

2010 年 1 月 26 日

——2010 年 2 月投资策略报告

相关研究报告

《投资于转型，取利于复苏——2010 年度 A 股投资策略研究报告》

《市场特征孕育变化，行情重启为时不远——2010 年 1~2 月 A 股策略报告》

《宏观调控仍在预期内，市场还有机会——央行上调存款准备金率临时策略点评》

《复苏无忧，过热有虑，A 股空间受压制——12 月宏观数据点评及策略》

投资要点：

10 年 1 月：宏观调控确认“下半场”。在流动性退潮速度快于预期的影响下，市场行情呈现结构性特征，在上证综指和深圳成指反复震荡的格局下，所谓的市场的高点由中小板创出。经济增速过快引致通胀上行，实际利率趋于告负，是当前最重要的行情转折信号，“上下半场”转换已经确立。流动性配置的上半场结束。自 2 月开始，“下半场”侧重业绩的防御投资和主题性投资机会将成为我们的主要策略逻辑。

报告作者：

国联证券研究所宏观策略组

联系人：

李斌

电话：0510-8283 3517

E-mail: lib@glsc.com.cn

吴汇川

电话：0510-8283 3243

E-mail: wuhc@glsc.com.cn

刘杰

电邮: jieliu13@yahoo.ca

电话：(001) 416-409-3859

2 月投资首先须踏准宏观调控步骤，较大的上涨行情难以出现。不同于市场普遍预期，我们认为 2010 年宏观调控政策重点在于“紧信贷”，加息并非目前需要担心的问题，“紧信贷”及其衍生的“融资冲动”的两面夹击才是把握未来证券市场趋势的关键。“紧信贷”措施下，宏观流动性偏紧；“融资冲动”下市场流动性前景亦不乐观，难以支持较大的上涨行情。人民币升值预期提前是当前市场环境中重要的乐观因素，投资者可开始关注。

2 月市场难改震荡态势，春节前后可能有短暂行情。根据我们的油价-市场的预测模型，当前市场运行中枢为 3520 点，波动范围在 2800-4000 之间，现阶段在中枢下方运行的概率较大。虽春节前后历来行情较好，但上升空间受到压制，整体上不会改变震荡态势，属于“跌”出来的行情。

独立性申明：

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，特此申明。

2 月投资策略：自下而上防守反击。需规避与流动性、国际商品市场关系密切的行业，关注表现优秀的出口、运输相关行业以及受益通胀和大消费的行业，关注具有高分配预期个股。建议关注：交通运输、食品饮料、商业百货、医药、通讯设备、信息服务、石油化工、机械、农业、航天军工和新能源。

目 录

一、年度及 1~2 月策略回顾和修正	3
二、10 年 1 月：宏观调控确认“下半场”	4
（一）结构性高点已现，趋势转向调整.....	4
（二）“下半场”确认：宏调整节奏快于预期.....	5
三、2 月投资须踏准宏观调控步骤	7
（一）“紧信贷”与“融资冲动”的夹击.....	7
（二）人民币升值预期提前，开始关注机会.....	10
四、2 月策略：震荡市中防守反击	11

图 表 目 录

图表 1：2010 年 1 月市场表现一览（截止 1 月 22 日）	4
图表 2：A 股市场走势及趋势判断.....	5
图表 3：经济增速已超历史平均水平	6
图表 4：三驾马车全面启动，出口是最大亮点.....	6
图表 5：纽约油价受中国宏观调控政策影响而下跌.....	6
图表 6：CPI、PPI 大幅跳升，引发利率政策调整预期.....	7
图表 7：实际利率（存款利率-CPI）、央票利率、准备金率调整情况	8
图表 8：部分信贷未转换为投资，且差额不断扩大.....	9
图表 9：企业存款增速快于贷款增速	9
图表 10：历年 12 月、1 月 IPO 募集资金情况（亿元）	10
图表 11：沪深 300 与 IPO 家数（2009 年 IPO 重启后）	10
图表 12：A 股日均交易额与 IPO 募资（2009 年 IPO 重启后）	10
图表 13：通胀和升息可能提高人民币升值预期.....	11
图表 14：2010 年 2 月份行业配置及个股建议.....	12
图表 15：1 月推荐个股表现前 10 位（截止 1 月 22 日）	13

一、年度及 1~2 月策略回顾和修正

转折性事件因素——经济偏热，通胀上行，宏观调控节奏加快

09 年 12 月，进出口继续大幅回升，超出原来预期，三驾马车全面启动。CPI、PPI 均环比急速上升，通胀预期正快速转为现实。“低基数过热”趋势渐渐明朗，通胀管理实属必要。央票利率上行、存款准备金率上行、升息预期提升，宏观调控节奏加快。

1 月 7 日，三月央票利率调升；

1 月 12 日，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；

1 月 12 日、19 日，一年期央票连续调升 16 个基点；

1 月 21 日，三月央票利率再度调升，发行量增大

维持判断的大方向——自下而上投资于转型

基于全球经济转型、经济关系重构和创新，战略配置与新兴能源、节能环保、信息和内需主题相关的公司、行业与板块；自下而上，寻找具有可持续性的非线性创新的企业。

重点关注宏观政策，包括顺应经济转型、经济关系重构和创新的政策以及其它诸如省直管县这类与证券市场并不直接关联的政策。

提前实现的预测——“上下半场”交接已经完成

根据流动性的变化，取利于复苏将分为“上下半场”。“上半场”将是流动性配置的尾声，“下半场”则是自下而上侧重业绩的防御投资和主题性投资机会。“下半场”经过 09 年 12 月的孕育，和 10 年 1 月宏调政策的催化，已经确立交接。

略做修正的趋势判断——结构性“V”型高点已现，点位中枢下移

在年度策略报告中，我们对 2010 年指数趋势的判断是，先高中低再高，呈现 V 字型，但后一个高点超越前一个高点的可能性比较低。中小板综指创新高显示结构性高点已经出现，“V”大趋势方向进入偏空阶段。

在油价均价为 90 美元的假设下，市场运行中枢为 3740 点，波动范围 3100-4400 点。但当前全球紧缩预期下，国际大宗商品市场受到压制，在油价均价为 70 美元的假设下，市场运行中枢为 3520 点，波动范围也相应下移，在 2800-4000 之间，现阶段在中枢下方运行的概率较大。

二、10 年 1 月：宏观调控加速确认“下半场”

（一）结构性高点已现，趋势转向调整

截止 1 月 22 日，沪深 300 指数下跌 6.3%，中小板综指则仅下跌 1%，且在 1 月创出自 08 年市场反弹以来新高。继众所预期的跨年度行情流产，开门红行情也呈结构性特征，回收流动性管理通胀的现实压迫了证券市场的上升空间。在年度策略报告中，我们对 2010 年指数趋势的判断是，先高中低再高，呈现 V 字型。在流动性退潮速度快于预期的影响下，市场行情呈现结构性特征，中小板市场高点取代了 A 股整体性的高点。

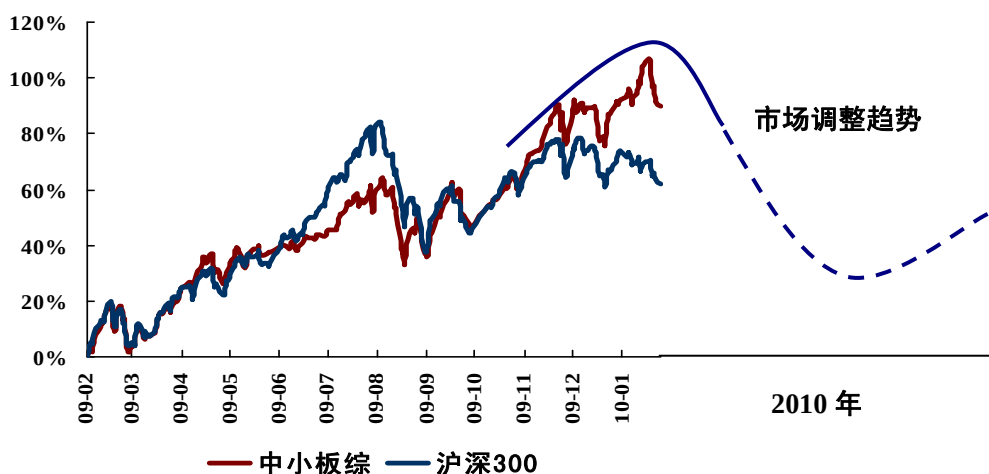
根据我们在年度策略报告中对 2010 年市场整体趋势的判断，结合当前宏观调控节奏的预期，我们认为市场大趋势进入调整期，市场反弹均难摆脱震荡态势。

图表 1：2010 年 1 月市场表现一览（截止 1 月 22 日）

	涨跌幅	PE (TTM)	PE (10年预测)	PB	总市值 (亿元)	总市值 周变化	流通市值 (亿元)	流通市值 周变化	日均换手率
全部A股	-4.28%	33.37	18.44	3.51	235512.99	-3.47%	149330.92	-0.15%	4.46%
上证综合指数成份	-4.48%	29.01	17.21	3.24	176359.63	-4.33%	114429.96	0.53%	3.10%
上证50指数成份	-6.07%	22.12	15.16	2.98	107500.05	-6.45%	68208.72	1.10%	1.51%
上证180指数成份	-5.75%	24.16	16.02	3.07	136906.92	-5.96%	87981.82	-0.03%	2.11%
深证成份指数成份	-8.64%	51.22	20.53	4.33	16845.17	-8.72%	11517.22	-8.42%	2.09%
深证100R成份	-7.21%	51.53	21.11	4.24	25141.71	-7.26%	17024.65	-7.00%	2.49%
中小板综成份	-0.75%	54.56	30.52	6.2	16835.28	-0.22%	7564.19	0.65%	5.92%
深证综合指数成份	-3.41%	67.2	23.36	4.41	58055.11	-2.75%	34587.38	-2.84%	4.54%
创业板	-10.13%	71.78	46.88	12.41	1896.95	17.82%	361.28	20.84%	13.97%

数据来源：国联证券研究所 Wind

图表 2: A 股市场走势及趋势判断



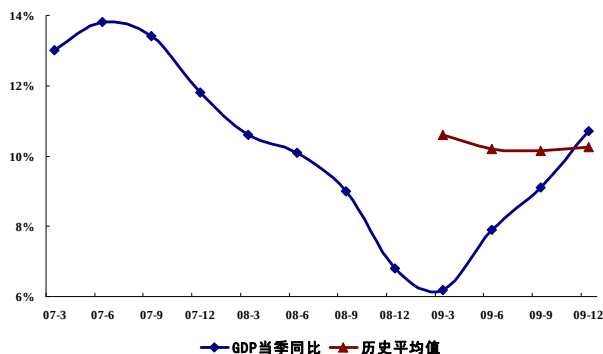
数据来源：国联证券研究所，Wind

(二) “下半场” 确认：宏调节奏快于预期

经济增速过快引致通胀上行，实际利率趋于告负，是当前最重要的行情转折信号，“上下半场”转换已经确立。在年度策略报告中，我们提出，2010 年行情上下半场分水岭的重要信号是：美国就业率回升、美元加息为标志、中国实际利率告负和国内经济数据同比增速放缓。现已得到印证，但在信号的重要性和先后次序上需略修正。实际利率告负的重要性更为凸显，“上下半场”的转换已经确立。

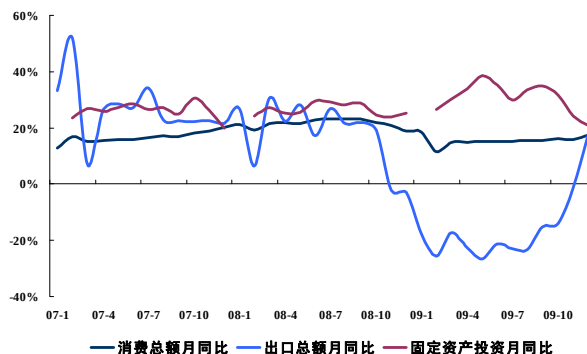
以中国为代表的新兴经济体经济率先复苏，先于美国等发达经济体采取实质性退出策略成为必然选择。2009 年国内生产总值，按可比价格计算，比上年增长 8.7%，分季度看，2009 年四季度增长 10.7%。经济三驾马车全面启动，显示中国经济从复苏转为全面向好，出口超预期是最大亮点。

图表 3: 经济增速已超历史平均水平



数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 4: 三驾马车全面启动, 出口是最大亮点



数据来源: 国联证券研究所, Wind

中国经济率先从复苏转向全面增长, 则有充分理由先于美国等发达经济体采取退出策略。另一方面, 中国的扩张型货币政策的退出将会压制国际商品市场上涨的势头, 这也有利于美国经济复苏, 进而会推迟美国紧缩货币政策的步伐。在此条件下, 美元加息的信号价值削弱了。

图表 5: 纽约油价受中国宏观调控政策影响而下跌

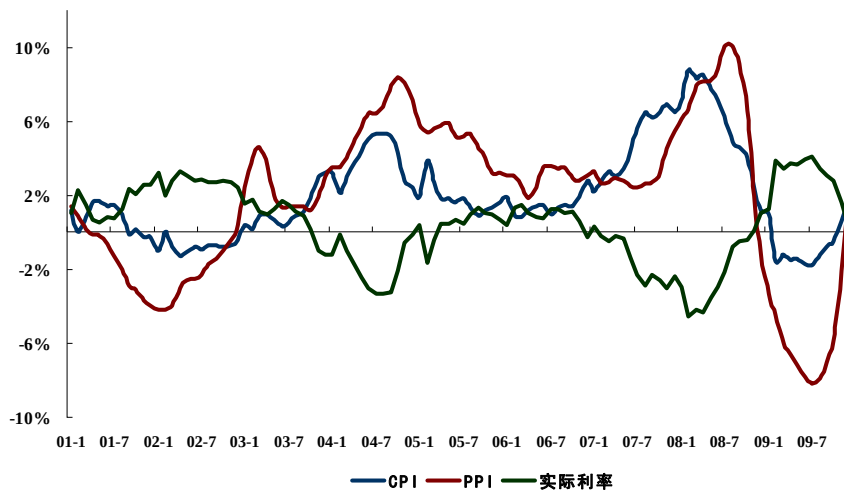


数据来源: 国联证券研究所, Wind

“低基数过热”导致的通胀管理, 货币政策释放强烈转向信号。09 年 12 月 CPI 同比增速急速上升达 1.9%, 导致实际利率迅速下降, 接近于 0; 与 11 月不同的是, PPI 同比增速也大幅跳升达 1.7%, 通胀预期正快速转为现实。09 年 CPI 一直同比负增长, 基数较低, 因此从同比数据看, “低基数过热”趋势渐渐明朗。管理通胀仍是我国央行最主要目的之一, 货币政策将会在较长时间内持续、多样化地回收流动性。央票、存款准备金率、利率、汇率等

手段都在调控手段的“可选项”内。

图表 6: CPI、PPI 大幅跳升，引发利率政策调整预期



数据来源：国联证券研究所，Wind

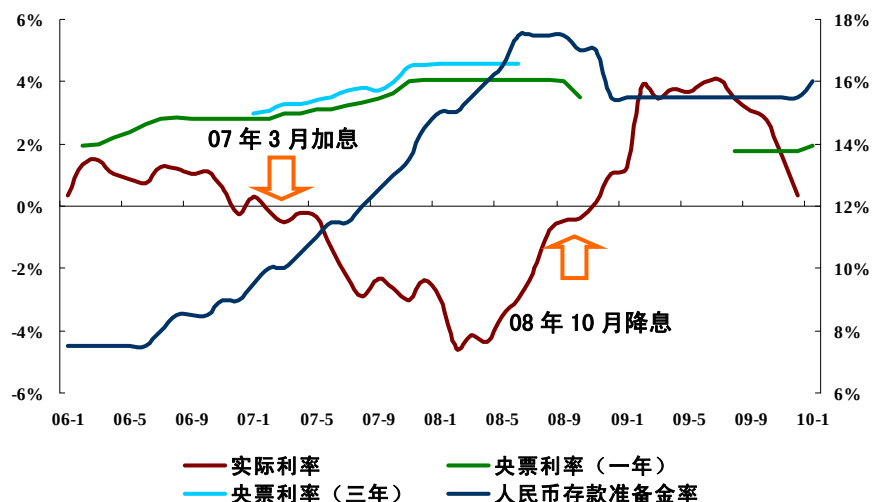
国内宏观调控节奏超预期，海外政策信号价值削弱，我们认为 2010 年行情“上下半场”的转换已经基本确立。流动性配置的上半场结束，而缺乏流动性热点的“下半场”以平淡为主要特征。自 2 月开始，“下半场”侧重业绩的防御投资和主题性投资机会将成为我们的主要策略逻辑。

三、2 月投资须踏准宏观调控步骤

（一）“紧信贷”与“融资冲动”的夹击

货币政策转向信号已经非常明显，宏观调控节奏加快，加息预期提升。从央行货币政策调整方式来看，一般会遵循以下步骤，首先上调一年期央票利率，达到并超过存款利率。10 年 1 月央行已经两次上调一年期央票利率共 16 个基点，以此速度，一个月时间可与存款利率持平。其次，央行将会启动三年期央票的发行，拉长回笼货币的锁定期，启动三年期央票发行后 1~2 个月内，利率将会调整。当前，加息已经成为市场普遍预期，最快预期已在 1 月末。

图表 7: 实际利率 (存款利率-CPI)、央票利率、准备金率调整情况

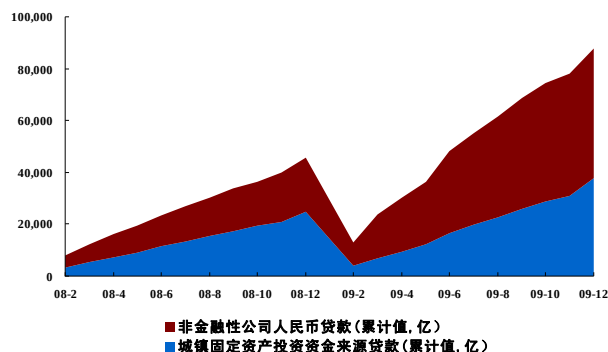


数据来源: 国联证券研究所, Wind

当加息近在眼前成为市场普遍预期, 我们认为反而有必要考虑反预期的因素。虽然国内通胀有上升趋势, 但今年全球冬天天气是导致粮食价格上涨的一个重要原因。还有就是国内的电力改革以及全球商品价格的迅速反弹, 当然也包括劳动力市场的复苏。我们不难发现, 天气因素的偶然性很大, 而商品价格在近期又受到美元的冲击而有所回调, 随着中国紧缩货币政策, 进口增速放缓, 全球商品价格上涨的趋势也将进一步被抑制。因此, 仅就通胀而言, 加息并非当下的绝对必要选择。

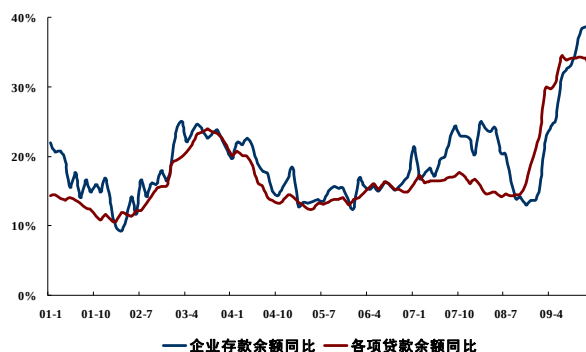
我们认为 2010 年宏观调控政策重点在于“紧信贷”。09 年在宽松货币政策指导下, 新增信贷 9.59 万亿, 贷款余额同比增长 31.74%。这是流动性过剩的主要表现, 因此货币政策转向更重要的方面在于回归“适度、合理”的信贷水平。从资金需求面来看, 09 年有 1.2 万亿以上的信贷并未转化为实际的企业投资, 企业存款增速快于信贷和 M2。通过“紧信贷”来实现回收流动性不会有严重破坏当前经济复苏环境的担忧。“紧信贷”最直接和最立即可见的一个结果可能就是信贷结构的调整, 09 年初的巨量票据融资难以在 10 年初重演。

图表 8：部分信贷未转换为投资，且差额不断扩大



数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 9：企业存款增速快于贷款增速



数据来源：国联证券研究所，Wind

利率工具的使用需追求边际效用的最大化，即在存款准备金率、公开市场操作等手段能够有效控制银行货币乘数的基础上使用。否则，利率调整易损害信贷弱势方，如本应大力扶持的中小企业、小额信贷方的利益。在目前存款准备金率、央票利率及发行额仍有空间的情况下，加息的意义不大，尤其是在商业银行信贷规模能够因为央行近期的举措受到控制的情况下。由此，我们认为首次加息出现在三月或四月的可能性仍较大，并且有很大可能是，本次加息只是为了避免实际利率转负，而并非一次新的加息周期的开始。

加息并非目前需要担心的问题，“紧信贷”及其衍生的“融资冲动”的两面夹击才是把握未来证券市场趋势的关键。根据我们的判断，此次即使加息亦不会形成加息周期，则“是否加息”、“何时加息”就不是左右市场行情的关键性因素。货币当局如采取超预期的“紧信贷”政策（我们认为可能性比较大），则企业将会有巨大的直接融资冲动。从 2010 年 1 月份的 IPO 融资情况来看，IPO 节奏只是略有减弱，424.71 亿的募集资金额创了 1 月 IPO 融资额的历史新高，而单月发行 35 只新股的密度也与 09 年 12 月打平。其次，虽然再融资额在 1 月大幅下降了 56%，但中国银行发行可转债标志着大银行加入再融资队伍，银行市场化补充资本金过程可能加快。最后，发行总额 20 亿股的中国一重将在 2 月发行，超过 1 月发行所有沪市新股的总和，可能预示着大体量新股将重新开始发行。

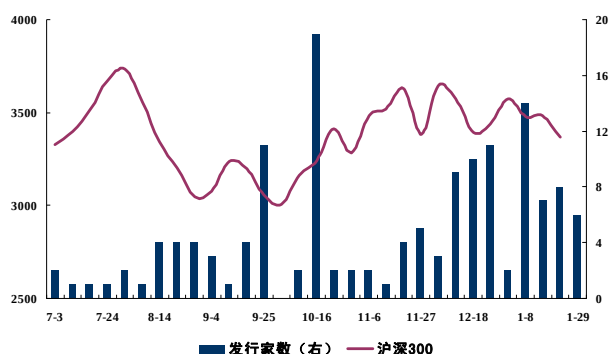
综合考虑下，我们认为 10 年初证券市场供给放缓有限，而未来供给进一步增长的预期很大。根据历史规律，我们原本预期一月融资节奏放缓，从而有利于年初的市场供需情况的改善。但目前看来，由于“紧信贷”政策的预期，企业将纷纷转向直接融资。无论 IPO 还是再融资节奏都很难放慢，股票供应量可能会继续快速增长。

图表 10: 历年 12 月、1 月 IPO 募集资金情况 (亿元)

年份	12 月	占当年 IPO 融资额之比	1 月	占当年 IPO 融资额之比	上年 12 月与当年 1 月融资额之间倍数
1999	21.6	4%	-	-	-
2000	132.21	15%	0.00	-	-
2001	24.85	4%	86.41	15%	1.53
2002	31.82	6%	25.98	5%	0.96
2003	15.51	3%	12.49	3%	2.55
2004	0.00	-	31.96	9%	0.49
2005	0.00	-	19.28	33%	-
2006	460.26	28%	0.00	-	-
2007	510.50	11%	188.59	4%	2.44
2008	0.00	-	311.66	30%	1.64
2009	588.74	29%	0.00	-	-
2010	-	-	424.71	-	1.39

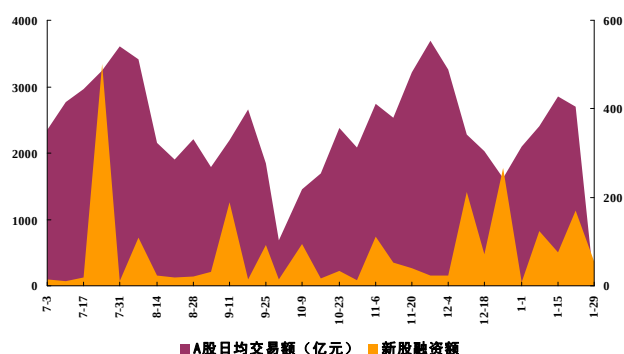
数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 11: 沪深 300 与 IPO 家数 (2009 年 IPO 重启后)



数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 12: A 股日均交易额与 IPO 募资 (2009 年 IPO 重启后)



数据来源: 国联证券研究所, Wind

“紧信贷”、“融资冲动”夹击，市场流动性环境不支持较大的上涨行情。市场反弹均难摆脱震荡态势。

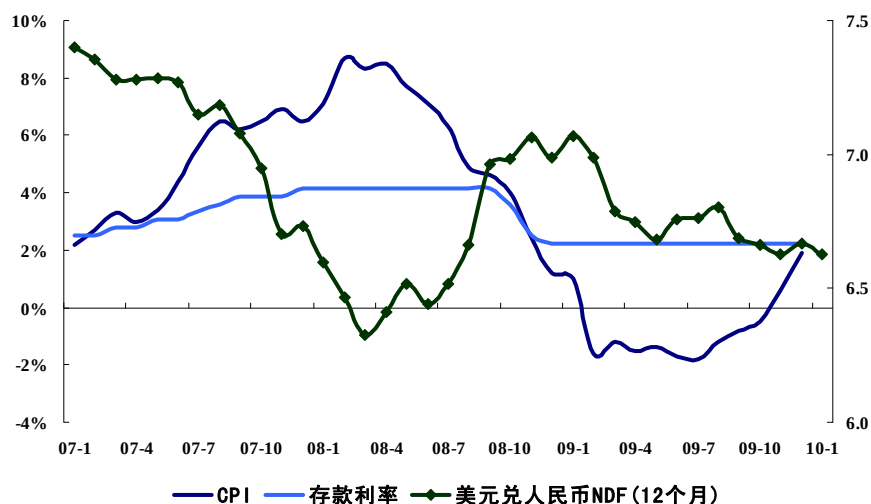
(二) 人民币升值预期提前，开始关注机会

人民币升值预期提前是当前市场环境中重要的乐观因素。除信贷收缩外，人民币升值也是一种比较好的应对通货膨胀和资产泡沫的措施。从政策决策角度看，当前 PPI 升幅过快来自于采掘和原材料，说明输入型通胀压力仍较大，同时出口恢复超预期，就业形势好转，启动人民币升值对出口和就

业的影响相对较轻，对于决策层是可以接受的。而从 2010 年经济调结构的大方向看，汇率升值将使低附加值产品及相关企业乃至与之有关的上游企业受到挤压，对调结构、产业升级产生正面促进作用，适度升值可以对扩大内需和经济模式的转变起到正面作用。

投资者应开始注意人民币升值带来的投资机会。纯粹从短期经济调控的角度出发，人民币现在就可以升值。不过美元的走强暂时减弱了人民币升值的外生压力。并且，人民币升值往往牵涉到汇率制度改革问题，因此货币当局具体怎么操作仍然存在不确定性。作为投资者来说，能做的是把握人民币升值这个大趋势。

图表 13： 通胀和升息可能提高人民币升值预期



数据来源：国联证券研究所，Wind

四、2 月策略：震荡市中防守反击

1. 2 月市场难改震荡态势，春节前后可能有短暂行情

如以中小板指数来看，当前市场的结构性高点已经出现。同时，流动性紧缩，市场流动性不足导致“上下半场”提前交接，市场完全从流动性配置末期转向自下而上侧重业绩的防御投资和主题性投资。

点位判断方面，在油价均价为 70 美元的假设下，市场运行中枢为 3520 点，波动范围也相应下移，为 2800-4000 之间，现阶段在中枢下方运行的概率较大。

虽然如此，但我们认为春节前后依然有一定行情，部分个股会有显著表现：根据历史统计，过去九年，春节前后半个月范围内均下跌的年份有两年；

节后半个月出现下跌的有一年，其他年份均呈现上涨态势。从这个角度说，2月仍可能有一定行情，但上升空间受到压制，整体上不会改变震荡态势，属于“跌”出来的行情。

2. 投资策略：自下而上防守反击

目前的市场环境中，宜自下而上，防守反击。需规避与流动性、国际商品市场关系密切的行业，关注经济全面增长中表现优秀的出口、运输相关行业以及受益通胀和经济复苏下老百姓收入增长的大消费类行业，关注具有高分红预期个股。建议关注：交通运输、食品饮料、商业百货、医药、通讯设备、信息服务、石油化工、机械、农业、航天军工和新能源。

图表 14： 2010 年 2 月份行业配置及个股建议

考虑因素	行业	评价	推荐个股
通胀+消费	食品饮料	市场对行业的焦点回归到 09 年业绩、消费旺季以及提价等因素上，在市场整体出现横盘整理的时候，出现快速上涨。	五粮液（000858） 金枫酒业（600616）
	商业连锁	通胀预期的增强，零售百货板块将是主要受益者之一，市场普遍看好零售板块的业绩表现加上世博会临近，上海本地商业股的反复活跃，带动整个板块走强	上海九百（600838） 百联股份（600631）*
	医药	主题方面，甲流个股有望出现新一轮上涨。受益于基础医疗扩容影响的医疗器械子行业随着年报业绩的披露，超预期的增长有望重获资金热捧，建议投资者提前布局。	新华制药（000756） 新华医疗（600587）
消费	通信设备 信息服务	通信设备、信息服务具有较强的防御性，在弱市中将反复表现；近期调整充分，值得关注。在三网合一的大背景下，增值服务业宜进入投资视野。	中兴通讯（000063） 北纬通信（002148） 拓维信息（002261）**
	石油化工	油价当前运行在 70-80 美元区间内，这是石油化工行业盈利能力最好的阶段，估值低并且业绩有保证的石油化工行业迎来较好的投资时机。	浙江龙盛（600352）**
	机械	内销的持续景气 and 出口的复苏的确是大概率事件，行业业绩回升有保证，从子行业来看，最看好挖机，其次是弹性较大的混凝土机械和叉车。	三一重工（600031）
业绩有保障的 周期性行业	农业	短期来看，板块有反弹的需求，建议投资者重点关注即将迎来销售旺季和产品价格上涨的海产品上市公司，前期强势股和年报超预期的个股也将有不错的表现。	敦煌种业（600354） 东方海洋（002086） 中粮屯河（600737）
	航天军工	1~2 月是军工行业重组传闻的活跃期，近期军工重组的速度加快，发展的想象空间大，未来在调整中可以关注具有重组预期的公司和有业绩预期的个股介入。	航空动力（600893）**
	新能源	光伏反转趋势确立，内需开始加速，看好垂直一体化企业和原材料国产化生产企业。核电进入设备采购高峰，看好核心企业的垄断优势；电池产业看好上游锂电池材料、镍氢电池组生产企业。	天威保变（600550） 烟台冰轮（000811）

注：*国联 2010 年度金股、**国联 2010 年度成长股

数据来源：国联证券研究所

附录:

图表 15: 1月推荐个股表现前 10 位 (截止 1 月 22 日)

排序	个股	相对 HS300 指数涨幅
1	江苏国泰	16.51%
2	三维通信	14.85%
3	科达机电	13.55%
4	安琪酵母	12.45%
5	百联股份	11.08%
6	海信电器	10.78%
7	航空动力	8.51%
8	湖北宜化	5.67%
9	小天鹅 A	3.67%
10	敦煌种业	3.60%

数据来源: 国联证券研究所, Wind

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。