

## 策略周报 (090420-090424)

关注估值安全盈利确定的行业

投资策略/策略周报

2009年4月19日 星期日

## 报告要点

分析师: 鲍庆  
021-50586660-8642  
bq@longone.com.cn

分析师: 董高峰  
021-50586660-8622  
dgf@longone.com.cn

联系人: 顾颖  
021-50586660-8638  
dhresearch@longone.com.cn

## □ 本周观点

上周指数的波动较前一周明显加大, 整体市场呈现出震荡向上的格局, 这符合我们在上期策略周报中判断: 随着一季度经济数据的出台, 市场波动可能加大。而市场表现较好的行业中。我们上期建议重点配置的医药、零售、食品饮料明显表现较好。

上周公布的一季度宏观经济数据中, 除 GDP、PPI 数据略低于市场预期外, 其他数据均高出市场预期, 其中出口和贸易顺差、固定资产投资、M2 和人民币贷款数据均明显高出市场预期。但是我们认为, 市场目前对于国内经济复苏的持续性仍持相对谨慎乐观的态度, 温家宝总理在上周三国务院常务会议也指出的“回升基础尚不稳固, 内外部环境还十分严峻”。我们认为对国内经济复苏持续性的相对谨慎将制约市场盈利预期的乐观向上。

正如我们在之前策略周报中提到的, 随着实体经济的复苏, 企业投资者信心的提升, 整体经济系统内的流动性将开始向实体经济流动, 我们之前在 2 月货币数据出台时, 已经过这种流动性回流趋势出现的可能进行了预测。而这一趋势在 3 月数据上得到了进一步的加强。一季度企业家信心指数由去年四季度的低点出现了反弹, 与此同时, 3 月新增人民币贷款高达 18,900 亿元, M1 同比增长 17.04%, M2 同比增长 25.51%, 我们持续关注的衡量市场流动性的指标 M2-M1 为 8.5%, 这已是该指标连续两个月下降。另一方面, 我们认为市场流动性也存在一定的负面政策影响。

从国外市场复苏阶段的表现来看, 我们认为国内市场目前已经经历了市场复苏的第一阶段, 即在流动性推动下的市场反弹行情, 随着流动性效应的递减或流动性的部分回流, 整体市场面临盈利预期调整滞后的影响, 调整压力开始显现。

**重点关注:** 在当前市场的调整格局下, 市场结构性行情的演绎格局仍将延续, 那些盈利预期开始出现向上修正, 同时市场估值水平较安全的行业和个股在震荡调整过程中安全性较高, 相关的行业如我们一直关注的估值较为安全的银行、交通运输及医药、食品饮料等防御性行业。

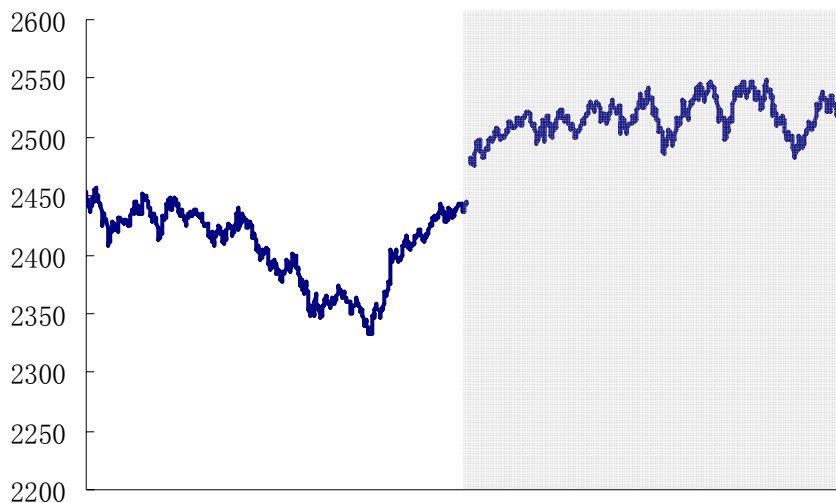
## 本周主题

### 关注复苏的持续性和市场流动性变化

#### 上周市场走势符合我们判断

从下图两周上证综指日内波动图看，上周指数的波动较前一周明显加大，整体市场呈现出震荡向上的格局，这符合我们在上期策略周报中判断：随着一季度经济数据的出台，市场波动可能加大。而市场表现较好的行业中。我们上期建议重点配置的医药、零售、食品饮料明显表现较好。而从目前4月至今市场走势来看，符合我们在4月月度策略报告中对市场震荡向上的判断。

#### 上证综指近两周日内波动



资料来源：WIND 东海证券研究所

#### 一季度整体宏观经济数据好于市场预期，但经济复苏仍需观察持续性

一季度宏观经济数据中除GDP、PPI数据略低于市场预期外，其他数据均高出市场预期，其中出口和贸易顺差、固定资产投资、M2和人民币贷款数据均明显高出市场预期。但是我们认为，市场目前对于国内经济复苏的持续性仍持相对谨慎乐观的态度，温家宝总理在上周三国务院常务会议也指出的“回升基础尚不稳固，内外部环境还十分严峻”。

这种复苏的持续性正如美国上周公布的零售数据，美国商务部4月14日发布的报告显示，经过季节性调整后，美国3月零售额环比下降1.1%。而1月和2月的零售额环比分别上涨1.9%和0.3%，同时，美国3月产能利用率数据再次下降，由2月的70.3%下降至69.3%，也创下编制以来的历史最低。因此，我们认为对国内经济复苏持续性的相对谨慎将制约市场盈利预期的乐观向上。

一季度及 3 月宏观经济数据市场预期值与实际值对较

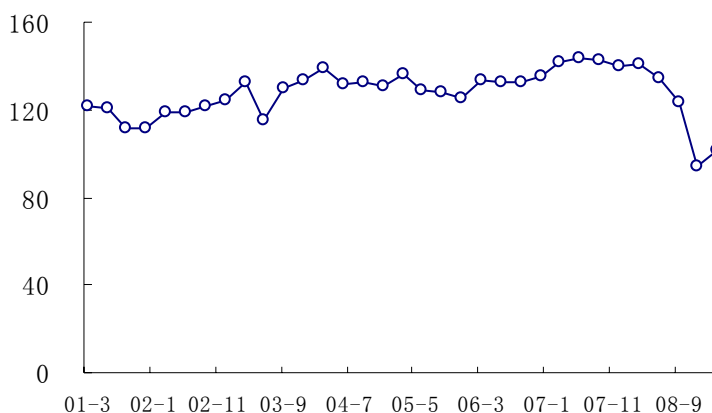
|                | 200903F | 200903 |
|----------------|---------|--------|
| GDP: 累计 (%)    | 6.2     | 6.1    |
| CPI (%)        | -1.2    | -1.2   |
| PPI (%)        | -5.9    | -6     |
| 社会消费品零售 (%)    | 14.1    | 14.7   |
| 工业增加值 (%)      | 5.7     | 8.3    |
| 出口 (%)         | -26.7   | -17.1  |
| 进口 (%)         | -27.5   | -25.1  |
| 贸易顺差 (亿美元)     | 97.2    | 185.6  |
| 固定资产投资: 累计 (%) | 24.2    | 28.6   |
| M2 (%)         | 20.4    | 25.5   |
| 人民币贷款 (%)      | 24.8    | 29.8   |
| 美元/人民币         | 6.83    | 6.84   |
| 1 年期存款利率 (%)   | 2.25    | 2.25   |
| 1 年期贷款利率 (%)   | 5.18    | 5.31   |

资料来源: WIND 东海证券研究所

流动性拐点形成 关注流动性负面因素

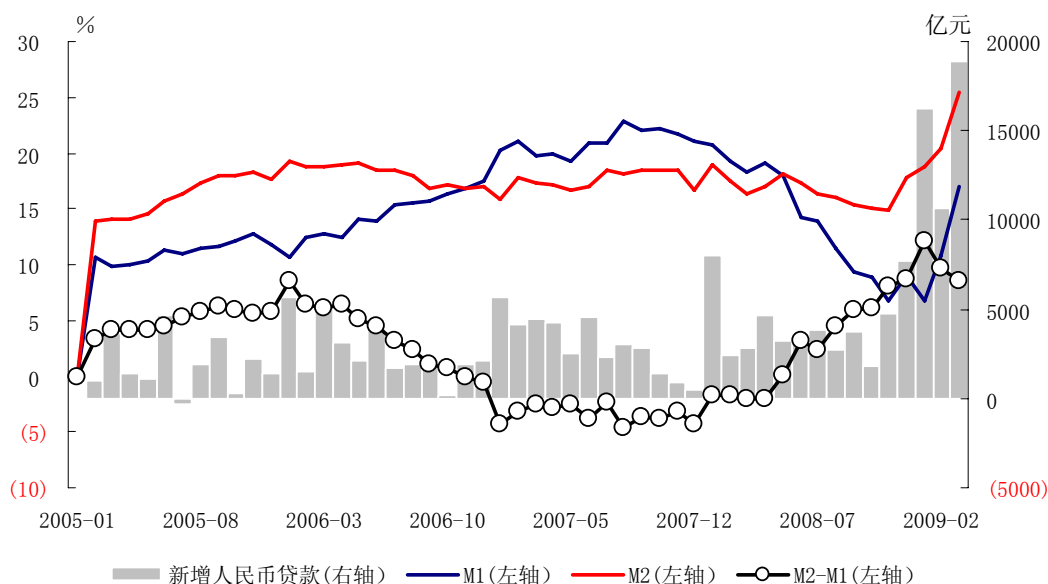
正如我们在之前策略周报中提到的, 随着实体经济的复苏, 企业投资者信心的提升, 整体经济系统内的流动性将开始向实体经济流动, 我们之前在 2 月货币数据出台时, 已经过这种流动性回流趋势出现的可能进行了预测。而这一趋势在 3 月数据上得到了进一步的加强。一季度企业家信心指数由去年四季度的低点出现了反弹, 与此同时, 3 月新增人民币贷款高达 18,900 亿元, M1 同比增长 17.04%, M2 同比增长 25.51%, 我们持续关注的衡量市场流动性的指标 M2-M1 为 8.5%, 这已是该指标连续两个月下降。

各季企业家信心指数



资料来源: WIND 东海证券研究所

## 流动性变化



资料来源：WIND 东海证券研究所

另一方面，我们认为市场流动性也存在一定的负面政策影响。上周银监会主席刘明康在中国银监会召开 2009 年一季度经济金融形势通报会上针对一季度票据融资现象强调了各银行业金融机构严密防范票据风险，而近期也有传闻中行和建行出台更严格贷款规定，中国银监会近期也将公布新的贷款管理规定。这些对市场活跃的流动性有一定负面影响。

## 投资策略

从国外市场复苏阶段的表现来看，复苏往往经历了“反弹-震荡-再度上行”三个阶段，其内在驱动因素在于“流动性正面作用>盈利预期负面作用”-“流动性效应递减+盈利预期不确定”-“流动性+盈利预期”两重正面作用。我们认为国内市场目前已经经历了市场复苏的第一阶段，即在流动性推动下的市场反弹行情，随着流动性效应的递减或流动性的部分回流，整体市场面临盈利预期调整滞后的影响，调整压力开始显现。这一观点也是我们在近期持续关注流动性和实体经济的原因。（详细请参阅下周即将发布的 5 月投资策略）

因此，我们认为，目前整体市场面临一定的调整压力，而在这种调整格局下，市场结构性行情的演绎格局仍将延续，那些盈利预期开始出现向上修正，同时市场估值水平较安全的行业和个股在震荡调整过程中安全性较高，相关的行业如我们一直关注的估值较为安全的银行、交通运输及医药、食品饮料等防御性行业。

## 附注:

### 分析师简介:

**鲍庆:** 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 1 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

**董高峰:** 宏观策略分析师, 中国科学院研究生院管理科学与工程硕士, 2008 年加入东海证券研究所。

### 一、行业评级

|    |             |                           |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line:    | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious:   | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

### 二、股票评级

|    |             |                                |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy:        | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$      |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$   |
| 中性 | Neutral:    | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell:       | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$         |

### 三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122