

从流动性释放到通胀预期的机会选择

——2009年下半年A股市场投资策略

- 09 年发达经济体衰退已成定局。6 月 22 日世行最新预测称今年世界经济将负增长 2.9%。报告还说，今年发展中经济体的经济增长率仅为 1.2%，远低于去年的 5.9% 和 2007 年的 8.1%。金融危机所致全球经济周期下行的复苏期可能还需要半年左右时间，明年起世界经济将逐步复苏。目前全球经济尤其是发达经济体经济还在底部徘徊。
- 多项数据表明中国经济已于去年年底今年年初见底。政府有形之手的推力作用还会继续显现，积极的财政政策会继续实施。从经济发展态势来看，目前多个信号都发出了我国经济复苏的信号，全年实现 8% 左右的增长目标较为可能。支撑中国经济发展的基本面没变，中国有条件率先在全球危机中复苏，并在中长期保持平稳较快的发展。下半年的货币政策虽然方向未改，但新增贷款规模会有很大程度缩减。下半年通胀预期会是管理者和投资者重点关注的核心问题。
- 上市公司盈利预测，鉴于 09 年能源、银行业绩 09 年业绩可期，上市公司整体盈利会有 12.5% 左右的增长。下半年上市公司整体业绩环比会好于上半年，同比也会有所改善。估值方面，与国际市场估值相比，我国股市估值没有优势，与历史估值相比目前处于均值以下。
- 09 年是大小非解禁压力最大的一年，全年解禁股达 6852 亿股。下半年压力最大，七月份和十月份是解禁高峰。国务院公布“境内股市转持部分国有股充实社保基金实施办法”对大非减持有一定的抑制作用。
- IPO 重启，但不改变股市运行趋势，基本面是决定市场方向的核心动力。
- 技术分析从波浪理论看（上证指数），始于 1664 点的大 IV-B 浪反弹目前正在运行中，已经走出延伸浪，有望挑战 6124 点下跌幅度黄金分位 50% 的 3300 点附近，IV-C 调整浪可能走出失败浪，以时间换空间。但调整现象很难避免，调整幅度可能有限，2500 点附近有较强支撑。
- 综合分析表明目前 A 股与国际市场相比，在市盈率、市净率方面估值优势不明显。但下半年在中国率先走出危机的预期下，对其他国家估值相对小幅溢价是可以接受的，但目前溢价偏高。历史估值比较处于均值水平附近，高估不明显。由于上半年市场提前预期及涨幅过大，下半年 A 股市场整体将冲高回落或呈震荡调整可能性增大。
- 09 年下半年股市投资策略建议：我们投资组合以通胀预期、景气向好、绝对或相对估值优势、业绩有超预期可能的行业将是下半年的投资重点。A 股超配房地产、银行、保险、消费、证券、电信、有色金属（黄金）、能源、新能源、上海本地题材股（上海 2 个中心、世博、迪斯尼）等行业或板块。

风险因素：

- 世界经济出现反复，美欧金融市场二次海啸发生；下半年管理层对刺激经济和股市稳定政策进行调整。

股指52周走势



资料来源：wind 大通证券研发中心

研究员：付佐民 李哲明

电话：0411-39673348

网址：www.daton.com.cn

邮箱：fuzuomin@daton.com

近期相关报告

有形之手推力露端倪

——2009年二季度A股市场投资策略

长波繁荣与短波萧条的震荡整固

——2009年度投资策略

周期下行与政策博弈下的机会选择

——2008年四季度投资策略

前言

在世界各国政府有形之手推力作用下，世界经济最困难时期已经过去。各种信息表明中国经济已经率先开始复苏；欧美日等发达经济体经济探底迹象明显。09 年下半年世界各国的宽松货币政策和积极财政政策不会陡然转向。在流动性充裕的经济复苏背景下，下半年通胀预期会是管理层和投资者重点关注的核心问题。在实际利率处于较低阶段，资产、资源和消费类股票是投资者配置首选。

一、国际经济分析

（一）世界经济探底迹象显现，复苏尚需时日

世界银行 6 月 22 日在首尔发表的《2009 年全球发展金融》报告说，受国际金融危机影响，今年世界经济将负增长 2.9%。报告还说，今年发展中经济体的经济增长率仅为 1.2%，远低于去年的 5.9%和 2007 年的 8.1%。报告预计，如果不包括中国和印度，今年发展中经济体经济将下降 1.6%，失业和贫困人口将进一步增加。报告强调说，明年起世界经济将逐步复苏，2010 年世界经济将回升 2%，2011 年将增长 3.2%。其中，发展中经济体的反弹速度较快，其经济增长率 2010 年将达到 4.4%，2011 年将升至 5.7%。

作为世界经济动力的美国，在信贷紧缩和房市调整的双重打击下，深陷“U”形衰退，且至少在“U”形底部徘徊 1—2 个季度。

虽然目前美国经济衰退严重，还未渡过金融危机，但与西方其它国家相比经济仍存在着发展的潜力，一旦渡过金融危机，经济复苏的潜力就会释放出来，而欧洲国家和日本经济衰退后的复苏能力相对脆弱，美国复苏能力强于欧日。

（二）美国经济数据喜忧参半

美国商务部日前宣布，第一季度实际 GDP 的年增长率下降 5.5%，降幅小于 2008 年第四季度的 6.3%。超过一个月前美国政府曾预计第一季度美国经济负增长的 5.7%。CPI 大幅下降 领先指标继续回升。5 月 CPI 同比创自 1950 年 4 月以来的最大降幅，但月环比出现近三个月以来首次上涨（0.1%），市场认为除了油价之外，物价没有上行压力；其中，除了新车和能源价格月环比分别上升 0.5%、0.2%以外，房租、公共交通、服装、食品和烟草价格均下降。

商品价格和房产市场回暖使 5 月领先经济指标上升，美国国家经济研究局(NBER)称领先指标 6 个月增长了近 30 个基点，基本上确认了经济将在夏秋季恢

复正增长。6 月份费城联储制造业指数创去年 9 月以来最高值。新订单和出货指数均上升 21 个点，分项指数中除了出货指数为正值，其他都为负值。报告表明，相对于当前状况，辖区内制造业企业对未来前景的态度更为乐观。近三分之二的受访企业预计未来 6 个月业务状况将会改善，只有 5%的企业认为未来业务状况将会恶化。

（三）欧元区贸易盈余上升经济起步艰难

欧元区 4 月产品贸易盈余为 27 亿欧元，为 07 年 10 月以来最高水平，主要受制造品贸易的推动；1 至 3 月制造品贸易盈余为 414 亿欧元，包括食品、饮料和能源产品在内的基础产品贸易赤字为 537 亿欧元，主要是由于食品和饮料贸易盈余缩减，能源产品贸易赤字扩大。

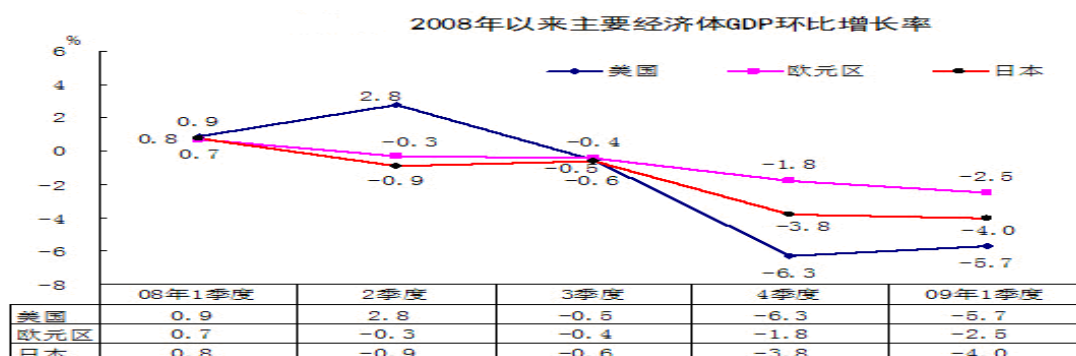
欧元区 5 月份 CPI 同比升幅为 0，5 月份不包括食品、烟草和酒类价格的核心 CPI 较上年同期上升 1.5%，升幅较 4 月份的 1.8%有所收窄，经济起步较为艰难。

（四）日本经济第三产业指数开始回升，企业信心有所改观

在政府刺激措施鼓励家庭支出的推动下，4 月第三产业活动指数月环比上升 2.2%，摩根大通高级经济学家 Masamichi Adachi 表示未来数月消费支出很可能维持相对稳定，不过消费也可能随薪资与劳动力市场的进一步恶化而疲软。

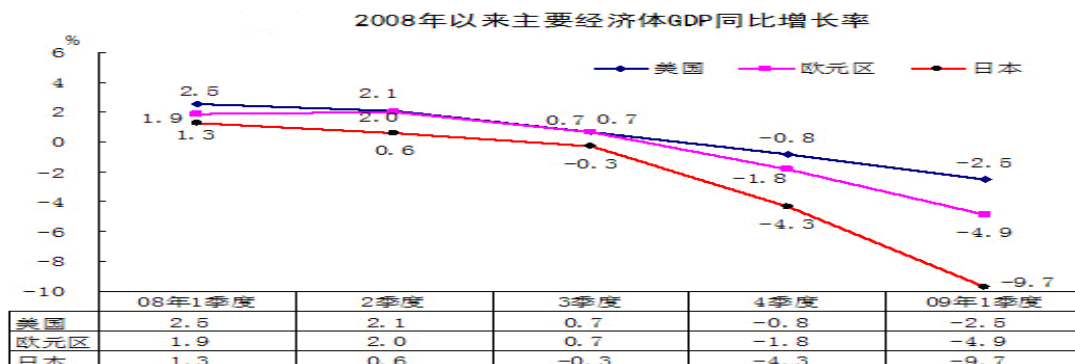
日本大型企业在 4-6 月间对经济持有的悲观态度较此前一季度有所缓解，企业信心有所改观。日本央行政策委员会一致决定，维持基准利率于 0.1 厘不变，与市场预期相符。日本央行连续第二个月调高经济状况评估。该行表示，经过显著下滑后，日本经济状况已开始停止恶化。未来数月，经济恶化迹象将进一步缓解。

图 1：主要经济体 GDP 环比增长率



资料来源：大通证券研发中心、WIND

图2：主要经济体GDP同比增长率



资料来源：大通证券研发中心、WIND

二、国内经济及政策分析

欧美日同步衰退并在“去杠杆化”过程中展开“┌”型调整，与新兴市场动荡交织成中国资本市场严峻的外围环境。中国经济已经承受结构性转型的阵痛，出口部门和低层次过剩产能的淘汰，带来就业和居民收入预期的压力。中国政府采取果断决策，通过四万亿投资和巨额新增贷款以及果断大幅降息营造宽松货币环境，并动用“凯恩斯魔手”施展积极财政政策拉动经济，目前多项指标、数据表明，我国经济已经走出底部，最困难时期已经过去。我国率先世界经济复苏基本成为事实。

去年全球经济衰退引发了大宗商品价格泡沫破裂，给中国加大对“短板”领域的投资提供了契机，不仅抵御了经济下滑势头，同时有助于促进民生和产业结构的升级优化。中国寻求突围的路径一方面来自于投资的增长，另一方面来自于城市化进程的深化，以及重组、兼并与整合的产业升级。

（一）我国经济现状

目前中国经济已经出现了一定回暖的迹象

我们在年度市场策略报告中提到：由于政府刺激计划的实施，中国经济有望在 2008 年四季度（环比）或 2009 年一季度（同比）触底，以后各季度逐级走高，全年 GDP 实现 8% 的增长目标可能性很大。

尽管我国经济发展的外部环境依然严峻，国内经济企稳回升的基础尚不稳固，经济进一步平稳上行还存在不少障碍。去年四季度以来，在国家一系列宏观

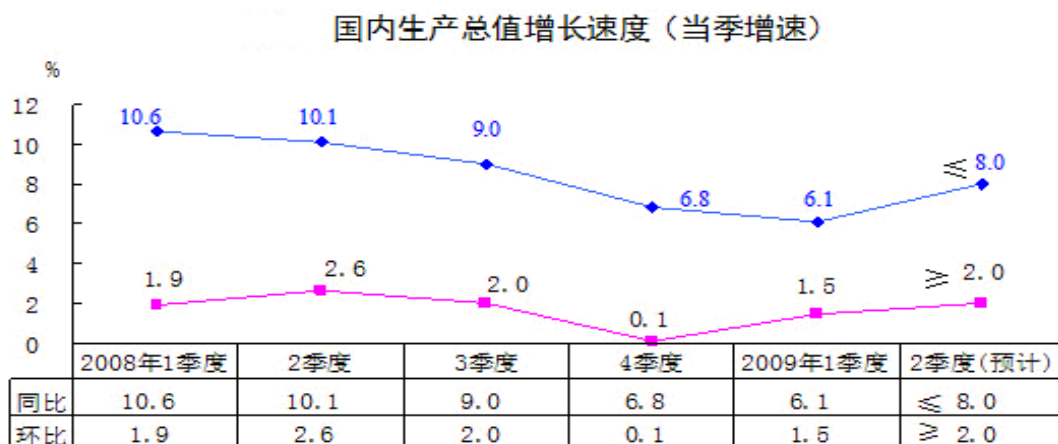
调控政策的作用下，我国经济运行初步遏制了增速下滑的势头，呈现出企稳向好的积极变化，且积极因素在累积增加。

1、随着中央确定的扩大内需、促进经济平稳较快发展一揽子政策的实施，当前我国经济已经开始见底回升

经济的周期波动一般分为四个阶段：繁荣→衰退→萧条→复苏。国际上通常用 GDP(国内生产总值)和其他一些相关指标的波动判定经济运行所处的阶段，其中 GDP 是最综合最重要的判定依据。我国由于农业、服务业相对比较稳定，加之 GDP 核算仅有季度数据，因此，衡量经济周期变化在我国更要看工业生产及相关重要产品的变动情况。

(1)从 GDP 运行走势看，08 年上半年 GDP 增长 10.4%，三季度增长 9%，四季度增速下滑到 6.8%，今年一季度进一步下滑到 6.1%。根据 4、5 两个月主要经济指标的表现及走势分析，二季度 GDP 有望明显回升。从 GDP 季度环比、同比情况看，此轮经济的底部应该在去年四季度和今年一季度。

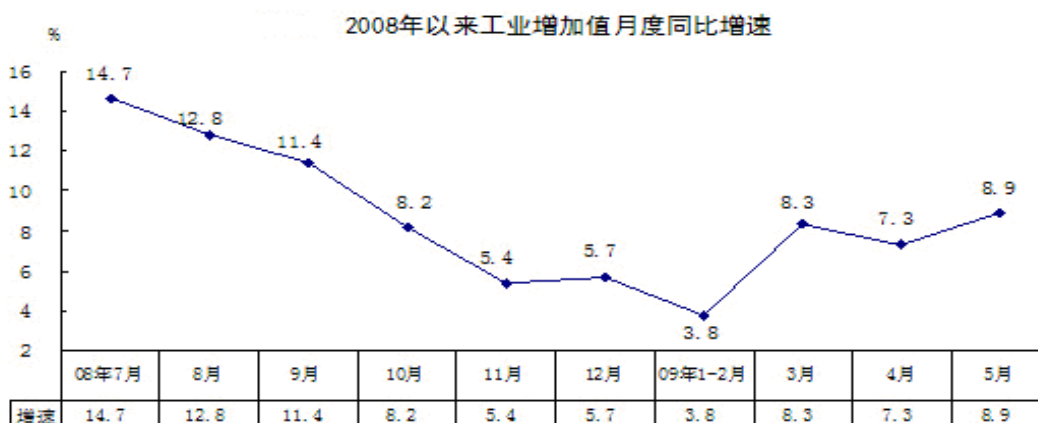
图 3：国内 GDP 同比增长率



资料来源：大通证券研发中心、国家统计局网站

(2)从工业生产走势看，规模以上工业增加值去年 6 月份增长 16%，此后逐月明显下滑，11、12 月分别仅增长 5.4%和 5.7%，今年 1—2 月进一步减缓为 3.8%。从 3 月份开始，呈现出较为明显的波动回升态势。3、4、5 月份分别增长 8.3%、7.3%和 8.9%，5 月份增速基本恢复到去年 10 月份水平。工业运行走势表明，此轮经济的底部应该在去年年底和今年年初。

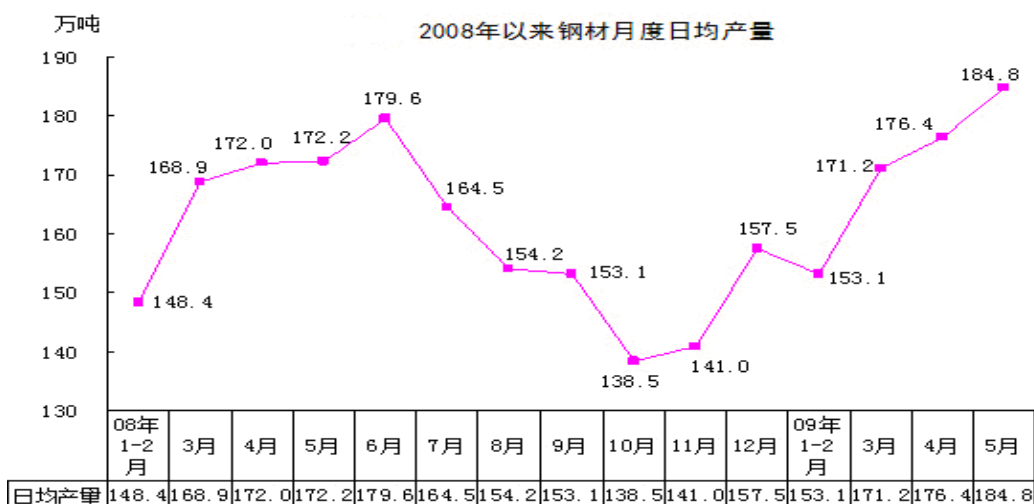
图 4：08 年以来工业增加值月度同比增速



资料来源：大通证券研发中心、国家统计局网站

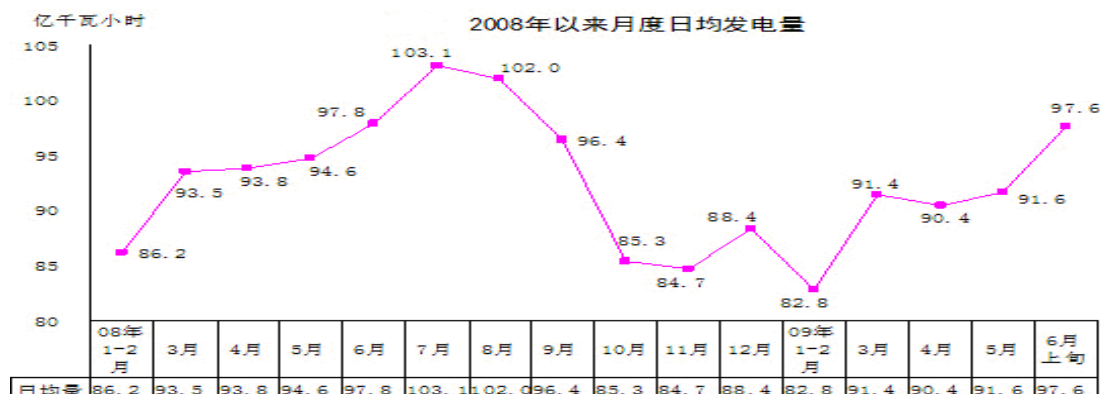
(3)从主要工业产品看，全国钢材日产量去年 10 月为全年最低水平，日均水平为 138.5 万吨，11 月份为 141 万吨，从 12 月份开始呈现波动上升的势头，5 月份达到 184.8 万吨，为去年以来最高水平。全国日平均发电量从去年 7 月份的 103.1 亿千瓦小时高点直线回落到 10 月份的 85.3 亿千瓦小时，今年 1-2 月份进一步下降为 82.8 亿千瓦小时。从今年 3 月份以后，开始有所回升，3、4、5 三个月都超过 90 亿千瓦小时，6 月上旬已接近 100 亿千瓦小时。

图 5：08 年以来钢材月度日均产量



资料来源：大通证券研发中心、国家统计局网站

图 6：08 年以来月度日均发电量



资料来源：大通证券研发中心、国家统计局网站

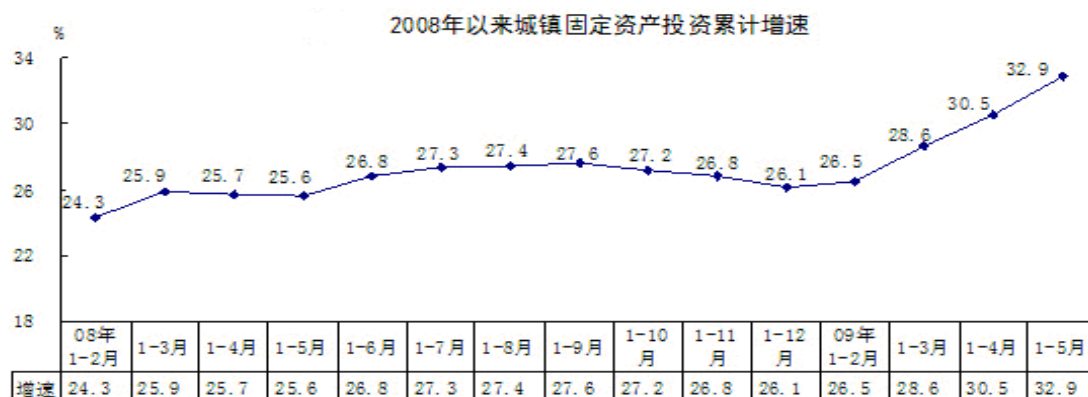
总之，无论从 GDP、工业生产增长情况，还是从钢材生产量、发电量等实物指标来看，如果不出现新的大的意外，基本可以断定，当前我国经济已经于去年年底今年年初见底，最困难的时候已经过去，下阶段经济可望企稳向好。

2、随着中央扩大内需政策的实施，需求不足矛盾有所缓解，但外需不足依然是当前经济运行中的主要矛盾

(1) 从三大需求变动情况看，尽管投资在持续加快增长，内需稳定增长，但仍难以完全弥补减弱的外需

城镇固定资产投资 1—2 月、1—3 月、1—4 月、1—5 月分别增长 26.5%、28.6%、30.5%和 32.9%，平均每月加快 2 个多百分点。1—5 月比上年同期加快 7.3 个百分点。

图 7：08 年以来城镇固定资产投资累积增速

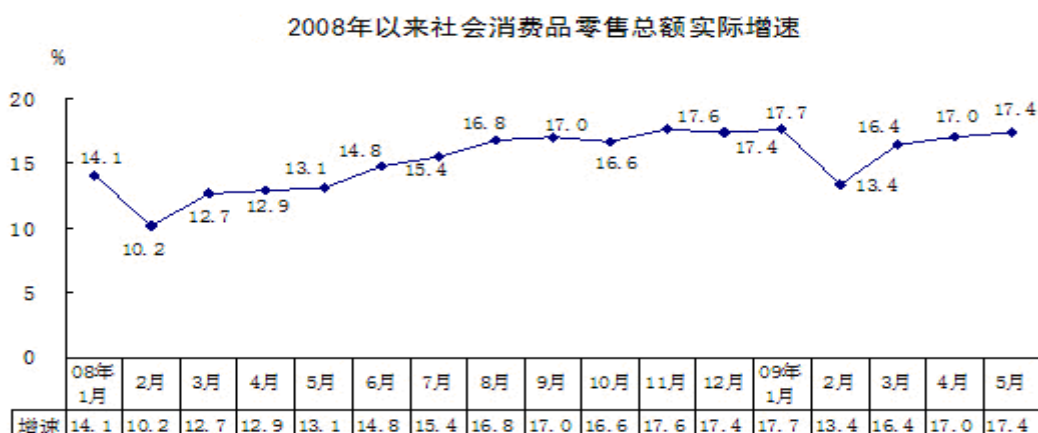


资料来源：大通证券研发中心、国家统计局网站

社会消费品零售总额 1-5 月份增长 15%，剔除价格因素，实际增长 16.4%，比上年同期加快 3.7 个百分点。其中，汽车销售增长 15.6%，家用电器和音像器

材类增长 4.2%，家具类增长 27.0%。

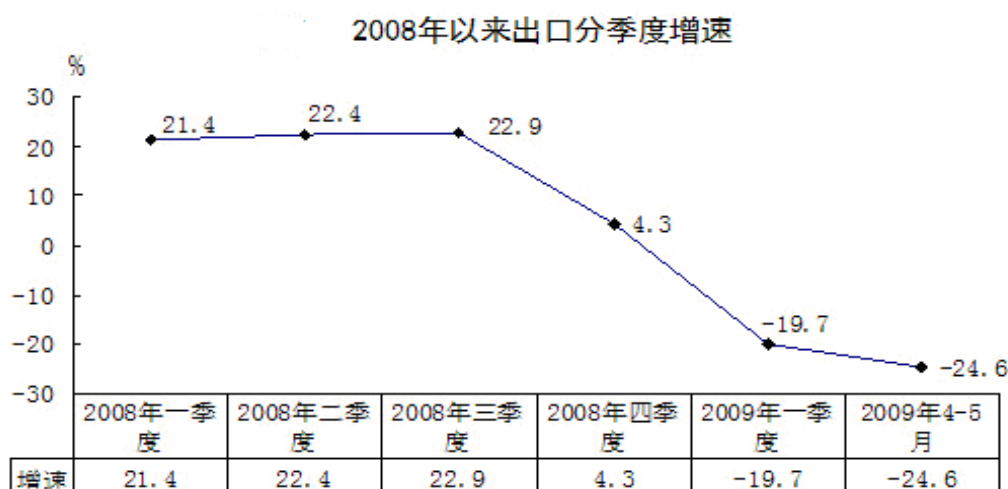
图 8：08 年以来社会消费品零售总额增速



资料来源：大通证券研发中心、国家统计局网站

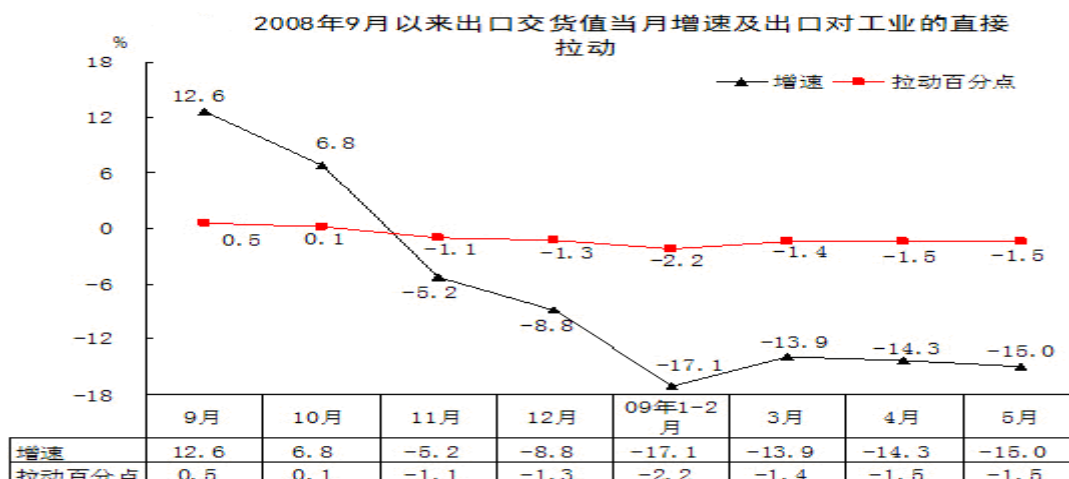
在内需加快增长的情况下，为什么工业生产增速还处在较低的平台，关键就是外需严重萎缩。2008 年四季度出口增速由第三季度的 22.9%大幅回落至 4.3%，今年一季度同比下降 19.7%，4-5 月下降 24.6%。从工业出口交货值情况看，2008 年四季度下降 2.1%，今年一季度下降 16.0%，1-5 月下降 15.5%。从出口交货值对工业生产的拉动作用看，08 年 3 月份为 0.9 个百分点，6 月份为 0.2 个百分点，10 月为 0.1 个百分点，从 11 月开始均为负拉动，其中，今年 1-2 月拉动-2.2 个百分点，4、5 月份均为-1.5 个百分点。如考虑到出口型企业的一连串相关拉动作用，外需不足的影响可能更大。

图 9：08 年以来出口分季度增速



资料来源：大通证券研发中心、国家统计局网站

图 10：08 年 9 月来出口交货值月度增速及对工业直接拉动



资料来源：大通证券研发中心、国家统计局网站

表 1：三大需求对国内生产总值增长的贡献率和拉动

年 份	最终消费支出		资本形成总额		货物和服务净出口	
	贡献率	拉 动	贡献率	拉 动	贡献率	拉 动
	(%)	(百分点)	(%)	(百分点)	(%)	(百分点)
2001 年	50.0	4.1	50.1	4.2	-0.1	0
2002 年	43.6	4.0	48.8	4.4	7.6	0.7
2003 年	35.3	3.5	63.7	6.4	1.0	0.1
2004 年	38.7	3.9	55.3	5.6	6.0	0.6
2005 年	38.2	4.0	37.7	3.9	24.1	2.5
2006 年	38.7	4.5	42.0	4.9	19.3	2.2
2007 年	40.6	5.3	39.7	5.1	19.7	2.6
2008 年 1 季度	62.1	6.6	31.0	3.3	6.9	0.7
2008 年上半年	50.2	5.2	44.9	4.7	4.9	0.5
2008 年 1-3 季度	44.5	4.4	43.0	4.3	12.5	1.2
2008 年全年	45.7	4.1	45.1	4.1	9.2	0.8
2009 年 1 季度	69.7	4.3	33.1	2.0	-2.8	-0.2

资料来源：大通证券研发中心、国家统计局网站

(二) 通货膨胀的预期有所抬头

经济回暖推升全球通胀预期。通胀预期的形成主要源于 08 年年底以来各国

普遍实施的扩张性货币政策，各国不仅多次下调利率以释放流动性，而且美欧等国还采取购买国债等方式直接向经济体中注入流动性。根据公式 $MV=PQ$ 可知，基础货币 M 、货币流通速度 V 以及商品劳务供给量 Q 的变动直接影响社会物价总水平。在经济衰退前期，由于经济活跃度大幅下降，货币流通速度 V 显著回落，同时需求的减少导致产能过剩，于是部分对冲了基础货币 M 大幅增加对物价水平 P 的推升压力；然而随着经济预期转暖，经济活跃度的上升将逐步抬升货币流通速度，同时需求的增加则逐步弥合产出缺口，于是前期注入市场的基础货币在货币流通速度回升的催化下必将引起物价水平的逐步攀升，随着世界经济见底、企稳、回升，增强了投资者的通胀预期。

1、银行信贷激增直接促成国内通胀预期

尽管中国并未像美国那样因数量宽松的货币政策而导致基础货币规模的激增，但是政策刺激下银行体系的大幅放贷则显著推高了货币乘数，从而导致货币供应量的逐步走高，进入 09 年后中国 M2 增速较去年年底提升近 10 个百分点，远高于美国不足 10% 的增长水平，所以国内的流动性较美国更为充裕。然而由于国内金融及利率市场管制较多，市场利率并未反映出通胀预期的提升，但是我们认为国内经济将与世界经济一同在 09 年下半年经历通缩向通胀的转变，而在此过程中通胀预期也存在继续增强的可能。宽松的货币政策和巨额新增贷款，使得投资者对通胀预期增强。上半年新增信贷 6 万亿定局，预计全年信贷投放 8 万亿至 10 万亿元。

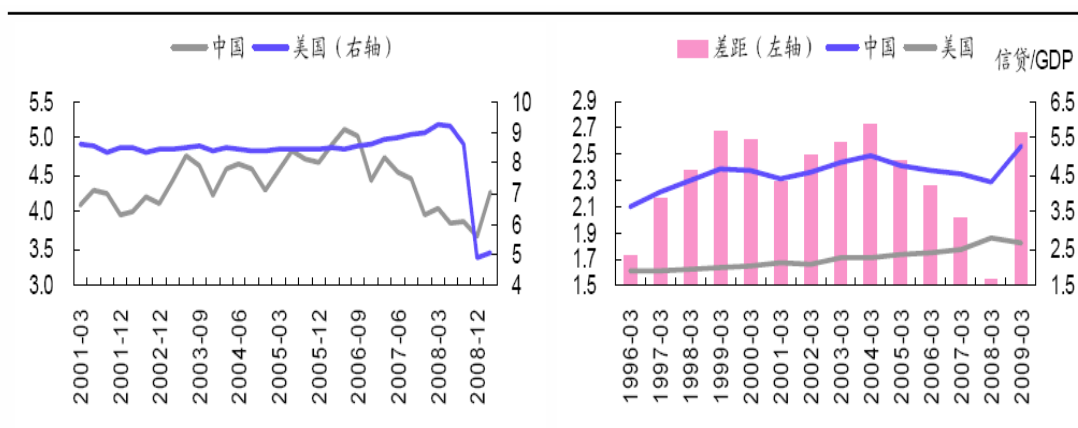
M1 能较好的解释通胀，09 年贷款投放史无前例，目前存款活期化程度不高，市场担心随着通胀再起，存款有可能进一步活期化，M1 还有一定的增长空间。

图 11：M1 的高增长显示未来通胀将起



资料来源：大通证券研发中心、WIND

图 12：信贷大幅增长推升货币乘数，进而提升国内流动性



资料来源：大通证券研发中心、WIND

对通胀的预期正席卷金融市场：国际原油期货价格在三个月内翻番，美国国债收益率已上升三分之一，黄金也曾再次逼近历史高点，农产品价格飙升。这种价格的上升是在需求疲软的情况下发生的，是对通胀的担忧促成了这种上升。

从国内市场看，资源类、资产类价格可能进一步攀升。5 月份，房屋销售价格环比上涨 0.6%。根据上海金属期货交易所统计，目前 1 个月交货的锌、铝、铜月加权平均价格比 2008 年底的最低点分别上涨了 3716 元/吨、1038 元/吨、9704 元/吨，上涨幅度分别为 39.7%、8.6%、33.7%。

2、热钱的流入助推通胀预期

央行日前公布的最新数据显示，我国 5 月份金融机构新增外汇占款达 2425.65 亿元，这是今年以来该数据首次突破 2000 亿元，增量创下今年以来的新高。上述数据显示最近国际资本重新回流中国市场，并预计这一趋势将延续。当期国际资金的流入主要是投资者对通胀和美元贬值的预期，所谓的经济复苏，由于尚未处于“微暖”阶段，对国际资金并没有足够的吸引力。在通胀预期下，资金从美债和货币市场流到当前收益率较高的新兴市场和商品市场。特别是新兴市场的股市将继续成为美元流向的目的地，其持续的时间将取决于资产通胀何时转化为物价通胀。

全球看，流动性趋势如何演绎？全球货币政策受制于美联储，联储正在继续宽松（从而通胀预期和美元贬值延续）和适度收缩（从而减弱通胀预期和重塑美元信心）两者之间游离，而焦点在于美元。

图 13：08 年以来美元指数

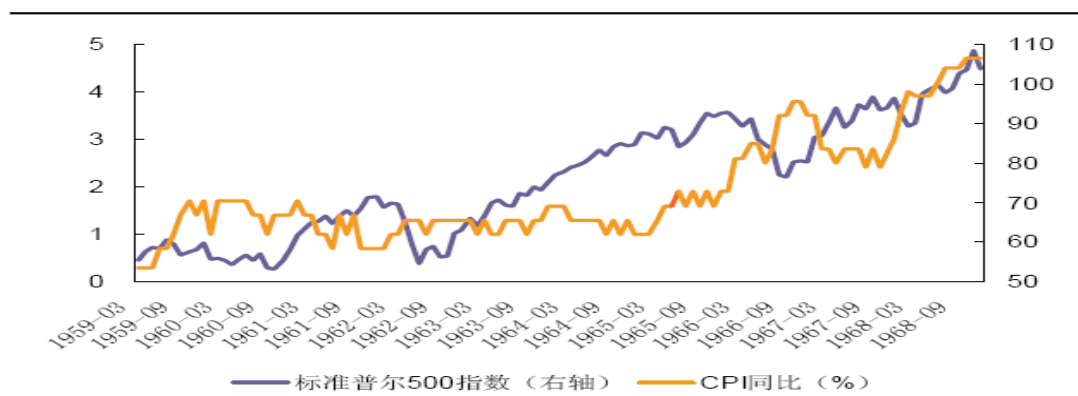


资料来源：大通证券研发中心、WIND

3、从通缩到通胀初期的股市表现

我们统计到美国 1959 年-1968 年期间经济危机结束后，伴随着经济的复苏，适度通货膨胀水平逐步上升，都使标准普尔 500 指数走出了明显的上涨行情。

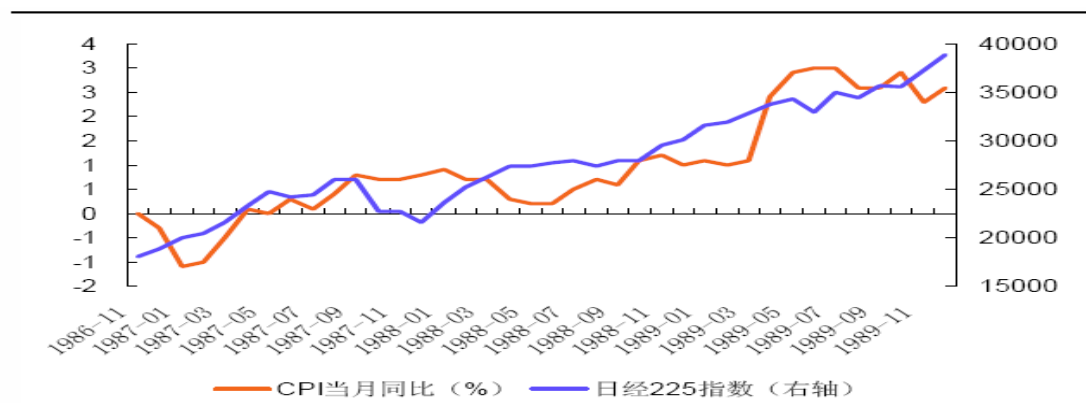
图 14：1959-1968 年美国通胀水平与股市走势



资料来源：大通证券研发中心、WIND

我们统计到日本 1987 年-1989 年期间经济危机结束后，伴随着经济的复苏，适度通货膨胀水平的逐步上升促使日经 225 指数大幅上涨。

图 15：日本 1987-1989 年通胀水平与股市走势



资料来源：大通证券研发中心、WIND

从美国与日本的经济发展历程可以看出，在重大全球性的经济危机之后，随着国家 GDP 增长见底预期的出现股市往往提前完成探底，而后出现震荡缓慢回升；随着经济复苏趋势的明确，股市回升的力度有所加强；当 CPI 指数触底后通缩持续减缓或出现正增长时，股市上涨的速度将会出现加快。特别需要注意的是，由于是从经济危机中走出，经济增长存在由弱到强的过程，当 CPI 指数同比增长过快，接近适度通货膨胀上限时，可能由于国家货币政策的改变，往往股市会出现相当幅度调整。因此，当经济出现复苏，尚处于通货膨胀初期时，将是股市表现最好的阶段。

目前市场处于由流动性单一支撑过渡到流动性充裕与经济复苏的双重支持，在适度通胀预期出现的作用下，上市业绩将有较改善，进而推动股指继续上涨。

（二）我国经济走向深层次原因分析

如何理解 07 年 3 季度开始的经济快速调整？调整周期会有多长？

根据罗斯托的经典长波周期论和我国 2000—2008 年的经济特征，我国经济现在正处在从起飞到成熟的转折期，罗斯托的工业化理论把转折期称之为起飞后的箫条期。

罗斯托的经典长波理论为我们理解本轮调整，提供了理论基础。

罗斯托基于对工业化历史的观察与研究成果，把一个经济体的发展分为六个阶段：传统社会阶段、起飞准备阶段、起飞阶段、走向成熟阶段、大众消费阶段和超越大众消费阶段，中国目前恰好处于起飞阶段和走向成熟阶段的中间过渡期。

起飞阶段，往往也是一个国家工业化中期的阶段表现。中国当前阶段与美日走向成熟阶段的具有极为相似的可比性。事实上，产业变动也好，人均 GDP 也好，都是工业化的结果，而原动力还是投资和城市化。根据钱纳里的经济发展进程论，我国的经济结构变动转换为人均收入，这里用人均 GDP 所代替。我国已经进入工业化中期。

下表是经过折算的人均 GDP 所反映的工业化阶段。按照《中国工业化进程报告》的折算，以汇率平价法折算的 2005 年价格中国人均 GDP 为 4137 美元，基本处于工业化中期水平。

表2: 人均GDP与工业化进程

人均 GDP 水平所反映的工业化阶段

工业化阶段	前工业化阶段	工业化阶段			后工业化阶段	
时期	初级产品	工业化中期	工业化中期	工业化后期	发达经济初级	发达经济高级
人均 GDP(1964 年美元)	100-200	200-400	400-800	800-1500	1500-2400	2400-3600
人均 GDP(1970 年美元)	140-280	280-560	560-1120	1120-2100	2100-3360	3360-5040
人均 GDP(2005 年美元)	745-1490	1490-2980	2980-5960	5960-11170	11170-17890	17890-26830

资料来源: 钱纳里等《工业化和经济增长的比较研究》, 转引自《中国工业化进程报告》

07 年我国已冲击人均 GDP3000 美元（简单计算，未按汇率评价法调整）大关，从世界各国发展的历史经验来看，这一水平是道明显的“坎儿”，韩国、新加坡等国家顺利过关，而巴西、阿根廷等则落入“3000 美元陷阱”，长达 30 多年经济停滞不前。这启发我们要利用好这次大规模投资的机会，做好产业升级、技术进步等经济转型工作，我国经济才能顺利冲破这道坎再次实现腾飞。

我们之所以认为，目前我国处于起飞完成与走向成熟地调整。因为起飞的本质是以固定资产投资所推动的主导产业的高速增长特征看，投资的拉动遭遇到资源或者市场的制约之后，必然产生经济萧条，这就是所谓的起飞结束的基本特征。所以，起飞往往是一个国家固定资产投资拉动经济增长最明显的时期，后面的投资将趋于收敛。

从发达国家完成起飞的标志看，目前中国都已基本具备：

- 实体经济领域依靠固定资产投资拉动的经济增长遭遇资源制约，固定资产投资增速趋于收敛。
- 城市化率接近45%，农村向城市人口迁移减速，大都市化和城市化扩散展开。
- 起飞的主导产业的最高速增长阶段可能终结。
- 外需问题对工业国并非具有普遍意义，但对中国相对重要。
- 民族主义倾向的抬头，是起飞完成的标志，也是进入转折期的危险之一。
- 贫富分化是起飞的必然成果，但是却开始显现出负面作用。
- 民众的财富要求和福利要求提高，社会分配问题对经济的约束作用开始显现。

- 对原有模式的转型论出现。
- 是一个提供了新的富有希望的选择期，也是一个带有危险性的时期

我们根据主流的长波理论对世界经济的长波作了如下的划分（表2）。我们认为，本轮长波繁荣期的终点应该划在2004（2007？）年的美国经济增长高点附近。我们注意到，在此之前，经济保持较快的增长，但通货膨胀并不显著。而且最关键的问题是，在2004年步入长波衰退之后，至2007年世界经济的通胀问题已经愈发明显。长波的衰退特征与1970年附近出现的全球通胀与美元动荡问题，债务危机问题等等长波衰退的特征都已经出现。而经历了2008年的石油上涨与回落，全球通胀已经发展到极致之后回落，美国的金融危机的爆发也经历了最险恶的时期，所以我们有一个基本判断，就是长波衰退的最剧烈波动阶段可能基本结束，这是我们看待2009年以后世界及中国的经济增长的基本背景。

表 3：罗斯托的长波周期

	繁荣	衰退	萧条	回升	标志创新技术
第一波	1782-1802	1815-1825	1825-1836	1838-1845	纺织机、蒸汽机
第二波	1845-1866	1866-1873	1873-1883	1883-1892	钢铁、铁路
第三波	1892-1913	1920-1929	1929-1937	1937-1948	电气、化学、汽车
第四波	1948-1966	1966-1973	1973-1982	1982-1991	汽车、计算机
第五波	1991-2004	2004-?	?	?	信息技术、生物

资料来源：罗斯托《长波的波动》、大通证券研发中心

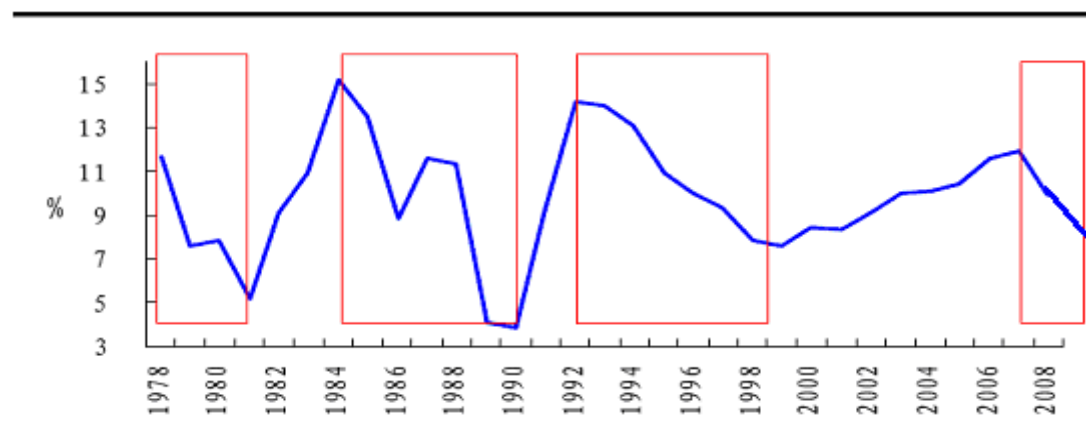
按照我们对工业化进程的理解，工业化进程不可能摆脱世界经济长波周期的制约，因为按照罗斯托的观点，一个国家工业化的完成需要60年的时间。所以，长波对一个国家工业化的束缚，特别是长波衰退和萧条对工业化进程的束缚是不可逾越的。

世界经济步入长波衰退的动荡。它的特征，就是严重的抑制经济的增长。根据长波理论，2008年我们经历了长波衰退的典型特征就是整个长波衰退阶段最剧烈的阶段。2009年以后，长波的衰退进入一个缓和期，而这个缓和期的基本特征就是温和的通胀和温和的增长，实际上是一个通胀和增长继续博弈的过程。

我国的起飞发生在第五波的繁荣向衰退过渡的阶段，即2000-2007年。不过，

对于2015 年附近即将到来的长波萧条，我们应该提高警惕，因为在我们所观察观察到的例证中，大国工业化在长波萧条期基本都是处于工业化的停滞状态。

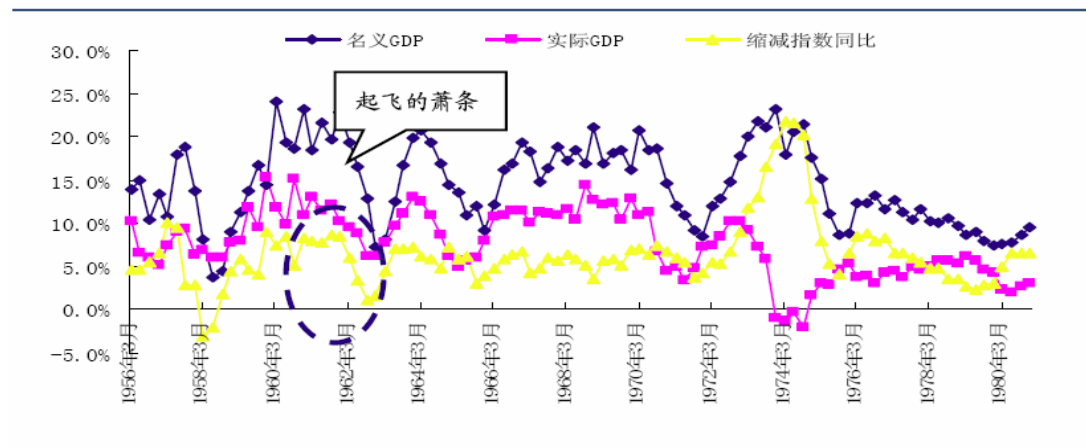
图 16：我国过去 30 年 GDP 下降周期调整



资料来源：大通证券研发中心、WIND

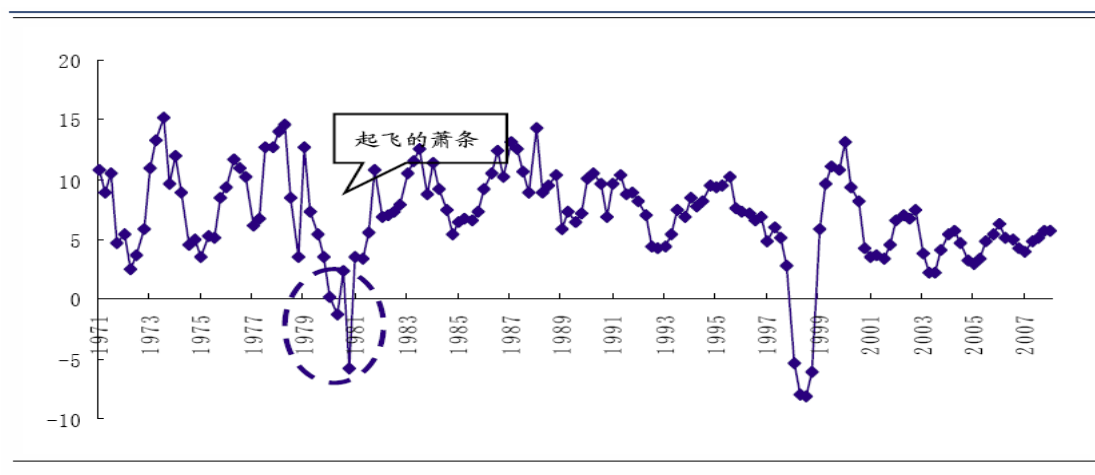
以上我们分析了我国经济处于起飞到成熟的起飞萧条期。那么起飞萧条后的复苏特征如何？通过对比分析美、日、韩，他们都经历了起飞结束的一次萧条。我们也已经在 2008 年深切的感受到了。然而，日本在步入转折期之后，在 1963 年四季度开始经历了一年半的深幅调整，但是从 1965 年开始经济开始迅速恢复，一年之后实际 GDP 回到原有水平。而在韩国的例证中，韩国工业化转折期在 1980 年，同样出现了季度数据的负增长。但是随后的复苏依然是非常强劲而迅速的。这也正说明了，相对于长波的衰退而言，工业国自身的工业化过程显然是其经济走势的主导因素，而外部经济波动居于影响因素的次要位置。

图 17：日本工业化期间GDP 增速与缩减指数同比增速



资料来源：CEIC, 大通证券研发中心

图 18：韩国工业化期间的实际GDP 增长率



资料来源：CEIC，大通证券研发中心

长波衰退的最剧烈表现形式就是高通胀抑制经济增长，从而造成经济衰退，所以，大宗商品价格带来的高通胀必然带来经济增速的低点，这一点在前面的日本和韩国的GDP 增长的图中表现得很明显。但是，必须指出的是，这类高通胀之后伴随着油价的下滑，在一到两个季度之内实际GDP 将见到低点。而且按照我们的例证表明，这个实际GDP 的低点，可能就是长波的最低点。所以，我们认为，这次由于高通胀的回落，随后所带来的实际GDP 的最低点，可能就是长波衰退中的最低点。按照我们对长波的理解，中国在2008 年底或者2009 年一、二季度，极有可能经历一个实际GDP 的最低点，这个最低点也许就是在2013 或2015 年之前的最低点。

关于为什么会迅速复苏，我们可以从几个角度进行分析，首先看GDP 的分解，我们注意到，日本在1962 到1964 年步入转折期之后，在1966 年经济迅速复苏，其主要拉动力量还是在于内部投资和内部消费，净出口拉动仍不明显。韩国在1980 年起飞转折期之后的经济增长同样具有这样的特征。这就是我们所说的，对于一个工业化国家而言，由于其工业化和城市化的动力依然存在，并在整个工业化没有完成之前都是经济增长的根本动力。还有一个值得借鉴的就是在这种经济调整中的政策作用，在1980 年韩国的转折期间，当时的韩国面临的问题同样与中国具有类似性，首先是由于起飞的过度投资所引致的需求膨胀和流动性过剩所造成的通货膨胀，其次是重工业化快速发展所带来的社会分配不公和贫富差距的加大。在1980 年萧条过后，韩国政府进行了一系列的改革，包括经济管理

上的自由化，改变重点发展重化工业的政策，倾向于均衡发展和鼓励和推动中小企业和农业的发展等等，在这些政策下，1982 年韩国经济就恢复元气。而在日本，为了应对起飞的萧条，佐藤内阁实施发行特别公债，国税减税等积极财政政策，被认为是起到了60 年代后期高速增长的作用。

自从2007 年以来，中国无疑已经进入工业化的转折期，这一阶段在大部分工业化国家曾经发生，在这样的一个阶段中，一个国家的生长的不确定开始增加。而且，经济增长的可持续性越来越受到制度因素的左右，所以，罗斯托认为，这样的时期对一个国家来说既是富有机会的又是危险的。大型化和产业升级无疑将是起飞萧条过后的基本增长模式。

在这里我们可以从工业化起飞萧条与长波的角度对中国未来的经济增长作以下几点总结，首先，中国正在经历工业化起飞萧条与长波衰退重合的经济调整，这一调整的幅度将很深，这就是我们在2008 年第三季度以后体会到的。第二、在通胀回落之后，我们将在2008 年底或者2009 年初经历一个实际GDP 最低点，但是我们有理由相信，这个最低点可能就是在2013年预期长波萧条之前的最低点。第三、在经历了2009 年的经济调整之后，我们认为中国经济会迎来复苏，这主要基于对工业化进程的理解，而且按照我们前述表述，我们认为这个反弹会是强劲的，由内需和投资带动的反弹。第四、2013 或2015 年之前，中国的经济增长仍将延续工业化过程，中国的工业化将进入新的阶段，即走向成熟。

成熟阶段并非一个工业化的结束期，而是一个工业化的扩散期。在这个阶段，投资拉动经济的增长模式依然持续，但是投资可能会在一个区间内窄幅波动。而城市化依然处于加速期，只不过具体结构发生了变化。起飞结束的萧条是一个能够迅速恢复的萧条，根本原因就是原动力的存在。

如果从社会发展的角度看，走向成熟阶段是一个政策导向十分重要的时期，罗斯托说“成熟阶段是一个提供新的富有希望的选择时期，也是一个带有危险性的时期”。之所以带有危险性还是在于我们对转折期的描述中，关于民族主义、贫富分化的问题。事实上，在关于成熟阶段的选择中，可能存在着三个方向，一个是国家追求在国际的势力和影响。一个是福利国家，一个是走向大众消费时代。任何国家都是这三种目标的组合，任何一种选择，都是起飞期间利益分配矛盾朝着不同方向演进的结果。所以，就政策而言，如果我们单纯从经济角度出发，

在走向成熟阶段，至少三个政策是重要的，推动成熟产业的大型化、促进技术扩散和自主创新、改革分配制度，顺应大众的财富要求，是长期来看的最佳政策选择。而这里面居于核心的就是分配政策的改革，这也是走向成熟阶段的危险所在。所以，走向成熟阶段作为起飞与大众消费时代的衔接中的过渡阶段，对于工业化能够顺利向下一阶段推进具有极其重要的作用。

从韩国情况来看，在经济面临巨大危险迫切需要转型的过程中，政府强力的财政政策会给经济和国内的企业带来深远的影响。首先，经济整体下滑，会使得几乎所有行业都处在低迷之中，相当多的企业倒闭和停工。接着，政府出台的经济刺激计划，会使得有实力的国有企业和民营企业参与到这项计划中来，由于这项计划并不是一年之内完成，所以这些企业可以获得发展的长期资金，助其渡过经济危险时刻，但与此同时，其他倒闭的企业释放出的产能和市场有可能被这些存活下来的企业所占领，因此在这个危机时刻过去以后，大企业逐渐开始出现。所以我们可以把这个时期定义为公司繁荣时代的起点。由此，公司繁荣的起点就是从大型化开始的。而多样化带来的中游繁荣，则更多的是一个漫长的过程。大型化、多样化、全球化是未来公司发展的主要方向，三者的的重要手段就是并购。

三、盈利预测与估值分析

（一）09 年及下半年我国上市公司整体盈利增长分析

随着企业“去库存化”的结束，在政府基建投资的推动下，工业增加值以及 GDP 增速都将逐季回升。我们的测算显示，沪深 300 公司单季净利润同比增速和 ROE 已在 2008 年第四季度见底，全部 A 股公司的毛利率将于 2009 年第一季度见底，上市公司基本面将出现改善。迄今，A 股市场的股权风险溢价略高于历史平均水平。我们预计，09 年下半年，随着投资者对经济复苏预期的更加坚定，股权风险溢价有望进一步下降，从而推动市场上升，产业资本具有增持股票的冲动。下半年上市公司投资收益会有所上升。

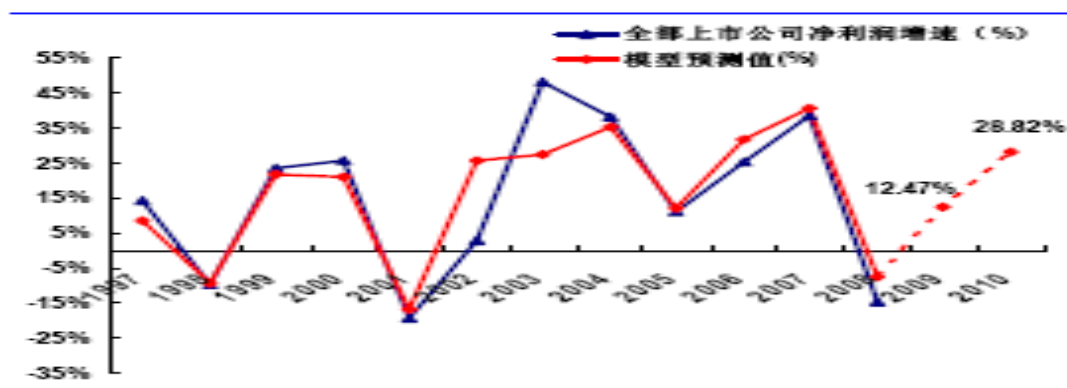
年初投资策略我们预计，A 股公司 2009 年业绩增速将呈现“前低后高”态势。环比看我国经济 2008 年第四季度已经见底，市场需求很有可能自 2009 年第 2、3 季度起开始起步，并由此导致上市公司总体营业收入开始回升。引发 A 股公司 2008 年业绩增速下滑的三项重要不利因素，可能在 2009 年逐渐分化。重要不利因素之一，上市公司营业收入增速下滑趋势在 2009 年上半年会延续，但下半年

开始转变回升态势；重要不利因素之二，企业经营成本持续快速上升态势，随着我国 PPI 的回落，自 2009 年第一季度起获得改善；重要不利因素之三，资产价格波动损益项目对 2009 年 A 股公司利润增速的拖累程度可能远远好于 2008 年。

总体上我们初步预计，A 股公司 2009 年业绩增速将呈现“前低后高”态势。一方面，从基数角度看，A 股公司 2008 年业绩呈现典型的“前高后低”态势；另一方面，从上市公司营业收入角度看，鉴于我国经济增速放缓因素引发的上市公司总体营业收入增速快速下滑趋势，自 2008 年第四季度起显著体现。因此，这意味着上市公司 2009 年第三、四季度营业收入增速开始回升。

按照自上而下模型，我们测算出 09 年全部上市公司利润增速 12.5% 左右，09 年下半年较上半年有大幅提升，这主要因为：（1）货币扩张投入实体时滞结束，CPI 与 PPI 见底回升；（2）08 年报低于预期，基数降低。

图 19：09 年业绩增速分析，预计增长 12.5%



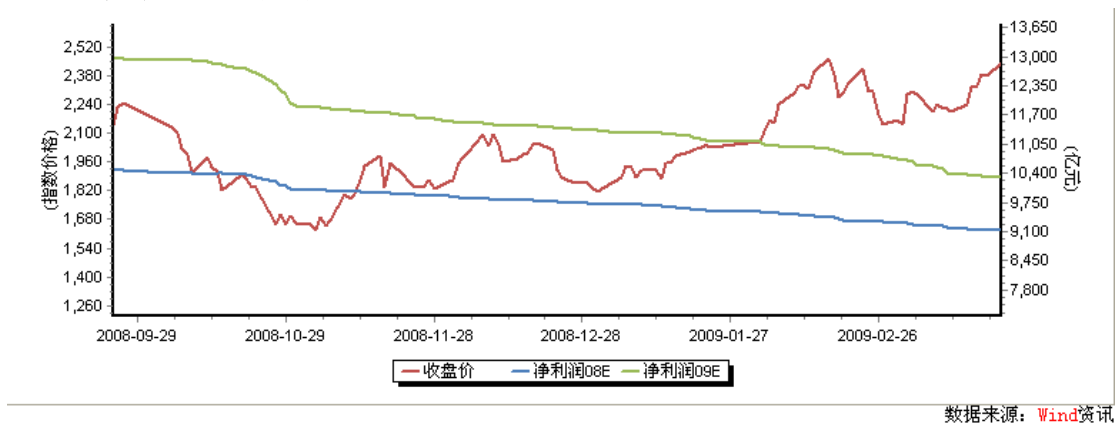
资料来源：大通证券研发中心、WIND

表 4：沪深 300 指数盈利一致预期与估值水平

指标	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
净利润(亿元)	4779	5841	8649	8259	9280	10928
同比增长	21.1%	22.2%	48.1%	-4.5%	12.4%	17.8%
整体 PE		24.5	16.6	17.4	15.4	13.1
整体 PB	--	--	2.68	2.39	2.15	1.96
整体 ROE	15.9%	15.0%	16.2%	13.8%	13.9%	14.9%

资料来源：大通证券研发中心、WIND

图 20：沪深 300 盈利一致预测



资料来源：大通证券研发中心、WIND

一般来说，股市波动取决于经济周期和市场流动性充裕程度。一般认为，经济波动将影响企业盈利和估值，从而决定股市的“牛熊”状态。从更深层次来看，估值水平是盈利增长和流动性共同作用的结果。

（二）国内外市场估值比较分析

去年十一月以来，我国股市逆全球股指走出震荡上扬行情，截止到 6 月 26 日，三大股指上证、深成指、沪深 300，从底部算起分别上涨了 76%、104.64% 和 94.77%，居全球之首。支持 A 股反弹的主要力量在于三个方面，一是宏观经济在经历的 08 年 4 季度的“崩塌式”下行后，政府及时运用了积极财政政策扩大投资，4 万亿投资计划快速落实不仅提振了市场信心，也拉动了经济从谷底开始反弹；二是宽松的货币政策带来了充裕的流动性，资金推动市场估值水平上升，促成了上半年股指的加速回升；三是政府出台了十大产业振兴规划等一系列政策措施。

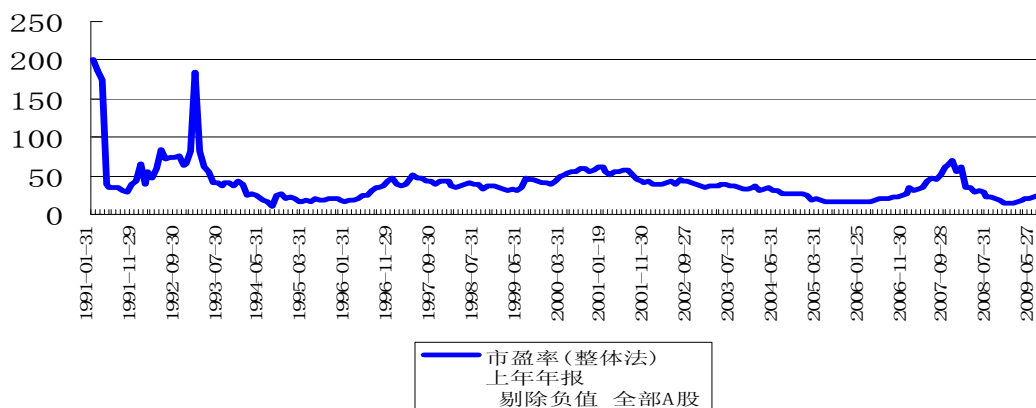
A 股市场经过一段时间的反弹，那么目前我国股市整体估值与历史水平比较，与其他主要国家和地区横向静态比较处于什么位置，是高估还是低估？

1、国内历史估值比较（上证指数）

1.1 PE 历史估值比较

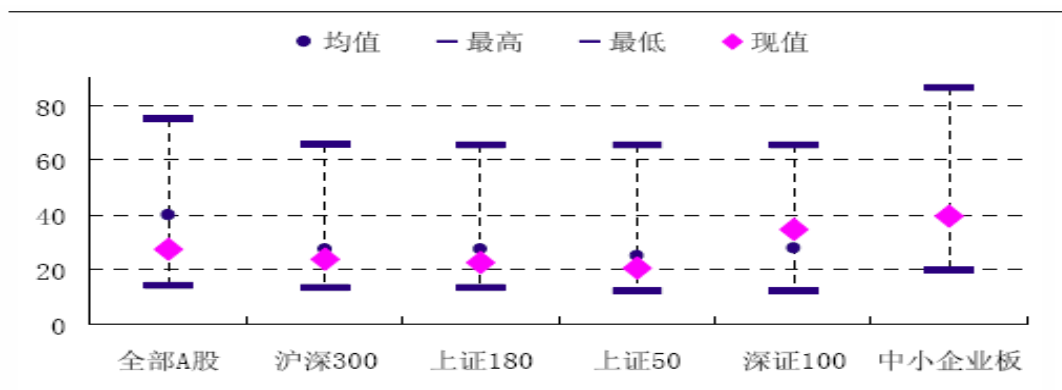
1991 年以来，以上证指数为例，对历史数据统计分析表明，目前市盈率水平处于历史相对较低区域，6 月 25 日全体 A 股平均市盈率 25.19 倍，历史平均 39.11 倍。

图 21：1991 以来全部 A 股市盈率走势



资料来源：大通证券研发中心、WIND

图 22：我国主要市场指数当前市盈率与历史比较

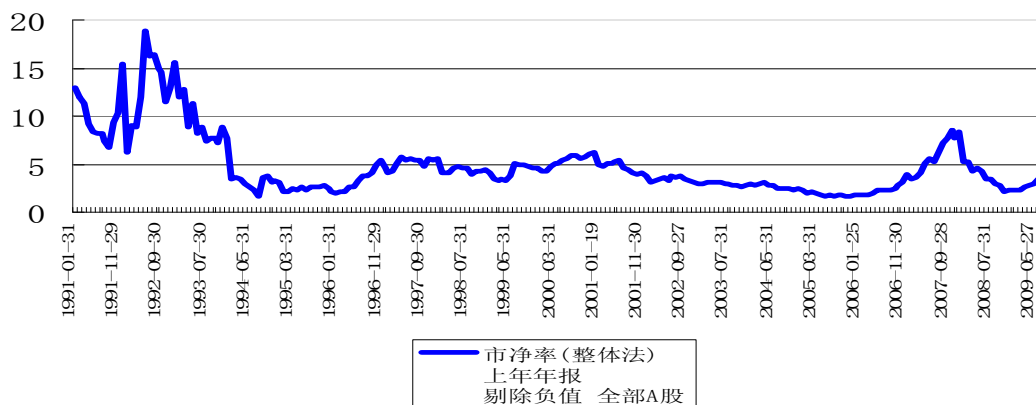


资料来源：大通证券研发中心、WIND

1.2 PB 历史估值比较

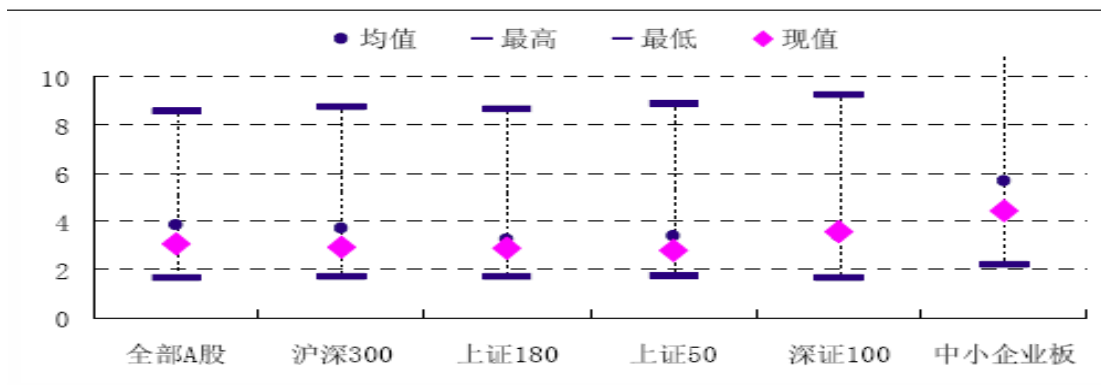
通过对沪市整体市场历史市净率统计分析，可以看出，目前市净率水平也处于历史相对低位区域。6 月 25 日全体 A 股平均市净率 3.37 倍，历史平均 4.82 倍。

图 23：1991 以来全部 A 股市净率走势



资料来源：大通证券研发中心、WIND

图 24：我国主要市场指数当前市净率与历史比较



资料来源：大通证券研发中心、WIND

1.3 与其他国家即期估值比较

下表 4 我们给出了 6 月 23、24 日全球主要估值水平数据。从表中的市盈率、市净率水平看，目前我国整体 A 股市场估值明显高于其他国家。

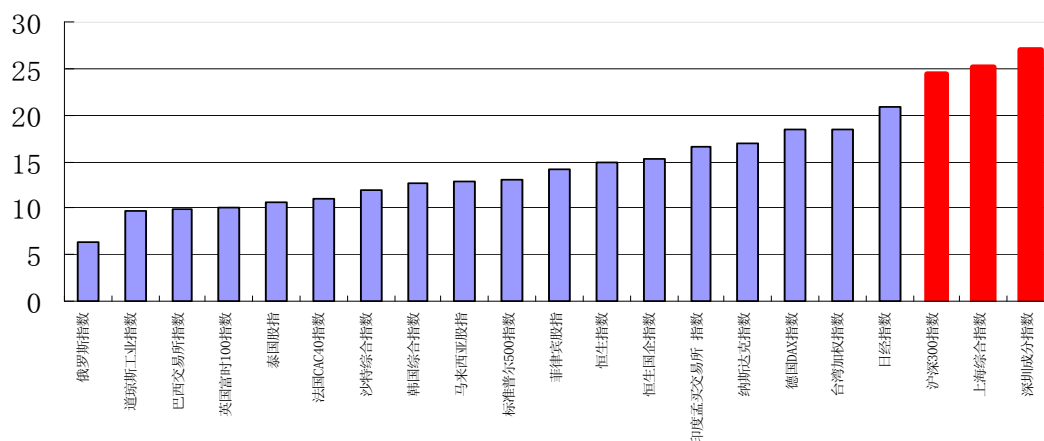
表 5：表全球主要指数估值水平

全球主要股指	交易日	最新价	涨跌%	当年涨跌%	静态市盈率*	动态市盈率*	市净率
道琼斯指数	2009-6-22	8339.01	-2.35	-4.98	9.64	8.25	0.98
纳斯达克指数	2009-6-23	1764.92	-0.07	11.91	16.92	16.90	2.30
标准普尔 500	2009-6-23	895.10	0.23	-0.90	13.03	13.72	1.88
英国富时 100	2009-6-23	4230.02	-0.10	-4.60	10.14	11.73	1.56
法国 CAC40 指数	2009-6-24	3124.07	0.23	-2.92	10.99	10.72	1.17
德国 DAX 指数	2009-6-24	4728.14	0.45	-1.71	18.37	11.08	1.25
日经指数	2009-6-24	9590.32	0.43	8.25	20.81	22.26	1.32
金融时报指数	2009-6-23	1370.20	-0.23	0.99	N/A	N/A	N/A
沙特综合指数	2009-6-24	5642.65	1.14	17.48	11.93	8.68	1.87
俄罗斯 IRTS 指数	2009-6-24	945.51	1.37	49.63	6.39	5.66	0.78
巴西证交所指数	2009-6-23	49813.58	0.64	32.66	9.88	12.33	1.68
印度孟买交易所指数	2009-6-24	14463.44	0.97	49.92	16.52	15.84	3.81
越南 VNI 指数	2009-6-24	456.22	4.03	44.55	N/A	N/A	N/A
泰国股指	2009-6-24	581.60	2.06	29.26	10.70	10.72	1.28
马来西亚股指	2009-6-24	1057.85	1.28	20.66	12.91	14.50	1.59
菲律宾股指	2009-6-24	2415.83	1.93	28.99	14.11	11.67	1.72
韩国综合指数	2009-6-24	1363.79	0.24	21.28	12.64	12.39	1.23
台湾加权指数	2009-6-24	6380.08	2.95	38.96	18.54	19.34	1.70
恒生指数	2009-6-24	17892.15	2.02	24.36	14.86	15.59	1.84
恒生国企指数	2009-6-24	10530.35	2.43	33.43	15.26	13.24	2.10
沪深 300 指数	2009-6-24	3120.73	1.19	71.68	24.33	22.38	3.35
上海综合指数	2009-6-24	2922.30	1.02	60.49	25.09	22.18	3.29

					26.94		3.18
深圳成分指数	2009-6-24	11381.64	2.30	75.49	26.94	24.94	4.14
					56.51		3.91

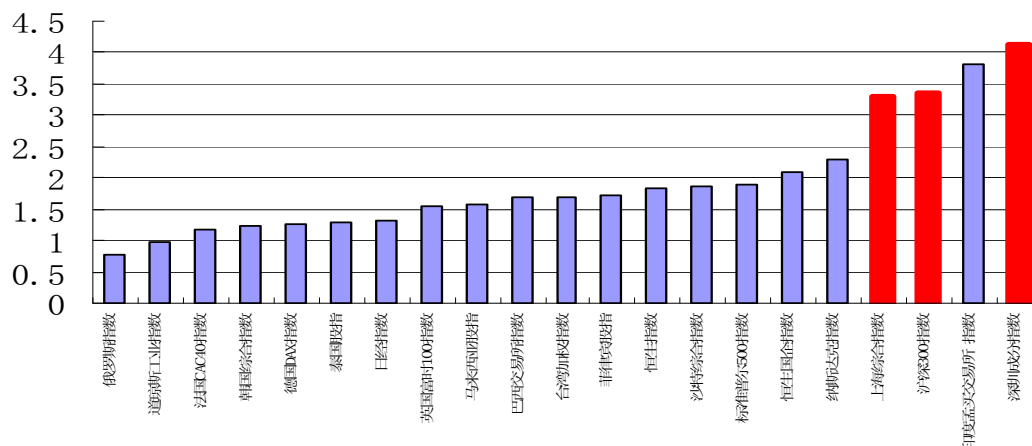
数据来源：汤森路透 更新日期：2009 年 6 月 25 日 17 时 25 分 表中最后两栏的第二行数据分别为上证 A 股平均市盈率、平均市净率、深证 A 股 A 股平均市盈率、平均市净率。

图 25：全球主要股指静态市盈率



数据来源：大通证券研发中心、WIND（红柱为 A 股各指数数值）

图 26：全球主要股指市净率水平



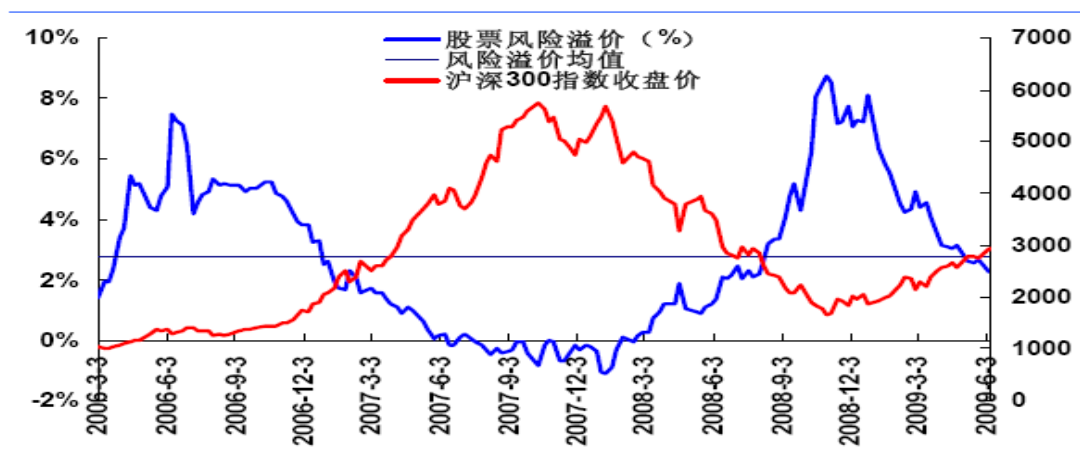
数据来源：大通证券研发中心、WIND（红柱为 A 股各指数数值）

2、影响估值的因素分析

2.1 从风险溢价的角度看，目前股市仍有一定吸引力

股票风险溢价目前已经略低于历史平均水平，但在通胀预期和经济复苏双重作用之下，可能仍会下降，只是我们认为下降的空间很有限。下半年风险溢价水平可能仍有一定下行空间。

图 27：股市相对于债市的风险溢价已经低于历史平均水平



资料来源：大通证券研发中心、WIND

股票风险溢价=沪深 300 动态 PE 倒数-10 年期长债利率

2.2 从 AH 股溢价率看，目前处于历史均衡水平

图 28：港股投资者眼中的 A 股估值：A 股溢价率接近历史平均水平



资料来源：大通证券研发中心、WIND

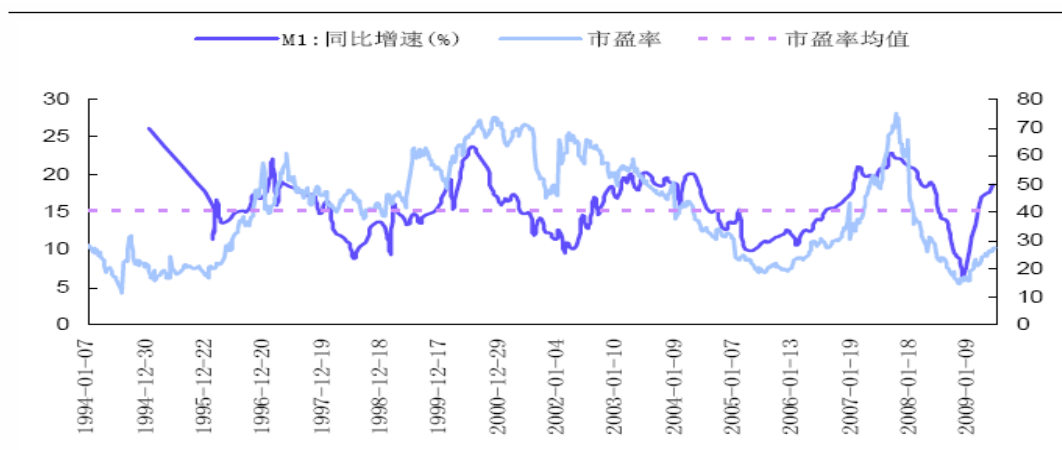
注：分红率=当年现金分红/年初年末市值均值，无风险收益率为 1 年期定期存款利率

2.3 相对估值与 M1、M2 关系分析

流动性对估值具有相当的推动性，M1 周期较好拟合估值周期。

我们将历史 M1 增速与 A 股市盈率波动拟合比较，可以发现，M1 增速的周期性较估值水平的波动更为明显，并且在小的周期内，估值水平仍然与 M1 增速较为相关。

图 29：过去 15 年 M1 增速与市盈率的波动比较，市盈率和 M1-储蓄存款增速高度正相关



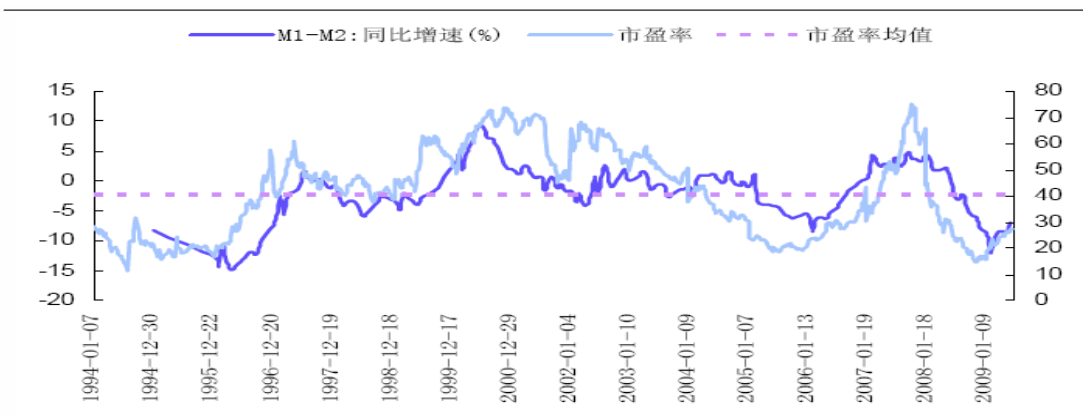
资料来源：大通证券研发中心、WIND

统计分析表明，M1-M2 与相对估值走势高度拟合。

比较 M1-M2 与市场估值的历史走势之后，我们发现相对市盈率而言 M1-M2 几乎可以看作是估值走势的翻版，趋势上极为接近。而目前 M1-M2 与市场估值同处在历史较低水平，从趋势上看这与 95-96 年的情况较为相近。

从这些比较中我们至少可以得出以下结论，流动性对市场估值的驱动力是极为明显的，流动性与估值的相关性也是长期存在的，这其中 M1 增速由于明显的周期性特征对于市场具有更好的指示意义，而 M1-M2 则更接近市场估值的波动趋势。因此，我们认为跟踪 M1 以及 M1-M2 的变化，对市场估值趋势的判断会更有帮助。

图30：过去15年M1-M2与市盈率的波动正相关



资料来源：大通证券研发中心、WIND

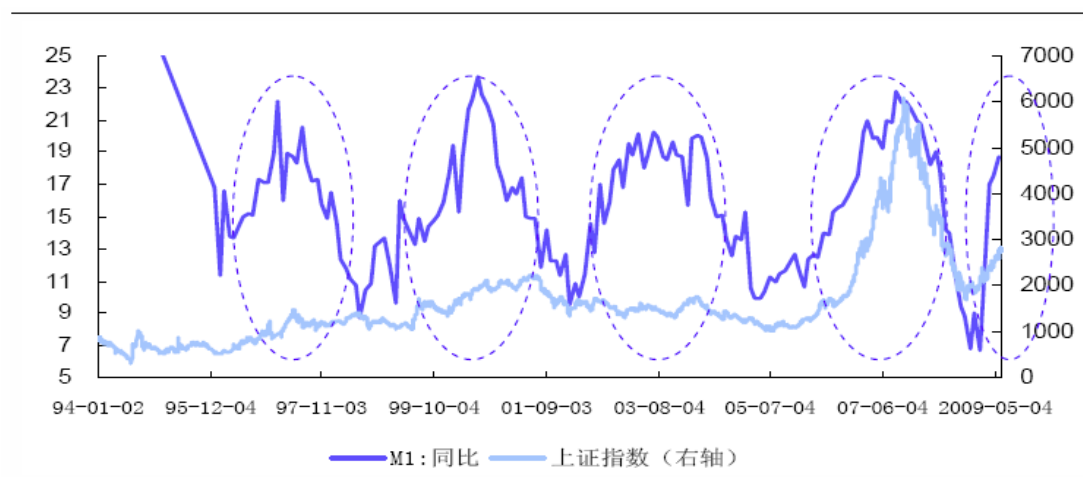
下半年估值提升的依赖：M1 继续上行和经济回暖预期。从宽松货币到经济改善预期：M1 增速仍存继续上行空间。需要注意的是，当前 M1 同比已经进入较

高位置，此前宽松的货币政策对流动性充裕的提升效应是极为显著的，M1 同比也逐渐接近历史的高位。从这个角度来说，当前估值在快速反弹之后确实存在较大压力。

我们考察前几个波动周期的 M1 增速最高值，1997 年 1 月份 M1 同比增长最高达到 22.2%，2000 年 6 月 M1 同比达到 23.7%，2004 年 3 月达到 20.1%，2007 年 8 月到达 22.8%。这几轮流动性波动周期的 M1 同比增速都达到 20% 以上，从这个经验性的角度来看，当前的 M1 增速应该仍有继续上行的空间。

前一阶段 M1 的触底反弹主要来源于宽松货币政策的推动，而随着宽松货币政策效应的减弱，后期 M1 上行的动力将来主要自于定期存款出现活期化迹象，可能伴随 M2 增速的减缓，并使得 M1-M2 出现大幅上升，这种情形分别在 96 年，99 年以及 07 年都出现过。

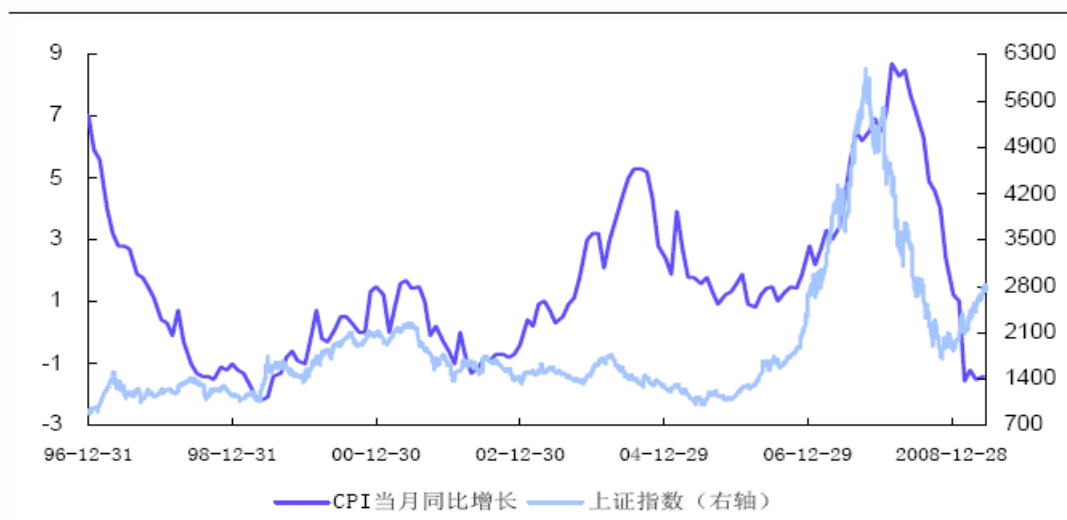
图 31：M1 同比增长率与上证指数走势图



资料来源：大通证券研发中心、WIND

下半年经济回暖预期助推估值上升。当前宏观经济仍处通缩形势之中，CPI 增速持续为负，PPI 增速继续下滑，而 CPI 与 PPI 增速差加速扩大。随着一系列经济刺激政策的逐步落实，充裕流动性对实体经济的支持效应也会有逐渐有所体现。资产价格的上升，企业效应的逐渐好转，会使得经济逐渐走出通缩，而这个过程必然也伴随着市场估值的进一步上升。从 CPI 与市场趋势的历史比较来看，走出通缩以及通胀的过程通常都是伴随市场估值提升的过程，这个效应在 99 年，03 年，07 年都体现的尤为明显。

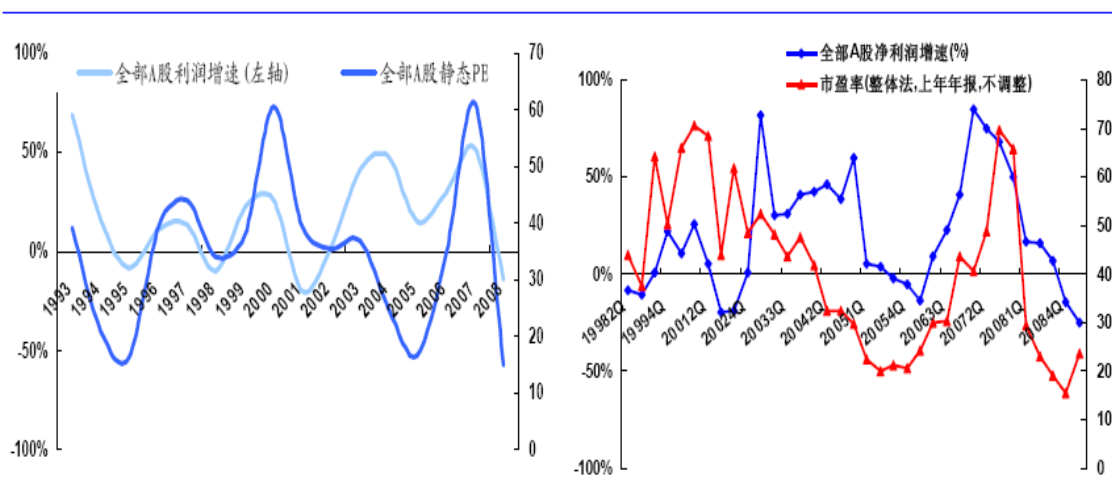
图 32: CPI 同比增长与上证指数历史走势比较



资料来源：大通证券研发中心、WIND

2.4 相对估值与上市公司盈利关系分析

图 33: 估值与上市公司业绩正相关

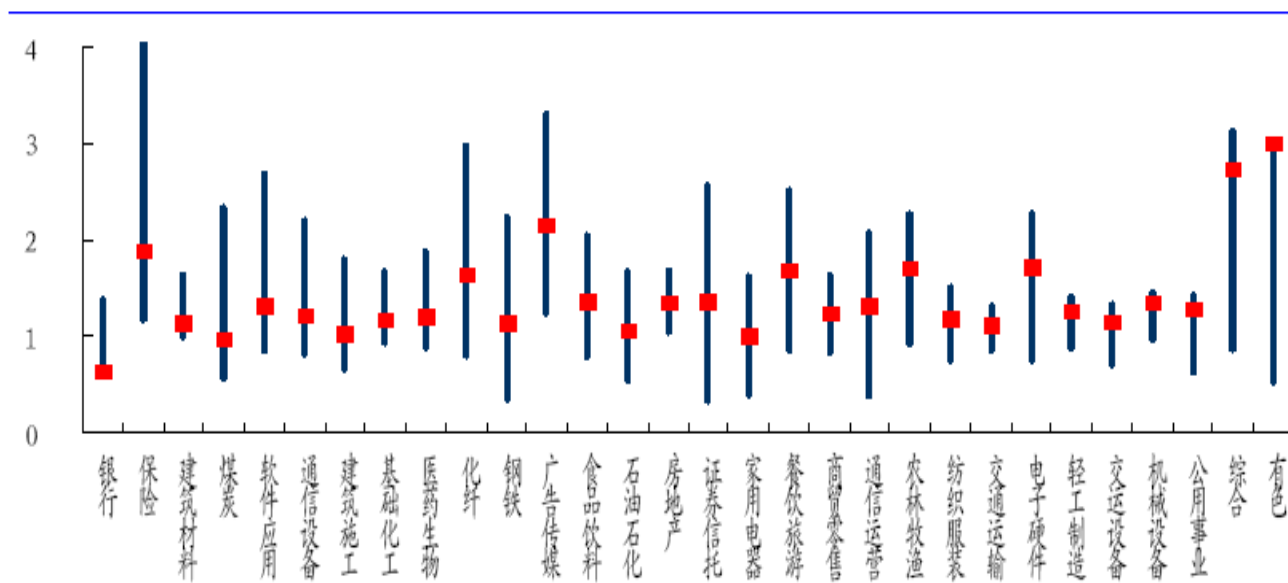


资料来源：大通证券研发中心、WIND

3、结构估值差异分析

估值结构差异明显。截至 6 月 26 日，各行业估值差异仍然较大，扣除金融股后的全部 A 股静态估值已经 36 倍，预计 09 年动态估值水平也在 32 倍附近，一些行业估值已经超过 45 倍，估值已经偏高。

图 34：行业历史相对市盈率比较：银行、煤炭、建筑材料、家电、保险等行业处于相对历史估值水平偏低位置

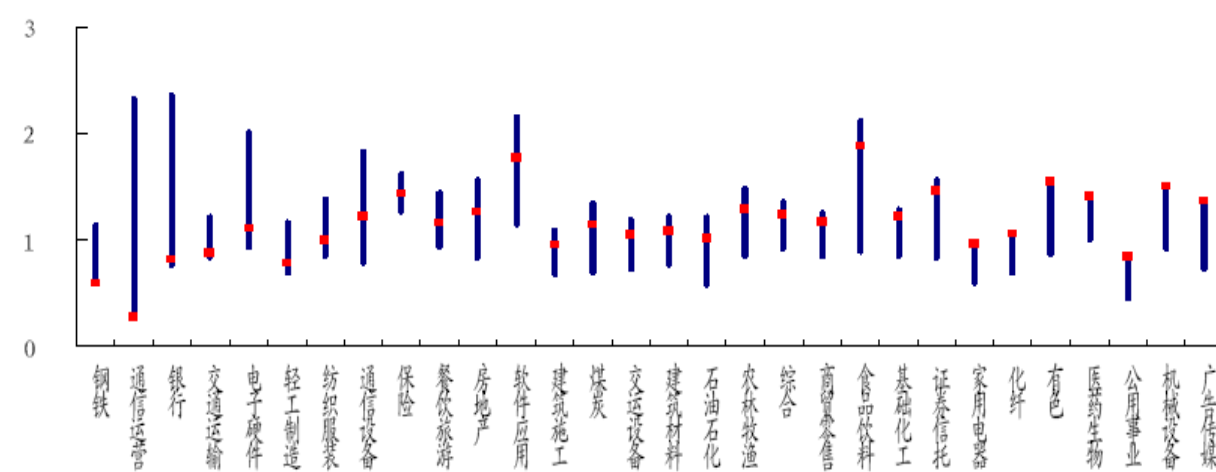


资料来源：大通证券研发中心、WIND

注：数据截至 6 月 7 日，相对市盈率=行业市盈率/市场总体市盈率，以剔除市场整体估值水平变动影响。

行业相对估值历史波动水平去除了 2 倍标准差范围之外的奇异值，下同。

图 35：行业历史相对市净率比较：钢铁、通讯运营、银行、交通运输、电子硬件、轻工机械等行业有相对估值优势



资料来源：大通证券研发中心、WIND

注：相对市净率=行业市净率/市场总体市净率。通讯运营主要是因为中国联通的净资产大幅增加导致相对 PB 位置较低

推动未来估值上涨的因素主要有：（1）经济复苏，业绩同比好转；（2）政府已经明确要毫不动摇继续实施应对国际金融危机的各项政策措施，流动性充裕

仍将持续，宽松货币政策不会发生重大变化；（3）通胀预期演化为温和通胀现实，成为投资者增加配置资产的内在动力。

抑制未来估值提升的因素主要有：（1）估值已不便宜；（2）外盘股市调整，对 A 股形成向下拉动；（3）“大小非”继续大幅减持，IPO 开闸且上市价高企，造成 A 股供给量大增；（4）高通胀提前来临，经济显露过热迹象，政府开始收缩货币。

以上估值分析表明，总体上估值向上空间仍在，但幅度有限。从 A 股历史来看，91 年以来的平均静态估值水平为 39.11 倍（不扣除亏损），PB 平均 4.82 倍，A 股大部分时间处于 PE20-50 倍、PB2-5 倍区间波动，低于 PE20 倍和 PB2 倍属于低风险高收益，超过 PE45 倍、PB4.5 倍属于高风险低收益。截至 6 月 26 日，各行业估值差异仍然较大，扣除金融股后的全部 A 股静态估值已经 36 倍，预计 09 年动态估值水平也在 32 倍附近，估值已经偏高，但包含金融后的估值水平只有 26 倍，保守估计 09 年动态估值大约在 24 倍，并不算很贵。我们认为考虑到全流通影响，估值水平已很不便宜，但向上的空间仍然存在。整体上，A 股仍没有出现整体泡沫，但估值结构差异明显，部分行业存在高估。从 A 股市场，不论是与发达成熟市场还是与新兴市场相比，优势都不明显。但考虑到我国宏观经济好于其他经济体，率先引领世界经济复苏，股市估值小幅溢价是可以接受的，目前结构高估较为明显。

四、大小非减持对股票市场的影响分析

由于历史原因，05 年前我国证券市场 2/3 的股权不能流通，是我国资本市场市场化发展的一个重大障碍。2005 年 4 月 29 日，证监会《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》的发布，标志着股权分置改革试点工作正式启动。随后，上市公司根据自身情况通过送股、派送现金等方式制定了股改方案，考虑到市场的承受能力，各方案中都对大小非所持限售股解禁制定了时间表。自 2005 年 6 月 17 日三一重工第一批对价股份流通，到 2016 年 8 月 19 日人福科技最后一批限售股解禁，整个流通过程将历时逾 11 年之久。

（一）大小非减持存在主要问题

1、大小非成本低、溢价高；2、大小非减持时间过于集中；3、上市公司业绩大幅度下滑或连续多年亏损的公司，大小非减持制度没有考虑；4、新股发行

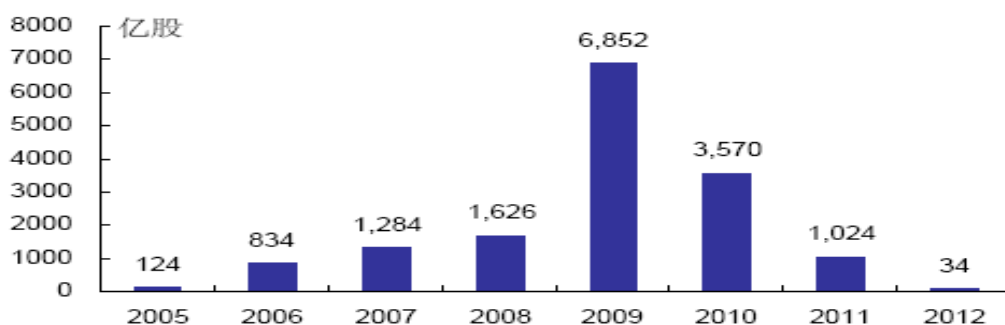
制度没有改革，还是按股权分置前的估值定价发行等。

大小非的影响有两方面。首先是供应量的实际增加，超过 80%的限售股解禁期集中在 07 年后的五年中减持，使得 A 股市场资金面的压力骤然增大，市场估值体系和价格体系必然也会随之发生重大变化。其次是预期的影响，市场对解禁股的减持没有稳定预期，大小非这一问题从而成为笼罩在资本市场上的一块挥之不去的阴云。

（二）当前A 股市场限售股存量情况分析

首先看看限售股整体分布情况：国内限售股解禁时间段为2005 年—2016 年，其中核心区间在2007 年—2011年之间，这5 年解禁的股本分别为1284 亿股、1626亿股、6852 亿股、3570亿股和1024亿股。整体上看，2009 年和2010 年解禁的压力最大，两年解禁的股本之和超过1 亿股，大大超过08 年底的流通A 股股本6702.63 亿股，是08年底的流通 A 股股本的1.56 倍，占08 年底总股本24264.39 亿股的43.5%，两年解禁的市值超过7万亿元，也大大超过08 年底的流通市值总和44421.94亿元，是08 年底的流通市值总和的1.58 倍，因此从绝对量上看，限售股解禁对市场的冲击还是很大的。

图 36：2005~2012 年限售股解禁年度分布

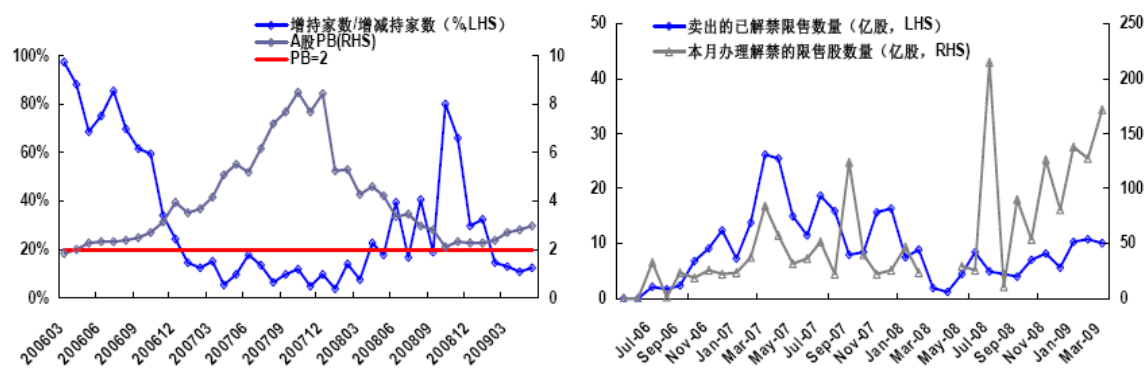


资料来源：大通证券研发中心、WIND

限售股解禁的冲击效应分析。限售股解禁的压力大小并不完全取决于解禁规模，更与购置成本、目前市场估值水平和公司估值水平的高低、行业发展趋势以及公司的发展前景、套现的紧迫性、股份的性质等密切相关。09—10 年解禁的压力依旧非常大，两年解禁的市值超过7 万亿元，是08 年底的流通市值总和的1.58 倍，因此从绝对量上看，限售股解禁对市场的冲击还是很大的。虽然这两年小非占比不高，但是随着全流通的不断推进，市场对供求关系转化预期将发生

显著变化，其市场冲击不可小觑。统计显示随着反弹行情展开，限售股减持较前期有所增加，主要体现在大宗交易平台的交易活跃度进一步提高。

图37：上市公司重要股东眼中的A 股估值：A 股已经偏贵，接近90%的重要股东继续大幅度减持。

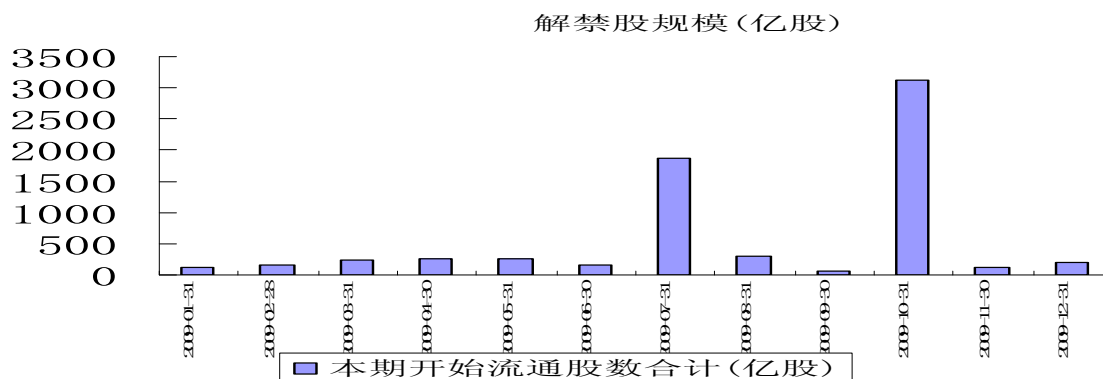


资料来源：大通证券研发中心、WIND

（三）09年及各月大小非减持分析

2009 年限售股解禁的时间分布。2009 年解禁股份股本为6852亿股，主要分布在3 月、5 月、7 月、8 月、10 月等月份，特别是7 月和10 月是当年解禁市值最大的两个月份，解禁股本分别为1864.46 亿股和3130.57 亿股。

图 38：2009 年大小非解禁数量时间分布图



资料来源：大通证券研发中心、WIND

09 年大小非解禁股压力显著增加。包括股改限售股、首发限售股等各类限售解禁股约为 6852 亿股，相对于 2008 年 6478 亿流通股来说，2009 年等于再造一个 A 股市场，全流通进程呈质的飞跃。2009 年 A 股可流通股比例将从 2008 年底的 36.73% 猛增至 74.92%，A 股可流通股数量翻了整整一倍，从 6478.61 亿股增至 13561.73 亿股，增幅为 109.33%。大量的大小非解禁，理论上、实际和心理上，将给 A 股市场带来沉重的估值压力。2009 年月平均解禁股数量是 2008

年的 2.9 倍，解禁股的数量从 2008 年平均每月 135.17 亿股增至 2009 年月均 393.35 亿股。

从时间分布来看，由于两大银行数千亿股票解禁，2009 年解禁压力在下半年尤其突出，其中 2009 年 7 月和 10 月的解禁量尤甚。如 2009 年 7 月解禁股的股票总量是 1864.71 亿股，当月的解禁数量就超过 2008 年全年解禁总量，这主要是因为中国银行有 1713 亿股解禁；2009 年 10 月解禁的股票总量是 3130.57 亿股，当月的解禁数量几乎是 2008 年全年解禁的两倍，这主要是因为工商银行解禁股有 2360 亿股、中国石化解禁股有 570 亿股、上港集团解禁股有 130 亿股。

2008 年流通比例较高的行业主要是小市值行业，权重行业的流通比例还比较低，甚至低于平均值，但是到了 2009 年底，情况就将发生很大变化，银行等权重行业的流通比例在 2009 年将大幅上升。如 2008 年 11 月初，两个最大的权重行业能源业和银行业的流通比例是最低的，但是到了 2009 年底，其流通比例将大幅提升。如银行业，中国三大银行即中行、建行和工行将全部全流通；能源业也同样如此，中国石化于 2009 年 10 月 10 日全流通。

另外，许多重要上市公司也将成为全流通公司，如四大航运公司及所属公司：中远航运、中海发展、招商轮船、中海海盛、中远航运。煤炭行业的主要公司基本也将在 2009 年末实现全流通，如潞安环能、平煤股份、金牛能源、国阳新能、大同煤业、神火股份等。电力行业中的大唐发电、华能国际和国电电力等也将实现全流通。

从集中度来分析，2009 年解禁股的集中度非常之高，我们这里列出了按照解禁数量排序得到的前 10 名的上市公司名单：

表 6：2009 年解禁数量排名前 10 的上市公司

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(亿股)	流通股份类型
601398	工商银行	10-27	2,360.12	首发原股东限售股份
601988	中国银行	7-06	1,713.25	首发原股东限售股份
600028	中国石化	10-10	570.88	股权分置限售股份
600018	上港集团	10-27	129.98	首发原股东限售股份
600050	中国联通	5-19	107.55	股权分置限售股份
601006	大秦铁路	8-03	94.65	首发原股东限售股份
601111	中国国航	8-18	62.07	首发原股东限售股份
601899	紫金矿业	4-27	49.25	首发原股东限售股份
600036	招商银行	2-27	47.99	股权分置限售股份
601991	大唐发电	12-21	40.52	首发原股东限售股份

资料来源：大通证券研发中心、WIND

简单的计算后可以得到，以上列出的前10 位上市公司合计的解禁股数量达到了5,176 亿股，占到总解禁数量的76%。

此外，从这10 家公司的名单中可以明显地看到，它们全部都是国有大蓝筹公司，而且限售股形成的原因也多不是股改，而是2006 年新股上市时形成的巨额首发原股东限售股份，基本上可以认为全部都是由国资委控制下的国有限售股份，这一部分解禁股份真正到二级市场减持的数量及时间安排与相关政策关系密切。

大小非减持无论是资金面，还是心理预期对市场影响极大，投资者要重点跟踪关注IPO政策的最新变化；跟踪关注与大股东持股约束相关的最新政策或措施。09年，如果管理层科学客观解决大小非问题，市场走势可能超预期。

3月17日，财政部公布了第54号令《金融企业国有资产转让管理办法》（以下简称《办法》），并确定自2009年5月1日起施行。《办法》中明确规定，上市金融公司有股份转让的，转让方如为上市公司参股股东，在1个完整会计年度内累计净转让股份比例未达到市场公司总股本5%的，由转让方按照内部决策程序决定，并在每年1月10日前将一年度转让上市公司股份的情况报财务部门；达到或者超过上市公司总股本5%的，应当事先将转让方案报财政部门批准后实施。此外，转让方采取大宗交易方式转让上市金融股份的，股份转让价不得低于该上市公司股票当天价格；当日无成交的，不得低于前1个交易日的加权平均价格。以上规定对减缓大非减持起到一定约束作用。

（四）国有股划转有利于股市稳定发展

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，即新老划断后，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公司，除国务院另有规定的，均须按首次公开发行时股份数量的10%，将股份公司部分国有股转由全国社保基金理事会持有，全国社保基金理事会对转持股份承继原国有股东的禁售期义务。社保基金在承继原国有股东禁售期的基础上延长三年禁售期。截至2009年3月26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，发行市值约639.33亿元。这次国有股划转社保和8年前有很大不同，对稳定市场起到了至关重要的作用。这是一个突破性的、历史性的制度安排，该制度可以在很大程度上

解决大小非问题，对市场的长期稳定和繁荣起了重要作用。转持社保基金减少了对二级市场的冲击。

从资本市场角度看，以上规定将对作为“国有大小非”的国有及国有控股金融企业减持起到一定的限制作用，是管理层为维护资本市场健康稳定运行采取的实质性措施。

五、IPO重启对市场的影响

2009年06月19日据来自中国证监会的消息，桂林三金药业股份有限公司已于今天拿到发行批文，这意味着A股的新股发行在暂停9个月之后重启。据统计，A股新股发行自去年9月份暂停至今，目前共有33家企业通过证监会发审委审核但尚未发行，预计发行股票超过144亿股。

此次IPO在发行制度改革的内容上，《指导意见》提出的四条措施主要目的是完善市场机制和维护市场公平。在市场机制方面，要完善报价约束，形成进一步市场化的价格形成机制，这有利于减轻新股上市的价格泡沫，遏制爆炒新股行为的发生。在市场公平方面，提出对网上单个申购账户设定上限，原则上不超过本次网上发行股数的千分之一，体现出维护中小投资者的改革思路，使中小投资者有更大的机会申购成功，防止申购新股沦为大资金的游戏。同时，加强新股认购风险提示的举措，也有利于控制中小投资者风险，维护其利益。不过，之前市场预期的两次询价改为一步到位式询价，采用存量发行乃至全流通发行等对市场影响更大的改革措施在这次改革内容中均没有涉及。但《指导意见》的出台意味着这仅仅是改革的开始，力度更大的改革内容未来仍有可能推出。

统计分析表明，六次IPO重启 当月大盘涨多跌少。对近19年6次IPO重启的统计数据表明，在IPO重启后的一个月内，沪综指仅在1995年1月IPO重启当月下跌18.37%，其余五次均呈现温和上涨，涨幅在2%-9%。自1990年底沪深交易所成立至今，A股市场个股IPO发行间隔时间达到3个自然月及以上的情况共出现过7次，分别为1991年3月至7月、1994年8月至1995年1月、1995年1月至6月、2001年8月至11月、2004年8月至2005年1月、2005年5月至2006年6月、2008年9月至今。

尽管IPO重启可能使二级市场资金面承压，但统计显示，过去六次IPO重新开闸时，大盘在发行重启首日往往微跌，但重启一个月后，盘面整体表现则以上涨为主。据统计，1991年7月、1995年6月、2001年11月、2005年1月四次A股IPO重

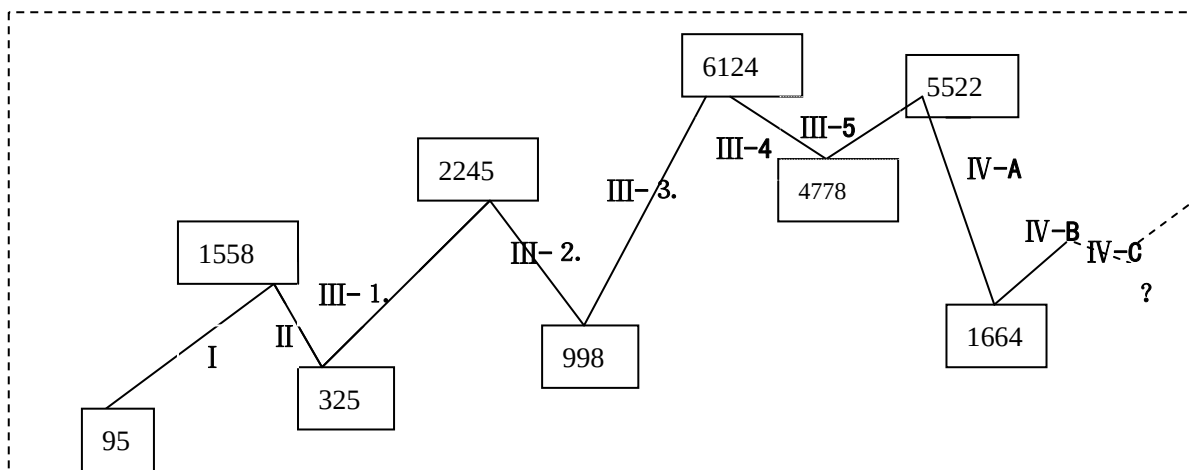
启当日，沪市大盘均小幅报跌，跌幅在0.05%-1.29%，1995年1月、2006年6月两次重启时，大盘则表现为上涨，沪综指当天涨幅分别达到2.18%和0.91%。

IPO重启后的一个月中，沪综指仅在1995年1月重启当月下跌18.37%，其余五次均呈现温和上涨，涨幅在2%-9%。这表明IPO重启对投资者心理的影响往往较大，长期来看，盘面运行趋势并不会发生改变。

六、技术分析

波浪理论分析：从波浪框架划分看，自上证指数进入使用以来，大盘一直运行在超级循环浪级中，其中95-1558为超级循环浪的浪 I；1558-325为浪 II；从325点开始，进入了浪III，而且这个浪III已明显出现了超级循环延长，325-2245为浪III-1，2245-998为浪III-2，自998—6124点为浪III-3，6124—4778点为III-4，4778—5522点为III-5，该浪走出失败浪。5522—1664的调整为IV-A，以5-3-5的形式完成。1664到现在是IV-B反弹，目前已经走出延伸浪。09年下半年应该处于IV-B浪的反弹与IV-C浪下跌调整交集的可能性较大。国际经济走出困境，国内经济复苏背景下，按波浪理论测量IV-C浪可能走出失败浪，但调整现象很难避免，调整幅度有限，2500点附近有较强支撑。

图 39：波浪理论分析图



资料来源：大通证券研发中心、WIND

七、综合分析

随着我国宏观调控政策的落实，4 万亿刺激经济发展以及十大产业规划措施的实施，加上货币、财政政策的配套跟进，我国经济已经于一季度见底，二季度回升，率先国际其他国家复苏。我们认为 09 年或许将成为中国经济由外需转向

内需的重要转折年份，而这会对未来长时间的产业结构和股市变化起到根本的推动作用。站在这个时点，我们认为经济下滑和通货紧缩可能已经实质性地过去，下半年开始名义 GDP 的增长速度将有可能上升，这意味着企业的收入增长将提速。09 年下半年整体看上市公司业绩同比上涨将成为事实。从估值角度看，以及波浪理论分析看，09 年下半年 A 股市场单边上涨的可能性不大。由于上半年市场提前反应，下半年 A 股市场整体将冲高回落或呈震荡走势可能性较大。

下半年有利因素：（1）国内货币政策滞后，宽松政策局面将维持；（2）业绩下半年大幅好转（全年增长 12-15%）；（3）4 季度出现温和通胀；（4）对通胀预期的储蓄搬家。

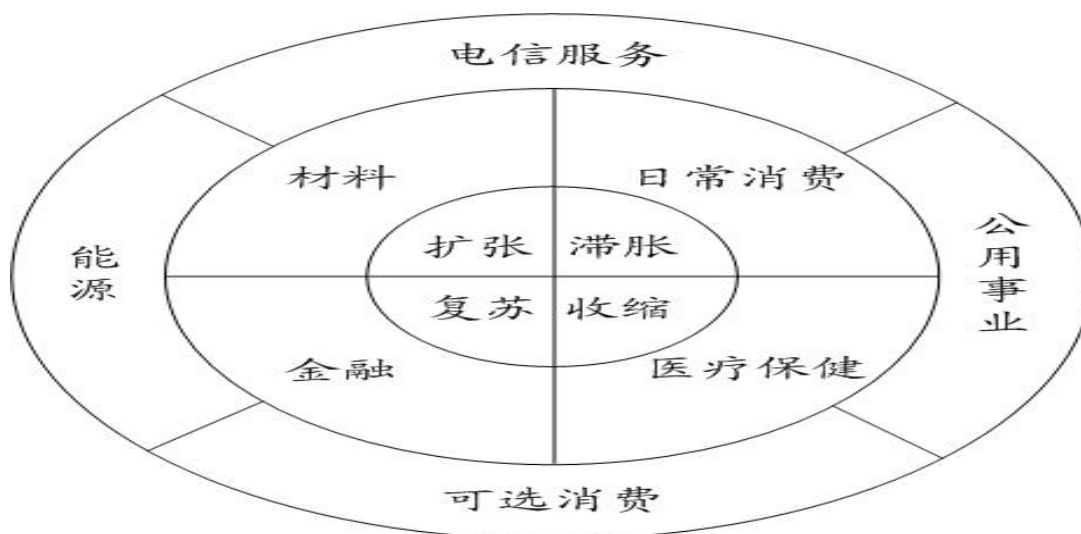
下半年的不利因素：（1）本轮流动性过剩催生的海外经济复苏和资产泡沫很可能随着美联储收缩货币，从正反馈转向负反馈，对金融市场、大宗商品市场和中国的出口造成打击，外盘股市会先行反映，酿成一波通胀预期收缩下的中级调整；（2）中报业绩仍不理想，预计同比下跌超过 10%；（3）IPO 重启发行过度；（4）累计涨幅偏大，局部估值偏高。

按照我们的逻辑演绎，下半年股市总体偏好，但涨幅有限，更多地是震荡中的机会，受益于温和通胀的金融地产和受益于经济复苏的煤炭、消费、能源及新能源等行业值得关注。

八、2009 年资产配置建议及重点行业评价和重点公司

（一）经济周期产业投资时钟描绘了概括性配置

图 40：A 股的产业投资时钟：对角配置策略成立



资料来源：大通证券研发中心、WIND

在全球通胀预期的背景下，我们建议投资人下半年围绕通胀预期进行主题选择。从通缩到通胀预期，在此过程中我们看好那些与内需和财富积累相关的行业，如地产、高档消费品；同时，随着价格水平的逐步回升，金融业特别是银行业也将成为良好的投资标的；另外，在未来通胀的预期下，我们也看好资源类等供给受限行业的投资机会。经验表明，在通胀预期温和可控、经济复苏背景下海外资本的流入通常与境内房地产价格的上扬同步。拥有大量土地储备的房地产企业的业绩将因此提升。同时，由于海外资本看好中国经济发展，也将配置与经济表现一致的银行股。

此外，就银行、地产公司本身来说，其业绩仍存在上调的空间。房地产行业在繁荣途中经过阶段性修复，房地产在 GDP 的支柱地位不断增强，工业化和城市化过程是其增长最突出时期。目前中国还处于日本 60 年代工业化和城市化快速发展阶段，人口结构、城市化进程、老龄化水平、户均套数等与 60、70 年代的日本非常相似。城镇居民恩格尔系数在 0.3-0.4 区间是住房消费升级（改善需求）最快的阶段，中国公房和经适房占 40%，升级换代潜力巨大。就房地产业而言，海外资本助推国内房价，有助于房地产上市公司业绩预测的提升。在银行业方面，由于预期未来两年中国经济呈“V”型回升，银行的不良资产将得到有效控制。因此，2009 年-2010 年间，银行业上市公司的信贷成本有望进一步被调低，带动盈利预测大幅上调。在下半年选择银行板块股票时，我们重点考虑以下关键因素：第一，经济步入复苏预期与流动性充裕驱动力强劲，导致市场风险偏好大幅提升。基于预计 5~6 月份信贷增速大大超出市场预期，我们将 09 年全年贷款增速上调了约 7%。预计全年流动性充沛，宏观经济基本面良好，银行业的资产风险大幅下降。在此情况下，市场风险偏好将大幅提升，市场风格将偏好高经营贝塔（意味着在经济上行周期业绩增速较快）与市场贝塔值银行。第二，一般来说，银行业中股份制银行业绩周期性较大，同时具有较高经营贝塔与市场贝塔值。进一步来看，半数以上的中小银行在风险可控的前提下 09 年计划贷款增速相对较高，资本相对较为充裕的城商行板块尤其明显。第三，从估值比较来看，根据我们的预测，09 年动态 PE、PB 国有大行与股份制银行相差无几，城市商业银行则明显高出银行板块平均水平；从近期涨幅来看，近两月来，国有大行板块超出股份制板块及城商行板块。因此，无论从估值还是近期涨幅来看，国有大行均不具优势。

基于以上因素分析，我们建议下半年对于 A 股市场银行板块关注重点再次转向股份制银行及城商行。具体来说，我们认为以下个股具有较大投资机会：经营风格较为进取、市场贝塔值较大的兴业银行；09 年预期贷款增速较高，且可能因公司控制权发生转移而产生市场溢价的深发展；市场估值水平较低的民生银行与浦发银行；受益于地方投资增速加快的北京银行。

除了这两个板块外，投资者增配 A-H 股比价低的保险业公司。因为海外资本可以同时 A 股和 H 股市场配置资产，因此在看好中国经济的前提下，海外资本将在 A 股市场上选择有 A-H 股折价的公司，或 A-H 股溢价不高的公司进行配置。而这些公司往往都集中在保险行业。

对于煤炭板块，由于我们看好发电量的复苏和钢企开工率的复苏以及对小煤窑的治理，在通胀预期下，下半年煤炭板块仍有机会。从上半年的情况看，受通胀预期驱动的资源股启动已经开始，相对于其它有色金属板块黄金行业被低估，所以下半年在有色品种中我们重点推荐黄金。

对券商板块，在流动性充裕、积极政策陆续出台，以及经济好转趋势不断增强等积极因素支持下，09 年以来股市震荡走高，成交持续活跃，这为券商经纪业务盈利超预期增长打下了良好基础。6 月 19 日 IPO 的重启对于项目储备丰厚以及现金充沛的大型券商而言，投行业务和新股申购业务将重新开展，也有利于盈利的增长。

对消费行业，5 月 CPI 数据下行幅度继续缩窄，依据前面的判断下半年 CPI 转正，那么通胀预期不可避免。通胀预期会使得市场对终端消费企业的未来更加看好，因为温和的通胀有利于终端消费企业收入的增长，所以我们预计下半年通胀和复苏将成为终端消费企业行业向好的基础，也就是说 3 季度开始，终端消费企业将迎来全面复苏。在终端消费企业中，我们更为看好高端消费品，因为通胀预期通常会使投资偏好由低端消费品转向高端消费品。尤其是其中的高端白酒板块相对沪深 300 指数的市盈率溢价仅为 50.6%，大大低于 80.7% 的历史平均水平，并处在过去五年来的低点。因此对于终端消费，高档白酒、商业零售值得关注。

对新能源板块，正在制定的新能源发展规划发展目标翻了几番，为新能源发展打下良好的政策发展空间。在这份“远近结合”的规划中，目标调整的重点将

是风能和太阳能产业,而核电的规模也将做出相应的调整。《新能源发展规划》经过调整,其重点已经转向至 2020 年的中长期发展规划。其中,将继续促进风电的规模化发展。坚持以风电特许权方式建设大型风电场,推动风电设备国产化,逐步建立我国风电产业体系。制定千万千瓦风电基地规划,按照“融入大电网,建设大基地”的要求,力争用十多年的时间在甘肃、内蒙古、河北、江苏等地形成几个上千万千瓦级风电基地。而在太阳能方面,将加快推进太阳能的开发利用。对热能消耗大、占地面积大的政府建筑,商业建筑要逐步推广安装太阳能热水器。启动太阳能发电示范项目建设,开展城市屋顶太阳能光伏发电应用示范项目建设,促进太阳能硅材料技术的研发和产业化。

上海本地股值得关注(国务院:“两个中心”、世博、迪斯尼)

3 月 25 日国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议,审议并原则通过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,到 2020 年,将上海基本建成与我国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心、具有全球航运资源配置能力的国际航运中心。

国务院常务会议提出,为实现到 2020 年将上海建成“两个中心”的目标,主要任务将包括五个方面。

一是,建设比较发达的多功能、多层次金融市场体系;加强金融机构和业务体系建设,稳步推进金融服务业对外开放;完善金融服务设施和布局规划,提升金融服务水平;健全金融法制,加强金融监管,维护金融稳定和安全。

二是,优化现代航运集疏运体系,实现多种运输方式一体化发展。整合长三角港口资源,完善航运服务布局。探索建立国际航运发展综合试验区,积极稳妥发展航运金融服务和多种融资方式,促进和规范油轮产业发展。

三是,发挥先进制造业优势,为服务业发展提供有力支撑,以服务业发展带动先进制造业的更大发展。

四是,坚持以改革促发展,以改革解难题,以改革建制度。推进企业改革和改组,特别要加快政府职能转变和管理创新,为经济和社会发展营造良好环境。

五是,加强上海与长三角地区以及国内其他中心城市的相互协作和支持,加强与香港的优势互补和战略合作,形成分工合理、相互促进、共同发展的格局。

建设上海国际金融中心,将使得上海更好发挥和增强其服务全国的功能,促

进上海率先实现经济发展方式转变和产业结构调整升级,同时也将加强我国在国际金融中的地位、提高我国整体竞争力。也将促使中国从制造大国、贸易大国走向金融强国,为中国在世界财富管理领域争得话语权。另一方面,国际航运中心建设方案获批后,上海也将有望在 2020 年成为继纽约、伦敦、东京、新加坡和香港之后的世界第六大航运中心。

2010 年 4 月 18 日,浦东新区将迎来浦东开发与开放二十周年纪念日;2010 年 5 月 1 日,上海世博会将正式开幕。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。在上海浦东即将迎来开发与开放二十周年纪念日之际,政策进一步向浦东倾斜的市场预期无疑将再次升温。如届时可能出台推动实现“金融中心”与“航运中心”等上海经济发展目标的四大中心建设政策,因此,浦东新区的地产,尤其是商务地产以及交运产业中的航运将直接或间接大幅受益。陆家嘴、上港集团等受益较大。

(二) 大通证券 10 大金股

表 7: 大通证券 09 年下半年重点公司选择

代码	名称	08EPS	09EPS	08PE	09PE	08PB	09PB	评级	理由
000002	万科 A	0.3668	0.4539	34.8	28.09	4.4	4.3	增持	经济复苏、通胀预期受益
600000	浦发银行	2.2108	2.0000	10.4	11.5	4.4	4.1	增持	估值优势、“两个中心”受益股
601628	中国人寿	0.3562	0.6367	77.3	43.27	5.8	5.3	增持	A-H 溢价率低
600030	中信证券	1.1017	1.1305	25.7	25.00	3.4	3.3	增持	市场成交活跃、IPO 重启受益
600348	国阳新能	1.5120	1.2723	20.1	23.86	6.3	5.9	增持	估值优势、资源储备丰富
600547	山东黄金	1.7900	1.3700	33.6	43.87	18.9	17.7	增持	通胀预期保值品、国际储备增加受益

600550	天威保变	0.8075	1.0082	44.2	35.39	11.0	10.5	增持	新能源龙头
600519	贵州茅台	4.0257	5.0807	36.8	29.13	12.4	11.2	增持	高档消费品、估值 优势显著
600522	中天科技	0.5392	0.6900	34.6	26.3	6.8	4.4	增持	潜力通讯股
000897	津滨发展	0.0373	0.0581	148.3	95.18	4.1	4.0	增持	滨海新区潜力股

资料来源:大通证券研发中心

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入:我们预计未来 6 个月内,个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持:我们预计未来 6 个月内,个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性:我们预计未来 6 个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持:我们预计未来 6 个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出:我们预计未来 6 个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持:我们预计未来 6 个月内,行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性:我们预计未来 6 个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持:我们预计未来 6 个月内,行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司