

策略研究员

刘浩波

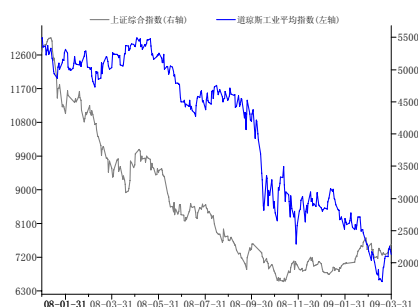
0755-82026839

liuhaobo@cjis.cn

曹雪锋

010-66276925

caoxuefeng@cjis.cn



相关报告

3 月 16 日《宽幅震荡 适度防御》

3 月 11 日《似曾相识燕归来 去库存未脱钩》

3 月 2 日《3 月震荡为主 两会政策或低于预期》

2 月 23 日《海外经济体仍然处于“去库存化”的过程中》

策略周报

关注盈利下调带来的压力

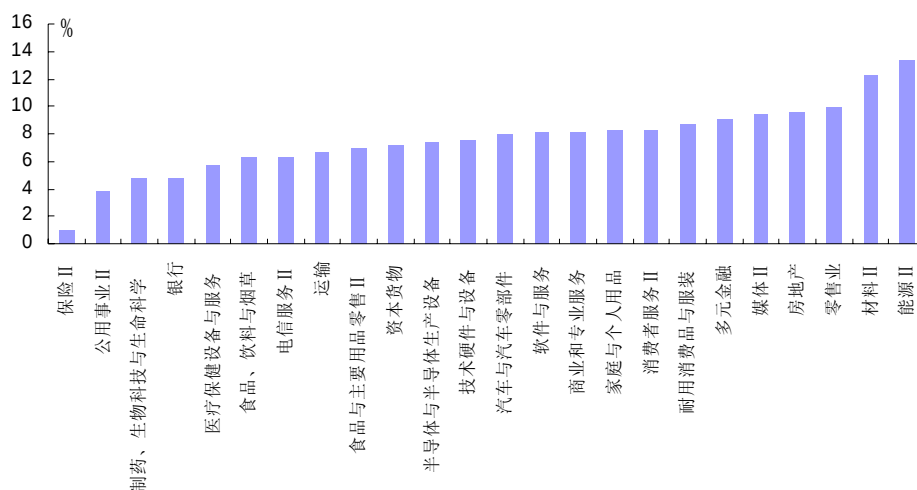
投资要点:

- 上周 A 股市场大幅上扬, 从全周来看, 上证指数上涨 7.15%, 深证成指上涨 9.8%, 两市成交量较上周有所回升。从行业板块来看, 按照 GICS 二级分类, 上周所有板块都出现上涨。
- 中投证券金融工程组根据宏观预测数据的下调, 在本周也下调了上市公司 09 年业绩增长预测。与 2008 年底的预测相比, 最新的 09 年上市公司盈利增长由-15.4%下调到-25.57%。
- 自下而上的数据表明企业盈利增长不乐观: 1) 央行 5000 户工业企业调查的历史数据显示, 与 1997—98 年亚洲金融危机 (-2%) 和 2003 年非典时期 (2%) 相比, 目前企业利润率仍然处于较高水平 (8%左右)。企业利润率的下调仍然具有一定的空间。2) 从央行 5000 户工业企业利润率扩散指数的历史数据来看, 目前的情况 (-2) 和与 1997—1998 年的最差情况 (-21) 相比, 仍有较大的下降空间。3) 央行 5000 户工业企业产能利用率扩散指数仍然处于相对较高的位置 (-10), 与 1997—1998 年的最差情况 (-40) 相比, 仍然具有较大的下滑空间。如果未来产能利用率持续下降, 如我们在专题报告《去产能未脱钩》中分析的那样, 在去产能背景下的去库存将使得企业的盈利能力受到较大的压制。
- 随着业绩预期的不断向下修正, 股指持续上涨的动力将逐步减弱。
- 上周中投行业配置收益为 7.24%跑输基准权重配置收益率 0.136%。主要原因在于金属、非金属与采矿 (有色板块) 涨幅明显, 全周涨幅达到 22.8%, 而中投行业配置建议中, 对金属、非金属与采矿 (有色板块) 采取了低配的建议。虽然中投行业配置中超配了涨幅明显的煤炭板块, 但是其在涨幅与超额配置比例上均不及有色板块的涨幅和低配比例, 因此行业超额收益低于有色板块, 造成了中投行业配置收益率跑输基准权重配置的收益率。
- 虽然目前市场对输入型通胀的预期在迅速攀升, 但是中投宏观团队认为输入型通胀的可持续性有待观察。而行业分析师也认为, 有色板块的盈利增长存在很大压力。基于上述信息, 我们暂时维持有色板块低配的建议。
- 从 3 月初以来中投精选指数与沪深 300 指数的走势比较来看, 中投精选指数对沪深 300 指数的领先幅度有所收窄, 幅度在 0.4%左右。以新入选的 5 只股票为代表的低估值选股策略继续对组合起到正面贡献, 但是幅度有所降低。

一周回顾

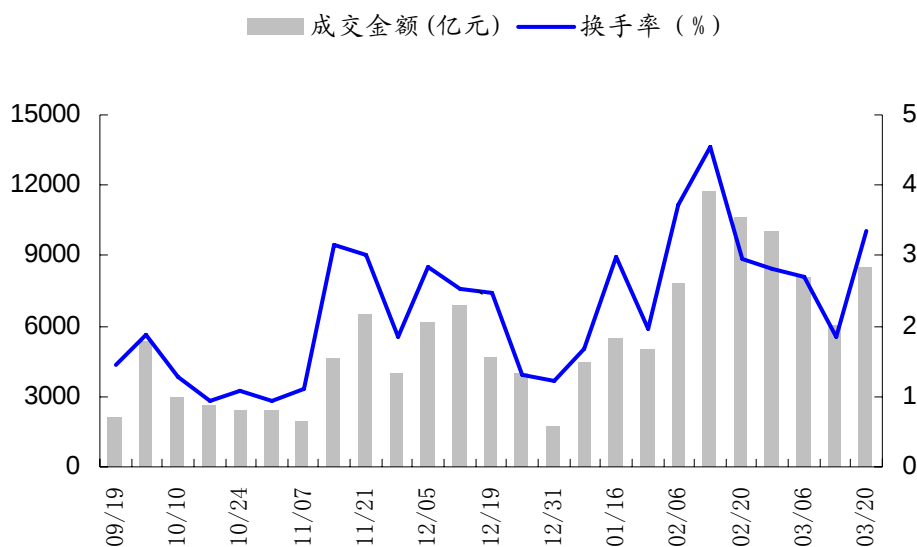
上周 A 股市场大幅上扬, 从全周来看, 上证指数上涨 7.15%, 深证成指上涨 9.8%, 两市成交量较上周有所回升。从行业板块来看, 按照 GICS 二级分类, 上周所有板块都出现上涨, 前一周唯一上涨的保险板块上周涨幅最小, 仅为 0.97%, 前一周跌幅最小的公用事业板块上周涨幅仍然较低, 为 3.79%。涨幅最大的行业板块为能源和材料板块, 分别为 13.37% 和 12.29%。从全球市场来看, 全球主要股市全周上涨, 俄罗斯 RTS 指数涨幅最大, 达 12.6%, 沪深市场也涨幅居前, 美国标普 500、纳斯达克以及道琼斯工业指数涨幅相对较小。

图 1: 一周行业涨跌幅排名 (GICS 二级)



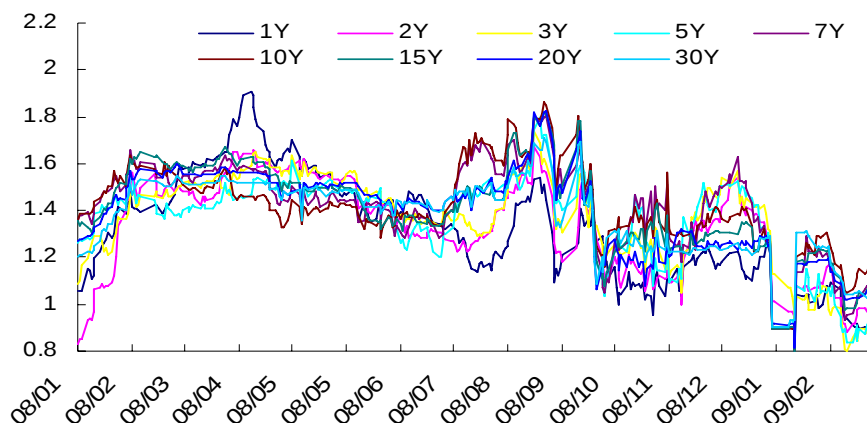
资料来源: wind, 中投证券研究所

图 2: A 股市场 24 周成交金额与换手率



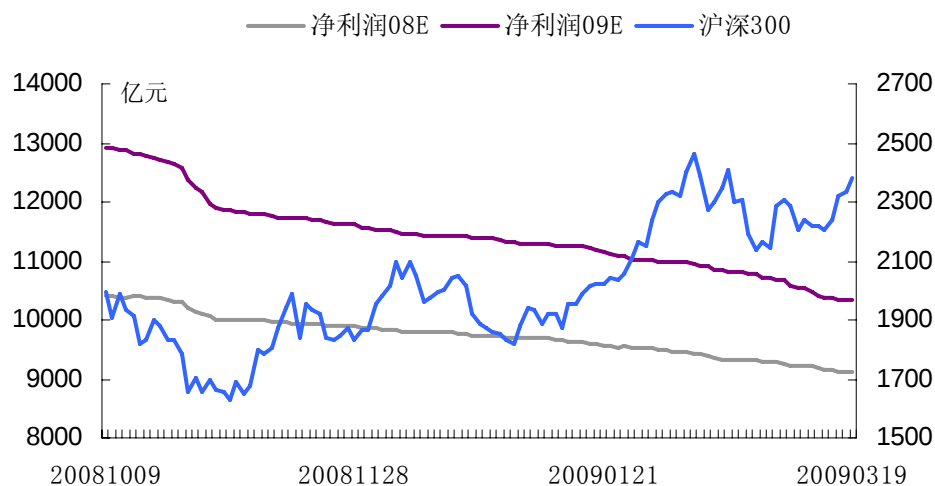
数据来源: wind, 中投证券研究所

图 3：银行间 AAA 级企业债-国债利差



数据来源: 中投证券研究所

图 4：分析师一致性盈利预测变化与沪深 300 走势变化图



数据来源: wind, 中投证券研究所

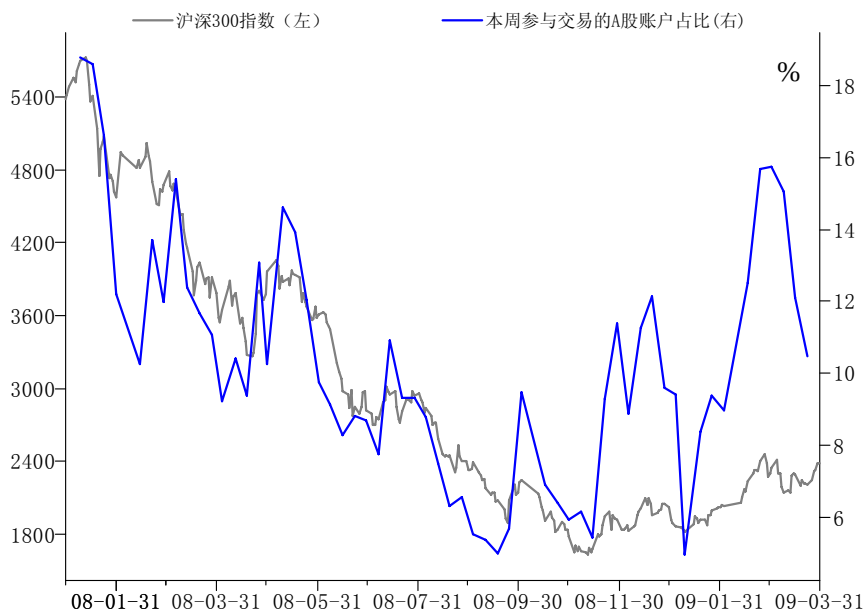
截至 3 月 13 日, 沪深投资者期末持仓 A 股帐户占比继续回升, 至 38.9%; 沪深投资者本周参与交易账户占比有所回落, 至 10.49%; 单周新增 A 股和基金开户数也继续回落, 数据分别为 27.7 万户和 4.3 万户。

图 5：沪深投资者持仓账户占比与沪深 300 指数



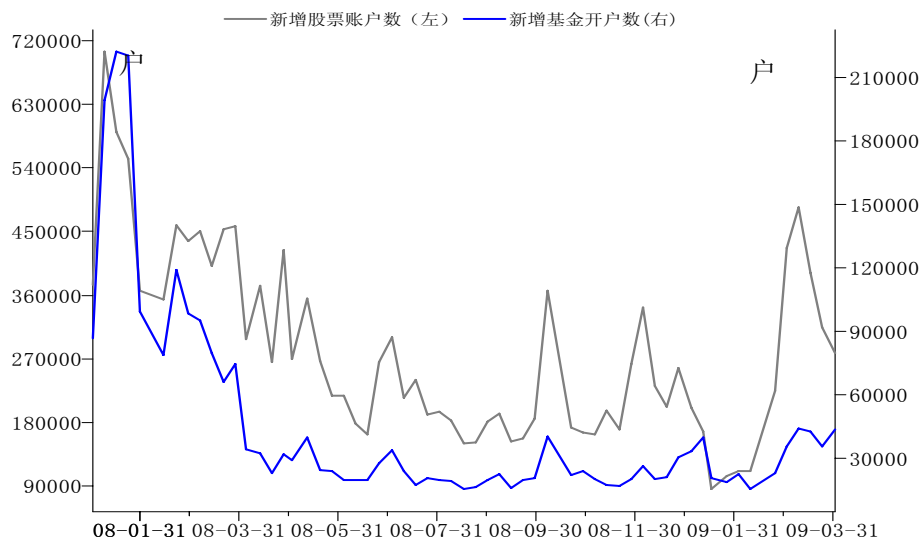
数据来源: wind, 中投证券研究所

图 6: 沪深投资者交易账户占比与沪深 300 指数



数据来源: wind, 中投证券研究所

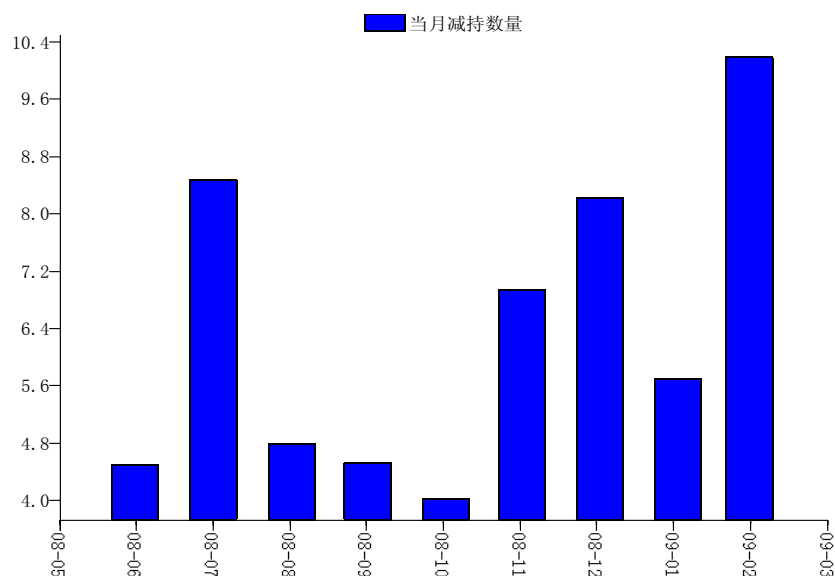
图 7: A 股和基金开户数



数据来源:wind, 中投证券研究所

2009 年 2 月，随着市场估值水平的提升，大小非和大小限减持也大幅提高，2 月份较 1 月份环比上涨 78.8%，达到 10.19 亿股。

图 8：大小非、大小限减持情况



数据来源:wind, 中投证券研究所

策略展望

接下来的一段时间是 2008 年年报和 2009 年一季度业绩报告的密集公布期。虽然市场对 2008 年和 2009 年上市公司业绩下滑已经有所预期，但是随

着业绩披露的逐步展开，投资者也将不断修正对上市公司业绩预期的判断。

从目前的情况来看，上市公司业绩增长趋势有可能被进一步向下修正。

1、中投证券金融工程组下调 09 年企业盈利增长预测

在上周宏观团队下调宏观预测数据后，中投证券金融工程组根据宏观预测数据的下调，本周也下调了上市公司 09 年业绩增长预测。与 2008 年底的预测相比，最新的 09 年上市公司盈利增长由-15.4%下调到-25.57%。

表 1：非金融业上市公司的盈利增速测算

	2007年A	2008年E	2009年E	2010年E
真实GDP增速 /%	11.9	9	7.4	8
GDP平减指数 /%	105.22	106.49	100.67	102.68
ROE /%	16.3	11.1	5.5	7.1
盈利增速 /%	40.8	-17.8	-45.5	36.2

资料来源：中投证券研究所金融工程组

表 2：金融业上市公司的盈利增速测算

	2008年盈利增速E	2009年盈利增速E	2010年的盈利增速
银行	35.00%	0.00%	15.00%
保险	-60.00%	10.00%	5.00%
券商	-45.00%	-25.00%	10.00%

资料来源：中投证券研究所金融工程组

表 3：整体上市公司的盈利增速测算

	2008年盈利增速E	2009年盈利增速E	2010年的盈利增速
整体市场（本次预测）	-5.73%	-25.57%	23.26%
整体市场（上次预测）	-3.30%	-15.40%	13.80%

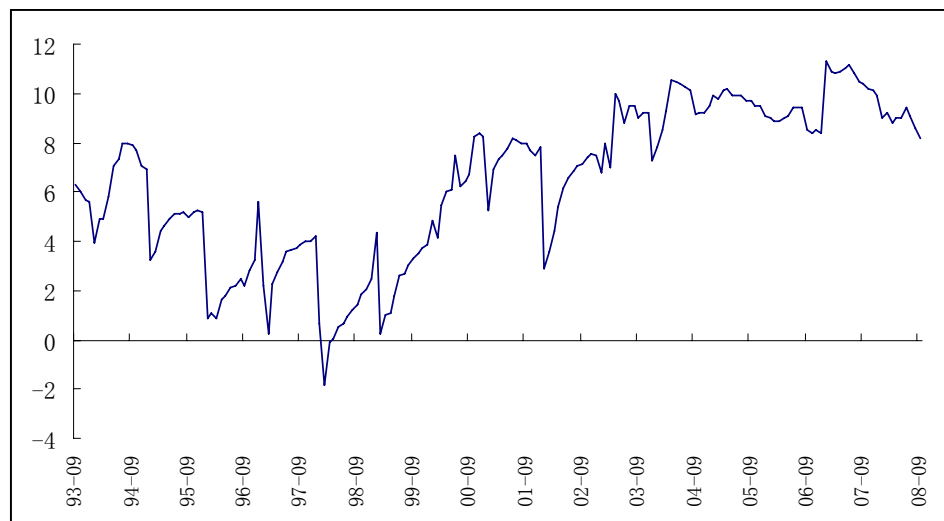
资料来源：中投证券研究所金融工程组

2、自下而上的数据也表明，企业盈利增长仍然不乐观

央行 5000 户工业企业调查的历史数据显示，与 1997—98 年亚洲金融危机（-2%）和 2003 年非典时期（2%）相比，目前企业利润率仍然处于较高水

平（8%左右）。企业利润率的下调仍然具有一定的空间。如果需求难以有效恢复、销售持续低迷的话，降价让利是企业保住市场份额的重要手段。而销售和利润率的下落将给企业盈利增长带来负面压力。

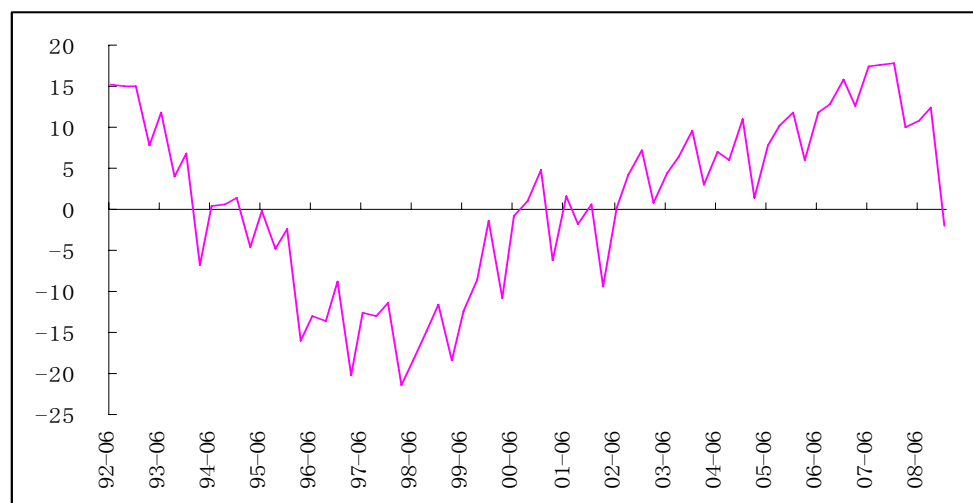
图 9：5000 户工业企业利润率（%）



资料来源：CEIC、中投证券研究所

从央行 5000 户工业企业利润率扩散指数的历史数据来看，目前的情况（-2）与 1997—1998 年的最差情况（-21）相比，仍有较大的下降空间。

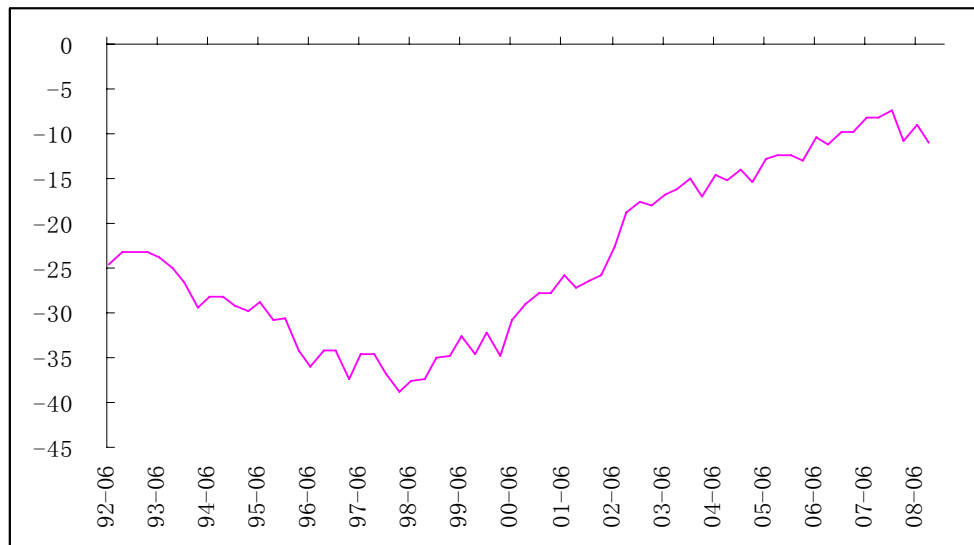
图 10：央行 5000 户工业企业利润率发散指数



资料来源：CEIC、中投证券研究所

央行 5000 户工业企业产能利用率扩散指数仍然处于相对较高的位置（-10），与 1997—1998 年的最差情况（-40）相比，仍然具有较大的下滑空间。如果未来产能利用率持续下降，如我们在专题报告《去产能未脱钩》中分析的那样，在去产能背景下的去库存将使得企业的盈利能力受到较大的压制。

图 11：央行 5000 户工业企业产能利用率发散指数



资料来源：CEIC、中投证券研究所

根据部分行业研究员自下而上的盈利预测，部分行业，如此次“4 万亿”行情中较早启动的水泥行业，其 1 季度和 2 季度的盈利情况也有可能低于市场预期；另外钢铁行业研究员也反映库存压力在增加而未来产能利用率可能会下降。

随着业绩预期的不断向下修正，股指持续上涨的动力将逐步减弱。

行业配置

上周中投行业配置收益为 7.24%，低于基准权重配置收益率的 7.37%，两者之差为 0.136%。主要原因在于金属、非金属与采矿（有色板块）涨幅明显，全周涨幅达到 22.8%，而中投行业配置建议中，对金属、非金属与采矿（有色板块）采取了低配的建议。虽然中投行业配置中超配了涨幅明显的煤炭板块，但是其在涨幅与超额配置比例上均不及有色板块的涨幅和低配比例，因此行业超额收益低于有色板块，造成了中投行业配置收益率跑输基准权重配置的收益率。

虽然目前市场对输入型通胀的预期在迅速攀升，但是中投宏观团队认为输入型通胀的可持续性有待观察。而行业分析师也认为，有色板块的盈利增长存在很大压力。基于上述信息，我们暂时维持有色板块低配的建议。

与此同时，我们认为目前股指运行仍然处于预期推升的阶段，对短期操作而言，预期对股价的影响作用不容忽视。

表 4：行业配置表（每月调整一次行业配置）

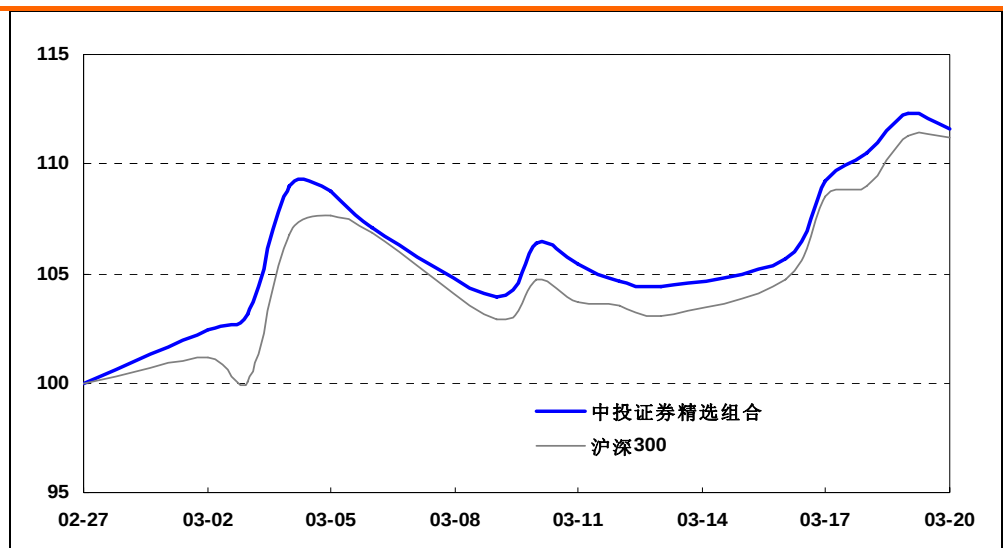
行业	涨跌幅	组合权重	基准权重	相对权重差异	绝对权重差异	行业超额收益	行业超额收益贡献
石油天然气设备与服务	13.0%	0.8%	0.6%	1.23	0.1%	5.6%	0.008%
交通基础设施	6.0%	2.9%	2.4%	1.18	0.4%	-1.4%	-0.006%
煤炭与消费用燃料	18.0%	3.4%	3.0%	1.13	0.4%	10.6%	0.042%
公路与铁路运输	5.1%	1.4%	1.3%	1.13	0.2%	-2.2%	-0.004%
综合性石油天然气	8.1%	2.8%	2.5%	1.12	0.3%	0.7%	0.002%
电信服务II	6.3%	1.0%	0.9%	1.11	0.1%	-1.1%	-0.001%
银行	4.8%	14.3%	13.1%	1.09	1.2%	-2.6%	-0.031%
制药、生物科技与生命科学	4.7%	4.8%	4.5%	1.08	0.3%	-2.7%	-0.009%
保险II	1.0%	3.6%	3.6%	1.00	0.0%	-6.4%	0.000%
电力	3.2%	4.6%	4.6%	1.00	0.0%	-4.2%	0.000%
电气设备	6.5%	2.4%	2.4%	1.00	0.0%	-0.8%	0.000%
多元金融	9.1%	4.0%	4.0%	1.00	0.0%	1.7%	0.000%
房地产	9.6%	6.9%	6.9%	1.00	0.0%	2.2%	0.000%
钢铁	8.5%	4.6%	4.6%	1.00	0.0%	1.2%	0.000%
化工	10.3%	4.5%	4.5%	1.00	0.0%	2.9%	0.000%
家庭耐用消费品	8.1%	1.9%	1.9%	1.00	0.0%	0.7%	0.000%
建筑与工程III	4.0%	1.9%	1.9%	1.00	0.0%	-3.4%	0.000%
零售业	9.9%	2.9%	2.9%	1.00	0.0%	2.6%	0.000%
汽车与汽车零部件	7.9%	2.2%	2.2%	1.00	0.0%	0.6%	0.000%
食品、饮料与烟草	6.3%	4.7%	4.7%	1.00	0.0%	-1.1%	0.000%
机械	7.3%	3.9%	4.1%	0.96	-0.2%	-0.1%	0.000%
公用事业II	6.1%	1.2%	1.3%	0.96	-0.1%	-1.3%	0.001%
软件与服务	7.3%	0.9%	0.9%	0.95	0.0%	0.0%	0.000%
技术硬件与设备	7.5%	3.2%	3.4%	0.94	-0.2%	0.2%	0.000%
海运III	9.5%	1.4%	1.4%	0.94	-0.1%	2.1%	-0.002%
航空III	5.4%	0.4%	0.5%	0.88	-0.1%	-2.0%	0.001%
综合类III	9.3%	2.0%	2.4%	0.83	-0.4%	1.9%	-0.008%
金属、非金属与采矿	22.8%	3.1%	4.0%	0.79	-0.9%	15.4%	-0.131%
建材III	5.2%	1.2%	1.8%	0.67	-0.6%	-2.1%	0.013%
纺织品、服装与奢侈品	9.3%	1.0%	1.6%	0.63	-0.6%	1.9%	-0.011%
收益		7.24%	7.37%				-0.136%

资料来源：中投证券研究所

精选组合

从3月初以来中投精选指数与沪深300指数的走势比较来看，中投精选指数对沪深300指数的领先幅度有所收窄，幅度在0.4%左右。

图12 中投精选指数与沪深300指数走势比较



资料来源：中投证券研究所

从中投精选组合 3 月以来涨跌幅数据看，涨幅最小的 5 只股票的 2008 年动态 PE 均相对较高。而涨幅最大的 5 只股票 2008 年动态 PE 水平各异，其中三安光电高达 111 倍，而西山煤电只有 12.5 倍。

3 月初新入选中投精选组合的股票中，西山煤电、万科 A、海螺型材和康缘药业都进入涨幅前十的行列，格力电器排在第十一位。

以新入选的 5 只股票为代表的低估值选股策略继续对本周的组合起到正面贡献，但是幅度有所降低。

表 5 中投精选组合 3 月以来涨跌幅

名称	3月以来涨跌幅	2008动态PE
600703.SH 三安光电	43.5	111.0
000983.SZ 西山煤电	32.0	12.5
000063.SZ 中兴通讯	21.5	28.2
000800.SZ 一汽轿车	18.6	16.0
000012.SZ 南玻A	18.2	31.0
002154.SZ 报喜鸟	16.7	22.5
000002.SZ 万科A	13.7	22.2
000619.SZ 海螺型材	13.3	36.5
002028.SZ 思源电气	10.5	25.0
600557.SH 康缘药业	10.5	31.9
000651.SZ 格力电器	9.2	15.5
000157.SZ 中联重科	8.8	16.2
600030.SH 中信证券	8.3	24.1
600089.SH 特变电工	5.3	30.7
601939.SH 建设银行	3.4	9.4
600276.SH 恒瑞医药	1.6	42.9
601390.SH 中国中铁	0.4	49.2
000028.SZ 一致药业	-0.2	32.4
601766.SH 中国南车	-0.9	33.8
601186.SH 中国铁建	-2.9	29.4

数据来源：中投证券研究所

海外追踪

表 6：全球市场一周表现

名称	5 日涨跌幅	10 日涨跌幅	20 日涨跌幅	60 日涨跌幅	120 日涨跌幅
新加坡海峡指数	1.23%	5.54%	0.12%	-8.52%	-35.55%
台湾加权指数	1.31%	6.62%	11.83%	6.75%	-18.80%
道琼斯工业平均指数	1.51%	10.37%	-2.51%	-15.16%	-33.97%
俄罗斯 RTS 指数	12.60%	23.82%	26.25%	1.13%	-38.39%
纳斯达克综合指数	2.19%	12.13%	1.00%	-6.84%	-33.35%
标准普尔 500 指数	2.37%	12.60%	-1.34%	-13.44%	-36.44%

恒生指数	2.46%	7.65%	1.06%	-17.19%	-32.00%
德国法兰克福 DAX 指数	2.84%	10.10%	-3.47%	-14.46%	-34.09%
伦敦金融时报 100 指数	3.52%	8.87%	-4.37%	-9.56%	-20.25%
法国巴黎 CAC40 指数	3.60%	8.62%	-2.84%	-11.43%	-29.40%
韩国综合指数	3.99%	10.99%	9.85%	-0.85%	-22.02%
东京日经 225 指数	4.98%	10.77%	7.14%	-8.32%	-33.34%
上证综合指数	7.15%	4.02%	0.87%	15.50%	14.82%
沪深 300	7.91%	4.08%	1.52%	19.32%	18.95%

数据来源:wind, 中投证券研究所

下周提示

表 7 下周提示

周	日期	项目	国家
一	16	净 TIC 流量总计	美国
一	16	工业产值	美国
一	16	设备使用率	美国
一	16	CPI	欧元区
一	16	就业率	欧元区
二	17	PPI	美国
二	17	新宅开工指数	美国
三	18	CPI	美国
三	18	经常项目结存	美国
四	19	FOMC 利率决策	美国
四	19	领先指标	美国
五	20	贸易余额	欧元区

数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

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 $\pm 10\%$ 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

刘浩波, 中投证券资深策略分析师, 不列颠哥伦比亚大学 MBA, 12 年实业投资、风险投资、股权投资和二级市场投资经验。

曹雪锋, 中投证券策略分析师, 经济学博士, 主要研究宏观策略, 产业配置。。

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