

2010年3月策略报告

经济处在增长黄金期；反冲政策继续压制市场

研发部



本期：主要内容

- ➡ **投资策略：** 经济处在增长黄金期；反冲政策继续压制市场
- ➡ 供给面压力不断增大：发审委审批速度并未下降
- ➡ 政策压制着需求面：所有流动性指标增速触顶回落，政策的负面冲击令投资者产生恐慌情绪
- ➡ 估值：全球市场表现出高PE和低PB的特征，说明经济处在复苏阶段；中国的估值相对较高，但考虑其增长前景，并不贵！
- ➡ 行业：选择PB较低、超跌的行业作为调仓的重点
- ➡ 板块：高铁、核电、城镇化板块仍是战略性投资
- ➡ 投资态度：市场超跌发生在经济复苏和政策反冲通胀的背景下，我们认为市场温和向上大趋势没有改变；但是，反冲政策的方向和力度没有改变，市场只有等政策松动、供给面宽松时才会出现趋势性反转。因此，谨慎的投资态度，适中仓位；较宽投资仓位限制；灵活机动战术。

3月份具体配置

■ 一、行业配置

■ 超配家电、零售、通信、建材、餐饮旅游(食品饮料
下调为标配)

■ 低配银行、保险、地产、造纸(有色上调为标配)

■ 其它行业标配；精心挑选超跌板块

■ 二、主题配置

■ 高速铁路板块：中国南车、中国玻纤、时代新材、辉煌科技

■ 低碳板块：东方电气、嘉宝集团、杉杉股份、凯迪电力、合加资源

■ 城镇化：格力电器、苏宁电器、海螺型材

■ 金融创新板块：海通证券、中信证券

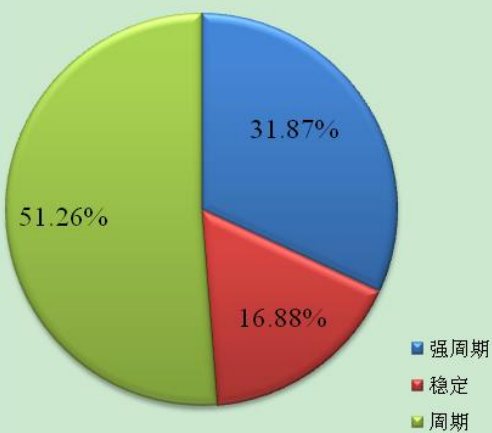


吴印	银行	18.4%	6.0%	1.30%	7.3%	-11.1%	银行	周期
刁玉湘	汽车及配件	3.1%	0.0%	1.00%	1.0%	-2.1%	汽车及配件	周期
宋颖	电力	3.0%	3.0%		3.0%	0.0%	电力	周期
王鹏	房地产开发	6.0%	3.0%		3.0%	-3.0%	房地产开发	强周期
刁玉湘	建筑业	2.1%	0.0%		0.0%	-2.1%	建筑业	强周期
吴印	保险	4.2%	4.0%	-0.50%	3.5%	-0.7%	保险	周期
王鹏	通信	2.4%	3.5%		3.5%	1.1%	通信	稳定
王鹏	园区土地开发	1.1%	0.0%		0.0%	-1.1%	园区土地开发	强周期
白玉	传媒	1.2%	0.0%		0.0%	-1.2%	传媒	稳定
朱颖	石化	1.0%	0.0%		0.0%	-1.0%	石化	周期
朱颖	石油	1.0%	0.0%		0.0%	-1.0%	石油	周期
朱颖	煤炭	5.9%	5.0%		5.0%	-0.9%	煤炭	强周期
白玉	中药	1.9%	1.8%		1.8%	-0.1%	中药	稳定
白玉	食品	5.4%	7.5%	-2.10%	5.4%	0.0%	食品	稳定
	综合	0.7%	0.0%		0.0%	-0.7%	综合	稳定
宁冬莉	软件及服务	0.8%	0.0%		0.0%	-0.8%	软件及服务	稳定
王鹏	纺织服装	0.6%	0.0%		0.0%	-0.6%	纺织服装	周期
宋颖	公路	0.6%	0.0%		0.0%	-0.6%	公路	周期
白玉	化学原料药	0.6%	0.0%		0.0%	-0.6%	化学原料药	稳定
王鹏	造纸包装	0.4%	0.0%		0.0%	-0.4%	造纸包装	周期
白玉	化学药	1.3%	0.8%		0.8%	-0.6%	化学药	周期
刁玉湘	机械	4.2%	3.5%		3.5%	-0.7%	机械	周期
朱颖	有色	5.5%	4.5%	1.50%	6.0%	0.5%	有色	强周期
白玉	生物制品	0.2%	0.0%		0.0%	-0.2%	生物制品	稳定
	其他	0.2%	0.0%		0.0%	-0.2%	其他	稳定
吴印	信托	0.1%	0.0%		0.0%	-0.1%	信托	周期
宁冬莉	贸易	0.7%	1.0%		1.0%	0.3%	贸易	周期
宋颖	城市交通与仓储	0.2%	0.5%		0.5%	0.3%	城市交通与仓储	稳定
宋颖	民航业	1.3%	2.0%		2.0%	0.7%	民航业	强周期
王鹏	计算机硬件	0.6%	2.5%		2.5%	1.9%	计算机硬件	周期
刁玉湘	铁路运输	1.0%	2.0%		2.0%	1.0%	铁路运输	周期
宋颖	航运业	2.0%	2.0%		2.0%	0.0%	航运业	强周期
刁玉湘	建材	1.3%	3.0%		3.0%	1.7%	建材	周期
宋颖	供水供气	0.3%	2.0%		2.0%	1.7%	供水供气	稳定
吴印	证券	4.8%	7.0%	-2.00%	5.0%	0.2%	证券	周期
刁玉湘	电气设备	1.9%	4.0%		4.0%	2.1%	电气设备	周期
王鹏	家电	2.4%	5.0%		5.0%	2.6%	家电	周期
李泽祥	钢铁	5.1%	6.5%	0.60%	7.1%	2.0%	钢铁	强周期
朱颖	农林牧副渔	0.5%	0.5%		0.5%	0.0%	农林牧副渔	稳定
宁冬莉	商业	2.4%	7.0%		7.0%	4.6%	商业	稳定
王鹏	元器件	0.3%	2.5%	-1.00%	1.5%	1.2%	元器件	周期
朱颖	化工	2.8%	7.0%		7.0%	4.2%	化工	强周期
宁冬莉	酒店旅游	0.0%	3.0%	1.20%	4.2%	4.2%	酒店旅游	稳定
白玉	医药流通	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%	医药流通	稳定
白玉	医疗器械	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%	医疗器械	稳定
白玉	日用品	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%	日用品	稳定
朱颖	化纤	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%	化纤	周期



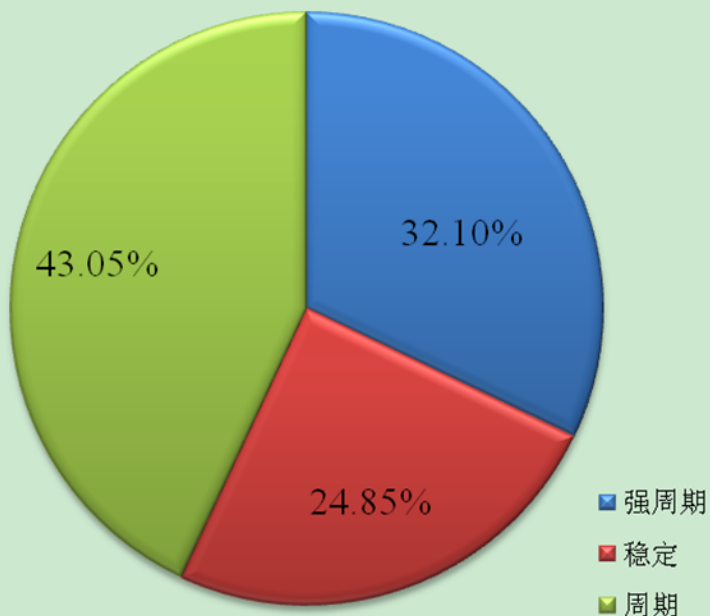
3月行业配置：降低周期类比例

沪深300标配



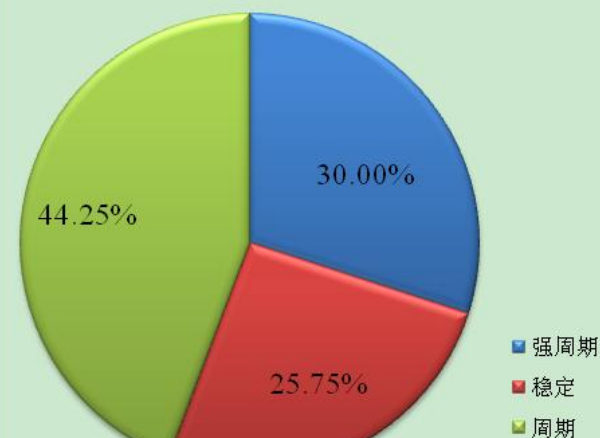
沪深300

策略组配置



本月配置

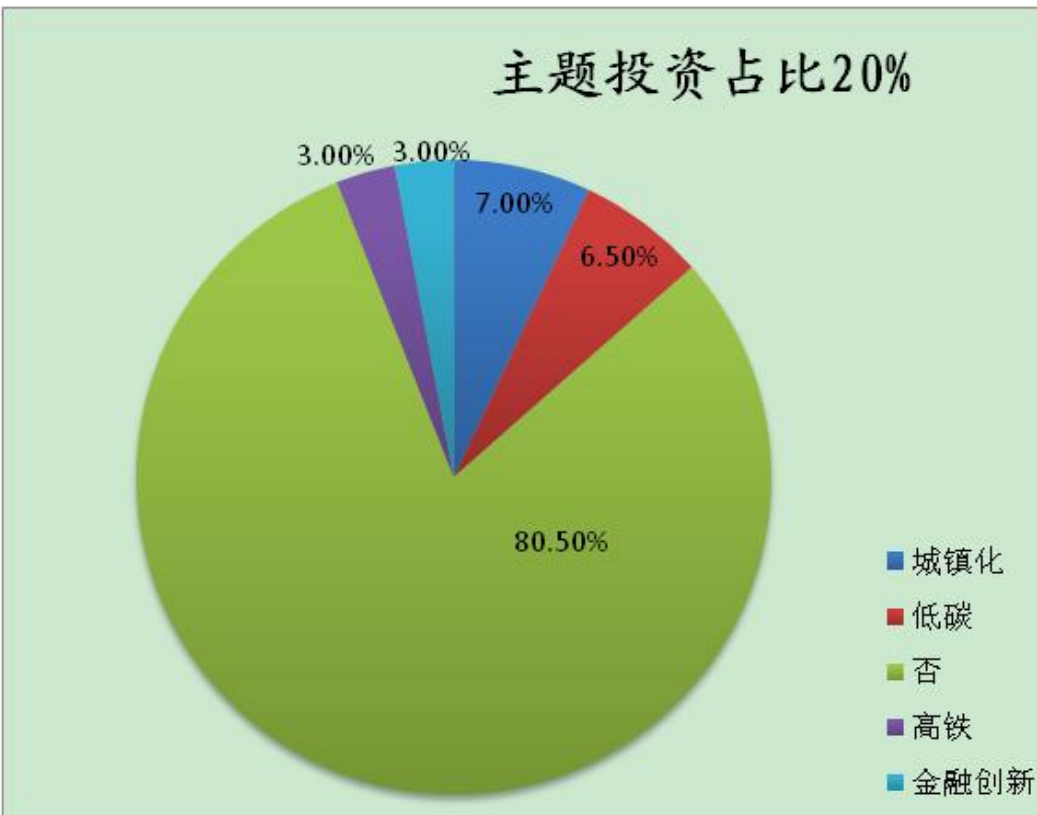
策略组配置



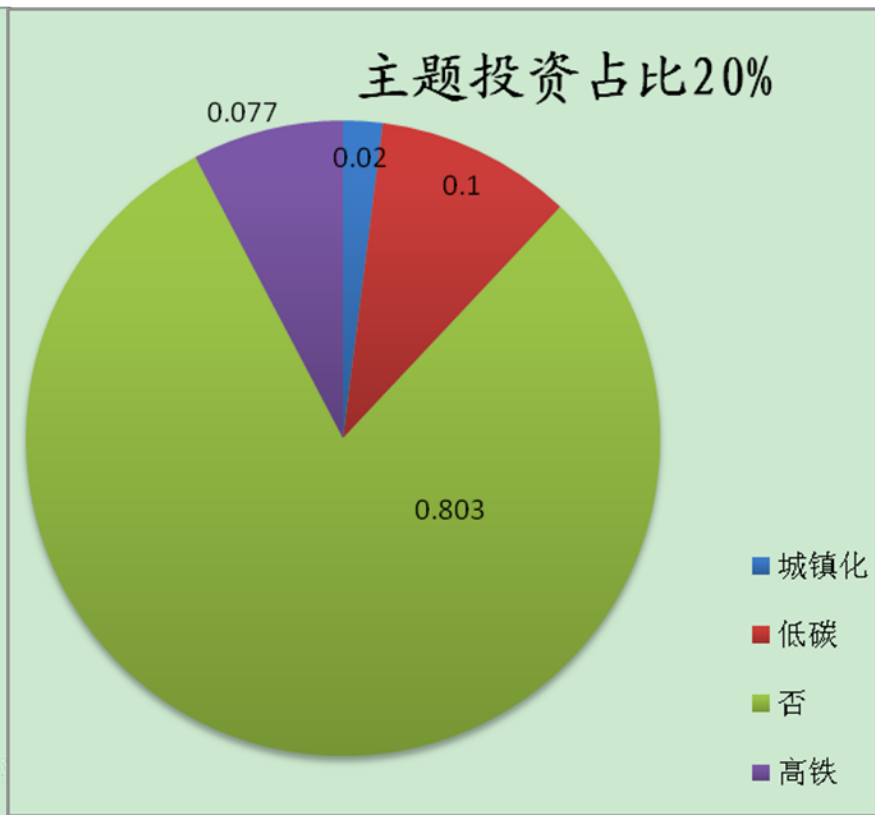
上月配置



3月板块配置： 持有战略性资产



上月主题投资



本月主题投资



2月行业配置：降低周期类比例



超额收益
2.29%

始终在沪
深300之上
运行



一、需求：货币政策与流动性

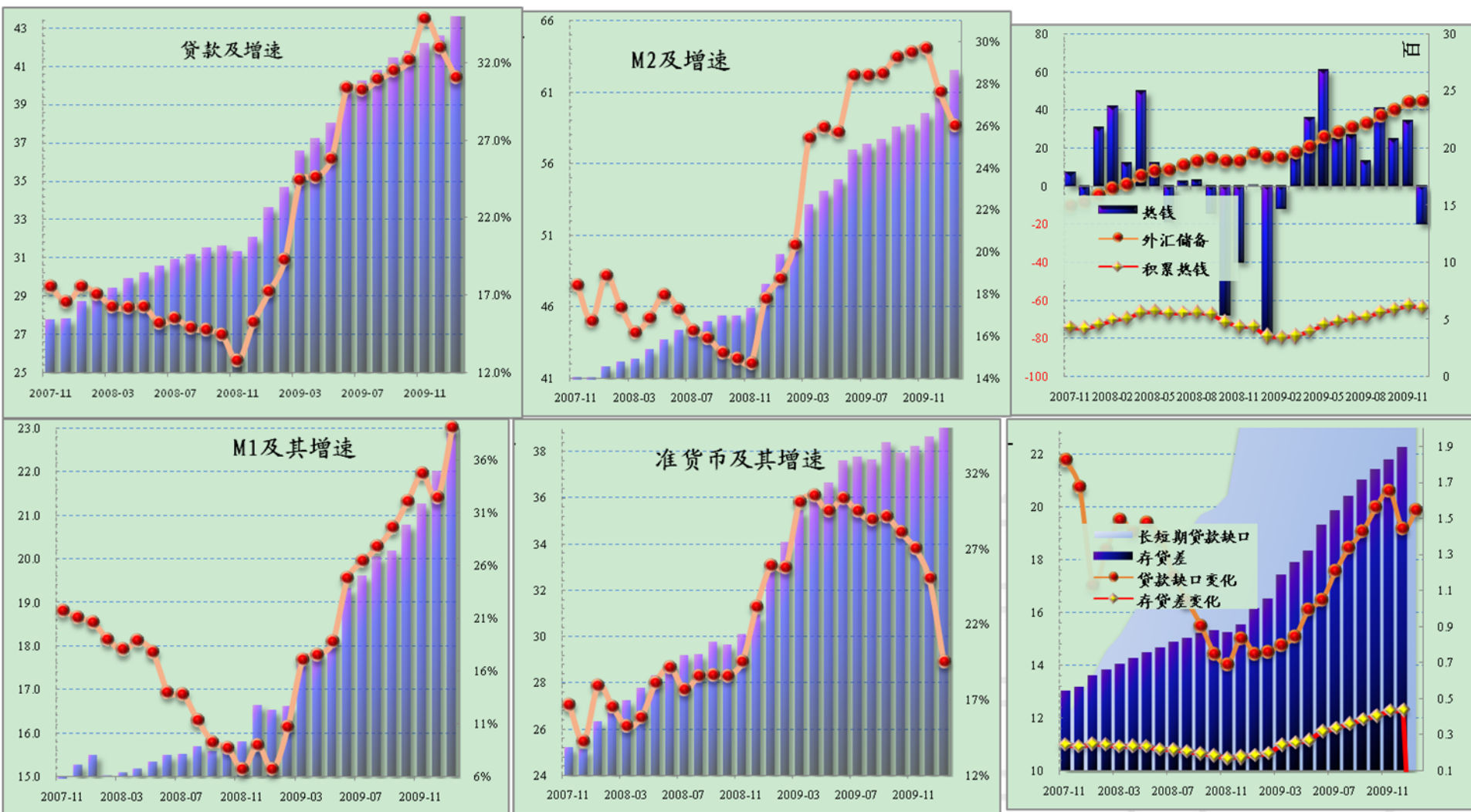
- ④ 通货膨胀预期是否强烈？
- ④ 实际利率是否为0？
- ④ GDP增速连续两个季度超过10%？
- ④ M2和固定资产贷款高速增长？
- ④ 热钱流入情况和人民币NDF趋势？
- ④ 银监会3办法1指引的短期冲击？

世界

政策

外因

一、需求：流动性增速已经趋势性下滑



一、需求：当前流动性依然充沛

- 判断：在流动性方面，2010年市场流动性依然充裕。预计银行信贷在2010年仍然可以到8万亿左右。对流动性而言，更重要的是流动的意愿，也就是流动的速度。
- 背景：随着中国经济增长更为明确，新能源国家政策的明确和投入的增长、新产品和消费升级导致大量新兴企业涌现，财富效应显现，市场资金参与股市的热情将上涨，投资者的风险偏好上升。
- 论据：FAI增速降低、消费增速增加、通胀预期下的资产价格上涨、利率上升预期都会迫使企业提高资金周转率，从而推动货币流通速度的上升。

一、需求：加息在所难免

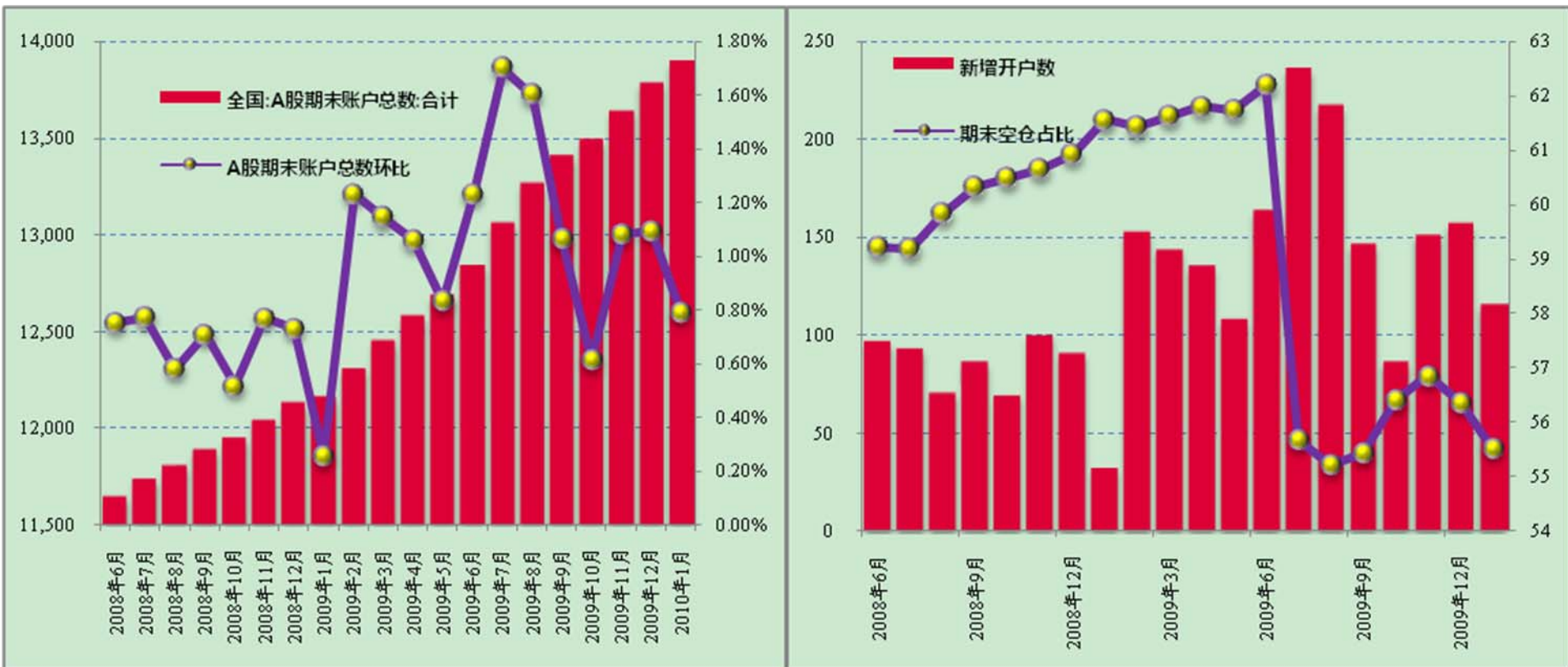


流动性触顶回落，加息将成事实

实际利率为负构成加息的理由

实体经济投资收益率将大于股市投资收益率，股市需求下降

一、需求： 市场活跃程度成A股反向指标



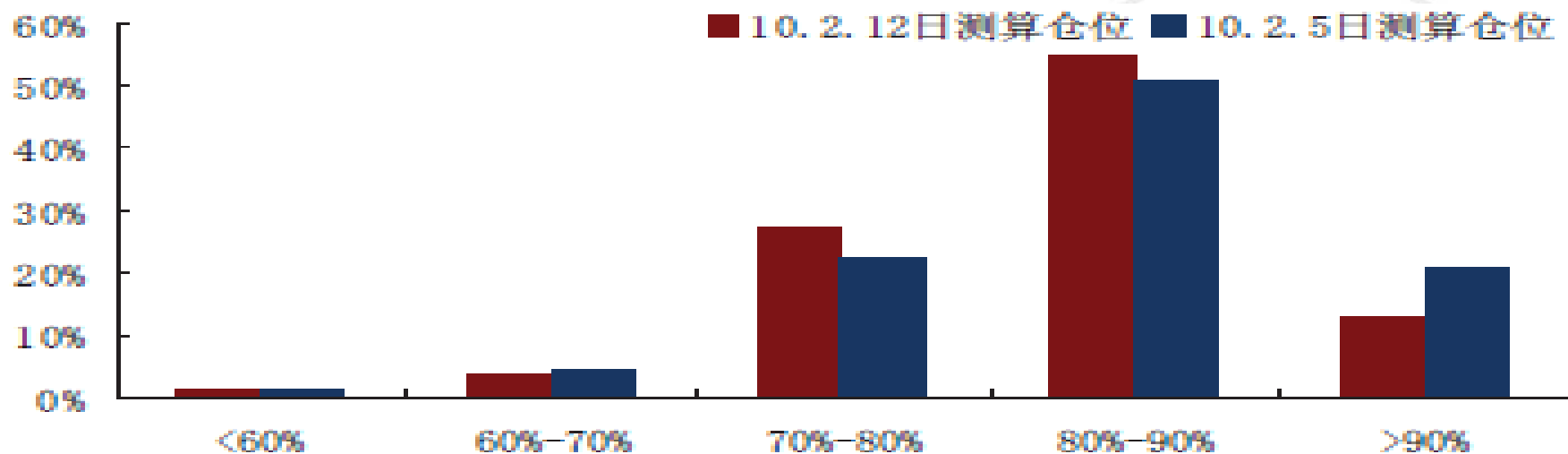
老股民加仓加码， 但人们入市意愿并不强

一、需求：同行减仓—股基82%

表 1：按照投资类型划分的 230 只样本基金仓位估计（上周测算时间：2010.2.12，前周测算时间：2010.2.5）

基金类型	上周持仓比例估计	前周持仓比例估计	相对前周持仓比例变动	净变动	相对季报比例变动	最近季报披露投资比例
1、股票型基金	81.87%	83.34%	-1.48%	-1.78%	-4.78%	86.64%
2、偏股型混合基金	76.70%	77.63%	-0.93%	-1.29%	-5.64%	82.34%
3、配置型混合基金	65.77%	67.21%	-1.44%	-1.82%	-3.42%	69.19%
4、股票型指数基金	95.55%	95.60%	-0.05%	-0.17%	0.17%	95.39%
总计	79.17%	80.43%	-1.25%	-1.57%	-4.41%	83.58%

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

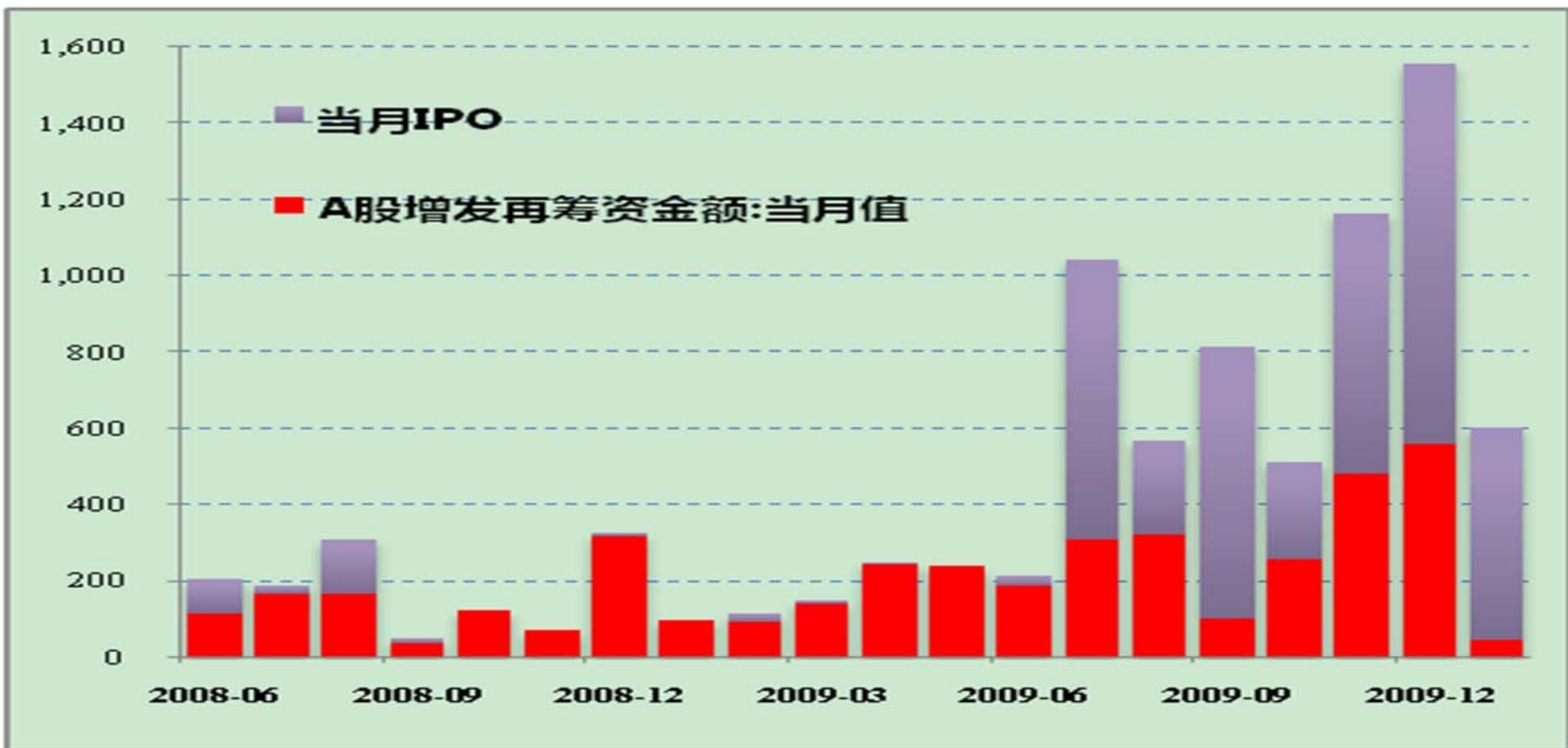


二、供给：可能会超预期

- 整体判断：股票供给取决于政府和经济基本面，模糊判断将超预期。
- 解禁：在股票供给方面，2010年全年解禁股数为3762亿股，显著低于2009年的7058亿股。截至2009年11月6日，A股流通股份市值已经占到全部市值的64%。大小非进一步抛售股票的动力和压力在市场上扬的背景下，将逐渐减弱。
- IPO：在新股方面，尽管创业板依批次推出，主板市场时有大盘股推出，但目前看A股市场本身的深度和广度在逐渐增加，人民币升值预期也会使中国市场逐渐吸引全球的资金从各种各样的渠道进入。不排除某些新股由于在上市之初被过分炒作，后继出现较长时间持续下跌的情况。但一旦估值回归到合理水平，理性投资者将会考虑入场。
- 再融资：预计2010年再融资规模会超过大家的预期，我们无法做精准预期，大致判断再融资规模在5000亿左右。

二、供给：IPO和增发泄洪

09年下半年6000亿



IPO

再融资和
分红

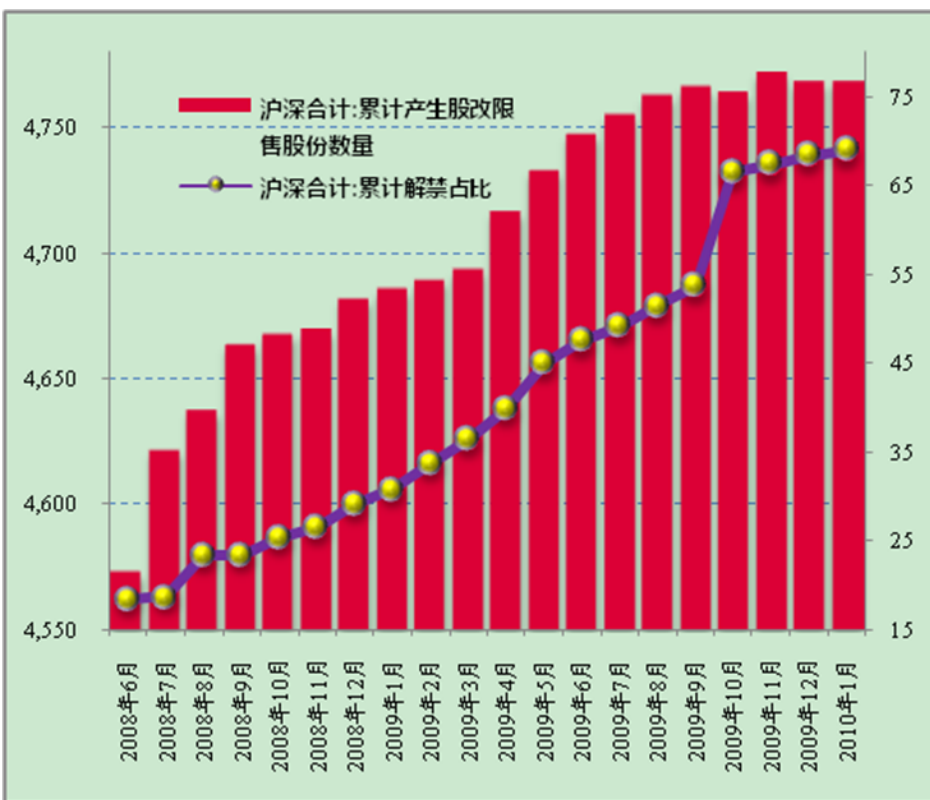
解禁

供给



萬家基金管理有限公司
WANJIA ASSET MANAGEMENT CO., LTD.
萬家基金 財富萬家

二、 解禁压力逐渐减弱：现在还剩1500亿股



IPO

再融资和
分红

解禁

供给



万家基金管理有限公司
WANJIA ASSET MANAGEMENT CO., LTD.
万家基金 财富万家

二、 2010年中国市场供给状况

	IPO	再融资
安永	上交所 3800亿	
李伏安		银行债权融资5000亿; 4000亿股权融资
海通		银行融资2100亿
瑞士信贷		三大银行融资3000亿
中金		银行融资2300—2800亿

IPO

再融资和
分红

解禁

供给

二、市场供给: 相同的故事不同的结局

• 再融资对市场究竟有什么影响？

● 2007年大牛市，谁融资谁狂涨

● 2008年大熊市，根本没人敢提此事

● 2009年牛市，谁融资谁狂跌

2010年是什么市场？融资冲击如何？

● 我们判断：2010年经济、政策、股市供需面超预期概率小，市场振幅不大、温和攀升，再融资对市场影响中性偏负。

IPO

再融资和
分红

解禁

供给



三、估值：A股市场估值较高

- 去年全球涨幅较大

- 2007年大牛市，谁融资谁狂涨

- 2008年大熊市，根本没人敢提此事

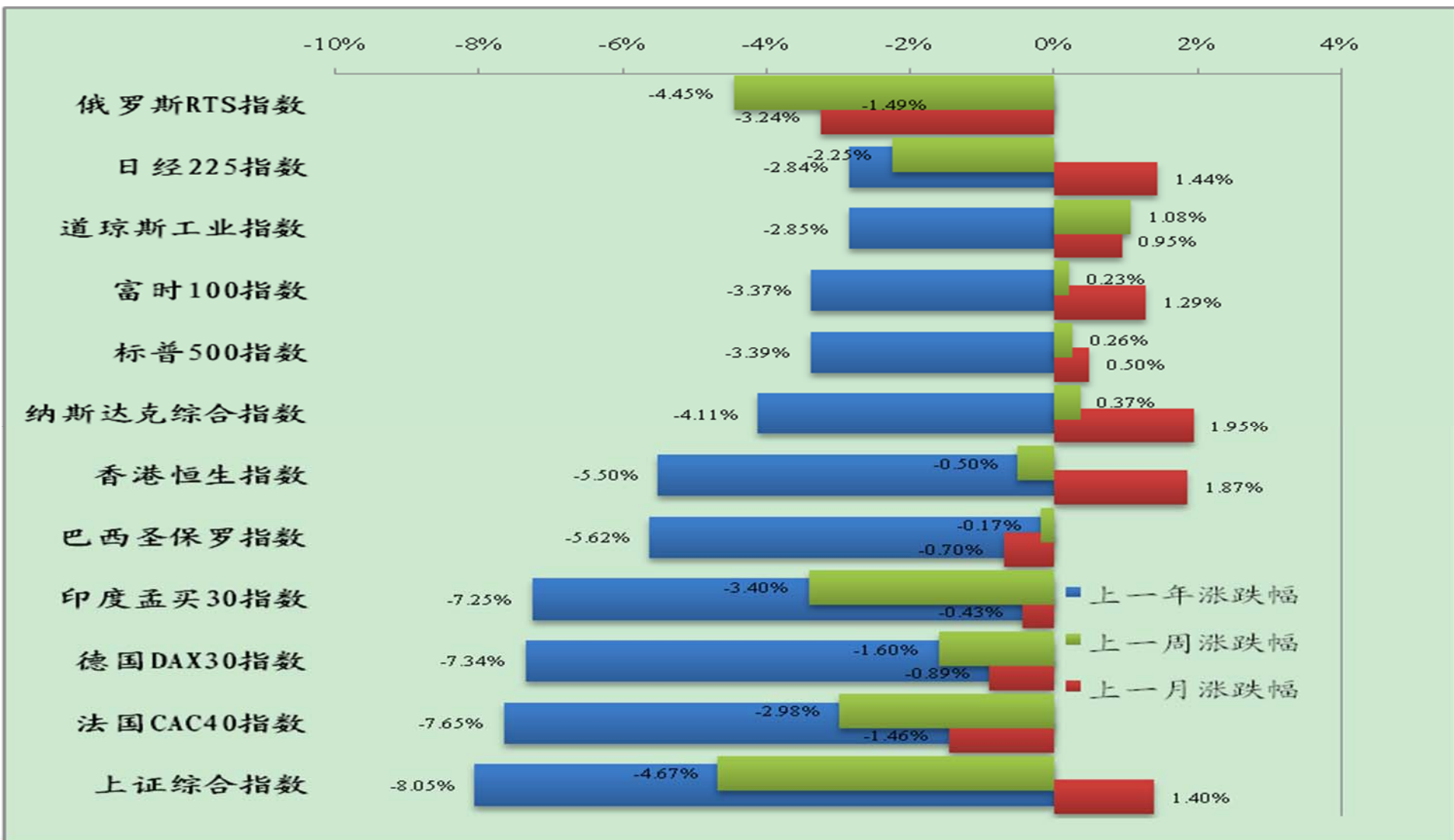
- 今年相对估值偏高

- PE

- PB



三、估值：全球普跌中，中国领跌



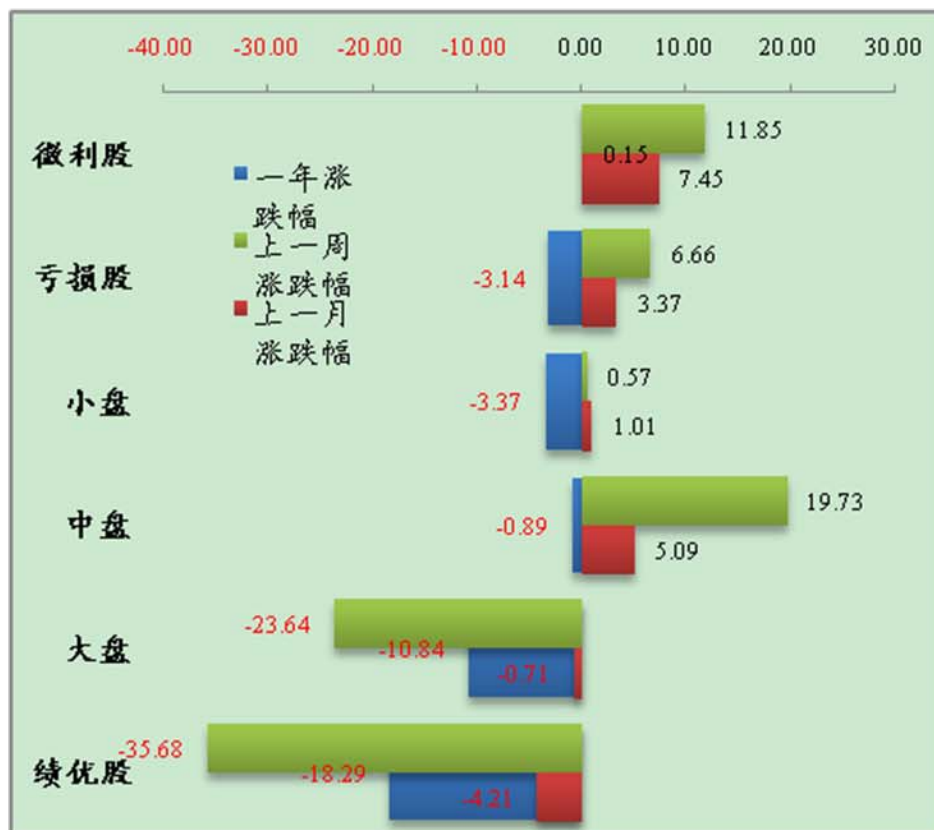
三、估值：高PE低PB表明经济处在复苏期

指数	当前收盘	PE	日均波动	3年平均	7年平均	PB	日均波动	3年平均	7年平均
上证综合指数	2982.58	31.49	-0.35	30.51	27.63	3.18	0.34	3.86	2.31
俄罗斯RTS指数	1423.13	19.93	-18.59	10.22	7.47	1.16	-17.44	1.33	0.94
巴西圣保罗指数	66108.33	19.74	-8.70	14.96	71.43	2.02	-3.29	1.88	1.20
印度孟买30指数	16286.32	24.62	-1.59	18.30	15.55	3.21	-2.15	3.62	3.14
道琼斯工业指数	10282.41	15.42	8.07	15.40	17.84	2.59	2.08	3.36	3.32
标普500指数	1094.60	18.59	7.58	16.36	18.50	2.14	6.64	2.37	2.89
纳斯达克综合指数	2213.44	33.46	12.17	30.37	131.20	2.63	40.65	2.84	3.09
富时100指数	5315.09	33.70	-183.81	25.69	25.08	1.84	-13.46	1.96	2.13
法国CAC40指数	3707.06	15.39	-27.96	12.46	14.20	1.32	4.07	1.59	2.08
德国DAX30指数	5604.07	29.65	-204.22	21.09	24.46	1.47	0.43	1.60	1.49
日经225指数	10352.10	24.87	0.00	20.37	36.52	1.38	7.03	1.52	1.73
香港恒生指数	20623.00	20.71	11.74	15.84	15.27	1.95	9.92	2.05	1.81

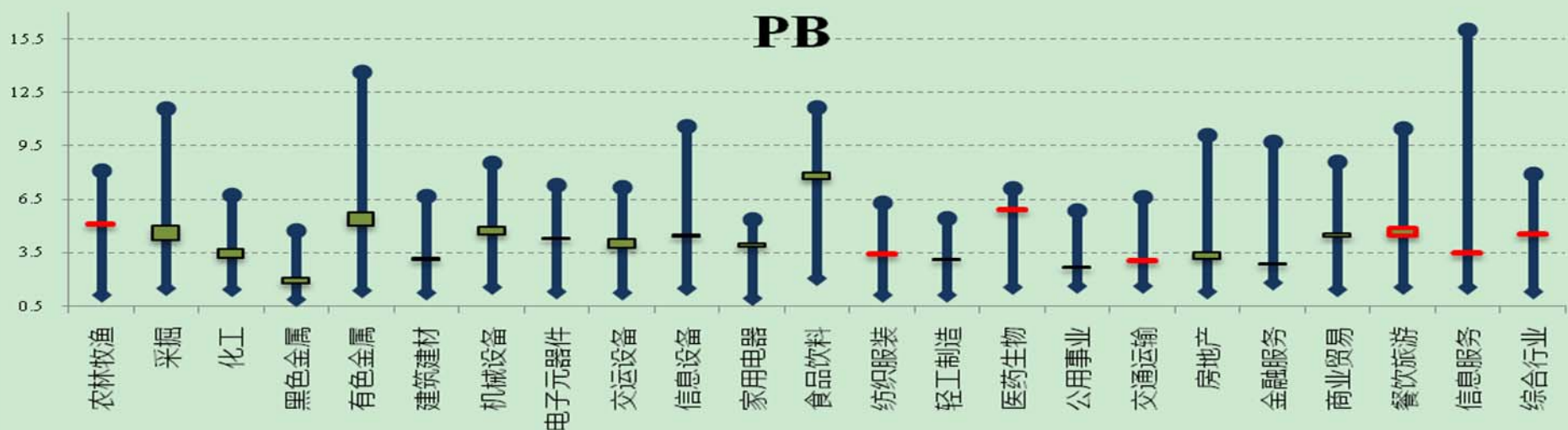
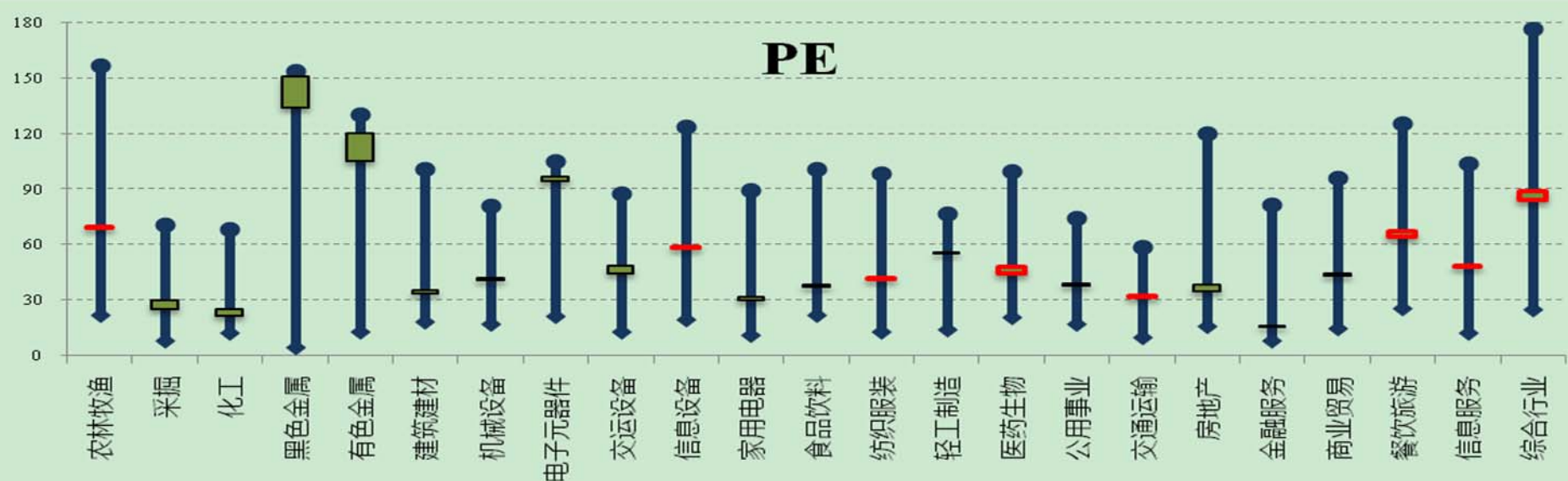
注：PE和PB是指当前值；日均波动的单位是BP，指PE和PB的月均波动；3年和7年平均的统计区间是以交易日为单位。

几乎所有国家的股票市场表现出同样的特征：PE高于历史均值，而PB低于历史均值，这表明全球经济处在复苏阶段。

三、估值：低估值绩优股领跌



三、业绩与估值：行业选择的原则



三、业绩：公司成本将明显上升

- 资源价格改革已经开始：电、天然气、水
- 资源税开始讨论：矿产品从从量税率改为从价税率，税额显著提升
- 商品价格上涨后的同比因素

政府主导要素定价改革涨价	2009/2010	涨幅
天然气	可能再次提价接轨	
电力	煤电联动	销售电价,0.028元;上网电价整体平均0.01元左右
水	提高资源价格,鼓励节约	25%左右
环保成本	严格执法,环境补偿费	

矿产品	现有资源税率	现有资源税相当于目前价格(11月15日)	调整后从价税率	其他国家资源税率
煤炭	煤3-5元/吨 焦煤8元/吨	动力煤0.9% 焦炭0.8%	3%-5%	美国12.5%; 南澳大利亚为2.5%
原油	14-30元/吨	3%-6%	3-5%	
天然气	0.007-0.015元/立方米	0.9%-1.9%	5%	
铝土矿	4-10元/吨	2.5%-5%	3%	美国、澳大利亚5%
铜矿	4-8元/吨	5%不到	3%	澳大利亚5%

行业	资源税上升静态对利润影响	实际影响
煤炭	减少15%-20%	全额转移,无影响
采油(气)	减少毛利润8.5%左右	全球定价,不能转移
铝土矿	减少利润276元/吨	全球定价,不能转移
铜矿	减少利润533元/吨	全球定价,不能转移

资料来源：申万研究



三、煤钢有色等上游产能利用率已经很高

	中间商 目前库存	下游行业 目前库存	目前成品价格(不含税)	现金成本 /完全成本	目前产能利用率/ 6月初数据	正常产能 利用率
螺纹钢	远高于去年同期(环比变化不大)	正常 (环比略有上升)		2361/2838	95%/97%	95%
铜	LME库存处于历史较高水平 (环比变化不大)	正常 (环比略有上升)	43590	19000/24000	95%/90%	95%
电解铝	LME库存历史较高水平 (环比上升5%)	正常 (环比略有上升)	12906	10250/11540	80%/75%	95%
铅锌	LME铅较低(环比上升30%) LMI	正常 (环比略有上升)	铅13680 锌14300	铅6880/9500 锌	92%/90%	95%
氮肥	10天, 有上升	正常 (环比上升)	1500	1550/1700	85%/90%	90%
纯碱	正常	正常 (环比略有上升)	1050	1000/1200	85%/80%	100%
PVC	正常	正常 (环比变化不大)	5726	5400/5600	75%/75%	95%
动力煤	正常偏低	16天, 正常库存天数	385	250/350	95%	100%
水泥			309	260/292	80%/80%	83%
玻璃			88元/重量箱	51/65(元/重量箱)	75%/75%	95%
文化纸	回升至历史平均水平 (环比上升)	正常 (环比略有上升)	5813	5050/5350	95%/88%	95%
包装纸	回升至历史平均水平 (环比上升)	正常 (环比略有上升)	5329	4750/5050	93%/85%	95%



三、上顶下底孕育波动行情

基本面：经济复苏的力度会降低；但基数效应作用下，11月宏观经济指标出现大幅变化，工业增加值、发电量、CPI和信贷数据将构成大盘支撑

供给面：解禁股、融资和再融资



基本面：经济复苏仍在继续；政策宽松方向不变；世界外围市场氛围较好；信贷存量依然很大；出口持续好转；物价指数将环比上升；公司利润将显著改善



四、市场风险：四大方面

- 政策：3月物价还将加速上升，反冲政策不会减压
- 供给：一重、二重IPO意味着央企IPO还将持续，供给面不宽松；庞大的再融资计划和IPO泄洪，构成A股上行的巨大压力
- 通胀：大宗商品和房地产投机可能造成短期泡沫从而引发强烈通胀预期；政策收缩力度过大或者节奏过快引发实体经济投资大幅衰减；
- 出口：美国和欧洲经济在2010年下半年后增长速度的回落和可能出现的股市调整，出口承受压力，内需无法实现强劲增长，政府发展新兴战略产业的决心和力度不够，中国经济将面临较大的长期增长风险。

五、低碳经济战略：高速铁路板块

- 我国铁路建设严重滞后，补课是必然的趋势。1978年中国铁路营业里程4.86万公里，2007年达到7.8万公里，29年增长60.5%。与此同时，29年间我国GDP却增长了4330%。铁路基建投资全国固定资产投资比例偏低，落后于高速公路、航空等其他交运设施。
- 铁路运输是低碳经济重点行业。铁路运输方式占地少、能耗较低、污染排放少。未来五年内美国将投入130亿美元用于铁路铁；中国2009-2012至少投资4.2万亿。
- 发展规划：将铁路营运里程在2020年达到12万公里；将全国铁路网的复线率和电气化率在2010年提高至45%，2020年提高至60%。完成八纵八横路网主骨架和高铁网路。
- 大规模铁路建设最高峰的时期：2009全国铁路基建6000亿元增长79%，铁路营业里程达到8.6万公里，跃居世界第二位。2010年铁路投资8235亿元；到2020年如果12万公里铁路全面建成总投资要5万亿。今年全国铁路计划新线铺轨3690公里，复线铺轨3150公里，新线投产4613公里，复线投产3438公里，电气化投产6401公里。
- 必须布局高铁板块：在国务院常务会议提出的十项扩大内需政策中，考虑到投资额度和对整个社会经济的影响，铁路基础设施建设将是重中之重。铁路投资速度和规模一定会超过原有计划。而铁路行业的扩建所带来的巨额融资需求，也将逐步带动铁路投融资体制的放松和改革。
- 标的：中国铁建、中国南(北)车、时代新材、远望谷、辉煌科技



五、城镇化战略：消费和基建板块

- 在城镇化建设方面，中国的步伐比美国落后了一百年（李德水）。
- 城镇化建设继续快速推进。至2008年底，中国城镇人口突破6亿，城镇化率达到45.7%。与2000年相比，城镇人口增加1.48亿，城镇化率提高9.46个百分点，年均提高3.78个百分点。
- 城镇化的模式发生巨大转变。数量扩张向品质提升加快转型，建设将更加注重能力和品质的提升——当前主要表现为农村劳动力向城市，特别是大城市转移集中。从20世纪80年代后期开始的以旧城改造为中心，以房地产开发为主要的大拆大建活动结束，城市功能的完善和提升成为当前城市发展的重点。大城市发展优势更加凸显，竞争能力明显增强。
- 中国将迎来新一轮城市化热潮。2009年及今后一段时期，为拉动内需而进行的大规模投资建设以及相继出台的产业振兴计划，都将带动中国新一轮城市化热潮。农民工返乡将为内地城市产业发展提供丰富的具有相对熟练生产技能的劳动力资源供给，进一步加强城市的发展，从而对中国城市发展提升品牌产生深远影响。转型和升级是改革开放30年我国城市发展的自然结果和必然趋势。
- 标的：城镇化标的相对广泛，我们目前推荐新兴铸管、苏宁电器。

五、证券板块受益股指期货和融资融券

- 新业务打开开展空间，提高券商的盈利能力和估值水平。

融资融券利息收入将成为第三大收入源。融资融券和股指期货业务均属于资本消耗型业务，前者直接为客户提供融资服务，后者在各套利和对冲产品的设计中，也需要充足的资本金，因此这将有效利用证券公司的闲置资金，提高权益乘数和盈利能力，进而大幅度提升证券公司的长期投资价值。我们预计在融资融券业务的发展成熟阶段，相关利息收入占营业收入的比重将达到15%至22%，成为多数券商的第三大收入来源。

- 新业务将革新券商自营业务模式

交易制度的创新突破资本市场与证券业的发展瓶颈，证券公司将获得信用创造、自主产品创新的功能，不仅能通过客户风险管理而盈利，也能设计、发售或操作各类股指期货相关的衍生品，降低系统性风险，甚至通过风险经营而获利。

- 新业务对市场影响是结构性的

第一，不改变市场长期趋势；第二，市场短期发生显著变化；第三，短期市场变化特征是：资金充沛大市值券商受益、短期权重股上涨将持续1个月后有回落

标的：海通证券、中信证券

六、确定与不确定：消费战略、周期战术

- 全年不能按照防御和进攻思路配置，均衡将是2010配置的主导思想
- 经济处在增长黄金期；市场取决于倚重政策
- 确定的事件：全球经济复苏趋势未变；中国刺激消费的政策强化、消费升级重新加速、政府强势推进低碳经济（高铁和新能源）和城镇化战略
- 不确定的事件：政策退出的时间、力度和方式？出口恢复的程度？通货膨胀的程度？流动性紧缩的程度？美元和大宗商品的走势？

七、结论

- ➡ 供给面压力不断增大：发审委审批的速度并未下降
- ➡ 政策压制着需求面：尽管当前流动性充裕，所有流动性指标增速触顶回落，政策的负面冲击令投资者产生恐慌情绪。我们判断反冲货币政策的实施力度在通胀预期不断强化的背景下不会出现放松迹象！
- ➡ 全球股市普遍下跌的局面出现好转迹象！恒生指数持续下跌，表明热钱正在流出亚太市场！估值期货的推出需要稳定的市场！
- ➡ 美联储提高贴现率，美元走强的趋势没有出现拐点，大宗商品价格与美元同步，世界需求开始复苏！
- ➡ 估值：全球市场表现出高PE和低PB的特征，说明经济处在复苏阶段；中国的估值相对较高，但考虑其增长前景，并不贵！
- ➡ 现在需要关注什么？

七、结论

- ➡ 投资态度：市场超跌发生在经济复苏和政策反冲通胀的背景下，我们认为市场温和向上大趋势没有改变；但是，反冲政策的方向和力度没有改变，市场只有等政策松动、供给面宽松时才会出现趋势性反转。因此，谨慎的投资态度，适中仓位；较宽投资仓位限制；灵活机动战术。
- ➡ 行业：选择PB较低、超跌的行业作为调仓的重点
- ➡ 板块：高铁、核电、城镇化板块仍是战略性投资
- ➡ 建议：不宜大幅降低仓位，增加稳定类资产配置。