



确定抵御不确定 流动性产生结构性机会

——东吴基金 2009 年投资策略报告



(2008 年 12 月 31 日)

主 笔 刘元海

宏观经济 徐 嵩

行业研究

银行保险房地产 任 壮

医药 聂 昕

建筑建材 朱昆鹏

通信设备 传媒 刘元海

机械 刘 辉

食品饮料 零售 邹国瑛

电力钢铁

有色煤炭 王 强

监 审 王 炯

黎 瑛

地址：

上海浦东源深路 279 号

邮编：200135

客服热线：021-50509666

网址：www.scfund.com.cn

确定抵御不确定 流动性产生结构性机会

2009 年中国经济既面临全球经济下滑风险,同时又有积极政策刺激,但目前我们还看不到宏观经济触底的迹象,财政刺激效果如何也有待观察。在 2009 年宏观经济走势尚不明朗情况下,2009 年 A 股市场也将是一个极不确定的年份。

我们对未来中国宏观经济走势和 A 股上市公司利润增长的基本判断是:由于本次 4 万亿投资分两年实施,时间跨度比 98 年要多一年,而每年政策执行力度与 98 年基本相同。因此,08 年经济刺激政策的效果有望持续更长时间,未来两年中国宏观经济增长可能要比 99 年相对稳定些。由于 09 年上市公司 Roe 将随经济下行继续恶化,预计 09 年 A 股上市公司净利润同比下降 10%-15%左右,但 2010 年有望扭转负增长转为正增长。

我们认为 09 年 A 股市场总体以振荡为主,并可能以三部曲形式演绎走势:政策、外盘企稳刺激估值反弹 业绩压制二次探底 业绩复苏有望推动市场再次反弹。

在宏观经济形势尚不明朗背景下,2009 年我们的投资策略思想是:寻找业绩增长确定的公司来抵御宏观经济的不确定。我们的理由是:由于与其它投资品种比较,A 股投资吸引力已逐步显现,而适度宽松的货币政策势必会将实体经济中过剩流动性吸引到 A 股市场。在流动性相对充裕而宏观经济又相对不确定环境下,业绩增长相对确定的公司并且价格相对合适的股票会更受资金的偏好、追捧,从而产生结构性投资机会。重点关注以下四条主线的投资机会:

- 第一条投资主线是自上而下寻找受益于积极财政政策和政府投资拉动并且需求增长相对确定的行业,重点关注:电力设备、铁路设备、建筑、建材以及通信设备。
- 第二条投资主线是自下而上从公司技术优势、市场优势和管理运营优势等角度,寻找细分行业中业绩增长相对确定的公司,重点关注以下行业中的优秀公司:医药、食品饮料、保险、商业零售、传媒。
- 第三条投资主线是受益于需求相对稳定并且成本下降毛利率有望提升的行业,重点关注:电力。
- 第四条投资主线是估值具有一定安全边际,存在估值反弹的交易性机会,重点关注:银行、地产、机械、钢铁、有色、煤炭等行业。



目 录

| | |
|-------------------------------|-----------|
| 第一篇 历史经验：经济下滑周期中股市触底特征 | 3 |
| 一、 2008 年全球股市回顾 | 3 |
| 二、 经济下滑周期中股市触底特征 | 4 |
| 第二篇 市场运行环境 | 6 |
| 一、 宏观经济与政策取向 | 6 |
| （一）宏观经济分析 | 6 |
| （二）政策取向 | 8 |
| 二、 经济刺激政策效果分析 | 8 |
| （一）98 年内需刺激政策短期明显 | 9 |
| （二）08 年经济刺激政策效果有望持续 | 11 |
| 三、 A 股上市公司业绩预测与估值 | 13 |
| 四、 适度宽松货币政策使得市场流动性有所好转 | 15 |
| （一）流动性有所好转 | 15 |
| （二）小非依然是减持主力军 | 16 |
| 五、 2009 年 A 股走势判断 | 17 |
| 第三篇 投资策略 | 20 |
| 一、 投资主线 | 20 |
| 二、 重点行业 | 21 |
| 东吴嘉禾优势精选基金 | 30 |
| 东吴双动力基金 | 30 |
| 东吴行业轮动基金 | 30 |
| 东吴优信稳健债券基金 | 30 |

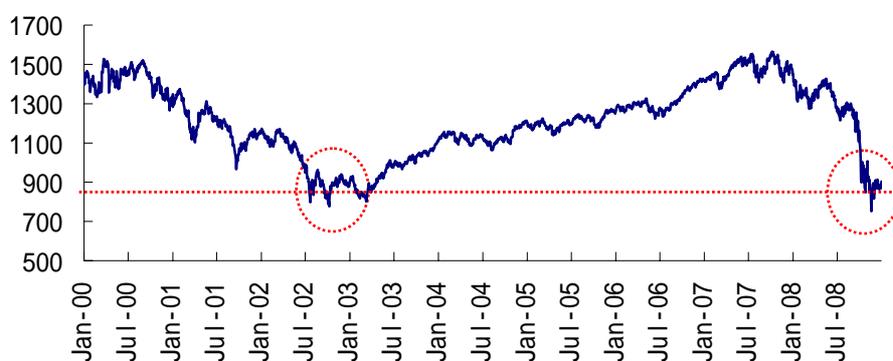
第一篇 历史经验：经济下滑周期中股市触底特征

一、2008 年全球股市回顾

2008 年 A 股市场、乃至全球金融市场的发展态势都远远超出我们的想象。次贷危机引发了“百年一遇”的全球金融危机，进而发展到经济危机，全球金融市场一片惨跌，从股票到大宗商品，价格雪崩现象四处蔓延！中国经济在自身调整周期中加上全球金融危机的冲击，GDP 增速、工业增加值和发电量都呈现出直线式下降，下降速度之快，幅度之大都超出市场预期。作为经济晴雨表的 A 股，先于宏观经济下滑而下跌，下跌期间鲜有像样反弹，大盘、个股“腰斩”再“腰斩”，即使期间政策救市，也只是昙花一现，难改大盘向下趋势。A 股自 2007 年 10 月 16 日最高点 6124 回调到 2008 年 10 月 28 日最低点 1664 点，最大跌幅达 72.8%，跌幅位居全球前列。

下面让我们再一同回顾一下 2008 年全球股市表现，为 A 股未来走势判断提供一些依据。本次金融危机发源地美国的三大股指跌幅要低于全球大部分国家股指跌幅。2008 年道琼斯工业指数下跌 34.65%，PE 为 18.25 倍；标准普尔 500 下跌 39.34%，PE 为 19.83 倍；纳斯达克综合指数下跌 41.53%，PE 为 30.21。在本次下跌中，标准普尔 500 指数最低跌到 788.9，跌破 IT 泡沫破灭时 2002 年下半年至 2003 年上半年那个整理平台。从目前走势看，标准普尔 500 指数基本处在 2002 年平台整理中。随着金融危机慢慢平静，从技术走势看，标准普尔 500 指数有望在 2002 年平台企稳，这对全球股市走稳至关重要。

图表 1 目前标普 500 指数处在 2002 年平台



数据来源：Bloomberg，东吴基金。

欧洲和亚洲日本、香港恒生指数跌幅相对要大于美股，并且 PE 在 10 倍左右，估值水平明显低于美股。从走势看，欧洲和亚洲日本、香港股指基本跟随美股走。

新兴市场平均跌幅为 46%，高于发达市场平均跌幅 40%。也就是说，新兴市场波动还是要比发达市场大。从估值看，新兴市场平均 PE 为 9.72 倍，低于发达国家的 13.61 倍。从风险角度看，新兴市场国家风险溢价要高于发达国家，所以股价通常要打个折。

2008 年，A 股下跌 63.59%，虽然跌幅位居全球前列，但从 PE 看，14 倍的 PE 还是要高于大部分国家，除了美国。一个解释是，中国经济增长和中国股市相对封闭。08 年大部分发达国家上市公司净利润都出现比较大程度负增长，我们判断，08 年 A 股上市公司净利润即使负增长，幅度也很小，甚至有可能出现正增长。



图表 2 2008 年发达和新兴市场股票指数跌幅和 PE 表现

| 发达市场指数 | 2008 年跌幅 | PE | 08 净利润增长率 | 新兴市场指数 | 2008 年跌幅 | PE |
|--------------|----------|-------|-----------|----------------|----------|-------|
| 道琼斯指数 | -34.65% | 18.25 | -2.29% | 阿根廷 Merval 指数 | -49.82% | 5.71 |
| 标准普尔 500 指数 | -39.34% | 19.83 | -8.81% | 巴西圣保罗指数 | -41.22% | 8.78 |
| 纳斯达克综合指数 | -41.53% | 30.21 | 0.54% | 智利 IPSA 40 指数 | -22.13% | 12.2 |
| 加拿大标普 | -36.16% | 10.49 | 12.44% | 墨西哥综合指数 | -24.09% | 11.16 |
| 道琼斯欧元 50 指数 | -44.28% | 7.94 | -16.73% | 俄罗斯 RTS 指数 | -72.74% | 3.18 |
| 富时 100 指数 | -31.30% | 7.84 | 11.10% | 台湾加权股价指数 | -46.03% | 7.84 |
| 法国 CAC 40 指数 | -42.33% | 9.16 | -8.89% | 韩国 KOSPI 指数 | -40.73% | 10.95 |
| 德国 DAX 30 指数 | -40.37% | 10.66 | -24.86% | 孟买 SENSEX30 指数 | -52.53% | 9.57 |
| 日经 225 指数 | -42.12% | 12.88 | -37.98% | 泰国证交所指数 | -47.56% | 7.26 |
| 香港恒生指数 | -48.27% | 8.82 | -8.11% | 上证指数 | -65.39% | 14 |
| 平均值 | -40.04% | 13.61 | -8.36% | 平均值 | -46.22% | 9.72 |

数据来源：Bloomberg，东吴基金。

二、经济下滑周期中股市触底特征

从国内外历史经验看，股市大幅调整通常都伴随着经济下滑甚至衰退。在经济下滑周期中，股市触底都体现出一些特征，通过这些经验特征的总结，为 A 股底部判断提供借鉴：

- 调整幅度：20 世纪以来，美国股市历史上出现过四次大的下跌，最大一次跌幅发生在 29 年大萧条，下跌了 85%，其它三次跌幅都在 50% 左右。A 股历史上也出现过三次大的下跌，93 年那波下跌了 78%，2004 年宏观调控后下跌 42%，2007 年 10 月至今最大跌幅 72.82%。与历史美股和 A 股最大跌幅比较，我们可以得出这样一个结论：目前 A 股市场系统性风险已经得到比较充分的释放，2009 年 A 股市场有望形成底部区域。
- 调整持续时间：在经济下滑周期中，美国股市调整时间一般在 30 个月左右，并且股市调整时间长度与经济调整时间长度比较一致。2007 年 9 月至今，美股已经调整了 15 个月，与历史比较，目前美股调整时间似乎还不够。历史上 A 股市场大幅下跌持续时间在 14-17 个月左右，2007 年 10 月至今 A 股已调整 14 个月，从调整时间长度看已接近历史水平。我们认为，只要宏观经济企稳，A 股随时都会反弹。
- 底部对应估值水平：在历史不同时期内，美股底部对应 PE 存在一定差异。在 90 年代以前，美股底部对应的 PE 在 10 倍以下。2001 年 IT 泡沫破灭之后美股底部对应 PE 是 27 倍；2007 年次贷危机之后 2008 年底美股对应 PE 为 19 倍。与 80 年代前美股底部 PE 比较，最近 20 年美股底部对应的 PE 翻了一倍多。IMF 对此研究解释是，美国股票市场公司结构类型发生了巨大变化，以及劳动生产率提高导致。93 年 A 股底部对应 PE 是 10 倍，04 年 PE 低谷是 16 倍，目前 A 股 PE 是 13.66 倍。与 A 股历史 PE 比较，目前 A 股估值水平已具有较高的安全边际。
- 底部形态特征：从美股历史筑底特征看，有两种底部形态：“V”形和“W”形，并且底部形态与宏观经济或者企业利润增长率走势有密切关系。如果 GDP 或者企业利润增长率呈现“W”形走势，那么股市以“W”形态筑底可能性比较大，比如 29 年大萧条和 2001 年 IT 泡沫破灭时期。如果 GDP 或者企业利润增长率呈现“V”形走势，那么股市以“V”形态筑底可能性就比较大，比如 73 年石油危机后的反转。从 A 股历史看，A 股底部也有两种形态：“V”形和“W”形。根据我们对宏观经济的判断，2009 年 A 股以“W”形态甚至多重底形态筑底可能性比较大些。



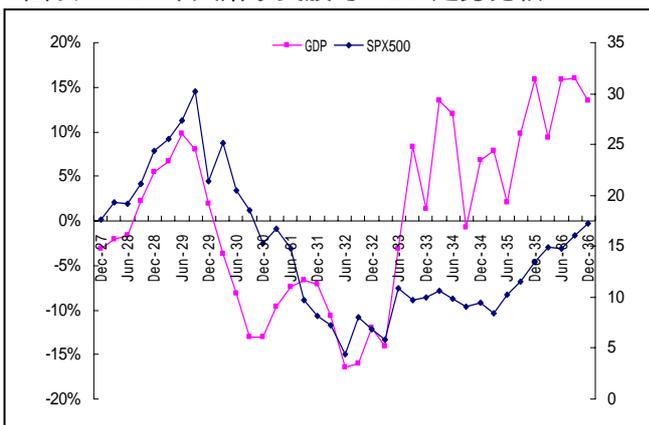
- 股市周期与经济周期关系：从美国历史看，股市通常领先或者同步于经济周期，领先时间通常在 2 个季度左右。随着市场成熟，A 股也有这个现象。

图表 3 经济下滑周期中美股和 A 股触底特征

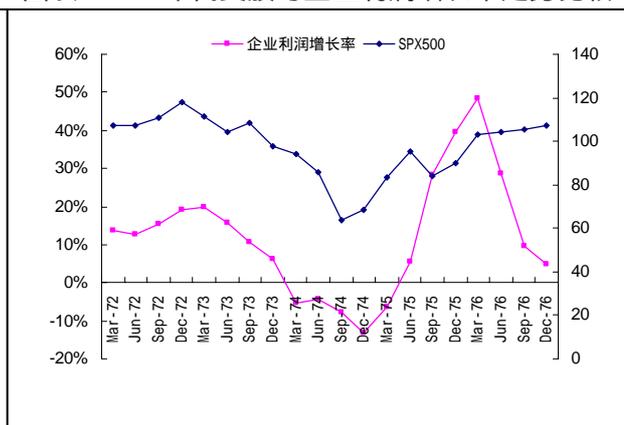
| 美国股市 | | | | | | | | |
|----------------|--------|---------|----------|--------|-------------|-------------|-------------|------|
| 峰 | 谷 | 跌幅 | 持续时间 | PE (峰) | PE (谷) | GDP (峰) | GDP (谷) | 底部形态 |
| Sep-29 | Jun-32 | -85.31% | 33 | - | 9.4 | 8.00% | -16.44% | W |
| Dec-72 | Sep-74 | -46.18% | 21 | 19.11 | 7.69 | 6.71% | -7.70% | V |
| Mar-00 | Sep-02 | -45.60% | 30 | 30.85 | 27.11 | 7.30% | 0.20% | W |
| Sep-07 | Dec-08 | -50.75% | 15 (?) | 17.99 | 19.26 (?) | 4.91% | ? | ? |
| 中国 A 股 上市利润增长率 | | | | | | | | |
| Feb-93 | Jul-94 | 78.62% | 17 | 54.8 | 10 | 9.56%(1994) | -36%(1995) | V |
| Apr-04 | Jun-05 | -42.00% | 14 | 30.47 | 16(2006.1) | 24%(2004) | -5.5%(2005) | W |
| Oct-07 | Dec-08 | -72.82% | 14 (?) | 45.36 | 13.66 (?) | 12.2% | ? | ? |

数据来源：Bloomberg，Wind，东吴基金。

图表 4 29 年大萧条美股与 GDP 走势比较

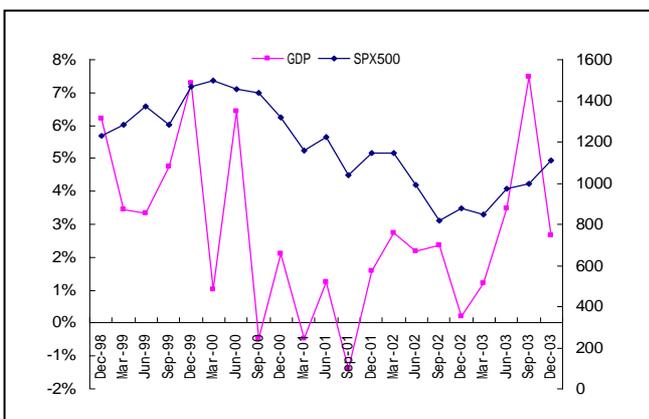


图表 5 70 年代美股与企业利润增长率走势比较

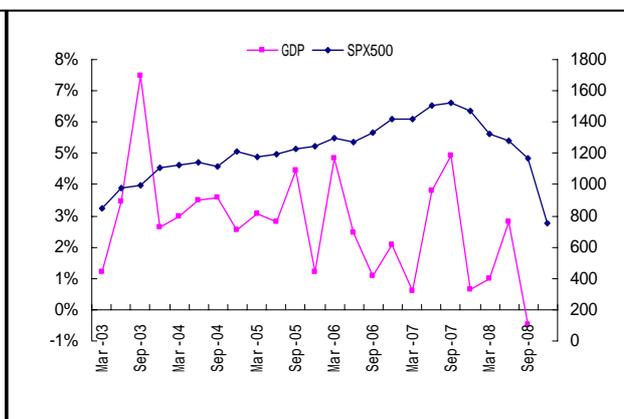


数据来源：Bloomberg，东吴基金。

图表 6 2001 年 IT 泡沫破灭美股与 GDP 走势比较



图表 7 2001 年次贷危机滞后美股与 GDP 走势比较



数据来源：Bloomberg，东吴基金。



第二篇 市场运行环境

2009 年中国 A 股市场将是一个极其不确定的一年，面临全球经济下滑（负面因素），同时又有积极政策刺激（正面因素），具体而言：2009 年 A 股市场运行负面因素有：（1）2009 年欧美经济仍处于“去杠杆化”经济调整时期，影响中国外需复苏时间；（2）中国经济：处在自身经济调整和全球经济调整，即双调整周期中，所以此次经济调整速度更快、更猛，复苏时间可能相对要长些；（3）A 股上市公司业绩仍处于探底过程。正面因素有：（1）政策环境：保增长提振市场信心，有望刺激经济尽早复苏；（2）市场估值：处于历史较低水平；（3）资金供求：适度宽松货币政策使得市场流动性有所好转。

我们认为 2009 年 A 股市场走向何方，将视中国内需刺激政策对经济拉动的效果，以及外需复苏时间而定。

一、宏观经济与政策取向

（一）宏观经济分析

2008 年美国次贷危机引发的金融风暴席卷全球，全球各国在此次金融风暴面前携手合作、协调行动，相继出台各项措施刺激经济，共同应对这场史无前例的金融海啸。

在本轮金融风暴下，全球经济增速放缓几乎已成定局，中国对本轮美国金融风暴的风险暴露有限，不会对金融体系产生较大冲击，但由于外围经济走弱，中国经济增长也将有所放缓，受此影响央行已于近几月果断出手，连续大幅下调基准利率以及存款准备金率。

受大宗商品价格快速下降以及食品价格进入下降周期等因素的影响，2008 年下半年通胀水平显著回落，预计 2009 年全年 CPI、PPI 将保持在较低水平。

1、全球经济展望

12 月 16 日美国联邦公开市场委员会宣布将基准利率从 1% 下调至 0.25%，并在会后声明中指出，经济状况疲弱可能使得联邦基金利率目标在一段时间内保持在异常低的水平，并且将动用所有工具促使经济恢复增长并保持物价稳定。另外，美联储指出通胀压力已明显降低，预计通胀会进一步缓和。

最新数据显示美国经济压力正越来越大，内需疲软和外需放缓，工业产出持续下滑，9 月雷曼事件掀起的金融动荡导致信贷不断萎缩，次贷危机的根源房市调整加剧，新屋开工数创历史新低。作为世界经济引擎的美国在信贷紧缩和房市调整的双重打击下暂时陷入衰退，3 季度 GDP 年化下滑 0.3%，是过去 4 个季度第二次出现负增长。

从近期公布的世界宏观经济数据看，其他发达经济体的衰退也正在加深。欧元区和欧盟 27 国第三季度经济均环比下滑 0.2%，而英国 3 季度 GDP 环比也下降了 0.6%，日本出口和工业生产均出现了大幅回落，目前种种迹象显示：目前全球经济正处在趋势性下滑过程中，2008 年四季度美国、英国、日本等发达经济体很可能面临着更为艰难的困境。与此同时，全球各国在此次金融风暴面前携手合作，相继出台各项措施刺激经济，使得经济有望于明年逐渐启稳，目前来看世界经济明年将可能维持一个低增长的态势。



2、 通胀走势判断

受大宗商品价格快速下降以及食品价格进入下降周期等因素影响，08年下半年通胀水平显著回落。2009年由于翘尾明显下降，经济下滑需求放缓导致新涨价因素下降，CPI中的肉类价格也从今年二季度开始进入下降通道，至今已下跌20%以上，而PPI的大幅下降对下游产品的影响也呈衰减状态。预计09年CPI将逐步回落，全年将可能呈现前低后高走势，但即使回升，幅度也不会很大，总体水平仍将保持在低位区域，一些月份甚至可能会出现负值。

另一方面，为渡过本轮金融风暴，各国央行纷纷出手，不断向市场注入流动性，长期来看在极度宽松货币政策的影响下，市场流动性将极为充裕，需要同时加以观察，以防通胀重新抬头。

3、 中国经济回顾与展望

1) 进出口增速放缓，顺差继续维持高位

11月进出口均出现了多年罕见的负增长，当月我国出口1149.87亿美元，同比下降-2.2%，较上个月骤然下降21.4个百分点，创下了1999年4月份以来的最低水平；当月进口748.97亿美元，同比下降17.9%，较上个月回落33.5个百分点，为1992年公布月度数据以来的最低水平。当月顺差规模再创历史新高，达到400.9亿美元，同比增长52.54%。

11月进出口增速回落速度远超市场预期，主要源于国内外实际需求的急剧下滑以及进出口价格指数的大幅下降。预计09年进出口增速将仍处于下降通道中，而贸易顺差则继续维持高位。

2) 固定资产投资增速保持相对高位

今年前11个月，城镇固定资产投资127614亿元，同比增长26.8%。当月投资同比增长23.7%，较前一个月下滑0.5个百分点。由于经济下滑的趋势在短期内仍在继续，投资增长受此影响也有所放缓。而随着国家财政刺激政策的逐步出台，将会在一定程度上缓解下滑的速度，预计09年固定资产投资增速仍会维持在相对较高的水平。

3) 消费需求仍然相对稳定

11月份，社会消费品零售总额9790.8亿元，同比增长20.8%，较前一个月下降1.2个百分点。扣除价格因素后，同比增长约17.5%，较前一个月反弹0.9个百分点。消费增长仍然相对强劲。且随着刺激财政政策的不断推出以及基准利率的不断下调，将对消费起到较为积极的作用，预计09年的消费增速将会保持相对稳定。

4) 工业企业利润增长率逐步下降

1-11月份，全国规模以上工业企业实现利润24066亿元，同比增长4.9%，其中9-11月实现利润同比较前8个月有较为明显的下滑。综合看来受美国金融危机影响以及其他外围市场需求放缓等因素影响，工业企业利润增长逐步放缓，且短期内仍难以大幅反弹。但随着近日基准利率的不断下调，预计09年工业企业利润增长率逐步下降，但随着经济的启稳，未来的企业利润的增长仍值得期待。

5) 09年宏观经济判断

预计年内出口增速仍将逐步放缓，而进口则继续维持高位，固定资产投资增速保持相对高位，而消费增长则继续维持稳定，工业企业利润增速逐步放缓，短期内恐难以大幅反弹，但随着宽松货币政策的持续，以及刺激财政政策的不断出台，将对经济起到较为积极的作用，预计国内经济增速有所放缓但仍将保持在一定的水平。



（二）政策取向

中央经济工作会议 12 月 8 日至 10 日在北京召开，把保持经济平稳较快发展作为明年经济工作的首要任务。

会议强调，围绕保增长这个工作重心，通过扩大内需，较大幅度增加公共支出，保障重点领域和重点建设支出，支持地震灾区灾后恢复重建，实行结构性减税，优化财政支出结构，加快发展方式转变和结构调整，深化重点领域和关键环节改革，提高对外开放水平，改善民生。

央行于近期果断大幅下调基准利率和存款准备金率，其中一次更是一次性下调人民币存贷款利率各 1.08 个百分点，幅度大幅高于市场预期，体现了政府刺激经济的坚定决心。

结合我们对 2009 年经济形势的判断，09 年政策取向可能展现出以下趋势：

1、把保持经济平稳较快增长做为首要任务

强调保增长的重要性，是对过去一段时间以来相继出台的保增长政策的强化。近期连续大幅降低基准利率，体现了政府的决心，未来一段时间物价将出现较大的下降，大大增加了政策的可操作空间，预计 09 年将继续适时降低人民币存贷款利率。

2、大幅降低准备金率

9 月金融机构超额准备金率为 2.07%，其中国有商业银行超准率为 1.68%，股份制商行超准率为 2.04%，农信社超准率为 3.83%。为配合保增长的政策，预计准备金率在未来仍将大幅下调，刺激银行加大放贷力度，为加大内需提供宽松的货币信贷环境。

3、保持出口稳定增长

将会保持出口的稳定增长，尽管继续要求进一步改善国际收支状况，但改善国际收支状况可能并不是通过减缓出口来实现，相反是要通过增加进口先进技术、关键设备、重要能源原材料来实现。

4、积极的财政政策

去年我国的财政略有盈余，加上今年上半年财政收入也出现了大幅增长，预计 09 年将继续出台较为积极的财政政策，同时将会增加公共支出，保障重点领域和重点建设支出，支持地震灾区灾后恢复重建，优化财政支出结构，并提出要实行结构性减税。

5、保持房地产市场稳定发展

发挥房地产作为支柱产业以及其在扩大内需中的作用，未来的货币政策和财政政策将可能进一步出台措施保持房地产市场的稳定发展。

二、经济刺激政策效果分析

在上世纪 30 年代全球经济危机爆发前，西方国家采取的是完全自由的市场经济政策，并不主张国家干预。认为在自由市场经济中，价格、工资和利息率的自动调整会自动地使总需求趋向于充分就业的水平。但是 29 大萧条导致生产、就业情况迅速恶化，需求严重不足，事实上这个自动调节机制失灵了。凯恩斯在这之后提出了国家干预经济的主张，由国家主导投资，以增加就业，扩大内需，发展经济。当年的美国就是在这个理论下走出经济危机的。目前，由次贷危机引发金融危机进而发展到经济危机时，各国政府都不同程度采取凯

恩斯政策加大政府投资力度，并辅以宽松货币政策尽力挽回经济颓势。

在日益恶化国际经济和加速下滑国内经济背景下，中国政府将政策基调转向“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。在财政政策方面，政府计划未来两年投资 4 万亿，同时调整出口退税，增值税转型改革，增加农民收入等。在货币政策方面，中国人民银行自 2008 年 9 月以来已下调基准利率四次，下调了 189 个基点；调低法定准备金率 250 基点，并放松信贷管制，加大货币供应。在产业政策方面，加大房地产行业扶持力度等。那么，内需刺激政策对经济拉动效果如何呢？

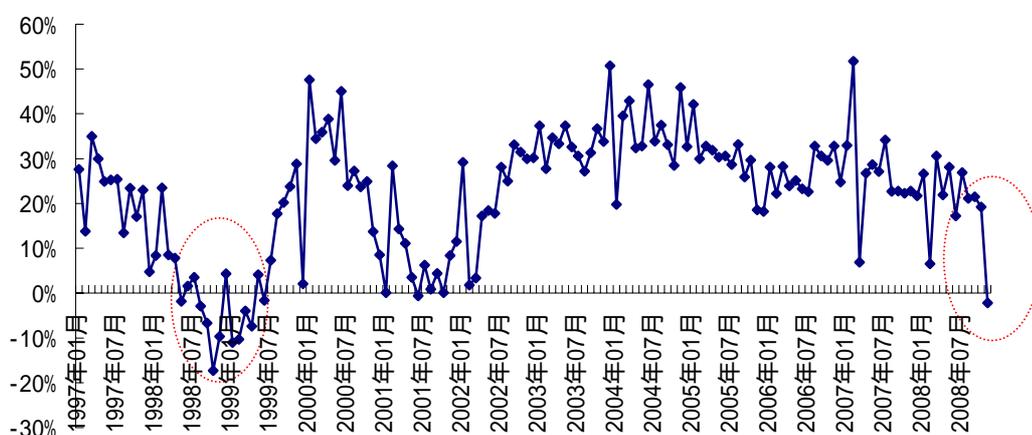
中国当前遭遇的经济冲击和 1998/1999 年比较类似，都面临着金融动荡、全球需求不足的外部环境。从当时政策组合来看，所采取的政策包括：(1) 财政政策，实施积极财政政策加大对基础设施，特别是交通运输，比如机场、港口和公路的建设，提高出口退税率等；(2) 货币政策，从 97 年开始，降息一直持续到 99 年。存、贷款利率下降的幅度都不小。一年期贷款利率从 10.08% 下调到 5.85%，法定准备金率下调至 6%。放松信贷管制等。(3) 房地产政策和其它产业扶持政策等。

当前中国政府所采取的经济刺激政策跟 98 年时所采取的政策有许多相似之处，通过分析 98 年经济刺激政策效果，为我们对当前宏观经济形势走势判断提供借鉴。

(一) 98 年内需刺激政策短期明显

从出口需求看，亚洲金融危机爆发之后，自 1998 年下半年开始中国月度出口同比增速基本处于负增长状态，这一过程一直延续到 99 年上半年。2008 年 11 月，中国出口单月同比增速下降了 2.2%。在国际经济形势尚未转好情况下，预计 09 年出口仍处于下滑通道。09 和 98 年出口都处于比较相似的不利国际经济环境中。

图表 8 中国出口单月同比增速



数据来源：Wind，东吴基金。

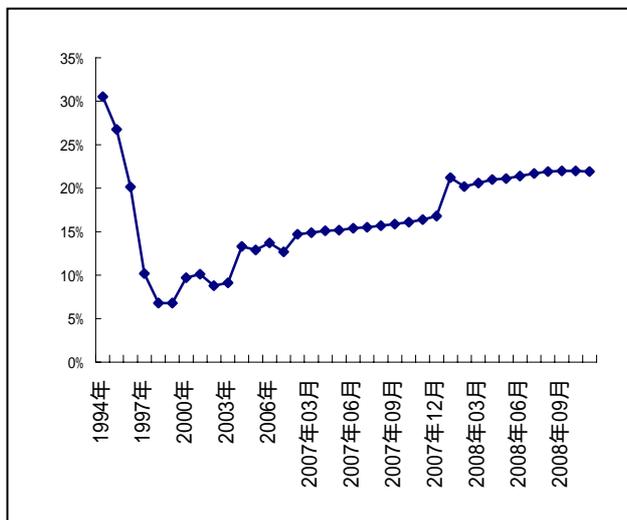
从消费需求看，98 和 99 年社会消费品零售总额同比增长 6.8%，处于历史底部区域。与其对应的是，城镇居民家庭人均可支配收入和农村居民家庭人均收入增长都创历史低点。显然，经济下滑造成居民收入增长下降是抑制当时消费需求增长的主要原因之一。98 年的经验对于当前政策的寓意是，政府只有切实降低居民税负，保证居民收入增长，才有可能刺激 09 年的消费内需。

虽然 08 年经济下滑必将影响居民收入预期和消费支出，但根据我们宏观判断，随着刺激财政政策的不断推出以及基准利率的不断下调，将对消费起到较为积极的作用，预计 09 年的消费增速仍将有望保持相对稳定。

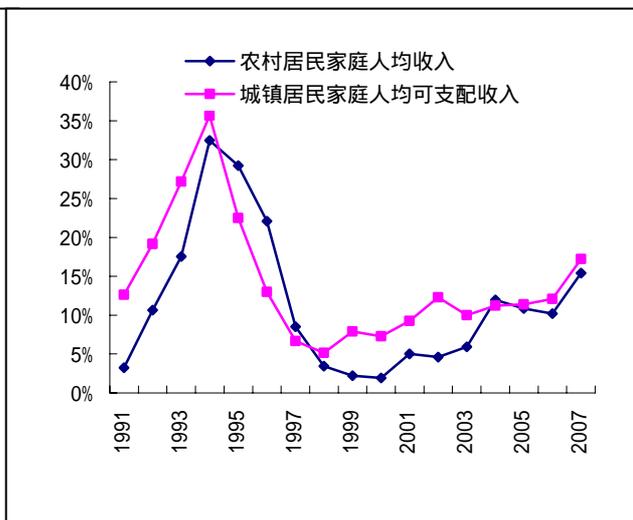


我们判断，08 年消费需求要比 98 相对好些。

图表 9 社会消费品零售总额增长率



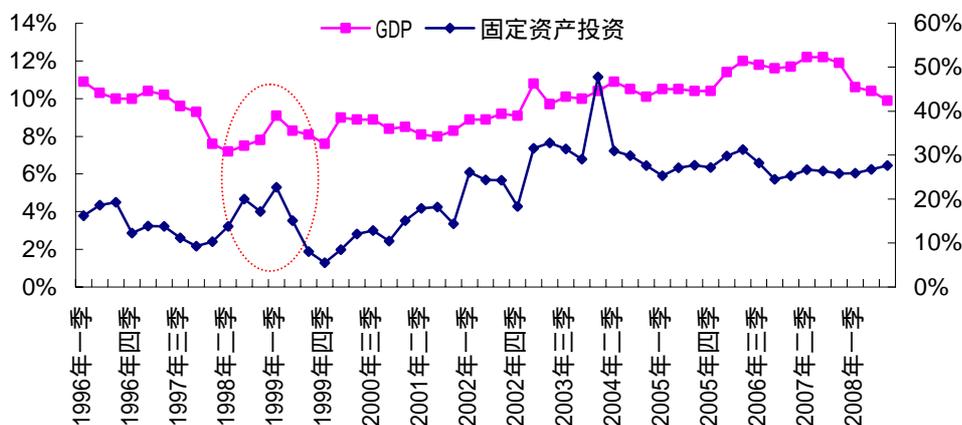
图表 10 98/99 年居民收入增长率创历史低点



数据来源：Wind，东吴基金。

虽然 98 年中国面临出口萎缩、消费需求不足，但是 98 年下半年政府加大基础设施，特别是交通运输建设，拉动固定资产投资使得 GDP 增速从 98 年三季度开始有明显的提升，并且加速趋势持续到 99 年的第一季度。显然，从 98 年内需刺激政策效果看，财政支出对经济拉动效果还是很明显的。

图表 11 中国 GDP 和固定资产投资增速



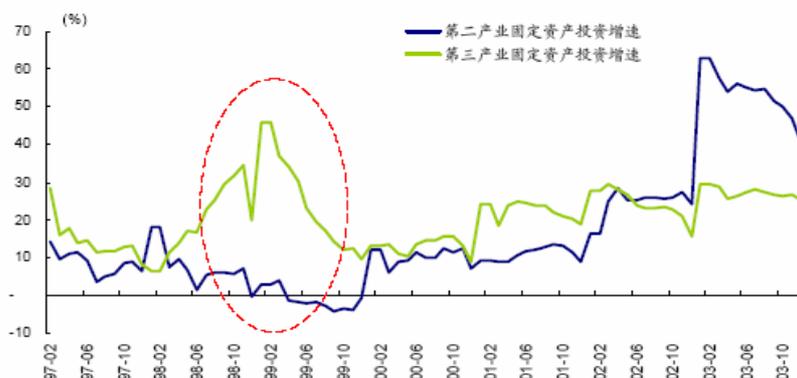
数据来源：Wind，东吴基金。

但是由于积极财政政策主要集中于基础设施建设，在私人部门投资意愿不是很强烈情况下，比如，当时第二产业中原材料、机械等行业投资增速依然没有好转。因此 99 年下半年随着基础建设投资力度减弱，在出口和消费尚未扭转背景下，99 年下半年经济又重新进入回落阶段。

从 98/99 年政策刺激效果看，积极财政政策能够短期刺激经济增长，但是如果出口和消费无法切实被启动起来，一旦财政刺激力度减弱，预计政策还是难改经济下滑趋势。



图表 12 98/99 第二、三产业固定资产投资增速



数据来源：中金。

图表 13 大类行业固定资产投资增速 (%)

| | 能源 | 原材料 | 机械 | 建筑 | 运输 | 商业 | 房地产 |
|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 1997 | 21.67 | -16.26 | 4.16 | 22.69 | 9.17 | 23.38 | -10.11 |
| 1998 | 6.07 | -8.41 | 0.37 | 9.79 | 51.77 | -7.39 | 20.57 |
| 1999 | -1.2 | -1.19 | 0.78 | 19.11 | 2.43 | -3.67 | 17.99 |
| 2000 | 8.15 | 1.46 | 15.83 | -0.94 | 5.5 | 2.87 | 16.27 |

数据来源：安信证券研究所。

从行业层面看，在积极财政政策拉动投资背景下，与固定资产投资直接相关的行业，包括煤炭、电力、粗钢、水泥和金属切削机床需求也出现了一定恢复。显然，以政府为主导的大规模基础设施建设确实能够在一定程度上带动原材料和投资品行业的需求。

图表 14 主要工业品产量增速 (%)

| | 原煤 | 电力 | 粗钢 | 水泥 | 金属切削机床 |
|------|-------|------|------|------|--------|
| 1997 | -1.72 | 5.02 | 7.61 | 4.18 | -2.88 |
| 1998 | -8.96 | 2.77 | 6.1 | 4.74 | -13.45 |
| 1999 | 2.4 | 6.2 | 7.5 | 6.9 | 20.11 |
| 2000 | 1.48 | 9.38 | 3.41 | 4.19 | 34.33 |

数据来源：安信证券研究所，Wind。

(二) 08 年经济刺激政策效果有望持续

1998 年 9 月，财政部计划发行总额 1000 亿元国债，这笔国债将在 1998、1999 两年列入国家预算，作为国家预算内基础设施性建设专项投资，用于国民经济和社会发展急需的基础设施建设投入。当时中央投资的 1000 亿，占 99 年固定资产投资比例约为 4.2%。而 2009-2010 年，中央政府计划投资 1.18 万亿，并且最终带动形成 4 万亿投资消费（每年 2 万亿）。简单测算可以发现，中央每年投资占固定资产投资比例也基本在 4% 以上，但是由于本次 4 万亿投资分两年实施，时间跨度比 98 年多一年，而每年政策力度与 98 年相同。因此，08 年经济刺激政策效果有望持续更长时间，未来两年中国宏观经济增长可能要比 99 年相对稳定些。



但是与 98 年不同的是，09 年中国房地产投资面临下行风险。1998、99 年房地产投资增速分别为 20.57%、17.99%，而 2009 年房地产投资增速存在负增长可能。我们做了个简单测算，政府每多投资 3000 亿，才相当于房地产投资增长 10% 的影响。08 年中国房地产投资增速为 20% 左右，如果 09 年房地产投资增长为 0，那么 2 万亿中需要拿出 6000 亿才能弥补房地产投资增速下滑给经济带来的负面影响。2009 年房地产投资增速变化将是影响 09 年经济走势不确定的关键因素之一，这需要我们继续观察。

据发改委宏观院投资研究所所长张燕生分析，4 万亿投资中，原计划投资与新增投资各一半。其中：

- 铁路，电网，公路，机场 18000 亿
- 灾区建设 10000
- 新农村 3700
- 生态 3500
- 保障性住房 2800
- 自主创新与产业结构转型 1600

从 4 万亿投资行业分布看，政策意图很明显。在 GDP 增速从 07 年 11.9% 迅速下降到 08 年第三季度的 9% 背景下，经济下行速度如此之快，政府当前政策只能依靠基础设施投资来保增长。因为在目前形势下，通过刺激内需和经济转型来保增长无法起到立竿见影的效果。不过这次积极财政政策还是有别于 98 年，其中增加了自主创新与产业结构转型支持力度，从中长期发展看，是有利于经济又好又快发展的。

此次 4 万亿涉及的行业有：交通运输、建筑、房地产、农业、公用事业。我们根据中信证券提供的行业完全消耗系数（是指一行业 1 单位产出，将带动多少单位其它行业需求）分析 4 万亿投资对哪些行业最受益。

从图表中可以看出，以建筑业为例，1 单位的产出，将拉动 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。

图表 15 五大政策受益行业，其生产单位产品所消耗的其它行业产品量（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 |

数据来源：中信证券研究所。



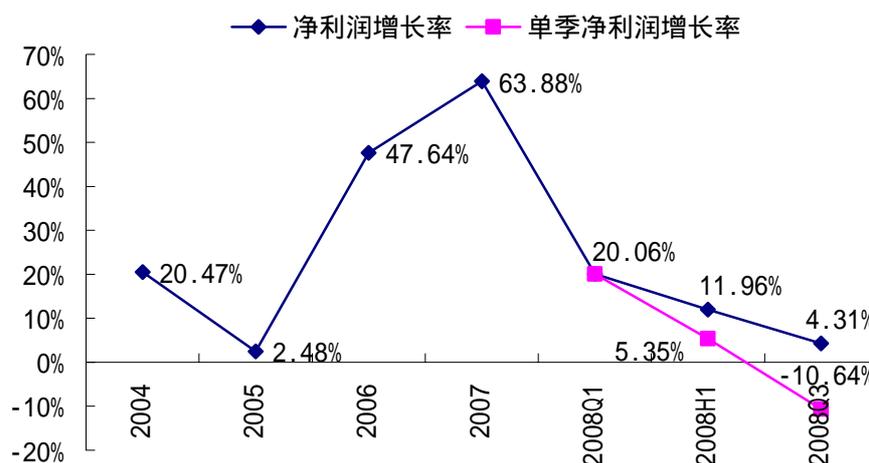
从完全消耗系数表中可以看出，随着 4 万亿的逐步投入，将给金属制品业（包括钢铁、有色）、机械设备、建筑建材、采掘、化工、农业等行业带来较强的拉动作用，09 年这些行业需求有望出现一定恢复。数据测算结果与 98/99 年以政府为主导的大规模基础设施建设带动原材料和投资品行业需求效果是一致的。

三、A 股上市公司业绩预测与估值

2008 年前三季度 A 股 1578 只可比上市公司净利润同比增长 4.31%，较半年报 12% 的净利润增速回落了 7.7 个百分点，并且远远低于 06、07 年 A 股上市公司净利润增长水平。

从单季度净利润增长数据看，08 年 1-3 季度单季的净利润同比增速分别为 20%、5.35% 和 -10.64%，2 季度较 1 季度增速回落 14.65 个百分点，3 季度较 2 季度增速回落 15.99 个百分点，基本上是每个季度净利润增速较上个季度增速回落 15 个百分点左右。依此类推，那么 08 年 4 季度单季净利润同比增速可能在 -25% 左右。我们预计，08 年 A 股 1578 只可比上市公司净利润同比可能下降 3% 左右。那么，09、10 年 A 股上市公司利润增长率又如何呢？

图表 16 A 股上市公司净利润增长率



数据来源：东吴基金。

根据模型推导，第 t 年上市公司净利润增长率为： $\frac{Roe_t / Roe_{t-1}}{(1 - Roe_t * 70\%)} - 1$ ，其中 Roe_t 为第 t 年净资产收益率，70% 为企业利润留存比例（证监会要求再融资公司最近 3 年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近 3 年实现的年均可分配利润的 30%）。因此，对于 09、10 年净利润增长率的判断，关键要看 Roe 走势。

历史上，中国 A 股上市公司净资产收益率 Roe 与名义 GDP 增速表现出明显的正相关性。97 年以来，两者相关系数为 0.56。即宏观经济是上市公司 Roe 走势重要决定因素之一：当宏观经济景气向上时，上市公司 Roe 会分享经济景气而上升；反之，当经济景气向下时，上市公司 Roe 将会趋势向下。由于当前宏观经济下滑趋势尚未结束，预计 A 股上市公司 Roe 将继续下行。

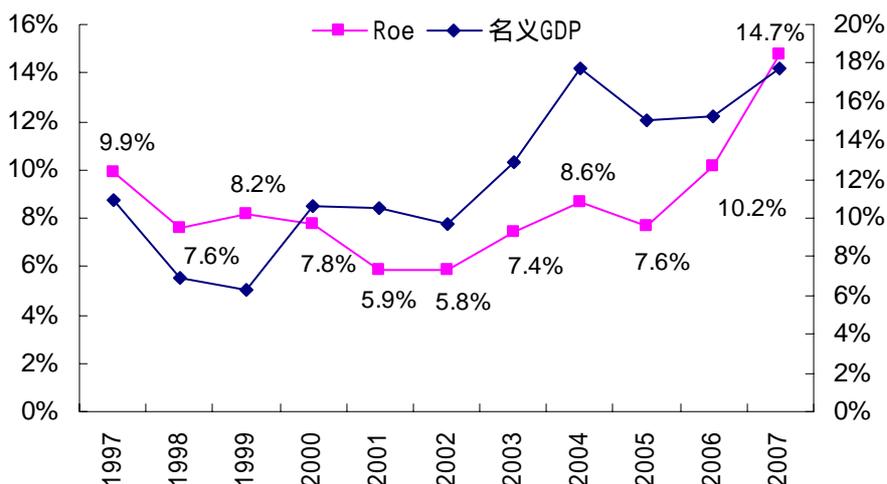
从 A 股上市公司 Roe 历史走势看，自 2006/2007 年以来，上市公司 Roe 重心有抬高趋势。1997-2005 年，上市公司 Roe 均值为 7.66%，不同年份的 Roe 值基本围绕这个均值上下波动，也没超过 10%。但是 2006 年以后，上市公司 Roe 超过了 10%，2007 年更是达到 14.7%。我们认为，一方面是经济景气提高企业盈利能力；另一方面，Roe 高的权重股上市抬高了 A 股上市公司 Roe 重心，比如中石油、工行等公司 Roe 要高于 A 股市



场平均水平。因此我们判断，未来 A 股上市公司 Roe 重心极有可能提高到 10% 以上。

亚洲金融危机爆发后，1998 年 A 股上市公司 Roe 较 97 年下滑了 2.3 个百分点，根据上文 08 年净利润预测结果，预计 08 年 A 股上市公司 Roe 为 14% 左右。假定 09 年 A 股上市公司 Roe 较 08 年也下滑 2.3 个百分点，那么 09 年 A 股上市公司 Roe 值为 11.7%。由于 A 股市场 Roe 重心的提高，我们认为，09 年 A 股 Roe 保持在 11.5% 可能性比较大。

图表 17 中国 A 股上市公司净资产收益率 Roe 变化趋势



数据来源：Wind，东吴基金。

根据净利润增长率模型，我们对 2009、2010 年 A 股净利润增长率进行敏感性分析。如果 08 年 Roe=14%，09 年 Roe 介于 11%-11.5%，那么 09 年 A 股上市公司净利润同比下降 10%-15%。如果 09 年 Roe 下降到 10%，那么 09 年 A 股上市公司净利润同比下降 23% 左右。但我们认为 09 年 Roe 降到 10% 可能性比较小。

图表 18 2009 年 A 股净利润增长率敏感性分析

| 2009 年 A 股上市公司净利润增长率 | | 2009 Roe | | | | | | |
|----------------------|--------|----------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| | | 10.00% | 10.50% | 11.00% | 11.50% | 12.00% | 12.50% | 13.00% |
| 2008Roe | 13.50% | -20.35% | -16.05% | -11.72% | -7.36% | -2.96% | 1.47% | 5.94% |
| | 14.00% | -23.20% | -19.05% | -14.87% | -10.67% | -6.43% | -2.15% | 2.15% |
| | 14.50% | -25.84% | -21.84% | -17.81% | -13.75% | -9.65% | -5.53% | -1.37% |

数据来源：东吴基金。

如果 2010 年中国宏观经济有所好转，上市公司 Roe 有所提高的话，那么 2010 年 A 股上市公司净利润增长有望由负转正。如果 09 年 Roe=11.5%，2010 年 Roe 介于 11%-12%，那么 2010 年 A 股上市公司净利润同比增长 3.6%-14%。

图表 19 2010 年 A 股净利润增长率敏感性分析

| 2010 年 A 股上市公司净利润增长率 | | 2010 Roe | | | | | | |
|----------------------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 10.00% | 10.50% | 11.00% | 11.50% | 12.00% | 12.50% | 13.00% |
| 2009 Roe | 10.00% | 7.53% | 13.33% | 19.18% | 25.07% | 31.00% | 36.99% | 43.01% |
| | 10.50% | 2.41% | 7.93% | 13.50% | 19.11% | 24.77% | 30.46% | 36.20% |



| | | | | | | | | |
|--|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 11.00% | -2.25% | 3.03% | 8.34% | 13.70% | 19.09% | 24.53% | 30.01% |
| | 11.50% | -6.50% | -1.45% | 3.63% | 8.75% | 13.92% | 19.12% | 24.36% |
| | 12.00% | -10.39% | -5.56% | -0.69% | 4.22% | 9.17% | 14.16% | 19.18% |
| | 12.50% | -13.98% | -9.34% | -4.66% | 0.05% | 4.80% | 9.59% | 14.41% |
| | 13.00% | -17.29% | -12.82% | -8.33% | -3.79% | 0.77% | 5.37% | 10.01% |

数据来源：东吴基金。

总而言之，宏观经济拐点将决定 A 股上市公司净利润增长的拐点。另外，贷款利率下调、增值税转型等有利于上市公司净利润的提升。但是在经济下滑周期中，存货、应收账款等项目坏帐可能性有所增加，资产减值准备的计提会影响 09、10 年上市公司利润。这些都是我们在 09 年投资中要注意和警惕的。

截至 2008 年 12 月 31 日，上证指数收盘于 1820 点，A 股整体静态 PE 为 14 倍，静态 PB 为 2.11 倍。当前点位 PE 值已经低于 05 年跌破千点时的 PE 值，但静态 PB 值仍然高于当时的 1.6 倍。由于宏观经济和上市公司利润仍然处于探底过程，不排除由于分析师盈利预测大幅下调而导致市场再次下跌。但我们认为，上证指数 1500 点对应 09 年 PB 值是 1.6 倍，如果不出现大的经济危机的话，这一估值水平将成为市场底部区域。

图表 20 A 股上市公司 2009 年 PB 值敏感性分析

| 2009 PB | | 2009 Roe | | | | | | |
|---------|------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 10.00% | 10.50% | 11.00% | 11.50% | 12.00% | 12.50% | 13.00% |
| 上证指数点位 | 2000 | 2.16 | 2.15 | 2.14 | 2.13 | 2.12 | 2.12 | 2.11 |
| | 1900 | 2.05 | 2.04 | 2.03 | 2.03 | 2.02 | 2.01 | 2.00 |
| | 1800 | 1.94 | 1.93 | 1.93 | 1.92 | 1.91 | 1.90 | 1.90 |
| | 1700 | 1.83 | 1.83 | 1.82 | 1.81 | 1.81 | 1.80 | 1.79 |
| | 1600 | 1.73 | 1.72 | 1.71 | 1.71 | 1.70 | 1.69 | 1.69 |
| | 1500 | 1.62 | 1.61 | 1.61 | 1.60 | 1.59 | 1.59 | 1.58 |
| | 1400 | 1.51 | 1.50 | 1.50 | 1.49 | 1.49 | 1.48 | 1.48 |

数据来源：东吴基金。

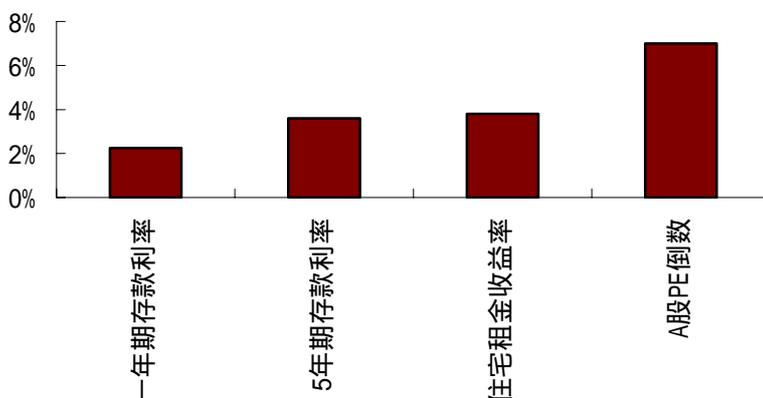
四、适度宽松货币政策使得市场流动性有所好转

（一）流动性有所好转

2009 年货币政策取向由 2008 年的“从紧”转为 09 年的“适度宽松”。“国 30 条”指出，09 年争取广义货币供应量增长目标为 17%。从近几年（M2 增速 - 名义 GDP 增速）值变动趋势可以发现，两者之差基本在 1~2 个百分点左右波动。假定明年实际 GDP 增长率=8.5%，CPI=2%，预计 09 年名义 GDP 在 11%左右。那么，09 年（M2 增速 - 名义 GDP 增速）差值将扩大到 6 个百分点左右，过剩流动性将会寻找单位风险收益最高的品种投资。

与国内其它资产相比，A 股投资吸引力明显增加。按照静态 PE 计算，当前 A 股的收益率超过了 7%，明显高于一年期和五年期定期存款利率，也比住宅租金收益率高。

图表 21 A 股与其它资产收益率比较



数据来源：东吴基金。

自从国资委明确表示鼓励央企增持上市公司股份，以及证监会出台一系列规范上市公司增持或回购行为制度规定以来，在 2000 点附近，产业资本对股票市场态度有所转变，减持行为明显减少，增持行为有所增加，大小非减持对市场的压力有所减小。其中，以汇金公司为首，贯彻管理层思想，每次在市场趋势向下的时候，不断买入工行、建行和中行三大行股票，该行为对于指数稳定、人心稳定起到了一定积极作用。可以说，汇金公司相当于政府的“准平准基金”。

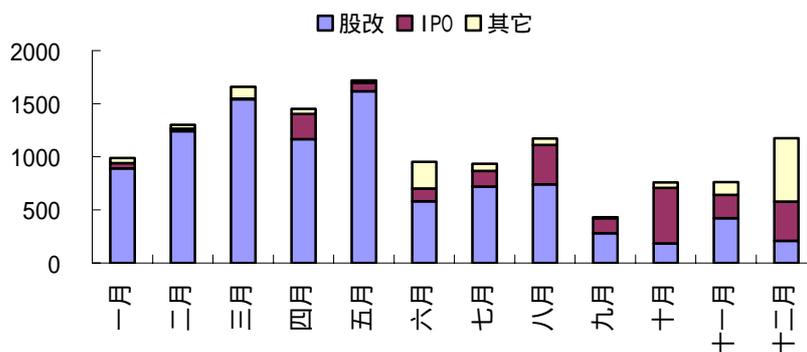
从资金潜在供给来看，市场缺的不是资金，但在国内宏观经济走势尚不明朗背景下，目前资金做多的意愿还不是很强烈。不过我们认为，随着 A 股投资吸引力增加，适度宽松货币政策有望使得 A 股市场流动性更加充裕些。

（二）小非依然是减持主力军

2009 年大小非解禁、IPO、定向增发等限售股解禁规模合计约为 13300 亿元（不包括中国联通、中国银行、大秦铁路、工商银行和中国石化 18800 亿大股东限售股解禁市值）。

从限售股解禁规模看，2009 年解禁压力主要在上半年，并以股改限售股解禁为主。比较而言，2009 年下半年限售股解禁压力相对较小，主要是由于股改限售股解禁压力减小，不过 IPO 限售股和定向增发解禁规模有所增大。

图表 22 2009 年 A 股市场限售股月度解禁市值





注：5 月份不包括联通 540 亿大股东股改解禁市值；7 月份不包括中国银行 5140 亿大股东 IPO 解禁市值；8 月份不包括大秦铁路 757 亿大股东 IPO 解禁市值；10 月份不包括工商银行 8350 亿大股东 IPO、中国石化 4000 亿大股东股改解禁市值。

数据来源：东吴基金，Wind。

截至 2008 年 10 月底，股改限售股未解禁与解禁但尚未减持的规模为 4383 亿股，其中“大非”3836 亿股，“小非”549 亿股，合计市值在上证指数 2000 点时约为 3 万亿元，这是 2009 年、乃至 2010 年潜在抛压。截至目前，“大非”累计减持占比是 10.9%，对于大部分公司而言，“大非”基本要拥有公司控股权，所以“大非”未来的减持比例应该不会太大，我们假设未来大非减持比例在 15% 以内，另外“小非”全部减持，则未来来自于股改限售股实际抛压约为 7690 亿元，其中大小非减持规模差不多，但从减持意愿来看，2009 年“小非”仍然是减持主力军。

图表 23 2008 年 10 月股改限售股解禁与减持统计

| | 大非 | 小非 | 合计 |
|---|-------------|------------|-------------|
| 未解禁限售股存量（亿股） | 3165 | 307 | 3471 |
| 累计解禁数（亿股） | 753 | 432 | 1184 |
| 累计减持数量（亿股） | 82 | 190 | 272 |
| 累计减持占比 | 10.90% | 43.98% | 22.96% |
| 剩余可减持量（亿股） | 671 | 242 | 912 |
| 未解禁与解禁但尚未减持量（亿股） | 3836 | 549 | 4383 |
| 假设“大非”减持比例为 15%； “小非”减持比例为 100%，减持市值（亿元） | 3936 | 3755 | 7691 |

数据来源：国信证券，东吴基金。

总体来看，2009 年限售股减持压力相对较小。限售股解禁压力主要在上半年，并且大规模 IPO 原股东解禁规模要推到 2010 年后。预计限售股减持压力还是来自于“小非”，不过即使算上所有“小非”，按现在价位计算，减持规模也不到 4000 亿，分两年减持的话，每年减持 2000 亿，对市场冲击相对较小。

五、2009 年 A 股走势判断

根据股市测不准理论，股市是无法预测的。记得中国著名摇滚歌手崔健唱过一首叫《不是我不明白》的歌，这首歌最后有句歌词写的是“不是我不明白，这世界变化快”，这句歌词的意思是这世界变化太快了，超过了我们认知能力，所以有些事情就无法理解了。这也道出了股市测不准理由。由于我们对股市预测只是基于当前信息做出判断的，而对于未来信息只能做出假设，根据情景分析，而得出不同结果。如果未来变化超过我们的想象，那就很难在年初准确判断了。

我们回顾一下历年来研究机构对中国股市预测准确度，并且不妨事后诸葛亮一回，总结一下当时预测准确的可能原因，这类总结也许对 09 年 A 股走势判断有一定益处。2003、04 年股市高点和低点研究机构基本预测准确。从 2003、04 年上证指数走势看，最高点 1700 多点，基本是 2002 年 6 月 24 日国有股减持暂停公告后上证指数反弹的最高点，也即政策顶（**经验之一：如果没有经济或股市制度发生重大变革，政策顶一般很难突破**）。最低点是 1300 点左右，从 2002 年至 2004 年该点位出现过四次，有政策因素也有技术因素（**经验之二：政策底和技术底有强烈支撑作用**）。

当 2005 年跌破 1300 点这一政策和技术底之后，上证指数跌破了 1000 点。2005 年研究机构预测最高点是 6.24 国有股暂停减持反弹最高点 1700 点左右，但是上证指数最高只反弹到 2002-2004 的政策和技术底 1328 点（**经验之三：历史形成的政策和技术底，通常会成为以后市场难以逾越的顶**）。



在此经验作用下，2006 年研究机构预测最高点比前期市场形成的政策和技术底略高一些：1399 点。但是随着股权分置改革的深入和宏观经济持续好转，A 股进入牛市旅程。轻松突破前期 1300 点政策和技术底，1700 点政策顶，最高涨到了 2698 点，远远超过年初研究机构预测的最高点 1399 点。一轮牛市的启动，的确势不可挡。记得 2007 年初，最大胆研究机构预测 07 年上证指数最高点也只是 4000 点，但最后行情演绎到了 6124 点。

牛市趋势势不可挡，熊市趋势亦难抵挡。2008 年初，研究机构平均预测低点是 4300 点左右，但最后上证指数最低跌到了 1644 点，大盘、个股“腰斩”再“腰斩”。

总结 2003 - 2008 年研究机构预测经验，当市场振荡整理时，并有相对明确的政策顶，以及政策和技术底时，研究机构预测准确度相对较高，并且通常将“政策顶”作为预测高点，将“政策和技术底”作为预测低点，而市场一般是如此。而当市场形成趋势上涨或下跌时，研究机构预测通常都是保守的，预测不准的。

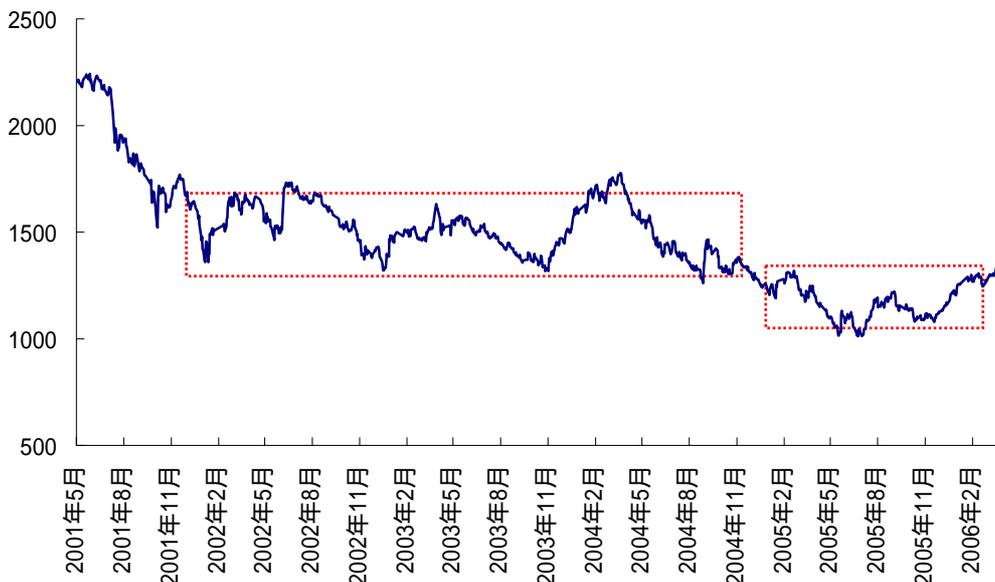
图表 24 研究机构对中国股市预测准确度一览表

| 年份 | 预测 | 实际 | 准确性 | 偏离幅度 |
|---------------------------|------|-----------|----------------|---------|
| 2003 年 预测机构数量 23 家 | | | | |
| 平均预测低点 | 1246 | 实际低点 1307 | 不到，差 61 点 | 5% |
| 平均预测高点 | 1704 | 实际高点 1649 | 不到，差 - 55 点 | -3.23% |
| 2004 年 预测机构数量 39 家 | | | | |
| 平均预测低点 | 1349 | 实际低点 1259 | 向下突破近 - 100 点 | 7.4% |
| 平均预测高点 | 1769 | 实际高点 1783 | 比较准 | |
| 2005 年 预测机构数量 40 家 | | | | |
| 平均预测低点 | 1189 | 实际低点 998 | 向下突破近 - 200 点 | -16.82% |
| 平均预测高点 | 1696 | 实际高点 1328 | 远远不到，差 - 368 点 | -21.69% |
| 2006 年 预测机构数量 30 家 | | | | |
| 平均预测低点 | 1012 | 实际低点 1162 | 不到，差 150 点 | 14.82% |
| 平均预测高点 | 1399 | 实际高点 2698 | 不到，差 1299 点 | 92.85% |
| 2007 年 | | | | |
| 平均预测低点 | - | 实际低点 2541 | - | |
| 平均预测高点 | 3500 | 实际高点 6124 | 不到，差 2624 点 | 74.97% |
| 2008 年 预测机构数量 23 家 | | | | |
| 平均预测低点 | 4300 | 实际低点 1664 | 向下突破 -2636 点 | -61.30% |
| 平均预测高点 | 7000 | 实际高点 5523 | 不到，差 1477 点 | 21.1% |
| 2009 年 | | | | |
| 平均预测低点 | 1300 | 实际低点 ? | | |
| 平均预测高点 | 2800 | 实际高点 ? | | |

资料来源：研究员论坛，东吴基金整理。



图表 25 2002 - 2005 年上证指数走势



数据来源：Wind，东吴基金。

对于 09 年 A 股走势的判断，我们认为，市场总体以振荡为主，并可能以三部曲形式演绎走势：政策、外盘企稳刺激估值反弹 业绩压制二次探底 业绩复苏有望推动市场再次反弹。

政策、外盘企稳刺激估值反弹：政策刺激估值反弹从 2008 年 11 月 9 日政府出台 4 万亿投资计划刺激内需已开始启动，上证指数最高反弹 2100 点，深圳成指最高反弹 7585 点，但也受阻于 918 反弹最高点。随着全球金融危机慢慢平静，外围股市企稳有望继续刺激 A 股估值反弹。

业绩压制二次探底：由于宏观经济探底之旅仍在进行，基于上市公司盈利预期可能被大幅下调，加上政府刺激经济政策效果有待体现，A 股市场可能在估值反弹行情后重新下探。不过政府刺激经济的决心及财政支出可能进一步加大，市场大幅下跌可能性较小。我们认为，上证指数 1500 点对应 09 年 PB 值是 1.6 倍，如果不出现大的经济危机的话，这一估值水平将成为市场底部区域。

业绩复苏有望推动市场再次反弹：二次探底之后，随着政府刺激经济政策效果的体现，上市公司业绩复苏有望推动市场再次反弹，时间点可能在 09 年中以后。我们认为，由于本次政府经济刺激政策持续两年，时间跨度长于 98 年，因此宏观经济复苏效果和持续时间长度将要好于 98 年，这也有利于 A 股市场反弹的时间长度。

至于反弹高度，要视宏观经济复苏情况。根据历史经验，我们判断，09 年上证指数反弹的最高点可能有以下几种情况：第一种是，918 行情反弹的最高点 2300 点；第二种是跌破 3000 点后在 2800 点形成的平台，即 2800 点；第三种是，424 行情反弹的最高点 3768 点。



第三篇 投资策略

一、投资主线

由于 2009 年宏观经济形势尚不明朗，存在诸多不确定因素。在这种宏观经济背景下，2009 年我们的投资策略思想是：寻找业绩增长确定的公司来抵御宏观经济的不确定。我们的理由是：由于与其它投资品种比较，A 股投资吸引力已逐步显现，而适度宽松的货币政策势必会将实体经济中过剩流动性吸引到 A 股市场。在流动性相对充裕而宏观经济又相对不确定环境下，业绩增长相对确定的公司并且价格相对合适的股票会更受资金的偏好、追捧，从而产生结构性投资机会。

对于业绩增长确定性公司的寻找，主要从以下两个角度进行：一是自上而下寻找受益于积极财政政策和政府投资拉动具有相对确定需求的行业，再从这些行业中选择基本面优秀的公司；二是自下而上从公司技术优势、市场优势和管理运营优势等角度，寻找细分行业中业绩增长相对确定的公司。重点关注以下四条主线的投资机会：

第一条投资主线是自上而下寻找受益于积极财政政策和政府投资拉动并且需求增长相对确定的行业，重点关注：电力设备、铁路设备、建筑、建材以及通信设备。

- **电力设备**：我国 500kV 高压直流输电线路和特高压输电工程的快速增长将拉动输变电行业各类设备的快速发展，为行业内的龙头企业带来了巨大的发展机遇。节能电力设备生产商在电网快速发展阶段将进一步抢占市场份额，巩固自身的市场地位。
- **铁路设备**：受益于投资的拉动，未来几年，我国铁路行业迎来发展的黄金时期，因此铁路设备行业未来发展整体看好，业绩增长确定
- **建筑**：受益于国家政策推动，建筑行业是未来 1—2 年景气度提升的行业，但需要规避受房地产行业投资下滑拖累的房地产建筑类企业。
- **建材**：基建投资成为水泥行业需求的最大看点，但水泥行业仍处于供过于求的弱平衡格局。基于各区域基建投入的不平衡性和房地产投资开发占区域固定资产投资比重的差异，2009 年各区域水泥景气将呈现分化走势，区域内的龙头公司值得重点关注。
- **通信设备**：中国 3G 牌照正式发放，国内三大运营商可以正式全面展开 3G 投资建网工作。预计，09 年中国电信投资明显反弹。系统设备及配套设备、光纤光缆、测试设备、网络优化和软件及支撑系统等都将受益于 09 年国内电信大投资，这些子行业的相关公司将有投资机会。从投资时点看，上半年表现会更好些，通信设备板块在行业利好消息以及实际业绩增长带动下有望跑赢大盘。

第二条投资主线是自下而上从公司技术优势、市场优势和管理运营优势等角度，寻找细分行业中业绩增长相对确定的公司，重点关注以下行业中的优秀公司：医药、食品饮料、保险、商业零售、传媒。

- **医药行业**：09 年医药价格不会大幅下降，就诊率还有很大提升空间，并且监管相对放松。同时医改带来新增政府投资 1200 亿以上，为医药行业收入增加 20%。预计 09 年医药行业继续在政策指导下繁荣。继续看好化学制剂药、生物药、医疗设备三个子行业，给予推荐评级，医药商业的机会在于政策超预期，以及外资并购。操作策略上建议一线股 09 年估值中枢 30-35 倍，二线股中枢 20-25 倍。
- **食品饮料**：2009 年，受宏观经济持续减速引发的消费需求减弱，将使我国食品饮料行业延续 08 年第四季度以来的销售增速下滑趋势。但是，居民收入增长预期的相对稳定、品牌消费的惯性以及产品结构调



整形成的消费升级特征仍使得行业具备弱周期性。在需求的下滑时期，品牌过硬、经营能力优异以及存在成本下降因素的公司是我们的关注的重点，而销售的超预期变化将引发各子行业估值的回归。

- **保险**：降息周期不利于保险公司利差，但保费收入增速可能好于市场预期，保险公司业绩增长主要受制于股市波动，但 2009 年业绩好于 2008 年的可能性较大，保险股有望跑赢大盘。
- **商业零售**：消费疲软对商业零售的冲击已经体现，09 年一季度乃至上半年将更为明显。不过，商业零售行业的渠道稀缺性和低风险盈利模式等特性使其仍具有一定的抗周期性。在行业增速下滑延续的情况下，至少在 09 年中期以前零售板块缺乏整体的投资机会，但具备明显的区域竞争优势且发展稳健的零售企业仍值得重点关注，在此基础上，存在本区域商业资源整合预期并因此而受益的个股值得看好。
- **传媒**：宏观经济增速放缓、数字电视整体转换带来的资本开支和教材教辅市场萎缩等负面因素都直接影响相关传媒上市公司业绩内生性增长。但对于受众对象确定、资本开支较小的传媒龙头企业而言，09 年业绩仍然有望稳定增长，还是比较好的防御性投资品种。

第三条投资主线是受益于需求相对稳定并且成本下降毛利率有望提升的行业，重点关注：电力。

- 电力是少数业绩见底且回升趋势明确的行业，煤价大跌对业绩的提振远超利用小时回落带来的负面影响，近期增值税转型和未来持续降息也将使行业受益。

第四条投资主线是估值具有一定安全边际，存在估值反弹的交易性机会，重点关注：银行、地产、机械、钢铁、有色、煤炭等行业。

- **银行**：2009 年，我们最关注的不是银行的利润增速，而是货币流动性指标发生的拐点与走势。上半年银行股走势可能会振荡筑底，而下半年如果经济预期转好，则可能出现整体性投资机会，即使经济预期未明显好转，流动性指标见底后，银行股阶段性机会依然存在。
- **房地产**：未来 1 - 2 年国内经济增速的不确定性，使我们对房地产行业在 2009 年能否见底保持相对谨慎态度。但是持续有效的货币放松，房地产行业景气度正在接近“U”型底部区域，使我们对 2009 年的房地产行业投资机会偏乐观，地产股的投资机会可能逐渐增大。
- **机械**：在行业景气仍呈回落态势的情况下，长期投资的时机并不成熟，但是仍有“保增长”等刺激内需的举措带来的阶段性的投资机会。
- **钢铁**：随着二季度大钢厂成本压力开始缓解，基建拉动效果显现，以及铁矿石谈判价格的确定，股价有望有所表现。
- **有色**：行业已经接近景气底部，流动性扩张、美元重新开始贬值有望带来股价强劲反弹。
- **煤炭**：预计 09-10 年煤炭面临供过于求态势，行业投资机会在于：行业并购、集团资产注入、股价超跌反弹。

二、重点行业

1、医药——关注政策向好带来的机会，兼顾自下而上 行业评级：推荐

首先，从长期看，医药业还是永远的朝阳行业，我们坚持认为就诊率、价格、政府管制仍是行业主导因素，09 年价格不会大幅下降，政府管制在多数层面也不会趋于更严厉，就诊率方面，目前中国门诊就诊率 50% 附近，住院患者就诊率不到 20%，老年常见疾病的就诊率大多低于 20%；还有很大的提高空间，我们认为，



这方面对于行业增长的贡献超过人口老龄化、以及单位病人每日门诊与住院支出增长的贡献。

其次，医药业虽然最具防御性，但也有行业景气周期。20年来行业的景气低点是94、98、04、06四年，特点是收入增长15%以内，利润增长10%以内，目前看除去部分原料药行业外，09年医药行业收入增长20%以内可能性很小，利润增长同步，行业高景气度维持；很大原因得益于监管的放松，预计09年医药行业继续在政策指导下繁荣；关键的几个政策预期分别是：

医改带来新增政府投资1200亿以上，其中很大部分会刺激真实消费释放，目前只有抗感染等少数几个领域供大于需，神经类、肝病、糖尿病等大病种就诊率太低，报销比例也有改善空间；专科药受益不亚于普药。

药品差异定价与医保政策开始向内资倾斜，无论是降低外资过专利期药品药价，还是实行内资药价报销政策（超过部分自理），还是结合起来，按病种给予定额报销；三种方式对于内资企业都是很大的直接利好；预计这一政策可能在明年中期明朗，也是药企09年最期待的政策。

科技部重大创新基金，每年带来行业科研经费增量在几十亿元，超预期可能性大，预计对一类新药项目丰富的公司有正面影响。

基本药物目录出台，目前的悬念是政府如何执行产供销一体化，而且不伤害药企的积极性，5-15%的物流费、以及是否收取药师费是关键。

因此，2009年医药股除了4万亿相关的政策主题外，还有资产注入主题、自主创新主题、基本用药目录主题等，预计后面几个主题都是交易性机会。

行业风险主要还是政府管制，同时，前期OTC、保健品过度营销的状态需要修正，美国OTC只占药品市场1/10，中国目前1/3的份额显然偏高。政府在试点0差价率、试点医药分家；产业链相对短的快批类企业、单纯营销拉动企业，风险都大。另外，前期的“一品两规”政策、招标采购政策如何过度到正常管制上来，还有不确定性。

估值上，我们看好医药行业中长期的发展趋势，操作策略上建议一线股09年估值中枢30-35倍，二线股中枢20-25倍。继续看好化学制剂药、生物药、医疗设备三个子行业，给与优势评级，医药商业的机会在于政策超预期，以及外资并购。

重点关注：天坛生物、华东医药、科华生物。

2、食品饮料——成本下降是看点，需求的超预期变化将引发估值回归 行业评

级：推荐

2009年，受宏观经济持续减速引发的消费需求减弱，将使我国食品饮料行业延续08年第四季度以来的销售增速下滑趋势。但是，居民收入增长预期的相对稳定、品牌消费的惯性以及产品结构调整形成的消费升级特征仍使得行业具备弱周期性。在需求的短期下滑时期，品牌过硬、经营能力优异的公司是我们的投资首选。

白酒行业，消费需求疲软引发对高档消费品的冲击已经自08年10月份开始显现，企业间品牌力的比拼已经在所受冲击的程度上得到体现，09年将进一步分化。受此预期的影响，高档白酒类股的估值已经徘徊于历史低位。此时，鉴于该行业中长期具备的较高投资价值，我们认为应该更多地关注其积极因素。比如，与其它制造业不同的是，高档白酒短期销售不畅在影响当期盈利的同时，也是对未来景气好转时盈利释放的积累，因为其产品不但不用计提减值准备，并且基酒更多和更长时间的储存还能提升未来产品的可销售量和品质，公司在生产工艺、品牌和消费群体等方面仍具有显著的“价值积累”特性。因此，在泸州老窖等优秀公司09年销售变动较为明朗时，仍是值得买入并持有的较好品种，而销售下滑好于预期的出现也将引发其估值溢价的回归。



葡萄酒行业由于在我国还处于消费导入期，人均消费量和消费群体的扩大带来行业稳定增长的预期；啤酒行业和肉制品行业等大众消费品预期消费需求能保持相对稳定，且 09 年成本下降因素带来的正面影响较大。不过，当前二级市场给予该等行业的估值相对溢价已经反映了这些预期，我们在谨慎看好的同时，应该更多地关注其是否向着符合预期的方向发展。此外，我们也看好行业处于成长期、必需消费品特征显著并且存在成本下降预期的酵母行业，建议重点关注该行业的龙头公司。

重点关注：贵州茅台、泸州老窖、青岛啤酒、安琪酵母。

3、银行——货币流动溢出提升行业估值空间

行业评级：推荐

流动性拐点将引发银行估值拐点。我们认为，银行估值水平和货币流动性密切相关，我们判断货币流动性的指标是“M2-M1 增速”。当 M2-M1 增速见底回升，表明现实的货币供给已经超过实体经济的需要，存款期限结构趋向定期化或长期化，实体经济贷款需求减弱，流动性（定期存款、储蓄存款）正在从实体经济向银行体系转移，导致银行资产收益下降、负债成本上升、净息差下降；同时表明企业盈利和投资预期下降，银行信贷成本预期上升，这将导致银行估值水平回落。同样，当 M2-M1 增速见顶回落时，表明存款期限结构趋向活期化或短期化，实体经济贷款需求增加，流动性正在从银行向实体经济转移，导致资产收益上升、银行负债成本下降、净息差上升，同时企业盈利和投资预期上升，银行信贷成本预期上升，这将提升银行的估值水平。另外，银行内部指标（存贷比、存款 - 贷款增速）也可作为判断流动性的佐证之一。因此，货币流动性（如“M2-M1 增速”）等指标是判断银行股的先行指标，其走势拐点将引发银行估值拐点。这是我们判断银行股投资机会的重要指标。

货币流动性溢出将带来行业投资机会。央行至 2008 年下半年开始已 5 次降息，加大信贷供给，M2 增速要达到 17%，未来 2009 年货币政策放松已成定局。通过增货、降息等宽松货币政策引导，预计未来流动性将会重新回流到实体经济。但是，货币、利率、信贷政策拐点相对实际流动性拐点具有一定的时滞性。06 年下半年至今的紧缩货币周期中，自实施信贷额度控制到信贷增速见顶约 1 个季度，自实施加息、上调存款准备金率等紧缩政策到 M2-M1 见底不到 4 个季度。这表明，信贷政策时滞最短，利率和货币政策时滞较长。从本次降息力度与频率来看，时滞时间可能会缩短到 2 - 3 个季度，但判断流动性拐点具体还要以 M2-M1 增速的拐点、走势为准。决定 M2-M1 指标的因素有许多，有经济走势、资产价格预期，还有存款准备金率、货币乘数、境外热钱等。虽然政策指标影响的时滞存在，M2-M1 增速在 2009 年见顶的可能性较大，但由于内外部整体经济形势不好，该指标可能先会维持顶部振荡，等待经济增速预期好转，则会逐渐出现顶部回落。

行业投资策略。2009 年银行行业利润增长将面临较大压力，但这不是我们看待银行股投资机会的出发点。我们更关注的是影响银行股走势的流动性指标，因为影响股价的不是业绩增速，而是流动性指标决定的估值水平。如果流动性指标走势拐点将引发银行估值的拐点，从而带来银行股的投资机会。我们判断，2009 年上半年银行股走势可能会振荡筑底，而下半年如果经济预期转好，则可能出现整体性投资机会，即使经济预期未明显好转，流动性指标见底后，银行股将可能维持区间振荡，阶段性机会依然存在。给予银行行业“推荐”的行业投资评级。

重点关注：兴业银行、浦发银行、招商银行、交通银行。

4、保险——盈利提升主要受制于股市波动

行业评级：推荐

由于我国债市不发达，导致保险公司在权益类资产中的配置占比相对较高，目前权益类资产占比仍达到 14%（美国为 4.65%），总投资收益中固定收益占比为 70% 左右。这使得我国保险公司业绩弹性与股市波动相关性较大，且股价表现与大盘指数相关性较大且相对波动性更大。

由于保险公司的资产久期小于负债的久期，在利率下行的情况下影响保险公司的利差，另外降息会影响



其再投资收益率与协议存款的利率。在低利率的背景下，预计明年固定收益类投资的收益率将是3%左右，近一半的增量资金可能会投向债权计划。

2009年持续降息将会使保险的预定利率相对于存款利率的优势更为明显，股市对资金的吸引力不会立即显现，这将都会促进保费收入增速好于市场预期。

保险业2008年是业绩下降期，2009年可能进入盈利恢复期，保险公司将会提取股权减值准备从而大幅降低2008年业绩。2009年业绩增长更多地取决于股市涨跌，如果2009年股市上涨可抵消降息的负面影响，但股市不涨，那么行业的投资收益率低于负债成本，使业绩增长面临较大压力。因此，2009年投资收益和盈利能力的提升存在一定的不确定性。我们认为，2009年保险公司业绩应好于2008年，保险跑赢大盘的可能性较大，给予保险行业“推荐”评级，建议可以把握股市振荡中的阶段性机会。

重点关注：中国平安、中国人寿。

5、房地产——货币持续放松，行业机会增大

行业评级：推荐

目前行业景气仍处于下降通道的左侧。2008年3季度以来，一系列有关房地产的降息、减税利好政策陆续出台，部分区域市场在11月份成交虽略有放大，但整体性与持续性表现不明显。货币政策虽已明显进入降息周期，但政策仅放松了首套普通住宅、改善型二套房的政策限制，对其他二套住房、非普通住房在贷款及税收上尚未松动。银行“惜贷”致使资金并未明显流入房地产行业，货币放松对房地产行业景气推动这一短期影响因素将会滞后反应。而国内经济发展前景不明朗也影响房地产行业的中长期走势预期，房地产行业景气运行仍处于景气下降通道中的左半边，没有到底部区域。

货币政策仍是制约房地产短期走势的主导因素。2005年开始的本轮房地产上升周期的主要特征是受需求拉动，而货币政策调控主要是挤压了投资需求与投机需求“泡沫”，并一定程度上拟制了自住性及改善性需求。导致本轮房地产行业至2007年下半年开始进入调整周期的主导因素是货币政策收紧导致的。未来房地产行业走势长期受制于经济，短期1-2年内仍受制于货币政策。

2009年房地产行业将接近“U”型底部区域。我们认为，“从较长的时间周期内，房价的变动趋势取决于一国的GDP增速即经济增长状况，而房价的短期变动更取决于货币政策调控的作用方向与力度。”我们无法确定2009年是本轮国内经济调整周期的底部，也即无法确认是房地产行业调整的底部。但是，我们相对认可2009年是本轮经济“U”型的底部左侧低点的观点，那么房价应该是接近阶段性的底部区域。从货币指标来分析，持续降息周期已确立，降息的累积效应必然在未来时点（我们判断是一年左右）上发挥作用，另一方面，2009年后政策将推动资金向实体经济传导，货币的持续有效放松将对行业短期产生实质性的利好影响。从各地房地产市场成交表现来看，降息及税收政策出台后，市场已逐渐在从“价跌量减”的第三阶段向“价稳量平”的第四阶段过渡，这也侧面说明房地产正在接近行业的景气底部区域，当然这一时间周期可能会比较长。

房地产行业投资策略及个股选择。未来1-2年国内经济增速的不确定性，使我们对房地产行业在2009年能否见底保持相对谨慎态度。但是持续有效的货币放松，房地产行业景气度正在接近“U”型底部区域，使我们对2009年的房地产行业投资机会偏乐观，地产股的投资机会可能逐渐增大。维持房地产行业“推荐”的投资评级。我们建议从两个角度把握地产股的投资机会：一是在市场处于底部区域时，重点关注项目运作能力强、营销能力好、资金面良好、估值合理的房地产行业龙头。二是行业处于低迷期，兼并、重组、收购机会大大增强，建议把握有资产注入、兼并重组的地产公司。

重点关注：万科、保利地产、金地集团、滨江集团、建发集团、陆家嘴。

6、电力设备——国家大投资下的繁荣

行业评级：推荐



为落实国务院进一步扩大内需的措施，全国新增电网投资6900亿元，这将有力的拉动输变电设备行业的发展。在新一轮的大规模城网和农村电网建设中，节能电力设备在新增设备中的占比将大大增加，对原有落后设备的替代也将加快。电力设备行业作为一个与产业政策高度相关的行业，将成为2009年的投资热点。

电网建设面临空前的快速增长。“十一五”期间我国电网建设计划投资达1.45万亿，重点建设500kV超高压线路，加强远距离输电能力，实现全国联网。2008年11月，为促进经济平稳增长，全国共新增电网投资6900亿元，未来两年电网总投资为13847亿元。输变电设备行业将面临4400亿元的设备采购投资。

发电设备行业进入缓慢增长阶段。随着用电量增速的快速回落，我国新增发电装机容量的增长将受到抑制。由于电源建设的周期较长，发改委专家强调电源建设应摆脱经济周期波动的影响，保持稳定增长，以防止经济恢复增长后可能带来的电力供应不足的情况。我们预计2010年我国总装机容量将达到9.8亿千瓦，2008年至2010年平均每年新增装机容量为9000万千瓦左右。

“节能减排”投资力度加大，带动行业技术升级：在“节能减排”的政策压力下，全国各电力生产企业、电网公司和用电单位都积极采用先进的节能电力设备和技术措施。在新一轮的大规模城网和农村电网建设中，节能电力设备在新增设备中的占比将大大增加，对原有落后设备的替代也将加快。

重点关注：特变电工、平高电气、许继电气、思源电气、荣信股份、智光电气、科陆电子。

7、通信设备制造业——分享 3G 投资盛宴

行业评级：推荐

国务院总理温家宝31日主持召开国务院常务会议指出，目前，电信企业改革重组工作基本完成，已具备发放第三代移动通信TD-SCDMA和WCDMA、CDMA2000牌照的条件。会议同意工业和信息化部按照程序，启动牌照发放工作。这意味着中国3G牌照正式发放，国内三大运营商可以正式全面展开3G投资建网工作。

3G牌照发放，必将带动国内电信投资明显反弹，有望使2009年成为中国电信投资的高峰年，从而对相关厂商的业绩有明显促进。09年中移动仍会保持对GSM网络投资，同时逐步将TD网络建设推向中型城市，预计09年TD网络将再新增4.6万个基站左右。中国电信预计前三年CDMA网络投资800亿元，计划3年内发展1亿用户，因此09年也将是中国电信大规模建网的年份。新联通未来两年拟投资1000亿元建设W网。我们预计，09年国内三大运营商投资规模将达到3000亿元左右，与08年的2500亿元相比，投资明显反弹。

随着电信重组完成和3G牌照发放之后，09年国内运营商投资重点是：(1) 3G无线网络建设；(2) 光纤光缆投资，无线网投资也要求传输网投资的配套，将会加大光纤光缆采购。同时，FTTX建设，也有望带动光纤光缆需求增长；(3) 网络优化、测试和网络监测相关投入有望加大。因此，系统设备及配套设备、光纤光缆、测试设备、网络优化和软件及支撑系统等都将受益于09年国内电信大投资，这些子行业的相关公司将有投资机会。

从投资时点看，上半年表现会更好些，通讯设备板块在行业利好消息以及实际业绩增长带动下有望跑赢大盘。随着C网、TD网络市场份额的确定，09年C网、TD价格战压力相对较小，有利设备商毛利率的稳定。09年上半年通信设备行业业绩增长将可能较为突出：首先，08年上半年由于重组，投资推迟，大部分公司业绩基数较低。其次，部分3G项目跨年度，主要是新联通的WCDMA网招标将于1月中左右结束，大部分收入将确认在09年上半年。而下半年起，市场将会更关注海外接单进展、国内重点移动网络招标情况及在实际业绩中的体现，通讯设备板块可能受到整体市场行情和消息面的影响较多，存在比较大不确定因素。

重点关注：中兴通讯、武汉凡谷、中天科技、国脉科技。

8、电力——关注煤价及利用小时数变动，选择敏感性高的公司 行业评级：推荐

09年，水电平稳，火电扭亏。预计需求将牵动煤价大跌和电价上调短期暂停，煤价大跌对业绩的提振远



超利用小时回落带来的负面影响，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机组将扭亏，600MW机组可恢复至合理盈利的一半。

估值。相比多数刚走入下降通道的大行业，电力是少数业绩见底且回升趋势明确的行业，相对价值显著，近期增值税转型和未来持续降息也将使行业受益。目前主要火电公司静态PB介于1.8-2.3之间，基本合理。

建议重点关注受益于煤价下跌的华能国际、国电电力、粤电力、建投能源及华电国际；基本面同步改善且抗极端周期的水电；小型高成长且动态P/E较低的金山股份。

风险提示：若煤价下跌有限或开工率超预期下降则火电业绩回升将低于预期。

重点关注：华能国际、国电电力、粤电力、穗恒运、金山股份。

9、建筑行业：政策驱动，景气度提升

行业评级：推荐

为减小全球经济下滑对国内经济的影响，刺激中国经济增长，中央和地方政府将通过加大投资来减缓经济下滑的幅度。4万亿投资计划的提出，以及地方政府积极推出的大规模投资规划，将大幅拉动我国固定资产投资总额，并在很大程度上提升我国的建筑业景气指数。

首先，铁路基建和城市轨道交通基建是建筑行业领域最大的增长点。未来一段时间铁路建设里程和投资规模在我国铁路建设史上是前所未有的。我国2008年底在建项目总金额将达到1.87万亿元左右。从新建铁路立项来看，截至10月底，今年共批准立项44项，批复可研报告40项，批复投资规模约5400亿元。预计08年批准立项60项，批复可研报告65项，批复投资规模超过7000亿元。2009年计划新开工重点铁路建设项目70项，新增批复项目投资规模1万亿元，全年计划完成铁路建设6000亿元。

根据国务院批准的第一批15个城市的轨道交通项目规划，到2015年城市轨道交通规划长度2400公里，投资规模7000亿。目前，40多个城市在筹备轨道交通建设项目。预计轨道交通建设长度将超过3400公里，年投资额将在1000亿元以上。

其次，灾后重建带动区域基建投资。根据国家对汶川地震灾后重建总体规划，计划投资1万亿元进行灾后重建，重建范围包括四川、甘肃、陕西3省。必然推动区域基建投资增长。

最后，政策规划重点发展的机场基建和处于高潮期的水利水电基建也是建筑领域快速增长的子行业。公路、水运、港口基建依然能保持平稳增长。

重点关注：中铁二局、中国铁建、中国中铁、隧道股份。

10、商业零售——行业景气下滑，但自身特性仍具防御性

行业评级：中性

消费疲软对商业零售的冲击已经体现，09年一季度乃至上半年将更为明显：影响我国居民消费最主要因素的城镇居民人均可支配收入增速有所放缓，加上CPI自年中开始出现的高位回落，我国零售行业景气度从08年8月份开始出现下滑，11月及12月行业及公司的销售额增速虽出现回升，但增长已经徘徊在10%强的水平。受宏观经济影响的加深以及CPI进一步回落产生的同比差距拉大，预计消费疲软对零售行业的负面冲击将在09年的第一季度乃至上半年体现得更为明显一些。就主要零售业态而言，行业增速下降幅度由小到大依次为超市、百货、家电连锁，这一情形已经出现，09年将会延续及深化。

尽管行业面临需求下滑，但我们仍然认为无须对该行业过于悲观，商业零售行业的一些特性使其仍具有一定的抗周期性。比如渠道的稀缺性——在需求引发的销售不畅情形下，上游代理商或厂家会将更多的促销资源向零售渠道集中，而零售商尤其是具有区域竞争优势的零售商因在零供关系中具备的更强议价能力，不仅能通过打折促销的手段拉动销售，而且还能将一半以上的成本费用转嫁到上游供应商的头上，从而使得行业毛利率即使因促销因素下降，下降的幅度将相对较小；此外，我国百货业的“联营”模式，也因不需承担



存货损失和占压资金，而大大减少了经营风险。

同时，也应该看到我国居民可支配收入增速虽出现下滑，但仍维持在不低的水平（08年前三季度城镇居民人均可支配收入同比增长 14.7%，扣除价格因素后的实际增速仍有 7.5%），国家出台的加大投资拉动经济的措施虽然不能使居民消费直接受益，但能稳定居民的收入预期；加上我国居民较高的储蓄率带来的庞大财富存量和优良的资产负债结构，使得消费升级而非消费降级仍将是我国零售行业发展的主线。

从投资策略而言，在行业增速下滑延续的情况下，至少在 09 年中期以前零售板块缺乏整体的投资机会，但具备明显的区域竞争优势且发展稳健的零售企业仍值得重点关注，在此基础上，存在本区域商业资源整合预期并因此而受益的个股值得看好。此前受追捧的超市类股由于对 CPI 更为敏感而在 09 年一季度会出现行业增速低点，当前的高估值面临向下修正的需要，待估值回落后建议乘机进行配置；家电连锁行业 09 年仍将是行业负增长风险大于竞争格局变化带来的机遇；百货行业则需优选个股，回避新开门店亏损负担较重的公司。此外，经营必需消费品的农产品批发行业，由于受益国家鼓励消费政策明显和其具备的相对垄断性，也值得重点关注。

重点关注：广百股份、武汉中百、鄂武商 A、农产品。

11、传媒行业——业绩稳定增长

行业评级：中性

宏观经济增速放缓、数字电视整体转换带来的资本开支和教材教辅市场萎缩等负面因素都直接影响相关传媒上市公司业绩内生性增长。但对于受众对象确定、资本开支较小的传媒龙头企业而言，09年业绩仍然有望稳定增长，还是比较好的防御性投资品种。

在宏观经济下行的背景下，周强性行业广告较多的报业媒体广告收入将会受到较大的冲击，但具有地方渠道优势，市场占有率较为明显的报纸如广州日报、成都商报和新闻晨报等受影响相对较小，他们可以利用自己渠道和市场优势拓展其它新行业来弥补周期性行业广告收入的损失。同时，由于美国废纸浆价格大幅跳水，新闻纸成本大幅下降，预计09年新闻纸价格相比08年有10%左右的下调，纸张成本的下降也有望提高报业公司毛利率。看好具有地方渠道垄断优势报业公司，如博瑞传播。

有线网络运营商由于存在数字电视转换带来较大资本开支压力，并且目前有线网络运营商也没有找到一个理想的数字电视盈利模式，短期内还很难出现爆发性增长，但看好中国有线网络运营产业的中长期成长性。在具体投资品种选择上，具有客户资源优势，现金流稳定，资本开支压力小的网络运营商是主要投资对象，如天威视讯。

近几年我国中小学学生逐年减少，这个趋势将继续延续。中小学在校学生规模的减少最终会影响到中小学教材的需求规模，从而影响行业的成长，出版发行行业已步入成熟阶段。但是象时代出版，业绩增长比较确定，只要股价跌到一定价位，还是具有很高的安全边际，也是比较好的防御性品种。

中国经济在经历过10多年快速发展阶段后，中国传媒行业正面临日益强力的挑战和现实的经营压力。09年传媒行业存在资产注入与资产整合的可能，而传媒行业上市公司有望通过并购、注资等方式重构业务模式，超常提升业绩仍可期待。相关公司存在交易性投资机会。

重点关注：天威视讯、博瑞传播。

12、机械——行业仍处低谷，存在阶段性的投资机会 行业评级：中性

机械行业：整体景气回落，等待复苏。08年前10个月，机械行业工业总产值和销售产值增速均保持在26%以上，但连续4个月环比回落，且增速回落速度有所加快。在行业景气仍呈回落态势的情况下，长期投资的时机并不成熟，但是仍有“保增长”等刺激内需的举措带来的阶段性的投资机会；09年宏观经济的不确定性因素较多，不确定中把握确定性因素是我们合理的投资选择，业绩增长比较确定的公司应该是我们的投



资首选。

工程机械行业：将率先走出行业低谷，存在阶段性的投资机会。上半年，行业增速强劲，但从下半年开始，国内、外市场需求放缓，行业发展急转直下，2008 年行业发展呈现“前高后低”；由于受到传统销售淡季的影响，08 年四季度和 09 年一季度是行业最困难的时期，随着政策产生实质影响以及行业销售旺季的到来，行业景气开始回暖，但行业彻底回暖要取决于下游行业需求状况的进一步好转。我们维持行业“中性”投资评级。

铁路设备行业：高景气依赖于投资推动。受益于投资的拉动，未来几年，我国铁路行业迎来发展的黄金时期，因此铁路设备行业未来发展整体看好，业绩增长确定，但目前估值水平相对偏高，我们维持对该行业“推荐”的投资评级。

机床行业：投资机会在高端数控领域。由于下游行业需求低迷，机床行业景气开始回落，普通机床、普及型的数控机床回落最快，而高档数控机床由于订单充足，景气状况得以维持。鉴于未来国家政策支持的重点仍然是高档数控机床领域，我们认为未来行业的投资机会在高档数控领域。给予高档数控机床“推荐”投资评级。

重点关注：中国南车、天马股份、三一重工、山推股份、方圆支承。

13、建材水泥行业——政府基建投资推动，区域景气分化 行业评级：中性

2009 年，房地产开发减缓和政府加大基建投资双重因素影响建材行业，需求此消彼长，行业产能过剩的状况难以改观，但区域投资的不平衡性将带来区域内龙头公司的投资机会。

首先，基建投资成为水泥行业需求的最大看点，但水泥行业仍处于供过于求的弱平衡格局。08 年水泥行业受房地产开发投资明显减缓和煤价急速上涨导致成本压力加大影响，行业处于景气下行阶段。11 月中央政府推出 4 万亿投资规划，其中的保障性安居工程、农村基础设施建设、灾后重建和铁路、公路和机场等重大基础设施建设都是水泥需求的重要领域，增加了水泥需求，提升行业景气。但房地产开发投资下滑依然是行业需求不确定因素。

其次，基于各区域基建投入的不平衡性和房地产投资开发占区域固定资产投资比重的差异，我们认为 2009 年各区域水泥景气将呈现分化走势，区域内的龙头公司值得重点关注。

最后，子行业中的玻璃行业景气度仍处于低位。由于平板玻璃 70% 的需求在建筑领域，房地产新开工面积的下滑使得玻璃的需求大幅萎缩。而占玻璃需求 20% 的汽车也受到经济下滑的影响，产量增速快速下滑，玻璃的下游需求压力异常大，规避玻璃行业。

重点关注：赛马实业、冀东水泥、青松建化、海螺水泥、天山股份、祁连山。

14、钢铁——行业仍处低谷，把握阶段性的机会 行业评级：中性

2009 年供需形势难以根本好转。在房地产和制造业前景黯淡的情形下，基建拉动难以改变需求放缓的趋势，预计钢铁行业将由 2001-2007 年的高增长转变为低增长，增速回落至上世纪 90 年代水平；尽管钢铁行业新增产能在过去两年已经开始放缓，但在需求放缓背景下仍将造成供应压力。综合来看，09 年钢铁行业将呈现低供给、低需求，产能利用率下降。

09 年钢材价格将随原材料价格波动，总体低位运行，预计均价同比下跌 27%。全年来看，随着基建拉动的实质性影响在下半年逐渐显现，钢铁需求将前低后高。

即将度过最艰难时期。大型钢厂目前的成本处于劣势，前期高价位原材料库存导致严重亏损，同时年底存货减值损失进一步对盈利构成压力。但预计 08 年四季度是大型钢厂盈利最差的时期：短期钢价已经达到阶段性底部，09 年一季度亏损幅度将减轻，随着原材料价格回落，二季度大型钢厂成本将与小钢厂持平并实现



盈利，下半年好于上半年。

投资机会。时机把握上，目前钢铁股的主要风险是四季度大幅亏损是否被市场充分消化，我们建议 09 年一季度逐步增仓至标配，随着二季度大钢厂成本压力开始缓解，基建拉动效果显现，以及铁矿石谈判价格的确定，股价将上涨至净资产之上。公司选择上看好两类公司，第一，受益于铁矿石谈判价格下跌后业绩明显改善的宝钢股份和武钢股份；第二，产品以长材、铸管、钢绞线等品种为主，受益于基建和电网建设的公司如八一钢铁、莱钢股份、新兴铸管、恒星科技等。

重点关注：宝钢股份、武钢股份、八一钢铁、莱钢股份、新兴铸管、恒星科技。

15、有色金属——底部还需确认，关注反弹机会

行业评级：中性

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。但减产不足以改变趋势，只是有助于加快改善供需关系，并不支持形成上涨趋势。

上升趋势的确立需要经济的复苏。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，金属需求可能出现零增长甚至萎缩。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，而且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。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。

估值。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。估值上与历史性底部还有一定距离，维持行业“中性”评级。

重点关注：山东黄金、中金岭南、西部矿业、南山铝业。

16、煤炭——等待行业好转，关注

行业评级：中性

煤炭周期见顶和见底时间落后宏观经济及其他大宗商品 1 年左右。预计 09-10 年煤炭面临供过于求态势，限产或维持弱平衡。预计 08-10 年煤炭产量分别为 27 亿吨、29 亿吨和 31.3 亿吨。同期需求分别为 27.1 亿吨、28.5 亿吨和 30.1 亿吨。08 年供求基本平衡，09-10 年分别过剩 0.4 亿吨和 1.1 亿吨。如果关闭小煤矿进度力度加大，或通过限产，则有可能保证未来两年的弱平衡。

未来煤价走势判断。假设煤价介于合理利润和盈亏平衡之间，预计秦皇岛的含税平仓煤价 511-616 元/吨（07 年底价格），平均 564 元/吨。炼焦煤价格区间 683-853 元/吨，平均 768 元/吨。

09 年实施的增值税改革和可能推出的资源税改革影响。矿产品增值税税率从 13% 恢复到 17%，如果不能提价转嫁，对净利润的影响为-15.5%。资源税每增加 1%，影响净利润-4.5%。

估值。重估资源价值后，行业市净率平均值仅为 1.1 倍，煤炭行业具备了长期投资价值。

投资机会。第一，符合产业政策指导的，优势煤炭大集团的组建，行业并购性机会；第二，煤炭上市公司获得集团资产注入；第三，市场过度反应，超跌反弹的机会。

重点关注：中国神华、西山煤电、潞安环能、盘江股份。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，东吴基金管理有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。本报告仅向特定客户传送，仅供参考。据此投资，盈亏责任自负。未经东吴基金管理有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。



➤ 东吴基金管理有限公司旗下基金：

东吴嘉禾优势精选基金

基金类型： 混合型基金

基金经理： 魏立波

基金代码： 580001

基金托管人： 中国工商银行

东吴嘉禾基金自 2005 年 2 月 2 日成立以来，业绩表现良好。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示，2006 年东吴嘉禾基金净值增长率为 128.15%，在同类 39 只偏股混合型基金中排名第 7。截至 2007 年 12 月 28 日，基金单位净值为 1.0484 元，2007 年以来嘉禾净值增长率为 99.35%。在所有偏股型基金中过去两年排名第 12。截至 2008 年 12 月 31 日，嘉禾基金累计净值为 2.2772 元，今年以来在所有 59 只偏股混合型基金中排名第 18 位。嘉禾基金自成立以来，累计分红 7 次，每 10 份单位累计分红为 17.20 元，为投资者带来丰厚回报。

东吴双动力基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 王炯

基金代码： 580002（前端）；581002（后端）

基金托管人：中国农业银行

东吴双动力基金自 2006 年 12 月 15 日成立以来，业绩表现优异。荣获新民晚报、东方财富网联合评选的“2007 年十大最具潜力基金”。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示，截至 2008 年 12 月 31 日，东吴双动力基金累计单位净值为 1.4250 元，2008 年以来在所有股票型基金中排名第 13。

东吴行业轮动基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 庞良永

基金代码： 580003

基金托管人：华夏银行

东吴行业轮动基金自 2008 年 4 月 23 日成立以来，业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示，截至 2008 年 12 月 31 日，东吴行业轮动基金单位净值为 0.7344 元，成立以来净值增长率为-26.56%。

东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 徐嵩

基金代码： 582001

基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金于 2008 年 11 月 5 日成立以来，业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示，截至 2008 年 12 月 31 日，东吴优信稳健基金单位净值为 1.0244 元，成立以来净值增长率为 2.44%。