

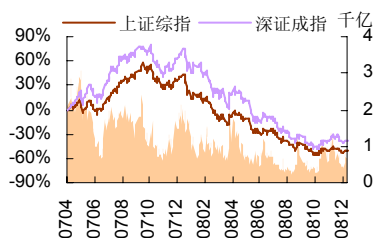
赵建兴、鲁信文、苏舟、王晶晶
 86-0755-82943202
 zhaojx@cmschina.com.cn

2009年01月12日

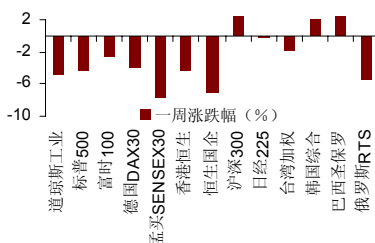
盈利调整压力不容忽视，关注勇敢者游戏

一周投资策略（01.12）

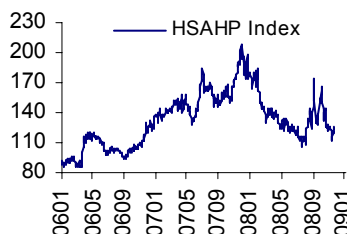
上证指数：1904.86



各国指数周涨跌幅



A-H 价差：26.64%



本周估值

沪深300	PE	08PE	09PE	市净率
300	14.49	12.97	11.09	2.16

注：按wind一致预期预测

相关报告

- 1、战略相持，变中求胜——A股市场2009年度投资策略 12/4/2008
- 2、一周投资策略——内需期望需要降低，辞旧易迎新难 12/29/2008
- 3、一周投资策略——2008并非不堪回首，2009不期牛年牛市 1/5/2009

内容摘要：

美国国会以最坏打算迎接09年，外围市场或已结束新年行情

- 美国国会预计2009财年预算赤字将达到1.186万亿美元。
- 11月份美国工厂订单下降4.6%，远超预期；消费信贷余额季调后同比下降3.7%；成屋签约销售指数下降4%。12月份非农就业人数下降52.4万人，2008年失业人数总计260万人，为二战以来新高，近200万人在08年最后四个月中失去工作，严峻的就业形势显示美国经济复苏困难。
- 欧洲经济加速衰退，英国央行降息至历史最低水平，与印尼、台湾的降息构成全球新一轮降息潮的开始。
- 黯淡的经济数据结束了美欧股市的新年行情。A股市场新年开盘补涨，开局良好，沪深300涨5.54%，但A-H股溢价上升至26.64%。

企业盈利将快速衰退，上市公司盈利预测调整压力将继续呈现

- 2008年央企预计实现利润7000亿，同比下降30%，即使扣除政策性因素影响，央企盈利已经进入衰退，并将继续衰退。1至11月份广东工业企业利润下降13.1%，这是受金融危机冲击最为直接和明显的地区，预期其他省市工业利润情况也将跟随出现类似情况。
- 沪深300指数08年盈利增速预期近期持续下调，但目前对09年8%的预期未来数月将直面考验，预计至少存在20%的下调空间，虽然市场对此已经有所预期，其中压力仍不容忽视。

由外资大幅减持建行、中行的H股反思中投增持的作用

- 两种可能：一是外资股东已经再度面临资金压力；二是中国银行业下一阶段的经营情况令人担忧。不论如何，这些减持行为正与中投在国内的勉力增持行为形成对比，后者已经被套，表明缺乏基本面支持的增持行为对股价的维护作用相当有限且不可持续。

马多夫案后再现萨蒂扬案，或许都只是裸泳的序曲

- 马多夫案发生在发达国家的金融领域，萨蒂扬案则发生在新兴国家的经济领域，两者看似手法不同、毫无关联，实则异曲同工、殊途同归：从本质或根源上理解，过去数年全球经济领域与金融市场的持续繁荣本身就具有庞氏骗局特征，那么在经济和金融领域各自出现一起典型性庞氏骗局不足为奇。
- 马多夫案也好，萨蒂扬案也好，我们怀疑都只是序曲，潮水退去时，才知道谁在裸泳，下一阶段我们应可看到越来越多的裸泳者。

勇敢者游戏：在解禁股中寻找熊市避风港

- 12月初的专题报告指出，下跌行情中限售股解禁日后30个交易日大约获得了5%左右的超额收益。近期解禁的海通证券、中国太保、金风科技则在解禁后5个交易日获得了超过15%的累计超额收益，这三个公司都具备解禁数量较大，解禁股权分散，后续解禁压力小的共同特征。
- 参考这些特征，我们找到了一些未来三个月内具有类似避风港效应的八家公司（名称与时间详见正文），供参考。

一、一周市场回顾

1、一周（01.05-01.09）市场走势分析

美国国会以最坏打算迎接 09 年，外围市场或已结束新年行情。基于对美国经济一系列黯淡的预期，美国国会预算办公室（CBO）周三公布的预测报告显示，美国联邦政府 2009 财年的预算赤字将达到 1.186 万亿美元，2010 财年为 7,030 亿美元。该机构预计，住房市场将继续承压，能源价格的不断下跌将使得核心通胀保持低水平，失业率将于 2010 年初见顶，而信贷市场的恢复将成为经济复苏的关键。

美国工厂订单与批发库存均大幅下降。美国去年 11 月份工厂订单下降 4.6%，远高于市场预计的 2.2%；其中非耐用品工厂订单下降 7.4%，除国防资本品外的各类订单均有不同程度的下降，其中运输品和消费品订单下降幅度相对较大。受企业调整库存以及油价下跌的影响，美国 11 月份批发库存再度大幅下降，但幅度略低于市场预期；与此同时，11 月份的批发销售额下降 7.1%。

消费领域与住房市场持续低迷。由于消费者减少了信用卡消费和汽车购买，美国去年 11 月份的消费者信贷余额经季节性因素调整后较上年同期下降 3.7%，成为自 1998 年以来的最大降幅。受就业市场疲弱和经济低迷的影响，美国 11 月份成屋签约销售指数下降 4%，降幅大于预期，且指数创下 2001 年开始编制该数据以来的最低水平。

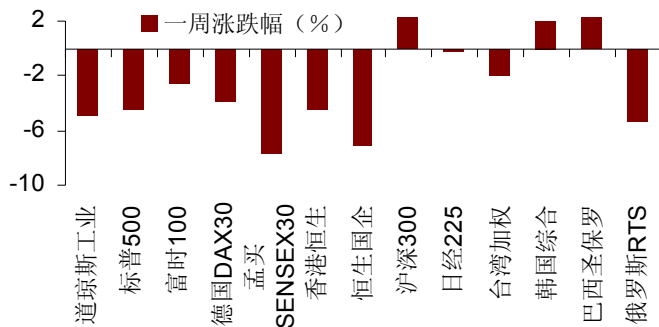
严峻就业形势显示经济复苏困难。随着最后一份非农就业报告的公布，美国就业部门为 2008 年划上了悲惨的句号。去年 12 月份美国非农就业人数下降 52.4 万人，导致当月失业率触及 16 年高位；2008 年美国失业人数总计 260 万人，为 1945 年二战结束以来的最高水平，其中有近 200 万人是在 08 年最后四个月中失去工作的。这显示金融危机正在加快经济衰退的速度，而经济状况恶化的趋势也很难在新的一年里扭转。

上周美国股市震荡走低，多个行业传出令人担忧的负面消息以及黯淡的经济数据共同结束了此前的新年行情，而原油期货冲高回落也对市场形成打击。道琼斯指数一周累计下跌 4.82%，至 8599.18 点；标普 500 指数累计下跌 4.45%，至 890.35 点。

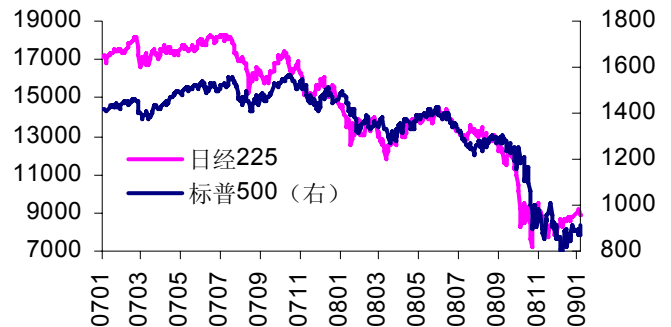
欧洲经济加速衰退，英国央行降息至历史最低水平。德国和法国 11 月份工业产值分别下降 3.1% 和 2.4%，降幅均超出预期；法国 10 月份工业产值降幅更是由初步的 2.7% 修正至 3.7%。与此同时，欧元区 11 月份 PPI 指数降幅创下历史最高水平；11 月份失业率上升至 7.8%；而欧元区 11 月份零售额虽有所反弹，仍较上年同期下降 1.4%。上周公布的数据还显示，11 月份英国制造业衰退加剧，制造业产值较前月下降 2.9%，降幅高于预期；为提振日益黯淡的经济前景，英国央行上周四将基准利率下调至 1.5%，创下成立以来的最低水平。这与印尼、台湾的降息构成全球新一轮降息潮的开始。

上周欧洲股市在由原油价格回落引起的能源类股下跌拖累下结束了新年涨势，对经济的担忧最终全面抵消了对新年的乐观情绪。英国富时 100 指数上周累计下跌 2.48%，至 4448.54 点；德国 DAX30 指数累计下跌 3.8%，至 4783.89 点。亚太市场方面，日经指数追随美股走势，先扬后抑，对美国经济数据的担忧引发出口类股遭受抛压；日经指数累计下跌 0.26%，至 8836.8 点。港股受中资电信类股和银行类股下跌影响，恒指一周累计下跌 4.42%，国企指数跌 7.1%。

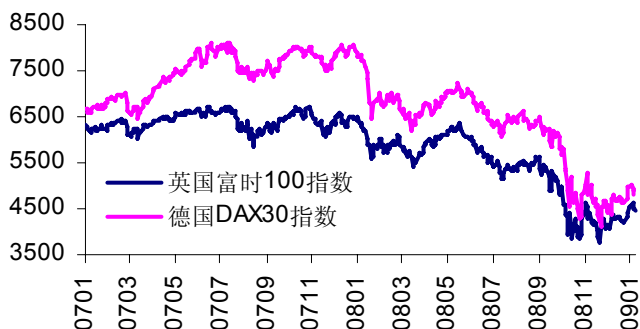
A 股市场新年开局补涨。元旦过后 A 股开盘补涨，下半周则顶住外围市场压力，震荡收高，部分中资银行在香港市场遭到抛售，对大盘形成了较大压力，但由于做多动能的有所恢复，两市新年开局比较良好。沪深 300 指数一周累计上涨 5.54%，至 1918.37 点，成交量大幅放大。

图 1： 各国指数周涨跌幅


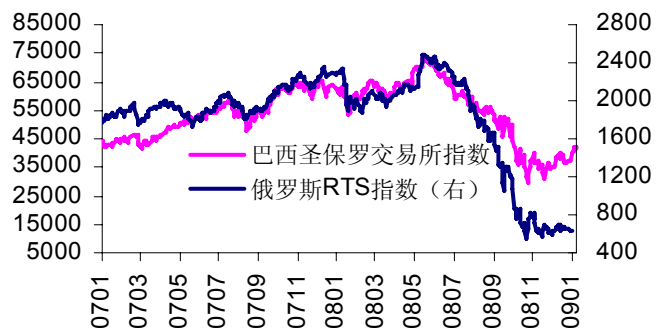
资料来源：bloomberg，招商证券研发中心

图 2： 美国标普 500 指数与日经 225 指数走势


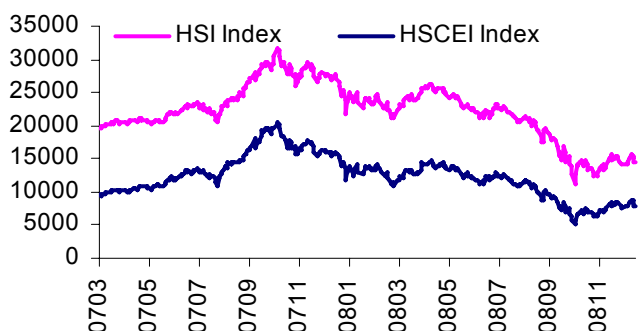
资料来源：bloomberg，招商证券研发中心

图 3： 英国富时 100 指数、德国 DAX30 指数走势


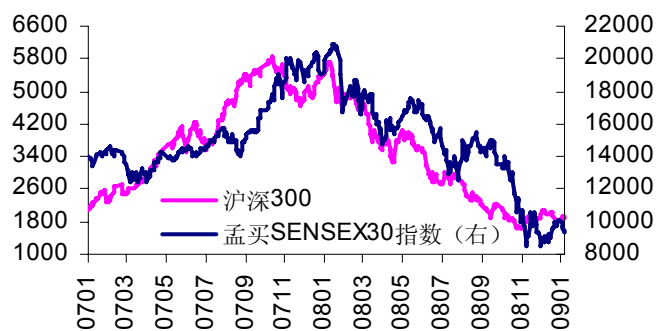
资料来源：bloomberg，招商证券研发中心

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

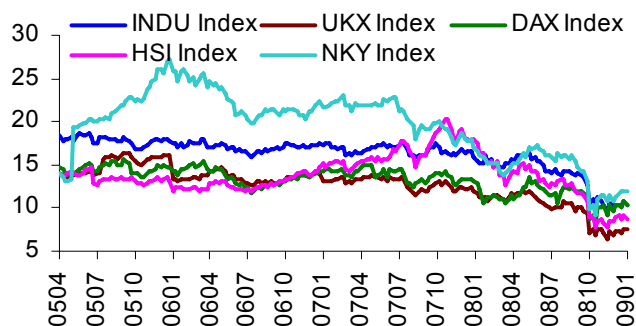
上周美股指数估值水平有所回落。道指市盈率降至 10.37，标普 500 指数估值水平下降至 11.25 倍。欧洲市场估值水平稳中有降，英国富时 100 指数估值水平基本维持在 7.6 倍，德国 DAX30 指数市盈率降至 10.3 倍。亚太市场估值水平普遍下降，日经指数市盈率降至 11.99 倍，恒生指数估值水平则降至 8.75 倍。A 股市场估值水平回升，目前全部 A 股滚动市盈率为 16.17 倍，沪深 300 指数 PB 为 2.16 倍。由于 H 股大幅回调，上周 A-H 股价差大幅上升，当前 A 股溢价水平为 26.64%。

目前 A 股总市值 12.74 万亿，流通市值 4.86 万亿，较前一周增加 7.4%。按 wind 一致预期，沪深 300 指数 08 年动态市盈率为 12.97 倍。年报公告期将至，上周沪深 300 指数 08 年盈利增速预期大幅下调至 3.01%，主要受能源和原材料等行业盈利下调影响；09 年盈利增速预期则上调至 8.07%，主要受原材料和保险等行业的盈利预期下降影响。

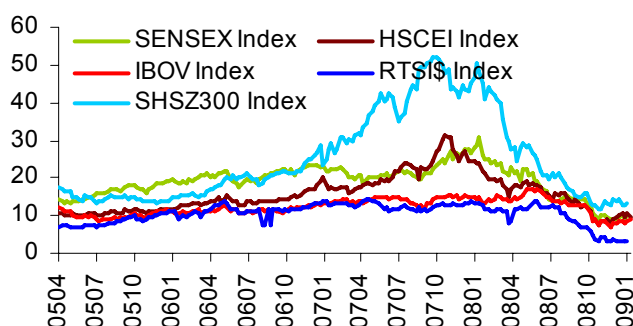
表 1： 上周 A 股市场估值

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	16.17	13.6	11.46	2.21
沪深 300	14.49	12.97	11.09	2.16
中小企业板	29.32	20.94	16.26	3.23

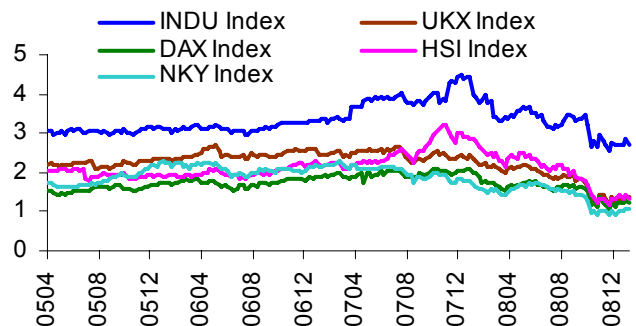
资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 7： 成熟市场静态市盈率比较（剔除亏损）


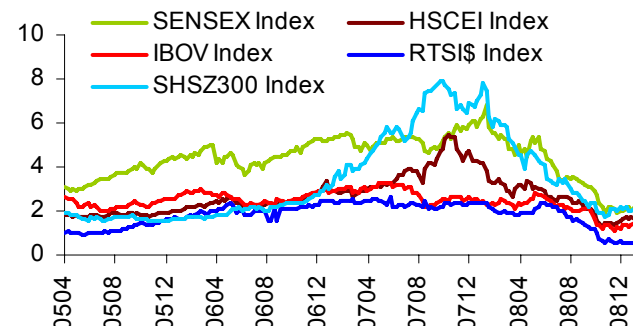
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 8： 新兴市场静态市盈率比较（剔除亏损）


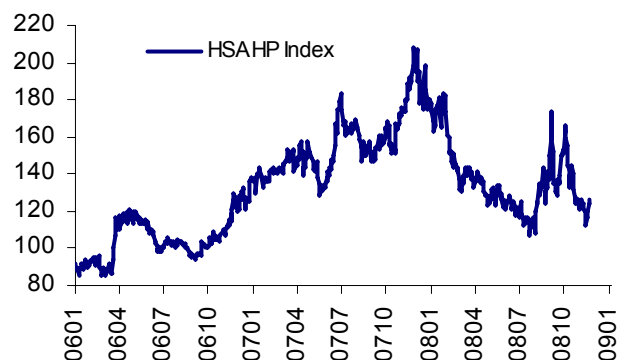
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 9： 成熟市场市净率比较（剔除亏损）


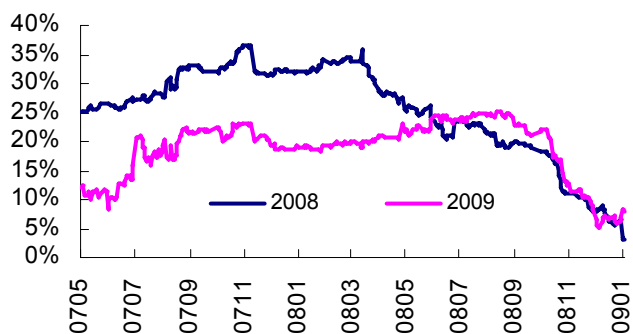
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

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：26.64 %


资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 12： 沪深 300 一致预期：08 年 3.01%，09 年 8.07%


资料来源: go-goal, 招商证券研发中心

上周 A-H 股价差大幅上升。目前 A-H 股溢价水平居前的行业为机械、化工、公用事业、家电、电气、航空、医药等，保险、建材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（15.4%）、海螺水泥（7.7%）和中国人寿（7%）。

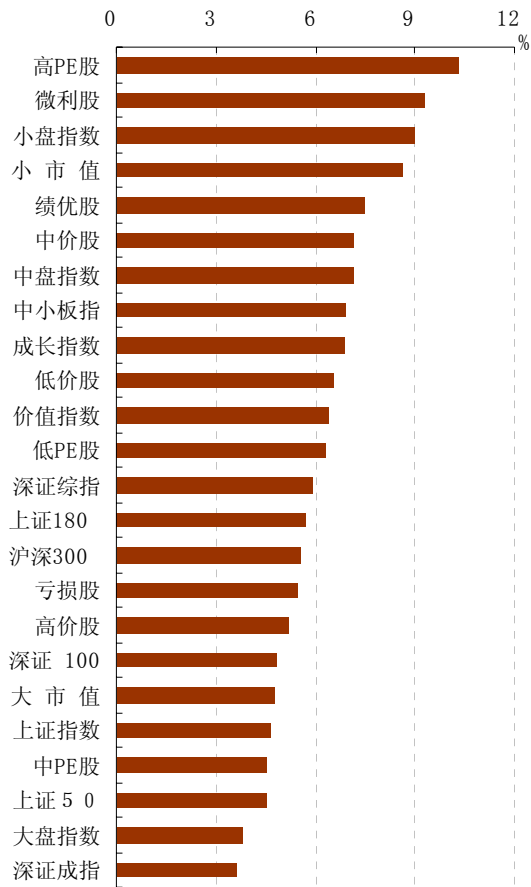
表 2： 本周 A-H 溢价率

溢价在 200 % 以上		溢价在 50 % -200 %		溢价在 50 % 以下	
北人股份	397.0%	S 上石化	192.8%	中兴通讯	39.8%
S 仪化	378.5%	南方航空	190.5%	马钢股份	39.7%
创业环保	364.5%	广州药业	173.5%	青岛啤酒	36.7%
南京熊猫	363.9%	上海电气	170.0%	皖通高速	36.3%
东方航空	353.9%	北辰实业	166.0%	中煤能源	32.9%
东北电气	345.0%	昆明机床	151.8%	中国神华	29.1%
经纬纺机	294.5%	中海油服	146.0%	中国南车	28.7%
新华制药	283.0%	华电国际	141.0%	紫金矿业	25.2%
ST 科龙	214.9%	中海集运	128.6%	中海发展	22.5%
*ST 洛玻	200.0%	中国国航	126.4%	中国中铁	16.5%
		重庆钢铁	119.3%	宁沪高速	12.1%
		大唐发电	115.1%	工商银行	11.3%
		晨鸣纸业	111.9%	建设银行	8.8%
		江西铜业	107.3%	招商银行	4.3%
		东方电气	81.7%	鞍钢股份	3.6%
		深高速	80.1%	交通银行	1.4%
		中国银行	72.5%	中国铁建	1.3%
		中国石化	71.3%	中国人寿	-7.0%
		兖州煤业	69.5%	海螺水泥	-7.7%
		中国石油	65.0%	中国平安	-15.4%
		中国铝业	64.4%		
		华能国际	62.2%		
		中国远洋	61.2%		
		广船国际	60.1%		
		中信银行	58.2%		
		潍柴动力	54.9%		
		广深铁路	52.2%		

资料来源：wind，招商证券研发中心

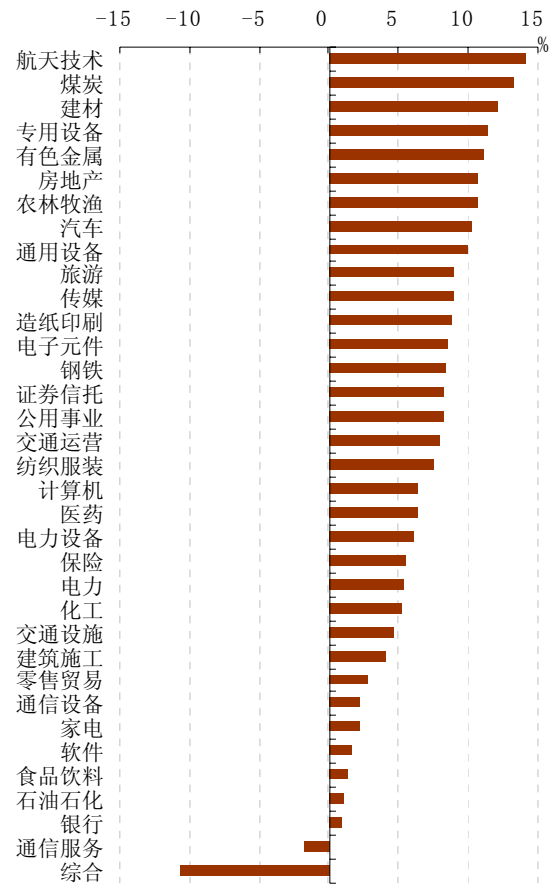
上周市场特征指数全线上扬。前期跌幅较大的高 PE 股、微利股位居跌幅前列，小盘指数、小市值股紧随其后；深证成指、大盘指数、上证 50 指数等涨幅相对较小。具体到招商行业分类，上周大部分行业实现上涨，其中航天技术、煤炭和建材等行业涨幅超过 10%，银行、石油石化和食品饮料等行业涨幅相对较小；而通信服务行业由于 3G 牌照发放预期实现而小幅下跌，综合行业则暴跌超过 10%。

图 13: 本周市场特征指数涨跌幅排行 (%)



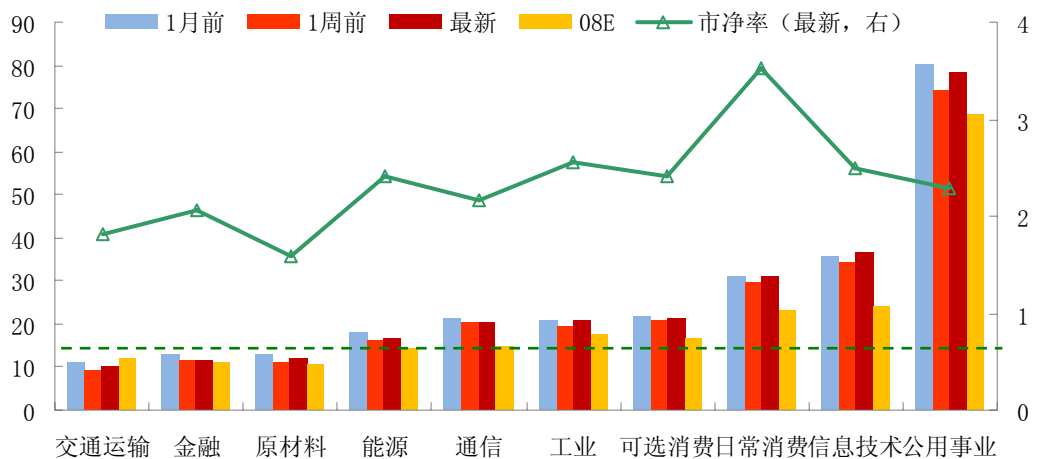
资料来源: 天相, 招商证券研发中心

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。

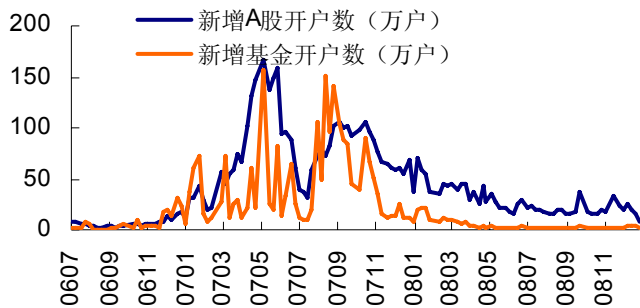
资料来源: 招商证券研发中心

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。

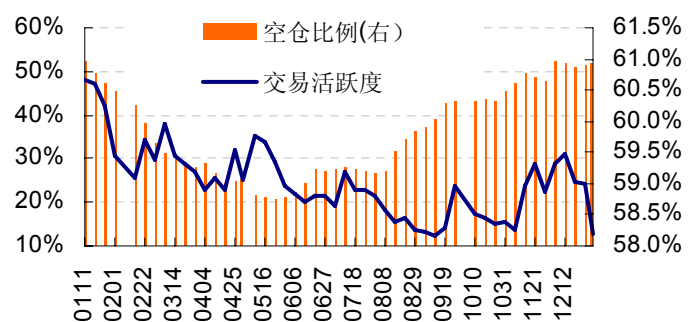
基金与个人开户（12.29-12.31）：本周新增 A 股开户数和基金开户数均大幅下降，其中新增 A 股开户数 8.44 万户，较前期减少 49%；新增基金开户数 2.05 万户，减少 48.4%。本周市场交易活跃度骤降至 12.67%，空仓比例升至 60.91%。

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

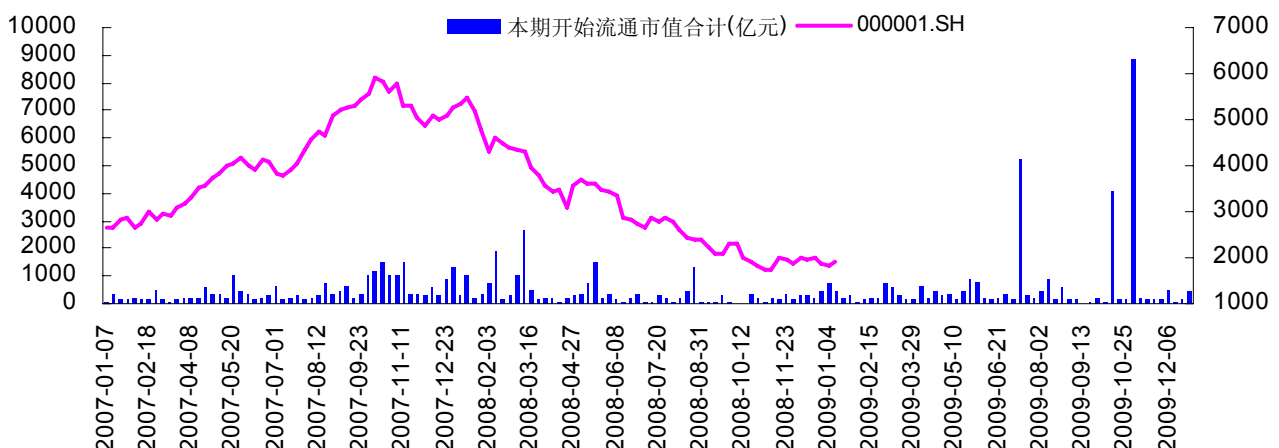


注：从 2008 年开始，中登公司按周公布个人空仓比例。交易活跃度=本周交易账户/持仓账户。

资料来源：wind，招商证券研发中心

限售股解禁：本周市场解禁压力有所下降，总解禁规模约为 199 亿元。其中规模最大的浦东金桥为 35.37 亿元，其次是维维股份的 20.07 亿元、辽通化工的 17.05 亿元、博瑞传播的 16.98 亿元和常山股份的 11.14 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
浦东金桥	2009-01-12	37001.0037	59695.35	0	61.98%	35.37	股权分置限售股份
维维股份	2009-01-16	39899.2	66000	10000	52.50%	20.07	股权分置限售股份
辽通化工	2009-01-14	32300	98621.928	21428.7087	26.91%	17.05	定向增发机构配售股份
博瑞传播	2009-01-18	13132.7316	36451.9434	276.8114	35.76%	16.98	股权分置限售股份
常山股份	2009-01-13	36051.4011	61489.7974	10396.3026	50.15%	11.14	股权分置限售股份
广电电子	2009-01-13	35274.2238	87957.2617	0	40.10%	8.82	股权分置限售股份
海亮股份	2009-01-16	9207.8824	14707.8824	25302.1176	23.01%	7.73	首发原股东限售股份
营口港	2009-01-17	11602.0262	34878.5813	20000	21.14%	7.58	股权分置限售股份
上海物贸	2009-01-13	11552.5792	18617.0298	0	62.05%	7.53	股权分置限售股份
中西药业	2009-01-18	9721.6777	21550.9628	8.5	45.09%	7.29	股权分置限售股份
千金药业	2009-01-12	3366.5012	15092.6539	3051.3461	18.55%	6.79	股权分置限售股份
广电网络	2009-01-17	7362.4034	30683.5584	2656	22.08%	6.04	股权分置限售股份
佛塑股份	2009-01-16	18455.3608	61230.5281	24.9584	30.13%	5.72	股权分置限售股份
莱宝高科	2009-01-12	6262.464	22033.8678	10954.9322	18.98%	5.02	首发原股东限售股份
赛格三星	2009-01-14	18344.5792	51199.58	38467.5664	20.46%	4.68	股权分置限售股份
天地科技	2009-01-15	3372	32441.4294	34998.5706	5.00%	4.41	股权分置限售股份
开滦股份	2009-01-13	2806	33021.9528	28710.0472	4.55%	3.76	股权分置限售股份
三普药业	2009-01-16	3652.3734	12000	0	30.44%	2.85	股权分置限售股份
美都控股	2009-01-12	7861.6491	24963.12	9450	22.84%	2.83	股权分置限售股份
星马汽车	2009-01-13	5761.4793	18748.125	0	30.73%	2.54	股权分置限售股份
首旅股份	2009-01-18	2314	12692.7844	10447.2156	10.00%	2.50	股权分置限售股份
超声电子	2009-01-16	5250	28823.1114	15220.4886	11.92%	2.40	定向增发机构配售股份
岷江水电	2009-01-18	6063.3343	37284.3803	13128.1352	12.03%	2.35	股权分置限售股份
丰原药业	2009-01-13	3704.9882	21636.0748	4364.8452	14.25%	1.36	股权分置限售股份
深振业 A	2009-01-12	2339.0842	48599.0176	2119.3086	4.61%	1.24	股权分置限售股份
厦门国贸	2009-01-12	1030.5288	36846.9998	12801.6	2.08%	0.96	公开增发机构配售股份
百大集团	2009-01-15	1880.0882	19509.0458	18114.9858	5.00%	0.78	大股东增持股份
ST 科健	2009-01-16	2250.0984	10786.7894	4213.8666	15.00%	0.72	股权分置限售股份
熊猫烟花	2009-01-15	630	7258.386	5341.614	5.00%	0.60	股权分置限售股份
西藏旅游	2009-01-18	1429.5911	14727.628	1772.372	8.66%	0.56	股权分置限售股份
赛迪传媒	2009-01-15	1557.8695	18762.8098	12394.5803	5.00%	0.53	股权分置限售股份
天业股份	2009-01-15	1079.208	9281.55	6776.01	6.72%	0.40	股权分置限售股份
广博股份	2009-01-12	430.7489	7754.4111	14088.6889	1.97%	0.23	首发原股东限售股份
阳光股份	2009-01-13	383.8547	37965.2364	15600	0.72%	0.14	股权分置限售股份
唐山陶瓷	2009-01-15	372.0579	13207.0579	9492.9421	1.64%	0.14	股权分置限售股份

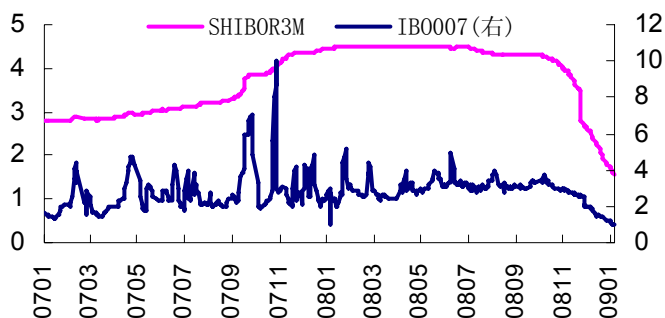
资料来源: wind, 招商证券研发中心

3、利率与汇率

上周 Shibor 与银行间回购利率均小幅走低，分别回落 0.19% 和 0.04%。欧美货币市场拆借利率各有升降，美元 Libor 上周下降 0.15%，欧元 Libor 下降 0.16%；美国 10 年期国债收益率则上升 0.02%。

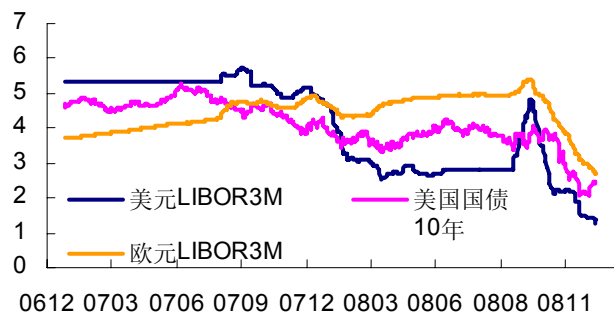
上周美元对欧元汇率继续上扬，欧元对美元报收 1.3476。人民币汇率小幅走低，对美元报 6.8408，2009 年以来累计升值 -0.09%；人民币对欧元升至 9.2187。

图 19: Shibor 与银行间 7 日回购利率



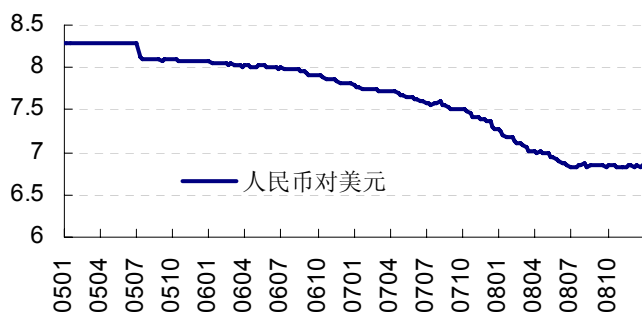
资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 20: Libor 与美国国债



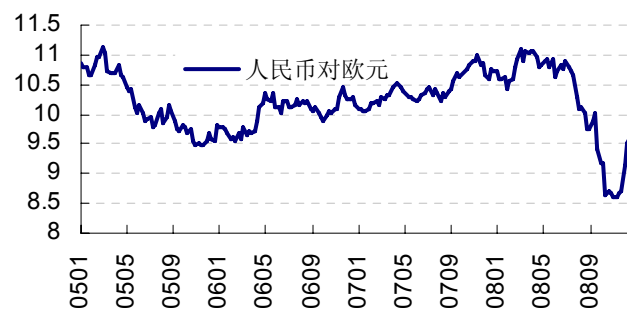
资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 21: 人民币对美元: 6.8408, 自年初升值-0.09%



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

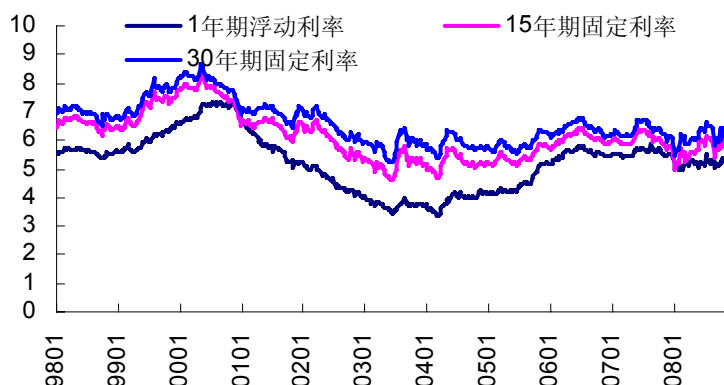
图 22: 人民币对欧元: 9.2187



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

上周美国抵押贷款利率升降各异，1 年期利率升 0.1%，15 年期利率下降 0.21%，30 年期利率下降 0.09%。

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

企业盈利将快速衰退，上市公司盈利预测调整压力将继续呈现。据财政部官员介绍，2008 年，受多重负面因素影响，央企预计实现利润 7000 亿元左右，同比下降 30%。其中两大石油企业炼油板块承担了 2000 多亿元的政策性亏损，两大电网和五大发电企业由于煤电价格联动机制不到位总共影响利润 660 亿元左右。可以推断，即使扣除政策性因素影响，央企盈利已经进入衰退，并将继续衰退。另 2008 年 1 至 11 月份广东规模以上工业企业利润总额下降 13.1%，增幅同比下滑 46.3%，这是受金融危机冲击最为直接和明显的地区之一，预期其他省市工业利润情况也将跟随出现类似情况。反映在上市公司盈利上，沪深 300 指数 08 年盈利增速预期近期持续下调，上周更大幅下调至 3.01%；我们认为目前对 09 年 8% 的预期未来数月将直面考验，至少存在 20% 的下调空间，虽然市场对此已经有所预期，其中压力仍不容忽视。

由外资减持银行 H 股反思中投增持的作用。建行、中行的 H 股上周遭外资股东大规模减持。这有两种可能：一是外资股东（以银行为主）已经再度面临较大的资金压力，以至于必须减持相关资产筹集资金；二是中国银行业下一阶段的经营情况令人担忧。不论哪种情况，减持行为对 H 股的压力客观存在，这正与中投在国内的勉力增持行为形成对比，后者已经被套，表明缺乏基本面支持的增持行为对股价的维护作用相当有限且不可持续。

马多夫案后再现萨蒂扬案，或许都只是裸泳的序曲。马多夫案发生在发达国家的金融领域，萨蒂扬案则发生在新兴国家的经济领域，两者看似手法不同、毫无关联，实则异曲同工、殊途同归：从本质或根源上理解，过去数年全球经济领域与金融市场的持续繁荣本身就具有庞氏骗局的特征，那么在经济和金融领域各自出现一起典型性庞氏骗局不足为奇。马多夫案也好，萨蒂扬案也好，我们怀疑都只是序曲，潮水退去时，才知道谁在裸泳，下一阶段我们应可看到越来越多的裸泳者。

勇敢者游戏：在解禁股中寻找熊市避风港。我们在 12 月初的一篇专题报告指出，在 08 年以来的下跌行情中，限售股解禁日后 30 个交易日大约获得了 5% 左右的超额收益。近期解禁的海通证券、中国太保、金风科技则在解禁后 5 个交易日的累计超额收益超过 15%，我们发现这三个公司都具备解禁数量较大，解禁股权分散，后续解禁压力小的共同特征，利空兑现使之成为熊市中的避风港。参考这些特征，我们认为未来三个月内觉有类似避风港效应的公司可能存在于山东黄金（0126）、神火股份（0110）、莱宝高科（0112）、海亮股份（0116）、国金证券（0202）、西飞国际（0225）、招商银行（0227）、中科三环（0317）等公司中。

三、投资机会

本周行业研究员推荐的公司中，我们建议关注华北制药等。

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
华北制药	张明芳	强烈推荐	维持	0.06	0.24	0.32	8	华北制药收购新药公司股权，将充实公司研发平台和产品线，减少与集团之间的关联交易，提升公司的盈利能力和估值水平，华北制药将跃居“一线股”之列。收购完成后，华北制药将累计持有新药公司 97.93%的股权。新药公司历史悠久、构建了成熟的研发平台和产品线，具备持续快速增长的盈利前景。公司引进 DSM 战略投资者，正在“尾声”推进阶段。维持“强烈推荐-A”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
2009.1.5	2008 并非不堪回首，2009 不期牛年牛市	钢企整合加速折射中国产业结构调整压力；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；2008 并非不堪回首，2009 不期牛年牛市。	
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。	
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。	

日期	报告名称	主要观点	投资机会
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。