

月度策略

2009 年 9 月 1 日

海通综指年初至今走势

经济复苏预期波折下的中期调整

——2009 年 9 月份策略报告

相关研究

《对当前 A 股市场运行趋势的看法》
20090814

《高收益与高风险并存下的泡沫化行情》
20090803

《收入分配值得改革启动基础消费板块》
20090630

《乍暖还寒——2009 年中期 A 股投资策略》
20090617

《中性预期下预计 A 股 09 年净利润增长 3.9%》
20090508

● **未来经济复苏将出现波折的预期将可能导致 A 股进入中期调整格局。**我们认为，当前我国经济是否就已进入新一轮经济增长周期尚存在一些不确定性。在自今年第二季度至明年第一季度我国 GDP 持续反弹之后，考虑到明年第二季度起我国 GDP 增速可能再次出现波动反复；因此，我们维持今年中期策略报告的偏谨慎观点，并认为 A 股市场很可能已进入中期调整格局。

● **从历史经验角度看，我国经济本轮复苏过程可能与下述情形基本类似。**美国在 1980 年至 1982 年期间、印度经济在 2001 年至 2003 年期间、以及我国经济在 1999 年前后时间段，其经济在复苏过程中都曾经经历了典型的寻底—反弹—筑底—进入新一轮增长周期的四阶段模式。而在上述经济体被预期进入“筑底”阶段的期间，相应经济体的股市普遍出现了时间约达 6—9 个月、累计跌幅约达 30% 左右的中期调整行情。

● **A 股本轮潜在的中期调整行情风险将有别于 2008 年市场曾出现的持续大幅调整走势。**A 股市场自今年 8 月份起可能已进入的中期调整走势，其更大意义在于时间跨度上的调整，悲观情形下，调整行情可能延续到 2010 年上半年；而调整幅度则会明显小于 2008 年 A 股市场出现的跌幅，且股指在调整过程中再度创出此前的 1664 点低点的可能性很小；预计未来 6 个月至 9 个月时间内 A 股 PE 值中枢大概在 20 倍附近，对应的上证综合指数波动中枢在 2500 点至 2600 点一带。

● **未来政策面与市场供求关系差于预期的可能性大。**一方面，鉴于去年我国 GDP 增速持续大幅回落的态势已被成功抑制，因此，未来政府宏观调控政策的重点很可能从此前的通过采取刺激固定固定资产投资等见效快的偏阶段性措施，逐步向优化经济结构、抑制制造业产能过剩、改善失业率等有利于经济中长期可持续发展的方式上转变，从这个角度而言，未来我国城镇固定资产投资增速存在适度回落的较大可能性，而居民终端消费则可能获得更多政策面的倾斜。另一方面，鉴于我国当前经济中信贷泡沫、资产价格有泡沫化趋势、未来存在潜在通胀压力的矛盾比较突出，因此，我们预计未来 3-6 个月的时间内，货币政策不太可能重现前期的超宽松状态。

● **可能使得未来 A 股市场走势表现超过预期的因素主要在以下三个方面。**一是海外主要经济体复苏进程有可能超过预期；二是海外股票市场反弹行情的幅度存在超预期的可能性；三是我国政策微调的幅度存在好于市场预期可能性。

● **从宏观经济、货币政策与资金供给面角度看，我们认为 A 股尚缺乏“自上而下”的大投资机会，并建议重点关注“自下而上”的结构性投资机会。**相对看好，一是电子、纺织化纤、部分轻工行业经历行业景气拐点可能带来的投资机会；二是后固定资产投资阶段相对看好汽车与旅游等可选消费品；三是高速公路板块、白色家电与医药等防御性品种。

策略高级分析师

张冬云

电话：(021) 23219442

Email: zhangdy@htsec.com

策略高级分析师

吴一萍

电话：(021) 23219387

策略核心分析师

陈久红

电话：(021) 23219393

目录

我们的观点：未来经济复苏预期波折将可能导致 A 股的中期调整	5
1. 海内外经济体历史经济复苏预期波折期的股市表现经验	6
1.1 美股在 1981 年前后经济复苏预期波折期的走势表现经验借鉴	6
1.2 印度股市在 2001 年前后经济复苏预期波折期的走势表现经验借鉴	7
1.3A 股在 1999 年前后经济复苏预期波折期的走势表现经验借鉴	8
2. 八月份沪深 300 指数估值自历史中枢上方向下回落	9
2.1 八月份 A 股为全球股票市场走势表现最糟糕的市场	9
2.2 八月份 A 股市场估值自历史中轴上方区域向下回落	10
3. 当前 GDP 回升并不意味着我国经济已进入新增长周期	11
3.1 “保八”无忧、祸福相依	11
3.2 经济结构转型依然任重道远	13
3.3 小结：我国经济何时进入新一轮增长周期的预期仍存众多不确定性	14
4. 资金供求趋势：流动性周期顶部 VS 资金需求逐渐膨胀	14
4.1 信贷增速与货币供应量增速可能在第三、四季度构筑年内“拐点”	14
4.2 警惕大小非存在的“助跌但未必助涨”的效应	15
4.3 年内拟实施公开再融资的拟募集资金总量近千亿元	17
4.4 年内潜在新股 IPO 融资需求可能依然十分旺盛	18
4.5 资金供求关系小结：流动性处周期顶部 VS 资金需求逐渐膨胀	20
5. 行业配置策略建议	21
5.1 “自下而上”的行业选择逻辑	21
5.2 电子、纺织化纤、化工、部分轻工行业呈现景气拐点	21
5.3 后固定资产投资阶段看好汽车与旅游等可选消费行业	25
5.4 高速公路、白家电低估值+业绩未能订的防守品种，谨慎关注银行股	26
5.5 行业配置策略建议与重点关注公司	27

图目录

图 1 美国 GDP 在 1981 年前后经历寻底与筑底两个阶段.....	6
图 2 1981 年前后美国货币供应量增速概况（%）.....	6
图 3 标普 500 在 1981 年前后美国 GDP 经历寻底与筑底两个阶段的表现.....	7
图 4 印度 GDP 在 2001 年前后经历寻底与筑底两个阶段.....	7
图 5 2001 年前后印度货币供应量增速概况（%）.....	7
图 6 标普 500 在 1981 年前后美国 GDP 经历寻底与筑底两个阶段的表现.....	8
图 7 我国 GDP 在 1999 年前后寻底与筑底阶段的增速（%）.....	8
图 8 1999 年前后我国货币供应量与信贷增速概况（%）.....	8
图 9 1997 年 5 月至 1999 年 5 月上证综指与恒升指数走势表现（%）.....	9
图 10 近一年沪深 300 指数与美国标普 500 指数走势对比.....	9
图 11 近一年四大成熟股票市场指数走势表现（%）.....	10
图 12 近一年全球主要新兴股票市场指数走势表现（%）.....	10
图 13 8 月份沪深 300 指数加权 PE 值自历史中轴上方开始回落.....	10
图 14 上证综指不同点位对应的 PE 值概况.....	11
图 15 上证综指不同点位对应的 PB 值概况.....	11
图 16 PMI（%）（2005.01-2009.07）.....	11
图 17 2005-2009 年 7 月与 6 月固定资产投资增速差值（%）.....	12
图 18 固定资产投资增速（%）.....	12
图 19 我国进出口增速（2005.01-2009.07）.....	12
图 20 按隶属关系分固定资产投资增速（%）.....	13
图 21 按注册类型分固定资产投资增速（%）.....	13
图 22 今年以来我国存款与贷款存在较显著的泡沫成份.....	15
图 23 信贷泡沫一旦破灭可能导致货币供应量增速萎缩（%）.....	15
图 24 我国信贷余额同比增速可能在今年 11 月份前后拐头下行.....	15

图 25	累计解禁与未解禁的股改大非数量概况（亿股）	16
图 26	累计解禁与未解禁的股改小非数量概况（亿股）	16
图 27	历史当月减持的股改大非与小非数量概况（亿股）	16
图 28	历史累计减持的股改大非与小非数量概况（亿股）	16
图 29	历史股改大非与小非累计减持的占比概况（%）	17
图 30	股改解禁股历史累计减持数量已占比概况	17
图 31	全球半导体超额库存（亿美元）	22
图 32	北美半导体设备订单出货比	22
图 33	A 股各行业 2Q2009 营业总收入环比增长	24
图 34	A 股各行业 2Q2009 毛利率环比提升幅度	24
图 35	高速、白家电、银行历史上的 PE 分位点从未像现在如此低过	26

表目录

表 1	近一年时间全球主要股票市场指数表现概况 (%)	9
表 2	今年已实施配股再融资的 A 股公司概况	17
表 3	今年已实施公开增发再融资的 A 股公司概况	17
表 4	今年拟实施配股融资的 A 股公司概况	18
表 5	今年拟实施公开增发融资的 A 股公司概况	18
表 6	今年 6 月份新股 IPO 发行恢复以来已发行并上市 A 股概况	19
表 7	已过会拟进行 IPO 融资的公司概况	20
表 8	从总量和占比看, 2009 年国家在再分配领域加大改善民生的投入	25
表 9	高速、白家电、银行的估值水平和 2Q 净利润增长率	26
表 10	2009 年 9 月 A 股行业配置策略建议	27
表 11	我们建议重点关注的个股	27

我们的观点：未来经济复苏预期波折将可能导致 A 股的中期调整

我们认为，8 月份 A 股市场之所以出现持续下跌行情，很大程度上缘于市场对宏观经济政策、尤其是货币政策可能转向等预期发生改变，以及受一级市场发行节奏较快、大小非减持意愿有逐渐增强迹象、上市公司在半年报期间再融资欲望可能逐渐膨胀等影响资金需求面不利因素所致，换句话说，市场对政策面预期与股票市场供求关系预期发生改变，是导致短期市场出现持续显著下跌行情的主要诱因。

从未来更长一段时间的中期角度看，海通证券研究所宏观部认为，宏观经济层面上，中国经济回升的基础尚不牢固。由于外部经济复苏艰难且缓慢，中国出口年内难有大的起色，而高信贷支撑下的投资拉动型经济增长加剧了经济结构的失衡。尽管今年“保八”无忧，但是，如果 2010 年后出口不能快速而显著地复苏，而民间投资无法全面启动，投资增速出现明显下滑，那么可能将重踏 1998-1999 年“W 型”经济复苏的状态。

从市场运行趋势看，我们认为，当前就判断我国经济已进入新一轮经济增长周期还为时过早，考虑到明年第二季度起我国 GDP 增速可能再次经历一些反复波折阶段；因此，我们维持今年中期策略报告的偏谨慎观点，并认为 A 股市场很可能已进入中期调整格局。

从历史经验角度看，我们认为，我国经济本轮复苏过程可能与下述情形基本类似。美国在 1980 年至 1982 年期间、印度经济在 2001 年至 2003 年期间、以及我国经济在 1999 年前后时间段，其经济在复苏过程中都曾经经历了典型的寻底—反弹—筑底—进入新一轮增长周期的四阶段模式。而在上述经济体被预期进入“筑底”阶段的期间，相应经济体的股市普遍出现了时间约达 6—9 个月、累计跌幅约达 30% 左右的中期调整行情，如自 1981 年初至 1982 年 8 月，美国标普 500 指数自约 140 点的高点最低曾回调至近 100 点；自 2002 年 4 月至 2003 年 4 月，印度 Sensex30 指数自约 3700 点的高点最低曾回调至 2900 点附近；自 1998 年 6 月份初至 1999 年 5 月中旬，上证综合指数自最高超过 1400 点最低曾一度跌破 1060 点。

从政策面角度看，我们认为，一方面，鉴于我国政府自去年第四季度起果断实施的系列经济刺激计划效果明显，去年我国 GDP 增速持续大幅回落的态势已获得成功抑制并扭转，因此，未来政府宏观调控政策的重点很可能从此前的通过采取刺激固定固定资产投资等见效快的偏阶段性措施，逐步向优化经济结构、抑制制造业产能过剩、改善失业率等有利于经济中长期可持续发展的方式上转变，从这个角度而言，未来我国城镇固定资产投资增速存在适度回落的较大可能性，而居民终端消费则可能获得更多政策面的倾斜。另一方面，鉴于我国当前经济中信贷泡沫、资产价格有泡沫化趋势、未来存在潜在通胀压力的矛盾比较突出，因此，我们预计未来 3-6 个月的时间内，货币政策已延续前期超宽松状态的可能性并不大。

从未来 A 股市场资金供求关系角度看，我们持谨慎观点。一方面，从资金供给角度看，鉴于主要的流动性指标信贷增速、货币供应量 M2、M1 等很可能已处于本轮上行周期的顶部或次顶部区域，未来下行风险远大于上行机会；另一方面，从资金需求角度看，今年 10 月份将迎来限售股解禁单月峰值，大小非存在“助跌但未必助涨”的效应，目前有约 40% 的解禁小非已选择减持套现，且近几个月份大非减持套现的股本数量的绝对值呈明显上升趋势，此外，年内拟实施公开再融资的募集资金需求总量约达近千亿元，未来新股 IPO 融资需求可能依然会十分旺盛。

从中期调整格局可能的时间跨度与幅度的角度看，我们认为，有别于 2008 年 A 股市场出现的持续大幅调整行情，A 股市场自今年 8 月份起可能已进入的中期调整走势，其更大意义在于时间跨度上的调整，悲观情形下，调整行情可能延续到 2010 年上半年；而调

整幅度则会明显小于 2008 年 A 股市场出现的跌幅，且股指在调整过程中再度创出此前的 1664 点低点的可能性很小；预计未来 6 个月至 9 个月时间内 A 股 PE 值中枢大概在 20 倍附近，对应的上证综合指数波动中枢在 2500 点至 2600 点一带。

此外，在包括我国在内的全球主要经济体本轮经济调整最糟糕的情形已经过去的市场普遍预期下，我们认为，可能使得未来 A 股市场走势表现超过预期的因素，主要包括海外主要经济体复苏进程有可能超过预期，我国的经济结构调整进程存在超预期表现的可能性，以及我国政策微调的幅度存在好于市场预期的可能性等几个重要方面。

不过，对于阶段性走势而言，不排除在九月份、或十月份的行情中 A 股市场存在技术性反弹的潜力，股指反弹的触发因素可能主要来自以下几个有利方面，其一，海外主要股票市场可能延续此前反弹格局；其二，在“维稳”的大基调下，一旦部分新股跌破一级市场发行价格，股市政策面可能暂时性显著向多方倾斜；其三，不包括制造业公司在内的 A 股今年第二季度业绩获得较显著改善；其四，未来部分月度宏观经济数据存在好于市场预期的可能性。

需要强调的是，我们认为，未来 A 股股指可能出现的反弹行情，应是降低股票持仓位与优化行业配置结构的较好机会。

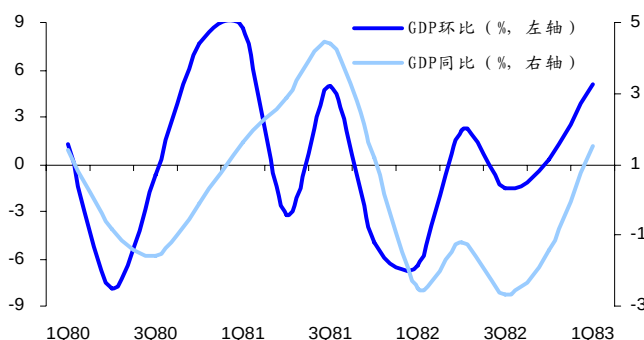
此外，可能使得中期 A 股市场走势表现超过预期的因素主要在以下三个方面。一是海外主要经济体复苏进程有可能超过预期；二是海外股票市场反弹行情的幅度存在超预期的可能性；三是我国政策微调的幅度存在好于市场预期的可能性。

1. 海内外经济体历史经济复苏预期波折期的股市表现经验

1.1 美股在 1981 年前后经济复苏预期波折期的走势表现经验借鉴

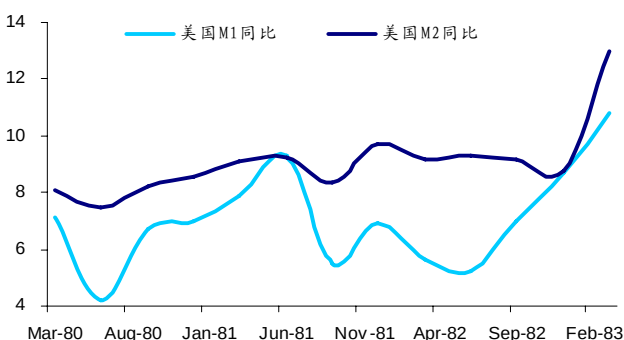
历史数据显示，在 1980 年至 1982 年期间，美国经济在调整过程中经历了一轮典型的从“寻底”阶段到“筑底”阶段的经济复苏模式。具体而言，美国经济于 1980 年第三季度寻底成功，当季 GDP 同比增幅为-1.6%；自 1980 年第四季度至 1981 年第三季度美国出现反弹，期间四个季度美国 GDP 增速分别为-0.1%、1.6%、2.9%与 4.2%；1981 年第四季度至 1982 年第四季度美国经济经历“筑底”阶段，期间五个季度美国 GDP 增速分别为 1.2%、-2.5%、-1.2%、-2.7%与-1.4%，1983 年美国才进入新一轮的经济增长周期。

图 1 美国 GDP 在 1981 年前后经历寻底与筑底两个阶段



资料来源：WIND 资讯

图 2 1981 年前后美国货币供应量增速概况（%）

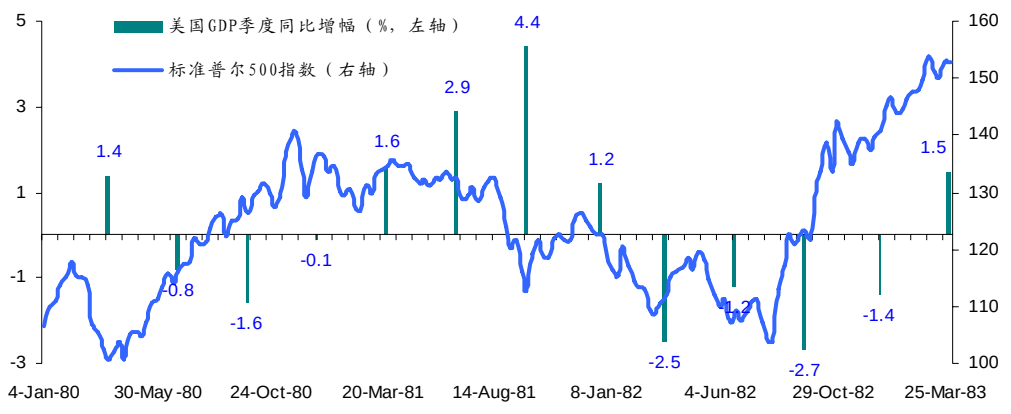


资料来源：WIND 资讯

从美国股市在美国经济经历“寻底”阶段与“筑底”阶段的复苏进程中的具体表现看，自 1980 年 4 月至同年 11 月，美国标普 500 指数自低点 100 点持续反弹至 140 点一带的

中期高点，提前消化了市场对美国经济在 1980 年第四季度至 1981 年第三季度期间的经济反弹预期；1980 年 12 月至 1981 年 8 月期间，标普 500 指数基本围绕 130 点附近的中期次高点位波动；1981 年 9 月至 1982 年 8 月，标普 500 指数再度出现了显著的中期调整行情，该指数期间最低曾回落至 103 点。

图 3 标普 500 在 1981 年前后美国 GDP 经历寻底与筑底两个阶段的表现

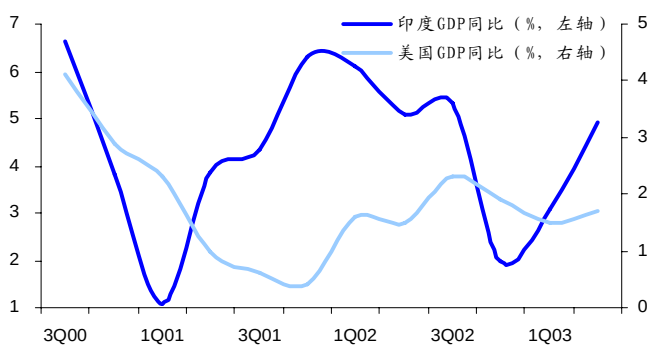


资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯

1.2 印度股市在 2001 年前后经济复苏预期波折期的走势表现经验借鉴

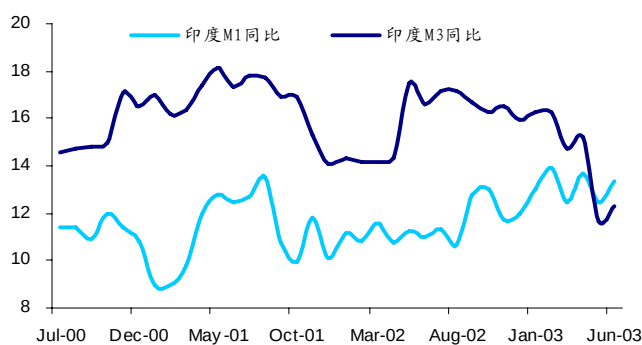
数据显示，在 2001 年至 2003 年期间，印度经济在调整过程中经历了一轮典型的从“寻底”阶段到“筑底”阶段的经济复苏模式。具体数据表明，印度经济于 2001 年第一季度寻底成功，当季 GDP 同比增幅为 1.1%；自 2001 年第二季度至 2002 年第一季度印度经济出现反弹，期间四个季度印度 GDP 同比增速分别为 3.8%、4.4%、6.3%与 6.1%；2002 年第二季度至 2002 年第四季度印度经济经历“筑底”阶段，期间三个季度印度 GDP 增速分别为 5.1%、5.3%与 2.0%，2003 年印度才进入新一轮的经济增长周期。

图 4 印度 GDP 在 2001 年前后经历寻底与筑底两个阶段



资料来源：WIND 资讯

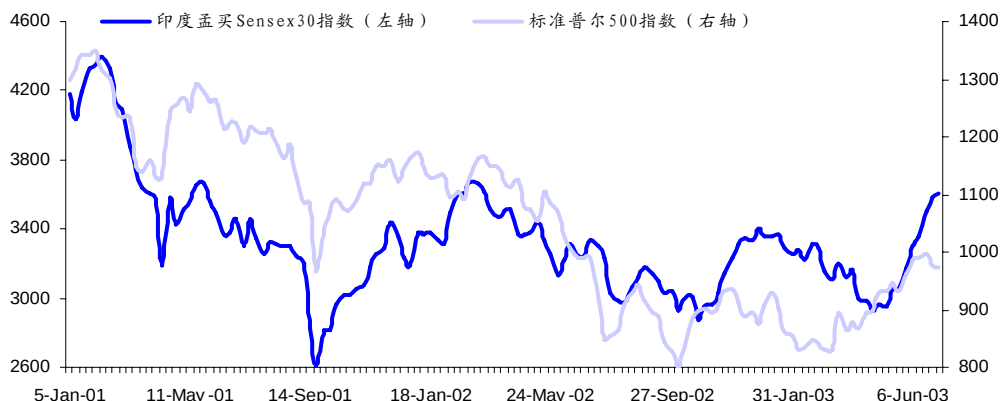
图 5 2001 年前后印度货币供应量增速概况 (%)



资料来源：WIND 资讯

从印度股市在印度经济经历“寻底”阶段与“筑底”阶段的复苏进程中的具体表现看，自 2001 年 9 月至 2002 年 3 月，印度 Sensex30 指数自低点 2600 点持续反弹至近 3700 点一带的中期高点，基本在时间上同步消化了市场对印度经济在 2001 年第二季度至 2002 年第一季度期间的经济反弹预期；2002 年 4 月至 2003 年 4 月，印度 Sensex30 指数再度出现了显著的中期调整行情，该指数期间最低曾回落至 2900 点，自 2003 年 5 月起印度 Sensex30 指数展开了新一轮牛市行情。

图 6 标普 500 在 1981 年前后美国 GDP 经历寻底与筑底两个阶段的表现



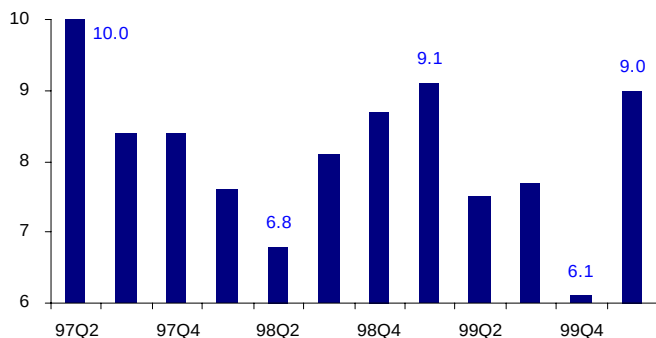
资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯

1.3A 股在 1999 年前后经济复苏预期波折期的走势表现经验借鉴

历史数据显示，我国经济在 1999 年前后时间段的调整过程中也曾经历了一轮典型的从“寻底”阶段到“筑底”阶段的经济复苏模式。在那轮经济调整过程中，我国 GDP 增速于 1998 年第二季度成功“寻底”，当季 GDP 增速为 6.8%；1998 年第三季度、第四季度与 1999 年第一季度我国 GDP 增速连续回升，分别达 8.1%、8.7%与 9.1%；但在 1999 年第二季度至同年第四季度期间，我国经济经历了显著的“筑底”阶段。

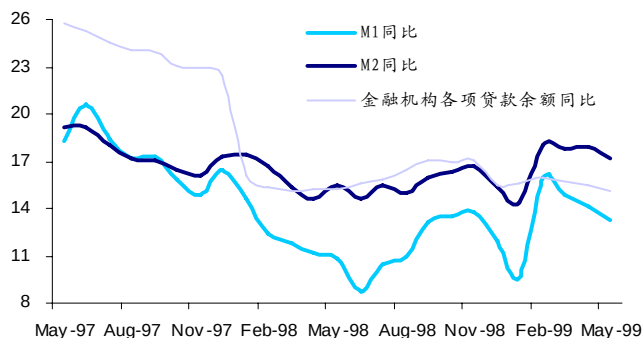
从 A 股市场 1998 年前后时间段在我国经济经历“寻底”阶段与“筑底”阶段的复苏进程中的具体表现看，A 股市场 1997 年 9 月底至 1998 年 5 月底连续共约 8 个月的时间内市场持续反弹，期间上证综合指数自最低 1041 点最高反弹至 1415 点，累计最高反弹幅度约达 40%；但自 1998 年 6 月份初至 1999 年 5 月中旬共近 12 个月的时间内，A 股市场再度出现了一轮显著的中级调整行情，期间上证综合指数自最高超过 1400 点最低曾一度跌破 1060 点，累计最深回调幅度接近 30%。

图 7 我国 GDP 在 1999 年前后寻底与筑底阶段的增速 (%)



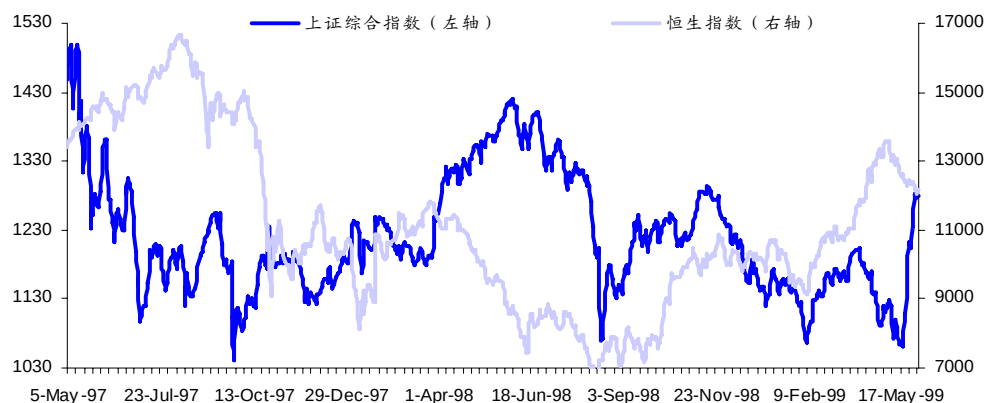
资料来源：WIND 资讯

图 8 1999 年前后我国货币供应量与信贷增速概况 (%)



资料来源：WIND 资讯

图 9 1997 年 5 月至 1999 年 5 月上证综指与恒生指数走势表现 (%)



资料来源: WIND 资讯

2. 八月份沪深 300 指数估值自历史中枢上方向下回落

2.1 八月份 A 股为全球股票市场走势表现最糟糕的市场

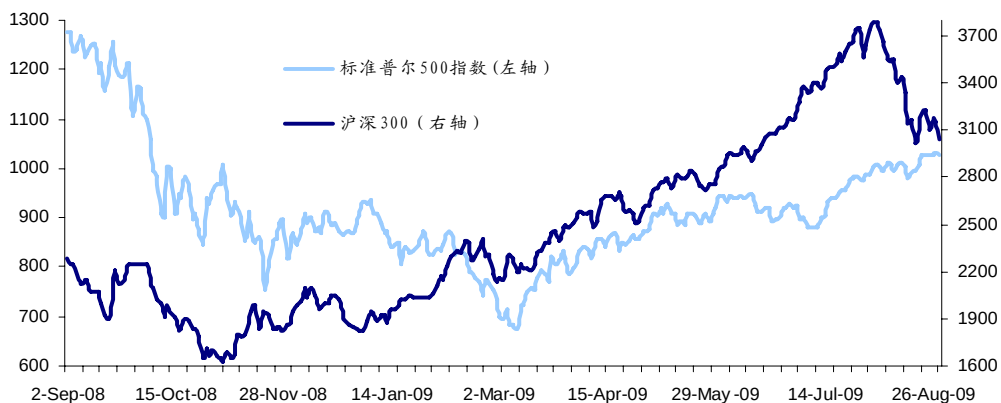
在八月份全球主要股票市场普涨的大背景下, 当月 A 股市场逆势持续大幅下跌。截止 8 月 28 日, 8 月份沪深 300 指数收盘累计跌幅约为 18.4%, 成为同期全球主要股票市场指数走势表现最糟糕的指数; 同期恒生中国企业指数收盘累计跌幅约为 5.7%。

表 1 近一年时间全球主要股票市场指数表现概况 (%)

时间跨度	美国 SPX	德国 GDAXI	日本 N225	英国 FTSE	恒生 HSI	恒生国企 HSCEI	沪深 300	印度 SENSEX	巴西 IBOVESPA	俄罗斯 RTS
近 1 个月	4.2	3.5	1.7	6.5	-2.3	-5.7	-18.4	1.6	5.4	7.1
近 3 个月	11.9	11.7	10.6	11.1	10.6	9.6	10.4	8.9	8.5	0.2
近 6 个月	40.0	43.5	39.2	28.2	56.9	65.6	42.3	79.1	51.1	100.1
近 12 个月	-19.8	-14.1	-19.4	-12.9	-5.5	-2.0	27.4	9.3	3.6	-33.8

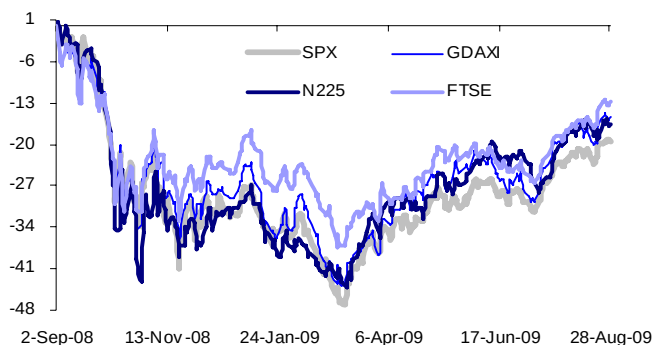
资料来源: WIND 资讯 (数据参考截止日期: 8 月 28 日)

图 10 近一年沪深 300 指数与美国标普 500 指数走势对比



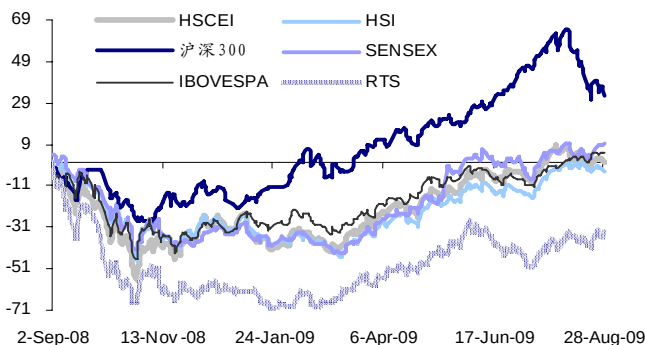
资料来源: 海通证券研究所; WIND 资讯 (数据参考截止日期: 8 月 28 日)

图 11 近一年四大成熟股票市场指数走势表现 (%)



资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯（数据参考截止日期：8 月 28 日）

图 12 近一年全球主要新兴股票市场指数走势表现 (%)

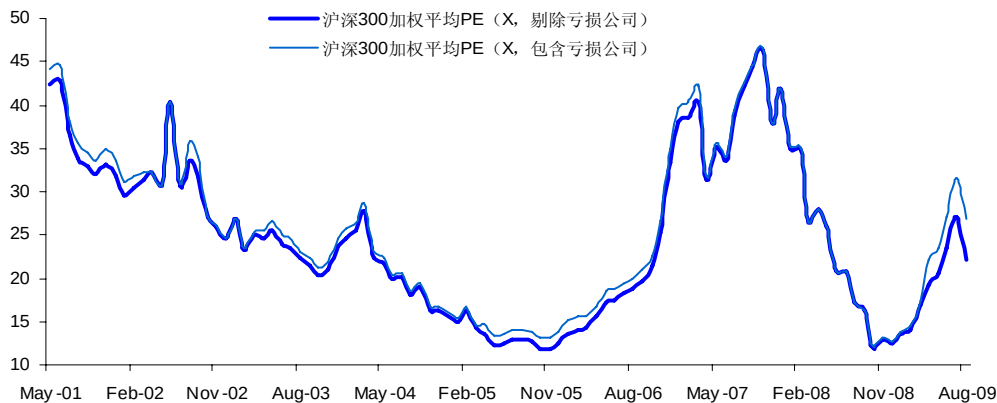


资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯（数据参考截止日期：8 月 28 日）

2.2 八月份 A 股市场估值自历史中轴上方区域向下回落

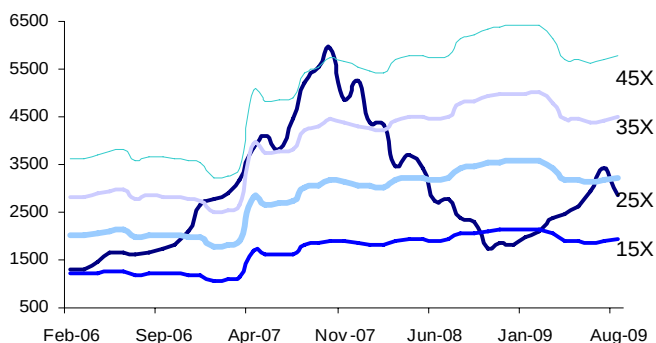
自 8 月 4 日 A 股市场出现的急速下跌行情，使得 A 股市场估值水平自历史中轴上方区域开始向下回落。截止 8 月 28 日收盘，若剔除亏损公司，沪深 300 指数成份公司加权平均 PE (TTM) 值为 22.2 倍，若包含亏损公司，则加权平均 PE (TTM) 值为 26.9 倍。同日上证综合指数收盘 28607.0 点，对应的 PB 值约为 3.1 倍，相当于 2008 年 8 月上旬该指数所处 2500 点一带时对应的估值水平。

图 13 8 月份沪深 300 指数加权 PE 值自历史中轴上方开始回落



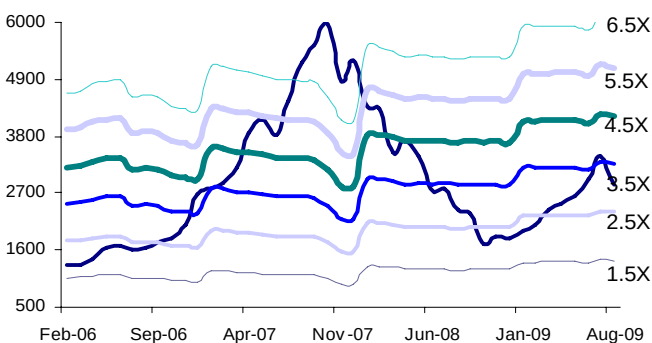
资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯（数据参考截止日期：8 月 28 日）

图 14 上证综指不同点位对应的 PE 值概况



资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯（数据参考截止日期：8 月 28 日）

图 15 上证综指不同点位对应的 PB 值概况



资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯（数据参考截止日期：8 月 28 日）

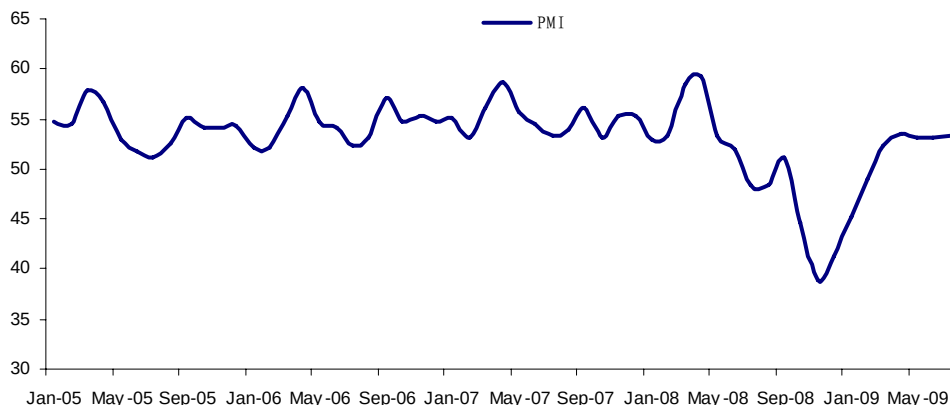
3. 当前 GDP 回升并不意味着我国经济已进入新增长周期

3.1 “保八”无忧、祸福相依

从 7 月份的宏观数据来看，尽管投资和信贷的数据低于市场预期，投资有所回落，但局部微调不改经济整体回升的趋势。当前的经济形势依然是外冷内热，内需主导而外需萎靡。政策力量驱动的经济回升特征仍然十分明显。

7 月份 PMI 指数为 53.3%，连续 5 个月扩张。中国物流与采购联合会公布的 2009 年 7 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 53.3%，比上月上升 0.1 个百分点。PMI 指数连续 5 个月位于 50% 以上，表明经济持续处于扩张期，回升态势非常明显。

图 16 PMI（%）（2005.01-2009.07）

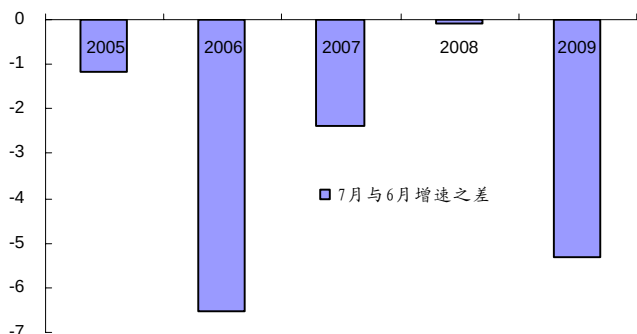


资料来源：CEIC

投资是政策驱动下经济回升的主要力量，因此，对于投资的关注超过了其他两部引擎。今年 1-7 月份，城镇固定资产投资 95392 亿元，增长 32.9%，比上半年回落 0.7 个百分点。投资增速的回落有两个方面的原因：一是季节性的扰动，二是中央投资下发推迟引发增速下滑。08 年四季度、09 年 1 月和 4 月，中央共下发了三批投资，而在中央投资下发后，固定资产投资增速都往往有明显的加快。因此，伴随着第四批中央投资的陆续发放，预计

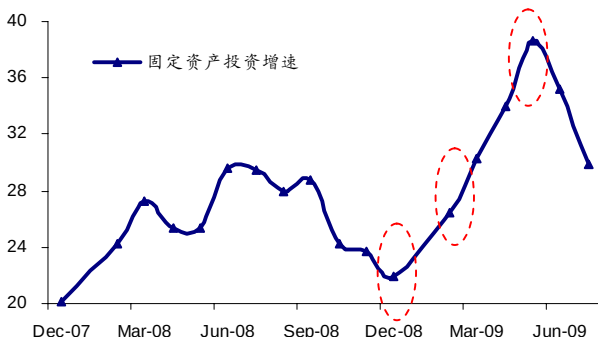
8 月的固定资产投资增速会有所反弹。

图 17 2005-2009 年 7 月与 6 月固定资产投资增速差值 (%)



注：增速均为当月增速，而非累计值；资料来源：CEIC，海通证券研究所。

图 18 固定资产投资增速 (%)



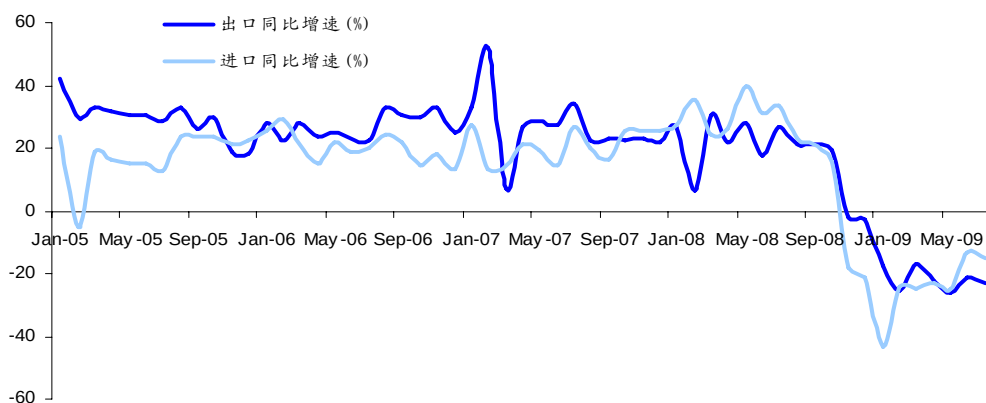
注：红圈为中央下发投资的时点；资料来源：CEIC，海通证券研究所。

从与固定资产投资关系密切的房地产投资来看，投资前景依旧乐观。由于销售面积增速与新开工面积增速巨大的剪刀差，房地产投资增长的动力十分强劲。一个长期的因素是产业结构升级和东中西部的地域差异为固定资产投资增速提供了足够的空间，直接表现为，第三产业投资增速 (36.5%) 高于第二产业 (27.8%)；中西部投资增速高于东部沿海地区。

预计三、四季度随着中央投资资金的下发以及地方政府投资热情的逐步释放，投资的增速维持在一定的高位将使得今年经济的增长保八无忧。

消费处于较为平稳的状态，预计三、四季度仍然可以维持较为稳定的状况。而进出口环比回升与外围经济数据或政策向好有一定关系，美国的成屋销售签约率、PMI 指数回升，失业率下降，以及英国量化宽松的货币政策，加上欧元区强调维持 1% 低利率不变都表明经济复苏的形势在好转，也为我国出口增速回升提供了基础，不过这对于短期内扭转出口状况仍然不可能有较大改变。

图 19 我国进出口增速 (2005.01-2009.07)



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

总体来看，渡过了非常时段的中国经济正在逐步走出低谷，下半年的经济回升力度要比上半年会更大。根据海通研究所宏观部的预测，3 季度 GDP 有望达到 8.5% 左右；4 季度达到 10% 到 10.5%，全年有望达到 8.5%。全年“保八”的忧虑基本上可以完全消除。

不过，“保八”是否意味着我们对宏观经济可以高枕无忧了呢？对于 7 月份宏观数据

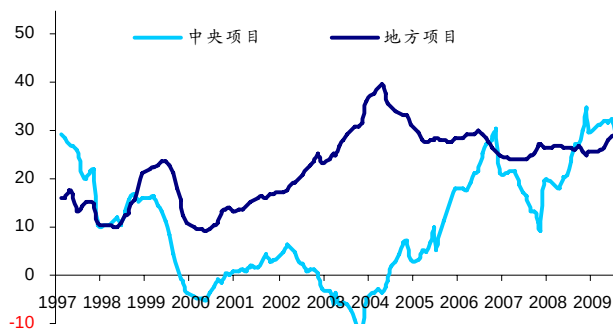
透露出来的几个问题还是值得关注的：一是固定资产投资增速有所下降、是否会构筑拐点而形成下滑趋势？二是在经济回稳格局确立的情况下信贷大幅回落是否成为趋势、是否意味着央行货币政策的转变？三是工业增加值增速徘徊不前、和 GDP 的增速形成鲜明对比，经济质量问题如何看待？四是外部需求是否出来了积极变化，进而出口明显好转的时机是否来临？五是随着 CPI 和 PPI 的筑底回升以及“输入型”通胀压力的开始显现，通胀预期是否会提前来临？

在这一系列的问题当中，对市场人气影响较大的可能还是货币政策的问题，而上述这些对经济数据透露出来的问题又关系到货币政策的走向。政策微调可能存在的基础有两个方面的含义：一方面是经济回升给予政策以腾挪的空间，渡过极端时期之后政策的迫切性降低，继续超常规宽松的货币政策在经济回升的客观现实下有退出的必要；另一方面的含义是投资的单引擎拉动给货币政策的继续单向行驶带来一定的风险，央行有可能出于对未来商业银行坏帐的担忧而采取一定的行为。不论是哪方面的含义，政策微调的意义都会给“保八”无忧之后的经济下一步走向带来一定隐忧。

3.2 经济结构转型依然任重道远

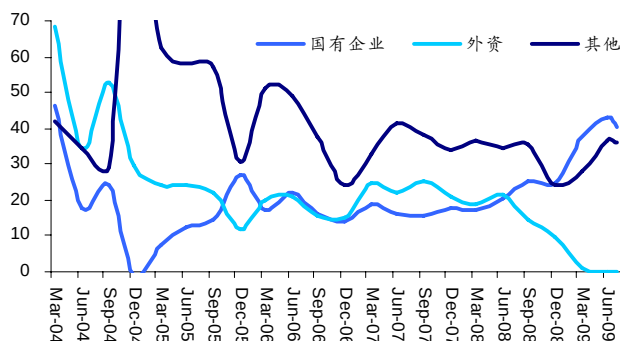
渡过了去年的极端时期，经济回升的迹象已经明显显现出来，但同时也暴露出经济运行过程中所存在的一些问题。

图 20 按隶属关系分固定资产投资增速 (%)



注：12 个月移动均值；资料来源：CEIC，海通证券研究所。

图 21 按注册类型分固定资产投资增速 (%)



注：3 个月移动均值；资料来源：CEIC，海通证券研究所。

首先，积极的财政政策和宽松货币政策带来的通胀隐忧成为经济结构调整的一个制约因素。在去年金融风暴危急时刻各国央行都采取了非常时刻下的非常手段，大规模地注入流动性，宽松的货币政策成为实施救助的主要甚至是唯一手段。不过，我国央行和美国、欧洲央行注入流动性明显不同之处在于：美国、欧洲等央行注入流动性是在虚拟经济，直接在债券和外汇市场上操作；而我国央行是通过商业银行贷款的方式投入到实体经济中去的，这些流动性是在 4 万亿投资政策刺激下创造出来的，而在实体经济吸纳和消化不了这么多流动性的状况下，对资产价格产生了上扬的泡沫。

所以，尽管通胀没有来临，但是通胀预期却明显增强，而且在宽松货币政策下的长期通胀压力在逐步形成，这种隐忧和预期将成为经济回升的一个制约因素。产能过剩、供求平衡、内需平稳是末端商品价格难以上涨的根本性原因，所以通胀难以表现在 CPI 和 PPI 上面，但是资产价格泡沫催生以及国外输入两方面叠加导致的通胀又有出现的迹象。因此，归结到底，宽松的货币政策在通胀预期形成方面有着不可忽视的作用。

如果流动性继续下去，这种通胀预期可能会快速扩展，从而导致上游资产价格泡沫的严重化，也对经济持久回升产生不利影响。

央行所采取的微调政策有两个方面的意图：一方面针对通胀预期，过度宽松的货币可

能产生的通胀隐忧必须控制在可控范围内，否则将对刚刚回稳的经济产生不利影响；另一方面把握好货币政策“刹车”的力度，固定资产投资的高速度必须有所下降，以避免将来货币政策不得不收紧而导致的商业银行坏帐上升。这两个方面的调控意图要落实到微调的尺度上来是有一定难度的，市场近期对于信贷的高度关注也实际上是对于这种“踩刹车”微调尺度的关注。

其次，从投资单引擎向消费引擎交“接力棒”的过程不是一蹴而就的。中央三、四批投资项目已经显现出民生转移的倾向，目的在于通过这种引导使得经济拉动经济增长的引擎从单极的投资向消费过渡。而这一经济结构的转型不是短期可能实现的，中国经济多年积累的问题要想通过这几批中央下发投资就完全解决掉是不可能的，这将是一个漫长的过程，在彻底转型为内需型经济之前，经济增长的波动可能会很明显，经济复苏的道路还将有所反复。

3.3 小结：我国经济何时进入新一轮增长周期的预期仍存众多不确定性

中国经济复苏强劲是依靠投资单引擎拉动的，而外冷内热的经济环境下政策变化的因素在慢慢发酵。一是民间投资和中央投资的冷热对比下对未来投资力度的持续性有一定的担忧；二是宽松货币政策带来的长期通胀压力不利于经济回升和结构转型，政策微调的预期越来越明确之后可能渐渐转向收紧；三是外需复苏的不确定因素、内需提振不可能一蹴而就都将使得经济增长的扰动可能性存在。

因此，我们还处于经济单引擎向其他引擎交“接力棒”的过程中，这个过程能否顺利完成还有一定的未知因素，复苏是一个漫长而复杂的过程，市场对中国经济何时进入新一轮增长周期的预期依然存在众多不确定性因素。

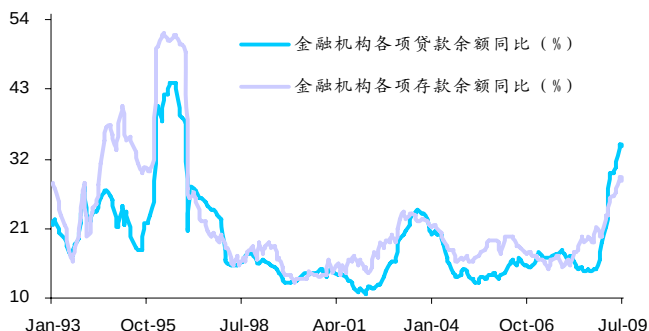
4. 资金供求趋势：流动性周期顶部 VS 资金需求逐渐膨胀

4.1 信贷增速与货币供应量增速可能在第三、四季度构筑年内“拐点”

我们认为，今年以来我国新增信贷规模的大幅增长，对推动同期我国固定资产投资增速的高增长、房市与车市的火爆，具有功不可没的效用。但与此同时，今年的新增信贷也存在较显著的“泡沫”成份，在近几个季度我国 GDP 增速总体处在近十年增速的中枢下方水平的情形下，同期我国存款余额同比增速却处在近十年增速的中枢上方水平，表明部分银行新增信贷直接转换成了企业或居民的存款，并没有完全流入到实体经济中。

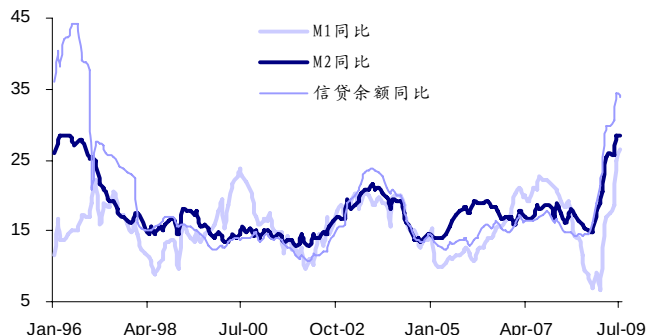
历史数据显示，在 1993 年至 1996 年期间，我国也曾出现较显著的信贷与存款“泡沫”，且自 1997 年初起伴随信贷增速“泡沫”的破灭，此后存款余额同比增速也急速下滑，直至回落至合理的水平。

图 22 今年以来我国存款与贷款存在较显著的泡沫成份



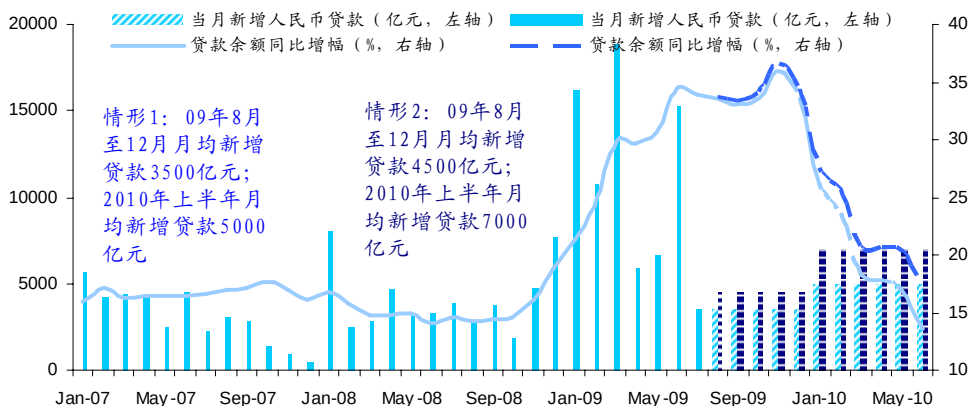
资料来源：WIND 资讯

图 23 信贷泡沫一旦破灭可能导致货币供应量增速萎缩（%）



资料来源：WIND 资讯

图 24 我国信贷余额同比增速可能在今年 11 月份前后拐头下行



资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯

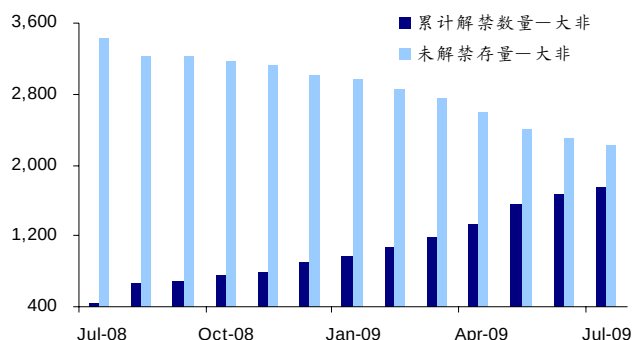
根据两种不同情形下对今年剩余时间与明年上半年各月份新增贷款规模模拟估算，我们初步预计，我国信贷余额同比增速很可能在今年 11 月份前后构筑“拐点”，并可能在明年上半年出现持续显著回落；鉴于我国货币供应量 M2 增速、M1 增速与同期信贷余额同比增速存在显著的正相关关系，由此可以初步推断我国货币供应量 M2 增速、M1 增速很可能于明年初起陆续步入下行周期，这意味着目前阶段我国信贷余额同比增速、货币供应量 M2 增速、M1 增速皆基本处在本轮流动性上行周期的顶部或次顶部区域。

4.2 警惕大小非存在的“助跌但未必助涨”的效应

历史经验表明，一旦市场走势处于调整阶段，股改大小非解禁股对市场走势可能产生的负面影响往往容易被放大，即大小非存在助跌但未必助涨的效应。

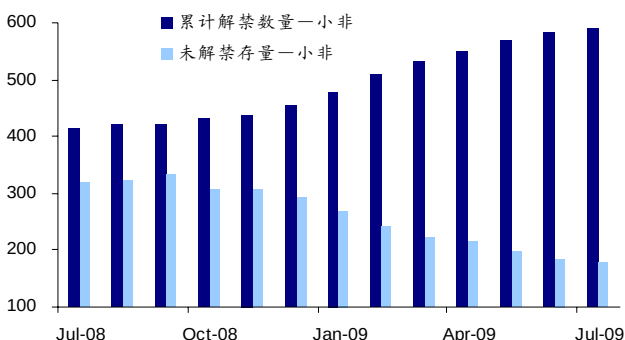
其一，伴随今年 10 月份股改限售股单月解禁数量进入历史最高峰，这可能对投资者心态产生不可忽视的负面影响。目前未解禁的存量股改大非总数量仍超过 2000 亿股，占累计产生的股改限售股大非的比重超过 50%，此外，还剩余约 176 亿股的未解禁的存量小非，占累计产生的股改限售股大非的比重超过 20%。

图 25 累计解禁与未解禁的股改大非数量概况（亿股）



资料来源：WIND 资讯

图 26 累计解禁与未解禁的股改小非数量概况（亿股）

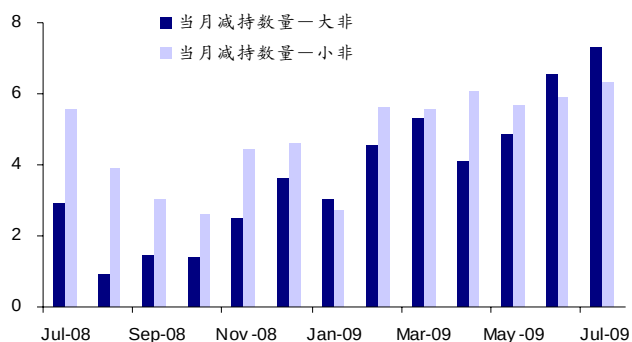


资料来源：WIND 资讯

其二，已解禁的股改小非减持套现欲望明显。统计数据显示，今年以来，小非累计减持套现数量占已解禁的小非总股本的数量基本维持在 40% 的比例。截止今年 7 月份，股改小非累计减持股本的数量超过 236 亿股。

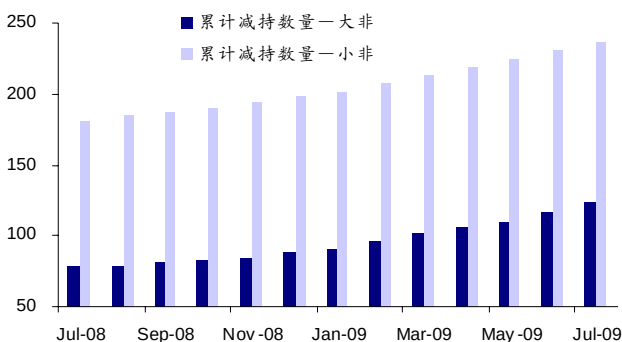
其三，近几个月份大非减持套现的股本数量的绝对值呈明显上升趋势。统计数据显示，自今年 4 月份至 7 月份期间，股改大非连续四个月减持股本的数量分别约为 4.1 亿股、4.9 亿股、6.5 亿股与 7.3 亿股。截止今年 7 月份，股改大非累计减持股本的数量超过 123 亿股。

图 27 历史当月减持的股改大非与小非数量概况（亿股）



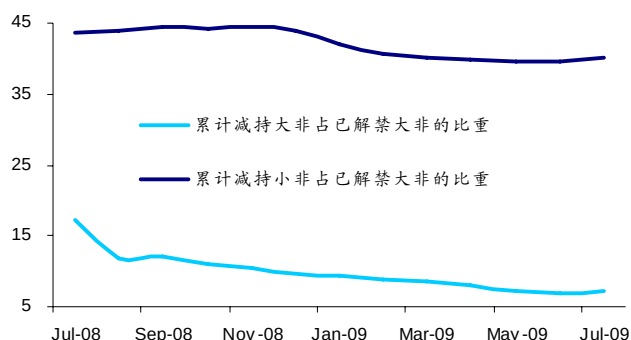
资料来源：WIND 资讯

图 28 历史累计减持的股改大非与小非数量概况（亿股）



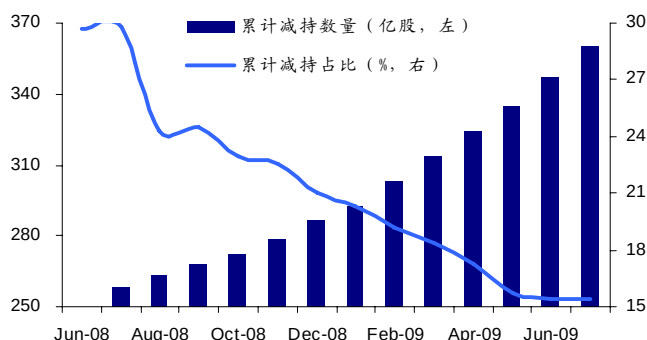
资料来源：WIND 资讯

图 29 历史股改大非与小非累计减持的占比概况 (%)



资料来源：WIND 资讯

图 30 股改解禁股历史累计减持数量已占比概况



资料来源：WIND 资讯

4.3 年内拟实施公开再融资的拟募集资金总量近千亿元

统计数据显示，尽管今年以来已经实施公开再融资（包括配股融资与公开增发融资）的 A 股上市公司数量仅有 6 家，但截止 8 月 28 日，年内拟通过配股或拟公开增发实施融资的上市公司的数量分别为 19 家与 13 家，拟配股发行的总股本数量或拟公开增发的总股本数量分别约为 106.1 亿股与 26.0 亿股，合计拟募集资金总额高达近千亿元。

表 2 今年已实施配股再融资的 A 股公司概况

代码	名称	配股比例	配股价格 (元/股)	股权登记日	实际认购数量(万股)	认购比例(%)	募集资金合计(亿元)
600525	长园集团	0.30	8.88	2009-8-18	4,929.11	98.63	4.38
000635	英力特	0.30	12.00	2009-8-5	3,958.67	95.99	4.75
600590	泰豪科技	0.30	7.56	2009-7-29	8,494.25	96.14	6.42

资料来源：WIND 资讯（数据参考截止日期：8 月 29 日）

表 3 今年已实施公开增发再融资的 A 股公司概况

代码	名称	发行方式	公开发行业日期	发行价格 (元/股)	发行数量(万股)	公开发行业数量(万股)	募集资金合计(亿元)
600596	新安股份	网上网下定价	2009-8-13	44.68	2,193.38	1,092.28	9.80
000778	新兴铸管	网上网下定价	2009-8-7	11.70	30,000.00	26,443.40	35.10
000527	美的电器	网上网下定价	2009-7-30	15.75	18,910.69	6,416.95	29.78

资料来源：WIND 资讯（数据参考截止日期：8 月 29 日）

表 4 今年拟实施配股融资的 A 股公司概况

代码	名称	方案进度	预案公告日	股东大会公告日	获准日期	基准股本(亿股)	拟配股比例	拟配股股本(亿股)
000516	开元控股	证监会批准	2009-6-19	2009-7-7	2008-8-29	2.96	0.30	0.89
000686	东北证券	股东大会通过	2009-6-1	2009-6-19		6.39	0.30	1.92
000759	武汉中百	股东大会通过	2009-6-2	2009-6-18		5.61	0.30	1.68
000783	长江证券	股东大会通过	2009-4-21	2009-5-7		16.75	0.30	5.02
000960	锡业股份	股东大会通过	2009-7-28	2009-8-12		6.51	0.30	1.95
000988	华工科技	证监会批准	2009-2-12	2009-3-6	2009-7-24	3.29	0.30	0.99
002017	东信和平	证监会批准	2009-5-21	2009-6-13	2008-9-5	1.53	0.30	0.46
002232	启明信息	董事会预案	2009-8-13			2.54	0.20	0.51
600005	武钢股份	董事会预案	2009-8-27			78.38	0.30	23.51
600036	招商银行	董事会预案	2009-8-29			191.19	0.25	47.80
600067	冠城大通	股东大会通过	2009-7-28	2009-8-13		6.13	0.30	1.84
600151	航天机电	证监会批准	2009-8-11	2009-8-27	2009-7-22	7.49	0.30	2.25
600153	建发股份	董事会预案	2009-7-31			12.43	0.30	3.73
600425	青松建化	董事会预案	2009-8-29			3.69	0.30	1.11
600497	驰宏锌锗	证监会批准	2009-4-4	2009-4-21	2009-8-19	7.80	0.30	2.34
600550	天威保变	证监会批准	2009-5-27	2009-6-13	2009-7-27	11.68	0.18	2.10
600601	方正科技	股东大会通过	2009-3-21	2009-4-18		17.26	0.30	5.18
600755	厦门国贸	证监会批准	2009-4-10	2009-5-4	2009-8-19	4.96	0.30	1.49
600963	岳阳纸业	股东大会通过	2009-4-25	2009-5-20		4.35	0.30	1.30

资料来源：WIND 资讯（数据参考截止日期：8 月 29 日）

表 5 今年拟实施公开增发融资的 A 股公司概况

代码	名称	方案进度	发行方式	预案公告日	增发数量(亿股)
600227	赤天化	董事会预案	网上网下定价	2009-8-4	1.50
002019	鑫富药业	证监会批准	网上网下定价	2009-4-22	0.12
000728	国元证券	股东大会通过	网上网下定价	2009-3-24	5.00
600173	卧龙地产	证监会批准	网上网下定价	2009-4-15	1.20
002115	三维通信	证监会批准	网上网下定价	2009-8-4	0.30
600033	福建高速	证监会批准	网上网下定价	2009-1-7	3.50
600267	海正药业	证监会批准	网上网下定价	2009-3-3	0.50
002154	报喜鸟	股东大会通过	网上网下定价	2009-6-17	0.65
002248	华东数控	股东大会通过	网上网下定价	2009-3-20	0.35
600312	平高电气	股东大会通过	网上网下定价	2009-3-24	1.80
000559	万向钱潮	股东大会通过	网上网下定价	2009-7-15	2.00
002088	鲁阳股份	证监会批准	网上网下定价	2009-3-12	0.24
000002	万科 A	董事会预案	网上网下定价	2009-8-27	8.80

资料来源：WIND 资讯（数据参考截止日期：8 月 29 日）

4.4 年内潜在新股 IPO 融资需求可能依然十分旺盛

统计数据显示，自今年 6 月份新股 IPO 发行以来，截止 8 月 28 日，先后已共有 16 家公司完成了 A 股 IPO 融资并实现上市，首发股份数量合计为 135 亿股，首发募集资金合计约为 708 亿元。

表 6 今年 6 月份新股 IPO 发行恢复以来已发行并上市 A 股概况

证券代码	证券简称	首发发行日期	首发数量 (亿股)	首发价格 (元/股)	首发募集资金 (亿元)	首发市盈率(摊薄, X)
002275	桂林三金	2009-06-29	0.46	19.8	9.11	32.9
002276	万马电缆	2009-07-02	0.50	11.5	5.75	30.9
002277	家润多	2009-07-08	0.50	19.58	9.79	31.6
002278	神开股份	2009-07-28	0.46	15.96	7.34	32.6
002279	久其软件	2009-07-31	0.15	27	4.13	36.1
002280	新世纪	2009-08-10	0.14	22.8	3.08	34.0
002281	光迅科技	2009-08-10	0.40	16	6.40	35.4
002282	博深工具	2009-08-12	0.43	11.5	4.99	38.3
002283	天润曲轴	2009-08-12	0.60	14	8.40	33.3
002284	亚太股份	2009-08-17	0.24	18.8	4.51	46.5
002285	世联地产	2009-08-17	0.32	19.68	6.30	37.9
002286	保龄宝	2009-08-19	0.20	20.56	4.11	39.5
002287	奇正藏药	2009-08-19	0.41	11.81	4.84	35.8
601107	四川成渝	2009-07-15	5.00	3.6	18.00	20.0
601668	中国建筑	2009-07-22	120.00	4.18	501.60	51.3
601788	光大证券	2009-08-04	5.20	21.08	109.62	58.6
合计			135.01		707.97	

资料来源: WIND 资讯 (数据参考截止日期: 8 月 29 日)

我们认为,年内 A 股 IPO 融资对市场资金的需求可能依然十分旺盛。统计数据显示,截止 8 月 28 日,在自 2008 年至近期间已“国会”但尚未发行的拟进行 A 股 IPO 公司数量合计为 33 家,拟首发股份数量合计约为 101.7 亿股,拟首发募集资金合计约为 418 亿元;此外,今年 10 月份深圳创业板的可能正式推出,也有不可小视的融资需求。

表 7 已过会拟进行 IPO 融资的公司概况

代码	公司名称	审核通过会议日期	主承销商	预计发行股数(万股)	预计募集资金(万元)
A09027.SH	中国冶金科工股份公司	2009-8-26	中信证券	350,000.0	1,684,800.0
A09020.SH	中国北车股份有限公司	2009-8-21	中金公司,华泰证券,华融证券	300,000.0	643,600.0
A09007.SH	中国船舶重工股份有限公司	2009-7-27	中金公司	199,500.0	643,470.0
A09023.SH	深圳市燃气集团股份有限公司	2009-8-17	国信证券	13,000.0	213,775.0
A09003.SH	中国国旅股份有限公司	2009-7-20	中信建投	22,000.0	170,470.0
A09013.SZ	武汉南国置业股份有限公司	2009-8-7	平安证券	4,800.0	107,308.0
A09004.SZ	福建圣农发展股份有限公司	2009-7-22	招商证券	4,100.0	85,654.1
A09022.SZ	江苏洋河酒厂股份有限公司	2009-7-29	华泰证券	4,500.0	82,664.4
A09021.SZ	广东海大集团股份有限公司	2009-8-21	广发证券	5,600.0	64,956.0
A09019.SZ	中利科技集团股份有限公司	2009-8-17	国信证券	3,350.0	57,490.6
A09014.SZ	深圳美盈森环保科技股份有限公司	2009-8-7	国信证券	4,500.0	51,758.8
A09011.SZ	新疆北新路桥建设股份公司	2009-7-31	光大证券	4,750.0	48,780.0
A09008.SZ	北京湘鄂情股份有限公司	2009-7-29	招商证券	5,000.0	45,986.6
A09015.SZ	广东威创视讯科技股份有限公司	2009-8-10	中信证券	5,345.0	44,871.0
A09009.SZ	潜江永安药业股份有限公司	2009-7-31	国信证券	2,350.0	43,000.0
A09012.SZ	焦点科技股份有限公司	2009-8-7	国信证券	2,938.0	31,237.0
A09006.SZ	深圳市齐心文具股份公司	2009-7-24	国信证券	3,120.0	29,717.0
A09017.SZ	北京东方园林股份有限公司	2009-8-14	中信建投	1,450.0	28,612.8
A09028.SZ	深圳日海通讯技术股份公司	2009-8-26	平安证券	2,500.0	23,991.2
A09024.SZ	北京科锐配电自动化股份公司	2009-8-5	平安证券	2,700.0	22,900.0
A09010.SZ	新疆西部建设股份有限公司	2009-7-31	东方证券	3,500.0	22,133.1
A09026.SZ	成都三泰电子实业股份公司	2009-8-24	国都证券		18,751.8
A09001.SZ	安徽鑫龙电器股份有限公司	2009-7-15	国元证券	2,800.0	16,500.0
A07047.SZ	河南辉煌科技股份有限公司	2008-8-22	山西证券	1,550.0	
A08048.SZ	遵义钛业股份有限公司	2008-4-29	方正证券	5,500.0	
A08061.SZ	福建星网锐捷通讯股份公司	2008-6-27	广发证券	4,400.0	
A08094.SH	招商证券股份有限公司	2008-9-8	高盛高华,瑞银证券	35,854.6	
A08079.SZ	广州珠江啤酒股份公司	2008-7-25	广州证券	7,000.0	
A07076.SZ	广东精艺金属股份公司	2008-8-22	国信证券	3,600.0	
A08070.SZ	汉王科技股份有限公司	2008-7-7	山西证券	2,700.0	
A08095.SZ	湖南博云新材料股份公司	2008-9-16	海通证券	2,700.0	
A08089.SZ	福建南平太阳电缆公司	2008-8-29	兴业证券	3,400.0	
A08037.SZ	珠海银邮光电技术发展公司	2008-4-18	海通证券	3,000.0	
合计				1,017,507.6	4,182,427.4

资料来源: WIND 资讯(数据参考截止日期: 8 月 29 日)

4.5 资金供求关系小结: 流动性处周期顶部 VS 资金需求逐渐膨胀

总体而言,一方面,从资金供给角度看,鉴于主要的流动性指标信贷增速、货币供应量 M2、M1 等很可能已处于本轮上行周期的顶部或次顶部区域;另一方面,从资金需求角度看,今年 10 月份将迎来限售股解禁单月峰值,大小非存在“助跌但未必助涨”的效应,目前有约 40%的解禁小非已选择减持套现,且近几个月份大非减持套现的股本数量的绝对值呈明显上升趋势,此外,年内拟实施公开再融资的募集资金需求总量约达近千亿元,未来新股 IPO 融资需求可能依然会十分旺盛;因此,我们对未来 A 股市场资金供求关系持谨慎观点。

5. 行业配置策略建议

5.1 “自下而上”的行业选择逻辑

宏观经济、货币政策、市场供给 3 方面看，A 股缺乏“自上而下”的大投资机会。

宏观经济方面，救急式的固定资产投资基本完成“保八”任务，大规模的信贷投放之后隐藏的不良资产风险和通胀风险进入管理层视角。伴随下半年信贷增速的放缓，固定资产投资增速也将放缓，然而经济增长的新引擎还不够“有力”——消费平稳、出口触底后低水平复苏难以恢复到 2007 年高度、民间投资尚有许多掣肘。

货币政策和市场供给方面，虽然存量属性的流动性依然宽裕，但货币政策转向的预期打压市场情绪。另一方面，供给压力还在加剧，A 股 11 万亿的流通市值的背后是，IPO 节奏加快，大小非减持意愿增强，上市公司再融资意愿膨胀，红筹股、海外公司登陆 A 股意愿强烈。

当前，我们建议投资者“自下而上”的把握结构性投资机会。

主要从三个角度，1、景气拐点显现的行业，2、后固定资产投资时期的政策鼓励行业，3、估值低业绩稳定的防守型行业。

经济底部回升时期，毛利率是判断行业拐点的重要指标。我们认为，次贷危机引致的经济收缩在微观企业体现为：企业降低负债、资产周转率下降、订单减少。而经济从次贷危机底部走出来，首先是真实需求（相对信贷创造需求而言）的回暖，行业景气的表现顺序是：销售提升、毛利率提升→资产周转率提高→信贷扩张、企业加大杠杆。因此我们重点关注那些销售回升、毛利率回升的行业，这些行业可能受益于海外需求的触底回暖，也可能受益于国内需求的新增长。

后固定资产投资时期，从民间投资和国内消费寻找机会。下半年固定资产投资增速回落，刺激民间投资和居民消费的政策预期渐浓。而中国居民消费具有“储蓄存量消费”的特征，这使得消费释放的潜在空间巨大。并且当收入水平达到一定高度后，可选消费可望获得爆发性增长。

PE 分位点是判断行业相对估值的良好指标。我们认为，不能简单用“非周期行业”作为防守型配置，因为它们估值可能已经过高。既然是防守，我们就选择那些无论从“横向”与其他行业比，还是“纵向”与其历史合理估值水平比，都显得便宜的行业，PE 分位点指标就能胜任这个任务。选择那些 PE 分位点低且业绩稳定增长的行业。

5.2 电子、纺织化纤、化工、部分轻工行业呈现景气拐点

全球半导体行业景气复苏，经历 2007 - 2008 年行业调整后的 A 股电子企业的营业收入、毛利率环比大增，电子行业景气拐点明显。

全球半导体行业在 2Q 景气复苏。第一，从半导体库存水平来看，iSuppli 预期在次贷危机最严重的 4Q08 半导体库存达 102 亿美元，但是最近库存快速消化，显示产业链的问题逐渐消化。第二，北美半导体设备厂商的 B/B（book-to-bill ratio，订单出货比）是电子行业先行指标，一般提前 4~6 个月反映电子行业景气变化。北美 BB 数值在 2009 年 1 月份降低到 0.47 附近，然后又逐渐回升到 0.8 左右，意味着行业情况逐渐好转。第三，国际电子业巨头如高通、Nokia、intel、三星、台积电、联发科等企业在 2Q 的收入环比大增，证实了电子行业触底回升的明确趋势。（以上观点、数据来自海通证券研究所电子行业分析师邱春城，详见 20090805 报告《电子行业 1Q09 触底，2Q09 现拐点，温和复苏》）

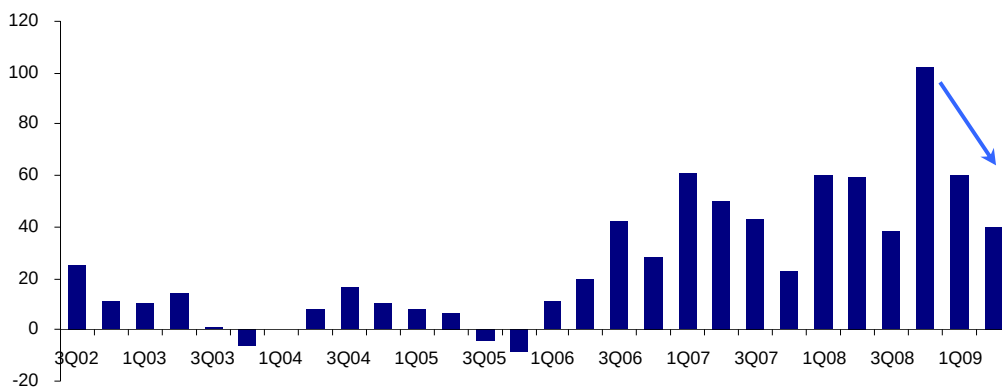
我们认为电子行业复苏的宏观逻辑，在海外经济触底孕育回升之际，作为非必需快速消费品的电子产品，率先表现出了需求释放的高弹性。也就是说，相对必需消费品，它的弹性更大，相对大宗消费品，它率先复苏。

2007~2008 年是电子行业洗牌的时期。当时由于各种产品成本上升（RBM 升值、加息、新劳动法实施、原材料上涨等）导致竞争力的下降，出口增速放缓。成本压力迫使一些企业退出了行业。

“剩者为王”，现存企业充分享受行业复苏的利益，A 股电子企业 2Q 营业总收入、毛利率均出现环比大增。其中，半导体行业可比公司 2Q 营业总收入、毛利率环比提升幅度分别为 74%、104%，显示器件行业可比公司 2Q 营业总收入、毛利率环比提升幅度 38%、97%，元件行业可比公司 2Q 营业总收入、毛利率环比提升幅度 29%、23%，其他电子器件行业可比公司 2Q 营业总收入、毛利率环比提升幅度 26%、18%。

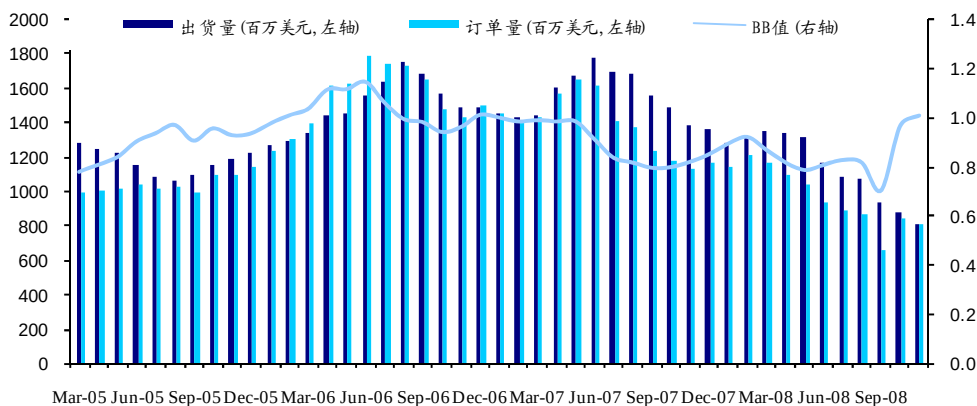
电子行业营业总收入、毛利率环比提升幅度远超越 A 股其他许多行业。

图 31 全球半导体超额库存（亿美元）



资料来源：I suppli、海通证券研究所

图 32 北美半导体设备订单出货比



资料来源：SEMI、海通证券研究所

经历 2007 - 2008 年行业调整后的 A 股纺织、化纤企业的营业总收入、毛利率环比

大增，纺织化纤行业呈现景气拐点。

和电子行业逻辑一样，2007~2008 年，由于各项出口成本上升，加剧了服装上游的纺织、化纤行业的竞争，迫使一些企业退出了行业。“剩者为王”的企业充分享受的行业复苏的利益。

纺织、化纤行业的营业总收入、毛利率两项指标的环比提升幅度超越了 A 股其他许多行业。A 股纺织行业可比公司 2Q 营业总收入、毛利率环比提升幅度分别为 33%、16%，A 股化纤行业可比公司 2Q 营业总收入、毛利率环比提升幅度分别为 27%、215%。

前瞻看，虽然目前尚无法判断海外经济全面回升，但至少下探的概率不大，这在本面支撑了纺织化纤行业的收入前景。事实上微观企业订单数据支持了前述观点（草根调研显示，部分沿海地区服装纺织新出口订单在 7、8 月份出现较大增长）。

相对而言，我们认为化纤行业的弹性更大，因为涨价因素导致了毛利率增幅远超收入增幅。按照行业景气顺序：销售提升、毛利率提升→资产周转率提高→信贷扩张、企业加大杠杆，其业绩可望因资产周转率提升、企业加杠杆而大幅增加。

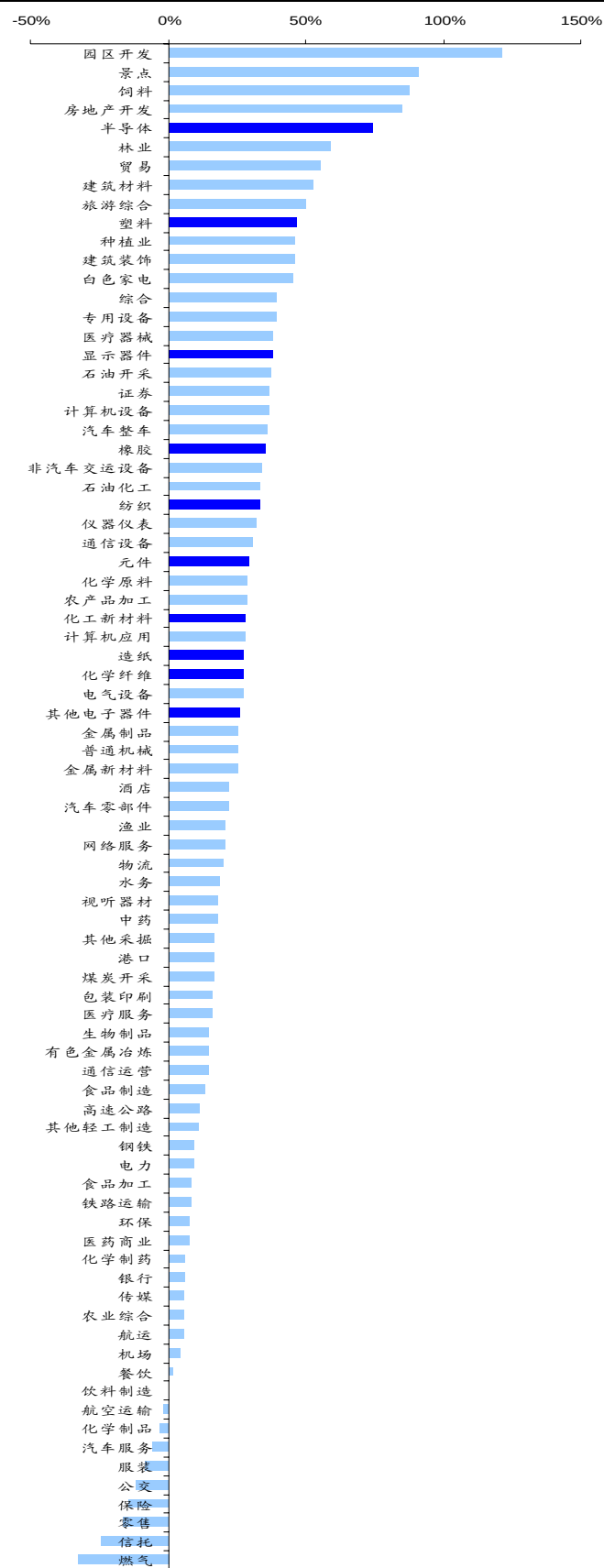
收入、毛利率环比上升，化工、轻工行业出现景气拐点。

化工、轻工行业的营业总收入、毛利率两项指标的环比提升幅度超越了 A 股其他许多行业。其中，A 股橡胶行业可比公司 2Q 营业总收入、毛利率环比提升幅度分别为 36%、73%，A 股化工新材料行业可比公司 2Q 营业总收入、毛利率环比提升幅度分别为 28%、42%，A 股塑料行业可比公司 2Q 营业总收入、毛利率环比提升幅度分别为 47%、26%。A 股造纸行业可比公司 2Q 营业总收入、毛利率环比提升幅度分别为 28%、74%。

受益美国二手房市场转暖，家具行业出现景气拐点。

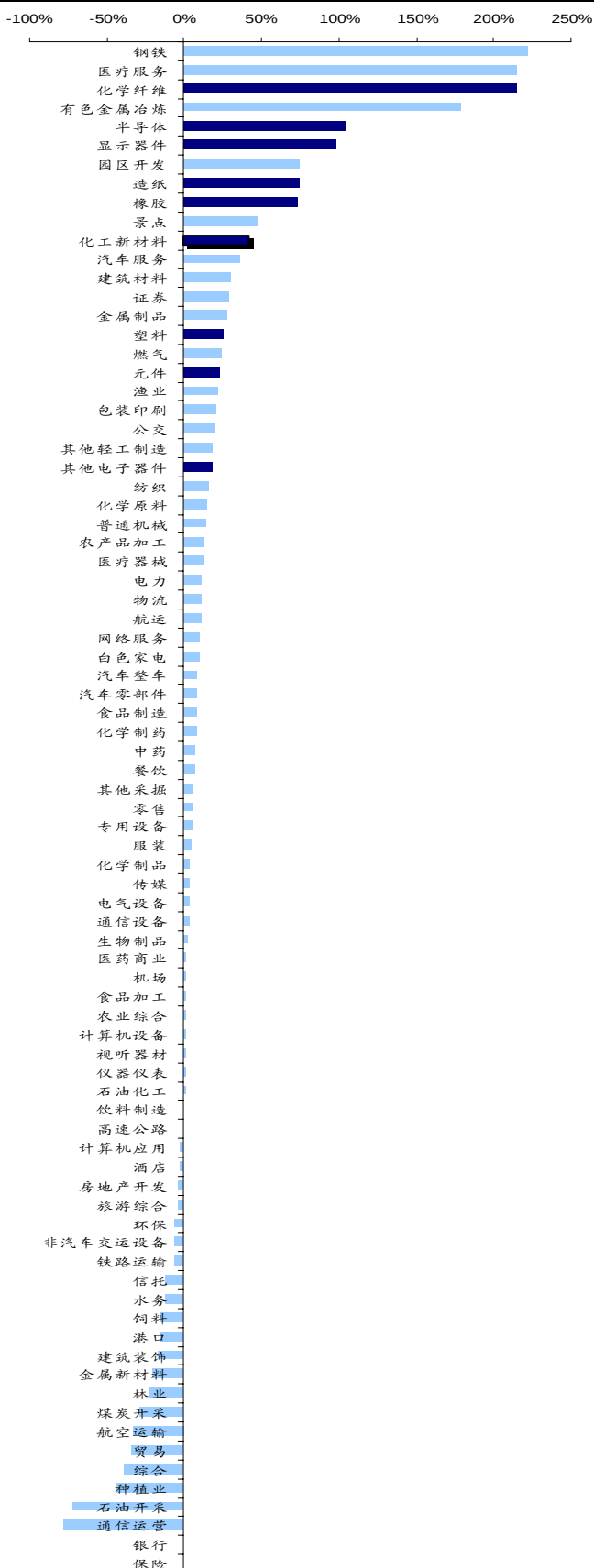
我们认为美国各部门回升顺序是：房地产部门→制造业部门→消费部门。房地产部门已经历了长达 3 年、幅度 30%以上的调整，正从底部走出，而房地产复苏首先在二手房市场，因为次贷危机后大量丧失抵押赎回权的廉价房源进入成屋市场。因此我们维持 8 月份配置家具行业的建议。（详见海通证券研究所 20090731 《2009 年 8 月份投资策略》）。

图 33 A 股各行业 2Q2009 营业总收入环比增长



资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯

图 34 A 股各行业 2Q2009 毛利率环比提升幅度



资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯

5.3 后固定资产投资阶段看好汽车与旅游等可选消费行业

我们看好汽车和旅游，基于以下理由：1、固定资产投资增速回落后，刺激民间投资和居民消费的政策预期渐浓；2、中国居民消费具有“储蓄存量消费”的特征，民生环境完善后消费刺激的空间巨大；3、作为可选消费，汽车和旅游的弹性大。

固定资产投资增速回落后，刺激民间投资和居民消费的政策预期渐浓。下半年固定资产投资增速将下降，经济增长需要新的“接力棒”，庞大的民间资本和居民储蓄提供一个可以做文章的空间。在垄断行业未打破壁垒之前，民间投资主要集中在房地产和汽车两大领域。然而房地产牵涉的不仅是经济问题还有民生政治问题，政策上存在风险，相对而言，汽车消费对于经济拉动有正贡献，而社会“负效应”较小（主要是减排环保问题），因此我们认为汽车消费可望继续获得较强的政策鼓励。至于旅游，这些年来一直是政策鼓励发展行业。

中国居民消费具有“储蓄存量消费”的特征，民生环境完善后消费刺激的空间巨大。与美国依靠“即期收入 + 资产支撑信贷”的消费模式不同，中国居民具有“储蓄存量消费”的特征。我们看到，购房支出中来自银行贷款的比例不到 30%，而 70% 以上是来自储蓄；小排量轿车出台减少购置税政策后，销量出现爆发增长，这些都说明了存量消费的巨大力量。要将巨大的储蓄能量释放出来，需要做的是改善民生和完善社保体系。我们认为在“保增长”基本无忧后，“促民生”的政策将得到更多落实。我们统计了 2009 年国家在医疗、社会保障和就业、教育、住房保障、农业补贴这 5 项民生领域的投入，发现无论从总量还是财政支出占比看，2009 年都有很大的增长，这显示政府“保民生”的决心和战略意图。我们相信随着民生环境的逐步改善，包括汽车、旅游在内的居民消费可望获得超越历史均速的增长。

表 8 从总量和占比看，2009 年国家在再分配领域加大改善民生的投入

单位（元）	2008 年中央 财政支出	2008 年全国 财政支出	2009 年中央 财政预算	2009 年全国 财政预算
医疗	854.45	2825.56	1180.56	3415.61
社会保障和就业	2743.59	6770.03	3350.69	8330.67
教育	1598.54	8937.91	1980.62	10946.63
住房	181.9	223.4	493.01	669.38
农林水事务及农业补贴	2702.2	4723.71	3446.59	5776.02
五项合计	8080.68	23480.61	10451.47	29138.31
总财政支出	35379.99	62427.03	43865	76235
五项占比	22.84%	37.61%	23.83%	38.22%

资料来源：财政部 2009 年政府预算报告，海通证券研究所

汽车和旅游的弹性大。相对必需消费品而言，汽车和旅游作为可选消费，弹性大。当收入达到一定水平后，汽车和旅游可能获得跨越式增长的机会。海通证券汽车研究员赵晨曦测算过，2002 年我国东部地区城镇居民人均收入达 1.1 万元水平后，小排量轿车销量出现爆发性增长，而目前中西部地区城镇居民人均收入超过或接近 1 万元，考虑汽车价格下降因素，当前的收入水平预示了小排量轿车可望因收入支撑获得爆发性增长。

A 股汽车整车行业可以公司 2Q 营业总收入环比增长 36%，汽车零部件行业可比公司 2Q 营业总收入环比增长 22%，处于所有 A 股行业中上游水平。而 A 股景点行业可以公司 2Q 营业总收入环比增长 91%，A 股旅游行业可以公司 2Q 营业总收入环比增

长 50%，处于所有 A 股行业上端水平。基于收入提升后居民消费增加的逻辑，我们看好汽车板块中的小排量轿车板块。旅游行业中看好有提价潜力的公司。

5.4 高速公路、白家电低估值+业绩未能订的防守品种，谨慎关注银行股

横向看、纵向看，高速、白家电、银行板块的估值都处于极低位。然而它们的业绩却是净增长的。

20090828，高速公路、白家电、银行的 PE（2009E）分别为 17.6、21.6、13.2。将它们与所有 A 股行业 PE 做横向对比看，它们的 PE 分位点分别为 0.025、0.087、0.012，也就是说高速公路的估值在所有行业中前 2.5% 低位，白家电处于前 8.7% 低位，银行处于前 1% 低位。纵向看，历史上它们的 PE 分位点从未如此低过，也就是说，历史上它们在其他行业估值比较中，从未如此低廉过。

考察高速、白家电、银行行业的可比公司，它们的归属母公司股东的净利润，在 2Q 都是同比环比双增长。

它们目前的估值与其行业基本面出现了较大的背离，我们认为是理想的防守品种。但是银行股可能受“提升资本充足率”再融资计划的影响，存在一定利空，尤其是中小银行，因此适当谨慎。

表 9 高速、白家电、银行的估值水平和 2Q 净利润增长率

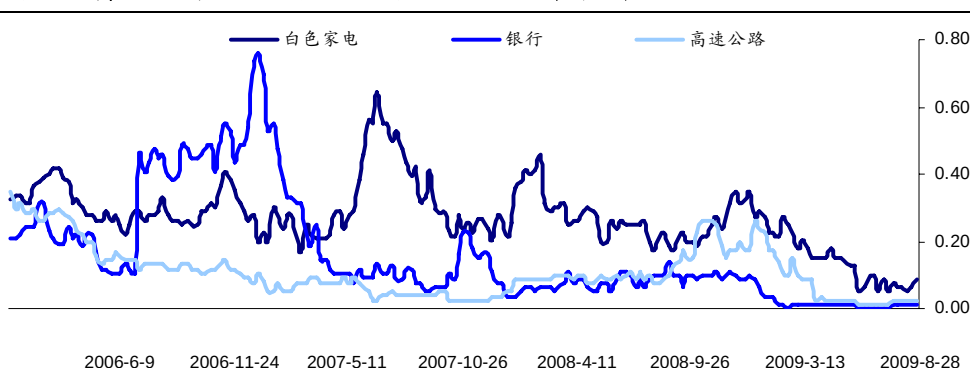
行业	当前 PE (2009E)	07 年 PE 均值 (2007E)	08 年 PE 均值 (2008E)	当前 PE 分位点	07 年平均 PE 分位点	08 年平均 PE 分位点	2Q2009 净利 润同比增长率	2Q2009 净利 润环比增长率
高速公路	17.58	24.87	15.94	0.025	0.053	0.122	3.1%	18.9%
白色家电	21.59	37.52	19.96	0.087	0.315	0.270	36.1%	176.2%
银行	13.20	31.39	14.57	0.012	0.186	0.081	5.4%	6.5%

注 1: PE 分位点是指将所有行业 PE 值从低到高排序，用分数标识行业在所有行业估值中的相对位置。如 0 表示所有行业中 PE 最低者，1 表示所有行业中 PE 最高者，0.3 表示所有行业中估值处于前第 30% 低。

注 2: 这里 PE 值指预测 PE 值。

资料来源: WIND 资讯、海通证券研究所

图 35 高速、白家电、银行历史上的 PE 分位点从未像现在如此低过



资料来源: WIND 资讯、海通证券研究所

5.5 行业配置策略建议与重点关注公司

表 10 2009 年 9 月 A 股行业配置策略建议

行业名称	标配比例 (%)	配置建议	配置比例 (%)	行业名称	标配比例 (%)	配置建议	配置比例 (%)
银行	22.41	超配 -	23.53	建筑装饰	2.40	低配	2.16
证券	6.82	标配	6.82	汽车及零部件	1.91	超配	2.10
保险	5.35	标配	5.35	铁路设备	0.38	标配	0.38
煤炭开采	7.03	标配	7.03	船舶制造	0.29	低配	0.26
房地产	7.96	低配	7.16	食品饮料	3.02	超配	3.32
有色金属	6.35	低配	5.72	通信运营	1.19	超配	1.31
钢铁	5.65	低配	5.09	传媒	0.48	标配	0.48
航运	1.59	标配	1.59	计算机应用	0.41	超配	0.45
航空运输	0.61	标配	0.61	网络服务	0.22	标配	0.22
铁路运输	1.11	超配	1.22	零售	1.56	标配	1.56
机场	0.46	标配	0.46	医药生物	1.76	超配	1.94
高速公路	0.38	超配	0.42	白色家电	1.03	超配	1.13
港口	0.69	标配	0.69	通信设备	0.59	超配	0.65
电气设备	1.88	超配	2.07	计算机设备	0.45	超配	0.50
建筑机械	1.18	低配	1.06	纺织服装	0.60	超配	0.66
化工化纤	3.69	超配	4.06	农林牧渔	0.58	标配	0.58
电力	3.09	超配	3.40	造纸	0.21	超配	0.23
水务	0.55	超配	0.61	包装印刷	0.11	超配	0.12
水泥制造	0.91	标配	0.91	电子元器件	0.23	超配	0.25
燃气		超配	0.15	旅游		超配	0.3

注：标配比例按行业总市值占沪深 300 权重划分

资料来源：海通证券研究所

表 11 我们建议重点关注的个股

股票代码	股票名称	EPS (元/股)			8 月 28 日收盘 (元/股)
		2008A	2009E	2010E	
600703	三安光电	0.28	0.65	1.19	26.41
600183	生益科技	0.14	0.38	0.48	8.35
002018	华星化工	1.12	0.31	0.52	11.55
600104	上海汽车	0.1	0.70	0.99	17.88
600754	锦江股份	0.45	0.54	0.52	
600089	特变电工	0.84	0.91	1.10	20.07
600518	康美药业	0.39	0.29	0.40	9.11
601398	工商银行	0.33	0.36	0.44	4.63
000651	格力电器	1.68	1.31	1.65	20.34
600377	宁沪高速	0.31	0.36	0.39	5.79

资料来源：海通证券研究所

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongww@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高臻
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com