

月度报告 (3M2009)

2009 年 2 月 25 日

海通综指自 2009 年初至今走势



资料来源：海通证券研究所

相关研究

专题策略——“三面临门”给泛浦东板块带来四大投资机会 20090220

专题策略——央企是 09 年的解禁主力——2009 年解禁股结构分析 20090217

专题策略——保增长促行业洗牌，产业政策对行业及上市公司的影响 20090213

专题策略——政策和复苏憧憬推动投资品领先 20090204

月度策略——A 股独立行情能否延续？ 20090121

季度策略——上行空间有赖基本面的显著改善 20081231

策略分析师

吴一萍
电话: (021) 23219387
Email:wuyiping@htsec.com

黄泽丰
电话: (021) 23219440
Email:huangzf@htsec.com

陈久红
电话: (021) 23219393
Email:chenjiuhong@htsec.com

张冬云
电话: (021) 23219442
Email:zhangdy@htsec.com

风，起于青萍之末

——“后预期”阶段的风险与机会并存

● A 股在海外股市暴跌氛围中走出的独立行情不断推升估值重心，从而和海外股市形成背道而驰的结果，在全球估值体系视野下逐渐上升到相对的估值“高地”，A-H 溢价率也上升到了 60% 的水平，不仅估值优势不复存在、而且估值风险越来越明显。

● “政策” + “资金”是推动本轮独立行情的两个重要因素。尽管经济金融数据并不能够消除人们对经济下滑的担忧，也并不意味着最悲观的时间已经过去，但是市场信心在连续出台和实施的一系列经济挽救计划的憧憬下得以逐渐恢复，而且在春节后出现了快速膨胀的格局，从新增开户数就可以看出这种资金的推动作用。

● 行业和板块走势分歧明显、但继续维持权重股步履沉重而非权重股活跃热闹的状态，大盘权重股板块走势明显落后，而受益于产业振兴、重组、低 PB 等板块领先于大盘，显现出资金的取向。

● 3 月份解禁股数量较 2 月份增加了 19.43%。从时间分布看，3 月份第一周的解禁量比较大，达 67 亿股，其余三周比较均匀，平均在 27~30 亿股间。中小板解禁股的类型与主板明显不同，中小板解禁股主要是首发原始股东限售股份与股权激励股份，持有成本普遍较低。3 月份共有 26 家央企有解禁股，合计解禁量是 22.9 亿股，占当月解禁总量的 9.76%，比例并不大。从目前这段时间来看，大股东增减持并没有对行情的发展产生明显的不利影响，目前的减持量及金额与整个市场的交易量相比仍然是很小的，也没有出现大批量的减持。

● 支持独立行情的一个轮子“资金”在未来一个月仍可能处于较为宽松的状态，但较前将有所弱化，银根的持续放松以及降息预期的存在都可能将维持股市资金供应宽松的格局。而另一个轮子“政策”却较难给市场带来更多的惊喜，渐渐进入政策的“后预期”阶段，围绕“保增长促就业”的核心目标，产业振兴政策和 4 万亿投资都可能还会有新的细则出台，但预计“两会”给市场更多惊喜的可能性不大。另外，从股市较长时间 IPO 停滞的状态来看，重启 IPO 的可能性在增加，对市场信心可能产生一定的影响。大盘整体性上扬的可能性较小、步入酝酿转折的过渡阶段，不过振荡过程中结构性机会仍然存在。

● 结构性的投资机会主要包括：利好政策带来的结构性投资机会，包括受即将出台的利好政策激励的行业和已经出台的利好政策在开始实施过程中受到激励的行业，重点关注能够从即将出台和已经开始实施的利好政策中受益的行业内的龙头公司；主题性投资带来的结构性投资机会，包括新能源主题、成本下降主题和上海本地股主题。

目录

1. 月度视点：“后预期”阶段的风险和机会并存	4
1.1 资金宽松状况有望维持	4
1.2 政策面值得期待的惊喜可能不多	5
1.3 经济最坏时刻是否过去还需要观察	6
1.4 结构性机会不断涌现	7
2. 独立行情推高了 A 股估值	7
2.1 资金推动下的估值抬升	7
2.2 A-H 溢价率继续振荡上行至 60%	9
2.3 海外市场的估值压力	10
2.3 行业表现：权重板块走势明显落后于指数	11
2.4 主题投资板块表现：低 PB 板块领涨	12
3. 2009 年 3 月解禁量及结构	13
3.1 2009 年 3 月解禁量较 2 月份增加 19.43%	13
3.2 中小板解禁股以首发原始股份为主	16
3.3 26 家央企限售解禁	16
4. 大股东及高管增减持实情分析	17
4.1 总体情况：仍以小批量减持为主	17
4.2 减持归类：以大股东、投资公司或创投资公司为主	17
4.3 增持归类：既有高管，更有新入者	18
5. “后预期”阶段的结构性投资机会	19
5.1 利好政策第二阶段带来的结构性机会	19
5.2 主题投资带来的结构性投资机会	21

图目录

图 1 资金推动下的估值抬升较快.....	8
图 2 A-H 溢价率振荡盘升.....	10
图 3 全球估值重心下降而 A 股风景独好.....	11
图 4 A 股的市净率水平上升到了突出的高地.....	11
图 5 今年 1 月份 A 股市场 42 个重点行业市场表现概况（1）.....	12
图 6 今年 1 月份 A 股市场 42 个重点行业市场表现概况（2）.....	12
图 7 近一个月 A 股市场 14 个重点主题投资板块市场表现概况（%）.....	13
图 8 2009 年 3~4 月解禁股股数及市值.....	14
图 9 2009 年各月解禁股股数及 A 股可流通比例.....	14

表目录

表 1 海通证券研究所计算的 A 股市盈率.....	8
表 2 A 股行业估值现状	9
表 3 2009 年 3~4 月份各周解禁股情形.....	13
表 4 2009 年 3 月份解禁股数量最多的上市公司	14
表 5 2009 年 3 月实现全流通的个股一览表（41 家）	15
表 6 2009 年 3 月中小板解禁股.....	16
表 7 2009 年 3 月央企解禁股.....	16
表 8 今年以来上市公司大股东及高管增减持情况（截止 2009 年 2 月 20 日） ..	17
表 9 今年以来减持量比较大的上市公司（截止 2009 年 2 月 20 日）	17
表 10 亿阳信通与新华百货高管增持一览.....	18
表 11 受政策激励的行业和重点上市公司	20
表 12 投资主题下的部分行业与上市公司	22

1. 月度视点：“后预期”阶段的风险和机会并存

这轮由资金短期流动性宽松加上从去年年末以来陆续出台的经济振兴政策的合力形成的推动型行情，持续的时间是较长的，人气也由低迷逐渐恢复到一定的热度，但这种持续性在海外市场的暴跌的新低之下经受的考验是突兀的。这轮“资金+政策”双重推动的行情能否持续下去呢？本月值得关注的焦点是哪些呢？

1.1 资金宽松状况有望维持

■ 一月份数据引发各方关注，疑惑也由此而生。

1 月份的金融数据公布后引发了多方的关注，特别是几个方面的问题：第一，M2 增速高达 18.79% 的同时 M1 却急速回落到新低 6.68% 的水平，超出市场预期；第二，1 月非金融性公司及其他部门贷款增长 1.5 万亿元，而同期企业存款仅增加 759 亿元，存款的派生效应失灵。第三，6239 亿元的票据融资增量占到当月对公人民币贷款增量的 42%，远远超出前几个月的水平。存款的定期化倾向导致 M1 和 M2 差距拉大，而利率体系漏洞导致银行通过票据融资来赚取票据点差提升存量资金的收益是票据融资大幅增长的主要原因，也说明票据融资过高导致部分资金并未进入实体经济运转。

由 1 月份金融数据引发的担忧也是明显的：信贷是否可以持续高速增长？票据融资当中没有流入实体经济的资金能否继续停留在实体经济之外？从而对股市的资金供应是否会产生负面影响？

■ 股市资金供应可能会受到一定的影响，但总体上宽松格局依旧。

从股市资金的供应角度来看，以上担忧并不是没有道理，在这些担忧因素的干扰下，去年以来充裕的资金供应状况可能会有所收敛，但总体上继续维持宽松格局的可能性仍然较大。几个方面的因素将维持这种宽松格局：

一是银根的继续放松可能维持。尽管 1 月份银行信贷激增至 1.62 万亿元的数据给予我们足够的冲击，但这种放贷速度不可能在 2 月份马上减速，而且这个数字企业来说也提供了充分的想象力，我们海通证券研究所宏观部预计 2 月份的新增信贷可能达到 5000 亿元，虽然和 1.62 万亿有较大差距，但仍然维持在相对较高的水平。这在一定程度上能够保持银根宽松的格局，自去年四季度末以来的资金充裕状态还将持续一段时间。

二是尽管降息的迫切性和空间都会低于市场预期，但降息并非没有可能。尽管 1 月份的 CPI 超出预期地达到了 1%，但是这里面春节因素的贡献不小，2 月份这一因素并不一定能够继续产生效用；虽然最近一段时间，央行高层反复强调“当前利率水平并不高”，这可能与央行对远期通胀的担忧和未来国际金融市场的不确定性等因素对货币政策的干扰有关，央行看得更远一些，货币政策按兵不动是为了防止通缩之后通胀的出现，但是这并不代表央行对当前的经济形势已经消除了担忧。信贷的爆发式增长确实降低了当前大幅降息的必要性，但大规模的票据融资和流动性没有主要进入实体经济领域都不可能解除通缩的警报，降息更可能发生在未来信贷回落之后。3 月份这种可能性就会开始逐渐显现。

国内投资渠道的狭窄使得资金宽松的情况下流入股市成为一种被动的选择。历史数据显示，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”。而与此相反的是，M1 的增速见顶往往伴随着股指的顶部区域到达，这轮牛市在 2007 年 8 月的 22.80% 见顶后很快上证综指也在 10 月见顶。2008 年 12 月份 M1 同比增速约达 9.06%，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，尽管 2009

年 1 月 M1 增速又重新跌至新低的 6.68% 水平，但这其中春节因素的干扰并不能否定 M1 增速在一段时期内企稳回升的判断，宽松的货币政策仍将有可能延续一段时间。

1.2 政策面值得期待的惊喜可能不多

■ 进入“后预期”阶段，我们对经济刺激政策的期待可能不会象春节前后这样多。

在这轮“资金”+“政策”双轮驱动的独立行情中，资金的力量显现得很充分，而政策预期也是非常重要的，从去年四季度末开始国家出台了大力度的经济刺激政策，在很多场合明确坚定信心重要性和中国第一个复苏的判断，这都给予市场信心的恢复起到了积极的作用。从 4 万亿元投资刺激计划到 10 大产业振兴规划的陆续出台，国家对“保增长、促就业”的目标实现显示出坚定的决心，前期一系列的政策措施要完完全全落实到位，一方面需要政府财力的支持、另一方面也需要时间；新政策的实施力度也不可能象前期那样大。我们认为政策密集出台第一时段即将过去，我们可能将进入政策“后预期”阶段，政策的密度和力度都不能跟前期相提并论，政策预期给予市场的推动力量会有所削弱。

尽管一月份的财政收入增速下降较快，不过前期的积累给了财政相对宽裕的施力空间，我国的财力还能够继续维持大规模的投资，投资增速也将是今年维持 GDP 的一个重要因素。但是，4 万亿投资计划和 10 大产业振兴规划的出台，效果有待检验，再继续出台大力度的刺激计划恐怕需要一定的时间间隔。要想在 3 月份继续获得春节前后政策密度基本上是不可能的。

从已经公布的政策来看，政策对困难行业的救助手段主要包括财政补贴、扩大信贷资金支持、专项资金扶持、产业整合等几个方面，这些政策出发点还是为了保证产能的闲置不要过于扩大，从保供应的角度来稳定 GDP 和就业增长。但是，这些政策刺激难以根本改变外需不利的局面，产能稳定和需求不能得以配比，继续出台相类似政策的可能性在减小。不过，从这些政策的框架性结构出台而细则还没有完全明确的状态来看，未来陆续可能会有新的细则跟进。我们对这些产业新的措施出台还是可以期待的，但是估计惊喜不会太多了。市场围绕这些政策的细化措施可能还会有热情涌现。

从即将召开的“两会”来看，值得期待的政策措施也不太可能超出预期。一是因为自去年四季度以来陆续出台了较多较大力度的经济刺激政策，政策“组合拳”密集而且有力，再在“两会”前后出台更大力度的政策不太现实；二是因为从以往的“两会”来看，会议政策内容都比较宽泛，不太可能激发出股市投资者明确的预期，给予市场输送的信号不会太多。所以，“两会”前政策期盼不会太超预期，围绕“保增长、促就业”的目标确定工作重点可能仍然是主题，市场想像力的发挥没有太大空间。

■ 未来可能出台的经济刺激政策可以归纳为三个方面。

我们认为未来可能出台的经济刺激政策包括几个方面：一是各地拉动内需的措施，发放消费券、旅游券等，对相关的消费行业如旅游、零售、食品等有相应的积极作用；二是产业振兴政策从十个扩展到其他产业，在一定意义上产业振兴政策可能演化为所有产业的中长期规划，国民经济的重要产业甚至是所有产业都可能陆续制定类似于前期公布的 10 大产业振兴规划的中长期规划，获得政府的支持，这对前期没有包含在 10 大产业中的其他产业将构成一定的积极影响；三是加大政府投资力度，从 4 万亿元的投资规模扩大到更大的规模，以投资保增长，所涉及到的重点投资区域或者专项投资领域都会有较好的预期。

■ 扩容闸门可能重启。

自去年 9 月华昌化工上市后，A 股市场就再也没有新股上市，IPO 停滞已达 5 个月。目前，共有 30 余家企业通过证监会发审会批准，但尚未发行上市。近期媒体对创业板开

闸的报道越来越密，市场对创业板的期待也由远及近。如果仅仅是创业板开闸，可以认为是在市场预期之中的；如果除了创业板还有前期过会的大盘股 IPO，那么对市场人气就可能形成较大的削弱。

另外，也有媒体在讨论发行制度的改革可能启动，改革现有定价方式，尽量缩小一级、二级市场价差，取消发行价格的窗口指导；同时考虑给予保荐人承销配售权，并开启存量发行等。如果采取存量发行的方式将能够起到调节一级、二级市场价差的作用，新股发行定价有可能较以前有所下降，扩容规模也会有所减弱，对市场冲击会小一些。

1.3 经济最坏时刻是否过去还需要观察

■ 经济数据一两个月的好转并不能够代表低谷的过去，后面的反复还可能较大。

A 股这轮独立行情的一个重要基础就是对宏观经济见底转好的预期，市场将这种预期体现到了股指和各个相关的板块上来。困扰我们的问题是，究竟发电量、PMI、物价指数等几个指标就反映了我们经济状况已经脱离了低谷了吗？

我们恐怕还不能马上就下这样的结论。我们海通研究所对宏观经济的判断有具体的报告《复苏仍在远处》，读者可以参阅。去年四季度经济“超调”是因为供给冲击和需求冲击的联合作用，供给冲击来自大宗商品价格泡沫的破灭，需求冲击主要表现为金融海啸后外需的急剧萎缩。供给冲击造成的后果是“去库存化”，最近的一些指标可能表明“去库存化”似乎取得了显著的进展；在消费和投资信心下降和外需大幅减少的情况下，需求冲击的后续影响将更为持久。1 月 CPI 小幅回落，2 月份将现负增长；PPI 继续回落，预计 2 月份 PPI 将继续下降，但工业品实际出厂价格已经触底；PMI 指数有所回暖，但趋势待定；电力生产和消费增速均出现大幅下降，这说明经济下滑态势没有明显好转；进口大幅下滑，出口难言好转。票据融资和中长期贷款比重显著增加将是一月份信贷投放的主要特点，银行业总体业绩将不会因信贷规模增长而提高，实体经济和金融市场的资金面状况将出现反差。

我们仅仅从几个简单的数据列举来说明一下宏观经济未见底的观点。以钢铁业为例，国内钢价至今已经连续 13 周上涨，一方面是前期库存得以部分消化，另一方面是钢铁产业振兴计划给予了市场摆脱谷底的预期。但是，这种价格的反弹很可能并不能够代表钢铁行业已经渡过了谷底。美国参议院近日有条件通过的“只买美国货”的条款将再次触痛了国内钢铁业脆弱的神经，条款规定美国经济刺激方案中凡涉及工程、建筑用钢铁必须为美国出产。而 2008 年我国钢材出口到美国的有 502 万吨，美国居于韩国和欧盟 24 国之后，列我国出口钢材的第三位，数量并不小；而且除了美国之外，欧盟也在对中国的线材提出反倾销初裁。国外如此，国内形势也不见得好，4 万亿的投资和产业振兴规划能否对冲钢铁市场的负面因素要看钢铁消耗大户——房地产业和制造业的景气情况，2007 年，房地产和制造业投资分别占当年城镇固定资产投资的 21.53% 和 30.02%，但随着房地产和制造业投资增速的下降，钢铁市场的国内需求难以乐观。国内外需求的风险都不可忽视，我们仅仅是以钢铁这样的一个例子来说明问题，实际上可能这种状况是很普遍的。

我们再来看一下当年日本的例子。日本从 1991 年至 2008 年 9 月共投资了 6.3 万亿美元用于与基建相关的公共项目，但如此大规模的基础建设投资，并没有产生预期的经济复苏。东京大学经济学教授井掘利弘 20 世纪 90 年代就公共建设做了一项调查，发现公共建设几乎没有创造任何经济增长。虽然中日之间可比性并不完全存在，但是目前这种依靠大规模投资拉动经济的拯救方式还是有可能重蹈日本的覆辙。首先，中国政府可资调配的资源并不是无限的。在财政收入下降的背景下政府通过银行筹集资金来完成投资所需的资金，但这样的做法在上世纪 90 年代就已经显现过其“后遗症”的效果，在过去的 10 年间，中行、建行和工行通过打包出售和政策性收购等方式已经处置了超过 1.5 万亿元人民币的不良资产。其次，政府投资对民间投资可能产生“挤出效应”。实际上，很显然的是自 2008 年宏观调控和经济低迷以来，钢铁、航空、公路等众多产业领域的“国进民退”已经愈演

愈烈。最后，政府投资可能会将“保增长”与“保就业”的目标难以统一起来。因此，在这系列的刺激投资计划实施背景下国内经济可能经历一个短暂的“V”型复苏，但这种复苏在某种意义上可能重现日本的当年情形。

1.4 结构性机会不断涌现

■ 整体性机会缺乏的前提下结构性机会仍然闪烁不断。

在海外发达经济体经济难有起色的衰退压力的忧虑仍未消除前提下，我国宏观经济面临的风险还是相当高的，这种疑虑不会因为一两个月的数据改善而马上消失。在市场估值较高、获利盘累积较多的状况下，A 股的独立行情要想在 3 月份走出特别的惊喜的可能性比较小，支撑 A 股走出这轮独立行情的两个因素——“资金”+“政策”效应都会较 2 月份有所弱化，整体性上扬的可能性较小，除非外围市场有根本性的好转。换句话说，A 股独立行情的支撑因素会有所松动，A 股缺乏整体性持续走强的基础。

但是，资金充裕的背景下惯性推升的持续力度不会马上消失，股指振荡的格局下个股和板块的结构性机会仍然会不时闪烁，把握结构性机会、回避结构性风险是 3 月份可行的操作策略。

结构性的机会和风险并存。对于前期依靠政策刺激涨幅较高板块如纺织、地产、机械、钢铁等，其行业基本面的暂时性改善并不足以支撑其估值的持续提升，而跟随热炒的 ST、低价股在重组预期下被资金追逐的结果也是风险大大提高，对于这些板块需要防范其风险；而产业政策后续逐步落实的细则将受益的板块和上市公司将进一步清晰明朗，前期除了水泥、铁路等板块之外的受益于政府投资拉动的行业，其他地方政府或者专项大规模投资可能拉动的板块如上海、重庆、天津、东南沿海等区域性板块，部分行业由于成本下降和销售上升带来的季报预期改善的上市公司，这些都可能会在 3 月份的板块轮动中有所表现，机会也将不断闪现。

2. 独立行情推高了 A 股估值

2.1 资金推动下的估值抬升

■ 节后资金入场速度加快，估值也提升较快

春节之后 A 股明显脱离于海外市场加快了前进上行的步伐，成交量的放大说明了场外资金入场的意愿在加强，同时也抬高了 A 股的估值水平。A 股动态的 TTM 市盈率从节前的 15.64 倍抬高到了 2 月 24 日的 18.29 倍，估值水平提升较快。而该过程当中海外市场出现了道指破位下行带领下的下跌行情，估值在下跌中走低。

■ 估值的结构性分化继续扩大

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、PB 2.3 倍；这时候的上证 A 股 PE 15.0 倍、PB 2.2 倍，深圳 A 股的 PE 17.6 倍、PB 2.5 倍，中小板 PE 23.8 倍、PB 3.3 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	20090223		1601	1365	16.95	1601	18.32
统一财季	20090223	20080930	1565	1159	15.27	1565	17.85
估算法_1	20090223	20080930	1602	1364	16.23	1600	17.89

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；）

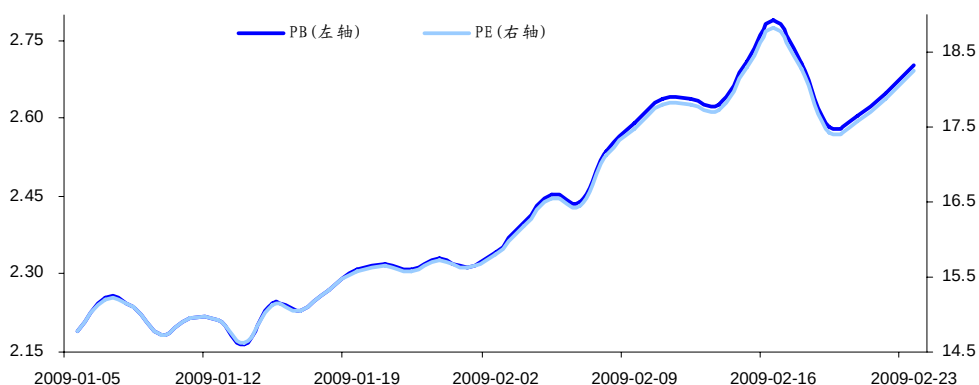
■ 估值稳步上扬并不取决于基本面因素的变化

尽管统计局、央行等公布的经济金融数据并不能够消除人们对经济下滑的担忧，也并不意味着最悲观的时间已经过去，但是 A 股市场却能够在海外市场悲观氛围中走出独立行情。这种独立行情一方面来自于对去年底以来连续出台和实施的一系列经济挽救计划的憧憬，另一方面是市场信心恢复下资金涌入的推动作用。

对宏观数据一定程度上的漠视是基于对未来的期盼，甚至，在经济刺激政策的烘托下，投资者将数据解读为利空出尽是利好。“政策”效应体现在陆续出台的针对性较强的产业振兴规划，这些产业覆盖面较广，受益的上市公司群体较大，从而对市场信心有所提振。尽管产业政策实施效果在短期内并不能够得以体现，但是对市场形成的良好预期是政策信心的体现。

资金因素在很大程度上得以放大，在央行宽松的货币政策下，资金面宽裕的冲击给予了较好的资金支持。节后连续的开户数增加，2009.02.09-2009.02.13，沪深两市新开 A 股账户 425815 户；而前一周的新增 A 股开户为 222620 户；在节前 1 月 19 日到 23 日的这一周新增 A 股开户数为 109700 户。这一数据说明场外资金随着赚钱效应的增强在不断地加入进来，对估值的推升起到了较大的促进作用。

图 1 资金推动下的估值抬升较快



资料来源：WIND 资讯

■ 行业估值的变化显示估值结构性的分化越来越明显

在前一个月的基础上，行业估值水平差异继续扩大，从而导致这种估值的结构性分化越来越明显。这轮上涨行情中，权重股如钢铁、石化、金融、地产、有色金属等始终涨幅落后于非权重股，导致估值结构性的分化差距越来越大。这种变化可以归结为几个方面的原因：一是权重股大多属于周期类行业，宏观经济的企稳复苏并未得到市场的广泛认同，对这些行业采取回避的保守态度，从这些行业的市场表现来看，整体性的信心恢复是有较大难度的；二是权重股中的很大部分都有 H 股，A-H 从负溢价到溢价，估值重心难以继续提高，香港投资者的态度对 A 股投资者产生一定的心理影响；三是权重股很多也是基

金重仓股，这轮行情资金进攻的途径很明显是规避基金的，对小市值股票采取较强的攻击策略、而对大市值的权重股采取相对回避的策略。

因此，在这些因素的共同作用下，行业估值的差异越来越突出，两极分化的趋势显现得较为明显。

表 2 A 股行业估值现状

板块名称	PB09-02-20	PB09-02-1	PE(TTM)09-02-20	PE(TTM)09-02-01
黑色金属	1.36	1.19	8.78	7.64
轻工制造	1.98	1.65	21.99	18.38
交通运输	2.18	1.88	12.20	10.54
金融服务	2.33	2.17	12.81	11.92
电子元器件	2.37	1.94	48.94	40.05
纺织服装	2.55	2.16	25.31	21.41
化工	2.56	2.30	30.02	26.97
交运设备	2.60	2.18	20.36	17.08
全部 A 股	2.60	2.30	17.62	15.64
公用事业	2.61	2.28	87.44	76.40
采掘	2.80	2.57	16.29	14.99
建筑建材	2.85	2.49	27.77	24.30
房地产	2.86	2.38	24.53	20.39
家用电器	2.93	2.32	25.02	19.81
餐饮旅游	2.98	2.51	48.21	40.59
信息设备	2.99	2.62	47.50	41.68
商业贸易	3.04	2.59	22.46	19.11
有色金属	3.09	2.28	23.78	17.52
信息服务	3.23	2.81	30.77	26.82
机械设备	3.87	3.25	24.73	20.80
综合	4.19	3.37	53.50	43.09
农林牧渔	4.25	3.57	87.04	73.19
医药生物	4.27	3.78	39.06	34.53
食品饮料	5.43	4.62	35.81	30.52

数据来源：Wind 资讯

我们从上表中看出，本月估值提升较大的行业分别是有色金属、家用电器、综合、电子元器件和轻工制造，这和近期陆续公布的产业振兴计划不无关系，在产业振兴计划的刺激下，市场将题材充分演绎，也导致这些板块的估值迅速提升。金融板块估值受到明显压制，估值提高也远远落后于大盘，这说明权重股上涨的脚步较为缓慢，市场对经济复苏的怀疑态度也比较明显。

2.2 A-H 溢价率继续振荡上行至 60 %

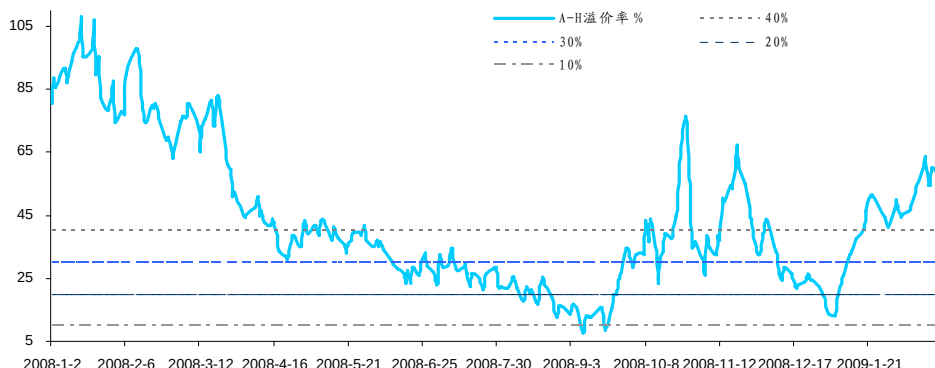
■ A-H 溢价率继续振荡盘升。

去年年底时 A-H 溢价率为 19 %、是近期的一个低位，但是到春节之前该溢价率单边迅速上升到了 40 % 的水平，上升的速度较快，在此基础上，春节后溢价率又继续振荡盘升到了 60 % 的水平。近一个月以来溢价率的盘升主要是缘于 A 股的独立上扬行情，A 股独立行情自春节之后加速，不过香港也有所跟进，所以溢价率呈现出盘升而非节前单边上扬的态势。

A-H 溢价率虽然不能成为判断行情的标准，换句话说，我们并不认为香港投资者的估值标准一定是正确的，但是两个市场的相互影响是不容忽略的。在去年 10 月金融海啸的席卷下，独立行进的 A 股也未能幸免不受波及，目前的溢价率虽然没有到达去年 10 月

份的高位，但是距离也并不遥远了，这种潜藏的风险还是需要引起我们注意的。

图 2 A-H 溢价率振荡盘升



资料来源：WIND 资讯

■ 负溢价个股彻底消失。

负溢价个股在某种程度上也可以反映溢价状况。负溢价个股数量在去年年末时为 5 家，而到春节前只剩下了两家，到 2 月 23 日为止已经没有负溢价个股存在了。前期在 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。负溢价个股的数量也反映出 A 股相对估值的高低，当然目前的负溢价个股消失并不意味着持续消失，H 股跟从 A 股上行的可能性还是存在的，但是，这种负溢价个股家数停留在低位的风险是不能不关注的。

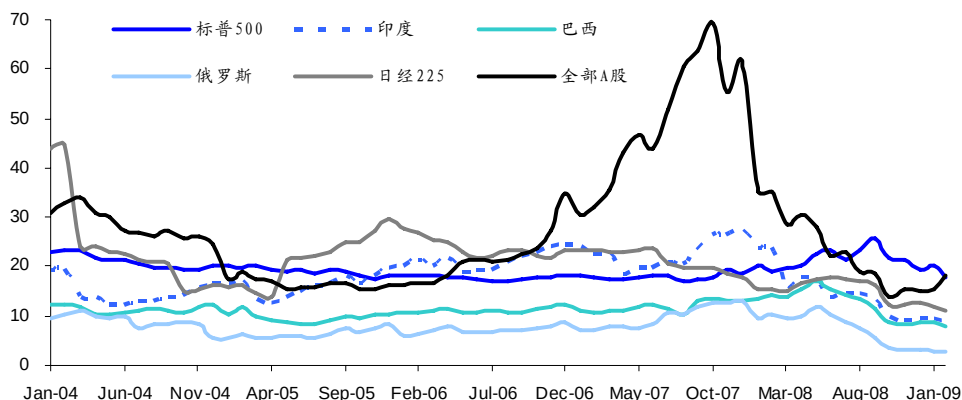
2.3 海外市场的估值压力

■ 美国的叠创新低将全球市场的估值轴心下移，给予 A 股市场一定的心理压力。

在海外一片凄风苦雨的氛围下 A 股却能够一枝独秀地前进，这除了有资金推动的力量之外，更重要的是投资者对经济转好的预期越来越有信心。这种一枝独秀的信心一方面来自于部分经济数据的好转，如 1 月份信贷的空前规模、煤炭钢铁等库存暂时性的下降、贸易顺差的高位以及国内消费速度的维持等等，尽管从这些数据就得出经济见底、最坏的时期已经过去的结论还为时尚早，但是投资者在前期信心极度低迷之后有这些数据的回暖就给予信心从恢复到高涨；信心的一枝独秀还来源于政府给予市场的信号，不仅有一系列的经济刺激计划陆续出台，而且高层也多次表示中国将成为这场经济危机中第一个站起来的国家，这也给投资者信心持续高涨提供了基础。

但是，从横向对比的现实来看，不容忽视的是，美国领头羊的地位还在影响着全球除 A 股之外的其他市场，道指的新低代表了投资者对于美国经济复苏的担忧仍然深重，这种担忧并不是非理性的恐慌，这和 10 月份由于头寸抽紧的恐慌性抛售打出的新低是有本质区别的。在这样的氛围下，A 股估值的轴心和外围差距在越拉越大，A 股估值的安全边际在下降。

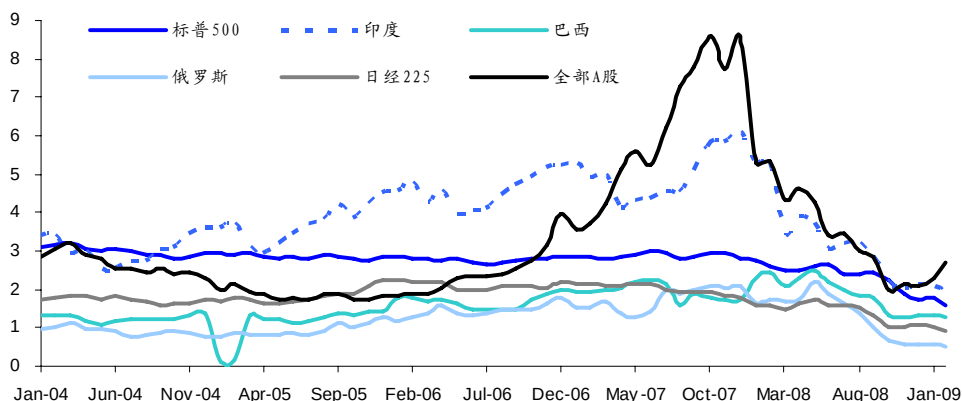
图 3 全球估值重心下降而 A 股风景独好



资料来源: Bloomberg

如果我们将市场理解的中国经济最坏的时刻已经过去完全纳入市场的考虑范围内,那么动态来看,目前的估值水平对经济好转的因素涵盖得足够充分了吗?我们以相对乐观的态度来看、目前的动态市盈率水平对这种好转因素的包含已经反映出来了,这种估值水平提高的基础是相对比较薄弱了,要想估值水平进一步提高、需要经济基本面大幅改善的预期存在。

图 4 A 股的市净率水平上升到了突出的高地



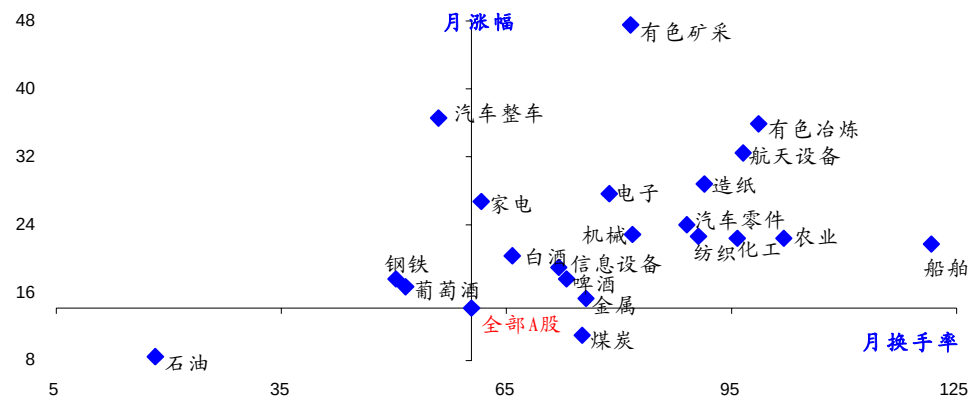
资料来源: Bloomberg

从市净率的角度来衡量, A 股的估值水平在这轮独立行情中大大提高,安全下降较快。

2.3 行业表现: 权重板块走势明显落后于指数

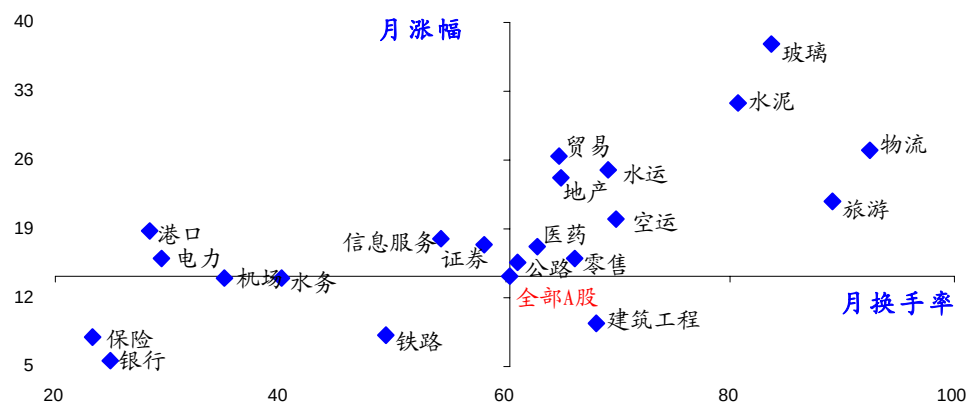
统计数据显示,在近一个月(1月20日至2月20日,下同)的行情中,全部 A 股股价加权平均(总市值加权)累计涨幅约为 14.2%,加权平均换手率为 60.4%。我们长期重点跟踪的 42 个行业当月普遍出现了较大幅度反弹行情,其中,有色矿采板块、汽车整车板块、航天设备板块、有色冶炼板块、水泥板块、玻璃板块等月度累计涨幅皆高达近 30%,呈现量价齐升态势,走势远远强于同期指数累计表现;其中石油板块、银行板块、保险板块与铁路板块等权重板块走势则明显落后于同期指数表现,累计涨幅普遍在 10% 以内。

图 5 今年 1 月份 A 股市场 42 个重点行业市场表现概况 (1)



资料来源: WIND 资讯 (数据参考期间: 20090120——20090220)

图 6 今年 1 月份 A 股市场 42 个重点行业市场表现概况 (2)

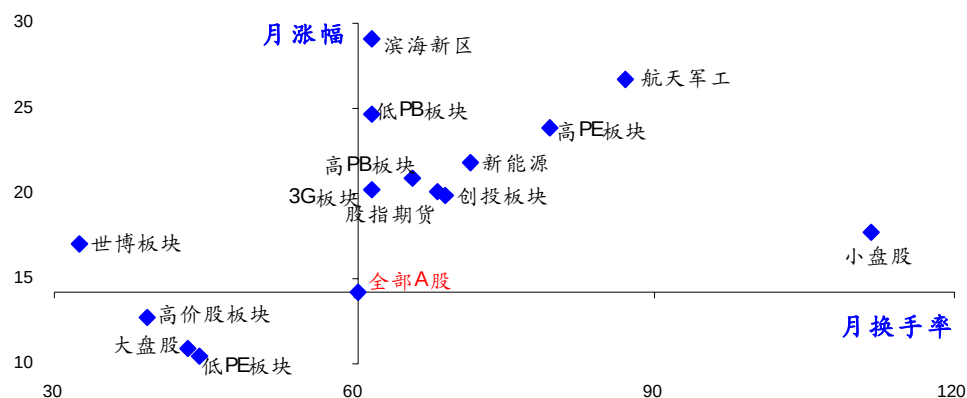


资料来源: WIND 资讯 (数据参考期间: 20090120——20090220)

2.4 主题投资板块表现: 低 PB 板块领涨

在近一个月 (1 月 20 日至 2 月 20 日, 下同) 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、滨海新区板块与低 PB 板块累计上涨幅度皆高达近 25%, 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; 而高价股板块、低 PE 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 7 近一个月 A 股市场 14 个重点主题投资板块市场表现概况 (%)



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

3. 2009 年 3 月解禁量及结构

3.1 2009 年 3 月解禁量较 2 月份增加 19.43%

2009 年 3 月份限售股解禁量继续增加, 3 月份解禁总量为 234.53 亿股, 解禁市值达 2209.87 亿元。3 月份解禁股数量较 2 月份增加了 19.43%。

从时间分布看, 3 月份第一周的解禁量比较大, 达 67 亿股, 其余三周比较均匀, 平均在 27~30 亿股间。3 月份钢铁类上市公司解禁家数较多, 主要有马钢股份、华菱钢铁、太钢不锈和抚顺特钢四家。解禁量在 10 亿股以上的个股有马钢股份、五粮液和深高速。在 3 月份实现全流通的个股共有 41 家。

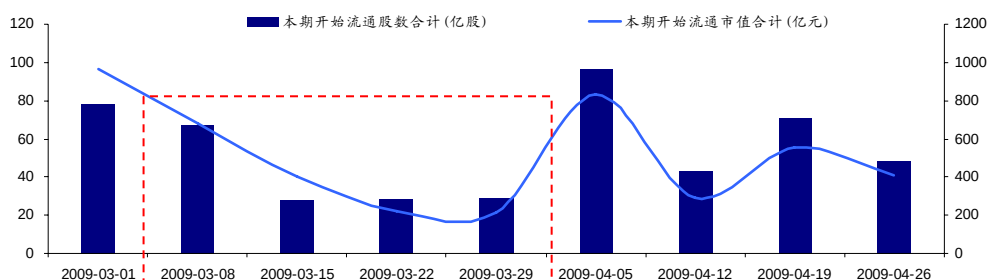
对解禁量, 我们不仅要看每月的新增量, 还要看历次的累计数量, 还要看量的分布。目前解禁量存量加上增量之和还是处于平稳增长阶段, 权重行业的流通比例也不算太高。全市场平均流通比例还不足 40%, 解禁对市场的整体影响还处于渐变状态中。

表 3 2009 年 3~4 月份每周解禁股情形

截至日期	本期开始流通股数合计(亿股)	本期开始流通市值合计(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)
2009-03-01	78.52	963.90	6840.19	59605.81	11079.40	84882.82	17919.59	144488.64
2009-03-08	67.06	681.44	6924.65	60401.14	11034.59	84387.40	17959.24	144788.54
2009-03-15	27.57	402.18	6957.33	60900.95	11014.32	84074.22	17971.65	144975.17
2009-03-22	28.10	224.74	6991.97	61200.12	10989.53	83907.90	17981.51	145108.02
2009-03-29	29.10	212.87	7027.26	61466.26	10980.63	83864.96	18007.89	145331.22
2009-04-05	96.53	830.60	7141.20	62464.70	10893.76	83115.78	18034.95	145580.48
2009-04-12	43.07	294.62	7186.14	62772.77	10852.34	82844.87	18038.48	145617.64
2009-04-19	70.53	555.17	7262.47	63384.91	10796.76	82418.37	18059.24	145803.27
2009-04-26	48.63	409.26	7319.78	63873.80	10754.57	82076.46	18074.35	145950.25

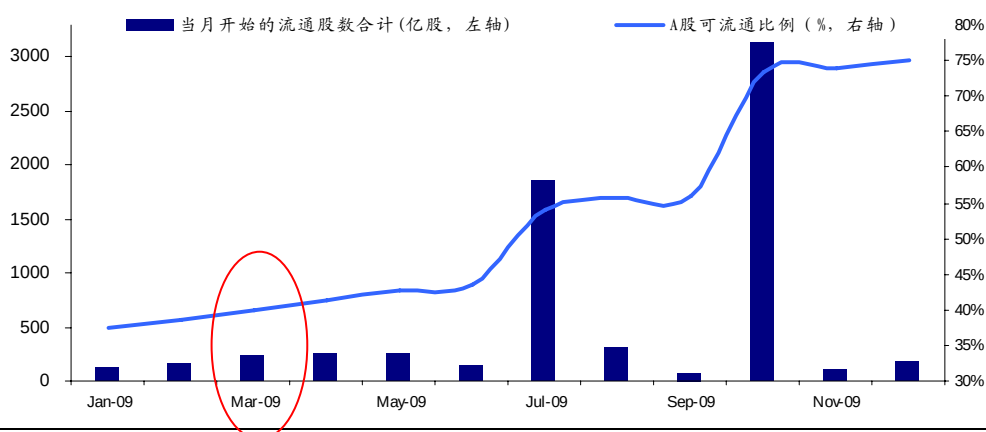
资料来源: WIND

图 8 2009 年 3~4 月解禁股股数及市值



资料来源：WIND 资讯

图 9 2009 年各月解禁股股数及 A 股可流通比例



资料来源：WIND 资讯

表 4 2009 年 3 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
600808.SH	马钢股份	2009-03-31	383056.00	596775.12	0.00	股权分置限售股份
000858.SZ	五粮液	2009-03-31	174877.47	379554.15	42.52	股权分置限售股份
600548.SH	深高速	2009-03-02	121540.00	143320.00	0.00	股权分置限售股份
000932.SZ	华菱钢铁	2009-03-01	87334.73	221421.49	52343.51	股权分置限售股份
600009.SH	上海机场	2009-03-02	83348.21	192695.84	0.00	股权分置限售股份
000825.SZ	太钢不锈	2009-03-07	73780.90	302632.03	266992.75	股权分置限售股份
600585.SH	海螺水泥	2009-03-02	49691.20	102248.00	31075.42	股权分置限售股份
600037.SH	歌华有线	2009-03-03	47691.94	106018.61	0.00	股权分置限售股份
600320.SH	振华港机	2009-03-30	43744.20	195969.10	0.00	股权分置限售股份
000543.SZ	皖能电力	2009-03-07	43258.75	77299.77	1.11	股权分置限售股份
000822.SZ	山东海化	2009-03-22	36104.89	89507.13	2.06	股权分置限售股份
600815.SH	厦工股份	2009-03-15	35491.42	69927.35	0.00	股权分置限售股份
000036.SZ	华联控股	2009-03-28	35204.93	112388.77	0.00	股权分置限售股份
000651.SZ	格力电器	2009-03-09	34320.93	123938.37	1301.13	股权分置限售股份, 股权激励限售股份
600741.SH	巴士股份	2009-03-31	33811.62	147256.24	0.00	股权分置限售股份

600736.SH	苏州高新	2009-03-24	33262.74	85516.20	2640.60	股权分置限售股份
600637.SH	广电信息	2009-03-07	29939.47	70886.46	0.00	股权分置限售股份
600018.SH	上港集团	2009-03-06	29155.00	828395.54	1299828.81	认股权证行权
600399.SH	抚顺特钢	2009-03-20	28753.51	52000.00	0.00	股权分置限售股份
600191.SH	华资实业	2009-03-08	26391.12	48493.20	0.00	股权分置限售股份
合计			1430759.03	3946243.39	1654227.91	

资料来源：WIND 资讯

表 5 2009 年 3 月实现全流通的个股一览表 (41 家)

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
600480.SH	凌云股份	2009-03-01	16280.26	31200.00	0	股权分置限售股份
600548.SH	深高速	2009-03-02	121540.00	143320.00	0	股权分置限售股份
600009.SH	上海机场	2009-03-02	83348.21	192695.84	0	股权分置限售股份
600037.SH	歌华有线	2009-03-03	47691.94	106018.61	0	股权分置限售股份
600604.SH	*ST 二纺机	2009-03-03	18078.37	33352.42	0	股权分置限售股份
600218.SH	全柴动力	2009-03-06	10247.25	28340.00	0	股权分置限售股份
600850.SH	华东电脑	2009-03-06	6450.44	17103.15	0	股权分置限售股份
600637.SH	广电信息	2009-03-07	29939.47	70886.46	0	股权分置限售股份
000977.SZ	浪潮信息	2009-03-07	11008.14	21500.00	0	股权分置限售股份
600191.SH	华资实业	2009-03-08	26391.12	48493.20	0	股权分置限售股份
600302.SH	标准股份	2009-03-08	16300.74	34600.98	0	股权分置限售股份
600526.SH	菲达环保	2009-03-08	5376.00	14000.00	0	股权分置限售股份
600472.SH	包头铝业	2009-03-10	19420.93	43100.00	0	股权分置限售股份
600764.SH	中电广通	2009-03-10	17957.92	32972.70	0	股权分置限售股份
600846.SH	同济科技	2009-03-10	4977.99	27808.97	0	股权分置限售股份
600059.SH	古越龙山	2009-03-13	15102.24	37248.00	0	股权分置限售股份
600285.SH	羚锐股份	2009-03-13	1300.61	20072.00	0	股权分置限售股份
000818.SZ	锦化氯碱	2009-03-14	19004.70	34000.00	0	股权分置限售股份
600815.SH	厦工股份	2009-03-15	35491.42	69927.35	0	股权分置限售股份
600185.SH	海星科技	2009-03-15	8991.13	33759.44	0	股权分置限售股份
000619.SZ	海螺型材	2009-03-17	7944.55	36000.00	0	股权分置限售股份
600306.SH	商业城	2009-03-17	6549.34	17813.89	0	股权分置限售股份
600365.SH	通葡股份	2009-03-17	2965.38	14000.00	0	股权分置限售股份
600399.SH	抚顺特钢	2009-03-20	28753.51	52000.00	0	股权分置限售股份
600982.SH	宁波热电	2009-03-20	3468.83	16800.00	0	股权分置限售股份
000155.SZ	川化股份	2009-03-21	25140.00	47000.00	0	股权分置限售股份
000961.SZ	大连金牛	2009-03-21	9218.03	30053.00	0	股权分置限售股份
600422.SH	昆明制药	2009-03-21	4175.84	31417.60	0	股权分置限售股份
600838.SH	上海九百	2009-03-22	7854.06	40088.20	0	股权分置限售股份
600513.SH	联环药业	2009-03-22	3564.00	9000.00	0	股权分置限售股份
000036.SZ	华联控股	2009-03-28	35204.93	112388.77	0	股权分置限售股份
600485.SH	中创信测	2009-03-28	4294.00	13663.20	0	股权分置限售股份
600263.SH	路桥建设	2009-03-29	20838.06	40813.30	0	股权分置限售股份
600545.SH	新疆城建	2009-03-29	11964.86	36637.39	0	股权分置限售股份
600620.SH	天宸股份	2009-03-29	4827.85	32012.92	0	股权分置限售股份
600291.SH	西水股份	2009-03-29	1871.98	32000.00	0	股权分置限售股份
600320.SH	振华港机	2009-03-30	43744.20	195969.10	0	股权分置限售股份
600517.SH	置信电气	2009-03-30	5735.99	41247.00	0	股权分置限售股份
600808.SH	马钢股份	2009-03-31	383056.00	596775.12	0	股权分置限售股份
600741.SH	巴士股份	2009-03-31	33811.62	147256.24	0	股权分置限售股份
600860.SH	北人股份	2009-03-31	18044.00	32200.00	0	股权分置限售股份

资料来源：WIND

3.2 中小板解禁股以首发原始股份为主

2009 年 3 月份中小板解禁股有四家。中小板解禁股的类型与主板明显不同，中小板解禁股主要是首发原始股东限售股份与股权激励股份，持有成本普遍较低。由于中小板解禁股的流动性因股权特殊而具有更高的流动性，其解禁后对股价的中短期影响值得我们关注。

表 6 2009 年 3 月中小板解禁股

代码	证券简称	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
002220	天宝股份	20090302	905.13	3425.13	6374.87	首发原股东限售股份
002221	东华能源	20090306	4814	10414	11786	首发原股东限售股份
002222	福晶科技	20090319	7500	12250	6750	首发原股东限售股份
002014	永新股份	20090320	5.35	13840.01	79.99	股权激励限售股份
合计			13224.48	39929.14	24990.86	

资料来源：WIND

3.3 26 家央企限售解禁

3 月份共有 26 家央企有解禁股，合计解禁量是 22.9 亿股，占当月解禁总量的 9.76%，比例并不大。央企是个比较特殊的群体，目前共有 290 多家央企，其实际控制人是中央机关或部委，他们对解禁股的态度从某种程度上看也许会反映了政府对解禁股估值高低的看法，我们不妨把它们作为一个特殊的指标来看待。

表 7 2009 年 3 月央企解禁股

代码	证券简称	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
600480	凌云股份	20090301	16280.26	31200	0	股权分置限售股份
600361	华联综超	20090302	848.87	39427.64	9053.15	股权分置限售股份
600489	中金黄金	20090302	2564.1	17107.55	18829.08	定向增发机构配售股份
000617	石油济柴	20090306	1198.08	11980.66	11980.94	股权分置限售股份
600850	华东电脑	20090306	6450.44	17103.15	0	股权分置限售股份
600498	烽火通信	20090307	2050	19991.11	21008.89	股权分置限售股份
000938	紫光股份	20090308	5795.52	20607.58	0.42	股权分置限售股份
600764	中电广通	20090310	17957.92	32972.7	0	股权分置限售股份
600135	乐凯胶片	20090313	4830.75	21210.75	12989.25	股权分置限售股份
000962	东方钽业	20090316	14371.34	35638.67	1.33	股权分置限售股份
000537	广宇发展	20090317	6802.78	49863.84	1407.92	股权分置限售股份
000970	中科三环	20090317	11498.83	40529.23	10230.77	股权分置限售股份
000554	泰山石油	20090319	2403.97	41072.56	7006.85	股权分置限售股份
002222	福晶科技	20090319	7500	12250	6750	首发原股东限售股份
600094	*ST 华源	20090319	6294.45	27249.76	9198.75	股权分置限售股份
000698	沈阳化工	20090322	14220.27	42235.32	8605.34	股权分置限售股份
000731	四川美丰	20090323	6864.42	47750.56	2233.44	股权分置限售股份
600458	时代新材	20090327	3774.75	14694.75	5740.77	股权分置限售股份
000819	岳阳兴长	20090328	1937.12	14082.11	5289.14	股权分置限售股份
600195	中牧股份	20090328	1950	20100	18900	股权分置限售股份
600962	国投中鲁	20090328	3680.25	15870	4300	股权分置限售股份
000413	宝石 A	20090329	17330.67	26360.77	1939.23	股权分置限售股份
600263	路桥建设	20090329	20838.06	40813.3	0	股权分置限售股份
600291	西水股份	20090329	1871.98	32000	0	股权分置限售股份
000016	深康佳 A	20090330	6019.86	66010.86	13818.83	股权分置限售股份
600320	振华港机	20090330	43744.2	195969.1	0	股权分置限售股份

合计

229078.89

934091.97

169284.1

资料来源：WIND

4. 大股东及高管增减持实情分析

4.1 总体情况：仍以小批量减持为主

今年以来，大股东及高管增减持总额 84.05 亿元，其中减持金额占比是 91.76%、增持金额占比是 8.24%。自 1 月份以来，大股东及高管仍以减持为主，这与我们前期预期是一致的。大股东及高管可以视为“重仓甚至满仓”的投资人，适时减持是主要的行动方向，预计这一状况可能会持续较长时间。

从每月上市公司公告来看，多数时间，上市公司大股东都是以减持为主。问题是这类减持是否会影响到行情的持续演变。从目前这段时间来看，大股东增减持并没有对行情的发展产生明显的不利影响，目前的减持量及金额与整个市场的交易量相比仍然是很小的，也没有出现大批量的减持。回顾一下过去，我们看到，目前大股东减持与去年年初相比，仍属于比较温和的状态。但是，市场更为关注的问题是，当股价上升到一个诱人的高度时，大股东是否会更大量地减持股票？

表 8 今年以来上市公司大股东及高管增减持情况（截止 2009 年 2 月 20 日）

项目	变动数量(万股)	变动部分参考市值(万元)	数量占比	金额占比
增持	13302.79	69224.37	13.34%	8.24%
减持	86419.97	771264.34	86.66%	91.76%
合计	99722.76	840488.71	100.00%	100.00%

资料来源：WIND

通的 A 股市场具有一定的参考意义。

4.2 减持归类：以大股东、投资公司或创投资公司为主

归纳减持股票的股东主要有几类，一是上市公司大股东，如时代科技（000611）、国恒铁路（000594）和汇通集团（000415）等；二是投资公司。如绿景地产（000502）等。

现在，由于 A 股大股东通常持股比例较高，一定比例内的减持还不足以影响其控股权，所以，大股东在一定比例内的减持会持续，而且成为当前减持的主力群体之一。而投资公司往往并不是第一大股东，但持股比例也不算太低，他们减持时往往数量会比较多，且不太注重是否影响其在股东中的排名次序，因此，不少公司在减持后股东排名挪后。而如果上市公司第一大股东本身就是投资类公司，那么，其减持往往会表现得更加积极一些，对这类公司应当多加关注。

表 9 今年以来减持量比较大的上市公司（截止 2009 年 2 月 20 日）

代码	名称	公告日期	变动起始日期	变动截止日期	股东名称	股东类型	方向	变动数量(万股)	变动部分参考市值(万元)
000012.SZ	南玻 A	20090213	20080103	20090211	新通产实业开发(深圳)有限公司	公司	减持	1054.71	14354.60
000040.SZ	深鸿基	20090217	20090202	20090213	中国宝安集团控股有限公司	公司	增持	669.83	2933.86
000058.SZ	ST 赛格	20090110	20090107	20090107	广州福达企业集团有限公司	公司	减持	757.64	1545.59
000058.SZ	ST 赛格	20090110	20081217	20090106	广州福达企业集团有限公司	公司	减持	505.00	1080.70
000415.SZ	汇通集团	20090207	20090105	20090105	深圳市淳大投资有限公司	公司	减持	1040.00	4160.00
000502.SZ	绿景地产	20090115	20090113	20090113	深圳市宽天下投资有限公司	公司	减持	900.00	7146.00
000594.SZ	国恒铁路	20090221	20090219	20090219	赤峰鑫业投资有限公司	公司	减持	1000.00	4640.00

000594.SZ	国恒铁路	20090218	20090217	20090217	赤峰鑫业投资有限公司	公司	减持	1000.00	5280.00
000594.SZ	国恒铁路	20090218	20080201	20090216	赤峰鑫业投资有限公司	公司	减持	532.82	2541.55
000611.SZ	时代科技	20090108	20090106	20090106	时代集团公司	公司	减持	1249.00	4583.83
000611.SZ	时代科技	20090115	20090114	20090114	时代集团公司	公司	减持	763.23	2907.91
000611.SZ	时代科技	20090113	20090112	20090112	时代集团公司	公司	减持	750.00	2790.00
000683.SZ	远兴能源	20090122	20081208	20090121	鄂尔多斯市伊化实业有限责任公司	公司	减持	517.00	3500.09
000690.SZ	宝新能源	20090117	20090115	20090115	广东宝丽华集团有限公司	公司	减持	724.74	5218.13
000818.SZ	锦化氯碱	20090214	20090213	20090213	锦化化工(集团)有限责任公司	公司	减持	900.00	4518.00
000973.SZ	佛塑股份	20090122	20081225	20090121	佛山富硕宏信投资有限公司	公司	减持	576.54	2167.79
002073.SZ	青岛软控	20090116	20071018	20090114	王健摄	高管	减持	1424.70	25245.68
002134.SZ	天津普林	20090211	20090210	20090210	普林电子有限公司	公司	减持	1229.00	6968.43
600030.SH	中信证券	20090206	20081112	20090204	雅戈尔集团股份有限公司	公司	减持	6987.46	143312.80

资料来源: WIND

4.3 增持归类: 既有高管, 更有新入者

虽然每个月均以减持为主, 但其中也不乏少量增持。今年以来至 2 月 20 日, 出现了两种情况的增持, 一是高管增持; 二是部分非原股东增持成为上市公司大股东。

两家公司高管增持: 一般情况下, 高管增持的量都不大, 只是显示公司对股票的态度或公司的某种行为。今年共有两家上市公司高管增持, 即新华百货 (600785) 7 位高管增持; 亿阳信通 (600289) 10 位高管增持。

而非股东增持是比较引人注目, 尤其是增持普通流通股而不是通过大宗交易获取解禁股。自 1 月份以来我们连续跟踪一段时间看到部分增持的公司, 典型如 ST 兴业、深鸿基等。我们认为, 这可能将是未来全流通股市中市场化并购的早期案例。虽然目前数量还不多, 但值得跟踪关注, 或对我们以后加深认识即将在一两年后全流通背景下的并购有帮助。

表 10 亿阳信通与新华百货高管增持一览

代码	名称	公告日期	变动起始日期	变动截至日期	股东名称	股东类型	方向	变动数量(万股)	变动部分参考市值(万元)
600289.SH	亿阳信通	20090221	-	20090220	李争	高管	增持	1.00	10.80
600289.SH	亿阳信通	20090221	-	20090220	常学群	高管	增持	1.90	21.47
600289.SH	亿阳信通	20090221	-	20090220	孟红威	高管	增持	0.95	10.93
600289.SH	亿阳信通	20090221	-	20090220	潘阳发	高管	增持	1.00	11.10
600289.SH	亿阳信通	20090220	-	20090219	田绪文	高管	增持	1.00	11.05
600289.SH	亿阳信通	20090220	-	20090219	孙文恒	高管	增持	1.00	11.08
600289.SH	亿阳信通	20090220	-	20090219	赵刚	高管	增持	1.00	10.85
600289.SH	亿阳信通	20090220	-	20090219	王龙声	高管	增持	1.50	16.47
600289.SH	亿阳信通	20090220	-	20090219	崔永生	高管	增持	1.00	10.78
600289.SH	亿阳信通	20090220	-	20090219	曹星	高管	增持	1.00	11.01
600785.SH	新华百货	20090202	20090122	20090122	张凤琴	高管	增持	4.77	51.90
600785.SH	新华百货	20090202	20090122	20090122	马卫红	高管	增持	2.77	30.14
600785.SH	新华百货	20090202	20090122	20090122	邓军	高管	增持	6.75	73.44
600785.SH	新华百货	20090202	20090122	20090122	周玲	高管	增持	1.15	12.64
600785.SH	新华百货	20090202	20090122	20090122	王金录	高管	增持	0.32	3.52
600785.SH	新华百货	20090202	20090122	20090122	徐鸣凤	高管	增持	13.39	145.82
600785.SH	新华百货	20090202	20090122	20090122	陆燕	高管	增持	2.76	30.03
合计								43.26	473.03

资料来源: WIND

5. “后预期”阶段的结构性投资机会

■ 结构性机会的类型梳理。

如上所述，2009 年 3 月份，A 股市场将呈现一个震荡的市场格局。在利好政策、流动性宽裕、对经济复苏的憧憬和难以乐观的实际宏观经济数据的综合博弈下，已经反弹近 30% 的 A 股市场会在 3 月份里将呈现出板块轮动的结构性调整。在这样的 A 股市场背景下，我们认为 3 月份的投资机会将主要是结构性的投资机会。

这些结构性的投资机会主要包括：利好政策带来的结构性投资机会，包括受即将出台的利好政策激励的行业和已经出台的利好政策在开始实施过程中受到激励的行业，重点关注能够从即将出台和已经开始实施的利好政策中受益的行业内的龙头公司；主题性投资带来的结构性投资机会，包括上海本地股主题、新能源主题和成本下降主题。

5.1 利好政策第二阶段带来的结构性机会

■ 利好政策提供的两类机会。

利好政策已经并且一直将是 09 年 A 股市场最重要的投资机会之一，投资者需要对此类机会不断的跟踪和挖掘。我们认为利好政策带来的投资机会包括两个阶段。第一阶段指的是政府不断推出新的利好政策，市场在对利好政策出台的预期下产生众多的投资机会；第二阶段指的是政府虽然还在不断推出利好政策，但是推出利好政策的频率和力度都比之前降低，利好政策对市场带来的投资机会主要体现在能够从已经公布的利好政策具体实施过程中受益的相关的行业和上市公司。

我们认为，在 2009 年 3 月里，政策利好带来的投资机会的第一阶段基本结束，第二阶段已经开始。因此在对利好政策带来的投资机会的把握时，我们建议投资者可以重点关注以下两类机会：**第一类是即将出台的利好政策带来的结构性投资机会；第二类是已经出台的利好政策开始实施带来的结构性投资机会。**并且在这两类机会中，我们认为第二类的机会变得越来越重要，因为未来可以期待的实质性利好政策越来越少，而已经发布的利好政策开始实施，对经济和相关的行业和上市公司的利好作用逐步显现。

在近期，我们可以期待、出台可能性比较大的利好政策包括：第十大产业振兴规划（这第十大产业是物流产业还是其他的产业，目前还难以判断）、刺激消费拉动内需的相关政策等。这些政策的出台对相关的行业和公司会带来结构性投资机会。

我们更加看重第二类投资机会，理由我们在上面已经阐述。对这类投资机会的把握，我们的思路是：（1）紧紧把握住前期政府公布的加大投资力度的政策开始实施带来的利好行业和投资机会；（2）对政府公布的产业振兴规划针对的行业和公司采取逐个分析，择优去粗的办法，选取行业前景趋好行业内的龙头公司。

政府前期公布的加大投资力度的政策在近期已经逐步开始了实质性的实施。这一点我们可以从不断见诸报端的项目上马新闻、宏观信贷的放松和部分机械设备（例如电网设备、工程机械设备）采购量的增加等信息中得到证实。这定会给相关的行业和上市公司带来实质性的业绩提升。我们分析下来，值得关注的行业主要有：铁路和相关设备行业、工程机械、水泥、电网设备和 3G 设备。

在政府出台的产业振兴计划带来的投资机会上，我们认为第一阶段普涨型的交易性投资机会基本结束，这些行业之间和行业内的上市公司之间将出现比较明显的分化。我们应该重点关注行业前景趋好的行业，并且重点关注其中的龙头公司。

因为：（1）短期来看很多产业政策所涉及的上市公司并不一定会有业绩体现，但估

值风险已经较为明显。当然从长期来看，产业政策贯穿于未来较长一段时间，特别是子行业较多的产业可能会有细化的政策跟进，长线投资品种很可能从中诞生；（2）这些产业振兴规划不仅是为了应对眼前的经济衰退，避免经济指标出现大幅度滑落，也是我国下一轮经济发展的长远目标，整合、调整产业结构和培育优势企业，成为了这些产业振兴规划的重要目标之一。从已经陆续通过的钢铁、汽车、纺织、装备制造、船舶等等产业振兴规划来看，这一点体现的比较明显，例如明确通过财政、信贷等方式加大对龙头企业扩张的支持等。因此，我们要重点关注其中的龙头公司。

综合考虑行业的基本面和产业振兴规划的受益程度，我们建议投资者关注的行业有：部分装备制造业（例如铁路相关设备、工程机械、电网设备等）、部分电子信息产业（软件和 3G 设备）、汽车、部分化工子行业、医药等。

综上所述，利好政策带来的投资机会包括：可能新出台的利好政策带来的医药、第十大振兴产业的结构性投资机会和已经发布的利好政策开始实施带来的铁路和相关设备行业、工程机械、水泥、电网设备、3G 设备、软件、汽车、医药和部分化工子行业等的结构性投资机会。

表 11 受政策激励的行业和重点上市公司

类别	受益行业	重点上市公司
建设保障性安居工程	建材	海螺水泥、冀东水泥
	建筑	中国铁建、中国中铁、隧道股份、中材国际
	工程机械	徐工科技、柳工、三一重工、山河智能、中联重科
	电力设备水利	金风科技、特变电工
农村基础设施建设	建材	海螺水泥、冀东水泥
	建筑	中国铁建、中国中铁、隧道股份、中材国际
	工程机械	徐工科技、柳工、三一重工、山河智能、中联重科
	铁路设备	中国南车、时代新材、天马股份
加大投资力度 重大基础设施建设	建材	海螺水泥、冀东水泥
	建筑	中国铁建、中国中铁、隧道股份、中材国际
	电力设备	金风科技、特变电工
	工程机械	徐工科技、柳工、三一重工、山河智能、中联重科
生态环境建设	环保设备制造	
	林业	
	工程机械	徐工科技、柳工、三一重工、山河智能、中联重科
	电力设备	金风科技、特变电工
地震灾区灾后重建	建材	海螺水泥、冀东水泥
	建筑	中国铁建、中国中铁、隧道股份、中材国际
	工程机械	徐工科技、柳工、三一重工、山河智能、中联重科
	医药卫生文化	中新药业、上海医药、独一味、天坛生物、恒瑞医药
产业振兴规划	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	中国石化、中国石油
	乙烯	中国石油、中国石化
	石油战略储备	中国石油、中国石化、中海油
	纯碱	山东海化、三友化工、双环科技
	氯碱	英力特、中泰化学
	塑料	广东榕泰、金发科技

	甲醇	丹化科技、威远生化、天茂集团、远兴能源
	尿素	云天化、柳化股份、川化股份、泸天化、湖北宜化、华鲁恒升
	磷肥	湖北宜化、六国化工、云天化
	钾肥	中信国安、冠农股份、盐湖钾肥、ST 盐湖
	锂盐	中信国安
	农药	沙隆达、扬农化工、利尔化学、诺普信
	化工新材料	蓝星新材、新安股份、烟台万华、金发科技、中国玻纤
	磷化工	兴发集团、澄星股份
	纺织化学品	浙江龙盛、德美化工
	食品制造	伊利股份、双汇发展
	纺织	伟星股份、美邦服饰
	服装	美邦服饰
	造纸印刷	晨鸣纸业、银鸽投资
轻工	家电	海尔电器、美的电器、格力电器、苏泊尔、九阳股份
	日用化学制品	青岛金王、上海家化
	合成纤维制造	烟台氨纶、山东海龙、华峰氨纶、海利得
	饮料制造	贵州茅台、泸州老窖
	中药	中新药业、康缘药业
	化学制药及生物制药	天坛生物、恒瑞医药
纺织	纺织	伟星股份、美邦服饰
有色金属	有色	紫金矿业、宝钛股份、南山铝业
	工程机械	徐工科技、柳工、三一重工、山河智能、中联重科
	铁路装备	中国南车、时代新材、华东数控
	机场专用设备	威海广泰
装备制造	高端机床及复合加工中心	昆明机床、秦川发展、天马股份
	煤炭开采设备	太原重工、天地科技
	风电轴承	天马股份
	液压件及发动机	力源液压
	大型铸锻件	华锐铸钢
	阀门	中核科技、烟台冰轮、洪城股份
	集成电路、新型电池及印刷电路板	法拉电子、顺络电子、风华高科、生益科技、超声电子
	平板及彩电	京东方、四川长虹、诚志股份
	金融财税应用系统设备	广电运通、御银股份、证通电子、南天信息、新大陆、航天信息、长城开发、长城信息
电子信息	3G 设备	中兴通讯、ST 大唐、亿阳信通
	软件	东软集团、中国软件、卫士通
	服务外包	东软集团、浙大网新、海隆软件、信雅达、金证股份
	数字电视	歌华有线、电广传媒、广电网络、同方股份、同洲电子
	计算机、服务器以及关键配套部件	浪潮信息

资料来源：海通证券研究所

5.2 主题投资带来的结构性投资机会

主题投资，在 2009 年 2 月份里大行其道，精彩纷呈。我们判断，在 2009 年 3 月份里，这一现象仍将继续。同时，我们认为在 2009 年 3 月份，值得关注的投资主题包括新能源主题、成本下降主题和上海本地股主题。

5.2.1 上海本地股主题

我们认为，“三喜临门”即世博会、浦东开发开放二十周年纪念、迪斯尼，将给泛浦东板块带来四大投资机会。投资主线一，旅客接待与会展投资主线。世博会召开与上海迪斯尼项目的可能启动，将可能使得未来两年拟前往上海的旅客人数显著增加，因此，旅游产业（主要包括宾馆行业、旅游景点行业与旅行社等三个子行业）、交通运输产业、零售与专卖店产业等无疑将会从中显著受益；此外，世博会的召开，将有望给上海会展产业带来新一轮发展机遇。

投资主线二，满足基建需求投资主线。上海迪斯尼项目的可能启动，将会使上海的基础设施建设需求增加，故基建产业有望从中受益。

投资主线三，参与投资上海迪斯尼乐园主线。鉴于可能启动的上海迪斯尼乐园盈利前景非常光明，因此，可能参与投资上海迪斯尼乐园的潜在公司将有望从中受益。

投资主线四，浦东开发与开放二十周年纪念背景下的政策再倾斜投资主线。世博会召开与上海迪斯尼项目的可能启动，将有望显著提升浦东新区在全国、乃至全球的无形与有形市场竞争力，尤其是在浦东即将迎来开发与开放二十周年纪念日之际，政策进一步向浦东倾斜的市场预期无疑将有望再次升温，如届时可能出台更新的推动实现“金融中心”与“航运中心”等上海经济发展目标的四大中心建设政策，因此，浦东新区的地产、尤其是商务地产，以及交运产业中的航运（主要包括空运与水运等）将有望直接或间接大幅受益。

5.2.2 新能源主题

尽管油价目前在低位徘徊，但我们依然坚信随着化石能源总量减少和长期价格提升，以及新能源成本不断降低，新能源取代传统能源的趋势是历史发展必然。同时，我们相信新能源主题将成为二级市场反复炒作的主题。

从新能源各子行业发展趋势来看，短期内各产业面临发展机遇不尽相同。风电行业将承接前两年快速增长态势，继续快速发展而不受宏观经济影响，核电行业将迎来新一轮发展建设高潮，与这两个产业相关的龙头上市公司都将获得较好发展机遇。相比之下太阳能产业短期面临经济衰退和油价下滑的冲击较大，产业链内变化情况也较大，并且大多涉足太阳能领域的上市公司的太阳能业务都不能实质性的贡献较大的利润。但是我们也认为太阳能概念股依然会成为市场关注的热点。

5.2.3 成本下降主题

我们判断成本下降将成为一个重要投资主题的依据在于：（1）大部分行业需求依然低迷，上市公司的收入端状况难以乐观，盈利的提升需要从成本端下功夫；（2）大部分行业和上市公司在经历了前期痛苦的去库存化后，高价的原材料库存基本消化完毕，上市公司开始实实在在享受到成本下降带来的利润提升；（3）PPI 的继续下降成为市场关注这个主题的催化剂。

虽然对很多行业和上市公司来说，成本都会有不同程度的下降，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。因此，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。

表 12 投资主题下的部分行业与上市公司

投资主题名称	行业	部分上市公司
上海本地股	旅游产业	锦江股份（600754）、东方明珠（600832）

	机场管理行业	上海机场（600009）
	大零售产业	新世界（600628）、豫园商城（600655）、百联股份（600631）、中国铅笔（600612）、美邦服饰（002269）
	会展产业	东方明珠（600832）
	基建产业	上海建工（600170）、隧道股份（600820）
	商务地产	陆家嘴（600663）、界龙实业（600836）、张江高科（600895）、浦东金桥（600639）
	空运产业	东方航空（600115）、上海航空（600591）
新能源	风电	金风科技（002202）、湘电股份（600416）、华仪电气（600290）、东方电气（600875）
	核电	东方电气（600875）、上海电气（601727）、中核科技（000777）
	太阳能	天威保变（600550）、通威股份（600438）、航天机电（600151）
	锂电池	西藏矿业（000762）、科力远（600478）、中国宝安（000009）、中信国安（000839）
成本下降	电力设备	特变电工（600089）、长城电工（600192）、许继电气（000400）、金风科技（002202）
	电力	华能国际（600011）、国电电力（600795）、国投电力（600886）
资料来源：海通证券研究所		

信息披露

免责声明

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