

2009年3月2日

宏观策略部

寻找经济不平衡复苏带来的投资机会

◆ 策略周报 (2009.2.23-2.27)

■ **回顾 1: 市场顺势调整。**由于市场对央行回收流动性以及对经济复苏低于预期的担忧, 市场出现了较大的调整。截止周五, 上证指数和沪深 300 跌幅分别为 7.9% 和 8.7%。

■ **回顾 2: 银行弱市显稳定。**本周跌幅较大的是商业服务与用品、电信服务以及制药、生物科技与生命、材料等。而银行和保险跌幅相对较小。

■ **寻找经济不平衡(局部)复苏带来的投资机会。**上周讨论宽松的货币政策下商业银行如何调整自己的资产负债配置释放出低风险溢价的流动性, 但是由于央行持续的回收流动性操作, 导致市场短期内对流动性的担忧, 以及我们上周策略报告提示的高估值的制约, 使得市场出现了较大幅度的回调。这周探讨基本面对市场的影响, 以此来选择投资机会, 随着四万亿投资计划的实施, 市场出现了不平衡的复苏苗头, 尽管看起来还比较微弱。对于市场的看法, 一段时间内仍将以区间波动为主。

■ 首先, 经济复苏, 或者说四万亿投资计划发挥作用比预期的要晚。从微观的数据看, 如钢材库存量上升较快。从已经公布的货币数据看, 短期内 M1 的增速不理想, 也表明实体经济的活力不足, 体现企业的活期存款增速较小。

■ 其次, 我们要看到, 尽管复苏晚于预期, 经济还是有所复苏, 从草根调研看, 复苏的程度、区域和产品类别不一。从复苏的程度看, 发电量从今年 2 月中旬开始, 发电和用电量都恢复了正增长。全国 2 月中旬增长 15%, 环比增长 13.2%, 在南方, 同比增长 10%, 环比增长 8%。从区域看, 从最近发布的一些区域的宏观数据看, 上海和广东等沿海地区工业复苏的迹象还不明显, 但是中西部地区仍旧保持良好的势头。从产品看, 同是水泥, 中西部地区的需求要好于东部; 从工程机械看, 起重机和挖掘机要好于混凝土机械等; 从房地产看, 深圳的交易量要好于广州和上海等等。

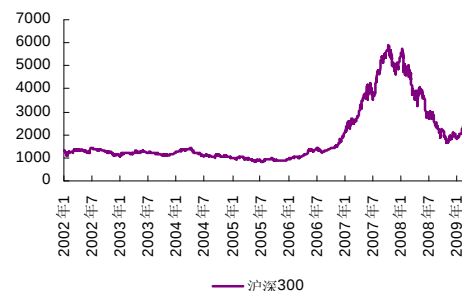
■ 从估值看, 近期的快速下跌以空间换取了时间, 我们认为短期市场下探的空间有限, 尽管央行最近有节奏的调节流动性力度较大, 但预计未来的力度将有所减弱; 同时上升的空间仍取决于经济复苏的程度。对整个 A 股估值进行分析, 剔除一些异常值, 总体样本 1510 家。统计结果为, 整个 A 股市场的滚动市盈率中位数为 25 倍, 算术均值为 30.6 倍, 而沪深 300 的整体市盈率水平为 15.2 倍, 说明存在结构性的高估, 但是也有机构性机会。

■ 在投资策略上, 如果市场继续下探, 建议逢低吸纳, 做好波段操作, 待经济复苏迹象进一步明朗进行趋势操作。在板块上看好四万亿投资计划见效拉动的投资品, 如电气设备, 工程机械, 水泥基建, 电力和房地产等板块, 以及两会主题和受益 8500 亿投入的医药板块。建议遵循不平衡的经济复苏迹象的思路, 关注水泥基建板块的中西部公司; 电气设备的输配电, 工程机械中的起重机和挖掘机, 房地产中的深圳相关的上市公司等。如果风险承受能力强的投资者, 可关注上周策略报告提及的两会主题投资机会。

黄学军

(8621)22169107

huangxj@ebscn.com



相关报告:

《开盘看外围 短期博政策》11.24

《关注主题投资: 社保基金投资标的的猜想》12.1

《信用门槛降低提升市场底部》12.8

《关注金融和产业政策带来的机会》12.15

《逆经济周期下的信用杠杆扩张》12.22

《把握“内”“外”有别的投资机会》12.29

《展望 2009 及关注梯度发展下的投资机会》1.5

《寻找坚冰消融从价格开始》1.12

《在产业规划中寻找升级带来的投资机会》1.19

《从信心之旅看投资机会》2.2

《量多质“优”的流动性推升股市》2.9

《产能过剩和储蓄过高支撑股市》2.16

《反弹的流动性基础仍在 但高度有限》2.28

销售经理:

陈扬 杨日昕 王莉本

(8621)22169080

一、一周市场回顾：市场顺势调整

1. 主要股指一周表现

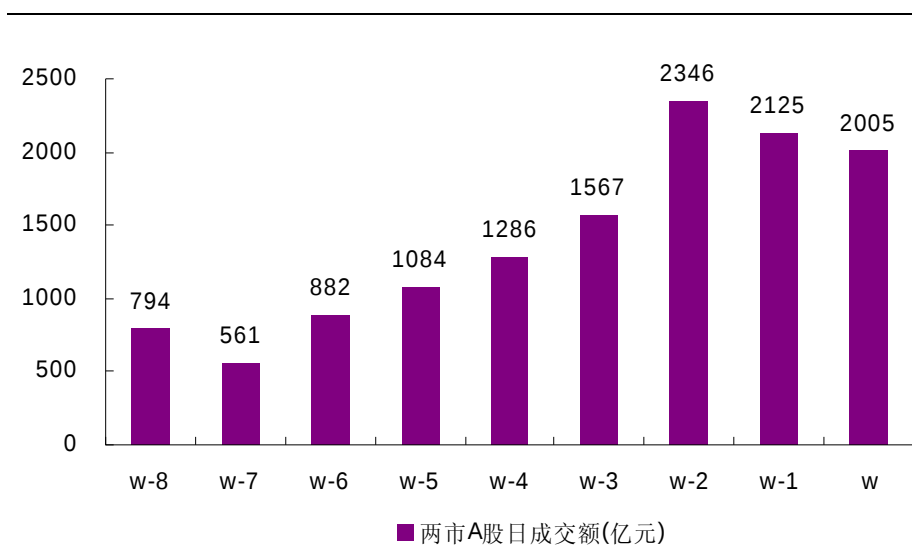
由于市场对央行回收流动性以及对经济复苏低于预期的担忧，市场出现了较大的调整。

国际方面，由于美国宏观经济数据低于预期，尤其是美国四季度的 GDP 增速，美国指数继续探底。但是随着各国继续采取积极的救市措施和财政政策，如美国对商业银行国有化，日本政府直接入市等措施，一些经济体股市涨跌互现。

截止周五，上证指数和沪深 300 跌幅分别为 7.9% 和 8.7%。

两市日成交额为 2005 亿元，较上周的 2125 亿元交易量略有下降，市场成交活跃度仍将维持。

图 1：两市日均成交金额



数据来源：WIND 光大证券

数据说明：W 为本周；W-1 为前推一周，依此类推；

表 1：世界主要股票指数一周表现

指数	过去一周涨幅(%)	一周涨幅(%)	收盘价
道琼斯工业平均数	-6.2	-4.1	7062.9
标准普尔 500 指数	-6.9	-4.5	735.1
纳斯达克指数	-6.1	-4.4	1377.8

伦敦金融时报 100 指数	-7.2	-1.5	3830.1
法国 CAC 指数	-8.2	-1.7	2702.5
德国 DAX 指数	-9.0	-4.3	3843.7
东京日经 225 指数	-4.7	2.1	7568.4
香港恒生指数	-6.3	0.9	12811.6
印度孟买 sensex30 指数	-8.2	0.5	8891.6
俄罗斯 RTS 指数	-17.1	5.3	544.6
巴西圣保罗交易所指数	-7.1	-1.4	38183.3
标普/澳证 200 指数	-4.4	-1.7	3344.5
台湾证交所加权股价指数	-3.4	2.7	4557.2
韩国 KOSPI 指数	-10.6	-0.3	1063.0
新加坡海峡时报指数	-6.5	0.0	1594.9
上证指数	-2.6	-7.9	2082.9
深圳综指	-0.7	-11.4	659.1
沪深 300 指数	-2.3	-8.7	2140.5

数据来源: Bloomberg 光大证券

2. 行业一周表现: 银行弱市显稳定性

本周跌幅较大的是商业服务与用品、电信服务以及制药、生物科技与生命、材料等。而银行和保险跌幅相对较小。

表 2: 主要行业指数一周表现

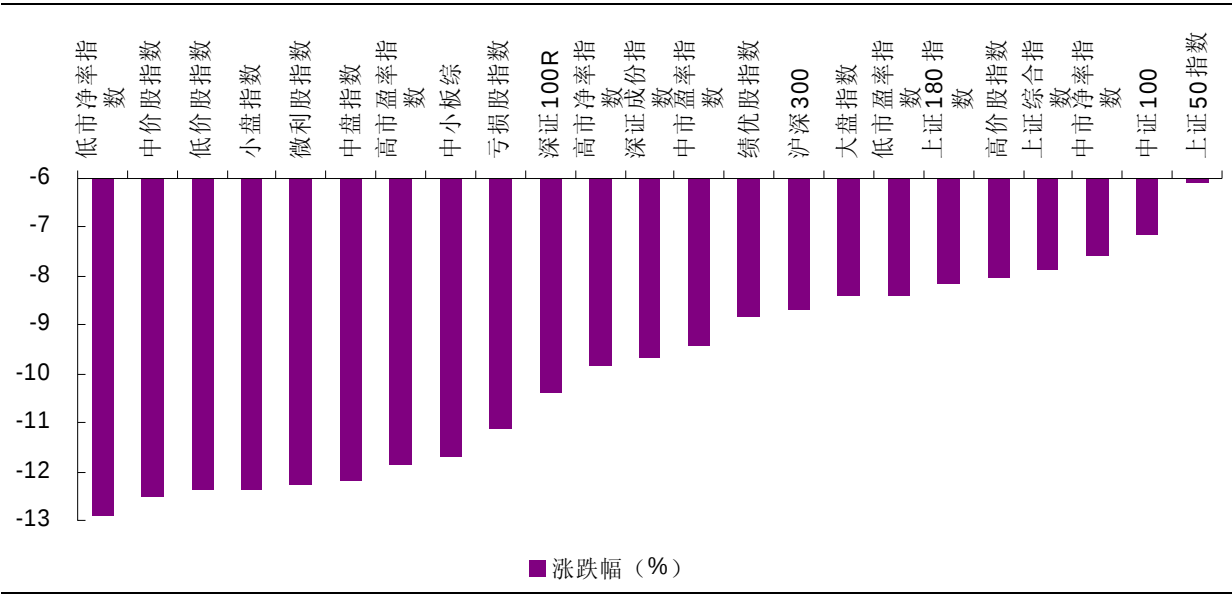
行业	本周收益率(%)	上周收益率(%)	行业	本周收益率	上周收益率
能源	-10.03	-2.34	家庭与个人用品	-13.10	-5.85
材料	-13.13	1.26	医疗保健设备与服务	-13.92	1.73
资本货物	-11.96	-0.32	制药、生物科技与生命	-10.34	0.03
商业服务与用品	-16.74	1.98	银行	-1.40	-3.25
运输	-11.34	-3.68	多元金融	-12.85	-4.67
汽车与汽车零部件	-9.96	-0.15	保险	-4.90	-5.93
耐用消费品与服装	-12.19	-1.87	房地产	-11.35	-5.45
消费者服务	-4.97	-4.64	软件与服务	-9.71	-2.28
媒体	-13.25	-2.98	技术硬件与设备	-13.46	-2.85
零售业	-11.38	-2.40	半导体与半导体生产设备	-15.19	-3.88
食品与主要用品零售	-12.09	-0.65	电信服务	-7.94	-5.21
食品、饮料与烟草	-10.03	-2.34	公用事业	-9.15	0.38

数据来源: WIND 光大证券

3. 风格指数：大盘股的弹性较差

总体来说，低价、小盘、低市净率等指数表现最差，而一些上证 50 等表现较差，因此表现较差的弹性。

图 2：不同风格指数本周表现



数据来源：WIND 光大证券

二、市场资金供求：本周没有增发

1. 一周新股和增发：

压力不大。

表 3：一周新股

发行日期	名称	发行价格	发行数量(万)	募集资金合计(亿)	上市时间
------	----	------	---------	-----------	------

数据来源：WIND 光大证券

表 4：一周增发

发行日期	名称	发行方式	发行价格	发行数量(万)	募集资金	证监会行业
------	----	------	------	---------	------	-------

(亿)

数据来源：WIND 光大证券

本周有 4 家公司提出增发预案，主要定向机构投资者和大股东等。

表 5：一周股票增发预案

预案公告日	名称	发行方式	发行对象	增发数量（万股）
20090226	上海航空	定向	大股东	22222.22
20090225	*ST 金果	定向	境内自然人	26393
20090224	凯乐科技	定向	机构投资者	6000
20090223	三安光电	定向	机构投资者	5000

数据来源：WIND 光大证券

2. 一周限售股解禁：招商银行全流通

下周限售股解禁市值 1259 亿元，大于上周的 220 亿元，解禁股压力本周不小。

表 6：下周限售股解禁情况

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
东方宾馆	2009-03-02	2696.7374	18459.2388	8508.1356	股权分置限售股份
锦龙股份	2009-03-02	773.1152	16220.422	14241.8828	股权分置限售股份
天宝股份	2009-03-02	479.8785	3425.1285	6374.8715	首发原股东限售股份
招商银行	2009-03-02	479923.3254	1204518.467	0	股权分置限售股份
明星电力	2009-03-02	438.1605	25910.898	6506.9997	股权分置限售股份
兰花科创	2009-03-02	20569.5	57120	0	股权分置限售股份
ST 万杰	2009-03-02	885.93	30615.305	69481.495	股权分置限售股份
大恒科技	2009-03-02	2440	25360	8240	股权分置限售股份
美克股份	2009-03-02	6419.2435	40192.704	10867.698	股权分置限售股份
华联综超	2009-03-02	848.8728	39427.6412	9053.1506	股权分置限售股份
凌云股份	2009-03-02	5828.264	20748	10452	股权分置限售股份
中金黄金	2009-03-02	2564.1025	17107.551	18829.084	定向增发机构配售股份
深高速	2009-03-02	121540	143320	0	股权分置限售股份
太行水泥	2009-03-02	11842.89	36614	1386	股权分置限售股份
九龙山	2009-03-02	40034.2786	64900	0	股权分置限售股份

海螺水泥	2009-03-02	49691.2	102248	31075.4193	股权分置限售股份
用友软件	2009-03-02	2527.2	36184.632	10483.7255	股权分置限售股份
丰华股份	2009-03-02	1913.1649	15219.5361	3582.5147	股权分置限售股份
东安黑豹	2009-03-02	1365.0234	20446.9138	6853.5543	股权分置限售股份
ST 康达尔	2009-03-03	13621.2669	37984.7439	1092.1232	股权分置限售股份
锡业股份	2009-03-03	1286.5632	32789.2617	32282.8871	股权分置限售股份
宗申动力	2009-03-03	9526.6716	34748.1352	11453.4328	股权分置限售股份
歌华有线	2009-03-03	47691.937	106018.6142	0	股权分置限售股份
*ST 二纺机	2009-03-03	18078.3733	33352.419	0	股权分置限售股份
海南椰岛	2009-03-04	106.5652	15472.8294	1127.1706	股权分置限售股份
SST 磁卡	2009-03-04	9157.3472	35331.26	25795.8447	股权分置对价股份
西安饮食	2009-03-05	1407.2823	13863.6531	6089.1429	股权分置限售股份
鑫科材料	2009-03-05	7900	32131.7618	12818.2382	定向增发机构配售股份
华仪电气	2009-03-05	1220.1	11883.2305	15518.7695	股权分置限售股份
沙河股份	2009-03-06	4442.0903	20170.35	0.1687	股权分置限售股份
石油济柴	2009-03-06	1198.08	11980.6562	11980.9438	股权分置限售股份
云南铜业	2009-03-06	18494.88	75924.146	49744.734	股权分置限售股份
东华能源	2009-03-06	4814	10414	11786	首发原股东限售股份
上港集团	2009-03-06	29155	828395.5444	1299828.809	认股权证行权
宇通客车	2009-03-06	2599.4586	40214.9832	11774.1891	股权分置限售股份
云天化	2009-03-06	5400	26420.8292	32614.1977	认股权证行权
全柴动力	2009-03-06	10247.25	28340	0	股权分置限售股份
华东电脑	2009-03-06	6450.435	17103.15	0	股权分置限售股份
皖能电力	2009-03-07	43258.7541	77299.769	1.1126	股权分置限售股份
太原刚玉	2009-03-07	1124.8749	19099.803	8580.197	股权分置限售股份
太钢不锈	2009-03-07	73780.902	302632.0264	266992.7532	股权分置限售股份
浪潮信息	2009-03-07	11008.14	21500	0	股权分置限售股份
江苏阳光	2009-03-07	8916.7016	127395.8942	50938.1384	股权分置限售股份
广电信息	2009-03-07	29939.4738	70886.4553	0	股权分置限售股份
昆明机床	2009-03-07	517.1306	15855.2483	15359.655	股权分置限售股份
华资实业	2009-03-08	26391.12	48493.2	0	股权分置限售股份
浙江医药	2009-03-08	15410.0024	44997.8616	8.1384	股权分置限售股份
标准股份	2009-03-08	16300.743	34600.9804	0	股权分置限售股份
西昌电力	2009-03-08	5468.5125	33879.861	2576.889	股权分置限售股份

数据来源: WIND 光大证券

注: 解禁市值是以最新收盘价计算的。

三、估值情况：估值水平较低

1. 主要指数估值水平

彭博数据显示，A 股股指的估值水平以沪深 300 为例，目前在 15.2 倍。

表 7：主要指数估值情况

指数	PE	2009PE	2010PE	PB
道琼斯工业平均数	8.6	10.7	10.3	2.7
标准普尔 500 指数	10.3	11.8	9.7	1.6
纳斯达克指数	17.9	15.2	12.1	1.8
伦敦金融时报 100 指数	8.0	9.3	8.3	1.2
法国 CAC 指数	8.4	8.3	7.6	1.0
德国 DAX 指数	15.1	9.2	7.9	1.0
东京日经 225 指数	23.2	134.5	29.7	1.0
香港恒生指数	7.9	10.4	9.0	1.2
印度孟买 sensex30 指数	9.1	10.7	10.3	2.0
俄罗斯 RTS 指数	2.9	4.2	3.2	0.5
巴西圣保罗交易所指数	8.7	7.9	6.1	1.3
标普/澳证 200 指数	12.1	10.8	10.4	1.4
台湾证交所加权股价指数	11.7	18.0	11.7	1.1
韩国 KOSPI 指数	8.7	10.4	7.7	0.9
新加坡海峡时报指数	4.8	10.0	9.3	0.9
上证指数	16.4	14.7	14.1	2.3
深圳综指	21.1	16.7	15.6	2.7
沪深 300 指数	15.2	14.9	14.2	2.4

数据来源：Bloomberg 光大证券

2. A-H 股溢价率：位于高位

根据恒生 AH 溢价指数，A 股和 H 股的最新溢价率为 53%，AH 溢价水平波动较大。

图 3：恒生 AH 溢价指数



数据来源：WIND 光大证券

四、政策与热点：产业政策继续出台 期待细化

- 1、2 月 25 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，审议并原则通过有色金属产业和物流业调整振兴规划。至此中国十大产业调整振兴规划全部亮相。
- 2、2 月 27 日，国家发改委详解十大产业振兴规划，规划细则三月中旬公布。
- 3、2 月 28 日，国务院总理温家宝网上沟通，提出非常关心股市，希望股民通过投资增加收入。

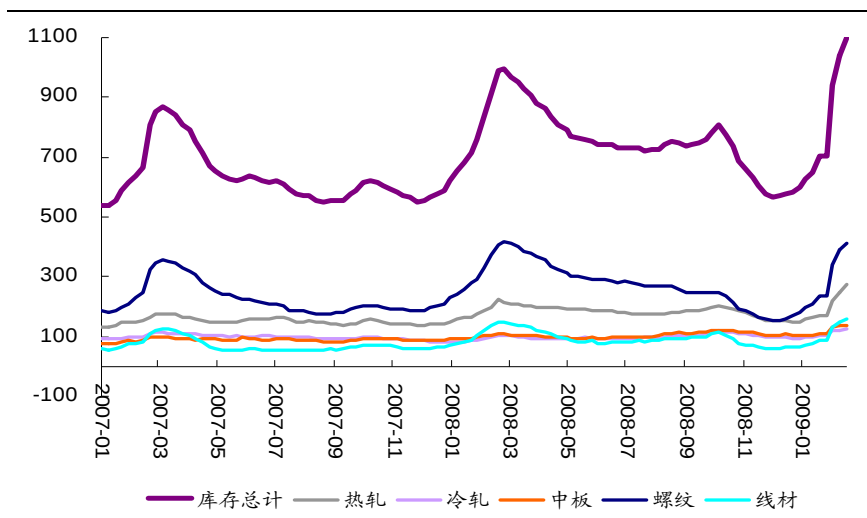
五、投资主题：寻找不平衡的经济复苏带来的投资机会

上周讨论宽松的货币政策下商业银行如何调整自己的资产负债配置释放出低风险溢价的流动性，但是由于央行持续的回收流动性操作，导致市场短期内对流动性的担忧，以及我们上周策略报告提示的高估值的制约，使得市场出现了较大幅度的回调。这周探讨基本面对市场的影响，以此来选择投资机会，随着四万亿投资计划的实施，市场出现了不平衡的复苏苗头，尽管看起来还比较微弱。对于市场的看法，一段时间内仍将以区间波动为主。

首先，经济复苏，或者说四万亿投资计划发挥作用比预期的要晚。这个可以从两个方面体现：从微观的数据看，钢材库存量上升较快，一方面说明经销商对于需求旺季的期待，另一方面说明，四万亿的投资计划启动的速度比预计的缓慢。上周社会钢材库存 1101.785 万吨，较上一周小幅上升

6.17%，创出历史新高。总库存量连续上升了 10 周（已除去春节放假 1 周），同时钢材价格下跌，表现出下游需求的不足。还有，从已经公布的货币数据看，短期内 M1 的增速不理想，也表明实体经济的活力不足，体现企业的活期存款增速较小。

图 4：国内主要城市钢材社会库存统计



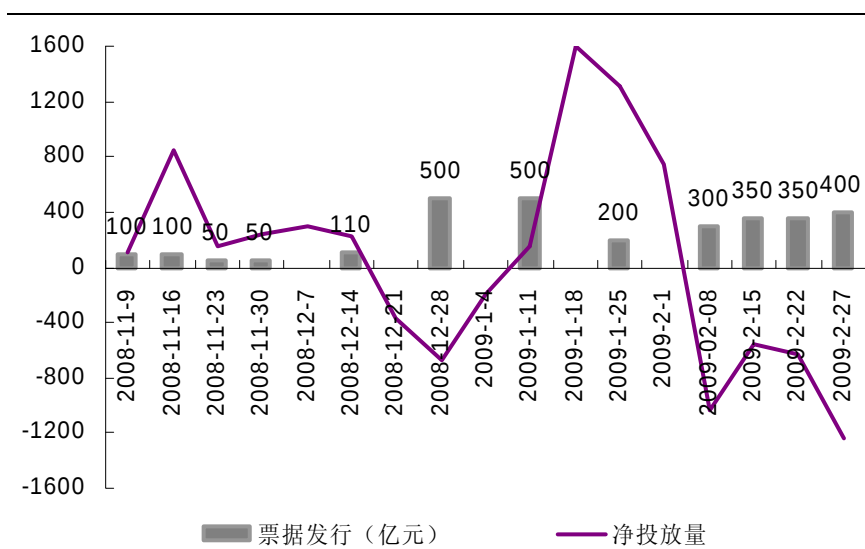
资料来源：MYSTEEL 光大证券研究所

注：时间截止到 2 月 23 日。

其次，我们要看到，尽管复苏晚于预期，经济还是有所复苏，从草根调研看，复苏的程度、区域和产品类别不一。从复苏的程度看，发电量从今年 2 月中旬开始，发电和用电量都恢复了正增长。全国 2 月中旬增长 15%，环比增长 13.2%，在南方，同比增长 10%，环比增长 8%。从区域看，从最近发布的一些区域的宏观数据看，上海和广东等沿海地区工业复苏的迹象还不明显，但是中西部地区仍旧保持良好的势头。从产品看，同是水泥，中西部地区的需求要好于东部；从工程机械看，起重机和挖掘机要好于混凝土机械等；从房地产看，深圳的交易量要好于广州和上海等等。

从估值看，近期的快速下跌以空间换取了时间，我们认为短期市场下探的空间有限，尽管央行最近有节奏的调节流动性力度较大，但预计未来的力度将有所减弱；同时上升的空间仍取决于经济复苏的程度。对整个 A 股估值进行分析，剔除一些异常值，总体样本 1510 家。统计结果为，整个 A 股市场的滚动市盈率中位数为 25 倍，算术均值为 30.6 倍，而沪深 300 的整体市盈率水平为 15.2 倍，说明存在结构性的高估，但是也有结构性机会。

图 5：央行每周公开市场操作



数据来源: Wind 光大证券

表 8: A 股个股估值统计

	PE (TTM)
Q3 (3/4 分位数)	42.69
Median (中位数)	25.28
Q1 (1/4 分位数)	12.91
Mean (算术平均数)	30.58

数据来源: Wind 光大证券

在投资策略上,如果市场继续下探,建议逢低吸纳,做好波段操作,待经济复苏迹象进一步明朗进行趋势操作。在板块上我们看好 4 万亿投资计划见效拉动的投资品,如电气设备,工程机械,水泥基建,电力和房地产等板块,以及两会主题和受益 8500 亿投入的医药板块。建议遵循不平衡的经济复苏迹象的思路,关注水泥基建板块的中西部公司;电气设备的输配电,工程机械中的起重机和挖掘机,房地产中的深圳相关的上市公司等。如果风险承受能力强的投资者,可关注上周策略报告提及的两会主题投资机会。

光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F. 邮编：200120
电话：021-68816000 传真：021-68818550

光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券有限责任公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表或者引用。