

政策刺激，强势震荡

——12 月市场投资策略

08 年 11 月 25 日 经纪业务总部投资策略小组

报告要点：

11 月：四万亿触发 A 股反弹

11 月 A 股市场出现了一些新的变化。10 月经济数据进一步恶化，市场信心受大极大打击，在如此严峻的经济下行时刻，中央果断出手，国务院决定，当前要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，出台更加有力的扩大国内需求措施，确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。初步匡算，这十项工程建设，到 2010 年底约需投资 4 万亿元。股市反应相当积极。从公布四万亿计划的 11 月 10 日起，大盘出现连续放量涨升的行情，最为明显的是成交量显著放大，明显有新资金逐步进场，市场信心有了显著的提升。

四季度业绩可能恶化，但业绩低点可能在明年

10 月工业增加值的迅速回落表明企业的盈利状况可能出现恶化。早前估计的由于成本下降而带来的企业盈利短暂回升的情形可能过于乐观，可以预料的是，由于下游需求的显著回落，企业库存大幅增加，处于自我保护的需要，企业生产步伐大大放缓，目前首要目标是如何消化已有的库存，企业盈利可能恶化。

四万亿投资改善经济预期，市场估值可能部分修复

目前市场的估值已经达到历史底部区域，这基本反映了人们最为悲观的情绪。在宏观经济面比原来预期有所改善的情形下，市场情绪将有所转变，估值将有所修复。

12 月行情预测，1600-2200 点强势震荡

根据以上分析，我们综合认为，基本面最坏的情形尚未出现，企业盈利低点出现还需要等待明年，但宏观政策的大幅改向，将有力地缓解明年经济硬着陆的压力，从而改善人们对宏观经济的预期，有利于提升市场的底部估值区间。展望中期的市场，趋势性的转折机会尚未到来，但前期的无量恐慌下跌的局面将彻底改观。短期市场将可能在目前点位反复波动，1600 点可能是波动区域的支撑位置，短期看有下破的可能，但市场将可能会很快回到 1600 点上方。

12 月投资策略：波段操作，寻找确定性

基于我们对市场的判断，我们继续认为 12 月的投资策略在资产配置上考虑债券、基金与股票平衡配置。在操作上，由于短期与中期的预期有所冲突，未来一年的经济状况仍难以明晰，市场的波动性明显增强，投资者应采取波段操作的策略。

务请阅读正文之后的重要声明

11 月行情简要回顾

11 月：四万亿触发 A 股反弹

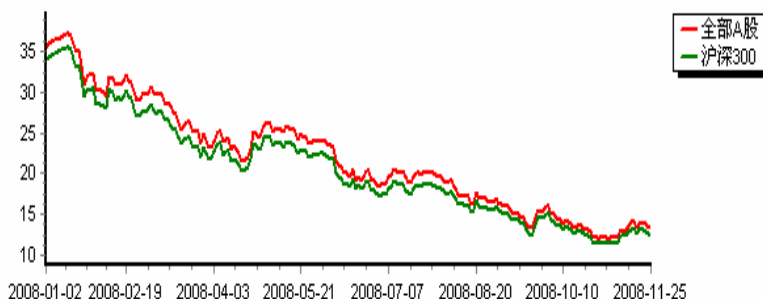
11 月 A 股市场出现了一些新的变化。10 月经济数据进一步恶化，市场信心受大极大打击，如 10 月发电量出现 10 年来首次负增长；主要重工业产品（如钢铁等）产量创历史最大跌幅；70 大中城市房价环比创历史最大跌幅；财政收入出现 96 年以来首次负增长。企业利润面临硬着陆，10 月份工业增加值同比增长 8.2%，增速较上月回落 3.2 个百分点，为 2001 年 12 月以来的最低单月增速。目前工业增加值跳水至 7 年以来最低，且其中跌幅最大的多为重工业产品，均预示工业企业利润将硬着陆。在如此严峻的经济下行时刻，中央果断出手，国务院决定，当前要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，出台更加有力的扩大国内需求措施，确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。初步匡算，这十项工程建设，到 2010 年底约需投资 4 万亿元。国务院并连续部署加紧实施财政刺激政策的落实，而在一周之内，各地政府也纷纷宣布大规模投资计划，据统计，目前各省市的投资总额已经超过 10 万亿。

股市反应相当积极。从公布四万亿计划的 11 月 10 日起，大盘出现连续放量涨升的行情，最为明显的是成交量显著放大，明显有新资金逐步进场，市场信心有了显著的提升。观察此轮反弹行情，与四万亿密切相关的基建行业表现最强，尤其是水泥、工程机械、设备制造等直接受益的相关行业。与前几轮反弹比较，此轮反弹有几个显著的特点：一是反弹明显有量能配合，成交能维持在较高的水平；二是市场有热点，围绕基建展开的短期热点有逐步扩散到其他热点的迹象；三是市场走势相对温和谨慎，市场并没有出现全面涨停的情形。从以上几个特点分析，我们认为，此轮反弹有新资金进场，其可持续性应该更强。

11 月估值触底后，有可能修复

进入 11 月以后，A 股市盈率大幅回落，沪深 300 动态市盈率仅为 12 倍，全部 A 股的动态市盈率为 13.5 倍。市场的估值水平虽然与最低点还有一定的差距，但已经进入历史最低区域。在政策刺激与支撑下，市场信心的逐步恢复将有效地修复目前的估值水平。

图 1：全部 A 股与沪深 300 的市盈率



数据来源：WIND

务请阅读正文之后的重要声明

12 月行情走势预测

四季度业绩可能恶化，但业绩低点可能在明年

10月工业增加值的迅速回落表明企业的盈利状况可能出现恶化。早前估计的由于成本下降而带来的企业盈利短暂回升的情形可能过于乐观，可以预料的是，由于下游需求的显著回落，企业库存大幅增加，处于自我保护的需要，企业生产步伐大大放缓，目前首要目标是如何消化已有的库存，企业盈利可能恶化。

图 2：10 月工业增加值大幅回落



数据来源：WIND

但业绩的低点在今年四季度，还是在明年出现？市场出现了分歧。我们认为，从内部环境看，企业盈利下滑的势头并没有停止，由于大宗商品价格的下跌以及产能过剩的原因，明年通缩的风险加大。10月消费数据开始出现多年首次增速下降，也显示最终消费需求的下降可能进一步挤压企业盈利的空间。从历史上分析，研究表明财政刺激政策的效应滞后 3-6 个月，而货币政策的效应滞后时间可能更长，企业盈利的低点可能出现在明年一季度之后。

四万亿投资改善经济预期，市场估值可能部分修复

财政刺激政策比货币政策来得更直接，这也是这次市场反应如此强烈的根本原因。从历史上看，财政刺激政策能有效地缓解经济下滑的压力，短期提升内部需求，防止经济出现大落的情形。四万亿计划出台以后，市场对于宏观经济硬着陆的担心有所减轻，明年经济增长保 8 有了充分的保障。这已经从很大程度上改变了人们的预期，改变了市场投资者的心理预期。我们认为，宏观经济政策上的大幅转变，有利于对于目前市场较低的估值状况进行修复。

目前市场的估值已经达到历史底部区域，这基本反映了人们最为悲观的情绪。在宏观经济面比原来预期有所改善的情形下，市场情绪将有所转变，估值将有所修复。

12 月行情预测，1600-2200 点宽幅震荡

根据以上分析，我们综合认为，基本面最坏的情形尚未出现，企业盈利低点出现还需要等待明年，但宏观政策的大幅改向，将有力地缓解明年经济硬着陆的压力，从而改善人们对宏观经济的预期，有利于提升市场的底部估值区间。展望中期的市场，趋势性的转折机会尚未到来，但前期的无量恐慌下跌的局面将彻底改观。短期市场将可能在目前点位反复波动，1600 点可能是波动区域的支

务请阅读正文之后的重要声明

撑位置，短期看有下破的可能，但市场将可能会很快回到 1600 点上方。

12 月投资策略：波段操作，寻找确定性

基于我们对市场的判断，我们继续认为 12 月的投资策略在资产配置上考虑债券、基金与股票平衡配置。在操作上，由于短期与中期的预期有所冲突，未来一年的经济状况仍难以明晰，市场的波动性明显增强，投资者应采取波段操作的策略。在行业选择上，基于短期行业基本面改善的确定性，建议围绕四万亿投资计划，进一步挖掘设备制造、工程建设以及建筑建材行业等。同时，在上游成本迅速下降的情形下，油价稳定后的化工行业盈利的恢复（下游需求稳定的化肥等行业）可能为投资者带来投资机会。由于市场进入一个相对稳定的行情环境，防御型行业估值修复带来的投资机会，如医改带来的行业性机会，消费品行业业绩增长带来的投资机会等。

12 月重点推荐股票组合

市场维持震荡格局，中期不确定因素依然较多，但市场短期风险也日益降低，寻找有长期投资价值的品种，渐次布局是我们十一月投资组合所选品种的主要思路。

双鹭药业（002038）：08 年三季报：主营收入、营业利润、净利润分别同比增长 63.4%、71%、72.4%，毛利率大幅上升、三项费率降低。预计贝科能 08 年销售收入将达到 2 亿元，同比收入翻番；欣尔金、欧宁、雷宁、欣瑞金等增长 50%以上；公司三季度新获生产批文的阿德福韦酯胶囊、利塞膦酸钠、三氧化二砷等将逐步成为公司新的利润增长点。目前异环磷酰胺、环孢素软胶囊即将获得生产批件。这些新产品为明年的增长打下基础。预计 08—09 年每股盈利分别为 0.93 元和 1.44 元，公司未来半年的估值中枢为 33 元。

金风科技（002202）：国内风电运营回报率已具吸引力。与煤价挤压火电盈利能力形成鲜明对比，风电运营回报稳定，不存在原材料价格波动风险。考虑 CDM 收入和增值税退税其回报率更具吸引力。公司风电场资源储备丰富。已动工或已具备所有开工条件即将动工项目为 500MW，估值已低于国际可比公司，预计 08—09 年每股收益分别为 0.8 元、1.16 元，成长性突出。公司未来半年的估值中枢为 25 元。

通化东宝（600867）：胰岛素产业化大生产的工艺技术，享有 20 年专利保护；公司已建立了一支国际水准的胰岛素专业销售团队；海外市场开发已完成深厚积累，已完成 20 多个国家出口认证，从今年第四季度开始进入收获期，我国糖尿病正处于发病高峰期，受全民医保推动，胰岛素市场销售年均增长 16%。预计 08—09 年公司每股收益分别为 0.4 元、0.6 和 1.2 元。公司未来半年的估值中枢为 15 元。

贵州茅台（600519）：白酒行业龙头，销售即将进入旺季。有提价能力，目前出厂价格和零售
务请阅读正文之后的重要声明

价格差高达 260 元/瓶（出厂价 438 元/瓶，零售价 700 元/瓶），产品未来提价能力仍然强烈。产量持续增加，每年新增产能 2000 吨，公司预测每年新增销售收入约 10 亿元。预计公司 08—09 年公司每股收益分别为 4.8 元、6.34 元，公司未来半年的估值中枢为 115 元。

特变电工（600089）：特高压直流建设以及西北 750kV 电网进入大规模建设时期，特变电工作为变压器行业排头兵将充分分享行业机遇，公司的产能扩张明显，产品毛利率会随着高端产品占比增加而上升。公司的 07-10 年的净利润年均复合增长率为 53%，特变正在由单纯的变压器产品提供商向输变电工程总包商转变，未来发展来自于三个推动力，扩大中高端产品比重、产能扩张、国际业务拓展。预计 08—09 年每股收益分别为 0.74 元、1.03 元。公司未来半年的估值中枢为 23 元。

美邦服饰（002269）：公司 08 年中期保持高速增长，营业收入 16.38 亿元，同比增长 43.76%，销售量增加 19.97%，平均销售价格上涨 19.79%，净利润 1.8 亿元同比增长 471.92%。国内休闲服零售业高速增长，公司上下游议价能力强，产品销售价格增幅高于采购价格，预计公司未来两年业绩将保持 40%以上的增长。08—09 年每股收益分别为 0.89 元、1.21 元。公司未来半年的估值中枢为 30 元。

方圆支承（002147）：上半年业绩高速增长，营业收入和净利润双双大幅增长，毛利率同比大幅增长，达 47.64%，同比上涨了 3.38 个百分点，与其他工程机械行业上半年盈利能力出现下滑形成鲜明对比。2009 年公司大圈和精密级中圈项目投产，产品结构明显升级，预计 08—09 年公司每股收益分别为 0.54 元、1.2 元。公司未来半年的估值中枢为 12 元。

12 月重点推荐股票组合

股票	行业板块	最新价 (10.25)	目标 价	08 年 EPS	09 年 EPS	配置比 重
002038 双鹭药业	医药	29.99	33	0.94	1.44	均配
002202 金风科技	电力设备	20.74	25	0.8	1.16	均配
600867 通化东宝	医药	13.42	15	0.4	0.6	均配
600519 贵州茅台	食品饮料	99.16	115	4.8	6.34	均配
002147 方圆支承	设备制造	9.77	12	0.54	1.2	均配
002269 美邦服饰	服装零售	24.81	30	0.89	1.21	均配
600089 特变电工	电力设备	20.36	23	0.74	1.13	均配

务请阅读正文之后的重要声明

11 月基金投资策略

11月在大盘连续放量涨升的行情背景下，基金也终于呈现久违的上扬行情，各类型基金中，指数型基金表现最佳，股票型次之，接下来的涨幅排序依次是混合型基金、债券型基金，即上扬行情中基金持有的股票仓位是一个影响业绩的重要因素。另外，中小盘股票和与铁路投资等基建相关的股票在此次反弹中较为突出，所以配置该类股票多的基金表现要更胜一筹，即因为选股业绩呈现分化。封闭式基金净值表现大体类似，但是由于我们前期提出的折价不具特别吸引力，所以在价格表现上一般，差于净值表现，以至折价幅度再行扩大，截止11月21日，31只封闭式基金的平均折价达到25.15%。11月比较值得一提的还有货币型基金，由于央票纷纷降低发行节奏，带动央行票据利率大幅下降，货币基金持有的央票价格大幅上涨，为了控制风险，很多货币基金均兑现了浮盈，像工银瑞信货币、华夏现金增利、博时现金收益等大批货币基金出现了七日年化收益连续数日超过10%的情形，以至货币基金11月的年化收益率大幅飙升，平均收益达到近5.5%。

策略认为，目前虽然基本面最坏的情形尚未出现，企业盈利低点出现还需要等待明年，但宏观政策的大幅改向，将改善宏观经济预期，有利于提升市场的底部估值区间，投资者可积极寻找主题性的投资机会，包括设备制造、工程建设、医改民生等。所以在12月的基金投资策略上，我们继续建议激进型的投资者考虑逢低逐步加大较高风险基金产品的配置，稳健型投资者继续保持谨慎的态度。对于股票型基金的投资，尽量选择有上述行业配置的基金。债券型基金，我们认为由于前段降息预期下债券走势已经大幅上扬提前兑现了收益，故接下来调整的可能性很大，债券型基金也将跟随调整，所以12月要适当注意该类基金的风险，低风险的基金品种建议以货币基金为主。封闭式基金，虽然折价仍不具特别吸引力，但是由于上月价格表现差于净值表现，所以12月的表现可能会有所矫正。推荐关注基金如下：

名称	投资风格	基金成立日	2008 年三 季度基金 份额（亿）	2008 三季 度股票市 值占基金 净值比%	2008 三季 度债券市 值占基金 净值比%	风 险 程度
上投摩根成长先锋	成长型	2006-9-20	42.54	80.48	14.56	高
华宝兴业先进成长	成长型	2006-11-7	31.35	87.69	5.83	高
华宝兴业宝康灵活配置	灵 活 配 置 混合型	2003-7-15	18.50	69.75	25.14	高
广发稳健增长	混合型	2004-7-26	66.38	61.14	32.72	较高
泰达荷银风险预算	混合型	2005-4-5	1.43	27.95	27.53	中
诺安优化收益	债券型	2006-7-17	6.03	0.62	113.31	较低
博时现金收益	货币型	2004-1-16	180.47	0.00	118.53	低
嘉实货币	货币型	2005-3-18	130.97	0.00	109.60	低

务请阅读正文之后的重要声明

11 月债市投资策略

11 月行情回顾——涨幅放缓，股债跷跷板效应凸显

本月交易所固定利率国债和企业债收益率继续下移，从期限来看，国债 2-5 年期下行幅度相对较大，企业债则以 3 年期以下以及 10 期下降幅度较大，1 年期固定利率企业债收益率下降 68.6BP，为本月收益率下降最多的品种。这与我们上月策略中推荐中短期品种的建议相符合。虽然相比上月收益率仍出现下行，但债市的涨幅较之前出现放缓，尤其是在上周，交易所国债也出现了较大的调整。我们认为，调整的原因一方面在于前期收益率下降过快，透支了未来的降息预期，另一方面在于近期股市回暖使得股债跷跷板效应凸显，此外，年末大多数机构选择兑现浮盈，同时也为明年的收益留下空间。本周在降息预期落空的情况下，交易所债券市场继续调整。

12 月行情预测——继续震荡，调整提供介入机会

宏观面继续支撑债市

08 年前三季度 GDP 增速呈逐季回落，10 月份 CPI 涨幅也继续回落至 4%，经济显著放缓，通胀风险抬头。近期政府连续出重拳“保八”，包括加大政府投资力度、提高部分行业出口退税率以增强出口竞争力等，未来预计还会出台更多通过补贴、减税等措施以提高居民实际收入，从而刺激消费。然而我们认为，这些措施仅能缓解经济硬着陆的风险，不会改变经济下滑的趋势。首先，全球化带来各国经济周期的同步性，国际经济低迷进一步压缩我国外部需求，刺激出口的各项措施容易引起国际贸易纠纷从而使得刺激出口的效果大打折扣；政府投资来看，主要是基建、廉租房等，4 万亿的投资计划，并非全部为新增投资额，实际新增量对 GDP 的拉动有限，这些计划的实施也需要大量的前期准备工作，此外，投资回报率的下滑使得政府投资的乘数效应有限；经济低迷企业盈利状况恶化使得失业率上升，居民收入下降，同时居民的财产收入也大不如前，居民的消费倾向将更加保守。综合而言，2009 年 GDP、CPI 双降基本上较为确定。最乐观的估计，经济将在 2009 年中期见底。而在经济见底前，宽松的货币政策和积极的财政政策将得到延续。未来半年基准利率将下降 135BP 左右，存款准备金率也有较大的下调空间。在降息周期里，继续看好债券市场。

债券市场需求仍将大于供给

对于市场担心政府加大投资力度导致中长期国债供给增加，以及政府提出增强债券市场的融资功能导致企业债、公司债供给增加，我们认为未来市场的流动性仍较充裕，债券市场需求仍将大于供给。首先，从央行近期的公开市场操作来看，央票发行频率放慢，数量减少，央行已经连续三周资金净投放，其放松流动性的意图明显。其次，存款准备金率未来面临较大的下调空间，将释放大量流动性，而银行出于惜贷，将无可避免的将部分新释放的流动性投向债市。据测算，需求将超过供给 6000 亿左右，债市资金仍然充裕。其中交易所市场股债跷跷板效应较为明显，资金面或受到股市波动的影响，但我们认为股市在经济见底前没有趋势性机会，避险资金仍将选择债市。

逢低介入，适度拉长久期

近日，央行副行长易纲表示目前中国已告别实际负利率状况，利率处于比较合适水平，今后会按照货币政策需要，适时适度根据情况变化调整利率水平。我们认为，这预示近期降息的可能性不

务请阅读正文之后的重要声明

大，更为可能的是数量型货币政策和积极的财政政策。因此，预计债市年内将基本维持震荡行情，收益率向上或向下的动力都不足，我们建议配置型投资者可以在调整中逢低介入，等待来年降息预期兑现所带来的收益。品种上，我们仍然推荐国债和高等级信用债，信用债方面回避景气下行行业，推荐政策受益行业信用债。同时，考虑收益性，我们建议适度拉长久期，推荐 3-7 年期品种。

12 月重点推荐债券品种

代码	名称	债券类型	到期收益率	修正久期	最新信用等级
010203.SH	02 国债(3)	国债	2.55	3.1807	-
010513.SH	05 国债(13)	国债	2.9268	3.6241	-
010501.SH	05 国债(1)	国债	2.9865	5.3682	-
010603.SH	06 国债(3)	国债	3.1062	6.4584	-
122010.SH	08 宁沪债	企债	3.7389	2.4073	AAA
120205.SH	02 渝城投	企债	4.4566	3.4966	AAA
120309.SH	03 苏交通	企债	4.5415	4.3819	AAA
120489.SH	04 南网(1)	企债	4.7432	4.8964	AAA
120505.SH	05 华电债	企债	4.8191	5.4293	AAA
120508.SH	05 铁道债	企债	4.8494	8.6423	AAA

数据来源：WIND 资讯（数据截至 2008 年 11 月 21 日）

重要声明：本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其它报告，本报告反映公司分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。我公司或关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。

务请阅读正文之后的重要声明