

[2009.02.17]

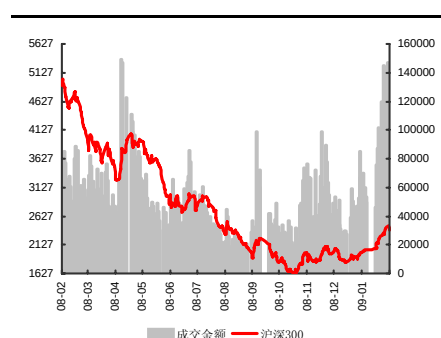
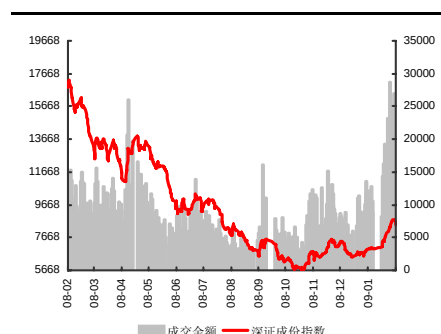
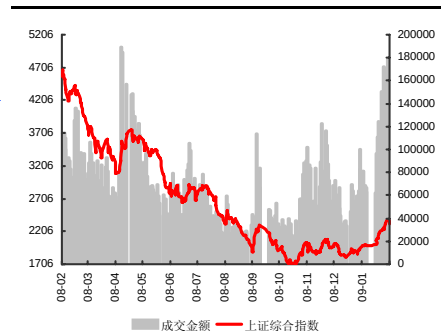
积极因素未变 整固后继续上行

——临时策略报告

✍ 黄 锋
☎ 86-22-2845 1131

投资要点:

- 17 日“监管机构开始全面摸底银行贷款去向”的消息对市场形成了明显冲击。沪深两市都出现大幅放量下跌，上证综指与深证成指分别下跌了 2.93% 和 3.53%。
- 我们分析认为，09 年 1 月份 M1 增速未升反降，并与 M2 增速剪刀差进一步扩大至 12.11 个百分点的异常现象，是引发监管机构对银行贷款是否脱离实体经济产生怀疑的主要原因。由于当前实体经济的发展趋势仍不明朗，而经过深幅下跌的股市已经使相当部分上市公司投资价值显现，必然会吸引一些贷款资金通过各种可能的渠道辗转流入股市，这从票据融资爆炸式增长和股市强势反弹在时间上的高度一致可以看出，但对资金来源的确认是非常困难的。
- 由于当前电子信息、轻工业等十大产业振兴规划仍将陆续公布，政策环境依然良好；监管机构未来虽然能够加大对银行贷款的监管力度，但信贷持续投放保持流动性充裕是国家目前的重要政策，是不会停止的；而且 3 月“两会”召开可能会有进一步大力度刺激经济的政策出台；所以市场的积极因素并没有发生改变。加之市场三大风险主要因素尚未出现，我们认为当前市场运行趋势仍由流动性充裕所主导，直至 3 月初两会召开将维持强势的格局不会改变，近期市场整固后仍将震荡上行。
- 预计后市产业振兴政策陆续公布将对轻工、电子信息、有色金属、石化等受益板块形成良好推动；而在流动性充裕仍主导市场运行趋势的情况下可以继续持有涨幅相对较小的周期性行业，如钢铁龙头等；未来具有补涨要求的以下机会需要关注：① 产业振兴规划潜在受益板块，如轻工业振兴规划受益的食品饮料行业中的啤酒、中低档白酒；② 具有资源整合和治理改善预期的商贸零售；③ 铁路建设加快受益的中国铁建、中国中铁；④ 市场交易量持续活跃受益的券商，如海通证券、中信证券、东北证券等；⑤ 高折价的封闭式基金。



相关报告

- 《保持乐观 震荡上行》——A 股投资策略周报
- 《流动性进一步充裕 保持乐观》——A 股投资策略周报
- 《积极预期推动股市强于基本面》——2009 年 2 月 A 股投资策略报告

1. 事件回放

2月17日(周二),国内A股市场出现大幅放量下跌,上证综指至收盘时回补了周一2328点至2323点之间的向上跳空缺口。盘中最后一小时的快速下跌,使沪深两市几乎都以最低点报收;上证综指收于2319.44点,下跌69.95点,跌幅为2.93%,全日成交1723亿元;深证成指收于8461.16点,下跌309.89点,跌幅达3.53%,全日成交854亿元。

2. 市场下跌原因分析

17日“监管机构开始全面摸底银行贷款去向”的消息对市场形成了明显冲击。据悉,08年12月份及今年1月份信贷猛增的情况已经引起监管机构的高度重视,央行、银监会已分别派出人员全面摸底商业银行的信贷投放情况。为弄清贷款的具体投放方向,央行的调研细致到要求商业银行说明贷款投放对象所处的行业。而银监会近日也专程赶赴位于上海的工行、农行两家银行的票据营业部,对增长较快的票据融资进行调研。

根据参与调研的相关人员介绍,目前票据融资业务开展比较正常,未发现风险积聚情况。票据融资快速增长主要是因各类企业采用快捷、低成本的方式应对存货押款增强现金流。同时央行的调研显示,商业银行贷款主要投放给政府投资主导的基础设施、交通等大型项目,工业企业和中小企业贷款占比很小。

央行数据显示,08年12月份新增人民币贷款7718亿元,同比多增7233亿元,其中票据融资额多增2147亿元,M1、M2分别同比增长9.06%和17.82%;09年1月份新增人民币贷款1.62万亿元,同比多增8141亿元,M1、M2分别同比增长6.68%和18.79%。伴随着信贷投放的持续激增,1月份新增票据融资额多增飞速升至6239亿元,在信贷余额中的占比已增至7.98%,在新增贷款中的占比更增至38.51%。同时相关预测显示,2、3月份票据融资占比还将继续上升。

我们分析认为,09年1月份M1增速没能随着银行新增信贷的暴涨出现回升,反而下降至6.68%的低点,与M2增速的剪刀差进一步扩大至12.11个百分点。这个异常现象是引发监管机构对银行贷款是否脱离实体经济产生怀疑的主要原因。由于当前实体经济的发展趋势仍不明朗,而经过深幅下跌的股市已经使相当部分上市公司投资价值显现,必然会吸引一些贷款资金通过各种可能的渠道辗转流入股市,这从票据融资爆炸式增长和股市强势反弹在时间上的高度一致可以看出,但对资金来源的确认是非常困难的。所以,从无论当前是否真的存在银行贷款流

出实体经济的情况，但毫无疑问的是，未来银行贷款有效性与安全性的监管，特别是票据融资资金去向的监控将会更加严格。

3. 近期市场判断

我们认为，17日沪深两市都出现较大幅度的下跌，不仅是受“监管机构调查银行贷款去向”消息冲击，同时也是多因素综合作用的结果：

- 第一，春节长假后市场出现快速扬升，沪深股指短期最高涨幅分别达到19.5%和23.81%，反弹初期介入资金已经收益非常丰厚，获利了结的要求越来越强。
- 第二，积极政策与资金推动本轮反弹行情产生的两大主要力量源泉，其中银行贷款持续激增带来的流动性充裕，更是近期市场赚钱效应不断扩散与坚定信心的主要支柱，如果市场资金因监管机构的调查而产生恐慌，出现“釜底抽薪”，反弹行情将遭受重创。
- 第三，1月份M1增速没有跟随新增贷款巨量投放继续回升，而M2仍大幅反弹，存款定期化的趋势已经开始使市场资金的乐观预期产生摇摆，如果贷款资金不能有效进入实体经济推动中国经济尽快触底反弹的希望将落空。这种担忧已使上周股指出现一定放量滞涨的征兆，显示出市场资金间的分歧。
- 第四，虽然近期国际股市的持续调整没能阻挠A股走出漂亮的独立上升行情，但在投资者心理上还是产生相当的忧虑堆积。

我们宏观研究员认为，M1出现一定回落可能和09年农历春节在1月份有关：其一是由于节前企业往往发放较多工资和奖金，这样企业的活期存款就转化为居民储蓄；其二是企业可能利用春节长假做活期存款转存7天短期存款，赚取收益；这些行为都会导致M1的减少。春节因素的存在使得数据解读存在很大的不确定性，而且单就1月份数据投资者难以做出趋势性判断，需要等到2月份数据出台后进行验证。

由于国务院已明确指出一季度经济工作的重点之一就是要加快制定和实施重点产业调整振兴规划，努力使其成为“拉动我国经济走出低谷的巨大引擎”；而当前国务院提出的十大产业振兴规划尚有电子信息、石化、有色金属、轻工业等将陆续公布，所以政策环境依然良好。同时虽然监管机构未来将会加大对银行贷款的监管力度，但信贷持续投放保持流动性充裕是国家应对国际金融危机进一步恶化，落实“扩内需、保增长”政策的重要手段，是不会停止的，所以短期2、3月份银行信贷投放仍将保持较快增长。再有，3月“两会”召开可能会有进一步大力

度刺激经济的政策出台。

我们认为当前市场最重要的风险来自于二个主要因素，第一，刺激经济政策效果不理想，2月份宏观经济等数据未能延续好转（3月公布）；第二，市场融资恢复，IPO重启或创业板推出将对市场资金造成分流。

综合分析，我们认为当前市场运行趋势仍由流动性充裕所主导，加上积极政策预期的推动，短期市场直至3月初两会召开将维持强势的格局不会改变，近期市场整固后仍将震荡上行。

4. 投资策略

近期造船工业调整振兴规划公布推动了中船股份等造船板块个股大幅上涨，说明聚焦国家产业振兴规划的市场资金依然热情高涨，政策受益积极效用递减效应尚不明显，这对后市轻工、电子信息、有色金属、石化等产业振兴政策受益板块仍将形成良好推动。

由于流动性是推升估值的重要力量，在流动性明显增强的氛围下，对前期调整幅度较深致使估值偏低的周期性行业比较有利，但随着股价的上涨，预期业绩还将下滑的周期性行业低估值的优势将逐步消失，因此对于涨幅过大的周期性行业应保持谨慎，而涨幅相对较小的如钢铁龙头等仍可持有。

同时建议投资者在操作中关注具有补涨要求的以下几类机会：一是产业振兴规划潜在受益板块，如轻工业振兴规划受益的食品饮料行业中的啤酒、中低档白酒；二是具有资源整合和治理改善预期的商贸零售；三是铁路建设加快受益的中国铁建、中国中铁；四是市场交易量持续活跃受益的券商；五是高折价的封闭式基金，其在股市强势上涨中因难以满仓而被市场所忽视，净值增长超过价格涨幅后导致折价率扩大；历史经验显示，当市场主流热点由于涨幅过高而失去领涨能力使市场机会转向补涨板块时，折价率高的大盘封基上涨机会较为确定，如基金兴和与基金科瑞等。（市场反弹以来具体细分行业涨跌幅排名详见附表一）

反弹延续中关注券商

本轮市场的上涨更多地源于资金推动以及乐观预期的蔓延，而经过近 4 个月的上涨后，各板块上涨幅度均已十分明显，于是业绩前景不佳对估值水平的潜在压力使得行业的选择与把握越来越困难，而券商行业则因其经营特点存在优势。

市场成交量的持续放大为券商 09 年 1 季度经纪业务收入的提升带来了实质性的好处的同时，持续上扬的指数也为券商在 09 年 1 季度的自营业务提供了较好的外部环境。

数据显示，进入 09 年后沪深两市日均成交额继续逐步放大，09 年 2 月前两周日均成交额已接近 1500 亿元，分别是 08 年 10、11、12 月份的 3.52、2.21 和 1.94 倍，截止 09 年 2 月 13 日，09 年两市成交额已达到 2.6 万亿，已相当于 08 年四季度的 66%，在一季度未来的 32 个交易日内即使日均成交额维持在 09 年 1 月份 750 亿左右的水平也将使券商 09 年一季度的佣金收入提升达 27.22%。

因此，正是鉴于成交量持续放大对券商经纪业务的实质利好以及由此产生的良好预期，我们可重点关注经纪业务收入占比较高的地方性中小券商，如东北证券；另外鉴于创新业务的提速预期，我们可关注 A 类评级的优质大型券商，如中信证券和海通证券。

表 1: 08 年 10 月份以来各交易月沪深两市日均交易额对比 (亿元)

	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09	Feb-09
上证指数	365.80	591.91	679.55	649.78	1279.47
深证成指	53.28	76.53	83.19	101.42	197.35
合计	419.08	668.43	762.73	751.20	1476.81

注：其中 09 年 2 月份数据计算截止日期为 09 年 2 月 13 日

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

附表一：申万 III 级细分行业区间平均涨幅统计 (2008.11.01-2009.02.17)

	细分行业	成份区间涨跌幅	换手率		细分行业	成份区间涨跌幅	换手率
1	黄金	121.14%	325%	47	包装印刷	76.80%	211%
2	铅锌	116.42%	226%	48	元件	76.34%	239%
3	铜	115.27%	259%	49	中药	76.01%	221%
4	电源设备	110.76%	393%	50	制糖	75.44%	386%
5	水泥制造	109.80%	324%	51	服装	75.38%	289%
6	小金属	106.79%	317%	52	金属制品	75.31%	250%

临时策略报告(09.02.17)

7	焦炭加工	103.58%	444%	53	冶金矿采设备	75.19%	245%
8	输变电设备	101.88%	277%	54	化学制药	75.15%	237%
9	机床工具	101.69%	501%	55	造纸	74.69%	234%
10	仪器仪表	99.25%	263%	56	陶瓷制造	74.35%	363%
11	燃气	98.77%	364%	57	印刷包装机械	73.71%	304%
12	船舶制造	98.76%	303%	58	纺织	73.63%	249%
13	通信运营	98.35%	256%	59	化学原料	73.27%	293%
14	通信设备	96.24%	273%	60	白色家电	73.16%	229%
15	旅游	95.04%	408%	61	橡胶	72.11%	289%
16	汽车零部件	94.52%	284%	62	水电	72.06%	169%
17	航空航天设备	94.27%	275%	63	餐饮	71.77%	198%
18	电机	94.22%	367%	64	煤炭开采	71.46%	263%
19	建筑机械	92.64%	318%	65	传媒	69.76%	204%
20	纺织服装设备	91.37%	220%	66	水务	69.67%	251%
21	农产品加工	91.12%	238%	67	渔业	67.76%	306%
22	机械基础件	89.60%	342%	68	钢铁	65.88%	208%
23	铝	89.26%	205%	69	火电	65.02%	102%
24	玻璃制造	88.46%	271%	70	百货零售	64.88%	182%
25	计算机设备	87.56%	243%	71	种植业	64.76%	393%
26	显示器件	87.50%	222%	72	葡萄酒	64.44%	133%
27	医疗器械	86.58%	297%	73	医药商业	62.88%	198%
28	化工新材料	86.25%	301%	74	白酒	62.64%	234%
29	计算机应用	86.07%	205%	75	公交	62.52%	157%
30	石油化工	85.46%	202%	76	航运	62.17%	207%
31	半导体	85.41%	315%	77	航空运输	61.36%	188%
32	酒店	84.86%	269%	78	啤酒	60.82%	191%
33	塑料	84.47%	292%	79	林业	60.46%	331%
34	生物制品	83.54%	192%	80	铁路设备	60.22%	423%
35	环保	83.39%	301%	81	信托	60.05%	316%
36	贸易	82.50%	225%	82	石油开采	59.34%	239%
37	饲料	81.21%	328%	83	超市	58.21%	264%
38	化学纤维	80.97%	266%	84	港口	57.57%	179%
39	重型机械	80.87%	99%	85	证券	47.61%	257%
40	房地产开发	80.42%	237%	86	高速公路	41.92%	165%
41	汽车整车	80.32%	203%	87	保险	36.76%	115%
42	建筑施工	80.30%	265%	88	银行	35.70%	90%
43	化学制品	80.20%	312%	89	铁路运输	31.72%	155%
44	物流	79.55%	324%	90	肉制品	26.75%	36%
45	黑色家电	78.87%	204%	91	机场	22.72%	120%
46	网络服务	77.24%	220%				

资料来源: WIND 资讯, 渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、强烈推荐：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、推荐：未来 12 个月内股价超越大盘 5%~15%之间；
- 3、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 4、回避：未来 12 个月内股价落后大盘 5%~15%之间；
- 5、强烈回避：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、看好：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、看淡：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所			
所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869 kldyx@sina.com	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985 fuhxie@sina.com	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665 majingru@eyou.com	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2155-18 wupf@bhq.com
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135 cdong2002@sohu.com	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618 bhzqcj@hotmail.com	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132 gyl_tj@163.com	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975 leimiaofoi@hotmail.com
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625 zhangshun@bhq.com	机械行业研究 李强 +86 22 2845 1705 lqlpl@yahoo.com.cn	有色行业研究 张延明 +86 22 2845 1653 zhangym8586@hotmail.com	石油化工行业研究 刘威 +86 22 2845 1843 liuwei19821014@yahoo.com.cn
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945 damafeifeiww@hotmail.com	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1653 zhjxnk@126.com	房地产行业研究 周户 +86 105836 2155-26 nkzhuhu@yahoo.com.cn	有色行业研究 靳海明 +86 105836 2155-25 jinhaiming58@yahoo.com.cn
汽车行业研究 张立平 +86 105836 2155-24 nkcolourful@yahoo.com.cn	电子信息行业研究 张晓亮 +86 105836 2155-21 xlzhang100@hotmail.com	机械行业研究 李新渠 +86 105836 2155-22 lixinqu2000@sina.com	钢铁行业研究 马涛 +86 105836 2155-23 horsewave@163.com
建筑建材行业研究 唐笑 +86 105836 2155-27 tangx@bhq.com	航运 港口 仓储 物流 周军 +86 22 2845 1802 zjzju@tom.com	权证与金融工程研究 何翔 +86 22 2845 1808 hexiang@bhq.com	股指期货与金融工程研究 房振明 +86 22 8837 0816 fangzhenm@sohu.com
股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659 xulilink@yahoo.com.cn	转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808 cemabh@163.com	债券研究 徐华 +86 22 2845 1808 xuhua72@hotmail.com	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131 loyalbright@yahoo.com.cn
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857 lvuzhong@bhq.com	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972 Zhouxi623@sohu.com	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879 Jyguo1618@126.com	
博士后工作站: 资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632 nankaijh@163.com	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 28365293 nkyaya@yahoo.cn		