

积极把握超预期变化下的二维投资机会

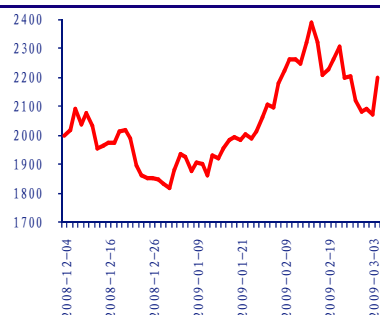
——2009年3月份A股市场投资策略报告

核心观点:

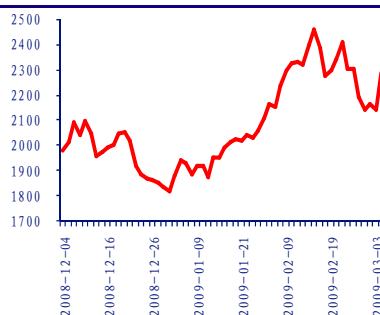
- **宏观经济预计已于2008年4季度见底。**预计2009年1季度GDP增速7.3%，发电量、PMI、消费、进出口、信贷等出现回升，表明宏观经济正在改善，超出市场普遍预期。
- **信贷投放迅猛增长，流动性过剩更加宽松。**2月份信贷投放可能达到1万亿元，远远超出市场预期，使流动性持续保持宽松，从而推动市场。市场利率低位徘徊证实了流动性严重过剩，基金等金融产品销售回暖预示投资热情正在恢复。
- **保增长政策力度超预期。**未来可能推出更大规模的经济刺激计划。
- **风险因素：**警惕短期快速上涨带来的政策调控风险、股市供求关系逆转风险和国际市场波动风险。
- **市场运行与操作策略：**3月份在大盘股的带领下市场有望挑战前期高点，作为阶段性的投资机会，应坚持全年的波段操作策略。
- **从两个维度把握投资机会：**一是经济好转与政策刺激下的金融和投资品的估值回升机会，二是流动性过剩与政策扶持下的主题投资机会。
- **行业配置：**超配银行、证券、保险、医药、地产、机械、建筑。

主要指数走势

上证指数



沪深300



资料来源：中国银河证券研究所

分析师

滕泰 所长 董事总经理

✉: tengtai@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8885

秦晓斌 策略分析师 总监

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8746

张琢 策略分析师

✉: zhangzhuo_yj@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8477

王皓雪 策略分析师

✉: wanghaoxue@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8607

A股市场数据

总市值(万亿)	14.9
流通市值(万亿)	6.09
市盈率(TTM)	17.5
市净率	2.56

相关研究

1、L型经济增长下的八大投资机遇

——2009年A股市场投资策略报告 2008.11.08

2、经济寒冬呼唤成长春天

——2009年2月投资策略报告 2009.2.3

3、2009不差钱 主题投资正当时 2009.2.9

目 录

一、宏观经济已于去年 4 季度提前见底.....	1
二、流动性超预期宽松继续推动 A 股市场	3
（一）贷款增长远超预期.....	3
（二）2009 年 1 季度流动性过剩高达 5.5 万亿元.....	4
（三）实际利率下行证实资金面相当宽松.....	4
（四）3 月份公开市场到期资金高达 8210 亿元.....	5
（五）基金与理财产品销售回升可能预示投资热情正在恢复.....	6
三、保增长政策力度超乎预期.....	7
四、警惕政策调控、供求关系逆转及国际市场波动风险.....	9
五、把握超预期带来的“二维”投资机会.....	10
（一）金融与投资品的估值回升机会.....	10
（二）流动性过剩和政策扶持下的主题投资机会.....	12
（三）行业配置建议表.....	14
插图目录.....	15
表格目录.....	15

对证券市场而言，预期的重要性再怎么强调都不过分。当前，我国宏观经济、政策以及流动性都出现了一些“超预期”：宏观经济有可能已经提前见底、政府将推出更大规模的经济刺激计划、信贷超预期发放促使流动性过剩依然存在，新基金与券商集合理财产品的发行明显回暖，这些因素将促进 A 股市场强势运行，股指有望挑战前期反弹高点。

在投资机会方面，我们可以从两个维度去把握投资机会：一是经济见底与政策超预期所带来的金融、地产以及部分投资品行业的估值水平回升机会，以大盘股为主要投资标的；二是流动性过剩与政策扶持下的主题性投资机会，如军工、医药、新能源、上海世博、创投等，以中小盘股为主要投资对象。

一、宏观经济已于去年 4 季度提前见底

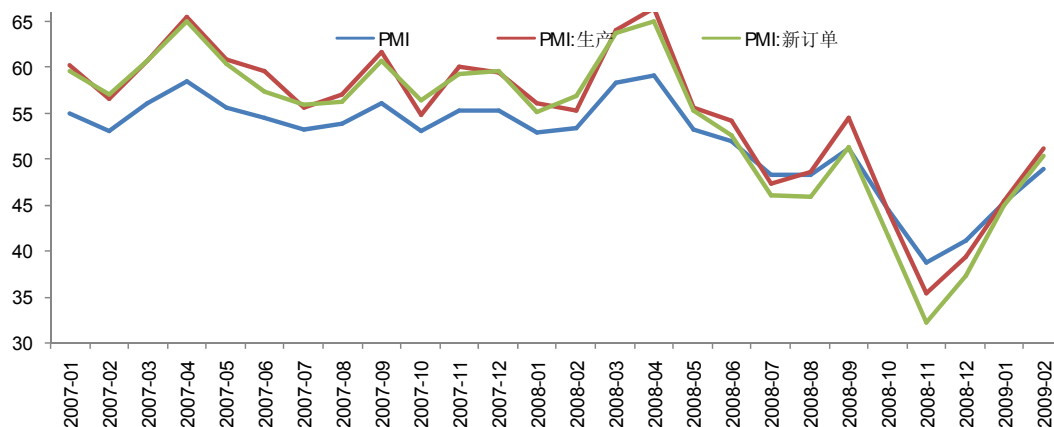
市场普遍预期我国宏观经济将于 2009 年 1 季度甚至 2 季度见底，但我们认为，在一系列反周期政策的刺激推动下，我国经济增速于 2008 年 4 季度已触底，2009 年经济将缓慢回升。根据银河证券研究所宏观部的预测，2009 年 4 个季度 GDP 分别增长 7.3%、7.7%、8.1%、8.9%，全年为 8.1%，其中一季度 GDP 增速 7.3%要高于去年四季度 6.8%的水平，这也高于 CCER 公布的预测均值 6.6%。

多个层面反映宏观经济正逐步改善。从 12 月份开始，能够及时反映经济运行的宏观指标不断好转，发电量环比上升、企业生产回升、部分产品销售情况好转。

第一，用电量已经出现同比与环比的正增长。根据温总理公开的数据，自 2 月中旬以来，我国用电量同比增长了 15%，环比增长了 13.2%，南方同比增长了 10%，环比增长了 8%。用电量作为反映我国工业生产的重要指标，已经反映出我国工业生产正在较快复苏。

第二，采购经理人指数已经连续三个月回升。最新公布的 2 月份 PMI 已经回到 49，其中，新订单指数和生产指数超过 50，构成了 PMI 反弹的主要动力，这说明企业的需求以及工业生产正在恢复。

图 1：PMI 指数连续三个月反弹

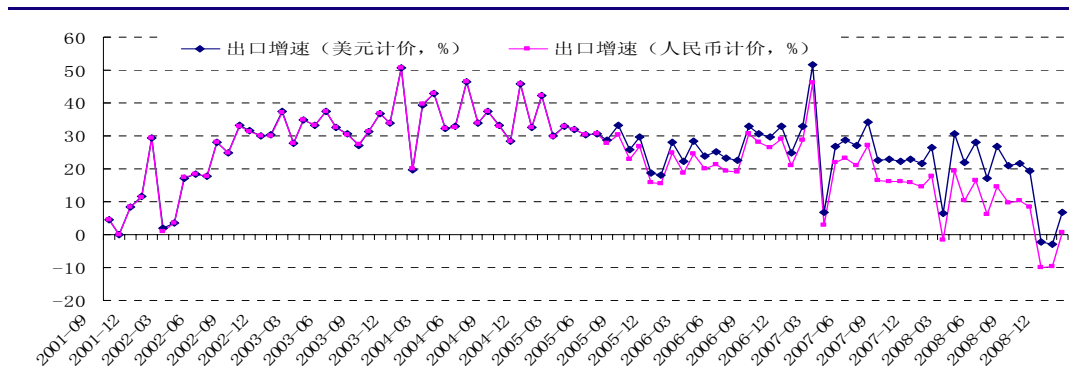


资料来源：Wind，中国银河证券研究所

第三，消费仍然保持高位运行。2008 年 11 月、12 月我国消费品零售总额实际增速分别为 17.6% 和 17.3%，处于自 2007 年以来的较高水平。2009 年 1 月份全国千家重点零售企业的零售额同比增长了 24.5%，国内车市也出现回暖迹象，乘用车销量环比增长 4.4%，连续两个月呈回升势头，即便考虑今年春节的不可比因素，我国消费还是保持了良好的发展势头。

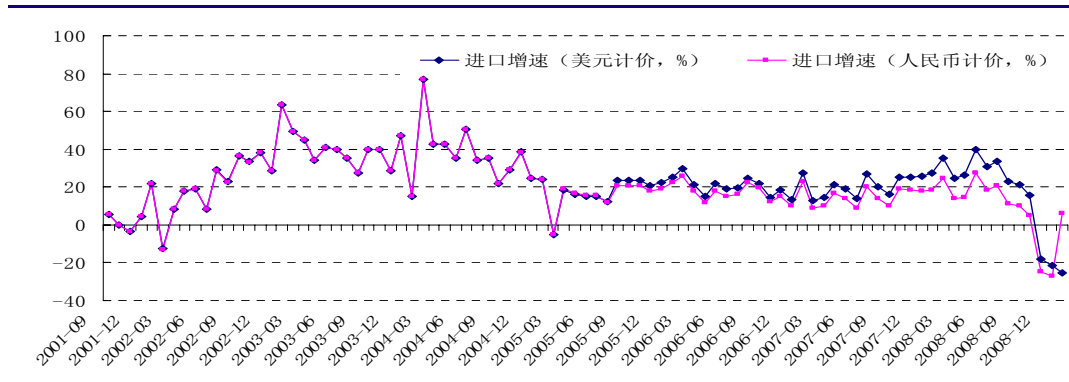
第四，进出口 1 月份实际增速为正增长。虽然 1 月份我国进出口增速创多年来的新低，但如果剔除春节放假、出口商品价格下跌和汇率升值影响，实际出口增速为 4.2%，实际进口增速为 6% 左右，均大幅高于去年 12 月、11 月。

图 2：1 月份我国实际出口增速有所回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究所

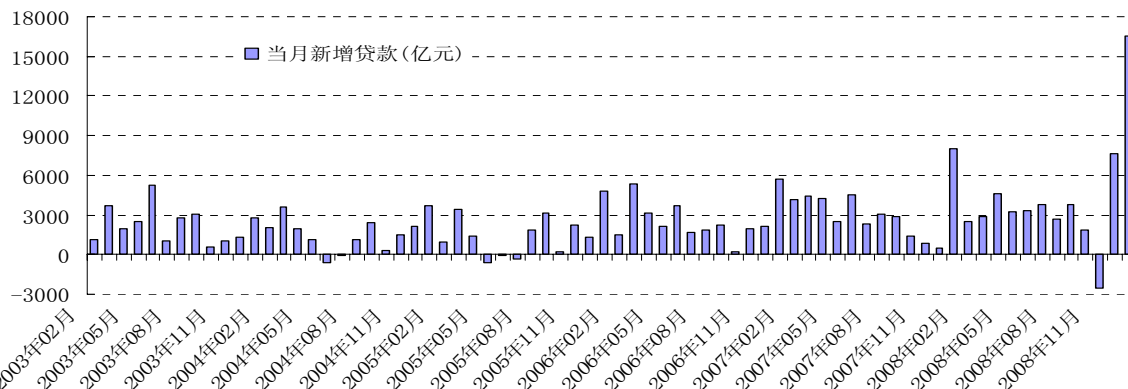
图 3：1 月份我国实际进口增速有所回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究所

第五，银行贷款猛增有利于带动投资回升。今年 1 月份银行新增贷款创出天量数据，新增 16205 亿元，同比增长 106%。此前市场普遍预期 2 月份新增贷款会降至 5000 亿元左右，但实际贷款数量初步估计将达到 1 万亿以上，这远超过市场预期，也大幅超过去年 2 月份的 2434 亿元。虽然我们还不能判断 2 月份新增贷款的结构，但是参考前两个月情况，实体经济吸收的贷款应当在 6000 亿元以上，这说明实体经济的贷款需求非常强劲，政策支持下的投资项目在快速推进，未来几个月投资增速能够得到保证。

图 4：2009 年我国新增贷款大幅增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

综合上述因素,我国经济增速2008年4季度见底的可能性很大。虽然国际金融危机还在延续,外部经济环境依然严峻,我国出口需求仍然受到负面冲击,但在前所未有的经济振兴计划刺激下,2009年我国经济有可能率先走出低谷,步入复苏。

二、流动性超预期宽松继续推动A股市场

充裕的流动性是我们看好2009年A股市场最重要的因素。市场普遍预期流动性将会快速减少,但从目前的情况看,信贷超预期增长使流动性过剩状况仍将持续,流动性仍然是推动市场的重要力量。

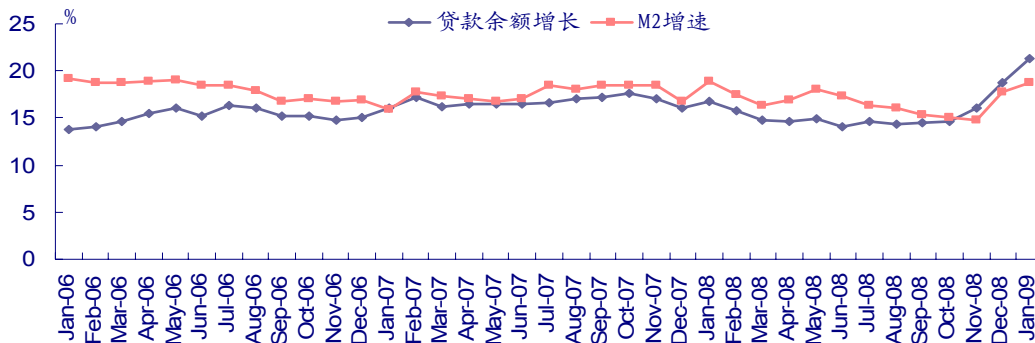
(一) 贷款增长远超预期

2008年四季度以来,国内货币政策由从紧转为适度宽松,对流动性的调控也出现转向,明确提出“保证市场流动性充分供应,引导货币信贷合理投放”。具体来说,从2008年9月到12月,央行五次下调贷款利率,四次下调存款利率,四次下调存款准备金率。同时,商业银行的信贷规模限制也于11月初被取消。上述政策转向很快取得了实际效果,此后各月的统计数据显示,人民币新增信贷规模逐月增加,1月份更是达到了1.62万亿的天量水平,几乎相当于2008年前4个月的新增贷款总和。

虽然市场一度认为信贷如此快速增长难以持续,但综合各方信息,2月份人民币新增信贷规模有望突破1万亿,远远超过市场预期。

贷款的大规模投放还引领了广义货币供应量的触底反弹。2008年5月份以来,广义货币增速逐月走低,一度到达15%以内,是3年多来的最低增速。随着11月份新增贷款的放量,M2增速也止跌企稳,并连续两个月反弹。我们认为2月份广义货币供应量增速继续反弹应无悬念,一季度甚至可能会达到20.0%左右。

图5: 信贷增长与广义货币供应量增速大幅回升



资料来源: wind 中国银河证券研究所

(二) 2009 年 1 季度流动性过剩高达 5.5 万亿元

2009 年全年过剩 4.75 万亿元。央行货币供应总量目标是 GDP 增长加上物价涨幅再增加 3-4 个百分点, 全年广义货币供应量增长 17% 左右。2008 年年底 M2 总量为 47.5 万亿元。如果 2009 年 M2 增幅 17%, 也就是要达到 55.6 万亿元, 比 2008 年底增加约 8.1 万亿元。2009 年, 物价变动按照 -1.1%, GDP 实际增速按照 8.1% 计算, M2 增速会高于名义 GDP 增速约 10 个百分点, 多余的流动性约 4.75 万亿元, 2009 年货币供应将相当充裕。

2009 年 1 季度流动性过剩 5.5 万亿元。2009 年 1 月我国 M2 增速已回升到 18.79%, 一季度甚至可能会达到 20% 以上, 但一季度 GDP 增速将是全年最低的, 在 7.3% 左右, 实体经济吸收流动性最少, 这样, M2 增速 (按 19.0% 计算) 与 GDP 增速之差将达 11.5 个百分点, 保守估计, 多余货币供应至少将达到 5.5 万亿元, 成为全年流动性最为充裕的一个季度。

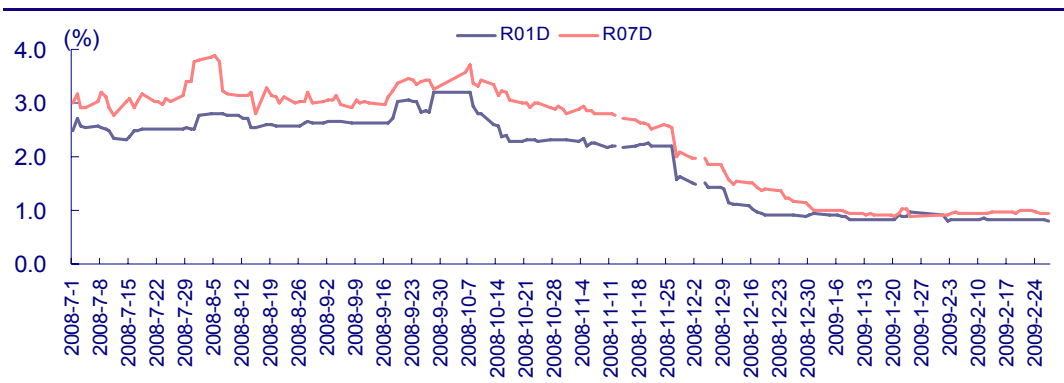
实体经济不能吸纳的过剩流动性必然有一部分会流入股市, 推动市场继续回暖。虽然我们无法估计有多少过剩的流动性会流入股市, 但资金的逐利性会使部分资金以各种渠道从银行间系统流入证券市场。

(三) 实际利率下行证实资金面相当宽松

市场资金面宽裕的另一个重要证据来自于利率的持续走低。

隔夜回购利率和 7 日回购利率最能反映银行资金面的松紧。今年以来上述利率始终维持在低位, 多数时间分别在 0.9% 和 1% 以下运行, 是有统计以来该数据的最低值, 说明当前银行间市场的资金非常充裕。

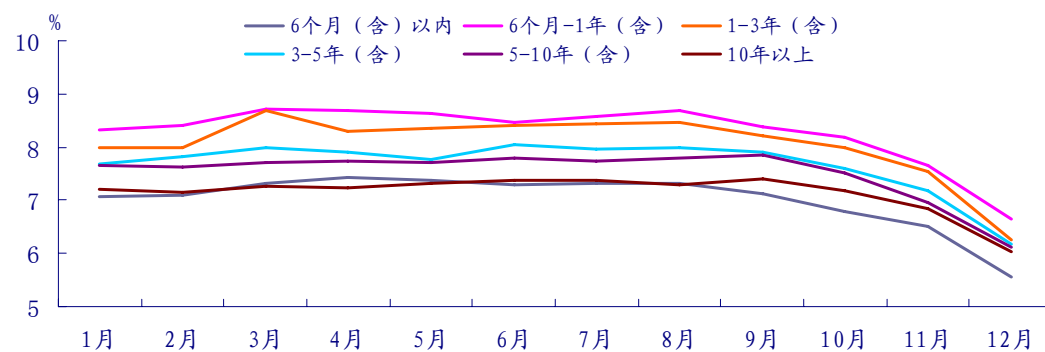
图 6: 银行间隔夜、7 日回购加权利率低位徘徊



资料来源: wind 中国银河证券研究所

金融机构贷款利率也同样处于下降通道中。最新的 2008 年 12 月份金融机构人民币贷款加权平均利率为 6.23%，较 8 月份下降 1.96 个百分点，较年初下降 1.66 个百分点。执行上浮利率的贷款占比也先升后降，12 月份金融机构执行上浮利率的贷款占比为 44.31%，较 8 月份下降 6.31 个百分点。

图 7：金融机构人民币贷款加权利率



资料来源: wind 中国银河证券研究所

表 1：2008 年 1-12 月金融机构人民币贷款利率区间占比表（单位：%）

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
上浮	44.3	43.45	36.62	50.66	49.23	45.58	47.53	50.62	47.26	46.79	44.39	44.31
基准	29.77	30.04	37.92	28.87	30.53	32.81	30.93	30.46	31.15	29.87	32.13	30.13
下浮	25.93	26.51	25.46	20.47	20.24	21.6	21.54	18.92	21.59	23.34	23.48	25.56

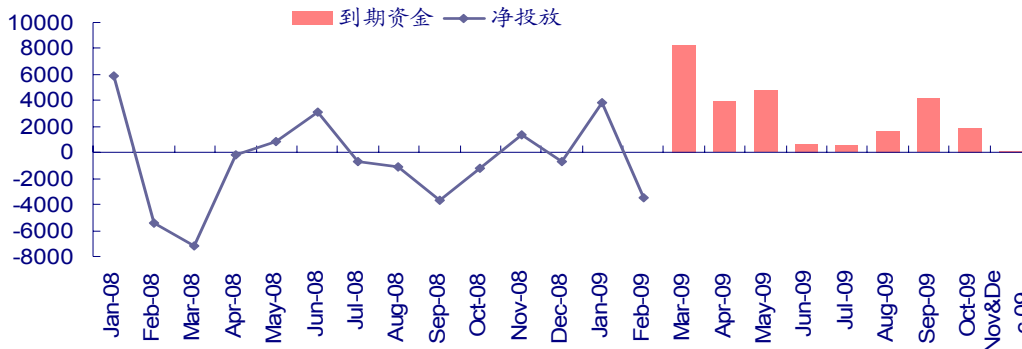
资料来源: 央行货币政策执行报告

（四）3 月份公开市场到期资金高达 8210 亿元

2008 年 4 季度以来，央行公开市场操作始终保持相对温和。10 月底央行暂停了一年期央票的发行，11 月初又将 3 个月期央行票据改为隔周发行，以此来减少资金的回笼。从去年 10 月至今年 2 月的五个月间，央行有三个月实施了资金净投放，有两个月实施了资金净回笼。今年 1 月份央行净投放货币 3810 亿元，为近一年来新高。虽然 2 月份公开市场操作以净回笼为主，但主要是出于平滑年内各月资金到期量的考虑。

最新统计显示，3 月份到期资金量高达 8210 亿元，是近 11 个月来最大值，即使央行通过正回购或央票继续对冲到期资金，也难改变流动性充裕的现状。

图 8：金融机构人民币贷款加权利率（单位：亿元）



资料来源：wind 中国银河证券研究所

（五）基金与理财产品销售回升可能预示投资热情正在恢复

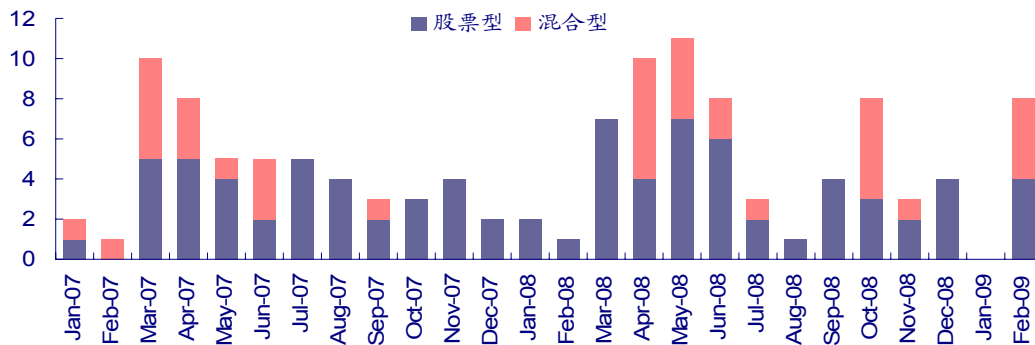
近期，基金与券商集合理财产品的销售明显回升，将会给 A 股市场带来一定的资金支持，可能也预示着投资者的热情正在恢复。

据统计，今年 1 月份有 5 只基金发行，皆为低风险类基金，分别是诺德增强收益债券、华宝兴业增强收益 A、华宝兴业增强收益 B、国投瑞银货币基金 A 和国投瑞银货币基金 B。2 月份共有 15 只基金开始发行，其中 4 只混合型基金，4 只股票型基金；3 月刚刚过去 3 个工作日就有 6 只基金开始发行，3 月 3 日交银施罗德先锋股票型基金开始募集，4 日南方沪深 300 指数基金开始募集，而 2 日当天有鹏华沪深 300、泰达荷银品质生活、泰信蓝筹精选、农银汇理平衡双利四只基金同时开始募集。

造成近期基金密集发行的主要原因，一方面是去年获批的新基金一直等待时机最终推迟到现在才发行，另一方面近期获批的新基金借股市回暖，一拿到批文就立即展开募集，从而造成去年和今年获批的基金叠加发行。

截至目前，今年新发的基金共计 26 只，其中混合型基金 6 只，股票型基金 8 只，两者累计占到了所发基金数量的一半以上。由于今年以来股市行情回暖，市场交易活跃，很多股票短期涨幅较大，我们预计投资者参与认购基金的热情将会提高。即使按照去年下半年单只混合型基金的平均认购规模 5 亿元、单只股票型基金的平均认购规模 7 亿元计算，则今年以来已经或正在发行的混合型基金股票型基金募集的资金也有近 90 亿的规模。如果再考虑到原有老基金持续营销后的申购规模，新增资金将对 3 月份的市场构成一定支撑。

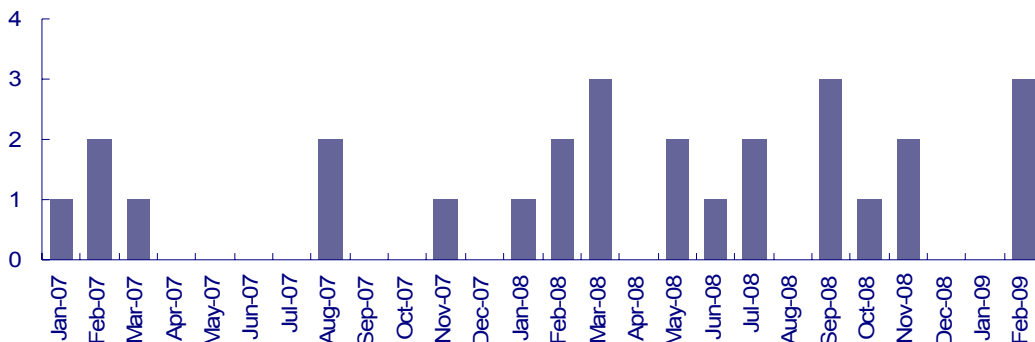
图 9：基金发行数量（单位：只）



资料来源: wind

另据统计,今年2月份还有3只股票型或混合型券商集合理财产品处于发行推广期,单月发行数量与历史上最好的08年3月、08年9月持平。根据我们了解的情况,目前这类产品的认购情况也很踊跃,预计能给市场带来20-30亿的资金。

图 10: 集合理财产品发行数量 (单位: 只)



资料来源: wind

三、保增长政策力度超乎预期

强力的政策刺激也是促使市场反弹的重要因素,目前来看,政策因素并没有因为十大产业振兴计划的公布而结束,政府反而有可能推出更强有力的政策措施,以实现保增长、促内需、调结构、保民生目标的实现。

面对国内外多重因素的挑战,中央经济工作会议对2009年的经济发展目标定位为“保增长、扩内需、调结构”。2009年以来,经济政策正在从货币政策向财政政策、从刺激投资与出口向鼓励消费、从宏观政策向产业政策的方向演进。虽然十大产业振兴规划已悉数出台,但是政府刺激经济的手段还远没有结束,并在多个场合表现出保经济增长的决心和努力。

2009年2月23日,胡锦涛主席表示今年要采取更强有力措施扩大内需;28日,温家宝总理表示应对危机初见成效,随时准备出手更坚决更有力措施。在两会召开之际,包括减税刺激消费、扩大投资规模、促进出口增长、加大社会保障力度、实施区域振兴计划等在内的一系列的政策值得市场期待。

投资：政策方向鲜明，4万亿投资规模力度空前，对基础设施投资方面的拉动效果开始显现。在外需下滑、内需不振的情况下，对后续政策仍然存在较大的想象空间。

产业政策：2009年1月份以来，国务院提出十大产业调整与振兴规划，目前已全部出台。这些行业虽然不能在短期内刺激需求的大幅增长，但是它能在根本上解决产业结构不合理、行业集中度低的问题，有利于行业的长远发展。接下来还将有多个产业的振兴细则陆续出台，各个行业的受惠程度还要看细则的具体规定。

货币政策：实施力度空前，除了大幅降低利率和银行存款准备金率，国务院相继推出九大金融措施、国30条，信贷额度取消限制等。1、2月份银行新增贷款超预期、货币供应大幅增长反映出货币政策的效果初现。

消费：这一轮的反周期政策中，对消费的刺激主要体现在两个方面，启动农村的内需和恢复房地产、汽车市场需求。农村消费方面，日常消费品最为受益，随着家电下乡的品种不断增加和在全国范围的推广，相关行业的销量有望得到明显提升。针对房地产和汽车行业的一系列措施已经出台，汽车市场已经有回暖迹象，房地产行业调整的时间会较长，但近期二手房销售出现快速回升。

出口政策：国家出台一些行业减免出口税收政策，预计政策力度还有望进一步加大。

表 2：2008 年 11 月以来我国出台的经济刺激政策

时间	财政政策与产业政策
09 年 3 月	3-1 商务部：将根据形势变化进一步提高部分商品出口退税率； 2-28 温家宝：应对危机初见成效，随时准备出手更有力措施
09 年 2 月	2-26 国务院：原则通过有色金属产业和物流产业调整振兴规划； 2-25 胡锦涛：国际金融危机尚未见底，我国经济增长下行压力加大； 2-24 政治局：大规模增加政府投资，扩大消费需求；医改方案有变，基本药物或实施国家指导价； 2-20 国务院：原则通过石化产业和轻工业振兴规划； 2-19 国务院：原则通过电子信息产业振兴规划和西藏生态安全屏障保护与建设规划；发改委：将推动出台节能与新能源汽车点击和税收优惠政策 2-18 胡锦涛：经济危机负面影响正在加剧，对发展中国家将造成尤其巨大的冲击；税务总局：今年将研究明确股权转让等个税政策；财政部代发，地方债即将启动 2-17 温家宝：要求发挥民企作用应对金融危机，主要是坚持扩大内需、结构性减税等5个方面 2-13 工信部：就落实和完善《汽车产业发展政策》征求意见 2-12 国务院：原则通过船舶工业调整振兴规划；财政部通知要求地方非税收入3年内统一实行国库集中收缴 2-11 轻工业振兴规划即将出炉，对股市惠及面最广 2-10 商务部：将出台六政策措施进一步搞活流通扩大消费；工信部：回复对铅酸蓄电池行业的出口退税等扶持政策 2-9 财税部门酝酿新一轮个税改革，拟为低收入者减税 2-4 国务院：原则通过纺织业和装备制造业振兴规划，提高纺织服装出口退税率 2-4 中央发布《关于2009年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》，首次连续6年发布关于“三农”工作的一号文 2-1 温家宝：在伦敦接受英国《金融时报》主编巴伯的专访时指出，金融危机仍未见底，将及时果断出台新的措施

	1-28 温家宝：在瑞士达沃斯表示，当前的危机已对中国经济造成严重冲击，但中国经济情势整体良好，有信心今年经济增长达到8%
09 年 1 月	1-22 国务院：通过医改方案，3年内预计投入8500亿元 1-16 商务部：今年2月1日起家电下乡将新增四个产品：摩托车、电脑、热水器和空调 1-15 发改委：降低成品油价格，暂停收取国内航线旅客运输燃油附加。 1-14 国务院常务会议：审议并原则通过汽车产业和钢铁产业调整振兴规划。钢铁：关税调整、实施走出去战略、建设专项资金支持技术改造等重点。汽车：对1.6升及以下排量乘用车减按5%征收车辆购置税。 1-12 温家宝：在江苏考察时表示，中央制定的一揽子计划包含三方面：扩大内需十项规划、十项产业振兴规划和 6000 亿重大科技规划专项项目 1-6 商务部：2月1日起恢复铜、镍、铝等加工贸易的免税政策 1-2 温家宝：政府正制定扩大内需十条规划及加紧制定十个重要产业的调整和振兴规划
08 年 12 月	12-31 《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》：全面推进家电下乡工作，2月1日起家电下乡将从12个省（区、市）推广到全国 12-31 国务院常务会议：同意启动3G牌照发放 12-30 财政部：明年起提高部分机电产品出口退税率，停止外商投资企业购买国产设备退税政策 12-25 财政部：发文明确增值税转型改革细节 12-24 国务院常务会议：将适当控制磷肥、氮肥产能，加强钾肥资源勘探开发建设，合理有序增加钾肥生产，由政府指导价改为市场调节价 12-21 国务院《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》：支持房产开发企业积极应对市场变化 12-19 发改委：降低成品油价，汽油出厂价每吨降900元 12-18 财政部：明年1月1日起调整进出口关税税率。调整后，中国关税总水平仍为9.8%。同时还发布了最新的国内投资项目不予免税的进口商品目录，其中新增36个条目，旨在推进产业转型升级。 12-17 国务院：研究部署促进房地产市场新政，个人购买普通住房超2年免征营业税，调整第二套自住优惠标准，对住房转让环节营业税暂定一年实行减免政策。 12-14 全国发展和改革委员会：确定明年的5个重点投资领域 12-6 燃油税改革征求意见
08 年 11 月	11-12 国务院：扩内需四项措施 11-5 国务院：公布4万亿投资计划、在全国全面实施增值税转型改革、拉动内需的10项措施

资料来源：中国银河证券研究所整理

四、警惕政策调控、供求关系逆转及国际市场波动风险

3月份A股市场将在超预期因素影响下强势运行，以银行为代表的大盘股启动可能会推动股指挑战甚至超越前期反弹高点，但在3月中下旬也要警惕市场短期上涨过快带来的政策调控、大小非减持、国际市场剧烈波动所带来的风险。我们认为，3月份A股市场的阶段性上涨会带来较好的投资机会，但也要充分估计波动风险，因此投资者仍然要全年坚持波段操作思路，灵活把握投资机会，及时规避波动风险。

在政策调控方面，随着市场逐渐活跃，短期快速上涨可能使市场中的不规范行为随之增多，从而有可能引致政策调控风险，加大市场波动；

在供求关系方面，主要的风险来自于两个方面：一是股指涨幅越高，距离新股重新发行的时间就越近，二是股价不断上涨可能会引发新一轮限售股减持高潮来临。据统计，2009年3月份新增解禁股285亿股，按目前市值计算为2729亿元。加上以往累计的解禁未减持部分（截止到2009年1月末为1152亿股），大小非所带来的潜在市场供应压力仍然很大；

在国际市场方面，AIG、花旗集团、美国银行等重陷危机之中，三大汽车制造商濒临破产，显示美国实体经济仍在下滑，金融危机进一步加深，东欧国家普遍存在的国家债务问题使得西欧国家金融风险增加。总体看，国际金融市场存在继续大幅波动的风险，有可能给A股市场带来估值压力。

五、把握超预期带来的“二维”投资机会

3月份A股市场的运行格局，可能与前期的市场运行具有较大不同：自2008年11月以来的市场反弹主要以中小盘股票的大幅上涨为主，而3月份大盘股可能会因为宏观经济的好转而得到强化，从而引领大盘强势震荡上行。同时，充裕的流动性以及不断的政策超预期刺激也使得中小盘股票仍然保持较为活跃的势头。

因此，我们认为应积极把握两大投资机会：一是经济见底与政策超预期所带来的金融和部分投资品行业的估值回升机会，具体包括银行、证券、保险、建筑、建材、钢铁等行业，以大盘股为主要投资标的；二是流动性过剩与政策扶持下的主题性投资机会，如军工、医药、新能源、上海世博及创投等，以中小盘股为主要投资对象。

（一）金融与投资品的估值回升机会

1、银行

看好银行股主要基于以下原因：

一是信贷快速增长维持银行利润高增长。依照目前的信贷投放趋势，即便是3月份投放速度有所减缓，2009年一季度新增人民币贷款也可能达到或超过3.5万亿元，较2008年同期增长1.6倍。我国银行以息差为主要收入来源的特征将确保银行在今年一季度乃至上半年维持较高的利润增长率；

二是坏账率水平不会在短时间内快速提高，避免对银行盈利造成重大侵蚀。从远期来看，银行存在坏账率上升的风险，但中短期看，这一风险并不大，而且贷款基数扩大也会稀释银行的坏账率。

三是银行降息或非对称降息的必要性减小，利率存贷差的风险暂时不大。信贷的大幅增长使得降息的必要性下降，管理层对降息或非对称降息应该会持谨慎态度。

四是银行股的估值水平较低，长期落后于大盘指数，为银行股的估值回升提供了条件。

投资者可关注工商银行、建设银行、招商银行、北京银行等。

2、证券

看好证券行业主要基于三个方面：

一是证券行业的高 β 特征使得在大盘上涨阶段的投资机遇凸显。与大盘指数相比，证券行业显然具有更高的波动性，我们看好市场当然就应该看好证券。

二是目前 A 股市场已经远远超越了市场预期。今年前两个月，日均成交量为 1573 亿元，大幅超过 2008 年的平均水平 1090 亿元，也远高于市场日均成交 600-800 亿元的预期。经纪业务佣金收入占我国证券行业收入比重超过 60%，为证券公司奠定了良好的盈利基础。

三是证券行业作为新兴高成长行业，巨大的创新需求提供了广阔的发展空间。2009 年及以后资本市场的创新将不断涌现，如创业板、股指期货、融资融券、直接股权投资等都为证券公司提供了发展机遇。

建议关注上市公司中的龙头企业如中信证券、海通证券、辽宁成大、吉林敖东等。

3、工程机械

庞大的投资计划对工程机械的需求拉动是显而易见的，具有核心竞争力的行业龙头受益程度更大。

此外，工程机械还是我国建设创新型国家、大力发展装备制造业的重要受益行业。2009 年在全国范围内实施的增值税转型会降低下游产业的使用成本，增加市场需求。

看好行业龙头如中联重科、三一重工。

4、建筑建材

看好建筑业主要基于如下理由：

一是庞大的基础设施投资计划为建筑业，尤其是铁路建设行业提供了具有确定性的长期较高成长的发展机会。这样的行业在经济下行阶段实属难得。已经公布的中央两年 4 万亿元的经济刺激计划将带动大量的地方政府投资和私人投资，而且未来还可能推出更大规模的经济刺激与投资计划。

二是以中国中铁和中国铁建为代表的主要公司自去年 11 月市场反弹以来明显落后于大盘指数。

建议关注建筑中的龙头公司如中国中铁、中国铁建、葛洲坝、隧道股份等。

适度关注水泥行业。建材中的水泥是经济振兴计划中最受益的行业，也是我们在年度策略报告中强烈看好水泥行业的原因。水泥行业受益于本身产能过剩并不严重以及水泥具有销售半径两大特征。

水泥上市公司是年度策略报告以来表现最好的行业，远远强于大盘。也正因为如此，我们在看好水泥行业基本面持续改善的同时，也建议投资者高度警惕水泥类股票估值渐高所蕴藏的调整风险，较高的获利盘使其随时具有内在的调整压力，而股价的阶段性调整是继续走强的重要条件。

可关注水泥行业中的海螺水泥、华新水泥、天山股份等。

5、钢铁与有色金属

钢铁与有色金属都是重要的投资品,都将较大程度地受益于经济复苏和可能推出的更大规模投资计划。

从不利方面看,钢铁和有色金属在我国产能过剩的状况都很严重。目前国内钢铁行业的经销商库存快速上升,钢铁价格也由升转跌;国内有色金属价格由于国家收储而明显强于国际市场。

由于行业基本面的原因,钢铁和有色金属的投资机会相对有限,但作为受益程度较高的投资品行业,投资者也可以关注阶段性的投资机会。

公司方面,可关注宝钢股份、武钢股份、宝钛股份、铜陵有色、中国铝业等。

(二) 流动性过剩和政策扶持下的主题投资机会

流动性的持续活跃和政策预期仍会使主题投资具有较好机会,如世博、创投、医药、军工、节能与新能源等。

1、创投：创业板推出提升公司价值

2009 年的证券期货监管会议明确提出今年要推出创业板,这是管理层在经过 10 年的准备后向市场发出的最清晰最明确的承诺。我们认为,创投将是 2009 年重要的投资主题。

创业板的推出是我国资本市场重大的制度变革,将给 A 股市场带来较为丰富的投资机会。尤其是那些已经对未来的创业板上市公司或创业投资公司进行了大量投资的 A 股上市公司。这些上市公司将在创业板推出时获得极大的价值增值。对于哪些公司能够在创业板上市具有很大的不确定性,因此,直接投资于创业板公司的股票不太容易寻找,但起步早、规模大、培育项目多的主流创业投资公司则将较为确定地大幅受益于创业板推出,创投公司的价值增值为其股东获得丰厚回报。这些公司如复旦复华(600624)、大众公用(600635)、电广传媒(000917)、钱江水利(600283)等。

2、世博：推动上海经济社会发展的重要引擎

虽然上海世博会的召开要到 2010 年,但随着世博会进入倒计时,我们预计上海世博会将成为 2009 年 A 股市场的重要投资主题。

我们认为上海世博会带来的投资机会主要是上海本地股,其中以旅游、商业、交通运输、传媒行业受益最为明显:

由于世博会长达半年,7000 万参观者将给消费行业如旅游、商业、交通运输、传媒等带来可观的收入。主要受益公司有东方明珠(600832)、新锦江(600650)、豫园商城(600655)、百联股份(600631)、强生控股(600662)、大众交通(600611)、东方航空(600115)、上海航空(600591)等。

3、世界格局动荡与国庆阅兵点燃军工激情

国防建设需要与经济建设协调发展,而 2009 年国际经济恶化将增加地缘政治纷争,世界政治格局动荡对军工产业的发展提出了更高的要求,而 60 周年国庆阅兵将点燃资本市场对军工上市公司的热情,预计军工将成为 2009 年 A 股市场重要的投资主题。

重点关注航天航空类上市公司。根据上述对国防发展的分析,可以看出,军事装备升级和信息化是军工行业经营业绩持续增长的根本动力,其中导弹、火箭炮、主战坦克、军舰、军事指挥系统的发展对上市公司的拉动作用十分明显,火箭股份(600879)、中国卫星(600118)、航天电器(002025)、中航光电(002179)、西飞国际(000768)等公司将直接受益于这些军品的增长。

4、医改: 改变医药行业格局提升公司价值

2009年1月21日国务院审议并通过《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011年深化医药卫生体制改革实施方案》,标志着酝酿多年的医疗体制改革正式破题,拉开了我国医疗体制改革的序幕。预计相关细则还将陆续推出,从而使医疗体制改革成为2009年证券市场重要的投资主题。主要看好两类机会:

一是看好拥有核心竞争力,适合在规范市场中生存,受益于医改带来的资金流向变化以及集中度提升和国产药物替代进口,估值与成长性相匹配,2010年预期收益率为正且可能较为可观的重点公司,如恒瑞医药(600276)、双鹤药业(600062)、上海莱士(002252)。

二是看好医疗设备和普药企业的短期交易性机会。就医改而言,医疗设备和普药上市公司的短期弹性可能更大,其交易性投资机会也值得关注,如万东医疗(600055)、新华医疗(600587)、山东药玻(600529)等。但我们认为,不应过分强调医改的短期影响,而应把更多注意力集中于公司长期成长性与估值水平合理性的判断。

5、节能与新能源: 短期油价低迷并不阻碍长期快速发展趋势

我国已经把节能作为调整经济结构、转变经济发展方式的突破口和重要抓手,并制定了约束性强的节能目标:“十一五”期间,单位GDP能耗下降20%。

2008年以前的全球能源价格暴涨让人依然记忆犹新,解决我国能源问题的办法无外乎“开源节流”:“开源”就是通过技术进步寻找替代、可再生能源,如风电、核电、太阳能等;“节流”就是积极发展节能技术,改变粗放型的发展模式,相对于发展可再生替代能源,发展节能技术、提高能源的使用效率是一种更加经济和能短期内见效的解决能源问题的方式。看好两类投资机会:

一是提供新能源核心技术、具有规模优势和先发优势的上市公司,如金风科技(002202)、川投能源(600674)、天威保变(600550)、乐山电力(600644)等。

二是看好节能电力设备的投资机会,如智光电气(002169)、置信电气(600517)、卧龙电气(600580)、国电南瑞(600406)和旭光股份(600353)等。

(三) 行业配置建议表

基于前面对投资机会与行业的分析，3 月份建议超配证券、银行、保险、房地产、机械、建筑、医药等行业。

表 3: 行业配置建议

行业	配置建议	配置系数	配置比例	流通市值占比	总市值占比	推荐公司
银行	超配	1.5	29.98%	13.12%	24.11%	工商银行、建设银行、招商银行、北京银行
证券	超配	1.5	10.11%	4.43%	2.36%	中信证券、海通证券、吉林敖东、辽宁成大
医药	超配	1.4	10.75%	5.04%	2.67%	恒瑞医药、一致药业
保险	超配	1.4	7.09%	3.33%	5.34%	中国平安、中国人寿
房地产	超配	1.3	13.83%	6.99%	3.87%	万科、保利地产、招商地产
机械	超配	1.3	9.89%	5.00%	3.39%	中联重科、三一重工
建筑	超配	1.3	5.28%	2.67%	2.52%	中国中铁、中国铁建
钢铁	标配	1.2	8.32%	4.55%	2.94%	
汽车	标配	1.2	3.90%	2.14%	1.45%	
信息技术	标配	1.1	9.18%	5.48%	3.15%	
电力	标配	1.1	8.76%	5.23%	3.50%	
有色金属	标配	1.1	6.42%	3.83%	3.61%	
建材	标配	1.1	3.46%	2.07%	1.23%	
食品饮料	标配	1	5.10%	3.35%	2.28%	
煤炭	标配	1	4.47%	2.93%	4.28%	
电力设备	标配	1	3.59%	2.36%	1.90%	
农业	标配	1	3.06%	2.01%	0.99%	
家电	标配	1	2.31%	1.52%	0.87%	
交通运输	标配	0.9	7.71%	5.62%	5.07%	
传媒	标配	0.9	2.12%	1.55%	0.66%	
石油与化工	标配	0.8	9.33%	7.66%	18.45%	
造纸	标配	0.8	1.37%	1.13%	0.66%	
商业贸易	低配	0.7	3.79%	3.55%	1.80%	
纺织服装	低配	0.7	1.48%	1.39%	0.86%	
旅游	低配	0.6	0.46%	0.50%	0.30%	
A 股			100.00%	96.90%	97.95%	

资料来源：中国银河证券研究所

插图目录

图 1: PMI 指数连续三个月反弹	1
图 2: 1 月份我国实际出口增速有所回升	2
图 3: 1 月份我国实际进口增速有所回升	2
图 4: 2009 年我国新增贷款大幅增长	2
图 5: 信贷增长与广义货币供应量增速大幅回升	3
图 6: 银行间隔夜、7 日回购加权利率低位徘徊	4
图 7: 金融机构人民币贷款加权利率	5
图 8: 金融机构人民币贷款加权利率 (单位: 亿元)	6
图 9: 基金发行数量 (单位: 只)	6
图 10: 集合理财产品发行数量 (单位: 只)	7

表格目录

表 1: 2008 年 1-12 月金融机构人民币贷款利率区间占比表 (单位: %)	5
表 2: 2008 年 11 月以来我国出台的经济刺激政策	8
表 3: 行业配置建议	14



评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908