上述分析，上海证券 2009 年下半年股票投资组合是：

表 8 上海证券 2009 年下半年股票组合

股票名称	股票代码	推荐理由
浦发银行	600000	资产质量相对较稳健，09 年规模增长仍将保持较快速度，若定向增发完成后，将解决公司未来发展的资本金制约因素，有利于提升公司长期竞争实力。
中国平安	601318	目前公司的综合金融协同效应日益显现，入主深发展体现了公司坚定不移的综合金融策略。
招商地产	000024	09 年随着各地区项目陆续步入销售阶段，公司地产业务将迎来一轮快速成长周期。
恒源煤电	600971	收购集团资产将有效提高公司产能。资产收购完成以后，公司的煤炭产能增长 1 倍以上，业绩也将得到有效提高。
上海汽车	600104	乘用车产品市场景气程度具备持续性。由于可比基数的原因，下半年乘用车产品销量增速将超过上半年。公司业绩即将开始新一轮的强劲增长。
泸州老窖	000568	短期看，由于一季度厂家的控量保价行为，目前渠道库存大幅下降，有补货需求；中期看，高端白酒在经济复苏拐点上有较大的消费弹性。国窖 1573 作为后起之秀，前期受经济下滑影响较大，我们看好其下半年的销售反弹。
荣信股份	002123	在节能减排的大背景下，近几年公司主营业务收入增长迅速。由于市场需求旺盛，以及产能释放速度低于市场需求增速，公司毛利率维持在高位。
武汉凡谷	002194	目前公司发展的主要动力来自于射频器件依靠低成本优势做大规模，提高全球市场占有率；同时适当扩展产品线，发展技术上关联度强的塔顶放大器和数字微波产品。公司发展战略稳健，30%是公司未来几年可以预期的增长速度。
重庆百货	600729	从一季报关于新世纪资产注入一事的披露看，新世纪百货资产注入已基本确定。随着公司新增网点逐步成熟，公司营业收入增速将逐步提高。
天坛生物	600161	公司主要业务是疫苗产品和血液制品的生产和销售，属于高技术推动行业，利润增长主要靠联合型疫苗等新产品的不断推出。未来将受益于国家免疫规划和新医改政策。

■ 2009 年上海证券投资组合上半年表现回顾

2009 年我们推出了估值优势投资组合和政策驱动投资组合二个投资组合，分别是：

估值优势投资组合：

三一重工（600031）、北大荒（600598）、九芝堂（000989）、恒源煤电（600971）、中兴通讯（000063）、潍柴动力（000338）、青岛啤酒（600600）、一汽轿车（000800）、中金黄金（600489）、苏宁电器（002024）

政策受益投资组合：

华新水泥（600801）、安泰科技（000969）、海尔电器（600690）、中材科技（002080）、远望谷（002161）、民和股份（002234）、澄星股份（600078）、宝钛股份（600456）、八一钢铁（600581）、东方电气（600875）

A 股市场在 2009 年上半年形成了持续的反弹行情，我们推荐的二个投资组合的收益都超过了同期沪深 300 指数的表现，其中估值优势投资组合涨幅超越沪深 300 指数 25 个百分点。

表 9 2009 年度上海证券研究所投资组合表现统计（2008.12.12~2009.6.30）

投资组合	期间表现	期间最大涨幅
政策受益投资组合	57.02%	65.27%
估值优势投资组合	85.29%	87.48%
沪深 300 指数	62.21%	62.21%

数据来源：Wind 上海证券研究所

图 46 2009 年上半年政策受益组合表现（经过除权修正）

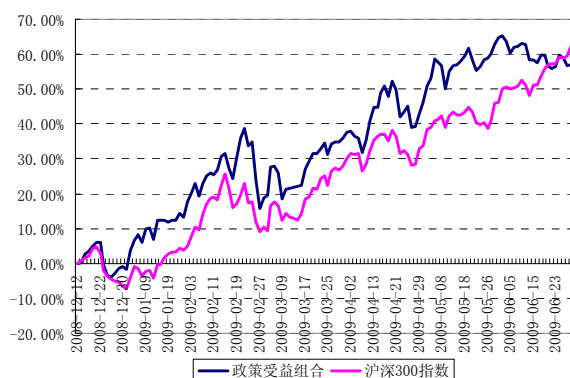
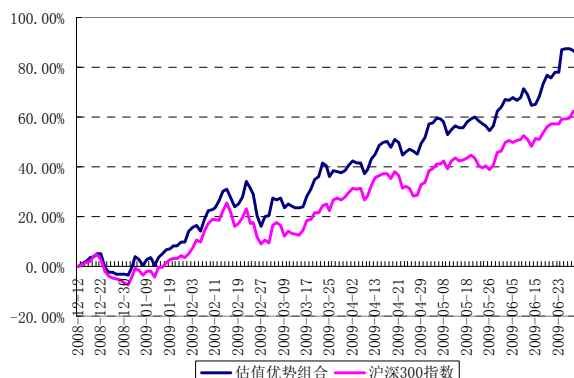


图 47 2009 上半年年估值优势组合表现



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

五、2009 年下半年上海证券研究所重点关注股票

表 10 2009 年下半年上海证券研究所重点关注股票

序号	证券代码	证券名称	行业	08EPS	09EPS	10EPS	投资评级
----	------	------	----	-------	-------	-------	------

2009 年 6 月 30 日

1	000876	新希望	农业、食品业	0.3021	0.55	0.65	跑赢大市
2	002100	天康生物	农业、食品业	0.39	0.52	0.77	跑赢大市
3	002124	天邦股份	农业、食品业	0.6514	0.31	0.495	跑赢大市
4	002143	高金食品	农业、食品业	0.0403	0.35	0.48	跑赢大市
5	002234	民和股份	农业、食品业	0.4793	0.54	0.81	跑赢大市
6	000893	广州冷机	农业、食品业	巨亏	0.88	1.43	跑赢大市
7	000568	泸州老窖	酿酒业	0.91	1.14	1.48	跑赢大市
8	600519	贵州茅台	酿酒业	4.03	5.23	6.28	跑赢大市
9	600600	青岛啤酒	酿酒业	0.54	0.80	1.05	跑赢大市
10	600809	山西汾酒	酿酒业	0.57	0.70	0.87	跑赢大市
11	000800	一汽轿车	汽车制造业	0.67	0.88	1.23	超强大市
12	600104	上海汽车	汽车制造业	0.10	0.55	0.71	超强大市
13	000338	潍柴动力	汽车制造业	2.32	2.40	2.99	超强大市
14	600418	江淮汽车	汽车制造业	0.04	0.25	0.49	跑赢大市
18	000651	格力电器	家电、电子业	1.12	1.20	1.38	跑赢大市
19	000527	美的电器	家电、电子业	0.55	0.74	0.83	跑赢大市
20	600690	青岛海尔	家电、电子业	0.57	0.60	0.66	跑赢大市
21	600100	同方股份	IT 业	0.26	0.49	0.70	跑赢大市
22	000066	长城电脑	IT 业	0.02	0.30	0.64	跑赢大市
23	600850	华东电脑	IT 业	0.04	0.10	0.26	跑赢大市
24	600489	烽火通信	传媒、电信业	0.41	0.49	0.71	跑赢大市
25	600487	亨通光电	传媒、电信业	0.52	0.65	0.82	跑赢大市
26	002115	三维通信	传媒、电信业	0.47	0.80	1.13	超强大市
27	002194	武汉凡谷	传媒、电信业	0.59	0.84	1.08	跑赢大市
28	002261	拓维信息	传媒、电信业	0.56	0.64	0.86	跑赢大市
29	600269	赣粤高速	交通运输业	0.94	0.83	0.88	跑赢大市
30	600785	新华百货	旅游、零售业	0.63	0.75	0.84	跑赢大市
31	600729	重庆百货	旅游、零售业	0.80	0.92	1.10	跑赢大市
32	000501	鄂武商 A	旅游、零售业	0.36	0.42	0.51	跑赢大市
33	600631	百联股份	旅游、零售业	0.32	0.36	0.45	跑赢大市
34	600628	新世界	旅游、零售业	0.31	0.34	0.44	跑赢大市
35	601009	南京银行	金融业	0.79	0.83	0.95	跑赢大市
36	600000	浦发银行	金融业	2.21	1.62	1.84	跑赢大市
37	601169	北京银行	金融业	0.87	0.90	1.03	跑赢大市
38	601318	中国平安	金融业	0.09	1.10	1.32	跑赢大市
39	600895	张江高科	房地产业	0.38	0.59	0.82	跑赢大市
40	000024	招商地产	房地产业	0.71	1.00	1.20	跑赢大市
41	000540	中天城投	房地产业	0.40	0.59	0.80	跑赢大市
42	000898	鞍钢股份	钢铁、建材业	0.41	0.38	0.58	跑赢大市
43	000761	本钢板材	钢铁、建材业	0.05	0.28	0.40	跑赢大市
44	600581	八一钢铁	钢铁、建材业	0.14	0.36	0.67	跑赢大市
45	002149	西部材料	有色金属业	0.32	0.41	0.66	跑赢大市
46	600219	南山铝业	有色金属业	0.48	0.44	0.55	跑赢大市

47	601088	中国神华	煤炭业	1.07	1.48	1.74	跑赢大市
48	601898	中煤能源	煤炭业	0.44	0.60	0.75	跑赢大市
49	600188	兖州煤业	煤炭业	0.55	1.49	1.44	跑赢大市
50	601666	平煤天安	煤炭业	1.03	2.17	2.60	跑赢大市
51	600997	开滦股份	煤炭业	1.10	2.10	1.76	跑赢大市
52	000933	神火股份	煤炭业	1.64	2.70	3.01	跑赢大市
53	600123	兰花科创	煤炭业	1.41	2.03	2.31	跑赢大市
54	600395	盘江股份	煤炭业	0.26	1.23	1.43	跑赢大市
55	600971	恒源煤电	煤炭业	1.07	1.45	1.73	跑赢大市
56	600096	云天化	石油化工业	0.64	0.54	0.81	跑赢大市
57	000792	盐湖钾肥	石油化工业	1.78	2.50	2.70	跑赢大市
58	600309	烟台万华	石油化工业	0.91	0.85	1.10	跑赢大市
59	002208	新安股份	石油化工业	5.89	2.00	3.15	跑赢大市
60	600815	厦工股份	机械制造业	0.27	0.31	0.38	超强大市
61	600710	常林股份	机械制造业	0.11	0.24	0.33	跑赢大市
62	600031	三一重工	机械制造业	0.83	1.19	1.43	跑赢大市
63	000425	徐工科技	机械制造业	0.20	1.63	1.95	跑赢大市
64	600089	特变电工	电力及电力设备业	0.53	0.72	0.97	跑赢大市
65	002028	思源电气	电力及电力设备业	0.79	0.88	1.11	跑赢大市
66	002123	荣信股份	电力及电力设备业	0.46	0.93	1.29	跑赢大市
67	600875	东方电气	电力及电力设备业	0.48	1.92	2.41	跑赢大市
68	002078	太阳纸业	轻工、造纸业	0.46	0.51	0.65	跑赢大市
69	000488	晨鸣纸业	轻工、造纸业	0.52	0.35	0.46	跑赢大市
70	600607	上实医药	医药	0.54	1.49	0.51	跑赢大市
71	600161	天坛生物	医药	0.27	0.42	0.57	跑赢大市
72	000597	东北制药	医药	1.16	1.32	1.49	跑赢大市

资料来源：上海证券研究所

分析师承诺

屠骏 李剑峰 俞佐杰

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格及相当的专业能力，该报告是在独立、客观的情况下出具的，并清晰地表达了本人的观点。本人在执业过程中，遵守国家法律、法规及证券监管机构、行业自律组织的各项规章制度，恪守独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平的原则，为投资者提供专业服务。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券研究所”。

上海证券投资评级体系与评级定义

类 别	分 级		定 义
股票投资评级	超强大市	Superperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将强于沪深 300 指数 20%以上
	跑赢大势	Outperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将强于沪深 300 指数 10%以上
	大势同步	In-Line	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将介于沪深 300 指数±10%之间
	落后大势	Underperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将弱于沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	有吸引力	Attractive	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将强于沪深 300 指数 5%
	中性	Neutral	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将介于沪深 300 指数±5%
	谨慎	Cautious	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将弱于沪深 300 指数 5%