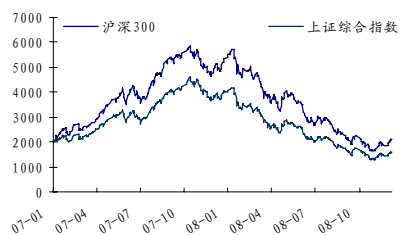


### 分析师

李军	马金良	钟精腾	
电话: 0755-83706353	电话: 0755-83713691	电话: 0755-83716750	
邮件: lij06@ghzq.com.cn	邮件: majl01@ghzq.com.cn	邮件: zhongjt@ghzq.com.cn	
邹璐	桑俊	张韬	廖庆
电话: 0755-83707473	电话: 0755-83707385	电话: 0755-83705129	电话: 0755-83716687
邮件: zou101@ghzq.com.cn	邮件: sangj@ghzq.com.cn	邮件: zhangt01@ghzq.com.cn	邮件: liaoq@ghzq.com.cn

### 市场走势



### 相关报告

《动荡中飘红可期—2008年11月A股投资策略》

2008年10月

《国际金融动荡加剧下寻求新的估值平衡—2008年四季度A股投资策略》

2008年10月

《强制性产业结构调整下寻找估值溢价投资板块—2008年中期投资策略》

2008年6月

《供求逆转 市场不能承受之重—2008年二季度投资策略报告》

2008年3月

### 分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 全球经济从1980年至今经历了4个周期,其中波峰到波谷平均为2-3年。目前已在自2006年高点回落的下行周期中运行了两年。当前市场对2009年全球经济的普遍悲观预期结果,已经接近了十多年来的低位。
- 综合考虑及相关测算,预计中国2009年GDP实际增速为8.3%,这一预测值已低于1953年至今的均值。
- 海外的成功经验表明,政府政策在实现经济可持续发展中起着十分重要而积极的作用。四季度以来中国政府陆续出台政策组合拳,将有助于改善市场的悲观预期,并逐渐发挥其扩需的效果;同时历史上的重大政策在中国证券市场的正面效果显著。
- 中国证券市场与经济增长之间并无相关性可言,通过预测未来经济增长判断目前证券市场的涨跌缺乏显著依据。实证分析的结果显示,2009年可能松动的大小非筹码仅比2008年多出13%,远非想象中的可怕。市场一时缺乏继续做空的新故事。
- 综合考虑A股市场的估值水平、股息收益率趋势,A股市场估值趋于合理,1664点演变为市场底部的概率加大,预计2009年上证指数运行区域为1600-2700点,市场情绪相对乐观的一季度和经济形势渐趋明朗的四季度走出上扬行情的几率更大。
- 在考虑经济和利率下行周期中行业轮动、政府政策措施的平滑作用、估值水平和息率回报的行业配置策略下,建议超配医药、通信、商业零售、农业和煤炭行业,重点关注恩华药业、康缘药业、远望谷、中兴通讯、苏宁电器、北大荒、西山煤电、华新水泥、海螺水泥、中国南车、东方电气、宝新能源。

经济最坏时刻渐行渐近?

运行于下行周期的末段

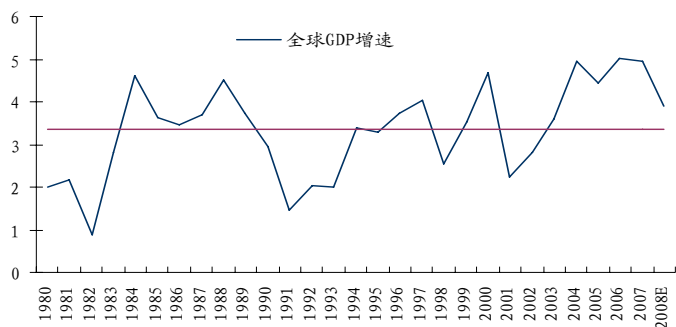
全球经济从1980年至今经历了4个周期，其中波峰到波谷平均为2-3年。目前已在自2006年高点回落的下行周期中运行了两年。

20世纪30年代至今，美国经济大约经历了11个周期，特点表现为周期波动幅度减缓，呈平滑化趋势；波峰到波谷平均为3-4年。2004年美国GDP增速达到3.6%后，步入下行周期，已运行了近四年。2008年的金融危机将加速下行趋势，但尚无明显证据将延长下行周期。

1953年至今中国经济已经历10次周期，周期波动趋于平缓，波峰到波谷的时间明显延长。1953年到1992年间，波峰到波谷平均为2-3年；1992年到2007年间，波峰到波谷的时间明显延长，1992年GDP增速达到14.2%的波峰后，经过7年，到1999年的7.6%才形成波谷，随后历时8年到2007年11.9%的波峰。值得注意的是，始于1992年的下行周期，经历1998年亚洲金融危机，于1999年见底。2008年前三季度累计增速为9.9%，为四年来新低，预计2008年经济增速将为9.4%，经济增长已步入下行周期。

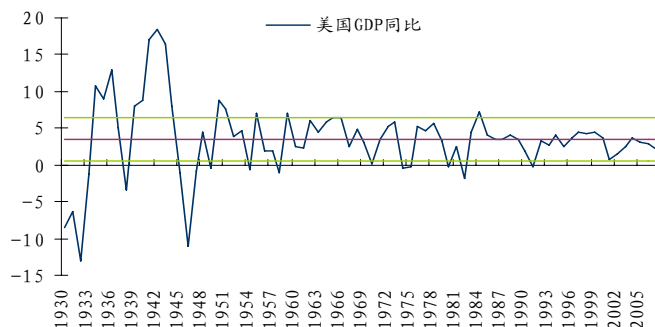
在地球人普遍陷入经济衰退甚至萧条的悲观预期中，或许经济底正悄悄地走来。

图1 全球经济走势



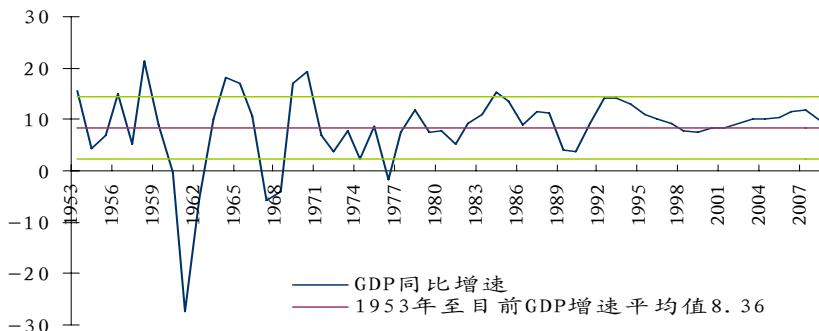
资料来源：IMF、国海证券研究所

图2 美国经济走势



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图3 中国经济走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

## 2009 全球经济加速赶底

2007 年底美国经济已开始步入衰退期，2008 年受金融危机影响，经济形势愈加严重，第三季度 GDP 环比为-0.3%，后调整为-0.5%。英国、德国等欧盟国家以及日本则因危机的波及影响也纷纷步入技术性衰退。德国和英国第三季度的 GDP 环比均为-0.5%，法国为 0.1%，整个欧盟为-0.2%，而日本的为-0.1%。

11 月最新 PMI 指数显示，美国 PMI 指数跌为 25 年来的低点，为 36.2，欧元区以及日本的 PMI 指数则跌入该指数创立以来的最低点，分别为 35.6 和 36.7，均跌到 40 以下，制造业活动萎缩程度比预期更要严重；消费者信心指数呈下降趋势，失业率也不断上升。

同时大宗商品价格急转而下，已跌至 2004-2005 年的价格区间；需求不振促使各主要国家 CPI 从高点回落，全球的通胀压力有所减缓。

根据 IMF 最新预测，2009 年发达国家经济将进入负增长区间，新兴工业化国家经济增速也将大幅下滑。IMF 对 10 月预测值的大幅下调，很大程度上反映了对 2009 年全球经济的普遍悲观预期，在此背景下的 GDP 增长已经接近了十多年来的低位。

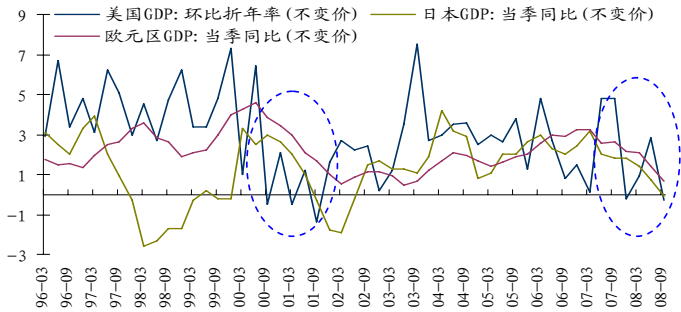
表 1 世界贸易组织《世界经济展望》11 月最新预测

	2006	2007	2008E	2009E	对 10 月预测数据进行的调整	
					2008E	2009E
世界经济	5.1	5.0	3.7	2.2	-0.2	-0.8
发达国家	3.0	2.6	1.4	-0.3	-0.1	-0.8
美国	2.8	2.0	1.4	-0.7	-0.1	-0.8
欧元区	2.8	2.6	1.2	-0.5	-0.1	-0.7
德国	3.0	2.5	1.7	-0.8	-0.2	-0.8
法国	2.2	2.2	0.8	-0.5	-0.1	-0.6
意大利	1.8	1.5	-0.2	-0.6	-0.1	-0.4
西班牙	3.9	3.7	1.4	-0.7	--	-0.5
日本	2.4	2.1	0.5	-0.2	-0.2	-0.7
英国	2.8	3.0	0.8	-1.3	-0.2	-1.2
加拿大	3.1	2.7	0.6	0.3	-0.1	-0.9
新兴工业化国家	7.9	8.0	6.6	5.1	-0.3	-0.1
俄罗斯	7.4	8.1	6.8	3.5	-0.2	-2.0
中国	11.6	11.9	9.7	8.5	-0.1	-0.8
印度	9.8	9.3	7.8	6.3	-0.1	-0.6
东盟五国	5.7	6.3	5.4	4.2	-0.1	-0.7

巴西	3.8	5.4	5.2	3.0	--	-0.5
墨西哥	4.9	3.2	1.9	0.9	-0.1	-0.9

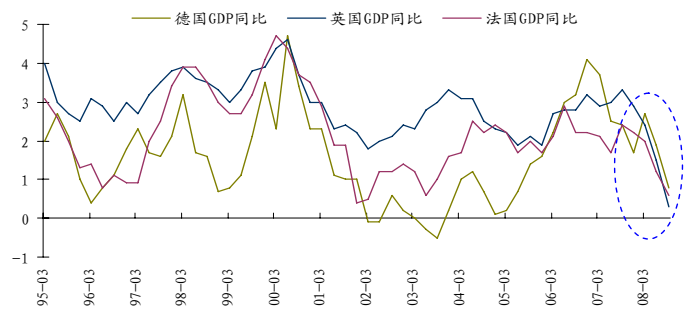
资料来源: IMF、国海证券研究所

图4 美、日、欧 GDP 增速下滑



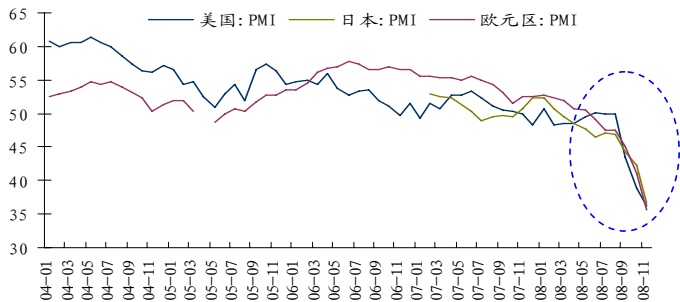
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图5 欧州几个主要国家 GDP 增速下滑



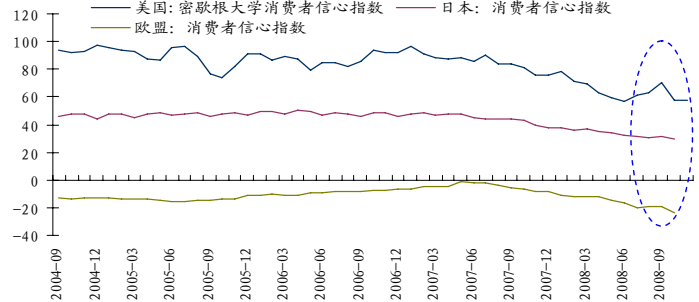
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图6 美、日、欧 PMI 指数下滑



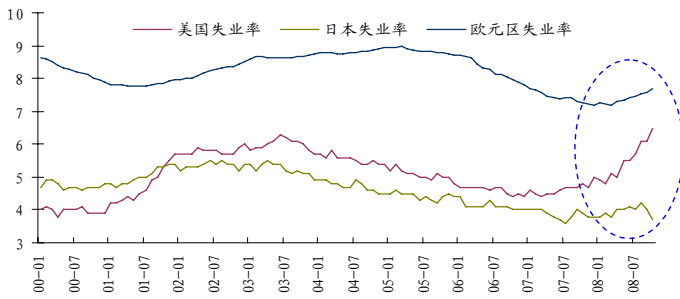
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图7 美、日、欧消费者信心指数下滑



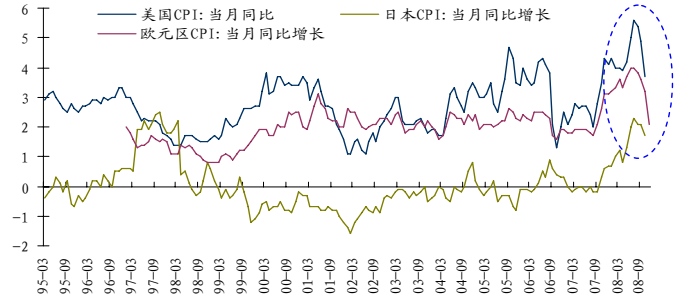
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图8 美、日、欧失业率走势



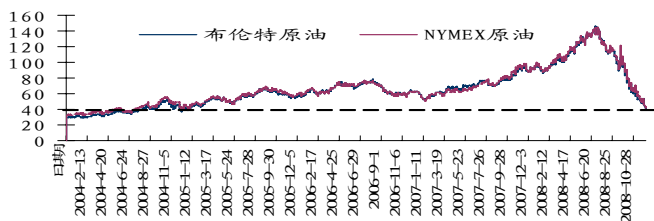
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图9 美、日、欧 CPI 从高点回落



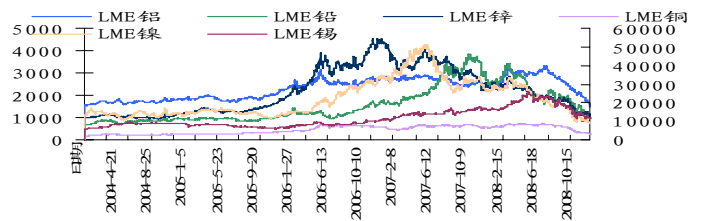
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图10 纽约原油期货价格下跌



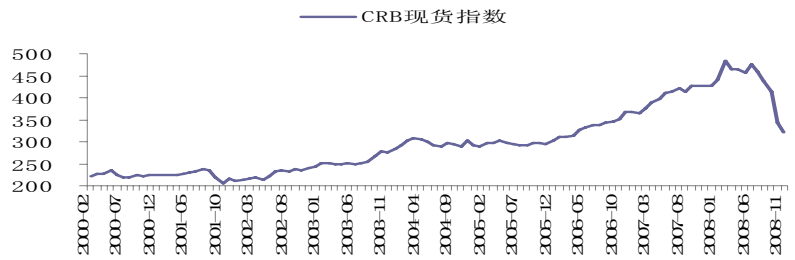
资料来源: WIND、国海证券研究所

图11 LME 指数向下回落



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 12 CRB 现货指数



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

2009 中国经济增长将低于 50 多年来的均值?

**2009 出口形势严峻**

由于中国出口主要依赖于美、日、欧等发达国家，其出口占到出口总额的近一半。98 年金融危机主要是亚洲国家受影响大，而美、日、欧等发达国家受金融危机影响比较小。而此次金融危机直接就起源于美国，并对欧洲、日本等发达国家都造成较大冲击，直接导致以发达国家为主的全球经济步入衰退，进而导致对中国产品需求的显著放缓。

根据最新的 11 月 PMI 指数，不管是新出口订单，还是新订单或者生产指数均跌破 40，成为该指数创立以来的最低，预示着出口面临的困境还将日益显现。同时国内经济的不景气将导致需求大幅下滑，进口也将继续下滑，虽然近期人民币汇率开始出现贬值的倾向，对进出口恶化有缓冲作用，但改变不了进出口增速下降的趋势。

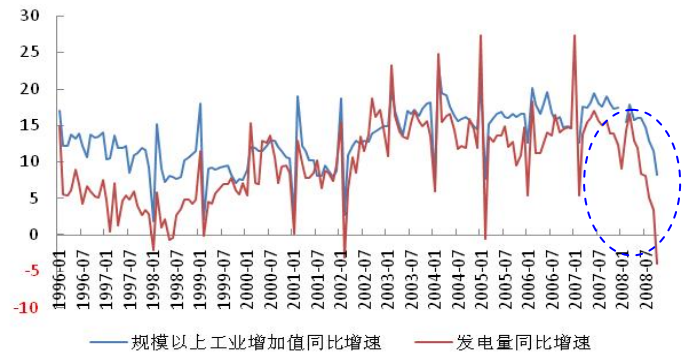
由于出口不振的原因主要是外部需求放缓所致，国内采取的一系列出口退税等政策，只能对出口企业经营恶化起到缓冲作用，改变不了出口下滑的趋势，预计 2009 年出口名义增速为 10%，实际增速为 6%，进口名义增速为 11%，实际增速为 6.5%。同时由于进口比出口更快速的下滑，预计贸易顺差可能继续上升，2009 年达到 2900 亿美元。

图 13 中国 GDP 增速走势



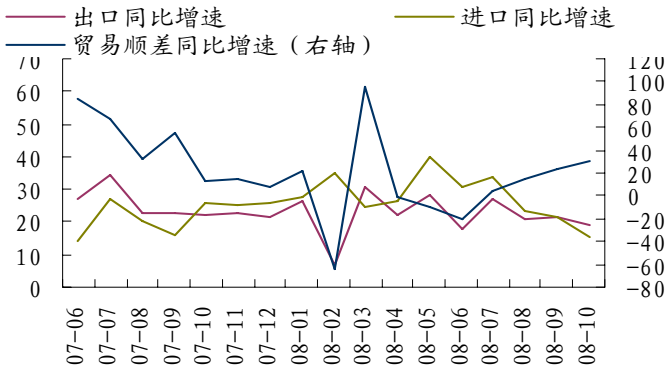
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 14 工业增加值与发电量同比增速走势



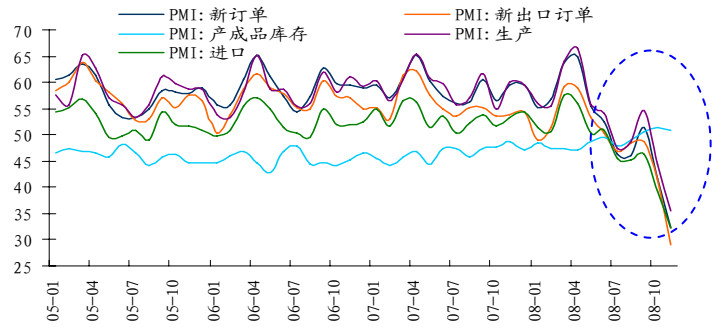
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 15 中国进出口及贸易顺差增速走势



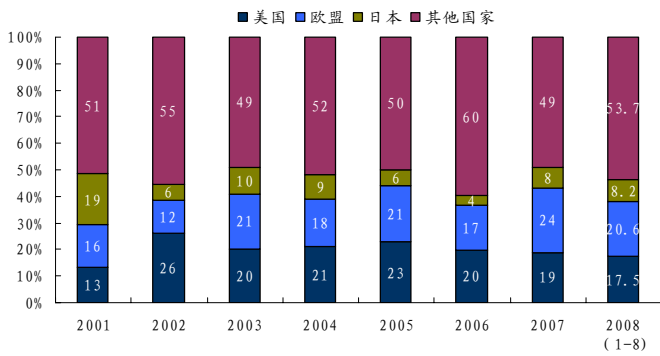
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 16 PMI 指数走势



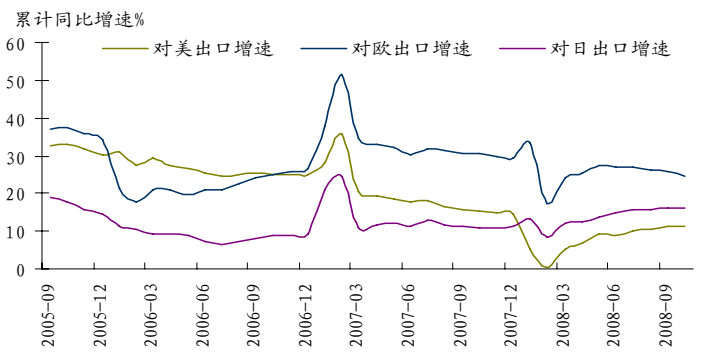
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 17 美国、欧盟、日本占中国出口比重



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 18 中国对美国、欧盟、日本出口增速走势



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 19 美元兑人民币汇率走势



资料来源: WIND、国海证券研究所

### 消费不容乐观

由于消费受收入影响明显, 而城镇和农村居民收入都有放缓的倾向。在经济下行周期, 人们消费意愿将会有所降低, 虽然政府已经提出旨在扩大农村消费的改革措施, 但是由于具体政策的落实及其执行的时滞性, 效果发挥将是一较漫长过程。目前主要反映消费的消费品零售总

额实际增速已回落，预计 2009 年还将有所下降，但是由于消费的惰性特征，总体将维持较稳定态势，预计 2009 年消费品零售总额名义增速为 16%，实际增速为 12.0%。

### 国内经济将主要依赖投资拉动

经济下行周期下国内投资需求将主要依靠政府投资来拉动。由于房地产投资的一路下滑已经导致中国城镇固定资产投资增速的放缓。虽然政府对房地产市场提出一系列措施有利于促进房地产交易量上升，但是房地产价格下行趋势难以改变，而且随着未来保障性住房供给的增加，也会对商品房市场价格形成一定压力。预计 2009 年房地产市场依然难以乐观。

经济不景气下，私人和企业投资热情都将降低，而政府对固定资产投资的加大一直是刺激内需的重要方面。11 月 5 日的国务院常务会议决定到 2010 年底投入 4 万亿元资金，力图加强基础设施建设在内的十项措施。政府投资规模的加大，有利于带动国内投资的拉动，从而缓解经济扩张期所带来的产能过剩压力。预计 2009 年全社会固定资产名义增速为 20%，实际增速为 15%。

相比十年前较有利的一个方面是，由于 2000 年以来的经济增长，为国家财政带来了较多的收入，目前财政实力比较雄厚，这有利于政府投入更多的资金对经济实施救援，而且宏观调控能力相比十年前已有很大提高。

从整体经济来看，出口下滑将是促使经济下行的主要原因，而政府针对促进经济增长的一系列政策如大力度投资等将是减缓经济下行的平滑剂。综合考虑及相关测算，预计 2009 年 GDP 实际增速为 8.3%，这一预测值已低于 1953 年至今的均值。

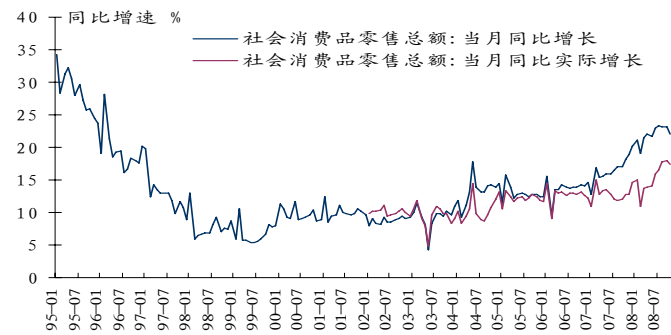
表 2 中国经济数据预测

经济运行指标	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
实际 GDP (同比增长, %)	10.1	10.4	11.6	11.9	9.4	8.3
全社会固定资产投资 (名义同比增长, %)	26.8	26.0	23.9	24.8	26.0	20.0
全社会固定资产投资 (实际同比增长, %)	20.1	24.0	22.1	20.2	17.0	15.0
社会消费品零售总额 (名义同比增长, %)	25.0	12.9	13.7	16.8	21.0	16.0
社会消费品零售总额 (实际同比增长, %)	21.6	12.0	12.6	12.5	12.4	12.0
出口 (名义同比增长, %)	35.4	28.4	27.2	25.7	20.5	10.0
出口 (实际同比增长, %)	33.4	25.2	24.0	20.1	11.5	6.0
进口 (名义同比增长, %)	36.0	17.6	20.0	20.8	27.0	11.0

进口 (实际同比增长, %)	31.5	13.8	16.8	13.3	10.5	6.5
贸易顺差 (美元, 十亿)	32.0	102.0	177.5	262.4	265.0	290.0
贸易顺差 (占 GDP 比例, %)	1.7	4.6	6.6	7.9	6.9	6.8
CPI (同比增长, %)	3.9	1.8	1.5	4.8	6.1	2.2
人民币汇率 (人民币/美元, 年末值)	8.3	8.1	7.8	7.3	6.9	6.7
人民币贷款余额增速 (同比增长, %)	14.5	13.0	15.1	16.1	14.5	14.0

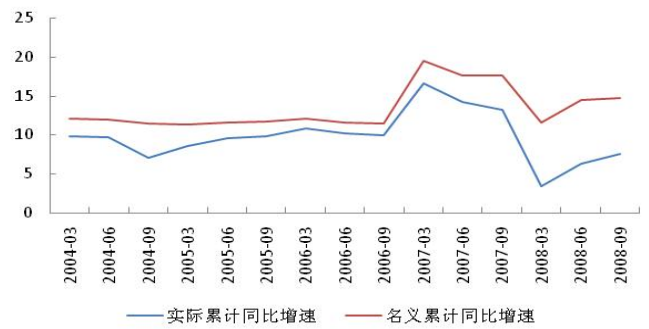
资料来源: 国海证券研究所

图 20 社会消费品零售总额累计同比增长



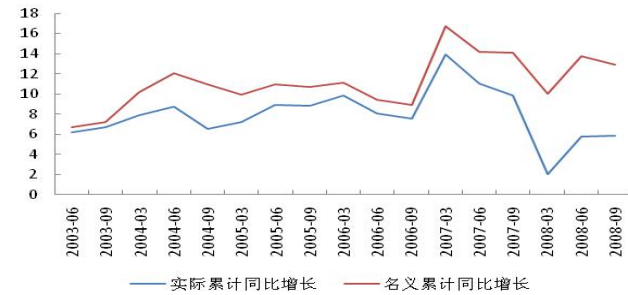
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 21 城镇居民人均收入累计同比增长



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 22 城镇居民人均支出累计同比增长



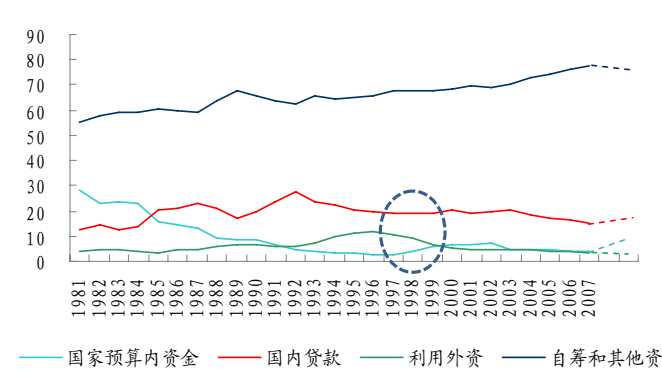
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 23 城镇及房地产固定资产投资累计同比增长



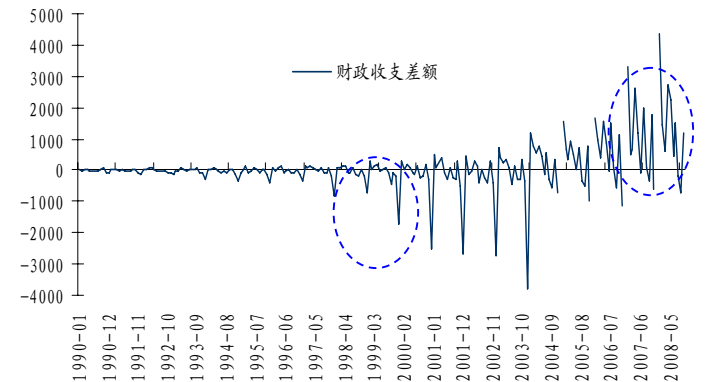
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 24 固定资产投资资金来源分类



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 25 1990 年以来的财政收支差额



资料来源: WIND、国海证券研究所

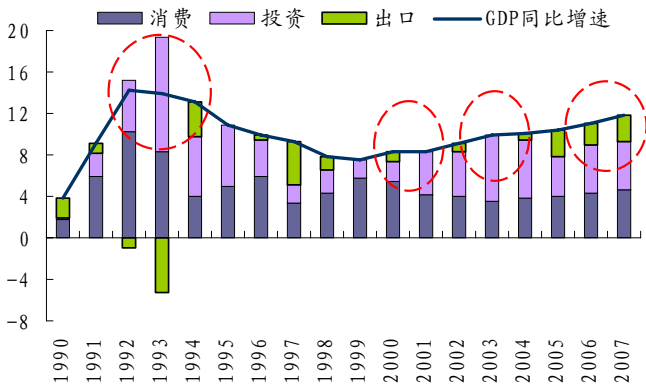


通胀总体比较温和

由于内需的显著放缓以及PPI的大幅下滑,同时考虑去年底和今年初CPI的高基数,明年一季度前CPI继续回落已成定局。而在经济下行阶段步入通缩的可能性比较小,一方面国家一直在提高粮食最低收购价格,又放开了价格管制,资源性产品价格也将改革,另一方面国家扩张性财政政策正逐步落实和实施,这都对进入通缩构成压力。然而,值得注意的是,由于国家大规模固定资产投资的财政政策实施,有可能带来CPI重新回升到较高水平。根据历史经验可以看出,固定资产投资的迅速上升,都促使该年或一年后CPI的上行。

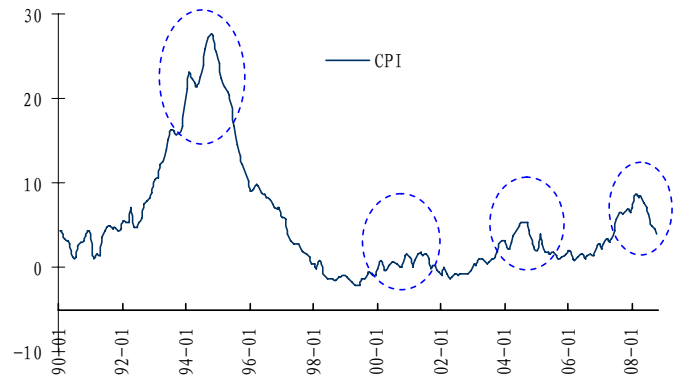
综合考虑,预计到明年一季度CPI还将继续回落,全年通胀保持较温和水平,CPI增速为2.2%。

图 26 中国消费、投资、出口对 GDP 增长的贡献度



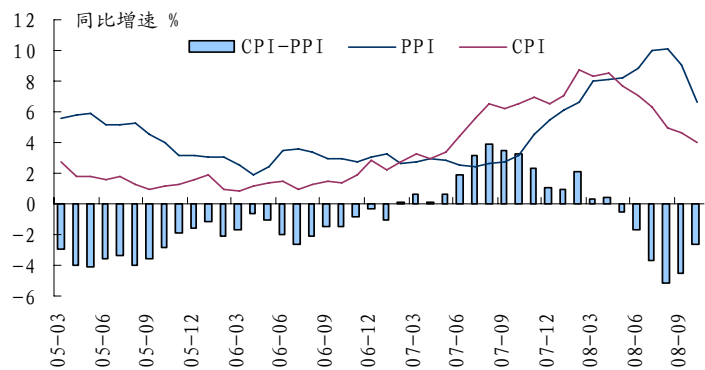
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 27 1990 年以来 CPI 走势



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 28 05 年以来中国 CPI 及 PPI 走势



资料来源: WIND、国海证券研究所

政策走在正确的调控路上?

政府在经济可持续发展中起着十分重要而积极的作用,明确的政府政策指向与良好的市场传导机制两者缺一不可。

## 历史危机中的成功政策

### 政策加快 70 年代的日本产业转型

在轻易分享以往危机中成功政策效果的同时，却可能轻率低估当前政策的作用。

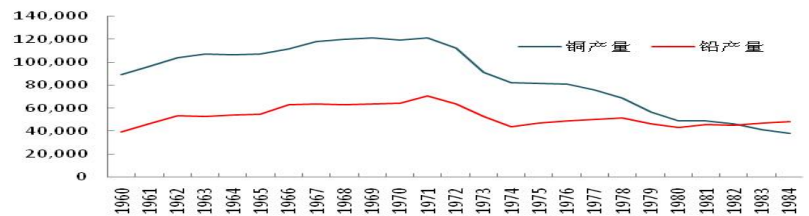
两次石油危机带来的经济压力，使得日本政府和企业达成共识：日本的基础材料工业部门过大，必须向能源节约型和劳动力节约型的知识密集型结构转换。一系列政策指向，大力鼓励和支持技术创新，有效引导传统制造业的产业升级和制造业重心的转移。产业活力的恢复使得日本重新步入经济的快速发展时期，实现了 80 年代日本的经济繁荣。

针对日本传统行业产业能耗大、产能过剩、产品附加值低的局面，日本政府推出一系列强制性政策措施，加快企业低效产能的清除，通过产业国际转移和企业国内合并重组来提高传统制造业的生产经营效率。

#### 1、加速处理过剩设备

针对原材料等产能过剩行业的萧条，日本政府先后制定《稳定特定萧条产业临时措施法》和《改善特定产业结构临时措施法》，严格规定了从 1978 年到 1983 年间，主要的重化工业（如平电炉、炼铝、纺织、造船、化肥行业等）废弃和转让处理过剩设备的规划。到 1983 年，炼铝业生产能力从 164 万吨/年，下降至 74.1 万吨/年（45.2%）；钢铁业平电炉生产能力由 2079 万吨/年，下降至 1807 万吨/年（86.9%）。

图 29 日本金属铜和金属铅产量走势



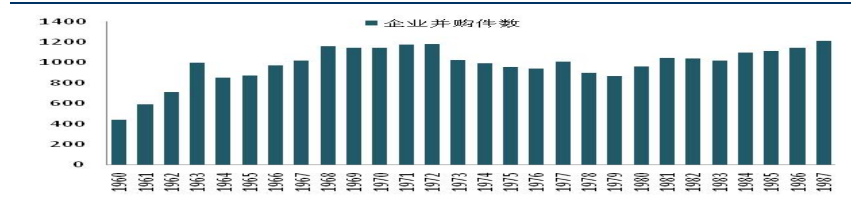
资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

#### 2、加速企业的合并重组

在石油危机前的高速增长阶段，传统制造业的快速扩张引致了一系列的经济社会问题，产品部门发展不平衡、资源短缺、投资过热、产销差距扩大等。这些问题在石油危机的冲击下都暴露无遗，加上日本政府经济发展战略的转变，传统产业纷纷实行“减量经营”，试图通过规模效应来实现集约化的生产和生产效率的提高。同时，日本政府在颁布的《改善特定产业结构临时措施法》还规定对萧条产业企业的合并进行税收减免。在产业发展低迷和政府的推动下，出现了本企业合并重组的高潮，尤其是以大型的并购重组为主，如钢铁行业（西日本制钢、中国制钢和熊本共工业的合并）、造船业（来岛集团合并金指造船）等。传统

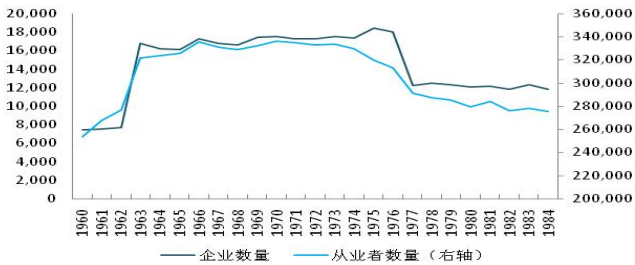
制造业大量合并重组的实施，使得企业数量大幅下降，从业人员数量也呈现下降趋势，以造纸、化工、钢铁、纺织、服装为主的传统制造行业规模收缩十分明显。

图 30 战后日本企业并购趋势



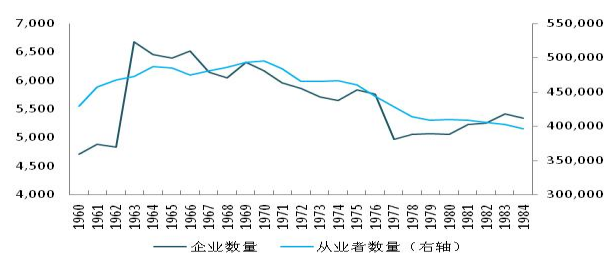
资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

图 31 日本造纸行业企业和从业者数量



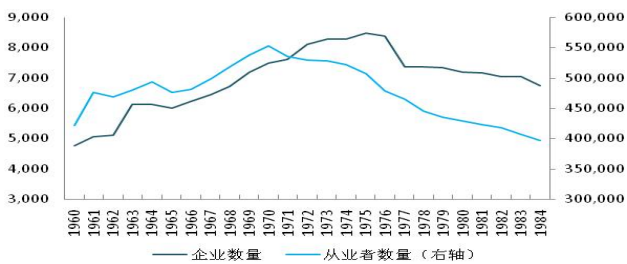
资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

图 32 日本化工行业企业和从业者数量



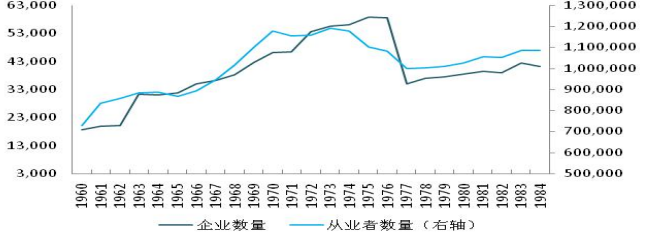
资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

图 33 日本钢铁行业企业和从业者数量



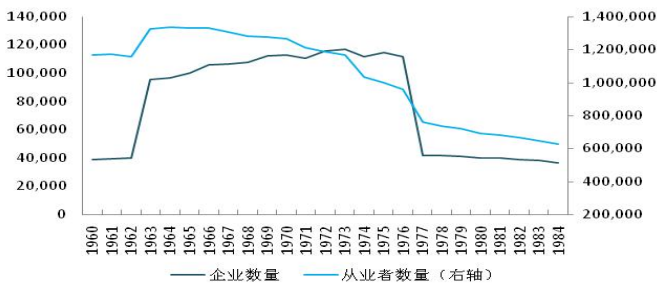
资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

图 34 日本普通机械行业企业和从业者数量



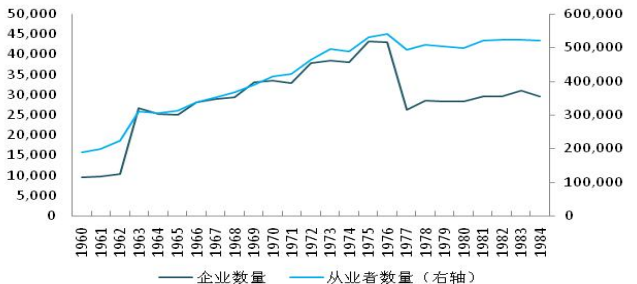
资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

图 35 日本纺织行业企业和从业者数量



资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

图 36 日本服装行业企业和从业者数量

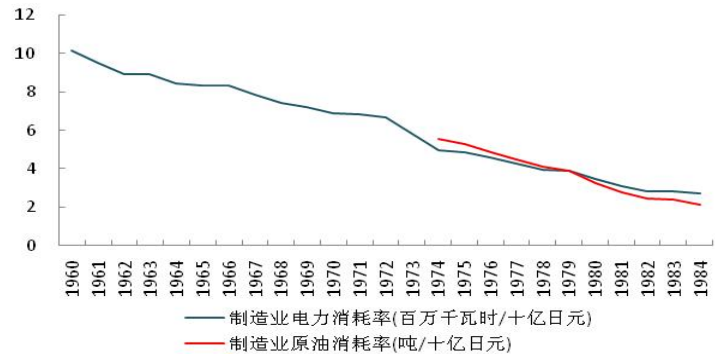


资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

### 3、重化工业部门加快设备现代化，提高能源利用率

日本政府通过特别折旧制度和租金税收减免来推动萧条性行业的调整和转换，要求日本金融行业对私有企业的节能设备提供低息贷款，为传统制造业的转型发展提供有效地金融经济支持。传统制造业的产业改造大幅提高了生产效率和能源利用率，单位产值的电力和原油消耗率呈现明显的下降趋势。

图 37 日本制造业电力利用效率与原油利用效率



资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

### 4、加快传统制造业中低水平产品的跨国产业转移

两次石油危机过后，日本开始大幅度地通过将结构性萧条产业向发展中国家转移，“雁型模式”在东南亚地区逐步推展开来。通过变商品输出为资本输出，日本不仅有效缓解了传统制造业的国内生产困境，而且躲避了日元升值带来的产品国际竞争力下降。

日本在对传统重化工业实施严厉的指导性政策，加速传统制造业技术和产品升级的同时，对新兴制造业创造了良好的政治经济政策环境，有效引导制造业重心的转移。

#### 1、明确的政策措施指明产业转型方向

70年代国际环境的变化使得日本政府意识到惟有尽快发展技术密集型产业，大幅度提高制造业的技术水平和产品附加值，才能在国际市场的激烈角逐中取胜。

日本政府不断制定目标明确的产业政策，推进产业转型的正确发展。1975年《产业结构长期展望》确定知识技术密集型的加工装配工业和尖端技术领域为产业结构的发展重心。1978年，《特定机械产业振兴临时措施法》，明确规定加强对集成电路、电子计算机、飞机等产业的政策扶持，对尖端技术领域的开发提供政策补贴，对指定的高科技产业实施税收和金融方面的优惠措施。

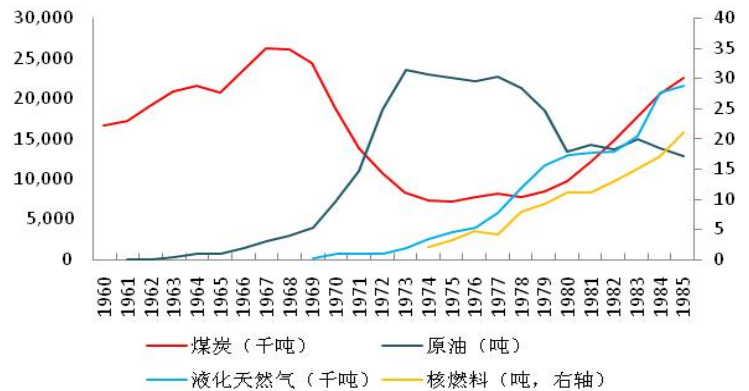
## 2、日本政府鼓励加快技术引进和改造创新

通过结合日本经济的实际情况对引进的科学技术实行国产化方针，然后对引进的技术和产品的分解、研制，创造出具有日本特点的新技术和新产品。日本企业一改过去对成套设备引进的模式，着重引进技术专利、技术情报及基础性科研成果，然后对引进的新技术进行分析研究，扬长避短，进行创新开发。60年代中期后日本已经开始注重引进知识密集型工业的先进技术，如通讯设备、航天、汽车制造、电子机械等。进入70年代之后，宇宙开发、电子计算机、半导体、生物工程等尖端技术引进和改造直接奠定了日本在全球的技术领先地位。

## 3、调整能源结构、鼓励节能投资和技术开发引进

日本政府能源调查委员会制定了“阳光计划”和“月光计划”的能源开发计划。“阳光计划”主要包括新能源技术的开发和应用，由政府投资对太阳能、地热、煤炭、氢气、海洋温差发电等进行技术开放；“月光计划”旨在提高能源利用效率和能力再利用技术，包括复合发电系统等。能源结构的调整降低了日本经济对国际石油进口的依赖程度，降低了国际经济政治环境对国内经济的影响。以日本电力行业为例，70年代以后，原油耗费所占比重大幅下降，而其他能源如煤炭、液化天然气、核燃料等利用上升趋势显著。

图 38 日本电力行业各能源消耗变化趋势



资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

## 政策指向 90 年代美国“新经济”时代

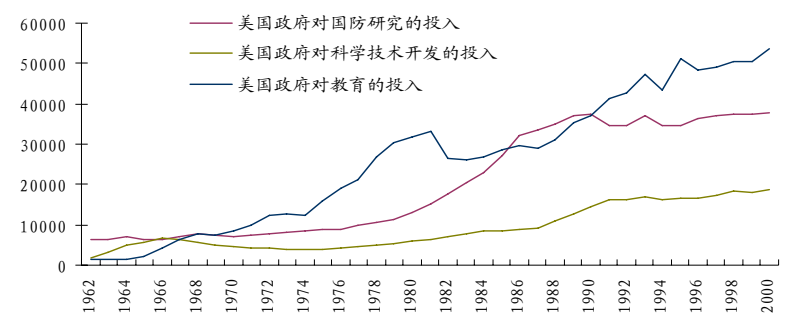
80年代末危机后，美国国内经济陷入低迷，失业率增长，通胀高企。当时美国第三产业已经达到70%以上，工业化基本完成，必须通过技术创新为经济注入新的增长动力。1992年开始，克林顿政府制定了一系列促进技术发展的政策，使美国经济进入了一个前所未有的繁荣期，这段时期也被称为“新经济”时代。

一方面通过大力消减国防开支来增加对研究与开发的投入，尤其是民用研究方面。以1995年为例，研究开发总经费约为1830.2亿美元，其总额居世界第一，其中联邦政府支出631.5亿美元，占总数的34.5%。另一方面，政府提出一系列促进高新技术发展的规划和计划。如1992年提出了“信息高速公路”计划；1993年11月成立了由克林顿亲自领导的国家科技委员会；同年，美国政府颁布《国家信息基础设施行动计划》（简称NII计划）；1994年，美国政府又提出了进一步完善NII计划的《全球信息基础设施行动计划》（简称GII计划），该计划旨在通过卫星通讯和电信光缆连通全球网络，形成信息共享的竞争机制。

与此同时，克林顿政府还努力推动技术商业化，采取把全国的大学、企业、政府实验室甚至个人计算机联结起来的做法，这种“官-学-研-产”一体化，极大地促进了科技发展对于民间技术产业的振兴作用，也促进了产业结构的升级和换代。而且美国对于教育的重视及其完善的教育体制，也为高新技术的发展给予了强大的人才支持。1991年，在每10万人口中，美国大学生数为5687人，仅低于加拿大（7197人），大大高于日本、德国和英国（分别为2338人、3051人和2406人）。

在加强对高新技术支持的同时，美国政府也十分强调发展制造技术，并把它列为国家优先发展的关键技术计划中。90年代以来，美国对制造业实行技术更新和技术改造，普及计算机应用，发展柔性制造系统，成为美国科技发展最活跃的领域。1994年，美国制造业的工厂成本降至世界最低水平，比日本和欧洲国家低40%。

图 39 美国政府在科研及教育方面的支出



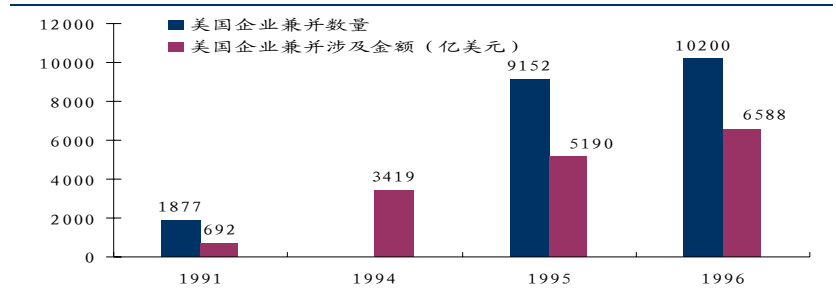
资料来源：美国统计年鉴、国海证券研究所

一方面放松对企业兼并的控制，逐步改变乃至彻底放弃对市场结构的事前干预政策，以适应全球经济一体化和经济结构调整，增强美国企业在全全球市场的竞争实力；另一方面，为鼓励创新，促进和保护美国在知识经济领先地位以及经济持续增长，加强对限制竞争、阻碍创新的不公平竞争市场行为的监管，并相应对实施这种行为的垄断企业进行严厉

的制裁。1992年司法部和联邦贸易委员会联合发布《横向兼并指南》，明确声明大多数兼并活动不构成威胁，该指南1997年修正案更明确企业兼并是有效率的，并进一步放松了反托拉斯政策。

政府对企业行为限制的放松，带来了美国企业兼并高潮，有力地促进了规模经济并优化了资源配置。1991年，企业并购1877起，交易值692亿美元，而到1996年，美国企业并购案已高达10200起，全年涉及并购金额6588亿美元，而且90年代美国企业兼并的重心主要集中在信息产业部门，兼并形成的垄断竞争推动着对信息产业的开发与投资。

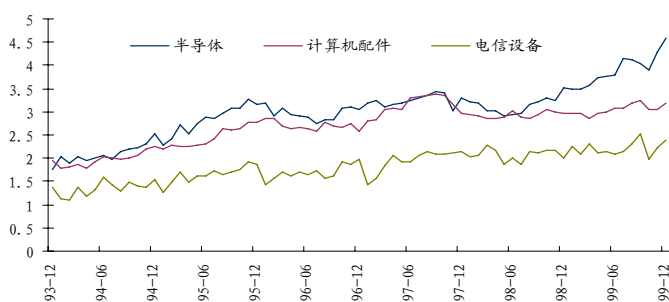
图40 美国90年代企业兼并数量及金额显著上升



资料来源：美国统计年鉴、国海证券研究所

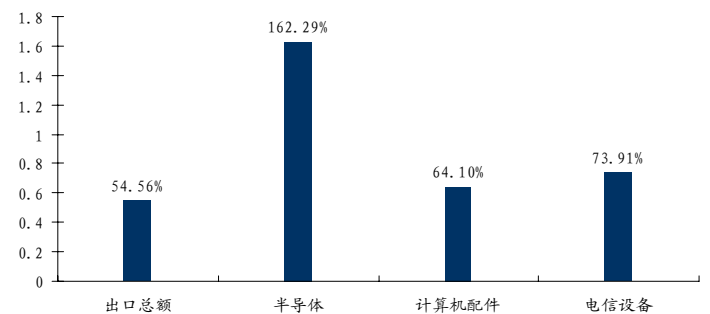
1993年9月克林顿总统公布了国家出口战略，确定半导体、电脑、通讯、环境保护、咨询软件工业及服务业等高科技产业和知识密集型产业为六大重点出口产业。同时积极参与WTO的创建和APEC谈判等活动，采取各种方式开拓国际市场。90年代以来，信息技术产品的出口增长迅速，尤其是半导体，从1994年到2000年出口增速达到162%。在全球半导体出口方面，也逐渐超过日本上升到第一位。电脑芯片等高技术产品也在1996年从1986年的第四位跃升至第一位。据统计，在迅速发展的信息技术产业中，美国1/3的信息技术产品是面向出口的。高新产业的快速出口带动了美国出口贸易的迅速发展。

图41 出口产品中信息技术产品呈上涨趋势



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图42 从94年到2000年主要信息技术产品出口增长率



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

2007 金融危机中美国政策走在正确的道路上

自 2007 年 2 月美国房地产抵押贷款问题开始浮出水面，汇丰等一系列大型银行开始对次级债及其衍生产品进行大规模的减记，到 2007 年 11 月为止，次贷危机所引发的金融危机沉重地打击了美国乃至全球经济，同时美国财政部和美联储采取了一系列及时有效的措施，包括实施扩张性的财政政策和货币政策、国有化金融机构、直接注资购买金融机构优先股、提供一揽子担保等措施。

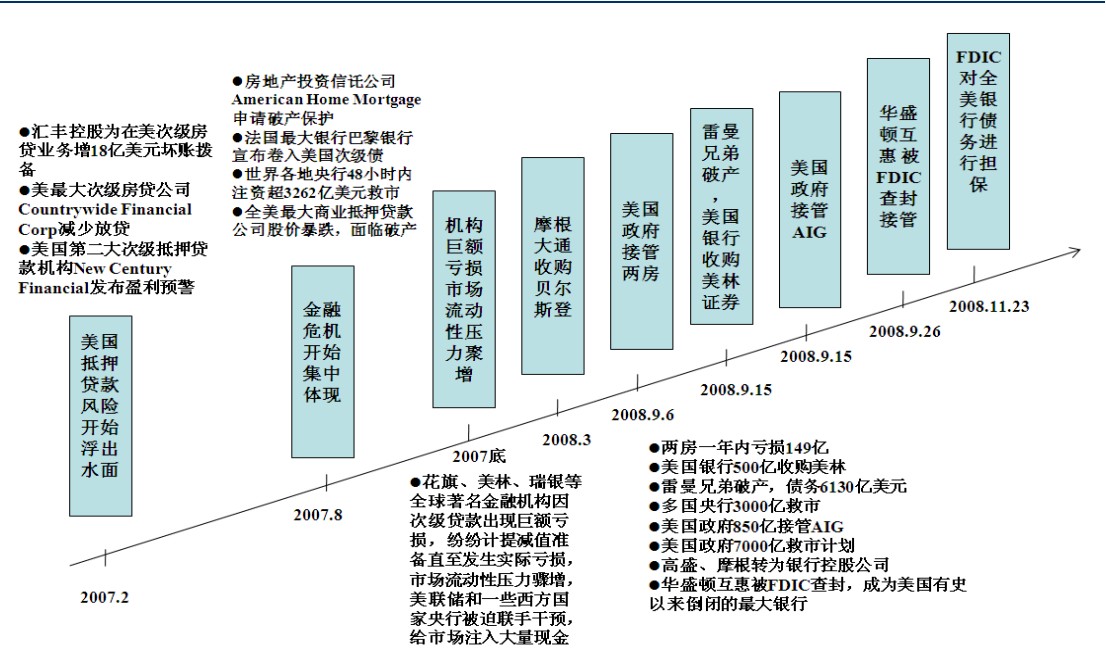
在货币政策方面，美联储大幅调低联邦基金利率，同时辅以大规模的流动性释放，美联储资产负债表大幅扩张。由于美国次贷危机中金融机构受损最为严重，因此大规模的流动性注入有效缓解了金融机构之间的资金缺乏，尽管在雷曼兄弟破产、7000 亿救市方案第一次被国会否决时银行间同业拆借利率有所攀升，但是从长期来看呈现逐步回落的趋势。

在财政政策方面，美国在 4 月份通过了一揽子的救市政策，其中包括对消费者的大幅退税，以此改善居民资产负债表，缓解消费放缓对经济的影响。

美国充分吸收日本政府救市经验，迅速推出不良资产清理计划 (Troubled Assets Relief Program, TARP)，通过美联储和美国财政部对金融机构进行有选择的注资，维持市场信心，改善金融机构的流动性。另外，美国国会也有条件地通过 7000 亿的政府救助计划，其中美国才政府 1585.6 亿美元用于购买主要金融机构的资产，在救助金融机构的同时，保障政府救市资金的安全，避免大量财政赤字的产生。另外，11 月 23 日美国联邦存款保险公司还宣布对全美银行债务进行担保。

美国政府采取一系列措施来理顺金融市场秩序，帮助金融机构消化不良债权，加快金融体系的恢复。虽然市场对美国政府救市政策的及时性存在分歧，但是这些政策的确已经促使美国金融体系状况逐步好转。

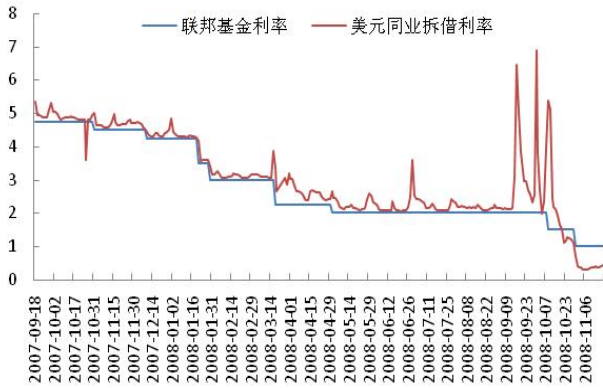
图 43 美国金融危机演变历程



资料来源：国海证券研究所

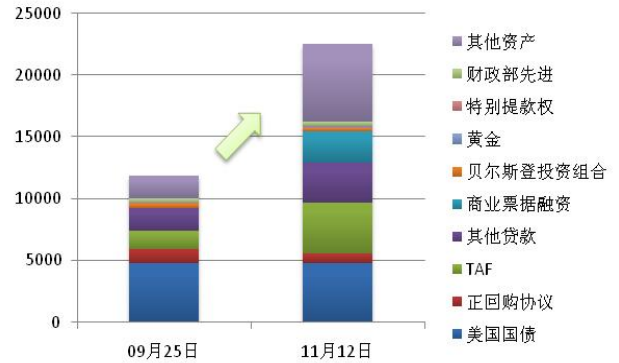


图 44 联邦基金利率和美元同业拆借利率走势



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 45 美联储资产状况



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

表 3 美国政府积极应对金融危机

政策类型	政策措施	政策执行
财政政策	减税	2月布什签署一揽子经济刺激方案, 实行约1680亿美元减税措施
	发行国债	11月6日发行550亿国债为金融救助计划筹资
货币政策	降息	次贷危机发生之后, 美国进入降息周期, 从2007年9月18日从5.25%降至当前的1%
	公开市场操作	通过贴现及其他创新工具金融市场提供流动性, 包括TAF、TSLF、PDCF等, 大幅扩张美联储资产负债表
不良资产清理计划 (TARP)	美联储注资	9月7日接管房利美和房地美 9月16日向AIG注资850亿美元
	美财政部注资	10月21日斥资5400亿美元收购共同基金资产 10月14日向九大银行注资1250亿美元 11月14日斥资335.6亿美元购买21家金融机构股权 11月24日向花旗集团注资200亿美元
	一揽子担保措施	美国联邦存款保险公司担保
		11月23日决定对全美银行债务进行担保

资料来源: 国海证券研究所

中国政策突变拉开内需拉动的序幕?

四季度以来政府陆续出台政策组合拳, 财政政策和货币政策结合紧密, 并且政策出台果断而且大力度, 多次超出市场预期。财政政策方面如免征利息所得税、提高出口退税率、降低购房交易税、全面实行增值税改革, 以及“四万亿”的大规模固定资产投资等财政税收措施。货币政策则主要是降息以及降低存款准备金率等。这些政策都将有助于缓解目前经济快速下行的现状及经济下行中对各行业和企业的压力, 改善市场的悲观预期, 并逐渐发挥其扩大内需的效果。

表4 四季度针对经济出台的政策

	具体政策措施
10月份 政策措施	10月9日起,下调一年期人民币存贷款基准利率各0.27个百分点,其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。
	10月9日起,对储蓄存款利息所得暂免征收个人所得税。对证券市场个人投资者取得的证券交易结算资金利息所得,比照储蓄存款利息所得,暂免征收个人所得税。
	10月15日起,下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点
	10月30日,我国将金融机构人民币存贷款基准利率下调27个基点,一年期存款基准利率由现行的3.87%下调至3.60%点,一年期贷款基准利率由现行的6.93%下调至6.66%
11月份 政策措施	11月1日起,上调出口退税率政策,此次调整涉及3486项商品,约占海关税则中全部商品总数的25.8%。主要包括两个方面的内容:一是适当提高纺织品、服装、玩具等劳动密集型商品出口退税率。二是提高抗艾滋病药物等高技术含量、高附加值商品的出口退税率。届时,中国的出口退税率将分为5%、9%、11%、13%、14%和17%六档。
	11月1日起,90平以下普通住房契税下调到1%;个人买卖住房免印花税;个人卖房免土地增值税。金融机构对居民首次购房和改善型住房提供贷款,贷款利率下限可扩为贷款基准利率0.7倍,最低首付款比例调整为20%。同时,下调个人住房公积金贷款利率,各档次利率分别下调0.27个百分点。
	11月9日报道,国务院常务会议决定到2010年底投入4万亿元资金,力图加强基础设施建设在内的十项措施。其中还包括在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革。
	11月12日国务院常务会议决定四项实施措施:一是核准审批固定资产投资项目。二是提高部分产品出口退税率,调整部分产品出口关税。三是确定中央财政地震灾后恢复重建基金的具体安排方案。四是提出进一步加强支持林业生态恢复重建的政策措施。
	11月27日起,下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各1.08个百分点,其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。
12月份 政策措施	2008年12月1日起,进一步提高部分劳动密集型产品、机电产品和其他受影响较大产品的出口退税率。这次调整总共涉及3770项产品,约占全部出口产品的27.9%,并调整部分产品关税。财政部、国家发展改革委发出通知,决定自2009年1月1日起,在全国统一取消和停止征收100项行政事业性收费。
	中共中央、国务院决定,从2009年1月1日起调整企业退休人员基本养老金。这也是自2005年以来连续第5年调整企业退休人员基本养老金水平。
	12月5日起,下调工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行等大型存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点,下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率2个百分点。继续对汶川地震灾区 and 农村金融机构执行优惠的存款准备金率。

资料来源:国海证券研究所

#### 四万亿扩需政策分析

政府提出的4万亿扩内需措施超出市场预期。然而,根据“十一五”规划以及已有的资金投入数据来看,我们发现4万亿中其实新追加的投资规模有限,最多仅为21%,约为8500亿左右,但是我们更看重是政府政策的及时性和有效性,以及政府政策实施借助乘数效应对全社会固定资产投资拉动。

在经济下行趋势下,政府政策转向及时,有利于缓解投资者和消费者对经济恶化的预期。尽管政府固定资产投资规划的增量有限,但是仍然能够在一定程度上帮助产能扩张严重的制造业企业吸收和消化产品库存和产能增量,有效缓解市场对这些行业盈利加速恶化的预期。

同时,政府政策有利于提升中低收入消费者的消费信心。我国中低收入居民的收入起点较低,边际消费倾向相对较高,因此政府有意通过政策使得中低收入居民受益,以此来保障国内消费的增长。具体在于提高收入水平,包括提高粮食最低收购价格、提高农业补贴、提高低收入群体福利水平等;提高医疗保障,包括加强基层医疗卫生服务体系建设;加强教育保障,主要在于加强中西部地区教育文化建设。

按照我们的测算,2009年新增固定资产投资对GDP拉动约为1.58个百分点。

我们认为主要的受益行业集中于钢铁、建材、建筑、机械和电气设备,另外,农业、房地产、石油化工、环保行业也能从中受益。

表5 四万亿固定资产投资受益行业及公司

行业	主要受益原因	分析思路	受益公司
钢铁行业 (产品差异性)	<p><b>公路建设:</b> 高速公路每公里建设需要钢材500-1500吨、平均1000吨;初步估计共需要钢材1700万吨</p> <p><b>铁路建设:</b> 高速铁路基础建设每1亿元需要约6700吨钢材;按3.5万亿计算2.35亿吨钢材(杨忠民:今后三年共投资3.5万亿,2008年3500亿,2009年6000亿)。</p> <p><b>房地产建设:</b> 保障性住房三年共投入9000亿元</p> <p><b>机场建设:</b> 机场建设投资共约5800亿元</p>	<p><b>公路建设:</b> 按照钢材需求种类寻找对应的上市公司</p> <p><b>铁路建设:</b> 从铁路建设的细分领域分析</p> <p><b>房地产建设:</b> 经济适用房用钢比例</p>	<p>螺纹钢(唐钢、安阳钢铁、莱钢、承德钒钛)、高速铁路钢轨(鞍钢、包钢、攀钢、武钢)、机车(中国南车)和机车零部件(马钢、晋西车轴、天马股份、时代新材)、无缝钢管(宝钢)</p>
建材行业 (主要是水泥行业、区域性)	<p><b>公路建设:</b> 高速公路每公里需要水泥4000吨至1.2万吨,平均9000吨;初步估计共需要水泥15300万吨</p> <p><b>铁路建设:</b> 高速铁路基础建设每1亿元需要约2万吨水泥</p>	<p><b>按照国家基础建设地区按区域寻找相关上市公司。</b></p> <p><b>公路、铁路、机场、房地产建设:</b> 区域性显著</p>	<p>西水股份、四川金顶、冀东水泥、赛马实业、天山水泥、海螺水泥、江西水泥、华新水泥</p>

	<b>机场建设、房地产建设</b>		
工程机械行业（细分行业较多）	<p><b>公路建设：</b>公路建设中大约 7%来源于机械设备购买，包括混凝土机械、挖掘机、装载机、起重机以及其他。</p> <p><b>铁路建设：</b>铁路建设中也涉及到基础设施建设，但是相应的起重机和混凝土机械会相对较多，其他还包括一些铺轨、架梁等专用机械</p> <p><b>机场建设、房地产建设。</b></p>	结合不同上市公司主营产品分析	柳工、中联重科、三一重工、厦工、徐工
建筑行业（垄断性强）	<p><b>公路铁路建设</b>主要由中国中铁、中国铁建、中铁二局所垄断，公路建设区域性公司也占有一定比例，如隧道股份、浦东建设、四川路桥等。</p> <p><b>水利水电建设</b>（如：南水北调工程）主要由中国水力水电集团和葛洲坝垄断，另外中国中铁也有部分参与。</p> <p><b>机场建设：</b>主要由中国民用机场建设集团公司垄断。中央今年对民航的投资规模为 300 亿元，今后三年各方投资将达 5500 亿元，民航投入和产出之间的比例为 1：8，5800 亿元的直接投资将带动 4.64 万亿元的产出。</p>	垄断型强，主要是龙头企业直接受益于行业规模扩大	中国中铁、中国铁建、隧道股份、浦东建设、四川路桥、葛洲坝
电气设备（行业垄断性强，主要为合同中标）	<p><b>电网建设：</b>政府十一五期间国家电网规划为 9000 亿、南方电网为 3000 亿，总投资达 12000 亿元，包括西电东送电网和农村电网建设。农村电网建设中约 40%用于设备采购</p> <p><b>核电建设：</b>核准总投资 955 亿元的广东阳江核电工程和浙江秦山核电厂扩建工程</p>	按照合同中标金额计算	直流控制保护（许继电气）、换流阀（许继集团）、变压器（特变电工、置信电气、天威保变）、农村电网建设（国电南瑞、东方电子）、高压开关（平高电气）、电缆（宝胜股份）、核电设备（东方电气、中核科技）
农业	<b>农业新技术的推广和应用、农村电网建设：</b> 水利部今年将有 30 亿用于农业灌溉设施建设。	农村生产条件改善带来的投资机会	北大荒、新赛股份
房地产（可能会通过招投标进行）	<b>保障性安居工程：</b> 政府计划通过 3 年时间，增加 200 万套廉租房、400 万套经济适用房，100 多万户林业、农垦和矿区的棚户区改造，三年总投资额将达到 9000 亿元，平均每年 3000 亿元。上下游产业加在一起，每年有 6000 亿元投入。	有保障性住房建筑经验和资金优势的企业	万科、保利地产
石油化工	<b>西气东输工程：</b> 宁夏中卫经 11 个省（区、市）至广州、香港的西气东输二线项目东段工程，总投资	天然气开发和输送环节涉及的上市公司	中石化

930 亿元。

环保行业	<b>城市供水、污水处理、垃圾处理等业务：</b> 十一五规划中，总共投入 3800 亿元	上市公司不多，各地规划不一、难以测算	合加资源、南海发展、首创股份
------	---	--------------------	----------------

资料来源：国海证券研究所

### 108 基点降息政策分析

大幅度降息与“四万亿”大规模投资财政政策是相互配合的。“四万亿”大规模投资涉及面广，时间跨度长，财政政策对经济的影响是一个较长期过程，具有一定时滞性。而“降息”等货币政策的实施直指市场的流动性，有利于缓解市场资金流动性压力，相比财政政策时效性短，见效快；同时“四万亿”投资的实施需要各方面的资金支持，除了中央财政的资金投入之外，更重要地是来自于银行贷款的支持，大幅度降息有利于减少大规模固定资产投资的资金成本，降低政府政策成本，更好地落实扩张性的财政政策。

降息除了对银行也影响偏负面外，其他行业影响均构成利好，其关键在于缓解了行业流动性压力，并对企业财务成本有降低作用。利好较大的行业主要有：房地产行业、水泥建材行业、电力行业、纺织行业、钢铁行业等资产负债率较高或资金流动性压力较大的行业。

### 更大规模政策刺激值得期待

在积极财政政策和适度宽松的货币政策基调之下，政府“保增长”决心坚定，我们判断未来中央政府可能会协同地方政府进一步出台政策来针对性地保证经济持续稳定增长，包括以更详细的财政资金投入规划、税收优惠、向中低收入群体的转移支付为主的财政政策和以降低存贷款基准利率、存款准备金率的货币政策。通过政府政策指向，扭转当前相对疲弱的经济增长态势，并由此逐步改变经济增长模式。

根据目前经济形势，我们预计到 2009 年底，央行还将降低基准利率 54-108 个基点。

表 6 财政货币政策的演变

时期	财政、货币政策性质
1993 年	适度从紧的财政政策及严厉的信贷控制政策
1994-1995 年	完善和深化财税体制改革，继续从紧的货币政策
1996-1997 年	继续程度从紧的财政政策和货币政策
1998-2003 年	积极的财政政策和稳健的货币政策
2004-2007 年	稳健的财政和货币政策

2007/12-2008/11 稳健的货币政策和从紧的货币政策

2008/11月之后 积极的财政政策和适度宽松的货币政策

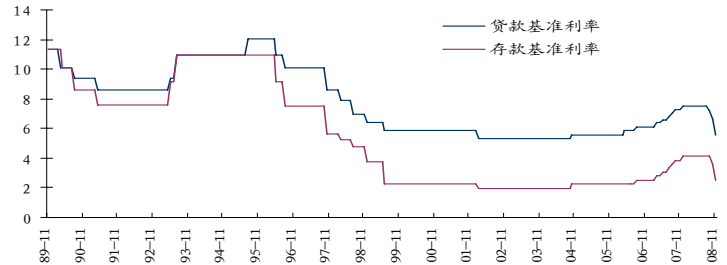
资料来源：国海证券研究所

图 46 M1、M2 以及存款基准利率变化趋势



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 47 我国存贷款基准利率走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

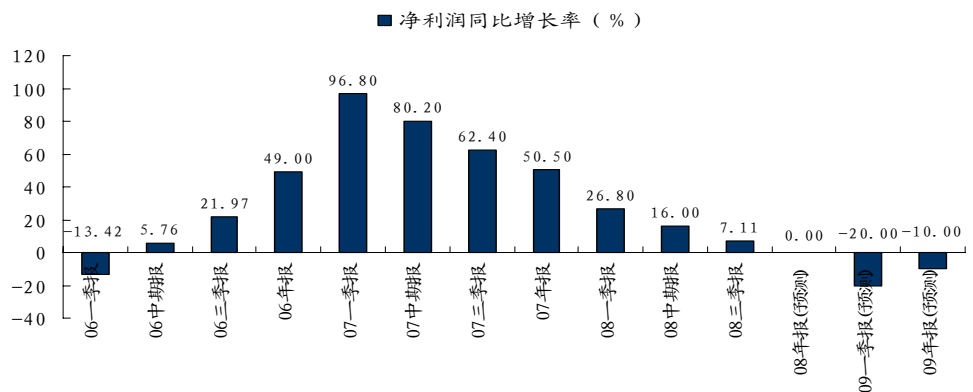
### 基于宏观及特殊因素的悲观预期已在市场反复反映？

经济衰退-上市公司业绩负增长-估值下降-市场下跌的逻辑

当看空噱头逐渐沦为老生常谈的陈词滥调，市场一时缺乏继续做空的新故事。

上市公司盈利的宏观环境在恶化，2008 年第四季度上市公司的业绩会进一步下滑，预计上市公司 2008 年全年上市公司净利润同比仅有小幅增长甚至是零增长。再考虑到同比基数（2008 年一季报）较高，业绩的下滑趋势会进一步漫延至 2009 年一季报，甚至可能会出现高达 20% 的负增长。2009 年发达国家全面衰退，并将导致新兴市场和发展中国家经济明显放缓，上市公司盈利的宏观环境继续恶化。预计 2009 年上市公司业绩可能会出现 10%-20% 的负增长。相对于年初市场对 2008 年 35% 及 2009 年 20% 的增长预期有相当大的落差，盈利预测的屡屡大幅下调反复导致市场下跌。

图 48 净利润同比增长



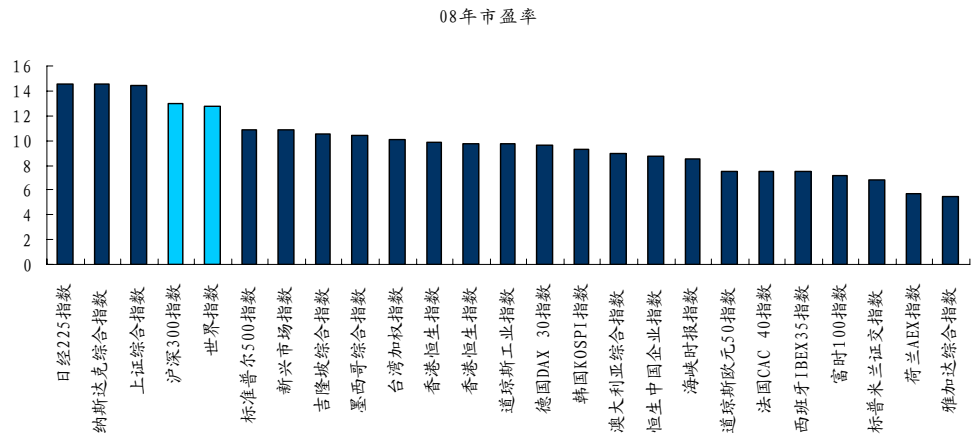
资料来源：WIND、国海证券研究所

海外市场估值重心下移拖累中国市场走低

2008年以来，全球经济放缓的预期以及金融海啸的席卷，使得全球主要市场估值重心加速下移。目前主要市场的静态市盈率平均为12.8倍，新兴市场市盈率为10.8倍，国内A股为15.3倍，无论是与成熟市场还是新兴市场相比，还有一定的溢价。从市净率看，A股也较成熟及新兴市场有较高的溢价。

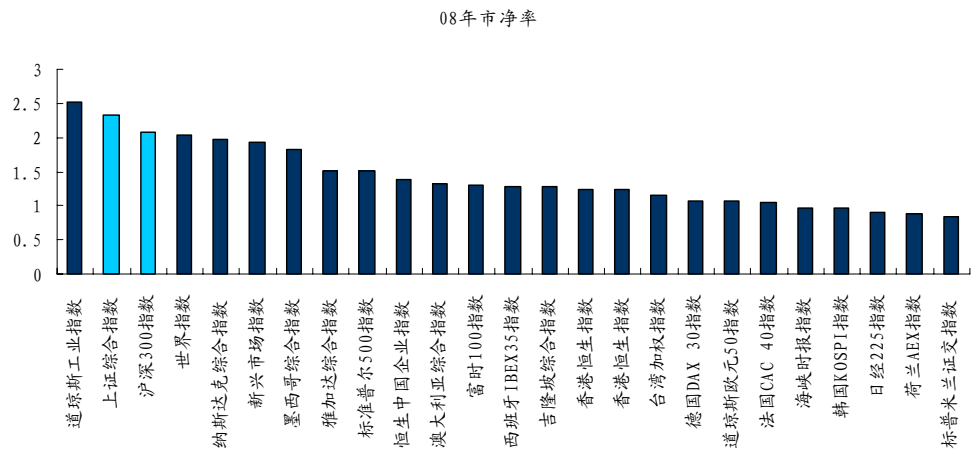
从国内历史来看，尽管目前国内A股市场市盈率水平已明显低于历史平均水平，但鉴于经济下行风险加大的预期，与1994年11倍的市盈率仍有较大的差距，而市净率比1994年以及2005年低位时也高出近倍。

图 49 全球主要市场市盈率



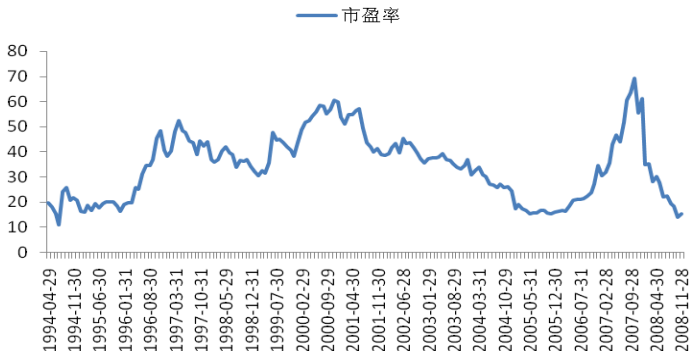
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 50 全球主要市场市净率



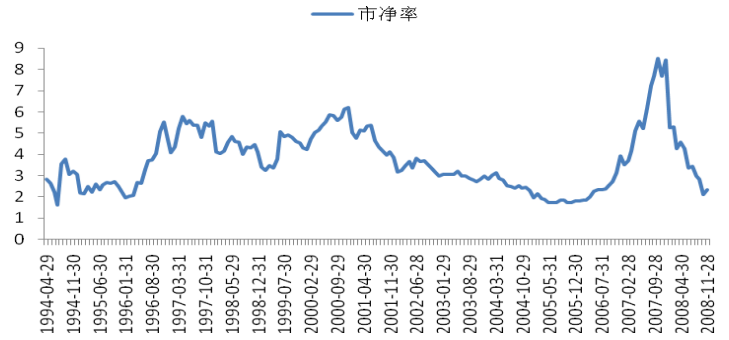
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 51 A 股历史市盈率水平



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 52 A 股历史市净率水平



资料来源：WIND、国海证券研究所

### 大小非：挥之不去的估值阴云

2009 年除了面临经济下行压力外，还将迎来大小非解禁的高峰期。包括股改限售股、首发限售股等各类限售解禁股约为 6833.05 亿股，相对于 2008 年 6478 亿流通股来说，2009 年等于再造一个 A 股市场。按 2008 年 12 月 1 日收盘价来计算，A 股流通市值约为 4.3 万亿，而 2009 年流通市值会增加至 7.6 万亿，即新增 3.3 万亿，大量的大小非“表观”供给，将给 A 股市场带来沉重的估值压力。

### 经济增长与市场涨跌正相关？

#### 美国市场提前于经济周期半年见底

Jeremy J. Siegel 教授对美国在 1948-1991 年期间 9 次经济衰退期的统计，股市低谷提前于经济周期低谷的平均时间间隔为 5.1 个月，股价也平均上涨了 24%。

我们选取美国 GDP 季度环比增长率和标准普尔 500 指数季度增长率作为变量，通过检验从 1947 年以来美国 GDP 季度环比增长率与标准普尔 500 指数季度增长率之间的相互关系，发现标准普尔 500 指数季度增长率能够反映未来最长半年内 GDP 季度环比增长率的变化，结论和 Jeremy J. Siegel 教授一致，意味着美国证券市场一般会早于美国经济半年见底。

表 7 VAR 模型结果

	GDP	SP500
GDP(-1)	0.228678	0.000482
	-0.06208	-0.00129
	[ 3.68365]	[ 0.37309]
GDP(-2)	0.091211	-0.00182
	-0.06059	-0.00126



	[ 1.50545]	[-1.44218]
SP500(-1)	9.988106	0.065901
	-3.10846	-0.06465
	[ 3.21320]	[ 1.01942]
SP500(-2)	14.30316	-0.03981
	-3.19183	-0.06638
	[ 4.48117]	[-0.59976]
C	1.82351	0.025306
	-0.3396	-0.00706
	[ 5.36962]	[ 3.58311]
R-squared	0.21834	0.014643
Adj. R-squared	0.205203	-0.00192
Sum sq. resids	3089.125	1.336043
S.E. equation	3.602709	0.074924
F-statistic	16.62004	0.884232
Log likelihood	-653.7257	287.4049
Akaike AIC	5.421611	-2.32432
Schwarz SC	5.493485	-2.25245
Mean dependent	3.446914	0.02127
S.D. dependent	4.041114	0.074852
Determinant resid covariance (dof adj.)	0.072372	
Determinant resid covariance	0.069424	
Log likelihood	-365.5	
Akaike information criterion		3.090536
Schwarz criterion		3.234283

资料来源: bloomberg、国海证券研究所

表 8 因果检验结果

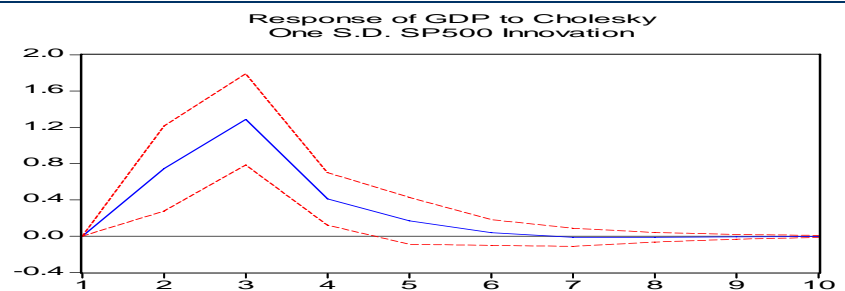
Sample: 1 245

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
SP500 does not Granger Cause GDP	243	15.9489	0.00000032
GDP does not Granger Cause SP500		1.0453	0.35319

资料来源: bloomberg、国海证券研究所

图 53 脉冲响应函数



资料来源: bloomberg、国海证券研究所

### 中国市场与经济没有相关性

我们选取GDP季度环比增长率与上证综合指数季度增长率作为变量进行检验，发现GDP季度环比增长率与上证综合指数季度增长率并不存在Granger因果关系，意味着中国证券市场与经济增长之间并无相关性可言，通过预测未来经济增长判断目前证券市场的涨跌缺乏显著依据，而政策措施、市场资金等都将对市场产生较大影响。

表9 GDP单位根检验

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.74072	0.4061
Test critical values:	1% level	-3.5402	
	5% level	-2.90921	
	10% level	-2.59222	

资料来源：WIND、国海证券研究所

表10 GDP差分后的单位根检验

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.38247	0
Test critical values:	1% level	-3.54406	
	5% level	-2.91086	
	10% level	-2.59309	

资料来源：WIND、国海证券研究所

表11 因果检验结果

Sample: 1 70			
Lags: 5			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
SHCF does not Granger Cause GDPCF	60	0.70177	0.62477
GDPCF does not Granger Cause SHCF		0.78501	0.56546

资料来源：WIND、国海证券研究所

以经济增长预测中国市场涨跌不过是东施效颦，18年来的中国证券市场中，屡有斩获的往往是政策。

### 政策在中国市场屡试不爽？

#### 三次代表性救市政策

1994年8月1日政府出台救市政策，人民日报发表证监会与国务院有关部门共商稳定和发展股票市场的措施，包括：在股票供应方面，进一步放慢发行和上市节奏，年内除已发行尚未上市的股票外，暂停各科新股发行和上市，并严格控制配股规模；在资金投入方面，发展国内投资共同基金，培育机构投资者，试办中外合资基金管理公司，逐步吸引外国基金投入A股市场；有选择地对资信和管理好的证券机构进行融资。并喷行情随即展开，上证指数从333点跳空高开，市场在不到30个交易日的时间内上涨至1052点，涨幅接近216%。

1999年5月17日上证指数下探至1047点,当天国务院批准实施《关于进一步规范和推进证券市场发展的六点意见》,由此引发了“5.19”行情。指数30多个交易日内被拉高至1756点,此后市场展开二次探底,并于当年12月探至1341点,但同样高于1047点的政策底,此后的牛市一直延续到2001年6月才宣告终结。

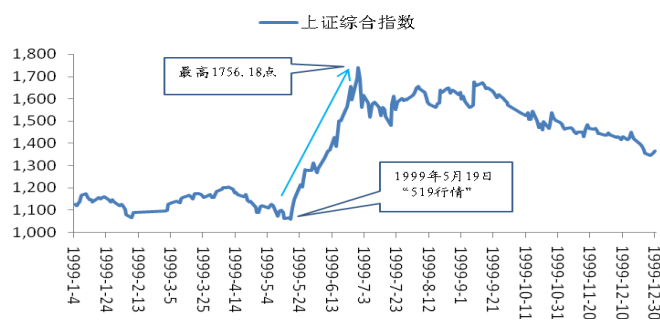
2004年9月14日,温家宝总理主持召开国务院常务会议要求抓紧落实国九条各项政策措施,保持经济较快增长。由此引发一轮反弹行情,上证指数在10个交易日内,由1266点拉至最高的1496点,反弹幅度超过18%。

图 54 1994年8月1日“三大救市政策”



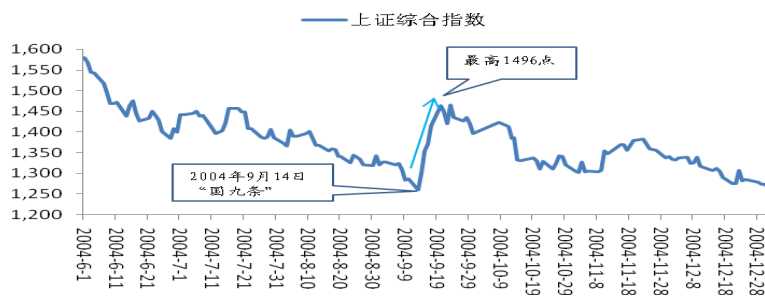
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 55 1999年5月17日“5.19行情”



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 56 2004年9月14日“国九条”



资料来源: WIND、国海证券研究所

### 两次大规模降息

1997年10月23日,一年期存款利率由7.47%降低到5.67%,大幅下调了180个基点。在此后的降息周期的6个月内,A股市场展开了超过20%的反弹。

1999年6月10日,一年期存款利率由3.78%降低到2.25%,大幅下调了153个基点,降息后上证综合指数14个交易日内由1364点上涨到最高的1756点,上涨幅度高达28.7%。

图 57 两次降息后的市场走势



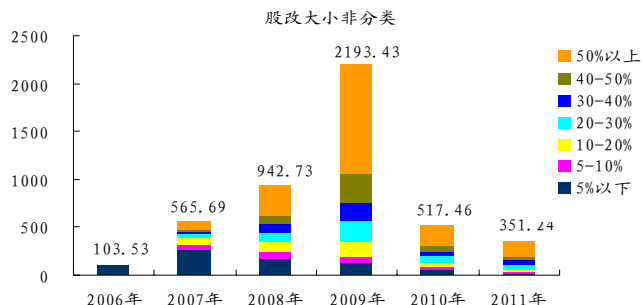
资料来源：WIND、国海证券研究所

2009 大小非或许并非洪水猛兽？

2009 大小非筹码多少“松动”？

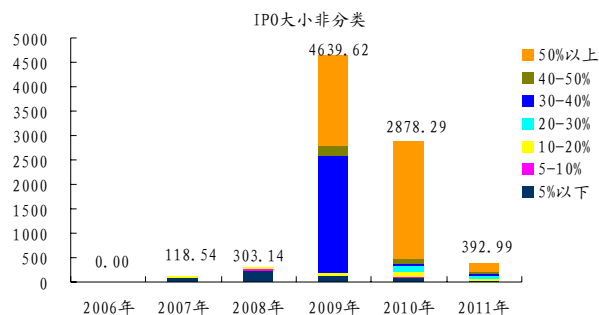
实证分析显示，持股比例不同的大小非减持意愿有天壤之别，而细分后的大小非减持“意愿”（减持占解禁比）相对稳定。为了更好地量化大小非的减持压力，对大小非进行进一步的细分，即按持股比例细分为七类：5%以下、5-10%、10-20%、20-30%、30-40%、40-50%、50%以上。尽管 2009 年及 2010 年度大小非解禁量惊人，但绝大部分均是减持意愿极低的控股大非，占比高达 82%。

图 58 股改分类大小非各年度解禁数量（亿股）



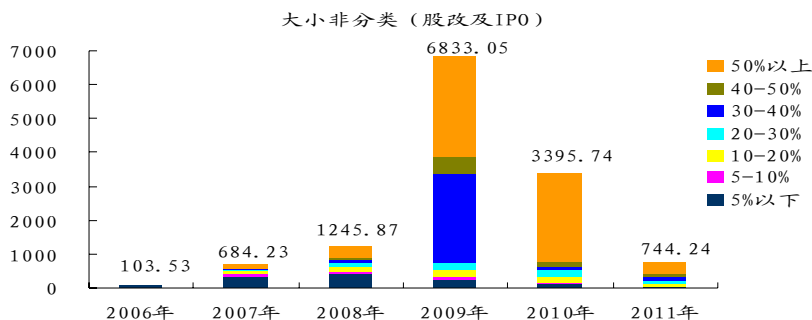
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 59 IPO 分类大小非各年度解禁数量（亿股）



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 60 股改及 IPO 大小非各年度解禁数量（亿股）



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 61 2009 年分类大小非解禁量占比 (%)

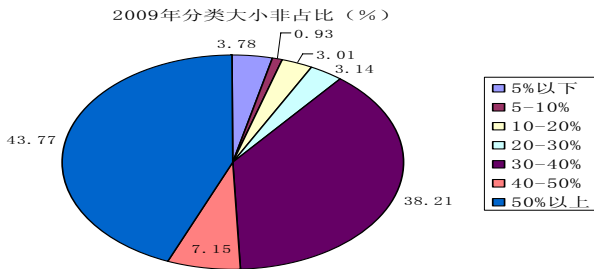
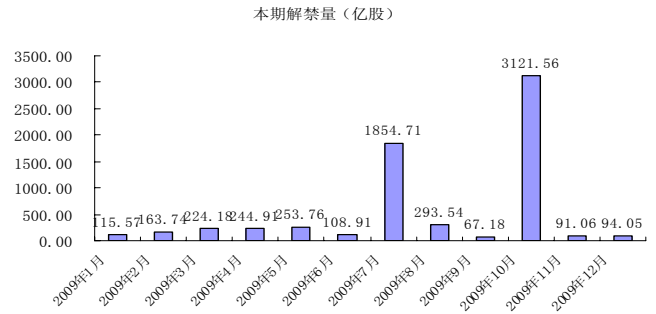


图 62 2009 年度各月大小非解禁量 (亿股)



资料来源: WIND、国海证券研究所

资料来源: WIND、国海证券研究所

对大小非结构进一步剖析发现, 这些控股的大非筹码, 又高度集中在汇金公司、财政部以及中国石油集团等三大控股股东中, 这三只“超大非”就占了所有大小非的 43.46%。

近期作为国家股的三家“超大非”, 为了维护市场的稳定, 已在二级市场对其控股公司中国石油、工商银行及中国银行进行了增持。可以说, 这些控股大非解禁后对二级市场的影响与未解禁没有区别。

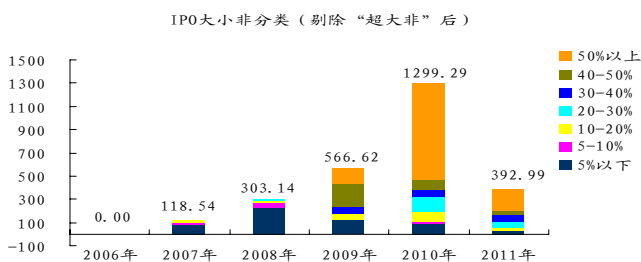
剔除三大“超大非”后, 2009 年解禁数量就从 6833 亿股锐降至 2760 亿股, 2010 年的解禁数量也从 3396 亿股下降至 1817 亿股。

表 12 三大“超大非”持股概况

名称	股东名称	持股数 (亿股)	解禁时间	占股改及 IPO 大小非比例 (%)	占 IPO 大小非比例 (%)	占该股总股本比例%	股东性质
中国银行	汇金公司	1713	2009-7-6	13.17	20.56	67.49	国有股
中国石油	中国石油集团	1579	2010-11-5	12.14	18.95	86.29	国有股
工商银行	财政部	1180	2009-10-27	9.07	14.16	35.33	国有股
工商银行	汇金公司	1180	2009-10-27	9.07	14.16	35.33	国有股
合计		5653		43.46	67.84		

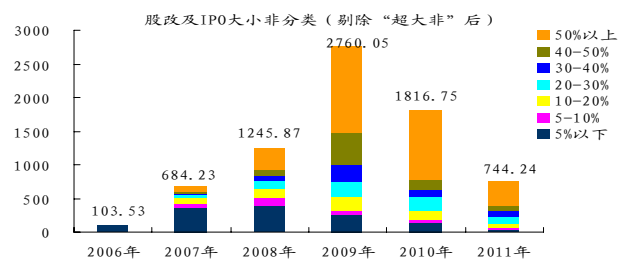
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 63 剔除“超大非”后 IPO 分类大小非各年度解禁数量 (亿股)



资料来源: WIND、国海证券研究所

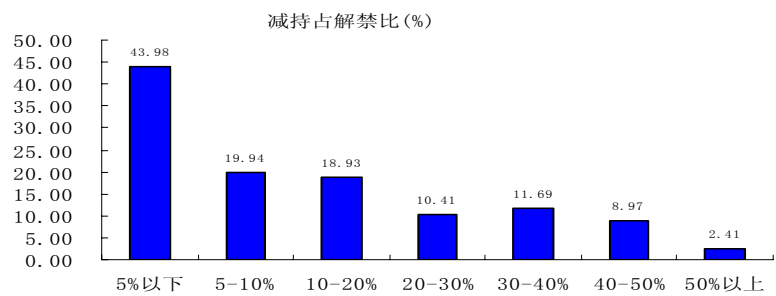
图 64 剔除“超大非”后股改及 IPO 大小非各年度解禁数量 (亿股)



资料来源: WIND、国海证券研究所

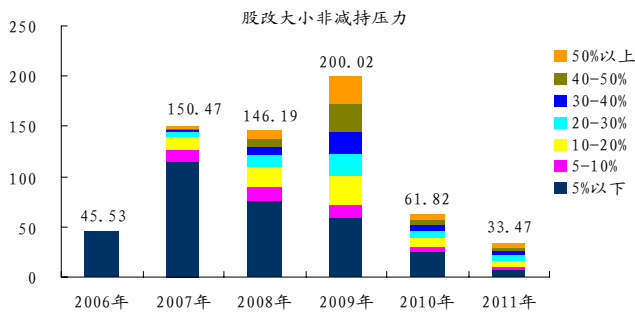
根据已披露的减持数据进行统计分析，结合中国证券登记结算公司披露的“减持占比”数据，可以发现各细分大小非解禁流通以来的减持“意愿”（即累计减持量占相应的累计解禁量比）。通过细分后的大小非减持“意愿”及其大小非分类后的解禁数量就可对大小非的减持压力进行量化。尽管IPO所产生的大小非解禁量相当于股改所产生的大小非解禁量的两倍，但对大小非进行结构性量化后发现，其IPO分类大小非合计减持压力为392.78亿股，远小于股改分类大小非合计减持压力637.5亿股。

图 65 修正后的细分大小非解禁后的减持“意愿”



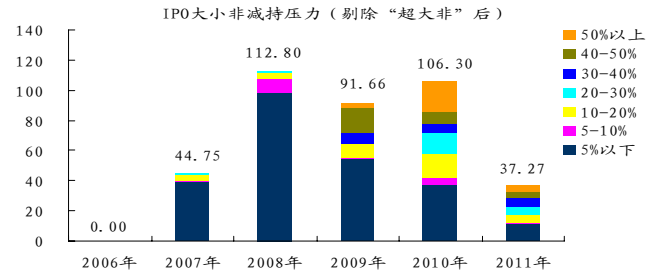
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 66 股改分类大小非各年度减持压力（亿股）



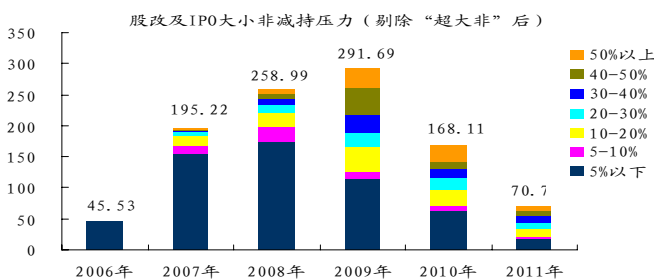
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 67 剔除“超大非”后 IPO 分类大小非各年度减持压力（亿股）



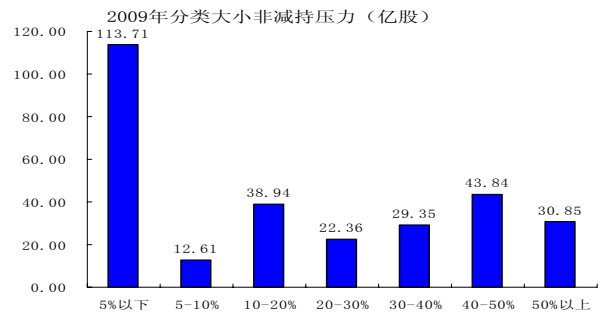
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 68 股改及 IPO 分类大小非各年度减持压力（亿股）



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 69 2009 年分类大小非减持压力（亿股）



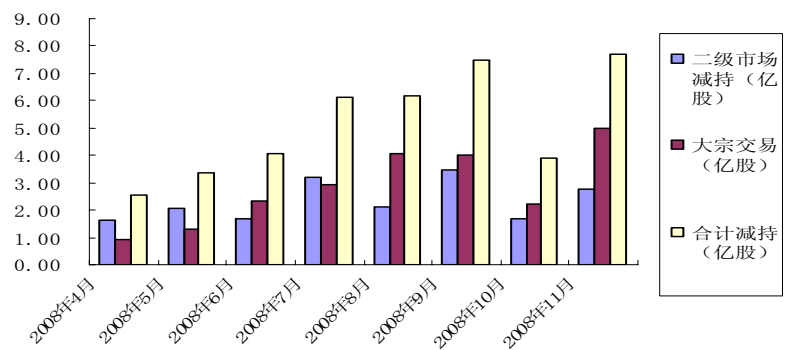
资料来源：WIND、国海证券研究所

对2009年及2010年大小非进行结构性剖析后发现,2009年及2010年大小非减持压力远非市场想像的可怕:2009年的解禁量虽是2008年5倍多,但2009年可能松动的筹码约为291.69亿股,仅比2008年258.99亿元的减持压力多出13%;另外,尽管2009年持股50%以上的大非解禁量惊人,但对2009年构成较大的减持压力的仍是小非。

#### 平准基金出台可期?

管理层出台了一系列“抑制”大小非减持的政策,如大小非减持的大宗交易制度、引入可交换债券、券商二次发售等创新手段,但均未达到预期的效果,A股市场或稍纵即逝,或加速下跌。对大宗交易制度出台后大小非减持情况进行实证分析发现,政策出台后二级市场大小非减持数量明显减少,但大小非通过大宗交易平台减持量却锐增;两者相加的减持量不但没有减少,反而是逐月大幅递增。

图70 大宗交易制度出台后大小非减持情况(亿股)



资料来源: WIND、国海证券研究所

事实上针对大小非的市场化创新手段对大小非造成的“堰塞湖”难以起到理想的疏导作用,甚至无法治标。更有甚者,因担心未来出台更为严格的限制减持措施,而可能加速“大小非”择机减持。

近期前证监会主席周正庆公开呼吁成立弥补大小非减持资金缺口的平准基金。2009年可能减持的大小非筹码约292亿股,按目前的平均股价计算,其总减持金额约2000亿元。如果由外汇储备、财政部及汇金公司等出资,规模2000亿元左右即可有效弥补因大小非减持而构成的资金缺口。平准基金出台可期。

如用一剂“偏方”专治限售减持的不服。“海啸”涌来,已在麻痹中丧失了安全边际,就只剩下随波逐流了。

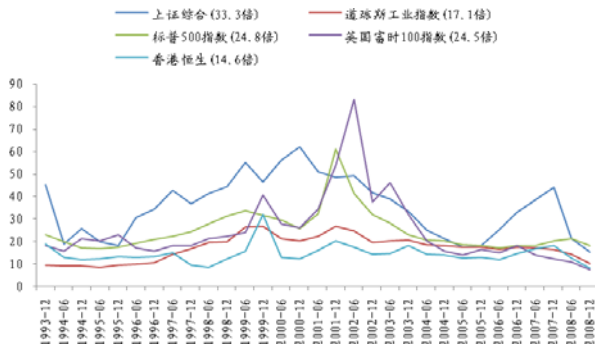
#### A股市场估值趋于合理?

估值已回落至平均水平甚至之下

目前A股估值水平已处在全球主要市场的长期平均估值水平之下,同时也在中国历史平均估值水平下,逐渐向历史最低水平挺进,AH股溢

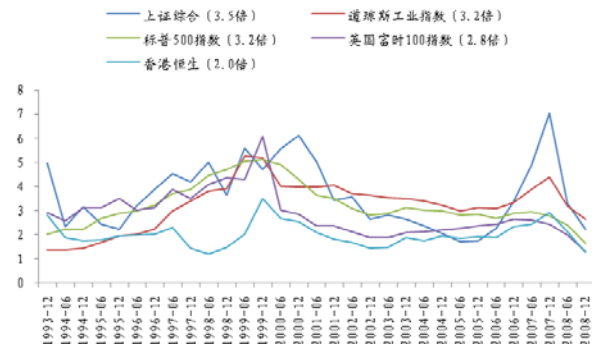
价指数也已回落至历史平均水平。

图 71 全球主要市场市盈率水平



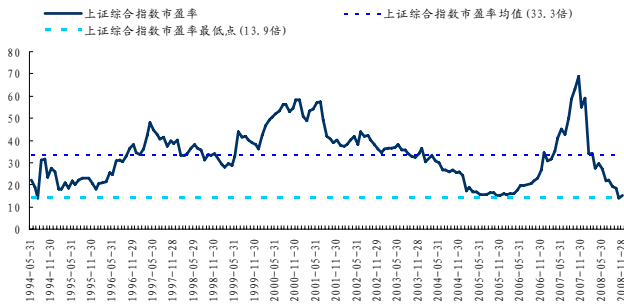
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 72 全球主要市场市净率水平



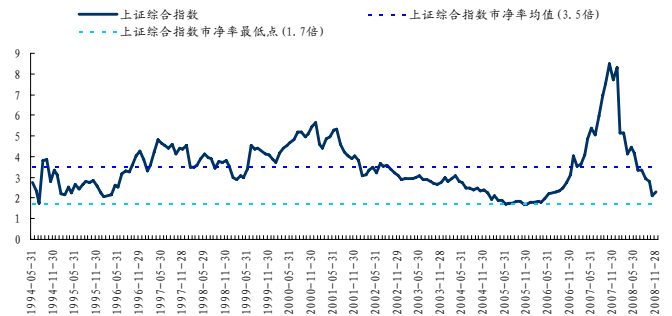
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 73 上证综指历史市盈率比较



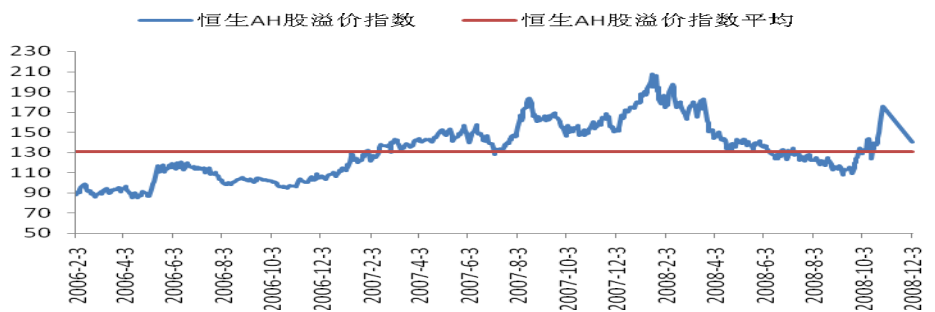
资料来源: WIND 国海证券研究所

图 74 上证综指历史市净率比较



资料来源: WIND 国海证券研究所

图 75 AH 股溢价指数走势



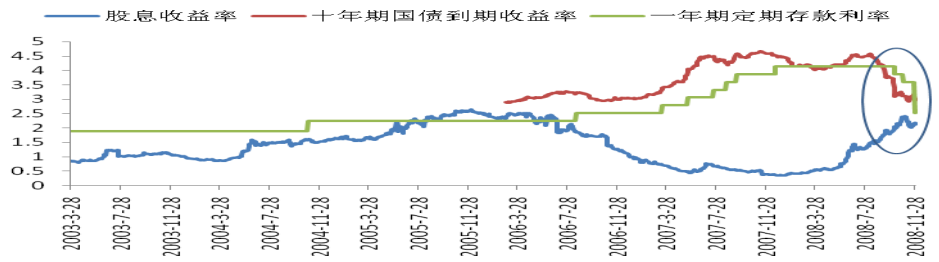
资料来源: WIND、国海证券研究所

息率大幅上升

按 30%分红率计算, 当前指数息率为 2.18%, 若按证监会鼓励上市公司分红政策 (分红率达到 40%), 息率可以上升到 2.91%, 在持续降息预期下, 息率吸引力上升 (目前一年期存款利率 2.52%, 10 年期国债收益率为 3.12%)。

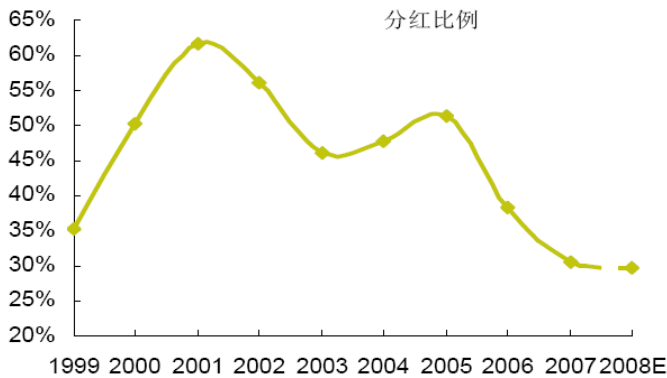


图 76 中国股息收益率与一年期存款、国债收益率比较



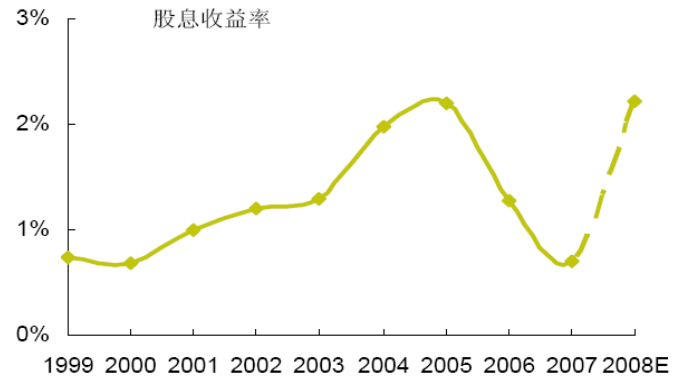
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 77 A 股上市公司分红比例



资料来源: 国海证券研究所

图 78 A 股上市公司股息收益率



资料来源: 国海证券研究所

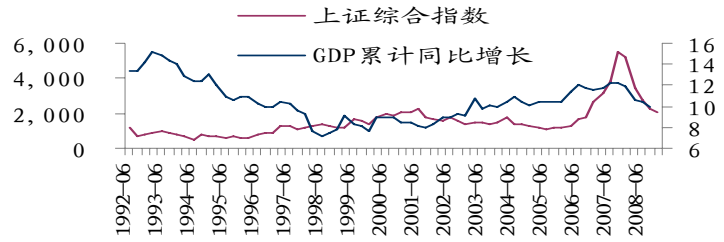
### 1664 点演变为市场底部的概率加大

综合考虑 A 股市场的估值水平、股息收益率趋势, A 股市场估值趋于合理。A 股的系统性风险在 2008 年得到充分释放, 并很大程度上对各种悲观预期提前消化后, 2009 年走势将会好于 2008 年。尤其是在累积政策刺激效果尚难评估, 更大规模政策持续可期的背景下, 1664 点演变为市场底部的概率加大。

尽管市场和经济增长没有相关性, 但从 A 股的历史走势看, 牛市行情多产生在经济持续向好的背景下; 经济向好, 市场背离的情况也存在; 而经济下行中, 市场也有中级行情的产生。

整体判断, 2009 年不具备类似于 2006 年向上或 2008 年向下选择性突破的条件, 结构性调整及区域震荡将可能会贯穿 2009 年全年, 但期间不乏中级的上扬行情, 其中在政策效果尚未明朗, 市场情绪相对乐观的一季度和经济形势渐趋明朗的四季度走出反弹行情的几率更大。根据对市场点位和估值水平的模拟, 并同时综合考虑市盈率和市净率的历史均值、最低点以及 2009 年上市公司净利润 10%-20% 的负增长情况, 预计 2009 年上证指数运行区域为 1600-2700 点。

图 79 上证指数与 GDP 增长的走势比较



资料来源：WIND、国海证券研究所

表 13 上证指数与估值水平的模拟关系

	1500 点	1700 点	1900 点	2100 点	2300 点	2500 点	<b>2700 点</b>	2900 点	3100 点
PE	10.2	11.6	13.0	14.3	15.7	17.1	<b>18.4</b>	19.8	21.2
PB	2.4	2.6	2.8	3.1	3.3	3.6	<b>3.8</b>	4.0	4.3

资料来源：WIND、国海证券研究所

## 行业配置策略

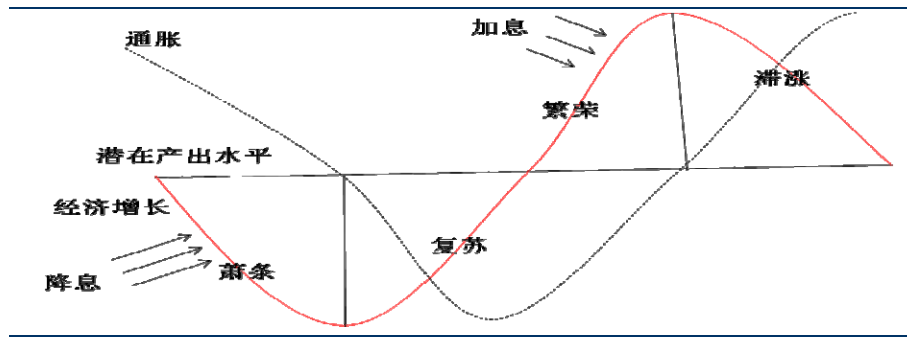
主要考虑经济下滑周期和利率下降周期中行业轮动以及政府政策措施对经济周期的平滑作用；关注未来改变中国经济增长方式的变革以及所产生的新经济增长点，尤其是切实改善民生的政策措施；强调估值水平和息率回报。

### 经济下行周期中的节奏转化

中国经济进入 2008 年下半年以来呈现出明显的下滑趋势。由于过去几年经济高涨时期企业生产规模快速扩张带来的产能并未完全释放，因此尽管当前各种工业品原材料价格近期均加速回落，但企业盈利最艰难的时刻还未到来。同时主要发达国家在第三季度陷入技术性衰退，其冲击将会从第四季度开始逐步体现，加上 2008 年上半年企业盈利的高基数效应，2009 年上半年经济下滑的压力更大。目前中国经济目前尚处于“U”型经济周期的左边。

根据对中国经济在经济周期中所处位置的判断，在不同的经济周期阶段应该采用不同的行业配置策略。2009 年由于国内经济和物价水平都将处于下行周期，建议仍然以防御性股票为主，主要通过选择现金流充沛和盈利风险较低的股票以抵御经济下滑风险，另外还可以结合政府政策倾斜，适当关于高成长性行业。

图 80 处在降息周期中的中国经济仍然处在曲线的左边



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

经济增长结构演变中的行业区域配置

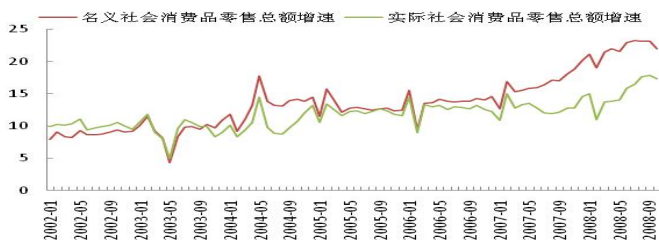
自 2003 年开始，中国经济进入经济周期中的快速增长阶段，而自 2007 年三季度开始步入下降周期。在世界经济周期的叠加效应下，中国经济的下滑速度超出市场预期。大规模财政政策和超预期货币政策的接连出台，彰显了政府力图通过政策措施平滑经济周期的决心。相对于政府大规模基础设施建设的投资，我们更看重于能够改变中国经济增长结构、实现未来可持续增长的变革，这些才是中国经济走出下降周期之后的增长点。

消费“农村化”

国内经济进入 2008 年下半年之后显著下滑，但以社会消费品零售总额为代表的国内消费仍然相对坚挺。细分来看，尽管城镇消费规模远大于农村消费规模，但是农村居民消费作用和潜力更为显著。农业以及其引申出的生产、消费行业都值得长期关注。

农村消费具有较强的刚性。我国社会消费品零售总额中，城市消费占比在 60%以上，约合农村消费的一倍。但是从同比增速来看，城市消费已经呈现出增速放缓的趋势，农村消费仍然保持相对稳定。其中最主要的原因来自于农村消费刚性，食品和住房仍然占据农民支出的 50%以上，而城市居民消费构成中的交通、娱乐、服装占比更高，这些可选的消费项目更容易受经济放缓下收入下降的影响。

图 81 经济下滑趋势并未影响消费高速增长



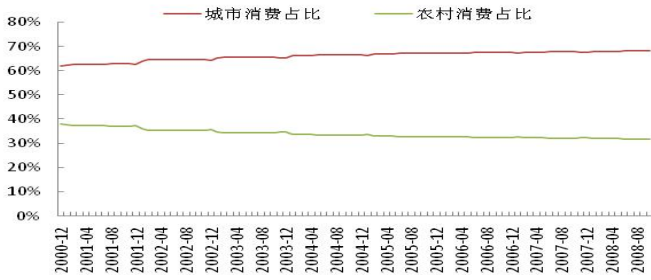
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 82 农村消费增速存在超越城市消费增速的趋势



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 83 城市消费仍然占据主体地位



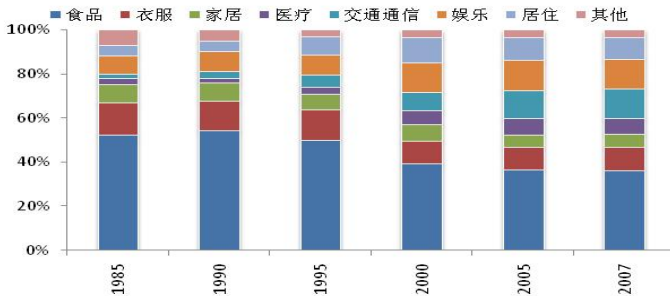
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 84 农村收入实际增速相对稳定



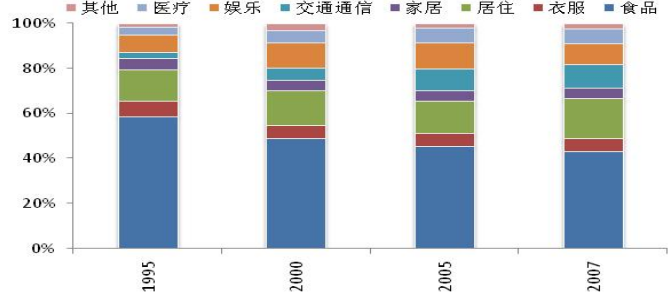
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 85 中国城市居民消费结构变化趋势



资料来源: WIND、国海证券研究所

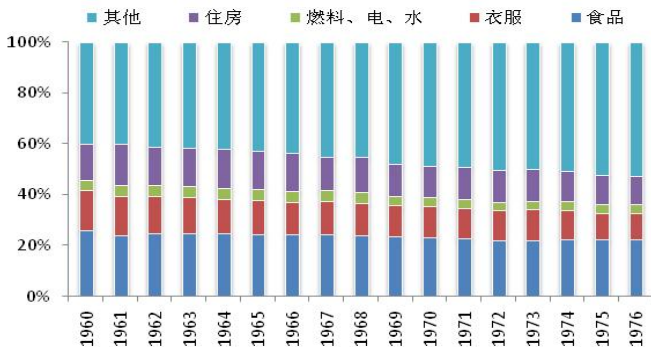
图 86 中国农村居民消费结构变化趋势



资料来源: WIND、国海证券研究所

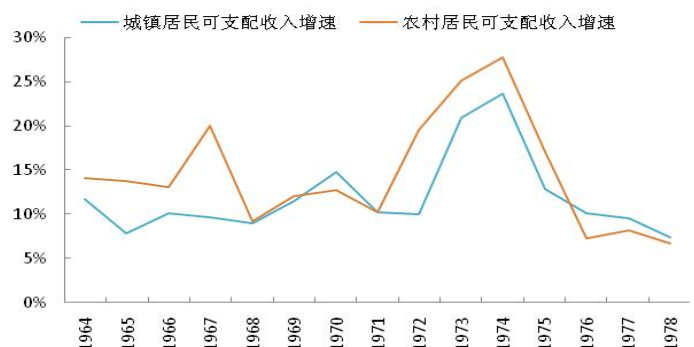
农业现代化改造和城镇化进程提速农村消费。按照日本 60 年代农业现代化改造之后的经验数据,农民收入在农业效率提高之后收入增速显著高于同期城市居民收入增速,同时其消费支出中的必需消费品(如食品、住房、服装)等呈现快速的下降趋势,而其他消费(如教育、医疗、通信、娱乐等,归入其他项下)则快速上升。目前中国农村土地流转政策的实施会导致未来兼业农民的广泛出现,这有利于农民收入水平的逐步提高以及在此基础之上城镇化进程的加快,从而导致农村消费提速。

图 87 日本农村现代化改造完成之后农村消费变化趋势



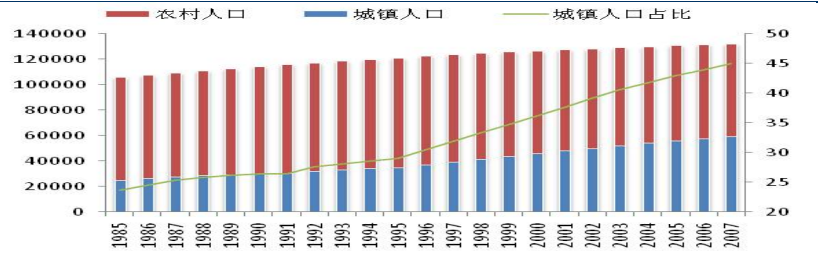
资料来源: 日本统计局与统计中心、国海证券研究所

图 88 日本农村现代化改造完成之后农村居民收入增速超过城镇



资料来源: 日本统计局与统计中心、国海证券研究所

图 89 农业现代化改造将加快城镇化的步伐

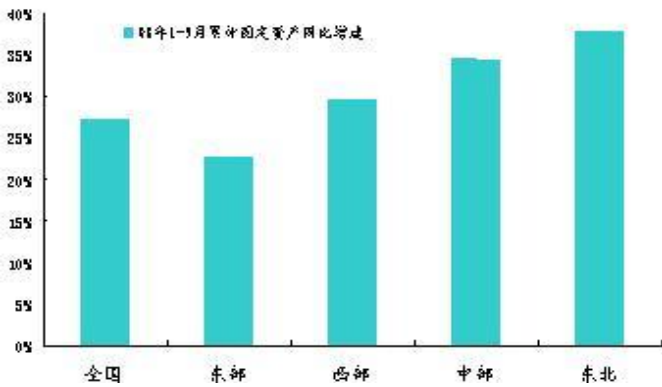


资料来源：国海证券研究所

**固定资产投资的区域化**

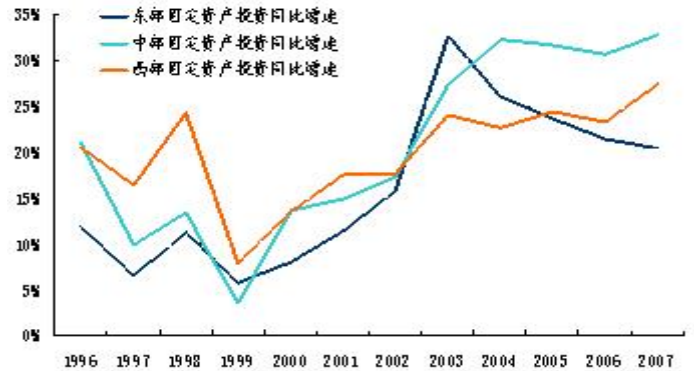
尽管今年下半年固定资产投资增速的下滑趋势十分显著，但从固定资产投资东、中、西部的区域差异同比增速来看，中西部相对于东部经济仍然活跃。结合今年前10个月各省市固定资产投资增速和用电量数据来看，中西部地区有望对冲当前经济快速下滑的风险。东部固定资产投资增速自2003年开始显著下滑，反而中西部固定资产投资受政府政策倾斜保持稳定增长，而今年以来用电量超过全国平均水平的区域也集中于我国的中西部地区。另外，按照政府“四万亿”财政刺激政策的规划，包括公路、铁路和机场在内的基础建设也将使得中西部地区继续受益。因此建议应该关注布局中西部地区尤其具有一定的销售和服务半径的行业和企业，在经济转弱的背景下从政府政策中获益。

图 90 各地区固定资产投资显著加快



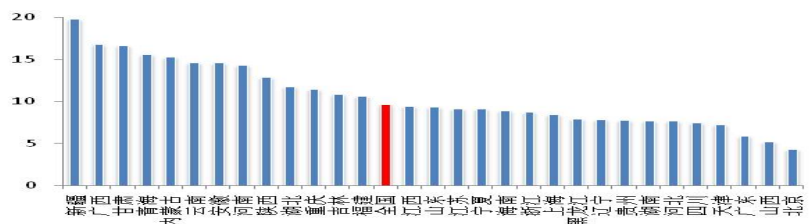
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 91 中西部固定资产投资显著加快



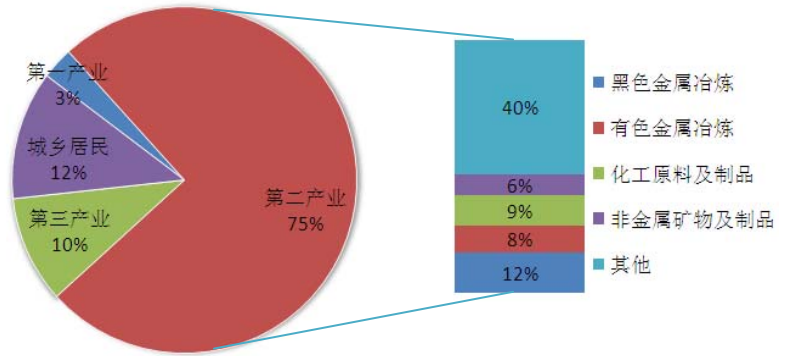
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 92 2008年1-9月各省用电量同比增速



资料来源：中电联、国海证券研究所

图 93 我国电力消费格局



资料来源：中电联、国海证券研究所

### 出口区域转移

出口和房地产是中国经济的主要推动力，当前国内经济状况的特点是外需拖累出口下滑而同时房地产进入下行区间。从中国进出口的区域分布来看，中国主要的对外贸易省份，同时也是中国经济规模最大的省份，基本上都集中于珠三角和长三角地区。因此对外贸易增长趋势直接影响中国主要的经济增长区域，进而影响 2009 年中国的经济增长。

图 94 东部沿海地区贡献了中国绝大部分经济增长

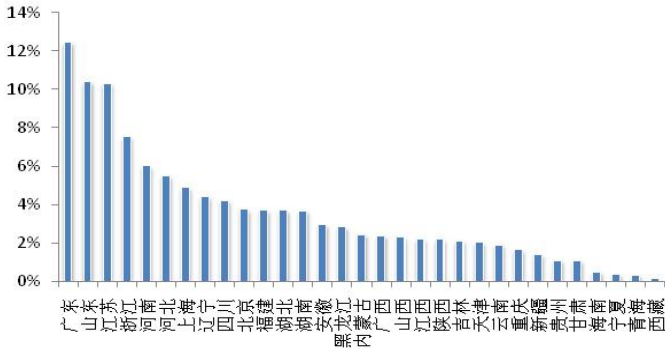
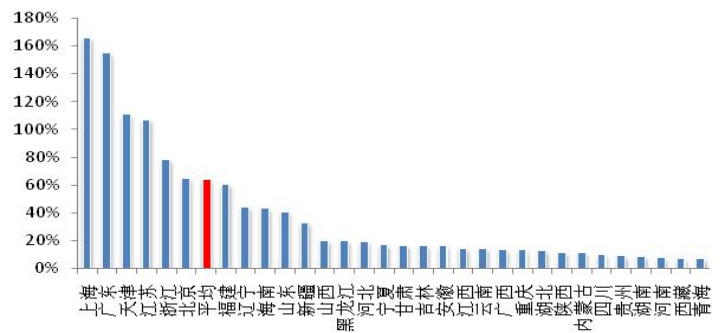


图 95 经济规模较大的省份贸易依存度同样很高



资料来源：WIND、国海证券研究所

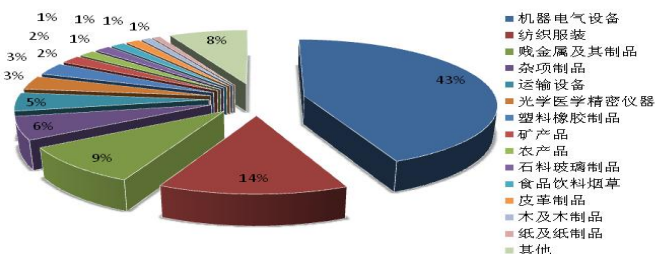
资料来源：WIND、国海证券研究所

中国的最主要两大出口目的地美国和欧洲陷入技术性衰退，加之出口与国内制造业固定资产投资之间的强相关性，出口下滑将带来制造业固定资产投资的萎缩。从当前中国对外贸易结构来看，传统的服装纺织比重已经很小，而机电产品和高技术产品比重居于前列，因此外需放缓将显著影响中国对外贸易增速。

但是中国出口所存在的机遇在于加强与其他发展中国家之间的贸易联系，尤其是以经济增速较快、资金充裕、基础建设缺乏的发展中国

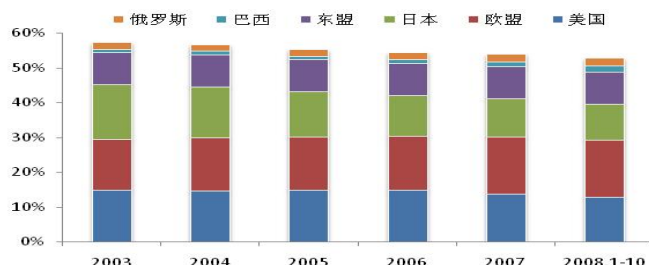
家（如俄罗斯、巴西等）。中国出口目的地区域性的转移能够在一定程度上缓解机械、纺织品等行业出口下滑的压力，改善这些行业过度悲观的预期。

图 96 中国出口结构中纺织品等传统贸易产品比重较低



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 97 发展中国家占中国贸易总额比重呈现上升趋势



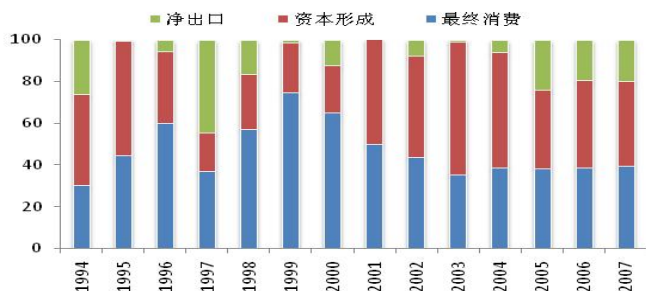
资料来源：WIND、国海证券研究所

### 政府政策措施引导下的行业配置

政府大规模的刺激措施能够在一定程度上缓解相关行业产能过剩以及成本上升的压力，从而带来投资机会。鉴于政府财政政策逐步落实所存在的时滞性，对政策措施的预期将会逐步回落至对企业盈利改善的程度上来，相关行业仍然值得密切关注，其中明显受益的行业包括建材（基建相关的地域水泥企业）、建筑（铁路、公路、轨道交通、机场、港口等相关建设）和电气设备；而钢铁（建筑用钢和铁路用钢）、机械和电力从中受益程度尚无法明确扭转行业趋势。

另外从历史经验来看，投资与最终消费增长之间的相关性并不如预料中那样强。因此扩大内需更重要地是与改善民生结合起来，以此来引导居民储蓄、扩大消费。在“四万亿”政策措施中，民生相关的政府投资规模占比仍然较小，仅在保障性住房有所涉及，但是我们认为政府将会逐步加大对医疗、教育、基本养老等方面的改革，其中包括已经处于酝酿之后的“医疗体制改革”等，只有与民生相关的政策措施陆续出台，才能够有效扩大消费。因此民生相关行业（如医药、房地产等）的政府政策至关重要。

图 98 资本形成与最终消费之间的相关性较弱



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 99 政府消费比重一直处于较低水平

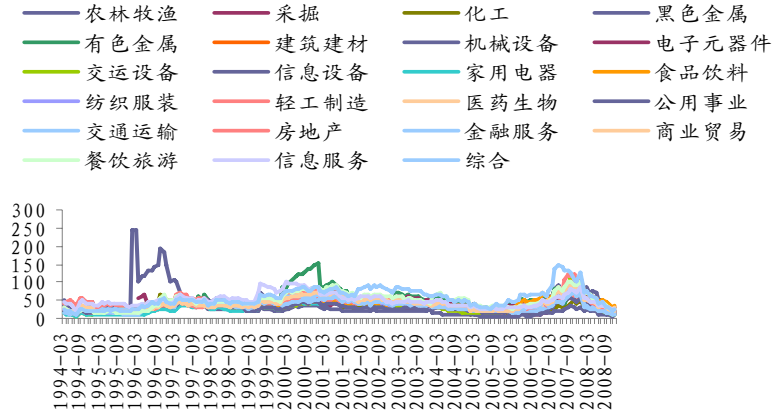


资料来源：WIND、国海证券研究所

强调估值水平和息率回报的行业配置

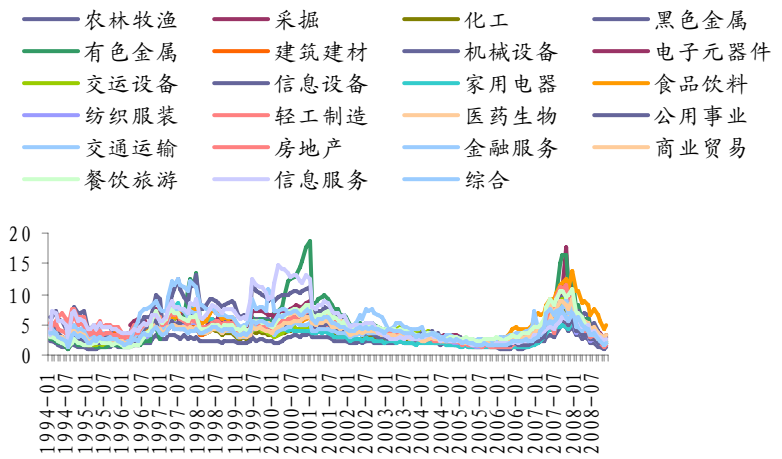
关注估值低于历史均值和息率高于历史均值的行业。

图 100 主要行业历史市盈率水平



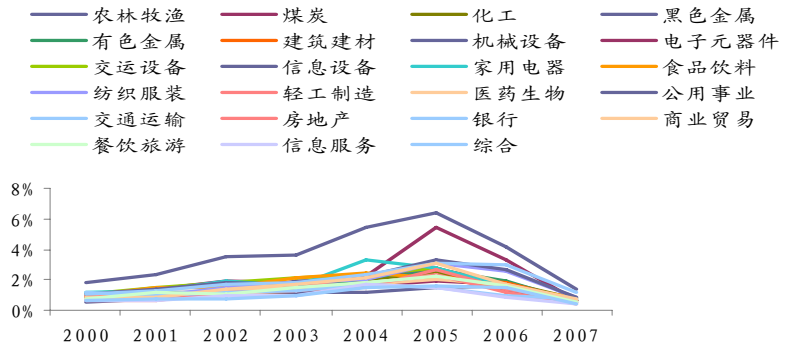
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 101 主要行业历史市净率水平



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 102 主要行业历史息率水平



资料来源: WIND、国海证券研究所



## 行业配置

根据 2009 年的行业配置策略，农业相关、中西部地区相关、原材料出口行业、政府政策受益行业、估值低于均值和息率高于均值的行业值得持续关注。结合中国在经济周期中所处位置，我们认为 2009 年上半年应该优选防御型行业，而在下半年适度布局周期性行业。

表 14 2009 年行业配置

医药	超配	健全医疗卫生体系和加强基层医疗机构建设将着重于农村卫生服务体系和国家基本药物制度的建立，将对医药企业有重要影响。具备大规模生产高质量药品的普药以及相关企业将可能获得更多的市场份额，获得稳定增长的收益。
通信	超配	随着城市化的推进，移动用户普及率的上升以及增值业务的发展，未来国内移动业务收入将继续保持较快的增长。国内互联网普及率较低，随着城市化、信息化的推进，未来 2-3 年数据业务依然将快速增长，增长率约 30%。
商业零售	超配	主业具有稳健的成长性是评估零售业上市公司价值唯一且永恒的标准。在零售业发展不同阶段，选股侧重点也有所不同：初期，战略高于执行，首选全国性行业龙头；中期行业扩张阶段尤其考验成本控制能力，具有优秀内生管理能力的企业更具优势；后期，尤其注重后台物流和信息建设优势。考虑到零售业态在中国所处的生命周期、弱周期特性、国家长期政策导向，A 股商业板块存在低估。政策的重点在于农业的基础环节，在促进粮食增产、农民增收的主题下，种业和粮食种植业是长期受益子行业。因成本下降、需求增加进入景气周期的饲料行业及仍处于景气周期的番茄酱行业也值得关注。
农林牧渔	超配	市场煤价格在 2008 年经历了过山车，我们判断，2009 年炼焦煤仍有 30% 左右的下跌空间，动力煤跌 20%。但合同煤在 2008 年的涨幅十分有限，与市场价格偏离较大，部分公司如中国神华的 2009 年合同煤价未必回落。我们认为目前大部分煤炭上市公司价值被低估，纵然行业景气下滑是不争的事实，但是目前阶段，煤炭公司的股价已过度反应了景气下滑的程度。考虑到经济刺激方案将激活部分煤炭需求，我们认为这会给投资煤炭股注入强心剂。
煤炭	超配	2009 年建材行业的成本费用压力可能有所减缓，但下游市场的需求增长存在一定的不确定性，建材行业的景气度可能会出现一定的回落。因成本下降及需求增长放缓，预计 2009 年建材产品价格可能较 2008 年有所回落。预计国家扩大内需的政策将
建材	标配	

		<p>明显改善水泥行业的景气程度，2009年水泥市场有望出现在供需基本平衡或供应略有过剩的局面，而玻璃行业则因新增产能增长过快的困扰，受益程度有限。</p> <p>房地产投资下滑、采掘业继续低迷以及境外经济体经济活力下降，货币贬值等因素短期不会有好转，工程机械行业仍将受较大影响。近年来行业增长主要依靠外需50%以上的增长速度，随着外需预期增长的下降，行业09年增长将主要依靠内需。这将严重依赖政府及时、足额的投资支出，具有一定的不确定性。</p>
机械	标配	<p>必需性消费品子行业走规模制胜路线，相关公司的业内收购和内部资源整合将有助于提升盈利能力。而嗜好性消费品子行业盈利提升的主动动力来自于产业升级带来的产品提价，这一动力短期将有所弱化。因此我们坚持将行业的强势龙头地位、确定性强的盈利预期及抗周期性、稳健的资产结构、超过15%的ROE和良好的股息率或强大的潜在分红能力为选择个股配置的标准。</p>
食品饮料	标配	
电力	标配	<p>国内煤炭价格快速下滑，能够一定程度上缓解电力企业的成本压力，但是同时经济快速下滑导致用电量的大幅降低同样会导致电力企业发电利用小时数的上升，但是基于2008年相对的盈利低谷，电力行业存在一定的投资机会。</p>
金融	标配	<p>国内银行股的估值水平与国际相比，PE大致相当，PB仍相对较高，但估值已经具备一定的安全边际。尤其是股份制银行，今年以来跌幅超过行业跌幅，已经释放一定对于未来资产质量下降等压力因素，预计反弹时将有较好表现。但银行业基本面最坏的时刻尚未到来。</p>
房地产	标配	<p>近期政府刺激政策力度较大，对成交量起到阶段性的明显刺激，但是很难将市场成交推到新的高度。目前主要是市场存货压力较大，按高峰交易量也需一年以上时间消化。政策放松能够有效缓解资金压力的缓解，因此2009年可能出现行业分化，部分优质企业将显现出现行优势，但是整个房地产行业仍然处于存货消化阶段。</p>
有色金属	低配	<p>有色金属行业受全球经济活动的影响程度更深，因此有色金属行业的最坏时刻还远未到来，尽管大宗商品价格快速跌幅较深，但是仍然处于历史较高水平，未来盈利下滑趋势明确。</p>
钢铁	低配	<p>由于基本供需面的变化，明年的下游需求与行业整体产能并不能完全匹配，行业明年将继续出现供过于求的局面，产能利用率可能只有81%。这对于提升整体企业盈利水平是比较困难的。政策的支持对</p>

石油化工 低配

行业景气度的下降有一定支撑作用。政府出台拉动投资，出口退税等相关政策缓解需求下滑，但趋势难改全球经济放缓，行业景气低迷态势。

受全球警容风暴以及国内外经济增长快速放缓的影响下，石油化工行业作为周期性较强的行业，需求大幅的下降，行业利润受到很大压制，未来业绩呈下降趋势。2009年动态市盈率仍处于较高估值风险中。在目前我国产业升级和转型的大趋势下，目前整体化工行业的估值较高的压力十分明显，尤其是未来行业赢利处于不断下降趋势中，估值的压力将不断提高。结合二级市场分析，很多绝对股价偏低的化工股反而处于市盈率居高的状况，估值风险更为突出。

航空 低配

人民币升值预期降低、国际油价波动性以及国内经济放缓都将带来航空公司客座率的降低，盈利不确定性增加。

### 精选股票池

表 15 国海证券研究所精选股票池

股票代码	股票简称	投资评级	市价 12.10	EPS			PE		
				08E	09E	10E	08E	09E	10E
002262	恩华药业	增持	14.70	0.33	0.49	0.75	44.55	30.00	19.60
600557	康缘药业	增持	17.57	0.64	0.86	1.16	27.45	20.43	15.15
002161	远望谷	增持	20.76	0.58	0.80	1.06	35.79	25.95	19.58
000063	中兴通讯	增持	26.25	1.29	1.70	2.06	20.35	15.44	12.74
002024	苏宁电器	增持	19.32	0.84	1.20	1.55	23.00	16.10	12.46
600598	北大荒	增持	13.39	0.35	0.41	0.46	38.26	32.66	29.11
000983	西山煤电	增持	12.23	1.43	0.88	0.93	8.55	13.90	13.15
600801	华新水泥	增持	15.79	1.01	1.14	1.34	15.63	13.85	11.78
600585	海螺水泥	增持	28.94	1.72	2.23	2.62	16.83	12.98	11.05
600875	东方电气	增持	28.34	0.38	2.16	2.49	74.58	13.12	10.82
601766	中国南车	增持	4.46	0.13	0.17	0.21	34.31	26.24	21.24
600089	特变电工	增持	24.07	0.76	1.04	1.37	31.67	23.14	17.57
600495	晋西车轴	增持	20.37	0.64	0.63	0.78	31.83	32.33	26.12
000895	双汇发展	增持	32.21	1.22	1.58	2.04	26.40	20.39	15.79
600616	金枫酒业	增持	11.68	0.55	0.70	0.82	21.24	16.69	14.24
000690	宝新能源	增持	7.10	0.40	0.50	0.58	17.75	14.20	12.24
601169	北京银行	增持	9.60	0.90	0.93	0.99	10.67	10.32	9.70
000002	万科 A	增持	7.78	0.43	0.36	0.40	18.09	21.61	19.45

表 16 国海证券研究所精选股票池简要分析

名称	简要分析
恩华药业	公司产品储备丰富。未来三年，主打产品力月西、思利舒等产品销售规模有望先后上亿，推动公司进入快速发展时期，净利润复合增长有望超过 50%；而新品齐拉西酮、普瑞巴林等，市场前景看好，有望推动公司发展再上新台阶。国内精神类药物市场潜力巨大。随着生活和工作压力的不断加大，处于亚健康状态的精神疾病患者不断增多。公司精神类药物包括抗精神类、抗抑郁抗焦虑类，未来潜力较大。主要风险：国家对公司产品降价将对公司盈利产生重大影响，新药审批日益严格，公司新产品上市可能会慢于预期。
康缘药业	公司多年循序渐进的研发投入为公司提供和储备了丰富的优质产品，通过近几年公司营销体系的深化，研发优势逐步转化为生产力，公司保持快速增长。目前公司短期受刺五加中药注射事件影响，热毒宁注射液可能也受短期影响，还有新药银杏内酯注射液的生产批件也有可能延迟。对中药注射剂的判断，应该是两面性，国家支持和发展中药注射剂的方向不会改变，提高质量标准，淘汰劣质企业，做强优势企业应该是必然。公司 2009 年将继续强化销售，尤其是加大分销力度，将带动老产品进一步放量，将可能更多地表现在公司净利润方面。
远望谷	铁路 RFID 应用市场垄断性较强，公司是两个供应商之一。由于铁路行业安全性强，对产品性能要求高，产品试用期较长，公司是铁道部该行业标准起草单位之一，市场进入门槛高。公司可在护城河保护下保持与行业同步增长。另外凭借其超高频 RFID 产品的优势，向其他领域关联扩张，获得了新的增长空间。率先进入了烟草、军工领域的 RFID 应用。同时在图书管理、集装箱、物流领域也开始获得突破，非铁路领域收入呈快速增长态势。但成本较低的“小非”可能带来市场波动。
中兴通讯	国内移动设备投资正步入新一轮上升周期。公司竞争力较强，是国内两个主导通信设备厂商之一，其 TD、CDMA 两个领域在国内市场具有更强的竞争优势，未来公司将会受益国内移动网扩容及 3G 升级。与此同时，公司丰富的组网经验、较低的研发成本将助其国际市场特别是价格敏感性更高的发展中国家获得快速增长。但是存在国际环境不确定、TD 产业前景不够明朗、高速增长下资金瓶颈凸现、全球股市波动风险。外延扩张的继续和国美扩张放缓，将有效提升苏宁的市场份额，这有助于其市场地位和议价能力的提升。随着同城加密开店的推进，规模效应也将体现。另外，由于家电连锁在产业链中的强势地位，上游供应商对渠道的依赖将加深，因此综合毛利率和净利率都有望进一步提升。公司在完全竞争的环境之下培育起强大的核心竞争力，并制造高的进入壁垒，优势仍在不断扩大。预计家电连锁行业未来 3 年的复合增长率 39%，行业集中度不足 20% 的现实为公司提供了未来市场整合的巨大潜力。预计公司在行业低谷期仍可以按部就班的实现外延式扩张，未来几年至少 25% 的收入复合增长率理应支撑更高的股价。
苏宁电器	公司是我国目前规模最大、现代化水平最高的农业股份有限公司，拥有耕地面积 936 万亩。土地承包费收入稳定增长，是公司利润的主要来源。07 年公司土地承包费收入达到 12 亿元，近 5 年复合增长率为 5.8%，占到主营业务利润的 73.29%。大米加工业务是公司的主要营业收入来源，占比 50% 左右。鉴于公司独特的盈利模式与稳定的业绩增长，应当给予一定的溢价。
北大荒	受钢铁行业大幅减产影响，焦煤供需局面出现逆转，公司于 11 月开始下调焦煤合同价格，下调幅度为 30%。我们预计焦煤价格仍有下跌空间，但在 4 万亿投资拉动的作用下，基建行业可能会拉动部分钢铁需求，这将阻碍焦煤价格的大幅下跌。公司承诺 2008 年度的分红比例不低于 50%，以目前股价计算，股息率为 8% 左右。
西山煤电	公司是国家重点支持的 12 家全国性水泥企业之一，产能规模位居行业前列，盈利能力处于水泥上市公司的平均水平，发展态势向好。外资股东 Holchin B.V. 的入主，将对华新水泥发展产生深远影响，并有望提升公司的发展速度和盈利能力。公司继续保持产能扩张的发展势头，并将逐步完成熟料生产线的配套余热发电工程。产能扩张的规模效益及低温余热发电带来的成本降低，有望带动公司业绩持续增长。房地产行业景气下滑及水泥新增产能过快导致的竞争过度，有可能对公司的业绩产生不确定性影响。
华新水泥	公司具有显著的规模和成本优势、质量和品牌优势、资源和区位优势、人才和管理优势及市场优势；但与国际水泥巨头相比，公司的资本实力、战略眼光、技术管理等可能会面临一定的考验。未来两年，公司有望维持 1500--2000 万吨/年的产能扩张速度，并大力发展低温余热发电项目。其战略目标是 2010 年底，熟料产能达到 1.2 亿吨，水泥和商品熟料销量超过 1.5 亿吨。熟料生产线全部配套余热发电，装机容量超
海螺水泥	

- 过60万千瓦。房地产行业景气下滑及水泥新增产能过快导致的竞争过度，有可能对公司的业绩产生不确定性影响。
- 东方电气是我国最大的发电设备制造企业之一，连续排名4年世界发电装机第一位。是目前国内唯一已经具备制造百万级核岛和常规岛设备能力的企业，核电的市场占有率在70%左右。目前公司在手订单共计1200亿元，火电628.8亿元，核电产品199.2亿元，风电产品153.6亿元，水电产品120亿，燃机92.4亿元，产品分部较为合理，风电和核电装机上升的很快。尽管火力发电装机未来面临下滑的境地，但是撤单的可能性不高，未来2年较有保证。由于汶川大地震，造成直接财产损失16亿元，目前恢复产能80%，作为发电行业的龙头企业，火电、风电和核电设备处于行业一流地位，长期的投资价值仍然显著。
- 公司是中国铁路制造装备业双寡头之一，旗下主营业务包括电力机车、内燃机车、动车组、地铁、客车、货车。目前手持订单在手830亿元，机车、动车组、城轨地铁、货车、客车分别占比48.2%，19.3%，17.5%，12.0%，1.9%。订单中机车1700台，客车1000多辆，地铁2000辆，动车组300列。数量分布较为合理，随着未来高速铁路和城市轨道交通的快速发展，动车组及城轨地铁业务将迎来更快的发展。
- 国家投资计划将强力拉动输配电设备制造行业增长。公司目前已签订超过8亿元的变压器设备订单。输配电设备制造行业成长加速，龙头企业优势明显。短期内成本降低带来双重利好。一方面成本降低，公司毛利将上升，带动企业增长；另一方面由于成本降低，将使得国家投资效率提高，或将推动公司获得更多订单机会。内在质地优良将是公司保持增长的持续动力。目前公司现金流充足，各项财务指标明显优于同行业其他上市公司。
- 公司是专业化铁路车轴生产龙头。公司是国内生产规模最大(13万根)、自动化水平最高、车轴规格品种最多，市场占有率最高(33%)，首家获得出口火车轴和地铁轴资格，且具有轻轨轴、地铁轴和空心轴生产能力的专业化车轴生产企业。行业龙头地位稳固，经营和盈利具有持续性和稳定性。公司车辆和轮对业务也将受益迎来大发展。公司前几年实行以扩张车辆和轮对业务来带动车轴销售战略，成效显著。在需求快速增长期内，新项目将进一步增强公司优势地位，实现即时盈利。
- 我国肉类加工行业已经具有相当的产业规模，随着国民收入的提升和消费升级的进程加快，行业已进入稳健增长时期，并有广阔的成长空间。业内竞争的重点从低温肉为代表的产品高端化至营销、以规模为体现的资本等全方位竞争。较低的行业集中度和龙头公司欠缺足够传递成本压力的现状预示着行业洗牌和巨头之间的博弈正在进行，作为子行业龙头公司仍然具有良好的发展前景。随着生猪补栏等一系列增加供给的措施实施，生猪价格已经出现明显回落，公司正在逐步走出最艰难的时期，其毛利率有望得到逐步改善。公司是行业内综合实力最为强大的公司，通过先进的管理和高效的周转使ROE等核心指标保持优异。公司是我国黄酒业综合效益最好的公司之一，主流产品毛利率领先，优势市场集中于经济中心上海，品牌影响力和市场占有率(60%)均排第一，在剥离零售业务并入“和酒”资产之后，和公司原有的“石库门”系列有望产生“1+1>2”的协同效应。公司市场开拓和品牌运作目前来看是子行业中相对比较成功的，在上海本地市场的优势明显，可望成为其初步完成行业洗牌和资源整合后向全国推广的大本营。
- 电力行业2008年陷于剧亏，但随着煤炭价格大幅回落，电力行业正走向扭亏为盈的阶段。电力需求不旺导致发电小时数继续回落，是2009年电力行业最大的不确定性。受益于煤炭价格大幅跳水，公司的煤炭采购成本有望大幅降低。但同时公司将经历发电小时数下跌的不利局面。利弊权衡后，公司受益于煤炭价格下降的幅度更大。
- 北京银行的存贷款特点能够部分削弱降息的不利影响，在本轮降息周期中利差收缩的幅度较其他银行能更小。资产质量风险相对较小，拨备较高有助于未来“储粮过冬”。规模的快速扩张能够减小经济放缓带来的负面影响。宽松的货币政策给北京银行的跨区经营带来很好的机会，贷款规模的有效放大将提升公司业绩。
- 万科是A股规模和市值最大的房地产龙头，且未来基本无任何解禁压力。发行公司债和降价促销明显改善公司的现金流，货币资金的总资产占比从中报的14.4%提高至16.4%，并且足够偿还所有到期债务。公司从08年三季度开始已经对部分项目计提存货跌价损失，预计年报之后还会陆续增加部分项目。通过调研了解到计提项目总量不会太大，其中大部分为已开盘项目，虽然计提跌价损失，但项目整体收益为正。计提跌价损失将减少公司账面利润，但也可以减少部分所得税支出。

### 国海证券投资评级标准

---

#### 行业投资评级

---

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

#### 股票投资评级

---

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

### 免责声明

本报告中的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。本报告版权归国海证券所有。