

投资策略

张仕元

010-88092288-3200

[zsyatlas@263.net](mailto:zsyatlas@263.net)

## 把握经济修复的全球机遇

——2009年投资策略分析报告——

2008年12月1日

### 内容摘要:

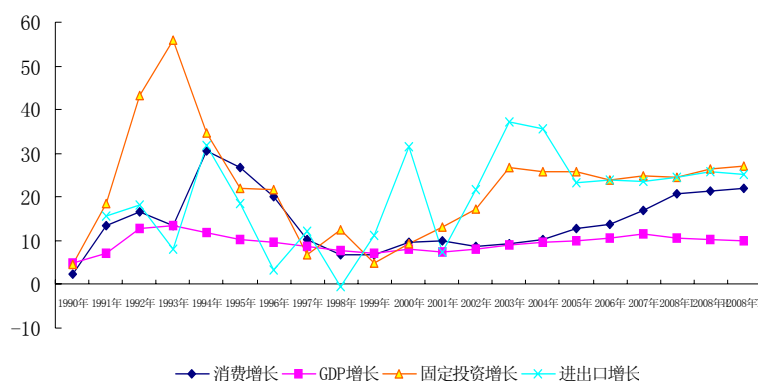
- 在外部经济环境日益恶化的背景下,我国宏观经济面临巨大的下行压力,但积极的财政政策和适度宽松的货币政策会对冲部分经济下行风险,宏观经济预期明年二季度才会形成真正底部,季度GDP增长预计会降到8.3%,甚至更低,但全年依然会维持8.9%的增幅;
- 政府已经出台一系列经济稳定和刺激政策,未来6个月预期政府将继续本着:“稳贸易、促消费、增投资”的思想,从财政政策、货币政策和产业政策三方面着手,继续出台新的经济政策达到稳定经济的目的,投资对经济的拉动作用明显,但消费对GDP的贡献率会达到50%,货物与服务净贸易大幅下降,汇率保持小幅升值态势,预期对美元汇率将达6.60;
- 我们预期未来6-9个月,还会有2-3次降息,至少还需要调低存贷款利率54个基点,存款准备金500个基点,使存贷利率回到2002年的水平,存款准备金率在10左右,如此才能对冲接踵而至的不利经济情况,因此债券市场继续存在投资机会;
- 经过市场的持续12个月的下行,我国股市出现了若干长期投资价值合理甚至被低估的投资品种。如股息率比较高的绩优蓝筹,高成长的中小科技企业,长期增长的我国品牌消费企业等。受监管部门30%的平均分红率政策的影响,我国资本市场将首次进入股息率为投资回报的价值投资期;2009年市场利润总额预期达11500亿元,按照15-18倍PE计算,市值预期达17-20万亿,存在28%-50%的空间;
- 2009年的投资我们建议分上下半场,上半场关注国内经济刺激政策带来的投资机会,资产配置以债券和政策刺激性行业如铁路、建筑、医药与消费类股票为主;下半场增加金融、地产和资源性股票,全年关注以新能源、新材料、通讯、生物技术为代表的科技股的投资机会。

## 宏观经济增长依然，预期二季度现底部

统计局数据显示：今年前三季度国内生产总值201631亿元，按可比价格计算，同比增长9.9%，比上年同期回落2.3个百分点。其中，第一产业增加值21800亿元，增长4.5%，加快0.2个百分点；第二产业增加值101117亿元，增长10.5%，回落3.0个百分点；第三产业增加值78714亿元，增长10.3%，回落2.4个百分点。从三驾马车看，前三季度，全社会固定资产投资116246亿元，同比增长27.0%，比上年同期加快1.3个百分点。其中，城镇固定资产投资99871亿元，增长27.6%（9月份增长29.0%），加快1.2个百分点；社会消费品零售总额77886亿元，同比增长22.0%（9月份增长23.2%），比上年同期加快6.1个百分点；进出口总额19671亿美元，同比增长25.2%，比上年同期加快1.7个百分点。其中，出口额10741亿美元，增长22.3%，回落4.8个百分点；进口额8931亿美元，增长29.0%，加快9.9个百分点。贸易顺差1810亿美元，同比减少47亿美元。

图1，宏观经济趋势分析

图一、宏观经济趋势分析



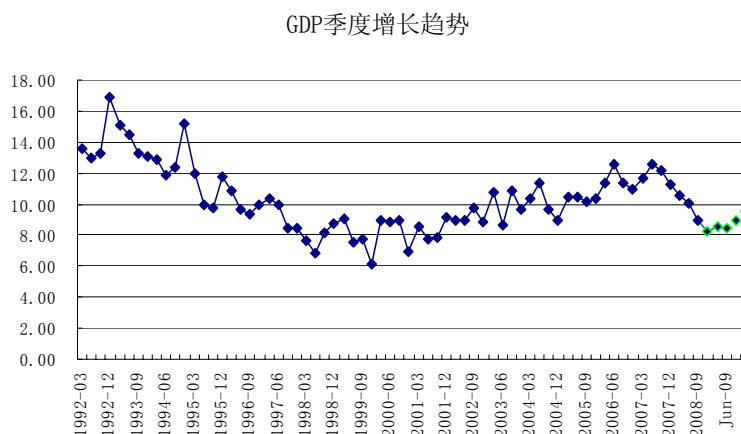
数据来源：国家统计局

按照季度数据，我国经济已经连续5个季度下行，自去年二季度形成双顶部以后，起于2001年的、汽车和房地产双轮启动和出口拉动为标志的、我国宏观经济增长持续最久的一轮经济周期已经进入调整阶段。具体表现为出口减缓、消费滞长、投资乏力。持续几年的宏观调控政策也在内外经济形势日趋严峻的背景下宣告结束。政府政策由降温过热的宏观经济转向保增长。从经济运行的背景和自身的运行趋势看，宏观经济预期明年二季度才会形成真正底部。季度GDP增长预计会降到8.3%，甚至更低。

目前，在积极的财政政策和适度宽松的货币政策指引下，受4万亿投资的影响，各个地方政府纷纷拿出投资规划，24个省市区已经列出18万亿的投资项目。这一庞大的投资计划是史无前例的。如果按带动社会投资1:3计算，预期会带动72万亿的社会投资，三年合计63万亿。三年年均增长接近27%，而且这还仅24个地区的数据。预期全国规划投资计划将超

过18万亿，固定资产投资今后将成为拉动中国经济新的动力。

图2，GDP季度增长趋势



数据来源：国家统计局

但在全球经济危机还在演变的过程中，我国经济的外部环境依然非常艰难，除了传统的低附加值产品外，占外贸出口57%的机电产品也出现下滑，因此在全球经济出现曙光之前，我国经济将会更多的依靠国内投资和消费的驱动，此时的经济增长速度将低于8.6%；如果奥巴马上台以后出台的系列经济振救计划能够有效，那么预期明年下半年全球经济可能会出现曙光，这是我们预期的最好结果。如果该假设成立，那么明年中国经济将是前高后低，全年经济保持在8.94%，而2008年全年GDP增长速度也会有9.66%，其中四季度预期增长8.2%。主要数据如表1：

表1，宏观经济预测分析

	2007年	2008年	2009年	2007年	2008年	2009年
GDP核算						
货物和服务净出口	23381	16834	5892	40.39%	-28.00%	-65.00%
存货增加	5027	6384	8012	27.18%	27.00%	25.50%
固定资本形成总额	105224	122902	143304	16.72%	16.80%	16.60%
资本形成总额	111417	129286	151315	18.02%	16.04%	17.04%
政府支出	35874	40394	45645	18.42%	12.60%	13.00%
城镇居民支出	68127	75280	82658	15.46%	10.50%	9.80%
农村居民支出	24331	26886	28983	15.23%	10.50%	7.80%
居民消费	92458	102166	111641	15.40%	10.50%	9.27%
最终消费支出	128445	142560	157286	16.14%	10.99%	10.33%
支出法GDP	263243	288680	314493	18.76%	9.66%	8.94%

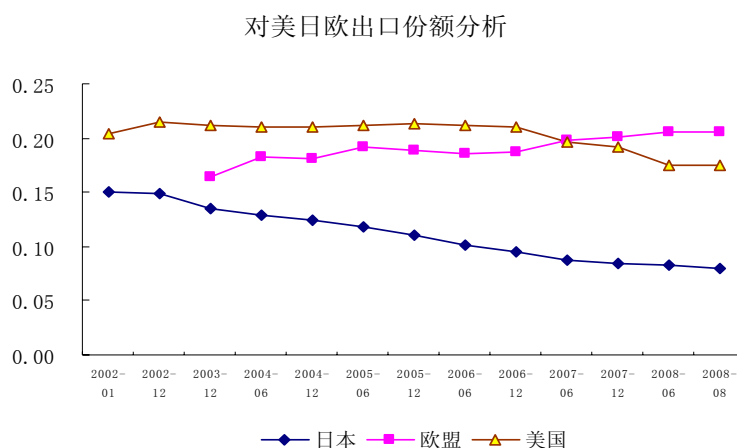
货币供应						
M2	403442.2	462500	522312.5	16.70%	14.6%	12.9%
M1	152560.1	166500	187312.5	21.00%	9.1%	12.5%
M0	30375.23	33500.0	37855.0	12.20%	10.3%	13.0%

数据来源：国家统计局 西南证券研发中心。注：2008、2009年数据为扣除物价因素后。

## 进出口减速——最大危险在美欧

欧美日是我国前三大贸易伙伴，美欧还是目前唯一的贸易顺差地区，三大市场一度占我国出口市场的52%，受2005年人民币升值以及美国经济减速影响，对美出口份额逐步下降，但目前仍然占我国出口贸易的46%，而且在2006年以后，欧盟超越美国成为我国第一大贸易伙伴，也是我国最大的出口市场。

图3，贸易结构趋势分析



数据来源：国家统计局

因此，以欧美为代表的发达国家经济的萧条，无疑会给我国产品出口造成比较大的压力。近几年，我国对非洲和拉美地区出口呈现增长态势，但总的增量依然不大，二者合计由2002年的5%上升到8%。目前我国贸易中的亮点在于与印度的贸易，印度在我国10大贸易伙伴中列第十位，前10个月，中印双边贸易总值为455.2亿美元，增长49.5%，发展速度位于前10大贸易伙伴之首。作为全球第二大人口国和发展中国家，印度的经济快速增长有利于改善我国的贸易结构，但作为同样的劳动力低成本优势的新兴制造中心，印度也对我国的出口产生了明显的竞争压力。

总的说来，我国2009年的出口环境将会比较艰难，出口增速下降是肯定的，但下降的幅度要视美欧经济的变化。如果对美欧降幅太大，我国的贸易顺差将明显下降。

图4, 贸易结构趋势分析

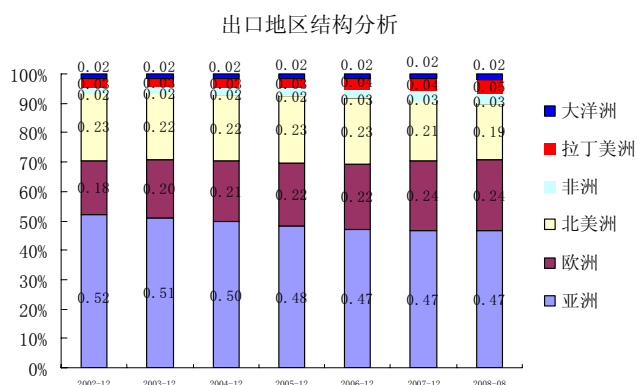
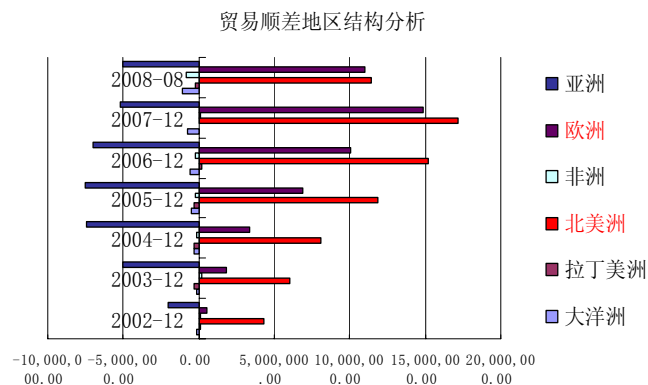


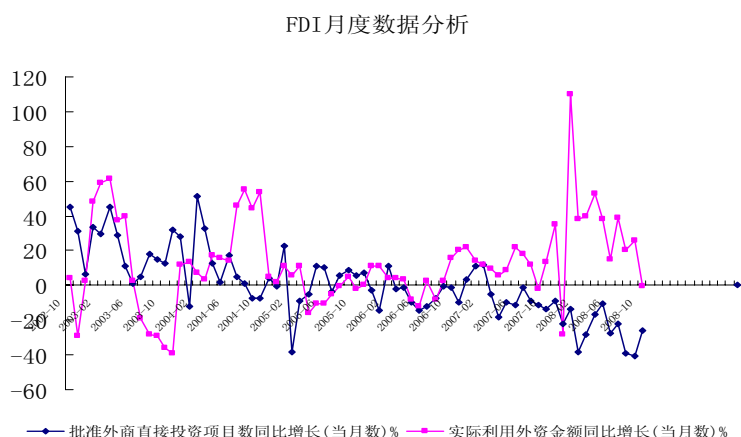
图5, 贸易顺差结构分析



数据来源: 国家统计局

出口下降可以从三方面影响我国的经济, 首先, 出口贸易的减少相应也会降低贸易顺差, 毕竟我国的贸易结构总是进口初级品, 出口产成品, 而受国内投资拉动的影响, 我国的进口增长依然会比较强劲, 这将大幅降低我国的贸易顺差, 2009年, 我们将货物与服务出口净贸易下调65%; 其次, 出口加工业的下降, 将影响居民收入的增长, 尤其是农村居民的现金收入, 进而影响消费; 第三, 出口的萎缩, 将继续降低外商投资力度, 对固定投资产生负面影响。自2007年3月开始, 我国批准外商投资项目已经连续20个月负增长, 这在历史上比较少见的。

图6, FDI趋势分析



数据来源: 国家统计局

为了应对出口压力，自7月末政府就开始出台鼓励出口的政策，从资金供给、退税率的调整等几方面缓解出口企业的压力：

- 《关于调整纺织品服装等部分商品出口退税率的Notification》(20080731)；
- 《关于进一步改进小额担保贷款 积极推动创业促就业的Notification》(20080818)；

中央财政每年安排一定比例的贴息资金，对地方财政部门的小额贷款担保基金实施奖补，鼓励担保机构降低反担保门槛或取消反担保。同时，对小额担保贷款工作业绩突出的经办金融机构、担保机构、信用社区等单位实施经费补助；贷款基准利率基础上上浮3个百分点；扩大小额担保贷款政策的借款人范围；提高小额担保贷款额度。

- 《关于调整乘用车消费税政策的Notification》(20080801)；
- 《调整煤炭焦炭出口关税》(20080815)；
- 10月21日，再次宣布从2008年11月1日起，适当调高部分劳动密集型和高技术含量、高附加值商品的出口退税率。具体为：将部分纺织品、服装、玩具出口退税率提高到14%；将日用及艺术陶瓷出口退税率提高到11%；将部分塑料制品出口退税率提高到9%；将部分家具出口退税率分别提高到11%、13%；将艾滋病药物、基因重组人胰岛素冻干粉、黄胶原、钢化安全玻璃、电容器用钽丝、船用锚链、缝纫机、风扇、数控机床硬质合金刀等商品的出口退税率分别提高到9%、11%、13%。此次出口退税调整一共涉及3486项商品，约占海关税则中全部商品总数的25.8%；
- 11月17日，公布了3770项商品自2008年12月1日起提高出口退税比例；
- 11月20日，再次上调纺织品、服装和部分轻工产品出口退税率；

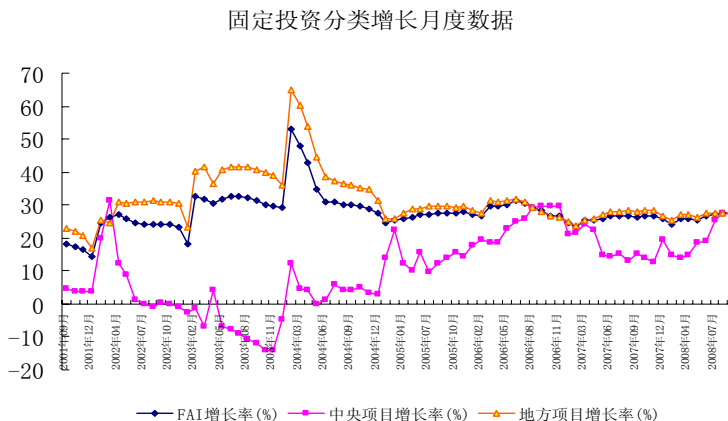
在如此短的时间内，出台如此密集的关于调整退税率的政策，在我国外贸史上也是不曾有过的。相信这些政策对于相关企业还是有一定积极意义的，可以抵消部分因为市场萎缩导致的盈利压力。但由于是外部市场需求出现问题，鼓励政策并不能解决市场的问题，因此出口压力在2009年会依然突出。

我们预期2009年出口增长速度为15.8%，进口增长速度为28%，进出口总额增长21%，货物与服务净贸易对GDP的贡献度为1.8%。

### 固定投资增长——“中央军团”成动力

正如去年底我们预计的，固定资产投资是三驾马车表现较好的两驾马车，1-6月增长26.3%以后，前三季度固定投资增长27.6%，比去年同期加快1.2个百分点，虽然扣除价格因素以后固定资产投资增幅已经回落到2002年以来的低点。但二季度以后中央项目连续三月投资快速增长表明中央军团已经成为稳定投资的主要动力。

图7，固定投资分类增长月度数据

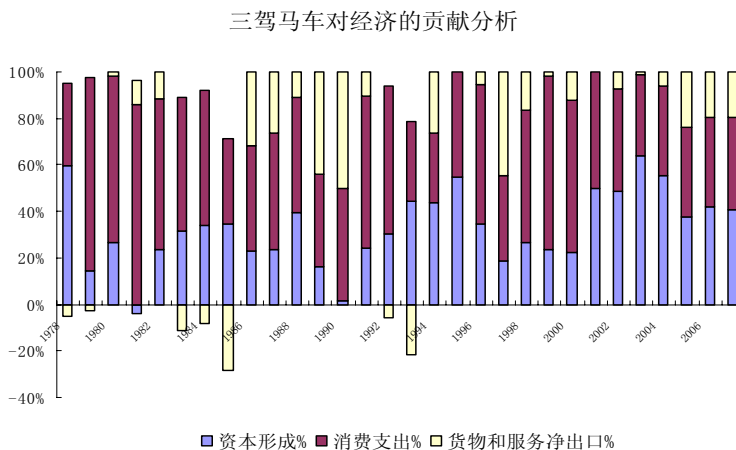


数据来源：国家统计局

本轮经济周期的特点就是投资拉动，从2001年到2007年的7年中，投资形成的资本形成总额对GDP的贡献率达到48.36%，平均高出消费7.8个百分点。平均拉动GDP4.9个点，平均高出消费对GDP的拉动0.8个点。

从改革开放30年的数据分析，我们发现固定资产投资增长和GDP增长的成正相关，相关度为0.69，而净出口和消费与GDP没有相关性，这表明我国经济的特点是投资拉动型。

图8，固定投资与GDP

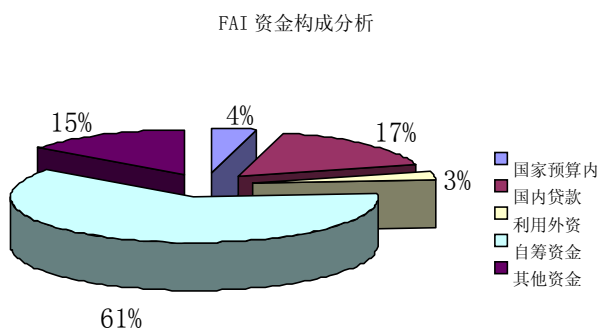


数据来源：国家统计局

从资金来源看，除了外资的投资下降外，自筹资金占比上升到61%，与2002年7月数据相比上升了16个点，但企业自有资金的占比并没有明显提升，上升幅度只有3个点。在紧缩政策作用下，贷款所占比由2002年7月的23.5%下降到16.7%，下降6.8个点。这说明国内企业依然有很强的投资冲动，在信贷紧缩、外资减缓的情况下，依然通过社会筹措资金进行投资。

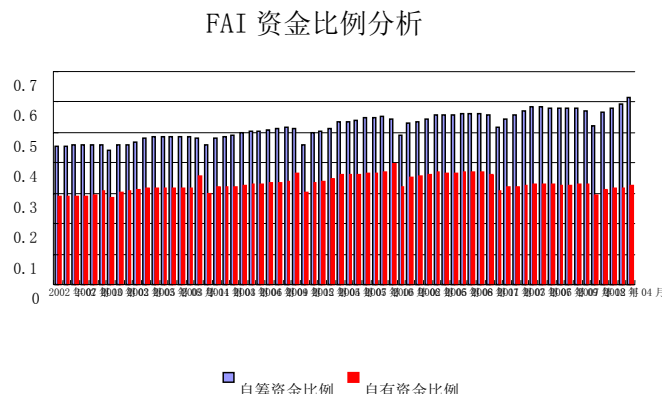


图9, FAI资金构成分析



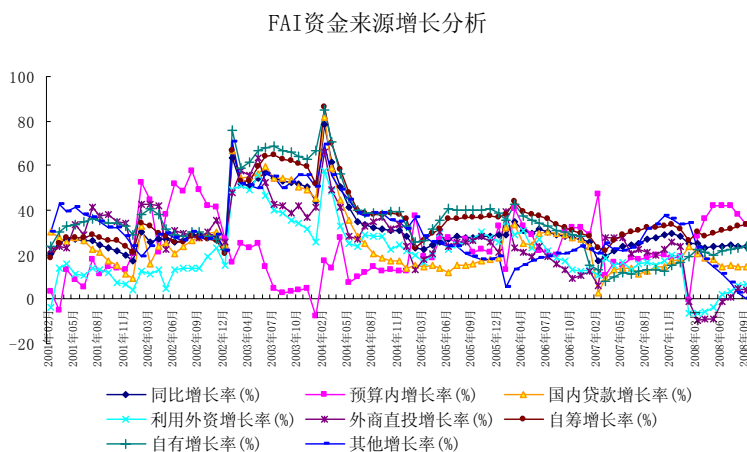
数据来源: 国家统计局

图10, FDI资金比例分析



数据来源: 国家统计局

图11, FAI资金来源增长分析



数据来源: 国家统计局

为了应对经济下降或出于地震灾后重建因素,我们发现5月后预算内资金增长迅速,表明政府已经在加大固定资产投资。为了救助因为信贷紧缩而遭受困境的中小企业,政府出台了针对中小企业的信贷政策改革,而且最新的政策要求对中小企业、农业和灾区建设资金单独统计,而且不计入贷款统计额度,这在一定程度上有助于缓解中小企业的资金紧张,但该政策对固定资产投资没有太大贡献。在房地产和汽车市场疲软,出口面临诸多不确定因素的背景下,前几年的巨大投资已经形成产能过剩,企业新的市场格局中投资动力会大幅下降,因此再回归到以往企业投资积极的局面有一定难度。

为了应对全球经济危机带来的投资下降风险,中央政府启动了4万亿的投资计划,针对国内铁路运输、城市轨道交通、城乡电网和乡村公路与医疗体系的不发达,安排了4万亿的投资项目,其中中央政府投资1.18万亿,其余归地方政府和其他投资主体投资。在中央政

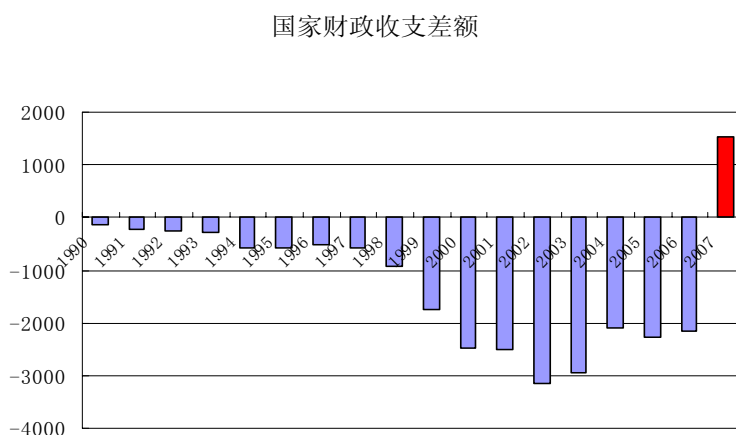


府“快、重、准、实”的方针指引下，地方政府纷纷出台投资计划，截止11月25日，24省市已经出台18万亿的投资规模，现在我们先不计这些投资项目是否经过充分论证、投资是否形成新的泡沫经济。我们先看看这些投资的资金该怎么来？

首先看我们的政府是不是一个有钱的政府，我们经常谈论我国有20多万亿的居民储蓄，有近两万亿的外汇储备，但这些钱不等于我国政府就如何有钱，

从我国历年决算数据看，我国除2007年有1540亿的财政盈余外，自1990年以来的18年中全是财政赤字，2008年1-10月，我国财政收入54275.81亿元，支出40571.31，收支相抵依然有13704.5亿元的财政盈余，但8月以后随着财政收入增长减缓，10月以后受政策性税费调整的影响，环比收入会继续下降，全年收支盈余预期会维持在12000亿元，但这和近20万亿的资金依然相去甚远。

图12，我国财政收支情况



数据来源：国家财政部

因此，依靠财政自有资金是满足不了投资需求的，因此只有通过银行贷款和债券发行筹集资金。

我国国债发行比例不高，2008年上半年末，国债余额是52385.86亿元，不足全年GDP的20%，和全年的财政收入相当，这在全球都是比较低的，而且全年的国债发行量很低，上半年国债净增量只有311.68亿元，因此举债投资将是明后年我国政府投资的主要投资方式，也预示今后中央项目投资依然有良好的资金保障。

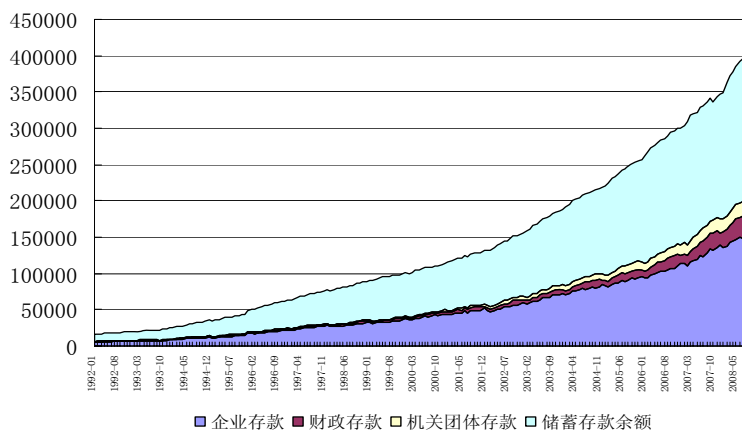
表2, 我国国债余额及结构

	余额(亿元)	比重(%)
主权外债	606.79	1.16
储蓄国债	7088.97	13.53
凭证式	6809.59	13
电子式	279.38	0.53
记账式国债	44690.1	85.31
普通国债	26487.82	50.56
特别国债	18202.28	34.75
合计	52385.86	

数据来源: 中华人民共和国财政部。注: 数据截止2008年6月。

银行资金充裕是投资拉动的重要基础。我国金融机构本外币资金合计45万亿, 其中居民储蓄超20万亿, 企业存款超15万亿, 财政存款近3万亿, 金融机构存贷差为15万亿, 与西方发达国家流动性不足相比, 我国的金融机构有着非常充裕的流动性资产, M2和GDP比率依然维持在1.6, 受适度宽松的货币政策影响, 2009年该比率预期达1.66。

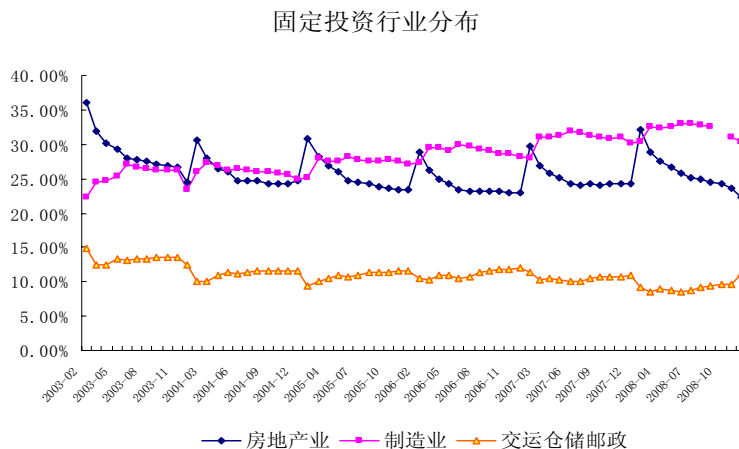
图13, 金融机构资金构成



数据来源: 人民银行

从行业来看, 我国固定资产投资主要由房地产、制造业和交运行业完成, 三者占比达2/3, 2009年受房地产市场疲软和出口减缓影响下, 房地产和制造业投资增长速度预期将明显下降, 假设2008年全部固定资产投资增长27%不变, 在房地产增速下降3个点至20%, 制造业下降5个点至25%的情况下, 交运行业需要投资增长50%, 才能维持这三大板块占比不低于65.0%, 其中交运行业的投资占比将上升到12%, 达到2003年的占比水平。

图14, 金融机构资金构成



数据来源：国家统计局

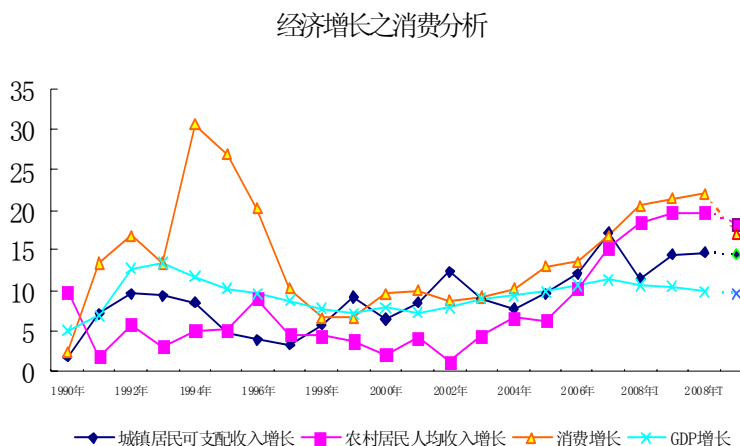
从数据我们可以发现，在制造业受出口影响预期投资增长不明朗的情况下，政府在加大交运行业的投资力度的同时，需要维持房地产行业的较快发展，因此，2009年房地产行业的政策需要相对宽松，制约市场的诸如二套房贷政策将会取消。

受积极政策影响，我们预期在冲抵外商投资下降、制造业投资增速减缓和房地产投资略降的不利因素后，2009年固定资产投资增长速度为27%，对GDP的贡献度为48.11%。

### 消费增长减速——收入预期成关键

我们一直对国内的消费有信心，而且今年的消费增长确实是表现最好的，但持续的高通胀和低迷的资本市场已经开始影响居民收入的增长，国内消费也显现出了乏力的一面。从国内汽车消费、建筑装潢消费增长的数据就可管窥。今年一季度、上半年和1-9月，汽车消费增长的数据分别是：37.1%、33.4%、29.1%；建筑装潢消费增长的数据分别是：-3.1%、-1.8%和-5.7%。

图15, 经济增长之消费分析



数据来源：国家统计局

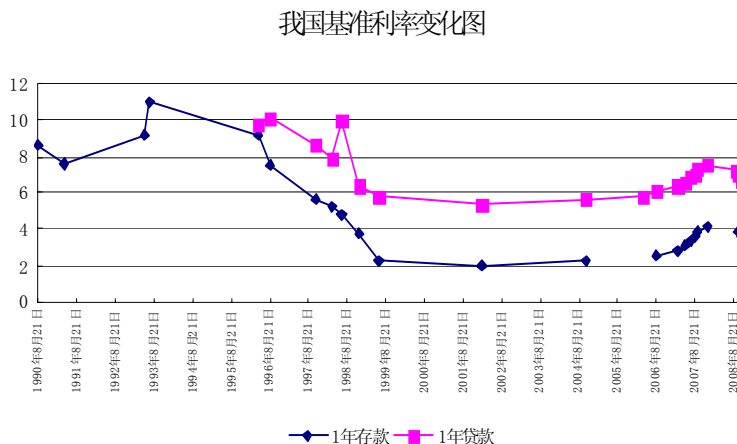
2008年全年，我们预期消费增长相比于前三季度将适度回落，主要变动因素在于居民收入的预期下降。但全年城镇居民可支配收入预期增长14.5%，农村居民人均纯收入增长18.2%，全年消费水平增长17%。

为了促进消费的增长，政府正在着手出台一系列政策以鼓励消费。

22日出台的房地产新政就是影响最大的扶持政策。22日，经国务院批准，财政部、国家税务总局和人民银行出台了针对房地产行业的七条新政策。之后，各个地方政府又相继出台了若干支持性政策。

由于房地产是本轮经济的启动力，也是导致经济通胀的主要因素，尽管受到紧缩政策影响出现下滑，但在经济进入萧条期的时候再次清除消费障碍，依然是一个办法。因此，房地产市场有望在政策利多刺激和价格回调的双重诱惑下，进入一个逐步回暖期。政府救楼市有望起到一石三鸟的作用：一是可以达到促进社会消费作用，二是稳定投资，三是规避房价下跌带来的银行风险。因此2009年房地产市场的适度回暖，是消费增长的重要基础。

图16, 我国基准利率变化图



数据来源：人民银行

为了刺激消费，政府还连续几次降低贷款利率，使我国重新进入降息周期。11月26日下调108个基点，无论是对于投资还是消费的增长都非常有意义。

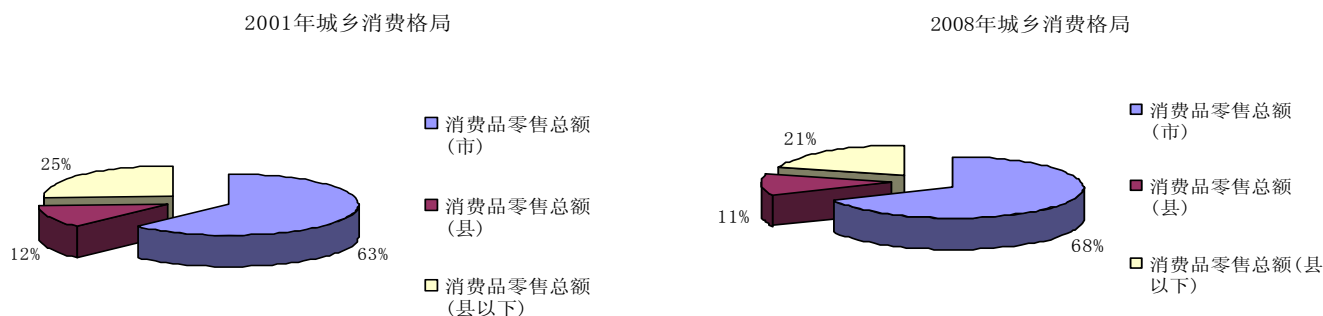
经过几次下调以后，1-3年期贷款利率下降了189个基点，3-5年期利率下降了180个基点，因此，对于贷款1个亿的企业可以减少财务费用180多万；5年期以上利率累计下降了171个基点，对于一个贷款60万20年期的购房家庭来说，一年可以少还1万元，相对于降息前的第一年87240万元还款额，降低了11.76%，也相当于年收入20万元的家庭贷款60万购房后，收入增长5%。目前，制约消费预期的主要是收入增长的减缓，受出口下降、资本市场低迷以及房地产市场疲软的影响，若干行业出现收入下降，家庭资产缩水，农村居民收入增长也面临压力。因此利率的下调，将从若干方面起到抑制收入下降的作用，从而提振消费信心。

除了地产新政，政府还在继续培育农村消费能力，提高粮食收购价格，加大对农村乡村公路、医疗设施和水利设施的投入，在改善农村基础条件的同时，增加农村居民就业改善收入结构。部分地区还在实施农村宅基地流转工作，以增加农村居民收入来源。

农村居民的消费，对于我国消费的快速增长非常重要。按照目前的数据计算，农村居民的消费率依然比较低，根据2006年数据计算，城市居民的可支配收入转为消费的比例为88.45%（城市人均消费/人均可支配收入），农村居民的消费率（农村人均消费/农村居民人均纯收入）为61.96%。

图17, 消费构成分析

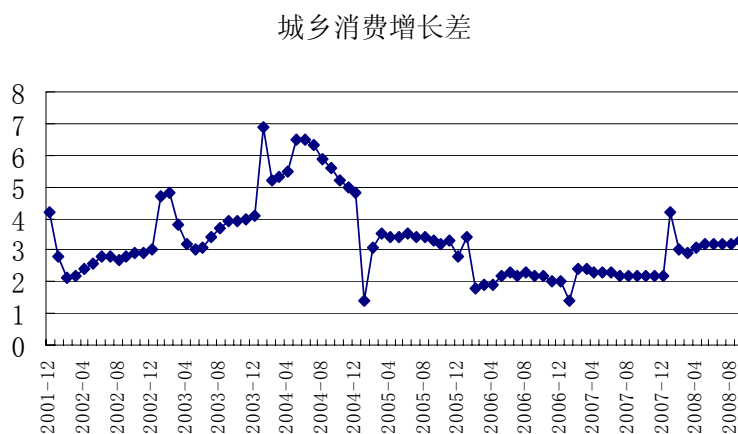
图18, 消费构成分析



数据来源：国家统计局

农村消费占比由2001年的25%下降到目前的21%，下降的原因主要还是收入不高，保障体系不健全。但农村毕竟有7.3亿人口，而且经过2001年以来持续的农村政策倾斜，农村消费水平开始盘升，消费增长速度明显加快，城乡增长差明显缩小。目前，支持三农的政策依然存在，农村居民收入虽然面临压力，但预期2009年依然会有15%左右的增长，从而使消费的增幅保持在较快水平，而居民消费对GDP的贡献度也可能达到50%。

图19, 我国城乡消费增长差分析



数据来源：WIND资讯

2009年我们预期城镇居民可支配收入增长11%，农村居民收入增长14.5%，消费总水平增长12.6%。未来的政策还将包括一系列税费方面的改革，如所得税起征点提高，税收返还等。

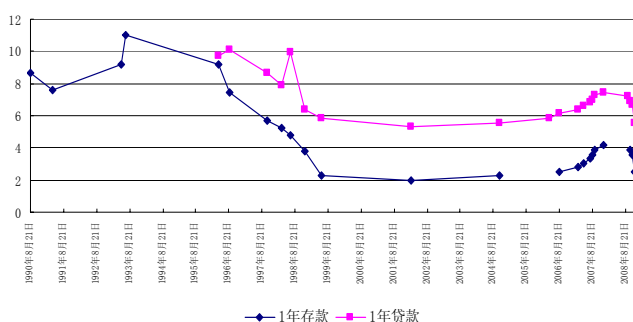
## 货币供应、通胀与汇率

2009年我国将实行适度宽松的货币政策，因此货币政策和货币供应会适度宽松。自今年9月16日以来，央行已经连续四次调整利率，目前利率水平接近2004年水平，部分数据已经低于2004年，如活期存款利率。存款准备金率也连调3次，幅度达2.5个点，释放资金9000多亿元。

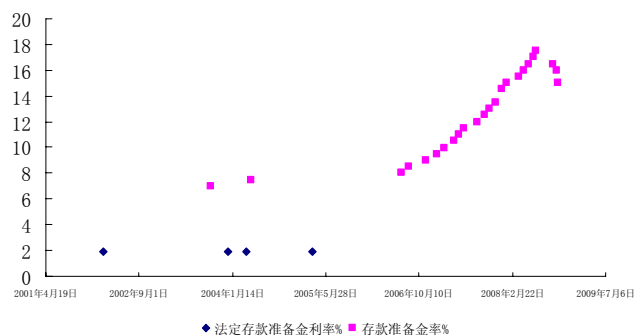
图20，基准利率变化图

图21，存款准备金变化

我国基准利率变化图



法定存款利率和准备金率



数据来源：国家统计局

未来我们研判固定利率还有54-81个基点的利率调整空间，存款准备金将视明年的贸易顺差进行调整，调整幅度预期有500个基点。

受政策影响，明年国内货币供应会好于今年。2009年货币和准货币（M2）供应将达53.5万亿，同比增长15.74%（2008年基数预测为46.25万亿），货币（M1）供应量为18.73万亿，同比增长12.5%（2008年基数为16.65万亿），流通中的现金（M0）为37855亿元（2008年基数预测为33500亿元），同比增长13%。

适度宽松的货币环境，会给我国经济和资本市场提供良好的流动性。我国资本市场中上证指数和M1一直呈现良好的线性关系，因此M1的较快增长，也会为资本市场的上扬提供依据（图22示）。

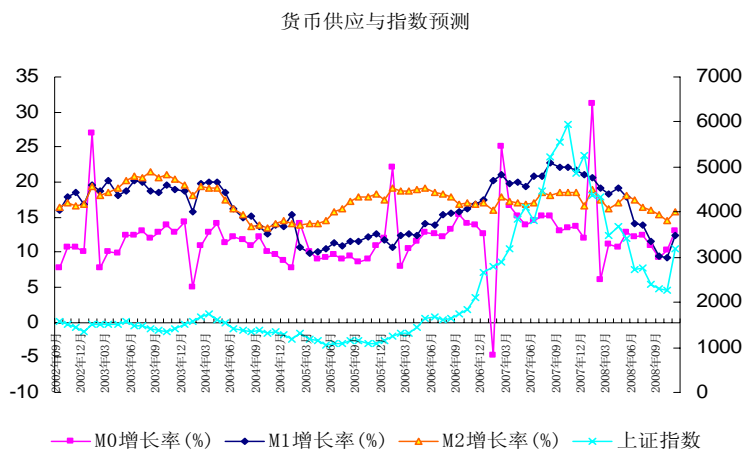
通缩还是通胀，目前已经成为业内争论的焦点，从经济的外部环境和内部结构看，我国有通缩的基础，外部需求减少，产能急剧过剩，内部需求不足，使CPI和PPI面临很大的下行压力，因此2009年出现短暂的通缩是可能的；但从中长期看，我国通缩的压力又可以避免，投资规模的加大和对三农的支持，既不容许农产品价格出现负增长，也会拉动资源价格稳定。目前全球资源品的长期供应是紧张的，尤其中国和印度这两个人口大国的经济快速增长，必然还会带来资源价格的回升。

因此我们预期2009年上半年存在通缩压力，但全年的通缩问题不存在，全年CPI预期为



1.8, PPI为2.2 (图23示)。

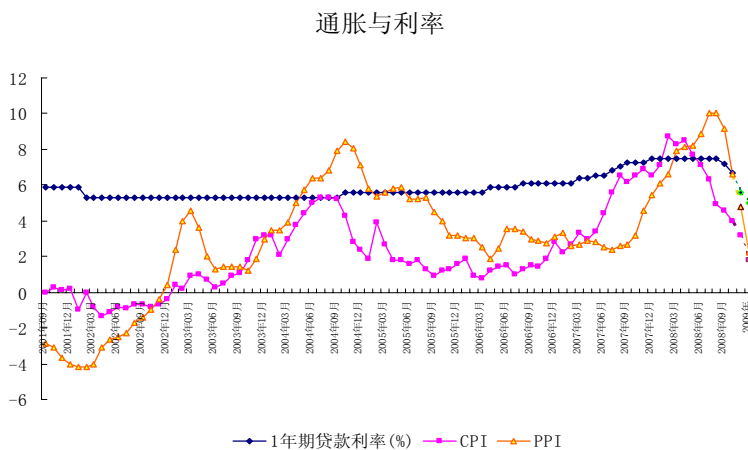
图22, 货币供应与指数分析



数据来源: 人民银行 西南证券

受全球经济疲软和我国经济向好的影响, 人民币汇率预期依然有3%的升值幅度, 预期最高将升值210个基点, 达6.6。贸易顺差的减少会降低货币投放压力, 但国际热钱进入的趋势不会逆转, 因此存款准备金的调整不会超过500个基点, 全年依然会在10以上。

图23, 物价指数分析



数据来源: 人民银行 西南证券

利率的调整, 对经营业绩影响最大的就是银行。通过对银行存款结构和利差结构分析, 我们发现108个基点调整以后, 银行利差影响很小。银行定期存款占比40%, 活期存款占比60%, 利率调整后, 对活期平均利率下降234个基点, 达6.012; 定期贷款利差上升230个基点, 达2.61。

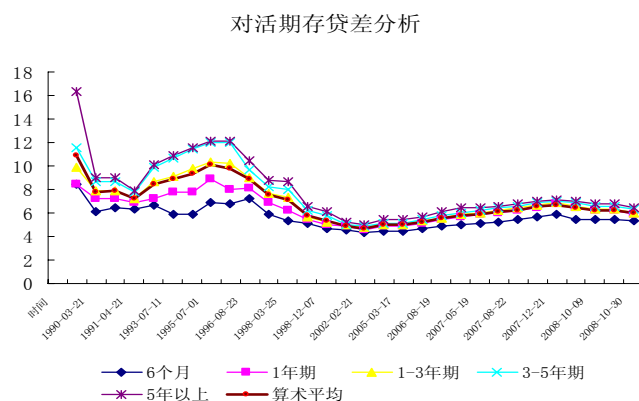
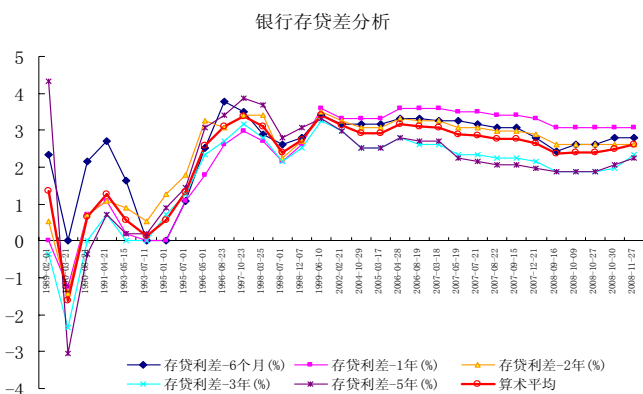
$$\text{按照: } (2.61 * 0.40 + 6.012 * 0.60) - (2.50 * 0.40 + 6.246 * 0.60) = -0.0964$$

$$(2.61*0.40+6.012*0.60) - (2.63*0.40+6.714*0.60) = -0.3276$$

因此，此次调整后，加权利差下降了96个基点，和2007年底相比，下降了327.6个基点，总的有限。综合考虑准备金调整后释放资金的利差增加，影响本轮降息目前对银行没有形成重大利空。

图24，固定利率存贷差变化图

图25，对活期存贷差变化图



数据来源：人民银行 西南证券

数据来源：人民银行 西南证券

一旦降息周期接近尾声，银行的估值出现新的动力，那么银行板块将出现上扬。我们预期在2009年二季度降息周期结束以后，银行将出现15-25%的上涨空间。

### 盈利小幅增长可期、长期估值优势明显

2008年我们给出了上市公司盈利增长16.2%的预测，从1-3季度数据看，今年保持10%以上的增长依然是可以期待的。从季度数据看，今年上半年实现利润5853.79亿元，三季度增加2411亿元，达8264.9亿元，受成品油价调整以及原油价格的大幅回落，中石油四季度盈利将得到改善，预期其全年利润略降。

表3

	2007年	2008年3Q	08年3Q/07年	08年预期	2008年增长	2009年增长	2009年
合计	10181.29	8264.90	0.812	11207.72	10.08%	3.27%	11574.45
银行	2777.43	3214.07	1.157	4350.00	56.62%	16%	5046
中石油	1434.94	986.79	0.688	1426.00	-0.62%	15%	1639.9
其他A股	5968.92	4064.04	0.681	5431.72	-9.00%	-10.00%	4888.55

数据来源：WIND资讯 西南证券

2009年我们预期银行业绩增长16%，中石油受消费税改革（燃油税）的影响，预期增长16%，其他A股公司受经济危机影响，下降10%，合计利润有望保持3.27%的小幅增长。从盈利趋势看，明年上半年盈利预期成负增长，三季度开始出现转折，四季度有望实现恢复性增长。

全年利润合计预期能够达到11570亿，按照15-18倍PE计算，市场市值总额有望达17-20万亿，相比目前的13.5万亿，预期有28-50%以上的涨幅。

从全球估值水平看，目前A股具备较好的比较优势。上证300指数动态市盈率不足12倍，和美国、日本相当，市净率只有2倍多一点。相比中国经济8%以上的增长速度，市场长期估值优势明显。

表4

全球主要股指	交易日	最新价	涨跌%	当年 涨跌%	静态市 盈率*	动态市 盈率*	市净率
道琼斯工业指数	2008-11-26	8726.61	2.91	-34.21	10.26	10.12	2.16
纳斯达克指数	2008-11-26	1532.1	4.6	-42.23	12.86	12.42	1.86
标准普尔 500 指数	2008-11-26	887.68	3.53	-39.55	10.4	9.83	1.61
英国富时 100 指数	2008-11-26	4152.69	-0.44	-34.75	7.84	6.98	1.32
法国 CAC40 指数	2008-11-27	3237.11	2.12	-42.34	7.17	7.77	1.19
德国 DAX 指数	2008-11-27	4642.47	1.8	-42.45	9.95	7.91	1.06
日经指数	2008-11-27	8373.39	1.95	-45.3	10.6	12.28	1
俄罗斯 IRTS 指数	2008-11-27	686.23	4.19	-70.04	2.97	2.1	0.69
巴西 BOVESPA 指数	2008-11-26	36469.61	4.76	-42.91	6.96	6.18	1.32
孟买 Sensex 指数	2008-11-26	9026.72	3.81	-55.5	10.08	9.78	2.61
恒生指数	2008-11-27	13552.06	1.37	-51.27	8.16	9.08	1.34
恒生国企指数	2008-11-27	7120.83	2.69	-55.84	8.71	8.47	1.53
沪深 300 指数	2008-11-27	1870.47	1.46	-64.96	12.94	11.46	2.14
上海综合指数	2008-11-27	1917.86	1.05	-63.55	13.69	11.72	2.08
深圳成分指数	2008-11-27	6683.24	2.29	-62.24	13.64	12.57	2.77

数据来源，汤森路透系统

从WIND数据系统统计看，11月28日沪深300指数分类估值数据看，目前受压的还是材料和工业，受材料价格大幅回落，工业增长减速的影响，估值压力明显。市场给予消费类较好的估值，主要还是看好消费的增长和对医疗体系的政策预期。

表5

简称	最新收盘点位	总市值 (亿元)	流通 A 股价值 (亿元)	市盈率 PE	市净率 PB
沪深 300	1,870.47	126,852.55	29,968.85	14.82	2.20
沪深 300 能源	1,974.98	35,112.98	2,739.74	15.23	2.55
沪深 300 材料	1,717.38	9,438.50	4,430.30	10.07	1.45
沪深 300 工业	1,677.99	11,759.43	4,205.88	13.44	2.05
沪深 300 可选	1,763.08	3,752.63	2,372.15	16.56	1.94
沪深 300 消费	3,137.39	3,009.14	1,465.19	34.39	4.86
沪深 300 医药	2,416.24	538.15	308.86	22.76	3.44
沪深 300 金融	2,695.65	56,023.88	10,949.29	14.99	2.17
沪深 300 信息	905.47	547.24	357.55	19.31	2.06
沪深 300 电信	1,891.83	1,517.20	762.72	21.51	2.10
沪深 300 公用	1,695.78	5,153.40	2,377.17	19.43	2.40

2009年，在预期银行16%的业绩增长的背景下，目前估值基本处于合理区间，市场的上扬动力来自于积极投资政策带来的业绩增长，也就是材料和工业的估值修正。

### 市场建设依然任重而道远

9月18日 证券交易印花税改单边征收；

9月21日中国证监会发布《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定（征求意见稿）》，拟放松对上市公司回购股份的管制，取消相关行政许可；

10月5日证监会宣布，经国务院同意，将于近期启动证券公司融资融券业务试点。根据证券公司的净资本规模、合规状况、风险控制指标和试点方案的准备情况择优批准首批试点公司，之后根据试点情况，逐步扩大范围；

10月9日 证监会提高再融资上市公司的现金分红标准，三年低于30%不得再融资；

10月19日中国证监会正式发布《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》，符合条件的上市公司股东即日起可以用无限售条件的股票质押进行融资，以缓解“大小非”股东资金困境，减少其抛售股票的动力；我们的研究表明，该政策可能缓解大非抛压，但对目前抛售积极的小非无作用。

如此密集的政策出台在中国资本市场发展史上确实少见，政策究竟对市场会产生何种影响，我们感觉不是很乐观。毕竟市场的大小非问题依然没有解决，股改的大跃进导致了大小非问题，那么解决办法只可能有两种：一是时间，一是金融创新。前者是让时间消磨掉问题；后者必须依赖金融创新和市场建设，需要让大小非再次成为市场偏爱的抢手货，就如当初股改是的法人股。

因此对于2009年我们仍然期待市场治理和建设能够有更多的进展，这主要包括：

- 发行制度的改革；
- 分红制度以及相关的资本利得税的改革；
- 创业板的设立；
- 融资融券的推行与股指期货的设立。

市场目前的颓势与市场自身治理与发展不够相关，面对全球金融海啸，我们不能因为美国的金融创新过度就因噎废食，裹足不前，应该大胆吸收经验教训，加快市场的建设和发展，如此，中国资本市场才能有希望。

## 2009年投资选择：把握经济修复的全球机遇

由美国次贷危机引发的全球金融风暴导致了全球的经济危机，在反思危机的成因和根源时，全球众多领袖和有识之士纷纷对准了美国华尔街和全球不公平的金融格局。法德领导人甚至提出了重构世界金融秩序，重返布雷顿森林体系的倡议，同时也给予中国更多的期待。

但现实发展趋势却不是如此，强大的美国依然是全球经济和金融不可或缺的霸主，其强大的科技创新能力、超强的军事控制能力仍然是美元霸权的重要支撑。因此，期待对全球金融和货币体系进行大幅重构似乎是不现实的。但面对透支的美国和没落的欧洲贵族，2009年全球经济的复苏仍然举步唯艰，经济复兴的重任似乎要落到中印等新兴发展中国家。从目前数据看，这两个经济体依然保持了较高的增长速度，中国三季度9.0，印度三季度7.3，2009年两个经济体的增长也不会太差，分别有8和6以上。因此2009年的全球经济有望先由中印拉动，进而引发全球经济的缓慢复苏。

因此2009年的投资我们建议分上下场进行资产配置。上半场以国内经济刺激政策为因，寻找增长超预期的行业和个股进行配置，下半场以美欧经济预期复苏为依据，对科技、外输型行业以及材料板块进行配置。

针对目前的国内外经济形势，我们认为政府在2009年一季度之前，本着：“稳贸易、促消费、增投资”的思想，从财政政策、货币政策和产业政策三方面着手，会继续出台新的经济政策达到稳定经济的目的。对于资本市场，也将在政策利多和业绩预降中寻找新的平衡，全年业绩应该是逐季抬高。因此，未来的3-6个月可能是经济的冬天，但也应该有春天的萌芽。

投资者可以在经济危机的安全孤岛中寻找栖身地，在政策刺激的可增长行业中寻找投资机会。在出台的若干政策中，即有对冲型政策（对冲行业的不利因素，稳定行业发展预期），也有启动型政策，即为了启动某一经济领域而出台的新政。对于前者，我们更多关注

其可以抵消多少不利因素，从而为研判行业的底部提供依据；对于后者，我们应该更多的看到机会，从而选择投资方向。

## 资产选择

在资产选择上，一季度我们建议以债券和债券基金为主，股票和股票基金为辅，二者配置比为6:4，在减息周期结束前减持债券和债券基金；二季度以现金和股票为主，二者配比为6:4，股票资产配置以金融、积极投资性行业为主，逢低吸纳科技股；三季度开始建议加大股票投资，充分享受中国和全球经济复苏的投资机遇，并进行中长期投资，迎接下一轮牛市的到来。

### ● 行业配置

经过市场的持续12个月的下行，我国股市出现了若干长期投资价值合理甚至被低估的投资品种。如股息率比较高的绩优蓝筹，高成长的中小科技企业，长期增长的我国品牌消费企业等。受监管部门30%的平均分红率政策的影响，未来许多公司的分红派息将以此为标准，因此我国资本市场将首次进入股息率为投资回报的价值投资期，按照目前以及未来几年的盈利水平，许多公司的股息率已经高出银行固定年利率，以此对于长线资金，已经具备投资价值。

尽管受全球经济萧条的影响，我国周期性行业和出口导向性行业的许多公司将面临业绩下滑的风险，但依然有许多非周期性行业的公司和技术领先型企业具备较高的成长性，这类公司的股价受市场系统性风险影响已经被低估，因此也具备了良好的投资价值。

## 行业选择——行业价值在增长的行业

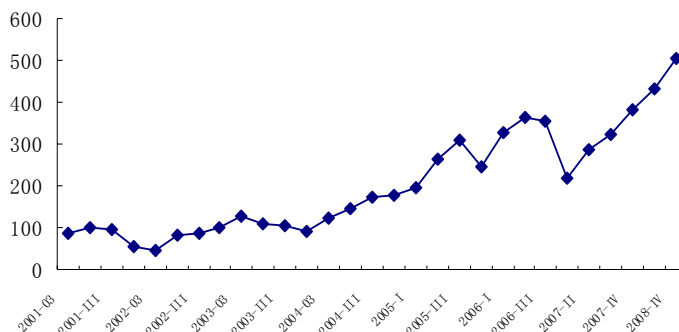
根据我们跟踪的行业价值波动指数看，除石油和天然气开采、黑色金属矿采选、煤炭开采和洗选、医药制造、电气机械及器材制造业、非金属制造和采选等行业外，其余行业均出现行业价值的下行或调整，而非金属制造和采选业对应的上市公司相对较少，在此不作分析。

## 1、石油和天然气开采业

图26

### 石油和天然气开采业

该行业价值与原油价格相关性极高，目前原油价格出现大幅下降，因此未来价值也将回落。但长期看该行业具备投资价值。



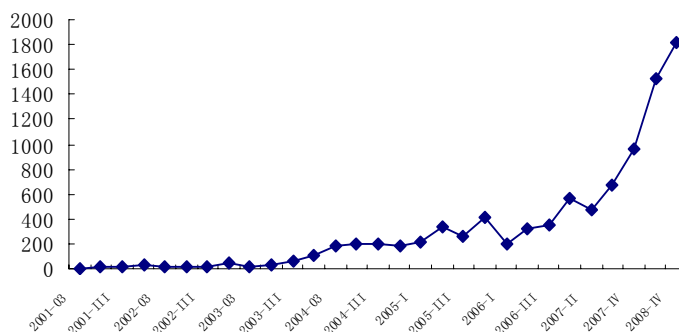
说明与分析：包括原油和天然气开采业务，主要公司有中国石油和中国石化  
投资建议：增持

## 2、黑色金属采选业

图27

### 黑色金属矿采选业

该行业属于周期性行业的上游，受需求影响，已经出现价格下降，但相对价格依然比较，而且我国铁矿石的自给率不高，未来受投资增长的影响其价值指数将在高位运行。



投资建议：增持



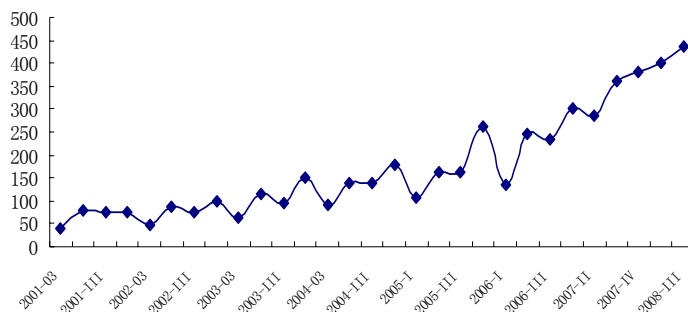


5、电器机械及器材制造业

图30

电气机械及器材制造业

行业价值依然处于增长态势，有色金属和钢铁的价格下行，对行业存在利好。新能源、节能设备、家用电器设备和环保设备的增长预计是行业价值增长的动力。



说明：该行业包括电机制造、输配电及控制设备制造、电线、电缆、光缆及电工器材制造、电池制造、家用电力器具制造、非电力家用器具制造、照明器具制造和其他电气机械及器材制造等。

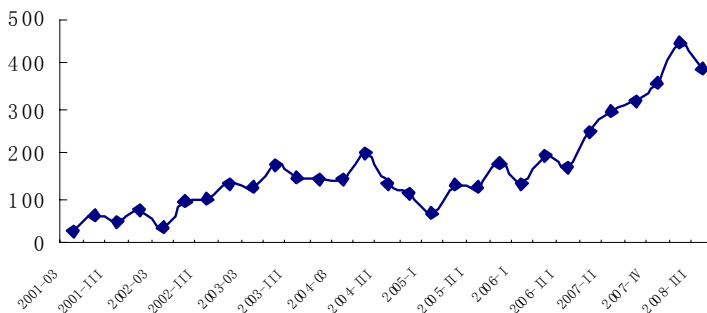
投资建议：持有输配电设备和节能照明器具制造业。

6、交通运输设备制造业

图31

交通运输设备制造业

行业价值依然处于增长态势，有色金属和钢铁的价格下行，对行业存在利好。铁路运输设备制造和飞机制造的增长预计是行业价值增长的动力。



说明：该行业包括汽车制造、钢制船舶制造、航天与飞机制造、铁路运输设备制造和摩托车制造等。

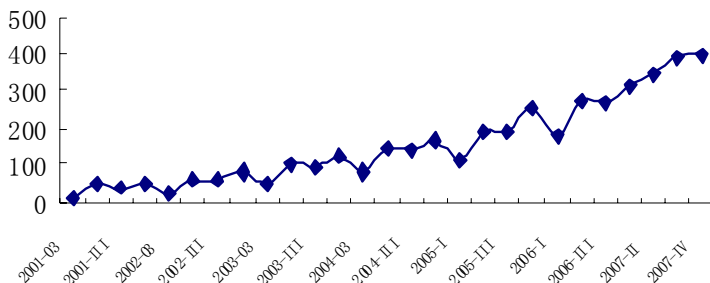
投资建议：增持铁路运输设备制造和航天与飞机制造业。

7、电器机械及器材制造业

图32

通用设备制造业

行业价值依然处于增长态势，有色金属和钢铁的价格下行，对行业存在利好。轨道交通建设、投资拉动是其有利政策因素，大型运输设备的制造是其可挖掘的亮点。



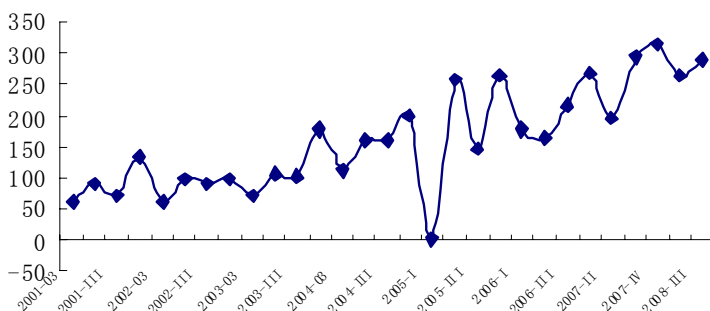
说明：该行业包括锅炉及原动力、金属加工机械、机床、轴承、压缩机等设备的制造。  
投资建议：持有原动力、机床设备制造。

8、通信设备、计算机及其他电子设备制造业

图33

通信设备、计算机及其他电子设备制造业

行业价值依然好于前几年，消费电子、3G的商用放号是增长点；但出口的压力预期要待美国经济的见底复苏才有希望。

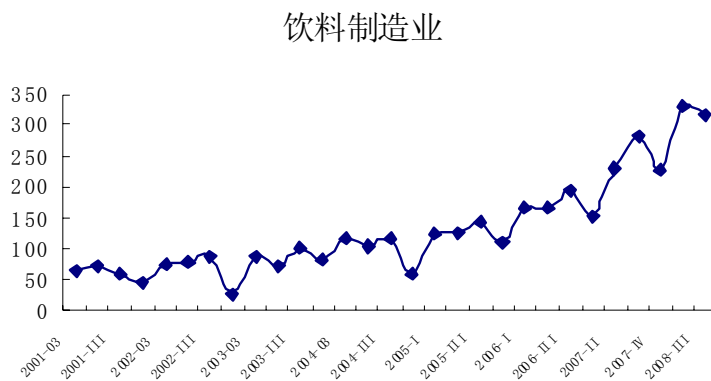


说明：该行业包括通讯设备制造、广播电视设备制造、电子计算机制造、电子元件制造、电子器件制造、家用视听设备制造等。  
投资建议：增持通讯设备、家用视听设备。

9、饮料制造业

图34

受益于消费增长，是值得中长期配置的品种。



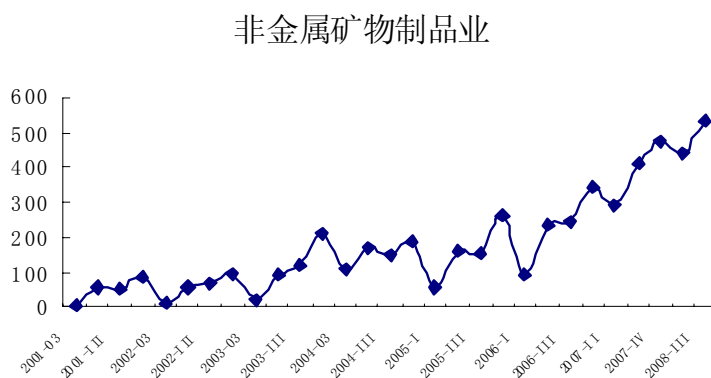
说明：该行业包括酒精制造、酒的制造、软饮料制造和精制茶制造等。

投资建议：持有酒制造。

9、非金属矿物制品业

图35

行业价值处于增长态势，受益于投资拉动，但房地产的低迷对其有负面影响。



说明：该行业包括水泥、陶瓷、玻璃、耐火材料及石墨等原料与成品的制造。

投资建议：持有水泥制造。

除行业价值比较高的行业以外，也有许多行业风险值得回避，其主要涉及有色、黑色金属冶炼及加工、化纤制造、专用设备制造、家具制造等若干行业。

### 西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

### 重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：(010) 88092288-3217、3507

邮箱：[market@swsc.com.cn](mailto:market@swsc.com.cn)

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>