

节后将继续升势 依然看好大盘股

中信证券研究部 策略组

于军

电话: 010-84588205
邮件: yujun@citics.com

郗峰

电话: 010-84588032
邮件: xif@citics.com

曲晓兴

电话: 010-84588016
邮件: qxx@citics.com

颜晓佳, CFA

电话: 010-84588023
邮件: yanxj@citics.com

摘要:

- ❖ **A 股节后将继续升势:** 1、从微观角度观察, 企业去库存最严重的阶段已经过去, 工业产出有所恢复, 春节期间的消费旺盛; 2、一月份的信贷数据预计将超过 1 万亿元, 延续前两个月快速上升的势头, 其中国有银行的中长期贷款增长明显; 3、春节期间海外股市涨跌互现, 恒指上涨了 5.56%, A+H 板块中, 37 家大公司平均上涨了 9.2%, 对 A 股市场形成正面影响; 4、政策刺激创造局部热点, 提振市场人气。
- ❖ **依然看好大盘股:** 利率、信贷增速、M₂ 增速是大小盘风格轮换的先导指标, 目前 M₂ 增速和信贷增速已经出现阶段性回弹, 利率接近低位, 大盘股可能会出现一轮恢复性上涨; 小盘股 08 年的市盈率已经达到 29 倍, 随着业绩披露的日益临近, 市场的波动可能会比较剧烈, 那些基本面见底、估值优势明显的大市值公司作为攻守兼备的品种值得关注。
- ❖ **本周我们继续重点推荐中国石化:** 1、新的成品油定价机制将使炼油行业的盈利变得相对确定, 我们估算 2009 年公司业绩将达到 0.61 元; 2、油价在 30-40 美元有望形成阶段性底部; 3、节前公司发布了 08 年业绩的预警公告, 短期风险基本释放; 4、石油产业的振兴计划将是一个很好的催化剂。同时我们继续推荐景气回升又有政策刺激的证券和工程机械; 估值偏低的大盘银行股以及受益于价格上涨的黄金股也值得关注。
- ❖ **本周我们也推荐农业股:** 1、2 月 1 日公布的 2009 年中央 1 号文件对农业股形成利好; 2、春节期间国家发改委将 2009 年稻谷最低收购价上调约 16%。
- ❖ **本周密切关注“食品安全”的投资主题:** 近期禽流感、口蹄疫等食品安全事件频出, 动物疫苗以及相关制药企业有望形成主题投资机会。

目 录

一、节后将延续升势 依然看好大盘股	1
1、市场判断	1
2、A 股市场：节后延续升势	1
3、行业观点	4
4、投资建议：关注石化、证券、农业、工程机械行业及食品安全的主题投资	4
5、政策前瞻：重点关注产业振兴规划的陆续出台	6
6、海外市场重点关注	7
二、数据图表	9
1、大类资产走势与资金流动	9
2、市场表现与估值	11
3、领先经济指标观测	12
4、重点数据解读	14

一、节后将继续升势 依然看好大盘股

1、市场判断

A 股节后有望延续升势：1、从微观角度观察，企业去库存最严重的阶段已经过去，工业产出有所恢复，春节期间的消费旺盛；2、一月份的信贷数据预计将超过 1 万亿元，延续前两个月快速上升的势头，其中国有银行的中长期贷款增长明显；3、春节期间海外股市涨跌互现，A+H 板块中 37 家大公司平均上涨了 9.2%，对 A 股市场形成正面影响。

在投资策略上，我们依然看好股价处于低位同时基本面见底的大盘股，重点推荐中国石化：1、新的成品油定价机制将使炼油行业的盈利变得相对确定，公司 09 年业绩有望达到 0.61 元；2、油价在 30-40 美元有望形成阶段性底部；3、节前公司发布了 08 年业绩的预警公告，短期风险基本释放；4、石油产业的振兴计划即将公布。同时我们继续推荐景气回升又有政策刺激的证券和工程机械；估值偏低的大盘银行股以及受益于价格上涨的黄金股也值得关注。

本周我们也推荐农业股：1、2 月 1 日公布的 2009 年中央 1 号文件对农业股形成利好；2、春节期间国家发改委将 2009 年稻谷最低收购价上调约 16%。

本周密切关注“食品安全”的投资主题：近期禽流感、口蹄疫等食品安全事件频出，动物疫苗以及相关制药企业有望形成主题投资机会。

2、A 股市场：节后延续升势

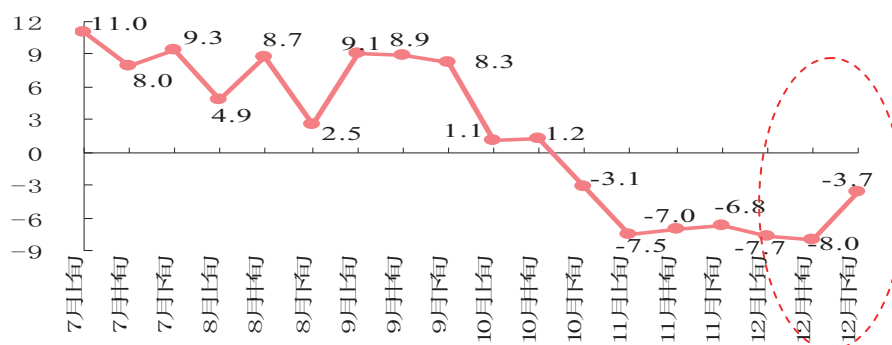
经历了春节长假后，我们认为 A 股市场将延续前期升势，理由如下：

1、节前公布的经济数据符合市场预期，受企业去库存的影响，四季度 GDP 和工业增加值增速都出现了大幅回落。而从微观角度观察，我们判断企业去库存最严重的阶段已经过去：一是钢铁库存下降、钢价企稳回升；二是 12 月下旬以来的发电量环比出现回升；三是工程机械、汽车等主要工业品的订单或销量出现回升。

而从春节期间的消费情况来看，保持了较快的增长，显示实体经济的活力仍然较高。据商务部监测，大年三十至正月初六，全国实现社会消费品零售总额 2900 亿元，同比增长 13.8%。同时全国假日办的信息显示，黄金周 7 天，纳入全国假日旅游统计预报体系的北京等 19 个重点旅游城市接待游客数量和旅游收入都实现了 15%左右的增长。综合工业生产和春节期间居民消费的情况来看，2009 年 1 季度的经济数据环比有望回升。

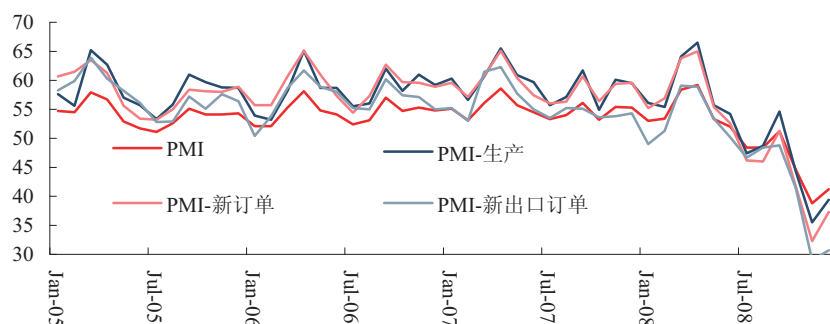
图 1：2008 年 12 月发电量同比增速出现明显反弹

(%)



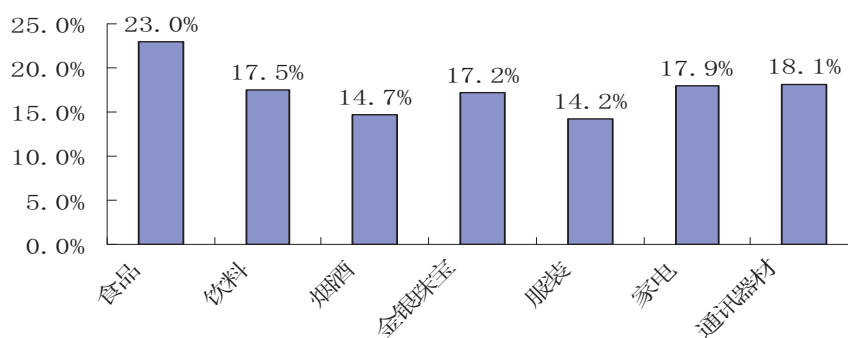
资料来源：国家电网公司，中信证券研究部

图 2：2008 年 12 月 PMI 生产、新订单和出口订单整体性反弹



资料来源：CEIC、中信证券研究部

图 3：主要消费品春节期间销售额同比

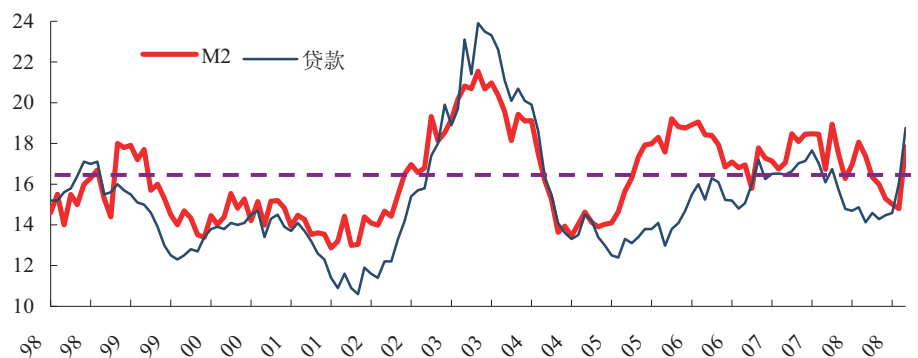


资料来源：国家电网公司，中信证券研究部

2、流动性充沛。11 月份和 12 月份的信贷数据大幅超出市场预期是推动本轮反弹的重要因素，一月份的信贷数据预计将超过 1 万亿元，延续前两个月快速上升的势头。一是工业产出复苏和中央政府刺激经济，使得实体经济的贷款需求和能力都有所增加；二是宽松的货币政策，利率和存款准备金率下调后的累积效应；三是债券利率不断走低提升了银行放贷的动力。

从贷款的结构来看，尽管股份制银行的新增贷款中票据仍然占据较大比重，但国有大银行的中长期贷款增长明显，住房按揭贷款也有所增长。充沛的流动性一方面增强了投资者对于实体经济复苏的信心，另一方面也有助于提升市场的估值水平。

图 4：信贷增速明显反弹



资料来源：CEIC，中信证券研究部

3、春节期间海外股市涨跌互现。奥巴马政府提出总额为 8190 亿美元的救助方案,但由于投资者担心救助方案受阻,在黯淡的宏观经济数据和令人失望的企业财报的冲击下,美股先升后跌,道指全周微跌 0.95%。港股则是牛年开市大吉,连续两个交易日上涨,恒指上涨了 5.56%,A+H 板块中,37 家大公司平均上涨了 9.2%,电力、钢铁、航运板块涨幅居前,对节后 A 股有一定的推动作用。日股一周上涨了 3.2%。

表 1：港股主要公司春节期间涨跌幅

		涨幅	港股股价（港币）	A 股股价（元）	A/H
600011	华能国际	19.8%	5.80	6.72	1.32
601991	大唐发电	19.7%	3.95	6.89	1.98
000898	鞍钢股份	19.7%	7.72	7.93	1.17
600026	中海发展	15.5%	7.74	10.68	1.57
601919	中国远洋	15.5%	4.77	8.79	2.09
600685	广船国际	13.8%	8.66	15.91	2.09
601088	中国神华	13.5%	17.00	19.71	1.32
601318	中国平安	13.0%	34.30	28.86	0.96
000063	中兴通讯	12.8%	22.45	29.02	1.47
601766	中国南车	12.7%	3.72	4.30	1.31
601600	中国铝业	12.5%	3.60	6.96	2.20
601111	中国国航	11.7%	2.10	4.25	2.30
600036	招商银行	11.4%	12.88	13.51	1.19
601899	紫金矿业	10.6%	4.17	5.03	1.37
601898	中煤能源	10.6%	5.75	7.68	1.52
600362	江西铜业	10.6%	5.44	12.54	2.62
601186	中国铁建	10.3%	10.80	9.39	0.99
601808	中海油服	10.3%	6.23	13.76	2.51
601328	交通银行	9.7%	5.18	5.48	1.20
600585	海螺水泥	9.5%	37.95	28.79	0.86
601988	中国银行	7.8%	2.07	3.06	1.68
600548	深高速	7.7%	2.92	4.73	1.84
600875	东方电气	7.4%	17.44	30.10	1.96
601390	中国中铁	7.2%	4.46	5.16	1.31
600029	南方航空	6.7%	1.27	3.42	3.06
601939	建设银行	6.4%	3.85	4.00	1.18
600188	兖州煤业	5.9%	5.19	10.21	2.24
600027	华电国际	5.0%	1.68	3.85	2.60
601857	中国石油	4.9%	5.82	10.37	2.02
601628	中国人寿	4.5%	20.80	19.70	1.08
600377	宁沪高速	4.3%	5.59	5.38	1.09
601998	中信银行	4.3%	2.94	4.02	1.55
601398	工商银行	3.4%	3.35	3.66	1.24

		涨幅	港股股价（港币）	A 股股价（元）	A/H
600600	青岛啤酒	2.3%	14.88	18.44	1.41
600028	中国石化	1.7%	4.25	7.94	2.12
000488	晨鸣纸业	1.1%	2.85	5.99	2.39
000338	潍柴动力	-1.7%	15.14	25.83	1.94

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

4、石化、装备制造、纺织等产业振兴计划有望在近期公布，对相关行业形成刺激，形成局部热点，提振市场人气。

3、行业观点

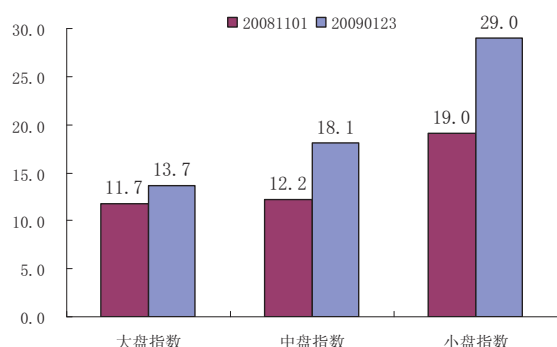
行业	投资建议	关注公司
钢铁	大幅计提存货减值，对市场形成短期冲击，但另一方面不再拖累 09 年业绩，维持行业季度盈利环比上升的判断；继续关注受益于内需拉动的建筑钢和中西部企业，关注产品垄断的公司。	八一钢铁、新兴铸管、武钢股份
化工	基础化工产品价格底部企稳，钾肥、聚合 MDI 需求旺季来临；看好高进口依存度的钾肥和有机硅；拟议的石化业振兴规划将鼓励钾肥的生产和海外并购，支持新材料发展将惠及 MDI、有机硅等产品。	冠农股份、盐湖钾肥、新安股份、烟台万华
有色	短期基本面难以出现根本性逆转，09 年大部分子行业处于微利甚至亏损的状况，而目前估值也不具有吸引力；除继续关注黄金外，两大局部机会也值得关注：一是超跌后的阶段性反弹机会，二是部分公司受益于新能源、节能减排、兼并重组等带来的主题性机会。	紫金矿业
房地产	商业银行房贷利率新政陆续落实，一线城市销售有所转暖，三线城市仍然较差。房地产开发贷款增速有望逐步恢复。看好一线城市的普通住宅的开发企业。	保利地产、万科
保险	当前正处于利率周期的低位，同时股市也处于底部阶段，保险公司基本面已经见底；随着长短期债券利差水平见底回升，保险股估值有望逐步回升。	中国太保、中国平安
农林牧渔	政策利好对冲行业增速放缓压力，未来有望继续提高粮食收购价，在价格高位运行及市场需求稳定的背景下，动物保健品、番茄酱等子行业景气仍将维持高位	中牧股份、新中基、北大荒
旅游	09 年行业增长明确，预计旅游总收入增长 6.7%（其中国内游增长 10%，入境外汇收入下降 3.7%）；春节期间旅游收入增长明显，尤其是出境游市场火爆。建议买入资源型低估值个股。	中青旅、三特索道、黄山旅游
医药	医改迈出重大步伐，提高医药行业收入增速 5-10 个百分点，等待细则出台，维持原有的投资策略。	康美药业、金陵药业
家电	预计白电销售低迷将持续到 09 年中期；刺激家电消费的大政出台告一段落，细则应该在 2 月 1 号即将开始的家电下乡全国推广中逐步落实；小家电和洗衣机子行业相对景气。	九阳股份、苏泊尔
零售	春节提前致 1 月行业增速回升，2 月后行业增速将大幅回落，2-4 月将是零售业在这一轮经济下滑周期中遭遇的真正寒冬。	银座股份、东百集团

4、投资建议：关注石化、证券、农业、工程机械行业及食品安全的主题投资

上周我们提出风格指向大盘股，向投资者重点推荐了中国石化，同时推荐了券商和工程机械，均取得了不错的表现。

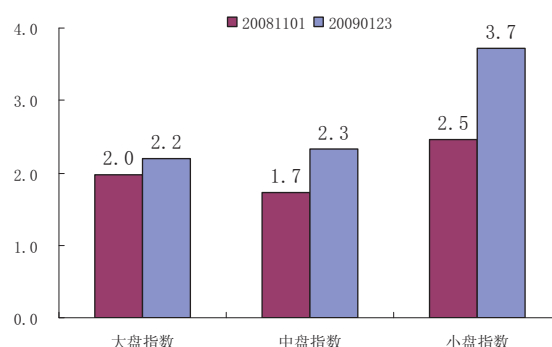
节后我们依然看好大盘股。利率、信贷增速、M₂ 增速是大小盘风格轮换的先导指标，目前 M₂ 增速和信贷增速已经出现阶段性回弹，利率接近低位，大盘股可能会出现一轮恢复性上涨。去年 11 月以来，小盘股累积涨幅巨大，按 08 年的业绩估算，市盈率已经达到了 29 倍。同期大盘股涨幅明显滞后，随着业绩披露的日益临近，市场的波动可能会比较剧烈，那些基本面位于底部、估值优势明显的大市值公司作为攻守兼备的品种值得关注。

图 5：本轮上涨前后大、小盘股的 PE 变动



资料来源：wind，中信证券研究部

图 6：本轮上涨前后大、小盘股的 PB 变动



资料来源：wind，中信证券研究部

本周我们继续重点推荐中国石化：1、由于政府的价格管制和调控政策改变了石化行业盈利变化的规律，使石化行业在 2009 年有一个较大的盈利增长，同时新的成品油定价机制将使炼油行业的盈利变得相对确定，加工型的中石化受益程度也将好于开采型的中石油，在全年原油均价 60 美元的假设下，我们估算中石化 2009 年业绩将达到 0.61 元。2、当前的石油开采成本在 30-40 美元，从历史经验看，原油开采毛利在 50% 以上才能保证新油田的勘探，原油的合理价格在 60 美元左右，我们认为油价在 30-40 美元有望形成阶段性底部。3、上周末公司发布了 08 年业绩的预警公告，公司短期风险基本释放。4、石油产业的振兴计划有望近期公布。

同时我们继续推荐景气回升又有政策刺激的证券和工程机械：1、受益于制度创新和市场活跃度提升，证券行业和创投板块有望继续走强，继续推荐海通证券、吉林敖东。2、工程机械行业景气见底回升，装备制造振兴计划也有望近期推出，继续推荐三一重工、山推股份。

在本期投资组合中，我们新增了农业股和食品安全的主题投资，同时我们建议关注黄金股，并提高了银行股的权重。

本周推荐农业股：1、农业生产的资源禀赋决定了农产品中长期供给处于偏紧的局面，强农惠农作为我国未来国民经济发展的战略任务，未来政策仍将向农业倾斜；2、春节期间国家发改委将粮食最低收购价格提高了 15%，提价幅度超过此前预期；3、2009 年中央 1 号文件周末公布，强调进一步强化惠农政策，增强科技支撑，进一步增加农业农村投入，大幅度增加国家对农村基础设施建设和社会事业发展的投入，优化产业结构，较大幅度增加农业补贴，对农业股形成刺激。

关注“食品安全”的主题投资：近期禽流感、口蹄疫等食品安全事件频出，相关受益企业具有主题投资机会：1、动物疫苗生产企业，我们判断口蹄疫、禽流感、猪蓝耳疫苗的市场容量将由 2008 年的 9 亿元、9.5 亿元、17 亿元分别增长到 12 亿元、13 亿元和 19 亿元，受益公司包括中牧股份、金宇集团；2、相关制药企业，包括东北制药、华北制药、鱼跃医疗等。

节后大盘银行股值得关注：1、信贷增速超预期，1 月份新增贷款在 1 万亿元以上；2、三大行 09 年业绩的确定性较高，一季度和全年的业绩同比都有望出现个位数的增长；3、近期可能还会有一次降息，此后利率水平继续下调的空间将比较有限（中信宏观组判断本轮降息周期一年期存贷款利率将分别降至 1.44% 和 4.23%），同时近期存款占比已经出现回升，利差已经接近底部，我们估算上市银行 2009 年的利差平均为 2.6%；4、新增贷款的质量较高，对不良率有正面贡献，不良率有可能好于市场预期；5、三大行的市盈率在 10 倍左右，本轮反弹以来涨幅仅在 10% 左右，目前工行和建行的 A/H 溢价幅度都在 20% 左右，处于较低水平。

国际黄金价格受益于避险需求出现上涨，09 年 1 月收盘价接近 930 美元/盎司，为 08 年 7 月份以来的高位，黄金股近期有望走强；春节期间旅游市场火爆，短期可关注中青旅和黄山旅游。

上周中信投资组合上涨 4.4%（沪深 300 指数上涨 2.1%），自 1 月 9 日构建以来累计上涨 9.8（同期沪深 300 指数上涨 5.9%）。上周涨幅前三位的股票是：吉林敖东（8.3%）、中国石化（6.9%）、浦发银行（6.9%），涨幅后三位的是：华能国际（-5.9%）、康美药业（-1.3%），保利地产（-1.3%）

表 2：中信投资组合

行业	股票代码	股票名称	股价	EPS		PE		PB	权重
				08E	09E	08E	09E		
能源原材料	600028	中国石化	7.94	0.36	0.61	22	13	2.2	8%
	600005	武钢股份	6.2	0.75	0.74	8	8	1.6	5%
	600581	八一钢铁	6.88	0.2	0.62	34	11	1.6	4%
	600011	华能国际	6.72	-0.29	0.3	-23	22	2.1	5%
	600585	海螺水泥	28.79	1.72	1.97	17	15	2.1	5%
	000792	盐湖钾肥	39.38	1.78	6.16	22	6	11.7	5%
	600309	烟台万华	13.66	0.99	1.12	14	12	5.1	3%
	601899	紫金矿业	5.03	0.21	0.2	24	25	4.6	3%
	600031	三一重工	19.58	0.85	1.36	23	14	5.1	5%
工业	000680	山推股份	9.92	0.74	0.91	13	11	2.6	3%
	000400	许继电气	12.92	0.1	0.64	129	20	2.3	3%
	000063	中兴通讯	29.02	1.32	1.74	22	17	2.9	5%
	600498	烽火通信	11.25	0.37	0.49	30	23	1.9	2%
	601398	工商银行	3.66	0.32	0.35	11	10	2.1	4%
金融地产	601939	建设银行	4	0.41	0.44	10	9	2.1	3%
	601009	南京银行	9.82	0.84	0.9	12	11	1.7	4%
	601318	中国平安	28.86	-0.45	1.53	-64	19	2.7	3%
	600837	海通证券	11.46	0.38	0.4	30	29	2.5	5%
	000623	吉林敖东	24.45	1.3	1.1	19	22	3.0	4%
	600048	保利地产	16.51	0.93	1.25	18	13	3.1	3%
	000002	万科 A	7.04	0.38	0.55	19	13	2.6	3%
	000726	鲁泰 A	7.01	0.58	0.7	12	10	2.0	2%
	000800	一汽轿车	8.55	0.75	0.9	11	10	2.2	3%
消费品	000568	泸州老窖	18.68	1.01	1.25	18	15	7.9	2%
	600598	北大荒	12.74	0.34	0.37	37	34	4.8	4%
	600195	中牧股份	14.46	0.42	0.52	34	28	5.0	2%
	600518	康美药业	9.8	0.35	0.5	28	20	2.8	2%

5、政策前瞻：重点关注产业振兴规划的陆续出台

政策回顾与前瞻

表 3：前两周公布的主要政策一览

主要内容	政策类型	涉及行业	公布部门	公布时间	市场表现及其它
开展上市商业银行在证券交易所参与债券交易的试点；此政策是对之前“金融三十条”中对应条款的进一步延伸，也是银行在时隔 12 年后重返交易所债券市场。主要目的是加大对交易所债券市场的扶持力度，支持公司债等金融产品的发展。	产业政策	银行	银监会、证监会	2009-1-19	
国务院新闻办发表《2008 年中国的国防》白皮书，回顾了过去 30 年中国国防的发展历程，明确指出解放军装备建设将始终坚持重点建设、体系建设的原则，走机械化、信息化复合发展的道路，优先发展信息化武器装备和电子信息系统。	产业政策	军工，通信设备，信息服务	国务院新闻办	2009-1-20	军工板块连续两日跑赢大盘
统计局公布 08 年 12 月及全年主要经济指标：12 月 PPI 同比 -1.1%，全年 6.9%；12 月 CPI 同比 1.2%，全年 5.9%；四季度 GDP6.8%，全年 9%。	经济指标		统计局	2009-1-22	
医改方案获国务院原则通过；方案提出了 2009-2011 年的阶段性工作目标，初步预计三年将累积投入 8500 亿元，并要求重点抓好基本医疗保障制度等五项改革。政策基本符合预期，但期待细则的具体披露。	产业政策	医药生物	国务院，卫生部	2009-1-22	医药板块高开高走，绝大部分个股上涨，板块指数上涨 2%（沪深 300 涨 2%），涨幅居前。

主要内容	政策类型	涉及行业	公布部门	公布时间	市场表现及其它
自 2009 年 1 月 7 日起,对个人从上市公司取得的股票增值权所得和限制性股票所得,计算征收个人所得税。此前国家对此类收入是否征税并没有明确规定。	市场政策		财政部、税务局	2009-1-23	
中央发布加强三农工作的一号文件,把保持农业农村经济平稳较快发展作为首要任务,围绕稳粮、增收、强基础、重民生提出一系列强农、惠农政策。	产业政策	农林牧渔	党中央、国务院	2009-2-1	

资料来源: 中信证券研究部

节前统计局公布 08 年全年及 12 月份主要经济指标,除 PPI 数据低于中信宏观组预期外,GDP 和 CPI 数据均符合预期。银监会和证监会开闸银行参与交易所债券市场,表明了对债券市场特别是公司债市场的支持力度,以后可以继续关注之前“金融三十条”中其它政策的陆续出台。《2008 中国的国防》白皮书的出台出乎市场意料,也成为节前的一个亮点,军工板块连续两天跑赢大盘。医改方案获得国务院原则通过,虽然许多内容已被市场预期,并且诸如市场关心的医药目录等细节问题仍待公布,但该方案历经多年并最终通过还是给投资者以乐观预期。中央一号文件再次强调把农业农村经济平稳较快发展作为首要任务。春节后建议投资者重点关注以下相关政策:

央行降息预期仍在,但市场争议较大。鉴于 PPI 等经济指标在 12 月呈现恶化态势,央行在近期降息的可能性仍然存在。但是考虑到 12 月以来货币指标的超预期增长,降息的步伐可能减缓。如果央行降息,无疑会对近期充裕的资金面起到推波助澜的作用,资金推动的市场反弹仍可能持续。降息会进一步缩小息差,对银行盈利造成负面影响。

纺织业振兴规划有望于节后公布,关注相对具备竞争力的优势企业。该规划主要涉及五大方向:一是加快结构调整,促进协调发展;二是增强自主创新能力,促进创新成果产业化;三是加大技术改造力度,加强行业技术水平;四是促进节能减排,形成循环经济;五是加强自主品牌培育和营销渠道建设。另外,中央可能会拿出大量资金,通过贴息贷款的方式扶持具备竞争力的优势企业。

另外,建议投资者继续关注已公布政策的进一步细节披露,如涉及石油石化和机械装备的产业振兴规划,医改方案的具体细节,以及“国防白皮书”等政策涉及的相关公司。

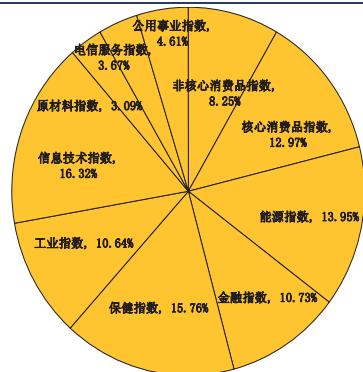
6、海外市场重点关注

春节期间,美国股市先升后跌,在连涨四日后又连续两日下挫,基本回到节前原点。周一,美股振荡剧烈,收盘小幅上扬,道指涨 0.5%,纳指涨 0.8%,标普 500 涨 0.6%。辉瑞 680 亿美元收购惠氏的利好消息令投资者兴奋,但包括卡特彼勒在内的部分知名公司的预警则继续令人失望。周二,受美国运通与美国钢铁利好财报刺激,美股周二连续第三个交易日上涨,道指涨 0.7%,纳指涨 1.0%,标普 500 涨 1.1%。金融板块上涨 3.7%,给市场带来支撑。周三,美股周三连续第四个交易日上扬,道指涨 2.5%,纳指涨 3.6%,标普 500 涨 3.4%。由于奥巴马政府提出了新的总额为 8190 亿美元的方案,美国政府未来可能建立一家坏银行购进金融机构问题资产的消息令投资者振奋,金融股领涨大盘。周四,美股大幅下跌,结束了连续上涨 4 天的势头,道指下跌 2.70%,标普 500 下跌 3.3%。利空经济数据以及多家公司令人失望的财报给了投资者卖出股票与获利回吐的理由。周五,美股周五连续第二个交易日下跌,不佳经济数据以及拯救银行计划或将受阻的消息对市场造成了冲击,道指下跌 1.82%,标普 500 下跌 2.3%。美国商务部 30 日公布初步数据显示美国 GDP2008 年第四季度按年率计算下降了 3.8%。这是美国经济连续第二个季度下滑,也创下 1982 年第一季度以来的最大降幅。

我们看到,近期美国股票市场的表现无甚新意,仍是在黯淡的宏观经济数据、令人失望的企业财报与政策刺激的利好之间徘徊。而政策刺激带来的最大提振作用反映在金融板块的走势上——一旦投资者相信政策有效、银行业企稳绽放希望的曙光时,金融板块就要引领大盘向上;而一旦人们开始怀疑政策效果或政策实施过程中出现障碍,则金融板块应声大跌,大盘也随之失去支撑动力。

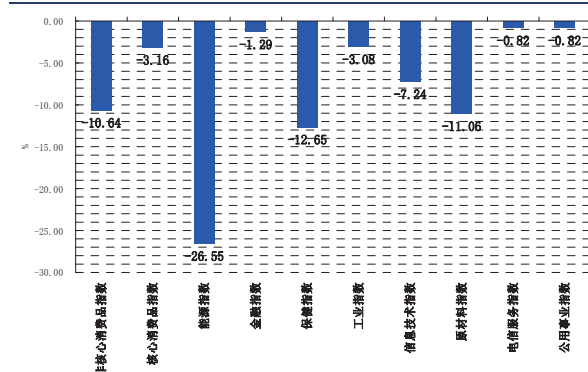
之所以呈现此种格局，主要在于当前美国经济已然没有新的亮点。一方面，宏观经济颓势难止，主要经济数据无论是领先经济指标如新房开工率、首次申请失业救济人数还是滞后经济指标如失业率、产能利用率、GDP 增速等都在进一步恶化；另一方面，企业财报也大多令人失望，偶然的亮点也无法起到持续提振大盘的作用，周期性行业如机械、原材料等继续顺周期下行。

图 7：标普 GICS1 级行业指数占比



资料来源：Bloomberg

图 8：标普 1 级行业指数 1 月份走势

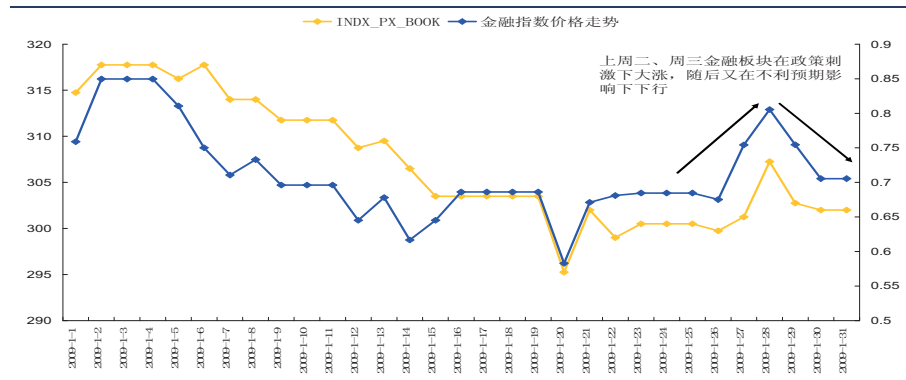


资料来源：Bloomberg

作为流动性的制造者，金融业尤其是银行业的复苏几乎成为近期美国市场的唯一动力。在现阶段，解决银行业流动性的供给问题，即避免借贷对经济体的阻滞是奥巴马新政府的当务之急。上周二和周三随着奥巴马政府提出总额为 8190 亿美元的救助方案，投资者对美国建立“坏银行”全面解决金融机构问题资产的方案充满期待。但随后两天，白宫发表了对华尔街高层奖金的指责言论，同时国会内部有声音担心高达数万亿美元的不良资产购买计划可能会导致美国金融体系的其它领域陷入困境，市场预计银行救助计划可能仍面临阻碍。

由此，本周我们仍然重点关注美国政府救助方案的进展，尤其是从受困银行中购买不良资产的方案能够在多大程度上实施。

图 9：标普金融指数价格及市净率 1 月走势



资料来源：Bloomberg

表 4：全球股市 1 月份表现

全球主要指数	1 月份涨跌幅 (%)	静态市盈率	市净率
道琼斯工业指数	-8.84	19.96	2.98
标普 500 指数	-8.57	19.54	1.69
纳斯达克综合指数	-6.38	48.42	1.81
伦敦富时 100 指数	-6.42	7.95	1.31
法国 CAC 指数	-7.58	8.37	1.04
德国 DAX 指数	-9.81	9.22	1.13

全球主要指数	1 月份涨跌幅 (%)	静态市盈率	市净率
日经 225 指数	-9.77	14.4	0.97
香港恒生指数	-7.71	8.09	1.24
印度孟买指数	-4.84	9.58	2.11
巴西圣保罗指数	4.66	9.18	1.33
俄罗斯 RTS 指数	-15.33	2.9	0.54

资料来源: Bloomberg

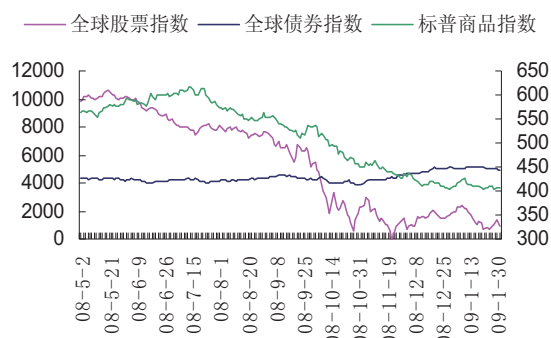
二、数据图表

1、大类资产走势与资金流动

评述: 短期继续关注奥巴马上台后减税计划和救助银行计划的实施情况, 未来一周美元有望继续走强, 但货币因素对商品的压制较前期弱, 商品可能借助阶段美元走强完成二次探底, 奥巴马计划使得美国市场信心恢复情况是判断未来商品市场大幅反弹的重要契机。

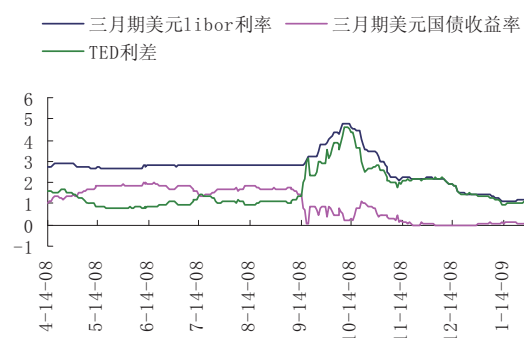
上周中国假日期间美国股市呈现先扬后抑的盘整走势, 美国股市下跌到前期低点附近, 商品市场也展开反弹后的二次调整, 鉴于债券收益率维持在较低收益水平, 资金也有撤出迹象, 目前, 整体表现为信心不足, 安全性仍是资金的首要考虑点, 以现金方式存在银行体系较多。当前美元三月期 Libor 为 1.184%, 较上周 1.169% 水平有所上升, 较前期 4.8187% 水平大幅降低, 三月期美国国债收益率为 0.2262%, 较前期低点略有上升。

图 10: 全球债券股票商品走势



资料来源: Bloomberg 中信证券研究部

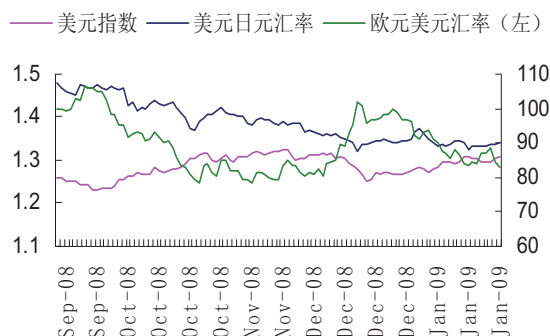
图 11: 三月期美元 libor 和美国国债收益率走势



资料来源: Bloomberg 中信证券研究部

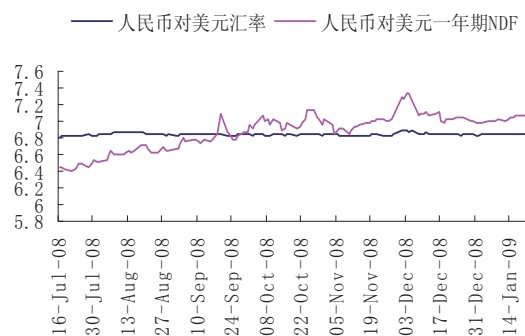
上周美元指数呈现震荡盘升态势, 由 85.6 上涨到 85.99, 较前两周继续走强。受美元走强影响, 人民币对美元汇率有所上升, 即期汇率保上升到 6.8465, 一年远期 NDF 汇率由前期最高 7.333 回落到 7.08, 较上周 7.0592 水平有所上升。

图 12: 美元指数走势



资料来源: Bloomberg 中信证券研究部

图 13: 人民币汇率走势



资料来源: Bloomberg 中信证券研究部

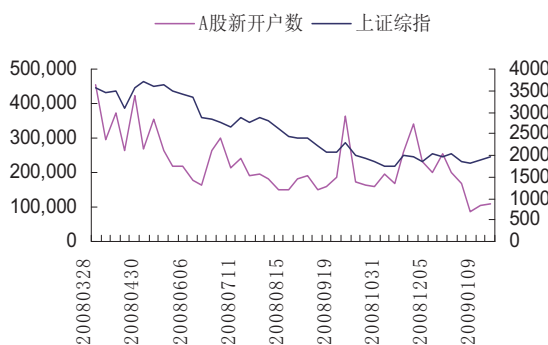
目前一年期定存收益率为 2.25%，十年期国债到期收益率为 3.2%，较上周 3.05% 水平有所上升，沪深 300 指数分红收益率为 1.98%，股票分红收益率与国债收益率差价位于历史最低水平附近，资金对股票市场支持较强。

图 14: 中国国债收益率与股息率走势



资料来源: 北方之星 朝阳永续 中信证券研究部

图 15: A 股股票账户新开户情况



资料来源: wind 中信证券研究部

银行间市场回购、拆借利率创历史新低。10 月份以来，银行间回购和拆借利率不断下行，目前已经分别降至 0.95%、0.8942%，市场资金面十分充裕。

图 17: 中国银行间市场隔夜拆借利率



资料来源: Bloomberg 中信证券研究部

图 18: 中国银行间市场 7 日回购利率



资料来源: Bloomberg 中信证券研究部

2、市场表现与估值

技术看盘

上证指数上周上涨 1.85%，成交量较前周略有回落，从日线图来看，领先指标 CCI 处于超买区域，MACD 趋势向上；从周线图来看，收于 5 周、10 周、20 周均线之上，领先指标 CCI 趋势向上，MACD 指标交叉向上，整体来看，短期指数有望进一步上行，强阻力位 2300 点。

图 19：上证指数日线图



资料来源：大智慧

图 20：上证指数周线图

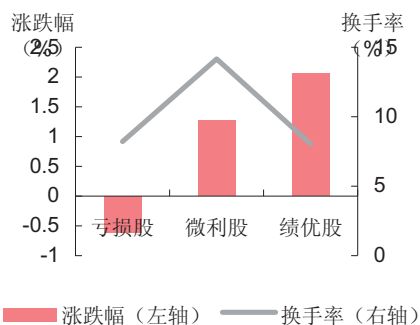


资料来源：大智慧

风格指数表现

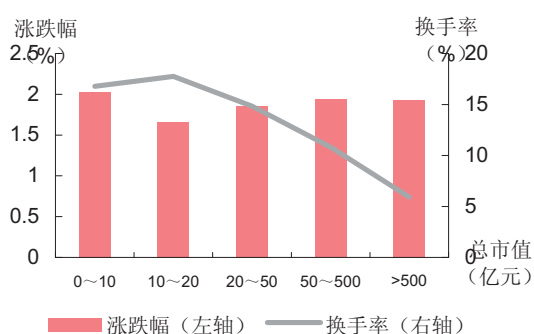
上周股市整体上涨，风格进一步向大盘绩优股转移，绩优股涨幅明显超越微利股，亏损股则整体下挫。此外，低 PB 股票的整体涨幅明显高于高 PB 股票。

图 21：上周不同盈利能力股票的涨跌幅和换手率



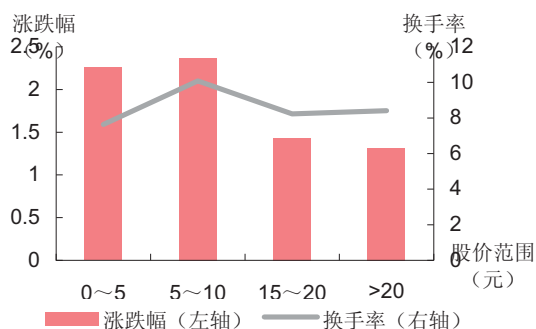
资料来源：wind 资讯，中信证券研究部

图 22：上周不同总市值范围股票的涨跌幅和换手率



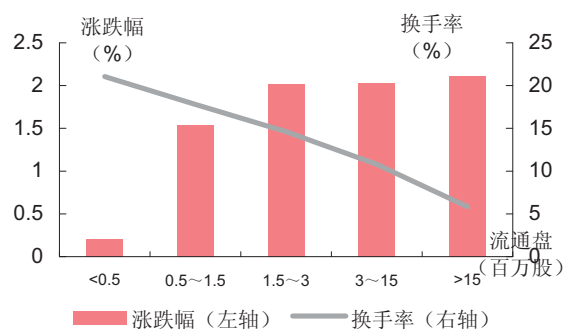
资料来源：wind 资讯，中信证券研究部

图 23: 上周不同股价范围股票的涨跌幅和换手率



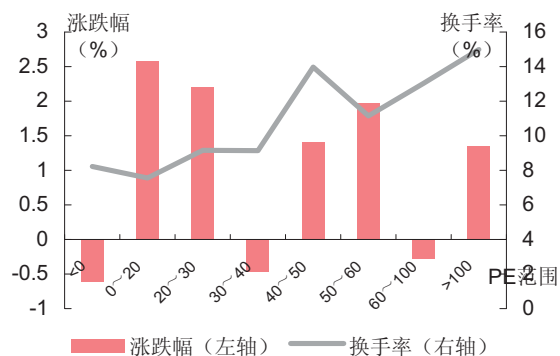
资料来源: wind 资讯, 中信证券研究部

图 24: 上周不同流通盘范围股票的涨跌幅和换手率



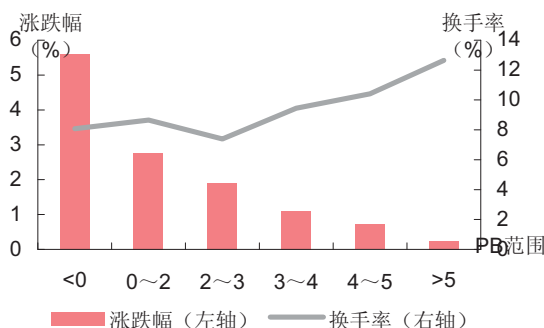
资料来源: wind 资讯, 中信证券研究部

图 25: 上周不同 PE 范围股票涨跌幅和换手率



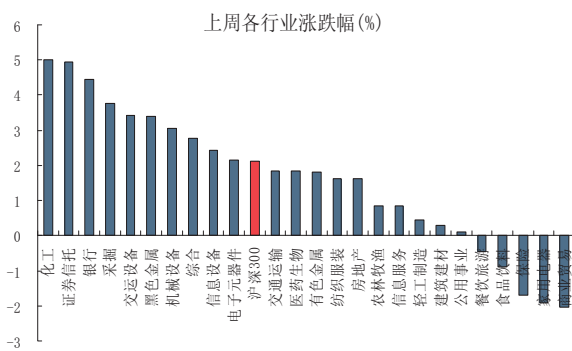
资料来源: wind 资讯, 中信证券研究部

图 26: 上周不同 PB 范围股票涨跌幅和换手率



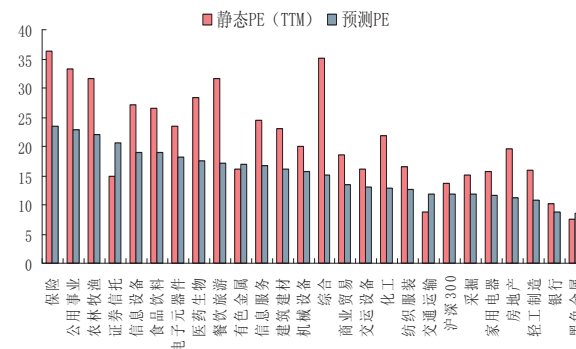
资料来源: wind 资讯, 中信证券研究部

图 27: 行业涨跌幅



资料来源: wind 资讯, 中信证券研究部

图 28: 行业估值



资料来源: wind 资讯, 中信证券研究部

3、领先经济指标观测

(1) 产成品库存回稳可期，原材料库存面临新的调整

从产业链角度看，企业去库存化一般会出现“上游—下游—上游”的轮回，并由此区分为三个阶段：

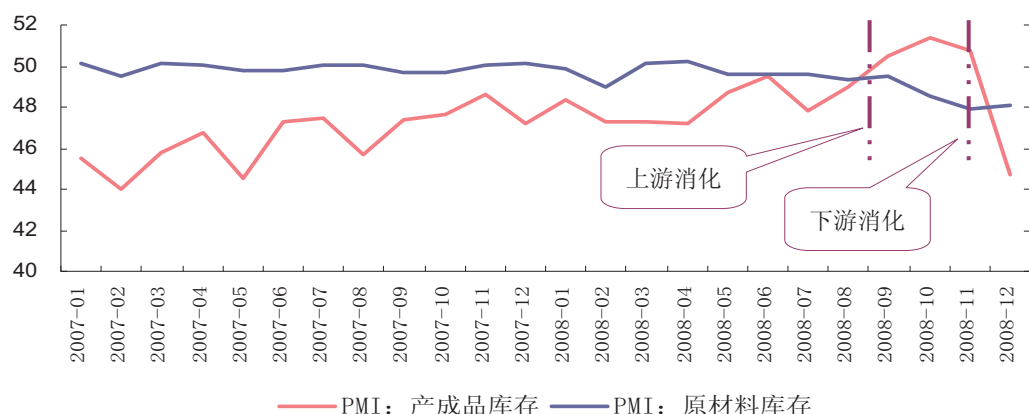
第一阶段：上游消化主导阶段：企业减少上游原材料采购，原材料库存下降，但产成品库存则因为生产过程的延续而上升；

第二阶段：下游消化主导阶段：企业开始消化产成品库存，产成品库存加速下降，但原材料库存则因为回补效应触底回升；

第三阶段：新均衡构建阶段：产成品库存开始稳定，企业重新构建新的均衡，原材料库存则因产量回落有所下降。

从目前情况看，企业去库存化过程应处于第二阶段，12月PMI产成品库存指数从50.80%大幅下降至44.70%，而原材料库存指数则从39.5%上升至40.6%，在这一过程结束后，下游库存将逐步趋稳，而企业将适应下降了的下游产量形成新的上游原材料库存，这将会对上游原材料产业继续造成挤压（煤炭、有色金属等），而下游制造业（机械、建筑建材等）的盈利情况可能会逐步趋于稳定。

图 29：2007 年以来制造业库存情况变动（%）

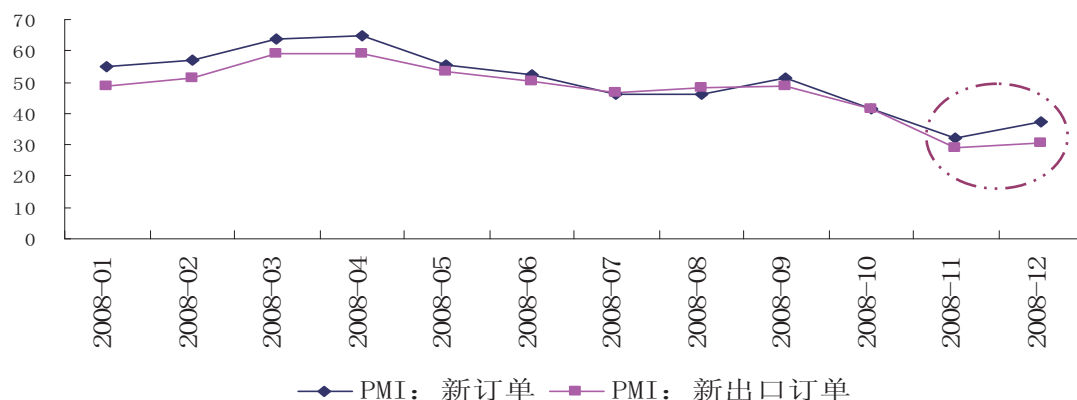


资料来源：WIND, 中信证券研究部

（2）新订单指数反映经济景气回升，外向型行业可能继续低迷。

从2008年以来的新订单指数看，12月新订单指数由32.3%回升至37.3%，但新出口订单指数依然反弹乏力，仅仅从29%上升至30.7%，这种结构性的差异反映外向型经济部分的恢复状况小于内向型经济部分，内向型行业和企业业绩的回暖速度应当会快于外向型行业和企业。

图 30：2007 年以来制造业订单指数的变动情况（%）



资料来源：WIND, 中信证券研究部

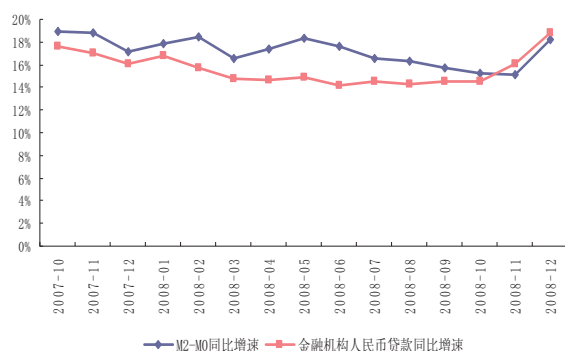
（3）关注债券走势，1 月份信贷数据将继续超预期

货币（ M_2-M_0 ）和信贷的增速比较反映了银行资产配置的方向和整个宏观经济的趋势；而债市和股市构成了当前国内两个最主要的金融市场。1 月 11 日以来，国内债券市场经历了快速大幅的下降过程，到 1 月 22 日，中债总财富指数下挫超过 2%，分析促成债市迅速下挫的真实背景有助于预判未来的股市走势。

总体上看，银行构成了债市的主要参与方，因此债市走势主要受银行资产配置活动的影响。在 12 月份信贷增速超预期上升，而银行存款活期化趋势开始抬头（ M_0/M_2 由 11 月份的 6.89% 上升到 7.20%）的复合作用下，商业银行的资金压力开始增大，这时其必然从银行间市场和债券市场撤出部分资金，由此给债市带来调整压力。

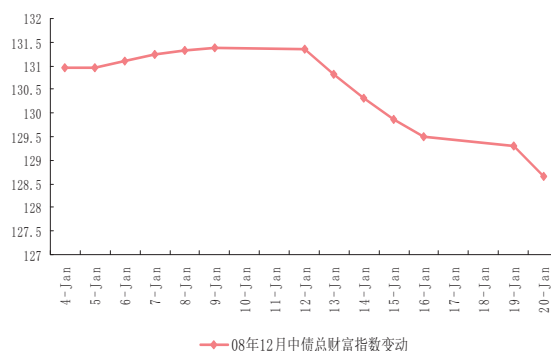
因此，我们判断，1 月中旬以来债券市场的快速大幅调整的主要根源在于银行的信贷扩张以及由此带来的资金配置活动，1 月份的信贷数据可能继续超出预期。

图 31：2007 年以来信贷增速与货币增速比较



资料来源：WIND, 中信证券研究部

图 32：2008 年 1 月中债总财富指数变动



资料来源：WIND, 中信证券研究部

4、重点数据解读

经济形势好于预期，去库存化将延续通缩压力

1 月 22 日为 2008 年年度和 12 月月度经济运行数据的重点公布结点。我们上周的周报公布中信预测值和市场一致预期的比较，从实际数据看，我们对 2008 年全年 GDP 增长率、CPI 同比增速，以及 12 月 CPI 和社会消费品零售总额同比增长的预测相对市场一致预期更为精准。而从预测偏差看，四季度 GDP 增长和固定资产投资数据均好于预期，但 PPI 同比增速明显低于预期，考虑到生产者价格指数向消费者价格指数的传导时滞，未来一段时期经济面临的通缩压力可能比我们预想的更大；而工业增加值同比增速也低于预期。

依据我们前面对去库存化的阶段划分，企业的存货消化往往首先从原材料展开，然后传导至产成品，因此工业增加值同比增速的超预期下滑和 PPI 先于 CPI 回落也印证了我们对基本面的判断，目前已经进入企业去库存化的第二阶段，中国经济所面临的通缩压力也将继续维持一段时期。

表 5：本周主要公布数据与中信预测值比较

指标\预测	12 月月度预测		2008 年年度预测	
	实际值	中信预测值	实际值	中信预测值
GDP 增长率	6.80%	6.20%	9.00%	9.00%
CPI 同比增长	1.20%	1.20%	5.90%	5.90%
PPI 同比增长	-1.1%	-0.20%	6.90%	6.90%
社会消费品零售同比增长	19.0%	19.00%	21.6%	21.70%
工业增加值同比增长	5.7%	6.90%	12.9%	13.10%
固定资产投资同比增长	26.1%	25.80%	26.1%	25.80%

资料来源：WIND，中信证券研究部

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信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。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			