

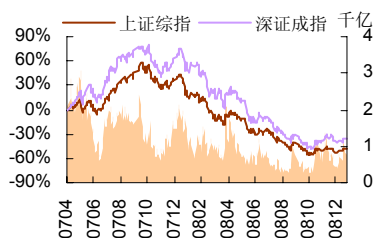
赵建兴、鲁信文、王晶晶
 86-0755-82943202
 zhaojx@cmschina.com.cn

2009年02月02日

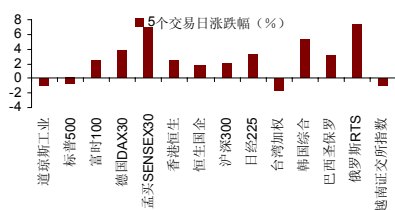
牛年且盼牛，风险仍需防

一周投资策略（02.02）

上证指数：1990.66



各国指数周涨跌幅



A-H 价差：41.1%



本周估值

	PE	08PE	09PE	市净率
沪深300	14	13.6	11.7	2.3
中小板	24	21.4	16.7	3.3

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——盈利调整压力不容忽视，关注勇敢者游戏 1/12/2008
- 3、一周投资策略——钱多就牛？钱多人傻？建议控制仓位过年 1/19/2008

内容摘要：

- 国际经济消息多为负面，全球股市冲高受阻。欧美主权债券风险上升，企业信贷及债券违约率或将激增，制约后续走势
 - IMF 大幅下调 2009 年全球经济增长至 0.5%。美国四季度经济大幅下降 3.8%，住房销售继续萎缩。美欧日多家大公司 1 月 26 日同时宣布大规模裁员计划。美众议院通过 8190 亿美元经济刺激计划。
 - 美、德、英等国债收益率持续上升，和公司债券之间息差收窄。各国均把大量发行国债作为金融救助计划和经济刺激计划的资金来源，将本应由私营部门承担的风险转移到公共部门。值得思考的是，如果说金融危机根源在于过度负债，特别是私营部门，那么在公共部门增加更多负债能否解决危机？还是最终使本已不堪重负的债务大厦加快崩塌？
 - 穆迪预测，未来 12 个月内全球企业债违约率将从 2008 年的 4% 上升至 15.1%。从历史数据看，垃圾债券违约率最高的年份才是股市见底的年份。原因显然在于，企业破产风险的增加将对股市估值水平形成抑制。
- 山寨联想：中国经济走出困境的蹊径？
 - 美国应该鼓励投资、抑制消费，而中国应该抑制投资、鼓励消费，但两国的经济刺激计划看起来都存在偏差。在衰退和通缩过程中刺激消费很难，但中国有产能、有劳动力，也有储蓄、有消费意愿，关键在于将过剩产能转向为国内需求服务，在于组织经济资源进行生产、提高就业，满足潜在需求，甚或创造需求，则消费不需鼓励而将自行提升。
 - 山寨春晚最后虽然草草收场，却引发了我们不少联想。山寨的精神，在于以最低的成本最大程度的满足消费者需求。从山寨手机对中国通讯消费需求的刺激和满足上可以推想一斑，中国想要启动消费，就需要以中国的制造能力和创造能力满足中国的需求。在这一过程中，山寨精神或许可以发挥出意想不到的功效，但还需要打破各种进入限制和政策垄断。
- 牛年伊始，投资者翘首盼牛，但更应注意风险
 - 节前上证指数五试 2000 点未果、鼠年收绿、中小板滞涨等现象值得警惕。而业绩预警冲击波将至。市场情绪或许还可支持反弹行情延续，结构性机会也仍然存在，但投资者更应注意风险，考虑逢高减持。
- 美元走势难明，传中国买入黄金代替美国债，金价重上 900 美元/盎司。黄金股应值得看好，特别建议关注节后将有大量增发股份解禁上市的山东黄金。
- 《国务院关于 2009 年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》出台，受益的农业股（如北大荒、种业公司等）、农用机械股、化肥股（如湖北宜化、云天化）等可以适当关注，具体分析详见后文。祝牛年顺意！

□ **IMF 大幅下调 2009 年全球经济增长至 0.5%；美国四季度经济大幅下降 3.8%，住房销售继续萎缩。全球裁员风波愈演愈烈。美众议院通过 8190 亿美元经济刺激计划。**

➢ IMF 发布了最新的《世界经济展望》，预测 2009 年全球经济增长（按购买力平价计算）仅为 0.5%，比 11 月所做预测整整降低了 1.7 个百分点。下调对发达经济体的增长预期至-2%。预计不良债务造成的损失超过 2 万亿美元。

➢ 据美国商务部 1 月 30 日公布的初步数据，去年第四季度美国经济下滑势头进一步加剧，按年率计算下降 3.8%，是 30 年来的最严重收缩。住房市场方面，美国去年 12 月份新房销售量下降了 14.7%，经季节调整按年率计算仅为 33.1 万套，为 1963 年开始收集此类数据以来的最低点。类似的报道还包括，韩国四季度 GDP 比前一季度收缩了 5.6%，日本 12 月份工业产值较上月下降 9.6%；

➢ 美国、欧洲、日本多家大公司在 1 月 26 日同一天宣布大规模裁员计划，令世界各地共有超过 9 万人同时面临失业。包括美国建筑机械制造巨头卡特彼勒公司 30 日宣布，将在此前宣布裁员 2 万人的基础上再裁员 2110 人，占员工数的约 19%；波音公司计划 2009 年削减 1 万个工作岗位。法国周四爆发了上百万工人参与的全国范围的罢工。

➢ 日本电器巨头松下公司将在于 3 月底结束的 2008 财年出现超过 3000 亿日元的净亏损，日立曾预计集团本财年净亏损将高达 7000 亿日元，东芝可能出现 2800 亿日元亏损，索尼则可能面临 1500 亿日元亏损。

➢ 民主党主导的众议院顺利通过了奥巴马政府提交的 8190 亿美元经济刺激计划，但共和党参议员可能要求添加关于住房计划的内容。

□ **全球股市冲高受阻，信贷债券违约率预计将激增，制约后续走势。**

➢ 1 月份，道琼斯指数下跌了 8.84%，标准普尔指数下跌了 8.57%，均创历史同月最大跌幅。2 月底之前对经济刺激计划的预期推动了一波小反弹，但随即受阻于经济数据恶化导致的担忧。

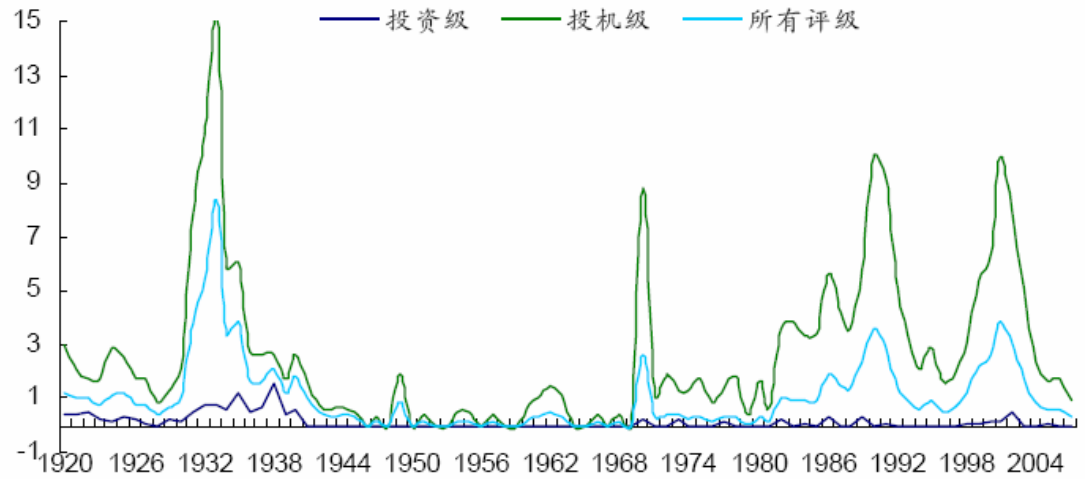
➢ 3 月 LIBOR 利率继续下降至 1.26%，TED 利差继续收窄，A2/P2 票据利差回落到 100BP 左右。但抵押贷款利率未出现明显改善。美、德、英等国债收益率持续上升，和公司债券之间息差开始收窄；这表明各国政府均把大量发行国债作为金融救助计划和经济刺激计划的资金来源，一个结果是将本应由私营部门承担的风险转移到公共部门。值得思考的是，如果说金融危机根源在于过度负债，特别是私营部门，那么在公共部门增加更多负债能否解决危机？还是最终使本已不堪重负的债务大厦加快崩塌？

➢ 预计信贷、债券违约率即将激增。按穆迪的最新预测，在全球范围内，未来 12 个月企业债违约率将上升至 15.1%，而 2008 年这个数据为 4%。欧洲投机级贷款和债券的综合违约率将在 2009 年飙升至 18.3%。

➢ 虽然贷款坏账率是经济和股市的滞后指标，但是垃圾债券的违约率却是一个重要的同步指标。从历史数据来看，垃圾债券违约率最高的年份才是股市见底的年份，尽管月份上可能滞后，原因显然在于，当金融危机逐步深入影响到实体经济后，企业破产风险的急剧增加将对股市估值水平形成强烈抑制。从这个角度看，

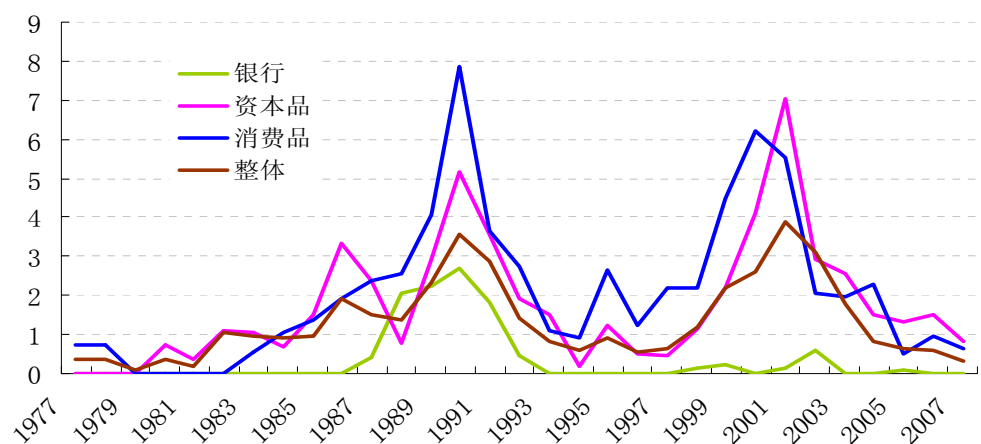
在垃圾债券的违约风险充分暴露之前,美国股市的后续走势将持续受到抑制。(图 1, 2, 表 1)

图 1: 穆迪分类债券违约率



资料来源: moody, 招商证券

图 2: 穆迪分行业债券违约率



资料来源: moody, 招商证券

表 1: S&P500 指数重要调整期参数

高点时间	低点时间	调整时间(月)	股价调整幅度	PE 高点	PE 低点	股息率低点	股息率高点	工业生产调整低点时间	工业生产调整幅度	最高利率-市场见底时利率-最低利率	市场见底时利率下调幅度占全部下调幅度
1929.9	1932.6	33	-84%	32	5.8	3%	13%	1932.8	-48%	6.25-2.75-1	67%
1937.5	1938.6	13	-41%	22	12	4%	7.5%	1938.6	-31%	1-0.88-0.65	35%
1973.11	1974.1	11	-36%	18	9	3%	5%	1975.5	-11.6%	9-9.25-5.25	--
1980.11	1982.8	21	-24%	10	7.4	4.6%	6.2%	1983.1	-7%	20-10-7.75	81%
2000.9	2002.9	24	-43%	43	22	1%	2%	2002.3	-5%	6.5-1.75-1	86%
2007.10-至今		13	-49%	17.9	10	1.8%	3.7%		-3.8%	5.25-1.0?	81%

注: 30 年代的官方利率由于数据缺失, 采用 6 个月期商业票据利率代替, 关键在于解读下降幅度。本次利率调整假设最后调整到 0。

资料来源: BLOOMBERG, CEIC, 招商证券

□ 春节期间消费尚属旺盛，但楼市清淡

- 春节长假 7 天全国实现社会消费品零售总额 2900 亿元，同比增长 13.8%。
- 据初步统计，今年春节广州楼市成交比去年同期减少 20% 以上；上海在大年初三、初四两天，全市新房成交量则只有 24 套；在北京，开发商纷纷打出降价牌促销，减幅甚至高达百万。

□ 山寨联想：中国经济走出困境的蹊径？

➢ 中国经济要走出困境，关键在于将因出口、房地产回落而出现的过剩产能转向为国内需求服务，这一再平衡过程不会比美国来的容易。美国应该做的是鼓励投资、抑制消费，而中国应该做的正好相反，抑制投资、鼓励消费。但对比两国的经济刺激计划，美国政府显然还希望刺激消费、而中国政府显然还希望鼓励投资以度过困境。但对美国来说，过度消费之后能不能把消费刺激起来，这是一个问题，短期刺激起来之后只会导致长期更多的负债，这又是一个问题。对中国来说，问题非常类似，过度投资之后能不能把投资刺激起来，这是一个问题，短期刺激起来之后只会导致长期更多的产能过剩，这又是一个问题。

➢ 中国应该如何鼓励消费？不难想象，在衰退和通缩过程中，预期恶化对消费的抑制作用将超过价格下降的刺激作用，而中国消费者信心目前正受到失业和降薪的不断打击，期望减息以降低中国的家庭储蓄率更是难以期望。但中国有产能、有劳动力，也有储蓄、有消费意愿，因此关键在于组织经济资源进行生产、提高就业，满足潜在需求，甚或创造需求，则消费不需鼓励而将自行提升。

➢ 山寨春晚最后虽然草草收场，却引发了我们不少联想。山寨的精神，在于以最低的成本最大程度的满足消费者需求。从山寨手机对中国普通民众通讯消费需求的刺激和满足上，可以推想山寨的活力和作用。中国想要启动消费，就需要以中国的制造能力和创造能力满足中国的需求，在这一过程中，山寨精神或许可以发挥出意想不到的功效。

➢ 但目前经济领域中还大量存在的各种进入限制和政策垄断，比如通信传媒，比如医卫文教，比如金融服务。这些限制和垄断一旦破除，相信必将使民间抑制多时的创新动力和消费需求同时得到释放。

□ 牛年伊始，投资者翘首盼牛，但更应注意风险，考虑逢高减持。

➢ 年前我们认为“流动性驱动反弹或将延续，不确定性实已增强”，估值较低、预期有所改变的行业上可能发生估值修正，但“钱多人傻”，行情投机性较强，因此建议投资者从安全角度考虑控制仓位过年。

➢ 牛年伊始，投资者翘首盼牛。但我们认为节前上证指数五试 2000 点未果、鼠年收绿、中小板滞涨（领涨股东方雨虹、川大智胜似有逢高减仓之疑）等异常现象应值得警惕。而业绩预警冲击波将至，我们认为市场情绪或许还可支持反弹行情延续，结构性机会也仍然存在，但投资者更应注意风险，对于涨幅已高的中小板股及炒作充分的题材股应考虑逐步逢高减持。

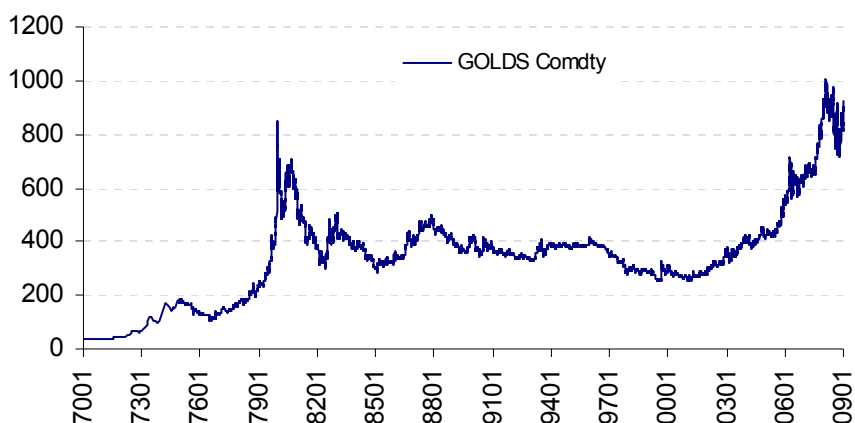
□ 传中国买入黄金代替美国债，金价重上 900 美元/盎司，黄金股值得看好

➢ 中国国务院总理温家宝表示，中国未来是否继续购买美国债券及购买数量要多少，要视乎中国的需要及保值情况，而人民币汇率的稳定符合所有人的利益。

➢ 美国经济的衰弱使得美元地位受到质疑，一方面美国经济复苏想要依靠外需，则美元不能太强，另一方面，若美元走弱则会引发抛售压力，意味着未来一段时间美元将进入一个尴尬境地。实际上，我们怀疑不只是中国，对于大多数国家而言，应该都会考虑在其外汇储备组合中增加黄金的配置比例。

➢ 我们的有色金属研究员赵春也认为黄金股是有色金属中最值得看好的品种。特别建议关注山东黄金，因节后将有大量定向增发的股份解禁上市。根据我们之前《勇敢者游戏：在解禁股中寻找熊市避风港》的研究，此类解禁股份数量大，解禁股权分散，后续解禁压力小的公司存在交易性机会。

图 3：黄金价格反弹



资料来源：BLOOMBERG，招商证券

□ 《国务院关于 2009 年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》出台，受益的农业股、农用机械股、化肥股等可以适当关注

➢ 农业股每年在一号文件出台前后有着不同程度的交易性机会。今年的主要内容是增加农业农村投入、增加农民补贴、保持农产品价格合理水平。北大荒直接受益；补贴加大将使种子板块（登海种业、敦煌种业、万向德农、隆平高科、丰乐种业）受益；扩大国家粮食、棉花、食用植物油、猪肉储备将使棉花板块（新赛股份、新农开发）、植物油加工板块（广州冷机）、生猪养殖板块（双汇发展、新五丰、正邦科技）受益。发改委日前发布《关于改革化肥价格形成机制的通知》，放开化肥价格，氮肥企业可能受益，湖北宜化、云天化等估值相对较低的公司将具有更大的短期炒作空间。

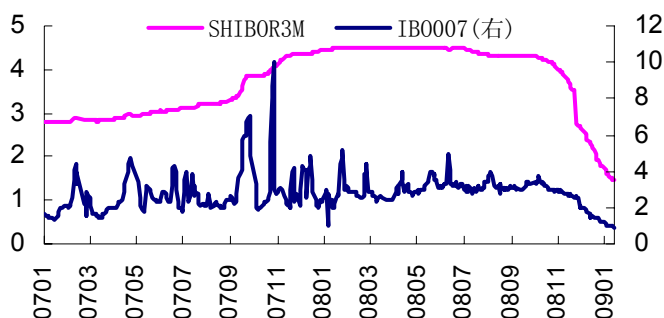
➢ 而无烟煤企业可能间接受益。此外，农用机械也将从政策扶持中受益。

利率与汇率

由于货币环境的充裕，使得上周 Shibor 与银行间回购利率继续走低至两年来低点，分别回落 0.08% 和 0.03%。欧美货币市场拆借利率继续回落，美元 3 月 Libor 上周下降至 1.14%，欧元 3 月 Libor 下降至 2.45%；美国 10 年期国债收益率下降至 2.32%。

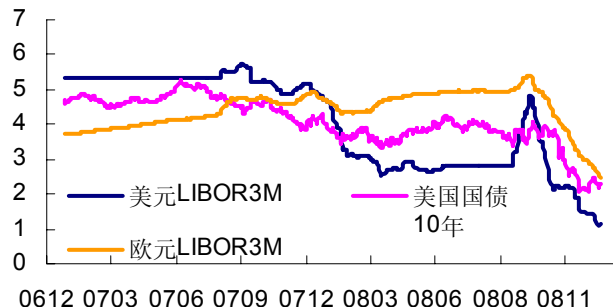
上周美元反弹至 85.999，人民币汇率基本走稳，对欧元升值至 8.779。

图 4: Shibor 与银行间 7 日回购利率



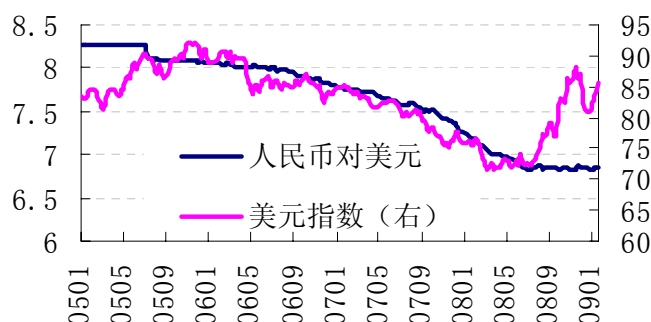
资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 5: Libor 与美国国债



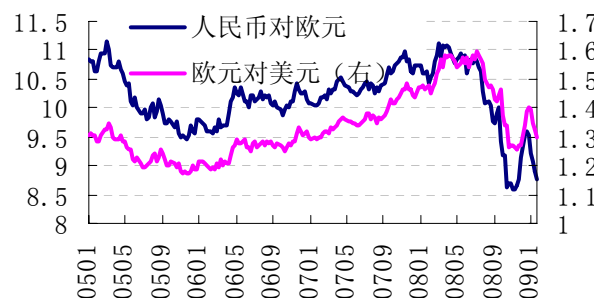
资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 6: 人民币对美元: 6.8519, 美元指数 85.999



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

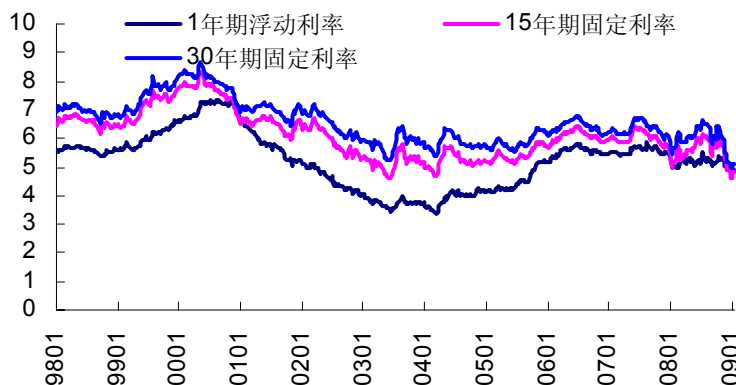
图 7: 人民币对欧元: 8.779



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

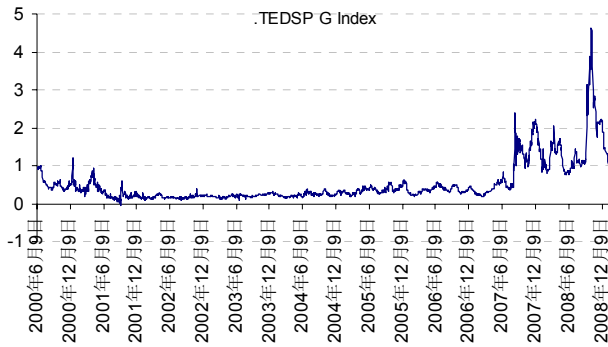
上周美国抵押贷款利率小幅波动，1 年期利率下降至 4.9%，15 年期利率小幅上升至 4.8%，30 年期利率下降至 5.1%。

图 8: 美国抵押贷款利率



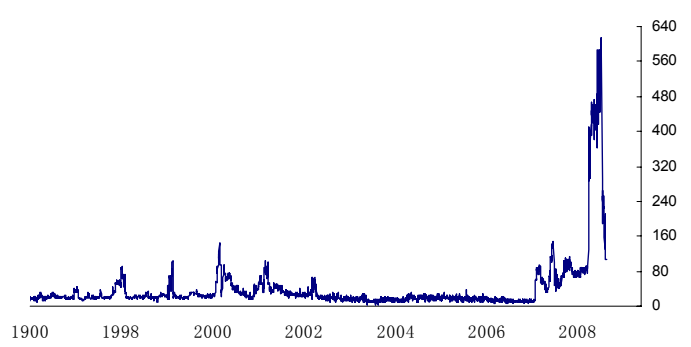
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 9: TED 利差



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

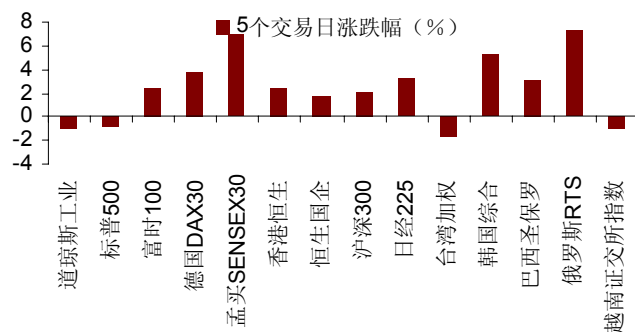
图 10: 商业票据 A2/P2 利差



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

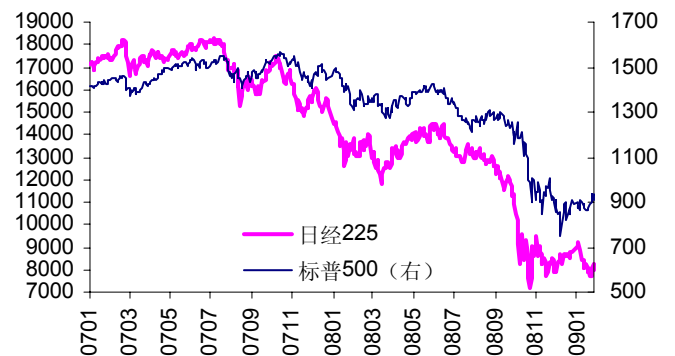
各国指数涨跌与估值水平

图 11: 各国指数周涨跌幅



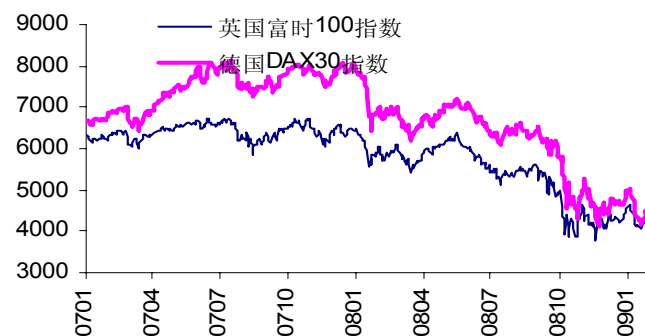
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 12: 美国标普 500 指数与日经 225 指数走势



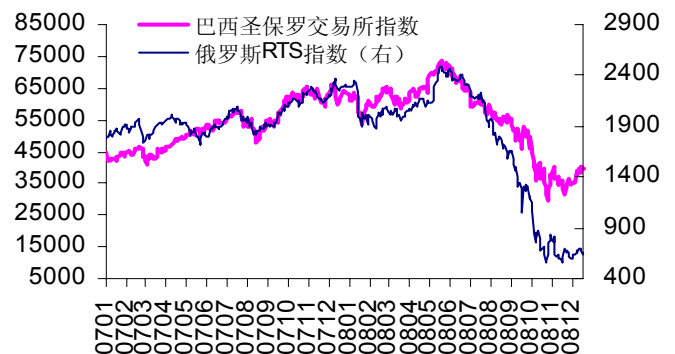
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 13: 英国富时 100 指数、德国 DAX30 指数走势

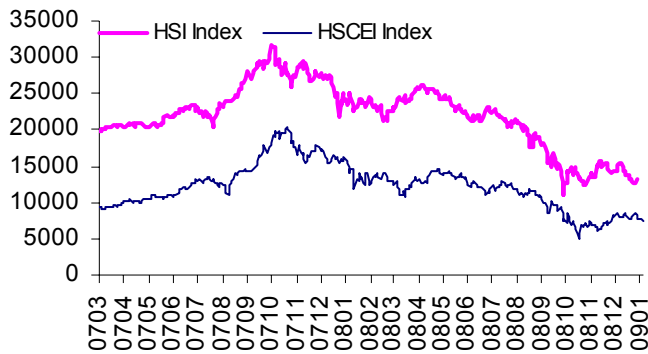


资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

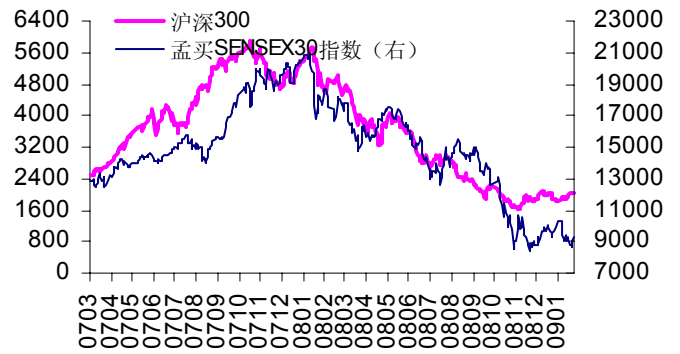
图 14: 巴西圣保罗指数与俄罗斯 RTS 指数走势



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

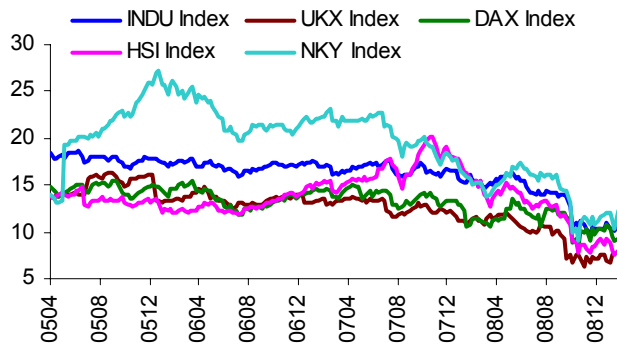
图 15: 香港恒生指数与国企指数走势


资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

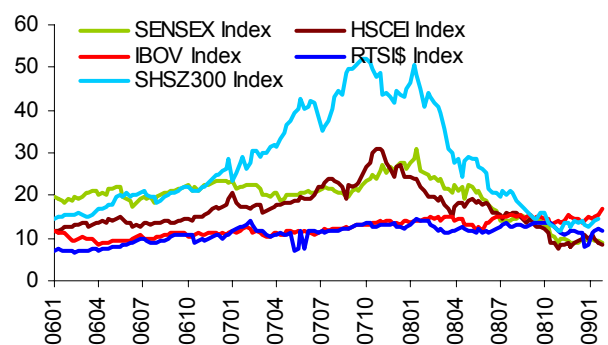
图 16: 印度孟买 30 指数与沪深 300 指数走势


资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

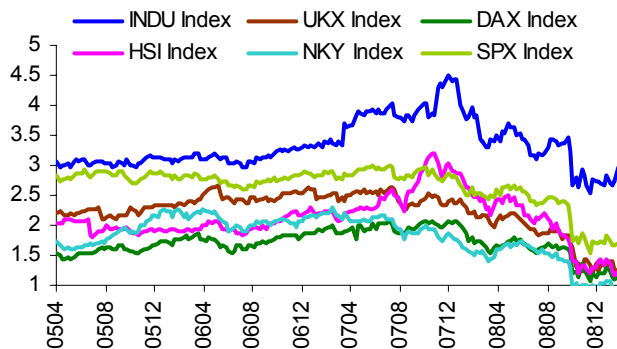
上周美股指数估值水平有所回落。道指市盈率降至 10.55，标普 500 指数估值水平下降至 10.94 倍。欧洲市场估值水平平稳中有升，英国富时 100 指数 PE 上升至 7.46 倍，德国 DAX30 指数市盈率升至 9.22 倍。亚太市场估值水平普遍反弹，日经指数市盈率升至 12 倍，恒生指数估值水平则降至 8 倍。

图 17: 成熟市场静态市盈率比较（剔除亏损）


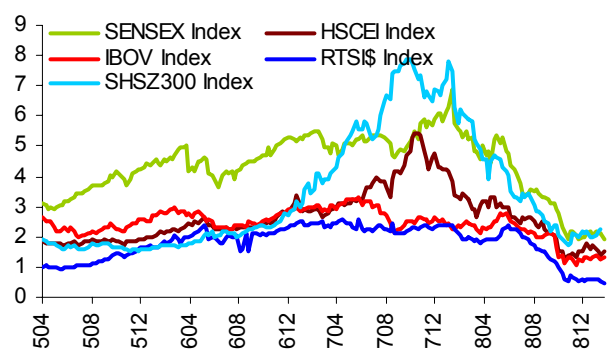
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 18: 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 19: 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 20: 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

本周解禁压力

限售股解禁：春节期间和节后第一周解禁压力较小，均不到 100 亿，从个股看，主要的解禁压力是节前解禁的海油工程、保利地产，节后的中信国安、国金证券、巨化股份以及山东黄金等，关注其中蕴含的交易性机会（勇敢者的游戏）。

图 21：本周限售股流通市值



资料来源：wind，招商证券研发中心

表 2：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
海油工程	2009-01-24	78623.8252	190080	0	41.36%	128.71	股权分置限售股份
中信国安	2009-02-06	64939.5338	151947.943	4052.0548	41.63%	52.60	股权分置限售股份
保利地产	2009-01-27	19954.0956	125142.5098	120091.8088	8.14%	32.94	首发原股东限售股份
国金证券	2009-02-02	5644.332	13382.8414	36629.2648	11.29%	14.96	定向增发机构配售股份
巨化股份	2009-01-25	26181	55680	0	47.02%	12.38	股权分置限售股份
赤天化	2009-01-24	13185.2009	30627.4882	0	43.05%	10.84	股权分置限售股份
辽宁成大	2009-01-24	5674.3231	90048.5544	0	6.30%	10.50	股权分置限售股份
广聚能源	2009-02-06	19697.1468	47354.1248	5445.8752	37.31%	8.49	股权分置限售股份
山东黄金	2009-01-26	1788	17298	18278.8102	5.03%	8.22	定向增发机构配售股份
爱建股份	2009-01-29	12525.2776	72654.0475	9386.4013	15.27%	7.59	股权分置限售股份
空港股份	2009-02-06	14678.179	25200	0	58.25%	6.99	股权分置限售股份
大龙地产	2009-02-06	13839.2076	41500.1616	0	33.35%	6.17	股权分置限售股份
新疆众和	2009-01-29	4400	20930.9432	14274.9252	12.50%	4.34	定向增发机构配售股份
中体产业	2009-02-01	8035.575	64021.2111	16334.5387	10.00%	4.27	股权分置限售股份
常山股份	2009-02-02	10396.1	71885.8974	0.2026	14.46%	3.61	定向增发机构配售股份
达意隆	2009-01-30	2773.55	5673.55	5726.45	24.33%	2.60	首发原股东限售股份
*ST 九发	2009-01-24	12040.7961	24934.0569	164.9511	47.97%	2.59	股权分置限售股份
科学城	2009-01-24	7541.5246	41751.4663	20541.1034	12.11%	2.38	股权分置限售股份
绵世股份	2009-01-29	2719.1454	22409.3888	7400.1634	9.12%	2.35	股权分置限售股份
栖霞建设	2009-01-29	6559.488	105000	0	6.25%	2.35	公开增发机构配售股份
合肥城建	2009-01-28	2370	6375	9630	14.81%	1.82	首发原股东限售股份
特尔佳	2009-02-02	2387	4987	5313	23.17%	1.80	首发原股东限售股份

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
ST 望春花	2009-01-25	2400	23558.6284	8945.4746	7.38%	1.21	股权分置限售股份
宏达新材	2009-02-02	1689.2855	7789.1955	16398.5231	6.98%	1.20	首发原股东限售股份
ST 百花	2009-01-24	2583.1005	7707.0993	6462.0367	18.23%	1.19	股权分置限售股份
飞马国际	2009-01-30	960	4460	9140	7.06%	0.85	首发原股东限售股份
*ST 商务	2009-01-31	1761.5635	13320.5077	4141.5187	10.09%	0.62	股权分置限售股份
桐君阁	2009-02-01	980.825	10841.0615	8775.4373	5.00%	0.54	股权分置限售股份
武汉中百	2009-01-28	528.9622	53663.849	2386.68	0.94%	0.44	配股原股东限售股份
中银绒业	2009-01-28	800	8600	8000	4.82%	0.41	股权分置限售股份
东方集团	2009-01-24	735.7142	101877.7325	26338.0655	0.57%	0.39	大股东增持股份
联华合纤	2009-02-05	611.4935	6026.9297	4236.7063	5.96%	0.29	股权分置限售股份
南洋股份	2009-02-02	22.6	3822.6	11277.4	0.15%	0.03	首发原股东限售股份

资料来源：wind，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，五年证券从业经验。2003 年进入招商证券研发中心。

鲁信文：财政学硕士学位，14 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。