

## 流动性与产业政策驱动，防范潜在风险

### 要点：

- 农历新年的第一周，A 股市场给投资者发了一个不错的红包，上证综指涨幅高达 9.58%，成交量也放大了自 6124 点以来的最高量，比上周提高了 56%。对这波行情的看法，我们认为是流动性预期与产业政策叠加的双轮驱动。
- 根据我们对流动性预期与产业政策叠加的双轮驱动行情的判断，本周市场短期仍存在上涨空间，但调整压力已开始显现，操作上应保持适度谨慎。我们的这一观点主要有两个原因：
  1. 该轮反弹延续是否犹存动力，主要来自于流动性预期的短期支撑和后续产业政策的陆续出台。
  2. 未来一个月经济运行趋势预期还不明朗，另外季报压力也渐行渐近等因素有可能成为回调的压力。
- 操作策略：当前市场仍处于流动性和政策推动的熊市月线级别大反弹之中，本轮反弹仍没有结束，有望延续至 3 月上旬。期间市场可能会因为短期干扰性因素（单项宏观数据、负面传言、前期获利盘抛压），产生盘中或者短时间波动，但是上涨的趋势并不会改变。考虑到新增信贷在第一季度的爆发性，以 M1 为指标的流动性回升有望延续到二季度，因此我们对大盘的中线走势仍然谨慎乐观，但短期超买带来的技术调整压力已经增大。操作上建议短期适度参与低估值板块：银行、地产、煤炭、钢铁；减持前期涨幅较大的题材股板块。交易策略上我们强调回落低吸是较为合适的策略，有助于在追高的过程当中保持适度的安全边际，也符合当前中线趋势向好，短线调整压力增大的大盘特征。

### 分析师

腊博 吴土金

☎ (86-755) 83516230, 83516212

✉ [lab@cgws.com](mailto:lab@cgws.com) [wtj@cgws.com](mailto:wjtj@cgws.com)

时间：2009/02/02 至 2009/02/06

### 主要股指表现

| 指数名称   | 区间涨幅% | 30 日涨幅% |
|--------|-------|---------|
| 上证综指   | 9.57  | 15.98   |
| 深证成指   | 10.79 | 17.14   |
| 沪深 300 | 10.07 | 18.82   |
| 上证 B 股 | 9.13  | 19.17   |
| 深证 B 股 | 6.29  | 7.59    |

### 表现最强行业

| 指数名称 | 区间涨幅% | 30 日涨幅% |
|------|-------|---------|
| 有色金属 | 18.02 | 34.19   |
| 电子元器 | 14.98 | 27.78   |
| 轻工制造 | 14.59 | 24.96   |
| 餐饮旅游 | 13.79 | 24.06   |
| 农林牧渔 | 13.46 | 22.00   |

### 表现最弱行业

| 指数名称 | 区间跌幅% | 30 日跌幅% |
|------|-------|---------|
| 建筑建材 | 8.33  | 13.13   |
| 黑色金属 | 8.31  | 18.54   |
| 公用事业 | 8.23  | 12.27   |
| 机械设备 | 7.90  | 20.49   |
| 医药生物 | 5.37  | 11.28   |

### 相关报告

流动性催行情，后市谨慎乐观  
2009 年 01 月 19 日春寒犹存暖意，静待流动性复苏  
2008 年 12 月 29 日“经济见底、流动性变化”：憧憬中的方向  
2008 年 12 月 22 日

### 独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



## 每周策略

农历新年的第一周，A股市场给投资者发了一个不错的红包，上证综指涨幅高达9.58%，成交量也放大到了自6124点以来的最高量，比上周提高了56%。对这波行情的看法，我们认为是流动性预期与产业政策叠加的双轮驱动。如果把整个反弹行情串起来看的话，该轮最初由政策面引发，开始于2008年11月5日政府推出的4万亿经济刺激计划，上证综指最高反弹到2100点，随后最低回落至1815点。1月13日披露的去年12月份货币供应量数据和1月14日国务院原则通过的汽车和钢铁产业调整振兴规划，激发了A股的新一轮反弹，上证综指最高反弹至2018点。第三轮强劲反弹行情开始于上周二的有关提交装备制造业和纺织业产业调整振兴规划的消息和1月份新增信贷规模的超预期。

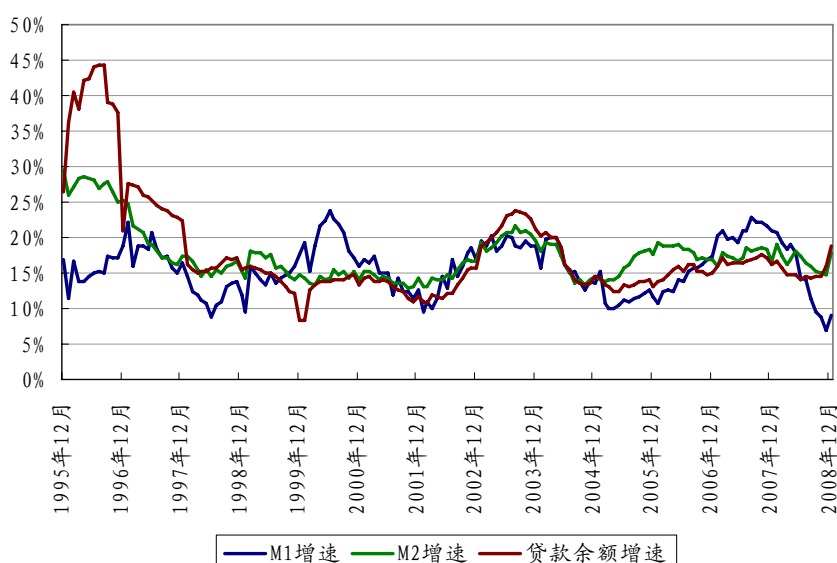
根据我们对流动性预期与产业政策叠加的双轮驱动行情的判断，本月市场仍存在上涨动力，但本周调整压力已开始显现，操作上应保持适度谨慎。我们的这一观点主要有两个原因：

1. 该轮反弹延续是否犹存动力，主要来自于流动性预期的短期支撑和后续产业政策的陆续出台。但需要指出的是产业政策与题材股的配合已经趋弱，相比上周来说，后续动力正在逐渐减弱。
- 目前流动性预期存在短期支撑效应，我们将该轮行情定义为反弹行情；只有当经济面流动性有效转化为股市流动性，熊市底部才会显现。

随着4万亿经济刺激计划的实施，政府加大了信贷投放的规模，去年12月的数据显示，M1和M2的增长速度开始加快（见图1），市场普遍预期股市会随着流动性的增加开始好转。我们认为这种预期在经济前景和企业盈利预期不明朗的情况下，只会对股市起到短期支撑的效应，判断熊市行情的结束还为时过早。政府加大了信贷投放的规模增加了经济面的流动性，但这种流动性并不一定能有效转化为股市的流动性，是否能转化为股市流动性关键还要看M1和M2增速的差值。从目前的数据来看，虽然M1有所好转，但M1的增速远

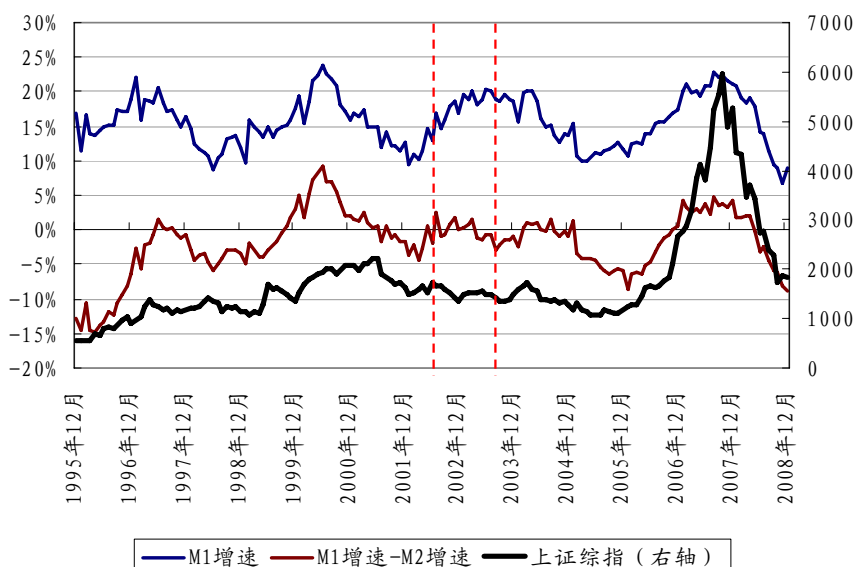
落后于 M2 的增速，两者的负差值正在不断扩大，说明存款定期化的趋势还未改变，股市的流动性还未有效改善（见图 2）。我们认为经济面流动性的改善加大了市场对股市流动性的正面预期，短期会给激活场内资金，但真正熊市的结束还需场外资金的有效配合，也可以说场外资金的流入是改善股市流动性的主要因素。但目前场外资金还没有明显流入股市，股票帐户数量的变化也许能够说明场外资金的这一动态（见图 3 和 4）。

图 1 流动性已显现复苏迹象



数据来源：Wind，长城证券研究所

图 2 股市流动性还未有效改善

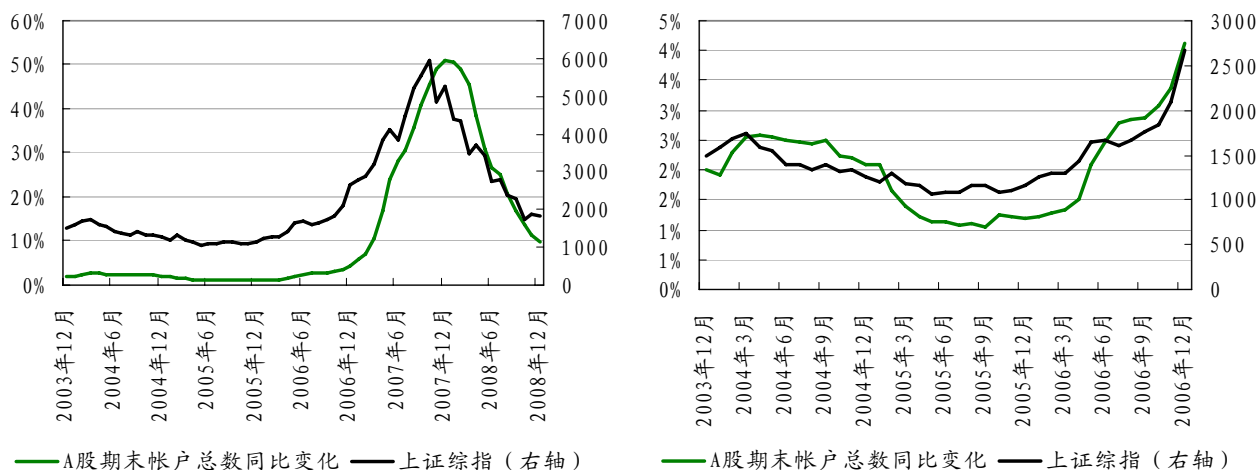




数据来源：Wind，长城证券研究所

注：2002年7月到2003年11月期间，虽然M1增速逐渐加快，但M1-M2的负差值还在扩大，说明股市的流动性并没有得到有效的改善。

图 3、4 股票帐户数量变化与股市具有较大联动性



数据来源：Wind，长城证券研究所

- 这次双轮驱动行情的第二个因素产业政策与题材股的配合已经趋弱。1月14日通过的汽车和钢铁产业调整振兴规划与2月4日通过的纺织工业和装备制造业调整振兴规划相隔仅10个工作日的时间，令投资者看到了政府扩大内需、促进经济增长的力度和决心，同时也提升了市场对“保8”的信心。剩下的船舶、电子信息、有色金属、轻工、石化等产业政策也将会陆续出台，但这些政策已被市场提前预期（见表1），对股市的影响力度已经趋弱。短期来看，题材股涨幅较大，获利回吐的调整压力已开始显现。

表 1 产业政策相关行业涨幅

|   | 调整振兴规划产业 | 状态  | 对应行业  | 1月14日以来涨幅 |
|---|----------|-----|-------|-----------|
| 1 | 汽车       | 已出台 | 汽车    | 19.6%     |
| 2 | 钢铁       | 已出台 | 钢铁    | 16.9%     |
| 3 | 纺织       | 已出台 | 纺织    | 22.2%     |
| 4 | 装备制造     | 已出台 | 机械设备  | 17.5%     |
| 5 | 船舶       | 未出台 | 船舶制造  | 27.3%     |
| 6 | 电子信息     | 未出台 | 电子元器件 | 24.8%     |



|    |       |     |      |       |
|----|-------|-----|------|-------|
|    |       |     | 通信设备 | 16.0% |
|    |       |     | 软件开发 | 20.4% |
| 7  | 有色金属  | 未出台 | 有色金属 | 29.9% |
| 8  | 轻工    | 未出台 | 轻工制造 | 21.7% |
| 9  | 石化    | 未出台 | 石油化工 | 20.6% |
| 10 | ? 房地产 | 未出台 | 房地产  | 20.1% |

2. 潜在风险。未来一个月经济运行趋势预期还不明朗，另外季报压力也渐行渐近。从经济面来看，去年 12 月份的各项经济指标均出现了不同程度的回暖。PMI、发电量、工业增加值等先行经济指标开始出现好转迹象，但经济是否已经接近底部还需更多指标和更长时间的确认。上周公布的 1 月份制造业采购经理指数 PMI 上升到了 45.3，这也是自去年 11 月低位以来的连续两个月上升。其中产成品库存指数已连续三个月下降，生产、新订单、和采购量指数也连续两个月上升，说明前期的 4 万亿经济刺激方案已经开始显现效果。本周二将公布 1 月份 CPI、PPI 数据，周三将公布进出口贸易额，以及备受市场关注的货币供应量数据。投资者应密切关注这些经济指标是否符合政策导向的预期。另外，在经济运行趋势不明朗的情况下，市场对上市公司 09 年一季度业绩下滑的担忧预期依然存在。这些因素均有可能成为股市获利回吐的理由。

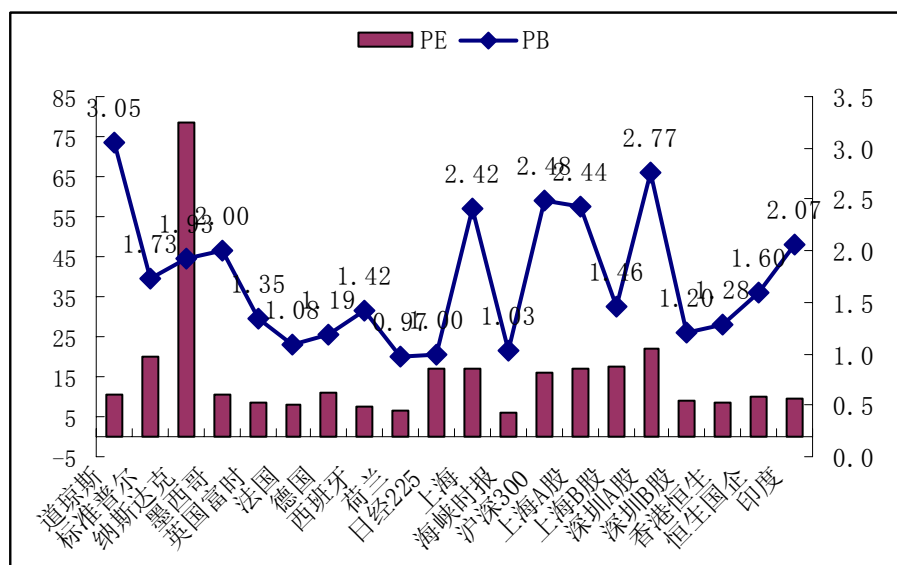
#### 操作策略：

本轮反弹仍没有结束，有望延续至3月上旬。期间市场可能会因为短期干扰性因素（单项宏观数据、负面传言、前期获利盘抛压），产生盘中或者适时间波动，但是上涨的趋势并不会改变。考虑到新增信贷在第一季度的爆发性，以M1为指标的流动性回升有望延续到二季度，因此我们对大盘的中线走势仍然谨慎乐观，但短期超买带来的技术调整压力已经增大。操作上建议短期适度参与低估值板块：银行、地产、煤炭、钢铁；减持前期涨幅较大的题材股板块。交易策略上我们强调回落低吸是较为合适的策略，有助于在追高的过程当中保持适度的安全边际，也符合当前中线趋势向好，短线调整压力增大的大盘特征。



## 全球估值

图 5：全球滚动 PE、PB 估值比较



数据来源：Bloomberg 统计时间：2009/02/06

## 行业估值

| 行业名称 | 总市值加权 P/E     |          |          | PB            |             |             | ROE           |             |             |
|------|---------------|----------|----------|---------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|
|      | 2007<br>(A/E) | 2008 (E) | 2009 (E) | 2007<br>(A/E) | 2008<br>(E) | 2009<br>(E) | 2007<br>(A/E) | 2008<br>(E) | 2009<br>(E) |
| 金融服务 | 15.3          | 12.9     | 12.4     | 2.40          | 2.19        | 1.95        | 15.6%         | 17.0%       | 15.7%       |
| 钢铁   | 9.4           | 13.5     | 14.2     | 1.39          | 1.24        | 1.18        | 14.7%         | 9.2%        | 8.3%        |
| 煤炭   | 16.1          | 14.4     | 15.0     | 3.02          | 2.58        | 2.26        | 18.8%         | 17.9%       | 15.1%       |
| 交运设备 | 19.5          | 19.5     | 17.5     | 2.75          | 2.26        | 2.04        | 14.1%         | 11.5%       | 11.7%       |
| 房地产  | 25.3          | 19.7     | 15.4     | 2.91          | 2.32        | 2.06        | 11.5%         | 11.8%       | 13.4%       |
| 家用电器 | 28.6          | 20.3     | 16.0     | 2.59          | 2.28        | 2.07        | 9.1%          | 11.2%       | 13.0%       |
| 商业贸易 | 26.9          | 20.7     | 17.5     | 3.37          | 2.69        | 2.38        | 12.5%         | 13.0%       | 13.6%       |
| 轻工制造 | 22.1          | 21.8     | 20.4     | 2.10          | 1.80        | 1.67        | 9.5%          | 8.3%        | 8.2%        |
| 交通运输 | 13.5          | 21.9     | 25.2     | 2.15          | 1.98        | 1.88        | 15.9%         | 9.0%        | 7.4%        |
| 餐饮旅游 | 37.0          | 22.3     | 18.0     | 2.59          | 2.66        | 2.38        | 7.0%          | 11.9%       | 13.2%       |
| 纺织服装 | 24.0          | 22.9     | 20.1     | 2.20          | 2.22        | 2.05        | 9.1%          | 9.7%        | 10.2%       |
| 信息服务 | 31.6          | 23.4     | 23.0     | 3.21          | 2.86        | 2.59        | 10.1%         | 12.2%       | 11.2%       |
| 机械设备 | 25.1          | 23.7     | 18.7     | 3.78          | 3.24        | 2.86        | 15.1%         | 13.7%       | 15.3%       |
| 有色金属 | 15.5          | 23.9     | 30.5     | 3.07          | 2.46        | 2.35        | 19.9%         | 10.3%       | 7.7%        |
| 化工   | 16.3          | 24.8     | 15.4     | 2.54          | 2.36        | 2.12        | 15.5%         | 9.5%        | 13.7%       |
| 综合   | 85.3          | 26.5     | 16.6     | 4.48          | 3.62        | 2.83        | 5.3%          | 13.7%       | 17.0%       |
| 建筑建材 | 34.2          | 28.9     | 18.4     | 3.69          | 2.54        | 2.25        | 10.8%         | 8.8%        | 12.3%       |
| 医药生物 | 47.6          | 29.4     | 22.9     | 4.31          | 3.66        | 2.98        | 9.1%          | 12.4%       | 13.0%       |

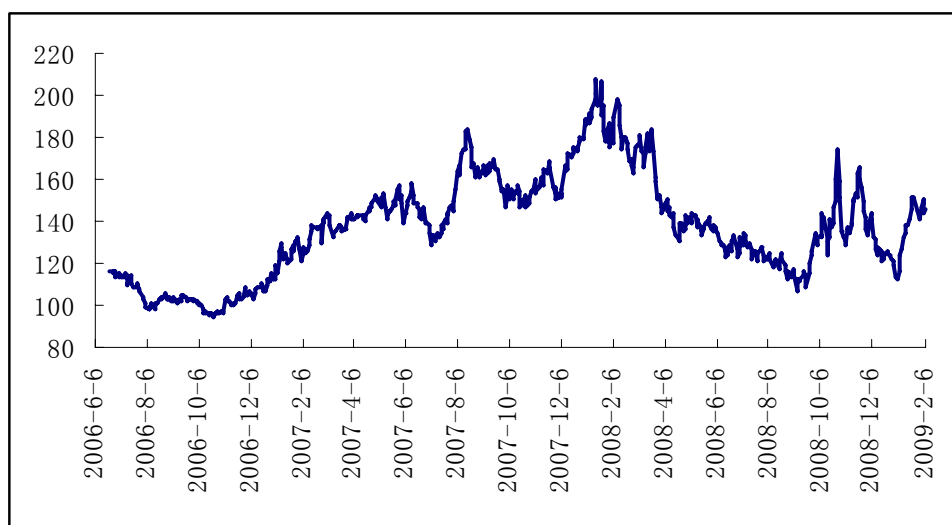


|       |      |       |      |      |      |      |       |       |       |
|-------|------|-------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 食品饮料  | 39.2 | 31.3  | 21.8 | 5.35 | 4.68 | 4.11 | 13.7% | 15.0% | 18.9% |
| 信息设备  | 49.6 | 31.3  | 23.8 | 2.95 | 2.67 | 2.42 | 6.0%  | 8.5%  | 10.2% |
| 电子元器件 | 36.0 | 44.3  | 40.2 | 2.30 | 2.14 | 2.05 | 6.4%  | 4.8%  | 5.1%  |
| 农林牧渔  | 62.7 | 45.7  | 38.2 | 4.41 | 3.84 | 3.54 | 7.0%  | 8.4%  | 9.3%  |
| 公用事业  | 21.9 | 191.5 | 23.6 | 2.26 | 2.41 | 2.27 | 10.3% | 1.3%  | 9.6%  |

数据来源：朝阳永续 统计时间：2009/02/06

## A + H 观察

图 6：AH 溢价指数



数据来源：Bloomberg 统计时间：2009/02/06

## 限售股流通统计

限售股解禁周统计（单位：万股）

| 股票代码      | 股票简称   | 可流通时间      | 本期流通数量 | 已流通数量 | 待流通数量 | 流通股份类型   |
|-----------|--------|------------|--------|-------|-------|----------|
| 000032.SZ | 深桑达 A  | 2009-02-07 | 8395   | 23282 | 5     | 股权分置限售股份 |
| 000708.SZ | 大冶特钢   | 2009-02-07 | 26124  | 44713 | 228   | 股权分置限售股份 |
| 000919.SZ | 金陵药业   | 2009-02-07 | 9414   | 28524 | 21876 | 股权分置限售股份 |
| 600193.SH | 创兴置业   | 2009-02-07 | 4523   | 21814 | 0     | 股权分置限售股份 |
| 600003.SH | ST 东北高 | 2009-02-08 | 18198  | 76296 | 45024 | 股权分置限售股份 |
| 600113.SH | 浙江东日   | 2009-02-08 | 6375   | 14750 | 0     | 股权分置限售股份 |
| 000787.SZ | *ST 创智 | 2009-02-09 | 2526   | 37184 | 678   | 股权分置限售股份 |
| 000876.SZ | 新希望    | 2009-02-09 | 33043  | 74083 | 1587  | 股权分置限售股份 |
| 000928.SZ | ST 吉炭  | 2009-02-09 | 190    | 14047 | 14243 | 股权分置限售股份 |
| 600234.SH | ST 天龙  | 2009-02-09 | 1446   | 11557 | 2903  | 股权分置限售股份 |
| 600266.SH | 北京城建   | 2009-02-09 | 33150  | 72100 | 2000  | 股权分置限售股份 |
| 600405.SH | 动力源    | 2009-02-09 | 570    | 20869 | 0     | 股权分置限售股份 |



|           |        |            |       |       |       |          |
|-----------|--------|------------|-------|-------|-------|----------|
| 600612.SH | 中国铅笔   | 2009-02-09 | 1385  | 7829  | 6661  | 股权分置限售股份 |
| 600819.SH | 耀皮玻璃   | 2009-02-09 | 47293 | 54375 | 0     | 股权分置限售股份 |
| 600833.SH | 第一医药   | 2009-02-09 | 4     | 10124 | 5811  | 股权分置限售股份 |
| 600851.SH | 海欣股份   | 2009-02-09 | 4221  | 73821 | 0     | 股权分置限售股份 |
| 600985.SH | 雷鸣科化   | 2009-02-09 | 450   | 5964  | 3036  | 股权分置限售股份 |
| 000700.SZ | 模塑科技   | 2009-02-10 | 12402 | 30904 | 0     | 股权分置限售股份 |
| 000762.SZ | 西藏矿业   | 2009-02-10 | 3334  | 26623 | 947   | 股权分置限售股份 |
| 000826.SZ | 合加资源   | 2009-02-10 | 16764 | 40049 | 1287  | 股权分置限售股份 |
| 000859.SZ | 国风塑业   | 2009-02-10 | 12197 | 42035 | 13    | 股权分置限售股份 |
| 600100.SH | 同方股份   | 2009-02-10 | 24698 | 97697 | 0     | 股权分置限售股份 |
| 600226.SH | 升华拜克   | 2009-02-10 | 10620 | 27037 | 0     | 股权分置限售股份 |
| 600232.SH | 金鹰股份   | 2009-02-10 | 1423  | 17007 | 14182 | 股权分置限售股份 |
| 600791.SH | 京能置业   | 2009-02-10 | 1544  | 26254 | 19034 | 股权分置限售股份 |
| 000779.SZ | ST 派神  | 2009-02-12 | 932   | 16944 | 1701  | 股权分置限售股份 |
| 600459.SH | 贵研铂业   | 2009-02-12 | 1117  | 7741  | 3433  | 股权分置限售股份 |
| 000048.SZ | ST 康达尔 | 2009-02-13 | 13621 | 37985 | 1092  | 股权分置限售股份 |
| 000156.SZ | *ST 嘉瑞 | 2009-02-13 | 1636  | 10202 | 1692  | 股权分置限售股份 |
| 000903.SZ | 云内动力   | 2009-02-13 | 11178 | 37820 | 0     | 股权分置限售股份 |
| 000912.SZ | 泸天化    | 2009-02-13 | 28860 | 58500 | 0     | 股权分置限售股份 |
| 000951.SZ | 中国重汽   | 2009-02-13 | 1651  | 16844 | 25099 | 股权分置限售股份 |
| 600373.SH | 鑫新股份   | 2009-02-13 | 7597  | 18750 | 0     | 股权分置限售股份 |
| 600650.SH | 锦江投资   | 2009-02-13 | 2758  | 23313 | 15743 | 股权分置限售股份 |
| 600701.SH | 工大高新   | 2009-02-13 | 2880  | 41242 | 8636  | 股权分置限售股份 |

数据来源: Wind 统计时间: 2009/02/06



长城证券有限责任公司  
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>