

A 股市场策略周报

流动性反弹暂停，市场担忧基本面

中信证券研究部 策略组

于军	郗峰	曲晓兴	颜晓佳, CFA
电话: 010-84588205	电话: 010-84588032	电话: 010-84588016	电话: 010-84588023
邮件: yujun@citics.com	邮件: xif@citics.com	邮件: qxx@citics.com	邮件: yanxj@citics.com

摘要:

- ❖ **市场整体判断:** 随着信贷回归稳定增长、宏观数据密集公布,流动性和政策推动的估值反弹告一段落,市场焦点重新回到基本面。基于对基本面的担忧和海外市场的大幅波动,我们判断市场正在展开二次探底,需求复苏的情况将决定探底的幅度。
- ❖ **流动性反弹暂谢幕。** 08 年 11 月份以来信贷连续三个月的高增长是流动性的重要来源,3 月份以后信贷将回归稳定增长,预计全年信贷增速在 18%左右,而从央行四季度货币政策执行报告透露出来的信息来看,短期降息的可能性也大大降低。同时近期大小非减持规模大幅上升,2 月份 67 亿元的减持金额是 2008 年 2 月以来的最高水平。
- ❖ **市场担忧基本面。** 基本面的可观测性较差加上流动性充裕使得本轮反弹围绕政策和流动性展开,本周起宏观数据将陆续公布,同时企业业绩也进入披露期,市场焦点将重新回到基本面。本周率先公布的 PMI 数据值得关注,而从钢铁库存和钢价走势来看,在完成补库存后,工业产出的恢复情况并不乐观,如果订单不能较好恢复,企业面临二次去库存的压力。
- ❖ **关注权重股大非流通的交易性机会。** 近期先后有三只沪深 300 的指数基金发行,加之此前发行的三只基金,以沪深 300 成分股为标的的指数基金达到了 6 只,而全部的指数基金则达到了 24 只,考虑到今年多只权重股的大非将进入流通,一方面这些大非减持的可能性很小,另一方面权重股由于解禁带来权重的大幅上升,指数型基金调仓将对相关股票带来交易性机会。
- ❖ **短看防御,长看周期。** 短期而言,我们认为基本面向好的电力股、股价位于底部的大盘银行股以及业绩风险较小的食品饮料等消费类股票在市场振荡中具有一定的防御性。而从更长的时间来看,基于对宏观经济“U”形走势的判断,我们全年更看好周期类股票,特别是与政府投资直接相关的水泥、工程机械、通信设备等行业的龙头公司,随着订单和销量的逐步复苏,全年有望取得超额收益,建议投资者等待市场回调后的买入机会。

本周中信证券研究部将组织投资者与上市公司进行年报电话会议交流,交流时间安排如下表:

上市公司名称	行业	研究员	预约电话会议具体日期	预约电话会议具体时间
伟星股份	纺织服装	李鑫	2009-3-2	9:30-10:20
烟台万华	基础化工	刘旭明	2009-3-5	待定
小天鹅	家电	胡雅丽	2009-3-9	9:30-10:30

目 录

一、流动性反弹暂停，市场担忧基本面	1
1. A 股市场分析.....	1
1.1 市场整体判断	1
1.2 流动性反弹暂停	1
1.3 焦点重回基本面	3
2.行业最新观点及投资组合建议	6
2.1 短期看防御，长期看周期	6
2.2 关注指数型基金的被动调仓	8
2.3 本周上市公司年报交流要点	9
3.政策回顾与前瞻	9
4.海外市场重点关注	10
二、重要数据图表.....	11
1.大类资产走势与资金流动	11
2.重要经济指标解读：	13
2.1 进出口数据观察：外部需求的下降可能超出预期.....	14
2.2 部分省市 1 月份工业增加值有增有降，区域差异明显.....	14
3、市场表现与估值	15
3.1 技术看盘	15
3.2 市场运行特征	16
3.3 市场估值	17

一、流动性反弹暂停，市场担忧基本面

1. A 股市场分析

1.1 市场整体判断

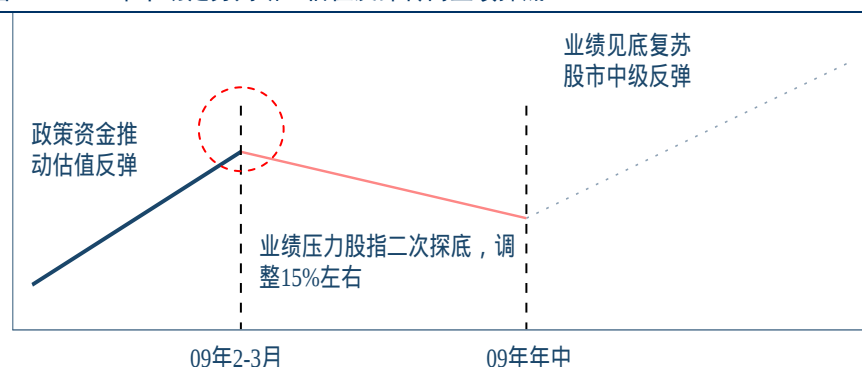
流动性反弹暂停，基本面担忧压制股指二次探底。随着信贷回归稳定增长、宏观数据密集公布，流动性和政策推动的估值反弹告一段落，市场焦点重新回到基本面。本周率先公布的 PMI 数据值得关注，而从钢铁库存和钢价走势来看，在完成补库存后，工业产出的恢复情况并不乐观。我们判断市场正在展开二次探底，需求复苏的情况将决定探底的幅度。

短看防御，长看周期。短期而言，我们认为基本面向好的电力股、股价位于底部的大盘银行股以及业绩风险较小的食品饮料等消费类股票在市场振荡中具有一定的防御性。而从更长的时间来看，基于对宏观经济“U”形走势的判断，我们全年更看好周期类股票，特别是与政府投资直接相关的水泥、工程机械、通信设备等行业的龙头公司，随着订单和销量的逐步复苏，全年有望取得超额收益，建议投资者等待市场回调后的买入机会。

1.2 流动性反弹暂停

在 2009 年度的策略报告里，我们提出了全年股市将呈现“反弹-筑底-复苏”的运行特征。上期周报我们对影响市场的各因素进行了分析，判断市场处在政策资金推动的估值反弹与接下来的二次探底交界处，提示投资者注意短期风险。本周 A 股市场出现了大幅回调，上证综指和沪深 300 指数分别下跌了 7.9% 和 8.7%，流动性反弹暂告一段落。

图 1：2009 年市场走势判断，估值反弹转向业绩探底



资料来源：中信证券研究部

（1）信贷有望回归稳定增长

08 年 11 月份以来信贷连续三个月的高增长是流动性的重要来源。我们预计 2 月新增贷款在 4000 亿左右，1、2 月合计增速超过 90%，3 月份以后信贷将回归稳定增长，目前中信宏观组预测 2009 年信贷增速在 18% 左右，M2 增速在 17% 左右，信贷对市场的影响将逐步减弱。而从央行四季度货币政策执行报告透露出来的信息来看，短期降息的可能性也大大降低。

（2）前期估值反弹幅度已经很大

本轮反弹中沪深 300 指数的最大涨幅达到了 53%，而个股的最大涨幅则远远超过这一水平，沪深 300 成分股最大涨幅的中位数达到了 90%，其中 117 只股票翻番，仅有 33 只股票涨幅不足 50%。在基本面走势仍然存在较大分歧的情况下，流动性难以支撑估值继续反弹。

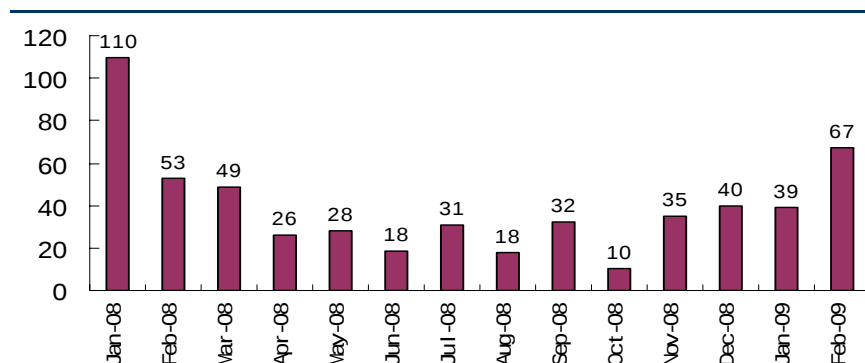
（3）大小非减持压力上升

近期大小非减持规模大幅上升，一方面反映了产业资本对市场估值水平的判断，另一方面也成为市场下跌的推动因素之一。2 月份公告的大小非解禁达到 196 起，金额合计 67 亿元，而此前三个月则稳定在 40 亿元左右，67 亿元的减持金额也是 2008 年 2 月以来的最高水平。

下周将有 108.49 亿股限售股解禁上市流通，按 2 月 27 日收盘价计算，释放流通市值将超过 1200 亿元，创今年以来新高。其中，招商银行 47.99 亿股限售股由于临时股东大会的召开，上市交易日从本周五顺延至下周一，占下周解禁上市限售股总量的 44.23%。除去招商银行，下周还将有 35 家公司的 60.5 亿股上市流通。

总体上看，下周解禁上市的限售股主要为公司大股东持有，但也有部分个股需要警惕，并可能给相关板块带来压力。其中，下周一中金黄金非公开发行的 2564.1 万股将解禁上市流通，占现有流通盘比例的 17.68% 和公司总股本的 7.14%。此次解禁的增发股份中，包括了 8 家机构，当时增发价格为 78 元/股，按现价均处于大额浮亏状态。另外，下周凌云股份和大恒科技大股东持有的限售股将解禁，由于此前其都有减持记录，因此它们会面临一定减持压力。

图、2008 年以来各月大小非减持金额（亿元）



资料来源：wind，中信证券研究部

表、2009 年以来大小非减持金额最大的 10 笔

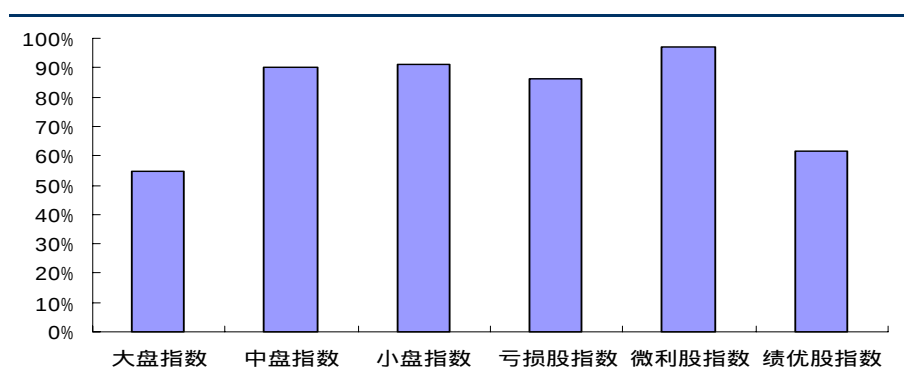
股票名称	公告日期	股东	减持股数（万股）	减持金额（万元）
中信证券	20090206	雅戈尔集团股份有限公司	6987.46	143312.8
西部矿业	20090113	Goldman Sachs Strategic Investments (Delaware) L.L.C.	7804.1	58920.96
重庆路桥	20090114	重庆国际信托有限公司	7461.3	41037.15
西部矿业	20090211	宁波安瑞盛科技有限公司	4821.59	31822.49
青岛软控	20090116	王健摄	1424.7	25245.68
中路股份	20090211	上海中路(集团)有限公司	1308.63	23555.34
界龙实业	20090214	上海界龙集团有限公司	1500	19080
浦东建设	20090116	海通证券股份有限公司	1730	15587.3
澄星股份	20090228	江阴市澄江投资有限公司	2396.91	15412.13
西部矿业	20090211	宁波安瑞盛科技有限公司	2080	15392

资料来源：wind，中信证券研究部

1.3 焦点重回基本面

去库存使得四季度的经济数据对于判别企业盈利变动趋势并无太大的参考意义，春节因素又使得 1 月份的宏观数据缺乏可比性（1 月份仅公布价格数据，投资、消费、工业产出数据每年 3 月起公布），基本面的可观测性较差加上流动性充裕使得本轮反弹围绕政策和流动性展开，表现为中小盘股涨幅明显大于大盘股、亏损股和微利股涨幅明显大于绩优股、主题投资大行其道。而随着流动性推力减弱、政策出台的密集期结束，同时宏观数据密集公布、业绩披露期临近，三月以后，市场焦点将重新回到基本面。

图、本轮反弹以来风格指数最大涨幅



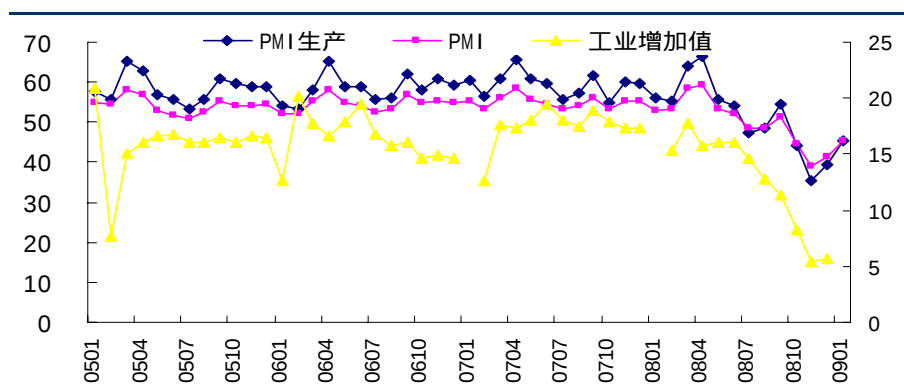
资料来源：wind，中信证券研究部

(1) 关注本周公布的 PMI 数据

本周（3 月 4 日）PMI 数据将率先公布，而下周将公布的一系列的数据：包括 3 月 10 日（周二）将公布 PPI 和 CPI 数据，3 月 11 日（周三）将公布固定资产投资数据，3 月 12 日（周四）将公布消费与工业生产数据。由于春节因素，此前的两个月除价格外并无其他宏观数据公布，因而本周率先公布的 PMI 数据将对判断宏观经济运行与企业产出十分关键。

从 08 年的数据来看，PMI 生产指数在 4 月份达到最高值，此后不断回落，7 月份回落至 50 以下，标志制造业进入不景气状况，11 月份达到谷底。而工业增加值也在 7 月份开始快速下滑，同比增速由此前的 16% 左右不断下滑至 11 月份的 5.4%。

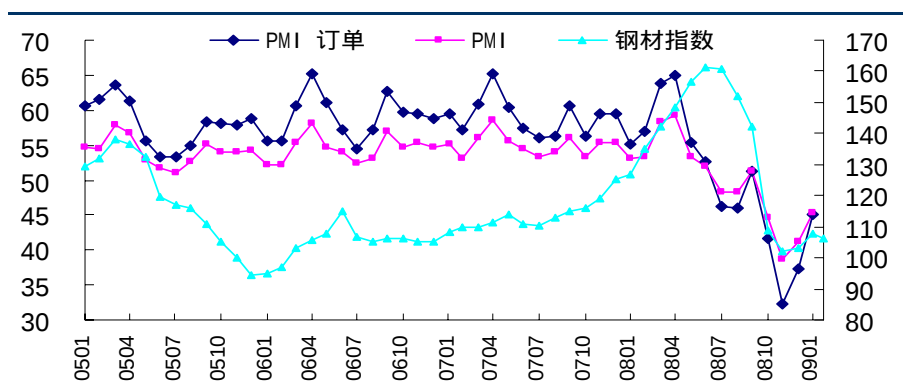
图、PMI 与工业增加值



近两个月，PMI 指数虽然仍处于 50 以下，但环比呈现回升的态势，这也和发电量，以及钢铁、汽车等微观产量反弹相契合。但从主要的工业原材料钢铁来看，近期钢铁库存快速上升，已经达到 08 年初的高点，同时 2 月份以来钢铁价格出现回调，螺纹钢和热轧下跌了约 15%，冷轧和中板也下跌了约 10%，这也使我们对 2 月份的 PMI 数据有所担忧。

从微观调研的情况来看，随着生产进入旺季，部分行业订单有所上升，但由于乐观预期推动下的生产恢复速度快于实际需求的复苏，一些上游周期性行业可能重新面临新的去库存压力，这一过程中的产品价格下跌和销售下滑可能给相关行业带来业绩压力。而在国家政策推动和流动性宽裕的促进下，部分下游行业的消费增长好于预期。本周公布的各行业订单数据有助于我们更好的判别各行业的需求复苏情况。

图、PMI 与钢价

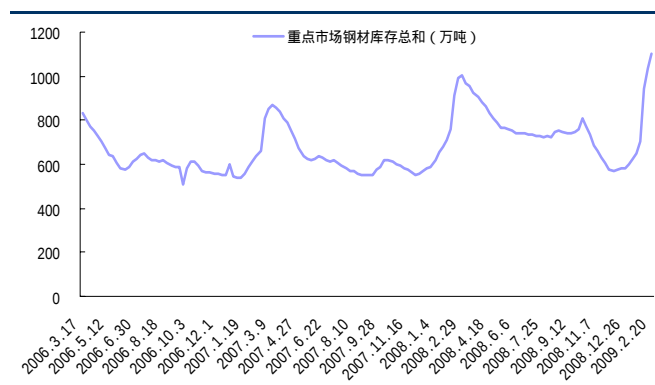


(2) 关注可能出现的第二次去库存

我们主要关注了钢铁、煤炭两个代表性行业的企业库存和价格变化情况，从中可以很清楚的看到，企业的去库存压力正在重新积累，如果这种现象持续下去，则新一轮的去库存可能出现，与此相伴的则是 1 季度企业业绩的下滑。

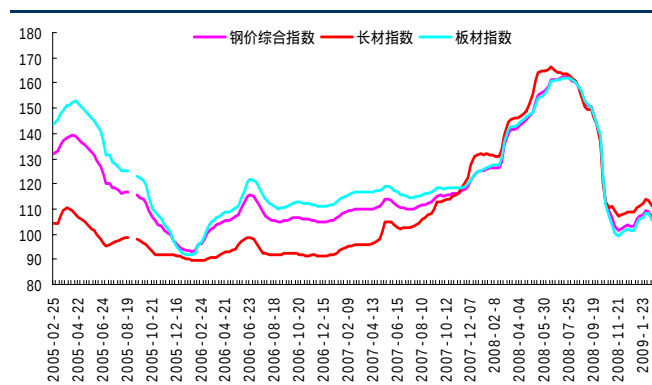
从重点市场钢材库存情况看，在经历 2008 年 10 月中旬至 11 月末快速的库存下降过程后，从 2008 年 12 月中下旬开始，重点市场钢材库存重新开始快速回升，截至 2 月 20 日，各主要钢材重点市场库存均已接近甚至突破了 2008 年初的前期高点，而重点市场钢材库存总和也已经创下 1101.79 万吨的新高(2006 年以来)。经销商在实体经济复苏预期下重新开始囤货应当是上述数据变化的主要原因。需要担心的是，如果下游需求不能如预期般有效回升，则钢材可能重新面临“去库存”压力。而从国内钢材价格的表现看，国内钢价综合指数在 2008 年 11 月底实现触底反弹后，从今年 2 月初开始重新出现下跌，这与下游需求未能有效回升及企业过快复产造成供给增加存在一定联系。

图 10: 重点市场钢材库存总和



资料来源：中信证券研究部钢铁组

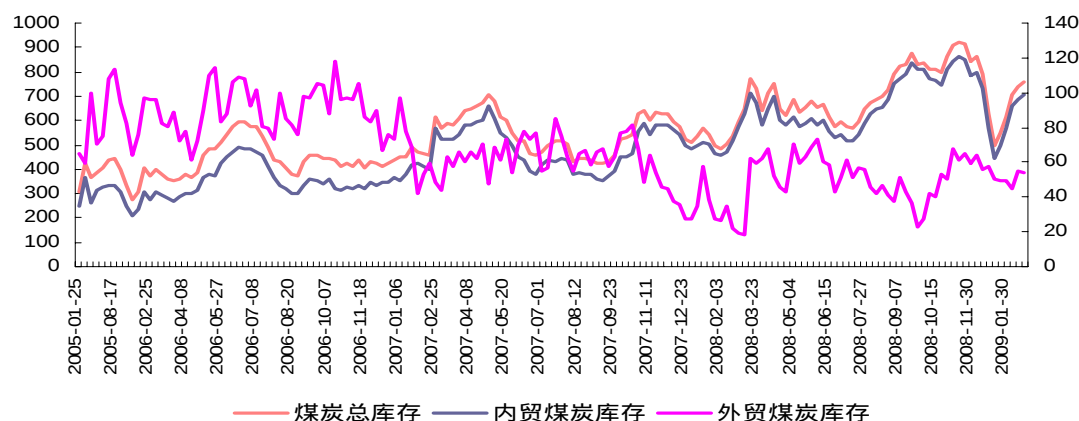
图 10: 钢材价格指数



资料来源：中信证券研究部钢铁组

从煤炭行业的统计看,从 2009 年 1 月上旬开始,秦皇岛煤炭总库存又开始重新上升,作为众多工业行业上游原材料供应方,煤炭库存的重新上升反映出下游需求回升乏力所带来的库存反弹压力可能正在向上游传导。重点港口煤炭运输的变动也可以印证上述判断,从煤炭运输情况看,1 月份煤炭整体需求出现较为明显的下降,其中外贸相对于内贸的下跌幅度更大,重点港口煤炭外贸运输规模同比下滑达到 47.10%;而煤炭内贸运输规模也下滑接近 20%,下游的需求压力正在向上游行业传导。

图: 秦皇岛煤炭库存情况 (单位: 万吨)



资料来源：中国煤炭资源网, 中信证券研究部煤炭组

表: 2009 年 1 月重点港口煤炭运输情况(单位: 万吨)

类别	本月			累计			
	本月	同比	%	累计	同比	%	
合 计	3708	-569	-13.30	3708	-569	-13.30	
按港口	其中：秦皇岛港	1437	-368	-20.40	1437	-368	-20.40
	黄骅港	625	-74	-10.60	625	-74	-10.60
	天津港	523	-245	-31.90	523	-245	-31.90
按流向	内贸	3450	-339	-19.34	3450	-339	-19.34
	外贸	258	-230	-47.10	258	-230	-47.10

2. 行业最新观点及投资组合建议

本周沪深股市大幅下挫，金融、食品饮料、公用事业跌幅较小，轻工制造、电子元器件、黑色金属跌幅居前。基于前面对市场运行趋势的分析、特别是考虑到近期海外市场波动较大，我们对短期市场表现继续保持谨慎，建议投资者轻仓操作、防御为主。

2.1 短期看防御，长期看周期

短期而言，我们认为基本面向好的电力股、股价位于底部的大盘银行股以及业绩风险较小的食品饮料等消费类股票在市场振荡中具有一定的防御性。而从更长的时间来看，基于对宏观经济“U”形走势的判断，我们全年更看好周期类股票，特别是与政府投资直接相关的水泥、工程机械、通信设备等行业的龙头公司，随着订单和销量的逐步复苏，全年有望取得超额收益，建议投资者等待市场回调后的买入机会。

本周中信组合将电力股提升至标配，同时提高了银行股的权重。本周中信组合的 beta 值为 1.01（沪深 300 的 beta 值为 1.04）。

上周中信投资组合下跌 8.7%（沪深 300 指数下跌 8.7%），今年以来累计上涨 25.2%（沪深 300 指数上涨 17.6%）。本周表现较好的个股是：华侨城、南京银行、伊利股份，表现较差的个股是：八一钢铁、吉林敖东、武钢股份。

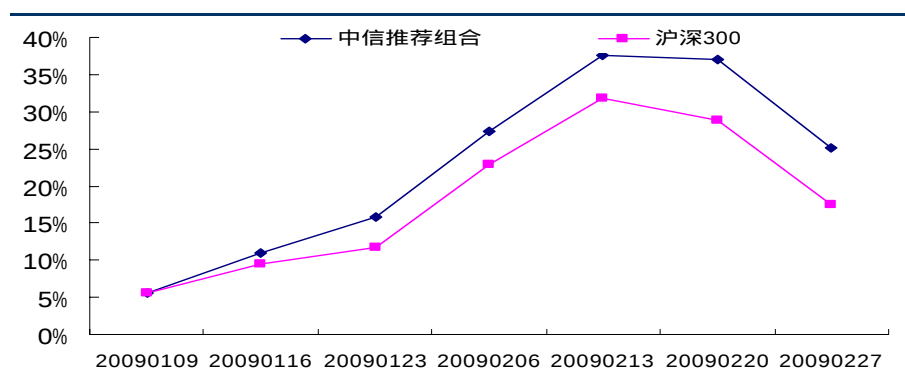
表 3：中信证券策略重点推荐组合

行业	股票代码	股票名称	股价	EPS		PE		PB	权重
				08E	09E	08E	09E		
能源	600028	中国石化	8.29	0.36	0.61	23	14	2.3	4%
	600011	华能国际	8.06	-0.32	0.3	-25	27	2.5	6%
原材料	600005	武钢股份	5.73	0.75	0.74	8	8	1.5	3%
	600581	八一钢铁	6.83	0.2	0.73	34	9	1.6	4%
	600585	海螺水泥	31.53	1.72	1.97	18	16	2.3	3%
	600425	青松建化	10.49	0.32	0.58	33	18	2.9	2%
	000792	盐湖钾肥	48.98	1.78	4.79	28	10	14.6	5%
	601899	紫金矿业	8.2	0.21	0.2	39	41	4.6	2%
工业	600031	三一重工	20.48	0.85	1.36	24	15	5.4	5%
	002060	粤水电	8.41	0.52	0.63	16	13	1.8	2%
	000400	许继电气	13.53	0.1	0.64	135	21	2.4	3%
	000063	中兴通讯	29.05	1.32	1.74	22	17	2.9	5%
	600269	赣粤高速	8.72	0.81	0.89	11	10	1.5	2%
	601398	工商银行	3.73	0.32	0.35	12	11	2.1	9%
金融	601009	南京银行	11.8	0.84	0.9	14	13	2.0	5%
	601318	中国平安	31.95	-0.45	1.53	-71	21	3.0	4%
	600837	海通证券	11.24	0.38	0.4	30	28	2.5	3%
	000623	吉林敖东	24.43	1.3	1.1	19	22	3.0	4%
	600048	保利地产	17.43	0.93	1.25	19	14	3.0	3%
	000002	万科 A	7.15	0.38	0.55	19	13	2.6	3%
消费	000069	华侨城 A	11.48	0.56	0.8	21	14	5.8	4%
	000726	鲁泰 A	7.1	0.58	0.7	12	10	2.0	2%
	000800	一汽轿车	10.01	0.75	0.9	13	11	2.6	3%
	000568	泸州老窖	19.13	0.93	1.2	21	16	8.1	3%

600887	伊利股份	11.38	-2.5	0.5	-	23	2.1	4%
600195	中牧股份	15.04	0.42	0.52	36	29	5.2	2%
600518	康美药业	10.07	0.35	0.5	29	20	2.8	3%
600858	银座股份	15	0.61	0.8	25	19	3.0	2%

资料来源：中信证券研究部

图 9：中信投资组合与沪深 300 指数



资料来源：中信证券研究部

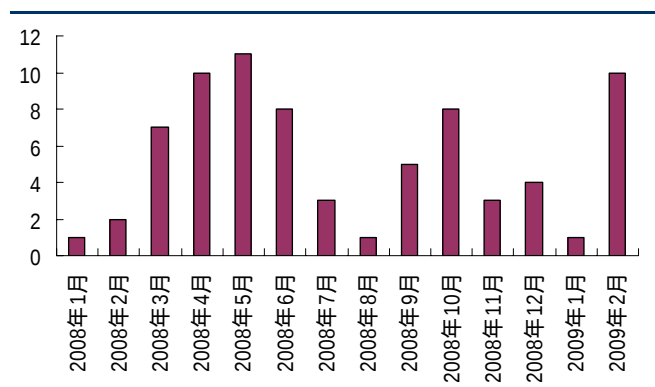
表、行业观点

行业	投资建议	关注公司
电力	春节期间电量降幅好于 1 月名义值；2 月国内外煤价分别下跌约 7% 和 6%，海运费继续下滑约 20%，秦皇岛煤炭港存反弹至 760 万吨的偏高水平；从煤电盈利周期的运动规律来看，09 年开始利润将逐渐回流电力，季报和半年报预增将推动板块估值迅速向市场平均靠拢，提高行业评级至“强于大市”，建议继续增加逆周期火电配置，重点关注对煤价敏感度高、09 年业绩反转明显的大型纯火电如华电国际、华能国际以及 08 年新装机规模增长 2 倍以上的宝新能源。	华电国际、华能国际、宝新能源
煤炭	“双底”投资策略中的“预期底”有望出现在 1 季度末或 4 月初；资源税适时推出及征收比例、煤炭企业与五大发电集团签订的合同价涨幅以及 09 年国际长协出口价格涨幅等，在“预期底”出现之前，煤炭股价仍有下滑风险；山西焦煤集团屯兰矿爆炸事故短期促扬国内主焦煤价。	国际实业、平煤股份
水泥	多重因素促旺季提前到来：1、早春因素，旺季可能于 3 月初即启动；2、受国家政策影响，我们了解到很多重点工程建设加速迹象明显，春节后很快即全年复工；3、有关保增长的政策可能提前落实，1-2 月大部分地区水泥价格坚挺的背后是厂商和经销商对 3 月后大规模基建启动后的需求持良好预期。布局全国龙头及中西部区域龙头。	海螺水泥、青松建化、祁连山
传媒	传媒行业“114”号文涉及税收优惠的坊间传闻，需要谨慎解读；广电改革深入复杂，但方向值得期待；预测 09 年广告收入增长 15%；维持行业中性评级，关注成长确定、估值相对便宜的鹏博士。	鹏博士、电广传媒
造船	国际船价继续下行，成交依然清淡；考虑到未来几年我国造船业盈利能力和竞争力相对有所保障，且股价已提前反映了悲观预期，目前已不是抛弃股票的较好时期，对行业龙头公司度过寒冬和加大整合充满希望。	中国船舶
农林牧渔	惠农政策逐步得到落实，两会行情值得期待；但 38 家重点公司 09 年 PE 已超过 40 倍，行业估值风险加大；继续看多动物保健品子行业。	中牧股份、新中基、北大荒

2.2 关注指数型基金的被动调仓

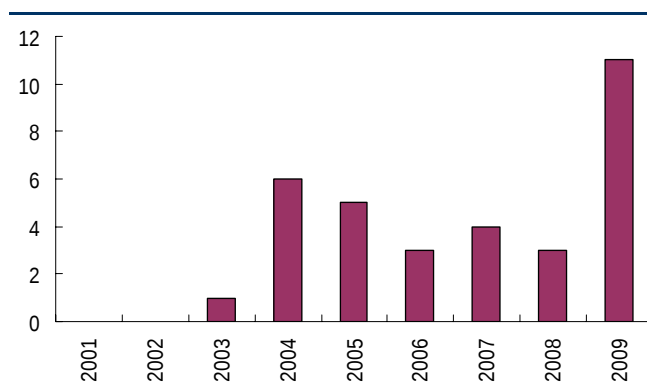
2 月份新发行的股票型基金达到了 10 家。而从历史上来看，1、2 月份通常是新基金发行的淡季，基金的发行提速也可能使蓝筹股重新成为市场关注的焦点。另外，今年以来的基金净值差异巨大，表明各基金仓位存在很大差异，轻仓基金净值落后较多，在市场出现一定幅度的回调同时基本面逐渐明朗之后，选择基本面较好的品种进行补仓的可能较大。

图、2008 年以来各月发行的偏股型基金家数



资料来源：wind，中信证券研究部

图、2001 年以来各年前两个月发行的偏股型基金家数



资料来源：wind，中信证券研究部

另一个值得关注的近期先后有三只沪深 300 的指数基金发行，加之此前发行的三只基金，以沪深 300 成分股为标的的指数基金达到了 6 只，而全部的指数基金则达到了 24 只，这使得权重股的需求有所增加。特别是考虑到今年多只权重股的大非将进入流通，一方面这些大非减持的可能性很小，另一方面由于解禁带来权重的大幅上升，指数型基金调仓将对相关股票带来交易性机会。以招行为例，我们初步测算解禁前后指数基金需要净买入 40 多亿元，三月份马钢值得关注，后续值得关注的包括中国银行、工商银行、中石化等。

表、部分值得关注的解禁股

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量 (百万股)	已流通数量 (百万股)	本期流通/ 已流通
601988.SH	中国银行	2009-07-06	171,325	6,494	2638%
601398.SH	工商银行	2009-10-27	236,012	14,950	1579%
600028.SH	中国石化	2009-10-10	57,088	12,834	445%
601006.SH	大秦铁路	2009-08-03	9,465	3,511	270%
600808.SH	马钢股份	2009-03-31	3,831	2,137	179%
601872.SH	招商轮船	2009-12-01	1,857	1,577	118%
600519.SH	贵州茅台	2009-05-25	489	455	107%
600050.SH	中国联通	2009-05-19	10,755	10,442	103%

2.3 本周上市公司年报交流要点

1、五粮液（2009 年 2 月 31 日）

2008 年的销售总量有所下降，主要是公司调整产品结构，压缩低价位酒，主推中档酒。08 年出口削减了大约 1000 吨左右的五粮液。出口减少主要是国内需求旺盛，公司主动减少出口量。

收购酒类资产：现在评估报告正在交易所进行审核，通过审核后公告。最终的收购价值以评估价值为准。全部以公司的自有资金收购。

2009 年发展策略：首先以高价位产品为主，五粮液作为拳头产品和核心来打造，会花较大力气来推 1618（09 年 1618 至少达到 20%）；还有老酒和其他附加值高的老品牌，其次重点推的还有五粮醇和六合液，金六福等会逐渐向中价位酒引导过程中推。对于低价酒，会鼓励在调高价格的同时加量。近期计划推出“酱酒”新品。销售从量上来讲肯定比 08 年有所上升，从大势的角度来看，提价的可能性不是很大。酒类资产收购完成之后要重新跟进出口公司签订协议，目前已经提前完成，新的价格已经从 1 月 1 日执行，提价幅度较大。

09 年业绩：收购酒类资产之后会增厚利润而没有稀释股本，会增厚每股收益；从 1 月 1 日开始，跟进出口的结算价格有了较大的调整；09 年的营销思路——细化运作五粮液高价品牌，应该会有比较好的效果，并在 08 年基础上对中低价位的量有所开发，所以 09 年的销售总量是要超过 08 年的；2009 年的销售目标是 100 亿元。

2、博汇纸业（2009 年 2 月 23 日）

1 季度销售状况：文化纸 1 月份和 2 月份合计销量约为 3 万 6、7 千吨，预计 1 季度和去年持平；白卡纸 1 季度销量大约 5 万 7、8 千吨。

价格与成本：文化纸价格较去年会有所下降，目前文化纸价格为 5100 元，估计一季度价格会在 5100-5200 之间，而去年是 5700-5800。白卡纸价格比 4 季度低得不多，目前售价是 6400，估计三月份能保持在 6400 左右。库存中高价原料基本消化完，今年 1 季度成本会有 10-15% 的下降区间。

3. 政策回顾与前瞻

《食品安全法》通过，关注食品安全投资主题。 全国人大 2 月 28 日表决通过了食品安全法，该法将于今年 6 月 1 日起施行，现行食品卫生法同时废止。新法案对食品安全监管体制、食品安全标准、食品安全风险监测和评估、食品生产经营、食品安全事故处置等各项制度进行了补充和完善。针对多头监管、政出多门的现状，食品安全法规定，国务院设立食品安全委员会，对食品安全监管工作进行协调和指导，并明确了各部门的职责。明确国家建立食品安全风险监测和评估制度，对食品添加剂加

强监管。同时还就统一食品安全国家标准以及保健食品、食品广告等的监管作了规定。我们提示投资者关注食品安全投资主题，包括动物保健行业和部分制药企业，受益公司包括中牧股份、金宇集团、东北制药等。

地方财力不足，地方债发行再次提上日程。17 日，十一届全国人大常委会第十八次委员长会议听取了关于《国务院关于安排发行 2009 年地方政府债券的报告》有关情况的汇报。此次允许地方发债主要是缓解未来几年保增长中地方财力的不足。目前各省上报的“保增长”投资总额大约在 18-20 万亿，而截止 08 年 11 月底的全国地方财政收入为 2.6 万亿。以现有地方财政的实力是难以支持计划的投资额度。

直接允许地方发债仍面临法律约束，但可绕道发行。1998 年为应对金融危机对国内经济的影响，曾由中央政府代发国债，然后由商业银行转带给地方政府。但是，还款情况并不理想，部分地方的负债到期仍有中央政府买单。限于法律法规的限制，此次地方债仍可能采用与 1998 年类似的发行方式，但会在地方还款方面加强约束，如逾期无法还款的地方政府会有中央政府在转移支付的时候予以扣除应还本息。此次 2000 亿地方债发行的规模虽不大，但却可缓解地方投资压力。更具意义的是此次一旦开闸，地方债将可能成为以后地方政府一个重要的资金来源。

表 5：上周公布的主要政策及点评

主要内容	政策类型	涉及行业	公布部门	公布时间	简要点评
汽车产业振兴规划细则陆续公布：稳定需求，调整产品结构；大型汽车集团由 14 家减少到 10 家；汽车购置的一些不合理规定有望取消；汽车下乡；鼓励新能源汽车发展。	产业政策	汽车	国务院	2009-2-23	
物流业振兴规划：一要积极扩大物流市场需求，促进物流企业与生产、商贸企业互动发展，推进物流服务社会化和专业化；二要加快企业兼并重组，培育一批服务水平高、国际竞争力强的大型现代物流企业；三要推动能源、矿产、汽车、农产品、医药等重点领域物流发展，加快发展国际物流和保税物流；四要加快物流基础设施建设，提高物流标准化程度和信息化水平。会议确定了振兴物流业的九大重点工程，包括多式联运和转运设施、物流园区、城市配送、大宗商品和农村物流、制造业和物流业联动发展、物流标准和技术推广、物流公共信息平台、物流科技攻关及应急物流等。	产业政策	物流	国务院	2009-2-25	
有色金属行业振兴规划：一要稳定和扩大国内市场，改善出口环境；二要严格控制总量，加快淘汰落后产能；三要加大技术改造和研发力度，推动技术进步；四要促进企业重组，优化产业布局，加强企业管理和安全监管，提高产业竞争力；五要充分利用国内外两种资源，增强资源保障能力；六要加快建设覆盖全社会的有色金属再生利用体系，发展循环经济，提高资源综合利用水平。会议决定，国家安排贷款贴息支持企业技术改造，抓紧建立国家收储机制，调整产品出口退税率结构。	产业政策	有色金属	国务院	2009-2-25	

资料来源：中信证券研究部

4. 海外市场重点关注

上周美国经济指标继续恶化。1 月份房地产数据低于预期：旧宅销售量月环比下降 5.3%，折合成年率为 449 万套，大幅降至近 12 年低点；住房价格中值为 170,300 美元，较 2008 年 1 月份下降 14.8%。消费者信心下降至 25，低于 35 的预期，创下有记录以来的最低水平。耐用品订单下降 5.2%，远超 2.5% 的预期。首次失业人数和持续领取失业救济人数也都明显超过市场预测值。

表：美国 2 月 23 日-27 日公布经济指标

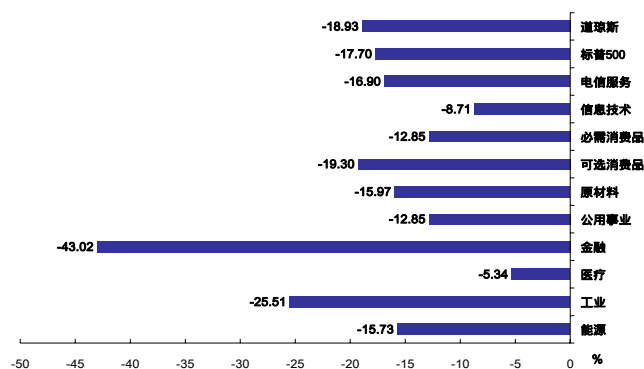
Date Time	Event		Survey	Actual	Prior	Revised
02/24/2009 22:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	4Q	-17.20%	-18.23%	-16.60%	-16.55%

02/24/2009 23:00	消费者信心	FEB	35	25	37.7	37.4
02/25/2009 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	21-Feb	--	-15.10%	45.70%	--
02/25/2009 23:00	现房销售	JAN	4.79M	4.49M	4.74M	--
02/25/2009 23:00	旧宅销售 月环比	JAN	1.10%	-5.30%	6.50%	4.40%
02/26/2009 21:30	耐用品订单	JAN	-2.50%	-5.20%	-2.60%	-4.60%
02/26/2009 21:30	耐用消费品 (除运输类)	JAN	-2.20%	-2.50%	-3.60%	-5.50%
02/26/2009 21:30	首次失业人数	22-Feb	625K	667K	627K	631K
02/26/2009 21:30	持续领取失业救济人数	15-Feb	5025K	5112K	4987K	4998K
02/26/2009 23:00	新建住宅销售	JAN	324K	--	331K	--
02/26/2009 23:00	新建住宅销售 月环比	JAN	-2.10%	--	-14.70%	--
02/27/2009 21:30	GDP 季环比(年度化)	4Q P	-5.40%	--	-3.80%	--
02/27/2009 21:30	个人消费	4Q	-3.70%	--	-3.50%	--
02/27/2009 21:30	GDP 价格指数	4Q	-0.10%	--	-0.10%	--
02/27/2009 21:30	核心个人消费支出 季环比	4Q	0.60%	--	0.60%	--

资料来源：Bloomberg

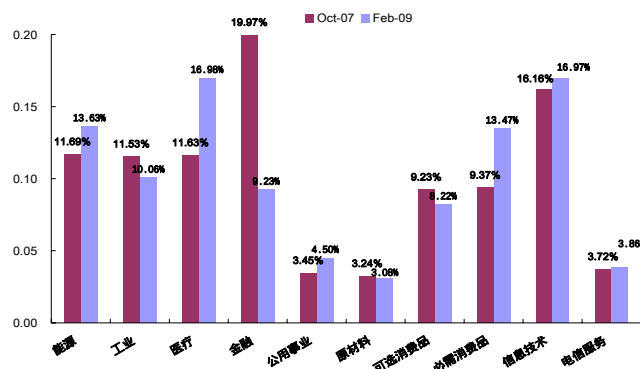
美国股市由前一阶段金融指数引发股市暴跌转向由经济全面衰退引致股市暴跌。此阶段实体经济的表现将更加直接地影响股票市场。如果说 07 年 10 月后,当标普金融指数的流通市值占比尚在接近 20%的高位时,我们通常看到金融板块的暴跌大盘领跌大盘。09 年以来,随着金融指数流通市值占比小于 10%,该板块对大盘的影响已经比较有限。但道指和标普 500 在 09 年不到 2 个月的时间内降幅接近 20%。在周期中股市通常先于经济企稳,当前股票市场的惨淡表现很大程度地反映了愈发恶化的经济前景,同时也表明市场对奥巴马政府在此阶段密集的“政策轰炸”表现出极大的不信任。

图 1：09 年以来美国股市及各板块表现



资料来源：datastream，中信证券研究部

图 2：标普 500 各行业指数流通市值占比变化



资料来源：datastream，中信证券研究部

从技术面来说,目前美股超卖已经很严重,单边下跌的可能性不大,下周指数更有可能横盘盘整,逐渐消化金融、汽车业可能带来的坏消息。但鉴于美国政策面当前并未有效支撑经济复苏、削减财政赤字的计划更是可能威胁诸多板块,因此未来美股中期继续下探的可能性非常大。

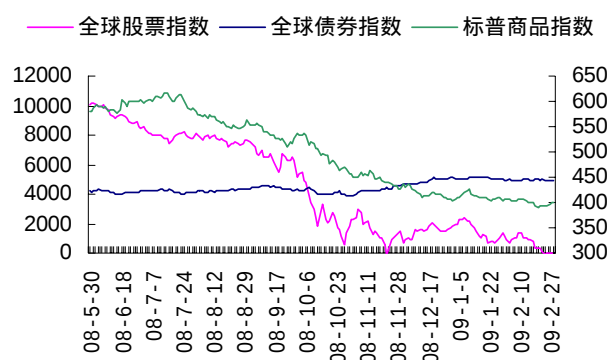
二、重要数据图表

1. 大类资产走势与资金流动

评述：未来股市和外汇市场继续关注美国经济救助计划的最新进展，在投资者看不到清晰的，受鼓舞的最新措施之前，股市信心很难恢复，预计后期经济数据将继续疲弱。短期美元将在美联储定量宽松政策预期与欧洲主权信用评级调低预期的博弈中震荡，维持短期商品仍在底部震荡的判断。

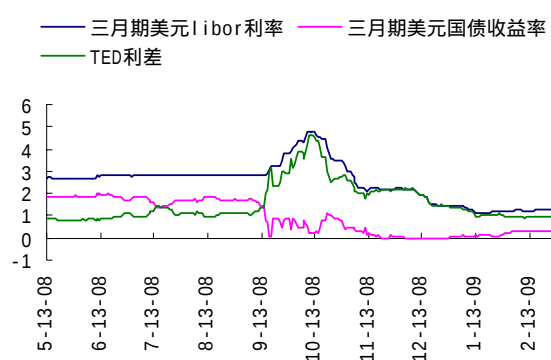
上周在美国股市下跌带动下，全球综合股指下跌-2.535%，受原油大幅反弹影响，标普商品指数上涨6.74%，债券略有下跌。目前，整体表现为信心不足，安全性仍是资金的首要考虑点，以现金方式存在银行体系较多。当前美元三月期 Libor 为 1.2643%，较上周 1.2487%水平略有上升，较前期 4.8187%水平大幅降低，三月期美国国债收益率为 0.2465%，较前期低点略有上升。

图 6：全球债券股票商品走势



资料来源：Bloomberg 中信证券研究部

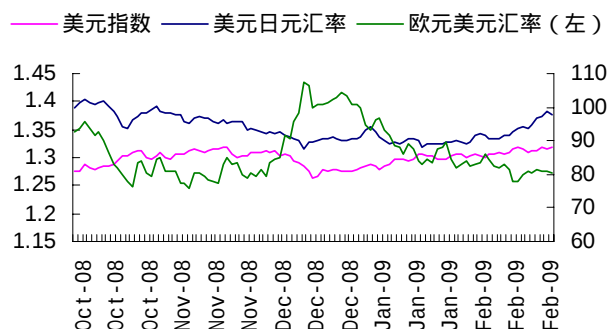
图 7：三月期美元 libor 和美国国债收益率走势



资料来源：Bloomberg 中信证券研究部

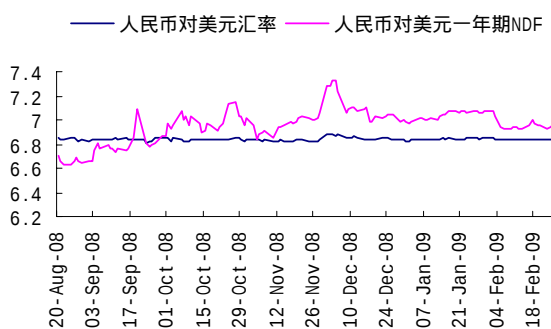
上周美元指数呈现先抑后扬走势，由 86.5 上涨 88，上周美国 08 年第四季度 GDP 初值大幅向下修正以及东欧主权信用评级下调担忧提升市场避险情绪，从而推升美元，相反，上周传言的美联储准备购买国债事件影响平淡。近期人民币对美元汇率保持稳定，即期汇率为 6.8398，一年远期 NDF 汇率由前期最高 7.333 回落到 6.9853，较上周 6.9621 水平略有上升，总体来看人民币币值保持稳定。

图 8：美元指数走势



资料来源：Bloomberg 中信证券研究部

图 9：人民币汇率走势



资料来源：Bloomberg 中信证券研究部

表：主要 OECD 国家央行利率水平

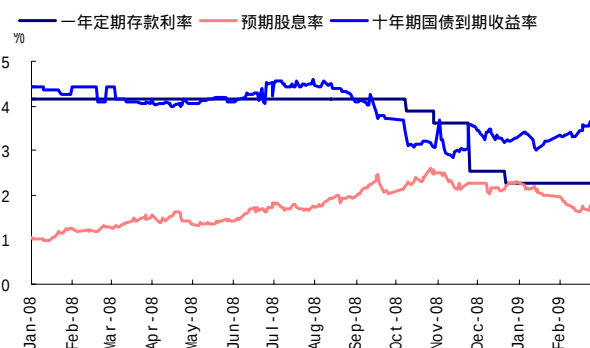
央 行	上一次利率改变时间	当 前 利率水平	下 一 次 会议时间	预 期
加央行	09 年 1 月 20 日减息 50 点	1.00%	3 月 3 日	减息 25 点
澳央行	09 年 2 月 3 日减息 100 点	3.25%	3 月 3 日	减息 50 点

英央行	09 年 2 月 5 日减息 50 点	1.00%	3 月 5 日	减息 50 点
欧央行	09 年 1 月 15 日减息 50 点	2.00%	3 月 5 日	减息 50 点
纽联储	09 年 1 月 29 日减息 150 点	3.50%	3 月 12 日	减息 100 点
瑞央行	08 年 12 月 11 日减息 50 点	0.50%	3 月 12 日	利率不变
美联储	08 年 12 月 17 日减息 75 点	0-.25%	3 月 18 日	利率不变
日央行	09 年 1 月 22 日减息 0 点	0.10%	3 月 18 日	利率不变

资料来源：bloomberg

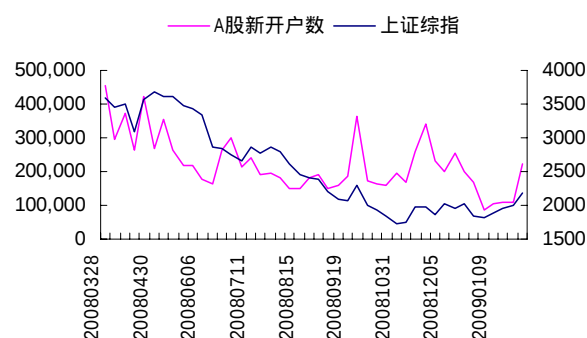
目前一年期定存收益率 2.25%，十年期国债到期收益率为 3.37%，较上周 3.55% 水平有所下降，沪深 300 指数分红收益率为 1.82%，随着近期股市上涨股票分红收益率与国债收益率差价有所扩大，股票市场的分红收益率对资金的吸引力有所降低。

图 10：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

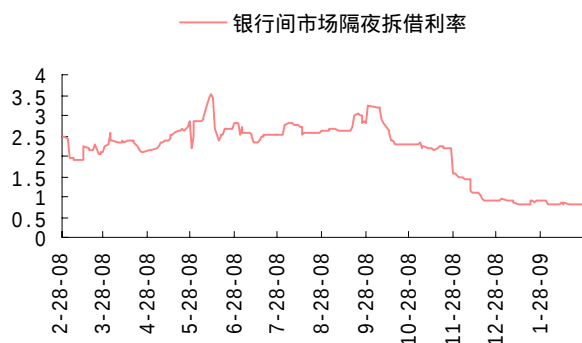
图 11：A 股股票账户新开户情况



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。截止 2009 年 2 月 27 日，银行间回购和拆借利率不断下行，目前已经分别降至 0.93%、0.8067%，银行市场资金面仍比较充裕。

图 12：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 13：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. 重要经济指标解读：

2.1 进出口数据观察：外部需求的下降可能超出预期

进出口数据的变化最能反映中国经济结构调整的方向和力度。从进出口数据看，2009 年 1 月份进口和出口均出现较大幅度下滑，其中进口总额下跌幅度达到-43.1%，出口总额同比下滑-17.5%，进口的更明显下滑无疑与同期大宗商品价格低位徘徊和企业的原材料库存消化有一定关系。另外，春节因素也产生了较大的干扰作用。从历年的情况对比看，在春节期间进出口总额一般会出现较大幅度的回落，其中 1997 年东南亚金融危机爆发后的 1998 年春节期间，进口总额也同比出现-12.9%的负增长。但是，从 12 月和 1 月份的数据加总看，09 年相对 08 年的出口商品总额同比下降-10.02%，进口总额下降幅度也达到-32.09%，相对于东南亚金融危机爆发后，97 年 12 月与 98 年 1 月加总较上年出口同比增长 6.5%，进口同比增长-7.44%的情况显然严重不少。从这一角度看，本次全球性危机对中国的对外贸易，尤其是出口的影响明显重于 1997 年，如果出口数据继续下滑，则可以预见的是，国内企业、尤其是出口占比较大的企业将面临更大的需求压力，产能过剩条件下的生产过快恢复完全可能对企业造成第二波的“去库存”冲击。

表：代表年份进出口总额同比增速统计

年/月	去年 12 月		1 月		2 月		3 月		春节放假时间
	出口总额	进口总额	出口总额	进口总额	出口总额	进口总额	出口总额	进口总额	
1998	4.70%	-4.70%	8.40%	-12.90%	23.50%	16.50%	8.50%	7.00%	1 月 24 日-2 月 1 日
2007	24.80%	13.50%	33.00%	27.50%	51.70%	13.10%	6.90%	14.50%	2 月 18 日-2 月 24 日
2008	21.70%	25.70%	26.60%	27.60%	6.50%	35.10%	30.60%	24.60%	2 月 6 日-2 月 12 日
2009	-2.80%	-21.30%	-17.50%	-43.10%	--	--	--	--	1 月 25 日-1 月 31 日

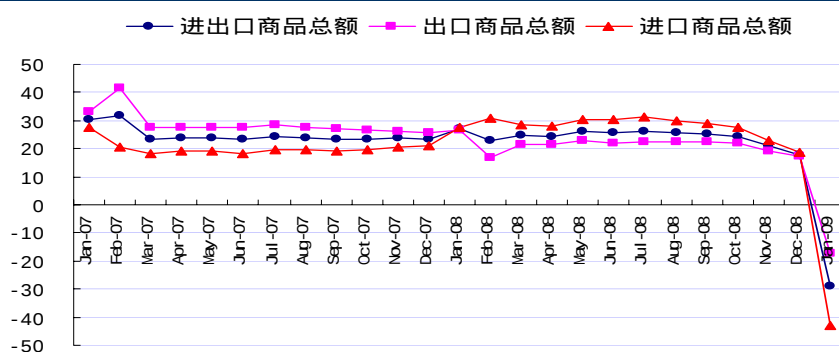
资料来源：WIND, 中信证券研究部

表：代表年份进出口商品总额统计

年/月	去年 12 月		1 月		2 月		3 月		春节放假时间
	出口总额	进口总额	出口总额	进口总额	出口总额	进口总额	出口总额	进口总额	
1998	191.90	190.78	127.78	86.95	122.50	91.01	154.28	117.75	1 月 24 日-2 月 1 日
2007	940.94	730.97	866.20	707.39	820.96	583.39	834.24	765.53	2 月 18 日-2 月 24 日
2008	1,144.16	917.29	1,096.40	901.70	873.70	788.10	1,089.63	955.56	2 月 6 日-2 月 12 日
2009	1,111.57	721.77	904.54	513.44	--	--	--	--	1 月 25 日-1 月 31 日

资料来源：WIND, 中信证券研究部

图：全国累计进出口贸易增速



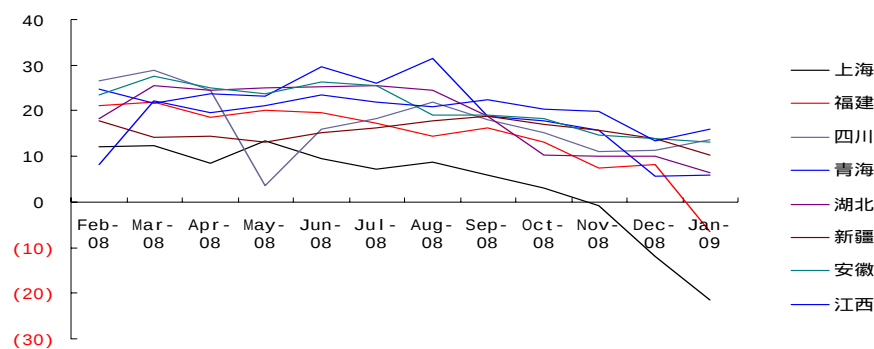
资料来源：wind

2.2 部分省市 1 月份工业增加值有增有降，区域差异明显

从目前已经公布的部分省份工业增加值来看，大都呈现下降趋势，而且上海、福建等沿海经济发达地区的下降速度更为明显。根据上海市统计局公布，这已经是上海连续第三个月出现当月工业增加值下降，并且

上海市六个重点发展行业降幅比全市平均扩大 1.3 个百分点。其中，精品钢材、电子信息产品、石油化工及精细化工制造业大幅下降，降幅均在 25% 以上。在全市 30 个出口行业中，仅文教体育用品制造业、交通运输设备制造业和医药制造业 3 个行业微幅增长。而其它深处内陆的江西、青海和四川可能受益基建投资，工业增加值反倒略有上升。

图：部分省份工业当月工业增加值同比增速



资料来源：相关省市统计局

上海市统计局本周公布的最新数据显示，1 月份上海规模以上工业总产值与去年同期相比大幅下降 21.4%，降幅较上月扩大 7.8 个百分点。这是上海市工业总产值连续第三个月处于“负增长”区间，增幅自去年 9 月份以来连续第五个月下滑。

从数据看，高于 20% 的降幅属于比较“罕见”的下滑。而剔除春节长假因素的影响，上海市工业生产降幅同比为 -12.7%。其中完成工业出口交货值 399.72 亿元，比去年同月大幅下降 28%；而上海市六个重点发展行业完成总产值比去年同月下降 22.7%，降幅比全市平均扩大 1.3 个百分点。其中，精品钢材、电子信息产品、石油化工及精细化工制造业大幅下降，降幅均在 25% 以上，分别下降 29.3%、27.6% 和 25.3%。

基于上海的工业产出数据分析，实体经济的调整应该还在继续，基本面的短期下降态势将会对近期的股市运行形成一定的压制。

资料来源：中国煤炭资源网，中信证券研究部

3、市场表现与估值

3.1 技术看盘

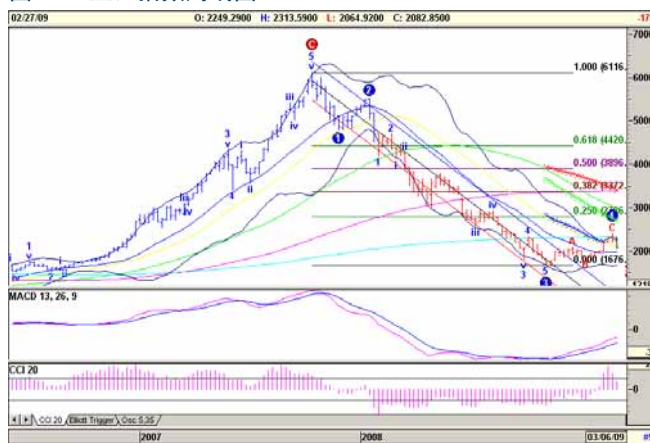
上证指数上周下跌 7.9%，成交量较前周略有缩小，从日线图来看，收于 5 周、10、20 日均线之下，领先指标 CCI 趋于下行，MACD 趋势向下；从周线图来看，收于 5 周均线之下，领先指标 CCI 位于超买处回调，MACD 指标交叉向上，整体来看，短期指数走势偏弱，关注整数关口 2000 点处的支撑，预计指数将在此关口有反复。

图 28: 上证指数日线图



资料来源: 大智慧

图 29: 上证指数周线图

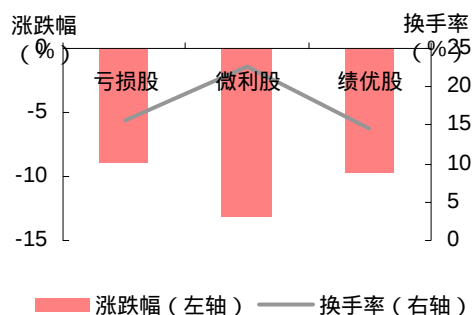


资料来源: 大智慧

3.2 市场运行特征

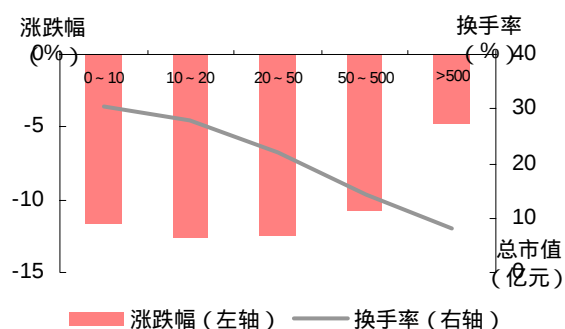
上周股市整体大幅下跌, 中小盘股整体跌幅超过 10%, 总市值在 500 亿元以上的超级大盘股跌幅相对较小。低价股相对跌幅超过高价股。我们预计未来一段时间大盘仍将震荡调整, 大盘股相对更加抗跌, 而前期涨幅较高的小盘股可能会有象对更大的调整。

图 12: 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 13: 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 14: 上周不同股价范围股票的涨跌幅和换手率

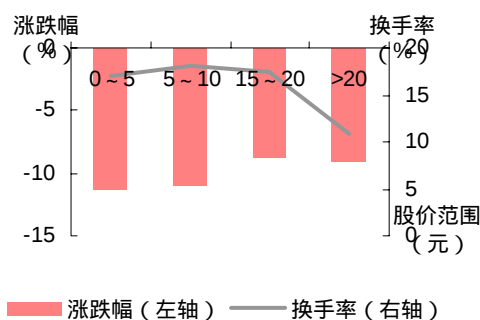
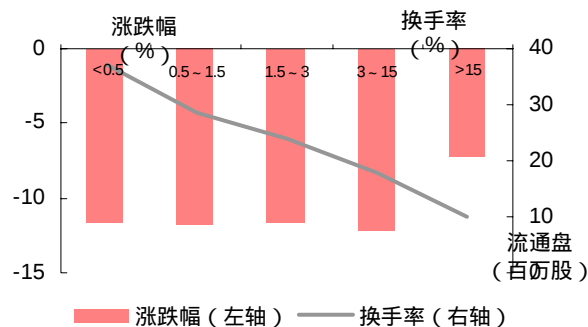


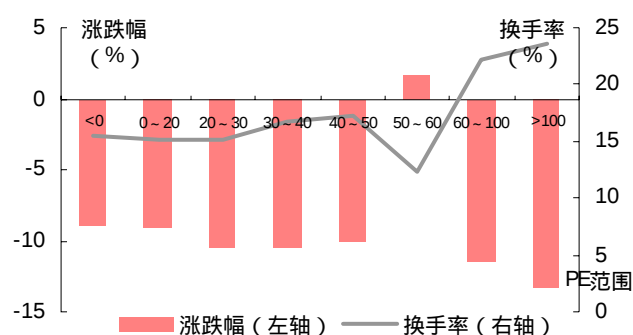
图 15: 上周不同流通盘范围股票的涨跌幅和换手率



资料来源：wind 资讯，
中信证券研究部

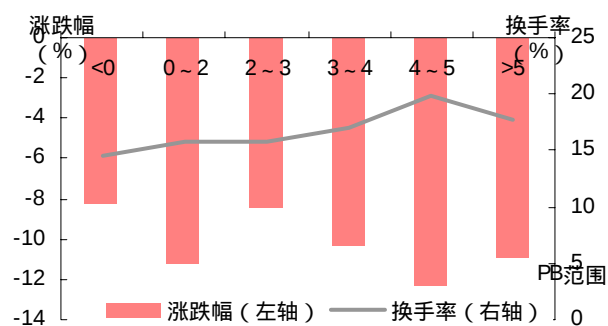
资料来源：wind 资
讯，中信证券研究部

图 16：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

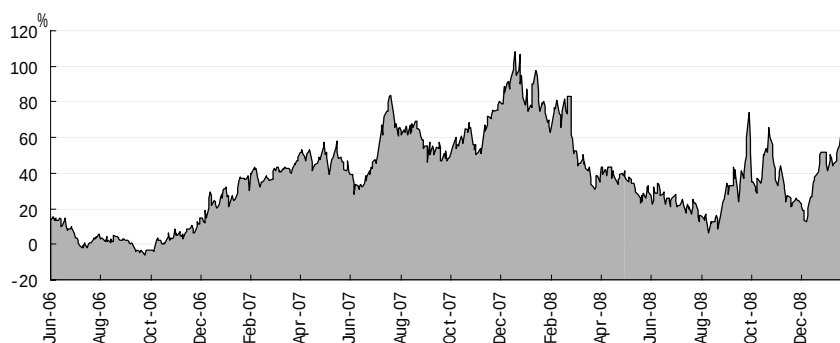
图 17：上周不同 PB 范围股票涨跌幅和换手率



资料来源：wind 资讯，中信证券研究部

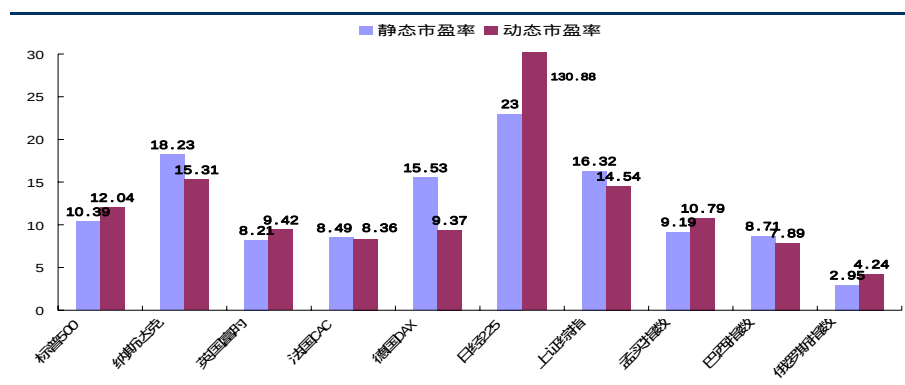
3.3 市场估值

图 28：A-H 股溢价



资料来源：datastream，中信证券研究部

图：全球主要股指市盈率比较



资料来源：bloomberg

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		评级	说明
		买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
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；	股票投资评级	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；
2. 投资建议的评级标准	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			