

# 经济复苏背景下的估值回归

## ——2009年下半年沪深A股市场投资策略及二十大金股推荐

- 发达经济体衰退放缓,但复苏之路漫长。而中国经济有望率先复苏,下半年经济增长有望提速。进一步调高上市公司盈利增速,预计全部A股2009年盈利增速为-2.5%。
- 短线投机氛围比较活跃,投资者风险偏好上升。下半年上证综指运行区间2000-3200点,对应2009年15倍-25倍市盈率。关注六大投资方向:相对估值优势行业、景气度回升行业、受益消费信贷与经济杠杆化的行业、资源板块以及衍生的新能源和环保行业、区域经济振兴概念、资产重组与整合板块。
- 下半年十大价值型金股:浦发银行、招商银行、中国平安、中信证券、长江电力、鞍钢股份、万科A、青岛海尔、中兴通讯、中青旅;下半年十大成长型金股:上海建工、上海机电、\*ST上航、金风科技、中信国安、平高电气、宝新能源、苏宁环球、康美药业、山东药玻。

中原证券研究所

### 一、复苏预期下的经济周期

1、国外:经济已经见底,复苏路漫漫

1)发达经济体衰退放缓,经济出现见底迹象

在消费者对经济与就业市场前景预期改善下,发达经济体消费者信心已经开始持续回升。美国4月份消费者信心指数为65.10,较3月份大幅上升近7.8个百分点,连续三个月回升;日本3月份消费者信心指数为28.9,连续四个月回升;欧元区4月份消费者信心指数为-20.4,连续四个月回升。

虽然制造业继续处于萎缩之中,但萎缩程度已大幅放缓。美国4月份PMI指数为40.1,较3月份大幅上升近3.8个百分点,连续四个月回升;日本4月份PMI指数为41.4,连续三个月回升;欧元区4月份PMI指数为36.7,连续两个月回升。

在全球央行推出降息、注资等一系列增进流动性措施后,美元流动性状况有所改善。美元3月以及隔夜拆借LIBOR利率目前均处于五年来的最低点,信贷市场渐渐有所恢复。

### 2)复苏路漫漫

贸易角度——从2001年的经验来看,发达经济体进口数据从底部回升至危机前水平大约需要1-1.5年。而本次金融危机的影响力与破坏力远超过上次IT泡沫危机,发达经济体进口量可能较长时间在底部徘徊,复苏所需时间可能会较上次更长。

存货角度——目前发达经济体的库存销售比均处于近十年来的高位,而2001年网络股泡沫之后美国出现了两次“去库存化”过程:第一次是自2001年1月至2002年1月,时间为一年。第二次是自2002年2月至2004年1月,时间长达两年左右。而本轮危机所造成的库存销售比率远超2001年,无论是制造业还是耐用用品的“去库存化”所需要的时间可能会更长,过程可能也会更加曲折。

IMF最新预测——今年4月份IMF下调了全球经济预期,IMF预计2009年全球经济将萎缩1.3%,低于其1月份做出的增长0.5%的预期。同时IMF预计2010年全球经济开始逐渐走向复苏,但是2010年1.9%的预期经济增速表明复苏比较脆弱,仍将面临较大的下滑风险。

2、国内:经济最坏时刻已过,长期增长仍有隐忧

1)复苏迹象明显  
先行指标——下半年国内经济复苏迹象明显。预计2009年全年新增信贷在7-8万亿之间,信贷扩张速度为近年来所罕见;作为经济先行指标,PMI指数已经连续5个月反弹,阶段性走稳迹象比较明显,二季度开始我国用电量有望触底反弹;全社会累计用电量下降幅度明显趋缓,其中2月、3月份单月用电量出现增速回升。我们预计二季度工业增加值会出现反弹,带动国内经济缓慢复苏。

消费——整体稳定,汽车与地产销售超预期。1-4月份国产汽车销售逐月递增,同比增长9.4%;一季度全国商品房销售面积1.1亿平方米,同比增长8.2%;一季度社会消费品零售总额同比增长15%,考虑到物价回落因素,这样的增速超出市场预期。

投资——高位运行。随着今年信贷规模扩张,银行资金推动投资力度有所加大,后期城镇固定资产投资仍将维持较高的水平。

2)存在长期通胀压力  
作为PPI的先行指标,M2增速已经连续四个月开始反弹,后期PPI回升概率在增大。2009年4月份PPI为-6.6,下降幅度开始趋缓。伴随M2高位运行,三季度PPI可能会出现正增长,下半年出现通缩的可能性不大。但同时,我们认为下半年出现通缩概率很小:1)CPI与食品价格相关性强,目前食品价

格较为稳定。2)由于2008年的高基数,2009年CPI翘尾因素为负值。但是长期来看,由于全球政策刺激下货币的大量投放,通胀隐患可能会逐渐显现。

3)增长持续性存担忧

本轮调整周期出台的刺激计划规模巨大,后期信贷增长是否持续值得担心;如果私人部门投资积极性降低趋势持续,会大大削减政府投资效果,不利于经济长期复苏;一季度城乡居民储蓄率已超过60%,我国消费率低,储蓄率过高已经成为影响经济增长的一个重要因素;人保部公布一季度城镇登记失业率为4.3%,这一数据是1997年亚洲金融危机之后的第一高。更值得注意的是,这一数据并不包括正在找工作的高校毕业生与改革开放过程中形成的农民工群体。

### 二、盈利能力逐渐恢复背景下估值仍有上行空间

1、预计2009年上半年上市公司盈利增速-2.5%

2009年一季度可比上市公司盈利2028亿元,同比增长-25.07%,环比劲增近5倍。

低于预期的2008年业绩降低了2009年的盈利基数,如果其它因素不变,这将使得2009年每股盈利有较高增长。我们依据收入增长/净利润率变化来进行盈利预测,我们预计非银行股2009年盈利增速为-5.78%,全部A股2009年盈利增速为-2.5%。2009年初我们预测值为-10%,而当前盈利预测转向相对积极的一面。

### 2、估值仍有上行空间

通过对A股历史数据的分析我们发现:截至5月12日,过去十年来全部A股平均PE31.56倍,平均PE减去其1倍标准差为17.88倍,全部A股动态PE20.49倍介于两者之间;过去十年来全部A股平均PB3.24倍,平均PB减去其1倍标准差为2.07倍,全部A股动态PB2.74倍也介于两者之间。

截至5月12日,AH溢价指数为132,略低于137的历史平均值。后期AH溢价指数变化取决于美国市场是否能够真正企稳,如果下半

年外围市场能够走稳,那么港股目前较低的估值可以得到一定程度的修复,并通过AH溢价指数来提升A股估值。

### 三、市场情绪开始出现积极的一面

1、基金:进一步加仓能力减弱

目前股票型基金的历史仓位达79%,高于历史平均值77%,基金进一步加仓能力减弱。除此之外,在一季度市场持续上扬、后期市场走势不明朗背景下,偏股型基金持续遭遇净赎回。一季度偏股型基金总申购1308亿份,总赎回1626亿份,出现318亿份的净赎回。

2、资金需求:预期仍在上升

2009年产生解禁限售股6876亿股,按5月12日收盘价计算解禁市值约4.3万亿。目前股改限售股累计解禁4693亿股,解禁占比36.43%,累计减持313.83亿股,减持占比18.35%。在限售股减持方面,大非累计减持占比8.57%,小非累计减持占比高达40.07%。从2008年初开始,大小非减持对A股市场的影响已经开始显现,下半年A股市场仍然处在全面通缩过程中。同时,后期伴随IPO重启、创业板推出,以及增发、配股的大举进行,A股市场的资金需求会大增。

3、市场流动性充裕局面仍然能维持相当长的时间

我们认为,信贷余额增速变化并不能代表市场流动性发生逆转:

中原证券研究所下半年行业配置建议:关注六大投资方向	
投资方向	具体行业或板块
相对估值优势行业	从行业历史PE出发,存在相对估值优势的行业为:航空运输、铁路运输、银行、高速公路、化学制药、网络服务、证券、酒店、零售、白色家电、医药商业、景点、煤炭开采、全部A股、化学纤维、服装、中药、物流、食品饮料、餐饮;从行业历史PB出发,存在相对估值优势的行业为:银行、航运、高速公路、机场、半导体、港口、造纸、铁路运输、环保、橡胶、网络服务。
景气度开始回升的行业	低谷复苏行业:证券、电力、航空、汽车与配件、房地产开发、原油、家电与造纸;高速增长行业:铁路建设、通信设备、软件、生物制药、互联网与新能源;稳定增长行业:传媒、建筑、医药、农业、食品饮料与电力设备。
借贷消费与再杠杆化下的受益行业	银行、地产、电信、汽车、网络以及医疗保健等。
资源板块以及衍生的新能源、环保行业	可关注风电、核电以及新能源汽车板块。
区域经济概念板块	上海本地股、海西板块、深圳板块。
资产重组与整合板块	央企重组与整合、区域概念重组与整合、ST股的重组与整合。

## 经济滞胀渐行渐近 美元政策或有变化

○元证券研究中心副总经理 刘勰

### 一、经济停滞与通胀预期并存

为拯救经济危机,欧美发达国家向市场注入了大量资金,史无前例的全球发钞形成超额货币。与此同时,也创造了新的“货币过剩”现象,即资金“冻死”或“窖藏”在商业金融机构里,在投资和消费信心尚未树立起来之前,难以有效进入实体经济领域,而在资本逐利属性下,形成流动性涌向了虚拟市场,催生了大宗商品价格和股票市场价格。由于流动性增加由此带来大宗商品价格不断攀升成为通胀因素。我们不应该忘记2006年下半年至2008年上半年形成通货膨胀的过程,很大程度上就是由于大宗商品价格涨势过快,从而形成外生性因素作用。种种迹象表明通货膨胀很有可能在实体经济复苏之前出现,并由此催生新一轮经济泡沫。也就是说,奥巴马新政和伯南克美元,把全球投资将引入一个滞胀期。

所谓滞胀现象,即经济停滞和通货膨胀同时并存。虽然虚拟经济复苏是实体经济复苏的起点,市场信心随着期货市场和股票市场反弹而被激活,但如果流入虚拟经济市场的资金没有把投资和消费市场拉动起来,反而会激发通货膨胀预期,致使国际原油、有色金属、农产品等大宗商品价格和股票市场在今年3月份以来均出现了大幅反弹。一方

面是对美欧等国救助金融体系和刺激经济复苏措施的积极反映,另一方面也反映市场投资者对各国恢复经济发展方案可能带来新一轮通货膨胀的担心或忧虑。

大宗商品和股票市场资产资本价格上涨,本身就是全球通货膨胀预期上升的反映。虽然通胀预期有助于全球经济走出危机,但通胀预期也将成为全球经济复苏的障碍或“拦路虎”。假如资源价格上涨幅度快于实体经济恢复速度,就会形成“实体滞”与“资产涨”并存局面。倘若一旦经济没有恢复增长,而通货膨胀失去控制,无法向下游有效传导价格上涨的企业势必被高成本所压垮,那么虚拟经济复苏在缺乏实体经济确认和支持下不但会是昙花一现,股票市场泡沫也会有破裂的可能。所以各国政府应对经济停滞与通胀预期压力,无论G8财长会议,还是“金砖四国”峰会,都在未雨绸缪。

目前实体经济领域还没有发现出现通胀迹象,但CPI、PPI齐降以及大宗商品价格飙升的现实,则让我们意识到经济发展趋势同样面临滞胀风险。经济先行重要指标的用电量5月份同比下降0.6%,环比上涨0.6%,6月上旬发电量降幅为0.17%,降幅明显收窄,同时PPI持续下降,也间接说明,全球大宗商品价格上涨主要是投机推动的结果,并非实际需求导致。值得警惕的是资源类商品大面积、大幅度

上涨,有可能使刚刚发出还很脆弱的需求嫩芽被折断。由于消费低迷,下游商品供应大部分是过剩,资源类价格上涨使得企业通过市场转嫁成本几乎不可能完成,而只能自行消化。这必然减少企业利润,抑制企业生产扩张的积极性,从而使企业因资源类价格上涨而收缩规模,而这又会减少商品供给助推通胀预期。

### 二、美联储一旦收紧货币将引发股市下跌

在实体经济尚未复苏,资本市场快速复苏情形下,通货膨胀预期就会对国内外经济复苏产生反压。这样一来,宽松货币政策虽在此之前对刺激经济起到很重要的作用,但今后进一步刺激经济所能发挥的效果将会锐减。缘由宽松货币政策边际效益在递减而通胀预期又在递增,继续实行宽松货币政策将受到挑战。

世界经济下滑趋缓,回暖信号虽有待确认,但全球降息周期或已见底,主要发达国家宣布维持利率不变,反映继续降息和推行超宽松货币政策的迫切性已经不再像之前那样强烈。以及美联储自2008年初创立的流动性短期机制可能在明年上半年结束,即市场预期明年上半年开始将上调联邦基金利率,通货膨胀将取代通货紧缩成为美联储及各国央行关注的重点。未来流动性泛滥程度取决于美联储收

紧货币的速度和能力,意味着在经济真正复苏之前,将以预防性货币政策来抑制新一轮资产和资本价格泡沫的过度膨胀。

大量货币投放不会在短期内造成通货膨胀,还有一个滞后期。根据测算,M1和M2反映到CPI,一般滞后7至9个月和17至19个月。我国M1和M2已经连续5个月加速增长,等经济回稳货币乘数效应就会很快显现出来。因此,目前没有理由采取更为扩张的货币政策,比如再下调银行法定存款准备金率和降低利率等措施。预计今年四季度通缩转为通胀趋势将会加快,在适度宽松货币政策基调下,将通过公开市场操作逐步缓慢回收和压缩流动性,抑制流动性泡沫来平抑资产和资本价格的膨胀。加强流动性管理,适时进行结构性微调,可能成为货币政策的选择。

当全球经济出现复苏萌芽时,在复苏预期和通货膨胀预期双重效应下,大宗商品价格和资产资本价格继续上涨无疑将全球经济逼入滞胀死胡同。维持强势美元来打压大宗商品价格,是符合各国经济利益的。一旦美国经济开始明显复苏,美元政策就会发生变化。美国将重新推行强势美元政策,以加息来回收新兴国家和地区的美元流动性,挤爆新兴国家和地区经济体的资产资本泡沫,从而造成股市下跌,财富再次大转移。这才是投资者需要密切关注的焦点。

2、下半年行业配置:关注六大投资方向

1)管理层的调控能力逐渐增强,对IPO的规模与节奏会有所控制。

2)在建国60周年的大背景下,政策对市场的呵护会有一定的持续性。

3)经济复苏背景下,对于符合或超过预期的宏观增长或微观盈利数据,A股市场均会有积极的反应。

4)下半年行业配置:关注六大投资方向

1)管理层的调控能力逐渐增强,对IPO的规模与节奏会有所控制。

2)在建国60周年的大背景下,政策对市场的呵护会有一定的持续性。

3)经济复苏背景下,对于符合或超过预期的宏观增长或微观盈利数据,A股市场均会有积极的反应。

4)下半年行业配置:关注六大投资方向

1)管理层的调控能力逐渐增强,对IPO的规模与节奏会有所控制。

2)在建国60周年的大背景下,政策对市场的呵护会有一定的持续性。

3)经济复苏背景下,对于符合或超过预期的宏观增长或微观盈利数据,A股市场均会有积极的反应。

4)下半年行业配置:关注六大投资方向

1)管理层的调控能力逐渐增强,对IPO的规模与节奏会有所控制。

2)在建国60周年的大背景下,政策对市场的呵护会有一定的持续性。

3)经济复苏背景下,对于符合或超过预期的宏观增长或微观盈利数据,A股市场均会有积极的反应。

4)下半年行业配置:关注六大投资方向

1)管理层的调控能力逐渐增强,对IPO的规模与节奏会有所控制。

2)在建国60周年的大背景下,政策对市场的呵护会有一定的持续性。

3)经济复苏背景下,对于符合或超过预期的宏观增长或微观盈利数据,A股市场均会有积极的反应。

4)下半年行业配置:关注六大投资方向

1)管理层的调控能力逐渐增强,对IPO的规模与节奏会有所控制。

2)在建国60周年的大背景下,政策对市场的呵护会有一定的持续性。

3)经济复苏背景下,对于符合或超过预期的宏观增长或微观盈利数据,A股市场均会有积极的反应。

4)下半年行业配置:关注六大投资方向

1)管理层的调控能力逐渐增强,对IPO的规模与节奏会有所控制。

2)在建国60周年的大背景下,政策对市场的呵护会有一定的持续性。

3)经济复苏背景下,对于符合或超过预期的宏观增长或微观盈利数据,A股市场均会有积极的反应。

4)下半年行业配置:关注六大投资方向

1)管理层的调控能力逐渐增强,对IPO的规模与节奏会有所控制。

2)在建国60周年的大背景下,政策对市场的呵护会有一定的持续性。

3)经济复苏背景下,对于符合或超过预期的宏观增长或微观盈利数据,A股市场均会有积极的反应。

4)下半年行业配置:关注六大投资方向

1)管理层的调控能力逐渐增强,对IPO的规模与节奏会有所控制。

2)在建国60周年的大背景下,政策对市场的呵护会有一定的持续性。

3)经济复苏背景下,对于符合或超过预期的宏观增长或微观盈利数据,A股市场均会有积极的反应。

4)下半年行业配置:关注六大投资方向

### ■信息评述

#### 汽车行业上市公司半年报前瞻

国金证券:

根据前5个月销量以及上市公司一季度情况,我们对汽车行业重点公司半年报业绩进行了预估,我们建议投资者重点关注半年报可能超预期的四家公司,分别是福田汽车、江铃汽车、长安汽车和华域汽车。

福田汽车,预计半年报每股收益约为0.47元,占我们全年预测值的67%。如果下半年重卡和轻卡出现明显回暖,公司业绩具备继续上调空间;

江铃汽车,预计二季度销量环比回升17%,半年报每股收益预测为0.47元,占我们全年预测值的64%。目前动态PE19倍,并且业绩具备上调空间;

长安汽车:预计长安福特马自达二季度销量有望达到创纪录的8万辆,公司一季度业绩仅为每股0.01元,而根据历史盈利水平测算,公司半年报有可能达到0.16元;

华域汽车:公司是目前A股市场上最能充分分享轿车行业回暖的零部件企业,同时由于没有出口业务又免受海外市场的冲击。此外,由于公司刚借壳巴士股份上市,在缺少足够历史数据情况下,公司业绩“能见度”较低,这也为公司带来了超预期机会;

对比我们全年的盈利预测,我们认为半年报后具备业绩上调空间的公司包括福田汽车、江铃汽车、长安汽车、华域汽车、潍柴动力、上海汽车。对比市场平均预期,我们认为半年报业绩可能超预期的是福田汽车、江铃汽车、长安汽车和华域汽车,建议投资者重点关注这四家公司的半年报行情。福田汽车的目标价为17.60元,江铃汽车的目标价为18.80元,长安汽车的目标价为11.00元,华域汽车的目标价为12.88元。

#### 政策维持偏暖下半年房价看涨

国信证券:

房地产投资增长缓慢,政策仍将维持偏暖,国房景气指数经历在连续15个月环比回落后4月份企稳,但仍接近3月份创下的十年新低。为保持经济增长,未来房地产政策面仍将偏暖。大幅下调商品住房项目资本金比例有利于提高房企财务,刺激房地产投资,对于物业税,真正推出仍需要较长时间,短期没有实质影响。

下半年住宅供给偏紧,房价看涨。首先,以美国为首的西方国家目前所采取超宽松的货币政策正导致国际大宗商品价格上涨,通胀预期抬头明显;其次,自2008年二季度开始,开发商大幅削减开工,到目前仍未明显恢复。这将直接导致2009年下半年房地产供给偏紧,而房地产销售仍非常亢奋。因此,我们判断下半年开始,房价将有所明显上涨。

未来业绩将超预期,坚持“超配地产股”。5月份的房屋实际销售数据打消了我们的疑虑,预计2009年房地产企业业绩超预期幅度不大,但明年业绩将大大超过市场预期。虽然目前地产股股价已包含了销售回暖及房价上涨部分预期,但仍不够充分,我们坚持“超配地产股”。

#### 实际利率趋降将推动民间投资

西部证券:

经济全面持续复苏有待于民间投资的全民复苏。尽管短期内扩大政府投资对弥补社会投资不足、稳定经济增长效果显著,但财政赤字风险增大、投资效率低下等因素,决定了大幅扩大政府投资是不可持续的。从2002到2007年的固定资产投资数据来看,民间投资对我国投资的贡献已经远远超过了政府投资。从资金来源看,国家预算内资金占全社会固定资产投资不足5%。

通胀预期在全球范围内逐步形成。当前的通胀预期反映在利率方面就是长期利率的急升,如美国长期国债收益率和欧洲长期国债收益率都出现了快速上升。美国以通胀为标的的十年期和五年期国债收益率均出现了上升,反映了通胀预期在逐步形成。

我国高政府投资增速、高信贷将带动CPI回升。财政刺激政策带动了政府固定资产投资的高速增长,金融机构贷款在宽松的货币政策带动下也出现了高速增长。这将有效开启我国经济复苏进程,极大提振对经济复苏的信心,同时也促成了我国通货膨胀预期的形成,预计我国CPI在下半年将逐步转向正值。

实际利率趋于下降将带动民间投资复苏。鉴于我国经济复苏的基础尚不稳固,宽松的货币政策在未来一段时间内仍将持续。结合我国CPI逐步回升的判断,我国实际利率将会逐步走低,而实际利率走低将会带动我国民间投资的全面复苏。

#### 走出底部:从近期数据展望下半年

国泰君安:

多项指标显示美国经济正处于转折的关口。房地产市场渐趋稳定,“再库存化”拉动实体经济止跌回升,消费者对未来的信心也出现了大幅回暖。但仍存在一些不利因素,如信贷市场仍未完全好转,高住宅空置率压制了新的住房投资和建设等等,这些因素的共同作用使得美国经济徘徊于复苏边缘。我们预计下半年随着不利因素的消化,美国经济增长动力将进一步加强。

随着地产市场的转暖,中国经济复苏之势已经得到了确认。下半年中国经济发展的主要动力仍然在投资方面,固定资产投资增速将继续保持在高位,我们预计全年增速可达35%左右。而随着出口部门的缓慢回升,存货投资下滑的负面影响也将大大减小。在此背景下,我们将2009年GDP增速从7.5%上调至7.8%,继续维持2009年二季度GDP7%的增速判断,将三、四季度GDP增速分别调高至7.9%和9.6%。同时我们预计7月份之后物价环比将增加到0以上,11月份之后同比也将增加到0以上,由此下半年通缩压力将逐渐减轻。我们预计2009年二、三、四季度CPI同比增长为-1.3%、-1.1%和0.2%,2009年全年CPI为-0.7%。

政策方面,首先,我们认为财政政策赤字压力较大,由此压缩了财政政策的空间;其次,货币政策近期会继续保持适度宽松的基调,年底或2010年初可能会有一定的调整;最后,我们认为中国在体制性改革以及区域规划和产业结构调整方面仍有较大的政策空间。