

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

投资策略报告

1、2 月份投资策略——短线紧跟政策，中线耐心等待机会

2009 年 1 月 6 日

高级策略研究员 李先明

86-755-22623021

lixianming@pasc.com.cn

1、中国证券市场过去15年的表现显示，A股市场存在较为明显的“新年效应”——撇开基本面的因素，单从市场自身的波动规律看，A股市场的“新年行情”仍继续值得期待。

2、积极的政策面仍是短期市场表现的重要支撑和盈利机会所在。如果短期内政策落实的步伐超出市场预期，将有望给市场带来“意外的惊喜”。

3、宽松的货币供给，无论对实体经济，还是对资本市场，都是积极的因素。过去1年居民储蓄同比增长率持续上升，并创下10年最高，也反映存量的资金规模和供给依然充裕，如果投资者信心得到有效修复，庞大的储蓄资金对股票市场表现将是一大支持。

4、从目前的市场环境判断，08年4季度上市公司的盈利表现压力重重。市场所面临的业绩风险，一定程度上会制约部分投资者的参与意愿。至少，在上市公司业绩尚未明朗以前，市场整体的参与氛围和活跃度，预期都会受到一定抑制。

5、预期1、2月份沪深300指数的核心波动区间将维持在1700~2100点。对于短线投资者，建议密切关注政策面的变化，积极把握宏观、产业政策落实所带来的阶段活跃机会，仍是获取短期超额收益的关键。对于中长期投资者，建议在目前点位保持足够的冷静，耐心等待市场因业绩压力以及市场冲高后所可能出现的回落，并在市场回落至前期调整低点附近时考虑战略性进场。

6、品种选择方面，建议超配医药（业绩表现稳定，并有医改政策支持）、电力（成本下降，业绩见底回升）和电力设备（受益于国家投资增加）。

图表 1、2月份A股市场特征分析

主要因素	1、2 月份表现
政策环境	保持积极，继续成为短期市场重要支撑和焦点，但长假前后，市场政策面可能趋于平静
市场活跃度	市场信心有所恢复，提升短期活跃度，但市场整体走势缺乏持续性，阶段行情为主
市场盈利效应	结构化、板块轮换特征，机会来自局部
潜在的风险因素	08 年年报业绩下滑超预期、外围经济和股市继续动荡
潜在的利好因素	继续减息或者新的刺激经济政策出台、国家投资计划迅速落实
市场特征	利空、利多交织，缺乏明显方向，宽幅振荡为主
沪深 300 核心波动区间	1700 点 ~ 2100 点
投资策略	短线投资者紧跟政策，趋势投资，中长期投资者耐心等待回落后的战略建仓机会
超配的行业	医药、电力、电力设备

目 录

一、“新年行情”继续值得期待	4
二、政策面仍是短期市场活跃的推动力	5
三、宽松的资金环境对股市构成支持	6
四、市场的隐忧：业绩压力	8
五、策略建议：短线紧跟政策，中长期耐心等待回落后的机会	9
六、品种选择：超配医药、电力和电力设备	10
1、医药行业：抗周期和对医改的乐观预期	10
2、电力：成本下降，盈利见底回升	10
3、电力设备：受益于投资增加	11

图表目录

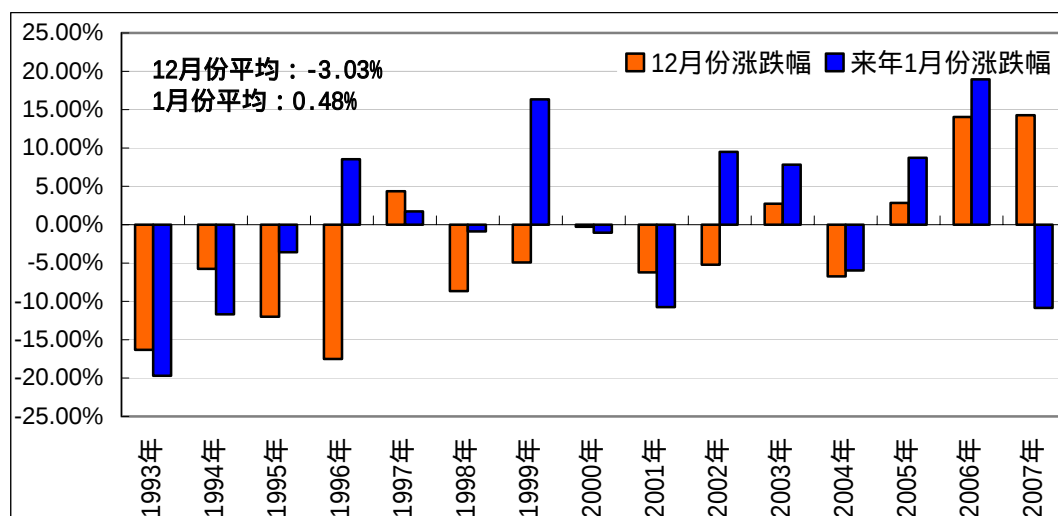
图表 1	1993 年以来 A 股市场 12 月份以及来年 1 月的表现.....	4
图表 2	1994 年以来上证指数 1 月、2 月表现	5
图表 3	11 月份以来反弹的领涨板块及表现	5
图表 4	政府 4 万亿元投资方向	6
图表 5	中国 1 年期存、贷款利率变化	6
图表 6	储蓄增长率创下 10 年新高	7
图表 7	A 股相对吸引力指数维持高位	7
图表 8	前一轮反弹中，小盘股表现突出	8
图表 9	四季度以来工业增加值增速加速回落	8
图表 10	中国出口所面临的压力依然沉重	9
图表 11	医药行业重点公司及业绩预测	10
图表 12	火电企业毛利率与煤价高度相关	11
图表 13	平安证券对部分电力公司的盈利预测及评级.....	11
图表 14	风电装机预测对比图	12
图表 15	国家电网投资年度变化对比图	12
图表 16	电力设备行业重点公司及业绩预测	13

一、“新年行情”继续值得期待

中国证券市场过去 15 年的表现显示，A 股市场存在较为明显的“新年效应”——撇开基本面的因素，单从市场自身的波动规律看，A 股市场的“新年行情”仍继续值得期待。

过去 15 年的数据显示，A 股市场 1 月份的整体表现往往要好于前一年的 12 月份。1993 年至 2007 年，全部 A 股（以流通股本加权）在 12 月份平均下跌了 3.03%，但 1994 年至 2008 年的 1 月份，全部 A 股则平均上涨了 0.48%。

图表 1 1993 年以来 A 股市场 12 月份以及来年 1 月的表现



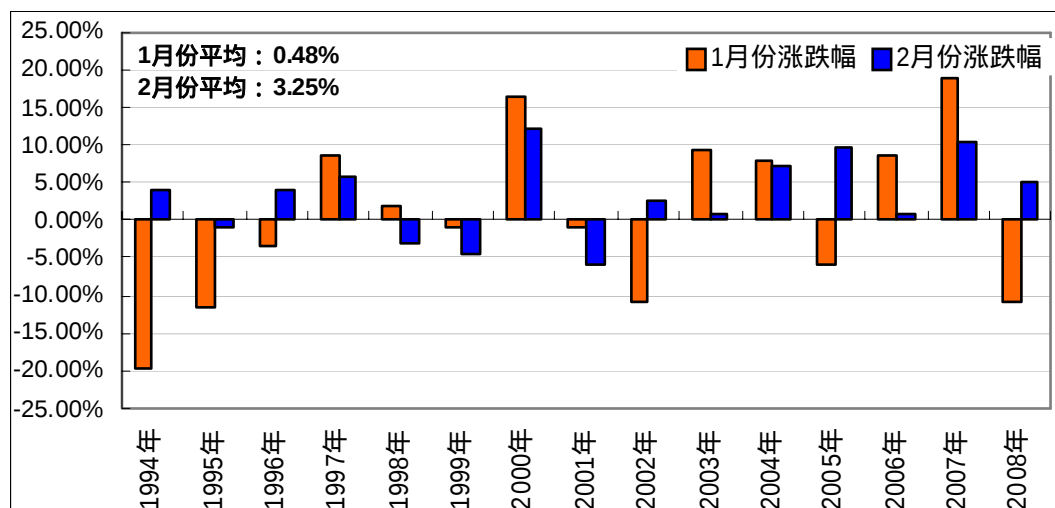
资料来源：平安证券整理

过去 15 年中，全部 A 股每年 2 月份的平均涨幅达到 3.25%，显示 2 月份的表现又要好于 1 月份，从这一点来看，1 月份往往成为了 2 月份的“布局月份”。

而且在 15 年当中，2 月份出现下跌的年份只有 1995、1998、1999 和 2001 年，其余 11 个年份上证指数均出现上涨。上涨、下跌比为 11：4。

从涨跌的幅度来看，2 月份下跌的幅度要远小于上涨的幅度。如 1995、1998、1999 和 2001 年这 4 个 2 月份出现下跌的年份，其 2 月份的平均跌幅只有 3.31%，其中 2001 年 2 月份跌幅最大，但也只下跌了 5.80%。其他 11 个 2 月份上涨的年份，2 月份的平均涨幅则达到了 5.72%，其中 2002 年 2 月和 2007 年 2 月的月度涨幅分别达到了 12.30% 和 10.47%。由此可见，如果仅仅考虑市场自身的波动规律，整体而言，2 月份市场的机会要大于风险。

图表 2 1994 年以来上证指数 1 月、2 月表现



资料来源：平安证券整理

二、政策面仍是短期市场活跃的推动力

回顾 08 年 11 月份以来 A 股市场的反弹,其主要推动力是政府出台的 4 万亿元投资计划,使得诸如建筑建材、电力设备等投资品类个股在过去 2 个月里表现突出,成为短期市场追逐的热点和亮点。

图表 3 11 月份以来反弹的领涨板块及表现

板块名称	市盈率(整体法, TTM)	成份区间涨跌幅(流通市值加权, 08-11-7 至 08-12-9)	备注
机械设备	17.11	46.47%	受政府 4 万亿元投资计划推动
有色金属	13.57	44.79%	行业景气度依然低迷, 超跌反弹
综合	36.69	42.40%	
信息设备	24.61	41.81%	受惠于政府 4 万亿投资和 3G 即将实施
房地产	16.79	40.67%	行业景气度依然低迷, 短期受政策推动
农林牧渔	25.84	40.59%	受政策推动
轻工制造	14.03	39.57%	
建筑建材	21.49	38.10%	受政府 4 万亿元投资计划推动

资料来源：平安证券整理

对于 09 年 1、2 月份 A 股市场的表现,我们认为,积极的政策面仍是其表现的重要支撑和短期市场盈利机会所在。如果短期内诸如减税、产业振兴计划等积极政策推出和落实的步伐超出市场预期,将有望给市场短期带来“意外的惊喜”。

首先,对前期表现构成积极刺激的政策——政府未来 2 年 4 万亿元、地方政府 18 万亿元的投资计划,在未来一段时期仍会对 A 股市场产生积极效应。虽然政府投资的进度,以及在 4 万亿元中,多少属新增或加快进度的投资项目,仍不得而知。对政府投资的效益和效率,市场也仍存分歧。但我们认为,政府投资加大,至少可以解“近渴”,对于缓

解经济下行的压力，预期将起到积极作用。如果春节后相关的投资细节能够得到落实并较短时间内进入实施阶段，其对经济以及资本市场的实质性影响，将逐步得到体现。

图表 4 政府 4 万亿元投资方向

投资金额	投资方向
45% (1.8 万亿人民币)	基础设施建设（公路、铁路、机场、电网）
25% (1 万亿人民币)	灾后重建
7% (2800 亿人民币)	公共住房
6.75% (2700 亿人民币)	农村基础设施建设
1% (400 亿人民币)	医疗和教育
8.75% (3500 亿人民币)	环境
4% (1600 亿人民币)	技术创新

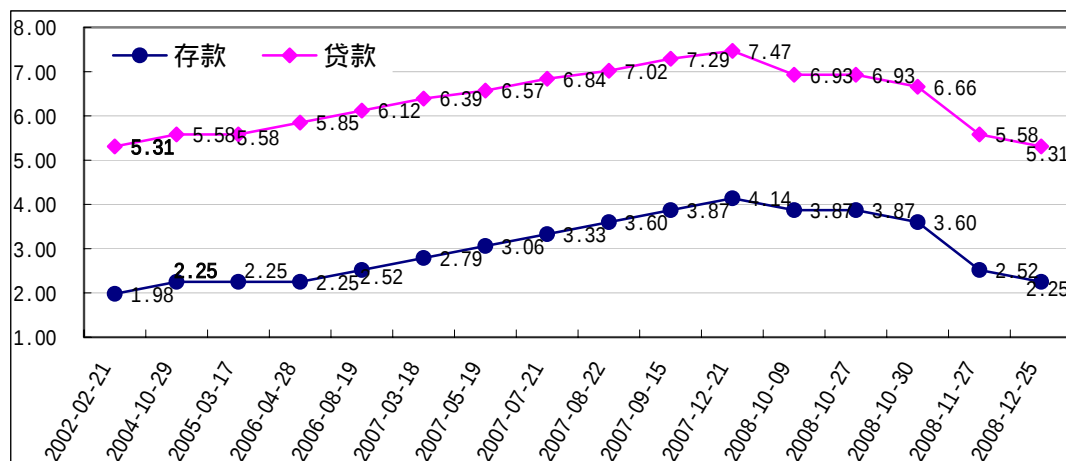
资料来源：平安证券整理

除政府投资外，在改善企业经营环境、改善民生以及维护证券市场稳定方面，未来一段时期可期待的政策也不少，诸如减税、继续放松银根等等，预期也会成为下阶段市场的亮点和阶段的盈利机会所在。温家宝总理日前也表示，目前国务院组织有关部门正在制定两大规划：一是扩大内需的十条规划，将去年出台的扩大内需的十条措施进一步具体和丰富；二是十个重要产业的调整和振兴规划，钢铁业和汽车业的规划已经制定出来。虽然相关的政策措施能否使得诸如钢铁和汽车等面临巨大经营压力的行业有效摆脱经营困境，仍有待观察，但至少，阶段表现而言，国家政策的积极支持，将有望为相关行业以及股票市场带来短期活跃的契机和机会。

三、宽松的资金环境对股市构成支持

08 年 9 月份以来，中国的经济目标全面转向“保增长”，货币政策也由原来的“从紧”转向“宽松”。央行过去几个月超预期的连续多次下调存贷款利率和存款准备金率，为缓解信贷和资金供求紧张，提供有利条件。

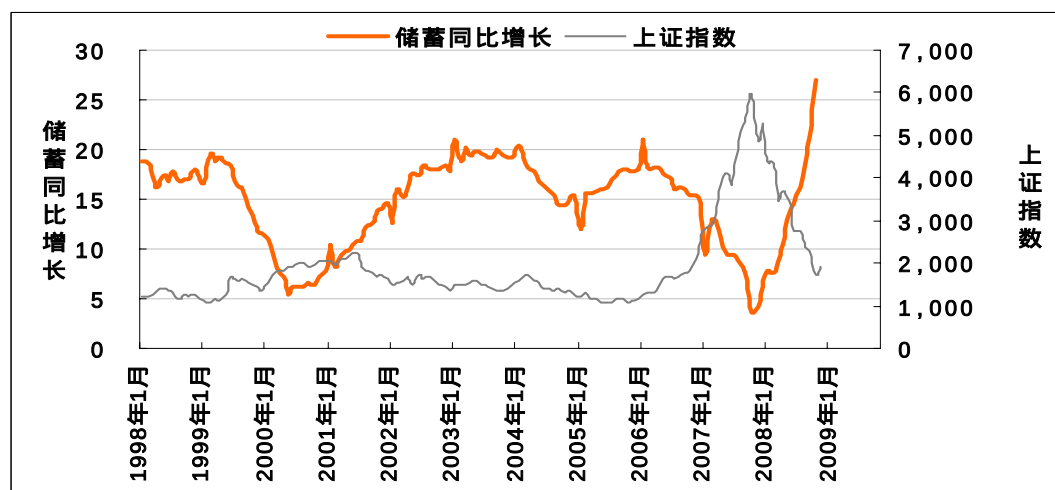
图表 5 中国 1 年期存、贷款利率变化



资料来源：中国人民银行

宽松的货币供给，不管是对实体经济，还是对资本市场，都是一个积极的因素。另一方面，过去 1 年居民储蓄同比增长率持续上升，并创下 10 年最高，也反映存量的资金规模和供给依然充裕，如果投资者信心得到有效修复，庞大的储蓄资金对股票市场表现将是一大支持。

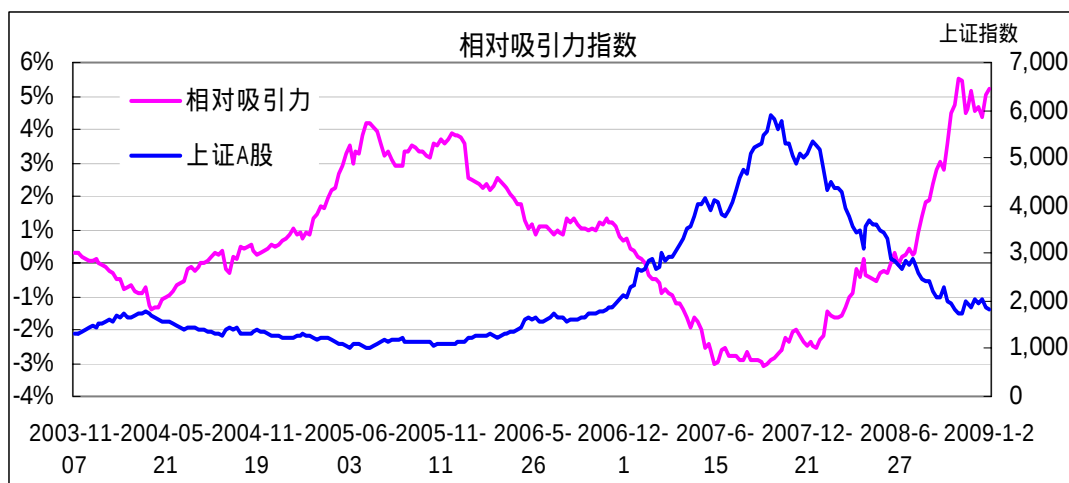
图表 6 储蓄增长率创下 10 年新高



资料来源：平安证券整理

另外，利率的持续下降大大降低了市场的机会成本，并降低了固定收益类资产的回报预期，从而有效提升股票市场的相对吸引力。根据平安证券的测算，目前 A 股相对吸引力指数在 5.2% 左右，相对沪深 300 指数过去 10 年平均 0.67% 的相对吸引力指数而言，目前 A 股市场的估值优势，已经较为显著。基于 09 年 A 股业绩同比下滑 8.5%，以及 09 年基准利率继续下调 54 个基点的假设，如果指数回落至 1700 点附近，那么 A 股市场的相对吸引力指数将上升至接近 6%，为历史最高，反映 A 股市场相对估值优势，已经较为显著。

图表 7 A 股相对吸引力指数维持高位



资料来源：平安证券整理

四、市场的隐忧：业绩压力

11 月份以来 A 股市场的反弹，一方面是政策刺激，同时也是由于 11 月份以后，市场进入业绩披露“真空期”，从而为部分题材类个股带来了炒作的时间和空间。从个股的表现来看，11 月份以来市场的反弹主要属小盘、题材股的天，游资短炒的意味较浓。

图表 8 前一轮反弹中，小盘股表现突出

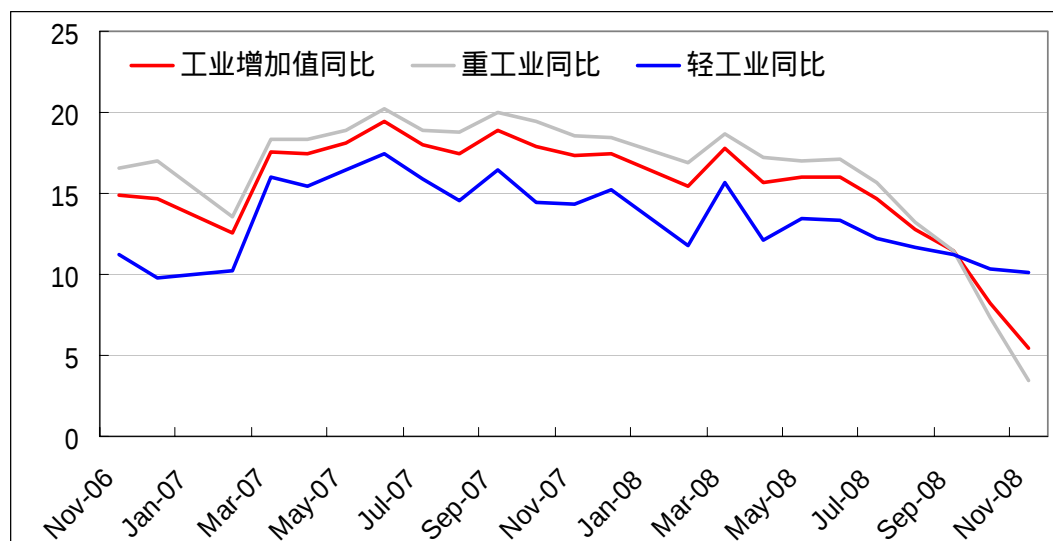
板块名称	市盈率(整体法, TTM)	成份区间涨跌幅(流通市值加权, 08-11-7 至 08-12-9)
中小企业板	20.98	37.84
全部 A 股	13.35	27.55
沪深 300	12.5	23.86
上证 50	12.45	17.39

资料来源：WIND 资讯

但 1、2 月份将进入上市公司业绩披露高峰，上市公司业绩的表现，将逐步成为投资者关注的重点。从目前的市场环境判断，08 年 4 季度上市公司的盈利压力沉重。

统计显示，08 年前三季度 A 股公司的营业收入和归属母公司的净利润分别同比增长了 27.20%和 10.10%，环比则分别下降 3.21%和 19.81%，反映从三季度开始，A 股公司的盈利压力持续增强。而 9 月中旬以来，美国金融危机全面爆发，并严重影响了中国的出口。最新公布的数据显示，08 年 1~11 月份，全国规模以上工业企业实现利润 24066 亿元，同比只增长了 4.9%，增幅比 1~8 月和去年同期分别回落 14.5 和 31.8 个百分点，显示自 9 月份以来，整体经济以及企业所面临的经营压力，骤然加重。

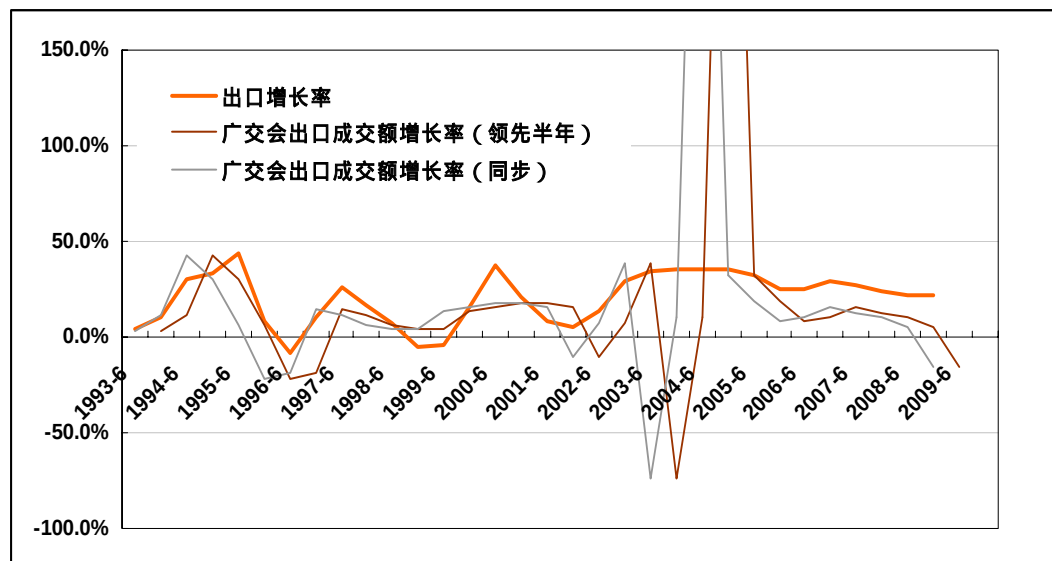
图表 9 四季度以来工业增加值增速加速回落



资料来源：WIND 资讯

我们的宏观研究员认为，由于调整很难在短期内结束，所以总体工业企业也不可能摆脱利润增长乏力的局面。2008 年秋交会出口成交额增长率大幅滑坡，也预示着未来一段时期，中国的出口企业所面临的经营压力，依然沉重。

图表 10 中国出口所面临的压力依然沉重



资料来源：平安证券整理

从 08 年三季度 A 股公司业绩的表现来看，整体经济增速回落对 A 股公司盈利构成的压力已经显现，尤其周期性行业和出口型企业，盈利下行风险依然很大。在投资者对上市公司业绩表现普遍悲观的情况下，1、2 月份 A 股业绩披露高峰时期，市场所面临的业绩风险，一定程度上会制约部分投资者的参与意愿。至少，在上市公司业绩尚未明朗以前，市场整体的参与氛围和活跃度，预期都会受到一定的抑制。

五、策略建议：短线紧跟政策，中长期耐心等待回落后的机会

从政策的角度以及市场自身的运行特征来看，1、2 月份 A 股市场仍存在活跃机会，尤其如果政府 4 万亿元投资方案以及诸如减税、产业振兴政策能够迅速落实和推进，对资本市场的实质性支撑效应将逐步体现。

但不得不提醒投资者注意的是，相关政策的落实时间仍存在不确定性，而且 1、2 月份正值上市公司 08 年业绩披露高峰，对上市公司业绩的忧虑，一定程度上影响了投资者对 A 股市场的参与热情。

综合判断，我们预期 1、2 月份沪深 300 指数的核心波动区间将维持在 1700 点 ~ 2100 点。

对于短线投资者，建议密切关注政策面的变化。积极把握宏观、产业政策落实所带来的阶段活跃机会，仍是获取短期超额收益的关键。

对于中长期投资者，建议在目前点位保持足够的冷静，耐心等待市场因业绩压力以及市场冲高后所可能出现的回落走势，并在市场回落至前期调整低点附近时考虑战略性进场。

六、品种选择：超配医药、电力和电力设备

1、医药行业：抗周期和对医改的乐观预期

过去一段时期，医药类个股成为资金追逐热点，原因是在经济下行，上市公司业绩面临压力情况下，医药行业相对稳定的景气和盈利表现，对投资者的吸引力提升。另一方面，市场对中国医疗体制改革方案也充满乐观期待。在医改方案尚未落定以前，市场对此的关注和操作也乐此不疲。

我们的医药行业研究员认为，08 年医药工业的销售收入和净利润仍将大幅增长。在 1、2 月份年报披露时期，良好的年报业绩是对医药类公司股价构成阶段支撑的重要因素。

数据显示，08 年 1~8 月医药工业销售收入同比增长 28.4%，实现盈利同比增长 38.7%。其中原料药实现利润增长 80%。08 年 1~8 月医药工业毛利率比 2007 年略微下降（0.3%），而利润率却略微上升（0.3%），反映出企业经营质量的改善。由于第四季度原料药价格回落和需求下降，8 月份后医药工业增速和利润增速有明显放缓趋势，但整体而言，2008 年医药工业仍可实现销售收入 25%和利润 30%以上的增长，在 A 股公司业绩增速明显回落时期，医药类公司的业绩增长尤为“抢眼”。

此外，市场预期医改方案在不久将出台，医药行业将迎来新的发展契机。平安证券医药行业研究员认为，扩大内需已是国家未来经济策略，而满足民众基本医疗需求又是实现拉动内需的基本保障。而目前我国人均医疗支出远低于发达国家和新兴经济体国家的水平，增长空间巨大。

因此，医疗体制改革方案的即将出台，对医疗各行业将产生重大影响，为我国医药行业发展带来新的机遇，使得围绕医改所展开的“寻宝游戏”，预期将成为下阶段 A 股市场的一大投资主线。尤其在医改方案尚未完全确定以前，市场对其的积极期待和关注，仍将对医药类个股短期的表现构成支持和刺激。

图表 11 医药行业重点公司及业绩预测

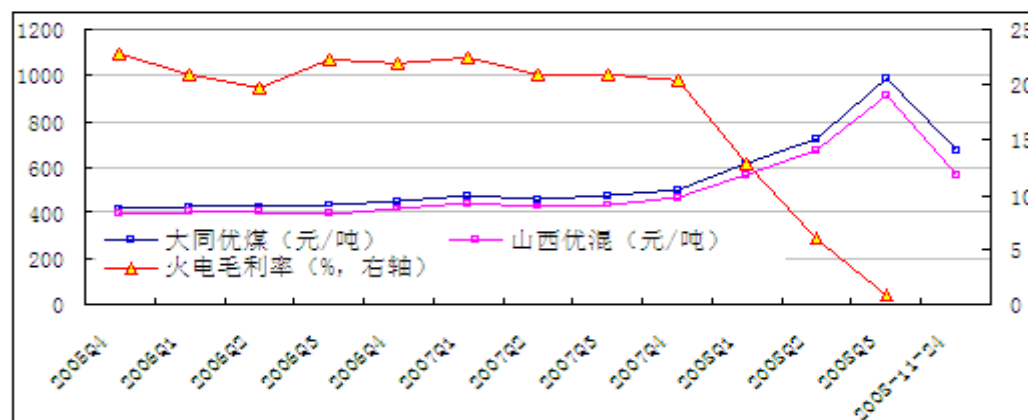
代码	股票名称	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
600062	双鹤药业	24.45	0.84	1.09	1.40	29.11	22.43	17.46	强烈推荐
002022	科华生物	22.33	0.56	0.78	1.02	39.88	28.63	21.89	强烈推荐
600276	恒瑞医药	38.40	1.00	1.37	1.80	38.40	28.03	21.33	推荐
600535	天士力	12.30	0.51	0.61	0.73	24.12	20.16	16.85	推荐

资料来源：平安证券整理

2、电力：成本下降，盈利见底回升

经济周期变动带来的结果，就是行业景气度的转换——一些在经济上升周期成本上涨快于需求增长而面临压力的行业，在经济回落时反而可能受益，比如需求和价格具有刚性的公共服务业（燃气、水务、火电、生活必需品等等）以及部分专用设备制造业。尤其近期煤炭价格持续回落，为被成本压得几乎喘不过气的火电企业，带来盈利改善机会。

图表 12 火电企业毛利率与煤价高度相关



资料来源：平安证券整理

根据我们电力行业研究员的测算，如果 09 年市场平均煤价较 08 年 9 月的现货价格下跌 30%（目前这一跌幅已基本实现），09 年的合同煤价维持 08 年的合同价不变（较 2007 年上涨 10%），即使 09 年利用小时仍有所下滑，但电力企业 09 年的盈利能力，仍有机会走出 08 年的盈利低谷，恢复到 07 年的水平。在上市公司业绩整体下行压力明显的背景下，业绩有望走出低谷的电力行业，其对市场资金的吸引力，预期将增加。

图表 13 平安证券对部分电力公司的盈利预测及评级

公司	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-11 年增速 E	评级
国电电力	0.37	0.15	0.29	15%	推荐
华能国际	0.5	-0.27	0.15	10%	中性
长江电力	0.57	0.45	0.72	15%	推荐
国投电力	0.53	0.25	0.36	15%	推荐
大唐发电	0.29	0.24	0.42	15%	中性
吉电股份	0.11	0.04	0.21	25%	推荐
宝新能源	0.44	0.41	0.35	25%	推荐
金山股份	0.33	0.26	0.48	20%	推荐
文山电力	0.47	0.45	0.57	25%	推荐
粤电力 A	0.25	0.05	0.15	15%	推荐
深圳能源	0.79	0.49	0.61	15%	推荐
平均				18%	

资料来源：平安证券整理

3、电力设备：受益于投资增加

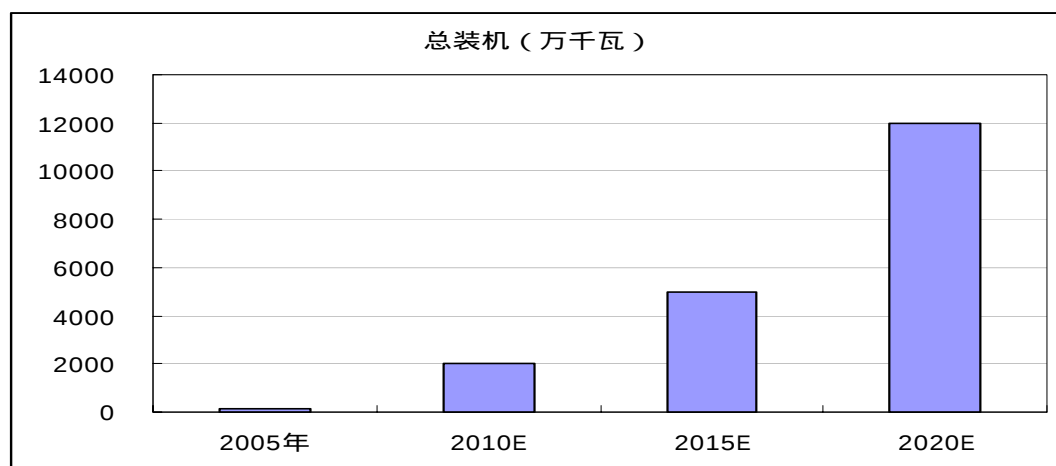
在 GDP 构成的 3 架马车当中，投资是 09 年中国经济的焦点和亮点。政府大手笔的固定资产投资，在缓解民间投资下降给整体经济带来的压力同时，相应的，作为政府投资的重点领域，国家在电网等领域投资的增加，也为电力设备行业带来盈利改善的机会。

整体来看，平安证券电力设备行业研究员认为，实体经济出现的下滑幅度属于历史罕见，

这是发电设备需求变化最大的不确定性。2009 年将延续 2007 年以来的周期下行趋势，海外市场虽然成长迅速，但总体规模只能平滑中国周期，在此情况下，电力设备行业所面临的经营压力风险，仍需投资者谨慎，在品种选择上，仍需区别对待，相对而言，诸如东方电气等龙头企业将具备较强的承受行业周期的能力，盈利表现相对稳定。

子行业看，风电设备的增长有望获得保证。如果按照 2020 年 15 亿千瓦装机计算，对应的风电装机将达到 12000 万千瓦，大约是 2010 年实际装机容量的 6 倍，年复合增长率为 30% 左右，绝对速度仍相当可观。在宏观经济下行压力依然沉重背景下，风电设备行业相对稳定的成长性，使得其有望成为下阶段市场的焦点之一。

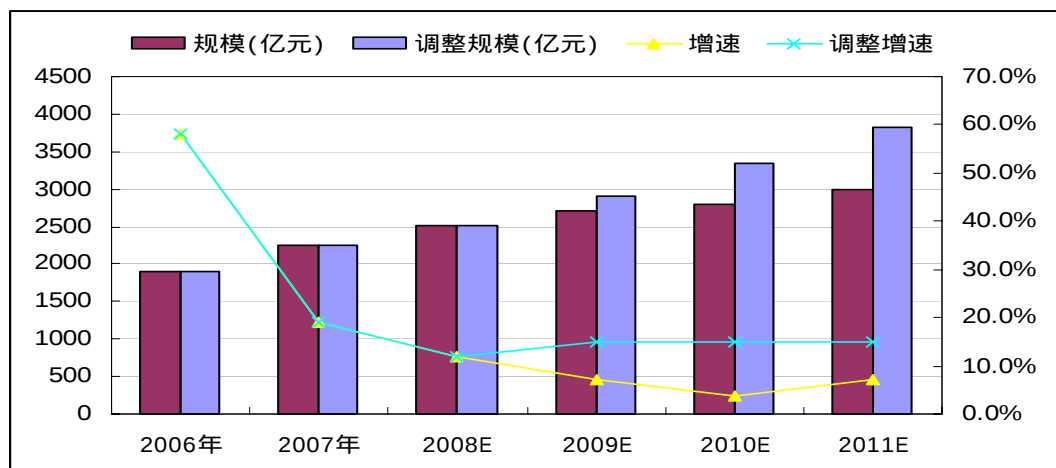
图表 14 风电装机预测对比图



资料来源：平安证券整理

同时，国家电网最近提高了投资规划，对行业最大影响在于将可能下降的增速拉回原来的水平，行业景气周期将延续到 2011 年。在新的规划中，用于跨国、跨地区联网工程 2400 亿元，大型水电、煤电、风电送出工程 3100 亿元，特（超）高压交流业务和直流业务将得到快速发展。交流特高压实际上是增加了输电的环节同而增加了市场需求，特变电工、天威保变、平高电气、国电南瑞是最直接的受益者，直流业务最大的受益者是许继电气和特变电工。

图表 15 国家电网投资年度变化对比图



资料来源：平安证券整理

图表 16 电力设备行业重点公司及业绩预测

代码	股票名称	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
			2008	2009	2010	2008	2009	2010	
600202	哈空调	10.93	1.00	1.29	1.66	10.93	8.47	6.58	强烈推荐
600875	东方电气	30.23	0.44	2.76	3.58	68.70	10.95	8.44	强烈推荐
600089	特变电工	23.98	0.70	0.99	1.40	34.26	24.22	17.13	强烈推荐
600312	平高电气	13.91	0.46	0.64	0.90	46.00	33.06	23.51	强烈推荐
600406	国电南瑞	21.16	0.80	1.15	1.50	17.24	11.99	9.19	强烈推荐
000400	许继电气	13.79	0.30	0.85	1.15	99.00	34.94	25.83	强烈推荐
002202	金风科技	27.78	0.85	1.20	1.65	25.55	18.10	13.16	强烈推荐
002028	思源电气	29.70	1.14	1.60	2.09	11.20	7.95	6.08	强烈推荐
600550	天威保变	21.72	0.85	1.14	1.58	16.36	12.20	8.80	推荐
600268	国电南自	12.73	0.45	0.55	0.68	61.73	50.51	40.85	推荐
002123	荣信股份	34.80	0.96	1.36	1.97	36.25	25.59	17.66	推荐

资料来源：平安证券整理

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田南路大中华国际交易广场裙楼8楼

邮编：518048

电话：4008866338 传真：（0755）82449257