

2008 年 12 月 01 日

顺周期转换，逆周期整合

——2009 年 A 股投资策略

相关研究

《左侧者前行，右侧者踟蹰》——
2008 年 4 季度 A 股投资策略

分析师：徐妍
2008 年 9 月 18 日

- 我们对 A 股市场的长期回报持乐观态度，认为 A 股资产的战略配置价值已经体现。信心来自于：1、中国经济长期仍具有充分的增长空间，动力来自于新农村改革和 P.R.C 模式的支持；2、低估值决定未来高收益，根据隐含股权成本估计，未来 5-10 年 A 股资产长期回报在 10% 以上。3、全球流动性在不断积累中，而中国资产未来仍会是其重要指向。
- 战略乐观的同时，我们更倾向于采取现实主义的态度面对 2009 年 A 股市场。周期性风险的集中性冲击正在过去，但市场趋势性回升还需要长周期风险的消化以及新增长动力的积累，这些都需要时间。基于 DDM 估计，我们认为 2009 年沪深 300 指数的合理波动区域为（1600，2600）
- 我们的投资主题关注两个方向：主题 1、基于经济“W”型波动特征，进行顺周期的行业转换。08 年 4 季度以来是对投资品冲击最大的第一波下行阶段，投资品无论在业绩预期还是在估值反应上都要提前于消费品，故我们认为在 09 上半年主要由财政投资驱动的经济上行阶段投资品会具有超额收益；但经济底部仍需要酝酿，经济敏感型行业趋势性回升要等到 09 年 4 季度。
- 主题 2，逆周期寻找在经济下滑阶段能够进行有效扩张和整合的优势企业，历史经验告诉我们这些企业能够受益于经济衰退。政策催化剂（国企整合和节能环保），估值催化剂（实体投资回报低于历史平均，接近隐含股权成本），财务催化剂（行业内部的财务情况分化大，少数企业能够保持良好的资产负债情况和现金流情况），是我们进行逆周期整合优选的三个方向。

分析师

徐妍
xuyan@sw108.com

联系人

戴卉卉
(8621)63295888x410
daihuihui@sw108.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 63295888
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.sw108.com>

目录:

主要结论：周期总是首尾相连.....	4
1 战略：做长期的乐观主义者.....	5
1.1 乐观理由 1：长期增长动力的支持.....	5
1.1.1 新农村改革影响：短期基建，长期消费.....	6
1.1.2 P.R.C模式影响：短期资源，长期出口.....	8
1.2 乐观理由 2：便宜估值的支持.....	10
2 战术：做短期的现实主义者.....	12
2.1 全球的现实：尊重大周期.....	13
2.2 经济的现实：“U”型筑底至少需要一年.....	15
2.3 市场的现实：波动格局中酝酿转机.....	16
3 主题：顺周期转换，逆周期整合.....	18
3.1 顺周期的“W”型转换：投资品——消费品——投资品.....	18
3.2 逆周期整合：寻找经济衰退期的受益者.....	22

图表目录

表 1: 未来 30 年我们看好最具有增长潜力的 30 家公司.....	5
图 1: 美国: 长期繁荣期——长期滞胀期	
图 2: 日本: 高速增长期——次高速增长期.....	6
图 3: 对城市化推动力的分析	7
图 4: 农村FAI占比低, 且逐年下降	图
5: 农村FAI增速显著低于城镇	7
图 6: 中国对 39 国进出口贸易占中国外贸总额比重不断提升	
图 7: 39 国人口占比和GDP占比都将不断提升.....	8
图 8: 资源价格下跌, 为外汇储备充裕的中国提供了并购良机 图 9: 中国在工业化过程中人均能源消耗还将持续增长	9
表 2: 2009-2010 年P.R.C模式演绎	9
图 10: 2007 年中国对P.R.C国家的机械出口较上一年快速增长.....	9
图 11: 美国历史股息率回归到平均水平的股价涨幅	
图 12: 随时间区间拉长, 估值对未来收益的解释度提升.....	10
图 13: 美国从 1920 年以来未来 5 年收益最高的 100 个时点.....	10
图 14: A股隐含股权成本已经接近历史最高水平.....	11
图 15: 美国超额货币供给增加与长期股票收益的对应.....	11
图 16: 金融危机动荡中, 资金大幅流出新兴市场	
图 17: 我们预计长期新兴市场的经济占比将继续提升.....	12
表 3: 基于DDM, 对 2009 沪深 300 合理指数区间的估计	12
图 18: 基于康杰拉耶夫长周期对美国资产的周期划分.....	13
图 19: 历史检验: 美国前一年跌幅越大后一年上涨概率越大	
图 20: 美国前一年下跌, 后一年股价涨幅的散点图.....	14
图 21: 美国商业银行的借款超过其超额准备金	
图 22: 当前美国M2 扣除M1 后的货币增长仍在原有趋势中.....	14
图 23: 经济呈现大的”U “型和期间的”W”型变动.....	15
图 24: H股长期表现和经济格局非常相关	
图 25: A股受到经济增长预期和流动性的双向影响.....	16
表 4: 基于我们的ROE分解预测模型对上市公司盈利的估计	16
表 5: 历史上大跌后一年市场通常呈现波动筑底格局	
图 26: 历史上大跌后一年估值中心继续下降.....	17
图 27: 行业表现分化与市场趋势一致	
图 28: 主动投资的基金业绩分化同样与市场趋势同步.....	17
图 29: 周期冲击下, 制造业提前于消费服务业出现下滑	
图 30: 周期冲击下, 稳定增长行业相对估值上升.....	18
图 31: 2008 年以来企业现金流恶化情况超过 2005 年	
图 32: 上市公司收入放缓同时应收账款却相应增加.....	19
图 33: 企业债信用利差大幅上升带来预期损失率上升	
图 34: 上市银行不良贷款的损失率估计	19
图 35: 消费增长滞后于投资增长	
图 36: 消费增长趋势与收入增长趋势密切相关.....	20
图 39: 胜利的挑战者在经济衰退期间扩张更加积极	
图 40: 胜利的挑战者在经济衰退期后估值明显上升.....	22
图 41: A股大股东增持行为有一定周期领先性	

图 42: 2006 年被增持公司的超额收益相对最高.....	23
表 7: 政策、估值和财务三维的整合受益优选标准.....	24
表 8: 基于政策、估值和财务三维标准技筛选出的股票组合.....	24
表 9: 2009 年申万推荐股票组合	24

主要结论：周期总是首尾相连

2008 年是学习周期的一年，对经济周期的研究受到投资者的空前重视，或者说以前是我们太忽视了周期的力量。虽然通过历史数据的研究，我们早就知道股票资产起步于经济复苏期，止步于经济放缓期；但周期总是首尾相连，经济扩张的晚期交织着经济放缓的早期，经济衰退的晚期又交织着经济复苏的早期；对拐点的判断充满诱惑却又非常困难。

资产对于经济周期的敏感性再度得到深刻体现，无论是股票市场跳台式的下降，还是债券收益曲线的倒挂，都指向了我们现在所充分认识到的经济衰退方向。股票周期似乎要比经济周期早一个季节，在 2008 年中国经济还处于秋天的时候，股票市场已经进入了冬天；所以，虽然看着 2009 年中国经济将进入冬天，股票市场投资者已经在关注明年是否会股票市场春天的开始。

我们认为股票市场的确在走向春天的方向，根据简单的周期理论，在经济衰退期的后半段，股票市场就会领先经济走出估值的底部。而当前股票市场隐含的长期回报已经超过 10%，接近历史高点，为股票长期回报提升奠定良好的估值基础。经济复苏终将到来，但会以何种模式是更值得关注的问题；短周期来说中国经济面对的是库存消化问题，但更长一些则面对的是产能消化问题，因为无论是以美国消费为主支持的外需还是中国房地产支持的内需都出现了较大的问题。我们认为长期的需求结构会出现变化，密切关注的需求增量分别是新农村改革带来的内需空间拓展，以及资源国城市化带来的外需空间拓展。整体来说我们对 A 股长期回报持乐观态度，积极关注增长驱动力变化带来的机会。

战略乐观的同时，我们更倾向于采取现实主义的战术配置态度面对 2009 年 A 股市场。周期性风险的集中性冲击正在过去，但市场趋势性回升还需要长周期风险的消化以及新增长动力的积累，这些都需要时间。我们基于对本轮经济下行周期大“U”型的判断决定配置方向，目前我们仍处于衰退期的左侧，至少要到 2009 年下半年衰退中期后我们才会转向相对积极的股票战术配置。

对中国经济呈现“W”型波动的判断，影响到我们的配置结构，所谓顺周期的转换。08 年 4 季度以来是对投资品冲击最大的第一波下行阶段，投资品无论在业绩预期还是在估值反应上都要提前于消费品，故我们认为在 09 上半年主要由财政投资驱动的经济上行阶段投资品会具有超额收益；但经济底部仍需要酝酿，经济敏感型行业趋势性回升要等到 09 年 4 季度。

同时我们建议逆周期积极寻找在经济下滑阶段能够进行有效扩张和整合的优势企业，历史经验告诉我们这些企业能够受益于经济衰退。政策推动、估值优势（实体投资回报低于历史平均，接近隐含股权成本）和财务催化剂（行业内部的财务情况分化大，少数企业能够保持良好的资产负债情况和现金流情况），是我们进行逆周期整合优选的三个方向。

1 战略：做长期的乐观主义者

比较各类资产的长期增长表现，股票资产无疑是获得最高回报的资产；但这并不意味着我们总应该对股票资产回报持乐观态度，即使是从 5-10 年的长期角度考虑。我们认为，便宜的估值和良好的长期经济增长，是提供股票长期高回报的两大重要基础。

从战略配置角度，我们对 A 股资产持乐观主义态度，认为未来 5-10 年 A 股资产能够为投资者提供 10% 以上的长期年均回报。我们的信心正是来自于长期增长与低估值两大基础。通过自上而下的长期增长驱动方向，以及自下而上的公司价值分析，我们给出了未来 30 年最具有增长潜力的 30 家公司组合推荐。

表 1：未来 30 年我们看好最具有增长潜力的 30 家公司

发展方向	两大新驱动力	
	新农村改革	P.R.C模式
工业化和城市化	(000002 CH)万科A (000688 HK)中国海外 (600096 CH)云天化 (600588 CH)用友软件 (601398 CH, 01398 HK)工商银行 (600036 CH, 03968 HK)招商银行	(600031 CH)三一重工 (600066 CH)宇通客车 (601919 CH, 01919 HK)中国远洋 (600875 CH, 01072HK)东方电气 (000063 CH, 00763HK)中兴通讯 (601186 CH, 01186HK)中国铁建
消费扩张	(000895 CH)双汇发展 (000869 CH)张裕A (600009 CH)上海机场 (002024 CH)苏宁电器 (00941 HK)中国移动	
人口老龄化与素质红利提升	(600276 CH)恒瑞医药 (000538 CH)云南白药 (600511 CH)国药股份 (601628 CH, 02628 HK)中国人寿 (601318 CH, 02318 HK)中国平安 (01688 HK)阿里巴巴 (00700 HK)腾讯控股	
资源瓶颈		(601857 CH, 00857 HK)中国石油 (601088 CH, 01088 HK)中国神华 (601600 CH, 2600 HK)中国铝业 (601899 CH, 2899 HK)紫金矿业 (601808 CH, 2883 HK)中海油服 (002202 CH)金风科技

资料来源：申万研究所

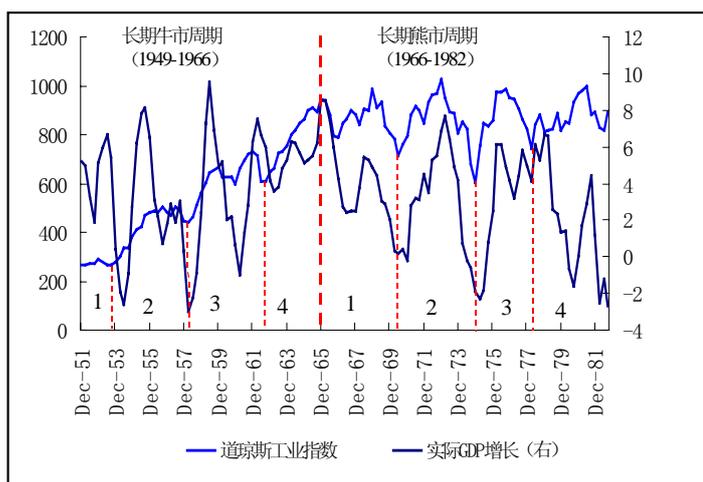
1.1 乐观理由 1：长期增长动力的支持

虽然过去全球性的繁荣环境正在改变，特别是以美国为代表的发达国家经济可能持续低迷；我们担忧美国已经进入了长周期的冬天，从而带来资产市

场的长期熊市，就如同过去 50 年代-60 年代中的长期牛市周期，进入到 60 年代中-80 年代初的长期熊市周期。

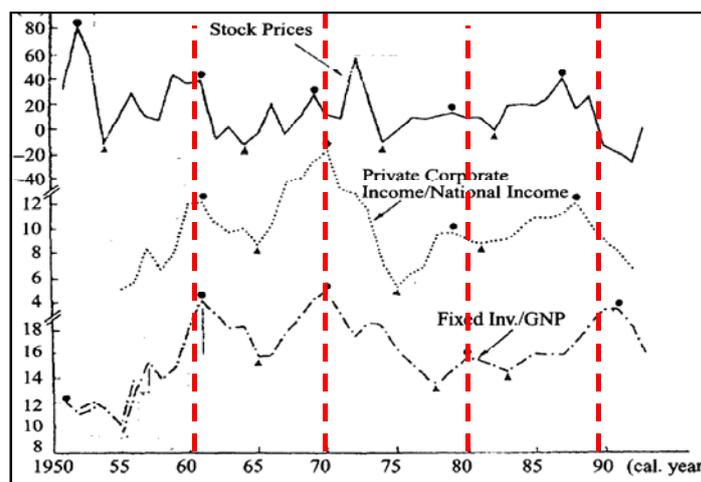
但我们认为中国长期经济增长的空间仍然存在，将使得中国的经济长周期格局不同于美国。日本在 70 年代同样是在全球糟糕的滞胀环境下的经济转型阶段案例值得我们参考，其内在的经济增长动力是其长周期经济和资产表现非常不同于美国的重要解释。

图 1：美国：长期繁荣期——长期滞胀期



资料来源：BLOOMBERG, 申万研究

图 2：日本：高速增长期——次高速增长期



资料来源：《Cyclical dynamics of the 50 years of postwar Japan》

中国的工业化和城市化方向，仍然是支持中国长期经济增长的结构性因素。但同时建立在人口红利之窗逐渐关闭和资源瓶颈约束两大基础上，中国的经济转型又是必然之路；再考虑全球环境的巨大变化，特别是以美国为代表的发达国家人口老龄化对经济负面影响不断显现的严峻现实；中国经济增长需要寻找新的长期动力支持。

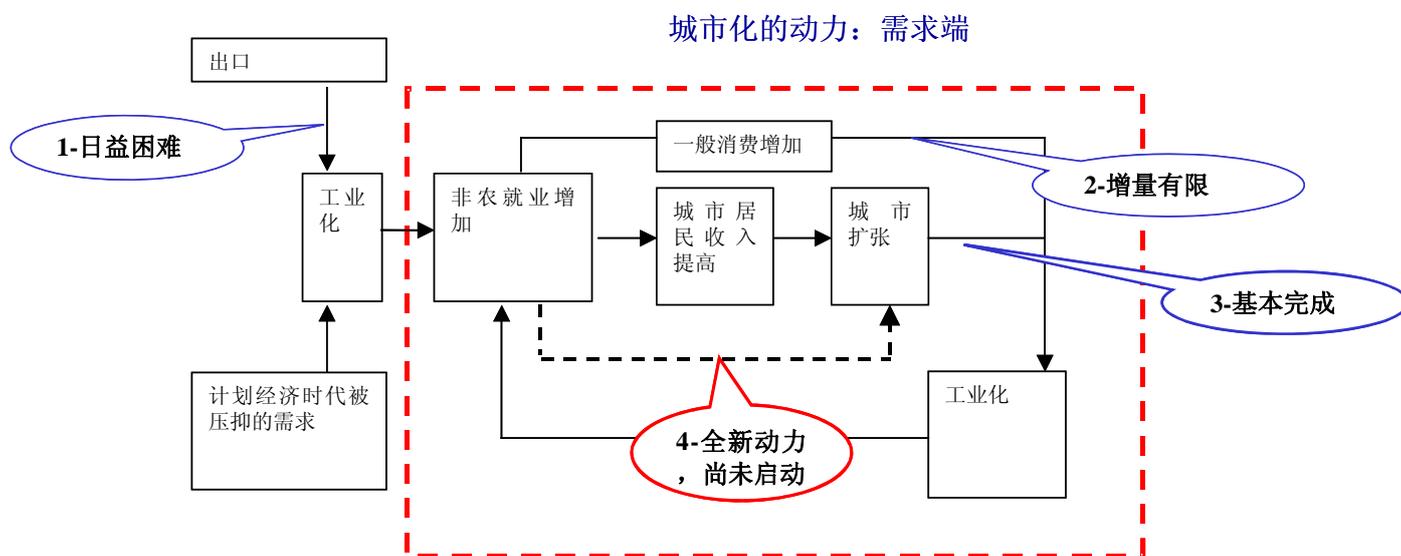
就中国的长期增长驱动力而言，我们非常关注两个方向。一是新农村改革所推动的城市化进一步深化，这是中国经济持续增长非常重要的结构性因素。二是中国与资源国之间的贸易联系进一步加强，也即我们提出的 P. R. C 模式，众多正处于快速城市化过程中的资源国，为中国的工业化提供资源供给和产品需求。（具体的分析，详见申万宏观经济小组《未来三十年暨 2009 年中国经济报告》）

1.1.1 新农村改革影响：短期基建，长期消费

新农村改革是我们认为有利于推动中国城市化进一步深入的重要需求动力。一方面，在外围环境走弱背景下，通过出口需求推动工业化进而推动城市化的难度加大；另一方面，城市居民收入提高推动的城市基础建设和扩张

空间在不断减小。通过农村改革，拓展内需空间，推动城市化深入也是必要的选择。

图 3：对城市化推动力的分析

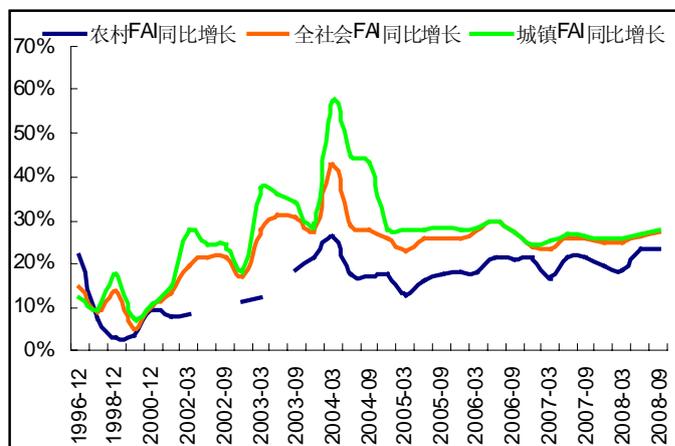
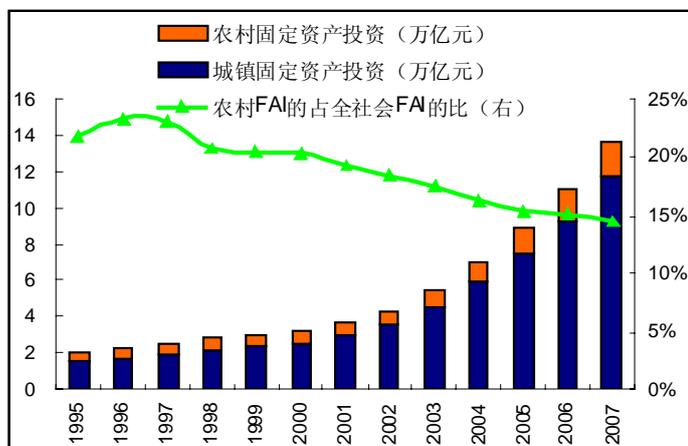


资料来源：申万研究

新农村改革的推进，无疑会从消费、投资等各个方面对经济产生影响，进而影响到各个产业方向。但就 2009-2010 年来看，我们认为农村基础建设的快速发展是首先值得关注的方向。一方面，通过财政投资维护经济稳定增长，是政府在经济下行周期中的重要选择；另一方面，农村的基础建设还有很大空间可以拓展，我们看到过去农村固定资产投资增速要显著低于城镇，农村固定资产投资占比逐年下降。长期来说新农村改革推动中国城市化的深入，将对在中国整个内需空间拓展产生非常重要的影响，是我们最为关注的方向。

图 4：农村 FAI 占比低，且逐年下降

图 5：农村 FAI 增速显著低于城镇



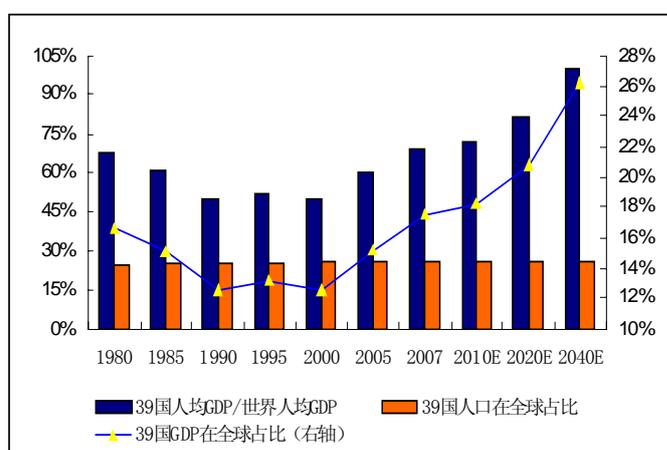
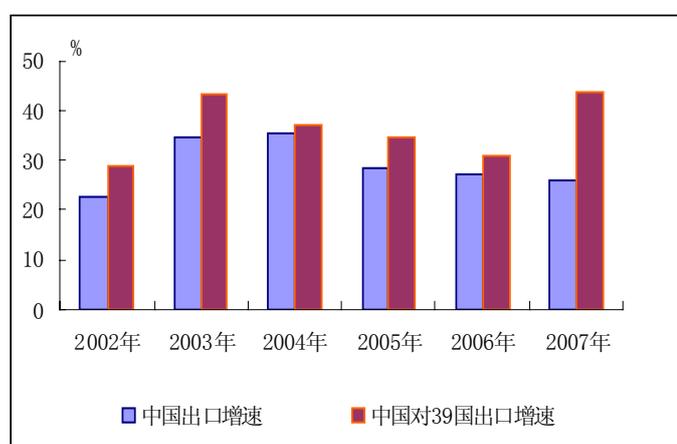
资料来源：BLOOMBERG, 申万研究

1.1.2 P.R.C 模式影响：短期资源，长期出口

P. R. C 模式，是指以中国为代表的生产国与资源国之间的贸易流转。一方面，城市化推动过程中的众多资源国具有较强配套商品进口需求，为中国提供出口增长的重要方向，以弥补发达国家长期经济增速放缓后的需求下降空间。另一方面，中国从资源国获得工业化发展过程中必须且缺乏的资源进口。

根据资源禀赋、城市化率、人口结构、外汇储备等标准，我们筛选出 39 个 P. R. C 模式的资源国群体（详见策略部袁宜《长期支持中国对外出口，短期提供资源并购时机——再论 P. R. C 模式》）。历史来看，中国对这些资源国的进出口贸易占比呈现不断上升的态势；而我们预测，这些国家未来在全球 GDP 的占比也将不断提升，为中国拓展外需空间提供方向。

图 6：中国对 39 国进出口贸易占中国外贸总额比重不断提升 图 7：39 国人口占比和 GDP 占比都将不断提升

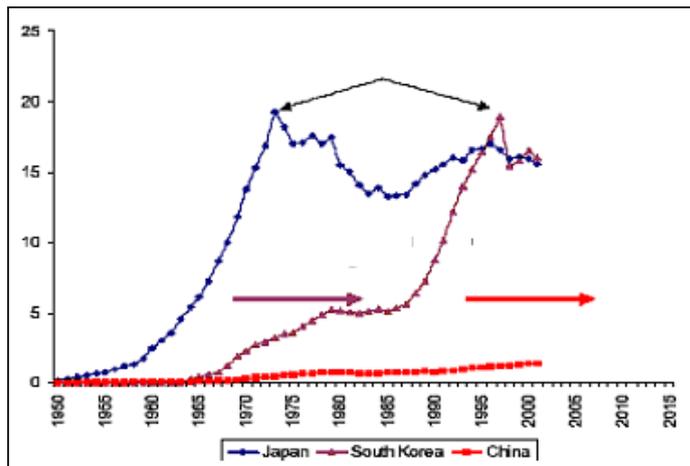
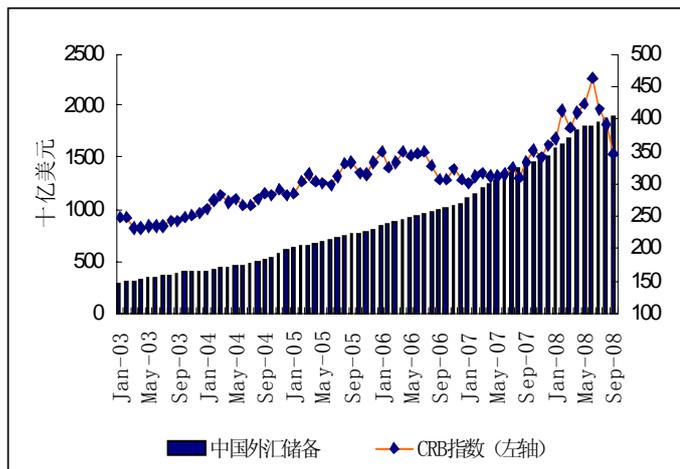


资料来源：BLOOMBERG, 申万研究

就 P. R. C 模式未来 2 年的短期影响来说，我们关注在资源价格大幅下跌、部分资源国出现外汇紧张背景下，中国可能获得的海外资源并购机会。比较日本和韩国工业化阶段的人均能源消费增长情况，中国未来的能源需求仍然是非常巨大的；便宜的资源储备对中国长期增长来说非常重要。我们由此筛选出 13 个具有资源并购可能的国家。

更长一些时间，P. R. C 模式更为重要的是为中国拓展外需空间，资源国的城市化需求将对中国机械等相关产品产生重大需求。事实上，我们看到国内一些重要工程机械产品的出口结构中，P. R. C 模式国已经占到相当比例并且还是明显提升。我们相信，在未来中国装备制造业的快速发展中，P. R. C 模式国将成为非常重要的出口方向。

图 8: 资源价格下跌, 为外汇储备充裕的中国提供了并购良机 图 9: 中国在工业化过程中人均能源消耗还将持续增长



资料来源: BLOOMBERG, 申万研究

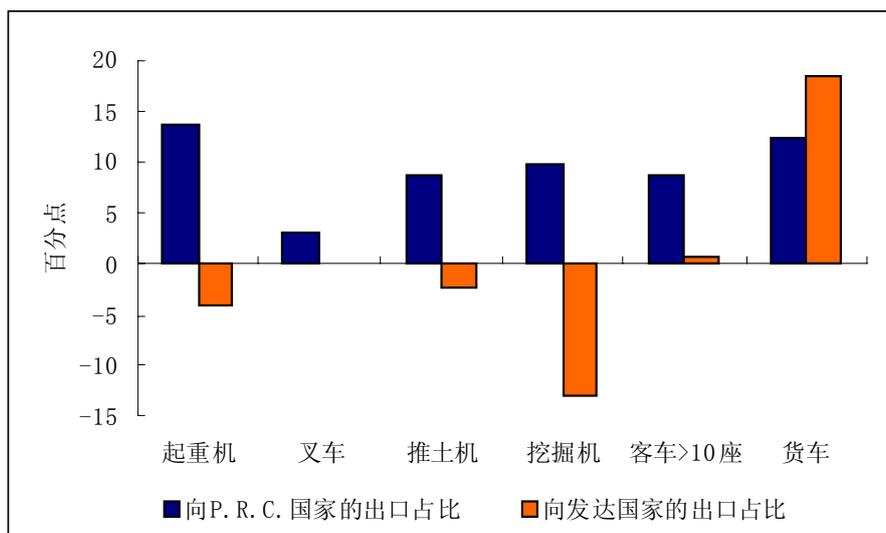
表 2: 2009-2010 年 P. R. C 模式演绎

2009-2010年 P. R. C. 模式演绎

具备资源并购可能的 13 国	稳定的 9 个出口市场
澳大利亚	沙特阿拉伯
巴西	科威特
加拿大	利比亚
加纳	挪威
几内亚	卡塔尔
牙买加	阿联酋
哈萨克斯坦	俄罗斯
秘鲁	智利
波兰	瑞典
南非	
苏丹	
乌克兰	
赞比亚	

资料来源: 申万研究

图 10: 2007 年中国对 P. R. C 国家的机械出口较上一年快速增长



资料来源: 中国海关, 申万研究

1.2 乐观理由 2: 便宜估值的支持

低估值对应长期高收益，这是在海外市场长期运行中所体现出的一般规律；因为资产会受到均值回归力量的牵引，但这种影响力主要体现在长期。参考美国长期的股票资产历史数据，我们看到股息率越高，则对应回到历史股息率水平的股票涨幅越大。但按照股息率对未来股票风险收益的解释度，就一年区间来看并不明显；随着时间区间拉长，解释度明显提升。

图 11: 美国历史股息率回归到平均水平的股价涨幅

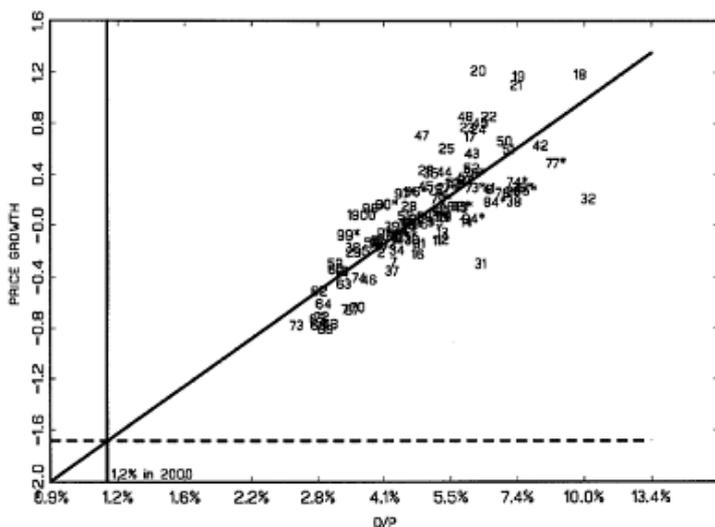


图 12: 随时间区间拉长, 估值对未来收益的解释度提升

按红利收益计算的外推性风险溢价的回归
(1948~1997年)

时间(k)	a	t(a)	b	t(b)	R ²
1年	-0.086	1.02	4.45	2.22	0.093
2年	-0.218	-1.79	10.01	3.47	0.204
3年	-0.79	-3.75	30.59	6.22	0.468

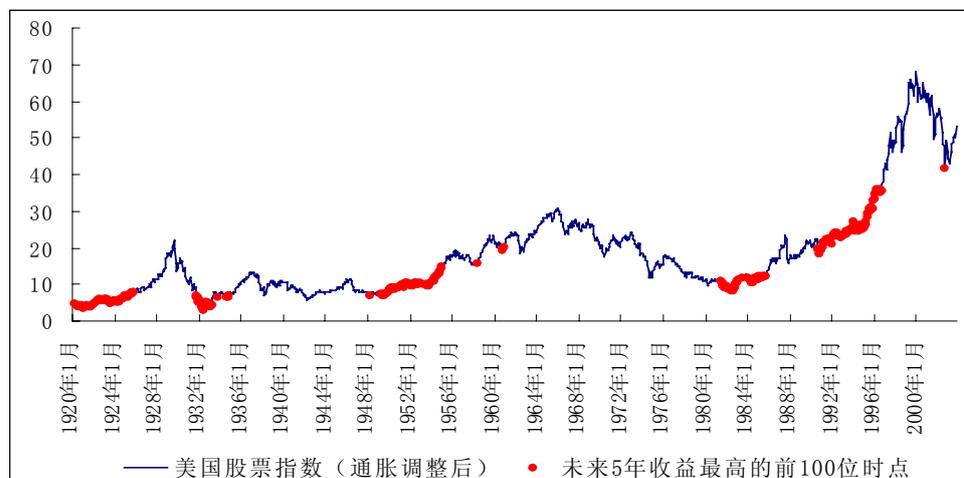
注: 外推性溢价回归方程的形式是 $t(t+k)=a+bD(t)/P(t)$ 。

资料来源: Valuation ratio and the long-term stock market outlook 《股权风险溢价: 股票市场的远期

前景》

从投资者角度, 通过我们对美国 1920 年以来数据的观察, 长期收益回报 (未来 5 年) 最高的前 100 时点大都出现在熊市末端到牛市中端; 也就是说对长期投资者来说在股票市场熊市末端的参与意义要高于牛市后端。

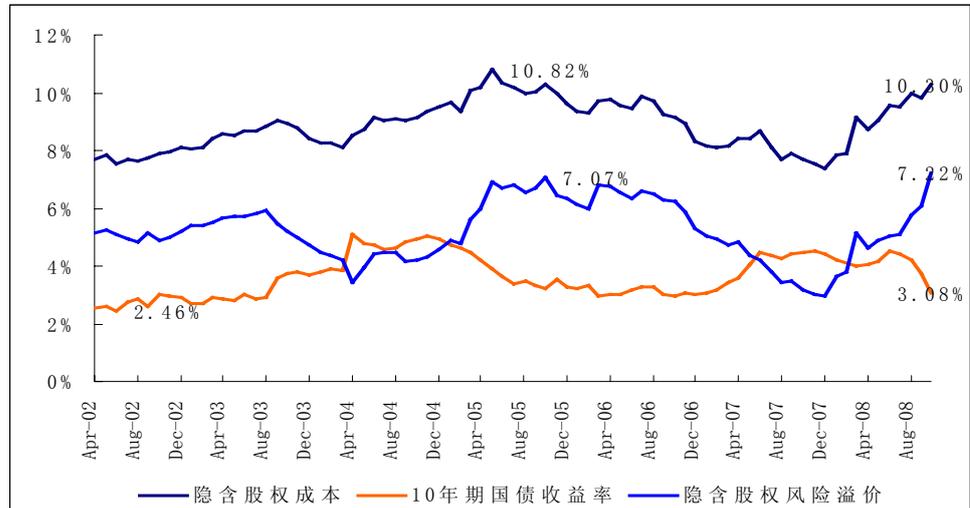
图 13: 美国从 1920 年以来未来 5 年收益最高的 100 个时点



资料来源: BLOOMBERG, 申万研究

就当前 A 股市场来看，在周期性风险不断释放过程中，估值也越来越便宜。我们所跟踪的股票隐含股权成本已经超过 10%，接近历史最高水平；相比 10 年期国债的隐含股权风险溢价则已经创出历史新高。这是对股票长期回报较好的检测指标，即说明未来长期的股票回报可以达到 10% 左右。

图 14：A 股隐含股权成本已经接近历史最高水平

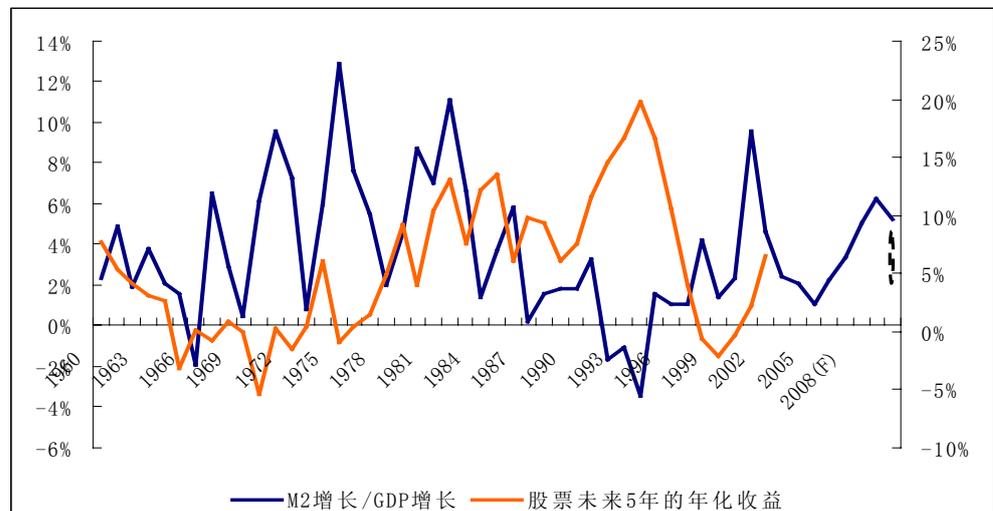


资料来源：申万研究

基于中国增长和估值的比较，我们认为未来中国资产仍然会成为全球流动性关注的重要方向。目前在全球金融市场去杠杆化背景下流动性受到很大压力，但同时美国的超额货币却在不断积累长期流动性，我们预期美国 M2 相对 GDP 的增长速度仍将持续上升；一旦经济预期和市场信心稳定，我们相信流动性会向便宜的股票市场溢出。

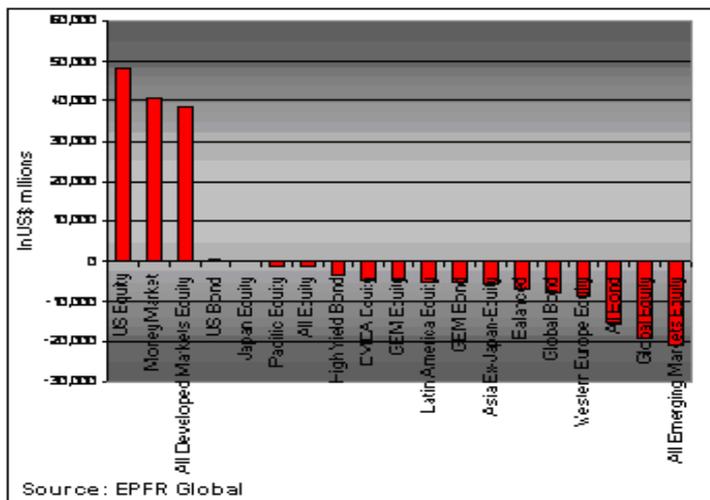
而在本轮全球经济和金融动荡中，新兴市场受到基本面和流动性的双向冲击，估值大幅下降；但长期来看，以中国为代表的新兴市场增长潜力仍要明显超越发达国家，仍将受到全球流动性的重视。

图 15：美国超额货币供给增加与长期股票收益的对应



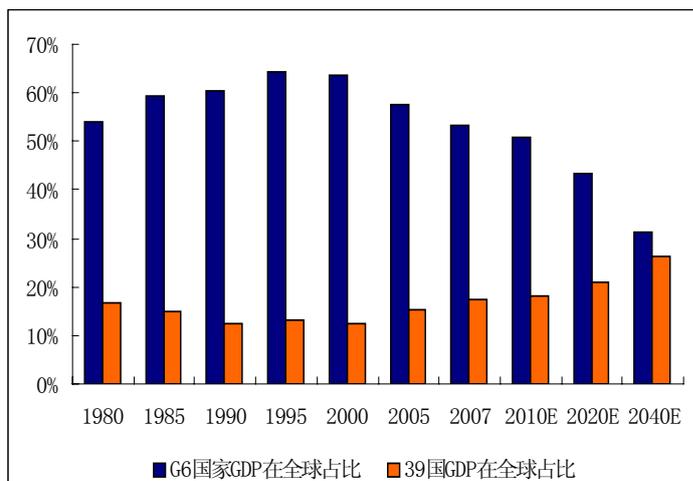
资料来源: BLOOMBERG, 申万研究

图 16: 金融危机动荡中, 资金大幅流出新兴市场



资料来源: EPFR Global.

图 17: 我们预计长期新兴市场的经济占比将继续提升



资料来源: BLOOMBERG 申万研究

2 战术: 做短期的现实主义者

战略乐观的同时, 我们更倾向于采取现实主义的态度面对 2009 年 A 股市场。虽然周期性风险的集中性冲击正在过去, 从经济衰退期向经济复苏期的方向也值得期待, 但本轮大周期调整的风险仍然需要时间来消化, 同时推动市场出现趋势性回升的经济增长动力也需要时间来积累。

我们判断, 2009 年 A 股市场更多呈现波动筑底的基本格局。通过把握股票市场的合理波动区间, 可以提升战术配置对投资绩效的贡献。基于分红折现模型 (DDM), 我们在悲观、中性和乐观的情景假设下给出合理指数的预测, 中性判断沪深 300 合理指数为 2000 点, 悲观情景下为 1600 点, 乐观情景下为 2600 点。我们认为 (1600-2000) 指数区域, 对应估值区间 (13x, 15x) 是相对安全的战略配置区间。

表 3: 基于 DDM, 对 2009 沪深 300 合理指数区间的估计

	显性阶段	半显性阶段1	半显性阶段2	永继阶段	08年末合理指数	合理估值 (09动态)	
悲观情景	2009	2010	2011-2015	2016-2025	2026年之后	1616	13.5
增长	-10%	4%	11%	线性递减	4%		
股权成本	10%	10%	11%	11%	11%		
分红率	35%	35%	40%	线性递增	64%		
中性情景	2009	2010	2011-2015	2016-2025	2026年之后	08年末合理指数	合理估值 (09动态)
增长	3.50%	7.80%	11%	线性递减	4%	2082	15
股权成本	10%	10%	10%	10%	10%		
分红率	35%	35%	40%	线性递增	60%		
乐观情景	2009	2010	2011-2015	2016-2025	2026年之后	08年末合理指数	合理估值 (09动态)
增长	10%	10%	11%	线性递减	4%	2679	18.3
股权成本	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.5%		
分红率	35%	35%	40%	线性递增	56%		

资料来源: BLOOMBERG, 申万研究

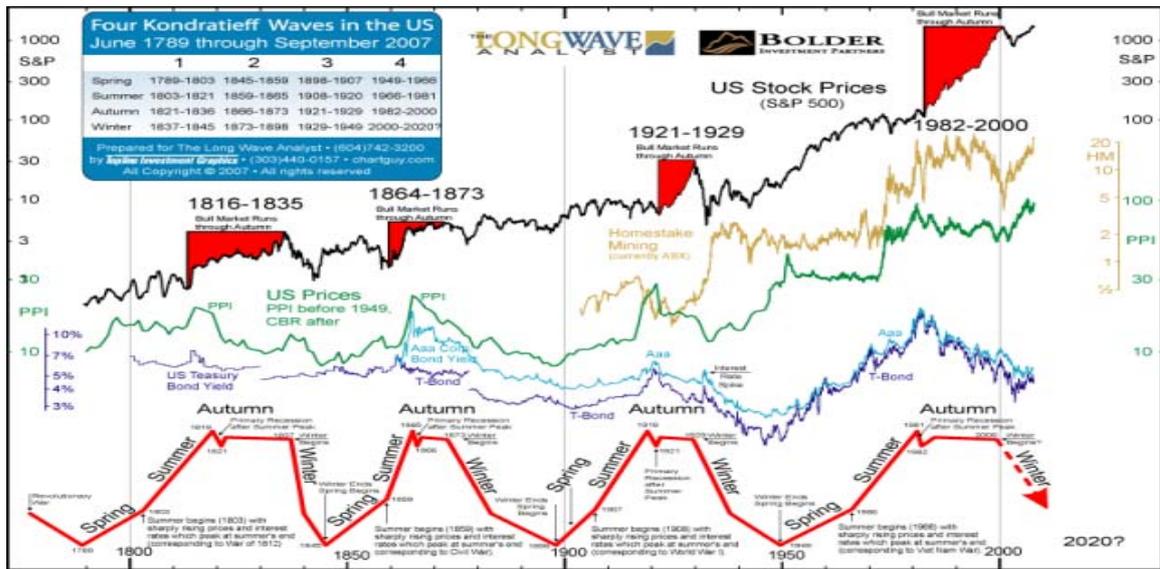
2.1 全球的现实: 尊重大周期

首先我们认为 2009 年的 A 股市场仍然需要面对全球大周期调整的现实环境; 而外需环境的好转, 是推动中国经济显著回升的重要条件。

本轮美国经济和资本市场的调整, 是长周期运行的调整过程; 按照二战以来美国所经历的 60 年康德拉杰耶夫长周期分析, 美国已经进入了经济长周期调整的冬天阶段, 经济收缩和资本市场萧条是典型特征。(具体分析详见报告《寻找资产的晴雨表——经济周期与资产配置专题分析》)。

所以虽然美国股票市场按照一般规律, 前一年跌的越多后一年涨的越多; 但在经济出现较大问题阶段, 股票市场同样会呈现较长时间的低迷状态; 比如经济处于通胀期的 1974-1975 年, 以及经济出现通缩方向的 1929-1933 年。在对美国长周期调整较为担忧的基础上, 我们对 2009 年美国经济和 market 表现并不乐观。

图 18: 基于康杰拉耶夫长周期对美国资产的周期划分

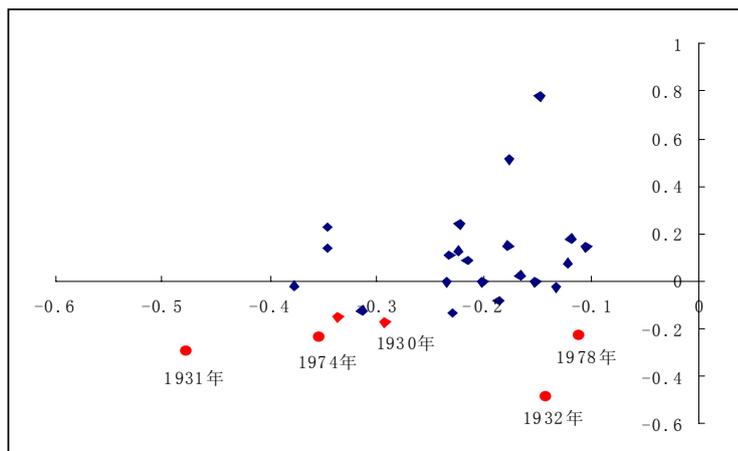


资料来源: LONGWAVE ANALYST

图 19: 历史检验: 美国前一年跌幅越大后一年上涨概率越大

图 20: 美国前一年下跌, 后一年股价涨幅的散点图

条件	当年平均	次年平均	次年上涨概率
无	7%	7%	0.64
-0	-15%	8%	0.64
-0.05	-20%	9%	0.64
-0.1	-23%	11%	0.68
-0.15	-25%	13%	0.72
-0.2	-32%	25%	0.80
-0.25	-35%	19%	0.71
-0.3	-37%	15%	0.67



资料来源: BLOOMBERG 申万研究,

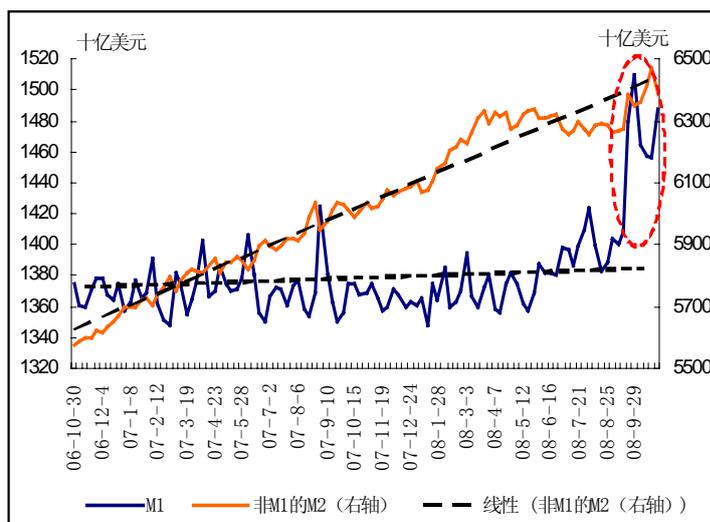
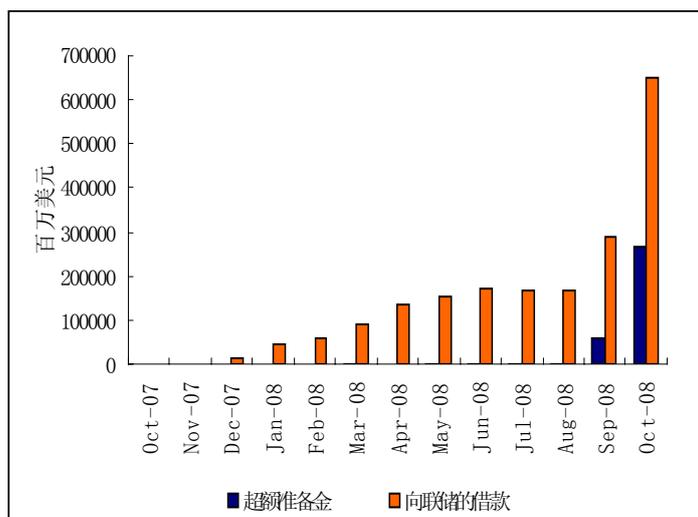
资料来源: BLOOMBERG 申万研究

当前大家比较关注由于美国超额货币供给, 是否会带来 2009 年由于流动性的过剩, 对商品通胀或资产通胀产生推动。我们认为这种通胀隐忧的确存在, 但流动性溢出需要时间, 至少要等到 2009 年下半年。

我们看到美国货币供给增长, 主要体现为 M1 的大幅增加, 而 M2 扣除 M1 后的增长仍在其原有趋势运行中。目前 M1 的大幅增加, 则主要以商业银行的超额准备金形式存在, 其释放就需要等待商业银行在经济平稳和信心回升背景下愿意开始积极放贷; 但从 07 年以来商业银行向美联储的借款已明显超过其超额准备金, 我们倾向于其会先还款, 之后才会通过放贷释放流动性。

图 21: 美国商业银行的借款超过其超额准备金

图 22: 当前美国 M2 扣除 M1 后的货币增长仍在原有趋势中



资料来源: BLOOMBERG 申万研究,

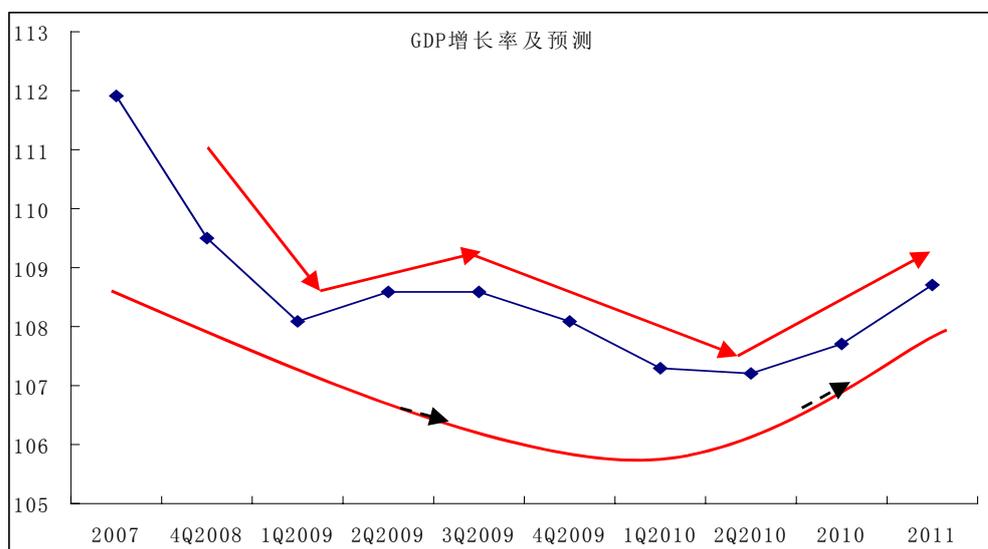
资料来源: BLOOMBERG 申万研究

2.2 经济的现实：“U”型筑底至少需要一年

经济周期定位是我们决定资产配置方向的基本逻辑，我们仍然坚持本轮中国经济将呈现大”U”型的调整格局，2010年才能见到经济的最低点。目前中国经济仍处于”U”型的左侧，我们认为从高位向下的集中冲击主要体现在2008年下半年到2009年上半年，2009年下半年到2010年上半年是经济衰退后期向经济复苏期逐渐过渡的阶段。

在大”U”型的基础上，我们进一步判断经济的阶段性波动会呈现”W”型的格局；2008年3季度到2009年初是经济快速下滑阶段；之后政府财政投资效应体现将带动阶段性的经济上行，主要体现在09年上半年；但政府投资刺激难以持续存在，最终需要等待市场化投资启动，带动经济增长从第二个低点出现趋势性的回升，我们判断可能会出现在2010年1季度。

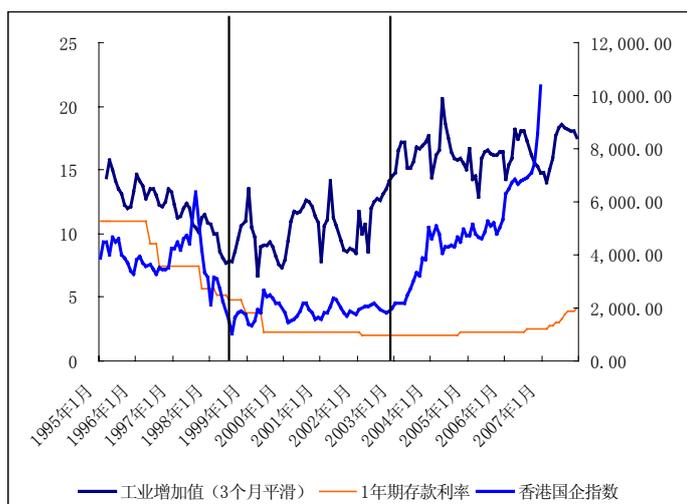
图 23：经济呈现大的”U”型和期间的”W”型变动



资料来源：申万研究

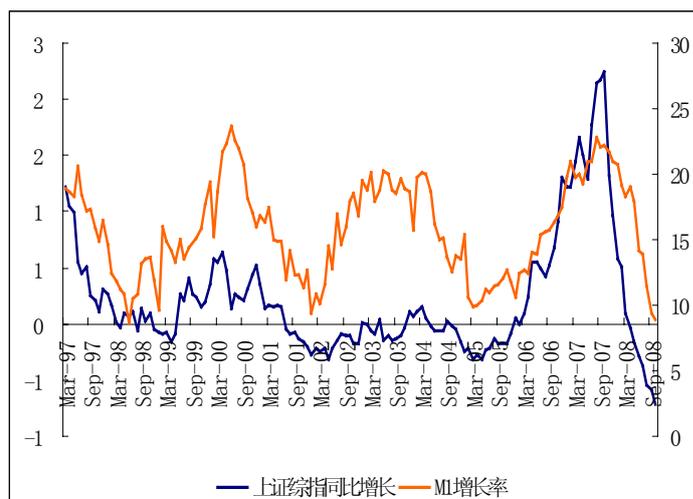
经济持续增长的驱动力，是推动股票市场出现趋势性机会的重要基础。比较历史上中国资产与中国经济间的联系。我们发现，H股市场基本格局与中国经济趋势最为关联，从1997-1999年经济下行周期中H股指数也是持续回落；从2000-2002年经济没有找到持续增长动力阶段，H股指数呈现震荡走势；2003年-2007年中国经济在投资和出口双向推动下高速增长阶段，H股指数是大幅上涨。A股市场在2003年后趋势与经济趋势较为一致，虽然在1999-2000年上涨背后似乎缺乏真实经济增长支持的理由，但我们还是可以找到在网络科技股等新经济增长预期背景下，才带来了流动性活跃推动市场上涨。

图 24: H 股长期表现和经济格局非常相关



资料来源: CEIC, 申万研究

图 25: A 股受到经济增长预期和流动性的双向影响



资料来源: CEIC, 申万研究

当经济衰退期接近尾声,我们相信股票市场会提前对经济的趋势回升作出反应。从业绩增长的角度,我们也预期上市公司业绩增长最低点应该在 2009 年,我们预期在 (-10%, -15%); 2010 年业绩增速会有所上升,我们预期在 (-5%, 4%)。主要的预测结果是基于我们的 ROE 分解预测模型,对非金融类上市公司盈利进行模型预测,再结合研究员对金融类上市公司盈利预测,得到整体 A 股公司的盈利预期。

表 4: 基于我们的 ROE 分解预测模型对上市公司盈利的估计

	2007年	2008年 (F)	2009年(F)	2010年 (F)
毛利率	20.86%	18.19%	17.41%	16.87%
费用率	9.01%	8.33%	8.27%	8.15%
投资收益率	1.02%	0.36%	0.37%	0.51%
净利润率	7.17%	6.23%	5.51%	5.23%
权益乘数	2.34	2.34	2.34	2.34
总资产周转率	0.83	0.81	0.70	0.70
ROE	14.0%	11.8%	9.0%	8.6%
盈利增长估计 (非金融)		-9%	-19%	0%
盈利增长股价 (整体)		5%	-10%	4%

资料来源: 申万研究

2.3 市场的现实: 波动格局中酝酿转机

从历史来看,股票市场出现趋势性回升需要背后经济增长动力的支持,从而带动流动性的活跃。而由于经济下行冲击带来股票市场大幅回落的后一年,股票市场通常还无法找到趋势性回升的经济驱动力,更多呈现波动减小的震荡筑底格局。包括 1994-1995 年, 2001-2002 年, 2004-2005 年; 唯一例外的是 1998-1999 年, 在新经济增长预期下带动流动性活跃是很重要的解释理由。

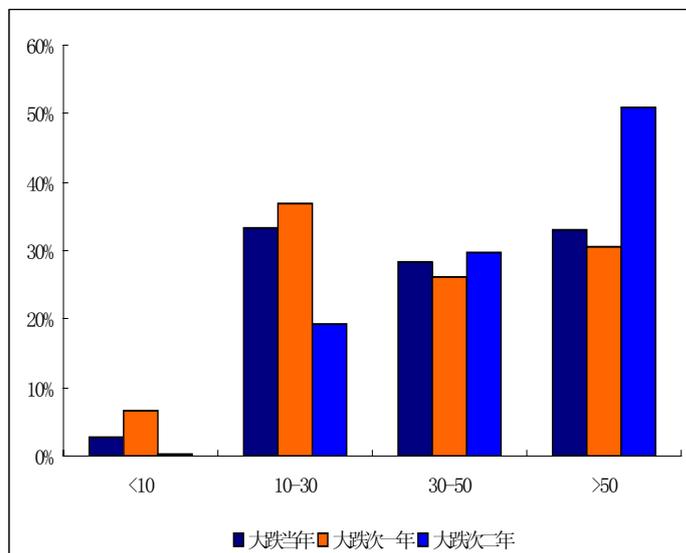
我们看到在市场大跌后一年的震荡筑底阶段，市场的估值重心还是继续回落。同时股票市场的分化也无法明显拉大，即主动投资收益空间不大；证据是，在市场大跌后一年包括行业间的表现以及主动投资基金的业绩表现，分化都是进一步缩小。

表 5: 历史上大跌后一年市场通常呈现波动筑底格局

	高点 / 低点	收盘 / 开盘
1990	3.3 %	3.3 %
1991	17.9 %	12.9 %
1992	38.8 %	16.6 %
1993	10.8 %	6 %
1994	22.3 %	-2.3 %
1995	7.7 %	-1.3 %
1996	14.5 %	6.7 %
1997	7.4 %	3.1 %
1998	3.6 %	-5 %
1999	6.8 %	1.9 %
2000	5.6 %	5.1 %
2001	4.8 %	-2.1 %
2002	3.1 %	-1.7 %
2003	2.6 %	1.1 %
2004	4.2 %	-1.5 %
2005	3.3 %	-8 %
2006	13.2 %	13.0 %
2007	14.1 %	9.3 %
2008	23.2 %	-6.7 %
平均	10.9 %	3.0 %
下跌年份平均	11.6 %	-2.6 %
下跌后一年平均	5.2 %	-5 %
下跌后第二年平均	9.0 %	6.5 %

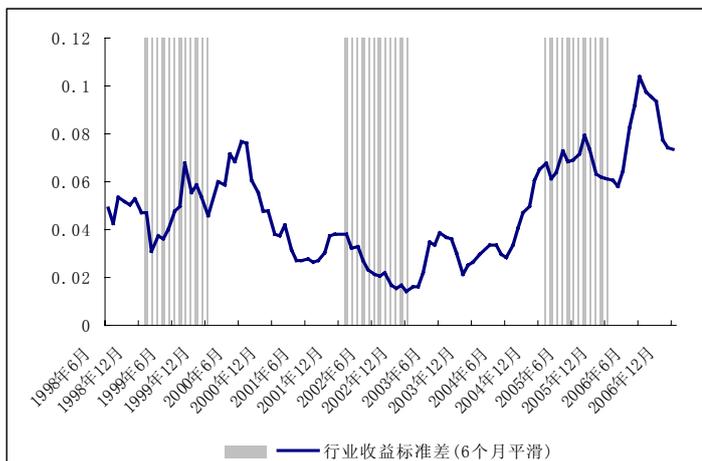
资料来源: CEIC, 申万研究.

图 26: 历史上大跌后一年估值中心继续下降



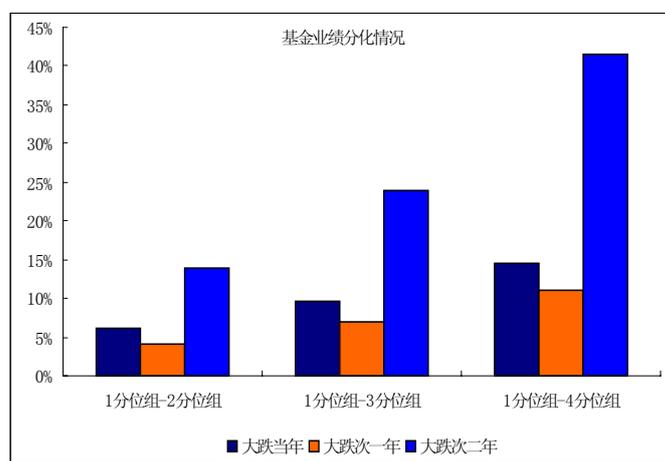
资料来源: CEIC, 申万研究

图 27: 行业表现分化与市场趋势一致



资料来源: CEIC, 申万研究.

图 28: 主动投资的基金业绩分化同样与市场趋势同步



资料来源: CEIC, 申万研究

3 主题：顺周期转换，逆周期整合

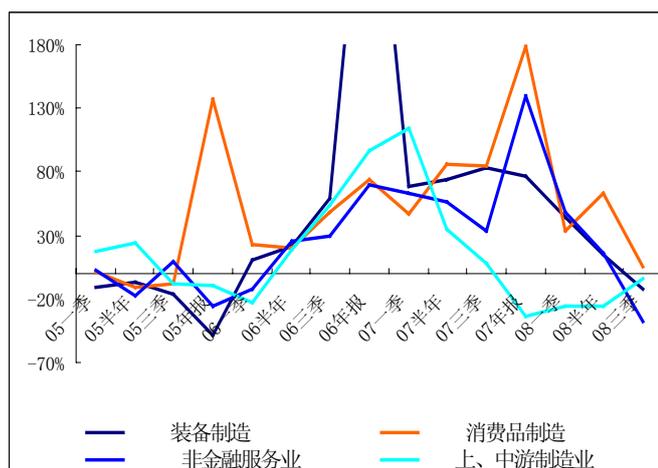
经济周期变化和影响，同样是我们进行结构选择的重要方向。从顺周期的角度和逆周期的角度，我们提出两种投资选择的思路。

3.1 顺周期的“W”型转换：投资品——消费品——投资品

经济的“W”型波动，是我们进行股票结构调整遵循的方向，我们称之为顺周期的结构转换。

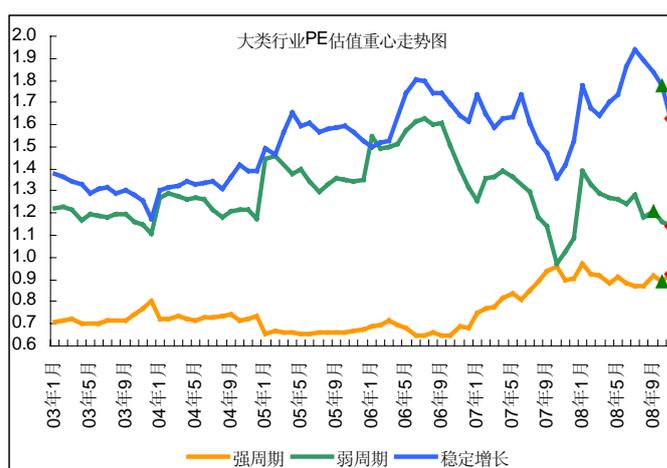
事实上从 2008 年以来，市场一直在按照经济的预期方向进行结构性的转换。首先是受到成本冲击和需求冲击最大的制造业；之后需求冲击不断向上游传导，从原材料行业到最上游的资源类行业都受到较大负面冲击，此时相对稳定的消费品行业成为资金的避风港，相对估值提升；但随着担忧经济调整风险在消费层面的滞后反映，消费品的估值也开始受到冲击。

图 29：周期冲击下，制造业提前于消费服务业出现下滑



资料来源：WIND, 申万研究。

图 30：周期冲击下，稳定增长行业相对估值上升



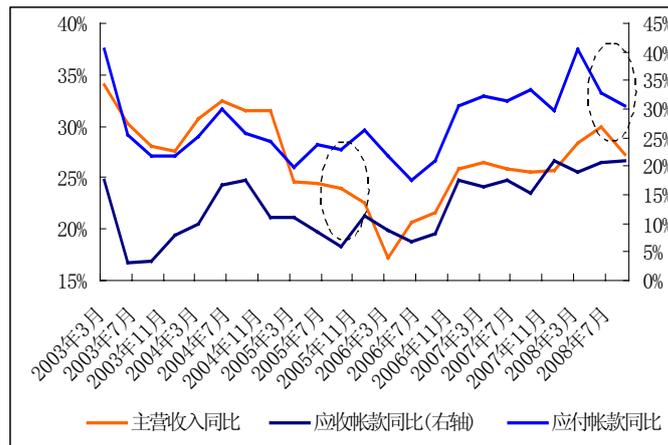
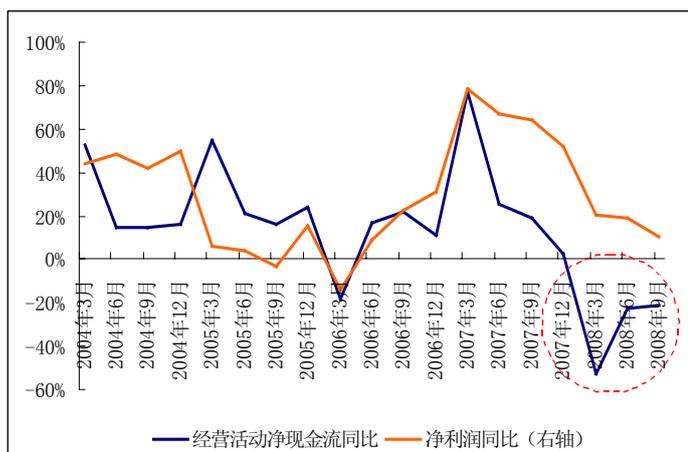
资料来源：WIND, 申万研究

我们认为无论从业绩预期还是从估值反应来看，以原材料和机械等行业组成的投资品行业在 2008 年 3 季度末以来的经济“W”型第一波下行中受到最大的冲击。不仅仅是成本和需求层面压力带来的利润率下降和周转率下降，更可怕的是在全球金融动荡背景下的信心危机，使得很多企业的运营甚至进入到相对的“休克”状态；同时商品价格大跌带来企业存货的大量损失。

可以说，自 08 年 3 季度末以来投资品行业受到经济层面和金融层面的集中冲击。在数据层面，我们看到的一些先行指标，如发电量出现如 98 年的负增长，远洋运输价格已经进入保本线以下；同时从财务数据角度，企业的现金流状况急剧恶化，应收账款大量增加，存货损失大量增加。

图 31：2008 年以来企业现金流恶化情况超过 2005 年

图 32：上市公司收入放缓同时应收账款却相应增加



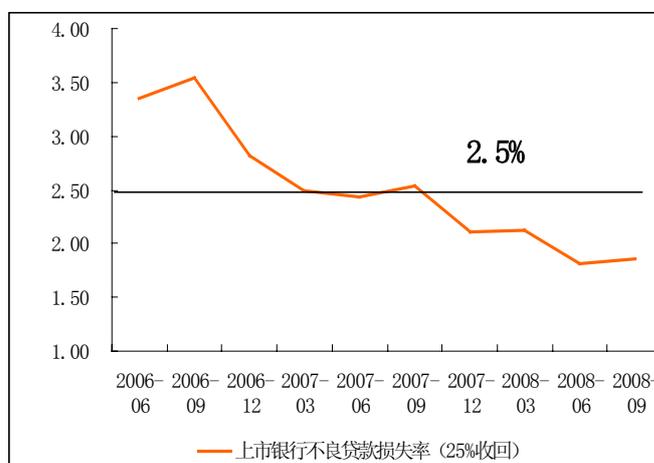
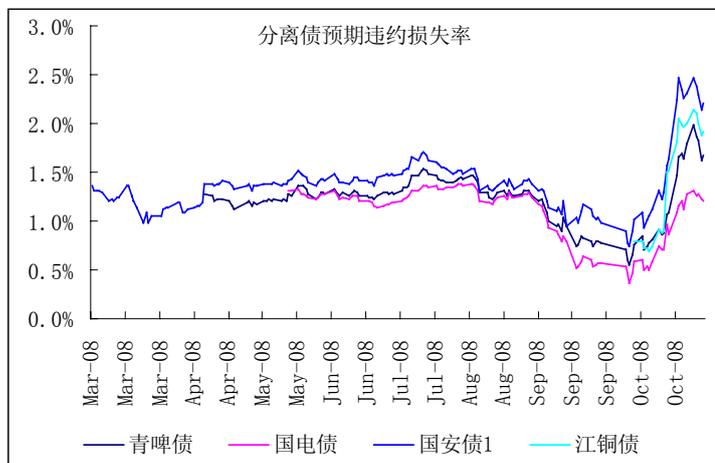
资料来源：WIND, 申万研究。

资料来源：WIND, 申万研究

在此基础上，投资者预期不断下降；对相关企业的担忧已经从增长风险担忧更为放大到对破产风险的担忧。很重要的证据就是企业债信用利差大幅上升，根据我们的测算其隐含损失率已经达到近年来上市银行不良贷款的平均损失率水平。

图 33：企业债信用利差大幅上升带来预期损失率上升

图 34：上市银行不良贷款的损失率估计



资料来源：WIND, 申万研究。

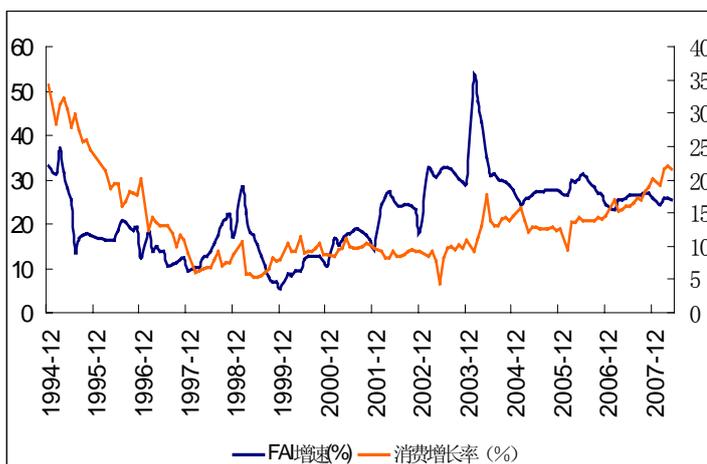
资料来源：WIND, 申万研究

我们认为在集中恶化的经济和金融环境下，投资品等行业的运营状况是过度恶化了。一方面随着金融环境的趋稳（特别是大宗商品价格的稳定），微观层面部分超调的投资品行业本身就具有向上修正的空间，如下游企业进行正常的库存准备；而另一方面，从 4 季度以来大规模展开的政府财政投资又将直接带来对建材和机械等代表的投资品行业的需求，推动上游企业消化库存。我们相信政府财政投资推动能够带来经济“W”的第一波上行，比较直接的就会体现在投资增长等宏观数据上；而从微观数据来说我们也预期部分投

消费品行业盈利状况在 4 季度达到阶段性最低，到 2009 年 1 季度会有回升。（具体分析详见朱安平《2009 年行业比较报告》）

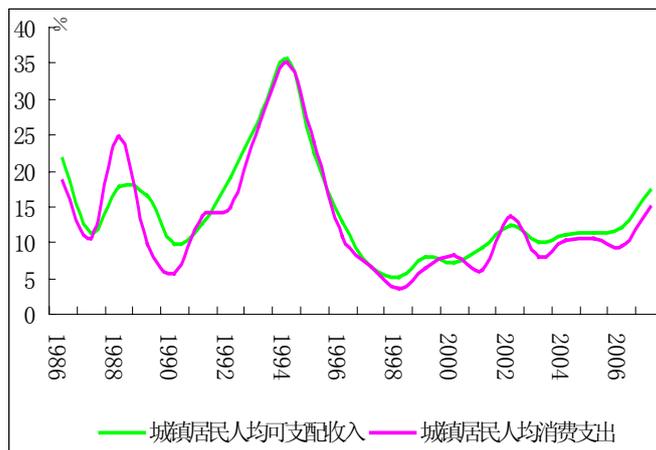
与之相对应的，消费品行业仍然存在消费滞后放缓带来的风险释放空间。随着居民收入增长的放缓，消费增长也将进一步放缓，从而对消费品（特别是可选消费品）的业绩和估值带来双重压力。

图 35：消费增长滞后于投资增长



资料来源：CEIC, 申万研究。

图 36：消费增长趋势与收入增长趋势密切相关



资料来源：CEIC, 申万研究

图 37：各部委关于财政投资方向的预算估计

- 公共内需
 - 交通基建
 - 运输线路：铁路、公路、航道（含运河）、城市轨道交通35000亿
 - 运输设施：车站车辆、机场、港口、码头：7000亿
 - 农田水利：水利枢纽工程、水库加固、粮食主产区灌区改造：283亿
 - 能源管网：电站电网、西气东输、石油管道、储备库：2800亿
 - 安居工程
 - 廉租房：2800亿
 - 经济适用房：2800亿
 - 棚户区改造：2800亿
 - 灾后重建：2700亿
 - 民生服务
 - 农村饮用水安全工程：50亿
 - 城市绿化、污水处理、供水供气设施改善：50亿
 - 农村科技医疗教育体育工程：52亿
 - 城市教育医疗文化设施工程：

资料来源：申万研究收集

所以我们认为未来3-6个月投资品行业相对消费品行业具有超额收益。这是投资品阶段性估值修正的机会，但由于经济下行压力其业绩还无法出现趋势性回升，从而带来对投资品估值上限的压制。随着政府投资推动效应减弱，估值调整后的消费品优势可能再度显现，成为经济调整阶段的防御性选择。

到2009年下半年，更有可能在4季度，我们建议可以开始考虑基于经济“W”型调整的第二个底部出现进行提前布局，此时更应该关注经济敏感型和市场敏感型的行业，如证券、保险、汽车，以及投资品等相关投资敏感型行业。考察1998-2000年经济下行周期中的行业盈利变化情况，从1999-2000年建材、化工、钢铁等投资品行业盈利能力出现复苏，其中建筑建材行业是连续两年ROE出现上升的行业。电器、餐饮、食品饮料等消费服务行业的盈利能力却出现滞后的大幅下降。

表6：1998-2000年的行业ROE变动情况比较

1998		1999		2000	
	ROE上升幅度		ROE上升幅度		ROE上升幅度
信息设备	1.2%	电子元器件	81.2%	商业贸易	55.0%
		农林牧渔	44.8%	金融服务	25.5%
		房地产	44.6%	纺织服装	18.0%
		医药生物	30.4%	建筑建材	12.5%
		交通运输	28.5%	公用事业	10.5%
		化工	16.4%	黑色金属	6.2%
		建筑建材	4.2%		
	ROE下降幅度		ROE下降幅度		ROE下降幅度
房地产	-53.1%	家用电器	-42.8%	家用电器	-63.5%
轻工制造	-45.5%	商业贸易	-37.9%	交运设备	-43.8%
农林牧渔	-43.4%	金融服务	-34.3%	采掘	-25.9%
采掘	-42.6%	有色金属	-30.8%	轻工制造	-21.4%
交通运输	-41.8%	餐饮旅游	-24.5%	交通运输	-18.2%
商业贸易	-39.8%	采掘	-23.1%	信息设备	-17.9%
电子元器件	-38.7%	公用事业	-20.8%	农林牧渔	-17.7%
交运设备	-37.6%	纺织服装	-19.8%	餐饮旅游	-17.7%
医药生物	-34.8%	食品饮料	-12.5%	化工	-16.4%
纺织服装	-32.1%	交运设备	-8.5%	食品饮料	-14.8%
家用电器	-32.1%				
化工	-30.1%				

资料来源：WIND, 申万研究

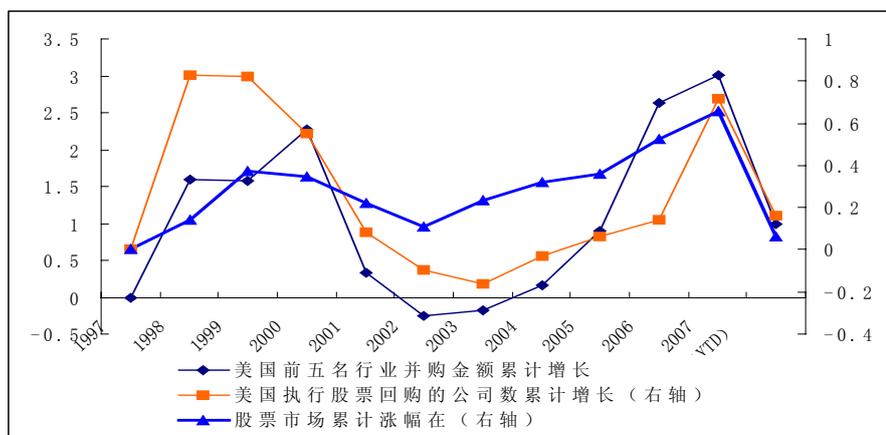
3.2 逆周期整合：寻找经济衰退期的受益者

在顺周期转换的同时，我们关注逆周期整合的投资方向，即寻找能够在经济衰退中能够进行有效整合和扩张的优势企业。

这种选择更多是自下而上结构性的选择，因为从市场整体来看，整合购并行为更多体现为顺周期性。参考美国市场的数据，我们看到无论是企业回购规模还是并购规模，都是随着市场的上升而上升，随着市场的下降而下降。这也很好理解，因为在经济下行周期中，所有企业都会受到负面冲击，同时也会更为悲观，从而抑制其扩张并购行为。

正是如此，能够逆周期采取行动的企业反而可能会受益于经济衰退。参考麦肯锡咨询公司对1990-1991年经济衰退期前后1000多家公司的调查分析，其发现在这期间出现的那些胜利的挑战者（即进入到行业的前列，市场占有率明显提升的企业），通常是在经济衰退期间采取了较为积极投资和并购行为；而相应的那些失败的挑战者（市场占有率下降的企业）却是在经济衰退期间采取非常保守的投资。由于有效的逆周期扩张整合行为，那些胜利者在经济衰退期间估值相对稳定，衰退期后的市场估值明显上升；失败者却是在经济衰退期间估值就出现明显下降。

图 38：美国数据来看整合行为是顺市场周期的



资料来源：BLOOMBERG, 申万研究

图 39：胜利的挑战者在经济衰退期间扩张更加积极

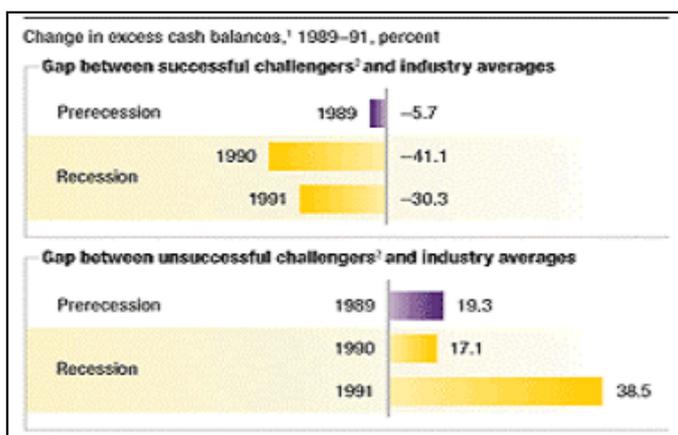
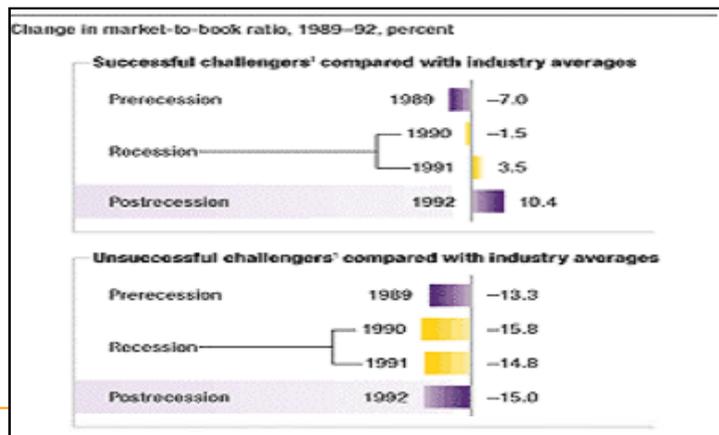


图 40：胜利的挑战者在经济衰退期后估值明显上升



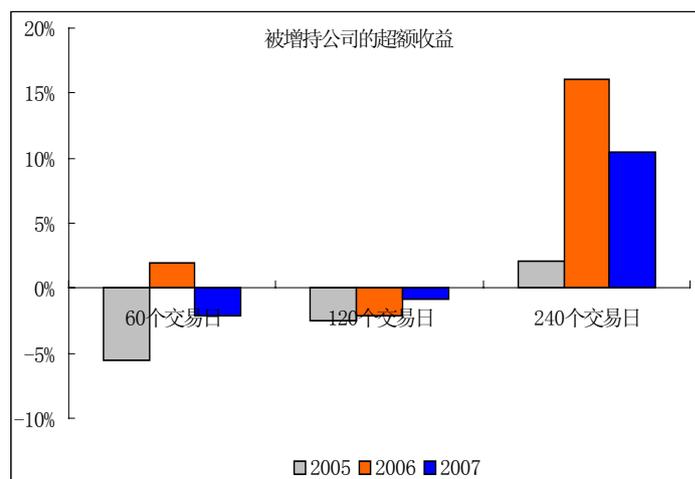
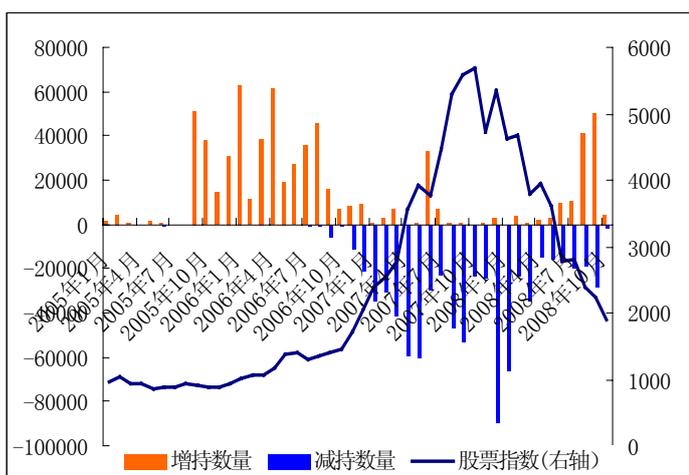
资料来源: Mckinsey,

资料来源: Mckinsey,

就中国来看,实业投资者的增持行为似乎具有一定的周期领先性;我们看到大股东等在 05 年下半年熊市末端到 06 上半年牛市初期采取大量的增持行动,而到 2007 年下半年牛市后期减持行为开始大量增加。我们认为其中有很重要的政策影响的解释,因为政策是逆周期的力量,从而带来对企业整合行为的提前推动值得我们关注。而从各时期被增持股票的超额收益来看,也是在牛市前端(2006年)的超额收益最高。

图 41: A 股大股东增持行为有一定周期领先性

图 42: 2006 年被增持公司的超额收益相对最高



资料来源: WIND, 申万研究

资料来源: WIND, 申万研究

我们构建了一个政策、估值和财务三维的筛选标准,以寻找最具有整合动力和空间的投资标的。

首先从政策催化剂角度,我们非常关注国资整合和节能环保带来的整合推动;其次从估值催化剂角度,我们关注实体投资回报低于平均水平,同时股票内在回报高的行业,由此对于实体投资者而言通过股票市场进行增持或整合就具有较强吸引力;从这两个角度,我们主要筛选出是处于中上游的一些行业,更具有政策和估值推动整合的动力。

最后我们还考虑财务的催化剂,以进行公司的筛选。我们计算了各行业的一些财务运行指标,包括现金流增速、CAPAX 支出、资产负债率、ROE 等,考察行业内公司财务状况的分化情况;如果行业财务状况越分化,则对于其中仍能保持良好财务状况的公司越有利,因为其进行整合的空间会加大。基于这个标准,我们得到技术筛选后的股票组合,这些股票都是在行业中处于财务状况运行非常好的公司。

表 7：政策、估值和财务三维的整合受益优选标准

行业	政策催化剂	估值催化剂	财务催化剂			
	说明：是否受益于政策推动产业整合的方向	说明：ROE越低，COE越高，估值推动越强	说明：财务情况分化明显，则越有利于小部分公司（相比同业，资产负债率低、现金流好、ROE高、扩张期支出保守）的整合空间			
	国资整合 节能环保	当前ROE相比历史 比历史 ROE	资产负债分化	现金流分化	ROE分化	CAPEX分化
采掘	受益	高	高		高	高
黑色金属	受益	高	高		高	高
化工	受益	低		高		高
机械设备	受益	高		高	高	高
有色金属	受益	低		高	高	高

资料来源：申万研究

表 8：基于政策、估值和财务三维标准技筛选出的股票组合

代码	公司	行业	代码	公司	行业
000655.SZ	金岭矿业	采掘	000680.SZ	山推股份	机械设备
000898.SZ	鞍钢股份	黑色金属	000880.SZ	山东巨力	机械设备
600102.SH	莱钢股份	黑色金属	600031.SH	三一重工	机械设备
600307.SH	酒钢宏兴	黑色金属	600550.SH	天威保变	机械设备
601005.SH	重庆钢铁	黑色金属	600627.SH	上电股份	机械设备
002274.SZ	华昌化工	化工	600710.SH	常林股份	机械设备
600063.SH	皖维高新	化工	000595.SZ	西北轴承	机械设备
600352.SH	浙江龙盛	化工	600362.SH	江西铜业	有色金属
600426.SH	华鲁恒升	化工	600432.SH	吉恩镍业	有色金属
600596.SH	新安股份	化工	601958.SH	金铂股份	有色金属

资料来源：申万研究

3.3 2009 年最看好的股票组合推荐

基于我们以上分析的投资线索，再结合研究员自上而下的公司推荐，给出 2009 年我们最看好的股票组合推荐，供投资者参考。

表 9：2009 年申万推荐股票组合

股票代码	股票名称	申万二级行业	总股本(百万股)	预测2008年EPS	预测2009年EPS	预测2010年EPS	2007年每股净资产	市净率(2007年)	市盈率II(2008年)	投资评级
600268	国电南自	电气设备	189.2	0.428	0.603	0.888	3.48	2.9	23.7	增持
601186	中国铁建	建筑装饰	12337.5	0.327	0.487	0.702	0.41	26.1	32.6	增持
600005	武钢股份	钢铁	7838	1.09	0.668	0.75	3.29	1.7	5.3	增持
600031	三一重工	专用设备	1488	0.942	1.212	1.325	3.18	5.4	18.2	增持
000401	冀东水泥	建筑材料	1212.8	0.398	0.519	0.55	2.2	4.4	24.1	增持
600426	华鲁恒升	化学制品	495.8	0.889	1.202	1.478	4.04	2.2	10.2	增持
600054	黄山旅游	景点	471.4	0.416	0.556	0.692	2.16	5.7	29.6	增持
000729	燕京啤酒	饮料制造	1100.3	0.43	0.545	0.663	5	2.4	28.4	增持
000538	云南白药	中药	484.1	0.983	1.372	1.715	2.78	10.6	30	买入
002024	苏宁电器	零售	2991	0.836	1.087	1.333	1.55	9.5	17.5	买入

资料来源：申万研究（注：数据截止 2008 年 11 月 21 日）

信息披露

分析师承诺

徐妍：策略。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

朱康平：策略。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.sw108.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。