

深度研究报告

证券市场

2009年A股市场投资策略报告

2008年12月8日

年度投资策略

断崖之下涉浅滩

首席策略分析师 汤小生

电话: 021-68864595

Email: tangxs@guosen.com.cn

策略分析师 崔嵘

电话: 021-6886202

Email: tangxs@guosen.com.cn

策略分析师助理 廖喆

电话: 021-68866236

Email: liaozhe@guosen.com.cn

策略分析师助理 赵谦

电话: 021-68864598

Email: liaozhe@guosen.com.cn

策略分析师助理 黄海培

电话: 021-68864598

Email: liaozhe@guosen.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

● 经济前景 LV

欧美日同步衰退并在“去杠杆化”过程中展开L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。中国经济将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,来自居民的消费需求增长将显著下滑。包括中国在内的许多国家在大幅降息营造宽松货币环境的同时,普遍倾向动用“凯恩斯魔手”施展积极财政政策拉动经济,政府投资成为需求增长的重要推力。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,不仅抵御了经济过快下滑势头,同时有助于促进民生和产业结构的升级优化。铁路的“黄金十年”将助中国避开“失落的十年”。在实体经济和资产价格经过“断崖”式快速深幅下行之后,未来的不测已似“浅滩”。低利率环境下,一旦金融市场动荡结束、经济出现转机,股票资产将成为下一轮全球流动性追逐的目标。金融板块的机遇也在于此。

● 谨防企业盈利超预期下滑风险

“大小非”解禁减持压制着市场估值,截至2010年底各类限售股实际抛压约为2万亿元,针对性政策的制定存在复杂性,未来市场反转必须依赖经济前景的好转。08年下半年至09年中期,经济加速下行和物价指数迅速回落的过程中,企业面临产能利用率下降、收入增长减速、1.9万亿元的存货出清等多重负面力量作用而出现盈利下滑幅度超预期的可能。我们预计08年A股可比公司盈利趋于零增长,09年的净资产收益率从07年的17%和08年的15%回归到10-12%水平,盈利将下滑10-20%,远低于市场+10%的预期。A/H股整体溢价重新回到50%以上,尤其是上游资源类权重股的溢价率达到1倍制约着A股市场短期回升空间。因此近期以仓位控制为主的波段性操作是最佳的防御性策略。

● 市场振荡的节律与区间判断。

上证综指在1500点位的估值低于3年前千点时水平,其中09年动态PB为1.5倍;而2500点以下“大小非”问题并不是市场的主要矛盾。从股市提前经济见底的规律、从长期国债收益率下降幅度、M1/M2“剪刀差”变化、CPI/PPI止跌企稳以及房地产与整个经济筑底企稳的多个视角判断,企业盈利同比增速的下滑势头有望在09年下半年开始缓和,从而成为支持市场转向的重要力量。我们预计09年A股市场的价值中枢在2000点一带。

● 基于需求确定与成长性的积极防御

政府投资拉动的领域分布指明了基建和创新两大确定性需求方向,基建投资的直接效果在于基于本土的中游行业。看好节能环保、先进制造业、国防军工和新材料研发与深加工的企业,为应对宏观不确定性,投资选择应该倚重创新型和业绩增长确定的中小型成长性公司;消费品对经济下行存在滞后反应,投资机会更多地在09年后半期,应坚持“右侧建仓”的逢跌买入策略。在公司选择要素方面,重点关注的区域因素在于上海,事件性因素在于并购重组和资产注入。建议超配行业:铁路运输设备、建筑、电力设备、新材料、农资、民爆;标配行业:金融、地产、建材、建筑机械、电力、钢铁、铁路运输、广播与电视、软件与服务、连锁超市、医药保健、农林牧渔。

目录

投资策略核心思路与观点	4
08 年启示录	7
处处见“断崖”	7
金融海啸掀起层层波澜	7
催泪的“完美风暴”	8
颠覆理念：凋零的“时间玫瑰”	8
时光倒流：股指“折返跑”	8
透过传统行业的“宿命”看美国“蜗牛”艰难爬行	10
非理性回归：祸起“大小非”	10
经济前景LV	13
眼前的迷雾	13
美元“爬坡”抑或“下山”？	13
通缩还是通胀？	14
欧美经济前景L型	15
先行指标显示衰退仍将继续，深度可比 1980 年衰退周期	15
商业银行危机重重延缓复苏步伐	16
中国经济：转型但不失落	16
现实的压力：收入预期与消费下滑	16
断崖下的崎岖路：转身眩晕与转型阵痛	17
“轨道线”绕开“失落十年”	17
企业盈利的“压力测试”	19
08 年 3 季度开始企业盈利加速下滑	19
09 年上市公司 ROE 预测	20
路径之一：从工业企业 ROA 到 A 股公司的 ROE	20
路径之二：从名义 GDP 和居民收入增速直接拟合 A 股公司 ROE	21
08/09 年度 A 股公司业绩增速预测	21
08 年度 A 股公司盈利趋于零增长	21
09 年度 A 股公司盈利同比下降 10%-20%	22
国信重点跟踪公司分行业盈利预测	23
金融危机下的企业资产负债表压力测试	24
沪深 300 指数盈利增长预期仍将下修	25
基于需求确定的积极防御	26
1500 点的恍惚	26
市场“梦游”1500 点	26
1500 点的估值已经回到千点水平	26
短期防御：应对经济与企业盈利下行风险快速释放	27
美国的经验：股市提前失业率 2-3 个季度见底	27
低利率环境催艳“时间的玫瑰”	28
A 股面临宽松的财政与货币政策环境	28
企业盈利增速“拐点”在 09 年下半年出现	29
股市将是下一轮全球资金追逐的目标	29
投资策略：基于需求确定的积极防御	30
需求确定：透视反弹背后的投资线索	30
走出“基于消费品防御”的误区	31
4 万亿弥补“短板”过程中的投资机会	32
创新与成长性主题	33
公司选择的区域与事件因素	34
行业配置建议与投资组合	34
免责条款：	37

图表目录

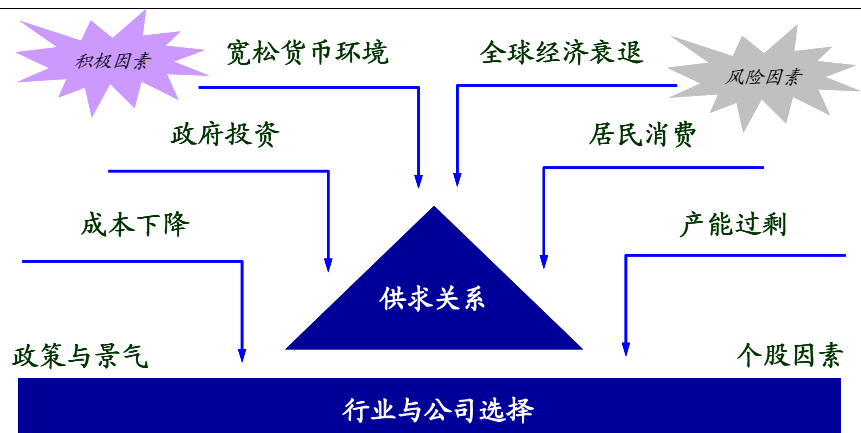
图 1: 投资策略制定的环境因素	4
图 2: 沪深 300 指数 08/09 年盈利增长预期变化	5
图 3: 上市公司 ROE 与 GDP 和居民收入名义增长	5
表 1: 全部 A 股公司 08 年 3 季度末的资产与市值状况 (亿元)	5
图 4: 行业指数最大跌幅及最低点相当于上证综指的点位	5
图 5: 最低点位时行业估值水平对比	5
图 6: 国家 4 万亿投资的领域分布结构 (亿元)	6
图 7: 美国基准利率、短期国债利率和美元 LIBOR	7
图 8: 美国本土银行对家庭发放信贷意愿调查结果	7
图 9: 各主要商品价格自高点回落幅度	9
图 10: 主要经济体股指倒退年数及近期最大跌幅	9
图 11: 1910-1948 年道琼斯工业指数走势及年度涨跌幅	9
表 2: 08 年 6-10 月份股改限售股解禁与减持统计	11
图 12: 2008-2010 年限售股解禁月度规模 (亿元)	11
图 13: 2008-2010 年限售股解禁量的分类结构比例	11
图 14: A 股市场流通市值占比变迁	12
图 15: 沪深两市 A 股交易日换手率	12
表 3: 大盘指数推升与流通市值占比提高引发的资金压力 (万亿元)	12
表 4: 1929 年以来美国经济衰退周期统计	15
图 16: 美国实际 GDP 与工业生产同比增速	16
图 17: 美国工业生产与产能利用率	16
图 18: 中国工业增加值与 GDP 增速	17
图 19: 消费品零售额、GDP 与职工工资名义增速	17
图 20: 1830-1920 美国铁路里程 (万公里)	18
图 21: 1962-1980 年日本铁路投资	18
图 22: 我国与日本机械和运输设备占制造业增加值比例	18
图 23: 日本工业化完成后公共投资依然维持高位	18
图 24: 房地产引领企业景气度下滑	19
图 25: 企业景气度与上证综指季度涨跌幅对照	19
表 5: 08 年前 3 季度分类别可比公司净利润增速	20
表 6: 1998-2008 年中国工业企业效益 (10 亿元)	20
表 7: 1998-2008 年中国工业企业与全部 A 股公司 ROE 水平	21
表 8: 1998-2008 年中国工业企业与全部 A 股公司 ROE 水平	21
表 9: 08 年可比上市公司盈利预测	22
表 10: 09 年可比上市公司盈利预测	23
表 11: 国信重点跟踪公司按行业盈利预测统计	23
表 12: 全部 A 股非金融类公司 08 年 3 季度末的存货与应收帐款 (亿元)	24
图 26: 05 年底行业估值水平对比	27
图 27: 总市值整体法测算的每周 A/H 股溢价率	27
图 28: 美国失业率和基准利率与道琼斯指数走势 1948/85	28
图 29: 美国失业率和基准利率与道琼斯指数走势 1985/08	28
图 30: 7 年期国债收益率与上证综指走势	28
图 31: 货币供应量与信贷增速	28
图 32: PPI 与 CPI 及其差值变化	29
图 33: PPI 与 CPI 差值及其 A 股公司盈利同比增速对比	29
图 34: 美国基准利率与 PPI/CPI	30
图 35: 美国工业利润与 S&P500 成分股盈利同比增速对比	30
图 36: 各行业近期最大反弹幅度	31
图 37: 各风格指数近期最大反弹幅度	31
图 38: 美国消费品行业与 GDP 季度同比实际增速	31
图 39: 美国工业生产月度同比增速变化	31
图 40: 近 3 个月美国市场子行业涨跌幅排名	32
表 13: 2009 年 1 季度国信投资组合推荐	35

投资策略核心思路与观点

基于需求确定的积极防御策略。经济下行趋势下需求增长的不确定性是防御的基石。次贷危机已经演变成一场全球性金融风暴，信贷枯竭开始冲击实体经济，09年欧美日三大发达经济体同步收缩把全球经济引向增长低于2.5%的衰退界定线，是资本市场必须面对的严峻现实。中国经济在欧美“去杠杆化”的L型调整中，将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，来自居民的消费需求增长将显著下滑。为防止经济下滑，包括中国在内的许多国家在大幅降息营造宽松货币环境的同时，普遍倾向动用“凯恩斯魔手”施展积极财政政策拉动经济，政府投资成为需求增长的重要推力。

断崖之下涉浅滩。金融危机和经济衰退风险引发了大宗商品价格泡沫的破裂，通胀失控风险转变为通缩忧患。这对于中国而言是大机遇，政府凭借数年积累起来的庞大财力可以放开手脚加大对“短板”领域的投资，不仅抵御了经济过快下滑势头，同时有助于促进民生和产业结构的升级优化。铁路的“黄金十年”将助中国避开“失落的十年”。在实体经济和资产价格经过“断崖”式快速深幅下行之后，未来的不测已似“浅滩”。包括房产在内的居民消费在政府投资拉动和政策刺激作用下有望逐步回升，并带动经济进入良性循环。低利率环境下，一旦金融市场动荡结束、经济出现转机，股票资产将成为下一轮全球流动性追逐的目标。金融板块的机遇也在于此。

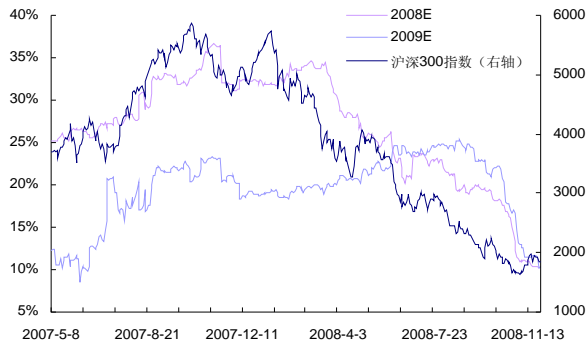
图 1: 投资策略制定的环境因素



资料来源：国信证券经济研究所

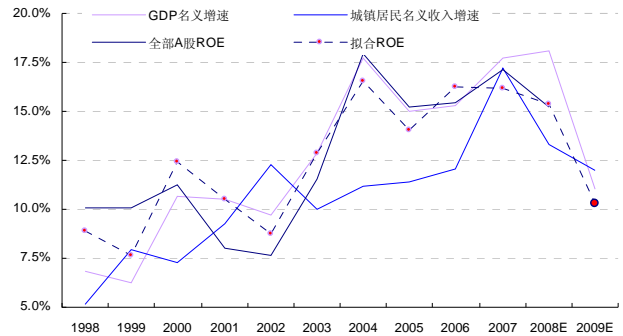
短期内的趋势性防御。“大小非”解禁减持压制着市场估值，截至 2010 年底各类限售股实际抛压约为 2 万亿元，针对性政策的制定存在复杂性，未来市场反转必须依赖经济前景的好转。08 年下半年至 09 年中期，经济加速下行和物价指数迅速回落的过程中，企业面临产能利用率下降、收入增长减速、1.9 万亿元的存货出清等多重负面力量作用而出现盈利下滑幅度超预期可能。我们预计 08 年 A 股可比公司盈利趋于零增长，09 年的净资产收益率从 07 年的 17% 和 08 年的 15% 回归到 10-12% 水平，盈利将下滑 10-20%，远低于市场+10% 的预期。A/H 股整体溢价重新回到 50% 以上，尤其是上游资源类权重股的溢价率达到 1 倍制约着 A 股市场短期回升空间。因此，以仓位控制为主的波段性操作是最佳的防御性策略。

图 2: 沪深 300 指数 08/09 年盈利增长预期变化



资料来源: 朝阳永续 Go-Goal 信息系统

图 3: 上市公司 ROE 与 GDP 和居民收入名义增长



资料来源: WIND 资讯, 国信证券经济研究所

表 1: 全部 A 股公司 08 年 3 季度末的资产与市值状况 (亿元)

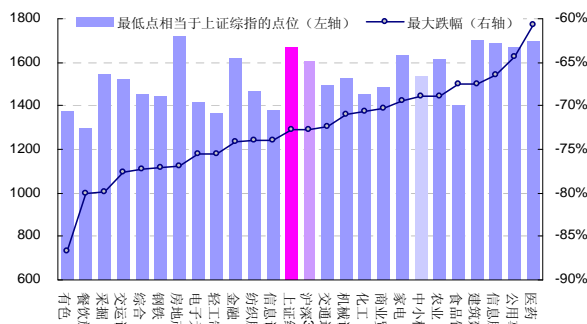
	总市值	流通 A 股市值	总资产	股东权益	资产负债率	整体 PB	08Q3 期末存货	占净资产比例
非金融公司	102406	34253	111590	49899	55.28%	2.05	19070	38.22%
金融类公司	56386	9650	354487	24702	93.03%	2.28	17	0.07%
合计	158792	43903	466077	74602	83.99%	2.13	19088	25.59%

	应收帐款		公允价值变动	资产减值损失				
	08Q3 期末	占净资产比例		08Q3 期末	07 中期	07 年 1-Q3	07 年度	08 中期
非金融公司	6681	13.39%	-41	73	86	377	316	403
金融类公司	1	0.00%	-205	471	721	1052	728	1357
合计	6681	8.96%	-246	544	807	1429	1045	1760

数据来源: WIND 资讯, 市值计算截至 08 年 11 月 15 日

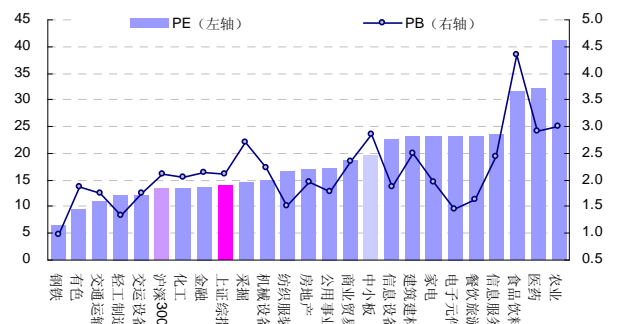
市场振荡的节律与区间判断。上证综指在 1500 点位的估值低于 3 年前千点时水平, 其中 09 年动态 PB 为 1.5 倍; 而 2500 点以下“大小非”问题并不是市场的主要矛盾。从股市提前经济见底的规律, 从长期国债收益率下降幅度、M1/M2 “剪刀差”变化、CPI/PPI 止跌企稳以及房地产与整个经济筑底企稳的多个视角判断, 企业盈利同比增速的下滑势头有望在 09 年下半年开始缓和, 从而成为支持市场转向的重要力量。我们预计 09 年 A 股市场的价值中枢在 2000 点一带。

图 4: 行业指数最大跌幅及最低点相当于上证综指的点位



资料来源: WIND 资讯, 国信证券经济研究所

图 5: 最低点时行业估值水平对比

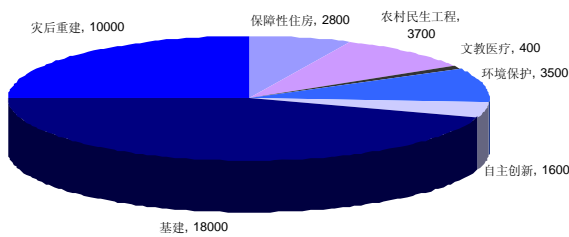


资料来源: WIND 资讯, 截至 11 月 4 日, 上证综指为 1706.7 点

政府投资拉动的细分行业选择。中国政府的 4 万亿投资计划指明了确定性需求的两大方向, 一是基建, 二是创新。基建的范围覆盖了从铁路、公路、机场等交通运输基础设施到电网、农村基础设施以及保障性住房, 进而拉动各地方政府和相关行业的企业投资, 包括各大中型城市的地铁和市政工程以及经济适用房的建设。我们认为中游受益的程度和时效性大于上游行业, 直接的效果在于基于本

土的中游行业，如机械装备、电力设备、建筑建材、钢铁等，而有色金属、石油、煤炭、水运等上游资源行业受益程度相对较低，加上这些行业的需求取决于全球经济和市场，在居民消费和工业生产没有恢复到一定阶段之前，不存在大的趋势性机会。电力行业需求下降但成本压力缓解，未来盈利能力有回升趋势；基建投资引发民爆行业的需求景气，产品生产商和原料商由于政府管制的原因，企业经营保持在较佳状况；农药化肥和农机等农资行业则受益于农业生产的稳定需求。

图 6: 国家 4 万亿投资的领域分布结构 (亿元)



资料来源: 中国国家发展与改革委员会

行业配置策略

超配行业: 铁路运输设备、建筑、电力设备、新材料、农资、民爆;

标配行业: 金融、地产、建材、建筑机械、电力、钢铁、铁路运输、广播与电视、软件与服务、连锁超市、医药保健、农林牧渔;

低配行业: 百货、食品饮料、旅游休闲、连锁家电、家用电器、交通运输、基础化工、造纸、石油、煤炭、航空、纺织服装、电子、有色与贵金属、汽车及配件。

此次扩大内需措施与 98 年的不同之处在于，除了通过加大基础设施建设拉动中上游产业之外，政府强调了“坚持既有利于促进经济增长，又有利于推动结构调整”，提出了“加快自主创新和结构调整，支持高技术产业化建设和产业技术进步”的意见。此外，为应对宏观不确定性，投资选择应该倚重业绩增长确定的中小型成长性公司。我们预计政府在增值税转型利好政策之后还将出台支持装备产业升级的产业政策和财税政策。看好节能环保、先进制造业、国防军工和新材料研发与深加工的企业。

走出消费品防御的误区。消费品行的防御性并不能否定其本身的波动性，在经济周期下行中，行业的盈利能力滞后于中上游行业下降。而当前随着就业形势和居民收入预期的恶化以及 CPI 的回落，下游消费品行业需求和收入增速将显著下降。这种滞后反应作用于尚未充分释放风险的估值水平，可能对下游消费品行业构成压力。消费品行业的投资机会更多地在 09 年后期。长期来看，下游消费品公司的选择应遵循自下而上的原则，注重公司的质地、经营管理能力和长期创造价值的秉赋，在未来市场的振荡中坚持“右侧建仓”的逢跌买入策略。近期内机会则在于消费扶持政策的出台，结合国家对农村医疗体系和家电下乡等的扶持政策，我们认为上半年可以保持标配的消费品行业：连锁超市、医药、家电、家电连锁等。房地产作为居民消费的重头将获得低利率和针对性的行业扶持政策的刺激，但真正的投资机会将在 09 年 3/4 季度行业自身景气拐点的出现之际。

公司选择要素。09 年我们重点关注的区域因素在于上海，2010 年的世界博览会和大陆迪斯尼项目的启动，加上上海市国资委对于当地上市公司资产重组的积极推动，将给上海本地股同时带来投资与投机机会。公司选择的事件性因素主要在于并购重组和资产注入。在宏观不确定性背景下，“投行创造价值”行为具有一定的防御性。在许多产业处于低谷困境之际，低估值必然引发企业并购和产业资本的收购行为。央企和地方政府主导的资产注入行为有望真正成为 09 年的市场热点。在金融危机和全球经济衰退的背景下，我们还需要强调公司的现金流等财务状况要健康，在对外贸易和日常经营中没有金融危机冲击隐患等。对于行业景气低迷而产能在高峰期扩大的企业则需要警惕短期利润和财务状况的风险。

08 年启示录

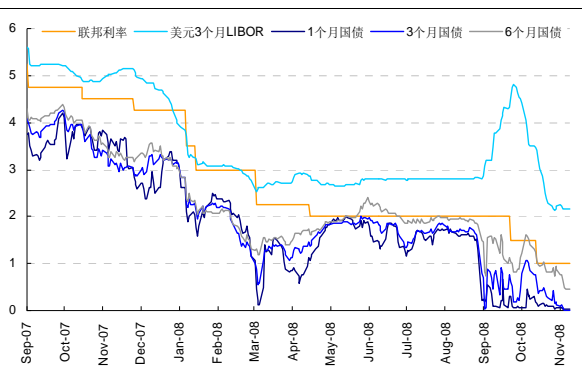
处处见“断崖”

2008 年注定令人终生难忘。当人们满怀激情准备迎接中国改革开放 30 年之际，中国经济在周期性下行路途中遭遇了“百年一遇”的金融危机冲击，“别人点火，我们遭灾”，A 股市场领跌全球，自最高点回调最大跌幅达 72.8%。从石油到白银，从基本金属到农产品，从艺术品到废品回收，金融风暴下的资产与商品价格雪崩现象四处蔓延，2008 年是泡沫破裂之年！对于国人而言，北京奥运的辉煌荣耀与欢快愉悦，在雪灾、大地震、毒奶粉等天灾人祸之悲恸事件中迅速消退，与资产价格“断崖”之震撼相交织，冲击着我们神经，搓拧着我们的心智，牵引我们恍然步入 2009。

金融海啸掀起层层波澜

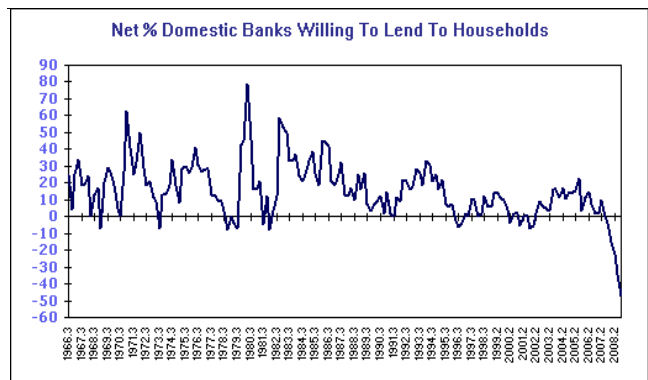
始于 07 年的美国次级债危机逐步演变成全面的信贷危机，进而在 08 年引发了全球性的金融海啸。尤其是进入 4 季度以来，各国的金融救援行动并未能有效遏制全球股灾，不少地区的股市经常出现盘中停牌，金融类个股短短数周内跌向破产的比比皆是。

图 7：美国基准利率、短期国债利率和美元 LIBOR



资料来源：Bloomberg。截至 08 年 11 月 24 日

图 8：美国本土银行对家庭发放信贷意愿调查结果



资料来源：新华财经 SMRA，截至 08 年 10 月

金融危机的本质就是信用危机。这在此次全球金融危机中得到了进一步的诠释：信贷作为链接金融与实体经济的“血管”，在信心崩溃和信用崩裂（Credit Crunch）的情况下，金融市场信贷必然干枯，从而影响实体经济正常运行与发展。正因为如此，国际银行间美元拆借利率与同期国债利率的差额反映出金融机构间的借贷风险溢价，成为衡量金融市场流动性和稳定性的关键指标之一。

实体经济陷入自我强化和负面逆向反馈回路（Adverse Feedback Loop）。没有信贷，实体经济就不能正常运作，企业生存压力显著增大。今年 10 月份美联储最新高级信贷员调查显示，几乎所有种类的贷款标准和条件皆大幅收紧。这种情况在居民贷款上的表现尤其明显，愿意向居民提供贷款的国内银行净百分比从 7 月份调查的 50%下降至近 34%，创下 1966 年有调查史以来的最差值。

危机是美国的，美元是世界的。尽管这场危机始于美国，美国经济也可能面临着大萧条以来最严重的危机，但美元指数却不断攀升。由于全球经济动荡加剧，投资者避险意识迅猛上升，金融机构“去杠杆化”的操作仍在延续，日元资产套

利交易大量平仓，造成资金流出高息货币及新兴市场，回流美元、日元资产的现象。在金融危机引发的动荡中，银行间拆借利率、美元汇率、银行对企业信贷已经成为观察金融市场和实体经济运行是否正常的三项关键指标。

催泪的“完美风暴”

美国五大投行无限风光的背后是非传统型金融膨胀，而在这场金融风暴中他们最先倒下了，目前仅高盛一家得以幸存。然而，高盛现在的股价已跌至 52 美元，回到了 10 年前公司 IPO 首日上市交易价格水平，较 07 年 5 月份时的最高价 230 美元下跌幅度超过了 3/4。

继五大投行之后，次级债危机迅速波及优等级债券市场，为避免金融机构无序倒闭，房利美、房地美和保险巨头 AIG 陆续被政府接管而私有化。近期“抢眼”的看点则是花旗等商业银行开始面对生死考验，并成为金融市场新一轮动荡的主因。11 月 19-20 日，花期集团股价分别下跌 23% 和 26%，两日内股价遭“腰斩”，股价跌至 3.77 美元，为 15 年来的低点，今年累计跌幅超过 80%，当前市值不足最高时的 1/15。美国政府 23 日宣布向花旗注资 200 亿美元，并以获取花旗优先股等作为条件为其所持高达 2490 亿美元的房地产贷款和证券的潜在损失提供担保。虽然花旗股价应声暴涨 50% 以上，但花旗的信用已经大打折扣，未来难逃被分拆出售的命运。

与美国相仿，欧洲等地区的商业银行也在苦苦挣扎。无论如何，金融危机引发信贷枯竭作用于实体经济，必然造成失业率飙升、消费减缩。人们普遍担心从房地产业到制造业和服务业，欧美经济的衰退幅度和延续时间可能超过人们的预期，而实体经济的恶化必然反过来作用金融，特别是银行的资产质量面临急剧恶化风险。

当前市场关注的另一个焦点就是贴有投资神话标签的巴菲特。“股神”前期至少花了 280 亿美元抄底高盛、通用电气等品种被套，原有的重仓股美国运通 4 季度以来惨跌 47%，富国银行今年以来也下跌了 35%。受此影响，旗下曾有过 20 年内 17 个年份股价上涨的骄人战绩的旗舰公司伯克希尔·哈撒韦股价大跌至三年来的最低点 84000 美元/股，今年以来累计下跌超过 40%。更有甚者，投资者对公司 370 亿美元的股指期货对赌忧心忡忡，今年 3 季度末，伯克希尔已经对售出的合约减值 67.3 亿美元。与此同时，伯克希尔债券的信贷违约掉期(CDS)价格在近两个月内上涨超过两倍，从两个月前的 129 基点涨至 475 基点，与垃圾债同级。

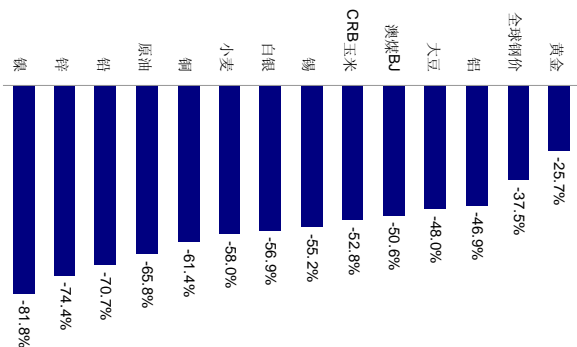
一场风暴之所以“完美”，就是因为能积聚强大量能摧毁其前进道路上的一切。在当前的这场金融风暴中，美国的五大投行灰飞烟灭，AIG 重回政府的“襁褓”，百年花旗风雨飘摇，股市神话巴菲特硕果难保……，我们认为这场“百年一遇”的金融危机堪称“完美风暴”，是人类历史上最大的一次金融危机，尽管此后引发的经济危机不大可能超逾 1929 年的大萧条。

颠覆理念：凋零的“时间玫瑰”

时光倒流：股指“折返跑”

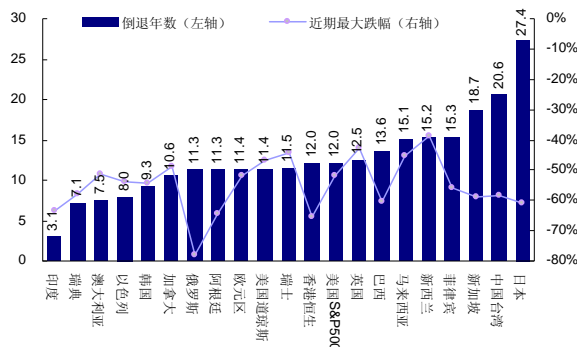
在这次全球金融风暴中，不管是直接还是间接受到冲击，各经济体股指均至少被“腰斩”一次，包括中国、俄罗斯在内的许多新兴市场的股指跌幅最大时甚至被“腰斩再腰斩”。在短短的一年时间里，股价普遍跌得只剩 1/4，面对财富如此快速地缩水，人们的以往信奉的股市投资理念在被颠覆！

图 9：各主要商品价格自高点回落幅度



资料来源：Bloomberg, WIND 资讯, 截至 11 月 21 日

图 10：主要经济体股指倒退年数及近期最大跌幅

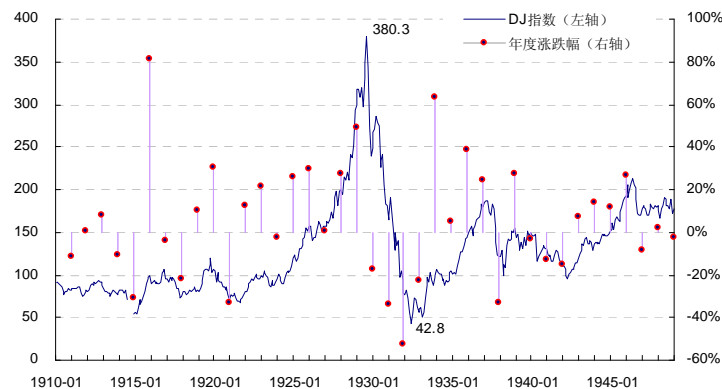


资料来源：Bloomberg, 截至 11 月 21 日

期货市场暴涨暴跌是司空见惯的事, 短线操作是投资者的习惯。但在股市中, 许多人会坚守价值投资理念而崇尚长期持有, 相信自己的投资会最终赢得“时间玫瑰”的馈赠。然而, “时间的玫瑰”在这场“完美金融风暴”中凋谢了。图 4 显示了主要股票市场近期最低点位已经跌至多少年前的水平。欧美、香港等主要股值近期的低点已经跌回到 11-12 年前的水平, 巴西、马来西亚、菲律宾和新西兰的股值跌回 14-15 年前水平, 新加坡和中国台湾则回到了 20 年前, 最突出的属日本股市, 目前点位在 27 年前就出现过。这意味着 27 年前买入指数的投资者到现在没有任何名义收益, 而在这期间货币贬值或者被通胀侵蚀的幅度巨大。按每年 10% 的复合收益率测算, 27 年前投入 1 元钱, 现在是 13 元。

当前人们担忧的焦点就是信贷危机是否会把经济推向衰退的深渊。自今年 4 季度开始, 股指单日涨跌幅超过 5% 的天数明显增加, 振幅达到 8-10% 的日子也不鲜见, 这种与期货市场相仿的大涨大跌不得不令人把当前的危机与 1929 年的大萧条做对比。

图 11：1910-1948 年道琼斯工业指数走势及年度涨跌幅



资料来源：CEIC

不管市场如何震荡, 摆在我们面前的事实是 S&P 500 成分股中已经有超过 60% 的个股 PE 低于 10 倍, 这一现象也是 1982 年以来的首次再现。当前 S&P 500 的股息收益率在经过 50 年之后再一次超过了 10 年期国债收益率。1926 以来, 股息收入占 S&P500 指数总的投资回报的约 42%, 当国债收益率走低和资产长期增值前景黯淡之际, 股息回报成为投资者买股票的重要出发点。

面对 10 年、20 年、甚至 27 年前买了股票至今没有任何名义回报的情景, 我们固然会怀疑“时间的玫瑰”; 但同样值得我们深刻思索的就是, 今天的人们

更加幸运，因为我们可以按 10 年、20 年甚至 27 年前的价格买到股票！短期的市场波动风险在所难免，但逢低分阶段逐步买入并持有，并且保留一定的现金，是一个值得推荐的应对策略。

透过传统行业的“宿命”看美国“蜗牛”艰难爬行

绝大部分行业存在生命周期，尤其是在局限在一个经济体内部的发展历史中，这种周期似乎决定了一个行业很难走出“生老病死”的命运。在纺织、钢铁、造船等之后，我们现在看到的是美国三大汽车巨头的衰落。在苦苦支撑了 20 年后，金融危机成为压垮三大“骆驼”的最后一个借口。其实，在一个全球化的经济环境中，所谓的传统行业并非完全没有出路，例如，在美国各地设有的日本或其他国家品牌汽车厂商面临的处境相对缓和，问题的关键还在于公司自身特有的包袱太重。其中，综合劳动力成本就是重要因素，员工福利费用支出却高得惊人。美国汽车厂商自上世纪 30 年代就开始为职工支付退休金，职工在工作满一定年限并超过 60 岁之后，可以根据工龄来领取一定比例的退休金。在该职工死亡之后，配偶还能领取到这个数目的一半。当退休金制度开始实行的时候，美国人的平均寿命只有 67 岁。而如今人均寿命已经接近 80，领取退休金的年份增加了两倍多。随着技术的发展，汽车工业雇用的工人数目在下降。半个世纪以前，30 个在职工人养活 1 个退休工人，而到今天二者的比例接近 1：1。丰田汽车在 2007 年的退休金开支只有通用的十分之一。在医疗保险方面，医疗保险费用的上涨超过了工资的速度，目前每个职工连带家庭的医疗保险费在 1500 美元左右，而丰田汽车却只有 110 美元。综合来看通用每生产一辆汽车背后的福利开支就是 4000 美元，显著超出日本和其他国家汽车公司的负担。

美国的医疗健康行业占 GDP 的比重超过 15%，在老龄化趋势下，整个经济体的负担日益沉重，美国“蜗牛”将背着重重的壳儿慢慢爬行，这给我们的启迪就是，传统行业生命周期制约公司估值；在中国走向先进国家的过程中，企业的劳动力成本将会因为民生因素或者工会力量的增强而逐步提高，在环境保护和节能的强化过程中，企业承担的社会成本也将提高。因此，无论是一个国家还是一个企业，效率提高是化解未来成本上升、提高投资回报率的必由之路！

非理性回归：祸起“大小非”

危机与“大小非”交织，成为 A 股市场暴跌的两大因素。中国经济景气周期性下行叠加了国际金融危机的冲击力，A 股“腰斩”实属难免；然而，下跌态势呈“断崖”状，期间鲜有像样的反弹，技术分析失效，最大跌幅接近 73%，则在很大程度上归因于限售股解禁的抛压。虽然我们曾提出 08 年 A 股市场可能会“在博弈中回归理性”，但回归的结果已经超出我们的想象和历史上可借鉴的类比范围而变得有点“非理性”了！

截至 08 年 10 月底，沪深两市因为股权分置改革而产生的限售股总计约 4667 亿股，其中“大非”约占 80%，为 3929 亿股，“小非”约占 20%，为 738 亿股；累计已经解禁了 23.4%，合计 1184 亿股，其中“大非”解禁了 19.2%，计 753 亿股，“小非”解禁了 58.5%，计 432 亿股。解禁后“大非”总计减持了 82 亿股，占可减持量的 10.9%，“小非”总计减持了 190 亿股，占可减持量的 44%。

从股改限售股减持的情况来看，“小非”的减持意愿和比例显著高于“大非”。而从 2800 点开始，限售股的抛量已经与当月新增的解禁股规模退去了关联度，估值水平成为减持与否的关键因素。除了 7 月份市场企稳反弹之际减持量略有提高之外，市场持续下跌的过程中，每月的抛量与可减持量的比例不超过 1%，这

意味着证监会对于限售股的减持新规已经不产生任何实际制约作用!

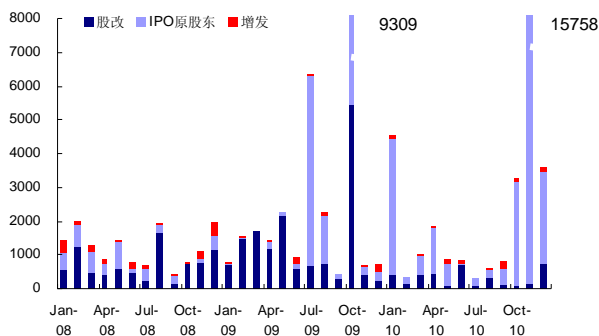
表 2: 08 年 6-10 月份股改限售股解禁与减持统计

解禁/减持 (亿股)	6 月份			7 月份			8 月份		
	合计	大非	小非	合计	大非	小非	合计	大非	小非
累计股改限售股	4572	3886	735	4621	3895	742	4637		
未解禁限售股存量	3718	3421	320	3741	3219	322	3542		
当月份解禁数	29.6	21.7	3.7	25.3	210.4	5.1	215.5		
累计解禁数	843	454	414	868	664	420	1084		
累计解禁占比	18.43%	11.68%	56.40%	18.79%	17.05%	56.55%	23.37%		
剩余可减持量	597	379	240	618	586	239	825		
当月减持数量	4.5	2.9	5.6	8.5	0.9	3.9	4.8		
占累计解禁比例	0.54%	0.65%	1.34%	0.98%	0.14%	0.92%	0.44%		
占可减持量比例	0.75%	0.77%	2.32%	1.37%	0.16%	1.62%	0.58%		
累计减持数量	250	78	180	259	79	184	263		
累计减持占比	29.67%	17.24%	43.51%	29.78%	11.92%	43.90%	24.30%		
沪深 300 涨跌幅	-22.69%			0.48%			-14.74%		
		9 月份			10 月份				
累计股改限售股		3909	754	4663	3929	738	4667		
未解禁限售股存量		3225	333	3557	3165	307	3471		
当月份解禁数		9.1	1.6	10.6	79.4	10.6	90.1		
累计解禁数		673	421	1094	753	432	1184		
累计解禁占比		17.22%	55.88%	23.47%	19.16%	58.47%	25.38%		
剩余可减持量		594	237	831	672	244	917		
当月减持数量		1.5	3.1	4.5	1.4	2.6	4.0		
占累计解禁比例		0.22%	0.72%	0.41%	0.19%	0.61%	0.34%		
占可减持量比例		0.25%	1.29%	0.55%	0.21%	1.07%	0.44%		
累计减持数量		81	187	268	82	190	272		
累计减持占比		11.98%	44.46%	24.48%	10.90%	43.98%	22.96%		
沪深 300 涨跌幅				-6.19%			-25.85%		

数据来源: WIND 资讯, 中国登记结算公司, 国信证券经济研究所

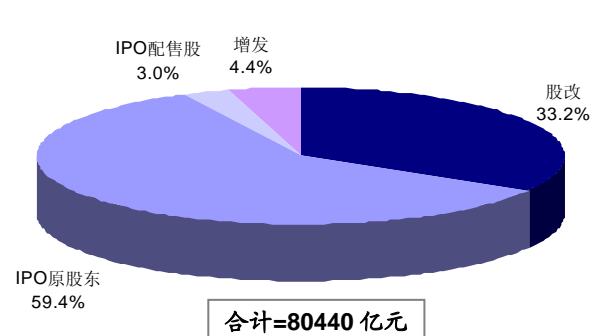
截至 10 月底, 股改限售股未解禁与解禁但尚未减持的规模为 4395 亿股, 其中“大非” 3847 亿股, “小非” 548 亿股, 合计市值在上证综指 2000 点时约为 3 万亿元, 这就是到 2010 年底时的潜在抛压。但我们认为“大非” 未来的减持比例应在 20% 以内, 假设“小非” 全部减持, 则未来实际抛压约为 1 万亿元。

图 12: 2008-2010 年限售股解禁月度规模 (亿元)



资料来源: WIND 资讯, 国信证券经济研究所

图 13: 2008-2010 年限售股解禁量的分类结构比例

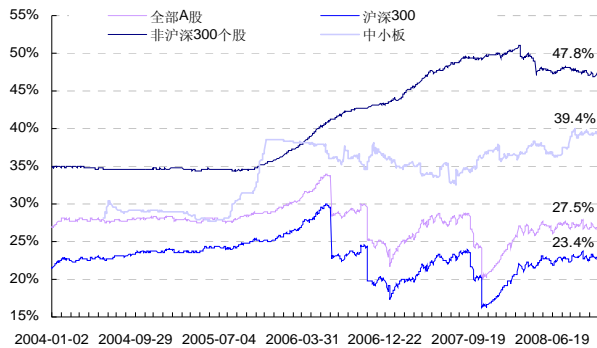


资料来源: WIND 资讯, 截至 08 年 11 月 15 日

2008-2010 年 IPO 原股东解禁市值按上证综指 2000 点计值约 5 万亿元, 占各类限售股的 62.4%, 机构和一般股东配售 2400 亿元; 再剔除新老划断后 IPO 的大型央企, 市值约剩 1 万亿元; 增发配售股解禁市值为 3500 亿元; 如果未来 3 年 IPO 和增发机构与一般股东配售减持 80%, 央企减持 10%, 其它企业减持

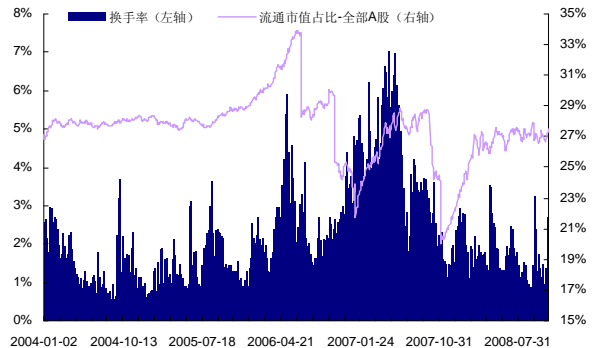
25%，则合计的减持金额为 1 万亿元。这与股改限售股的抛压大体相当。

图 14: A 股市场流通市值占比变迁



资料来源: WIND 资讯, 截至 08 年 11 月 15 日

图 15: 沪深两市 A 股交易日换手率



资料来源: WIND 资讯, 截至 08 年 11 月 15 日

问题的关键在于指数上涨的过程中, 一方面存量流通市值膨胀需要资金推力, 另一方面解禁股抛售下流动市值占比持续提高也需要资金推动, 这意味着未来市场上面临双重压力。根据表 2 的测算, 如果维持 2000 点位, 流通市值占比从目前的 27.9% 提升至 40%, 则需要约 2 万亿元的承接资金, 相当于原流通市值的 45%; 如果上证综指从 2000 点涨至 3000 点, 同时流通市值占比扩大至 40%, 则流通市值规模增量为 $2.23+2.9=5.13$ 万亿元, 相当于再造一个 A 股市场!

表 3: 大盘指数推升与流通市值占比提高引发的资金压力 (万亿元)

上证综指点位	存量市值		限售股解禁抛售把流通市值占比推升至假设目标比例的增量市值				
	总市值	流通市值	假设占比: 30%	35%	40%	45%	50%
3500	27.97	7.80	0.59	1.99	3.39	4.79	6.19
3000	23.97	6.69	0.51	1.71	2.90	4.10	5.30
2700	21.58	6.02	0.46	1.54	2.61	3.69	4.77
2500	19.98	5.57	0.42	1.42	2.42	3.42	4.42
2200	17.58	4.90	0.37	1.25	2.13	3.01	3.89
2000	15.98	4.46	0.34	1.14	1.94	2.74	3.53
1800	14.38	4.01	0.30	1.02	1.74	2.46	3.18
1500	11.99	3.34	0.25	0.85	1.45	2.05	2.65
1300	10.39	2.90	0.22	0.74	1.26	1.78	2.30

资料来源: WIND 资讯, 国信证券经济研究所

总体来看, 在“大小非”减持、市场供求关系的失衡的情况下, 估值成为个股选择的关键要素。虽然当前指数水平上“大小非”不算突出的矛盾或者制约因素, 但上证综指在 2500 点以上, 尤其是到达 2800-3000 点一带, “大小非”必将重新成为制约市场的核心因素!

未来的股市政策中, “大小非”问题的关键是控制 IPO 增量, 因为来自 IPO 原股东限售股不仅解禁的规模庞大, 而且持股时间短, 原始获取成本更低, 现实抛压大, 是造成市场“失血”的祸首。长期来看, 解决 IPO 增量限售股的途径一是改革新股发行制度, 二是在落实发行公司可交换债券政策时推行融资融券增加资金供给。而目前较为现实的手段则是国有控股上市公司 (包括央企和地方国企) 承诺暂不减持和鼓励增持, 必要时进行股份回购。

“大小非”之祸的启示就是, 股票供求矛盾的缓解长期来看一定是依托估值定价的市场化力量。庞大的存量与增量股票供给压力, 意味着下一轮牛市必须要有经济基本面的支持推动, 同时, 也只有通过新一轮牛市方能彻底化解当前全流通压力。在宏观预期不明朗和“大小非”政策不确定的情况下, 不要迷信救市。

经济前景 LV

我们无意谈论奢侈品，我们要探讨的是国内外经济在加速下滑之后是一蹶不振的 L 型低迷，还是能在各国疯狂降息并施之于“凯恩斯魔手”的刺激下实现 V 型反转，抑或是经过 2 年调整后迎来 U 型回升。在内外复杂因素交错作用下，中国经济能否在较短时间内企稳还充满变数，使得 A 股市场投资笼罩在“低可见度”的迷雾之中。

眼前的迷雾

美元“爬坡”抑或“下山”？

自今年 7 月份以来，在美国次贷危机逐步演变为全球金融危机的环境下，美元指数却扭转了此前的下降态势开始走强，美元兑欧元汇率升值近 20%，资源型国家的货币兑美元汇率更是下跌 30%-40% 之多。我们根据英国经济人杂志公布的汉堡指数测算了截止 2008 年 11 月 19 日各国货币相对于美元的高估幅度。按购买力平价理论计算，目前北欧货币、英镑、欧元兑美元汇率依然存在不同程度高估。如果按美元指数中的六种主要货币权重计算，美元指数目前还有约 18.5% 的升值空间，即从 85 点涨至 100 多点。

大范围“去杠杆化”进程决定了当前主要货币汇率。而所谓的“去杠杆化”有两方面的内涵，一是伴随着金融危机的蔓延以及全球经济陷入衰退的担忧加剧，投资者的避险意识持续上升，日元、美元资产套利交易大量平仓，造成资金流出高息货币及新兴市场，回流美元、日元资产，从而推动日元兑美元和欧元汇价近期大幅飙升；二是美国本身存在的贸易赤字在前期美元贬值和国内消费减缩以及能源价格暴跌的多重作用下，开始了收缩。08 年 9 月份贸易逆差大幅收窄 4.4%，至 564.7 亿美元，为 2007 年 10 月出现 563.3 亿美元贸易逆差以来的最小水平。因此，无论是购买力平价作用还是贸易赤字缩减，加上当前的避险需求，美元的中期强势基本确立。

克林顿执政期间的美元和美股“双牛市”让人们憧憬民主党新当选总统奥巴马上任后能重振美国经济。与麦凯恩更激进的“自由贸易”主张相比，奥巴马当政后更有望出台大规模的财政刺激方案，包括对于低收入群体的减税政策、企业减税（为促进就业对每雇佣一名新员工对企业实行 \$3000 免税额，取消小企业的资本利得税）、投入 \$250 亿基础设施项目建设、延长失业救济等，新政策主要围绕解决三大经济难题：挽救经济、重建金融系统和制定贸易政策。短期来看，奥巴马的当选被视为美元利好，因为这在一定程度上显示出美国政府在危机管理能力上更为主动，不会像麦凯恩那样保守；积极的经济刺激方案有助于美国经济及早走出衰退的阴影。

避险需求、购买力、贸易赤字缩减三大因素确立了美元的中期强势，在欧元区困境面前，这种强势仍将延续。然而，在美元强势的背后不是没有隐患，为拯救金融系统而大规模注资的结果是否引发美元泛滥值得我们深思。美国加紧对抗信贷紧缩危机，令美联储的资产负债表亦迅速膨胀，持有资产快速增加，由 9 月 10 日雷曼兄弟破产前的 9240 亿美元，急升至 2.2 万亿美元，升幅达 138%；在各国协作缓解危机的过程中，美联储与多个国家建立美元货币互换机制，与巴西、

墨西哥、南韩及新加坡分别成立 300 亿美元美元互换额度，而与欧元区、英国及日本更是容许无上限提取美元。未来市场预计美联储的资产负债表规模膨胀甚至可能增至 3 万亿美元，相当于美国 GDP 约 20%。一旦短期内的避险需求消退，美元升值影响美国的出口，如此大规模扩张基础货币终究将引发美元贬值。这一格局是在 09 年还是 2010 年出现我们难以判断，但有一点是确定的，美元汇率决定石油等大宗商品价格，而这些价格对于中上游行业的盈利以及包括股票、房产在内的资产价格具有很大的影响。

通缩还是通胀？

一切都似乎变得太快，08年上半年还在为流动性泛滥、高油价、粮食危机和通胀失控风险而焦头烂额的时候，没想到一场金融危机消灭了所有的流动性和价格泡沫。金融危机蔓延之后全球经济衰退的风险陡增。IMF最新的全球经济预测在发达经济体拖累下，全球实际GDP增长将从07年的5%下降到08年的3.75%，09年将降至2.2%，低于2.5%的衰退界定线。09年欧美日等发达经济体将出现-0.25%的负增长，这将是战后的首次年度收缩。新兴经济体09年预计增速将明显放慢 5.1%。

目前来看，此次经济下滑与 1975 年和 1982 年相当，大多数人认为此次全球的经济衰退不至于恶化到像 1929 年那样，但大萧条惨境仍然难从人们的记忆中抹去：1929-33 年美国有 5000 家银行倒闭，13 万家企业倒闭，汽车工业下降了 95%，钢铁产能利用率不足 15%；连续 14 个季度经济负增长算术累计达 -68.6%（总计达 30%），失业率从 2.5%迅速上升至 25%。世界国际贸易从 686 亿美元下降到 1933 年的 242 亿美元。在德国，工业设备利用率下降到 36%，工业生产下降了 40%，物价下跌 30%。英国、法国、日本的工业生产也均下降了 30%以上。

经济活动的急剧收缩引发了商品价格的急跌，2005 年以来油价首次跌破 50 美元，预示着这次衰退历时可能超出原先的估计。经济数据导致长期利率下降至历史低位，美国市场两年期利率下降至 1%以下，为历史最低水平，短期美国国债的收益率更是跌至零，人们普遍认为美联储会进一步降息至 0.5%甚至是零利率。主导这些现象的原因就是通缩预期。

然而，一部分人也担忧在极度宽松的货币环境和低利率条件下，一旦经济下滑态势趋缓，泛滥的流性能否重新点燃通胀的火焰。值得注意的是近期黄金价格的相对坚挺。世界黄金协会最新发布的《黄金需求趋势》称，全球投资者为避免金融危机的影响，买家纷纷在金价走低时购置黄金，08 年第三季度按美元计算的黄金需求达到 320 亿美元，创下有史以来最高季度纪录，环比增长 45%，按量计同比增长 18%。报告确认了第三季度的黄金需求为投资需求，其中零售投资需求上升 121%，达 232 吨。包括台、港、澳等市场在内的中国黄金需求量三季度增加 18%至 109 吨。如果是经济衰退和通缩趋势，黄金的熊市往往不可避免，而当前强烈的黄金需求和价格背后除了避险的需求外，在一定程度上也反映出人们对于美元的信心不足，以及市场对未来几年后通胀抬头的担忧。

与美元汇率一样，通缩与通胀之所以重要，关键还在于资源与资产价格是否会一直受到压制，在通缩的过程中，居民消费不振，经济增长的良性循环阻断，工业生产低迷，进而影响工业企业盈利增长趋势。在中国我们观察到的规律就是，当 CPI 与 PPI 企稳并适度回升，CPI 高于 PPI 时，上市公司的盈利增长态势处于最佳状态。

尽管我们对于通胀与通缩难以作出明确的判断，但有一点是可以肯定的，这

就是先释放通缩压力再看通胀可能，在 09 年上半年前 CPI 将持续回落，PPI 在 3 季度前持续回落，在此期间企业盈利仍会加速下滑。

欧美经济前景 L 型

美国在 07 年 Q4 GDP 下滑 0.2%后，今年 Q3 季度再次下降 0.5%，预计 Q4 经济表现更差，实际 GDP 预计下滑 1.5%；日本、欧元区多个国家经济自今年 Q2 以来连续两个季度收缩，很明显，目前全球已经进入衰退周期。

二战后美国经济衰退共有 10 次，延续时间平均为 10 个月，最长的一次是 1981/82 年期间的 16 个月衰退期。在衰退期间，工业生产平均下滑 10%，产能利用率下降至 75%，失业率平均高达 8%左右。从目前的经济状况来看，许多指标与历史上相对严重的经济衰退周期相比还有下跌空间。

表 4: 1929 年以来美国经济衰退周期统计

周期时间点 ¹		持续时间 ²		衰退期经济指标			衰退期股市表现	
波峰	波谷	衰退	扩张	工业生产跌幅	产能利用率 ³	失业率 ⁴	下跌期限 ²	最大跌幅
August 1929(III)	March 1933 (I)	43	21	-54.0%			32	-86.2%
May 1937(II)	June 1938 (II)	13	50	-31.9%			12	-54.5%
February 1945(I)	October 1945 (IV)	8	80	-35.5%			0	-6.9%
November 1948(IV)	October 1949 (IV)	11	37	-10.0%		7.9	11	-20.6%
July 1953(II)	May 1954 (II)	10	45	-9.3%		6.1	8	-14.8%
August 1957(III)	April 1958 (II)	8	39	-13.6%		7.5	3	-20.7%
April 1960(II)	February 1961 (I)	10	24	-8.7%		7.1	14	-13.9%
December 1969(IV)	November 1970 (IV)	11	106	-6.8%	77.8	6.1	17	-36.1%
November 1973(IV)	March 1975 (I)	16	36	-12.9%	74	9	20	-48.2%
January 1980(I)	July 1980 (III)	6	58	-6.5%	77.9	7.8	1	-17.1%
July 1981(III)	November 1982 (IV)	16	12	-9.3%	70.9	10.8	20	-27.1%
July 1990(III)	March 1991(I)	8	92	-4.1%	78.6	7.8	2	-19.9%
March 2001(I)	November 2001 (IV)	8	120	-6.2%	73.6	6.3	30	-49.2%
平均周期				当前数据				
1854-2001 (32 个周期)		17	38	-5.95% ⁵	75.5 ⁶	6.5 ⁷	13 ⁸	-51.9% ⁸
1854-1919 (16 个周期)		22	27					
1919-1945 (6 个周期)		18	35					
1945-2001 (10 个周期)		10	57					

数据来源：US BEA。注：1、括号中指季度；2、持续时间用月份表示；3、产能利用率为衰退期间最小值；4、失业率为衰退期间最大值；5、2008 年 10 月工业生产自 2008 年 1 月最高水平下降 5.95%；6、产能利用率 2008 年 9 月回落至低点 75.5%，10 月略有回升；7、2008 年 10 月失业率升至 6.5%；8、截止 2008 年 11 月 20 日，S&P500 指数持续下跌 13 个月，跌幅达 51.9%。

先行指标显示衰退仍将继续，深度可比 1980 年衰退周期

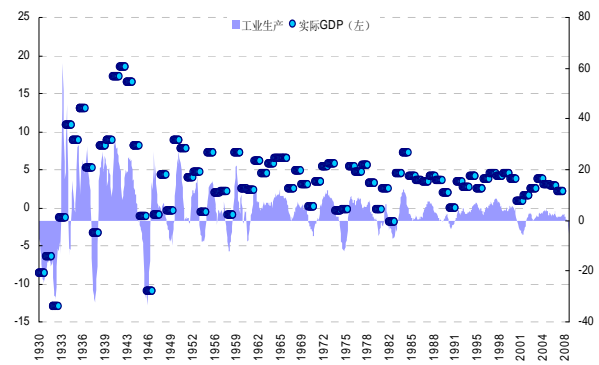
OECD 公布的最新先行指标继续回落，OECD 国家经济加速下滑，新兴经济体也步入下行周期。经修正后的 OECD 国家先行指标环比下降 1.5 个点，同比下降 6.1 个点，降幅较前几个月加快，其 6 个月变化率连续 13 个月出现负值。

JP 摩根全球制造业采购经理人 PMI 指数在 9 月份跌破 2001 年“9.11”低点后，10 月份再创该指数设立以来的新低，降至 41.0，为连续第 5 个月低于 50 临界值，表明制造业萎缩幅度进一步加剧。信贷危机对实体经济的冲击正在加深，需求出现大幅萎缩，新订单、产出和就业指标均急速下滑，降幅远超出市场预期。各分项指标降至 1980 年经济衰退中期时的水平。

工业生产一般被看作实际 GDP 增速的参考指标，从工业生产同比增速可以看出，我们所处的本轮衰退周期才刚刚开始。如果把 1981/82 年的经济衰退作为参考，则美国的工业生产将进一步下滑，产能利用率有降至 70%一带的压力，

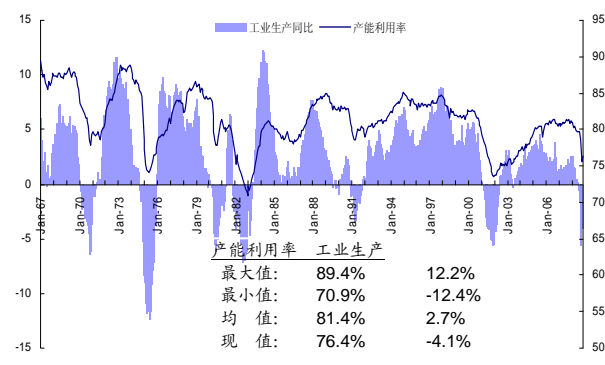
而失业率到明年中期前后很有可能达到 8-8.5% 的高位。

图 16: 美国实际 GDP 与工业生产同比增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 17: 美国工业生产与产能利用率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

商业银行危机重重延缓复苏步伐

美国联邦存款保险公司发布报告称,美国本土明年最少有 100 家银行倒闭破产,需要的保障额度是 1500 亿美元,远超其不到 500 亿美元自有资产。危机一旦爆发,最终只能向美国财政部求援。另一方面,09 年美国 and 欧盟国家许多金融衍生产品到期日也蕴含大面积违约风险,特别是利率可调节按揭贷款 (ARM) 发行的高峰期是 2005 - 2006 年两年,总量有数千亿美元。按 ARM3 年到期计,08/09 年是 ARM 的还款高峰。美国购房者已纷纷出现断供现象,未来 ARM 的大量违约已成定局。由于 ARM 在商业地产和住宅贷款中都存在,这必然会给很多商业银行造成损失。预计在未来两年,美国银行业将进一步遭受 4500 亿美元的损失,规模相当于美国当前商业银行业资本金的 45%。

部分机构预测美国明年 2 季度能走出负增长的泥潭,09 年全年 GDP 维持零增长,但汽车业困境下的就业形势压力、信用卡违约风险以及未来商业银行的危机将可能延缓美国 and 整个发达经济体的复苏进程,欧美日三大经济体步入 L 型调整格局可能性很大。至少,我们对于外部环境不必报有任何幻想!

中国经济: 转型但不失落

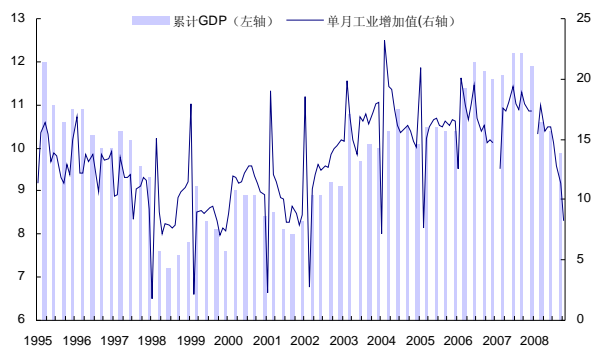
现实的压力: 收入预期与消费下滑

中国制造业的“塌陷”始于 08 年 8 月份,虽然公布的数据由于夹杂了奥运因素干扰了人们对于严重性的判断,但这种趋势性力量之大在 10 月份暴露无遗!根据物流与采购联合会统计,中国制造业采购经理指数 PMI 较高峰回落了 24.7% (考虑到季度波动性的里昂 PMI 回落了 18.4%),其中新订单和新出口订单指数回落幅度超过 35%,而相对平稳的从业人员指数跌至 47,为 05 年以来的最差水平。

GDP、居民收入与消费金额的名义增速基本一致,联动节奏略有时差。经济景气下降时就业形势稍后开始恶化,使得居民收入的增速下降滞后于 GDP 增长,就业形势和收入预期进而再逐步反映到消费。从当前趋势来看,国际金融动荡和世界经济的显著放缓加速了出口部门企业的停业倒闭,并正在向许多制造业蔓延,而且先期受到冲击的是劳动密集型产业和企业,工业生产的急速下滑对就业形势构成了严峻考验,官方公布的城镇户籍人员的就业状况不能反映加工贸易

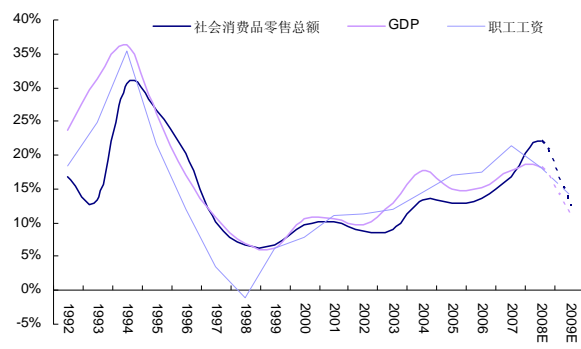
出口行业和建筑行业大量失业的农民工问题。可以预见的是社会失业扩大的风险将在年关前后全面暴露，在中国的产业升级和结构转型的进程中，劳动密集型产业仍占据国民经济的重要份量，企业创造的就业需求与宏观经济增速有着密切的正相关性，因此，政府出台各项保增长措施其首要出发点实际上还是民生与就业。

图 18: 中国工业增加值与 GDP 增速



资料来源: WIND 资讯

图 19: 消费品零售额、GDP 与职工工资名义增速



资料来源: WIND 资讯, CEIC

严峻的就业形势制约了居民，特别是农村居民的收入预期，对居民消费构成冲击，在今后 2-3 个季度时间里，这将进一步反映在社会消费品零售总额的增长数据中。从这一趋势来讲，人们对于实体经济的感观认识还将继续恶化，在很大程度上影响着市场信心。

断崖下的崎岖路：转身眩晕与转型阵痛

未来欧美日三大发达经济体同步滑向衰退、新兴市场经济体动荡，是中国经济面临的客观外部环境。在大力度大面积的“去杠杆化”进程中，美国从过度消费必须“转身”而力争增加出口，与此同时，包括中国在内的许多亚太地区出口国“转身”减少出口，增加内需也是大势所趋。在这一个过程中，依托廉价低质的出口竞争优势不复存在，原来的过剩产能惨遭淘汰，给我们带来转身时的眩晕。

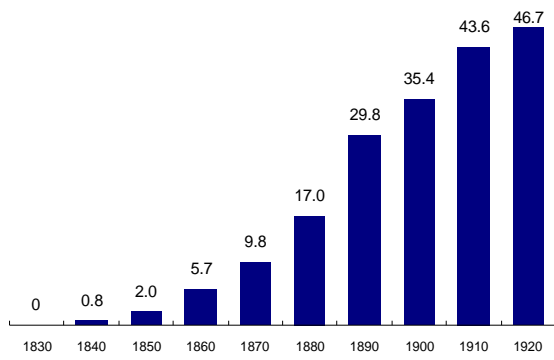
从中长期来看，随着劳动力综合成本的显著上升以及资源和社会环境代价的提高，中国的制造业面临着转型。而转型的过程不可能一蹴而就，东南亚等一些低成本国家在某些领域逐步取代中国，期间带来的阵痛在所难免。在新的出口竞争优势没有形成之前，必须有新的突破口或者增长点。“断崖之下崎岖路”，在 09 年中国经济将经历一个筑底过程。

“轨道线” 绕开 “失落十年”

面对外需萎缩，中国的过剩产能有个痛苦的消化期，因此，有人认为中国可能由此步入类似日本在上世纪 90 年代那样的“失落十年”。我们不否认中国经济目前处于“硬着陆”的过程中，下一轮的经济景气回升需要汽车、地产等先导性产业的回暖，居民消费的扩大并拉动新一轮经济的良性循环需要时间；但中国现在就步入“失落的十年”还言之过早，铁路等基建工程还未建设到位之前，通过投资拉动经济将是中国规避“失落”的现实而有效的路径。

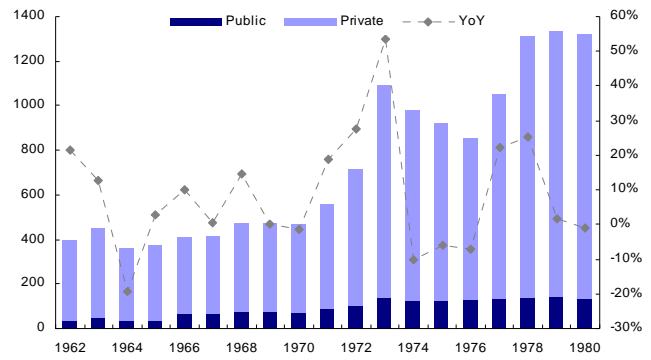
全球金融危机和经济衰退对于中国不完全是冲击，美元没有崩溃使得我国庞大的外汇储备没有受损，而资源价格的暴跌为中国加速工业化、城市化进程以及铁路等“短板”基础设施建设带来了极佳的时机！如果说 08 年上半年我们还因为要防止通胀失控而畏首畏尾的话，现在到了可以放开手脚的时候了。

图 20: 1830-1920 美国铁路里程 (万公里)



资料来源: AAR, 国信证券经济研究所

图 21: 1962-1980 年日本铁路投资

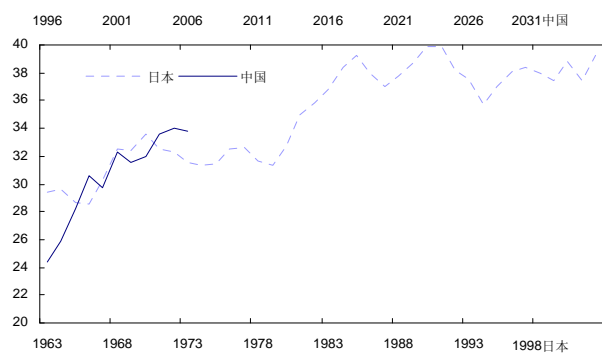


资料来源: 国信证券经济研究所

我国的工业化进程于 21 世纪初步入了重化工发展阶段。对在国土面积、资源分布、地缘经济特征、经济增长潜力等诸方面与美国 1910s 那个时代相似的中国现阶段来说, 2007 年 7.8 万公里的铁路营运里程和 1978 年以来 1.8% 的年复合增长速度显得基数过低、速度过慢。国土面积和矿藏资源远不如我国的日本在其工业化初步完成后铁路投资仍很大。目前我们以全球 6% 的铁路运营里程完成了世界 1/4 的铁路运输周转量, 只满足了国民经济发展需求的 35%。我国制定的 2010 年铁路运营程超过 9 万公里、2020 年超过 12 万公里的目标只是阶段性目标, 长远看我国应有更多的铁路。

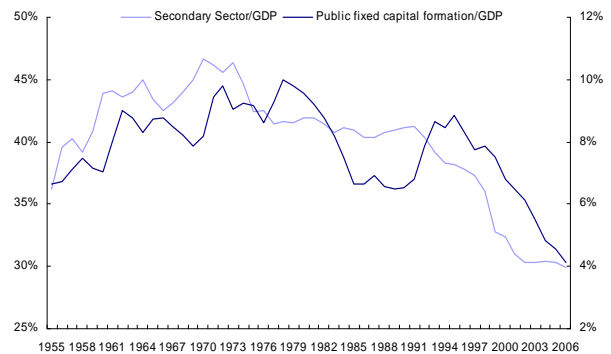
以人均 GDP 指标、轻重工业比重和城市化率相比较, 我国现阶段工业化阶段对应于 1970s 的日本。日本七十年代对基础设施建设需求, 尤其是对公路、铁路等交通运输基础设施建设的需求将在我国重演。日本在上世纪 50 年代到 70 年代的工业化阶段, 经济快速增长, 拉动了客运、货运等交通运输的巨大需求, 也拉动了铁路、公路等基础设施的投入; 在 1970 年初步完成工业化后, 其基础设施建设依然维持高位。

图 22: 我国与日本机械和运输设备占制造业增加值比例



资料来源: CEIC, Wind 资讯, 国信证券经济研究所

图 23: 日本工业化完成后公共投资依然维持高位



资料来源: Japanese Cabinet Office, 国信证券经济研究所

过去 30 多年, 我国工业化进程不断推进, 但区域经济发展不平衡, 长三角、珠三角、环渤海湾三大沿海经济圈相对发达, 东北和中、西部地区欠发达的现状, 城市与区域间的产业分布在沿海狭长的 200-300 公里纵深, 公路运输即可解决运输问题。随着沿海土地价格和人工成本的上升, 产业逐步向内陆转移或推进后, 运输距离拉长, 铁路因而有用舞之地。大力发展铁路和轨道交通是与我国城市化工业化进程相协同的。一方面, 从工业化迈向重工业化的过程中, 大量基础材料和制成品需要运输, 在国际产业转移的大环境下, 这种运输需求空前强大。随着

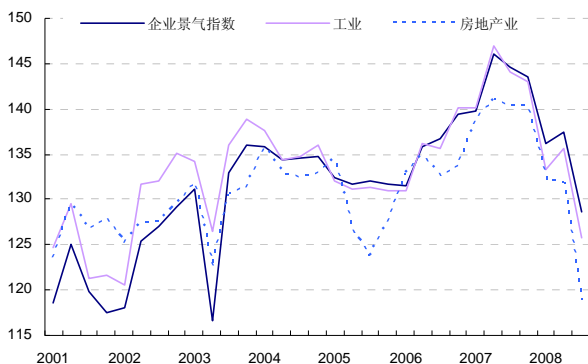
人民币升值和国内劳动成本和资源价格上升,降低运输物流成本是巩固和提升本国制造业竞争优势的重要环节,而铁路运输是构建这一环节的基础。

另一方面,城市化进程的加速引发客运需求膨胀:人口迅猛流入城市,促成了大都市的形成,北京、上海、广州以及其他一些地方中心城市交通拥堵现象日益突出,轿车的发展不可能无限制下去,只有通过地铁和轻轨等轨道交通进行有效缓解,地铁工程量持续增大,并藉此进一步促进住宅消费的扩大。随着大都市圈的形成,在“珠三角”、“长三角”以及“京津塘”地区已经发展出了城市群的形态,城市间的高速铁路客运需求急剧膨胀,三大城市群中心城市的高速客运随着京沪高速铁路的开工而迅速进入现实世界!因此,铁路与轨道交通的建设不仅仅承担的是拉动经济增长任务,还是中国经济摆脱“短板”限制,提高交通运输体系效率和增进国家竞争优势的重要路径。

企业盈利的“压力测试”

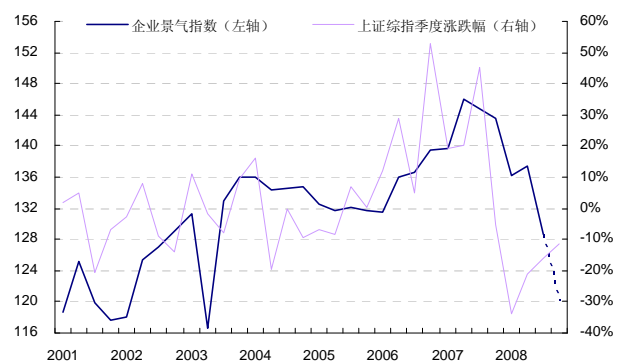
企业盈利与股票价格波动紧密联系,而企业盈利增长的决定因素主要是整个经济景气度。国内外的实证研究总体证明了景气、盈利与股价之间的同步关联。中国经济在外部需求减弱和地产、汽车两大先导性产业作用下,自07年下半年开始步入周期性景气回落,工业企业利润与上市公司盈利增速开始逐步放缓。

图 24: 房地产引领企业景气度下滑



资料来源: WIND 资讯

图 25: 企业景气度与上证综指季度涨跌幅对照



资料来源: WIND 资讯, 国信证券经济研究所

08 年 3 季度开始企业盈利加速下滑

08 年三季报 A 股可比公司 1597 家,共实现营业收入 82193 亿元,同比增长 26%;共实现营业利润 9567 亿元,同比下降 7.1%;实现净利润 8207 亿元,同比增长 6.3%,较半年报 15%的业绩增速回落了 8.7 个百分点。3 季度单季可比公司 1590 家的净利润同比下降 10.39%,是过去 9 个单季度以来首次出现同比负增长。沪深 300 成份股 08 前三季度可比公司 298 家,共实现净利润 7370 亿元,同比增长 5.2%,增速较 08 上半年的 13%显著回落。分类别来看,剔除金融、石油和天然气开采业、及电力行业后,净利润同比增长 16.5%,增速较上半年显著回落 13.9 个百分点,反应了经济周期下行、行业景气回落态势!

表 5: 08 年前 3 季度分类别可比公司净利润增速

	1Q08			1H08			3Q08		
	可比公司	净利润	同比增长	可比公司	净利润	同比增长	可比公司	净利润	同比增长
全部 A 股	1572	2359.8	16.64%	1594	5832.6	15.07%	1597	8207.4	6.33%
剔除金融合计	1547	1403.4	-0.40%	1566	3175.0	-2.69%	1569	4581.7	-5.45%
剔除石油天然气开采、电力	1508	1956.8	45.09%	1529	5158.0	38.53%	1532	7059.7	21.26%
剔除金融、石油天然气开采	1545	1026.4	26.15%	1564	2527.8	20.71%	1567	3434.3	6.28%
剔除金融、石油、电力	1483	1000.4	36.17%	1501	2500.4	30.39%	1504	3433.9	16.46%

资料来源: 国信证券经济研究所

09 年上市公司 ROE 预测

企业利润作为一项货币金额度量, 主要与名义经济指标有关。理论上讲, 当上市公司能很好地代表国民经济的各个产业以及各产业链的上下游分布状况时, 其盈利能力净资产收益率 ROE 指标主要与名义 GDP (收入关联) 与居民名义收入 (成本关联) 有关。由于上市公司往往参与资本市场投资, 股票市场的表现在一定程度上也会通过投资收益影响其 ROE 水平。遵循这一逻辑, 我们分析了 1998-2008 年期间 A 股公司或者工业企业利润与名义 GDP 增速和居民收入名义增速之间的相关性, 并以此作为推演预测 09 年 A 股公司的 ROE 水平。

路径之一: 从工业企业 ROA 到 A 股公司的 ROE

表 2 列示了中国工业企业总资产收益率 ROA 与 GDP 和城镇居民收入的名义增速。通过回归分析得到的拟合公式为:

$$ROA = -0.01948 + 0.35332 \times \text{GDP 名义增速} + 0.2336 \times \text{城镇居民名义收入增速}$$

表 6: 1998-2008 年中国工业企业效益 (10 亿元)

年份	总资产	负债	资产负债率	净资产	利润总额	ROE	ROA	GDP 名义增速	城镇居民名义收入增速
1998	10498	6720	64.02%	3777	147	4.15%	1.49%	6.87%	5.13%
1999	11238	6966	61.99%	4272	220	5.47%	2.08%	6.25%	7.91%
2000	12398	7589	61.21%	4809	426	9.39%	3.64%	10.64%	7.28%
2001	13418	7965	59.36%	5454	466	9.08%	3.69%	10.52%	9.23%
2002	14479	8501	58.71%	5978	562	9.83%	4.06%	9.74%	12.29%
2003	16707	9866	59.05%	6842	815	12.72%	5.21%	12.87%	9.99%
2004	19526	11553	59.17%	7973	1134	15.31%	6.25%	17.71%	11.21%
2005	24077	14025	58.25%	10052	1436	15.94%	6.65%	15.01%	11.37%
2006	28594	16518	57.77%	12076	1878	16.98%	7.17%	15.26%	12.07%
2007	34629	20062	57.93%	14567	2627	19.72%	8.30%	17.75%	17.24%
2008E	40737	24331	59.73%	16406	2721	17.57%	7.07%	18.10%	13.28%

资料来源: WIND 资讯, 中国经济统计年鉴, 国信证券经济研究所。

注: 净资产收益率 ROE=利润总额/期初期末净资产均值, 总资产收益率 ROA=利润总额/期初期末总资产均值。实际所得税率约为 10%。

根据表 3 的数据序列, 我们回归拟合了 A 股公司 ROE 与工业企业 ROE 以及上证综指年度涨跌幅之间的关系, 其公式为:

$$A \text{ 股 ROE} = 0.05562 + 0.56986 \times \text{工业企业 ROE} + 0.00451 \times \text{上证综指涨跌幅}$$

我们预计 09 年 GDP 名义增速为 11.3% (实际增速 8.8% 加上预测 CPI 2.5%), 城镇居民名义收入增长 12%, 则 09 年工业企业 ROA=4.84%, 按 59% 的资产负债率测算, 工业企业 ROE 水平为 11.82%。不考虑 09 年 A 股市场的涨跌, 则可推算出 A 股公司 09 年度的 ROE 水平为 12.3%。

表 7: 1998-2008 年中国工业企业与全部 A 股公司 ROE 水平

年份	工业企业 ROA	ROA 拟合值	资产负债率	工业企业 ROE	上证综指涨跌幅	全部 A 股 ROE	拟合 ROE	GDP 名义增速	城镇居民名义收入增速
1998	1.49%	1.68%	64.02%	4.15%	-3.97%	10.06%	7.91%	6.87%	5.13%
1999	2.08%	2.11%	61.99%	5.47%	19.18%	10.07%	8.77%	6.25%	7.91%
2000	3.64%	3.51%	61.21%	9.39%	51.73%	11.25%	11.14%	10.64%	7.28%
2001	3.69%	3.93%	59.36%	9.08%	-20.62%	8.02%	10.64%	10.52%	9.23%
2002	4.06%	4.36%	58.71%	9.83%	-17.52%	7.67%	11.09%	9.74%	12.29%
2003	5.21%	4.93%	59.05%	12.72%	10.27%	11.55%	12.86%	12.87%	9.99%
2004	6.25%	6.93%	59.17%	15.31%	-15.40%	17.92%	14.22%	17.71%	11.21%
2005	6.65%	5.87%	58.25%	15.94%	-8.33%	15.24%	14.60%	15.01%	11.37%
2006	7.17%	6.41%	57.77%	16.98%	130.43%	15.45%	15.82%	15.26%	12.07%
2007	8.30%	8.35%	57.93%	19.72%	96.66%	17.10%	17.24%	17.75%	17.24%
2008E	7.07%	7.55%	59.73%	17.57%	-62.25%	15.25%	15.29%	18.10%	13.28%
2009E		4.84%	59.00%	11.82%	0.00%		12.30%	11.30%	12.00%

资料来源: WIND 资讯, 中国经济统计年鉴, 国信证券经济研究所。

路径之二: 从名义 GDP 和居民收入增速直接拟合 A 股公司 ROE

根据表 4 的数据序列, 我们拟合出 A 股公司 ROE 与名义 GDP 与居民收入增速以及上证综指之间的关联公司为:

$$A \text{ 股 ROE} = 4.439\% + 0.92494 \times \text{GDP 名义增速} - 0.36111 \times \text{城镇居民名义收入增速} + 0.01577 \times \text{上证综指涨跌幅}$$

表 8: 1998-2008 年中国工业企业与全部 A 股公司 ROE 水平

年份	GDP 名义增速	城镇居民名义收入增速	上证综指涨跌幅	全部 A 股 ROE	拟合 ROE
1998	6.87%	5.13%	-3.97%	10.06%	8.88%
1999	6.25%	7.91%	19.18%	10.07%	7.67%
2000	10.64%	7.28%	51.73%	11.25%	12.46%
2001	10.52%	9.23%	-20.62%	8.02%	10.51%
2002	9.74%	12.29%	-17.52%	7.67%	8.73%
2003	12.87%	9.99%	10.27%	11.55%	12.90%
2004	17.71%	11.21%	-15.40%	17.92%	16.53%
2005	15.01%	11.37%	-8.33%	15.24%	14.08%
2006	15.26%	12.07%	130.43%	15.45%	16.25%
2007	17.75%	17.24%	96.66%	17.10%	16.15%
2008E	18.10%	13.28%	-62.25%	15.25%	15.40%
2009E	11.30%	12.00%	0.00%		10.56%

资料来源: WIND 资讯, 中国经济统计年鉴, 国信证券经济研究所。

根据这一公式以及我们对 09 年经济指标的预测, 在不考虑上证综指涨跌的情况下, 可以推算出 09 年全部 A 股的 ROE 水平在 10.56%。

金融服务业的盈利能力总体与 GDP 增长和工业企业盈利相关联, 因此, 上述测算路径具有一定的合理性。但是, 我们注意到城镇居民收入作为一项成本, 在公式中其系数应该为负号。因此, 我们总体认为路径二得出的结果更合乎逻辑。

08/09 年度 A 股公司业绩增速预测

08 年度 A 股公司盈利趋于零增长

全部 A 股公司 08 年 1-3 季度单季的盈利同比增速分别 16.64%、3.06%和 -10.39%, 2 季度较 1 季度增速回落 13.6 个百分点, 3 季度较 2 季度增速回落

13.5 个百分点。如果按此趋势推延预测，则 08 年 4 季度的单季同比增速约为 23.8%。可比公司 07 年 4 季度单季的净利润为 2370 亿元，则可推测出 08 年 4 季度其净利润为 1806 亿元，加上前 3 季度共计实现的 8207 亿元的净利润，我们预计 08 年全年全部 A 股可比公司净利润为 10013 亿元，同比下降 0.75%。

表 9：08 年可比上市公司盈利预测

	08Q1 单季			08Q2 单季			08Q3 单季		
	可比公司	净利润	% YOY	可比公司	净利润	% YOY	可比公司	净利润	% YOY
全部 A 股	1572	2360	16.6%	1572	2514	3.1%	1590	2387	-10.4%
金融类	25	956	55.8%	25	970	22.9%	28	968	-9.3%
非金融类	1547	1403	-0.4%	1547	1545	-6.4%	1562	1419	-11.1%
				08Q4 单季预测		08 年全年预测			
				净利润	% YOY	净利润	% YOY	08ROE	07ROE
全部 A 股	情景 1: 分项判断结果			2241	-5.5%	10448	3.6%	15.6%	17.1%
金融类				844	5.5%	4469	21.7%	19.2%	18.2%
非金融类				1397	-11.0%	5978	-6.8%	13.6%	16.5%
全部 A 股	情景 2: 趋势预测结果			1806	-23.8%	10013	-0.75%	14.9%	17.1%
金融类				486	-39.3%	4111	11.9%	17.7%	18.2%
非金融类				1320	-15.9%	5902	-8.0%	13.5%	16.5%

资料来源：WIND 资讯，国信证券经济研究所。表中全部 A 股指截至到 08 年 3 季度末可比公司。

我们进一步考察了 4 季度影响企业盈利的几个现实问题。今年以来，A 股市场前 3 季度的跌幅大体是每季度 20%，4 季度以来跌幅亦接近 20%，因此投资收益方面在 4 季度难有起色。但由于考虑到保险类公司撇账的因素不再影响 4 季度的净利润，金融板块的总体业绩同比增幅回落将略有收窄；石油石化和电力等受制于价格管制行业的利润将因油价和煤价大幅回落而持续改善。4 季度盈利压力较大的行业则在于钢铁、有色、造纸、工程机械、运输类企业，部分行业可能在 4 季度出现整体性亏损，单季利润同比下滑幅度将扩大。综合上述利弊因素之后，我们预测结果显示 08 年全部 A 股可比公司盈利增长为 3.56%。

综上所述，08 年企业盈利增速为个位数是确定的。实体经济基本面持续恶化的趋势下，业绩在 08 年就出现零增长的可能性不能排除；如果进一步考虑熊市环境里上市公司存在做低业绩倾向，则出现一定程度的负增长也是可能的。

09 年度 A 股公司盈利同比下降 10%-20%

在过去的一轮经济景气中，上市公司的 ROE 水平从 2001 年前后的低点 8% 显著上升到 05/06 年的 15% 左右，在 07 年达到 17.1% 的高点，但从 08 年下半年开始快速下滑，预计 08 年全年在 15% 左右。根据上述预测，09 年 A 股公司 ROE 水平将回落到 10%-12% 区间。

按可比公司样本计，08 年底的总的净资产规模约为 7.13-7.17 万亿元，通过一个简单方程式推算，在假设 ROE 为 10-15% 的范围内，09 年可比公司盈利利润总额为 7500-11600 亿元，较 08 年的增幅为 -27% 至 +15%。

一个利好趋势就是降息带来企业财务成本的下降。08 年前 3 季度非金融类上市公司财务费用共计 873 亿元，预计全年为 1100 亿元左右。下半年开始的存贷款利率下调幅度分别达到 1.52 和 1.89 个百分点，静态测算财务费用下降的幅度接近 40%，对 A 股公司的净利润将有 320 亿左右的提升作用，相当于 08 年 A 股非金融类公司全部盈利的 5-6%，占全部 A 股公司盈利的 3-4%。另一个利好就是刚刚颁布的增值税转型将对 A 股公司的净利润带来 2 个百分点左右的提振作用。我们更倾向地认为，09 年 A 股公司的 ROE 为 11-12%，再考虑到降息和增值税转型的利好作用，预计 09 年 A 股可比公司的盈利为负增长 10-20%。

表 10: 09 年可比上市公司盈利预测

	情景 1					情景 2		
	07A	08H1A	08E	% YOY	假设 ROE	08E	% YOY	假设 ROE
07/08 年净利润	10089	5830	10448	3.56%	15.6%	10013	-0.75%	14.9%
期末净资产	63932	67089	71707	12.2%		71272	11.5%	
09 年净利润			7548	-27.8%	10.0%	7502	-25.1%	10.0%
			8347	-20.1%	11.0%	8296	-17.1%	11.0%
			9154	-12.4%	12.0%	9099	-9.1%	12.0%
			9970	-4.6%	13.0%	9909	-1.0%	13.0%
			10795	3.3%	14.0%	10729	7.2%	14.0%
			11628	11.3%	15.0%	11558	15.4%	15.0%
09 年末净资产 =08 年末净资产+70%的 09 年盈利			1500 点 PB			1500 点 PB		
			7691	7.4%	1.53	76524	7.4%	1.54
			77550	8.1%	1.52	77079	8.1%	1.53
			78115	8.9%	1.51	77641	8.9%	1.52
			78686	9.7%	1.50	78209	9.7%	1.50
			79263	10.5%	1.48	78782	10.5%	1.49
		79847	11.4%	1.47	79362	11.4%	1.48	

资料来源: WIND 资讯, 国信证券经济研究所。表中全部 A 股指截至到 08 年 3 季度末可比公司。

根据盈利预测和分红的效应, 09 年底可比 A 股公司的总的净资产规模在 7.7-7.8 万亿元范围, 上证综指在 1500 点位对应的动态 PB 为 1.5 倍。如果没有大的经济危机和银行资产质量的显著恶化, 这一估值水平将成为市场底部区域!

国信重点跟踪公司分行业盈利预测

表 8 统计了国信重点研究公司按行业计的盈利预测结果。大周期性行中, 钢铁、有色、汽车及配件、造纸等行业将在 09 年出现盈利下滑, 医药、食品饮料、商业、传媒等抗周期性行业则保持稳定的盈利增长态势。虽经大幅下修, 银行、地产公司在 09 年仍预期有 12.8% 和 18.4%。

表 11: 国信重点跟踪公司按行业盈利预测统计

行业类别	净利润			净利润增幅		08 年单季利润同比增幅		
	2007A	2008E	2009E	2008E	2009E	08Q1A	08Q2A	08Q3A
能源	2242.3	2174.3	2912.7	-3.0%	34.0%	-29.9%	-32.8%	-15.8%
石油天然气	1895.2	1596.2	2193.4	-15.8%	37.4%	-41.3%	-47.9%	-32.1%
煤炭	324.8	548.4	681.5	68.9%	24.3%	49.3%	69.6%	80.8%
基础化工	35.0	53.8	55.0	53.6%	2.3%	45.3%	52.4%	50.6%
钢铁	374.7	376.4	199.6	0.5%	-47.0%	8.8%	22.3%	19.4%
有色金属	227.1	143.5	137.3	-36.8%	-4.3%	102.5%	-19.7%	-28.9%
建材	37.9	60.5	67.5	59.5%	11.6%	75.3%	31.1%	22.8%
建筑	65.6	84.6	111.7	29.0%	31.9%	189.4%	30.0%	63.4%
机械设备	156.9	196.5	259.0	25.2%	31.8%	69.6%	42.6%	26.5%
汽车及配件	116.5	97.5	92.6	-16.3%	-5.1%	52.1%	15.4%	-7.9%
房地产开发	114.7	146.1	172.9	27.3%	18.4%	6.4%	44.3%	38.1%
银行	2061.6	3126.8	3525.8	51.7%	12.8%	209.2%	72.1%	54.2%
非银行金融	668.8	469.9	469.7	-29.7%	-0.1%	-15.2%	-14.3%	-55.2%
造纸	24.1	29.2	27.6	21.1%	-5.4%	103.0%	79.6%	50.5%
纺织服装	40.0	36.3	38.7	-9.1%	6.5%	-16.6%	51.1%	35.9%
医药保健	30.5	37.9	47.1	24.2%	24.3%	26.2%	30.0%	23.3%
商业贸易	23.2	34.9	46.9	50.4%	34.4%	107.7%	62.4%	57.1%
食品饮料	68.4	97.8	133.2	43.1%	36.2%	55.0%	61.2%	42.6%
传媒	21.8	27.8	35.9	27.9%	28.9%	23.2%	26.9%	13.8%
电气设备	40.3	30.7	58.4	-23.9%	90.1%	86.0%	42.7%	46.3%
电力	236.3	51.6	158.0	-78.2%	206.1%	-55.8%	-75.1%	-90.3%

交通运输	142.2	178.5	202.5	25.5%	13.4%	22.3%	30.2%	25.0%
IT 硬件与设备	18.1	15.0	19.0	-17.0%	26.2%	-55.7%	-35.9%	-31.6%
软件与服务	7.5	10.0	14.0	32.5%	40.4%	83.1%	43.2%	29.7%
通信	74.4	187.3	108.2	151.6%	-42.2%	5.7%	73.3%	28.6%
家用电器	40.9	55.3	69.6	35.0%	26.0%	66.2%	57.5%	50.1%
总计	6868.9	7722.2	8962.9	12.4%	16.1%	31.7%	10.3%	6.2%

资料来源: WIND 资讯, 国信证券经济研究所, 截至 08 年 11 月 28 日

金融危机下的企业资产负债表压力测试

现金流量的压力测试对于大多数企业而言未必带来生死考验,但在资源资产价格全面崩塌的大环境下,企业的资产质量将对企业盈利构成潜在威胁。

表 12: 全部 A 股非金融类公司 08 年 3 季度末的存货与应收帐款 (亿元)

行业	存货					应收帐款			
	3Q08	占总存货比例	较年初增长	较中期增长	同比增长	3Q08	较年初增长	较中期增长	同比增长
农、林、牧、渔业	173	0.9%	-3.8%	1.7%	11.8%	50	4.5%	-1.1%	14.2%
采掘业	3,309	17.4%	37.3%	6.9%	150.8%	904	57.0%	-3.3%	190.6%
煤炭	216	1.1%	46.0%	17.1%	357.9%	182	49.5%	12.2%	468.1%
油气开采	2,788	14.6%	34.9%	5.5%	151.3%	680	57.0%	-7.7%	165.9%
有色金属矿采选业	301	1.6%	54.7%	13.9%	87.4%	40	104.8%	17.0%	88.7%
制造业	7,960	41.8%	29.4%	9.6%	45.0%	3,183	30.4%	5.3%	22.4%
食品、饮料	382	2.0%	16.9%	4.7%	31.4%	86	41.2%	18.8%	22.0%
纺织、服装、皮毛	407	2.1%	25.4%	6.5%	25.5%	102	19.2%	9.2%	15.4%
木材、家具	23	0.1%	26.3%	7.2%	108.8%	12	11.2%	-13.0%	49.1%
造纸、印刷	201	1.1%	52.9%	12.7%	57.0%	85	16.9%	4.0%	1.9%
石油化学、塑胶塑料	721	3.8%	33.8%	10.0%	46.5%	320	40.6%	5.1%	18.6%
电子	336	1.8%	4.0%	0.6%	5.0%	279	10.5%	0.1%	6.4%
金属、非金属	3,371	17.7%	38.5%	11.1%	53.4%	612	25.6%	7.3%	12.7%
机械、设备、仪表	2,090	11.0%	25.4%	11.2%	53.9%	1,340	39.1%	5.5%	41.1%
医药、生物制品	291	1.5%	7.5%	3.2%	13.9%	302	20.4%	2.2%	6.4%
其它制造业	141	0.7%	14.8%	2.6%	21.9%	45	49.0%	9.0%	9.1%
电力、煤气及水	310	1.6%	98.1%	53.9%	90.1%	409	29.3%	14.5%	24.4%
建筑业	1,494	7.8%	45.5%	9.0%	312.4%	883	-2.4%	2.5%	434.5%
交通运输、仓储业	178	0.9%	35.2%	12.2%	53.8%	397	18.2%	7.0%	29.7%
信息技术业	425	2.2%	15.6%	8.4%	11.9%	424	18.7%	7.2%	16.7%
批发和零售贸易	759	4.0%	29.6%	6.3%	37.1%	161	22.2%	12.5%	15.5%
房地产业	3,820	20.0%	37.3%	7.5%	65.2%	55	14.4%	-6.8%	19.3%
社会服务业	168	0.9%	17.1%	5.7%	16.3%	64	18.9%	6.6%	24.3%
传播与文化产业	23	0.1%	35.7%	8.2%	145.8%	12	65.3%	24.9%	77.1%
综合类	449	2.4%	34.6%	22.5%	28.0%	138	-4.4%	-1.6%	19.0%
合计	19,066	100%	33.4%	9.2%	67.9%	6,681	24.5%	3.7%	49.1%

数据来源: WIND 资讯, 国信证券经济研究所

截至 08 年 3 季度末,非金融类公司的存货总计 1.9 万亿元,较年初上升 4778 亿元,幅度达 33.4%;较上半年增加近 1600 亿元,幅度为 9.2%。应收帐款总计 6681 亿元,较年初上升 1316 亿元,幅度达 24.5%;较上半年增加近 241 亿元,幅度为 3.7%。虽然由于新上市公司的原因而与 07 年同期样本不可比,但这些数据与年初相比较的结果充分说明了存货与应收帐款等流动资产的增加速度明显超过了主营业务收入的增速,反映出企业经营环境恶化正在影响着经营性现金流和资产周转效率。

如表 1 所示,08 年 3 季度末非金融类公司的 1.9 万亿元存货占其总资产的 17.1%,占其净资产的 38.2%;而 6681 亿元的应收帐款占比分别为 6%和 13.4%。这两类流动资产合计占比分别达 23.1%和 51.6%。08 年前 3 季度非金融类公司

的存货与实现的净利润之比为 4.5 倍，而 07 年度这一比率为 2.4 倍。

金融危机带来的直接冲击在于银行保险公司的有价证券等资产的价值跌价损失。08 年前三季度金融类公司资产减值损失 1357 亿元，公允价值变动损失 205 亿元，二者合计 1562 亿元，是同期净利润的 43.6%，比 07 年度提高了 15.7 个百分点；该损失额比 07 年度增加了 566 亿元，增幅高达 56.8%。就 08 年 3 季度单季而言，金融类公司的资产减值损失就达到 629 亿元，相当于整个上半年 728 亿元的 86%！

金融危机对非金融类公司带来的冲击也相当显著。08 年前三季度非金融类公司资产减值损失 403 亿元，公允价值变动损失 41 亿元，二者合计 444 亿元，是同期净利润的 10.6%，比 07 年度提高了 4.8 个百分点；该损失额比 07 年度增加了近 100 亿元，增幅 28.6%。与金融类公司形成鲜明对比的是，08 年 3 季度单季非金融类公司的资产减值损失 87 亿元，仅相当于整个上半年 316 亿元的 27.5%，在某种程度上说明了外部经营环境、商品期货市场的变动不象金融资产跌价损失那么直接与快捷，但也正因为这种时滞效应，我们可以预料存货、半成品等资产与原材料价格下跌将对工业企业的损益表和资产负债表带来后续风险。1.9 万亿存货中，石油石化、钢铁有色、机械设备和房地产的占比很大，分别达到 14.6%、17.1%、11%和 20%，而这些行业存货价值正好受到资源（石油、矿石、金属材料）和资产（不动产）价格的影响。因此，可以确定的是，在资源资产价格没有企稳之前，这些行业的业绩回升压力较大。

综上所述，金融市场在恢复平静的过程中，上市公司面临公允价值变动方面的不利影响将逐步消失；但无论是银行还是工业企业，经济景气加速下行和资源资产价格的泡沫破裂将不断影响着其资产质量，资产减值方面的压力仍需要至少半年时间消化。

沪深 300 指数盈利增长预期仍将下修

沪深 300 指数可比公司 1 季度、中期和前 3 季度的盈利增长分别为 27.2%、13%和 5.2%，呈下滑态势。从 10 月份 3 季度公司财务报告明朗之后，分析师纷纷下调盈利预测，截至 11 月 25 日，市场对于沪深 300 成份股 08 年的盈利增长预期为 10.3%，较 2 季度末下修了 9 个百分点，较 1 季度末下修了近 20 个百分点；09 年的盈利预期则在最近的一个季度内迅速下修了 14.4 个百分点至 10.4%。沪深 300 指数 08 年动态 PE 和 PB 分别为 13.2 倍和 2.09 倍。如果考虑基数原因，在下调 08 年盈利预期的同时进一步下调 09 年的盈利增长预测，反映出市场对于企业盈利的较强担忧心理。根据我们前面的预测，09 年 A 股公司将会出现盈利负增长格局，这意味着在未来一段时间里还将承受 09 年盈利预期下修的压力。

基于需求确定的积极防御

股市提前反映经济，在经济指标下滑到最低点之前的 6-9 个月，股市往往就会见触底企稳。当各项指标已经确认经济衰退，股市早就完成了大部分的下跌。过去一年时间里，全球股市下跌超过 50%，A 股市场由于泡沫因素跌幅更大，因此，可以说股指的主要下跌阶段基本完成。这也是我们为什么提倡在股指断崖下应该逐步恢复投资信心的重要判据。由于市场普遍担心人类历史上最大的金融危机将把全球经济推向持续衰退和低迷，包括中国经济在 09 年能否筑底企稳，人们对于市场的反转还没有看到希望，决定了 09 年股市将总体处于振荡态势。我们目前需要思考的就是市场运行的大体区间和时点节律。

1500 点的恍惚

市场“梦游”1500 点

上证综指自高点 6124 点下跌至 1664.9 点的最大幅度为 72.8%，沪深 300 指数最大跌幅为 72.7%，中小企业板最大跌幅为 69%，好于整个市场。在此轮牛市上涨中涨幅居前的有色金属行业今年以来最大跌幅高达 86.7%，板块内不少个股跌剩 1/10；其他大周期性行业如采掘、钢铁、汽车、造纸等跌幅在 77%-80% 范围。医药行业跌幅只有 60.6%，其他如公用事业、农业和食品饮料等消费品行业跌幅相对较小，体现出一定的防御性。在风格指数方面的总体表现特征是，B 股跌幅超过 A 股，低价股和低 PB 类个股跌幅小于低 PE 和绩优股。

08 年 9 月 18 日，当市场极度恐慌而无休止下跌并轻松刺破 2000 点整数关口时，中央汇金公司随即宣布将在二级市场自主购入工行、中行和建行三大银行的股票，财政部则决定对证券交易印花税单边征收。在其他央企增持和大股东回购股票的一致行动中，“准平准基金”入市确认 1800 点成为阶段性底部一度成为市场共识。然而，救市行为带来的依然是短期的“脉冲”效应，仅仅维持了一周强势，大盘重归跌势。

表面上看，上证综指最低跌至 1664.9 点，较 1800 点下跌了 7.61%，但这是在中国石油和三大银行权重股的护盘行为下形成的。事实上，大部分个股和板块在此期间跌幅超过 15%，相当于从 1800 点又进一步跌至 1500 点左右；也就是说，上证综指在 1664.9 的最低点时，除了几大权重股外，绝大部分板块已经处于 1500 点位置。其中，餐饮旅游、造纸、煤炭、有色、信息设备、食品饮料等行业已经相当于 1400 点位以下！

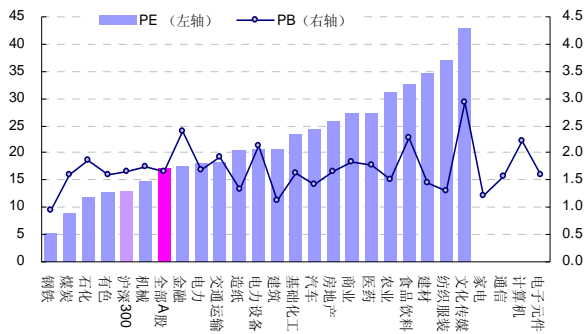
1500 点的估值已经回到千点水平

从静态估值水平对比来看，此轮下跌收盘点位最低时为 11 月 4 日的 1706.7 点，上证 A 股和沪深 300 指数的 PE 分别为 14.1 和 13.3 倍，PB 分别为 2.1 和 2.12 倍，而在 05 年 12 月 9 日上证综指收盘 1113.5 点时，全部 A 股和沪深 300 指数的 PE 分别为 17.1 和 13 倍，PB 分别为 1.66 和 1.65 倍。即使考虑股改对价因素，当前市场的 PE 水平已经回到了 3 年前的最低位。

PB 水平尚存一定的差距，在某种程度上是新股上市造成的，根据我们的测算，在剔除中国石油、中国神华、金融和中小企业板之后，大盘跌到 1664.9 点

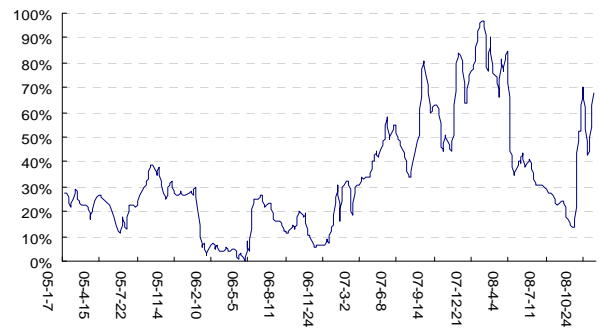
的PB为1.8倍。考虑到3年来包括不动产和资源价格的总体上升，未经充分重估的上市公司帐面价值被低估，1.8倍的PB已经低于3年前的1.65倍了！从结构角度来看，目前PE最低的钢铁与最高的农业两个板块高出3年前的水平，其他行业的PE大多低于3年前！

图 26: 05 年底行业估值水平对比



资料来源: WIND 资讯, 统计日期为 05/12/9, 上证综指 1113.5 点

图 27: 总市值整体法测算的每周 A/H 股溢价率



资料来源: WIND 资讯, 统计日期截至 11/21

短期防御: 应对经济与企业盈利下行风险快速释放

虽然估值风险已经总体释放完毕，但市场的风险从中长期来看在于全球经济衰退和中国经济调整的时间跨度和深度，短期而言则在于两个方面：一是 A/H 股溢价重新回升到 50%-70% 的较高水平，尤其是以中国石油、中国石化、中国铝业和中国神华等为代表的上游资源类权重股，目前的溢价率在一倍左右。一个最坏的情景就是美元汇率继续上升、油价进一步回落到 50 美元/桶甚至更低，则中国石油以及很多中上游公司的业绩面临重估风险，从而带动指数再度大跌。

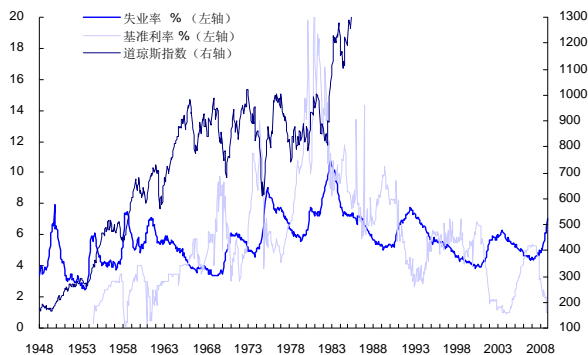
二是从趋势角度来判断，宏观经济和企业盈利仍处加速下滑阶段，市场缺乏持续回升的动力。10 月份工业增加值增速回落至 8.2% 的个位数之后，4 季度 GDP 的增速回到 7-8% 基本确立，而按照以往的经验，当工业增加值跌至 5% 的水平后，工业企业利润必然出现负增长。库存跌价、出清的过程中，08 年 4 季度和 09 年 1 季度上市公司的盈利下滑将超出市场预期。考虑到熊市中上市公司普遍存在做低业绩的倾向，在 09 年 2 季度市场将迎来业绩风险的集中释放期。

因此，我们认为 09 年上半年之前市场将依托 1500 点的支撑展开振荡，以仓位控制为主的波段操作是最佳策略选择。

美国的经验: 股市提前失业率 2-3 个季度见底

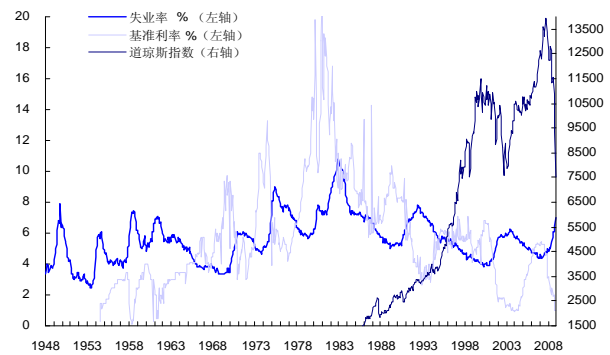
股市与实体经济的走势具有一定的“时差”，而且往往提前经济指标上涨或者下跌。在经济衰退和增长放缓阶段，我们往往看到的是失业率上升和消费支出下降，随着这些不利的数据的公布，人们的信心不断受到打击。但是，大多数情况下，股市在失业率上升到高点、实体经济极度悲观之前，股市就已经触底回升。从美国战后的股指和失业率指标走势对比分析可以发现，历史上几个重要的股市低点往往在失业率高点到来之前的 5-10 个月出现。例如，1975 年 2 季度美国失业率达到 9% 的高峰，而 DJ 工业指数在 74 年的 4 季度筑底，股指的低点自前期的高位回落了 40%；这一现象在 1948/49 年和 1958 年的两次失业率冲高阶段同样有过极其相似的表现。

图 28: 美国失业率和基准利率与道琼斯指数走势 1948/85



资料来源: Bloomberg, WIND 资讯

图 29: 美国失业率和基准利率与道琼斯指数走势 1985/08



资料来源: Bloomberg, WIND 资讯

虽然这一规律在 1987 年的股灾以及 1991/92 年的短暂经济衰退过程中显得不明显,但在最近的一次又被印证。2002/03 年在网络股泡沫破裂之后,美国经济经历了 01 年 1 季度的短暂衰退后,到 03 年中期失业率才走高至 6.3%,而股指在此之前的 02 年 3 季度末和 03 年 1 季度完成双底,该低点较网络股泡沫破裂之前的最高点回落了 34%。

DJ 工业指数自高点回落了 45%以上,最低到 7500 点左右,按上述经验,股市下跌是否接近尾声由失业率等指标最坏的时点和幅度决定。我们的判断是:美国此次的衰退与 1981/82 年时相当,失业率到明年中期前后可能达到 8-8.5% 的高位,工业产能利用率降至 70%以下,整个经济衰退按 16 个月触底而股市提前 6 个月企稳回升。美国经济的风险因素重点在于汽车等传统产业破产困境、信用卡坏账和商业银行危机。

低利率环境催艳“时间的玫瑰”

A 股面临宽松的财政与货币政策环境

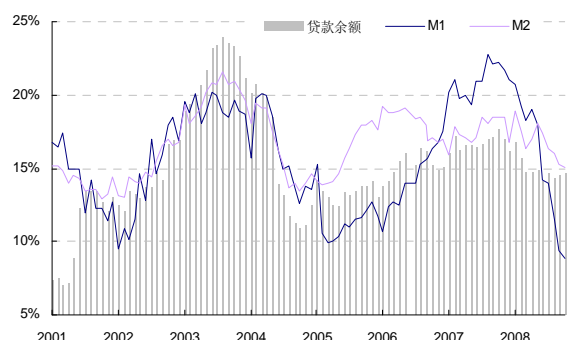
4 季度开始宏观政策开始彻底转向,积极财政政策和适度宽松的货币政策共同造就流动性拐点的到来。为了配合积极财政政策和大量政府债的低成本发行,利率已经快速调降至 2.52%,在明年 1 季度 CPI 可能触及负数界域之际,降息趋势是确定的,2%以下是市场的普遍预期。11 月份以来,7 年期国债收益率迅速回归到 3%以下,成为未来股市回暖的重要依托。

图 30: 7 年期国债收益率与上证综指走势



资料来源: CEIC, WIND 资讯, 截至 11 月 15 日

图 31: 货币供应量与信贷增速



资料来源: WIND 资讯, 截至 08 年 10 月份

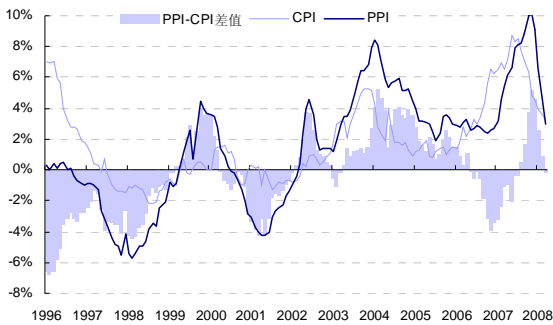
从估值的角度来看,利率的降低意味着现金流折现的成本降低。单从 4 季

度以来共计 1.89 个百分点的利率调减，可以提高估值 20%左右。目前的市场困境在于经济“硬着陆”趋势下的风险溢价升高，但随着时间的推移，经济运行的风险程度逐步降低，信心和预期的改善，最终将使得降息的效应正面作用于股市。就 A 股市场而言，虽然利率和准备金率持续下调、信贷放开，但银行惜贷、企业慎借的状况还会延续一段时期，国内流动性指标还有一个回落过程，M1/M2 差额缩减的拐点可能在未来 1 季度出现，而从 M1 触底回升并超逾 M2 的增速大概需要 2-3 个季度。因此，流动性真正发挥作用需要半年左右的时间。

企业盈利增速“拐点”在 09 年下半年出现

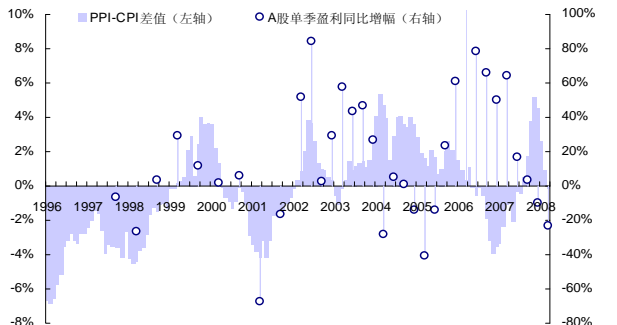
2000 年以来下游居民消费中，汽车、房地产代表了中国经济城镇化、工业化和消费升级的大趋势，是引导整个经济增长的先导力量。中国经济景气周期中有两个阶段 A 股公司盈利处于高涨态势，分别出现在 03 年前后和 06/07 年。其共同特点是 CPI 与 PPI 同步回升，并且 CPI 引领 PPI 回升。这种现象充分说明了经济景气状态下，居民消费需求拉动中上游产业链步入景气阶段的规律，整个工业企业利润达到理想状态。利润率的提高成为加大投资、扩张产能的重要驱动力，信贷扩张又为此提供了良好的货币环境，并为金融部门获取了巨额利润。

图 32: PPI 与 CPI 及其差值变化



资料来源: WIND 资讯

图 33: PPI 与 CPI 差值及其 A 股公司盈利同比增速对比



资料来源: WIND 资讯, 国信证券经济研究所

当上游能源和大宗商品价格飙升并引发 PPI 迅猛上涨之后，下游需求增长如果不能同步跟进，则 PPI/CPI 残差将侵蚀中下游行业利润，经济开始收缩。在全球史无前例的金融危机的冲击下，这种收缩力度足以导致通缩的再次来临。不管怎样，企业利润要回升必须要等 CPI/PPI 回落到位并企稳。从目前情况来看，由于基数原因，CPI 将在 09 年上半年之前持续回落，并可能在 1.5-2.5%左右“落脚”；PPI 则会在 09 年 3 季度之前处于持续回落过程中，最低会探至 0 以下。根据这一判断，我们预计企业盈利渴望在 09 年下半年迎来“拐点”，并成为 A 股市场止跌企稳回暖的重要支撑力量！

另外一个视角就是房地产业。地产与汽车两大先导性产业走出低谷引领整个经济企稳可能在 09 年底成功。从房地产业景气演变趋势来看，销量的急速下降的局面到 09 年下半年有望发生改变。随着利率下调、银行房贷优惠细则的落实和政府积极救援地产业的政策出台，房价的回落将相对平稳，并最终触发新一轮的需求增长，从而在根本上扭转人们对于宏观经济的悲观预期。

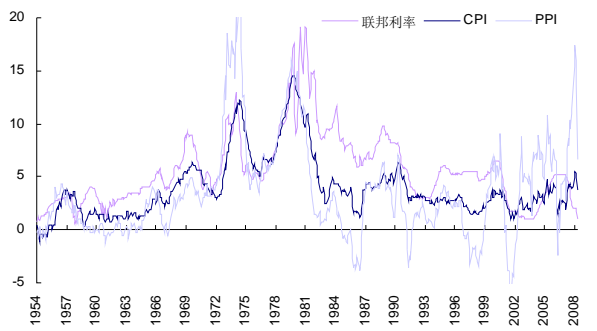
股市将是下一轮全球资金追逐的目标

经济衰退风险、大宗商品泡沫破裂、通胀压力迅速消失，使得国债成为资金的唯一出路，导致国债收益率大幅降低。其中，美国 10 年期国债收益 11 月底跌

至 3%以下，是 50 年来最低水平。低利率环境在全球主要经济体是一个普遍现象，在经历一段时间之后最终带来了经济复苏、企业盈利回升的结果。

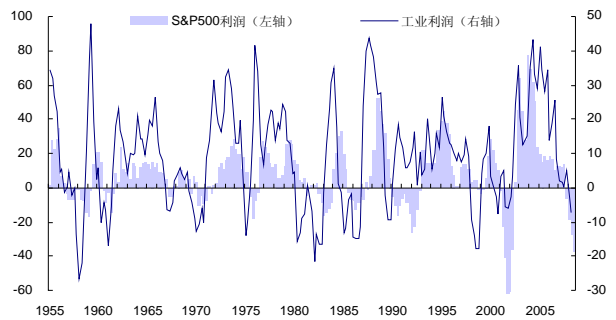
2003-07 年间虚拟经济繁荣导致金融部门盈利暴增，非传统金融的爆发性发展为金融企业在 10 年时间里增加了 1 万亿美元的盈利。在此之前，美国工业企业利润往往领先 S&P500 成份股，其背后的经济环境就是低利率、低资源价格，消费回升带动工业生产。商品价格暴跌之后本身对于居民购买力和消费是一种刺激，这种作用与低利率下的企业与居民借贷成本下降一起，对于经济活动的恢复具有十分积极的意义。

图 34: 美国基准利率与 PPI/CPI



资料来源: Bloomberg, CEIC

图 35: 美国工业利润与 S&P500 成份股盈利同比增速对比



资料来源: Bloomberg, Standard & Poor's, US BEA

虽然说企业盈利增长对于股市上涨是一个重要的前提条件，但在美国 1966-1983 年的大振荡熊市中，企业盈利增长的时间占据了绝大部分，为什么不能引发牛市，其重要的因素就是通胀与利率水平持续走高。从这个角度来讲，低利率对于股市上涨意义非同寻常。

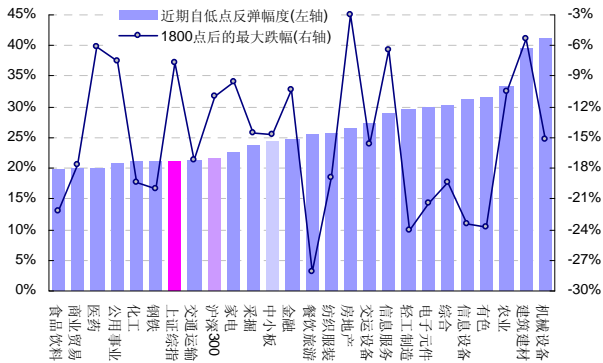
因此，我们可以预见的未来前景将是，经济动荡趋于缓和、企业盈利恢复增长，债券市场泡沫破裂，由于全球股市“断崖”式下跌完毕、估值接近历史底部区域，股票将是下一轮资金追逐的资产。居民消费和工业生产活力的恢复最先是对股票市场发生作用，只有到经济增长重新升至一定的速度之后，大宗商品价格的持续走强出现才会出现，资金在此之前重回商品市场属本末倒置的投机行为。

投资策略：基于需求确定的积极防御

需求确定：透视反弹背后的投资线索

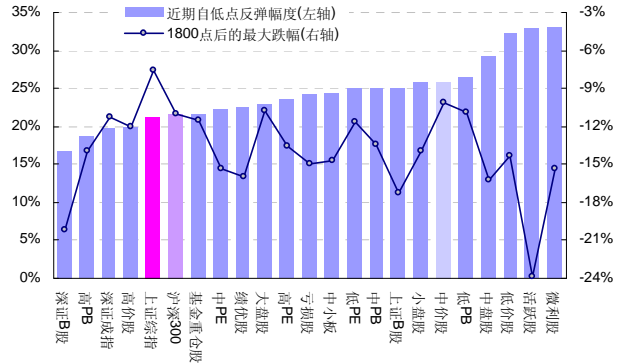
上证综指在 11 月 4 日最低收盘于 1706.7 点，各行业和风格指数先后探出最低点。从低点反弹两周后，上证综指涨幅达 21.2%至 2000/2100 点一带，其中机械设备、建筑建材行业反弹幅度最高，为 40%左右，农业、有色、信息设备等行业反弹幅度也超过了 30%居前，但原因不尽相同，前者是因为国家刺激经济政策主导下的基建投资拉动受益板块，而后者则可能在于短期内超跌。从风格指数表现情况来看，低价、低 PB、低市值和低 PE “4 低”特征板块涨幅居前，涨幅在 25%-33%范围。

图 36: 各行业近期最大反弹幅度



资料来源: WIND 资讯, 反弹幅度时间区间为 11 月 4-19 日

图 37: 各风格指数近期最大反弹幅度



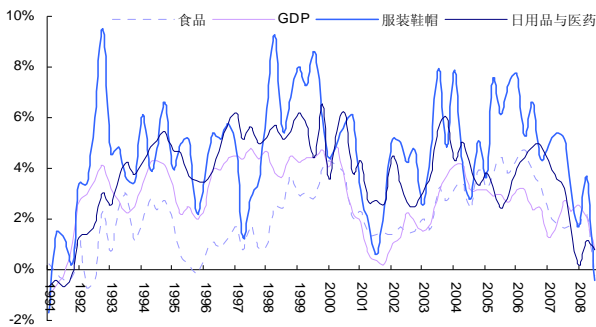
资料来源: WIND 资讯, 反弹幅度时间区间为 11 月 4-19 日

可见近期市场反弹在于依托了估值和政策两大力量, 而且政策的主导力量更为显著。虽然我们知道在上游资源价格暴跌之后, 许多行业面临成本冲击减缓的有利局面, 但短期内需求不足更为关键。国家刺激经济政策的作用就在于确定相关行业的需求增长, 这在宏观经济下行中显得弥足珍贵。因此, 围绕需求确定来选择行业和公司 是投资策略制定的重要立足点。

走出“基于消费品防御”的误区

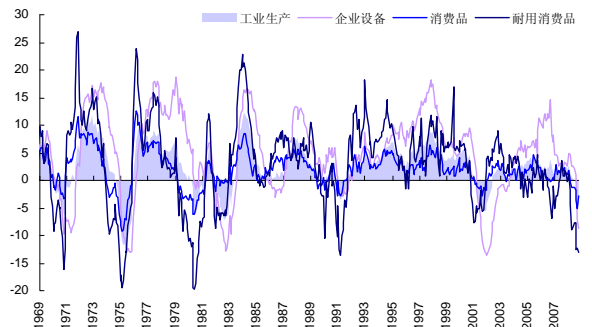
从美国多年以来食品饮料、服装鞋帽、日用品和医药等消费品行业相对于 GDP 增速的波动特性来看, 日用品与医药较为稳定, 食品饮料次之。从工业生产角度来看, 消费品生产波动最低, 耐用品次之, 而企业设备波动最大, 并滞后于整个工业生产。对比二级市场行业指数与 S&P500 指数可以发现, 软饮料、制药、葡萄酒与含酒精饮料、公用事业、家庭日用品具有较强的抗风险能力, 其次是鞋类、家用器具、餐饮, 而食品零售、大型综合超市、百货、零售药业、医疗服务、家具、酒店业、家电电器、休闲用品、电影娱乐、出版印刷、专卖店等行业抗风险能力偏弱。

图 38: 美国消费品行业与 GDP 季度同比实际增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 39: 美国工业生产月度同比增速变化

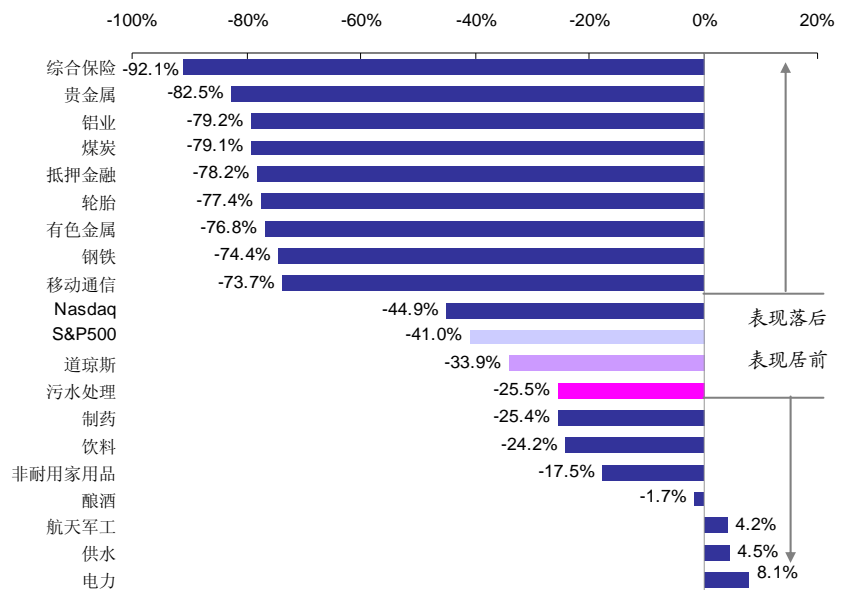


资料来源: Bloomberg, US BEA, 美联储

总体来看, 可选消费品、耐用消费品比日常非耐用品更能放大经济波动的影响。在消费收缩后, 工业生产开始下滑, 并最终传导至中上游资本品和资源领域, 周期性行业在经济衰退中遭受最大的冲击。近 3 个月以来美国市场各子行业指数表现基本符合这一规律: 除了受信贷危机直接冲击的金融保险类个股外, 跌幅居前的为钢铁、有色、煤炭等周期性行业以及可选消费品行业, 而公用事业、非耐用消费品、食品饮料和航天军工等行业表现出了较好的防御性。

图 40: 近 3 个月美国市场子行业涨跌幅排名

金融危机和经济衰退的背景下，金融、大周期行业和可选消费品遭受重创，公用事业、日常消费品和国防军工行业表现出良好的防御性



资料来源: www.marketwatch.com 期限为 8 月 20 日-11 月 20 日

消费品行的防御性并不能否定其本身的波动性，在经济周期下行中，行业的盈利能力滞后于中上游行业下降。需求的力量不外乎来自两个方面，一是政府投资，二是居民消费。而当前随着就业形势和居民收入预期的恶化以及 CPI 的回落，下游消费品行业需求和收入增速将显著下降。这种滞后反应作用于尚未充分释放风险的估值水平，可能对下游消费品行业构成压力。因此，在选择消费品行业的过程中，我们仍需要根据时点判断与国家扶持政策作出进一步的甄别。

我们认为，消费品行业的投资机会更多地 09 年后后期。近期内机会则在于消费扶持政策的出台，包括个人所得税起征点的提高、建立对低收入阶层补贴的长效保障机制、提高住房货币补贴的标准等。结合国家对农村医疗体系和家电下乡等的扶持政策，我们认为上半年可以保持标配的消费品行业：连锁超市、医药、家电、家电连锁等。房地产作为居民消费的重要组成部分，将获得宽松货币政策和针对性的行业扶持政策的刺激而表现强势，可保持标准配置，而真正的趋势性投资机会将在 09 年 3/4 季度行业自身景气拐点的出现之际。

从更长期的投资策略来看，下游消费品公司的选择应遵循自下而上的原则，注重公司的质地、经营管理能力和长期创造价值的秉赋，在未来市场的振荡中坚持“右侧建仓”的逢跌买入策略。

4 万亿弥补“短板”过程中的投资机会

为抵御国际经济环境对我国的不利影响，防止经济增速过快下滑和出现大的波动，国家对宏观经济政策做出重大调整，实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并随即发布了进一步扩大内需促进经济增长的十项措施。总共计划投资 4 万亿拉动经济，而且在 08 年 4 季度就新增 1000 亿中央投资。

4 万亿投资的政策出发点十分鲜明，总体上是为了拉动经济增长，促进就业，而从最新公布的投向中我们强烈感觉到了其显明的结构性取向：弥补经济发展中的“短板”和支持民生！在 4 万亿的投资中，保障性安居工程 2800 亿，农村民生工程 and 农村基础设施 3700 亿，铁路、公路、机场、城乡电网是 1.8 万亿，医疗卫生与文化教育事业 400 亿，生态环境这方面的投资是 3500 亿，自主创新结

构调整 1600 亿，地震重灾区的恢复重建 1 万亿。

➤ 基建：中游受益的程度和时效性大于上游行业

09 年行业选择策略的出发点是基于积极财政政策和政府投资拉动下的受益行业，政府投资方向重点的就是基建，范围覆盖了从铁路、公路、机场等交通运输基础设施到电网、农村基础设施以及保障性住房。中央政府在上述领域的投资必将拉动各地方政府和相关行业的企业投资，包括各大中型城市的地铁和市政工程，和经济适用房的建设。从最新的报道统计来看，4 万亿掀起了 20 万亿的地方政府投资计划，其中至少会落实 10 万亿的投资。

基建投资主要拉动的是中上游行业的需求，但是从发生关联的密切程度和时效性来讲，中游和上游行业的受益程度和延续时间存在差别。我们认为直接的效果在于中游行业，而且是基于本土的行业，如机械、建筑建材、钢铁等，而有色金属、石油、煤炭、电力、水运等上游资源行业受益程度相对较低，加上这些行业的需求取决于全球经济和市场，在居民消费和工业生产没有恢复到一定阶段之前，不存在大的趋势性机会。我们预计至少要到 2010 年才会有所起色。值得一提的有三个行业，一是电力行业，需求下降但电力价格较为稳定，在煤炭价格暴跌之后，成本压力缓解，未来盈利能力有回升趋势；二是基建投资引发民爆行业的需求景气，产品生产者和原料提供者由于政府管制的原因，未来企业的经营有望保持在较佳状况；三是受农业生产需求稳定的农药、化肥和农机等农资行业。

➤ 创新与成长性主题

上游看行业，下游看公司。中上游能源原材料和资本品行业受到宏观经济与政策因素影响的程度很大，需求回升后拉动产能利用率提高和价格上涨将给行业内许多公司带来盈利增长。从这一角度来讲，宏观经济与政策决定了行业前景，长期投资价值则看行业所处的生命周期和创造价值的能力，公司自身素质的重要性有所退化，但在中游和下游充分竞争的市场中，公司自身质地往往是决定性因素。基建带来的机会相对显得有些“粗放”，因此有必要作进一步分析。

在此次扩大内需方案中，我们注意到与 98 年的不同之处在于，除了通过加大基础设施建设拉动中上游产业之外，政府强调了“坚持既有利于促进经济增长，又有利于推动结构调整”，而且提出了“加快自主创新和结构调整，支持高技术产业化建设和产业技术进步，支持服务业发展”的意见。此外，从市场状况出发，为了应对宏观不确定性，投资策略选择应该倚重业绩增长确定的成长性公司。我们认为政府在出台了增值税转型利好政策之后，未来还将出台支持装备产业升级的产业政策和财税政策，目前包括装备制造业领域的很多细分行业受宏观经济下滑影响较小。

节能环保：社会资源和环境保护投入的加大，对节能环保领域提供了长期的增长机会。就 A 股市场中一些有代表性的公司如海陆重工、龙净环保和合加资源其代表的节能、除尘和脱硫、固体废弃物处理等行业处于持续景气状态。在能源价格暴跌之后，替代能源领域面临短期考验，但清洁能源利用领域自作为环保的重要组成部分仍将加速发展。继巴菲特入股比亚迪之后，电动汽车等能源使用变革给市场带来巨大的想象空间。

先进制造业：中国装备制造业的硬件能力很大程度上可以说已到了全球领先的水平；同时，在现在这个阶段，中国传统的低附加值制造业出口拉动经济的模式遭到了巨大挑战，存在一定产业升级的压力。装备制造业正是中国目前拥有显著比较优势的产业，同时又有比较大的产业体量，足以在未来一段时间里拉动中国经济继续增长。虽然机床行业整体增长放缓在所难免，但从市场结构来看，我

们国机床产品进口比重仍高达 40%以上，目前行业需求下降主要在中低端机床产品领域更为明显，而中高端精密机床、重型机床目前仍大量依赖进口，进口替代的空间非常大。高端机床、重型机床的下游需求来自铁路、军工、航空航天、造船等重工业和高端制造业，需求依然旺盛。如天马股份、昆明机床等公司的下游需求各行业大都处于景气阶段或者受宏观经济影响很小。

国防军工：需求确定，行业运行周期具有独立性，我国军费增长仍处于“补课”期，根据 2007 年的数据，我国军费投入占 GDP 与财政支出的比例仅为其他国家的一半。在投资拉动经济结构性取向下，对于军工行业的投入仍将加大。

军事装备是军费增长的重点，军事装备发展的重要方向是建立以天基系统为基础的信息化和电子化对抗和防御体系，航天和卫星技术的应用成为提升军事能力的核心，在通过制天权获取制信息权方面，军事卫星应用体系的发展至关重要，它不仅对陆海空联合作战提供全面的信息支援和力量倍增，而且航天器的空间攻防对抗正在成为联合作战的一种重要形式。因此，国防费用的持续增长必将带动航天和卫星产业在未来较长时期内保持持续增长快速增长。上市公司中中国卫星、火箭股份和中兵光电值得关注。在民用技术转化方面，我国启动大飞机制造工程，西飞国际和洪都航空等公司具有较大的发展空间。

新材料研发与深加工。值得一提的是，无论是在节能环保、先进制造业、国防军工等创新主题下，还是其他一些行业在技术改造与升级的发展中，均离不开金属、合金和化工等领域新材料的技术研发和深加工，在短期内价格下跌负面作用过后，新材料行业的公司可重点关注。

公司选择的区域与事件因素

09 年我们重点关注的区域因素在于上海，2010 年的世界博览会和大陆迪斯尼项目的启动，加上上海市国资委对于当地上市公司资产重组的积极推动，将给上海本地股同时带来投资与投机机会。

公司选择的事件性因素主要在于并购重组和资产注入。在宏观不确定性背景下，人为因素主导的“投行创造价值”行为具有一定的防御性。在许多产业处于低谷困境之际，低估值必然引发企业并购和产业资本的收购行为。央企和地方政府主导的资产注入行为有望在 09 年成为市场热点。

在金融危机和全球经济衰退的背景下，我们还需要强调公司的现金流等财务状况要健康，在对外贸易和日常经营中没有金融危机冲击隐患等。对于行业景气低迷而产能在高峰期扩大的企业则需要警惕短期利润和财务状况的风险。

行业配置建议与投资组合

- **超配行业：**铁路运输设备、建筑、电力设备、新材料、农资、民爆；
- **标配行业：**金融、地产、建材、建筑机械、电力、钢铁、铁路运输、广播与电视、软件与服务、连锁超市、医药保健、农林牧渔；
- **低配行业：**百货、食品饮料、旅游休闲、连锁家电、家用电器、交通运输、基础化工、造纸、石油、煤炭、航空、纺织服装、电子、有色金属、汽车及配件。

表 13: 2009 年 1 季度国信投资组合推荐

行业	推荐公司	PB	股价	EPS07A	EPS08E	EPS09E	EPS10E	PE07A	PE08E	PE09E
铁路机械设备	晋西车轴	3.8	18.13	0.59	0.6	0.68	0.81	30.8	30.2	26.7
铁路机械设备	中国南车	3.7	4.13	0.07	0.12	0.16	0.21	60.6	34.4	25.8
建筑	中国铁建	2.7	10.04	0.25	0.28	0.4	0.51	39.4	35.9	25.1
建筑	中国中铁	2.2	5.80	0.15	0.14	0.25	0.33	39.1	41.4	23.2
电气设备	思源电气	4.7	27.00	0.99	1.25	1.48	1.7	27.2	21.6	18.2
电气设备	东源电器	2.9	7.21	0.23	0.36	0.47	0.59	31.0	20.0	15.3
电气设备	荣信股份	6.5	28.33	0.65	0.95	1.35	1.78	43.5	29.8	21.0
电气设备	特变电工	8.6	21.17	0.45	0.84	1.21	1.46	47.1	25.2	17.5
电气设备	平高电气	5.0	13.35	0.34	0.45	0.58	0.64	38.8	29.7	23.0
电气设备	国电南瑞	6.2	22.45	0.56	0.68	0.81	0.9	40.2	33.0	27.7
电气设备	浙富股份	3.4	17.05	0.56	0.75	1.05	1.36	30.2	22.7	16.2
建材	冀东水泥	2.2	10.41	0.30	0.4	0.65	1	34.3	26.0	16.0
建材	天山股份	4.7	10.83	0.34	0.72	0.85	1.01	32.3	15.0	12.7
建材	海螺水泥	2.0	26.57	1.41	1.88	2.36	2.88	18.8	14.1	11.3
建材	华新水泥	1.5	14.29	0.72	1.04	1.51	2.12	19.9	13.7	9.5
建筑机械	三一重工	4.4	16.31	1.08	0.93	1.11	1.25	15.1	17.5	14.7
建筑机械	厦工股份	2.1	5.26	0.30	0.39	0.48	0.57	17.3	13.5	11.0
建筑机械	柳工	1.9	10.49	1.20	0.98	1.03	1.15	8.8	10.7	10.2
建筑机械	山推股份	2.4	8.69	0.59	0.93	1.2	1.48	14.8	9.3	7.2
建筑机械	山河智能	2.7	12.02	0.54	0.63	0.78	0.95	22.4	19.1	15.4
钢铁	武钢股份	1.7	6.00	0.83	1.02	0.6	0.66	7.2	5.9	10.0
钢铁	华菱管线	0.8	4.73	0.59	0.49	0.33	0.47	8.0	9.7	14.3
钢铁	宝钢股份	0.9	5.04	0.73	0.68	0.3	0.33	6.9	7.4	16.8
钢铁	鞍钢股份	0.9	7.32	1.04	1.23	0.7	0.77	7.0	6.0	10.5
房地产	万科 A	2.5	6.82	0.44	0.48	0.55	0.7	15.5	14.2	12.4
房地产	华侨城 A	4.8	9.40	0.29	0.36	0.46	0.56	32.8	26.1	20.4
房地产	金融街	1.4	8.01	0.29	0.41	0.49	0.59	27.2	19.5	16.3
房地产	亿城股份	1.1	4.40	0.49	0.67	0.6	0.78	8.9	6.6	7.3
房地产	保利地产	3.2	17.02	0.61	1	1.55	2.3	28.0	17.0	11.0
房地产	云南城投	5.4	12.91	0.16	0.36	3.8	5.78	78.9	35.9	3.4
房地产	华发股份	1.8	10.30	0.44	0.72	0.75	0.98	23.2	14.3	13.7
电力	国电电力	2.4	6.30	0.31	0.04	0.2	0.25	20.1	157.5	31.5
电力	建投能源	1.6	5.00	0.44	0.05	0.3	0.3	11.3	100.0	16.7
电力	华能国际	2.2	7.65	0.50	-0.2	0.18	0.2	15.4	-38.3	42.5
高端机床轴承	昆明机床	3.0	6.46	0.57	0.8	1.08	1.26	11.3	8.1	6.0
高端机床轴承	天马股份	6.6	43.48	0.95	2.02	3.67	5.36	46.0	21.5	11.8
银行	浦发银行	2.0	11.99	0.97	2.02	2.39	2.77	12.3	5.9	5.0
银行	招商银行	2.2	11.68	1.04	1.64	1.81	2.02	11.3	7.1	6.5
银行	北京银行	1.7	7.99	0.54	0.88	1.05	1.25	14.9	9.1	7.6
银行	交通银行	1.7	4.61	0.42	0.61	0.68	0.78	11.0	7.6	6.8
银行	工商银行	2.3	3.83	0.24	0.35	0.4	0.47	15.7	10.9	9.6
保险	中国太保	1.7	11.12	0.90	0.7	0.69	1.59	12.4	15.9	16.1
保险	中国人寿	4.2	18.80	0.99	0.69	0.67	1.54	18.9	27.2	28.1
证券	中信证券	2.5	19.56	1.87	1.1	1.23	1.95	10.5	17.8	15.9
铁路运输	广深铁路	1.3	4.10	0.20	0.2	0.26	0.3	20.3	20.5	15.8
铁路运输	大秦铁路	3.0	8.77	0.47	0.56	0.63	0.7	18.6	15.7	13.9
广播与电视	天威视讯	2.4	10.30	0.27	0.31	0.39	0.51	38.6	33.2	26.4
广播与电视	歌华有线	2.3	8.89	0.35	0.34	0.38	0.4	25.7	26.1	23.4
广播与电视	广电网络	1.9	6.48	0.12	0.27	0.33	0.36	52.7	24.0	19.6
软件与服务	青岛软控	2.5	9.10	0.47	0.72	0.83	1.05	19.4	12.6	11.0
软件与服务	石基信息	8.8	43.88	0.90	1.23	1.6	N/A	48.5	35.7	27.4
软件与服务	东软集团	2.9	9.65	0.22	0.52	0.7	0.89	44.5	18.6	13.8
连锁超市	武汉中百	3.3	8.58	0.22	0.31	0.4	0.48	38.2	27.7	21.5
连锁超市	步步高	3.5	35.21	0.91	1.3	1.7	2.2	38.5	27.1	20.7

连锁超市	新华都	5.8	14.52	0.68	0.7	0.94	1.21	21.3	20.7	15.4
医药保健	国药股份	8.2	25.62	0.55	0.78	1.04	1.32	46.8	32.8	24.6
医药保健	达安基因	4.0	6.10	0.17	0.21	0.3	0.44	34.9	29.0	20.3
医药保健	双鹭药业	11.6	29.70	0.54	0.9	1.24	1.6	54.7	33.0	24.0
医药保健	天坛生物	9.9	13.09	0.21	0.27	0.43	0.54	61.1	48.5	30.4
医药保健	恒瑞医药	10.1	34.46	0.80	0.81	1.06	1.3	43.2	42.5	32.5
医药保健	天士力	3.2	11.52	0.36	0.51	0.66	0.8	31.6	22.6	17.5
石油天然气	中国石化	2.3	8.11	0.63	0.3	0.63	0.9	12.8	27.0	12.9
石油天然气	中国石油	2.9	11.14	0.74	0.73	0.9	0.95	15.2	15.3	12.4
化学制品	德美化工	1.6	7.18	0.58	0.71	0.89	1.02	12.4	10.1	8.1
化学制品	新安股份	3.6	28.97	1.72	6	3.15	4.07	16.8	4.8	9.2
化学制品	柳化股份	1.5	7.50	0.51	0.64	0.84	1.01	14.6	11.7	8.9
化学制品	烟台万华	3.8	9.54	0.89	1.2	1.52	1.95	10.7	8.0	6.3
物流	怡亚通	3.5	16.28	0.33	0.74	0.85	0.94	49.3	22.0	19.2
物流	飞马国际	2.1	6.55	0.31	0.4	0.5	0.61	20.9	16.4	13.1
平面媒体	博瑞传播	4.2	10.56	0.37	0.55	0.67	0.79	28.6	19.2	15.8
平面媒体	时代出版	19.2	14.12	0.03	1.05	1.18	1.29	497.2	13.4	12.0

资料来源: WIND 资讯, 国信证券经济研究所, 截至 08 年 11 月 28 日

免责声明:

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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑东	IT行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
化工行业首席分析师 邱伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严平	电力行业高级分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 王军清
房地产行业分析师 陈林	银行业分析师 谈焱	银行业分析师 黄飙
保险行业分析师 武建刚	证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平
IT行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄茂	策略分析师 崔嵘
纺织品与服装行业分析师 方军平	有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉
房地产行业分析师 区瑞明	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张如
基金分析师 杨涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456