投资策略小组
唐永刚、王智勇、陈思、王铁琪

# 与“牛”共舞

## ——2009 年下半年 A 股投资策略报告

## 主要观点：

➢ 流动性、宏观经济、周边市场是影响 A 股趋势的三大变量。A 股市场的牛熊转换或熊牛转换皆与这三大变量的走势密切相关，其影响程度依次递减。09 年上半年，三大变量的先后转向直接导致了 1664 点的熊牛转换。2009 年下半年，我们仍将密切关注这些指标的变化，以当前的指标预测，A 股市场仍将延续震荡盘升的走势。

➢ 流动性充裕推动股市再次走向泡沫化。在全球主要经济体持续宽松货币政策的刺激下，在未来通胀预期的影响下，全球流动性充裕正在推动资产价格反复走高。对于 A 股而言，在不考虑其它因素的情况下，持续充裕的流动性必然首先产生结构性泡沫，进而产生蓝筹泡沫，从而最终演变到全面泡沫，这是一个无法避免的宿命。

➢ 主板 IPO 重启平衡市场供求关系、稳定市场估值中枢。后期，我们认为管理层将通过调控主板 IPO 的发行节奏平衡 A 股市场的供求关系，如市场在流动性充裕的背景下出现较大的泡沫则增加新股发行以稳定市场估值中枢。从实证经验看，A 股历史上时间最长的 2 次 IPO 重启周期均完成市场的一个“牛熊周期”。

➢ 中国宏观经济见底复苏构建 A 股长期牛市基础。我们认为中国当前的经济形势和 1997 年后期相似，政府提振经济的手段基本类似。在 1997 年 4 季度 GDP 增长和上证综指涨幅的短期背离后，A 股市场迎来了 1999 年的“5.19”行情，GDP 增长也从 1998 年 2 季度的 7.2%大幅攀升到 1999 年 1 季度的 9.1%。此轮行情给我们的启示是，密切关注 GDP 同比增长触底反弹过程中 A 股市场的大幅上涨行情。

➢ 2009 年 A 股公司业绩增长将在 10－20%。8%是 2009 年 A 股市场的内生型增长速度下限，以分析师盈利预测的平均值最大的 200 家公司，假设 2009 年业绩集中度仍然保持 2008 年水准，则 2009 年预计 A 股公司预计实现净利润 8895 亿元，较 2008 年的 8166 亿元，同比增长 8.93%。2%是 2009 年 A 股市场外延型增长速度下限，依据是 2008 年 A 股公司业绩下滑的因素，特别是导致 2008 年四季度业绩环比大幅减少的因素，即全球金融危机导致出口困境、年报大幅计提资产减计和投资收益大幅缩水等在 2009 年将大幅减少，同时考虑到多家完成重组的 ST 公司在 2009 年将实现扭亏。

➢ 我们认为 2009 年 A 股市场的估值中枢是 25 倍，全年业绩增速在 10－20%。所以，3300 点是下半年上证综指的运行中枢，2750 点-3900 点是大概率运行区间；3600 点是下半年沪深 300 指数的运行中枢，3000 点-4250 点是大概率运行区间。同时，综合货币政策可能的调整时间窗口、IPO 重启后的密集发行期、A 股公司业绩增长的季度差异和市场前期走势等多方面因素，我们认为 3 季度继续上攻的可能性较大，四季度或迎来市场短期调整。但是，A 股市场“震荡向上”的趋势不会有太大改变。

➢ 循着经济复苏路径发掘 A 股阶段投资热点，四大板块成 2009 年下半年重点配置。受益于经济复苏的大金融板块（银行、保险、券商）、大消费板块（房地产、汽车、家电、商业贸易）；通胀预期下的煤炭和有色等资源类板块；新技术革命、产业升级受益的新能源、装备制造和生物医药板块；区域振兴、并购重组等外延型成长板块。

# 正文目录

一、2009 年度 A 股投资策略与市场表现对比 ..... 5
1.1 “熊牛转换”的期待与千点涨幅 ..... 5
1.2 精准把脉振荡市节奏，紧抓阶段主流热点 ..... 5
1.3 主题投资策略获取远超大盘的超额收益 ..... 6
二、影响 A 股市场的三大变量分析 ..... 6
2.1 流动性分析：流动性充裕推动股市再次走向泡沫化 ..... 6
2.1.1 09 年流动性逆转预期成为现实 ..... 7
2.1.2 主要经济体宽松货币政策推动全球流动性充裕 ..... 8
2.1.3 我国货币政策的调整最快最大可能在 09 年四季度 ..... 9
2.1.4 2009 年 7-12 月解禁股压力骤增，但实际减持压力较小。 ..... 12
2.1.5 新股发行制度改革以渐进式进行，IPO 重启平衡市场供求关系 ..... 15
2.1.6 股票新增开户数、基金新增开户数、新发行及成立基金等与市场投资风格的实证关系 ..... 16
2.2 宏观经济分析：中国宏观经济见底复苏构建 A 股长期牛市基础 ..... 19
2.2.1 中国宏观经济 1 季度环比见底，2 季度同比见底，下半年将持续复苏 ..... 20
2.2.2 宏观经济先行指标分析表明，经济复苏的路径曲折上升 ..... 21
2.2.3 宏观经济同步指标分析表明，下半年政策重点在扩内需、调结构 ..... 23
2.3 业绩分析：A 股公司整体环比拐点和板块环比增速差异创造投资机遇 ..... 26
2.3.1 1600 家 A 股公司 2008 年度净利润同比增长-14.46% ..... 26
2.3.2 A 股公司季度业绩环比拐点已经显现，业绩回升推动估值基准提升 ..... 27
2.3.3 趋高的分红比例和日趋规范的分红制度提升 A 股市场的投资价值 ..... 29
2.3.4 预计 2009 年 A 股公司净利润同比增长 10%以上 ..... 30
2.4 国际（周边）市场分析 ..... 32
2.4.1 国际市场或将持续上涨，A 股具备长期走牛的外围环境 ..... 32
2.4.2 港股市场的走好、A/H 溢价比率的下降提升 A 股底部 ..... 36
三、A 股市场 2009 年下半年波动范围测算 ..... 37
3.1 A 股上半年波动范围、投资风格与年度策略报告比较 ..... 37
3.2 A 股市场 2009 年下半年波动范围测算 ..... 38
四、09 年下半年 A 股投资风格及阶段热点板块分析 ..... 40
4.1 从全球历次金融危机后经济复苏路径看 A 股阶段投资风格 ..... 40
4.2 “经济复苏”第一阶段：“通胀预期”引发资源板块长期受益 ..... 42
4.3 “经济复苏”第二阶段：从投资到消费，大金融和大消费板块 ..... 44
4.4 “经济复苏“第三阶段：产业升级：第四次技术革命——新能源 ..... 48
4.5 并购重组-资本市场永恒的主题 ..... 51
五、宏源证券 09 年下半年 A 股主题投资股票池 ..... 56
六、宏源证券 09 年下半年重点关注的行业及公司评级 ..... 57

# 图表目录

图表 1：宏源证券 2009 年上半年 A 股投资策略与市场走势对比 ..... 5
图表 2：新能源、装备制造和生物医药板块整体获取远超大盘的超额收益 ..... 6
图表 3：M1/M2/贷款余额与上证综合指数走势对比 ..... 7
图表 4：M1/M2 比值开始出现探底结束迹象，增加经济复苏预期 ..... 7
图表 5：CRB 指数在定量宽松的背景下反弹幅度较大 ..... 8
图表 6：标准 500 与 VIX 风险衍生指标 ..... 9
图表 7：美国定量宽松政策开启后黄金的避险需求升温 ..... 9
图表 8：3 月央票利率作为降息预期的先导指标 ..... 10
图表 9：存款准备金率自 2003 年 9 月至 2008 年 6 月，累计上升 11.5% ..... 10
图表 10：CPI 和 PPI 指数初步完成探底，回升的预期将逐步增加 ..... 10
图表 11：金融机构各项贷款新增额 ..... 11
图表 12：金融机构新增人民币贷款中的票据融资 ..... 11
图表 13：M2 年化增长体现出目标增长可能让位于发展需要 ..... 12
图表 14：“锁一爬二”的股改限售制度导致 2009 年 7-12 月解禁市值 36196.52 亿元 ..... 13
图表 15：2009 年 7-12 月 A 股市场一级行业存在较大的解禁压力差异 ..... 13
图表 16：2009 年 7-12 月解禁市值在 70-1000 亿的 30 家 A 股公司 ..... 14
图表 17：2008 年 11 月-2009 年 5 月股改解禁股单月实际减持压力比较 ..... 14
图表 18：2008 年 5 月-2009 年 5 月小非实际单月减持比例逐步回落 ..... 15
图表 19： A 股历史上时间最长的 2 次 IPO 重启周期均完成市场的一个“牛熊周期” ..... 16
图表 20：账户有关数据：资金性质决定市场的投资风格 ..... 17
图表 21：账户有关数据：市场记忆考验基金重获青睐预期 ..... 17
图表 22：2006 年 8 月-2009 年 6 月 A 股市场新成立基金比较 ..... 18
图表 23：2006 年 8 月-2009 年 6 月 A 股市场新基金类型比较 ..... 18
图表 24：中短周期相对波动率滤波值对比 ..... 19
图表 25：1997 年 1 季度-2009 年 1 季度中国 GDP 季度同比增长和上证综合指数季度涨幅对比 ..... 19
图表 26：1992 年-2009 年第 1 季度中国 GDP 季度同比增长和环比增长对比[%] ..... 20
图表 27：宏源证券首席经济学家房四海教授的 GDPG 预测：2009 年中国经济属于小 v 型反转 ..... 21
图表 28:2008 年 11 月-2009 年 5 月制造业采购经理人指数及其分项稳步提升 ..... 22
图表 29：1999 年-2009 年 5 月中国 CPI 和 PPI 同比增速[%] ..... 22
图表 30：发电量同比数据降幅逐渐收窄 ..... 23
图表 31：2001 年 2 月-2009 年月新增贷款和工业增加值增速对比[%] ..... 23
图表 32：固定资产投资增速自 2008 年 12 月连续 5 个月创出新高 ..... 24
图表 33：扩大内需成为后期政策的重点，也是提振中国经济的关键 ..... 24
图表 34：外需回暖出现迹象，出口 “拖累”我国前期整体经济回暖 ..... 25
图表 35：2007 年-2008 年度 A 股公司利润构成分析 ..... 26
图表 36：1600 家 A 股公司 2008 年四季度亏损比例 38.56%，累计亏损 1421.80 亿元 ..... 26
图表 37：2008 年度财报中小企业板公司一枝独秀，净利润同比增长 6.36% ..... 27
图表 38：2009 年 1 季度主要财务指标单季度环比增长比较 ..... 28
图表 39：2006 年 1 季度-2009 年 1 季度当期可比 A 股公司净利润环比增幅比较[%] ..... 28
图表 40：2009 年 1 季度 1 级行业对业绩环比增长的贡献比较[%] ..... 29
图表 41：2008 年度和 2007 年度 A 股公司分配预案的比较 ..... 30
图表 42：2008 年财报业绩贡献的权重公司 ..... 30
图表 43：81 个二级行业对 A 股公司业绩贡献的比较 ..... 31
图表 44：全球主要国家和地区的利率[%] ..... 32

图表 45：美国等主要经济体“定量宽松”的政策推动欧洲和美洲国家主要股指 3 月初至今的强势反弹 ..... 34
图表 46：美国经季节调整后的月度新增就业人数[万人]数据逐步回暖 ..... 34
图表 47：美国新屋开工年率数据逐步企稳好于预期，房产市场稳定增加了更多的证据 ..... 35
图表 48：1980 年-2009 年标准普尔 500 指数 PE 估值比较 ..... 35
图表 49：全球主要资本市场估值比较 ..... 36
图表 50：2009 年 3 月 6 日-6 月 16 日港股市场主要市场指数和行业指数涨幅比较[%] ..... 36
图表 51：A-H 股溢价指数位于 2008 年 9 月-2009 年 6 月震荡区间的下轨附近 ..... 37
图表 52：2009 年上证综指波动区间和月度热点比较 ..... 37
图表 53：1991 年 1 月-2009 年 6 月 A 股市场的 PE、PB 估值纵向比较 ..... 39
图表 54：1996 年 1 月-2009 年 5 月 A 股市场市盈率和 M1 周期比较 ..... 39
图表 55：2009 年下半年沪深 300 指数和上证综指预测 ..... 40
图表 56：上证综指的历史走势与 M1/M2 增速高度正相关 ..... 41
图表 57：通缩最危险的时刻于 08 年 11 月已经过去，大宗商品在筑底 （08 年 11 月判断图例） ..... 42
图表 58：08 年 11 月至今，大宗商品从底部启动涨幅巨大 ..... 43
图表 59：澳大利亚 BJ 煤炭现货价格在 5 月底重新上涨，波罗的海综合运费指数 4 月初快速上扬 ..... 43
图表 60：通胀预期受益的资源类板块 ..... 43
图表 61：2008 年-2010 年 A 股市场一级行业 PE 估值比较 ..... 44
图表 62：1998 年-2009 年 1 季度期间单季度城镇居民人均可支配收入与同比增长率 ..... 45
图表 63：中国社保体系的逐步完善将促进国内消费的增长 ..... 46
图表 64：汽车下乡、汽车购置税费的降低等因素导致 2009 年以来汽车销量持续回升 ..... 46
图表 65：家电下乡、家电汽车以旧换新等政策因素导致家电产品销售 1 季度回暖 ..... 47
图表 66：积极的财政政策和适度宽松的货币政策刺激了房地产市场的刚性需求和投资性需求 ..... 47
图表 67：大金融、大消费细分板块重点关注公司 ..... 48
图表 68：2004-2008 年全球新能源市场的全球投资比较 ..... 49
图表 69：1995 年-1999 年 VC 等机构对互联网的巨额投资成就了互联网泡沫 ..... 49
图表 70：2008 年全球新能源各项投资比例[%] ..... 50
图表 71：新能源细分板块重点关注公司 ..... 51
图表 72：2006 年-2009 年 6 月 A 股公司产业资本操作轨迹与上证综指、估值比较 ..... 51
图表 73：2008 年 1 月-2009 年 6 月 A 股公司大股东及其高官二级市场减持和增持 ..... 51
图表 74：2008 年 1 月-2009 年 6 月，产业资本通过资产置换、定向增发方式隐性增持 A 股公司股权 ..... 52
图表 75：2008 年 6 月-2009 年 6 月期间的“对大股东非公开发行购买股东资产”板块整体涨幅惊人 ..... 53
图表 76：重点关注的重组类公司（已经发布增发方案或者完成增发） ..... 53
图表 77：中央企业数目与每年减少数量，央企整合势必加速 ..... 54
图表 78：2002-2008 年期间央企经营性指标比较 ..... 55
图表 79：央企直属 A 股公司市值与全部 A 股公司市值比较 ..... 55
图表 80：2009 年下半年区域经济振兴热点和重点行业、A 股公司 ..... 56

# 一、2009 年度 A 股投资策略与市场表现对比

在展望和制订 2009 年下半年的投资策略之际，回顾一下 2009 年的投资策略，以上半年的市场去检验我们的逻辑过程和结论，总结其中的利弊得失，对于更好的把握下半年市场的运行趋势、节奏和投资风格意义重大。

## 1.1 “熊牛转换”的期待与千点涨幅

“熊牛转换”是我们 2009 年最重要和最具战略意义的结论，我们首次把影响 A 股市场走势的因素提炼成三大核心要素：流动性、宏观经济和周边市场。在“三大要素”的框架之内通过翔实的数据和严谨的逻辑论证，推导出如下结论：09 年流动性逆转的必要条件其一是货币政策转向适度宽松，其二是新股发行制度能否彻底改革，适度宽松的货币政策主导了 09 年上半年的流动性充裕；09 年中国宏观经济属于小 V 型反转，GDPG 和 A 股公司业绩 1 季度环比见底，业绩回升支撑了 09 年上半年行情的震荡盘升和行业轮动；周边市场在前所未有的联合救市干预下，企稳走强，全球流动性充裕推动原油、大宗商品转跌为升。对 A 股市场三大主要矛盾的把握使我们得出“2009，熊牛转换的期待”的明确结论，市场也给出了从 1820 点到 2997 点千点涨幅的壮阔走势。

**图表 1：宏源证券 2009 年上半年 A 股投资策略与市场走势对比**

**数据来源：宏源证券研究所**

## 1.2 精准把脉振荡市节奏，紧抓阶段主流热点

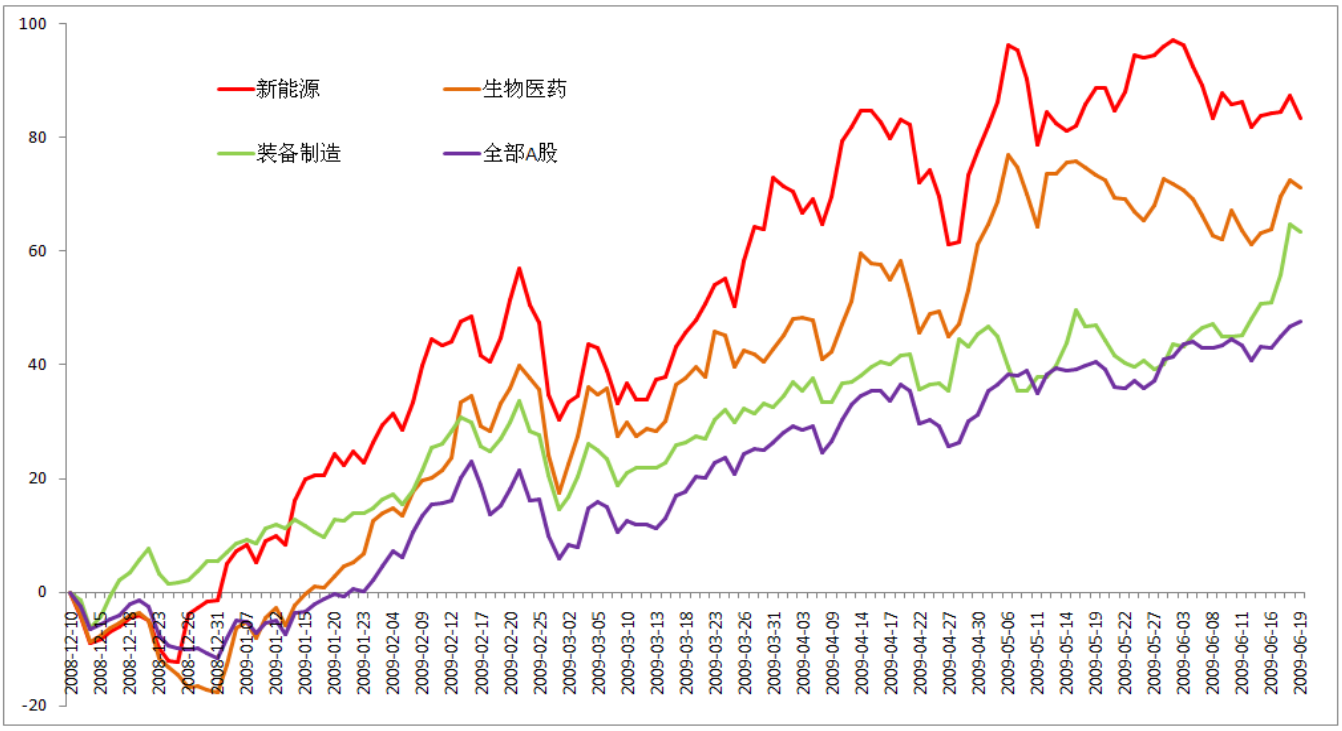
我们考察 2001 年-2005 年熊市阶段两次反弹、2006 年-2007 年牛市中三次上涨、2008 年熊市三次反弹的风格指数表现，总结出投资者结构和政策预期催生阶段投资主题的结论，坚持“淡化指数、主题投资”的投资思路。1 月，我们提出危中显机，以贪婪的心态挖掘 A 股伟大的企业，集中在新能源、装备制造、生物医药；2 月，我们再

次确认流动性充裕助推主题型牛市，解禁股的“越解禁越美丽”将逐步浮出水面，资产配置的重点其一是非公开发行的资产重组，其二是保增长受益的周期性板块，关注黄金股、有色小金属股和煤炭股；3 月，我们提出依旧把握题材股的交易型机会，怀疑并确认“大象开始跳舞”尚待时机；4 月，我们以乐观的预期提出“震荡盘升，满园春色”，对通胀预期下受益的有色、煤炭和地产做重点推介；5 月，我们基于 A 股公司业绩环比增长差异等因素提出从投资到消费，关注的大消费板块包括地产、家用电器、商业贸易、食品饮料和餐饮旅游；6 月，我们提出 IPO 不会影响 A 股市场的趋势仅影响运行节奏的观点，低估值、低涨幅、低股价的“三低”品种是配置重点。

### 1.3 主题投资策略获取远超大盘的超额收益

我们的主题投资策略有非常重要的两点精髓，其一是把握主题投资，其二是把握交易型机会。在“淡化指数，主题投资”的投资思路下，我们在不同的阶段提出了基建、新能源、装备制造、生物医药、非公开发行的资产重组、有色、煤炭、地产、区域整合、大消费板块、三低板块，这些均属于把握主题投资的机会。但是，操作主题板块获取超额收益的第二点是把握交易型机会，“刻舟求剑”式的投资结果多数是持股市值“过山车”行情，波段操作却创造机会，获取远超大盘的超额收益。

**图表 2：新能源、装备制造和生物医药板块整体获取远超大盘的超额收益**




**数据来源：以板块个股流通股本加权计算平均股价，以 2008 年 12 月 10 日为基准股价计算涨跌幅**

## 二、影响 A 股市场的三大变量分析

### 2.1 流动性分析：流动性充裕推动股市再次走向泡沫化

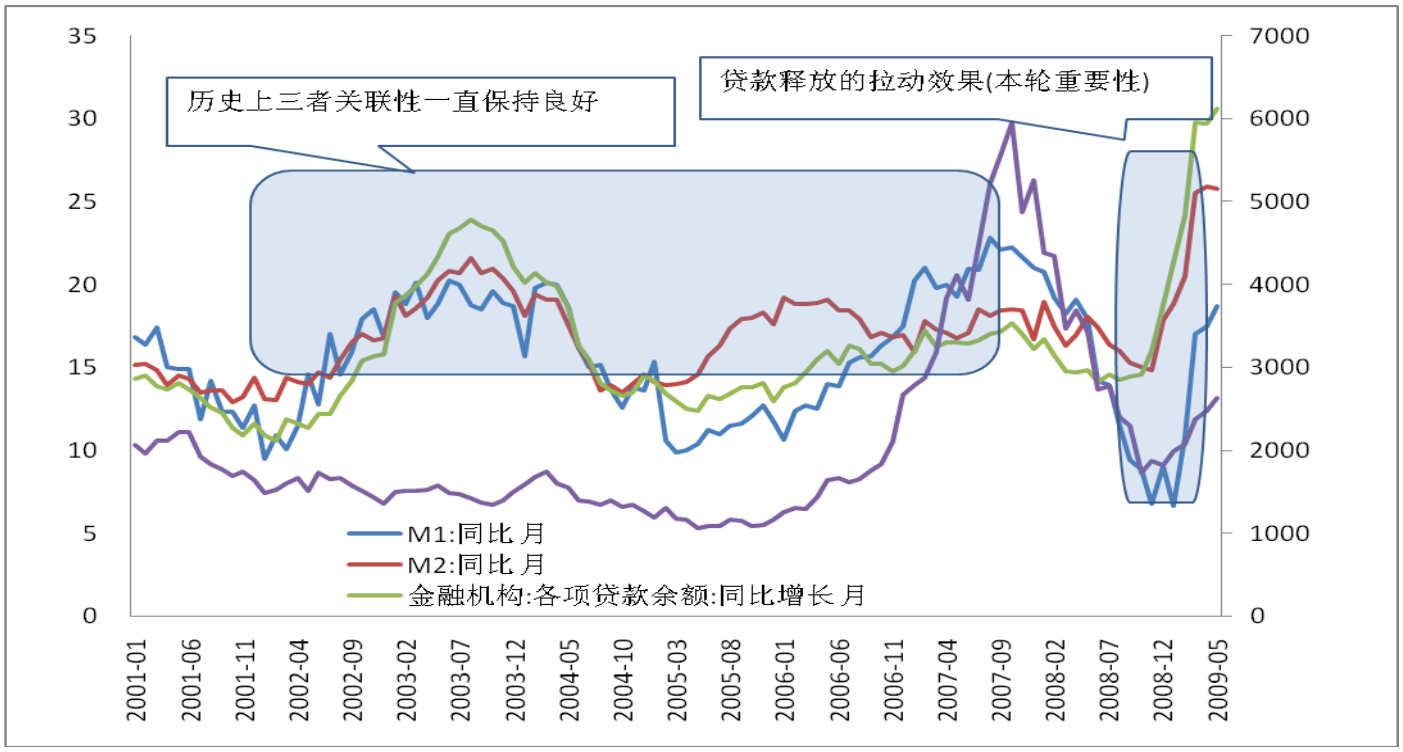
在全球主要经济体持续宽松货币政策的刺激下，在未来通胀预期的影响下，全球流动性充裕正在推动资产价格反复走高。对于 A 股而言，在不考虑其它因素的情况下，持续充裕的流动性必然首先产生结构性泡沫，进而产生蓝筹泡沫，从而最终演变到全面泡沫，这是一个无法避免的宿命。

### 2.1.1 09 年流动性逆转预期成为现实

我们在 09 年度策略报告中提出，基于逆经济周期的考虑，货币政策从紧缩向适度宽松转向，流动性逆转的一个必要条件已经具备，预期在经济明显好转（GDP 增速回到 8%以上）以及 CPI 没有明显抬头之前，宽松货币政策依然会延续。

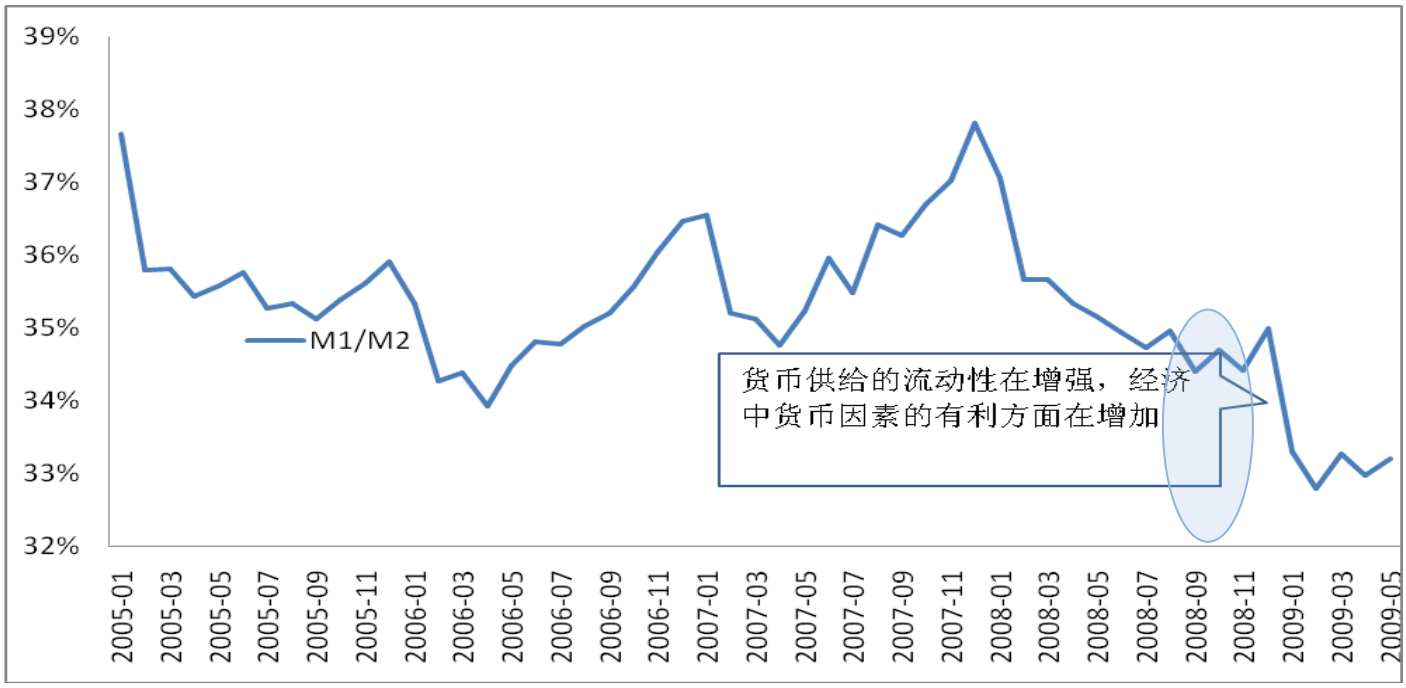
M1/M2/贷款余额同比增速与上证综指的历史关联性比较好。综合来看，A 股市场对于 M1 增速的反应最为良好，这在一个侧面说明市场资金对于股市的推动效应，本轮货币政策中贷款的释放速度极快，进而向其它货币层次扩散其效果。考虑到信贷与 M1 之间较强的关联性，我们会密切关注 M1 变化及其对市场的影响。

**图表 3：M1/M2/贷款余额与上证综合指数走势对比**




**数据来源：宏源证券研究所**

**图表 4：M1/M2 比值开始出现探底结束迹象，增加经济复苏预期**



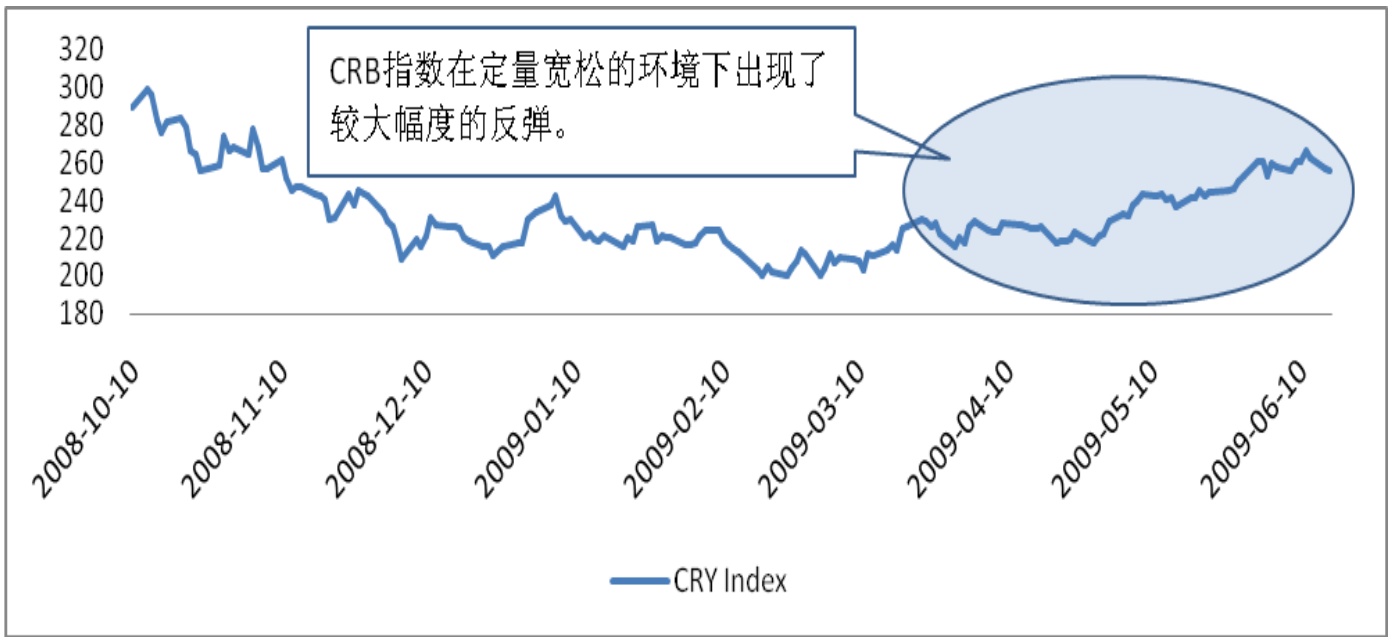

**数据来源：宏源证券研究所**

### 2.1.2 主要经济体宽松货币政策推动全球流动性充裕

3 月 18 日，时隔近 40 年，美联储再次宣布将在未来六个月收购总额 3000 亿美元长期国债的决定，由此正式宣告美国进入量化宽松货币政策时代。当日纽约股市逆转盘中跌势，三大股指均大幅上扬。在英国 11 日开始实行定量宽松的极端政策后又一重要经济体开启了印发货币的新时期，欧洲央行也在 5 月 7 日开始定量宽松(将基准利率下调至 1%，并宣布将购买 805 亿美元的欧元区发行的资产担保债券)。

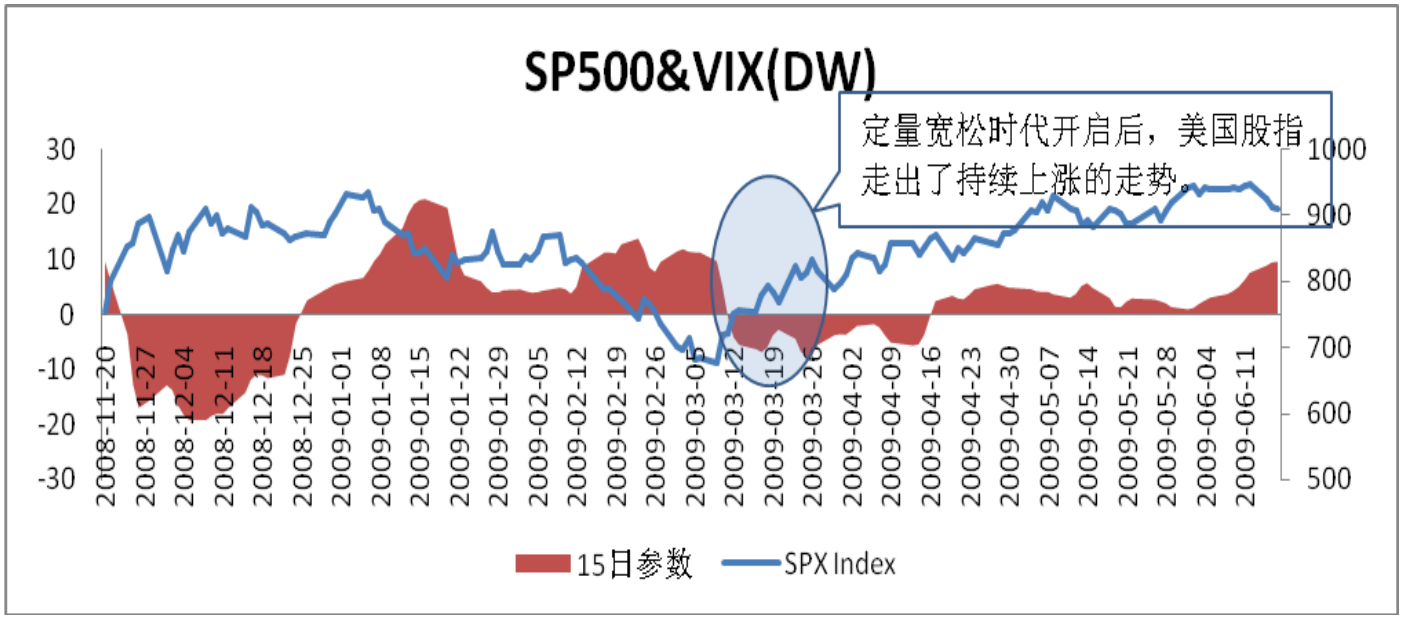
我们早在四月份的报告中就明确提出商品价格上涨会是全球主要经济体定量宽松的政策结果。

**图表 5：CRB 指数在定量宽松的背景下反弹幅度较大**



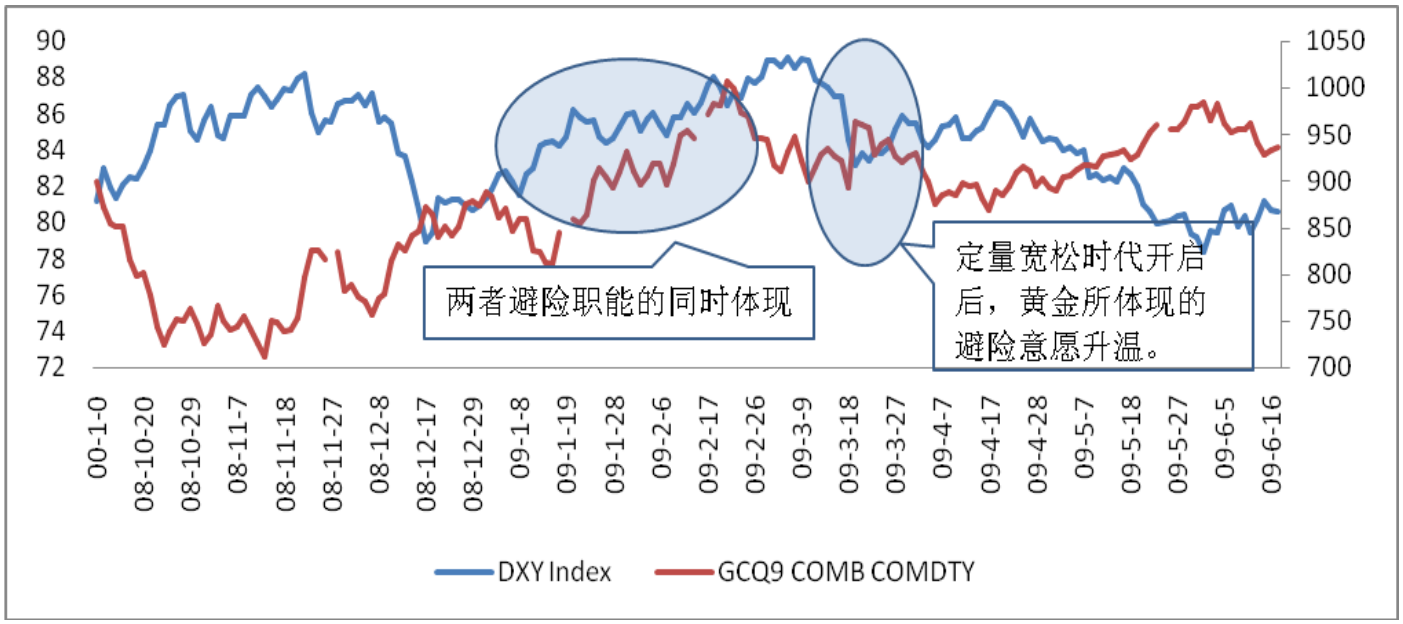

**数据来源：Bloomberg、宏源证券 图中 VIX(DW)系自定义的 VIX 衍生指标**

**图表 6：标准 500 与 VIX 风险衍生指标**




**数据来源：Bloomberg、宏源证券 图中 VIX(DW)系自定义的 VIX 衍生指标**

**图表 7：美国定量宽松政策开启后黄金的避险需求升温**




**数据来源：Bloomberg、宏源证券**

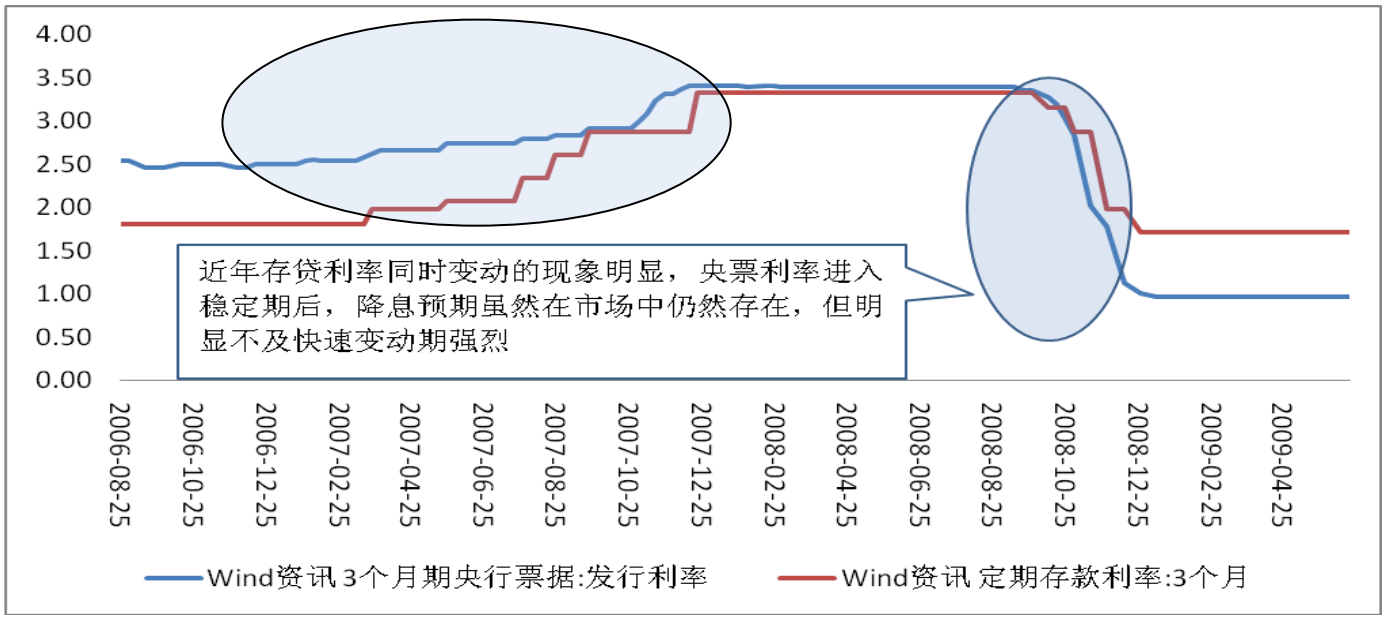
如果定量宽松的政策可以暂时放弃，这对于美元恢复避险功能有帮助。如果借鉴日本定量宽松所导致的历史经验，我们还能进一步得到美元指数较好的预期，扩张性的“定量宽松”货币政策带有转嫁危机的性质。今后的政策导向可能也与美国国债持有国与美政府的沟通有关。但无论如何，在经济没有明显复苏前，只能是从极端的货币政策手段向非极端转化，从这个意义上来说，流动性充裕的现实没有改变。

### 2.1.3 我国货币政策的调整最快最大可能在 09 年四季度

**货币政策方面，就目前的经济数据而言，没有必要进一步降息，准备金率将有下调空间。**市场普遍预期我国 GDP 环比一季度已经见底，考虑到经济先行指标的回暖，对于经济复苏的预期在不断加强，而复苏阶段货币政策的角色定位应更倾向于辅助财政政策，政策目标达到即可，这是保就业、保稳定的政治要求。但是，经济增长的模式

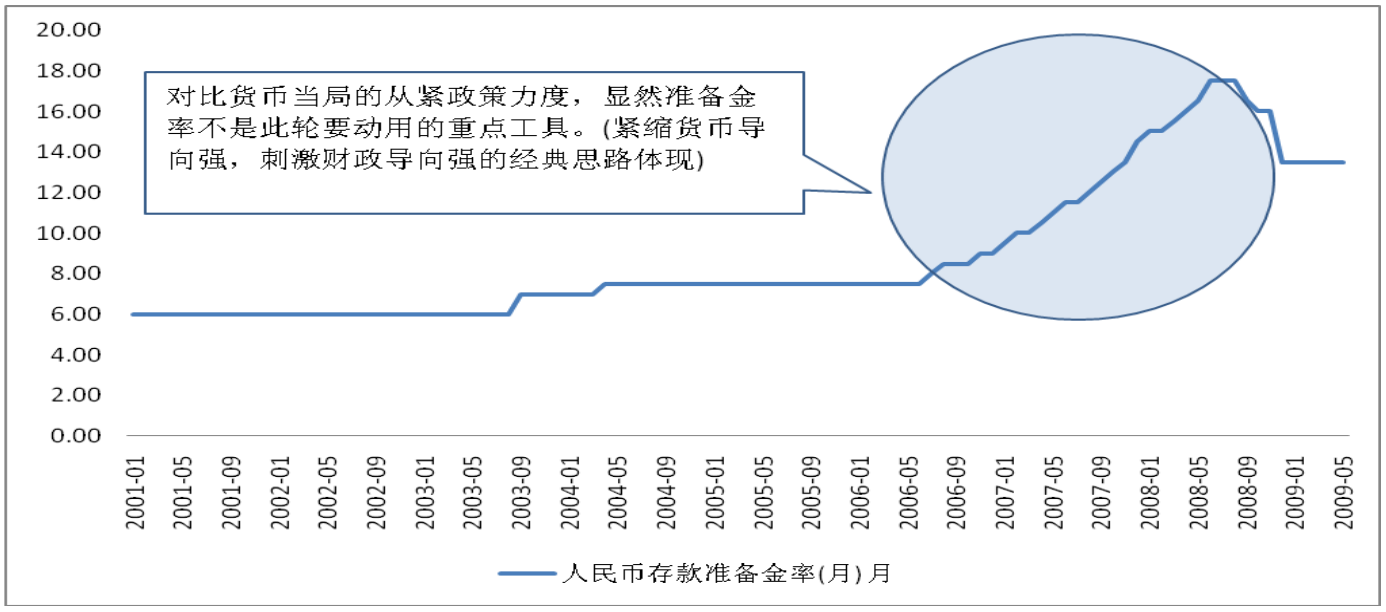
不能永远靠投资驱动，没有相应需求去消化的投资就是过剩投资和效率低下的投资。从经济健康发展的角度来说，更多的消费刺激政策将在后期出台。

**图表 8：3 月央票利率作为降息预期的先导指标**



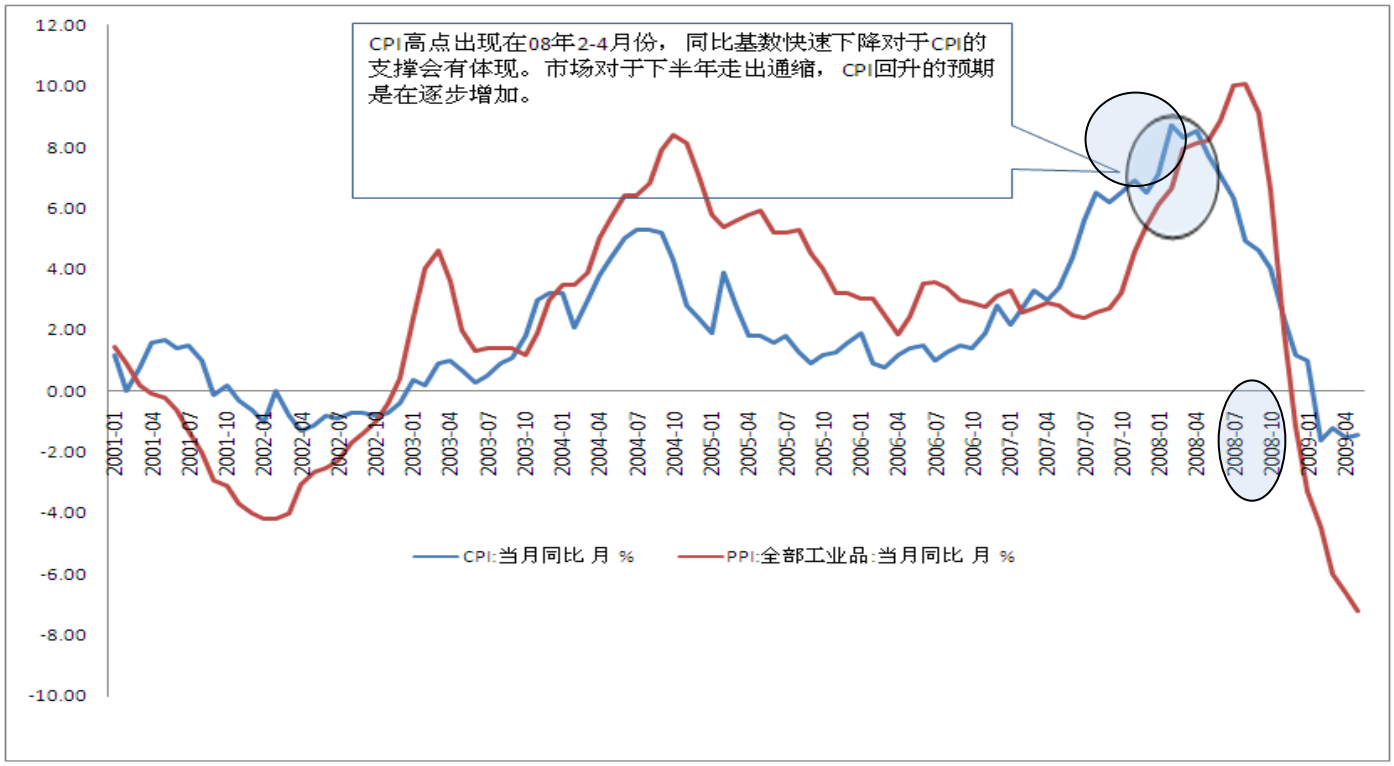

**数据来源：宏源证券研究所**

**图表 9：存款准备金率自 2003 年 9 月至 2008 年 6 月，累计上升 11.5%**




**数据来源：宏源证券研究所**

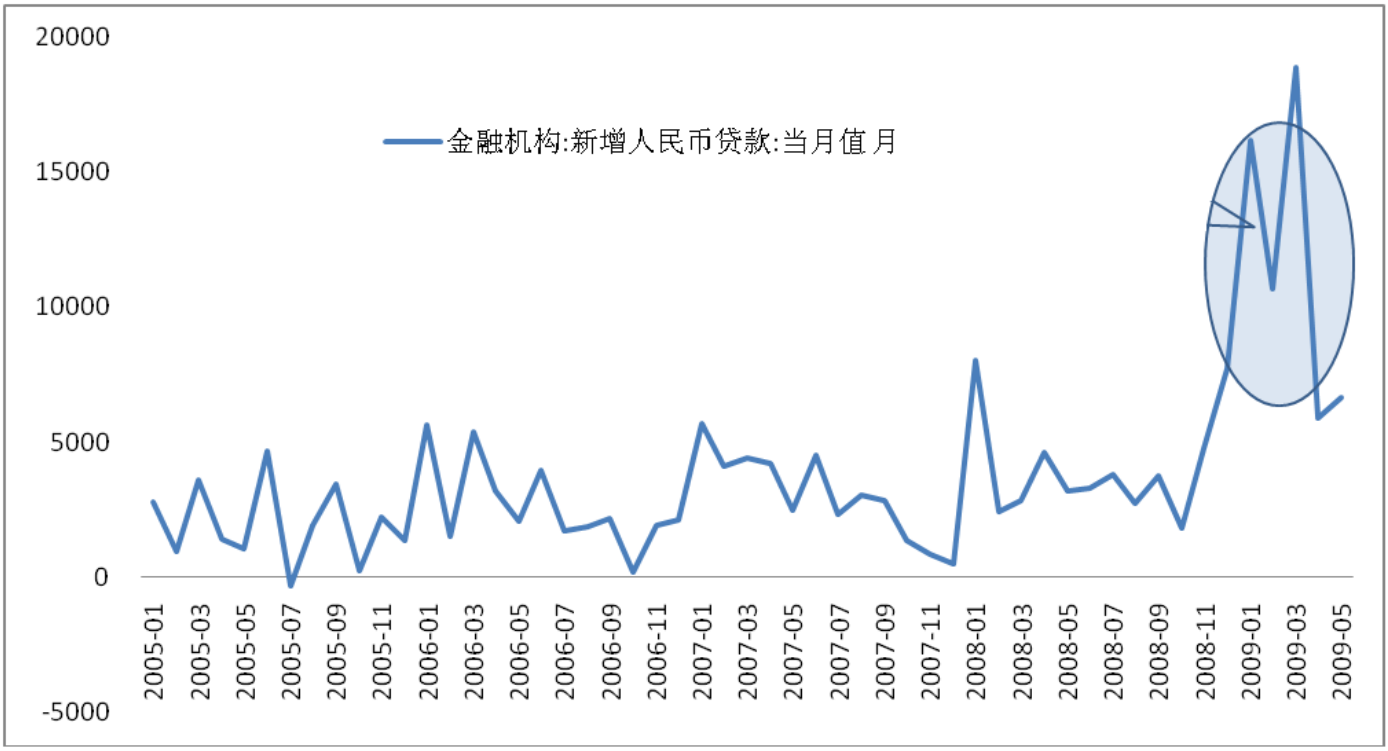
**图表 10：CPI 和 PPI 指数初步完成探底，回升的预期将逐步增加**




**数据来源：宏源证券研究所**

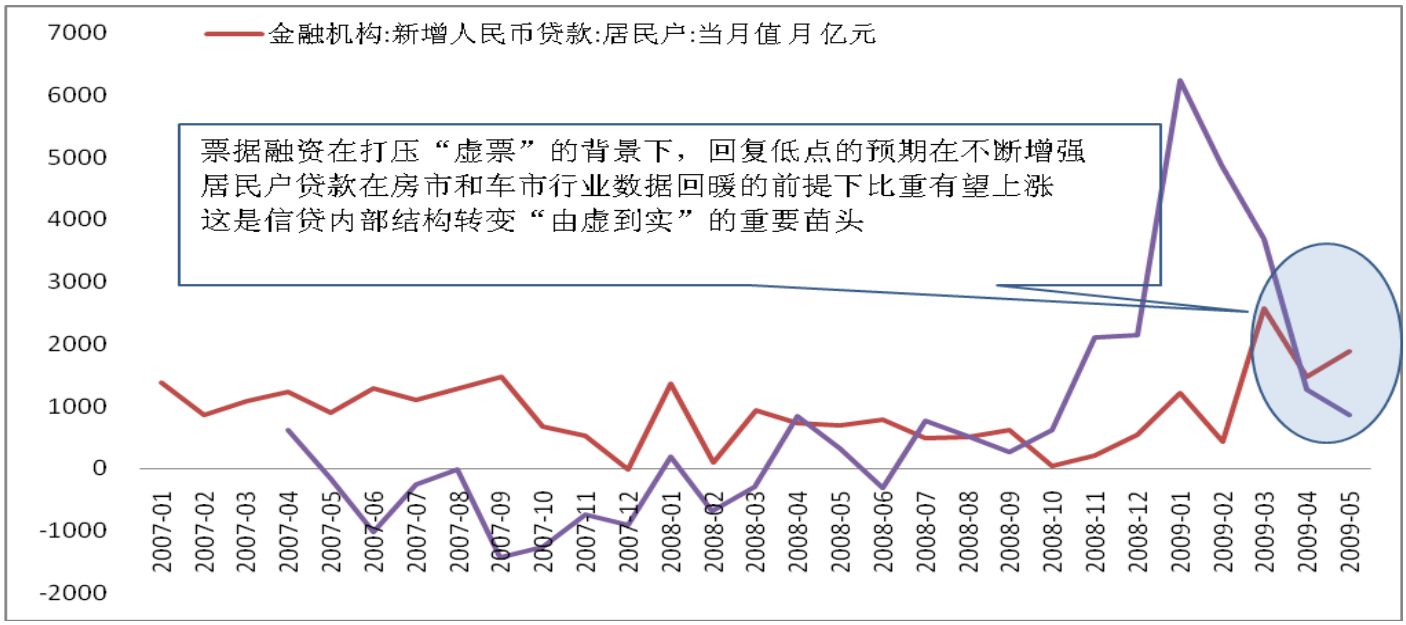
四季度可能在经济回升格局明确的背景下，控制信贷，防止未来明显通胀。新增人民币贷款与票据融资向正常值靠拢，符合市场预期，可以推测相应货币增速也会相应跟随下降。

**图表 11：金融机构各项贷款新增额**




**数据来源：宏源证券研究所**

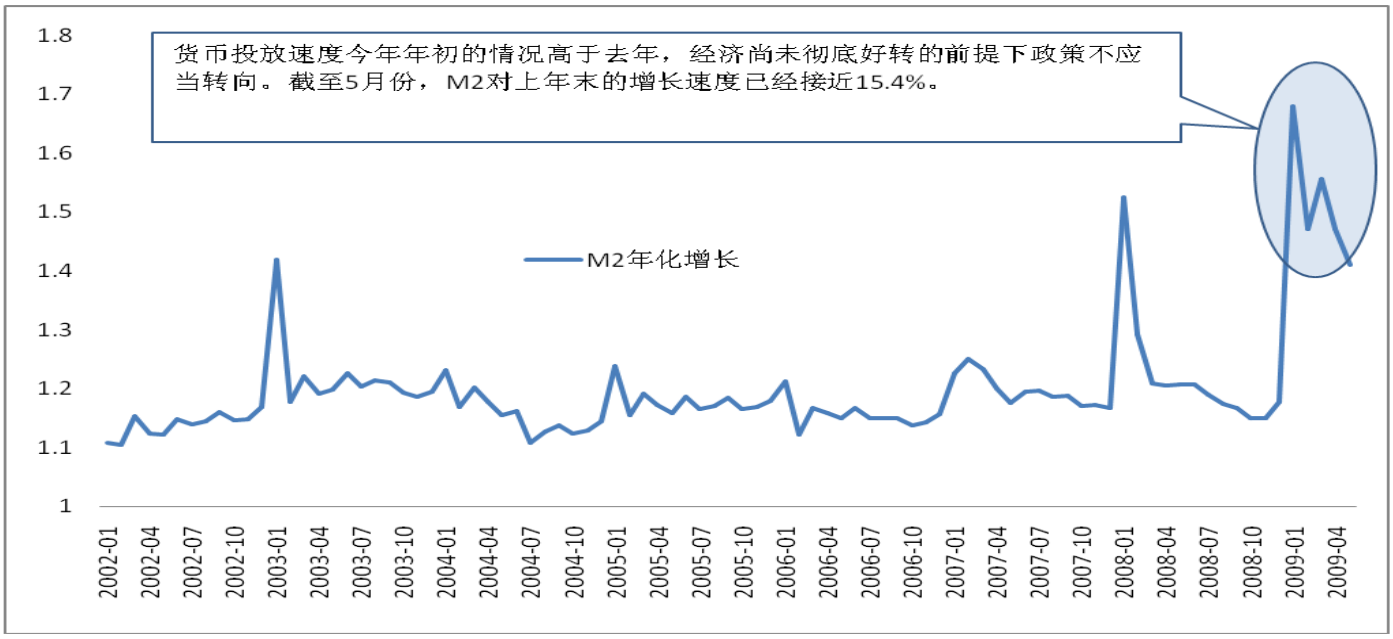
**图表 12：金融机构新增人民币贷款中的票据融资**




**数据来源：宏源证券研究所**

广义货币增速也很快，如果经济如同预期的一样在年末走出较好的态势，可能 4 季度也还是要调一下。非常时期就应该采用非常手段，国务院办公厅所指出的全年广义货币供应量增长 17%左右的意见还是应该让位于经济发展需要的现实。不过我们主要还是留意 M1 增速下滑对市场的潜在影响的。

**图表 13：M2 年化增长体现出目标增长可能让位于发展需要**



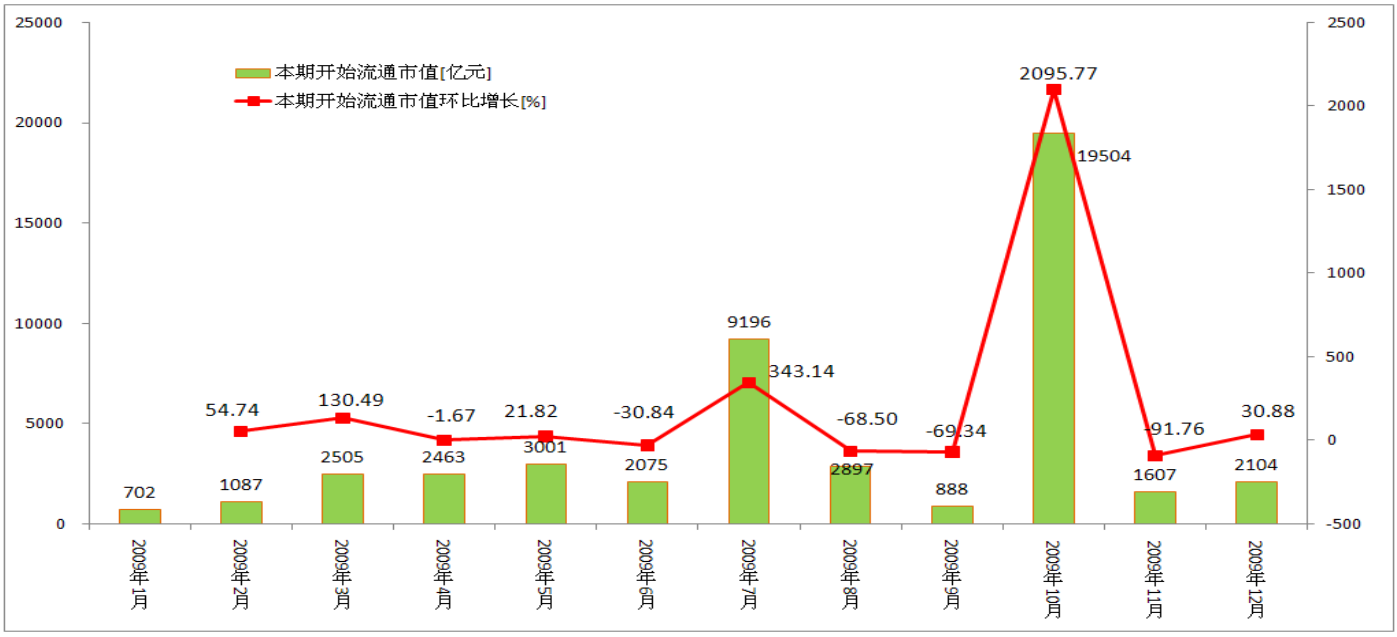

**数据来源：宏源证券研究所**

### 2.1.4 2009 年 7-12 月解禁股压力骤增，但实际减持压力较小。

“锁一爬二”的股改限售制度导致 2009 年限售股解禁量巨大。以 6 月 18 日收盘价计算，2009 年 1-12 月累计解禁市值 48029.89 亿元，其中 7-12 月解禁 36196.52 亿元，占全年解禁总市值的 75.36%。在不考虑新增 A 股公司的情况下，预计至 2009 年 12 月底 A 股市场的全流通比例进一步扩大，流通股比例将达到 73.29%，流通市值比例为 65.10%。

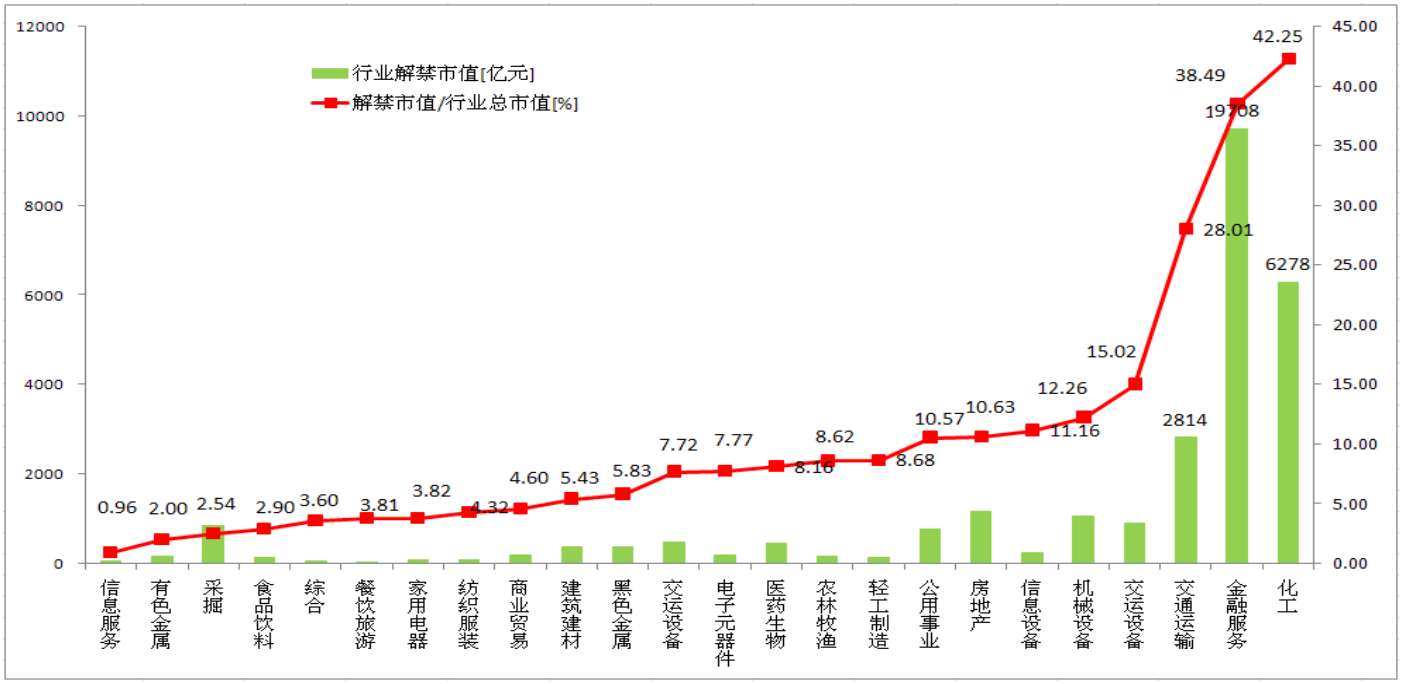
从月度解禁数据看，2009 年 7 月、10 月是解禁高峰期，累计解禁市值 28700.54 亿元，占 09 全年解禁市值的 59.76%，占 09 年下半年解禁市值的 79.29%，其中 10 月的解禁市值高达 19504.24 亿，相当于 19 日全部 A 股流通市值 84607.57 亿元的 23.05%。7-12 月解禁市值环比增长分别为，343.14%、-68.50%、-69.34%、2095.77%、-91.76%和 30.88%。

**图表 14：“锁一爬二”的股改限售制度导致 2009 年 7-12 月解禁市值 36196.52 亿元**




**数据来源：宏源证券研究所**

**图表 15：2009 年 7-12 月 A 股市场一级行业存在较大的解禁压力差异**



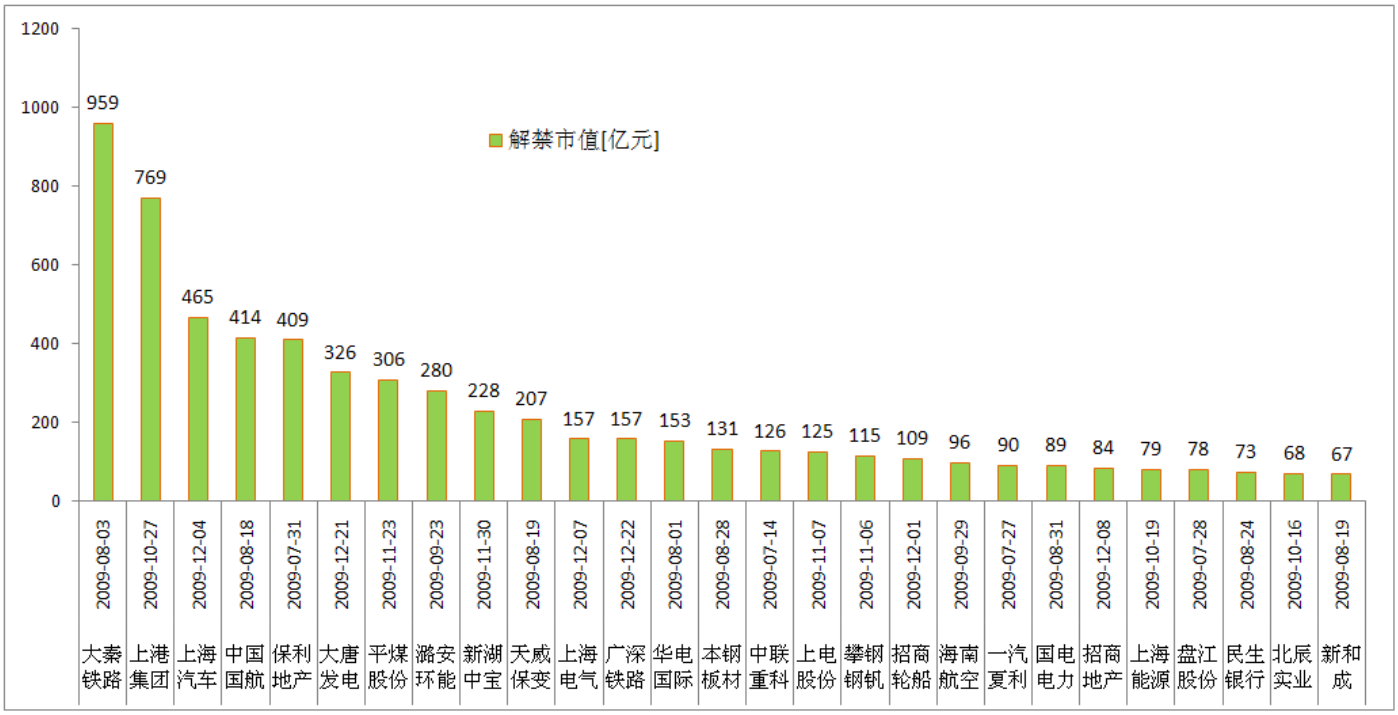

**数据来源：宏源证券研究所**

从行业解禁数据看，2009 年 7-12 月 23 个一级行业中，金融服务和化工行业的解禁市值名列前 2 位，分别为 19708.24 亿元和 6277.98 亿元，分别占全部解禁市值 36196.52 亿元的 54.45%和 17.34%；餐饮旅游、信息服务的

解禁压力较小，分别为 27.15 亿元和 40.45 亿元。按照相对解禁压力的解禁市值/行业总市值分析，信息服务和有色金属的相对解禁压力最小，分别为 0.96%和 2.00%。

从公司解禁数据看，2009 年 7-12 月 490 家 A 股公司累计解禁市值 36196.52 亿元，其中工商银行 12249.04 亿元、中国银行 7349.86 亿元、中国石化 5914.30 亿元，三家公司占 490 家全部解禁市值的 70.49%。我们在上半年提出 A 股公司“越解禁越美丽”的观点，一个重要的因素是解禁公司市值中等，其所处板块和题材是解禁时间段内的热点板块和题材。

**图表 16：2009 年 7-12 月解禁市值在 70-1000 亿的 30 家 A 股公司**




**数据来源：宏源证券研究所**

从实际减持压力看，数据相对恰当的角度分析，我们仅引用中证登记公司公布的股改解禁股减持数据。截至 5 月底，股改限售股累计解禁 2128.11 亿股，其中大非 1559.88 亿股，小非 568.23 亿股；股改解禁股累计减持 334.53 亿股，其中大非 109.99 亿股，累计减持比例 7.05%，小非 224.54 亿股，累计减持比例 39.51%；小非减持量占全部减持量的 67.12%，远高于大非的 32.88%，小非构成实际的减持压力。

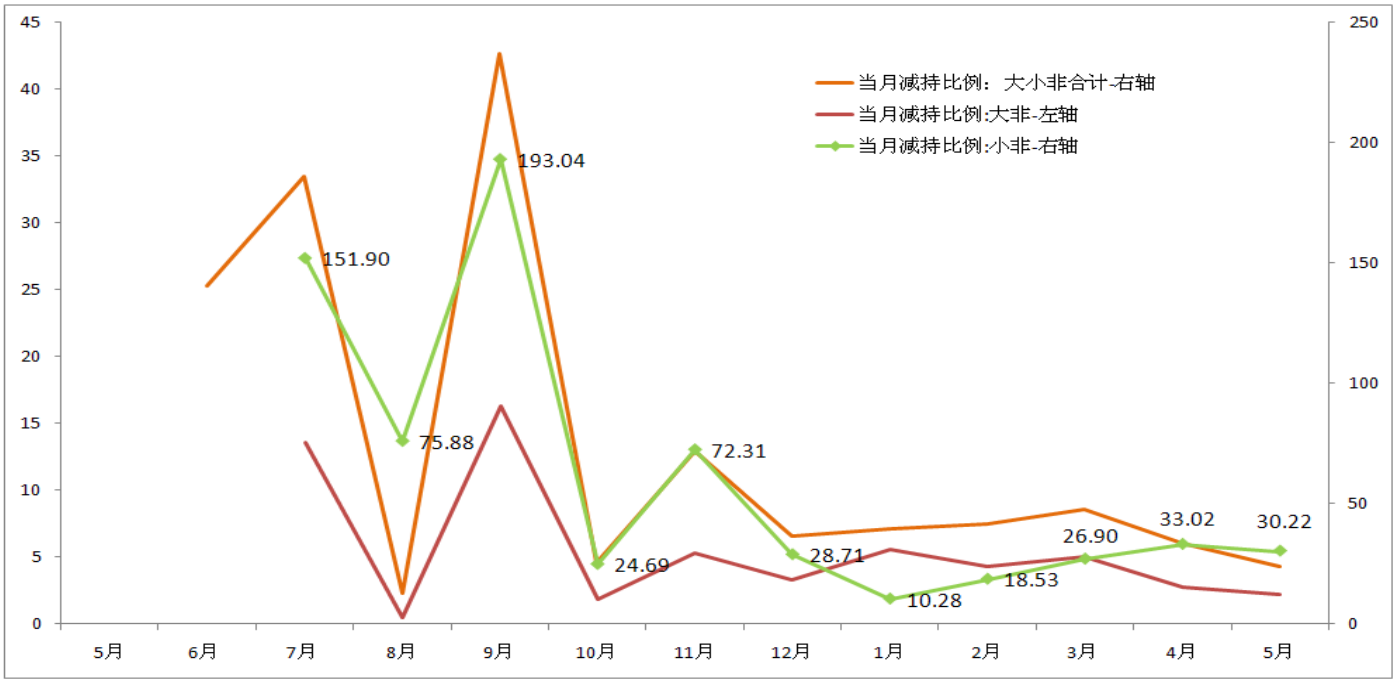
**图表 17：2008 年 11 月-2009 年 5 月股改解禁股单月实际减持压力比较**

| | 08 年 11 月 | 08 年 12 月 | 09 年 1 月 | 09 年 2 月 | 09 年 3 月 | 09 年 4 月 | 09 年 5 月 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 累计减持比例：大小非合计 | 22.52 | 21.04 | 20.27 | 19.14 | 18.35 | 17.22 | 15.72 |
| 当月减持比例：大小非合计 | 12.89 | 6.53 | 7.08 | 7.39 | 8.52 | 5.92 | 4.27 |
| 累计减持比例:大非 | 10.56 | 9.69 | 9.45 | 8.93 | 8.57 | 7.89 | 7.05 |
| 累计减持比例:小非 | 44.38 | 43.82 | 42.00 | 40.60 | 40.07 | 39.83 | 39.51 |
| 当月减持比例:大非 | 5.24 | 3.30 | 5.57 | 4.24 | 4.96 | 2.68 | 2.13 |
| 当月减持比例:小非 | 72.31 | 28.71 | 10.28 | 18.53 | 26.90 | 33.02 | 30.22 |

**数据来源：宏源证券研究所**

从 2008 年 5 月-2009 年 5 月大小非实际单月减持比例看，2008 年 11 月份之前的减持比例保持在高位，主要原因是此前我国实现紧缩性货币政策，导致企业经营性现金流紧张，不得已抛售解禁股所致。进入 2009 年之后，我国实现宽松的货币政策，大小非实际单月减持比例逐步回落。此前我们注意到，少数 A 股公司开始尝试用部分资金参与二级市场投资，表明实体经济的流动性比较充裕，解禁股减持动力必然不足。

**图表 18：2008 年 5 月-2009 年 5 月小非实际单月减持比例逐步回落**




**数据来源：宏源证券研究所**

国有股转持社保基金减轻限售股解禁压力。19 日，国务院决定在 A 股市场实施国有股转持，即股权分置改革新老划断后，凡在境内证券市场首次公开发行股票并上市的含国有股的股份有限公司，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的 10%，将部分国有股转由社保基金持有，社保基金延长三年限售期。

截至 2009 年 6 月 18 日,股权分置改革新老划断后首次公开发行股票并上市的含国有股公司共 131 家，涉及国有股东 826 家，应转持股份约 83.94 亿股，市值 835.5 亿元。国有股转持社保基金对 A 股市场缓解短期的限售股压力构成利好，中长期有利于 A 股市场长期投资、价值投资、责任投资的理念形成。

### 2.1.5 新股发行制度改革以渐进式进行，IPO 重启平衡市场供求关系

新股发行制度改革渐进式进行。5 月 25 日，证监会就《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)》公开征求社会意见，主要推出四项改革措施。我们认为，《征求意见稿》当前推出的四项改革措施只是部分解决了新股首次公开发售中散户“中签率”低和机构“股托”问题，但是仍有部分漏洞；《征求意见稿》对于亟待解决的新股首次公开发售股份比例过低、存量限售股解禁和如何引入二次发售等问题并未有所触及。

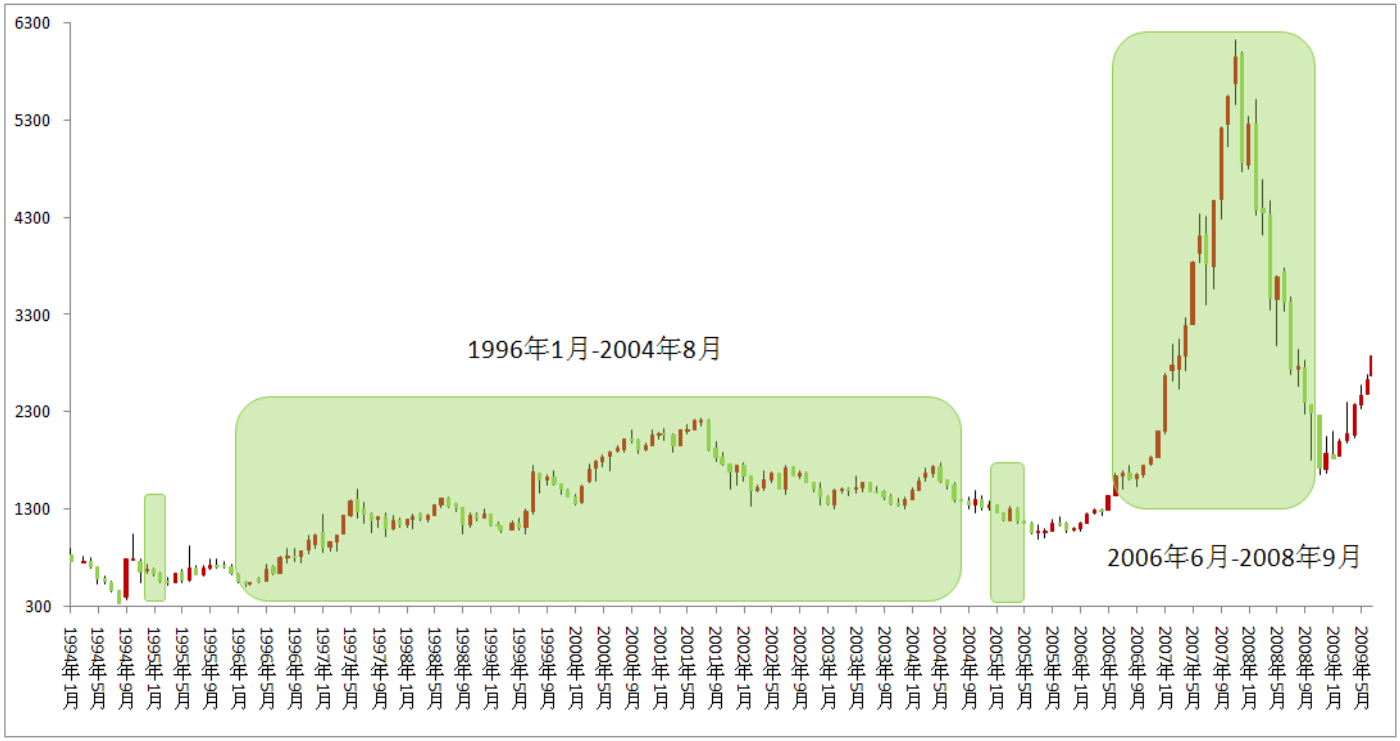
但是，《征求意见稿》也表明了新股发行改革以渐进式进行，认为“新股发行体制涉及面广、影响大，为保证改革的平稳推进，拟采取分步实施、逐步完善的方式，分阶段推出各项改革措施”，四项改革措施之外的“其他改

革措施，在统筹兼顾市场发展的速度、改革的力度和市场的承受程度的基础上，择机推出”。

主板 IPO 重启平衡市场供求关系、稳定市场估值中枢。后期，我们认为管理层将通过调控主板 IPO 的发行节奏平衡 A 股市场的供求关系，如市场在流动性充裕的背景下出现较大的泡沫则增加新股发行以稳定市场估值中枢。证监会审而未发的 IPO 和增发公司累计预计发行 282 亿股。如果 282 亿股全部发行，融资规模预计在 2000 亿左右，考虑到部分公司因财务状况突变不再符合上市条件，预计 09 年下半年融资规模在 1500 亿元左右。

从实证经验看，A 股历史上时间最长的 2 次 IPO 重启周期均完成市场的一个“牛熊周期”。我们认为 IPO 重启不会改变市场的运行节奏，不会改变中长期趋势，毕竟 IPO 重启只是对 A 股市场三大影响因素中的流动性构成短期影响，且 IPO 开闸后会创造市场中参股券商、交叉持股类公司的交易型机会。

**图表 19： A 股历史上时间最长的 2 次 IPO 重启周期均完成市场的一个“牛熊周期”**



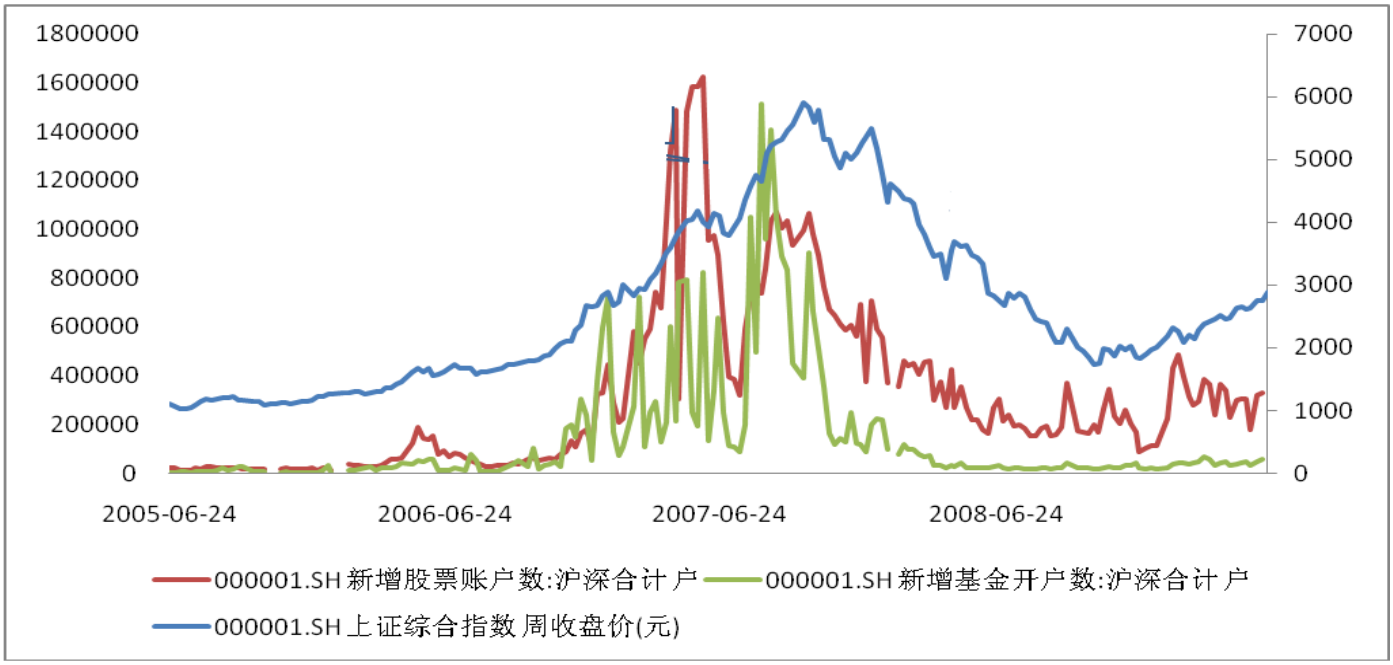

**数据来源：宏源证券研究所**

创业板推出激活民间投资、推动技术进步、产业升级。我们认为 A 股市场的创业板可能在 10 月份以后正式推出。从整体上看，创业板是伟大企业的摇篮，激发民间资金投资为快速成长的中小企业提供融资，使投资者享受更多的企业财富创造机会；从行业来看，创业板公司最可能集中在 TMT(电信、网络、科技、传媒)、医药、机械装备、连锁商业、服务业、节能环保、新能源等行业，这是中国技术进步和产业升级的重要行业，完成中国经济的“保增长、调结构”。

### 2.1.6 股票新增开户数、基金新增开户数、新发行及成立基金等与市场投资风格的实证关系

A 股市场的资金推动属性更强。总结 A 股市场历史行情与流动性的关系，资金的持续性、结构性是影响市场趋势、投资主题的关键因素。一个典型的例子是，2007 年 1-5 月，散户（新增 A 股开户数）推动了题材股炒作，2007 年 7-10 月，基金（新增基金开户数）推动了蓝筹泡沫。

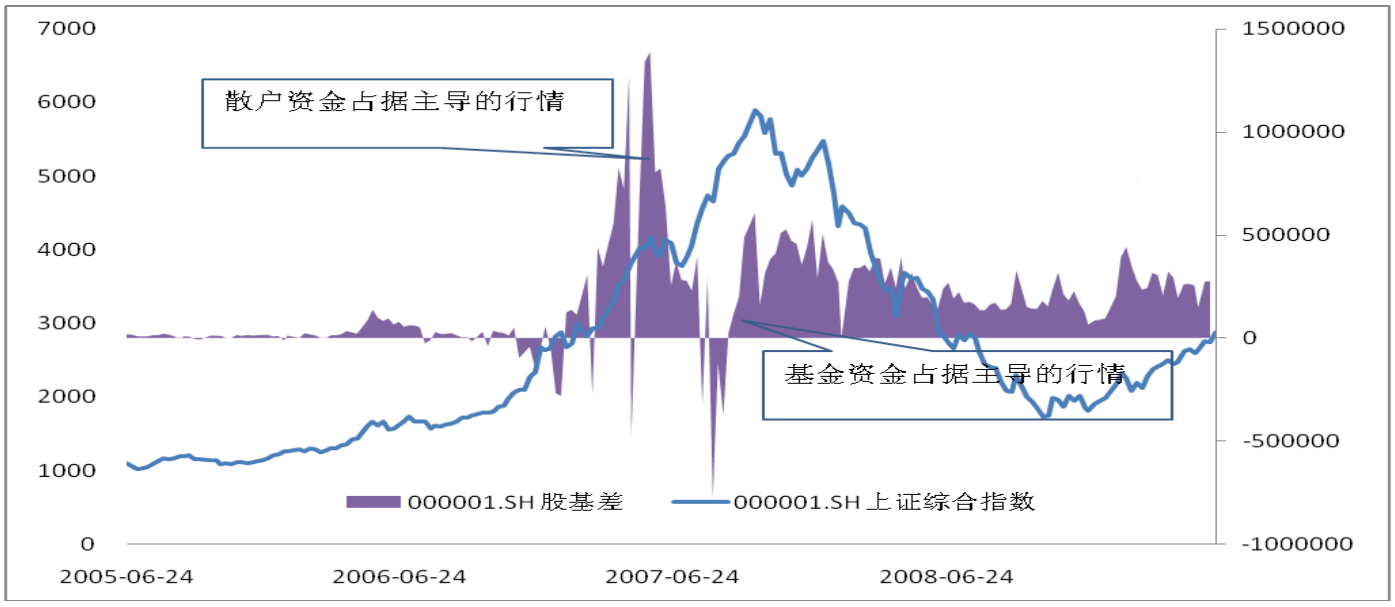
**图表 20：账户有关数据：资金性质决定市场的投资风格**




**数据来源：宏源证券研究所**

2008 年 10 月-2009 年 3 月，A 股市场的主题投资推动新能源、生物医药、重组股等大幅上涨，背后推动的资金是游资和散户资金；2009 年 4 月-6 月，A 股市场开始向蓝筹股行情转移，但是并不十分显著；2009 年 7 月后，A 股市场能否复制 2007 年的“7.20”蓝筹泡沫，很大程度上取决于市场的机构资金，如公募基金、信托和券商集合理财等。

**图表 21：账户有关数据：市场记忆考验基金重获青睐预期**



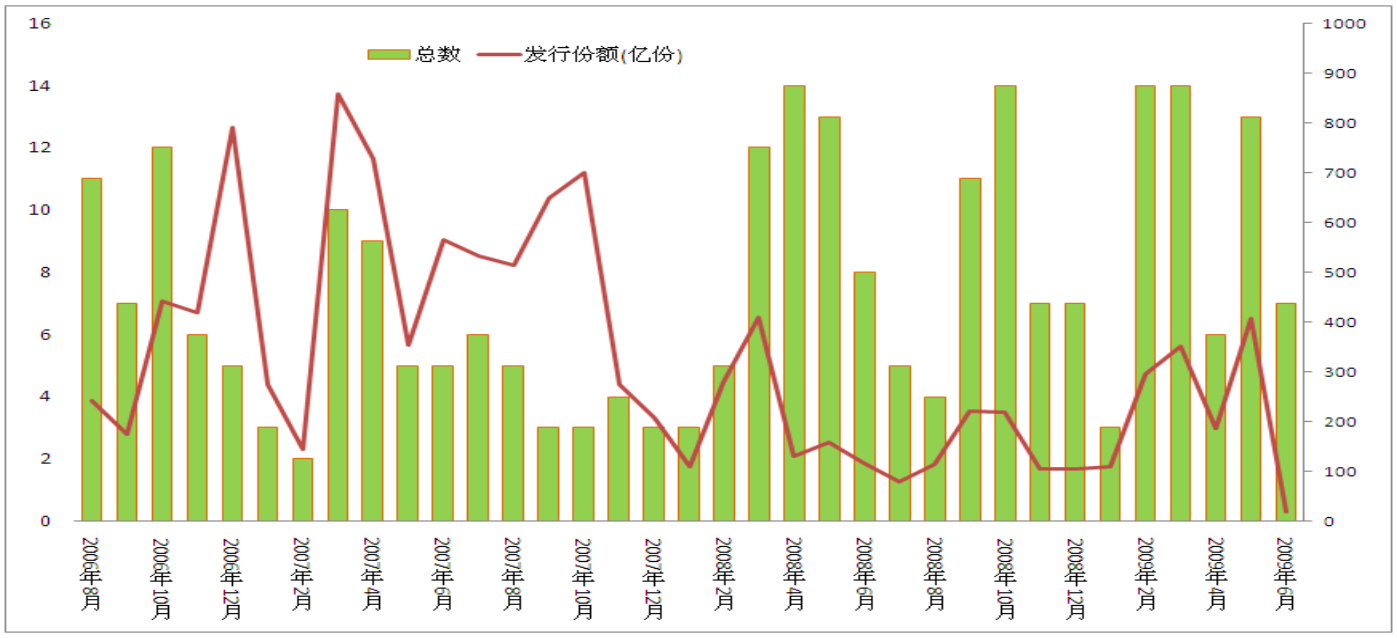

**数据来源：宏源证券研究所**

经测算，公募基金、证券投资信托产品和券商集合资产管理计划，在未来三个月的新增入市资金在 500 亿元左右。

**公募基金：**2009 年 4 月初-6 月初进入认购期的基金数为 21 只，新成立基金 27 只，预计为市场未来 3 个月提

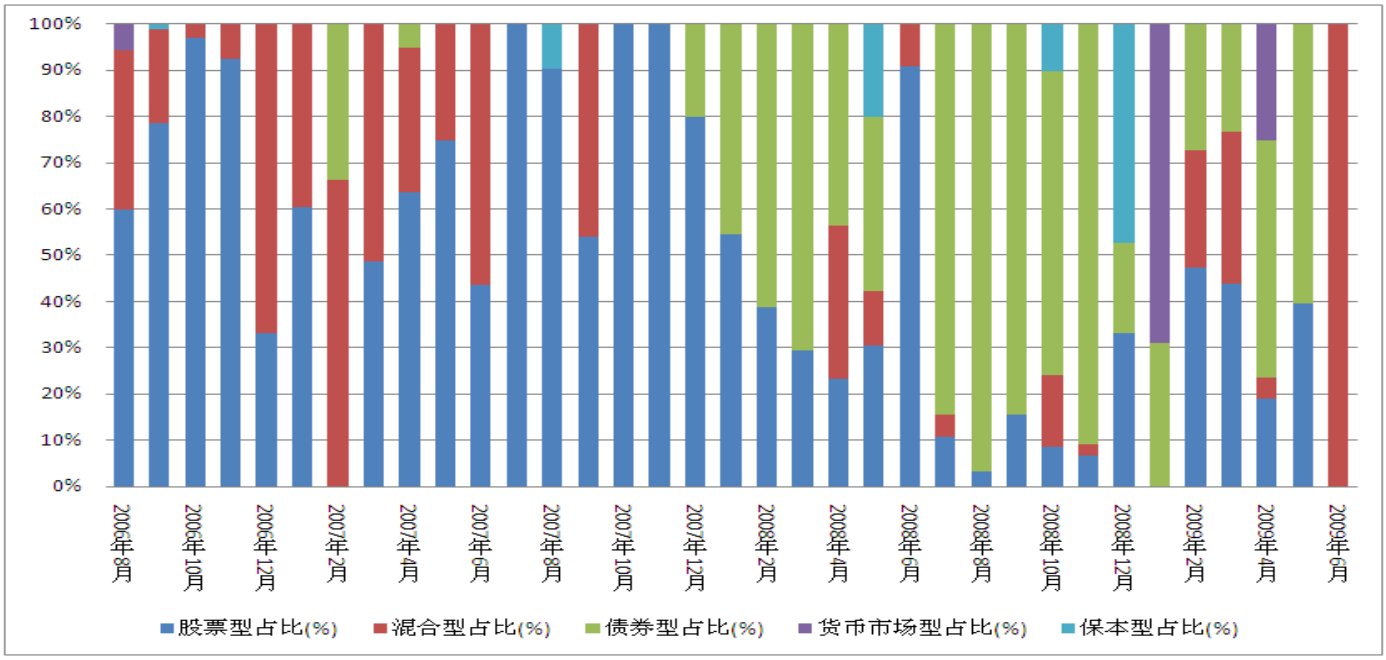
供增量资金 242 亿-455 亿。进入 2009 年 2 月以来，基金发售进入密集期，但是单只基金份额较低，表明前期的主题投资行情基金净值上涨较慢，股票型基金并不受投资者亲睐。

**图表 22：2006 年 8 月-2009 年 6 月 A 股市场新成立基金比较**




**数据来源：宏源证券研究所**

**图表 23：2006 年 8 月-2009 年 6 月 A 股市场新基金类型比较**

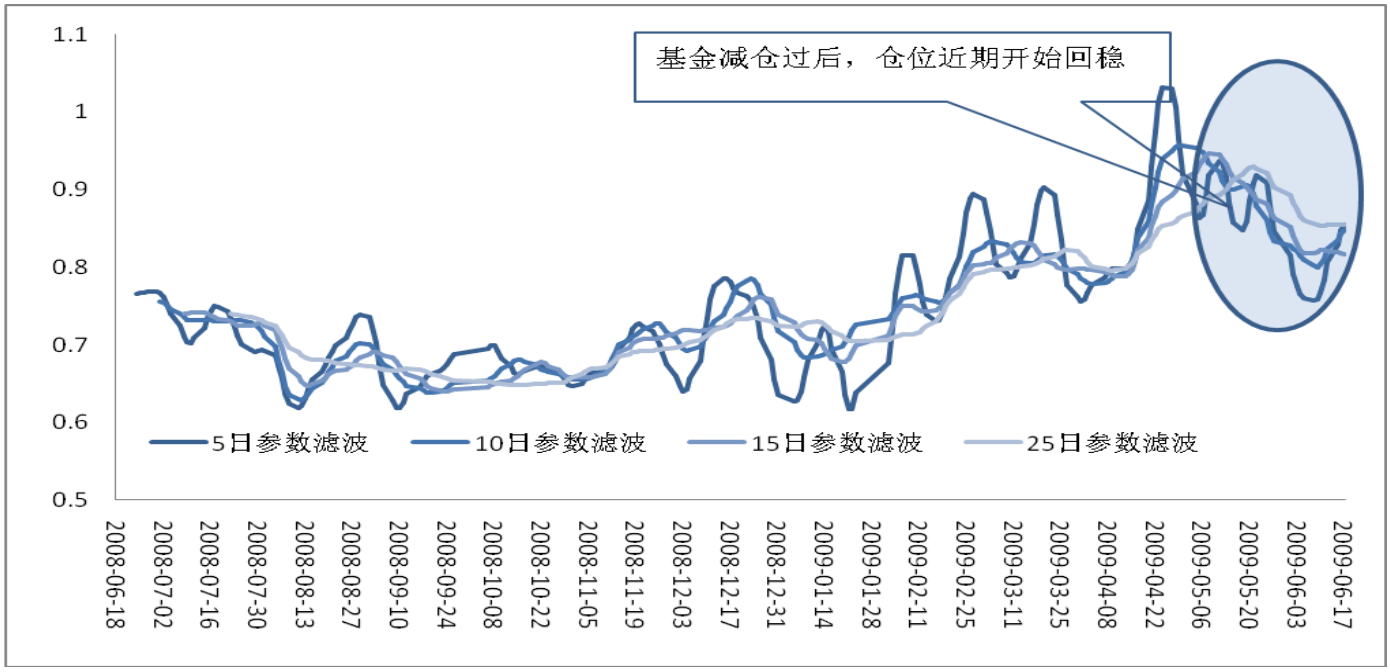



**数据来源：宏源证券研究所**

判断基金入市的热情，市场多以偏离面值的幅度来测算，并尝试推测其他类型资金。同时，考虑到新发基金要在基金公司范围内共同接受一定的信息，且考虑基金排名的因素，我们认为基金市场的整体相对波动率是判断基金入市热情的指标。实证结果表明，偏离面值的幅度和基金市场的整体相对波动率在近期的数据判断上结果一致。市场进入 5 月份以来，新基金数量有所上涨，发行份额也相对有所上升，作为一个综合监管和市场增量资金的指标来看还是向暖的。

市场基金的仓位测算结果表明，截至 6 月中旬的基金增仓空间已经有限。我们在 5 月中旬就监测到基金仓位可能开始下降的现实，仓位的调整时间跨度显得略长，时间点上与 IPO 临近相关联，容易引发市场想象。

**图表 24：中短周期相对波动率滤波值对比**




**数据来源：宏源证券研究所**

**证券投资信托产品：**4 月初-6 月初共成立约 72 只，公布实际发行规模的只有 30 只，总计募集资金 33.76 亿元。证券投资信托产品的发行规模是极其不稳定的数据，其私募性质就决定了只有少数经营业绩突出的基金经理才有较为踊跃的认购现象。实际发行规模上下限是百万与亿的数量级的差别。证券投资信托产品建仓与否很大程度上取决于基金经理的个人判断，受相关法规条例约束少，合同文本中有关约束也极少。所以此部分资金稳定性较差，后期资金入市规模无法定量的测算。

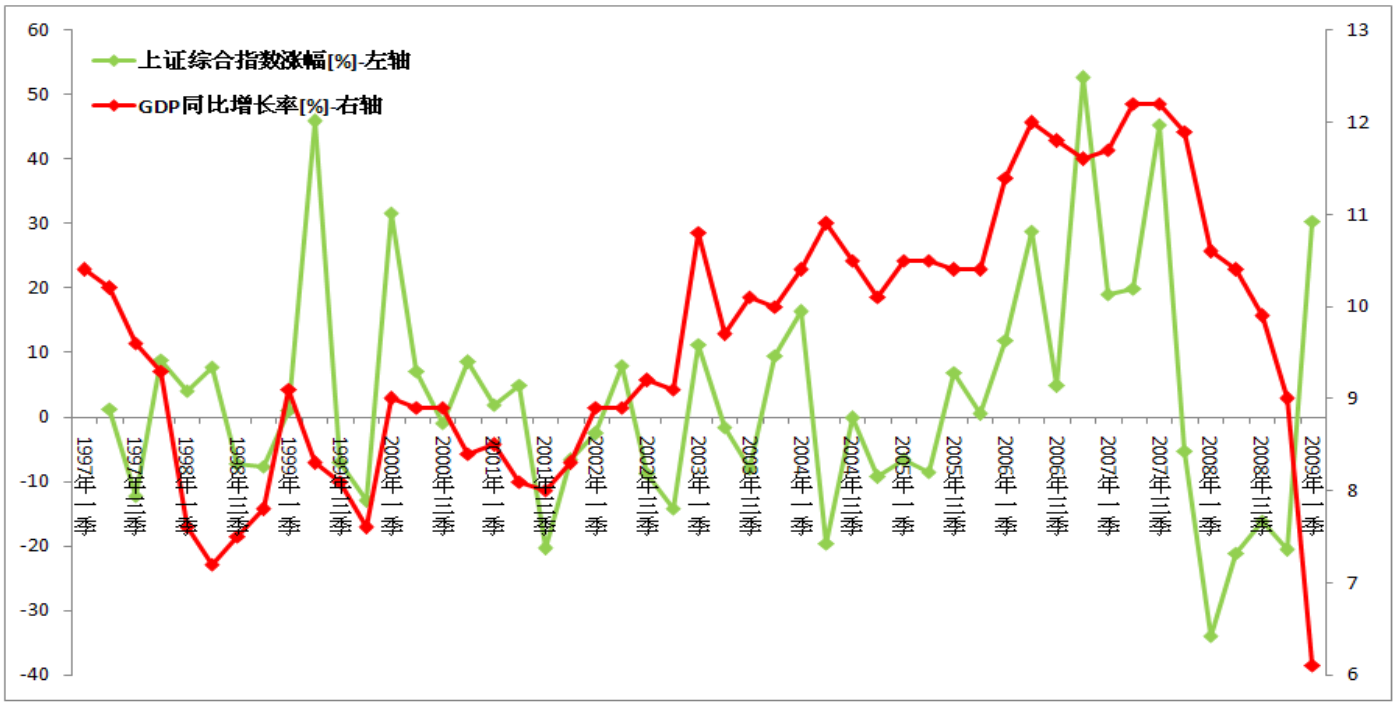
**券商集合资产管理计划：**4 月初至 6 月初共成立约 9 只，股票型 2 只，混合型 2 只，债券型 5 只。按照计划合同分别设定的投资比例上下限，对于股票市场未来大约三个月的增量资金在 4.36 亿元-42.2 亿元之间。

## 2.2 宏观经济分析：中国宏观经济见底复苏构建 A 股长期牛市基础

从 GDP 同比增速和上证综指的涨幅对比看，两者存在着较强的相关性，特别是进入到 2005 年后，大量的蓝筹股上市，证券化比率大幅提高，宏观中的行业比例、盈利增长基本映射到 A 股市场中，资本市场走势开始反映宏观经济走势，A 股市场正逐步成为中国宏观经济的晴雨表。

我们认为中国当前的经济形势和 1997 年后期相似，政府提振经济的手段基本类似。在 1997 年 4 季度 GDP 增长和上证综指涨幅的短期背离后，A 股市场迎来了 1999 年的“5.19”行情，GDP 增长也从 1998 年 2 季度的 7.2%大幅攀升到 1999 年 1 季度的 9.1%。此轮行情给我们的启示是，密切关注 GDP 同比增长触底反弹过程中 A 股市场的大幅上涨行情。

**图表 25：1997 年 1 季度-2009 年 1 季度中国 GDP 季度同比增长和上证综合指数季度涨幅对比**



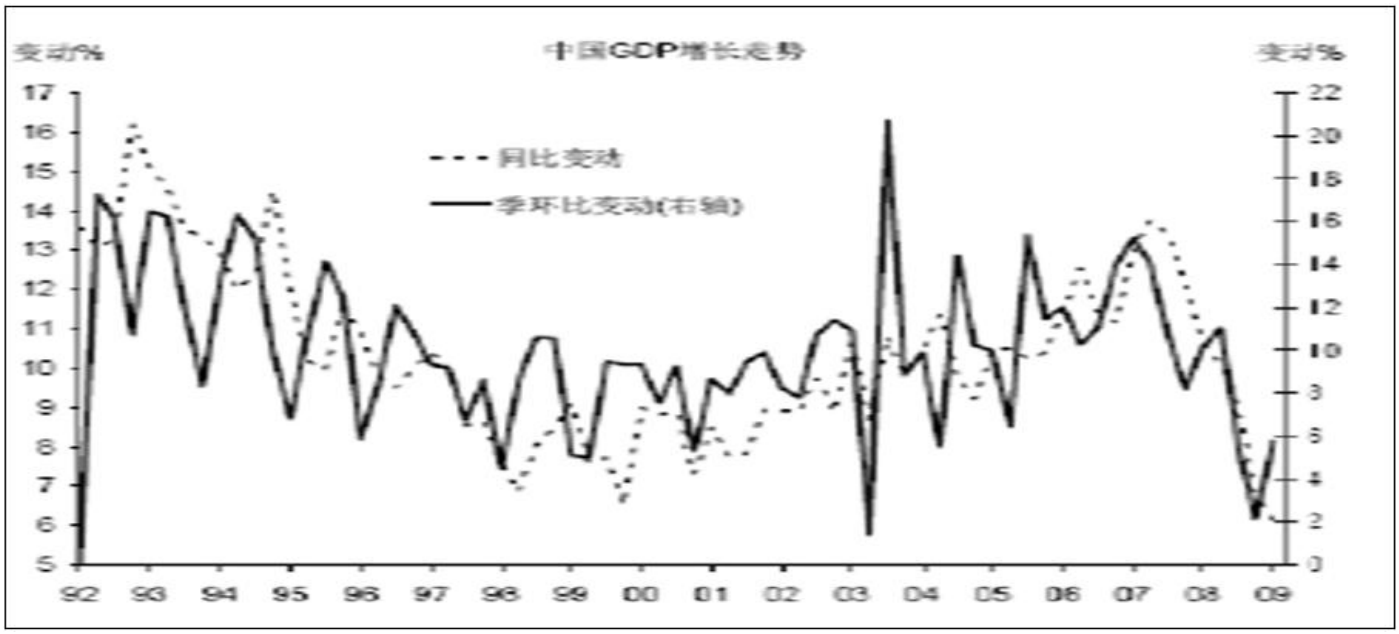

**数据来源：宏源证券研究所**

### 2.2.1 中国宏观经济 1 季度环比见底，2 季度同比见底，下半年将持续复苏

中国 GDP 增速 2009 年第 1 季度环比见底、2 季度同比见底，在国家坚定不移的全面实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策引导下，宏观经济在 09 年下半年将持续复苏，全年 GDP 保 8 有望。

数据显示，2009 年 1 季度国内生产总值 65745 亿元，同比增长 6.1%，较 2008 年第四季度当季下滑 0.7 个百分点，并创 1999 年第四季度以来当季增速的新低。尽管从同比增速来看，GDP 增速仍然处于下滑通道，但是从环比增速来看，2009 年第一季度 GDP 环比增速（经季调，年化）为 5.6%，环比拐点已经显现。

**图表 26：1992 年-2009 年第 1 季度中国 GDP 季度同比增长和环比增长对比[%]**

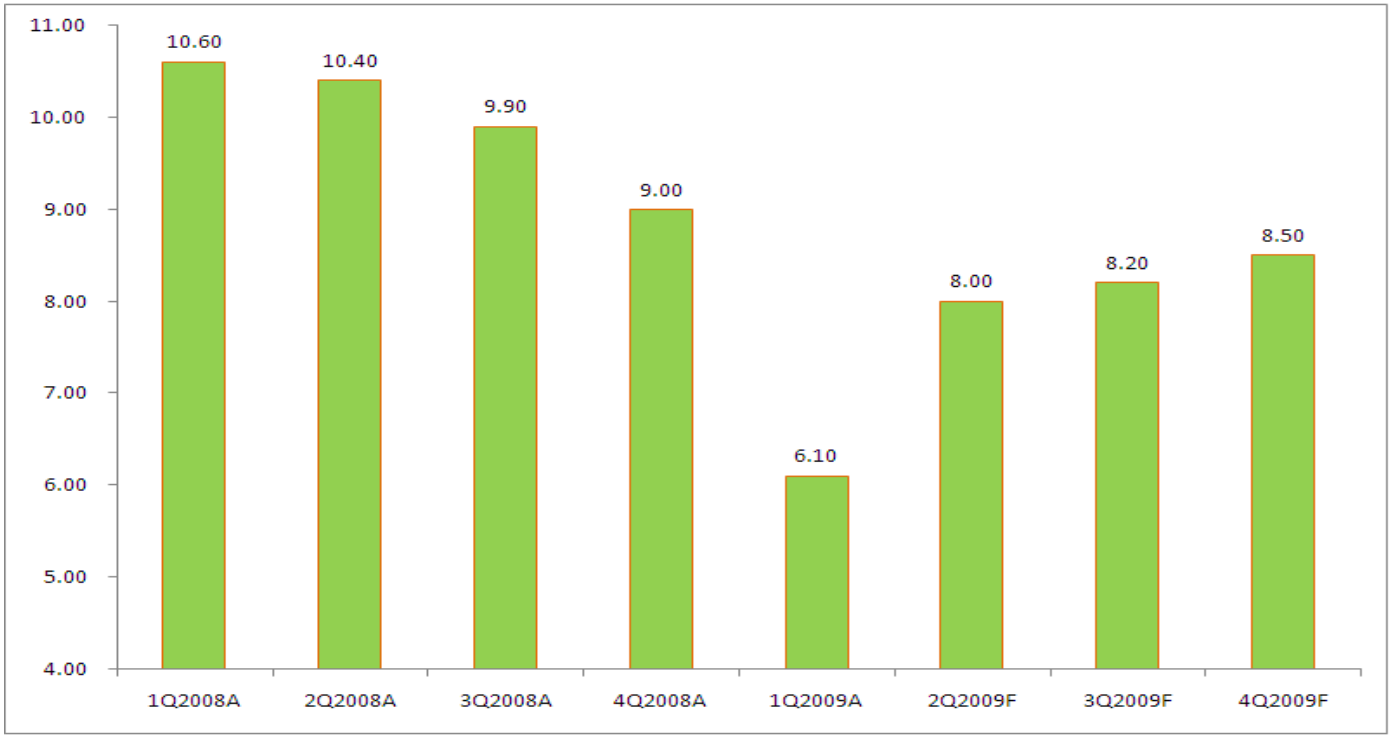



**数据来源：宏源证券研究所**

2009 年，中国政府的宏观政策以宽松为主基调，以“出手要快，出拳要重，措施要准，工作要实”落实积极的财政政策和适度宽松的货币政策。财政政策以政府直接投资为主，如中央财政 2 年 4 万亿、地方政府 3-5 年 18 万亿。刺激消费的政策也不断推出，如家电下乡、以旧换新等，兼顾长远和短期效应，成为继投资扩张政策之后的又一政策看点。适度宽松的货币政策将体现在货币政策工具的灵活运用上，国务院常务会议和国家领导多次表态坚定不移落实“双宽松”。2009 年 1-5 月新增人民币贷款 5.84 万亿，为宏观经济转暖保驾护航，为市场提供宽松的货币环境。

按照宏源证券首席经济学家房四海教授的测算，2009 年中国经济属于小 v 型反转，环比拐点在 2009 年第一季度显现，同比拐点将在 2009 年第二季度显现。

**图表 27：宏源证券首席经济学家房四海教授的 GDPG 预测：2009 年中国经济属于小 v 型反转**




**数据来源：宏源证券研究所**

## 2.2.2 宏观经济先行指标分析表明，经济复苏的路径曲折上升

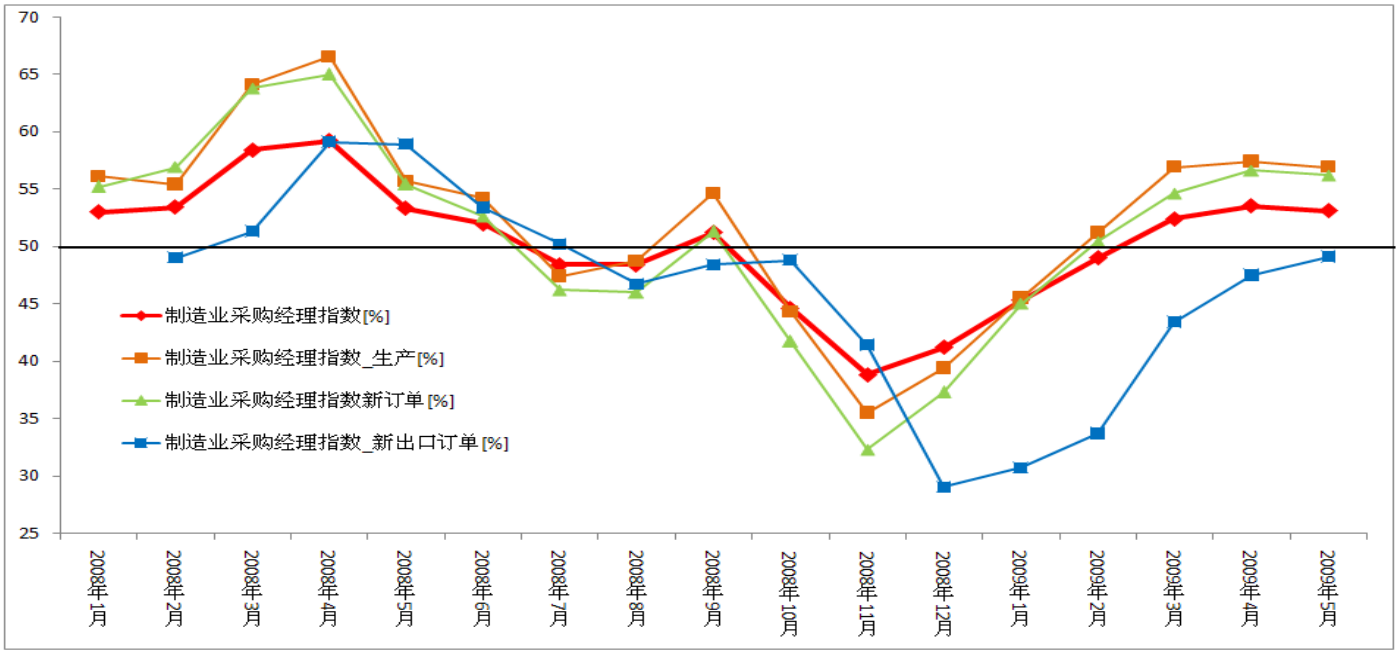
通常 PMI 指数在 50%以上，反映经济总体扩张；低于 50%，反映经济衰退。中国的制造业采购经理人指数自 2008 年 11 月的 38.8%触底后稳步提升，已经连续四个月站在 50%以上。

以 5 月份 PMI 为例，各分项指数虽然有升有降，但是升降幅度不大，正处在经济复苏的关键时刻。20 个行业中，饮料制造业、烟草制品业、石油加工及炼焦业、电气机械及器材制造业等 14 个行业高于 50%；化学原料及化学制品制造业、通用设备制造业、木材加工及家具制造业、纺织业、金属制品业、医药制造业 6 个行业低于 50%。

特别的，受投资和消费需求增幅显著提高影响，其对企业生产的拉动作用将更加明显，这些在新订单指

数上略有表现，预计未来经济增长水平将继续提高。

**图表 28:2008 年 11 月-2009 年 5 月制造业采购经理人指数及其分项稳步提升**

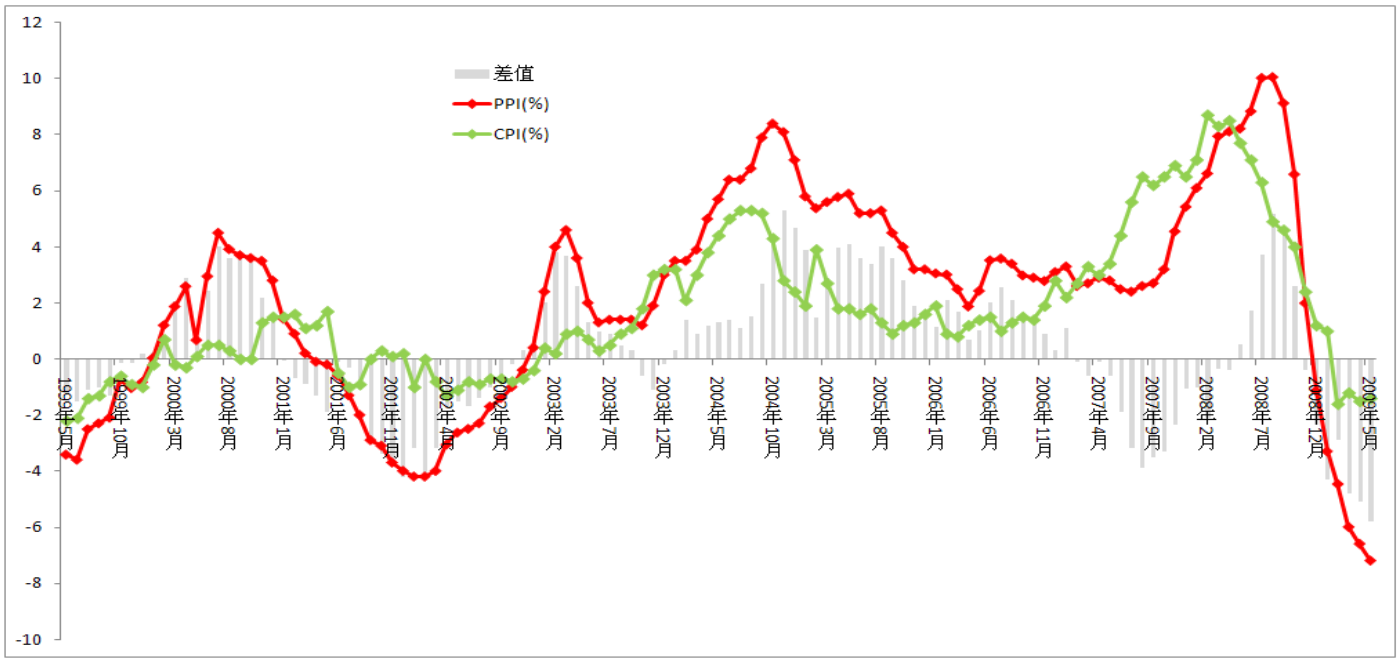



**数据来源：宏源证券研究所**

截至 2009 年 5 月，中国 CPI 和 PPI 继续呈现“双负”态势，其中 5 月 CPI 下降 1.4%，同比跌幅缩小 0.1%，环比跌幅扩大 0.1%，通缩压力进一步减轻，预计后期粮价进一步抬升或将拉高 CPI；5 月 PPI 同比降幅 7.2%，同比跌幅扩大 0.6%，环比数据连续两个月上涨。

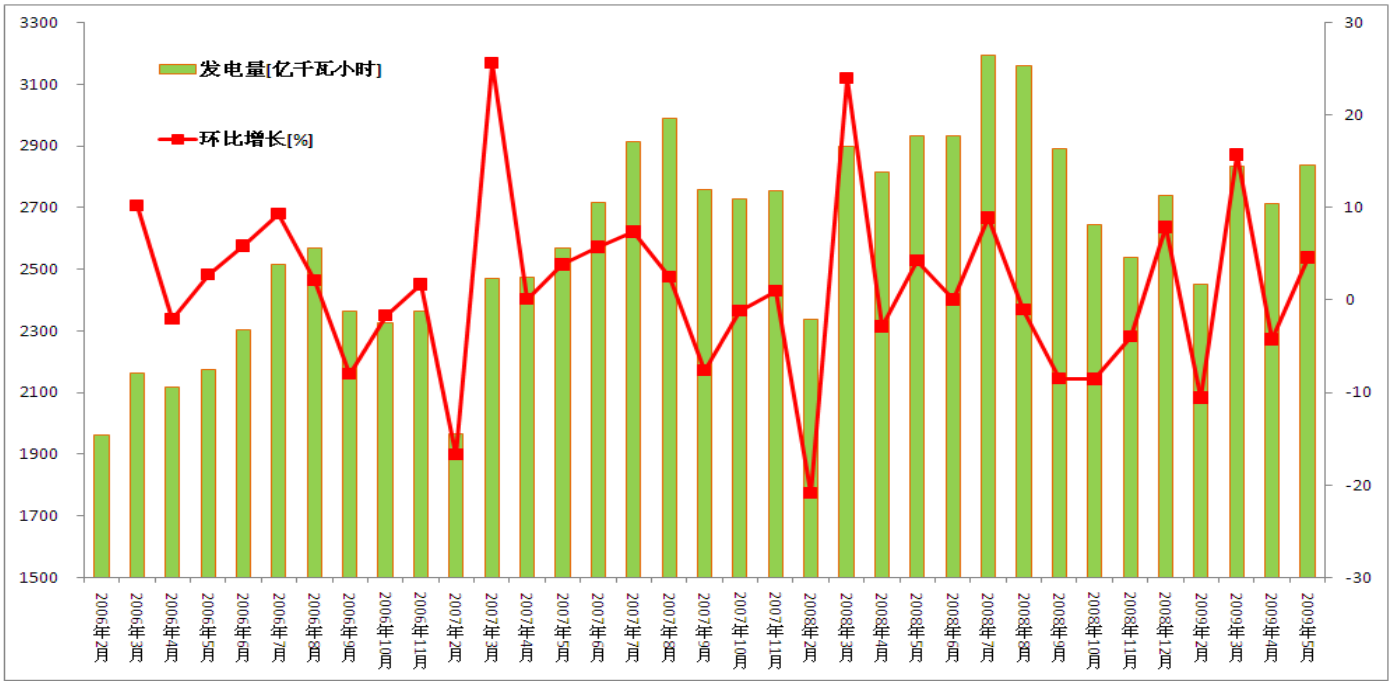
我们认为，CPI 和 PPI 已经达到底部区域，下降空间有限。2009 年下半年将以“去通缩化”为主，预计 2009 年底 CPI 将出现增长，2010 年初 PPI 回到正区间。

**图表 29：1999 年-2009 年 5 月中国 CPI 和 PPI 同比增速[%]**




**数据来源：宏源证券研究所**

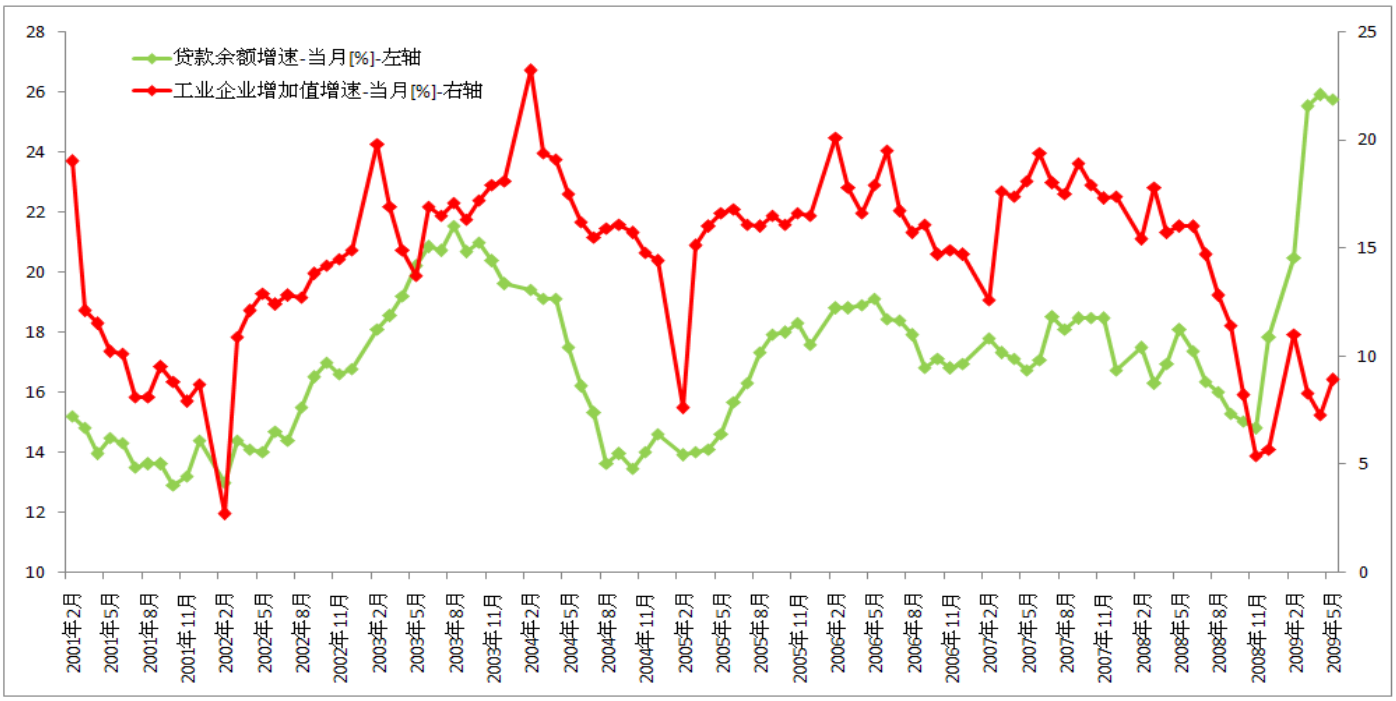
图表 30：发电量同比数据降幅逐渐收窄




数据来源：宏源证券研究所

从贷款余额增速和工业增加值增速对比看，两者存在着较强的相关性。比较 2002 年 2 月-2003 年 8 月的宽松货币环境，本轮的货币投放更加快速和灵活。2009 年 1-5 月新增人民币贷款 5.84 万亿，为市场提供宽松的货币环境，也为后面工业增加值的大幅增长提供契机。

图表 31：2001 年 2 月-2009 年月新增贷款和工业增加值增速对比[%]




数据来源：宏源证券研究所

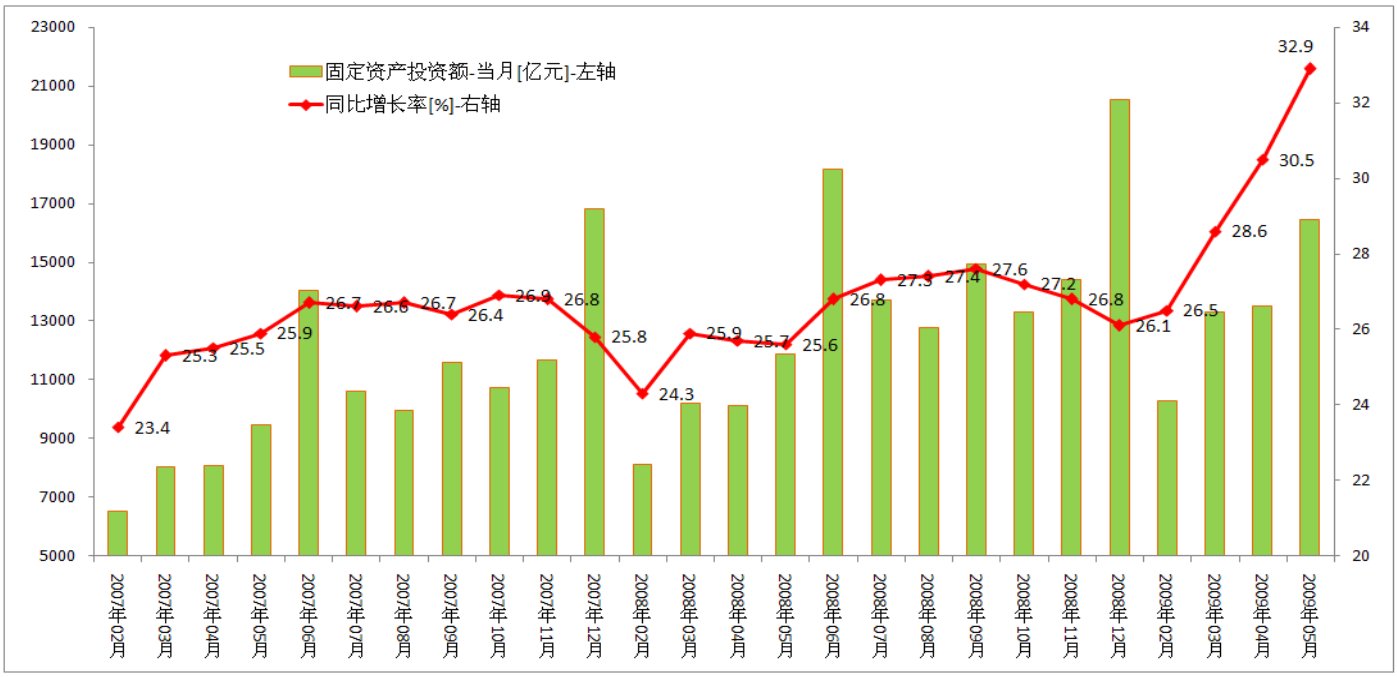
### 2.2.3 宏观经济同步指标分析表明，下半年政策重点在扩内需、调结构

5 月 27 日，国务院正式公布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》，细化了不同行业固定资

产投资项目资本金比例，特别是商品房投资的最低资本金比例从 35%调低至 20%。此前由于项目资本金比例过高，银行的项目贷款无法跟进，此举有效解决了地方投资、社会投资配套资本金不足问题。

2009 年 1 月-5 月，国有及国有控股完成投资 23055 亿元，增长 40.6%，固定资产投资增速自 2008 年 12 月始连续 5 个月创出新高；房地产开发完成投资 10165 亿元，增长 6.8%。由于施工项目和新开工项目增速持续走高，对总体投资影响较大的房地产投资开始回升，表明经济的内生增长动力正在恢复。预计投资的强劲增长势头还会维持一段时间，短期内仍有继续走高的可能，全年投资增长会维持较高水平，从投资角度确保全年保 8。

**图表 32：固定资产投资增速自 2008 年 12 月连续 5 个月创出新高**

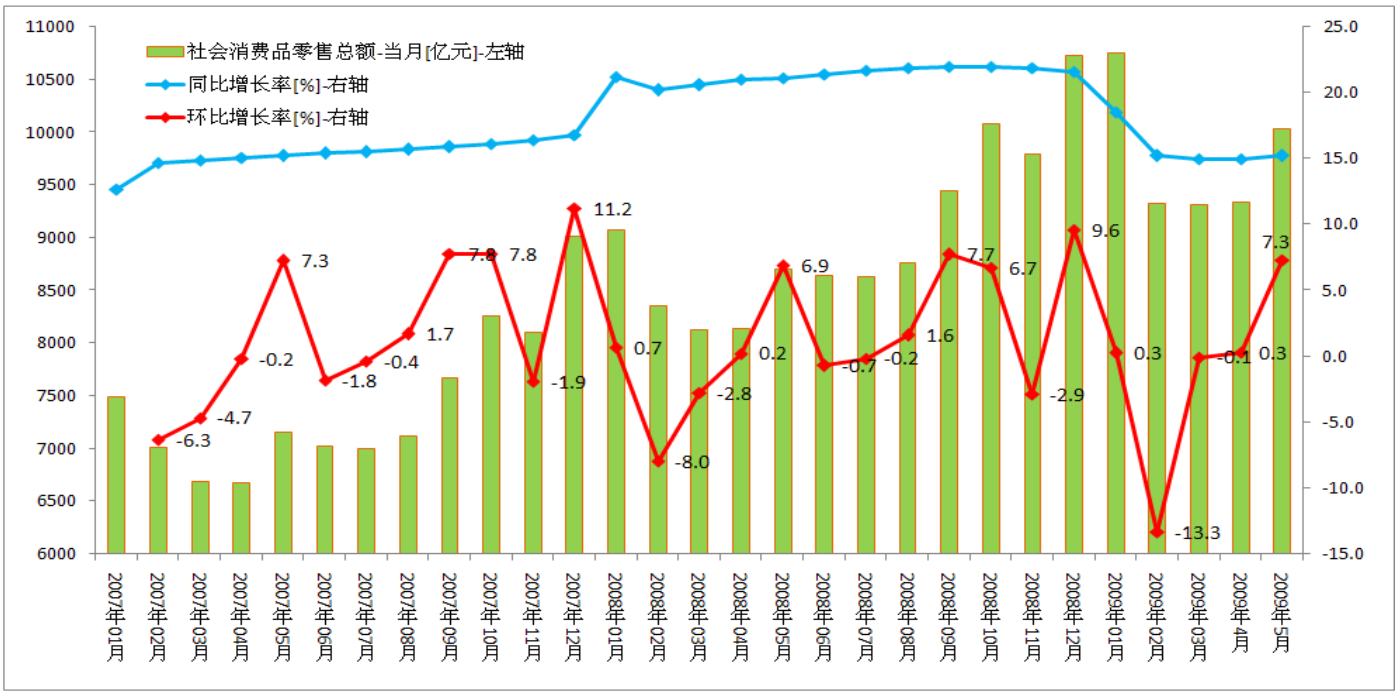



**数据来源：宏源证券研究所**

5 月份社会消费品零售总额 10028 亿元，同比增加 15.2%，略好 15.0%的市场预期；扣除物价影响，实际增长 17.4%，名义与实际增速都较 4 月份有 0.4%的增加，继续维持其稳定增长的趋势。从环比数据看，连续 2 个月为正，且 5 月份环比增长 7.3%。

4 月 15 日国务院常务会议研究部署下一阶段 8 项重点，其中第二条再次强调“着力提高消费特别是居民消费”，引导各级政府刺激消费的措施相继出台。6 月 18 日，国务院常务会议出台七项措施巩固发展经济企稳向好形势，强调引导住房消费和房地产市场平稳健康发展。截止 6 月中旬，我国采取的刺激消费政策包括降低二手房交易相关税费、降低汽车购置相关税费、家电下乡、汽车下乡、农机下乡、家电汽车以旧换新等政策，引导住房消费和房地产市场平稳健康发展，积极发展旅游休闲消费，拓宽文化消费市场。

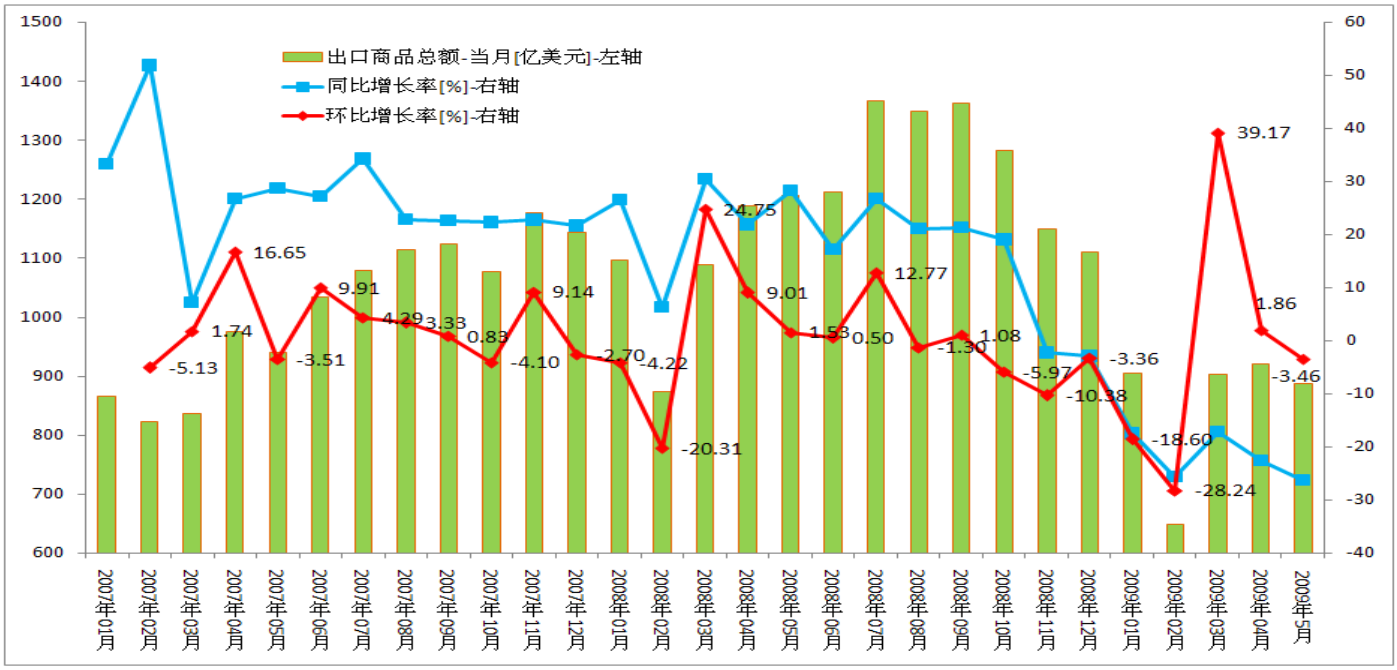
**图表 33：扩大内需成为后期政策的重点，也是提振中国经济的关键**




**数据来源：宏源证券研究所**

欧美经济在低谷徘徊导致 2009 年我国出口继续大幅下滑。在前 5 个月国内投资保持 30%以上的同比增速和消费稳步增长的同时，5 月份出口同比下降 26.4%，暂时“拖累”我国整体经济回暖。但是，近期的出口数据有转暖的迹象。经季节调整后，5 月份出口和进口环比分别增长 0.2%和 4.4%，这已经是 09 年 3 月份以来，连续三个月出现出口单月环比增长，显示出口形势开始企稳，预计 6 月份以后出口有望出现趋势性好转。

**图表 34：外需回暖出现迹象，出口 “拖累”我国前期整体经济回暖**




**数据来源：宏源证券研究所**

财政部于 6 月 8 日宣布，从 6 月 1 日起再次上调部分产品的出口退税率，这是我国自去年 8 月份以来连续第七次上调出口退税率，也是国务院日前部署进一步稳定外需政策措施后出台的又一扶持出口举措。在外需下降和人民

币升值背景下，我国希望提高出口退税率来增强出口产品竞争力，确保出口产品在周边市场的份额。

## 2.3 业绩分析：A 股公司整体环比拐点和板块环比增速差异创造投资机遇

### 2.3.1 1600 家 A 股公司 2008 年度净利润同比增长-14.46%

2008 年 1600 家 A 股公司实现归属母公司股东的净利润 8166.78 亿元，同比增长-14.46%，是 06 年 3 季度以来的首次同比负增长。我们在 2008 年中报和三季度财报中总结了当期业绩下滑的原因，我们称之为“四把剪刀”和“一根绳索”。即，四把剪刀：原材料涨价、人民币升值、外贸困境、用工成本激增，一把绳索：信贷紧缩。在一定程度上，“四把剪刀”消减了企业毛利率，而“一根绳索”则影响了企业后期的利润增长。特别是 2008 年第四季度全球金融危机导致出口困境、年报大幅计提资产减计和投资收益大幅缩水等因素致使 A 股公司第四季度业绩环比下滑 84.53%。

我们关注两点：其一，营业总收入增速低于营业总成本和三项费用的增速，分别为 18.37%、24.63%和 21.09%；其二，投资净收益、汇兑净收益和公允价值变动净收益三项累计减少 1378.64 亿元，增幅为-49.57%。

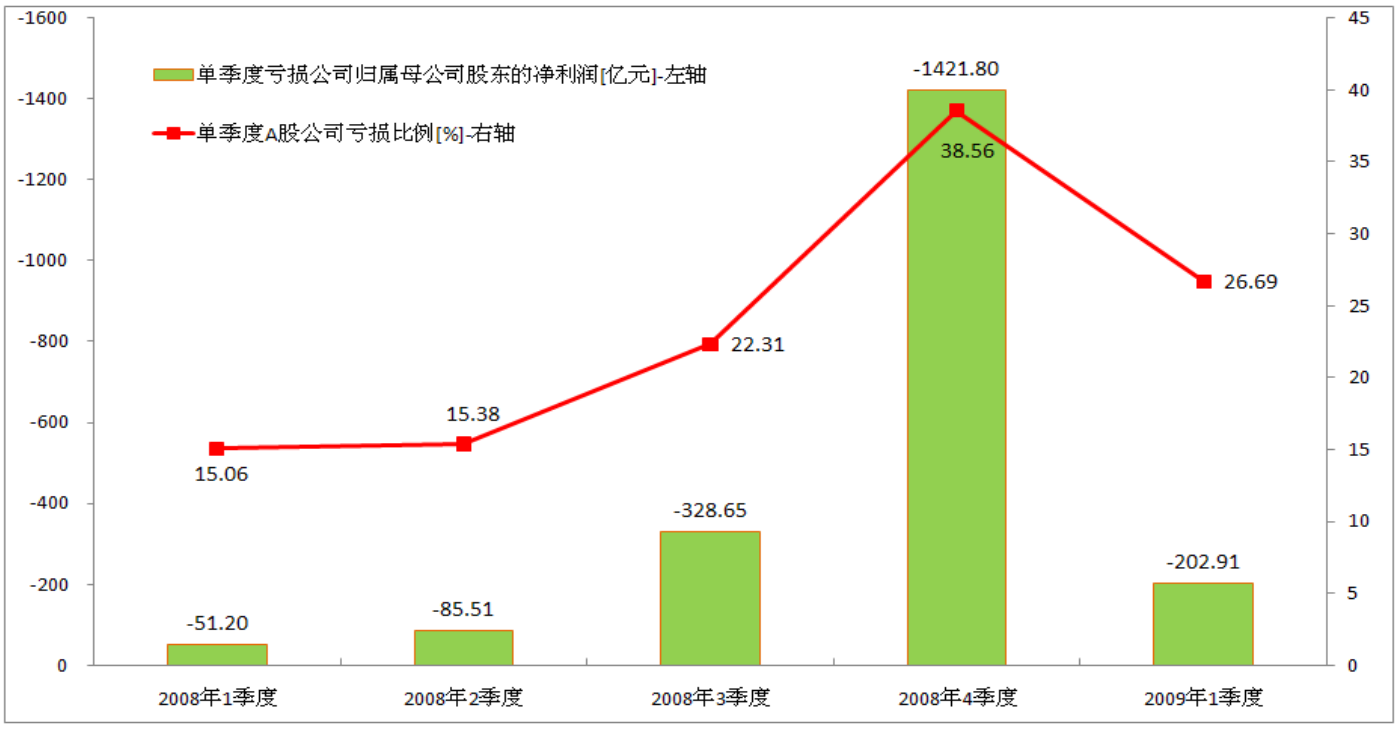
**图表 35：2007 年-2008 年度 A 股公司利润构成分析**

| | 2008 年度利润表[亿元] | 2008 年度利润构成[%] | 同比增长[%] | 2007 年度利润表[亿元] | 2007 年度利润构成[%] |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入 | 112688.83 | 1289.78 | 18.37 | 95203.88 | 931.33 |
| 营业总成本 | 91129.03 | 1043.02 | 24.63 | 73119.16 | 715.29 |
| 销售费用 | 3309.78 | 37.88 | 10.61 | 2992.43 | 29.27 |
| 管理费用 | 8332.28 | 95.37 | 11.76 | 7455.33 | 72.93 |
| 财务费用 | 1341.70 | 15.36 | 42.52 | 941.42 | 9.21 |
| **三项费用合计** | **12983.76** | **148.61** | **14.00** | **11389.17** | **111.41** |
| **投资净收益** | **2119.36** | **24.26** | **-25.12** | **2830.22** | **27.69** |
| **汇兑净收益** | **-215.86** | **-2.47** | **-55.64** | **-138.69** | **-1.36** |
| **公允价值变动净收益** | **-500.92** | **-5.73** | **-658.42** | **89.70** | **0.88** |
| 营业利润 | 9644.87 | 110.39 | -27.31 | 13267.95 | 129.79 |
| 利润总额 | 10697.91 | 122.44 | -22.28 | 13765.10 | 134.66 |
| 所得税 | 2240.96 | 25.65 | -36.75 | 3542.93 | 34.66 |
| 净利润 | 8737.03 | 100.00 | -14.53 | 10222.32 | 100.00 |
| **归属母公司股东的净利润** | **8166.78** | **93.47** | **-14.46** | **9547.27** | **93.40** |

**数据来源：宏源证券研究所**

单季度来看，2008 年第 4 季度 A 股公司的亏损最为严重，1600 家 A 股公司中的 671 家亏损，亏损比例高达 38.56%，累计亏损 1421.80 亿元，1600 家 A 股公司仅实现归属母公司股东的净利润 349.78 亿元；2009 年 1 季度 427 家 A 股公司亏损，亏损比例为 26.69%，累计亏损 202.91 亿元，亏损面和亏损比例逐步好转，1600 家 A 股公司实现归属母公司股东的净利润 2029.95 亿元。

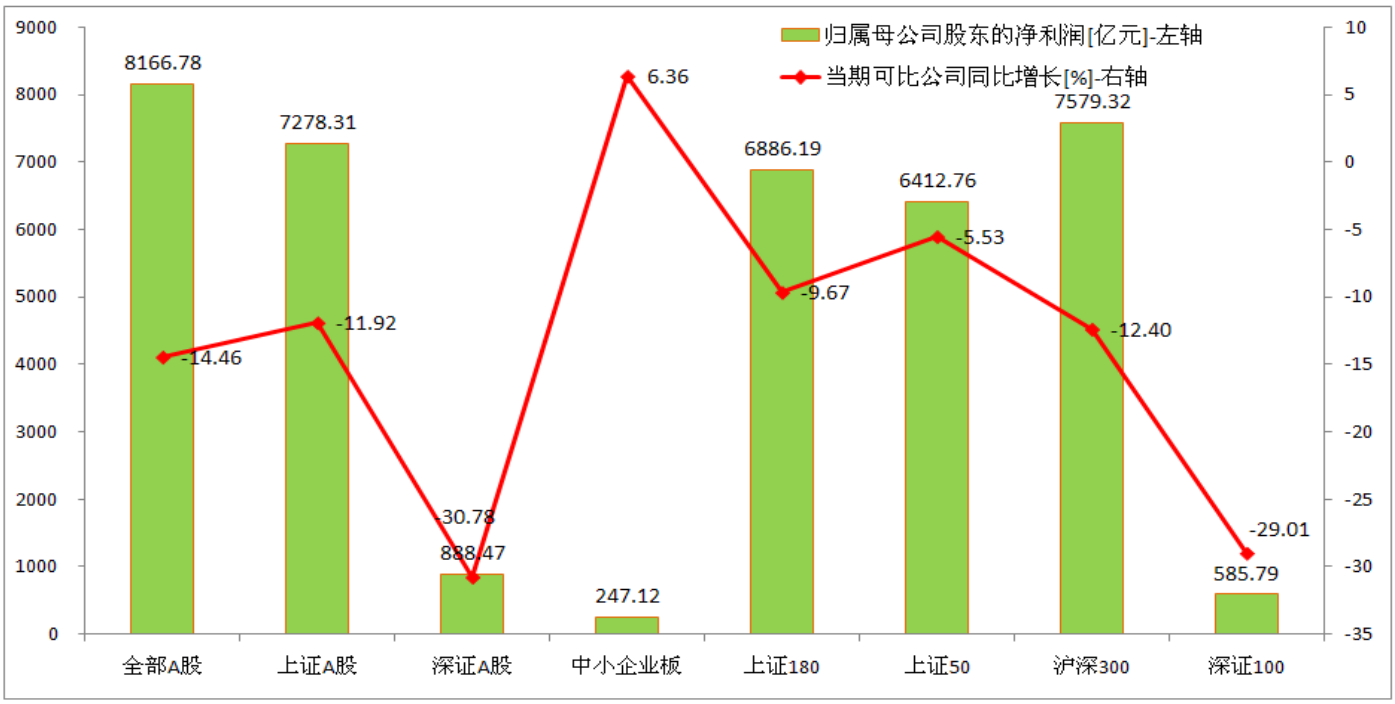
**图表 36：1600家A股公司2008年四季度亏损比例38.56%，累计亏损1421.80亿元**




**数据来源：宏源证券研究所**

2008 年度，主板公司和中小企业板公司的业绩增长存在较大的差异：1600 家 A 股公司净利润同比增长-14.46%。其中，1328 家主板公司净利润同比增长-14.98%，272 家中小企业板公司 08 年度净利润同比增长 6.36%。中小企业板公司多以科技含量高、盈利能力强、成长性好著称，特别是在财报发布阶段更能得到资金的重点关注。

**图表 37：2008年度财报中小企业板公司一枝独秀，净利润同比增长6.36%**




**数据来源：宏源证券研究所**

## 2.3.2 A 股公司季度业绩环比拐点已经显现，业绩回升推动估值基准提升

2009 年 1 季度，1600 家 A 股公司营业总收入 23079.27 亿元，环比增长-13.04%，营业总成本 17354.60 亿元，环比增长 24.67%，营业利润 2703.41 亿元，环比增长 11704.68%，利润总额 2138.06 亿元，环比增长 386.87%。

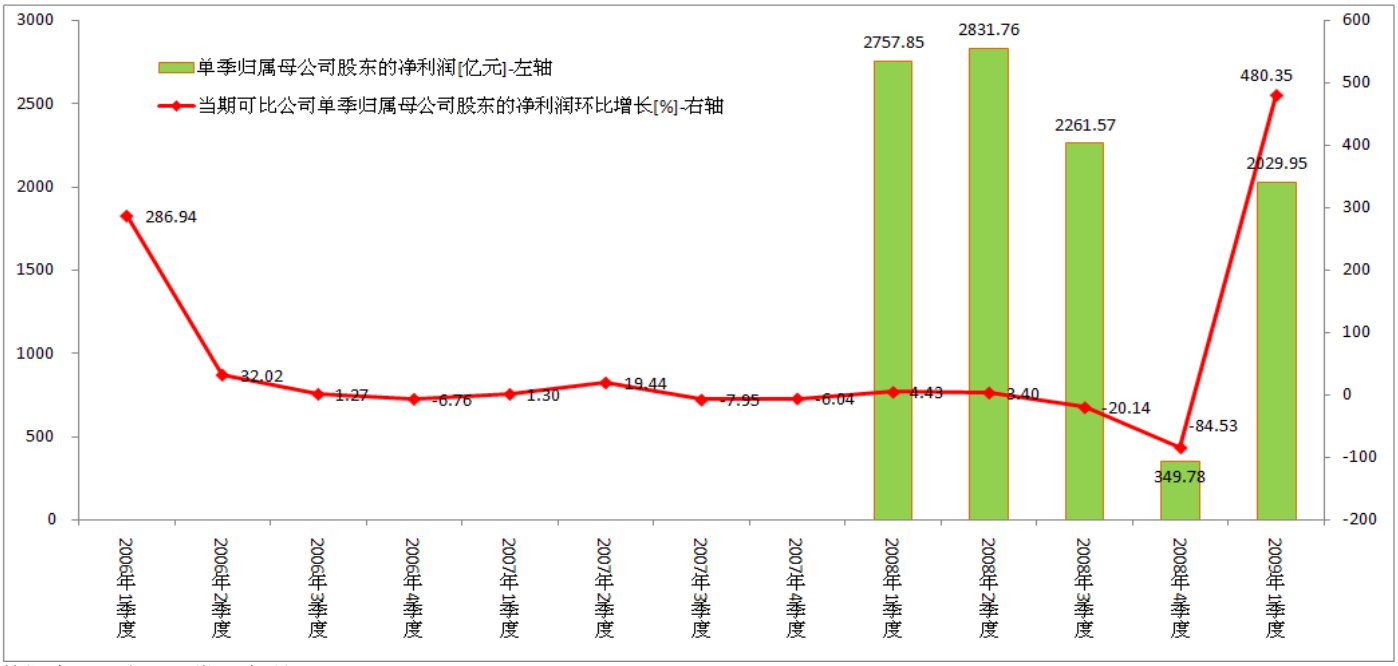
**图表 38：2009 年 1 季度主要财务指标单季度环比增长比较**

| | 2008 年 4 季度总额[亿元] | 2009 年 1 季度总额[亿元] | 单季度环比增长[%] |
|---|---|---|---|
| 营业总收入 | 26538.81 | 23079.27 | -13.04 |
| 营业总成本 | 23036.99 | 17354.60 | -24.67 |
| 营业收入 | 26534.97 | 23074.85 | -13.04 |
| 营业成本 | 18780.51 | 14623.66 | -22.13 |
| 营业利润 | -23.30 | 2703.41 | 11704.68 |
| 利润总额 | 214.01 | 2784.67 | 1201.18 |
| 净利润 | 439.14 | 2138.06 | 386.87 |
| 归属母公司股东的净利润 | 349.78 | 2029.95 | 480.35 |

**数据来源：宏源证券研究所**

从 2006 年 1 季度-2009 年 1 季度可比公司净利润的环比增速看，2009 年 1 季度净利润环比增长 480.35%，不仅结束了 08 年 3 季度和 4 季度环比下滑的局面，实现 V 型反转，而且创下了 A 股市场单季度最大的环比增速。同时，单季度实现 2029.95 亿元的净利润，与 2008 年全年单季度平均净利润 2050.24 亿元相当，且远高于 2008 年 4 季度单季净利润 349.78 亿元，已经恢复到金融危机之前的业绩水平。

**图表 39：2006 年 1 季度-2009 年 1 季度当期可比 A 股公司净利润环比增幅比较[%]**




**数据来源：宏源证券研究所**

从 2009 年第 1 季度一级行业的环比增速看，23 个一级行业中 18 个行业实现环比正增长，仅信息服务、房地产、农林牧渔、信息设备和采掘为业绩环比下滑。环比业绩增长最快的前三个行业是化工、食品饮料和交运设备，分别实现环比增长 1239.85%、951.54%和 646.87%。对市场环比业绩增长贡献最大的前五个

一级行业分别是，金融服务、交通运输、黑色金属、化工和有色金属，对业绩环比增长的贡献比例分别为 47.10%、20.35%、14.81%、8.06%和 6.27%。环比增速的行业差异给我们的启示是，关注行业回暖的先后顺序和以此带来的板块轮动创造的交易型机会。

**图表 40：2009 年 1 季度 1 级行业对业绩环比增长的贡献比较[%]**

| 板块名称 | 2008 年 4 季度归属母公司股东的净利润[亿元] | 占全部 A 股的比例[%] | 2009 年 1 季度归属母公司股东的净利润[亿元] | 占全部 A 股的比例[%] | 环比增长[%] | 对业绩环比增长的贡献[%] |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 金融服务 | 402.57 | 116.27 | 1194.73 | 58.91 | 196.78 | 47.1 |
| 交通运输 | -307.47 | -88.81 | 34.72 | 1.71 | 111.29 | 20.35 |
| 黑色金属 | -294.47 | -85.05 | -45.31 | -2.23 | 84.61 | 14.81 |
| 化工 | -10.94 | -3.16 | 124.7 | 6.15 | 1239.85 | 8.06 |
| 有色金属 | -113.67 | -32.83 | -8.19 | -0.4 | 92.79 | 6.27 |
| 公用事业 | -28.5 | -8.23 | 33.77 | 1.67 | 218.49 | 3.7 |
| 食品饮料 | -5.51 | -1.59 | 46.92 | 2.31 | 951.54 | 3.12 |
| 交运设备 | -5.59 | -1.62 | 30.57 | 1.51 | 646.87 | 2.15 |
| 电子元器件 | -40.73 | -11.76 | -6.41 | -0.32 | 84.26 | 2.04 |
| 医药生物 | 12.26 | 3.54 | 39.92 | 1.97 | 225.61 | 1.64 |
| 商业贸易 | 8.51 | 2.46 | 31.73 | 1.56 | 272.86 | 1.38 |
| 纺织服装 | -4.02 | -1.16 | 14.27 | 0.7 | 454.98 | 1.09 |
| 机械设备 | 29.72 | 8.58 | 47.89 | 2.36 | 61.14 | 1.08 |
| 家用电器 | -3.87 | -1.12 | 12.13 | 0.6 | 413.44 | 0.95 |
| 建筑建材 | 32.56 | 9.4 | 43.86 | 2.16 | 34.71 | 0.67 |
| 轻工制造 | -7.68 | -2.22 | 2.43 | 0.12 | 131.64 | 0.6 |
| 综合 | 6.24 | 1.8 | 10.29 | 0.51 | 64.90 | 0.24 |
| 餐饮旅游 | 1.4 | 0.41 | 1.92 | 0.09 | 37.14 | 0.03 |
| 信息设备 | 6.48 | 1.87 | 5.63 | 0.28 | -13.12 | -0.05 |
| 农林牧渔 | 7.7 | 2.22 | 5.13 | 0.25 | -33.38 | -0.15 |
| 采掘 | 378.17 | 109.23 | 344.03 | 16.96 | -9.03 | -2.03 |
| 房地产 | 91.41 | 26.4 | 38.72 | 1.91 | -57.64 | -3.13 |
| 信息服务 | 191.66 | 55.36 | 24.65 | 1.22 | -87.14 | -9.93 |
| **合计** | **349.78** | **100** | **2029.95** | **100** | **480.35** | **100** |

**数据来源：宏源证券研究所**

### 2.3.3 趋高的分红比例和日趋规范的分红制度提升 A 股市场的投资价值

2008 年度财报，1600 家 A 股公司中提出现金分红预案的公司 838 家，送红股的公司 75 家，资本公积金转增股本的公司 183 家；现金分红、送红股和资本公积金转增股本预案累计 1096。838 家公司提出现金分红预案，占全部 1600 家 A 股公司比例为 52.38%，累计分红 2807.59 亿元，占全部 A 股公司归属母公司股东

净利润 8166.78 亿元的 34.38%；2007 年 787 家公司提出现金分红预案，占全部 1537 家 A 股公司比例为 51.20%，累计分红 2750.58 亿元，占当期全部 A 股公司归属母公司股东净利润 9547.27 亿元的 28.81%。

尽管 2008 年 A 股公司的业绩同比下滑 14.46%，但是现金分红公司比例和分红额度比例却高于 2007 年，趋高的分红比例提升 A 股市场的投资价值。

**图表 41：2008 年度和 2007 年度 A 股公司分配预案的比较**

| | 现金分红[亿元] | 公司家数 | 合计送股股本[亿股] | 公司家数 | 合计资本公积金转增股本[亿股] | 公司家数 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2007 年 | 2750.58 | 787 | 236.70 | 148 | 506.71 | 224 |
| 2008 年 | 2807.59 | 838 | 168.64 | 75 | 284.28 | 183 |

**数据来源：宏源证券研究所**

同时，A 股市场的分红制度也在日趋规范。2008 年 9 月，证监会正式发布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，将上市公司再融资条件明确为“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%”，同时强调了现金分红而非原先的“现金或(和)股票方式”。 截至 6 月初，约 100 多家 A 股公司召开股东大会，拟将“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%”写入公司章程。

### 2.3.4 预计 2009 年 A 股公司净利润同比增长 10%以上

A 股公司净利润集中于少数蓝筹公司和二级行业的趋势更为明显。

从 1600 家 A 股公司 2008 年度财报看，净利润最大的前 10 家公司累计实现净利润 5195.40 亿元，占全部 A 股公司全部净利润的 63.62%，而 2007 年的数据是 52.24%， 净利润最大的前 100 家公司累计实现净利润 7596.39 亿元，占全部 A 股公司全部净利润的 93.02%，而 2007 年的数据是 82.31%；前 200 家 A 股公司的净利润 8177.44 亿元，已经高于全部 A 股公司净利润的 8166.78 亿元。

**图表 42：2008 年财报业绩贡献的权重公司**

| 证券简称 | 2008 年度归属母公司股东的净利润[亿元] | 占 A 股全部净利润比例[%] | 证券简称 | 2007 年度归属母公司股东的净利润[亿元] | 占 A 股全部净利润比例[%] |
|---|---|---|---|---|---|
| 中国石油 | 1137.98 | 13.93 | 中国石油 | 1345.74 | 14.10 |
| 工商银行 | 1107.66 | 13.56 | 工商银行 | 812.56 | 8.51 |
| 建设银行 | 925.99 | 11.34 | 建设银行 | 690.53 | 7.23 |
| 中国银行 | 635.39 | 7.78 | 中国银行 | 562.29 | 5.89 |
| 中国石化 | 296.89 | 3.64 | 中国石化 | 549.47 | 5.76 |
| 交通银行 | 284.23 | 3.48 | 中国人寿 | 281.16 | 2.94 |
| 中国神华 | 265.88 | 3.26 | 交通银行 | 205.13 | 2.15 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 招商银行 | 210.77 | 2.58 | 中国神华 | 197.66 | 2.07 |
| 中国联通 | 197.41 | 2.42 | 中国远洋 | 190.85 | 2.00 |
| 中信银行 | 133.20 | 1.63 | 招商银行 | 152.43 | 1.60 |
| 浦发银行 | 125.16 | 1.53 | 中国平安 | 150.86 | 1.58 |
| 兴业银行 | 113.85 | 1.39 | 宝钢股份 | 127.18 | 1.33 |
| 中国远洋 | 108.30 | 1.33 | 中信证券 | 123.89 | 1.30 |
| 中国人寿 | 100.68 | 1.23 | 中国铝业 | 102.25 | 1.07 |
| 民生银行 | 78.85 | 0.97 | 兴业银行 | 85.86 | 0.90 |
| 中信证券 | 73.05 | 0.89 | 中信银行 | 82.90 | 0.87 |
| 中煤能源 | 68.12 | 0.83 | 鞍钢股份 | 75.25 | 0.79 |
| 大秦铁路 | 66.80 | 0.82 | 中国太保 | 68.93 | 0.72 |
| 兖州煤业 | 64.84 | 0.79 | 武钢股份 | 65.19 | 0.68 |
| 宝钢股份 | 64.59 | 0.79 | 民生银行 | 63.35 | 0.66 |
| **前 10 家合计** | **5195.40** | **63.62** | **前 10 家合计** | **4987.82** | **52.24** |
| **前 20 家合计** | **6059.64** | **74.20** | **前 20 家合计** | **5933.48** | **62.15** |
| **前 30 家合计** | **6496.18** | **79.54** | **前 30 家合计** | **6466.62** | **67.73** |
| **前 50 家合计** | **6993.49** | **85.63** | **前 50 家合计** | **7093.50** | **74.30** |
| **前 100 家合计** | **7596.39** | **93.02** | **前 100 家合计** | **7858.16** | **82.31** |
| **前 200 家合计** | **8177.44** | **100.13** | **前 200 家合计** | **8521.73** | **89.26** |
| **前 300 家合计** | **8466.57** | **103.67** | **前 300 家合计** | **8882.78** | **93.04** |
| **前 500 家合计** | **8788.42** | **107.61** | **前 500 家合计** | **9260.23** | **96.99** |
| **A 股合计** | **8166.78** | **100.00** | **A 股合计** | **9547.27** | **100.00** |

**数据来源：宏源证券研究所**

从 81 个二级行业看，08 年度财报银行归属母公司股东的净利润 3734.40 亿元，占全部 A 股净利润的 45.72%，远高于 07 年度财报 29.43%的比例，对净利润增长贡献为 66.96%。14 家银行股加上中国石油的净利润，占据全部 A 股公司净利润的 59.65%，表明 A 股公司业绩分布的不均衡性，业绩增长更多的依赖银行股和石油石化板块。预期银行股的业绩增长在 09 年将大幅放缓，则 A 股业绩增长面临较大的困境。

**图表 43：81 个二级行业对 A 股公司业绩贡献的比较**

| 板块名称 | 2008 年度归属母公司股东的净利润[亿元] | 占全部 A 股的比例[%] | 2007 年度归属母公司股东的净利润[亿元] | 占全部 A 股的比例[%] | 对净利润增长贡献[%] |
|---|---|---|---|---|---|
| 银行 | 3734 | 45.72 | 2809.64 | 29.43 | 66.96 |
| 石油开采 | 1138.2 | 13.94 | 1346.01 | 14.1 | -15.05 |
| 煤炭开采 | 631.57 | 7.73 | 372.75 | 3.9 | 18.75 |
| 石油化工 | 239.86 | 2.94 | 572.95 | 6 | -24.13 |
| 房地产开发 | 224.53 | 2.75 | 219.8 | 2.3 | 0.34 |
| 钢铁 | 211.17 | 2.59 | 544.47 | 5.7 | -24.14 |
| 航运 | 201.59 | 2.47 | 299.68 | 3.14 | -7.11 |
| 通信运营 | 196.63 | 2.41 | 57.01 | 0.6 | 10.11 |
| 证券 | 147.03 | 1.80 | 306.43 | 3.21 | -11.55 |
| 建筑装饰 | 127.15 | 1.56 | 128.05 | 1.34 | -0.06 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 保险 | 120.69 | 1.48 | 500.95 | 5.25 | -27.55 |
| 饮料制造 | 98.53 | 1.21 | 82.69 | 0.87 | 1.15 |
| 专用设备 | 88.64 | 1.09 | 93.13 | 0.98 | -0.33 |
| 电气设备 | 86.98 | 1.07 | 92.92 | 0.97 | -0.43 |
| 化学制品 | 84.77 | 1.04 | 74.54 | 0.78 | 0.74 |
| 有色金属冶炼 | 84.54 | 1.04 | 335.81 | 3.52 | -18.20 |
| 非汽车交运设备 | 84.33 | 1.03 | 66.25 | 0.69 | 1.31 |
| 铁路运输 | 82.21 | 1.01 | 81.55 | 0.85 | 0.05 |
| 高速公路 | 82.06 | 1.00 | 87.92 | 0.92 | -0.42 |
| 零售 | 80.96 | 0.99 | 74.12 | 0.78 | 0.50 |
| **小计** | **7745.44** | **94.84** | **8146.67** | **85.33** | **-29.06** |
| **其余 61 个行业合计** | **421.34** | **5.16** | **1400.60** | **14.67** | **-70.94** |
| **全部 81 个二级行业** | **8166.78** | **100** | **9547.27** | **100** | **-100%** |

**数据来源：宏源证券研究所**

8%是 2009 年 A 股市场的内生型增长速度下限。截至 6 月 16 日，分析师对 1600 家 A 股公司的 09 年盈利预测纳入 1025 家公司。我们选取单家公司多家机构盈利预测的平均值最大的 200 家公司，200 家公司预计累计实现净利润 8895.20 亿元。假设 2009 年业绩集中度仍然保持 2008 年水准，则 2009 年预计 A 股公司预计实现净利润 8895 亿元，较 2008 年的 8166 亿元，同比增长 8.93%。同样的，以分析师对银行板块 09 年盈利预测的数据计算，预计 2009 年 A 股整体业绩同比增长为 8.21%。

2%是 2009 年 A 股市场外延型增长速度下限。依据我们在前面分析的 2008 年 A 股公司业绩下滑的因素，特别是导致 2008 年四季度业绩环比大幅减少的因素，即全球金融危机导致出口困境、年报大幅计提资产减计和投资收益大幅缩水等在 2009 年将大幅减少，同时考虑到多家完成重组的 ST 公司在 2009 年将实现扭亏。

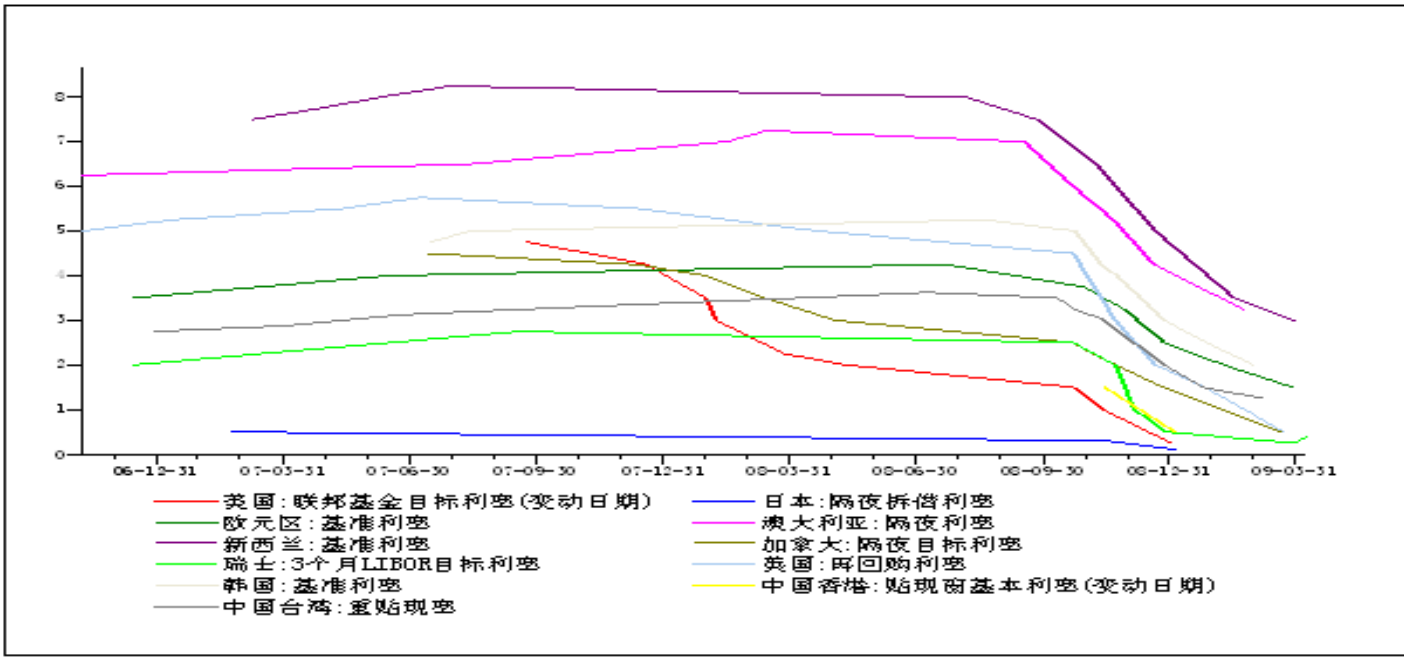
综合 A 股市场的内生型增速和外延型增速，我们认为 2009 年 10%的业绩增长是完全可以实现的。

## 2.4 国际（周边）市场分析

### 2.4.1 国际市场或将持续上涨，A 股具备长期走牛的外围环境

“定量宽松”的政策扩充市场流动性，推动股市和大宗商品上涨。自 2007 年 9 月至 2009 年 3 月，全球利率大幅下降，各国央行为刺激消费者和企业增加支出大幅下调利率。截至 6 月 16 日，利率水平为：美国 0.25%（12 月 17 日）、英国 0.5%（3 月 5 日）、日本 0.1%、欧元区 1.25%。

**图表 44：全球主要国家和地区的利率[%]**




**数据来源：宏源证券研究所**

各国央行接近零的利率表明依靠降低利率增加市场流动性的政策已经无法见效。随着借贷成本日益接近于零和经济活动未见明显改善，多国央行开始启用定量宽松的工具开对准长期利率，为市场创造更多的流动性。截至 6 月 16 日，全球有 4 个国家（美、英、日、瑞士）开始采取大规模“定量宽松”政策。

3 月 18 日，美联储启动 1.2 万亿美元的资产购买计划，其中 3000 亿购买美国国债，7500 亿购买房地产抵押债券；开始启用“定量宽松”的政策；直接结果是美国基准 10 年期政府债券收益率从 3.01%降至 2.5%，创下 1987 年以来最大单日跌幅。

全球主要国家，特别是美国，启用“定量宽松”政策导致市场流动性逐渐充裕，最直接的结果是商品市场投机多头迅速增加，全球资产价格上涨。

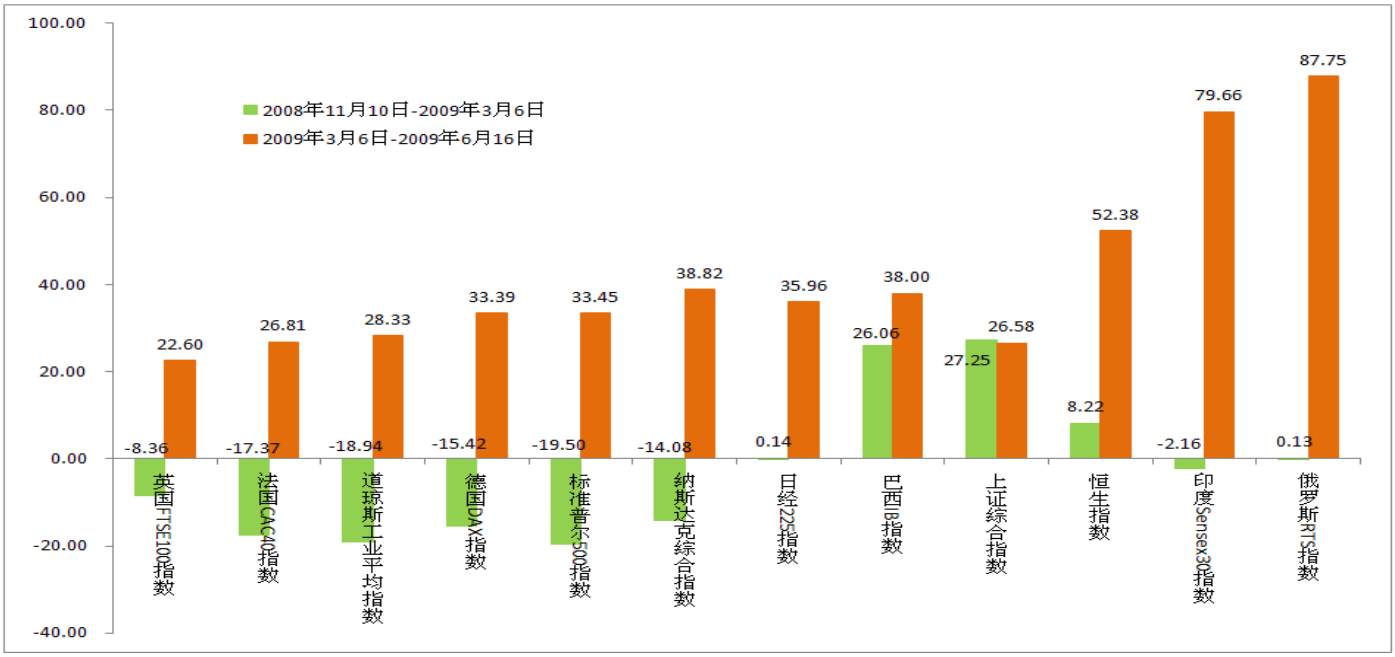
我们把全球主要股票市场指数分为两个时间区间分析：2008 年 11 月 10 日-2009 年 3 月 6 日、2009 年 3 月 6 日-2009 年 6 月 16 日。

在 2008 年 11 月 10 日-2009 年 3 月 6 日区间内，上证综指、巴西 IB 指数、恒生指数、日经 225 指数为正的收益率，其中上证综指和巴西 IB 指数涨幅分别为 27.25%和 26.05%；标准普尔 500 指数、道琼斯工业平均指数和法国 CAC40 指数分别下跌 19.50%、18.94%和 17.37%。我们认为第一阶段的反弹以宏观经济复苏为主导，“金砖四国”相对强劲的经济增长预期奠定了股票市场的强势反弹，而欧美的经济则在此区间内逐步确认深度衰退。

在 2009 年 3 月 6 日-2009 年 6 月 16 日区间内，俄罗斯 RTS 指数、印度 SENSEX30 指数、恒生指数和巴西 IB 指数涨幅靠前，宏观经济数据的趋好为市场上涨提供支撑；而纳斯达克指数、德国 DAX 指数、标

准普尔 500 指数等同样有 30%以上的强劲反弹，我们认为多数原因是拜“定量宽松”政策所赐。

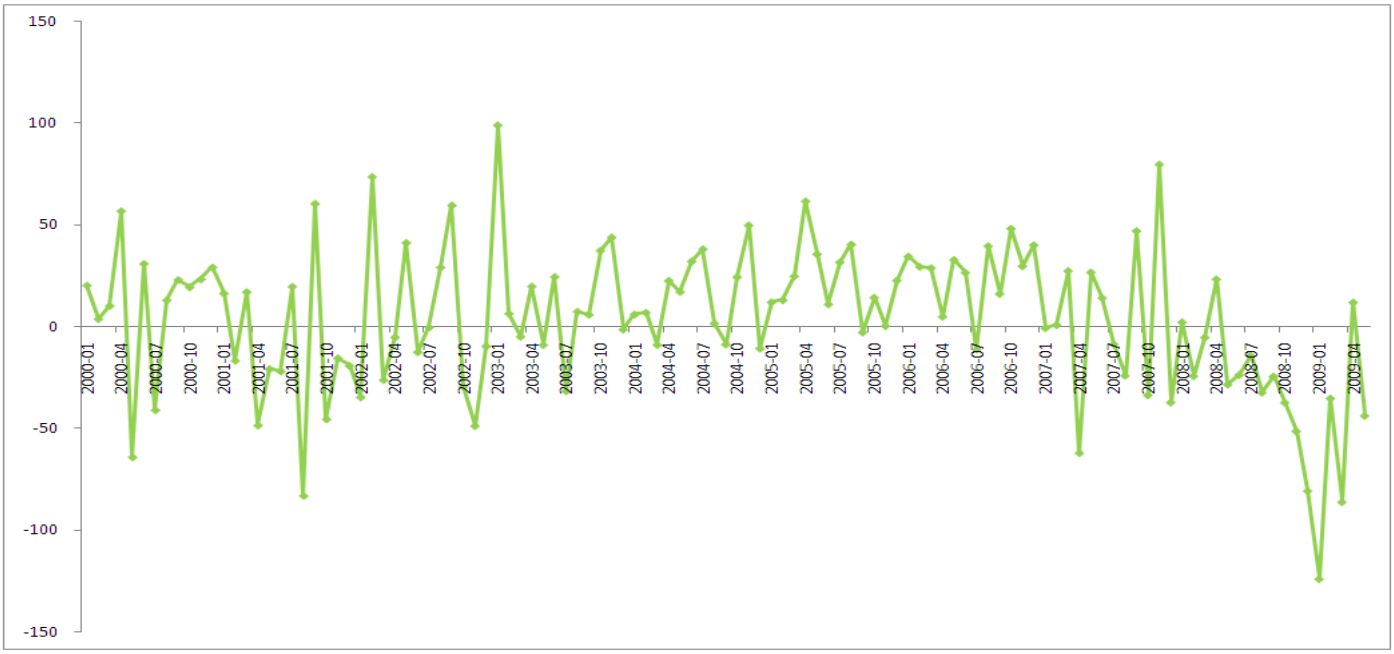
**图表 45：美国等主要经济体“定量宽松”的政策推动欧洲和美洲国家主要股指 3 月初至今的强势反弹**




**数据来源：宏源证券研究所**

美国最新公布的就业数据、新屋开工等一系列数据表明，美国的宏观经济正在逐步企稳。考虑到股票市场是宏观经济的晴雨表，且一般早于实体经济 3-6 个月见底，在经济预期良好的背景下，下半年的美股市场可能由此前的“定量宽松”政策推动转到经济转暖预期上来。

**图表 46：美国经季节调整后的月度新增就业人数[万人]数据逐步回暖**

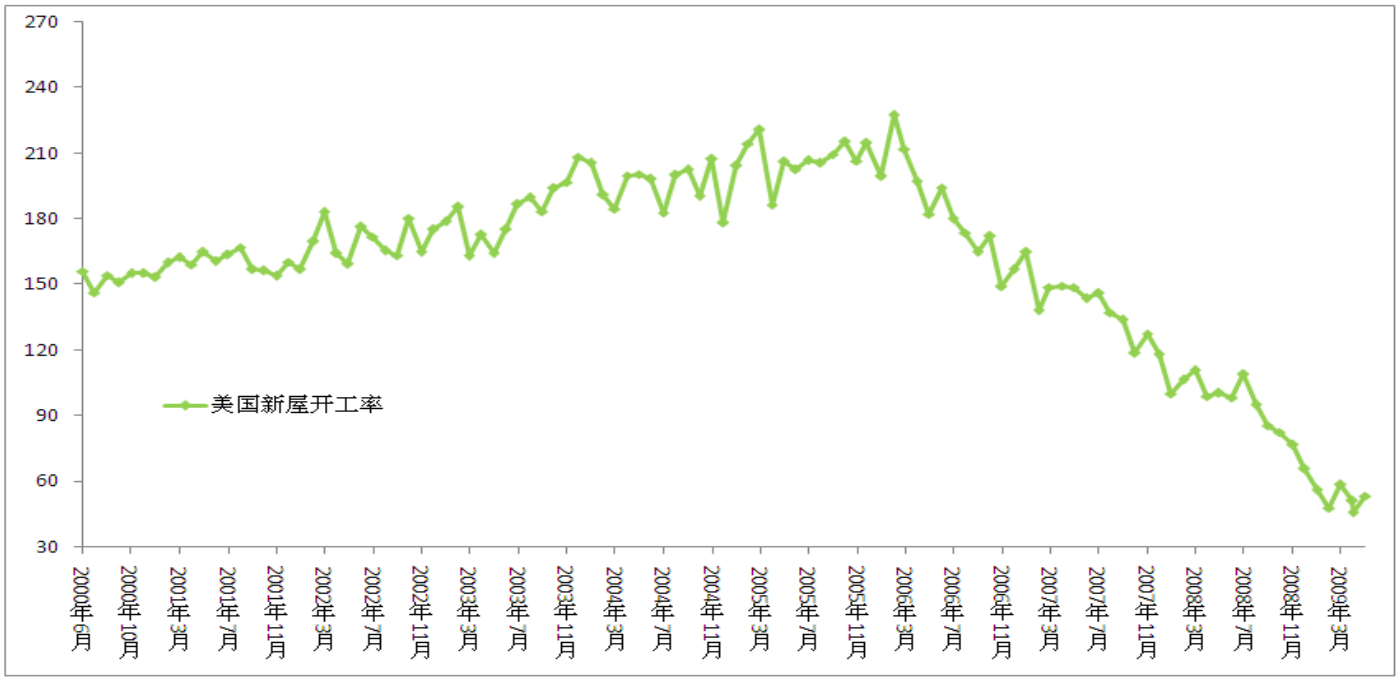



**数据来源：宏源证券研究所**

美国 5 月房屋建筑上升超过预期，其中独户新屋开工出现连续第 3 个月上升，为房产市场稳定增加了更多的证据。5 月新屋开工月率上升 17.2%年降 45.2%至季调后的 53.2 万套年率，远高于经济学家预期中值为

48.5 万套。5 月营建许可月率上升 4%至 51.8 万套年率，经济学家预期中值为 50.9 万套。

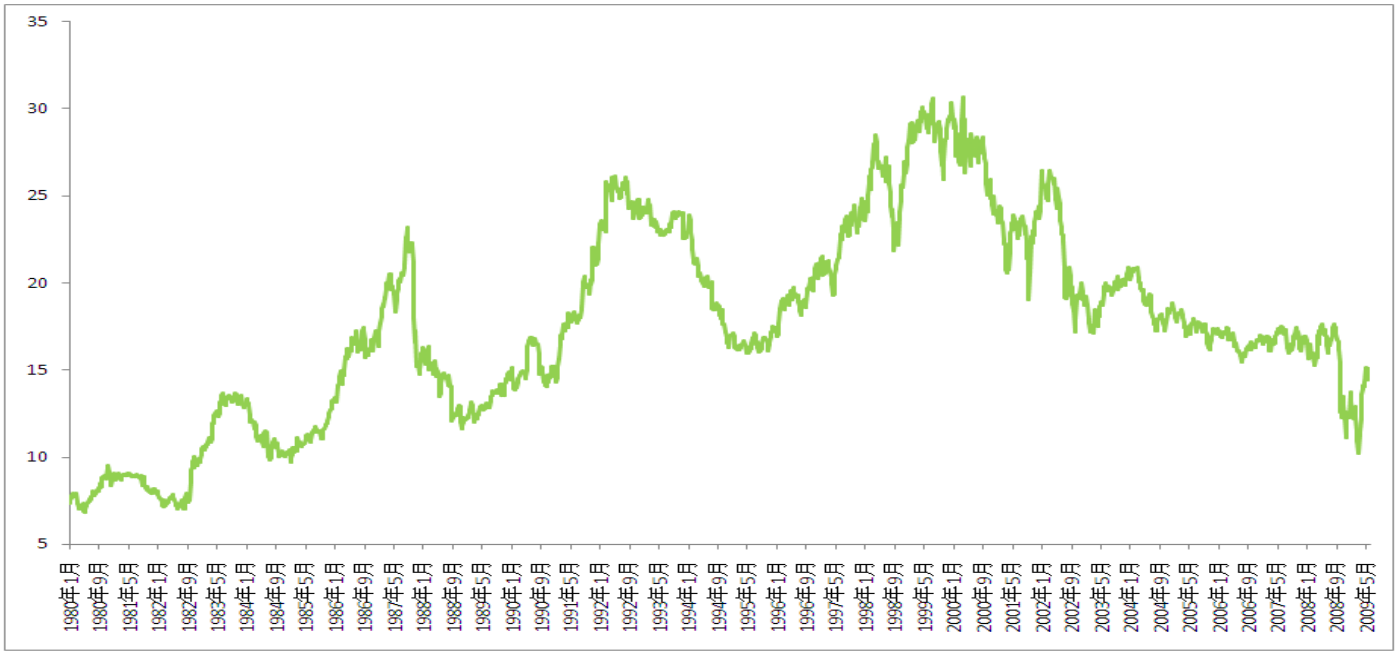
**图表 47：美国新屋开工年率数据逐步企稳好于预期，房产市场稳定增加了更多的证据**




**数据来源：宏源证券研究所**

纵向比较看，我们考察 1980 年-2009 年 6 月标准普尔 500 指数的 PE 估值水平，区间的平均 PE 是 17.33 倍，而 6 月 18 日的 PE 为 14.88 倍，低于平均 PE 估值 15%水平。可以说，6 月份标准普尔 500 指数的估值处于明显的底部区域，虽有下跌空间，但有限。

**图表 48：1980 年-2009 年标准普尔 500 指数 PE 估值比较**

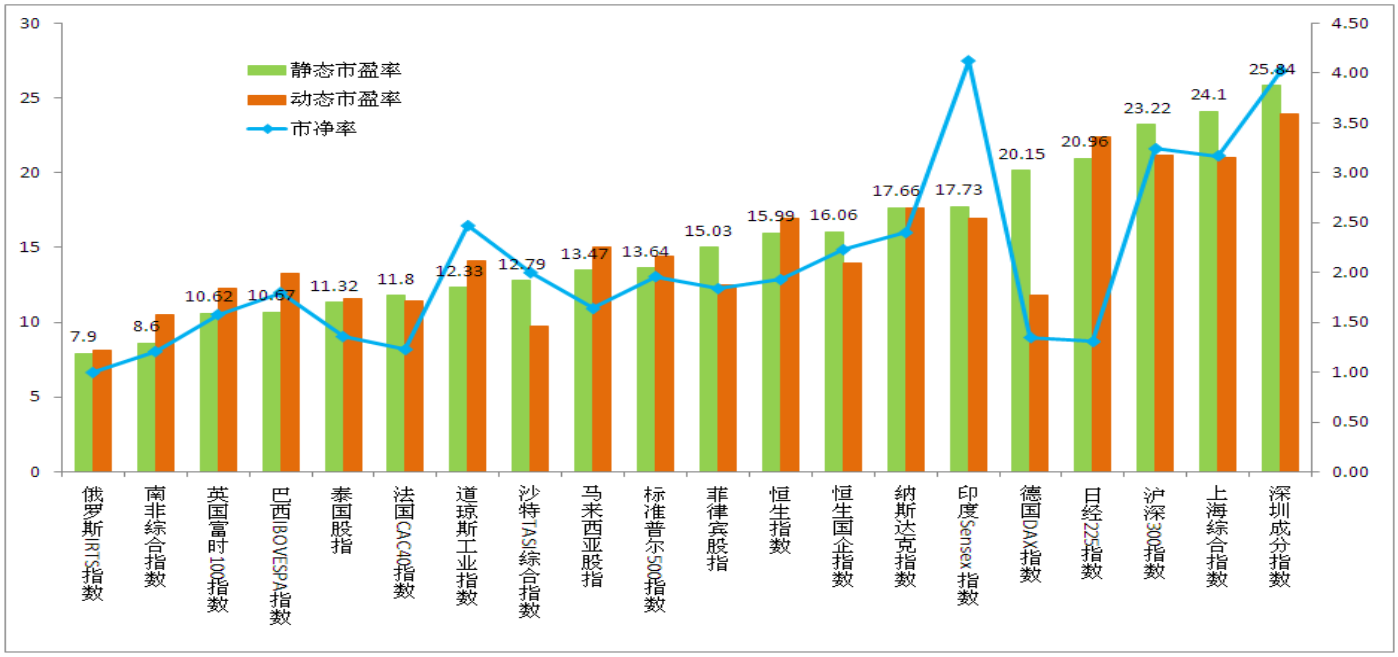



**数据来源：宏源证券研究所**

横向比较看，全球主要资本市场估指比较显示，A 股市场的三大股指静态估值处于全球的首位，不具备

估值优势。但是，上证综指 24.1 倍的估值在其历史上仍然是比较低的位置，同样考虑到将保持着全球最高 GDP 增速，A 股市场当前的估值水平仍然具备较大的吸引力。

**图表 49：全球主要资本市场估值比较**

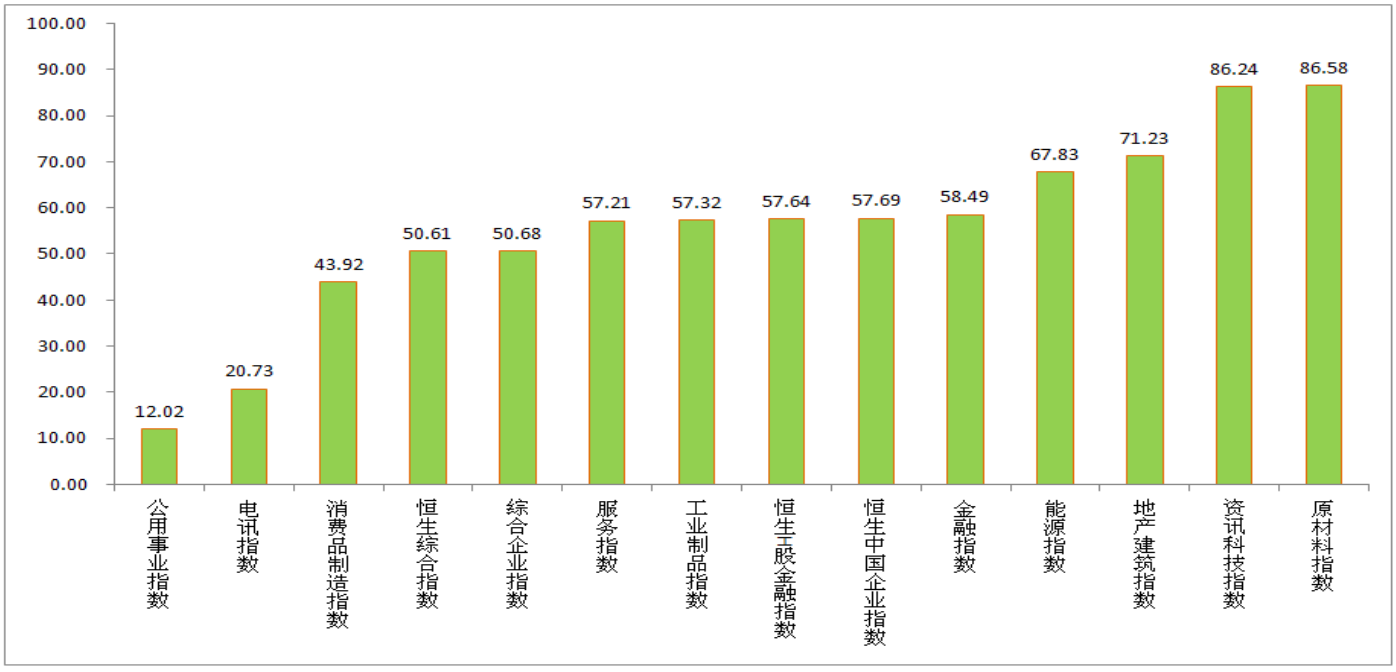



**数据来源：宏源证券研究所**

## 2.4.2 港股市场的走好、A/H 溢价比率的下降提升 A 股底部

由于中国大陆的资本项目无法自由兑换，对中国宏观经济持续看好的资金并不能完全流入 A 股市场，其中的大部分资金转战港股。2009 年 3 月 6 日-6 月 16 日，港股市场的主要市场指数中，H 股金融指数和中国企业指数涨幅均大于恒生指数；11 个行业中涨幅靠前的原材料指数、地产建筑指数、能源指数和金融指数基本上都是大陆经济前景提供买入支撑。预期周边市场影响港股市场，进而通过 A-H 股联动影响 A 股市场。

**图表 50：2009 年 3 月 6 日-6 月 16 日港股市场主要市场指数和行业指数涨幅比较[%]**



**数据来源：宏源证券研究所**

此外，A-H 股溢价指数位于 2008 年 9 月-2009 年 6 月震荡区间的下轨附近，A/H 溢价比率的下降提升 A 股底部。

**图表 51：A-H 股溢价指数位于 2008 年 9 月-2009 年 6 月震荡区间的下轨附近**

**数据来源：宏源证券研究所**

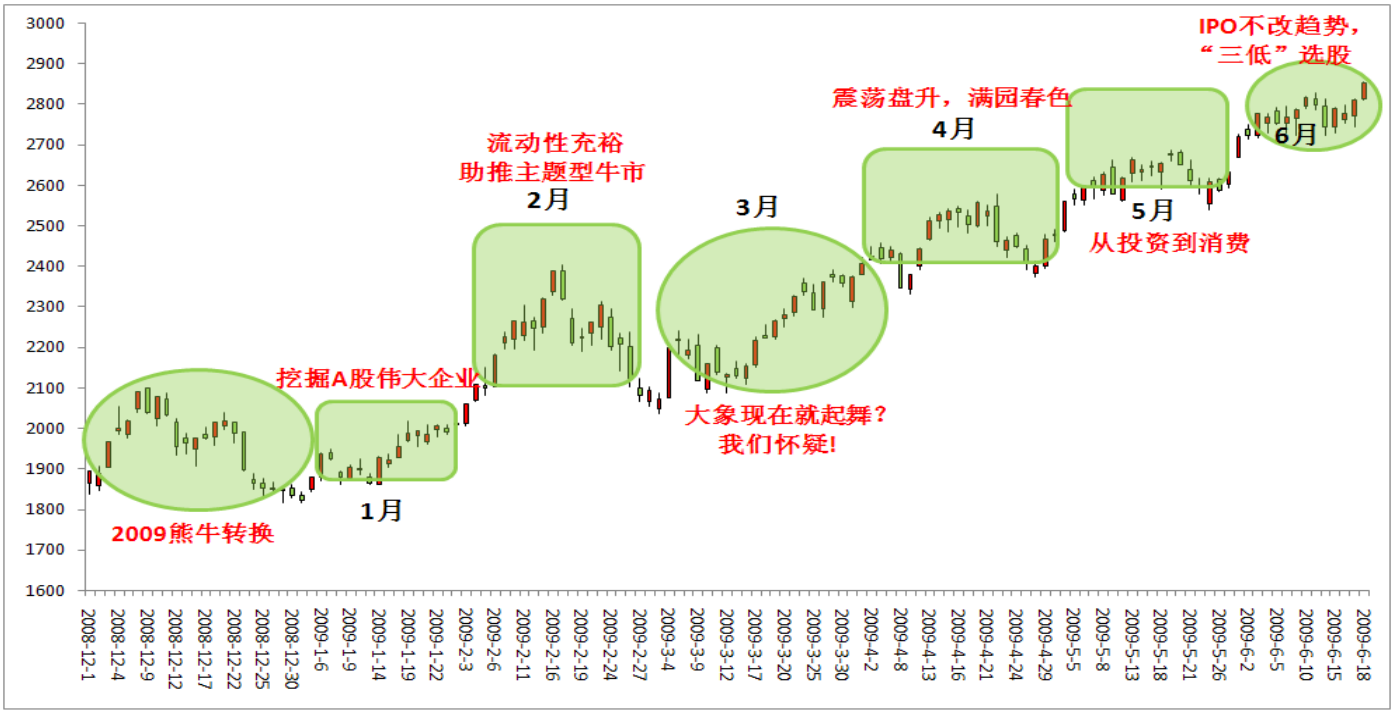
# 三、A 股市场 2009 年下半年波动范围测算

## 3.1 A 股上半年波动范围、投资风格与年度策略报告比较

在 A 股年度策略报告《2009，熊牛转换的期待》中，我们基于 A 股市场 20 倍估值中枢的判断，依据 A 股公司业绩层面的分析，按照 A 股公司 09 年业绩增长 10%左右的预测，以沪深 300 指数 1664 点、上证综指 1729 点为基准，测算沪深 300 指数的波动范围是 1600 点-2900 点，上证综指波动范围 1550 点-2800 点的大概率运行区间。显然，我们的测算与 A 股市场上半年波动范围吻合。

同时，年度策略报告《2009，熊牛转换的期待》中同时指出，2009 年依然坚持“淡化指数、主题投资”的投资思路，把握交易型机会，重点提出了“保增长”受益板块、“金融创新”受益板块和“产业并购、区域整合”受益板块，在随后的月度策略、周策略报告中我们又进一步完善了基建、新能源、装备制造、生物医药、非公开发行的资产重组、有色、煤炭、地产、区域整合、大消费、三低等板块和行业轮动投资逻辑。

**图表 52：2009 年上证综指波动区间和月度热点比较**




**数据来源：宏源证券研究所**

2008 年 12 月-2009 年 1 月，A 股市场热点集中在新能源、中小企业板块和“金融创新”受益板块，代表个股江苏国泰、西藏矿业、包钢稀土、川大智胜、鲁信高新。

2009 年 2 月，发布 2 月策略报告《流动性充裕助推主题型牛市》，提出“越解禁越美丽”、“大小非减持不是流星语”等观点，策略上关注保增长受益的周期性板块，如黄金股、有色小金属股和煤炭股；非公开发行的重组类公司。2 月有色板块月度涨幅 21.07%，居 23 个一级行业的首位，代表个股中金黄金、山东黄金；定向增发收购资产的重组题材也是后期市场的热点。

2009 年 3 月，发布 3 月策略报告《大象现在就跳舞？我们怀疑》，延续资产配置可向保增长、扩内需受益板块倾斜，3 月有色板块月度涨幅 30.31%，再次居 23 个一级行业的首位，采掘板块上涨 20.36%。

2009 年 4 月，发布 4 月策略报告《振荡盘升、满园春色》，重点推出通胀预期受益的地产板块、煤炭、有色；2009 年 5 月，发布 5 月策略报告《从投资到消费，从进攻到整固》，提出了包括家用电器、商业贸易、食品饮料、餐饮旅游和地产的大消费板块。从 4 月-5 月月度涨幅看，煤炭上涨 34.63%，有色上涨 11.94%；家用电器上涨 17.26%，地产上涨 17.23%，餐饮旅游上涨 15.82%，商业贸易上涨 14.33%；食品饮料 4-5 月上涨 8.85%，6 月以上涨 14.76%排在 23 个一级行业涨幅首位。

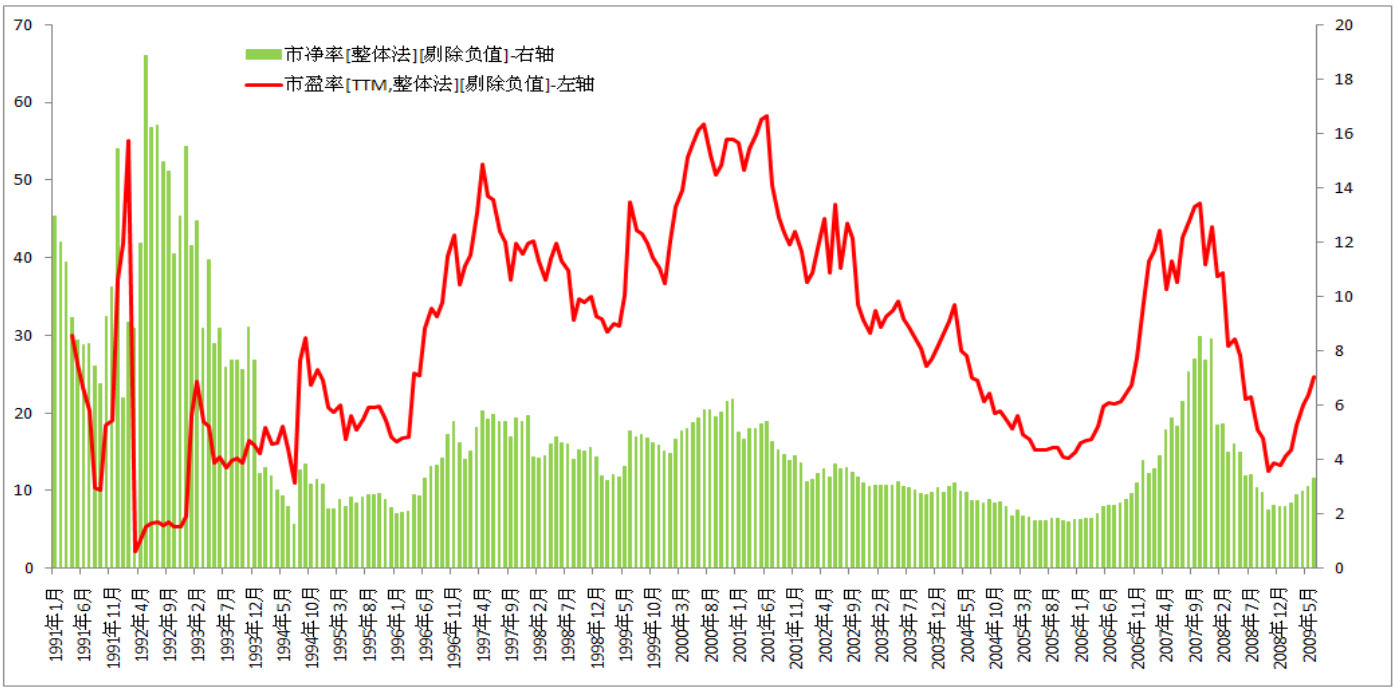
总体上看，我们在投资风格、行业轮动等策略角度的把握上与市场的运行节奏是高度一致的。

## 3.2 A 股市场 2009 年下半年波动范围测算

**25 倍的 PE 是 09 年下半年的估值中枢。**考察 A 股市场 1991 年-2009 年 6 月的历史估值水平。1994 年 7 月对应的 PE 和 PB 低点分别在 11.16 和 1.62，05 年 6 月对应的 PE 和 PB 低点分别在 16.17 和 1.72，08 年 11 月底对应的

PE 和 PB 分别在 14.25 和 2.16 附近。截至 09 年 6 月 18 日，A 股市场对应的 PE 和 PB 分别为 24.76 和 3.31（08 年年报业绩），略低于 1991 年-2009 年 6 月 A 股市场 PE 和 PB 的 29.59 和 4.72。

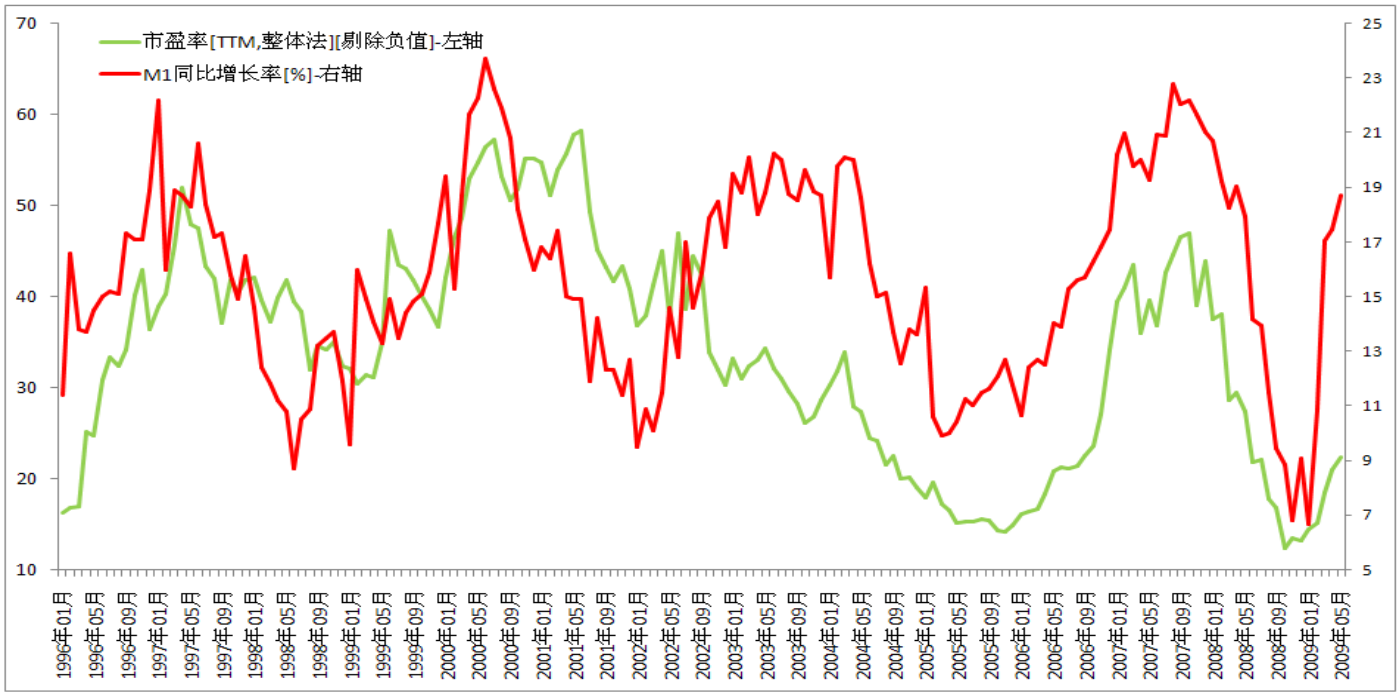
**图表 53：1991 年 1 月-2009 年 6 月 A 股市场的 PE、PB 估值纵向比较**




**数据来源：宏源证券研究所**

考察 A 股市场在资金周期推动下的估值水平。我们特别考察 1998 年 6 月-2002 年 1 月、2006 年 1 月-2008 年 11 月两次 M1 波动周期下的 A 股市场估值水平。1998 年 6 月-2002 年 1 月期间，A 股市场的平均 PE 和 PB 分别是 44.40 和 4.65，2006 年 1 月-2008 年 11 月期间，A 股市场的平均 PE 和 PB 分别是 30.15 和 4.19。

**图表 54：1996 年 1 月-2009 年 5 月 A 股市场市盈率和 M1 周期比较**




**数据来源：宏源证券研究所**

考察国际市场的估值水平。以我们最熟悉的香港和纽约市场进行成熟资本市场估值水平比较，在 1990-2006 年的 17 年间，这两个市场的加权平均市盈率水平分别为 15.24 倍和 19.86 倍，其波动范围分别为 10-27 倍，12-31 倍。即两个成熟资本市场的估值区间在 10-31 倍之间。

总结 1991 年-2009 年 6 月 A 股市场平均 PE 和 PB 的 29.59 和 4.72、1998 年 6 月-2002 年 1 月资金周期推动下 A 股市场平均 PE 和 PB 的 44.40 和 4.65、2006 年 1 月-2008 年 11 月资金周期推动下 A 股市场平均 PE 和 PB 的 30.15 和 4.19、1990-2006 年的 17 年香港和纽约市场 PE 波动范围的 10-31 等因素，我们认为 25 倍的 PE 是 09 年下半年的估值中枢。

根据我们对 2009 年 A 股公司业绩增长至少 10%的预测，我们采用采用 10%、15%和 20%三个业绩增长假设进行估算，以 PE 水平 20 倍、25 倍和 30 倍估算，以 6 月 18 日上证综指和沪深 300 指数的 2854 点、3057 点为基点，测算 2009 年 A 股市场下半年的波动区间。

**图表 55：2009 年下半年沪深 300 指数和上证综指预测**

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **沪深 300 指数 09 年下半年波动区间** | **6 月 18 日基准日，沪深 300 指数 3057 点** | | | | |
| | 业绩增长预测 | 6 月 18 日 PE | PE 预测 | | |
| | | PE0 | PE1 | PE2 | PE3 |
| | | 22.55 | **20.00** | **25.00** | **30.00** |
| | **10%** | 20.30 | 3013 | 3766 | 5875 |
| | **15%** | 19.17 | 3190 | 3987 | 6220 |
| | **20%** | 18.04 | 3389 | 4236 | 6609 |
| **上证综指 09 年下半年波动区间** | **6 月 18 日基准日，上证综指 2854 点** | | | | |
| | 业绩增长预测 | 6 月 18 日 PE | PE 预测 | | |
| | | PE0 | PE1 | PE2 | PE3 |
| | | 22.95 | **20.00** | **25.00** | **30.00** |
| | **10%** | 20.66 | 2763 | 3454 | 4145 |
| | **15%** | 19.51 | 2926 | 3658 | 4389 |
| | **20%** | 18.36 | 3109 | 3886 | 4663 |

我们认为 2009 年 A 股市场的估值中枢是 25 倍，全年业绩增速在 10－20%。所以，3300 点是下半年上证综指的运行中枢，2750 点-3900 点是大概率运行区间；3600 点是下半年沪深 300 指数的运行中枢，3000 点-4250 点是大概率运行区间。

同时，综合货币政策可能的调整时间窗口、IPO 重启后的密集发行期、A 股公司业绩增长的季度差异和市场前期走势等多方面因素，我们认为 3 季度继续上攻的可能性较大，四季度或迎来市场短期调整。但是，A 股市场“震荡向上”的趋势不会有太大改变。

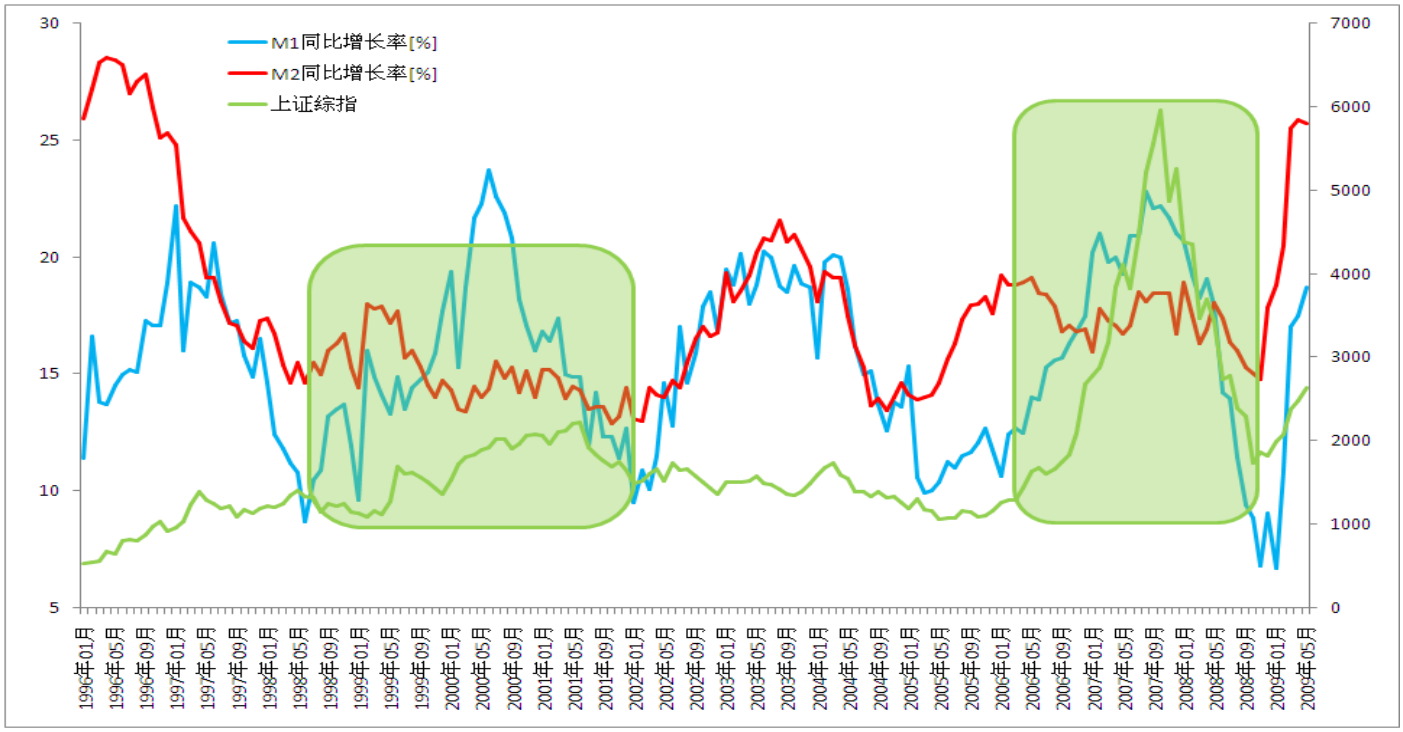
# 四、09 年下半年 A 股投资风格及阶段热点板块分析

## 4.1 从全球历次金融危机后经济复苏路径看 A 股阶段投资风格

### 4.1.1 货币政策决定市场趋势

在我们策略分析框架中，流动性、宏观经济和周边市场是影响 A 股市场的三大因素，其中流动性更是最重要的因素。根据上证综指的历史走势与 M1/M2 增速的对比数据，两者呈现高度的正相关，特别是 1999 年的 5.19 行情、2007 年的牛市行情中，M1/M2 同比增速也是创下较高的增长，而在 2008 年的熊市行情中，一个重要的原因就是央行采取了紧缩性的货币政策所致。

**图表 56：上证综指的历史走势与 M1/M2 增速高度正相关**




**数据来源：宏源证券研究所**

### 4.1.2 财政政策决定投资方向

历次经济危机后，行业的复苏都存在一定的规律。针对不同类型的经济危机，不同国家的复苏规律也有不同。从 1997-1998 年的亚洲金融风暴，到 2000 年美国的科技股泡沫破裂，至今次的全球性、大规模的金融危机，行业的复苏都体现了一定的规律。

在 1997 年-1998 年的亚洲金融风暴中，由于此次危机是由汇率市场引起的，因此我国进出口贸易受到了严重打击，国内通货膨胀严重。针对这些问题，政府制定了一系列的措施：推出了一系列宏观调控措施包括降低银行贷款利率，发行债券、稳定汇率、大量实行基础建设，拉动内需，促进经济增长。整个行业表现出较好的轮动：政府政策刺激（主题投资）—通胀预期（资源品）—经济复苏（金融、地产）。

历史经验表明，每一次危机都孕育着新的技术突破，催生新的产业变革。我们认为本轮的技术突破在新能源领域，在“技术进步、产业升级阶段：第四次技术革命—新能源”部分有重点论述。

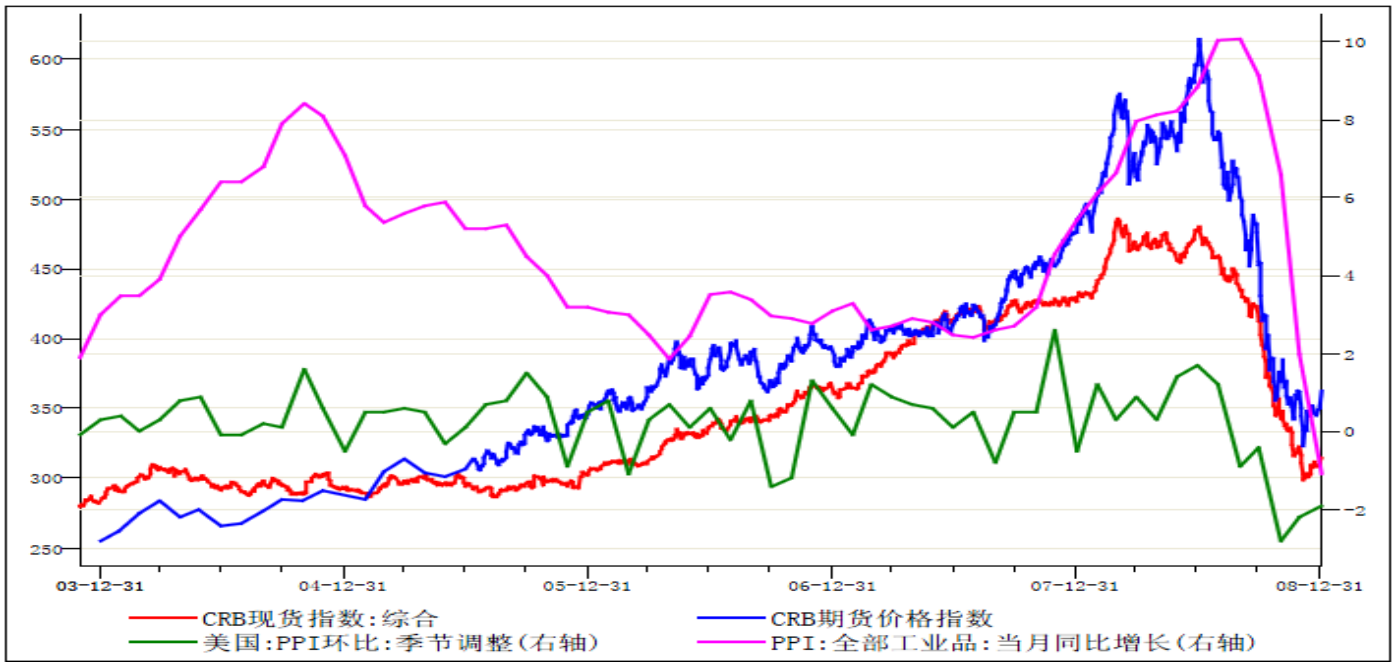
在本轮美国次贷危机演变的全球金融风暴中，中国政府采取的措施与 97 年亚洲金融风暴基本类似，即，实行宽松的货币政策，下调人民币贷款基准利率、银行人民币存款准备金率；实行积极财政政策，适当调高部分商品的出口退税率；鼓励金融机构加大对中小企业信贷支持；推出扩大内需、促进经济平稳较快增长各项措施，计划 2010 年底投资 4 万亿人民币。

综上所述，我们认为在本轮金融危机背景下中国的行业轮动依旧维持如下的逻辑：政府政策刺激（主题投资）—通胀预期（资源板块）—经济复苏（金融、地产）—技术进步、产业升级（新能源、装备制造）。政府政策刺激（主题投资）在 2008 年 11 月-2009 年 3 月的 A 股市场中展现的淋漓尽致，我们也在此前的系列策略报告中进行了重点论述，下面将分章节介绍本轮金融危机背景下中国行业轮动逻辑的剩余部分：通胀预期（资源板块）—经济复苏（金融、地产、大消费板块）—技术进步、产业升级（新能源、装备制造）。

## 4.2 “经济复苏”第一阶段：“通胀预期”引发资源板块长期受益

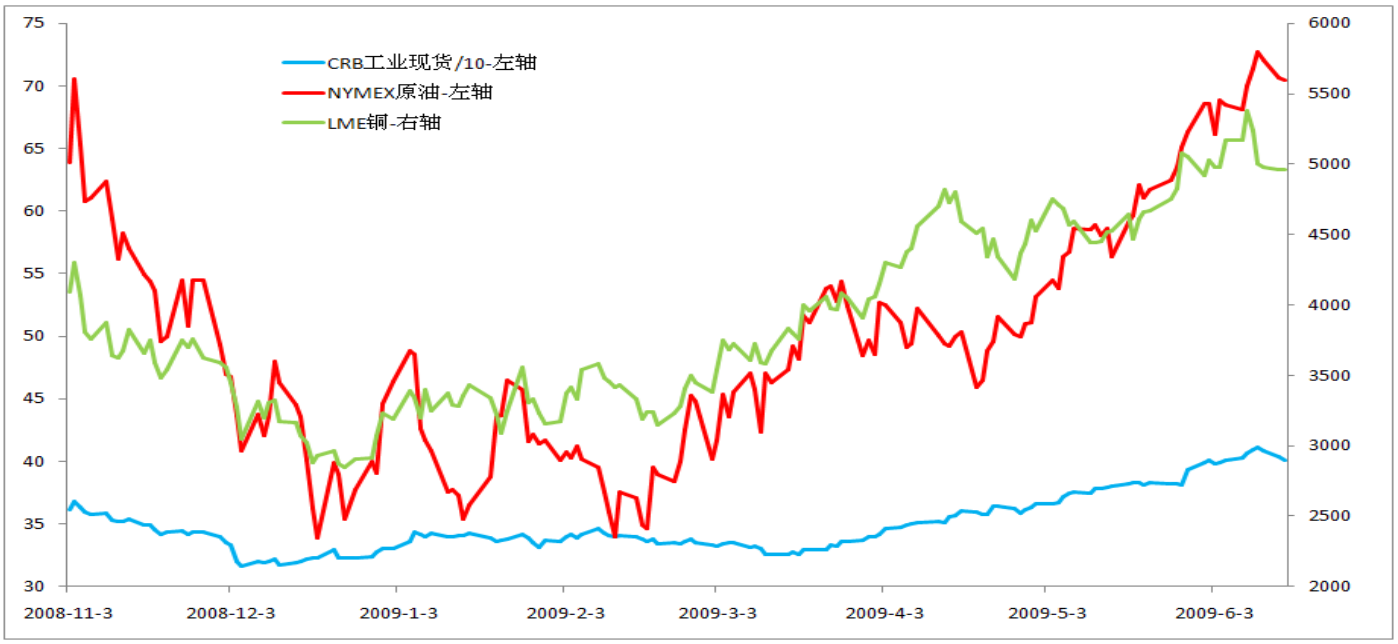
我们最早在 2008 年 11 月份就提出了大宗商品筑底的观点。从近期大宗商品的表现看，从 08 年 11 月份至今，大宗商品从底部启动涨幅巨大。此前的判断基础主要包括以下因素：其一，全球主要经济体的大幅降息会缓解全球经济周期下行，引发大宗商品需求的超跌反弹；其二，中国保增长态度坚决，4 万亿投资拉动会扩大对大宗商品的需求。现在我们可以把第三个因素加进去，也是我们认为最关键的因素，即主要资本主义国家的“定量宽松”的政策势必带来海量的货币供应量，造成资产价格飞涨，致使大量投机者进入市场，尤其是对能源和有色金属类价格的影响更为巨大。第三个因素的影响更为广阔和深远，其意义更具长期性，我们判断 09 年第四季度，通胀将再度抬头。

**图表 57：通缩最危险的时刻于 08 年 11 月已经过去，大宗商品在筑底 （08 年 11 月判断图例）**



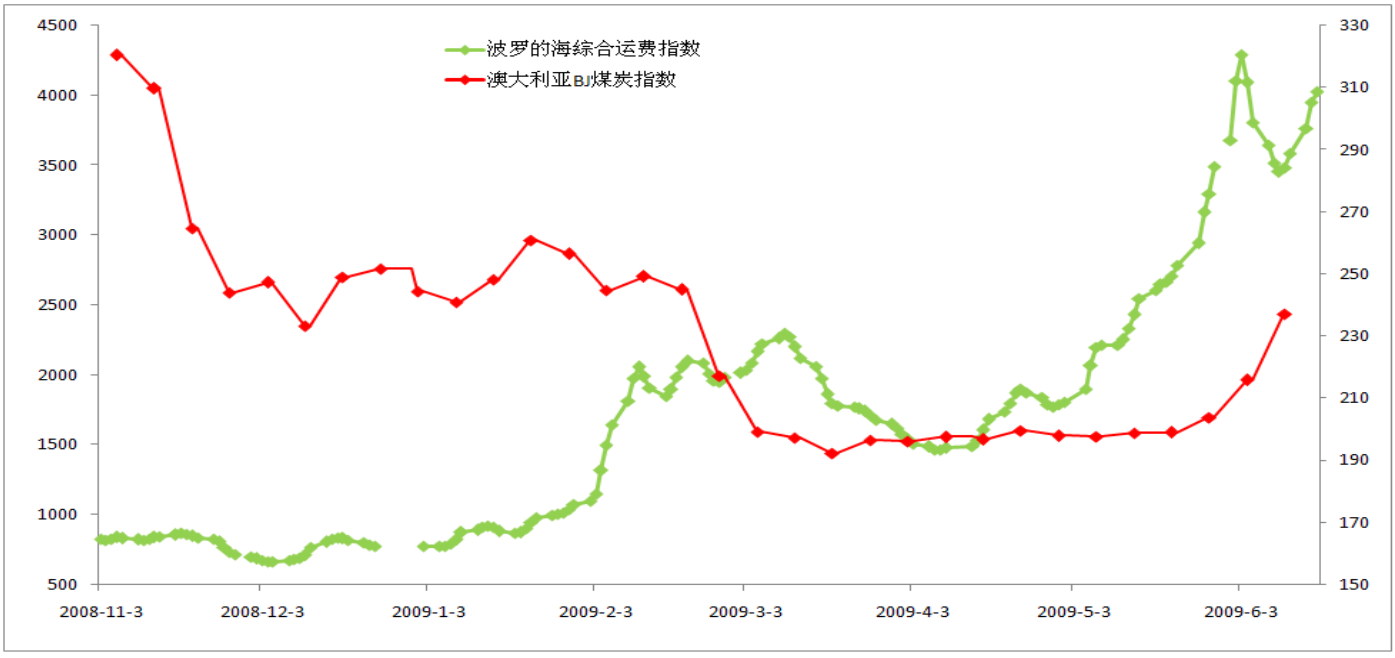

**数据来源：宏源证券研究所**

**图表 58：08 年 11 月至今，大宗商品从底部启动涨幅巨大**




**数据来源：宏源证券研究所**

**图表 59：澳大利亚 BJ 煤炭现货价格在 5 月底重新上涨，波罗的海综合运费指数 4 月初快速上扬**




**数据来源：宏源证券研究所**

我们认为在通胀预期下，有色和煤炭板块获得超越市场的超额利润的概率较大，后期仍可重点关注。

**图表 60：通胀预期受益的资源类板块**

| 板块 | 重点关注公司 |
|---|---|
| 有色金属 | 铜：云南铜业、铜陵有色、江西铜业<br>铅锌：驰宏锌锗、宏达股份、中金岭南、豫光金铅、ST 雄震<br>稀贵金属：吉恩镍业、贵研铂业等 |

| | |
|---|---|
| 煤炭 | 潞安环能、西山煤电、平庄能源、国阳新能、大同煤业、平煤股份等 |

**数据来源：宏源证券研究所**

## 4.3 “经济复苏”第二阶段：从投资到消费，大金融和大消费板块

从 PE 估值角度看，金融服务板块，特别是其中的银行板块 08 年静态市盈率、09 年预测市盈率和 10 年预测市盈率都处于 23 个一级行业最低，具备长期的投资价值，符合我们此前策略报告中阐述的“低估值、低涨幅、低股价”的选股思路。

此外，从前期的投资信贷受益和后期消费信贷受益双重角度考虑，银行板块是“经济复苏”阶段的配置重点。券商板块在后期受 2009 年经纪业务同比 2008 年增速较快、IPO 开闸和非公开发行等投行业务、2009 年市场“熊牛转换”导致自营业务盈利等因素的影响，在特定阶段也存在着较大的交易型机会。

**图表 61：2008 年-2010 年 A 股市场一级行业 PE 估值比较**

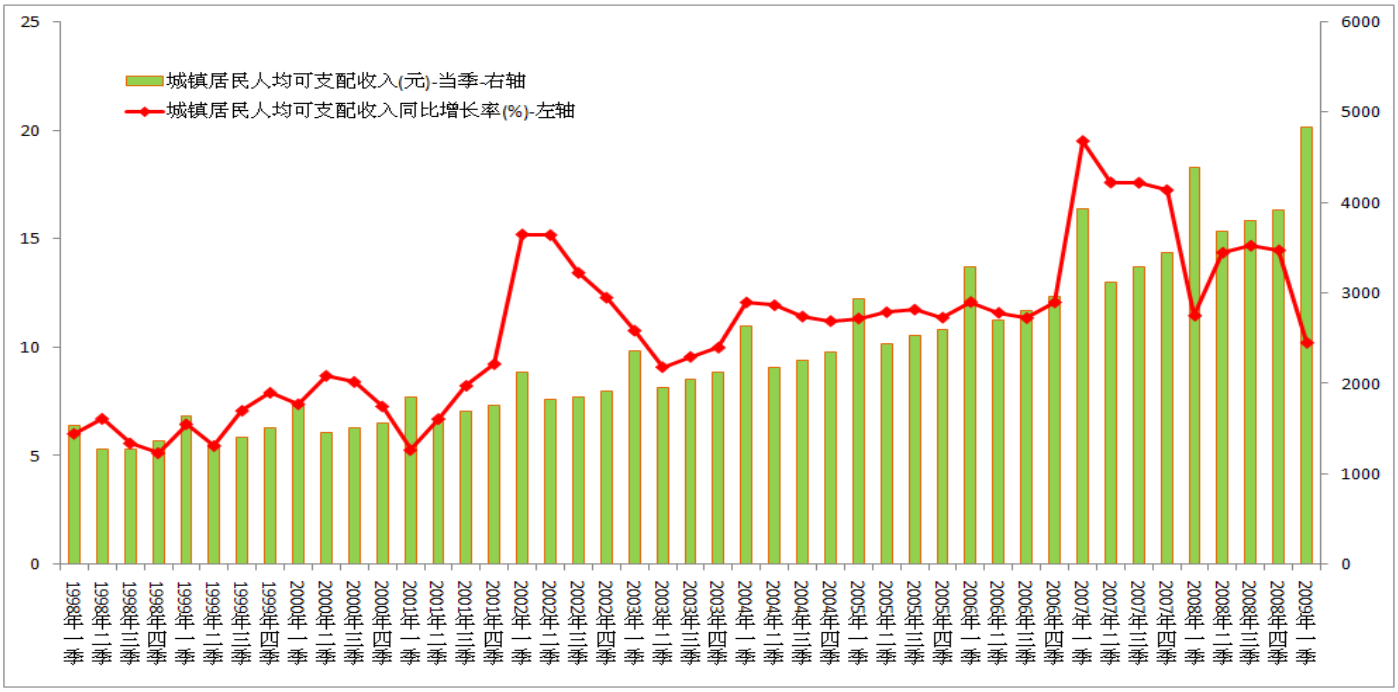
| 板块名称 | 09 预测 EPS | 10 预测 EPS | 收盘价[总股本加权平均] | 预测市盈率[09] | 预测市盈率[10] | 市盈率[08] |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **银行Ⅱ** | **0.40** | **0.45** | **6.13** | **15.17** | **13.58** | **15.99** |
| **金融服务** | **0.43** | **0.48** | **7.49** | **17.62** | **15.55** | **19.50** |
| 化工 | 0.54 | 0.66 | 10.39 | 19.41 | 15.80 | 30.63 |
| 家用电器 | 0.47 | 0.57 | 9.81 | 21.01 | 17.16 | 24.40 |
| 信息设备 | 0.53 | 0.54 | 11.27 | 21.14 | 20.88 | 41.76 |
| 纺织服装 | 0.39 | 0.47 | 8.30 | 21.40 | 17.58 | 34.43 |
| 建筑建材 | 0.49 | 0.63 | 10.63 | 21.66 | 16.97 | 39.07 |
| 交运设备 | 0.46 | 0.53 | 10.05 | 22.08 | 18.89 | 34.53 |
| 采掘 | 0.72 | 0.85 | 15.84 | 22.11 | 18.65 | 21.48 |
| 轻工制造 | 0.33 | 0.41 | 7.64 | 22.86 | 18.47 | 33.63 |
| 商业贸易 | 0.54 | 0.71 | 12.33 | 22.96 | 17.43 | 35.21 |
| 医药生物 | 0.56 | 0.70 | 12.99 | 23.17 | 18.69 | 36.55 |
| 黑色金属 | 0.29 | 0.40 | 6.91 | 24.05 | 17.26 | 24.02 |
| 公用事业 | 0.33 | 0.41 | 8.33 | 25.58 | 20.41 | 46.26 |
| 机械设备 | 0.52 | 0.64 | 13.41 | 25.84 | 21.10 | 37.96 |
| 食品饮料 | 0.74 | 0.91 | 20.01 | 27.04 | 21.99 | 39.20 |
| 房地产 | 0.45 | 0.57 | 12.45 | 27.67 | 21.81 | 41.63 |
| 信息服务 | 0.32 | 0.36 | 9.70 | 30.31 | 26.63 | 15.56 |
| 农林牧渔 | 0.30 | 0.40 | 9.16 | 30.72 | 23.15 | 58.05 |
| 证券Ⅱ | 0.72 | 0.89 | 22.16 | 30.74 | 24.98 | 36.33 |
| 餐饮旅游 | 0.31 | 0.38 | 9.62 | 30.81 | 25.52 | 52.85 |
| 交通运输 | 0.22 | 0.29 | 7.52 | 34.78 | 25.62 | 20.37 |
| 保险Ⅱ | 0.70 | 0.90 | 28.74 | 40.92 | 31.97 | 103.13 |
| 电子元器件 | 0.15 | 0.20 | 7.29 | 49.93 | 35.98 | 49.00 |
| 综合 | 0.15 | 0.34 | 7.67 | 50.07 | 22.88 | 64.58 |
| 有色金属 | 0.25 | 0.39 | 14.51 | 58.06 | 37.43 | 55.80 |

**数据来源：宏源证券研究所**

2009 年 1 季度社会消费品零售总额同比增长 15.0%（3 月份增长 14.7%），实际增长 15.9%，同比加快 3.6 个百分点，比上年全年加快 1.1 个百分点。消费的快速增长是 2009 年 1 季度 GDPG 环比见底的重要因素，1 季度最终消费带动 GDP 增长 4.3 个百分点，贡献率为 70%。我们认为中国后期政策刺激经济的重点将逐步由投资转到消费，影响消费的最大因素是居民可支配收入、收入预期和消费信贷。

居民人均可支配收入主要是四部分构成，按照比例大小分别是：工资性收入（工资等）、转移性收入（养老金等）、经营性收入（商业买卖收入等）和财产性收入。我国的居民人均可支配收入，以工资性收入为主，大约占到 70%左右，财产性收入占比大约在 2%左右。 在 2008 年全球金融危机的背景下，减员、减薪和企业经营困难降低了居民的工资性收入和经营性收入，政府的转移性收入贡献有限，2009 年 1 季度城镇居民人均可支配收入实现 10.21%的正增长很大程度上是财产性收入，即股市和楼市的资产价格泡沫。胡锦涛总书记曾经在党的十七大报告中首次明确提出要“创造条件让更多群众拥有财产性收入”，从很大程度上讲，通过提高居民的财产性收入以增加可支配收入，拉动内需消费。

**图表 62：1998 年-2009 年 1 季度期间单季度城镇居民人均可支配收入与同比增长率**




**数据来源：宏源证券研究所**

社保体系的发展是影响居民收入预期的重要因素。以美国为例，1929 年-1933 年美国经历了资本主义历史上最严重的经济危机，生产下降了 1/3 以上，贸易总额缩减了 2/3，3000 多万工人失业。但是也正是由于本次危机，美国迅速转变为消费型社会。美国的消费型社会受益于“罗斯福新政”，尤其是在 1935 年通过的《社会保险法》、1936 年正式运行的社保制度。从 1947 年至今，美国私人消费支出占 GDP 的比重始终维持在 60%以上且呈平稳上升趋势，成为拉动美国经济增长的最重要引擎。美国在 1929-1933 年的经济危机后迅速转变为消费型社会，信贷消费制度的膨胀也是重要的原因之一。

**图表 63：中国社保体系的逐步完善将促进国内消费的增长**

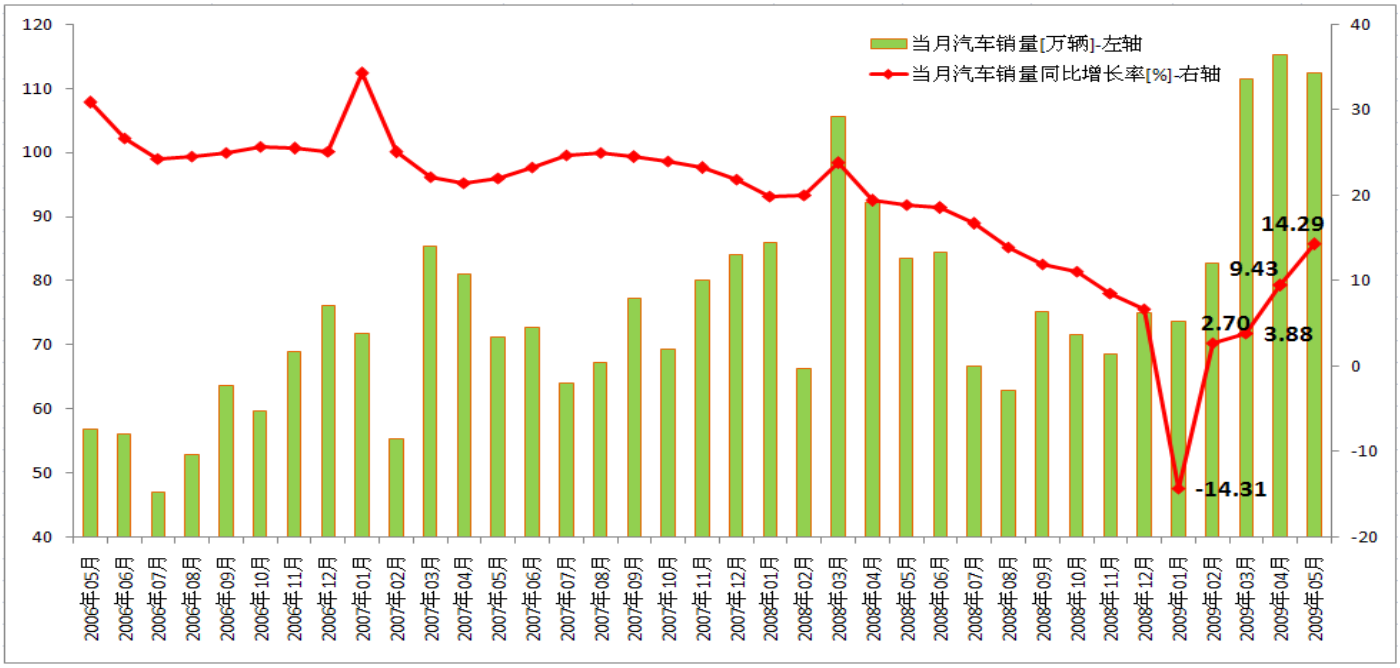
| 社会保险 | 实施进程 |
|---|---|
| 养老保险 | 1995 年 3 月《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》；1997 年 7 月《国务院关于建立统一的企业职工基本养老保险制度的决定》；2005 年 12 月《国务院关于完善企业职工基本养老保险制度的决定》 |
| 医疗保险 | 1998 年 12 月《国务院关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》；2003 年开始新型农村合作医疗制度试点和逐步建立城乡医疗救助制度；2009 年 4 月 6 日公布《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革见》，7 日颁布了《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009—2011 年）是建立“全民医保”的标志性事件。 |
| 失业保险 | 1999 年1 月22 日，国务院发布《失业保险条例》；2008年1月1日实施新《劳动合同法》 |

**数据来源：宏源证券研究所**

中国社保体系的逐步完善将促进国内消费的增长，更加从容的面对全球金融危机。中共中央总书记胡锦涛在 5 月 23 日政治局会议上强调，加快建立覆盖城乡居民的社会保障体系，实现可持续发展。国务院总理温家宝在 5 月 10 日指出，应对国际金融危机，下一步的重要措施之一就是完善社会保障体系。只有这样，才能进一步刺激经济，拉动内需，扩大消费。1 月 14 日国务院常务会议审议并原则通过的《汽车产业调整振兴规划》中明确提到“完善汽车消费信贷”。

截止 6 月中旬，我国采取的刺激消费政策包括降低二手房交易相关税费、降低汽车购置相关税费、家电下乡、汽车下乡、农机下乡、家电汽车以旧换新等政策。同时，积极的财政政策和适度宽松的货币政策刺激了房地产市场的刚性需求，带动了家用电器、家具、建筑及装潢材料等消费产品的回暖。

**图表 64：汽车下乡、汽车购置税费的降低等因素导致 2009 年以来汽车销量持续回升**

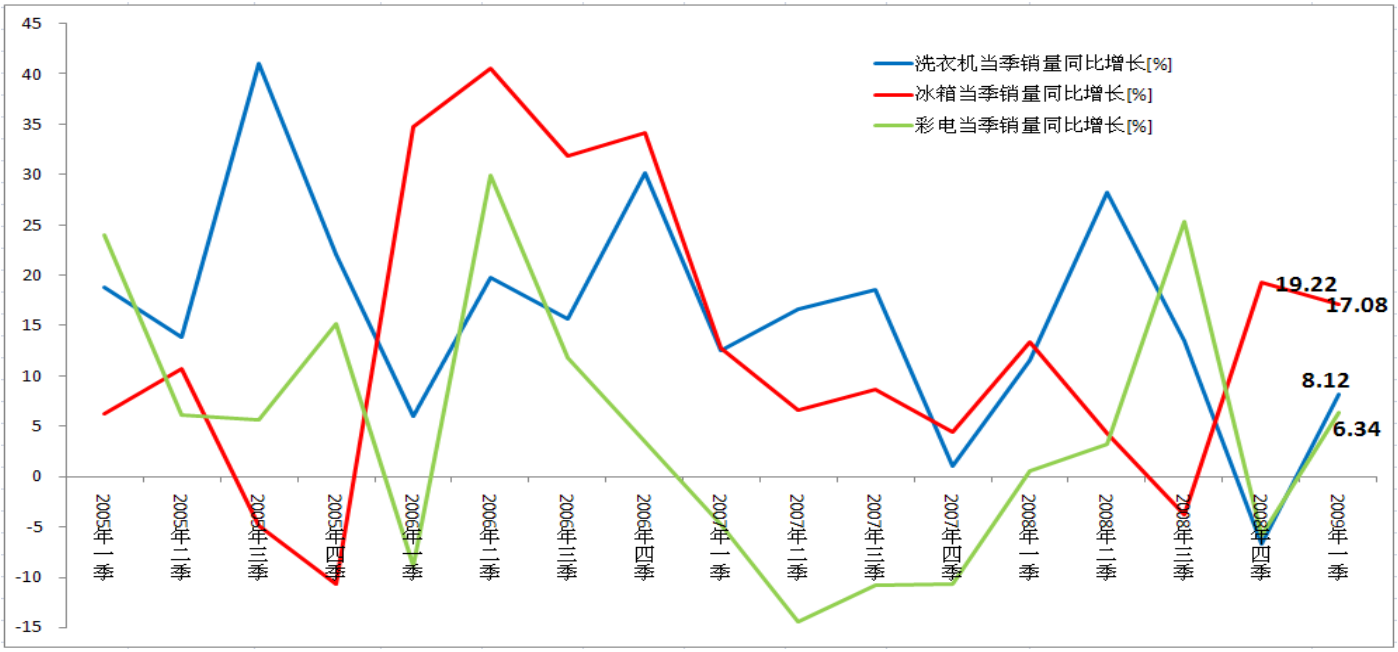



**数据来源：宏源证券研究所**

2009 年 1 月 20 日推出的“乘用车购置税下调”和 3 月 1 日开展的“汽车下乡”等政策，汽车销量自 2009 年 1 月同比增速创下-14.13%的新低后连续四个月实现正增长，5 月同比增速 14.29%，创下 2008 年 7 月以来的最大

增速。2009 年 2 月 1 日，家电下乡开始在全国开展，冰箱、洗衣机、彩电在 2009 年季度分别实现 17.08%、8.12%和 6.34%的增长。

**图表 65：家电下乡、家电汽车以旧换新等政策因素导致家电产品销售 1 季度回暖**




**数据来源：宏源证券研究所**

房地产板块也是通胀预期下的受益板块。从近期主要城市的成交持续放量来看，房地产板块最困难的局面已经过去，虽然整个房市的再次普遍上涨仍缺乏合理的根据，但是对于区域性的地产公司和 08 年重组后的优质地产公司，我们仍为存在更大的投资机会。

**图表 66：积极的财政政策和适度宽松的货币政策刺激了房地产市场的刚性需求和投资性需求**

**数据来源：宏源证券研究所**

地产板块的配置我们建议从两大角度挖掘，即全国的龙头地产公司，更能有效的把握全国楼市的节奏，建议关注招商地产、保利地产、万科、金地集团；区域性的地产新贵，建议关注中天城投、滨江集团、云南城投、首开股

份、宁波富达、ST 亚华、华远地产等。

**图表 67：大金融、大消费细分板块重点关注公司**

| | | |
|---|---|---|
| 大金融板块 | 银行 | 兴业银行、浦发银行、民生银行、宁波银行 |
| | 非银行金融 | 中信证券、海通证券、长江证券、中国太保、爱建股份 |
| 大消费板块 | 地产 | 招商地产、保利地产、万科、金地集团、中天城投、滨江集团、云南城投、首开股份、华发股份、苏宁环球、宁波富达、ST 亚华、华远地产 |
| | 家电 | 格力电器、美的电器、合肥三洋等 |
| | 汽车 | 福田汽车、一汽轿车、上海汽车、长安汽车等 |
| | 商业贸易 | 中大股份、ST 鲁置业、广百股份、海印股份等 |
| | 食品饮料 | 金枫酒业、古越龙山及红酒、白酒、啤酒等、伊利股份、光明乳业、三元股份 |
| | 餐饮旅游 | 首旅股份、中青旅、桂林旅游、峨眉山 A 等 |

**数据来源：宏源证券研究所**

## 4.4 “经济复苏“第三阶段：产业升级：第四次技术革命——新能源

### 4.4.1 历史经验表明，每一次危机都孕育着新的技术突破，催生新的产业变革

1720 年南海泡沫的破裂给整个伦敦金融业都带来了巨大的阴影并引发了工业革命，18 世纪 60 年代-19 世纪中期的工业革命使得资本主义世界体系初步形成，并完成了从工场手工业向机器大工业过渡的阶段。1870 年和 1903 年的美国银行业危机、1929-1933 年的西方经济危机催生了第二次科技革命的飞速发展。新技术、新发明层出不穷，并被迅速应用于工业促进经济发展，人类进入了“电气时代”：电力的广泛应用、内燃机和新交通工具的创制、新通讯手段的发明和化学工业的建立。

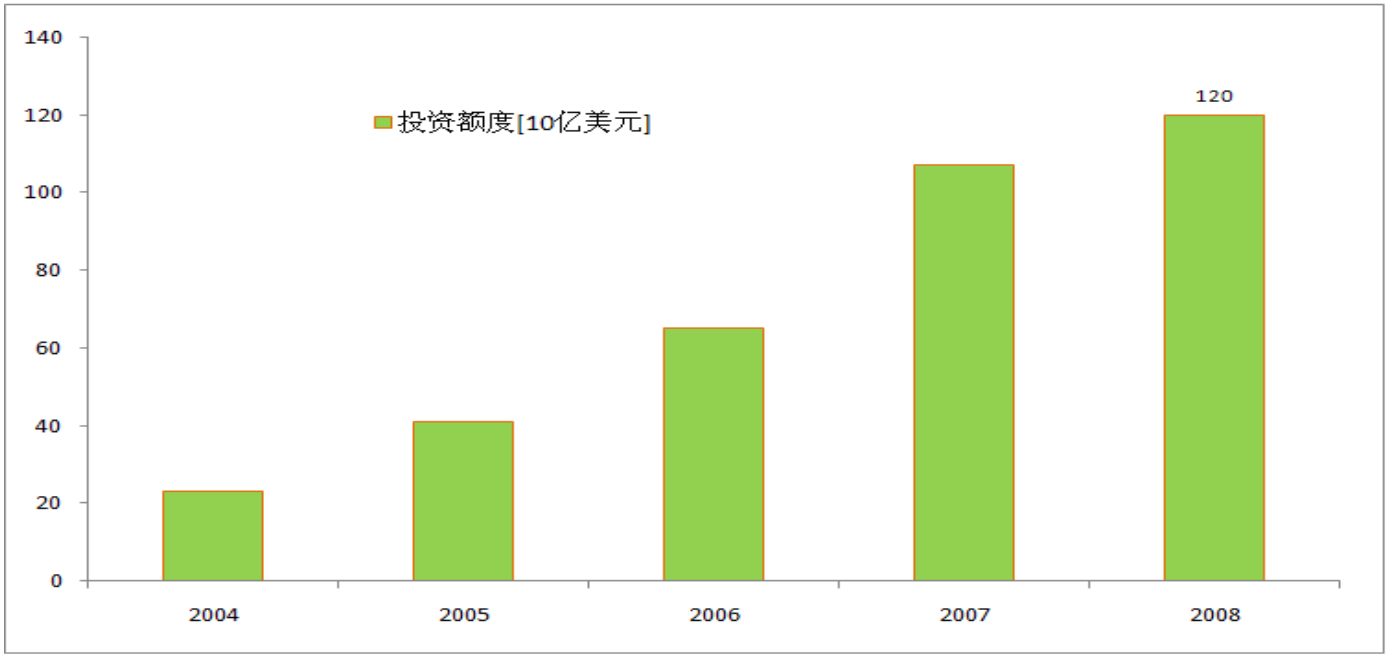
1914 年和 1937 年的两次世界大战后，科学技术得到了突飞猛进的发展，第三次科技革命应运而生。以原子能、电子计算机和空间技术的广泛应用为主要标志，涉及信息技术、新能源技术、新材料技术、生物技术、空间技术和海洋技术等诸多领域的一场信息控制技术革命。科技革命提高了世界生产力水平，加速了战后世界经济的恢复和发展；促进了国际贸易的发展、世界货币金融关系的变化和生产要素的国际流动；推动了跨国公司和国际经济一体化的发展。

在经历了 2008 年美国次贷风暴所引起的全球性世界危机后，我们面对的是一次新的科技革命——新能源革命。

### 4.4.2 全球投资涌入新能源发展领域

从 2004-2008 年来的投资情况看，大量的资金被投入到新能源领域，随着新能源产业的逐步发展以及越来越广泛的应用，第四次技术革命—新能源革命应运而生。

**图表 68：2004-2008 年全球新能源市场的全球投资比较**

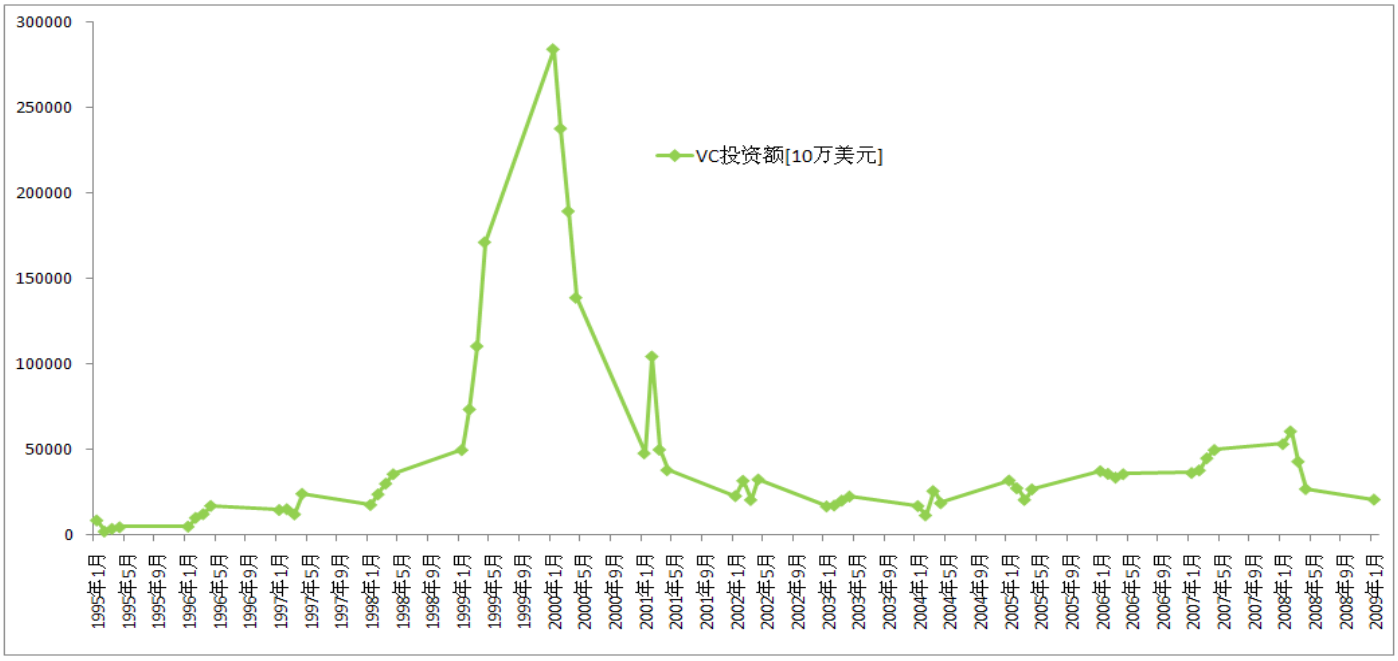



**数据来源：宏源证券研究所**

2008 年全球投向新能源领域的资金高达 1200 亿美元，几乎相当于 2006 年的两倍，所有的增加值大部分投入到风电、太阳能光电以及生物燃料的开发当中。2008 年，在美国约有 240 亿美元新增资金投入到新能源领域，占全球总投资的 20%；西班牙、中国和德国的投资额在 150-190 亿美元；巴西由于在生物燃料方面的投资而列居第五位，投资总额 50 亿美元。

VC 投资从 1995 年第二季度 2 亿美元升至 2000 年 284.1 亿美元，在短短的 5 年里投资额增长了 142 倍，占总投资额比重由 0.08%升至 10.9%，网路股泡沫就此形成。

**图表 69：1995 年-1999 年 VC 等机构对互联网的巨额投资成就了互联网泡沫**




**数据来源：宏源证券研究所**

从新能源、互联网前期巨额的投资情况比较看，新能源革命必将万众瞩目。

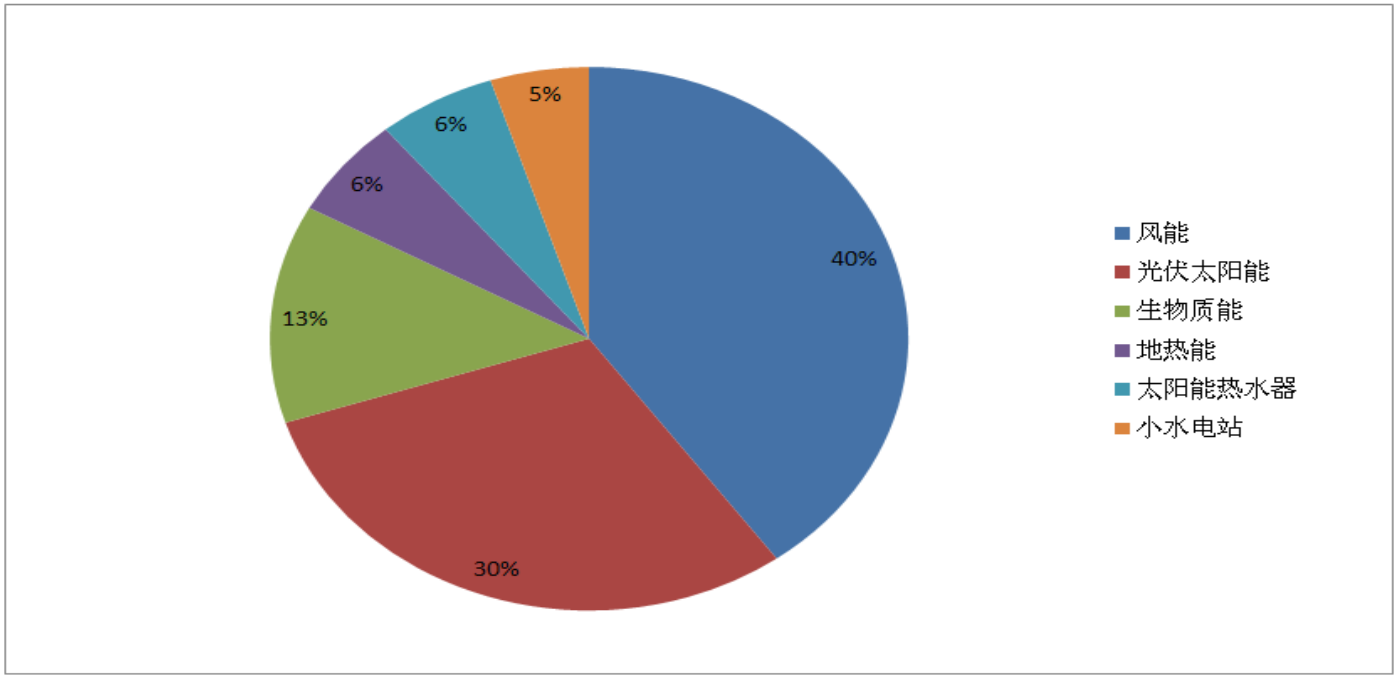
2008 年的 1200 亿美元新能源投资中，资本投资主要投入在太阳能光伏产业和风能方面的生产厂房及设备上，总的全球研究和开发支出可能超过 150 亿美元。此外，在 2008 年大规模金融危机来临前，新能源领域的创新和扩张得益于持续大量流入的私人股权投资和风险资本投资。这些私人股权投资和风险资本投资从 2007 年的 98 亿美元增长到 2008 年的 135 亿美元。

2008 年-2009 年的金融危机并未阻碍银行为新能源项目的放贷热情。欧洲投资银行为欧洲以及全球的新能源项目研发提供了超过 26 亿美元的资金，成为最大的资金提供银行；德国复兴银行为新能源项目提供了 9.7 亿美元的资金；世界银行组织为新能源项目提供了 2.8 亿美元资金，并为大型水利工程提供了 10 亿美元资金。

美国计划在十年内投资新能源项目 1500 亿美元，日本计划 5 年内投资 122 亿美元，匈牙利将在 7 年内投资 3.3 亿美元，韩国将在 4 年内投资 360 亿美元，澳大利亚将原定计划 6 年内投资 3.7 亿美元缩短至 18 个月；中国近年来在新能源产业领域中的投资日益增大—2007 至 2008 年投资 3 亿美元，2008 年底制定投资 150 亿美元于新能源领域的计划，并且大部分资金将用于风电产业。

美国未来两年的新能源主要能耗来源于生物能源以及水电方面，而能耗增长速度最快的是风能。同样，美国的新能源产业中，地热、光伏和风能都有着很大的发展空间。

**图表 70：2008 年全球新能源各项投资比例[%]**




**数据来源：宏源证券研究所**

在中国的电源结构中，占比仅次于火电的是水电。到 2008 年底，我国水电装机达到 1.72 亿千瓦，占全国电力总装机容量的 21.7%，位居世界第一。风电是目前我国除水电外技术最成熟、最具规模化发展前景的可再生能源；我国已经成为世界第一大光伏电池生产国，2007 年我国光伏电池生产量达 1.1GW，占世界总产量的 27%，初步统计

2008 年我国光伏电池产量达 1.6GW 以上。

综合考虑国内外情况，新能源和节能环保产业是促进消费、增加投资、稳定出口一个重要的结合点，也是调整结构、提高国际竞争力一个现实的切入点。

**图表 71：新能源细分板块重点关注公司**

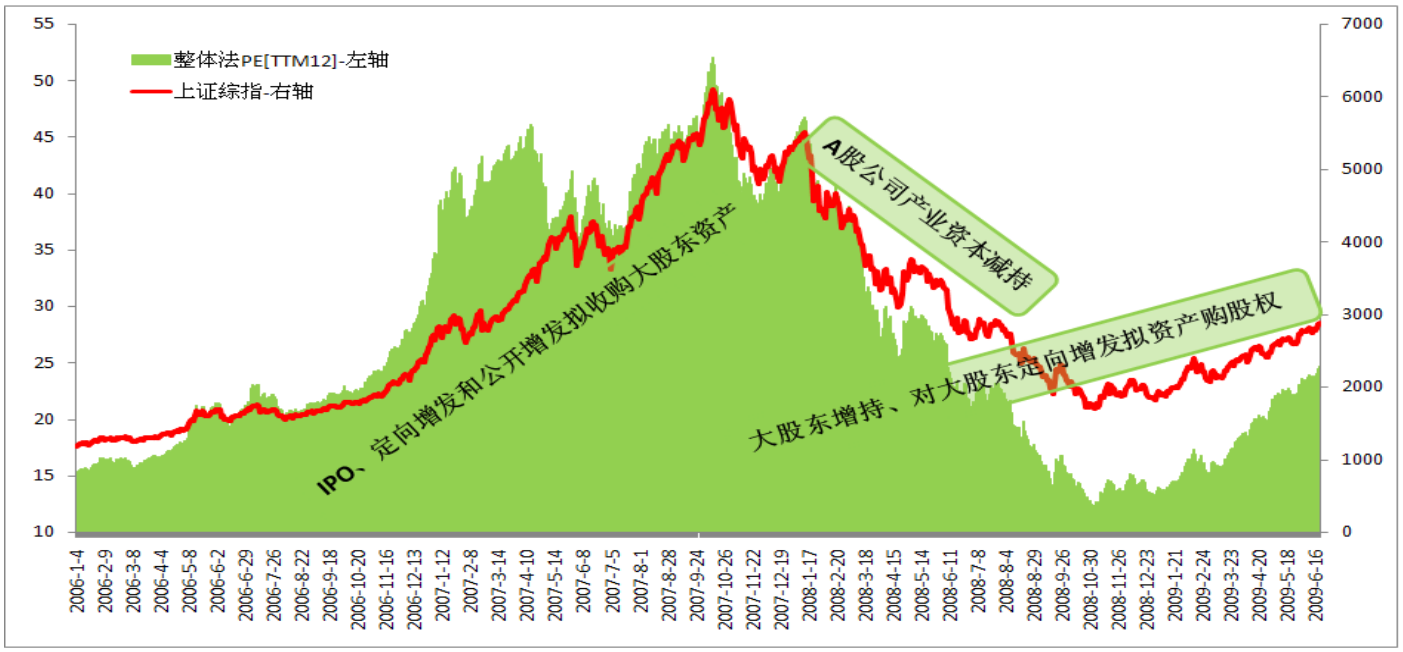
| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 新能源 | 上游锂资源 | 锂电池组件及电解液 | 电池 | 汽车 |
| | 中信国安、西藏矿业 | 杉杉股份、江苏国泰、中国宝安 | 科力远、中炬高新 | 福田汽车、亚星客车、安凯汽车、中通客车 |
| | **光电建筑一体化：**中航三鑫、方大 A、南玻 A、泰豪科技 | | | |
| | **风电：**金风科技、华仪电气、湘电股份、长征电气 | | | |
| | **核电：**东方电气、上海电气、海陆重工、方大炭素 | | | |
| | **智能电网：**国电南自、国电南瑞、许继电气、泰豪科技 | | | |

**数据来源：宏源证券研究所**

## 4.5 并购重组-资本市场永恒的主题

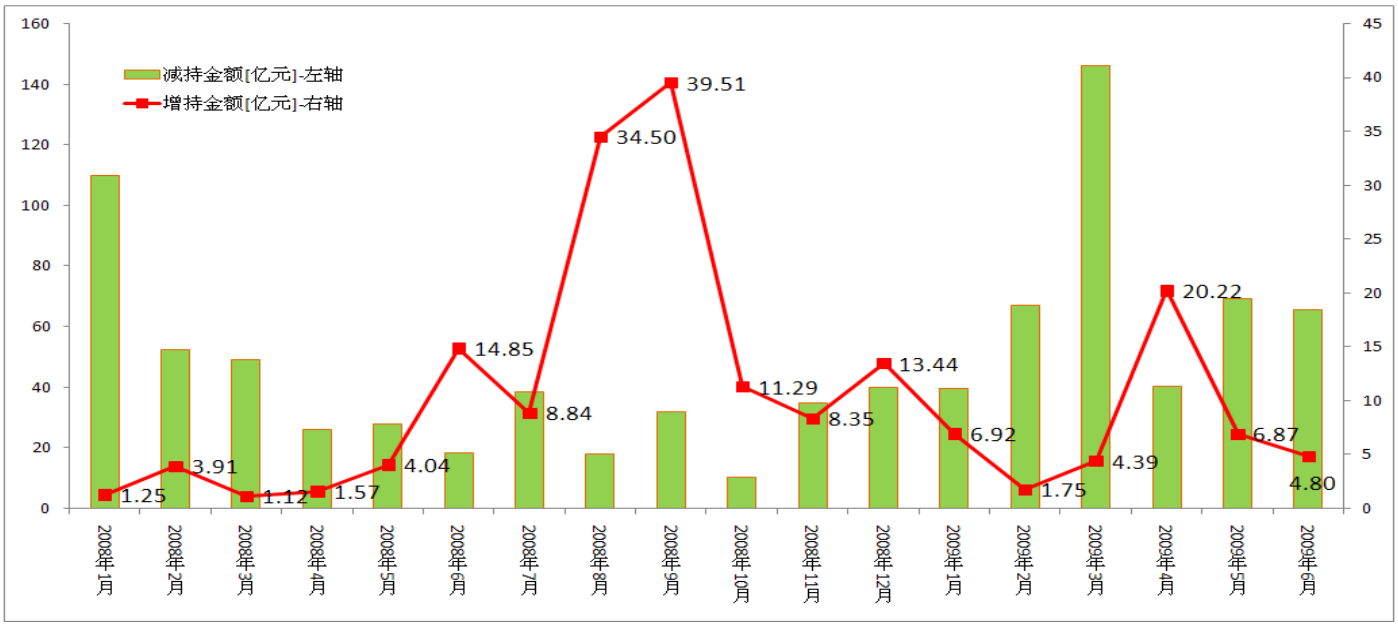
后股权分置改革时期，产业资本在渐入佳境的全流通 A 股市场中逐渐活跃，成为与金融资本并肩的市场关键因素。在 2007 年-2009 年的 A 股行情中，其对市场的操作经历了隐性减持（定向增发和公开增发拟收购大股东资产）、显性减持（二级市场）、显性增持（二级市场）和隐性增持（对大股东定向增发拟资产购股权）四个重要阶段。把握产业资本的操作轨迹，不仅对于我们判断 A 股市场的趋势至关重要，同时也对把握其中并购重组公司的机会有所帮助。

**图表 72：2006 年-2009 年 6 月 A 股公司产业资本操作轨迹与上证综指、估值比较**




**数据来源：宏源证券研究所**

**图表 73：2008 年 1 月-2009 年 6 月 A 股公司大股东及其高官二级市场减持和增持**

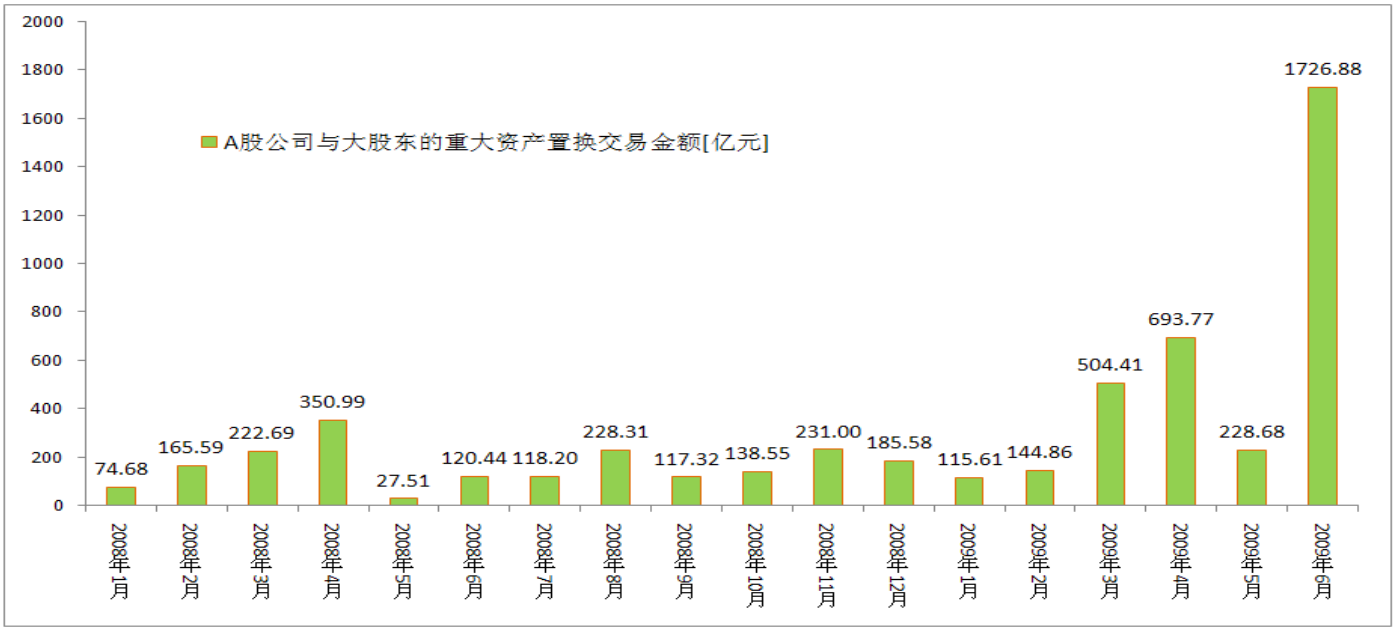



**数据来源：宏源证券研究所**

通过对比 2007 年-2009 年 6 月上市公司增发的方式差异，我们发现：2009 年之前的增发多采用“对机构投资者或全体投资者增发，募集资金拟用来收购大股东及其关联方资产”，这种增发方式完成后大股东及其关联方股权比例下降，可以定义为隐性减持。而在 2009 年后，上市公司多进行资产置换、对大股东及其关联方定向增发，大股东及其关联方以旗下资产认购，这种增发方式完成后，大股东股权比例增加，可以定义为隐性增持。通过比较 A 股公司增发方式的差异，对我们把握 A 股市场的趋势至关重要。

以 2009 年 6 月为例，产业资本通过资产置换、定向增发方式交易金额高达 1726.88 亿元，表明在当前的 A 股市场中，大部分的产业资本仍然认为市场是低估的，相应的二级市场的减持并不活跃。

**图表 74：2008 年 1 月-2009 年 6 月，产业资本通过资产置换、定向增发方式隐性增持 A 股公司股权**

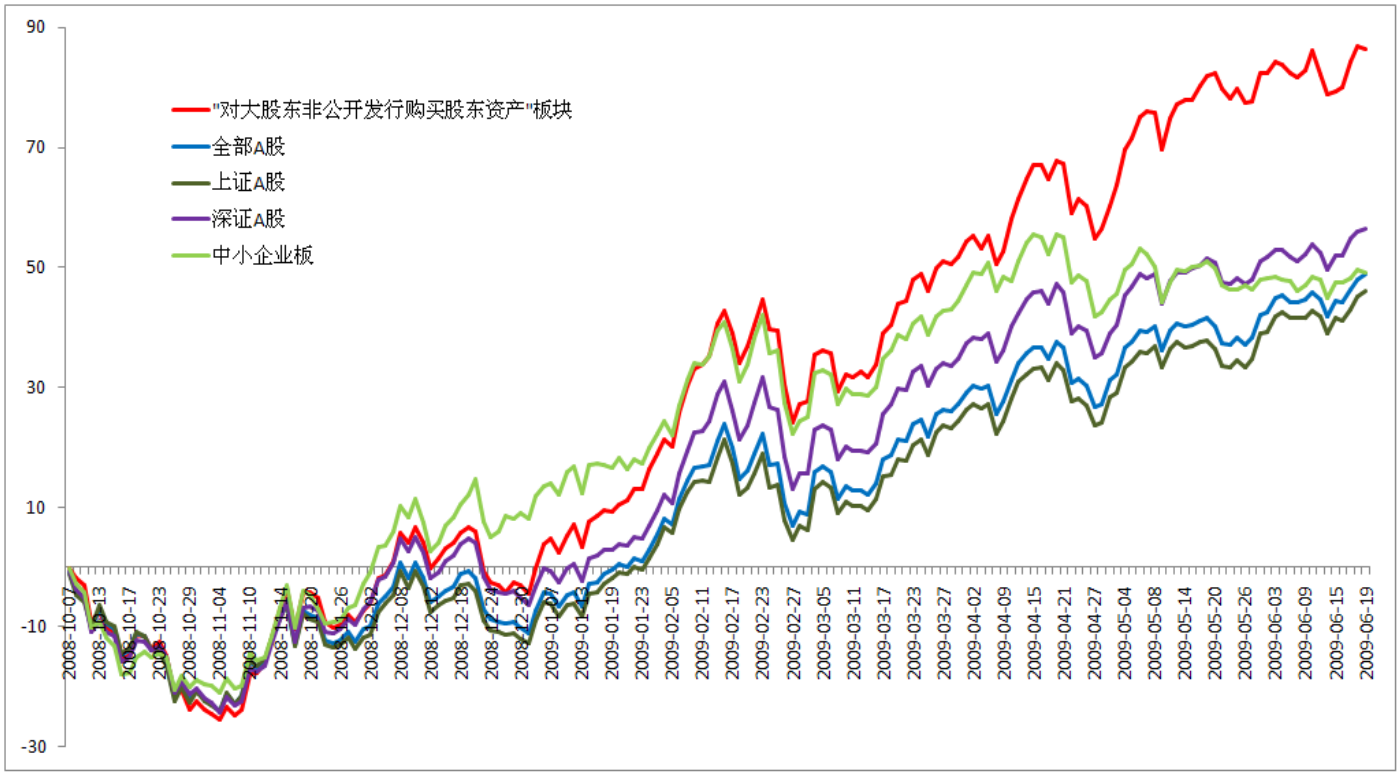



**数据来源：宏源证券研究所**

2008 年 6 月-2009 年 6 月期间，进行重大资产置换的公司中，置入资产规模远大于置出资产，置换差额由 A

股公司向大股东及其关联方定向增发股份购买，这类公司多以 S 和 ST 公司为主，在前期市场上涨中整体涨幅惊人。

**图表 75：2008 年 6 月-2009 年 6 月期间的“对大股东非公开发行购买股东资产”板块整体涨幅惊人**




**数据来源：宏源证券研究所**

对于“对大股东非公开发行购买股东资产”（包含部分重大资产置换公司）的方案要具体分析，重要的指标是注入资产的实际价格与预估价格、注入资产的盈利能力、非公开发行价格与当前股价、大股东对 2009-2011 年三年内注入资产盈利能力的预测和补充条款等。

**图表 76：重点关注的重组类公司（已经发布增发方案或者完成增发）**

| 重组后主业 | 重点关注的重组类公司 |
|---|---|
| 房地产 | 宁波富达、大连金牛、顺发恒业、海印股份、ST 海星、ST 潜药、ST 东源、ST 科苑、ST 得亨、*ST 雅砻、ST 耀华、ST 白猫、ST 筑信、ST 鲁置业、*ST 国祥 |
| 有色金属 | ST 有色、 |
| 煤炭 | ST 贤成、 |
| 食品加工 | ST 南方、 |
| 光电 | ST 太光、 |

**数据来源：宏源证券研究所**

**2009 年下半年-2010 年央企并购整合势必进入加速期**

2009 年下半年-2010 年底，将是央企整合的高峰期。国资委得既定目标是，2010 年中央企业缩减到 80 家到 100 家。而截至 6 月中旬，中央企业共有 138 家，较 08 年底减少 5 家。因此，在 2009 年下半年至 2010 年底，央企还需减少 40-60 家，这一数目几乎相当于过去 7 年半内央企减少数目的总和。

**图表 77：中央企业数目与每年减少数量，央企整合势必加速**

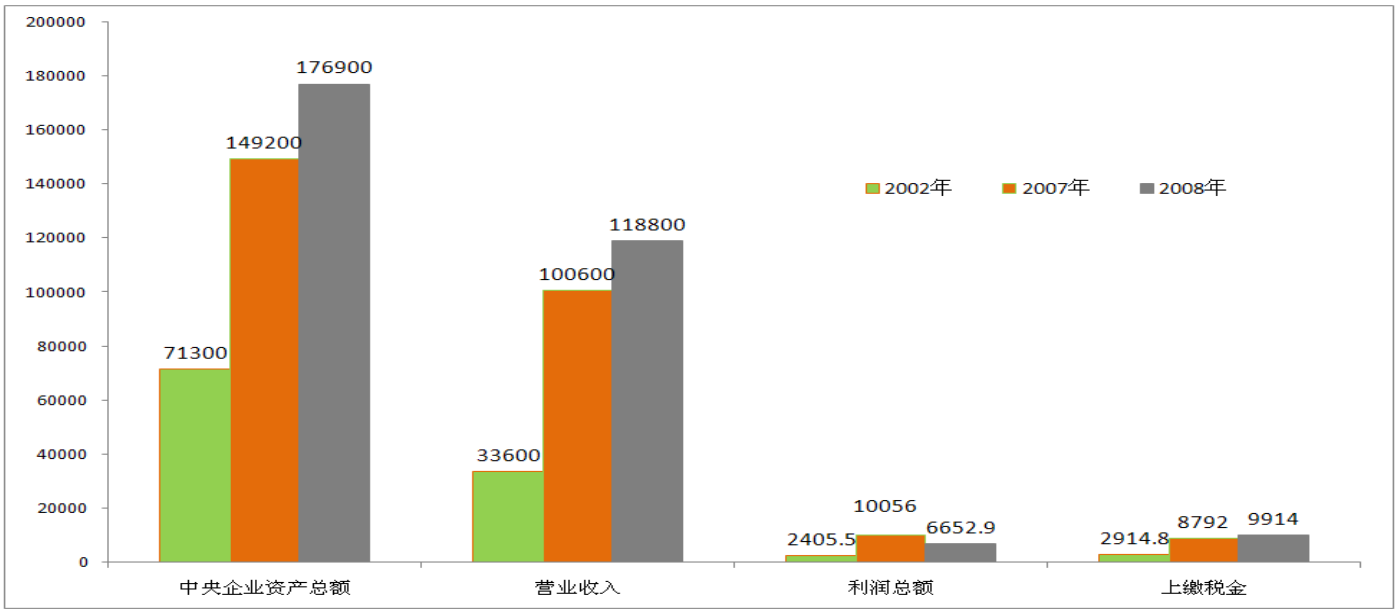
**数据来源：宏源证券研究所**

2002—2008 年中央企业资产总额、营业收入、利润总额和上缴税金情况。2002—2007 年，中央企业资产总额从 7.13 万亿元增长到 14.92 万亿元，年均增长 15.9%；营业收入从 3.36 万亿元增加到 10.03 万亿元，年均增长 24.4%；利润总额从 2405.5 亿元增加到 10055.7 亿元，年均增长 33.1%；上缴税金由 2914.8 亿元增加到 8792.1 亿元，年均增长 24.7%；总资产报酬率从 4.9%提高到 8.6%，净资产收益率从 4.3%提高到 11.2%。

2008 年，中央企业克服特大自然灾害和国际金融危机的严重影响，生产经营仍然保持了平稳运行态势，资产总额达 17.69 万亿元，同比增长 15.3%；全年实现营业收入 11.88 万亿元，同比增长 17.9%；上缴税金 9914 亿元，同比增长 16.5%；实现利润 6652.9 亿元，同比下降 34.1%，在扣除自然灾害损失、炼油及火电企业政策性亏损等因素后，与上年基本持平。我们注意一个数字，2008 年央企资产总额为 17.69 亿元，但是截止 6 月 18 日央企直属上市 A 股公司市值为 9.43 亿元，结合央企经营性指标，央企未上市资源仍然较大。

央企 A 股公司市值管理的尝试。随着央企整体上市节奏的加快，央企市值管理逐步提上日程。同资产收益率、净利润等财务指标相比，市值不仅能反映企业现在和过去的经营情况，还能反映市场对企业未来的预期，更能直接体现管理者为股东创造最大价值的目标。

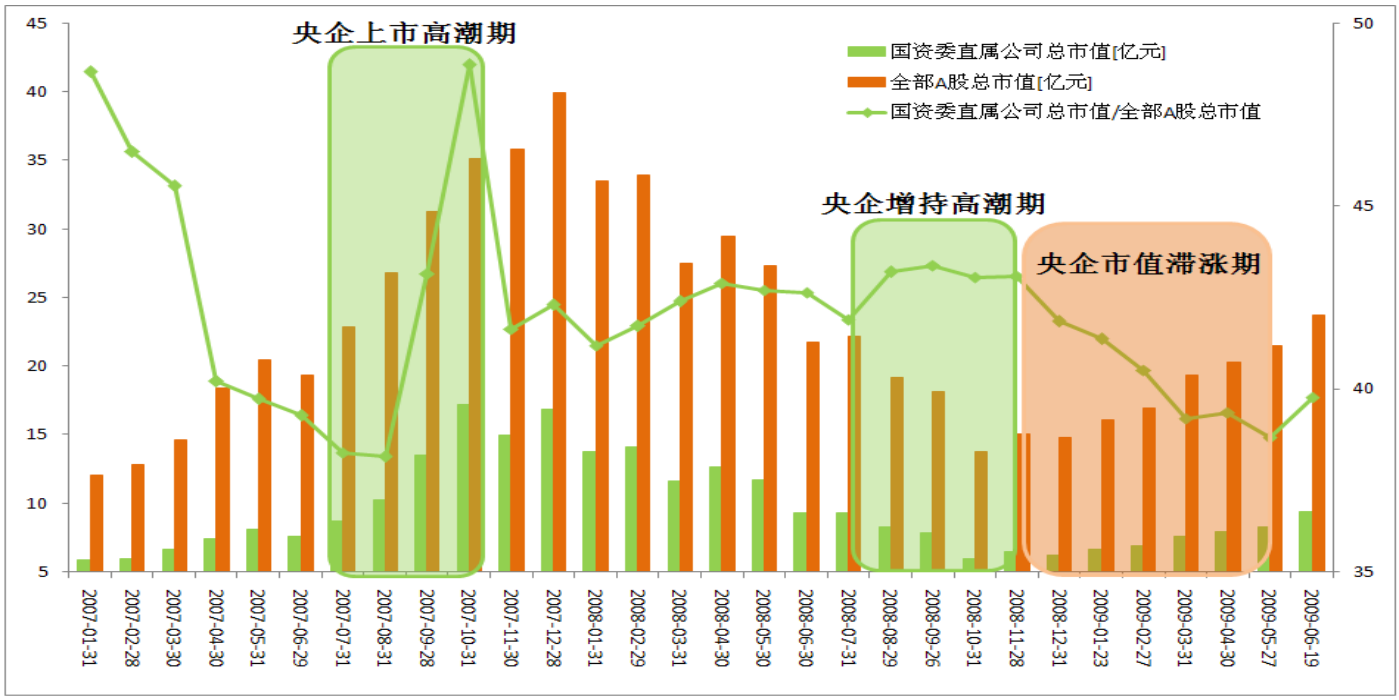
**图表 78：2002-2008 年期间央企经营性指标比较**




**数据来源：宏源证券研究所**

从央企 A 股公司市值和全部 A 股公司的市值比较看，2007 年 7 月-10 月，央企 A 股公司市值/全部 A 股公司的市值的比值迅速增大，是央企直属公司的上市高潮期，如中国石油等大型国企的 A 股上市；2008 年 9 月-2008 年 11 月，央企公司尝试大股东增持，是进行积极的市值管理的有效尝试，央企 A 股公司率先于市场企稳；2008 年 12 月-2009 年 5 月期间，尽管 A 股公司整体上探底后迅速上涨，但是央企 A 股公司却反弹较为缓慢，央企 A 股公司市值/全部 A 股公司市值的比值迅速下降。我们认为央企 A 股公司市值反弹缓慢的原因有两个：其一是 2008 年 12 月-2009 年 5 月期间，A 股市场以主题投资为主，如中国石油这样的权重公司不受追捧；其二，假如央企 A 股公司预实现“对大股东非公开发行购买股东资产”的资产注入或整体上市，那么股价低对控股股东有利，我们也认为这是进行资产注入或整体上市前市值管理的尝试有益操作。

**图表 79：央企直属 A 股公司市值与全部 A 股公司市值比较**



**数据来源：宏源证券研究所**

我们认为可从如下四个角度把握央企整合机遇：国有经济保持绝对控制力的七大行业的央企下属 A 股公司是预期市值管理重点，其中，军工、电力行业等是重点关注的七大行业；强者恒强，36 家 A 级央企旗下的 A 股公司在行业整合中扮演重要角色，关注钢铁、有色、地产行业 A 级央企下属上市公司的资产注入投资机会；央企将进一步整合旗下资产，突出主业，关注旗下只有一家 A 股公司的整体上市机会；科研院所并入生产企业也将为 A 股公司带来资产注入投资机会，将提升上市公司研发能力与长期竞争力。

国有股转持至社保基金有效的缓解了 A 股市场特别是国有 A 股的减持压力。6 月 20 日国务院决定凡在境内证券市场首次公开发行股票并上市的含国有股的股份有限公司，除国务院另有规定的，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的 10%，将股份有限公司部分国有股转由全国社会保障基金持有，且在承继原国有股东禁售期的基础上延长三年禁售期。

**区域并购整合板块：上海、重庆、天津**

我们在前面章节论述了货币政策决定市场趋势、财政政策决定投资方向。国务院出台的区域经济振兴的政策也给市场带来了较好的交易型机会。与 08 年 4 季度相比，国务院的政策思路和方向开始有所转变，政策的着力点从偏重“保增长”开始转移到“调结构”和“保增长”并重；继续深化经济体制改革，将更多的自主权交给市场和地方；在注重产业发展的同时，也关注空间的发展，区域经济发展成为热点。

我们认为，可以从上海双中心、滨海新区、海峡西岸经济区和成渝城乡统筹综合配套改革试验区等区域经济的振兴中挖掘相关的交易型机会。

**图表 80：2009 年下半年区域经济振兴热点和重点行业、A 股公司**

| | 政策 | 重点关注行业 | 重点 A 股公司 |
|---|---|---|---|
| 上海双中心 | 2009 年 4 月 29 日，国务院发布《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》 | 金融服务、装备制造、航运、地产和基建、 | 浦发银行、上港集团、*ST 雅砻、浦东建设、上实医药、中西药业、上海医药、城投控股 |
| 滨海新区 | 2006 年 4 月 26 日，国务院发布《天津滨海新区进行综合配套改革试点》 | 装备制造业、地产和基建 | 天保基建、中环股份、泰达股份 |
| 海峡西岸经济区 | 2009 年 5 月 14 日，国务院发布《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》 | 地产和基建、交通运输 | 华盛达、建发股份 |
| 成渝城乡统筹综合配套改革试验区 | 2009 年 2 月 5 日，国务院发布《关于推进重庆统筹城乡改革发展的若干意见》 | 地产和基建、装备制造、金融服务 | 渝开发、重庆路桥、ST 东源 |

**数据来源：宏源证券研究所研究所**

## 五、宏源证券 09 年下半年 A 股主题投资股票池

根据以上分析，我们推出宏源证券 09 年下半年 A 股主题投资股票池。

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **大金融板块** | **银行** | 兴业银行、浦发银行、民生银行、宁波银行 | | |
| | **非银行金融** | 中信证券、海通证券、长江证券、中国太保、爱建股份 | | |
| **大消费板块** | **餐饮旅游** | 首旅股份、中青旅、桂林旅游、峨眉山 A 等 | | |
| | **家用电器** | 格力电器、美的电器、合肥三洋等 | | |
| | **商业贸易** | 中大股份、ST 鲁置业、广百股份、海印股份等 | | |
| | **食品饮料** | 金枫酒业、古越龙山及红酒、白酒、啤酒等<br>伊利股份、光明乳业、三元股份 | | |
| | **地产** | 招商地产、保利地产、万科、金地集团、中天城投、滨江集团、云南城投、首开股份、华发股份、苏宁环球、宁波富达、ST 亚华、华远地产 | | |
| **通胀预期下的资源品板块** | **有色金属** | 铜：云南铜业、铜陵有色、江西铜业<br>铅锌：驰宏锌锗、宏达股份、中金岭南、豫光金铅、ST 雄震<br>稀贵金属：吉恩镍业、贵研铂业等 | | |
| | **煤炭** | 潞安环能、西山煤电、平庄能源、国阳新能、ST 贤成 | | |
| **新能源** | **上游锂资源** | **锂电池组件及电解液** | **电池** | **汽车** |
| | 中信国安、<br>西藏矿业 | 杉杉股份、江苏国泰、中国宝安 | 科力远、中炬高新 | 福田汽车、亚星客车、安凯汽车、中通客车 |
| | **光电建筑一体化：**中航三鑫、方大 A、南玻 A、泰豪科技 | | | |
| | **风电：**金风科技、华仪电气、湘电股份、长征电气 | | | |
| | **核电：**东方电气、上海电气、海陆重工、方大炭素 | | | |
| | **智能电网：**国电南自、国电南瑞、许继电气、泰豪科技 | | | |
| **装备制造** | 三一重工、中联重科、轴研科技、川大智胜、方圆支承、奥特迅<br>航天军工：新华光、火箭股份、中国卫星、中兵光电、航空动力 | | | |
| **生物医药** | 岳阳兴长、华神集团、科华生物、长春高新、ST 中源 | | | |
| **区域振兴、并购重组** | **央企整合之军工板块** | 火箭股份、中国卫星、中兵光电、航空动力 | | |
| | **定向增发重组类公司** | 宁波富达、大连金牛、顺发恒业、海印股份、ST 南方、ST 贤成、ST 海星、ST 潜药、ST 东源、ST 有色、ST 太光、ST 科苑、ST 得亨、*ST 雅砻、ST 耀华、ST 筑信、ST 鲁置业、*ST 国祥 | | |
| | **上海双中心** | 浦发银行、上港集团、*ST 雅砻、浦东建设、上实医药、中西药业、上海医药、城投控股 | | |
| | **滨海新区** | 天保基建、中环股份、泰达股份 | | |
| | **海峡西岸经济区** | 华盛达、建发股份 | | |
| | **成渝城乡统筹综合配套改革试验区** | 渝开发、重庆路桥、ST 东源 | | |

## 六、宏源证券 09 年下半年重点关注的行业及公司评级

### 新能源行业：市场短期涨幅偏大，产业长期发展看好

2008 年底，我们在行业投资策略报告中明确提出了“买入新能源”，进入 2009 年后，国际原油等相关能源价

格回稳，新能源行业整体迎来了一个相对稳定的发展期，各国纷纷推出新能源相关政策，提出建设低碳社会发展低碳经济的预想，在二级市场上，新能源类公司开始受到投资者的追捧。

2009 年上半年，随着上证综指从低位反弹，整个市场开始恢复一定的生机。借着这一轮回升，A 股新能源类公司表现抢眼，在我们于 2008 年 12 月初给出“买入”的行业评级后，至现在，A 股 36 支新能源类公司股票价格平均涨幅达到 119.14%，远高于同期大盘指数 50.29%的涨幅，甚至多只股票价格上涨 200%以上。不仅仅是在国内，今年上半年以来，整个国际市场的新能源类公司都表现良好，根据我们对国际 44 家新能源类公司跟踪研究，他们的表现都超过了同期整个资本市场的涨幅。太阳能类公司平均上涨 14.16%，风能类公司平均上涨 34.66%，其它公司平均上涨 18.73%。而同期，道琼斯工业指数只上涨了 3.55%。在美国上市的国内太阳能公司，更是借助国内政策的推出，获得了投资者的追捧，平均涨幅达 91.83%。这种情况下新能源几乎成为全球各主要市场的最热板块，各相关公司股票二级市场价格在获得巨大涨幅的同时，也积累了一定的风险。

新能源被誉为世界经济发展的新引擎，也有人称之为第四次产业革命。在目前全球经济复苏的情况下，新能源很可能成为整个经济发展的新的增长点，因此整个新能源行业，将不断受政策的推动而继续向前发展。从我国来看，“新能源产业调整振兴规划”和“十二五”能源规划将陆续出台，强力的政策推动会给整个产业带来广阔的市场和成倍的增长。

考虑到资本市场的短期风险和实体产业的长期看好，我们暂时调低对行业的整体评价，给予“增持”评级

**天马股份（002122）：6 月 19 日收盘价 28.65。**天马股份是风电轴承等关键零部件的制造企业，今年一季度风电项目进展顺利，是今后公司收入增长的主要来源，目前公司与风电轴承相关的增发项目已基本完成，预计下半年将迅速达产。我们预计随着风电产业的高速，将给轴承行业提供大好机会，发展公司下半年将会接到批量订单，预计全年风电项目销售将在 10 亿元左右。公司定向增发的 5000 万股将于 2010 年 2 月 19 日解禁，占已流通股份比例的 36.76%，可能会带来一定的压力，2010 年 3 月 28 日还将有 4.08 亿首发限售股解禁，股份持有人为公司大股东及部分高管。我们预测公司 2009 年和 2010 年的每股收益为 1.12 元和 1.57 元。给予“持有”评级。

**中科三环（000970）：6 月 19 日收盘价为 7.36 元。**公司经营钕铁硼等稀土永磁性材料和新型的生产和制造，目前其价格和性能已经接近国际先进水平，随着风电产业的告诉发展，风电永磁发电机用材料的需求迅速扩大，新能源汽车电动机对永磁材料的需求也将为公司带来广阔的市场。2010 年 3 月 17 日和 2011 年 3 月 17 日，将分别有 2964 万股和 7267 万股股改解禁股上市，总计占已流通股比例为 35.24%，原持有人均为公司大股东，不会给市场带来较大解禁压力。我们预计公司 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.22 元和 0.32 元，给予“增持”评级。

**三爱富（600636）：6 月 19 日收盘价为 7.91 元。**公司是我国氟化工领域的领先企业，控股子公司常熟三爱富中昊化工新材料有限公司 HFC-23 分解项目作为 CDM 项目于 2006 年 8 月 8 日在联合国 CDM 执行理事会注册成功。根据中昊化工与世界银行签订的《核准的减排购买协议》内容，世界银行将购买中昊化工在 2007－2013 年间产生的 HFC-23 减排量，减排总量为每年 10,437,249 吨二氧化碳当量，减排价格为每吨 6 欧元。整个项目将为公司带来 4.38 亿欧元的收入。根据 2009 年 3 月 23 日参政部颁发的最新政策，CDM 收入还可享受免征企业所得税的优惠。另外 2009

年 5 月 13 日，公司公告通过非公开发行股票方式购买上海焦化 100%的股权，虽然这一计划于 6 月 18 日被证监会否决，但不排除公司再次提出申请的可能。在目前情况下，我们预测公司 2009 年及 2010 年每股收益为 0.10 元和 0.18 元，给予“持有”评级。

**巨化股份（600160）：6 月 19 日收盘价为 7.31 元。**公司是中国最大的氟化工生产基地，拥有两个 HFC—23 分解 CDM 项目，已经联合国 CDM 项目执行理事会正式受理注册成功。分别签订了转让项目产生的温室气体减排量合同。约定转让 4000 万吨及 3500 万吨 CO2 当量，转让期均为 7 年，转让价格分别不低于 6.5 美元和 9 欧元。这两项合同将给公司带来 2.6 亿美元及 3.15 亿欧元的收入。另有一套电石渣生产水泥熟料项目正在注册，2008 年 CDM 项目获得 2.66 亿元的收入。另外巨化股份拥有六氟磷酸锂全套生产技术，锂离子电池的兴旺将拉动上游电解液六氟磷酸锂的氟化工产业链。随着财政部 CDM 项目所得税优惠政策的实施及化工业务的好转，我们预测 2009 年和 2010 年公司每股收益为 0.41 元和 0.56 元，给予“增持”评级。

**长征电气（600112）：6 月 19 日收盘价为 14.78 元。**公司是国内大型输配电、风电设备为主的电器设备供应商。目前公司的高中压开关业务具有较强的竞争实力，发展势头良好，公司已实现 2.5 兆瓦直驱永磁风机小批量生产，2.25 兆瓦和 3.3 兆瓦风机的研发已基本完成。 2009 年 4 月 20 日公司拟非公开发行发行股票 4000 万－5000 万股，发行价格不低于 9.37 元，预计募集资金不超过 4.34 亿元，用于 220KV 有载分接开关项目，油浸式真空有载分接开关项目，2.5 兆瓦直驱永磁风力发电机组项目。我们认为国内电网改造与新能源的发展将为风电行业带来巨大发展机遇公司的输配电与风电设备将为公司未来的业绩增长提供较大的保障。我们预计公司 2009 年和 2010 年的每股收益为 0.25 元和 0.36 元，给予“持有”评级。

**精功科技（002006）：6 月 19 日收盘价为 13.75 元。**公司以经营纺织、建筑、专用车等机械设备为主，新近开发的太阳能多晶硅铸锭炉业务是公司今后业绩增长的主要来源。公司自主研发的 JJL240 及 JJL500 型太阳能多晶硅铸锭炉拥有国际先进水平，在国内市场具有较大竞争力。随着国内光伏补贴政策的推出，今后政策对光伏产业的扶持力度将不断加大，硅片业务产能的扩张将为公司带来广阔的市场。2010 年 10 月 27 日，将有 6072 万股股改限售股解禁，主要来源于公司大股东及部分高管，对市场冲击不大。我们认为公司 2009 年及 2010 年每股收益分别为 0.41 元及 0.70 元，给予“增持”评级。

**方兴科技（600552）：6 月 19 日收盘价为 8.73 元。**公司是我国生产销售 ITO 导电膜玻璃和浮法玻璃的龙头企业。2008 年 ITO 导电膜玻璃实现营业收入 1.81 亿元，占主营收入 31.5%。随着太阳能光伏产业的迅速发展，对于 ITO 导电膜玻璃的需求将迅速扩大，给公司带来广阔的市场。我们预计公司 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.09 元和 0.25 元，给予“持有”评级。

**东方电气（600875）：6 月 19 日收盘价为 40.35 元。**公司是我国最大的发电设备制造企业之一，涉及火电、水电、风电、核电等多个领域。2009 年一季度，公司风电业务同比增长 165%，随着今后的发展，风电业务所占比重还将增大。目前公司持有各项订单 1200 亿以上，保证了公司近期内的稳定收益。另公司拟非公开增发 14500 万股，用于公司灾后异地重建项目、百万千瓦核电常规岛技改项目、补充流动资金等。2010 年 11 月 8 日，公司 2.37 亿股解禁上市，持有人为公司大股东，预计对市场压力不大。我们预测公司 2009 年及 2010 年每股收益为 1.90 元

及 2.55 元，给予“增持”评级。

## 银行业：净息差见底在即 资产质量近期无忧

最坏的预期已经过去。市场情绪及预期改变股价的走势，这种情况在 08 年及 09 上半年发生了截然相反的变化。降息周期结束、信贷成本在 08 年高基数水平上下降、贷款激增缓解资产运用压力、净息差基本触底以及海外金融市场企稳等因素综合作用下，银行业已经告别了最坏的预期时期，而股价对此已作出反应。

行业 09 下半年经营形势趋于稳定。09Q1，14 家上市银行平均净利息收入下降 6.61%，净利润下降 5.58%，而资产减值损失和业务管理费平均增长 73.84%和 1.98%。我们对于下半年银行业的基本看法是：在上半年贷款增速及结构诸多置疑的声音平息后，下半年新增贷款结构将趋于优化(一般性贷款及非国企需求等)；净息差微幅回升，幅度在 10 个基点以内；贷款大幅增长缓解企业资金面压力，新增贷款主体为政府项目，资产质量保持稳定；中间业务在过去 3 年快速发展后，仍面临一定的机会；费用收入比总体小幅上升，但上市银行内部将出现分化。总体行业性经营机会大于压力。

上市银行估值渐趋合理，但仍低于市场平均水平。按 09 年 6 月 12 日收盘价计算，14 家上市银行 2009－2010 年的动态 PE 和 PB 分别为 14.97、12.81 和 2.44、2.13 倍。按长期国际银行业估值中枢 15 倍 PE 和 2.5 倍 PB 来看，目前 A 股银行的估值基本合理，考虑到我国经济所处的发展阶段，银行业整体略有低估。同沪深 300 成份股平均水平相比，09 年动态 PE 低 31%，PB 低 16%。从过去 4 年多的市场表现看，银行板块较上证 A 股一直存在正的超额收益率，但 08 年后明显收窄，而年波动率一直明显低于上证 A 股。就 08 年及 09 上半年的市场走势看，大型银行在股市下跌阶段较为抗跌，而中小银行在股市上升时表现更为出色。

上半年市场表现及未来投资机会。我们维持上市银行 09 全年净利润净增长的判断，由于 08 年四季度基数的超预期下降，我们将 09 年行业净利润增长的幅度上调 2 个百分点，至 5%以上。2010 年仍将有两位数的增长，此稍乐观预期是建立在国家经济刺激计划显著发生作用，及世界主要经济体基本企稳的背景下作出的。但内需，尤其是私人部门的投资与消费能否真正被带动可能是最大的不确定性。从行业内部表现来看，我们年度策略报告推荐的中小股份制银行兴业、浦发、深发展及北京银行成为 09 上半年表现最好的公司，而大型银行市场表现相对较弱。在中间制造业利润受压未有改善的背景下，投资向上游资源型及下游服务业和消费业集中可能成为最现实的选择。

上调行业评级至增持。按 6 月 12 日的数据，自 6124 点调整以来，银行板块平均跑赢指数 3 个百分点。对于 1664 点开始的此轮上升，如果行情是牛市，那将是一个行业估值向上比价的过程；而若是调整中的反弹，低估值品种回避风险的能力更强。出于上述考虑，我们上调行业评级至增持，现价仍将看到 20%以上估值上升的空间。

主要投资机会。同 08 年底不同，目前对行业内部具体公司的选择成为一件较困难的事情，行业内部各公司的相对估值基本是合理的，我们建议更加关注轮动和各公司消息面对股价的影响。从内部品种来看，目前中小股份制银行已经基本完成了价值回归的上半段，其估值水平能否进一步提高将取决于流动性对整体市场价值中枢的推升，以及经济回升和再通胀的过早到来。而大型银行成为攻防兼备的品种。我们对股份制银行仍总体看好，大银行中首

推盈利能力最强的建设银行，城商行中首推北京银行。另外，民生、招行等再融资计划也蕴藏交易性投资机会。

**兴业银行：6 月 19 日收盘价：33.83 元。**公司资产质量优良，一直是具有经营特色的银行，在过去几年中国银行业快速发展中均适时把握了机会，同业、资金、零售等优势明显，海峡西岸经济区建设使公司面临新的重要发展机会；除福建省财政厅外，其它股份均已实现流通，而财政厅持股仅 20.8%，几无出售的可能；09－11 年 EPS 分别为 2.46、2.85 和 3.27 元。增持。

**浦发银行：6 月 19 日收盘价：21.8 元。**公司传统上经营稳健，新管理层上任后，在上海地方政府支持下，加快了发展的步伐，长三角规模优势、上海金融资源整合及公司不错的资产和经营基础，为公司未来两年的快速发展奠定基础；公司股份全流通，但上海国资出售的可能性很小；09－11 年 EPS 分别为 1.84、2..14 和 2.36 元。增持。

## 券商行业：行业面临一轮重估

经纪业务占行业收入 60%以上将是常态，未来其增长主要体现在非流通股解禁对交易的贡献；经过实证分析和测算，我们认为如果未来大盘呈 W 型走势，则 2009 年和 2010 年行业经纪业务收入增长率将达 50%和 26%，明年或将超越 2007 年水平。随着市场的好转，09 年承销业务将有所反弹，由于存在路径依赖，债券发行仍将处于较高水平，加上 IPO 重启与创业板的推出 2010 年投行业务将恢复至 07 年水平，而国内企业重组的迅速增加也使得券商并购业务面临难得的机遇期。考虑国内理财需求的持续增长，我们认为在经历 5 个季度的整固后，随着大盘的持续向好资产管理业务向新的平台跃升，部分控、参股基金公司的券商将率先受益。未来看大盘将结束单边市的运行轨迹，加上部分券商 PE 投资的陆续开展，自营的系统性风险将有所降低。综合看来，券商的主要业务线未来面临的环境向好，部分主体业务将提升到更高的业务平台，整个行业面临一轮重估，部分券商投资机会凸现。

**海通证券（600837）：7 月 2 日收盘价 17 元。**09 年 1 季度实现营业收入同比下降 7%，而净利润同比增长 11%，费用率的下降是利润同比增长的重要原因。09 年 1 季度实经纪业务收入占比重由 08 年的 57%上升到 67%；在经纪业务激烈的市场竞争下，市场份额则由 08 年度 4.6%下降到 5 月份的 4.24%，未来看公司要扭转趋势需要借助融资融券的推动，我们认为公司第一批试点资管值得期待。09 年 1 季度公司仅实现投资收益为 1.56 亿元,收益率仅为 1.6%，原因在于此前为控制风险连续两个季度压缩自营规模并主要配置固定收益类产品，但考虑公司持有大量现金（1 季度 346.6 亿元），未来较大灵活性与较好的大盘环境或可转化为自营业绩。此前公司公告洽谈入股的百瑞信托 08 年营业收入 1.46 亿元，行业排名 33 位，净资产 7.46 亿，管理信托资产 82.4 亿元，行业排名 33 位。我们认为收购有利形成协同效应，既有利于公司资产管理业务的发展，也有利增加公司自营业务选择范围。短期看公司将受益费用率下降及自营业务反弹，长期看公司将收益融资融券的推出。我们预计公司 09、10 每股收益 0.6 和 0.9 元，对应 09 年、10 年分别 26 倍和 18 倍市盈率，给予持有评级

**中信证券（600030）：7 月 2 日收盘价 29 元。**目前随着市场交易额的提升，公司经纪业务份额较一季度有所回升。未来看随着流通盘的扩容，市场交易额仍将维持较高的水平，这有利于未来公司经纪业务行业地位的恢复。在承销方面，公司企业债承销同比大幅增长，但是由于最近债券发行主体地方政府化，公司的市场份额有所下降。不过，下半年新股发行开闸及创业板推出将有助于发行主体公司化，考虑到公司项目储备及旗下中信建投在中小项目

的市场的地位，公司的投行业务地位也将会有所回升。在自营和资管方面，随着 2 季度大盘继续向好，我们认为公司未来自营和资管业务具备提升的环境。同时 IPO 重启也将促进公司 PE 业务的开展，从而提升公司自营的收益率。短期看公司将受益于各项业务行业地位的恢复，长期看公司由于资本优势和行业地位，在以净资本为核心的监管体系中将是改革试点的主要受益者。我们预计公司 09、10 每股收益 1.4 和 1.9 元，给予增持评级。

**长江证券（000783）：7 月 2 日收盘价 18.5 元。**2009 年 1 季度综合佣金率较 2008 年下降 11.7%，使交易额市场份额达到 1.63%，较上年增长 11%。经纪业务的扩张推动了业绩增长，2009 年 1 季度公司营业收入、净利润环比分别大幅增长 25.6%与 975%。公司承销业务保持了较快的增长势头，09 年上半年公司主承销金额就达 305 亿元，市场份额 6.91%。未来看，我们认为创业板的推出更有利于像长江这类中型券商的承销份额扩大。公司股权结构较为分散，这将有利于公司有效激励机制的构建，推动公司长远发展。如前所述公司经纪、承销市场份额的提升有利公司长期发展，短期看由于大盘持续向好，公司自营业务将有所改善。我们预计公司 09、10 年对应 20 倍和 15 倍的市盈率，给予公司增持评级。

**东北证券（000686）：7 月 2 日收盘价 32.4 元。**公司在吉林省内的区域垄断优势使公司避免了佣金率的快速下降，维持了经纪业务对业绩的正面贡献。公司自营业务调整灵活迅速，2009 年 1 季度，公司投资总收益达 1 亿元，同比增长 424%，环比增长 102%，取得超预期收益。承销业务规模较小，但进步明显，2008 年公司主承销收入同比增长 72%，市场份额由 0.14%提高到 1.05%。未来看创业板的推出有利于中小券商承销业务市场份额扩张。此次股东大会同意配发和发行次级债进行融资，资本金扩充后将有利于公司争取创新业务，而采用次级债的形式融资在获取稳定资金的同时也降低了对业绩的稀释程度。公司配股短期内会对业绩存在一定稀释，从而拉低公司 PE，但会改善公司的 PB 水平，预计公司 09、10 年 EPS 分别为 1.3 元和 2.0 元，对应 PE 分别为 23 倍和 14 倍，给予增持评级。

**国元证券（000728）：7 月 2 日收盘价 19 元。**公司在安徽省内拥有一定的地域优势，加上佣金率的下降，1 季度公司经纪业务市场份额有所增加。未来随着市场的回暖，新增市场份额正面效果将会体现。2009 年 1 季度公司自营亏损 0.23 亿元，这与 2008 年末以来的市场回暖格格不入，并对公司估值产生压制，考虑到公司持有大量的货币资金，在大盘持续向好的条件下，未来公司自营或出现超预期表现。从组织结构看，公司旗下有长盛基金、国元期货、国元证券香港公司，在同等规模的公司里，国元证券收入多元化的架构相对更为完备。预计公司 09、10 年每股收益 0.9 元和 1.2 元，对应 22 倍和 16 倍 PE，给予增持评级。

**国金证券（600109）：7 月 2 日收盘价 23.3 元。**2008 年公司基金交易分收入达 1.4 亿元，市场份额为 3.3%，行业内排名第 13 位。经纪业务中机构比重较大有利于减小经纪业务的波动性。2009 年 1 季度公司实现营业收入 2.8 亿元，净利润 1 亿元，分别同比下降 54%与 71.9%，环比则分别增长 17.8%与 55.3%。其中，佣金净收入 1.44 亿元，环比增长 74%，市场份额从 08 年的 0.58%提升到一季度 0.68%。经纪业务净收入占比由 08 年 4 季度的 35%提高到 09 年 1 季度的 52%，我们认为这个格局将得以延续。09 年 1 季度自营规模大幅下降，同比减少 61%，平均投资收益率为 8%。之前公司不断将浮盈变现保持了投资的稳定，目前看前期积累的浮盈释放殆尽。未来自营业绩依赖于大盘走势和自营加仓的规模。公司经纪业务将保持稳定增长，而自营业绩能否超预期尚需观察。预计公司 09、10 年 EPS 0.9 和 1.3 元，对应市盈率 26 和 19 倍，给予中性评级。

## 房地产行业：第二个时间窗口即将开启

我们认为投资地产股有两个时间窗口。第一个时间窗口为行业底部复苏窗口，需求指标增速回升成为关键时点。从时间上看，第一个窗口已于 08 年底开启，其中地产指数在 08 年 10-12 月的一波行情是受不断出台的利好政策所主导，而从 12 月开始的趋势性上涨行情则是以商品房销售面积增速开始探底回升作为诱因。第二个时间窗口是行业上升趋势形成，具体表现为：市场新增供应指标（新开工面积增速）呈上升趋势；市场存量供应指标（商品房库存）处于低位并有上升势头；市场需求指标（商品房销售面积和销售金额）维持上升趋势；房地产开发资金来源增速保持上升趋势。

目前来看，房地产行业库存已持续下降至低位，销售增长趋势将维持，房地产开发资金来源将保持相对宽松，第二个时间窗口只待“新开工面积增速的回升”。伴随着土地市场的升温，开发商拿地信心的恢复，以及补充库存维持公司持续发展的需要，增加新开工面积指日可待，地产股趋势投资机会的第二个时间窗口即将开启。

我们维持行业“增持”评级，提出以“第二个时间窗口为背景，选择未来业绩释放能力强的公司”为投资主线。

所谓业绩释放能力强：选择 1—市场化运作能力强的全国性龙头；选择 2—有丰富的优良土地资源（低地价+高毛利）的区域性地产公司。重点推荐：全国性龙头—“保招万金”；区域性公司—中天城投、滨江集团、华发股份、苏宁环球、莱茵置业。

**保利地产（600048）：背靠强大的国有大股东，同时又有很强的市场化运作能力。**09 年 1-5 月销售面积和销售金额增速分别达到 150%和 157%，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.99 元、1.33 元、1.61 元，给予买入评级。2009-7-31 日，有 15.62 亿股机首发原股东限售股份解禁，占公司流通股 95.96%。2009-5-21 日，公司非公开增发方案获得证监会有条件通过，预计非公开发行的股票数量合计不超过 63,760 万股，募集资金不超过 80 亿元。

**金地集团（600383）：全国化发展较为成功的优秀地产公司。**随着市场回暖，公司较强的市场操盘能力将使公司逐渐摆脱高地价带来的阴影，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.67 元、0.79 元、0.9 元，给予买入评级。2009-8-24 日，有 4787 万股股改限售股解禁，占公司流通股 2.24%。2009-4-24 日，公司股东大会通过非公开增发方案，预计本次发行股票的数量不超过 40000 万股(含 40000 万股)，发行价格不低于 9.22 元/股，募集资金在扣除发行费用后预计将不超过 41 亿元。

**万科（000002）：公司战略定位清晰，对行业发展有很强的预见性。**市场化运作能力强，稳健而不失增长性，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.45 元、0.58 元、0.68 元，给予买入评级。2009-12-28 日，有 2.64 亿股机构配售股解禁，占公司流通股 2.81%。

**招商地产（000024）：09 年公司的可售资源、推盘面积、可结算资源均大幅增加。**未来业绩增长空间很大，同时大股东仍有大量的土地将借机注入，未来持续增长能力值得期待。预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.99 元、1.31 元、1.5 元，给予买入评级。2009-12-8 日，有 2.79 亿股公开增发机构配售股解禁，占公司流通股 43.22%。

**中天城投（000540）：公司是贵阳房地产龙头，拥有大量的一级开发和二级开发土地。**未来业绩将处于快速增长期，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.56 元、0.9 元、1.13 元，给予买入评级。2009-10-9 日，有 0.48 亿股定向增发机构配售股解禁，占公司流通股 18.98%。2009-6-11 日，公司股东大会通过定向增发方案，本次非公开发行股票数量不超过 18,800 万股（含 18,800 万股），募集资金预计为人民币 160,000 万元。

**滨江集团（002244）：公司是杭州房地产龙头，拥有很多含金量高的项目储备。**未来几年的盈利能力很强，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.52 元、0.65 元、0.78 元，给予买入评级。2009 年下半年无限售解禁股。

**华发股份（600325）：公司是珠海房地产龙头。**珠海良好的居住环境、未来重大交通项目的建设以及澳门客户的稳定支撑，将成为市场需求释放的有利刺激因素。公司项目储备丰富，且地价较低，持续盈利能力很强。预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.87 元、1.01 元、1.5 元，给予买入评级。公司股份已全流通，无限售解禁股。2009-5-13 日，公司发行不超过人民币 18 亿元公司债券的申请经证券会发审委会议审核，获得有条件通过。

**莱茵置业（000558）：公司几乎具备了地产股所有的优良特质。**预收账款多，未来业绩确定性高；没有高地价风险，高毛利有望维持；负债低，资金压力小；业绩增长性高；估值低。预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.37 元、0.49 元、0.66 元，给予买入评级。2009-6-19 日，公司董事会公布定向增发预案，拟发行不超过 12,500 万股（含 12,500 万股），发行价格不低于 5.96 元/股，募集资金在扣除发行费用后预计将不超过 69,000 万元。2009 年下半年无限售解禁股。

**苏宁环球（000718）：公司是南京地产龙头，拥有大量廉价的土地储备。**由于公司产品定位以刚性需求为主，因此，其销售状况在南京非常突出。预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.55 元、0.85 元、1.05 元，给予买入评级。2009-11-26 日，有 1.44 亿股定向增发机构配售股解禁，占公司流通股 15.64%。

## 零售业：回暖趋势确认，投资价值显现

消费回暖趋势已经确立。社会消费品零售总额增速和限额以上零售业零售额增速在经历了半年的低迷后开始回暖，消费者信心筑底回升，各商品类别的零售额增速也纷纷向好。由于我们认为支撑零售业发展的根本动力并没有改变，包括城乡居民可支配收入的高速增长、城市化率的稳步提高和人口红利的存在，加上国家消费政策的效果逐步显现，我们判断今年的 1-2 季度即为行业低点，零售业回暖趋势确立。

零售业下半年行业评级。我们认为零售业在年内有两大看点，一是行业内优秀公司业绩的超预期增长；二是关注上市公司并购重组和资产注入带来的投资机会。由于行业增长将高于市场预期，因此我们调高零售业评级为“增持”。鉴于消费恢复期业绩弹性的不同，给予超市子行业“中性”评级，百货与家电连锁子行业“增持”评级。

子行业投资策略。超市行业由于受 CPI 负面影响较大，内生增速将维持在较低水平，因此建议关注外延扩张能力强、管理优秀的公司；百货行业在服装类零售额加速反弹的情况下值得期待，我们建议关注有并购与资产注入预期的公司，以及管理能力强或有强烈管理改善预期的公司；家电连锁行业主要受益于国家家电下乡政策与房地产市

场的转暖，建议关注行业内龙头公司。

**武汉中百（000759）：6 月 19 日收盘价 9.81 元。**公司是湖北连锁超市业的龙头，2008 年在武汉市连锁超市零售额中的占比约 25%。公司亮点在于以下三个方面：

首先，公司的管理能力较强，内生增速迅速反转。从一季度来看，在收入和利润放缓的同时，得益于其管理费用 10.55%的下降，净利润大幅提升。我们判断后续有望进一步降低期间费用率，提升盈利水平。另外，目前公司仓储超市的同店增长开始恢复，1-2 月可比门店销售增速-2%，3 月 3%，4 月 6%，5 月 7%-8%，为下半年的超预期增长奠定了基础。

其次，公司的扩张稳健，外延增长稳定。公司一季度新增 3 家仓储超市、4 家便民超市，而根据公司计划，09 年将增加 10-15 家仓储超市、60 家中百便民。公司的配股的实施将有助于缓解资金压力，并将兼顾门店扩张与后台系统的建设。

第三，公司目前的重组预期较高。武商联最近的接连动作表明其重组已经开始提速，武汉中商的超市资源被整合入公司的可能性较大，其“中商平价”目前年收入约 15 亿，净利润约 1000 万元，这对公司也是潜在的一个利好。

公司下半年无限售股解禁压力。在不考虑配股和重组的情况下，我们预测公司 2009、2010、2011 年实现每股收益 0.39 元、0.46 元、0.55 元，给予“买入”评级。

**王府井（600859）：6 月 19 日收盘价 26.98 元。**公司为全国布局的百货连锁，截至 2008 年底共有店面 16 家，分布于北京、成都、重庆、武汉、包头等地，我们认为公司的投资价值在于以下两个个方面：

第一，公司门店已经形成梯队，业绩将长期稳定增长。公司主力门店业绩贡献较大，其中成都店、双安商场、市百货大楼及包头两家店贡献利润超过 95%；而长沙、洛阳、西宁等门店正处于高速成长期，未来 1-2 年有望有效提高公司业绩；重庆、乌鲁木齐、呼和浩特仍处于培育期，为公司业绩潜在增长点。2009 年公司计划新开 4-6 家店，其中，北京市百货大楼新馆与太原店已经开业，昆明店和兰州店也将在第三季度开出。开店速度的加快将对今年的业绩造成一定影响，但保证了公司长期稳定的增长。

第二，公司作为全国百货业的龙头，其品牌效应显著，管理优秀，异地扩张能力极强。 而在百货业整体复苏的情况下，其受益也将十分明显，业绩弹性较高。

大股东持有的 49.52%公司股份将在 12 月 17 日解禁，但我们认为大股东将继续持有，实际解禁压力并不大。我们预测公司 2009、2010、2011 年实现每股收益 1.10 元、1.45 元、1.54 元，给予“买入”评级。

**南京中商（600280）：6 月 19 日收盘价 15.86 元。**公司最大的看点在于国退民进，管理改善可期，业绩拐点即将出现。虽然公司为区域连锁百货龙头，但在坪效、期间费用率等盈利能力上都明显差于可比公司。近期公司第二和第三大股东的股权 11.15%和 6.79%股权协议转让完成后，大股东将持有南京中商 47.43%的股权，雨润对公司

的控制力增强，业绩的提升也值得期待。

公司另外的一个优势在于重估价值较高。公司一季度关闭泰州店后，目前拥有 7 家百货和 2 家超市，且全部为自由物业，其重估价值按目前股本计算每股约 20 元，高于其二级市场价格，为投资提供了一定的安全边际。另外，随着公司的房地产业务 2010 年开始贡献利润，公司的毛利率将得到有效提高。

8 月 21 日占总股权 0.79%的限售股将解禁，在中天投资股权转让给地华集团后将由大股东持有。我们预测公司 2009、2010、2011 年实现每股收益 0.44 元、0.90 元、，给予“买入”评级。

**海印股份（000861）：6 月 19 日收盘价 9.28 元。**海印股份是一家同时经营主体商业地产、高岭土和炭黑业务的公司，公司的最大特点在于其主题商业地产业务。在 2008 年资产重组注入 11 项商业物业后，主题商业已经成为对公司收入和利润贡献最大的业务，2008 年营业利润的占比情况为主题商业地产 66.63%、高岭土业务 22.21%、炭黑业务 10.07%。而另外的江南粮油城和总统数码港等也将在不久后注入上市公司。

广州独特的城市性格和消费文化给了海印股份的主题商业模式广阔的发展空间，公司的商业物业均位于广州的核心地段，东川名店运动城等已经是广州知名度极高的品牌，在地段与商誉两方面都具备了商业零售业的优势。另外，公司有着优秀的管理层，三兄弟及其他高管具备优秀的管理控制能力和业务拓展能力，保证上市公司能够不断获得新的盈利增长点。

公司下半年无解禁压力。我们预测公司 2009、2010、2011 年实现每股收益 0.48 元、0.65、0.70 元、，给予“买入”评级。

## 医药生物行业：布局甲型流感受益公司

医药行业 1 季度出现滞涨，原因有二：一是新医改方案下发后，配套方案迟迟不能面世，市场分歧变大；二是证券市场转暖，资金自防御性行业流出。2009 年上市公司摆脱投资收益拖累，利润总额增速开始超过全行业增速。1~4 月药品出口增速继续放缓，但 6 月开始部分药品出口退税率由 13%上调至 15%，促进出口回暖；甲流疫情使上半年对墨西哥、美国药品出口增长 30%和 10.3%。6 月 13 日世卫组织已将甲型流感的防控级别升至最高级六级，认为流感疫情将持续 2 年，波及 20 亿人口；我国二代病例引起社区范围内传播不可避免；因此，下半年流感疫情将不断扩大，较多医药企业受益。

医改配套方案 21 个，从 6 月开始陆续下发，虽然医改短期内对企业实质性影响较小，但是给市场形成良好预期。甲型流感疫情将继续扩大，维持行业“增持”评级。

我们认为甲型流感疫情不仅仅是概念炒作，而将为企业带来实质的效益，下半年可布局有估值优势的流感受益公司。

**太极集团（600129）：6 月 19 日收盘价：9.67 元。**藿香正气制剂是《甲流诊疗方案》中第二类流感的推荐中成药之一。藿香正气口服液是太极集团独家产品，是全国销量和销售额最高的品牌，2007 年销售额 2 亿元，同比

增长 27%；2008 年销售额 3.2 亿元，同比增长 60%。2009 年有三个因素将促进藿香正气口服液继续大幅增长。首先，2008 年第三季度公司对藿香正气口服液提价 18%，提价效应将在 2009 年显现；其次，藿香正气口服液价格便宜，已进入社区医院和农村医院，而这一块的市场非常大；最后，流感疫情的推动。预计 2009 年销售增长 30%以上，销售收入将超过 4 亿元。

其他主营业务方面，曲美和急支糖浆不再受奥运限制 2009 年将恢复增长，太罗 2008 年开始有突破性增长，销售同比增长 30%，预计 2009 年收入将过亿元。财务方面，公司历史遗留的担保问题已彻底解决；2009 年拟发行公司债；公司拥有商业用地高达 4500 余亩，公司拟用 3~5 年时间，处置一些公司土地等，降低资产负债率；公司控股的西南药业和桐君阁又分别受益于 VE 涨价和区域医药流通龙头，未来三家上市公司存在资产整合的可能性。

公司已无限售股解禁，已于今年 1 月实现全流通。预计 2009~2011 年 EPS 为 0.27 元、0.32 元、0.4 元，对应 PE 为 33、28、22.5，首次给予“买入”评级。

**三精制药（600829）：6 月 19 日收盘价 17.87 元。**双黄连制剂是《甲流诊疗方案》中第一类流感的推荐中成药之一。三精双黄连口服液市场占有率最高，2008 年销售额已超过 3 亿元，年产量约 6 亿支，在感冒类中成药中排在第二位。甲型流感爆发以来，双黄连口服液的销售量也大增，为避免原材料涨价，公司提前储备了原材料，对双黄连实施增产等应急手段，生产线满负荷运转仍供不应求，截至 5 月 26 日，累计生产销售三精双黄连口服液近 12 万件，市场欠货仍有 3 万件之多。预计 2009 年销售增长率至少为 35%，收入将超过 4 亿元。

其他主营业务方面，主要有葡萄糖酸钙、葡萄糖酸锌、三精司乐平等，2008 年共实现收入 26 亿元，其中中药收入增长 28%，西药收入增长 13%；保健品收入增长 1%。预计 2009 年后三个季度销售增长还将加快。三精制药已被认定为高新技术企业，享受 3 年 15%的所得税率。公司还拥有一家三精女子医院，借新医改对民营医院的有利政策，公司正在进一步拓展该领域，培育新的增长点。

2009 年 11 月有占总股本 54.82%的限售股解禁。考虑到原材料涨价使双黄连口服液毛利率下降，我们预计毛利率不低于 35%，则 2009 年贡献毛利约 1.4 亿元，预计 2009~2010 年 EPS 为 0.88、0.97、1.10 元，对应 PE 为 19、17、15 倍，首次给予“买入”评级。

**康美药业（600518）：6 月 19 日收盘价：8.16 元。**中药饮片是《甲流诊疗方案》和《预防用药指南》都推荐的药方。康美药业是该行业唯一上市公司，是饮片行业的龙头，中药饮片行业 2009 年来已进入高速增长阶段。康美药业 2009 年 1~2 月收入增速高达 109%，高于饮片全行业增速 74%；账上现金高达 17.5 亿元。公司过去中药饮片的销售毛利率为 29%左右，假设未来中药饮片价格能增长 30%，而成本不变，则中药饮片销售毛利率将提升为 35%左右，按照占主营业务 38%的比重，则粗略估计能提升总毛利率 3 个百分点。康美药业的中药饮片在广东省某些中医院中已占到 90%。2009 年初收购了北京隆盛堂，向北京广安门中医院供货，开始走向全国。康美药业与一致药店进行店中店营销模式，预计 2009 年底前完成与 400 家一致药店中药饮片的排他性合作销售，有利于树立“康美”品牌，也成为重要的盈利增长点。2009 年 3 月收购吉林省新开河红参公司，将在全国零售连锁药店设立“康美新开河红参专柜”，将毛利率由 30%提升至 50%，预计今年 4 月份并表后，2009 年将贡献销售收入 1.1 亿元。康美

药业投资的康美中医院正在建设中，新医改对民营医院构成利好。康美药业参股 10%广发基金管理公司将有较大程度的受益。2009 年 5 月份，康美权证行权的影响，股价已调整到位。

预计 2009~2010 年摊薄 EPS 为 0.28、0.38、0.46 元，对应 PE 为 26、20、18，与公司快速增长的业绩相比，存在较大空间，首次给予“买入”评级。

**华兰生物（002007）：6 月 19 日收盘价：36.65 元。**甲型流感疫苗已经投产，将供不应求。我国共有 11 家流感疫苗生产企业，华兰生物第一个取得了病毒毒株，又率先在河南建立了内地第一个生产种子库，6 月 17 日已开始试生产。华兰生物申请大流行流感疫苗生产资质进展十分迅速。华兰生物的流感疫苗在国内的市场占有率已达为 20%，按照月产 1500 万支的产能，则 2009 年能生产 4 个月共 6000 万支，是科兴生物产能的 2 倍多，符合疫苗紧急储备的条件。

2009 年 8 月有占总股本 3.55%的限售股解禁。普通季节性疫苗的中标价格是 28~35 元，出厂价 25 元左右，华兰生物过去生产的普通流感疫苗毛利率为 67%，假设甲型 H1N1 流感疫苗价格政府采购价格为 20 元，毛利率 60%，从 9 月份开始批量生产，月产量 1500 万支，则每月创造收入 3 亿元，2009 年共 4 个月创造收入 12 亿元。为了生产甲型 H1N1 流感疫苗，公司本来的季节性流感疫苗停产，参照 2008 年的收入，则损失收入约 1 亿元。净收入 11 亿元，毛利 6.6 亿元。另外 6 月份出口退税率上调，人用疫苗还有由 13%上调到 15%的利好。如果本次甲型流感国内人口接种率能达到 3%，并在 2009 年集中接种完成，则预计 2009 年 EPS 能达到 1.8 元，对应 PE 为 18，股价还有较大上涨空间。2010 年~2011 年如疫情缓解，国家也会收储一部分疫苗，预计 EPS 为 2.0、2.3 元，对应 PE 为 16、14，首次给予“买入”评级。

## 有色行业：基本面现实照进流动性梦想

受各国大规模经济刺激方案的提振，上半年主要有色金属品种价格出现了大幅上涨。但流动性支撑的有色金属价格上涨其持续性有待观察，未来行业真正好转仍依赖于经济复苏带来的基本面改善。预计 2010 年全球将步入低增长低通胀轨道，有色金属价格适当回调后将维持低位震荡态势，行业业绩将同比下降。建议关注产业政策利好与并购整合机会。目前有色板块 PE 达 104.38（剔除负值后为 57.22）。尽管作为强周期行业，在估值高的时候买入是一般法则，但我们认为，即使对应行业景气高点的业绩，目前有色类个股的估值也有高估之嫌，因此，我们认为目前仍不是价值投资者介入有色板块的好时机，需等待估值进一步回落与行业景气度回暖的最佳结合点。建议关注个股的交易性机会以及行业并购整合带来的投资机会，维持行业“中性”评级。建议关注中金岭南、铜陵有色和西部资源。

**中金岭南（000060）：6 月 19 日收盘价 20.19 元。**中金岭南是一家以铅锌生产为主业的跨地区、多行业经营的上市公司，目前主要拥有凡口矿、盘龙矿和澳大利亚 PEM 公司矿产资源。公司年精矿产量约为 20 万吨，冶炼产能 40 万吨。2008 年公司收购了 PEM 公司 50.1%股权，PEM 公司目前控制的铅锌资源储量约 320 万吨。收购后 PEM 公司一直在努力降低成本，在铅锌价格逐步回升的支持下，公司 09 年 3 月份已开始实现盈利。PEM 公司资源的远景储量比较大，目前有几个矿区正处于探矿阶段。另外 PEM 公司还拥有铜矿资源，未来有介入铜领域的可能。因此

未来公司有可能追加投资，进一步加强探矿、采矿和海外资源整合力度。09 年 11 月限售股解禁 2.77 亿股，占总股本的 27.14%，其中小非 4620 万股，占总股本 4.51%。我们预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.28 元、0.58 元和 0.73 元，以 6 月 19 日收盘价计算动态 PE 分别为 72.11、34.81 和 27.66 倍，给予“增持”评级。

**铜陵有色（000630）：6 月 19 日收盘价 19.08。**铜陵有色目前主要矿山有冬瓜山铜矿、安庆矿业、铜山铜矿、金口岭铜矿，凤凰山铜矿、天马山硫金矿、仙人桥矿，铜资源保有储量在 170 万吨左右。在当前环境下，公司积极开展矿山收购项目，我们判断公司在内蒙以及周边地区的收购项目半年内可能出现结果，如果顺利，将增加公司铜资源储量 70 万吨以上。同时公司对铜价的敏感性要弱于江铜和云铜，虽然公司股价表现可能不如另两家公司，但公司业务结构使其业绩稳定性更好，是目前有色板块中为数不多可以从估值的角度考量的公司。09 年 10 月限售股解禁 6470 万股，占总股本的 5%，无小非解禁压力。我们预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.6 元、0.65 元和 0.88 元，以 6 月 19 日收盘价计算动态 PE 分别为 31.8、29.35 和 21.68 倍，给予“增持”评级。

**西部资源（600139）：6 月 19 日收盘价 15.48 元。**西部资源是由绵阳高新历经多次资产重组变更而来，公司主营范围在这次资产重组完成后变为铜矿石开采与销售，甘肃阳坝铜业成为全资子公司。阳坝铜业拥有阳坝铜矿、杜坝铜矿和铁炉沟铜矿三处铜矿，年处理矿石 18 万吨，计划生产铜金属量 3500 吨。根据公司《实际业绩不足承诺业绩补偿协议》，2009、2010 年实现的净利润不低于 8876 万元和 8893 万元，未实现上述承诺业绩时，四川恒康将就实际净利润与承诺业绩的差额款，以现金形式补偿给公司。09 年无限售股解禁压力。我们预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.46 元、0.52 元和 0.56 元，以 6 月 19 日收盘价计算动态 PE 分别为 33.65、29.77 和 27.64 倍，考虑到公司资源扩张潜力大，未来业绩有超预期的可能，我们给予“增持”评级。

## 纺织服装行业：从追逐概念到价值回归

由于纺织服装主要出口市场经济恢复尚需时日，下半年纺织服装出口复苏道路艰难，出口市场出现分化，全年出口总体降幅预计在-10%左右，其中服装出口会明显好于纺织品出口。内销短期将有小繁荣。经济复苏之际，服装类的商品增速将高于社会零售总额增速，目前正处于这样一个阶段。预计未来几个月，服装的内销增速将快于社会零售总额，出现小繁荣，内销类品牌服装将充分享受行业复苏的机遇，并将具有持续性。原材料价格进入新一轮上升周期。基于对扩张性的政策带来的通货膨胀的预期，结合原材料的供需情况，我们预计下半年棉花价格将有较大幅度增长，棉纺企业难改经营困境；羊毛小幅上涨，毛纺企业将有些许收益；化纤价格将跟随原油价格上涨而上涨。下半年投资策略是从追逐概念到价值投资。目前 A 股市场纺织板块 09 年市盈率达到 30 倍，纺织板块由于上半年的概念炒作板块估值已达到 60 倍，服装板块估值为 25 倍，相对纺织板块仍有估值优势。下半年价值投资将重新占据主导地位，建议关注的板块是内销类的品牌服装企业。我们的推荐的股票是雅戈尔、报喜鸟、七匹狼、山东如意。雅戈尔受益于房地产回暖的趋势将是市场下半年持续的热点；报喜鸟和七匹狼则是具有良好增长前景的品牌服装企业代表；山东如意 10 年产能释放，业绩将有大幅度的提升。我们给与纺织服装“中性”评级。

**雅戈尔（600177）：6 月 19 日收盘价 13.69 元。**纺织主业稳定，内销增长尤为显著。由于外需市场恢复尚需时日，公司的外销收入受外需环境影响，09 年下半年难有较大起色，但内销增长将弥补外销的持续低迷。预计纺织服装板块可实现收入 70.5 亿元，净利润 5.0 亿元，EPS0.23 元。09 年下半年地产市场全面回暖趋势已经确立。

公司 09、10 年进入地产收入确认高峰，由于公司 09 年确认收入大多为 08 年预收帐款，因此 09 年业绩不会因房地产回暖而受益很多，但是 10 年公司的楼盘售价将比 09 年有较大的提高，因此房地产收入和利润收益将较大幅度增长，预计 09、10 年收入 48.2 亿元和 64.5 亿元，分别增长 39.3%和 33.8%，毛利率分别为 37%和 39%。截至 2009 年 3 月 31 日，公司仍持有的 1.37 亿股中信证券、0.68 亿股海通证券、0.413 亿股金马股份、71 万股交通银行、0.17 亿股宜科科技、0.33 亿股广博股份和 1.79 亿宁波银行，以 6 月 18 日各股收盘价测算，股权价值达 78.77 亿元，折合每股价值 1.7 元。此外，公司 08 年计提海通证券和金马股份的减值损失 13.17 亿元，使该部分资产的风险得以释放。公司 09 年无限售股解禁压力。我们预计公司纺织和地产业务 09/10 年的每股收益 0.65 元、0.76 元 ，给予 20 倍 PE，对应 09 年每股价值 13.0 元，加上金融资产每股 1.7 元，对应股价 14.7 元，给予“增持”评级。

**山东如意（002193）：6 月 19 日收盘价 10.40 元。**最大的看点在精纺呢绒产能扩张项目，公司新建的 800 万米精纺呢绒项目 09 年 6 月投产，10 年产能达到 1000 万米，10 年 1500 万米，较 08 年实现产能翻番，届时将成为国内最大的精仿呢绒企业之一。如意纺技术已开始批量化生产，预计 09、10 年将分别投入应用比例为 20%和 30%。其运用将节省公司的成本，并且增加面料的技术含量，丰富面料种类、提高产品的竞争能力。公司 09 年无限售股解禁压力。考虑到产能扩张、成本下降以及新技术逐步应用等因素，预计公司 09、10 年每股收益分别为 0.46 元和 0.73 元，按照 6 月 19 日股价对应 09/10 年市盈率为 22.6 /14.2 倍，维持“增持”评级。

**报喜鸟（002154）：6 月 19 日收盘价 13.02 元。**作为品牌服装企业，经营规模比较适中，处于服装企业增速最快的发展时期，09 年受到宏观经济影响，公司的业务扩张不可避免地受到影响，上半年外延式扩张遭遇金融危机暂时放缓，随着服装消费的再度兴旺，扩长步伐重新迈开。6 月 17 日，公司公告拟通过增发不超过 6500 万股建设 178 家店面，这向我们传达了公司加快外延扩长步伐的信号。虽然增发将摊薄公司收益，但对于公司未来的发展具有长远的意义。目前店铺总数达到 682 家，其中商务系列增加 52 家达到 637 家，时尚新增加 45 家。公司内外兼修的经营风格保证公司业绩增长具有持续性。公司 09 年无限售股解禁压力。09/10 年盈利预测为 1.53/1.95 亿元，按照目前股本 2.496 亿股计算 09/10 年 EPS 0.61/0.78 元 ，若增发 6500 万股，则 EPS 为 0.49/0.62 元。按照 6 月 19 日收盘价格对应 09/10 年 PE 26.6/21.0 倍，鉴于公司增发后带来的业绩成长能力，给予公司“增持”的评级。

**七匹狼（002029）：6 月 19 日收盘价 15.40 元。**公司的终端销售随行业复苏缓慢好转，由于公司前两年外延的快速扩张，09、10 年将明显体现在业绩增长上。4、5 月份销售回升明显，公司二季度收入增幅有望超过一季度。公司的精细化管理已有所成效，产品走向系列化，细分为分红狼、绿狼、蓝狼等针对不同层次消费者的产品年系列，公司还将推出女装和童装系列。公司积极推动渠道管理扁平化策略，通过设立子公司、加大直营店点比例等方式加强终端的控制力度和管理能力。在精细化的经营策略影响下，我们认为公司的内生性增长将成为业绩贡献的不可忽视的因素。公司的外延扩张步伐并未停止，受宏观环境影响公司的扩张速度有所放缓，5 月份公司的店面数量为 3000 家，比年底增加 300 家，公司的外延扩张仍有较大的空间，全年业绩增长值得期待。公司 09 年无限售股解禁压力。我们预计 09/10 年 EPS 为 0.67/0.82 元，按照 6 月 19 日收盘价对应 09/10 年 PE 23.5/19.2 倍，给予“增持”评级。

## 交运基建行业：关注基建投资落实下带来的业绩行情

铁路基建投资增长强劲，全年完成金额有望略微超过规划的 6000 亿元。2009 年 1-5 月，我国铁路建设的固定

资产投资达 1689.69 亿元，其中 1490.9 亿元用于基本建设，分别同比增长 120.3%和 161.8%。我们预计，铁路基建全年完成的投资额会略微超出规划的 6000 亿元，也超出市场原来的预期。

公路基建投资增速连创历史新高，09 年投资完成额将摸高 9000 亿。2009 年 1-3 月，我国公路基建完成投资 1120.66 亿元，月度同比增长 39%、57.8%和 56.3%，屡创历史新高；东、西部地区投资金额高、加速趋势明确，成为拉动交通设施建设高增长的主要动力。预计全年交通设施和公路基建固定资产投资额分别达到 11000 亿和 9000 亿，超出预期 1000 亿元和 500 亿元。

房地产投资持续疲软，线材和螺纹钢在产量维持高位的情况下，自 4 月份起库存快速消化、价格持续反弹，显示基建投资正在逐步落实。以线螺为代表的建筑用钢前 5 个月产量分别同比增长了 9.25%和 18.38%；价格自年初不断下跌，4 月中触底后持续反弹逾 10%；库存较 2 月下旬的峰值已消化 40%以上。由于以往占需求 70%的地产尚未恢复景气，有理由推断政府的基建投资在二季度已开始全面落实。

风险提示。经济复苏趋势确立，政府弱化、放缓基建投资；房地产市场恢复景气，从而拉动上游建材价格上涨。

投资建议。我们预计，第三季度基建投资会于高位中小幅回落，第四季度基建投资的政府调控色彩则会更浓，除非“保八”压力过大，否则投资增速将下滑至使全年投资总额微幅超越既定规划值的水平。我们建议围绕 09 年前三季度基建投资增速的高增长来挖掘投资机会，并从“相对估值”低、半年报和三季报可期、具有“超预期”可能三个角度强烈推荐交运基建板块。重点推荐中国中铁、中国铁建、中铁二局和路桥建设四家上市公司。

**中国铁建（601186）&中国中铁（601390）：共享铁路基建投资盛宴。**中国铁建和中国中铁（合称“双铁”）作为铁路基建行业的双寡头备受资本市场关注。我们认为，在本轮铁路基建热潮中无论从受益程度还是“双铁”自身的改善程度看，两个投资标的同质性较强。客观角度：中国铁建、中国中铁各占路内市场 45%和 40%的份额，铁路业务是“双铁”总营收和净利润的主要来源，两个客观条件决定了“双铁”在铁路基建的受益程度相似。主观角度：铁道部方面，建设周期内无论是新增订单还是清理概算都不会对“双铁”厚此薄彼；“双铁”方面，彼此不存在竞争，相互借鉴经验、沟通良好，因此二者在本轮建设中的自身改善程度接近。

订单上，中国铁建和中国中铁在手合同充裕，截至 2008 年末未完成合同金额分别为 4711 亿元和 4207.5 亿元，2009 上半年公告的新签合同分别为 778.77 亿元和 1209.35 亿元，盈利增长明确。政策上，今明两年是铁道部对已经竣工高铁项目集中清理概算的高峰年，用以补偿此前原材料价格上涨对“双铁”利润的挤压，这将是订单之外的又一利润来源。另外值得一提的是，铁建和中铁分别拥有土地储备 1000 和 1500 万平方米，而且大部分是在 2008 年拿地，成本相对较低。随着房地产行业预期的转好，“双铁”地产业务有望迅速发展，由于利润超出基建业务较多，因此可能成为“双铁”在这一轮铁路建设周期后的新增利润增长点，从而使“双铁”有信心、有底气在今明两年释放更多业绩。我们预计，2009-2010 年中国铁建 EPS 为 0.51 元和 0.69 元，对应 2009 年 6 月 22 日收盘价 10.24 元的动态 PE 为 20.1 倍和 14.8 倍；中国中铁 EPS 为 0.31 元和 0.39 元，对应 2009 年 6 月 19 日收盘价 6.72 元的动态 PE 为 21.7 倍和 17.2 倍，均上调评级至“买入”。

**中铁二局（600528）：铁建大单井喷，灾后重建主力。**中铁二局是国内首家上市的铁路建筑施工企业，在技术力量、质量控制、施工设备等方面均处于同行业领先水平，而且最终实际控制人为中国中铁（601390）的大股东中铁工，属于铁道部系统内企业，在获取铁路建设订单时具有明显优势。

公司 2008 年承揽项目 286 项，合同金额 425.13 亿元，其中铁路项目 14 个，合同金额 241.30 亿元，较上年同期合同金额增长了 152.22%。20 09 年 1 季度， 公司新签合同 110 亿元,占 09 年全年计划的 37.6%。当前公司合同充足率约为 3.36 倍,达到历史最高水平.为公司今后收入的稳步增长提供了坚实保证。 公司铁路业务收入大幅增长的同时，施工毛利也大幅提升。2008 年公司铁路业务毛利率达到 8.44%，较 2007 年增长了 3.21%。

根据四川省灾后重建规划，2008--2010 年为三年恢复重建时期，2011--2015 年为五年发展、提高时期，初步概算四川灾后重建投资将会超过 1 万亿元人民币。中铁二局在四川运营多年，与地方政府关系良好，此次灾后重建有望获得数量丰厚的工程订单。我们维持原来的盈利预测，预计公司 2009-2010 年的每股收益为 0.43 元和 0.55 元。对应 2009 年 6 月 19 日收盘价 6.72 元的动态 PE 为 26 倍和 20.3 倍，上调至“买入”评级。

**路桥建设（601263）：BOT 项目全面推进，业绩进入爆发期。**路桥建设是国内公路施工行业首家上市公司，也是第一批获得公路工程施工总承包特级资质的企业。公司的传统主业为高速公路修建施工，毛利率在 8-9%，2007 年公司介入金额和毛利都较高的 BOT 项目领域，目前在手贵都和涪丰石两个项目，前者已于 2008 年 11 月动工，后者预计明年 4 月动工，今明两年贡献的业绩为 0.14 元和 0.38 元，可以说 BOT 项目的开工和进度将推动公司进入业绩爆发期。

另外，背靠大股东中交建（HK:1800），路桥建设现已成为铁路基建市场的生力军，公司 2008 年新签铁路施工合同 40 亿，全年完成 10 亿，占 2007 年主营收入的 21.2%，2009 年新签订单的目标为 50 亿元，预计 2009-2010 年铁路业务对公司的 EPS 贡献为 0.08 元和 0.10 元。同时，公司还是国内 5-6 家有能力承揽港澳珠大桥建设的工程企业之一，并兼具大股东回归 A 股的题材。我们预计公司今明两年业绩为 0.42 元和 0.72 元，对应 2009 年 6 月 19 日收盘价 8.95 元的动态 PE 为 21.3 倍和 12.4 倍，给予“买入”评级。

## 通信行业：布局 3G，看好通讯设备类企业

预计 2009 年全年电信业务总量将达到 26254.2 亿元，同比增长 17%。通信业务总量在经济波动不大的时候，因需求刚性，受宏观经济影响不大；但经济下滑明显，人们削减支出，电信业务总量增幅则会以更快的速度下滑；当经济复苏，电信业务总量增幅将会以更快的速度上行，因经济触底反弹以及 3G 新业务的应用推广，预计今年全年电信业务总量将同比增长 17%。

移动用户数将在未来两年将维持年均增速 16%以上。移动替代固网的趋势仍在继续，但替代速度有所下降。3G 业务开展以来，因终端缺乏及网络设施不完善，运营商大力推广无线上网业务。如果从历史上移动替代固话看，无线上网业务的空间亦非常大，预计移动用户数将在未来两年时间维持 16%以上增速。

预计在 3G 业务开展后 4-5 年内，运营商数据业务收入年均增速能达到 60%。2008 年全球移动增值服务业务收入持续增长，达到 1829 亿美元，占移动业务收入总额的 21%。国外各大运营商数据业务收入占比逐步提高，AT&T 和 Vodafone 年均增速高达 50%左右。预计 3G 业务开展后 4-5 年，运营商数据业务收入会有爆发式增长，年均增速能达 60%。但目前我国增值服务行业处于黎明前的混战。

电信行业的固定资产投资高速增长拉动整个通信设备行业的增长。2009 年各大运营商计划投资规模将达到 2831 亿元。目前各大运营商的网络对于 3G 业务支撑，尚显不足。运营商必将加快完善各自网络。诸侯割地已毕，后期网络扩容及优化将继续大规模投资趋势，并成为设备商强劲的利润支撑。

FTTX 的推进将带来光传输光接入设备的景气度持续提升。2004-2008 年我国宽带用户年复合增长率达到 35.4%，预计未来三年，到 2011 年，我国的宽带用户将达到 1.45 亿，复合年增长率达到 20.3%。用户对接入带宽的需求导致光纤接入成为市场热点。预计今年全年 EPON 市场规模将达到 1800 万线，同比增长 350%。光纤光缆 2008 年由于需求的拉动，生产规模增长了 44.19%，达 4852.99 万芯千米，2009 年预计继续增长 20%以上，达到 6000 万芯公里。维持通信行业“增持”评级。

**中国联通（600050）：6 月 19 日收盘价：6.64 元。**WCDMA 是目前三种制式中技术最为完善、产业链最为成熟的标准，一旦网络成熟，大量的手机终端将顺利推进公司用户增长速度；2 季度即将开始的 3G 业务将有效提升公司的 ARPU 值；中国联通一季度的成本费用率为 83.95%，和去年全年 87.59%相比，下降了 3.64 个百分点。

09 年下半年无限售股解禁压力。预计 09-11 年每股收益 0.25 元、0.28 元、0.33 元，维持“买入”评级。

**中兴通讯（000063）：6 月 19 日收盘价：28.46 元。**在目前的三大运营商设备市场中，中兴通讯占据 C 网存量市场的 32%；W 网设备市场的 22%；TD 网的 30%的市场份额，而在最新 TD 三期的招标中，中兴通讯获得了 33%的市场份额。总的市场份额甚至高于对手华为。研发成本已经计提，再加上原材料价格的下滑使公司受产品价格下滑的影响不太大。而公司进入更多的地区市场将为后期的扩容和网络优化奠定坚实的基础。国内光网络和 3G 终端的兴起增加公司利润来源；受国际金融危机的影响，全球各大通信巨头受到不同程度的影响，或者利润大幅下滑，或者遭遇破产保护，中兴通讯将成为海外设备市场有力的争夺者。

09 年下半年无限售股解禁压力。暂维持公司 2009-2011 年盈利预测，EPS 分别为 1.35 元、1.61 元、1.96 元，上调评级至“买入”。

**烽火通信（600498）：6 月 19 日收盘价：16 元。**烽火通信是国内主要的光通信领域全套设备供应商。2008 年公司 EPON 约占全国市场 30%份额。2008 年公司实现通信系统设备收入 17.64 亿元，同比增长 63.02%，毛利率为 31.68%。预计 2009 年全国 EPON 市场将比上年增长 3 倍以上，达到 1800 万线左右，远超过原来预计的 700-800 万线。公司将在 2009 年中期光纤产能从 700 万芯公里扩大到 1000 万，光缆产能由 650 万芯公里扩大到 800 万。毛利率较 08 年亦会有较大提升。预计光纤光缆业务 09 年仍将保持 25%以上增幅。

09 年下半年无限售股解禁压力。公司 5 月 19 日发布公告，计划非公开增发不超过 6000 万股，发行底价 14.18 元，募集资金上限 5.6 亿元，分别投向新一代智能光网络传输设备（ASON）、FTTX 等宽带接入设备、FTTX 和 3G 用光缆、设立藤仓烽火光电材料科技有限公司。暂维持公司 2009-2011 年盈利预测，EPS 分别为 0.61 元、0.78 元、0.89 元，上调评级至“买入”。

**亨通光电（600487）：6 月 19 日收盘价：16 元。**公司拥有 6 个拉丝塔，11 条拉丝生产线，目前具有光纤生产能力 460-500 万芯公里，光缆 650 万芯公里，新产房也在兴建中。光纤价格从去年的 70-75 元/芯公里提高到目前的 80-85 元/芯公里，并反映在运营商的集采合同中。预计公司毛利率全年能达到 24%，较去年有较大提高。

09 年下半年无限售股解禁压力。公司 5 月 19 日发布公告，公司拟向大股东非公开发行股份收购亨通线缆 100%的股权、亨通力缆 75%的股权。标的资产主要是通信电缆、电力电缆和其他各种特种电缆，预估值为 5.8 亿元，拟发行不超过 4200 万股作为支付对价。此次增发，将进一步拓展公司的主营业务，提高抗风险能力，使得资产规模和盈利能力进一步得到增强。若不考虑增发，公司 2009-2011 年的 EPS 为 0.80 元、0.84 元、0.87 元。维持“增持”评级。

## 农化行业：依托政策利好，在行业整固中寻找投资机会

2009 年 1-5 月农化行业回顾：产能稳步增长，利润大幅下降。承接 2008 年农化行业产能迅速扩张的惯性，2009 年前 5 个月农化行业依然保持着快速增长的态势：其中化肥 1-5 月份折纯总产量 2667.4 万吨，同比增长 10.1%；化学农药原药 1-5 月累计产量 85.8 万吨，同比增长 9.7%。然而由于受全球金融危机影响，农化行业在产能稳步增长的同时，利润却同比大幅下降，数据显示，今年前 2 个月农化行业利润同比下降 20%左右。

政策利好及需求刚性封堵了农化行业下行空间，整固与发展将是未来的主基调。虽然当前国内外的宏观经济依然充满不确定性，但由于农化产品需求具有刚性属性，因此农化行业是为数不多的受金融危机影响较小的行业之一。近半年来随着中央一号文件、石化行业振兴规划、粮食增产规划等一系列政策利好密集出台，我们认为封堵了农化行业的下行空间；特别是近期国际上主要农产品的价格上扬，更是构成了对农化行业的有力支撑。但由于目前我国农化行业产能扩张迅速，竞争激烈，出口乏力，行业整体盈利能力将会大幅降低，整固发展将是未来的主基调。

行业评级：由于预期 09 年农化板块整体业绩下降 30%左右，但同时农化行业又面临着需求刚性、政策扶持的利好，综合考虑这二者因素的影响，给予“中性”评级。

依托政策利好，关注业绩拐点，寻找特色公司。在产能过剩、出口下降、竞争日趋激烈的大环境下，我们认为，只有那些符合国家产业政策方向、业绩有望出现拐点、产品具有特色优势的公司才具有投资价值。因此，我们的投资策略是在农药和化肥两大领域，依托政策利好，关注业绩拐点，寻找特色公司。

重点推荐公司：考虑到目前市场整体估值已经处于较高水平，给予利尔化学、诺普信、柳化股份 “增持”评级。

**利尔化学（002258）：农药行业增速回落中的一枝独秀。**在 2009 年一季度农药行业整体利润下滑的背景下，利尔化学凭借产品的技术优势与网络优势，利润同比增长 36%，增速居农化行业之首。现为毕克草和毒莠定最大的国内供应商，是继美国陶氏益农公司之后全球第二家成功掌握吡啶类化合物催化氯化系统集成技术的企业。公司产品出口四大洲二十多个国家和地区，主要客户为陶氏益农、纽汉姆等国际知名农化企业。2008 年，公司主营业务毛利率为 35.77%，远高于国内同行业 20%的平均水平。

产品具有技术优势。公司目前主要产品为毕克草、毒莠啶、氟草烟等，拥有包括氰基吡啶氯化在内的 12 项专有核心技术，与国内同行业相比技术优势明显。

产品结构更趋合理。在继续保持原药优势之外，为开拓国内市场，利尔化学日益重视制剂的研发，根据 2008 年报，公司去年研发登记费用共计 400 多万元，据此可推算出 09 年将有 10 个新型制剂品种上市，公司未来将形成原药、制剂两翼齐飞的局面。

出口退税对业绩形成实质支撑。2008 年 12 月 1 日起农药出口退税率将由 5%提高至 9%，涵盖毕克草、毒莠啶等多个农药品种，对于出口收入占比 85%的利尔化学化学而言，出口退税率提高可贡献利润 0.10 元/股。随着美元上扬和年产 600 吨二氯吡啶酸及 1000 吨氨氯吡啶酸技改项目 08 年底投产，09 年每股收益有望达到 0.85 元；2010 年由于毒死蜱、氟草烟、丙环唑、草铵磷和氟环唑多个项目的建成投产，预计每股收益将有大幅增加，可达 0.95 元，以现在的 26.88 元股价计，对应的动态 PE 分别为 35、和 30 倍，估值属于合理区间，但是考虑到该股业绩的成长性，给予“增持”评级，可在 20~30 元区间内进行波段操作。

公司总股本 1.3496 亿，其中限售股份 1.0096 亿股，2009 年 7 月可上市限售股 1396 万股，占总股本的 10.34%。

**诺普信（002215）：制剂龙头。**诺普信是我国唯一一家以农药制剂为主营业务的上市公司。公司具有强大的研发实力，公司已登记产品数、无公害农业果蔬用药品种数、新农药制剂发明专利申报数三项指标均位居全国同行业第一，2008 年新增制剂品种 177 个，目前公司产品种类已达 572 种，预计 2009 年将达 700 余种。

目前水基化环保型制剂已成为诺普信的主导产品，占公司制剂总量的 55%，鉴于诺普信在技术、市场、人才三方面所具备的绝对优势，未来 5 年 38 万吨乳油制剂退出市场后，预计诺普信将获得 10%的缺口递补，主营业务收入每年将保持 30%的增长，预计 09、10 和 11 年的 EPS 分别为 0.51、0.63 和 0.75 元，以当前 16.26 元股价计，对应动态 PE 分别为 32、25 和 22 倍，给予“增持”评级。

限售股压力：公司总股本 1.56 亿，其中限售股份 1.45 亿股，2009 下半年年无限售股解禁。

**柳化股份（600423）：区域龙头，业绩有望出现拐点。**就规模而言，柳化股份属于中氮企业，年产合成氨 40 万吨，下游主要产品包括尿素、硝酸铵、硝酸钠等。2009 年一季度由于去库存化柳化股份出现亏损，但从二季度起业绩有望出现拐点，主要基于以下理由：

区域优势明显。公司所处广西，共有耕地面积 6300 万亩，年尿素使用量达 100 万吨，目前缺口约 40 万吨。而

柳化作为区内的龙头企业，无疑具有地主之便，为进一步占领区内市场，公司 08 年底新增尿素产能 10 万吨，经济效益在 09 年将得到充分体现。

收购煤矿，缓解资源瓶颈。公司控股 90%的贵州新益煤矿 1 号矿区现已完工，09 年可开采煤 10 万吨，2010 年将达到 30 万吨；待 2，3 号矿区完工之后，可形成年产煤 90 万吨的规模，将逐步缓解公司的资源瓶颈，未来不排除公司继续收购煤矿的可能。

收购柳州盛强化工 60%股权，将形成新的利润增长点。公司于 08 年底收购了柳州盛强化工 60%的股权，预计 09 年二季度将合并报表。盛强化工主营业务为双氧水的生产，目前一期工程已投产，生产规模为年产 10 万吨的 27.5%的稀品双氧水和 2 万吨 50%的浓品双氧水；预计二期工程将在今年 9 月份完工，届时稀农、浓双氧水年产规模将分别达到 20 万吨和 4 万吨。

基于以上多重因素 ，我们预计 09、10 和 11 年年公司业绩将显著增长，每股收益分别为 0.44、0.48 和 0.50 元，以当前 9.5 元股价计，对应动态 PE 分别为 23、20 和 19 倍，给予“增持”评级

## 水泥行业：利好充分兑现，产能过剩无需多虑

利好兑现，景气回升。1-5 月份城镇 FAI 实际同比增速高达 40%以上，有效拉动水泥需求增长。1-5 月份累计水泥产量（5.73 亿吨）同比增长 13.3%；水泥价格整体上也稳中有升。水泥行业景气出现明显的回升迹象。下半年到 2010 年“4 万亿”对水泥需求的支撑将更加明显，房地产领域需求不振的局面有望逐步改善，水泥需求仍将保持较高的增速。不过水泥需求的高增长阶段接近尾声。我国人均水泥年消费量在 2007 年突破 1 吨后上行空间有限，近两年投建的大批新生产线将填补立窑淘汰带来的“内生性”需求空间。我们认为水泥行业显性的快速增长阶段已接近尾声。长远来看，中西部地区水泥需求增长潜力较大，而长三角地区的需求增长期已经结束。

产能过剩加剧已成必然，但不必盲目悲观。水泥产能进一步走向过剩将成为必然，也是目前市场对水泥行业主要的担忧所在。不过我们认为在行业快速增长阶段即将结束的背景下，产能的快速增长是水泥行业提高集中度、由市场竞争进入寡头甚至垄断状态所必需的一个阶段。目前部分区域已形成了稳定的、相对封闭的市场环境，产能过剩的压力影响有限。事实上，2008 年水泥行业整体在新增需求小于新增产能的情况下依然实现了吨水泥利润水平的提升。

进入 5 月份以来，水泥板块走势疲弱。在水泥需求增长预期得以充分兑现的情况下，水泥板块的走弱反映了市场对产能过剩的担忧。我们认为主要上市公司对产能过剩具备较强的抵御能力，也是未来区域市场主导者的最佳候选。市场的担忧反而带来了一定的投资机会。在行业景气回升的背景下，上市公司半年报业绩将有较大幅度的增长，有助于其重新获得市场的关注。我们上调行业评级至“增持”。

主要从业绩的成长性、稳定性和弹性三个角度考虑。成长性方面我们推荐冀东水泥；稳定性方面推荐赛马实业，业绩弹性方面建议关注利润率水平较低的华新水泥。此外，海螺水泥作为最被市场认同的水泥龙头，也是市场对水

泥行业预期改善时可靠的投资标的。

**冀东水泥：6 月 19 日收盘价 13.78 元。**产能扩张行至中途，去年投产项目开始贡献效益，多个在建项目保证公司产能仍保持高速增长。公司主要市场封闭性较强，市场集中度高，成本费用方面也有节省空间。此外，中材集团对公司大股东冀东水泥集团的重组“尚未有实质性进展”，存在一定的想象空间。公司 2008 年以 11.83 元/股的价格非公开增发的 2.5 亿股将于 7 月 1 日上市流通，可能会带来一定的解禁压力。预计公司 09～11 年 EPS 分别为 0.82、1.00、1.48 元，目标价 18.0～20.5 元，维持买入评级

**赛马实业：6 月 19 日收盘价 24.71 元。**公司是国内对目标市场掌控能力最强的水泥公司，在宁夏相对封闭的市场环境中，公司在市场份额、技术水平、矿山资源等方面的领先优势确保了公司稳固的市场领导地位。大股东中材股份参股祁连山后，公司进军甘青市场的前景预期也将得以改善。公司产能扩张正处于启动阶段，预计 2011 年产能将是目前规模的三倍左右。公司主导宁夏市场，因此在成本方面上的削减也将有效转化为利润。公司限售股将陆续与 2009、2010 年的 8 月份解禁，但全部为控股股东宁夏建材集团持有，不会带来市场压力。保守估计公司 09～11 年 EPS 分别为 1.85、2.32、2.48 元，目标价 33.30～40.70 元，维持买入评级。

**华新水泥：6 月 19 日收盘价 22.63 元。**公司 2008 年毛利率仅 20%左右，低于多数水泥上市公司，因此在行业景气好转时拥有更大的业绩弹性。公司借鉴 Holcim 经验，在下游混凝土产业链整合方面走在行业前列。公司 2009 年计划通过以非公开发行 A 股筹资不超过 40 亿元（价格不低于 20.73 元/股）用于多条水泥生产线建设和余热发电项目，公司大股东按持股比例全额参与认购。预计公司 09～11 年 EPS 分别为 1.37、1.78、2.10 元，目标价 24.66～30.14 元，上调为增持评级。

## 食品饮料行业：增长值得期待，估值已然不低

2009 年国际金融危机由外向内传递，已在一定程度上影响到居民消费支出的增长：1-4 月社会消费品零售总额增速为 15%，同比放慢 6 个百分点；反映消费者信心的系列指数受到一定程度的打击和抑制，均处于 2006 年以来的最低点。结构上分析，我们认为：相对高档消费品，普通大众消费品受影响较小；公务消费和商务消费将受到较大的影响，而个人消费受影响程度相对有限。大众消费品受益于成本下降和需求刚性，业绩将有较好的增长。从较长的时期来看，我们认为由于中国发展中国家的特征和人口红利的存在使得未来 20 年大众消费品仍能维持较高的增长速度。由于行业目前整体市盈率约为 30 倍左右，基本已到位，给与行业整体“中性：投资评级。重点子行业面临不同投资机会，分别来看：

（1）由于预计到啤酒、乳制品制造、肉制品制造等大众消费品行业今年下半年可能的业绩增长，给与行业“增持”的评级。

（2）葡萄酒行业收到危机冲击影响相对较大，考虑到其广袤的市场前景和长期投资价值，给与“增持”投资评级

（3）高档白酒消费的复苏有赖于经济的回暖。上市公司业绩的改善尚待观察。给与行业“中性”投资评级

**燕京啤酒（000729）：6 月 19 日收盘价 15.07 元。**我国三大啤酒生产和制造商之一，目前产量已达到 550 万千升。2008 年奥运会使得公司品牌价值迅速提升：今年前 4 月销量同比增长 14%，远高于去年同期,也高于行业平均不到 6%的销售增速，预计今年全年销售收入增量达 12%以上。2008 年公司定向增发 1.1 亿股，募资 11.09 亿元进行生产线新建和扩建。公司在全国布局已经基本完成.除了巩固传统的 5 大优势区域之外,公司积极拓展两广、两湖和浙江江苏地区。新进市场增长明显，同时产能扩建和布局的基本完成，有利于公司各项费用率逐步下降，进一步贡献收益。

2009 年 12 月 15 日，公司将有 2170 万股非流通股上市流通。预计公司 2009 年和 2010 年每股收益达到 0.58 元和 0.62 元,给与“增持”的投资评级.

**ST 伊利（600887）：6 月 19 日收盘价 15.18 元。**公司为我国规模最大的乳制品生产企业之一，2008 年销售收入已达到 200 亿元。随着集中度提高，2008 年毛利率达到 26.8%，同比上升 0.9 个百分点。前三季度销售收入增长近 30%。2008 年四季度由于受到三聚氰胺事件影响，销量大幅下降；奶品回收销毁增加；同时为支持奥运进行了大量广告和销售支出，2008 年末出现 6 亿元巨额亏损。从 2009 年一季度影响来看，行业销售恢复形势较好。伊利奶制品销售量已恢复至危机前的 80%以上。2009 年一季度企业毛利率达到 35.04%，同比上升了 8.1 个百分点；主营业务利润率达到 2.63%，同比上升了 1.3 个百分点。

2009 年下半年公司无限售股上市流通。预计 2009 年和 2010 年公司的销售收入增速将不低于 15%和 10%。预测 2009 年和 2010 年公司每股收益达到 0.58 元和 0.68 元，未来 6 个月目标价位 17 元，维持“增持”评级。

**双汇发展（000895）：6 月 19 日收盘价 37.08 元。**公司 2009 年一季度销售收入为 61.57 亿元,同比下降了 6.7%,净利润达到 1.74 亿元,同比增长 28.7%.一季度毛利率同比上升 4.6 个百分点至 11.9%.由于猪肉价格分别占到高低温肉制品成本的 60%和 40%,猪价下降应是影响销售收入减少和净利润增长的主要因素。由于肉制品加工具有一定的技术壁垒,双汇在行业中具有垄断地位,公司一向具有相对较强的定价能力(2008 年以来,其低温和高温肉制品平均价格水平均有提升）。公司 2009 年的销售亮点：公司发展目标上提出“保增长、保增量”两大目标；发展战略上突出“两大创利数据模型(258 原则和 215 工程)”；二季度起,销售增量已经比较明显,加之成本的大幅下降,预计今年业绩增长将有较大的提升。

2009 年下半年公司无限售股上市流通预计 2009 年和 2010 年公司每股收益将达到 1.42 元和 1.78 元,考虑到未来集团的资产注入预期，6 个月目标价位为 40 元,给与“买入”评级。

**张裕（000869）：6 月 19 日收盘价 55.43 元。**我国最大的生产中高档葡萄酒的上市公司.公司产能达到 14 万吨,葡萄种植面积达到 12 万亩.2008 年公司销售收入达到 34.53 亿元,归属于母公司股东的净利润为 8.95 亿元,净利润同比增长 40.75%,且占葡萄酒行业净利润的 50%以上。公司下半年关注点有四点：（1）解百衲官司若顺利结束,公司将独享”解百衲”商标权,提高公司知名度。（2）渠道建设上,张裕公司采用三级代理制度:建立了 38 个销售

公司，布点 350 个销售网点，精细化程度非常高，对终端的控制力很强。销售渠道上：在烟台本地和上海\威海等地区，主要通过销售网点直达终端；在其他地区通过 3900 个经销商达到零售终端。（3）公司四大酒庄相继建成并投入经营，关注后续经营成果。（4）管理层上，我们认为张裕公司的股东结构是酒类行业中最具有激励性的，控股股东的利益与广大小股东的利益保持了一致。

2009 年下半年公司无限售股上市流通预计公司 2009 年和 2010 年每股收益将达到 1.90 元和 2.47 元.考虑到行业具有极大的长期投资价值，给与“增持”评级。

**销售经理：卞祺**
**电话：010-62294624**
**电子邮箱：bianqi@ehongyuan. com.cn**

**免责条款：**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

| 宏源证券评级说明 | 类别 | 评级 | 定义 |
|---|---|---|---|
| 投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6-12 个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。 | 公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上 |
| | | 增持 | 未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%-+15% |
| | | 持有 | 未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%-+5% |
| | | 减持 | 未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上 |
| | | 中性 | 未来 6-12 个月与上证综指偏离-5％～+5％ |
| | | 减持 | 未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上 |