

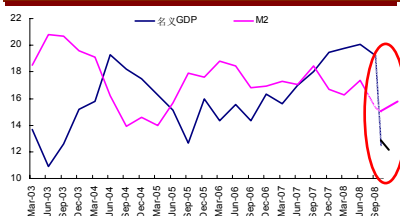
赵建兴、王晶晶

86-0755-82943202

zhaojx@cmschina.com.cn

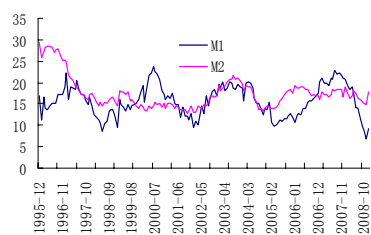
2009年01月15日

货币缺口已经开始逆转



资料来源：招商证券研发中心

M1 与 M2 的反弹



相关报告

1、战略相持，变中求胜——A股市场
2009年度投资策略 12/4/2008

2、一周投资策略——内需期望需要降低，辞旧易迎新难 12/29/2008

3、一周投资策略——2008并非不堪回首，2009不期牛年牛市 1/5/2009

流动性驱动反弹或将延续，不确定性实已增强

内容摘要：

□ 存货调整冲击趋缓，12月份生产数据好于预期，但总需求调整应未结束

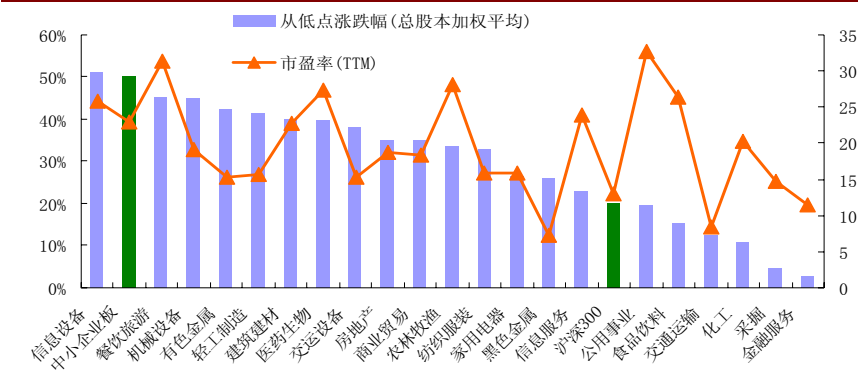
- 12月份数据显示生产有所回升，表明“去库存化”冲击开始趋缓，钢铁等原材料行业复产，有如温总理所说“好于预期”。
- 总需求目前仍维持相对高位，但调整还将延续。目前外需刚开始萎缩，顺差仍然较大，投资、消费增长还处在20%左右的高位，显示总需求还维持相对高位。这意味着企业在消化完高价库存后还存在一定的复产、补充库存的空间，短期数据的趋好将对投资者信心构成一定支持。
- 但经济的调整应未结束。内外需回落趋势仍将延续，关键在于总需求回落趋势是否会比较平稳，这视乎下一阶段内需的刺激效果。但可以肯定的是，短期内期待总需求立即企稳并不现实，而过剩产能的消化必然将是一个长期过程，存货消化之后，企业生产还将面临需求回落的制约。

□ 货币信贷反弹使货币缺口继续扩大，支持流动性驱动的估值修正型反弹延续

- 12月份M2同比增长17.82%，而同期的名义GDP远低于此，货币缺口继续扩大，相对而言流动性更为充裕，为市场反弹的延续创造相应条件。
- 但需注意的是，12月份的新增7718亿的信贷中，有2/3的信贷来自于短期贷款和票据融资。前者表明企业缺乏流动资金，后者据与银行人士交流，目前不少银行的贴现利率甚至低于存款利率，企业可以利用票据贴现进行套利，这样的话流动性增加可能只会体现在银行体系而不体现在实体经济中。建议继续关注：经济调整是否可能增强银行的惜贷意愿。

□ 但估值修正型反弹实已进入不确定性增强的阶段

- 11月份以来的反弹从逻辑上可以分为两个阶段。第一阶段反弹的基础主要建立在经济政策刺激的效果上。估值修正的主流品种是明确受益于财政刺激的水泥、电力设备、医药行业，流动性相对宽裕则为中小板的强劲反弹创造了条件，信息设备、餐饮旅游等行业则可理解为严重超跌后的反弹。强周期性行业一度出现了估值修正，但盈利担忧使之再度回落。
- 第二阶段反弹的基础主要建立在经济企稳的期望上。估值修正可能主要发生在前期涨幅较少、估值较低、预期有所改变的行业上。例如，金融行业或将受益于信贷回升、融资融券及股指期货加快推进，煤炭、有色、氮肥、航运等受益于价格止跌反弹，钢铁、汽车等受益于十大产业振兴计划，中小板受益于创业板推出（但实为利空），此外还可关注短期面临回吐、但长期充满希望的新能源等。
- 我们认为流动性驱动下的反弹即或延续，但不确定性已在增加，随时可能因外围市场的变化、消费或在春节后的急剧下跌而中断。

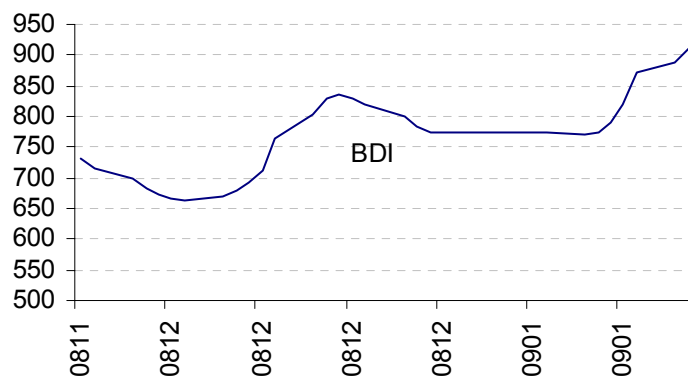
图 1: 分行业涨跌幅与市盈率


资料来源: wind, 招商证券研发中心

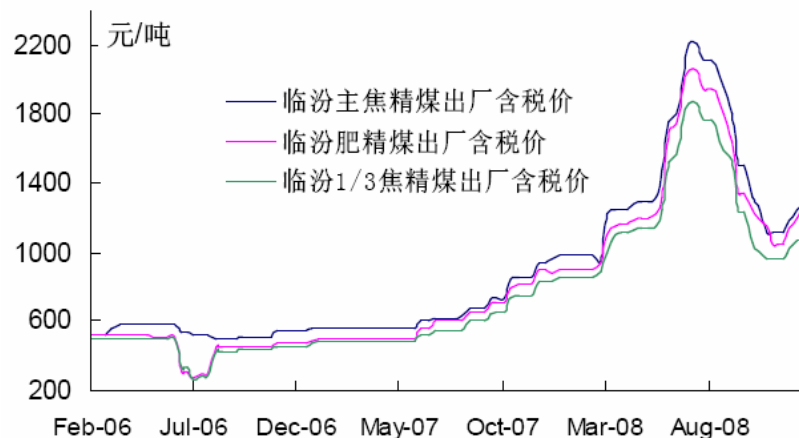
表 1: A 股市场估值

板块名称	滚动市盈率(整体法)	预测 2008 市盈率(整体法)	预测 2009 市盈率(整体法)	市净率(整体法): 最新报告期(MRQ)
全部 A 股	15.14	13.69	11.49	2.23
沪深 300	13.57	13.08	11.15	2.18
中小企业板	23.96	20.14	14.71	3.25

资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 2: BDI 的超跌反弹


资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 3: 焦煤价格全面反弹


资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

分析师简介

赵建兴：厦门大学管理学硕士，五年证券从业经验。2003 年进入招商证券研发中心，目前为研发中心副董事。

王晶晶：华中科技大学管理学硕士，2007 年 7 月加盟招商证券研发中心。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。