

从政策推动到业绩预期



A 股市场 2009 年投资策略

策略研究
2008 年 12 月

投资要点

- ❖ **振荡反弹是市场的主基调。**2009 年中国经济仍处于下行通道，需求回落使企业的利润率水平继续下降，上市公司业绩增速将进一步放缓至 3%，但估值已经低于 15 倍的合理水平，流动性状况也有所好转，市场总体将是振荡反弹，投资机会明显多于 08 年。
- ❖ **反弹、筑底、复苏。**本轮政策实施效果将好于 98 年，短期有望延续政策推动的估值反弹行情，政策受益板块成为市场反弹的领头羊，周期性和高贝塔行业明显超越市场；中期市场将受制于业绩担忧而再度回调，并在 09 年中报披露期间完成二次探底，防御性行业将表现出较好的抗跌性；随着经济增速在明年下半年企稳，市场预期将趋于好转，业绩复苏推动市场展开中期反弹，股市将迎来长线建仓机会。
- ❖ **把握反弹，攻守兼备。**针对不同阶段的市场特征，我们的投资策略是：（1）针对近期密集出台的宏观政策，短期关注政策投资主题，包括扩大基建、出口退税、医疗改革、刺激消费等；（2）针对 09 年振荡反弹的市场特征，在市场反弹中投资周期性和高贝塔行业；（3）针对 09 年需求回落的经济环境，在市场筑底中配置需求相对稳定和业绩先期见底的行业。
- ❖ **行业配置建议。**当前市场仍处于政策刺激下的估值反弹期，从政策主题与反弹策略角度出发，我们建议未来三个月重点关注电力设备、工程机械、建筑建材、房地产、医药、家电、纺织服装和通讯设备等行业的投资机会。

09 年 A 股市场总体判断

	评价	原因
经济面	负面	经济运行“双下降”，矛盾转向需求回落。
业绩面	负面	需求打击盈利能力，业绩增速继续放缓。
估值面	正面	估值已处较低水平，反弹空间明显增大。
资金面	中性	减持压力有所减轻，供需状况趋于好转。
政策面	正面	政策力度前所未有的，市场信心得以提振。
总体判断	中性	业绩复苏尚需时日，信心恢复提升估值。

中信证券策略研究组

程伟庆

电话：010-84588671
邮件：cwq@citics.com

郜峰

电话：010-84588032
邮件：xif@citics.com

曲晓兴

电话：010-84588016
邮件：qxx@citics.com

颜晓佳，CFA

电话：010-84588023
邮件：yanxj@citics.com

相关研究

- 《2008 年 10-11 月 A 股投资策略——经济下行中的投资次序和选择》 2008 年 10 月 6 日
- 《2008 年 8-9 月 A 股投资策略——经济在左，投资看右》 2008 年 8 月 6 日
- 《2008 年下半年 A 股投资策略——通胀受益与产业整合：在通胀与增长的平衡中寻求机会》 2008 年 6 月 12 日

目 录

一、市场环境：感受冬日里春的气息	1
1、中国经济：双降与需求回落.....	1
2、国际经济：去杠杆与增长模式再平衡.....	2
3、企业业绩：09 年上市公司业绩上升 3%.....	6
4、市场估值：A 股吸引力指数接近历史高位.....	8
5、资金供求：流动性有所好转.....	10
6、政策环境：保增长提振市场信心.....	12
二、运行特征：反弹、筑底、复苏	15
1、明年下半年经济增速企稳.....	15
2、市场双底的可能性较大.....	18
3、对 09 年市场走势的总体判断.....	20
三、投资策略：把握反弹，攻守兼备	21
1、短期关注政策投资主题.....	21
2、反弹中投资周期类股票.....	25
3、筑底中配置需求稳定和先期见底的行业.....	28
四、行业配置和品种选择	30
1、行业配置建议.....	30
2、行业展望.....	32
五、图表附录	65
1、中国股市各行业的估值比较.....	65
2、沪深 300 指数 DDM 估值方法的敏感性测试.....	66
3、中国股市各行业的相对估值变化（本轮市场调整以来）.....	66

插图目录

图 1: 中国经济迅速完成“去通胀”过程	2
图 2: 中国 09 年 GDP 增速进一步回落	2
图 3: 电力需求明显回落	2
图 4: 机械装备需求回落	2
图 5: 中国制造业库存指数开始上升	2
图 6: 美 10 年期国债收益率近期企稳	3
图 7: 穆迪 Baa 与 Aaa 级企业债信用价差收窄	3
图 8: 美国消费占 GDP 比重日益增加	3
图 9: 消费的较小波动引发经济较大波动	3
图 10: 全球基础工业品库存增加	4
图 11: 本轮美国经济衰退时间较为漫长	4
图 12: 全球各主要经济体增速比较	4
图 13: 规模以上工业企业实际收入增速与 GDP 增速	6
图 14: 工业企业税前利润率与 GDP 增速	7
图 15: 总资产收益率(税前)	7
图 16: 净资产收益率(税前)	7
图 17: 沪深 300 静态 PE	8
图 18: 沪深 300 静态 PB	8
图 19: 股票收益率与债券和存款比较	9
图 20: A-H 股溢价比率	9
图 21: A 股与其它主要金融资产收益率比较汇总	9
图 22: A 股吸引力指数接近历史高位	10
图 23: 明年信贷增速将快于名义 GDP 增速	11
图 24: 贸易顺差增速维持低位	11
图 25: “热钱”流入额可能出现回升	11
图 26: 2008、2009 年各月限售股解禁市值	12
图 27: 1998 年以来国债发行情况	13
图 28: 中国经济的融资结构	13
图 29: 98-99 年惜贷导致货币政策放松效果不理想	14
图 30: 98-99 年财政政策中刺激经济也是以基建为主	14
图 31: 中国货币供应的周期性波动	15
图 32: 中国经济增长的周期性波动	15
图 33: 美国四次经济调整中产能利用率均下降	16
图 34: 日本 90 年代“失去十年”当中产能利用率长期下降	16
图 35: 中国制造类企业的“去库存”过程	16
图 36: 美国历次经济调整中通胀与经济成长的关系	17
图 37: 中国过去 3 次经济调整中通胀与经济成长的关系	17
图 38: 为什么会有“双底”	18
图 39: 97-98 年亚洲金融危机的例子	19
图 40: 09 年市场走势图	20
图 41: 从投入产出角度看各行业与国民经济关联性(2005 年)	22
图 42: 美国股市反弹中的行业特征	25
图 43: 商用车和重卡行业相对估值水平变动(日本)	27
图 44: 化工产品行业相对估值水平变动(日本)	27
图 45: 食品饮料行业相对估值水平变动(日本)	27
图 46: 制药和生物技术行业相对估值水平变动(日本)	27
图 47: 中国股市本轮熊市以来的各行业相对估值变化	27
图 48: 外需增速下滑较快, 内需增速相对稳健	28

图 49: 08 年以来内需股对外需股的相对收益大幅上升	28
图 50: 各个行业业绩回落见底的顺序 (美国市场过去 5 次业绩回落期的规律)	29
图 51: 1999 年各行业的盈利恢复情况	29
图 52: 盈利恢复期各行业的股价表现	29
图 53: 本轮周期见顶后的分行业 ROE 表现	30
图 54: 本轮周期见顶后的分行业毛利率表现	30
图 55: “十一五” 电网投资调整	32
图 56: 我国电源、电网投资结构及增速	32
图 57: 08-09 年机械行业工业销售产值累计月增速预测	37
图 58: 重组后三大运营商的基站数对比	43
图 59: 三大运营商移动网络总投资预测	43
图 60: 三大运营商 3G 网络总投资预测	43
图 61: 三大运营商 2G 网络总投资预测	43
图 62: 近两年中国汽车需求领先 GDP 约一个季度	52
图 63: 粮食安全是我国最高级别的农业政策	53
图 64: 2007-2010 年全球半导体市场预测	55
图 65: 2007-2010 年全球半导体资本支出预测	55
图 66: 预测 2009 年旅客周转量 (RPK) 增速为 9.2%	56
图 67: 悲观情形下百万吨销量社会库存量	59
图 68: 乐观情形下百万吨销量社会库存量	59
图 69: 中国寿险保费规模扩张四年一个周期, 未来将进入结构优化期	60
图 70: 各行业静态市盈率 (剔除负值) 的历史比较	65
图 71: 各行业静态 PB 的历史比较	65
图 72: 石油及天然气行业相对估值水平变动	66
图 73: 化工产品行业相对估值水平变动	66
图 74: 有色金属行业相对估值水平变动	67
图 75: 钢铁行业相对估值水平变动	67
图 76: 煤炭行业相对估值水平变动	67
图 77: 建筑建材行业相对估值水平变动	67
图 78: 电子与电力设备行业相对估值水平变动	67
图 79: 商用车和重卡行业相对估值水平变动	67
图 80: 工程机械行业相对估值水平变动	68
图 81: 工业运输行业相对估值水平变动	68
图 82: 整车行业相对估值水平变动	68
图 83: 食品饮料行业相对估值水平变动	68
图 84: 个人及家庭用品行业相对估值水平变动	68
图 85: 制药及生物技术行业相对估值水平变动	68
图 86: 零售行业相对估值水平变动	69
图 87: 旅游及娱乐行业相对估值水平变动	69
图 88: 电信行业相对估值水平变动	69
图 89: 电力行业相对估值水平变动	69
图 90: 银行业相对估值水平变动	69
图 91: 黄金采矿行业相对估值水平变动	69
图 92: 房地产物业及开发行业相对估值水平变动	70
图 93: 科技行业相对估值水平变动	70
图 94: 保险行业相对估值水平变动	70

表格目录

表 1: 未来全球经济增长的三种模式	5
表 2: 工业企业 ROE (税前) 的分解	6
表 3: 不同净息差情况下 09 年银行业净利润增速	8
表 4: 全部上市公司净利润增速预测	8
表 5: DDM 模型主要假设以及对 2009 年市盈率和指数预测结果	10
表 6: 2008 年 9 月份以来刺激经济政策一览	12
表 7: 近期银行信贷支持情况	14
表 8: 对 A 股市场的总体判断	14
表 9: 历史上熊市中的“双底过程”	18
表 10: 股指运行区间测算	20
表 11: 2009 年部分基础设施投资规模远超计划进度	21
表 12: 五大政策收益行业, 其生产单位产品所消耗的其他行业产品量 (完全消耗系数)	22
表 13: 建筑类投资对其他行业拉动影响测算	23
表 14: 受增值税利好影响的两个考察纬度 (工业企业)	23
表 15: 2009 年促进需求政策总览	24
表 16: 中国股市的两次反弹中具有超额收益的行业	25
表 17: 中国股市中各类股票的贝塔系数	26
表 18: 各行业境外收入占比分类	28
表 19: 行业配置权重表 (市值统计截至 11/23, 按权重变化大小排序)	31
表 20: 重点推荐个股	31
表 21: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (电力设备行业)	33
表 22: 各基建领域“十一五”固定资产投资进度及最新预测	34
表 23: 基建投资中性预期下对各基建建筑需求 (即有望形成建筑业收入和增加值部分) 测算	34
表 24: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (建筑行业)	35
表 25: 2009 年水泥需求测算情景分析假设	35
表 26: 系列投资计划对 2009 年水泥需求拉动 (绝对量/增速) 的情景分析	36
表 27: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (非金属建材行业)	36
表 28: 09 年中国工程机械销售额敏感性分析	37
表 29: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (机械行业)	38
表 30: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (医药卫生行业)	39
表 31: 两轮家电下乡政策比较	39
表 32: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (家电行业)	40
表 33: 中国纺织服装主要经济指标预测	41
表 34: 出口退税率上调影响	41
表 35: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (纺织服装行业)	41
表 36: 降息对四大地产商直接影响	42
表 37: 假设月供占月收入 50% 为合理, 则 2007 年至今各地买房人群所需达到年收入水平	42
表 38: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (房地产行业)	42
表 39: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (通信行业)	44
表 40: 2003-2010 年全国电力需求增速及预测 (宏观预测方法)	44
表 41: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (电力行业)	45
表 42: 主要下游行业钢铁需求预测	45
表 43: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (钢铁行业)	46
表 44: 2009 年主要基础化工子行业景气趋势及行业评级	47
表 45: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (基础化工行业)	47
表 46: 中石油中石化业绩情景模拟结果	48
表 47: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (石油石化行业)	48
表 48: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (食品饮料行业)	49

表 49: 主要金属 LME 库存情况比较.....	50
表 50: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (有色金属行业)	50
表 51: 2008\2009 年消费和社销总额增长率测算	50
表 52: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (商业零售行业)	51
表 53: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (汽车行业)	52
表 54: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (农业行业)	53
表 55: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (传媒行业)	54
表 56: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (电子行业)	55
表 57: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (航空机场行业)	56
表 58: 纸供求关系情景分析表 (2000-2010)	57
表 59: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (造纸行业)	57
表 60: 未来两年旅游行业收入预测	57
表 61: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (旅游行业)	58
表 62: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (煤炭行业)	59
表 63: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (保险行业)	60
表 64: 中信航运组预测的全球干散货海运贸易需求	61
表 65: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (航运行业)	61
表 66: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (铁路运输行业)	62
表 67: 重点公路公司的未来股息率预测	63
表 68: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (公路运输行业)	63
表 69: 上市银行估值隐含的 ROE 下降幅度推算	64
表 70: 情景假设下不良率、信贷成本、净利润增速与盈利预测比较.....	64
表 71: 重点公司盈利预测、估值及投资评级 (银行业)	64
表 72: 2009 年预测 PE 的敏感性测试	66
表 73: 2009 年预测沪深 300 合理点位的敏感性测试	66

一、市场环境：感受冬日里春的气息

经济减速、业绩下滑、资金压力是影响 2008 年 A 股市场的三个核心因素，展望 2009 年，基本面依然悲观，但是政策刺激和估值反弹等新因素的出现将给市场带来阶段性的投资机会。

1、中国经济：双降与需求回落

经历了 08 年股市风云的投资者对于“投资时钟”的概念都非常熟悉。而判定投资时钟的两个核心指标是通货膨胀和经济增速。如果说 08 年上半年的宏观经济环境可以描述为“通胀上升+经济减速”，那么 08 年下半年则转变为“通胀下降+经济减速”的双降过程，这个过程将至少延续到 09 年上半年，“双降”态势还可能逐步强化。我们可以简单地打个比喻，08 年上半年中国经济面临着“类滞胀”的环境，而 09 年上半年不排除出现“类通缩”的环境。

1) “双降”过程开始出现

通胀水平：08 年 2 月份 CPI 同比增速达到 8.7% 的峰值，随后在 5 月以后加速回落，10 月份下降到 4%。而 PPI 在 10 月份达到 10.1% 的峰值后，也开始加速下滑，10 月份回落至 6.6%。我们判断在经济的下行过程中通胀下行趋势依然会延续，我们对 09 年 CPI 年增速预测为 0.9%，不排除明年上半年出现 CPI 同比负增长的可能性。而在大宗商品回落的背景下，09 年的 PPI 年增速预测为 -1.1%。中国经济中的“去通胀”（disinflation）过程将在 09 年完成。

经济增速：通胀率回落的重要原因在于经济增速的持续降温。在 07 年 3 季度 GDP 季度增速达到 12.2% 之后，GDP 增速已经连续下跌了 4 个季度，并在 08 年 3 季度达到单季同比 9% 的相对低位。GDP 增速回落在未来 2-3 个季度可能加剧，特别是 09 年上半年经济增速可能低于下半年。当然，在考虑到政府出台大规模财政刺激计划的影响后，我们预计 09 年 GDP 同比增速依然可能介于 8%-8.5% 之间。

2) “需求下降”成为关键词

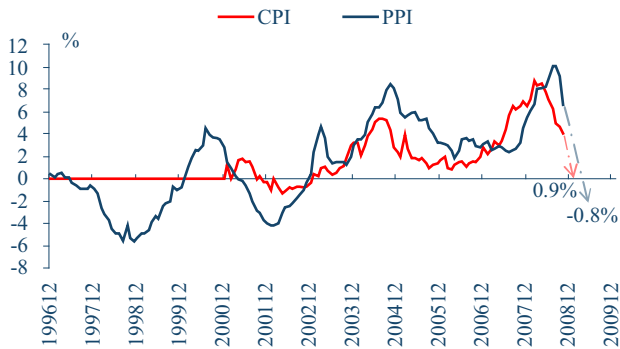
随着经济增长和通胀水平的回落，宏观经济的关键词已经从“价格因素”转变为“需求因素”。这主要体现在各个行业数据层面：

随着 GDP 增速和工业生产的下降，10 月份电力生产同比增速接近 -4%，下降速度非常明显。以前电力生产增速如此大幅下滑仅仅出现在上两次经济调整的低谷期（2000 年 1 月同比增长 -4.4%，2002 年 2 月 -4.1%）。另外，工程机械和其他工业装备的需求也在明显回落。如随着固定资产投资的回落，重卡的需求也在迅速回落。

随着实际需求的回落，中国制造业的库存指数（PMI 库存指数）也开始提升，9 月和 10 月库存指数都在 50 以上，显示了库存增加的趋势。

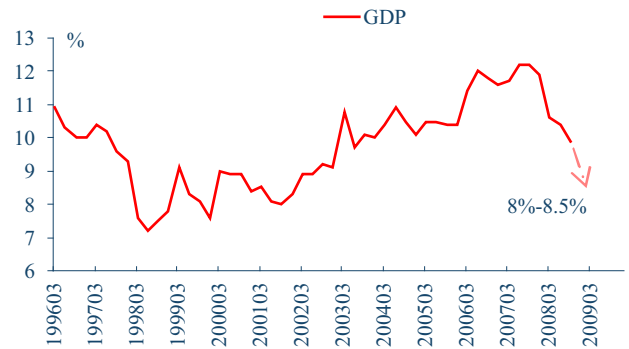
从以上分析可以看出，至少在 09 年上半年前中国经济会出现经济减速、通胀下行，行业层面也会延续业绩下降和需求下降。不过，中国经济降速最快的两年是 08 年和 09 年，09 年下半年经济回落态势将趋缓。

图 1：中国经济迅速完成“去通胀”过程



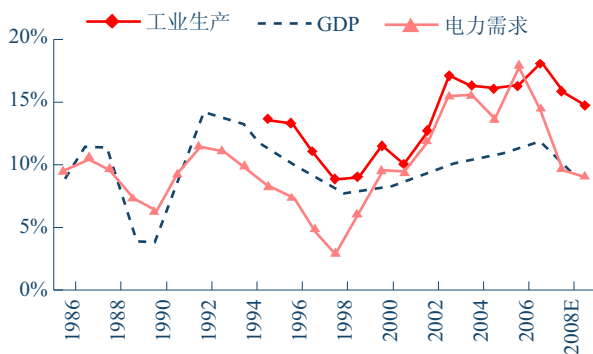
资料来源：Datastream，中信证券研究部

图 2：中国 09 年 GDP 增速进一步回落



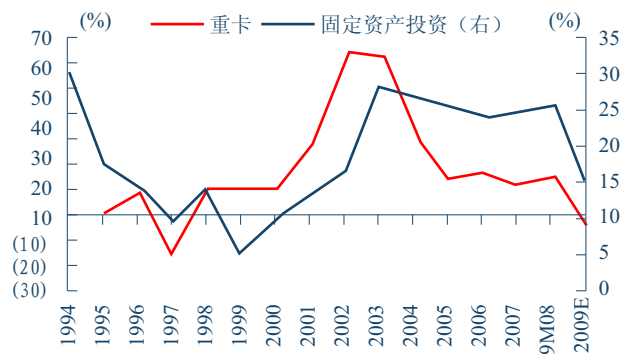
资料来源：Datastream，中信证券研究部

图 3：电力需求明显回落



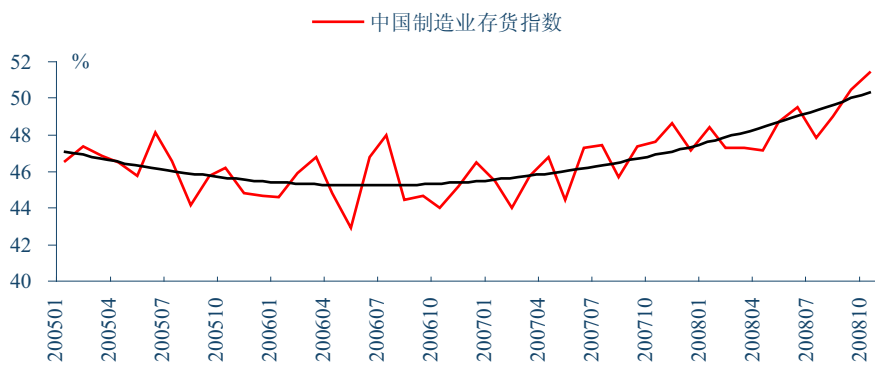
资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 4：机械装备需求回落



资料来源：Datastream，中信证券研究部

图 5：中国制造业库存指数开始上升



资料来源：CEIC，中信证券研究部

2、国际经济：去杠杆与增长模式再平衡

09 年全球经济依然处于减速状态，而且发达经济体和发展中经济体的差距依然较大，这一切都源于次贷危机所引发的“去杠杆”现象。

1) 消费部门“去杠杆”成为关键词

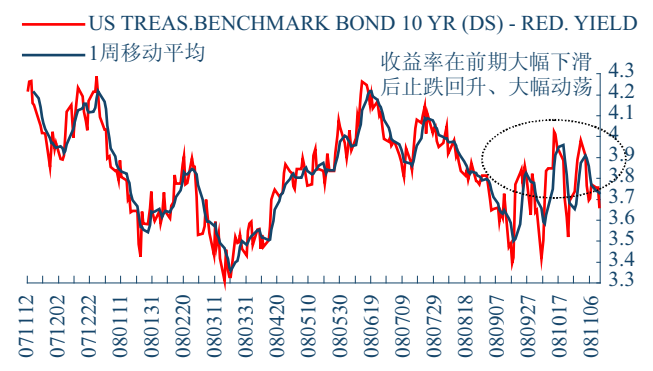
如果要问什么是 09 年全球经济的关键词，“去杠杆”无疑是共识最广的答案之一。但目前人们对于“去杠杆”的理解还仅限于金融机构的去杠杆，实际上“去杠杆”包括了金融机构的“去杠杆”、企业部门的“去杠杆”和居民消

费部门的“去杠杆”。所谓金融机构的“去杠杆”指降低金融机构自身资本金所对应的风险资产；企业部门的“去杠杆”是指企业部门降低资产负债率；居民消费部门的“去杠杆”是指居民减少消费信贷和负债消费。一系列的“去杠杆”会降低全球（特别是发达经济体）的整体经济增速。

次贷危机导致了金融机构的流动性危机，这引发了欧美金融机构的“去杠杆”，直接表现为大量资金撤出新兴市场、商品市场以及欧美本国的风险资产市场（如股市、公司债市场），流向国债等低风险市场。这也是导致各国股市下跌，和国债市场收益率下跌（价格上涨）的重要原因。但从近期的态势看，金融机构的“去杠杆”化有一定的缓解迹象。进入 10 月份以来，美国 10 年期国债收益率在大幅下跌后开始企稳，而穆迪高等级债和低等级债的信用利差也开始收窄。这预示着金融机构的“去杠杆”压力有所减轻。

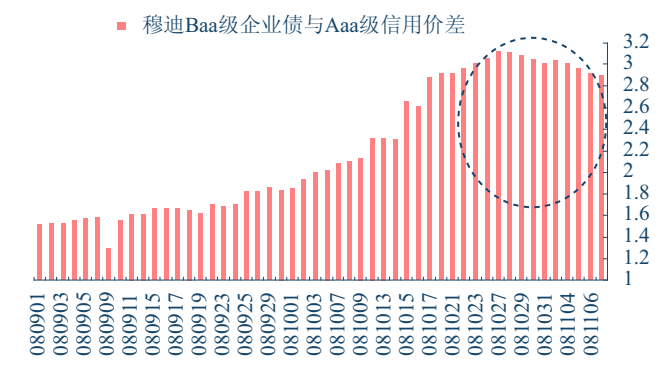
尽管目前金融机构“去杠杆”有所缓解，但资产泡沫的破灭引发“去杠杆”正在向居民消费部门延伸。欧美等国近几个月消费零售数据一直处于下降态势，居民消费的“去杠杆”大大拉低了对 09 年的经济增长预期。在美国 GDP 的构成中，消费支出的比例从上世纪 50 年代的 60% 左右上升到 2006 年后的 71%，是美国经济中最重要的驱动因素。我们注意到近 10 年来，从 1998 年开始，消费支出比重的上升有加速趋势。作为美国 GDP 构成中最重要的因素，私人消费支出牵一发而动全身。观察美国私人消费支出与工业生产的历史走势，发现消费支出的同比变动一般领先工业生产变化 2-6 个月，且消费的较小波动将引发工业生产的大幅波动。

图 6：美 10 年期国债收益率近期企稳



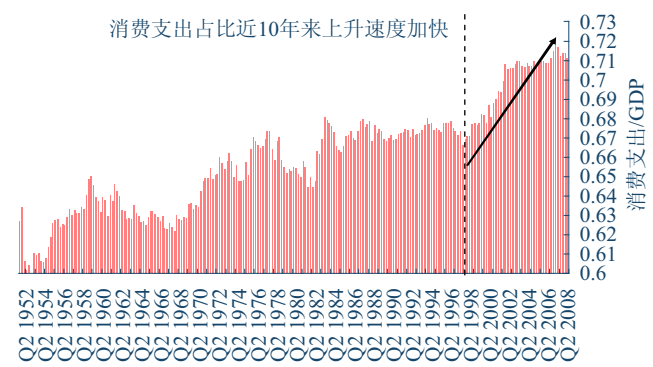
资料来源：Datastream，中信证券研究部

图 7：穆迪 Baa 与 Aaa 级企业债信用价差收窄



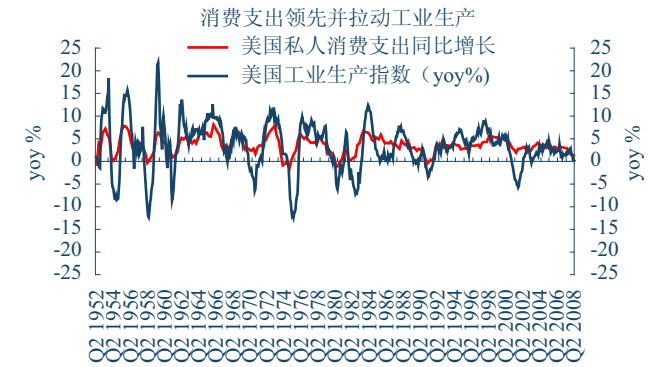
资料来源：Datastream，中信证券研究部

图 8：美国消费占 GDP 比重日益增加



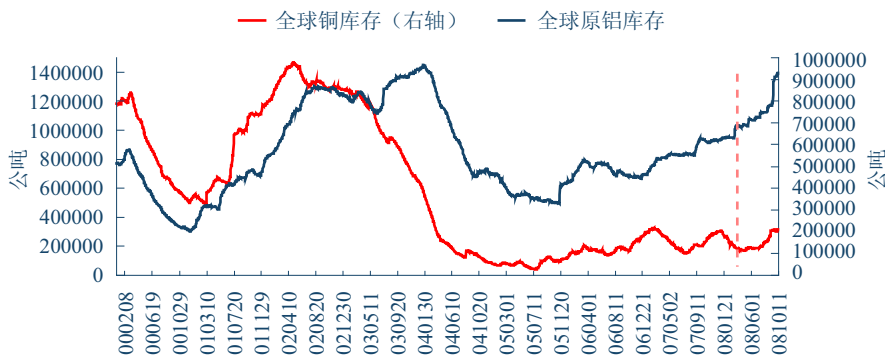
资料来源：bloomberg，中信证券研究部

图 9：消费的较小波动引发经济较大波动



资料来源：bloomberg，中信证券研究部

图 10: 全球基础工业品库存增加



资料来源: Datastream, 中信证券研究部

如果美国私人消费部门的“去杠杆”化日益明显,则美国经济减速态势会日趋明显。其实,从 08 年年中起,我们已经看到了全球基础工业品库存增加。需求减少和库存增加开始成为一个全球性现象,这一点和当前中国经济中的表现较为类似。

2) 全球经济增速放缓与增长再平衡

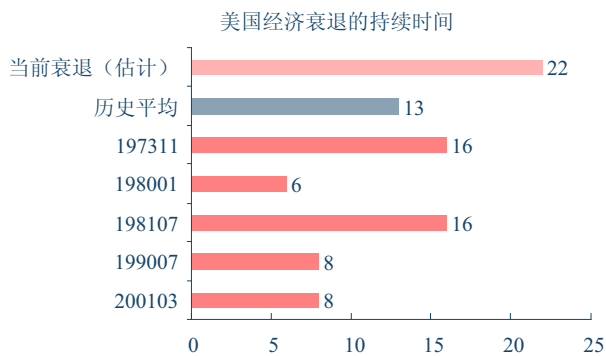
根据 IMF11 月份最新的预测,09 年全球经济增速为 2.2% (基于购买力平价预测,如果按实际汇率预测,可能低估全球经济增速),低于 07 年的 5% 和 08 年的 3.7%。根据历史数据看,历史上全球经济增速最低的年份发生在 1982 年和 1991 年,当时的全球经济增速为 0.9% 和 1.5% (1930 年以后全球经济增长率没有出现过负增长)。

09 年全球经济增长呈现两级态势。按照 IMF 的预测,中国、印度和中东等新兴市场国家依然将维持在 5% 以上的增长 (对中国的经济增长率预测更是高达 8.5%),但欧美等发达市场则陷入了负增长。

然而上述增长率的差异并不意味着发达经济和新兴经济的“脱钩”。恰恰相反,正是由于欧美经济步入衰退,新兴经济体的增长速度由原来 3 年平均的 7%-8% 可能迅速回落到 09 年的 5%。所以,欧美经济何时走出低谷,对判断包括中国在内的新兴经济体未来增长也至关重要。

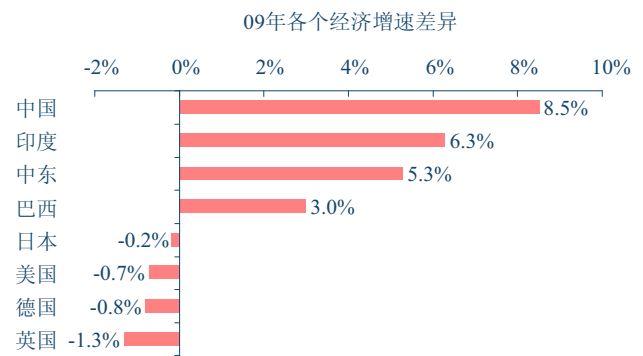
而美国何时能够走出低谷呢?美国最近历史上的 4 次衰退平均持续 13 个月。但由于次贷引发的连续“去杠杆”,华尔街预测本次美国经济衰退可能持续长达 2 年的时间。从 08 年一季度美国经济步入衰退起算,这意味着要到 09 年下半年以后美国经济才能真正走出衰退。

图 11: 本轮美国经济衰退时间较为漫长 (单位: 月)



资料来源: bloomberg, 中信证券研究部

图 12: 全球各主要经济体增速比较



资料来源: IMF 2008 年 11 月

另外，我们还可以从增长模式的角度来理解未来经济。本轮全球经济增长的背后存在这样一个范式，美国经济和中国经济都处于某种不平衡当中。美国通过互联网和房地产泡沫来维持过度消费，而中国通过大量出口和投资来维系过度生产，中美两国经济通过国际贸易形成了一个国际循环的过程。不过，美国次贷危机的出现打破了这个循环，美国房地产泡沫因此破裂，美国人再也没有能力像以前那样消费，而中国也不可能像以前那些通过大量出口来维系过度生产，全球经济的增速自然也就开始衰减下来了。由此可见，建立在经济结构不平衡基础上的国际循环是不稳定的和难以持续的。需要进行结构性调整，以恢复经济的再平衡。

但如何来调整未来的经济增长结构呢？我们预测了可能的三种模式：

第一种模式：维持原有模式。美国政府的“救市”政策继续维持原有的非平衡发展。美国政府通过海外借贷（如要求其他国家购买美国国债）来实施大规模财政刺激计划。这样在一定程度上可以对冲美国经济和全球经济的衰退，并可以继续维持对新兴经济体的产品需求。这个增长模式的短期痛苦最小，中国经济也有望恢复到与调整前相近的经济增速。但美国负债不可能无限度提高，不平衡所带来的问题会再度爆发。

第二种模式：恢复经济平衡。即美国减少进口和消费，中国减少出口和生产，各自调整国内经济的不平衡。从长期来看，这对于美国或者中国都是有益的，但调整过程本身则是痛苦的。在整个调整的过程中，中国经济未来整体增速难以回到本轮经济高点的水平，8%的经济增长可能成为未来 5 年的增长中枢。

第三种模式：创新性增长。实现创新性增长的前提条件是美国在生物技术、新能源等方面取得重大突破。从而美国可以向包括中国在内的贸易伙伴出口更多的创新性产品和服务，从而降低贸易赤字和对外负债，并同时有利于中国产业升级和经济转型。

当前，第三种模式无疑是最理想的，但短期内则难以强求。未来全球经济的发展更可能是在第一种和第二种模式之间选择。不过，无论是哪一种模式似乎都不会影响中国经济的周期性恢复，差别主要在于经济企稳后的经济增长水平（因为未来增长结构可能发生改变）。但从理性的角度看，目前中国经济的均衡增长比高速增长更为重要，因此，需要对第二种经济增长模式做好充分的心理准备。

表 1：未来全球经济增长的三种模式

经济增长结构调整的三种模式		
	基本模式	后果
第一种模式： 维持全球经济原有模式	美国政府的“救市”政策继续维持原有的非平衡发展。美国政府实施大规模财政刺激计划。这样在一定程度上可以对冲美国经济和全球经济的衰退，还可以继续维持对海外商品的需求。	中国经济可望恢复到接近本轮增长高点的水平
第二种模式： 恢复全球经济再平衡	美国减少进口和消费，中国减少出口和生产，各自调整国内经济的不平衡。	中国经济未来 5 年增长中枢可能下移到 8%
第三种模式： 实现创新性增长	实现创新性增长的前提条件是美国在生物技术、新能源等方面取得重大突破。从而美国可以向包括中国在内贸易伙伴出口更多的创新性产品和服务，降低贸易赤字和对外负债，并同时有利于中国产业升级和经济转型。	这种模式最为理想，但短期内难以达到。

资料来源：中信证券研究部

3、企业业绩：09 年上市公司业绩上升 3%

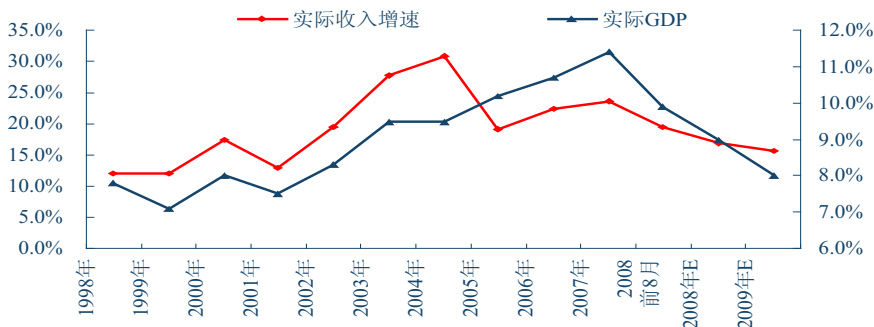
我们采用自上而下和自下而上两者结合的方法来预测 09 年上市公司盈利增长。我们盈利预测的机理是：1、采取自上而下的方法来预测上市公司中非金融类公司的盈利增长。主要是利用规模以上工业企业盈利增长来推算上市公司非金融企业盈利增速。2、采用自下而上的方法来预测上市公司中金融类企业的盈利增长，主要采取中信金融分析师的情景假设和预测结果。3、两者结合得到全部上市公司的盈利增长数据。

1) 需求放缓打击企业盈利水平。

本轮经济扩张期始于 2003 年，五年的时间企业盈利水平增长了 3.6 倍，年均增速达到了 36%，而同期收入增速也达到了 30%。决定工业企业收入增速的因素主要是三个：一是经济总量的增长，也就是 GDP 的增速；二是工业化程度的提高，我们看到近年来工业占 GDP 的比重一直在提高；三是价格因素，也就是 PPI。其中经济总量和价格因素是影响短期工业企业增速的主要原因，我们将工业企业的收入增速按照 PPI 进行了调整，得到不含价格因素的实际收入增速。从下图可以看到，实际收入增速与实际 GDP 增速高度相关。根据中信宏观组对 09 年 GDP 增长 8-8.5% 和 PPI 增速为 -1.1% 的预测，我们估算 09 年工业企业名义收入增速将由 08 年的 25% 下降至 15%。

我们对工业企业税前 ROE 进行分解，可以看到支撑 ROE 由 9% 提高到 19% 的主要是两个因素：一是规模效应带来的资产周转率的提升，仅此一项对 ROE 提升的贡献就超过了 80%；二是费用率的下降，其背后的原因也是由于规模效应，目前的三项费用占主营收入的比例已经降至 7.4%，继续降低的难度越来越大。收入增速放缓将压低企业的利润率水平，在 08、09 年实际 GDP 增速分别为 9.3% 和 8% 的假设下，我们估算 09 年工业企业税前利润率将由 08 年的 5.7% 降至 5.2%，税前 ROA 将由 7.5% 降至 6.8%。

图 13：规模以上工业企业实际收入增速与 GDP 增速



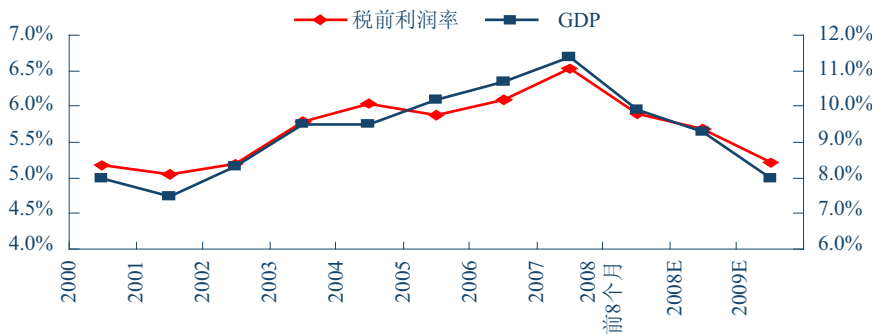
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

表 2：工业企业 ROE (税前) 的分解

	主营业务利润率	三项费用率	税前利润率	资产周转率	权益乘数	ROE
2000	17.0%	12.2%	5.2%	69.7%	2.6	9.4%
2001	16.3%	11.8%	5.0%	71.5%	2.5	9.1%
2002	16.3%	11.3%	5.2%	77.6%	2.4	9.8%
2003	15.9%	10.2%	5.8%	90.2%	2.4	12.7%
2004	15.1%	9.1%	6.0%	103.7%	2.4	15.3%
2005	14.0%	8.3%	5.9%	112.2%	2.4	15.9%
2006	13.9%	7.8%	6.1%	117.1%	2.4	17.0%
2007	14.0%	7.4%	6.5%	126.0%	2.4	19.5%
2008 前 8 个月	13.4%	7.4%	5.9%	85.7%	2.4	12.3%

资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 14: 工业企业税前利润率与 GDP 增速



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

2) 09 年上市公司业绩同比上升 3%

下面回到上市公司上来, 剔除金融企业, 上市的非金融企业约占规模以上工业企业收入的五分之一, 利润的三分之一。由于工业企业仅公布利润总额, 我们将上市公司的 ROA 和 ROE 也都还原成税前, 二者变动方向一致, 并且近年来随着大型央企的陆续上市, 二者的差距在不断缩小。

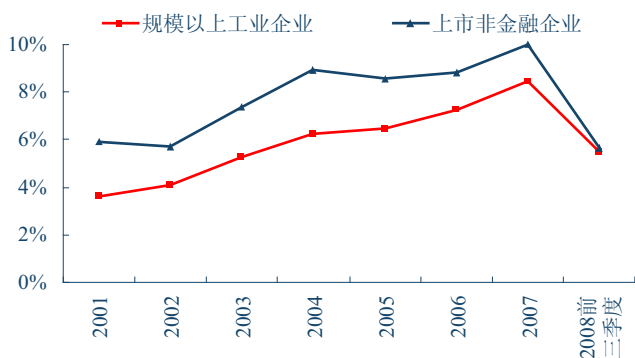
我们假定: (1) 08、09 年上市非金融企业的税前 ROA 与规模以上工业企业相同, 即分别为 7.5% 和 6.8%; (2) 08、09 年所得税和少数股东权益占利润总额的比例与 08 年前三季度相同, 即为 28%; (3) 权益乘数保持 08 年三季度 2.46 的水平不变。不考虑股权融资, 上市公司净利润扣除现金分红的部分即是净资产增厚的部分。2008 年上市非金融企业 ROE 在 13.2% 左右, 扣除 30% 的现金分红, 则净资产将增厚大约 10%。在 GDP 为 8% 的假设下, 上市非金融企业净利润同比上升 0.5%。

根据中信证券银行业分析师的判断, 09 年上市银行净息差将缩小 20-30 个 BP, 在净息差收窄至 2.6% 的情况下, 银行业净利润同比增长 4.5%, 那么全部上市公司 09 年净利润同比上升 4.9%。

结合上面的非金融企业盈利增速、银行利润增速和非银行金融企业 (如保险证券) 的盈利增速, 我们对 09 年全部上市公司盈利增速做出判断。

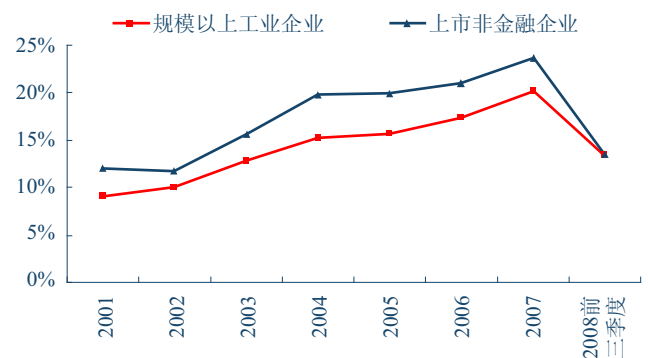
我们估算 09 年全部公司净利润增速在 0.5%-4.9% 之间, 中值为 3%。净息差每收窄 10 个 BP, 全部公司净利润将下降 2.6%。GDP 每下降 0.5 个百分点, 全部公司净利润将下降 2.3%。

图 15: 总资产收益率 (税前)



资料来源: 国家统计局, wind, 中信证券研究部

图 16: 净资产收益率 (税前)



资料来源: 国家统计局, wind, 中信证券研究部

表 3: 不同净息差情况下 09 年银行业净利润增速

	净息差		
	2.7%	2.6%	2.5%
银行业净利润增速	11.0%	4.5%	-2.0%

资料来源: 中信证券研究部

表 4: 全部上市公司净利润增速预测

GDP 增速	工业企业 税前利润率	上市非金融企业 ROE	上市非金融企业 净利润增速	银行利润增速			
				10.0%	4.5%	0.0%	-5.0%
7.0%	4.8%	11.1%	-7.2%	2.6%	0.4%	-1.5%	-3.5%
7.5%	5.0%	11.6%	-3.3%	4.9%	2.6%	0.8%	-1.2%
8.0%	5.2%	12.1%	0.5%	7.1%	4.9%	3.1%	1.0%
8.5%	5.4%	12.5%	4.4%	9.4%	7.2%	5.3%	3.3%

资料来源: 中信证券研究部

4、市场估值：A 股吸引力指数接近历史高位

中国股市自 2007 年 10 月高点以来，上证指数累计下跌了 68%。并成为今年以来跌幅最深的股市之一。随着迅速的挤压泡沫的过程，市场估值的吸引力也开始体现。

1) 相对估值水平已具较强吸引力

当前的估值水平正处于历史低位。按照 2008 年 11 月 25 日收盘价计算，沪深 300 的静态市盈率为 13.6 倍，已非常接近历史底部。PB 为 2.17 倍，虽然比历史最低水平高出 30%，但考虑到资产重估的因素，实际高出的幅度远低于这一水平。

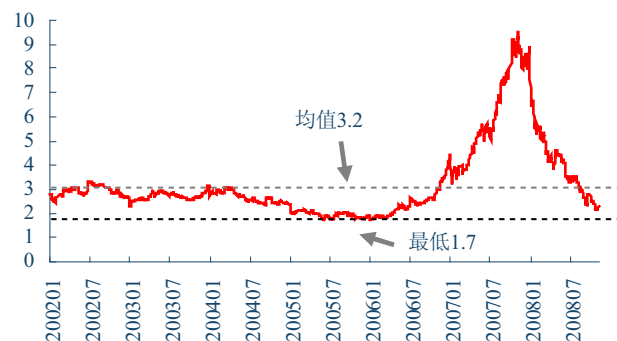
与国内其他资产相比，A 股吸引力明显增加，按照静态 PE 计算，当前 A 股的收益达到了 7.35%，明显高于长期国债收益率与一年期定期存款利率。与国外资产的比较，A 股股价相对于港股股价的溢价比率已经由历史最高的 109% 下降到目前的 38%。与 S&P500 的股票收益率和美国国债的收益率相比，A 股也已具备明显的吸引力。

图 17: 沪深 300 静态 PE



资料来源: wind, 中信证券研究部

图 18: 沪深 300 静态 PB



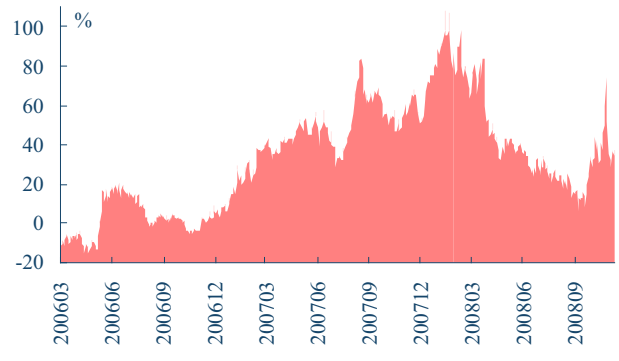
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 19: 股票收益率与债券和存款比较



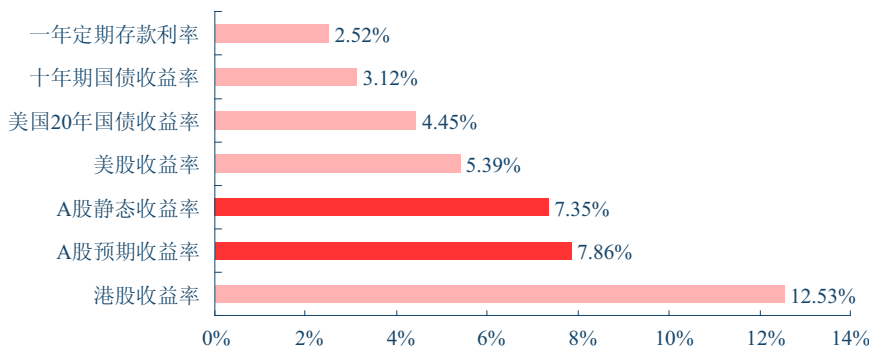
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 20: A-H 股溢价比率



资料来源: wind, datastream, 中信证券研究部

图 21: A 股与其它主要金融资产收益率比较汇总



资料来源: wind, datastream, 中信证券研究部

2) DDM 估值模型显示 A 股的合理市盈率为 15.38 倍

DDM 模型的基本原理是对未来各期的股票红利进行折现并加总。我们对未来盈利增速的假设基于我们的“四阶段模型”：第一阶段是 2009-2010 年，根据我们的预测，09 年业绩增速在 3% 左右，因为 2009 年基数较低我们给予 2010 年 15% 的增速；第二阶段是稳定增长阶段，我们假定业绩增速保持在 12% 的水平，保持 4 年，（GDP 增速 8%，对应企业收入增速为 12%，假定利润率保持不变，则年均利润增速为 12%）；第三阶段是增速递减阶段，我们假定未来上市公司的业绩增速的中枢逐步下降，而下降的持续时间假定为 30 年；第四阶段是永续增长阶段，增速和发达国家 GDP 增速保持一致，在 4% 左右。另外，我们取无风险收益率为近期的十年期国债收益率 3%，风险溢价为 7%，则折现率为 10%，分红比例为 33%。

根据上述一系列假设，我们得到沪深 300 指数 2009 年的内含 PE 应为 15.38，对应 2009 年底的指数在 2405 点左右，与 2008 年 11 月 25 日的收盘指数 1834.20 相比有 31% 的上涨空间（敏感性分析见附录）。

表 5: DDM 模型主要假设以及对 2009 年市盈率和指数预测结果

假设		假设增速	
无风险收益率	3%	2009 年预测利润增速	3%
风险溢价	7%	2010 业绩增速假设	15%
合计股权成本	10%	2011 年-2014 年预测利润增速	12% (对应 GDP 增速为 8%)
分红比例	33%	增速下降阶段	每年增速减少 0.3% (30 年)
2008 年预测净利润	10141 亿	永续增长阶段	4%
估计 PE (2009)	15.38 (区间 13.6-17.5)		
沪深 300 合理点位 (2009)	2405		

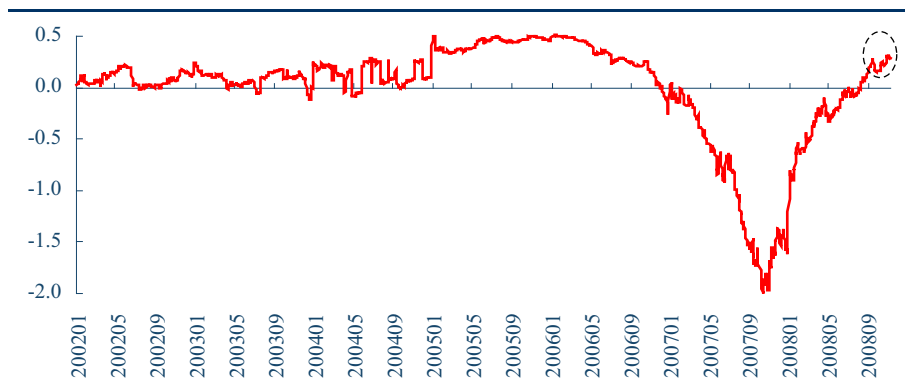
资料来源: 中信证券研究部

3) A 股吸引力指数大幅上升

为了尽可能地将影响 A 股估值的多种因素纳入统一的分析体系中,在国内、国际大类资产配置的背景下综合考察 A 股的吸引力,我们中信证券策略组构建了自己的 A 股吸引力指数:将 A 股与国内、国外相关金融资产的收益率进行横向比较,其中国内资产选取十年期国债和一年期定期存款,国外资产选取恒生指数和 S&P500 指数。

当指数大于零时,表明 A 股相对其它资产具备吸引力和投资价值,数值越大则吸引力越大。2002 年以来的吸引力指数的历史走势显示, A 股吸引力在 2005 年中期达到顶点,而从 2007 年中期开始 A 股的吸引力逐渐下降,并在 2007 年 10 月降到谷底。目前我们测算的 A 股吸引力指数已经远超低谷时水平并接近历史高位。我们认为相对于其它大类金融资产而言,当前的 A 股已经具备吸引力。

图 22: A 股吸引力指数接近历史高位



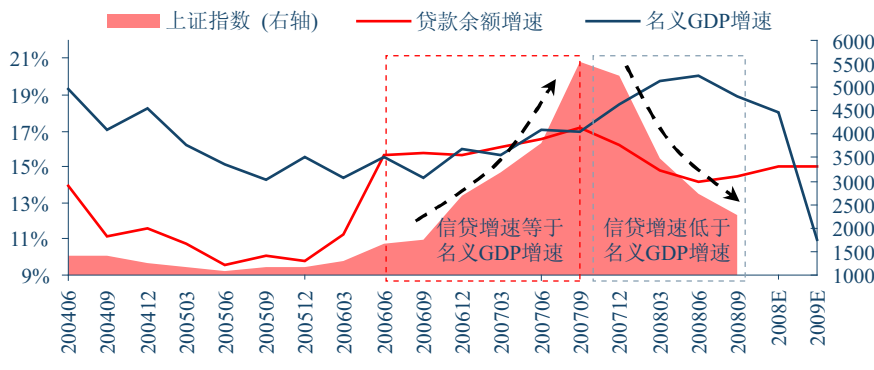
资料来源: wind, datastream, CEIC, 中信证券研究部

5、资金供求: 流动性有所好转

1) 实体经济的流动性有所好转

贷款增速与名义 GDP 增速的变动情况可以用来衡量实体经济的流动性充裕程度,流动性充裕有利于企业的生产经营,也可以支持较高的股票估值水平。从 06 年二季度起,贷款增速出现大幅上升,基本等于或高于名义 GDP 增速,流动性充沛推动 A 股市场大幅上涨。07 年四季度起,贷款增速快速回落,而名义 GDP 增速却在通胀推动下继续攀升,致使二者差距不断拉大,流动性不断收紧,股市大幅下跌。目前,货币政策已经转松,信贷管控取消,贷款利率下降,支持信贷扩张的政策也不断出台。中信宏观组预测 2009 年信贷增速在 15% 左右,高于名义 GDP 增速 (10.6-11.2%), 实体经济的流动性将有所好转。

图 23: 明年信贷增速将快于名义 GDP 增速

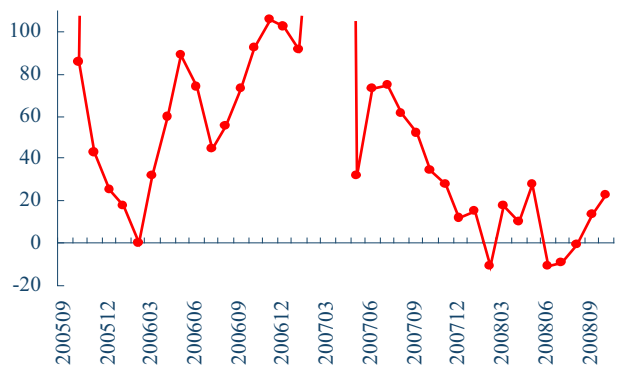


资料来源: wind, 中信证券研究部

2) 国际资本有望回流

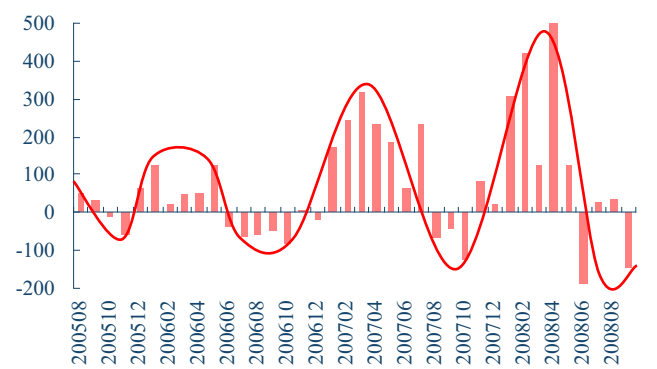
从全球资本流动的角度来考虑, 尽管我国的贸易顺差增速明显回落, 但是热钱流入额可能出现回升。美欧等发达国家的经济前景仍十分黯淡, 随着去杠杆化引起的资本回流美国告一段落, 新兴市场仍将是国际资本重要的流向。从历史上看, 热钱流动的周期性非常明显, 我们预计随着中国刺激经济计划出台, 投资者对中国经济增长预期趋稳, 明年上半年国际资本有望回流。

图 24: 贸易顺差增速维持低位 (%)



资料来源: wind, 中信证券研究部 (三季滚动平均)

图 25: “热钱”流入额可能出现回升 (亿美元)

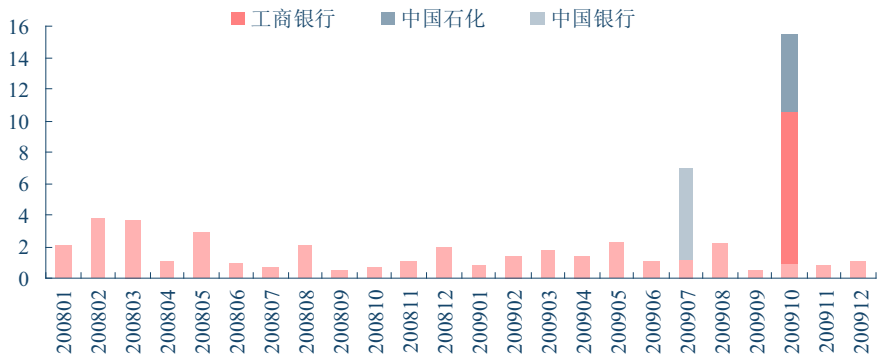


资料来源: wind, 中信证券研究部 (热钱计算为外汇储备增量减去贸易顺差与外商直接投资)

3) 产业资本对市场的态度有所变化

虽然明年的限售股解禁规模依然巨大, 但主要是工商银行、中国银行、中国石化三家公司的国家持股解禁。这部分国家持股基本不会被出售, 也不会给二级市场带来压力。如果去掉这三家公司的影响, 明年的限售股解禁规模约为 1.5 万亿, 为今年的 70%。同时我们观察到今年三季度以来产业资本对股票市场的态度有所转变, 一是减持行为明显减少, 二是增持行为有所增加, 大小非减持对市场的压力有所减小。

图 26：2008、2009 年各月限售股解禁市值 (千亿元)



资料来源：Wind，中信证券研究部

6、政策环境：保增长提振市场信心

1) 宏观政策力度前所未有

10 月份以来，随着国内外经济形势的迅速恶化，中国政府的宏观调控政策大幅向“保增长”转向，其中包括央行减息降存款准备金率的货币政策、财政部调整出口退税及房地产交易税的税收政策和国务院最近会议决定扩大内需的大型投资计划。其中最重要的是 11 月 5 日国务院常务会议通过的内需十条计划，该计划未来两年投资规模高达 4 万亿，大致可分为三类：(1) 涉及政府投资的七个方面，包括加快建设保障性安居工程，加快农村基础设施建设，加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设，加快医疗卫生、文化教育事业的发展，加强生态环境建设，加快地震灾区灾后重建各项工作；(2) 涉及收入政策的主要是提高城乡居民收入水平；(3) 涉及产业升级的有两个方面，加快自主创新和结构调整，以及在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革。

积极财政政策在经济下滑中能起到重要的缓冲作用，为实施近期公布的投资计划，预计明年的国债发行规模在 1.5 万亿左右，比今年的发债规模扩大 142%，比 1998 年 1573 亿元的基建国债扩大 10 倍。若计划如期实施，明年固定资产投资增速将达到 16%，规模达 20 万亿左右，其中 8.4%来自发债，其余大部分仍然要靠银行信贷，这部分资金能否及时到位，是决定本轮刺激经济政策效果的关键。

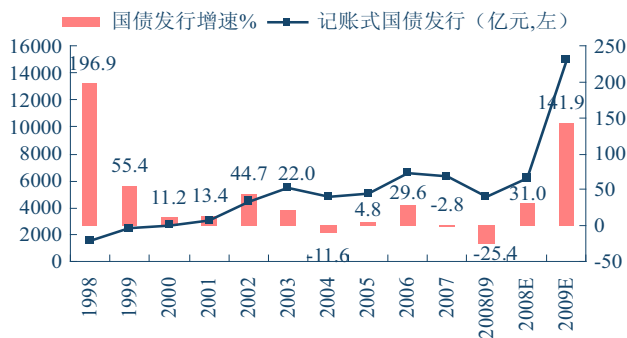
表 6：2008 年 9 月份以来刺激经济政策一览

时间	政策类型	发布政策	主要内容
2008 年 9 月 15 日	央行	央行下调贷款利率和部分存款准备金率	从 2008 年 9 月 16 日起，下调一年期人民币贷款基准利率 0.27 个百分点。从 2008 年 9 月 25 日起，除工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行暂不下调外，其他存款类金融机构人民币存款准备金率下调 1 个百分点，汶川地震重灾区地方法人金融机构存款准备金率下调 2 个百分点。
2008 年 10 月 8 日	央行	央行下调贷款利率和存款准备金率	从 2008 年 10 月 9 日起下调一年期人民币存贷款基准利率各 0.27 个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。从 10 月 15 日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2008 年 10 月 21 日	财政部	关于提高部分商品出口退税率的通知	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、电容器用钼丝、船用锚链、缝纫机、风扇、数控机床硬质合金刀、部分书籍、笔记本等商品的出口退税率分别提高到 9%、11%、13%。

时间	政策类型	发布政策	主要内容
2008 年 10 月 22 日	财政部	关于调整房地产交易环节税收政策的通知	为适当减轻个人住房交易的税收负担,支持居民首次购买普通住房,经国务院批准,现就房地产交易环节有关税收政策问题通知。对个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的,契税税率暂统一下调到 1%。首次购房证明由住房所在地县(区)住房建设主管部门出具。对个人销售或购买住房暂免征收印花税。对个人销售住房暂免征收土地增值税。
2008 年 10 月 29 日	央行	央行下调存贷款利率	从 2008 年 10 月 30 日起下调金融机构人民币存贷款基准利率。其中一年期存款基准利率由现行的 3.87% 下调至 3.60%, 下调 0.27 个百分点。一年期贷款基准利率由现行的 6.93% 下调至 6.66%, 下调 0.27 个百分点; 其他各档次存、贷款基准利率相应调整。个人住房公积金贷款利率保持不变。
2008 年 11 月 9 日	国务院	扩大内需十条	估计到 2010 年涉及投资规模 4 万亿。
2008 年 11 月 12 日	国务院	核准 5000 亿投资计划	国务院核准 5000 亿投资计划。其中核准西气东输二线项目东段工程 930 亿元,核准总投资 955 亿元的广东阳江核电工程和浙江秦山核电厂扩建工程。审批了总投资 174 亿元的新疆生产建设兵团玛纳斯河肯斯瓦特、贵州省黔中、江西省峡江等水利枢纽工程和内蒙古巴彦淖尔、安徽省池州九华山等一批民用机场项目。中央财政地震灾后恢复重建基金 3000 亿元。
2008 年 11 月 12 日	国务院常务会议	出口退税调整	下月起进一步提高劳动密集型产品、机电产品等 3770 项产品的出口退税率,取消部分钢材、化工品和粮食的出口关税。
2008 年 11 月 12 日	建设部	住房保障投资计划	对廉租房投资 2150 亿; 棚户区改造投资 1015 亿元; 经济适用房投资 6000 亿元, 综合约 9000 亿元
2008 年 11 月 26 日	央行	央行大幅下调存贷款利率和存款准备金率	下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各 1.08 个百分点, 其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。同时, 下调中央银行再贷款、再贴现等利率。下调工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行等大型存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点, 下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率 2 个百分点。

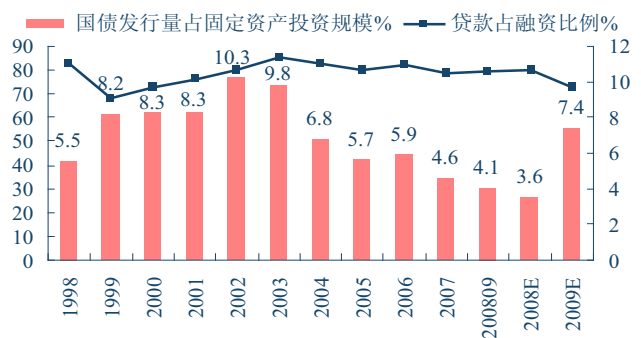
资料来源: 央行 财政部 税务总局 中信证券研究部整理

图 27: 1998 年以来国债发行情况



资料来源: wind 中信证券研究部

图 28: 中国经济的融资结构



资料来源: wind 中信证券研究部

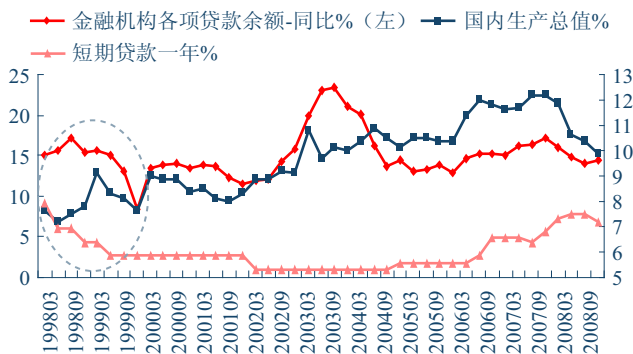
2) 政策实施效果将强于 1998 年

上一轮政府大规模刺激经济计划是在 10 年前, 当时中国政府实行积极财政政策, 发行大量国债搞基础设施建设, 并且通过启动商品房、降息、提高出口退税等组合拳刺激经济。从实施效果看, 由于货币政策相对滞后, 造成了刺激经济政策效果不大, 不过, 我们认为此次组合政策的效果会显著强于上次: 一是从银行放贷能力来看, 1998 年银行资本金并不充裕, 为此国家还发行了 2700 亿特别国债补充银行资本金, 当前银行的资本充足率明显好于 98 年; 二、从银行惜贷的可能性上来看, 目前各银行陆续出台了落实信贷的具体政策, 未来银行放贷的可能性较大。另外, 随着央行下调了法定存款利率和超储存款利率, 以及债券类资产收益率的连续下降, 商业银行会更加注重对信贷资产的配置, 我们判断银行信贷增速会提高。

尽管政策实施对经济的刺激效果还需要一段时间才能体现，但对投资者信心的鼓舞是立杆见影的，A 股市场正处于近年来最有利的政策环境中，未来一段时间仍将是宏观政策和资本市场政策出台的密集期，政策也是影响短期市场走势最重要的因素。

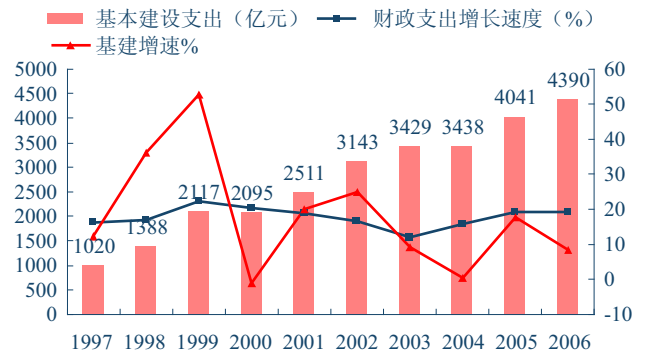
综合以上分析，我们判断 2009 年的股市环境将明显改善，尽管经济下行、需求回落将继续打击企业盈利能力，但是继续大幅调低业绩预期的可能性不大，较低的估值水平和好转的资金状况将对市场形成支撑，在政策刺激和业绩筑底中市场有望展开振荡反弹行情。

图 29：98-99 年借贷导致货币政策放松效果不理想



资料来源：wind 中信证券研究部

图 30：98-99 年财政政策中刺激经济也是以基建为主



资料来源：wind 中信证券研究部

表 7：近期银行信贷支持情况

银行名称	具体信贷落实情况
中国人民银行	六举措加大金融对增长的支持力度
农业银行	新增三农和县域信贷投入 1000 亿以上
国家开发银行	年内新增 400 亿贷款投向急需发展领域
建设银行	新增近 500 亿贷款 加大重点行业信贷支持
招商银行	提供小企业循环贷款
农业发展银行	年底前新增贷款额度约为 350 亿
中国银行	将取消分行公司贷款新增规模限制

资料来源：中信证券研究部整理

表 8：对 A 股市场的总体判断

	评价	原因
经济面	负面	经济运行“双下降”，矛盾转向需求回落。
业绩面	负面	需求打击盈利能力，业绩增速继续放缓。
估值面	正面	估值已处较低水平，反弹空间明显增大。
资金面	中性	减持压力有所减轻，供需状况趋于好转。
政策面	正面	政策力度前所未有，市场信心得以提振。
总体判断	中性	业绩复苏尚需时日，信心恢复提升估值。

二、运行特征：反弹、筑底、复苏

09 年经济的基本态势维持下行，我们关注基本面何时见底，以及在见底前后不同的市场运行特征。

1、明年下半年经济增速企稳

我们不妨从经济周期性角度做出一个分析，因为经济中的货币周期、利率周期、生产周期和经济周期之间都是某种关联关系的，这些变量之间的关系有助于我们判断经济周期的底部位置。

1) 从货币周期判断经济底部：

90 年代末以来中国经济经历了 4 个调整时期。97-98 年、04-05 年和 07-08 年的经济调整都处于一个利率上升周期的末端，从紧货币政策抑制了通胀率的上升，但也随后减缓了经济的增长速度（防止经济过热）。所以，这些经济调整（包括本轮周期）本身具有受货币周期影响的特性。

我们从下图中可以清晰地看到货币供给（M2 同比变动）对中国经济运行的影响。而随着本次全球性金融海啸的爆发，“保增长”已经成为了政策的主基调，这也体现在采用“适度宽松”的货币政策，这是近 10 年来首次出现这样的提法。我们看到在过去 3 个月中中央银行已经连续 3 次降息和降低存款准备率，尤其是 11 月 26 日超预期大幅下调存贷款利率和存款准备金率，表明货币政策转松的明确态度。另外，对于 09 年将取消贷款额度制度。这些放松货币供给的措施有助于经济触底。

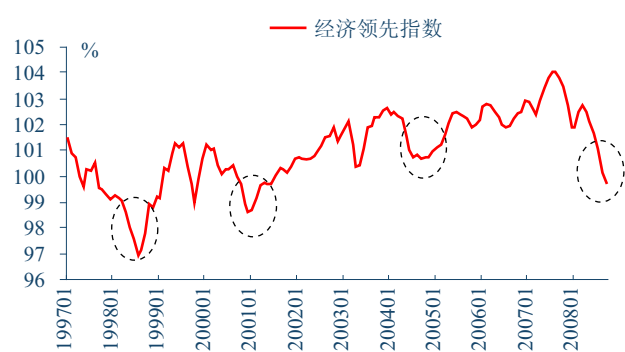
从历史数据看，每当货币政策（利率和存款准备率）发生方向性改变的时候，1 年左右的时间就会影响到货币供给和相应的经济运行。例如，98 年 2 月货币政策降息/准备率，99 年 2 月 M2 增速达到高峰；03 年 8 月存款准备率上调（随后 04 年利率也开始上调），04 年 8 月 M2 增速回落低位。而 08 年 9 月开始央行货币政策发生方向性变化，我们估计其增加货币供给和稳定经济运行的效果在明年年中以后就会逐步显现。

图 31：中国货币供应的周期性波动



资料来源：Datastream，中信证券研究部

图 32：中国经济增长的周期性波动



资料来源：Datastream，中信证券研究部

2) 从生产周期判断经济底部:

经济调整过程中另一个必然伴随的现象是产能利用率下降和库存水平的上升。美国 85 年、91 年、01 年和当前的四次经济调整都显示出产能利用率的明显下降。而日本 90 年初的更是经历了长达 10 年的产能利用率下降过程，同期企业库存也迅速增加。因此，产能利用率的回升和库存下降，也是经济周期触底的重要指标。

我们目前没有中国的总体产能利用率数据。但我们计算了中国中游制造业（包括了机械、金属等行业）的库存变化情况，08 年 3 季度以后，库存水平迅速上升，同期订单指数的迅速下滑也印证了这一点，这导致了短期内生产活动的“休克型”停顿。

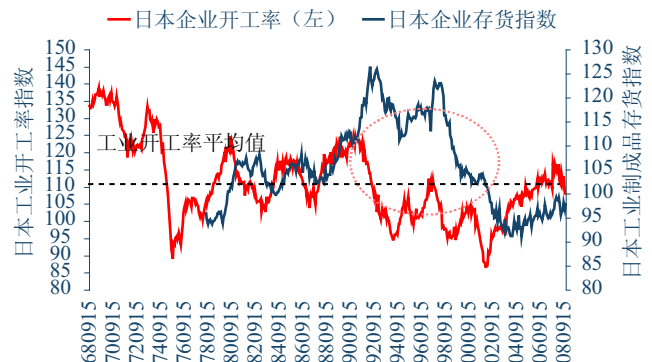
不过，从历史数据看，企业“去库存”的过程在 1 年左右的时间会基本完成，经济活动也会随着库存的消化逐步恢复到正常水平。例如，01-02 年经济下降期当中，制造类企业从 01 年 3 月到 02 年 3 月基本完成了库存消化；而在 04-05 年经济下降期当中，制造类企业从 04 年 3 月到 05 年 3 月基本完成了库存消化。我们预计本轮周期调整中的有两个因素有利于库存水平不会长期恶化。一是“保增长”措施提高了对投资品的需求（这也是目前最可能出现产能过剩的领域），另一个是目前企业比 98 年更为市场化，可以通过调整产能本身来降低需求下降压力。本轮经济增长中的库存压力可能在明年上半年就有所缓解。

图 33: 美国四次经济调整中产能利用率均下降



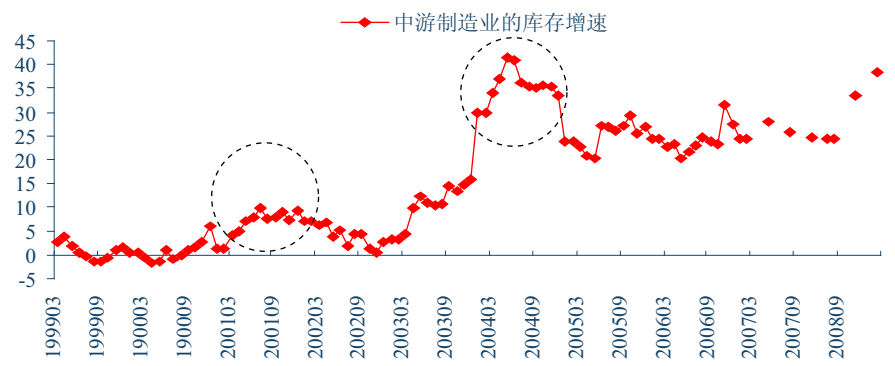
资料来源: Datastream, 中信证券研究部

图 34: 日本 90 年代“失去十年”当中产能利用率长期下降



资料来源: Datastream, 中信证券研究部

图 35: 中国制造业的“去库存”过程



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

3) 从通胀周期判断经济底部

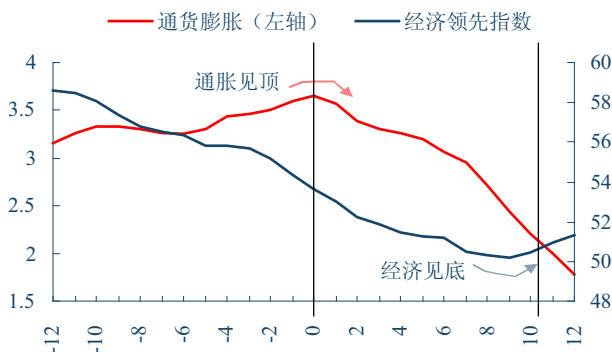
通胀周期与经济周期之间也存在着密切关系。如果通胀上升，则会损害经济增长。但经济增速回落会减缓通胀上升，而通胀问题缓解后，它对经济增长的压制作用就会减轻，并使得经济增长的预期不再进一步走坏。也就是说，通胀和增长会达到一个新的平衡。例如，美国的通胀率与美国经济领先指数（利用美国 ISM 制造业和服务业指数合成）呈现出明显的“自平衡”机制。我们看到美国历次经济转折时期，当通胀率达到顶峰之后，其后 3 个季度左右经济预期就会触底，而此后的经济形势有望回升或者趋好。

如果我们观察中国自身的经济运行规律，通货膨胀与经济增长的“自平衡”规律同样存在。即随着通胀水平的下降，未来经济预期会逐步企稳和回升。在 98-99 年（亚洲金融危机期间）、01-02 年（美国网络泡沫破灭期间）、05-06 年（中国式的宏观调控期间）都无一例外地出现了随着通胀率（包括 CPI 和 PPI）下行之后，中国宏观经济景气先行指数开始企稳和见底回升。

当然，98-99 年那次转折中，通胀率开始下行后 5-6 个季度经济景气指数才企稳和回升。而 01-02 和 05-06 年那两次转折中，通胀率下行后经济预期指数很快就见底和逐渐回升。而目前我们所面临的情况严重程度堪比 98-99 年，所以，中国的宏观经济景气指数在明年下半年才可能会企稳。更进一步地看，中国的宏观经济景气先行指数似乎没有太多的“先行性”，该指数几乎与中国 GDP 季度增速同步波动的。所以，我们认为明年下半年中国经济 GDP 季度增速可能企稳。

最后，需要特别说明的是，经济增速在明年下半年企稳并不意味着经济增速会回到 07 年的水平，仅仅是指经济最快速的下跌期接近尾声。经济是否企稳的关键不在于 2010 年经济增长是否比 2009 年低，而在于本轮经济调整过程中最主要的下滑阶段是否在 08-09 年完成。

图 36：美国历次经济调整中通胀与经济增长的关系



资料来源：Datastream，中信证券研究部

图 37：中国过去 3 次经济调整中通胀与经济增长的关系



资料来源：Datastream，中信证券研究部

2、市场双底的可能性较大

与经济底部判断同样重要的是市场底部的判断。但市场底部往往有着更为复杂的形态。

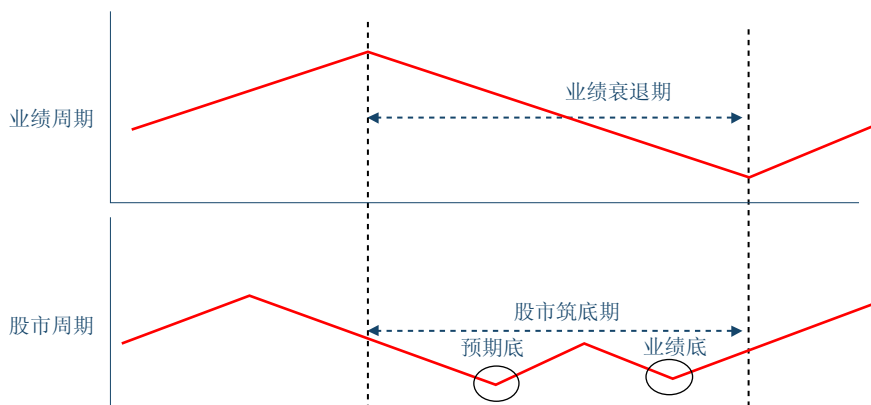
为什么是双底：

熊市的市场底部有着某些规律可循。但并不是每一次熊市过程对于当前中国股市都有借鉴意义。

我们首先寻找出与当前中国股市机理类似的熊市过程，这些熊市过程具有四大共同特征：1、都经历了一个通胀上升到下降的过程；2、都经历了一个信贷从紧到放松的过程；3、都经历了熊市前巨大的资产泡沫的积累；4、都经历一个较为明显的业绩下行的调整。按照这些特征，我们筛选出美国和日本股市中 7 次相类似的熊市过程。

我们发现历史上的熊市往往具有“双底”的特征。第一个底部往往与人们预期改变有关，这样就有一个估值下降的过程。第二个底部往往与经济和业绩真实下降到底点有关，往往出现在经济周期中实际业绩的底点附近。

图 38：为什么会有“双底”



资料来源：中信证券研究部

表 9：历史上熊市中的“双底过程”

国别/指标	股价见顶		一次探底				二次探底		实际盈利低点		回复高点时间
	见顶时间	取值	见底时间	取值	跨度	下跌幅度	探底时间	取值	见底时间	每股盈利	
1973-1974 年											
美国	1973-1	98.18	1974-9	51.09	20M	-47.96%	1975-9	67.26	1975-10	5.47	1980-9
日本	1973-1	100.99	1974-10	64.77	21M	-35.86%	1975-9	74.53	1976-5	4.08	1976-11
1990 年											
日本	1989-12	724.19	1992-7	323.16	31M	-55.38%	1995-6	319.27	1995-5	6.68	2000-2
2000 年											
美国	2000-8	1570.47	2002-9	913.07	25M	-41.86%	2003-2	938.31	2002-2	40.46	2006-10

资料来源：中信证券研究部

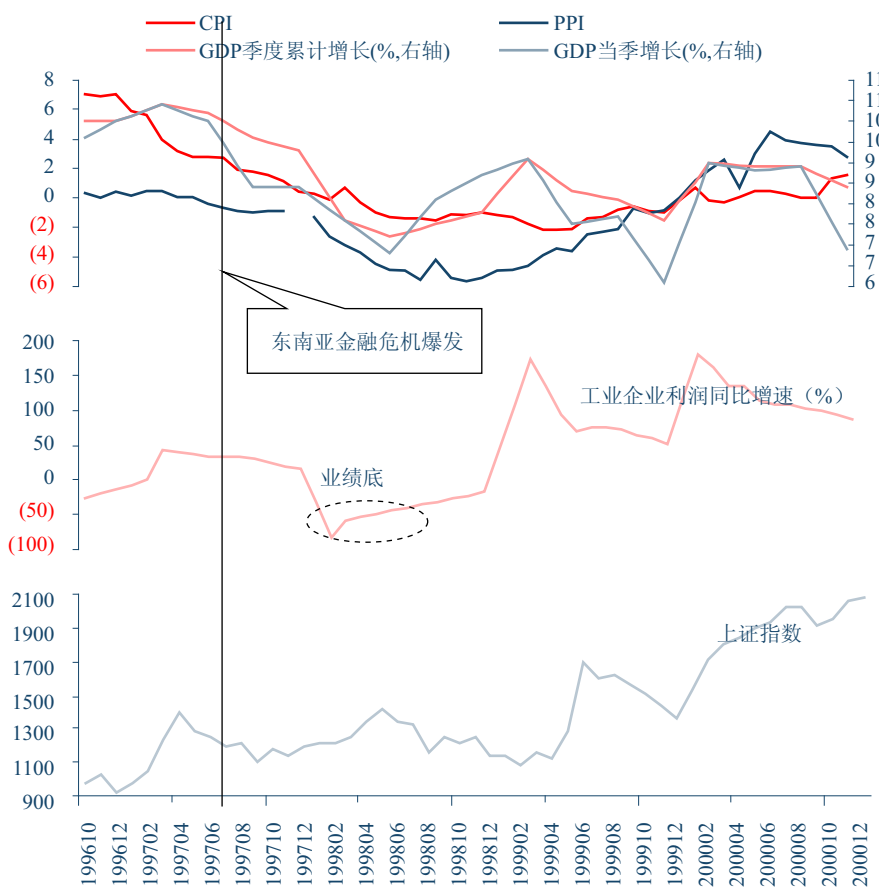
就目前中国股市而言，随着三季度经济下行明显加快和行业层面出现了明显的需求下降迹象，人们对未来的经济预期进入了最悲观的时候，10 月单月指数下跌超过 24%，但随着政府“保增长”措施的出台，人们对未来经济开始好转，由此 10 月份出现的市场低点可能成为市场近期的底部。但我们判断明年上半年企业业绩同比下降更为剧烈，一季报的负面信息依然可能对股指产生压制作用，不排除明年上半年还会出现第二个底部。但由于明年年中以后经济下滑可能触底企稳，且政府“保增长”政策的实际效果也开始逐步显现，明年年中以后股指出现更为显著的见底回升。

97-99 年亚洲金融危机的例子：

97-99 年亚洲金融危机可以视为一个很好的参照例子。97 年亚洲金融危机爆发后，中国经济同样出现了经济增速和通胀率的“双下降”的过程。而在企业微观层面，也出现了需求下降、库存增加、产能利用率下降的现象，98 年全年企业业绩同比负增长。这些实体经济层面的情况，和当前经济中的情况十分吻合。

就股市而言，98 年 2 季度 GDP 增速触底前股市反弹 30%，但股市真正走出低谷已经是经济开始复苏的 1999 年。

图 39：97-98 年亚洲金融危机的例子



资料来源：中信证券研究部

3、对 09 年市场走势的总体判断

根据前面对经济环境、股市周期各基本因素的分析，我们对 2009 年的 A 股市场有如下几点判断：

- 1、市场总体将是振荡反弹，投资机会明显多于 08 年，投资策略上由被动防御转向主动波段操作。
- 2、上半年仍以短期反弹为主，反弹迅速但是持续时间较短，而振荡时间将较长，操作上以波段操作为主。
- 3、随着宏观经济环境的好转，下半年基本面将好于上半年，有望迎来长线建仓的机会。

我们设想的未来一年走势图是：

1、08 年四季度末——09 年年初：政策推动估值反弹。这一期间，刺激经济增长的政策将密集出台，对市场信心有明显的提振作用，股指在经历了一年的大幅下挫后，估值处于历史低位，有望展开估值反弹，政策受益板块成为市场反弹的领头羊，周期性行业明显超越市场。

2、09 年一季度中期——三季度：业绩压制股指二次探底。政策刺激作用逐步减弱，随着业绩披露期的临近，对于业绩的担忧再度成为影响市场的核心因素，市场经过前期反弹估值继续上行的空间缩小，市场开始回调，由于中报业绩同比明显下降，市场将在 09 年中期展开二次探底，防御性行业将表现较好的抗跌性。

3、09 年三季度末以后：业绩复苏推动中期反弹。随着宏观经济的筑底，三季度业绩环比出现回升，全球资本市场的环境也有所好转，国内利率已经处于较低水平，随着市场信心的逐步恢复，资金重新回流股票市场，股市有望展开中期反弹，业绩先期见底回升的周期性行业将明显超越市场。

根据我们的 DDM 估值模型，我们预测 2009 年底的合理 PE 在 15.38（区间为 13.6-17.5），沪深 300 指数的合理点位在 2405（区间为 2126-2839 点）。

图 40：09 年市场走势图

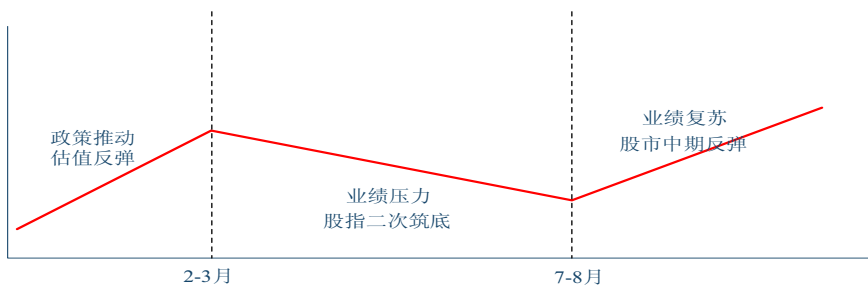


表 10：股指运行区间测算

沪深 300 指数敏感测试	预测 PE							
		12	13	14	15.38	17	18	20
09 年业绩预测增速	-10.0%	1640	1776	1913	2102	2323	2460	2733
	-5.0%	1731	1875	2019	2218	2452	2596	2885
	0.0%	1822	1974	2126	2335	2581	2733	3037
	3.0%	1877	2033	2189	2405	2659	2815	3128
	10.0%	2004	2171	2338	2569	2839	3006	3340
	15.0%	2095	2270	2445	2685	2968	3143	3492
	20.0%	2186	2369	2551	2802	3097	3280	3644

三、投资策略：把握反弹，攻守兼备

前面我们分析了 09 年的市场运行特征，针对不同的市场阶段，我们提出把握反弹、攻守兼备的投资策略：1、针对近期密集出台的宏观政策，短期关注政策投资主题，包括扩大基建、出口退税、医疗改革、刺激消费等；2、针对 09 年震荡反弹的市场特征，在市场反弹中投资周期性和高贝塔行业；3、针对 09 年需求回落的经济环境，在市场筑底中配置需求相对稳定和业绩先期见底的行业。

1、短期关注政策投资主题

1) 2009 年新增基建投资规模超出计划 45%

内需十条涉及 4 万亿规模的基建投资，每年大约 2 万亿，但据中信证券研究部宏观组结合在实际各部门和各省区反映的情况做出的判断来看，全社会实际规划的基础设施投资规模要大于这一规模。我们结合各个部委目前已经出台的基础设施投资规划和“十一五”发展规划的规划和执行情况，加上汇总交通、水利和电网等部门的基础设施投资规模将达到 2.3 万亿元，新增投资规模比计划投资规模增加了 7150 亿元，增幅达到 45%。

表 11：2009 年部分基础设施投资规模远超计划进度 (单位：亿元)

	公路	铁路	城市交通	水运及其他	机场	水利水电	电网	合计
总投资 (亿元)	8500	5300	1600	1100	450	1500	4600	23050
计划投资 (亿元)	6000	3000	1200	1000	350	1000	3350	15900
新增投资 (亿元)	2500	2300	400	100	100	500	1200	7150
超过计划的比例 (%)	41.7	76.7	33.3	10.0	28.6	50.0	35.8	45.0

资料来源：交通部、铁道部、水利部、国家电网公司、中信证券研究部

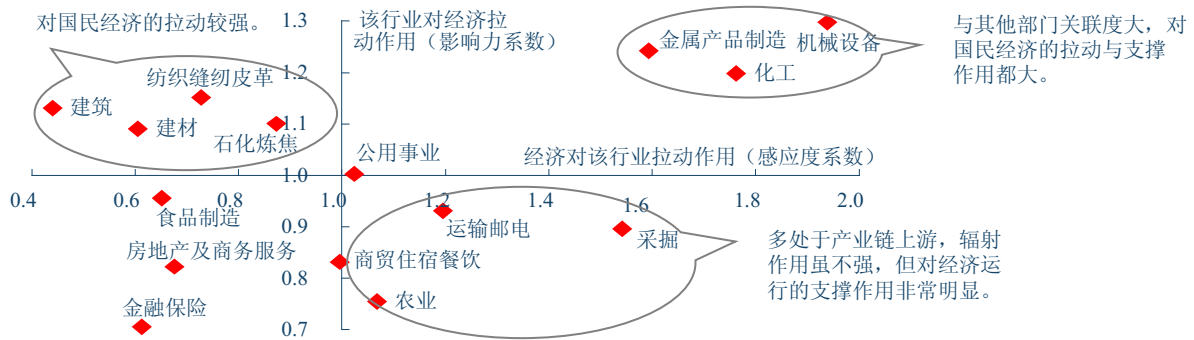
2) 基建对各行业的影响

为了分析各行业投资对上下游的带动效应，我们引入了国民经济各行业的投入产出分析。这需要观测两个指标，一个是影响力系数，另一个是感应度系数。

首先我们看一下影响力这个指标，影响力衡量的是该行业对其他行业的拉动作用，反映各行业的后向关联度，影响力越大，说明该行业对国民经济的拉动作用越大。根据影响力系数，建筑业和工业（机械、金属、石化、化工、纺织等）对国民经济的拉动作用是最大的，扩大这两个部门的最终需求对国民经济发展的促进作用最大。事实上，历史上每当经济过冷时，政府都会在建筑和工业上扩大投资。

与之对应的另一个指标是感应度，衡量的是国民经济对该行业的拉动作用，反映各行业的前向关联度。感应度越高，说明该行业在国民经济生产中的投入量越大，如机械、化工、采掘、金属产品等行业感应度就比较高。我们从下面的四象限图中，可以看到主要行业的影响力及感应度系数分布。可以看到，国家拉动经济应重点启动四象限图中上半部分行业（建筑及工业），而第四象限的采掘、运输、商贸等行业则主要会受益于经济复苏。

图 41：从投入产出角度看各行业与国民经济关联性（2005 年）



资料来源：由《2008 年中国统计年鉴》测算，中信证券研究部

11 月 5 日国务院常务会议公布的十项措施主要偏向基建投资，涉及到的行业主要是五个，交通运输、公用事业、建筑业、房地产、农业。我们将这五个行业生产单位产品所需消耗的其他行业产品量（即完全消耗系数）列于下表。以建筑行业为例，1 单位的产出，将主要带动 0.364 单位金属制品需求，0.272 单位机械需求，0.225 单位建材需求和 0.201 单位采掘需求等等。

内需十条中的基础建设投资基本上都会落实到建筑业，我们利用投入产出关系粗略计算了以上投资对各行业的拉动：若单以明年增加 2.3 万亿建筑业产出来看，对建材的需求拉动最为明显，为 34.6%，其他依次为采掘（19.5%）、金属制品（13.1%）、石油加工及炼焦（11.8%）、电力（10.1%）、化工（9.5%）、房地产（5.4%）、机械（5.2%）。

表 12：五大政策收益行业，其生产单位产品所消耗的其他行业产品量（完全消耗系数）

	建筑业	运输邮电	公用事业	房地产、租赁和商务服务	农业
金属产品	0.364	0.137	0.155	0.134	0.047
机械设备	0.272	0.350	0.350	0.323	0.082
建筑材料	0.225	0.021	0.024	0.025	0.012
采掘	0.201	0.177	0.393	0.076	0.063
化工	0.197	0.119	0.132	0.100	0.174
运输邮电	0.192	0.195	0.137	0.112	0.069
农业	0.131	0.045	0.033	0.037	0.251
批发零售贸易、住宿和餐饮	0.123	0.092	0.107	0.104	0.059
公用事业	0.118	0.085	0.171	0.056	0.047
炼焦、煤气及石油加工	0.098	0.183	0.124	0.044	0.041
房地产、租赁和商务服务	0.055	0.047	0.036	0.086	0.020
金融保险	0.040	0.054	0.052	0.054	0.025
食品制造	0.029	0.019	0.017	0.019	0.112
纺织缝纫及皮革	0.028	0.021	0.022	0.020	0.010
建筑业	0.011	0.023	0.010	0.031	0.006

资料来源：《2008 年中国统计年鉴》，中信证券研究部

表 13: 建筑类投资对其他行业拉动影响测算

行业	2007 年主营业务收入 (亿元)	2.3 万亿总投资 投资拉动产出 (亿元)	7150 亿新增计划 外投资拉动产出 (亿元)	2.3 万亿总投资投 资拉动产出占 2007 年主营业务收入比例	7150 亿新增计划外 投资拉动产出占 2007 年 主营业务收入比例
建筑材料及其他非金属矿物制品业	14987	5183	1611	34.6%	10.7%
采掘业	23707	4624	1438	19.5%	6.1%
金属产品制造业	63949	8370	2602	13.1%	4.1%
炼焦、煤气及石油加工业	19090	2256	701	11.8%	3.7%
电力、热力及水的生产和供应业	26982	2720	845	10.1%	3.1%
化学工业	47707	4538	1411	9.5%	3.0%
房地产业、租赁和商务服务业	23397	1271	395	5.4%	1.7%
机械设备制造业	121173	6264	1947	5.2%	1.6%
食品制造业	27978	659	205	2.4%	0.7%
纺织、缝纫及皮革产品制造业	30468	645	200	2.1%	0.7%

资料来源: wind 中信证券研究部

注: 其中采掘业包括工业企业行业中的煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业; 金属制品业包括黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、金属制品业; 机械设备制造包括通用设备制造业、专用设备制造业、交通运输设备制造业、电气机械及器材制造业

我们认为, 未来拉动投资的后续政策主要会集中于交通运输、公用事业、建筑业、房地产、农业这几个领域, 从投入产出来看, 这些行业的投入增长将给建筑建材、采掘、钢铁、石化、电力、化工、机械设备(包括工程机械、电气设备等)等行业带来很强的拉动作用。

3) 增值税转型利好重资产行业

增值税转型的核心内容是允许企业购进机器设备等固定资产的进项税金可以在销项税金中抵扣, 改革的目的在于为企业减负、增强企业投资和技术升级积极性。我们认为增值税转型的受益企业有两类: 一类是固定资产投资高的行业, 另一类是固定资产耗损快的行业。

在第三产业中, 高速公路、机场、铁路、电信行业的固定成本占比很高(固定成本占总成本的比例分别为 34%、25%、17%和 23%), 明显受益于增值税转型。工业企业中, 电力、造纸、石化化工、煤炭、建材、医药、交运设备、钢铁、纺织等行业, 固定资产投资较高、损耗也较快, 受益于增值税改革。

表 14: 受增值税利好影响的两个考察纬度(工业企业)

行业	固定资产投入高低	固定资产损耗快慢
	固定资产原价/增加值	固定资产投资/增加值
电力热力	541%	90%
造纸	212%	47%
石油天然气开采	203%	34%
石化及炼焦	203%	46%
钢铁	184%	29%
化学原料及制品	174%	48%
建材	170%	58%
煤炭开采	169%	38%
纺织	144%	31%
医药	137%	37%
交运设备	133%	39%

行业	固定资产投入高低	固定资产损耗快慢
	固定资产原价/增加值	固定资产投资/增加值
通信计算机等电子设备	127%	26%
食品饮料	126%	45%
有色金属冶炼	116%	29%
专用设备	112%	55%
通用设备	102%	46%
金属制品	98%	52%
农副食品加工	85%	35%
电气机械及器材	84%	27%
纺织服装鞋帽制造	78%	33%
有色金属矿采选	76%	51%

资料来源: wind 中信证券研究部

注: 固定成本=固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销; 可变成本=营业成本+三项费用-固定成

4) 其他促进需求的投资主题

除了已经推出的扩大基建投资和增值税改革以外, 其他促进需求的政策也值得我们重点关注。一是医疗改革, 将拉动医药及关联产业增长。二是降息和扩大信贷, 将促进企业投资、居民房地产消费, 有利于重资产行业、房地产行业和高负债公司。三是促进消费, 包括提高社会保障、提高个税起征点、农村补贴、鼓励带薪休假, 有利于农业、家电、旅游等消费品行业。四是扩大外需, 包括出口退税和增强国际贸易合作, 有利于纺织、家电等产品出口比重较高的行业。

表 15: 2009 年促进需求政策总览

类别		内容	影响	备注	
内需	投资	政府主导类基建	城市: 加大铁路、公路、机场、电网建设力度。 农村: 加大沼气、饮水安全工程、公路、电网、水利工程建设力度。	拉动关联产业增长, 促进就业	已开始推进
		政府主导类医疗	加强基层医疗卫生服务体系建设。	拉动关联产业增长, 促进就业	已开始推进
		政府主导类教育	加快中西部农村初中校舍改造。	拉动关联产业增长, 促进就业	已开始推进
		政府主导类住房	城市: 加大廉租住房建设力度, 加快棚户区改造。 农村: 实施游牧民定居工程, 扩大农村危房改造试点。	拉动关联产业增长, 促进就业, 稳定民心	已开始推进
		政府主导类环境	加快城镇污水垃圾处理设施、重点流域水污染防治、林业保护工程、节能减排工程的建设。	拉动关联产业增长, 促进就业	已开始推进
	企业主导类投资	利率	09 年底贷款利率降至 4.23%。	降低企业融资难度	待明确
		存款准备金	09 年底存款准备金率降至 12%。	降低企业融资难度	待明确
		信贷	合理扩大信贷规模, 加大对重点工程、三农、中小企业信贷支持, 进一步推广贷款担保举措。	降低企业融资难度	已开始推进
		金融创新	发展包括创业板在内的多层次资本市场。	降低企业融资难度	待明确
	消费	降息	09 年底存款利率降至 1.44%	促进消费	待明确
个人所得税		提高个税起征点, 以家庭为单位征收等。	提高收入, 促进消费	待明确	
社会保障		提高低收入群体社保待遇水平, 增加低保补助, 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。	提高收入, 稳定民心, 促进消费	已开始推进	
医疗改革		继续推进公共卫生、医疗保险、基层医疗改革。	稳定民心, 促进消费	已开始推进	
农村补贴		提高农资综合直补、良种补贴、农机具补贴等标准, 增加低保补助。	提高收入, 稳定民心, 促进消费	已开始推进	
外需	出口退税	提高部分产品出口退税。	促进出口	已开始推进	
	开辟新市场	增强与拉美、非洲、东欧等国的贸易合作。	促进出口	已开始推进	

资料来源: 中信证券研究部

2、反弹中投资周期类股票

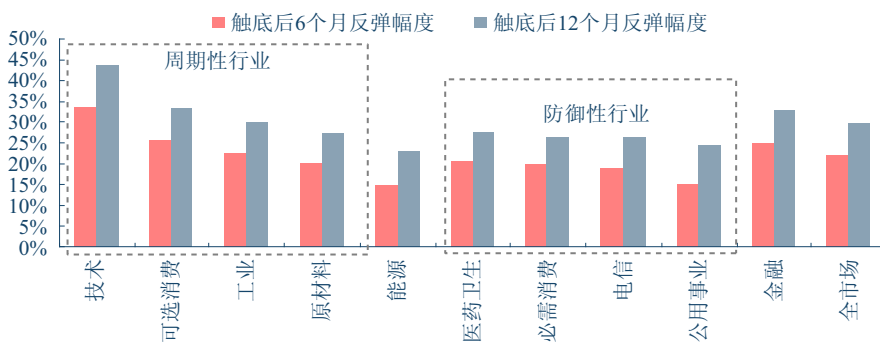
在中国股市经历了 08 年的单边下跌之后，09 年市场孕育着反弹机遇。特别是政府的反周期操作措施改变了人们对于 09 年的经济预期，而基于预期改变可能引发市场触底回升。在反弹过程中，我们偏好周期性和高贝塔行业，这主要是由于随着经济预期的好转，上述两类股票的相对估值有着更大的提升空间，这也将是 09 年超额收益的主要来源。

1) 周期性行业在反弹中具有超额收益

如果是基于经济预期改变所引发的反弹，往往具有较为明显的行业转换特征。这一规律在国际和国内股市中均有体现。我们首先总结了美国 70 年代以来的 10 次市场反弹的行业表现。尽管基本上各个行业在历次反弹中均会上涨，但反弹中各行业表现差异是在放大的。几个基本的结论是：1、平均来看股市在反弹的前 6 个月中，均有 20% 以上的上涨；而在反弹的 12 个月中，基本有 30% 以上的上涨；2、周期性股票的反弹力度较大，特别是技术、工业类股票，还有对经济复苏比较敏感可选消费类股票（如汽车、零售和旅游等），这些行业也被称之为“早周期”行业。3、熊市下跌过程中具有防御性的医药和食品饮料等行业在反弹过程中反而表现不佳。

而中国股市在 2002 年和 2005 年也经历了熊市中的反弹，我们发现了较为类似的特征：1、无论是 02 年还是 05 年，部分周期性行业在反弹中具有超额收益。02 年主要包括了交运设备、机械设备行业和航运等；05 年则是机械设备、有色金属和建筑建材等。2、可选消费类的行业，如餐饮旅游和商业贸易等在 02 年和 05 年的反弹中也具有一定的超额收益；3、金融/地产等对资金成本和货币政策敏感的行业也相对表现较好。

图 42：美国股市反弹中的行业特征



资料来源：DATASTREAM，中信证券研究部

表 16：中国股市的两次反弹中具有超额收益的行业

	2002 年反弹 (2002.2)			2005 年反弹 (2005.6)			
	3 个月	6 个月	12 个月	3 个月	6 个月	12 个月	
交运设备	4.61%	7.85%	11.86%	机械设备	-3.32%	3.44%	30.20%
汽车整车	1.02%	8.24%	19.50%	有色金属	-5.12%	2.37%	85.61%
机械设备	5.27%	4.68%	1.47%	建筑建材	-4.63%	-2.28%	10.46%
航运	4.47%	13.31%	3.45%	化工	-1.31%	1.14%	8.50%
航空运输	7.55%	20.32%	7.28%	石油开采	13.85%	37.48%	21.7%
餐饮旅游	4.97%	3.33%	3.26%	餐饮旅游	1.00%	9.57%	22.49%
商业贸易	5.29%	6.10%	-1.41%	商业贸易	0.11%	2.60%	36.62%

	2002 年反弹 (2002.2)			2005 年反弹 (2005.6)		
	3 个月	6 个月	12 个月	3 个月	6 个月	12 个月
银行	-4.19%	16.88%	7.27%	7.21%	13.30%	11.4%
证券	-2.27%	23.18%	11.67%	6.84%	8.71%	15.1%
房地产	8.65%	8.09%	1.06%	0.80%	8.03%	14.35%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

上述这种现象并不是一个简单的统计结果,其背后的基本机理在于:上述市场反弹基本上是在经济预期开始好转基础之上的,当市场预期最坏的时候已经到来并有着未来好转的可能,那么周期性股票和可选消费类股票往往会先期反弹。

2) 反弹中布局高贝塔股票

我们或许还可以从另外一个角度来看反弹特征。我们总结了美国股市在反弹过程中估值特征。因为熊市触底反弹往往并不必然伴随着业绩和基本面的好转,这种反弹前期更多表现为估值反弹。而不同类型股票的估值反弹力度是不同的。如果同样把美国股票按照贝塔值分组的话,我们发现高贝塔股票在历次反弹的 12 个月中往往有超额收益,而低贝塔股票则往往是难以战胜大盘的。在市场触底后的前期估值反弹过程中,布局高贝塔股票无疑是一个重要思路。

当然,我们发现股票的贝塔值和股票行业属性有一定关系。我们利用 2007 年 10 月份以后的交易数据计算了中国股票的贝塔值。其结果并不让我们惊讶,高贝塔值的股票往往集中于两类行业:一类是强周期行业,如金属、建材、机械等等,另一类是金融/地产行业,而医药、食品、信息服务和农林牧渔等行业的贝塔值则要相对低的多。

在市场下跌的过程中,需要选择低贝塔股票,而在触底反弹中则要转换为高贝塔股票。

表 17: 中国股市中各类股票的贝塔系数

中国股市中各个行业的贝塔系数	
	有色金属 (1.17)、黑色金属 (1.15)、金融 (1.16)、地产(1.11)
	采掘 (1.05)、交运设备 (1.05)、建筑建材 (1.04)、综合 (1.06)
	纺织服装 (1.03)、机械设备 (1.01)、交通运输 (1.00)
	家用电器 (0.98)、电子元器件 (0.97)、轻工制造 (0.96)、化工 (0.95)
	信息设备 (0.94)、餐饮旅游 (0.93)、商业贸易 (0.88)
	医药生物 (0.77)、食品饮料 (0.73)、信息服务 (0.84)、农林牧渔 (0.86)

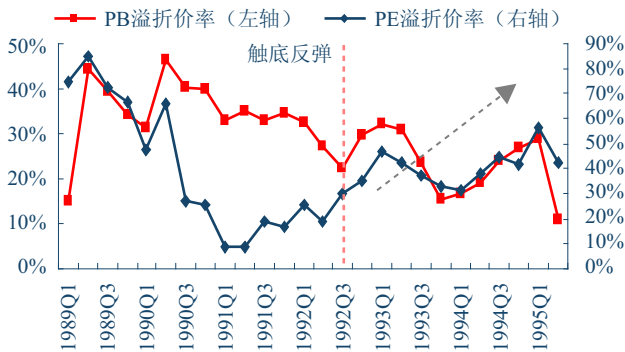
资料来源: Wind, 中信证券研究部

3) 行业相对估值在反弹前后可能发生反向变化

各个行业的相对估值水平(行业相对于大盘的估值)也不是恒定不变的。相对估值变动是由于各个行业估值对经济波动的敏感度不一样导致的。所以,我们会观察到各个行业的相对估值在市场反弹前后有较大差异。

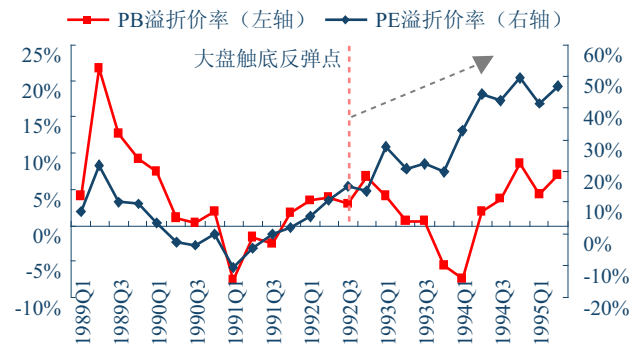
我们以日本 89 年的熊市过程为例,在整个的熊市下跌过程中(89 年底到 92 年 3 季度),商用车、化工、钢铁、机械、建筑建材等行业的相对估值水平呈现下跌态势,金融、地产、零售等行业也呈现相对估值水平的下跌。但随着日本估值在 92 年 3 季度触底反弹,上述行业的相对估值水平开始回升。而下跌过程中相对估值提升的食品、医药等行业,在整体市场触底反弹的过程中则相对估值下降。

图 43: 商用车和重卡行业相对估值水平变动 (日本)



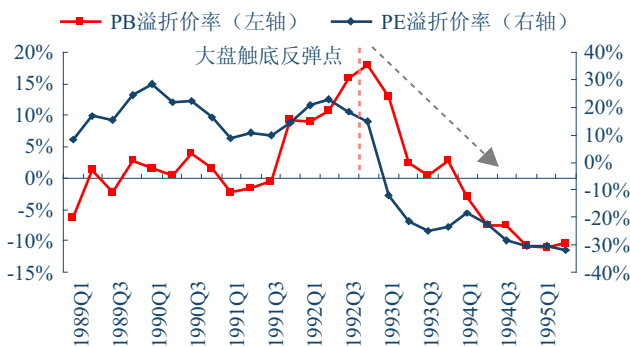
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 44: 化工产品行业相对估值水平变动 (日本)



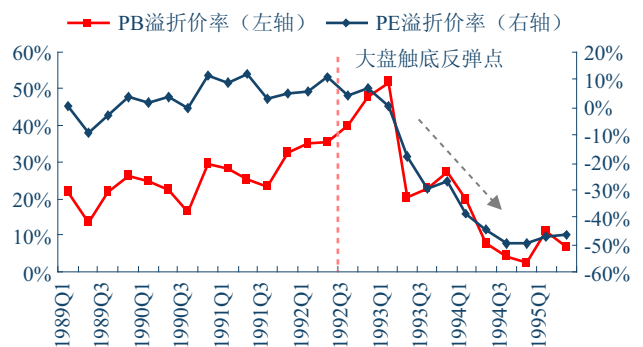
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 45: 食品饮料行业相对估值水平变动 (日本)



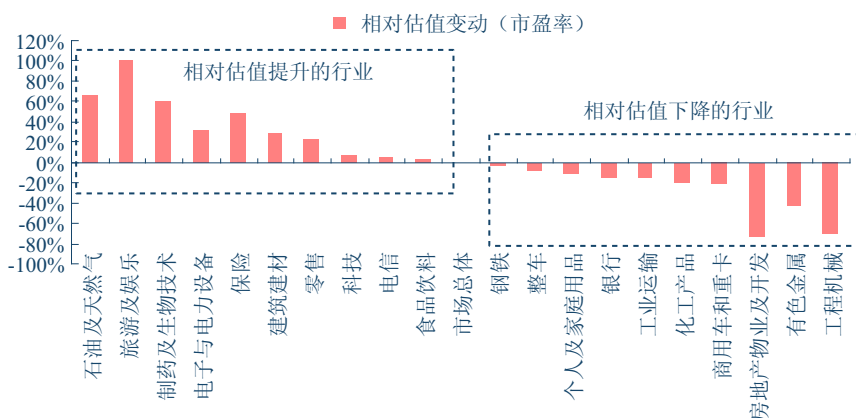
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 46: 制药和生物技术行业相对估值水平变动 (日本)



资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 47: 中国股市本轮熊市以来的各行业相对估值变化



资料来源: Wind, 中信证券研究部

注: 相对估值变动=2007年该行业相对估值水平-2008年11月该行业相对估值水平

中国股市自2007年10月进入调整以来, 上证指数已经下跌了67% (截至08年11月20日)。在本轮熊市调整过程中, 医药、零售、电力设备和旅游等行业的市盈率相对估值水平均提升, 而机械、有色、房地产、商用车和化工等相对估值在处于下降状态, 这非常类似于日本89年熊市下跌阶段的情景。如果日本股市是某种参照的话, 在未来的市场反弹的过程中, 不排除出现各个行业相对估值水平在反弹阶段发生反向变化。

3、筑底中配置需求稳定和先期见底的行业

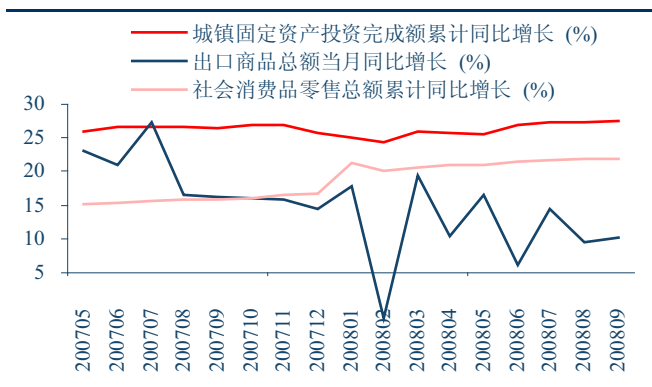
前面分析了 09 年中国经济的重要特征表现为需求回落和企业业绩增速进一步下滑，所以在行业配置上，我们倾向于选择内需为主、以及基本面先期见底的行业。

1) 关注内需为主的行业

自从次贷危机爆发以来，全球经济增速出现回落，我国的出口增速也有大幅下滑，截至 9 月，以人民币计价的出口增速已下滑至 10% 左右，远低于内需 20% 以上的增速。随着海外经济环境不断走差，食品、金属等大宗商品价格纷纷见顶回落，对外需恶化的担忧促使外需股出现大幅下挫，内需股开始明显跑赢外需股。我们认为在未来一段时间内，海外市场的经济形势仍会比国内市场更为低迷，内需股的相对收益仍将持续。

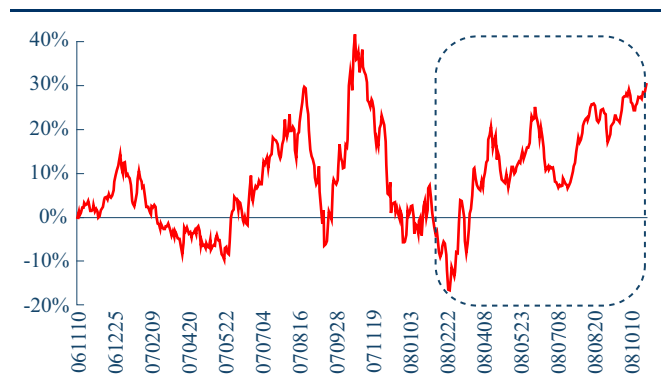
内需行业不仅包括了消费类行业，更包括了投资品行业。目前国家“保增长”的两个着力点在于扩大基础设施投资和促进民生工程。这会拉动铁路设备、电气设备、建筑施工和医药等基于内需的诸多行业。

图 48：外需增速下滑较快，内需增速相对稳健



资料来源: wind 中信证券研究部 (出口为换算成人民币增速)

图 49：08 年以来内需股对外需股的相对收益大幅上升



资料来源: wind, 中信证券研究部 (纯内需股与外需占比 30% 以上这两组股票的累计收益率之差)

表 18：各行业境外收入占比分类

主营收入中境外收入占比	行业	A 股总市值占比	类型
0-10%	金融、房地产、公用事业、信息服务、交通运输 (除航空、航运)、铁路设备、商用载货车、汽车零部件、内燃机、机床、电气设备 建筑施工、水泥、煤炭、铝、铜、黄金、钢铁、石化、化肥、日用化学、氯碱、塑料、印刷造纸 化学制剂、中药、医药商业、种植业、饲料、食品饮料、餐饮旅游、零售	86.8%	<div style="display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> <div style="width: 10px; height: 100px; border-left: 1px solid black; border-right: 1px solid black; margin-right: 5px;"></div> <div style="width: 10px; height: 100px; border-left: 1px solid black; border-right: 1px solid black; margin-right: 5px;"></div> </div> <p style="text-align: center; margin-top: 5px;">↑ 内需类 ↓ 外需类</p>
10%-20%	化学纤维、纯碱、化工新材料、玻璃、铅锌冶炼 生物制品、医疗器械、农产品加工 建筑机械、商用载客车、乘用车、航空航天设备	3.6%	
20%-30%	服装、家电、贸易 计算机设备、金属新材料、橡胶	2.4%	
30%-40%	航空、电子元器件、通信设备 纺织、化学原料药、农药	2.8%	
40%-80%	航运 (79%)、造船 (61%)、集装箱 (64%)、家具、渔业	2.0%	

资料来源: wind 中信证券研究部

2) 关注基本面先期见底的行业

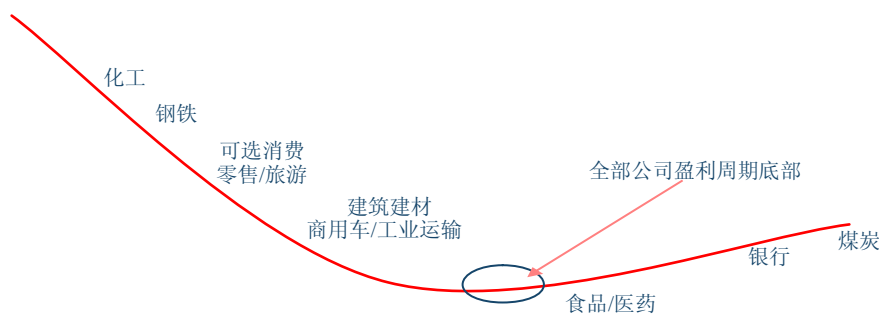
在整体经济触底的过程中，各个行业业绩下降并非同步而是渐次见底。之所以行业业绩逐次见底，一部分原因是各个行业在产业链中的位置不同（例如，产业链上游行业的需求往往是在产业链下游的需求下降以后才做出反应，煤炭行业就是一个例子）；另一部分原因是不同行业的利润对价格变动的敏感度不同（例如，有些行业的需求下降虽然落后于其他行业，但利润对价格变动的敏感度很高，其业绩下滑速度会快于其他行业，部分化工行业就是这样的例子）。

从投资逻辑上看，业绩后期见底的行业往往是本轮股市下行阶段的防御性行业，而业绩先期见底的行业往往可能成为股市触底反弹阶段的先导性行业。如在成熟市场中，医药、通信、银行和日常消费行业在业绩下行周期中往往是后期见底，所以，他们在熊市下跌阶段具有较好的防御性；而交通运输、化工、建筑、机械等行业在业绩下行周期中往往是先期见底，但他们可能成为未来市场触底反弹的先行行业。

我们从 97-99 年股市的运行中可以清晰地看到上述投资逻辑的实例。97-98 年需求下降导致了企业盈利的快速下滑，而业绩先期触底的行业基本上是周期类行业，包括了石化、有色、钢铁、造纸和机械等，但 1999 年随着经济回暖企业业绩开始恢复以后，有色金属、石油化工、纺织、化工、钢铁、机械等行业业绩大幅好转，先期利润恢复的行业恰恰是这些业绩最先下滑并触底的行业。而从股价表现来看，业绩恢复最快的投资品行业也有出色表现。

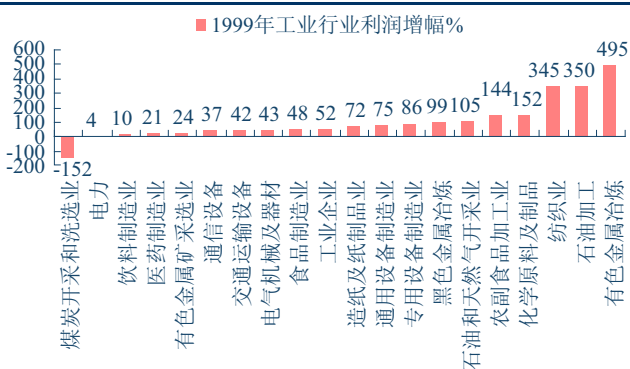
图 50：各个行业业绩回落见底的顺序（美国市场过去 5 次业绩回落期的规律）

图示：行业业绩的渐次见底



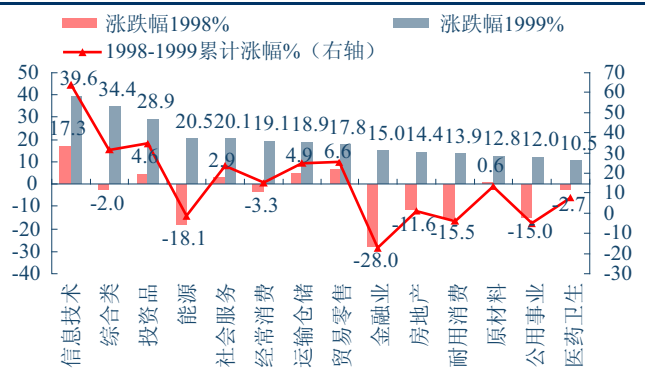
资料来源：中信证券研究部 请参见中信证券 10 月投资策略报告《经济下行周期中的投资次序和选择》

图 51：1999 年各行业的盈利恢复情况



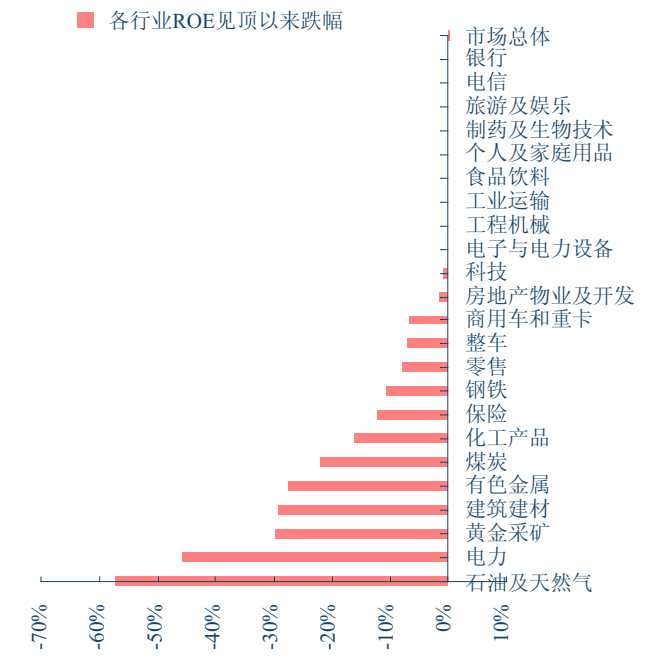
资料来源：wind 中信证券研究部

图 52：盈利恢复期各行业的股价表现



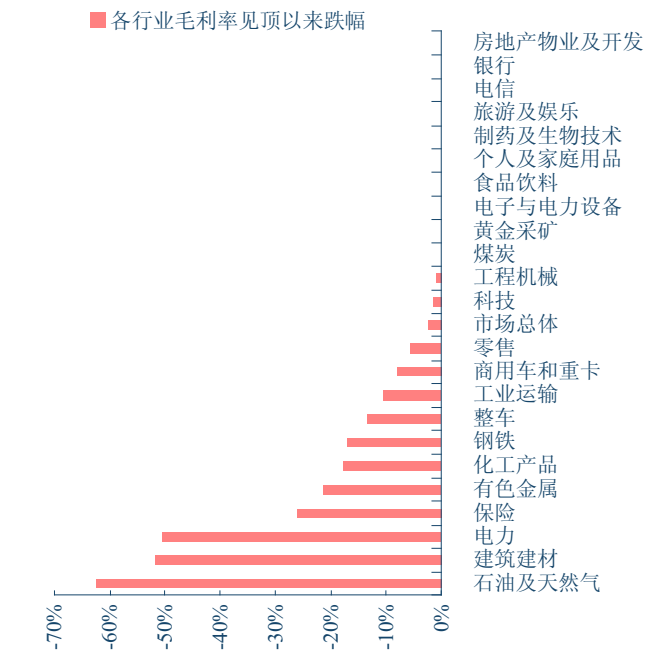
资料来源：wind 中信证券研究部

图 53: 本轮周期见顶后的分行业 ROE 表现



资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 54: 本轮周期见顶后的分行业毛利率表现



资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

在本轮经济回落中, 中国也呈现出这样的行业特征, 大部分周期性行业的业绩 (无论是 ROE 还是毛利率) 均有较为明显的回落, 特别是受到价格管制的石化、电力, 以及对需求下降十分敏感的建材、化工、钢铁、有色、商用车和零售等行业已经出现了较为明显的下滑。而到目前为止, 食品饮料、制药和生物技术、科技、银行等行业的 ROE 等指标还没有明显回落。

明年上市公司业绩依然会维持下降态势, 但部分业绩已经先期下滑的周期性行业可能在明年年中以后就进入业绩底部, 其潜在的投资机会值得关注。

四、行业配置和品种选择

1、行业配置建议

第一部分我们分析了 A 股市场的运行环境, 通过讨论市场的各种影响因素, 我们刻画了 09 年 A 股市场的运行态势, 即市场将呈现出政策刺激估值反弹、业绩压制二次探底和业绩复苏推动中期反弹三个阶段。针对不同阶段的市场特征, 我们在第三部分提出了把握反弹、攻守兼备的投资策略, 一是针对近期密集出台的宏观政策, 短期关注政策投资主题, 包括扩大基建、出口退税、医疗改革、刺激消费等; 二是针对 09 年振荡反弹的市场特征, 在市场反弹中投资周期性和高贝塔行业; 三是针对 09 年需求回落的经济环境, 在市场探底中配置需求相对稳定和业绩先期见底的行业。

当前市场仍处于政策刺激下的估值反弹期, 从政策主题与反弹策略角度出发, 我们建议投资者重点关注电力设备、建筑建材、工程机械、房地产、医药、家电、纺织服装和通讯设备等行业的投资机会。

表 19：行业配置权重表（市值统计截至 11/23，按权重变化大小排序）

关注行业	流通市值权重 (%)	推荐权重 (%)	权重变化 (%)	配置状态*
电力设备	2.9	3.7	0.8	超配
建筑建材	4.7	5.2	0.5	超配
机械	3.4	3.8	0.4	超配
医药卫生	4.8	5	0.2	超配
家电	1.8	2	0.2	超配
纺织业	1.6	1.8	0.2	超配
房地产	6.9	7.1	0.2	超配
通信	2.9	3	0.1	超配
电力公用	6.5	6.5	0	标配
钢铁	5.7	5.7	0	标配
基础化工	4.8	4.8	0	标配
石油化工	4.6	4.6	0	标配
食品饮料	4.5	4.5	0	标配
有色金属	3	3	0	标配
批发零售	2.5	2.5	0	标配
汽车业	2.3	2.3	0	标配
计算机	1.6	1.6	0	标配
农林牧渔	1.6	1.6	0	标配
传播文化	1.5	1.5	0	标配
电子	1.5	1.5	0	标配
航空机场	1.2	1.2	0	标配
综合类	1.1	1.1	0	标配
造纸印刷	0.7	0.7	0	标配
社会服务	0.4	0.4	0	标配
煤炭	2.9	2.7	-0.2	低配
非银金融	4.5	4.3	-0.2	低配
水陆交通	4.8	4.5	-0.3	低配
银行	15.2	13.3	-1.9	低配
总计	100	100	0	

*注：推荐权重是根据中信资产配置模型和投资主题确定的，行业配置建议中“超配”是指高出行业关注公司流通权重占比配置，“标配”是指按照行业关注公司流通权重占比配置，“低配”是指低于行业关注公司流通权重占比配置，配置建议更多地从投资实战角度考虑问题，是资产配置模型和主题投资综合平衡的结果，并不代替或更改行业研究员对各自行业的评级。行业组合比较以中信重点关注的行业公司组合为基准，该组合长期以来跑赢中标 300 指数，因此，基于稳健原则，我们在各行业流通市值所在权重上进行微调，以期获得更高的低风险回报

表 20：重点推荐个股

股票简称	投资要点	价格 (11/25)	Eps08e	Eps09e	08PE	09PE
平高电气	管理改善已显成效，在手订单将有超额利润，原材料价格下跌提升利润空间。	11.72	0.47	0.91	24.9	12.9
海螺水泥	受益于基建投资；行业地位和竞争优势依然遥遥领先；突出竞争优势有利抵御行业景气下滑，而一旦行业景气触底回升则体现出最佳的弹性。	23.43	1.72	1.97	13.6	11.9
中国铁建	铁路基建建设投资加速趋势将有望持续，公司作为行业龙头受益最大；盈利水平趋势性改善势头延续，未来值得期待；新签合同额大幅增长，预示未来收入确定性增长。	10.16	0.34	0.48	29.9	21.2
中联重科	基建投资的加大将明显拉动工程机械产品需求；钢价下跌缓解成本压力；机制改善提升公司盈利能力；起重机业务和产品结构升级是其主要增长点；整合效应仍值得期待。	12.79	1.23	1.4	10.4	9.1

股票简称	投资要点	价格 (11/25)	Eps08e	Eps09e	08PE	09PE
保利地产	受益于货币政策调整；股东背景显赫，市场经验丰富；土储结构合理，战略低调务实；销售稳定，现金流安全。	16.94	1.00	1.31	16.9	12.9
双鹤药业	新医改提升行业景气，普药最受益	22.46	0.88	1.2	25.5	18.7
中兴通讯	国内电信投资的推进将明显改善公司国内业务状况，为公司稳健增长提供良好基石；海外市场发展有一定的不确定性，但公司的盈利弹性较大和并非单一的获利渠道在一定程度上可以缓冲潜在的可能不良影响。	21.01	1.32	1.74	15.9	12.1
八一钢铁	建材钢，对基建投资较为敏感；新疆的区域龙头，新疆区域的成本和价格均具有优势；新上中厚板项目将受益于西气东输二线；未来规模扩张，成长性较好；宝钢集团并购的标杆	5.20	0.40	0.50	13.0	10.4
青岛海尔	受益于家电下乡试点；海尔集团心仪国际化，尝试海外收购；对海尔电器的进一步整合计划。	8.79	0.73	0.81	12.0	10.9
伟星股份	受益于出口退税调整，09 年中国服装出口和服装消费增长均面临增速下降的压力，但公司在服装辅料行业中的龙头地位，决定其服务的服装客户层次较高，使得公司经营刚性较强。	8.92	0.80	0.96	11.2	9.3

资料来源：中信数量化分析系统

2、行业展望

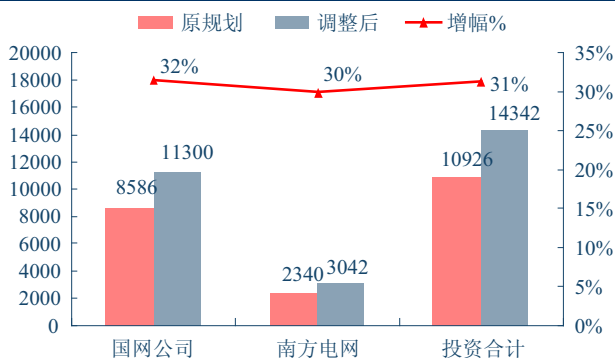
(1) 电力设备：豪门盛宴，谁与称雄（分析师：刘磊 杨凡）

电网建设大幅上调带来行业性投资机会。受投资规模扩大利好影响，我们认为输变电设备将迎来一次大的行业性投资机会，预期明年行业招投标频率及规模均将有显著上升，新接订单充裕等利好刺激不断；如果再考虑原材料价格持续走低，助推行业盈利能力提升的正面影响，我们判断明年将是投资输变电设备千载难逢的黄金机会。

输变电设备——行业高景气不改。电网投资加速后，明后年同比前两年的投资增速高达 50%，其中主干电网投资增长最快，500kV 及以上电网投资增长近 150%，高端输变电设备行业高度景气；且订货周期长，在手订单充裕，今年下半年原材料价格大幅走低，有助于行业盈利能力提升，特别是在手订单部分可获得超额收益，判断行业利润增速将超过 50%，高端设备公司增速超过 100%，坚定看好受益于电网投资大幅增加的高端输变电设备公司。中低压电网跟用电增长相关度较高，受宏观经济减速影响大。

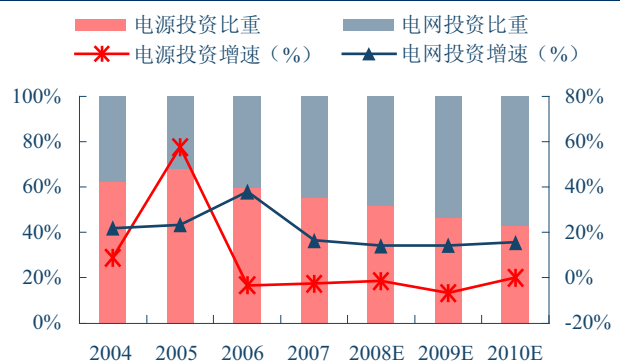
图 55：“十一五”电网投资调整

单位：亿元



资料来源：中信证券研究部整理

图 56：我国电源、电网投资结构及增速



资料来源：中信证券研究部整理

新能源设备——风电行业将延续高速增长。在政策、利益双重驱动下，“十一五”后期国内风电建设仍将超高速增长，先发优势、规模效应将使金风等行业龙头成为最大受益者；2010年后国内需求进入平稳增长期，行业必然走向集中，拥有充分风险意识、先发规模优势和自主创新能力的龙头厂商将最终胜出；长期来看，企业差异化将逐步体现，行业趋于整合。

电站设备——07年已是本轮投资阶段顶部。从08年开始发电设备增速继续回落，其中火电相关设备产量增速显著放缓，水电、核电设备保持较高景气；我们认为行业需求顶部特征明显，出口业务、关停小火电、水电和核电需求上升将抵抗部分周期性风险。

行业评级与投资建议。维持输变电设备、风电“强于大市”评级；电站设备“中性”评级。我们大幅上调了受益于电网投资上调的高端输变电公司业绩，选择景气周期更长&具备爆发潜力的投资标的，给予金风科技、平高电气、许继电气、思源电气、特变电工“买入”评级。

表 21：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PEG	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
金风科技	21.37	0.63	0.90	1.54	34	24	14	0.33	买入	40
平高电气	12.45	0.34	0.47	0.91	37	26	14	0.27	买入	20
许继电气	8.93	0.31	0.30	0.75	29	30	12	0.20	买入	18
思源电气	27.78	0.99	1.33	2.20	28	21	13	0.32	买入	44
特变电工	21.09	0.45	0.81	1.40	47	26	15	0.36	买入	30

资料来源：中信数量化投资分析系统（注：收盘价为2008年11月21日）

（2）建筑：基建中国，迈向颠峰（分析师：潘建平 颜云飞）

“保增长”宏观政策下基础设施投资加速将显著拉动基建需求。作为政府主导的基础设施投资，因其在促进经济增长、解决就业和满足社会发展方面具有其他行业不可比拟的优势，故在我国经济面临严重下滑情况下担当起保证经济稳定增长的重任。无论是2万亿元铁路投资计划和5万亿元交通基建投资计划，还是国务院4万亿元综合投资和未来三年3.5万亿元铁路投资计划，都预示着我国基础设施投资加速在即，基建行业将获得空前发展良机，有望迎来行业景气颠峰。

中央和地方政府最近频频推出扩大基建投资以促进经济发展的方案和计划，中信交通运输组分析师按保守、中性和乐观三种预期对各领域基建投资进行了测算（见下表），在中性预期下，2009年铁路、公路、内河及航道、城市轨道交通、机场和水利水电基建投资规模分别为4500亿、8500亿、1100亿、1600亿、450亿和1500亿元，合计17650亿元。

按铁路、公路、内河及航道、城市轨道交通、机场和水利水电基建投资转化为基建行业收入的比率分别为75%、70%、78%、45%、50%和70%估算，根据上述中性预期对各基建建筑形成的需求，即有望形成建筑业收入和增加值的部分合计为12173亿元，比2008年同比增长37%。

表 22: 各基建领域“十一五”固定资产投资进度及最新预测

单位: 亿元

项目	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
中性预期										
铁路(基建投资)	509	624	533	516	880	1553	1772	3000	4500	5500
年增长率%	23%	22%	-14%	-3%	70%	84%	14%	69%	50%	22%
公路	2670	3212	3715	4702	5485	6231	6489	6100	8500	9000
年增长率%	15%	20%	16%	27%	17%	14%	4%	-6%	39%	6%
内河及航道	174	170	294	408	689	869	886	1000	1100	1200
年增长率%	30%	-2%	73%	39%	69%	26%	2%	13%	10%	9%
城市轨道交通(根据项目和造价情况估算)							800	1200	1600	2000
年增长率%								50%	33%	25%
机场(根据规划和在建情况估算)							280	350	450	550
年增长率%								25%	29%	22%
水利水电	560	787	814	790	827	933	1027	1200	1500	1900
年增长率%	-8.65%	41%	3%	-3%	5%	13%	10%	17%	25%	27%
合计	3913	4792	5356	6417	7881	9586	11254	12850	17650	20150
年增长率%	—	22%	12%	20%	23%	22%	—	14%	37%	14%

资料来源: 铁道部, 交通部, 水利部, 中信证券研究部

表 23: 基建投资中性预期下对各基建建筑需求(即有望形成建筑业收入和增加值部分)测算

单位: 亿元

项目	中性预期									
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
铁路	382	468	400	387	660	1165	1329	2250	3375	4125
年增长率%	23%	22%	-14%	-3%	70%	76%	14%	69%	50%	22%
公路	1869	2248	2600	3292	3839	4362	4542	4270	5865	6120
年增长率%	15%	20%	16%	27%	17%	14%	4%	-6%	37%	4%
内河及航道	136	132	230	318	537	678	691	780	858	936
年增长率%	30%	-2%	73%	39%	69%	26%	2%	13%	10%	9%
城市轨道交通							360	564	800	1040
年增长率%								57%	42%	30%
机场							140	175	225	275
年增长率%								25%	29%	22%
水利水电			596	580	558	616	719	840	1050	1330
年增长率%				-3%	-4%	10%	17%	17%	25%	27%
合计	2387	2848	3826	4577	5595	6820	7782	8879	12173	13826
年增长率%	—	—	—	20%	22%	22%	—	14%	37%	14%

资料来源: 中信证券研究部资料来源: 中信证券研究部,

“一体化”产业链延伸和内部管理改善提升盈利能力。目前国内建筑企业主营业务大多集中于利润相对较薄的建筑施工环节, 而随着基础设施投融资体制改革及国内建筑市场发展, 越来越多大型综合性建筑企业正通过“一体化”产业链延伸(如介入运营业务和房地产开发业务)来改变其传统盈利模式。同时, 我国建筑企业普遍粗放的内部管理在内外压力下将趋于改善, 此两方面均有利于我国建筑企业盈利能力的提升。

风险因素: 基建投资规模低于预期风险、海外市场经营风险、多元化经营风险、原材料成本大幅波动风险、汇率大幅波动风险、应收帐款坏账风险、业主压价风险、行业竞争加剧及安全生产等风险。

行业投资策略：关注预期良好的铁路、城市轨道交通基建类公司。我们继续建议重点关注最具行业代表性、明显受益国内基建投资加速和盈利能力趋势性改善的三家基建央企中国铁建（601186.SH/01186.HK）、中国中铁（601390.SH/00390.HK）和中交股份（01800.HK），和受益于国内城市轨道交通大发展和上海世博会配套地下工程（地铁和隧道）建设的隧道股份（600820.SH），以及在手订单饱满、具有水利水电施工领域明显竞争优势的龙头企业葛洲坝（600068.SH）。

表 24：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级	目标价 (元)
		08E	09E	10E	08E	09E	10E			
中国铁建	10.68	0.34	0.48	0.70	32	22	15	2.8	买入	12.50
中国中铁	5.96	0.15	0.31	0.43	41	19	14	2.3	买入	7.80
隧道股份	11.19	0.40	0.58	0.76	28	19	15	2.3	买入	12.00
葛洲坝	9.21	0.42	0.56	0.73	22	17	13	3.3	买入	11.20

资料来源：中信证券研究部预测（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

（3）非金建材：寒冬未过，春意已现（分析师：潘建平 颜云飞）

景气回顾：2008 年行业景气走向呈“前高后低”态势。2008 年水泥行业先有 5-8 月的煤价急速上涨对水泥成本形成的巨大压力，后有下半年以来房地产开发投资明显放缓对水泥需求形成的不利影响，使得行业全年景气走势呈现出“前高后低”态势。

景气展望之全国：预期行业景气有望于 2009 年中期前后触底回升。我们从行业需求、供给、周期及变革等四个主要角度综合考察明后年行业景气趋势，主要结论是：与 2008 年相反，2009 年行业景气很可能呈现“前低后高”趋势，且 2010 年景气有望进一步趋升。虽然行业目前仍处于景气下行阶段，但刺激投资政策的暖风正逐渐改变着预期，在预期中基础设施建设对水泥需求强劲拉动下，行业景气很可能于 2009 年中期前后触底回升，并有望自此步入长达 2~3 年的景气上升周期。

水泥需求主要分布在公路、铁路基建和房地产三大块，我们对明年房地产开发投资规模（增速）、4.88 万亿元公路投资规模在未来五年的分布情况、铁路基建规模等项目都分了三种情形做了假设。

表 25：2009 年水泥需求测算情景分析假设

情景	简评
公路建设投资情景一	保守预期，公路 09 年基建投资 8000 亿元
公路建设投资情景二	中性预期，公路 09 年基建投资 8500 亿元
公路建设投资情景三	乐观预期，公路 09 年基建投资 9000 亿元
铁路建设投资情景一	保守预测，铁路 09 年基建投资 4000 亿元
铁路建设投资情景二	中性预期，铁路 09 年基建投资 4500 亿元
铁路建设投资情景三	乐观预期，铁路 09 年基建投资 5000 亿元（基于铁道部计划司杨志明司长接受《京华时报》采访透露的预期）
房地产开发投资悲观预期	同比下降 10%
房地产开发投资中性预期	同比零增长
房地产开发投资乐观预期	同比增长 10%

资料来源：中信证券研究部

表 26: 系列投资计划对 2009 年水泥需求拉动（绝对量/增速）的情景分析

情景	房地产开发投资悲观预期			房地产开发投资中性预期			房地产开发投资乐观预期		
	公路投资 情景一	公路投资 情景二	公路投资 情景三	公路投资 情景一	公路投资 情景二	公路投资 情景三	公路投资 情景一	公路投资 情景二	公路投资 情景三
铁路建设投资情景一	5100/3.5	6100/4.2	7100/4.9	9100/6.3	10100/7.0	11100/7.7	13100/9.0	14100/9.7	15100/10.4
铁路建设投资情景二	6150/4.2	7150/4.9	8150/5.6	10150/7.0	11150/7.7	12150/8.4	14150/9.8	15150/10.4	16150/11.1
铁路建设投资情景三	7200/5.0	8200/5.7	9200/6.3	11200/7.7	12200/8.4	13200/9.1	15200/10.5	16200/11.2	17200/11.9

资料来源：中信证券研究部 单位：万吨/百分比

从具体规模看，若以 2008 年全国水泥预测产量 14.5 亿吨为基数，按照我们统计的历史经验值每亿元公路投资水泥需求 1.9-2.6 万吨和每亿元铁路投资水泥需求 2 万吨，我们测算近期陆续推出的经济刺激计划形成的新增水泥需求将拉动 2009 年水泥消费增长 7.0-9.1 个百分点。详细情景分析见下表，红字部分是我们认为最可能发生的情景组合下水泥需求区间。

从具体时间窗口看，由于一季度是传统淡季，且各类投资项目需要一定时间周期来完成项目可行性研究、规划、审批和资金筹措环节等因素，我们预期各类投资项目将于 2009 年二季度起大规模启动，随之水泥需求也将于此时应季而起。

景气展望之区域：基建投入成区域景气决定性因素。基于各区域基建投入的不均衡性和房地产开发投资占固定资产投资比重的差异，我们认为 2009 年在整体逐步向好情况下各区域水泥景气依然将呈现分化走势。我们依据最新情况更新了区域水泥市场综合评价模型中的各评价指标，评价结果显示，未来 2~3 年值得重点看好区域有西北、西南、华北、华东（山东、江西、安徽和福建）以及华南（广西、广东）部分地区。

风险提示：预期中的基建投资因资金或其它因素导致推进程度和速度低于预期、房地产开发投资增速超预期下滑及原燃料成本异常波动风险。

行业投资评级。基于在刺激投资政策背景下我们对行业 2009 年中期左右开始景气触底回升而 2010 年景气将进一步趋升的判断，我们维持行业“强于大市”评级。

行业投资策略与重点公司推荐。我们判断 2009 年水泥行业投资机会将主要出现在全国龙头（行业景气触底回升时弹性最大）及区域龙头（此轮基建投资计划中受益较大的中西部区域）两类公司之中，我们选择海螺水泥、华新水泥和冀东水泥作为全国龙头组合，对于区域龙头组合，我们推荐祁连山、赛马实业和天山股份等中西部地区龙头。而操作层面需要提醒的是，近期因政策刺激水泥股均已录得可观涨幅，我们认为短期应谨慎追高，但随后的每一次可能回调都将是逐步介入的良机。

表 27: 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
海螺水泥	25.39	1.41	1.72	1.97	18	15	13	3.6	买入	30.00
华新水泥	15.17	0.73	1.03	1.20	21	15	13	3.0	买入	18.00
冀东水泥	9.61	0.30	0.37	0.70	32	26	14	3.5	买入	10.00
祁连山	6.78	0.01	0.43	0.65	678	16	10	2.9	买入	10.00
赛马实业	15.55	0.44	1.10	1.44	35	14	11	3.2	买入	21.00
天山股份	10.5	0.33	0.64	0.90	32	16	12	3.3	买入	14.00

资料来源：中信证券研究部预测（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

(4) 机械：机遇风险并存（分析师：郭亚凌 薛小波）

2009 年机遇与风险并存。受全球金融危机影响，尽管 09 年行业发展面临国内外需求放缓的压力，但考虑到“保增长”宏观政策、要素价格下跌和政策扶持力度加大因素，我们认为对于行业来说 09 年是机遇与风险并存。

工程机械和船舶制造。随着政府出台的一系列刺激经济政策和基础设施建设项目落实，08 年 4 季度或将成为工程机械行业的景气低谷，09 年行业或呈现“前低后高”走势，全年增速约在 15%左右。全球造船市场明年面临船价下跌和订单减少的压力，中国造船业全球竞争力稳步提升，随着高价船的实现和造船效率的提高，国内造船业的效益仍将再创新高。

根据历史经验，基础设施投资对工程机械行业的拉动效用要明显大于房地产投资，因此，在房地产投资减速的背景下，政府通过加大高铁、高速公路、水利、电力、城市基础设施等基建来拉动经济增长的方式将增加工程机械的新需求。

由于 08 上半年基数高，尽管从同比数据看，底部区域未到，但随着政府出台的一系列刺激经济政策和基础设施建设项目落实，从环比来看，4 季度或将成为行业景气低谷。预计 09 年行业呈现“前低后高”走势，上半年增速较低甚至出现负增长，全年增速约在 15%左右。

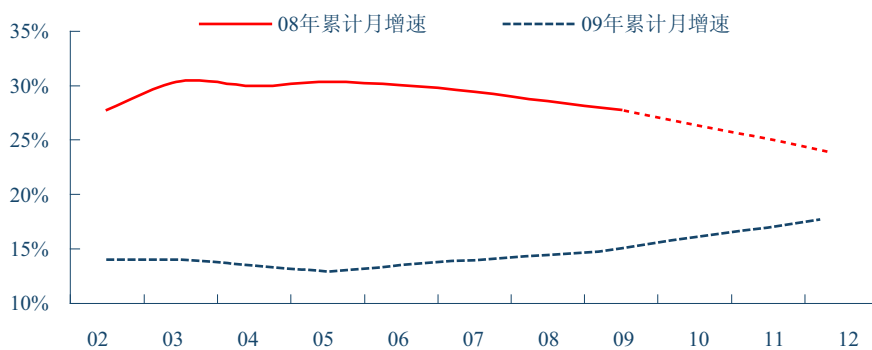
机床和轨道交通装备制造。考虑到机床行业的下游需求和政策扶持，我们认为数控机床是未来发展方向，机床行业收入增速约为 18%左右，数控机床增速约为 25%左右。未来几年我国将加大铁路投资力度，铁路车辆购置也将大幅增加，铁路设备面临巨大发展机遇。

表 28：09 年中国工程机械销售额敏感性分析

出口增速	国内需求增速						
	19%	15%	11%	7%	3%	-1%	-5%
70%	34%	31%	28%	25%	21%	18%	15%
60%	31%	28%	25%	22%	18%	15%	12%
50%	28%	25%	22%	18%	15%	12%	9%
40%	25%	22%	19%	15%	12%	9%	6%
30%	22%	19%	15%	12%	9%	6%	2%
20%	19%	16%	12%	9%	6%	3%	-1%
10%	16%	12%	9%	6%	3%	-1%	-4%

资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

图 57：08-09 年机械行业工业销售产值累计月增速预测



资料来源：中经网，聚源数据

维持“强于大市”的行业评级，建议关注四类公司。09 年行业复苏值得期待，考虑到目前行业估值水平已经处于历史底部，因此维持机械行业“强于大市”的投资评级。在明年行业需求增速下滑的背景下，建议重点关注四类公司：有订单保障、业绩增长确定性强的公司；直接受益于政府投资的公司；经营稳健、财务安全的公司；自主创新能力强的公司。我们维持三一重工、中国船舶、中联重科、徐工科技、山推股份、广船国际、昆明机床和秦川发展的“买入”评级和中国南车、柳工等公司的“增持”评级。

表 29：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E		
三一重工	17.57	1.10	0.95	1.55	16	18	11	4.5	买入
中国船舶	38.74	5.50	6.80	9.50	7	6	4	2.5	买入
中联重科	14.22	0.88	1.23	1.40	16	12	10	4.2	买入
徐工科技	16.5	0.05	1.35	1.55	330	12	11	6.5	买入
山推股份	8.82	0.59	0.78	0.95	15	11	9	2.4	买入
广船国际	12.3	1.90	1.92	2.30	6	6	5	2.4	买入
昆明机床	6.79	0.57	0.68	0.88	12	10	8	2.9	买入
秦川发展	4.89	0.21	0.31	0.41	23	16	12	2.3	买入
中国南车	4.39	0.09	0.12	0.17	49	37	26	3	增持
柳工	11.7	1.20	0.92	1.05	10	13	11	2.4	增持
安徽合力	7.78	0.90	0.75	0.88	9	10	9	1.4	增持
厦工股份	5.45	0.31	0.33	0.38	18	17	14	2.1	增持

资料来源：中信量化投资分析系统（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

(5) 医药卫生：行业增长明确（分析师：姚杰 贺菊颖）

2008 年医药行业运行态势：增长快、盈利升。医药制造业及上市公司在 2007 年恢复性高增长基础上，2008 年继续保持快速增长，与行业自身刚性需求和医改政策实施有关。行业收入增速较前明显提高，利润总额增速高于收入增长。税前利润率屡创新高。主业增长是成长主因，毛利率提升和期间费用率下降致盈利能力提高。成长性和盈利能力增长好的是原料药、化学制剂、生物制药子行业，相对较弱的是中成药子行业。

2009 年医药行业受三大类因素影响：正负作用皆有。2009 年，次贷危机逐渐从虚拟经济扩散至实体经济，其影响也从最初的金融、房地产行业向更多的行业蔓延并真正表现出来。医药行业的刚性需求会在经济危机初期保证其增长不受影响，但随着经济危机的加深，医药行业也不会完全独善其身，其运行或多或少会受到整个经济环境的影响。因此，2009 年，医药行业的运行要综合考虑经济、产业、市场等多方面因素。

2009 年各子行业运行态势：喜忧参半。2009 年，预计继续保持较快增长的子行业是化学制剂、生物制药、中药饮片、医疗器械、医药商业，增速可能有所回落的子行业是化学原料药和中成药子行业。

2009 年医药行业运行预测：成长明确，增速回落。我们预计 2008 年医药行业收入同比增长 27%，利润总额同比增长 38%。2009 年医药行业收入同比增长 20-25%，利润总额同比增长 30%左右。2009 年行业收入与利润总额增速较 2008 年低，主要有 2 个因素：第一、2008 年基数高，而不是需求下降，或者行业环境恶化。第二、调低了大宗原料药和中成药子行业的增速。

2009 年医药板块投资策略：行业增长明确，公司投资分化。2009 年上半年经济仍然会受到次贷的严重影响，具有明确增长预期的医药板块应该是投资的不二选择。2009 年下半年 β 值较低的医药板块走势要综合考虑诸多因素后决定。2009 年医药公司业绩具有更好或更坏超预期的双重可能。建议重点投资并作为基本配置：细分行业龙头，品牌、市场份额、公司管理、财务状况等综合实力较强的公司。如双鹤药业、科华生物、三九药业、云南白药、恒瑞医药、国药股份、双鹭药业。

表 30：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PEG	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
双鹤药业	22.62	0.92	0.88	1.20	25	26	19	0.84	买入	31
科华生物	19.65	0.37	0.57	0.87	53	34	23	0.65	买入	28
国药股份	24.74	0.55	0.78	1.03	45	32	24	1.02	买入	28
S 三九	14.01	0.29	0.50	0.65	38	22	17	0.81	买入	21
康美药业	7.30	0.19	0.35	0.44	38	21	17	0.67	买入	14
东阿阿胶	13.99	0.39	0.59	0.78	36	24	18	0.71	买入	17
千金药业	17.54	0.33	0.72	0.97	53	24	18	0.72	买入	25

资料来源：中信证券研究部预测（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

（6）家电：行业景气转换看供需消长（分析师：胡雅丽）

行业运行在下行通道，但仍保持增长。1-8 月全行业（含家用电力器具和家用影视设备）收入 6277 亿元，税前利润 172 亿元，均增长 14%，增速逐季放缓。1-10 月，全行业零售总额 2291 亿，增长 17%。1-9 月全行业出口 426 亿美元，同比增长 26%，但家用电力器具出口增长仅 17.3%。

行业景气趋势有望在供需弱平衡的重构中逐步向好。需求面，政府对保障性和小户型住宅的扶持政策有助家电消费，若户均售房面积从 110 平米下降到 105 平米可提升 2009 年家电需求约 1 个百分点；三中全会相关政策明确农村家电市场长期动力，粗略估算到 2020 年农村各大家电产品保有量复合增长率为 3%至 21%不等，预计第二轮家电下乡效果好于首轮试点，有望成为启动农村需求的催化剂。供给面进入新一轮优胜劣汰。

表 31：两轮家电下乡政策比较

	第一轮家电下乡	第二轮家电下乡（拟）
试点省份	山东、河南、四川三省	山东、河南、四川、内蒙古、辽宁、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西等 12 个省
试点产品	冰箱（含冰柜）、手机、电视（仅限 CRT）	冰箱（含冰柜）、手机、电视（包括 CRT 和 LCD）、洗衣机
限价	含税价：冰箱（含冰柜）2000 元、手机 1000 元、电视 1500 元	含税价：冰箱（含冰柜）2500 元、手机 1000 元、电视 2000 元、洗衣机 2000 元
时间段	初定 2007 年 12 月 1 日至 2008 年 5 月 31 日，后延期到 2008 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 1 日开始，到 2012 年 11 月底止，暂定 4 年
数量	每户每类产品不得超过两台	每户每类产品最多可购买一台
投标企业要求	投标人全国整体投标	投标人可以在本次家电下乡推广产品项目所涉及的全部 12 个省或选定其中部分省进行投标。如中标，其中标产品享受家电下乡补贴政策的范围不超过所投标地区。意味着地方性品牌也能参与投标
售后服务要求	售后服务网点覆盖到县级城镇，每县至少有一个网点	维修服务网点在所投标地区的县（市）覆盖率不得低于 90%
渠道要求	家电销售额位居本省前列，一般在 5 亿元以上。原试点三省推荐企业的数量不超过 10 家，其余省（区、市）不超过 20 家。	家电销售额位居本省前列，一般在 3 亿元以上。试点三省推荐企业的数量不超过 10 家。

资料来源：中信证券研究部整理

综合成本大幅下降趋势明朗。假设 2009 年钢材、铜、铝、ABS 和 PP 均价分别下跌 18%、30%、12%、5% 和 5%，以及人工成本刚性，预计明年大白电成本下降约 10%。需求因素更关键，预计产品价格下降幅度更大，行业收入增速受影响。龙头企业通过技术创新和改善产品结构可平滑价格下降，有望维持毛利率稳定甚至上升。

寻找万绿丛中几抹红。国内小家电需求空间大、增长快、稳定性高；洗衣机平稳增长有望持续；空调产业升级在望。各子行业优质企业或表现出超常成长性，或受益于技术优势推动产业升级，竞争力再上台阶。

维持“强于大市”评级。今年 4 季度到明年 1 季度行业增长和上市公司业绩压力大。我们不改出口疲弱的判断，但认为各种消费政策组合拳的强力执行下国内家电需求的稳定性提高，不排除行业基本面反弹于明年出现，重点跟踪的家电龙头公司业绩增长的稳定性更高，结合估值具有吸引力的判断，维持行业“强于大市”的投资评级。

表 32：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级	目标价 (元)
		08E	09E	10E	08E	09E	10E			
格力电器	18.15	1.48	1.70	2.00	12	11	9	4.0	买入	25.50
美的电器	8.65	0.79	0.87	0.99	11	10	9	3.7	买入	13.10
青岛海尔	9.00	0.73	0.81	0.92	12	11	10	1.9	买入	12.07
苏泊尔	12.20	0.62	0.85	1.11	20	14	11	3.0	买入	16.89
九阳股份	38.20	2.13	2.93	3.90	18	13	10	10.4	买入	58.69

资料来源：中信数量化投资分析系统、（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

(7) 纺织服装：政策利好构筑行业底部（分析师：李鑫）

行业特征：对外依赖型，内需占比不断上升。我国纺织服装行业具有明显的对外依赖型特征。行业收入中与出口有关的部分占 60%-70%，但比例不断降低，国内需求将成为行业新的驱动力。出口退税率是调节行业盈利最有效的政策手段，而棉花价格的波动是行业的不稳定因素。

08 年行业运行：收入增长放缓，利润增长陡降。国际需求下降导致出口低迷，国内需求降低使零售面临一定压力。行业供给也随之减速，但供需矛盾依然存在，产品价格因此步入下降通道，并最终反映为 1-8 月行业收入增速下降 7.4 个百分点、利润增速下降 34.19 个百分点。

09 年拐点虽难现，底部趋明显。09 年国内外需求将继续萎缩，其中主要是国际需求的下降。原材料价格将失去支撑，而产品价格可能下降更多，行业盈利空间将被压缩，导致 09 年行业收入、利润总额增速进一步收窄。但在政府拉动内需和保增长的政策指引下，纺织服装行业将是重点扶植的对象。若出口退税率上调至 17%，理论上行业 09 年利润总额将同比增长 43%。行业底部可能会与 98 年类似，在政策利好下得到确立。

表 33: 中国纺织服装主要经济指标预测

增长率	历史数据			原预测		本次预测		变动	
	2002-2005	2006	2007	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
纺织服装出口额 (美元计价)	23%	25%	18%	8%	5%	8%	5%	0%	0%
纺织服装国内零售额	18%	19%	26%	24%	18%	24%	18%	0%	0%
纺织服装销售收入	25%	22%	22%	14%	10%	14%	10%	0%	0%
纺织服装利润总额	27%	28%	37%	0%	-5%	0%	0%	0%	+5%

资料来源: 中信证券研究部

表 34: 出口退税率上调影响

	2008E			2009E
	8月1日 上调 2%	11月1日 上调 1%	若 12月起 提高 3%	上调 6%
毛利率提高(百分点)	0.33	0.07	0.11	
毛利率提高合计(百分点)			0.51	2.52
利润总额提高(亿元)	73	15	22.10	530.41
利润总额提高合计(亿元)			110.10	530.41
2007年利润总额(亿元)	1210			

资料来源: 中信证券研究部。注: 前两次退税率上调影响测算按当时汇率水平测算。

风险提示。出口增长可能低于预期; 警惕消费高增长下的缓慢掉头迹象。

行业投资逻辑及投资建议。虽然 09 年国内零售仍有刚性, 但由于行业收入中与出口有关的部分占 60-70%, 因此行业整体评级“中性”。建议关注内销型公司及受益政策利好的出口型龙头公司。在巨大的行业压力下, 增长的确性将是关注的重点, 同时估值的安全性也是重要指标。重点关注增长较为确定的美邦股份、报喜鸟、江南高纤, 以及估值较为安全的伟星股份和鲁泰 A。

表 35: 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PEG	评级	目标价 (元)
		08E	09E	10E	08E	09E	10E			
伟星股份	9.70	0.80	0.96	1.17	12	10	8	0.64	买入→	12.48
江南高纤	3.92	0.28	0.35	0.45	15	11	9	0.68	买入→	5.25
美邦服饰	24.04	0.90	1.30	1.90	27	18	13	0.85	增持→	29.12
报喜鸟	11.79	0.64	0.80	0.98	18	15	12	0.87	增持→	14.40
七匹狼	9.50	0.58	0.74	0.89	16	13	11	0.73	增持→	12.58
鲁泰 A	6.72	0.65	0.71	0.80	10	9	8	0.89	增持→	7.10
雅戈尔	7.95	1.19	0.65	0.70	7	12	11	-	增持→	9.75

资料来源: 中信数量化投资分析系统 (注: 收盘价为 2008 年 11 月 21 日)

(8) 房地产: 把握调整中的暖风 (分析师: 王德勇 段海瑞 陈聪)

行业滑向“投资深寒”, 政策转向合乎情理。开发企业资金链更加紧张, 投资增速下滑明显。开发商群体转变策略, 大幅削减新开工面积以维持资金链安全, 保增长和稳定就业形势因此更加严峻。地产政策及时转向, 以维持必要的房地产开发投资增速。

地产新政的核心是货币和信贷政策。货币放松降低了企业资金成本, 给开发商崩紧的资金链“雪中送炭”。而首付和利率的下调降低了居民的购房负担。

表 36: 降息对四大地产商直接影响

单位: 亿元	万科	保利	金地	招商
2008 年上半年利息支出	9.32	5.88	4.00	2.51
其中资本化利息	5.84	5.86	3.67	2.02
2007 年底有息负债	249.56	121.58	84.48	96.17
2008 年中期有息负债	286.61	181.42	139.10	112.60
估算 2008 年上半年上市公司平均资金成本	6.95%	7.76%	7.15%	4.80%
2008 年三季度报告有息负债	269.94	175.59	144.45	117.03
当前情况, 降息 0.81 个基点, 且公司借款规模不变				
年平均节约资金成本	2.19	1.42	1.17	0.95
以下计算全部假设 2009 年全年资金成本再下降 100 个基点, 且公司借款规模不变				
年平均节约资金成本	4.89	3.18	2.61	2.12
2009 年预测净利润	60.43	33.95	12.48	18.60
节约的资金成本/净利润	8.08%	9.60%	20.77%	11.77%
假设资本化率不变, 年节约财务费用	1.82	0.01	0.21	0.41
假设利息资本化率不变, 业绩提升	3.02%	0.02%	1.71%	2.22%

资料来源: 中信证券研究部测算

表 37: 假设月供占月收入 50% 为合理, 则 2007 年至今各地买房人群所需达到年收入水平

	北京	成都	广州	上海	武汉	平均
贷款总额(万)	36	24	24	42	30	31
平均贷款年限	14	16	10	16	15	14
每月还款(自己估计)	4,739	1,982	2,855	2,837	2,929	3,111
对应家庭合理年收入(万元)	11.37	4.76	6.85	6.81	7.03	7.47

资料来源: 中信证券研究部, 每月还款, 贷款总额, 平均贷款年限都来自受访者自己回答, 因此其不存在严格的数量关系

新政成效值得期待。政策出台能够部分解决房价和购买力之间的矛盾。北京、深圳、天津、南京等地方销售也已出现回暖。

攻守兼备, 寻求具备发展潜力的地产股。我们通过现金占总资产比例、有息负债率等七大指标评判地产公司的安全性; 通过对战略判断、管理能力等逐项考核评价发展商的潜力。

风险提示: 政策落实受阻, 房价和销售量持续下降。

维持行业“强于大市”的评级。我们认为政策能够提振行业销售, 稳定企业资金链, 改善行业基本面, 因此给予房地产行业“强于大市”的投资评级, 并重点推荐资金安全、上升空间较大的保利地产(600048)、招商地产(000024)和滨江集团(002244)。

表 38: 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS (元)			PE			NAV	评级
		07	08E	09E	07	08E	09E		
万科 A	6.65	0.44	0.45	0.55	15.1	14.8	12.1	5.03	买入
保利地产	15.39	0.61	1.00	1.31	25.3	15.4	11.7	16.48	买入
荣盛发展	4.83	0.36	0.48	0.62	13.6	10.1	7.8	4.50	买入
金融街	8.1	0.29	0.36	0.44	27.5	22.5	18.4	9.54	买入
招商地产	13.98	0.91	0.92	1.14	15.3	15.2	12.3	16.10	买入
滨江集团	7.45	0.44	0.62	0.71	17.0	12.4	10.5	7.34	买入

资料来源: 中信证券研究部预测 (注: 收盘价为 2008 年 11 月 21 日)

(9) 通信：投资维系设备业景气度（分析师：张兵 张新峰）

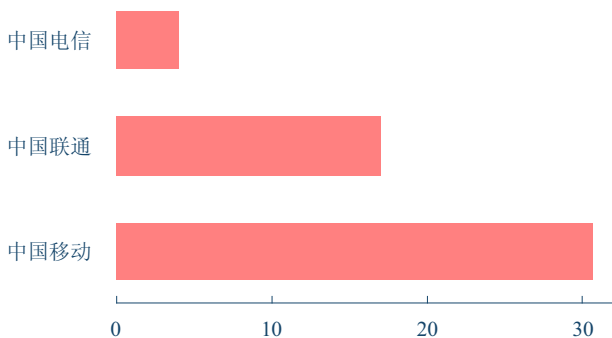
3G 及移动宽带是明年运营商价值增长新推动因素。明年 3G 用户增长及以移动宽带为核心的增值业务的增长将决定运营商的新竞争格局，并成为影响未来运营商价值增长的核心因素。3G 对运营商价值的提升主要通过数据业务的价值提升以及 3G 用户渗透率的提高来实现。

中国联通、中国电信将受益于差异化战略和非对称监管。运营商用户市场份额的变化主要受两方面因素影响：一是运营商自身的内外部资源及差异化经营策略；另一方面是监管政策对不同运营商的扶持或抑制。从差异化竞争策略看，具有固、移融合条件的运营商具备差异竞争战略优势；从不对称监管政策预期看，弱势运营商中国联通、中国电信将受益。

经济下行周期中运营增长体现相对稳定性。运营在经济下行周期有良好的防御性。其一，电信消费有一定的刚性。从国外经验看，1981-2004 年美国家庭电话消费支出占家庭总支出的比例基本稳定，且呈略微上升的态势；从国内看，虽然近期电信业收入增长率在下降，但其波动幅度明显低于周期性行业。其二，在经济下行以及价格弹性下降的背景下运营商之间的价格战效用较低，价格战将趋于平缓，有利于稳定行业增长。

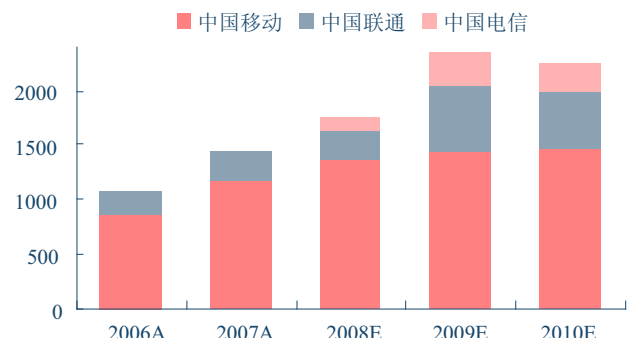
国内电信投资维系设备业景气度。3G 网络的建设将推高未来 3 年国内的电信投资，预期投资约为 8580 亿元，确定性的投资将维系设备业景气度。2009 年设备业将是近几年增长率最好的一年，我们看好无线设备、FTTx、电信服务等细分行业。

图 58：重组后三大运营商的基站数对比 单位：万个



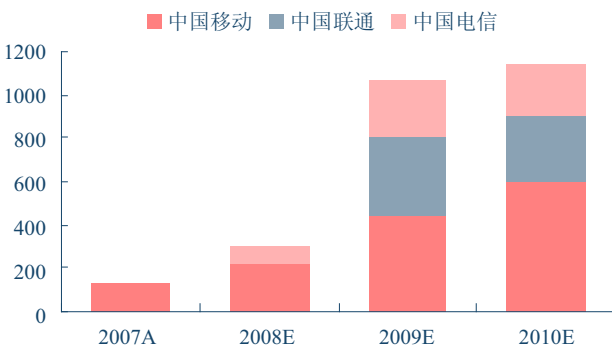
资料来源：公司资料、中信证券研究部

图 59：三大运营商移动网络总投资预测 单位：亿元



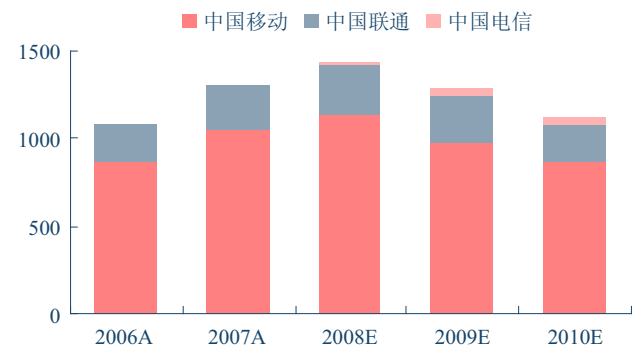
资料来源：公司资料、中信证券研究部

图 60：三大运营商 3G 网络总投资预测 单位：亿元



资料来源：公司资料、中信证券研究部

图 61：三大运营商 2G 网络总投资预测 单位：亿元



资料来源：公司资料、中信证券研究部

维持行业“强于大市”的投资评级。鉴于运营业的防御性，以及设备业将受益于国内电信投资增长，我们维持行业“强于大市”的投资评级。可“买入”的重点公司为中国联通、中兴通讯、武汉凡谷、国脉科技、烽火通信等。

表 39：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			07PB	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
中兴通讯	23.55	0.93	1.32	1.74	25	18	14	2.6	买入	34.8
中国联通	5.72	0.29	0.29	0.31	20	20	18	2.2	买入	7.50
武汉凡谷	15.02	0.54	0.6	0.77	28	25	20	3.8	买入	15.4
国脉科技	9.19	0.21	0.28	0.38	44	33	24	6.8	买入	12.8
烽火通信	9.14	0.26	0.37	0.49	35	25	19	1.6	买入	12.8
中国电信	2.29	0.29	0.33	0.36	8	7	6	0.8	买入	3.30
中国移动	59.47	4.28	5.82	6.84	14	10	9	3.2	增持	81.5

资料来源：中信数量化投资分析系统（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

(10) 电力：春寒料峭已含芳（分析师：杨治山 吴非）

本次危机对电力影响较上次更甚。08 年行业增速持续下滑，10 月形势更急转直下，单月发、用电增速仅为-4.0%和-2.2%。较上次危机，当前二产用电占比由 74%提高至 76%，主要耗能产业占比提高 5.5 个百分点，用电结构重型化特征被强化，高耗能产业波动更易牵动全社会用电神经，若当前下滑势头未能被有效抑制，后果将较上次危机更为严重。

预计 09 年供求“双降”，火电利用小时回落 6-9%。预测 08-10 年用电增速 6.6%、2.9%和 4.8%。在 09 年需求 0%、3%和 6%三种假设下，火电开工率将分别下滑 9.4%、6.0%和 2.4%，利用小时绝对值接近 98 年低点。

水电平稳；火电“因祸得福”，09 年扭亏确定。需求牵动煤价下跌后，电价上调短期将暂停，但与上次危机仅利用小时下降带来纯负面不同，当前煤价下跌对业绩的提振远超利用小时回落影响，占发电八成以上的火电将“因祸得福”。在利用小时下降 10%、综合煤价下降 15%的假设下，测得 300MW 机组将一举扭亏，600MW 机组可恢复至合理盈利一半。

风险提示：当前宏观形势波动剧烈，行业可预测周期较短，准确度降低；若煤价由于限产或宏观回升过快使得下跌有限则火电业绩回升低于预期。

表 40：2003-2010 年全国电力需求增速及预测（宏观预测方法）

时间	人口消费 权数：0.4		GDP 弹性 权数：0.4			FAI 弹性 权数：0.2			加权平均 (亿 kWh)	增速	
	人口数 (亿人)	人均消费 (kWh/人)	电力需求 (亿 kWh)	GDP 实际 增长率 (%)	电力 弹性	电力需求 (亿 kWh)	FAI 实际 增长率 (%)	FAI 弹性			电力需求 (亿 kWh)
2003A	12.92	1,473	19,032	10.00	1.56	19,032	26.2	0.595	19,032	19,032	15.6%
2004A	13.00	1,672	21,735	10.10	1.41	21,735	23.7	0.599	21,735	21,735	14.2%
2005A	13.08	1,896	24,788	10.20	1.38	24,788	25.6	0.549	24,788	24,788	14.0%
2006A	13.14	2,158	28,368	11.60	1.24	28,368	22.2	0.650	28,368	28,368	14.4%
2007A	13.21	2,465	32,565	11.90	1.24	32,565	20.0	0.740	32,565	32,565	14.8%
2008E	13.24	2,621	34,712	9.50	0.75	34,886	14.7	0.380	34,384	34,716	6.6%
2009E	13.27	2,678	35,542	8.30	0.30	35,754	15.2	0.200	35,430	35,604	2.6%
2010E	13.30	2,774	36,907	8.50	0.45	37,122	15.4	0.300	37,067	37,025	4.0%

资料来源：中电联、中信证券研究部

配置价值显著，调高行业评级至“中性”。目前电力是少数业绩见底且回升趋势明确行业，相比多数刚走入下降通道的大行业，相对价值明显。主流公司静态 PB 处于 1.1-1.8 之间，合理应该在 1.5-2.0 倍，故提高行业评级至“中性”。建议重点关注受益于煤价下跌的华能国际、粤电力、国电电力及建投能源；基本面同步改善且抗极端周期的桂冠电力，业绩相对稳定的国投电力；小型高成长且动态 P/E 较低的宝新能源、金山股份等。

表 41：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级
		07A	08E	09E	07A	08E	09E		
桂冠电力	5.41	0.23	0.03	0.25	23.3	180.3	21.6	2.1	增持
华能国际	7.24	0.50	-0.29	0.27	14.6	-25.0	26.8	1.9	增持
粤电力 A	5.89	0.25	-0.04	0.15	23.8	-147.3	39.3	1.7	增持
国电电力	6.34	0.31	-0.02	0.15	20.2	-317.0	42.3	2.6	增持
建投能源	4.79	0.49	0.01	0.33	9.9	479.0	14.5	1.4	增持
国投电力	8.56	0.52	0.15	0.33	16.3	57.1	25.9	2.2	增持

资料来源：中信证券研究部预测（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

(11) 钢铁：内需拯救钢铁（分析师：周希增 李宏亮）

行业景气处于周期底部。经济减速、消费放缓、供大于求等矛盾，决定了钢铁行业必须进行产业升级和结构调整。2009 年钢铁行业将是一个筑底恢复的过程。国家启动内需政策将缩短钢铁行业调整周期。今年四季度将是季度盈利低点，2009 年有望成为行业年度盈利低点，行业业绩有望恢复上涨。

上市公司业绩继续分化。需求下降导致的行业再均衡，将为企业提供不同的外部环境。能够抵御业绩下滑的公司主要有两类：一类是区域建筑钢材龙头公司，内需首先拉动建筑钢材需求；另一类是产品升级的公司，通过生产高附加值产品以及凭借垄断地位获取盈利。

表 42：主要下游行业钢铁需求预测

(单位：万吨)

	2008E	2009E	YoY 09/08	增量
房地产	8213	7392	-10.00%	-821
其他基建	15514	17065	10.00%	1551
建筑合计	23727	24457	3.08%	730
机械	7757	8533	10.00%	776
汽车	1825	1825	0.00%	0
轻工类	3194	3194	0.00%	0
其他	9126	9445	3.50%	319
工业类合计	21902	22997	5.00%	1095
需求合计	45629	47454	4.00%	1825
进口	1580	1490	-5.70%	-90
出口	5950	5000	-16.00%	-950
粗钢产量	50000	51000	2.00%	1000
国内资源量		47490		1860
供给过剩		36		35

资料来源：中信证券研究部

钢铁股估值处于历史底部。09 年钢铁行业的盈利变化状况存在很多不确定性，从 PB 估值的角度看，钢铁股的估值创历史新低，其中个别公司的市净率只有 0.8 倍。从历史看，跌破市净率都是估值的底部。同时，钢铁上市公司的股息率达到 3-10%，投资价值明显。

行业评级与投资建议。国家启动内需政策将减缓钢铁公司 2009 年业绩下滑，同时公司估值处于底部。维持行业“强于大市”的评级。公司选择以内需为主线，重点推荐率先受益的建筑钢材企业，如八一钢铁、三钢闽光、华菱钢铁、新兴铸管等，以及具有产品垄断优势并受益于铁路、能源和电力设备等行业投资的武钢股份和太钢不锈等。

表 43: 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
武钢股份	5.75	0.83	0.88	0.80	6.9	6.5	7.2	1.5	买入	10.0
太钢不锈	3.96	0.75	0.43	0.42	5.3	9.2	9.4	1.0	买入	6.0
八一钢铁	5.26	0.52	0.40	0.50	10.1	13.2	10.5	1.2	买入	7.0
三钢闽光	6.16	0.93	0.50	0.45	6.6	12.3	13.7	1.0	买入	8.0
华菱钢铁	4.49	0.59	0.32	0.38	7.6	14.0	11.8	0.8	买入	6.0
大冶特钢	5.18	0.72	0.57	0.55	7.2	9.1	9.4	1.3	买入	7.0
恒星科技	4.55	0.34	0.26	0.30	13.4	17.5	15.2	1.6	买入	6.0
宝钢股份	5.12	0.73	0.54	0.46	7.0	9.5	11.1	0.9	买入	6.0
鞍钢股份	7.05	1.04	0.99	0.75	6.8	7.1	9.4	0.9	增持	10.0
马钢股份	3.77	0.37	0.34	0.32	10.3	11.1	11.8	1.0	增持	5.0

资料来源：中信量化投资分析系统（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

(12) 基础化工：寻求确定机会和相对优势（分析师：刘旭明）

动荡中寻找新平衡。08 年基础化工行业盈利波动的论断得到验证，但 9 月以后经济下行和短期恐慌心理加速行业的景气下行。GDP 增速下降，投资直接拉动作用有限，09 年需求下降凸显产能过快增长。供需、政策、原料价格等经营环境动荡，09 年基础化工产品价格和利润需要时间达到新平衡，为投资蒙上不确定的阴影。金融危机对全球农业影响不大，国内提出“惠农强农”，化肥需求稳定增长成为基础化工行业中少有的亮点。

钾肥行业景气向上，维持“强于大市”评级。全球钾肥需求不会下降，供应仍紧张，行业高度垄断支撑国际市场高价。09 年国内氯化钾价格必然跟随进口 FOB 合同价格补涨，盐湖钾肥氯化钾出厂价将由 4750 提升至 5681 元/吨。硫酸价格回调也不会影响硫酸钾跟涨。国内企业产量增长相对国外要快，在国内存在大量缺口的背景下，成为业绩增长的另一坚实基础。维持冠农股份“买入”的投资评级，维持盐湖钾肥“增持”的投资评级。

出口放松仅缓解氮、磷肥困境，维持“中性”评级。配合整体救市，11 月国家放开尿素和磷肥淡季出口。粮食、化肥机制尚未理顺，政策出台仓促预示 09 年仍存在出台政策调整的风险。测土配方抑制尿素需求，凸显产能过剩压力；国际天然气、尿素价格大跌，国内出口难以提升利润。国内磷肥严重过剩，出口放松将拉升国内价格，缓解部分企业高价库存压力，但大幅提升利润的可能性不大，关注后续出口政策的具体走势。

不确定环境中，寻求相对优势。新安股份盈利能力显著高于行业第二名，盈利差距即是投资的安全边际，维持“买入”评级。烟台万华处于产业链中的相对优势地位，抗周期能力强，丰厚所得税优惠将支撑短期业绩，维持“买入”评级。

表 44：2009 年主要基础化工子行业景气趋势及行业评级

子行业	钾肥	氮肥	磷肥	氯碱	纯碱	氨纶	粘胶
景气趋势	向上	底部略有反弹	底部略有反弹	底部	底部	底部	底部
投资评级	强于大市	中性	中性	中性	中性	中性	中性

资料来源：中信证券研究部

表 45：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
冠农股份	33.29	0.06	0.31	4.55	580	107	7	10.1	买入	68.25
新安股份	30.99	1.72	6.00	3.00	18	5	10	3.2	买入	
烟台万华	10.9	0.89	1.03	1.17	12	11	9	4.0	买入	14.4
盐湖钾肥	88.12	1.29	3.30	6.49	68	27	14	26.2	增持	97.35
中泰化学	5.65	0.41	0.38	0.49	14	15	11	1.2	增持	6.37
新疆天业	5.88	0.62	0.43	0.41	10	14	14	1.5	增持	6.05
黑猫股份	6.36	0.46	0.40	0.50	14	16	13	1.8	增持	7.5

资料来源：中信数量化投资分析系统（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

(13) 石油化工：油价和政策的博弈（分析师：殷孝东 黄莉莉）

油价：金融溢价导致的高油价在金融危机的背景下正在逐步远离原油市场，供求基本面成为决定油价未来走势的关键因素，在逐年不断抬升的开采成本的影响下，全球原油供求将回到供给偏紧的弱平衡中，油价有望在 40—50 美元区间形成底部区域，未来将逐步回升。

我们判断：全球经济的运行情况是决定油价长期走向的重要因素，在供需双方的共同作用下，油价长期运行的合理价格区间为 60-80 美元/桶。2008 年 WTI 原油期货均价将落在 100 美元/桶左右；2009 年全年均价在 70 美元/桶附近。

综合性油气公司：2008 年，高油价和国内政策的影响，国内的中国石油和中国石化经历了炼油大幅亏损的艰难时期，随着原油价格回落，盈利状况已逐步恢复正常化，业绩环比明显上升，未来经营将受到国内油价政策和全球行业景气状况的影响。

天然气行业：在能源领域中，国内的天然气行业将成为能源领域的“避风港”，由于国内天然气行业下游拥有旺盛的需求，定价稳定，企业的盈利稳定，成为防御的投资品种。

油田服务行业：09 年后，油气开发行业景气下行可能使油公司上游勘探生产资本支出增速放缓，影响油田服务公司的业务量。国内，由于中海油肩负我国海上油气开发战略重任，公司上游资本支出不会大量减少，为两公司未来工作量提供保障，在行业景气波动中将表现出较强的抵抗能力。

风险因素：油价大幅波动，全球经济危机

投资策略：油价和政策是未来影响石油石化行业投资的关键因素，综合性油气公司将面临行业政策变化而带来投资机会。对主要上市公司中国石油、中国石化、中海油服和海油工程维持“买入”的投资评级。对陕天然气、广汇股份为“增持”的评级。

表 46: 中石油中石化业绩情景模拟结果

		WTI 油价 (美元/桶)	业绩模拟							
			40	50	60	70	80	90	100	105
中石油	情景一		0.30	0.54	0.67	0.86	1.07	1.10	0.83	0.88
	情景二		0.34	0.55	0.75	0.92	1.08	1.21	1.27	1.29
中石化	情景一		0.28	0.43	0.65	0.85	0.97	0.86	0.18	-0.24
	情景二		0.24	0.36	0.81	0.93	1.11	1.01	0.87	0.91

资料来源: 中信证券研究部, 注: 具体模拟见附录。情景一: 政策环境不变; 情景二: 成品油价格市场化

表 47: 重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级	目标价 (元)
		08E	09E	10E	08E	09E	10E			
中国石油	11.54	0.66	0.82	0.87	17	13	13	2.5	买入	16
中国石化	8.42	0.36	0.71	0.74	23	12	12	2.1	买入	13
陕天然气	10.36	0.57	0.71	0.81	18	14	13	2.2	增持	10
广汇股份	7.01	0.51	0.50	0.76	14	14	9	2.0	增持	8
中海油服	10.68	0.74	0.91	0.99	14	12	11	2.4	买入	16
海油工程	13.03	0.65	0.95	1.13	20	11	10	4.0	买入	16

资料来源: 中信数量化投资分析系统 (注: 收盘价为 2008 年 11 月 21 日)

(14) 食品饮料: 安全与成长重塑行业防御特性 (分析师: 许彪 薄官辉)

经济减速不改行业增长趋势。虽然“次贷”危机波及国内, GDP 增长减速导致居民、政府收入增速放缓, 消费能力有所下降; 但是基于我国居民食品饮料消费结构升级的需要, 我国食品加工业相对于农业的规模较小, 我们判断食品饮料行业结构调整的趋势不会改变, 食品饮料行业的增长趋势会维持, 当然增速会有所下降。

食品安全问题增强行业的差异化竞争, 改变行业的增长模式。食品饮料部分子行业的粗放式增长导致产品的低价竞争, 带来食品安全问题, 三鹿奶粉事件促使企业加大技术进步和经营管理, 行业更多进入产品差异化的竞争阶段。

食品饮料行业安全和成长的价值突出。高档白酒稳步增长, 中档白酒成为行业增长的主力军; 毛利率因为成本降低而提高的肉制品、啤酒行业成长价值突出; 因为三鹿奶粉事件受到打击的消费者对于乳业消费的信心正在逐步恢复。

食品饮料行业防御性重新恢复。食品安全事件使得食品饮料行业龙头公司股价表现在过去的两个月内明显弱于大盘。但是, 食品饮料行业龙头公司质地好、估值低、具有良好的现金流从而防御性突出。龙头公司估值已经处于历史低点, 并逐渐和国际可比公司估值靠近, 公司发展的可靠性以及良好的现金流状况比较有吸引力。

维持行业“强于大市”的评级。重点推荐白酒、葡萄酒、啤酒和肉制品行业, 给予贵州茅台、泸州老窖、张裕 A、承德露露和安琪酵母“买入”的投资评级, 给予双汇发展、青岛啤酒、燕京啤酒“增持”评级。

表 48: 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE		PEG (PB)	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	08E	09E			
贵州茅台	100.53	3	4.65	5.6	21.6	18.0	0.50	买入	140
泸州老窖	19.13	0.56	1.13	1.47	17.0	13.0	0.24	买入	30
五粮液	14.74	0.39	0.46	0.50	32.0	19.9	0.55	买入	18
张裕 A	44.00	1.21	1.8	2.4	24.4	18.3	0.52	买入	60
安琪酵母	9.49	0.33	0.42	0.58	22.6	16.4	0.58	买入	15
承德露露	14.17	0.46	0.73	0.91	19.4	15.6	0.39	买入	18

资料来源: 中信数字化投资分析系统 (注: 收盘价为 2008 年 11 月 21 日)

(15) 有色金属: 底部已近、关注反弹机会 (分析师: 李追阳 薛峰)

四季度金属价格大幅下跌。一些金属价格已经跌至 2001 年的水平, 自历史高点, 镍、锌跌幅超过 70%, 跌幅最小的黄金下跌也超过了 30%。

价格跌破成本线, 减产频发。按照目前的金属价格计算, 铝、铅、锌、镍价格均已跌破边际成本线以下 10-30%, 导致行业大规模的减产。例如: 目前中国电解铝产能减产达到 180 万吨左右; 国内外大量的铅锌矿山减产等。但减产不足以改变趋势, 只是有助于加快改善供需关系, 减少阶段性的过剩, 并不支持形成上涨趋势。

上升趋势的确立需要经济的复苏、而目前仍处在降息周期之中。当前价格已反映了预期的恶化, 预计 09 年各金属均价跌幅在 10-40% 之间; 近期金融市场的危机还在向实体经济传导, 特别是房地产、汽车以及发电领域需求的低迷, 中国金属消费也不容乐观, 需求可能出现零增长甚至萎缩。因此, 我们认为暂时还不具备趋势性上涨的基础, 加息周期的重启、流动性扩张、美元指数是未来行业趋势变化重点关注的指标。

周期研究表明, 矿业股底部形成往往早于行业景气。历史上, 金属矿业股指数与金属价格、利率政策周期以及美元指数之间存在很强的相关性, 另一个重要的现象就是: 矿业股指数的底部一般会领先于上述指标, 顶部却往往滞后于相关指标的趋势性逆转。

风险提示。全球经济复苏的步伐快于预期, 或者陷入持续低迷; 中国刺激经济政策, 可能重燃“中国因素”预期以及各国央行为救急向金融系统注入了大量的基础货币, 流动性的再度扩张激发投资需求。

估值、评级及投资建议。在盈利预测的不确定性增大的背景下, 市净率是现阶段的主要估值参考。行业景气趋势性回升暂也无望, 估值上与历史性底部还有一定距离, 维持行业“中性”评级。从投资机会来看, 行业已经接近景气底部, 若金属市场不确定预期减弱, 可能带来强劲的反弹。因此, 我们认为 09 年需要密切关注有色板块的演变, 趋势性投资机会虽不大, 反弹机会还是值得期待。

表 49：主要金属 LME 库存情况比较

单位：万吨

品种	2002 年以来的 LME 库存情况					08 年预测消费量	库存消费周数
	目前 (08.11.13)	最高	低于高点 (%)	最低	自低点增加 (%)		
铝	155.6	155.6	0	49.3	215.6	4025	2.02
铜	27.0	98.0	-72.4	2.55	959.2	1850	0.76
锌	18.3	78.7	-76.8	5.81	214.1	1140	0.83
铅	4.5	19.7	-77.3	2.085	114.9	840	0.28
镍	5.8	5.8	0	0.2982	1850.9	140	2.17

资料来源：LME、Brook Hunt、中信证券研究部

表 50：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级
		07	08E	09E	07	08E	09E		
中金黄金	31.18	0.92	1.35	1.40	34	23	22	2.9	增持
山东黄金	40.48	0.61	2.18	2.25	66	19	18	6.4	增持
南山铝业	6.58	0.87	0.52	0.48	8	13	14	1.0	增持
中金岭南	7.6	1.18	0.84	0.52	6	9	15	2.0	增持

资料来源：中信证券研究部预测（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

（16）商业零售：防御性与估值优势并存（分析师：赵雪芹）

商业零售增速见顶并回落。伴随着经济下滑和居民消费信心指数回落，社会消费品零售总额增速已在 8-9 月见顶，上市公司收入和净利润增速都有进一步下滑的风险。但通过对发达国家和中国历史数据的研究，我们发现消费的弱周期性特征显著，在宏观经济预期增长 8.0% 的情况下，中国真实\名义消费增速分别为 11.81%\12.81%（假设通胀 0.9%）；真实\名义社会消费品零售总额增速分别为 13.13%\13.81%（假设 RPI0.60%）。

百货子行业。百货子行业增速对 GDP 增速的弹性为 1.03，但现在国内通行的联营的经营模式决定了百货公司较强的抗风险能力，公司个体特性与行业出现较大背离，但过去数月来市场以行业视角看待公司以致估值创历史新低，行业估值优势也开始显现。

表 51：2008\2009 年消费和社销总额增长率测算

	2007	2008	2009	2009
名义 GDP 增长率	18.76%	18.00%	11.20%	10.60%
真实 GDP 增长率	11.90	9.50%	8.50%	8.00%
消费占比	48.79%	50.00%	51.00%	51.00%
名义消费增速 (%)	16.75%	20.93%	13.42%	12.81%
CPI (%)	4.80%	5.00%	0.90%	0.90%
真实消费增速(%)	10.82%	15.17%	12.41%	11.81%
社会消费品零售总额占比(%)	33.89%	34.50%	35.50%	35.50%
名义社会消费品零售总额增速 (%)	16.75%	20.13%	14.42%	13.81%
RPI (%)	3.80%	4.70%	0.60%	0.60%
真实社会消费品零售总额增速 (%)	12.48%	14.74%	13.74%	13.13%

注：假设 2009 年消费比率为 51%、名义消费增速对应 CPI，社销名义增速对应 RPI，

超市子行业。超市子行业出售商品多为生活必需品，因此波动最小，但超市的盈利增长更多的依赖于扩张，因此在现有市场格局下，超市扩张的空间主要在三线以下城市，区域性公司的成长空间较大。前期鉴于该行业估值较高我们给予了中性评级并提示了估值风险，但近期股价已经大幅回落，我们再次调高行业评级为“强于大市”。

家电连锁子行业。家电消费对宏观经济的敏感性最强，随着未来经济下滑行业景气度将继续回落。但家电零售行业集中度将继续提升，龙头企业将充分受益，龙头公司苏宁电器估值已经充分反映了未来行业增长率下降的预期。

风险提示。行业增长下滑超预期，上市公司治理有缺陷，费用吞噬业绩。

投资策略。鉴于经济下滑背景下，百货、超市各子行业发展趋势与上市公司个体之间差异性加大，好公司发展前景与所属行业发展方向出现较大背离，因此我们认为应该采取自上而下和自下而上相结合的选股思路，推荐买入公司治理好、业绩增长确定性大、估值优势明显的苏宁电器（002024）、东百集团（600693）、银座股份（600858）、新华都（002264）、武汉中百（000759）；增持步步高（002251）。

表 52：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PEG	评级	目标价 (元)
		08E	09E	10E	08E	09E	10E			
苏宁电器	14.64	0.85	1.20	1.67	17.2	12.2	8.8	0.43	买入	30.00
东百集团	8.36	0.39	0.56	0.80	21.4	14.9	10.5	0.50	买入	11.70
银座股份	13.22	0.60	0.81	1.04	22.0	16.3	12.7	0.70	买入	21.80
百联股份	7.64	0.32	0.37	0.44	23.9	20.6	17.4	1.38	买入	13.13
武汉中百	7.74	0.30	0.40	0.52	25.8	19.4	14.9	0.82	买入	9.00
步步高	31.80	1.31	1.61	2.00	24.3	19.8	15.9	1.03	增持	36.80
新华都	13.52	0.68	0.93	1.18	19.9	14.5	11.5	0.63	买入	21.08

资料来源：中信证券研究部预测（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

（17）汽车：等待春天（分析师：李春波 许英博）

汽车市场需求前景是行业投资的关键影响因素。汽车行业利润率和销售增速呈现同方向变动，行业利润对需求最为敏感，当前行业投资的核心在于需求启动的时点和强度判断。

汽车市场需求中长期看好，短期压力仍大。08 年下半年以来，汽车市场持续低迷。中国汽车需求领先 GDP 约一个季度，08 年末至 09 年上半年汽车市场的压力仍然较大，行业底部有望在 09 年中期出现。关注可能出现的刺激汽车需求政策。

轿车市场：收入下滑预期、财富效应湮灭导致短期压力仍然较大。

重卡市场：宏观经济下滑将使重卡市场面临负增长。

大中客市场：市场需求相对平稳。

出口市场：国际竞争力提升，短期受国际经济下滑预期影响而下滑。

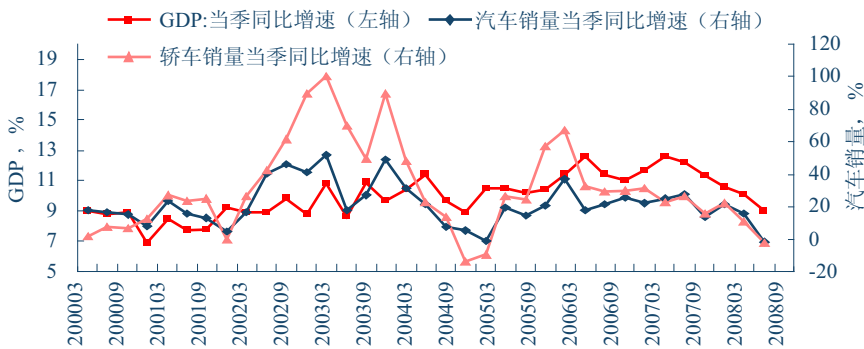
汽车行业 09 年业绩前低后高。09 年上半年将面对高基数、低销量，盈利将现同比显著下降。09 年中期伴随宏观经济改善需求有望稳步回升。

原材料和政策减负改善成本压力。预期原材料价格下降改善成本约 12%，增值税转型以及后续政策降低成本约 8%。

行业潜在风险因素：财富效应缩减影响中高端轿车市场，宏观经济下滑导致卡车市场销售放缓，国际经济放缓带来出口需求压力等。

汽车行业短期压力依然较大，但从中期来看行业估值基本见底，维持商用车“强于大市”、乘用车“中性”。重点关注宇通客车、一汽轿车、潍柴动力、中国重汽、江铃汽车等，等待行业需求形势的好转，09 年中期将是敏感时段。

图 62：近两年中国汽车需求领先 GDP 约一个季度



数据来源：国家统计局，汽车工业协会，中信证券研究部

表 53：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级
		07	08E	09E	07	08E	09E		
宇通客车	8.28	0.73	0.80	0.76	11	10	11	2.16	买入
一汽轿车	6.54	0.34	0.62	0.65	19	10	10	1.75	买入
潍柴动力	29.10	3.88	4.49	3.70	8	6	8	2.14	买入
中国重汽	13.75	1.71	1.37	1.15	8	10	12	2.66	买入
江铃汽车	8.04	0.88	0.91	0.90	9	9	9	1.87	买入

资料来源：中信量化投资分析系统（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

(18) 农业：政策利好主导行业投资机会（分析师：毛长青）

08 年行业增速放缓，但政策利好或支撑行业 09 年增速保持平稳。2008 年农林牧渔行业收入增速放缓，利润出现下降，09 年行业增速在全球金融危机拖累下，存在继续下降的风险。但三中全会所带来的制度变革以及扩大内需所带来的三农投入快速增长，或将支撑行业继续保持平稳增长。

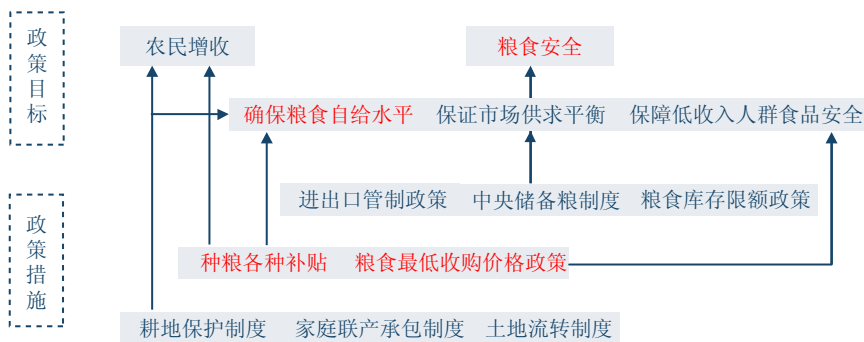
制度变革和投入加大为行业发展带来新机遇。十七届三中全会在土地制度和城乡统筹上所取得的突破，开启了农业生产资源市场化流动的序幕，为农业生产规模化和品牌化奠定基础，或将造就一批产业龙头逐步走向世界。财政加大三农投入力度，为制度变革的实现和行业发展提供了保障。

09 年国际农产品价格可能出现反弹，国内粮食价格稳中趋涨，其他农产品价格总体稳中有落。全球粮食丰收、金融危机引发消费预期下降，本轮国际农产品牛市基本结束，但明年可能会出现低位反弹。国内粮价将在国家收储价格上涨的支撑下稳中趋涨，猪价将继续下跌，低点可能在 8 月份左右出现，油脂、食糖、棉花等主要农产品价格继续震荡筑底。

主要风险揭示。气候异常以及疫情爆发的可能性；三聚氰胺事件对养殖行业上中下游可能造成冲击。

行业投资评级与重点公司推荐。09 年涉农行业主题投资和价值投资双重机会依然存在，重点关注粮食安全产业，以及资源型、安全保障类上市公司。我们维持农林牧渔行业“强于大市”的投资评级，给予动物保健品、番茄酱、高档水产养殖等子行业“强于大市”的投资评级，维持中牧股份、新中基“买入”评级，维持北大荒、金宇集团、天康生物、好当家、中粮屯河、新希望等“增持”评级。

图 63：粮食安全是我国最高级别的农业政策



资料来源：USDA，中信证券研究部

表 54：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
中牧股份	9.19	0.40	0.52	0.68	35	18	14	3.2	买入	17.07
好当家	5.79	0.32	0.35	0.40	26	17	15	3.0	增持	8.00
新中基	5.01	0.23	0.5	0.65	32	10	8	1.8	买入	9.00
新希望	7.06	0.40	0.52	0.60	21	14	12	1.9	增持	8.32
北大荒	12.12	0.33	0.35	0.39	29	35	31	4.6	增持	13.5
顺鑫农业	10.74	0.34	0.52	0.65	32	21	17	2.1	增持	13.00

资料来源：中信数量化投资分析系统（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

（19）传媒：前进在变革的进程中（分析师：皮舜）

传媒产业保持平稳增长。2007 年中国传媒行业产值达到 4811 亿元，同比增长 13.6%；广告收入同比增长也达到 17%。2008 年 1-3 季度，传媒类上市公司实现营业收入 94 亿元，同比增长 23%；实现利润 13 亿元，同比增长 6%。

行业政策环境：改革不断深入，路径还在探讨。2008 年，辽宁出版传媒准整体上市，安徽时代出版的借壳上市，以及湖南电广传媒尝试广电资产注入，标志着中国传媒行业开始由平面媒体改革向广电媒体的纵深改革进行推进。

行业经营环境：文化消费升级推动传媒走向长期繁荣。中国国力快速提升，要求传媒产业的蓬勃发展。尽管宏观经济有些反复，但中国经济中长期快速增长，必然推动文化消费不断升级。我们预测在未来一段时间内传媒产业产值增长相对 GDP 弹性为 1.2 到 1.5。

子行业经营分析：有线发展平稳，平面媒体需求来自新媒体冲击较大。尽管随着技术进步，以网络为代表的新媒介的快速发展冲击着平面媒体，但有线电视仍然是家庭信息消费的主终端。我们预计在未来三年，数字电视用户仍然能够保持超过 50% 的增长。

给予“中性”的行业评级。虽然我们很看好传媒产业未来的成长性，但从估值体系看，传媒行业估值处于整个市场估值体系的较高位，因此我们仍维持行业“中性”投资评级。变革与平稳增长是被挖掘的投资主题。我们重点关注电广传媒、歌华有线、天威视讯、广电网络等具有变革与平稳增长特质公司，同时也可关注博瑞传播、时代出版以及新华传媒。

表 55：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
电广传媒	10.65	0.28	0.31	0.40	38	34	27	2.54	增持	14
歌华有线	8.92	0.35	0.36	0.45	31	30	24	2.24	买入	16
天威视讯	10.28	0.27	0.32	0.37	40	33	29	2.34	增持	15.7
广电网络	7.04	0.12	0.28	0.30	87	38	36	2.01	买入	12
北巴传媒	7.01	0.12	0.16	0.31	90	67	34	3.41	增持	10

资料来源：中信数量化投资分析系统（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

（20）电子：避险为首要任务（分析师：孙胜权）

全球经济增长放缓影响电子产品短期需求。国际经济形势持续恶化已严重影响电子产品的需求；预计全球半导体销售额增长速度将由 07 年的 3.8% 下滑到 08 年的 2.5%，09 年出现负增长的可能性较大；09 年上半年将是行业更困难的时期。

中长期看电子产业仍属高成长行业。近年来行业的成长性有所降低，但全社会信息化水平持续提高、电子产品价格不断下降都是推动电子产业维持快速增长的主要动力；电子产品的需求逐渐刚性化，经济形势不好只会延缓部分需求，因此需求不会大起大落。

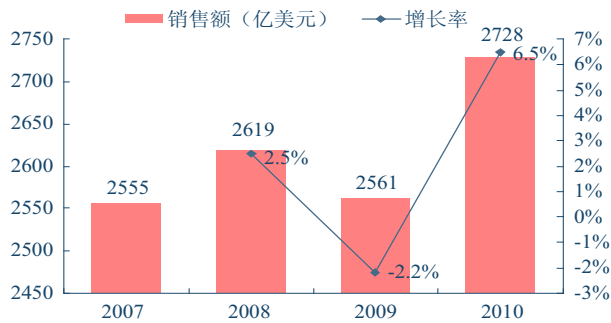
行业盈利明年将前低后高，全年整体上表现为衰退。电子类上市公司的业绩从 08 年 4 季度开始将急剧下滑，09 年 1 季度达到谷底，09 年上半年业绩同比将明显衰退，下半年随着全球经济起稳，行业产能利用率、盈利能力将逐步回升，不过也只有少数公司能实现 09 全年利润正增长。

投资策略。电子类公司个体差异较大，明年上半年行业低迷期应选择抗周期能力强、盈利能力稳定的公司，下半年若景气复苏，则具备强周期特征、估值较低的公司具有更大的投资价值。

风险因素。09 年全球经济恶化程度超出预期以及国际汇率的波动。

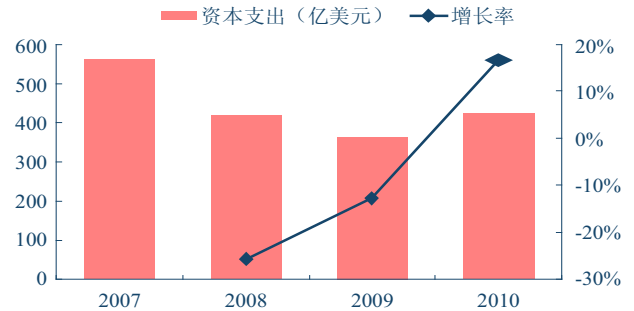
行业评级及股票推荐。下调行业评级至“弱于大市”；个股上，我们调低了大部分公司的投资评级，建议投资者适当配置抗周期性较强、有稳定增长预期的公司，如歌尔声学、中环股份、广州国光、横店东磁、华微电子以及火箭股份等。

图 64: 2007-2010 年全球半导体市场预测



资料来源: WSTS

图 65: 2007-2010 年全球半导体资本支出预测



资料来源: Gartner

表 56: 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
火箭股份	8.65	0.51	0.43	0.46	17	20	19	1.6	增持	10.5
华微电子	3.94	0.30	0.17	0.23	13	23	17	1.4	增持	4.5
中环股份	5.59	0.21	0.29	0.38	26	19	15	1.8	增持	6.25
横店东磁	6.29	0.43	0.37	0.41	15	17	15	1.2	增持	7
广州国光	5.29	0.39	0.39	0.47	14	14	11	1.4	增持	6.6
歌尔声学	19.28	0.64	1.13	1.76	30	17	11	3.0	增持	24

资料来源: 中信量化投资分析系统 (注: 收盘价为 2008 年 11 月 21 日)

(21) 航空机场: 景气结束, 防御为先 (分析师: 马晓立)

预测 09 年 RPK 增长 9.2%。金融危机、经济下行和一系列偶发因素对航空业造成严重的负面冲击, 导致行业客座率和票价水平的双双下滑。市场需求将是决定行业前景的关键因素。根据航线的不同诱发因素, 我们首次对国内、国际航线进行分类预测, 并对宏观经济作乐观、中性、悲观三种情景假设。结果显示, 中性假设下 09 年行业 RPK 增速为 9.2%, 自 2001 年以来首次回到个位数, 航空业或将经历 2-3 年低迷期。

预测 09 年座位数增长 9%, 运力供求基本平衡。我们统计了国内主要航空公司的运力规划, 在不考虑 B787、A380 的情况下 (预期将推迟交付), 09 年行业飞机架数将增长 9.4%, 座位数增长 9.0%, 运力供求基本持平。

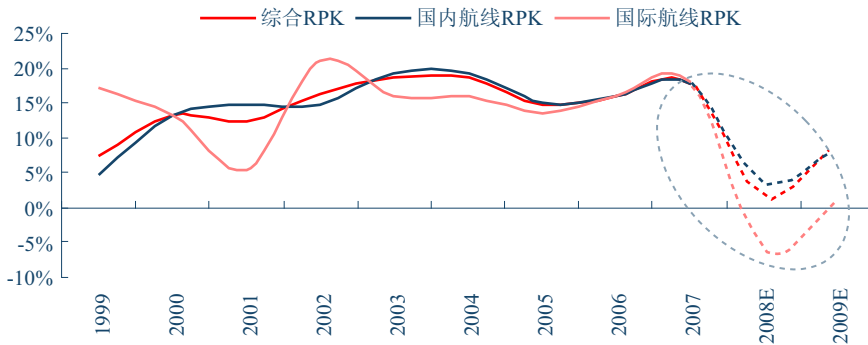
航空公司 09 年盈利不容乐观。09 年行业客座率和票价水平难以出现大幅回升, 油价下跌无法彻底扭转行业亏损局面, 人民币兑美元升值速度的放缓将令航空公司失去巨额汇兑收益。综合考虑航空性主业和汇兑收益, 我们预期航空公司 09 年盈利有可能低于 08 年, 前景不容乐观。

机场盈利将稳定增长。区域垄断性和重要项目收费实行政府指导价, 令机场具备较强的价格刚性。包括广告、商业租赁等在内的非航空性业务, 其收费水平更是逐年看涨。机场较强的价格刚性和 10% 左右的业务量增速, 保证了机场在经济下行背景下仍能取得稳定的业绩增长。

风险因素。宏观经济硬着陆; 非理性价格战; 恐怖活动等意外事件。

行业投资策略: 防御为先。机场稳定的盈利增长和充沛的现金流使其具备良好的防御性, 当前估值偏低, 已具备长期投资价值, 维持“强于大市”评级。航空运输业仍未见景气复苏, 预计航空公司 08 年将出现行业性亏损, 09 年盈利亦不容乐观, 维持“中性”评级, 潜在买点或在 09 年 3-4 月份。

图 66: 预测 2009 年旅客周转量 (RPK) 增速为 9.2%



资料来源: CAAC, 中信证券研究部, 2003、04 年作了平滑处理。

表 57: 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
深圳机场	5.8	0.33	0.18	0.38	18	31	15	2.0	买入	8.3
上海机场	12.55	0.88	0.48	0.57	14	26	22	1.9	买入	13.1
厦门空港	13.99	0.55	0.65	0.81	25	22	17	3.1	增持	16.2
白云机场	7.66	0.36	0.40	0.47	21	19	16	1.4	持有	7.1
中国国航	4.33	0.32	-0.24	-0.09	14	n.a.	n.a.	1.9	持有	3.7
南方航空	3.66	0.42	-0.08	0.01	9	n.a.	366	1.9	持有	2.45
东方航空	4.39	0.12	-0.64	-0.20	37	n.a.	n.a.	63	持有	-

资料来源: 中信数量化投资分析系统 (注: 收盘价为 2008 年 11 月 21 日)

(22) 造纸: 从供求关系看行业景气 (分析师: 许骏)

2008-2010 年纸品的供给分析。于业内首次给出了 2008-2010 年分纸种的产能统计。“节能环保”政策和《造纸产业政策》及新《制浆造纸工业水污染物排放标准》令厂商非自由竞争, 产能存量关停, 增量趋缓, 供给增速从 07 年开始放缓的趋势未来两年将进一步强化。

分纸种需求特性分析。从行业总体需求特征出发, 对分纸种需求特性作出定性分析, 再进行 GDP/工业产值/出口总额与消费量的回归测算, 得出分纸种对宏观经济的敏感性从高到低依次为箱板/瓦楞纸、铜版纸、新闻纸、白板纸、文化纸。

2008-2010 年供求关系的情景分析。以产能统计为基础得出产量/产能预测数据; 需求预测则通过趋势外推, 结合分纸种需求定性和回归分析的结果, 参考未来宏观经济增速的判断得出。由于未来宏观经济的变动存在一定不确定性, 引入情景分析, 最终得出子纸种景气度排序为文化纸、白卡纸、铜版纸、新闻纸、箱板/瓦楞纸。其中文化纸和白卡纸即便在宏观经济状况低于预期的“悲观”情景下仍能维持高景气。

09 年原料价格将低位运行，非一体化企业应更为受益。判断进口浆价短期应跟踪主要产浆国的汇率，长期则看全球木浆和木材的供求。

风险因素：宏观经济的不确定性导致需求难以准确把握。国家执行“节能环保”政策和《造纸产业政策》及新《制浆造纸工业水污染物排放标准》的力度是否符合预期。

行业评级与投资策略。建议选择产能扩张有限，需求受宏观经济不确定性冲击较小的优势纸种，进而配置以上优势纸种占比较大的公司。维持“强于大市”的行业评级。重点推荐博汇纸业、晨鸣纸业、太阳纸业和华泰股份。

表 58：纸供求关系情景分析表（2000-2010）

单位：万吨

情景模式	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
文化纸国内缺口	-10	-5	17	13	25	9	-9	-8	-15	34	15
新闻纸国内缺口	20	13	19	34	10	12	-31	-57	-35	-72	-51
铜版纸国内缺口	-	85	43	17	24	-11	-48	-53	-39	-52	-98
白板纸国内缺口	86	87	74	93	101	72	31	12	13	20	68
箱板纸国内缺口	111	85	125	116	148	135	100	78	2	-202	-110
瓦楞纸国内缺口	99	115	130	132	111	85	63	14	23	-85	-110

资料来源：中信证券研究部 注：表中消费量为中性情景下的消费量

表 59：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
博汇纸业	5.07	0.39	0.73	0.83	13	7	6	0.9	买入	9.96
晨鸣纸业	5.59	0.47	0.79	0.84	12	7	7	0.8	买入	9.24
华泰股份	6.86	0.9	1.01	1.28	8	7	5	0.9	买入	12.8
太阳纸业	7.20	0.76	1.14	1.49	9	6	5	1.0	买入	16.39
银鸽投资	3.84	0.40	0.43	0.53	10	9	7	1.3	买入	5.83
景兴纸业	3.46	0.21	0.21	0.31	16	16	11	0.7	增持	3.1
山鹰纸业	2.93	0.14	0.19	0.25	21	15	12	0.9	持有	2.5

资料来源：中信数量化投资分析系统（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

（23）旅游：客流恢复看好景区（分析师：赵雪芹 姜娅）

我们认为中国旅游业对此次宏观经济调整的敏感性较小。发达国家如美国旅游行业与经济周期基本一致，但在经济上升周期旅游行业增速略快于 GDP 增速，在经济下降周期其下降速度则慢于 GDP 降速；中国出游居民主体尚处于观光游阶段，观光游对应消费支出相对较低，因此我们认为旅游行业对居民收入增速放缓等因素较不敏感。

表 60：未来两年旅游行业收入预测

	国内游客数量 (亿人)	YOY %	国内游人均花费 (元)	YOY %	国内旅游收入 (亿元)	YOY %	入境游外汇收入 (亿美元)	YOY %	汇率(美元/人民币)	入境游收入 (亿元)	旅游行业总收入 (亿元)	YOY %
2004	11.0	26.7	427.5	8.0	4711.1	36.8	257.4	45.4	8.277	2130.4	6841.4	40.1
2005	12.1	10.0	436.1	2.0	5285.5	12.2	293.0	13.8	8.192	2399.8	7685.4	12.3
2006	13.9	15.0	446.9	2.5	6229.8	17.9	339.5	15.9	7.972	2706.5	8936.2	16.3
2007	16.1	15.5	482.6	8.0	7771.0	24.7	419.0	23.4	7.597	3183.0	10954.0	22.6
2008E	16.9	5.0	482.6	0.0	8158.4	5.0	402.2	-4.0	7.000	2815.7	10974.0	0.2
2009E	18.3	8.0	492.3	2.0	8987.2	10.2	388.2	-3.5	7.000	2717.1	11704.4	6.7

资料来源：国家旅游局，中信证券研究部

2008 年多灾多难，2009 年反弹确定。2008 年因自然灾害、奥运、休假制度改革等多因素影响，旅游行业受冲击较大。2009 年旅游行业反弹将十分确定，主要理由：1、2008 年基数较低；2、我国旅游业超过 70% 收入来自国内游，而国内游受此次金融危机影响较小，旅游需求仍然比较稳定。

客流恢复，景区类公司业绩增长确定。景区具有资源垄断优势，且观光游阶段景区也最受益，客流回升对景区公司业绩增长贡献明确。

行业估值创历史新低，投资价值显现。我们重点跟踪的 8 家公司 2009 年动态市盈率目前仅 18 倍，而其 2007-2010 年业绩平均复合增长率达到 20.52%，目前估值对应 PEG 0.88 倍；推荐买入的 5 家公司复合增长率为 28.87%，对应 PEG 为 0.55 倍。鉴于估值已创历史新低，相对 2009 年较为确定的业绩反弹和稳定的长期增长，我们认为旅游行业价值优势显现。

风险提示。行业对自然灾害、政治事件等敏感度强；个别公司治理有瑕疵。

行业评级及投资建议。考虑到旅游行业长期景气和重点公司明确的业绩增长，我们维持旅游行业“强于大市”评级。建议抓住估值回归机会，买入资源型低估值个股，享受其确定的长期稳健收益。建议短期买入因资源收购带来 2009 年业绩明确增长的桂林旅游（000978）、资源储备充裕的三特索道（002159）、行业龙头公司中青旅（600138）、资源垄断性高且估值回归的黄山旅游（600054）；长期买入峨眉山 A（000888）。

表 61：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	ROE %	目标价 (元)	评级
		08E	09E	10E	08E	09E	10E				
桂林旅游	6.97	0.32	0.50	0.70	22	14	10	2.50	11.97	9.49	买入
三特索道	4.12	0.19	0.40	0.48	22	10	9	1.25	7.17	8.23	买入
中青旅	7.15	0.19	0.56	0.72	38	13	10	1.58	10.49	11.03	买入
黄山旅游	12.29	0.45	0.60	0.72	27	20	17	5.19	16.40	18.00	买入
峨眉山 A	5.37	0.04	0.25	0.34	134	21	16	2.11	7.66	6.25	买入
首旅股份	8.13	0.42	0.40	0.42	21	22	21	1.91	12.55	8.00	增持
锦江股份	8.74	0.48	0.43	0.49	20	22	19	1.71	7.52	8.60	增持

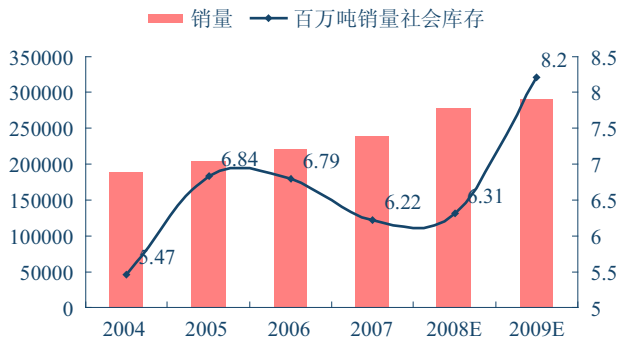
资料来源：中信证券研究部预测（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

（24）煤炭：煤价下跌考验行业利润水平（分析师：王野）

煤价下跌考验行业利润水平。从历史数据来看，价格对吨煤利润的贡献超过七成。08 年 1-8 月受益于高煤价，吨煤净利润同比增长 116%；而近期受国际国内金融经济形势影响，煤价纷纷下跌，对未来行业利润水平提出考验。

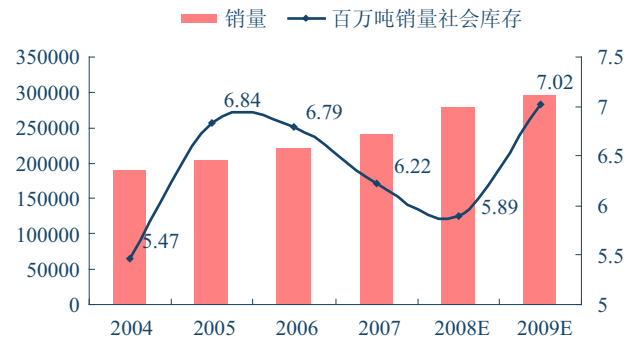
2009-2010 年预计会出现供给过剩。电力、钢铁等主要耗煤行业 2009-2010 年需求预计全面下滑，而受前期固定资产投资强劲影响，未来两年煤炭新增产能将保持惯性增长；此轮煤市不景气期间，预测未来两年小煤矿关停产能占国内总产量 2.65% 和 2.54%。通过模型计算：即使在乐观预期之下，2009-2010 年也可能会出现少量供给过剩；而在悲观预期之下，则有可能出现大量的供给剩余，而且未来两年煤炭库存将告别 08 年的低水平转而进入一个高库存时期。

图 67: 悲观情形下百万吨销量社会库存量 单位: 万吨



资料来源: 中信证券研究部

图 68: 乐观情形下百万吨销量社会库存量 单位: 万吨



资料来源: 中信证券研究部

未来两年行业政策预期从紧。增值税率上调和预期征收资源税如何有效向下游转移将成为影响 09 年行业成本的重要因素; 关税上调限制出口无疑是对明年煤炭市场的雪上加霜。加之 09 年较强的限价预期, 行业政策面未来“一片黯淡”!

维持 09 年合同动力煤微涨预期, 但吨煤利润下滑之势难改。对 6000 大卡合同动力煤价格模型预测: 悲观预期下, 09 年吨煤均价为 556 元/吨, 较 08 年上涨 4%-5%; 乐观预期下, 09 年吨煤均价为 584 元/吨, 较 08 年上涨幅度为 9%-10%; 但两种情形下吨煤净利润同比下降 67.39%、13.04%。

09 年焦煤面临降价, 高额利润空间将会压缩。08 年前期主焦煤市场价格飙升, 全年吨煤净利润可能高达 328 元。受钢铁行业需求走软影响, 09 年降价预期强烈; 假设 09 年成本小幅上扬情形下, 吨煤净利润可能降至 50 元; 假设 09 年成本有一定下降的情形下, 吨煤净利润可能降至 100 元。

维持行业“中性”评级。基于 09 年可能出现供给过剩的判断, 我们预计 09 年全年全行业吨煤净利润为 40 元/吨左右, 同比下降 45%。维持行业“中性”评级。由于煤炭行业的强周期性以及煤企普遍存在净资产没有在资产负债表中合理反映的问题, 我们认为传统的 PE 和 PB 对上市公司估值不尽合理。基于 P/E 的传统估值, 我们尝试对煤炭企业采用吨煤市场价值比率和价格/权益可采储量比的方法进行修正, 并调整相应目标价如下。

表 62: 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			P/E			07 静态 P/B	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
中国神华	17.92	1.07	1.53	1.84	17	12	10	2.40	增持	20.24
中煤能源	7.1	0.39	0.63	0.73	18	11	10	2.43	增持	8.03
西山煤电	9.54	0.87	1.35	1.25	11	7	8	1.81	买入	11.25
兰花科创	12.62	1.01	2.10	2.04	12	6	6	1.64	买入	16.32
平煤天安	12.86	1.03	2.26	1.72	12	6	7	2.18	增持	13.76
潞安环能	11.43	0.85	2.08	1.72	13	5	7	1.56	增持	13.76
煤气化	8.67	0.68	1.57	1.37	13	6	6	1.66	增持	10.96
国际实业	9.28	0.25	0.68	0.75	37	14	12	3.14	持有	9

资料来源: 中信数量化投资分析系统 (注: 收盘价为 2008 年 11 月 21 日)

(25) 保险：静待厚积薄发之日（分析师：黄华民）

寿险业扩张周期遵循 5 年一循环的规律，预计 2009 年寿险增速从 60% 回落至 18.6%，产险增速 14.3%。1990-2009 年中国寿险业将完成 4 个完整的周期，产品/渠道创新和不同金融产品相对收益率差异是影响寿险业周期的波动的主导力量，2009-2010 年将进入结构优化调整期。

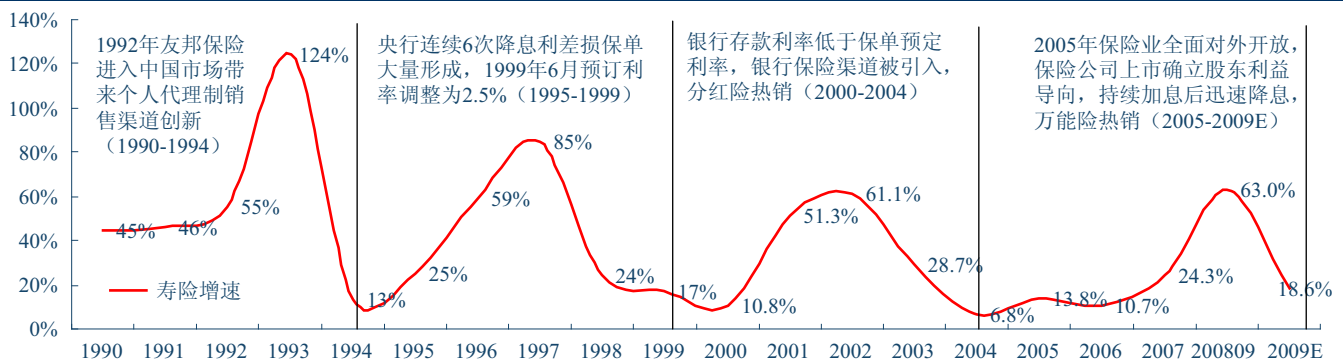
预计 09 年投资收益率继续回落至 4% 左右，股市收益率提升是扭转预期的核心变量。预计这次降息周期将使债券/存款收益率下降到 3.5%，为达到精算假设收益率水平，中国人寿（5.5%）、中国平安（5.1%）和中国太保（4.62%）对应股票投资收益率至少应达到 17.5%、16.3% 和 11.7%，目前看来尚属小概率事件，我们假设 09 年保险投资股票收益率 8%-10%。

如 09 年真实投资收益率弱于精算假设可能引发市场对内涵价值和新业务价值利润率的重估。如同 2006-2007 年牛市使得市场不断向上重估精算假设前提一样，2009 年可能延续 2008 年对保险股的向下重估，关注焦点从利润表转向内涵价值表，各公司有可能再次调整各项精算假设。

风险因素：股市继续调整、向下调整精算假设、保单销售出现严重下滑。

行业评级与投资逻辑。在保单成本刚性和降息周期下，股票投资收益率是决定 2009 年保险公司利润和估值的核心驱动因素，只有当股市投资收益率从 8-10% 提升到 15-20% 才能使得组合收益率达到精算假设要求；如 2009 年投资收益率无法达到精算假设水平，中国平安和中国太保的估值因利差损保单的存在将继续受到抑制。维持行业“中性”评级，同时下调中国平安评级至“增持”，维持中国太保和中国人寿的评级不变。

图 69：中国寿险保费规模扩张四年一个周期，未来将进入结构优化期



资料来源：中信证券研究部

表 63：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			ROE	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
中国平安	24.47	2.11	-0.45	1.53	12	-54	16.0	13.2%	增持	40
中国人寿	19.86	0.99	0.49	0.65	20	40.3	30.6	12.8%	持有	23
中国太保	12.78	1.12	0.55	0.68	11	23.2	18.8	9.7%	增持	17.5

资料来源：中信证券研究部预测（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

(26) 航运：全面复苏尚待时日（分析师：于军 纪云涛 谢从军）

2009 年的海运贸易需求增速不可避免将出现回落。我们预计 09 年全球干散货和集运贸易需求增长率为仅为 1.95%和 8.6%，增速比 08 年下降约 4.5 和 0.3 个百分点。油运市场相对略好，IEA 新近下调 09 年全球原油需求增速至 0.8%，但仍比 08 年增速提高 0.3 个百分点。考虑运矩因素，我们预测 2009 年油品贸易需求增速为 3.1%，较 08 年提高 0.3 个百分点。

干散货和原油运输两个细分市场 2009 年运力释放加速。干散货轮和原油轮的 09 年运力增长明显加速，分别达 15%和 10%，同比增加约 7 和 6 个百分点。成品油和集装箱船运力明年的运力释放速度均出现下降，分别为 5.8%和 13.5%，同比下降 5 和 1.5 个百分点。

主要航运子行业 2009 年均面临景气下降。从历史回报率看，BDI 目前点位极度非理性，有反弹要求，但反弹后仍将进入数年的行业衰退和萧条期。油轮市场走势将出现分化，成品油市场供需形势相对健康，但 09 年 VLCC 运费水平预计同比将下跌 50%。集运市场运力增速的下降难以抵消需求下滑的负面影响，预计单箱运费将同比下跌 4.1%。

干散货的“危”与“机”。运费的极端调整使得航运业内部各环节均面临重大风险，这种风险还在通过衍生品和实体两个市场的交互作用不断被放大。越来越多船东选择停航、加大拆解和取消订单等主动性的运力调整手段，我们相信未来“被动性”的极端运力调整（例如破产）也将越来越普遍。这也是我们在行业的“危”险时刻唯一看到的“机”遇所在。

我们维持行业整体的“中性”评级，建议关注 BDI 反弹可能出现的交易性机会。反弹的具体时点，我们倾向于 09 年一季度，并建议投资者观察钢价是否企稳、铁矿石库存是否加速消耗等先行指标。至于 BDI 的反弹能否形成交易性机会，取决于 BDI 反弹幅度是否超乎市场预期及当时的资本市场状况。对于重点公司，我们相对看好成品油业务为主或是业务结构相对抗周期且估值具有相对优势的公司，并维持原有评级。

表 64：中信航运组预测的全球干散货海运贸易需求

年份	矿石	增长率	冶金煤	增长率	动力煤	增长率	谷物	增长率	少数货种	增长率	合计	增长率
2005	715.4	11.10%	207	5.61%	468	3.08%	211.9	2.12%	1,048.90	2.33%	2,651.20	4.90%
2006	758.8	6.07%	239.3	15.60%	529.2	13.08%	221.1	4.34%	1,101.30	5.00%	2,849.70	7.50%
2007	811.8	6.98%	246.4	2.97%	586.7	10.87%	227.8	3.03%	1,155.30	4.90%	3,027.90	6.30%
2008E	921.2	13.48%	249.8	1.38%	611.2	4.18%	241.5	6.01%	1200.4	3.90%	3,224.10	6.50%
2009E	951.2	3.26%	253.4	1.44%	626.5	2.50%	236.3	-2.15%	1219.5	1.59%	3286.9	1.95%
2010E	993.1	4.40%	257.3	1.54%	634.9	1.34%	238.6	0.97%	1243.9	2.00%	3367.8	2.46%

资料来源：Drewry, Clarkson, 中信证券研究部

表 65：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			2008 PB	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
长航油运	4.58	0.39	0.41	0.52	11.7	11.2	8.8	1.6	买入	5.2
中海发展	8.44	1.38	1.80	1.47	6.1	4.7	5.7	1.3	买入	10.4
中远航运	6.66	0.82	1.22	0.88	8.1	5.5	7.6	1.9	增持	6.8
中国远洋	8.66	2.05	2.02	1.11	4.2	4.3	7.8	1.4	持有	5.5
招商轮船	4.26	0.25	0.48	0.36	17.2	8.9	11.8	1.5	持有	3.9
中海集运	2.87	0.28	0.09	0.12	10.1	30.5	24.2	0.9	持有	2.4

资料来源：中信证券研究部预测（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

(27) 铁路运输：行业景气平稳，期待运价变化（分析师：于军 谢从军）

与宏观经济同步增长，铁路客货周转量增速约为 GDP 的 0.8-1 倍之间。铁路客运中长途运输、货运大宗货物运输等优势业务决定了铁路客货运量将保持平稳增长态势。客货运输收入略高于客货运量增速，接近于两位数的增幅。

铁路运能因筑路高潮将有跨越式飞跃，分流影响有限。预计到 2013 年，中国铁路里程将达到 12 万公里，主要繁忙干线实现客货分线，主要通道实现复线电气化，复线率和电化率均达到 50%，运输能力和运输质量满足国民经济和社会发展需要。煤运通道建设对大秦线影响有限，主要是基于目前的集疏系统、支线建设都连接到大秦线，大秦线具有非常好的规模经济和密度经济。客运专线形成对广深线既有路网效应也有分流影响。

防御性主要来自于运价的稳步提升。防御性主要是来自于收入和利润增长的确定性。铁路客货运量增长比较平稳；由于铁路运量非常大，以及目前运价较低，运价绝对值的微小变动，其增幅将是较大的，对运输收入的影响比较大。历次客货运价提升带来的收入增幅较大。

行业及公司风险。经济增长大幅放缓；利率大幅上升；自然灾害等。

行业评级“强于大市”。从相对估值比较来看，铁路估值要略高于公路、港口等交通运输行业，享受了 10-20% 的估值溢价。目前估值基本趋于合理。我国铁路处于黄金发展时期，客货运量增长维持稳定，跨越式发展和建设将决定有持续的资产注入既有上市公司，配合运价机制改革和铁路建设基金改革等，未来收入和盈利能力良好，尤其是在其他行业可能陷入亏损预期下，铁路运输具有较好的防御能力。维持大秦铁路“买入”评级。

表 66：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			2008 PB	ROE %	评级
		07	08E	09E	07	08E	09E			
大秦铁路	9.59	0.46	0.58	0.66	21	17	15	3.07	18.24	买入
广深铁路	4.00	0.20	0.22	0.26	20	18	15	1.17	6.11	增持
铁龙物流	7.01	0.36	0.31	0.36	20	23	20	2.46	19.18	增持

资料来源：中信证券研究部预测（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

(28) 公路运输：估值中枢下移，精选优质个股（分析师：于军 谢从军）

收费公路受宏观经济影响明显，近期难言快速增长。参照 1998 年的相关经验，若未来 2 年 GDP 增速回落在 8% 左右，公路行业通行费收入增速将可能在 5% 以内甚至是负增长。

筑路高潮将带来分流影响，合理估值中枢下移（DEF 结果下降）。高速公路网规模加速完善，路网效应将逐步减弱，分流影响将逐步凸现，合理 PE 将由 2008 年 EPS 的 20 倍降到 15 倍（假设车流量分流 20-30%）。同时，参与新线建设，投资回报较低，降低公司估值。筑路进程中，因目前公路投资规模巨大和融资难度，上市公司将被各省交通厅要求建设投资较高、回报较低的线路。项目 ROE 一般为 10% 左右，低于目前公司 ROE 水平。

毛利率维持稳定，现金红利价值将体现。因计重收费、成本控制等可稳定毛利率，高分红公司的股息率非常可观，将在 6-8% 之间。

表 67: 重点公路公司的未来股息率预测 (%)

证券简称	收盘价	2006	2007	2008E	2009E	2010E
赣粤高速	8.32	2.13%	2.45%	5.74%	6.78%	6.77%
深高速	5.09	2.64%	3.14%	5.11%	6.98%	8.81%
楚天高速	4.03	7.13%	3.97%	5.91%	7.63%	9.42%
山东高速	4.91	2.58%	3.18%	5.38%	6.41%	6.68%
现代投资	13.98	8.33%	5.72%	7.30%	8.67%	9.59%
宁沪高速	5.15	3.73%	5.24%	5.10%	6.24%	7.55%
福建高速	5.11	4.84%	4.89%	6.26%	6.71%	7.79%
皖通高速	4.39	6.19%	4.50%	5.39%	5.60%	5.87%

资料来源: 中信证券研究部, 注: 2008-11-21 收盘价; 假设股利支付率为 60%。

行业的 PE、PB 估值水平回落到历史低点附近, 相对估值有优势。2008 年公路行业动态 PE、PB 分别在 12 倍和 1.5 倍, 与 2006 年 2、3 季度的历史估值低点基本持平。无论是参照沪深 300 还是交通运输行业, 也无论是基于动态 2009 年或者 2010 年的市盈率和市净率, 公路行业都具有估值优势。基于 DCF 和重估价值, 重点公路公司估值的合理市盈率在 15 倍左右。

行业及公司风险。经济增长大幅放缓; 利率大幅上升; 自然灾害等。

行业评级与股票推荐。公路公司业绩增长的稳定性, 目前股价基于合理 PE 仍有一定安全边际, 以及其他行业受诸多因素的影响等, 现金红利价值将明显体现, 公路股投资机会将逐步显现, 仍维持行业“强于大市”的投资评级。维持赣粤高速、楚天高速和山东高速“买入”评级。

表 68: 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			2008 PB (倍)	评级	变动
		07A	08E	09E	07A	08E	09E			
赣粤高速	8.33	0.94	0.81	0.89	9	10	9	1.5	买入	
楚天高速	3.91	0.29	0.35	0.41	14	11	10	1.5	买入	
山东高速	5.16	0.35	0.39	0.44	15	13	12	2.0	买入	
深高速	4.97	0.31	0.28	0.32	16	18	16	1.5	增持	调低
现代投资	12.58	1.48	1.46	1.34	9	9	9	1.5	增持	调低

资料来源: 中信证券研究部预测 (注: 收盘价为 2008 年 11 月 21 日)

(29) 银行: 从估值回归到业绩回稳 (分析师: 朱琰)

息差快速下行格局中财政和货币政策主导规模增长变量。经济下行周期中的快速降息导致息差从高位迅速回落。我们对不同的降息假设进行测算的结果显示, 2009 和 2010 年的息差下降幅度分别在 20-30bp 和 10-20bp 左右。

积极的财政政策和适度宽松的货币政策有望刺激信贷规模扩张。国务院 4 万亿规模基建投资有望在 2009 年及 2010 年分别带动 5500 亿和 6500 亿贷款配套投放, 可能成为刺激未来两年贷款规模增长的重要变量。

不良贷款上升导致的信贷成本变化是公司业绩分化的关键因子。国外银行在经济下行周期中, 信贷成本往往迅速上升而导致业绩下滑。由于 08 年各银行信贷成本基础存在巨大的差异, 随着资产质量系统性的风险上升, 09 年信贷成本的变化将是主导各公司业绩分化的关键因子。

投资主题：从估值回归到业绩回稳。国内银行股在业绩增速触底之前，投资机会来自于估值推动。目前银行股估值水平隐含的 09 年行业平均 ROE 预期为 18%，比我们预测值低 10%。目前近半数银行的股息率已经超过一年期国债收益率水平，存在一定估值提升潜力。2010 年后净利息收入增速会随息差回稳而回升，业绩增长将重回投资主线。

风险提示。央行降息幅度和速度超预期。银行资产质量风险随着经济下行逐渐爆发。理财产品的潜在风险。西部及农村公路建设资金难以到位。

防御在左，进攻在右，维持行业“强于大市”评级。在行业增长减速和风险加速的背景下，选择两者共振效应低、有估值安全边际的银行。在业绩增速回稳预期明朗后，建议配置业绩增长弹性大的品种。低息差、高拨备、高信用成本的公司由于对经济下行敏感度较低，具备良好的防御性。主动资产扩张能力强的公司是业绩回稳期的优先投资标的。

表 69：上市银行估值隐含的 ROE 下降幅度推算

	工行	建行	深发展	浦发	民生	招商	兴业	华夏	北京
beta	1.00	1.05	1.25	1.2	1.23	1.18	1.19	1.15	1.13
股权回报率	10.56%	10.88%	12.17%	11.85%	12.04%	11.72%	11.78%	11.53%	11.40%
09EPB	2.1	1.9	1.4	1.9	1.3	1.9	1.3	1.4	1.6
现行估值反映的 09 年 ROE 水平	22.18%	20.68%	17.04%	22.51%	15.65%	22.27%	15.32%	16.14%	18.24%
ROE-2008Q3	21.96%	24.49%	28.19%	39.54%	21.45%	33.45%	29.37%	28.75%	20.20%
ROE-2009E	19.40%	21.83%	25.02%	29.98%	18.62%	24.30%	21.93%	14.69%	16.93%
估值隐含的 ROE 下降幅度	14.34%	-5.28%	-31.89%	-24.92%	-15.95%	-8.35%	-30.15%	9.86%	7.69%

资料来源：wind, bloomberg, 中信证券量化系统

表 70：情景假设下不良率、信贷成本、净利润增速与盈利预测比较

情景假设	不良率			信贷成本			净利润增速		
	轻度	中度	极度	轻度	中度	极度	轻度	中度	极度
2009	2.26%	2.43%	2.60%	0.59%	0.80%	1.02%	11.25%	4.53%	-2.18%
2010	2.54%	2.88%	3.10%	0.66%	0.90%	1.00%	5.36%	4.10%	7.82%
模型预测值	不良率			信贷成本			净利润增速		
2008	2.15%			0.59%			50.56%		
2009	2.46%			0.84%			4.52%		
2010	2.98%			0.83%			7.59%		

资料来源：中信证券研究部预测

表 71：重点公司盈利预测、估值及投资评级

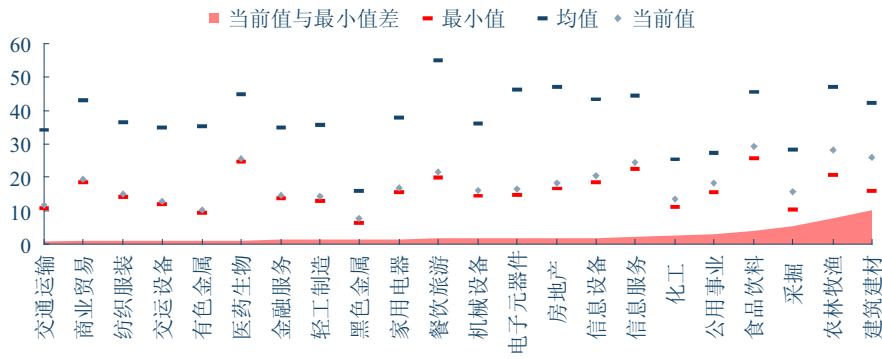
简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB 08E	评级	目标价 (元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
工商银行	4.05	0.24	0.34	0.36	16.9	11.8	11.2	2.3	买入	5.06
招商银行	13.21	1.56	1.57	1.76	12.7	8.4	8.4	2.2	买入	20.40
北京银行	9.01	0.54	0.84	0.92	16.7	10.8	9.8	1.8	增持	11.04
华夏银行	8.6	0.5	0.79	0.85	17.2	10.9	10.1	1.6	增持	11.29
浦发银行	14.19	1.26	2.02	2.06	11.3	7.0	6.9	2.2	增持	20.33
兴业银行	15.28	1.72	2.38	2.39	8.9	6.4	6.4	1.5	增持	21.88
民生银行	4.43	0.44	0.58	0.59	10.1	7.7	7.5	1.5	增持	7.08
深发展	10.23	1.16	1.50	1.63	8.8	6.8	6.3	1.8	增持	16.31

资料来源：中信数量化投资分析系统（注：收盘价为 2008 年 11 月 21 日）

五、图表附录

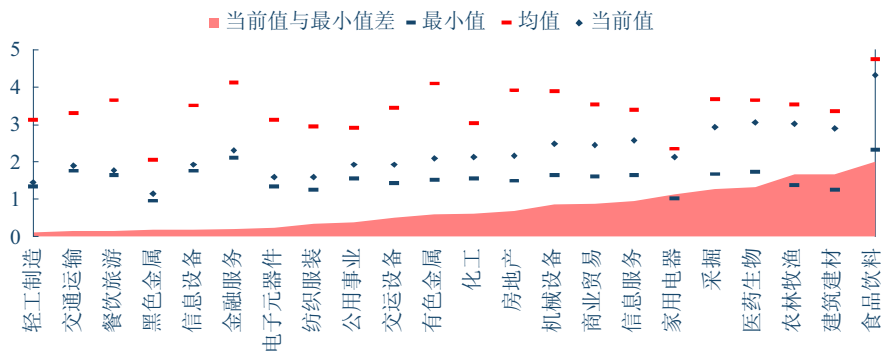
1、中国股市各行业的估值比较

图 70：各行业静态市盈率（剔除负值）的历史比较



资料来源：wind，中信证券研究部

图 71：各行业静态 PB 的历史比较



资料来源：wind，中信证券研究部

2、沪深 300 指数 DDM 估值方法的敏感性测试

表 72：2009 年预测 PE 的敏感性测试

2009 年预测 PE		股权成本								
		8.00%	8.50%	9.00%	9.50%	10.00%	10.50%	11.00%	11.50%	12.00%
分红比例	10.00%	8.00	6.86	5.96	5.25	4.66	4.17	3.77	3.42	3.12
	15.75%	12.60	10.80	9.39	8.26	7.34	6.57	5.93	5.39	4.92
	21.50%	17.20	14.75	12.82	11.28	10.02	8.97	8.10	7.35	6.72
	27.25%	21.80	18.69	16.25	14.29	12.70	11.37	10.26	9.32	8.51
	33.00%	26.40	22.64	19.68	17.31	15.38	13.77	12.43	11.29	10.31
	38.75%	31.00	26.58	23.11	20.33	18.05	16.17	14.59	13.25	12.11
	44.50%	35.60	30.53	26.54	23.34	20.73	18.57	16.76	15.22	13.90
	50.25%	40.20	34.47	29.97	26.36	23.41	20.97	18.92	17.19	15.70
56.00%	44.81	38.42	33.40	29.38	26.09	23.37	21.09	19.15	17.49	

资料来源：中信证券研究部

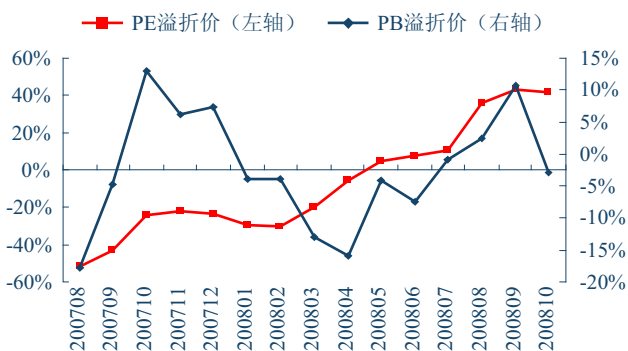
表 73：2009 年预测沪深 300 合理点位的敏感性测试

2009 年预测沪深 300 合理点位		预测 2009 年 PE								
		12	12	13	14	15.38	17	18	20	19
09 年预测业绩增速	-15.0%	1549	1549	1678	1807	1985	2194	2323	2581	2452
	-10.0%	1640	1640	1776	1913	2102	2323	2460	2733	2596
	-5.0%	1731	1731	1875	2019	2218	2452	2596	2885	2741
	0.0%	1822	1822	1974	2126	2335	2581	2733	3037	2885
	3.0%	1877	1877	2033	2189	2405	2659	2815	3128	2971
	10.0%	2004	2004	2171	2338	2569	2839	3006	3340	3173
	15.0%	2095	2095	2270	2445	2685	2968	3143	3492	3318
	20.0%	2186	2186	2369	2551	2802	3097	3280	3644	3462
25.0%	2278	2278	2467	2657	2919	3226	3416	3796	3606	

资料来源：中信证券研究部

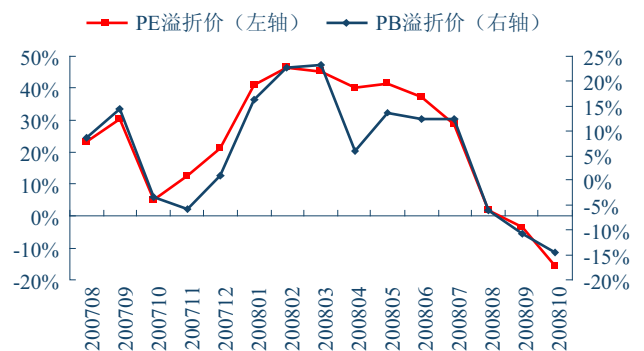
3、中国股市各行业的相对估值变化(本轮市场调整以来)

图 72：石油及天然气行业相对估值水平变动



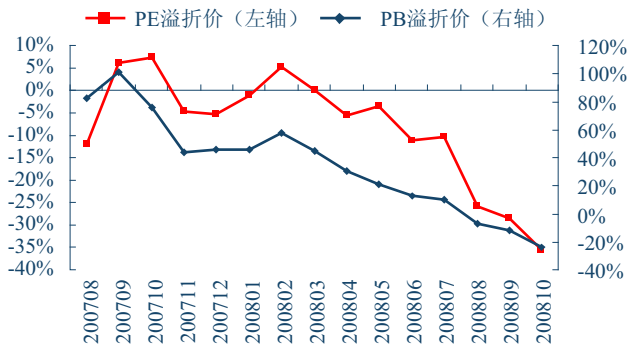
资料来源：DATASTREAM, 中信证券研究部

图 73：化工产品行业相对估值水平变动



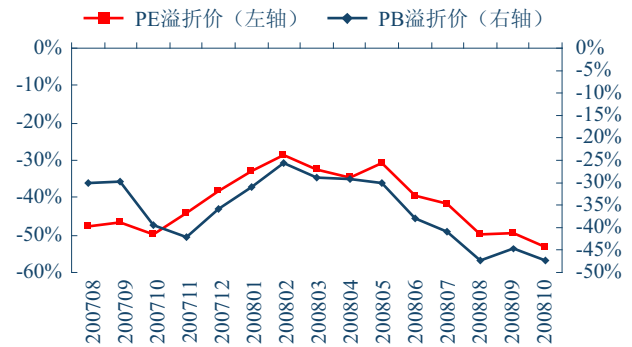
资料来源：DATASTREAM, 中信证券研究部

图 74: 有色金属行业相对估值水平变动



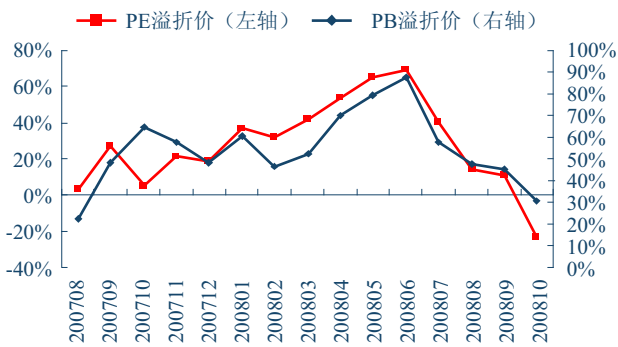
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 75: 钢铁行业相对估值水平变动



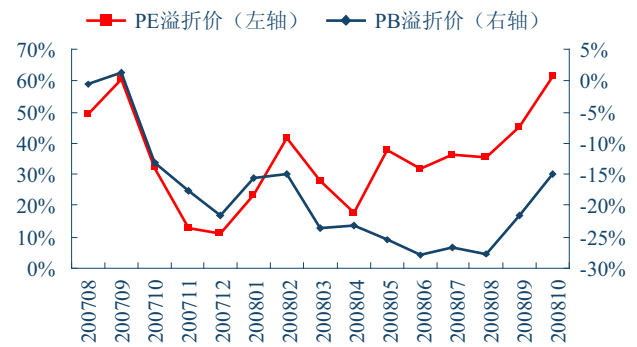
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 76: 煤炭行业相对估值水平变动



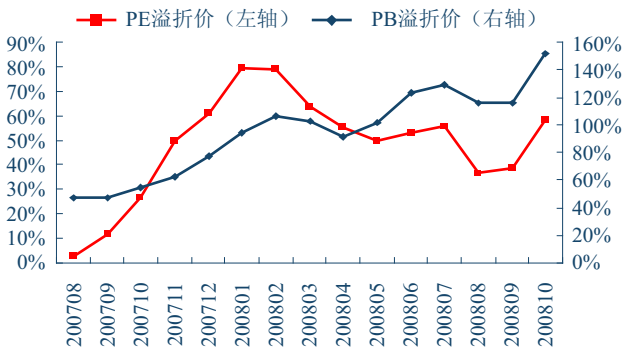
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 77: 建筑建材行业相对估值水平变动



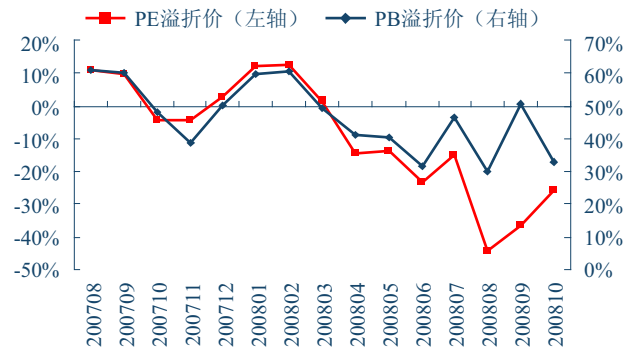
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 78: 电子与电力设备行业相对估值水平变动



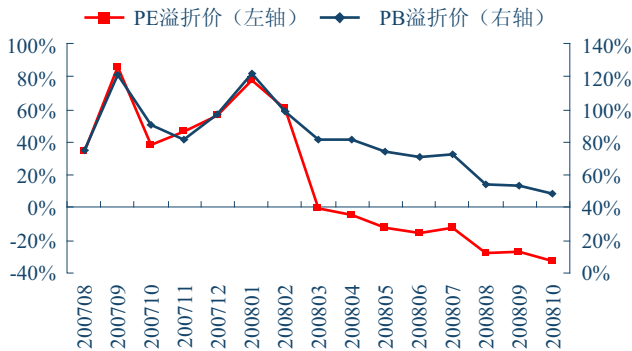
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 79: 商用车和重卡行业相对估值水平变动



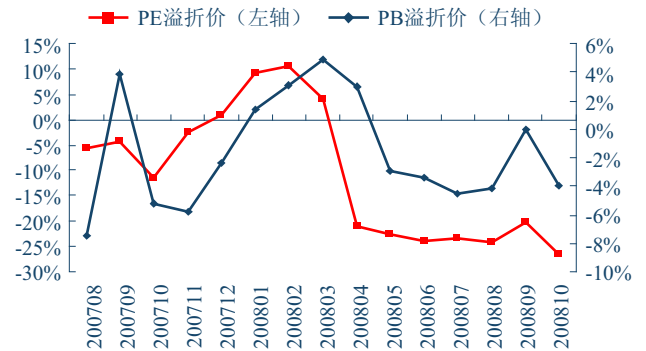
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 80：工程机械行业相对估值水平变动



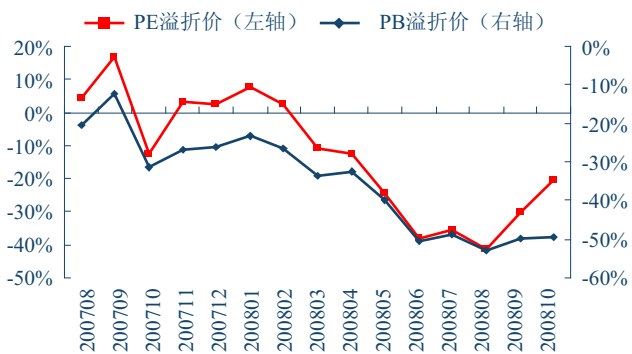
资料来源：DATASTREAM，中信证券研究部

图 81：工业运输行业相对估值水平变动



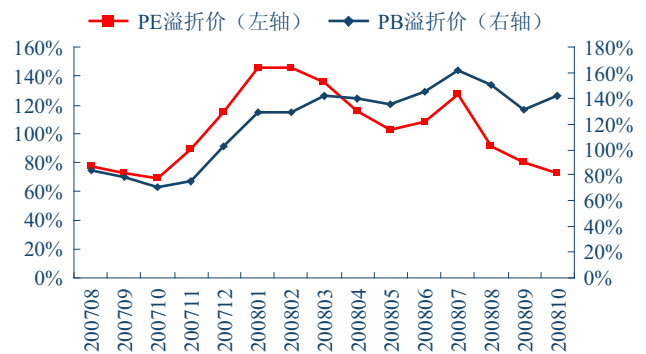
资料来源：DATASTREAM，中信证券研究部

图 82：整车行业相对估值水平变动



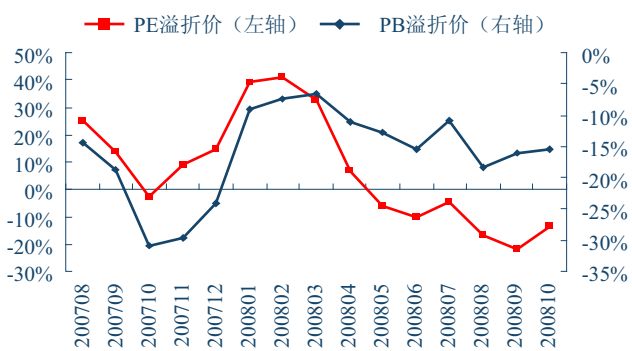
资料来源：DATASTREAM，中信证券研究部

图 83：食品饮料行业相对估值水平变动



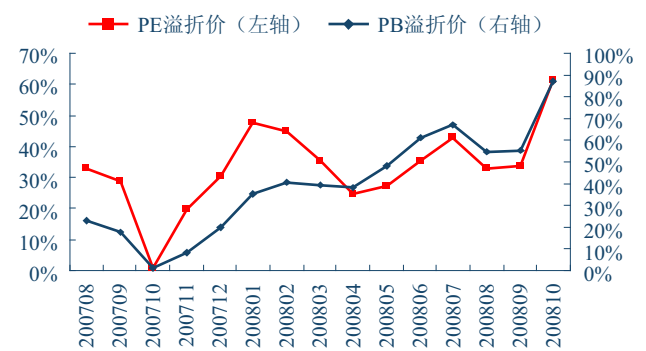
资料来源：DATASTREAM，中信证券研究部

图 84：个人及家庭用品行业相对估值水平变动



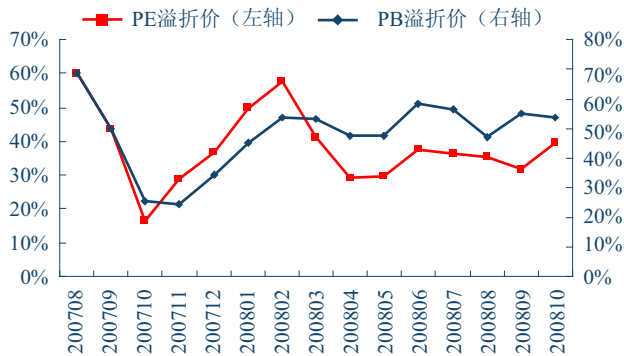
资料来源：DATASTREAM，中信证券研究部

图 85：制药及生物技术行业相对估值水平变动



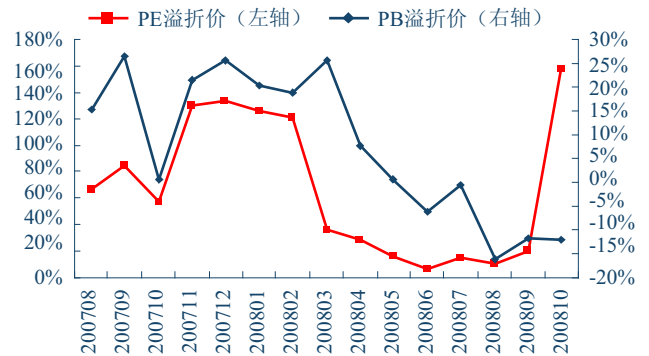
资料来源：DATASTREAM，中信证券研究部

图 86: 零售行业相对估值水平变动



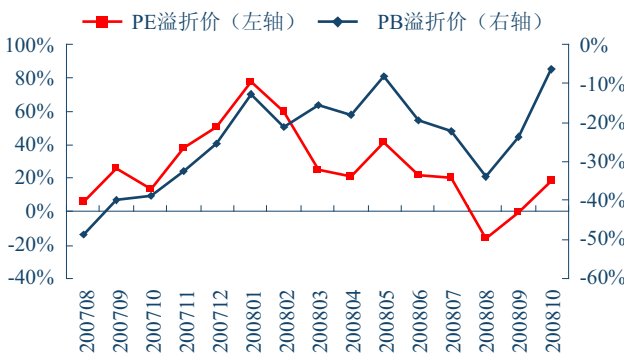
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 87: 旅游及娱乐行业相对估值水平变动



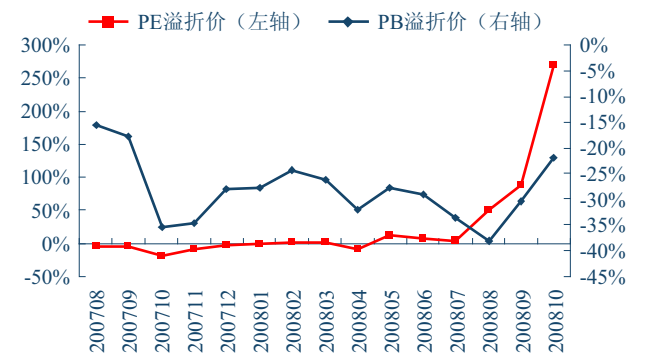
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 88: 电信行业相对估值水平变动



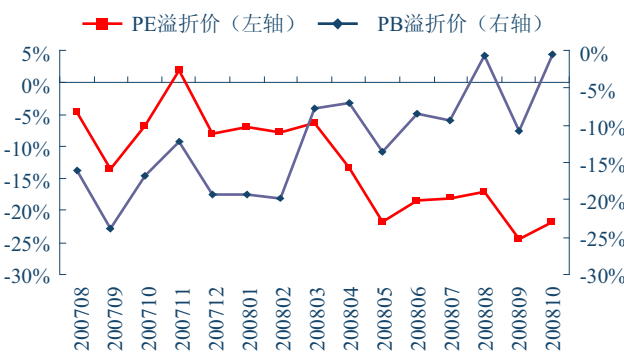
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 89: 电力行业相对估值水平变动



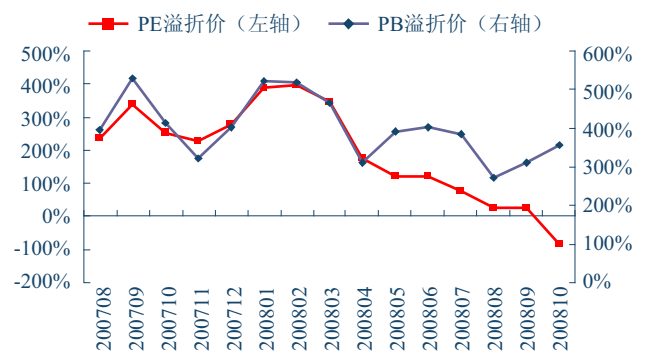
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 90: 银行业相对估值水平变动



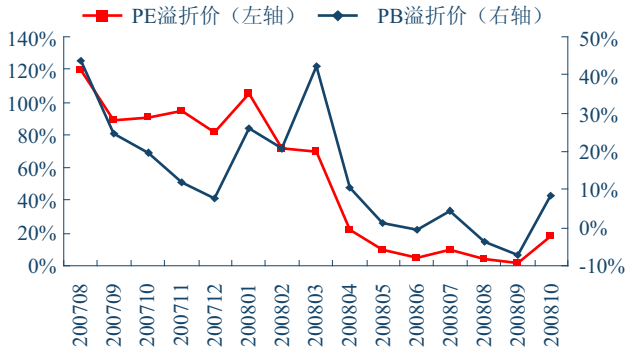
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 91: 黄金采矿行业相对估值水平变动



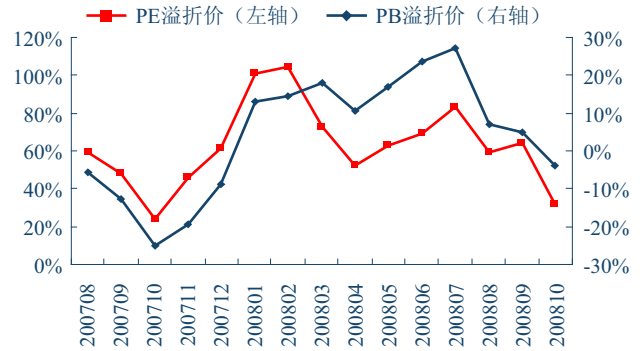
资料来源: DATASTREAM, 中信证券研究部

图 92：房地产物业及开发行业相对估值水平变动



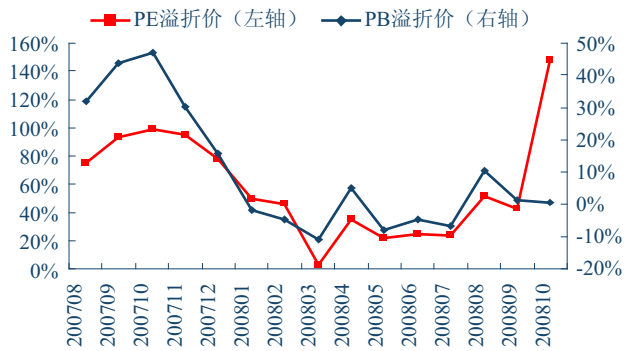
资料来源：DATASTREAM，中信证券研究部

图 93：科技行业相对估值水平变动



资料来源：DATASTREAM，中信证券研究部

图 94：保险行业相对估值水平变动



资料来源：DATASTREAM，中信证券研究部

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2008 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 28 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755) 83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			