

两会行情如何走：向左 or 向右？

----2009 年 3 月 A 股策略报告

肖彦明

2009 年 2 月 26 日

引言

A 股市场从来就不缺乏激情。2 月份的市场就如同季节更替一般，既让我们感受到了初春的暖意，也让人体验了一回“倒春寒”的冰凉。都说春寒料峭，仅靠“不差钱”故事与 GDP 幻觉支撑起来的“山寨牛市”，自然逃不脱“躲猫猫”的行情宿命。

阳春三月，两会在即。面对汹涌而至的振兴计划潮、经济数据流、年报业绩浪，主力小心翼翼，散户忐忑不安，看客踌躇不决。三月行情是演绎“莺飞草长”还是“阴霾笼罩”？是继续等待还是主动出击？投资者的智慧正经受着考验，也许对多空因素的梳理和分析有助于亲爱的读者获得这些问题的答案。

一、我们处在什么样的经济周期里？

迷信源于恐惧，恐惧源于无知。当做多的热面孔遭遇近期股市的冷屁股时，投资者的信心再次受到打击，一种恐惧的情绪开始蔓延。也许只有我们把当前所处的经济周期看清楚，才能拨开迷雾、远离恐惧。近代经济史表明，繁荣和萧条其实一直在不断地交替更迭，周期循环。目前已形成共识的三种周期形态分别是：存货周期、资本性支出周期、房地产周期，而 2009 年中国经济正好处于多个短、中、长周期的时间之窗，所以才会发生如此强烈的共振，A 股市场才会如此的动荡不安！

(1) 存货周期：短期应关注的经济风向标

存货包括生产单位购进的原材料、燃料和储备物资以及生产单位生产的产成品、在制品和原材料。当需求下滑、通胀向通缩转换时，实体经济会面临存货调整的压力，主要包括：企业需要大量计提存货跌价准备，会计利润下滑；企业需要降低采购量来消化原材料和半成品的存货；需要减产或停产来消化产成品存货。这意味着实体经济中的采购与生产、需求与物价的迅速萎缩。因此宏观经济的周期性波动很大程度上表现为存货的周期性波动，而且存货投资总是表现为“顺周期”，即经济越是高涨的时候，存货投资越增加；经济越是低迷的时候，存货投资下降得越厉害。

在西方国家，存货的波动性远甚于宏观经济的波动性，而正是这种高度波动性，才使得其可能在经济波动中扮演着不可忽视的角色。早在 1950 年 Abramowitz 就注意到，二战之前美国的经济衰退往往伴随着存货的急剧下降。其实，我们发现，这种情况在美国二战后的历次衰退中仍是如此，见表 1。

表1: 美国在二战后经济衰退期间GDP与存货调整

衰退时间	真实GDP的变化	真实存货的变化	真实存货变化与真实GDP变化的比例
1948.4-1949.4	-22.2	-28.2	127%
1953.2-1954.2	-43.7	-18.4	42%
1957.3-1958.1	-55.4	-21.7	39%
1960.1-1960.4	-17.5	-40.6	232%
1969.3-1970.4	-19.4	-28.2	145%
1973.4-1975.1	-120.1	-78.1	65%
1980.1-1980.2	-76.4	-1.8	2%
1981.3-1982.3	-110.1	-45.1	41%
			平均 87%

数据来源: CEIC, 国联证券研究所

1978 年以来, 我国经济在高速发展的同时也经历了几次大的波动, 这其中存货调整的影响不容小视。1987 年、1988 年受多种因素影响, 市场需求十分高涨, 以致在 1988 年演变为抢购风, 许多厂家对此准备不足, 使得存货水平大幅度下降。随后厂商预期 1989 年需求会更旺, 因而加紧生产, 但是 1989 年总需求却出乎意料地低迷, 直接后果就是厂商存货激增, 这种预期错误导致了“逆周期”情况的出现。但是“逆周期”的现象是暂时的, 市场竞争使得厂商们的行为日益理性, 顺周期地调整存货成为主流。进入 90 年代之后, 中国存货行为的“顺周期”特点日益明显。譬如当 1997 年经济开始进入调整期, 经济增长开始减缓之时, 存货则以更快速度下降, 在 1996 至 1997 年间, 二者的相关系数为惊人的 0.998。可见随着中国市场化程度的提高, 实体经济的存货行为将变得越来越理性。因此, 有理由相信, 在本轮经济调整中, 企业存货行为与经济周期呈正反馈效应。

与美国消费性周期不同, 中国经济高度依赖出口与投资, 存货周期的主要决定因素为出口与投资。中国自从 1953 年以来经历了 9 个完整的存货周期, 周期的平均持续长度为 5.4 年。如果以 05 年为上一轮存货周期的谷底为开始, 本轮存货调整的低点将在 2010 年。但由于企业削减存货的力度和速度异常剧烈以及政府所采取的积极财政货币政策, 这些都将大大缩短了存货调整所需要的时间, 我们预计本轮存货周期的谷底将出现在今年年中, 企业去存货化最困难的时期已经过去。从 PMI 系列指数来看, 08 年 12 月到 09 年 1 月, 新订单和原材料库存指数反弹, 而产成品库存指数继续下探, 这说明企业存货出现超调, 价格出现一点程度的反弹。这样部分企业将进行库存回补, 并在一定程度上恢复生产, 但这并不意味最终需求有明显改善, 也就是说这些企业的采购与生产仍存变数。从各行业看, 存货改善比较明显的行业主要包括钢铁、铁矿砂、远洋运输、煤炭, 还有许多行业的情况还不是非常稳定。总的来看, 钢铁、建材、造纸、化工将是最先去库存化, 然后是有色金属、煤炭、家电、地产、汽车等行业。

图 1: 中国的经济波动与存货调整

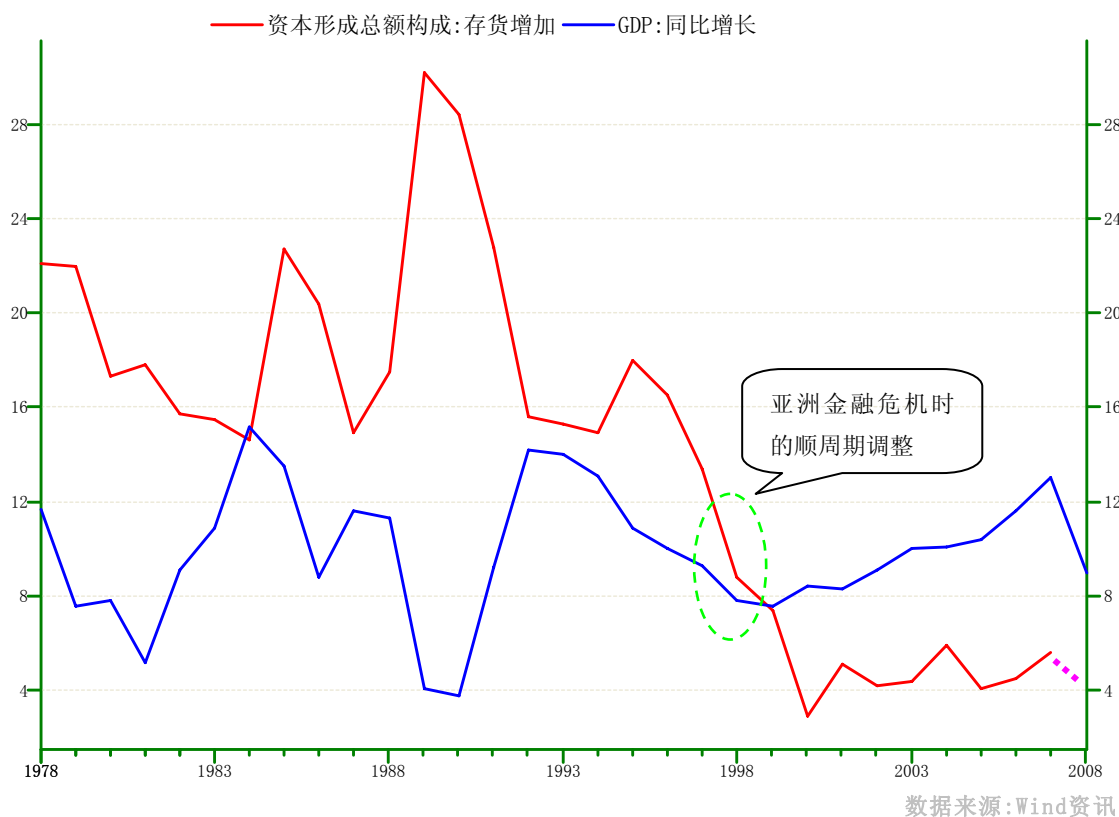


图 2: 去库存化较快的钢铁行业目前存货调整尚不稳定是否意味着其它行业难乐观?

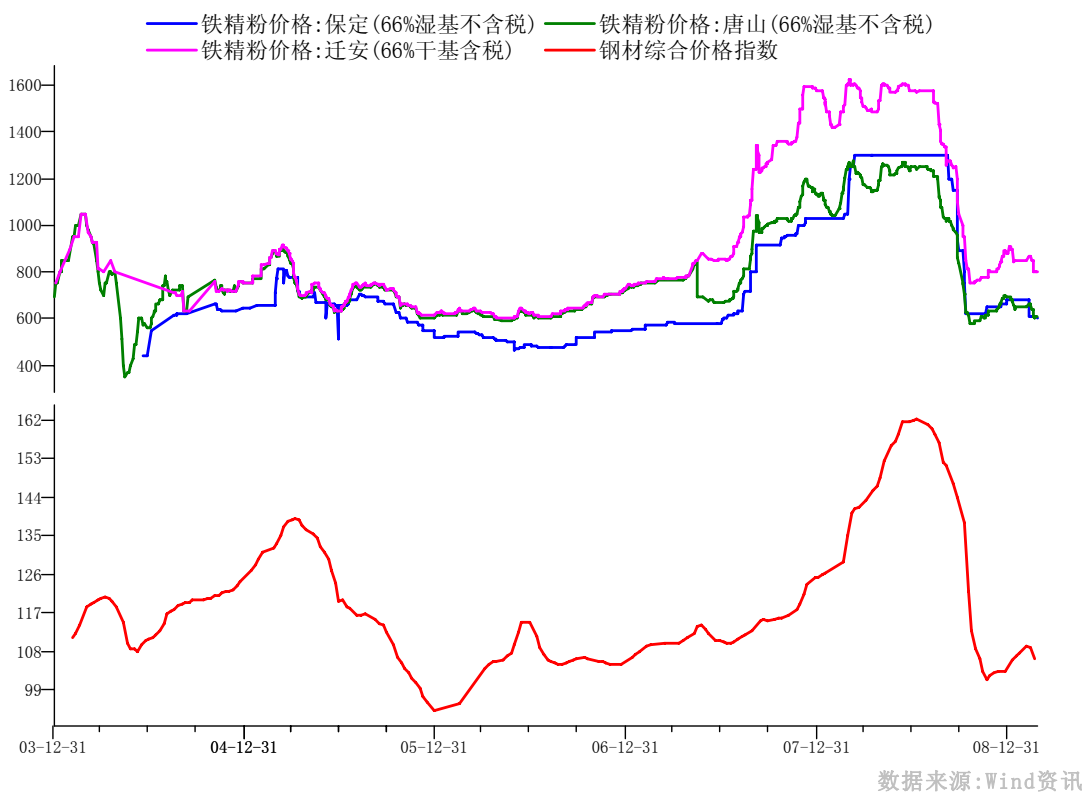
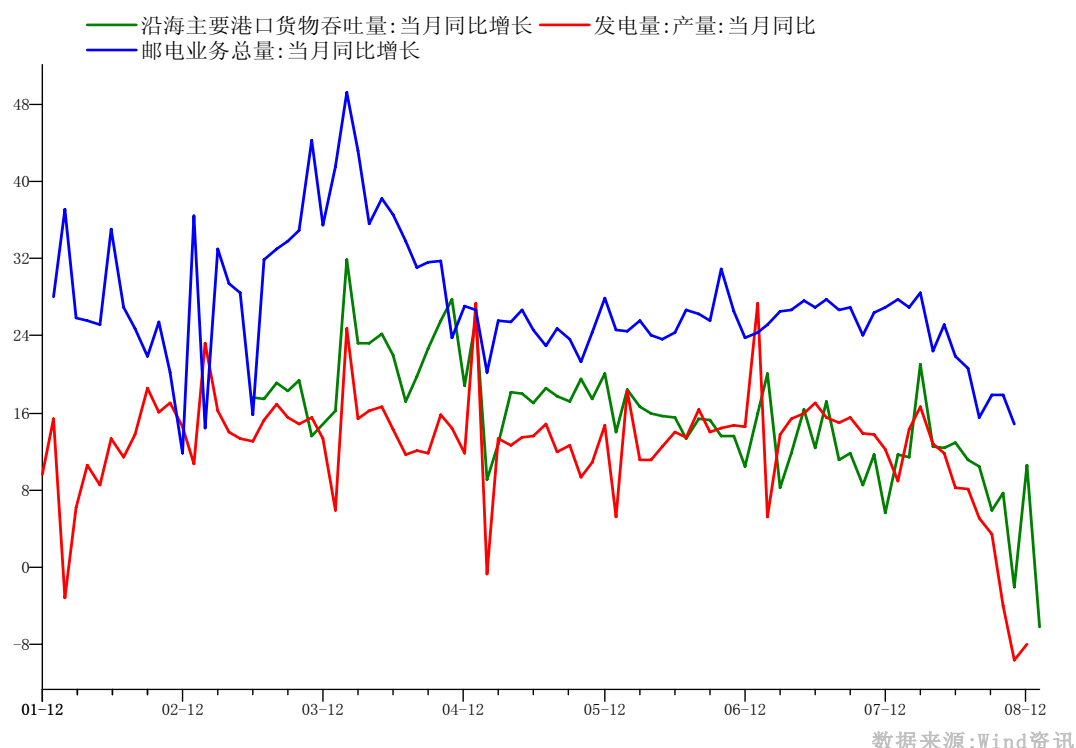


图 3: 物流与信息流下滑但发电量反弹令我们维持存货调整的谨慎乐观判断



综合上述分析,我们认为,中国经济复苏的过程注定是波折起伏的,虽然目前企业已度过去存货化最严峻的阶段,但最终需求并未明显改善,我们维持存货调整的谨慎乐观判断,认为经济回暖的信号尚不明朗。我们还做出这样的判断,需求减少及企业减少库存的过程,也是产成品和原材料的价格不断承压的过程,最终需求的萎缩与存货周期使中国进入通缩时代。

图 4: 原材料库存水平与价格变动密切相关

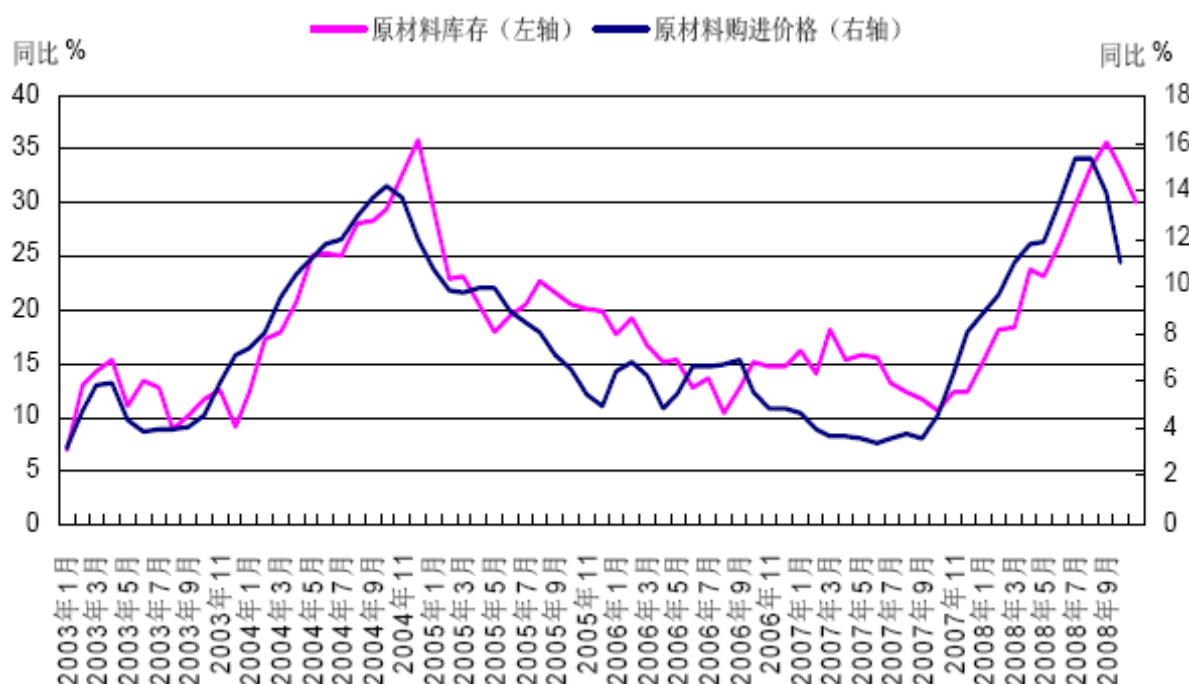
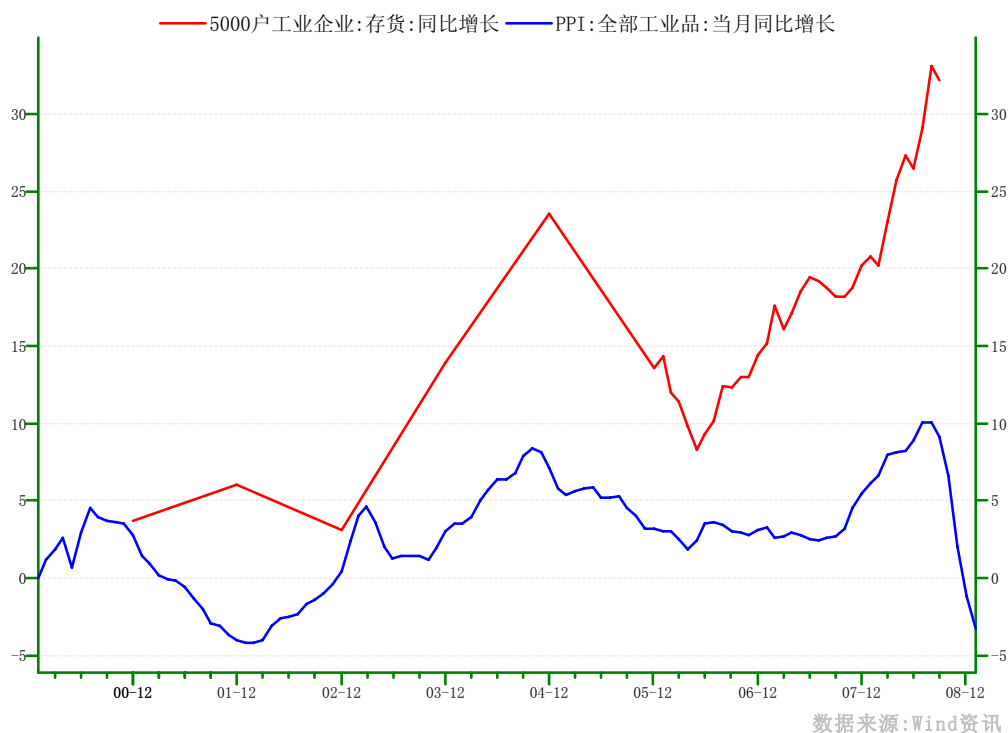


图 5：企业的去存货化加增了实体经济的通缩压力



(2) 投资周期：4 万亿、产能过剩与民间投资

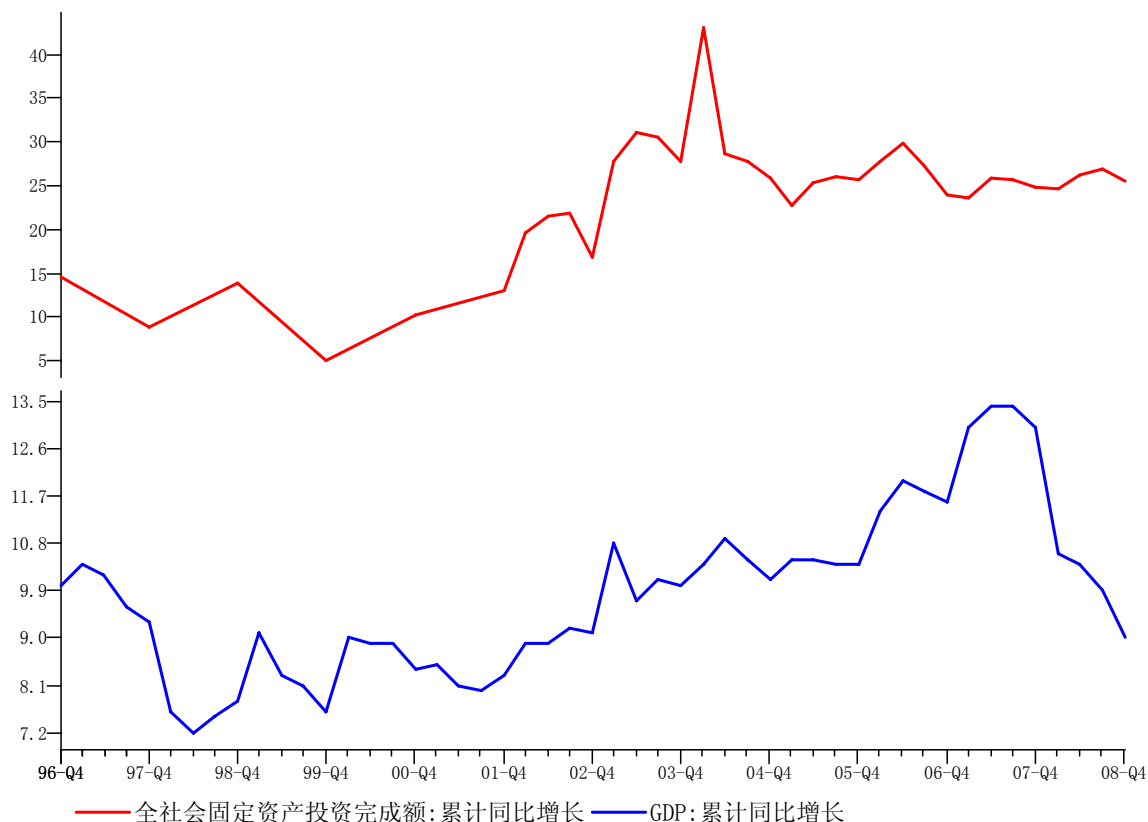
中国经济属于典型的投资性周期，GDP 增长对固定资产投资有较强的依赖。从历史经验来看，中国的投资周期一般是 6 年为一个完整周期，前 3 年上升和后 3 年下降。因此，从投资周期的角度看，始于 2008 年的经济调整可能会延续至 2010 年。

基于保增长的考虑，中央政府年前不失时机地祭出了 4 万亿的经济刺激方案，但我们也要冷静地看到这一举措可能带来的潜在问题：①大规模基础设施投资与节能减排的矛盾。铁路和城市轨道的大规模投资，拉动的恰恰是钢铁、水泥等高耗能、节能减排的关键行业，无疑加大了减排的难度和环保的压力，也加大中国能源保障的困难。②大规模基础设施投资与经济增长方式转变的矛盾。中国经济增长方式主要是投资拉动、粗放增长，大规模的基础设施投资建设依然是投资拉动的增长模式，难以避免粗放增长，难以避免中国经济发展中曾经遇到过的可持续发展问题。③大规模基础设施投资与区域经济均衡发展的矛盾。绝大部分投资以及受益企业集中在北京、上海、广州、天津和深圳等大城市，由此产生的新的区域发展不平衡问题。

当然，我们更关心的是产能过剩问题以及 4 万亿能否带动民间投资。经济常识告诉我们，如果 GDP 依赖投资驱动，就会产生 GDP 幻觉，也就是说当需求不足而投资过度，必然造成产能过剩，而这种靠“把房子盖起来又炸掉”的创造 GDP 做法是不具可持续性的。世界经济史上几次大的波动，比如铁路业的繁

荣、互联网泡沫，都是由投资过度引起的。中国改革开放 20 多年来的经济增长有着强烈的官僚强制性色彩，由政府主导的资源配置模式使得中国的投资率一直居高不下。

图 6：中国经济属典型的投资性周期，GDP 增长对固定资产投资有着较强的依赖。



数据来源: Wind 资讯

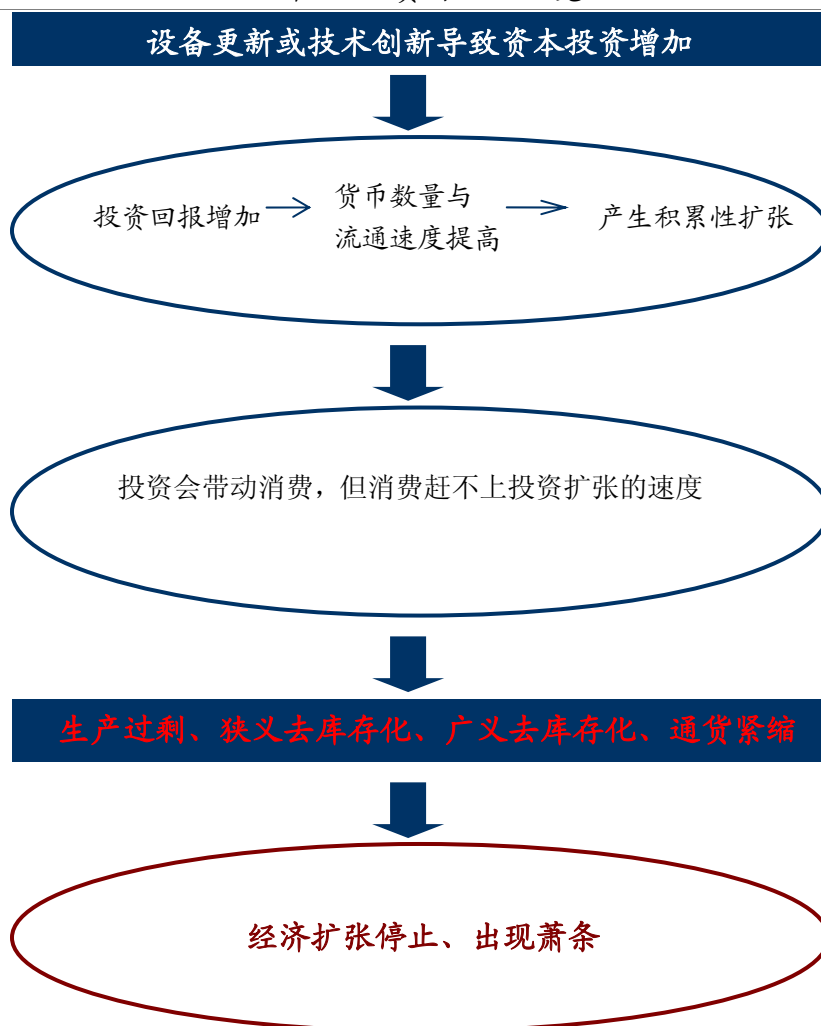
而过度投资又使得产能不断扩大，国内消费不足，只能依靠出口消化产能，当外部需求严重萎缩时，高储蓄和高投资的模式也就风雨飘摇了。因此，我们认为，四万亿经济刺激方案虽好，但如果没有配套的改善民生措施，则很可能造成新一轮产能过剩，而在外需萎缩的背景下，也加增经济复苏的难度。

图 7：中国工业产能过剩指数



资料来源: CEIC Deutsche Bank

图 8：投资与 GDP 幻觉



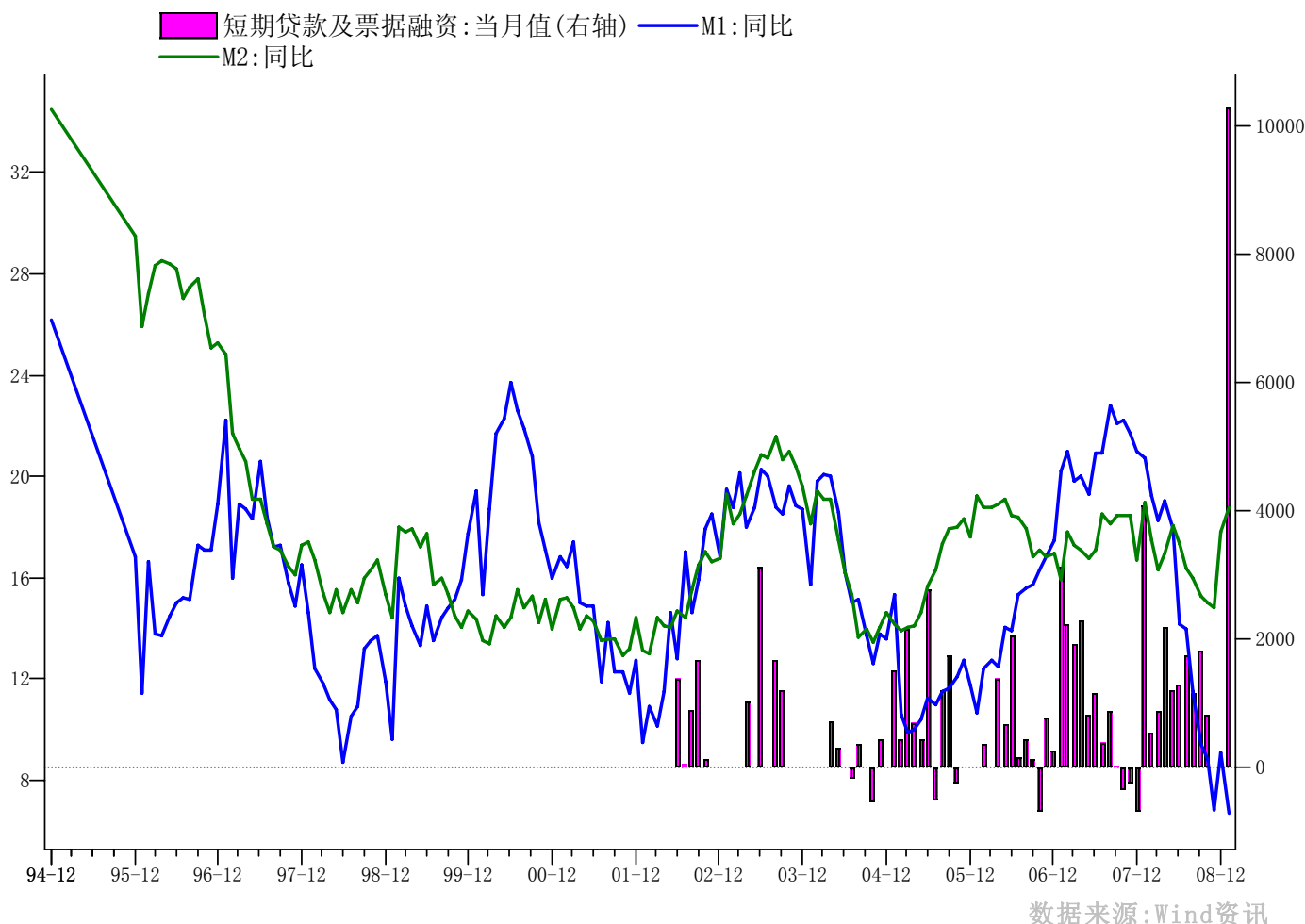
资料来源：国联证券研究所

另一个值得关注的问题是 4 万亿是否能拉动民间投资。我们都知道，民间投资是由各个微观企业的投资行为共同作用而形成的，一般来说，民间投资的决策很难在短时间内发生改变。而政府投资是外生的，能够快速反应，当总需求不足时可以用来弥补民间投资，保经济增长。但是政府投资往往带有非盈利的行政目标，使得政府投资的效率一般低于民间投资，而且过多的政府投资会对民间投资产生挤出效应。因此，我们仅依赖政府投资而没有民间投资的跟进，难以产生拉动经济的放大效应与乘数效应。因此，从中长期看，政府投资的作用仅限于保证经济的正常需要，民间投资的增长才是更高水平经济增长的根本保证。

数据显示，2008 年中国固定资产投资大约在 16 万亿元左右。其中，公共投资和国有企业投资占 5 万亿元左右，民间投资在 11 万亿元左右。以此推算，2009 年民间投资还要增加到 13 万亿元左右，才能保证中国经济维持 8% 以上的增长。那么今年的民间投资能够达到 13 万亿的规模吗？从 1 月份新增贷款数据以及我们调研上市银行的情况来看，至少今年前两个月民间投资并不令人乐观。一方面，政府的投资主

要集中在铁路、民航、基础设施建设等垄断领域，民营中小企业根本进不去。另一方面，银行贷款主要集中在政府项目上，处于风险控制考虑，银行对中小企业有惜贷倾向。

图 9：M1M2 剪刀差反映的存款定期化趋势以及票据融资的飙升表明企业投资意愿不强



（3）比较优势生命周期：“中国制造”面临比较优势断档的风险

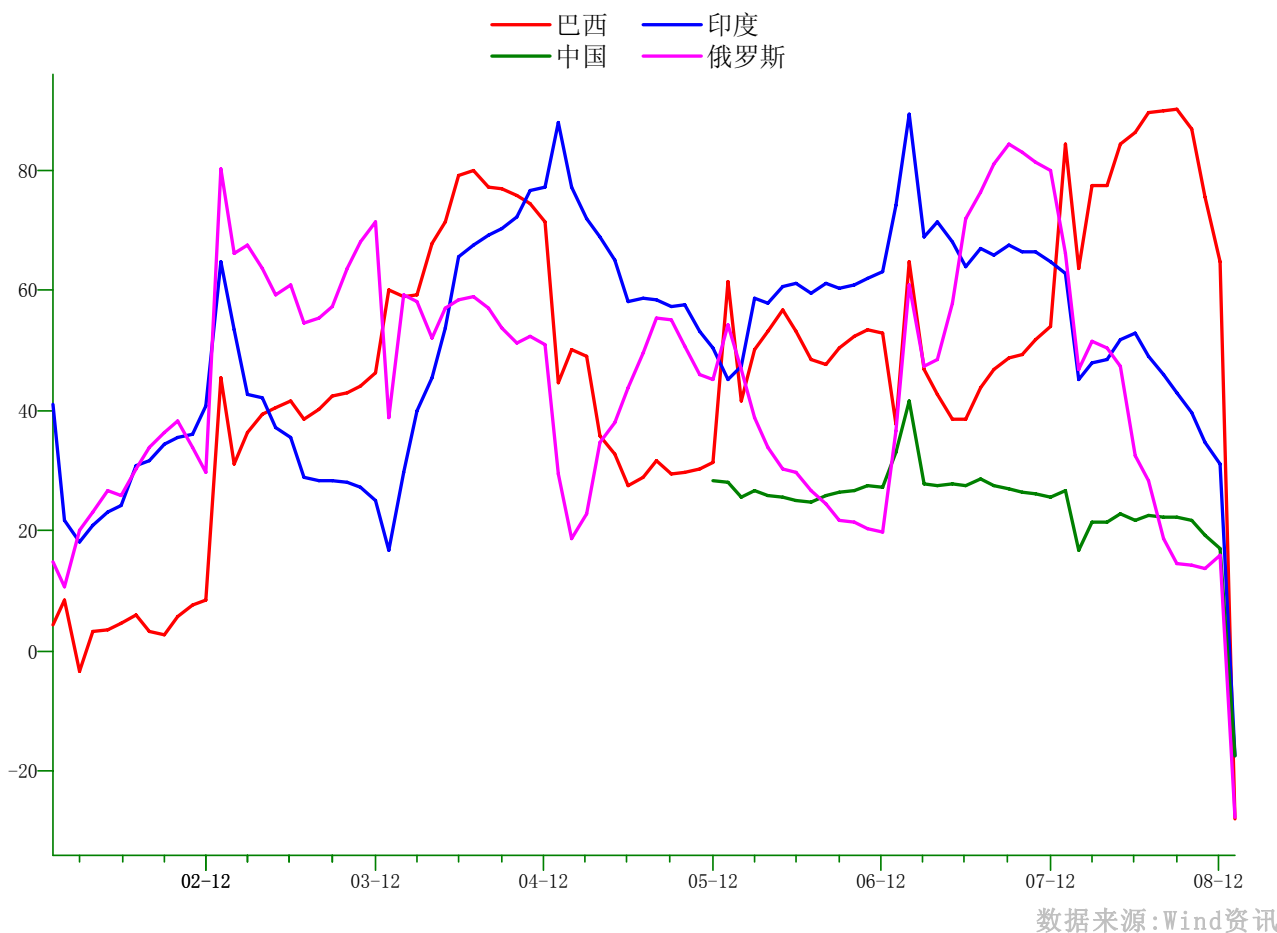
一个国家的产业升级路径由其比较优势生命周期所决定。而不同的国家因其产业结构不同，比较优势演化的路径不一定是线性的、连续的，可能出现分岔和断档。也就是说，在产业升级的过程中，企业根本无法找到最佳距离，此时就会出现比较优势的断档，要求比较优势发生突变。这种现象已经在一些国家发生过，并引发了经济衰退。自 2006 年以后，中国的比较优势演化开始面临要求突变的压力，到了 2008 年这种压力演变成比较优势的局部性断档。如何防止局部性断档演化成全局性断档，如何延长中国比较优势的生命周期，是我国未来一个时期面临的一项艰巨任务。

我们在 09 年年度策略报告里曾指出，中国已经跨入中等收入国家行列，今后的任务就是由一个中等收入国家向中高收入国家迈进，并最终进入高收入国家之列。但在进入中等收入国家之后，中国要完成向中高收入国家转变，必须实现比较优势的“突变”。一个国家如果进入到比较优势突变期，则往往面临较大的比较优势“断档”风险。一些拉美国家在进入到中等收入国家之前，经济发展的势头十分强劲，

但进入到中等收入国家行列后，其发展势头受阻，经济出现衰退，出现了所谓的拉美病。从比较优势周期理论的角度来分析，拉美病的根源在于比较优势的断档：一些有着比较优势的产业在其他发展中国家的冲击下，失去了比较优势，新的具有比较优势的产业还没有形成，产生了比较优势的断档期。

随着中国经济发展水平的提高，工资成本、环境成本等必将上升，在劳动密集型产业，中国不得不面对来自于低收入国家的严峻挑战。中国要想实现向高收入国家挺进的目标，必须创新比较优势，实现比较优势的突变，发展技术密集型、资本密集型产业，但在发展技术密集型、资本密集型产业的过程中，中国将不得不承受追赶发达国家的压力与挑战。

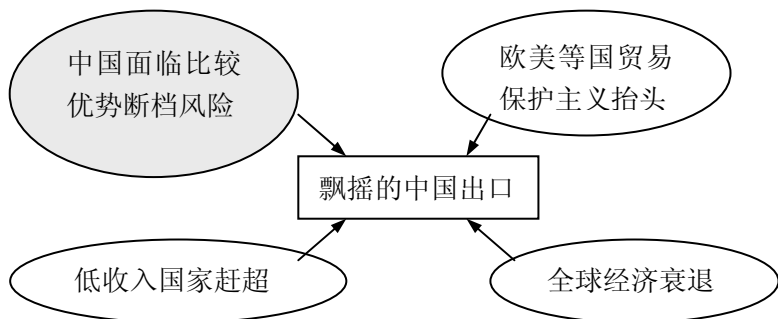
图 10：金砖四国出口贸易增长示意图



我国比较优势的断档效应在局部上已经有所显现。截至 2008 年 5 月，我国规模以上企业收入超过 1000 亿元的广东、江苏、上海、山东、北京、浙江 6 省市，收入占全国比重 73.6%，而 1 至 5 月，西部、东北、中部和东部四十地区规模以上工业生产增加值分别增长 19.25%、18.77%、20.84% 和 15.71%。上半年，东部地区工业增加值，除山东增长 18.5%、天津增长 21% 外，其他省市均低于全国工业增加值增长速度。这表明，在现行政策下，我国东部地区已经面临比较优势断档的压力。传统产业的发展在受到抑制的同时，缺乏新的后续接替产业。譬如为了解决资源、环境问题，局部地区采取了腾笼换鸟战略，但问题是，笼子腾出来了，新鸟却并没有进来。这一问题产生的原因很多，如新劳动合同法、人民币升

值、欧美经济衰退等，但在相当程度上，与我国在产业升级上步子迈得过大，在产业升级上急于求成有关。在严峻的外贸形势下，比较优势的断档，将进一步加重了中国经济下滑的风险。

图 11：风雨飘摇的中国出口贸易

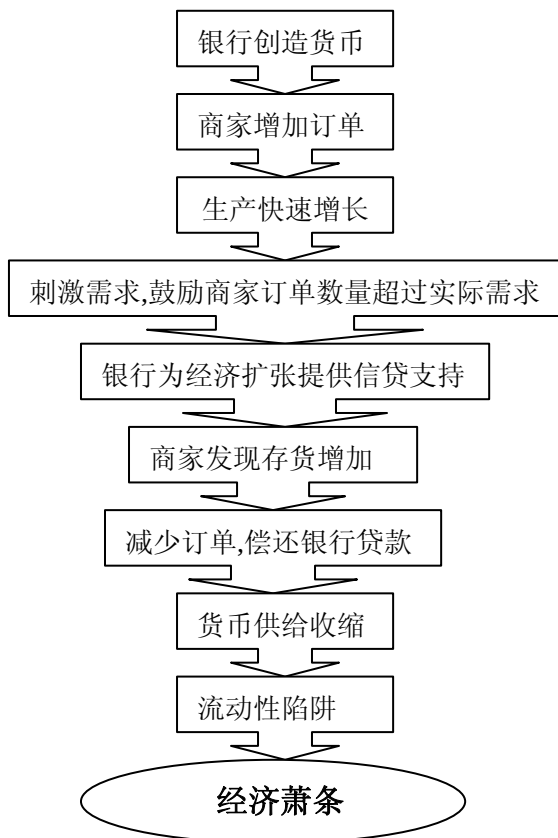


资料来源：国联证券研究所

（4）货币周期：“不差钱”故事还能讲多久？

如果把经济比做一艘大船，货币就是那“载舟之水”，一旦货币泛滥或萎缩，必然导致经济之舟的波动。在特定的经济增长水平下，全社会依靠经济增长来吸收货币供给的增加，但如果中央银行提供过多的货币供给，经济运行则存在自我脱轨的风险。

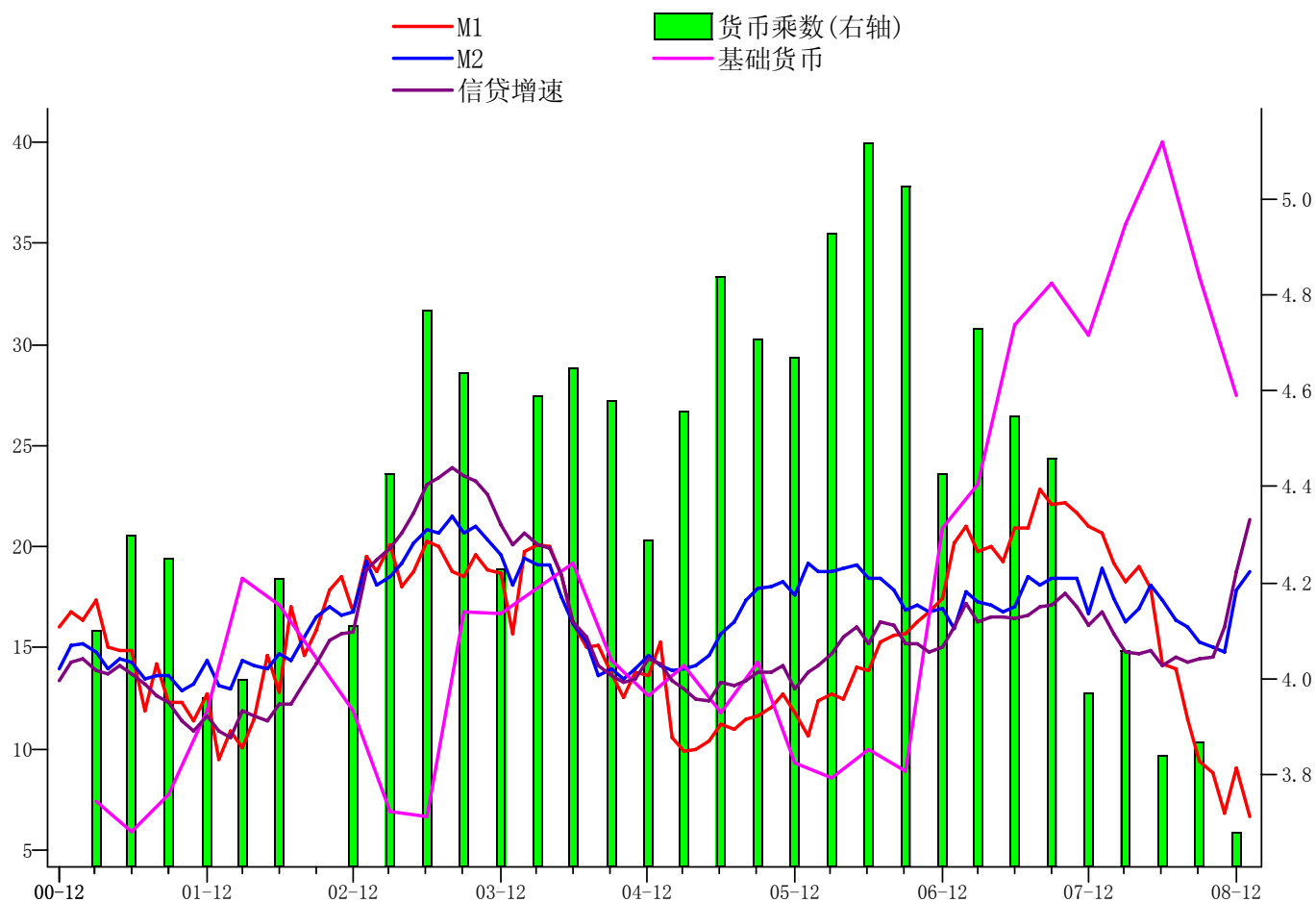
图 12：货币与实体经济的关系



资料来源：国联证券研究所

在从紧的货币政策下，货币被堵在央行和金融机构之中，使得“大船”面临搁浅危险。我们目前所采取的宽松货币政策，就是要将这“水”从央行和商业银行的“堤坝”中释放出来，载动“经济之舟”平稳前行，实现经济保8的目标。在2月份策略报告里我们曾提到，信贷扩张将是目前中国经济的主要驱动力量，预计未来两个月快速增长的信贷规模将驱动GDP增速（qoq）在09年的前两个季度大幅反弹。另外，我们也认为，流动性是推升A股估值的重要力量，也是目前股市“不差钱”故事的源头。因此，无论实体经济还是股市都需要流动性的支撑，那么去年12月份以来的流动性状况到底还能乐观多久呢？

图 13：流动性状况不能盲目乐观

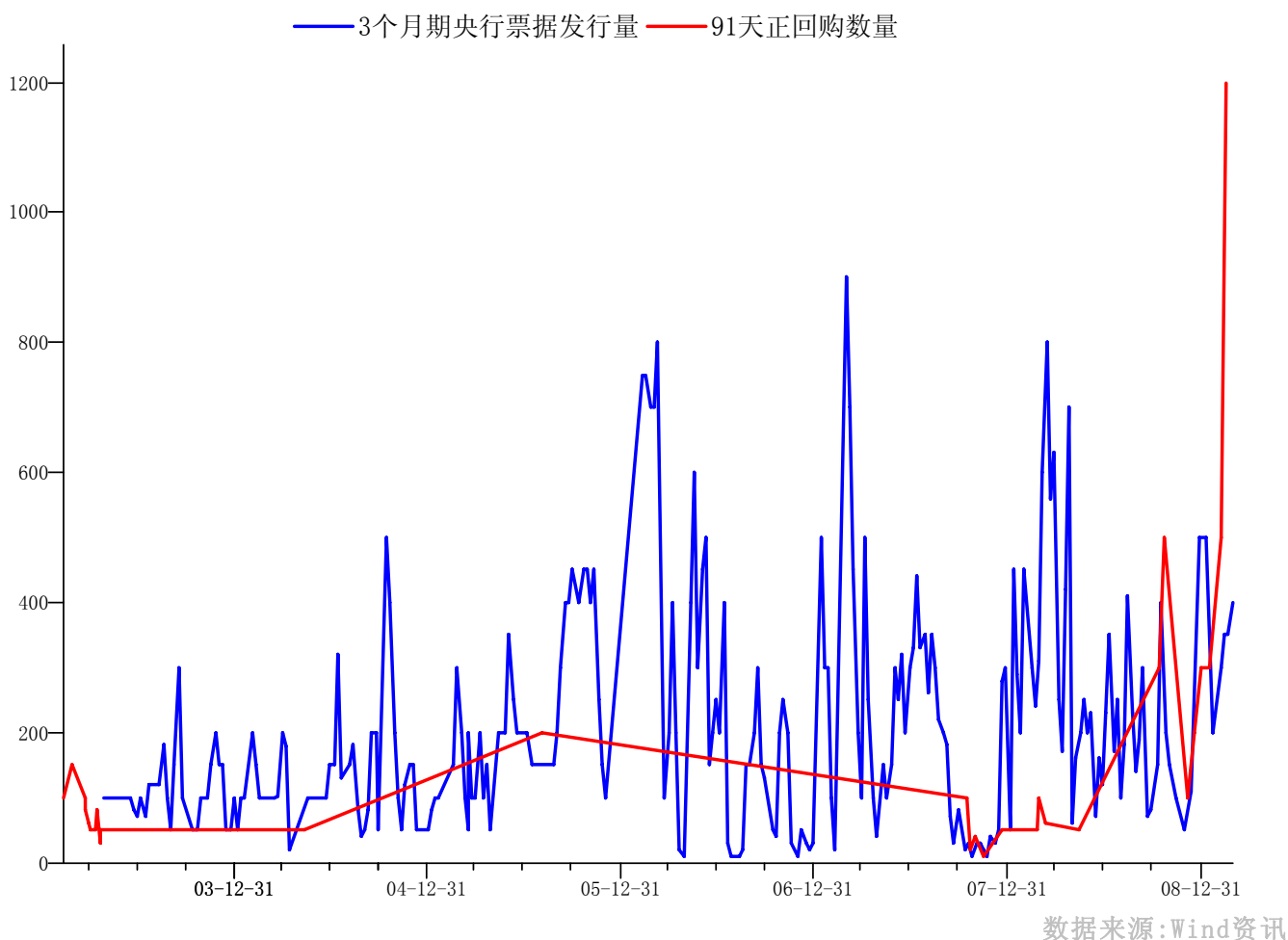


数据来源:Wind资讯

我们认为，尽管 1 月份 M2 与月度贷款余额均大幅攀升，但目前流动性充裕的基础并不稳固，因此我们还不能对流动性状况盲目乐观，主要理由包括：（1）尽管信贷激增，但货币乘数仍在低位徘徊（最新数据为 3.68），表明私人部门投资带来的信贷需求仍然比较虚弱。尽管银行加大对于政府基建项目的贷款，但基建贷款进入银行存款后进一步派生的力度相当有限，引致货币乘数依然下降。（2）狭义货币所反映的流动性并不宽裕，M1 同比增速连续 8 个月低于 15%，处于历史最低水平，1 月仅为 6.68%，这个数字比 1998 年-2002 年通缩时期的月度最低点 8.7% 还要低，当然这里面会有季节性因素。（3）M0 与 M1 增速出现超过 5 个百分点的“剪刀差”，并且“剪刀差”已维持 4 个月，说明大量的资金囤积在银行体系内打圈圈，不愿意进入实体经济，形成“信贷热、经济冷”并存格局。（4）1 月份信贷规模的爆发性增

长只是短期现象，不具有可持续性。因为，一方面未来数月银行可以获得的好项目将越来越少，银行贷款的动力减弱。另一方面，1月份票据融资竟占45%，显示实体经济的信贷需求并不旺盛，银行不得不通过票据融资来盈利。（5）央行近期在公开市场的频频正回购，希望通过央票来吸收没有流入实体经济的银行资金，防止资金流入股市造成泡沫。春节后至今公开市场累计净回笼量已达2725亿元，这意味着股市的资金面或者说流动性将受到一定的限制。从我们调研上市银行的情况看，大部分银行预计二三月份新增贷款将大幅下降，业内最悲观的预期认为2月份信贷规模可能只有3000亿到4000亿。

图 14：央行加大资金净回笼力度，吸收未流入实体经济的银行资金



二、我们将承受多大的业绩压力？

自3月份开始，上市公司08年年报披露渐入高峰，“美媳妇”亦或“丑媳妇”也将很快露出庐山真面目。我们都知道，上市公司业绩是股市的基础，有人将股价与业绩的关系形象地比作狗与主人，有时候狗会跑到主人前面，有时候会跟在后面，但偏离再多狗还是会回到主人身边。因此，面对3月滚滚而来的业绩浪潮，我们有必要拿业绩说事！

(1) 熊市里的盈余管理：做差业绩又如何？

金融海啸对上市公司业绩的负面影响终于在 2008 年年报中得到证实。尽管此前市场对 2008 年上市公司整体业绩下滑已有所预期，但一批行业龙头公司业绩腰斩，甚至一批行业龙头股披露巨额亏损，着实让投资者大跌眼镜。其实，这当中或许存在猫腻，不乏刻意做差业绩的可能。最常用手法如减值计提，此前就有深发展大规模提取拨备，还有一些钢铁行业上市公司或房地产上市公司大比例计提存货跌价准备。如此做差业绩又为何呢？站在上市公司的角度，不难获得答案。除了金融危机实际影响之外，借此机会做差业绩有助于解决坏账、亏损等历史遗留问题，且不用承担管理层责任。与此同时，做差 2008 年业绩，一方面减少了公司分红，同时也为做强明年业绩提供基础。

如果再往深处思考，是不是上市公司倾向于在熊市里把业绩做差呢？上市公司的盈余管理与股市牛熊是否有关联？这里我们用一个实证研究来加以说明。取非经营性应计项目（Nopaccrate）为因变量，用来可以反映上市公司盈余管理状况，计算公式是：非经营性应计项目 = [（净利润+折旧）-经营活动现金流量] -（应收账款的增加+存货的增加+待摊费用的增加-应付账款的增加-应交税金的增加）

解释变量包括：①股市周期波动（Stcy）为控制变量，上行周期取 1，下行周期取 0；②上市公司的资产负债率（Debt）；③控股股东性质（Cont），国有取 1，非国有取 0；④会计变革，在 2001 年以前，取 0，从 2001 年开始，新的会计制度实施，取 1；⑤企业规模，用上市公司总资产取自然对数。

构建模型 $Nopaccrate_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 + \alpha_2 Stcy_{i,t} + \alpha_3 Debt_{i,t} + \alpha_4 Cont_{i,t} + \alpha_5 Accstd_{i,t} + \alpha_6 Size_{i,t} + \alpha_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

表 2：相关变量的描述性统计

变量	N	均值	标准偏差	最小值	最大值	中位数
Nopaccrate	8 495	-0.0182	0.0379	-0.3351	0.1175	-0.0152
Debt	8 495	0.4675	0.1661	0.0822	0.8234	0.4762
Accstd	8 495	0.7689	0.4215	0	1	1
Size	8 495	21.1349	0.9323	17.7510	27.1111	21.0469
Age	8 495	9.0553	2.9836	0	16	9

表 3：相关变量的 pearson 与 spearman 相关系数

	Nopaccrate	Stcy	Debt	Cont	Accstd	Size	Age
Nopaccrate		-0.0770	-0.2844	0.0648	-0.1223	-0.0547	-0.0095
		(<0.0001)	(<0.0001)	(<0.0001)	(<0.0001)	(<0.0001)	(0.3805)
Stcy	-0.0754		0.0002	0.0079	0.0810	0.0063	-0.0224
	(<0.0001)		(0.9833)	(0.4696)	(<0.0001)	(0.5631)	(0.0391)
Debt	-0.2332	-0.0006		-0.0380	0.1546	0.2335	0.1021
	(<0.0001)	(0.9577)		(0.0005)	(<0.0001)	(<0.0001)	(<0.0001)
Cont	0.0617	0.0079	-0.0370		-0.0746	0.1364	0.0098
	(<0.0001)	(0.4696)	(0.0006)		(<0.0001)	(<0.0001)	(0.3675)
Accstd	-0.0878	0.0810	0.1506	-0.0746		0.1988	-0.2657
	(<0.0001)	(<0.0001)	(<0.0001)	(<0.0001)		(<0.0001)	(<0.0001)
Size	0.0160	0.0019	0.2111	0.1438	0.1966		-0.0245
	(0.1392)	(0.8632)	(<0.0001)	(<0.0001)	(<0.0001)		(0.0240)
Age	-0.0114	-0.0183	0.0975	0.0351	-0.2766	-0.0224	
	(0.2919)	(0.0912)	(<0.0001)	(0.0012)	(<0.0001)	(0.0387)	

注：括号内为 P 值

我们使用 1998-2006 年上市公司的相关数据，运用 SAS 软件统计分析，得出上述两张表。表 3 下对角线列出了各变量之间的 pearson 相关系数，上对角线列出了各变量之间的 spearman 相关系数。从变量之间的对应关系来看，非经常性应计项目（Nopaccrate）与股市周期（Stcy）指标呈显著负相关，这说明在熊市里，上市公司倾向于采用保守的会计政策，这将造成净资产和当期盈余的低估，而在牛市里则相反。

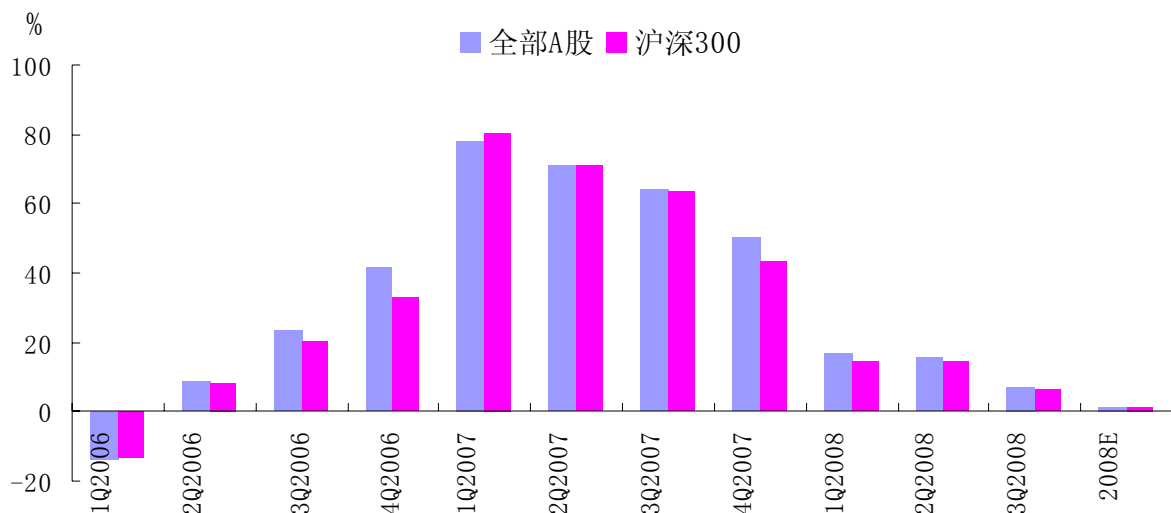
（2）年报业绩大幅下滑已成事实

从目前公布的 2008 年上市公司业绩预告显示，上市公司业绩大幅下滑已成事实。统计数据显示，在 920 家发布了业绩预告的公司中，仅有 41% 的公司为预盈或预增，低于 2007 年的 67%。预亏的为 25%，远高于 2007 年的 7.5%。发布业绩预告的公司预计 2008 年实现净利润合计 1598 亿元，较 2007 年同期下降 45.93%。截至 2 月 26 日已有 102 家 A 股公司披露 2008 年年报，这些公司 2008 年实现净利润 150.87 亿元，与 2007 年同比增长了 15.96%，但令人忧虑的是只有 53 家公司业绩同比增长，而且增幅较往年出现大幅回落。可比的 98 家公司 2007 年净利润合计为 125.81 亿元，与 2006 年净利润 39.2 亿元相比，增幅为 220.95%。如果将目前已经公布年报的公司计算在内，可比公司实现净利润合计约为 1736 亿元，较上年同期下降 43.56%。

数据显示，上市公司第四季度业绩大幅回落，单季度环比也呈现出大幅下降的趋势。四季度业绩明显受到金融危机的巨大冲击。102 家公司 2008 年第四季度实现净利润合计 28.23 亿元，同比下降 41.3%，净利润环比下降 31.56%。从行业来看，周期性行业和对外依存度较高的行业业绩下滑明显，非周期性行业受外部冲击影响较小，如医药生物行业四季度业绩依然乐观。

比较而言，中小板公司业绩胜出一筹。截止到目前，已披露年报的中小企业板公司有 5 家，另有 102 家公司发布业绩快报。这 107 家中小企业板公司共创造净利润合计 95.9 亿元，同比实现了接近 9% 的增长。总体看，中小板企业的盈利状况稍好些，送转分红也相对慷慨一些。

图 15：08 年 A 股年报业绩显著下滑



数据来源：wind 国联证券研究所

自 08 年 3 季度以来，分析师也明显下调了 08 年的盈利预测。去年三季度至今，沪深 300 指数净利润预期下调了-18%，今年头两个月净利润预期下调了 8.4%。但分析师盈利预测仍然相对一致预期乐观，13 家机构 08 年、09 年的预期与一致预期差异率算术平均值分别为 3.18%和 3.13%。

表 4：沪深 300 指数业绩变动表

项目	2008E	2009E	2010E
指数一致预期净利润(万元)	83106125.44	92754913.61	108374835.4
指数一致预期净利同比(%)	-3.92%	11.61%	16.84%
指数一致预期 ROE(%)	13.86%	13.93%	14.61%
总市值加权 PE	16.637	14.907	12.758
区间净利预期变化率(%)	-4.32%	-0.03%	-0.86%
组合预期变动指数变化率(PEI 变化率)	-4.32%	-0.03%	-0.86%
1 周 PEI 变化率(%)	-0.85%	-0.46%	-0.31%
4 周 PEI 变化率(%)	-4.32%	-0.03%	-0.86%
13 周 PEI 变化率(%)	-12.97%	-12.04%	-8.41%

数据来源：朝阳永续 国联证券研究所

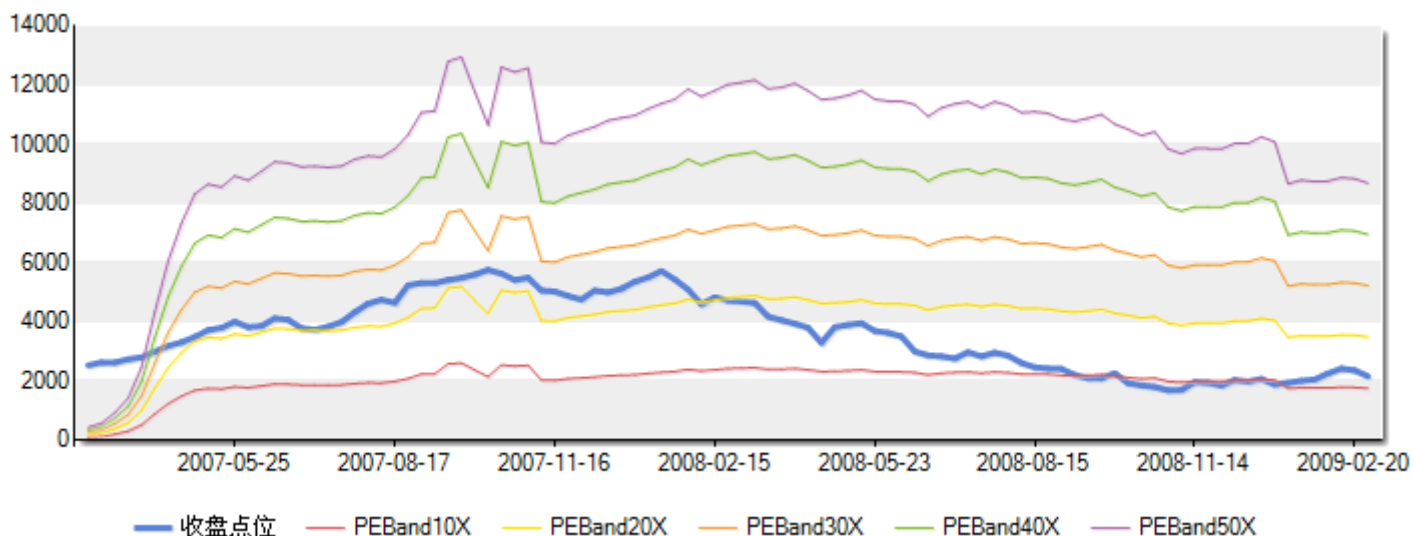
表 5：沪深 300 分机构净利润增速预测表

序号	机构	08E		09E	
		与一致预期差异率	净利同比	与一致预期差异率	净利同比
1	申银万国	-2.70%	-6.50%	0.10%	14.80%
2	国泰君安	0.20%	-3.70%	3.60%	15.30%
3	国金证券	3.60%	-0.50%	5.50%	13.60%
4	中投证券	4.10%	0.00%	4.30%	11.80%
5	中金	2.80%	-1.20%	-3.50%	4.70%
6	招商证券	6.00%	1.80%	0.20%	5.60%
7	海通证券	2.10%	-1.90%	3.60%	13.30%
8	中信证券	2.40%	-1.60%	6.50%	16.10%
9	国信证券	3.30%	-0.70%	7.00%	15.50%
10	中信建投	8.50%	4.20%	10.10%	13.30%
11	天相投顾	2.80%	-1.20%	-6.50%	1.60%
12	兴业证券	4.90%	0.80%	4.30%	11.00%
13	长江证券	3.30%	-0.70%	4.20%	12.60%
算术平均		3.18%	-0.86%	3.03%	11.48%

数据来源：朝阳永续 国联证券研究所

较为难看的业绩将给市场估值造成压力，随着年报业绩的陆续披露，市场的估值风险可能会被动积聚。我们来看目前的市场估值，沪深 300 指数估值：PE=14.61 倍（TTM，整体法），PB=2.55 倍，全部 A 股 PE16.46 倍。沪深 300 指数的 PE-Bands 显示，经过近期市场快速调整之后，沪深 300 指数的估值风险有所释放。去年 11 月份以来沪深 300 指数估值一直在 10 倍附近呈黏着状，其后出现一波小幅回升的走势，近期又向下回调，逐步接近 10 倍的 PE 下轨。股指在 10 倍 PE 附近反复震荡，显示该估值水平附近具有较强的支撑。横向看，上周五恒生 AH 股溢价指数收报 153.27 点，上涨 0.57 点或 0.37%，显示当前 A 股股价平均比 H 股股价溢价 53.27%，A 股估值仍相对高位。

图 16: 沪深 300 指数动态 PE-bands 图



数据来源: wind 国联证券研究所

图 17: 沪深 300 指数 PB 走势图



数据来源: 朝阳永续 国联证券研究所

(3) 聚焦高送转个股

从分配方案看,与上年相比,上市公司 2008 年分配方案中包含送转股的上市公司比例明显下降,而且送转股的数量变少。截至 2 月 28 日,提出分红方案的有 72 家,送股 5 家,转增 15 家,派息 68 家,这在一定程度上体现了今年上市公司高分配的热情有所降温。换个角度看,这意味着高送配股尤显珍贵,更容易受到市场追捧。因为上市公司高送转,一方面显示出上市公司处于快速成长期,管理层对公司业绩的持续成长充满信心,这让投资者对公司未来发展有一个明确的预期,这在一定程度上能刺激投资者的做多热情。另一方面,高送转也是市场中的重要炒作题材,除权之后股价的低廉也为将来的行情提供了一定的上涨空间。正是这些因素都使得高送转题材成为年报披露季节里市场聚焦的热点。那么什么样的股票具有高送转的潜质呢?通常股本规模小,每股公积金,未分配利润比较高,

每股收益和每股净资产也比较高的公司高送转的可能性较大。值得注意的是，有的公司在送转方案出台前后或在方案实施前，可能伴随有大小非解禁消息的出台，因此投资者需特别小心。

表 6：派息前 10 位的个股

代码	名称	每股派息(税前)	转增比例	送股比例
002253. SZ	川大智胜	0.5	0.2	—
600388. SH	龙净环保	0.45	—	—
600535. SH	天士力	0.4	—	—
002258. SZ	利尔化学	0.358	—	—
600246. SH	万通地产	0.35	1	—
002165. SZ	红宝丽	0.3	0.4	—
002168. SZ	深圳惠程	0.3	1	—
000950. SZ	建峰化工	0.25	—	—
002014. SZ	永新股份	0.25	—	—
600516. SH	方大炭素	0.246	—	—

数据来源：wind 国联证券研究所 （数据截止 2 月 27 日）

表 7：转增比例前 10 位的个股

代 码	名 称	转增比例	每股派息(税前)	送股比例
600246. SH	万通地产	1	0.35	—
002168. SZ	深圳惠程	1	0.3	—
600435. SH	中兵光电	1	—	—
002123. SZ	荣信股份	0.6	0.2	—
000540. SZ	中天城投	0.6	0.1	—
002251. SZ	步步高	0.6	0.1	0.4
002263. SZ	大东南	0.5	—	—
002165. SZ	红宝丽	0.4	0.3	—
000852. SZ	江钻股份	0.3	0.1	—
002138. SZ	顺络电子	0.3	0.03	—
002138. SZ	顺络电子	0.3	—	—

数据来源：wind 国联证券研究所 （数据截止 2 月 27 日）

三、我们期待中的“两会”有哪些看点？

在多数投资者眼里，今年的“两会”非常特别。由于中国经济仍经受着国际金融危机的困扰，次贷冲击波近期似乎又卷土重来，同时我国正紧锣密鼓地推进经济刺激方案，本届的“两会”也就显得格外让人关注。从历史经验来看，每年“两会”期间讨论的热点议题，都容易成为市场热捧的主题。那么今年的“两会”将有哪些值得关注的议题呢？

看点 1: 政府投资

今年“保增长、促就业”形势非常严峻，尤其是近期外围再次恶化，为了完成今年保八的任务，4 万亿元总投资规模是否会增加，值得我们关注。目前有不少学者呼吁，政府应追加投资规模，否则保八有相当难度。如果政府投资规模超预期，基础设施建设会成为“两会”的最大投资主题。基建相关板块（钢铁、水泥、工程机械等）将再次活跃。

看点 2: 三农

今年“两会”中，“三农”问题仍将被重点关注，因为确保农民收入持续增长，事关扩大内需全局。由于农业板块个股估值普遍偏高，应重点关注具有业绩支撑的细分行业（如上游种子业、种植业以及动物疫苗）中的龙头个股，选择低位时机介入。

看点 3: 区域振兴

国家通过产业振兴规划保经济增长的同时，各个层面的区域规划也在跟风推进。由于地方政府可以发行地方债，两会期间将有一些区域规划上报，我们更关心区域振兴方案是否能落实到位。我们认为，中西部发展、环北部湾、环渤海、东北老工业基地等区域经济圈以及一些新兴中心城市通过振兴规划的可能性较大。届时我们可以从这些区域规划中筛选一些受益的龙头企业作为投资标的。

看点 4: 医改

作为民生的重要话题，医改必将成为“两会”最让人关心的热点之一。同时，市场预期医改方案的实施细则，也将在“两会”后正式公布。对众多医药上市公司而言，就是一个前所未有的新机遇，与此相关的医药类个股有望得到助推，投资者或许能从“两会”和医改中分到一杯羹。

看点 5: 食品安全

基于更多的民生角度和关注的需要，今年“两会”会特别突出民生重点，毒奶粉事件后，食品安全一直是人们关心的话题。安全将成为食品业发力的新的竞争点、未来 20 年的消费主题，品牌优势明显的龙头企业将在其中获益。可以关注两类公司，一是食品行业龙头、产品安全系数高的企业；二是为食品安全提供保障的企业。

看点 6: 其它

环保与新能源、房地产、股市等议题也是许多参加两会的人大代表和政协委员所关切的提案，不排除这些提案或议案催生一些交易性的投资机会，譬如房地产行业，在两会期间很难有重大政策出台，但参会者的讨论却能给投资者某种预期或想象空间，部分上市公司可能会受一定程度的提振。关于股市的议题则主要包括创业板、发行制度改革、大小非等。

四、我们如何布局 3 月股市？

对 3 月份的市场，我们仍维持前期的谨慎观点。在没有看到经济真正复苏、业绩见底回升前，大盘难现较大级别的上攻行情。我们的基本判断是，2 月份的逼空行情暂告一段落，市场将继续震荡整理，向上的动力有所减弱。3 月份股指很难创出新高，但会有主题性的结构性投资行情。主要理由包括：

（1）东欧经济危机加深、国际主要股市的持续疲软，加重了投资者对国际经济环境的担忧，并对 A 股市场的信心产生一定影响。（2）3 月份密集披露的经济数据和年报，将对市场产生饱和冲击。特别

是 M1 可能继续下滑以及 CPI 同比&PPI 环比的可能负增长，将令投资者对经济复苏的预期大打折扣。

(3) 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 亿至 30 亿股之间。(4) IPO 的可能重启。(5) 两会期间，政策惊喜可能低于预期。(6) 信贷规模有可能大幅下滑以及央行回笼资金力度加大，导致流动性宽松的估值驱动被弱化。

操作上，建议投资者积极防御、波动操作，可关注前期相对涨幅不大且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。主题配置方面，可以关注年报高送配个股、新能源板块、两会主题板块以及近期各地分发消费券鼓励居民消费，给消费类行业带来利好。从行业属性来看，建议配置抗通缩的防御性板块为主，如食品饮料、医药、信息技术。可阶段性参与超跌周期股，对于部分业绩具有确定性的周期性行业如农药、民爆、塑料可以关注。

★关注事项：

- 1、经济数据。特别是订单、M1 增速、信贷增速、CPI 同比与 PPI 环比。
- 2、会不会降息
- 3、两会期间的政策动向
- 4、小保险机构直接入市
- 5、解禁限售股

★投资机会：

通缩背景下的抗通缩、防御性行业

“两会”主题投资

高送配、高增长个股

★提示风险：

大小非解禁个股的风险

经济数据恶化带来的系统性风险

重要声明：

本报告版权归国联证券所有。无国联证券公司授权，任何人不得进行任何形式的复制和发布。如引用，需注明引自“国联证券公司”，并且不得进行有悖愿意的删节和修改。本报告中的信息均来源于公开资料，报告中的内容和意见仅供参考，国联证券公司及研究员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不承担投资者因使用本报告而产生的任何责任。国联证券公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。