

## 扩内需“蛋糕”能做多大？

渤海证券研究所

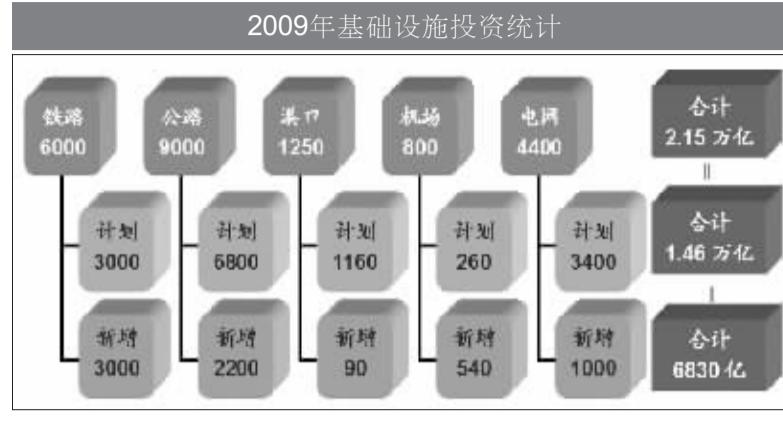
为应对全球金融危机的冲击，同时顺利度过经济下行周期与经济增长模式转型期的双重考验，11月初我国政府快速及时地推出“扩大内需促进经济增长”的十项措施，重点强调“出手要快，出拳要重，措施要准，工作要实”的原则，并计划于2010年底前总投入约4万亿元，短期通过重点加大“基础设施建设”，弥补固定资产投资内生性增长的不足，长期则依靠保障性住房、医疗卫生、社会保障等具体“改善民生”的措施来刺激消费。

面对国内外需求大幅下降以及全球性金融危机深化扩散的综合影响，中国经济在2009年必将面临更大的困难，特别是尽管进出口贸易仍将延续顺差态势，但其总额的下降将成为拖累经济增长的主要因素，外需的严重不足只有依靠提振内需加以弥补，以求避免经济出现“硬着陆”。因此，内需启动与外需放缓之间的博弈将成为“实现经济平稳较快增长”成功与否的关键；“扩大内需”十项措施的“蛋糕”到底能做多大，投资需求与消费需求的增长究竟受益多少，也就成为我们预测2009年经济增长的核心参照。

## 财政政策刺激

提振投资需求效果明显

1998年以来持续走热的房地产业，经过2007年的狂飙，目前正逐步回归理性，成交量的大幅萎缩与价格的下降趋势导致房地产



2009年经济预测表					
	2006	2007	2008E	2009	
				不考虑政策 考虑政策	
GDP实际增速	11.60%	11.90%	9.50%	6.00%	8.70%
净出口拉动GDP	2.32%	1.90%	0.44%	-1.10%	-1.10%
最终消费拉动GDP	4.52%	5.12%	4.09%	2.48%	3.90%
资本形成拉动GDP	4.76%	4.88%	4.98%	4.62%	5.90%

行业投资持续回落。与此同时，世界需求的减弱通过出口的减少，抑制了国内制造业生产，进而降低了制造业固定资产投资的意愿。而从固定资产投资的行业构成数据分析，我们发现房地产与制造业的固定资产投资之和占总投资的50%以上，因此，房地产投资的下滑以及制造业投资意愿的降低，将不利于2009年固定资产投资的增长。为此，国家巨额资金投入交通运输、电网改造等公用基础设施建设，将在有效弥补房地产与制造业投资下降的基础上，提振固定资产投资的增长。

积极响应国家“四万亿”的财政

刺激措施，各相关部门纷纷增加其2009年投资计划，其中主要涉及以铁路、公路、港口和机场为主的基建投资以及以农村电网改造的电网投资。数据显示，2009年铁路、公路、港口以及机场基础建设投资规划额度分别上升至6000、9000、1250以及800亿元。而根据“十一五”规划，铁路、公路、港口以及机场基础建设投资规划分别为12500、33000、5200和1400亿元，扣除2006、2007年已经完成的3325、12721、1755、684和625亿元，并假设2008、2009以及2010年三年投资额相等，那么2009年铁路、公路、港口以及机场建设的原规划规模分别为3000、6800、1160以及260亿元左右，

由此我们计算得出2009年铁路、公路、港口以及机场建设的新增投资分别达到3000、2200、90和540亿元，合计新增投资规模达到5830亿元。同时数据显示，国家电网投资将由此前的3400亿元增加至4400亿元，于是2009年交通运输以及电网新增投资将到达6830亿元左右。

另据国资委表示“四万亿”投资中1.2万亿由财政部提供，即占总投资的30%左右，由此我们预计6830亿投资中财政支出将达到2049亿元。考虑到我国近年来2.5~2.9倍左右的财政支出乘数，该部分财政支出将拉动我国2009年GDP增长1.76%~2.04%。

## 消费需求刺激

## 短期难以明显奏效

外需的快速下降，使拉动消费扩大内需再次成为促进国内经济增长的关键点之一。与1998年应对亚洲金融危机时略有不同，此次国家在加大投资力度时重点提出对“民生”问题的关注，在已公布的扩大内需的十项措施中，涉及“民生改善”的多达半数以上。可以说，此次加大投资拉动内需政策的目的，一方面在于保持经济稳定快速增长，另一方面则希望转变中国经济的增长模式，以求长短兼顾。

虽然国家希望通过改善社会保障体制、加大保障性住房投资力度、加快医疗卫生改革与完善环境建设等方式降低国民的预防性储蓄规模，但是由于以上政策实施效果的最终显现存在较长的时滞，因而预期短期内对消费的刺激效果有限。

根据ARIMA模型，以历年年度数据进行测算，2009年消费增速将达到14.8%，而以月度数据测算则将达到17.9%，均较2008年存在明显回落，但是如果考虑2008年高企的通胀水平在2009年将明显回落，所以实际消费增速将同比小幅下降，对内需扩大的短期贡献较弱。

## 刺激政策实施

## 促进受益行业景气提升

综合国家大力度财政刺激政策对投资需求与消费需求的拉动，根据ARIMA模型进行测算显示，2009年全国名义GDP将到达325621.1亿元。温和通胀时CPI增速基本为平减指数的50%左右，由此我们预计2009年GDP平减指数为3%左右，于是2009年GDP的实际增长率将保持在8.7%左右。但如果考虑政策效果，这一增速则将回落至6%左右。显然，实施扩大内需政策，对保持经济平稳较快增长的促进效果还是较为有效的。

我们认为，“四万亿”财政刺激措施的实施，将非常有助于相关受益行业抵御经济下行的负面影响，有助于行业景气的提升。从投资需求角度来看，基础设施建设力度的快速加大，将对建筑建材、钢铁、工程机械等行业中的部分子行业形成明显拉动。消费需求方面，保障性住房投资建设力度的增强，尚难以改变整体房地产行业继续调整的趋势，但2009年城镇居民购房能力的逐步提高以及购房预期的好转，将使商品住宅库存压力下降；而家电下乡，将有助于白色家电抵消出口负增长以及城镇需求的疲软。

工程机械  
销量平稳增长

政府主导的基建投资将成为2009年的看点，而刺激内需的基建投资将保证工程机械产品销量平稳增长。

在2009年房地产-9.22%、采矿20%、基建45%的增长假设前提下，根据敏感性分析，我们判断工程机械下游投资增速介于10%-15%的可能性比较大，比2008年20%左右的水平下降5个百分点左右。因此，2009年工程机械保有量增速应该在10%-15%的水平。根据当年销量=(年底保有量-年初保有量)+(进口-出口)+报废量的计算公式，我们以装载机和挖掘机两个量大的工程机械产品为例，得出其2009年的销量增速分别为13.15%、12.02%左右。

钢价暴跌将极大地缓解机械制造企业的成本压力，提高盈利能力。自2008年6月以来，钢材价格的暴跌，已经标志着收入和利润开始从上游的铁矿石、中游的钢铁向下游的机械行业转移。我们判断，此轮钢材价格的暴跌，将使机械行业的盈利能力出现明显的改善，即使2009年需求有所下降，但钢材价格暴跌所带来的行业盈利能力的改善，将远远大于需求减少带来的盈利能力降低。

从政府出台的以铁路投资为核心的刺激内需的措施来看，对需求最敏感的工程机械产品为旋挖钻机和起重机，上市公司中旋挖钻机和起重机收入、毛利或利润占比较大的分别为山河智能、徐工科技和中联重科。

从钢材价格暴跌对盈利能力的影响来看，对钢价最敏感的工程机械产品受益程度最大，主要是装载机和叉车。由于装载机受需求的影响程度要远大于叉车，我们认为装载机受益程度要远大于叉车，推荐柳工。

家电  
关键看农村消费

全球经济增长放缓，影响我国家电出口，预计2009年冰箱、空调的出口同比减少5%-10%，洗衣机出口同比增长5%-10%。国内经济增长放缓，降低城镇居民家电需求，预计2009年城镇居民的家电需求总体上将呈负增长。

家电下乡将拉动农村家电消费。农村洗衣机普及率每提高一个百分点，则销量增加180万台，占2007年总销量的5.3%。农村冰箱普及率每提高一个百分点，则销量增加180万台，占2007年总销量的3.9%。我们预计2009年农村洗衣机、冰箱普及率将提高5个百分点。

由于出口大多为负增长，加上城镇需求疲软，只有农村增长较快，预计2009年洗衣机、冰箱、空调的总销量将在零增长的边缘挣扎。在洗衣机、冰箱总销量中，国内农村市场的占比将达到20%左右。我们对2009年白色家电行业给予“中性”评级。

受国际需求放缓影响，液晶电视全球销量增长放缓，使上游的面板出现过剩，这改善了没有面板生产能力的中国彩电厂商的盈利能力。2009年，液晶电视的销量增速将显著回落。家电下乡主要影响的是CRT电视的销量。CRT电视正受到液晶电视替代，难以成为彩电厂商的长期增长点，政策只能改善短期的财务绩效。给予黑色家电行业“中性”评级。

小家电厂业绩继续分化。小家电代工厂受外需疲软影响，业绩下滑，2009年情况将继续恶化。然而小家电又是国内需求增长潜力最大的家电产品，国内小家电品牌正在逐步成长，形成品牌优势的小家电厂商未来成长空间巨大。

(撰稿：黄峰、周喜、唐笑、马涛、李强、周户、张亮)

## 钢铁 新增需求4000万吨

建筑建材  
需求受投资拉动

目前各部委公布的第一、二、三、四季度的投资增量大致在11200亿元，这些项目之间基本不存在上下游关系，将带动各自产业链投资总额在每年30000亿左右，基本可以达到促进就业、维护稳定的目的。

政府主导的投资主要投向领域包括：铁路建设：建设项目明显偏向于中西部地区；公路建设：按照交通运输部初步规划，今年第四季度新增的100亿元投资将主要用于国家高速公路网的在建项目和农村公路建设，并优先向西部地区倾斜；机场建设：民航局已经部署组织制定了一批新的扩大内需的方案和措施。在加快规划内项目的前期工作的同时，启动一批新的建设项目建设，2009年计划新开工成都、西安、广州等枢纽和干线机场工程，及延安、吕梁、淮安等40多个支线机场工程，建设项目建设规模为2000亿元，2010年计划新开工上海浦东、成都、武汉、南京等枢纽和干线机场，及稻城亚丁等20多个支线机场建设，建设项目建设规模将达2500亿元；新农村建设：包括农业补贴、农村水库、道路、

刺刺激内需政策出台，长材受益远大于板材。面对下滑的经济，国家启动内需的财政政策已经出手，四万亿的基建投资首当其冲，预计2009年新增固定资产投资将达到1.3万亿元，对应的新增钢铁需求约为4000万吨。

虽然投资到位的时间以及效果均存在一定变数，但我们对于政府拉动内需的态度持乐观态度，基础设施、地产方向的投资主要拉动的是螺纹、线材、型钢为主的长材需求，据我们测算，长材产品约占新增需求80%的比例，即新增长材需求约为3000万吨，约占2008年长材国内需求量的15%左右。而对于板材类产品的拉动约为800万吨，仅占当期国内需求量的4%。

目前国内长材、板材所占总产量的比例均为45%左右，扣除出口后，变化不大。需求下滑的趋势于6月份开始显现，10月份长材、板材表观消费量同比下滑幅度分别

达到15.5%、13.69%，继续下滑的趋势仍在。政府拉动内需的投资在时间上、区域上都存在较大的变数及不同。简单估算，对于长材而言，新增15%的需求能够有效缓解需求下滑的趋势，但对于板材而言，4%

的拉动效果极为有限。因此，我们认为，受益于新增投资以及产量的低供给，长材价格在2009年有望得到支撑，较板材会有更好的表现，重点关注马钢、唐钢等长材比例较高的钢厂。

## 刺激内需政策新增钢铁需求分析

类型	行业	09年新增投资(亿元)	新增钢材量(万吨)	拉动消费	所需钢材品种
基础设施	铁路投资	2000	620	1.41%	重轨、型钢、热轧
	公路投资	2500	750	1.70%	螺纹、热轧、带钢、型钢
	水运投资	100	30	0.07%	螺纹、线材、热轧、型钢
	城市交通	400	120	0.27%	螺纹、型钢、热轧
	机场	100	30	0.07%	螺纹、型钢、热轧、彩涂
	水利水电	500	150	0.34%	螺纹、型钢、冷热轧
地产	电网	1200	360	0.82%	电工钢、型钢、螺纹、热轧
	廉租/经济适用房	2000	600	1.36%	螺纹、线材、型钢
	灾后重建	4000	1200	2.73%	螺纹、线材、型钢
合计		12800	3860	8.77%	

资料来源：渤海证券研究所

## 房地产 住宅需求将好转

2009年商品住宅需求将好于2008年。尽管2009年宏观经济将走缓，但在商品住宅潜在需求旺盛的背景下，2009年城镇居民购房能力仍可同比提升16.78%。政策利好、小户型推盘、供给减少预期及成交量回升等因素，将带动购房预期的好转。

预计2009年商品住宅库存压力将下降，看好商品住宅行业。在商品住宅开发投资下降，而城镇居民购房能力提升以及

购房预期好转市场形势下，2009年商品住宅库存消化周期将为34.32-35.66个月，较2007年多2-3个月。

在经济放缓，商品住宅行业逐步回升背景下，我们的投资策略为：首先选择市场反应灵敏、把握行业趋势能力较强的企业，其次挑选短期资金链安全且融资能力较强的企业，再次看2008年销售业绩出色且业绩增长有保障、产品具备品牌优势和质量优势的公司，最后关注2009年能够推出小户型产品的公司。我们强烈推荐：万科、保利地产、金地集团和招商地产。

(撰稿：黄峰、周喜、唐笑、马涛、李强、周户、张亮)

## TCL集团股份有限公司关于购买惠州市冠邦置业投资有限公司股权的关联交易公告

本公司简称：TCL集团 股票代码：000100 公告编号：2008-057

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

TCL集团股份有限公司（以下简称“本公司”或“公司”）第三届董事会第七次会议于2008年12月19日以电子邮件和传真形式发出通知，并于2008年12月22日以通讯方式召开。

本次董事会应参与表决董事11人，实际参与表决董事11人。会议以记名投票方式表决。本次会议的召开符合《公司法》及本公司章程的有关规定。

会议以 11票赞成，0票弃权，0票反对，审议通过《关于购买惠州市冠邦置业投资有限公司股权的关联交易议案》。

详情见与本公告同日刊登在中国证券报、《上海证券报》、《证券时报》、《证券日报》和巨潮网（www.cninfo.com.cn）上的《TCL集团股份有限公司关于购买惠州市冠邦置业投资有限公司股权的关联交易公告》。

特此公告。

TCL集团股份有限公司 董事会 二〇〇八年十二月二十二日

公司简称：TCL集团 股票代码：000100 公告编号：2008-058

TCL集团股份有限公司关于购买惠州市冠邦置业投资有限公司股权的关联交易公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

TCL集团股份有限公司（以下简称“本公司”或“公司”）第三届董事会第七次会议于2008年12月19日以电子邮件和传真形式发出通知，并于2008年12月22日以通讯方式召开。

本次董事会应参与表决董事11人，实际参与表决董事11人。会议以记名投票方式表决。本次会议