

在政策与基本面博弈中御寒迎春 -2009年股票市场投资策略



浙商证券研究所

2008年12月

目录

- 一. A股市场目前所处运行阶段
- 二. 2009年A股市场主要影响因素
- 三. 2009年A股市场展望
- 四. 2009年A股市场投资机会
- 五. 投资建议

第一部分

A股市场目前所处运行阶段

股票市场有其自身运行规律

影响因素	探底	早期恢复阶段	牛市中期	牛市见顶	熊市
基本面因素	20% 在好转但被忽视	30% 主要公司业绩不错	40% 孕育增长阶段	20% 乐观的长期预测	30% 充分意识到形势在恶化
估值/股价因素	20% 有吸引力，但没有买者	50% 低价筹码大量涌现	30% 愿意付更高价格	20% 修正模型，使行情延续看来合理	20% 因认识到股价的高估而感到震惊
心理/技术/流动性因素	60% 疲惫、不信任和消沉	20% 怀疑、思考及转换	30% 信任、希望和慷慨	60% 狂喜、贪婪和推断	50% 恐惧、惊慌和厌恶

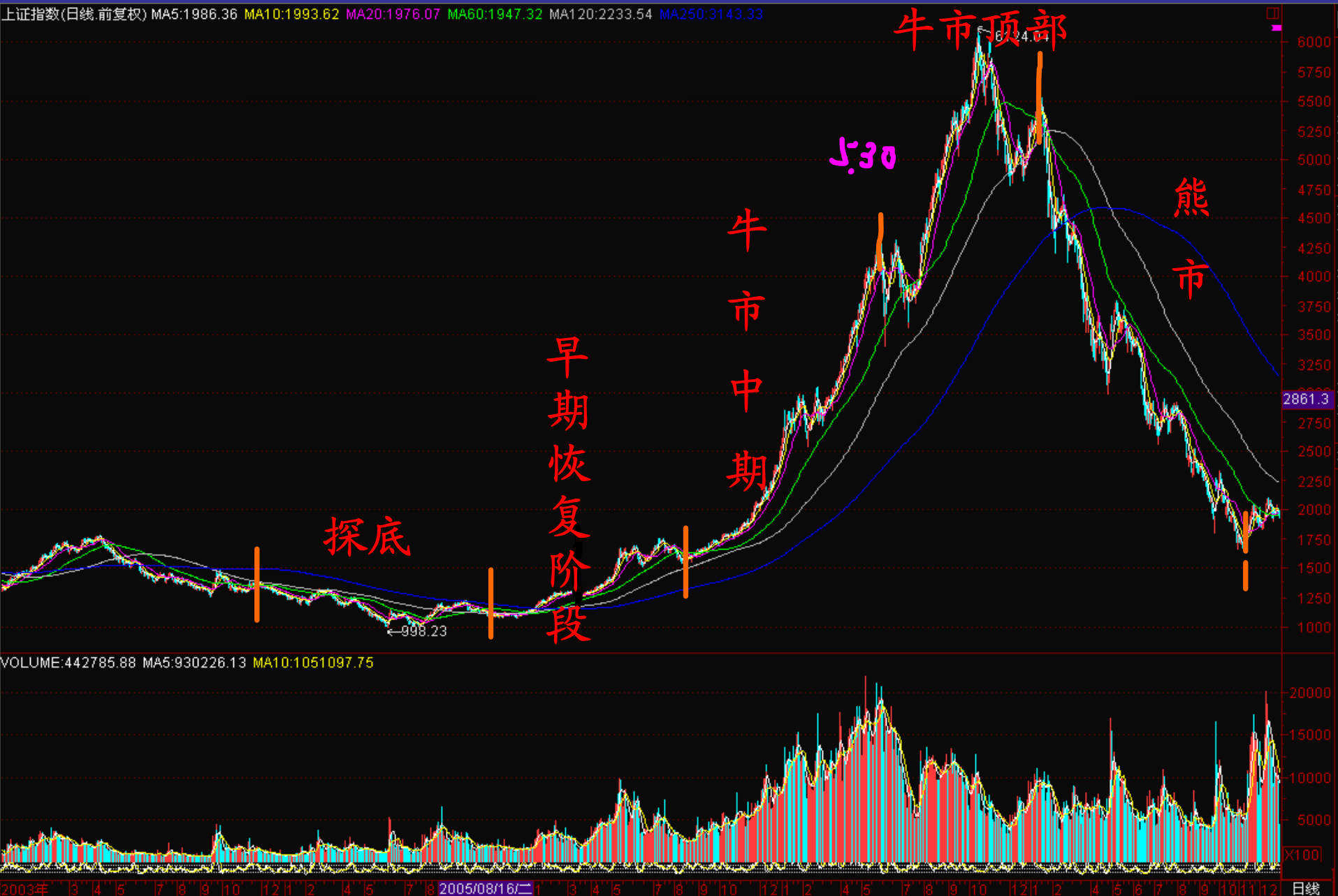
David M. Darst

www.stocke.com.cn



温故而知新-A股市场处在探底阶段

上证指数(日线,前复权) MA5:1986.36 MA10:1993.62 MA20:1976.07 MA60:1947.32 MA120:2233.54 MA250:3143.33



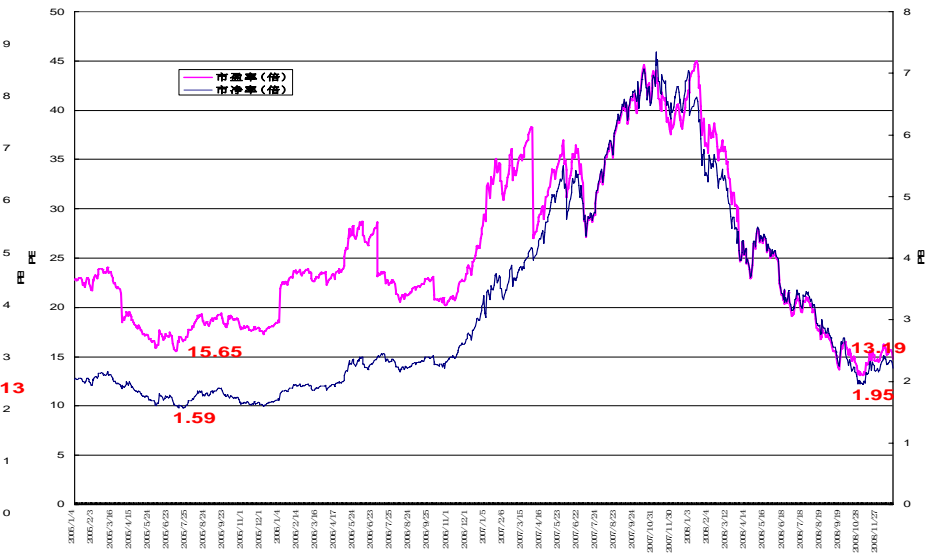
市盈率已见底

市净率仍未见底

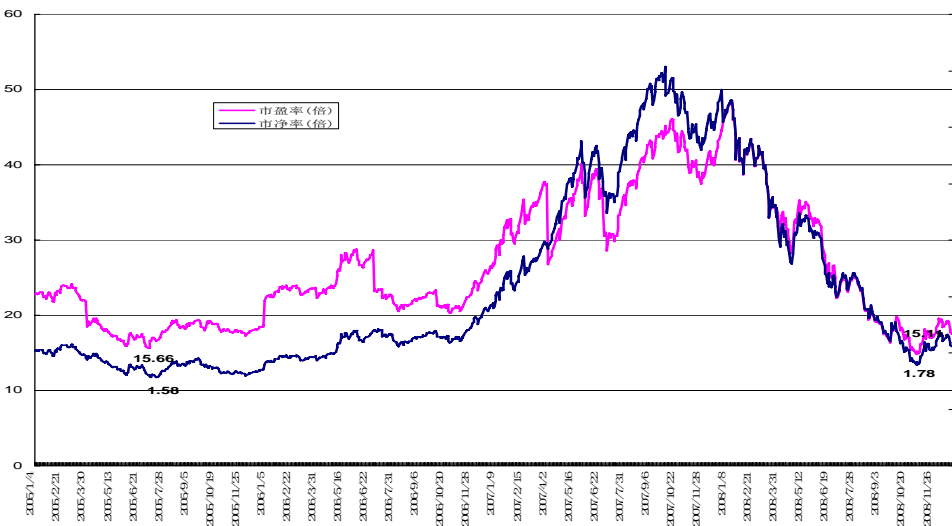
2005-2008沪深300 PE/PB



2005-2008A股PE/PB



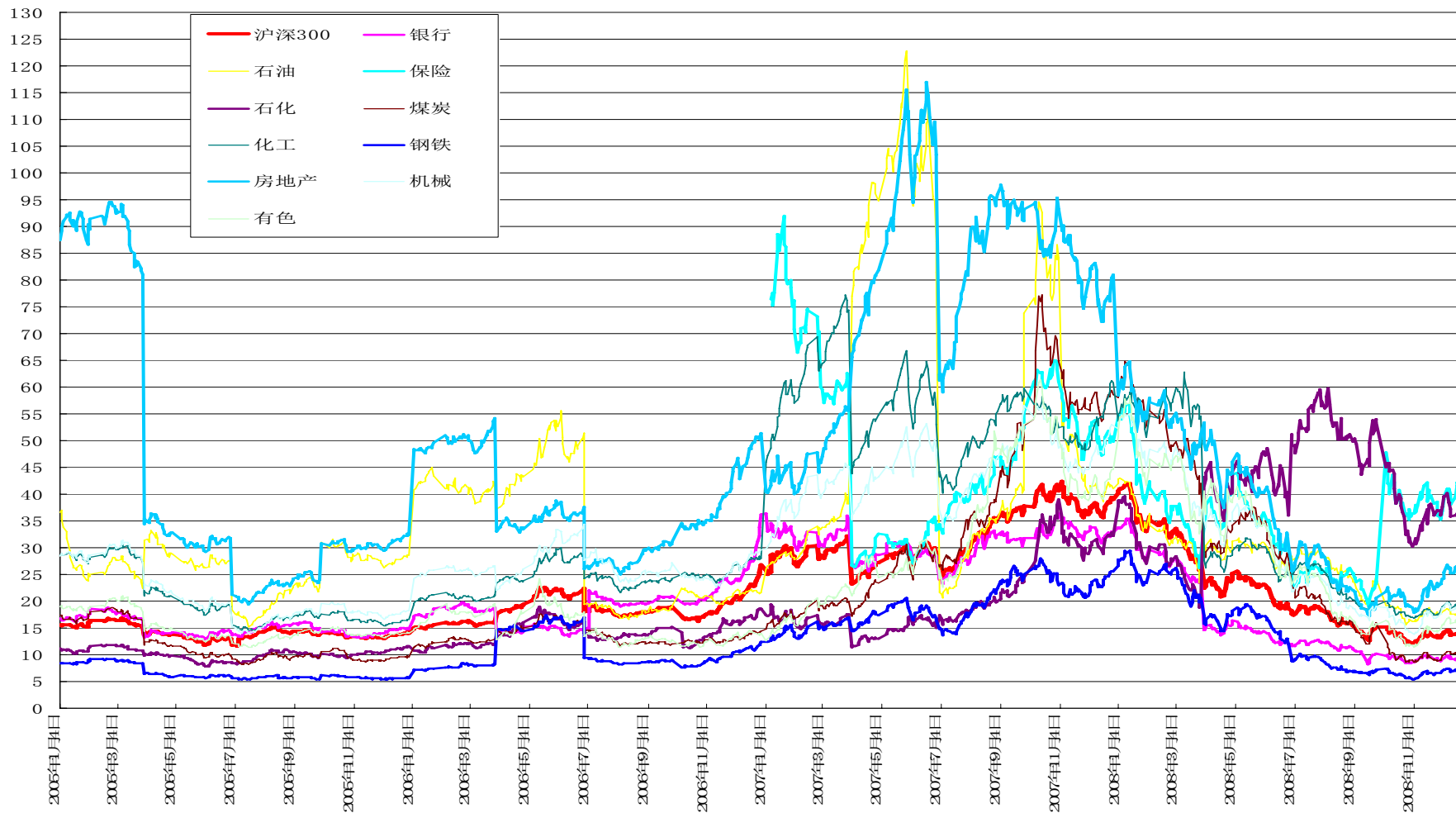
2005-12-31前969家上市A股的PE/PB



年份	所有 A股		沪深 300		可比 公司	
	PE	PB	PE	PB	PE	PB
2005	15-25	1.5-2.2	13-17	1.6-2.2	15-24	1.6-2.2
2006	20-30	1.8-3.4	14-27	1.8-3.7	20-27	2.2-2.9
2007	28-45	3.0-7.5	24-43	3.2-7.8	26-45	2.7-6.7
2008	13-45	1.9-6.6	12-42	1.9-6.7	14-48	6.4-1.8

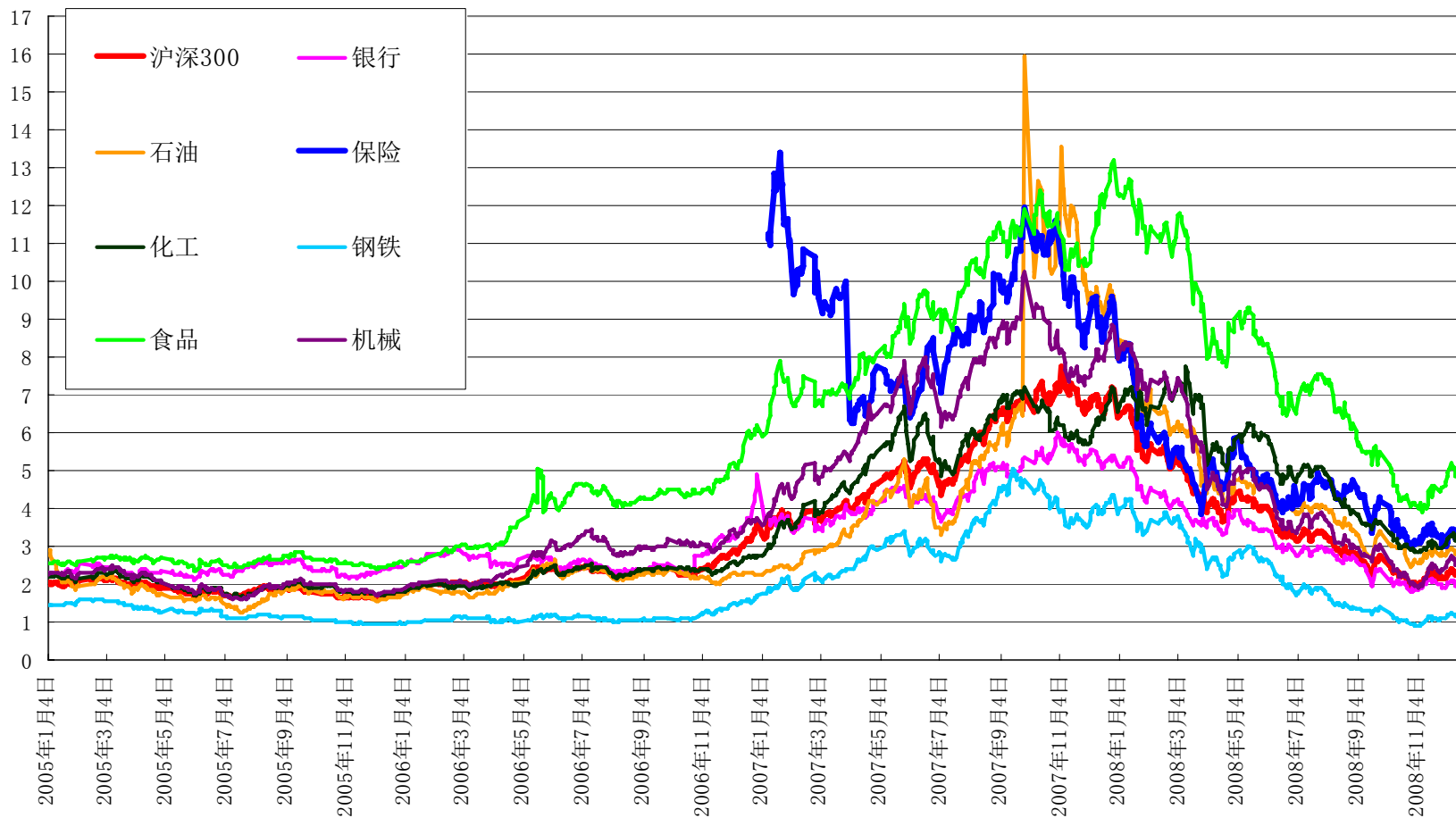
保险、石化、房地产行业市盈率偏高

行业市盈率比较（2005-2008）



保险、食品、石油、化工、机械行业市净率偏高

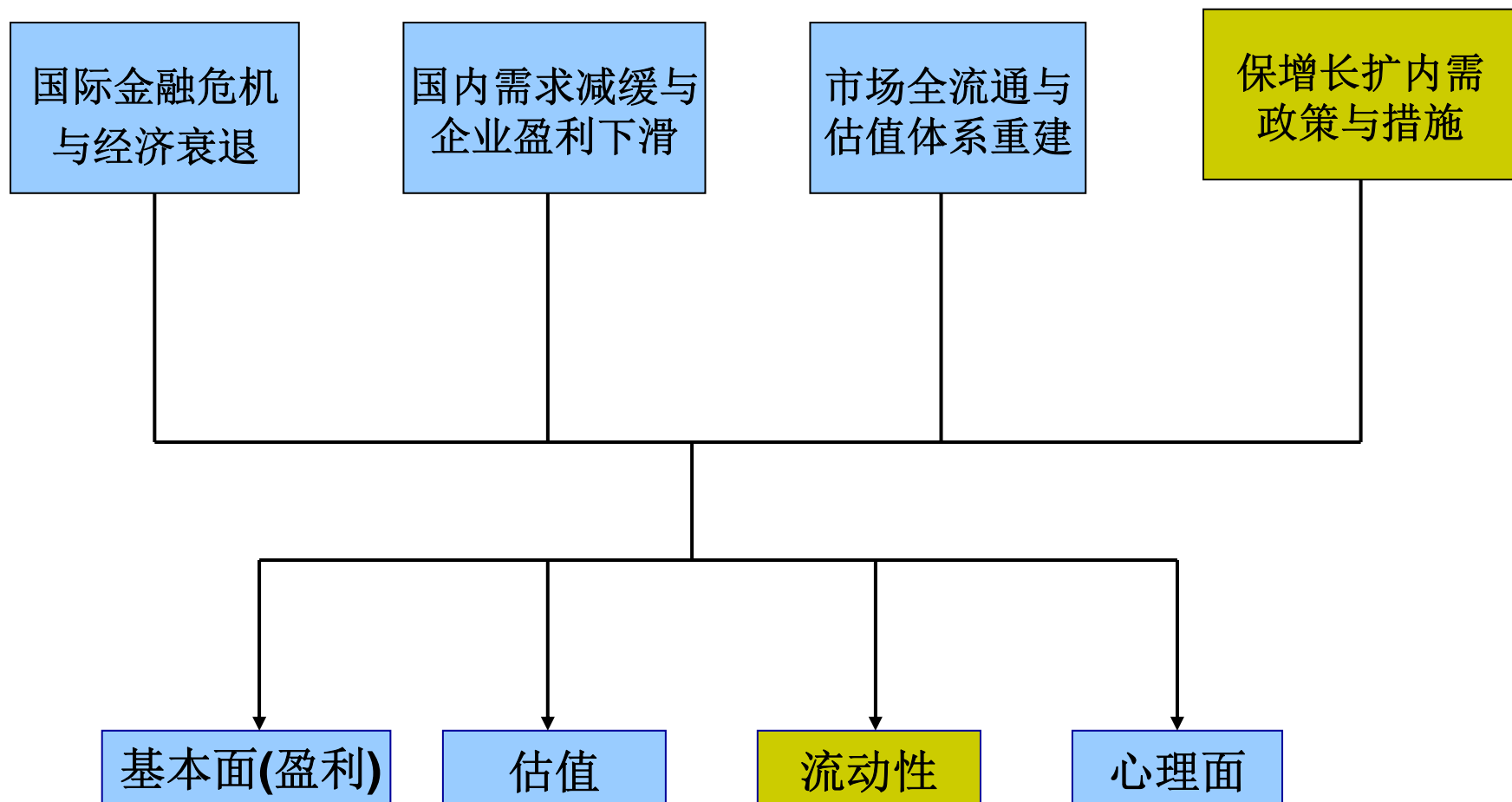
行业市净率比较（2005-2008）



第二部分

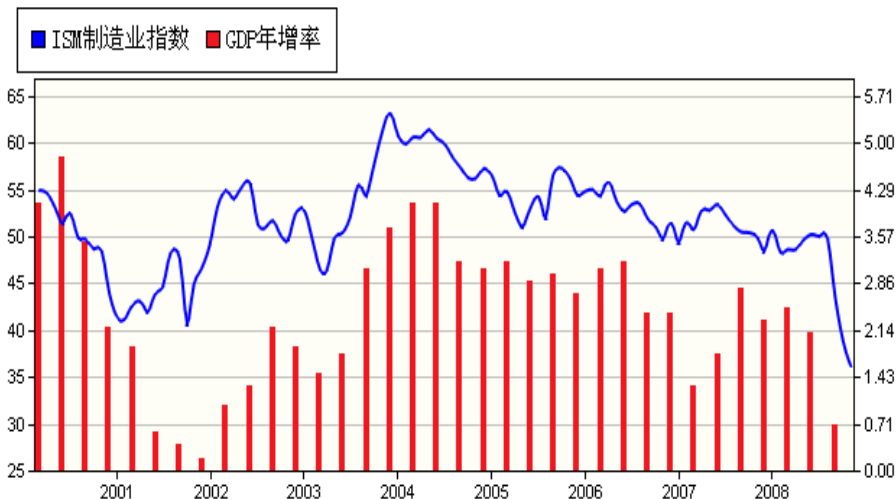
2009年A股市场主要影响因素

2009年A股市场运行的主要影响因素



美国经济进入衰退

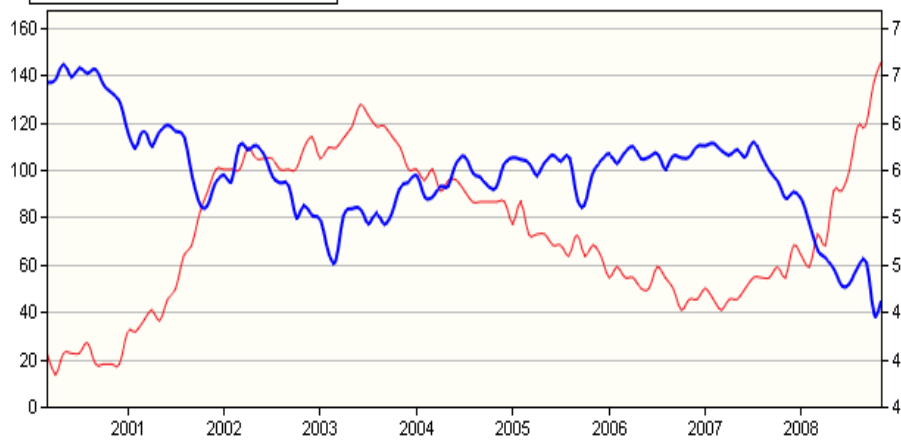
ISM制造业指数与GDP



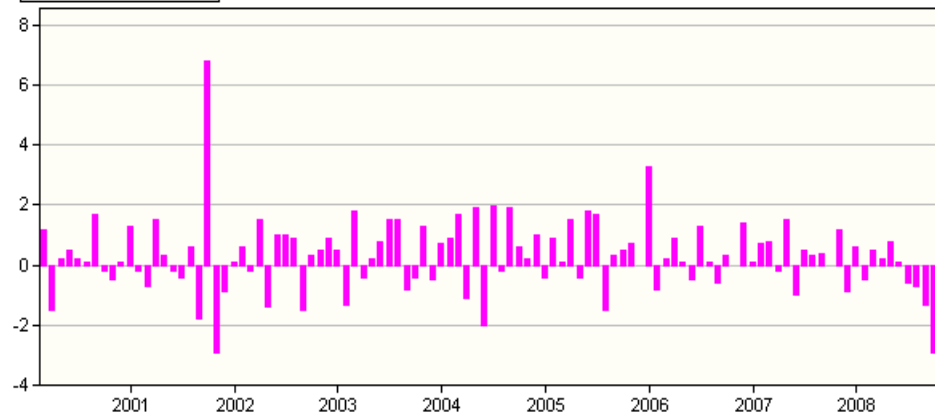
成屋销售



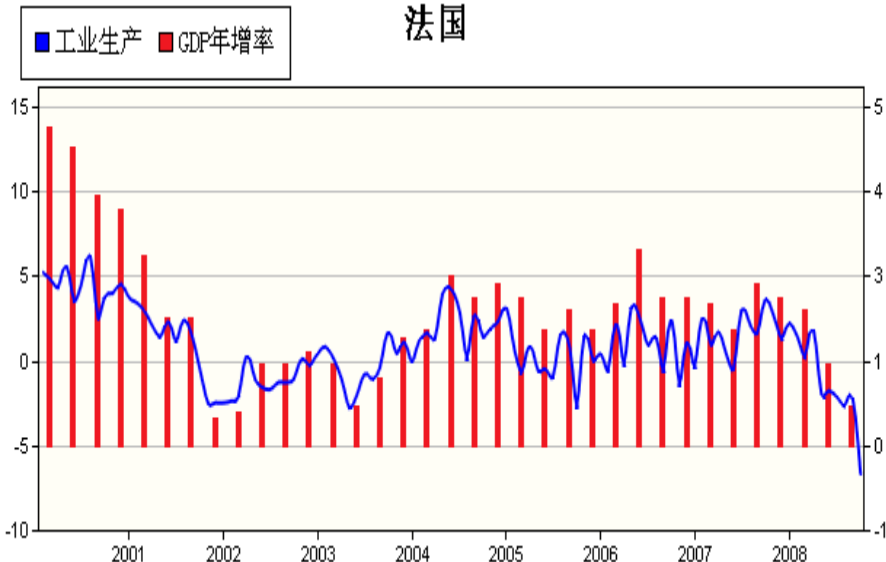
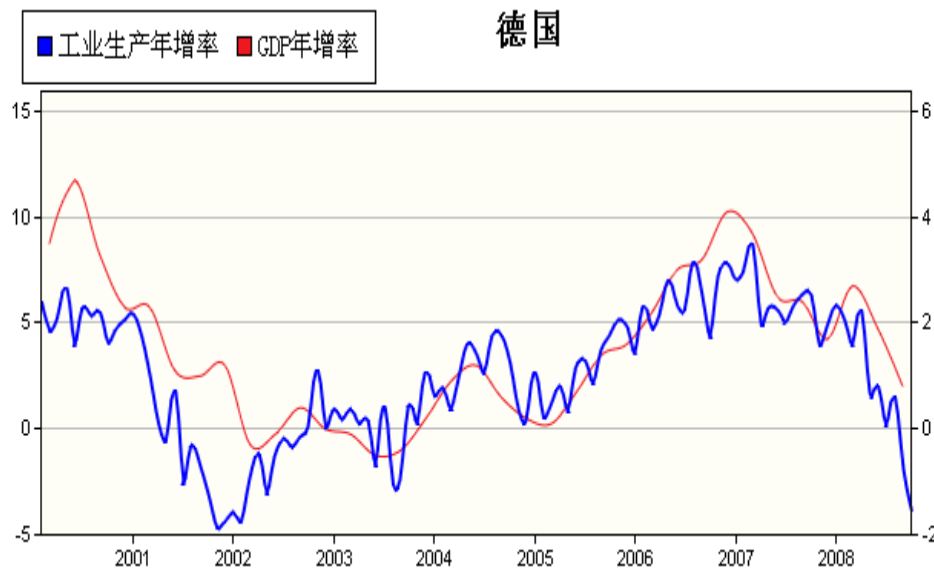
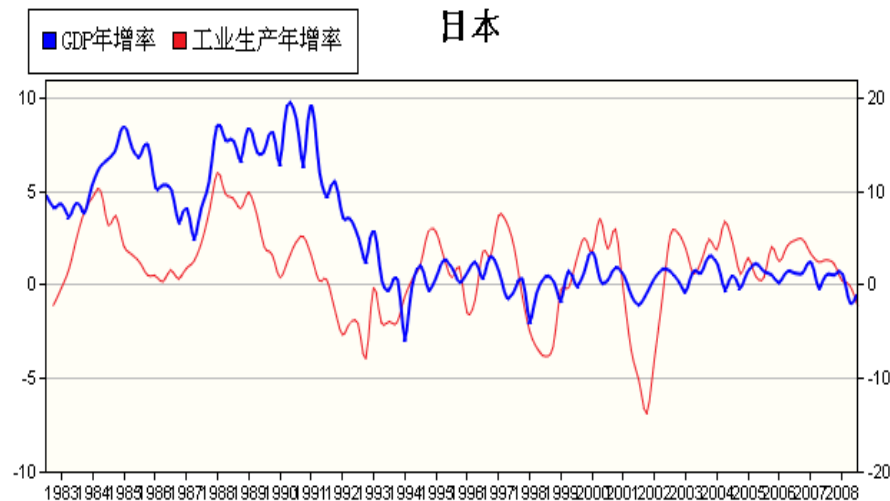
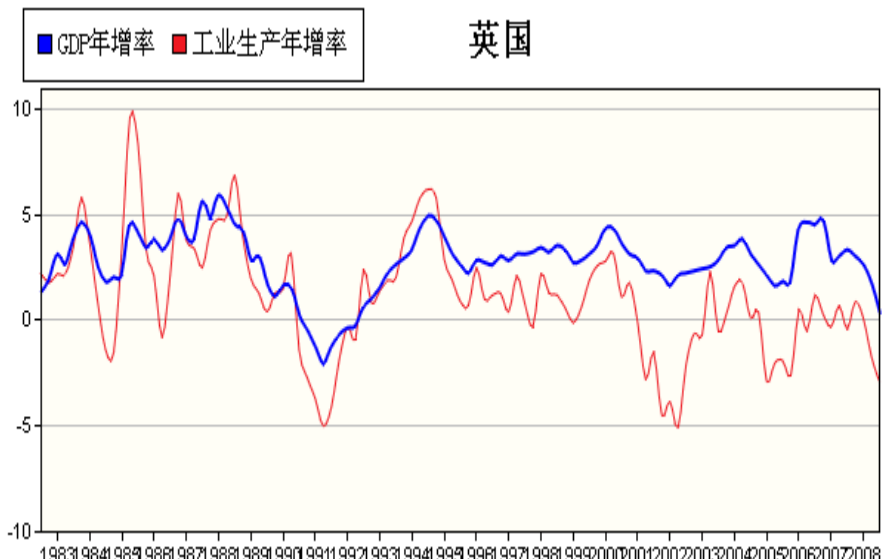
消费者信心指数 失业率



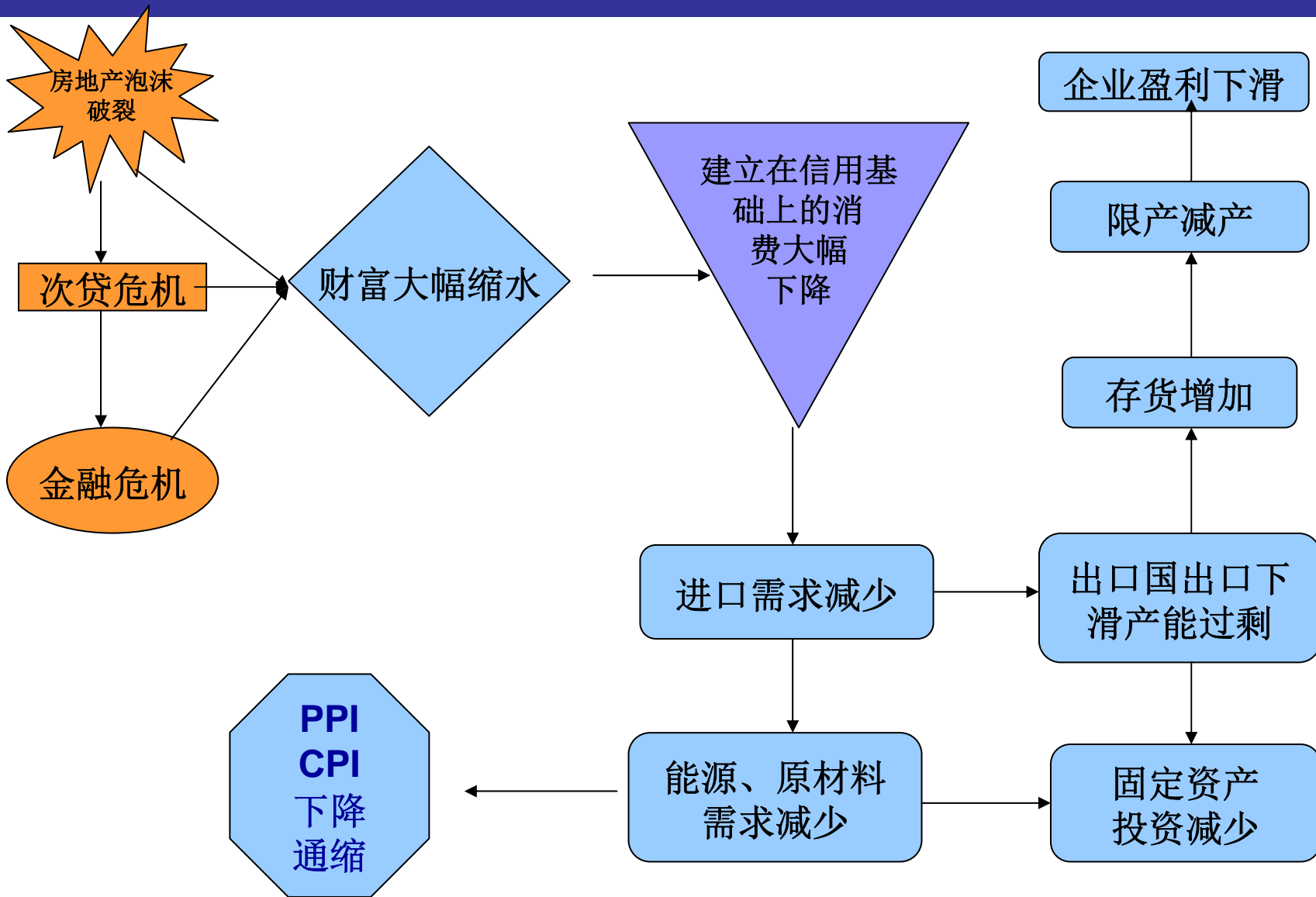
零售额月增率



欧洲、日本经济步入衰退

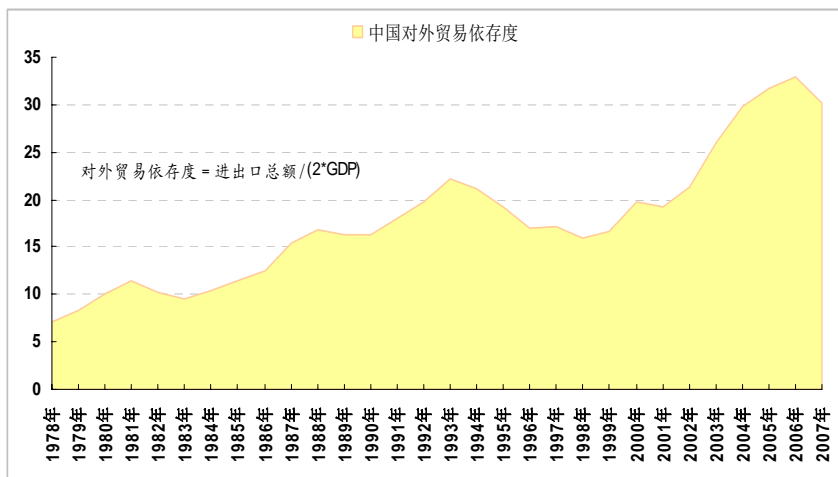


金融危机对出口依存度高的国家经济影响显现

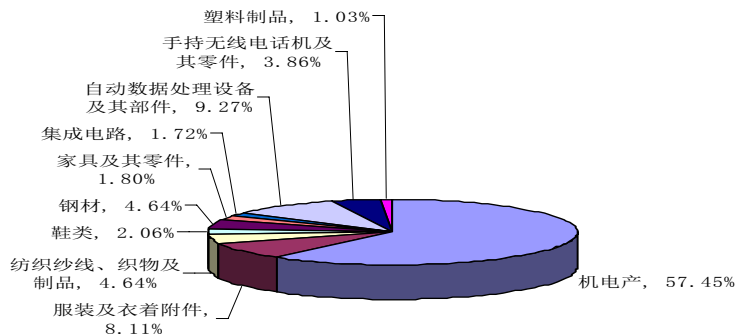


中国外贸出口和外商直接投资受到金融危机冲击

单位	对GDP增长贡献			占GDP比例			GDP增速 %
	消费 %	投资 %	净出口 %	消费 %	投资 %	净出口 %	
1990	47.8	1.8	50.4	1.8	0.1	1.9	3.8
1991	65.1	24.3	10.6	6	2.2	1	9.2
1992	72.5	34.2	-6.8	10.3	4.9	-1	14.2
1993	59.5	78.6	-38.1	8.3	11	-5.3	14
1994	30.2	43.8	26	4	5.7	3.4	13.1
1995	44.7	55	0.3	4.9	6	0.3	11.2
1996	60.1	34.3	5.6	6	3.4	0.6	10
1997	37	18.6	44.4	3.4	1.7	4.2	9.3
1998	57.1	26.4	16.5	4.4	2.1	1.3	7.8
1999	74.7	23.7	1.6	5.7	1.8	0.1	7.6
2000	65.1	22.4	12.5	5.5	1.9	1	8.4
2001	50	50.1	-0.1	4.1	4.2	-0.1	8.2
2002	43.6	48.8	7.6	4	4.4	0.7	9.1
2003	35.3	63.7	1	3.5	6.4	0.1	10
2004	38.7	55.3	6	3.9	5.6	0.6	10.1
2005	38.2	37.7	24.1	4	3.9	2.5	10.4
2006	38.7	42	19.3	4.5	4.9	2.2	11.6
2007	39.4	40.9	19.7	4.7	4.9	2.3	11.9

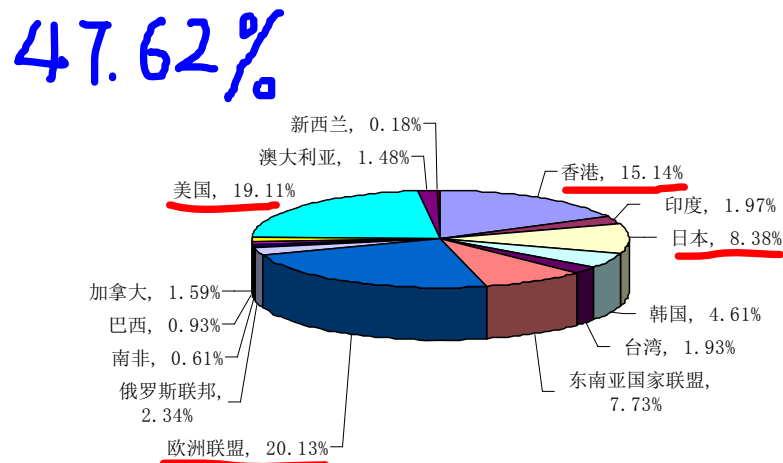


2008年1-9月中国出口商品结构 (按出口值)

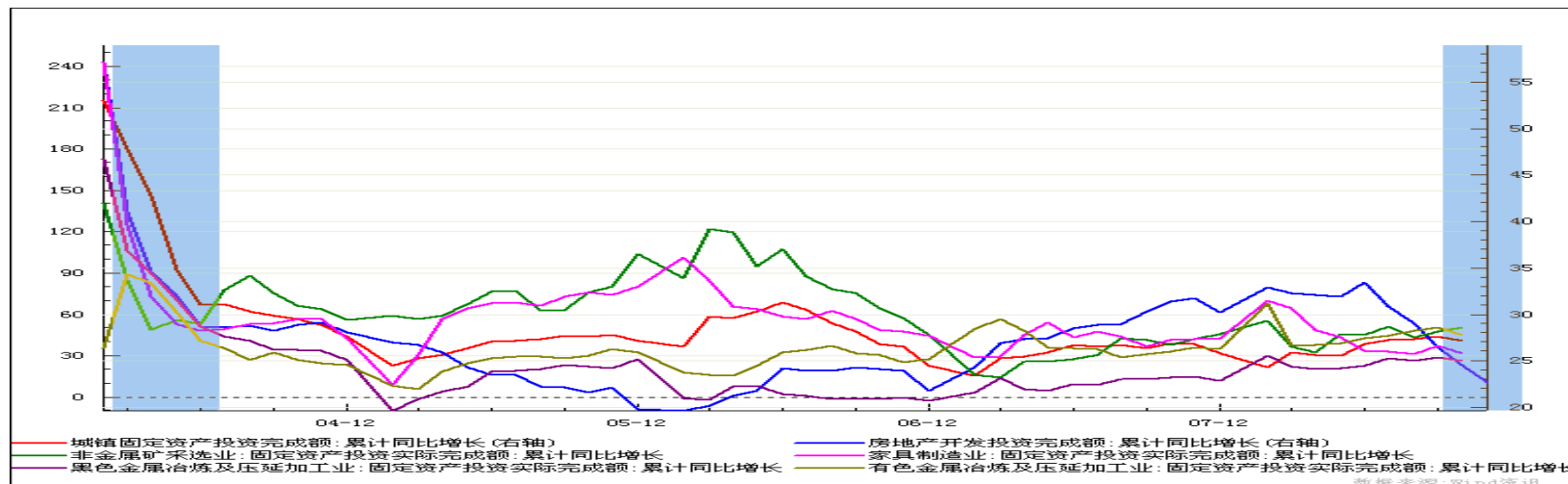
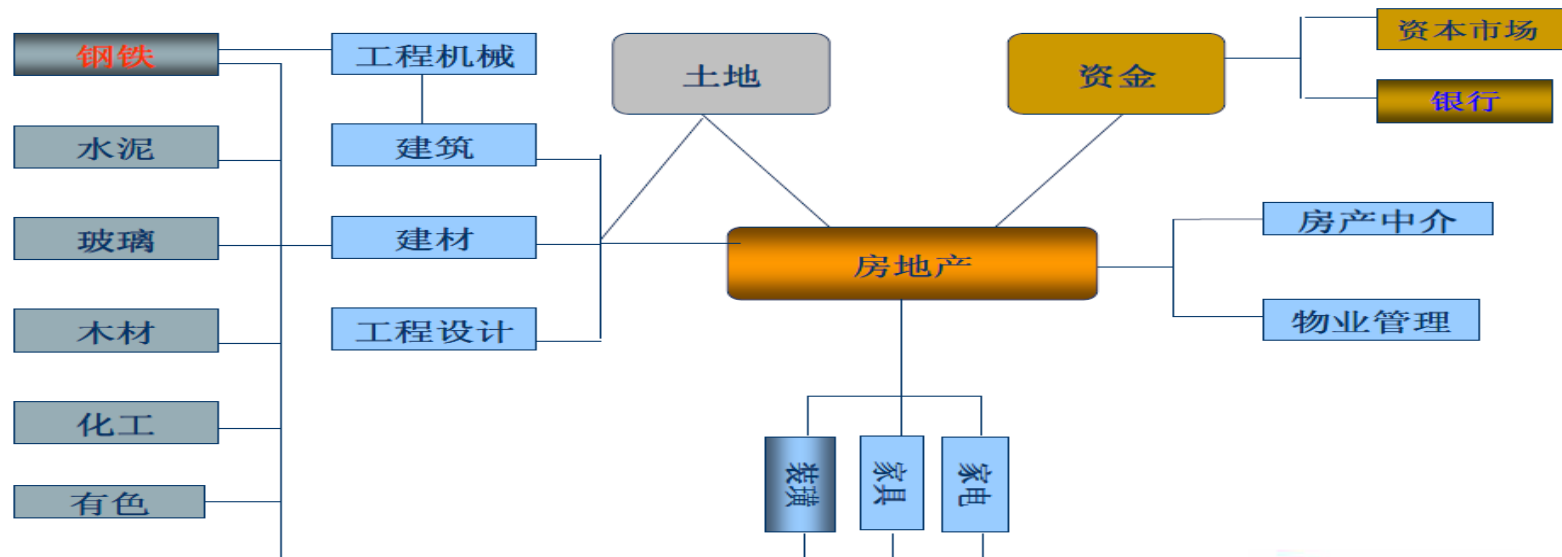


一般贸易44.27%，加工贸易50.71%；**外资企业57.10%**，国企18.46%，其它24.44%

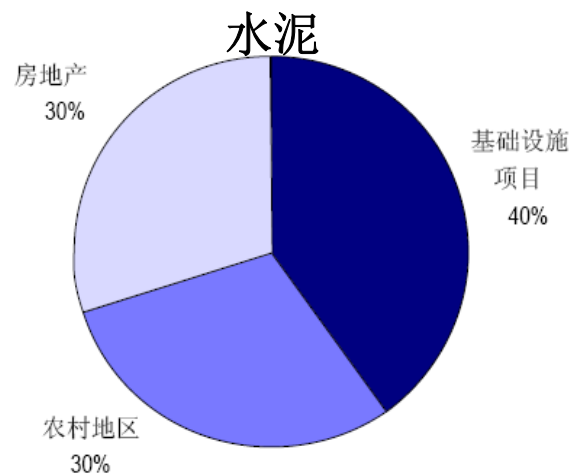
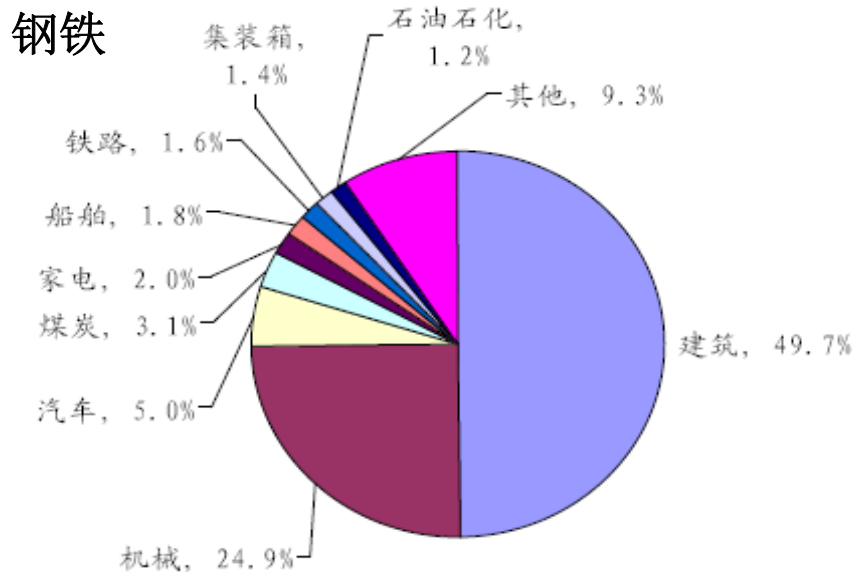
2007年中国对外出口国家和地区结构



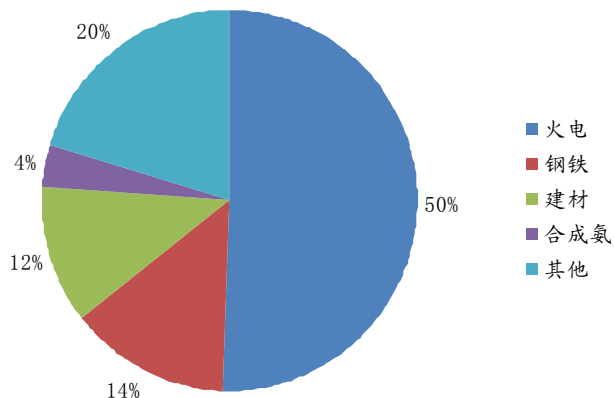
国内房地产市场低迷对经济产生较大影响



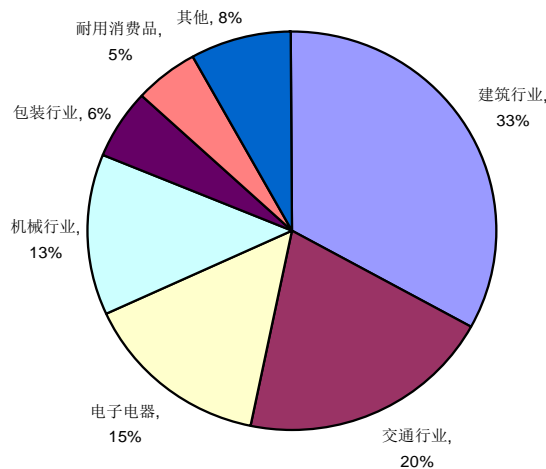
钢铁、水泥、煤炭、铜、铝需求结构



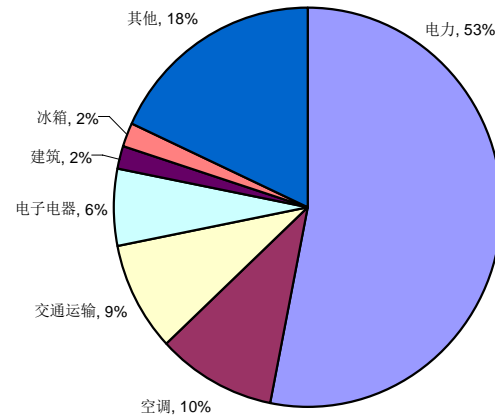
煤炭



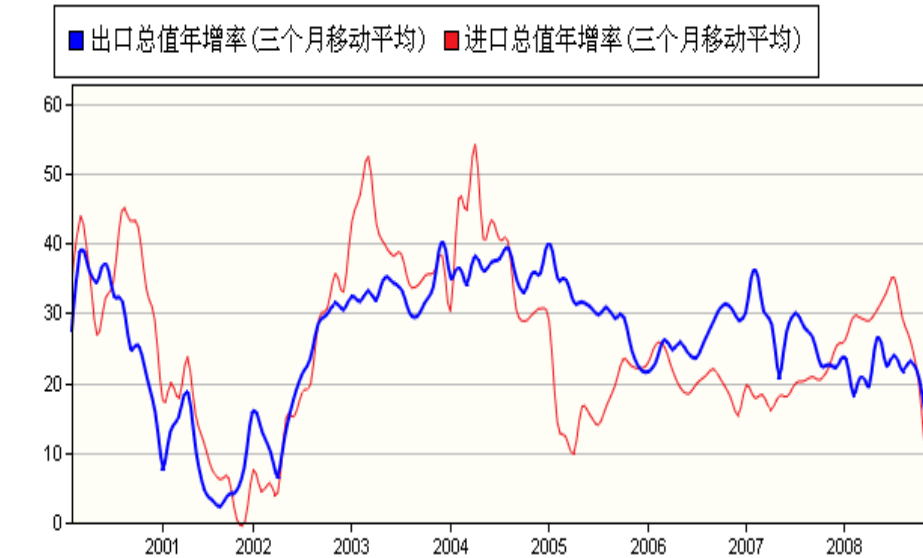
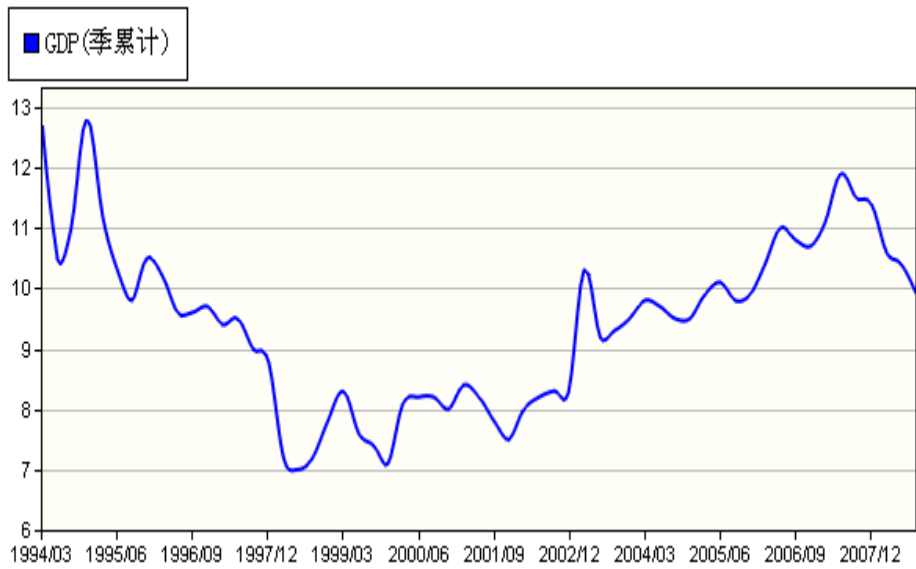
铝



铜

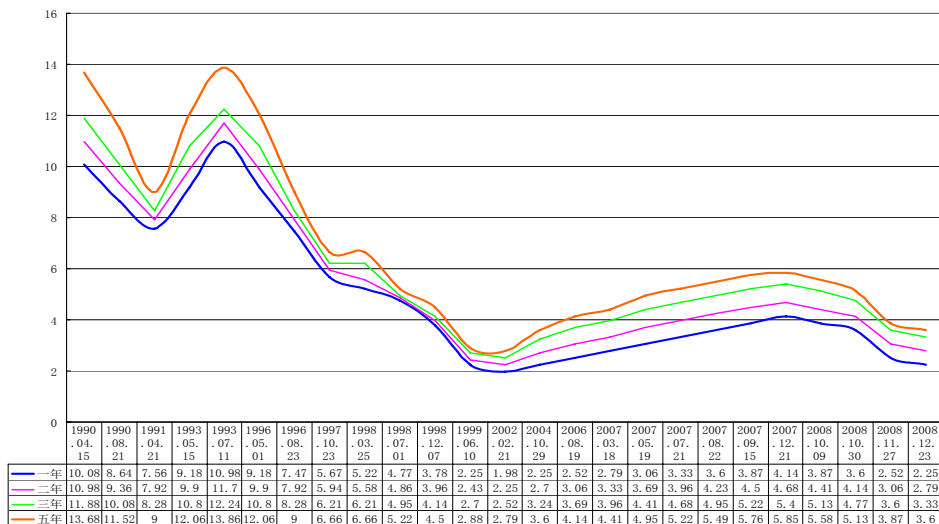


国内经济进入周期性和结构性调整阶段

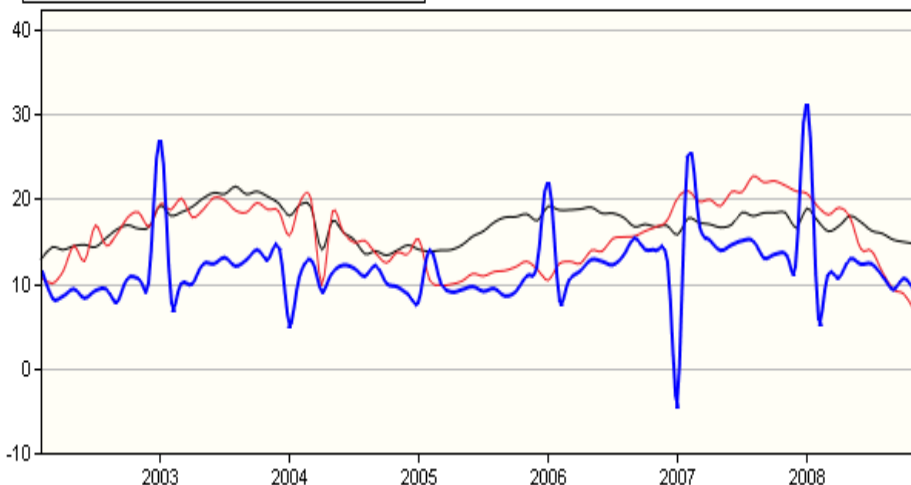


国内面临通缩风险

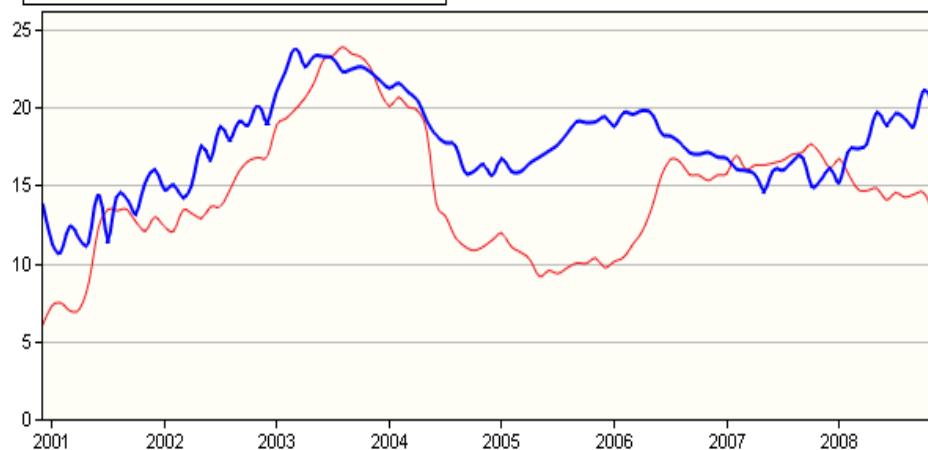
1990年以来央行定期存款基准利率



■ M0年增长率 ■ M1年增长率 ■ M2年增长率

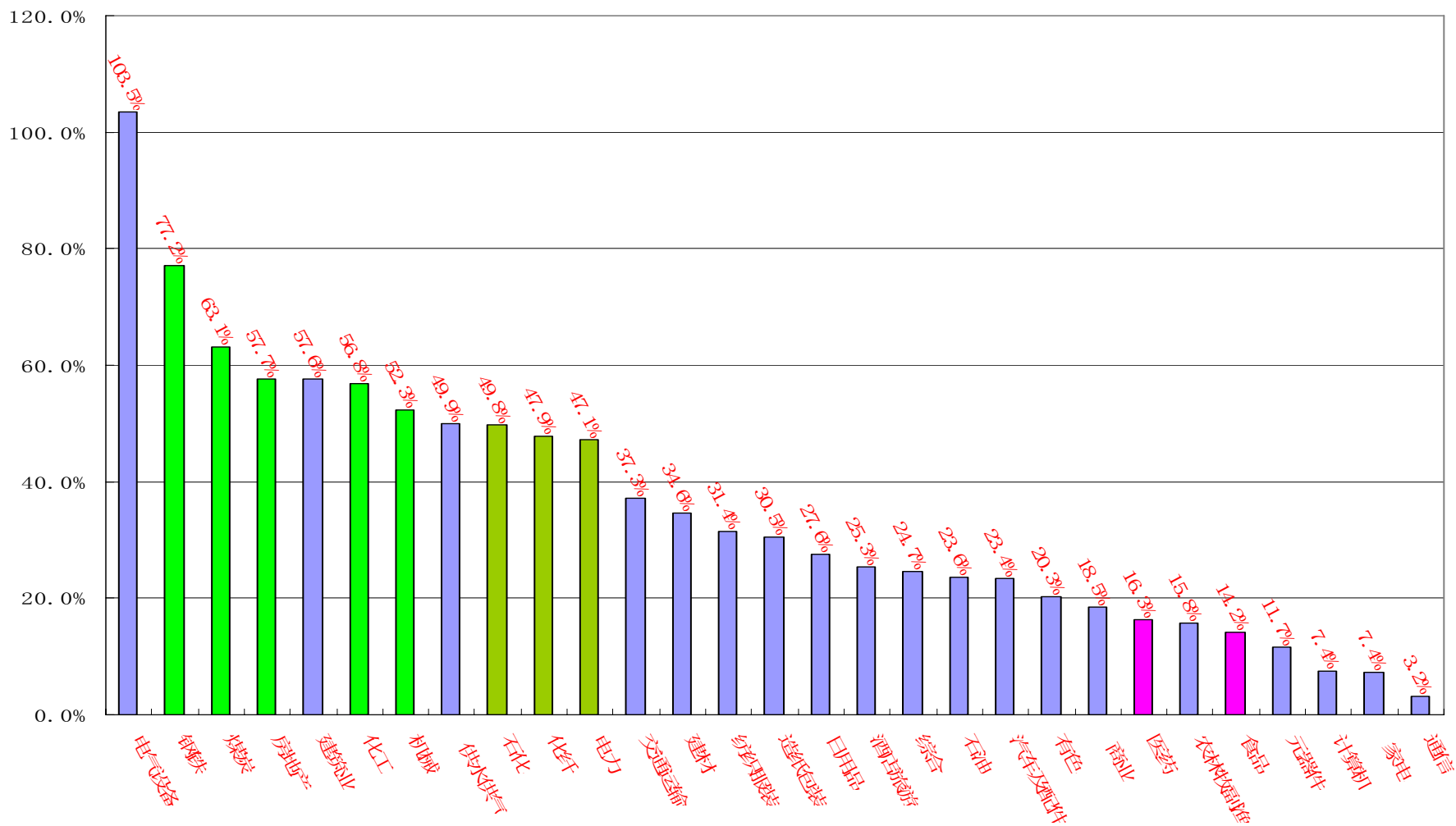


■ 存款总额年增长率 ■ 贷款总额年增长率



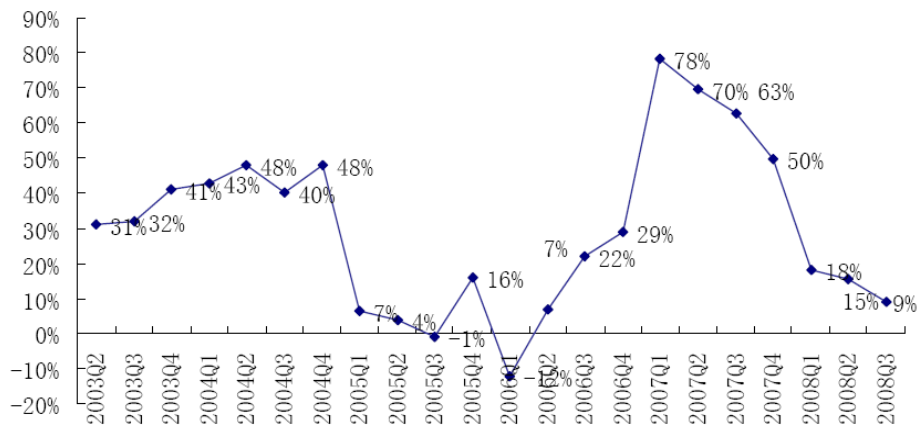
1527家可比公司08第三季度存货同比增加44%

2008年第三季度各行业存货同比增长对比



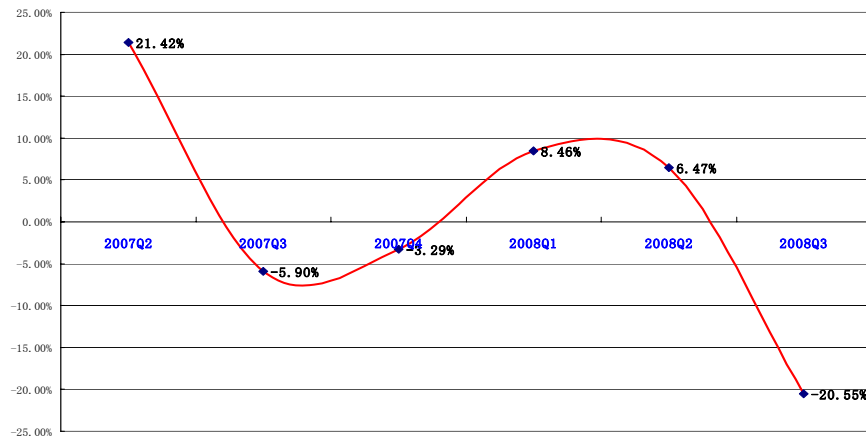
上市公司业绩下滑

上市公司净利润同比增长走势（季度累计）

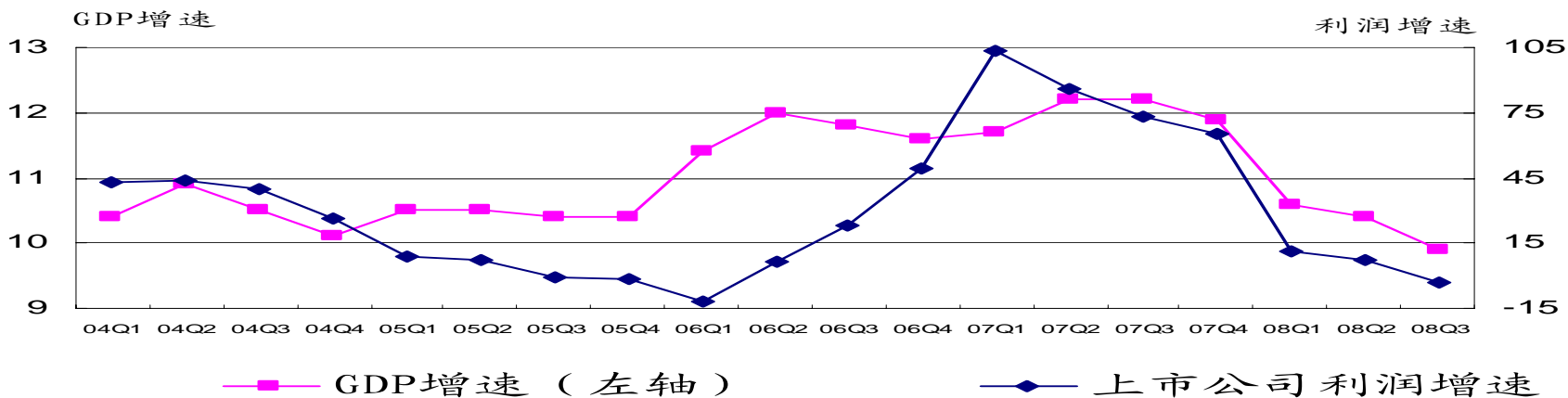


资料来源：浙商证券研究所

2007-2008单季利润环比增长（1584家可比公司）



上市公司利润增速与GDP的关系（可比公司）



2009年A股上市公司整体盈利变动区间为5%至-15%

行业	2008年第三季度 净利润（亿元）	净利润占比	净利润同比增 长	2009年预测 同比增长		
				乐观	中性	悲观
银行	3314.63	40.47%	48.95%	6%	1.00%	-5%
石油	1018.87	12.44%	-9.88%	10%	-5%	-20%
煤炭	591.14	7.22%	81.52%	-20%	-25%	-30%
钢铁	538.02	6.57%	21.20%	0%	-5%	-15%
航运业	375.73	4.59%	165.76%	-10%	-25%	-40%
有色	224.74	2.74%	-22.65%	10%	-15%	-30%
化工	209.67	2.56%	105.09%	-15%	-30%	-45%
机械	180.16	2.20%	6.01%	15%	5%	-5%
房地产开发	166.49	2.03%	48.67%	10%	0%	-10%
保险	162.82	1.99%	-61.97%	50%	-10%	-30%
石化	135.56	1.66%	-74.08%	40%	30%	15%
汽车及配件	122.78	1.50%	-10.23%	10%	0%	-10%
证券	106.04	1.29%	-37.70%	-20%	-30%	-40%
食品	98.49	1.20%	28.98%	20%	15%	10%
通信	87.35	1.07%	46.64%	50%	35%	15%
合计	7332.49	89.53%	15.34%	5.00%	-5.00%	-14%

2009年市场趋向全流通

限售股解禁数（亿股）

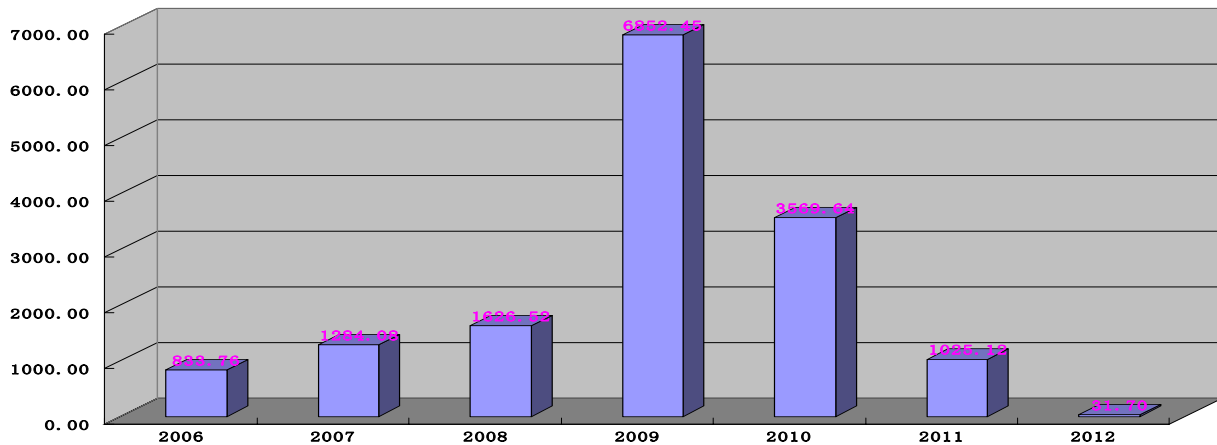
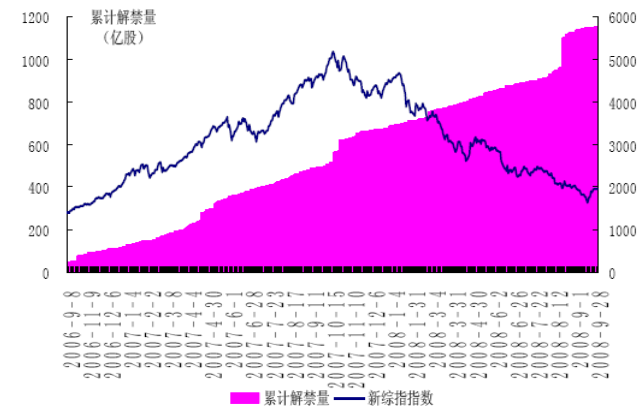
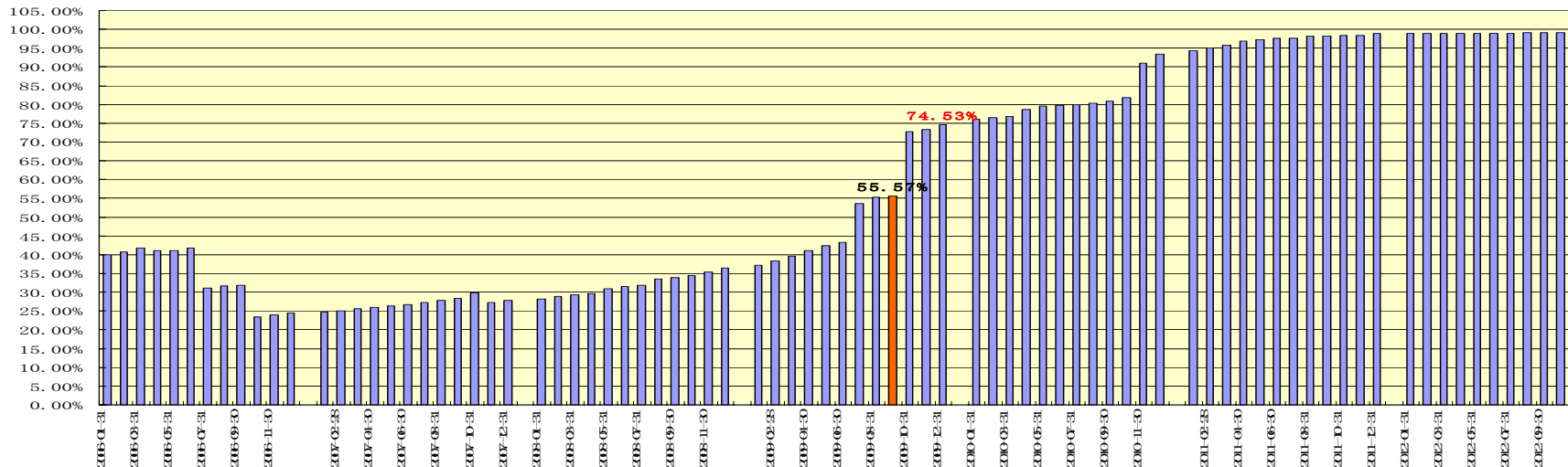


图 68: 股改限售股累计解禁量与大盘走势对比

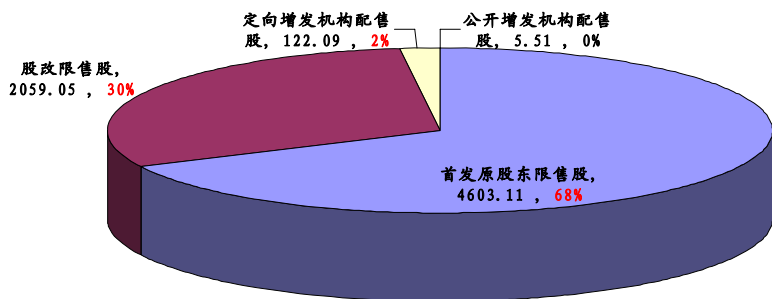


流通股占 A 股总股本百分比



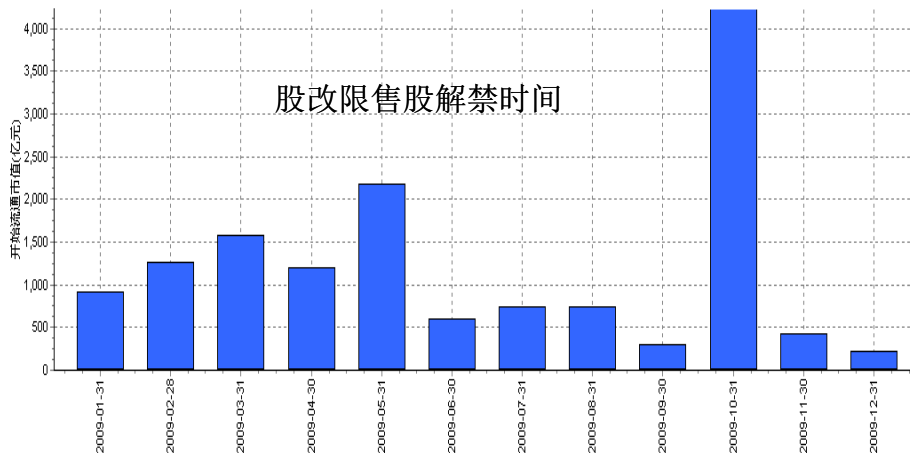
2009年限售股解禁集中度高

2009限售股解禁结构

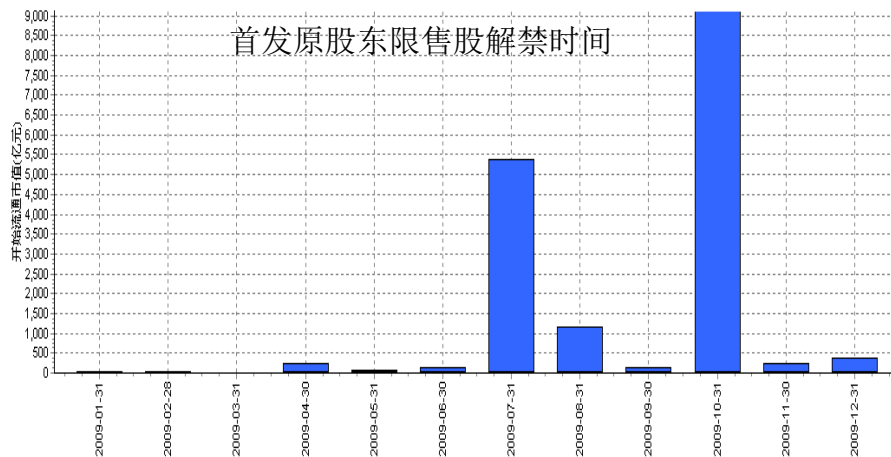


2009年解禁数量排名前10的上市公司

股票简称	可流通时间	流通数量(亿股)	流通股份类型
工商银行	10月27日	2,360.12	首发原股东限售股份
中国银行	7月6日	1,713.25	首发原股东限售股份
中国石化	10月10日	570.88	股权分置限售股份
上港集团	10月27日	129.98	首发原股东限售股份
中国联通	5月19日	107.55	股权分置限售股份
大秦铁路	8月3日	94.65	首发原股东限售股份
中国国航	8月18日	62.07	首发原股东限售股份
紫金矿业	4月27日	49.25	首发原股东限售股份
招商银行	2月27日	47.99	股权分置限售股份
大唐发电	12月21日	40.52	首发原股东限售股份



数据来源: Wind资讯

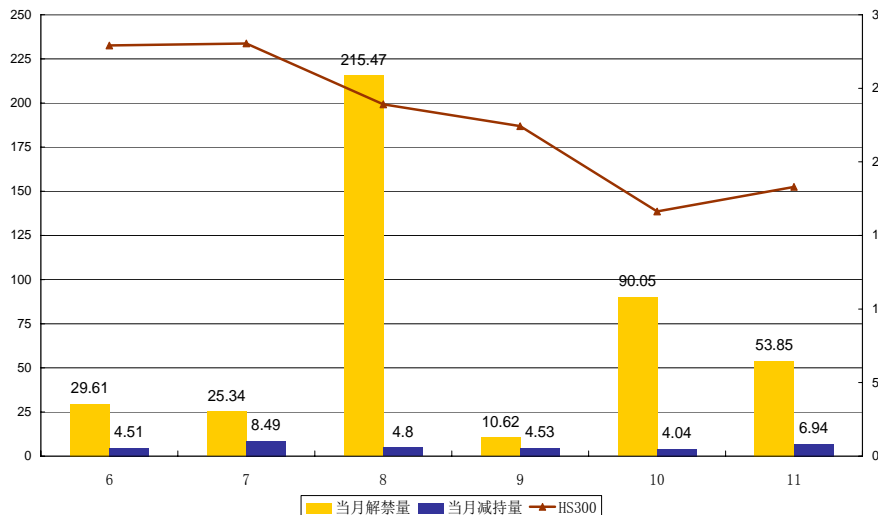


数据来源: Wind资讯

市场实际减持量估计在400-600亿股

08年11月

	上海市场			深圳市场			沪深合计		
	持有限售股数量占比≥5%的账户	持有限售股数量占比<5%的账户	合计	持有限售股数量占比≥5%的账户	持有限售股数量占比<5%的账户	合计	持有限售股数量占比≥5%的账户	持有限售股数量占比<5%的账户	合计
累计产生股改限售股份数量(亿股)	2,919.74	524.73	3,444.47	1,003.66	220.87	1,224.53	3,923.39	745.60	4,669.00
未解禁股改限售股份存量(亿股)	2,274.12	194.76	2,468.87	837.23	112.96	950.19	3,111.35	307.72	3,419.07
当月解禁数量(亿股)	19.16	5.26	24.42	28.54	0.88	29.43	47.70	6.14	53.85
累计解禁数量(亿股)	633.98	329.97	963.95	166.43	107.91	274.34	800.40	437.89	1,238.29
累计解禁占比	21.71%	62.88%	27.99%	16.58%	48.86%	22.40%	20.40%	58.73%	26.52%
当月减持数量(亿股)	1.58	3.26	4.84	0.92	1.17	2.09	2.50	4.44	6.94
累计减持数量(亿股)	52.83	130.83	183.66	31.72	63.49	95.21	84.55	194.32	278.87
累计减持占比	8.33%	39.65%	19.05%	19.06%	58.83%	34.70%	10.56%	44.38%	22.52%
当月市场成交量(亿股)	-	-	1,827.02	-	-	874.14	-	-	2,701.16
当月减持数量占当月成交量的比重	-	-	0.27%	-	-	0.24%	-	-	0.26%

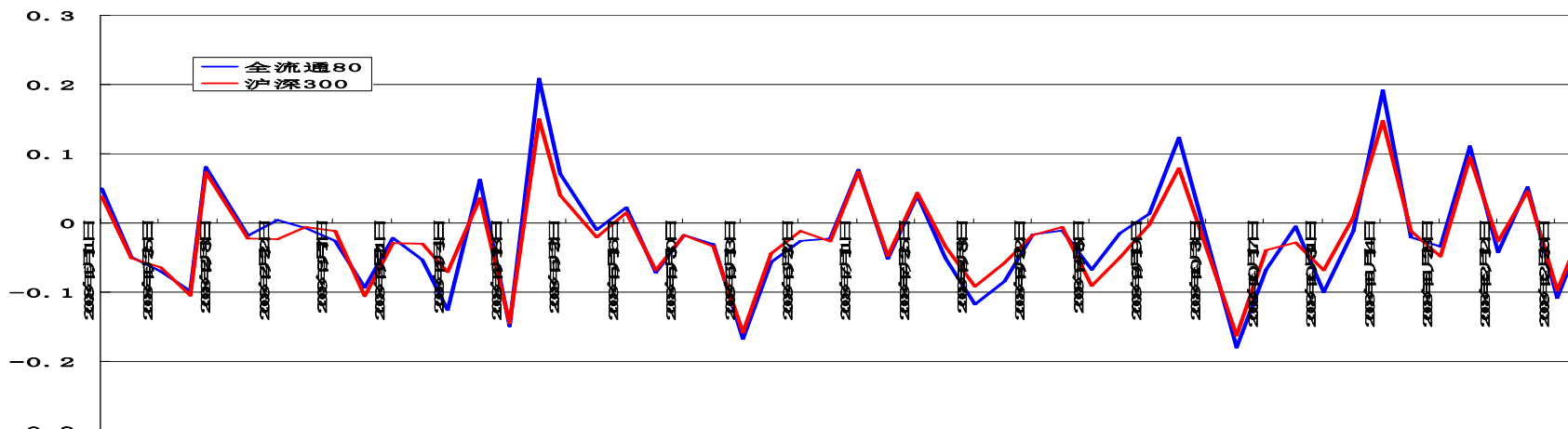


解禁类别	解禁量	工行、中行	大非	小非	减持压力	实际减持估计
首发原股东限售股	4603.11	4073.37			529.74	58.2714
股改限售股	2059.05		2002	57.05	2059.05	245.89
定向增发机构配售股	122.09				122.09	122.09
公开增发机构配售股	5.51				5.51	5.51
2006-2008解禁未减持			715.85	243.57	959.42	
合计	6789.75				3675.81	431.7614

A股全流通交易特征与收益率波动

		全流通股80	沪深300	全部A股
市值(亿元)	境内总值	4919.48	92908.77	120608.82
市值(亿元)	其中:流通市值	4904.82	30266.94	44428.67
市盈率(倍)	总股本加权(含亏损)	11.64	12.65	14.17
市盈率(倍)	总股本加权(不含亏损)	11.54	11.83	12.93
市净率(倍)	总股本加权(含负净资产)	1.7	2.06	2.11
市净率(倍)	总股本加权(不含负净资产)	1.69	2.06	2.1
净资产收益率(%)	(含负净资产)	14.6	16.24	14.92
净资产收益率(%)	(不含负净资产)	14.57	16.24	14.94
平均价格(元)	加权平均价格(总股本)	6.764	6.129	6.108
每股收益(元)	加权平均每股收益(含亏损)	0.581	0.484	0.431
每股收益(元)	加权平均每股收益(不含亏损)	0.584	0.494	0.446
净资产(亿元)	总净资产	2895.92	57644.14	69868.6
净资产(亿元)	国有股净资产	0.01	27550.45	30795.3
净资产(亿元)	每股净资产(元)	3.98	2.98	2.89
股本(亿股)	总股本	727.27	19329.73	24172.56
股本(亿股)	其中:流通股本	725.88	4094.51	6664.74

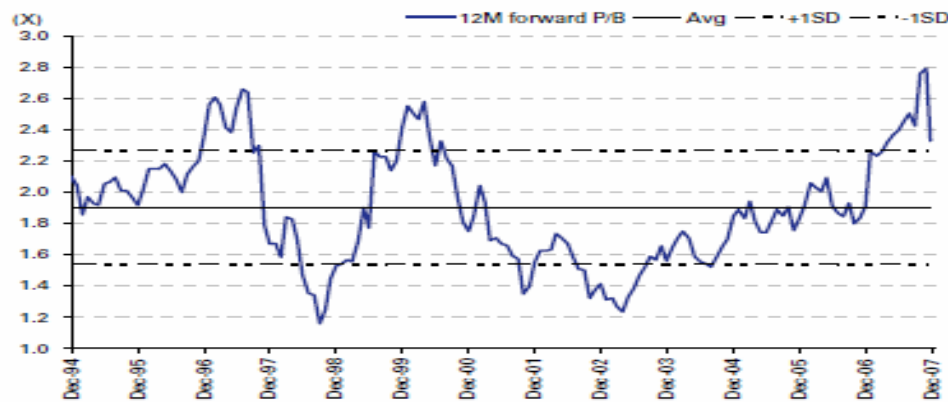
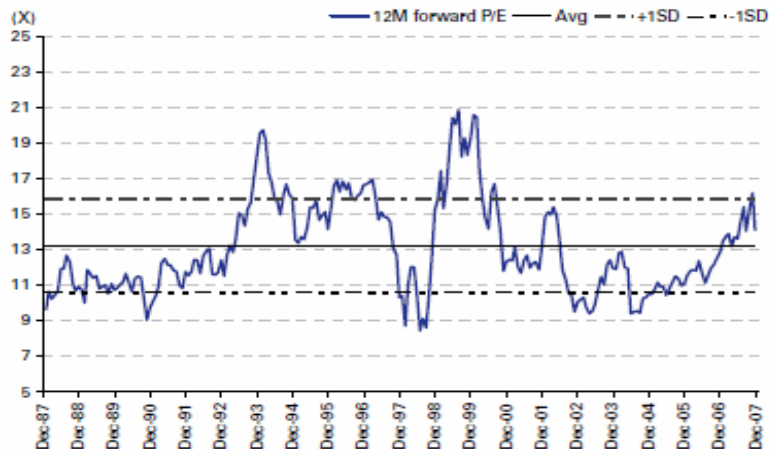
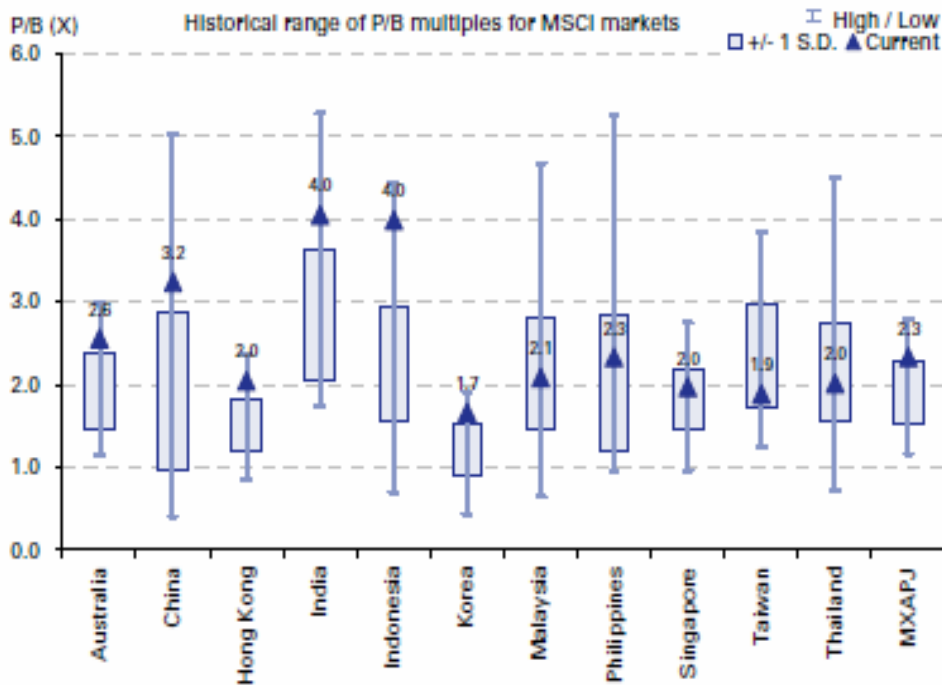
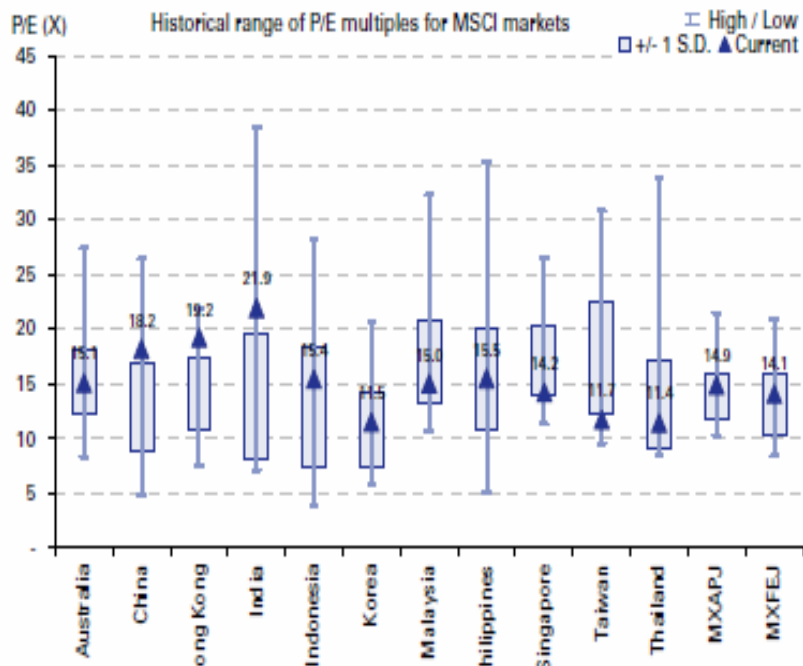
收益率比较



全流通市场的估值体系

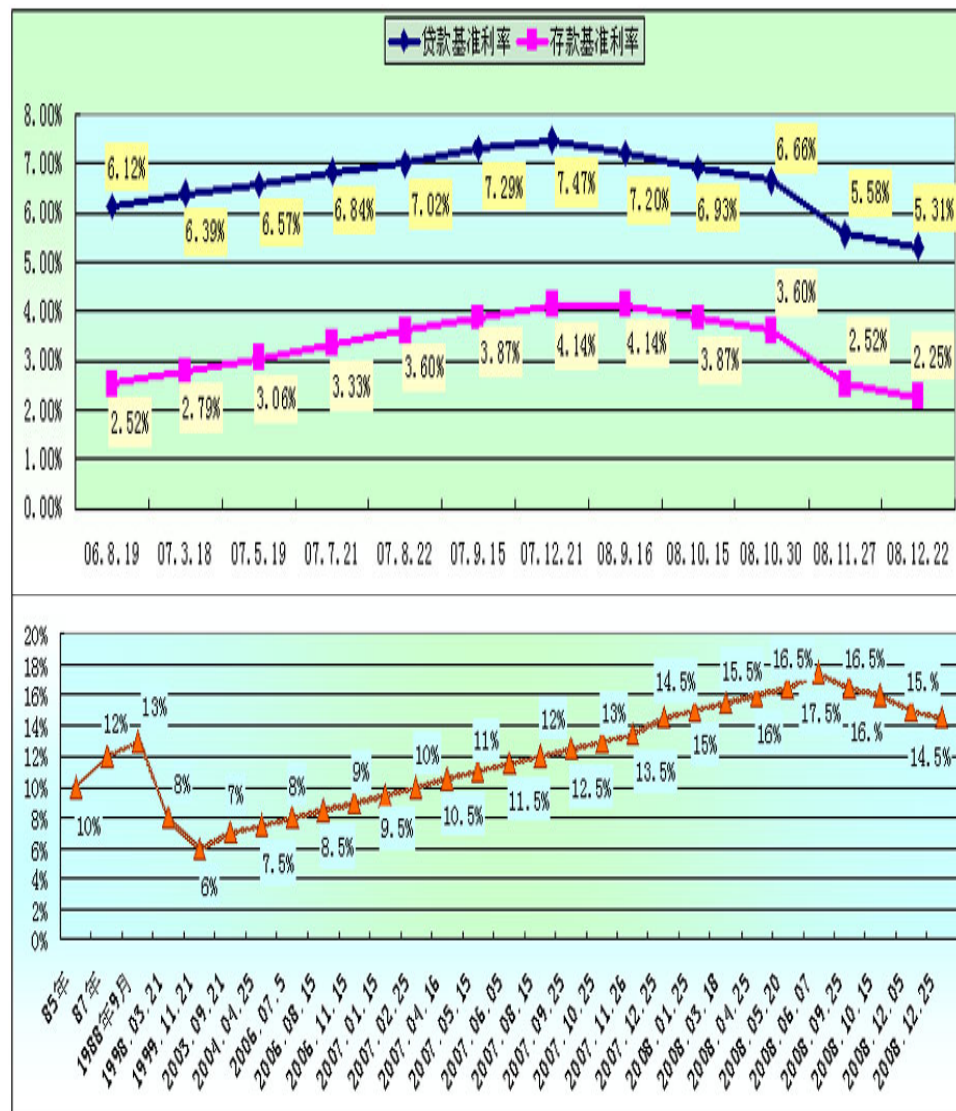


亚太各国股票市场的估值区间



流动性有望得到改善

- 储蓄大于投资、经常帐户顺差、外储充足、财政状况良好。
- 适度宽松的货币政策，存贷款基准利率仍有下81个基点的下调空间。
- 存款准备金率仍有较大下调空间，如下调3.5%将释放1.5万亿货币。
- 17%M2增速和4.6万亿新增贷款，需要央行注入流动性。
- 外资流出风险需警惕



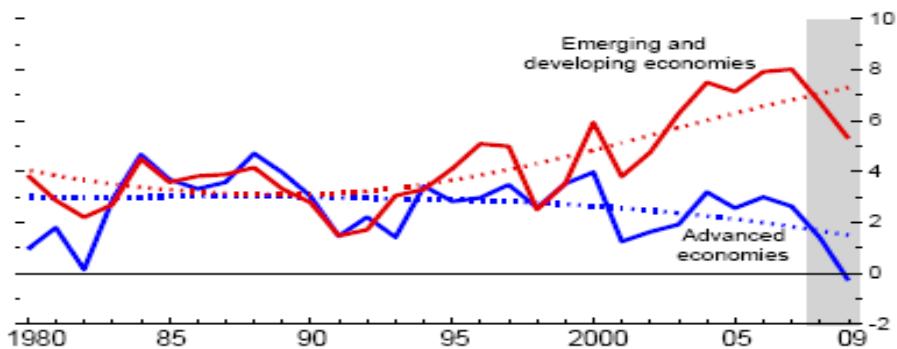
第三部分

2009年A股市场展望

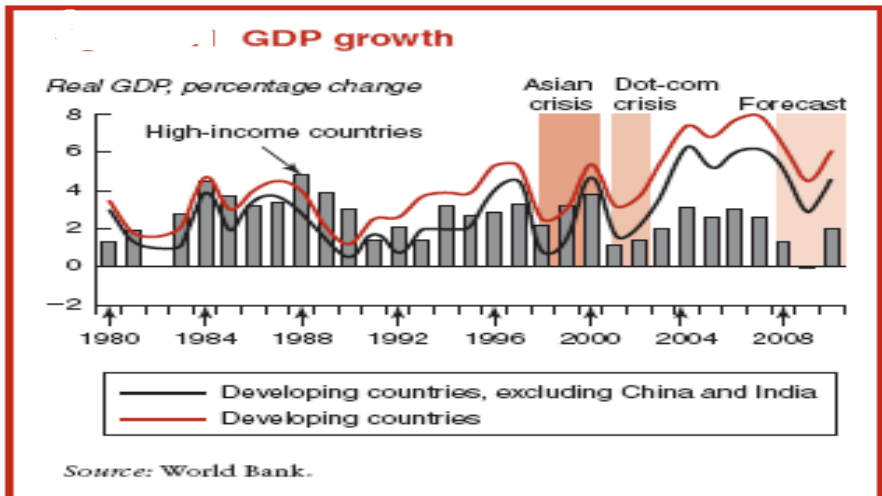
2009 全球经济展望

Real GDP Growth and Trend

(Percent change)

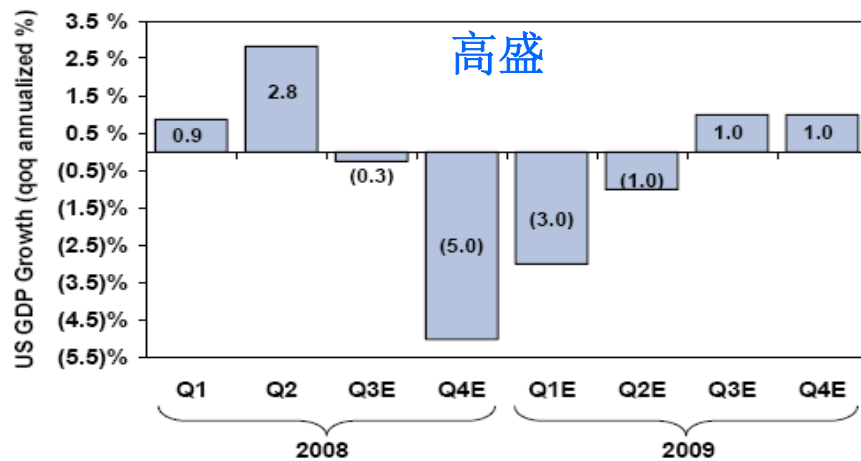


Source: IMF staff estimates.



	IMF		World Bank		
	2008	2009	2008	2009	2010
全球	3.7	2.2	2.5	0.9	3.0
美国	1.4	-0.7	1.4	-0.5	2.0
欧元区	1.2	-0.5	1.1	-0.3	1.9
日本	0.5	-0.2	0.5	-0.1	1.5
中国	9.7	8.5	9.4	7.5	8.5
俄国	6.8	3.5	6.0	3.0	5.0
印度	7.8	6.3	6.3	5.8	7.7
巴西	5.2	3.0	5.2	2.8	4.6

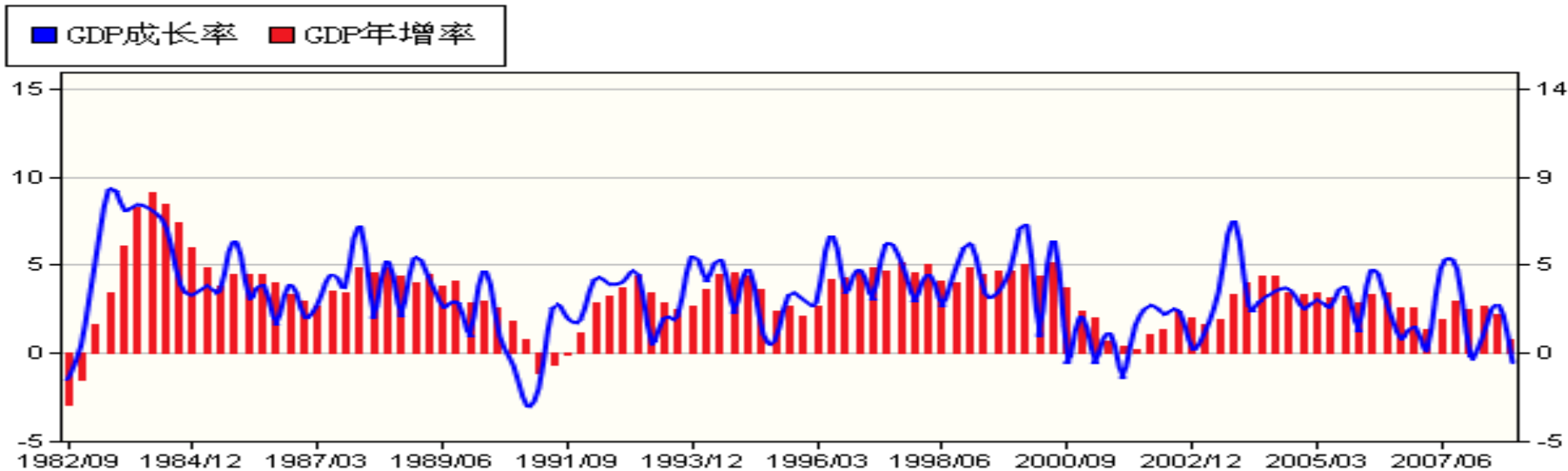
GS US Economics quarterly GDP forecast



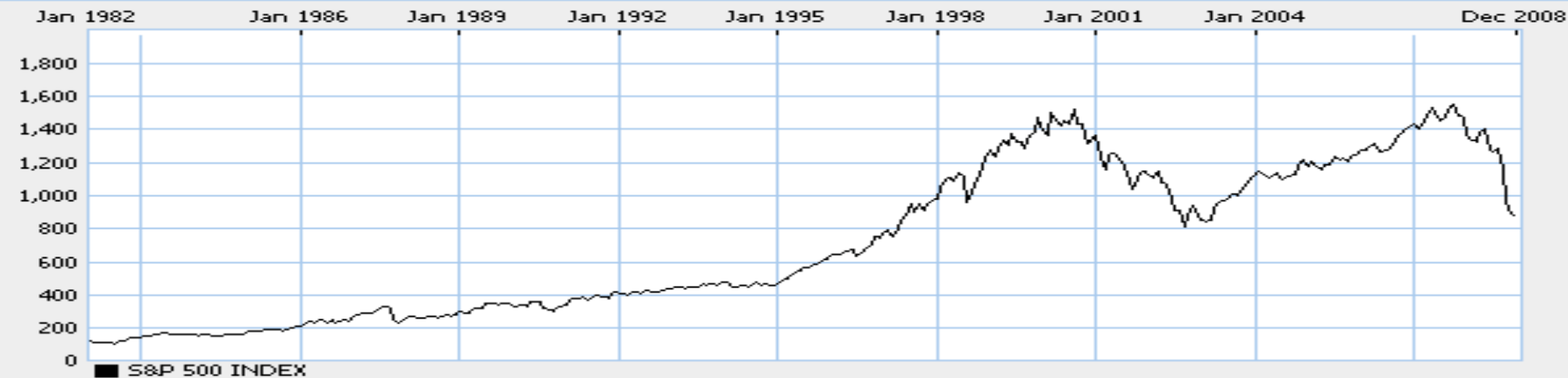
2009年中国宏观经济预测

项目	悲观	中性	乐观
GDP	7.6	8.1	8.6
社会消费品零售总额 (实际值) ¹	10	11.5	13
出口 (名义值) ²	5	6.5	8
进口 (名义值)	7	9.5	12
净出口 (名义值)	-10	-8.5	-7
固定资产投资 (名义) ³	8	15	22
房地产开发投资 (不考虑保障性住房政策, 但是包含政府稳定房地产市场的政策预期)	-15	-5	5
房地产开发投资 (考虑保障性住房政策)	-11	-1	9
工业增加值	7.4	9.4	11.4
对美元汇率 (人民币元/美元)	6.8	7	7.2
M2⁴	17		
一年期存/贷款利率	1.44/4.5		
法定准备金率	10		
CPI⁴	-2/0.5 (取决于全球经济以及油价在2009年后期是否反弹)		
PPI	-7/-4 (取决于全球经济以及油价在2009年后期是否反弹)		
拉动 GDP 增长的因素 (中性)	政策刺激前		政策刺激后
消费	4		4.7
净出口	-1		-0.8
投资	2.5		4.2

美国经济周期与股市运行



Price history - \$INX (1/1/1982 - 12/22/2008)



一旦经济复苏，A股有望步入恢复阶段

S&P500在经济周期谷底前的见底提前时间与涨幅

衰退	股票指数的谷底 (1)	经济周期的谷底 (2)	股市见底提前的时间 (3) (月)	股票指数从 (1) 到 (2) 的涨幅
1948-49	1948	1949	5	15.59%
1953-54	1953	1954	9	29.13%
1957-58	1957	1958	4	10.27%
1960-1961	1960	1961	4	21.35%
1970	1970	1970	5	21.86%
1973-75	1974	1975	6	35.60%
1980	1980	1980	4	22.60%
1981-82	1982	1982	4	25.28%
1990-91	1990	1991	5	25.28%
平均			5.1	23.86%

Jeremy J. Siegel

2009年上证指数敏感性和情景分析

流动性是推升股指的主要动力

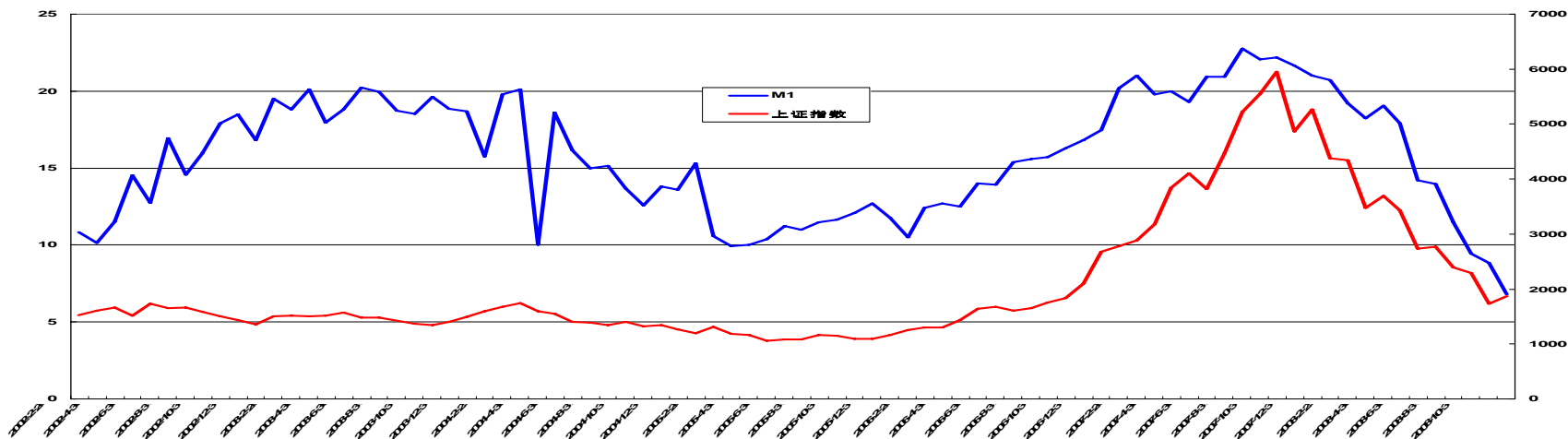
		市盈率							情景
上证指数		30	25	20	15	14.85	13	10	
盈利 增 长	20%	4414.09	3678.41	2942.72	2207.04	2184.97	1912.77	1471.36	
	15%	4230.17	3525.14	2820.11	2115.08	2093.93	1833.07	1410.06	乐观
	10%	4046.25	3371.87	2697.50	2023.12	2002.89	1753.37	1348.75	
	5%	3862.33	3218.60	2574.88	1931.16	1911.85	1673.67	1287.44	
	0	3678.40	3065.34	2452.27	1839.20	1820.81	1471.36	1226.13	中性
	-5%	3494.48	2912.07	2329.66	1747.24	1729.77	1514.28	1164.83	
	-10%	3310.56	2758.80	2207.04	1655.28	1638.73	1434.58	1103.52	悲观
	-15%	3126.64	2605.54	2084.43	1563.32	1547.69	1354.88	1042.21	
	-20%	2942.72	2452.27	1961.82	1471.36	1456.65	1275.18	980.91	
	市净率	3.5	3.00	2.50	2.10	1.68	1.50	1.00	
上证指数	3034.14	2601.16	2167.63	1820.81	1456.65	1300.58	953.758		

第四部分

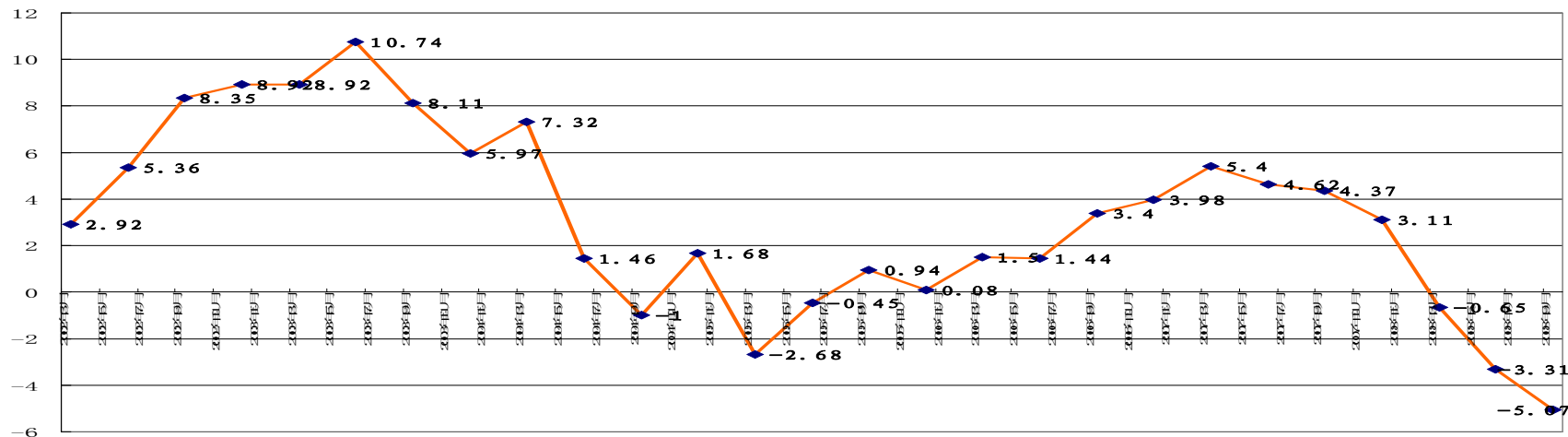
2009年A股投资机会

2009年市场整体机会取决于流动性

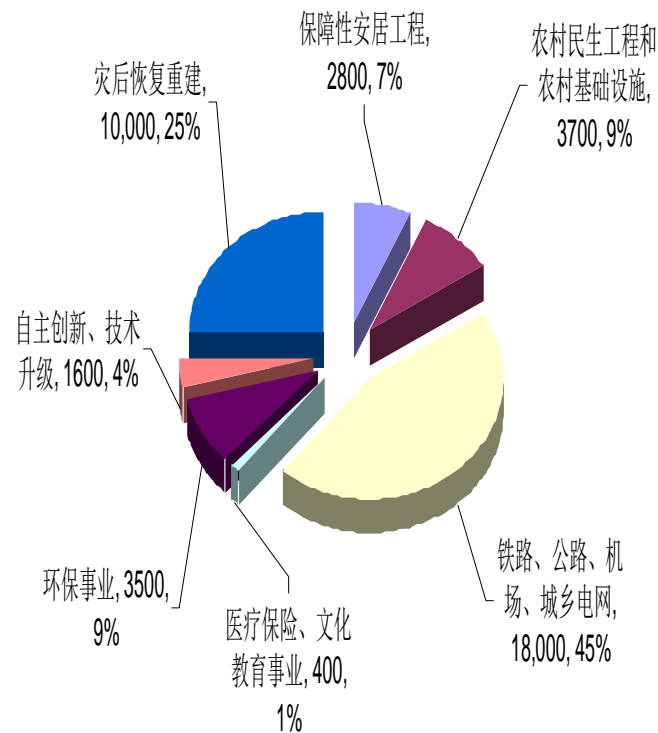
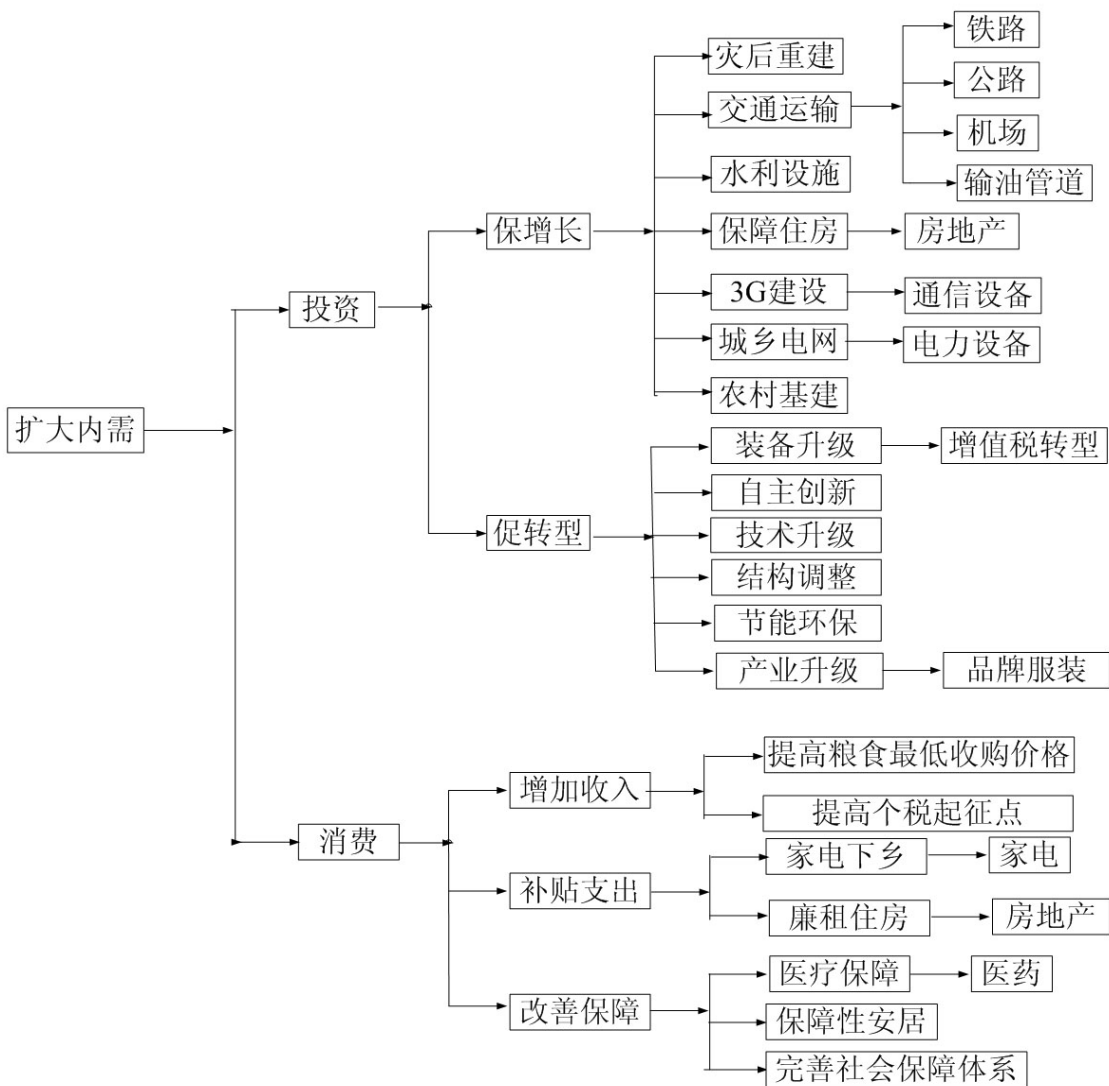
M1、M2 与 股指涨跌



流动性变化 (M1-CPI-GDP)

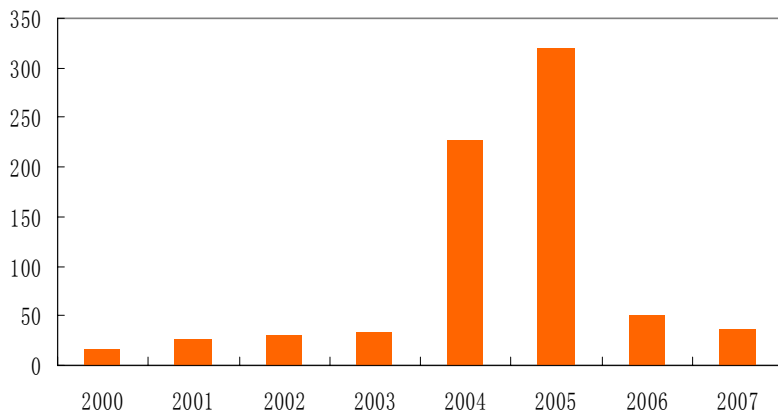


“保增长、扩内需”政策会带来阶段性和结构性机会

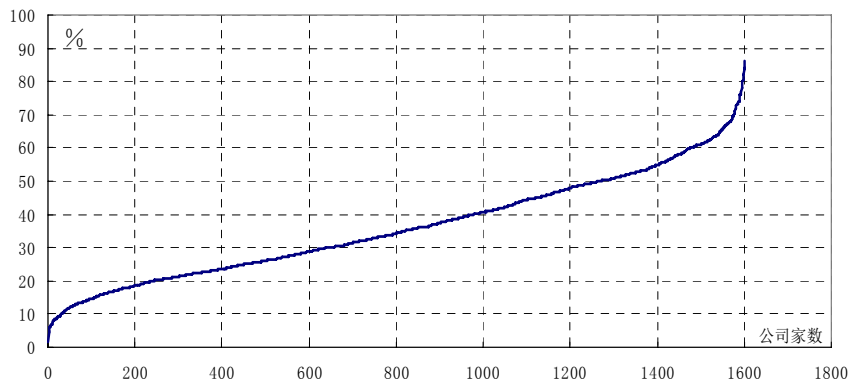


市场全流通下的并购机会

A股公司历年完成国内并购数量



大股东持股比例不足30%的上市公司有625家，占全部上市公司比例为39%。



国务院:

积极推动企业兼并重组。

证监会:

推进市场化并购重组和行业整合

银监会:

允许符合条件的商业银行开办并购贷款业务

第五部分

投资建议

投资建议

- 上半年以防御为主，下半年可适当进取
- 重点布局与“保增长、扩内需、重民生”相关的行业与个股
- 注重资产负债表和现金流量表

行业投资评级

行业	投资评级	行业	投资评级	行业	投资评级	行业	投资评级
工程机械	推荐	银行业	中性	钢铁	中性	家电	中性
输变电设备	推荐	建筑业	中性	汽车及配件	中性	食品	中性
水泥	推荐	电源设备	中性	有色	中性	商业	中性
医药	推荐	船舶制造	中性	煤炭	中性	贸易	中性
通信设备	推荐	机床设备	中性	电力	中性	旅游酒店	中性
软件业	推荐	房地产	中性	服装	中性	交通运输	中性
电子元器件	中性	石油化工	中性	纺织	中性		

2009 A 股投资组合

股票代码	股票名称	股票行业	投资评级		每股收益			市盈率			合理估值区间
			行业 评级	公司 评级	2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	市盈率 (倍)
600585	海螺水泥	水泥行业	推荐	推荐	1.41	1.65	1.90	18.30	15.64	13.58	16-18
002237	恒邦股份	有色-黄金	推荐	推荐	1.35	2.07	2.18	20	13	12	15-20
000680	山推股份	工程机械	推荐	推荐	0.58	0.86	1.12	14	9	7	12-14
002028	思源电气	输变电设备	推荐	推荐	1.03	1.50	2.10	28	20	14	23-25
600616	金枫酒业	黄酒	推荐	推荐	0.45	0.52	0.65	25.11	21.73	17.38	20-30
600557	康缘药业	医药	推荐	推荐	0.62	0.6	0.88	27.28	28.29	19.15	22-28
601001	大同煤业	煤炭	中性	推荐	0.6	2.02	1.77	20.1	5.94	6.79	10-12
600486	扬农化工	化工	中性	推荐	0.86	1.65	1.64	29.6	15.4	15.5	12-20
600005	武钢股份	钢铁	中性	推荐	0.83	1.05	1.15	6.21	4.92	4.50	5~10
000417	合肥百货	商业	中性	推荐	0.27	0.33	0.46	31.85	26.06	18.70	27-31

2009浙江板块A股投资组合

股票代码	股票名称	股票行业	投资评级		每股收益			市盈率			合理估值区间
			行业 评级	公司 评级	2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	市盈率 (倍)
002122	天马股份	轴承	推荐	推荐	1.01	1.65	2.39	50	30	20	24-26
002115	三维通信	通信设备	推荐	推荐	0.52	0.48	0.66	22	16	12	15-20
000963	华东医药	医药	推荐	推荐	0.39	0.39	0.5	23.2	23.36	18.22	22-28
002124	卧龙电气	电力设备	推荐	推荐	0.36	0.48	0.62	19	15	11	15-17
002266	浙富股份	水电设备	推荐	推荐	0.79	0.95	1.15	25	20	17	19-21
002273	水晶光电	电子元器件	中性	推荐	0.87	0.84	1.13	25	26	19	15-20
600415	小商品城	商业	中性	推荐	2.90	1.61	1.87	18.54	33.40	28.76	30-35
600596	新安股份	化工	中性	推荐	1.72	5.85	2.38	20.4	6	14.7	12-18
002003	伟星股份	服装服饰	中性	推荐	0.83	0.76	0.97	14	15	12	13-18
002062	宏润建设	建筑行业	中性	推荐	0.58	1.20	1.44	23.31	11.27	9.39	13-15

研究创造价值

谢 谢 ！



浙商证券研究所

杭州市杭大路1号黄龙世纪广场A座6/7F, 310007

电话: 0571-87901963 网址: www.stocke.com.cn

上海市长乐路长鑫大厦1219号18F, 200031

电话: 021-64718888-1287