

张忆东 李彦霖 吴峰

策略研究员

021-3856 5932

Zhangyd@xyzq.com.cn

挑战震荡市上轨！

——A股市场3月投资策略报告

2010年3月4日

投资要点

报告关键点

3月市场展望：振荡上行！挑战震荡市上轨

- 下阶段，对政策调控、经济探底的担忧，进入视听疲劳期。通胀预期回落，经济增长环比平稳，政策调控对股市的冲击力趋于弱化。
- 年报披露高峰期到来，提升市场对于业绩增长的关注度，高分红送转激发投资热情。今年不是估值、业绩的“双杀”，估值调整到位之后，不可忽视业绩驱动力，特别是1季报的环比惊喜。
- 下阶段，A股市场最确定的一件大事是金融创新正式开闸，融资融券、股指期货两大创新齐推，实属罕见，然而，市场当前明显低估了他们改变对股市赚钱模式的力量。考虑到价值股的确定性增长和低估值，金融创新初期，向上的套利机会不容轻视。
- 资金价格尚平稳，足以支持反弹行情。我们监控的主要资金价格指标未恶化，因此，一旦预期好转，钱就会回来。
- **提醒向上的风险：确定性的政策刺激下**，成长股此起彼伏，继续个股行情精彩；而价值股在业绩和确定性的金融创新预期的推动下，脉冲式向上，从而形成成长股和价值股共振的格局，则行情将超预期，有望挑战近半年的震荡市（2900~3300）的上轨甚至更高。

相关报告

20100228《小虎队行情趁“两会”东风》

20100208《行情如何趋势》

20100201《价值为纲，伏击成长》

20100127《反弹！！凭什么？靠什么？》

20091220《博弈震荡，关注跌出来的机会》

20091102《钟摆自下向上摆》

20091008《震荡市的钟摆舞动》

20090930《震荡市跨年度行情》

20090819《中途岛反攻站》

20090604《泡沫化生存和波动性风险》

20090508《迈向三千点的路径》

20090422《盛宴不醉不休》

20090323《复苏萌芽，继续看多》

20090213《拉斯普京行情》

20081120《无畏的希望》

投资思路：新兴产业+金融创新

- 首先，低估值的价值股借力使力。一旦投资者适应调控，3、4月份市场将重新聚焦于行业基本面信息，近期建议关注电力设备、化工、金融、家电、航空等行业。金融创新是推升价值股的催化剂，看好次新券商股。
- 第二，一旦成长股随大盘震荡，可逢低增持，从TMT、医药、新能源、节能环保、现代服务业等新兴产业，挖掘高增长个股，享受高估值溢价。

目 录

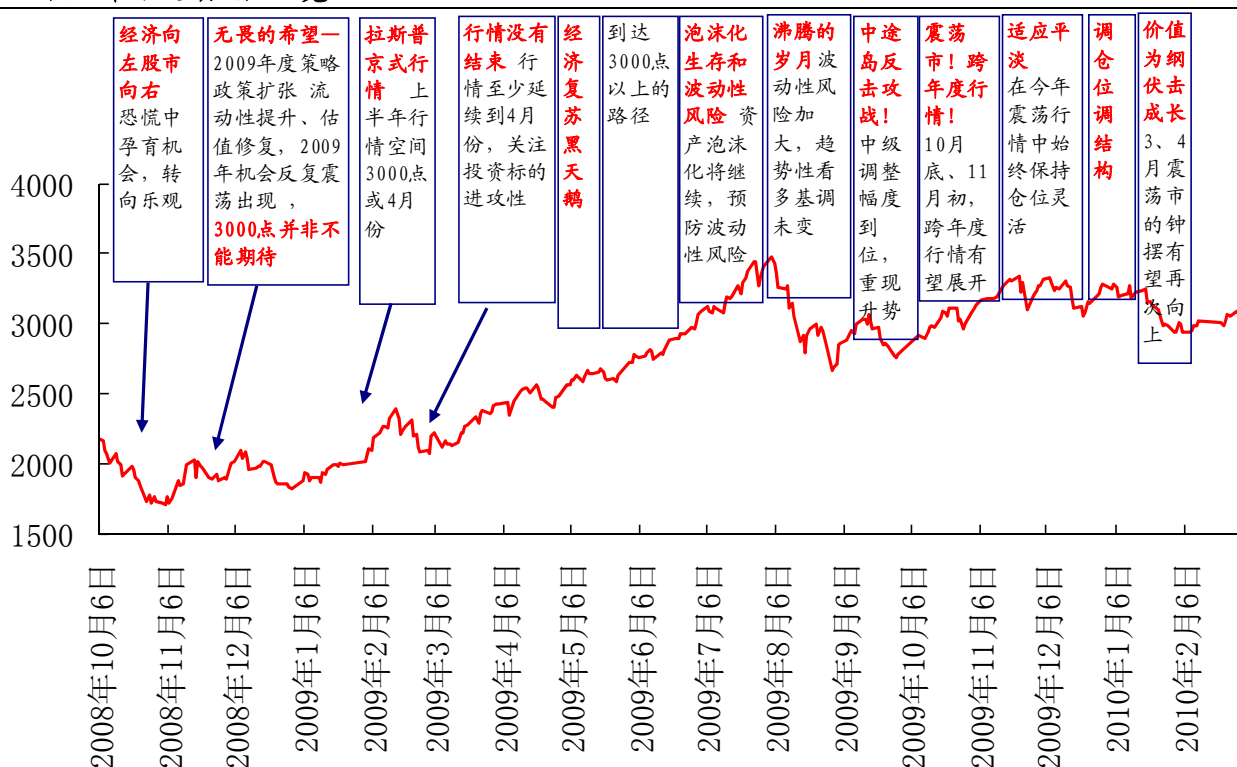
2 月市场回顾：震荡企稳，结构性反弹，印证我们的判断.....	3 -
点“时”成金：3 月份需要关注的时点.....	5 -
寻找 3 月的确定性：经济数据、“两会”、年报、金融创新 ...	5 -
宏观数据平稳，通胀预期回落	5 -
“猛控投资”？老故事阴影渐退	7 -
“两会”着眼经济发展方式转变，政策落实点即是投资机会	7 -
年报高峰期：目光转向业绩增长，高分红送转激发投资热情	7 -
融资融券、股指期货的真实影响力被低估	8 -
资金价格尚平稳，足以支持反弹行情	9 -
3 月份市场判断：震荡市的钟摆向上 关注金融股、绩优股...	10 -
投资思路一：金融创新潮头上，价值股借力使力	11 -
投资思路二：长景气行业的机会，关注科技、低碳、消费等	12 -
行业配置建议	13 -
图 1：兴业策略近期观点一览	3 -
图 2：2010 年 2 月行业涨跌幅	4 -
图 3：2 月风格指数涨跌幅 1	4 -
图 4：2 月风格指数涨跌幅 2	4 -
图 5：2 月特征指数涨跌幅	4 -
图 6：2 月主要经济体股市涨跌幅	4 -
图 7：商务部食用农产品价格分项指数环比呈现回落	6 -
图 8：农产品批发价格指数	6 -
图 9：10 年期国债到期收益率回落	6 -
图 10：反映通胀预期的 5-1 利差近期持续回落	6 -
图 11：通胀环比趋势开始见顶回落	7 -
图 12：经济三驾马车环比进入平稳增长阶段	7 -
图 13：A 股行业利润构成前三大行业	8 -
图 14：农产品批发价格指数	8 -
图 15：一致预期 2009 年利润增速	8 -
图 16：一致预期 2010 年利润增速	8 -
图 17：台湾 90 年代融资融券推出后的表现：以融资业务为主	9 -
图 18：国债到期收益率	10 -
图 19：央票到期收益率	10 -
图 20：3 个月 SHIBOR 与上证指数	10 -
图 21：票据直贴利率	10 -
图 22：1 月底以来行业涨跌幅	12 -
图 23：创业板次新股分布	13 -
图 24：创业板推出后，中小板次新股分布	13 -
表 1：2010 年 3 月投资日历表	5 -
表 2：估值和盈利波动对应上证指数区间	11 -
表 3：兴业证券银行行业业绩分季度预测	11 -
表 4：未来 3 个月融资融券标的解禁情况	11 -
表 5：行业配置建议	13 -

2 月市场回顾：震荡企稳，结构性反弹，印证我们的判断

正如我们在 1 月 27 日临时策略《**反弹!! 凭什么? 靠什么?**》和 2 月份 A 股策略《**价值为纲，伏击成长**》中的判断，2 月份 A 股震荡企稳，结构性反弹。上证指数上涨了 2.1%，深圳成指上涨了 2.47%，而中小板综指上涨了 4.27%，创业板加权平均涨幅更是高达 11.84%。

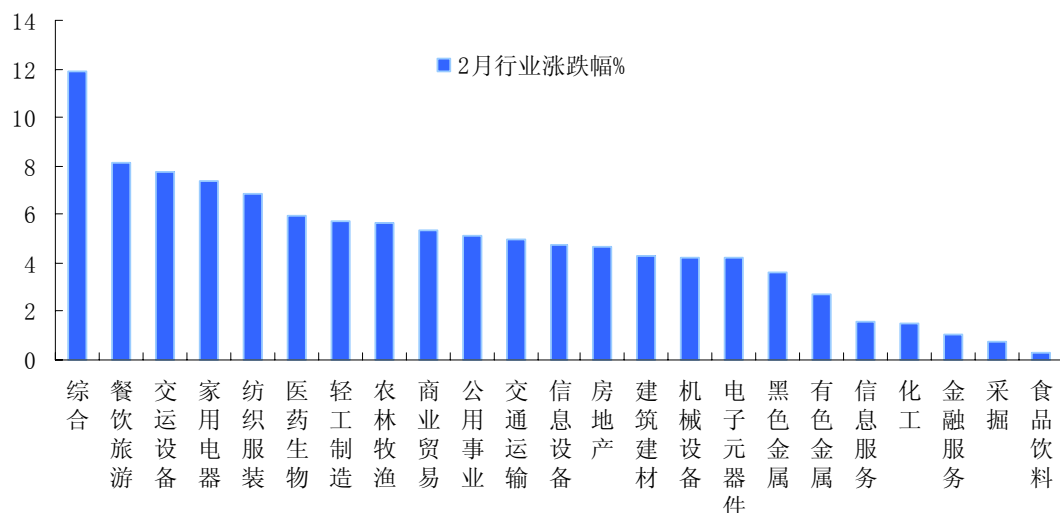
2 月反弹主要呈现结构性的特征，我们建议超配的社会服务业（即旅游餐饮）、医药、电子元器件、信息技术（包括信息设备和信息服务）等具备长期成长潜力的行业涨幅居前；提示风险逐步释放且已进入布局阶段的中小板和创业板次新股表现抢眼；建议逢低增持的金融和部分周期股，也筑底反弹。

图 1：兴业策略近期观点一览



资料来源：兴业证券研发中心，WIND

图 2: 2010 年 2 月行业涨跌幅



资料来源: 兴业证券研发中心, WIND

图 3: 2 月风格指数涨跌幅 1

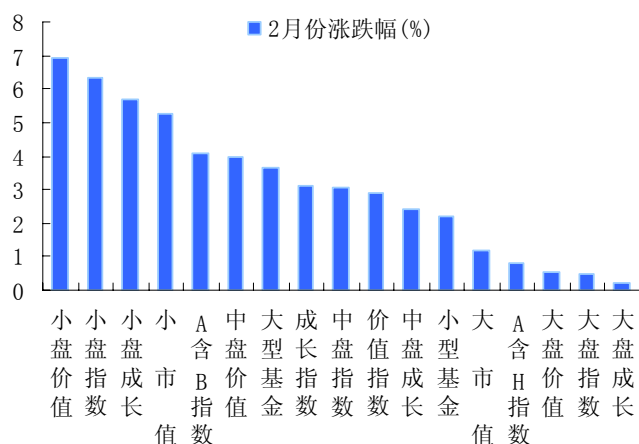


图 4: 2 月风格指数涨跌幅 2

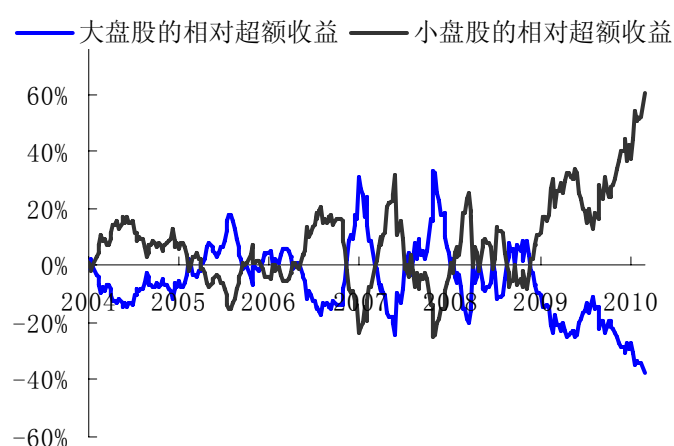
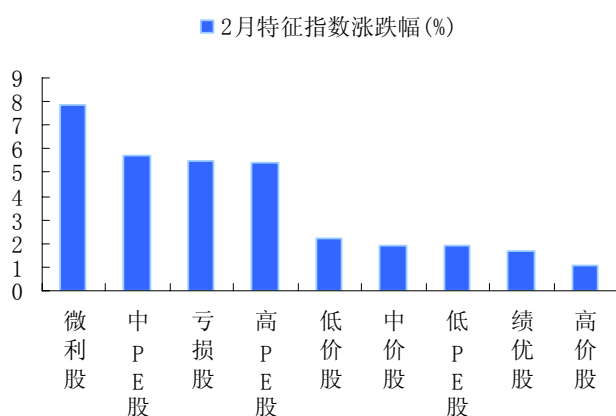
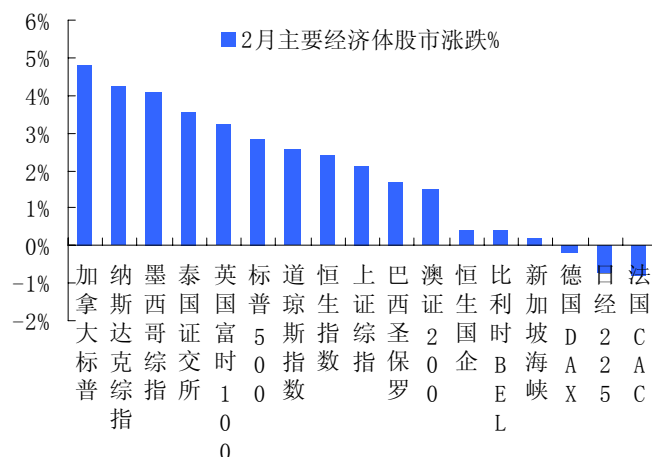


图 5: 2 月特征指数涨跌幅



资料来源: 兴业证券研发中心, WIND

图 6: 2 月主要经济体股市涨跌幅



资料来源: 兴业证券研发中心, WIND

点“时”成金：3月份需要关注的时点

中国：3月3日两会召开，3月中旬闭幕。3月10日开始公布1-2月份主要宏观数据，3月26日公布1-2月工业企业效益数据。

美国：3月5日公布2月份就业数据，3月16日召开FOMC会议，3月18日公布美国2月份CPI数据，3月26日公布美国09年四季度GDP第三次评估值。

表 1：2010 年 3 月投资日历表

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五
1 中国平安85982.3 万股解禁 十六	2 十七	3 全国政协十一届三 次会议开幕 十八	4 十九	5 十一届全国人大三 次会议开幕；美国 惊蛰2月份就业数据 惊蛰
8 妇女节 廿三	9 廿四	10 海关统计数据 廿五	11 国内经济数据发布 廿六	12 植树节 廿七
15 消费者权益日 三十	16 美国2月份新屋开 工数；FOMC会议 二月	17 美国2月份PPI 初二	18 美国2月份CPI 初三	19 初四
22 世界水日 初七	23 美国2月份成屋销 售、1月份HPI房价 初八指数	24 美国2月份新屋销 售数据 初九	25 初十	26 1-2月工业企业效 益数据；美国 09Q4GDP第三次 预估值 十一
29 十四	30 十五	31 十六	备注：融资融券股指期货本月有望推出；年 报披露进入高峰期；中国新能源汽车发展规划 有望于本月正式颁布	

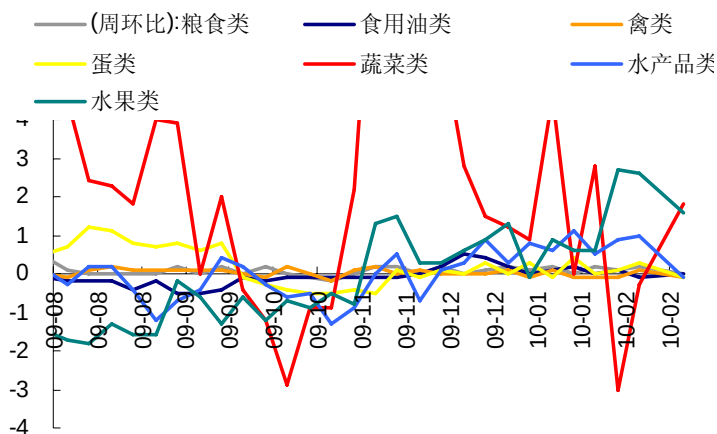
资料来源：兴业证券研发中心

寻找3月的确定性：经济数据、“两会”、年报、金融创新

宏观数据平稳，通胀预期回落

兴业宏观下调了对2月份CPI的预测，约为2.8%，实际的通胀压力并没有想象中的那么快，最终结果如果低于2.8%将更利好股市。春节以后，商务部食用农产品各分项指数环比（除蔬菜价格外）均回落或持平，农业部农产品批发价格指数回落，食品价格的回落降低了通胀超预期的可能。

图 7: 商务部食用农产品价格分项指数环比呈现回落



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 8: 农产品批发价格指数



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

长债到期收益率及收益率曲线变化能够较好地通胀预期，利差越大，可以间接地认为市场预期未来的通胀水平将较高。近期 10 年期国债收益率以及国债 5-1 利差小幅回落，这意味前期通胀快速回升引发的市场情绪曲线上升已告一段落，有助于投资者信心的恢复，对市场阶段性反弹构成积极的影响。

图 9: 10 年期国债到期收益率回落

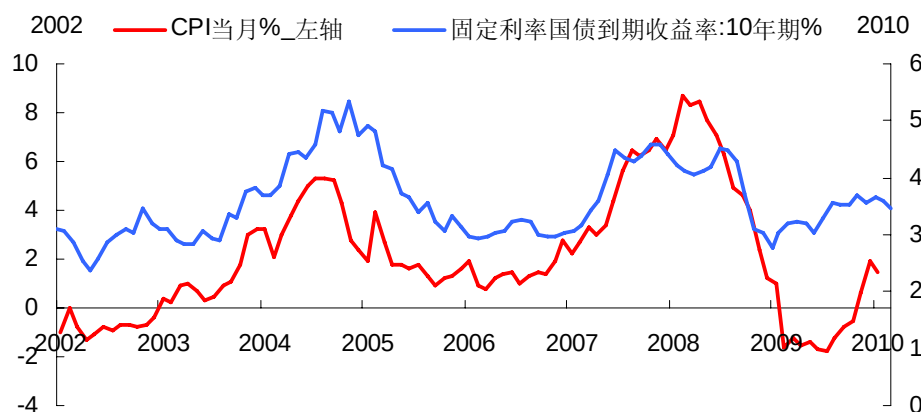
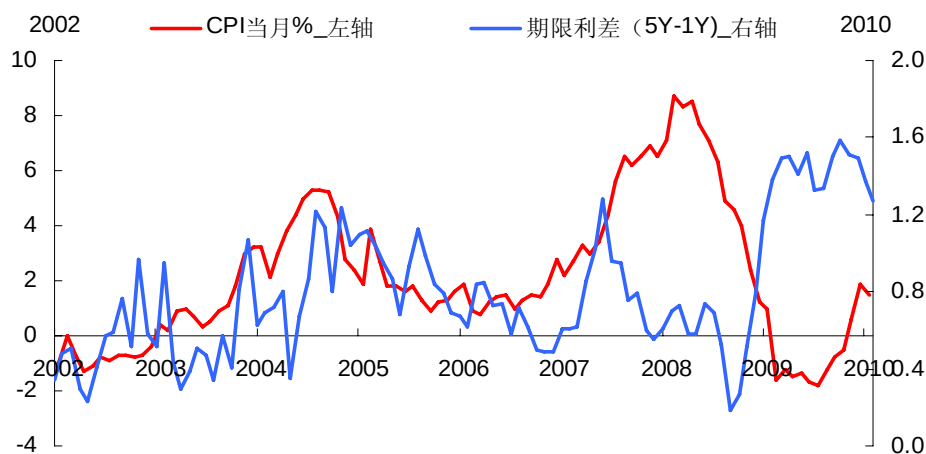


图 10: 反映通胀预期的 5-1 利差近期持续回落



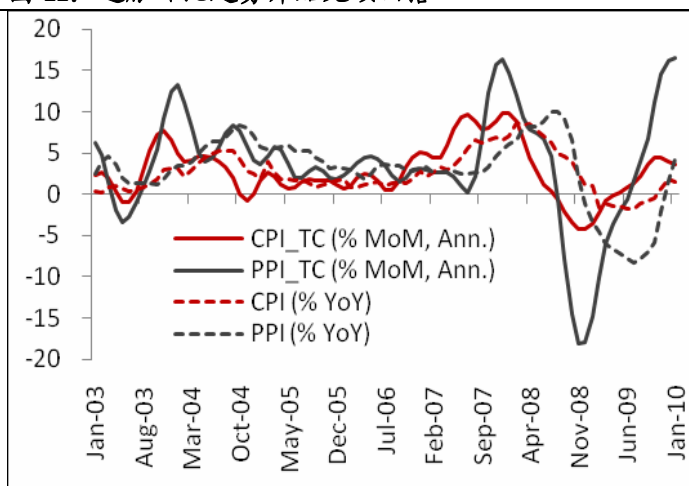
资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

“猛控投资”？老故事阴影渐退

对市场担忧的地方融资平台的治理，我们认为，在目前国内经济环比平稳尚未出现过热、地产交投及通胀预期趋、海外经济不确定性的背景下，政策重蹈 1999 年或者 2004 年覆辙的一刀切的概率很小。

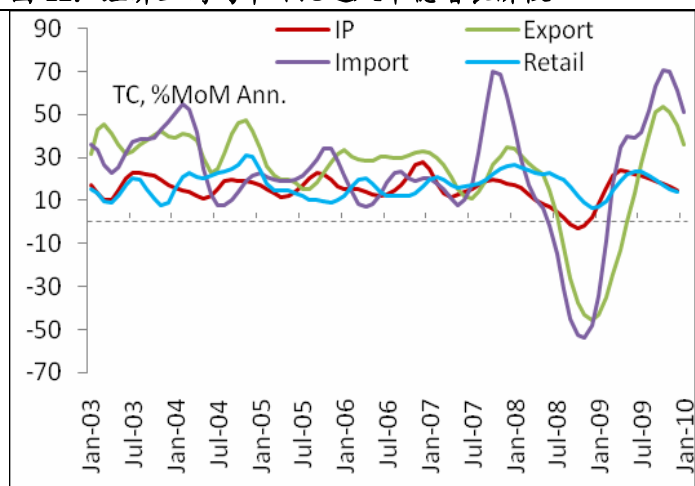
投资的确定性和结构性变化值得关注。市场对投资的预期太悲观，我们宏观小组维持全年投资增速 25% 的判断，远高于市场预期。城镇化建设的新阶段以及强劲的内需消费是推动投资的确定性高增的主要动力，与此同时，随着战略性新兴产业进入加速发展阶段，新增投资结构将得到优化。

图 11: 通胀环比趋势开始见顶回落



资料来源：兴业证券研发中心，WIND

图 12: 经济三驾马车环比进入平稳增长阶段



资料来源：兴业证券研发中心，WIND

“两会”着眼经济发展方式转变，政策落实点即是投资机会

本月将召开“两会”，围绕加快转变经济发展方式讨论将是重中之重，投资者需要重点关注，战略性新兴产业、节能化、区域经济、并购重组、城镇化等政策扶植的点的落实（参见《“小虎队”行情趁两会春风》）。“两会”的重要决策，有望平息投资者对政策的担忧，有助于市场继续演绎结构性行情。

年报高峰期：目光转向业绩增长，高分红送转激发投资热情

年报披露高峰期将提升市场对于业绩增长的关注度。投资者需要清晰的认识到，今年不是估值、业绩的“双杀”年，估值调整，但是，不可忽视业绩驱动力。

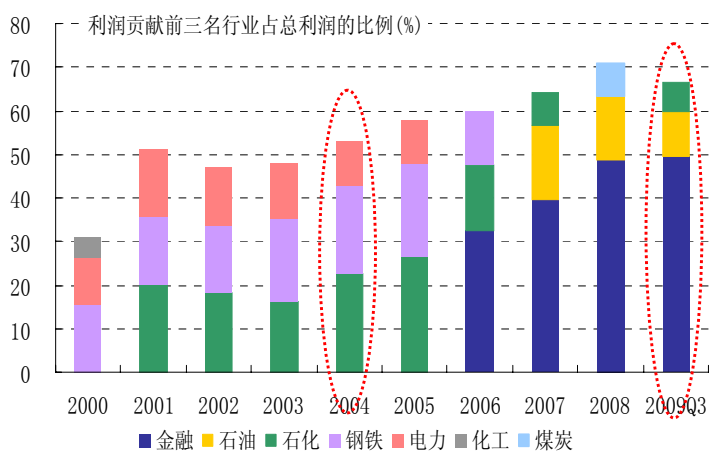
首先，我们已多次强调，当前的 A 股已非 04 年的阿斗，A 股对经济的代表性明显增强，以银行为代表的金融蓝筹股增强了上市公司利润的稳定性。我们的预测 2010 年业绩增长 28% 实现的可能性非常大。

第二，卖方研究员对盈利的预期不断改善。根据卖方研究员的一致预期，全部 A 股 2009 年盈利一致预期同比增长达 28%，2010 年一致预期同比增长超过 35%，沪深 300 成份股一致预期 2009 年同比增长 20%，2010 年同比增长 31%。

从趋势来看，虽然自 2009 年 8 月起，对于 2009 年业绩的预期开始趋于稳定，但是，对于 2010 年业绩的预期仍在不断上调的过程中。

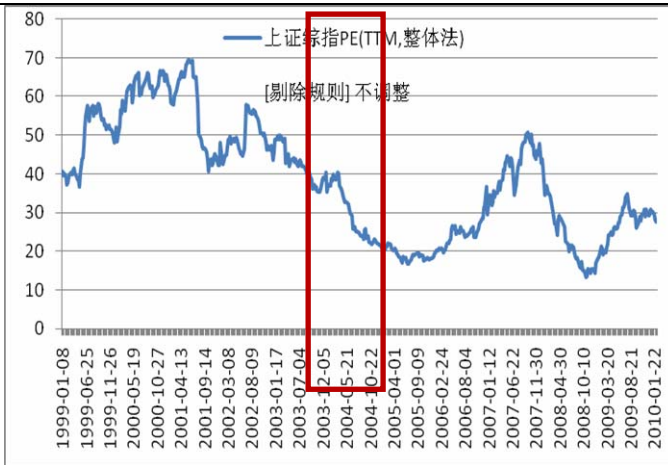
第三，高分红送转的机会进入高潮期。已发布年报的 225 家公司中有 141 家公司发了分红送转方案。

图 13: A 股行业利润构成前三大行业



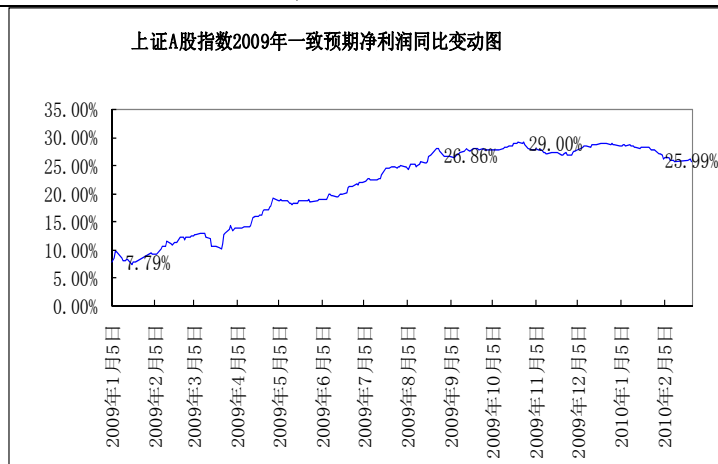
资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 14: 农产品批发价格指数



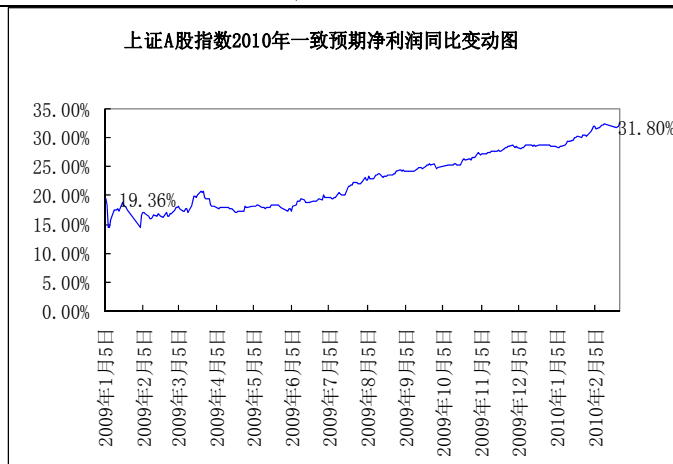
资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 15: 一致预期 2009 年利润增速



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 16: 一致预期 2010 年利润增速



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

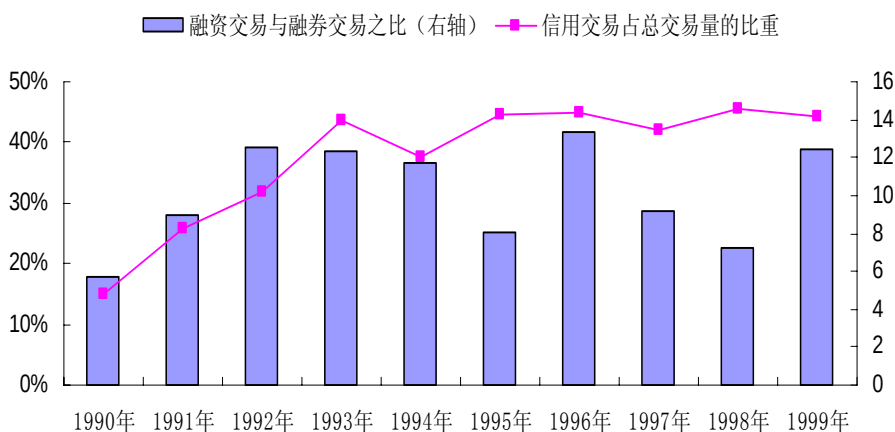
融资融券、股指期货的真实影响力被低估

我们已多次强调，市场低估了金融创新引发的市场变革。海外的历史经验和金融工程模拟都显示，融资融券、股指期货将提升银行、保险、证券等大盘蓝筹股的筹码价值和战略配置地位。（详情参考《超越想象新股市-金融创新下的风格转换》

在低估值情况下，金融创新的向上推动力不可小看。

3 月股指期货、融资融券正式推出的预期较强。股指期货、融资融券推出初期，以期货投资者、私募、营业部大户等活跃资金可能是主要参与者，而大盘股估值偏低且刚遭机构投资者大幅减持，从而，当前大盘股具有一定的向上博弈的机会。

图 17：台湾 90 年代融资融券推出后的表现：以融资业务为主



资料来源：兴业证券研发中心，WIND

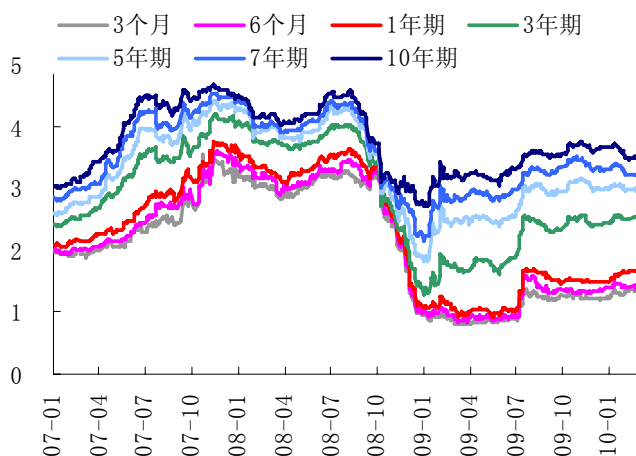
资金价格尚平稳，足以支持反弹行情

从最简单的供给需求曲线可知，资金价格即是货币政策所代表的垂直供给曲线与实体经济和虚拟经济合计代表的需求曲线的交点，任何一条曲线变动都会引发资金价格的变化。

年初以来，我们反复强调，在资金面恶化之前，市场将维持震荡市格局，大的系统性风险概率较低。虽然春节以后，央行流动性回收力度有所加大。不过我们监控的主要资金价格指标未恶化，因此，一旦预期好转，钱就会回来！

- 各种资金价格稳步上升，但还未似 07 年那般紧绷。
- 基金仓位降至 8 成左右，A 股资金状况有所好转。

图 18: 国债到期收益率



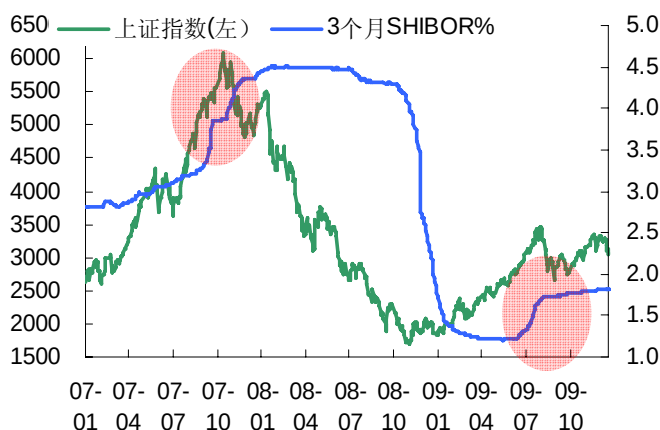
资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 19: 央票到期收益率



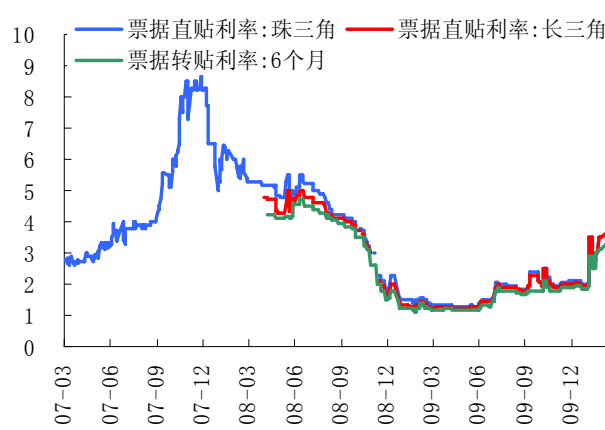
资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 20: 3 个月 SHIBOR 与上证指数



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 21: 票据直贴利率



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

3 月份市场判断：震荡市的钟摆向上 关注金融股、绩优股

下阶段，政策的不确定性对市场的冲击力递减。市场对于政策调控逐渐“审美疲劳”，不时炒作的“加息”、“准备金”、“治理地方融资平台”、“股市大扩容”、“欧猪五国”等都是“剩饭”，尚没有足以打破震荡市的新利空因素；

3、4 月，市场中最确定、且最重要的主题是金融创新，融资融券试点、股指期货将正式推出。近来数月，市场震荡令绩优股的估值合理甚至偏低；而年报高峰期，绩优股的高增长又成为市场的关注点。因此，融资融券、股指期货初期，做多金融股、绩优股的现货，进而利用金融创新的“杠杆”获利的模式，将受青睐。

3 月份的选择，热闹的小东西 PK 带杠杆的绩优股。当前，区域经济、战略性新兴产业及其他热门主题投资等“小虎队”们涨幅太大、获利盘多，后续就算能继

续轮番热闹，但是，投资者的风险收益不匹配，建议精选个股。而买入绩优股，则攻防兼备，一旦行情启动，对于大资金的贡献度更高。

3月份，行情虽仍有震荡，但是，上证50和深成指40中的绩优股有望成为上涨新动力，如此，行情有望挑战近半年的震荡市（2900~3300）的上轨。

表 2：估值和盈利波动对应上证指数区间

对应的上证指数		2010年净利润增速				
		0%	15%	20%	28%	30%
09年静态市盈率	15	2030	2334	2436	2598	2639
	17	2300	2645	2760	2944	2990
	18	2436	2801	2923	3118	3166
	19	2571	2957	3085	3291	3342
	20	2706	3112	3248	3464	3518
	22.6	3051	3509	3662	3906	3967

资料来源：兴业证券研发中心

投资思路一：金融创新潮头上，价值股借力使力

首先，建议挖掘中小盘金融股的交易性机会。由于银行、保险、券商多为上证50或者深成指的成分股，作为融资融券的标的股，金融板块的配置性价值高。一旦金融创新正式启动，券商股，特别是股价经过一段时间调整的次新券商股，具有较强的主题投资机会。

其次，价值股的业绩增长略超预期，估值偏低。从1月中以来，市场释放了过度恐慌的预期，一旦投资者适应了经济转热（而非过热）、政策按部就班的调控，3、4月份市场将重新聚焦于行业基本面信息，建议重点关注机械设备、电力设备、化工、金融、家电等受益于经济增长的行业。

以银行为例，据兴业研究员的预测，银行2010年业绩增同比增长可达28%，一季度环比增长将达38%！而当前银行业2009的平均PE仅14倍左右！

表 3：兴业证券银行业绩分季度预测

	2009-12-31	2010-03-31	2010-06-30	2010-09-30	2010-12-31	2009.0	2010.0
净利润	1022.5	1414.1	1457.3	1457.6	1313.9	4408.35	5642.98
环比增长	-11.70%	38.31%	3.06%	0.02%	-9.86%	18.06%	28.01%
同比增长	143.81%	31.18%	26.72%	25.88%	28.51%		

资料来源：兴业证券研发中心，胡远川

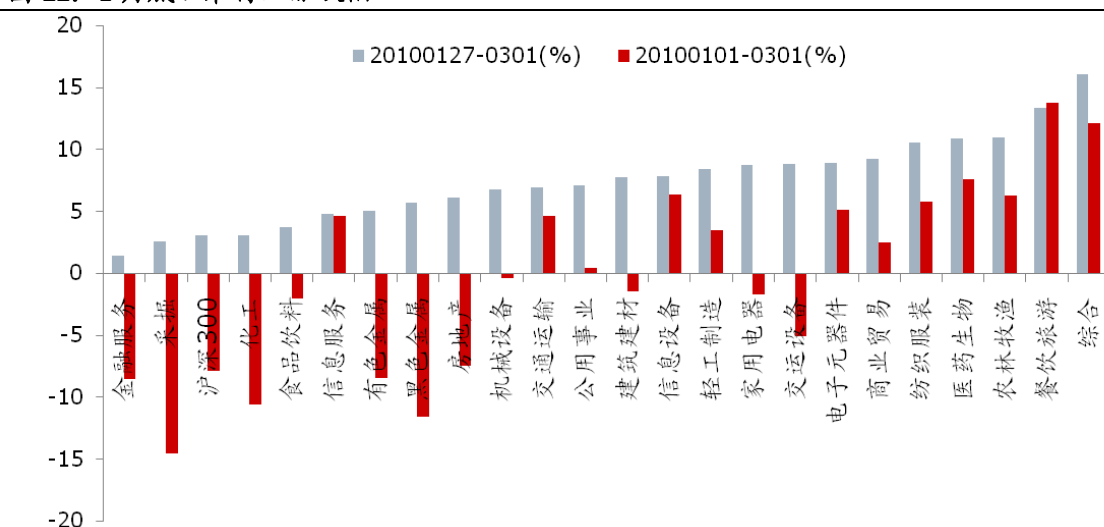
第三，融资利空的边际效应递减。2010年融资力度加大、银行股大规模再融资等等，从09年下半年就开始困扰投资者，随着融资计划的逐个出台和实施，对预期的影响渐渐弱化。

表 4：未来3个月融资融券标的解禁情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量(亿股)	解禁数量占总股本比例	解禁股份类型
601318	中国平安	2010-3-1	8.60	12%	首发原股东限售股份
000878	云南铜业	2010-3-5	2.49	20%	定向增发机构配售股份
000800	一汽轿车	2010-4-12	2.16	13%	股权分置限售股份
000157	中联重科	2010-4-19	1.67	8%	其他类型
000338	潍柴动力	2010-4-30	3.50	42%	首发原股东限售股份
601328	交通银行	2010-5-17	99.75	20%	首发原股东限售股份
601958	金钼股份	2010-5-17	1.29	4%	首发原股东限售股份
000729	燕京啤酒	2010-5-17	0.23	2%	股权分置限售股份
601601	中国太保	2010-6-4	1.07	1%	首发原股东限售股份
600029	南方航空	2010-6-18	33.00	41%	股权分置限售股份
000768	西飞国际	2010-6-28	1.38	6%	股权分置限售股份
600837	海通证券	2010-6-29	7.63	9%	定向增发机构配售股份
000895	双汇发展	2010-6-29	3.12	51%	股权分置限售股份
000792	盐湖钾肥	2010-6-29	3.77	49%	股权分置限售股份

资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 22：1 月底以来行业涨跌幅



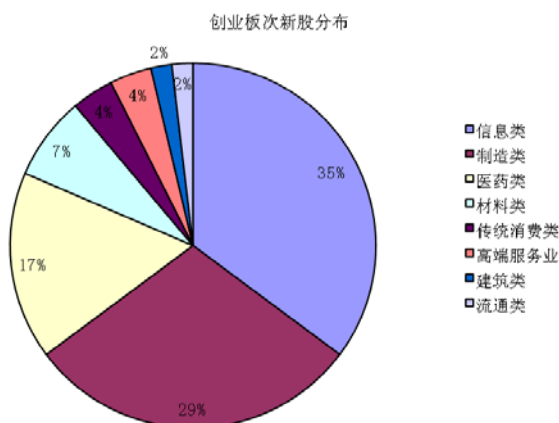
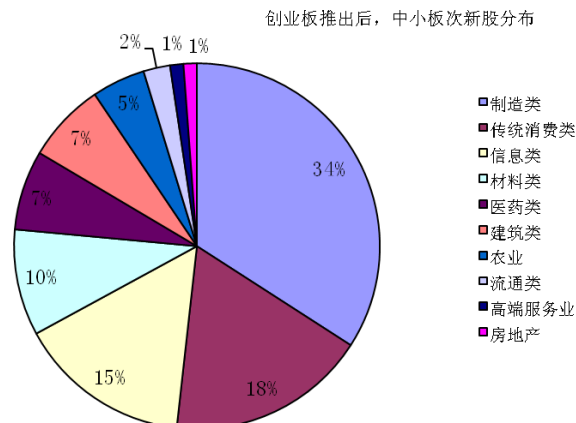
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

投资思路二：长景气行业的机会，关注科技、低碳、消费等

“两会”后，国家将出台相关新兴产业发展规划，提供良好的政策环境和融资、退出机制，引导产业资本。进入全流通时代的新阶段，产业资本与金融资本开始配合默契，推动企业发展。从创业板和中小板融资方向也体现出政策意图，近半年的中小盘新股以 TMT、医药、新材料、制造业（节能、智能电网等）为主。

- 科技：TMT（与 3G、物联网等应用拓展相关的信息技术、电子元器件、传媒）；

- 低碳: 相关振兴规划 3 月份陆续出台, 关注新能源 (核电、风电等)、节能 (智能电网等), 以及化工新材料 (微电子和光电子材料和器件等);
- 消费: 关注生物医药, 促发因素来自政策扶持+春季疫情高发; 以及现代服务为主导的消费升级, 包括信息服务、旅游酒店、品牌消费 (白酒、服装) 等。

图 23: 创业板次新股分布

图 24: 创业板推出后, 中小板次新股分布


资料来源: 兴业证券研发中心

行业配置建议

表 5: 行业配置建议

行业名称	09Q4股票市场标准行业配置比例 (%)	09Q4配置比 (%)	配置建议	与上次配置的变化
信息技术业	3.92	4.22	超配	增持
电子	1.65	1.19	超配	增持
机械、设备、仪表	9.93	12.18	超配	增持电力设备、家电、新能源
医药、生物制品	3.71	5.32	超配	增持
金融、保险业	27.50	23.28	标配	增持券商
金属、非金属	6.86	8.29	标配	持有
石油、化学、塑胶、塑料	4.14	4.87	标配	持有
传播与文化产业	0.50	0.48	标配	持有
批发和零售贸易	3.52	5.71	标配	持有
食品、饮料	4.11	6.15	标配	增持
交通运输、仓储业	5.10	2.52	标配	增持航空
社会服务业	1.14	1.16	标配	减持
房地产业	4.63	4.38	低配	增持
电力、煤气及水的生产供应业	3.45	1.26	低配	增持
采掘业	12.45	9.28	低配	持有
纺织、服装、皮毛	1.23	0.54	低配	持有
木材、家具	0.14	0.07	低配	持有
建筑业	1.85	1.75	低配	持有
农、林、牧、渔业	0.90	0.50	低配	持有
其他制造业	0.59	0.37	低配	持有
造纸、印刷	0.61	0.53	低配	持有
综合类	2.06	1.56	低配	减持

资料来源: 兴业证券研发中心

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 到 ~ 5% 之间
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戡 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。