

[2009.03.16]

A 股投资策略周报：预期下跌 保持谨慎

✍ 黄 锋

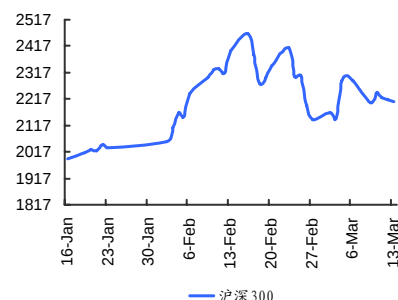
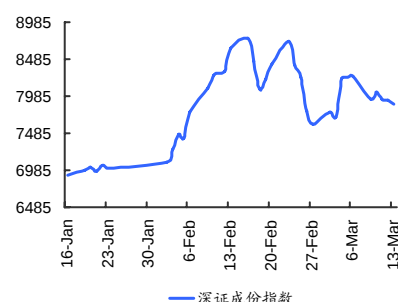
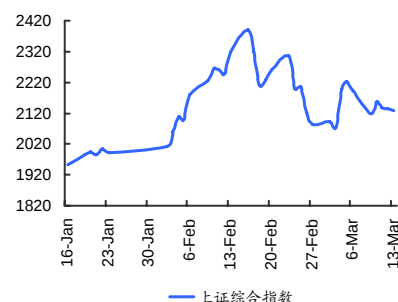
周 喜

☎ 86-22-2845 1131

86-22-2845 1972

投资要点：

- 上周，国际市场的大幅反弹并未促使国内市场保持强势，截止周五深沪两市均以下跌报收，其中上证综指收于 2128.85 点，下跌 64.16 点，跌幅达 2.93；而深证成指则收于 7875.74 点，回落 374.14 点，跌幅达 4.54%。上一周深沪两市共成交 6190.11 亿元，较前一周萎缩超过四分之一。
- 我们坚持 3 月市场整体为冲高回落，温和震荡的观点，预期本周市场下跌的可能性较大，但流动性依然充裕，特别是 M1 恢复回升，也将抑制股指回调的深度，因此当股指跌至 2000 点或以下时将面临较强回升的牵引力。
- 市场热点方面，上周保险等金融板块表现较强，成为稳定市场的主要力量，而地产板块受降息预期刺激也相对活跃，但其未来持续性将受房产成交数据的制约。我们发现在《政府工作报告》中兼顾短期投资拉动与长期促进消费的政策导向再次明确后，前期受益于 4 万亿政策而大幅上涨的钢铁、水泥、工程机械等投资相关板块将面临相当估值压力，而国际经济进一步恶化使外需很难乐观，也将对出口型企业业绩严重冲击，因此我们建议策略选择时偏重防御性。建议关注：①2 月发电量与用电量恢复正增长使业绩改善预期明确的火电龙头公司，如华能国际、华电国际等；②1-2 月固定资产投资同比增长 210.1%，居各类投资之首的铁路基建板块，如中铁二局、中国中铁等；③“两会”后很快公布“医改”细则而受益的医药细分行业优势公司，如天士力、康缘药业、华海药业、天坛生物等。



相关报告

《冲高回落 温和震荡》

——09 年 3 月投资策略报告

《积极预期推动市场强于基本面》

——09 年 2 月投资策略报告

《择机布局刺激消费新热点》

——09 年 1 月投资策略报告

1. 一周市场回顾

上周，国际市场的大幅反弹并未促使国内市场保持强势，截止周五深沪两市均以下跌报收，其中上证综指收于 2128.85 点，下跌 64.16 点，跌幅达 2.93；而深证成指则收于 7875.74 点，回落 374.14 点，跌幅达 4.54%。上一周深沪两市共成交 6190.11 亿元，较前一周萎缩超过四分之一。

2. 宏观数据及政策分析

2.1 宏观数据喜忧参半

2.1.1 CPI、PPI 双双进入负时代 短期通缩将延续

3 月 10 日，统计局公布了 2 月份 CPI 和 PPI 数据。数据显示，2 月份 CPI 同比下降 1.6%，其中食品价格下降 1.9%，非食品价格下降 1.2%。就环比而言，食品价格上涨 0.8%，其中鲜菜价格上涨 4.0%，鲜蛋价格下降 0.8%。就数据而言，导致 CPI 增速由 1 月份的上涨 1% 急转直下为下降 1.6% 的主要原因在于食品价格由 1 月份的同比上涨 4.2% 演变为同比下降 1.9%，而且非食品价格的同比降幅也有所增大。进一步而言，1、2 月份食品价格同比变动骤然不同的根源在于春节因素的扰动，而非食品价格同比降幅的扩大则与 08 年初较高的基数密不可分。因此，在关注同比增速的同时，更应关注数据的环比变动情况，2 月份 CPI 基本与 1 月份持平表明物价水平环比负增长的态势有所改善，尽管如此，08 年较高的物价基数水平导致翘尾因素对 09 年 CPI 增长形成明显的压制作用，于是 CPI 增速未来一段时期内仍将位于零值以下，预计 3 月份 CPI 同比将下降 -0.9% 左右。

数据显示，2 月份 PPI 同比下降 4.5%，其中生产资料出厂价格下降 5.7%，生活资料出厂价格同比仅略微回落 0.4%。2 月份同比增速由 1 月份的 -3.3% 回落继续至 -4.5% 的主要原因仍是初级产品价格的大幅回落，统计局披露数据表明，2 月份国际市场上能源价格同比下降 48.8%，降幅比 1 月份扩大 3.4 个百分点；非能源价格下降 33.1%，扩大 9.4 个百分点；金属和矿产品价格下降 48%，扩大 10.3 个百分点，其中铝价下降 41.8%，铜价下降 55.3%。与 CPI 类似，目前我们在关注 PPI 同比增速的同时，更应当重视环比增速的变化趋势，尽管 2 月份 PPI 环比仍下降 0.7%，但是其降幅较 08 年 11 月、12 月以及 09 年 1 月分别缩小了 2.7、1.6 和 0.7 个百分点。PPI 环比降幅的缩小根源于 08 年 11 月开始的“四万亿”投资，但是在高基数等惯性的作用下，3 月份 PPI 仍将保持在 4.5% 以上的同比负

增长。

尽管 CPI 和 PPI 数据基本符合此前的市场预期，但这的确从一个侧面表示我国目前投资动力不足，经济发展依然面临着相当的困难，而就微观层面而言，企业仍将在一段时期内承受经营业绩下滑的压力。

2.1.2 中央投资主导投资增长超预期

3 月 11 日统计局公布数据显示，1-2 月份城镇固定资产投资 10276 亿元，同比增长 26.5%，普遍超过此前市场预期。投资保持高增长水平的主要原因在于中央对于“四万亿”投资的积极推进，数据显示，1-2 月份中央项目投资 1070 亿元，同比增长 40.3%，比 08 年年底提高 13 个百分点，比去年同期提高 26 个百分点，而地方项目投资增速为 25.10%，仅比 08 年底提高 4 个百分点，而与去年同期持平。另外分产业看，第一产业增速提升最为明显，为 100.3%，而以制造业为主的第二产业投资增速仍回落了 3.2 个百分点，第三产业增速则提升了 2.8 个百分点。分行业看，“四万亿”投资直接受益的铁路运输业投资增速大幅提升，为 210.1%，而去年同期和 12 月份其增速仅分别为 11.5%和 61.2%。而新开工项目大幅增长则反映“四万亿”投资醒目的快速落实。

对于数据，我们认为目前投资之所以仍能够保持较高的增长水平，其主要原因在“四万亿”投资的拉动，中央项目以及铁路运输业投资的大幅增长就是有效的说明，而第二产业投资增速的回落，表明我国制造业投资的意愿依然较低，投资的内生动力仍不足，于是随着“四万亿”投资项目逐步落实，固定资产投资增速的回落将难以避免，同时私人投资意愿的变动则将成为其回落程度的重要影响因素，但短期内投资仍可保持在 20%左右的高增长。

2.1.3 出口再入困境，顺差大幅降低

3 月 11 日，海关总署公布数据显示，2 月份我国出口同比下降 25.7%，进口同比回落 24.1%，由于在出口恶化程度超过预期的同时进口形势却好于此前预期，2 月份贸易顺差从 1 月份的 391 亿美元大幅回落至 48.5 亿美元。出口增速的大幅回落显然与欧美经济的疲软有关，同时新兴市场国家近来经济的下滑则加大了我国出口的压力；而进口增速有所好转可能与增值税改革后大型设备的进口有关。分类别来看，加工贸易恶化的趋势有所减缓，但是一般贸易无论是环比还是同比都出现更大的负增长。而就出口产品而言，国家对劳动密集型产业的支持有效减小了服装、鞋类等大宗产品出口的降幅，但是机电产品等出口则进一步有所恶化。我们认为，欧美经济短期内难以走出低谷，而且经济危机对新兴经济体的滞后影

响也将逐步显现，于是中国未来几个月的出口仍将面临较大的压力。

2.1.4 信贷仍大幅增长，但中长期贷款占比依然较低。

3月12日，人民银行数据显示，2009年2月份M2同比增长20.48%，M1同比增长10.87%；人民币贷款同比增长24.17%，当月人民币各项贷款增加1.07万亿元；人民币存款同比增长23.01%，当月人民币各项存款增加1.65万亿元。货币信贷数据与此前市场预期基本相符，但贷款的结构性问题依然存在，新增贷款中仍以短期贷款与票据融资为主，其表明银行目前仍有较大的放贷冲动，于是流动性充裕的态势并未改变，这从目前较低的同业拆借等市场利率水平即可得以印证；而与此同时2月份“四万亿”投资的推进并未使非金融部门的中长期贷款占比出现显著提升，由此看来，私营部门对于实体经济的投入依然谨慎，于是实体经济的回暖仍存困难。对于未来而言，在银行信贷冲动以及“四万亿”投资持续推进的影响下，货币信贷增速仍将保持较高水平。

2.1.5 工业增加值增速远低于预期

3月12日，统计局数据显示，2009年1-2月份工业增加值同比增速仅为3.8%，即使如统计局所言，考虑2008年的闰年因素后1-2月份的工业增加值增速可达5.2%，但仍远低于此前市场6%左右的预期水平，而且比去年同期的增长水平回落了近12个百分点，虽然物价水平的回落抵消了部分工业增加值，但是相对于08年12月份如此大的回落定会加大市场对经济回暖的担忧，不过其中发电量、汽车以及原煤等增加值增速的回升应该说给担忧带来了一丝光明。

2.1.6 农村消费刺激政策效果显现

3月12日，统计局数据显示，2009年1-2月份社会消费品零售总额同比增长15.2%，其中城市增长14.4%，农村增长17%；分行业而言，批发和零售业同比增长14.8%，住宿和餐饮行业增长18.9%。我们认为，从总量水平来看，在经济形势恶化、就业形势严峻以及物价水平负增长的不利影响下，消费仍能保持15.2%的同比增速实属不易，而对比城乡消费，我们认为国家所采取的家电下乡等刺激农村消费市场的措施已经开始显现效果，农村消费增速一举超过城市消费增速就是最好的说明。对于未来我们仍坚持认为，中国消费实际增速的回落空间并不大，但是考虑中国不可避免地要面临一段时期的通货紧缩，于是消费名义增速的回落将较为显著。

2.1.7 财政收入减少掣肘政府投资

财政部数据显示，2 月份全国财政收入 4108.23 亿元，比去年同月减少 50.52 亿元，下降 1.2%。虽然剔除“春节”放假这一不可比因素的影响，2 月份全国财政收入实际降幅比上月有所扩大，但是 1-2 月份全国 10239.84 亿元的财政收入，仍比去年同期减少 1315.55 亿元，下降 11.4%。正如财政部所言，09 年前 2 个月财政收入下降较多的主要影响因素主要有两个方面，一是经济增长放缓，企业效益下滑，财政收入来源减少；二是实施积极财政政策，进行结构性减税。我们认为，在目前国内为经济尚未根本回暖的情况下，财政收入同比减少的情况将继续延续，而这对我国试图加大政府投入以刺激经济发展来说无疑不是一个好消息，于是国家在通过各种方式节流的同时，也通过加大赤字以增加政府现期可用资金。

2.2 总理希望“以中国人自己的暖心来暖中国经济”

3 月 13 日上午，2009 年“两会”顺利结束，在之后举行的记者招待会上，总理就各国记者关心的问题一一做了解答，鉴于世界正身处经济危机之中，经济、金融问题无疑成为记者们关注的重点。对于经济“保八”，总理表示尽管困难重重，但这是我们经济前行中的罗盘，而且工业化、市场化和城镇化为中国经济发展提供了良好的基础，同时充裕的劳动资源以及近十年来金融体系的建设都为我国经济“保八”创造了条件；尤为重要的是，总理以古语“乞火莫若取燧，寄汲莫若凿井”表明其“希望全体中国人都以自己的暖心来暖中国经济”的愿望。从总理在记者招待会上就经济、金融问题的表述，我们认为两点值得关注：其一，在经济发展面临困难之时更应充满信心，正如总理多次所言“信心比黄金更重要”；其二，为应对这场百年一遇金融危机，国家“做了长期的、困难的准备”，并预留了政策空间，也就是说，如若国内外经济形势继续恶化，国家可能会通过新一轮的刺激方案。

3. 本周市场判断及投资策略

上周沪深两市均走出窄幅震荡行情，成交量比上周萎缩两成多。从形态上看，两市目前均呈现三角形整理收敛，意味着短期将进行方向性选择。我们前期判断上周市场将继续保持震荡盘升的格局，而市场的真实走势略低于我们的预期；分析认为，部分宏观数据的不乐观使投资者加剧了对经济复苏延长的担忧。对统计数据的分析显示，有利的因素包括：其一是 1-2 月份固定资产投资同比增长 26.1%，超过市场预期，说明四万亿投资的效果正逐步显现；其二是 2 月银行新增贷款 1.07 万亿元，继续保持了很高的信贷投放力度，这有利于充裕流动性的保持。不利的因素主要有：第一，海关总署公布进出口数据，其中 2 月出口总值同比下降 25.7%，贸易顺差仅为 48.41 亿美元，骤降 342.59 亿美元，环比降幅高达 87.62%，远远低于市场 295 亿美元的预期，对市场产生了明显冲击；第二，1-2 月工业增加值同比增速仅为 3.8%，远低于市场机构 6% 的预测，并且结束了反弹的趋势，说明我国制造业的衰退仍在持续，而且巨额固定资产投资拉动对整体制造业过剩产能的消化短期效果不明显；由于工业增加值数据的糟糕超出了市场预期，直接加剧了当天股指盘中回调的幅度；第三，1-2 月份社会零售总额名义同比增长 15.2%，低于市场 17% 的普遍预期，而 15.4% 的实际增长也较去年的 17.4% 出现下滑，由于经济下行中收入增速下降与失业率上升，消费增长预期将进一步下降。整体看，经济基本面改善趋势的不确定性有所增强。

虽然，温总理在记者招待会中表示，“我们已经准备了应对更大困难的方案，并且储备了充足的“弹药”，随时都可以提出新的刺激经济的政策”，但随着“两会”的结束，政策利好的支持作用在短期将快速削弱，进入一段观察政策效果的相对真空期。而 3 月下旬开始，市场将逐步进入 2008 年年报的集中披露期，由于 2008 年四季度经济下行冲击下上市公司业绩大幅下滑已成市场共识，所以相当部分上市公司将可能把“包袱”甩在 2008 年，以便使 2009 年获得一个较为理想的增长基础，这样一来将会使 2008 年上市公司年报业绩的糟糕程度超预期。受此影响，我们坚持 3 月市场整体为冲高回落，温和震荡的观点，预期本周市场下跌的可能性较大，但流动性依然充裕，特别是 M1 恢复回升，也将抑制股指回调的深度，因此当股指跌至 2000 点或以下时将面临较强回升的牵引力。

市场热点方面，上周保险等金融板块表现较强，成为稳定市场的主要力量，而地产板块受降息预期刺激也相对活跃，但其未来持续性将受房产成交数据的制约。我们发现在《政府工作报告》中兼顾短期投资拉动与长期促进消费的政策导向再次明确后，前期受益于 4 万亿政策而大幅上涨的钢铁、水泥、工程机械等投资相

关板块将面临相当估值压力，而国际经济进一步恶化使外需很难乐观，也将对出口型企业业绩严重冲击，因此我们建议策略选择时偏重防御性。建议关注：①2月发电量与用电量恢复正增长使业绩改善预期明确的火电龙头公司，如华能国际、华电国际等；②1-2月固定资产投资同比增长210.1%，居各类投资之首的铁路基建板块，如中铁二局、中国中铁等；③“两会”后很快公布“医改”细则而受益的医药细分行业优势公司，如天士力、康缘药业、华海药业、天坛生物等。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%之间；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	有色行业（铝、小金属）研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659
产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857
策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879		
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn