

关注“创投主题”投资机会

--投资策略周报 20090302

武幼辉 投资策略 研究员 姚力玮 投资策略 研究助理
电话: 020-87555888-393 电话: 020-87555888-337
eMail: wyh6@gf.com.cn eMail: ylw2@gf.com.cn

前期推动市场上涨的因素逐渐模糊

我们观察到,前期推动市场上涨的几大因素目前出现了一些变化,这些变化逐渐模糊了投资者的判断,使得股市的调整成为必然,上周两市剧烈波动证明了这点。这些变化包括: **1. 政策面**: 随着十大振兴产业已全部浮出水面,板块轮动及行业热点转换的推动力逐渐减弱,市场需要新一轮政策预期; **2. 流动性**: 央行严查票据融资的传闻及2月央行收缩流动性的消息打击了股票市场,我们看到股指走势与央行货币投放总量高度相关。但我们认为流动性的结构性调整并不会改变这种推动力,反而有利于股市健康长远发展,这需要市场参与者的正确解读。 **3. 价格指数**: 金属等生产资料价格指数经过前期的显著反弹,目前再次出现回落,这说明下游需求及宏观经济仍然低迷。 **4. 外围市场**: 上周“第二波金融危机”可能来袭的恐慌导致全球股指屡创新低,甚至跌至11年来最低水平。

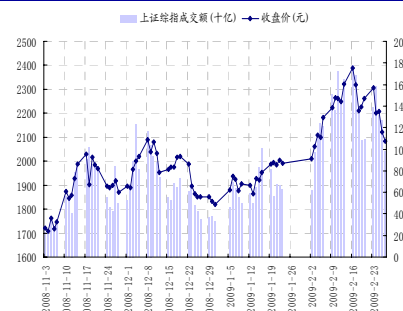
关注“两会”热点,把握“创投主题”投资机会

在目前整个政策消息面中,于本周3日-5日召开的全国“两会”最受市场关注。此次“两会”的几大热点包括: 保8%的经济增长、促就业、医改、社保改革、环保、房地产、食品安全、三农、战略结构调整及资本市场改革等重要议题。其中,涉及资本市场改革的“创业板”最受市场的关注。市场预期《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》很可能在今年“两会”前后正式颁布,5月1日正式实施。基于几点分析,我们认为创业板会是今年资本市场改革的一个重点,市场对创业板推出的预期会随着“两会”的即将召开而加大,在短期内,投资者可以继续关注具有创投概念的公司(包括参股比例较高的优质公司及券商等间接受益者)所带来的交易性投资机会:

小结

前期市场的推动力出现了一些变化,特别是2月流动性的变化使得市场的调整成为必然,但是我们需要认清的是,2月央行加大公开市场回笼力度只是平滑全年的货币供给,这有利于银行合理放贷及促进经济复苏,也有利于股市健康发展,这需要市场的正确解读。另外“两会”召开也给投资者带来一定主题性投资机会,例如,创投主题等。

上证综合指数近两月走势



周末收盘: 2082.85 一周涨跌幅: -7.90%

深证成份股指数近两月走势



周末收盘: 7608.22 一周涨跌幅: -9.68%

国际 市场指数	一周 (%)	年初 至今(%)
S&P500指数	-5.63	-18.62
加拿大TSX指数	-0.76	-9.62
英富时100指数	-4.69	-13.62
法国CAC40指数	-5.92	-16.02
德国DAX指数	-8.81	-20.09
日经225指数	1.18	-15.31
韩国综合指数	-0.27	-5.46
台湾加权指数	2.77	-0.69
香港恒生指数	0.89	-10.95
恒生中国企业	-2.31	-12.53
沪深300指数	-8.69	17.76

关注“创投主题”投资机会

一、前期推动市场上涨的因素逐渐模糊

我们观察到，前期推动市场上涨的几大因素目前出现了一些变化，这些变化逐渐模糊了投资者的判断，使得市场分歧再次加大，上周两市股指波动加剧证明了这点。很显然，前期A股的大幅上扬是在外围市场尚算稳定的前提下，由偏暖的政策面、回暖的宏观经济数据及大幅改善的流动性叠加推动而成。

表1：前期推动市场上涨的因素出现变化

市场上涨推动力	前期	目前
政策面	十大振兴产业逐一揭露	十大振兴产业已全部浮出水面 目前属于政策真空期
流动性	1月信贷规模激增，达1.62万亿	1月信贷规模遭到市场质疑 2月信贷规模有所萎缩，市场预期达8000亿
	1月央行货币净投放3810亿	2月央行货币净回笼3475亿
价格指数	金属等原材料价格显著反弹	金属等原材料价格反弹后再次回落
	航运指数显著反弹	航运指数反弹后再次回落
外围市场	美国企业4季报披露情况尚算稳定	对“第二波金融危机”可能来袭的恐慌出现

数据来源：广发证券发展研究中心

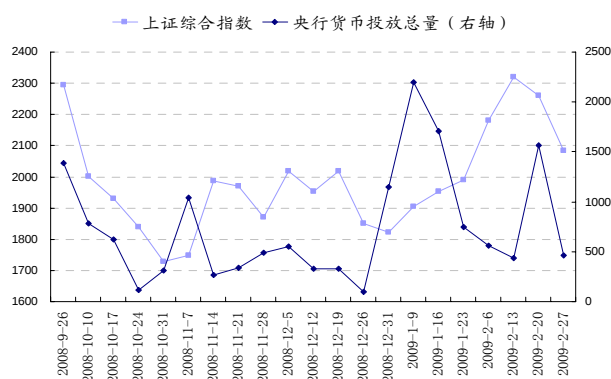
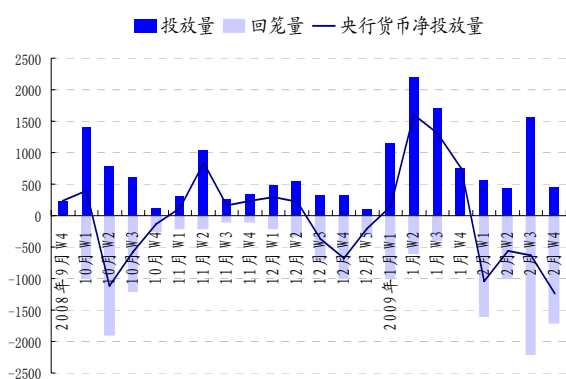
我们在上期周报《市场暂无近忧，关注后市制约点》中提到几个制约后市的关注点，如：流动性；企业盈利预测调整；大宗商品等价格指数；外围金融危机后续影响等，目前其中几点已经出现了一些变化，这些变化使得股市的调整成为必然，（表1）：

- 政策面。**随着十大振兴产业已全部浮出水面，板块轮动及行业热点转换的推动力逐渐减弱，市场需要新一轮的政策预期。本周（3月3日-5日）即将召开的全国“两会”将讨论在金融危机背景下的民生及经济改革等问题，我们在下一节会对其中资本市场改革中较被关心的“创业板市场”推出作进一步的分析。
- 流动性。**对于流动性的变化，我们关注三点：一、流动性近期是否减少了？二、，面对激增的1月信贷量，央行是否会收缩货币及信贷？三、对股票市场的影响如何？

随着市场对于1月份1.62万亿的巨额信贷逐层分解，其表面上的激增是否流入实体经济遭到市场质疑，央行严查票据融资的传闻也在另一个层面加深了这种质疑。因此，为了防止票据融资的虚增、减少商业银行对票据融资的需求、引导其增加对优质企业的中长期贷款，央行在公开市场上加大了对货币的回笼力度，使得2月每周均实现货币净回笼，4周净回笼3475亿元（数据截止至2月28日），对比1月份的净投放量3810亿元，近期流动性确实出现了收缩（图1），另外，2月货币净回笼很可能拉低当月的信贷增量，市场预期2月信贷将达8000亿左右，虽然仍为天量数字，但对比1月份已有50%的下滑。

毫无疑问，2月流动性收缩的消息打击了资本市场，我们看到股指走势与央行货币投放总量高度相关，且货币投放总量先行于市场运行（图2）。但是，我们需要认清的是，宏观经济目前尚处于低迷期，2月央行加大公开市场回笼力度并非真的要收缩全年的流动性。央行近期发行的3个月期票据及91天正回购都是在09年内到期，这并不会减少全年货币的供给总量，只是使货币供给均衡地分布，这有利于银行合理放贷和促使经济复苏，从这个角度来说，流动性的结构性调整并不会改变流动性对股市的推动力，反而有利于股市健康、向上发展，这需要市场参与者的正确解读。

图1：2月每周实现货币净回笼，共净回笼3475亿元 图2：股指走势与央行货币投放总量高度相关



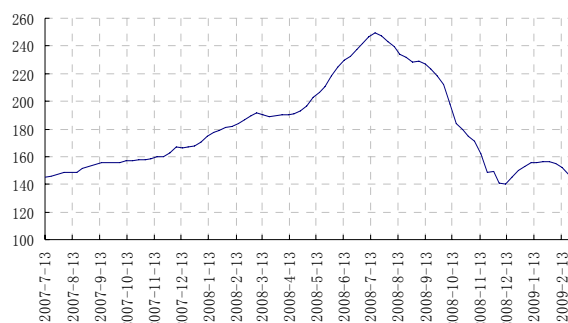
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3. 价格指数。金属等原材料价格在经历过去长达半年的大幅下挫之后，去年12月至今年1月，包括有色金属、钢铁、煤炭、航运运费等价格出现明显反弹，这在我们上期的周报中已经提及。金属等生产价格指数持续回暖的前提是下游终端需求的回暖，目前从几大类价格指数再次回落（图3-6），及其库存持续上升所反映的情况来看，下游需求尚

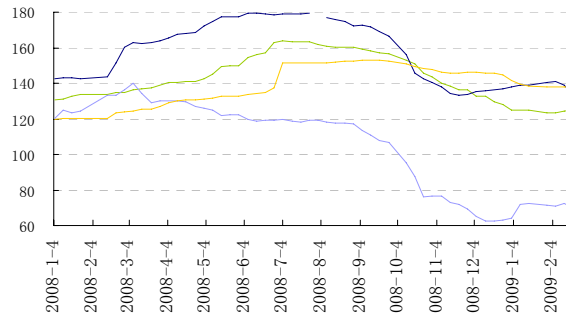
无起色，经济状况仍然低迷，其中很关键的一个原因是外围经济仍深陷衰退，金融危机的后续影响范围继续扩大。因此，我们将密切跟踪各种生产资料价格走势，以判断此推动力的变化情况。

图3：反应煤炭、钢、铝和铜价的GSCPI指数再次回落 图4：金属生产价格再次出现回落

— GSCPI中国商品价格指数（煤炭45.7%，钢铁41.5%，铝6.3%，铜6.5）



— 能源产品价格 — 黑色金属价格 — 有色金属价格 — 农畜产品价格



数据来源：Bloomberg，商务部，广发证券发展研究中心

图5：全球CRB综合指数稍有回落

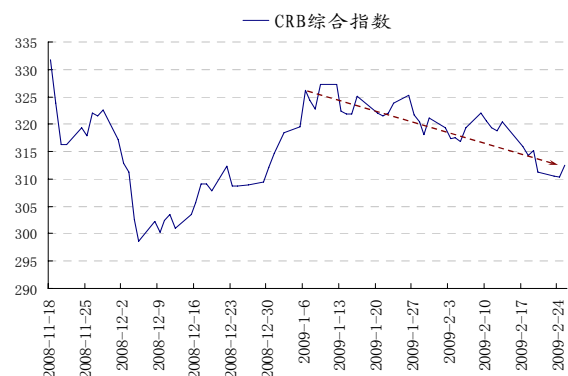
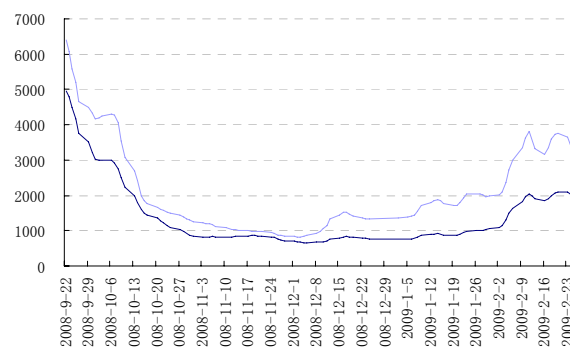


图6：全球主要航运运费指数稍有回落

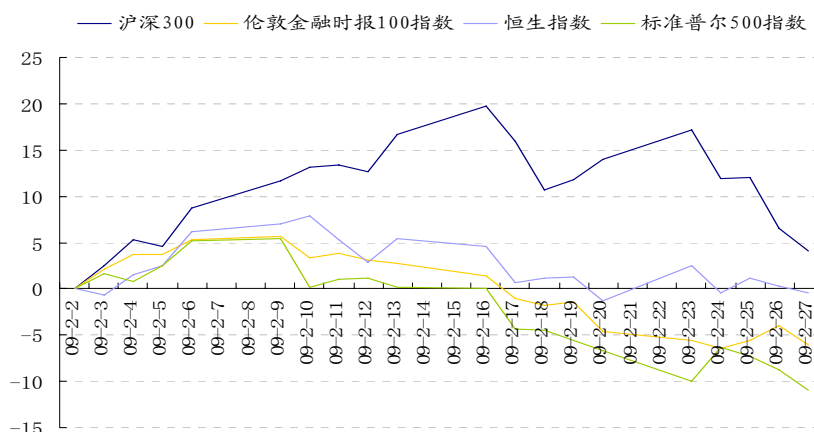
— 综合运费指数 (BDI) — 好望角型运费指数 (BCI)



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

4. 外围市场。“第二波金融危机”可能来袭的恐慌再次出现，引起恐慌的导火线是欧美银行及保险等金融机构再度爆发危机，以及东欧经济体陷入危机。上周全球股市遭遇了去年10月以来最“黑暗”的一周，各大股指屡创新低，与此同时，避险黄金和美国国债则受到追捧，金价更是创了一年来的新高。对于是否会爆发新一轮的危机，市场存在较大分歧，我们对此非常关注，外围市场和经济动态极大地影响了我国投资者的情绪，其稳定有助于A股市场减少恐慌性下挫的几率。（图7）

图7: 我国股票市场波动与外围市场波动趋势一直



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、关注“两会”热点，把握“创投主题”投资机会

1月中旬以来，国务院审议并通过了汽车、钢铁、纺织、装备制造、船舶工业、电子信息、轻工、石化、有色金属及物流业等十大产业调整振兴规划，随着这十大振兴产业逐一并全部浮出水面，二级市场板块轮动及行业热点转换的推动力将逐渐减弱，目前，市场需要新一轮的政策预期。在目前整个政策及消息面中，于本周3月3日至5日将召开的全国“两会”最被市场参与者所关注。近期新华社发表文章前瞻了此次“两会”的几大热点，其中包括：保8%的经济增长、促就业、医改、社保改革、环保、房地产、食品安全、三农问题、战略结构调整及资本市场改革等重要议题，（表2）。

表2: “两会”热点议题及相关板块关注

09 “两会” 热点议题	关注点及板块热点
保8%的经济增长	为了今年保8%的经济增长，政府会否在4万亿总投资规模的基础上追加投资成为近期舆论焦点，如果属实，基础建设仍将继续成为目前最大的投资主题。。
三农问题	粮食收储、设立最低收购价、土地承包制改革、农业基础建设投入，一系列改革措施意在促进农业增长、农民增收。“三农”问题是每年“两会”期间的焦点。
医改	新医改方案的目标之一是用3年时间建立涵盖城乡居民、农民工和大学生的基本医保制度。市场预期今年“两会”前后将出台新医改方案的细则。
食品安全	2月28日《食品安全法》审议通过，优势明显的食品行业龙头及动物防疫、疫苗行业或将受益。
环保	节能减排，发展清洁能源这两年来日渐得到关注，今年更是完成十一五节能减排目标的一年。
房地产	房地产业是中国经济的命脉产业之一，其发展将带动一系列相关产业的发展，因此市场对其寄予厚望，预期“两会”之后可能出台惠及房地产业的政策。
资本市场改革	创业板市场的推出是“两会”前最受关注的资本市场改革之一，另外IPO重启，“大小非”限制等相关议题也备受关注。预计创投板块及券商板块将因此收益。

数据来源: 广发证券发展研究中心

其中，涉及资本市场改革的议题中要数“创业板的推出”最受市场关注。市场预期《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》很可能在今年“两会”前后正式颁布，5月1日起正式实施。目前，管理层对此的最新回复是：已经完成了《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法（征求意见稿）》向社会公开征求意见的工作，并将择机正式发布此《管理办法》，并适时推出创业板市场。

鉴于：

- 目前中小企业资金紧张、融资难的问题尚未得到有效解决，通过资本市场融资能在一定程度上缓解这个难题；
- 民营中小企业给我国就业市场创造了巨大的岗位供给，而今年的就业形势又关乎整个社会的稳定。；
- 中小创新型企业的发展可以帮助我国经济的转型，成为转型中的一个较易切入点。并且创业板推出可以提高闲置资金的利用率。
- 私募股权投资（风险投资/创投）打破了银行主导的融资贷款模式，这是我国目前较为鼓励的一种企业融资方式，投资标的公司实现IPO是私募股权投资公司最终实现盈利的关键，但目前创业板的缺失限制了私募股权投资的发展。

从以上几个角度来看，创业板的推出会是今年资本市场改革的一个重点。因此，我们认为，市场对创业板推出的预期会随着“两会”的即将召开而加大，在短期内，投资者可以继续关注具有创投概念的股票（包括参股比例较高的优质公司及券商等间接受益者）所带来的交易性投资机会：

1. 创投概念股的选择

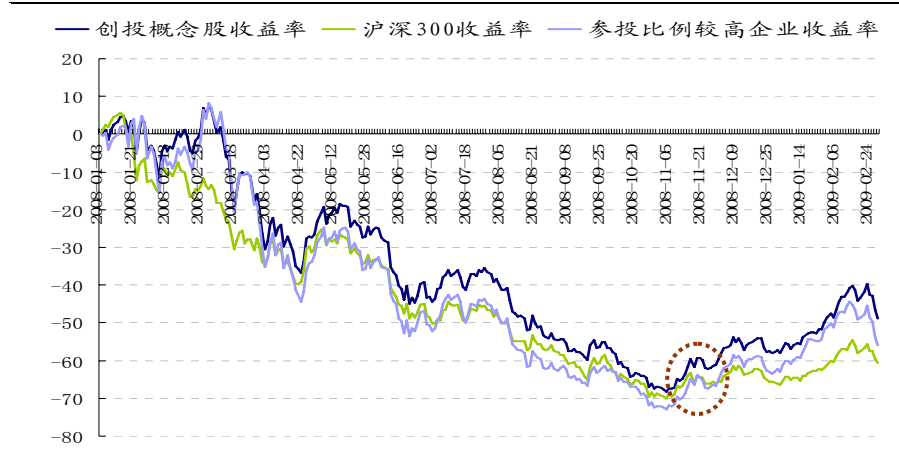
具有创投概念的公司指的是：持有创投公司（私募股权投资公司）股权的上市公司，或本身从事私募股权投资相关业务的上市公司。目前，从Wind数据库统计具有创投概念的上市企业达50家左右，但其本身质量良莠不齐，创投业务涉及资金也有多有少，因此在选择投资标的时必须同时考虑公司本身的财务状况、参投比例和参投行业未来的发展前景等。

这里我们简单列举一些参投比例较高的企业，参投的比例越高，理论上其受益也应较大，如：同方股份和电广传媒全资控股旗下创投公司、紫江企业和力合股份均五成以上控股旗下创投公司、张江高科、钱江水利、北京城建和大众公用都属于较高比例控股旗下私募股权投资公司的上市企业。另外，创业板的推出增加和拓宽了券商经纪、投行等业务的盈利和渠道，证券行业可因创业板推出的而成为间接受益者。

2. 创投概念股的收益率

具有创投概念的股票在过去的一年里表现一直优于大盘（图8）。但是其中参股比例较高的创投概念股在过去一年里并没有获得超越大盘的收益，可是从去年12月起，此类股票开始超越沪深300指数，对比今年年初，参股比例较高的概念股获得了19%的收益，超越同期沪深300指数获得的17%收益，整体创投概念板块获得21%收益。我们认为，创投概念股的相对优势目前尚未完全消退。

图8：创投概念股在过去一年的表现一直超越大盘



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3. 创业板推出对主板市场的影响

从成熟市场推出创业板的历史经验来看，我们认为市场人士担心的其会分流主板市场资金问题并不会出现。决定整个市场走势的关键性因素仍主要是宏观经济及企业基本面状况，除此之外，我们认为主要原因还可能有两方面：一、在创业板上市的企业规模较小，所需资金有限，不足以达到可以冲击主板市场的能力；二、主板市场与创业板市场设立的最初目的并非竞争关系而是成为互补，并且，在创业板成功上市的企业也可能惠及其在主板上市的企业。

三、小结

目前，前期市场的推动力出现了一些变化，特别是2月流动性的变化使得市场的调整成为必然，但是我们需要认清的是，2月央行加大公开市场回笼力度只是平滑全年的货币供给，这有利于银行合理放贷和促使经济复苏，也有利于股市健康向上发展，这需要市场参与者的正确解读。另外，“两会”召开也给投资者带来一些主题性投资机会，例如，可关注“创投主题”投资机会。

股票市场数据及表征

A股及香港市场近期走势及估值

■ 上海、深圳市场

受外围股市再创新低、我国巨额流动性遭到市场质疑及央行回笼资金的负面影响，上周两市波动剧烈。截至上周五收盘，上证综合指数收于2082.85点，一周下跌7.90%，深证成份股指数收于7608.22点，一周下跌9.68%。

图1: 近三月上证综合指数走势

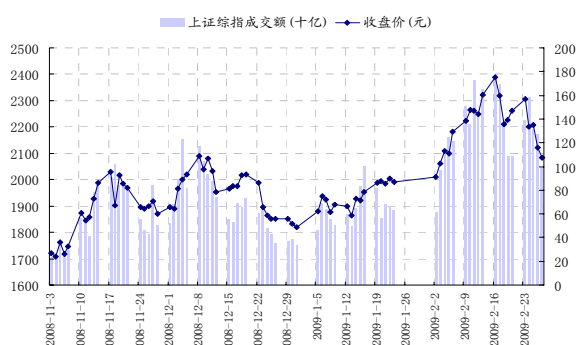
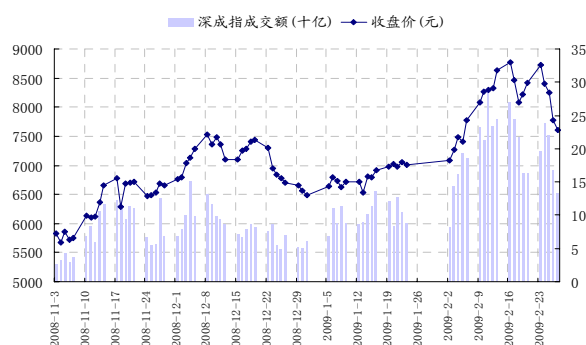


图2: 近三月深证成份指数走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

■ 香港市场

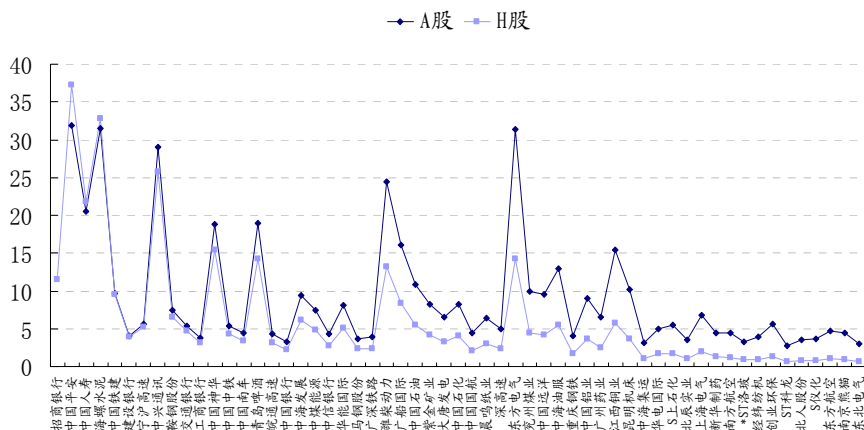
上周港股涨跌互现，周五以微幅下跌结束一周行情，恒生指数收于12811.57点，一周上涨0.89%，恒生中国企业指数收于6902.84点，一周下跌2.31%。从指数涨幅差别可见，中资股跌幅超过港股市场。至上周五，A-H 股价倒挂的上市公司缩小至3家，恒生A-H股溢价指数有所下跌，跌至152.77点。

表1: 香港指数估值与短期走势表

市场指数	静态P/E	调整后	P/B	最新	涨跌幅(%)	
		2009P/E			5日	年初至今
香港恒生指数	7.93	10.41	1.2	-0.65	0.89	-10.95
恒生中国企业指数	8.77	9.36	1.44	-1.32	-2.31	-12.53

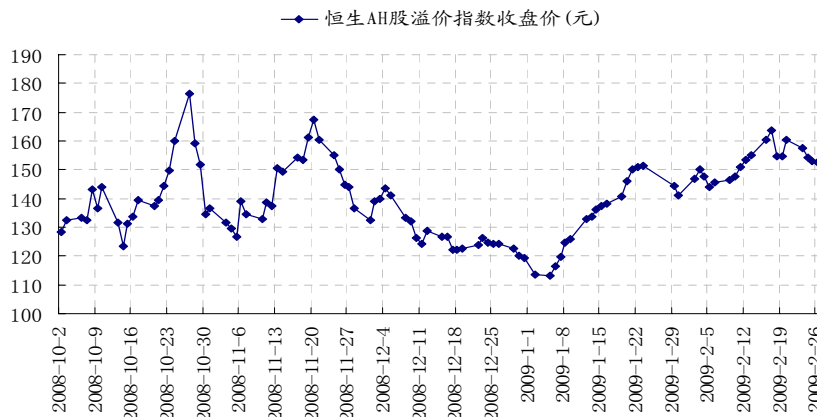
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图3: 最新A-H 股对价走势比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 恒生 A-H 股溢价指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

■ A股市场板块表征及估值

行业表现: 上周所有板块均呈现3%以上的跌幅。从涨幅变化看, 钢铁、采掘、轻工制造业及机械设备板块一周跌幅接近10%。钢铁板块跌幅居首很大程度是因为钢铁价格在反弹不超过两个月之后继续下跌, 其库存也呈现上升态势。从成交额看, 所有板块的成交额均少于前一周。钢铁、交运及金融板块仍然是市场估值相对较低的三大板块。

风格表现: 自春节后, 板块风格已显著转换为大盘股较强的态势, 过去受追捧的中小盘股表现相对较弱。在香港上市的国有H股与农业股, 一周跌幅相对较小。

图5：所有板块均呈现3%以上的跌幅

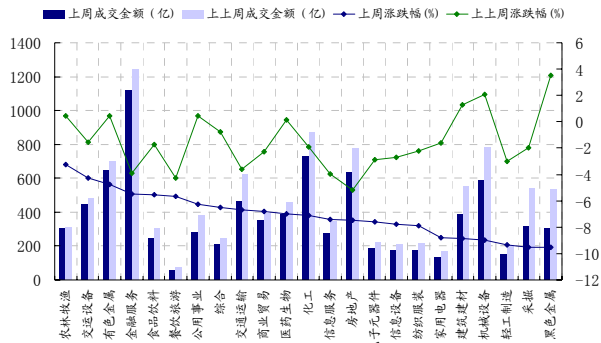
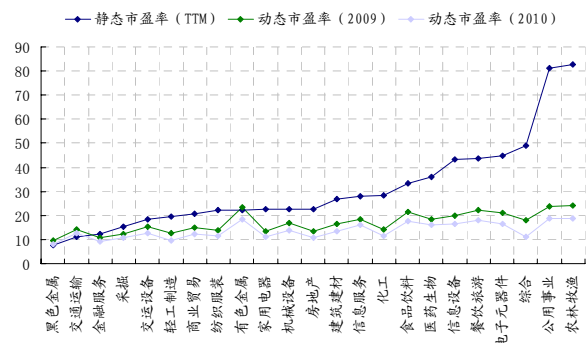


图6：钢铁及交运板块动态市盈率超越其静态市盈率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

■ 市场风格指数表征

图7：中低估值板块整体表现略好于高估值板块

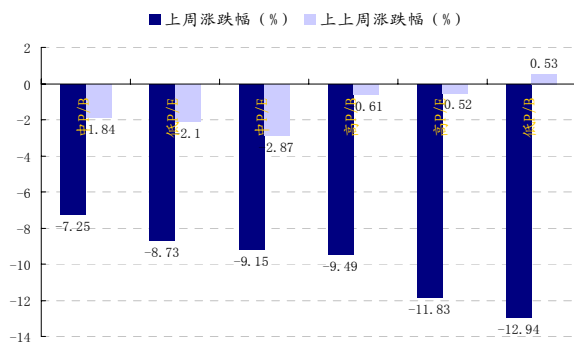
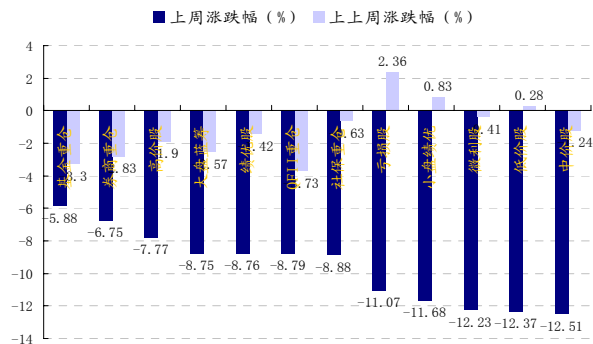


图8：大盘蓝筹、机构重仓股表现较为突出



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：风格转换显著，大盘股转为强势

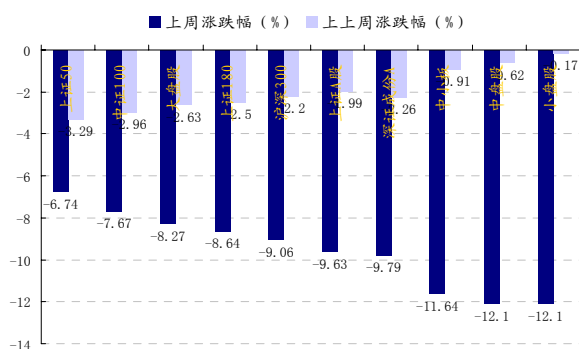
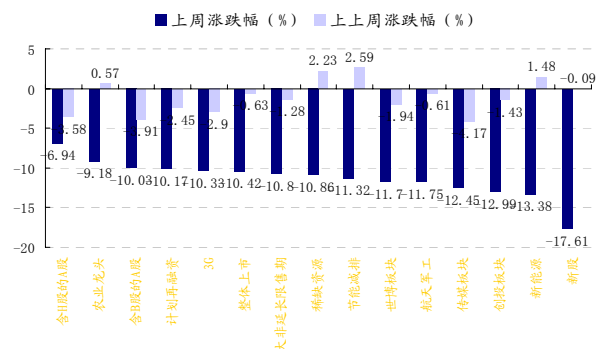


图10：在香港上市的国有股表现相对较优



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

附录:

附录1: 全球市场估值及走势

市场指数	静态P/E	2009P/E	P/B	涨跌幅 (%)		
				最新	5日	年初至今
标准普尔500指数	10.39	12.04	1.61	-2.36	-5.63	-18.62
加拿大TSX综合指数	9.22	11.54	1.32	-0.78	-0.76	-9.62
英国富时100指数	8.02	9.21	1.21	-2.18	-4.69	-13.62
法国CAC40指数	8.31	8.18	0.96	-1.54	-5.92	-16.02
德国DAX指数	15.16	9.15	1	-2.51	-8.81	-20.09
日经225指数	23.17	131.88	0.98	0.61	1.18	-15.31
韩国综合指数	8.69	10.72	0.87	0.78	-0.27	-5.46
台湾加权指数	11.68	18.04	1.12	0.91	2.77	-0.69

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广州		上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。