

日期: 2009 年 02 月 02 日



屠骏

021-53519888*1931

tujun@sigchina.com

俞佐杰

021-53519888*1932

yuzuojie@sigchina.com

“触底”预期中的防御与布局

——2009 年 2 月份 A 股市场投资策略

主要观点:

数据回暖趋势有待确认

我们认为春节后社会就业数据出现的“寒流”可能对市场的经济回暖预期形成打击。同时,目前商业银行的中长期贷款主要围绕政府扩张性财政政策投资领域,惜贷情绪并未得到缓解。居民存款定期化的趋势还未改变,货币政策的效应并未得到充分释放,以上因素难免会引发银行信贷数据月度之间的波动。

股市政策预期上升

虽然我们无法预期股市政策在市场关注焦点上产生重大突破,但来自市场基础制度建设与多层次市场建设层面的政策或许将在适宜的时机给 A 股市场带来正面的冲击。其中创业板推出预期的强化与发行制度改革值得关注。

去库存化进程恢复估值弹性

去年 12 月下旬的发电量增速有明显反弹,从 PMI 数据来看,11-12 月库存快速回落,A 股全体上市公司的平均库存一般为 3 个月左右。据此判断,政府基建项目的启动可能加快行业去库存化的进程,并导致行业需求底的提前带来,因此我们认为虽然企业盈利下滑的压力依然存在,但行业估值对于正面因素的弹性正在逐步恢复。

市场趋势判断: 震荡中延续反弹

我们预期 2 月份大盘震荡幅度将有所拓宽,但由于市场预期回升导致估值对正面因素的弹性加大,2 月份大盘震荡暂无法改变反弹的基调。上证指数 2 月份核心波动区间 1850-2150 点。

投资策略及建议:

2 月份我们建议维持整体防御的投资策略。但同时应开始兼顾战略布局的时机。对逐步升温的各类主题投资机会可积极把握。整体而言,周期性行业去库存化预期向好导致的估值反弹机会,在 2 月份大于需求稳定行业持续的估值回升机会。生物医药、电力设备以及基建行业目前的估值水平已经基本反映了稳定需求,2 月份调为标配。信息设备未来受 3G 建设推动,行业景气将得到显著提升,依然作为超配选择。

报告编号

TJ09-M0102

相关报告

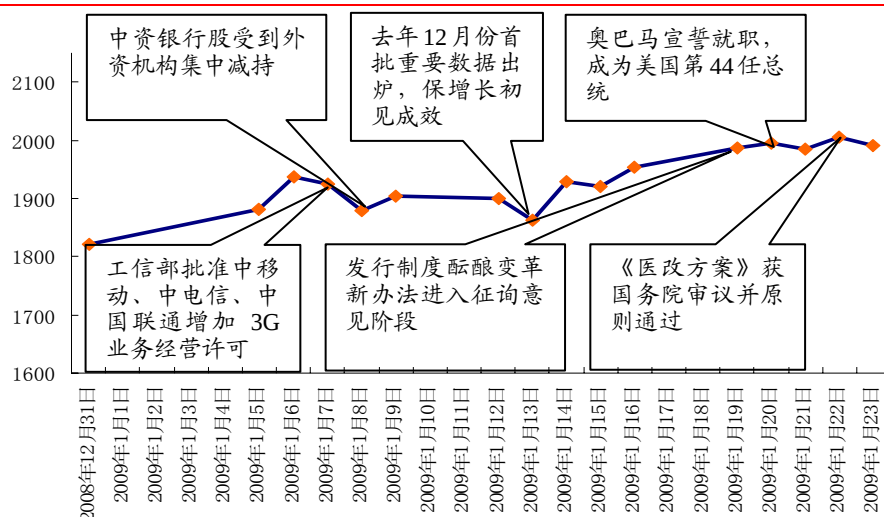
2009 年 1 月 A 股投资策略——穿越资金推动行情的迷雾

最近 3 个月沪深 300 指数表现



一、一月市场回顾：六年来的最“牛”开局

图 1 2009 年 1 月份 A 股市场运行状况



数据来源: Wind 上海证券研究所

1 月份 A 股市场 15 个交易日基本处于温和震荡上升的过程中。市场的整体波动区域在我们月度投资策略报告预测的 1750-2000 区间内。1 月份上证综指累计上涨达 9.33%，深圳成指累计上涨 8.17%。两市 453 只股票涨幅超过 20%，158 只股票涨幅超过 30%，1 月份成为 A 股 6 年来最“牛”的开局。在陆续出台的利空经济数据和企业亏损消息的轮番打击下，周边市场 1 月份依然笼罩在熊市的阴影中，但 A 股因 12 月份经济数据的回暖与股市流动性充裕预期而独立走强。其中折射出投资者对中国经济率先复苏的理性预期。

■ 市场预期出现微妙变化

当“最坏的时刻是否已经过去”？成为对当前市场环境的基本判断时，出现回暖迹象的 12 月宏观经济数据成了 1 月份市场关注的焦点。在此过程中，市场对宏观经济数据的解读已经从单边恐慌转变为对复苏预期的挖掘。这种市场预期的微妙变化贯穿于整个 1 月份，并且对于市场的投资行为构成了积极的影响。

■ 热点转化重获价值基础

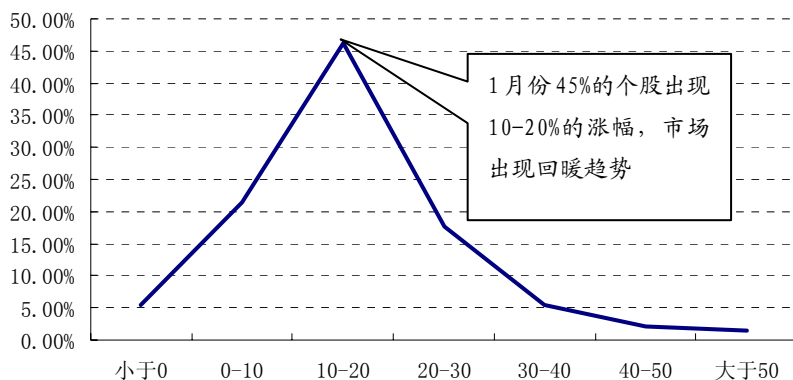
1 月份结构性行情出现明显热点切换迹象。主要表现在两方面：首先，周期性行业估值支撑逐步增强。而前期受益于 4 万亿投资拉动的建筑建材行业以及医药生物等强势行业出现滞涨，这是去库存化预期向好下机构投资者阶段性调仓的表现。其次，连续获得超额收益的小盘股明显失宠，低市盈率、绩优股大盘股逐步走强。这主要反映了

12 月份经济数据回暖趋势下，市场对未来宏观经济预期的改善，尤其是对流动性的乐观判断导致了资产配置方向改变，蓝筹股的估值修复要求得到了体现。

1 月份市场运行特征：盈利效应重回市场

1 月份绝大部分个股出现上涨。45%的个股月涨幅在 10%-20%之间，约 5%的个股月涨幅在 30%-40%之间。1 月份市场在系统性风险反复释放后，出现了显著的回暖趋势，盈利效应重回市场。

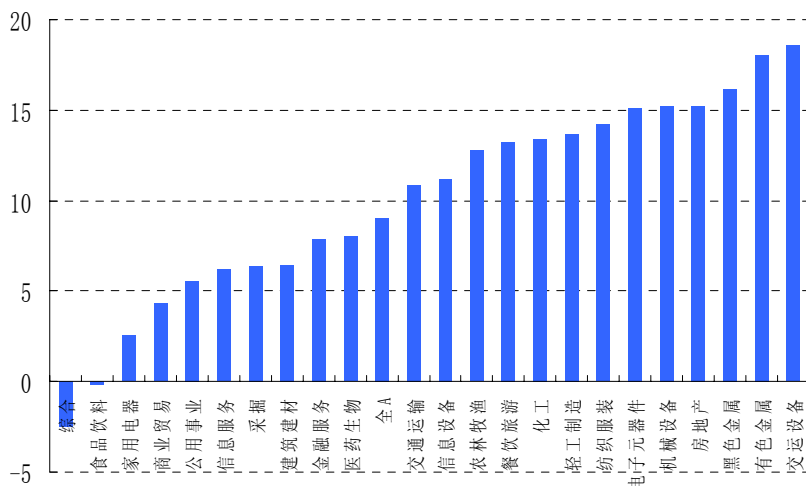
图 2 2009 年 1 月份个股涨跌幅分布



数据来源：Wind 上海证券研究所

1 月份除了综合类由于非正常因素出现下跌外，其他的行业指数均出现不同程度上涨。其中交运设备、有色金属以及黑色金属等行业涨幅居前，显示了股价超跌与估值支撑正在成为行业走强的催化因素。同时，食品饮料、家用电器、商业贸易等行业涨幅落后，显示前期抗跌的抗周期行业由于估值优势丧失，对资金的吸引力正在减弱。

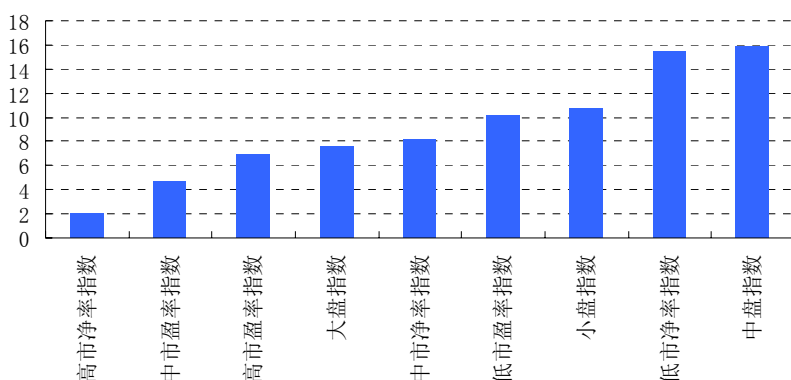
图 3 2009 年 1 月份行业指数表现



数据来源：Wind 上海证券研究所

1 月份风格指数全面上涨，市场风格并不十分突出。上半月小盘股的强势向下半月的大盘股转换，有效支撑了市场的强势特征。总体来看，低市净率与低市盈率指数的逐步走强，显示 1 月份反弹行情的延续已初步获得价值支撑，这有利于未来行情的延续

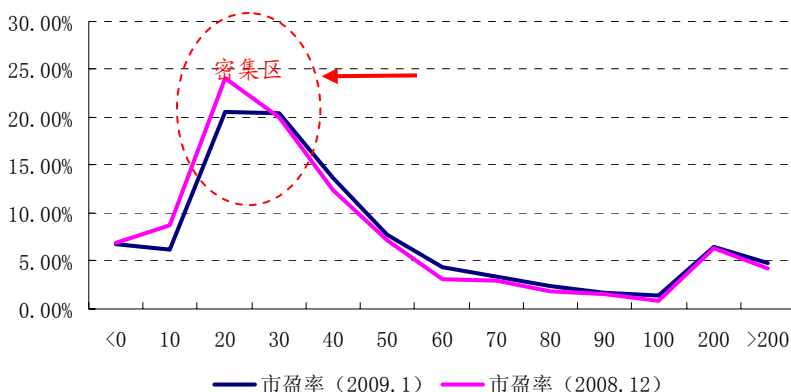
图 4 2009 年 1 月份风格指数表现



数据来源: Wind 上海证券研究所

1 月份市场市盈率分布特征与 12 月份相差不大。但是在 20-40 倍市盈率区间中的个股数量较去年 12 月份有所下降，这与大盘反弹过程市场价格中枢整体上移密切相关。

图 5 2009 年 1 月份市盈率分布



数据来源: Wind 上海证券研究所

二、2 月份市场环境：“经济触底”需要确认

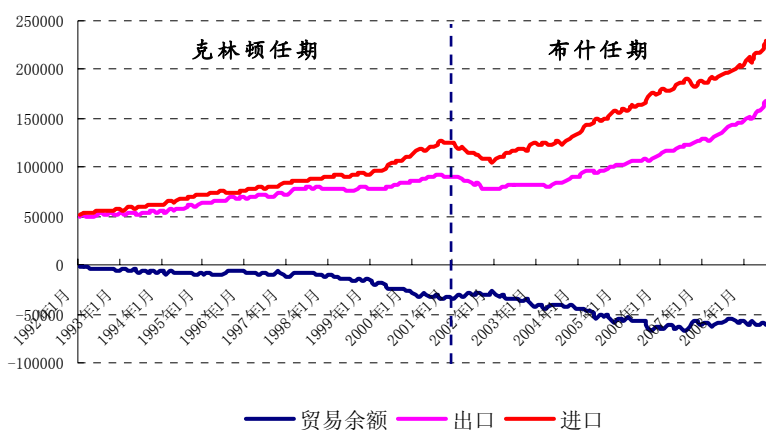
2 月份 A 股市场所面临的内外部宏观环境出现分化，奥巴马上任短期无法改变美国经济的下滑惯性，外需不利影响与贸易争端的阴影依然挥之不去。而 12 月份经济数据的回暖令 A 股市场看到了经济触底的“一米阳光”，流动性充裕的预期更成为了反弹的重要推动力。但我们认为一季度经济触底预期成为现实仍有赖后续数据的印证，在此过程中市场对经济触底预期的波动将成为大盘震荡的主导因素。2 月份股市“流动性反击”力度不宜高估，重点关注股市政策可能对市场构成的正面影响。

1、宏观经济背景：回暖趋势有待确认

■ 外围不确定性影响持续弱化

TARP是美国对金融市场的“止血”计划，其核心目标没有脱离对金融体系的救助。即将获得通过的第二批TARP资金的救助重点将是那些潜在的“出血点”，即消费信贷、信用卡贷款以及市政债券市场等。第二批TARP计划的实施将有助于美国金融市场继续实现稳定，有助于“经济复兴计划”取得预期效果。我们认为短期内“经济复兴计划”对美国经济的刺激作用将是明显的，长期内仍然有效。美国经济的负增长会延续到第二季度，第三季度会由负转正。外围市场前期的单边悲观预期同样在改善，对A股市场的不确定影响将持续减弱。但奥巴马执政后，其保护性的贸易政策必将对中国的出口造成负面影响，这依然值得关注。

图6 美国“公平贸易”时期的贸易逆差小于“自由贸易”时期



数据来源：CEIC 上海证券研究所

■ 数据解读的心理变化

12月份宏观经济数据的回暖迹象显示，在经过9、10、11月急剧下滑后，经济自身的弹性加上政府积极的刺激政策已经开始发挥一定的稳定作用。同时市场对数据解读的心理变化也正在向挖掘复苏预期转变。我们认为这是市场信心回升的反映。这种心理变化目前主要反映在行业的估值水平已经对政策利好与去库存化预期表现出弹性。因此虽然机构投资者一致调低了2009上市公司盈利增长-15%至-25%，未来A股市场可能还会受到上市公司年报和一季报业绩的局部负面冲击。但我们认为1月份经济数据，如果不出现超预期的下滑，对市场而言可能构成正面信息。这对于2月份的A股市场显然是一个积极的信号。

■ 回暖趋势有待确认

从12月份工业增加值同比、发电量同比跌幅趋缓以及PMI、M1、M2、银行信贷数据见底回升看，经济数据的回暖迹象确实已经出现，但是12月份CPI、PPI数据以及去年四季度GDP下滑趋势依然在持续。而且我们认为春节长假后就业形势与银行信贷增长趋势依然存在不确定性。

春节期间人保部有关负责人预计今年一季度将是就业最严峻的时候，但上半年应该能看清“底部”。因此我们认为春节后社会就业数据出现的“寒流”可能对市场的经济回暖预期形成打击。同时，目前商业银行的中长期贷款主要围绕政府扩张性财政政策投资领域，惜贷情绪并未得到缓解。居民存款定期化的趋势还未改变，货币政策的效应并未得到充分释放，以上因素难免会引发银行信贷数据月度之间的波动，

因此，虽然12月份经济数据出现回暖趋势，但未来经济下滑趋势能否在1季度触底依然需要一个数据持续披露的确认过程，市场预期随之产生的调整将成为2月份市场最重要的影响因素。

图7 2003年以来GDP变化趋势

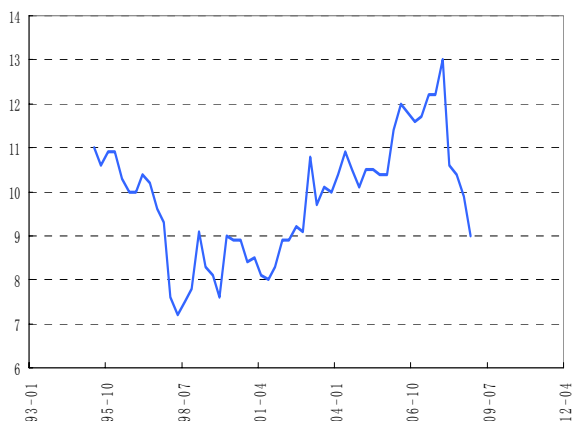
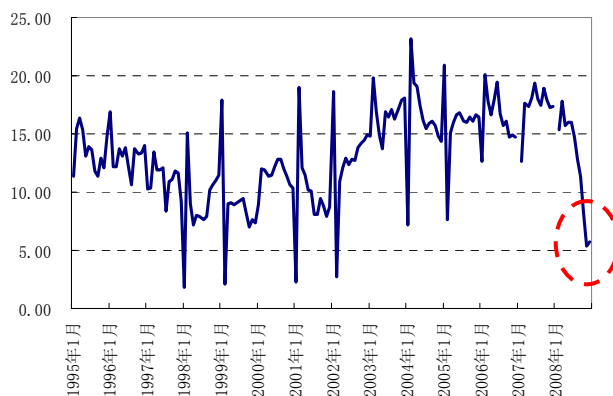


图8 工业增加值当月同比



数据来源: Wind 资讯上海证券研究所

图9 发电量当月同比

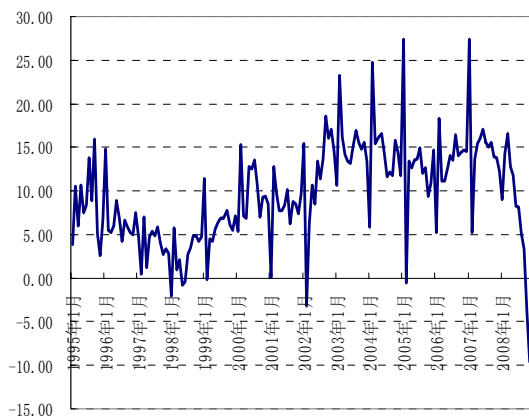
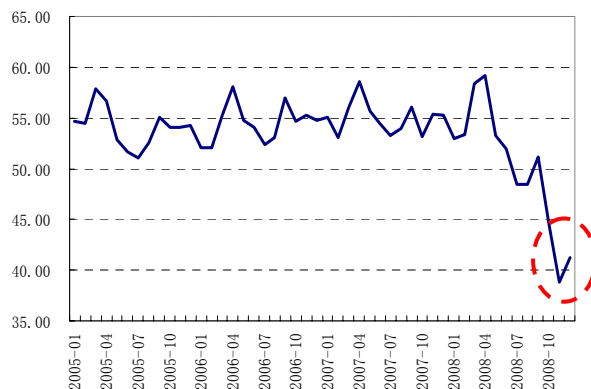


图10 PMI指数



数据来源: Wind 资讯上海证券研究所

图11 CPI与PPI

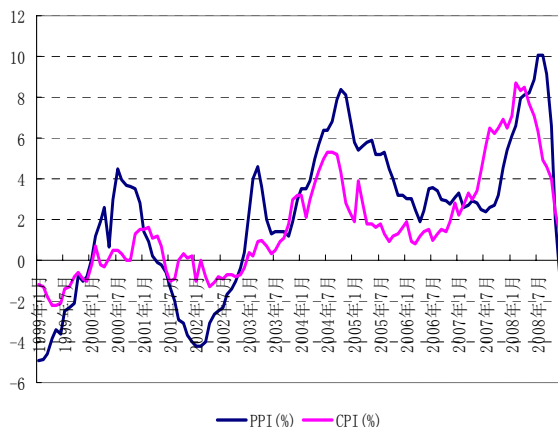
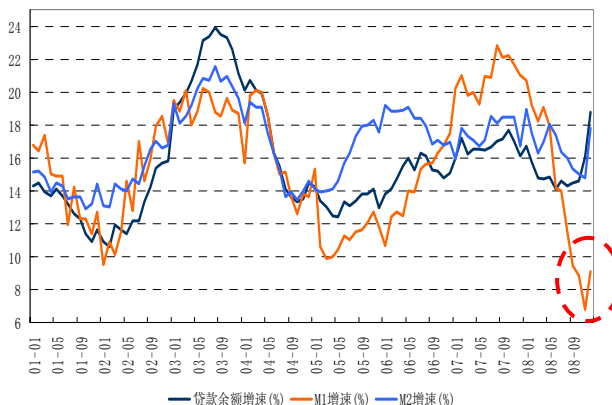


图12 M1、M2与贷款余额



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 产业扶持政策利好效应弱化

前期市场关注的产业扶持政策主要聚焦在钢铁、汽车两大领域。整体看,产业扶持政策的利好效应有趋弱迹象。例如《汽车行业调整振兴规划》实质性措施较为有限,力度远逊于市场预期。对于自主品牌、汽车信贷等更多地还是原则性和引导性的用词,因此在这样的政策环境下2009年汽车业的发展形势依然不容盲目乐观。《装备工业振兴规划》内容基本已经完成,近期可能上交国务院。过去一直被忽视的基础零部件第一次被纳入到支持发展的领域当中。但市场对该领域反映积极性有限,反而是行业内的电力设备板块出现反向走弱。

我们预计在“两会”之前,船舶、石化、纺织、轻工、有色金属、装备制造和电子信息等行业的振兴计划将陆续出台。但由于产业扶持政策对相关行业估值的提升并非时点性事件,而是一个长期渐进的过程,因此我们认为2月份产业扶持政策对于市场结构性机会的催化剂效应将减弱。

2、市场内部因素：股市流动性反转仍需等待

■ 股市政策预期上升

大盘从 1664 低点反弹至今，正面的推动力主要来自财政政策、货币政策以及产业政策等宏观经济层面的“利好”，但来自股市内部政策推动力非常有限。在 2 月份我们依然无法预期股市政策在市场关注焦点上产生重大突破，但来自市场基础制度建设与多层次市场建设层面的政策或许将在适宜的时机给 A 股市场带来正面的冲击。

其中创业板推出预期的强化将产生两方面的影响：首先是强化 IT 类小盘成长股的估值溢价，其次是进一步深化创投概念的投资主题。

同时，由于新股发行制度改革已经正式列入 2009 年监管部门的工作日程。2 月份我们建议关注该政策动向的最新进程。如能在询价制度、询价的有效性、新股分配机制、存量股份的发行以及审核制度等几个关键环节上取得突破，将对 A 股市场估值预期与供求预期两方面产生显著的正面影响。

■ 理性看待股市流动性反转

1) 宏观流动性的释放路径还未畅通

虽然央行去年三季度以来实施的适度宽松货币政策已初现成效，但就流动性从银行→实体经济→股市的传导路径看，宏观流动性的释放路径还未畅通。因为我们一方面要考虑到信贷增量的可持续性，更需要注意到 M1-M2 还在创出-8.76%的新低，企业与居民的存款定期化趋势依旧，高能货币的流动性提升数据还未出现，热钱短期内大量进入股市的可能性不大，这从目前的成交量水平可以得到印证。

2) 投资资金的偏好尚未显著改变

历史经验表明，债券收益率随着价格的回落出现回升，往往预示着股市重新获得流动性的注入。去年来自中债登记公司的托管数据表明，银行增持债券的数量依然出现猛增势头。债券型基金依然热销。在通缩预期下，固定收益类资产的投资吸引力还没有明显减弱，投资资金的偏好全面转向权益类资产时机未到。

3) 外部流动性出现下降

商务部的数据显示，2008 年 12 月份 FDI 较上年同期下降 5.73%，已连续三个月下降。外部流动性下降显示外资机构自身的资金需求在持续加大，风险偏好在降低。近期发生在香港市场的外资大规模减持中资银行股，也印证了这一点。

因此，宏观流动释放只是股市流动性反转的重要条件，在投资资金风险偏好未显著改变之前，应理性看待宏观流动释放导致股市流动性反转的进程。大幅增加权益类资产配置时机还需等待。

图 13 实际利用外资金额:累计同比增长

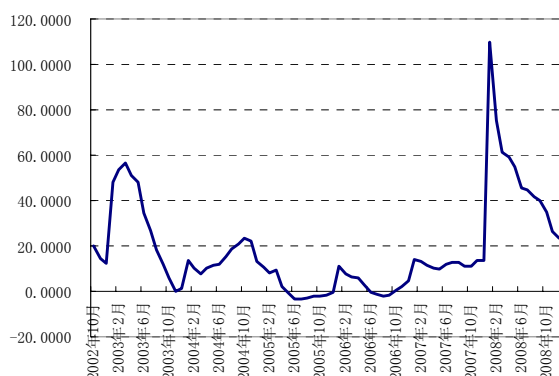
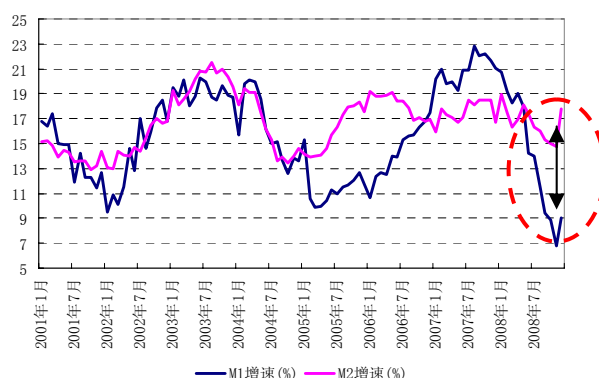


图 14 M1-M2 数据显示两者差额进一步扩大



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

二、A 股估值现状和预期

A 股估值比较: 差距再现不会加大估值压力

■ 全球主要股票市场估值横向比较

1 月份成熟市场依然受制于经济衰退趋势的确立。数据统计显示, 1 月份全球各国股票市场的 PE 和 PB 依然处于历史低位。而 1 月份 A 股市场的独立走强使得 PE、PB 均有所小幅回升, 与成熟市场估值水平差距有所增加, 但我们认为中国宏观经济复苏的预期要强于其他市场, 目前估值差距有所拉开, 并不会对 A 股产生新的估值压力。

1 月份 A-H 溢价指数出现显著回升, 主要原因是相关 A 股在 1 月份的反弹幅度大于 H 股, 外资机构在香港市场加大套现力度所至。因此, 我们认为如果 2 月份 A-H 溢价指数如进一步回升, A 股的股权风险溢价的变数将增大。

表 1 全球主要市场市盈率趋势及表现

全球主要指数	08PE	09PE	10PE	涨跌幅 (%)		
				1W	1M	YTD
道琼斯工业指数	10.11	9.90	9.80	-0.95	-5.69	-35.89
标准普尔 500 指数	15.61	11.79	9.69	-0.73	-5.01	-39.38
纳斯达克综合指数	33.40	15.73	12.64	-0.06	-2.25	-37.39
巴西圣保罗证交所	8.86	7.21	5.89	3.07	6.05	-33.98
俄罗斯 RTS 指数	2.69	2.62	3.23	7.39	-16.77	-45.63
墨西哥综合指数	9.55	10.46	9.07	1.12	-12.63	-30.78
英国富时 100 指数	7.07	8.48	7.75	1.23	-3.93	-29.49
法国 CAC 40 指数	7.35	7.91	7.14	4.38	-5.01	-39.82

德国 DAX 30 指数	9.08	9.02	7.64	3.81	-7.79	-37.06
瑞士市场指数	36.94	20.63	8.99	-0.32	-3.20	-31.34
日经 225 指数	11.24	18.57	15.60	3.21	-8.61	-40.69
香港恒生指数	7.69	9.61	8.45	5.52	-7.71	-44.96
印度孟买 SENSEX 指数	8.89	10.27	9.55	8.64	-1.15	-47.91
上证综合指数	15.55	14.18	12.43	1.85	8.52	-55.35
沪深 300 指数	14.49	13.65	11.92	2.13	9.57	-57.32

数据来源: Bloomberg 资讯 Wind 资讯 上海证券研究所

■ A 股历史的纵向比较

目前沪深 300 指数估值: PE=13.78 倍 (上年 3 季*4/3), PB=2.44 倍 (最新年报 LYR); 全部 A 股估值: PE=15.43 倍 (上年 3 季*4/3), PB=2.51 倍 (最新年报 LYR)。从 A 股历史静态 PE 和 PB 的历史波动 (月度数据) 统计结果显示, 当前 A 股整体的估值水平已经远远偏离 0.95 的置信区间, 屡屡触及历史估值的低位区域。因此目前 A 股的安全边际已经凸现。但由于业绩下滑预期还未完全消除, 因此目前 A 股的估值回升动力还处于初步酝酿阶段。

表 2 A 股整体静态 PE 和 PB 数据历史分布统计

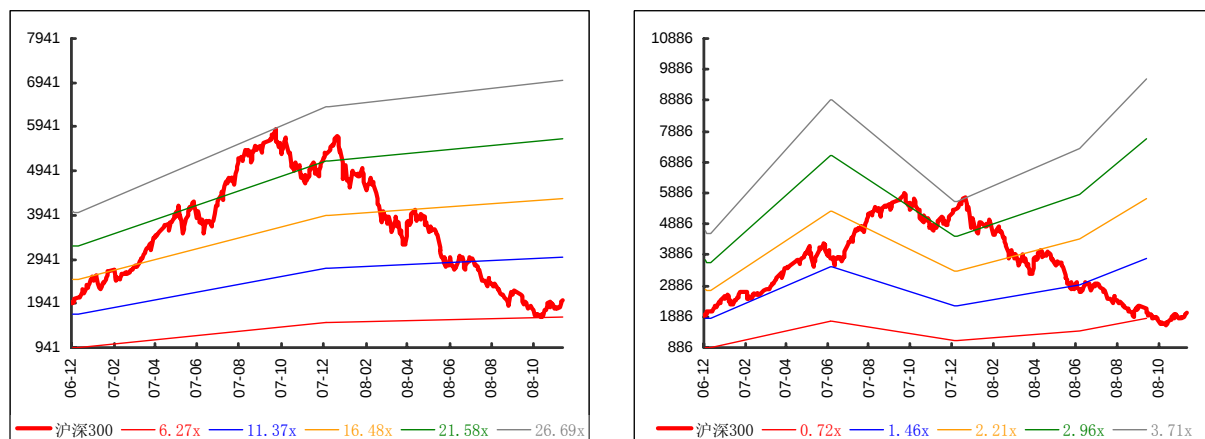
估值方式	历史高值	历史低值	中值	0.95 置信区间	最新值
PE 估值	84.34	11.19	42.80	37.37~49.58	15.43
PB 估值	18.86	1.62	4.01	2.84~7.01	2.51

数据来源: 上海证券研究所 Wind 资讯

剔除 PE 大于 100 的数值

沪深 300 指数的 PE-Bands 和 PB-Bands 显示的信息维持上月的判断, 沪深 300 指数的估值水平已经在低位反复后出现小幅回升趋势。显示目前市场估值对负面因素已经具有较强的抵抗性, 而对正面因素具备了一定的弹性。从中长期看, 这往往预示着估值谷底”的投资机遇。

图 15 沪深 300 指数 PE-Bands



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究

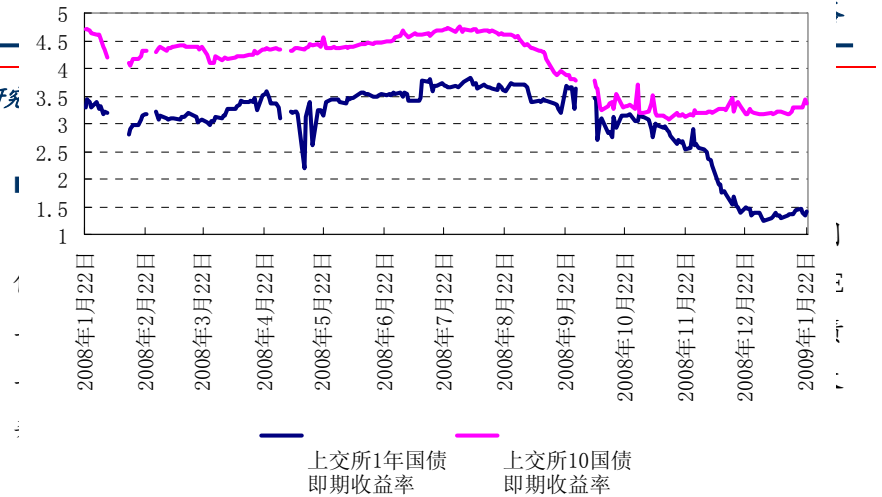
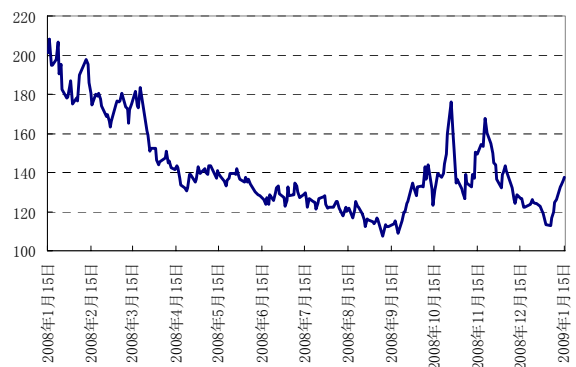
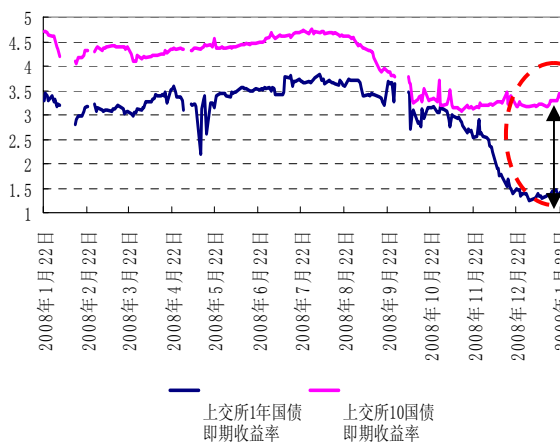


图 16 一年期国债、十年期国债即期收益率

图 17 A-H 股溢价指数



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

三、市场趋势判断：震荡中延续反弹

我们认为 1 月份流动性改善预期、刺激经济政策以及企业盈利预期下调的 A 股波动三维因素，随着经济数据的回暖，正在转化为 2 月份估值支撑与股市流动预期两大主导力量。对 2 月份行情的基本判断我们遵循固守估值底线、理性看待股市流动性反转的基本思路。整体上市公司盈利一致预期的下调以及年报、季报的悲观预期可能使市场不断承受负面冲击，2 月份大盘震荡幅度将由于市场对经济触底预期波动而有所拓宽，但由于市场预期回升导致估值对正面因素的弹性加大，2 月份大盘震荡暂无法改变反弹的基调。上证指数 2 月份核心波动区间 1850-2150 点。

四、行业配置建议

1、投资策略：注重整体防御与战略布局的结合

在 2009 年度投资策略报告中我们认为，经济周期与企业盈利变化的长周期特征决定了 A 股整体性投资机会在 2009 年难以实现。盈利预期回升导致的行业结构性反弹将成为市场的主要的投资机遇。目前来看，12 月份的经济数据已经出现回暖趋势，虽然未来经济能否在 1 季度触底还需进一步确认，但市场对经济复苏预期的提前可能对 2 月份投资策略产生重要影响。

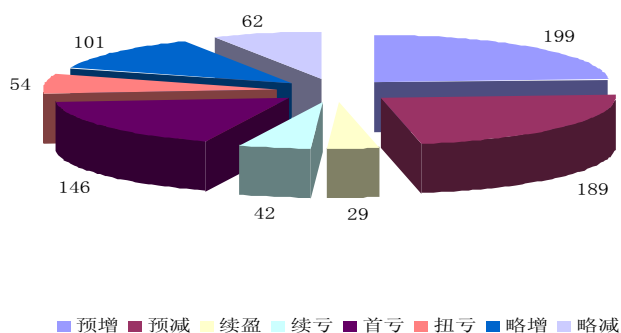
企业盈利的剧烈下降仍将限制市场的上升趋势，结构性风险也依然存在。因此，2 月份我们建议维持整体防御的投资策略。但同时应开始兼顾战略布局的时机。由于实体经济依然处于调整期导致行业景气周期轮动的相对无序化，因此积极把握主题投资机会仍将重要的策略。

2、行业业绩和估值趋势

■ 整体业绩下滑，内部显现分化

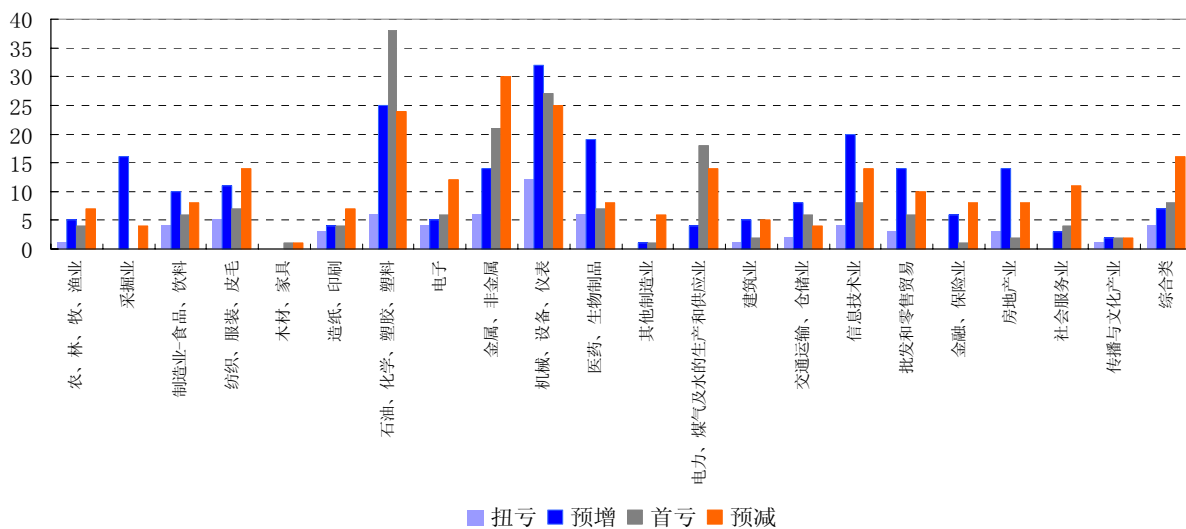
从 2008 年上市公司最新业绩预告情况看，预减与首亏上市公司数量的显著增加显示 2008 年上市公司整体业绩下滑趋势已经确认。从具体行业（证监会行业）情况看，机械设备仪表、石油化学塑胶塑料、信息技术、医药生物制品等行业预增公司数量最多，行业景气度最高；金属非金属、机械设备仪表、石油化学塑胶塑料预减公司数最多，机械设备仪表、石油化学塑胶塑料行业内部分化严重。而石油化工、电力煤气行业首亏公司数量突出，去年政策性限价已经重创行业盈利能力。

图 18 2008 年上市公司最新业绩预告情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 19 2008 年行业业绩预告情况



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

表 3 A 股及行业指数 2007 年和 2008 年前三季度业绩增长统计

行业及指数	每股收益 (元)		净资产收益率 (%)		毛利率 (%)		主营业务利润同比增长 (%)		净利润同比增长 (%)	
	2007Q3	2008Q3	2007Q3	2008Q3	2007Q3	2008Q3	2007Q3	2008Q3	2007Q3	2008Q3
全部 A 股	0.29	0.33	12.52	11.67	18.53	18.51	34.52	12.75	66.54	10.2
沪深 300	0.33	0.36	13.66	12.62	19.26	18.91	35.29	11.84	59.57	9.41
综合	0.07	0.12	3.52	6.80	13.73	21.12	-7.36	78.16	72.50	136.52
商业贸易	0.27	0.34	9.74	10.75	11.34	12.27	34.11	34.80	61.12	48.70
家用电器	0.22	0.28	7.54	10.10	16.79	18.46	30.12	27.62	250.94	42.56
医药生物	0.19	0.25	7.66	9.80	24.49	27.47	15.71	26.96	60.70	42.40
房地产	0.19	0.19	7.21	7.23	35.22	38.03	50.73	40.74	84.85	37.07
交通运输	0.27	0.32	10.84	11.53	26.59	23.13	25.18	27.13	48.83	35.25
信息设备	0.10	0.13	3.36	4.23	16.58	19.87	16.76	26.26	-6.40	34.83
食品饮料	0.31	0.39	11.30	12.71	33.33	34.57	22.79	23.57	42.70	31.46
金融服务	0.28	0.35	14.33	15.13	8.68	19.67	45.56	21.40	86.42	28.93
建筑建材	0.25	0.21	8.87	7.19	15.12	12.77	39.12	23.28	109.58	28.56
纺织服装	0.18	0.20	7.16	7.27	17.69	21.15	20.65	25.40	85.46	24.54
信息服务	0.16	0.18	6.66	7.17	35.32	34.87	8.16	-11.58	42.16	22.19
黑色金属	0.51	0.56	13.37	12.98	14.20	12.55	41.84	19.74	40.74	19.34
机械设备	0.37	0.34	12.83	10.98	17.93	17.06	28.81	30.98	49.52	15.02
轻工制造	0.21	0.21	7.90	7.13	19.00	19.30	27.18	19.95	45.59	13.21
采掘	0.50	0.58	13.31	14.29	30.78	36.74	28.46	13.34	29.05	4.55
交运设备	0.37	0.29	12.50	10.18	15.67	14.73	92.71	10.32	173.38	1.45
电子元器件	0.11	0.09	4.85	4.02	15.07	17.67	52.35	17.64	1769.61	-16.86
农林牧渔	0.06	0.05	3.14	2.47	14.46	13.91	5.20	27.08	-30.87	-17.12
餐饮旅游	0.20	0.14	8.17	5.28	41.24	40.64	23.15	-3.01	48.75	-20.66
有色金属	0.62	0.44	17.70	10.93	18.13	15.15	34.01	-10.03	43.43	-24.92
化工	0.42	0.20	14.33	6.28	16.67	9.03	34.64	-49.95	50.14	-50.02
公用事业	0.27	0.02	9.32	0.56	23.79	9.97	17.08	-50.33	42.82	-93.31

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 去库存化进程恢复估值弹性

三季度行业指数的业绩统计显示,电子元器件、农林牧渔、餐饮旅游、有色金属、化工和公用事业(电力)六大行业的净利率同比增长呈负增长。1-11 月份规模以上工业企业增速大幅下滑,再度加大了四季度企业盈利下滑的压力。但去年 12 月下旬的发电量增速有明显反弹,从 PMI 数据来看,11-12 月库存快速回落,A 股全体上市公司的平均库存一般为 3 个月左右。据此判断,政府基建项目的启动可能加快行业去库存化的进程,并导致行业需求底的提前到来,因此我们认为虽然企业盈利下滑的压力依然存在,但行业估值对于正面因素的弹性正在逐步恢复。

表 4 行业盈利状况及估值水平（截至 2009 年 1 月 23 日）

行业分类	总市值 (亿元)	总市值 比例 (%)	净利润同比增长率 (%)			PE		PB
			2008Q1	2008Q2	2008Q3	TTM	2008 年	
采掘	1474.33	1.11%	70.38	175.98	245.12	31.6	21.93	3.57
餐饮旅游	23314.48	17.55%	-1.83	-10.83	-34.37	14.97	11.55	2.57
电子元器件	10297.9	7.75%	43.06	32.91	-80.18	21.87	12.66	2.3
房地产	4619.97	3.48%	70.63	30.78	8.76	7.56	8.71	1.19
纺织服装	4175.31	3.14%	-30.11	135.53	-16.76	15.95	16.49	2.28
公用事业	5176.98	3.90%	-64.94	-97.48	-110.25	22.76	15.98	2.49
黑色金属	5952.31	4.48%	13.52	37.46	0.72	19.71	15.5	3.25
化工	1074.8	0.81%	-44.13	-58.62	-49.37	23.47	18.02	1.94
机械设备	3573.57	2.69%	33.27	8.99	7.8	16.2	12.99	2.18
家用电器	1451.85	1.09%	127.07	14.61	3.13	27.32	19.11	2.61
建筑建材	1231.65	0.93%	55.02	2.93	-35.82	15.66	11.48	2.32
交通运输	3353.95	2.53%	70.72	3.21	-41.84	26.5	18.98	4.63
交运设备	1313.2	0.99%	63.72	25.5	-3.8	16.45	12.64	2.16
金融服务	978.24	0.74%	176.51	80.05	-221.38	15.93	10.85	1.65
农林牧渔	4140.65	3.12%	62.15	12.03	-7.08	28.05	17.28	3.8
轻工制造	5813.94	4.38%	71.55	71.22	8.27	33.12	22.65	2.28
商业贸易	7207.09	5.43%	48.53	54.77	-4.47	8.69	11.67	1.88
食品饮料	5512.43	4.15%	12.1	134.28	-13.83	19.38	11.23	2.39
信息服务	34144.02	25.71%	-30.66	106.35	52.24	11.85	10.16	2.17
信息设备	2779.5	2.09%	36.09	56.76	35.39	18.36	13.32	2.59
医药生物	436.66	0.33%	15.2	-8.79	-56.21	31.46	17.07	2.51
有色金属	3289.39	2.48%	111.9	35.44	2780.22	24.56	16.89	2.81
综合	1506.14	1.13%	70.38	175.98	245.12	35.09	14.95	3.37

3、行业配置评级

根据目前宏观经济数据与行业微观面的最新变化，我们认为 2 月份在行业配置方面应更多关注狭义（降低产品库存）去库存化与需求回升的影响因素。因此在秉承 2009 年度策略报告中行业配置主线的同时，重点关注产业振兴规划与政策创造需求过程中的行业估值回升，以及周期性行业存货出清预期顺序下的行业轮动与估值反弹。具体在行业配置策略上，重视估值回升持续空间、估值反弹契机以及市场调整压力三大因素的动态影响。生物医药、电力设备以及基建行业目前的估值水平已经基本反映了稳定需求，2 月份调为标配。信息设备未来受 3G 建设推动，行业景气将得到显著提升，依然作为超配选择。

具体配置评级如下：

表 5 2009 年 2 月份行业配置评级

行业分类	配置评级	理由
电信设备	超配	受 3G 建设推动，行业景气度维持，但因重复建设严格监管会制约增速持续上升。
电力、水务		在通胀压力放缓的背景下，要素价格改革的直接受益行业，估值面临向上调整。
商业贸易、医药、电信服务、食品饮料	标配	抗周期性消费类行业，在经济增速放缓预期下依然能够保持稳定的增长。
银行、证券、保险		息差下降不改行业盈利增长趋势，金融屏障降低信贷冲击，行业在政策调整预期下存在机遇。
港口、高速公路、航运		具有良好的防御性且流充裕，但受进出口贸易回落影响，适当规避航运板块。
化工、石油开采		受国际石油价格回落影响，尽管上游成本回落，但成品油价格也面临压力。
电子元器件、家用电器		消费需求趋于平稳，行业增长潜力不足。
钢铁、有色金属		需求回落、毛利率降低，行业业绩面临回调压力。
煤炭		资源优势的持续体现，具有长期的投资价值。临时价格干预临近结束面临新的价格调整空间。
汽车及零配件		需求回落将导致行业面临经营压力，规避轿车行业的短期压力。
农林牧渔、餐饮旅游		成本上升、需求回落降低行业毛利率。
基建（铁路建设）、机械设备		投资需求将继续维持行业的稳定增长。
房地产	低配	四季度存在房价进一步回落的可能，政策扶持存在不确定性，规避风险。
轻工制造、纺织服装		外需回落难以扭转，内部政策扶持还需观察后效，景气度持续回落。
航空		经济回落导致客座率上升，行业竞争降低盈利能力，负面效应还待释放。
建筑建材		房地产行业的正相关行业，面临需求回落的压力，在上半年的高增长后，后续动力显现不足。

资料来源：上海证券研究所

4、2 月份重点推荐股票组合

■ 2009 年 2 月份投资组合

2 月份投资选股思路主要是基于以下线索：

（1）在央企重组政策扶持力度不断加大的过程中，具有资产整合预期的央企上市公司具有交易性机会。其中航天军工行业内的目标公司可重点关注。

（2）由于实体经济依然处于萧条期导致行业景气周期轮动的无序化，因此积极把握主题投资机会仍将是主要的选股思路。而 2 月份主题投资机会更多的取决于可能表现出的触发因素。如新能源产业政策、创业板以及金融创新举措等。

（3）借鉴上述行业配置的分析结论，我们认为整体而言，周期

性行业去库存化预期向好导致的估值反弹机会，在 2 月份大于需求稳定行业持续的估值回升机会。尤其是资源类（有色金属、煤炭等）个股在经济复苏预期下的估值反弹机会更值得期待。

综合上述分析，上海证券 2009 年 2 月份股票组合是：

表 6 上海证券 2009 年 2 月份投资组合

股票代码	股票名称	推荐理由
000063	中兴通讯	国际业务快速增长，国内业务也将借移动网络扩容与升级为 3G 东风实现稳步增长。与此同时，随着销售规模的不断扩大，公司规模效应逐步体现。公司未来三年将保持清晰较快的增长趋势。
600123	兰花科创	公司 2009 年动态市盈率为 7 倍，公司目前股价已经基本反映了煤炭价格下跌的风险，估值优势正在凸现。
000800	一汽轿车	从公司历史业绩、公司新车型整合能力以及国内新车销量统计数据等各方面来看，我们认为公司收入和业绩随车型引入而快速增长的确定性较高。
002151	北斗星通	围绕卫星导航定位“产品+系统应用+运营服务”展开，其核心竞争力主要在于“资源优势”，并且在多个细分市场居于垄断地位。强劲的竞争力保证了公司的盈利能力。
600031	三一重工	公司是机械设备行业龙头企业，随着基建投资的加大，工程机械设备行业将直接受益。
002161	远望谷	公司是铁路超高频射频识别技术(RFID)开发商，今年以来业绩保持超预期增长，能够分享铁路建设扩张。
600078	澄星股份	不受特别出口关税影响，享受食品磷酸出口溢价，未来磷矿资源增值空间较大，业务持续增长，公司将有良好前景。
000898	鞍钢股份	股价严重超跌，PB 不足 0.4，PE 为 4 倍左右，公司大股东已经在二级市场增持。
600795	国电电力	公司电源结构合理，资产注入可期，电价调整给公司带来赢利契机。
600456	宝钛股份	鉴于国内飞机制造业和军工产业的光明前景以及公司新建产能的陆续投产，我们仍然看好公司的中长期发展。

■ 2009 年上海证券投资组合表现回顾

2009 年我们推出了政策驱动和价值优势二个投资组合，分别是：

政策驱动投资组合：

华新水泥（600801）、安泰科技（000969）、海尔电器（600690）、中材科技（002080）、远望谷（002161）、民和股份（002234）、澄星股份（600078）、宝钛股份（600456）、八一钢铁（600581）、东方电气（600875）

价值优势投资组合：

三一重工（600031）、北大荒（600598）、九芝堂（000989）、恒源煤电（600971）、中兴通讯（000063）、潍柴动力（000338）、青岛啤酒（600600）、一汽轿车（000800）、中金黄金（600489）、苏宁电器（002024）

表 7 2009 年度上海证券研究所投资组合表现统计 (2008.12.12~2009.1.23)

投资组合	期间表现	期间最大涨幅
政策驱动投资组合	13.21%	14.33%
价值优势投资组合	9.06%	9.06%
沪深 300 指数	1.86%	3.29%

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 20 2009 年政策驱动投资组合表现

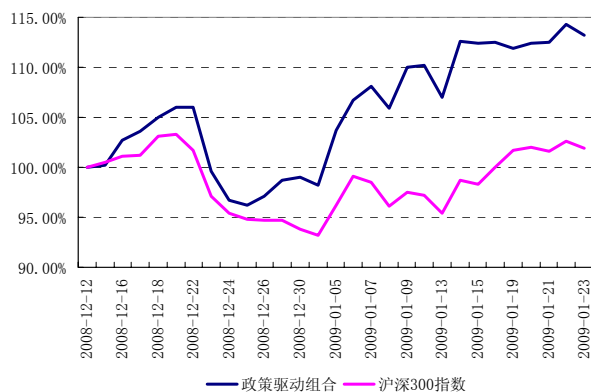
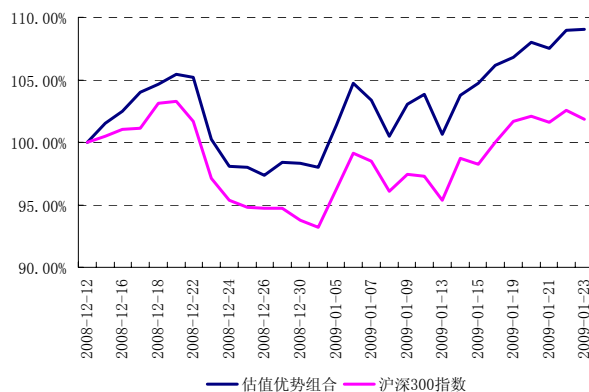


图 21 2009 年价值优势投资组合表现



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

五、2009 年度上海证券研究所重点关注股票

表 8 2009 年度上海证券研究所重点关注股票组合

序号	股票代码	股票名称	最新股价	行业	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	PB	投资评级
1	002253	川大智胜	27.66	IT	0.67	0.71	0.83	1.04	0.00	47.21	37.07	31.35	7.52	跑赢大市
2	002161	远望谷	19.67	IT	0.51	0.55	0.77	1.06	0.00	33.23	23.31	16.45	5.94	跑赢大市
3	002230	科大讯飞	25.58	IT	0.67	0.74	0.91	1.25	0.00	39.27	28.97	21.84	14.87	跑赢大市
4	600598	北大荒	12.74	农业	0.33	0.35	0.48	0.61	0.00	34.49	29.84	25.96	4.64	跑赢大市
5	002234	民和股份	13.25	农业	0.79	0.98	1.15	1.40	0.00	14.76	12.39	9.69	4.47	跑赢大市
6	002216	三全食品	28.64	食品加工	0.77	0.90	1.21	1.77	0.00	32.02	25.86	20.61	8.69	跑赢大市
7	000063	中兴通讯	29.02	通信设备	1.30	1.60	2.10	2.50	0.00	22.90	17.09	14.14	2.84	跑赢大市
8	002194	武汉凡谷	18.87	通信设备	0.54	0.82	1.09	1.47	0.00	27.16	20.95	16.55	4.13	跑赢大市
9	600485	中创新测	12.80	通信设备	0.2	0.35	0.6	0.94	0.00	42.72	29.22	20.47	5.37	跑赢大市
10	600600	青岛啤酒	18.44	酿酒	0.43	0.63	0.84	1.10	0.00	31.56	23.38	18.71	4.72	跑赢大市
11	600519	贵州茅台	103.20	酿酒	3.00	4.60	5.70	6.60	0.00	21.79	17.35	14.40	12.62	跑赢大市
12	000568	泸州老窖	18.68	酿酒	0.55	1.04	1.30	1.60	0.00	18.12	14.36	11.61	9.28	跑赢大市
13	600543	莫高股份	12.42	酿酒	0.21	0.42	0.61	0.85	0.00	31.72	24.53	49.25	3.53	跑赢大市
14	000800	一汽轿车	8.55	汽车及配件	0.34	0.65	0.88	1.23	0.00	13.36	12.22	10.01	2.10	超强大市
15	000338	潍柴动力	25.83	汽车及配件	3.88	4.64	4.16	5.32	0.00	9.20	9.59	8.00	2.44	跑赢大市
16	600166	福田汽车	6.27	汽车及配件	0.42	0.48	0.54	0.68	0.00	13.54	13.32	9.76	1.97	跑赢大市
17	000951	中国重汽	17.02	汽车及配件	1.71	1.28	1.5	1.92	0.00	10.90	10.58	9.48	2.74	跑赢大市
18	600690	海尔电器	8.61	家电	0.48	0.65	0.75	0.92	0.00	12.72	10.44	8.91	1.93	跑赢大市
19	601009	南京银行	9.82	银行	0.5	0.78	0.82	0.86	0.00	11.89	10.78	9.75	1.59	跑赢大市
20	600036	招商银行	13.51	银行	1.04	1.59	1.61	1.62	0.00	8.30	7.52	6.59	2.67	跑赢大市
21	601169	北京银行	10.22	银行	0.54	0.83	0.84	0.88	0.00	11.39	10.10	9.45	2.08	跑赢大市

续表:

序号	股票代码	股票名称	最新股价	行业	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	PB	投资评级
22	600030	中信证券	21.77	证券	3.74	1.1	1.32	1.55	0.00	18.40	18.34	15.25	2.69	跑赢大市
23	601318	中国平安	28.86	保险	2.05	0.2	1.1	1.45	0.00	128.55	18.79	14.14	1.64	跑赢大市
24	600489	中金黄金	36.35	有色金属	0.72	1.54	1.99	2.58	0.00	22.92	19.79	16.10	10.82	跑赢大市
25	600547	山东黄金	45.95	有色金属	0.54	2.35	2.6	2.67	0.00	19.00	16.17	13.70	17.54	跑赢大市
26	600456	宝钛股份	17.24	有色金属	1.25	0.81	1.02	1.5	0.00	19.67	15.95	11.62	2.39	跑赢大市
27	600236	桂冠电力	6.70	电力	0.24	0.02	0.21	0.35	0.00	148.23	32.27	22.21	2.34	跑赢大市
28	600795	国电电力	5.89	电力	0.63	0.02	0.24	0.32	0.00	98.17	25.37	18.24	2.57	跑赢大市
29	600517	置信电气	21.39	电力设备	0.86	0.64	1.01	1.34	0.00	31.29	19.83	15.73	10.98	跑赢大市
30	002028	思源电气	31.60	电力设备	1.57	1.29	1.65	2.05	0.00	25.53	19.98	15.07	4.42	跑赢大市
31	000400	许继电气	12.92	电力设备	0.31	0.32	0.63	0.78	0.00	39.10	20.66	16.33	1.99	跑赢大市
32	600875	东方电气	30.10	电力设备	2.44	0.54	2.08	2.39	0.00	69.60	15.40	11.43	7.89	跑赢大市
33	600141	兴发集团	13.42	磷化工	0.30	1.20	1.00	1.20	0.00	11.08	12.49	10.42	3.35	超强大市
34	600078	澄星股份	7.37	磷化工	0.13	0.68	0.81	0.97	0.00	11.19	12.00	12.26	2.92	超强大市
35	600031	三一重工	19.58	工程机械	1.08	1.01	1.46	2.13	0.00	18.60	13.76	11.01	5.62	超强大市
36	000680	山推股份	9.92	工程机械	0.59	0.86	1.1	1.41	0.00	12.18	9.68	8.24	3.64	超强大市
37	002037	久联发展	9.96	化工材料	0.34	0.3	0.6	0.7	0.00	28.94	12.18	10.36	2.46	超强大市
38	002080	中材科技	23.78	化工材料	0.5	0.65	1.15	1.3	0.00	36.55	22.33	15.49	4.38	跑赢大市
39	600636	三爱富	4.98	化工材料	0.27	0.12	0.5	0.65	0.00	4.62	4.43	4.40	2.04	跑赢大市
40	002215	诺普信	19.10	农药	0.7	0.55	0.75	1.05	0.00	32.18	23.85	18.25	13.68	跑赢大市
41	000553	沙隆达A	6.27	农药	0.05	0.45	0.8	1.05	0.00	12.96	0.00	5.96	3.71	超强大市
42	002078	太阳纸业	8.68	造纸	0.76	0.99	1.02	1.05	0.00	9.13	7.59	6.37	1.66	跑赢大市
43	000488	晨鸣纸业	5.99	造纸	0.47	0.75	0.64	0.66	0.00	7.58	7.48	6.77	1.33	跑赢大市
44	600581	八一钢铁	6.88	钢铁	0.52	0.72	0.97	1.45	0.00	7.54	5.97	6.48	1.79	跑赢大市
45	600005	武钢股份	6.20	钢铁	0.83	0.93	1.12	1.34	0.00	6.24	6.89	5.87	1.55	跑赢大市
46	000969	安泰科技	13.67	冶金	0.34	0.34	0.65	0.97	0.00	41.40	22.45	13.95	2.50	跑赢大市
47	600801	华新水泥	17.93	水泥	0.72	1.2	1.32	1.5	0.00	16.43	13.97	10.66	3.35	跑赢大市

48	600350	山东高速	4.61	公路运输	0.346	0.39	0.46	0.52	0.00	11.97	10.24	9.14	1.87	跑赢大市
49	600269	赣粤高速	8.50	公路运输	0.94	0.9	0.92	0.98	0.00	9.27	8.76	8.13	1.45	跑赢大市
50	600395	盘江股份	13.87	煤炭	0.26	1.23	1.43	1.5	0.00	7.21	5.60	4.67	4.67	跑赢大市
51	600971	恒源煤电	15.48	煤炭	1.07	1.45	1.73	1.75	0.00	11.01	8.94	8.85	2.06	跑赢大市
52	600048	保利集团	16.51	房地产	1.21	1	1.51	1.72	0.00	15.96	11.03	8.09	3.04	跑赢大市
53	000024	招商地产	15.20	房地产	1.37	0.85	1.5	1.76	0.00	20.31	15.38	11.83	2.82	跑赢大市
54	000002	万科 A	7.04	房地产	0.7	0.46	0.56	0.7	0.00	14.09	12.26	9.30	2.45	跑赢大市
55	000759	武汉中百	8.24	商业零售	0.22	0.31	0.42	0.53	0.00	25.97	19.61	15.64	4.95	跑赢大市
56	600858	银座股份	15.75	商业零售	0.50	0.61	0.80	1.00	0.00	23.84	18.42	14.68	3.52	跑赢大市
57	002024	苏宁电器	15.71	商业零售	0.49	0.81	1.07	1.39	0.00	20.24	15.33	11.83	11.58	跑赢大市
58	000989	九芝堂	8.82	医药	0.72	0.91	1.02	1.15	0.00	22.55	20.82	18.13	2.02	跑赢大市
59	000538	云南白药	32.46	医药	0.8	0.92	1.08	1.2	0.00	35.78	30.34	22.65	12.06	跑赢大市

数据来源: Wind 上海证券研究所行业公司部

分析师承诺

分析师 屠骏 俞佐杰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。