

民生中国

——东兴证券 A 股市场 2009 年度报告

投资摘要:

● **2009 年 A 股上市公司业绩可能负增长。**从历史上看,经济周期的低谷阶段通常要 2 年以上,因此 2009 年经济走出低谷属于偏乐观判断。根据经验观察,当经济进入低谷期,工业企业增加值增长率可能接近 GDP 增长率水平,而工业增加值增长率跌到 10%以下通常意味着工业企业利润可能出现负增长,与此相对应的 A 股上市公司利润也可能呈现负增长态势。从 2008 年 11 月工业增加值增长率跌至 5.4%看,2009 年 A 股上市公司利润增长可能在-15%—0%之间。

● **2009 年行业配置开始有效,但估计只有 10%左右的二级行业能够获得正收益。**2008 年 11 月见到的上证综合指数下跌低点(1706 点)对应的动态 PE 为 12.79 倍,与历史上最低估值水平(1994 年 11.50 倍)充分接近。进一步比较 2001-2005 年熊市运行特征,结合估值水平判断,A 股市场从 2008 年 11 月开始已经进入熊市第二阶段,即第一阶段单边下跌所导致的一轮熊市主要下跌空间基本完成,指数波动幅度将逐步收窄,市场特征也从第一阶段“覆巢之下,没有完卵”转向“出现结构性机会”。根据我们对 2001-2005 年熊市第二阶段结构性机会的统计分析,能够获得正收益的二级行业占比通常在 10%左右,2009 年可能复制此特征。

● **2009 年投资路线应遵循民生经济原则。**即解决民生的医疗(医改)、出行(交通设施建设)、居住(保障房与环境)、教育等基本需求以及大力发展农业提高农民收入等受益领域,结合传统的具有防御特征的行业分析,我们认为 2009 年可能获得正收益的少数行业有:医药、通信设备、电力设备、基建、铁路设备、软件、农化和化工材料。

● **推出“东兴八骏”投资组合。**在行业配置基础上,基于行业分析师重点推荐的基础股票组合池进行筛选,除医药和铁路建设 2 个整体 PE 较高的行业外,股票估值限定在 2009 年动态 PE 低于 20 倍。

公司名称	评级	业绩预测 (08—10)			PE (08—10)		
		08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE
哈空调	增持	0.97	1.28	1.35	10.54	7.98	7.57
天坛生物	增持	0.27	0.40	0.48	55.11	37.20	31.00
路翔股份	增持	0.32	0.73	0.86	35.09	15.38	13.06
中国铁建	增持	0.33	0.47	0.64	30.76	21.60	15.86
华东数控	增持	0.46	0.82	0.90	26.41	14.82	13.50
大亚科技	买入	0.35	0.45	0.60	13.11	10.20	7.65
莫高股份	增持	0.45	0.65	0.95	24.40	16.89	11.56
东百集团	增持	0.43	0.61	0.77	21.77	15.34	12.16

银国宏

东兴证券研究所

010-66555562

yingh@dxzq.net.cn

北京市西城区金融大街 5 号

新盛大厦 B 座 12 层

邮编: 100140

2008.11.30 《经济背景差异下的防御策略差异》

2008.10.30 《逐步进入防御有效的熊市下半场》

2008.09.30 《熊市中的反弹回顾与启示》

目 录

1. 经济周期与利润周期的经验判断	4
1.1 2009 年经济走出低谷是偏乐观判断	4
1.2 经济周期低谷时期的上市公司利润增长预测	5
2. 熊市第二阶段获取正收益的概率分析	7
2.1 熊市第二阶段的标志是市场在政策底之下自行寻求反弹逻辑和达到进入熊市底部估值区域	7
2.2 熊市第二阶段行业配置策略有效性	8
2.3 2009 年有望获取正收益的行业与 2003-2005 年会有所差异	9
3. 以“民生经济”的逻辑确定 2009 年投资路线	10
3.1 本次经济刺激计划凸现“民生经济”特征	10
3.2 民生经济的产业受益链条分析	11
3.3 传统防御框架下的产业	13
4. 2009 年投资路线	15
4.1 均衡PE投资法则	15
4.2 投资路线	15

1.1

图目录

图 1 1978 年以来GDP增长波动	4
图 2 1990 年以来GDP增长率与工业增加值增长变化	5
图 3 规模以上工业增加值增长与工业企业利润增长数据	6
图 4 工业企业利润增长与A股EPS增长	6

表目录

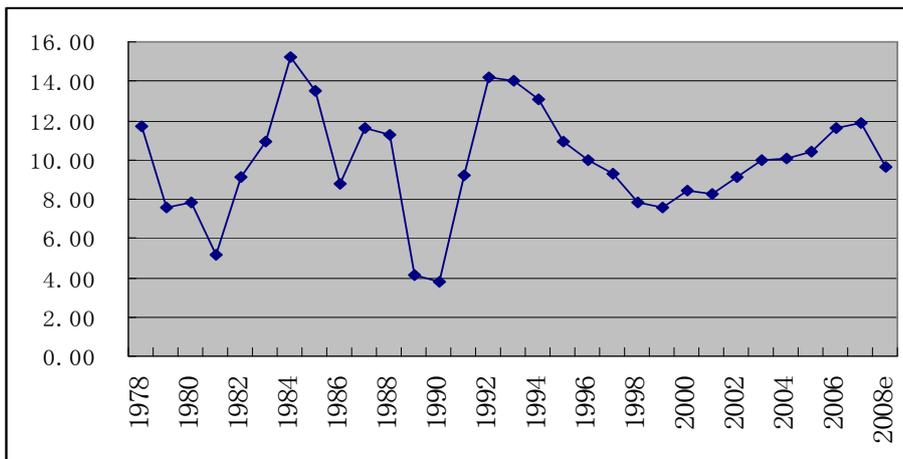
表 1 上证综合指数历史上几个低点区域的估值水平比较	7
表 2 上证综合指数几个历史低点绝对股价结构的比较	8
表 3 2001-2005 年熊市第二阶段表现良好的产业特征	8
表 4 2008 年刺激经济计划与 1998 年积极财政政策比较	11
表 5 民生经济受益产业链条及上市公司	12
表 6 东兴证券研究所主要行业评级及重点推荐股票池	14
表 7 2009 年可能取得正收益的少数行业预测	15
表 8 2009 年“东兴八骏”组合	16

1、经济周期与利润周期的经验判断

1.1 2009年经济走出低谷是偏乐观判断

经济增长进入周期低谷已经成为共识，分析未来中国经济运行的关键集中在何时能够走出低谷，我们在认真分析了中国历次经济周期运行规律和特征后，认为2009年中国经济能够走出低谷的判断可能是一个偏乐观的超预期判断（详细分析见东兴证券研究所谭焘《穿越历史迷雾 探求中国经济-宏观经济2009年度报告》）。我们从经验观察的角度回顾1978年以来以GDP增长率为表征指标的经济运行规律，可以发现：90年代以前经济调整周期相对较短，通常在2年左右，而90年代以后经济调整周期相对较长，如1993年经济过热后宏观调控促使经济在1996年实现软着陆后，经济在低谷运行了长达4年之久才走出低谷，然后进入2002年以来长达5年的增长周期。因此，如果以2008年作为经济增速下滑的起始年，那么2009年经济就能走出低谷的判断显然是一个略微偏乐观的判断，或者说这种判断对国家经济刺激政策给与了较为乐观的假设。

图1 1978年以来GDP增长波动



资料来源：东兴证券研究所整理。

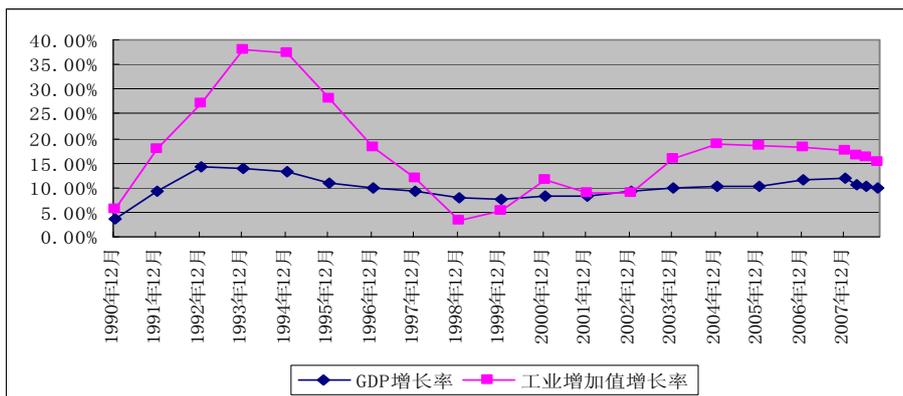
2009年经济增长所面临的核心问题是在进出口增长贡献可能归零和整体信心不足下投资和消费启动面临的困难和不确定。正是因此，2008年11月国家连续出台了刺激经济计划和大幅调低108个基点的货币政策，但是我们知道一旦由于经济体系中各运行主体陷入信心危机，那么货币政策的有效性就会大打折扣，形成类似98-99年连续降息后的“流动性陷阱”，因此2009年的经济增长能否维持8%以上，关键在积极的财政政策。按照当前财政政策力度以及各地方政府投资规划，我们认为可以提升2009年GDP增长率在1-2个百分点的水平，因此2009年GDP增长率有望实现保8%的目标。

1.2 经济周期低谷时期的上市公司利润增长预测

对于以 GDP 增长率为表征指标的经济周期低谷期 A 股上市公司的业绩增长水平，我们加入 2 个中间指标来进行细化和传导预测，按照 GDP 与工业增加值增长率、工业增加值与工业企业利润增长率、工业企业利润增长率与 A 股上市公司企业利润 3 个层次来观察他们的历史关系，以寻求 A 股市场上市公司 2009 年业绩增长的波动区间。

首先，从工业增加值波动和 GDP 增长率关系的经验观察，在 GDP 增长快速回落和处于低谷且出现回升前的阶段，工业增加值增长率有可能低于或接近于 GDP 增长率水平。2008 年前 3 季度 GDP 增长开始出现显著滑落，但仍累计增长率仍然维持在 9.9% 的高位区域，按照我们对 2008 年和 2009 年 GDP 分别增长 9.6% 和 8.2% 的预测来看，10 月工业增加值当月同比增长滑落至 8.2% 的数据具有重要指征意义，也就是说 2009 年工业增加值可能会逼近 GDP 增长率的水平滑落，即跌入 10% 以下。

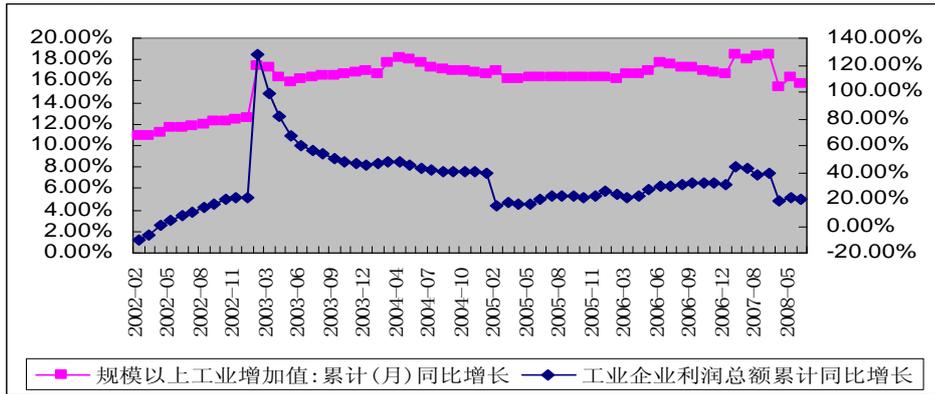
图 2 1990 年以来 GDP 增长率与工业增加值增长变化



数据来源：国家统计局，东兴证券研究所整理。

其次，从工业增加值增长和工业企业利润增长相对有限的关系观察，当工业增加值增长率低于 15%，工业企业利润增长率很难超越 20%，特别是工业增加值增长率跌落到 10% 以下，工业企业利润可能会以更大幅度下滑至个位数乃至负增长。2008 年 1-10 月，工业企业增加值同比增长 14.40%，仅 7-10 月的 4 个月就下滑了 1.9 个百分点，且 10 月当月 8.2% 的增长仍然在加速下滑并进入 10% 以下区域，所以 2009 年工业企业利润出现负增长的概率很大。

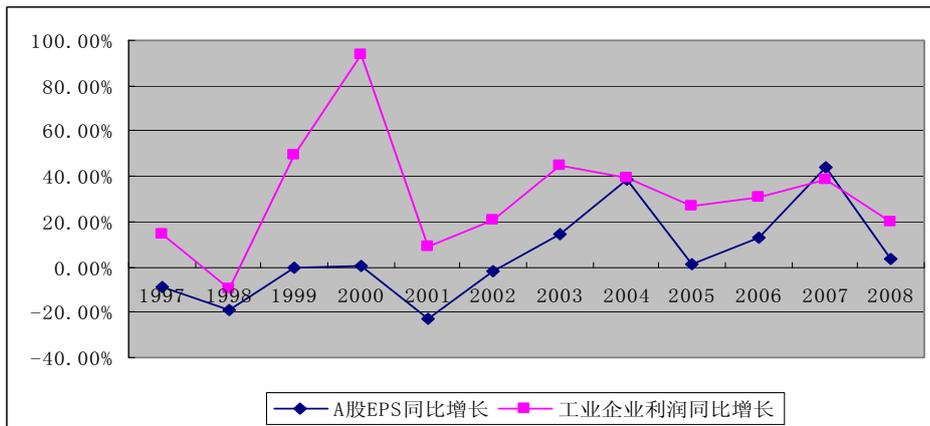
图3 规模以上工业增加值增长与工业企业利润增长数据



数据来源：国家统计局，东兴证券研究所整理。

再次，从工业企业利润增长率和 A 股上市公司整体法计算的 EPS 的历史数据观察，当工业企业利润增长率低于 20%，上市公司 EPS 就已经存在负增长的可能，而 2008 年 1-8 月的工业企业利润增长已经跌至 19.60%，因此 2009 年 A 股市场业绩负增长压力很大。即使对 2008 年全年的业绩增长按照 4 季度维持前 3 季度平均盈利能力，A 股 EPS2008 年的增长率也只有 3.33%

图4 工业企业利润增长与A股EPS增长



数据来源：国家统计局，东兴证券研究所整理。

因此，如果我们按照从“GDP—工业企业增加值—工业企业利润—A 股 EPS”的路径和历史数据关系预测：在 2009 年 GDP 增长 8.0% 的假设下，工业增加值增长率可能在 8-15% 之间，而相应的工业企业利润增长超过 10% 的可能性比较小，那么与整个工业企业运行情况相匹配的 A 股 EPS2009 年负增长的概率极大，按照历史数据估算应该在 -15%—0% 之间。

2、熊市第二阶段获取正收益的概率分析

2.1 熊市第二阶段的标志是市场在政策底之下自行寻求反弹逻辑和达到进入熊市底部估值区域

我们根据历史上熊市运行规律将熊市划分为 2 个阶段，第一阶段是指数单边下跌，行业配置策略失效，几乎没有一个行业可以获得绝对的正收益，第二阶段则是市场寻找到一个相对稳定的运行中枢，指数上下波动幅度收窄，行业配置策略开始有效，已经有部分行业可以获得绝对的正收益。

对于熊市第二阶段的判断标志，我们认为包括两个：第一是政策救市失效后市场能够自行寻求反弹逻辑；第二是市场估值水平进入熊市底部估值区域。

首先，本轮 A 股市场下跌过程中已经出现过 2 次显著的救市政策，一次是 3000 点附近关于大小非政策的局部改革，第二次是 1800 点附近的大股东增持和印花税调降等政策，虽然两次救市的区域都没有成为市场的底部，但给出的政策信号本身是具有稳定市场作用的。市场跌破 1800 点政策底后，4 万亿刺激经济计划与 108 个基点的超预期货币政策连续出台，这本身是针对实体经济的政策，但股票市场对此做出了非常积极的反映，这一方面表明市场运行趋势的根本性因素在于经济增长预期，另一方面则可以视为市场在政策底下方主动寻求反弹逻辑，也就是我们所称的熊市进入第二阶段的标志。

其次，从估值水平看接近或达到历史熊市底部估值水平则是进入熊市第二阶段的另一标志，这充分说明在心理预期方面解除了因估值过高而产生的下跌压力，也是指数波动幅度可能收窄的基本面因素。我们对上证综合指数历史上几个低点区域的估值水平和绝对股价结构做了比较，可以发现 1660 点区域的估值水平和绝对股价结构都已经具备了熊市底部估值的特征。

因此，我们认为 2007 年 10 月中旬开始的单边下跌熊市第一阶段已经结束，市场开始进入第二阶段。从历史上看，最具可比意义的当属 2001-2005 年熊市，第一阶段从 2001 年 7 月开始，上证综指从 2200 点开始下跌，至 2002 年底即进入 1300 点区域，而随后 2003-2005 年的两年半熊市中，最低点不过在 1000 点左右，指数波动幅度充分收窄，同时行业配置策略开始有效。

表 1 上证综合指数历史上几个低点区域的估值水平比较

时间	上证指数	PE (动态)	PB (静态)
1994-7-29	333	11.51	1.48
1995-2-7	532	25.87	2.34
1996-9-12	757	33.51	3.15
1997-9-23	1041	34.77	3.75
1998-8-18	1071	39.45	3.36
1999-5-18	1059	38.03	3.2

2002-1-22	1358	45.34	2.86
2003-11-18	1316	30.44	2.4
2004-9-13	1260	21.78	2.17
2005-7-11	1011	16.6	1.58
2008-11-4	1706	12.79	1.97

数据来源：WIND 资讯，东兴证券研究所整理。

表 2 上证综合指数几个历史低点绝对股价结构的比较

	2008.11.04	2007.1.18	2005.6.13	1999.5.18
上证综指	1706	2756	1013	1059
算术平均股价	5.68	9.07	4.62	9.07
最低股价	1.12	0.68	0.98	2.45
最高股价	89.82	105.22	42.19	30.85
百元以上	0.00%	0.07%	0.00%	0.00%
50-100	0.19%	0.50%	0.00%	0.00%
30-50	0.81%	2.58%	0.08%	0.25%
20-30	1.31%	4.43%	0.60%	1.37%
10-20	8.07%	19.31%	2.78%	30.43%
5-10	26.08%	38.27%	26.63%	60.87%
5 以下	63.54%	34.84%	69.92%	7.08%

数据来源：WIND 资讯，东兴证券研究所整理。

2.2 熊市第二阶段行业配置策略有效性

按照我们对 2001-2005 年熊市运行阶段的划分，2002 年底第一阶段结束，自 2003 年开始进入第二阶段，结构性机会开始不断涌现：我们统计的 79 个二级行业中，平均涨幅取得正收益的行业占比在 2003-2005 年分别达到 16.67%、11.54% 和 8.97%，而 2002 年的这一比例为 0%，即无一行业取得正收益。

表 3 2001-2005 年熊市第二阶段表现良好的产业特征

行业	2003 年算术 平均涨幅	行业	2004 年算术 平均涨幅	行业	2005 年算术 平均涨幅
钢铁	31.21	机场	10.04	石油开采	39.25
港口	26.34	网络服务	9.17	银行	21.72
石油开采	25.86	公交	9.01	化工新材料	13.95
煤炭开采	21.06	煤炭开采	6.17	电气设备	5.82
汽车整车	18.43	铁路运输	5.35	其他电子器件	5.62
通信运营	16.14	港口	3.32	水务	4.13
电力	15.64	物流	2.55	机场	2.22
银行	14.2	航空运输	2.23	食品制造	-0.02
机场	11.78	元件	1.28	景点	-0.29
石油化工	10.16	旅游综合	-0.4	饮料制造	-1.09
航运	8.51	其他电子器件	-1.63	中药	-3.34

航空运输	4.3	金属制品	-2.26	零售	-3.94
燃气	3.66	化工新材料	-2.9	饲料	-4.22
传媒	-0.63	景点	-3.38	铁路运输	-5.41
食品加工	-1.31	化学制品	-6.05	化学制品	-5.99
环保	-2.74	电气设备	-6.08	其他采掘	-6.89
电气设备	-5.6	中药	-7.96	物流	-7.1
显示器件	-5.99	食品加工	-8.2	园区开发	-7.55
水务	-6.73	计算机设备	-8.2	其他轻工制造	-7.92
高速公路	-6.93	燃气	-9.21	航运	-8.31
专用设备	-6.94	饮料制造	-9.29	化学制药	-8.66
化学纤维	-7.24	医疗器械	-9.36	林业	-8.68
铁路运输	-8.09	白色家电	-9.79	高速公路	-9.24
网络服务	-8.18	生物制品	-10.48	证券	-9.24
食品制造	-8.56	航运	-10.97	建筑装饰	-9.31
其他采掘	-9.71	包装印刷	-11.78	传媒	-9.56
农产品加工	-10.82	通信设备	-11.87	房地产开发	-9.72
信托	-10.9	贸易	-12.33	港口	-9.81
金属制品	-11.46	零售	-12.68	橡胶	-10.05
化学原料	-12.05	高速公路	-12.76	食品加工	-10.97
建筑材料	-12.29	园区开发	-13.17	白色家电	-11.08
化学制药	-12.39	显示器件	-13.74	医药商业	-11.67
全部 A 股	-12.81	传媒	-13.79	专用设备	-11.83
		种植业	-14.14	农业综合	-12.35
		普通机械	-14.34	汽车整车	-12.73
		全部 A 股	-15.89	公交	-13.43
				全部 A 股	-13.76

数据来源：WIND 资讯，东兴证券研究所。

2008 年，与上轮熊市的 2002 年具有非常大的相似之处。截止 11 月底，我们统计的 80 个二级行业中没有任何一个行业的股票平均涨幅为正，跌幅最小的种植业跌幅为-11.93%，其次的医疗器械竟然出现了-35.88%的下跌，而跌幅最大的航空运输业、有色金属和保险都在-70%以上。

按照我们对 2009 年进入熊市第二阶段的判断，并结合历史经验预测，2009 年应该有 10%左右的行业能够取得年度正收益。

2.3 2009年有望获取正收益的行业与2003-2005年会有所差异

我们认为 2009 年有望获得正收益的行业与 2003-2005 年期间应该有所不同：

首先，2001-2005 年熊市的形成原因是制度因素，即股权分置，并非经济因素。从 GDP 增长率角度看，2002 年以来中国经济运行处于典型的增长周期，企业盈利能力不断改善，所以在这一轮熊市周期中很多企业自身的经营状况

和盈利能力实质上是非常健康的。GDP 增长率在 2001 年—2005 年持续增长，工业增加值增长速度也不断提升。因此，我们认为这是以机场、港口等行业和煤炭等个别周期性行业可以在熊市周期取得正收益的关键因素，如果不是经济运行处于一个快速稳定的增长周期，那么机场、港口以及部分周期性行业的业绩增长都是无从谈起的。

其次，2001-2005 年熊市期间中国正处于一次消费升级的爆发阶段。社会消费品零售数据从 2003 年开始恢复增长，到 2004 年就出现了上台阶式的加速增长，名义增长率从个位数一举提升至 13% 左右的增长水平。其中，汽车和房地产消费更是在 2003 年出现了爆发性增长。从经济领域中的消费增长数据来看，消费品和零售行业中的龙头企业之所以成为当时熊市中最有效的防御型品种，是有坚实的宏观基础支持的，特别是消费升级所产生的消费规模升级和更加注重消费品质的转变，对中高端品牌消费品公司的业绩增长形成了巨大推动。

从本轮熊市所处经济运行背景出发，我们认为可以按照以下 2 个逻辑和思路来寻求防御有效的产业和品种：

第一，基于国家推出的刺激经济计划中围绕改善民生的系列产业。

第二，与高端消费无关的传统非周期性防御行业。

3、以“民生经济”的逻辑确定 2009 年投资路线

3.1 本次经济刺激计划凸现“民生经济”特征

本次刺激经济计划和 1998 年推出的相关措施具有异曲同工之处，但着力的方向却有很大差异，其中最为显著的是：

1998 年积极财政政策除了投入大量资金到基础设施领域，为下一轮经济增长消除了瓶颈制约因素外，一个更为重要的政策效果是“关于扩大经济适用住宅建设”的政策在实践中演变为“取消福利分房、大力发展商品房市场”，并因此形成了拉动下一轮经济增长两大核心支柱之一，即内需层面的房地产，另一支柱是经济全球化背景下外需拉动的出口增长。

从 2008 年刺激经济计划内容看，启动民生经济是较为显著的特点。具体而言，民生经济是指重视“初次分配”的经济形态，从各国的实践看，如果“初次分配”不能解决民生问题，再通过“二次分配”解决时总是事倍功半，而且往往会造成一种国富民穷的畸形状态，只有在形成了一种国富民富的“民生经济”形态后，民生问题才能够得到有效的解决，社会和谐才会具备一个有利的经济基础，政府也才能够有效地发挥其应有的收入再分配功能。

“初次分配”的主要政策应该包括：鼓励工人通过集体谈判的方式获得合理的工资和福利；鼓励农民通过合作的方式来维持农产品的价格；破除垄

断，为中小企业的发展提供广阔的空间以实现充分就业；恢复教育、医疗等作为公民可以免费获得的“公共品”或者可以以低廉的价格获得的“准公共品”的属性等等。由此可见，2008年10项刺激经济计划基本围绕民生经济展开，因此我们认为2009年经济运行体系中能够通过积极的财政和配套资金投入产生相关机会的领域将会围绕民生经济展开。

表4 2008年刺激经济计划与1998年积极财政政策比较

1998年积极财政政策	2008年刺激经济计划
1、加大国债发行力度包括增加1000亿元长期国债，重点投向基础设施领域	1、保障性安居工程，9000亿住房保障计划。
（1）农田水利和生态环境	2、农村公路、电网和水利等基础设施加上。
（2）铁路、公路、电信和一些重点机场	3、铁路、公路和机场等重大基础设施建设。
（3）城市环保和城市基础设施	4、基层医疗卫生服务体系建设。
（4）建设250亿公斤仓容的国家储备粮库，全年国家直属储备粮库建设投资达到年初计划的17.5倍，超过建国以来的投资总额	5、城镇污水垃圾处理、节能减排工程。
（5）实施农村电网改造和建设工程，同时抓紧进行城市电网改造	6、加快自主创新和结构调整，支持高新技术产业。
（6）扩大经济适用住宅建设规模（实践中转向了住房改革和商品房建设）	7、地震灾区灾后重建各项工作。
2、提高出口退税（纺织品）	8、提高农民、城镇低保和退休人员收入。
3、发行2700亿特别国债补充商业银行资本金	9、全面实施增值税转型改革。
	10、加大金融对经济增长的支持力度，取消信贷规模限制，重点投向三农、中小企业、兼并重组和消费信贷。

资料来源：东兴证券研究所整理

3.2 民生经济的产业受益链条分析

民生经济的核心是要通过国家政策支持实现广大民众的“几个不难”，即教育、医疗、就业、办事、出行和居住。按照这一民生经济的核心和最新的刺激经济计划方案，由于就业问题涉及面太广，如果按照解决就业的思路分析，着力点应该在于大力发展第三产业（生产和生活型服务业）和中小企业，但很难梳理出的具体的产业受益点，而办事不难与经济的关系并不直接，因此民生经济的产业受益链条应该可以归纳出5个产业受益逻辑：

第一，教育投入。我国加大教育投入主要是指加大基础教育（特别是农村教育）的广度和研究创新型教育（高等教育）的深度，前者主要涉及的是农村等基层教育经费的保障和学校建设，而后者则涉及加大研究创新教育投入后的科研成果转化。回到投资的层面，真正可以从产业受益角度考量的领域或许只有教育科研仪器设备、基础教育软件或网络化教育等细分领域。目前A股上市公司中涉及此项业务的公司中该项业务占比普遍较小。

第二，医疗卫生体制改革。医改是我国提出多年的一项改革措施，最新的医改方案已经向全社会征求意见，意见稿提出了要建立覆盖城乡居民的卫生服务、医疗服务、医药保障和药品供应保障四大体系。具体而言，我们认为从产业受益医改的角度出发，主要可以归纳为以下几条路径：（1）医药消费快速增加：医保覆盖人口将由目前的 7.2 亿人大幅增加到 10.4 亿人以上，医药消费市场面临大扩容；（2）普通医药消费增加：集中于大中城市三级公立医院的消费格局开始向社区医疗服务中心、乡镇医疗机构等基层医疗机构分流和转移，这将直接促进普药消费的增长；（3）医疗设备需求增加：新医改以及最新出台的刺激经济计划都着力于基层医疗机构的建设，其中基础医疗设备的需求将因此而大幅增加；（4）医药销售体制变化：新医改力求推动公立医院实行医药收支分开管理并逐步改变以药补医机制，具有网络优势的医药流通企业在销售体制变革中受益显著。

第三，改善交通的基础设施投入。机场、港口、公路等改善交通的基础设施投入虽然仍在刺激经济计划之列，但我们认为这三大领域的基础设施建设已经从全国性需求专为地方性需求，属于带有区域特点的结构受益，而具有全国性普遍受益的基础设施投入重点正在转向轨道交通建设，包括铁路和地铁两大范畴，而因为基础设施投入所涉及的上下游产业包括钢铁、水泥、建筑等。

第四，落实保障性住房建设规划。基于房地产投入的产业链条较长，涉及到产业有钢铁、水泥、建筑、装修装饰、家电等，但从国家明确的未来 3 年投入 9000 亿元保障性住房看，与过去几年占固定资产投资接近 1/4、接近 3 万亿的商品房投资规模相比，对上下游产业链的拉动应该会较为有限。

第五，加快环保产业发展，改善居住环境。环保产业是一个国家工业化初期忽视而随后又不得不补课的发展环节，中国过去经济发展恰恰忽视了这一环节，而未来刺激经济计划中带有强烈的补课倾向，但从企业微观主体而言，环保投入的增长和企业效益的增长是匹配的，因此在我们可预见的经济增长低谷期，企业自发的环保投入增长应该比较缓慢，投资逻辑还需要从政府支持的环保项目出发，按照 2007 年底国家公布的节能减排综合性工作方案，重点在于：（1）大气污染和污水处理相关设备；（2）促进垃圾资源化利用领域的固体废物处理及相关设备；（3）环境服务产业。

表 5 民生经济受益产业链条及上市公司

民生经济领域	受益产业	可能涉及的上市公司
教育	教育软件 网络教育	浙大网新、同方股份、紫光股份、东软集团、复旦复华、同济科技、工大高新、人福科技、工大首创、浙江东日、力合股份
	教育仪器设备	交大南洋、陕西金叶

医疗	消费扩容	恒瑞医药、恩华药业、双鹭药业、科华生物、天坛生物
	普药	双鹤药业、华北制药、哈药股份、天士力、康缘药业、三九医药、千金药
	医疗设备	万东医疗、新华医疗、鱼跃医疗
	医药流通	国药股份、一致药业、上海医药、南京医药、华东医药
出行	基建	中国中铁、中国铁建、中铁二局、路桥建设、隧道股份、四川路桥、重庆路桥、浦东建设
	轨道交通设备	中国南车、时代新材、晋西车轴、晋亿实业、南方汇通、北方创业
居住	保障性住房建设	万科A、栖霞建设
	大气污染治理设备	菲达环保、龙净环保、凯迪电力
	污水处理	武汉控股、洪城水业、合加资源、首创股份、城投控股、中原环保、创业环保、南海发展、钱江水利
	垃圾资源化利用	海陆重工、华光股份、泰达股份、宁波富达
农村	粮食种植	北大荒
	种子	丰乐种业、登海种业、隆平高科、敦煌种业
	林业	永安林业、绿大地、吉林森工、大亚科技、景谷林业
	农化行业 (化肥和农药)	湖北宜化、四川美丰、泸天化、华鲁恒升、芭田股份、华昌化工、柳化股份、盐湖钾肥、冠农股份、六国化工；华星化工、诺普信、联化科技、利尔化学、江山股份、扬农化工、华阳科技、新安股份、红太阳

资料来源：东兴证券研究所。

3.3 传统框架下的防御产业

根据历史经验，我们认为 2009 年能够取得年度正收益的行业数量占全部二级子行业（80 个左右）的比重在 10%左右，所以投资路线应当重点配置于这 10%左右的二级行业，即收益结构呈现典型的“一九”行业特征，而这些有望获取正收益的行业除了我们重点分析的具有强烈催化剂因素的民生经济收益产业外，还有两类行业可能进入 10%行列：一是传统的能够抵御经济下滑的典型防御行业仍然可能进入 10%行列；二是具有绝对估值优势的个别行业。

因此我们从东兴证券研究所覆盖的 15 个行业领域中分析师给予增持评级的行业进一步筛选，在行业研究员给予增持评级的行业中属于受经济周期影响较小的典型防御产业主要有软件、医药、通信和化工新材料，其他获得增持评级的行业基本属于经济刺激计划中具有强力政策支持产业，如农业、铁路建设及设备、电力设备、农化产业，房地产行业研究员做出增持评级的主要依据在于政策转暖和估值处于历史低位区域。

表 6 东兴证券研究所主要行业评级及重点推荐股票池

行业	细分领域	行业评级	重点公司	
			买入	增持
农业	种子及粮食种植	增持		北大荒、敦煌种业、登海种业、
	林业	增持	大亚科技	绿大地、吉林森工
饮料制造	白酒	增持		五粮液、泸州老窖
	葡萄酒	增持		莫高股份
软件	高景气行业应用软件	增持	航天信息 青岛软控	东软集团、用友软件、石基信息、科大讯飞
医药	抗肿瘤药	增持		恒瑞医药、双鹭药业
	中枢神经药	增持		恩华药业
	疫苗	增持		天坛生物
	体外诊断试剂	增持		科华生物
通信	系统设备	增持		中兴通讯
	光纤光缆	增持		亨通光电、烽火通信
	网络优化	增持		三维通信
电力设备	输变电设备	增持		思源电气、天威保变、特变电工
	节能减排设备	增持		哈空调、置信电气、智光电气、荣信股份
	风电、水电及核电设备	增持		金风科技、浙富股份、东方电气
铁路	铁路建设	增持		中国铁建、中国中铁
机械	铁路设备	增持		时代新材、华东数控、山推股份、中国南车、天马股份
基础化工	农化	增持		湖北宜化、扬农化工
	化工新材料	增持		烟台万华、新安股份、路翔股份、红宝丽
	日化	增持		上海家化
房地产	-	增持		保利地产、华侨城 A、招商地产、张江高科、金融街
银行	-	中性		工商银行、中信银行
零售	-	中性		东百集团、新华百货、新华都、成商集团、步步高、武汉中百
电子元器件	-	中性		横店东磁、莱宝高科、大立科技、远望谷、中环股份、歌尔升学
煤炭	-	中性		西山煤电、盘江股份
钢铁	-	中性		武钢、宝钢、鞍钢

资料来源：东兴证券研究所

4 2009 年投资路线

4.1 均衡PE投资法则

按照我们对 2009 年处于熊市第二阶段的定义，指数波动可能充分收窄，这就意味着 2009 年将是一个平衡市，而出现的结构性机会则需要一个好的投资路线，即把握 10%左右的年度正收益产业的基本路线。

但是，基于平衡市判断的大前提，2009 年收益的获得还将来自于操作环节，简单的“行业配置+买入持有”策略并不适用于 2009 年的 A 股市场，所以我们提出 2009 年操作策略——均衡 PE 投资法则。

具体而言，均衡 PE 投资法则是指基于熊市第一阶段和未来业绩增长率确定一个均衡 PE 区域进行反向操作，即高于均衡 PE 区域进行减仓，低于均衡 PE 区域进行加仓的操作策略。

根据我们对 2008 年 A 股市场调整深度、历史上最低指数区域的 PE 水平以及 2009 年 A 股上市公司业绩可能负增长的预测，上证综合指数的均衡 PE 区域在 15 倍上下，上下波动的 PE 区域可能在历史极限 PE 水平(1994 年 11.50 倍)到 20 倍之间波动，假设 2009 年上市公司业绩负增长 5%，均衡 PE 对应的上证综合指数区域应该在 1800—2000 点，而对应上下波动 PE 区间的上证综合指数为 1450——2550 点，同时我们认为从经济数据变化趋势来看，应该会从探底逐步演变为发出见底信号（虽然不意味着可以很快走出底部，但可能意味着不会再差），所以市场向下波动的时间应当少于向上波动的时间。

4.2 投资路线

综合民生经济的基本逻辑与行业分析师的评级视角，我们尽可能在交汇之处完成 2009 年投资路线，并由此预测出 2009 年可能获得正收益的占比约 10%的少数行业，它们分别是：医药、软件、通信设备、基建、铁路设备、农化和化工材料。另外，其他有可能的行业是政策导向十分强烈的农业中的粮食种植业和林业，具有传统防御特征的食品饮料中的酿酒行业、商业零售中的百货业。

表 7 2009 年可能取得正收益的少数行业预测

行业	投资逻辑	评级	重点公司 09 年 PE
医药	具有创新能力的医药企业	增持	29.20
通信设备	价格战不显著的设备及服务产业	增持	19.62
电力设备	全面收益城乡电网改造的输变电设备； 节能减排相关设备	增持	18.27
基建	受益铁路建设的基建	增持	21.57
铁路设备	受益铁路的相关设备	增持	21.20

基础化工	农化、化工新材料	增持	14.43
软件	下游景气度较高和信息化建设空间大	增持	23.21

资料来源：东兴证券研究所，股价为 2008.12.18。

从 2009 年年度报告开始，我们开始为投资者推出东兴证券研究所的年度投资组合，我们将这个组合称为“东兴八骏”（为什么是八只股票并无特别意义，我们只是希望东兴证券投资组合名称与业内通用的“十大金股”或“TOP20”等有所区别，而且这个数字也符合国人的偏好）。这个投资组合构建的基本规则是：首先在我们的投资路线框架下对看好行业进行重点配置，其次是在行业分析师重点推荐的基础股票组合池中进行筛选，最后优先选择动态 PE 水平低的品种，对于行业向好但估值水平在 2008 年底已经回升的品种进行了适当回避，如通信设备、软件，只有政策导向十分强烈且行业整体 PE 较高的医药和铁路建设 2 个行业的品种动态 PE 超过了 20 倍，但他们 2009 年业绩增长率均可覆盖 PE 倍数，也算是对高估值的一种解释吧。

需要进一步补充说明的是，在我们构建八骏组合过程中，A 股市场处于反弹阶段，因此在民生经济逻辑下许多看好的品种 2009 年动态 PE 开始超过 20 倍，如电力设备中的智光电气、置信电气、荣信股份，农业中的北大荒，医药中双鹭药业、恩华药业，软件行业的科大讯飞、航天信息，通信设备领域中的三维通信。此外，还有业绩增长确定性较高的五粮液、杨农化工、亨通光电等由于数量所限而未能入选。上述品种本来都是进入八骏组合的备选品种，我们认为同样值得关注。

表 8 2009 年“东兴八骏”组合

行业	公司名称	评级	业绩预测 (08—10)			PE (08—10)		
			08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE
电力设备	哈空调	增持	0.97	1.28	1.35	10.54	7.98	7.57
医药	天坛生物	增持	0.27	0.40	0.48	55.11	37.20	31.00
化工材料	路翔股份	增持	0.32	0.73	0.86	35.09	15.38	13.06
基建	中国铁建	增持	0.33	0.47	0.64	30.76	21.60	15.86
铁路设备	华东数控	增持	0.46	0.82	0.90	26.41	14.82	13.50
林业	大亚科技	买入	0.35	0.45	0.60	13.11	10.20	7.65
酿酒	莫高股份	增持	0.45	0.65	0.95	24.40	16.89	11.56
零售	东百集团	增持	0.43	0.61	0.77	21.77	15.34	12.16

资料来源：东兴证券研究所。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

行业及公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。