

“复杂”之际，道是无晴却有晴

3月A股投资策略报告

2010年3月1日

主要观点：

➤ 行情回顾：

- 2月A股窄幅波动后小幅反弹，报收于3052；市场风格依然没有切换；2月运行逻辑基本符合预期，出现了纠偏行情。

➤ 3月市场影响因素分析：

- 欧洲主权债务危机使得经济复苏轨迹复杂化，而中国减持美债、资金流动异动，经济环境再现复杂性；同时，通胀压力使得3月政策力度将大于2月，可能会上调准备金率、发行央票甚至调升央票利率，再次形成加息预期；境内外因素的复杂性制约了市场向上的空间。但是，在市场环境“复杂”的背景下，还需看到实体经济复苏的事实。发电量、物价、货币等指标显示经济的平稳向好局面。中观层面，房地产、汽车、出口等部门数据表明货币活化程度加大，而美国就业及工业产能利用率好转，支持了中国经济内外需双轮驱动下的平稳增长格局。

➤ 风格转换路径探究：

- 2010年是经济复杂之年，在市场不同风格股票估值比的背离渐趋于天花板的时候，在经济总体平稳向好的背景下，我们认为市场风格的转换、不同风格的估值背离将以市场整体上扬即蓝筹股的绝对而非仅仅对中小盘股的相对上涨来实现估值比的回归。

➤ 3月市场运行逻辑及特征：

- 3月市场可能运行的区间为2950-3250。3月初政策面压力相对较小，始于2月下旬的纠偏行情有望在3月上旬得以维持。3月市场资金整理依然以存量资金为主，而且政策以及基本面会趋于“复杂化”，但是我们要以3000点下方存在安全边际的心态谨慎乐观的看待3月的“持续纠偏行情”、“风格切换下的震荡”及“向上行情”。市场将在政策趋紧中调整，在业绩实现、金融创新刺激中实现风格的阶段性转换。

➤ 重点板块及个股(见正文)

东北证券金融与产业研究所策略组：

沈正阳

TEL: (021)63367000-269

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20楼

一、行情回顾及归因分析	3
行情回顾	3
归因分析：经济平稳增长、政策从紧速度修正	3
原因一：经济平稳增长、现实通胀未到，但未来通胀压力较大	4
原因二：政策从紧速度阶段性修正，但趋紧趋势未变	5
二、未来市场影响因素分析	6
1、欧洲主权债务危机使得经济复苏轨迹复杂化	6
2、中国减持美国国债，经济环境再现复杂性	8
3、3 月政策趋紧力度预期高于 2 月	9
4、中观数据显示经济结构化特征	10
A：房地产销售分歧加大，地产政策利空尚未出尽	10
B：汽车数据略超预期，显示货币活化下内需的旺盛	12
C：出口数据分析	12
三、市场运行及策略	13
1、风格转换路径探究	13
2、3 月市场运行逻辑及特征	14
3、重点板块及个股	15

表 1：市场指数及各行业板块月涨跌幅统计表	3
表 2：主要宏观数据一览表	4
图 1：2007 年 3 月以来全社会用电量环比序列图	4
表 3：2009 年来全社会用电量环比数据列表	5
图 2：央票利率序列图	5
图 3：部分欧洲国家 5 年期国债 CDS 序列图 (2008 年 8 月至今)	6
图 4：希腊 5 年期国债 CDS 序列图 (2004 年至今)	7
表 4：2010 年后 5 年期国债 CDS 飙升的国家列表	7
图 5：高位回落的欧元	8
图 6：形成双底反弹的美元	8
图 7：香港基础货币结余序列图	9
图 8：中国持有美国国债以及增减持序列图	9
图 9：央票利率序列图	10
表 5：2010 年 1-4 月货币回笼投放数据列表	10
表 6：上海、北京、深圳新房数据分析表	11
图 10：上海北京深圳三地近三年 1-2 月新房销售数据序列图	11
表 7：汽车销量数据列表	12
表 8：出口数据	12
图 11：美国工业部门产能利用率序列图	13
图 12：美国失业率序列图	13
图 13：2005 年来市场风格背离及切换的序列图	14
表 9：主要板块估值、业绩及重点个股	15

一、行情回顾及归因分析

行情回顾

2 月上证指数先窄幅整理而后弱势反弹，月末报收于 3052、月涨幅为 2.1%。市场风格依然以中小市值股为主，风格依然没有切换。2 月涨幅居前的除了西藏、新疆等区域概念股外，主要集中在消费领域，包括旅游、汽车、家电、医药、零售等；钢铁、有色、煤炭等投资品则受制于国家宏观调控和美元走强，表现平平、相对 1 月份依然保持弱势。

表 1：市场指数及各行业板块月涨跌幅统计表

	2009-12-31	2010-1-31	2010-2-26	1 月涨幅	2 月涨幅
综合	1764	1745	1950	-1.07%	11.72%
餐饮旅游	2823	2910	3146	3.06%	8.12%
交运设备	3682	3232	3480	-12.22%	7.66%
家用电器	2449	2235	2400	-8.74%	7.39%
纺织服装	2114	2069	2208	-2.12%	6.70%
医药生物	3734	3769	3991	0.95%	5.90%
轻工制造	1953	1892	2001	-3.11%	5.74%
农林牧渔	2040	2021	2132	-0.93%	5.48%
商业贸易	4404	4235	4459	-3.83%	5.28%
公用事业	2304	2174	2284	-5.67%	5.07%
交通运输	2690	2657	2787	-1.24%	4.92%
房地产	3602	3163	3315	-12.20%	4.81%
信息设备	1456	1468	1537	0.84%	4.69%
建筑建材	2916	2716	2832	-6.88%	4.28%
机械设备	4148	3913	4076	-5.68%	4.18%
电子元器件	1486	1476	1537	-0.67%	4.12%
中小板 100 指数	5632	5437	5660	-3.45%	4.10%
黑色金属	3825	3226	3341	-15.66%	3.58%
有色金属	4221	3639	3738	-13.79%	2.73%
深证成份指数	13700	12137	12437	-11.41%	2.47%
上证综合指数	3277	2989	3052	-8.78%	2.10%
化工	3162	2754	2795	-12.92%	1.50%
信息服务	2065	2116	2146	2.48%	1.43%
金融服务	3001	2669	2695	-11.07%	0.98%
采掘	6594	5501	5541	-16.57%	0.73%
食品饮料	4771	4630	4646	-2.95%	0.35%

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

归因分析：经济平稳增长、政策从紧速度修正

我们在 2 月份投资策略报告中认为：上证指数 2 月份有望运行在 2850-3100 相对狭窄区间，并且提示投资者 3000 点下方需要的是信心而非恐慌，市场存在着“弱势格局后政策预期的纠偏机会”，存在着对政策趋紧速度修正的阶段性估值修复机会以及存量资金主导下的主题投资热点板块轮动。2 月 A 股走势和运行逻辑总体符合我们月度投资策略的判断，出现了弱势整理后的小幅反弹。

原因一：经济平稳增长、现实通胀未到，但未来通胀压力较大

2月中旬公布的2010年1月各项数据表明，短期内中国经济呈现平稳增长态势，CPI为1.5%、出口额接近1100亿、M2增速下行至26%；再结合社会用电量数据，截至2010年1月，已经连续3个月全社会用电量环比出现正增长、出现了连续4个月的第二产业用电量的正增长(虽然1月份正增长仅为0.38%)、出现了连续2个月的第三产业用电量的正增长(1月正增长升至15%)。有关社会用电量的经验规律表明，连续3个月的环比正增长往往标志着经济处于稳健向好阶段，例如：2007年3月以来连续出现3个月及以上用电量环比连续正增长的，只有2007年3月-2007年7月、2009年5月-2009年8月和最近3个月、共三个时期，前两个时期分别对应着中国经济繁荣和触底反弹阶段，因此，当下经济处在复苏向好阶段是具有微观数据支持的。

综合物价出口、用电量等指标，可以看出，中国经济1月份总体呈现平稳增长，2010年出口有望实现10-20%增长，维持年初预期；现实的通货膨胀短期也还没有到来，这为国家管理通胀预期提供了时间窗口；而社会用电量环比实现连续正增长，也表明经济正在向好轨道上运行。同时，我们发现，货币活化程度增强、1月M1同比增速飙升至39%，这表明社会支出欲望较强；PPI反超CPI、PPI-CPI=2.8%，PPI推动CPI导致物价上扬的传导路径再次摆在市场面前。

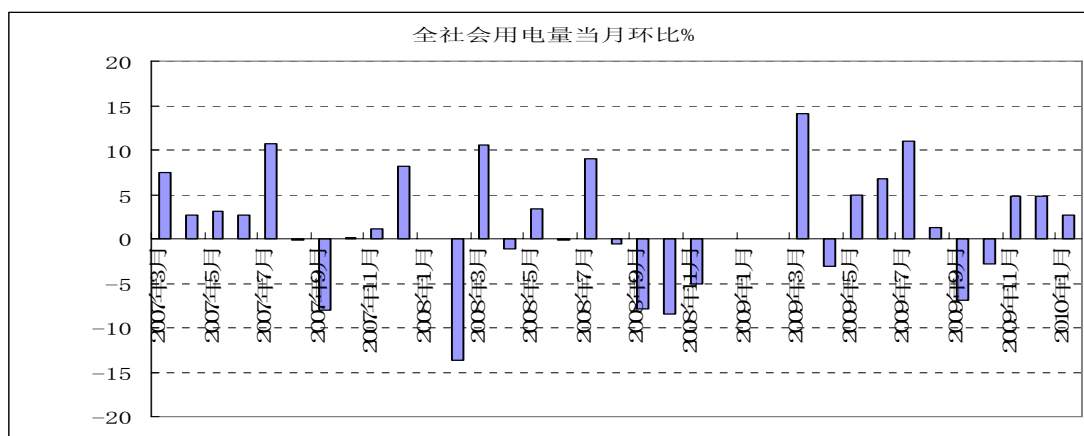
综合经济增长以及通胀两个维度，表明经济整体处于平稳复苏向好状态，现实通胀较小，但未来通胀压力源自于成本推动及超额货币供给的需求拉动。因此，当下管理通胀预期任重道远，政策趋紧的趋势中短期内不会改变，调整的只是政策趋紧的速度。

表 2：主要宏观数据一览表

指标	201002F_wind	201001	200912
CPI(%)	2.3	1.5	1.9
igzPPI(%)	5.1	4.3	1.7
出口(%)	33.7	21.0	17.7
进口(%)	31.6	85.5	55.9
贸易顺差(亿美元)	67.5	141.7	184.3
M2(%)	24.1	26.0	27.7
M1(%)		39.0	32.4
人民币贷款(%)	25.7	29.3	31.7

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 1：2007 年 3 月以来全社会用电量环比序列图



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

表 3：2009 年来全社会用电量环比数据列表

%	全社会用电量当月环比	第二产业用电量当月环比	第三产业用电量当月环比
2009 年 2 月	-9.17	-	-
2009 年 3 月	14.14	20.10	-6.60
2009 年 4 月	-3.13	-2.05	-1.06
2009 年 5 月	4.96	7.27	-7.05
2009 年 6 月	6.81	5.30	20.14
2009 年 7 月	10.98	9.66	12.69
2009 年 8 月	1.23	-1.76	8.76
2009 年 9 月	-6.88	-7.70	-4.35
2009 年 10 月	-2.79	2.12	-13.87
2009 年 11 月	4.79	6.79	-1.83
2009 年 12 月	4.72	3.85	7.79
2010 年 1 月	2.70	0.38	15.03

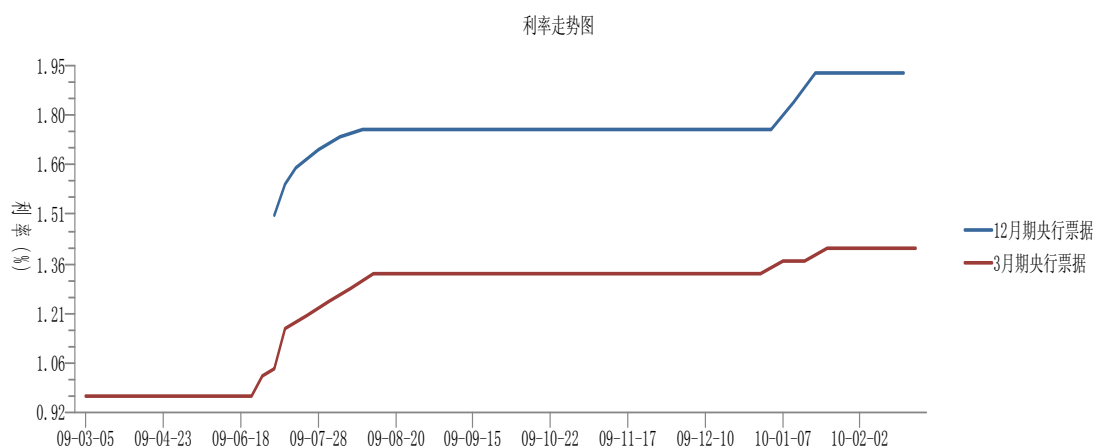
数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

原因二：政策从紧速度阶段性修正，但趋紧趋势未变

从 2 月份实际市场环境来看，当月份上调了准备金率、但是没有出现 1 月份市场调整时预期的那样可能在 2 月份就上调利率的悲观情形；同时，3 个月和 12 个月的央票利率维持不变，而且 2 月公开市场实现了货币净投放，由于央票及正回购到期，2 月共投放货币 5220 亿。宏观数据表现出来的经济平稳增长以及现实通胀尚未到来，使得政策趋紧在 2 月份出现了低于市场预期的表现，这也是 2 月下旬即节后出现反弹的主要原因之一，但该反弹适宜定义为“纠偏行情”。

综上所述，2 月市场弱势整理、小幅收阳，是建立在经济平稳增长、政策从紧速度阶段性修正的基础之上的。因此，3 月以及未来一段时间市场运行将重点取决于经济增长、通胀以及政策取向，而包括股指期货、融资融券等金融创新本质上将难以改变市场运行的大环境，短期内也难以改变市场的微观结构。

图 2：央票利率序列图



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

二、未来市场影响因素分析

3月A股市场是否能够承接2月下旬的“纠偏行情”而使得反弹持续？影响3月市场的主要因素主要有哪些，市场风格的转换以及3000点下方安全边际的程度，这些是我们在判断3月市场时需要重点研究的。

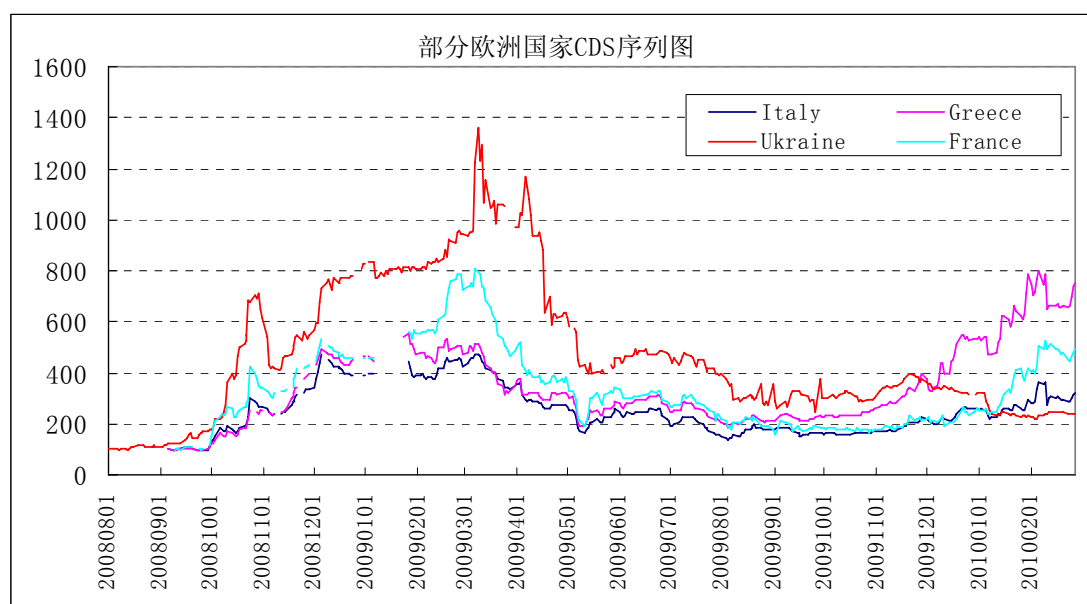
1、欧洲主权债务危机使得经济复苏轨迹复杂化

金融危机爆发后，欧洲主权债务危机呈现出逐步扩散的特征，冰岛—东欧国家—欧元区的“欧猪五国”，冲击欧元，引发金融市场大幅波动。从CDS数据来看，近期以希腊为代表的“欧猪五国”（葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊、西班牙）的主权违约风险加大，希腊的CDS升值创出了金融危机以来的新高，“铁索连环”，其结果导致包括法国德国在内的欧元区等国家5年期CDS在2010年1月1日以来出现了较大幅度的上扬、尽管各国的CDS水平高低不同，但大幅飙升的国债CDS对应到外汇市场则表现为欧元的大幅下滑，美元指数的强势。

本轮美元强势具有被动特征，欧洲扩散化的主权危机使得美元的反弹得以持续，美元的这种升值归因也将增大全球资金的风险溢价，使得避险资金从欧洲乃至亚洲回流美国。而强势的美元、疲弱的欧洲，对于全球经济的复苏将产生不利的影响。

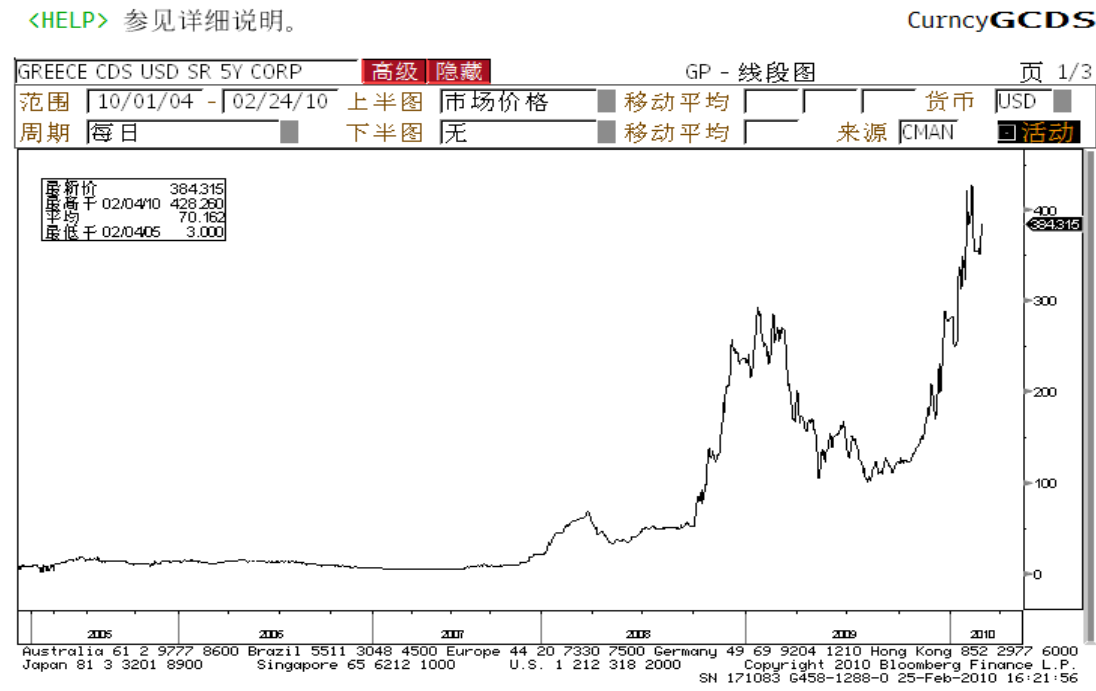
仅此一点，将构成2010年中国经济复杂的外部因由，也将构成中国政策趋紧速度动态调整的动因。

图3：部分欧洲国家5年期国债CDS序列图(2008年8月至今)



数据源自 Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

图 4：希腊 5 年期国债 CDS 序列图 (2004 年至今)



数据源自 Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

表 4：2010 年后 5 年期国债 CDS 飙升的国家列表

5 年 CDS 发行人	2010-2-25	2009-12-31	年后 CDS 升幅
葡萄牙	181.36	91.66	97.86%
法国	61.11	32.05	90.67%
德国	44.44	26.33	68.78%
希腊	399.66	283.36	41.04%
荷兰	42.43	31.48	34.78%
迪拜	598.97	446.96	34.01%
比利时	72.07	53.86	33.81%
丹麦	42.08	31.48	33.67%
阿根廷	1184.22	915.91	29.29%
韩国	108.44	85.46	26.89%
泰国	121.2	96.33	25.82%
冰岛	516.6	411.9	25.42%
西班牙	141.92	113.5	25.04%
意大利	135.99	109.22	24.51%

数据源自 Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

图 5：高位回落的欧元



数据源自 Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

图 6：形成双底反弹的美元



数据源自 Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

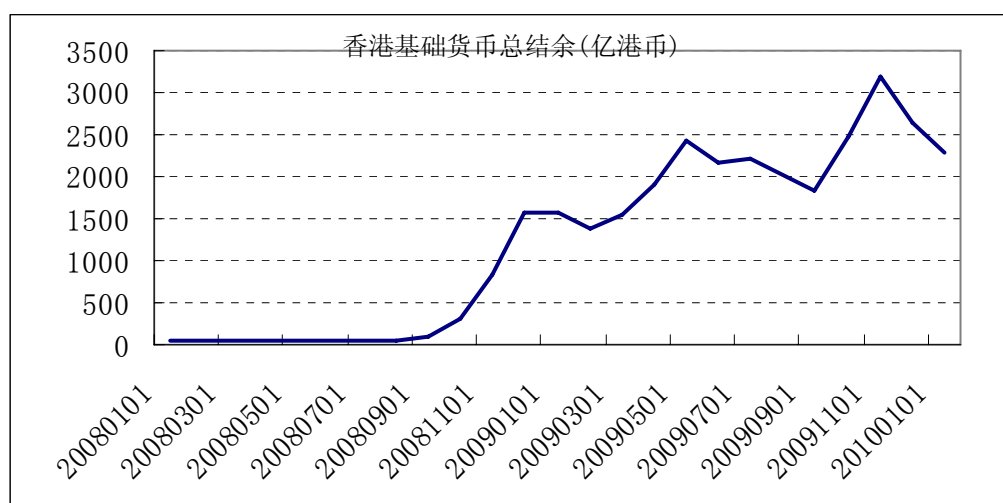
2、中国减持美国国债，经济环境再现复杂性

香港的货币结余伴随着美元的反弹在 2009 年底开始出现了快速的下降，由高点的 3180 亿港币快速下降至 2296 亿港币，对应于港股也在 2009 年末出现了 10% 以上的调整，而且目前来看，港股的调整还未结束。

伴随着香港市场资金的外流，美国财政部最新披露的 2009 年 12 月数据显示中国继 2009 年 11 月小幅减持美国国债 93 亿美元后又较大幅度的减持了 342 亿美元的美国国债。2009 年 12 月也是美元自 74 位置出现较大幅度反弹的开始，在美元阶段低位减持美债，意义深远。

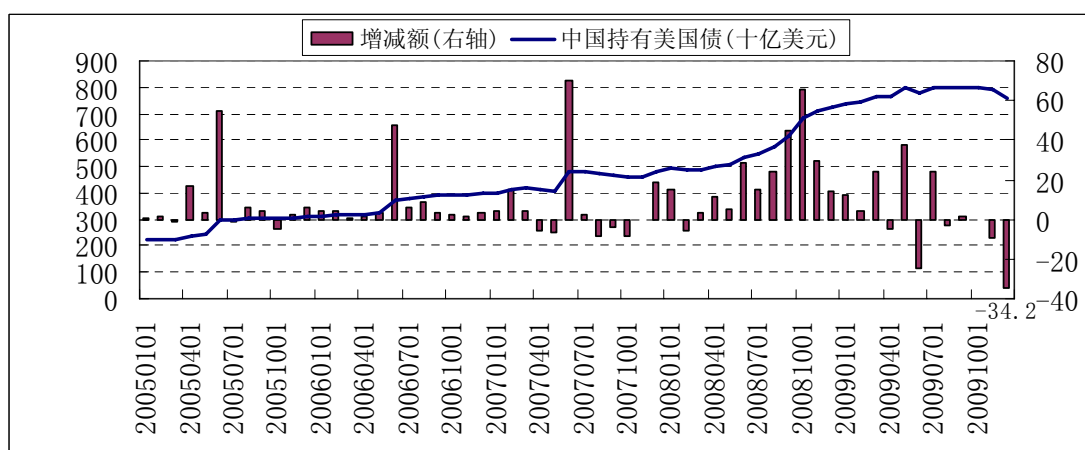
因此，在全球经济缓慢复苏、中国贸易顺差较危机前显著下降的背景下，在外储增量-FDI 顺差的简易数据表明热钱有所流出(12 月外储增加 104 亿、顺差 184 亿、FDI 为 121 亿，热钱流出约 200 亿美元)的时点下，无论是出于流动性、基于资产配置的流动性管理还是政经考量，新兴市场的中国减持美国国债，是值得玩味的；对于热钱的流动、人民币的升值、国际资本流动以及全球贸易均有较大影响；也暗含着短期内人民币升值将难以成行。

图 7：香港基础货币结余序列图



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 8：中国持有美国国债以及增减持序列图



注：2 月 26 日美国财政部对 2009 年 6 月来各国持有美债头寸进行了调整，中国 12 月末持有美债修正为 8948 亿美元，但不影响中国对美债的增减金额。数据源自 Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

3、3 月政策趋紧力度预期高于 2 月

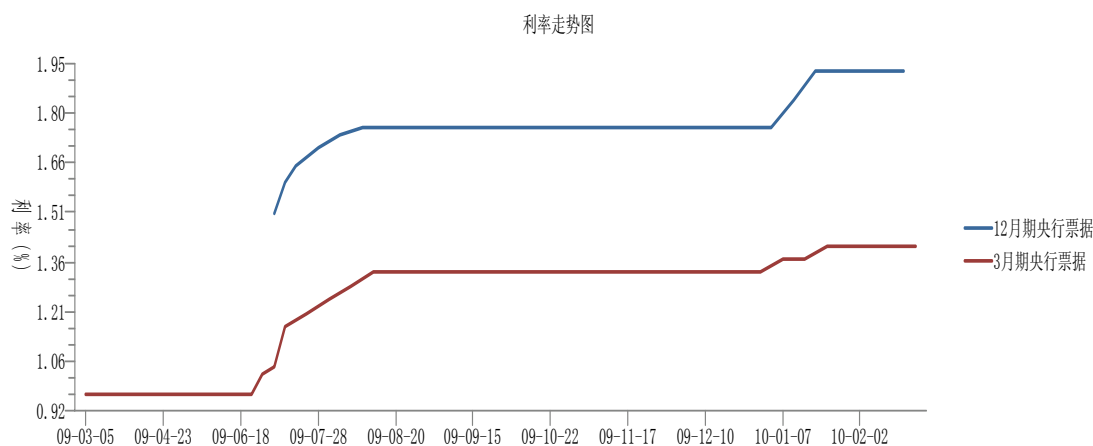
PPI 的快速上扬、货币的加速活化，使得管理通胀预期成了未来一段时间不可避免的政策焦点。

考虑到3月有近7000亿央票到期以及2010年前2月信贷投放预计2万亿左右的研判，3月将可能继续采用提高准备金率、增大央票发行规模且很有可能通过提高央票利率来发行；需要指出的是，央票利率的变动极易使得市场形成新的加息预期，从而造成市场波动。

但是，如我们在2月份投资策略报告中分析的，根据央票利率变动与加息的关系，合理推断央行加息3月甚至4月均难以成行，从这个角度看，3月政策有趋紧压力、加息预期有所抬头，但是现实的加息3月难以成行。

因此，从加息预期来看，在3月经济数据公布前的一小段时间内，市场有望延续2月末以来的“纠偏行情”。但中途的央票发行规模及央票的利率变动，均会导致“纠偏行情”的暂停。

图9：央票利率序列图



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

表5：2010年1-4月货币回笼投放数据列表

亿	投放量			回笼量			净投放量
	票据到期	正回购到期	合计	票据发行	正回购	合计	
2010年1月	2830	3610	6440	3160	3930	7090	-650
2010年2月	3100	4550	7650	2130	300	2430	5220
2010年3月	6860	800	7660				
2010年4月	3150	1280	4430				

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

4、中观数据显示经济结构化特征

A：房地产销售分歧加大，地产政策利空尚未出尽

新房销售的历史数据规律来看，敏感城市如深圳，波动较大；而上海北京则波动较小。因此，深圳楼市较好的反应全国的景气程度，就2010年前2月三地的新房销售而言，一方面预示着楼市销售将低于年初的预期，另一方面，就当下上海、北京等地相比的新房销售数据并未出现大的同比变化，这可能暗含着房地产调控政策尚未出尽。

因此，从微观数据的规律来看，当下新房销售的现实数据是仅仅出现了小幅度的调整，按照适应性预期推断：2010年房地产销售(专指新房而非二手房)增速在上下10%；而就深圳等敏感城市的数据，则预示着2010年全年看新房销售将受到较明显的冲击。综合比对，合理的推论是房地产调整政策尚未出尽；基

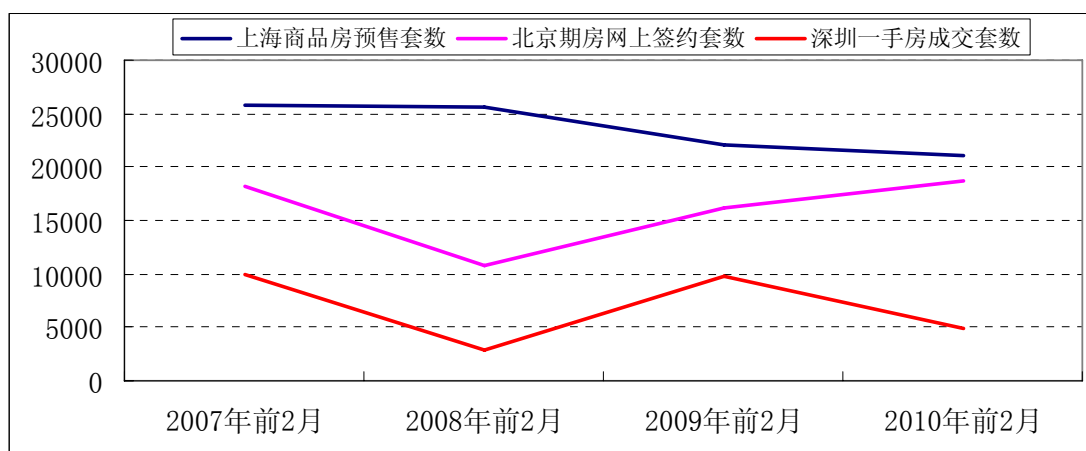
于销量短期的稳定以及政策利空尚未出尽，地产股的机会在于技术性反弹而非趋势性机会。

表 6：上海、北京、深圳新房数据分析表

	上海商品房 预售套数	北京期房网 上签约套数	深圳一手房 成交套数
2007 年 1 月	17395	11570	7766
2007 年 2 月	8352	6604	2221
2007 年前 2 月	25747	18174	9987
2007 年	234012	152935	36538
2007 年前 2 月占比	11.00%	11.88%	27.33%
2008 年 1 月	17299	7643	2105
2008 年 2 月	8371	3121	689
2008 年前 2 月	25670	10764	2794
2008 年	163395	103853	40617
2008 年前 2 月占比	15.71%	10.36%	6.88%
2009 年 1 月	9290	8269	4448
2009 年 2 月	12730	7898	5275
2009 年前 2 月	22020	16167	9723
2009 年	271609	187394	70077
2009 年前 2 月占比	8.11%	8.63%	13.87%
2010 年 1 月	14228	11052	3903
2010 年 2 月	6854	7740	1006
2010 年前 2 月	21082	18792	4909
2010 年前 2 月销量同比	-4.26%	16.24%	-49.51%

注：考虑到 2007 年-2010 年春节的不同月份，2009 年春节在 2 月，其他在 1 月，故汇总 1-2 月数据做对比分析；数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 10：上海北京深圳三地近三年 1-2 月新房销售数据序列图



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

B: 汽车数据略超预期，显示货币活化下内需的旺盛

1月汽车产销两旺，同比和环比均出现显著增长，汽协的数据显示2010年1月乘用车销量为132万辆、汽车销量合计为166万辆，高于2009年12月的水平，表明汽车销售的旺盛。

从数据源分析，汽车有形市场以及汽车上牌量数据出现了背离，比如1月上海各类汽车上牌量合计为20855辆、比去年1月份上升11.78%、比去年12月份下降9.8%，另外企业帐务结转的缘故，1月实际数据可能略低，但是，在国家政策的刺激下、在货币活化的背景下，内需旺盛是不争的；因此，我们整体看好2010年的内需市场，对于汽车增速维持10%左右的预期，原因就在于1月数据出现的背离。

表7：汽车销量数据列表

万辆	汽车产量	汽车产量:乘用车	汽车销量	汽车销量:乘用车
2007年1月	76	57	72	55
2007年	887	638	878	630
2008年1月	83	61	86	66
2008	932	673	936	675
2009年1月	66	52	74	61
2009	1376	1036	1362	1032
2010年1月	161	124	166	132

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

C: 出口数据分析

1月出口金额接近1100亿美元，虽然受到贸易摩擦等影响并未出现如2009年12月的爆发式增长，但是出口增速在10-20%是较为合理的预期；其理由在于全球经济总体的复苏，美国实体经济逐渐好转，作为滞后指标的失业率1月也降至9.7%，对应到产业部门，工业企业产能利用率呈现V型复苏态势，恢复至72.61%。

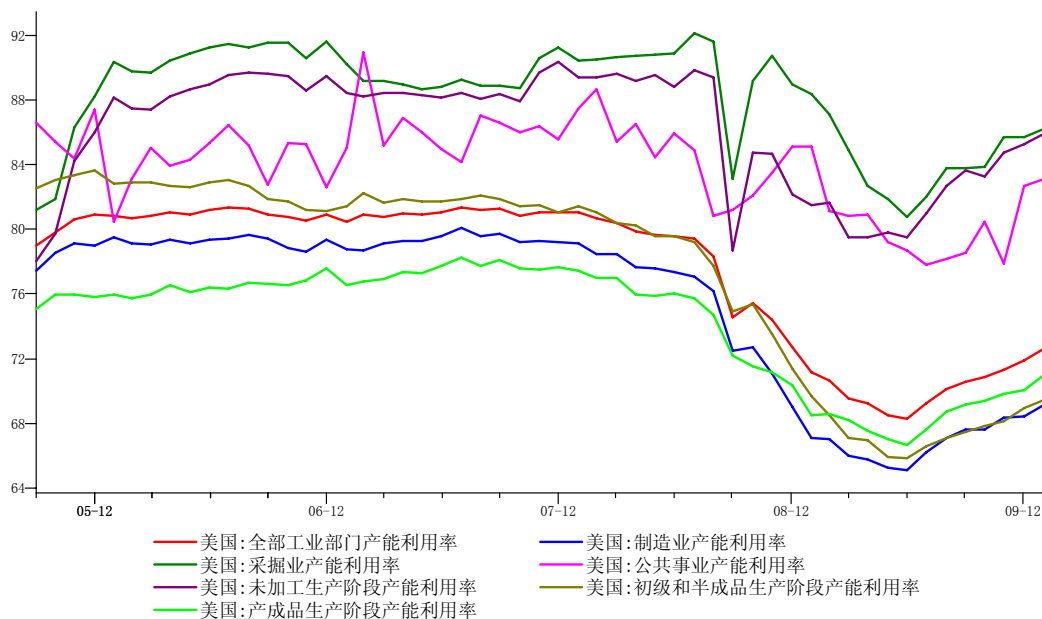
综上，中观结构的角度看，出口好转是确定性事件，但增速在10-20%，达到20%以上的概率较低。对应于出口导向型的行业尤其兼具产业结构调整、内需增长的产业更具市场潜力。因此，高技术类产业具有较强的投资机会。

表8：出口数据

亿美元	1月	全年	同比增速
2007-1-31	865.94	12186.35	
2008-1-31	1097.56	14306.94	17.40%
2009-1-31	904.85	12015.34	-16.02%
2010-1-31	1094.75	1.3-1.4万亿美元	10-20%

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

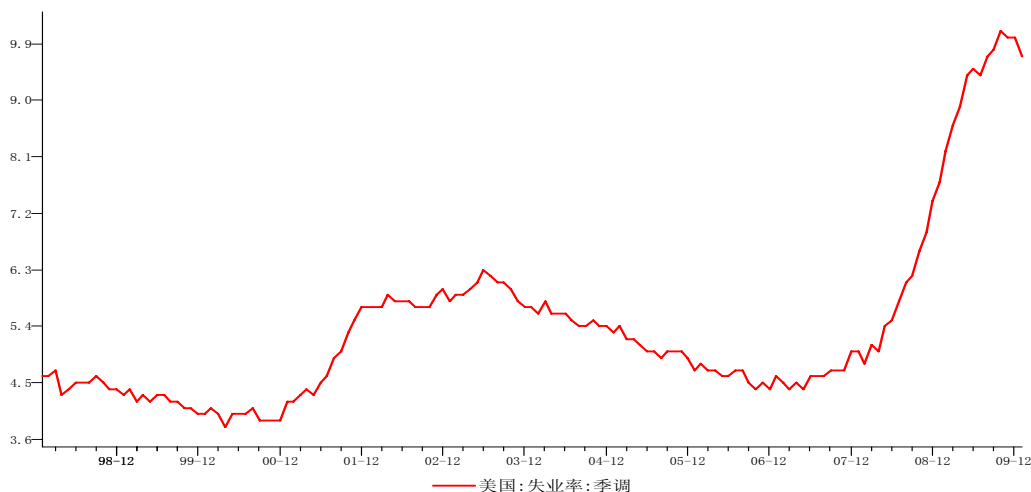
图 11：美国工业部门产能利用率序列图



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

图 12：美国失业率序列图



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

三、市场运行及策略

1、风格转换路径探究

当下，市场整体维持着 2009 年四季度以来的区间整理态势，对应着市场的投资风格也维持着大盘股低

位整理、各类概念的中小盘股强势轮动运作。但是，我们不得不面对着中小盘股估值高企、中小盘股估值与大盘股的估值背离；目前静态市盈率下中小板股是上证 50 的 2.59 倍、2009 年动态市盈率比值是 2.38 倍，即使考虑个股整体业绩的提升，2010 年两者的动态市盈率比值也为 2.15 倍。

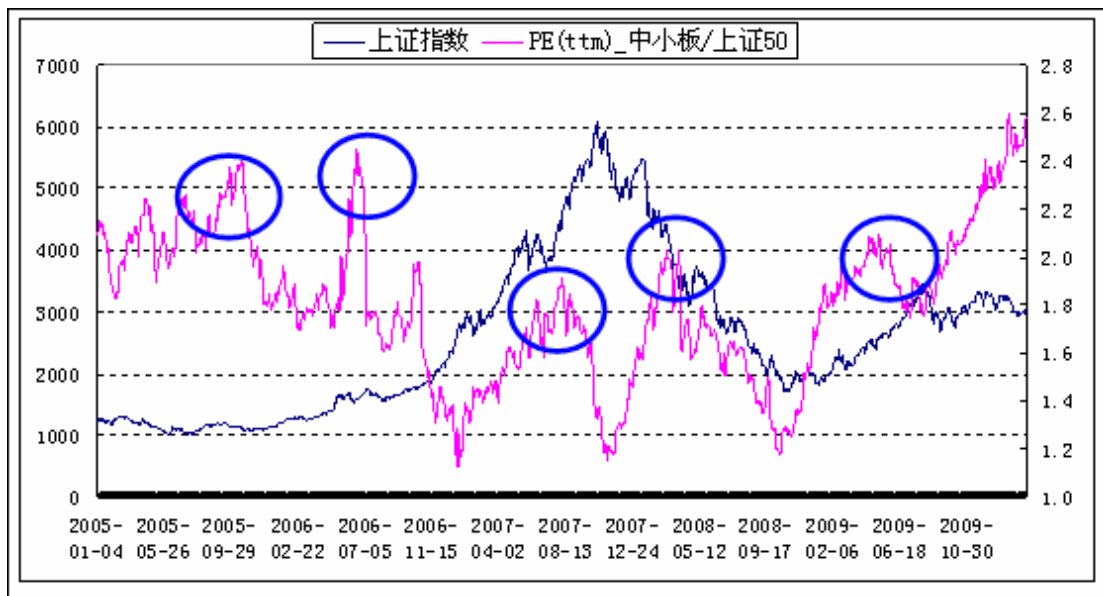
回顾 2005 年以来两者的市盈率比值序列，我们可以发现当下的估值比背离是最大的，要大于 2005 年中后期熊市后半程的 2.2 倍左右、也大于 2006 年牛市初期的 2.4 倍，并且大于 2007 年 530 前后、2008 年四千点破位前后以及 2009 年市场突破 2700 时的估值比。

因此，随着不同风格股票估值背离差距的不断拉大，市场风格切换也将越来越近。不同风格的估值背离，一般以大盘股相对走强但市场综指可强也可弱的形式来实现，即蓝筹股相对中小盘股能获取超额收益，但蓝筹比中小盘股涨得多时、对应的市场综合指数为强，蓝筹比中小盘股跌得少时、对应的市场综合指数为弱。

我们对比 2005 年以来历次中小板估值与上证 50 估值比的背离情景，可知，在经济向好背景中不同风格股票的估值背离实现回归的方式通常通过市场综指的盘整或走强来实现，而不是如 2008 年 4000 点附近经济盛极而衰时市场通过大盘股带动小盘股持续杀跌来实现估值背离的回归。

因此，如前所述，2010 年虽是“复杂之年”，但在当下不同风格股票估值背离趋于天花板的时候，在经济总体平稳向好的背景下，我们认为市场风格的转换、不同风格的估值背离将以市场整体上扬即蓝筹股的绝对而非仅仅相对于中小盘股的上涨来实现估值比的回归。

图 13：2005 年来市场风格背离及切换的序列图



数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

2、3 月市场运行逻辑及特征

如上所述，2 月下旬市场出现的反弹是基于政策从紧速度预期的纠偏机会，其直接的观测指标为公开市场操作及央票利率，间接观测指标为物价货币供应及主要行业的量价情况。基于 2010 年 3 月第一周央票到期 1100 亿、为 3 月最低一周，央票利率有望在 3 月初期维持不变，以及 3 月上旬为两会期间且宏观数据尚未披露，因此，始于 2 月下旬的纠偏行情有望在 3 月上旬得以维持。

但是，面对已经处于历史高位的不同风格板块估值比(中小盘与蓝筹股的市盈率比)，3 月中下旬市场存在着风格切换的需要。这种需要首先来自静态估值比处于历史高点的内在需要，其次，来自于不同板块的估值及最近 2 个月相对收益的此消彼长。

同时，我们还要看到 3 月市场环境尤其是政策面将弱于 2 月相对宽松的货币供应，即 3 月市场面临央票利率上调、准备金率上调、公开市场对冲，同时境外主权债务危机、美元强势下的国际资本流动，使得

A股市场3月份并不存在显著的增量资金入场。因此，即使出现风格切换，则也可能是以蓝筹股阶段性反弹形成的阶段性的风格切换为特征；这种切换的刺激点，既有来自PPI与CPI剪刀差下对中游制造业的刺激、也有来自货币活化下大消费类的升温、来自出口渐暖下兼具结构转型和世博会技术博览驱动下大科技股的持续强势，更有来自融资融券、股指期货带来的蓝筹股交易机会——我们认为金融创新不改变市场趋势，而且金融创新带来的风格转换也将是短期的、不同于基于经济繁华预期下储蓄搬家的持续3个月以上的风格切换。

综上，3月市场行情，我们将以谨慎乐观而非单纯的谨慎来看待市场，3月市场资金整理依然以存量资金为主，而且政策以及基本面会趋于“复杂化”，但是以3000点下方存在安全边际的心态谨慎乐观的看待3月的持续纠偏行情、风格切换下的震荡及向上行情。市场将在政策趋紧中调整，在业绩实现、金融创新刺激中实现风格的阶段性转换。3月市场可能运行的区间为2950-3250。

3、重点板块及个股

表9：主要板块估值、业绩及重点个股

行业	家数	业绩增速	预测市盈率 2009	预测市盈率 2010	市净率 (MRQ)	策略观点
采掘	4	-27.99%	20.57	16.09	3.18	看好焦炭，关注山西焦化、安泰集团
餐饮旅游	4	23.01%	56.96	41.66	5.44	关注世博旅游，关注锦江股份、中青旅
电子元器件	31	-11.68%	103.71	45.77	4.8	关注物联网及世博新技术，关注上海贝岭、长城开发
房地产	13	40.97%	25.99	17.77	3.49	短期中性，关注超跌品种：信达地产
纺织服装	19	17.73%	32.4	27	4	1季度出口持续恢复，关注报喜鸟、伟星股份
公用事业	11	55.52%	28.53	23.11	2.95	要素价格改革+经济复苏，关注国电电力、长江电力、闽东电力
黑色金属	6	-0.86%	50.32	17.61	1.94	铁矿石涨价和重组，关注酒钢宏兴、安阳钢铁
化工	47	-0.51%	22.05	17.75	3.55	涨价、低碳概念，关注双环科技、烟台氨纶、黑猫股份；中国石化
机械设备	68	39.92%	33.99	26.56	5.54	关注工程机械，山推股份、安徽合力；中国北车
家用电器	8	12.64%	30.66	23.62	4.52	内需，海信电器、京东方
建筑建材	22	27.34%	23.7	17.41	2.93	建材下乡、新材料，南玻A、安徽水利
交通运输	15	-25.38%	52	30.39	3.34	关注楚天高速、上海机场、铁龙物流
交运设备	16	65.60%	29.21	22.35	4.53	汽车股预期调整机会，关注一汽轿车、江铃汽车
金融服务	10	26.66%	15.98	13.33	2.9	关注央票利率调整，兴业银行、招商银行；股指期货+融资融券：光大证券、中信证券
农林牧渔	13	25.12%	49.06	33.06	5.91	稻谷提价、水畜产品涨价，关注敦煌种业、正邦科技
轻工制造	25	66.85%	36.23	26.49	3.68	关注造纸提价的交易机会、关注家具需求，美克股份
商业贸易	11	24.64%	38.7	28.7	4.96	世博+内需，新世界、广州友谊
食品饮料	7	68.66%	39.79	30.37	8.18	张裕A、国投中鲁

信息服务	33	19.29%	47.66	38.56	4.54	增值、网维服务，
信息设备	15	14.05%	41.17	33.83	5.66	中兴通讯、中天科技
医药生物	39	49.05%	40.12	31.18	6.78	华东医药、华神集团、三精制药
有色金属	13	-59.15%	81.22	34.62	4.92	小金属；金钼股份、万好万家，东方钽业， 方大炭素

数据源自 WIND，东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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或征价。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。本报告版权归我公司所有。