



通胀预期升温 把握结构性投资机会

——2009年下半年投资策略报告

【投资要点】

宏观分析：在投资拉动和充裕的流动性保障下，GDP保8的可能性很大。下半年我们认为投资高增长态势仍将延续。内需刺激将会继续，消费增长预期稳定；出口恶化将逐渐竭止，对经济拖累逐步减弱；宽松的货币政策将继续，今年央行不太可能过于收紧流动性，下半年在货币政策上更多的采用市场化微调措施。但政策转向预期与通胀预期将成正比；下半年CPI有望由负转正，PPI去年8月份为最高值，翘尾因素导致8月份左右见底，我国历次通货膨胀的形成与货币供应量的快速增长密切相关，通胀预期会继续升温，可能刺激食品价格的反弹、大宗商品价格的回升。

市场态势与投资机会：大盘经过上半年大幅攀升，估值水平已经合理，并反映了投资者对于经济复苏的乐观预期，市场未来的上涨动力仍依赖于充足的流动性和上市公司业绩的明显改善，下半年市场仍有上行区间，但冲高后震荡将会加剧。我们认为，下半年上证综指运行区间为2400-3600点。市场超额回报将主要来自于流动性泛滥引起的资产价格的上升，和国内投资拉动和需求刺激所引致相关行业业绩向上的快速修正等结构性机会，以及其他一些主题性投资热点。

投资机会与策略：下半年的投资主线将遵循以下几方面：一是直接受益于投资拉动以及内需刺激的行业，如钢铁、建筑建材。二是在经济不断复苏的前提下，配置具有攻击性的周期性行业、抗通胀板块，如地产。三是具有估值优势和业绩改善预期的行业，如金融服务业。四是适时参与主题性投资机会。在相关行业中，选择未来业绩提升快速的公司进行重点投资。

行业配置：下半年超配以下行业：房地产、金融服务、建筑建材、黑色金属行业。

齐鲁证券有限公司
研究所

Tel: (8621) 58208341
Fax: (8621) 58318543
Email:
research@qlzq.com.cn



目 录

一、宏观经济分析与下半年展望	- 3 -
(一) 国外主要经济体的运行态势	- 3 -
1. 透视美国经济运行现状	- 3 -
2. 欧元区和日本经济分析	- 7 -
3. 新兴市场国家经济状况	- 8 -
(二) 国内经济运行分析	- 9 -
1. 财政政策效果明显，固定资产投资成拉动经济增长主力	- 10 -
2. 货币政策宽松，充裕的流动性润滑实体经济运行	- 13 -
3. 消费增长平稳，汽车消费在启动内需中占主导	- 13 -
4. 出口依然低迷，等待国外经济回暖	- 15 -
(三) 下半年我国经济形势展望	- 15 -
1. 宏观经济将保持向上态势	- 15 -
2. 宽松货币政策基调有望维持	- 16 -
3. 流动性过剩或引发通胀预期加速升温	- 17 -
4. 主要宏观经济数据预测	- 17 -
二、证券市场分析 with 下半年走势	- 18 -
(一) 市场表现与估值水平	- 18 -
(二) 市场流动性分析	- 21 -
(三) 市场交投活跃，投资者热情不减	- 23 -
(四) 投资者行为习惯已发生较大转变——羊群行为实证分析	- 24 -
(五) 市场可能面临的风险	- 26 -
(六) 下半年证券市场走势	- 28 -
三、下半年投资策略	- 29 -
(一) 投资主线与逻辑	- 29 -
(二) 基于宏观经济周期的资产配置策略	- 30 -
(三) 投资机会与行业选择	- 32 -
1. 行业估值与盈利增长分析	- 32 -
2. 经济复苏和通胀预期下的行业选择	- 34 -
(1) 选择投资拉动或者内需刺激带来盈利提升的行业	- 34 -
(2) 坚定持有低估值与高业绩增长行业	- 35 -
(3) 阶段性介入受益通胀预期的周期性行业	- 35 -
(4) 基于景气度预期进行行业选择	- 36 -
(5) 适时参与主题性投资机会	- 37 -
(四) 下半年行业配置与重点个股	- 39 -
1. 行业配置	- 39 -
2. 重点个股	- 40 -



一、宏观经济分析与下半年展望

下半年世界经济形势将比上半年有所改善，但从全年来看，大的经济体如美国、欧盟、日本仍然处于衰退期，尚未走出严峻的经济形势。美国的金融已趋于稳定，短期内不可能出现大的反弹，欧洲的情况比美国糟糕，目前经济恢复的速度比较缓慢，但仍比预计的要好。日本经济目前出现了触底之后的相对反弹，但这并不等于复苏。我国经济受益于08年年底以来国家实行的积极的财政政策和适度宽松的货币政策，呈现启稳回暖的态势。但由于宏观政策对经济所带来的结构性效应以及其他原因，造成目前经济结构不均衡，经济结构调整任重道远。

（一）国外主要经济体的运行态势

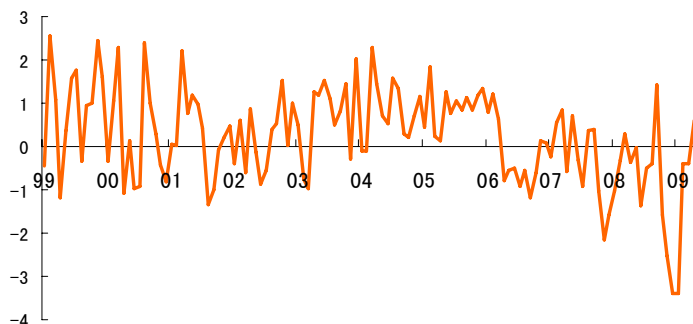
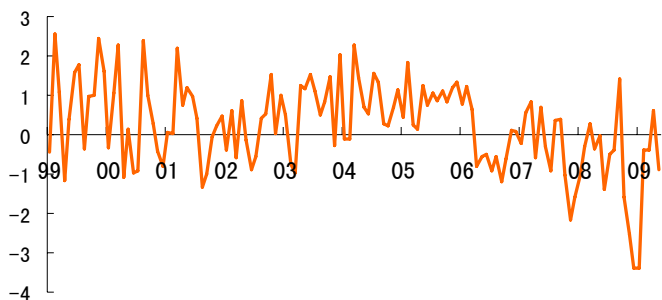
1. 透视美国经济运行现状

美国今年1季度数据显示经济复苏的迹象已经浮现，住房销量和价格下跌的趋势已经放缓，失业人数仍创新高，但增速已明显下降，制造业活动指标已经上扬，消费者信心正在逐渐回升，金融市场已经持稳。数据显示，美国经济有望在第三或者第四季度重回增长的轨道。

从房地产市场的情况来看，美国房地产市场经过三年半的下跌后，终于出现触底的迹象，上半年出现明显的反弹。

图 1：美国建筑开支月环比

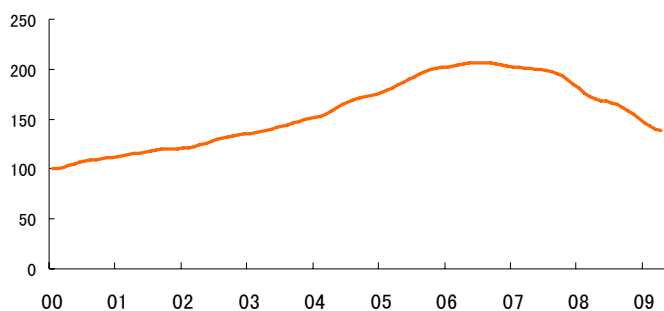
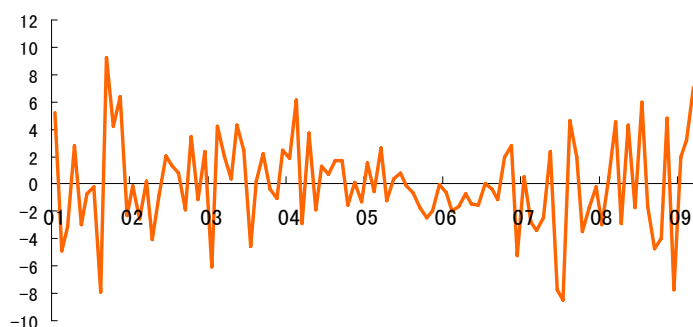
图 2：美国住宅开支月环比



数据来源：BLOOMBERG, 齐鲁证券研究所



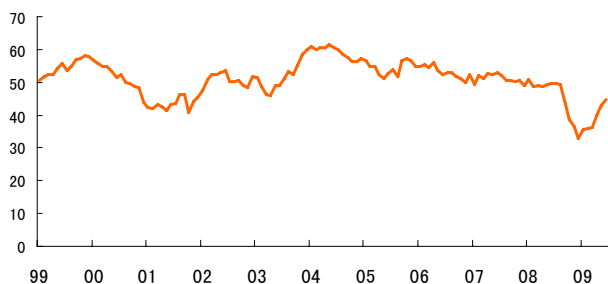
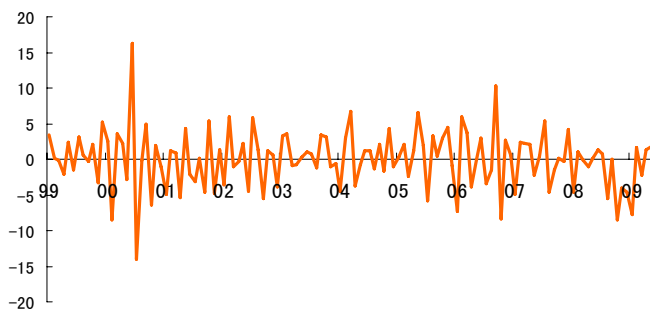
我们认为这轮反弹主要是受政府救助措施的推动,表现出住宅销售止跌反弹,市场交易量增加,以及建筑开支回升,但受政策拉动的购房需求缺乏可持续性,同时住宅现有存量处于较高的水平,大量房产面临止赎压力,这将延续美国房产市场供求失衡的局面。

图 3: 美国住宅价格指数

图 4: 美国住宅销售量


数据来源: BLOOMBERG, 齐鲁证券研究所

从长期看制约房价回升的因素是需求的不振,而从中期来看制约房价稳定的因素应当是金融机构与房贷相关坏账的处理问题。考虑到次贷市场的负面影响消除需要一段时间,我们认为房屋市场出现较为明显的积极迹象的时点应是在今年年底或者更有可能在明年。

制造业活动指标的表现超出预期。1-5月,耐用消费品订单已经出现增长,制造业库存已经触底回升,企业去库存化已基本结束,新订单情况正在改善,企业生产逐步恢复。

图 5: 美国制造业新订单

图 6: 美国耐用消费品订单




数据来源: BLOOMBERG, 齐鲁证券研究所

图 7: 美国制造业库存

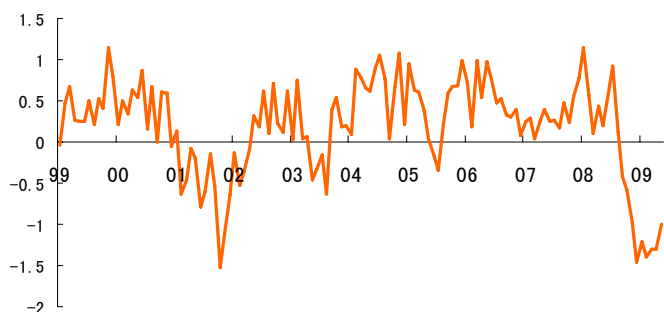
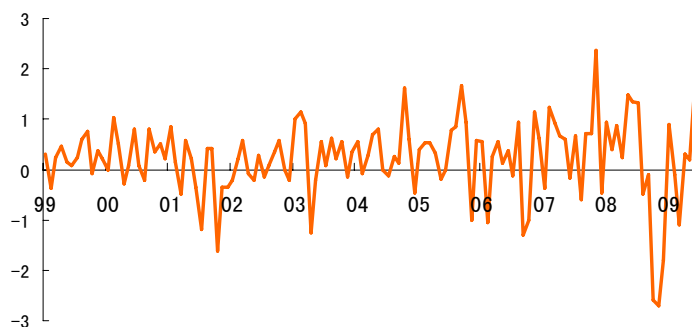


图 8: 美国住宅销售量



数据来源: BLOOMBERG, 齐鲁证券研究所

消费支出和消费者信心的关键指标都超过预期, 消费者信心已经回升至去年9月份以前的水平。密歇根消费者信心指数和个人消费支出指数都出现了显著的增幅。

图 9: 美国密歇根消费者信心指数

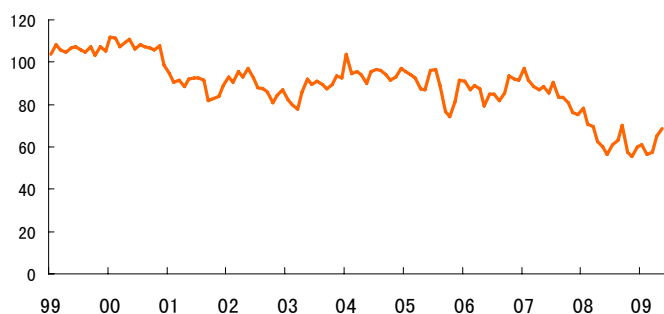
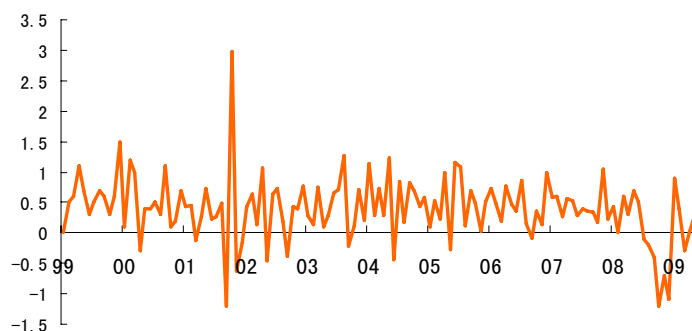


图 10: 美国个人消费支出



数据来源: BLOOMBERG, 齐鲁证券研究所

劳动力市场表现相对落后, 但出现了一些改善迹象。首次申请失业救济人数目前为止出现小幅下滑, 而领取失业救济的工人的数量已经开



始下降；市场普遍认同劳动力市场数据是滞后指标，这次很可能类似前两次经济衰退时那样，在就业未能好转的情况下出现经济复苏。例如，美国的上一轮经济衰退于2001年11月时就已结束，但直到2003年中期美国的失业率还在上扬。

图 11：美国失业率

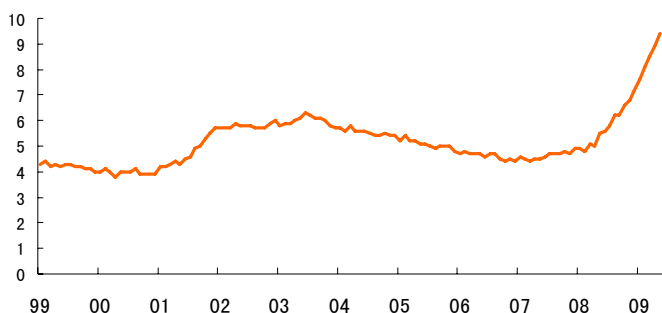
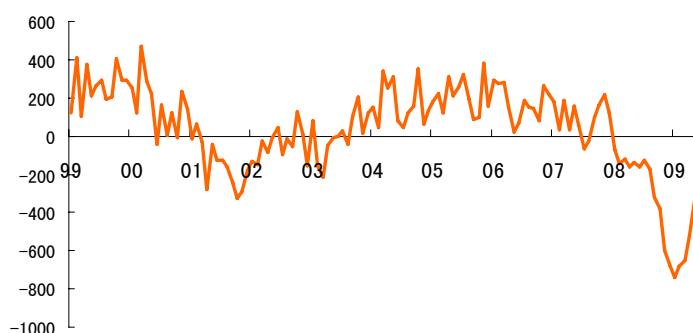


图 12：美国非农就业人口



数据来源：BLOOMBERG, 齐鲁证券研究所

图 13：美国持续领取失业救济人数

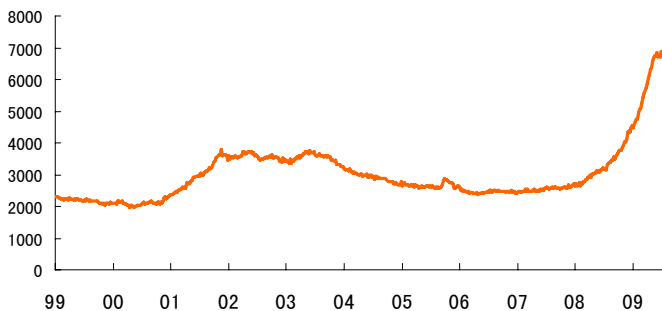
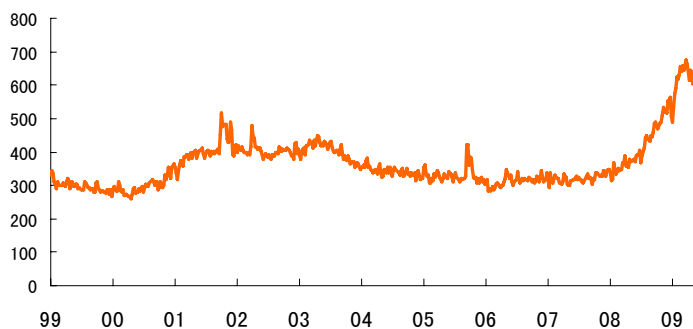


图 14：美国首次申请失业人数



数据来源：BLOOMBERG, 齐鲁证券研究所

以上结果预示美国实际GDP处于或接近谷底，美国经济有望在第三或者第四季度重回增长的轨道。

预计美联储仍将保持货币宽松政策。美国失业率居高不下，产能利



用率低位徘徊，意味着近期通货膨胀的风险非常低。长期来看，情况可能不一样，因为大规模的货币刺激政策最终将促进新兴市场的成长，从而对油价和商品价格造成显著的上涨压力。但是短期而言，量化宽松政策最有可能产生的影响将是促进股票和信贷市场复苏。

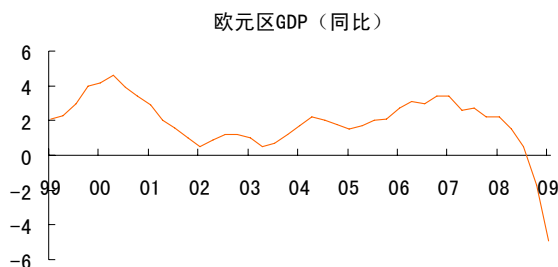
2. 欧元区和日本经济分析

欧盟统计数字显示，今年欧元区一季度经济环比下降2.5%，是自欧元区1999年成立以来的最大季度降幅。至此，欧元区经济已连续四个季度出现负增长，这表明欧元区经济衰退程度加深。

在欧元区16国中，德国、法国、意大利、西班牙和荷兰的国内生产总值（GDP）第一季度都出现了前所未有的降幅。第一大经济体德国第一季度经济环比下滑了3.8%，为1970年有统计以来的最大降幅；法国、意大利、西班牙和荷兰的经济则分别下滑了1.2%、2.4%、1.8%和2.8%。

出口、投资和消费是拉动欧盟经济增长三大引擎，而席卷全球的金融危机使世界贸易萎缩，严重影响了欧盟的出口；同时，金融领域出现的信贷危机大大影响了企业投资，因为欧盟企业的融资方式四分之三依靠银行，欧盟对出口、欧盟企业对银行的依赖程度都高于美国，这也是欧盟经济衰退程度远比美国严重的缘由；此外，欧盟失业率激增、国民收入减少使消费者不得不捂紧钱袋，这些都是导致欧元区经济陷入深度衰退的因素。

图 15：欧元区 GDP



数据来源：BLOOMBERG, 齐鲁证券研究所

今年第一季度可能是欧元区经济最“黑暗”的时刻，这是因为，金融危机对实体经济的影响在第一季度已经显现，而欧盟及其成员国去年



底推出的庞大经济刺激计划的实施效果还没有完全体现出来，刺激经济的一些具体措施还没有得到落实。随着时间的推移，欧盟的经济刺激计划和欧洲中央银行宽松的货币政策在遏制衰退方面的作用将逐渐显现。

日本方面，去年9月份金融危机全面爆发后，欧美经济迅速衰退，需求急剧下滑。受此影响，日本出口大幅减少，企业收益恶化，设备投资和个人消费急剧下降。内外需同时不振导致日本经济陷入深度衰退，去年第四季度和今年第一季度国内生产总值按年率计算分别下滑13.5%和14.2%，降幅连续刷新战后纪录且大大超过欧美其他发达经济体。

今年第二季度，随着各国政府经济刺激计划开始初见成效、企业库存调整有所进展以及日本政府出台了节能家电环保积分和环保车补助等措施，内外需求均出现回升。日本的工矿业生产指数从3月份开始连续3个月上升，出口也出现下滑趋缓的迹象。日本政府和部分专家学者认为日本经济已在第一季度触底。

从日本内阁府公布的数据看，外需不振引起的日本企业业绩恶化、失业率上升、收入下降对国内消费产生了重大影响，占国内生产总值近六成的个人消费及设备投资、住宅投资均出现较大幅度的下降。由此可见，外需仍是决定日本经济走向的关键因素，如果无法提振外需，内需也不可能真正恢复。

外需方面，日本的主要出口市场是美国、欧洲和中国，这些市场需求反弹是日本经济能够顺利复苏的关键所在。目前最乐观的估计是美国经济可能在今年第三季度以后开始复苏，而欧洲经济的复苏可能还要晚于美国。不难预测，日本的外需乃至整体经济的恢复很可能在此之后。

由于日本经济对外依存度高的结构性问题，日本经济复苏将经历一个曲折缓慢的过程，不会在触底后迅速反弹。

3. 新兴市场国家经济状况

中国、印度和巴西为首的新兴市场国家，在金融危机中表现出了较强的生命力。在欧美经济依然深陷经济泥潭的时候，从数据上看，新兴市场已经先行一步，表现出了较为明显的复苏迹象。瑞士银行新兴市场经济学家Jonathan Anderson在研究报告中指出，“在金融危机的冲击下，新兴市场依然和欧美经济体保持了脱钩。”他随后解释了他的“脱钩”定义，即新兴市场的经济增长和工业产出增长都较大幅度地高出欧



美国国家。

而当前，以中国、印度和巴西为首的新兴市场的工业产出依然高出了欧美国家超过10个百分点，我们有理由相信新兴市场将早于欧美国家走出金融危机，尤其是中国，可能在有望率先走上经济复苏上升通道。

二季度商业和消费者信心逐步上升，全球产出的下跌速度开始减缓。我们预期发达国家的实际GDP将于第3季转负为正，然后在第4季保持在正增长的水平。全球央行将继续采取宽松的货币政策和非常规措施。新兴市场国家在政府强有力的刺激措施下，将首先走出经济衰退的泥潭。

（二）国内经济运行分析

为了“保经济增长、扩大内需、调整结构”，国家出台了一系列的反周期宏观调控政策。扩张性的财政政策主要有以下几个方面：一是增加财政投资对经济增长的支持力度，主要是通过增发国债和地方建设债等方式增加政府投资。政府通过4万亿资金投向交通、城乡电网和灾后重建等领域，这对于在短期内拉动经济增长具有立竿见影的作用。二是通过7000亿安居工程，增加对低收入家庭的住房补贴。三是家电、机动车补贴政策和以旧换新政策，促进消费。四是实施增值税转型，减轻企业负担。在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革，鼓励企业技术改造，减轻企业负担1200亿元。五是8次提高出口退税。适度宽松的货币政策主要有以下几个方面：2008年9月16日以来，央行连续四次降息、三次下调存款准备金率。缩减乃至停止部分期限央票发行数量，通过公开操作向市场注入流动性。目前货币供应量持续回升，新增加贷款快速增长。

在“双宽松”政策的刺激下，目前我国经济出现了企稳复苏的发展趋势。一季度GDP增速为6.1%，二季度GDP增速为7.9%；1至5月份，全国规模以上工业企业增加值同比增长6.3%，其中5月份同比增长8.9%，比上月加快1.6个百分点；1至5月份，城镇固定资产投资53520亿元，同比增长32.9%，高增长主要源于国家拉动经济增长的4万亿投资计划和宽松货币政策环境下的信贷规模的快速增长；今年前5个月，社会消费品零售总额累计同比增长15.0%，其中，5月份当月社会消费品零售总额10028亿元，同比增长15.2%；PMI自去年11月份见底，今年3、4、5连续三个月在临界点50%以上。从各项宏观指标来看，虽然部分指标尚处于低位运行，但从整体上我国经济正走出低谷，呈现向好势头。



1. 财政政策效果明显，固定资产投资成拉动经济增长主力

国家推出四万亿投资计划等扩张性财政政策刺激方案，旨在通过政府直接投资进而带动民间投资的方式，扩大投资需求，填补净出口下降形成的缺口，保持经济增长。但毕竟是政府主导的行为，投资主体主要是中央和地方政府，形成的需求主要是投资需要，对位于产业链上游、中游的行业影响较大、较直接。通过产业链的传导，投资需求也会逐渐渗透到其他相关部门和产业中去，部分转化为消费需求，因而在两年甚至更长的时间对GDP的贡献将会持续体现。

统计数据显示，1-5 月份，城镇固定资产投资 53520 亿元，同比增长 32.9%。其中，国有及国有控股完成投资 23055 亿元，增长 40.6%；房地产开发完成投资 10165 亿元，增长 6.8%。

通过对统计数据进行分析，我们可以发现，今年前 5 个月份固定资产投资呈现以下特点：

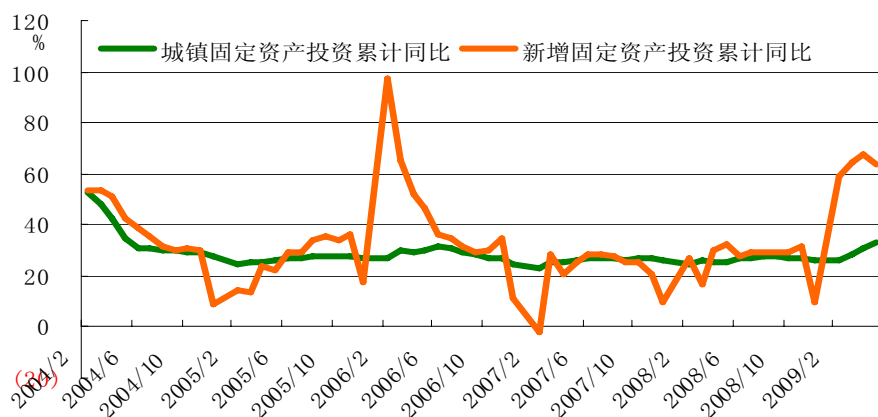
(1) 投资增速逐月加快。今年前 5 个月，我国城镇固定资产投资达到 5 年来最高增速，仅次于 2004 年 1 月至 5 月的 34.8%。投资高增长主要源于国家拉动经济增长的 4 万亿投资计划和适度宽松货币政策环境下的信贷规模的快速增长。

表 1：中央扩大内需 4 万亿元投资投向构成

重 点 投 向	资金测算(亿元)
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	4000
农村水电路气房等民生工程和基础设施	3700
铁路、公路等重大基建和城市电网改造	15000
医疗卫生、教育文化等社会事业发展	1500
节能减排和生态建设工程	2100
自主创新和产业结构调整	3700
汶川地震灾后恢复重建	10000

资料来源：国家发改委

在年初几个月天量新增信贷的推动下，5 月份的固定资产投资呈现出加速度的特点。今年前 5 个月的固定资产投资比前 4 个月加快 2.4 个百分点；5 月份当月的投资增速更是达到同比增长 38.7%，如果考虑到投资品价格的下降因素，实际投资增长将在 40%以上。


图 16：固定资产投资重现快速增长势头


数据来源：WIND，国家统计局

(2) 房地产投资呈加快发展趋势。1-5 月份，房地产开发完成投资 10165 亿元，增长 6.8%，比前 4 个月加快 1.9 个百分点。房地产开发投资在 2008 年高基数的基础上同比增长 6.8%，单月同比增速更是达到 12.0%。房地产投资的快速增长得益于今年春节以后房地产市场的暖春行情，更受益于央行适度宽松的货币政策。特别是由于货币供应量的天量增长导致社会公众有强烈的通货膨胀预期；在股市跌宕起伏、大起大落面前，投资性买房成为社会公众出于保值需求的最主要选择。

我们预计，以政府投资为主导的基建投资和通胀预期形成的房地产投资的回暖将带动下半年实际投资增速进一步攀升至 40% 左右。

(3) 国有及国有控股投资依然是固定资产投资的主要增长动力。

从企业类型看，国有及国有控股投资是投资增长的绝对主力。1-5 月份，内资企业投资增长 36.8%，增速较 1-4 月份提高 2.2 个百分点；港澳台资企业和外商投资企业投资增速分别为 -0.3% 和 1.9%，明显低于内资企业。明显大大落后于内资企业。从行业看，4 万亿元刺激计划明显提速铁路运输业的投资，其增幅明显超过其他行业。1-5 月份，铁路运输业投资 1338 亿元，增长 110.9%。投资增长较快行业还包括煤炭开采及洗选业、非金属矿采选、制品业和有色金属矿采选、冶炼及压延加工业等。



图 17: 中央政府投资带动作用明显

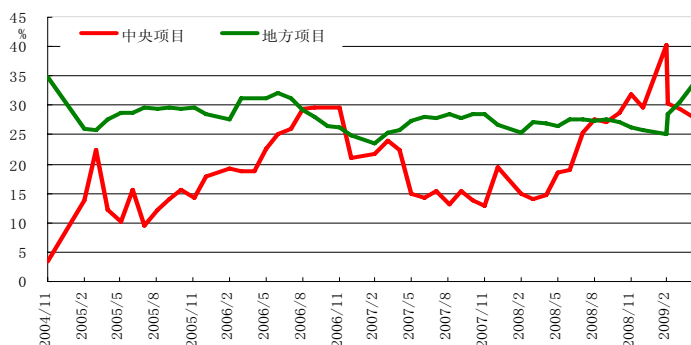
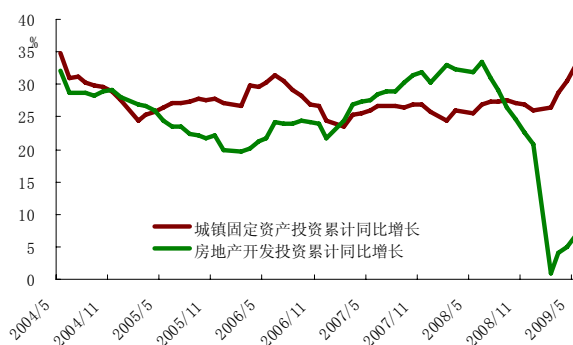


图 18: 房地产投资底部出现, 开始强劲反弹



数据来源: WIND, 国家统计局

从项目隶属关系看, 中央项目投资 4734 亿元, 同比增长 28%; 地方项目投资 48786 亿元, 增长 33.4%。为解决地方资金配套问题, 5 月 27 日国务院决定调整固定资产投资项目资本金比例。其中, 铁路、公路、城市轨道交通等交通项目最低资本金比例由 35% 调至 25%, 房地产开发项目 (不含保障性住房和普通商品住房项目) 最低资本金比例由 35% 调至 30%。调低资本金比例等于调高资金使用杠杆, 会促进下半年整体投资。

图 19: 新开工项目增长迅猛预示着后续投资保持高位

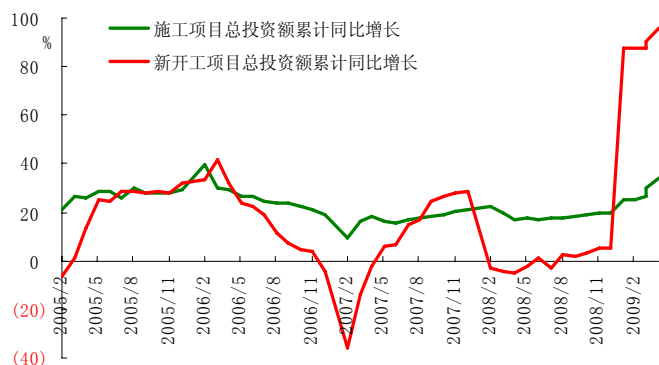
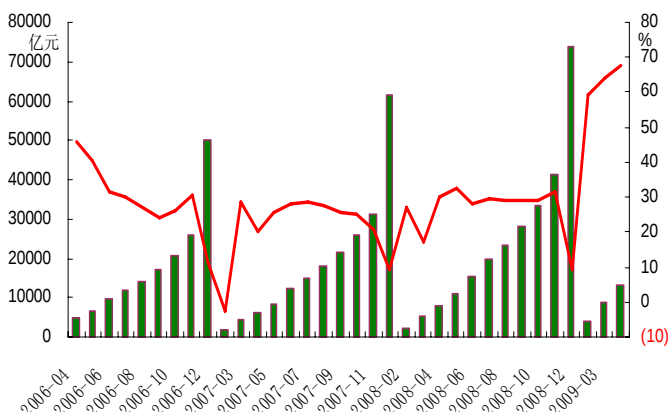


图 20: 新增固定资产投资增速强劲



数据来源: WIND, 国家统计局

(4) 后续投资动力将持续强劲。目前, 施工项目计划投资额和新开工项目计划投资额增速亦处高位。1-5 月份, 施工项目计划总投资 275837 亿元, 同比增长 33.8%; 新开工项目计划总投资 53300 亿元,



同比增长 95.9%。今年下半年，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，因此投资的强劲增长势头还会维持较长的一段时间，并且今后几个月仍有继续走高的可能，全年投资增长会维持高水平。

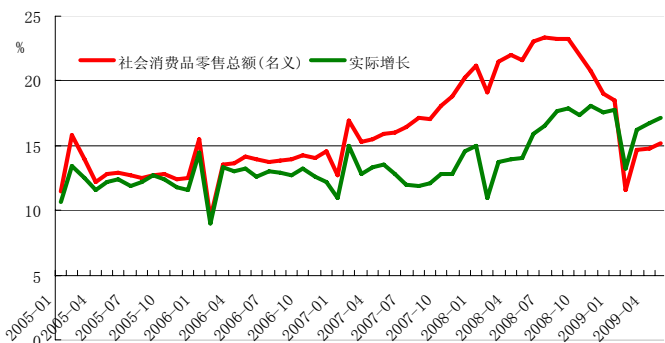
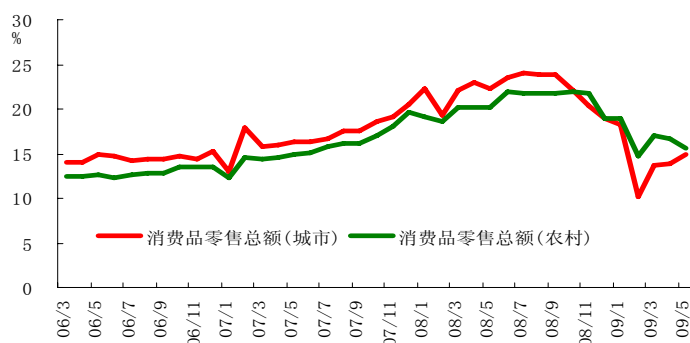
2. 货币政策宽松，充裕的流动性润滑实体经济运行

08年9月份以来央行5次降低存款准备金率和存贷款基准利率，信贷投放量爆发式增长，货币供应量从低位快速反弹，M1同比增速由1月份的6.68%增加到5月份的18.69%，同期M2同比增速由18.79%增加到25.74%，前5个月新增信贷规模已达5.84万亿元，超过去年全年水平。新增的信贷规模中，一部分为政府投资形成的中长期信贷，一部分为短期信贷和票据融资（信贷流向数据）。新增信贷中有一部分直接注入到其他实体经济中去，对微观主体的生产恢复和扩大生产起到重要作用，特别是对在从紧的货币政策下导致的资金极其短期的企业来说，无异于为奄奄一息的病人注入新鲜血液，增强了企业活力，润滑微观主体经济运行。

但由于目前经济结构不均衡特征明显，存在冷热不均的局面，过多的流动性一时无法全部由实体经济消化，一部分资金流入楼市和股市中，导致这些领域泡沫化抬头，并引发人们对未来通胀的预期，不利于经济长期稳定健康发展。3、4、5月份全国房屋销售价格指数环比分别上涨0.2、0.4、0.6个百分点，呈逐月加速趋势。上证综指上半年上涨62.53%，市盈率达25倍以上。

3. 消费增长平稳，汽车消费在启动内需中占主导

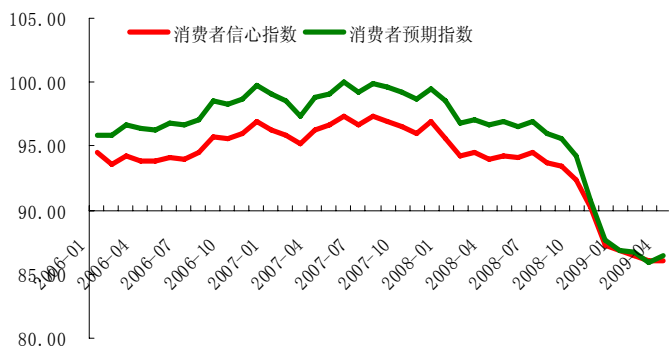
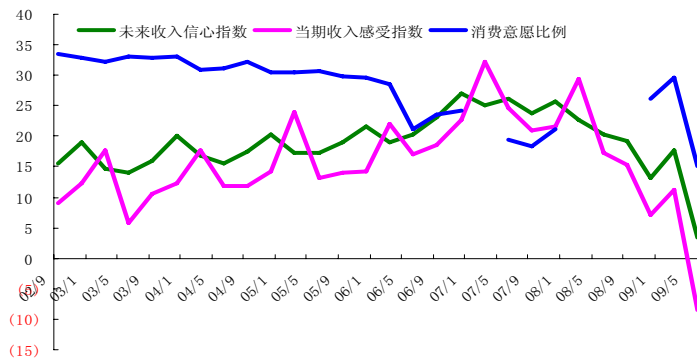
今年前5个月，社会消费品零售总额累计同比增长15.0%，其中，5月份当月社会消费品零售总额10028亿元，同比增长15.2%。考虑到价格负增长因素，今年前5个月消费品零售额的实际同比增速在16%以上，为多年来较高水平。


图 21: 与前几年相比较国内消费增长较快

图 22: 受惠于扩大内需政策拉动, 农村消费增长快于城市


数据来源: WIND, 国家统计局

消费品零售额的较快增长过程中, 汽车消费起主导作用, 汽车下乡政策和马上实施的以旧换新政策有利提升汽车销售水平: 汽车下乡政策主要是通过财政补贴方式提高农村购买力水平, 刺激农村消费市场, 这有助于消化企业库存, 盘活资金, 为企业的发展甩掉包袱, 有利于企业长远发展; 以旧换新政策促进居民淘汰技术落后、能耗高的旧产品, 提升汽车产销水平。另外, 固定资产投资增速的加快增加了对重卡等汽车的购买, 有利于重卡行业的复苏。1到5月份, 汽车产销483.77万辆和495.68万辆, 同比增长11.10%和14.29%, 累计产销增幅均高于10个百分点, 结束了去年下半年以来的低增长局面, 其中乘用车产销352.03万辆和366.09万辆, 同比增长15.61%和21.20%; 商用车产销131.74万辆和129.59万辆, 生产同比增长0.62%, 销量下降1.56%。尽管商用车情况还十分艰难, 但乘用车产销增速高于行业总体增速4.51和6.91个百分点, 继续成为拉动行业发展的主力。

但国内消费增长的可持续性令人担忧, 对经济增长的影响有限。一是当前的消费主要是对汽车、住房装修等的消费, 具有一定的刚性特征, 并且主要是在减税等相关优惠政策出台后的集中消费需求释放, 难以长期维持较高增长; 二是经济走势目前尚不明朗, 居民对未来普遍持谨慎预期, 因而, 减少当期消费就是一个正常的选择; 三是现有保障体系不会改变居民的消费倾向, 因而在消费边际变化不大、收入预期不高的情况下, 消费需求的增长速度有限。


图 23：消费者对未来信心和预期下降

图 24：居民收入预期和消费意愿持续下降


数据来源：WIND，国家统计局

4. 出口依然低迷，等待国外经济回暖

上半年进出口形势持续低迷，受政府密集出台的出口退税政策、出口信贷政策等措施影响，出口大幅下滑的势头得到一定遏制，甚至环比出现改善迹象，净出口缓慢复苏。3、4、5连续三个月出口额在900亿美元左右，较2月份最低值648.9亿美元上涨38.9%；进口额连续三个月在750亿美元左右，较1月份最低值513.4亿美元上涨46.6%。但总的来看，我国出口形势还不太乐观。一是目前部分商品的出口退税率已经提高到历史最高点的17%，因此政府未来继续通过这项措施刺激出口的政策空间不大；二是虽然世界经济下滑最严重的时刻可能已经过去，但仍会在底部徘徊、震荡一段时间，短期内不宜过分乐观。这主要依赖于世界经济复苏的进程。考虑到外贸形势的严峻性，我国宣布从6月1日起提高部分商品的出口退税率，从7月1日起取消或降低部分产品出口关税。这是中国自去年8月份以来第八次上调出口退税率。提高出口退税率是我国应对当前国内外复杂多变的经济形势所采取的措施，一定程度上有利于促进出口。

(三) 下半年我国经济形势展望

1. 宏观经济将保持向上态势

在投资拉动和充裕的流动性保障下，GDP保8的可能性很大。下半年



我们认为投资高增长态势仍将延续，主要原因为：一是地方政府投资会加速，从今年2月份到5月份，中央投资占全部投资的比重从10.4%下降到8.8%，地方投资占比从89.6%上升到91.2%。这主要是由于地方政府政绩考核和相互竞争的需要，对投资具有天然的热情，只要中央政府鼓励投资或放松投资管制，这种热情就会迅速释放。目前中央政府已实施了不少有利于地方政府扩大投资的措施，如下调基建项目及某些行业自有资金比例解决地方政府资金配套的问题；替地方政府发债解决投资资本金来源；出台区域规划创造投资热点等。可以预期下半年地方政府投资会保持较快增长。二是政府投资将带动民间投资，从投资主体看，1至5月份国有及国有控股投资同比增长40.6%，非国有投资同比增长27.7%，二者增速差缩减为12.9个百分点。这说明目前的高投资增速并非完全来自于政府，在经济向好预期下，民间资本将会加大投资力度。

在消费方面，近期政府一系列刺激消费需求的政策仍将发挥作用，但能否长期维持较高增长速度令人担忧。

在出口方面，中国51%的出口贸易针对欧美日三大发达经济体，考虑到香港转口贸易中很大一部分也是出口到欧美，实际上发达经济体在中国出口目的地份额中几乎占到60%，因此，外需要的恢复非常依赖于美、欧、日发达经济体的经济复苏进程。考虑到外部经济体的最坏时刻正在过去，下半年我国出口对经济增长的拖累将开始弱化。

综上所述，我们对下半年中国经济继续向好持谨慎乐观态度。

2. 适度宽松的货币政策基调有望维持

适度宽松的货币政策将继续。近期央行已意识到信贷增长过快以及由此产生的不利局面，采取了加大公开市场操作力度、恢复发行一年期央票等措施，适度收紧流动性。我们分析货币政策微调，并不代表货币政策将有大的变动，今年央行不太可能过于收紧流动性。一是因为目前经济尚未确定性走出低谷，经济持续向好的基础还不稳固，货币政策大的变动必然会影响经济发展。二是政策的滞后性，即使信贷过度投放，也需要先观察其结果，并根据结果进行决策，这需要一定时间。三是货币政策微调更具灵活性，见效快，并具有针对性。所以我们认为，下半年在货币政策上更多的采用市场化微调措施，适度宽松的货币政策基调不会改变。对于房地产市场和股市的调控，更有可能在其市场范围内进行政策调整，而不是通过涉及整个宏观经济的货币政策来调控。6月17



日的国务院常务会议也强调，中国经济运行正处在企稳回升的关键时期，要坚定不移地继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，这标志着“双宽松”政策在下半年将可能继续延续。

3. 流动性过剩或引发通胀预期加速升温

CPI有望由负转正，PPI去年8月份为最高值，翘尾因素导致8月份左右见底。历史经验表明，我国历次通货膨胀的形成与货币供应量的快速增长密切相关。一般而言，M2或M1领先于CPI6—12个月，如果货币政策不能及时地做出适度调整，相对于当期GDP增长较快的货币供应量必将引发通货膨胀。另外，食品价格的反弹、大宗商品价格的回升、逐步下滑的基数等都将推动CPI的上涨。

图 25：货币供应量与 8 个月后的 CPI

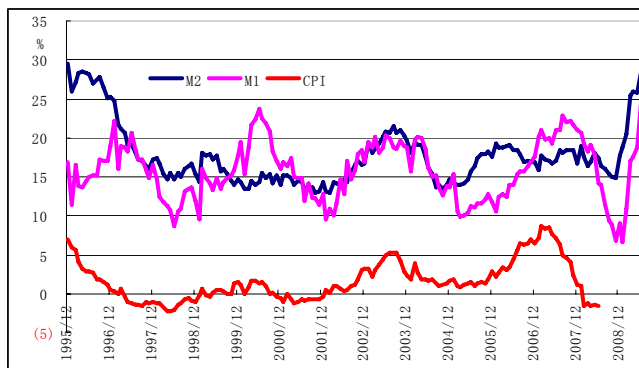
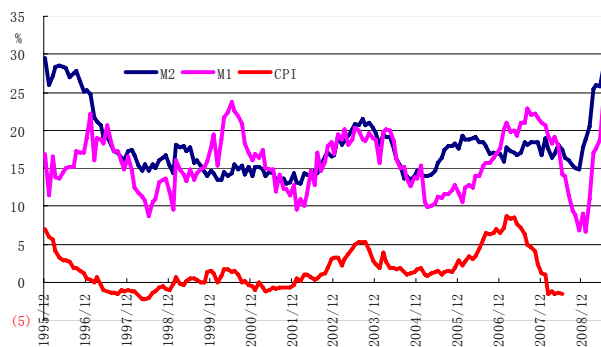


图 26：货币供应量与 12 个月后的 CPI



数据来源：WIND

4. 主要宏观经济数据预测

根据我们的分析，主要经济数据预测值如下。

表 2：主要经济数据预测

	2006	2007	2008 年	09 年 1 季度	2009 年
GDP 同比增长（%，下同）	11.6	13	9.0	6.1	8.1
出口增幅（累计）	27.2	25.75	17.2	-19.74	-18
进口增幅（累计）	20	20.8	18.5	-30.95	-20
货币供应量增幅(M2)	16.94	16.72	17.82	25.57	25
人民币各项贷款余额增幅	15.07	16.1	18.76	29.78	31
CPI（累计）	1.5	4.8	5.9	-0.6	-0.5
PPI（累计）	3.0	3.1	6.9	-4.6	-4.8





城镇固定资产投资（累计）	24.5	25.8	26.1	28.6	34.6
工业增加值（累计）	16.6	18.5	12.9	5.1	11
社会消费品零售总额（累计）	13.7	16.8	21.6	15	15.3
1年存款利率	2.52	4.14	2.25	2.25	2.25
1年贷款利率	6.12	7.47	5.31	5.31	5.31
贸易顺差（亿美元）	210	227	2955	185.27	--
外汇储备余额（万亿美元）	1.07	1.53	1.95	1.95	2

数据来源：国家统计局，红色为预测值。

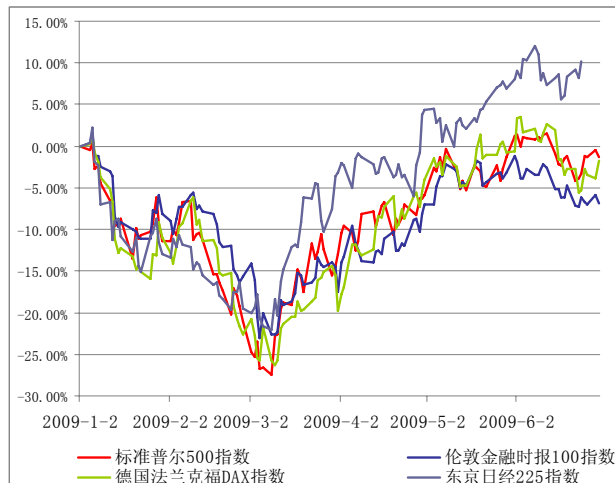
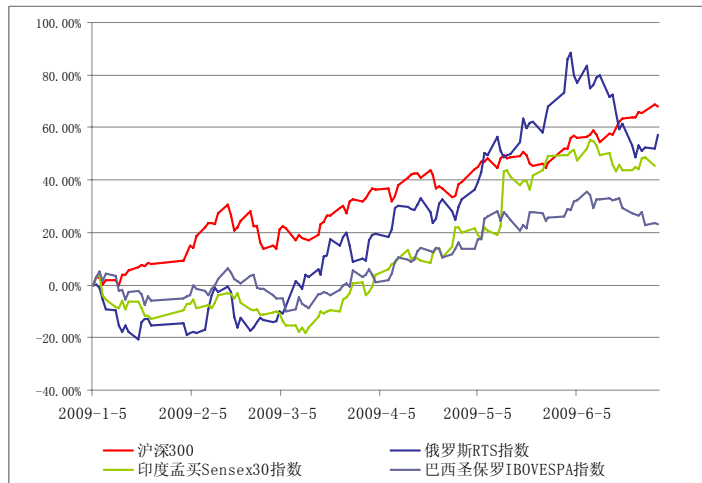
二、证券市场分析 with 下半年走势

上半年股票市场大涨主要源于政策面和流动性共同推动，随着指数的不断攀升，市场估值水平已经得到修正，目前市场估值水平合理，已经反映了投资者对经济复苏的乐观预期。下半年我国经济继续转好，预计流动性充裕的局面不出现过于明显的变化，宏观经济环境仍有利于推高市场估值重心，但IPO重启和创业板跟随推出的市场扩容，限售股解禁高峰来临和基金赎回压力，以及经济复苏进行中出现的一些波折，都可能形成在市场估值不断推高后向下修正的动力。未来市场估值向上抬高将依赖于经济复苏程度和企业业绩的明显改善；市场系统性风险主要来自于由通胀担忧而引发的货币政策发生转向和市场流动性收缩的预期升温。预计下半年股市冲高后将会有较大幅度的震荡。

（一）市场表现与估值水平

1. 全球股票市场表现

2008年9月份以来，发源于美国的次贷危机迅速升级为全球金融风暴并拖累实体经济出现急剧下滑，美、欧、日等主要经济体陷入全面衰退，新兴市场经济体增速显著放缓。2008年底开始，各国政府都大规模实施扩张性的财政政策和宽松的货币政策。在空前的财政货币政策的推动下，世界经济已经逐步起稳，预计美国经济在四季度将见底，而新兴市场国家有望逐步摆脱低迷，走上复苏之旅。上半年，在流动性和政府救助政策的推动下，全球股市在急跌后迎来一波大反弹。


图 27: 成熟市场指数表现

图 28: 新兴市场指数表现（金砖四国）


数据来源：WIND

以中国为首新兴市场，自年初以来，股市大幅反弹，上涨幅度远高于成熟国家，这主要是因为中国经济领先其他经济体 3-6 月见底。从上半年的低点算起，各国股市都有 20% 以上的涨幅。沪深 300 指数领先美国股市和其他新兴市场指数率先反弹，半年来获得近 68% 的收益。反弹的动力主要源于强劲政府投资、充足的流动性的推动。随着 H 股价的提升，也对国内股市起到推动作用。

2. 全球主要股票市场估值水平比较

投资者对经济前景悲观情绪的不断减退，对经济复苏的预期正在升温，加上各国央行释放了巨大的流动性，在政策面和流动性推动下，指数不断攀升，市场估值正不断得到修正。目前，A 股市场的估值已经高于成熟市场和其他新兴市场的估值水平。沪深 300 指数的 P/E 和 P/B 也高于近五年的均值。

表 3: 全球指数估值水平横向与纵向比较（五年）

国家指数	成熟市场					新兴市场(金砖四国)			
	美国 SPX	日本 N225	英国 FTSE	德国 GDAXI	香港 HSI	巴西 IBOVESPA	印度 Sensex30	俄罗斯 RTS	中国 HS300





半年收盘价	919.32	9958.44	4249.2	4808.64	18378.73	51465	14993.84	987.02	3166.47
上半年涨幅	-1.34%	10.12%	-6.85%	-3.31%	59.34%	27.88%	45.55%	57.46%	68.16%
当前 P/E	14.58	25.98	33.75	26.71	16.44	20.78	16.64	7.14	30.7
P/E 均值	16.47	20.36	15.21	15.15	13.82	11.52	17.37	7.65	25.23
P/E 最大值	19.48	29.9	34.47	29.18	21.19	22.05	24.8	13.34	52.42
P/E 最小值	10.09	10.2	6.91	9.53	6.76	6.81	8.83	2.59	11.1
当前 P/B	1.99	1.36	1.55	1.27	1.8	1.68	3.15	0.88	3.38
P/B 均值	2.64	1.75	2.16	1.63	2	1.58	3.85	1.25	3.27
P/B 最大值	3.06	2.3	2.67	2.08	3.31	2.54	6.29	2.2	7.87
P/B 最小值	1.46	0.85	1.18	0.97	1.04	0.12	1.83	0.47	1.51

数据来源: Bloomberg

图 29: 恒生 AH 股溢价指数

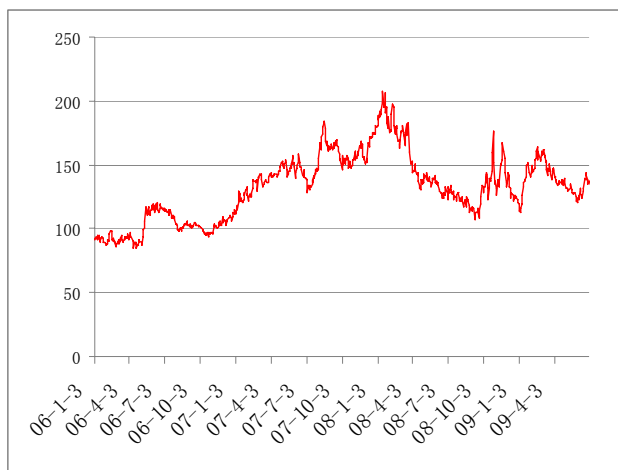
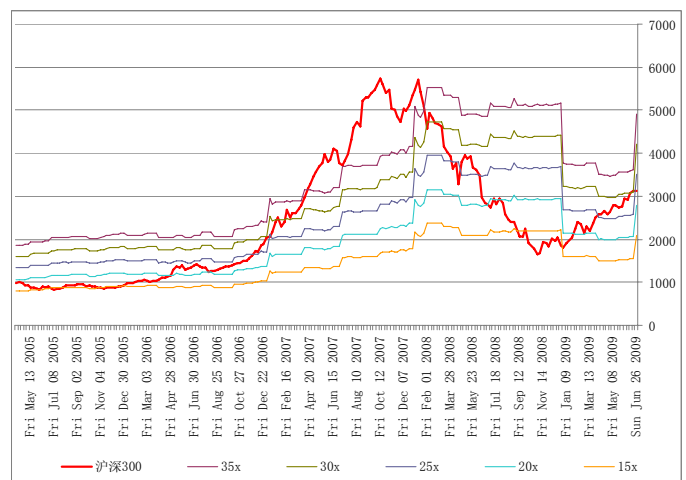


图 30: 沪深 300 指数



数据来源: WIND

3. 沪深300一致性预期持续上升

根据最新一致性预期, 目前沪深300指数综合预期09年净利润同比增长19.06%, 2010年同比增长19.11%。09年ROE一致性预测为13.75%, 比08年高0.96%, 2010年预期达到15.09%。

结合全球市场估值水平, 最新市场一致预期数据, 以及我国宏观经济的走势分析, 我们认为, 上半年A股市场经过大幅上涨后, 估值已经合理, 并反映了市场对于经济复苏和未来业绩增长的乐观预期。下半年可以更多地关注行业盈利增长带来的结构性机会。


表4：沪深300指数综合预期

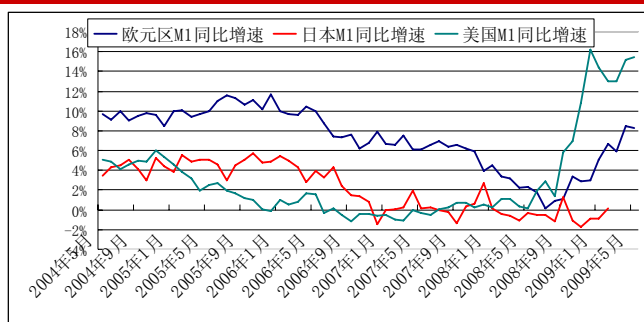
项目	2007A	2008A	2009E	滚动指标	2010E	2011E
指数一致预期 PE/G (倍)	1.173	1.338	--	1.957	--	--
指数一致预期总市值 PE	22.389	25.544	21.449	19.648	18.007	15.737
指数一致预期 PB	--	3.267	2.948	2.832	2.716	2.53
指数一致预期 ROE	16.18%	12.79%	13.75%	14.42%	15.09%	16.08%
指数一致预期净利润(万元)	86492030	75806793	90253516	98524649	107504737	123016431
指数一致预期净利同比(%)	48.08%	-12.35%	19.06%	--	19.11%	14.43%

数据来源：齐鲁证券研究所，财汇资讯

（二）市场流动性分析

1. 全球市场流动性充裕

下半年投资的最大不确定性或许来自市场流动性。从全球上半年M1供给来看，同比增速目前处于高位，美元走势依然疲软。

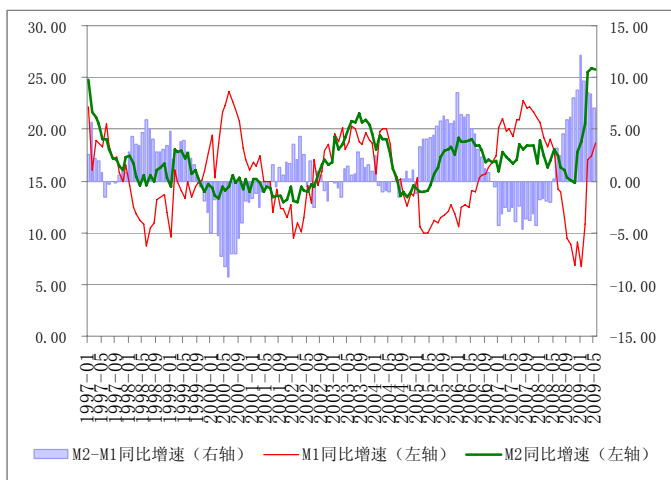
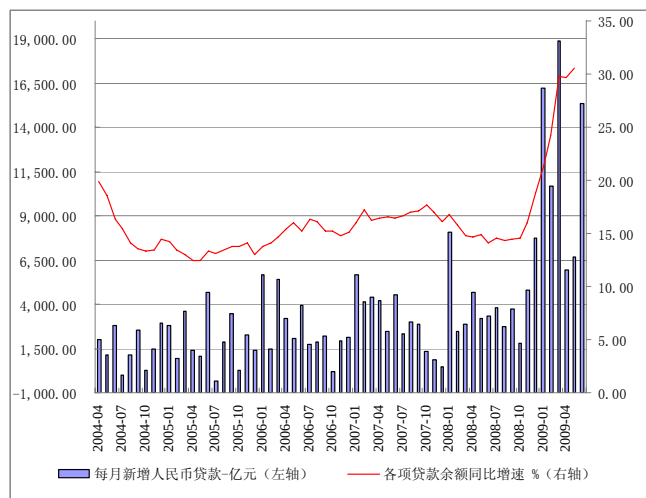
图 31：全球 M1 供给给

图 32：美元走势


数据来源：WIND

我们预计第三季度，流动性依然充裕。美元汇率是决定下半年投资策略的关键变量，因为，如果美元上涨将对大宗商品价格形成打压，但随着通胀压力下降，将对中国市场构成利好。

2. 国内流动性宽松局面维持不变

从国内的情况来看，央行在短时间内向市场注入了巨量的流动性。2009年，为刺激经济、扩大内需，我国实行适度宽松的货币政策，M1和M2同比增长强劲，市场流动性持续充裕。


图 33: 中国 M1、M2、M2 M1 同比增速 (%)

图 34: 中国月新增人民币贷款和贷款余额同比增长


数据来源: WIND , 齐鲁证券研究所

2009年一季度,我国新增信贷爆发式增长,分别达到1.62万亿元、1.07万亿元和1.89万亿元。二季度以来,新增贷款增速放缓,4、5、6月贷款分别投放0.59万亿元、0.66万亿元和1.53万亿元。2009年前6个月信贷规模达到7.37万亿元。从目前的运行轨迹来看,信贷规模将极有可能全年超过9万亿。

货币扩张的速度远大于实体经济的需求,其中相当一部分流入了虚拟经济体。这从M2增速与M1增速之差在2008年下半年以来持续出现正剪刀差可以观察到。

3. 热钱流入 增强国内流动性

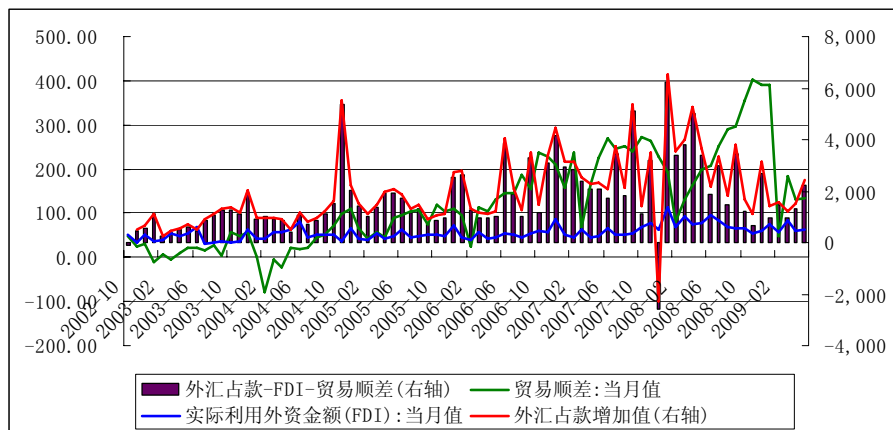
全球金融市场流动性充裕,过剩的流动性也开始同步扩散,之前出于避险目的而回流美国的资金重返新兴市场,鉴于我国经济率先显现复苏迹象,并被外界认为是首先走出危机影响的少数几个经济体之一。近期人民币升值预期再起,资金回流境内在情理之中。

中国人民银行日前公布的数据显示,5月我国金融机构外汇占款增量显著回升,达到今年以来最高水平。其中,金融机构外汇占款为176587.51亿元,比4月末增长2425.65亿元,相当于央行净买入约355亿美元(1美元=6.8341元人民币)外汇。这是今年以来月度外汇占款增量首次突破2000亿元。前4个月,该数据均值仅为1400亿元左右。但在2008年金融危机全面爆发以前,我国外汇占款月均增长值约为4000亿元。此



外，5月外贸顺差和FDI(外商直接投资)均呈下降态势。这表明新增外汇占款更多来自资本项下，意味着，近期流入国内的资金可能增加。

图 35: 国际热钱流入中国



数据来源: WIND

经济复苏再加上国际资本的流入，容易引起资产价格的上涨，在宽松的货币政策发生转向前，将有助于拓展A股市场的上行间。

(三) 市场交投活跃，投资者热情不减

2009年2月以来，新增A股、新增基金开户数温和增加。2009年7月，第1、2、3周新增A股开户数分别为40.85万户、39.83万户、48.33万户，新增基金开户数为7.43万户、9.03万户、9.11万户，持续温和增长。不过，与2007年峰值相比还有较大差距，有较大的增长空间。

6月份A股市场换手率、成交量增速略有回落，但仍处于上半年相对高的水平，这表现为投资者一方面在市场不断冲高后趋于谨慎，另一方面，充裕的流动性，以及对经济复苏的乐观预期，至使大部分的投资者不愿离场。



图 36: 周新增 A 股开户数图

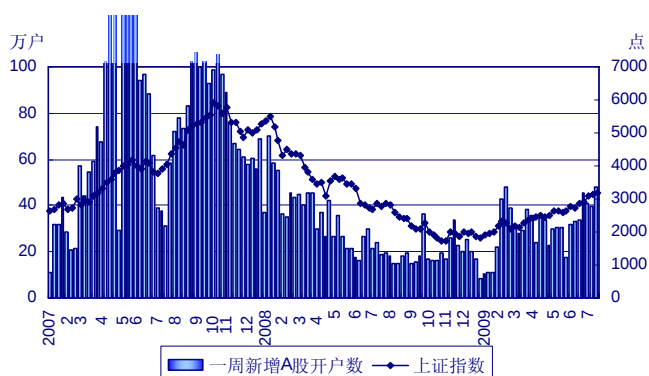
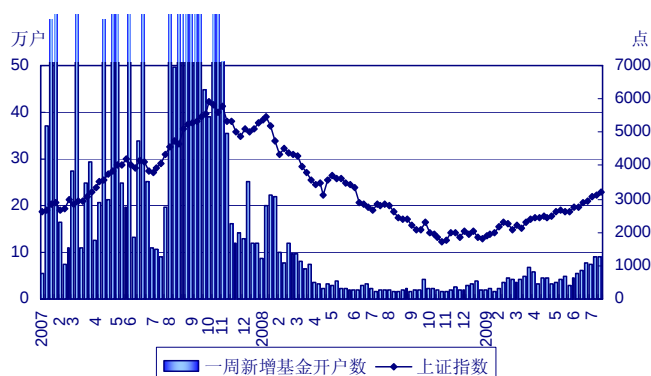


图 37: 周新增基金开户数图



数据来源: 中国证券登记结算公司

事实上, 国内一些机构在六月份才明显空翻多。所谓“行情在绝望中诞生, 在犹豫中上涨”, 这两句话用来形容最近的大盘行情真是何等贴切。我们判断, 大盘仍有上行空间。

图 38: A 股月均换手率

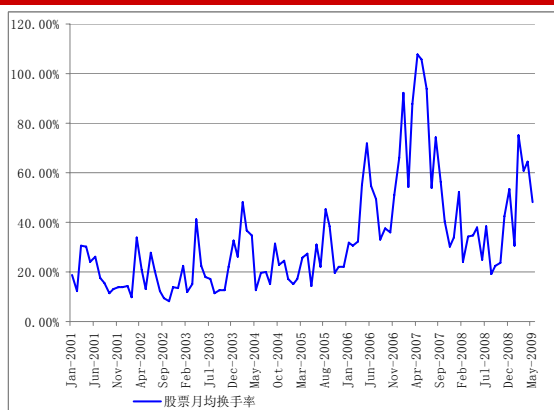
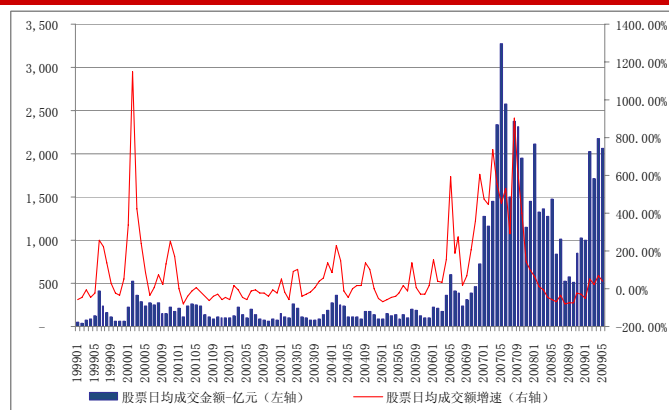


图 39: A 股日均成交金额及成交量增速



数据来源: WIND

(四) 投资者行为习惯已发生较大转变——羊群行为实证分析

股市是经济的晴雨表, 中国经济三十年高速发展, 可中国A股为何牛短熊长? 业内人士无数次讨论过这个问题。有的说中国A股缺乏诚信,





有的说中国A股是一个投机市，受庄家操控，也有的说没有股指期货，市场有缺陷，众说纷纭，莫衷一是。下面我们从行为金融学中关于羊群行为的理论，给出实证的结果，作为一个佐证，去寻找A股从牛短熊长向牛长熊短转变的可能。

我们使用CCK模型对我国股票市场的羊群行为进行实证研究，该模型用个股收益率对市场整体收益率的横截面绝对偏离度（Cross-Sectional Absolute Deviation, CSAD）来衡量投资者行为的一致性，并以其作为股价变化趋同的衡量指标。采用样本数据：2005年1月5日到2009年1月5日，在此期间中国股票市场经历了完整的牛市和熊市，数据来源于wind资讯。为了保证数据的有效性，样本中的个股为2005年1月5日前在沪、深证券交易所上市的、删除特别处理（简称ST）公司和特别转让（简称PT）公司之外的所有股票，在计算个股日收益率时已考虑了配股、增发新股、送红股和派息等因素的影响，以反映股价的真实收益。

同时，考虑到市场上涨（牛市）和下跌（熊市）时“羊群行为”的程度可能不同，对上涨市场和下跌市场和连续市场分别进行研究，得到在三种情况下CCK模型的估计方程：

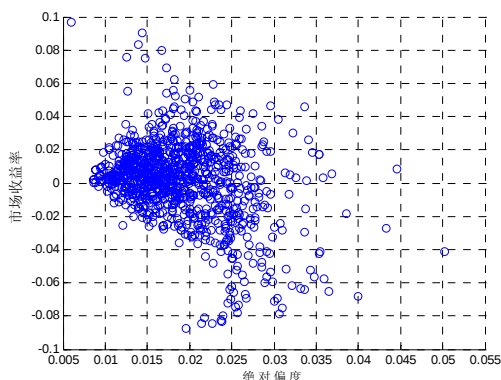
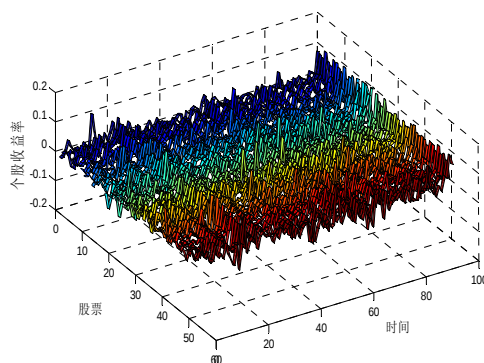
$$\text{连市: } CSAD_t = 0.0156 + 0.2602|R_{m,t}| - 1.9754R_{m,t}^2$$

$$\text{牛市: } CSAD_t^{up} = 0.0154 + 0.2254|R_{m,t}^{up}| - 2.7819(R_{m,t}^{up})^2$$

$$\text{熊市: } CSAD_t^{down} = 0.01593 + 0.3556|R_{m,t}^{down}| - 2.7063(R_{m,t}^{down})^2$$

其中， $CSAD_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N |R_{i,t} - R_{m,t}|$ ， $R_{m,t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N R_{i,t}$ 为组合平均收益率， $R_{i,t} = \ln(\frac{P_t}{P_{t-1}})$ 为个股日收益率，上标UP和DOWN分别代表牛日（当日股价上涨）和熊日（当日股价下跌）。

从横截面绝对偏度（ $CSAD_t$ ）和市场收益率（ $R_{m,t}$ ）关系的散点图可以看出，无论市场上涨还是下降，绝对偏度（ $CSAD_t$ ）和市场组合收益率（ $R_{m,t}$ ）之间并不存在明显的线性关系，而且当市场大幅度涨跌时，横截面绝对偏离度明显比线性关系预测值要小，可能存在非线性关系。随机选取的部分个股收益率变化横截面图呈现一定的同涨共跌的现象。


图 40: 横截面绝对偏度和市场收益率关系的散点图

图 41: 个股收益率变化横截面图


数据来源：齐鲁证券研究所，CBIC

根据CCK模型估计结果：我国股票市场存在明显的羊群行为，并且羊群行为在“杀跌”与“追涨”倾向中出现了风格轮换，这与采用2005年以前的数据进行研究所获的刚好结果相反。2005年后的市场特征表现为：在市场大幅上涨时的羊群效应比市场大幅度下跌时更高。这说明，投资者行为习惯已经发生巨大的转变，这和近年投资者结构分布变化相吻合，也符合牛长熊短市场对投资者的要求，这势必也影响到中国股市的运行规律。

（五）市场可能面临的风险

1. IPO重启对市场的影响将被弱化

证监会5月22日发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见(征求意见稿)》，6月5日征求意见结束，6月11日正式发布施行。6月18日下午，桂林三金（002275）正式获得证监会批文，成为自2008年9月以来第一家获准新股发行的公司。深交所5月11日发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则（征求意见稿）》，5月22日征求意见结束，7月1日起施行。

至此，IPO暂停9个月后重新启动，创业板也即将破冰。在恢复股市融资功能前制度先行，且IPO重启从中小板公司开始，市场资金面也保持充裕，显示了管理层维护股市稳定的意图。

市场对IPO重启和创业板推出的预期相对稳定。一方面，本次发行制度改革能够相对有效抑制资金在一二级市场间大规模的流动从而维



护股市的稳定。另一方面，短期拟上市的三十多家已过会企业募集资金总量相对于当前市场的流动性而言影响很小。即使下半年创业板的发行，预计其对市场的冲击相当有限。再有，IPO 重启可能给市场带来冲击的预期已经得到很好的消化。而新基金的发行，也在为市场提供新鲜血液。

2. 限售股解禁对市场影响仍存在不确定性

2008年，获得流通的股改限售股、IPO原股东限售股、定向增发机构配售股等限售股合计为1625亿股，市值合计为2.16万亿元。2009年，获得流通的限售股数为2008年的4.21倍，限售股市值比2008年增加61.55%。2009年1至5月，获得流通的股改限售股市值分别为691亿元、1489亿元、1689亿元、1201亿元和2181亿元，解禁压力持续增大。2009年10月，中国石化等获得流通的股改限售股市值高达5403亿元。其后，获得流通的股改限售股市值下降到800亿元以下。

2009年6月19日，国务院决定在境内证券市场实施国有股转持。股权分置改革新老划断后境内IPO的含国有股公司，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的10%，将部分国有股转由全国社会保障基金理事会持有。社保基金将在承继原国有股东禁售期义务上再延长3年禁售期。

图 42：开始流通限售股股数、市值图

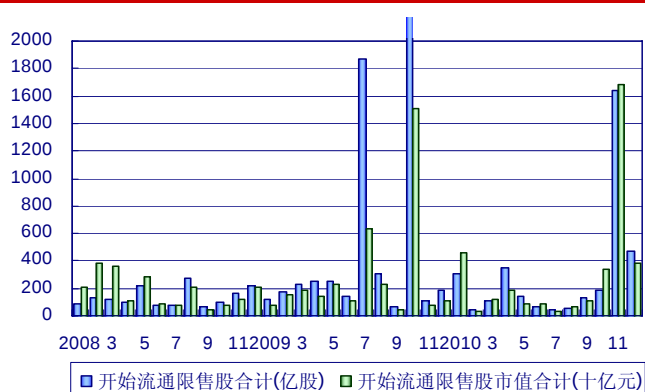
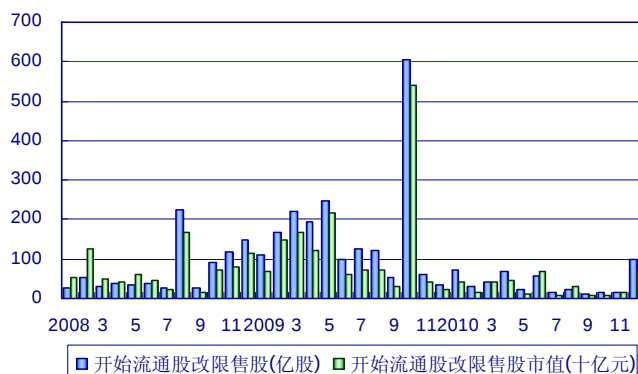


图 43：开始流通股改限售股股数、市值图



数据来源：WIND

股权分置改革从2005年起至今已经四年时间，2009年迎来解禁高潮。从2009上半年的情况看，在市场充裕的流动性配合下，实际解禁压



力并不明显。国有股转持对股市的负面影响预计也比较有限。

3. 其他影响因素

中期业绩的欠佳表现很可能会对市场继续上行带来短期的压力，但我们预计三季度开始财报披露的同比增速将会出现明显的好转，预计中报业绩表现对股价冲击不大。不过，另外需要注意的是，1-3月的融资票据将于下半年到期，且下半年贷款增速将放缓，加之随着市场的大幅上扬和经济复苏的预期，部分资金可能在二级市场上选择获利了结，进入实体经济，对基金形成一定的赎回压力。这些对流动性也构成一定的影响。

流动性充裕是本轮行情的主要推动力之一。对于市场的系统性风险，最值得关注的是政策何时会转向，何时开始收缩流动性。这是投资者选择离场或减仓时机的重要信号。

（六）下半年证券市场走势

结合我们的宏观经济分析，从基本面上来看，我们认为，以“保增长、扩内需、调结构”为指导方向的2009年经济发展在以四万亿经济刺激计划和十大产业振兴方案为核心的系列措施扶持下，构成了上半年宏观经济转好的趋势。下半年积极的财政政策与适度宽松的货币政策预计继续发挥作用，对促进投资增长，提升国内的消费能力起到积极作用。同时，考虑到外部经济体逐步走出危机并趋向复苏，出口需求恶化将逐步竭止，CPI降幅将逐步缩窄，国内通胀预期将逐步增强，这些将对资产价格构成支撑。我们预计下半年我国宏观经济继续向好，各方面的积累效应也将逐渐引起微观层面企业利润的复苏，将成为支撑市场继续上行的直接动力。

从估值角度来看，P/E和P/B已经高于最近5年的历史均值，目前市场估值已经合理，并对经济复苏的预期已经有所反映。

从市场流动性和活跃度来看，全球流动性充裕，热钱开始流入中国，国内的宽松政策局面在三季度仍将维持，目前市场交投活跃，投资者热情不减。这些对维持当前估值水平直到积极作用。

长期来看，一方面投资者的行为习惯已经发生极大转变并将会保持较长时间，另一方面，这次扩张的财政政策也将会有相当的持续性，随



着中国经济重新回到上升轨道，中国股市牛长熊短的局面在未来较长时间内都将值得期待。

下半年的市场风险来源包括IPO重启，限售股解禁等多个方面，而最关键的因素则是，政策何时转向，开始收缩市场流动性。从今年保八的大背景分析，年内货币政策是否转向央行将面临艰苦选择，但从市场的角度来看，只要政策转向的预期持续升温，各方负面因素的积累所导致的市场调整很可能在货币政策转向前出现。

市场走势展望：一方面，基于充裕的流动性和对经济复苏带动上市公司盈利增长的预期，另一方面，基于未来通胀担忧可能引起央行政策转向可能的考虑，预计下半年市场冲高后有较大幅度的震荡。

市场运行区间预测：下半年上证综指运行区间为2400-3600点。而政策何时会转向，何时开始收缩流动性，这是投资者选择离场或减仓的重要信号。

三、下半年投资策略

（一）投资主线与逻辑

宏观逻辑：投资方面，在投资拉动和充裕的流动性保障下，GDP增长保八的可能性很大。下半年我们认为投资高增长态势仍将延续。消费方面，内需刺激将会继续，消费增长预期稳定，但对经济拉动不宜高估。出口方面，出口恶化将逐渐遏止，对经济拖累逐步减弱。政策环境方面，适度宽松的货币政策将继续，今年央行不太可能过于收紧流动性，下半年在货币政策上更多的采用市场化微调措施。但政策转向预期与通胀预期将成正比。物价方面，CPI有望由负转正，PPI去年8月份为最高值，翘尾因素导致8月份左右见底。我国历次通货膨胀的形成与货币供应量的快速增长密切相关，通胀预期会继续升温，可能刺激食品价格的反弹、大宗商品价格的回升。总而言之，宏观经济环境有利于市场继续上行。

市场态势与投资机会：大盘经过上半年大幅攀升，估值水平已经合理，并反映了投资者对于经济复苏的乐观预期，市场未来的上涨动力仍依赖于充足的流动性和上市公司业绩的明显改善，下半年市场仍有上行区间，但冲高后震荡将会加剧。市场超额回报将主要来自于流动性泛



滥引起的通胀致使资产价格的上升,和国内投资拉动和需求刺激所引致相关行业业绩向上的快速修正等结构性机会,以及其他一些主题性投资热点。

投资主线: 基于以上分析逻辑,我们的投资主线将遵循以下几方面:一是直接受益于投资拉动以及内需刺激的行业。如钢铁、工程机械和可选消费品。二是在经济不断复苏的前提下,配置具有攻击性的周期性行业,抗通胀板块,如地产。三是有着估值优势和业绩改善预期的行业,如金融。四是适时参与地区性的主题投资机会。在相关行业中,选择未来业绩提升快速的公司进行重点投资。

另外,在操作上,进行波段操作,回避相应风险,比如流动性收缩的政策风险,国内外经济复苏进行程中可能出现的波折,以及市场在短期快速上涨后的回调风险。

(二) 基于宏观经济周期的资产配置策略

1. 投资时钟理论

近年来,经济波动或者说经济周期得到了前所未有的重视,人们将经济周期、资本市场波动和经济政策广泛联系起来,希望在经济周期的不同阶段能够选择合适的资产配置和经济政策。投资时钟理论正是美林证券在2004年提供的一种基于宏观的战略资产配置的方法,该方法将资产配置、行业轮动、债券收益率曲线以及经济周期四个阶段联系起来,为大类资产配置提供了自上而下的分析框架,是一个非常实用的指导投资周期、获得超越市场的投资回报工具。

我们一般可以将我国经济周期划分为复苏(recovery)、过热(overheat)、滞胀(stagflation)、衰退/通货再膨胀(reflation)四个阶段。而有的学者则划分为复苏、扩张、滞胀、收缩四个阶段,事实两种划分方法上是相对应的。在经济周期的不同阶段,不同类型的金融资产表现各不相同。因此,在不同的阶段进行相应的资产投资,可以获得超额收益。

从复苏开始,走完一个经济周期。债券、股票、大宗商品和现金组合的表现依次超过大市。但现实经济有时比较复杂。有时候时钟会逆时针移动或跳过一个阶段。因此,我们在大类资产配置研究中需要对未来全球经济周期将要到达的阶段做出判断。



2. 经济周期性波动特征与资产配置策略

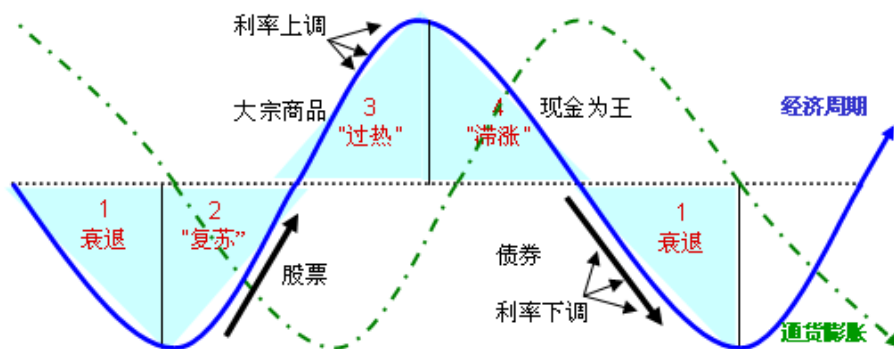
(1) 在衰退阶段，GDP增长乏力，过剩产能以及不断下降的商品价格驱动通货膨胀走低。企业盈利微薄，实际收益下降。中央银行试图促使经济返回到可持续增长路径上而开始降低利率，债券收益率曲线下行而且陡峭。此阶段债券是最好的资产选择。

(2) 在复苏阶段，宽松的政策起了作用，GDP增长率加速，并处于长期增长趋势附近。然而，通货膨胀率继续下降，因为剩余产能还未耗尽，周期性的生产能力扩充也变得强劲。企业盈利大幅上升，但中央银行仍保持宽松政策，债券收益率曲线保持在低位。这个阶段是股权投资者的“黄金时期”。股票是最好的资产选择。

(3) 在过热阶段，企业生产能力接近极限，开始面临产能约束，通胀抬头。中央银行加息以求将经济拉回到可持续的增长路径上来，此时的GDP增长率仍坚定地处于潜能之上。收益率曲线上行并变得平缓，债券的表现非常糟糕。股票的投资回报率取决于强劲的利润增长与价值重估两者的权衡，而房地产行业由于与物价指数正向相关，预期收益大于利率变化，房价将上涨。大宗商品是最佳选择。

(4) 在滞胀阶段，GDP的增长率降到趋势之下，但通胀却继续上升，通常这种情况部分原因归于石油危机。产量下滑，企业为了保持盈利提高产品价格，导致工资-价格螺旋上涨。只有失业率的大幅上升才能打破这一恶性循环。直到通胀过了顶峰，中央银行才能有所作为，这就限制了债券市场的回暖步伐。企业的盈利恶化，股票表现非常糟糕。此时资金的安全性成为首要考虑的问题。现金是最佳选择。

图 44：资产配置与景气周期



数据来源：齐鲁证券研究所



(三) 投资机会与行业选择

1. 行业估值与盈利增长分析

(1) 上半年行业和风格指数表现差异较大

09年上半年行业平均涨幅为70.19%。防御性板块涨幅较小，公用事业涨幅最少为35.69%；流动性推动引发通胀预期，一些周期性行业上涨幅度较大，采掘、房地产和有色金属涨幅均超过100%，其中有色金属涨幅最高为125.99%。

图 45：09 年上半年行业涨跌幅比较（%）

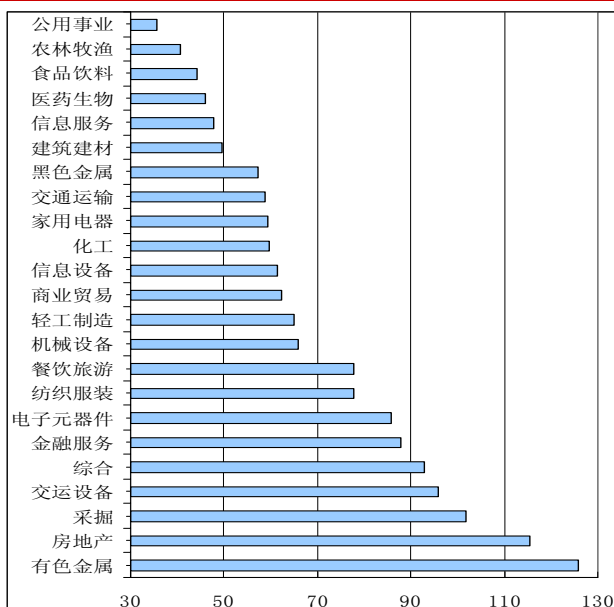
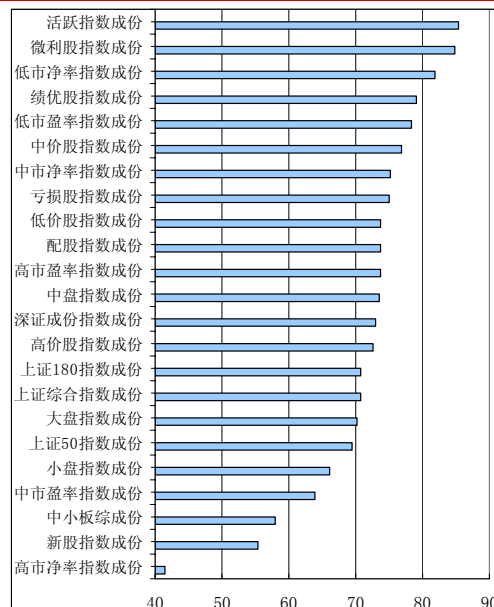


图 46：09 年上半年市场风格指数涨跌幅比较（%）



数据来源：WIND

从风格指数分析，上半年由于市场环境趋暖，风格指数涨幅多在60%—70%。其中高市净率指数成份指数涨幅最小为41.49%。中小板指数涨幅相对较少，低于大盘指数和上证综合指数表现。在绩优股和低市盈率的强力拉升下，指数不断创出1664点反弹以来的新高。活跃指数成份和微利股指数成份分别位居风格指数涨幅前列，可以看到这轮熊市强劲反弹是由两种驱动力量推动：绩优蓝筹和题材股。

(2) 行业估值与业绩的增长性

从ROE来看，未来保持高盈利能力的行业有建筑建材、机械设备、交运设备、家用电器、食品饮料、医药生物、房地产和金融服务等行业。



从PB估值指标来看，黑色金属、建筑建材、机械设备、轻工制造、公用事业交通运输和金融服务等行业估值相对较低。从PE来看，则是采掘、建筑建材、家用电器和金融服务业。

表5：多行业估值比较

行业名称	流通市值加权 P/E			PB			ROE		
	2008 (A/E)	2009 (E)	2010 (E)	2008 (A/E)	2009 (E)	2010 (E)	2008 (A/E)	2009 (E)	2010 (E)
农林牧渔	95.092	48.714	37.873	4.364	3.993	3.741	4.30%	7.56%	9.48%
采掘	19.09	21.529	18.441	3.428	3.064	2.756	15.89%	14.32%	15.43%
化工	62.953	30.571	22.633	3.248	2.954	2.664	5.92%	12.48%	14.17%
黑色金属	32.032	30.634	20.239	1.873	1.838	1.72	5.82%	5.50%	8.07%
有色金属	312.839	67.854	42.943	4.767	5.842	70.317	4.45%	8.73%	162.65%
建筑建材	45.666	25.828	20.45	3.202	2.838	2.515	7.29%	11.61%	13.19%
机械设备	41.303	29.596	23.657	4.895	4.146	3.689	11.74%	13.61%	14.76%
电子元器件	n. m.	60.782	41.617	3.777	3.162	2.982	-2.39%	4.58%	6.98%
交运设备	44.716	28.461	23.365	3.716	3.142	2.793	9.28%	11.86%	12.90%
信息设备	61.841	36.643	28.783	3.809	3.528	3.223	6.26%	9.85%	11.46%
家用电器	32.786	25.537	20.69	3.489	3.138	2.766	10.77%	13.08%	14.19%
食品饮料	58.616	31.175	25.291	6.376	5.354	4.59	11.32%	16.97%	17.99%
纺织服装	64.872	46.364	37.885	3.477	3.136	3.102	5.86%	7.79%	9.41%
轻工制造	50.021	39.52	28.406	2.563	2.415	2.253	5.60%	6.79%	8.54%
医药生物	44.262	31.141	25.949	4.766	4.116	3.483	10.89%	13.71%	14.23%
公用事业	689.66	30.452	23.463	2.983	2.601	2.443	-0.32%	9.25%	11.11%
交通运输	29.541	30.376	24.222	2.896	2.711	2.486	4.49%	7.73%	9.54%
房地产	42.275	29.443	22.599	4.324	3.649	3.189	10.06%	12.41%	14.28%
金融服务	22.088	19.164	16.624	3.233	2.825	2.522	16.03%	15.97%	16.08%
商业贸易	38.697	31.046	24.715	4.086	3.554	3.154	10.53%	11.49%	12.98%
餐饮旅游	76.852	48.087	39.242	4.042	3.739	3.51	5.83%	8.05%	9.23%
信息服务	14.315	31.217	27.099	3.366	3.084	2.8	20.80%	10.25%	10.83%
综合	92.239	70.291	52.887	4.438	3.396	3.189	4.67%	4.89%	6.77%

数据来源：齐鲁证券研究所，财汇资讯

从2009年-2010年行业净利润增速预测来看，2009年-2010年行业净利润增速预测的散点分布较为集中，基本上呈现向上分布态势，说明各行业分析师基于08年低基数普遍对这两年业绩的增长抱有乐观态度，并具有一定的持续性。



图 47: 行业 2 年复合增长率 (%)

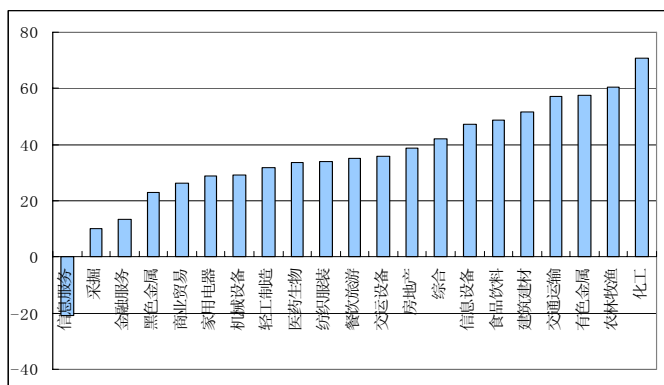
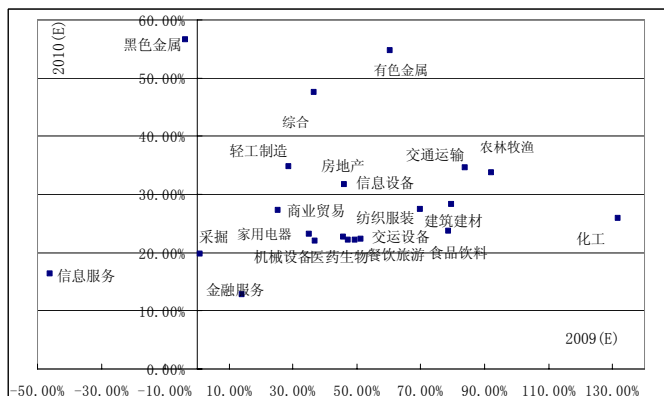


图 48: 09 年、2010 年行业净利润增速预测对比 (%)



数据来源: 齐鲁证券研究所, 财汇资讯

结合宏观基本面, 下半年积极的财政政策与适度宽松的货币政策预计继续发挥作用, 对促进投资增长, 提升国内的消费能力起到帮助。同时, 考虑到外部经济体逐步走出危机并趋向复苏, 出口需求恶化将逐步竭止, CPI 降幅将逐步缩窄, 国内通胀预期将逐步增强, 这些将对资产价格构成支撑。

在下半年我国宏观经济预期继续向好的前提下, 各方面的积累效应将逐渐引起微观层面企业利润的复苏, 在目前估值基本合理的条件下, 下半年超额收益将主要来源于行业的结构性机会。

2. 经济复苏和通胀预期下的行业选择

(1) 选择投资拉动或者内需刺激带来盈利提升的行业

基础设施建设相关行业。一方面, 由于受政策刺激, 已经有效缓解了铁路、水泥、建材、工程机械、电力设备等行业周期性的调整压力; 另一方面, 随着房地产摆脱低迷而持续上升, 与房地产业产业链相关的钢铁、水泥、玻璃和工程机械等行业在下半年都将有一定表现机会。

基建行业由于中长期受益于国家财政刺激计划, 收入增长明确, 未来行业有望保持高度景气。拥有完整基建产业链的综合性建设集团和区域性基建龙头企业等投资机会更为显现。加大基础设施建设对建材行业需求拉动起到了积极作用, 在行业中集中度较高的水泥龙头企业受益更显著, 因此, 我们认为下半年基础设施建设相关的行业是投资亮点之一。


表6 建筑建材业综合预期

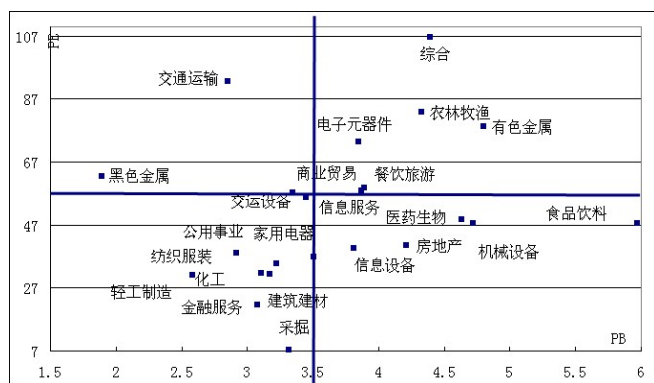
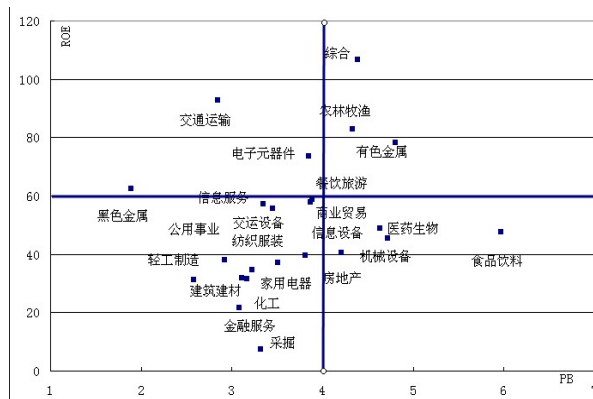
项目	2007A	2008A	2009E	滚动指标	2010E	2011E
行业一致预期 PE/G(倍)	0.826	0.846	--	0.511	--	--
行业一致预期总市值 PE	42.802	43.833	24.383	21.462	19.016	15.565
行业一致预期 PB	--	3.197	2.834	2.670	2.514	2.208
行业一致预期 ROE	10.731%	7.293%	11.624%	12.440%	13.218%	14.186%
行业一致预期净利润(万元)	1838059	1794816	3226499	3665595	4137124	5054400
行业一致预期净利同比(%)	105.463%	-2.353%	79.768%	--	28.223%	22.172%

数据来源：齐鲁证券研究所，财汇资讯

(2) 坚定持有低估值与高业绩增长行业

行业中黑色金属、轻工制造、交通运输和公用事业PB较低，金融服务业也仅有3.08倍。食品饮料、有色金属、机械设备和医药生物行业PB在4.5倍以上。

以PB-PE比较，可以发现具有估值优势的行业为采掘业、建筑建材、金融服务和轻工制造业。

图49：各行业PB-PE比较

图50：各行业PB-ROE比较


数据来源：齐鲁证券研究所，WIND

以PB-ROE分析，具有投资预期年回报率优势的行业为黑色金属、交通运输、轻工制造业。

(3) 阶段性介入受益通胀预期的周期性行业

目前中国宏观经济处于明显回升阶段，虽然目前价格指数近期仍将继续走低，但从目前国内外经济形势来看，对通货紧缩的担忧正在逐步



让位于对未来恶性通货膨胀的恐惧。

历史经验表明，我国历次通货膨胀的形成与货币供应量的快速增长密切相关。一般而言，M2或M1领先于CPI 6—12个月；如果货币政策不能及时地做出适度调整，相对于当期GDP增长较快的货币供应量必将引发通货膨胀。

由于积极的财政政策和适度宽松的货币政策目前不会发生根本性变化，因此市场上存在对通货膨胀的预期。关注在资产价格大幅上升中受益的行业，如金融、地产、汽车、装备制造、耐用消费品等相关行业。

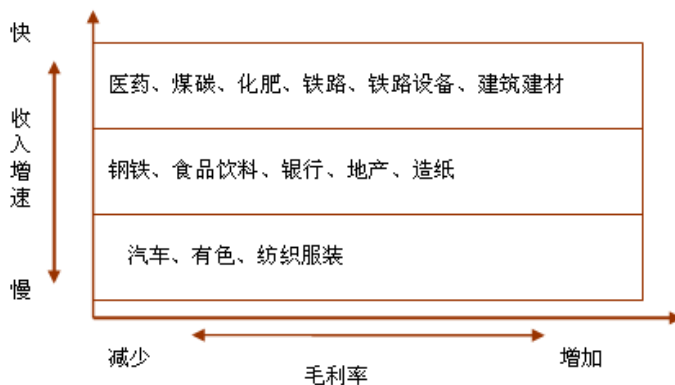
（4）基于景气度预期进行行业选择

我国经济虽然底部已经企稳并且出现转好趋势，但是经济增长的基础仍然不够稳固。在这种宏观形式下，我们首先要考虑的是行业景气度。

通过各行业收入和毛利率状态以及行业景气度分析，可以明显看到医药、零售业行业景气度变化较为平稳；而化学原料及化学制品制造业、房地产行业、交通运输设备制造业、黑色金属等行业在相对底部已经出现行业景气度反弹。

造纸行业和纺织行业景气度出现快速下降状况，由于我国出口数据一直处于下行阶段，纺织行业下半年景气度回升的可能性较小；而造纸行业由于存在产品提价因素，业绩向上修正的可能性逐渐加大，因此景气度有望探底反弹。

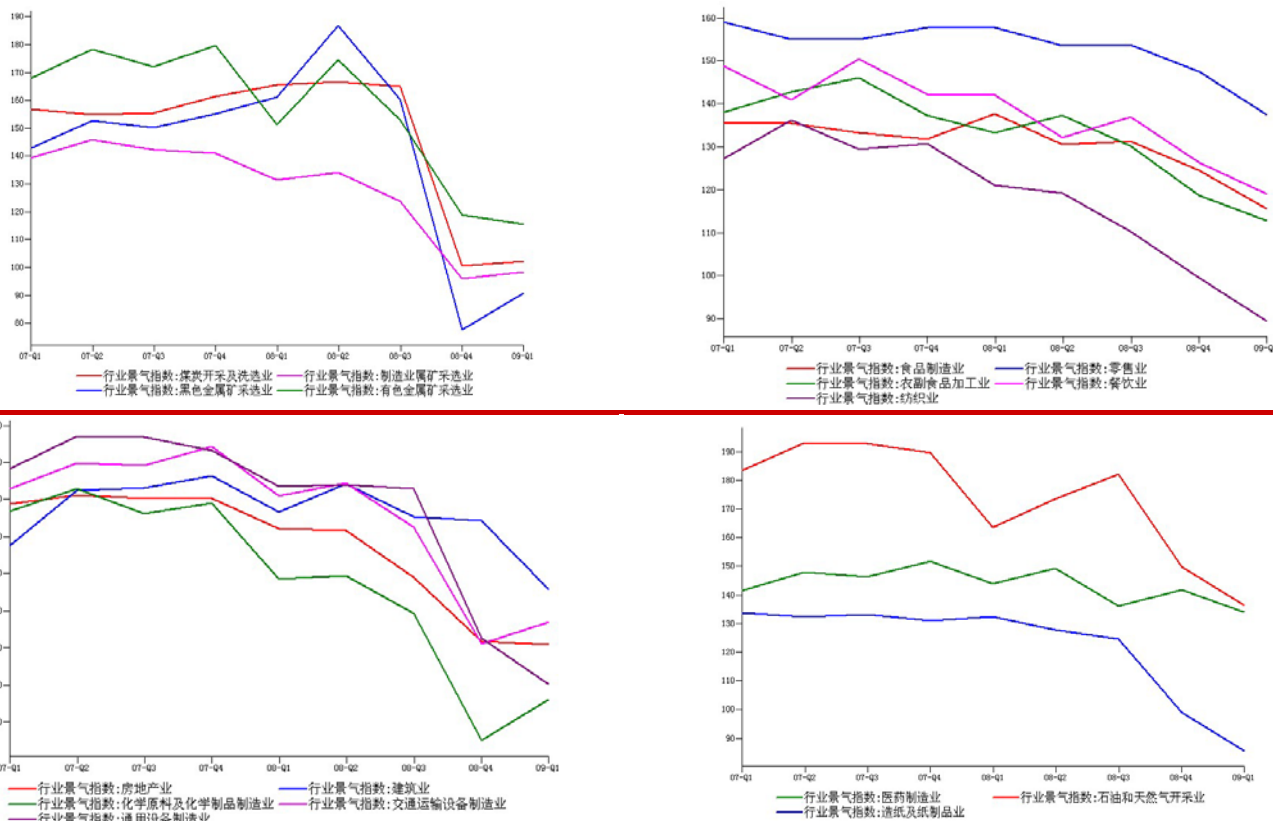
图 51：各行业收入和毛利率状况



数据来源：WIND，国家统计局



图 52：行业景气指数



数据来源：齐鲁证券研究所，CBIC

(5) 适时参与主题性投资机会

A、区域板块

上海板块。2009年04月29日区域振兴计划文件——《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》发布。明确了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重要意义和建设目标。今后3-5年，是上海推进国资国企改革发展的关键时期。中央政策给上海带来更多发展机遇和亮点。根据未来三至五年上海国资国企改革发展目标，上海国资委将本着整合资源、完善产业布局、提升竞争力的思路，对本地的上市公司进行整合。

我们认为上海本地上市公司整合路径将围绕三个方式进行：从大集团入手的资产整合，这主要是按照预期目标，一方面在集团间形成整合，另一方面从集团内整合，进一步优化上市公司资源；推进目前已经处于



整合进程中的上市公司；本地优质的壳资源。

另外，借助世博会召开和迪斯尼建造，促使上海服务业迅速升级，上海不可避免将成为持续关注的区域主题。由于历史原因，上海一直是A股市场上市公司最为集中的区域，政策扶持、资产整合预期、迪斯尼概念和世博概念赋予了海本地股更多的股价催化剂。在未来约一年多的时间内，上海本地股将迎来历史性的时刻。可关注的上海本地上市公司有浦发银行、振华港机、招商轮船、上海机电、上海汽车、上海建工等。

成渝板块：2009年02月5日发布《推进重庆统筹城乡改革发展若干意见》，2009年05月21日发布《成都市统筹城乡综合配套改革试验总体方案》。意见指出要加快重庆北部新区和保税港区建设，认真研究设立“两江新区”问题。允许成都市先行先试的9大方面主要内容是：建立三次产业互动的发展机制；构建新型城乡形态；创新统筹城乡的管理体制；探索耕地保护和土地节约集约利用的新机制；探索农民向城镇转移的办法和途径；健全城乡金融服务体系；健全城乡一体化的就业和社会保障体系；实现城乡基本公共服务均等化；建立促进城乡生态文明建设的体制机制等。房地产、汽车、建筑建材和交通运输行业将会受益。

福建板块：2009年05月15日发布《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》，意见指出要充分认识支持福建省加快建设海峡西岸经济区的战略意义，明确总体要求和发展目标，发挥独特的对台优势，努力构筑两岸交流合作的前沿平台；加快现代化基础设施建设，强化发展保障；增强自主创新能力，推进产业结构升级；统筹区域内协调发展，促进互动融合；全面深化改革开放，增强经济社会发展动力活力；加快社会事业发展，促进社会和谐；加快生态文明建设，实现经济社会可持续发展。基础设施建设如铁路、公路、港口等行业存在机会，下半年仍可关注。

珠三角板块：2009年05月26日发布《深圳市综合配套改革总体方案》。深圳将在深化行政管理体制改革、经济体制改革、积极推进社会领域改革、完善自主创新体制机制、全面创新对外开放和区域合作的体制机制和建立资源节约环境友好的体制机制等六个方面实现重点突破。深圳成为名副其实的“国家综合配套改革试验区”，是深圳面临的又一重大发展机遇。深圳本地股将长期受益。

B、新能源成为09年持续热点——不惧政策转向

中国的光伏市场即将打开。根据可再生能源“十一五”规划，到2010



年我国太阳能发电装机容量达到300MW。根据可再生能源中长期发展规划，到2020年太阳能发电装机容量将达到1600MW。财政部已经给出了补贴标准，相信中国未来可能成为世界太阳能市场中的重要一极。

新能源行业是2009年股票市场持久的投资主题，由于受到政策的大力支持，我们认为太阳能行业在二级市场上理应受到关注。国家出台的补助政策对于企业等微观层面具有实质性利好，重点关注公司有：拓日新能、天威保变、方大A和航天机电等。

C、产业振兴计划实施涉及的行业

按照我国经济规律的要求，改善各种经济成分的行业分布，形成良好的产业分布格局，实现社会资源优化配置的问题已经迫在眉睫。随着一系列保增长、扩大内需、稳定出口政策出台，以及四万亿经济刺激方案的落实，我国经济率先全球经济企稳。在经济周期调整过程中，产业升级和结构调整也更为充分。

国家已经陆续出台了各产业相关的振兴计划，产业结构调整、企业组织结构调整，提高可持续发展能力的行业成为关注焦点。

（四）下半年行业配置与重点个股

1. 行业配置

综合经济周期波动、宏观基本面分析、市场和行业的估值水平以及未来的盈利增长，同时根据我们前面多维的行业选择策略所筛选的结果，得到下半年行业配置建议如下：

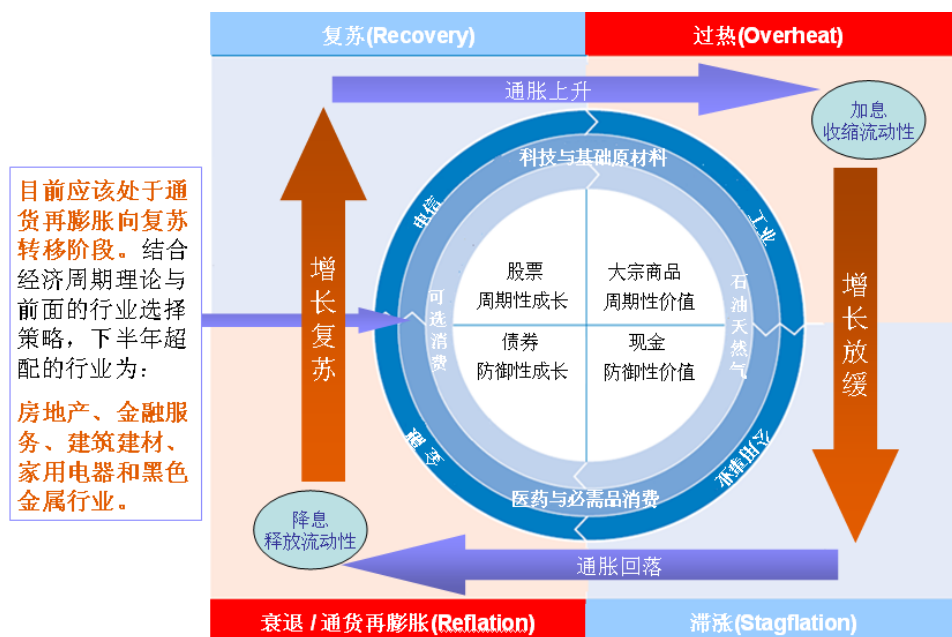
超配的行业：房地产、金融服务、建筑建材、家用电器和黑色金属行业。

平配的行业：采掘、机械设备、交运设备、信息设备、化工、食品饮料、轻工制造、医药生物、公用事业、交通运输、商业贸易、餐饮旅游、信息服务、综合。

低配的行业：农林牧渔、有色金属、电子元器件、纺织服装。



图 53: A 股行业投资时钟



数据来源: 美林证券, 齐鲁证券研究所

2. 重点个股

山东资本市场经过十几年的发展, 已经形成了一批业绩优良、可持续发展能力强的上市公司群体, 既有一批“阳春白雪”的绩优蓝筹公司, 也有“横空出世”的金股和黑马。在资本市场上造纸行业独领风骚的四巨头——“晨鸣纸业、博汇纸业、太阳纸业、华泰股份”; 经营业绩持续稳定增长的绩优蓝筹——潍柴动力、兖州煤业、济南钢铁、莱钢股份、烟台万华、山东黄金、山推股份、华鲁恒升、张裕A、鲁泰A等; 中国股市版的“丑小鸭变白天鹅”也不乏运作相当成功的范例——中国重汽、金岭矿业、银座股份、普洛康裕等通过重组目前都已进入绩优公司的行列。伴随国家产业结构的优化调整和十大产业振兴规划的出台, 山东省已将加快工程机械、汽车零部件及钢铁等几大行业兼并重组的序幕拉开。根据2009年5月7日山东省人民政府省长办公会议纪要, 原则同意对潍柴控股集团有限公司、山东工程机械集团有限公司及山东省汽车工业集团有限公司实施重组, 组建山东重工集团有限公司。此举也标志着山东省汽车产业整合拉开序幕, 新生成的山东重工集团将肩负起山东打造千亿汽车零部件集团的重任。显然, 推动国有经济布局结构优化升级, 以上市公司为龙头加大部分重点行业整合的力度, 将成为下一步山东资本市场强力发展的重头戏, 山东板块也将涌现出更多的“黑马”和“金



股”。

近期，我们与山东省发改委、省国资委、山东证监局以及《证券时报》联手，重点对山东的行业或区域龙头上市公司进行了为期两个月的实地调研。在调研过程中，我们欣喜地发现，山东的这些公司依然是“任尔东南西北风，发展脚步不放松”。这主要得益于他们“未雨绸缪”，预判市场风险的能力和拥有核心竞争力的底蕴。他们在“危与机”面前，放飞了“风险”，抓在了“机遇”。在这里，我们隆重推出“山东板块特色研究”的重点公司。

表 7：重点个股一览表

板块	股票名称	所属行业	推荐理由
山东板块	青岛海尔 600690	家电	公司冰箱业务竞争优势稳固，市占率 23%排名第一，08 年毛利率 27.51%较 07 年稳步提升。公司股权激励计划反映出公司管理层的信心，保证了公司未来几年较好的成长性。维持“谨慎推荐”的投资评级。
	海信电器 600060	家电	技术立企是海信电器的最大竞争优势，上、下游产业链整合有助于控制成本，公司财务稳健，盈利能力逐渐上升，具有较强的偿债能力、较强的资产管理能力。维持公司“谨慎推荐”的投资评级。
	太阳纸业 002078	造纸	竞争优势明显的造纸行业龙头公司。生产经营逐月稳步好转，公司主导产品价格逐步回升，合资公司经营情况有了很大改善，均实现盈利。公司木浆项目将成为新的业绩增长点。维持“推荐”的投资评级。
	晨鸣纸业 000488	造纸	长期看，公司林浆纸一体化、纸品产能均有明显增长动力，因此公司相对估值仍有提升潜力，维持公司的“谨慎推荐”评级。
	博汇纸业 600966	造纸	公司文化纸盈利能力强，并于 09 年加大产品结构调整，预计 2010 年的盈利大幅提升，维持对公司的“谨慎推荐”评级。
	东阿阿胶 000423	医药	公司是我国最优质的中药类企业之一，也是最具成长性的公司之一：2009 年及未来几年公司仍有望保持前期稳定、快速增长。高增长的同时，公司依然保持较高的盈利能力，产品毛利率稳定，营运能力不断增强，具备良好的投资价值，维持“推荐”评级。
	新华医疗 600587	医药	目前消毒灭菌设备是公司的主要收入和利润来源，在收入保持稳定增长，原料价格有较大幅度下降的背景下，公司的盈利能力和营运能力有一定提高，09 年公司的利润将有大幅增长。维持公司“推荐”评级。
	沃华医药 002107	医药	公司是一家具有百年历史的中药生产企业。鉴于公司未来良好的发展前景，给予公司“谨慎推荐”评级。
	鲁泰 A 000726	纺织	预计公司 09 年衬衣的营业收入会保持稳定增长，增长幅度约为 15%。公司的市场占有率将会有进一步的提升，09 年之后公司将会实现稳健增长。维持公司“谨慎推荐”评级。
	孚日股份 002083	纺织	2010 年以后公司业绩将获的较大幅度的增长，预计 2009 年-2011 年 CIGSSe 薄膜太阳能电池项目对公司 EPS 的贡献分别为 0、0.14 和 0.23 元，维持公司“谨慎推荐”投资评级。
	华鲁恒升 600426	化工	预计未来尿素业务仍可维持 20% 的毛利率，防御性明显。DMF、醋酸和酸酐等煤化工下游业务则具备一定的进攻性，公司未来潜在的业绩有弹性。维持


其他板块

青岛啤酒 600600	食品饮料	公司“推荐”评级。 公司管理层薪酬激励计划、下半年权证到期等因素可能刺激公司业绩超预期。预计 09 年 EPS0.8 元，10 年 EPS1 元。
好当家 600467	食品饮料	下半年经济回暖强烈，或将刺激海参价格上涨；新增海域将在三年后贡献利润，为公司未来发展提供了空间。预计 09 年 EPS0.24 元，10 年 EPS0.28 元。
张裕 A 000869	食品饮料	张裕是我国葡萄酒行业唯一一家百年企业，品牌价值最高；公司作为龙头具备持续成长能力。预计 09 年 EPS2 元，10 年 EPS2.46 元。
银座股份 600858	商业零售	公司属于山东省区域零售龙头，业绩在内涵和外延式双重因素推动下，持续稳健增长。2009 年和 2010 年 EPS 为 0.73 元，0.89 元。同时具有大股东资产注入预期。
潍柴动力 000338	汽车	公司为重卡发动机行业龙头，估值优势明显。我们预计 2009 年 EPS2.51 元，2010 年 EPS2.61 元，公司具有明显的估值优势。
中国重汽 000951	汽车	中国重汽在重卡领域技术实力强劲，产业链完整。受国内扩大内需政策拉动，预计明年全年仍能保持小幅增长。预计 09 年与 10 年每股收益分别为 1.01 元与 1.33 元。
山推股份 000680	机械	预计公司 2009 - 2011 年 EPS 分别为 0.69 元、0.81 元和 0.96 元，继续给予公司“谨慎推荐”评级。由于基建投资对公司影响已经得到充分体现，未来走势取决于出口市场和房地产市场能否启动。
威海广泰 002111	专用设备制造	预计公司 2009 - 2011 年 EPS 分别为 0.51 元、0.64 元和 0.81 元，我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。
青岛软控 002073	设备制造业	公司 09 年计划实现营业收入 11.5 亿元，净利润 2.9 亿元，分别同比增长 26%，30%。公司半钢成型机 2009 年将开始批量销售，根据部分轮胎厂的扩产计划估算，半钢成型机有望成为公司业绩新的增长点。
山东高速 600350	交通运输	主要从事高速公路收费管理，背靠集团公司大交通战略，公司加快了集团优质路桥资产收购进度，并向地产开发和污水处理拓展新业务，实施多元化发展战略，维持“谨慎推荐”的投资评级。
日照港 600017	交通运输	目前港口行业已出现一定的复苏迹象，晋煤南运和山东 2000 万吨钢铁精品基地对公司中长期发展具有重要意义，维持“推荐”评级。
中兴通讯 000063	通信	受益于国内 3G 建设，海外市场份额逐步扩大，迅速迈入全球顶级电信设备商行业，我们给予对中兴通讯“推荐”评级。
武汉凡谷 002194	通信	受益于下游无线设备市场增长，份额扩大提升估值空间，公司在上半年获得了获得爱立信全球合格供应商认定资格，这对公司将构成长期利好。给予“谨慎推荐”评级。
中国联通 600050	通信	WCDMA 大幅提升在 3G 竞争的地位，成熟的终端和网络提升高端客户的比重，丰富的 3G 增值业务带来用户的 ARUP 值的提升，给予“推荐”评级。
招商银行 600036	银行	风险控制能力较强，资产质量良好，拨备计提标准严格，计提比例高。公司资产负债结构稳健均衡，并购永隆银行迈开国际化战略步伐。市场对永隆银行商誉减值准备问题已经基本消化，估值风险已经大幅释放；我们看好公司未来发展。
民生银行 600016	银行	公司在业内首创事业部制改革，虽然短期存在改革成本，但看好其长期发展。公司近两年大手笔的综合经营投入使其金融集团的框架已经大体形成。上半年出售海通证券股权，为其业绩锦上添花。公司经营费用将逐年下降。09 年经营状况良好，目前估值偏低。
中信证券 600030	证券	09 年下半年，随着公司提高其自营规模和权益类产品比例，依托其强大的研究实力，自营业务收入存在超预期的可能。投行方面，中信证券 09 年 1-5



金融街 000402	房地产	月在 IPO 暂停的背景下, 仍取得了 2,861 万元的股票增发承销收入和 772 亿元的债券承销规模。下半年 IPO 加速启动是公司业绩增长的重要催化剂。给予公司“推荐”评级。
招商地产 000024	房地产	看好“商务+住宅”模式的未来发展空间, 预计公司 09、10 年每股收益在 0.42 和 0.58 元左右。目前 RNAV 为 14.49 元, 维持“推荐”评级。
广宇集团 002133	房地产	09 年更多项目将以现房方式销售, 预计对市场吸引力更大。预计公司 09、10 年每股收益在 1.04 元和 1.36 元, 09 年业绩的 60% 已经基本锁定。
格力电器 000651	家电	预计未来 3 年公司每股收益为 0.33、0.51 和 0.70 元。最新 RNAV 在 8.77 元左右。截止 6 月 24 日, 公司股价在 7.88 元, 对应 09、10 年 PE 分别为 23.87X 和 15X, 较 RNAV 折价 10%。
中国神华 601088	煤炭	空调行业的龙头, 公司掌握先进技术, 占有内销市场 35% 的市场份额, 使得公司具有较强的议价能力并赚取超额利润。维持推荐的投资评级。
金发科技 600143	化工	公司煤、电、运产业链一体化抵御经济波动风险能力强, 高油价提升煤制油价值, 集团资产注入增加公司估值未来提升空间。给予“谨慎推荐”评级。
		汽车用塑料有望成为主要的盈利增长极, 国际名牌汽车厂商也主动寻求与金发的合作。由于公司的汽车用聚丙烯改性塑料未来几年盈利明确, 维持对其的“推荐”评级。



投资有风险，入市须谨慎

齐鲁证券有限公司研究所

地址：山东济南市经十路 17703 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：95538

传真：(86531) 8128-3791

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：95538

传真：(8621) 5830-6843

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。