



湘财证券研究所

饶建辉

Tel: 021-68634518-8615

E-Mail: rjh0859@xcsc.com

陈钢

Tel: 021-68634518-8331

E-Mail: cg2012@xcsc.com

张权

Tel: 021-68634518-8508

E-mail: zq2579@xcsc.com

投资要点

- 12月仍然政策利好频出，月初金融“国九条”推动大盘创出本轮反弹新高2100点。但市场很快进入政策审美疲劳，对中国经济硬着陆的预期主导投资者情绪，股指震荡回调；23日央行年内第五次降息由于力度低于预期，引发股指大跌，并跌破50日均线。这印证了我们上月的观点，市场有其自身的运行规律，不仅中国，全球任何一个大的金融市场，政策干预都无法与市场对抗，政策干预至多只能起到刹车的作用，即减缓市场的运行速度，而无法改变市场的运行方向。同时，政策干预还会产生副效应，即延长市场的调整周期。
- 从基本面看，1月将有大量的上市公司披露或下调08年业绩预测，对市场形成重压。更重要的是，由于08年下半年经济快速下滑、大宗商品价格雪崩、5次降息后银行利差缩窄，09年一季度的业绩同比将大幅下降，幅度可能远超投资者预期，挑战投资者的心理防线。基于此，我们对1月份行情持谨慎态度。
- 市场面，机构窗饰行情结束后，根据09年预期进行持仓调整不可避免，并将加剧市场的波动。09年业绩预期不佳且近期表现疲软的金融、石化等权重板块有可能再下台阶，被大幅炒高的中小板股票也面临巨大的获利回吐压力，而近期获得机构青睐有增仓行为的板块如医药、商业、新能源市场规模偏小，因此从结构调整的角度判断，股指的走势也偏弱。
- 估值方面，尽管沪深300指数市盈率已跌至历史低位，且与国际市场基本相当，但考虑到09年业绩下降的现实，市盈率指标的参考意义减弱；而从市净率看，沪深300指数2倍的市净率处于全球高位，较2005年1.5倍的最低水平仍高出约30%，目前的估值水平难以让投资者有安全感。

从行业估值的角度，钢铁、金融的估值相对较大，待一季度充分消化业绩负面预期之后，将迎来中长期的投资机会。
- 综合判断，始于1664点的反弹已经结束。尽管政策利好不断，但市场已形成政策审美疲劳，而基本面、市场面、估值面、技术面均指向1月份市场行情偏淡，股指较大可能继续震荡寻底，考验前期1700点的支撑。预计股指波动区间1700-1900点。
- 投资策略：防御为主。资产配置方面，暂时维持30%股票仓位，1900点以上减仓至20%以下，跌破1700点再逐步回补至50%。投资品种方面，建议从长期投资的角度，逐步逢低建仓业绩增长较为明确的新能源、医药行业龙头公司，以及抗衰退能力较强的中西部地区商业零售股。
- 1月组合推荐：金风科技、中航地产、山东高速、岳阳纸业。本月调入风电龙头金风科技，调出美的电器，因该股12月中基本达到我们的目标价格10.40元。

图目录

图 1: 主要股票市场走势	4
图 2: 全球主要股票市场月收益率	4
图 3: 全球主要股票市场估值	7
图 4: 沪深 300 成份估值	7
图 5: 行业估值对比	8
图 6: 上证综指日线走势图	8

表目录

表 1: 12 月策略回顾	3
表 2: A 股市场主要指数表现	5
表 3: 申万行业指数表现	5
表 4: 组合推荐	9

回顾篇：冲高回落，颓势不改

□ 策略回顾：12 月份政策利好依然不断，从“券商可申报融资融券业务”到“汇金增持中建三大行”，从“努力提高各类机构入市资金比例”到“中央经济工作会议，保股市和房市健康稳定发展”，最后央行再次降双率，可以说，保增长防通缩的政策得到进一步贯彻。但是效果怎么样呢？答案是否定的，市场得了利好政策疲劳症，政策的边际效用越来越低。基本来看，11 月份糟糕的宏观经济数据陆续公布，PPI 和 CPI 指数同比增幅分别创了 31 个月和 22 个月的新低，显示国内经济进一步恶化，需求大幅萎缩。投资策略方面，12 月股指仅在月初冲高到 2100 点，随后便一路震荡下行。投资者如果根据我们建议 2000 点以上获利了结或减仓，再在 1800 点附近增仓，相信还是能有一定收益的。12 月推荐组合月度平均跌幅 0.16%，同期沪深 300 指数月度跌幅 0.67%，组合表现强于大盘 0.51 个百分点。

表 1：12 月策略回顾

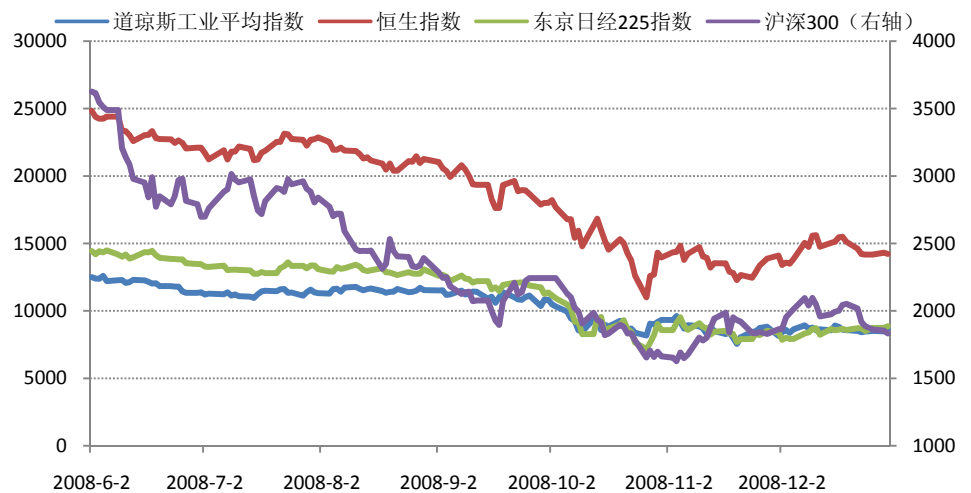
	12 月观点	实际状况
市场研判	综合判断，中国经济正面临 30 年来最大困境，尽管宏观调控政策转向积极的财政政策与宽松的货币政策，但在经济数据明显好转之前，我们对市场仍持谨慎态度。从市场自身来看，单边下跌的运行结构可能已发生转变，市场更大可能进入区间震荡阶段，预计 12 月将围绕 1900 点反复争夺，股指波动区间 1750-2050 点。	月初，在券商可申报融资融券业务以及汇金增持三大行等利好的刺激下，股指一路上行，最高点探至 2100 点，但随着不断恶化的宏观经济数据地公布，市场迅速掉头向下。12 月底央行再次双降后，股指更是出现了罕见的五连阴，最低探至 1815 点。整个股指运行区间跟我们的判断基本吻合。
投资策略	投资策略：防御为主。资产配置方面，根据市场波动灵活操作，2000 点以上，将股票仓位减至 30% 以下，跌破 1800 点再逐步回补至 50%。投资品种方面，建议超配业绩稳定、估值合理，防御特性明显的高速公路板块，以及公用事业类上市公司，对于那些股息派发率高于同期银行利率的品种更可大胆建仓。	12 月份走势先扬后抑，股指波动区间在 1815-2100 点，我们防御为主的投资策略还是有很强的指导意义的。12 月市场最强势热点当属中小企板，另外非周期性行业如医药和商业零售类上市公司，防御特性比较明显。由于市场低迷，ST 重组股板块也时不时出现在涨幅榜前列。
组合推荐	中航地产、美的电器、山东高速、岳阳纸业	中航地产、美的电器、山东高速、岳阳纸业、本月涨幅分别为 2.73%，0.36%，-5.09%，1.84%，平均涨幅-0.16%，同期沪深 300 指数涨幅-0.67%。

□ 海外市场看，美国第三季度 GDP 下降 0.5%，消费支出快速下滑，而出口对经济的提振作用也在减弱，预计第四季度 GDP 降幅更大。与此同时，英国第三季度经济下降 0.6%，占主导地位的服务业产值出现 18 年来的最大降幅。欧元区的数据同样暗淡，12 月份的 EuroCoin 指标下降至-0.15%，显示欧元区 15 国的经济正在收缩。日本经济恶化的速度

同样超过预期。日本 11 月份出口额较上年同期下降 27%；工业产值较上月下降 8.1%，降幅均创下历史最高水平。而日本政府 12 月通过的高达 9741.2 亿美元的 2009 财政年度预算草案，则再次创下历史最大预算规模。面对经济的急剧恶化，美欧日各国政府或将进一步采取经济刺激措施。12 月份主要市场指数涨跌互现。其中俄罗斯 RTS 指数和道琼斯工业指数分别累计下跌 4.97% 和 1.82%。亚太市场普遍出现反弹，日经指数累计上涨 4.08%；印度孟买 SENSEX30 指数和香港恒生指数分别累计上涨 6.86% 和 2.50%。

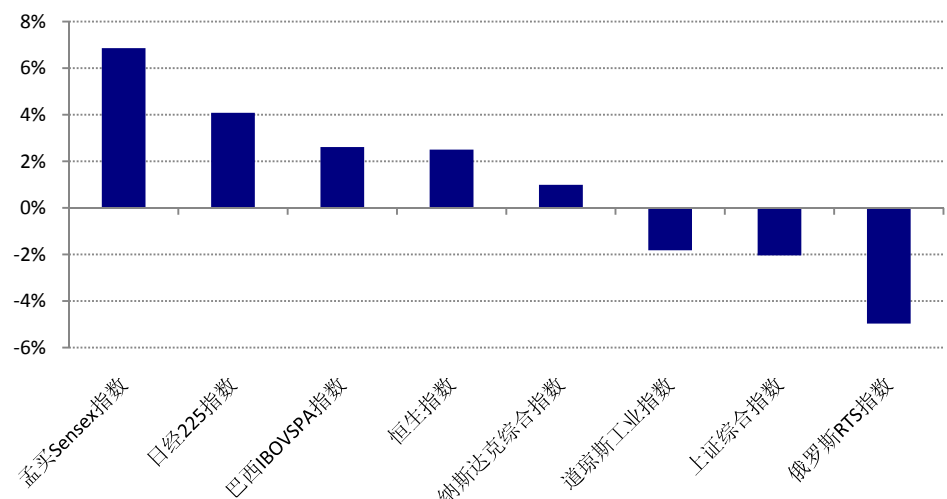
- 国际油价及金价走势出现巨大分歧：原油由于全球经济步入严重衰退，12 月价格继续暴挫 29%，12 月份原油最低跌至 35.16 美元/桶，为四年半来的最低。从最高 147.25 美元/桶算下来，其调整幅度高达 75% 左右；黄金 12 月份震荡盘升，最终大涨了 52 美元左右。由于投资者对金融危机的恐慌心理不减，避险资金重新介入黄金作为保值手段。

图 1：主要股票市场走势



数据来源：Wind 资讯(截至 2008-12-30)

图 2：全球主要股票市场月收益率



数据来源：Wind 资讯(截至 2008-12-30)

- 宏观面看，12 月末央行再次宣布双降后，反而导致利好出尽的大跌，很显然市场自身已无力扭转这种颓势。11 月份糟糕的宏观经济数据陆续公布完毕，经济出人意料的下滑幅度应引起我们足够的重视。其中，每月公布的工业增加值，11 月跌到 5.4% 的低点，而亚洲金融危机最黑暗的 1999 年 10 月，该数值为 7%，当时制造类企业已大面积亏损，而我们预计工业增加值创新低的趋势在 12 月不会改善，在 1 月春节月份有望跌至零点附近。发电量在 11 月同比下降 9.6%，跌穿包含春节因素在内的 -3.2% 的历史最低值，我们预计到明年 1 月将呈现两位数的下降。
- 行业板块方面，12 月各板块呈涨多跌少格局，仅黑色金属、房地产、交通运输、化工、公用事业、建筑建材 6 个板块出现下跌，但这足以压制市场的做多氛围，也使急欲上攻的农林牧渔、信息设备和春节概念股上涨乏力、后劲不足，最终制约了大盘的整体表现。从风格指数来看，中小板一直保持强势，远高于市场同期 1.79% 的平均涨幅，显示出资金仍青睐于题材炒作。当前，市场的突出特征是投资者对利好消息的麻木，而随着经济基本面持续恶化，市场也将跨入一个新的艰难时期。

表 2：A 股市场主要指数表现

	1 个月*	3 个月	半年	1 年
上证综合指数	1.79%	-16.04%	-32.44%	-62.62%
沪深 300	-0.39%	-18.14%	-33.52%	-63.97%
上证 180 指数	-0.32%	-19.53%	-34.09%	-64.40%
上证 50 指数	-2.36%	-22.82%	-34.69%	-65.04%
深证成份指数	-1.65%	-13.42%	-31.37%	-62.26%
深证 100R	-0.17%	-12.56%	-31.21%	-61.94%
中小板综	14.56%	4.02%	-20.76%	-54.23%

数据来源：Wind 资讯(截至 2008-12-30) * 一个月为 30 交易日，下同。

表 3：申万行业指数表现

	1 个月	3 个月	半年	一年
农林牧渔	8.00%	-2.83%	-31.29%	-48.09%
采掘	4.25%	-26.99%	-51.58%	-66.86%
化工	-2.52%	-21.12%	-37.90%	-62.69%
黑色金属	-6.18%	-25.56%	-38.79%	-68.88%
有色金属	2.77%	-19.23%	-44.29%	-76.39%
建筑建材	-0.18%	2.00%	-16.69%	-55.17%
机械设备	5.25%	-2.52%	-17.81%	-56.99%
电子元器件	9.85%	-12.88%	-32.42%	-65.99%
交运设备	5.59%	-10.14%	-28.98%	-69.79%
信息设备	17.94%	-4.25%	-30.43%	-57.71%
家用电器	5.36%	-5.51%	-20.28%	-55.83%
食品饮料	2.79%	-13.10%	-27.23%	-57.83%
纺织服装	6.11%	-15.30%	-29.77%	-62.18%

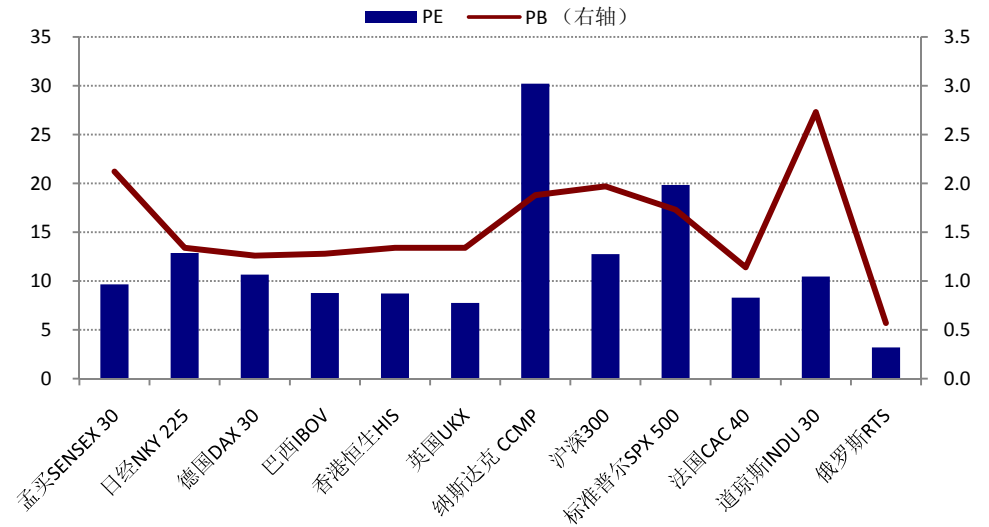
轻工制造	7.49%	-13.59%	-33.82%	-65.99%
医药生物	13.27%	10.15%	-11.72%	-43.65%
公用事业	-1.80%	-5.71%	-19.75%	-54.69%
交通运输	-2.85%	-26.38%	-34.80%	-67.84%
房地产	-3.15%	-5.17%	-25.78%	-64.64%
金融服务	2.30%	-21.48%	-36.83%	-64.80%
商业贸易	10.77%	-9.12%	-29.87%	-57.91%
餐饮旅游	11.97%	-16.38%	-38.35%	-65.81%
信息服务	4.97%	-5.58%	-24.18%	-55.79%
综合	7.26%	-11.88%	-34.58%	-63.87%

数据来源：Wind 资讯(截至 2008-12-30)

展望篇：均线反压，大盘震荡寻底

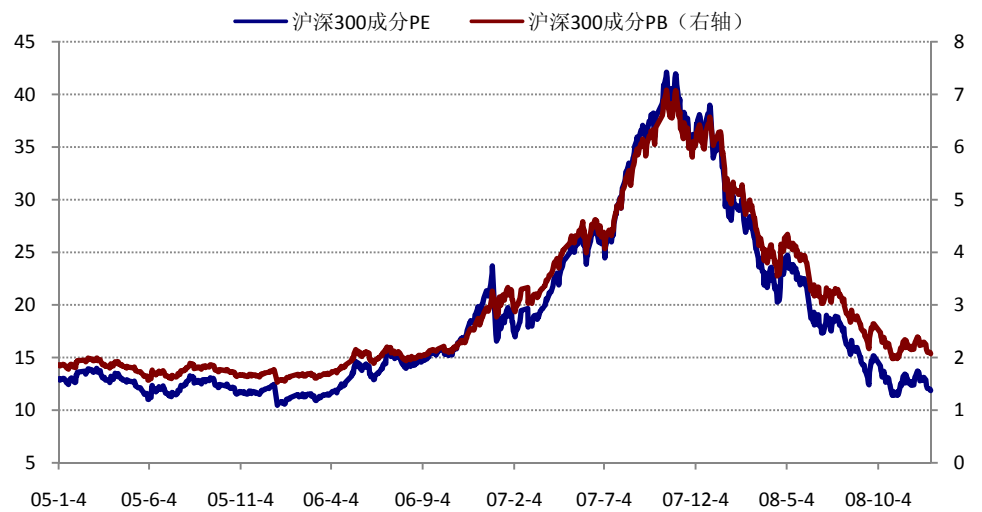
- 12 月仍然政策利好频出，月初金融“国九条”推动大盘创出本轮反弹新高 2100 点。但市场很快进入政策审美疲劳，对中国经济硬着陆的预期主导投资者情绪，股指震荡回调；23 日央行年内第五次降息由于力度低于预期，引发股指大跌，并跌破 50 日均线。这印证了我们上月的观点，市场有其自身的运行规律，不仅中国，全球任何一个大的金融市场，政策干预都无法与市场对抗，政策干预至多只能起到刹车的作用，即减缓市场的运行速度，而无法改变市场的运行方向。同时，政策干预还会产生副效应，即延长市场的调整周期。
 - 从基本面看，1 月将有大量的上市公司披露或下调 08 年业绩预测，对市场形成重压。更重要的是，由于 08 年下半年经济快速下滑、大宗商品价格雪崩、5 次降息后银行利差缩窄，09 年一季度的业绩同比将大幅下降，幅度可能远超投资者预期，挑战投资者的心理防线。基于此，我们对 1 月份行情持谨慎态度。
 - 市场面，机构窗饰行情结束后，根据 09 年预期进行持仓调整不可避免，并将加剧市场的波动。09 年业绩预期不佳且近期表现疲软的金融、石化等权重板块有可能再下台阶，被大幅炒高的中小板股票也面临巨大的获利回吐压力，而近期获得机构青睐有增仓行为的板块如医药、商业、新能源市场规模偏小，因此从结构调整的角度判断，股指的走势也偏弱。
 - 估值方面，尽管沪深 300 指数市盈率已跌至历史低位，且与国际市场基本相当，但考虑到 09 年业绩下降的现实，市盈率指标的参考意义减弱；而从市净率看，沪深 300 指数 2 倍的市净率处于全球高位，较 2005 年 1.5 倍的最低水平仍高出约 30%，目前的估值水平难以让投资者有安全感。
- 从行业估值的角度，钢铁、金融的估值相对较大，待一季度充分消化业绩负面预期之后，将迎来中长期的投资机会。

图 3：全球主要股票市场估值



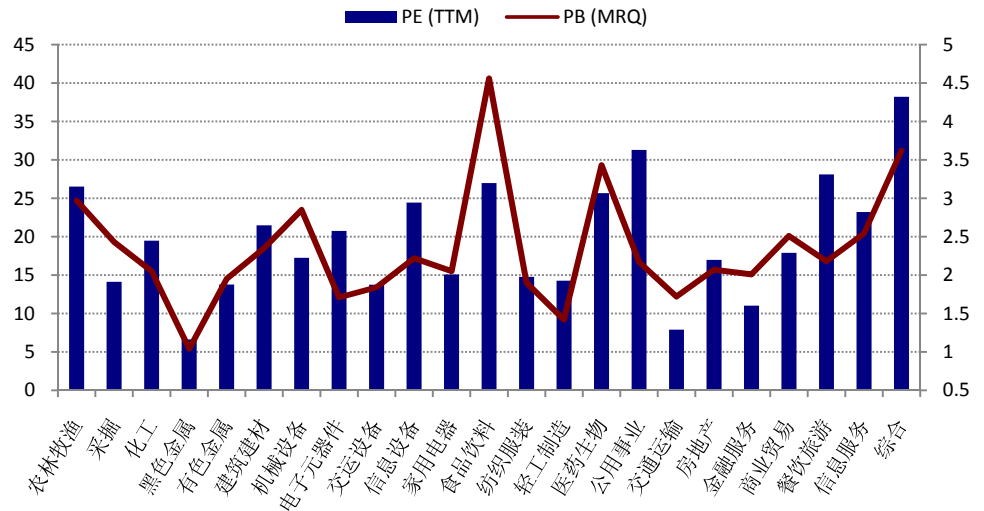
数据来源：Bloomberg (截至 2008-12-30)

图 4：沪深 300 成份估值



数据来源：WIND 资讯 (截至 2008-12-30)

图 5：行业估值对比



数据来源：WIND 资讯（截至 2008-12-30）

- 技术面，从上证综指日 K 线上可以看出，上证综指跌破 1850 点，意味着始于 1664 点的反弹已经结束。50 日均线已形成反压，而成交量再度萎靡，后市较大可能以震荡盘跌之势继续探底，考验 1700 点附近的支撑。

图 6：上证综指日线走势图



- 综合判断，始于 1664 点的反弹已经结束。尽管政策利好不断，但市场已形成政策审美疲劳，而基本面、市场面、估值面、技术面均指向 1 月份市场行情偏淡，股指较大可能继续震荡寻底，考验前期 1700 点的支撑。预计股指波动区间 1700-1900 点。
- 投资策略：防御为主。资产配置方面，暂时维持 30% 股票仓位，1900 点以上减仓至 20% 以下，跌破 1700 点再逐步回补至 50%。投资品种方面，建议从长期投资的角度，逐步逢低建仓业绩增长较为明确的新能源、医药行业龙头公司，以及抗衰退能力较强的中西

部地区商业零售股。

- 1 月组合推荐：金风科技、中航地产、山东高速、岳阳纸业。本月调入风电龙头金风科技，调出美的电器，因该股 12 月中基本达到我们的目标价格 10.40 元。

金风科技（002202）：发展可再生能源成为当今世界的共同趋势。风电产业由于其良好的经济性和社会效益，成为最有发展前景的绿色能源。公司是国内最大的风力发电机组整机制造商，具有品牌优势、技术优势和二十年的风电开发运营经验，具备成为世界级风电机组制造巨头的潜力。预计 08-10 年每股收益为 0.89 元、1.28 元和 1.75 元，年均增长 40%，给予目标价 30 元，对应 09 年、10 年市盈率 23 倍、17 倍。

山东高速（600350）：高速公路行业受宏观经济影响较小，较好的现金流状况和高于银行存款利率的股息率水平使其具有较好的防御价值。德齐北端等三段路产注入拉开了集团高速公路资产整体上市的序幕，集团旗下的其他高速资产未来还将陆续注入，从而使公司具有一定的成长性。预计 08-10 年每股收益为 0.42 元、0.49 元和 0.55 元，年均增长 17%，目标价 6.2 元，对应 08 年 15 倍市盈率。

中航地产（000043）：中航集团的地产平台，属典型的“小公司大集团”。公司酒店+地产+零售营造时尚社区的房地产区域综合开发经营模式，受房地产行业周期波动的影响较纯粹的房地产开发企业要小。2007 年公司已每股 24 元增发，目前股价远低于增发价，且低于每股净资产。7 月初大股东承诺自愿锁定自 2011 年，且期满后减持价格不低于 24 元，存在较强的增持或回购预期。预计 08-10 年每股收益为 0.48 元、0.68 元和 0.93 元，年均增长 11%，目标价 6.90 元，对应 08 年市净率 1 倍。

岳阳纸业（600963）：随着国家造纸产业发展政策的贯彻落实，环保治理力度的进一步加大，众多中小造纸企业将关停并转。行业景气上升。公司通过实施林浆纸一体化战略，不但保障了自身的原料供应，而且提高了抗风险能力和应对成本压力的能力，增长前景十分广阔。预计 08-10 年每股收益为 0.38 元、0.63 元和 0.84 元，年均增长 68%，给予目标价 12.60 元，对应 09 年 20 倍市盈率。

表 4：组合推荐

名称	代码	推荐价位 (元)	目标价 (元)	预测 EPS (元)			复合增长 (%)
				2008	2009	2010	
金风科技	002202	24.28	30.00	0.89	1.28	1.75	40
中航地产	000043	6.40	6.90	0.48	0.68	0.93	11
山东高速	600350	5.40	6.20	0.42	0.49	0.55	17
岳阳纸业	600963	10.80	12.60	0.38	0.63	0.84	68

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。