

## A 股市场投资策略：无畏的希望

**投资逻辑**——2009 年 A 股市场面对的不确定性比 2008 年降低，政策扩张、改革创新、流动性提升、预期改善、估值修复。

★首先，估值风险降低。2009 年中国宏观经济和企业盈利仍会恶化，但是，这些已是一致预期，是 A 股目前估值持续处于历史低点的原因。糟糕的数据只是此前悲观预期的兑现，不会进一步压低估值中枢；

★其次，中国经济、政策的风险降低。随着宏观经济政策坚决地转向刺激经济增长，随着悲观预期的兑现。在糟糕的日子里，我们将迎来预期的改善；

★第三，海外金融危机对 A 股的冲击力降低，欧美市场在 2009 年上半年开始逐步进入一个相对稳定的可交易区间。

★第四，从流动性角度看，宽松的货币政策和偏冷的实体经济，可能导致资金转向虚拟经济。

★第五，从资本市场政策角度看，基本面偏冷，中国更需要上涨的股市来改善经济预期，进而有效地发挥刺激经济政策的效果。

### 宏观展望——冲破迷雾的曙光

★当前中国经济的困难不亚于 1998 年，中国经济至少经历 2 年多的调整期，而 2009 年上半年有望进入 U 型的底部，加速下滑的势头将止住。

★2009 年宏观经济下滑成定局，乐观情景 GDP 增长 8.8%，悲观情景 GDP 增长 7.7%。首先，出口增速下滑，但是可能低于预期，净出口对 GDP 的贡献可能超预期。其次，投资向下，名义增速将从前几年的 20% 以上，降到 13%。第三，消费独木难撑。第四，通货紧缩的风险很大，考虑到及时的货币政策，预计 09 年 CPI、PPI 乐观情形分别为 2%、3%。

★2009 年上市公司业绩在零增长的边缘徘徊。我们自上而下预测，在 GDP 增长 8.8% 和 GDP 增长 7.7% 的乐观情景和悲观情景下，A 股上市公司 2009 年净利润分别增长 3.4% 和 -16%。

### A 股行情展望：信心破冰、跌深反弹

★2009 年，我们对 A 股市场的基本看法是，股指领先于经济企稳、回暖，行情领先于全球股市。

★以史为鉴，可以验证我们的反弹逻辑。美国股市发展史表明，经济下滑期，利率政策和流动性多次推动行情。我们在更长的时间段里考察，股指往往比实体经济率先见底。糟糕的数据常常伴随不错的股指表现。经济恢复需要时间，但是股市可能脱离经济的趋势。

★2009 年 A 股市场的流动性将得到大幅改善。首先，2009 年中国货币政策的放松程度会超出当前市场的预期，这是经济困难程度决定的。其次，海外金融市场有望出现阶段性好转，资金将再次转向风险资产和新兴市场。第三，随着名义 GDP 增速的回落，实体经济对资金的需求却在下降，资金将转而流向虚拟经济。第四，国债收益率下降，推升股票资产需求。第五，投资者行为来看，随着经济悲观预期的逐步兑现、货币政策和财政政策的累积效应开始发挥作用，投资者的情绪回暖，有助于改善 A 股资金面。第六，大小非减持压力减轻，产业资本或逢底承接大小非，特别是地方国企的大小非。

★估值处于历史低点，也是 2009 年行情的重要原因。如果从跨市场比较的角度来看，A 股也具备了投资价值。

★行情判断：2009 年 A 股市场的机会将在一片悲观和疑惑中反复震荡出现。择时，控制波段操作的风险很重要，但是，上证综指 3000 点甚至更高，并非不能期待。

**A 股投资机会展望——短线，趋势、主题胜过业绩；长线，自下而上发现成长股**

★机会一：“救”经济政策受益的行业，包括，财政政策相关的大基建行业（铁路、隧道、水利、农村建设等传统基建，水泥、环保、电网、电力设备、工程机械等），货币政策放松相关的房地产、消费品，制度性改革相关的大农业、电力、水务、石化、医药，产业升级相关的 3G、新能源等。

★机会二：“救”股市政策受益的行业，包括央企增持、平准基金等金融制度创新的受益者，主要是占指数比重较大的一些行业，金融、石油石化等可能有阶段性机会。

★机会三：产业资本博弈新阶段。2009 年很可能出现如同 1998 年国企改革时期并购重组般的大机会。股改完成、股票价值低估、地方财政缺钱、政策鼓励，产业资本并购重组，通过二级市场进行战略布局、行业整合的前提条件已经具备了

### 2009 年反弹配置行业

★超配——房地产、有色金属、公用事业、信息设备、建筑建材、电气设备、机械设备、农林牧渔；

★标配——银行、非银行金融、食品饮料、商业贸易、餐饮旅游、石油、医药生物、信息服务、化工、交通运输、非汽车交运设备；

★低配——交运设备、黑色金属、煤炭、轻工制造、家用电器、纺织服装、电子元器件、综合。

## 石油石化行业投资策略：机会渐行渐进

### 投资要点：

国内石化行业在 08 年经历了最困难的时期后，09 年将呈现见底回升的态势。

国际油价已经大幅下跌到合理范围内，短期内可能会继续探底，但长期依然看涨。

国内能源价格改革步伐将加快，中石油、中石化的价值将逐渐和油价正相关，其长期投资机会可能会随油价的见底而出现，我们认为这个时点可能会出现在 09 年的下半年。

上下游一体化的石化二巨头 09 年的业绩可能会负增长，但幅度很小，目前的主要问题是估值偏高。

### 重点推荐公司：

中石油、中石化、中海油 H 股、中海油服、海油工程

## 汽车行业投资策略：飞瀑三叠 撷取浪花朵朵

### 投资要点：

我国汽车业理论上还有很大空间，但工业化初期积累的消费人群需求释放后，由于收入差距的巨大使得第二次浪潮的发生尚需时日。

海外经济衰退、收入水平的下降和预期的变坏，判断 09 年将出现负增长，但考虑到国内经

济还能保持 6 % 以上的增速，下降幅度不会很剧烈。

在整体下降过程中，选择一些下降幅度不大的细分行业和相关公司，以谋求相对收益。相对看好中高级轿车和大中客车生产企业。

行业评级：观望

**重点推荐公司：**

一汽轿车、宇通客车、宁波华翔

### 煤炭行业投资策略：供需关系缓和 痛并快乐着

**投资要点：**

经济紧缩和工商链断裂导致电力、钢铁、建材和化工等下游行业减产，信息滞后令煤炭产量惯性增长，煤炭供需关系缓和成为大概率事件；

库存上升令煤炭定价权向下游行业转移，煤炭价格尤其是冶金煤价格将继续回落，煤炭行业利润将加速下行，部分高成本煤企将进入微利时代；

投资评级：

增持。2009 年上半年仍属调整资产配置的时机，下半年可重点关注：(1)具有煤种或区域等优势支撑、需求相对稳定的公司；(2)具有资产和资源双重价值支撑的公司；

**重点公司：**

天地、神华、兖煤、西煤、平煤

### 造纸行业投资策略：云淡风轻

**投资要点：**

行业长期趋势向好，但短期景气向下拐点已基本确立

需求增速减缓，未来 2-3 年将低于 GDP 增速

新增产能 2010 年后或有较大释放

原材料上涨趋势不改，短期或有回调

**重点关注公司：**

岳阳纸业 晨鸣纸业 太阳纸业 华泰股份

### 电力设备及新能源行业投资策略：两个主题、三个机会

**投资要点：**

电源设备投资高峰期已过，看好两个主题：电网设备投资和替代能源

传统电源设备密集投资已使电力需求逐渐缓解，经济由“偏快”向“过热”转变，发电设备投资步入平稳期；

主题一：电网投资持续旺盛，特高压输电和城市配网建设给一次设备和二次设备带来的投资机会；

主题二：发展替代能源，有两个机会，风电设备成为国内电源设备投资的最大结构性机会，

另外光伏发电在全球范围内巨大的发展前景，值得长期看好；

**重点推荐公司：**

天威保变、金风科技、东方电气、思源电气、特变电工、南洋股份

### 工程机械行业投资策略：寻找“猪坚强”

**投资要点：**

行业见顶回落的趋势毋庸置疑，2008 年处于行业高位回落的第一年，2009 年上半年将维持下行状态，下半年有可能触底反弹。

行业毛利率的下滑开始于 07 年末钢价和原材料大幅上涨时期，按照一定的滞后性，毛利率将在 09 年 1 季度到 2 季度之间触底。

销量下滑的情况在 08 年中期开始显现，四季度和明年上半年都不容乐观，负增长的概率很大。

去存货化和回现金化的过程按照存货周期计算，应该要持续到明年 1 季度到 2 季度。

**重点推荐公司：**

三一重工、安徽合力

### 家电行业投资策略：循产业演进曲线寻找投资机会

**投资要点：**

内外交困,增速趋缓。从整体行业产销规模上来判断，与 07 年同期相比较，增速趋缓的迹象已经出现。

09 年行业发展关注三大变量:出口、房地产波动、家电下乡。09 年出口恐将进一步趋缓;预期房地产销售每波动 10%，对家电内需的影响约为 1-3 个百分点;家电下乡的推广将使得冰洗产品受益比较明显。

循产业演进曲线寻找投资机会。传统的产业经济学 SCP 模式告诉我们，产业结构决定了企业盈利能力；科尔尼的产业演进模型理论显示，产业与公司的盈利能力随产业演进曲线变化而变化，且存在一定时滞性。我们关注的是两类机会，一是低产业集中度趋升带来的盈利拐点临近机会，成长性为重；二是高产业集中度趋稳带来的盈利稳定机会，抗风险能力为重。前者典型如彩电行业，后者典型如空调行业。

持续看好商业模式改变的彩电龙头企业。与市场主流观点略有差异的是，我们认为彩电厂商通过对液晶模组和整机制造的有机结合，可望重新构造新的商业模式，在降低成本、缩短供应链周期、创造高溢价和差异化产品上取得突破。

行业”中性”评级，

**重点关注公司：**

海信电器、深康佳、青岛海尔、美的电器、格力电器。

### 基础化工行业投资策略：寻找弱周期、高竞争壁垒的品种

## 1、投资要点：

基础化工行业 09 年整体上进入调整期。我们重点跟踪的子行业展望如下：

- (1) 农药：面临六大历史机遇，发展前景可期。评级：推荐
- (2) 化肥：正负面因素交织，氮肥有望较早见底。评级：中性
- (3) 化工新材料：进入成长路上的阶段性调整。评级：中性
- (4) 染料助剂：下游压力大，企业分化时。评级：中性
- (5) 纯碱：需求减速，进入调整期。评级：中性
- (6) PVC：油价回落，电石法成本优势不再。评级：中性
- (7) 煤化工：产能释放过快，期待政策支持。评级：中性

## 2、重点推荐公司：

新安股份、扬农化工、诺普信、华鲁恒升、烟台万华、浙江龙盛、东华科技

## 铁路设备行业投资策略：风景这边独好

### 投资要点：

当前的宏观经济背景和路网现状使得未来几年铁路跨越式发展成为必然。（必要性）  
我们预计十一五规划和长期铁路网规划略显保守，实际投入可能远远大于规划。（量）  
我们认为铁路投资的周期长达 10 年以上（时间跨度）

近期行业的驱动因素主要是投资拉动和技术升级（驱动因素）

铁路产业链受益最大的细分行业：铁路基建和整车车辆（受益行业）

选择具备从“幸运但不出色”成长为“幸运且优秀”的潜力公司（投资主题）

**推荐上市公司：**中国南车（601677）

投资建议：估值水平已享受溢价 建议选择合适的买入时点

## 高速公路行业投资策略：聚焦三大经济圈

### 投资要点：

从区域经济、汽车保有量、城镇人口和未来路网建设以及公司治理几个方面，三大经济圈内的公司有一定的成长性和较高的安全边界；

从未来行业的发展趋势看，三大经济圈有可能收益于政策的转变，进行路网的收购。

行业安全边际高，给予推荐评级

行业波动幅度小

现金流充裕

首选三大经济圈内公司

东部经济有一定抗压性，未来分流风险小

中西部经济短期难以起飞，未来分流风险大

### 重点推荐公司：

黄金通道+高额分红：宁沪高速

优质路产+收购区域路网：山东高速、粤高速 A

管理能力出众：深高速

路网地位提升：楚天高速

### 玻璃行业投资策略：行业维持底部运行，重点关注两类机会

#### 投资要点：

09 年平板玻璃行业将维持底部运行，维持行业“中性”评级。

随着行业亏损的出现，08 年有约 30 条生产线提前冷修或停产，同时 09 年新建产能也将明显减缓，我们对产能供给并不担心，房地产及出口市场的低迷成为压制 09 年行业表现的主要原因。

随着上游成本的大幅回落，同时企业价格协商机制的发挥，我们预计 09 年行业盈利将较 08 年三季度不会继续恶化，可能会略有改善，但行业整体不会有起色，整体将维持底部区域运行。

房地产市场的走向可能成为平板玻璃行业景气走向的风向标，我们预计 2010 年行业有望出现转机。

#### 重点关注公司：

金晶科技、福耀玻璃

### 水泥行业投资策略：精选区域、把握底线、等待机会

#### 投资要点：

众多不确定性因素交织下，09 年水泥行业供需格局面临着不确定性，我们预计 09 年上半年行业的供需格局偏差，下半年随着财政刺激政策作用的显现，行业的供需格局有望改善。

预计 09 年水泥行业利润将呈现先抑后扬走势，09 年 Q2 有可能是全年业绩低点。

维持水泥行业“中性”评级，我们认为 09 年上半年可能是比较好的进入机会，重点关注：

(1) 景气已经下滑区域的公司，选择在相对底部进入；(2) 景气向好&产能扩张较慢区域的公司。综合来看，我们认为首选在相对底部买入景气已经回落的个股。

**重点关注公司：**海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、赛马实业

### 食品饮料行业投资策略：寻找“安全”过冬

#### 投资主题一：大众消费品行业

在宏观经济下行的背景下，我们寻找经济影响小的大众消费品行业的优质龙头，如安琪酵母、双汇发展。

#### 投资主题二：成本推动孕育阶段性投资机会

成本推动内生性增长的青岛啤酒、燕京啤酒、承德露露。

### 旅游行业投资策略：期待恢复 难待惊喜

**投资要点：**

行业中期面临随宏观回调的风险  
旅游行业周期性研判：“可选”意味着随宏观经济回调  
三大子行业展望：有相对增长、无井喷  
在历史低点做行业股价、估值的实证研究  
以安全边际为主要考虑要素，构造的旅游股组合

**重点推荐公司：**  
黄山旅游、桂林旅游、中青旅

### IT 行业投资策略：挑战与机遇同在

**投资要点：**

短期受外部经济拖累：行业中短期会受外部经济影响，行业表现将滞后宏观经济 1-2 个季度，但影响有限。

外部经济对行业的结构性影响：海外的软件需求将直接受到影响，高端与低端应用由于需求弹性较大，未来也将出现波动。中端应用相对刚性，受影响较小。

需求远未被满足，中长期 IT 服务将继续高速发展：在经济增长方式从高耗低效向低耗高效的转变的大背景下，信息化的需求仍将逐步加大。IT 服务市场空间广阔，未来几年仍将保持较高速发展。

国内软件产业的驱动力：用户需求是国内行业发展的推动力，应用型研发和服务型业务是国内厂商的立足点。

重点关注四类企业：建议关注下游行业的支付能力强、具有跨行业的服务能力、技术创新能力或者外延式拓展能力的企业。

**行业评级：**中性

**重点推荐公司：**恒生电子、东华合创、用友软件、科大讯飞

### 电力行业投资策略：春江水暖觅先知

**投资要点：**

福祸相生，电力行业景气反转初现  
宏观经济景气下滑，能源需求下降带动火电上游电煤价格回落；同时，机组利用小时也会随之下降。

通过对电力行业以及上市公司在不同情景下，收入（主要变量为上网电量）及燃料成本的测算，2009 年电力行业景气反转已成趋势。

**行业评级：**调升至“推荐”

**选股思路：**优先享受行业景气反转

**重点关注：**  
华能国际、粤电力

### 银行业投资策略：流动性重塑景气度

**投资要点：**

行业趋势：见底反转

宏观：最坏的时候即将出现

政策：货币政策刺激经济复苏

行业：流动性与行业景气直接相关

行业评级：上调为“推荐”

推荐公司：交通银行、兴业银行

风险因素：政策失灵，经济“滞胀”

### 房地产行业投资策略：政策庇护的“软着陆”下的投资选择

**投资要点：**

政策庇护下的楼市在 09 年软着陆可能性较大。目前是住宅市场化以来，中国人买房最困难的时期，仍然高企的房价和低迷的经济、未来收入的不确定预期使得人们在购房上非常审慎。这很难通过降低税费和利率来解决。目前的救市措施相对 98-02 年也有所不及，政策庇护下的 09 年楼市软着陆可能性较大。

软着陆之后的楼市仍需时日盘整。保障性住房建设力度加大，使得楼市不会出现类似于 06、07 年的供给断档引发的价格上涨。借鉴美国、香港楼市经验，8-10 年的周期性调整时间一般在 2-3 年。

地产板块 PB 值基本合理。09 年地产公司利润可能出现负增长甚至亏损，从 PB 估值看，目前地产板块估值基本在合理区间。

行业评级为中性。考虑到 09 年地产行业仍将继续下行，虽然在政策庇护下不会出现暴跌，但行业反转的条件尚不成熟，维持对地产行业的“中性”评级。相对看好 09 年业绩确定性大和低 PB 而风险相对可控的公司。

**重点关注的公司：**

华发股份、保利地产、万科 A、金地集团、招商地产、冠城大通、浦东金桥、建发股份、厦门国贸、栖霞建设

### 零售行业投资策略：飘摇中的避风港

**投资要点：**

长期来看，我国居民消费率下滑已经持续 7 年，与国际经验对比，居民消费率未来 10 年内有望回升。

中期而言，在经济下行的宏观判断下，作为宏观经济的滞后指标，社零总额实际增速 09 年将回落约 5 个百分点；但相对其他行业，零售行业在销售额、利润增长方面确实具备一定抗周期性。

三个子行业中，超市经前期调整估值较外围市场已显安全边际，“推荐”评级；百货业绩增长和估值均有压力，中档百货相对更安全；家电连锁企业强势龙头以外延扩张图利润增长，

估值较国际同类企业暂无优势。

**重点推荐公司：**

步步高、武汉中百、新华都、苏宁电器

### 信托行业投资策略：弱周期遭遇经济寒流

**投资要点：**

长期：需求增长趋势明显。在经济转型过程中，消费率上升带动经济内生性增长，经济增速逐渐平稳，参照日本，我们乐观预计以内需拉动的经济增速低于我们此前预计水平 2 个百分点，由此前的 7% 降至 5%，我国富裕人群的综合金融产品占比与国际相差 5-10 个百分点，我们仍预计我国至 2020 年逐步与国际接轨，综合测算，我们将目前至 2020 年信托规模平均增速下调至 12%

中期：供给过剩或导致长期经济调整，行业需求面临波动。我国信托产品平均期限约为 2.3 年左右，如经济 3 年未能回暖，则信托规模将逐步下滑。经济环境剧变可能会中断不同收益率理财需求的替代过程，进而破坏规模的稳定性，在多为 1-2 年期银信产品中表现的更为明显；如果经济快速衰退且调整期在 5 年以上，随着银信产品的到期，行业规模将在 2009 年下半年出现下滑，收入水平将 2011 年下滑。

短期：低报酬率产品规模下降，高报酬率产品规模上升。08 年规模增长居于金融行业之首，信托公司开始两极分化。预计 09 年银信类产品 09 年增速可能减缓，并将遭遇续期压力，其中贷款类信托仍是主流，一级市场与二级市场的双重低迷仍是影响证券类产品的主要因素集合类产品 09 年结构：集合信托有望保持较快增长，基础设施、产业基金类产品是 09 年增长重点，PE 类产品低价介入一级市场的机会增加，REITS 产品将受益于租售比提高，银行不良资产处置业务、大小非减持信托机会增加。

**重点公司：**安信信托

### 港口航运业投资策略：行业景气下滑 09 未必就是底

**投资要点：**

港口航运业景气下滑明显，2009 年未必就是底部，可能持续到 2009 下半年或 2010 上半年。受全球经济增长放缓、甚至衰退的影响，各国间贸易活跃程度明显下降，港口航运业的货物吞吐量、周转量增长缓慢，甚至负增长。

中国因素出现分化，以矿石、原油为代表的大宗原物料进口保持相对高增速，以集装箱为代表的出口下滑明显。

**重点推荐公司：**

日照港、天津港、中远航运