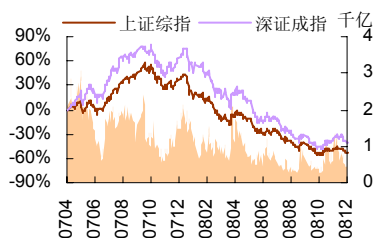


2009年01月05日

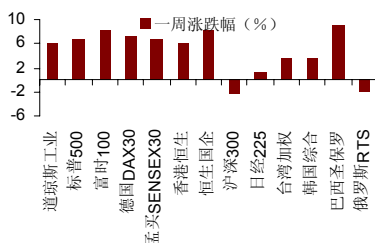
2008 并非不堪回首，2009 不期牛年牛市

一周投资策略 (01.05)

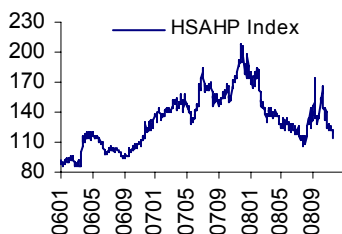
上证指数: 1820.80



各国指数周涨跌幅



A-H 价差: 13.42 %



本周估值

沪 深 300	PE	08PE	09PE	市净率
	13.82	12.29	10.53	2.06

注：按 wind 一致预期预测

相关报告

1、挑战与转型：布局中国发展的新动力——A 股市场 2008 年中期投资策略

6/12/2008

2、一周投资策略——零利率不敌衰退，救经济难言顺利 12/22/2008

3、一周投资策略——内需期望需要降低，辞旧易迎新难 12/29/2008

内容摘要:

□ 美联储资产负债表规模翻番，外围市场乐欢迎新年

- 美国制造业以罕见的黯淡表现为 2008 年画上句号，实体经济的下滑已经将美国金融机构拖入越来越困难的经营困境中；金融业救助方案的实施使得美联储的资产负债表规模开始急剧扩大，更大的规模显然还会出现。
- 美国银行业可能面临全行业季度亏损；房地产价格继续大幅走低；美股岁末年初连续反弹超过 6%，受此前表现欠佳的大型公司股价走高提振。
- 英国与欧元区制造业创历史低纪录，失业问题困扰法国；欧洲股市上周受益于资源类股和汽车类股的上涨而大幅收高；香港股市受到逢低吸纳买盘推动和内地启动 3G 牌照发放的消息提振大幅走高。
- 沪深两市节前交投清淡，震荡走低，以 65% 的年度跌幅结束 2008 年。

□ 钢企整合加速折射中国产业结构调整压力

- 河北钢企和山东钢企的整合加速。内外需加速回落之后，中国主要重工业的产能短期内严重过剩，必须进行产业整合和产能淘汰。钢铁业只是先行者，预计后续各行业的大面积整合将成为常态。越早整合的公司生存的机率越大，越晚整合的公司则面临越大的破产淘汰的风险。
- 在产业整合和产能淘汰之后，关键还在于如何构建新的经济增长点、利用富余的劳动力资源发展新的产业群、满足未被开发出来的消费潜力。

□ 地方财政压力对中央投资刺激效果的抵消需要更深入研究

- 美国 44 个州因面临严重的财政赤字而陷入财务困境；上海市有关部门提出要大力压缩经常性开支和行政办公经费。目前中央政府取得全国税收收入 60%，地方占 40%；而中央财政支出占 30%，地方财政支出则占 70%。我们再次强调，在地方政府面临较大的财政压力时，中央扩大投资、刺激消费的效果能够弥补地方节省支出、收缩投资的影响就已经不错了。如果出口-投资-消费陆续塌陷，09 年上半年经济调整幅度可能超过预期。

❑ 2008 并非不堪回首

- **2008 年全球经济与股市经历剧变：从繁荣到崩溃、从通胀到通缩、从加息到减息、从加薪到降薪、从民工荒到返乡潮、从牛到熊...证券业的判断多成笑谈，究其原因，除了恐惧和贪婪之外，还有诸如犹豫、侥幸、顾忌、后悔等更多的复杂心理主导市场——包括投资者、研究者、监管者、观察者。大变局之下，没有胜者，只有剩者；没有圣者，只有生者。每个人都从 2008 年获得一生中再难获得的体验。每个人都值得肯定。**

❑ 2009 不期牛年牛市

- 牛年牛市，是投资者在经历了 2008 年熊市的苦痛之后，对 2009 年市场前景的一个美好期望。关于牛市的梦想最后定会成真，但不必执念于牛年牛市。以平常心看牛年，在巨大的经济波动风险之前，我们不需要期盼牛市，而需要为即将到来的各种挑战做更多的准备。在市场的转折点真正到来之前，我们并不知道还要经历多少艰难；但是已经经历的艰难磨练了我们的心性，使我们可以坦然面对未来的艰难；这是 2008 年带给我们的最大财富，甚至大过了真实意义上的财富损失。

一、一周市场回顾

1、一周（12.29-01.02）市场走势分析

美联储资产负债表规模翻番，外围市场乐观迎新年。美国和欧洲的制造业以罕见的黯淡表现为 2008 年画上了句号，而实体经济的下滑已经将美国金融机构拖入越来越艰难的经营困境中。随着美国政府各项救助方案的实施，美联储的资产负债表规模开始急剧扩大，其在 2008 年内已经扩大一倍以上，而更大的规模显然还会出现。

美国银行业可能面临全行业季度亏损。失业率的持续上升使得抵押贷款和信用卡违约问题更加突出，而联邦政府史无前例的金融业救助步伐跟不上问题资产的增长速度。此外，由于商业房地产和其它类型贷款中的新问题不断涌现，大量银行将被迫增加贷款损失拨备。近期的数据表明，美国的银行业经营状况开始捉襟见肘，第四季度亏损几成定局。而监管机构预计，至少还有 200 家银行可能面临崩溃。

美国制造业年底表现依旧黯淡。美国供应管理学会上周公布的数据显示，制造业活动萎缩程度加剧，12 月份制造业指数继续下降，也低于市场预期，并创下 1980 年 6 月以来的最低水平。此外，12 月份的生产指数、新订单指数、就业指数等均大幅下降。而另一方面，通货膨胀的缓解速度似乎有些过快，12 月份的价格指数创下近 60 年以来的最低水平。

房地产价格继续大幅走低。美国 S&P/Case-Shiller 住房价格指数显示，10 月份房价继续走低。10 月份美国 10 座大城市的房价指数较上年同期下降 19%，而 20 座大城市的房价指数则下降 18%，均创历史最大降幅；此外，10 月份上述地区中没有一个地区房价免于下跌。

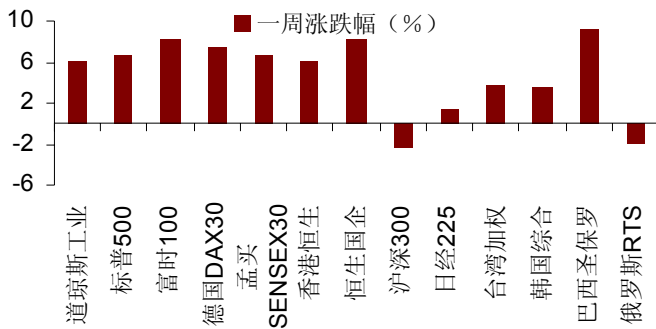
美国股市在岁末年初的几个交易日连续反弹，主要受此前表现欠佳的大型公司股价走高提振。上周道琼斯指数累计上涨 6.1%，至 9034.69 点；标普 500 指数累计上涨 6.76%，至 931.8 点。

英国与欧元区制造业创历史低纪录，失业问题困扰法国。英国 12 月份制造业 PMI 指数虽意外上升，但仍徘徊于纪录低位；而随着德国和法国制造业 PMI 指数的持续下降，欧元区 12 月份制造业 PMI 指数已创下历史最低水平。法国经济财政就业部上周公布的 11 月份失业人数环比增长 3.2%，这将使本已高企的失业率进一步升高。

欧洲股市上周受益于资源类股和汽车类股的上涨而大幅收高，英国富时 100 指数累计上涨 8.19%，至 4561.79 点；德国 DAX30 指数累计上涨 7.42%，至 4973.07 点。亚太市场方面，日本股市年前小幅反弹；香港股市受到逢低吸纳买盘推动和内地启动 3G 牌照发放的消息提振大幅走高，恒生指数和国企指数分别累计上涨 6.05% 和 8.18%。

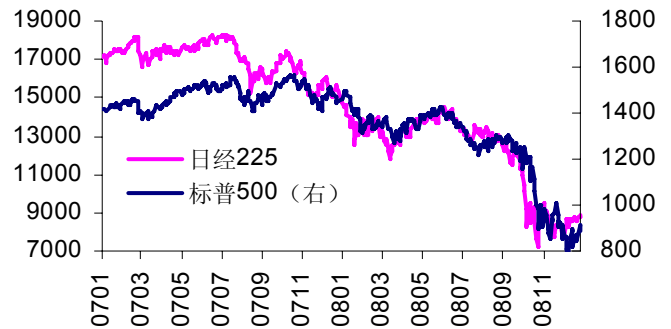
A 股清淡交投中低调结束年度行情。尽管外围市场普遍上涨，但 2008 年的最后三个交易日并没有给 A 股投资者带来任何惊喜，沪深两市在清淡的交投中震荡走低，以 65% 的年度跌幅结束了 2008 年的行情。面对充满不确定性的新年，投资者更多的采取谨慎观望态度。上周沪深 300 指数累计下跌 2.38%，至 1817.72 点。

图 1: 各国指数周涨跌幅



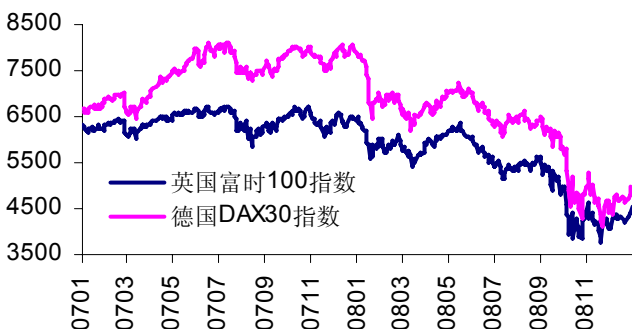
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 2: 美国标普 500 指数与日经 225 指数走势



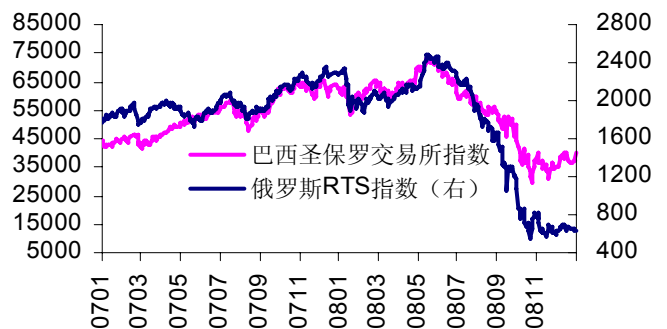
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 3: 英国富时 100 指数、德国 DAX30 指数走势



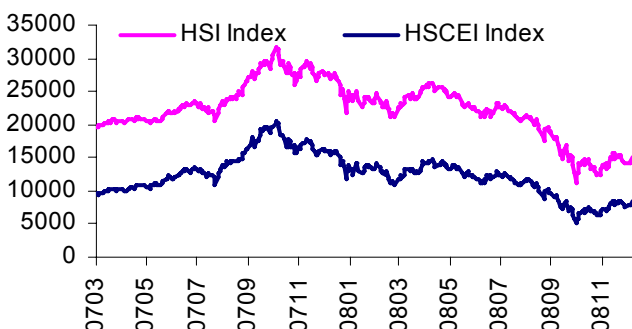
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 4: 巴西圣保罗指数与俄罗斯 RTS 指数走势



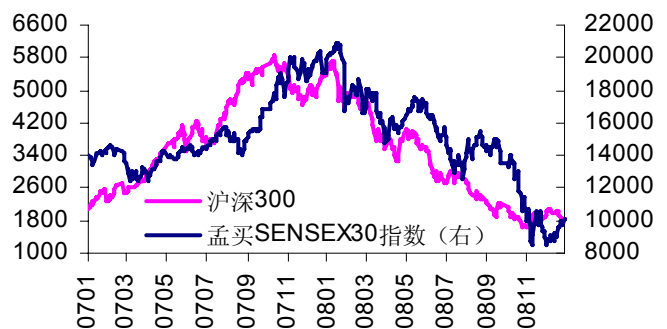
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 5: 香港恒生指数与国企指数走势



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 6: 印度孟买 30 指数与沪深 300 指数走势



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

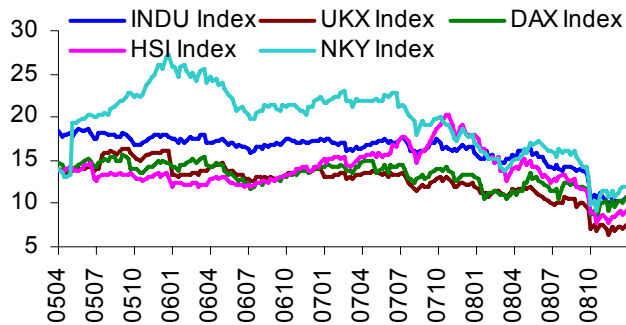
上周美股指数估值水平回升幅度较大。道指市盈率升至 10.9, 标普 500 指数市盈率升至 11.77 倍。欧洲市场估值水平也普遍上升, 英国富时 100 指数估值水平小幅降至 7.62 倍, 德国 DAX30 指数市盈率上升至 10.71 倍。亚太市场估值水平升降各异, 日经指数市盈率升至 12.04 倍, 恒生指数估值水平则降至 9.22 倍。A 股市场估值水平继续回落, 目前全部 A 股滚动市盈率为 15.49 倍, 沪深 300 指数 PB 为 2.06 倍。上周 A-H 股价差大幅下降, 当前 A 股溢价水平为 13.42%。

目前 A 股总市值 12.14 万亿, 流通市值 4.52 万亿, 较前一周下降 0.5%。按 wind 一致预期, 沪深 300 指数 08 年动态市盈率为 12.52 倍。上周沪深 300 指数 08 年盈利增速预期小幅上调至 5.91%; 09 年盈利增速预期则下调至 6.03%, 主要受能源和银行等行业的盈利预期下降影响。

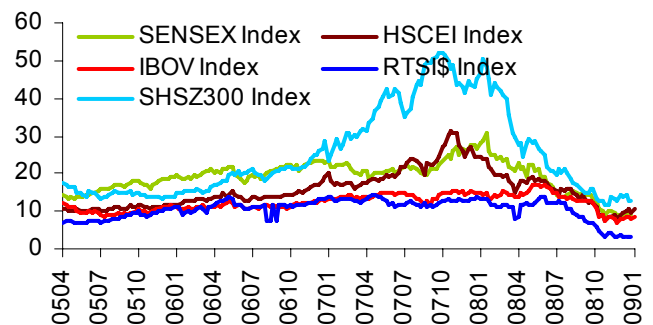
表 1: 上周 A 股市场估值

板块名称	滚动市盈率(整体法)	预测 2008 市盈率(整体法)	预测 2009 市盈率(整体法)	市净率(整体法): 最新报告期(MRQ)
全部 A 股	15.49	12.97	10.93	2.11
沪深 300	13.82	12.29	10.53	2.06
中小企业板	27.01	19.38	14.96	2.98

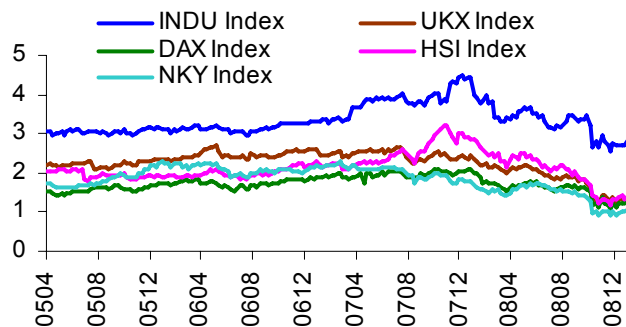
资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 7: 成熟市场静态市盈率比较 (剔除亏损)


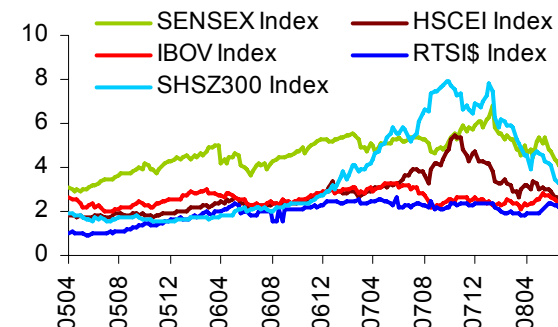
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 8: 新兴市场静态市盈率比较 (剔除亏损)


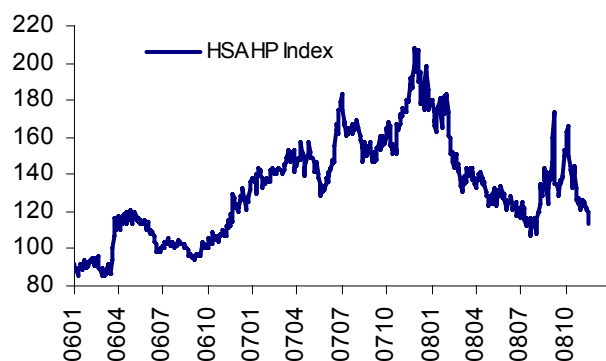
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 9: 成熟市场市净率比较 (剔除亏损)


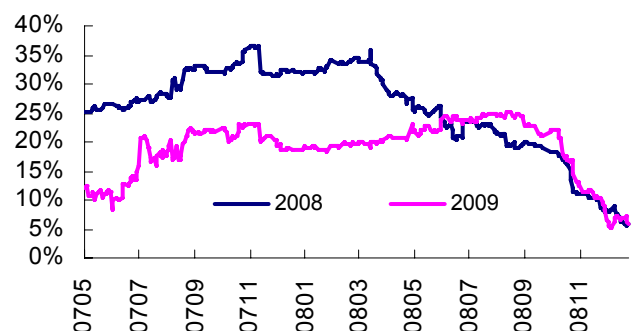
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 10: 新兴市场市净率比较 (剔除亏损)


资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 11: A-H 价差: 13.42%


资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 12: 沪深 300 一致预期: 08 年 5.91%, 09 年 6.03%


资料来源: go-goal, 招商证券研发中心

上周 A-H 股价差大幅下降。目前 A-H 股溢价水平居前的行业为化工、公用事业、机械、家电、电气、航空、医药等，保险、建材、钢铁、银行等行业部分个股处于折价水平。目前 A 股处于折价水平的有中国平安 (19.6%)、海螺水泥 (17.5%)、中国人寿 (10.2%)、鞍钢股份 (9.1%)、招商银行 (4.0%)、交通银行 (3.9%)、工商银行 (1.6%)、中国铁建 (3.7%) 等。

表 2: 本周 A-H 溢价率

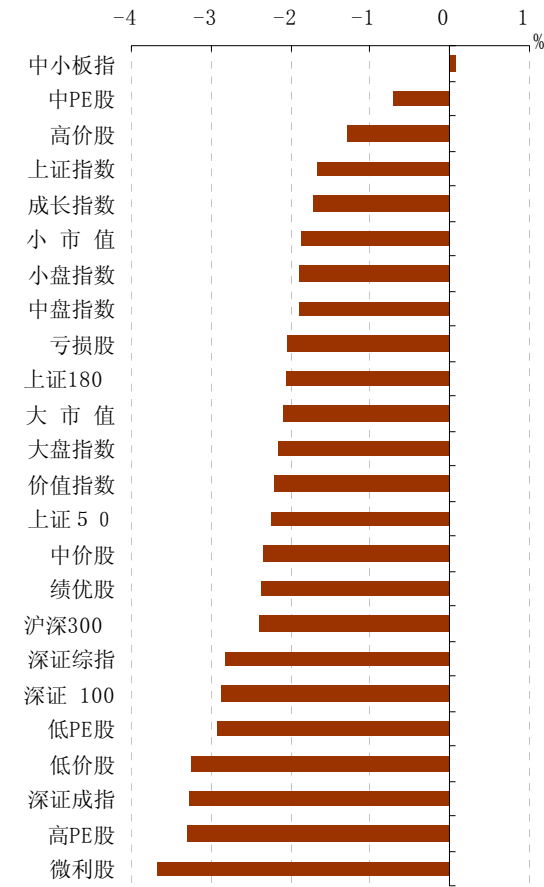
溢价在 200 % 以上		溢价在 50 %-200 %		溢价在 50 % 以下	
S 仪化	363.9%	ST 科龙	200.7%	广深铁路	47.1%
北人股份	352.0%	*ST 洛玻	182.9%	华能国际	40.1%
南京熊猫	351.4%	南方航空	180.4%	青岛啤酒	40.1%
东北电气	321.2%	中海集运	156.8%	潍柴动力	39.6%
创业环保	317.5%	广州药业	154.5%	马钢股份	32.7%
东方航空	300.3%	昆明机床	148.0%	中国神华	21.3%
经纬纺机	276.2%	北辰实业	145.1%	中海发展	20.0%
新华制药	261.2%	华电国际	134.1%	中煤能源	18.9%
S 上石化	215.1%	晨鸣纸业	115.9%	中国南车	16.1%
		中海油服	115.7%	紫金矿业	15.8%
		上海电气	108.7%	中国中铁	14.5%
		江西铜业	99.2%	宁沪高速	8.2%
		重庆钢铁	98.6%	建设银行	2.2%
		广船国际	96.3%	中国铁建	-1.4%
		中国国航	93.7%	工商银行	-1.6%
		深高速	84.5%	交通银行	-3.9%
		大唐发电	78.7%	招商银行	-4.0%
		东方电气	74.2%	鞍钢股份	-9.1%
		中国铝业	70.9%	中国人寿	-10.2%
		中国石油	69.8%	海螺水泥	-17.5%
		中国石化	69.7%	中国平安	-19.6%
		中信银行	65.2%		
		兖州煤业	64.2%		
		中国银行	58.9%		
		中国远洋	57.8%		
		皖通高速	52.7%		
		中兴通讯	51.9%		

资料来源: wind, 招商证券研发中心

上周市场特征指数除中小板指外均告下跌。微利股、高 PE 股位居跌幅前列，深市特征指数中深证成指、深证 100 和深证综指等表现较弱；中小板指小幅上涨，而中 PE、高价股、上证指数等跌幅相对较小。具体到招商行业分类，上周大部分行业下跌，其中综

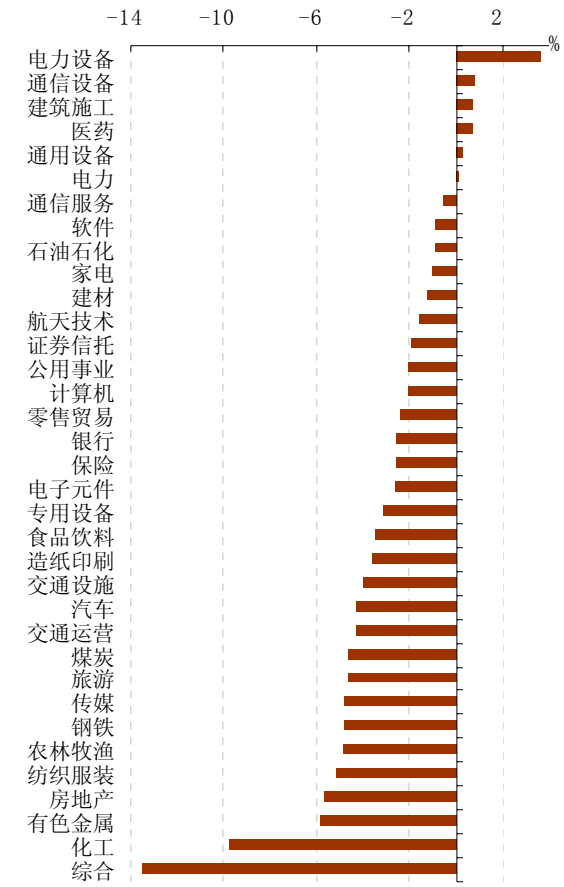
合、化工等行业暴跌，有色金属、房地产、纺织服装等行业跌幅较大；而电力设备行业逆市上扬 3.68%，通信设备、建筑施工、医药、通用设备和电力等行业则小幅上涨。

图 13： 本周市场特征指数涨跌幅排行（%）



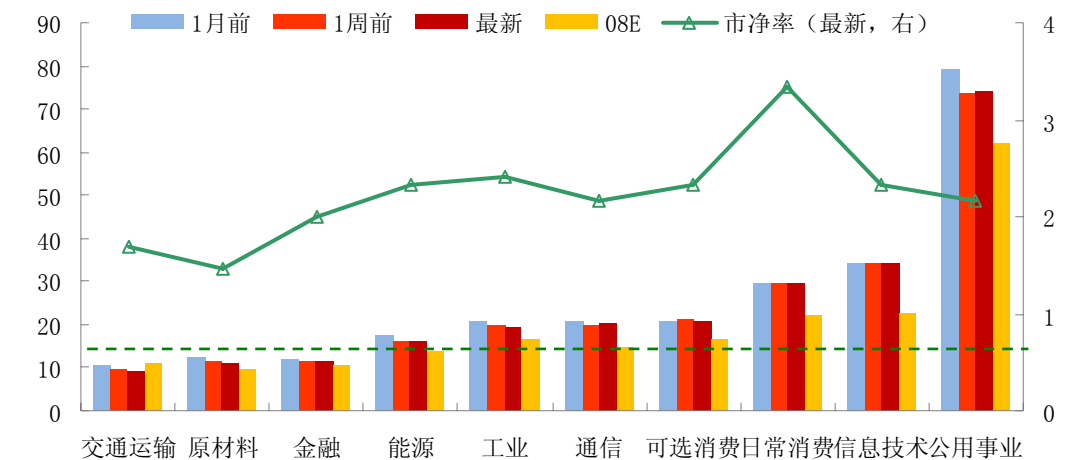
资料来源：天相，招商证券研发中心

图 14： 本周招商行业指数涨跌幅排行（%）



资料来源：招商证券研发中心

图 15： 招商行业估值水平比较



注：绿线代表整体估值水平。

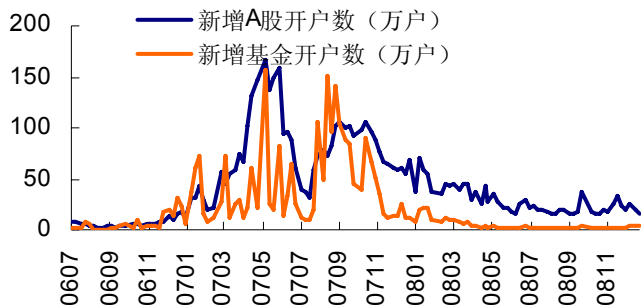
资料来源：招商证券研发中心

2、资金与资产供给

基金发行：近期暂无确定的基金发行信息。

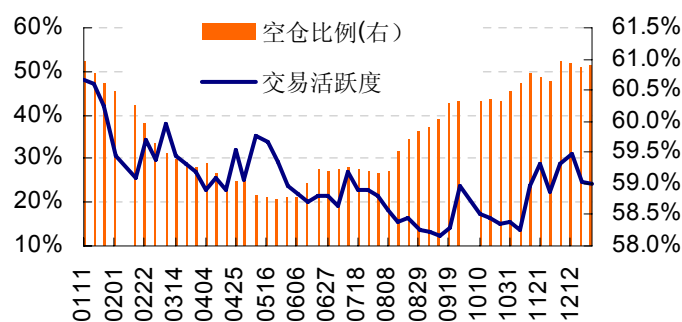
基金与个人开户（12.22-12.26）：本周新增 A 股开户数继续大幅下降，但新增基金开户数大幅增加，新增 A 股开户数 16.62 万户，较前期减少 16.8%；新增基金开户数 3.98 万户，增加 20.9%。本周市场交易活跃度下降至 24.06%，空仓比例升至 60.89%。

图 16：本周个人与基金开户数



资料来源：wind，招商证券研发中心

图 17：空仓比例与交易活跃度

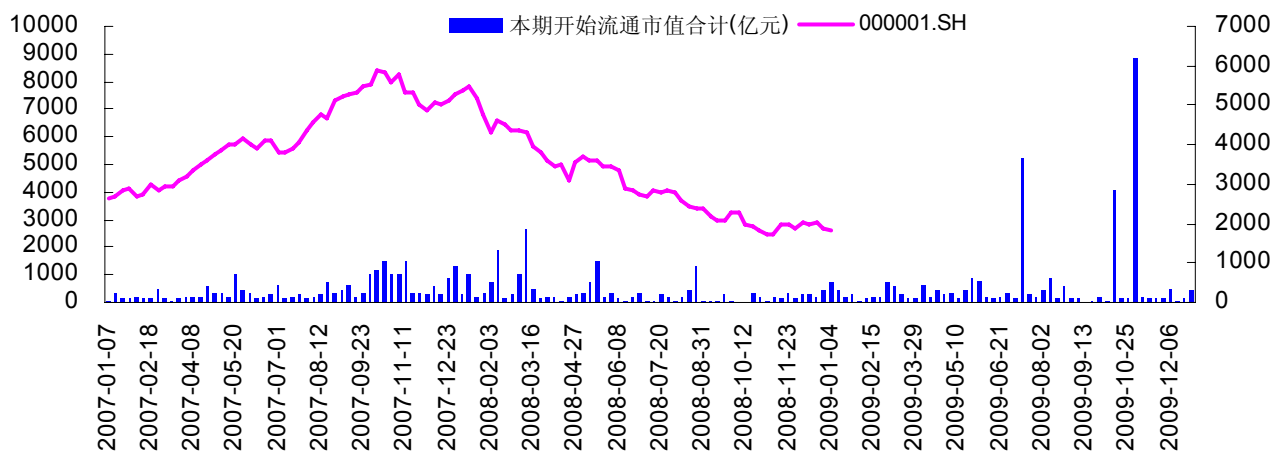


注：从 2008 年开始，中登公司按周公布个人空仓比例。交易活跃度=本周交易账户/持仓账户。

资料来源：wind，招商证券研发中心

限售股解禁：本周市场解禁压力相对较大，总解禁规模约为 276 亿元。其中规模最大的北大荒为 114.8 亿元，其次是天士力的 29.78 亿元、隧道股份的 23.57 亿元、神火股份的 17.78 亿元、氯碱化工的 15.19 亿元和陆家嘴的 12.4 亿元，其它个股解禁规模相对较小。

图 18：本周限售股流通市值



资料来源：wind，招商证券研发中心

表 3: 本周限售股流通表一览

股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	本期流通数占比总股本	本期流通市值(亿元)	流通股份类型
北大荒	2009-01-05	107017.74	165148.31	0.00	64.80%	114.83	股权分置限售股份
天士力	2009-01-05	24074.06	48800.00	0.00	49.33%	29.78	股权分置限售股份
隧道股份	2009-01-11	21624.14	73352.13	0.00	29.48%	23.57	股权分置限售股份
神火股份	2009-01-10	13570.53	50000.00	0.00	27.14%	17.78	股权分置限售股份
氯碱化工	2009-01-11	48371.42	74984.00	0.00	64.51%	15.19	股权分置限售股份
陆家嘴	2009-01-05	9338.42	38373.18	97435.22	6.88%	12.40	股权分置限售股份
华侨城 A	2009-01-06	11112.05	143377.02	118731.79	4.24%	9.09	股权分置限售股份
太极集团	2009-01-06	12811.80	32838.00	0.00	39.02%	6.84	股权分置限售股份
国恒铁路	2009-01-10	17553.77	56110.87	0.75	31.28%	6.65	股权分置限售股份
特发信息	2009-01-10	12284.12	24997.13	2.87	49.14%	4.86	股权分置限售股份
中关村	2009-01-09	15017.78	58500.03	8984.67	22.25%	4.73	股权分置限售股份
冠城大通	2009-01-05	10401.66	50325.57	10966.31	16.97%	4.17	股权分置限售股份
数源科技	2009-01-10	9420.00	19600.00	0.00	48.06%	3.47	股权分置限售股份
深天健	2009-01-11	7351.40	29063.39	1379.08	24.15%	3.12	股权分置限售股份
宁波海运	2009-01-09	5900.00	33738.90	24337.48	10.16%	2.66	定向增发机构配售股份
银河科技	2009-01-09	11889.48	69921.50	0.00	17.00%	2.56	股权分置限售股份
酒鬼酒	2009-01-11	4452.25	17320.38	12984.62	14.69%	2.39	股权分置限售股份
凤竹纺织	2009-01-06	5727.60	17000.00	0.00	33.69%	1.82	股权分置限售股份
浦东建设	2009-01-08	2033.00	34600.00	0.00	5.88%	1.79	公开增发机构配售股份
北海国发	2009-01-10	5348.81	27921.60	0.00	19.16%	1.58	股权分置限售股份
绿景地产	2009-01-10	1620.86	14131.47	4350.49	8.77%	1.24	股权分置限售股份
*ST 方向	2009-01-07	3078.09	25524.38	5003.39	10.08%	1.18	股权分置限售股份
青松建化	2009-01-09	1386.96	24290.22	12598.91	3.76%	1.01	股权分置限售股份
太极实业	2009-01-08	3253.03	31534.82	5346.91	8.82%	0.94	股权分置限售股份
南京中北	2009-01-09	2521.04	28103.86	7064.55	7.17%	0.87	股权分置限售股份
四川路桥	2009-01-08	1520.00	22559.06	7840.94	5.00%	0.83	股权分置限售股份
东风科技	2009-01-10	1567.80	14110.20	17245.80	5.00%	0.52	股权分置限售股份
深国商	2009-01-06	724.88	11889.22	32.08	6.08%	0.43	股权分置限售股份
S*S 华龙	2009-01-05	756.45	9552.43	7850.55	4.35%	0.33	股权分置对价股份
乐山电力	2009-01-05	208.82	24595.18	8052.83	0.64%	0.14	股权分置限售股份

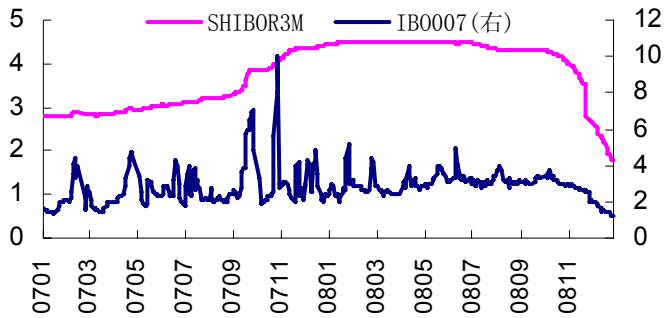
资料来源: wind, 招商证券研发中心

3、利率与汇率

上周 Shibor 与银行间回购利率均继续走低, 分别回落 0.13% 和 0.22%。欧美货币市场拆借利率各有升降, 美元 Libor 上周微幅下降 0.055%, 欧元 Libor 下降 0.138%; 美国 10 年期国债收益率则上升 0.188%。

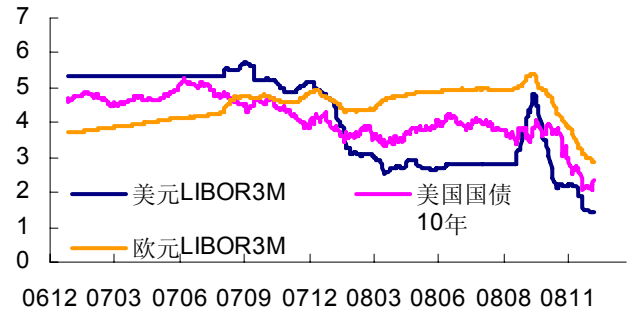
上周美元对欧元汇率小幅走高, 欧元对美元报收 1.3921。人民币汇率亦小幅走高, 对美元报 6.8346, 自年初累计升值达 6.87%; 人民币对欧元跌至 9.5144。

图 19: Shibor 与银行间 7 日回购利率



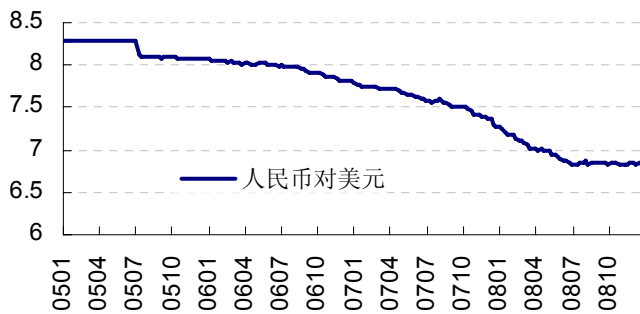
资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 20: Libor 与美国国债



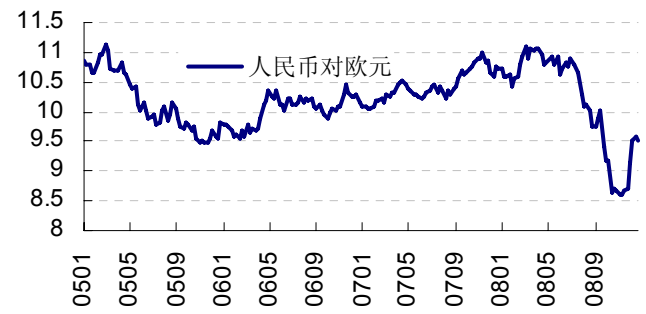
资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 21: 人民币对美元: 6.8346, 自年初升值 6.87 %



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

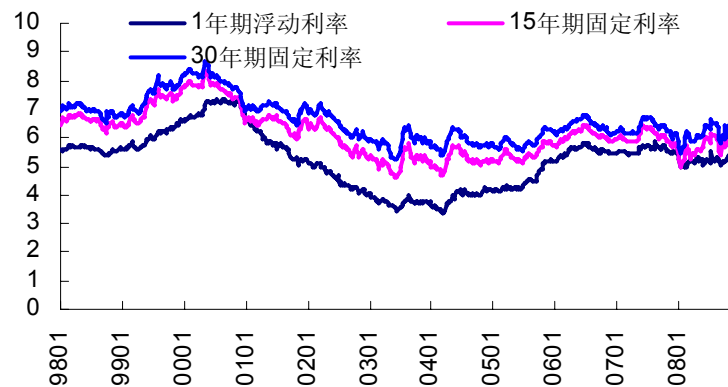
图 22: 人民币对欧元: 9.5144



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

上周美国抵押贷款利率均有所回落, 1 年期利率降 0.1%, 15 年期利率下降 0.08%, 30 年期利率下降 0.04%。

图 23: 美国抵押贷款利率



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

二、A 股市场走势展望

扩大内需细则即将出台，十项产业规划呼之欲出。新年伊始，国务院总理温家宝已经奔波于青岛的工厂码头间，考察上市公司及民企应对金融危机的现状，期间透露了国务院正在紧锣密鼓制定的两大规划：一是扩大内需的十条规划，即对去年出台的扩大内需的十条措施进一步具体和丰富；二是十个重要产业的调整和振兴规划。温总理还表示，“钢铁业和汽车业的规划已经制定出来，其他规划正在加紧制定，这些规划既着眼于解决当前的实际问题，又着眼于产业的长远发展，成熟一个，执行一个。”温总理的这些表态大致概括了中央政府未来一段时间的总体政策规划。当前形势下扩大内需可谓任重道远，此次对十个重要产业的规划将可支持扩大内需。此外，规划中的十个重要产业位处国民经济的重要环节，涉及的上下游产业较为广泛，其振兴对于缓解失业问题、保障居民收入等都具有重要意义。

钢企整合加速折射中国产业结构调整。年前最后一周陆续传来河北钢企和山东钢企的整合加速。内外需加速回落之后，中国主要重工业的产能短期内严重过剩，必须进行产业整合和产能淘汰。钢铁业只是先行者，建材、有色、化工、地产、汽车、家电、机械、电子、商业、食品、交运、电力等，无不存在类似的整合需求，预计后续各行业的大面积整合将成为常态。越早整合的公司生存的机率越大，越晚整合的公司则面临越大的破产淘汰的风险。值得注意的是，在山东钢企整合过程中，具有民营性质的日照钢铁成为整合对象之一，这意味着本次经济调整的强度相当之大，甚至导致了产业整合的需求跨越了所有制的约束。在产业整合和产能淘汰之后，问题的关键还在于如何构建新的经济增长点、利用富余的劳动力资源发展新的产业群、满足未被开发出来的消费潜力。

地方财政压力对中央投资刺激效果的抵消需要更深入研究。上周我们刚讨论过加州财政危机及其对中国地方政府投资能力的警惕意义。本周我们留意到一些报导，美国 44 个州因面临严重的财政赤字而陷入了空前的财务困境；上海市有关部门提出要大力压缩经常性开支，大力压缩行政办公经费，集中财力保重点。目前中央政府取得全国税收收入的 60%，地方占 40%；而中央财政支出占 30%，地方财政支出则占 70%。我们再次强调，在地方政府面临较大的财政压力时，中央扩大投资、刺激消费的效果能够弥补地方节省支出、收缩投资的影响就已经不错了，具体还需要更深入地研究。以此看来，09 年不仅是外需不乐观，投资、消费等内需部门也难乐观。如果出口-投资-消费陆续塌陷，09 年上半年经济调整幅度可能超过预期。

2008 并非不堪回首。2008 年全球经济与股市经历剧变：从繁荣到崩溃、从通胀到通缩、从加息到减息、从加薪到降薪、从民工荒到返乡潮、从牛市到熊市、从有到无...全球经济与股市的大变局使证券业今年的判断多半成为笑谈，究其原因，除了恐惧和贪婪之外，还有诸如犹豫、侥幸、顾忌、后悔等更多的复杂心理主导市场——包括投资者、研究者、监管者、观察者。大变局之下，没有胜者，只有剩者；没有圣者，只有生者。每个人都从 2008 年获得一生中再难获得的体验。每个人都值得肯定。

2009 不期牛年牛市。牛年牛市，是投资者在经历了 2008 年熊市的苦痛之后，对 2009 年市场前景的一个美好期望。关于牛市的梦想最后定会成真，但不必执念于牛年牛市。以平常心看牛年，在巨大的经济波动风险之前，我们不需要期盼牛市，而需要为即将到来的各种挑战做更多的准备。在市场的转折点真正到来之前，我们并不知道还要经历多

少艰难；但是已经经历的艰难磨练了我们的心性，使我们可以坦然面对未来的艰难；这是 2008 年带给我们的最大财富，甚至大过了真正意义上的财富损失。

三、投资机会

本周行业研究员推荐的公司中，我们建议关注长园集团等。

表 4：本周行业研究员推荐的部分公司概况

公司	分析师	投资评级	变化	EPS 07	EPS 08E	EPS 09E	目标价位	投资要点
长园集团	王鹏	强烈推荐	维持	1.07	0.8	0.9	18-20	新一轮城网建设的开展将大幅提高电缆附件和环网柜的市场需求。2009 年至 2010 年随着长园集团的电网设备产能的提高，公司的盈利能力将稳步增强。长园集团配股项目将增强公司盈利能力。环网柜市场巨大；热缩套管和电路保护元件业务有所下滑。由于今年公司业绩预期下降，我们下调了对公司的盈利预测，但仍看好公司未来在电网设备领域的发展潜力。维持“强烈推荐-A”的投资评级。

资料来源：招商证券研发中心。

表 5：一周投资策略历史观点回顾

日期	报告名称	主要观点	投资机会
2008.12.29	内需期望需要降低，辞旧易迎新难	对内需的期望需要降低：中央财政投资刺激首选需要对冲地方投资意愿的缩减；下一阶段的消费前景可能非常脆弱。辞旧易迎新难，即使短期或有反抽，甚至可能出现流动性过剩下的突发政策利好引发的报发性反弹，但往前看两个季度，中期调整趋势应基本确立。	
2008.12.22	零利率不敌衰退，救经济难言顺利	刺激投资后刺激消费：不乐观，不悲观；房价调整趋势在扩散，房市调整的正反馈效应仍应提防；经济难言明朗，信心难言稳固，估值难言合理，则后续反弹难言顺利。	假若后市延续反弹，已可择机减持。
2008.12.15	政策信心将接受经济断崖式调整的考验	中国经济数据断崖式下降，若引爆房地产问题，将使短期波动风险陡增；“货币主义”政策的能量值得期待，但能否对抗总需求回落和通缩仍需观察；政策信心将接受经济断崖式调整的考验。	
2008.12.08	中国的货币财政政策将比美国发挥更大作用	就业形势凸显美国经济深度衰退，货币财政政策恐效果有限；金融国九条与中央经济工作会议：中国的货币财政政策将发挥更大作用。反弹仍可延续，但压力仍然重重，运行轨迹难以琢磨。	
2008.11.24	昨夜西风凋碧树	中央经济工作会议前瞻：积极财政和适度宽松货币政策力保中国处乱不惊；2000 点能否翻多？一是难度，二是风险；个股选择对未来三年投资的重要性已经开始呈现。	
2008.11.17	A 股独立反弹行情仍面临重重压力	中国大力推行积极财政政策确是一着好棋，但仍难以摆脱全球经济衰退威胁；A 股市场的独立反弹行情仍面临重重压力。	

日期	报告名称	主要观点	投资机会
2008.11.10	经济政策与股市政策效应的再思考	宏观经济数据：横看成岭侧成峰；经济刺激政策或难抵挡内外交困的挑战。更大力度的救市政策应可化解估值忧虑。	
2008.11.03	补跌之后估值忧虑缓解，但企稳尚需时日	中国金融机构在本次金融危机中损失较小；但中国经济所受损失未必较小，广东出口已然进入“寒冬”。补跌之后估值忧虑有所缓解，但企稳尚需时日。	
2008.10.27	秋凉之后恐还有冬寒，需提防 A 股短期补跌	内外交困，中国经济秋凉之后恐还有冬寒；国内经济刺激政策的力度仍需加大加快；需提防 A 股短期补跌。	
2008.10.20	当美国梦成美国病时	警惕金融体系贷款意愿下降与实体经济回落之间形成正反馈效应；美国梦已成美国病；农村金融改革迈出积极一步。救市政策将先“放松”再“鼓励”，不会马上导致房价上涨；中央决策的目标首先还是考虑民生。投资者需提防利好兑现后的调整。	
2008.10.13	警惕金融危机对中国的深远影响	金融危机对欧美实体经济的冲击正在彰显；国际金融市场能否以及何时企稳尚有很大不确定性；金融危机对实体经济的影响仍将持续较长时间；外贸依存度较高的中国，应对金融危机带来的深层次影响给予高度关注；这也将影响未来经济与盈利增长预期，使 A 股二次探底的过程更为艰辛。	

资料来源：招商证券研发中心。

分析师简介

赵建兴：厦门大学管理学硕士，四年证券从业经验。2003 年进入招商证券研发中心，目前为研发中心副董事，策略小组负责人。《做多中国崛起，穿越理性繁荣》在 2007 年深交所第九届会员单位研究成果评选中获投资研究类一等奖。

鲁信文：财政学硕士学位，13 年证券从业经验。1992-1994 年就职于《海南日报》，1994 年至今就职于招商证券，1998 年进入研发中心。

王晶晶：华中科技大学管理学硕士，2007 年 7 月加盟招商证券研发中心。

苏舟：上海交通大学经济学硕士，2008 年 4 月加盟招商证券研发中心。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。