

名称	收盘点位	涨幅%	名称	收盘点位	涨幅%
沪深300	3120.73	1.19	中小板100	4367.88	1.40
上证综指	2922.30	1.02	上证180	6960.80	0.83
深证成指	11381.64	2.30	深证100	3829.71	2.14
上证综指	953.93	1.84	深证新指数	4137.33	1.76
上证50	2336.08	0.20	沪B指	184.54	1.01
上证新综指	2479.90	1.02	深B指	478.50	1.20
上证基金指数	3964.50	0.25	上证国债指数	121.46	-0.02

# 市场·投资

www.cs.com.cn

责编:龙跃 美编:王建华 电话:010-63070390 Email:sc1@zzb.com.cn

## 围绕“复苏之路”布局两大投资主线

□ 中信建投证券研究所

对于本次市场回暖,我们认为其主要驱动因素是流动性复苏、政策刺激和估值修复。就上半年整体来看,在经济层面,目前正处在由政策推动到经济自循环的阶段,关键在于去库存化向去产能化过渡;对应到资本市场,是从信心恢复到基本面推动的阶段,而关键点则是市场由估值推动向业绩提升转化。围绕经济复苏之路,我们认为“行业复苏路径”和“改革红利”是值得重点关注的两大投资主线。

### 复苏之路:需求引导去产能化

在经济周期往复循环的过程中,库存一直被作为一个关键的指标用以衡量整个经济体的运行状况,而影响库存指标的关键因素是“产能-需求”的平衡。值得关注的是,在需求启动引导去产能化的过程中,实体经济的回暖预期将为市场的相关行业和板块带来机会和支撑。

我们选用了美国和日本市场的历史数据进行实证分析。从美国的数据来看,首次去库存化的时间大概经历了一年半时间,在此期间,股指也应声而落;再次去库存化的时间差大概也是9个月的时间。从日本

前的情况来看,美国经济还处于第一次去库存化的阶段,如果依据历史经验来看,美国经济的首次去库存化要持续到2009年下半年,而需求引导的再次去库存化,可能要到2010年二季度方能启动。

从日本的数据来看,经济危机之后恢复的过程中,首次去库存化的时间大约为5-7个季度,再次去库存化的时间大约为3个季度,差不多9个月的时间,市场的启动也伴随再次去库存化进行。另外,在两次去库存化之间,也就是经济和市场局部确认底部的时间,大约为3-5个季度。

就我国目前的阶段而言,尽管原材料的去库存化和筑底过程要慢于产成品的去库存化和筑底过程,但是整体而言,首次去库存化在去年10月份开始全面启动之后,首次筑底过程基本上已于09年1月完成。如果我们以发达经济体的历史经验来参照,考虑我国的实际情况,并考虑资本市场有效性的发展,按照6-9个月左右的时间差计算,二次去库存化的全面启动应开始于2009年8月份左右,届时,实体经济才会有确定的回暖,并对市场形成支撑。从行业的角度看,我们认为更多的机会将出现在三、四季度。

## 宏观经济 非常“7+1”

随着今年5月份经济数据的陆续公布,越来越多的证据表明我国经济复苏的迹象日益明显。我们判断,2009年全年我国经济增长率将在8%左右。具体来说,中国经济将在“去库存”与“去产能”中进行自我修复,并将贡献7%的GDP增长率;此外,政策进一步的刺激也可以完成1%的增长率贡献。因此,2009年下半年宏观经济运行将呈现一个“非常7+1”的态势。

在政策大力刺激的作用下,以及上一致“保增长”的背景下,我国的固定资产投资在今年注定将一直提供超预期的数据;居民消费在“家电下乡”等各项优惠政策的作用下,也仍将稳定增长;然而,外需在一系列出口刺激政策下并没有太多起色,世界经济仍深陷衰退泥潭之中,国内经济对出口不能指望太多。

具体而言,世界经济结束金融恐慌进入可预期的衰退阶段,金融危机已经转化为经济危机,预计外需在半年内还将持续同比下跌15%以上,中国的实体经济将不得不继续等待机遇;政府通过直接投资扩大了公共需求,通过补贴诱导与金融信贷条件改善,较好地刺激了内部市场需求,投资在三季度会保持在30%以上的增速,而以汽车与房地产为代表的消费也将维持在15%左右的名义增长水平上。此外,全年通货膨胀率预计在0.5%。今年2-8月中国经济进入长达7个月的通货紧缩期,9月后物价开始变正,11月与12月将维持在2%的水平上,全年物价上涨率预计不超过0.5%。

但值得注意的是,经济虽然在稳步复苏,但是增长的内部需求与消失的外部需求并不匹配;企业的利润虽然探底回升,但是并不尽如人意;公共财力的消耗在勉力维持,如果不完成投资的空中接力,财政赤字率将突破4%,直逼5%,经济系统性风险将因此逐步加大。

我们判断,2009年下半年的宏观经济运行取决于市场自我修复与公共财力消耗的博弈。危机对中国经济不是什么新鲜的事情,中国三十年的经验足以应对本次危机。一般来讲,公共政策的实施要么是已有的成功经验翻版,要么是国外成功案例的本土化,因此,历史的经验有助于我们走出危机。

中国三十年的增长是一个工业化、市场化与城市化交互演化的过程。改革三十年来,中国出现过三次重大的危机——1978年、1992年与1998年,对于这三次危机,我们都是通过迅速提升市场化来解决问题的,继而延续了城市化突前、工业化跟进的大套路。我们发现到目前为止,现阶段解决危机只不过是直接投资与补贴消化库存并加上提振信心来解决问题。如果认同本次危机的严重程度不亚于前几次,现阶段政策或将在未来面临进一步调整。

我们认为,政府负债扩张的结果是经济的虚实分离,即实体经济的恢复速度远远赶不上资产价格的快速增长速度,中国可能正进入一个硬启动下的资产重估过程。在全球货币定量宽松的背景下,国际资金的流动将会进一步推高中国的资产价格;此外,地方政府强力化解财政危机的行为,也必然会导致资产价格上涨。从货币政策来看,在美元即将大规模滥发的背景下,资源品价格飞涨,全球通胀预期已经到来,国内第四季度货币政策可能会从极度宽松向适度宽松转变。

中信建投个股TOP20					
公司名称	行业	配置方向	公司名称	行业	配置方向
保利地产	地产	先导行业+复涨预期	科大讯飞	计算机	经济转型
金融街	地产	先导行业+复涨预期	川投能源	新能源	经济转型
江淮汽车	汽车	先导行业	北陆通信	通信	经济转型
冀东水泥	水泥	先导行业	民生银行	银行	估值优势+复苏预期
燕京啤酒	食品饮料	无托行业	海通证券	证券	估值优势+复苏预期
西南合成	医药	无托行业	北京银行	银行	估值优势+复苏预期
武汉中百	商业	无托行业	中国石油	能源	复涨+复苏预期
劲嘉股份	包装	无托行业	中国神华	能源	复涨+复苏预期
天马股份	新能源	经济转型	中国平安	保险	复涨+复苏预期
特变电工	新能源	经济转型	山东黄金	黄金	复涨+复苏预期

### 流动性支撑 基本面转暖

影响市场的变量很多,主要有资金、政策、估值和基本面等。就资金面的情况来看,新增贷款保持在较高水平的时候,往往会对市场起到较好的支撑作用。根据中信建投研究,估计全年新增贷款将为8-9万亿元人民币,流动性保持充裕的特征非常明显,这为市场提供了强有力的资金面支持。

就政策而言,我们认为变革将成为下个阶段政策的重点,把握变革红利则成为市场的一大投资机会。

从估值水平来看,与国际市场相比,A股市场并不具备比较优势,除去保险和汽车外,估值接近的行业有银行、房地产、耐用消费品、服

装和零售业。从市场估值的内部结构来看,许多板块出现结构性高估,其中估值比较低的板块主要有银行、煤炭和石油等。

从基本面的情况来看,假设经济只按照自然复苏前进,工业增加值在今年下半年也将出现类似V字形的大反转,而最终将重回10%之上。考虑政策对经济的附加影响,工业增加值恢复的情况将更为乐观。同时,中信建投预测净利润增长率为16.71%。就行业来看,我们对于银行、煤炭的看法更为乐观,而对于石油行业、房地产和钢铁的看法则要比一致预期谨慎。

综合来看,今年下半年,上市公司业绩将走出低谷,重新录得正增长的可能性非常之高,而且在市盈

率预期的不断修正中,市场机会也将逐步涌现。

### 两大投资主线

就下半年来看,流动性的基础仍然存在,政策推动和经济自我修复进程将进一步兑现,企业盈利也将出现明显回暖,在此背景下,市场有望继续维持繁荣。我们正走在经济的“复苏之路”上,如何把握投资机会,寻求投资路径才是我们最为关注的。我们认为,行业配置上应该“迈向复苏之路,把握变革红利”。

围绕经济复苏之路,我们认为“行业复苏路径”和“改革红利”是值得重点关注的两大主线。就复苏路径来看,金融、地产、汽车等行业盈利的好转将最先得到体现;就改革红利来看,我们判断未来政策的着力点将集中在行业变革方面,主要包括新能源、通信、科技等能够改变经济发展模式的行业。

就投资主题来看,建议重点关注并购重组和区域经济。此外,由于复涨预期,我们结合行业复苏路径,对资源品也进行了一定的配置。在此基础上,我们推出了2009年下半年TOP20股票组合(见附表),期望能给广大投资者带来收益。

## 三大角度把握优势行业机会

### 先导行业 拉动经济复苏先锋

根据我们的研究,今年下半年行业复苏的进程将依次为:银行、地产、汽车等周期消费类行业,而后是上游的石油、电力等资源类行业(呈现价格机制理顺带来的机会),此后是位于中游靠下的机械等行业进入复苏,最后则是中上游的钢铁等行业进入复苏。

在实体经济回暖过程中,政策的直接推动和间接引导将引领基建类行业、资源类行业和消费类行业,先于周期变动启动去库存化进程。我们建议投资者关注政府投资直接拉动的水泥和有色金属行业,以及政策刺激消费拉动的汽车和房地产行业。

对于水泥行业而言,在经济复苏过程中,受益于行业本身的特质和财政政策的拉动,一般会先于其他行业而动。目前,水泥行业的首次去库存化已经完成,去产能化尚未启动,我们判断去产能化的启动应该始于4季度前后;同时,大规模的基础建设项目的启动将进一步提升整个行业的景气度。

有色金属行业在政策拉动下也率先开始去库存化。有色金属去库存化的第一阶段已基本完成;同时,在通胀预期下,有色金属价格仍然有很大上行空间。

汽车行业是最先推出产业振兴规划的行业,产业振兴计划推出后,行业库存自去年四季度以来持续下降,产销率同比增长率也一直持续上升;受益于去年油价下调等宏观因素和刚性需求释放,汽车行业的恢复性增长超过预期。随着经济企稳和真实需求启动,汽车行业将得到更多增长动力。

2009年初以来,房屋销售面积和销售额都出现了恢复性上涨,这主要受益于政策推动和刚性需求释放,同时充裕的流动性也为房地产市场走强提供了资金面支撑。我们认为,投资需求能否回暖是决定房地产行业继续发展的关键,而经

济复苏预期的兑现与流动性状况将成为下一阶段房地产市场走向的基础。

### 调整产能 去产能关键

我国许多行业产能过剩,而且由于产业布局不合理,存在很多重复建设的产能。目前,发展区域经济和鼓励兼并重组,成为在经济周期中调整不合理产能的最重要方式。

区域是在一定区域内,经济发展的内部因素与外部条件相互作用而产生的生产综合体。每一个区域的经济都受自然条件、社会经济条件和经济政策等因素的制约。区域政策实施的目的是通过资源整合实现产业升级,进而加快相关区域经济发展。近一段时间,国务院出台了多项区域政策,这些区域经济发展规划为经济复苏提供了新增长点。

另外,一系列关于企业并购重组政策的推出,也为经济复苏提供了另一个支撑。从国外经验看,并购重组一般多发于股市繁荣期和低迷期,繁荣期的并购重组更多的是享受二级市场高溢价;而低迷期的并购重组更多的是从价值与产业整合角度出发,等待预期转暖后的估值回升。

从世界经济环境来看,全球正在经历危机过后的复苏阶段,随着我国经济逐步走向复苏,资本市场也逐渐走出低迷,二级市场的估值溢价对产业资本的吸引力非常大。我们认为,围绕上市公司的并购重组将主要围绕以下三条主线展开:一是央企和地方国资委所属上市公司进行的资产重组;二是基于行业发展需要,企业自发进行的行业内垂直整合和行业间并购;三是围绕壳公司进行的并购重组。

### 经济转型 追求可持续发展

政府投资拉动只能对经济周期进行缓冲,更重要的是在这轮经济周期中,我国能否建立起与新需求相匹配的产业,能否找到新的经济

增长引擎。我们认为,对于我们这个人口众多的国家来说,现代农业和节能环保产业是经济转型的基础,而是否能由一个低端制造业大国向高端制造业强国转变则成为关键因素。结合现实情况,最有可能取得突破的领域在新能源、通信和军工。

2008年爆发的经济危机说明,此前的高碳经济老路已经行不通了。历史的经验证明世界上没有简单的经济崛起之路,新经济的崛起必须开创新的经济道路,发展资源节约型、环境友好型的低碳经济是中国经济转型的必然之路。我们认为,新能源发电得长期跟踪,主要的新能源发电包括风电、核电和太阳能。风电设备行业我们看好上中游零部件控制能力强的公司,光伏行业看好上下游产业链一体化以及具有规模优势的公司,核电设备看好具有技术优势的电力企业。

我国拥有世界上最广大的通信消费群体,随着3G上马,我国自主研发的TD-SCDMA也将由中国移动运营,通信领域的发展将大大加快。对于运营商来说,未来两年业绩将受到制约,主要原因有资本支出的增幅远超过收入的增幅,以及电信重组后移动通信竞争加剧。但中长期来看,作为通信产业链的绝对老大,运营商的发展前景值得期待。

科技是第一生产力,一个国家科技水平的高低决定了一个国家核心竞争力的大小。《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020年)》提出:我国到2020年,全社会研究开发投入占国内生产总值的比重将提高到2.5%以上,力争科技进步贡献率达到60%以上,对外技术依存度降低到30%以下。我们认为,沿着《纲要》提出的具体目标来寻找投资标的的不失为上佳之选,《纲要》确定了11个国民经济和社会发展的重点领域,具体到上市公司层面,我们认为农业、生物医药、信息技术、新能源和装备制造业中涌现优势企业的几率较大。

咨询热线: 4008-50369  
**华安上证180ETF(510180)**  
**投资上证指数好工具**  
 更快! 更易! 更廉!!!

新浪财经-中证网  
 联合多空调查

截止到昨日晚上20点,共有17447人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	46.6%	8130
震荡	26.0%	4541
下跌	27.4%	4776

  

目前仓位状况 (加权平均仓位:65.6%)		
选项	比例	票数
满仓(100%)	45.5%	7942
75%左右	15.5%	2704
50%左右	12.3%	2142
25%左右	9.4%	1648
空仓(0%)	17.3%	3011

常用技术分析指标数值表(2009年6月24日)

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
MA(5)	↑2889.14	↑3084.92	↑11218.38
MA(10)	↑2836.25	↑3023.05	↑10992.26
MA(20)	↑2785.09	↑2958.23	↑10763.21
MA(30)	↑2735.60	↑2902.09	↑10591.14
MA(50)	↑2648.51	↑2805.89	↑10211.15
MA(60)	↑2606.58	↑2760.84	↑10027.51
MA(100)	↑2444.04	↑2568.89	↑9276.35
MA(120)	↑2354.49	↑2461.49	↑8858.03
MA(250)	↑2314.80	↑2362.24	↑8280.88
BIAS(6)	↑1.61	↑1.57	↑1.72
BIAS(12)	↑3.24	↑3.50	↑3.88
DIF(12,26)	↑74.42	↑86.61	↑306.29
DEA(9)	↑67.92	↑78.69	↑280.45
RSI(6)	↑81.33	↑84.40	↑77.30
RSI(12)	↑74.47	↑76.05	↑72.24
%K(9,3)	↑82.38	↑86.27	↑84.35
%D(3)	↑80.94	↑85.05	↑83.09

航空证券北京中关村南大街(中电信大厦)营业部提供

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
心理线	PSY(12)	66.67	↑75.00
	MA(6)	↑62.50	↑69.44
	+DI(7)	↑26.67	↑26.18
	-DI(7)	↑16.64	↑17.58
	ADX	↑28.88	↑27.15
	ADXR	↑29.13	↑28.29
人气意愿指标	BR(26)	↑230.76	↑239.46
	AR(26)	↑282.65	↑293.50
	%W(10)	↑8.57	↑3.18
	%W(20)	↑5.28	↑1.89
	%K(9,3)	↑85.66	↑89.42
	%D(3)	↑82.38	↑86.27
	%J(3)	↑92.23	↑95.72
动量指标	MOM(12)	↑153.96	↑172.25
	MA(6)	↑123.69	↑155.14
超买超卖指标	ROC(12)	↑5.56	↑5.84

股市有风险,请慎重入市。 本版股市分析文章,属个人观点,仅供参考,股民据此入市操作,风险自担。