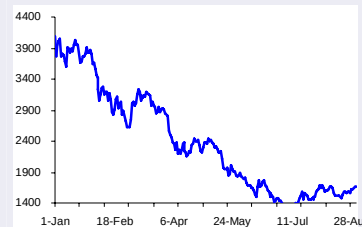


月度报告 (2M2009)

2009 年 1 月 21 日

海通综指近一年走势



相关研究

上行空间有赖于基本面的显著改善
——2009 年第一季度 A 股策略
20081231

穿越寒冬

——2009 年 A 股投资策略
20081127

政策与经济基本面的激烈博弈

——2008 年四季度 A 股策略
20081008

张冬云

电话: (021) 23219442

Email: zhangdy@htsec.com

陈久红

电话: (021) 23219393

Email: chenjiuhong@htsec.com

吴一萍

电话: (021) 23219387

Email: wuyiping@htsec.com

黄泽丰

电话: (021) 23219387

Email: huangzf@htsec.com

A 股独立行情能否延续?

——2009 年 2 月 A 股策略

● 去年 12 月份以来, A 股市场信心整体上保持平稳, 估值从低位回升后保持相对稳定的格局, 维持在 PE15 倍不到和 PB2.2 倍左右的水平, 估值中枢波动较为平和。从市净率的角度来衡量, A 股的估值水平要比其他市场高, 无论是发达经济体还是新兴市场, A 股都较其要高。

● 总的来看, 2009 年 2 月份共有 107 家公司有解禁股, 解禁股数量较 1 月份增加了 35.93%。2009 年 2 月份解禁股数量为 112.46 亿股, 市值合计为 1441.59 亿元, 总量高于 2009 年 1 月, A 股可流通比例也从 2009 年 1 月的 37.47% 增至 38.46%, 增加了一个百分点。

● 伴随近几个月我国银行利率的不断大幅下调, 我国五年期个人定期存款(整存整取)利率已由本轮降息周期的起点、即 2008 年 9 月份 5.85% 的水平大幅下调至目前 3.60%; 与此同时, 随着近几个月债券市场行情的持续升温, 目前债券市场各主要品种的收益率已普遍下降至 3% 以内; 然而, 截至今年 1 月 16 日收盘, A 股市场以 2007 年年报计算的静态 PE 值约为 16.1 倍, 意味着目前理论上投资 A 股市场预期年回报率约达 6.2%, 高于我国最新的五年期个人定期存款(整存整取)利率水平, 也明显高于债券市场预期收益率。

● 统计数据显示, 2008 年 12 月份我国狭义货币供应量 M1 同比增速约达 9.1%, 出现了自 2007 年 9 月份以来我国货币供应量增速首次有力度回升, 较 2008 年 11 月份我国货币供应量 M1 同比增速 6.8% 的水平提升了近 2.3 个百分点; 此外, 2008 年 12 月份我国新增贷款额多达 7718.2 亿元, 与 2008 年 11 月份我国新增贷款为负数的局面相比, 获得了迅速的改善。因此, 这预示着自 2008 年第三季度起我国宏观经济政策所采取的“由紧转松”措施可能已开始见效, 这将有利于市场信心的恢复。

● 不过, 我们并不认为目前 A 股市场已具备战略性投资机会。一方面, 流动性改善才刚露端倪, 场外潜在可流入 A 股市场的资金并不十分充裕; 另一方面, 投资者对我国宏观经济面临的潜在“硬着陆”风险及海外主要发达经济体面临的衰退压力的忧虑仍未消除。

● 在 2009 年 2 月份, 我们对 A 股市场资产配置的总体思路可以概括为: 年报掘金和主题投资。年报掘金指的是通过对上市公司 2008 年年报业绩的综合分析, 同时结合 2009 年一季度行业的最新动态和 2009 年行业业绩的预期, 挖掘 2008 年年报中蕴含的投资机会; 主题投资指的是把握住市场投资热点和投资主题带来的市场交易性和结构性机会。之所以这样配置, 是因为我们认为 2009 年 2 月份, 市场主要的机会体现为主题机会和年报机会。

目录

1. 横向估值比较的 A 股再度处劣势	4
1.1 估值重心较为稳固，板块估值分化明显	4
1.2 海外大小非的抛售导致 A-H 溢价率缓慢推升到了 40%	6
1.3 全球估值体系下 A 股优势不再	8
1.4 行业表现：部分周期性行业对应板块走势开始活跃	9
1.5 主题投资板块表现	10
2. 2009 年 2 月解禁股：数量与成本	11
2.1 2009 年 2 月解禁股数量环比增加 36%	11
2.2 定向增发机构配售股：“套牢”族	13
3. “大小非”增减持：实情与最新政策	14
3.1 实情回顾：减持多于增持	14
3.2 最新政策：正在加紧建立国有股实时监测系统	16
4. A 股独立行情能否延续？	16
4.1 股票理论预期投资回报率较国债与定期存款相对优势渐显	16
4.2 我国流动性初显改善迹象	17
4.3 宏观经济与产业发展扶持后续政策依然值得期待	19
4.4 现阶段 A 股市场并不具备战略性投资机会	19
5. 年报掘金和主题投资	21
5.1 年报掘金	21
5.2 主题投资	23

图目录

图 1 各个指数的估值分化比较明显（PE 的对比）	5
图 2 各个指数的估值分化比较明显（PB 的对比）	5
图 3 宏观数据出台并未对估值中枢造成冲击	6
图 4 A-H 溢价率单边回升较快	7
图 5 A 股的静态市盈率水平在全球横向对比中不算太高	8
图 6 A 股的市净率水平在全球估值体系中处于相对高的水平	9
图 7 今年 1 月份 A 股市场 42 个重点行业市场表现概况（1）（单位：%）	9
图 8 今年 1 月份 A 股市场 42 个重点行业市场表现概况（2）（单位：%）	10
图 9 今年 1 月份 A 股市场 14 个重点主题投资板块市场表现概况（单位：%）	10
图 10 今年 2 月份各周解禁股股数及市值	11
图 11 今年各月解禁股股数及 A 股可流通比例	12
图 12 现阶段投资 A 股股票较五年期个人定期存款回报率逐渐增强（%）	16
图 13 现阶段 A 股市场较国债投资吸引力不断增强（%）	17
图 14 我国 M1 增速近三轮扩张期期间 A 股市场普遍出现不同程度涨幅（%）	18
图 15 我国 M1 增速近三轮扩张期期间 A 股市场估值定位普遍较高	18
图 16 去年 12 月份新增贷款大幅增加有利抑制工业增加值增速快速下滑态势	19
图 17 上证综指月度收盘与同期我国 M1/流通 A 股市值之商显著反向相关	20
图 18 近一年行研对沪深 300 成份公司 2008 年与 2009 年业绩预测一致预期趋势（%）	20
图 19 上证综指表现与同期个人投资者开户数变化趋势	21
图 20 上证综指表现与同期机构投资者开户数变化趋势	21
图 21 电力热力行业景气度变化与 GDP 增速变动对比	25
图 22 电气机械及器材行业景气度变化与 GDP 增速变动对比	25

表目录

表 1 海通证券研究所计算的 A 股市盈率	4
表 2 A 股行业估值现状	6
表 3 负溢价上市公司家数迅速减少（已考虑汇率因素）	7
表 4 近期机构投资者对中资金融股的买卖行为的部分统计	8
表 4 上证综合指数最新十大总市值权重股	10
表 5 沪深 300 指数最新十大流通市值权重股	11
表 6 今年 2 月份各周解禁股概况	11
表 7 今年 2 月份解禁股数量最多的上市公司	12
表 8 今年 2 月实现全流通的个股一览表	13
表 9 今年 2 月定向增发机构配售股增发价与当前股价对比	14
表 10 截止 2009 年 1 月 15 日上市公司大股东和高管减持股票一览	15
表 11 截止 2009 年 1 月 15 日公司和个人增持上市公司股票一览	15
表 12 我国货币供应量 M1 增速近三轮扩张周期与四轮收缩周期概况	17
表 13 沪深 A 股市场各行业 2008 年前三季度业绩增长情况	22
表 14 沪深 A 股市场各行业 2008 年度业绩预警概况	23
表 15 可能出台的利好政策及投资机会	24

1. 横向估值比较的 A 股再度处劣势

1.1 估值重心较为稳固，板块估值分化明显

■ 大盘股稳定了估值中枢

去年 12 月份以来，市场信心整体上保持平稳，估值从低位回升后保持相对稳定的格局，维持在 PE15 倍不到和 PB2.2 倍左右的水平，估值中枢波动较为平和。不过，很明显的是，大盘的估值和个股出现了分化，大盘股估值稳定、这也是整体上市公司估值轴心稳固的主要因素；但是小盘股的估值在股价上升过程中迅速提升，使得权重股和非权重股估值的差异越来越明显。

■ 指数估值的差异明显，揭示出估值的结构性分化

我们对比一下几个不同板块的估值水平就不难发现上述问题。去年 12 月初的时候上证指数位于 1894 点，按照 TTM 法计算的全部 A 股的 PE 为 14.3 倍、PB 为 2.1 倍；这时的上证 A 股 PE 为 13.8 倍、PB 为 2.1 倍，深圳 A 股 PE 为 17.6 倍、PB 为 2.3 倍，中小板 PE 为 21.9 倍、PB 为 3.0 倍。到 2009 年 1 月 16 日，全部 A 股的 PE 是 15.6 倍、PB2.3 倍；这时候的上证 A 股 PE15.0 倍、PB2.2 倍，深圳 A 股的 PE17.6 倍、PB2.5 倍，中小板 PE23.8 倍、PB3.3 倍。可见，在大盘估值维持相对稳定的状态下以中小板为代表的部分公司估值提升较快。

表 1 海通证券研究所计算的 A 股市盈率

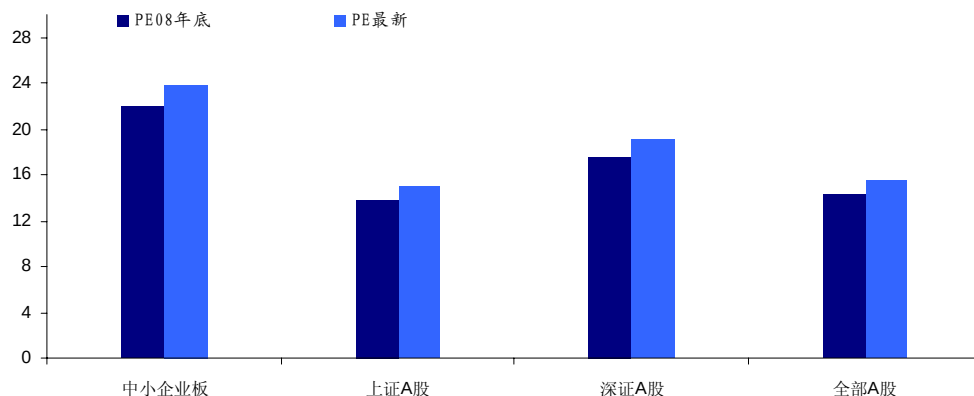
方法名	计算日期	报告日期	公司总数	盈利公司整体市盈率		所有公司整体市盈率	
				公司数	总股本加权	公司数	总股本加权
ttm 法	20090116		1601	1362	14.29	1601	15.40
统一财季	20090116	20080930	1565	1159	12.96	1565	15.05
估算法_1	20090116	20080930	1602	1364	13.70	1600	15.06

资料来源：海通证券研究所（注：ttm 法_滚动向前计算四个财季；统一财季_所有参与计算的公司具有相同时间跨度的四个财季；估算法_1:采用前年年末财报数据；）

■ 估值水平稳中有变，隐含的因素并不多

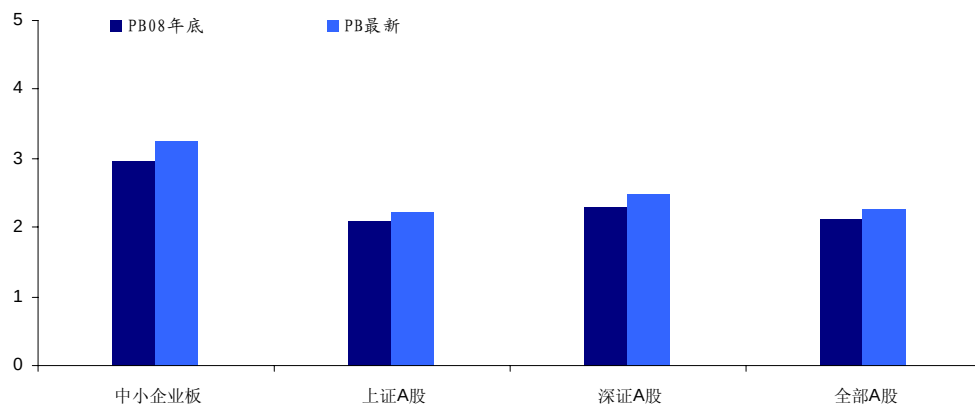
造成估值水平的这种稳定之下有暗流的变化，是在于几个方面的因素：一是整体上外围市场的估值轴心较为稳固，这为非权重股估值的提升奠定了短暂的基础，个股和部分板块的估值波动较为突出；二是资金流向流通市值小的板块和个股，以中小板为代表，说明市场活跃资金避重就轻、避免在大市值的蓝筹股群体中活动，大市值板块估值轴心和小市值板块发生偏离，也反映出资金的取向并不是牛市取向，代表着大资金不肯参与的局部牛市格局。

图 1 各个指数的估值分化比较明显（PE 的对比）



资料来源：WIND 资讯

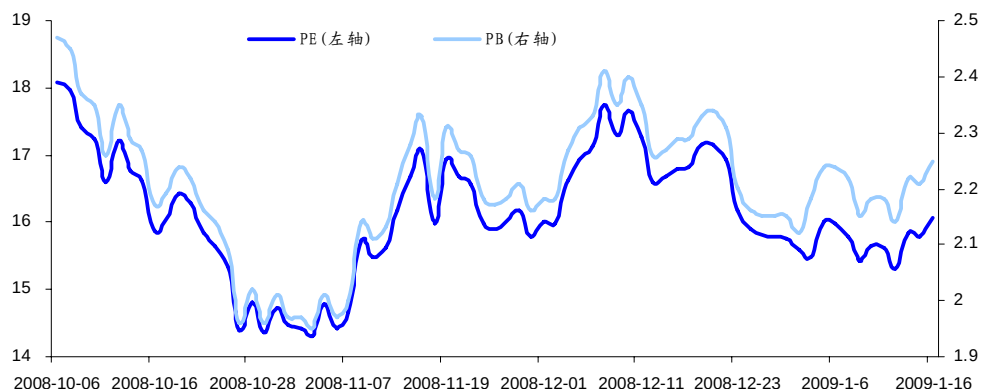
图 2 各个指数的估值分化比较明显（PB 的对比）



资料来源：WIND 资讯

大盘能够在经济数据的公布下维持稳定的估值实属不易。元旦之后陆续公布的宏观数据对于机构投资者来说是一个考验,对宏观数据一定程度上的漠视是近期估值保持平稳的主要因素,甚至,对数据的解读成为利空出尽是利好的态度。是否经济数据显示最坏的时刻即将过去,我们将看到未来的曙光了呢?

图 3 宏观数据出台并未对估值中枢造成冲击



资料来源：WIND 资讯

行业估值的变化也反映了大盘权重股和非权重股估值的差异。

表 2 A 股行业估值现状

板块名称	PB09-01-16	PB08-12-31	PE(TTM)09-01-16	PE08-12-31(TTM)
黑色金属	1.15	1.02	7.5	6.59
轻工制造	1.64	1.46	18.1	16.2
交通运输	1.88	1.7	10.61	9.51
电子元器件	1.9	1.68	39.08	34.81
金融服务	2.11	2.01	11.96	11.06
交运设备	2.12	1.84	16.46	14.42
纺织服装	2.12	1.89	20.71	18.5
化工	2.17	2.03	26.1	23.57
有色金属	2.23	1.93	17.11	14.8
全部 A 股	2.26	2.11	15.59	14.34
公用事业	2.29	2.16	76.37	71.67
家用电器	2.36	2.23	20.46	19.23
房地产	2.36	2.07	20.34	17.7
建筑建材	2.5	2.35	24.42	22.88
餐饮旅游	2.51	2.21	40.75	35.72
采掘	2.54	2.42	15.07	14.1
信息设备	2.55	2.35	39.79	36.27
商业贸易	2.64	2.48	19.53	18.29
信息服务	2.79	2.65	26.62	25.31
机械设备	3.18	2.83	20.42	18.06
综合	3.31	3.5	42.09	44.38
农林牧渔	3.55	3.18	72.35	65.11
医药生物	3.73	3.48	33.91	31.84
食品饮料	4.69	4.65	30.22	30.14

数据来源：Wind 资讯

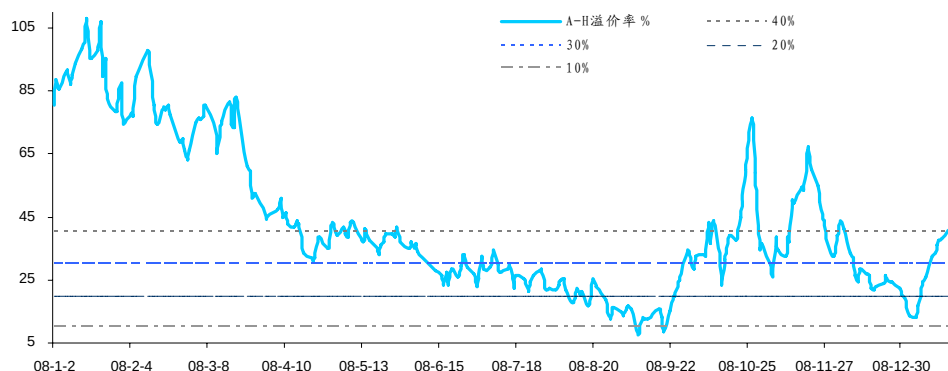
我们将 08 年底的行业估值水平和 2009-01-16 的估值进行了对比，发现大盘估值提升的过程这部分行业估值提升较快、但个别行业估值提升较慢，金融、房地产、建筑建材、公用事业等行业就属于后者。而这些行业和板块的权重较大，从而导致大盘估值轴心的相对稳定，也从另外一个侧面印证了估值不平衡发展的格局。

1.2 海外大小非的抛售导致 A-H 溢价率缓慢推升到了 40 %

A-H 溢价率的变化呈现出单边上升的态势，A 股的独立行情和海外机构对 H 股的抛售形成鲜明对比。

08 年底溢价率为 19%，但是到 1 月 19 日为止已经上升到了 41%，单边上升的速度较快。导致 A-H 溢价率单边上升的原因主要是 A 股的独立上扬和外围市场的振荡下行，两个因素叠加起来使得溢价率爬升较快。尽管 A 股独立运行的格局初步形成，但是这是在全球市场恐慌心态得以缓解的前提下才出现的，如果未来全球市场再度爆发恐慌蔓延，A 股独善其身不受冲击是不可能的。所以，我们还要做好该溢价率可能大幅波动的心理准备。

图 4 A-H 溢价率单边回升较快



资料来源：WIND 资讯

负溢价个股的家数较前期有明显下降。

从负溢价个股的情况来看，负溢价个股数量在去年年末时为 5 家，而到 1 月 16 日时只剩下了两家。前期的经验告诉我们，负溢价个股数量的多寡在一定程度上意味着 A 股估值风险的大小，在 10 月份外围市场大幅暴跌的过程中负溢价个股的数量曾经降低到只有一家，之后我们就看到 A 股下跌的结果。虽然目前的负溢价个股数量减少并不能够等同于 A 股即将下跌，但是这种外围市场带来的估值风险是存在而且可能继续演化的。

表 3 负溢价上市公司家数迅速减少（已考虑汇率因素）

名称	A 股代码	最新（元）	H 股代码	最新（港元）	A 股/H 股
海螺水泥	600585	28.68	0914	34.6	0.9459
中国平安	601318	30	2318	35.15	0.974

资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

金融股的估值取向在 A 股和 H 股投资者之间产生了较大分歧。

金融股在海内外投资者的视角看来估值是不一致的，国内机构投资者对金融股的态度是中立的，不追捧但也不抛弃；但是国外投资者不论出于何种目的和原因，近期对中资金融股的抛售是比较大的，建设银行、中国银行等是集中抛售的对象，目前来看一段较为集中的抛压过后股价较为稳固，不过我们还不能就此断言境外投资者对这些金融股的估值就完全认可了。这对 A 股金融股来说可能会有一定的影响，一方面是估值的压力，原先负溢价的金融股都已经回到正溢价，金融股的安全边际在消失；另一方面是金融海啸的风暴是否会再度来临可能也会波及到国内银行股的估值问题，尽管这种影响程度会比较小，但并不是说不可能出现，欧美金融机构的相继披露财报，给予市场的冲击不断，究竟海外机构投资者对待金融股的态度会怎样变化也是未知数，这反过来对金融股的安全边际消灭是一个重要的因素。

表 4 近期机构投资者对中资金融股的买卖行为的部分统计

名称	H 股代码	机构投资者	减/增持	时间	数量 (亿股)	金额 (亿美元)	减/增持前后持股 (%)
建设银行	0939	美国银行	减持	2009-1-7	56.2	28	从 19.1% 到 16.6%
中国银行	3988	RBS	减持	2009-1-7 和	209.3	23.83	从 8.25% 到 0
中国银行	3988	瑞银集团	减持	2008-12-31	33.78	8.35	从 1.33% 到 0

资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

另外, 工商银行可能也有潜在的减持威胁。根据美国《纽约邮报》透露, 美国运通拟于三个月后的禁售期结束时, 出售其所持有工行 (01398.HK) 股份。美国运通是工行策略性股东, 目前持有工行 12.76 亿股 H 股, 相当于工行 H 股总数的 2.85%。其中 6.38 亿股将于 09 年 4 月 28 日解禁, 剩余股份解禁日期为 09 年 10 月 20 日。

那么, 金融股作为权重最大的板块, 受到这样的压力, A 股整体估值也将会受到影响, 换句话说, 估值轴心的上升是有较大难度的。而从估值下降的方向上来看, 如果海外金融股的估值重心下移的话, 本来安全边际就已经消散较快的金融股可能仍然会成为整体估值重心降低的潜在风险来源。

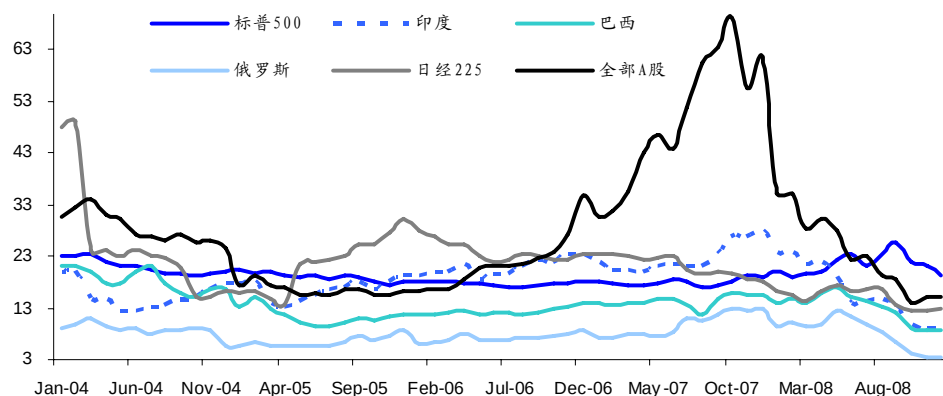
1.3 全球估值体系下 A 股优势不再

A 股在全球坐标系中的估值比较中优势不再, 安全边际下降, 潜在的风险需要关键性因素大幅转变才可能化解。

我们发现 A 股估值的横向比较中有一个值得关注的现象: A 股的独立行情使得估值在横向比较的坐标系中重新有所回升, 特别是其他新兴市场的下跌导致估值的进一步走低的同时 A 股却略有抬升, 这样的对比之后就发现 A 股估值的安全边际在下降。

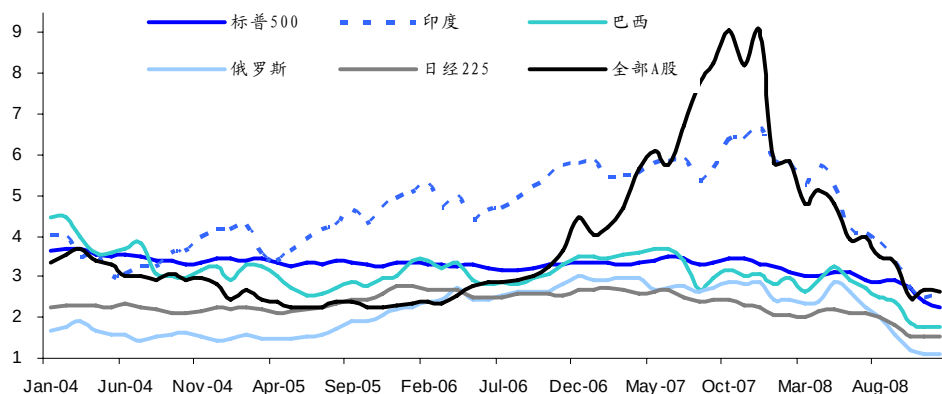
那么, 我们所面对的问题是: 全球视野下 A 股市场独立行情是否能够持续? 未来产生何种影响? 这种独善其身状态的维持靠什么力量呢? 其背后最关键的因素还是宏观经济的走向。

图 5 A 股的静态市盈率水平在全球横向对比中不算太高



资料来源: Bloomberg

图 6 A 股的市净率水平在全球估值体系中处于相对高的水平



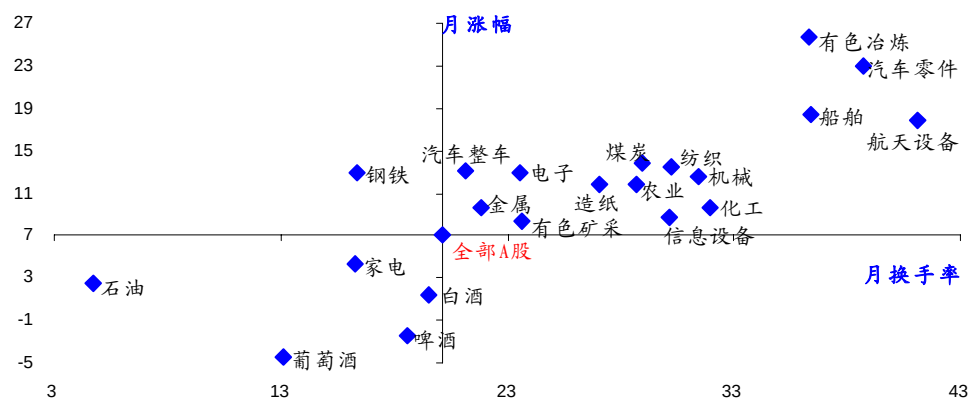
资料来源: Bloomberg

从市净率的角度来衡量, A 股的估值水平要比其他市场高, 无论是发达经济体还是新兴市场, A 股都较其要高。换句话说, 如果我们以 PB 为主要估值指标来衡量市场的话, A 股的估值的安全边际在这轮独立上升行情中已经消失。

1.4 行业表现: 部分周期性行业对应板块走势开始活跃

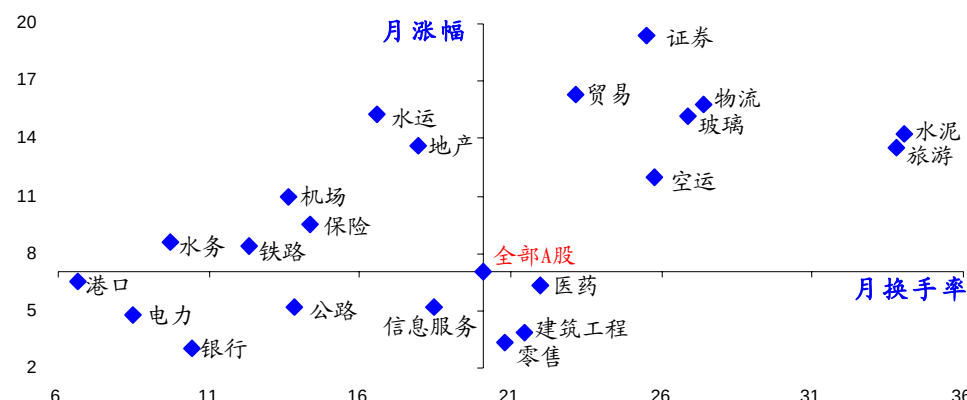
统计数据显示, 在今年一月份(1月5日至16日, 下同)的行情中, 全部 A 股股价加权平均(总市值加权)累计涨幅约为 7.1%, 加权平均换手率为 20.1%。我们长期重点跟踪的 42 个行业当月普遍出现了不同程度反弹行情, 其中, 有色金属冶炼板块、汽车零部件板块、航天设备板块、船舶板块、水运板块、贸易板块、玻璃板块、物流板块与证券板块等月度累计涨幅皆超过 15%, 呈现量价齐升态势, 走势远远强于同期指数累计表现; 仅有葡萄酒板块与啤酒板块等两个板块出现小幅下跌行情。

图 7 今年 1 月份 A 股市场 42 个重点行业市场表现概况 (1) (单位: %)



资料来源: WIND 资讯 (数据参考期间: 20090105--20090116)

图 8 今年 1 月份 A 股市场 42 个重点行业市场表现概况 (2) (单位: %)

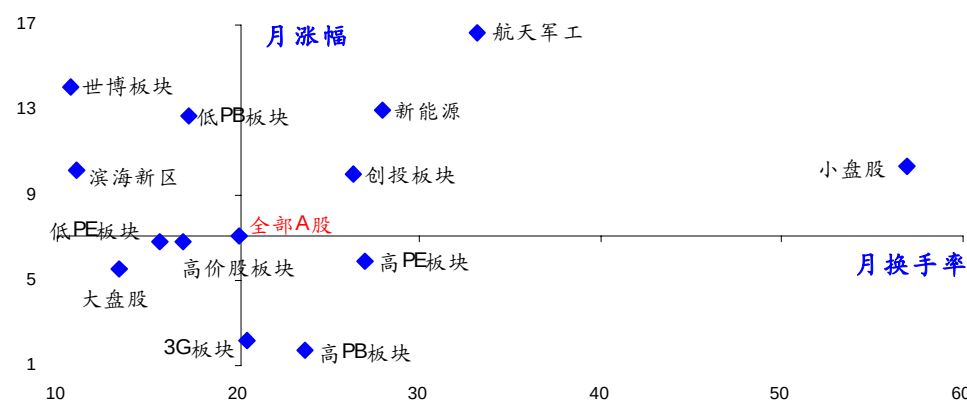


资料来源: WIND 资讯 (数据参考期间: 20090105--20090116)

1.5 主题投资板块表现

在今年一月份的行情中,我们长期重点跟踪的 14 个主题投资板块类品种全部出现不同程度反弹行情。其中航天军工板块、世博会板块、新能源板块与低 PB 板块累计上涨幅度都超过了 10%,位居当月主题投资品种月度涨幅榜前列,走势明显强于同期指数表现;而高 PB 板块、PE 板块、3G 板块与大盘股板块等主题投资品种走势则皆不同程度弱于同期指数表现。

图 9 今年 1 月份 A 股市场 14 个重点主题投资板块市场表现概况 (单位: %)



资料来源: WIND 资讯 (数据参考期间: 20090105--20090116)

表 5 上证综合指数最新十大总市值权重股

证券代码	证券简称	A 股 (亿股)	收盘 (元/股)	A 股总市值 (亿元)	占沪综指权重 (%)
601857.SH	中国石油	1619.2	10.32	16710.4	16.0
601398.SH	工商银行	2509.6	3.56	8934.3	8.5
601988.SH	中国银行	1778.2	3.00	5334.6	5.1
600028.SH	中国石化	699.2	7.43	5195.2	5.0
601628.SH	中国人寿	208.2	19.86	4135.6	4.0
601088.SH	中国神华	164.9	19.19	3164.6	3.0
600036.SH	招商银行	120.5	13.18	1587.6	1.5
601318.SH	中国平安	47.9	29.51	1412.5	1.4
600030.SH	中信证券	66.3	20.57	1363.9	1.3
600900.SH	长江电力	94.1	14.35	1350.6	1.3

资料来源: WIND 资讯 (数据参考日期: 2009 年 1 月 16 日收盘, 上证综合指数最新总市值为 104613.5 亿元)

表 6 沪深 300 指数最新十大流通市值权重股

证券代码	证券简称	流通 A 股 (亿股)	收盘 (元/股)	A 股流通市值 (亿元)	占沪综 300 重 (%)
600030.SH	中信证券	65.7	20.57	1351.5	3.9
601318.SH	中国平安	39.3	29.51	1158.7	3.4
600036.SH	招商银行	72.5	13.18	955.0	2.8
600028.SH	中国石化	128.3	7.43	953.6	2.8
600019.SH	宝钢股份	175.1	5.19	908.9	2.6
601328.SH	交通银行	159.5	5.14	820.1	2.4
600000.SH	浦发银行	50.1	15.62	782.9	2.3
600016.SH	民生银行	178.9	4.34	776.6	2.2
601166.SH	兴业银行	39.8	17.93	713.6	2.1
600900.SH	长江电力	49.1	14.35	704.5	2.0

资料来源: WIND 资讯 (数据参考日期: 2009 年 1 月 16 日收盘, 沪深 300 指数最新流通 A 股总市值为 34561.8 亿元)

2. 2009 年 2 月解禁股: 数量与成本

2.1 2009 年 2 月解禁股数量环比增加 36%

总的来看, 2009 年 2 月份共有 107 家公司有解禁股, 解禁股数量较 1 月份增加了 35.93%。2009 年 2 月份解禁股数量为 112.46 亿股, 市值合计为 1441.59 亿元, 总量高于 2009 年 1 月, A 股可流通比例也从 2009 年 1 月的 37.47% 增至 38.46%, 增加了一个百分点。

表 7 今年 2 月份各周解禁股概况

截至日期	本期开始流通股数 (亿股)	本期开始流通市值 (亿元)	无限售条件股份数量 (亿股)	无限售条件股份市值 (亿元)	限售流通股数量 (亿股)	限售流通股市值 (亿元)	A 股总股本 (亿股)	A 股总市值 (亿元)
2009-02-08	28.28	166.13	6676.19	46688.17	11196.99	72879.16	17873.18	119567.33
2009-02-15	40.40	262.33	6728.18	47030.11	11165.82	72683.24	17894.01	119713.35
2009-02-22	37.17	252.99	6767.05	47296.42	11137.35	72491.17	17904.40	119787.59
2009-03-01	75.80	760.13	6845.22	48077.27	11062.86	71743.08	17908.09	119820.34
合计	181.65	1441.59	27016.64	189091.97	44563.02	289796.64	71579.67	478888.61

资料来源: WIND 资讯

从周分布来看, 2 月份的第一周可解禁量比较少, 第三周和第四周量比较大, 主要是因为招商银行等几家大的公司限售股在第四周解禁。招商银行将在 2009 年 2 月 27 日成为全流通股。

2009 年 2 月份共有 30 家上市公司将实现全流通, 其中股本超过 10 亿的公司有两家, 即招商银行和上海航空。

图 10 今年 2 月份各周解禁股数量及市值

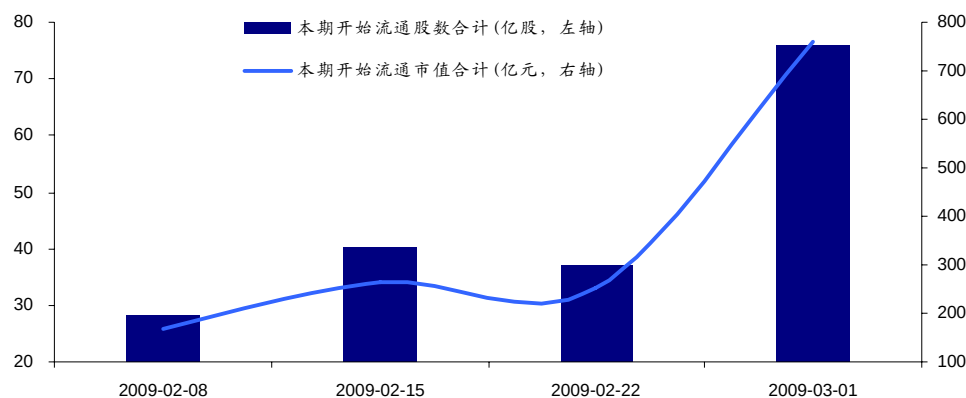
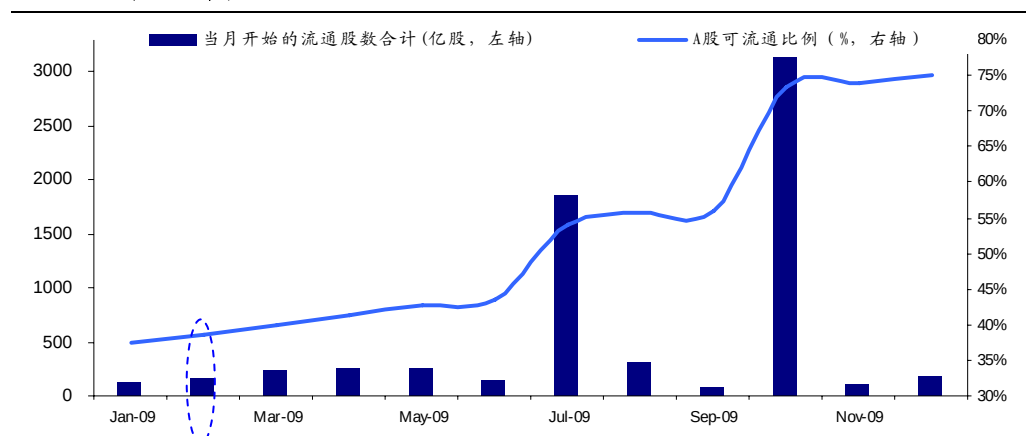


表 8 今年 2 月份解禁股数量最多的上市公司

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	流通股份类型
600036.SH	招商银行	2009-02-27	479923.33	1204518.47	0.00	股权分置限售股份
000031.SZ	中粮地产	2009-02-14	77877.43	181350.31	22.85	股权分置限售股份
000839.SZ	中信国安	2009-02-06	64939.53	151947.94	4052.05	股权分置限售股份
000029.SZ	深深房 A	2009-02-17	57169.08	89165.45	0.56	股权分置限售股份
000429.SZ	粤高速 A	2009-02-17	43053.14	89009.77	1827.00	股权分置限售股份
600648.SH	外高桥	2009-02-16	41720.80	54450.00	26572.34	股权分置限售股份
600581.SH	八一钢铁	2009-02-17	40715.45	76644.89	0.00	股权分置限售股份
600819.SH	耀皮玻璃	2009-02-08	39886.33	54375.01	0.00	股权分置限售股份
000876.SZ	新希望	2009-02-07	34577.71	75617.82	52.32	股权分置限售股份
600266.SH	北京城建	2009-02-09	33150.00	72100.00	2000.00	股权分置限售股份

资料来源：WIND 资讯

图 11 今年各月解禁股股数及 A 股可流通比例



资料来源：WIND 资讯

表 9 今年 2 月实现全流通的个股一览表

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	流通股份类型
600036.SH	招商银行	2009-02-27	479923.33	1204518.47	0.00	股权分置限售股份
600591.SH	上海航空	2009-02-14	31404.83	108150.00	0.00	股权分置限售股份
600100.SH	同方股份	2009-02-10	24698.31	97697.06	0.00	股权分置限售股份
600581.SH	八一钢铁	2009-02-17	40715.45	76644.89	0.00	股权分置限售股份
600851.SH	海欣股份	2009-02-09	4221.09	73820.61	0.00	股权分置限售股份
600555.SH	九龙山	2009-02-21	22654.28	64900.00	0.00	股权分置限售股份
600123.SH	兰花科创	2009-02-28	20569.50	57120.00	0.00	股权分置限售股份
600819.SH	耀皮玻璃	2009-02-08	39886.33	54375.01	0.00	股权分置限售股份
600426.SH	华鲁恒升	2009-02-22	19322.03	49575.00	0.00	股权分置限售股份
600267.SH	海正药业	2009-02-16	19822.34	44928.00	0.00	股权分置限售股份
600630.SH	龙头股份	2009-02-16	12781.12	42486.16	0.00	股权分置限售股份
600159.SH	大龙地产	2009-02-06	13839.21	41500.16	0.00	股权分置限售股份
000903.SZ	云内动力	2009-02-13	11178.00	37820.00	0.00	股权分置限售股份
600704.SH	中大股份	2009-02-17	4749.13	37475.21	0.00	股权分置限售股份
600090.SH	啤酒花	2009-02-23	15216.23	36791.66	0.00	股权分置限售股份
600501.SH	航天晨光	2009-02-15	15249.48	32440.30	0.00	股权分置限售股份
600112.SH	长征电气	2009-02-27	9813.82	32287.28	0.00	股权分置限售股份
600530.SH	交大昂立	2009-02-27	4472.00	31200.00	0.00	股权分置限售股份
000700.SZ	模塑科技	2009-02-10	12401.60	30904.36	0.00	股权分置限售股份
600226.SH	升华拜克	2009-02-10	10619.99	27036.62	0.00	股权分置限售股份
600529.SH	山东药玻	2009-02-17	5530.28	25738.01	0.00	股权分置限售股份
600463.SH	空港股份	2009-02-06	14678.18	25200.00	0.00	股权分置限售股份
600193.SH	创兴置业	2009-02-07	4522.70	21814.00	0.00	股权分置限售股份
600405.SH	动力源	2009-02-09	569.78	20868.72	0.00	股权分置限售股份
600146.SH	大元股份	2009-02-23	12080.00	20000.00	0.00	股权分置限售股份
600165.SH	宁夏恒力	2009-02-27	3381.06	19395.35	0.00	股权分置限售股份
600373.SH	鑫新股份	2009-02-13	7596.67	18750.00	0.00	股权分置限售股份
600661.SH	交大南洋	2009-02-14	7122.60	17367.68	0.00	股权分置限售股份
600351.SH	亚宝药业	2009-02-16	2447.48	15823.80	0.00	股权分置限售股份
600113.SH	浙江东日	2009-02-08	6375.00	14750.00	0.00	股权分置限售股份

资料来源：WIND 资讯

2.2 定向增发机构配售股：“套牢”族

在 2009 年 2 月份解禁股 167 亿股中，有 3.5 亿股是 2008 年定向增发的机构配售股，占比 2.23%。具体来看，一共是四家上市公司的定向增发机构配售股解禁，即常山股份、国金证券、舒卡股份和西飞国际。

国金证券是吸收合并上市，其原有股价获利仍然丰厚，但是参与常山股份、舒卡股份和西飞国际定向增发的机构都处于“套牢”状态，尤其是舒卡股份和常山股份，当前股价远远仍于当时的增发价格。

实际上，2008 年参与上市公司增发的机构都多多少少存在不同程度的“套牢”，成为股市中从一级市场中走来的“套牢”一族。

处于“套牢”状态的定向增发机构配售股即使解禁，其抛售的意愿相对于股改限售解禁股而言要小得多。不过，这类成为“套牢”族的解禁股占比并不是太大。

表 10 今年 2 月定向增发机构配售股增发价与当前股价对比

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	流通股份类型	股价(元)	增发价(元)	股价低于增发价的比例
000158	常山股份	2009-02-02	10396.10	71885.90	0.20	定向增发配售股	3.30	8.35	-153.03%
600109	国金证券	2009-02-02	5644.33	13382.84	36629.26	定向增发配售股	25.88	8.47	67.27%
000584	舒卡股份	2009-02-25	6300.00	29735.73	11152.56	定向增发配售股	4.21	13.30	-215.91%
000768	西飞国际	2009-02-25	12950.00	54601.61	58017.41	定向增发配售股	14.60	25.18	-72.47%
合计			35290.43	169606.08	105799.44				

资料来源: WIND 资讯 (注: 股价为 2009 年 1 月 15 日收盘价)

3. “大小非”增减持: 实情与最新政策

3.1 实情回顾: 减持多于增持

我们在 2009 年第 1 季度 A 股策略报告中分析过“大小非”持有者是当前股市重要的参与者, 其持股数量巨大、成本低且拥有较强的信息优势, 那么, 进入 2009 年后这些重要的参与者有什么样的行动表现呢?

这里我们来看一下 2009 年 1 月份上市公司股票增减持情况。统计数据显示:

1、减持公告的数量远多于增持公告的数量。2009 年 1 至 15 日内, 上市公司大股东及高管公司公告的减持股票总量 3.09 亿股, 市值 22.78 亿元, 增持量 0.78 亿股, 市值 4.4 亿元。

2、在发布的减持公告中, 减持的大股东不少是前五大股东。如, 时代科技 (000611) 的第一大股东时代集团三次公告减持、康恩贝 (600572) 的第二大股东上海和远科技发展有限公司、青海华鼎 (600243) 第二大股东减持、平高电气 (600312) 第三大股东减持、绿景地产 (000502) 的第二大股东减持等。

表 11 截止 2009 年 1 月 15 日上市公司大股东和高管减持股票一览

代码	股票名称	变动起止日期	股东名称	股东类型	减持数量(万股)	通过大宗交易系统(万股)	变动部分参考市值(万元)	变动数量占流通股比(%)	变动后持股比例(%)
000766	通化金马	20080505-20090115	通化永信投资公司	公司	487.8	-	2185.34	1.4	27.11
000762	西藏矿业	20080417-20090114	杭州华泰信投资公司	公司	376.53	-	4171.95	1.87	7.22
000611	时代科技	20090114-20090114	时代集团公司 (第一大股东)	公司	763.23	763.23	2907.91	4.03	24.85
002073	青岛软控	20071018-20090114	王健摄	高管	1424.7	-	25245.68	7.54	5.08
600284	浦东建设	20081028-20090114	海通证券股份有限公司	公司	1730	-	15587.3	5	6.63
600480	凌云股份	20081202-20090113	深圳市翔龙通讯公司	公司	312	-	1428.96	2.09	18.68
000100	TCL 集团	20090101-20090113	TCL 集团工会	公司	43.19	-	118.77	0.02	2.68
600252	中恒集团	20090113-20090113	梧州市国资委	公司	502.19	-	3500.26	3	0
000502	绿景地产	20090113-20090113	宽天下投资公司(第二大股东)	公司	900	900	7146	6.69	3.9
000611	时代科技	20090112-20090112	时代集团公司 (第一大股东)	公司	750	750	2790	3.96	27.22
002028	思源电气	20081119-20090112	李锋	个人	284.7	-	8293.31	1.54	2.41
000516	开元控股	20090112-20090112	深圳市创新投资集团	公司	4.45	-	32.31	0.05	13.93
000712	锦龙股份	20080806-20090112	东莞市锦麟实业公司	公司	289.39	-	1695.83	1.87	7.11
600781	上海辅仁	20081112-20090109	金礼发展有限公司	公司	184.74	-	836.87	1.87	11.82
002099	海翔药业	20071226-20090109	重庆医药工业研究院	公司	64.16	-	590.91	0.79	0.35
002099	海翔药业	20090105-20090109	上海复星化工医药投资公司	公司	9.34	-	60.24	0.11	10.35
601168	西部矿业	20080807-20090109	Goldman Sachs Strategic Investments (Delaware) L.L.C.	公司	7804.1	-	58920.96	4.56	4.79
000522	白云山 A	20090109-20090109	蒋菲	个人	443.89	-	2552.37	1.27	1.84
600106	重庆路桥	20090109-20090109	重庆国际信托公司	公司	7461.3	7461.3	41037.15	19.89	25.04
600993	马应龙	20081204-20090108	武汉国资经营公司及其一致行动人武汉华汉投资管理公司	公司	103.53	-	2387.4	1.52	20.41
600785	新华百货	20090105-20090108	中国平安人寿保险	公司	108.33	-	1149.38	0.78	4.45
002028	思源电气	--20090107	李霞	个人	197.05	-	9649.54	1.06	12.59
600485	中创信测	20090106-20090107	李军	高管	60	-	737.4	0.64	6.64
002138	顺络电子	20090101-20090107	广东省科技风投公司 (原第二大股东, 现减为第三大股东)	公司	37.4	-	434.21	0.92	9.75
002178	延华智能	20090107-20090107	胡美珍	个人	400	400	3312	14.73	8.43
000058	ST 赛格	20090107-20090107	广州福达企业集团	公司	757.64	757.64	1545.59	2.31	6.56
002015	霞客环保	20081117-20090106	赵方平	个人	186.9	-	962.54	1.28	2.83
600572	康恩贝	20090106-20090106	上海和远科技发展有限公司 (第二大股东)	公司	1530	1530	8675.1	9.09	1.46
000611	时代科技	20090106-20090106	时代集团公司 (第一大股东)	公司	1249	1249	4583.83	6.59	29.55
000058	ST 赛格	20081217-20090106	广州福达企业集团	公司	505	505	1080.7	1.54	7.53
600243	青海华鼎	20080317-20090105	青海天象投资 (第二大股东)	公司	201.65	-	1068.75	1.91	24.53
600312	平高电气	20081201-20090105	国联信托 (第三大股东)	公司	641.01	-	8634.4	1.98	4.73
000415	汇通集团	20090105-20090105	深圳市淳大投资公司	公司	1040	1040	4492.8	4.63	14.82
合计					30853.22	15356.17	227815.76		

资料来源: WIND 资讯 (注: 股价为 2009 年 1 月 15 日收盘价)

表 12 截止 2009 年 1 月 15 日公司和个人增持上市公司股票一览

代码	股票名称	变动起止日期	股东名称	股东类型	增持数量(万股)	通过大宗交易系统(万股)	变动数量占流通股比(%)	变动部分参考市值(万元)
600106	重庆路桥	20090109-20090109	重庆国信投资控股公司	公司	7461.3	7461.3	19.89	41037.15
002178	延华智能	20090107-20090107	上海玖歌投资管理公司	公司	100	100	3.68	828
002178	延华智能	20090107-20090107	张纯骥	个人	300	300	11.05	2484
合计					7861.3	7861.3		44349.15

资料来源: WIND 资讯 (注: 股价为 2009 年 1 月 15 日收盘价)

3.2 最新政策：正在加紧建立国有股实时监测系统

由于大量的 A 股属于国有股，那么在当前“大小非”解禁压力日益增大的情况下，属于国有股的“大小非”的减持问题则倍受市场关注。

2009 年 1 月中旬，管理层又有了新的声音。

2009 年 1 月 16 日的《证券时报》头版报导：“国务院国资委有关负责人对媒体表示，国资委和证监会正在加紧建立国有股实时监测系统，有望在两三个月内建成使用”。

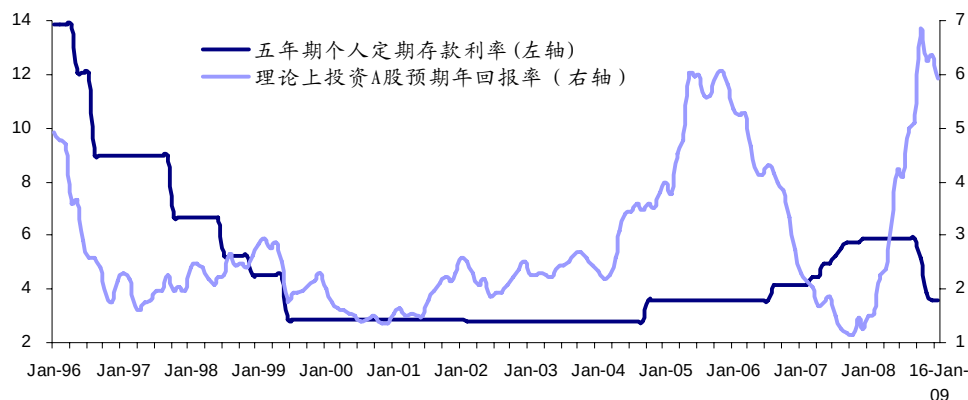
这是利好的管理举措，但其将会对市场产生什么的影响，还有待进一步跟踪观察。

4. A 股独立行情能否延续？

4.1 股票理论预期投资回报率较国债与定期存款相对优势渐显

伴随近几个月我国银行利率的不断大幅下调，我国五年期个人定期存款（整存整取）利率已由本轮降息周期的起点、即 2008 年 9 月份 5.85% 的水平大幅下调至目前 3.60%。然而，截至今年 1 月 16 日收盘，A 股市场以 2007 年年报计算的静态 PE 值约为 16.1 倍，意味着目前理论上投资 A 股市场预期年回报率约达 6.2%，明显高于我国最新的五年期个人定期存款（整存整取）利率水平。

图 12 现阶段投资 A 股股票较五年期个人定期存款回报率逐渐增强（%）

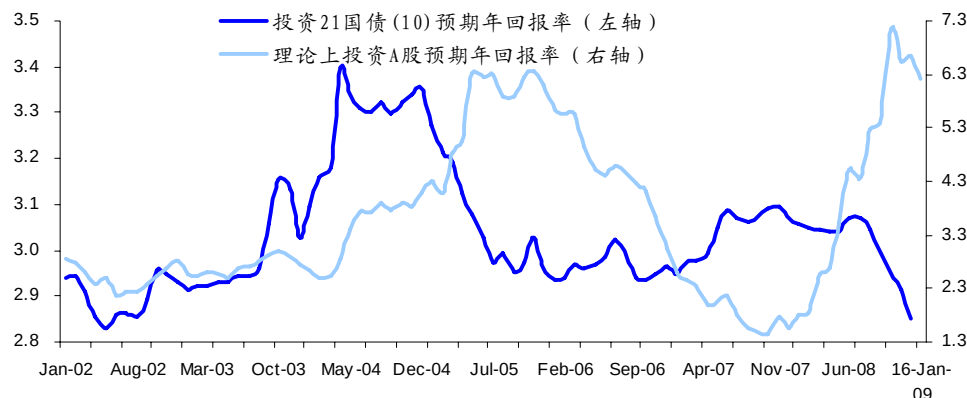


资料来源：WIND 资讯（说明：投资 A 股理论预期年回报率 $\% = 100 \times 1/PE$ ）

此外，受近几个月我国银行存款利率大幅下调及市场预期我国银行利率仍将进一步下调等因素的刺激，自 2008 年 9 月份以来，我国债券市场行情景气度快速回升，并由此导致我国债券市场的各种债券品种投资收益率普遍持续显著下降。

以 2001 年 10 月 11 日上市交易的 2001 记帐式十年期国债（债券简称为“21 国债（10）”）为例，截至今年 1 月 16 日收盘，该债券的投资收益率仅约为 2.9%，同样明显低于当前理论上投资 A 股市场预期年回报率约达 6.2% 的水平。

图 13 现阶段 A 股市场较国债投资吸引力不断增强 (%)



资料来源：WIND 资讯（说明：投资 A 股理论预期回报率 $\% = 100 \times 1/PE$ ）

不过，由于我们计算理论上投资 A 股的预期年回报率时，参考的 PE 值为静态数据，因此，计算结果理论上投资 A 股预期年回报率与实际值会有所偏差。如计算截至 2009 年 1 月 16 日的 A 股理论上投资预期回报率时，我们采用的数据为 2007 年度加权 EPS 数据，而实际上，考虑到 2009 年度 A 股加权 EPS 可能低于 2007 年度值，因此，计算结果会使得最新的理论上投资 A 股预期年回报率偏高。

4.2 我国流动性初显改善迹象

统计数据显示，2008 年 12 月份我国狭义货币供应量 M1 同比增速约达 9.1%，出现了自 2007 年 9 月份以来我国货币供应量增速首次有力度回升，较 2008 年 11 月份我国货币供应量 M1 同比增速 6.8% 的水平提升了近 2.3 个百分点，预示着自 2008 年第三季度起我国宏观经济政策所采取的“由紧转松”措施可能已开始见效。

从历史经验数据看，自 1997 年至 2005 年期间我国货币供应量 M1 增速所经历的三轮周期中的三轮收缩期累计时间跨度分别为 18 个月、20 个月与 13 个月，而 2007 年 9 月份以来我国 M1 增速所经历的最近一轮收缩期，截至 2008 年 11 月份，累计时间跨度已达 15 个月，因此，不排除 2008 年 12 月份 M1 增速的反弹是新一轮货币供应量扩张期开始的较大可能性，如果该假设成立，则对 A 股市场未来几个月的运行趋势将构成一项重要的超预期利多因素。

表 13 我国货币供应量 M1 增速近三轮扩张周期与四轮收缩周期概况

	起始月份	起始月份 M1 增速值	终止月份	终止月份 M1 增速值	时间累计跨度
流动性扩张周期一	1998 年 6 月	8.7%	2000 年 6 月	23.7%	25 个月
流动性扩张周期二	2002 年 1 月	9.5%	2004 年 3 月	20.2%	27 个月
流动性扩张周期三	2005 年 3 月	9.9%	2007 年 8 月	22.8%	30 个月
流动性收缩周期一	1997 年 2 月	22.2%	1998 年 6 月	8.7%	18 个月
流动性收缩周期二	2000 年 7 月	23.7%	2002 年 1 月	9.5%	20 个月
流动性收缩周期三	2004 年 4 月	20.1%	2005 年 3 月	9.7%	13 个月
流动性收缩周期四	2007 年 9 月	22.8%	2008 年 11 月	6.8%	15 个月

资料来源：海通证券研究所

根据历史数据显示，我国货币供应量 M1 同比增速与上证综合指数同比涨幅之间存在较显著的正向相关关系。在我国货币供应量 M1 增速近三轮扩张期期间，A 股市场分别出现了 1999 年的“5·19 行情”、2003 年的“五朵金花行情”与 2005 年至 2007 年期间的

“新世纪大牛市行情”。

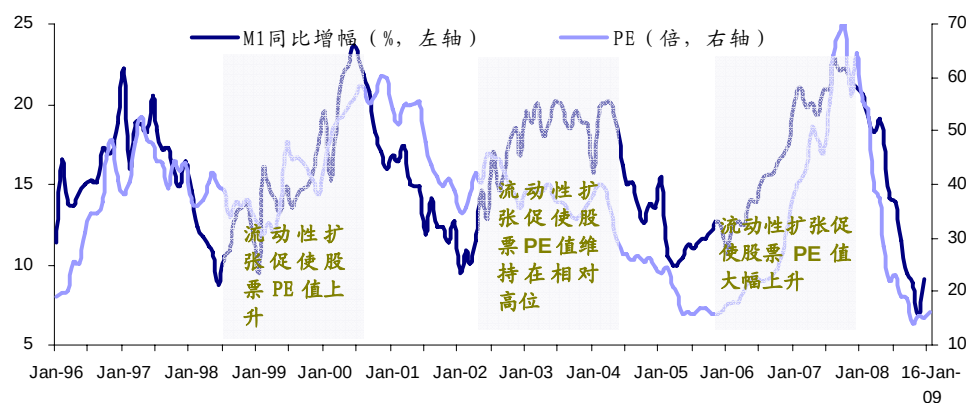
图 14 我国 M1 增速近三轮扩张期期间 A 股市场普遍出现不同程度涨幅 (%)



资料来源：WIND 资讯（数据参考期间：1995 年 12 月-8 年 12 月）

此外，从历史数据看，我国货币供应量 M1 同比增速与 A 股市场 PE 估值水平变化同样存在较显著的正向相关关系，一般而言，在货币供应量 M1 增速扩张期，A 股市场 PE 估值往往会出现不同程度的回升或维持在较高水平。

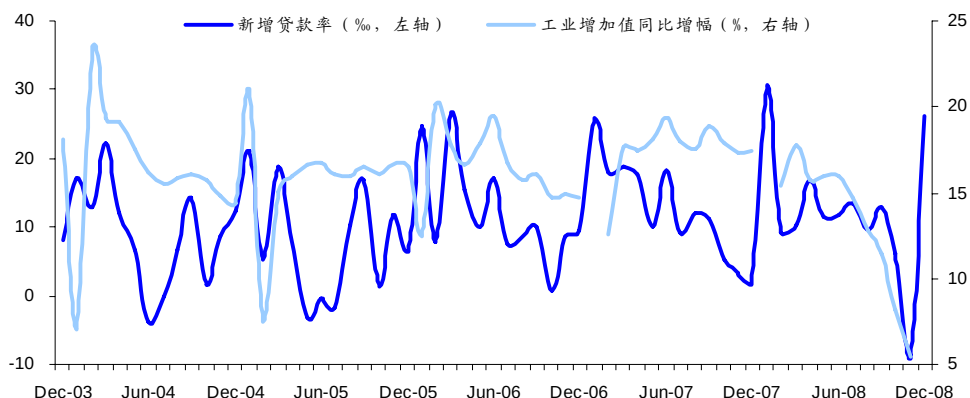
图 15 我国 M1 增速近三轮扩张期期间 A 股市场估值定位普遍较高



资料来源：WIND 资讯（数据参考期间：1996 年 1 月-2009 年 1 月 16 日）

此外，伴随宏观经济政策面的持续回暖，2008 年 12 月份我国新增贷款额多达 7718.2 亿元，与 2008 年 11 月份我国新增贷款为负数的局面相比，获得了迅速的改善。我们认为，银行新增贷款的迅速放大，不仅有利于缓解此前投资者对银行惜贷高度忧虑的局面，同时也将有利于抑制此前我国工业增加值同比增速持续大幅回落的不利局面。

图 16 去年 12 月份新增贷款大幅增加有利抑制工业增加值增速快速下滑态势



资料来源：WIND 资讯（说明：月度新增贷款率 $\% = \text{当月新增贷款额} / \text{上月末贷款余额} \times 1000$ ）

因此，如果未来几个月我国货币供应量 M1 增速继续维持 2008 年 12 月份的回升趋势，则将有利于抑制此前 A 股市场 PE 估值持续颓势格局，并有望对 A 股市场阶段性运行趋势构成不可忽视的潜力利好。

4.3 宏观经济与产业发展扶持后续政策依然值得期待

自 2008 年 11 月份国务院宣布推出 4 万亿元经济刺激方案之后，近两个月一批新的支持各重点行业发展相关政策再次陆续密集出台。包括支持房地产行业发展的放贷利率七折优惠、政府向东方航空与中国国航等民航企业注资、实施减收车辆购置税、支持并推进钢铁企业联合重组等众多产业利好政策相继出台并实施。

我们认为，在海外主要发达经济体经济增速低迷依旧，以及我国宏观经济仍未完全摆脱“硬着陆”潜在风险的大背景下，我国宏观经济与产业发展扶持更新的后续利好政策出台依然值得期待，如可能出台进一步下调银行利率与存款准备金率、振兴石油石化行业政策、装备制造业振兴规划方案、向电力央企注资、进一步上调部分行业产品出口退税率等。

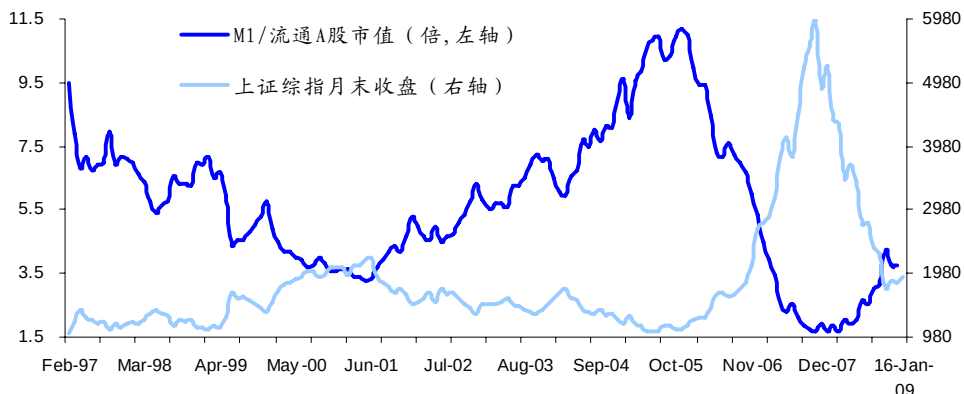
鉴于房地产板块、石油石化板块、钢铁板块、电力板块、交运板块等皆属于 A 股市场的权重板块，因此，如果上述利好政策预期继续逐渐兑现，无疑将有利于改善低迷已久的市场信心。

4.4 现阶段 A 股市场并不具备战略性投资机会

尽管现阶段我国宏观经济政策面、市场流动性与信贷增速等几个重要方面已陆续获得改善迹象，但是，我们并不认为目前 A 股市场已具备战略性投资机会。

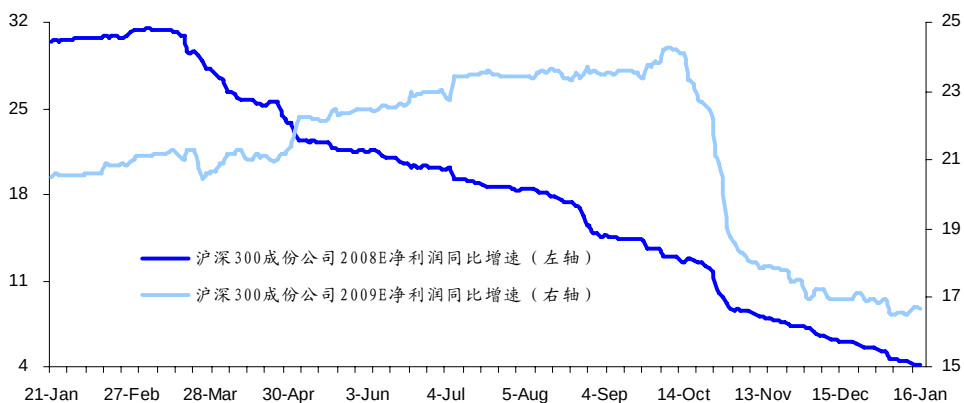
一方面，流动性改善才刚露端倪，场外潜在可流入 A 股市场的资金并不十分充裕。数据显示，在 1999 年“5·19 行情”启动前夕，我国货币供应量 M1 余额超过 3.8 万亿元人民币，同期 A 股市场流通市值合计约 5700 亿元，M1 与流通市值之比超过 6 倍；在 2003 年“五朵金花行情”启动前夕，我国货币供应量 M1 余额约为 8 万亿元，同期 A 股市场流通市值合计不足 1.2 万亿元，M1 与流通市值之比接近 7 倍；在 2005 年 6 月份“新世纪大牛市行情”启动前夕，我国货币供应量 M1 余额高达近 10 万亿元，同期 A 股市场流通市值合计约 9000 余亿元，M1 与流通市值之比超过 10 倍；而截至 2008 年 12 月，我国货币供应量 M1 余额约为 16.6 万亿元，以今年 1 月 16 日收盘价格计算的 A 股市场流通市值合计约为 4.88 万亿元，M1 与流通市值之比不足 4 倍。

图 17 上证综指月度收盘与同期我国 M1/流通 A 股市值之商显著反向相关



资料来源：WIND 资讯（数据参考期间：1997 年 2 月-2009 年 1 月 16 日）

图 18 近一年行研对沪深 300 成份公司 2008 年与 2009 年业绩预测一致预期趋势（%）

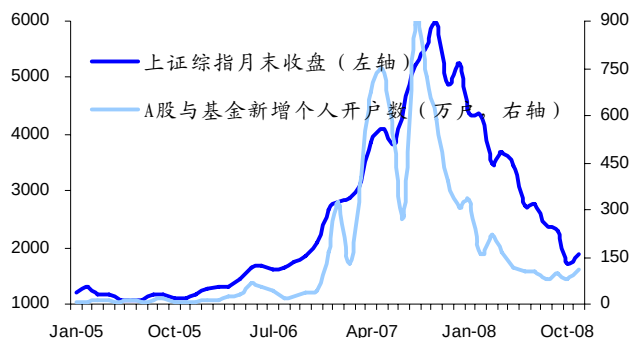


资料来源：WIND 资讯

另一方面，投资者对我国宏观经济面临的潜在“硬着陆”风险及海外主要发达经济体面临的衰退压力的忧虑仍未消除。数据显示，伴随市场对经济前景悲观预期的延续，行业分析师对沪深 300 指数成份公司 2009 年业绩预测一致预期值仍在不断下调。根据我们的测算，在中性预期与悲观预期两种情形下，全部 A 股 2009 年业绩同比下滑幅度分别为 5%与 19%。

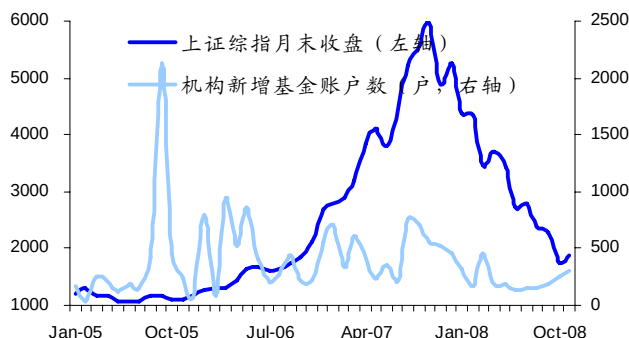
事实上，尽管近阶段 A 股市场走势有回稳迹象，但个人投资者与机构投资者的股票与基金新增开户数依然表现欠佳，显示目前场外资金对 A 股市场的投资热情并未显著提升。

图 19 上证综指表现与同期个人投资者开户数变化趋势



资料来源：WIND 资讯（数据参考期间：2005 年 1 月-2008 年 11 月）

图 20 上证综指表现与同期机构投资者开户数变化趋势



资料来源：WIND 资讯（数据参考期间：2005 年 1 月-2008 年 11 月）

5. 年报掘金和主题投资

在 2009 年 2 月份，我们对 A 股市场资产配置的总体思路可以概括为：年报掘金和主题投资。年报掘金指的是通过对上市公司 2008 年年报业绩的综合分析，同时结合 2009 年一季度行业的最新动态和 2009 年行业业绩的预期，挖掘 2008 年年报中蕴含的投资机会；主题投资指的是把握住市场投资热点和投资主题带来的市场交易性和结构性机会。之所以这样配置，是因为我们认为 2009 年 2 月份，市场主要的机会体现为主题机会和年报机会。

5.1 年报掘金

我们认为可以从两个角度挖掘上市公司 2008 年年报中蕴含的投资机会：（1）关注 2008 年业绩表现优秀，同时 2009 年业绩依然较好的行业和上市公司，因为绩优的年报会推动股价上涨；（2）关注 2008 年年报业绩不佳，但是 2009 年业绩预期表现较好的行业，因为年报的公布，很可能会被市场理解为短期利空出尽，而在短期或者长期积极因素的推动下，股价可能会企稳回升。

为了判断不同行业的 2008 年年报情况，我们拟以它们的 2008 年前三季度的财务数据为基础，同时结合该行业的业绩预警情况数据来综合评判。不同行业的 2008 年年报预警情况和前三季度财务指标数据见下表。

从表中我们可以看出：（1）2008 年业绩表现比较优秀的行业包括煤炭采选、银行、通信设备制造、批发零售贸易、食品饮料、医药生物、部分机械子行业（例如输变电设备）、部分化工子行业等；（2）2008 年业绩表现难以乐观的行业包括电力煤气水、农林牧渔、保险、有色金属矿选、石油和天然气开采、金属非金属、纺织服装皮毛等行业。

再结合各行业 2009 年的业绩情况和 2009 年 1 季度的行业动态综合考虑，我们认为：（1）存在第一种角度机会的行业包括通信设备制造、食品饮料、医药生物、部分机械子行业和部分化工子行业；（2）存在第二种角度机会的行业包括电力煤气水和金属非金属。

电力煤气水行业的投资机会在于需求的较刚性和煤价下跌带来的成本下降。金属非金属行业中，我们觉得钢铁行业可能存在短期的交易型机会，值得关注。因为该行业存在以下的积极因素：（1）钢铁振兴计划可能会铸就钢铁行业的中长期底部，因为该计划中的控制新产能投放、支持并购重组和增加需求等举措利于钢铁行业的整体复苏和盈利能力提升；（2）产业集中度的提高会有利于铁矿石谈判能力的增加，从而利于生产成本的控制和节约；（3）近期钢价的企稳回升，对稳定市场预期和提升钢铁股的估值水平会有较大的正面影响；（4）而钢铁振兴计划的推出可能是推动钢铁股上涨的催化剂。

表 14 沪深 A 股市场各行业 2008 年前三季度业绩增长情况

板块名称	主营业务收入同比增长率 (%)	主营业务利润同比增长率 (%)	净利润同比增长率 (%)
煤炭采选	51.07	60.15	87.66
通信及相关设备制造	13.92	27.43	74.72
银行	31.38	29.71	52.35
批发零售贸易	28.74	43.52	43.16
交通运输仓储	38.44	29.38	38.11
食品饮料	19.83	23.44	35.56
房地产	26.17	36.15	24.33
通信服务	-25.04	-26.21	23.53
纺织服装皮毛	0.72	16.16	21.39
石油化学塑胶塑料	25.01	6.25	18.05
造纸印刷	24.25	33.85	17.77
金属非金属	32.68	18.41	15.72
机械	22.45	20.58	12.95
建筑	24.42	25.97	10.77
旅游	15.37	19.54	10.67
医药生物	11.2	22.51	10.46
全部 A 股	27.23	12.76	10.19
传播与文化	25.71	19.01	8.88
电子	8.18	19.21	8.65
公共设施服务	3.3	-2.71	-10.01
综合类	12.93	16.36	-18.79
计算机及相关设备制造	7.3	11.33	-28.62
木材家具	17.89	13.48	-29.71
证券期货	-42.42	-26.67	-31.85
石油和天然气开采	35.77	-26.25	-32.12
有色金属矿采选	29.41	-18.73	-33.38
保险	12.23	12.83	-61.35
农林牧渔	24.13	20.04	-80.72
电力煤气及水	23.63	-53.91	-97.14

资料来源：WIND 资讯

表 15 沪深 A 股市场各行业 2008 年度业绩预警概况

单位: 家数	预警公司总数	扭亏	预增	略增	续盈	首亏	续亏	预减	略减	不确定	其他
全部证券	672	45	145	101	36	116	39	126	58	5	1
农林牧渔	19	1	4	3	-	2	3	3	2	1	-
采掘业	11	-	9	-	-	-	-	-	2	-	-
食品饮料	22	2	7	3	-	4	-	6	-	-	-
纺织服装皮毛	40	5	6	3	1	3	3	12	7	-	-
木材家具	4	-	-	-	1	1	-	1	1	-	-
造纸印刷	17	3	1	4	2	4	-	1	2	-	-
石油化学塑胶塑料	83	3	17	12	6	22	5	11	6	1	-
电子	48	4	4	9	3	3	3	9	13	-	-
金属非金属	52	5	9	11	4	12	2	4	5	-	-
机械	109	7	28	19	10	16	4	19	6	-	-
医药生物	37	4	13	5	1	4	4	4	2	-	-
其他制造业	14	-	1	4	1	-	2	4	2	-	-
电力煤气及水	31	-	3	1	-	15	1	11	-	-	-
建筑	11	1	3	2	-	1	-	3	1	-	-
交通运输仓储	16	2	4	1	1	4	-	1	3	-	-
信息技术	46	1	9	16	2	8	3	7	-	-	-
批发零售贸易	34	3	11	1	1	4	4	8	2	-	-
金融保险	8	-	2	-	-	1	-	2	-	3	-
房地产	23	2	7	3	1	2	1	6	-	-	1
社会服务	20	-	3	3	2	4	1	4	3	-	-
传播与文化	6	1	1	1	-	-	-	3	-	-	-
综合类	20	1	3	-	-	6	3	7	-	-	-

资料来源: WIND 资讯

5.2 主题投资

我们认为, 2009 年 2 月值得关注的主题性投资机会主要包括政策主题和成本下降主题。政策主题机会主要来自于国家不断出台的利好政策, 而成本下降主题投资机会则主要来自于 PPI 持续下降, 甚至为负数带来的成本节约。

■ 政策主题

在 2009 年 2 月, 利好政策, 依然是市场关注的焦点和重要投资机会所占。我们预期为了刺激经济增长, 保证 GDP8% 增长目标的实现和稳定股市, 政府依然会不断推出各种利好政策, 从而带来短期的交易性或者长期的投资性机会。

把握这类机会的难点在于对这些政策出台的时间和力度难以准确判断。但我们认为投资者可以通过选定出台可能性比较大、利好作用比较强的政策进行布局, 耐心等待利好政策的出台, 从而享受到利好政策带来的收益。同时, 我们建议投资者在选择投资标的的时候, 选取安全边际比较高的品种。我们预期的 2009 年 2 月或者以后推出概率比较大的利好政策及其带来的投资机会分析见下表。

在这些可能出台的政策中, 我们建议投资者对行业振兴规划要给予足够重视。因为这些行业振兴规划的出台时间可能比较快, 且对相关行业的影响深远, 对这些行业的长远发展前景和行业内的龙头公司的竞争地位和盈利能力都有较大的影响。

表 16 可能出台的利好政策及投资机会

政策	出台的概率	利好行业	值得关注的公司
4 万亿投资计划的实施	大	工程机械	三一重工、徐工科技、山推股份
		水泥	海螺水泥、冀东水泥
		输变电设备	特变电工、金风科技
		3G 设备	中兴通讯
		铁路设备	中国南车、时代新材、天马股份
行业振兴计划	大	钢铁	武钢股份、凌钢股份
		汽车	潍柴动力、中国重汽
		造船	中国船舶、广船国际
		石化	中国石油、中国石化
		轻工	晨鸣纸业、九阳股份
		纺织	美邦服饰
		有色金属	紫金矿业、宝钛股份、南山铝业
		装备制造	三一重工、徐工科技、山推股份、中国南车、时代新材、天马股份、特变电工、金风科技等等
		电子信息	东软集团、航天信息、拓维信息
降息和降低准备金率	大	房地产	保利地产、中国国贸
创业板	大	券商、有创投业务的上市公司	中信证券、张江高科等
融资融券	大	券商、权重股	中信证券、招商银行等等

资料来源：海通证券研究所

■ 需求稳定且成本下降主题

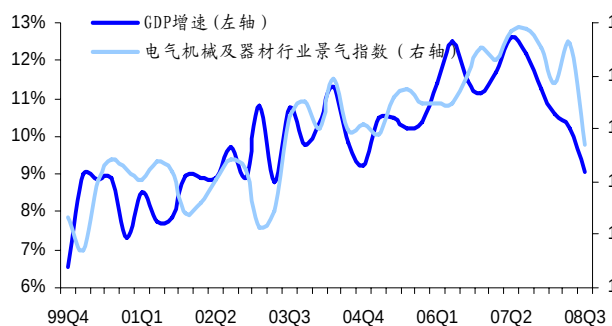
在 PPI 和 CPI 持续下行的今天，成本下降，对很多行业和上市公司来说已经成为了一种常态，但是并不是所有的成本下降都能够带来企业盈利的提升和相应的投资机会。我们认为只有满足以下条件的成本下降才会带来企业盈利的实质性提升，才值得关注：（1）需求刚性，行业没有大量的新增产能投放，这样使得产品价格不会随成本下降而大幅下跌；（2）原材料库存较少，这样上市公司能够实际享受到原材料价格回落带来的成本节约。

成本节约主题，我们建议投资者重点关注电力行业和电力设备行业。

电力行业，2009 年盈利能力有望逆流而上，因为：（1）成本有较大幅度下降。煤价及海运价格下跌有利于降低火电企业的成本压力，2009 年开始执行的增值税改革也将在一定程度上降低电力行业的折旧成本；（2）需求较稳定，价格有望提升，至少保持平稳。电力行业的需求较刚性，其景气度变化趋势见下图，我们预期 2009 年电力行业的景气度虽然也会有所回落，但是其回落幅度将比较有限。同时我们预期电价 2009 年有可能会再一次上调，至少保持不变；（3）国家在今年下半年的连续两次累计上调幅度达 10% 以上的电价调整已经使得电力行业的盈亏平衡点得以大幅降低。根据目前的测算，即使 2009 年煤价不能重新回到 2007 年的水平，但只要年度均价较 2007 年的涨幅在 15% 以内（2008 年秦皇岛山西大混煤炭年均价同比涨幅预计超过 50%），电力行业的获利水平仍存在超过 2007 年的可能性。

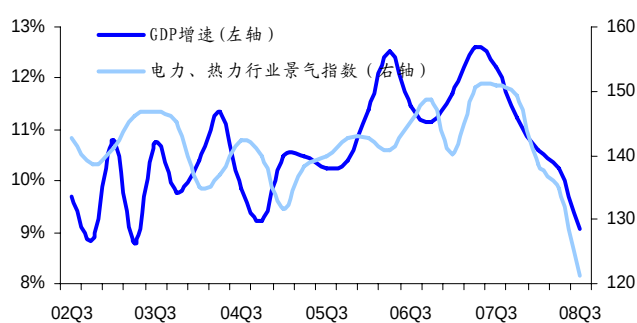
电力设备行业，2009 年盈利将在需求旺盛和成本节约的双重利好因素推动下，继续保持较高速度增长。理由是：（1）硅钢片、铜的价格的大幅度下跌，对电力设备行业的成本节约正面作用较大。硅钢片和铜合计占电力设备行业的成本超过 40%；（2）国家加大基础设施建设力度进一步提升我国电网设备行业的景气度水平，电网设备行业需求在 2009 年里继续保持旺盛，产品价格坚挺。

图 21 电力热力行业景气度变化与 GDP 增速变动对比



资料来源：中经网

图 22 电气机械及器材行业景气度变化与 GDP 增速变动对比



资料来源：中经网

综合上述，2008 年 2 月份，我们认为投资机会主要在：（1）年报机会。值得重点关注的行业为银行、通信设备制造、食品饮料、医药生物、部分机械子行业、部分化工子行业、电力煤气水和金属非金属等；（2）主题投资机会，包括政策主题和成本下降且需求稳定主题。政策主题中值得关注的行业见上表，不同的政策给不同的行业带来投资机会。成本下降且需求稳定主题中，值得关注的行业主要为电力行业和电力设备行业。

信息披露

投资建议分布

右表为海通证券研究所对重点上市公司投资建议分布的汇总表。第一列为各评级的上市公司数,第二列为与海通证券有投资银行业务关系的上市公司的比例。

上市公司投资建议分布 (2009 年 1 月 21 日)		
	公司数 (家)	与海通投行有业务关系 (%)
买入	84	7
增持	92	14
中性	41	12
减持	0	0
卖出	0	0
总数	217	11

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围内的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

邱志承
金融行业核心分析师
(021) 23219396
qiuzc@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

王友红
化学制药及生物制药行业高级分析师
(021) 23219407
wangyh@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪 盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈嵘嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈 勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周 健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
数量助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com