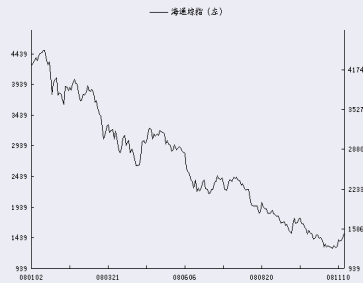


2009 年 A 股投资策略

2008 年 11 月 14 日

海通综指年初至今走势



研究资料来源：海通证券所

穿越寒冬——全球金融动荡与经济调整中的 A 股市场

- 2008 年，A 股估值基本上呈现出单边下滑的状态，整体 A 股的市盈率从 43 倍附近的高位回落到 13 倍附近。单纯从静态市盈率的水平来看，已经和 998 点时的水平相近了。不过，由于未来的宏观经济走向变数重重，上市公司盈利的不确定性大大增加，这使得 PE 的估值方法遇到了困难；相比较而言，净资产要比盈利的可确定性大一些。因此，在目前指数点位所对应的 PB 估值仍明显高于上证综指处 998 点时对应 PB 估值的状况下，意味着当前市场并不具备足够的安全边际。
- 2009 年 A 股市场将面临着空前的供给压力，大量限售股解禁，从非流通状态进入可流通状态。A 股将进入全流通进程中的实质性跨越阶段，A 股可流通比例从 2008 年底的 37% 猛增至 74%。即使 2009 年不考虑一级市场新的股票发行量，二级市场新增的可流通股票量仍然相当的惊人。缓解 2009 年股票供给压力将可能为 2009 年股市政策的重要目标之一。而如果前十大股东不减持，就能维护住现在的供求平衡状态。毕竟有三分之一的 A 股为第一大股东所持有；半数的 A 股为前十大股东所持有。
- A 股公司 2009 年业绩增速将呈现“前低后高”态势。一方面，从基数角度看，A 股公司 2008 年业绩呈现典型的“前高后低”态势；另一方面，从上市公司营业收入角度看，鉴于因我国经济增速放缓因素引发的上市公司总体营业收入增速快速下滑趋势自 2008 年第三季度起显著体现，因此，这意味着上市公司 2009 年第一季度、甚至第二季度营业收入增速很可能延续自 2008 年第三季度以来的快速下滑势头；而随着 2008 年第四季度宏观经济政策“由紧转松”，市场需求很有可能“滞后”自 2009 年第三、四季度起逐渐企稳，并由此带动上市公司总体营业收入下滑态势趋缓。
- 从静态水平来看，到达 1300 点附近时 1.5 倍的 PB 水平下很多行业将逼近净资产边界，除了净资产可能含水量较高的行业不会受到产业资本的认同之外，其他绝大部分逼近净资产的行业可能会得到产业资本的认可，这一区域的安全边际将显现出来。
- 当以下条件具备时，市场将有望逐渐企稳回暖：（1）从国际比较看市场估值具有吸引力或到达产业资本认可的区域；（2）全球经济的走势明朗化，全球主要金融市场企稳回升；（3）上市公司业绩增速环比下降幅度明显收窄；（4）出台实质性的市场政策措施，比如有效缓解股票供给压力的政策等。
- 就潜在投资机会而言，结构性和交易性机会主要存在于：受益于政府加大投资力度的部分投资品行业，包括铁路相关行业、水泥、工程机械、电力设备、3G 设备及计算机服务子行业等；受益于煤价下跌的电力行业和可能推出成品油定价机制改革的部分化工子行业等；增速受 GDP 回落影响微小的部分消费品行业，包括医药生物制品、中低档的食品饮料、传媒与文化、零售百货等。

宏观经济首席分析师
陈露

策略核心分析师
陈久红

策略高级分析师
吴一萍

策略高级分析师
张冬云

策略分析师
黄泽丰

产业经济高级分析师
刘铁军

电话：021-23219442
zhangdy@htsec.com

目录

1. A 股估值体系：国际化进行时	6
1.1 全球金融动荡与经济减速带动估值下滑	6
1.2 A-H 溢价率的变化凸现外围市场对 A 股估值中枢的冲击	8
1.3 从全球估值水平看 A 股的位置	9
1.4 暴跌后的新兴市场：估值依然压力重重	10
2. 寻找估值的底线	12
2.1 外部受困于美国、内部受困于限售股	12
2.2 产业资本发出的积极信号较微弱	12
2.3 美国的经验	14
2.4 A 股的历史经验	15
2.5 对净资产的分析	15
2.6 对上证指数估值下限敏感度的粗略估计	22
3. 2009 年 A 股进入全流通进程的实质性跨越阶段	22
3.1 2009 年限售股解禁股：压力及可能的政策	23
3.2 2009 年一级市场情况推测：新股发行将陷入低迷	29
3.3 大股东增持、减持和回购行为：逐步市场化	32
4. 2009 年业绩增速将呈“前低后高”态势	36
4.1 三项不利因素重叠导致今年第三季度 A 股净利润同比出现负增长	36
4.2 A 股公司业绩含金量已有下滑迹象	38
4.3 近几个季度 A 股平均毛利率与 ROE 皆面临下降压力	40
4.4 A 股 2009 年利润增速可能呈现“前低后高”态势	42
5. 我们的看法	45
6. 行业配置：市场的结构性机会和交易性机会	46
6.1 收入端决定行业和上市公司的盈利能力	46
6.2 政府投资带来的投资品行业的结构性和交易性投资机会	47
6.3 增速分化带来消费品行业的结构性和交易性投资机会	53
6.4 下一轮周期中，谁将率先启动？	55
6.5 重点关注的行业及各行业评级	55

图目录

图 1 中国经济步入加速调整状态 (%)	6
图 2 全球经济进入周期调整阶段 (%)	6
图 3 08 年的 A 股估值出现单边下滑的格局	7
图 4 PB 还没有到达历史低位	8
图 5 A-H 溢价率在外围市场暴跌的过程中猛烈回升 (%)	8
图 6 A 股和其他市场的 PE 比较 (倍)	9
图 7 A 股和其他市场的 PB 比较 (倍)	10
图 8 10 月在全球股灾中新兴市场跌幅更大 (%)	11
图 9 PB 在各个区间内的上市公司占比情况	16
图 10 PE 在各个区间内的上市公司占比情况	16
图 11 存货不仅规模扩大而且在净资产中的占比也扩大	19
图 12 存货跌价准备计提的比重和以往相比并不算高	19
图 13 金属非金属行业的存货和存货/净资产情况	20
图 14 电子行业的存货和存货/净资产情况	20
图 15 水上运输业的存货和存货/净资产情况	20
图 16 服装服装毛皮行业存货和存货/净资产情况	20
图 17 房地产开发业的存货和存货/净资产情况	21
图 18 交通运输辅助业存货和存货/净资产情况	21
图 19 机械设备仪表业的存货和存货/净资产情况	21
图 20 有色金属采矿业存货和存货/净资产情况	21
图 21 电力煤气水的存货和存货/净资产情况	21
图 22 石油化学塑料塑胶存货和存货/净资产情况	21
图 23 2008 年至 2009 年各月 A 股可流通股比例概况	23
图 24 2008 年~2012 年每年 A 股新增全流通上市公司家数 (家数)	25
图 25 2009 年解禁股的构成及比例	27

图 26	2008 年新股 IPO 募资规模的行业分布图 (亿元)	30
图 27	1998 年~2008 年间历年股市的融资总额 (亿元)	31
图 28	2008 年大股东与高管增减持金额分布	33
图 29	制造业与其他公司营业收入半年度、年度同比增速与我国 GDP 增速 (%)	38
图 30	全部 A 股公司连续 27 个单季度每股经营性现金流 (元/股)	39
图 31	制造业板块连续 27 个单季度每股经营性现金流 (元/股)	40
图 32	其他公司连续 27 个单季度每股经营性现金流 (元/股)	40
图 33	制造业公司历史季度累计存货同比增速趋势 (%)	40
图 34	制造业公司历史季度累计存销比变化趋势 (%)	40
图 35	全部 A 股与三大板块历史单季度年化 ROE 与同期我国 GDP 增速 (%)	41
图 36	全部 A 股与三大板块历史单季度年化 ROA 与同期我国 GDP 增速 (%)	41
图 37	全部 A 股与三大板块历史各季度平均毛利率与同期我国 GDP 增速 (%)	42
图 38	分析师对沪深 300 成份公司业绩预测一致预期变化趋势 (%)	42
图 39	非银行 A 股公司最近七个季度末期合计持有金融资产值概况 (亿元)	44
图 40	国内 PPI 变化趋势	46
图 41	采矿业固定资产投资增速 (%)	47
图 42	部分原材料加工业固定资产投资增速 (%)	48
图 43	部分设备制造业和房地产固定资产投资增速 (%)	48
图 44	GDP 增速、职工工资总额名义增速、社会消费品零售总额名义增速对比	54
图 45	GDP 增速、固定资产投资实际增速和社会消费品零售总额实际增速对比	54
图 46	经济周期不同阶段时景气度相对较高的行业	55

表目录

表 1 A 股市盈率	6
表 2 A-H 负溢价的公司	9
表 3 世界主要股指概览	10
表 4 近期有大股东增持的部分上市公司的估值状况	13
表 5 美国股市牛熊周期之 PE 估值波动统计	14
表 6 美国股市牛熊周期之 PB 估值波动统计	15
表 7 PB<1 且 (交易性金融资产 + 可供出售金融资产 + 投资性房地产) 占净资产比重>1 的个股	16
表 8 PB<1 且 (固定资产 + 在建工程 + 存货) 占净资产比重>2 的个股	17
表 9 全部净资产>0 的 A 股公司的部分会计科目情况	18
表 10 (交易性金融资产、可供出售金融资产和投资性房地产) /净资产比重居前的公司	18
表 11 PB 较低但市值较大行业的存货情况	20
表 12 上证指数重要支撑位的估值的敏感性测算	22
表 13 2008 年至 2009 年各月 A 股可流通总量及比例一览表	24
表 14 当前 A 股各行业的流通比例	25
表 15 到 2009 年末部分重要行业中实现全流通的上市公司	26
表 16 2009 年将实现全流通的最大 20 家上市公司一览表	26
表 17 2009 年 A 股解禁股的类型一览表	27
表 18 A 股上市公司第一大股东持股比例情况	27
表 19 A 股前十大股东持股比例情况	28
表 20 2008 年新股发行募资额、发行市盈率、发行价和家数的行业分布概况	30
表 21 2008 年 IPO 募资量最大的 10 家上市公司	31
表 22 近 11 年来 A 股市场的两次融资高峰 (1998 年~2008 年)	32
表 23 2008 年 1~11 月上市公司大股东及高管增减持情况一览表	33

表 24	2008 年 10 月上市公司股东减持情况一览	34
表 25	2008 年持股占流通股比例 5%以上的大股东减持解禁股情况	34
表 26	2008 年 9 月至 11 月 6 日间大股东增持股票的市净率低于 1 倍的股票	36
表 27	拥有可比数据的 A 股公司 2008 年三个单季度利润表重点科目	36
表 28	拥有可比数据的 A 股 933 家制造业公司 2008 年三个单季度利润表重点科目	37
表 29	拥有可比数据的 A 股 637 家其他公司 2008 年三个单季度利润表重点科目	38
表 30	五个权重板块近 11 个连续单季度每股经营性现金流 (元/股)	39
表 31	不同假设情形下对应的 2008 年度归属母公司股东的净利润增幅测算	43
表 32	A 股公司 2009 年业绩预测表	44
表 33	上证指数重要支撑位的投资价值评估	45
表 34	行业分类	47
表 35	未来 3 年铁路基础建设将开工或批复 3.5 万亿元进度情况	49
表 36	铁路基础建设投资年初计划和实际完成情况对比	49
表 37	运营商移动通信资本支出预测	51
表 38	政府提出的刺激经济十大措施的内容及相关受益行业	52
表 39	行业基本判断和评级	56

2008 年以来，全球经济和金融体系遭受了大萧条以来最为严重的冲击。从美国到欧盟和日本再到各新兴经济体，金融海啸如排山倒海般席卷全球。随之而来的是全球经济的加速恶化。于是，整个世界陷入了群体性恐慌状态，由此也促使了二战以来全球首次的联合拯救经济和金融市场的大行动。中国作为全球一体化的重要一环，自然避免不了受到影响，从宏观到微观，从金融市场到实体经济都经受着严峻的考验。多难的 2008 即将过去，身处全球金融动荡和国内外的经济调整之中，2009 年的中国证券市场将如何演绎？我们的年度策略报告将结合国内外宏观经济和金融市场的环境，从估值、产业资本、股票供给和上市公司盈利预期等多个角度阐述对市场的看法，并提出投资建议。

1. A 股估值体系：国际化进行时

1.1 全球金融动荡与经济减速带动估值下滑

在全球遭遇金融动荡的状况下，A 股未能独善其身，金融海啸对 A 股估值轴心造成了巨大的冲击。2008 年，A 股估值基本上呈现出单边下滑的状态，整体 A 股的市盈率从 43 倍的高位回落到 13 倍附近。单纯从静态市盈率来看，已经和 998 点时的水平相近了。

表 1 A 股市盈率

方法名	计算日期	财报日期	公司总数	盈利公司整体市盈率			所有公司整体市盈率		
				公司数	总股本加权	流通股本加权	公司数	总股本加权	流通股本加权
ttm 法	20081112		1602	1363	13.64	13.06	1602	14.62	14.58
估算法_1	20081112	20071231	1602	1502	13.77	13.41	1618	14.18	14.53
估算法_2	20081112	20080630	1602	1388	12.59	12.22	1601	13.22	13.30
估算法_3	20081112	20080930	1602	1366	13.08	12.86	1601	14.29	14.78

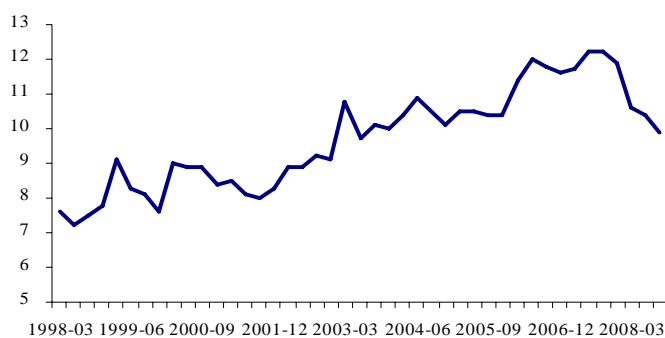
资料来源：海通证券研究所（注：估算法_1:采用去年年末财报数据；估算法_2:采用今年半年财报数据*2；估算法_3:采用今年三季度财报数据*4/3）

A 股估值水平的单边下滑来源于几个方面的因素：一是估值泡沫过高的风险有主动释放的要求，经过两年多的单边上涨，A 股从全球的相对估值洼地变成了估值高地，在全球资本市场中的泡沫游戏中风险积累过快过高，客观调整要求迫使 A 股估值回归。

二是年初的再融资事件导致投资者的恐慌情绪蔓延，直接成为泡沫破灭的导火索，而再融资压力也是上轮中国股市牛市终结的因素，这反映出中国股市内在的制度性缺陷。

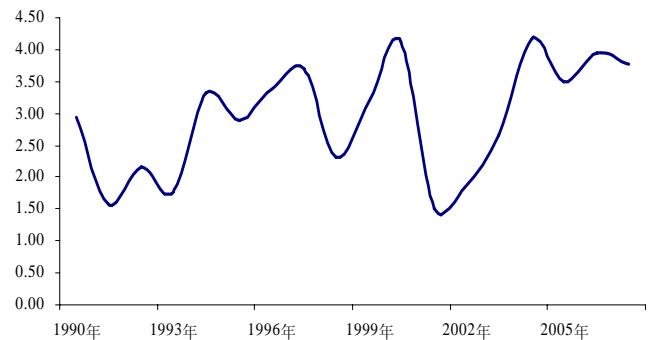
三是对宏观经济的担忧由表及里，每月和季度的宏观数据公布使得悲观预期逐渐兑现，特别是半年报以及进一步的三季报公布之后投资者对于未来业绩增长的预期悲观，尽管宏观调控目标从年初的抑制通胀变为“一保一控”再到“保增长”，已经发生了方向性的改变，但却没有消除投资者对未来的担忧。对世界经济和中国前景的悲观预期是影响 A 股估值的一个重要因素。

图 1 中国经济步入加速调整状态 (%)



资料来源：中经网，海通证券研究所

图 2 全球经济进入周期调整阶段 (%)

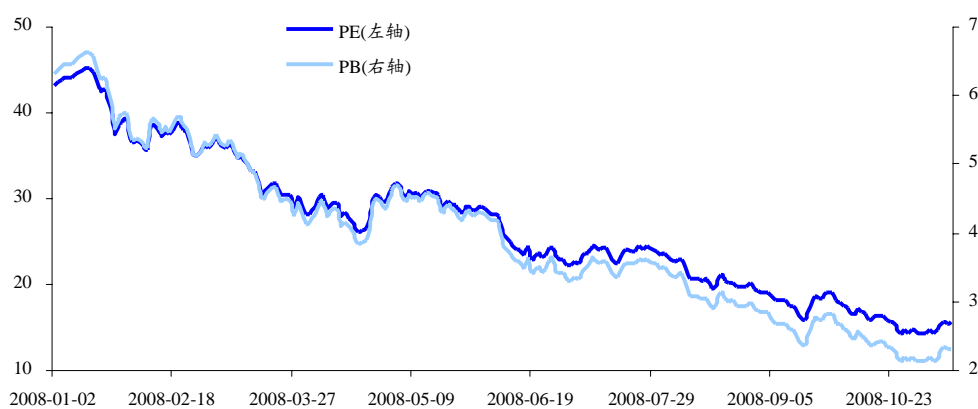


资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

四是海外市场特别是美国股市的暴跌彻底扭曲了估值轴心，在这场金融海啸爆发过程中整个全球的资本市场都失去了估值标准，未来业绩的不确定性使得估值的根基发生松动；使得 A 股的估值中枢也跟随着下移，在这样紊乱的估值体系干扰下 A 股估值坐标也发生动摇，对究竟多少估值是底发出的拷问，这种疑虑可以说是在外围因素的夹击下的被动表现。

五是大小非对于市场信心的打压是明显的，由于大小非和二级市场投资者之间持股成本的不一致、加上大小非数量庞大，使得二者之间的博弈在今年甚至明后年都处于不平衡状态，大小非的明显减持意愿给予市场估值的压力是现实存在的，而且这种压力还将成为未来市场的困扰。尽管有国资委、汇金公司以及部分大股东出手增持了部分个股，但是这种增持行为并没有形成广泛的共识，产业资本对目前低位的估值没有表现出相应的认可，这也成为估值一步步走低的因素。

图 3 08 年的 A 股估值出现单边下滑的格局



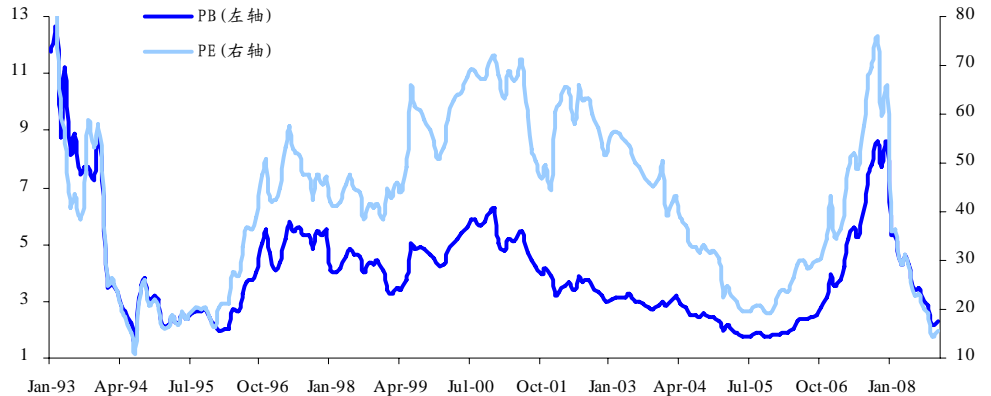
资料来源：WIND 资讯

由于未来的宏观经济走向变数重重，上市公司盈利的不确定性大大增加，这使得 PE 的估值方法遇到了困难，也使得市场信心难以把持，也是暴跌之后 PE 不断降低却没有得到投资者认可的主要原因。相比较而言，净资产要比盈利的可确定性大一些，从而市场在熊市时转向用更加可靠的 PB 来衡量，以此寻找可能的底部。

从 A 股的历史来看，这一轮为时一年的暴跌虽然给市场造成的重创难以描述，但是从 PB 的历史表现来看，仍然没有到达历史低位，和 998 点相比也仍然有一定的距离、尽管距离不多。这反映出目前的 PB 水平还没有给出足够的安全边际，更何况 998 点时的宏观经济基本面和目前是不能同日而语的，即便 PB 跌到当时的水平也不能认为就达到了最低点。

更进一步考虑，由于税制红利、股市财富效应等因素的集中释放，上市公司业绩增速在 2008 年到达顶峰已经成为过去时，业绩增速下降已成定局，只是下降到何种程度还不能明确、这取决于宏观经济的状况。在全球经济环境不乐观的前景下，对于明年经济增速的判断分歧也较大，但是，盛世过后的上市公司业绩下滑格局难以避免，如果明年经济增速低于预期、出现上市公司业绩负增长的话，净资产“缩水”导致的动态 PB 上升将安全边际再进一步降低。我们在报告稍后将细致讨论该问题。

图 4 PB 还没有到达历史低位

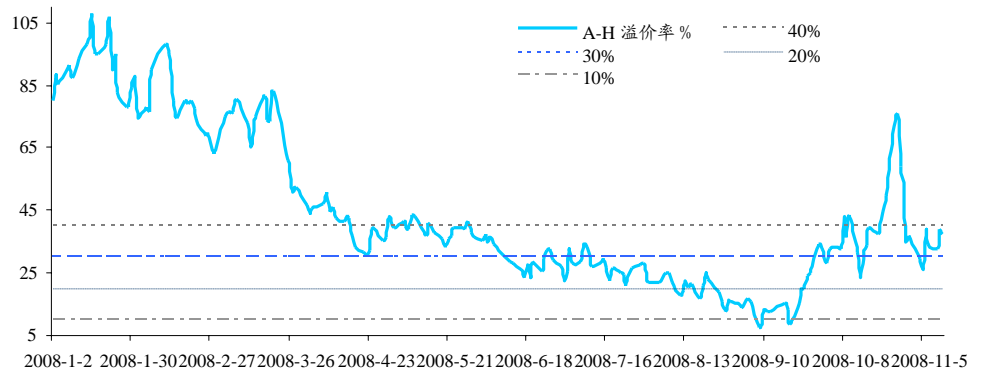


资料来源: WIND 资讯

1.2 A-H 溢价率的变化凸现外围市场对 A 股估值中枢的冲击

金融动荡对全球股市估值中枢所造成的冲击是显著的,而同样资产两地上市的 A-H 股来说估值的不稳定就在 A-H 溢价率上表现出来了。用 A-H 溢价率来衡量 A 股和国际水平的距离,从而寻找相对的估值标尺。我们看到,2008 年前三个季度该溢价率基本上呈现出振荡走低的格局,反映出 A 股在挤压泡沫的过程中所遭受的痛苦要大于香港市场;但是,进入四季度之后,由于香港市场跟随美国道指暴跌而 A 股在救市政策的支撑下跌幅减缓,使得该溢价率水平迅速攀升,这一变化过程发生在 9 月上旬该溢价率到达个位数的极限之后,在短短不多的时间内该溢价率从低位的 10% 曾经迅速摸高过 76%,目前重新稳定在 40% 附近。

图 5 A-H 溢价率在外围市场暴跌的过程中猛烈回升 (%)



资料来源: WIND 资讯

这充分显示出外围市场估值体系的动荡给 A 股估值中枢造成的冲击和压力,在全球股市联动的今天,来自于外围市场的干扰已经不可避免。而在美国领头羊地位难以被其他市场所取代的目前格局下,美国冲击香港、香港再影响 A 股的这一格局恐怕将持续一段时间,无论是从心理冲击还是事实上的溢价压力,都会给 A 股估值构成一定的威胁。这是从估值体系轴心不稳固的角度来看待问题的一个方面,即便美国股市企稳反弹、香港市场跟随反弹, A 股由于溢价率水平较高的事实使得这种压力恐怕难以马上得以消除。

问题的根本性因素在于全球资本对于多个市场前景的判断、以决定其流向。如果嗅觉敏锐的资本重新寻找获利方向而抛弃新兴市场的话,资本流向的改变可能会形成一种潮流,使得新兴市场面临较大的资金抽离压力,这在近期的俄罗斯、印度等国家表现得十分

突出，理由就在于资本对于其未来的经济预期发生的转折性的变化。这种状况暂时不太可能在 A 股市场上出现，但是这种威胁仍然是可能存在的，国际资本对于 A 股估值的定价权是否有效值得我们警惕。

从 A-H 价格倒挂的个股数量来看，在 8 月末该溢价率到达 10% 以内低位的时候曾经有 12 只个股都已经出现了负溢价，集中在金融、建筑等板块；但是，到目前为止负溢价的个股数量大幅缩水，只剩下海螺水泥和中国平安两家了，其他个股都超过了 10% 的溢价，和前期大面积负溢价的格局已经大相径庭，说明来自于外围市场的估值压力是明显的，A 股的安全边际再度降低。

表 2 A-H 负溢价的公司

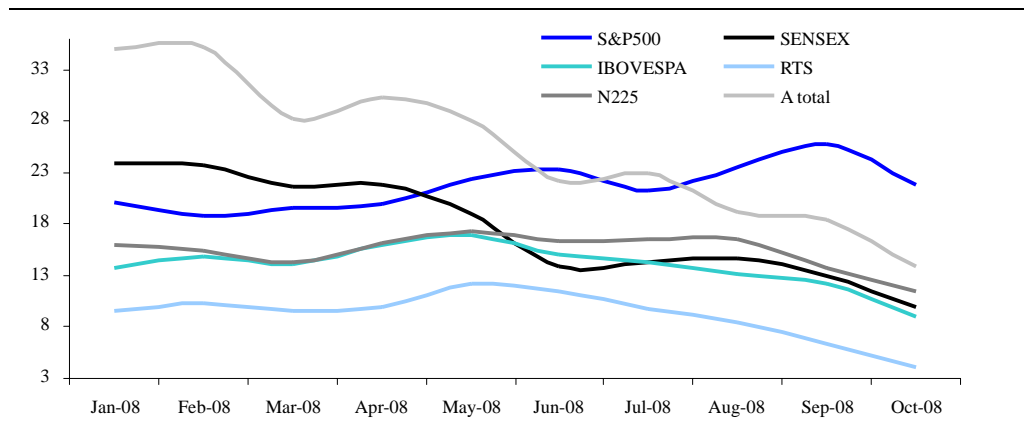
名称	A 股代码	最新 (元)	H 股代码	最新 (港元)	A 股/H 股
海螺水泥	600585	24.03	0914	32.20	0.85
中国平安	601318	25.40	2318	31.50	0.92

资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

1.3 从全球估值水平看 A 股的位置

2008 年全球股灾的源头是美国，全球股市出现了前所未有的暴跌，金融海啸波及的程度和范围都是近年来罕见的。在这场全球股市泡沫破灭的暴跌过程中，A 股不但难以独善其身、而且还在大小非的夹击下出现了快速挤破灭的下跌，从全年的跌幅来看处于全球跌幅最高的第一位，泡沫破灭给予 A 股市场的打击是相当沉重的。但是，由于前期 A 股的快速上涨导致了估值的虚高，即便跌幅巨大、A 股目前的估值水平仍然停留在全球估值体系的较高位置，和其他市场的差距还是存在的。

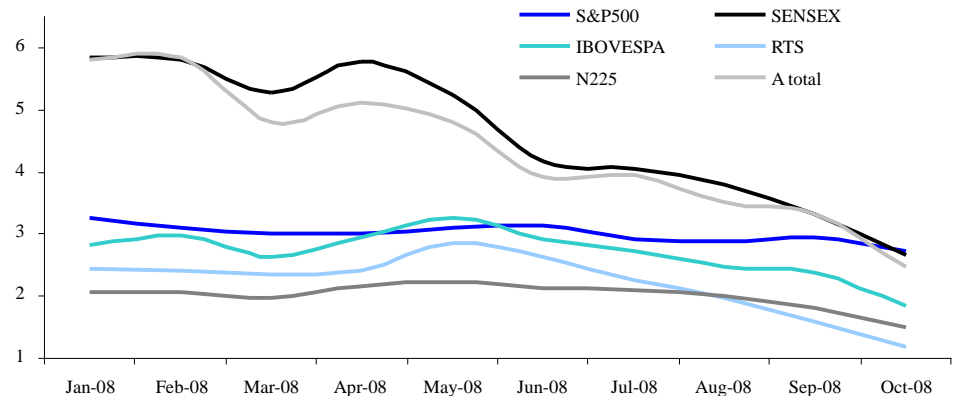
图 6 A 股和其他市场的 PE 比较 (倍)



资料来源：Bloomberg

如果说 PE 的水平还比较接近国际市场，那么 PB 的水平就更加不容乐观了。在税制改革等因素的推动下，上市公司盈利在近两年来以过快速度增长，高速增长的盈利水平能够平滑 PE 估值、但是 PB 却难以跟上，使得 A 股的 PB 还停留在相当高的位置。无论是和成熟市场还是和新兴市场相比都是，特别是和香港相比，这种差距是明显的。我们如果按照未来几年的熊市思路来考虑估值将更多以 PB 为参照的话，A 股估值水平在全球坐标系中的高位是显而易见的，PB 的估值压力要比 PE 大很多。

图 7 A 股和其他市场的 PB 比较 (倍)



资料来源: Bloomberg

1.4 暴跌后的新兴市场: 估值依然压力重重

着重讨论新兴市场的估值压力是否有必要? 在这一轮暴跌中受伤害最深的实际上是以金砖四国为代表的新兴市场, 在这样的下跌之后还要来讨论这些市场的估值压力是否显得多余? 我们在这里着重单独加以讨论, 是想从另外一个角度来对 A 股未来估值可能的压力作一探讨。

我们统计了全球各个市场年初以来的跌幅以及美国道指急速下跌的 10 月份海外各个市场的跌幅, 以及各个市场目前的估值状态。在这场危机的始作俑者美国的领跌下, 新兴市场遭遇的跌幅要明显大于成熟市场, 而且暴跌过后, 美国以及其他成熟市场的估值还要比新兴市场高。为什么这场危机对新兴市场的打击要超过金融海啸的中心呢? 为什么尽管新兴市场的估值看起来要比成熟市场便宜, 也没有阻止这种抛压呢? 这其中有众多原因, 但是归根结底的原因还是在于对这些经济体未来的经济增长持强烈的怀疑态度导致资金的大量撤退。商品市场几年来累积的泡沫破灭、前几年新兴市场巨大涨幅埋下的获利盘、部分国家政治风险暴露、对冲基金为了缓解赎回压力、新兴市场容量较小波动较大等因素, 在全球经济萧条的预期下迅速改变了投资者对这些市场的预期, 从而相对于成熟市场来说更加不可靠, 资本呈现出大规模撤离的悲惨局面。俄罗斯跌到 0.72 倍的 PB 和 4.27 倍的 PE、泰国 0.90 倍的 PB 和 6.36 倍的 PE、香港 1.39 倍的 PB 和 8.89 倍的 PE 都没有阻止这种撤离的步伐, 说明资本流向一旦发生改变、力量是非常强大的。

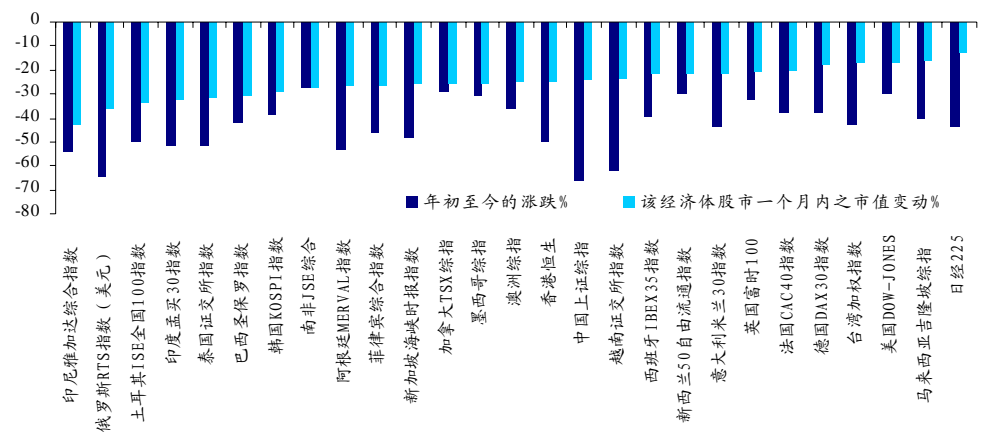
表 3 世界主要股指概览

	当前指数	年初至今的涨跌%	该经济体股市一个月内之市值变动%	2008 年 PE	2008 年 PB
美国 DOW-JONES	9325	-29.70		11.24	2.94
美国 NASDAQ	1721	-35.11	-16.58	28.97	2.20
美国 SP500	969	-34.03		21.29	1.87
英国富时 100	4377	-32.21	-20.83	7.85	1.44
日经 225	8577	-43.97	-13.14	11.46	1.01
法国 CAC40 指数	3487	-37.89	-20.11	8.93	1.24
德国 DAX30 指数	4988	-38.17	-17.90	10.24	1.36
意大利米兰 30 指数	22024	-43.36	-21.48	7.14	1.01
西班牙 IBEX35 指数	9116	-39.96	-21.88	7.31	1.49
加拿大 TSX 综指	9763	-29.42	-26.02	11.13	1.58
澳洲综指	4088	-36.34	-25.24	11.25	1.73
新西兰 50 自由流通指数	2834	-29.88	-21.86	10.73	1.30

墨西哥综指	20445	-30.78	-25.89	10.13	1.26
巴西圣保罗指数	37257	-41.68	-30.73	9.07	1.35
俄罗斯 RTS 指数 (美元)	802	-64.97	-36.27	4.27	0.72
印度孟买 30 指数	9788	-51.75	-31.98	9.93	2.16
中国上证综指	1729	-67.14	-24.49	11.72	2.00
越南证交所指数	347	-62.56	-23.16	N.A.	N.A.
印尼雅加达综合指数	1257	-54.23	-42.97	8.26	1.58
南非 JSE 综合	19080	-27.31	-27.62	7.74	1.65
土耳其 ISE 全国 100 指数	27833	-49.89	-33.82	5.58	1.05
阿根廷 MERVAL 指数	1011	-53.02	-26.95	5.78	2.64
韩国 KOSPI 指数	1158	-38.97	-29.30	9.48	0.99
泰国证交所指数	417	-51.46	-31.36	6.36	0.90
香港恒生	13969	-49.78	-24.89	8.89	1.39
台湾加权指数	4871	-42.74	-17.26	8.31	1.28
马来西亚吉隆坡综指	864	-40.24	-16.34	9.62	1.33
菲律宾综合指数	1951	-46.13	-26.51	8.93	1.40
新加坡海峡时报指数	1794	-48.23	-26.12	6.07	1.12

资料来源: BLOOMBERG、海通证券研究所 (数据参考日期: 2008 年 10 月 31 日收盘)

图 8 10 月在全球股灾中新兴市场跌幅更大 (%)



资料来源: Bloomberg

那么,这些新兴市场是否已经跌到位甚至跌过头了呢?似乎我们还很难轻易得出肯定的结论。新兴经济体未来的宏观经济增长究竟会出现什么样的格局不是现在就可以看清楚的,即便这种下跌已经过度,也要在悲观情绪得以明确缓解后才可能得到资本重新青睐。所以,静态来看已经很便宜的估值放到未来一、两年的时间段来考察也许并不便宜。从以往的每次危机发生后的历史经验来看,新兴市场估值水平往往会随经营恶化而被动回升。

这个信号提示我们,新兴市场在前期的泡沫破灭之后正在遭遇被边缘化和资本抛弃的痛苦经历,很多新兴市场估值水平远远要低于 A 股,也没有体现出足够的安全边际,这一现象应该引起我们对 A 股的反思,资本的选择性行为是否也会波及到 A 股呢?尽管 A 股在资本项目管制的高墙之下有相对封闭的安全保护,但是实际的资本流动是现实存在的,这种准确的统计数据难以得到,而我们却不能因为没有数据而忽略了它,换句话说, A 股未来受到资本流出的冲击是有一定可能的。

2. 寻找估值的底线

尽管 A 股目前的静态估值水平不能算高，但是大幅下跌之后投资者对于估值坐标的把握却失去了方向，究竟 A 股估值底线在哪里充满着迷茫。底线不明朗的困惑来自于两个方面的因素：一个是未来影响估值的不确定因素太多、导致投资者对估值可能停留的区间没有把握，这归根结底是在次债危机蔓延的背景下投资者对未来上市公司业绩增速的难以判断；另一个是即便估值是确定的、整个市场对于估值的认可也是模糊的，这是因为投资者信心缺失的格局已经使得市场的估值边际难以寻找。我们试图从较为可行的角度来寻找这两个方面的可能底线。

2.1 外部受困于美国、内部受困于限售股

如果换个角度来看上述两个问题，或者我们对于这两方面的困扰可以归结为根本性的两个因素，那就是外部因素和内部因素。

外部因素主要就是美国，不仅仅是金融海啸的延伸将导致全球股市估值体系混乱格局还将持续多久，还更重要的是对我国实体经济的影响到什么程度、反映在上市公司业绩增速下降到什么程度上面。外围市场的估值轴心甚至估值体系的动摇可能对我们的估值体系产生的影响已经初显峥嵘，但是并没有就此而止。这次金融海啸是否随着美国以及各个国家的救市措施告一段落还是个问号，但不管是否就此结束，全球投资者对于股市的估值体系可能会有一个重新的反思和再认识过程，原先稳固的估值轴心有可能要受到审视和考验，这在一段时间内恐怕都不会马上得出结论，即便美国总统大选结束、经济形势开始得以逐步明朗，这种困惑都仍然可能持续。整个全球估值轴心调整的过程可能将延续一段时间，我们也可以认为是全球资本重新较量和分配而最终得出的结论。从另外一面来看，我们目前尽管不可能很快辨析出危机是否结束，但是很明确的是，实体经济受到削弱的可能性是非常大的，由此是否会引发一轮全球性的经济危机尚不能得出结论，但经济增速下滑已成定局。在这样背景下，全球股市的估值中枢难免下移，这种下移到什么程度要取决于美国以及其他各国采取何种手段来渡过这场危机，在不确定性下面悲观情绪有可能会使得估值体系重心下降、甚至超过预期。全球估值体系的调整将对 A 股投资者产生的心理影响在前期股市暴跌中已经显露，但是并不能说这种传导已经到位；相反，随着经济形势的逐步明朗，金融海啸过后实体经济受伤害的预期和估计也会越来越清晰，目前来看似乎已经表现过度、但从未来比较长的时间来看还没有消化完毕，估值的轴心可能不断随着实体经济的走软而下移。

内部因素取决于产业资本对估值的态度。A 股将逐步进入全流通，筹码稀缺性消失的 A 股在逐渐丧失溢价的的优势，而 2/3 的非流通股要逐步转变为流通股，产业资本同虚拟资本的博弈在什么位置能够达到均衡，大小非对于资本市场的看法将直接关系到估值重心的高低，由于大小非在目前政策范畴内的实力要远远强于普通投资者，我们只能以产业资本的视角来看待目前的估值。意味着产业资本在一个比较长的阶段内执掌了股市的“话语权”，从限售股的角度来审视 A 股的估值将更具实际意义。

2.2 产业资本发出的积极信号较微弱

从产业资本对估值认可程度来看，近两个月来一些积极的信号虽然值得留意，但仍然是较为微弱的。首先，9 月下旬在国资委和证监会的号召下，大股东增持在温和地进行。而汇金增持银行股以及国资委增持“中”字头个股的“窗口期”已过，如果期间没有减持的话也都悉数套牢了，它们是否还会有下一步行动、都在市场的密切关注之中。其次，天音控股和海马股份两家公司准备回购公司股份的公告值得关注。回购和增持在根本意义上有质的区别，回购行为的发生可以认为产业资本已经对估值认可。但是，目前我国的法律对上市公司回购行为实际上存在障碍，要突破这种障碍牵涉到较多和较高层面的法律修改，短期内不太可能实现，所以回购要大面积展开存在客观的屏障。这些上市公司的回购计划暂时来看还只能认为是个案，能否引发大股东规模性的回购行为发生还值得留意和观

察。

从近期二级市场上股东增持的行为来看，大股东增持行为发生有几个方面的原因：一是控股权维持的必要，目的是通过二级市场并购扩张，如鞍钢对攀钢的增持、海螺水泥对冀东水泥的增持；二是股权转让，通常发生在非控股股东之间，一个股东减持而另一个股东增持，两个股东之间的换手；三是股改承诺的履行；四是大股东认可当前股价的低迷。而第四种才是我们可以视为大股东认可估值的主动性行为，如中国石油、中国远洋、中国联通等，近期增持行为的发生开始频繁起来。中国远洋和中国国航两家各自行业内的龙头已经在近期作出了增持决定。中国国航有关负责人表示，中国国航的母公司中国航空集团将在二级市场增持 3.5 亿股股份（占公司总股本的 2.9%），合计控制中国国航 54.52% 的股份，按照目前中国国航的股价计算，此次增持行动耗资将超过 10 亿元。中远集团已经于 9 月 12 日通过上海证券交易所交易系统增持中国远洋的股份 759 万股，持股比例从 53.57% 上升到 53.64%。中国石油 23 日的公告称，母公司增持了 6000 万股股票。不仅仅是央企，地方企业控股公司也在行动。9 月 9 日，美的电器大股东美的集团的一致行动人美的厨卫电器制造有限公司也增持了美的电器约 31 万股股票，占美的电器总股本的 0.016%，而美的集团及其一致行动人还计划在一年内通过二级市场增持不超过占美的电器总股本 2% 的股份。海信电器大股东海信集团的一致行动人海信电子控股股份有限公司已于 19 日增持了海信电器约 574.3 万股股票，占海信电器总股本的 1.16%，从而使海信集团直接及间接控股海信电器的比例增至 49.56%，而且 10 月份还陆续进行了增持。粤电力 19 日发布公告称，9 月 18 日母公司粤电集团全资控股的境外子公司超康投资有限公司通过二级市场购入了粤电力的股票。这些都是产业资本认同目前估值发出的较为积极的信号，不过，市场仍然没有认可他们的行动，很多被增持的个股股价仍然继续下行、跌到其增持价格之下，增持的股票也被套牢，产业资本是否对短期的股价波动不予理会而长期看好还是个问号，我们认为在“窗口期”结束后是否还有进一步的增持行为是值得关注的。

表 4 近期有大股东增持的部分上市公司的估值状况

代码	名称	市盈率	市净率	所属行业
600060	海信电器	15.29	1.10	家电
000778	新兴铸管	12.38	1.41	钢铁
000539	粤电力	21.59	1.69	电力
600597	光明乳业	19.72	1.74	食品饮料
600050	中国联通	18.51	1.87	通信
601111	中国国航	17.64	2.20	航空
601919	中国远洋	7.76	2.61	航运
601898	中煤能源	28.77	2.61	煤炭
601857	中国石油	17.15	3.32	石油石化
000527	美的电器	15.26	3.67	家电

资料来源：WIND 资讯

值得注意的是，香港市场上产业资本的频频出手意味着外围市场的轴心有可能在短期内得以稳固住。特别是“中字头”企业如中国铝业将回购 H 股的消息可以认为是产业资本对 H 股估值的认可，从恒生指数目前 8 倍不到的市盈率以及 1.2 倍左右的市净率来看，产业资本入场的安全边际已经较为充分了，这种市场化的行为在一定程度上有可能对 A 股市场产生积极的刺激作用，我们从近期丽珠 B 的回购获得商务部批准以及长安 B 的回购计划来看，产业资本对估值的认同度排序分别为 H 股>B 股>A 股，香港市场的大股东回购如果能够蔚然成风、B 股的回购能够开始大规模进行，那对于 A 股市场是有利的，这是一方面。而且另一方面，A-H 溢价率在港股暴跌的过程中快速上升，对 A 股估值形成反压，如果因为产业资本的入场得以提升港股的估值水平，对 A 股市场也形成一定的利好作用。

2.3 美国的经验

我们以美国股市为研究对象来考察其历史上底部的估值情况。发现这样的规律：牛市周期中，PE 估值大多呈现低开高走的排序；熊市相反。说明估值水平是牛市转化的重要决定因素。

熊市终结、牛市启动的 PE 估值是不确定的。正常情况下，15 倍左右的 PE 可以构成牛市启动的起点；在恶劣情况下（比如两次石油危机期间、美联储大幅提升利率）牛市启动的 PE 大约在 7 倍左右；而在某些特殊情况下（比如 2001 年之后美联储史无前例的大幅降息）牛市甚至可以从 27 倍的 PE 水平上启动。因此，可以得出结论，低估值构成牛市启动的重要决定因素但不是唯一决定因素。货币政策、未来宏观前景等等均为重要决定要素。

一般情况下，牛市终结、熊市开启的 PE 约在 20 倍左右；在货币政策极端严格的情况下可能会于 10 倍 PE 左右开启熊市；而在货币泛滥的情形下，牛市终结的 PE 水平可能会高达 30 倍。

虽然导致牛熊转换的市盈率水平并不唯一或固定，但存在极限值，即当市场整体位于 7 倍附近时，将是熊市转牛市的绝对有利支持；而一旦市盈率高达 30 倍则将是刺破泡沫、牛市即将转熊市的先兆。

在股市由牛市转熊市之前，市盈率一般会先于股指冲高回落。一方面可能说明市场的预期和有效性的提高；另一方面可能说明聪明资本、特别是理性的价值型投资者的逢高离场可能是导致股市买卖力量对比发生变化从而终止牛市的重要原因。当然，市盈率的冲高回落并不必然导致股市的由牛转熊，可能是大牛市的中继和暂歇。相对而言，股市由熊转牛的过程中，市盈率指标的领先特征不明显；说明牛市的启动需要坚实而实际的业绩证据支持和确认。

表 5 美国股市牛熊周期之 PE 估值波动统计

	周期起止时段	周期内 PE 区间			最高值
		最低值	周期起始月 PE	周期结束月 PE	
牛市	1953.08--1965.04	9.75*	9.75*	19.42	22.18 (1961/8)
牛市	1966.09--1968.11	13.43 (1966/10)	13.46	17.97	18.39 (1967/7)
牛市	1970.06--1972.12	14.18 (1970/6)	14.18	19.11	20.15 (1971/4)
牛市	1974.09--1980.11	6.96 (1980/4)	7.69	9.12	13.21 (1976/2)
牛市	1982.07--1994.11	7.24	7.24	16.56	26.08 (1992/7)
牛市	1994.11--2000.08	16 (1995/4)	16.56	30.74	35.04 (1999/4)
牛市	2002.09--2007.10	16.98 (2007/7)	27.11	19.36	32.18 (2002/12)
熊市	1968.11--1970.06	13.58 (1970/5)	17.97	14.18	18.14 (1968/12)
熊市	1972.12--1974.09	7.69	19.11	7.69	19.23 (1973/1)
熊市	1980.11--1982.07	7.24	9.12	7.24	9.12
熊市	2000.08--2002.09	24.41 (2001/3)	30.74	27.11	61.64 (2002/3)
熊市	2007.10--2008.10	18.71 (2007/11)	19.36	21.29	25.78 (2008/8)

注：* 为 1954 年 1 月份数据

资料来源：BLOOMBERG、海通证券研究所

公众低估了上次互联网的泡沫及其危害程度。在“新经济”的光环感召和国际资本回流美国等合力下，带动了美国股市整体的估值大幅上扬。从 1994 年 11 月至 2000 年 8 月，标普 500 的 PE 由 16.56 倍升至 30.74 倍、PB 水平则由 2.23 倍升至 4.99 倍；股指在 69 个月（不到 6 年）内涨幅高达 235%。泡沫程度较大。美联储于 2001 年开始的大幅降息使得泡沫未得到充分调整和消除的情况下，美股于 2002 年 9 月在 27 倍的高市盈率水平上重启牛市，这是导致此次牛市如此急促并且造成当前深幅调整的根本原因。

表 6 美国股市牛熊周期之 PB 估值波动统计

	时段	周期内 PB 区间			最高值
		最低值	周期起始月 PB	周期结束月 PB	
牛市	1994.11--2000.08	2.23	2.23 (1994/12)	4.99	5.1 (1999/12)
牛市	2002.09--2007.10	2.49	2.49	2.94	
熊市	2000.08--2002.09	2.49	5	2.49	3.2 (2004/2)
熊市	2007.10--2008.10	1.87	2.94	1.87	2.94

资料来源：BLOOMBERG、海通证券研究所

由于数据的缺失，我们无法对每次牛熊周期中 PB 估值的高低区间进行追踪，在 1994 年以来的历史阶段上，我们看到的是，以往标准普尔 500 的 PB 估值底线大约在 2.2 倍左右，而此次金融海啸给予了致命性的打击，使得估值底线下移到 2 以下。

2.4 A 股的历史经验

以上只是我们对产业资本行为的一个假设，该假设是否符合实际情况还存在一定的变数。不过，我们从以往证券市场运行过程中产业资本的态度来看，产业资本在何时认同股票的价格是有一定的规律可循的，也可以在一定意义上解释我们的假设。1999 年 11 月，上海中能股份有限公司以每股 2.51 元的净资产价格协议回购并注销由中能集团有限公司持有的 10 亿股国有法人股，1999 年中报时其每股净资产为 2.54 元、1998 年报时其每股净资产为 2.42 元，按照这两个数据，产业资本认同的 PB 是 0.99 和 1.04 倍。2000 年 11 月，云天化以每股 2.83 元的价格用现金资产回购大股东持有的国有法人股 20000 万股并注销，按照其 2000 年中报的 2.83 元/股净资产计算市净率为 1 倍、按照 1999 年报的 2.64 元/股净资产计算 PB 为 1.07 倍。2000 年 12 月，长春高新以每股 3.44 元的回购价格，以协议回购的方式回购并注销公司国家股 7000 万股国家股，以 1999 年底的每股净资产 3.40 元计算 PB 为 1.01。从以上数据我们不难看出，中国证券市场历史上的产业资本对于股价的认同大约都在 1 倍的 PB 左右，或者可以认为这是产业资本认为安全的底线。

我们从另外一个反面的例子来说明这个问题。1999 年，中国嘉陵和黔轮胎两家上市公司按照前三年每股收益均值乘 10 倍市盈率公布了国有股配售价格，分别为 4.5 元和 4.8 元，相当于它们以 98 年业绩计算的 11.8 倍和 18.5 倍 PE、以及 1.2 倍和 1.61 倍的 PB，但是这一减持方案没有成功，导致主承销商被迫包销，而国有股减持也就此终止。从该例子可以看出，产业资本和虚拟资本没有在该估值水平上达成一致。

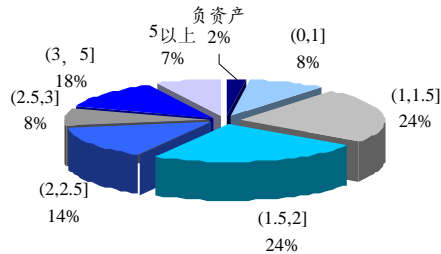
有说服力的例子是宝钢股份。宝钢集团于 2005 年 10 月 14 日开始增持股票。截止 2006 年 1 月 5 日其承诺投入的 20 亿增持资金已全部用尽，共计增持本公司股票 491780281 股、均价 4.07 元/股，我们按照 2005 年三季报的 4.12 元每股净资产来计算为 0.99 倍的 PB，可见产业资本认同的安全估值在 1 倍左右。

2.5 对净资产的分析

下图显示的是目前上市公司的静态 PB 和 PE 在各个区间上的占比情况。从图中不难看出，跌破或者接近净资产的个股占比随着股指下跌而逐步增加，但同时，估值较高的

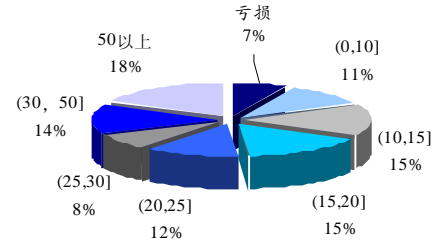
个股仍然不在少数。

图 9 PB 在各个区间内的上市公司占比情况



资料来源: WIND 资讯

图 10 PE 在各个区间内的上市公司占比情况



资料来源: WIND 资讯

我们锁定“破净”群体, 试图由它们展开对上市公司净资产的剖析, 目的在于对未来净资产的可能影响因素加以讨论。统计样本为截至 11 月 6 日“破净”206 家上市公司, 我们着重分析了其资产项下的两类资产科目: 一类是资产价值可能跟随市场变化而发生变化的科目, 主要选择了交易性金融资产、可供出售金融资产和投资性房地产, 在股价和房价都可能存在潜在下跌风险的情况下这类资产比重较大的公司就可能有净资产虚高的危险; 另一类是变现能力较差可能存在减值危险的资产, 我们选择了固定资产、在建工程、存货这三个科目, 考察其占资产的比重以及减值准备的计提比重。

统计数据显示, “破净”群体中这两类公司数量还并不少, 换句话说, “破净”群体都存在一定的程度的资产虚高现象, 这种状况说明我们对净资产被高估的可能性是存在的, 如果动态来看, 这些“破净”公司很可能再度回到净资产之上。

表 7 PB<1 且 (交易性金融资产 + 可供出售金融资产 + 投资性房地产) 占净资产比重>1 的个股

证券代码	证券简称	交易性金融资产 (万元)	可供出售金融资产 (万元)	投资性房地产 (万元)	(交易+可供+投资性)净资产 (%)
600064.SH	南京高科	26.71	415669.57	15506.09	102.84
600826.SH	兰生股份		174869.50		101.42
000711.SZ	天伦置业			35163.87	94.78
600291.SH	西水股份		125043.31		78.01
600063.SH	皖维高新		128651.97		68.04
600249.SH	两面针	1398.87	164752.65		59.49
600851.SH	海欣股份	468.73	233478.92	4179.21	58.26
000062.SZ	深圳华强	5145.69	33988.58	30304.57	50.02

注: 财务数据都采用 2008 年三季报
资料来源: WIND 资讯

我们先考察了第一类公司。上表是“破净”公司中交易性金融资产、可供出售金融资产和投资性房地产加总占净资产比重超过 50% 的公司, 数量总共有 8 家。这些公司大多都持有较大数量的其他上市公司的大小非, 如南京高科持有中信证券、南京银行、栖霞建设、科学城的股票; 兰生股份持有海通证券和交通银行的股份; 西水股份持有兴业银行的股票等等, 解禁之后的大小非市值波动会反映在其资产项下, 而未来可能存在的下跌风险没有办法在静态的报表中显现出来。如果股价和房价下跌, 这些上市公司的净资产必然要遭遇缩水。

表 8 PB<1 且 (固定资产 + 在建工程 + 存货) 占净资产比重>2 的个股

证券代码	证券简称	固定资产(万元)	在建工程(万元)	存货(万元)	(固定+存货+在建)/净资产(%)	存货/净资产(%)	存货减值准备/存货(%)	减值准备占比(%)
000966.SZ	长源电力	844101.31	77037.84	58586.79	442.82	26.48	0.0000	0.0000
600744.SH	华银电力	682655.42	95349.62	89229.40	312.29	32.13	2.6373	2.1026
600726.SH	华电能源	786979.67	216389.14	22687.07	288.79	6.39	0.1056	0.0023
600581.SH	八一钢铁	479292.64	130213.35	290929.54	278.70	90.05	0.1247	0.2649
600383.SH	金地集团	6754.04		2659099.07	267.98	267.30	0.0000	0.0000
600020.SH	中原高速	1242785.49	169315.49	16.18	259.07	0.00	0.0000	0.0008
600567.SH	山鹰纸业	242228.82	62103.07	42039.46	256.84	31.17	0.0000	0.0363
600736.SH	苏州高新	56292.07	22563.32	642633.62	255.32	227.41	0.0000	0.0000
600393.SH	东华实业	2783.91		209518.21	252.54	249.23	0.0000	0.0000
600507.SH	长力股份	233370.79	57296.61	152516.55	245.91	84.63	0.0960	0.0369
600022.SH	济南钢铁	686185.53	159487.34	676628.07	244.12	108.50	0.1151	0.0512
000932.SZ	华菱钢铁	2421526.50	700901.68	964707.22	244.04	57.60	0.0000	0.4199
600102.SH	莱钢股份	949292.53	172854.11	480961.41	243.94	73.19	0.0000	0.1317
000958.SZ	东方热电	206688.40	9752.35	3596.14	238.88	3.90%	0.0000	0.0000
000815.SZ	美利纸业	132582.24	23211.51	69241.61	236.01	72.62	0.0000	0.1644
002072.SZ	德棉股份	59335.02	29312.93	23757.89	232.72	49.19	0.1233	0.0261
600808.SH	马钢股份	4065783.98	291174.63	1599101.28	231.41	62.13	0.7649	0.3576
000601.SZ	韶能股份	610036.90	139850.60	14438.39	226.80	4.28	4.5303	0.4358
600117.SH	西宁特钢	460728.40	110851.03	160341.94	225.97	49.50	0.0000	0.4013
600105.SH	永鼎股份	44395.33	3316.98	202511.13	224.61	181.78	0.5032	1.3235
600166.SH	福田汽车	306480.73	39631.72	366718.65	222.36	114.40	1.7647	0.9098
600010.SH	包钢股份	1332350.82	691023.56	1156396.23	216.51	78.74	1.6527	1.0282
000042.SZ	深长城	15387.79	1585.61	344109.10	213.89	203.83	0.0000	0.0000
000589.SZ	黔轮胎 A	173500.45	9071.85	86120.83	213.83	68.54	2.6013	0.8909
000825.SZ	太钢不锈	2297268.03	705141.29	1839378.89	213.45	81.09	0.5786	0.2205
000043.SZ	中航地产	17616.00	11249.23	351561.72	211.64	195.58	0.0383	0.0501
600569.SH	安阳钢铁	1199597.66	109288.49	962769.99	206.06	87.33	0.0000	0.0000
000599.SZ	青岛双星	188582.56	26636.68	107998.57	205.25	68.58	0.0000	0.0000
600399.SH	抚顺特钢	181184.19	20700.71	121067.26	202.18	75.79	0.0478	1.2207
600782.SH	新钢股份	577396.23	415786.24	625320.01	200.46	77.45	0.0128	0.0050
600282.SH	南钢股份	349710.66	28955.84	600478.13	200.34	122.86	0.1323	0.0811

注：固定资产、在建工程、存货、净资产都采用 2008 年三季报数据，减值准备采用中报数据，减值准备占比 = (固定资产减值准备 + 在建工程减值准备 + 存货减值准备) / (固定资产 + 在建工程 + 存货)

资料来源：WIND 资讯

接下来我们考察的是第二类难变现的资产可能存在减值风险的公司。上表是 PB<1 且 (固定资产 + 在建工程 + 存货) 占净资产比重>2 的个股，总共有 32 家。我们很容易发现它们的行业特征，一类是钢铁行业、一类是电力、再一类是地产。行业特征的突出说明这三个行业的净资产都存在净资产虚高的潜在可能。我们再将存货作为一个单独的项目考察，又进一步发现了一个规律，存货占净资产的比重依次排序是电力<钢铁<房地产。这反映出固定资产在电力上市公司资产中所占比重较高、但存货在房地产公司中所占比重较高、而钢铁介于二者之间。从减值准备的提取来看，这些公司提取比例都较低，有的甚至都没有计提减值准备，特别是存货价格下跌的风险较大。相对来说，钢铁破净上市公司计提的减值准备略微高一些、有一定的安全边际。

按照这一思路，我们着重考察所有 A 股上市公司这两类资产的规模情况，我们把样本锁定在净资产为正的 1544 家 A 股上市公司。首先，我们考察资产价值可能随股市和

楼市波动的这部分资产规模占总体资产规模的比重如何。从下表中我们可以看到，交易性金融资产、可供出售的金融资产和投资性房地产分别占净资产的比重为 5.75%、42.47% 和 1.35%，三者之和占比为 49.57%，可供出售的金融资产占比非常高，这部分资产在股市、债市波动的背景下对净资产未来的波动有较大影响。

表 9 全部净资产>0 的 A 股公司的部分会计科目情况

	总和 (亿元)	占净资产的比重	总和 (除金融公司) (亿元)	占净资产的比重
交易性金融资产	4306.08	5.75%	139.20	0.28%
可供出售金融资产	31783.10	42.47%	1016.43	2.03%
投资性房地产	1011.49	1.35%	828.40	1.65%
三项总和	37100.68	49.57%	1984.03	3.96%
净资产	74839.03		50136.60	

资料来源: WIND 资讯

不过, 我们进一步将金融公司这一特殊的群体剔除来考察, 发现剔除后悬殊较大。我们将 29 家金融类上市公司从样本中剔除后, 交易性金融资产、可供出售的金融资产、投资性房地产在净资产中的占比分别下降到 0.28%、2.03% 和 1.65%, 三者加总也只是占到了 3.96% 的比重。这一数据和前面没有剔除金融公司的数据可谓天壤之别。

这说明一个很突出的问题: 金融类上市公司的净资产中这一类随市场波动的资产比重较高, 而除去它们之外的其他上市公司比重尚可。那么, 金融类上市公司的资产随股市、债市、楼市的波动而波动的情况可能较为突出, 对它们的净资产变动要以审慎的态度来对待。

下表列出的是部分交易性金融资产、可供出售金融资产和投资性房地产加总在净资产中占比较高的公司名单。

表 10 (交易性金融资产、可供出售金融资产和投资性房地产)/净资产比重居前的公司

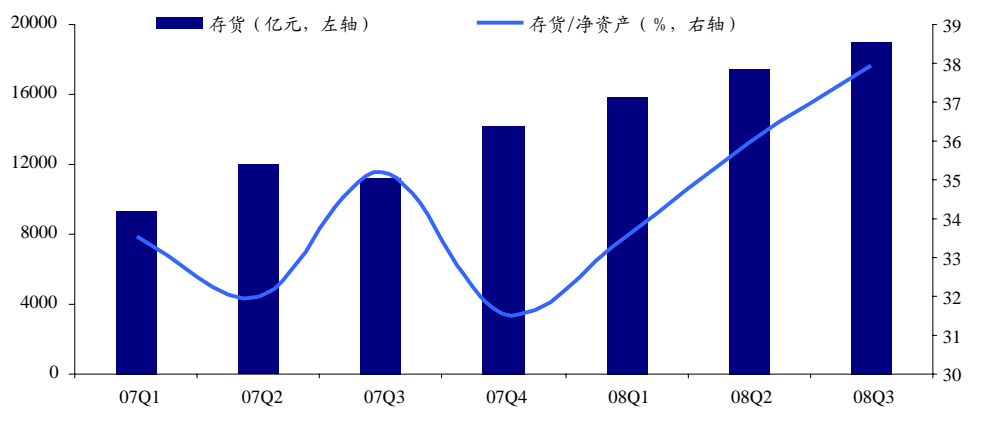
代码	简称	占比 (%)	代码	简称	占比 (%)	代码	简称	占比 (%)
000509.SZ	SST 华塑	268.88	600608.SH	*ST 沪科	90.91	600689.SH	上海三毛	61.11
600790.SH	轻纺城	177.61	600648.SH	外高桥	90.83	600864.SH	哈投股份	59.51
000971.SZ	*ST 迈亚	136.81	000785.SZ	武汉中商	90.41	600249.SH	两面针	59.49
000560.SZ	昆百大 A	119.12	000603.SZ	*ST 威达	81.24	600748.SH	上实发展	58.83
000628.SZ	*ST 高新	118.07	600177.SH	雅戈尔	80.55	000029.SZ	深深房 A	58.80
600639.SH	浦东金桥	116.66	600291.SH	西水股份	78.01	600851.SH	海欣股份	58.26
600657.SH	ST 天桥	106.05	600715.SH	ST 松辽	71.79	000687.SZ	保定天鹅	52.94
600247.SH	物华股份	104.00	600895.SH	张江高科	71.49	600113.SH	浙江东日	52.89
600064.SH	南京高科	102.84	000025.SZ	特力 A	71.02	000526.SZ	旭飞投资	52.71
600826.SH	兰生股份	101.42	600463.SH	空港股份	68.27	600754.SH	锦江股份	52.30
600683.SH	银泰股份	100.54	600063.SH	皖维高新	68.04	600007.SH	中国国贸	51.64
600824.SH	益民商业	96.41	600106.SH	重庆路桥	66.25	600802.SH	福建水泥	51.07
000711.SZ	天伦置业	94.78	600604.SH	*ST 二纺机	64.11	000062.SZ	深圳华强	50.02
600759.SH	正和股份	92.44	600638.SH	新黄浦	64.03	600610.SH	SST 中纺	47.98

资料来源: WIND 资讯

其次, 我们考察存货占总体资产规模的比重如何。因为从“破净”公司分析当中发现, 存货比重较大的公司值得关注, 循着这一思路, 我们考察存货的情况。我们仍然以全体 A 股剔除负净资产公司和金融公司之后的 1520 家公司为样本, 考察其 2007 年以来各个季度的存货情况, 从下图发现, 存货总体上来看规模呈现出扩大之势, 从 07 年一季

度的 9367 亿元扩大到 08 年第三季度的 19014 亿元，绝对数量的扩张幅度很大；而从相对数量来看，存货/净资产的占比也从 07 年一季报的 33.57% 增长到 08 年三季报的 37.93%，相对规模也扩张较快。这两个数据显示出存货的上升速度是比较快的。

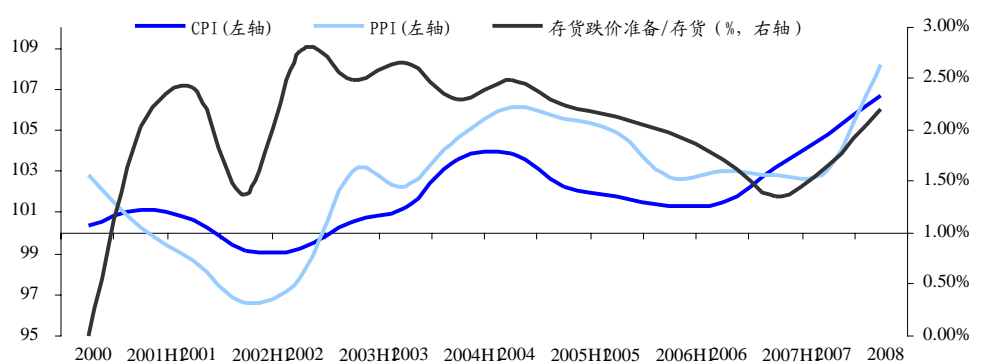
图 11 存货不仅规模扩大而且在净资产中的占比也扩大



资料来源: Wind 数据

从存货跌价准备来看，由于季报披露数据不全，我们只能以半年报和年报的数据为标准。07 年中报存货跌价准备为 163 亿元、到 08 年中报提高到 385 亿元，提高的幅度较大；但是，我们用存货跌价准备/存货来衡量计提跌价准备的力度，发现该数值从 07 年中报的 1.36% 提高到 2.21%，不仅计提跌价准备的比例较小、而且提高的幅度也不大。我们看到，自今年 8 月 PPI 到达 10.1% 的高位之后便掉头向下、到 10 月就已经掉到了 6.6% 的水平，下降速度非常快，按照这样的价格指数回落的水平，存货跌价准备的计提比例有可能是不够的，意味着未来的存货跌价准备可能要进一步加大计提比重。

图 12 存货跌价准备计提的比重和以往相比并不算高



注: 2008 的 CPI 和 PPI 的数据是到 10 月份的, 2008 年计提比例是半年报数据, 样本选择是所有 A 股剔除负资产和金融公司之后的 1544 家公司
资料来源: Wind 数据

我们将 2000 年以来的价格指数和存货跌价准备/存货的比重进行了对比, 上图显示出这两者的变化关系。从图中我们得到起码两点信息: 一是存货跌价准备/存货的比例没有到达历史高位。该比例在今年中报时为 2.21%, 尽管较 2007 年半年报时的 1.36% 低点已经上升了一定幅度, 但是仍然要比 2002 年时 2.77% 的高位还有一段距离, 这说明存货跌价准备还有计提的空间, 不过, 这一空间可能影响利润和净资产的规模并不算太大, 如果按照高点的 2.77% 来计算, 可能增加存货跌价准备 142 亿元, 这是按照三季度报告的存货总体规模来计算的, 四季度的情况可能还有所增加。

二是目前的计提比例没有反映出会计的谨慎性原则来、或者可以认为计提的程度不够。CPI、PPI 的运行趋势和计提比例的运行趋势呈现出相背道而驰的格局，在 2001-2003 年这段时期，CPI 和 PPI 在低位运行、甚至出现了通缩，这时的计提比例却相对停留在高位；而自从 2006 年之后价格指数迅速上升，但是计提比例却还停留在低位。从图上明显看到这种计提比例慢于价格指数的状况。那么，是否有可能在今年年底或者明年该比例遵从于价格指数的运行而滞后提升呢？我们不能排除这种可能。

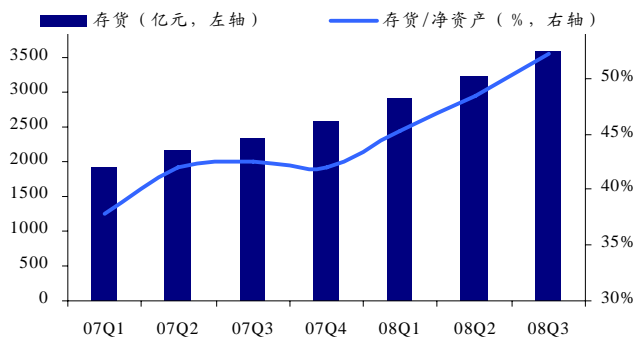
为了避免笼统地分析可能造成错觉，我们对一些 PB 较低但总市值较大的行业进行了进一步的深入分析，从存货情况来看这些行业可能面临的净资产下降的风险。

表 11 PB 较低但市值较大行业的存货情况

行业	PB	总市值 (亿元)	08 年三季度存货 (亿元)	存货/净资产 (%)
金属、非金属	1.16	7318.60	3587.94	52.27
电子	1.21	1117.58	371.30	33.33
水上运输业	1.35	1817.24	47.60	3.28
纺织、服装、皮毛	1.47	1119.23	472.85	49.75
房地产开发与经营业	1.67	3379.42	5091.32	184.21
交通运输辅助业	1.85	2485.61	41.83	2.76
机械、设备、仪表	1.93	7388.21	2296.51	51.53
有色金属矿采选业	1.94	2120.36	304.10	25.76
电力、蒸汽、热水的生产和供应业	1.95	5095.21	328.39	9.89
石油、化学、塑胶、塑料	2.00	4185.57	728.24	33.20

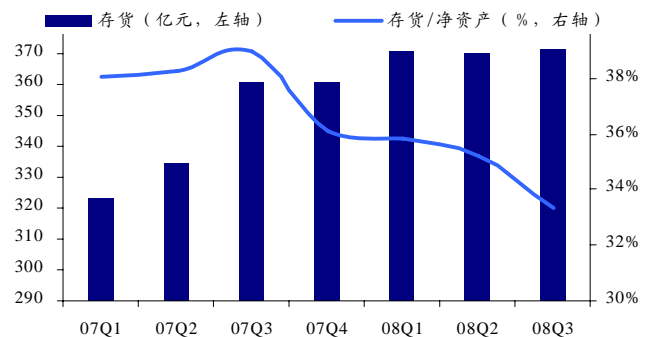
资料来源：Wind 数据，海通证券研究所

图 13 金属非金属行业的存货和存货/净资产情况



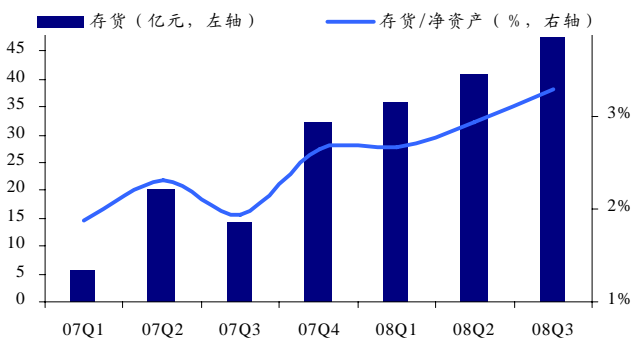
资料来源：Wind 数据

图 14 电子行业的存货和存货/净资产情况



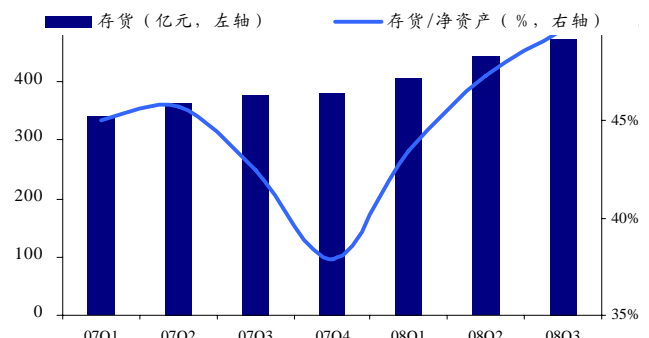
资料来源：Wind 数据

图 15 水上运输业的存货和存货/净资产情况



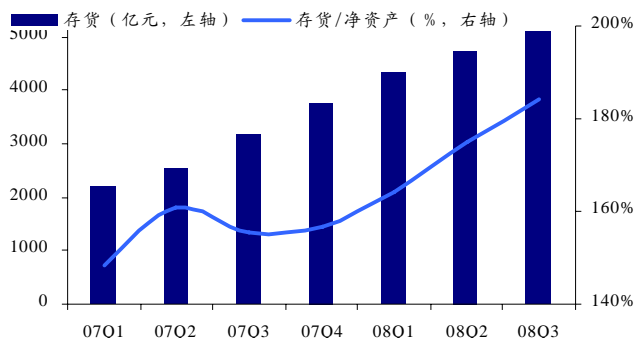
资料来源：Wind 数据

图 16 服装服装毛皮行业存货和存货/净资产情况



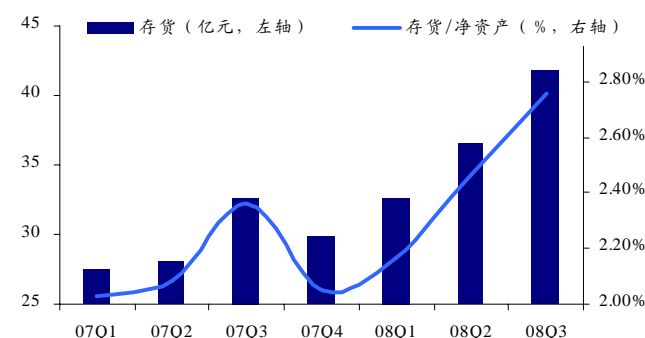
资料来源：Wind 数据

图 17 房地产开发业的存货和存货/净资产情况



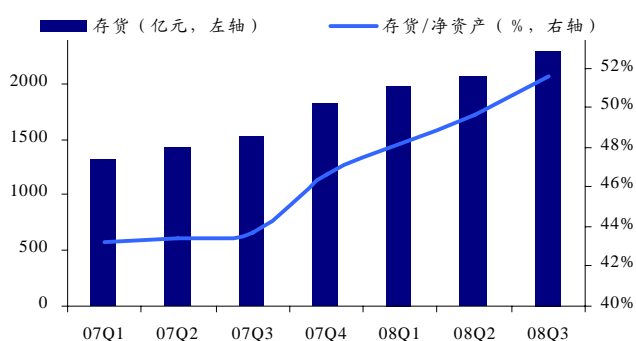
资料来源: Wind 数据

图 18 交通运输辅助业存货和存货/净资产情况



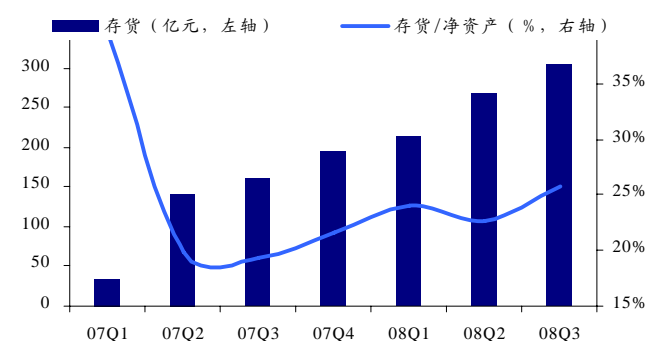
资料来源: Wind 数据

图 19 机械设备仪表业的存货和存货/净资产情况



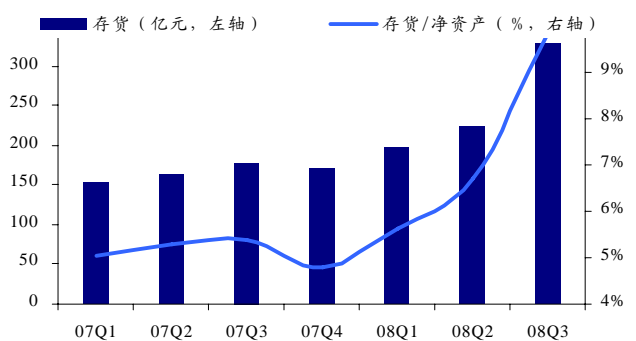
资料来源: Wind 数据

图 20 有色金属采矿业存货和存货/净资产情况



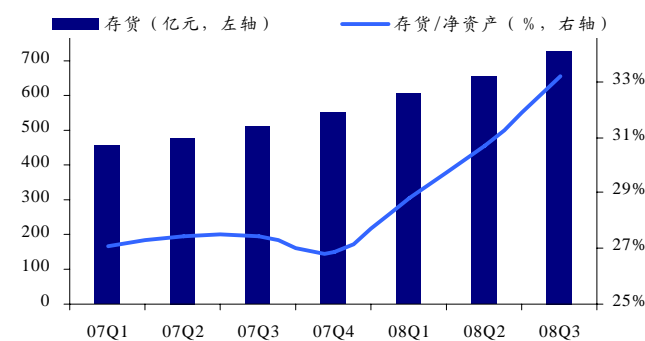
资料来源: Wind 数据

图 21 电力煤气水的存货和存货/净资产情况



资料来源: Wind 数据

图 22 石油化学塑料塑胶存货和存货/净资产情况



资料来源: Wind 数据

从数据对比来看有几个特征显露出来：一是总体上存货绝对规模和相对占比都呈现上升趋势，和总体上市公司的状况所吻合，但各个行业的上升速度是不一样的，甚至电子行业的存货规模和占比都出现了下降态势。

二是个别行业的存货风险值得重视。房地产开发、金属非金属、机械设备仪表这三个行业不仅存货规模居前、绝对额上升较快，而且最近连续几个季度的存货/净资产比重上升也较快，特别是房地产开发行业存货规模从07年一季度的2198亿元上升到08年第三季度的5091亿元，存货规模扩张翻了一倍还多，而且存货/净资产的比重也从07年一季报的148.40%上升到08年第三季度的184.21%，该比重远远超过其他行业，尽管房价和土

地价格还没有出现大幅度的下跌，但这些存货面临着的跌价准备却不得不提防。

2.6 对上证指数估值下限敏感度的粗略估计

静态地分析，上证指数在 1700-800 点各整数位上的 PE 和 PB 测算如下表。这一测算结果显示随着股指的步步下跌静态估值水平和股息收益率的匹配也逐步显现出来。需要说明的是，我们在分析时采用的依然是静态的估值标准。

表 12 上证指数重要支撑位的估值的敏感性测算

上证指数	静态 PB	静态 PE	股利收益率	
当前低点	1700	1.98	14.09	2.67
	1600	1.85	12.41	3.03
	1500	1.73	11.64	3.23
	1400	1.62	10.86	3.46
	1300	1.50	10.09	3.73
股指区间	1200	1.39	9.31	4.04
	1100	1.27	8.53	4.41
	1000	1.16	7.76	4.85
	900	1.04	6.98	5.39
	800	0.93	6.21	6.06

资料来源：海通证券研究所

我们也需要考虑另外两个因素：一个是股息收益率可能随着上市公司盈利下降而下降，不过这种下降和利率的下降将在一定程度上得以匹配；另一个因素就是净资产的变化。我们在前文中剖析了净资产的变化风险，在部分行业上可能反映得较为突出，金融业面临的是交易性金融资产、可供出售金融资产和投资性房地产这些随股市、债市、楼市价格变化而波动的资产缩水；而房地产开发、金属非金属、机械仪器仪表等行业面临存货跌价的风险。值得注意的是，这些行业都是市值较大的权重行业，它们净资产的波动将对全体上市公司净资产产生影响，我们如果动态来看待净资产这个数据的话，可能还要比静态的水平略低一些。

我们认为，从静态水平来看，到达 1300 点附近时 1.5 倍的 PB 水平下很多行业将逼近净资产边界，除了净资产可能含水量较高的行业不会受到产业资本的认同之外，其他绝大部分逼近净资产的行业可能会得到产业资本的认可，这一区域的安全边际将显现出来。不过，我们还要动态考虑净资产的问题，在前文讨论下，预计净资产缩水之后的大盘安全边际还将略微比上述点位下滑一些。

3. 2009 年 A 股进入全流通进程的实质性跨越阶段

在当前全球金融动荡与经济调整的大背景下，包括中国股市在内的全球股市将面临着新的更为严峻的考验，股票供给关系对 A 股市场行情的影响也将更加突出。而与此同时，中国 A 股市场的供给状态恰巧又正处于大变革时期，因此 2009 年，A 股市场的供给状态当引起高度关注。

这里我们选择了三个分析角度：即 2009 年 A 股市场限售股解禁究竟会释放出多少新的供给量？A 股一级市场将如何？上市公司大股东的增减持状态如何？以及如何才能缓解 2009 年的供给压力。

总的来看，2009 年 A 股市场将面临着空前的供给压力，大量限售股解禁，从非流通状态进入可流通状态。A 股将进入全流通进程中的实质性跨越阶段，A 股可流通比例从

2008 年底的 37% 猛增至 74%。即使不考虑 2009 年一级市场新的股票发行量，二级市场新增的可流通股量仍然相当的惊人。如何缓解 2009 年股票供给压力将可能为 2009 年股市政策的重要目标之一。

3.1 2009 年限售股解禁股：压力及可能的政策

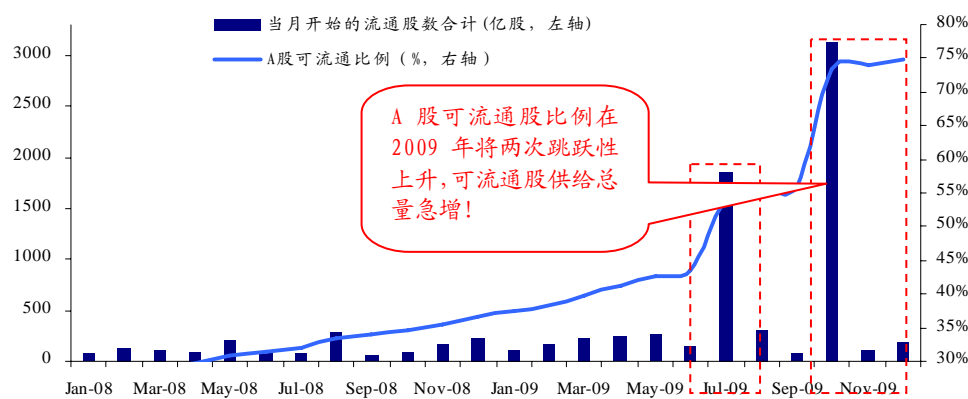
3.1.1 可流通股比例翻倍，下半年压力尤其大

从图中不难看到，2009 年 A 股市场可流通比例将两度跳跃性上升，全流通进程呈质的飞跃。2009 年 A 股可流通股比例将从 2008 年底的 36.73% 猛增至 74.92%，A 股可流通股数量翻了整整一倍，从 6478.61 亿股增至 13561.73 亿股，增幅为 109.33%。如果按照 2008 年 11 月 4 日的 A 股平均股价（总股本加权平均）5.67 元，相当于可流通市值增加了 $(13561.73 - 6478.61) * 5.67 = 40161.27$ 亿元，比 2008 年 11 月 4 日的 A 股总市值 36289.66 亿元还多。

2009 年全年解禁股将较 2008 年翻两倍。2009 年解禁的 A 股是 6847.81 亿股，而 2008 年仅为 1622.02 亿股。2009 年月平均解禁股数量是 2008 年的 2.9 倍，解禁股的数量从 2008 年平均每月 135.17 亿股增至 2009 年月均 393.35 亿股。

从时间分布来看，由于两大银行数千亿股票解禁，2009 年解禁压力在下半年尤其突出，其中 2009 年 7 月份和 10 月的解禁量尤甚。如，2009 年 7 月解禁股的股票总量是 1864.71 亿股，当月的解禁数量就超过 2008 年解禁总量，这主要是因为中国银行有 1713 亿股解禁；2009 年 10 月解禁的股票总量是 3130.57 亿股，当月的解禁数量几乎是 2008 年全年的两倍，这主要是因为工商银行解禁股有 2360 亿股、中国石化解禁股有 570 亿股、上港集团解禁股有 130 亿股。

图 23 2008 年至 2009 年各月 A 股可流通股比例概况



资料来源：WIND 资讯

表 13 2008 年至 2009 年各月 A 股可流通总量及比例一览表

截至日期	本期开始流通股数 合计(亿股)	无限售条件股份数量累计 (亿股)	限售流通股份数量 (亿股)	A 股总股本 (亿股)	A 股可流通比例 (%)	备注
2008-01-31	84.07	4530.40	11509.97	16040.36	28.24	
2008-02-29	128.10	4671.42	11511.77	16183.19	28.87	A 股流通比例在 30%以下,可流通量缓慢增长。
2008-03-31	122.44	4806.39	11581.92	16388.31	29.33	
2008-04-30	98.29	4930.43	11695.64	16626.07	29.65	
2008-05-31	213.16	5189.80	11573.51	16763.31	30.96	
2008-06-30	74.82	5325.71	11553.21	16878.93	31.55	A 股可流通比例从 30%增长到 40%,共用了 11 个月时间,从 2008 年 5 月至 2009 年 3 月。
2008-07-31	69.76	5421.07	11535.69	16956.76	31.97	
2008-08-31	277.27	5772.37	11437.01	17209.38	33.54	
2008-09-30	63.57	5871.59	11412.87	17284.47	33.97	
2008-10-31	103.17	6011.28	11370.72	17382.00	34.58	
2008-11-30	165.23	6212.70	11322.06	17534.76	35.43	
2008-12-31	222.15	6478.61	11160.25	17638.86	36.73	
平均	135.17					
合计	1622.02					
2009-01-31	123.06	6632.49	11068.09	17700.58	37.47	A 股可流通股可供量猛增! A 股可流通比例从 40%增长到 75%,仅只用了 8 个月,从 2009 年 4 月至 2009 年 12 月。
2009-02-28	167.27	6823.25	10918.76	17742.02	38.46	
2009-03-31	234.54	7101.04	10734.69	17835.72	39.81	
2009-04-30	253.38	7381.63	10509.64	17891.27	41.26	
2009-05-31	256.19	7658.56	10278.63	17937.18	42.70	
2009-06-30	150.17	7825.49	10145.35	17970.83	43.55	
2009-07-31	1864.71	9691.21	8286.55	17977.75	53.91	
2009-08-31	305.41	10002.65	7996.71	17999.36	55.57	
2009-09-30	68.21	10088.14	7944.83	18032.98	55.94	
2009-10-31	3130.57	13220.15	4817.89	18038.04	73.29	
2009-11-30	111.70	13335.51	4713.65	18049.17	73.88	
2009-12-31	182.63	13561.73	4539.40	18101.12	74.92	
平均	393.35					
合计	6847.81					

资料来源: WIND 海通证券研究所

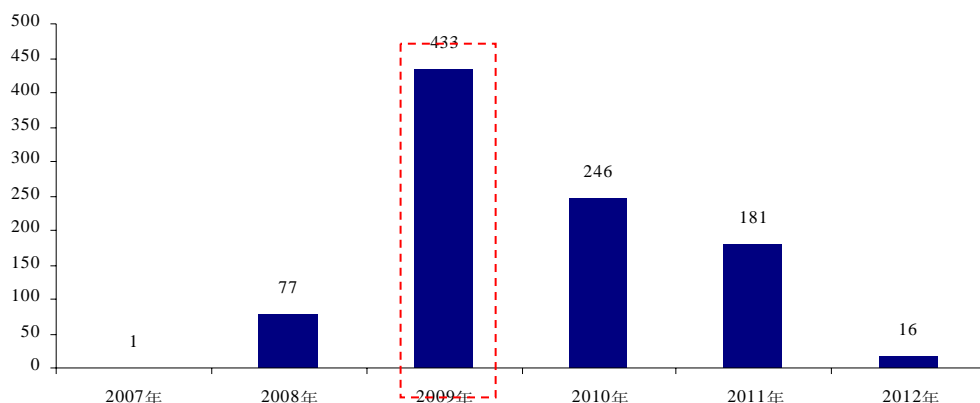
3.1.2 2009 年全流通公司及权重行业的流通比例

2009 年将 433 家上市公司实现全流通,是 2008 年的 5.6 倍,其中不乏在国民经济中具有举足轻重地位的大型公司。

2008 年流通比例较高的行业主要是小市值行业,权重行业的流通比例还比较低,甚至低于平均值,但是到了 2009 年底,情况就将发生很大变化,银行等权重行业的流通比例在 2009 年将大幅上升。如,2008 年 11 月初,两个最大的权重行业能源业和银行业的流通比例是最低的,但是到了 2009 年底,其流通比例将大幅提升。如银行业,中国三大银行即中行、建行和工行全部全流通;能源业也同样如此,中国石化于 2009 年 10 月 10 日全流通。

另外,许多重要上市公司也将成为全流通公司,如,四大航运公司及所属公司:中远航运、中海发展、招商轮船、中海海盛、中远航运。煤炭行业的主要公司基本也在 2009 年末实现全流通,如潞安环能、平煤股份、金牛能源、国阳新能、大同煤业、神火股份等。电力行业中的大唐发电、华能国际和国电电力等也实现全流通。

图 24 2008 年~2012 年每年 A 股新增全流通上市公司家数 (家数)



资料来源: WIND 资讯

表 14 当前 A 股各行业的流通比例

行业	权重 (%)	A 股总市值 (亿元)	市盈率 (整体法)	市净率 (整体法)	A 股可流通比例 (%)
零售业	1.50	1651.21	17.80	2.17	72.06
家庭与个人用品	0.13	148.46	27.17	1.87	70.85
医疗保健设备与服务	0.05	56.44	27.56	1.57	70.67
制药、生物科技与生命科学	2.29	2526.85	18.35	2.63	64.42
食品与主要用品零售 II	0.43	478.27	17.90	1.89	64.06
技术硬件与设备	1.56	1715.45	16.28	1.40	62.15
耐用消费品与服装	2.08	2295.68	11.15	1.48	60.88
软件与服务	0.53	581.37	19.95	2.58	60.72
半导体与半导体生产设备	0.17	187.01	15.24	1.50	60.15
房地产	3.41	3763.49	11.87	1.55	60.10
食品、饮料与烟草	3.37	3720.69	22.77	3.41	56.74
公用事业	4.35	4797.38	28.06	1.81	55.36
消费者服务	0.43	475.77	18.67	1.97	54.76
资本货物	7.54	8310.86	13.16	1.80	53.00
媒体	0.35	387.69	24.10	2.07	52.40
汽车与汽车零部件	1.23	1360.06	10.31	1.09	52.00
商业和专业服务	0.09	103.08	22.31	1.67	51.96
材料	10.97	12097.49	9.03	1.33	51.50
电信服务	0.96	1053.78	15.74	1.82	49.21
多元金融	2.93	3228.35	13.65	2.86	39.38
运输	5.70	6286.67	7.74	1.61	37.28
保险	5.36	5910.18	32.57	3.09	19.29
银行	20.09	22153.17	9.68	1.86	16.99
能源	24.69	27219.34	15.11	2.30	10.99
全部 A 股	100.00	110247.00	12.41	1.94	34.97

注: 数据截止 2008 年 11 月 4 日

资料来源: WIND 海通证券研究所

表 15 到 2009 年末部分重要行业中实现全流通的上市公司

主要行业	2009 年底实现全流通的主要上市公司
能源业	中国石化、潞安环能、平煤股份、金牛能源、国阳新能、大同煤业、神火股份、上海能源、盘江股份、郑州煤电、兰花科创、国际实业、四川圣达等
银行业	建设银行、工商银行、中国银行、招商银行、民生银行、浦发银行等
钢铁业	宝钢股份、首钢股份、马钢股份、南钢股份、济南钢铁、八一钢铁、抚顺特钢、酒钢宏兴、中钢天源等
航运业	中远航运、中海发展、招商轮船、中海海盛、中远航运等
电力	华电国际、大唐发电、国电电力、上海电力、广州控股、国投电力、华银电力、闽东电力、华电能源、桂东电力等

资料来源: WIND 海通证券研究所

表 16 2009 年将实现全流通的最大 20 家上市公司一览表

股票代码	股票简称	实现全流通的时间	A 股合计(亿股)	股票代码	股票简称	实现全流通的时间	A 股合计(亿股)
601398.SH	工商银行	2009-10-27	2509.62	600104.SH	上海汽车	2009-12-04	65.51
601988.SH	中国银行	2009-07-06	1778.19	600000.SH	浦发银行	2009-05-12	56.61
600028.SH	中国石化	2009-10-10	699.22	601333.SH	广深铁路	2009-12-22	56.52
600050.SH	中国联通	2009-05-19	211.97	600795.SH	国电电力	2009-08-31	54.48
600018.SH	上港集团	2009-10-27	209.91	600808.SH	马钢股份	2009-03-31	50.26
600016.SH	民生银行	2009-08-24	188.23	600027.SH	华电国际	2009-08-01	45.90
601006.SH	大秦铁路	2009-08-03	129.77	601872.SH	招商轮船	2009-12-01	34.33
600036.SH	招商银行	2009-02-27	120.45	600208.SH	新湖中宝	2009-11-30	28.22
601991.SH	大唐发电	2009-12-21	84.64	601588.SH	北辰实业	2009-10-16	26.60
601111.SH	中国国航	2009-08-18	78.46	000100.SZ	TCL 集团	2009-04-20	25.86

资料来源: WIND 资讯

3.1.3 缓解 2009 年解禁压力的三种情形

因此,能否有效缓解 2009 年 A 股供给压力极可能成为 2009 年股市政策的重要目标之一。那么,在何种情形下才能缓解 2009 年大量解禁股对二级市场的供给压力呢?

三种情形:

一是减少一级市场新股发行。这样可以减少当年新股发行后产生的后续新增可流通股。

二是加强对前五大股东的解禁股减持进程与速度的控制。因为他们即使少量减持,其绝对数也相当巨大,并产生倍数效应。

三是 2009 年推行的国家经济振兴计划对国家权重产业景气周期下滑的有效干预。解禁数量巨大的权重股以及已实现全流通的权重股在 2009 年至 2010 年的业绩增长变化至关重要。如果它们中的大多数业绩下滑明显,那么,它们大股东的减持意愿会表现得更加强烈。

从 2008 年以及 2009 年解禁股的类型来看,真正来自于股改所释放的解禁股在全部解禁股中所占比例并不是太大,反倒是因新股发行而产生的新增限售解禁股的量更大、更可观。

WIND 统计数据显示,来自于新股发行和再融资的限售解禁股包括:首发原股东限售、定向增发机构限售、公开增发机构限售、配股原股东限售等,2009 年这几项限售股累计占比接近 70%。

而来自股权分置改革的限售股的解禁量只占 30%。

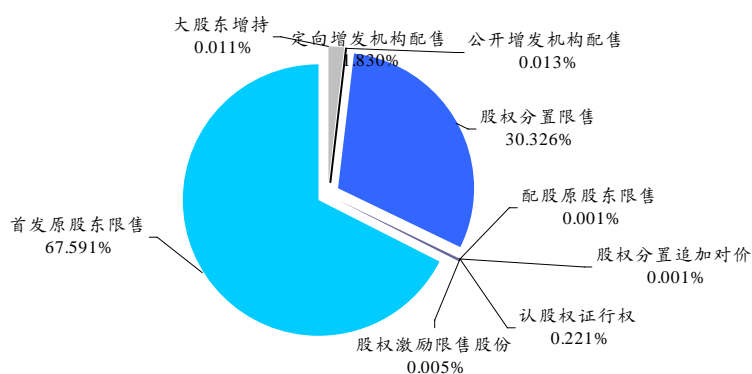
因此，如果在 2009 年大幅降低 A 股市场的融资与再融资数量，将非常有利于缓解 2009 年当年以及其后几年的股票供给压力。

表 17 2009 年 A 股解禁股的类型一览表

2009 年解禁股的类型	股票数量(万股)	占比 (%)
首发原股东限售	46285286.60	67.5913
定向增发机构配售	1253397.35	1.8304
公开增发机构配售	9218.94	0.0135
配股原股东限售	528.96	0.0008
认股权证行权	151165.09	0.2207
股权分置限售	20766796.14	30.3262
大股东增持	7515.59	0.0110
股权分置追加对价	640.00	0.0009
股权激励限售股份	3585.52	0.0052
合计	68478134.20	100.0000

资料来源：WIND 资讯

图 25 2009 年解禁股的构成及比例



资料来源：WIND 资讯

2009 年 A 股的解禁压力除了体现在总量上外，还更多地体现在部分大型公司的第一大股东以及前十大股东持有股票的集中解禁以及减持意愿上。

平均来看，目前全部 A 股中 35.91% 的股票集中持有在第一大股东手中，55.81% 的 A 股持有在前十大股东手中。因此，大股东是否减持以及减持意愿的高低直接影响着股票在解禁当年的供求状态。我们看到，在 2008 年第三季度，大股东甚至是第一大股东仍在减持。具体情况参见本文在“大股东及高管增减持分析”中相关内容。

表 18 A 股上市公司第一大股东持股比例情况

大股东持股比例及比例区间	平均 (%)	最高 (%)	最低 (%)	(0%, 10%)	(10%, 30%)	(30%, 50%)	(50%, 60%)	(60%, 70%)	(70%, 80%)	(80%, 100%)	总数
能源	33.55	70.44	6.93	2	16	14	5		1		38
材料	51.16	86.29	8.41	1	5	6	14	4	4	1	35
资本货物	36.79	69.97	10.5	-	20	29	11	3			63
商业服务与用品	34.06	73.29	8.5	1	30	28	8	2	1		70

运输	41.68	66.825	28.33	-	1	4		1		6	
汽车与汽车零部件	34.11	70.21	8.07	1	14	15	2	1	1	34	
耐用消费品与服装	35.26	71.75	8.87	3	63	74	23	7	1	171	
酒店、餐馆与休闲	33.70	56	8.02	1	27	37	5			70	
媒体	41.32	84	6.73	2	34	61	24	15	5	2	143
零售业	36.26	83.83	9.22	1	101	93	28	17		2	242
食品与主要用品零售	33.67	65.95	4.83	4	43	39	8	5			99
食品、饮料与烟草	36.21	76.8	13.37	-	9	11	3	1	1		25
家庭与个人用品	38.72	78.14	9.27	1	19	25	10	5	2		62
医疗保健设备与服务	39.34	63.31	4.49	1	6	19	6	2			34
制药与生物科技	43.15	72.94	10.9	-	16	27	15	7	1		66
银行	31.18	63	7.75	2	54	31	12	3			102
多元金融	30.62	66.77	8.99	1	50	29	7	5			92
房地产	28.17	68.37	5.9	3	15	5	1	4			28
软件与服务	38.84	82.09	1.48	2	26	23	11	7	2	1	72
技术硬件与设备	36.66	80.14	0.32	1	18	20	5	4		1	49
半导体及其生产设备	38.48	73.14	19.49	-	5	5	1	1	1		13
电信服务	27.83	77.89	6.21	6	41	19	4	1	1		72
全部证券	35.91	86.29	0.32	33	613	614	203	95	21	7	1586

资料来源：WIND 资讯 采取 2008 年中期数据

表 19 A 股前十大股东持股比例情况

大股东持股比例	平均(%)	最高(%)	最低(%)	(0%, 10%)	(10%, 50%)	(50%, 60%)	(60%, 70%)	(70%, 80%)	(80%, 100%)	总数
能源	53.05	80.84	23.29		13	13	8	3	1	38
材料	70.64	97.8234	24.51		4	2	12	6	11	35
资本货物	55.71	85.9	19.49		22	13	14	13	1	63
商业服务与用品	52.10	85.2	24.2		30	19	15	3	3	70
运输	67.49	93.8299	53.77			3	1	1	1	6
汽车与汽车零部件	57.09	81.99	16.23		10	8	5	10	1	34
耐用消费品与服装	54.66	99.8	18.36		66	48	25	28	4	171
酒店、餐馆与休闲	57.22	79.96	24.35		25	13	12	20		70
媒体	60.26	90.55	21.87		40	28	34	26	15	143
零售业	56.47	86.25	20.54		79	60	56	38	9	242
食品与主要用品零售	53.55	85.78	11.73		38	25	26	8	2	99
食品、饮料与烟草	58.54	83.91	31.862		9	3	5	7	1	25
家庭与个人用品	56.05	94.894	25.62		17	25	8	8	4	62
医疗保健设备与服务	57.76	84.92	25.7		9	13	6	4	2	34
制药与生物科技	62.96	92.12	26.391		14	10	21	11	10	66
银行	53.89	88.992	13.86		36	31	17	13	5	102
多元金融	50.57	97.291	13.15		45	23	13	8	3	92
房地产	64.42	97.26	23.401		9	5	2	4	8	28
软件与服务	55.06	88.78	6.39	1	25	12	21	7	6	72
技术硬件与设备	55.34	85.91	2.25	1	17	11	7	10	3	49
半导体与其生产设备	57.49	82	39.1		3	7	1	1	1	13
电信服务	43.82	88.7	13.0313		46	10	11	4	1	72
全部证券	55.81	99.8	2.25	2	557	382	320	233	92	1586

资料来源：WIND 资讯 2008 年中期

因此，对大股东持有的解禁股的有效控制对于缓解供给压力将会比较有效。

目前中央国资委和地方国资委对于所属大型上市公司的股权减持问题已经采取了一些指导性的意见，但是实际执行情况如何，目前还不能断定。

最后，上市公司大股东是否减持还取决于一个重要的基本因素就是上市公司、尤其是权重行业的权重公司在 2009 年和 2010 年间业绩增长的趋势性变化。

小结：

综合来看，对于 2009 年 A 股供给压力能否缓解，投资者要重点跟踪三方面的政策信息。

- 跟踪关注 IPO 政策的最新变化；
- 跟踪关注与大股东持股约束相关的最新政策或措施；
- 跟踪关注 2009 年国家经济刺激与振兴方案以及方案的执行落实对权重行业和权重公司景气周期的干预及影响力度，及时了解以前十大权重公司(解禁量最大或全流通的权重公司，详见前一部分)为代表的重点上市公司的业绩在 2009 年至 2010 年的增长趋势。

可以说，以上三点在 2009 年因为政策、经济增长和业绩变化都是变量而非常量，需要动态跟踪，因此，对 2009 年 A 股的供给压力也不能看得太绝对。

3.2 2009 年一级市场情况推测：新股发行将陷入低迷

一级市场是股票新增供应量的重要来源，也是股市繁荣的重要表现。2007 年 A 股市场在短短的一年中吸纳了大量大型企业，2008 年在股市下跌了 70% 的情况下所募集资金仍然达 3000 多亿元（A 历史上的次高量）。那么，2009 年将如何呢？在二级市场存量股票大量变成流通股的情况，一级市场是否会进一步增加新的供给量呢？

3.2.1 2008 年新股发行情况

2008 年并没有承接 2007 年的一级市场的繁荣，发行募资额快速下降，不过仍然是 A 股历史上的次高量。

2008 年新股融资额小于增发等再融资额。2008 年共有 78 家新股发行，IPO 募集资金过千亿元，达 1040 亿元，而增发实际所募资总额就达 1884.84 亿元。这是近两年来首次出现的再融资额超过新股融资的情形。

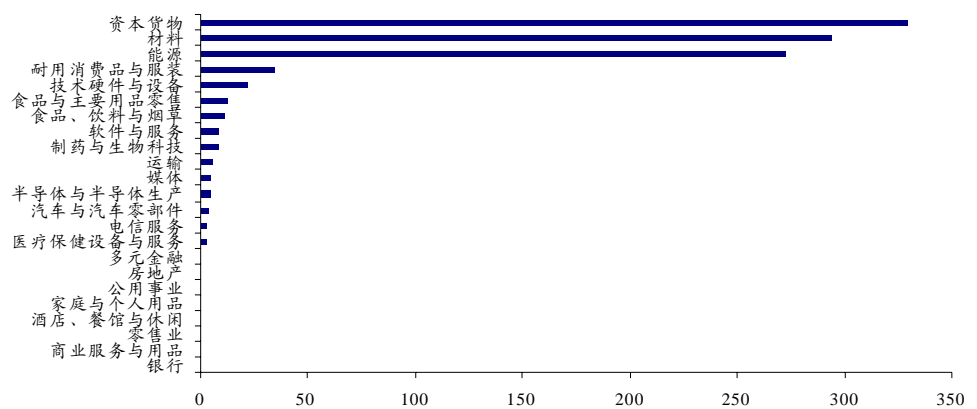
2008 年通过 IPO 募资最多的行业是机械设备制造、建筑业等资本品行业。

表 20 2008 年新股发行募资额、发行市盈率、发行价和家数的行业分布概况

行业	募资情况(亿元)		平均发行市盈率(倍)			平均发行价(元)	公司总数(家)
	募合计	平均	中值	最高	最低		
资本货物	329.33	27.44	27.285	30.56	16.03	11.26	12
材料	294.33	10.90	28.81	43.87	6.67	11.64	27
能源	272.45	68.11	29.955	43.71	21.21	10.24	4
耐用消费品与服装	34.10	8.53	21.59	23	19.59	14.57	4
技术硬件与设备	22.00	3.14	29.17	29.98	19.87	13.35	7
食品与主要用品零售	12.34	6.17	28.945	29.98	27.91	19.04	2
食品、饮料与烟草	11.01	3.67	27.71	29.99	13.78	16.42	3
软件与服务	8.33	2.78	29.97	29.98	29.32	12.28	3
制药与生物科技	8.27	2.76	29.89	29.97	25.12	8.22	3
运输	5.22	2.61	29.1	29.96	28.24	12.09	2
媒体	4.68	4.68	29.96	29.96	29.96	6.98	1
半导体与半导体生产设备	4.32	4.32	29.97	29.97	29.97	10.79	1
汽车与汽车零部件	3.32	1.66	28.06	29.94	26.18	3.79	2
电信服务	3.07	3.07	19.81	19.81	19.81	15.37	1
医疗保健设备与服务	2.46	2.46	29.08	29.08	29.08	9.48	1
商业服务与用品	0.00	0.00	0	0	0	0.00	0
银行	0.00	0.00	0	0	0	0.00	0
零售业	0.00	0.00	0	0	0	0.00	0
酒店、餐馆与休闲	0.00	0.00	0	0	0	0.00	0
家庭与个人用品	0.00	0.00	0	0	0	0.00	0
公用事业	0.00	0.00	0	0	0	0.00	0
房地产	0.00	0.00	0	0	0	0.00	0
多元金融	0.00	0.00	0	0	0	0.00	0
全部证券	1040.05	13.51	28.55	43.87	6.67	12.17	78

资料来源: WIND 资讯 (数据截止日: 2008 年 11 月 11 日)

图 26 2008 年新股 IPO 募资规模的行业分布图 (亿元)



资料来源: WIND

表 21 2008 年 IPO 募资金量最大的 10 家上市公司

代码	名称	发行价格(元)	发行数量(万股)	募集资金合计(亿元)	上市日期	行业
601898.SH	中煤能源	16.83	152533.34	256.71	20080201	采掘业
601186.SH	中国铁建	9.08	245000	222.46	20080310	建筑业
601899.SH	紫金矿业	7.13	140000	99.82	20080425	采掘业
601958.SH	金钼股份	16.57	53800	89.15	20080417	采掘业
601766.SH	中国南车	2.18	300000	65.40	20080818	制造业-机械、设备、仪表
002242.SZ	九阳股份	22.54	6700	15.10	20080528	制造业-机械、设备、仪表
002269.SZ	美邦服饰	19.76	7000	13.83	20080828	批发和零售贸易
002244.SZ	滨江集团	20.31	6000	12.19	20080529	房地产业
002240.SZ	威华股份	15.7	7669	12.04	20080523	制造业-木材、家具
002267.SZ	陕天然气	10.59	10000	10.59	20080813	电力、煤气及水的生产和供应业

资料来源: WIND

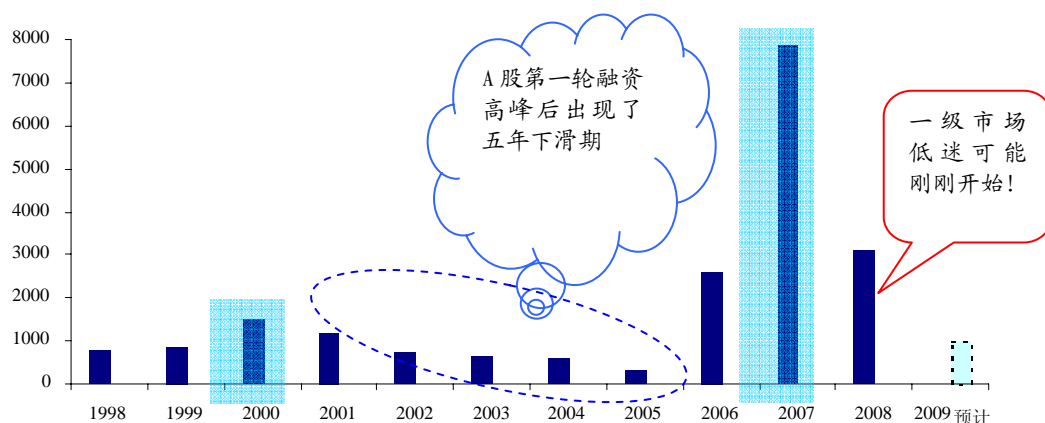
3.2.2 预计 2009 年新股发行量将继续下降

一二市场永远是荣辱与共、进退相随，中外皆然。自 2008 年 9 月中旬以来，一级市场就基本处于半停止状态。从 9 月 5 日华昌化工（002274）之后，就没有新的公司发布招股书，一级市场的招股活动已基本停顿。从 9 月 16 日之后，发审委再也没有审核过新股发行项目。

我们认为，2009 年一级市场继续低迷，理由有：一是 2009 年供求压力太大，不适宜再增加更多的发行量，二是 2009 年要消化因 2007 年—2008 年大量发行带来的新的增量流通股。详见“2009 年 A 股市场限售股解禁分析”部分。三是 2008 年有较多已经过会还未 IPO 的企业等。

从近 11 年来的情况看，第一轮融资高峰后经历了长达五年的低迷期，此次一级市场的低迷期也许只是刚刚开始，而且随着跌破发行价的公司日益增多，企业发行股票的热情也逐步降温。预计 2009 年 IPO 募资金量可能明显低于 2008 年。

图 27 1998 年~2008 年间历年股市的融资总额（亿元）



资料来源: WIND (截止 2008 年 11 月 11 日)

表 22 近 11 年来 A 股市场的两次融资高峰（1998 年~2008 年）

年度	融资总额 (亿元)	IPO 统计				增发统计			配股统计		
		首发家数 (家)	首发股数 (亿股)	首发实际募集资金 (亿元)	首发市盈率	增发家数 (家)	增发股数 (亿股)	增发实际 募集资金 (亿元)	配股家数 (家)	配股股数 (亿股)	配股实际 募集资金 (亿元)
1998	772.10	111	81.11	404.40	10.09	7	6.35	29.80	160	51.59	337.90
1999	846.73	94	86.18	485.46	20.39	4	5.16	49.31	116	41.75	311.96
2000	1508.57	146	120.87	846.26	32.88	18	11.10	165.37	161	56.07	496.93
2001	1184.14	68	79.73	547.24	32.26	24	15.71	217.87	126	42.05	419.03
2002	712.88	71	121.24	501.42	19.22	27	16.88	156.84	22	6.54	54.62
2003	624.27	66	83.64	438.30	18.30	17	12.53	112.60	25	10.35	73.37
2004	593.08	98	54.88	336.04	17.40	11	22.44	155.91	23	22.98	101.13
2005	333.21	15	13.92	54.82	20.43	5	53.30	275.97	2	0.55	2.42
2006	2628.51	71	394.83	1600.63	24.45	57	206.76	1023.77	2	1.11	4.10
2007	7865.89	121	413.69	4381.04	29.67	156	314.86	3258.84	7	19.55	226.01
2008	3098.44	78	121.38	1009.22	26.75	115	182.45	1940.91	9	12.79	148.31
合计	20167.83	939.00	1571.47	10604.83	-	441.00	847.54	7387.21	653.00	265.33	2175.79

资料来源：WIND 资讯（截止 2008 年 11 月 11 日）

3.3 大股东增持、减持和回购行为：逐步市场化

在 A 股全流通推进过程中，上市公司大股东将会日益成为股票二级市场中积极而重要的参与者，他们的主要行动不外乎三种，即增持、减持以及回购。目前管理层已经推出了与这三种行动相关的一些政策或措施，预计今后还会更进一步，也将更详细具体，使其规范并常规化、市场化。

从大股东及高管增减持上市公司股票的行动，可以读取两方面的信息，一是大股东及高管对本公司股票内在价值的基本判断；二是从数量的多寡可以反映出实业投资收益与股票投资收益间均衡的情形。

我们认为，2009 年上市公司大股东及高管会更加关注所持公司股票的价格变动，同类公司或上下游公司间的并购行动将较 2008 年增多。

3.3.1 2008 年大股东和高管增减持情况总览

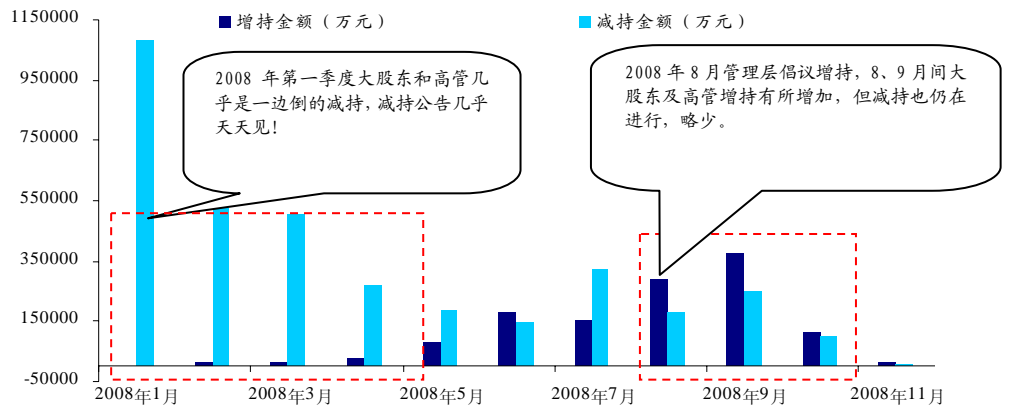
总的来看，2008 年大股东及高管股票减持量多于增持量。截止到 2008 年 11 月 6 日增减持差额为-233 亿元，而上下半年又有一些变化，大股东及高管共计减持了 360 亿元，增持了 125 亿元，减持金额是增持金额的 2.8 倍。

2008 年上半年大股东及高管减持股票非常积极，减持量远远多于增持量。2008 年上半年，大股东及高管几乎是一边倒地选择减持。2008 年 1 至 3 月份，平均月减持 71.22 亿元，其中仅 1 月份就减持了 111 亿元，减持公告 157 次，几乎是每个交易日都有上市公司大股东或高管发布减持公告，涉及到了的上市公司有 100 多家；而增持方面仅有两次高管增持，金额仅 7.58 万元。

但下半年情况有所好转，增持量开始略多于减持量，不过从两者的差额来看，下半年也并没有出现类似于上半年一边倒地情形。

而回购仅只有两例公告（天音控股、海马股份），显然时机尚不够成熟，2009 年上市公司回购的时机和条件会更加成熟。

图 28 2008 年大股东与高管增减持金额分布



资料来源: WIND 资讯 (说明: 按月度, 截止 2008 年 11 月 6 日)

表 23 2008 年 1~11 月上市公司大股东及高管增减持情况一览表

时间	增持股数 (万股)	增持金额 (万元)	减持股数 (万股)	减持金额 (万元)	增减持股票之差 (万股)	增减持金额之差 (万元)
2008 年 1 月	0.46	7.58	77887.16	1108618.28	-77886.70	-1108610.70
2008 年 2 月	876.68	15519.54	29168.07	526666.95	-28291.39	-511147.41
2008 年 3 月	672.72	12669.06	33272.18	501324.05	-32599.46	-488654.99
2008 年 4 月	2278.21	30096.19	18819.58	272440.15	-16541.37	-242343.96
2008 年 5 月	5541.44	78417.14	16604.46	184501.87	-11063.02	-106084.73
2008 年 6 月	14640.59	178971.29	15770.23	148657.10	-1129.64	30314.19
2008 年 7 月	17115.33	149116.56	30453.90	319687.00	-13338.57	-170570.44
2008 年 8 月	32423.81	289904.42	21741.60	180552.54	10682.21	109351.88
2008 年 9 月	50386.48	371853.85	31232.55	247584.89	19153.93	124268.96
2008 年 10 月	18420.16	115495.27	15186.64	97385.21	3233.52	18110.06
2008 年 11 月	3195.41	14311.48	1632.40	7770.22	1563.01	6541.26
合计	145551.29	1256362.38	291768.77	3595188.26	-146217.48	-2338825.88

资料来源: WIND 资讯 (说明: 数据截止日期为 2008 年 11 月 6 日)

尽管管理层在 2008 年 8 月下旬倡议大股东增持, 但是上市公司大股东的减持行动仍然马不停蹄。如, 从 2008 年 10 月份的减持明细单来看, 上市公司大股东的减持行动还是比较坚决, 反映在以下几方面:

一、统计资料显示, 上市公司多数是小单增持、大单减持。

10 月份 16 家上市公司的大股东减持了 1.08 亿股, 平均单家减持 674 万股, 最大单次减持量多达 2700 万股, 最少的单笔减持量也有达 153 万股。而增持的 1.6 亿股却是由 58 家上市公司大股东合计完成的, 平均每家增持量 281 万股。

二、在减持名单中我们看到, 10 月份多数是前五大股东在主动减持到期解禁股份。

如 ST 耀华 (600716) 的第一大股东耀华玻璃集团在 10 月 13 日通过大宗交易系统减持了 2700 万股。四川美丰 (000731) 的大股东重庆国投一直在减持, 10 月份又继续减持了 1381 万股, 已经从第四大股东降为第五大股东。明天科技 (600091) 的第三大股东浙江恒际实业发展公司共持有 2099 万股, 在 10 月份就减持了 1682 万股, 将手中股份的 80% 减持了。还有, 联合华纤 (600617) 的第二大股东减持、荣华实业 (600311) 的第三大股东减持等。

表 24 2008 年 10 月上市公司股东减持情况一览

代码	名称	变动截至日期	股东名称	是否解禁股份	方向	减持数量 (万股)	大宗交易 数量(万股)
000835.SZ	四川圣达	20081024	四川圣达集团有限公司	是	减持	446.98	
000731.SZ	四川美丰	20081023	重庆国际信托有限公司 (第五大股东)	是	减持	1381.5	1381.5
002155.SZ	辰州矿业	20081023	上海麟风创业投资有限公司	是	减持	727.1	727.1
000731.SZ	四川美丰	20081022	重庆国际信托有限公司	是	减持	153.5	153.5
600198.SH	ST 大唐	20081021	西安高科(集团)公司	是	减持	657.96	654
600617.SH	联华合纤	20081021	刘赛琰 (第二大股东)	是	减持	175.75	
601328.SH	交通银行	20081017	上海交大昂立股份有限公司	否	减持	910	
000671.SZ	阳光发展	20081015	福建亿力电力科技股份有限公司	是	减持	113.29	
600091.SH	明天科技	20081015	浙江恒际实业发展有限公司 (第三大股东)	是	减持	1682.63	1682.63
600716.SH	ST 耀华	20081013	中国耀华玻璃集团公司 (第一大股东)	是	减持	2700	2700
600993.SH	马应龙	20081010	武汉国资及其一致行动人武汉华汉投资管理有限公司	是	减持	27.68	
000996.SZ	中国中期	20081010	广州骏益投资有限公司	是	减持	217.7	
002015.SZ	霞客环保	20081010	江阴市伊马机电有限公司	是	减持	191	
000835.SZ	四川圣达	20081009	怡威发展有限公司	是	减持	258.9	
000759.SZ	武汉中百	20081008	武汉华汉投资管理有限公司	是	减持	474.81	
600311.SH	荣华实业	20081006	武威塑料包装有限公司 (第三大股东)	是	减持	680.58	
合计						10799.38	7298.73

资料来源: WIND 资料

表 25 2008 年持股占流通股比例 5% 以上的大股东减持解禁股情况

代码	名称	变动截至日期	股东名称	变动数量 (万股)	减持数量占流 通股比(%)	减持参考市值 (万元)	行业
002174.SZ	梅花伞	20080925	福建七匹狼集团有限公司	619.4	18.21	3189.91	耐用消费品与服装
002145.SZ	中核钛白	20080820	北京嘉利九龙商城有限公司	1742	17.44	13918.58	材料 II
600817.SH	ST 宏盛	20080214	上海宏普实业投资有限公司	1045.2	11.63	12448.33	半导体及其生产设备
600565.SH	迪马股份	20080204	重庆东银实业(集团)公司	800	10.96	14416	汽车与汽车零部件
600091.SH	明天科技	20080925	包头市北普实业有限公司	3365.26	10.03	10163.09	材料 II
600617.SH	联华合纤	20080213	中国东方资产管理公司	528.1	9.75	7858.13	房地产
600763.SH	通策医疗	20080108	长沙市逸图物业管理公司	791.57	9.66	10045.02	医疗保健设备与服务
600716.SH	ST 耀华	20081013	中国耀华玻璃集团公司	2700	9.2	12609	材料 II
002145.SZ	中核钛白	20080814	北京嘉利九龙商城有限公司	900	9.01	7020	材料 II
002113.SZ	天润发展	20080306	中国农业生产资料广州公司	398.02	8.77	7833.03	材料 II
600686.SH	金龙汽车	20080707	厦门象屿捷泰贸易有限公司	3317.89	8.26	27737.56	汽车与汽车零部件
000955.SZ	欣龙控股	20080806	北京柯鑫投资有限公司	1478.1	8.2	14529.72	耐用消费品与服装
600145.SH	四维控股	20080125	深圳市高汇达峰投资公司	1787.98	8.13	17146.73	资本货物
601168.SH	西部矿业	20080925	宁波安瑞盛科技有限公司	13073.21	7.64	136353.58	材料 II
000516.SZ	开元控股	20080904	深圳市创新投资集团有限公司	736.33	7.51	4955.5	零售业
600255.SH	鑫科材料	20080703	芜湖恒鑫铜业集团有限公司	1750	7.22	7787.5	材料 II
600722.SH	ST 金化	20080320	广州利德龙科技有限公司	1438.38	7	12039.24	材料 II
002109.SZ	兴化股份	20080612	深圳市稳健投资发展有限公司	873.6	6.88	11479.1	材料 II
002109.SZ	兴化股份	20080826	深圳市稳健投资发展公司	867.74	6.83	9961.66	材料 II
000502.SZ	绿景地产	20080307	深圳市宽天下投资有限公司	824.1	6.76	10944.05	房地产
600644.SH	乐山电力	20081103	眉山市资产经营有限公司	1632.4	6.69	7786.55	公用事业 II
600283.SH	钱江水利	20080121	上海倍臣水务发展有限公司	1046.65	6.63	17405.79	公用事业 II

600706.SH	ST 长信	20080812	陕西省投资集团(有限)公司	436.67	6.54	2388.58	食品与零售
600149.SH	华夏建通	20080319	海南中谊国际经济技术合作有限公司	1673.88	6.36	17425.09	软件与服务
600828.SH	成商集团	20080618	深圳茂业商厦有限公司	500	6.1	9675	零售业
600711.SH	ST 雄震	20080514	上海汇衡科技发展有限公司	210.37	5.89	2713.77	材料 II
600149.SH	华夏建通	20080319	恩平市同和林业投资公司	1520.8	5.77	15831.53	软件与服务
000790.SZ	华神集团	20080701	重庆国际信托投资有限公司	708	5.74	5012.64	资本货物
600848.SH	自仪股份	20080229	中国东方资产管理公司	820.22	5.71	12844.65	资本货物
600372.SH	*ST 昌河	20080109	中国航空科技工业股份公司	994	5.69	10466.82	汽车与其零部件
000988.SZ	华工科技	20080227	武汉华中科技大产业集团公司	1008.46	5.41	13069.64	技术硬件与设备
600291.SH	西水股份	20080902	内蒙古乌海西卓子第三产业开发公司	1600	5.31	11648	材料 II
600844.SH	丹化科技	20080704	上海盛宇企业投资有限公司	472.02	5.27	12772.86	材料 II
600711.SH	ST 雄震	20080418	上海汇衡科技发展有限公司	186.96	5.23	2864.23	材料 II
600611.SH	大众交通	20080201	国泰君安证券股份有限公司	1824	5.18	29749.44	运输
600506.SH	香梨股份	20080801	哈密中农科发展有限公司	645.59	5.12	7127.31	食品、饮料与烟草
600611.SH	大众交通	20080125	国泰君安证券股份有限公司	1800	5.11	37332	运输
600091.SH	明天科技	20081015	浙江恒际实业发展有限公司	1682.63	5.02	4677.71	材料 II
002148.SZ	北纬通信	20080815	海南鑫宏实业投资有限公司	225	5	2934	电信服务 II

资料来源: WIND 资料 (统计日: 2008 年 11 月 13 日)

3.3.2 2009 年大股东增减持和回购可能逐渐市场化

虽然 2009 年大股东增持并不能改变股票供求严重失衡的状态,但是我们认为,如果前十大股东不减持,就能维持现在的供求平衡状态。毕竟有三分之一的 A 股为第一大股东所持有; 半数的 A 股为前十大股东所持有。

2008 年管理层已推出了与大股东增持、减持以及回购相关的规则与政策,预计 2009 年还会有新的、更加细化的规则,并促使大股东行动趋向市场化。

那么大股东及高管在什么情况下增持意愿会比较强烈呢?

一是大股东和高管认为股价严重低估。如 PB 值小于 1,且公司资产质量非常好。

二是大股东及高管认为公司在未来一两年内业绩将保持较快增长或有非常好的盈利项目能使公司盈利突增。

三是出于股权控制或并购需要。如 2008 年中海螺水泥出于股权控制需要大量增持冀东水泥股票并从第二大股东一跃成为第一大股东,持股量超过了河北冀东集团。

四是出于其他需要,如行政管理需要、管理层倡议、政策鼓励与指导等。

从实际状况看,2008 年 8 至 11 月份大股东增持公司股票与估值高低并没有明显的普遍关联。

统计显示,2008 年大股东增持的股票,绝大多数股票在增持时其估值并不低,市净率小于 1 倍的股票也不多,只有 17 家。所以我们认为,从 2008 年的情形看,大股东增减持行动还不是一种纯粹的、成熟的市场行动,2008 年大股东增持股票并不是因为股价严重超跌,但 2009 年因股价超跌增持的公司可能会逐步增多。

我们认为,进入 2009 年,越来越多的大股东拥有可流通的 A 股,他们对 A 股市场的关注程度会越来越高,他们的增持、减持乃至回购行动可能会逐步向常规化、市场化

方向演变，这将形成 2009 年局部的市场投资热点。

表 26 2008 年 9 月至 11 月 6 日间大股东增持股票的市净率低于 1 倍的股票

代码	名称	变动截至日期	股东名称	变动数量 (万股)	变动部分参考 市值(万元)	PB (倍)	PE(TTM) (倍)
600657.SH	ST 天桥	20080922	信达投资有限公司	563.13	2123	(27.61)	(9.51)
600091.SH	明天科技	2008 年 9、10 月	正元投资有限公司	5611.02	16963.8	0.47	(10.62)
000042.SZ	深长城	20081031	深圳市远致投资有限公司	9.35	45.91	0.71	184.33
000898.SZ	鞍钢股份	20081028	鞍山钢铁集团公司	100	543	0.72	4.58
000883.SZ	三环股份	20081010	三环集团公司	13.92	38.42	0.74	28.85
600330.SH	天通股份	20081015	浙江天力工贸有限公司	100	294	0.87	62.83
600291.SH	西水股份	200809	北京新天地互动多媒体技术公司	1905.57	13976.47	0.87	37.76
600808.SH	马钢股份	20080912	马钢(集团)控股有限公司	1376	5545.28	0.90	5.74
600060.SH	海信电器	200809	青岛海信电子产业控股股份公司	987.03	6294.95	0.91	11.71
600978.SH	宜华木业	20080926	宜华企业(集团)有限公司	6	20.52	0.94	9.28
600082.SH	海泰发展	20081013	天津海泰控股集团有限公司	608.34	3252.66	0.95	11.74
600166.SH	福田汽车	20081013	北京汽车工业控股有限责任公司	22.29	104.32	0.96	6.33
000928.SZ	ST 吉炭	20080926	中钢物业管理有限公司	73	316.09	0.96	29.22
600233.SH	大杨创世	20081013	大杨集团有限责任公司	5.1	16.73	0.97	8.50
600740.SH	山西焦化	200809	山西西山煤电股份有限公司	1083.22	6810.86	0.97	19.07
601588.SH	北辰实业	20081013	北京北辰实业集团公司	100	292	0.98	30.91
600963.SH	岳阳纸业	20080908	长信基金管理有限责任公司	499.99	4178.92	0.99	12.42

资料来源: WIND 资讯(截止 2008 年 11 月 6 日)

4. 2009 年业绩增速将呈“前低后高”态势

4.1 三项不利因素重叠导致今年第三季度 A 股净利润同比出现负增长

从单个季度盈利数据看,拥有可比数据的 1592 家 A 股公司(不包括无 2007 年第三季度可比数据的中国铁建、中国中铁、中海集运、中国南车、金钼股份、法因数控、东方雨虹、川润股份、水晶光电与华昌化工等 10 家公司),2008 年第三季度合计实现营业收入为 27865.5 亿元,同比增幅为 22.7%;营业成本合计 19351.6 亿元,同比增幅为 29.6%;合计实现税前利润、净利润与归属母公司股东的净利润分别约为 3035.5 亿元、2384.4 亿元与 2250.8 亿元,同比增幅分别为-11.9%、-6.9%与-6.4%,净利润首现负增长。

表 27 拥有可比数据的 A 股公司 2008 年三个单季度利润表重点科目

会计科目	名称(单位)	2008 年第一季度	2008 年第二季度	2008 年第三季度
营业收入	绝对值(亿元)	24780.6	28007.9	27865.5
	同比增幅(%)	28.3	30.2	22.7
营业成本	绝对值(亿元)	16815.5	19789.6	19351.6
	同比增幅(%)	31.9	37.2	29.6
	影响利润占上年同期总利润的比重(%)	-16.6	-31.3	-29.8
三项费用	绝对值(亿元)	2627.8	2720.6	3086.7
	同比增幅(%)	26.4	13.2	12.9
	影响利润占上年同期总利润的比重(%)	1.4	12.6	7.8
四项资产价格波动损益项目总计	绝对值(亿元)	43.6	-6.9	-447.6
	同比增幅(%)	-90.4	-101.3	-172.9
	影响利润占上年同期总利润的比重(%)	-14.8	-17.2	-30.8
利润	绝对值(亿元)	3006.0	3204.0	3035.5

	同比增幅 (%)	8.9	-1.2	-11.9
扣除四项资产价格波动损益项目后的利润	绝对值 (亿元)	2962.4	3210.9	3483.1
	同比增幅 (%)	28.4	19.2	23.0
净利润	绝对值 (亿元)	2393.6	2550.0	2384.4
	同比增幅 (%)	20.2	5.2	-6.9
归属母公司股东的净利润	绝对值 (亿元)	2234.2	2391.6	2250.8
	同比增幅 (%)	20.0	5.5	-6.4

资料来源: WIND 资讯 (一季度可比公司 1577 家; 第二季度可比公司 1577 家; 第三季度可比公司 1592 家)

从板块角度看, 作为实体经济的最重要组成部分, 拥有可比数据的 928 家 A 股制造业板块公司, 2008 年第三季度合计实现营业收入为 9731.2 亿元, 同比增幅为 19.2%; 营业成本合计 8262.6 亿元, 同比增幅为 21.4%; 合计实现税前利润、净利润与归属母公司股东的净利润分别约为 521.1 亿元、415.4 亿元与 372.2 亿元, 同比增幅分别为 -15.1%、-13.9% 与 -15.1%。

表 28 拥有可比数据的 A 股 933 家制造业公司 2008 年三个单季度利润表重点科目

会计科目	名称 (单位)	2008 年第一季度	2008 年第二季度	2008 年第三季度
营业收入	绝对值 (亿元)	8762.1	10413.3	9731.2
	同比增幅 (%)	29.9	29.7	19.2
营业成本	绝对值 (亿元)	7309.4	8609.3	8262.6
	同比增幅 (%)	31.0	30.1	21.4
	影响利润占上年同期总利润的比重 (%)	-12.1	-3.6	-23.9
三项费用	绝对值 (亿元)	834.4	936.3	920.6
	同比增幅 (%)	26.7	18.9	16.8
	影响利润占上年同期总利润的比重 (%)	4.0	12.3	3.1
四项资产价格波动损益项目总计	绝对值 (亿元)	61.3	37.8	6.4
	同比增幅 (%)	-21.3	-38.4	-93.0
	影响利润占上年同期总利润的比重 (%)	-3.2	-3.4	-13.9
利润	绝对值 (亿元)	663.5	863.4	521.1
	同比增幅 (%)	25.9	25.4	-15.1
扣除四项资产价格波动损益项目后的利润	绝对值 (亿元)	602.2	825.6	514.7
	同比增幅 (%)	34.2	31.7	-1.4
净利润	绝对值 (亿元)	538.1	700.2	415.4
	同比增幅 (%)	34.9	29.3	-13.9
归属母公司股东的净利润	绝对值 (亿元)	499.8	644.9	372.2
	同比增幅 (%)	35.6	29.8	-15.1

资料来源: WIND 资讯 (一季度可比公司, 922 家; 第二季度可比公司, 923 家; 第三季度可比公司, 928 家)

作为实体经济的另一重要组成部分, 拥有可比数据的 633 家 A 股其他公司 (说明: A 股其他公司, 指剔除 14 家银行、3 家保险、8 家证券、两家石油开采公司与制造业后的其他公司), 2008 年第三季度合计实现营业收入为 6801.2 亿元, 同比增幅为 22.7%; 营业成本合计 5370.7 亿元, 同比增幅为 27.3%; 合计实现税前利润、净利润与归属母公司股东的净利润分别约为 642.0 亿元、500.5 亿元与 448.1 亿元, 同比增幅分别为 -16.2%、-14.9% 与 -13.6%。

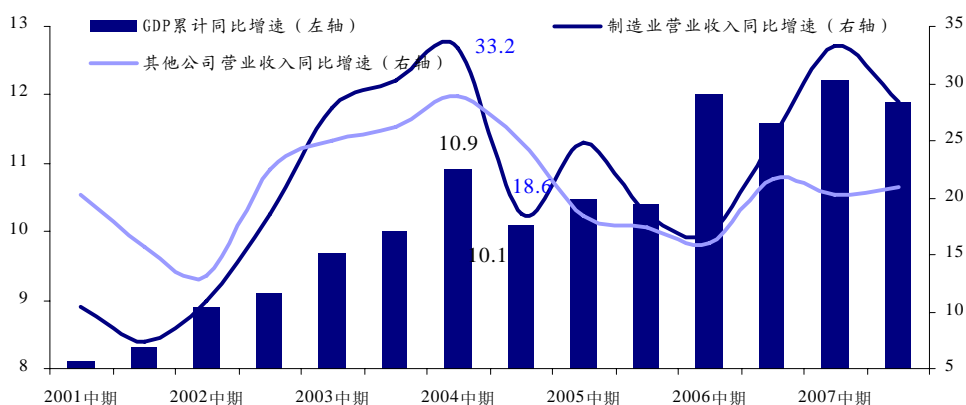
表 29 拥有可比数据的 A 股 637 家其他公司 2008 年三个单季度利润表重点科目

会计科目	名称(单位)	2008 年第一季度	2008 年第二季度	2008 年第三季度
营业收入	绝对值(亿元)	5515.6	6196.7	6801.2
	同比增幅(%)	27.4	25.2	22.7
营业成本	绝对值(亿元)	4256.2	4870.2	5370.7
	同比增幅(%)	28.3	28.8	27.3
	影响利润占上年同期总利润的比重(%)	-5.5	-20.5	-25.6
三项费用	绝对值(亿元)	597.1	569.7	716.5
	同比增幅(%)	20.0	8.0	21.1
	影响利润占上年同期总利润的比重(%)	7.2	13.9	1.2
四项资产价格波动损益项目总计	绝对值(亿元)	33.6	57.7	-2.1
	同比增幅(%)	-49.5	-31.0	-101.8
	影响利润占上年同期总利润的比重(%)	-6.4	-4.0	-15.1
利润	绝对值(亿元)	613.7	714.7	642.0
	同比增幅(%)	19.1	9.1	-16.2
扣除四项资产价格波动损益项目后的利润	绝对值(亿元)	580.1	657.0	644.1
	同比增幅(%)	29.3	14.9	-1.3
净利润	绝对值(亿元)	484.0	558.6	500.5
	同比增幅(%)	24.4	12.0	-14.9
归属母公司股东的净利润	绝对值(亿元)	428.9	500.3	448.1
	同比增幅(%)	26.3	12.5	-13.6

资料来源: WIND 资讯(一季度可比公司, 624 家; 第二季度可比公司, 624 家; 第三季度可比公司, 633 家)

我们认为, 今年第一季度、第二季度 A 股公司整体业绩增速持续大幅放缓, 主要是由于上市公司原材料成本快速上升与资产价格波动损益项目的利润快速下降等两个重要方面因素所引发; 而今年第三季度 A 股公司整体业绩增速之所以延续快速下滑态势并出现负增长, 则是由于上市公司原材料成本继续高企、资产价格波动损益项目的利润继续下降、以及因我国 GDP 增速持续显著放缓引发的上市公司今年第三季度营业收入增速骤降等三项重要不利因素重叠所导致。

图 29 制造业与其他公司营业收入半年度、年度同比增速与我国 GDP 增速 (%)



资料来源: WIND 资讯(说明: 均为可比公司数据)

4.2 A 股公司业绩含金量已有下滑迹象

统计数据显示, 全部 A 股公司今年前三季度加权每股经营性现金流累计为 0.42 元/股, 较上年同期 0.86 元/股的经营性现金流水平相比, 下滑幅度超过 50%; 其中, A 股

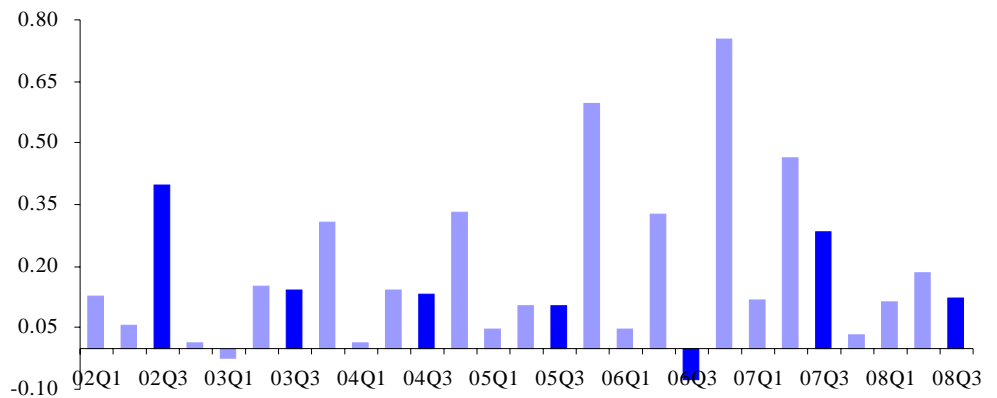
今年第三季度加权每股经营性现金流为 0.125 元/股, 明显低于 2007 年第三季度 0.282 元/股、2008 年第二季度 0.184 元/股经营性现金流水平。

分板块看, 金融与两家石油开采公司整体 (包括 14 家银行、3 家保险公司、8 家证券公司与 2 家石油开采公司), 今年前三季度加权每股经营性现金流累计为 0.53 元/股, 较上年同期 1.27 元/股的经营性现金流水平相比, 下滑幅度接近 60%; 其中, 今年第三季度加权每股经营性现金流为 0.15 元/股, 明显低于 2007 年第三季度 0.44 元/股、2008 年第二季度 0.21 元/股经营性现金流水平。

制造业板块整体今年前三季度加权每股经营性现金流累计为 0.28 元/股, 较上年同期 0.33 元/股的经营性现金流水平相比, 下滑幅度约 20%; 其中, 今年第三季度加权每股经营性现金流为 0.07 元/股, 明显低于 2007 年第三季度 0.13 元/股、2008 年第二季度 0.16 元/股经营性现金流水平。

其他公司板块整体今年前三季度加权每股经营性现金流累计为 0.35 元/股, 与上年同期 0.35 元/股的经营性现金流水平持平; 其中, 今年第三季度加权每股经营性现金流为 0.15 元/股, 高于 2007 年第三季度 0.10 元/股的现金流水平, 但略低于 2008 年第二季度 0.16 元/股经营性现金流水平。我们认为, 随着收入下降趋势的确立 (因需求增速放缓确立), 自 2008 年第四季度起, 其他公司板块的每股经营性现金流同比增速与环比增速都将面临下滑压力。

图 30 全部 A 股公司连续 27 个单季度每股经营性现金流 (元/股)



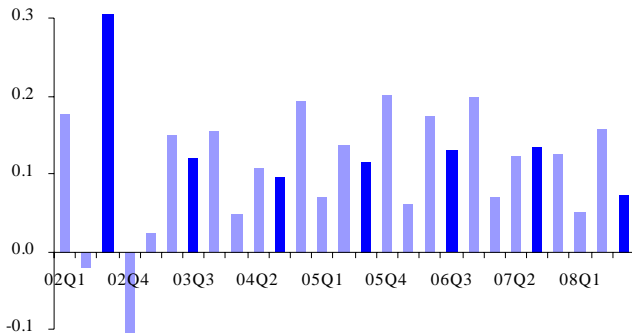
资料来源: WIND 资讯 (说明: 深蓝色代表历年第三季度现金流数据)

表 30 五个权重板块近 11 个连续单季度每股经营性现金流 (元/股)

05Q4	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3
银行板块	-0.487	0.916	-0.506	1.351	0.027	0.677	0.389	-0.165	0.118	0.129	0.191
保险板块	—	2.489	2.572	-0.791	1.000	0.787	0.465	0.843	1.142	1.162	1.888
证券板块	0.088	2.732	-0.655	2.233	5.544	6.753	2.751	-4.748	1.406	1.941	-5.845
两家石油公司	0.048	0.250	0.288	0.581	0.116	0.295	0.517	0.063	0.114	0.193	0.209
金融加石油整体	-0.087	0.600	-0.324	1.172	0.161	0.673	0.438	-0.101	0.172	0.214	0.149

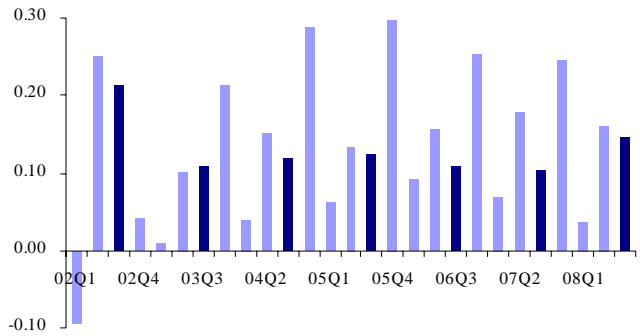
资料来源: WIND 资讯

图 31 制造业板块连续 27 个单季度每股经营性现金流(元/股)



资料来源: WIND 资讯(说明: 深蓝色代表历年第三季度现金流数据)

图 32 其他公司连续 27 个单季度每股经营性现金流(元/股)

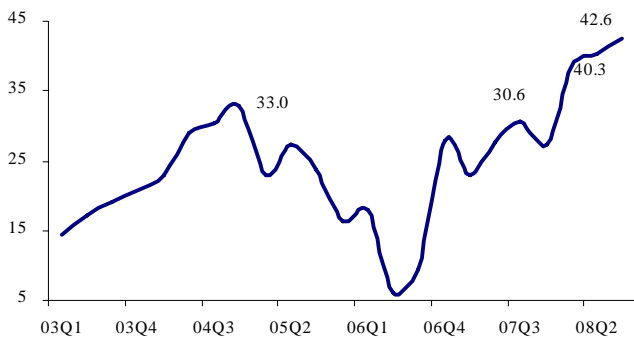


资料来源: WIND 资讯(说明: 深蓝色代表历年第三季度现金流数据)

统计数据显示, A 股制造业板块公司 2008 年前三季度累计存货同比增速为 42.6%, 明显高于同期制造业板块公司 25.1% 的营业收入增幅; 较 2007 年前三季度存货同比增幅 30.6%、2008 年上半年存货同比增幅 40.3% 的水平相比, 分别高出 12 个百分点与 2.3 个百分点; 此外, 制造业公司 2008 年前三季度存销比(存货/同期销售收入)为 27.2%, 较 2007 年前三季度 23.9% 的存销比水平相比, 高出 3.3 个百分点。

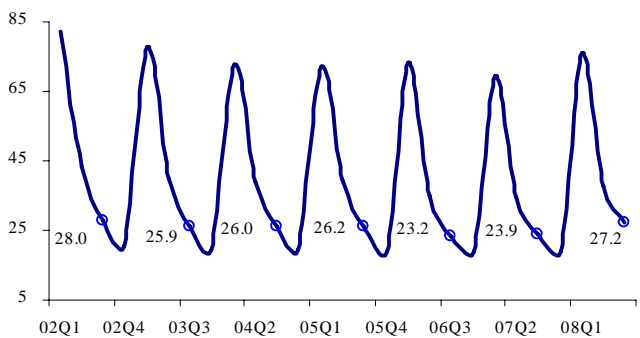
上述表明, 随着市场需求放缓趋势的确立, 制造业公司产品销售压力普遍已明显加大。

图 33 制造业公司历史季度累计存货同比增速趋势(%)



资料来源: WIND 资讯(均为可比公司数据)

图 34 制造业公司历史季度累计存销比变化趋势(%)



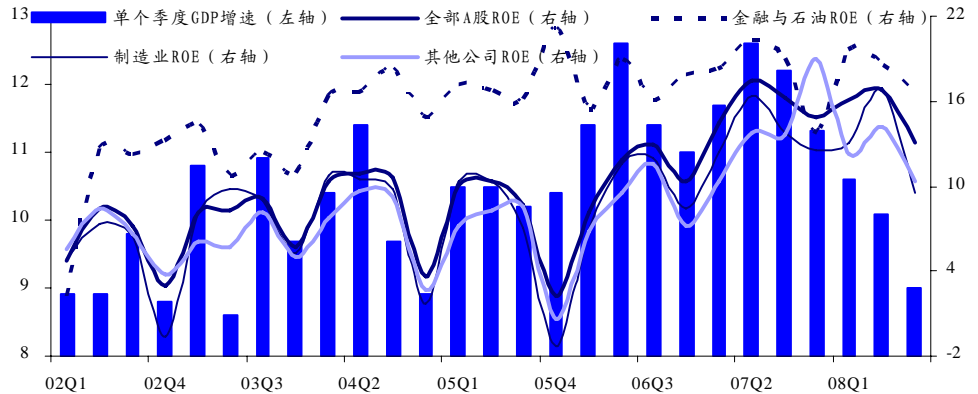
资料来源: WIND 资讯(存销比=存货额/销售收入*100%; 可比公司数据)

4.3 近几个季度 A 股平均毛利率与 ROE 皆面临下降压力

可以预见, 伴随我国宏观经济步入下行周期引发的未来市场需求持续放缓, 上市公司未来营业收入增速将面临持续下滑压力, 并由此可能导致上市公司整体平均毛利率水平与平均 ROE 值等盈利能力指标持续下降。

统计数据显示, A 股公司 2008 年第一季度、第二季度与第三季度年化后的加权平均 ROE 分别为 19.6%、18.5%与 16.5%; 制造业板块公司 2008 年第一季度、第二季度与第三季度年化后的加权平均 ROE 分别为 13.1%、17.0%与 9.6%; 其他公司 2008 年第一季度、第二季度与第三季度年化后的加权平均 ROE 分别为 12.3%、14.1%与 10.4%。

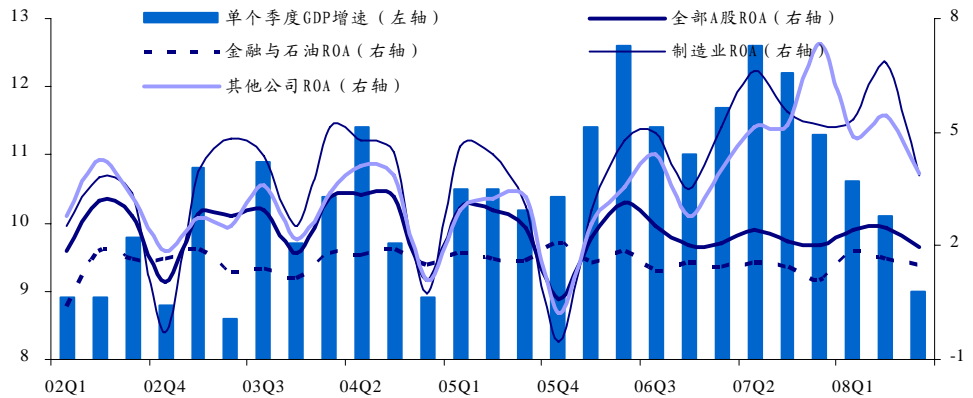
图 35 全部 A 股与三大板块历史单季度年化 ROE 与同期我国 GDP 增速 (%)



资料来源：WIND 资讯（说明：金融加石油板块包括 14 家银行、3 家保险、8 家证券与两家石油开采公司）

统计数据显示，A 股公司 2008 年第一季度、第二季度与第三季度年化后的加权平均 ROA 分别为 2.4%、2.5%与 2.0%；制造业板块公司 2008 年第一季度、第二季度与第三季度年化后的加权平均 ROA 分别为 5.3%、6.8%与 3.8%；其他公司 2008 年第一季度、第二季度与第三季度年化后的加权平均 ROA 分别为 4.9%、5.4%与 3.9%。

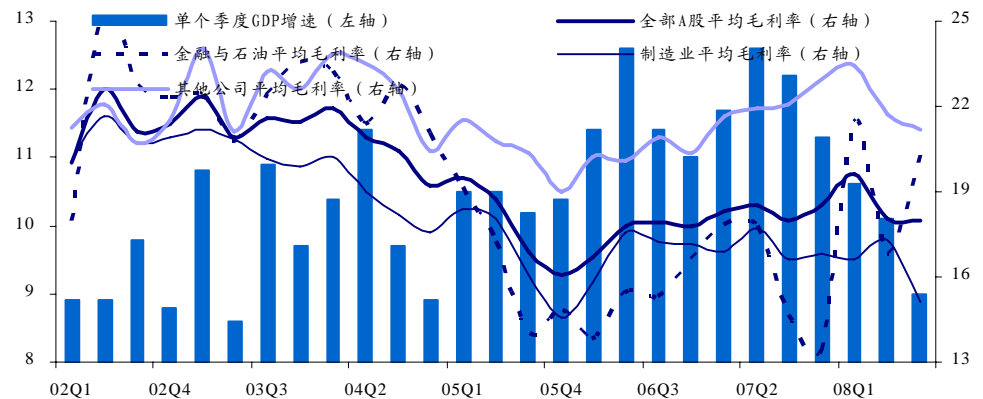
图 36 全部 A 股与三大板块历史单季度年化 ROA 与同期我国 GDP 增速 (%)



资料来源：WIND 资讯（说明：金融加石油板块包括 14 家银行、3 家保险、8 家证券与两家石油开采公司）

统计数据显示，A 股公司 2008 年第一季度、第二季度与第三季度加权平均毛利率分别为 19.6%、18.0%与 18.0%；制造业板块公司 2008 年第一季度、第二季度与第三季度加权平均毛利率分别为 16.6%、17.3%与 15.1%；其他公司 2008 年第一季度、第二季度与第三季度加权平均毛利率分别为 23.4%、21.7%与 21.2%。

图 37 全部 A 股与三大板块历史各季度平均毛利率与同期我国 GDP 增速 (%)



资料来源：WIND 资讯（说明：金融加石油板块包括 14 家银行、3 家保险、8 家证券与两家石油开采公司）

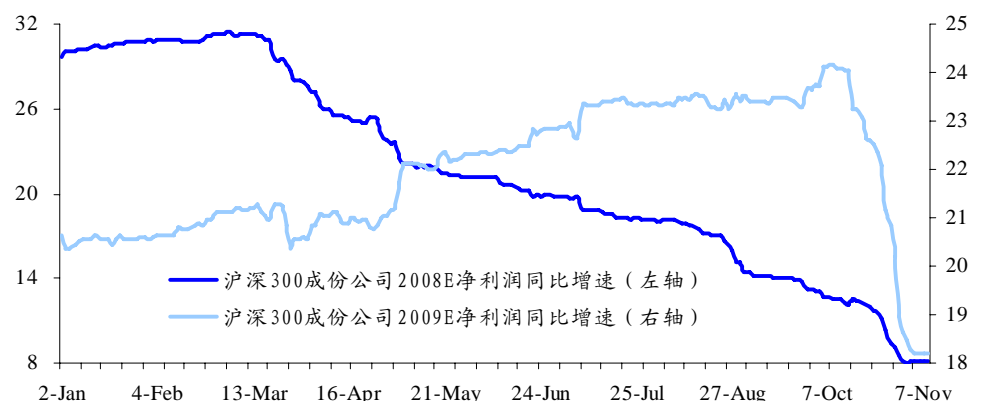
4.4 A 股 2009 年利润增速可能呈现“前低后高”态势

4.4.1 业绩一致预期：行业分析师对 2009 年业绩预测仍有待集中下调

统计数据显示，在经历了 10 月份以来的今年第四次业绩集中下调之后，截止 2008 年 11 月 10 日，行业分析师对沪深 300 成份公司 2008 年净利润一致预期合计值为 9846.8 亿元，与沪深 300 成份公司 2007 年合计实现净利润 9109.0 亿元的水平相比增幅约为 8.1%。

此外，近一个月时间内行业分析师对 2009 年业绩预测进行了今年以来的首次集中下调，截止 2008 年 11 月 10 日，行业分析师对沪深 300 成份公司 2009 年净利润一致预期合计值为 11637.9 亿元，与行业分析师对沪深 300 成份公司 2008 年实现净利润一致与其合计值 9846.8 亿元的水平相比增幅约为 18.2%。我们认为，随着明年一季度期间上市公司 2008 年度业绩报告的陆续公布，行业分析师对 2009 年业绩一致预期仍有可能进行集中下调。

图 38 分析师对沪深 300 成份公司业绩预测一致预期变化趋势 (%)



资料来源：WIND 资讯（数据参考日期：2008 年 11 月 10 日）

4.4.2 A 股 2008 年归属母公司股东的净利润同比增幅约在 2.5%至 5.1%区间

根据统计数据，拥有可比数据的 1597 家 A 股公司（目前 A 股公司总数量为 1602 家；1597 家公司不包括中国南车、中国中铁、中海集运、中国铁建与 S*ST 圣方等 5 家

公司), 2007 年度合计实现归属母公司股东的净利润为 9417.0 亿元, 其中 2007 年第四季度合计实现归属母公司股东的净利润为 2389.9 亿元; 鉴于 2008 年第三季度 A 股公司归属母公司股东的净利润同比增速仅约为 -6.4%; 假设 2008 年第四季度归属母公司股东的净利润同比增速为 -10.0%、-15.0%、-20.0% 等三种情形下, 则对应的 2008 年度 A 股公司归属母公司股东的净利润同比增速应分别为 5.1%、3.8% 与 2.5%。

表 31 不同假设情形下对应的 2008 年度归属母公司股东的净利润增幅测算

2008 年第四季度归属母公司股东的净利润同比增幅	2008 年第四季度归属母公司股东的净利润合计值	2008 年度归属母公司股东的净利润合计值	2008 年归属母公司股东的净利润同比增幅
假设一: -10%	2150.9 亿元	9894.8 亿元	5.1%
假设二: -15%	2031.4 亿元	9775.3 亿元	3.8%
假设三: -20%	1911.9 亿元	9655.8 亿元	2.5%

资料来源: WIND 资讯; 海通证券研究所 (说明: 为拥有可比数据的 1597 家 A 股公司)

4.4.3 预计 A 股 2009 年净利润增速将呈现“前低后高”态势

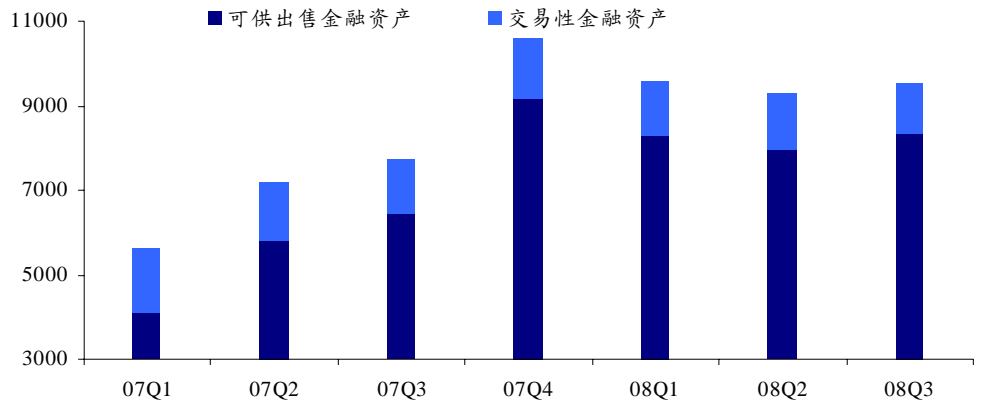
我们认为, 引发 A 股公司 2008 年业绩增速下滑的三项重要不利因素, 可能在 2009 年逐渐分化。重要不利因素之一, 上市公司营业收入增速下滑趋势在 2009 年上半年依然会非常明显; 重要不利因素之二, 即企业经营成本持续快速上升态势, 有望随着我国 PPI 的见顶回落而自 2009 年第一季度起逐渐获得改善; 重要不利因素之三, 资产价格波动损益项目对 2009 年 A 股公司利润增速的拖累程度可能会略好于 2008 年。

总体上我们初步预计, A 股公司 2009 年业绩增速将呈现“前低后高”态势。一方面, 从基数角度看, A 股公司 2008 年业绩呈现典型的“前高后低”态势; 另一方面, 从上市公司营业收入角度看, 鉴于因我国经济增速放缓因素引发的上市公司总体营业收入增速快速下滑趋势自 2008 年第三季度起显著体现, 因此, 这意味着上市公司 2009 年第一季度、甚至第二季度营业收入增速很可能延续自 2008 年第三季度以来的快速下滑势头; 而随着 2008 年第四季度宏观经济政策“由紧转松”, 市场需求很有可能“滞后”自 2009 年第三、四季度起逐渐企稳, 并由此带动上市公司总体营业收入下滑态势趋缓。

对于全部 A 股公司整体 2009 年业绩增速, 我们认为, 情形一, 在乐观预期下, 预计全部 A 股公司整体 2009 年归属母公司股东的净利润增速约 3.7%; 情形二, 在中性预期下, 预计全部 A 股公司整体 2009 年归属母公司股东的净利润增速约 -5.3%; 情形三, 在悲观预期下, 预计全部 A 股公司整体 2009 年净利润增速约 -19.3%。

值得注意的是, 目前市场除了存在对 2009 年我国宏观经济具体增速仍未形成明显共识等不确定性因素, 可能对 2009 年 A 股整体业绩增速预期存在重大影响之外, 以下两个方面重要因素也将可能对 2009 年 A 股公司整体业绩增速产生显著影响, 其一, 2009 年上市银行企业可能因坏账率的波动引发银行板块整体业绩增速出现较显著波动, 并由此导致同期 A 股整体业绩增速出现重大影响, 根据测算, 2009 年银行板块利润增速每波动 1 个百分点, A 股公司整体同期利润增速约同向波动 0.42 个百分点; 其二, 2008 年三季度末期, 剔除银行后的其余 A 股合计持有可供出售金融资产与交易性金融资产分别为 8352.9 亿元与 1193.8 亿元, 随着未来几个季度新增限售股的解禁, A 股公司持有的可供出售金融资产与交易性金融资产数量可能还会进一步增加, 因此, A 股股票市场未来行情气度的波动, 将可能对同期 A 股公司的资产价格波动损益项目产生较显著影响, 并由此对未来 A 股公司整体业绩增速产生不可忽视的影响。

图 39 非银行 A 股公司最近七个季度末期合计持有金融资产价值概况 (亿元)



资料来源: WIND 资讯 (说明: 不含银行上市公司持有的金融资产)

表 32 A 股公司 2009 年业绩预测表

会计报告期	会计科目名称	银行	保险	证券	石油	制造业	其他 A 股	全部 A 股	
乐观预期 假设情形一条件 下的业绩增速	四项资产价格波动损益项目	绝对值 (亿元)	-1439.7	286.1	41.7	-327.4	114.5	119.9	-1204.9
		同比增幅 (%)	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-56.5
	扣除四项资产价格波动损益项目后的利润	绝对值 (亿元)	7149.1	-93.8	134.3	2910.9	2173.6	2476.2	14750.3
		同比增幅 (%)	7.7	-52.5	-6.4	28.8	-6.2	-8.4	6.4
	利润总额	绝对值 (亿元)	5709.4	192.2	176.0	2583.5	2288.1	2596.1	13545.4
		同比增幅 (%)	5.0	20.0	-10.0	30.0	-7.0	-9.0	3.5
	所得税 (亿元)		1302.5	-76.6	41.1	549.5	440.5	576.3	2850.2
	净利润	绝对值 (亿元)	4406.9	268.9	135.0	2034.0	1847.6	2019.9	10695.2
		同比增幅 (%)	5.0	20.1	-10.0	30.0	-6.9	-8.9	3.5
		归属母公司股东的净利润	绝对值 (亿元)	4366.1	262.1	127.6	1847.8	1695.3	1814.3
		同比增幅 (%)	5.0	20.1	-10.0	30.0	-6.9	-8.9	3.7
中性预期 假设情形二条件 下的业绩增速	四项资产价格波动损益项目	绝对值 (亿元)	-1439.7	286.1	41.7	-327.4	114.5	119.9	-1204.9
		同比增幅 (%)	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-56.5
	扣除四项资产价格波动损益项目后的利润	绝对值 (亿元)	6333.4	-109.9	114.8	2712.1	2124.4	2419.2	13594.1
		同比增幅 (%)	-4.6	-44.3	-20.0	20.0	-8.3	-10.5	-1.9
	利润总额	绝对值 (亿元)	4893.8	176.2	156.5	2384.8	2238.9	2539.1	12389.2
		同比增幅 (%)	-10.0	10.0	-20.0	20.0	-9.0	-11.0	-5.4
	所得税 (亿元)		1116.4	-70.3	36.5	507.3	431.0	563.6	2606.9
	净利润	绝对值 (亿元)	3777.3	246.5	120.0	1877.5	1807.9	1975.5	9782.2
		同比增幅 (%)	-10.0	10.1	-20.0	20.0	-8.9	-10.9	-5.4
		归属母公司股东的净利润	绝对值 (亿元)	3742.3	240.3	113.5	1705.7	1658.8	1774.4
		同比增幅 (%)	-10.0	10.1	-20.0	20.0	-8.9	-10.9	-5.3
悲观预期 假设情形二条件 下的业绩增速	四项资产价格波动损益项目	绝对值 (亿元)	-1439.7	286.1	41.7	-327.4	114.5	119.9	-1204.9
		同比增幅 (%)	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-56.5
	扣除四项资产价格波动损益项目后的利润	绝对值 (亿元)	4974.1	-125.9	95.2	2414.0	2075.2	2362.1	11794.8
		同比增幅 (%)	-25.1	-36.2	-33.6	6.8	-10.4	-12.6	-14.9
	利润总额	绝对值 (亿元)	3534.4	160.2	136.9	2086.7	2189.7	2482.0	10589.9
		同比增幅 (%)	-35.0	0.0	-30.0	5.0	-11.0	-13.0	-19.1
	所得税 (亿元)		806.3	-63.9	31.9	443.8	421.5	550.9	2228.3
	净利润	绝对值 (亿元)	2728.1	224.1	105.0	1642.8	1768.1	1931.1	8361.5
		同比增幅 (%)	-35.0	0.0	-30.0	5.0	-10.9	-12.9	-19.1
		归属母公司股东的净利润	绝对值 (亿元)	2702.8	218.4	99.3	1492.5	1622.4	1734.5
		同比增幅 (%)	-35.0	0.0	-30.0	5.0	-10.9	-12.9	-19.3

资料来源: WIND 资讯; 海通证券研究所

5. 我们的看法

2008 年，A 股估值基本上呈现出单边下滑的状态，整体 A 股的市盈率从 43 倍附近的高位回落到 13 倍附近。单纯从静态市盈率的水平来看，已经和 998 点时的水平相近了。不过，由于未来的宏观经济走向变数重重，上市公司盈利的不确定性大大增加，这使得 PE 的估值方法遇到了困难；相比较而言，净资产要比盈利的可确定性大一些。因此，在目前指数点位所对应的 PB 估值仍明显高于上证综指处 998 点时对应 PB 估值的状况下，意味着当前市场并不具备足够的安全边际。

2009 年 A 股市场将面临着空前的供给压力，大量限售股解禁，从非流通状态进入可流通状态。A 股将进入全流通进程中的实质性跨越阶段，A 股可流通比例从 2008 年底的 37% 猛增至 74%。即使 2009 年不考虑一级市场新的股票发行量，二级市场新增的可流通股股票量仍然相当的惊人。缓解 2009 年股票供给压力将可能为 2009 年股市政策的重要目标之一。而如果前十大股东不减持，就能维护住现在的供求平衡状态。毕竟有三分之一的 A 股为第一大股东所持有；半数的 A 股为前十大股东所持有。

A 股公司 2009 年业绩增速将呈现“前低后高”态势。一方面，从基数角度看，A 股公司 2008 年业绩呈现典型的“前高后低”态势；另一方面，从上市公司营业收入角度看，鉴于因我国经济增速放缓因素引发的上市公司总体营业收入增速快速下滑趋势自 2008 年第三季度起显著体现，因此，这意味着上市公司 2009 年第一季度、甚至第二季度营业收入增速很可能延续自 2008 年第三季度以来的快速下滑势头；而随着 2008 年第四季度宏观经济政策“由紧转松”，市场需求很有可能“滞后”自 2009 年第三、四季度起逐渐企稳，并由此带动上市公司总体营业收入下滑态势趋缓。

对于全部 A 股公司整体 2009 年业绩增速，我们认为，情形一，在乐观预期下，预计全部 A 股公司整体 2009 年归属母公司股东的净利润增速约 3.7%；情形二，在中性预期下，预计全部 A 股公司整体 2009 年归属母公司股东的净利润增速约 -5.3%；情形三，在悲观预期下，预计全部 A 股公司整体 2009 年净利润增速约 -19.3%。

从静态水平来看，到达 1300 点附近时 1.5 倍的 PB 水平下很多行业将逼近净资产边界（见下面附表），除了净资产可能含水量较高的行业不会受到产业资本的认同之外，其他绝大部分逼近净资产的行业可能会得到产业资本的认可，这一区域的安全边际将显现出来。

当以下条件具备时，市场将有望逐渐企稳回暖：（1）从国际比较看市场估值具有吸引力或到达产业资本认可的区域；（2）全球经济的走势明朗化，全球主要金融市场企稳回升；（3）上市公司业绩增速环比下降幅度明显收窄；（4）出台实质性的市场政策措施，比如有效缓解股票供给压力的政策等。

这里，我们在前述上证指数重要支撑位的估值敏感性分析的基础上，以静态估值为标准来估计大盘在几个重要支撑点位上的投资价值。

表 33 上证指数重要支撑位的投资价值评估

阻力位	点评
1800 点	PE 和 PB 的水平不足以引发产业资本在现有政策下的大面积增持行为，尽管有汇金和国资委的示范作用，但是配套政策尚未完善的格局下产业资本不一定能够视该点位为安全区域。
1500 点	1.73 倍的 PB 以及 11.6 倍的 PE 可能已经出现部分优质个股估值低于整体水平的状况，在这部分个股中展开产业资本的并购增持行为是可能的。
1300 点	此时整个市场的市盈率在 10 倍、PB 在 1.5 倍，已经达到正常投资的安全边际区。此水平是比较有抵抗力的潜力买盘出现的区域。
1100 点	PE 在 9 倍以内、PB 在 1.27 倍，股息收益率在 4.41%（高于当前一年期定期存款利率 4.14%）。在该水平上无论是从与储蓄的收益比较还是实业资本的兼并收购角度，都可能出现大量买盘。该点位应该可以视为产业资本认可的非常安全的区域。
900 点	PE 在 7 倍以下、PB 在 1.0 附近、股利收益率更在 5.39%（甚至高于公积金的住房贷款利率 5.22%）。该标准都符合格雷厄姆在美国大萧条时期的选股原则了！所以 900 点基本上是不可能到达的低点！

资料来源：海通证券研究所

6. 行业配置：市场的结构性机会和交易性机会

6.1 收入端决定行业和上市公司的盈利能力

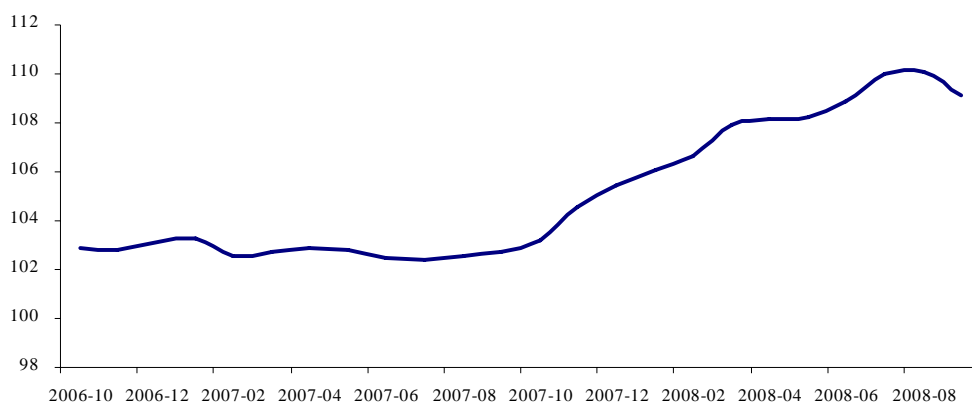
2009 年，我们面临的宏观经济形势是：（1）GDP 增长趋缓；（2）固定资产投资增速回落，政府投资是固定资产投资领域最大的亮点和推动 GDP 增长的重要力量；（3）社会消费品零售总额增速下降。

基于这个背景，对于 2009 年的资产配置，我们的基本思路是：从收入端着手，紧紧把握住政府投资这个 2009 年我国投资领域最大亮点带来的投资品领域的结构性投资机会；同时也是从收入端着手，重点配置在 2009 年里需求增速不会随 GDP 增速回落而下滑，而能够继续保持快速增长的中低档消费品行业。同时，我们也关注煤价下跌和可能推出的成品油定价机制改革带来的投资机会。

之所以要从收入端着手，是因为在 2009 年里，收入端是决定行业和上市公司盈利能力的最关键因素。理由是：（1）简单的经济学公式，主营业务利润=主营业务收入-主营业务成本，说明主营业务利润是由主营业务收入和主营业务成本共同决定；（2）在 2009 年里，我们认为决定行业和公司盈利增速的主要因素将是主营业务收入的增长情况，而上市公司主营业务收入的增长情况又主要是由上市公司所处行业的供需情况决定的。因为，我们判断在 2009 年里，随国际大宗原材料价格的大幅回落和国内 PPI 水平的逐季下行（我们预期 2009 年国内的 PPI 水平将在 2008 年的基础上大幅回落），上市公司的主营业务成本压力已经不足为忧，其面临的巨大挑战将来自于收入端，来自于实际需求下降和产能扩充引发的供需态势恶化、产品价格下跌。

2009 年里，大部分投资品行业和部分消费品行业的供需态势都不容乐观，在产能扩大的同时，需求却逐步萎缩。尽管有成本的下降，但是供需的恶化会导致很多行业的主要产品价格更大幅度的下跌，从而导致其盈利能力的大幅下降，这尤其体现在投资品行业中。因此，在 2009 年里，供需态势将是决定上市公司盈利能力的最重要因素。

图 40 国内 PPI 变化趋势



资料来源：wind 资讯，海通证券研究所

出于研究的方便，我们把沪深两市行业按照各自行业的属性分为投资品行业和消费品行业两大类，见下表。

表 34 行业分类

	名称	行业
投资品	能源及公用事业	煤炭、石油天然气、电力煤气及水、交通运输仓储
	原材料	黑色金属、有色金属、建材、石化
	设备及建筑	电子设备、通信设备、机械、建筑、计算机和相关设备
	金融地产	银行、保险、证券、房地产
消费品	必需消费品	超市卖场、通信服务、医药生物制品、造纸印刷、中低档的食品饮料、中低档的木材家具、中低档的纺织服装、中低档的家电、传播与文化、农林牧渔
	可选消费品	汽车及汽车零部件、百货、旅游、高档的食品饮料、高档的木材家具、高档的纺织服装、高档的家电

资料来源：海通证券研究所

6.2 政府投资带来的投资品行业的结构性和交易性投资机会

6.2.1 投资品行业存在结构性和交易性投资机会

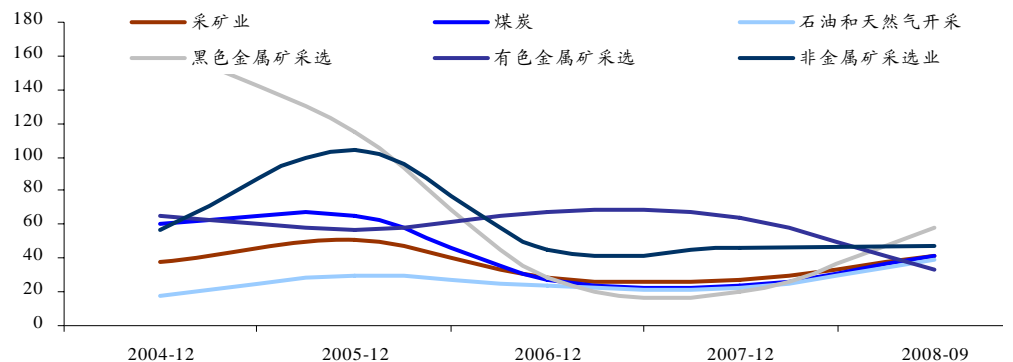
我们认为，政府加大投资力度、煤价下跌和可能推出的成品油定价机制改革将带来投资品行业的结构性和交易性投资机会，但投资品行业目前尚不存在整体性的投资机会，因为通过收入端分析，我们判断 2009 年大部分投资品行业供需态势将比 2008 年进一步恶化。

在需求上，2009 年，大部分投资品行业产品的需求将同比 2008 年有较大幅度的下降。投资品行业的最终需求直接或者间接来自于两块：国内的固定资产投资和出口。我们预期 2009 年国内的 GDP 增速将从 2008 年的 9.8% 进一步回落到 8.5% 左右；国内的固定资产投资的名义增速将大幅回落，同时，世界经济持续低迷以及国内制造业竞争力相对下降导致的出口增速也会大幅回落。

而在供给端，2009 年投资品行业的产能将比 2008 年有较大幅度的增加，因为投资品行业的固定资产投资在 2007 年和 2008 年里依然处于高位，这么高额的固定资产投资将在 2009 年、2010 年里陆续形成新增产能。

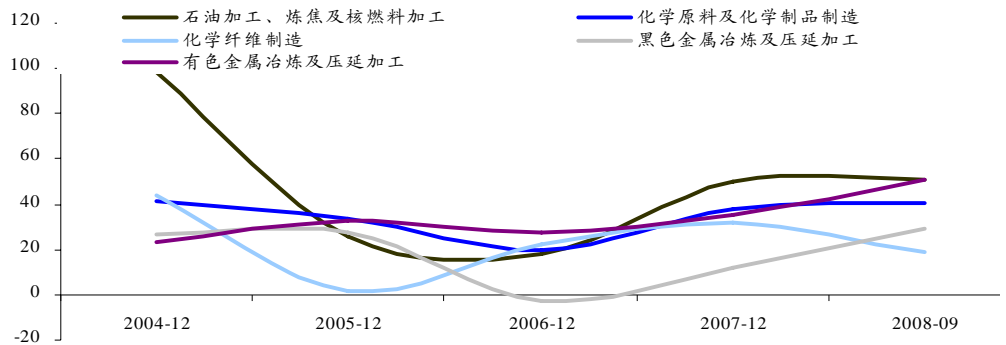
综合上述的供给端和需求端的发展态势，我们很明显看出大部分投资品行业 2009 年的供需态势同比 2008 年将更为严峻，很多投资品行业的供过于求的状况将进一步加剧，因此即使有 PPI 下行带来的成本端的减少，大部分投资品行业 2009 年的盈利状况将比 2008 年进一步恶化。

图 41 采矿业固定资产投资增速 (%)



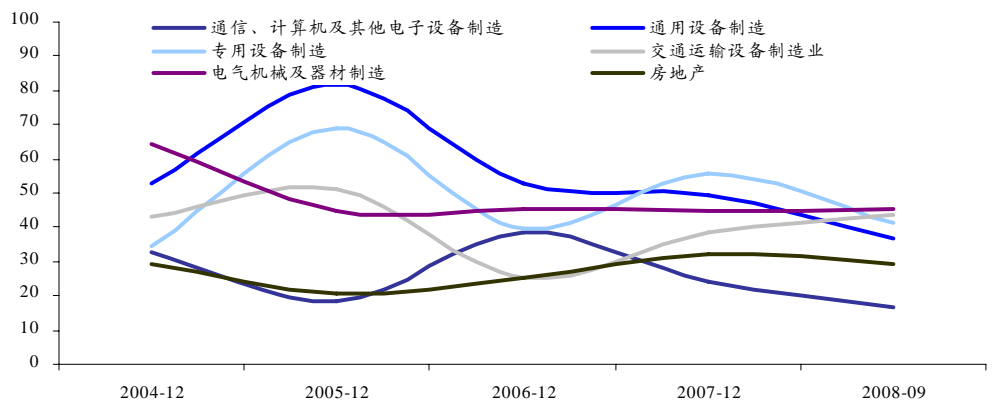
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 42 部分原材料加工业固定资产投资增速 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图 43 部分设备制造业和房地产固定资产投资增速 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

6.2.2 受益于政府加大投资力度的行业

政府投资将是 2009 年我国投资领域的最大亮点。根据我们宏观部的判断, 2009 年里, 尽管固定资产投资名义增速同比 2008 年将出现较大幅度下滑, 但固定资产投资的实际增速下滑幅度则较小; 尽管企业自主投资增速下滑较多, 但是政府投资将是有史以来力度最大的一次, 将成为重大增量。因此, 我们认为投资品行业在 2009 年里将出现比较大的分化, 建议投资者关注政府加大基础设施建设投资力度带来的投资品中的结构性和交易性投资机会。我们认为机会比较大的行业包括铁路相关行业、水泥、工程机械、电力设备、3G 设备及计算机服务子行业等。

我们拟以政府近期提出的投资计划对这些行业的利好影响做定量和定性的分析, 政府提出的十大措施和相关的受益行业见表。

● 铁路相关行业

铁路相关行业将成为获益最大的行业之一, 未来几年将是我国铁路历史上发展最快的时期, 中国铁路建设、装备和运输等相关产业面临百年机遇。

据铁道部发展计划司司长杨忠民透露, 今后三年我国铁路计划投资规模将超过 3.5 万亿元。我们判断这指的是未来 3 年内将开工或批复建设的铁路项目总投资额为 3.5 万亿元, 并非未来 3 年内完成 3.5 万亿元的基础建设投资。我们认为上述 3.5 万亿元将于 2008 年最后 2 个月到 2011 年间开工或者获得批复, 按照 3-5 年的工期计算, 将于 2011

年下半年到 2016 年间逐步竣工，最终完成上述 3.5 万亿元的基建投资。

我们对未来 2 年的铁路基建投资额重新评估结果见下表，提升幅度很大，惠及的行业主要有铁路设备制造业、铁路建筑施工业、建材业等，受到明显正面影响的公司有中国南车、时代新材、南车时代电气、中国铁建、中国中铁、中铁二局、晋亿实业、晋西车轴和华东数控等。

根据我们的跟踪，2009 年底我国铁路将有 2502 公里客运专线竣工，涉及固定资产投资总额为 2112 亿元。在铁路工程竣工前一年，固定资产投资将主要由土建投资转向对移动设备、通信信号和轨道及配件的投资，因此我们在前文中对土建投资占比达到约 45-50% 的铁路基建投资在 2009 年到 2010 年间的增速进行了较为保守的估计。但是，铁路竣工前一年正是新线首批铁路车辆需求高峰，目前石太线、郑西线和广深珠等时速 300 公里客运专线的动车组正筹备招标，预计有 300 列动车组将于 2009 年招标。另外，朔黄线也计划排在大秦线（2008 年大批量采购）之后于 2009 年批量购置和谐型电力机车。因此我们对与高铁相关的铁路车辆和轨道配件业务更为乐观。相关的公司主要是中国南车、时代新材、晋亿实业、华东数控等。

表 35 未来 3 年铁路基础建设将开工或批复 3.5 万亿元进度情况

	新开工或批复项目（个）	涉及总投资规模（亿元）
2008.11-12E	34	3800
2009E	70	10000
2010E	65	10000
2011E		11200
合计		35000

资料来源：新华社报道、海通证券研究所

表 36 铁路基础建设投资年初计划和实际完成情况对比

	原基建投资计划数（亿元）	更新后基建计划数（亿元）	实际完成基建投资数（亿元）	实际基建投资增长率（%）	计划完成率（%）
2005	1000	1000	889	72.21	88.92
2006	1600	1600	1553	74.63	97.05
2007	2560	2560	1772	14.13	69.22
2008	3000	3000	3325	87.63	110.83
2009E	2670	6000	6000	80.45	100.00
2010E	2670	7680	7680	28.00	100.00
十一五合计 E	12500		20330		

资料来源：新华社报道、海通证券研究所

● 水泥

政府扩大内需、加大基础设施建设的举措对建材行业构成实质性利好，将直接拉动建材产品的需求。我们认为，建材里面的水泥行业受益最大。

从水泥需求的构成来看，基础设施建设大概占 35% 左右，房地产占 30% 左右，农村固定资产投资和其他投资大约占到 35%。对于房地产行业，虽然国家将加大保障性住房的建设力度，但是整个行业下滑的趋势仍难改变；基础设施建设对水泥的拉动效益非常明显，而公路相比铁路，单位投资对水泥需求的拉动更大。据我们粗略估算，2 万亿新增交通投资可拉动约 3 亿吨水泥需求，平摊到 5 年里，每年平均新增水泥需求 6000 万吨，将有效平滑由于房地产投资萎缩带来的水泥需求的下滑。

我们认为水泥行业里面的龙头企业，比如海螺水泥，对加大基建投资的受益程度较

大，因为这些大企业主要的市场是基础设施建设，大约占 40% 左右，企业产品的品牌和质量有利于中标重大项目。

对于灾后重建，直接受益的水泥企业有四川金顶、四川双马，华新水泥也会受益，但受益程度有限。我们认为国家加快灾后重建实际上在预料之中，而且四川地区新增水泥产能规模较大，加上四川政府的限价措施，我们对四川水泥的前景持谨慎乐观的态度。

● 工程机械

政府为刺激经济而加大投资力度，对机械行业的利好作用也很大。政府近期提出的投资计划包括：（1）铁路投资到“十一五”期间达到 2 万亿，比原计划的投资额 1.25 万亿增加了 0.75 万亿；（2）未来 3-5 年交通建设（包括公路、水路和码头建设）投资达 5 万亿，比原来的《公路、水路交通“十一五”规划》及交通运输行业的中长期规划增加了 2.8 万亿；（3）未来 2 年增加 4 万亿基建投资。

上述政策对工程机械行业形成直接利好。工程机械行业主要受基础设施建设投资拉动，与固定资产投资呈现高度相关，下游客户多为中铁、中建、中交等基建企业。一般说来，工程机械设备采购额占到基建投资的 5-6%。上述三项大的投资措施出台，将增加 2009 年、2010 年的工程机械采购额每年约 500-600 亿元，占到 2008 年工程机械销售额(>3000 亿元)的 16.67%-20.00%。

分析具体受益的工程机械产品，铁路投资对桩工机械（旋挖钻机、打桩机、潜孔钻机）、混凝土设备机械（泵车、拖泵、搅拌车、运输车、搅拌站）、起重设备（履带起重机、汽车起重机和塔式起重机）、土石方机械（挖掘机、装载机、推土机）的拉动作用较大。公路投资对土石方机械（挖掘机、装载机、推土机）、路面机械（压路机、平地机、摊铺机等）、土石方机械（挖掘机、装载机、推土机）等的拉动作用较大；水路、码头建设对物流设备（叉车、叉装车、堆高机）和起重设备（履带起重机、汽车起重机和塔式起重机）的拉动作用较大。

综合看来，上述三项大的投资规划对土石方机械（挖掘机、装载机、推土机）、起重设备（履带起重机、汽车起重机和塔式起重机）和混凝土设备机械（泵车、拖泵、搅拌车、运输车、搅拌站）的拉动作用较大，值得关注的公司有三一重工、中联重科、徐工科技、柳工、山推股份、方圆支承等。

● 电力设备

据国家电网公司发展策划部主任赵庆波消息：未来两年，国家电网除了正常电网投资建设外将加大力度，初步预计 3 年内投资规模将达到 1.16 万亿；在 1.16 万亿电网建设计划中，用于跨国、跨地区联网工程 2400 亿，大型水电、煤电、风电送出工程 3100 亿，城市电网改造 3000 亿，农村电网改造 2500 亿以及提高抗灾能力和水电建设分别 200 亿和 400 亿。

以上信息显示：（1）此次国家扩大内需在城网和农村电网投资将达 5500 亿，远高于 1998 年启动内需 3000 亿的投入；（2）2006 年和 2007 年，国家电网投资电网分别为 1893 亿、2254 亿，预计 2009 年将完成投资 2520 亿。过万亿的投资计划也意味着国家电网未来 2-3 年的每年投资要新增 1000 多亿。

此次扩大电网投资对电力设备领域基本上是全面受益，我们认为以特变电工为代表的国内输变电龙头企业受益最多。

● 3G 设备

2008 年，国内移动通信投资预计为 1500 亿，其中 3G 投资预计占 30%。2009 年，

联通 WCDMA 建设将大规模启动，而中移动和中国电信的 3G 开支也将明显增长。我们预计 2009 年国内移动通信资本开支将增长约 20%，其中 3G 投资占比将上升到 50%。

对于运营商而言，2009 年市场竞争因中国电信的加入而更加激烈，宏观经济不景气将影响企业和个人的移动通信消费，运营商的 ARPU 值将面临较大的下降压力。3G 建设长期来看将提高运营商数据 ARPU 值，从而延缓整体 ARPU 下滑压力，但短期增大资本开支，降低运营商运营能力。

通信设备商面临的需求膨胀，但定价能力缺乏使其盈利能力面临压力。同时，海外市场的不确定性给部分出口型企业营收和盈利增长带来风险。我们相对看好受益于 3G 初期建设的中兴通讯和 FTTx 普及的受益者，如烽火通信。

软件与服务厂商和 SP 在 3G 网络建设的中后期将明显受益，且面临相对较小的价格竞争压力，我们对其明年的营收和盈利成长相对乐观。建议关注拓维信息、亿阳信通、华胜天成和东软集团。

表 37 运营商移动通信资本支出预测

不考虑 3G Capex	2008E (亿元)	2009E (亿元)	2010E (亿元)
中国移动	700	644	644
中国联通 (包括中国网通)	300	240	192
小计	1000	884	836
3G Capex	2008E (亿元)	2009E (亿元)	2010E (亿元)
中国移动	210	300	360
中国联通 (包括中国网通)		300	500
中国电信	280	300	400
小计	490	900	1260
总计	1490	1784	2096
增长 (%)		19.7	17.5

资料来源：海通证券研究所

表 38 政府提出的刺激经济十大措施的内容及相关受益行业

措 施	内 容	受 益 行 业		
与 投 资 相 关	建设保障性安居工程	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加大对廉租住房保障支持力度 ➢ 加快棚户区改造 ➢ 实施游牧民定居工程 ➢ 扩大农村危房改造试点 	建材、建筑、工程机械	
	农村基础设施建设	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加大农村沼气、饮水安全工程和农村公路建设力度 ➢ 完善农村电网 ➢ 加快南水北调等重大水利工程建设和病险水库除险加固 ➢ 加强大型灌区节水改造 	电力设备、建材、建筑、水利、工程机械	
	重大基础设施建设	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 重点建设一批客运专线、煤运通道项目和西部干线铁路 ➢ 完善高速公路网 ➢ 安排中西部干线机场和支线机场建设 ➢ 加快城市电网改造 	铁路设备、建材、建筑、电力设备、工程机械	
	生态环境建设	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加快城镇污水、垃圾处理设施建设和重点流域水污染防治 ➢ 加强重点防护林和天然林资源保护工程建设 ➢ 支持重点节能减排工程建设 	环保设备制造、林业、工程机械	
	地震灾区灾后重建	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加快地震灾区灾后重建各项工作 	电力设备、建材、建筑、水利、工程机械	
	自主创新和结构调整	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 支持高技术产业化建设和产业技术进步 ➢ 支持服务业发展 	高科技	
	增值税转型改革	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革 ➢ 鼓励企业技术改造 	电力煤气及水、石化、金属非金属、造纸印刷、木材家具、纺织服装、日用电子、采掘业	
	信贷放松	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 取消对商业银行的信贷规模限制 ➢ 加大对重点工程、“三农”、中小企业和技术改造、兼并重组的信贷支持 	银行、农业	
	与 消 费 相 关	居民收入	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 提高明年粮食最低收购价格 ➢ 提高农资综合直补、良种补贴、农机具补贴等标准 ➢ 提高低收入群体等社保对象待遇水平 ➢ 增加城市和农村低保补助 ➢ 继续提高企业退休人员基本养老金水平和优抚对象生活补助标准 	农业、消费品
		医疗卫生、文化教育事业	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加强基层医疗卫生服务体系建设 ➢ 加快中西部农村初中校舍改造 ➢ 推进中西部地区特殊教育学校和乡镇综合文化站建设 	医药

资料来源：海通证券研究所

6.2.2 受益于成品油价格体制改革和煤价下跌的行业

我们还建议投资者关注因成本下降和电价可能上调带来的电力行业的投资机会，以及可能推出的成品油定价机制改革带来的部分化工子行业的投资机会。

● 电力行业：成本下降提升盈利

我们看好电力行业，因为：

(1) 煤价及海运价格下跌有利于降低火电企业的成本压力，2009 年开始执行的增值税改革也将在一定程度上降低电力行业的折旧成本，足以抵消需求下滑带来的不利影响。

(2) 由于电价 2009 年有可能会再一次上调，因此电力行业是 2009 年极个别几个销售价格有望上调（至少保持不变），而销售成本有望大幅下降的行业之一。在 2009 年经济增速大幅回落的大背景下，火电行业盈利有望逆流而上。

(3) 国家在今年下半年的连续两次累计上调幅度达 10% 以上的电价调整已经使得电力行业的盈亏平衡点得以大幅降低。根据目前的测算，即使 2009 年煤价不能重新回到 2007 年的水平，但只要年度均价较 2007 年的涨幅在 15% 以内（2008 年秦皇岛山西大混

煤炭年均价同比涨幅预计超过 50%)，电力行业的获利水平仍存在超过 2007 年的可能性。

● 石化行业：走出“政策困境”

2005 年以来，由于国内成品油特殊的成品油定价机制，使得我国成品油价格与原油价格出现倒挂，国内炼油行业连年亏损，特别是今年上半年国内炼油行业亏损更加严重。

目前是推出成品油定价机制改革的最佳时机。今年 8 月以来随着原油价格的快速回落，国内炼油行业的盈利状况大幅改善，目前国内炼油行业的毛利达到 25 美元/桶，比米纳斯炼油毛利高 10 美元/桶左右，在原油价格大幅回落的基础上，国内成品油价格有一定的下调空间。在下调成品油价格的同时推出成品油定价机制，遇到的阻力更小，更容易推行。而在新的定价机制推出后，国内炼油行业有望获得稳定的毛利，改变前几年亏损的局面。在炼油行业走出“政策困境”后，国内石化行业 2009 年的业绩将呈现明显上升势头。

我们给予石化行业“增持”的投资评级。2008 年是石化行业近几年及未来两年盈利最差的年份，2009 年石化行业的净利润将受益于炼油业务盈利状况的改善，整体盈利将快速上涨。

对于两家石化公司（中国石油和中国石化），我们维持“买入”投资评级。中国石油的推荐理由：（1）全球油气储量最丰富的上市公司之一。（2）每年的油气产量保持 5% 的增速，而埃克森美孚、BP 等公司的油气产量则呈下滑走势。（3）每年分红比率达到 45%，分红收益率在 3% 以上。

中国石化的推荐理由：（1）我国及亚洲最大的炼油企业。（2）2009 年炼油有无有望扭亏为盈，从而带动公司整体利润大幅提升。（3）海外油田注入预期。

6.3 增速分化带来消费品行业的结构性和交易性投资机会

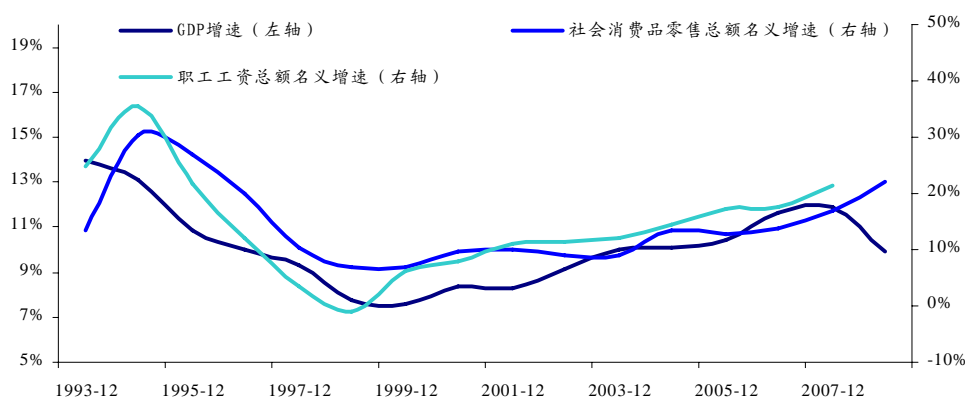
6.3.1 消费品行业将出现明显分化

通过收入端分析，我们认为，消费品行业在 2009 年里将出现以下变化：（1）行业整体需求增速下滑；（2）行业内部明显分化，高档消费品的需求增速回落，中低档消费品的需求增速有望继续保持较高水平。因为：

一、2009 年里，社会消费品零售总额的实际增速和名义增速都将出现回落，因价格因素的影响，名义增速的回落幅度将更大。从下图中可以看出，社会消费品零售总额的名义增速和实际增速同 GDP 增速之间具有明显的正相关关系，尤其是名义增速更加明显。因此，我们可以预期，随 GDP 增速的回落，2009 年的社会消费品零售总额名义增速和实际增速也会随之回落。

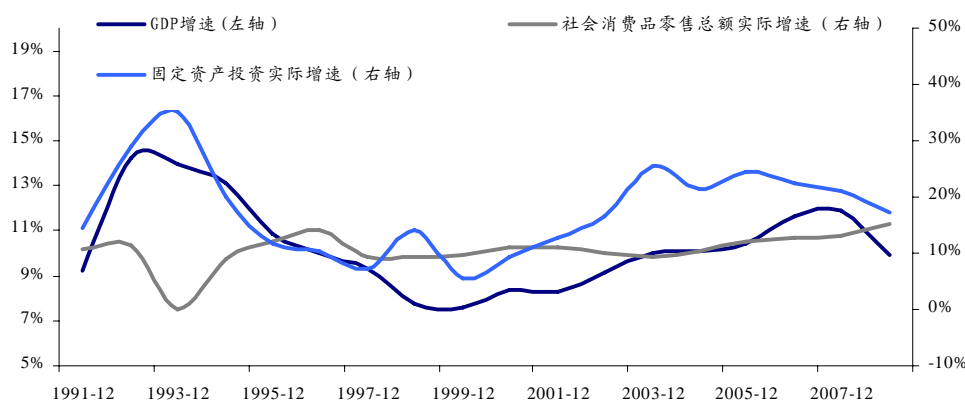
实际上，2008 年 10 月份，社会消费品零售总额的名义增速和实际增速已经开始出现了回落。据国家统计局数据，2008 年 10 月份，社会消费品零售总额 10083 亿元，同比增长 22.0%，增速比上月回落 1.2 个百分点；剔除物价因素后，实际增长 16.6% 左右，比上月下降 0.4 个百分点。这是 2008 年 2 月份以来社会消费品零售总额实际增速首次出现回落。

图 44 GDP 增速、职工工资总额名义增速、社会消费品零售总额名义增速对比



资料来源: wind 资讯, 海通证券研究所

图 45 GDP 增速、固定资产投资实际增速和社会消费品零售总额实际增速对比



资料来源: wind 资讯, 海通证券研究所

二、消费品行业内部将出现明显分化, 高档消费品, 尤其是高档的可选消费品需求增速将出现明显回落; 中低档消费品, 尤其是中低档的必需消费品需求增速将有望继续保持。因为:

(1) 数据显示, 以中低档消费品为主体的县城及农村消费增速提升。2008 年 10 月, 城市消费品零售额为 6833 亿元, 同比增长 22.1%, 增速较上月下降 1.8 个百分点; 县及县以下零售额为 3249 亿元, 增长 21.9%, 增速较上月略微上升 0.1 个百分点。

(2) 高档消费品, 尤其是高档的可选消费品增速将出现明显回落。在上图中, 我们还可以看出, 社会工资总额名义增速和 GDP 增速之间具有明显的正相关关系。因此, 我们可以预期, 2009 年里, 随 GDP 增速的回落, 社会工资总额名义增速也会有不小幅度的下降。由于高档消费品, 尤其是高档的可选消费品的需求与收入之间具有很明显的正向关系, 因此我们可以预期高档消费品的需求增速在 2009 年里将比 2008 年有较明显的下降。

6.3.2 关注消费品的结构性和交易性投资机会

通过上面的分析, 我们对消费品行业 2009 年里的投资机会的观点是:

一、重点关注必需消费品。同时，我们建议投资者在选择投资标的的时候，倾向于选择那些价格具有一定粘性或者行业内竞争格局相对稳定、价格下降幅度低于成本下降幅度的行业内的龙头公司。这些消费品行业包括医药生物制品、中低档的食品饮料、传播与文化、零售百货等。

二、低配高档消费品，尤其是高档的可选消费品。这些行业包括汽车及汽车零部件、高档的食品饮料、高档的木材家具、高档的纺织服装、高档的家电等。

6.4 下一轮周期中，谁将率先启动？

从更长的时间维度来看，我们也许需要考虑，下一轮周期中，谁将率先启动？尽管我们还无法准确判断下一轮经济周期的起点时间，但我们可以提供我们关于经济周期与行业景气的一些想法。以下是在一个完整经济周期中，各行业景气的轮动情况。

1、复苏期前半期：国家继续刺激经济，利率非常低，最下游的消费品需求和国家财政可以干预的基础设施建设需求增加，相关生产企业效益提升，股价上升。

2、复苏期后半期：最下游的消费品需求提升导致中游的工业加工企业需求增加，效益提升，股价上升。为生产提供服务的交通运输企业同样受益，房地产和金融因为消费和生产活动的复苏而需求大增，业绩增长促成股价上升。

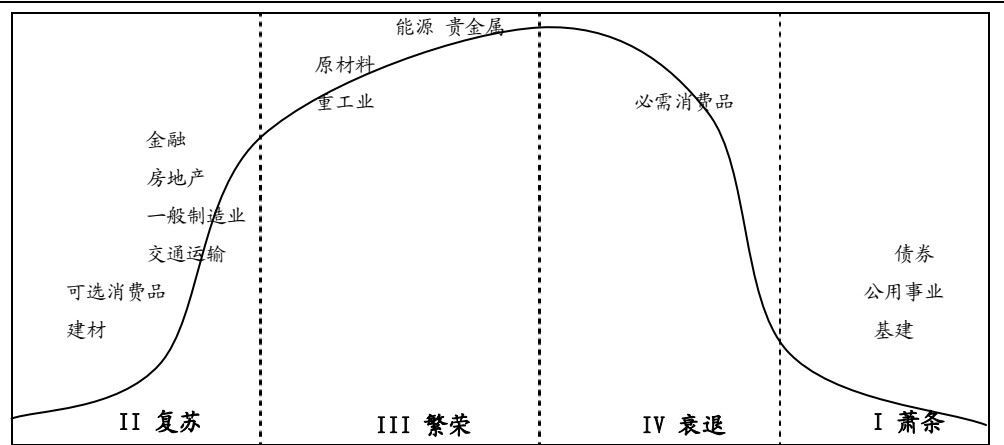
3、繁荣前半期：中游的加工企业需求提升导致上游的重工业、原材料和能源需求增加，效益提升，股价上升。

4、繁荣后半期：下中上游企业效益过好导致通货膨胀率过高，引发贵金属保值需求增加，效益提升，股价上升；国家加息，降低估值水平，其他行业股价下跌。

5、衰退期，日用消费品和医疗保健效益稳定，其他行业景气都在下降；国家开始降息，但股价相对债券收益率过高，各行业股票均下跌。

6、萧条期，降息引发收益稳定的资产吸引力提高，债券和公用事业股票是投资的良好选择。国家开始刺激经济，但效果尚未体现。

图 46 经济周期不同阶段时景气度相对较高的行业



资料来源：海通证券研究所

6.5 重点关注的行业及各行业评级

6.5.1 重点关注的行业

在 2009 年里，我们相对看好的行业主要是：受益于政府加大投资力度的部分投资品行业，包括铁路相关行业、水泥、工程机械、电力设备、3G 设备及计算机服务子行业等；

受益于煤价下跌的电力行业和可能推出成品油定价机制改革的部分化工子行业等；增速受 GDP 回落影响微小的消费品行业，包括医药生物制品、中低档的食品饮料、传媒与文化、零售百货等。

另外，我们建议投资者还要关注以下的投资机会：（1）分红率具有吸引力的个股；（2）“大小非”减持压力比较小，业绩不会大幅下滑同时估值合理的行业或个股；（3）有望在 2009 年里国家新出台的利好政策中受益的行业和个股，如增值税转型改革。

6.5.2 行业基本判断及评级

我们对 A 股主要行业的基本判断和评级见下表。

表 39 行业基本判断和评级

行业	评级	估值吸引力	09 年景气趋势	09 年主要亮点	09 年主要风险	重点关注公司
石化	增持	一般	上行	炼油扭亏为盈	油价波动	中国石油、中国石化
电力设备	增持	一般	平稳	投资拉动	产品价格下滑	金风科技、特变电工
医药生物	增持	较好	上行	医改	政策	上海医药、独一味、天坛生物、恒瑞医药
计算机	增持	一般	平稳	服务子行业不错	国内工厂投资下降	东软集团、航天信息、拓维信息
通信设备	增持	一般	上行	3G 发牌	海外市场需求弱	中兴通讯
食品饮料	增持	一般	下行	业绩有增长	增速下滑	双汇发展
铁路设备	增持	一般	上行	投资拉动	估值高	中国南车、时代新材、天马股份
电力	增持	一般	上行	成本压力下降，火电扭亏	煤价降幅低于预期	国电电力、华能国际、国投电力
公路	增持	较好	下行	车流较稳定	经济下滑影响业绩	宁沪高速、楚天高速
零售百货	增持	一般	平稳	业绩稳定	经济下行	小商品城、欧亚集团、步步高
有色金属	中性	一般	平稳	产品平均价格高于 08 年下半年	产能过剩	紫金矿业、宝钛股份、南山铝业
航运港口	中性	一般	下行	资产注入和并购	业绩下滑	中国远洋、锦州港、日照港
基础化工	中性	一般	下行	产品价格可能上涨	业绩下滑	中国波纤、风神股份
纺织服装	中性	一般	下行	内销品牌服饰	出口下滑，消费减缓	美邦服饰
农林牧渔	中性	一般	平稳	利好政策	相对估值高	北大荒、登海种业、民和股份
工程机械	中性	较好	先下后上	投资拉动需求，成本下降	出口下降，房地产业调整	三一重工、徐工科技、山推股份
银行	中性	一般	下行	估值可能见底	业绩下滑	浦发银行、交通银行
保险	中性	一般	下行	估值可能见底	投资承保恶化	中国平安
证券	中性	一般	下行	大盘底部震荡利于成交量放大，新业务开闸	业绩下滑	中信证券
建筑	中性	一般	上行	投资增加	毛利率改善较难	中国铁建、中国中铁、隧道股份、中材国际
钢铁	中性	较好	下行	政府加大投资推动行业需求增加	产能过剩	武钢股份、凌钢股份
煤炭	中性	一般	下行	行业整合加速	价格下跌	西山煤电、潞安环能
建材	中性	一般	下行	基建投资加速带动水泥需求	房地产行业景气下行	海螺水泥、冀东水泥
地产	中性	一般	下行	估值可能见底	行业景气下行	保利地产、中国国贸
汽车	中性	一般	下行	钢价下跌	行业下行	潍柴动力、中国重汽
造船	中性	较好	下行	人民币升值放缓	撤单，订单减少	中国船舶、广船国际
电子	中性	一般	下行	节能设备	全球经济下滑	ST 三安
家电	中性	较好	平稳	小家电上升	全球经济下滑	九阳股份
造纸印刷	中性	一般	下行		产能过剩	晨鸣纸业

资料来源：海通证券研究所

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

邓勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙华
机械行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

邱志承
金融行业核心分析师
(021) 23219396
qiuzc@htsec.com

刘金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

张蕾
房地产行业高级分析师
(021) 23219402
zhangluan@htsec.com

谢盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

王友红
化学制药及生物制药行业高级分析师
(021) 23219407
wangyh@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhou@htsec.com

朱胤
化工行业分析师
(021) 23219378
zhuyin@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

张浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈嵘嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

联蒙珂
固定收益及衍生产品核心分析师
(021) 23219395
lianmk@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com