

# 逆市布局

--2009年度投资策略报告会

中信建投证券研究发展部 总策划 彭砚苹

## 核心观点：

- 1、发达经济体衰退已成定局，欧元区的衰退较之美国更为严重，全球经济周期下行 09 年低于 08 年，复苏期将大于 4 年时间，美股可能于明年第 3 季度形成长期底部；
- 2、中国 09 年经济将保持 8% 的增长，未来 3 年左右的时间，中国经济将步入周期性放缓阶段。中国经济寻求突围的路径将来自于居民高储蓄、政府高外汇储备、低负债带来的廉价资本推动，政府投资维持高位，另一方面来自于重组、兼并与整合的产业升级，并从多方面拉动内需增长；
- 3、2009 年的市场将结束 2008 年单边下行的局面，迎来宽幅震荡和结构性机会，指数运行区间为 1200-2700 点；
- 4、市场将在三大平衡中出现投资机会：在中国经济平衡过程中，重点关注建筑建材、工程施工和机械设备行业；在流动性平衡过程中，货币政策放松和经济预期回稳给市场提供了资金来源，但大小非仍然成为横亘在投资者面前的一大阻碍。在价值与成长的选择中，应当寻找绝对价值与确定性成长类股票。

## 2009：周期下行，中国经济蹒跚突围

--2009 年宏观经济报告

如果要评选 08 年使用频率最高的词的话，“金融风暴”、“经济危机”、“周期”与“衰退”肯定上榜。美国的金融危机还会持续吗？金融海啸对中国的冲击究竟有多大？中国经济将向何处发展？这是目前经济界最为关注的问题。

要分析预测中国宏观经济的走势，必须从金融风暴的源头谈起，即分析美国金融危机将如何冲击中国经济，进而阐述中国宏观经济未来的走势和政策取向。

我们突出“蹒跚突围”，是因为它言简意赅地描述了明年中国宏观经济的状态及发展趋势：处境艰难，必须全力应对才有可能涉险过关。

**对全球经济的几个基本判断：金融危机出现拐点，经济危机已经形成，欧元区衰退较之美国更为严重，新兴经济体难以独善其身。**

随着欧美为金融机构注入资本与信用的半国有化策略效用显现，信贷市场出现了回稳迹象，用于衡量货币（短期信用）市场资金充足程度的 Libor-OIS 息差与反映信贷市场信心的泰德利差 (TED SPREAD) 均有

所回落，全球金融机构累计融资额与累计信贷损失的缺口也出现了缩小的趋势。

对发达经济体而言，私人消费最重要的增长引擎，正在随着消费信用的萎缩而丧失。在全球周期同步的共生体内，发展中经济体高度依赖外需来推动经济增长，且外需作为拉动发展中经济体投资与消费的杠杆作用十分明显。因此，当发达经济体的消费减少时，后者的消费内需能力难以作为发展中经济体与全球经济的增长支撑点。当发达经济体的消费这一引擎丧失时，全球经济无疑将整体陷入周期性下行阶段。虽然新兴市场的经济总量与财富总量增长十分惊人，但是难以独善其身。

在发达经济体序列里，欧元区与日本等经济体由于产业分工的秩序，作为高端制造业者与位于美国之后的主要金融中心区，受到的波及更为严重。尤其是欧元区，由于房地产市场泡沫更加严重、金融危机更加剧烈且出口快速萎缩，其衰退的空间较之美国更大。

全球经济陷入 L 型走势，明年见于底部：本次下行周期出现于贸易与金融都更加全球化的时期，且冲击主要来自于银行业相关金融危机；因此，下行的波及范围更广、持续时间更长，整体经济可能步入 L 型走势。根据 90 年代以来大型金融危机所致周期下行样本的事件性实证分析表明，金融危机所需要的恢复季度均值落于 15.8 个季度左右，约为 4 年左右时间。因此我们判断，在明年上半年全球经济见底，此后略微反弹且长时间落于较低速的增长，可能要等到 2012 年左右经济方能强韧复苏，而美股要到 2009 年第 3 季度才能形成底部。

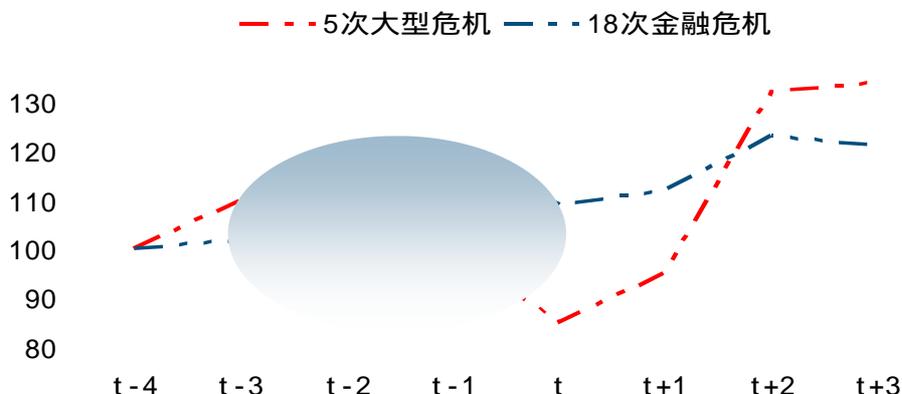
**表 1：90 年代以来金融危机所致周期下行的历史比较**

	前期谷底到波峰：资产价格涨幅 (%)			波峰到谷底：资产价格降幅 (%)		
	股票价格	房屋价格	信贷总市值/GDP	股票价格	房屋价格	信贷总市值/GDP
<b>90年代早期的金融危机</b>						
芬兰	80	36.1	16.6	-16.8	-39.8	-16.8
瑞典	68.5	17.5	19.1	-21.3	-20.1	-21.3
挪威	73.9	26.5	18.8	-2.7	-24.6	-2.7
日本	54.4	12.2	7.4	-6.8	-11.1	-6.8
英国	19.9	22.9	2.5	-5.6	-23.3	-5.6
美国	14.5	4.9	3.1	-3.8	-4.8	-3.8
平均值	51.9	20	11.3	-9.5	-20.6	-9.5
<b>当前时期</b>						
美国	27.7	5.9	3			
欧元区	44	2.9	4.5			
日本	25.1	5.4	6.4			
英国	29.4	3.2	5.1			
	实体经济杠杆率降幅 (%)		产出降幅 (%)	恢复季度		
	居民部门	企业部门				
<b>90年代早期的金融危机</b>						
芬兰	16.2	17	-13.6	27		
瑞典			-5.8	19		
挪威	16.5	8.5	-3.9	12		
日本	0.5	15.4	-5.1	19		
英国	9.6	4.4	-2.6	13		
美国	0.8	0.6	-1.3	5		
平均值	8.7	9.2	-5.4	15.8		

资料来源：IMF 中信建投证券研究发展部

说明：资产价格上升幅度的测算方法：1、对变量进行 HP 滤波，得到该变量的校正后波形；2、以危机开始的时刻为分界线，寻找此时刻之前的波形的最大值和最小值；3、计算从最小值到最大值的变化率。

图 1：由于金融危机冲击导致的股市下行趋势变化（%）



资料来源：NBER 中信建投证券研究发展部

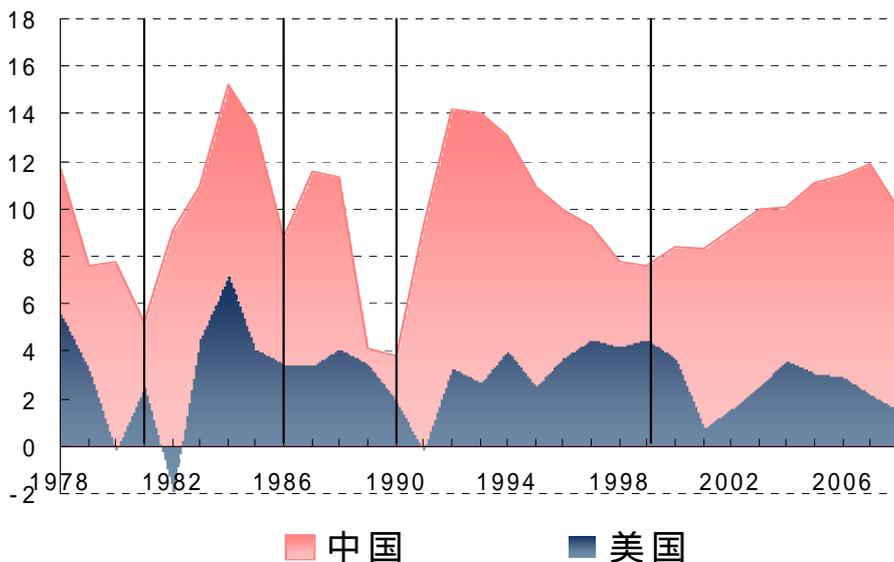
目前欧美施展的货币政策空间有限，且难以降低资金成本；而财政政策虽可熨平周期，但是长期趋势难以根本改变。

### 金融风暴冲击下中国宏观经济的趋势判断

08 金融风暴对中国经济的冲击正在呈现恶化的趋势，其冲击程度尤甚于 97 亚洲金融风暴。

**GDP 增速：**我们判断，四季度从总体趋势看依然还是呈现快速回落趋势。我们预计 GDP 单季将回落 8.5%，全年将降至 9.5%，明年全年的 GDP 增速为 8.0%。

图 2：1978 年至今中美经济周期比较



资料来源：中国社会科学院，中信建投证券研究发展部

**进出口**：2009 年出口的明显下滑已成定局。中国资本市场的大幅下挫，可能是对这种中美经济相互依存关系的反映，是对美国金融风暴可能对中国经济形成较大冲击的一个预期的反映。初步预计，明年出口增长 9.8%，进口增长 9.6%。

**消费**：从历史上看，一般当投资和经济增长出现减速情形时，意味着消费增长也将达到顶点，经济开始进入收缩期，之后，消费增长将随之回落。明年消费增长将呈回落趋势。初步预计，2009 年全社会消费品零售额名义增长 10.8%左右，实际增长 10.2%。

**固定资产与房地产投资**：预计地方投资在中央投资及中央政策的牵引下，在明年开始“急行军”；预计明年全社会固定资产投资名义增长率有可能回落至 18.6%左右，实际增长 17.4%左右。

**财政与货币政策**：为应对通货紧缩，预计下一阶段央行还会继续加大货币政策的放松力度。一方面，为支持扩大内需，增加货币供应和信贷投放，另一方面，通过降息和下调存款准备金率等措施来保证银行体系流动性充分供应和引导市场预期。

**利率**：降息空间仍然存在，明年还可能再降 81 个 BP。

**存款准备金率**：为释放流动性，存款准备金率还至少降 5 个百分点。

**人民币汇率：内外因素博弈下的选择** 2009 年人民币汇率走势依然将持续面临人民币升值的外压和促进国内出口增长的贬值内压。因此，2009 年人民币汇率走势将持续趋于稳定，可能会出现阶段性的小幅波动。由于受促进出口等“保增长”措施影响，未来人民币对美元汇率将小幅波动，可能会出现阶段性贬值，但以一篮子货币衡量的有效汇率会保持均衡。

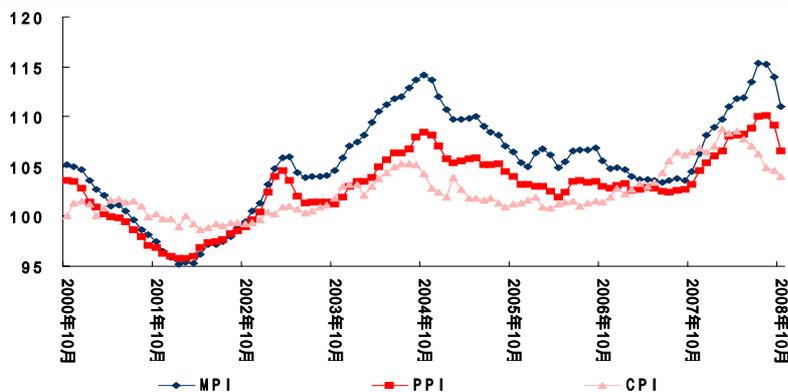
与 98 年相比，政府财力尚有较大空间；中国拥有充裕的外汇储备，足以应付资金外流，因而，国家施行反周期的财政政策空间较大。因此，未来几年施行扩张性的积极的财政政策有其合理的历史依归与支点。

**中国经济突围的路径与主突破口**：应对当前的经济困局，政府投资牵引仍将是推动经济增长的突破口。未来两年，投资会成为拉动中国经济增长的最大亮点，并最终向内需拉动转变预计。“4 万亿经济刺激计划”对名义 GDP 将贡献近 1.7%，对实际 GDP 的贡献也将超过 1.5%，对消费的拉动效应为 0.4%左右。

**通胀与通缩**：08 年通胀阴云已逝，通缩风险正浓。萨缪尔森对通缩的定义可概括为：“两下降、一伴随”，即价格、成本及货币供应量普遍的持续下降，并伴随着经济衰退。还有一个简单的判定指标就是消费者物价指数连跌两季。

1997 年亚洲金融危机之后，我国在 1998-1999 年始终面临通货紧缩问题。从近期公布的宏观数据来看，物价水平持续走低、货币供应量持续下降（尤其是 M1 增速下降剧烈）和经济增速下滑的势头愈加明显，显示出我国正面临通货紧缩风险。

图 3：三大价格指数呈加速回落趋势（月）



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

**总结：**

当前中国经济的回落是国内国际经济作用相互交织的结果，也是经济增长周期的必然，做好“过冬”准备才能有备无患；世界经济增长周期性变化和国内周期性因素相叠加，增大了明年经济进一步向下调整的压力；未来的三年左右的时间，中国经济将步入周期性放缓阶段。

国际大宗商品期货价格出现快速下跌，物价水平持续走低、货币供应量持续下降，经济面临通货紧缩风险；为应对经济下行，货币政策还会进一步宽松。

明年，政府投资牵引仍将是推动经济增长的突破口。而经济突围的另一侧重点产业升级，但其重心移向重组与兼并。

虽然 09 年中国将面对极为严峻的挑战，但是，高储蓄，人口红利等支撑经济长期增长的内在条件没有发生根本改变，支持经济较快增长的长期因素依然在起作用，如能正确应对，09 年中国经济仍能保持 8% 以上的增速。（彭视苹博士，夏敏仁博士，吴旻，胡艳妮）

## 逆市布局

### --2009 年投资策略报告

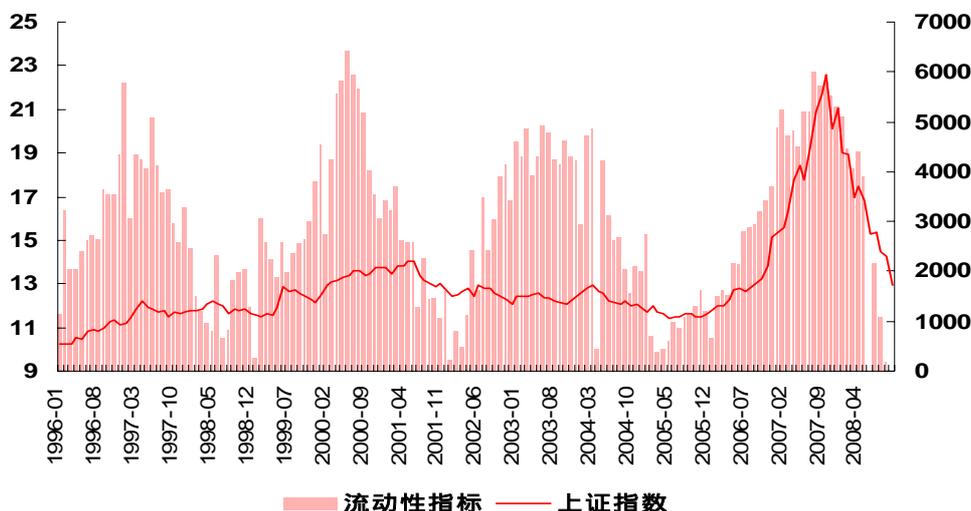
2008 年，对于中国股市是惨痛的一年，从最高点计算 A 股的最大跌幅已经超过了 70%，在我们震惊于 A 股大幅下挫的同时，世界范围内的主要股票市场都出现了大幅重挫，是什么原因导致了世界范围内的股灾呢？在经济、流动性和股市周期之间存在怎样的规律？站在岁末年初之际，我们应该如何看待 09 年的市场，又该如何谋划布局呢？

#### 三大周期：在周期中寻找规律

从一个经济运行的长周期来看，经济危机、股市危机、金融危机往往相运而生，三者所体现出的周期性也可以归结为经济周期、股市周期与流动性周期。股市历来被称作经济的晴雨表，其相关关系不言而喻，而随着全球虚拟经济规模日益扩大，流动性周期与股市周期结合越发紧密，流动性对市场的影响也逐步加大。

我们比较了美国和日本股市周期与流动性周期的情况。就美国而言，股市由熊转牛之前，往往都表现为流动性开始表现为充沛，领先的时间大概在 3-12 个月左右。而在股市下跌之初，往往伴随着流动性同步的紧缩。特别是对于本次次贷危机之前，流动性早在 06 年年末就开始出现明显的萎缩，而股市仍然一路高歌猛进，直到 07 年八月次贷危机爆发，股市才掉头向下。流动性周期给予股市的预警作用，在这次危机中体现无疑。就日本而言，股市周期与流动性周期相关性更为明显。流动性由松到紧或由紧到松成为股市重要的指导性指标，其领先的时间大概在 3-6 个月。

图：流动性周期与股市周期——中国



资料来源：中经数据，中信建投证券研发部

就中国而言，股市周期与流动性周期同样具有极高的关联性。股市的上涨往往伴随着流动性的同步提高，其时间差大概在 3-12 月不等。而在市场筑底的过程中，M2 增速通常比 M1 快 6%-13%，最新的统计数据显示，我国 10 月份 M1 与 M2 增速缺口为 6.17%，显示出流动性正在复苏，市场进入筑底阶段。

### 市场研判：在筑底中寻找答案

我们分析了美国股市历次大的调整的表现，统计显示，美国股市大的调整幅度都在 30% 以上，平均历时 15 个月，波谷平均估值水平为 12.5 倍。对比而言，中国股市大的调整幅度在 40% 以上，平均历时 20 个月，波谷平均估值水平为 27 倍。可以看出，就时间而言，本次调整似还嫌短，但就空间而言，已经远超平均跌幅。

我们认为此次市场大幅调整，除去经济和上市公司盈利方面，最重要的是大小非产业资本直接进入二级市场套利。通过对产业资本减持和与海外股市估值比较，我们认为 09 年市场运行点位在 1200-2700 之间。

**表：上证指数点位预测表**

	资产回报率	PE	沪指点位	沪指点位	沪指点位
				08年净利增长 10%	09年净利增长 5%
产业资本要求长期回报	11.77%	8.5	1092	1201	1261
产业资本要求最低回报	5.58%	17.9	2302	2533	2659
世界主要股指		12	1542	1696	1781

资料来源：中信建投证券研发部

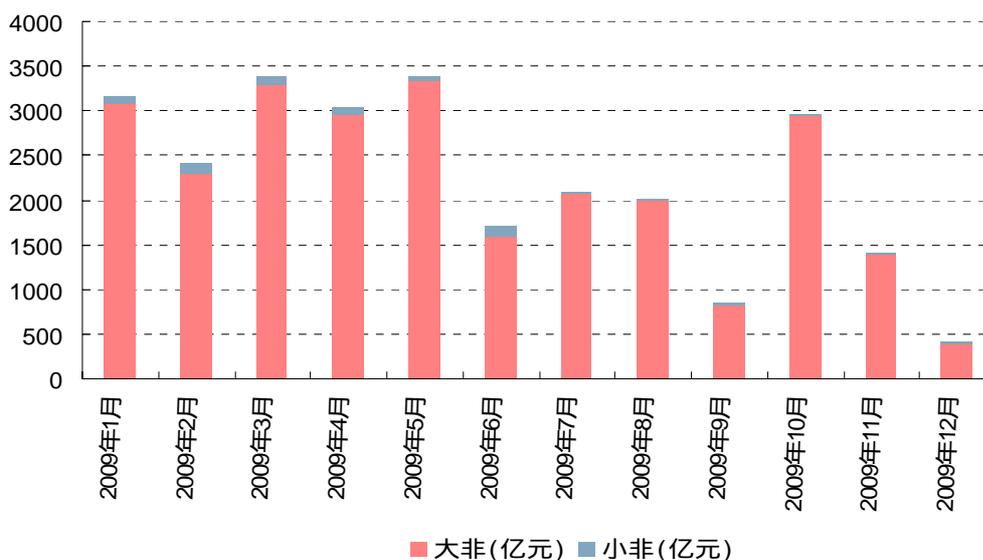
### 三大平衡：在平衡中战略布局

在当前我国宏观调控政策向保增长转变、股市进入筑底阶段以及流动性微露曙光的情况下，该如何找出选择投资标的呢？接下来我们将从经济发展平衡、流动性平衡和价值与成长平衡三个角度进行阐述。

当前的世界经济正经历着从消费国到生产国的再平衡，而作为生产国的中国也在积极主动扩大内需来对冲全球经济下滑和努力谋求发展模式变化。而紧跟政府做投资，找寻受益于国家保增长政策的企业成为一条可行的思路。在“国十条”政策中，涉及的方面主要有基础设施建设、安居工程、教育医疗、自主创新等，而从受益板块来看，主要集中在建筑建材、工程施工和机械设备方面，对于医药、节能环保和科技创新等板块投资者也应给予足够重视。

在流动性平衡上，货币政策放松和经济预期回稳给市场提供了资金来源，但真正影响资金需求的因素是二级市场的大小非减持。这一方面是因为大小非解禁的金额巨大，一旦减持抛售，对市场的流动性会造成巨大的威胁；另一方面，限售股的成本很低，一旦解禁，减持的动力很大，尤其是不考虑公司发展及控制权的小非。而且，大小非减持并不像 IPO 发行和再融资增发那样能够从政策方面进行有效的调整和限制。从时间上来看，2009 年的大小非解禁在前 5 个月和 10 月份的规模相对较大。从行业构成上来看，材料、能源、资本货物、技术硬件与设备和汽车与汽车零部件占比相对较高。

**图 10：2009 各月大小非解禁规模和构成**



资料来源：Wind 资讯，中信建投证券研发部

投资价值股还是成长股历来就是投资界两种不同的风格。价值投资者更关心投资的安全边际，期待以低廉的价格买入。成长型投资者则更关注市盈率中业绩因素，对当前价格不敏感。而在目前宏观经济不明朗、上市公司业绩变动剧烈的情况下，无论是价值型投资者还是成长型投资者都面临考验。我们认为，寻找绝对价值和确定性成长类股票在当前形势下是一种较好的策略。

就绝对价值而言，我们用重置成本进行考察，目前托宾 Q 值小于 1 的公司占比与 2006 年的情况基本持平，但目前的市盈率却比 2006 年的市盈率缩水过半，所以，从这个角度看，目前的 A 股市场的投资价值已经开始显现。同时，我们对 Q 值处于 1~1.5 之间的上市公司也进行了统计，就价值而言，有 65.49% 的上市公司是处于核心区间的低位。而在确定性成长中，我们认为 09 年中，确定性成长类股票主要分布在非周期和高景气度的行业中。结合行业分析师观点，我们认为非周期行业中的医药、科技、教育、公用事业和必需消费品值得关注。而在高景气度行业中，我们建议投资者关注农业、新能源、铁路设备和工程机械等。

通过上述分析，我们认为从大类资产配置角度来看，股票资产正逐步变的有吸引力，而在流动性逐步复苏的情况下，战略性布局股市的时机正在显现，但是同时要看到我国宏观经济形势依然严峻，上市公司业绩情况还未好转，我们认为在行业配置上应该“顺应周期，突出主线”。具体的行业配置见下表。

**表 10：中信建投 09 年行业配置策略**

行业	影响因素	景气趋势	投资评级
交通运输	油价变化、需求下滑	持平	中性
周期性消费	财富效应，消费缩减	下降	减持
非周期性消费	政策支持、需求稳定	上升	增持
工业	国十条、基础设施建设	上升	增持
公用事业	价格机制	持平	中性
信息技术	产业升级，新技术应用	上升	增持
金融	宏观经济、降息周期	下降	中性
基础材料	价格回落、需求下滑	下降	中性
能源	价格机制、需求	持平	中性

资料来源：中信建投证券研发部

在主线方面选择上，我们看好以下四大主线：一是紧跟政府投资，推荐铁路设备、工程建设、机械设备；二是投资绝对价值，关注大幅跌破重置成本的个股；三是寻找确定性成长，关注非周期行业中的医药、科技和必需消费品，同时关注高景气度行业中的农业、新能源等；四是市场大幅下跌以后，并购重组将会迎来黄金时期。（陈祥生，安尉，李静）

## 债券市场阔步前行 金融创新步履蹒跚

### 一、债市：市场大扩容 收益率低位运行

2009 年将形成外汇占款与公开市场投放大体并重的基础货币投放格局。在适度宽松的货币政策下，2009 年 M2 增速目标值可能是 17%或 16-17%的区间，银行体系综合准备金率将首先调至 14-15%的水平，后续可能视情况调至 12-13%。由此测算得到 2009 年基础货币合理投放量的中值约在 15000 亿元，据此推算

1Y 央票发行量可能在 6000-10000 亿元，约为今年 1Y 央票发行量的 30-50%。

经济增速的放缓，通胀的较快回落以及政策的宽松为债市运行提供了良好的外部环境。但在 2008 年透支性行情之后，2009 年债市多头行情将趋于两极分化的走势。一方面，避险需求支持国债、央票等利率产品的收益率继续低位运行；另一方面，信用债的价格更趋波动，收益率可能阶段性上升。

2009 年央票的大幅减量支持短期收益率继续下降并低位运行，收益率曲线短端承压；长期国债供给显著增加的预期将对收益率曲线的长端形成一定支撑，2009 年收益率曲线可能将保持一定的陡峭度。

2009 年各类信用产品将继续大扩容。在信用风险上升的背景下，信用利差趋于增宽，信用产品的收益率将更具吸引力，其相对投资价值更突出。

从普通可转债的发行和成交情况看，可交换债券短期内的市场容量不会很大，两者合计预计 09 年发行量不会超过 300 亿元。但分离交易可转债依然会有较大增长，预计规模有望达到 1000 亿元。

## 二、金融创新：稳定市场 缓步前行

高杠杆金融工具的大量使用无疑使这次金融危机爆发时对市场更具破坏性。在全球对金融衍生产品充满疑虑和诟病的背景下，我国的金融创新业务的推出将变得更为谨慎，能否有助于稳定市场将成为 2009 年新的金融创新业务推出的出发点和立足点。

**融资融券** 融资融券业务的推出被市场各方看成是稳定市场的举措之一。短期内融资融券业务规模将只有数百亿元，最大不会超过 1000 亿元。在推出初期对市场走势的直接影响非常有限，更大的影响是在心理层面。对券商盈利的影响也非常有限。

**权证市场** 尽管沪深权证市场权证数量很少，但今年总成交金额蝉联全球第一已成定局。挂牌数量的过少造成了权证高度的投机性和极度的泡沫化。预计明年新发行权证数量将会小幅增长，主要来源依然是分离债，备兑权证短期内不会启动。

**股指期货** 股票市场的总体规模已使规避风险的要求相当强烈，社保基金等对风险控制要求非常严格的资金的大量入市无疑呼唤着避险工具的尽快推出。但在全球金融危机肆虐的背景下，股指期货仍会在质疑与期待中徘徊，其推出恐怕还将延后。

**REITs** REITs 的推出尽管尚有法律障碍，但作为稳定房地产市场的一项举措，仍然是可以期待的。

**金融创新的发展趋势** 对场外交易的全面监管并加强国际间的合作是未来市场监管的必然选择；场内交易衍生产品依然有很好的发展空间；金融产品的设计不宜过于复杂，其投资链条不宜过长；衍生品的避险功能将更加被重视，而其投资功能相应弱化；跨境交易和高杠杆对冲基金的发展会受到进一步限制。国际金融创新的发展趋势也是我国未来金融创新的发展之路。（王士明，田红勤）

## 关注扩张财政政策：盯住政府投资

在全球性金融危机影响下，市场对 09 年经济形势都难以乐观。在这样的背景下，我国政府适时推出了大规模刺激内需的投资方案。在市场预期普遍下滑状况下，我们认为受益于扩张政策影响而具有明确增长的行业和板块在 09 年更具有投资机会。

11 月 5 日国务院常务会议，确定进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，并确定了 4 万亿投资计划。意在通过这种积极的财政政策稳定市场信心，拉动经济增长，平缓经济下滑趋势。这 4 万亿的投资，表明

政府已经在发出一种信号，未来还会有一系列的相关投资措施拉动经济增长。我们要看重的不是其 4 万亿规模，而是所发出的信号和政府主要投资的领域。从其主要投资的领域来看，主要集中在基础设施建设、民生领域以及促进产业加速转型。而最能带来明确方向的当属于加大基础设施建设方向，特别是铁路建设成为这次建设的重中之重。

根据当前的经济形势，结合历史上 97 年亚洲经济危机时的状况，在分析固定资产投资资金来源变化的基础上，我们判断，本次扩张政策将会带来 09 年固定资产投资增速的进一步加速，从而拉动多个行业的快速增长。其中受惠最明显的当属铁路建设，铁路基建以及铁路设备会快速增长；其次受整体投资增长的拉动，建筑建材以及钢铁也成为受益最明显的行业，而受建设规模扩大的带动，工程机械行业需求也会保持增长；第三，在促进产业转型和新能源领域，电网的加速发展会带动电力设备的子行业输配电设备依然快速发展，而风能和核能的投资加大也会加大该领域的设备投资；而政府在加大民生领域投资中，受惠最明显的当属房地产和农业领域，但由于房地产投资主要集中在保障性住房方面，农业领域主要在基础建设和补贴上，上市公司直接受惠较少，很难形成直接的受惠板块。

正是基于上述分析，我们认为 09 年投资策略中，在围绕政府投资受惠的领域方向上，主要关注的明确行业和板块是：

第一，建筑业中主要从事基建的上市公司，它们由于基础建设投资的明确拉动，行业会持续景气并快速发展，业绩预期明确且会快速增长，必将成为投资亮点之一；上市公司中不乏还有估值较低的公司如葛洲坝等。

第二，建材行业中的水泥将受益于基础设施建设的拉动，需求也会得到提升，从而进一步缓解当前的供求关系，使得该行业的利润水平得到保持，而上市公司的扩张和行业整合以及煤炭价格的下跌，有助于该板块上市公司利润的继续增长，如规模快速扩张的冀东水泥。

第三，本次扩张政策中的重点——铁路投资，特别是高铁项目投资，必然拉动铁路设备类公司的快速增长，包括生产铁路桥梁支座的时代新材、生产高速火车轴的晋西车轴、生产铁路紧固件的晋亿实业和生产动车组的中国南车都可以成为关注的重点。

第四，工程机械中受建设投资规模扩大的拉动，最受惠的当属主要生产挖掘机、推土机的上市公司，因此可以关注山推股份和三一重工。

第五，电力设备受益“国十条”中“完善农村电网”、“加快城市电网改造”，输配电子行业的上市公司依然能保持快速增长，而“支持重点节能减排工程建设”，加大风电和核电建设，以及风电和核电设备国产化率的提高，也使生产该领域设备的上市公司收益，因此建议关注输配电及新能源装备龙头公司：特变电工、天威保变、平高电气、金风科技、东方电气等。

第六，对于钢铁行业，尽管此次“十项措施”的出台对钢铁行业整体需求起到一定的积极作用，但是我们认为这仅仅是缓和了行业供需矛盾，而未来行业整体需求下滑的趋势不变，政策影响面仅限于建筑钢材、铁道用钢材方面，难以从根本上改变目前行业景气下滑的趋势，我们仍然维持对钢铁行业“中性”评级，从直接受益投资拉动的钢铁公司中看，可以关注鞍钢股份。（田东红，韩梅，高晓春，冯福章，陈夷华，王喆，张朝晖，陈莹，郑琦，孙通通）

## 农业：在希望的田野上

水桶理论告诉我们：一只桶能装多少水，不是取决于其长板，而是取决于短板。中国农业生产效率不高、农民生活水平和素质较低，农村社会环境处于相对落后状态，三农问题如果解决不好，必将成为制约未来中国经济可持续发展的短板。

2003 年开始，中央重新将三农问题作为经济工作的重中之重，自 2004 年开始连续五年的一号文件都是关于三农问题的。这些文件的出台将加快城乡统筹的进程，随着一些划时代意义的重大事件实施，标志着中国农业正式向现代化迈进、中国二元经济结构将随着城乡一体化进程而终结。拥有 7 亿人口的中国农村正在经历着历史性巨变。

短期内看，三农问题的焦点是农民问题，如果将三农做个排序的话，则是农民、农村与农业。从历次一号文件题目我们就能看到这一点

2003 年 16 届三中全会 --- 《确立科学发展观，确定“多予、少取、放活”的方针》

2004 年中央一号文件 --- 《减免两税、三项补贴、四项基本保障》

2005 年中央一号文件 --- 《提高农业综合生产能力，增加农民收入》

2006 年中央一号文件 --- 《建设社会主义新农村》

2007 年中央一号文件 --- 《发展现代农业》

2008 年中央一号文件 --- 《加强基础设施建设，促进农业发展农民增收》

2008 年 17 届三中全会 --- 《促进城乡经济社会一体化，完善土地流转制度、增加农民收入》

上述文件无一不是围绕提高农民收入来阐述。2006 年和 2007 年一号文件尽管在字面上没有提到增加农民收入，但 06 年在全国范围内全面取消农业税；07 年起对全国 1.48 农村义务教育阶段中小学生全部落实免除学杂费政策，将新型农村合作医疗制度扩大到全国 80% 以上的县，在全国范围建立农村最低生活保障制度。2007 年农民人均收入 4140 元，增长幅度达到 12.3%（扣除物价涨幅）。这是多年来首次。

当前农民收入由四部分组成：一是出售农产品、二是外出务工、三是财产性收入、四是转移性收入。政府已经明确将继续提高 2009 年粮食收购保护价格，提高幅度大约在 15%，农民出售粮食收入将有所提高；同时农民土地流转有了政策上保障，农民财产性收入会有所增加；2009 年政府还将延续良种、农资和农业机械三大补贴，农民转移性收入还将有所提高。而工资性收入方面存在一定不确定，随着 4 万亿投资陆续落实到项目，就业岗位就会增加，将有助于农民务工收入提高。

我们认为，只要有利于农民增加收入的事政府会大力扶持，对农民增收有负面影响的政府就会控制。这让农资行业、农机行业和种子行业面临着有销量和收入，但利润不高的局面。国外农业企业巨头掌控着产前、产中和产后的完整的产业链条，从而获取高额的垄断利润。但中国农业服务型企业和农产品加工规模小，产业链单一，这类公司利润不能得到有效保障。

加大农村基础设施投入，对增加就业岗位，提高农民收入非常有利。以 14% 的世界耕地养活了 25% 世界人口，中国农业不能简单归结为落后，但相比发达国家，中国农业还远没有实现现代化。农村公共环境和农业基础设施还非常薄弱。而基础设施建设必须依靠政府财政大幅度投入。不仅包括水利设施、农村电网系统、道路交通、土壤改良等硬件，还包括农民培训、饮水和沼气工程、防疫体系建设等等软实力建设。通过改善公共环境和基础设施水平，来推动农业增产，提高农民收入。

总的来说，我们非常看好农业前景，但谨慎看好农业上市公司投资。认为具有中长期投资价值的公司：北大荒（把它看成一个大农民，业绩将受益于农产品价格提升和土地出租费提高）；双汇发展（积极延长产业链条，受益于生猪价格下跌，具有较高的品牌价值）（郑绮，孙通通，高晓春，郑军，梁斌）

## 金融业：负重前行

我们用“负重前行”来描述对2009年中国经济下行中金融业的判断：银行业业务增长将大幅放缓，但部分业绩低估和处于特殊发展阶段的银行值得关注；证券业将处于行业周期底部，创新业务很难对券商业绩改善作出很大贡献；看好本源业务占比高的信托公司。

对于银行业，从台、美、港和韩等地经验来看：（1）净利差或净息差领先于银行股反弹4-6个月；（2）不良贷款率（NPLR）一般会在GDP见底后3个季度左右达到顶峰；（3）银行股或大盘在GDP见底时或延后3个月见底。GDP每下滑1%，银行不良贷款率约增加0.3%。2009年中国银行业面临形势：第一，净利差面临收益和成本的双重压力。央行可能的降息将导致生息资产收益率将有所下降，但负债结构中定期存款因素对资金成本的影响将有所减弱。假设未来三次每次27个基点对称性降息，则上市银行利差平均将比08年末下降30-40个BP。第二，最大的风险来自于不良贷款的反弹。贷款规模快速扩大稀释了不良贷款、企业效益不断提升、抵押品价值提升等促使不良贷款下降的有利因素已大大削弱。随着经济周期向下运行，银行新增不良贷款将较快暴露。实证分析表明，2005年以来中国GDP与不良贷款为负相关，其中投资增长率增加1%，则银行业合计不良贷款率上升0.3%。因此，我们不应高估投资拉动的经济复苏带给不良贷款的舒缓作用，对于经济刺激方案的影响要慎重分析。目前次债和两房债风险不大。由于房价高涨期商业性房贷占全部贷款余额比例较低，因此除非房价大幅下跌，银行面临的风险不大。第三，大型银行将适当扩大信贷资产规模，但其信贷规模扩张速度与GDP增速密切相关。中等规模股份制银行普遍受到资本充足率和贷存比的制约，信贷扩张将继续放缓，但仍将高于大型银行。部分大城市商业银行资本充足率高，贷款扩张的潜力较大。此外，产业升级整合带来的兼并收购也将为银行信贷规模提供新的动力。

我们测算，上市银行2009年和2010年的资产增幅和净利润增幅分别为12.34%、12.55%和2.51%、3.23%。我们认为银行业经历完整的经济周期有助于银行业夯实基础，从一个更高的起点出发。短期内净利差收窄和资产质量下降对银行中短期盈利能力产生一定负面影响，我们给予银行业中性评级。建议关注两类银行，一类是目前处于特殊发展阶段，受本轮国际国内经济下行影响较小，资产扩张能力较强的银行，如北京银行；另一类是具备相当资产规模，目前总市值较低，资产收益能力有较大提升空间的银行，如华夏银行、深发展。此外，部分严重超跌，市场对于其资产质量和盈利能力的未来走势过于担忧的银行如兴业银行、民生银行也具有较大投资机会。

证券业收入和利润与股指密切相关，2009年债券承销是亮点，经纪业务和股票承销将比今年有较大幅度下降，处于周期底部。券商创新步伐将大大加快，但融资融券初期试点规模很小，因此2009年为券商带来的增量收入较小。我们看好估值低、无解禁压力的龙头券商——中信证券（600030）。对于信托业，我们看好本源业务占比高的信托公司——安信信托（600816），中信信托借壳安信信托完成后拥有两块信托牌照，并进入上海市场；其高端信托产品有较大影响力等。（魏涛，余闰华，李俊松，胡艳妮，吴旻，陈莹）

## 房地产行业：2009年将走向无限平凡

**景气下滑 寒冬还将持续**：08年的房地产销售，遭遇了前所未有的冲击，自1998年国家取消福利分房以来房地产行业高速发展的黄金十年暂告一段落。08年国房景气指数持续下滑；商品房销售持续出现负增长；空置面积快速上升；土地购置面积增速急剧下滑。企业获得贷款难度加大；期房销售不佳导致定金和预收款比重下降；投资扩大和成本上涨加大企业支出；资金紧张已威胁企业生存。如销售市场不回暖，企业的资金压力就不会得以缓解，09年房地产行业寒冬还将持续。

**外患内忧 政策趋于转暖：**金融风暴波及导致我国出口增速下滑，使得拉动中国经济增长的重任落在扩大投资和内需上。但住房、医疗、教育、失业等保障系统的不完善、财富的缩水、众多低收入的农村人口和消费习惯等因素极大削弱了内需对经济增长的拉动力，为此，投资的增长尤显迫切。房地产投资对拉动投资的作用和对地方财政的贡献促使各级政府对房地产的调控政策趋于转暖。从近期出台的暖市新政策来看，地方政府和中央政府及公积金都有不同程度的让利，而开发商没有主动让利。在此意义上，开发商是最大的赢家，银行是最大的输家。现在的政策意在降低购房成本，但目前高房价和人民预期收入增长下降已提前对冲了调控政策转暖带来的利好，对扭转清淡的房地产交易作用有限。

**双重压力 上市公司 09 年业绩增长受阻：**房价相对自住型购房群体的购买力过高和房价的下跌预期抑制了自住和投资需求，并导致商品房供过于求。中央政府 3 年新增 9000 亿元的投资计划着重点放在保障性住房，虽能推动房地产投资额的增长，但对以商品房开发建设为主的房地产上市公司的业绩增长帮助不大。经济适用房的增量必将分流部分自住型购房者，同时对中低档商品住宅价格产生一定冲击。08 年前三季度房地产上市公司预收账款同比增速大幅下滑 97.22%，极大影响了 09 年的业绩增长。如目前的销售状况在 09 年上半年得不到改观，09 年房地产上市公司整体业绩可能出现零增长甚至负增长。09 年房地产行业将走向无限平凡。

**投资建议：关注融资能力强的公司：**综合考虑房地产销售情况和预收帐款结转情况，我们预测房地产上市公司 08 年全年利润增长率约为 15% 左右，但 09 年整体业绩可能出现零增长甚至负增长。考虑到 09 年业绩的下降和房价下跌因素，目前房地产上市公司 08 年 18.1 倍的市盈率和 1.98 倍的市净率仍然较高，为此，我们继续维持自 2007 年 9 月以来对行业中性的评级。在资金紧张的情况下，未来的机遇属于融资能力强的公司，结合上市公司大股东可发行可交换债券政策的实施和融资融券业务将适时推出的背景，建议关注股东背景雄厚、现金充沛、融资能力强、存货周转快、产品结构多元化、市值较大的房地产上市公司，如保利地产、招商地产、北京城建、金融街等；规避产品结构单一的住宅开发类公司，特别是 2007 年高价拿地的公司。（张朝晖，陈莹）

## 信息技术领域：重点关注通信和软件行业的投资机会

信息技术产业在我国经济转型和实现“保增长、促发展”目标中占有重要地位，这是因为：（1）信息技术产业受经济周期影响较小；（2）信息技术是自主创新的核心产业，而自主创新是经济转型的主要基础，也是未来经济增长的引擎之一，因而信息技术产业充当了经济转型“催化剂”和经济增长“倍增器”的角色；（3）3G 投资等带来近期机会。因此无论是从长期还是短期来看，信息技术产业都值得关注。我们认为 2009 年该产业主要投资机会集中在通信和软件行业。

**通信服务业 3G 网络建设启动 发展确定性强。**国内通信服务业已由高速增长期进入稳定增长期，行业增长受经济下行影响较小。我们预计 3G 牌照将于今年底或明年初发放，09 年下半年国内 3G 服务将全面铺开，电信业进入投资扩张期，08-10 年累计电信投资额达约 9000 亿元。随着电信、联通重组初步完成，全业务竞争已正式开始。预计短期内，中移动可维持 2-3 年的“一家独大”格局，但此后电信、联通将逐渐崛起。基础设施共享、号码携带、不对称结算等已经或可能推出的新监管政策总体上有利于电信、联通竞争地位的改善。

我们预测运营商 08 年业绩增速约 15%，09 年受竞争加剧、资本开支增加带来折旧增加、3G 运营初期营销费用增加等因素制约，增速下降到约 10%。目前股价（香港市场）对应行业 08 年 11 倍、09 年 10

倍 PE，给予“中性”评级。A 股上市公司中国联通短期业绩受制约，但由于在 3G 时代获得最主流 3G 牌照—WCDMA 牌照，长期机会大于风险，有望跻身主流运营商，09 年将是非常好的波动性投资品种，投资者可择机介入。

**通信设备行业 景气向上。**做出这个判断的原因在于：第一，3G、FTTx 推动国内通信设备业需求景气上行，预计 4Q08—3Q09 国内电信投资同比增速达到 25%-30%，2010 年高位平稳，2011 年开始周期回落；第二，华为、中兴等占国内无线系统设备的份额将从 2G 时代的不到 20% 提高到 3G 时代的 50% 以上，带动国内行业龙头企业和产业整体竞争力更上层楼；第三，虽然金融危机迟缓国外运营商投资，将降低国内厂商 09-10 年对新兴市场的出口增速，但北电、摩托等国际巨头的艰难处境可能反而增加中兴、华为开拓北美市场的机会。因此我们认为，行业内龙头公司 09 年增长态势明确，投资机会较大。

预计行业重点公司 08、09 年利润增速为 38% 和 40%，目前股价对应 08 年约 18 倍、09 年约 13 倍 PE，接近历史底部水平，给予“增持”评级。重点推荐中兴通讯和烽火通信，前者依然是国内 3G 建设最主要受益者，后者将从国内光纤接入建设中获得战略性增长机会。行业投资风险在于激烈的价格竞争可能侵蚀毛利率，以及国际业务可预见性降低。

**软件行业 09 年依然会保持较快增长。**我们认为影响软件行业的有利因素有：首先，我国软件企业主要面对国内市场，而国内企业和政府的信息化空间还很大，软件应用需求处于长期增长过程中；第二，国家拉动内需的各种政策可望使宏观经济保持 8% 左右的增长速度，政府加大投资铁路、公路、机场、电信等领域的举措对进一步拉升软件需求有很大帮助。不利因素是出口受阻将影响中小企业对软件的需求。综上，我们认为国内软件行业在下列领域有较大的机会：电信行业应用软件、铁路行业应用软件、机场行业应用软件、政府管理软件、企业管理软件等。目前软件行业的平均市盈率是 19.98 倍，未来三年的年均增长潜力约为 30% 左右，我们给予增持评级，建议重点关注用友软件、科大讯飞、远望谷、川大智胜等公司。  
(戴春荣，陈政，董志强，刘珂昕，高辉，杨柳，高晓春，张芳)

## 投资组合：在弱市中战胜市场

表：中信建投证券 09 年 TOP 20 股票组合

公司代码	公司名称	行业	公司代码	公司名称	行业
600068	葛洲坝	建筑	600161	天坛生物	生物制品
000401	冀东水泥	建材	600276	恒瑞医药	生物医药
600458	时代新材	铁路设备	002230	科大讯飞	计算机
002122	天马股份	普通机械	600588	用友软件	计算机
600550	天威保变	电气设备	600816	安信信托	信托
600674	川投能源	电力生产	601169	北京银行	银行
600050	中国联通	通信运营	002251	步步高	零售
000063	中兴通讯	通信设备	600598	北大荒	种植业
600028	中国石化	石油化工	000895	双汇发展	食品加工
002170	芭田股份	化工产品	600547	山东黄金	有色金属

资料来源：中信建投证券研究发展部