

日期: 2008 年 12 月 5 日



郭燕玲

021-33303128

guoyanling@sigchina.com

屠骏

021-53519888*1931

tujun@sigchina.com

俞佐杰

021-53519888*1932

yuzuojie@sigchina.com

报告编号

GYL09-Y0101

相关报告:

2008 年第四季度投资策略报告——勇站政策潮头，谨防盈利暗礁

而今迈步从头越

——2009 年度 A 股投资策略

■ 主要观点:

从繁荣到理性: 2008 年 A 股的回归之路

2008 年, A 股走过了从估值膨胀到估值理性的回归之路。“繁荣与理性”的季节般更替让我们感悟了以经济为基石的金融大厦的脆弱, 同时也让我们对打上“全流通”烙印的 A 股市场有了重新的认识。从繁荣走向理性的逻辑特征是: 经济增长动力无以为继引起的经济周期轮回和全流通带来的资本收益接轨, 引导 A 股走向理性估值的终点。

投资先行、消费跟进: 2009 年经济运行特征

2009 年总体经济的判断是 GDP 增速回落至 7.8%, 其中投资贡献将达到 30% 以上, 从时间观察视角看: 投资先行、消费跟进是比较恰当的经济运行特征, 物价回落带来的通缩预期持续性不强, 通胀仍会回到经济调控的视线范围里。对 A 股的影响主要体现在: 1、经济周期尚未进入复苏阶段, 整体估值预期动力不强; 2、政策扩张预期强烈且持续, 政策驱动力酝酿新增长点; 3、制度改革释放的新需求和新兴市场将是 A 股重新启动的引擎, 可能这需要较长的时间但会日渐清晰, 并提前反映。

2009 年市场趋势: 前低后高的震荡格局

2009 年 A 股市场将在对业绩预期的担忧和对政策的强烈预期二股推动力下交错盘横, 因 2008 年 A 股市场已就 2009 年的业绩预期悲观提前做出反应, 且 A 股金融资产价值的吸引力已经开始显现, 因此指数再度大幅下跌的动力和空间较为有限。综合各项因素我们对 2009 年指数运行格局的看法是前低后高、震荡格局。上证综合指数的核心运行区间在 1600~2800 点, 沪深 300 指数的核心运行区间是 1600~2600 点。2009 年 A 股整体估值区间在 (18X、29X), 将回升至历史中值区域。

■ 投资策略及建议:

2009 年 A 股整体性难以实现。在经济减速至缓慢回升的长周期中同行业盈利预期见底回升存在差别, 2009 年 A 股的策略基于宏观经济政策转向对内需的拉动以及投资品行业与消费行业复苏的时间差别, 建议在 2009 年先关注投资带来的政策需求扩张, 后关注因消费回升形成的价值投资机会, 看好机械设备、电力设备、IT 基建配套设备以及食品饮料、医药、新材料新能源等行业。此外基于对金融资产价值的凸现, 以及随着全流通过程中产业资本介入程度的不断加深, 我们建议须关注并购重组带来的股权价值观与个股价值突变的投资热点。

目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 一、2008年A股市场回顾：难回首 | 5 |
| 1、估值的回归之路..... | 6 |
| 1.1 刺破泡沫，理性回归..... | 6 |
| 1.2 全流通压力显现，估值接轨进行时..... | 6 |
| 1.3 不期而遇的金融危机冲击，相对和绝对估值同步缩水..... | 6 |
| 1.4 从通胀到通缩，增长的悲观预期..... | 6 |
| 2、2008年A股市场运行特征及估值现状..... | 7 |
| 二、2009年市场环境展望：凯恩斯主义中国实践 | 11 |
| 1、长期增长动力不变，短期调整压力增强..... | 11 |
| 1.1 1978年~2007年：三次经济周期历程回顾..... | 12 |
| 1.2 2008年~2017年：第四次经济周期的目标和特征..... | 12 |
| 1.3 2009年：经济调整年..... | 13 |
| 2、抗击衰退——政策引擎重新启动..... | 16 |
| 三、2009年A股市场的内部因素 | 19 |
| 1、全流通市场的估值新坐标..... | 19 |
| 2、流动性对估值的影响..... | 24 |
| 四、2009年A股估值判断 | 27 |
| 1、A股业绩滑坡抬高估值水平..... | 27 |
| 2、A股历史估值波动率参考..... | 29 |
| 3、2009年A股整体估值回升至历史中位..... | 29 |
| 五、2009年存在的风险敞口 | 30 |
| 1、货币供应扩张是否会导致通胀回升？..... | 30 |
| 2、投资加大是否会加剧产能过剩？..... | 30 |
| 六、市场运行趋势判断 | 31 |
| 七、投资策略和建议 | 32 |
| 1、投资策略..... | 32 |
| 2、行业配置建议..... | 32 |
| 3、2009年上海证券重点关注行业短评..... | 37 |
| 3、主题投资建议..... | 44 |
| 4、2009年股票投资建议..... | 48 |
| 八、2009年度上海证券研究所重点关注股票 | 50 |

图

| | |
|---|-------------------|
| 图 1 2008 年上证综合指数运行状况、静态 PE 趋势以及我们的观点..... | 5 |
| 图 2 A 股市场各类指数 2008 年表现..... | 7 |
| 图 3 各类指数 2007 年静态估值 (PE) | 7 |
| 图 4 沪深 300 指数 PE-Bands..... | 7 |
| 图 5 沪深 300 指数 PB-Bands | 7 |
| 图 6 2007 年和 2008 年末 A 股 PE 分布变化 | 8 |
| 图 7 2008 年行业指数表现..... | 8 |
| 图 8 2008 年风格指数表现..... | 8 |
| 图 9 2007 年行业静态估值 (PE) | 9 |
| 图 10 12 个月行业估值 (PE) | 9 |
| 图 11 中国改革开放以来经历的三次经济周期 | 11 |
| 图 12 2009 年 M1/M2/贷款余额增速预测..... | 15 |
| 图 13 2009 年物价指数 (CPI、PPI) 预测..... | 15 |
| 图 14 全流通 A 股的估值新坐标体系及逻辑 | 20 |
| 图 15 托宾的 Q 理论对大小非投资行为的逻辑推理 | 21 |
| 图 16 2000 年以来 A 股托宾 Q 均值变化趋势 | 21 |
| 图 17 不同 Q 值区间的相对减持比例 | 22 |
| 图 18 全流通带来的资本融通和收益接轨..... | 23 |
| 图 19 央行人民币利率走势..... | 23 |
| 图 20 债券收益和利率走势..... | 23 |
| 图 21 2009 年 A 股 IPO 规模预测 | 24 |
| 图 22 2008~2009 年 A 股市场限售股市值/无限售股市值比例月度数据统计..... | 25 |
| 图 23 2008~2009 年 A 股市场限售股股本/无限售股本比例月度数据统计 | 25 |
| 图 24 A 股市场历史换手率与静态 PE 相关性比较 | 26 |
| 图 25 A 股最新年化收益率 | 29 |
| 图 26 A 股最新年化波动率 | 29 |
| 图 27 零售业公司发展环境及路径..... | 39 |
| 图 28 百强前十名销售额占百强销售额的比重不断提升 | 40 |
| 图 29 我国农村居民家庭平均每百户耐用消费品拥有量 | 41 |
| 图 30 前三季行业利润增速 39%，上市公司净利润升 55%..... | 43 |
| 图 31 2009 年并购重组投资逻辑框架..... | 45 |
| 图 32 2009 年政策驱动投资逻辑框架..... | 46 |
| 图 33 所有 23 个行业最新 PE 与安全边际的比较 | 错误! 未定义书签。 |
| 图 34 长期投资价值较大的 5 个行业..... | 错误! 未定义书签。 |

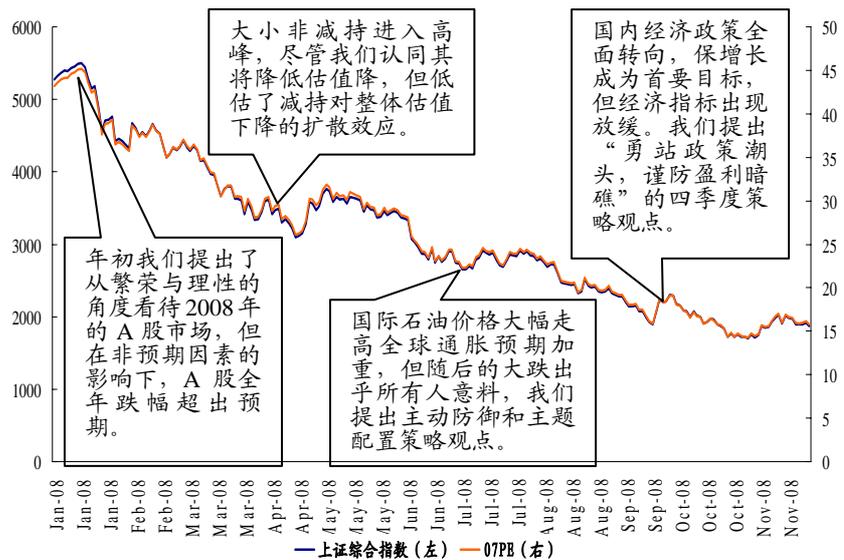
表

| | |
|--|----|
| 表 1 最新行业估值状况..... | 10 |
| 表 2 中国改革开放以来经历的经济周期状况..... | 12 |
| 表 3 2006 年~2009 年宏观经济数据统计和预测..... | 14 |
| 表 4 十大扩大内需举措与受益行业..... | 16 |
| 表 5 2008 年 A 股季度经营数据统计以及 2009 年经营数据预测..... | 27 |
| 表 6 1994 年~2010 年 A 股上市公司杜邦分析模型..... | 28 |
| 表 7 A 股主要指数 DDM 模型的估值和指数区间判断..... | 29 |
| 表 8 2009 年 A 股估值和主要指数运行预测..... | 31 |
| 表 9 行业投资评级与宏观经济情景分析..... | 33 |
| 表 10 行业经营数据统计及预测..... | 34 |
| 表 11 2009 年行业估值预测..... | 35 |
| 表 12 2009 年行业配置评级..... | 36 |
| 表 13 我国农村每百户家电拥有量..... | 41 |
| 表 14 高安全边际优势公司..... | 47 |
| 表 15 上海证券 2009 年政策受益投资组合..... | 48 |
| 表 16 上海证券 2009 年价值优势投资组合..... | 49 |
| 表 17 2009 年度上海证券研究所重点关注股票..... | 50 |

一、2008 年 A 股市场回顾：难回首

2008 年，A 股走过了从估值膨胀到估值理性的回归之路。“繁荣与理性”¹的季节般更替让我们感悟了以经济为基石的金融大厦的脆弱，同时也让我们对打上“全流通”烙印的 A 股市场有了重新认识。然而从繁荣走向理性的现实表现是高达 70% 的指数跌幅，以及数十万亿市值财富的蒸发。相信 2008 年可能让绝大部分投资者难以回首，也必然会因为期间所发生的全球性金融危机，以及国内外经济形势和政策调控的复杂多变成为未来的历史教材，而在这经典案例中可以观察得到的逻辑特征从我们的角度来理解是：经济增长动力无以为继引起的经济周期轮回和全流通带来的资本收益接轨，引导 A 股走向理性估值的终点。

图 1 2008 年上证综合指数运行状况、静态 PE 趋势以及我们的观点



数据来源：Wind 上海证券研究所

1、估值的回归之路

1.1 刺破泡沫，理性回归

“最好与最坏之间，没有过渡。”在上证综合指数五千点上方不断寻找相对估值洼地的博弈硝烟未尽，市场理性回归的压力已经显现，A股整体PE在70倍高位显然无法持续，估值泡沫因资金推动力的减弱而被刺破，充裕的流动性好像遭遇了黑洞瞬间没有了踪影，2008年年初A股拉开了回归理性的大幕。但是沉浸在牛市中的人们并未感知即将到来的冲击，也没有做好足够的准备，结构性调整的认知背后是牛市惯性思维的延续。

1.2 全流通压力显现，估值接轨进行时

2008年A股市场进入全流通后的限售股解禁高峰，产业资本直接参与企业的二级市场定价，并因其所具有的信息优势和资金、股本优势对市场定价起着决定性的作用。期间市场供求平衡的瞬间打破导致流动性与股票供给之间的供求失衡，形成的全流通压力作为A股估值的系统性问题，已经成为A股投资收益与产业资本收益的接轨进程的导火索，正在成为推动估值不断接轨的动力。

1.3 不期而遇的金融危机冲击，相对和绝对估值同步缩水

因信用泛滥和过度消费导致的全球金融海啸对中国A股市场而言是始料未及的，虚拟资产快速缩水，全球资本市场全面受到冲击。不期而遇的金融危机冲击对A股的负面影响来自两个方面：一是因全球股票市场大幅跳水带来A股相对估值比较的同步缩水，二是全球大宗资源及商品价格大幅跳水，对资源类资产价值的重估带来的绝对估值损失。

1.4 从通胀到通缩，增长的悲观预期

全球经济危机打乱了中国主动调整实现经济增长方式成功转型的战略部署，从年初的防止过热、抑制通胀到年末已全面调整为保增长、刺激需求。然而，经济层面体现出来的悲观信息却持续扩散，第三和第四季度上市公司业绩可能出现负增长。而且，政府的经济刺激方案在延缓经济下滑的同时可能会加重对原有经济增长模式的依赖度，不利于经济增长方式的转型，而事实已经证明前者的增长持续性已受到质疑。因此，鉴于对未来增长前景的悲观预期导致A股在政策刺激下依然积弱难返。

2、2008 年 A 股市场运行特征及估值现状

图 2 A 股市场各类指数 2008 年表现

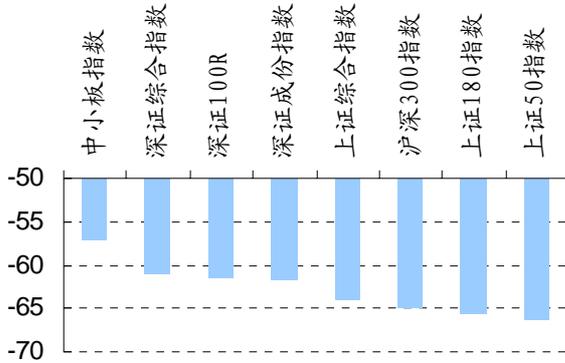
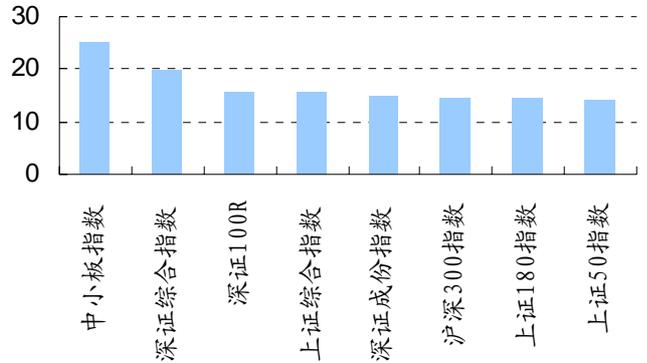


图 3 各类指数 2007 年静态估值 (PE)



数据来源: Wind 上海证券研究所

2008 年 A 股市场所有指数均出现超过 50% 的跌幅, 其中以权重蓝筹股为主的沪深 300 指数和上证 50 指数跌幅居前, 而中小板指数跌幅相对较小。由此可见, 2008 年是对 2007 年下半年大盘股泡沫的一次自省式调整。

图 4 沪深 300 指数 PE-Bands

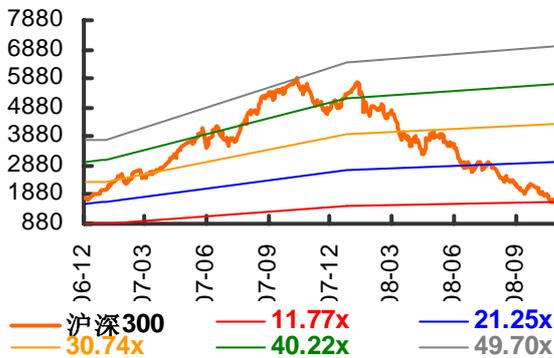
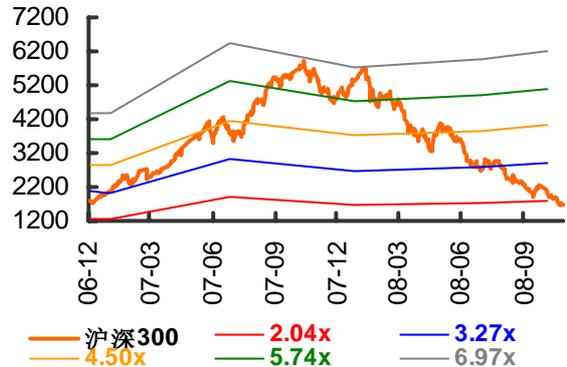


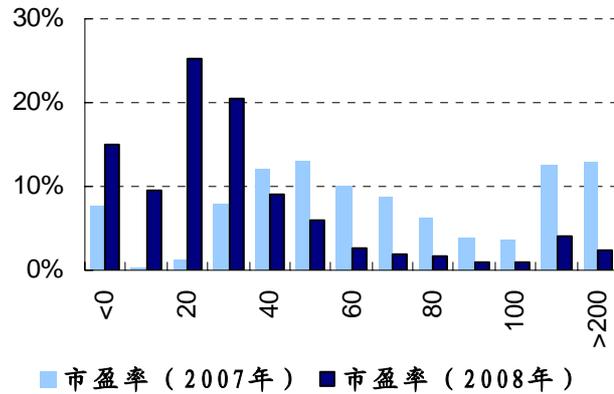
图 5 沪深 300 指数 PB-Bands



数据来源: Wind 上海证券研究所

沪深 300 指数的 PE 和 PB 趋势线在 2008 年年内出现持续回落, 并在年末跌至多年的低点, 其中 PE 值已经接近历史低点, 表明 A 股的估值已经处于底部区域。

图 6 2007 年和 2008 年末 A 股 PE 分布变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

时隔一年, A 股的 PE 分布出现非常大的变化, 整个市场的估值重心都出现下移, 在 0~30 倍市盈率区间的个股比例大幅上升, 且亏损上市公司数也有明显上升, 股价回落和业绩滑坡呈同步趋势。

图 7 2008 年行业指数表现

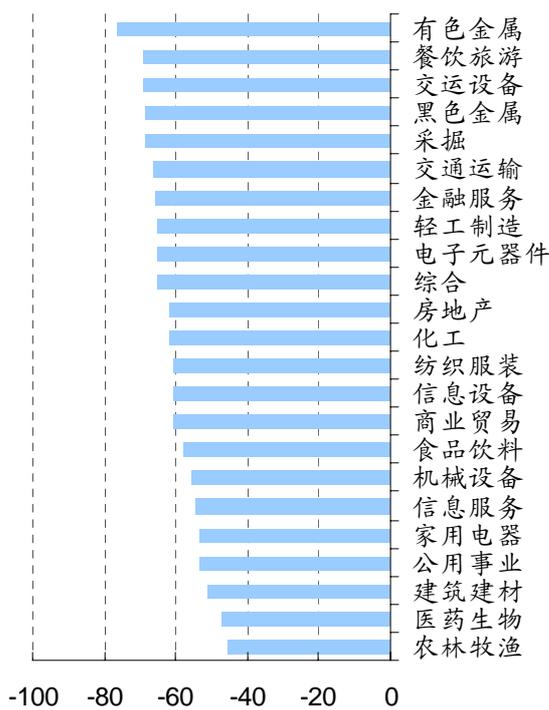


图 8 2008 年风格指数表现



数据来源: Wind 上海证券研究所

行业指数全面下挫, 有色金属指数受国际商品价格大幅调整的影响出现深幅调整跌幅居首, 此外钢铁、采掘等周期性行业也遭受明显的估值压力。而风格指数的表现显示 2007 年 A 股市场呈现明显的熊市特征, 题材股、小盘股跌幅较小, 而绩优股、低市盈率股反而跌幅较大, 与此同时基于防御性需求低市净率板块跌幅相对较小。

图 9 2007 年行业静态估值 (PE)

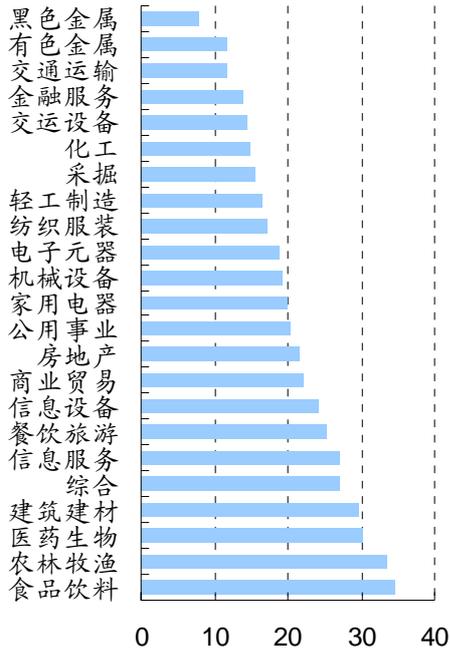
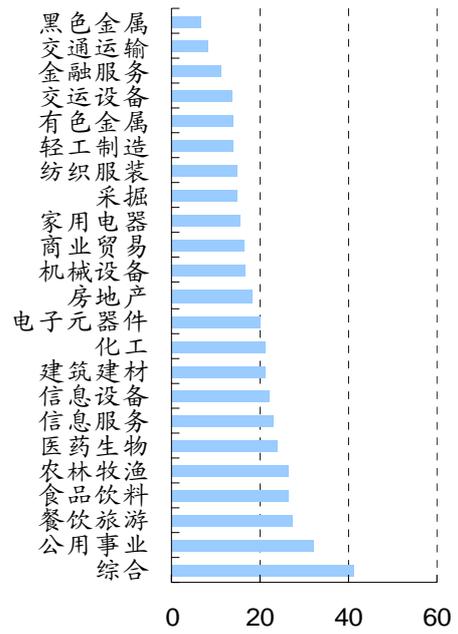


图 10 12 个月行业估值 (PE)



数据来源: Wind 上海证券研究所

12月3日统计的行业指数静态PE和TTMPT数据显示,黑色金属主要是钢铁、金融服务、交通运输、交运设备等行业的2008年业绩预期不乐观,而综合、公用事业、餐饮旅游、食品饮料、农林牧渔等行业则具有相对的估值预期乐观。

表 1 最新行业估值状况 (2008 年 12 月 3 日)

| 行业指数 | 一年期动态市盈率 | | | | 一年期动态市净率 | | | |
|-------|----------|-------|-------|----------------|----------|------|------|----------------|
| | 历史水平 | | 当前值 | 相当于历史低点的折价/溢价率 | 历史水平 | | 当前值 | 相当于历史低点的折价/溢价率 |
| | 最小值 | 均值 | | | 最小值 | 均值 | | |
| 农林牧渔 | 22.48 | 49.92 | 34.96 | 1.56 | 1.44 | 4.52 | 3.7 | 2.57 |
| 采掘 | 11.01 | 29.96 | 16.14 | 1.47 | 1.74 | 4.31 | 3.03 | 1.74 |
| 化工 | 10.62 | 33.01 | 15.35 | 1.45 | 1.63 | 3.37 | 2.43 | 1.49 |
| 黑色金属 | 6.38 | 20.11 | 8.45 | 1.32 | 1.01 | 2.27 | 1.25 | 1.24 |
| 有色金属 | 9.31 | 56.72 | 12.34 | 1.33 | 1.42 | 5.56 | 2.55 | 1.80 |
| 建筑建材 | 17.77 | 44.78 | 30.92 | 1.74 | 1.43 | 3.86 | 3.48 | 2.43 |
| 机械设备 | 14.61 | 44.10 | 20.04 | 1.37 | 1.83 | 4.23 | 3.12 | 1.70 |
| 电子元器件 | 15.09 | 45.83 | 19.75 | 1.31 | 1.44 | 4.25 | 1.92 | 1.33 |
| 交运设备 | 11.9 | 36.14 | 15.15 | 1.27 | 1.42 | 3.76 | 2.26 | 1.59 |
| 信息设备 | 18.8 | 48.98 | 25.34 | 1.35 | 1.75 | 5.73 | 2.4 | 1.37 |
| 家用电器 | 15.78 | 37.48 | 20.56 | 1.30 | 1.15 | 3.43 | 2.57 | 2.23 |
| 食品饮料 | 26.58 | 44.06 | 35.78 | 1.35 | 2.33 | 5.00 | 5.26 | 2.26 |
| 纺织服装 | 14.27 | 39.68 | 17.88 | 1.25 | 1.29 | 3.69 | 1.94 | 1.50 |
| 轻工制造 | 13.28 | 38.05 | 17.19 | 1.29 | 1.37 | 3.97 | 1.76 | 1.28 |
| 医药生物 | 24.86 | 48.45 | 30.94 | 1.24 | 1.82 | 4.28 | 3.67 | 2.02 |
| 公用事业 | 15.74 | 29.91 | 20.59 | 1.31 | 1.58 | 3.69 | 2.17 | 1.37 |
| 交通运输 | 11.12 | 37.33 | 12.43 | 1.12 | 1.8 | 3.91 | 2.01 | 1.12 |
| 房地产 | 17.53 | 49.66 | 22.6 | 1.29 | 1.54 | 4.40 | 2.66 | 1.73 |
| 金融服务 | 13.63 | 39.53 | 14.43 | 1.06 | 2.13 | 5.75 | 2.26 | 1.06 |
| 商业贸易 | 18.99 | 44.87 | 23.21 | 1.22 | 1.71 | 3.96 | 2.95 | 1.73 |
| 餐饮旅游 | 20.52 | 55.88 | 25.87 | 1.26 | 1.39 | 4.93 | 2.15 | 1.55 |
| 信息服务 | 23.16 | 53.48 | 28.24 | 1.22 | 1.7 | 5.63 | 2.96 | 1.74 |

数据来源: Wind 上海证券研究所

二、2009 年市场环境展望：凯恩斯主义中国实践

2009 年，迈过中国第四次经济周期的元年（2008 年）重新启动新一轮的经济周期，关键动力来源于政府主导的政策推进，这将使 2009 年迎来凯恩斯主义中国实践带来的经济扩张期。但投资扩张对内生需求的刺激具有滞后性，且存在一定的制度障碍，同时受外部需求不足困扰，因此总需求的回落成为 2009 年中国经济增长的重要制约因素，使得对经济恢复的期待在 2009 年难以实现。在等待需求回升和库存下降之前，企业的整体经营状况将持续疲弱。

2009 年我们考量在增长与改革、投资与民生的政策选择，一味的“增长和投资”会给未来埋下隐患，“改革和民生”制度性政策的推进将逐步释放新的需求和新的市场，孕育新的机会。

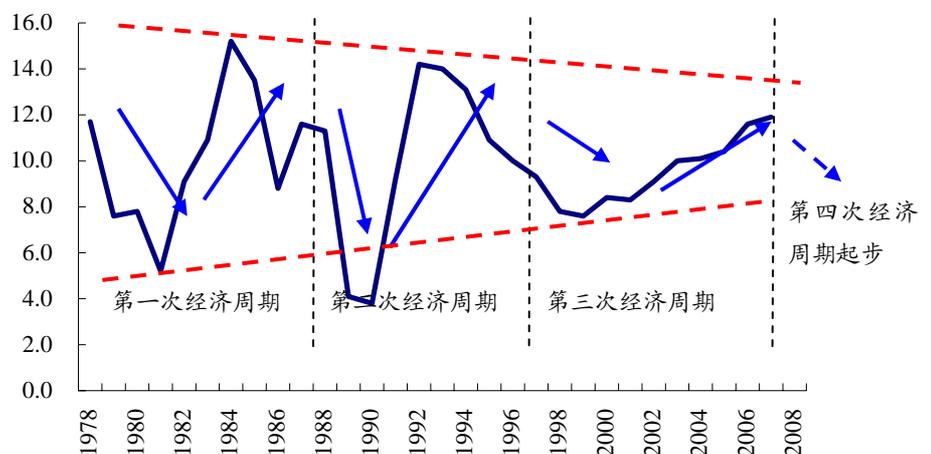
由此，我们对 2009 年总体经济的判断是 GDP 增速回落至 7.8%，政府主导的投资贡献将达到 40% 以上，从时间观察视角看：投资先行、消费跟进是比较恰当的经济运行特征，物价回落带来的通缩预期持续性不强，通胀仍会回到经济视线范围里。

对 A 股的影响主要体现在：1、经济周期继续处于调整阶段，对 A 股的整体估值预期动力不强；2、政策扩张预期强烈且持续，刺激增长和促进转型的政策驱动力酝酿新增长点；3、制度改革释放的新需求和新市场将是经济和 A 股重新启动的引擎，这可能需要时间但会日渐清晰。

1、主动调控、被动触底：长期增长动力不变，短期调整压力增强

根据 1978 年改革开放以来中国经济经历的运行阶段划分，中国经历了三个较完整的经济周期（见图 11）。

图 11 中国改革开放以来经历的三次经济周期（1978-2008：GDP 增速）



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

1.1 1978 年~2007 年：三次经济周期历程回顾

改革开放30年以来，中国经济规模（GDP总额）已经增长了68倍，并已跃居世界经济体前列，成为全球经济的重要组成部分和新兴市场的重要力量。经济体制改革、工业化和城市化进程的推进使得中国告别短缺经济，进入城市化和重工业化经济阶段。

表 2 中国改革开放以来经历的经济周期状况（1978 年~2007 年）

| 经济周期时间段 | 期间 GDP 增长 | 经济特征 | 推动因素 |
|--------------------------|-----------|------------------------------------|--|
| 第一次经济周期 1978 年~1987 年 | 230.81% | 短缺经济现象基本消失，基础消费需求基本能够得到满足。 | 从微观经营机制起步的经济体制改革，传统意义上的计划经济体制逐步被打破，经济增长主体多元化的格局逐步形成。 |
| 第二次经济周期 1988 年~1997 年 | 424.99% | 由供给约束型向市场约束型转变。消费需求出现差异化，工业生产效率提升。 | 经济体制改革、工业化进程 |
| 第三次经济周期 1998 年~2007 年 | 195.64% | 城市人口增加和重工业建设扩张。消费升级和产业升级加速。 | 城市化、重工业化进程 |

资料来源：上海证券研究所

当前中国经济结构和社会制度面临的问题：

- 1、资源消耗型经济增长方式不具有可持续性；
- 2、低附加值的出口依赖度居高不下；
- 3、消费需求尤其是农村消费需求增长缓慢；
- 4、城乡二元经济结构导致的城乡差距加大，社会分配和福利机制亟需调整；

这些问题已经日益凸出，成为制约中国经济增长的重要障碍。2007年以来中国政府提出的经济增长模式转型、科学发展观、三农问题等无疑切中要害。但随着2008年全球经济危机的爆发，经济转型和社会制度调整步伐将受到影响，外部环境的恶化对中国第四次经济周期起步的不利影响是显著的。

1.2 2008 年~2017 年：第四次经济周期的目标和特征

自 2008 年开始进入了第四次经济周期。尽管每次经济周期的起步阶段都处于经济回落的过程，从已有的经济数据运行特征判断，中国经济未来十年的增长动力依然存在：1、中国的人口红利依然存在；2、国内消费有非常广阔的释放空间。同时根据数据统计推测，中国未来无法持续维持 10%以上的高增长，这是因为随着中国经济体量的不断扩大，经济增速放缓成为必然，我们判断中国经济的长期增速将回落到 7%~9%正常水平。

■ 第四次经济周期的战略目标

中共中央十七大提出的未来 20 年（2000 年~2020 年）中国经济发展目标与我们界定的第四次经济周期结束期相近，故我们综合 20 年发展目标以及近年来中央提出的经济发展规划作为第四次经济周期预期达到的目标：

- 1、2020 年中国人均 GDP 达到 3500 美元，达到世界中型经济体水平，要实现此目标需保证年均 GDP7.2% 的增长率；
- 2、推进新农村建设，加大农村基础设施建设投资，提高农民收入和生活水平；
- 3、提高科技创新能力和资源利用效率，成为创新型和环境友好型国家；
- 4、完善民生制度建设和社会分配机制，提高社会分配和福利制度的公平性；
- 5、逐步消除城乡二元经济体制，实现经济增长一体化目标。

■ 第四次经济周期的经济特征

根据前面对第四次经济周期发展目标的展望，我们认为未来十年中国经济运行可能呈现以下特征：

- 1、城市化、工业化进程继续推进形成经济一体化特征，形成城市群生态环境。
- 2、经济增长方式的逐步转型，一方面是在民生制度和社会福利机制的逐步完善过程中，国内消费需求会有明显的回升，另一方面是国外历史经验显示在人均 GDP 超过 2000 美元水平后，国内消费需求会出现明显的结构性变化，消费需求升级成为重要的经济增长推动力。
- 3、二元经济体制的逐步消除，制度改革带来新的经济增长动力，新农村建设和三农政策将释放新的需求和新的市场。
- 4、民生政策的推进，社会福利机制的完善，包括医改、社会保障等社会制度会有较大的改善。

1.3 2009 年：经济调整年

我们认为第四次经济周期的起步难度大于前面三次，理由是：

- 1、外部经济环境的特殊性，全球经济在 2009 年面临衰退，最乐观的恢复预期在 2009 年下半年；
- 2、内部经济转型的艰难性，内外需同时回落给经济转型带来调整压力，经济面临短期的回落压力；
- 3、国内制度改革的艰巨性，差异化大、涉及面广使得改革难度和成本加大；

因此，我们认为 2009 年中国经济在经历前期国内经济的主动调控后，在国外金融冲击下将被动触底，受困于经济结构转型和外部经

济环境的制约。根据上海证券宏观分析师的判断，2009 年全年经济运行将呈现回落调整→横向运行的格局，明确的经济回升趋势要在 2010 年才能明朗。

根据上海证券宏观分析师判断，2009 年中国各项经济数据均呈现回落的态势(见表 3)，继 2008 年第三季度 GDP 增速首次跌破 10% 后，2008 年第四季度将继续下滑，并在 2009 年第二季度见底 7%，然后在投资效应的逐步显现推动下回升，全年预计在 7.8% 水平。

三驾马车中，投资则是政府主导的固定资产和基建投资为主，民间资金的投资增速放缓，这使得全年的投资增速依然有小幅的回落，但基本保持一致。相对悲观的是消费和出口的明显回落，因通缩导致消费需求明显回落，增速回落至 12.2% 水平，但因国内基础消费需求占比较大且具有刚性特质，因此 2009 年中国消费增速为负的可能性没有。2008 年遭遇寒流的出口在 2009 年仍处于寒冬季节，由于欧美经济复苏尚待时日，外需不足现象在 2009 年将延续，出口退税政策的调整可能缓解企业的经营压力但无法扭转出口型企业的颓势。

在经济下滑和高成本库存的多重压力下，工业企业增加值增速将出现快速回落，并在 2009 年上半年出现负增长，无疑从微观层面来看企业的经营状况出现亏损的可能性在增加。

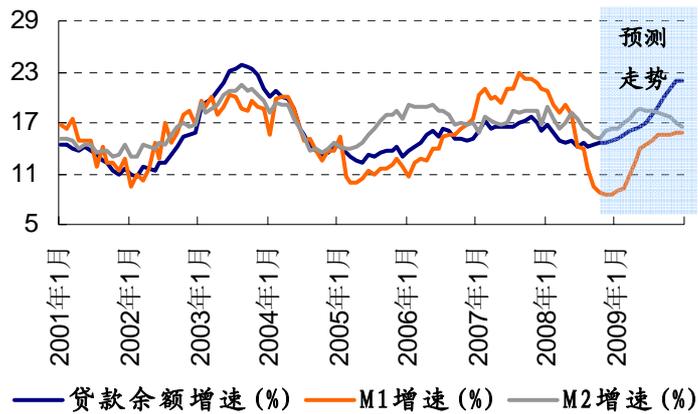
适度宽松的货币政策将使得 2009 年 M2 增速大幅上升，为刺激经济增加投资，预计明年货币供应增速将达到 18% 的水平。但我们仍重点关注 M1 的走势，因为我们认为市场流动性的恢复才是经济走暖的重要标志，预计在明年年中 M1 会有回升。

表 3 2006 年~2009 年宏观经济数据统计和预测 (%)

| 年度 | GDP 增速 | 投资增速 | 消费增速 | 出口增速 | 进口增速 | 顺差增速 | 工业增加值增速 | 货币 (M2) 增速 |
|--------|---------|-----------|---------|---------|-----------|------------|----------|------------|
| 2006 | 11.6 | 24.5 | 13.7 | 24.8 | 13.5 | 73.88 | 14.452 | 16.94 |
| 2007 | 11.9 | 25.8 | 16.8 | 21.7 | 25.7 | 47.57 | 17.4 | 16.72 |
| 2008Q3 | 9.9 | 27.2 | 22 | 21.9 | 27.6 | 2.3 | 14.4 | 15.02 |
| 2008E | 8.8-9.6 | 15.4-19.2 | 17.6-21 | 16.5-19 | 21.3-24.5 | -12.3-3.0 | 6.4-14.3 | 14-15.5 |
| 大概率 | 9.5 | 17.5 | 18.8 | 17.8 | 18.6 | 1.1 | 10.4 | 14.5 |
| 2009E | 7-9.2 | 10.7-18.8 | 11.3-15 | 10-15 | 9.4-19.6 | -32.1-13.2 | -1.8-5.3 | 14-22 |
| 大概率 | 7.8 | 15.4 | 12.2 | 12 | 17.9 | -13.3 | 1.7 | 18 |

数据来源：国家统计局，上海证券研究所宏观策略部

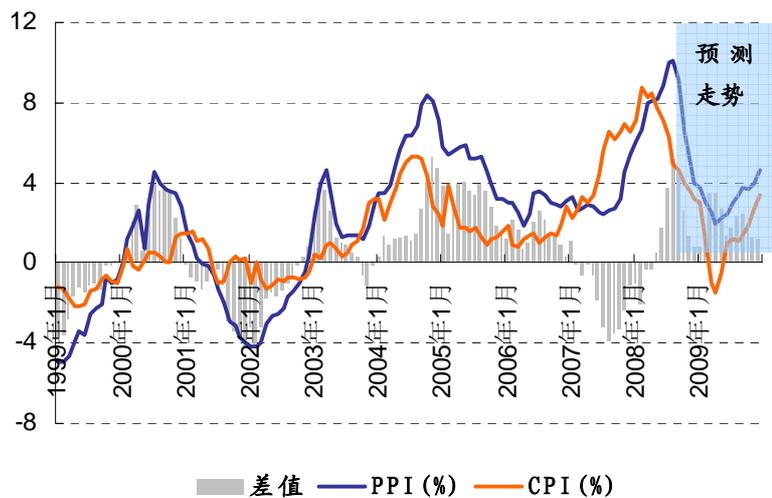
图 12 2009 年 M1/M2/贷款余额增速预测



数据来源: Wind 上海证券研究所

物价方面，我们认为延续 2008 年末的回落态势物价指数将继续调整，一方面是受到今年年初物价基数较高的影响，另一方面需求放缓引起的通缩压力也会更加明显，CPI 指数最低点大致在 2009 年 2~3 月份，可能首次出现负增长的状况，但随后物价水平将在快速回落后逐步呈现企稳回升的走势，粮食价格仍是主要推动力。相对而言，我们对 PPI 指数的判断相对乐观，随着政府各项经济刺激政策的出台，以及机制的完善，工业品价格指数出现负值的可能性不大，且我们预期国际石油价格可能在 2008 年跌至阶段性底部，2009 年能源价格的回升会通过成本传导保持 PPI 的相对抗跌，但同时因库存影响 PPI 的恢复也会相对较慢。

图 13 2009 年物价指数 (CPI, PPI) 预测



数据来源: Wind 上海证券研究所

2、抗击衰退——政策引擎重新启动

自 2008 年 11 月开始为抵御国际经济衰退的冲击，中国政府出台了包括下调利率、存款准备金率、出口退税，十大扩大内需举措和 4 万亿投资，“国九条”等诸多政策刺激经济增长。政策有形之手再次显现凯恩斯主义的中国复制。

我们认为目前政府主导的投资拉动经济并不是最终的经济增长目的，用投资激活经济，用制度完善和改革开掘新的市场和新的需求，最终拉动内需增长才是实现此轮经济调整和经济转型的最终目标。由此我们判断 2009 年前段经济增长动力主要来源于政府主导的基建投资，2009 年后段通过稳定预期带动消费需求的回升实现经济的回稳，为 2010 年的重新起飞奠定基础。同时，经济增长的目标也将从总量考核转变为质量和速度并重，实现经济转型目标。

■ 政策路径选择——投资先行，消费跟进

从已经公布的政策信息来看，2009 年投资驱动力以及由此衍生的经济效应是显著的，具体的措施和受益行业、地域主要集中在民生、基础建设、农村建设、节能环保以及科技含量较高的自主创新产业上（见表 4）。我们认为在 2009 年电力设备、工程机械、节能环保、建筑建材、家用电器等行业均会受惠于相关政策，从地域角度看，中西部是重点发展的地区，地域内企业将获支持。

表 4 十大扩大内需举措与受益行业

| 序号 | 十大扩大内需举措 | 具体实施路径 | 主要受益行业企业 | 主要受益地域 |
|----|---------------------|---------------------------|-------------------|----------|
| 1 | 加快建设保障性安居工程 | 加大对廉租住房建设支持力度。 | 建材、房地产 | 中东部 |
| 2 | 加快农村基础设施建设 | 完善农村电网，加快重大水利工程建设。 | 电力设备、水利工程 | 中西部 |
| 3 | 加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设 | 重点建设一批客运专线、煤运通道项目和西部干线铁路。 | 铁路基建、工程机械、钢铁、水泥 | 西部、 |
| 4 | 加快医疗卫生、文化教育事业发展 | 加强基层医疗卫生服务体系建设。 | 生物医药 | 中西部 |
| 5 | 加强生态环境建设 | 支持重点节能减排工程建设。 | 节能环保 | 全国范畴 |
| 6 | 加快自主创新和结构调整 | 支持高技术产业化建设和产业技术进步。 | 装备制造、节能环保材料、高科技设备 | 东南部 |
| 7 | 加快灾区重建工作 | 7000 亿重建投资项目 | 建筑建材、钢铁、水泥 | 中西部、重点四川 |
| 8 | 提高城乡居民收入 | 提高明年粮食最低收购价格，增加农民收入。 | 商业零售、家电 | 中西部 |
| 9 | 所有行业全面实施增值税转型改革 | 鼓励企业技术改造。 | 全行业，尤其是装备制造 | 全国范畴 |
| 10 | 取消对商业银行的信贷规模限制 | 加大对重点工程、“三农”、中小企业的信贷支持。 | 金融服务，中小企业 | 全国范畴 |

资料来源：上海证券研究所整理

为实现经济增长的保八目标,2009年在积极财政政策和适度宽松货币政策框架下,上海证券宏观分析师判断利率和存款准备金率均有下调的空间,按通常27和50个基点的调整幅度测算,利率和存款准备金率调整次数全年预计分别为3-5次和6-10次。

同时,结构优化和民生改善成为财政政策调整基调,其中已经实施和预计实施的政策有:

- (1) 增值税转型;
- (2) 个人所得税率起征点提高;
- (3) 医改方案出台;
- (4) 保障性商品房政策的完善和落实;

2009年,财政政策通过对基础设施建设、产业改造、民生改善等方面加大投入的目的是在促进结构优化和民生改善的基础上,促进经济增长。因此在民生和产业升级、节能环保等领域将获得更多的政策倾斜。

■ 政策预期效果——速度与质量并重

(1) 经济总量的政策效果

就如前面我们所分析的,积极财政政策和适度宽松货币政策,以及后续出台的扩大国内需求措施,是为了确保经济增长保持8%水平,但并不能扭转经济调整的趋势,因此从总量上来看,政策的作用主要体现在通过推动投资抵御外需的回落,通过投资激发内需的增长。

(2) 区域经济的政策效果

我国区域经济发展不平衡形成的国内市场广阔,需求潜力巨大特点使得中国出现日本上世纪八十年代经济衰退的可能性不大,工业化和城市化进程以纵深推进的方式持续。目前我国区域经济的发展已初步完成了由点到面的前期发展阶段,正进入全面启动阶段。区域开发规划已从东部向中西部扩展,此次国家财政对农村地区与中西部地区的投入对经济拉动作用将最为明显。

(3) 产业和行业的政策效果

以基建投资为核心的财政政策成为刺激内需的主导。2008年11月出台扩大国内需求的十项措施,主要涵盖加快民生工程、基础设施、生态环境建设和灾后重建等四大方面。实施上述工程建设,到2010年底约需投资4万亿元。按照我们的测算,2009年预计我国在铁路、公路、水路、灾后重建等方面的投资规模可以覆盖房地产领域的投资下滑。我国在通过投资促进经济增长方面的重点将由前几年的房地产投资转向基础建设投资方面。基建行业将受益于扩大国内需求财政政策导向。其中建筑行业方面,政府将在铁路、公路、城市基建(城市交通)、水利、港口、机场方面加大投入。铁路方面的投资主要以“四

纵四横”的客运专线和西部铁路干线为主；公路方面的投资将主要集中在中部和西部地区。“十一五”期间国家铁路基建投资最终超过规划 1.25 万亿的可能性非常大，预计未来两年铁路基建投资额将超过 8,000 亿元。铁路建设投资已成为拉动内需，保持经济平稳运行的有力支撑。而拥有完整基建产业链的综合性建设集团；区域性基建龙头企业，专项工程承包领域领先企业 将直接受益。

三、2009 年 A 股市场的内部因素

2009 年对 A 股估值具有显著影响的内部因素依然来源于大小非，但是我们认为区别于 2008 年的集中减持，2009 年年初 A 股估值在新坐标体系中存在相对的吸引力，随着具有市场化属性股本占比的显著提高，A 股估值定价将取决于产业资本与金融资本的收益一致和收益接轨，因此在 2008 年底金融价值与重值成本趋于一致的情况下，减持意愿减少，并购意愿增加。但同时受宏观经济增长回落的制约，产业资本的退出或兑现的收益预期不高，这无疑给 2009 年 A 股估值空间带来压力。

在 2009 年 IPO 不会成为影响 A 股估值的决定因素，发行定价机制的改革预期以及熊市中新股定价的回落会消除市场价格的波动源，起到平稳市场的作用。

我们对 2009 年融资融券为主的金融创新预期不高，在全球金融去杠杆化趋势下，国内金融机构的金融创新冲动不会很高，由此对 A 股的流动性和估值影响非常有限，但不排除成为金融衍生品标的的基础品种会存在阶段性交易型机会。

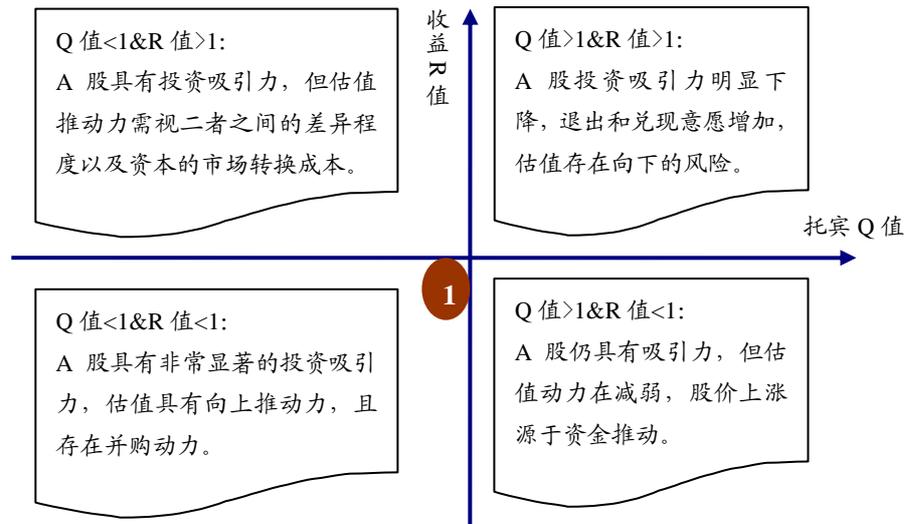
1、全流通市场的估值新坐标

2009 年年中，A 股市场非限售股股份将首次超过限售股股份，并在第四季度占比超过 75%，股本市场化程度的提高以及其所占的优势地位将有助于构建 A 股估值新坐标。从我们的逻辑推理角度出发，A 股估值新坐标将建立在资产价值重估和资产收益比较的二维体系上，其中：

X 轴=托宾 Q 值（金融价值/重置成本）

Y 轴=收益 R 值（1/（资产收益/机会成本））

图 14 全流通 A 股的估值新坐标体系及逻辑



数据来源: 上海证券研究所整理

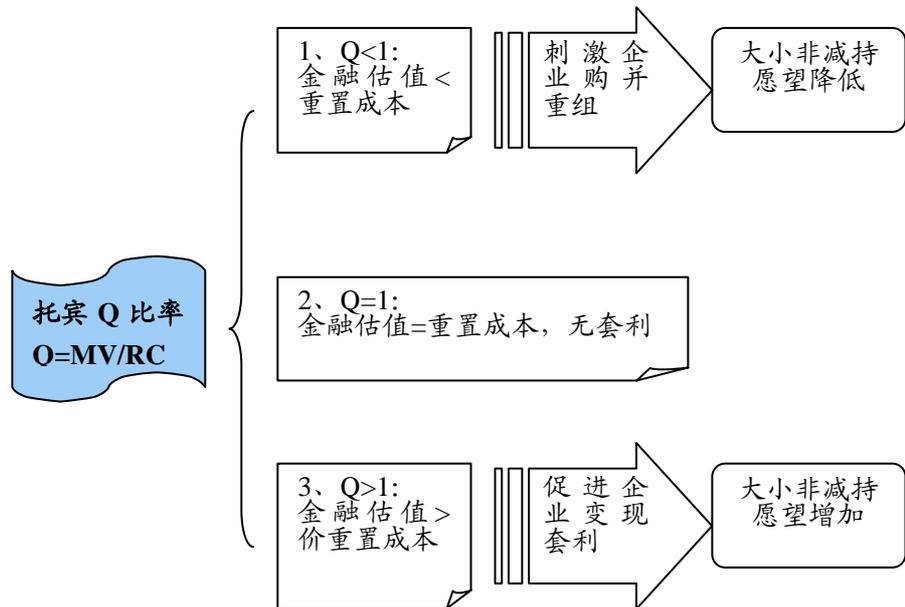
■ 全流通成为 A 股估值夹板

进入全流通市场后, A 股的估值不但受到业绩预期和外部市场的相对估值影响, 同时还受到资产价值和股息投资回报的绝对估值影响。尤其是正处于进入全流通阶段的 A 股市场, 大小非尤其是大股东的持有机会成本和 A 股市值与企业资产价值的比较成为 A 股估值的夹板。

我们运用托宾的 Q 理论来分析全流通对市场估值和大小非投资行为的影响。

托宾的 Q 值是指: 按照金融市场估价的企业价值对企业现有资本的税后重置成本的比率。我们用 MV 代表市场价值, RC 代表重置成本, 托宾 Q 值表述为: $Q = MV/RC$ 。我们认为 Q 值将对资本资产的后续增量投资产生直接的影响。

图 15 托宾的 Q 理论对大小非投资行为的逻辑推理



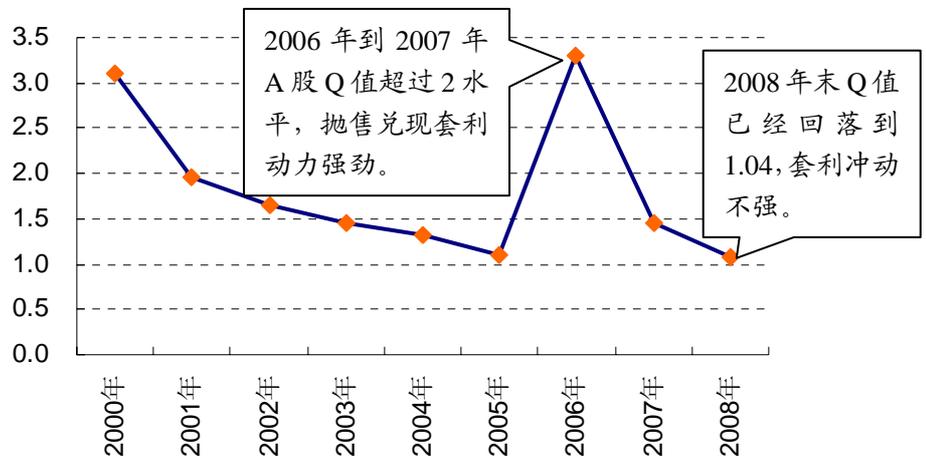
数据来源：上海证券研究所

我们界定 A 股托宾 Q 值的计算公式是：

A 股托宾 Q 均值=（上市公司股票市价总值+上市公司净负债的价值）/（有形资产=资产总额-待摊费用-待处理资产损益-无形资产-递延税款借项）

据此计算，2000 年以来 A 股的 Q 值数据与 A 股市场的表现具有非常高度的一致性，在 Q 值位于 1~1.5 水平上方时，A 股的下跌压力和趋势非常明显，显然投资者尤其是价值投资者的增持意愿明显降低，Q 值回落到 1~1.5 水平时，指数的后续下跌空间已经有限，长期投资者开始回流市场增持股票。

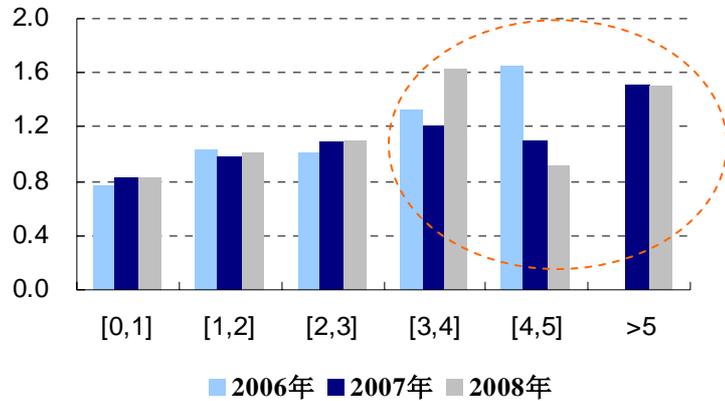
图 16 2000 年以来 A 股托宾 Q 均值变化趋势



数据来源：Wind 数据 上海证券研究所

在 2006 年正式进入全流通市场后，上市公司大股东减持行为也同样符合托宾 Q 理论。数据统计显示，股票的减持动力随着上市公司 Q 值的上升而上升，Q 值在 2~5 区域的上市公司减持意愿明显高于 1~2 以下的水平。

图 17 不同 Q 值区间的相对减持比例



数据来源：天相数据库 上海证券研究所

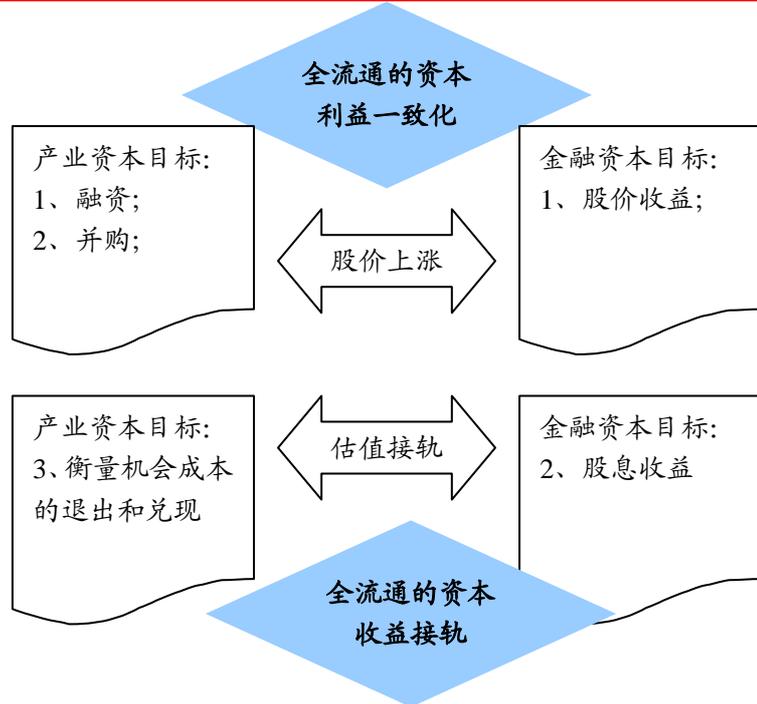
根据上述分析，我们认为限售股解禁不是大小非尤其是大股东减持的充分必要条件，只有在股权投资收益低于机会收益，且 Q 值处于高水平时，解禁后的大非减持意愿才会增强并付诸于实际的卖出行动。

小非减持衡量具有较大不确定性，主要是因为持有人股份相对分散导致的定价不清和市场交易博弈因素，使得小非减持更多地受到二级市场股价的波动影响。

■ 全流通促进资本利益的一致和收益估值的接轨

2009 年，我们认为全流通仍处于进行时阶段，A 股估值新坐标还处于形成过程中。因此，市场定价的偏差必然会存在，且在限售股解禁后得到矫正，因此 A 股市场存在结构性的估值调整机会，如果界定 2008 年是全流通 A 股的估值向下调整，那么 2009 年 A 股面临全流通后的估值上调可能。其逻辑来源于对托宾 Q 值已经接近 1 的判断，以及 2009 年 A 股投资机会成本的降低。

图 18 全流通带来的资本融通和收益接轨



资料来源: 上海证券研究所

2008年下半年全球进入减息周期，人民币存贷款利率大幅下调，预计明年还有100个基点左右的下调空间，一年期利率将回落至2.5%水平，与此同时债券收益率也明显缩水，1年期国债收益率已经在1.6%的水平，10年期国债收益率也只有2.7%左右的水平。此外，前面分析2009年微观层面的企业盈利状况不乐观，在部分时段会出现利润负增长，因此A股投资的机会成本已经在非常低的水平，对维持A股的投资吸引力有积极作用。

图 19 央行人民币利率走势

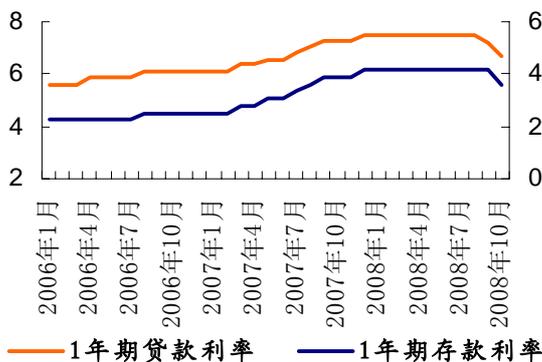
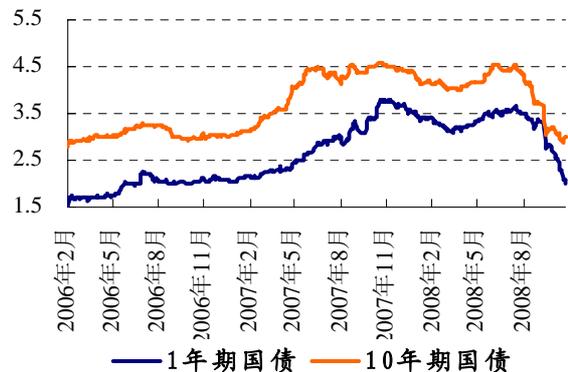


图 20 债券收益和利率走势



数据来源: Wind 上海证券研究所

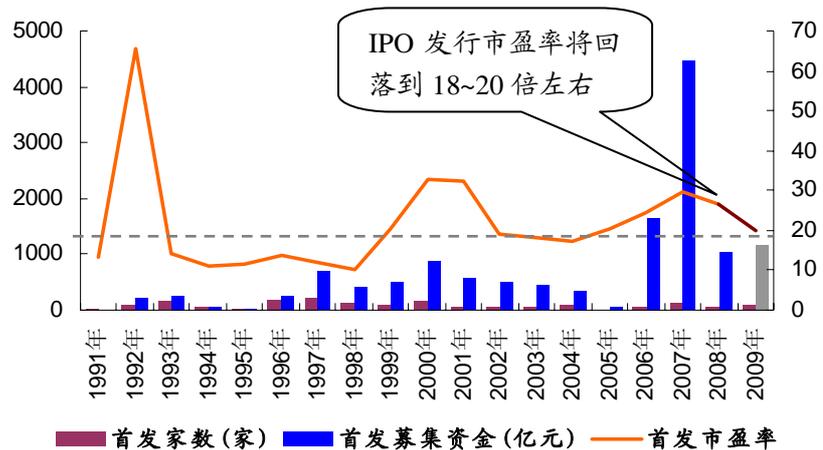
2、流动性对估值的影响

■ 2009年IPO供求趋于稳定，发行估值将会有所回落

经过对1991年以来市场的IPO数据统计，2009年A股市场的发行规模应与2008年基本持平，但发行市盈率会有所回落，一方面受到市场需求不振的影响，另一方面是在经济弱环境下企业盈利能力的回落，定价水平下降，我们预计2009年IPO的PE值会从2008年的平均26倍回落到18~20倍左右的水平，与1999年的水平相当。此外，我们也预计管理层在2009年会出台IPO发行定价的相关政策，对发行市盈率起到稳定的作用，减少上市后的股价波动。

从资金供需情况和目前A股的市盈率水平（目前A股估值已经在20倍以下）来看，IPO成为2009年A股市场估值重要制约因素的可能性不大。

图 21 2009年A股IPO规模预测



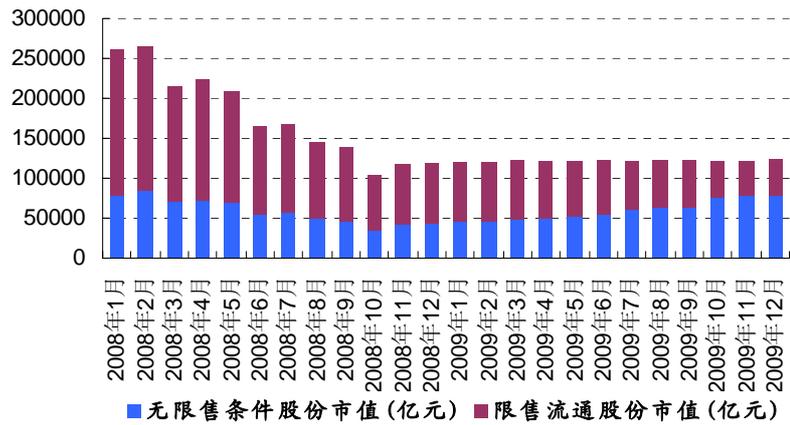
数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 2009年解禁限售股供应压力依然较大，全流通定价可能性增加

前面我们已经分析了，在2009年从投资收益和估值比较角度看大小非的减持意愿在2009年会减少，对A股市场的冲击会较2008年有所减弱。但从规模上来看，2009年依然是限售股解禁的高峰年，对增加股票供应存在压力。

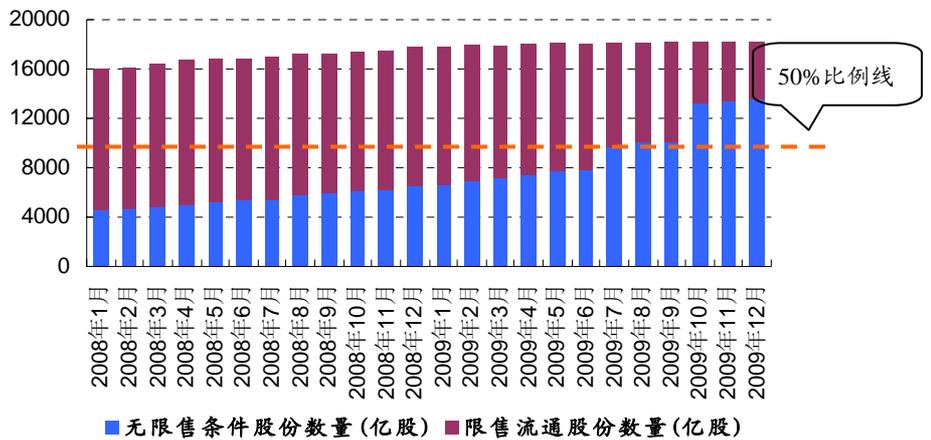
从时间序列来看，2009年7月份A股的非限售股股份将超过总股份的50%，而到10月份这一比例还将提升至75%左右。由此从规模上2009年解禁规模对A股存在冲击的动量，尤其在第四季度可交易股本规模已经占据绝对优势，使得A股从实际意义上具备了全流通市场定价的可能。

图 22 2008~2009 年 A 股市场限售股市值/无限售股市值比例月度数据统计



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 23 2008~2009 年 A 股市场限售股股本/无限售股本比例月度数据统计



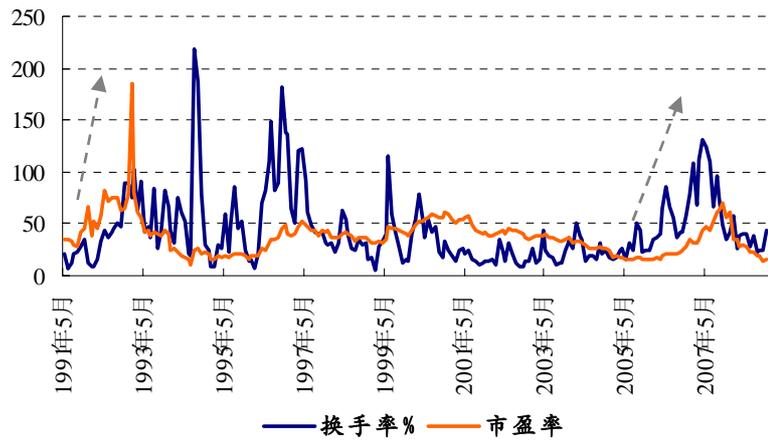
数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 金融创新作用有限，存在阶段性交易型机会

我们对 2009 年融资融券为主的金融创新预期不高，在全球金融去杠杆化趋势下，国内金融机构的金融创新冲动不会很高，由此对 A 股的流动性和估值影响非常有限，但不排除成为金融衍生品标的的基础品种会存在阶段性交易型机会。

此外，从金融创新对市场的流动性贡献情况看，历史数据显示 A 股市场的换手率提高对估值的溢价贡献在牛市中非常明显，但在调整市和熊市中影响不大，因此融资融券等金融衍生品的开设不会对仍处于调整阶段的 2009 年 A 股带来整体性的估值溢价动力。

圖 24A 股市場歷史換手率與靜態 PE 相關性比較



數據來源: Wind 上海證券研究所

四、2009 年 A 股估值判断

2009 年 A 股的整体估值将会回升，推动力主要来源于企业业绩的回落以及对经济刺激政策预期引起的股价推升。显然我们无法对因政策预期的外因推动力带来的估值波动做出判断，因此，在估值分析中我们主要以 2009 年的业绩增长、股息分配、预期收益对 A 股整体估值进行数量研究，并结合 A 股历史波动率做估值空间判断的参考因素。

1、A 股业绩滑坡抬高估值水平

我们对 A 股自 2007 年以来的季度经营数据进行统计，结合 Wind 盈利一致预测的数据以及上海证券行业分析师的判断，我们对 2008 年季度和 2008 年~2009 年年度业绩数据进行预测。

预测数据的结论是：

(1) 2008 年每股收益与 2007 年略有增长，同比增幅约 3%，上半年的增长因第四季度业绩的滑坡而平滑，因此全年呈现前高后低的态势。但在 2009 年，在上半年消化高成本库存后，又将面临需求不足引起的价格回落压力，因此 2009 年的每股收益预测值为 0.36 元，EPS 跌幅在 10% 左右，将使 2009 年的 PE 回升 10% 水平。

表 5 2008 年 A 股季度经营数据统计以及 2009 年经营数据预测

| 财务指标 | 2008 年 | | | | 2008 年度 | 2009 年度 |
|-----------------|--------|--------|---------|-------|---------|---------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | | |
| 单季数据及预测： | | | | | | |
| 每股收益（元） | 0.12 | 0.12 | 0.10 | 0.09 | 0.43 | 0.36 |
| ROE（%） | 4.04 | 4.20 | 3.26 | 2.60 | 14 | 10 |
| 毛利率（%） | 19.62 | 18.02 | 17.97 | 15.00 | 17 | 14 |
| 环比数据及预测： | | | | | | |
| 每股收益增长率 | 16% | 1.87% | -20.38% | -34% | / | |
| 毛利率增长率 | 6.11% | -8.15% | -0.28% | -16% | | |
| 主营业务利润增长率 | 2.83% | 2.83% | -7.76% | -10% | | |
| 净利率增长率 | 15.09% | 4.67% | -19.81% | -12% | | |
| 同比数据及预测： | | | | | | |
| 每股收益增长率 | 33.22% | 11.25% | -7.48% | -11% | 3% | -10% |
| 毛利率增长率 | 7.15% | -2.59% | 0.11% | -4% | / | |
| 主营业务利润增长率 | 18.26% | 10.34% | 2% | -10% | | |
| 净利率增长率 | 31.38% | 13.16% | -13.47% | -11% | | |

数据来源：Wind 上海证券研究所

(2) 相比于 2007 年 21% 的毛利率, 2008 年 17% 的毛利率则是有明显回落, 而在 2009 年该指标将会再度下降至 14% 水平, 成为拖累业绩回落的重要原因。我们预计毛利率的回升需要等待物价指数回稳后才有可能, 结合前面对 PPI 和 CPI 的判断大致在 2010 年上半年。

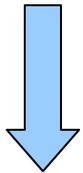
(3) 在我们剔除金融类上市公司的 A 股上市公司杜邦分析模型中, 2008 年和 2009 年的全年 ROE 还会再略低点, 但与前面的财务数据预测相差不多。在杜邦三因素中我们认为资产周转率的回落是 2009 年经营状况不乐观的重要因素。

表 6 1994 年~2010 年 A 股上市公司杜邦分析模型(剔除金融类上市公司)

| 年度 | Net Margin | Asset turnover | Total leverage | ROE% |
|--------|------------|----------------|----------------|-------|
| 1994 | 9.95 | 88.00% | 216% | 15.77 |
| 1995 | 9.36 | 72.00% | 231% | 15.04 |
| 1996 | 9.55 | 70.00% | 221% | 14.77 |
| 1997 | 9.53 | 67.00% | 199% | 13.42 |
| 1998 | 6.62 | 60.00% | 196% | 9.62 |
| 1999 | 7.06 | 59.00% | 199% | 9.61 |
| 2000 | 8.87 | 59.00% | 200% | 9.00 |
| 2001 | 6.75 | 60.00% | 203% | 8.01 |
| 2002 | 5.69 | 63.00% | 210% | 7.64 |
| 2003 | 6.81 | 72.00% | 215% | 10.08 |
| 2004 | 7.26 | 81.00% | 229% | 12.78 |
| 2005 | 6.51 | 86.00% | 237% | 12.86 |
| 2006 | 6.66 | 91.00% | 240% | 14.37 |
| 2007 | 7.45 | 93.00% | 235% | 16.48 |
| 2008Q3 | 5.19 | 70.00% | 246% | 11.40 |
| 2008E | 5.84 | 64.63% | 246% | 9.87 |
| 2009E | 5.49 | 73.50% | 258% | 9.31 |
| 2010E | 5.93 | 79.50% | 268% | 10.52 |

数据来源: Wind 上海证券研究所

上次经济周期调整阶段, A 股 ROE 快速回落, 周转率也出现明显下降。



目前 A 股周转率已经出现回落, 预计 ROE 在 2008 年第四季度和 2009 年第一季度会达到低点。

2、A 股历史估值波动率参考

A 股最新年化收益率中期呈下降趋势，从走势的延续情况看大致在 0%~20% 区间。

A 股的最新年化波动率显示出波幅收窄的迹象，我们预计在未来一年里 A 股的年化波动率将回落到 35%~50% 区间。

图 25 A 股最新年化收益率

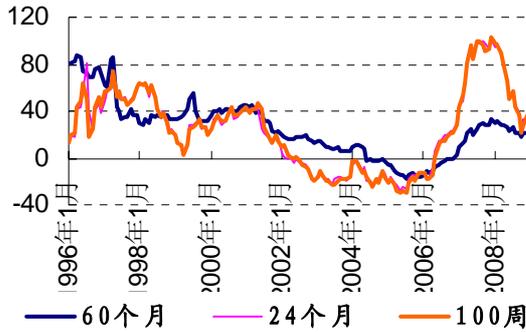
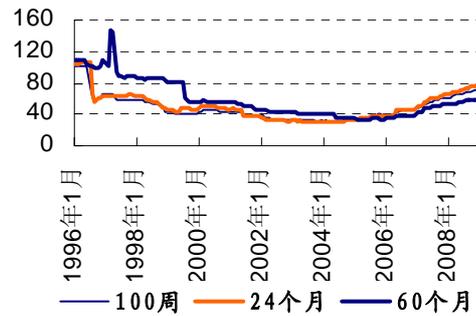


图 26 A 股最新年化波动率



数据来源: Wind 上海证券研究所

3、2009 年 A 股整体估值回升至历史中位

我们采用三阶段 DDM 模型对 A 股进行绝对估值分析，其中对参数的界定是：

- (1) 分红率分别为 30%、35%、40%；
- (2) 增长率分别是 -10%、-5%、0%、5%、10%；
- (3) 资本成本我们选用目前 10 年国债收益 3% 和 A 股净资产收益率 14% 的中值 8%；

根据 DDM 模型计算，我们得到的结论是：

表 7 A 股主要指数 DDM 模型的估值和指数区间判断

| 指 数 | 2009PE 区间 | 2009 指数区间 |
|-----------|--------------|--------------|
| 沪深 300 指数 | (15X, 22X) | (20X, 29X) |
| 上证综合指数 | (1550, 2500) | (1500, 2800) |

资料整理: 上海证券研究所

沪深 300 指数和上证综合指数的估值区间都会有所提高，回到历史的中值水平。

五、2009 年存在的风险敞口

1、货币供应扩张是否会导致通胀回升？

金融危机以来为稳定金融市场和刺激经济复苏，各国央行采取多种方式向市场注入流动性，包括降息、调低存款准备金率、注资等货币供应的扩张政策和手段。在正常的金融秩序没有恢复之前货币扩张不会带来流动性冲击，但是如果在金融秩序开始恢复正常运转，市场内的流动性恢复到正常水平，这时候前期的货币增量将会放大并带来新的流动性冲击，届时如果央行没有及时采取收缩货币的政策，则可能导致新的通胀回升，对经济带来新的问题。目前对这个问题我们无法做出合理判断，可能成为 2009 年市场预期不确定因素。

2、投资加大是否会加剧产能过剩？

4 万亿的经济刺激政策带来 18 万亿的投资规模，各地、各行业重新上马新建项目，无疑会增加未来的产能。经过前几年的大规模投资，目前中国已经面临非常大的产能过剩压力，尽管启动基建投资将会消化部分产能和库存，但后续新增产能是否会再度面临过剩的尴尬境地，这对目前产能挤压明显的行业如钢铁、电力等是否会带来新的压力。显然对这一问题我们目前同样无法解答，但同样会成为对行业投资建议的重要影响因素。

六、市场运行趋势判断

2009 年 A 股市场将在对业绩预期的担忧和对政策的强烈预期二股推动力下交错盘横，全年的市场表现与经济走势基本保持一致，但因 2008 年 A 股市场已就 2009 年的业绩预期悲观提前做出反应，且 A 股金融资产价值的吸引力已经开始显现，因此指数再度大幅下跌的动力和空间较为有限。

此前对中国经济走势和 A 股 2009 年业绩预测的分析给出的判断是我们对 2009 年指数运行格局的看法是前低后高、震荡格局。上证综合指数的核心运行区间在 1600~2800 点，沪深 300 指数的核心运行区间是 1600~2600 点。

在企业盈利状况没有出现根本性扭转的前提下，A 股市场的投资机会来源于对经济政策的期待带来的受益机会和产业资本对金融资产的关注提高带来的整合并购机会，因此，我们预计 2009 年 A 股市场将呈现更多地结构性投资机会。

表 8 2009 年 A 股估值和主要指数运行预测

| 预测值 | 2009PE | 沪深 300 指数 | 上证综合指数 |
|-----|--------|-----------|--------|
| 高值 | 29 | 1600 | 1600 |
| 低值 | 18 | 2600 | 2800 |

数据预测：上海证券研究所

七、投资策略和建议

1、投资策略

在历经了估值压力的集中冲击后,2009年A股正在成为可以长期战略配置的资产。但经济周期与企业盈利变化的“u”型特征决定了A股整体性投资机会在2009年难以实现。由于在经济减速至缓慢回升的长周期中,不同行业盈利预期见底回升存在显著的时间差别,因此寻求行业盈利预期回升的局部战术性反弹将成为2009年投资策略的重点。

在投资机会选择的时间序列上,基于宏观经济政策转向对内需的拉动以及投资品行业与消费行业复苏的时间差别,我们认为2009年上半年重点关注投资品行业需求与估值触底导致的反弹,下半年关注消费行业相对估值优势再次凸现形成的投资机会。

2009年,基于对金融资产价值的凸现,以及随着全流通过程中产业资本介入程度的不断加深,我们建议须关注并购重组带来的股权新价值观与个股价值突变的投资热点。

2009年A股的策略主题是在系统性机会尚未到来前,侧重于寻求局部战术配置形成的相对收益。周期行业战术反弹与消费行业防御兼顾。

2、行业配置建议

2009年我们对行业配置出发点是“价值底线、政策需求”,即一方面我们需要跟踪在抵御弱经济周期下的刺激政策对受益行业的扩张效应,另一方面我们也需要关注在估值低谷存在长期投资回报优势的价值机遇。

■ 行业投资评级情景分析

我们根据上海证券研究所行业研究员的判断,编制2009年行业投资评级与宏观经济情景分析,其中机械设备、家用电器、建筑建材、农林牧渔、食品饮料、信息设备和医药行业给予有吸引力投资评级。而交通运输、餐饮旅游和有色金属则是谨慎投资评级,其中对有色金属的担忧主要来源于国际大宗商品价格的持续回落判断以及国内企业存货压力的担忧。

表 9 行业投资评级与宏观经济情景分析

| 行业景气 | 宏观因素 | | | | | 投资评级 |
|-------|------|------|----|----|----|---------|
| | 货币政策 | 财政政策 | 出口 | 消费 | 投资 | |
| 机械设备 | | | - | | + | 有吸引力 |
| 建筑建材 | | | | | + | 有吸引力 |
| 农林牧渔 | | + | | | | 有吸引力 |
| 食品饮料 | | + | | + | | 有吸引力 |
| 信息设备 | | + | | | + | 有吸引力 |
| 医药生物 | | + | | + | | 有吸引力 |
| 房地产 | + | + | | - | + | 有吸引力 |
| 采掘 | | | - | - | + | 中性 |
| 家用电器 | | + | - | + | | 中性 |
| 电子元器件 | | | - | | + | 中性 |
| 纺织服装 | | + | - | | | 中性 |
| 公用事业 | | | | + | | 中性 |
| 黑色金属 | | | - | | + | 中性 |
| 化工 | | | - | | + | 中性 |
| 交运设备 | | + | | - | | 中性 |
| 金融服务 | - | | | - | + | 中性 |
| 轻工制造 | | | - | | | 中性 |
| 商业贸易 | | | - | 中性 | | 中性 |
| 信息服务 | | | | + | | 中性 |
| 综合 | | | | | | 中性 |
| 交通运输 | | | | | + | 中性（偏谨慎） |
| 餐饮旅游 | | | | - | | 谨慎 |
| 有色金属 | | | | | | 谨慎 |

资料来源：上海证券研究所行业公司部

■ 行业估值分析

对行业估值的判断我们主要基于 Wind 资讯的盈利预测，并做结构性调整。从统计数据来看，2008 年第四季度行业经营状况全面回落，并吞噬前三季度的盈利，全面净利率增长数据的行业分化明显，与经济周期关联度较弱的行业明显预期较强，而周期性行业尤其是资源类行业在下半年资源品价格大幅回落的冲击下经营状况快速回落。

表 10 行业经营数据统计及预测

| 行业分类 | 2008 年净利润同比增长率 (%) | | | | |
|-------|--------------------|--------|---------|----------|--------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 全年 |
| 采掘 | 78.32 | 175.98 | 245.12 | -497.78 | 1.64 |
| 餐饮旅游 | 0 | -8.28 | -32.3 | 37.03 | -3.55 |
| 电子元器件 | 37.44 | 33.52 | -80.46 | 6.24 | -3.26 |
| 房地产 | 71.24 | 30.75 | 8.77 | -68.21 | 42.55 |
| 纺织服装 | -34.65 | 136.58 | -36.51 | -67.77 | -2.35 |
| 公用事业 | -64.94 | -97.48 | -110.25 | 225.27 | -47.40 |
| 黑色金属 | 13.89 | 38.41 | 2.41 | -86.82 | -32.11 |
| 化工 | -43.85 | -57.74 | -49.96 | 118.96 | -32.59 |
| 机械设备 | 32.49 | 8.7 | 6.88 | -21.51 | 26.56 |
| 家用电器 | 106.1 | 34.82 | -4.36 | -83.18 | 53.38 |
| 建筑建材 | 92.65 | 14.61 | 3.13 | -80.14 | 30.25 |
| 交通运输 | 55.53 | 4.06 | -35.79 | -14.57 | 9.23 |
| 交运设备 | 71.43 | 11.52 | -41.9 | -34.62 | 6.43 |
| 金融服务 | 63.7 | 25.5 | -3.8 | -79.75 | 5.65 |
| 农林牧渔 | 219.84 | 134.6 | -237.08 | -66.74 | 50.62 |
| 轻工制造 | 1.8 | 14.24 | -12.54 | 14.96 | 18.46 |
| 商业贸易 | 71.56 | 71.22 | 8.27 | -106.2 | 44.85 |
| 食品饮料 | 48.53 | 54.77 | -4.47 | -66.97 | 31.86 |
| 信息服务 | 12.38 | 143.75 | -11.83 | -77.05 | 67.25 |
| 信息设备 | -25.1 | 130.33 | 43.22 | -134.62 | 13.83 |
| 医药生物 | 55.1 | 58.55 | 36.74 | -113.59 | 36.80 |
| 有色金属 | 15.35 | -8.79 | -56.22 | 28.65 | -21.01 |
| 综合 | 108.53 | 35.44 | 2780.22 | -2930.62 | -6.43 |

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 11 2009 年行业估值预测(截止日期: 2008 年 12 月 3 日)

| 行业分类 | 总市值 (万元) | 总市值 占比 (%) | PE | | | | PB | PEG | 股息率 |
|-------|-------------|---------------|--------|--------|--------|--------|------|-------|------|
| | | | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | | | |
| 农林牧渔 | 1379.52 | 1.07 | 34.96 | 26.24 | 19.47 | 15.29 | 3.70 | 0.62 | 0.66 |
| 采掘 | 24252.25 | 18.74 | 16.14 | 14.09 | 11.82 | 10.51 | 3.03 | -0.11 | 0.49 |
| 化工 | 10370.99 | 8.01 | 15.35 | 17.89 | 12.30 | 10.24 | 2.43 | -8.61 | 0.73 |
| 黑色金属 | 4415.81 | 3.41 | 8.45 | 7.43 | 7.65 | 6.55 | 1.25 | 5.22 | 1.69 |
| 有色金属 | 3790.45 | 2.93 | 12.34 | 14.25 | 13.54 | 10.86 | 2.55 | -0.54 | 0.60 |
| 建筑建材 | 5117.78 | 3.95 | 30.92 | 22.31 | 16.69 | 13.02 | 3.48 | 0.37 | 0.47 |
| 机械设备 | 4729.53 | 3.65 | 20.04 | 16.56 | 12.60 | 10.26 | 3.12 | 0.65 | 0.49 |
| 电子元器件 | 969.01 | 0.75 | 19.75 | 16.35 | 14.07 | 11.79 | 1.92 | 0.82 | 0.75 |
| 交运设备 | 3136.49 | 2.42 | 15.15 | 13.06 | 10.94 | 8.86 | 2.26 | -1.78 | 0.69 |
| 信息设备 | 1234.36 | 0.95 | 25.34 | 21.17 | 16.30 | 12.98 | 2.40 | 0.50 | 0.58 |
| 家用电器 | 1258.14 | 0.97 | 20.56 | 15.26 | 11.86 | 9.46 | 2.57 | 0.47 | 0.86 |
| 食品饮料 | 3448.97 | 2.67 | 35.78 | 25.11 | 19.98 | 16.01 | 5.26 | 0.22 | 0.66 |
| 纺织服装 | 1224.70 | 0.95 | 17.88 | 13.91 | 12.18 | 10.40 | 1.94 | 1.00 | 1.29 |
| 轻工制造 | 904.64 | 0.70 | 17.19 | 11.78 | 9.51 | 7.72 | 1.76 | 0.32 | 0.58 |
| 医药生物 | 3610.71 | 2.79 | 30.94 | 20.80 | 15.94 | 13.33 | 3.67 | 0.26 | 0.55 |
| 公用事业 | 5852.78 | 4.52 | 20.59 | 31.72 | 24.74 | 19.43 | 2.17 | -0.71 | 1.10 |
| 交通运输 | 7228.96 | 5.59 | 12.43 | 11.04 | 11.12 | 9.88 | 2.01 | 0.72 | 0.87 |
| 房地产 | 5304.33 | 4.10 | 22.60 | 14.76 | 10.77 | 7.84 | 2.66 | 0.86 | 0.39 |
| 金融服务 | 33142.84 | 25.61 | 14.43 | 11.06 | 9.69 | 8.29 | 2.26 | -0.10 | 1.01 |
| 商业贸易 | 2599.91 | 2.01 | 23.21 | 14.87 | 12.07 | 9.91 | 2.95 | 0.29 | 0.61 |
| 餐饮旅游 | 394.28 | 0.30 | 25.87 | 22.29 | 17.99 | 14.30 | 2.15 | 0.09 | 0.72 |
| 信息服务 | 3149.32 | 2.43 | 28.24 | 18.24 | 16.30 | 13.63 | 2.96 | 0.68 | 0.52 |
| 综合 | 1784.89 | 1.38 | 28.33 | 32.07 | 22.52 | 13.17 | 4.76 | 0.21 | 0.29 |

数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 行业配置策略

基于前面的分析，我们对 2009 年行业配置方面是延续二个思路，一直关注政策需求刺激的扩张机会，二是关注长期价值优势的投资机会。

我们建议对机械设备、电力设备、医药、电信设备、农业及食品饮料、家用电器和包括建筑用钢在内的建筑建材行业进行超配，对金融、商业零售、汽车、煤炭及石化能源、房地产等行业进行标准配置，对在 2009 年将遇到较大经营风险的有色金属、交通运输（航空航运）、餐饮旅游和造纸行业建议低配。

表 12 2009 年行业配置评级

| 行业分类 | 配置评级 | 理由 |
|------------------------|------|---|
| 机械设备、电力设备、建筑建材（包括建筑用钢） | 超配 | 受益于经济刺激政策的快速落实和实施，2009 年基建投资和电网投资明显加大，开工规模的提升将刺激这些行业的需求上升。 |
| 家用电器、医药 | | 农村消费优惠政策刺激将激发农村消费需求的释放，受惠于家电下乡和农村医保制度的完善，行业需求面临回升。 |
| IT 设备（用于铁路、电网、机场）、电信设备 | | 运用于铁路、电网和机场建设配套的 IT 设备在此轮基建投资潮中将获得新增的需求扩张，此外该行业本身受经济周期影响较小，因此具有新的增长机遇。同时在 3G 投资过程中电信设备的需求日益明确，对行业景气回升有积极的刺激作用。 |
| 农林牧渔、食品饮料 | | 三农政策对农业发展的扶持力度会更加强劲，并最终惠及相关行业和上市公司，此外需求刚性以及民生政策对食品饮料等基础消费品继续提供有利的支持。 |
| 新材料、节能环保设备 | | 在投资推动经济增长的同时实现节能环保和产业升级的战略目标，为新材料行业提供了更加广阔的市场空间，也为节能环保设备需求提供新的增量。 |
| 商业零售 | 标配 | 经济增速回落对高端零售存在一定的负面影响，但对低端零售则带来替代可能，因此 2009 年商业零售行业存在结构性机遇。 |
| 电信服务 | | 电信服务行业需求增长进入稳定阶段，2009 年面临重组后的业务重整，龙头上市公司具有重新分配市场的机遇。 |
| 钢铁（建筑用钢除外） | | 在高成本库存还无法得到有效消化的情况下行业增长前景不乐观，加上造船、汽车等下游需求下降，2009 年行业面临继续消化库存的调整压力，但超低估值已使行业的下跌空间有限。 |
| 煤炭、石化能源、电力 | | 能源投资从国家战略角度出发依然具有长期的投资价值，且在股价持续走低的前提下，价值投资回报率具有吸引力。 |
| 汽车及零配件 | | 在经济调整阶段、受到燃油税等政策的影响面临需求增长乏力的困境，但具有完整产品线的整车企业以及具有较高技术壁垒的零配件企业仍具有一定的估值优势。 |
| 高速公路类交通运输公司 | | 充沛的现金流成为行业稳定估值的主要指标，在弱经济周期中具有一定的价值优势。 |
| 房地产 | | 2008 年第四季度房地产行业再度迎来政策扶植的推动力，预计在 2009 年政策刺激还将延续并对房地产市场构成持续利好，尽管房地产消费需求和房价调整还存在不确定性，但房地产行业作为政策敏感性行业二级市场估值存在较大的波动冲动。 |
| 金融服务 | | 经济刺激政策对银行等金融服务行业存在正反二方面影响，息差降低将挤压 |

| | | |
|----------------|-----------|--|
| | | 利润, 贷款规模上升则有利于获取收益但同时也带来坏帐损失风险, 因此在经济环境没有出现明确好转的情况下, 金融尤其是银行业存在不确定性。证券行业则继续受到证券市场的影响, 在我们对 2009 年 A 股行情维持震荡回升的判断基础上, 证券类上市公司存在阶段性投资机会。 |
| 黄金类有色金属公司 | | 做为与美元挂钩的准金融品, 黄金商品价格在 2009 年面临较大的波动性, 具有阶段性投资机会。 |
| 餐饮旅游 | | 在通缩预期升温的背景下, 餐饮旅游等消费弹性较高的行业面临压力。 |
| 航空航运类交通运输公司 | | 在人民币升值步伐放缓, 以及全球经济衰退的影响下, 航空航运需求面临回落, 行业经营环境不乐观。 |
| 造纸 | 低配 | 在人民币升值步伐放缓的情况下, 2008 年上半年出现的成本优势逐步消失, 同时造纸行业面临的环保成本压力也将导致行业经营前景看淡。 |
| 有色金属 (黄金类公司除外) | | 在全球经济衰退的环境中, 高库存和低需求将成为制约有色金属行业复苏的重要因素, 2009 年主要有色金属商品价格可能还会再创新低, 并压缩行业上市公司的利润空间和估值空间。 |

资料来源: 上海证券研究所

3、2009 年上海证券重点关注行业短评

(1) 电力设备——电网投资加大是最大亮点

■ 电网建设投资力度将加大

国家电网宣布未来 2-3 年内将完成投资 11600 亿元, 具体方案为, 跨国、跨地区联网工程, 以及 750 千伏、550 千伏主网架工程 2400 亿元; 大型水电、煤电、风电送出工程 3100 亿元; 城市电网改造 3000 亿元; 农村电网 2500 亿元; 而提高抗灾能力和水电建设分别 200 亿元和 400 亿元。而南方电网计划明后两年每年新增投资约 300 亿元用于城市电网改造和农网完善。

为落实国务院扩大投资举措, 电网公司上调了投资规划。继南方电网上调 09-10 年投资规划 600 亿之后, 国家电网计划未来 2-3 年投资超过 1 万亿元, 其中农村城市电网投资 5500 亿元, 建设规模为 110 千伏及以上线路 26 万公里、变电容量 13.5 亿千伏安。按照国家电网公司原来的“十一五”规划计算, “十一五”后两年国家电网投资计划为 5500 亿元, 国家电网新计划远远超过了“十一五”规划。

我们认为, 两网公司上调未来两到三年的投资规划, 输变电设备行业将从中受益, 行业增长态势明确。2008 年四季度新增投资主要是在城网改造以及农网完善, 因此 220kV 及以下的输配电一次设备以及二次设备将受益。不过就未来两年投资规模看, 主干电网投资增长最快, 主要包括 220kV 以上的等级电网, 因此我们认为高端输变电设备行业受益更大, 景气度更高。代表性个股特变电工、置信电气、平高电气。

■ 核电装机容量的扩张趋势

根据核电中长期发展规划（2005~2020年），我国计划2020年核电装机容量达到4000万千瓦，约占全国总装机容量的4%，并保持在建核电装机容量1800万千瓦。今年3月，国家能源局提出，力争到2020年，核电站装机达到全国装机比例的5%以上。

■ 对受端电力系统的面临较大的发展空间

电力系统多年来的关注重点放在了大型电站、电源基地、长距离输电线路建设和220KV及以上主网建设上，而对受端电力系统的建设重视不够、投入不足，使得发电和输电的效率缺乏了支撑和保障。未来受端电力系统的建设面临较大的发展空间。

（2）工程机械——2009年是波动增长中的谷底

2008年房地产业景气度下降导致固定资产投资额增速出现下滑。使大部分工程机械产品的月度国内市场销售量跟着开始下滑。另外，随着国外金融危机影响的深入，少数产品的出口增速也开始下降。尽管如此，由于上半年行业的销售增速较高，我们预计，2008年行业销售收入增速仍将保持较高水平，预计在30%以上。

虽然从2008年年中开始国内钢价持续下滑，但钢价下降对行业盈利水平的正面影响要滞后一个季度，因此今年工程机械行业的盈利水平将受到一定程度的侵蚀，预计全年行业的平均毛利率水平可能下滑2个百分点左右，使行业的净利润增速在一定程度上低于收入的增速。

2009年由于内外部经济难以马上复苏，我们依然对国内工程机械的销售保持谨慎，我们预计08、09年的增速分别在32%和20%左右。

2010年，全球发达经济体将复苏，国内的经济增长也将重新步入快速增长的轨道，国内工程机械行业预计仍将恢复到30%以上的高增长轨道。因此，2009年工程机械行业的增速短暂回落，可能是波动式增长中的又一个谷底，不过这个谷底的增速绝对值仍然不低，政府出台的基建刺激政策预计可能要到2009年二季度或下半年开始对工程机械的销售产生影响，因此预计2009年行业的销售可能呈现前低后高的走势。

虽然2009年行业整体增速预计有所回落，但子行业亮点依然存在，我们建议关注受益于铁路成倍加快建设将带来需求高增长的旋挖转机、总体平稳增长，内资品牌份额逐步提高的挖掘机以及推土机三大子行业。代表个股三一重工、山推股份等。

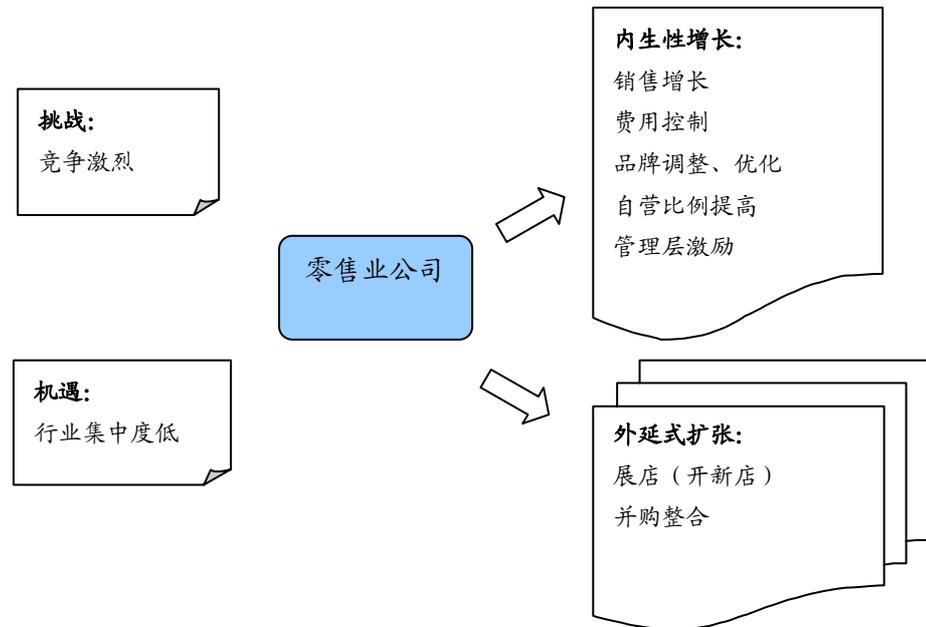
(3) 商业零售行业——增长稳健的低周期优势

■ 内生性增长驱动业绩

从公司发展来看，目前大部分商业企业均走连锁扩张的道路，内生性增长成为近年来业绩快速增长的两种驱动力量。

零售企业内生性增长，主要通过以下几个方面可达成：(1) 现有门店通过销量或商品售价的提升而推动的销售收入增长；(2) 费用控制，既包括绝对费用的控制，也包括相对费用的控制，即随着销售收入的提高，折旧、摊销等边际成本的下降；(3) 通过对门店商品品牌进行调整、优化；(4) 自有品牌的比例提高，一般而言自有品牌的毛利率较高，通过自有品牌比例的提高可提升门店盈利水平。同时，连锁模式为零售企业提供了更广阔的外延式发展空间，近年来各品牌零售商都以连锁经营模式进行扩张，其所拥有的规模优势、对供应商的谈判优势、多网点的渠道优势等等均是单一门店所无法比拟的。

图 27 零售业公司发展环境及路径



数据来源：上海证券研究所

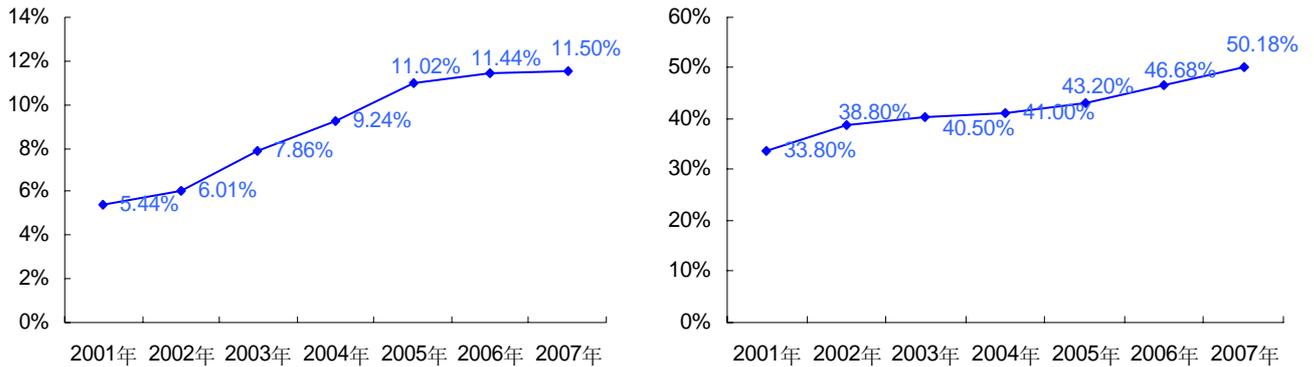
■ 有望重回增长轨道

依托于中国这个庞大的消费市场，且居民收入逐步提高、消费结构升级、城市化进程推进、人口红利、社会保障体系的完善及政府扩大内需政策的支持等等这些长期利好因素并没有发生太大的改变，零售业的前景是可以长期看好的。但短期内的压力还是现实存在的，全球金融危机影响国内经济增长减速，进而对国内消费产生负面影响，这种短期的扰动因素将使零售业在一段时间内的增长放缓脚步。

从目前我们所能观察到的数据来看，今年三季度开始，零售业的

销售额增幅与上半年相比出现较为明显的下降，且根据当前环境判断，一方面消费需求有所下降，另一方面今年上半年消费增速快、基数较高，这种增速下滑的趋势在今年四季度以及明年上半年仍会延续。预期在国家促内需的政策扶持下，消费者信心渐趋于稳定，零售业市场也将重回稳步增长轨道。

图 28 百强前十名销售额占百强销售额的比重不断提升



数据来源：中国商业联合会，上海证券研究所整理

(4) 家用电器行业——内需扩张抵御外需回落

财政部、商务部、工业和信息化部 11 月 30 日联合宣布，从 12 月 1 日起将“家电下乡”实施范围扩大到 14 个省区市，并从明年 2 月 1 日起在全国全面推广，各地实施时间统一暂定为四年。

由于家电产业使用原材料较多，家电行业不景气，对钢材、有色金属、塑料等行业也产生不利影响。面对世界金融危机带来的国内外形势变化，实施“家电下乡”，扩大内需特别是农村市场的消费，成为我国当前“保增长”的一项迫切任务。

“家电下乡”工作自 2007 年 12 月试点以来取得了明显成效。截至 2008 年 10 月底，共销售财政补贴家电下乡产品超过 350 万台，与去年同期比较，家电销售量增长 40%。据测算，此次财政补贴家电下乡政策实施四年，可实现家电下乡产品销售 4.8 亿台，拉动家电消费 6,200 亿元，其他消费支出 3,000 亿元，累计拉动消费 9,200 亿元。

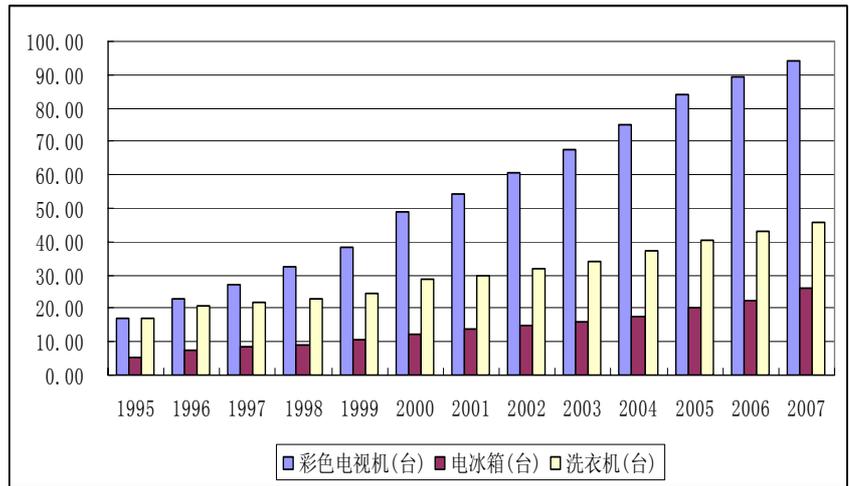
■ 增加洗衣机扩大退税产品覆盖范围

此次推广的下乡产品在原有的彩电、手机、冰箱（冷柜）的基础上增加了洗衣机。根据此次家电下乡推广产品（洗衣机）项目的招标文件，洗衣机的招标价格不高于 2,000 元（终端零售最高限价）。由于此次推广活动新增了洗衣机，国内洗衣机行业制造企业如青岛海尔、小天鹅和荣事达等都有可能受益。

■ 加大“家电下乡”推广力度将刺激农村家电消费需求

2004年，我国城镇居民家庭平均每百户的彩色电视机、电冰箱和洗衣机的拥有量分别为133.44台、90.15台和95.90台。我们保守估算到2020年，我国农村居民家庭的彩电、电冰箱和洗衣机的拥有量为2004年城镇居民家庭拥有量的80%。

图 29 我国农村居民家庭平均每百户耐用消费品拥有量



数据来源：国家统计局

我们以农村1.8亿户估算，至2020年，我国农村家庭新增彩色电视机、冰箱、和洗衣机的数量为2,227万台、8,280万台、5,540万台。我们认为，我国农村未来对家电的需求量增长最大的为冰箱，其次为洗衣机。四川省的家电下乡产品销售数据也表明冰箱的需求量最大，占销售产品总量的55%。

表 13 我国农村每百户家电拥有量 单位：台

| 时间 | 地区 | 收入(元) | 彩电 (每百户拥有量) | 冰箱 (每百户拥有量) | 洗衣机 (每百户拥有量) |
|---------------|----|-------|----------------|----------------|-----------------|
| 2004年 | 城镇 | 9,421 | 133.44 | 90.15 | 95.90 |
| 2007年 | 农村 | 4,140 | 94.38 | 26.12 | 45.94 |
| 2020年 (预测) | 农村 | 9,500 | 106.75 | 72.12 | 76.72 |
| 增量 | 农村 | 5,360 | 12.37 | 46.00 | 30.78 |

数据来源：国家统计局 上海证券研究所整理

(5) 医药行业——民生政策的持续受益者

■ 政策注资彰显利好

进一步扩大内需促进经济增长中的民生政策对医药行业构成长期利好,基层卫生基础设施建设作为重要民生工程列为新增 1000 亿元中央投资安排的重要领域,安排专项投资 48 亿元。具体措施为:按照优先安排拉动面广、产业链长、能尽快启动实施项目的原则,国家计划新增 48 亿元安排支持农村卫生服务体系建设。同时,按照《农村卫生服务体系建设与发展规划》,总投资 216.84 亿元,其中中央专项 147.73 亿元。此外,卫生部财务规划司表示,中央将于 2009 年安排近 27 亿元中央专项投资支持县、乡、村农村三级卫生基础设施建设。

■ 医改提供安全边际

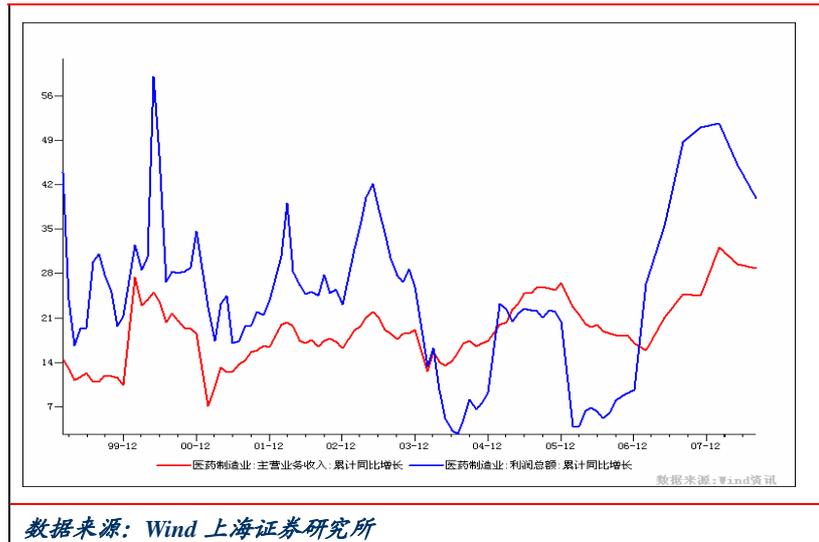
我们预计新医改方案将采取价格管控、分级医疗、统一配送措施,有利于国产制剂以及优势企业的未来发展,为医药行业提供长期安全边际。

首先,医改方案实施后可能会进行药品价格管控,可能采取参考定价和等额加价制,鼓励药品创新和临床合理用药,将有利于国产制剂和原料药上市公司。我们关注天坛生物、片仔癀等优势企业。

其次,新医改可能会通过分级医疗、医疗资源下沉,推广廉价药,夯实基本药物制度。这种局面将冲击现有药品销售终端格局。医疗资源流向指引着药品销售流向。医院、非处方药、第三终端的药品销售比例可能由 2007 年的 58%、26%、16%,演变为 2010 年的 30%、26%、44%。基层药品市场将会大有起色。

第三,新医改可能会通过推行同一区域同一种药品集中统一配送、新版 GSP 标准的药品流通领域改革,淘汰不达标的商业企业。预计未来三年,我国将约有 1/3 的医药工业企业和 1/2 的商业企业遭淘汰,市场份额向优势企业集中,有利于上海医药、南京医药、广州药业等优势企业。

图 30 前三季行业利润增速 39%，上市公司净利润升 55%



■ 机会在于出口退税

从全球范围看，我国是全球第一大原料药生产国，出口退税调整后，有可能直接提高原料药、皮质激素、医药中间体的毛利率，对于医药行业构成较大机会。2008年11月17日，国家税务总局发布《财政部、国家税务总局关于提高劳动密集型产品等商品增值税出口退税率的通知》，提高部分商品的增值税出口退税率。此次调整涉及的原料药和中间体税率调整为9-13%。

具体来看，29系列税则号为2901-2935，2901-2922大多商品为医药中间体，2022-2935多属医药原料。2007年出口退税调低的医药原料基本上再次上调到9%，涉及大宗品种有：扑热息痛、安乃近、阿司匹林、巴比妥类；喹诺酮类产品有：盐酸环丙沙星。另外2933下的心血管类原料药也降调高到9%，涉及产品有：他汀类、普利类、地平等。30税则号下的有：其他未列名的人体或动物制品，该产品的出口退税调整到13%。我们认为，出口退税对于增强我国医药产品的全球竞争力，进一步巩固市场份额有较大作用，相关上市公司的毛利率可能会出现跳升，可长期重点关注海正药业、华海药业、天药股份、华北制药、京新药业等。

(7) IT设备行业——小行业中的大公司优势

■ 经济回落压力成为工业信息化加快发展的推动力

在经济增长期，企业资金更多地流向了价格飞速上涨的能源、原材料或房地产市场，企业更多地趋向于外延式扩张或套利，工业的效率化改造在资金层面上必然受到了冷落。

但是，在价格泡沫破灭、投资需求放缓、企业利润增长受到严重压力，企业发现不能依赖资源型成长和不断投资扩张而获利时，反过

来会思考如何加强信息化程度，如何改善管理的效率，以及如何利用新技术提高生产效率，这就在一定程度上蕴藏了对信息技术，即工业管理和工业装备的信息化改造的需求。经济困难之初，企业会在一定程度上减少对信息技术的实际支出，但后期，必然加大对企业效益化改造的投入。这也就是信息技术等新科技产业往往会逆于经济周期，在经济周期低谷时，反而会产生更强的需求，具备一定的抗周期性特征的主要原因之一。

■ 将受益于积极的财政政策

从经济刺激政策看除了民生的安居工程、农村建设和生态环境建设等领域外，其重点将是保证未来经济可持续发展的基层性建设和战略性经济开发，如加大对铁路网的建设，加强卫生文化教育建设，加强自主创新和结构调整。

具体的说，加大对铁路、公路、机场、电网、医疗卫生、文化教育以及高新技术产业的投资建设，相比以前出口加工和房地产土建，其对信息技术和其他科学技术的应用需求更大。另一方面，在经济结构调整和产业升级大的策略方针下，政府主导的投资建设会更加偏向于引导高新技术产业和工业信息化的发展，因为，这是个在保增长的基础上进行结构性调整和产业升级的大好机会。

■ 关注将受益于积极财政政策或具有较强竞争力的公司

具备确实的技术或应用壁垒，或者将明显受益于国家积极财政政策的公司。IT 行业是个技术发展迅速、竞争又激烈的产业，从较长时间来看，没有足够竞争实力的公司必将流于平庸或被淘汰。从上述角度出发我们建议关注科大讯飞、川大智胜、远望谷等上市公司。

3、主题投资建议

鉴于 2009 年仍处于经济减速周期，上市公司整体业绩增长面临压力的情况下，2009 年的投资重点将在能够刺激和诱发投资者关注的政策信息和市场信息上，我们将此类投资归结为 2009 年的主题投资。我们认为在 2009 年有三类主题投资值得关注，分别是并购重组主题、政策驱动主题和价值优势主题。

■ 并购重组主题：资产价值优势推动弱周期整合

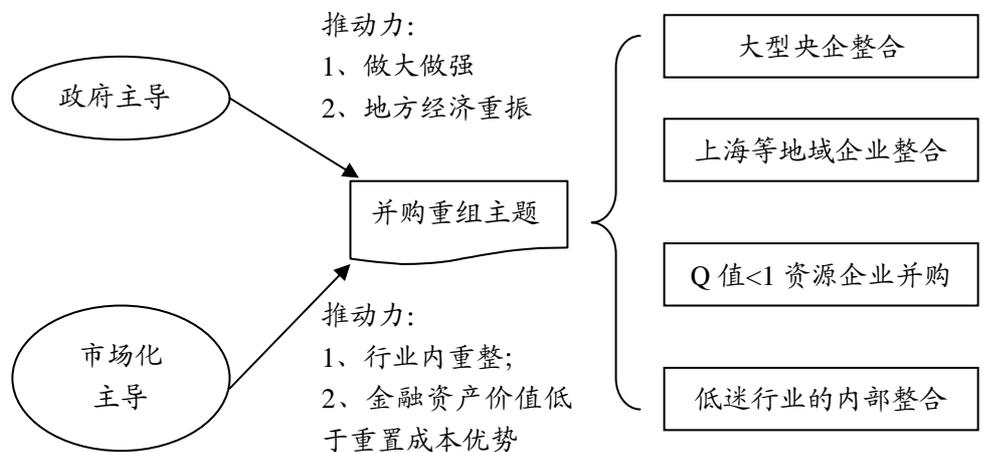
历史经验显示并购重组主要发生在经济发展阶段高涨和低迷两个极端。我们认为在 2009 年经济处于中期低迷阶段，A 股企业的并购重组动力会明显上升，动力来源于两个方面，一是政府主导的大型企业整合，以及地方政府推动的地域性企业整合，目的是消化存量提高集中优势抵御风险。二是市场化行为主导的行业内重整以及资本市场的举牌控股，其中前者主要是行业内实现低成本收购扩张，后者则

由于股价的下跌使得上市公司的金融资产价值严重缩水，已经低于企业的重置成本，且这些企业的实体经营仍保持良好的运作能力，极有可能成为他人的猎物，被举牌收购实现股权投资的长期收益。

我们认为在并购重组主题中值得关注的行业和领域有：

- (1) 大型央企的整合，主要包括钢铁、有色金属、石化等行业；
- (2) 地域上市公司的整合，主要指上海、重庆、山东等地域在政府推动下整合地域内经济资源形成新的优势；
- (3) 低迷行业的内部整合，主要包括有色金属、石化、房地产、造纸、交通运输等行业的内部整合，其中也存在由政府主导的整合动力；
- (4) Q 值优势引起的二级市场收购，经过数据统计，我们认为煤炭、矿业类资源公司以及部分具有技术优势的医药类公司存在可能。

图 31 2009 年并购重组投资逻辑框架



资料来源：上海证券研究所整理

■ 政策驱动主题：保增长引擎启动新机遇

前面我们提出 2009 年政策因素是需要重点跟踪和关注的市场信息之一，从目前国内外经济形势依然严峻的角度看，明年持续性的经济刺激政策还将会出台，政策驱动力预期非常强烈。

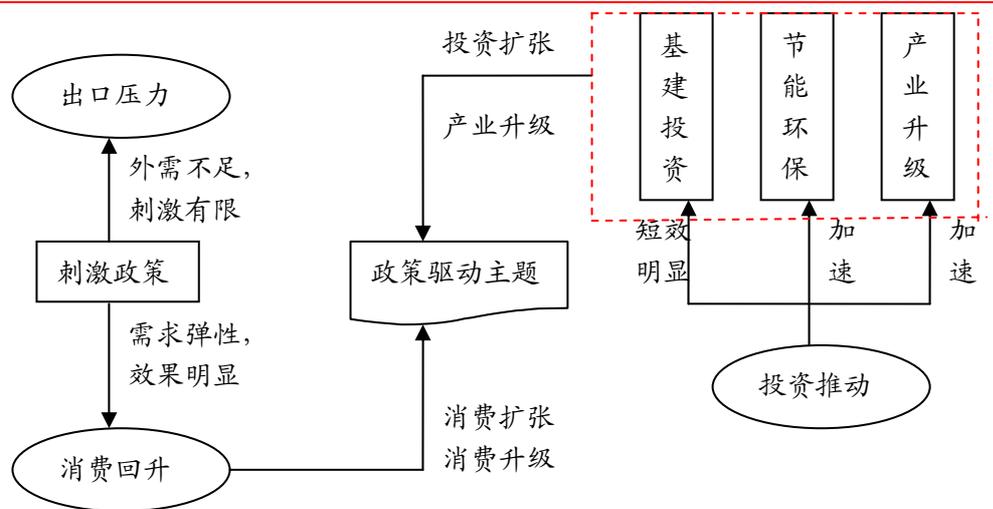
从已有政策观察角度判断，我们认为针对出口的政策效果有限，因为此轮出口回落主要是受到外需回落的影响，出口政策的调整无法改变外部需求的弹性，因此对整个出口型经济实体而言不会带来实质性的改观。

但政策对国内的消费需求刺激会出现一个渐变的过程，前期因居民消费信心低迷将抑制消费需求的增长，对政策的反映较为平淡，但我们预计随着收入预期的回升以及信心的恢复，在中国国内的诸多消费具有显著的刚性特征，与美国等国家有较大的差异，如房地产和汽

车等大宗消费在美国等国家是替换消费阶段，而在国内则是新增消费阶段，这决定了一旦价格和收入比达到消费者预期的话，这部分消费就会成为刚性需求被释放出来。其次，此次针对农村市场的消费优惠政策也同样具有激发刚性需求的作用，对医药、商业零售、汽车甚至包括部分房地产行业的相关公司具有正面刺激作用。

而对国内投资的政策推动将会直接推动包括基础设施建设、节能环保以及产业升级加速实施和落实，这对相关行业和上市公司具有积极的推动作用，这些行业包括基建行业、节能环保和新能源材料行业、在投资需求中受益的高科技公司。

图 32 2009 年政策驱动投资逻辑框架



资料来源：上海证券研究所整理

■ 价值优势主题：高安全边际优势显现

我们认为在弱经济周期企业资产价值的优势会获得更多关注，我们在此基础上考察二个指标，一个是最新 PB，另一个是企业价值指标 MV/EBITDA，该二项指标我们均取市场平均水平以下的 2，0~5 为高安全边际的筛选标准。此外，考虑到对分红回报预期的合理性，相对一年期银行利率，我们认为股息率大于 3% 具有股权投资的合理性。

- (1) 上市公司最新 PB 小于 2;
- (2) MV/EBITDA 在 0~5 区域，我们认为该区域的上市公司相对估值低于市场平均水平;
- (3) 2007 年股息率在 3% 以上。

综合上述标准我们筛选出符合条件的上市公司有：

表 14 高安全边际优势公司

| 股票代码 | 股票名称 | 2007 股息率(%) | EV2/EBITDA | 最新 PB |
|--------|------|-------------|------------|-------|
| 000021 | 长城开发 | 7.58 | 3.89 | 1.39 |
| 000761 | 本钢板材 | 6.37 | 3.75 | 0.92 |
| 000900 | 现代投资 | 5.69 | 4.86 | 1.72 |
| 000919 | 金陵药业 | 5.45 | 4.09 | 1.54 |
| 002172 | 澳洋科技 | 3.42 | 4.31 | 1.61 |
| 600019 | 宝钢股份 | 6.18 | 4.74 | 1.01 |
| 600022 | 济南钢铁 | 10.51 | 4.53 | 1.60 |
| 600026 | 中海发展 | 5.09 | 4.91 | 1.61 |
| 600102 | 莱钢股份 | 8.69 | 4.52 | 0.99 |
| 600249 | 两面针 | 3.28 | 2.91 | 1.05 |
| 600270 | 外运发展 | 5.38 | 3.97 | 1.45 |
| 600307 | 酒钢宏兴 | 3.25 | 3.37 | 1.09 |

数据来源: Wind 上海证券研究所

从行业的估值角度出发,我们从最新 PB 以及行业股息率等指标综合判断,钢铁、煤炭、高速公路和公用事业行业具有较高的预期回报率和价值投资吸引力。

4、2009 年股票投资建议

■ 2009 年上海证券推荐投资组合

根据前面我们对 2009 年行业配置和主题投资的逻辑分析，我们推荐的上海证券 2009 年股票投资组合分别是政策受益投资组合和价值优势投资组合，其中政策受益投资组合的选股思路主要是选取具有政策支持和具备扩张潜力的上市公司，价值优势投资组合的选股思路则是选取具有显著的资产价值优势，且具有稳定收益预期的上市公司。具体组合见表 13 和表 14。

表 15 上海证券 2009 年政策受益投资组合

| 股票代码 | 股票名称 | 推荐理由 |
|--------|------|--|
| 600801 | 华新水泥 | 中西部水泥龙头之一，4 万亿投资受益行业。 |
| 000969 | 安泰科技 | 非晶合晶变压器带材潜力生产商，进口替代潜力巨大，4 万亿投资受益行业。 |
| 600690 | 海尔电器 | 为抓住国内家电消费升级与农村家电消费潜力释放的机遇，保持和提升公司在白电的行业领导地位，公司收购了海尔电器（1169.HK）的 20.10% 股份。公司将继续收购海尔电器股权直至取得对海尔电器的控股地位，完成白电整合。公司将成为覆盖冰箱、空调、洗衣机、冰柜等子行业的白色家电上市公司，盈利能力将明显提升。 |
| 002080 | 中材科技 | 风电叶片、覆膜滤料、CNGC 业务稳定，技术含量较高，具有技术壁垒优势。 |
| 002161 | 远望谷 | 1、在积极财政政策下，未来铁路建设将放大 2、公司在铁道部国铁项目中具有垄断地位。 |
| 002234 | 民和股份 | 业绩优秀，垄断种鸡市场，产品价格超跌后酝酿反弹。 |
| 600078 | 澄星股份 | 磷化工龙头企业，矿电磷一体化，磷矿资源处于长期升值通道，产品出口不受关税波动影响。 |
| 600456 | 宝钛股份 | 国际钛材龙头之一，高端产品行业准入门槛高。 |
| 600581 | 八一钢铁 | 新疆区域垄断定价权企业，受惠于新疆 10 条在建铁路和诸多煤化工项目建设。 |
| 600875 | 东方电气 | 风电核电发展迅速，业绩稳定增长，近二年受到灾后重建的政策优惠。 |

表 16 上海证券 2009 年价值优势投资组合

| 股票代码 | 股票名称 | 推荐理由 |
|--------|------|--|
| 600031 | 三一重工 | 行业龙头，产品线丰富，基建刺激下，受益较大，挖掘机注入后将获得新增长点。 |
| 600598 | 北大荒 | 业绩稳健，粮价趋涨，土地租金待调整。 |
| 000989 | 九芝堂 | 中药行业的优势企业，具有品牌和拳头产品优势。 |
| 600971 | 恒源煤电 | 公司拟通过向控股股东皖北煤电发行股票并支付现金的方式购买任楼煤矿，祁东煤矿，钱营孜煤矿及煤炭生产辅助单位其相关资产和负债 |
| 000063 | 中兴通讯 | 国内 3G 建设和国际产业转移，通信设备和移动终端业务保持快速增长。 |
| 000338 | 潍柴动力 | 技术实力强占据行业龙头地位，业绩增长稳定且资产质量优异。 |
| 600600 | 青岛啤酒 | 公司品牌突出，啤酒行业与经济低关联度，2009 年受益于原材料价格下跌，使得公司产品毛利率水平有所提高，规模优势将得以体现。 |
| 000800 | 一汽轿车 | 新车型投入带来销售增长确定性高。 |
| 600489 | 中金黄金 | 受益于黄金价格强势，利润高速增长，未来有持续矿产注入预期。 |
| 002024 | 苏宁电器 | 渠道优势突出，供应链管理优良，快速扩张保持盈利增长。 |

八、2009 年度上海证券研究所重点关注股票

表 17 2009 年度上海证券研究所重点关注股票（截止日期：2008 年 12 月 3 日）

| 序号 | 股票代码 | 股票名称 | 最新股价 | 行业 | 07EPS | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 07PE | 08PE | 09PE | 10PE | PB | 投资评级 |
|----|--------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 1 | 002253 | 川大智胜 | 15.63 | IT | 0.67 | 0.71 | 0.83 | 1.04 | 31.07 | 26.70 | 22.44 | 18.46 | 4.78 | 超强大市 |
| 2 | 002161 | 远望谷 | 20.58 | IT | 0.51 | 0.55 | 0.77 | 1.06 | 48.48 | 32.57 | 23.15 | 16.21 | 6.79 | 跑赢大市 |
| 3 | 002230 | 科大讯飞 | 20.72 | IT | 0.67 | 0.74 | 0.91 | 1.25 | 41.51 | 32.11 | 23.48 | 17.59 | 13.11 | 跑赢大市 |
| 4 | 600598 | 北大荒 | 12.81 | 农业 | 0.33 | 0.35 | 0.48 | 0.61 | 39.41 | 34.33 | 29.69 | 25.72 | 5.07 | 跑赢大市 |
| 5 | 002234 | 民和股份 | 13.15 | 农业 | 0.79 | 0.98 | 1.15 | 1.40 | 16.69 | 14.65 | 12.30 | 9.62 | 4.78 | 跑赢大市 |
| 6 | 002216 | 三全食品 | 28.20 | 食品加工 | 0.77 | 0.90 | 1.21 | 1.77 | 36.76 | 31.08 | 24.81 | 19.08 | 8.96 | 跑赢大市 |
| 7 | 000063 | 中兴通讯 | 25.17 | 通信设备 | 1.30 | 1.60 | 2.10 | 2.50 | 27.00 | 19.57 | 14.40 | 11.67 | 2.79 | 跑赢大市 |
| 8 | 002194 | 武汉凡谷 | 16.61 | 通信设备 | 0.54 | 0.82 | 1.09 | 1.47 | 31.01 | 24.02 | 18.48 | 14.59 | 4.20 | 跑赢大市 |
| 9 | 600485 | 中创新测 | 10.43 | 通信设备 | 0.20 | 0.35 | 0.6 | 0.94 | 52.91 | 37.18 | 24.63 | 17.80 | 4.77 | 跑赢大市 |
| 10 | 600600 | 青岛啤酒 | 19.43 | 酿酒 | 0.43 | 0.63 | 0.84 | 1.10 | 45.54 | 33.26 | 24.55 | 19.57 | 4.61 | 跑赢大市 |
| 11 | 600519 | 贵州茅台 | 107.80 | 酿酒 | 3.00 | 4.60 | 5.70 | 6.60 | 35.94 | 22.83 | 18.11 | 14.91 | 12.36 | 跑赢大市 |
| 12 | 000568 | 泸州老窖 | 21.30 | 酿酒 | 0.55 | 1.04 | 1.30 | 1.60 | 38.40 | 20.38 | 16.07 | 13.15 | 10.98 | 跑赢大市 |
| 13 | 600543 | 莫高股份 | 10.42 | 酿酒 | 0.21 | 0.42 | 0.61 | 0.85 | 65.03 | 26.62 | 20.58 | 41.32 | 3.52 | 跑赢大市 |
| 14 | 000800 | 一汽轿车 | 7.30 | 汽车及配件 | 0.34 | 0.65 | 0.88 | 1.23 | 21.49 | 11.54 | 10.20 | 8.52 | 2.05 | 超强大市 |
| 15 | 000338 | 潍柴动力 | 29.41 | 汽车及配件 | 3.88 | 4.64 | 4.16 | 5.32 | 7.58 | 6.41 | 6.69 | 5.55 | 2.40 | 跑赢大市 |
| 16 | 600166 | 福田汽车 | 4.54 | 汽车及配件 | 0.42 | 0.48 | 0.54 | 0.68 | 10.71 | 8.89 | 7.99 | 5.63 | 2.17 | 跑赢大市 |
| 17 | 000951 | 中国重汽 | 14.12 | 汽车及配件 | 1.71 | 1.28 | 1.5 | 1.92 | 8.25 | 8.75 | 8.17 | 7.15 | 2.94 | 跑赢大市 |
| 18 | 600690 | 海尔电器 | 9.96 | 家电 | 0.48 | 0.65 | 0.75 | 0.92 | 20.71 | 14.75 | 12.09 | 10.31 | 2.11 | 跑赢大市 |
| 19 | 601009 | 南京银行 | 9.01 | 银行 | 0.5 | 0.78 | 0.82 | 0.86 | 18.20 | 10.88 | 9.84 | 8.80 | 1.66 | 跑赢大市 |
| 20 | 600036 | 招商银行 | 12.49 | 银行 | 1.04 | 1.59 | 1.61 | 1.62 | 12.05 | 7.60 | 6.67 | 5.80 | 2.70 | 跑赢大市 |
| 21 | 601169 | 北京银行 | 8.54 | 银行 | 0.54 | 0.83 | 0.84 | 0.88 | 15.88 | 9.47 | 8.19 | 7.47 | 1.99 | 跑赢大市 |

续表:

| 序号 | 股票代码 | 股票名称 | 最新股价 | 行业 | 07EPS | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 07PE | 08PE | 09PE | 10PE | PB | 投资评级 |
|----|--------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|------|
| 22 | 600030 | 中信证券 | 20.90 | 证券 | 3.74 | 1.10 | 1.32 | 1.55 | 11.19 | 17.76 | 16.43 | 13.07 | 2.69 | 跑赢大市 |
| 23 | 601318 | 中国平安 | 23.95 | 保险 | 2.05 | 0.20 | 1.10 | 1.45 | 11.66 | 41.79 | 14.31 | 10.60 | 1.64 | 跑赢大市 |
| 24 | 600489 | 中金黄金 | 31.06 | 有色金属 | 0.72 | 1.54 | 1.99 | 2.58 | 43.51 | 19.13 | 16.03 | 12.65 | 10.82 | 跑赢大市 |
| 25 | 600547 | 山东黄金 | 40.31 | 有色金属 | 0.54 | 2.35 | 2.6 | 2.67 | 74.37 | 16.10 | 14.09 | 12.26 | 17.54 | 跑赢大市 |
| 26 | 600456 | 宝钛股份 | 12.41 | 有色金属 | 1.25 | 0.81 | 1.02 | 1.5 | 10.49 | 13.43 | 10.33 | 7.80 | 2.39 | 跑赢大市 |
| 27 | 600236 | 桂冠电力 | 5.84 | 电力 | 0.24 | 0.02 | 0.21 | 0.35 | 25.84 | 129.20 | 28.13 | 19.36 | 2.34 | 跑赢大市 |
| 28 | 600795 | 国电电力 | 6.32 | 电力 | 0.63 | 0.02 | 0.24 | 0.32 | 20.13 | 73.57 | 27.62 | 19.28 | 2.57 | 跑赢大市 |
| 29 | 600517 | 置信电气 | 19.82 | 电力设备 | 0.86 | 0.64 | 1.01 | 1.34 | 46.11 | 28.24 | 18.23 | 14.38 | 10.98 | 跑赢大市 |
| 30 | 002028 | 思源电气 | 28.68 | 电力设备 | 1.57 | 1.29 | 1.65 | 2.05 | 28.93 | 23.16 | 18.13 | 13.68 | 4.42 | 跑赢大市 |
| 31 | 000400 | 许继电气 | 11.23 | 电力设备 | 0.31 | 0.32 | 0.63 | 0.78 | 36.63 | 29.82 | 20.03 | 15.82 | 1.99 | 跑赢大市 |
| 32 | 600875 | 东方电气 | 26.92 | 电力设备 | 2.44 | 0.54 | 2.08 | 2.39 | 11.93 | 51.57 | 12.98 | 9.89 | 7.89 | 跑赢大市 |
| 33 | 600141 | 兴发集团 | 11.32 | 磷化工 | 0.30 | 1.20 | 1.00 | 1.20 | 37.43 | 9.23 | 9.50 | 8.04 | 3.35 | 超强大市 |
| 34 | 600078 | 澄星股份 | 5.66 | 磷化工 | 0.13 | 0.68 | 0.81 | 0.97 | 43.42 | 8.75 | 9.22 | 9.41 | 2.92 | 超强大市 |
| 35 | 600031 | 三一重工 | 17.87 | 工程机械 | 1.08 | 1.01 | 1.46 | 2.13 | 16.56 | 16.46 | 12.12 | 10.10 | 5.62 | 超强大市 |
| 36 | 000680 | 山推股份 | 9.49 | 工程机械 | 0.59 | 0.86 | 1.1 | 1.41 | 16.15 | 11.60 | 9.22 | 7.80 | 3.64 | 超强大市 |
| 37 | 002037 | 久联发展 | 8.80 | 化工材料 | 0.34 | 0.30 | 0.60 | 0.70 | 28.38 | 17.63 | 7.35 | 6.32 | 2.46 | 超强大市 |
| 38 | 002080 | 中材科技 | 19.20 | 化工材料 | 0.5 | 0.65 | 1.15 | 1.30 | 38.37 | 29.25 | 18.26 | 13.63 | 4.38 | 跑赢大市 |
| 39 | 600636 | 三爱富 | 4.66 | 化工材料 | 0.27 | 0.12 | 0.5 | 0.65 | 19.29 | 4.32 | 4.14 | 4.12 | 2.04 | 跑赢大市 |
| 40 | 002215 | 诺普信 | 15.95 | 农药 | 0.7 | 0.55 | 0.75 | 1.05 | 39.20 | 26.46 | 19.82 | 14.95 | 13.68 | 跑赢大市 |
| 41 | 000553 | 沙隆达A | 5.71 | 农药 | 0.05 | 0.45 | 0.8 | 1.05 | 114.57 | 11.80 | 6.77 | 5.43 | 3.71 | 超强大市 |
| 42 | 002078 | 太阳纸业 | 7.95 | 造纸 | 0.76 | 0.99 | 1.02 | 1.05 | 10.46 | 7.72 | 6.46 | 5.29 | 1.66 | 跑赢大市 |
| 43 | 000488 | 晨鸣纸业 | 5.63 | 造纸 | 0.47 | 0.75 | 0.64 | 0.66 | 12.00 | 7.17 | 7.07 | 6.37 | 1.33 | 跑赢大市 |
| 44 | 600581 | 八一钢铁 | 6.41 | 钢铁 | 0.52 | 0.72 | 0.97 | 1.45 | 12.32 | 7.02 | 5.57 | 6.04 | 1.79 | 跑赢大市 |
| 45 | 600005 | 武钢股份 | 6.48 | 钢铁 | 0.83 | 0.93 | 1.12 | 1.34 | 7.79 | 6.21 | 6.26 | 5.16 | 1.97 | 跑赢大市 |
| 46 | 000969 | 安泰科技 | 11.18 | 冶金 | 0.34 | 0.34 | 0.65 | 0.97 | 35.71 | 33.27 | 17.10 | 10.26 | 2.66 | 跑赢大市 |
| 47 | 600801 | 华新水泥 | 15.16 | 水泥 | 0.72 | 1.20 | 1.32 | 1.50 | 21.08 | 14.01 | 11.55 | 8.96 | 3.64 | 跑赢大市 |

续表:

| 序号 | 股票代码 | 股票名称 | 最新股价 | 行业 | 07EPS | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 07PE | 08PE | 09PE | 10PE | PB | 投资评级 |
|----|--------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 48 | 600350 | 山东高速 | 5.26 | 公路运输 | 0.346 | 0.39 | 0.46 | 0.52 | 15.19 | 12.67 | 10.77 | 9.50 | 2.13 | 跑赢大市 |
| 49 | 600269 | 赣粤高速 | 8.53 | 公路运输 | 0.94 | 0.9 | 0.92 | 0.98 | 9.08 | 9.24 | 8.63 | 8.06 | 1.58 | 跑赢大市 |
| 50 | 600395 | 盘江股份 | 10.29 | 煤炭 | 0.26 | 1.23 | 1.43 | 1.5 | 63.29 | 5.01 | 4.34 | 5.66 | 4.21 | 跑赢大市 |
| 51 | 600971 | 恒源煤电 | 11.72 | 煤炭 | 1.07 | 1.45 | 1.73 | 1.75 | 10.97 | 8.09 | 6.77 | 6.70 | 1.96 | 跑赢大市 |
| 52 | 600048 | 保利集团 | 17.79 | 房地产 | 1.21 | 1 | 1.51 | 1.72 | 29.30 | 16.37 | 10.90 | 7.95 | 3.66 | 跑赢大市 |
| 53 | 000024 | 招商地产 | 14.67 | 房地产 | 1.37 | 0.85 | 1.50 | 1.76 | 21.76 | 19.32 | 14.16 | 11.30 | 3.19 | 跑赢大市 |
| 54 | 000002 | 万科 A | 7.13 | 房地产 | 0.7 | 0.46 | 0.56 | 0.7 | 16.18 | 13.29 | 11.11 | 8.05 | 2.68 | 跑赢大市 |
| 55 | 000759 | 武汉中百 | 8.91 | 商业零售 | 0.22 | 0.31 | 0.42 | 0.53 | 39.69 | 27.90 | 21.04 | 16.88 | 4.97 | 跑赢大市 |
| 56 | 600858 | 银座股份 | 14.90 | 商业零售 | 0.50 | 0.61 | 0.80 | 1.00 | 29.94 | 22.30 | 17.23 | 13.53 | 3.26 | 跑赢大市 |
| 57 | 002024 | 苏宁电器 | 18.01 | 商业零售 | 0.49 | 0.81 | 1.07 | 1.39 | 36.76 | 22.31 | 16.33 | 12.24 | 11.65 | 跑赢大市 |
| 58 | 000989 | 九芝堂 | 8.45 | 医药 | 0.72 | 0.91 | 1.02 | 1.15 | 19.68 | 21.60 | 19.95 | 17.37 | 2.14 | 跑赢大市 |
| 59 | 000538 | 云南白药 | 31.52 | 医药 | 0.8 | 0.92 | 1.08 | 1.2 | 45.30 | 34.75 | 27.00 | 20.28 | 11.33 | 跑赢大市 |

数据来源: Wind 上海证券研究所行业公司部

分析师承诺

郭燕玲 屠骏 俞佐杰

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格及相当的专业能力，该报告是在独立、客观的情况下出具的，并清晰地表达了本人的观点。本人在执业过程中，遵守国家法律、法规及证券监管机构、行业自律组织的各项规章制度，恪守独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平的原则，为投资者提供专业服务。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券研究所”。

上海证券投资评级体系与评级定义

| 类别 | 分 级 | | 定 义 |
|--------|------|---------------------|-----------------------------------|
| 股票投资评级 | 超强大市 | Superperform | 分析师预计，未来6个月内，股价表现将强于沪深300指数20%以上 |
| | 跑赢大市 | Outperform | 分析师预计，未来6个月内，股价表现将强于沪深300指数10%以上 |
| | 大市同步 | In-Line | 分析师预计，未来6个月内，股价表现将介于沪深300指数±10%之间 |
| | 落后大市 | Underperform | 分析师预计，未来6个月内，股价表现将弱于沪深300指数10%以上 |
| 行业投资评级 | 有吸引力 | Attractive | 分析师预计，未来12个月内，行业指数表现将强于沪深300指数5% |
| | 中性 | Neutral | 分析师预计，未来12个月内，行业指数表现将介于沪深300指数±5% |
| | 谨慎 | Cautious | 分析师预计，未来12个月内，行业指数表现将弱于沪深300指数5% |