

中投证券研究所策略组

策略分析师: 许应涛

TEL: 010-66273935

Email: xuyingtao@cjis.cn

今日市场

特别话题: 修正中期走势的判断

盘后综述:

今日市场缩量震荡, 上证和深成指分别上涨 1.15% 和 1.87%。

前期, 我们策略组对于市场的判断: 一季度市场走势为底部逐步抬高的震荡反弹, 特别是春节之后的市场表现与我们当初的判断基本符合。我们当初的判断主要基于三个驱动因素: 流动性充裕; 经济数据环比向好, 一季度经济可能好于去年四季度; 两会政策期待。当前, 市场正面临一定的变化, 具体看这三个驱动因素变化如下:

2 月份信贷超预期且 3 月份流动性充裕的主基调仍然不会改变, 在央行全年 5 万亿的新增信贷目标和 17% 的 M2 增速目标下, 信贷高速增长是不可持续的。流动性充裕在前一阶段的持续反弹中, 已经逐步被预期到。基金等机构不会等到这个驱动因素彻底消失后才考虑减持。其强化作用可能逐步减弱, 由流动性引发的行情在宏观不佳和企业盈利无明显改善的背景下, 引发了越来越多的分歧。

上周相关部门陆续公布了 PMI, 工业增加值, 进出口, 消费零售总额, CPI&PPI, 固定资产投资, 货币信贷等数据。这些数据有所分化, 有些环比向好, 有些比我们预期的更差。今年一季度的经济状况可能不如我们之前预测的那么乐观, 有可能低于去年四季度 6.8% 的增速。

两会之间政策方面低于市场预期, 温总理政府工作报告政府的诸多内容并未超出市场预期。

有基于此, 我们将市场中期走势判断修正为: 近期维持宽幅震荡的格局。

全球主要指数今日(隔夜)表现

指数名称	今开盘	今收盘	涨跌
上证综合	2122.40	2153.29	1.15%
深圳成分	7847.34	8022.69	1.87%
HS300	2197.25	2241.61	1.64%
国债指数	121.09	121.09	0.03%
恒生指数	12657.9	12945.88	3.35%
道琼斯工业	7167.35	7223.98	0.75%
纳斯达克	1430.94	1431.50	0.38%
标准普尔	751.97	756.55	0.77%
FTSE100	3712.06	3753.68	1.12%
日经指数	7630.2	7704.15	1.78%
CRB 指	212.16	211.08	-0.34%
沪铜主力	29320	29630.00	1.51%
连豆主力	3455	3492.00	-2.89%

注: 欧美指数为隔夜值, 恒生指数为截稿之时点位

相关报告:

中投证券今日早报 2009-03-17

策略周报*20090316 核心客户投资内参 (总第 141 期)-反弹的驱动因素有所弱化, 后市可能宽幅震荡(中投证券_许应涛).doc

行业研究*冶金煤焦--短期市场波动不改中长期趋势 肖汉平 看好

公司深度报告*广汇股份-2010 年增长瓶颈有望突破, 毛利稳定风险较小 芮定坤 推荐

特别话题：修正中期走势判断

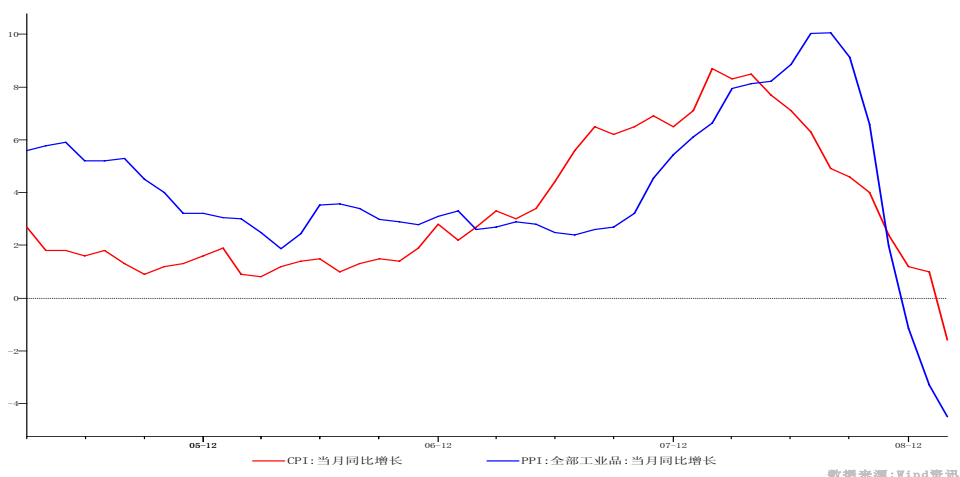
下调宏观经济预测

上周相关部门陆续公布了 PMI，工业增加值，进出口，消费零售总额，CPI&PPI，固定资产投资，货币信贷等数据。这些数据有所分化，有些环比向好，有些比我们预期的更差。今年一季度的经济状况可能不如我们之前预测的那么乐观，有可能低于去年四季度 6.8% 的增速。

CPI 与 PPI 6 年来首度双双为负，在市场预期之中

在国家统计局公布数据之前，主要研究机构的预测区间为 CPI 在 -2.1 至 -0.5 之间，PPI 在 -5.0 到 -3.5 之间，2 月份价格指数双双走低，基本符合市场的预期。2 月份影响物价指数走低，原因有很多方面。其中最主要的原因有：国际大宗商品价格持续回落对我国的传导。特别是在原油，矿石，有色金属，化工原料等方面，我国近期的进口价格明显下降，因此 PPI 降幅较快；同样，国际农产品如大豆等价格持续回落，也使得 CPI 有一定程度传导。第二个主要原因是春节因素与去年灾害因素。去年的春节在 2 月份，需求相对旺盛，并且去年 2 月份面临雪灾，部分地区供给不足导致价格高企。这两个原因使得 2 月份比较基准相对较高。预期后继 CPI 和 PPI 同比仍面临较大压力，但环比应该有所改善，并且跌幅应该有所收窄。

图 1: CPI 及 PPI 同比走势



资料来源: wind, 中投证券研究所

至于目前的宏观经济是否面临通缩。我认为目前的宏观经济已经具备了通缩的某些特征。一般来说，通缩指的是货币供应量下降不足引起的物价下跌。目前的价格指数下跌较为明显。虽然央行实行了宽松的货币政策，广义货币供应量 M2 和信贷有所增加，但货币的流通速度有所下降却不容忽视。因此，从一定程度来看，经济已经进入了通缩阶段。如果通缩的局面长期得不到改善，就会影响到居民收入和消费，对企业债务也造成沉重的负担，其消极影响不容忽视。

固定资产投资数据出炉，房地产投资增速仅 1%

政府投资带动整体投资大幅反弹。1-2 月份城镇固定资产投资增长 26.5%，大幅高于我们此前 19-20% 的预测，也高于 21.5% 的市场预测，实际投资增速在 27-29%。主要原因是政府投资大幅增加，表现在电力、热力的生产与供应业、铁路运输业投资大幅增长 20.6% 与 210.1%；而且新开工项目数与投资也分别大幅增长 28% 与 87.5%。

资金紧张与开发商较高的存货水平导致房地产开发投资大幅回落至 1%。资金紧张与较高的存货水平导致开发商大幅减少开工面积。去年 12 月末，商品房施工面积与新开工面积分别降至 16% 与 1.4% 的低点，尤其新开工面积是 1997 年来的历史低点。而且截至去年 12 月，北京、上海与深圳三地的存货需要至少半年以上时间达到合理水平。

我们预计未来 6 个月内，政府投资将继续保持高速增长，但随着房地产投资持续大幅下降与制造业“去产能”，整体投资增速反弹不可持续，预计投资会在 3 或 4 月份再转为下降态势。但由于政府投资的及时性超出此前预期，上半年投资增速由 10-12% 上调至 12-14%。

1-2 月份工业增加值仅增加 3.8%

2 月，工业增加值同比增长 3.8%，低于市场预测的 5.7%，也大幅低于我们的预测值 8%。1-2 月份工业生产环比（08 年 11-12 月）约下降 14%，是历年同期的最低水平，而且也大幅低于 1997-1999 年。工业增加值增速明显放缓，反映经济仍然低迷。可能是与出口大幅下降，部分行业产能过剩，一些企业二次去库存化有关。在一段时间内，出口不振可能将继续导致纺织等轻工业下滑，对上游有所传导，拖累后续工业增加值的走势。

1-2 月份出口大幅恶化，但最坏的数字仍未出现

2 月海关进出口数据显著低于市场预期（出口 -1%，进口 -22.5%，顺差 283 亿美元）。由于去年 2 月份是春节，工作日少于今年 2 月，因此市场高估了 2 月份出口数据。刨掉春节因素后，2 月份出口增速下滑 36%。

我们的宏观研究员李云洁认为，无论从外需、翘尾因素、汇率结算因素或者和其他出口国的横向比较来看，未来还有更负面的外贸数据出炉。就下个月而言，历来 3 月份都会比 2 月份出口好，即使今年 3 月份保持往年的环比增幅（可能性很小），3 月份出口增速将是 -25% 左右。我们预计 3 月份出口同比增速可能达 -30%。今年上半年有可能出现 -40% 的出口降幅。另外，由于我国转口贸易的特性，进口通常是出口的现行指标，因此，在出口降幅见底前，进口降幅将先见底，加上大宗商品价格已止跌回稳，这两个因素共同决定进口降幅将趋缓。

美国零售数据虽然好于市场预期，但消费支出难言反转。即使美国个人消费有所好转，传导到我国出口有一个季度以上的时滞，再加上美国银行体系信贷紧缩造成的外贸信用证问题，出口的复苏之路仍然显得漫长。

1-2 月份消费零售总额同比增长 15.2%

1-2 月，社会消费品零售总额 20080.4 亿元，同比增长 15.2%。分地域看，城市消费品零售额 13541.0 亿元，同比增长 14.4%；县及县以下零售额 6539.4 亿元，增长 17.0%。分行业看，批发和零售业零售额 16800.1 亿元，同比增长 14.8%；住宿

和餐饮业零售额 3015.9 亿元, 增长 18.9%; 其他行业零售额 264.4 亿元, 增长 2.6%。分商品类别看, 限额以上批发和零售业吃、穿、用商品类零售额同比分别增长 14.2%、15.9% 和 7.6%。其中, 粮油类增长 16.3%, 肉禽蛋类增长 12.0%, 服装类增长 17.4%, 文化办公用品类增长 8.3%, 体育、娱乐用品类增长 13.5%, 日用品类增长 12.0%, 家用电器和音像器材类增长 2.7%, 家具类增长 27.1%, 化妆品类增长 14.6%, 金银珠宝类增长 16.3%, 汽车类增长 9.3%, 石油及制品类增长 0.7%, 建筑及装潢材料类增长 22.4%, 通讯器材类下降 9.2%。

消费增长 15.2%, 低于我们预期 (17.5%)。实际增速在 15.5-16%, 低于去年 12 月 17.6% 的增速, 但考虑到物价下跌的因素, 整体未出现大幅下跌。预计未来通缩会对消费产生一定的抑制, 消费将呈回落态势, 上半年增长 13-14%。

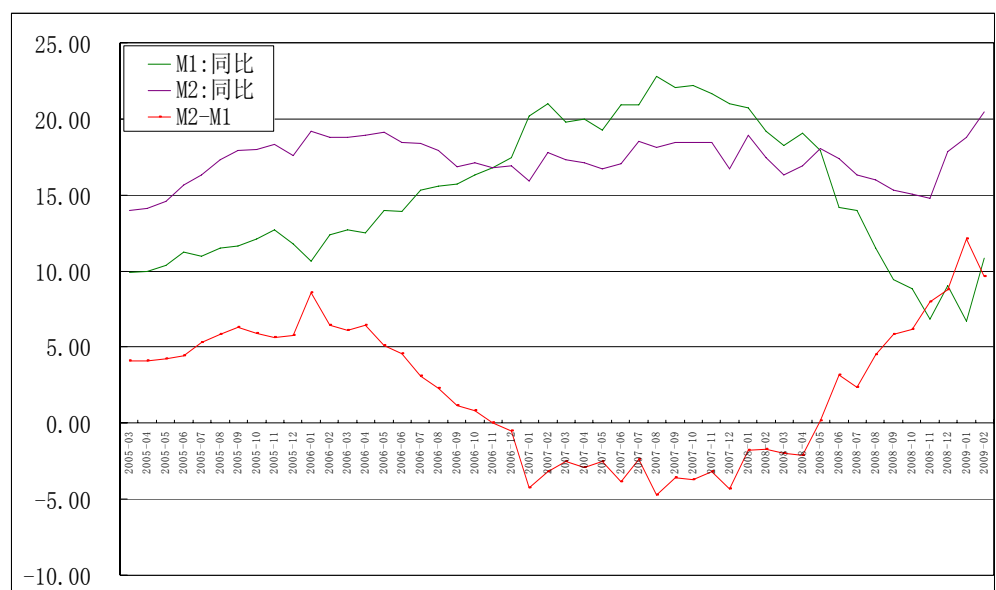
由于外需回落对工业生产的影响超出此前判断, 考虑到其他经济数据的综合影响, 我们的宏观研究员将一季度 GDP 预测由 “7.4%” 下调为 “5.5-6%”。

流动性仍然充裕, 但助涨效应明显减弱

央行上周公布了 2 月份信贷数据。货币供应量增长 20.48%。2009 年 2 月末, 广义货币供应量(M2)余额为 50.71 万亿元, 同比增长 20.48%, 比上月末高 1.69 个百分点; 狭义货币供应量(M1)余额为 16.65 万亿元, 同比增长 10.87%, 比上月末高 4.19 个百分点; 市场货币流通量(M0)余额为 3.51 万亿元, 同比增长 8.28%。

人民币贷款同比增长 24.17%。2 月末, 金融机构本外币各项贷款余额为 34.64 万亿元, 同比增长 21.82%。金融机构人民币各项贷款余额 33.06 万亿元, 同比增长 24.17%, 增幅比上年末高 5.44 个百分点, 比上月末高 2.85 个百分点。当月人民币各项贷款增加 1.07 万亿元, 同比多增 8273 亿元。

图 2: M1, M2 及 M2-M1 走势



资料来源: wind, 中投证券研究所

M2 增速和信贷增量超出市场预期, 表明央行为了保障经济的平稳运行, 提供充

足流动性的决心。预期央行完成全年信贷增长 17% 的目标不会有太大的问题。其中需要特别注意的是 M1 同比增长 10.9%，高于 1 月份的 6.7%。M2 与 M1 增速差在收窄，一方面是因为春节因素，另一方面显示企业营运资本回升，实体经济流动性有所改善。但不容忽视的是：M2-M1 仍然处于次高点，流动性定期存款化有所改善但仍居于高位。央行释放流动性对于实体经济的作用，仍需要不断累积。

虽然 3 月份流动性充裕的主基调仍然不会改变，在央行全年 5 万亿的新增信贷目标和 17% 的 M2 增速目标下，信贷高速增长是不可持续的。流动性充裕在前一阶段的持续反弹中，已经逐步被预期到。基金等机构不会等到这个驱动因素彻底消失后才考虑减持。其强化作用可能逐步减弱，由流动性引发的行情在宏观不佳和企业盈利无明显改善的背景下，引发了越来越多的分歧。虽然近期行情整体处于震荡，但下行的风险在逐步累积。

两会期间政策并未超预期

3 月 4 日全球著名财经媒体彭博社发布了一则资讯：原统计局局长全国政协委员李德水向其透露：国家将强化经济刺激计划，并有可能扩充原来的 4 万亿投资计划。并称具体的细则将会在温总理的报告中披露。此传言再加上当时披露的 PMI 指标环比回升，引发了市场做多热情，沪指一度放量大涨 6.12%，周边股市在此带动下，也纷纷大涨。然而在 3 月 5 日温总理的政府工作报告中，并未有大规模扩充经济刺激数额的方案，整体来看，政府工作报告的诸多内容并未超出市场预期。大涨之后持续缩量整理，也反映了政策预期之后，投资者相对谨慎的态度。

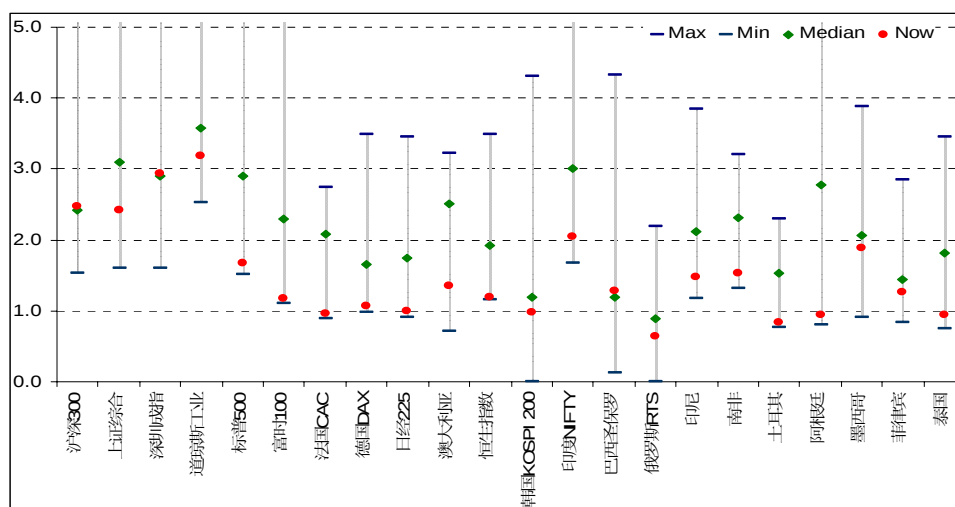
对于温家宝政府工作报告及近期政策的解读，我们宏观研究员刑微微认为：政府工作报告的诸多内容并未超出市场预期。经济增长目标相对于去年年底所提的“保八”水平，决策层透露出“保八”具有一定难度。宏观调控目标由此前“保持经济平稳较快发展”变为“扭转经济增速下滑趋势”。这两方面说明经济仍存在继续下行风险。

当然，在出口持续恶化，一季度 GDP 低于去年四季度的背景下，不排除决策层“经济刺激第二波”方案的实施，但在没有明确之前，我们保持谨慎。

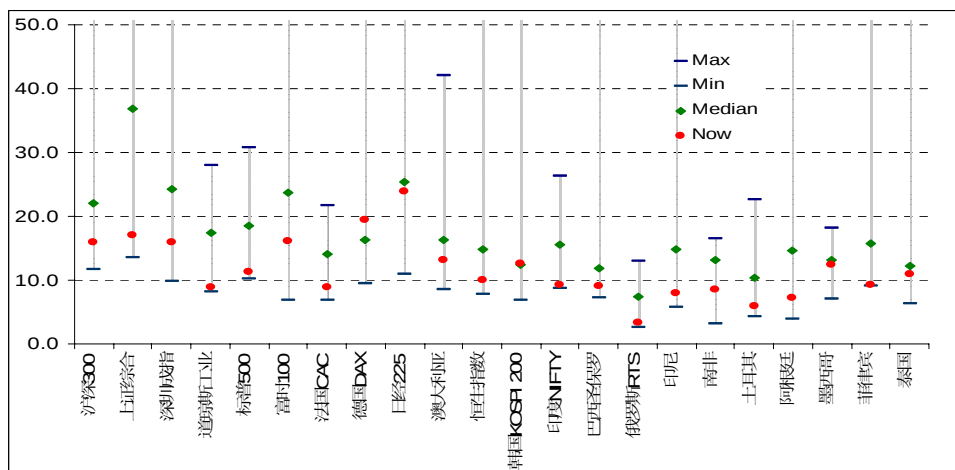
综上所述：我们将市场中期走势由之前“底部逐步抬高的震荡反弹”判断修正为：中期维持宽幅震荡的格局。

估值跟踪

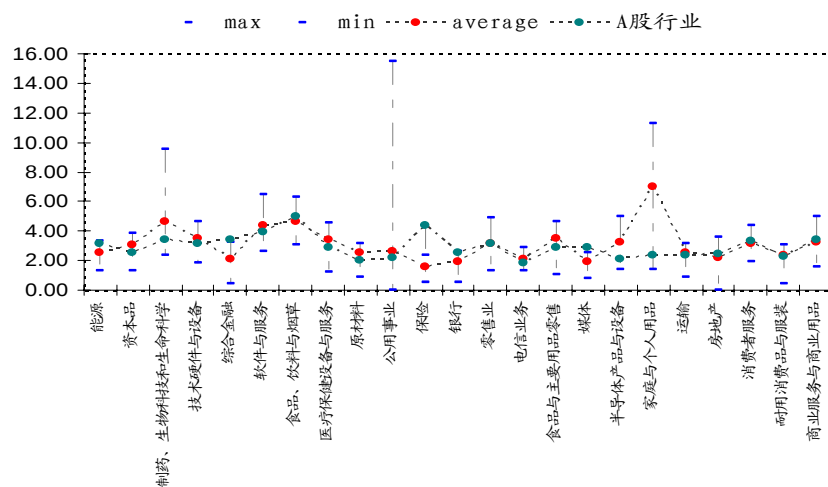
图：全球主要市场 PB 比照图



图：全球主要市场 PE 比照图



图：我国行业 PB 与美国行业 PB 比照图



资料来源：中投证券研究所估值小组

明日关注

3月17日解禁股一览

代码	简称	流通日期	本次流通数(万股)	占流通A股比(%)	流通股份性质
000537	广宇发展	3-17	6802.78	15.80	股权分置限售股份
000970	中科三环	3-17	11498.83	39.61	股权分置限售股份
600306	商业城	3-17	6549.34	58.14	股权分置限售股份
600365	通葡股份	3-17	2965.38	26.87	股权分置限售股份
000428	华天酒店	3-17	2300	12.42	定向增发机构配售股份
000088	盐田港	3-17	7930	19.53	股权分置限售股份
000528	柳工	3-17	18599.13	64.93	股权分置限售股份
000619	海螺型材	3-17	7944.55	28.32	股权分置限售股份

3月17日主要经济数据

04:00 日本 央行公布利率决定

06:00 日本 机床订单(年比)(二月)

12:30 美国 扣除食品和能源后生产者物价指数(年比)(二月)

12:30 美国 扣除食品和能源后生产者物价指数(月比)(二月)

12:30 美国 新屋开工(年比)(二月)

12:30 美国 生产者物价指数(年比)(二月)

12:30 美国 生产者物价指数(月比)(二月)

12:30 美国 营建许可(月比)(二月)

3月17日财报披露

长春高新(000661)	世纪光华(000703)	华东科技(000727)	长城信息(000748)
广州冷机(000893)	东方钨业(000962)	盾安环境(002011)	鑫富药业(002019)
威海广泰(002111)	中国海诚(002116)	北斗星通(002151)	鸿博股份(002229)
歌尔声学(002241)	中牧股份(600195)	大杨创世(600233)	西藏天路(600326)
天科股份(600378)	太工天成(600392)	欣网视讯(600403)	华海药业(600521)
贵航股份(600523)	京能热电(600578)	新华医疗(600587)	中电广通(600764)
上海物贸(600822)	宝信软件(600845)	宁波热电(600982)	兴业银行(601166)

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

许应涛, 中投证券研究所策略分析师, 中国人民大学经济学硕士。擅长证券市场的基本面及技术面分析; 具有丰富的股票和期货投资经验。通过深入的策略分析, 深度挖掘国内 A 股市场中的投资机会。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434