

反弹基础犹存 配置把握政策脉络

——2009年3月投资策略及长城30股票池月评

要点:

- A股市场近期走势再度展现了政策市的变化魅力。审视3月份股指运行环境,政策面仍将推动上涨,股指有望蓄势整理后再冲反弹新高。随着月底08年报的逐步明朗,业绩与估值对股价攀升形成束缚。3月披露的宏观数据喜忧参半,将加剧股指走势的动荡,A股向上延伸的趋势会充满反复,不过股市趋势性的转折则要观察政策信号的导向性。
- 宽松的流动性、后续的经济刺激政策成为A股持续反弹的助推器。面对信贷数量递减、新增贷款是否积极介入实体投资、M1与M2剪刀差的扩大化等的负面质疑,经过分析后我们对流动性的推动作用依旧乐观。后续经济刺激政策仍将振奋投资信心,“扩大国内需求特别是消费需求”的政策将是下阶段的政策看点,“消费刺激政策”预期从酝酿转为现实的过程,将会对A股形成新的上涨推动力。
- 3月建议继续执行相对乐观的投资策略。本轮反弹行情启动以来,受益于4万亿投资计划、十大产业振兴规划的行业取得大幅上涨,考虑到后期的估值提升与业绩下滑压力,判断反弹后期的动力会产生结构性的变化。在持仓结构上,减持前期涨幅较大的中小市值题材股,围绕行业基本面阶段性改善明显的地产行业、行业涨幅洼地(银行、证券)、区域振兴主题(厦门、珠海)、消费刺激政策(商业贸易、食品饮料、旅游)等角度进行配置转换。
- 09年长城30股票池自08年12月22日推出以来,截止09年3月3日收盘,累计上涨5.85%,同期上证综指上涨2.73%,沪深300指数上涨4.46%。长城30指数跑赢大盘,得益于重点配置了机械设备、电力设备、建材、家电、农林牧渔、医药行业。领先优势不明显,源于机构投资者对消费类行业的配置心存疑虑,导致其在二级市场缺乏上涨合力,进而影响了我们的配置效率。围绕行业景气、兼顾主题配置,将是长城30指数下阶段配置的核心思想。
- 本月长城30股票池进行小幅调整。调出高金食品、宁沪高速。调入民生银行、招商地产。建议重点关注长城30股票池中的地产、商业贸易、旅游、银行类个股,3月份存在较好的回报机会,建议投资者重点关注。

策略分析师

高凌智

0755-83516242

gaoliz@cgws.com

腊博

0755-83516230

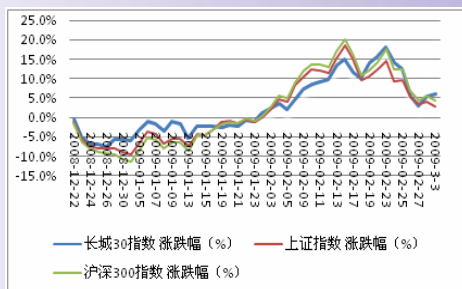
lab@cgws.com

但朝阳

0755-83515597

danzzy@cgws.com

图: 长城30指数走势图



相关报告

《冬寒犹存暖意: 坚持积极策略》

2009年度投资策略 2008年12月19日

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。



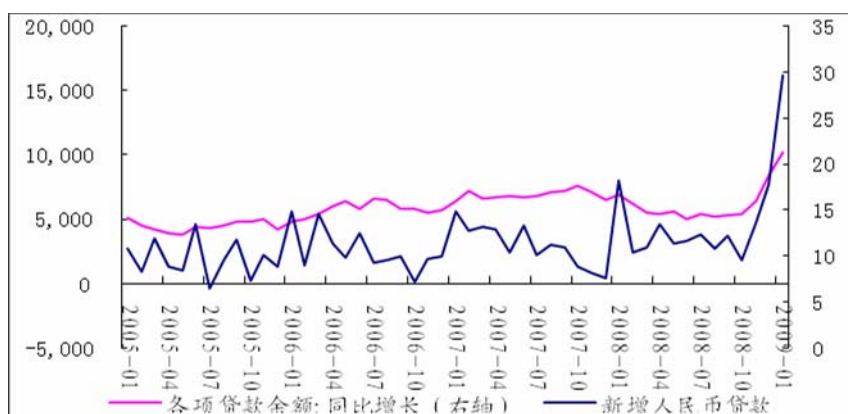
一、A 股市场：政策驱动行情继续升华

最近两周的下跌调整，没能结束 A 股市场轰轰烈烈的反弹趋势，A 股市场反而再度展现了政策市的变化魅力。审视 3 月份股指运行环境，政策面仍将推动上涨，股指有望蓄整后再冲反弹新高。随着本月底 08 年报的明朗，业绩与估值会对股价攀升形成束缚。正负皆有的宏观数据加剧本月股指的动荡，A 股指数向上延伸的趋势会充满反复。不过 A 股趋势性的转折则要观察政策信号的导向性。

1 流动性宽松局面依旧

本轮反弹行情已经历时 4 个多月，宽松的流动性成为股指持续上涨的助推器。信贷数据是流动性变化的重要体现，从信贷投放额度的趋势变化来看，流动性宽松局面依旧存在。08 年 11 月、08 年 12 月、09 年 01 月人民币新增贷款额分别为 4749 亿、7718 亿元、1.62 万亿。预计 09 年 2 月新增信贷规模可能达到 1 万亿左右，流动性预期在 3 月受到正面回应，将成为 A 股行情上升的有力保障。

图 1：宽松货币政策下的信贷投放变化



数据来源：长城证券，万得分析系统

对于流动性宽松形势并不乐观源于：央票发行冲击货币良好投放趋势？信贷规模前高后低？新增贷款结构性变化（票据放款占比大）影响实体经济的流动性？M1 与 M2 剪刀差的扩大化？上述担忧集中在流动性宽松的质量方面，我们认为这些因素不宜过分放大

A 央票发行属于公开市场操作，针对的是 1 季度到期央票规模过大（3 月份 3700 多亿）的时期性因素，同时平滑过快的信贷投放量，这种工具不会改变流动性的整体趋势。

B 信贷投放规模前高后低，并不意味着下半年流动性趋弱。反周期调控政策的累计效应在逐步释放，实体经济的恢复相应加快了货币流通速度，这种长期视角的忧虑过于片面。

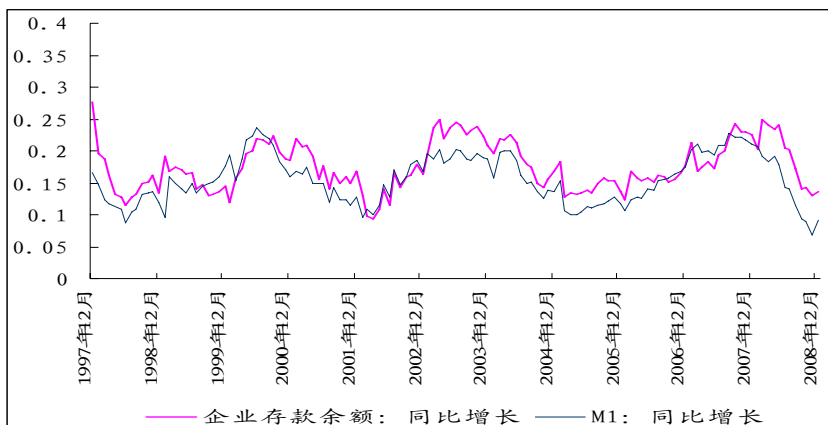
C 利用新增贷款中的票据贷款比重高来推断投资实体经济的谨慎性，还需要进一步的数据来验证。1-2 月存在春节因素，同时投资拉动型的新开工项目贷款是个逐步启动的过



程，因此 3 月数据的变化方能真正反映实体投资的信心。

D M1 与 M2 剪刀差会在二月份慢慢缩小，M1 回头可能性较大。1 月份剪刀差的扩大主要是由于春节因素造成的，去年春节在 2 月份，而今年春节在 1 月份，春节期间企业开工率不足是在剪刀差继续扩大的主要原因。1 月份新增贷款 1.62 万亿、2 月新增贷款预期在 9000 亿左右，将会极大的改善企业活期存款定期化的趋势。

图 2：M1 增速主要反应企业存款规模的变化



数据来源：长城证券，万得分析系统

图 4：M1、M2、信贷增速变化



数据来源：长城证券，万得分析系统

总的来看，流动性宽松局面依旧存在，2 月份的新增贷款超出市场前期预测，这将提升市场对未来经济早日企稳的信心。目前市场环境下，对于流动性投资者更多的应该关注，管理层对于流动性的最新政策导向，并分析是否会真正动摇趋势，而不是拘束的历史数据的推敲上。

2 经济刺激政策仍存空间

本轮反弹打上了过多的政策烙印，股指在关键位置的变化都与政府最新的“经济刺激政策”密切相关。本轮熊市跌至 1664 点附近时，“4 万亿投资计划政策” 出台，引发反弹。

当反弹回调至 1800 点附近后，“十大产业振兴规划” 出台，市场重回升势。在反弹触及 2400 点后下跌调整至 2000 点时，“超预期流动性、4 万亿投资规模扩大化” 等传闻又力挽狂澜。政策意图或许并不直接面对股市，它对经济的大力调控间接影响了投资者的预期。目前中国经济仍处于“国际金融危机尚未见底，国内经济增长下行压力加大” 的背景下，政府对于经济的刺激政策仍有释放空间，因此 A 股市场“政策市” 的运行特征短期内仍将有效，政策仍然是反弹行情延续的重要推手。

图 5：本轮反弹政策路线图



数据来源：长城证券，万得分析系统

对于政策的预测与揣摩，无论是出台时间，还是具体内容都具有非常大的不确定性。金融危机自 08 年 4 季度深化以来，政府对于驱动经济的增长的各方面，都采取了针对性的措施。在外部需求领域，三次提高出口退税率。在内部需求领域，分别启动了 4 万亿投资计划与十大产业振兴规划。由于欧美经济年初以来继续下滑，今年 1 月中国出口数据超预期恶化，增长为-17.5%，尽管 2 月数据尚未出炉，但难以乐观。在外部需求难报期望的情况下，启动内部消费需求，消化过剩产能将成为下阶段新的政策看点。

09 年政府工作报告，明确提出“实行结构性减税、退税或抵免税等多种方式减轻企业和居民税负，促进企业投资和居民消费”，作为 09 年第二项主要任务，尤其突出了“积极扩大国内需求特别是消费需求，增强内需对经济增长的拉动作用”，这一表述为消费刺激政策的推出作了良好铺垫。此外，本次政府工作报告也提出 09 年 9500 亿元的财政赤字计划，这意味着相关联的 4 万亿经济刺激方案规模存在进一步扩大的可能，从而进一步提升市场信心。

“消费刺激政策” 的预期从酝酿转为现实的过程，将会对 A 股市场形成新的上涨驱动力。

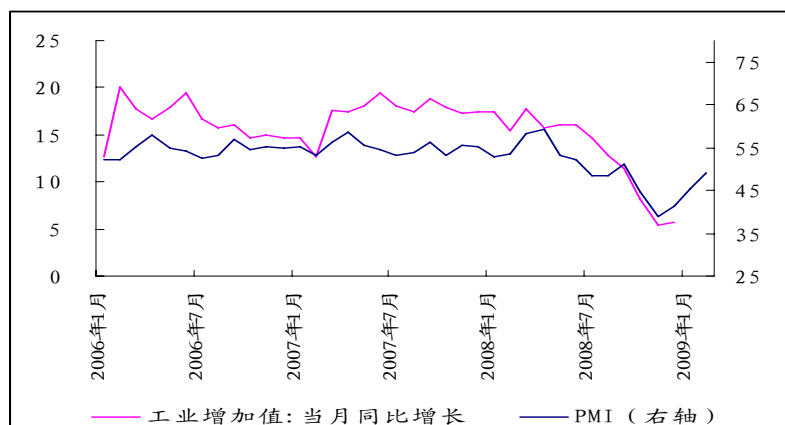


3 潜在担忧的探讨

A 股市场对宏观数据的变化有着较强的反应。短期来看，3 月上旬即将公布宏观数据喜忧参半，价格类指数（PPI、CPI）、进出口数据、工业企业利润，从预期值来看，较为担忧。而采购经理指数、货币供应量指标等指标却在好转过程中。短期的担忧与长期经济触底回升的不确定性，必然会加大 A 股市场的震荡，使得 A 股指数向上延伸的趋势充满反复。

根据我们的预测，2 月份 CPI 指标可能出现负增长，这将对市场会造成一定的冲击。但其他经济指标如固定资产投资和工业增加值会有所好转。1 月份和 2 月份的固定资产投资和工业增加值将集中在三月份公布，从 2 月 PMI（采购经理人指数）49 的数据来看，1、2 月份工业增加值同比增速会有所回升。总体来看，我们对 1 季度的经济增长情况比较乐观。

图 6：PMI 与工业增加值



数据来源：长城证券，万得分析系统

长期来看，单凭一个季度的数据还不能判断经济是否见底，在周边国家经济继续恶化，国内消费还没有得到有效提升的前提下，中国经济今年将会呈现一个反复探底的过程。

最新公布的美国第四季度 GDP 数据比预期更为恶化，季度同比下降 0.8%，为 18 年来首次负增长。环比下降 6.2%，创下了 1982 年以来最大降幅。就目前美国的经济环境来看，最恶劣的情况还没有到来，首先，住房市场还没有企稳，从最新公布的 GDP 数据中来看，住房投资下降 22.2%，已经连续第十二个季度下降。其次，失业人数还在大幅增加。最重要的是，消费仍然低迷不振，从最新数据来看，消费开支下降 4.3%，是 1980 年以来最大降幅。耐用品开支下降 22.1%，是 1987 年来最大降幅。未来一段时间美国企业可能会大幅的削减分红和裁员，经济和股市还将面临考验。



二、投资策略：跟踪政策脉络 兼顾涨幅洼地

在流动性宽松和经济刺激政策预期热烈的背景下，建议继续实行积极的投资策略。本轮反弹行情启动以来，受益于 4 万亿投资计划、十大产业振兴规划的行业取得大幅上涨，考虑到后期的估值提升与业绩下滑压力，我们判断反弹后期的驱动力会有结构性的变化。在持仓结构上，减持前期涨幅较大的中小市值题材股，围绕行业涨幅洼地、区域振兴主题、消费刺激政策三条主线进行配置转换。

本轮反弹步入尾期后，过多的流动性与政策印记，膨胀了投资者的交易信心。需要警惕的还是潜在的系统性风险，倘若政策导向、宏观数据出现负面变化，威胁到反弹的持续性，投资者需要果断离场规避系统性的下跌。

1、消费刺激政策。在外部需求依旧无法乐观的环境下，启动内需将成为中国经济“保增长促就业”的关键。与投资拉动政策相比较，启动内需的政策近期多是地方政府所为，如杭州、成都、南京发放消费券。从政策影响来看，地方仍然弱于中央，之前市场期待的所得税调整、减税等政策还未得到回应。从宏观经济恢复仍有反复的视角来看，中央启动消费刺激政策的可能性还是比较大。建议关注商业贸易、食品饮料与景区类的旅游公司。值得关注的公司有黄山旅游、华联综超。

2、行业基本面阶段性改善的房地产行业。房市成交量已连续 4 月回升并在 2 月份创出新高，加上政策扶持导向已非常明确，这意味着房市成交量的反弹很可能具备相当强的延续性。房地产股的阶段性投资机会值得看好。

3、区域振兴主题。四万亿投资计划、产业振兴规划告一段落后，纵向来看，国务院各部委正在有条不紊的推进，国家发改委披露“对 4 万亿投资的信息采取主动公开和依申请公开两种方式，主动公开信息可以直接登录国家发改委网站查询，而非主动公开信息，公众如对资金在某一地区、某一领域的具体投向有疑问，可随时向国家发展改革委查询具体信息”。横向来看，各省也在抓紧部署。我们判断事件驱动下的区域振兴热点也会获得阶段性的炒作机会。

福建区域：大陆的驱动事件是“海峡西岸经济区”的热议。台湾的驱动事件是“两岸经济合作架构协议（ECFA）”的签订。值得关注的公司有建发股份、厦门钨业、厦门港务、厦门国贸。

珠海区域：根据 3 月 2 日《澳门日报》头条报道，“港珠澳大桥”工程可行性研究报告已获审议通过，大桥总造价超过 727 亿元，预定于 2015 年底建成。随着项目信息的逐



步明朗，将对珠海区域公司产生影响。值得关注的公司有华发股份、世荣兆业及路桥建设。

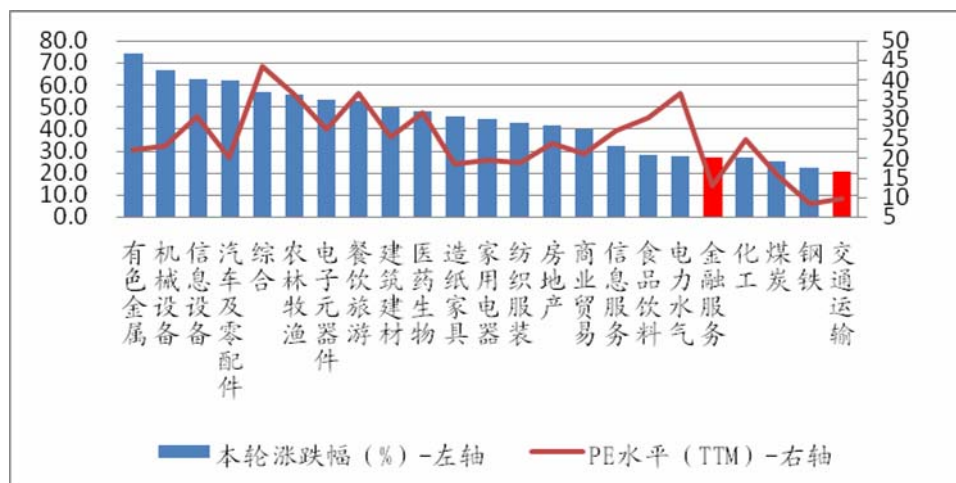
4、行业涨幅洼地。经历四个月的反弹后，A 股股价、估值重心明显上移，期间各行业的涨幅并不平均，金融等近七个行业的涨幅明显低于平均水平。A 股市场在 2000 点附近具备较强支撑，为处于涨幅洼地的行业上涨创造了机会。通过分析行业的长短期负面因素，我们判断证券、银行、航空业个股值得重点关注。

证券行业：1 季度 A 股市场成交活跃、交易量环比显著回升，券商 1 季度佣金收入超出市场之前预期。亮丽的 1 季报与券商股相对落后的表现（期间上涨 22%）形成明显反差。建议关注东北证券、长江证券、海通证券。

银行业：前期市场担心的信贷质量下滑，是长期视角，如果考虑到未来经济恢复的良性可能，这一担忧可以暂时忽略。对于降息的幅度、频率，市场预期力度较弱，降息有可能转为利空出尽的信号。对息差的疑虑正在逐步转变。建议关注兴业银行（PB2.05）、民生银行（PB 1.62）。

航空业：先后经历高油价、金融危机的负面影响，航空股持续低迷。从近期数据看，航空业客运数据环比恢复、货运数据依旧低迷，国内航线占比较大的公司仍有恢复性增长趋势。作为涨幅最小的行业也存在补涨的机会。建议关注南方航空。

图：本轮行情涨幅 08.11.03 至 09.02.27



数据来源：长城证券，万得分析系统

四、长城 30 股票池表现与调整

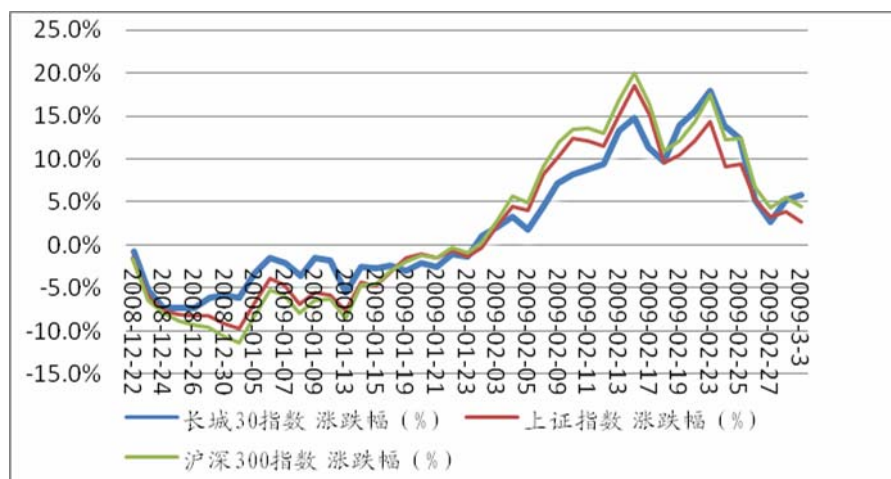
1. 09 年度长城 30 股票池表现

09 年长城 30 股票池自 08 年 12 月 22 日推出以来，截止 09 年 3 月 3 日收盘，累计上涨 5.85%，同期上证综指上涨 2.73%，沪深 300 指数上涨 4.46%。与基准指数表现相比较，



长城 30 指数跑赢大盘。期间表现来看，长城 30 指数在大盘震荡格局中，具备领先走势，而在军工、创投、新能源等主题投资受追捧 1 月份市场环境中，走势落后。围绕行业景气、兼顾主题配置，将是长城 30 指数下阶段配置的核心思想。

图、长城 30 指数走势图



数据来源：长城证券，万得分析系统

长城 30 指数跑赢大盘，得益于重点配置了机械设备、电力设备、建材、家电、农林牧渔、医药行业。然而在商业贸易、食品饮料行业的倾斜性配置，一定程度上降低了长城 30 指数的显著领先优势。从市场选择的结果来看，消费类行业景气波动小的属性并没有受到青睐，总结原因为居民收入增长缓慢的格局难以改变、失业率攀升导致居民收入预期较差、消费类行业景气由降转升的时期仍然漫长。通过配置消费类行业在弱市中实现防御性目的，需要审视股市、经济所处的周期性位置，是总结到的本次股票配置经验。但是潜在的消费刺激政策一旦启动，消费类行业将迎来补涨机遇。

统计期内，长城 30 股票池有 20 只个股取得正收益、18 只个股涨幅超越上证综指。个股涨幅最大的是高金食品（49.61%）、涨幅最小的是武汉中百（-11.26%）。其中表现突出的分别有高金食品（49.61%）、中联重科（42.25%）、三一重工（31.03%）、海螺水泥（20.71%）、小天鹅（20.36%）、浙富股份（19.95%）、一致药业（19.94%）、康美药业（19.13%）、南玻 A（16.76%）、峨眉山 A。（16.75%）。遵循景气增长、困局改善的选股策略，是获得上述成功的主要原因。

2. 长城 30 股票池调整

基于前述对市场趋势、投资策略、资产配置的分析，本期长城 30 股票池进行配置调整。调出高金食品、宁沪高速。调入民生银行、招商地产。我们判断长城 30 股票池中的



银行、地产、商业贸易、旅游类个股，3 月份存在较好的回报机会，建议投资者重点关注。

表：长城 30 股票池 3 月调整

调出品种	调出理由
高金食品	区间累计涨幅 49.51%。按 09 年 0.2 左右的业绩，估值优势明显减弱
宁沪高速	公路运输仍不属于近期投资主流，配置效率、优势缺乏吸引力。
调入品种	调入理由
民生银行	低 PB 的估值水平在同业内有比较优势，公司经营机制灵活，增长稳定
招商地产	房地产销售数据持续回暖，地方政府刺激楼市政策升温，公司作为地产蓝筹具备显著投资价值

数据来源：长城证券

09 年 3 月份长城 30 股票池如下所示：

表：3 月份长城 30 股票池

证券代码	证券简称	行业	收盘价 (元)	流通市值 (亿元)	08EPS (元)	09EPS (元)	08PE	09PE
000888.SZ	峨眉山 A	餐饮旅游	7.69	18	0.05	0.23	153.80	33.43
600054.SH	黄山旅游	餐饮旅游	15.03	47	0.43	0.53	34.95	28.36
002244.SZ	滨江集团	房地产	11.75	122	0.62	0.75	18.95	15.67
600048.SH	保利地产	房地产	19.91	488	0.91	1.30	21.88	15.32
000024.SZ	招商地产	房地产	19.35	125	0.69	0.87	28.04	22.23
600011.SH	华能国际	电力	8.54	769	-0.32	-0.08	--	--
000157.SZ	中联重科	机械设备	21.77	331	1.09	1.18	19.97	18.45
600031.SH	三一重工	机械设备	23.70	353	0.91	1.20	26.04	19.75
002266.SZ	浙富股份	机械设备	26.93	39	0.75	1.19	35.91	22.63
600550.SH	天威保变	机械设备	24.01	280	0.81	1.10	29.64	21.83
000418.SZ	小天鹅 A	家用电器	6.31	23	0.16	0.60	39.44	10.52
000527.SZ	美的电器	家用电器	10.62	201	0.89	1.17	11.93	9.08
600585.SH	海螺水泥	建材	36.37	485	1.70	1.86	21.39	19.55
000012.SZ	南玻 A	建材	11.56	91	0.37	0.55	31.24	21.02
600820.SH	隧道股份	建筑	11.40	84	0.39	0.52	29.23	21.92
601186.SH	中国铁建	建筑	10.04	1,030	0.34	0.49	29.53	20.49
601390.SH	中国中铁	建筑	5.58	954	0.13	0.29	42.92	19.24
600016.SH	民生银行	银行	4.91	924	0.58	0.62	8.47	7.92
601398.SH	工商银行	银行	3.83	9,612	0.37	0.39	10.35	9.82
600598.SH	北大荒	农林牧渔	14.94	250	0.37	0.41	40.38	36.44
002191.SZ	劲嘉股份	造纸	14.07	60	0.54	0.75	26.06	18.76
002251.SZ	步步高	商业贸易	45.38	61	1.38	1.45	32.88	31.30
600361.SH	华联综超	商业贸易	7.19	35	0.33	0.40	21.79	17.98
000759.SZ	武汉中百	商业贸易	8.48	48	0.29	0.38	29.24	22.32



600600.SH	青岛啤酒	食品饮料	20.20	132	0.55	0.75	36.73	26.93
000895.SZ	双汇发展	食品饮料	33.49	203	1.14	1.37	29.38	24.45
000028.SZ	一致药业	医药生物	19.12	45	0.58	0.75	32.97	25.49
600518.SH	康美药业	医药生物	11.25	86	0.32	0.48	35.16	23.44
002038.SZ	双鹭药业	医药生物	35.60	88	0.90	1.35	39.56	26.37
600062.SH	双鹤药业	医药生物	24.89	119	0.80	1.00	31.11	24.89

数据来源：长城证券 统计时间：2009-3-4

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%； 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间； 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间； 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
		预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上； 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间； 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间； 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>