

七大因素促股指震荡上行

综合而言,由于我国经济迅速摆脱了全球金融危机的影响,重新步入新的经济扩张期,上市公司业绩有望保持持续增长,投资价值凸显。在空前的流动性支持下,再加上股指期货和人民币升值预期的推动,股指有可能再次进入估值临界区域。我们预计,年内上海综指有可能冲击甚至突破4000点,但考虑股指期货及国际板因素,2010年存在估值结构进行内部调整的可能,会出现大盘蓝筹股重泛泡沫、中小盘股和题材股泡沫破灭情形。届时市场风格转向大盘股,市场估值仍不会出现显著泡沫,而年中流动性一旦出现收缩,股指回落便在所难免。总体而言,我们认为,2010年市场振幅不会大于2009年,全年振幅在50%~60%之间,上证综合指数波动范围为2706~4209点,市场调整时股指会得到半年线和年线的有力支撑。由于A股在2009年出现了较大幅度的修复性行情,许多行业的价值得到充分体现,因此2010年系统性投资机会不如2009年,但主题投资机会将此起彼伏,股指全年将呈震荡上行走势。

◎方正证券研究所

一、七大因素促股指震荡上行

1、业绩回升助股指上行

我们的研究发现,2001年以前上市公司业绩(EPS)不但不能与名义GDP保持同步甚至还出现了严重的背离,股市基本不能反映宏观经济变化。但统计数据显示表明,2001年后随着大型公司的陆续上市,上市公司业绩开始与GDP保持同步,并随GDP波动而波动。进一步的研究发现,上市公司业绩(EPS)与GDP的实际增速保持高度一致。1993年到1999年GDP减速期间,上市公司EPS也随之下降;而2001年至2007年GDP增速时期,上市公司EPS则保持增长。另外,上市公司业绩增速与GDP增速有一定相关性,当GDP由减速到增速10%左右时,上市公司业绩增长往往可以达到20%以上。2007年A股EPS为0.426元,2008年降至0.336元,2009年预计为0.40元,目前市场一致预测2010年GDP开始回升并达到9%~11%左右,因此2010年A股EPS有望创出历史新高,达到0.48~0.50元。业绩持续增长将提升股市的投资价值,吸引更多资金入市,从而助推股指上行。

2、人民币升值预期利好股市

始于2005年7月21日的人民币汇率改革是促成2006~2007年牛市重要的因素。2005年7月至2008年7月21日,人民币对美元汇率共升值17.42%,其中2005年升值2.42%,2006年升值3.24%,2007年升值6.46%、2008年升值6.43%。本质上来说,汇率保持上升趋势反映的是一国综合国力的不断增强,股市相应会上升。从2008年7月21日起,为了应对国际金融危机,人民币汇率再次紧盯美元,并保持了超过17个月的相对稳定,人民币对美元汇率保持在6.8183~6.8482的狭小范围内波动。但是随着全球经济进入后危机阶段,预计到2010年中全球经济开始恢复常态,人民币升值步伐又将重新启动,启动窗口很有可能在2010年7月份,届时受益升值的权重板块地产银行将引领大盘向上。

2009年央行在“中国货币政策执行报告(2009年第三季度)”中改变了对人民币汇率政策的提法,首次删掉了“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”的提法,改为“将结合国际资本流动和主要货币走势变化,完善人民币汇率形成机制”。措辞上的罕见变化正赶上中国经济先于其它主要经济体复苏,人民币升值压力不断加大之际,反映出央行对美元贬值和海外资本蜂拥而至的担忧。这可能会进一步强化市场对人民币升值的预期。

3、股指期货助大盘蓝筹股焕发活力

随着创业板的强势推出,引入做空机制、完善交易制度将成为监管层重点考虑的问题。股指期货经过三年多的酝酿,各项业务准备已经基本完成,目前也已经获得了国务院批准。在这次全球金融危机中,海外市场的股指期货稳定市场、管理风险的作用得到了充分展示。与场外交易的信用衍生品不同,股指期货并非只是金融危机爆发的导火索,而且在金融危机中有效缓解了市场抛售压力,成功地将股市系统性风险进行转移和再分配,避免现货市场出现更大的跌幅。根据对30个市场自美国次贷危机爆发以来最大跌幅的统计,22个推出股指期货的市场,股票现货平均跌幅为46.91%;8个没有推出股指期货的市场,现货指数平均跌幅高达63.15%,我国A股市场正是这8个之一。

综合海外市场股指期货推出的经验,我们发现,股指期货上市前涨,上市后跌,但股市长期运行趋势不变,权重股在推出前能够获得超额收益。我们认为造成这种现象的根本原因在于机构对权重股提高配置造成的,股指期货上市前,由于机构需要通过权重股而取得股指期货“话语权”,通常在推出前市场出现抢筹行情,标的指数的权重股被机构提高配置比例,从而推高权重股的上涨,反过来权重股上涨又刺激指数上涨;而推出后,指数往往已经处于相对高位,利于做空,通过做空指标股反手做空指数,造成指数下跌。因此,股指期货的推出使目前估值最低的大盘蓝筹股成为资金追捧的对象,不仅使市场风格发生转变,同时也将成为股指上涨的主要推动力。

4、流动性处在扩张中后期

在描述流动性指标中,与A股市场相关性最高的是M1增速。如果用这个指标衡量流动性,统计数据显示,2009年以前流动性有过四次扩张期:第一次从1996年1月到1997年6月,第二次从1998年6月到2000年6月,第三次从2002年1月到2003年3月,第四次从2006年1月到2007年10月。四次扩张期的持续时间分别为17个月、24个月、14个月及21个月,平均为19个月。从2009年1月起,流动性进入第五个扩张期,如果按过去的平均数,这次扩张期可以持续到2010年的8月;按最短的计算,则可以持续到2010年4月份,因此,目前的流动性尚处在扩张中后期。而在我们的测算,2010年二季度M1增速将开始回落。对于A股市场而言,流动性扩张与业绩增长一样是最重要的因素,流动性扩张时股指往往上涨,流动性收缩时股指往往回落。

5、全流通平稳实现,国际板将冲击小盘股估值体系

随着2009年10月中国石化和工商银行限售股到期,A股市场进入了真正意义上的全流通时代。实践证明,原来市场普遍担心的“大小非”和“大小限”并没有压跨市场。目前市场又开始担心国际板的冲击,如果说上一次担心的是超出原有市场一倍以上的股票供应量的

卖压,这一次则主要担心国际板对A股估值体系的冲击。我们认为,首先,尽管市场对国际板预期渐高,但相关政策目前尚未出台,创业板也才刚刚推出,在此情况下国际板正式推出还需耐心等待。其次,国际板很可能主要是为香港红筹回归A股做制度安排,因此大规模的境外公司登陆A股更需等待。最后,不论是红筹股中的中移动、中海油、联想集团还是香港的汇丰控股、东亚银行、长江实业、富士康、九龙仓等以及国际品牌包括宝洁、可口可乐、联合利华、家乐福、沃尔玛,以及从事制造业的西门子、大众汽车、通用电器、IBM等,均是大型蓝筹股,未来它们登陆A股将增强A股市场的影响力和辐射力,提升A股市场的国际竞争力。由于国际板接纳的都是大型蓝筹股,在A股实行市场化背景下,发行价趋于理性。更何况目前A股市场蓝筹股的估值体系不会有太大冲击。

A股市场的估值结构性问题主要在于小盘股估值大大高于国际水平,因此,一旦推出国际板将势必对小盘股估值形成冲击。2009年7月底以后,有相当一部分机构资金主要投资小盘绩差股和题材股并吸引大量中小资金参与,泡沫一旦破灭将极大打击市场信心。

6、股指在估值“临界区域”与“物有所值”之间寻找平衡

根据我们的研究,就静态估值(PE)而言,19年的运行历史表明A股市场存在一个明显的牛熊分界区域,或称估值临界区域,该区域为30~40,中值为35。当市场处于熊市时,反弹一般在此区域止步,俗称估值“天花板”;当市场处于牛市时,行情将在此区域震荡整理,最后向上突破,因此俗称为行情“加油站”。2009年8月4日3478点时,市场估值水平PE为33,正好进入该区域,行情出现反复是很正常的。根据预测,2009年上半年公司EPS将至少为0.40元/股,现在的静态估值应按照这个数据进行判断。按照这个思路,市场到达35倍的静态估值中值水平时对应的上海综指大约为4209点。而20~25的

静态PE是市场估值处于“物有所值”区域,对应上海综指中值大约为2706点。目前市场处在估值临界区域之下,上升空间仍然存在。

7、汇金增持“三行”巩固市场信心

汇金公司自2008年9月起一共对“三大行”——工商银行、建设银行和中国银行实施了四次增持。其中2008年三季度增持工商银行200万股、建设银行290万股和中国银行200万股;2008年四季度增持工商银行25464万股、建设银行11471万股和中国银行7460万股;2009年一季度增持工商银行2392万股、建设银行1099万股和中国银行500万股以及2009年10月7日增持工商银行3007万股、建设银行1613万股和中国银行512万股。

汇金四次增持行为均发生在市场关键时期:2008年三、四季度正是全球金融危机爆发高峰期,汇金及时出手挽救了市场信心;2009年一季度大多数投资者正在为国家经济刺激政策能不能奏效、金融危机第二波会不会发生表示担心时,汇金第三次出手表明了自己的立场;2009年三季度A股出现了一次较

投资主题	重 点 关 注 公 司
消费升级	深万科(000002)、上海汽车(600104)、恒瑞医药(600276)、泸州老窖(000568)、上海家化(600315)、王府井(600859)、光明乳业(600597)、海信电器(600060)、中国平安(601318)
新兴产业	东方电气(600875)、杉杉股份(600884)、烟台万华(600309)、天科股份(600378)、莱宝高科(602106)、长电科技(600584)、航天信息(600271)、浪潮信息(000977)、紫光股份(000938)、华神集团(000790)、中国卫星(600118)
股指期货	股指期货概念:高新发展(000628)、中大股份(600704)、中国中期(000996)、现代投资(000900)、弘业股份(600128) 沪深300权重指标股:招商银行(600036)、中国平安(601318)、民生银行(600016)、万科A(000002)、苏宁电器(002024)、中国石化(600028)、中信证券(600030)、中国联通(600050)、长江电力(600090)、中国石油(601857) 封闭式基金:基金丰和(184721)、基金鸿阳(184728)、基金同盛(184699)、基金银丰(500058)、基金普丰(184693)、基金金鑫(500011)、基金汉兴(500015)
人民币升值	人民币升值:上实发展(600748)、工商银行(601398)、南方航空(600029)、晨鸣纸业(000488)
通货膨胀	通货膨胀:北京城建(600266)、云海金属(002182)、招商银行(600036)、中国人寿(601628)、吉林森工(600189)

调整存款准备金率 加强流动性管理

◎国元证券研究中心副总经理 刘勘

央行12日决定从2010年1月18日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点,这是自2008年10月以来央行首次调整存款准备金率。

随着创业板的强势推出,引入做空机制、完善交易制度将成为监管层重点考虑的问题。股指期货经过三年多的酝酿,各项业务准备已经基本完成,目前也已经获得了国务院批准。在这次全球金融危机中,海外市场的股指期货稳定市场、管理风险的作用得到了充分展示。与场外交易的信用衍生品不同,股指期货并非只是金融危机爆发的导火索,而且在金融危机中有效缓解了市场抛售压力,成功地将股市系统性风险进行转移和再分配,避免现货市场出现更大的跌幅。根据对30个市场自美国次贷危机爆发以来最大跌幅的统计,22个推出股指期货的市场,股票现货平均跌幅为46.91%;8个没有推出股指期货的市场,现货指数平均跌幅高达63.15%,我国A股市场正是这8个之一。

近日央行频频利用公开市场操作回笼货币,1月7日央行于19周来首次上调三个月期票据利率。同时上周央行在公开市场回笼资金1770亿元,实现净回笼1370亿元,较前期大幅增加;1月12日央行在公开市场操作中发行200亿元人民币1年期票据,参考收益率为1.8434%,打破该利率自去年8月11日以来一直维持在1.7605%水平局面,央行提高一年期央票发行利率8.29个基点;央行还开展了正回购操作,交易量增至2000亿人民币,创下历史新高纪录。

推动央行提高存款准备金率直接因素包括三方面:一是出于信贷规模控制需要,针对2010年1月信贷猛增苗头,确保2010年信贷投放适度平滑目标实现;二是出于经济基本面要求;三是出于流动性回收需要,弥补央票利率上行中的需求不足。

从货币政策执行效果来看,有利于管理信贷规模,同时超预期货币政策对管理通胀预期将起到正面效果。短期

看,市场利率体系轴心上移幅度将高于此前预期,对于大宗商品乃至商品货币而言是短期利空;而对经济增长影响方面,货币政策提前收缩将导致2010年经济增长略微降低,从经济可持续发展角度看,2010年温和通胀可能更大;结合信贷投放节奏判断,2010年经济走势前高后低预期将在一定程度上被熨平。

今年宏观调控将更侧重数量工具,加息最早可能发生在二季度末。货币政策收紧更多表现为数量型调控,提高存款准备金率,央行票据发行收益率提升与信贷额度控制相配合。而由于经济回升的减速和资产价格的回落,可能将于四季度停止进一步紧缩货币政策。

考察央行这一系列措施后果,信贷调控政策趋紧意味着宏观流动性将会继续下降,这将对资本市场构成冲击。由于2010年上半年流动性逆转可能发生,房地产市场流动性也会在晚些时候受到冲击,我国住宅价格环比涨幅有望在2010年下半年出现下降。而下半年可能出现房地产市场景气程度下降使

得土地价格下跌,由于土地是重要信贷抵押品,土地市场价值下降将进一步引发流动性紧缩。如果一旦央行开始实施偏紧的货币政策,加息的日子是不是为时不远了,央行已经开始逐渐利用数量型工具调整货币政策的走向。不过从目前来看,这些调整还不是微调,因为经济恢复尚存在不确定性,所以接下来政策走向还需看这次调整之后的结果如何而定。上调存款准备金率主要是针对目前过剩的流动性,央行采取控制信贷措施,下一步如果通胀明显,央行将有可能加息。目前来看加息暂时不可能,因为一旦央行采取加息政策,说明货币政策将面临方向性转变,而目前仍是适度宽松的微调。一旦遭遇高通胀情况,央行才可能采取加息手段。如果流动性得不到更好控制,不排除央行再度采取调整准备金的可能。从目前情况看,年内准备金率未来还有两至三次上调可能,加息时点也可能提前。同时央票利率还将继续走高,而且还存在重启三年期央票、发行定向央票的可能。

今年宏观调控将更侧重数量工具,加息最早可能发生在二季度末。货币政策收紧更多表现为数量型调控,提高存款准备金率,央行票据发行收益率提升与信贷额度控制相配合。而由于经济回升的减速和资产价格的回落,可能将于四季度停止进一步紧缩货币政策。作为成都市水环境治理的唯一主体,兴蓉公司供排水一体化、投资-建设-运营一体化的经营模式决定了其在污水收集管网设施建设上优势明显,能够保证现有污水处理厂负荷率的稳步提升,公司污水贡献业绩增速有望保持在10%左右。此外,公司在将自身排水业务向污泥处理和中水回用拓展的同时,外延式扩张空间同样广阔。

兴蓉的发展历程体现了当地政府一直以来对于公司发展的大力支持,此次

行业前瞻·热点趋势

保险:四大确定利好 VS 最大不确定利空

2010年保险股四大确定利好:一是通胀预期持续,债券收益率仍有上升空间。二是保费增长跨越结构调整周期,增长明显提速。三是新会计准则释放利润,净资产和利润上升。四是政策面仍将吹暖风:税延型养老保险正常推进和投资渠道继续放开。

2010年保险股最大不确定利空:今年资本市场要实现2009年的涨幅概率较低,权益投资收益下降是大概率事件,这是2010年保险股最大的不确定利空。就短期而言,权益投资收益对保险股具有决定意义:权益投资不仅影响增量,也影响存量,加之较大的波动幅度,其实力比债权投资要大得多(债权投资较多影响的是边际)。事实上,无论是美国还是中国的保险股,受资本市场的影响远大于利率变化的影响。

2010年,持续了一年的通胀预期,债券收益率上升和权益投资收益同步增长,但作为负债成本指标的结算利率没有上升,边际利差和总利差同步上升。2010年,在加息逾来逾近情况下,成长上升的压力将增大,而收益率上升速度将下降,边际利差扩大速度放缓,总利差甚至面临收窄风险。

2010年,保险股的几大利好基本上是确定的,不太容易超越预期,权益投资收益下降的利空难以确定,但概率不低且影响程度大,因此,保险股全年难有系统性机会。在股指期货推出的2010年,资本市场很可能不再是一个单边市场,在确定性利好和我国保险业长期发展前景保障下,保险股存在阶段性机会,并且这是一种取决于资本市场本身的高β机会。基于业务增长潜力、估值水平以及H股融资带来的强大资本实力,维持对中国太保的推荐。

(国泰君安)

化工:草甘膦价格上涨预期明确

近期草甘膦原药内外销价格从2万元/吨左右的低位跃升至2.4万元/吨,原材料价格普遍上涨是草甘膦价格上涨的主要原因。我们预计到2010年4~5月份草甘膦旺季到来时,草甘膦还会有一个相当的涨价空间(目前草甘膦价格距历史高点还有4倍距离)。

2009年草甘膦价格基本在2.2~2.5万元/吨的成本线上徘徊,尽管目前草甘膦价格在缓慢回升,但由于成本涨幅更大,多数草甘膦生产企业的成本压力非常大,许多中小企业仍然亏损,开工率明显不足。由于目前美欧市场还没有恢复,大部分企业仍然处于盈亏平衡区。据统计,全国有近50%的草甘膦原药企业停产或维持低开工率。

中国正处在城镇化高潮期,如果按提高到世界平均城镇化水平55%计算,我国城市化率提高10个百分点,就会有1000万到1200万人从农村到城市。农村劳动力减少后,草甘膦等农产品需求将迅速增加,比如改工除草而大量使用除草剂。按每个农民种10亩地,每亩地使用1公斤草甘膦计算,草甘膦用量将增加10~12万吨。而目前我国草甘膦产能约50万吨/年,2009年产量仅30万吨/年左右,因此,城镇化率将彻底改变草甘膦等农产品的供求关系。

虽然目前草甘膦价格逐步回暖,但不能促使所有企业经济效益得到增长,许多企业反而亏损,主要原因还是草甘膦成本也出现大幅度增长,草甘膦价格上涨的相当一部分利润转移到上游产品。虽然目前草甘膦产品价格被原材料左右,但我们已看到草甘膦产品价格在止跌企稳回升。从美国、欧元区、日本情况来看,全球经济衰退阴霾正在逐渐散去,世界原油价格出现强力反弹,美国、墨西哥、阿根廷等国转基因作物种植面积出现恢复性增长,草甘膦价格已缺乏下降空间。随着国际经济好转,中国宏观经济已逐步摆脱国际金融危机的影响,正在企稳复苏,草甘膦产品前景仍被看好。

在目前本土上涨、内外销需求不旺情况下,草甘膦价格上涨对大部分中小企业来说利润不会提升,而原材料配套的大型企业盈利会有所提升。因资金雄厚,低成本原料优势,建议关注华星化工、红太阳、沙隆达等较大规模的草甘膦企业,给予草甘膦行业推荐评级。

(银河证券)

通用航空:未来十年复合增长率20%

综合研究美国、加拿大、巴西、澳大利亚等经济体通用航空产业的发展历程,我们发现这些国家面积与我们差不多的国家都经历了10年以上的通用航空产业高速增长。与这些国家相比,我国通用航空产业发展缓慢,飞机保有量、飞行员数量、通用机场数量等都远远低于这些国家。造成其发展缓慢的主要原因在于我国低空领域不开放,飞行审批繁杂,直接影响了作业飞行和公务飞行。

2007年空管委表示2010年将实行空域分类,汶川地震后国家对通用航空产业的发展也日益重视:民航总局在蒲城设立通用航空试点园区,对低空领域开放、通用航空机场建设、行业管理等进行试点;工信部表示将在2010年加快推进将新支线客机、先进中型多用途直升机、大型灭火/水上救援水陆两栖飞机的研制进度,积极推进通用飞机等重点科研项目的立项、形成产业化能力;民航总局发布《关于加快通用航空发展的措施》,构建功能完善的通用航空体系,到2020年初具规模,2030年发展环境根本改变。我们预计2010年、2011年通用航空试点将逐步扩大。截至2008年年底,我国通用航空飞机数量为898架。中美航空合作项目的研究结果表明,从现在到2015年,我国需要通用航空作业飞机1997架、培训及私人飞机1415架,复合增长率21%;而根据民航总局的估测,到2020年预计通用