

2009.2.11

看看后进板块

A股策略月报(2B)

 国泰君安策略团队

目录与摘要:

● 近期策略观点——投机性探索

针对本轮市场中投机性,我们提供了一些解释,主要是从三大资本的实力对比展开,通过考察改革开放以来“国进民退”和“国退民进”经验以及目前国内外宏观经济和政策背景,认为随着实体经济(特别是吸纳大量资本的重化工业)的“国进民退”,使得部分数量众多的民营资本为了逐利,只能将自己“虚拟化”和“投机化”。另外,从目前国家出台的政策以及考虑到股市对消费的刺激上来看,在经济仍然处于下滑周期,同时行业整合没有完成之际,资本的“投机性”将在股票市场体现的淋漓尽致。这也是我们年初没有重点推荐周期性行业的交易性机会,而是力推众多主题机会的理由。

回到近期市场,人气在迅速升温,尽管距离我们上半年目标价位2300-2500之间的区间不远(目前整体估值08年23倍PE,沪深300指数08年17.7倍PE),但是现在下去也没有多大空间,这使得我们继续看多,但略微谨慎。

我们开始逐渐关注涨幅滞后板块:高价股板块、中字头板块、食品饮料、零售百货、3G通讯、钢铁、金融、石油石化、工程建设、交运设施与公用事业。

● 近期选股思路——重点推荐零售商贸

我们认为,交运设施和公用事业在上涨中较难超越市场。而3G通讯存在炒作的概念,但是考虑到该技术已经被多数投资者了解,国内上市公司均属技术追随者,这限制了该板块的表现。食品饮料行业属于非概念性行业,因此我们研究员重点推荐青岛啤酒。

在落后的板块中,因为具有整合和改善公司治理从而释放业绩动力的主题,且根据大商股份发出的信号,我们重点推荐商贸零售板块。通过筛选,重点推荐:重庆百货、武汉中商、新世界、华联股份、百联股份。

● 投资组合

我们在15元卖掉锡业股份,8.5元卖出了南山铝业,14元买入华鲁恒生,10.8元买入太阳纸业,总仓位仍将保持在60-70%,组合收益率为16.78%。尽管有色股在我们卖出以后仍然在上涨,不过我们坚持认为有色期货价格并不一定在短期能够继续上涨,而化工和造纸的价格反弹显得更为确定。目前,拉低我们组合的股票有三个:建设银行、中国平安、双汇发展。

本周不得不知的数据:

12周

2009年春节后第一周(2月1日-6日),国内钢价连涨6天。如果从2008年11月中旬钢价反弹算起,此轮国内钢价上涨已达到12周。与此同时,第一周上海钢材电子盘主力合约大跌7.5%,则可能是市场对后市钢价发出的“预警”信号。

1.02%

上海二手房指数办公室最新披露的调查数据,2009年1月上海二手房价格指数为2297点,与2008年12月份相比,下降19点,环比跌幅为0.79%。在监控的各个样本中,5个市中心区域全部出现下跌,平均跌幅为1.02%。

1.0%

1月份CPI为1%,PPI同比下降3.3%,原材料、燃料、动力购进价格同比下降5.3%,我们预计2月份CPI可能为负。

近期策略观点

1.1 市场背景探查——投机性探源

去年第四季度还看到报道说经济危机来了，“黑社会”（如果算是行业的话）是很好的行业。可是最近看到的就变调了，有报道说：

“不少昔日受大哥器重的小弟，都意外遭“裁员”或是降薪；北市东区一家大型的便服酒店，门口泊车的“松联帮”小弟，原本是大哥身边的随扈，金融海啸后，大哥的金主垮台，养不起那么多小弟，只好叫他到酒店“自力更生”，小弟说，没想到混黑道也会被“裁员”。”

“看景气对黑帮的影响，可以从大哥身边带的小弟数量观察出来。以前景气好的时候，大哥出入总有 5、6 名小弟跟着。而今，为减少开支，一名小弟又当保镖又兼司机的，大有人在。”

“一名黑道大哥春节前到大陆广州访友，晚餐桌上意外遇到四名其他堂口的大哥，三杯黄汤下肚，大哥们感慨自嘲说，出外旅游，其实是为了避风头，但此番避风头并不是怕扫黑，而是想躲掉那排山倒海而来的红白帖和酒摊。如今黑道大哥都体会到：“钱才是真正的大佬”。”

网上也流传着一句话是“现金比你妈妈更重要”。

不过，这仅是相对实体经济来说，从虚拟经济角度来看，春节第一周以来股市成交活跃，资金不断涌入；最近两月银行贷款也大幅“放量”；另外，目前票据供求两旺压低了票据贴现利率；而票据利率与存款利率倒挂，现行的半年期定期存款利率为 1.65%（月利息），而票据市场的直贴现利率约为 1.4%。

在股票市场上，主要的线索也是主题投资，比如中小盘成长股主题，并购主题，军工主题，新能源主题等等，这些涨幅均大幅超越指数，另外的线索是周期性行业的交易性机会。很明显目前实体经济和虚拟经济相背离，而虚拟经济以炒作和投机为主。

另外的体现就是：目前，又不是研究员给投资者推荐股票了，而是反过来了，并且推荐的理由也不是基于基本面，而是炒作的空间了，比如上周有投资者给我推荐“西单商场”，理由是 08 年下跌过快（没人卖出，都套牢了），在底部换手后，上面有较大空间没有套牢盘，容易拉升——结果真是大幅上涨。

不仅股市如此，虚拟经济皆然。有看到资讯称：钢材现货市场开发人员纷纷“改嫁”期市，六成以上贸易商愿随之转战钢材期货——看来，去年有色、石油、BDI 指数暴跌斩杀了无数投机客的现实也没有阻止这个势头。

没有办法，民营资本在经济危机和信贷紧缩中整体遭受重创，而外资资本则面对本国经济严重下滑，只有政府支持的国家资本傲然屹立，即使出现损失，国家也来资金支持。经济危机事实上导致或者可能会演变成为实体经济的“国进民退”。

比如：经历了 08 年下半年以来的急剧下滑后，曾被称为“铁本第二”的宁波钢铁将迎来新东家——宝钢，而创办宁波钢铁的几个发起人则可能退出。宁波钢铁目前拥有 400 万吨钢产能，投资约 170 亿元。始于 2007 年，国内“国进民退”的现

象没有停止过，在国有经济占绝对比重的资源、钢铁、航空、公路等领域如此，甚至在近乎完全竞争领域的轻纺业也出现了“国进民退”。仅就钢铁而言，此前就曾出现了山东钢铁重组日照钢铁的消息。

我们的观点是：在未来五年，在制造业的产业链条上，利润池的分配向上游和国企愈加集中。促成这种情况形成的核心推动力是在上游国有资本绝对控制的行业中的国企整合，对民营投资的事实管制和挤出效应。在制造业的中游和下游，政府对于支柱产业的国有需要保持较强控制力的企业的整合加强也使得这些企业获取各种资源的能力要远远强于民营背景的企业。

对于非生产性的服务业，由于是充分竞争的市场，绝大多数企业难以获得超额利润。我们不可否认随着国家对于技术领先型的中小企业的重视会使得许多民营背景的技术型企业脱颖而出，并且，如果国家对于融资方面歧视民营中小服务企业的限制取消，则部分新业务模式的民营服务性企业将可以变大。但是这仅是企业层面上的机会。

从中国改革开放的历史周期也可以解释这种“国进民退”。中国改革开放以后对于民营的态度大致可以以十年作为一个周期来划分。

1979 年七届三中全会后市场的逐步放开带来了第一轮的民间投资冲动，代表性的力量是农村乡镇企业，管制放开的主要是制造业的下游链条。重要的推动力量包括宽松的土地政策(土地试用是没有成本的)，财政改革(分灶吃饭和财政包干)带来的权力下放，特别是贷款的审批权，以及最重要的是，当时的市场不但是被管制的，而且还是被压抑的(这是和现在的根本差异，那时候不是国退民进，很多细分市场根本连国都没有，所以地方政府的政治逻辑是首先把蛋糕做大)。

标志着以乡镇企业为主导的民营发展模式的拐点出现在 88 年，第一次修订的土地管理法增加了国有土地有尝试用的条款(土地财政开始登上历史舞台)，然后是政治上的冲击带来的反自由化倾向，进入 90 年代后，大规模工业化又成为政治上的优先，79 年后对农村的扶植政策渐渐被工业化的扶植政策取代。贷款权力被收回县级农信社，以城市为中心进行工业化，同时大规模吸引外资，增加对外开放。94 年的分税制改革又强化了中央政府主导资源分配的能力，也埋下了地方政府需要通过非财税手段扩大收入的问题矛盾。证券市场也被建立为国有企业脱贫创造条件。但国有企业自身的弊病也开始显现。标志着这一时期发生转折的重要事件是经济学界第一次开始对于国有企业的全盘否定，提出大规模私有化式的国企改革。另外就是东南亚金融危机。

在东南亚金融危机以后，以原有的乡镇企业改制，或是国有企业私有化以后形成的民营经济再次成为经济的主导力量。国退民进第一次提出，成为主流共识。在这段时间里中国逐渐转变成外向型经济体。这里的实质是和 79 年的时候一样，一个全新的市场空间被打开，79 年的时候是内需市场，97 以后是国际市场。

这个过程一直持续到次贷危机，但在次贷危机之前已经出现了征兆，表现为中国制造已经占领了全球制造业的大部分份额，单纯的量的扩张已经难以带动利润的进一步增长，而产品升级获得溢价却遇到瓶颈。值得注意的是，03 年国资委成立时就提出了国有企业在所在行业不能做到前三就要调整，但是民营在进入产业链

上游仍然充满风险，03 年宏观调控的时候都是民营部门首当其冲。但只是因为市场需求的爆发式增长掩盖了私营部门遇到的问题。

然后这次的次贷危机标志着一个类似 89 年以后的周期的开始。原有可以粗放扩张的市场突然饱和了，民营企业需要和国有企业在同一个市场上直接竞争。而政府对于最重要的资源的控制实质上是在加强（金融，原材料，割裂的区域市场）。所以至少在五年以内，实质性的政策倾向应该是“国进民退”，而不是“国退民进”。

另一个提示拐点出现的征兆是，社会舆论的导向。当初 90 年代初否定乡镇企业发展前景的论调之一就是乡镇企业技术落后规模小没有竞争力，因此是没有前途的，类似的否定原有中国制造发展模式的声音现在也频繁出现。

另外，国企主导核心部门是中央认可的发展模式。根据对于中央政策风向的解读，我们认为未来中央的政策就是两条主线，一条是在关系到国家经济命脉的重点行业上要能够实现企业实力，技术实力上的突破；另一条是要纠正过去发展累积下来的问题，即要维持社会正义，实现和谐社会，以及财政上对民生的投入。也就是说，在重点产业上强化国有企业的实力，通过整合，做大做强这些企业，实现产业升级，并带动民营的部门在相关的产业链中取得发展是中央认可的未来的发展模式，是符合目前政策的。国有企业的大发展也是有助于实现社会正义的，毕竟名义上来说国有企业是全民所有的，而且政府可以更容易地要求国有部门承担更多的社会责任（比如各种管制价格的调整，或是允许有充足资金的国有企业建立股权投资基金）。而不断增加的对外开放又使得政府有强大的压力要在这些行业建立能够对抗外资竞争的巨型企业。次贷危机的发生又让进一步的强化国有控制有了更适当的理由，因为大家现在都公认欧美自由化过了头，并且这些老牌的资本主义国家都在开始国有化。这种国家控制的数家大企业垄断上游的模式最后必然导致利润分配向上游大国企逐渐倾斜。

国有资本的过剩可能部分溢出到证券市场。同时，随着实体经济（特别是吸纳大量资本的重化工业）的国进民退，使得部分数量众多的民营资本为了逐利，只能将自己“虚拟化”和“投机化”。另外，从目前国家出台的政策以及考虑到股市对消费的刺激上来看，在经济仍然处于下滑周期，同时行业整合没有完成之际，资本的“投机性”将在股票市场体现的淋漓尽致。这也是我们没有重点推荐周期性行业的交易性机会，而是推荐众多主题机会的重要理由——但是站在策略角度推荐容易，对于我们理性的行业研究员来说，则会非常为难。

1.2 短期观点：关注滞后板块

市场人气在迅速升温，尽管距离我们上半年目标价位 2300 - 2500 之间的区间不远，但是现在下去也没有多大空间，这使得我们继续看多，但略微谨慎。

我们现在开始逐渐关注滞后板块。本轮上涨，有如下板块表现落后上证指数：高价股板块、中字头板块、食品饮料、零售百货、3G 通讯、钢铁、金融、石油石化、工程建筑、交运设施与公用事业。

我们认为，在目前缺乏业绩为主的基本面支持的行情下，如果高价股、中字头、金融、石油石化上涨持续超越上证指数，则本轮行情可能出现调整。而交运设施

和公用事业在上涨中也较难超越市场。而 3G 通讯存在炒作的概念，但是考虑到该技术已经被多数投资者了解，国内上市公司均属技术追随者，而领先的海外公司目前估值也不高，这限制了该板块的表现。

我们关心：工程建设、食品饮料、零售百货、钢铁。

股票研究与推荐

2.1 投资线索：食品饮料

食品饮料行业是一个很难讲乱七八糟故事的行业，推荐的理由只有基本面的业绩增长。我问我们食品饮料行业研究员，如果 09 年仅推荐一只食品饮料行业股票，推荐什么？答曰：唯青岛啤酒是也。这也符合我们大众消费品在经济调整阶段要比昂贵消费品业绩增长要好的策略主题。毕竟在美国，当前也是穷股（麦当劳、沃尔玛之类）表现要比奢侈品股好得多。其他理由请读她报告。

下面是青啤三方路演的一些问答：

问：2009 年 1 月主品牌青岛啤酒销量的如何变化？

答：2008 年公司主品牌青岛啤酒增速在 20% 以上。2009 年 1 月主品牌的增幅在 25% 左右。

问：经济减速对公司啤酒销量的影响多大？

答：2008 年 10、11 月公司的啤酒销量同比增速保持在两位数以上，12 月略有下降，今年 1 月的销量同比增长 11%。公司认为由于啤酒属于经济附加值较低产品受经济减速影响相对较小。

当然，如果你问我们食品饮料研究员能够推荐的第二只股票，她会说是双汇发展。

2.2 投资线索：工程建设

建材板块显著超越市场，房地产板块也超越市场，但是工程建设板块落后市场。可能是因为房地产市场和房地产商的困境首先体现的是工程建设行业资金连紧张和不景气。

有报道也认为，09 年“主流”房地产商资金链断裂的风险可能发生。主要根据是在港上市的内地房地产商中新地产日前曝出未能为其 2014 年到期的债券支付利息。值得注意的是，中新地产属于已上市的“主流”房地产商，如果连 1000 多万美元的票息都支付不了，意味着房地产商的资金问题进一步恶化。这个恶化也会体现在工程建设行业——当然，参与国家基础设施建设的公司，可能在春节后大规模施工后会有所表现，比如中国中铁和中材国际之类。

房地产行业库存数额巨大，备受瞩目。根据我们房地产行业研究员统计数据，一手商品房 09 年 1 月份约有 7500 万平米库存，按照中性销量预计，商品房库存消化需要 2 年左右时间。如果算上二手房，库存量会大大增加，如截止 09 年初，上海一手住宅存量 840 万平米，二手住宅存量 1269 万平米。

表 1: 房地产库存及其消化时间

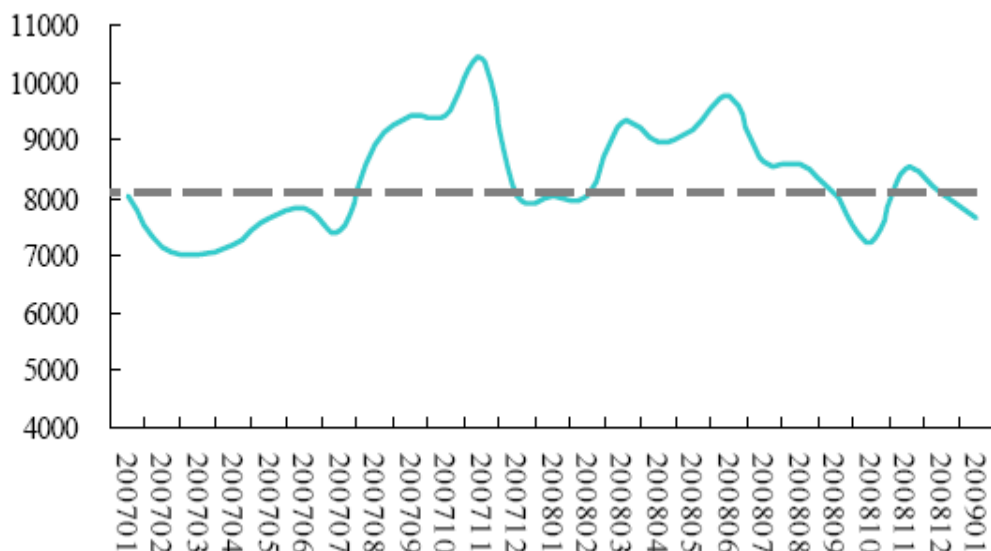
行业	目前库存	合理库存	超额库存	销量		未来半年库存量			
				悲观	悲观	中性	乐观	中性	乐观
一手住宅统计口径	2726.97	1819.71	907.26	161.94	190.52	219.09	3272.36	2999.66	2726.97
一手商品房统计口径	7559.26	2272.16	5287.09	283.96	334.07	384.19	9071.11	8315.18	7559.26

表 2: 房地产库存及其消化时间

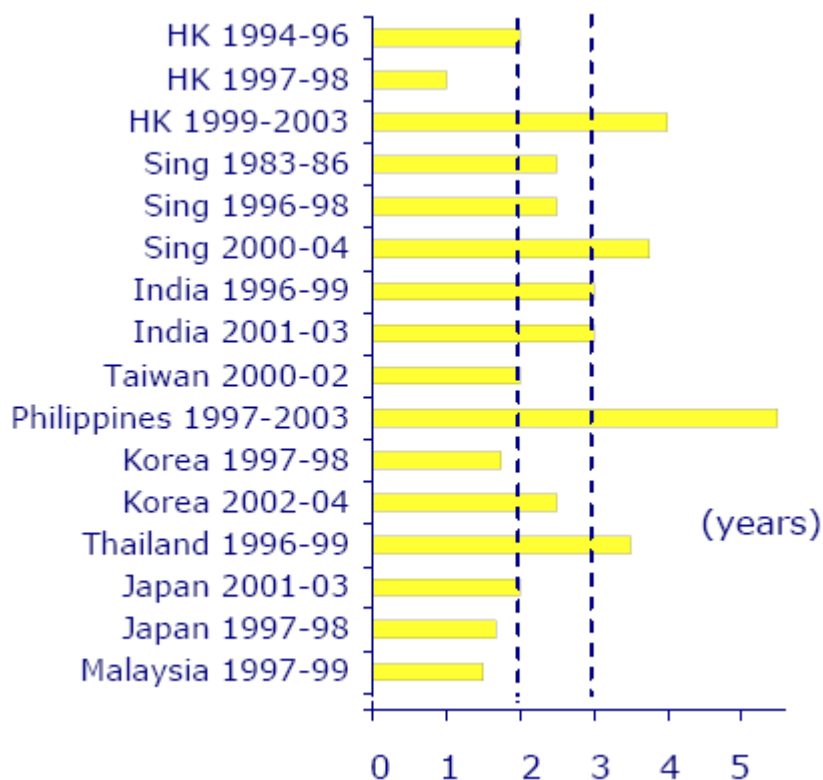
行业	去化时间 (悲观)	去化时间 (中性)	去化时间 (乐观)	目前产品价格状态(与可变成 本、成本的关系, 是否企 稳?)	未来 3-6 个月 价格走势	库存消化对业绩影响	政府投资计划对 库存消化的作用
一手住宅统计口径	20.21	15.74	12.45	各大城市价格均处于下跌区间。结算项目的地价成本越来越高(04-07 年地价加速上涨), 建安成本目前变化不大。	预计 09 年 9 月前行业将继续处于多重博弈阶段, 一二线重点城市房价平均下降幅度在 15-20% 之间。	目前结算项目的地价逐步上升, 销售价格一路下降, 对于毛利率有较大影响。如果价格持续走低, 即便销量上升, 对于业绩也有较大影响。部分城市如北京一手住宅去化时间超过 40 个月, 库存消化压力较大。	保障性住房及棚户区改建投资, 如果按计划建成的话, 每年竣工规模占到年销售面积 30%-35%。对去库存时间压力较大。
一手商品房统计口径	31.94	24.89	19.68				

附注: 统计口径: 一手住宅(北京、上海), 统计口径: 一手商品房(北京、深圳、惠州、苏州、杭州、武汉)。
 单位: 万平米。数据来自房地产研究员孙建平、李品科

下图为地产行业龙头股万科的单月售房均价, 持续走低。



亚洲房地产行业调整周期平均需要 2-3 年，目前来看，还不到，未来几个月可能是房地产商最难熬的时刻。



2.3 投资线索：零售百货——重点推荐的滞后板块

零售百货行业前期落后市场主要是投资者认为消费也将迅速下滑，我们认为尽管零售行业销售开始放缓，但是下滑幅度远小于投资品的周期行业，而股价的大幅度下跌已经贴现了过度悲观。

而最近几天，大商股份因公告显示公司治理可能有提高，这导致其股价直线上涨。我们认为这符合我们商贸研究员在年初策略报告指出的商贸投资主题：今年商贸股票的主要机会在于资产注入重组以及治理结构的改善。

我们研究员年初认为：“当前和今后一个时期，并购重组将会在商业板块频频发生。”关注两个主题：“资产注入或整体上市。大股东或潜在的并购者对上市公司控制权的追逐，促使大股东注入优质资产增加持股比例，优质商业资产的注入必将使相关公司的收入和利润迈向更高台阶。”和“股权激励或将推动零售类公司尤其是国有公司的经营业绩加速释放。预计 2009 年或将成为股权激励实施突破年，原本为了降低股权激励业绩基数而减缓 08 年业绩增长的公司，在 2009 年或将有更为乐观的业绩预期。”而大商股份的表现应该是一个开端。

通过筛选，我们重点推荐：重庆百货、武汉中商、新世界、华联股份、百联股份。

其中，2009年1月重庆市国资工作会议提出09年推动重庆商社整体上市。若能够按计划完成集团整体上市，则重庆百货营业收入和净利润将大幅提升。而根据同样思路，我们认为武汉三家商贸股武汉中百、武汉中商和鄂武商也将会整合，稳健的投资者建议关注武汉中百，激进的投资者建议关注武汉中商。

表 3：其他有关资产注入的商业零售行业上市公司

代码	公司名称	控股股东	持股比例	拟注入资产	预期注入方式	预期注入时间
600628	新世界	上海黄浦区国资委	24.99%	南京东路商业物业	定向增发	2009 年
000882	华联股份	北京华联集团	19.75%	购物中心	资产注入	待实施
600838	上海九百	上海九百集团	19.59%	商业物业	资产注入	未定

来源：国泰君安研究所

我们行业研究员认为：“新世界和中国铅笔的大股东黄浦区国资委对这两家上市公司持股比例分别为24.99%和29.05%，而新世界和中国铅笔商品业品牌价值突出，新世界的商业地产价值较高，因此大股东对其控股决心较大，随着市场低迷，公司股价走低，价格已经达到大股东的心理增持价位。在2008年10月，大股东黄浦区国资委在二级市场上对两家公司进行增持。我们预期，未来除了二级市场的增持，大股东也将通过注入整合旗下相关资产进一步增加持股比例。”

三：投资组合

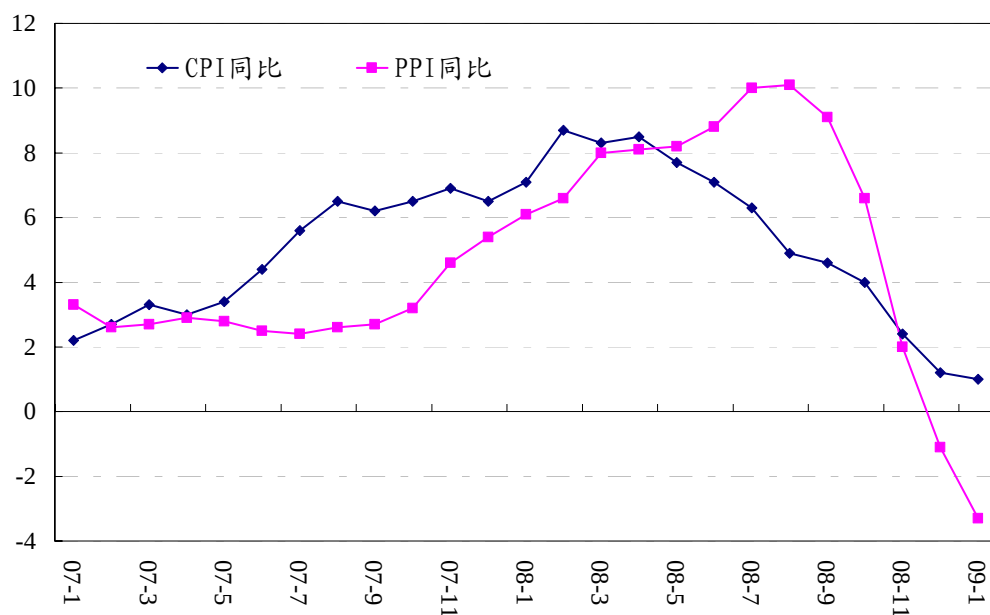
我们在 15 元卖掉锡业股份，8.5 元卖出了南山铝业，14 元买入华鲁恒生，10.8 买入太阳纸业，总仓位仍将保持在 60-70%，组合收益率为 16.78%。

尽管有色股在我们卖出以后仍然在上涨，不过我们坚持认为有色期货价格并不一定在短期能够继续上涨，而化工和造纸的价格反弹显得更为确定。

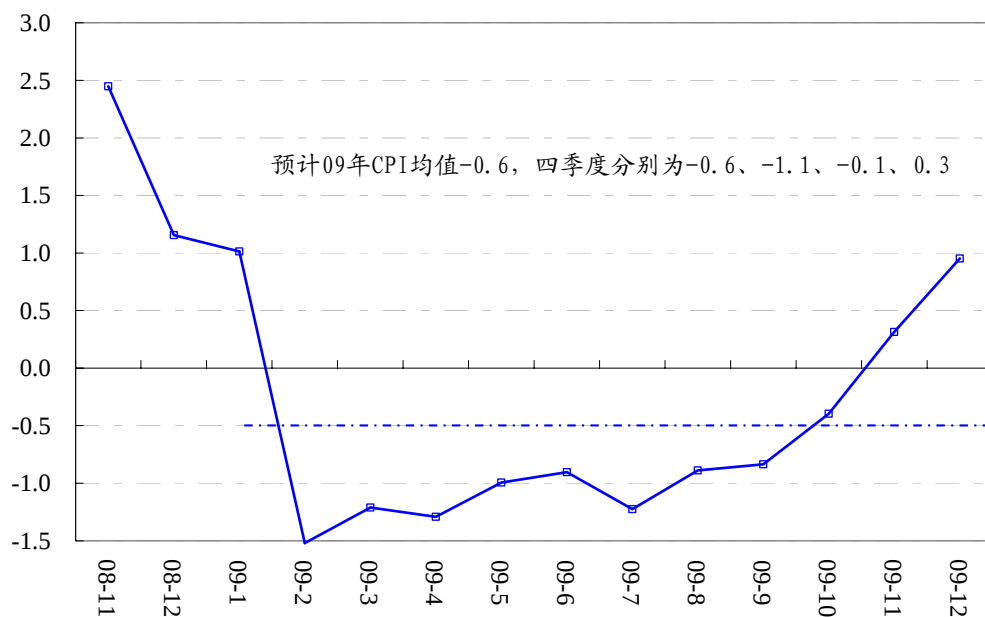
目前，拉低组合收益的股票主要是三个，建设银行、中国平安、双汇发展。我们根据保险行业研究员的《对当前保险股的几点判断》，以及我们银行和食品饮料行业研究员的观点，我们会择机调整。

附表 1：宏观策略假定

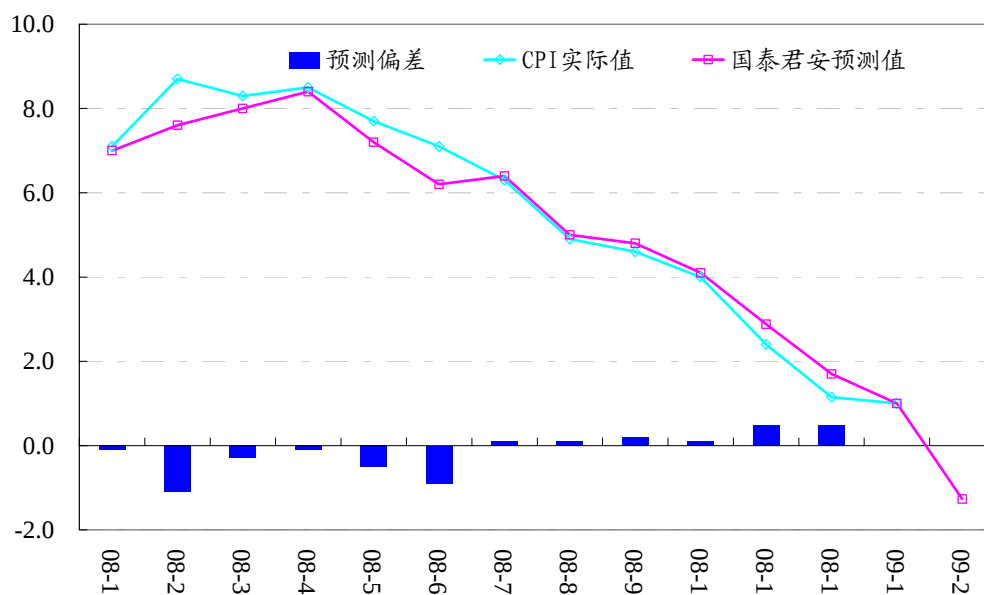
目前我们最关心的核心宏观变量是 CPI。09 年 1 月 cpi 实际值为 1%，下跌幅度减缓。



根据我们债券研究员预测, 09 年 2 月的 cpi 可能是年内最低点, 预测 cpi 为-1.5%, 通胀的真正转折要等到 09 年下半年以后。



回顾我们债券研究员对 cpi 的预测历史, 在 08 年的前 6 个月, cpi 的实际值一直高于我们预测值, 而在 08 年 7 月份首次低于我们预测值。当时这一现象的出现使得我们认为通胀降幅将持续超预期。如今实际 cpi 符合我们预期是否意味着以后通胀的降幅将低于预期呢? 这点值得关注。考虑到 08、09 年春节时间的不一致, 1、2 月份 cpi 数据可信度差, 我们更关心 3 月份数据。



	短期 (3 月内)	中期 (3-9 个月)	长期 (9 个月以上)
重要宏观主题	政策引导的主题投机; 基本面环比恢复的行业轮 动反弹; 短期关注滞后板块 补涨	通缩, 二次探底, 精选抗通缩 收益股	复胀受益股、经济复苏的力度。 我们关注新能源、中小盘高成长 和并购
A 股市场	全年 N 型走势, 短期先看 2300-2500 点	市场可能继续探底, 正常不破 1800 点, 我们认为跌破前期 1600 附近低点的可能性很小	经济复苏, 复胀开始。明年年底 看 2800 点
企业盈利	08 年全年增长为下调为 0 %, 09 年第一季度业绩同比 -25%	09 年前两季度上市公司整体 业绩大幅度下滑, 幅度是最大的 的不确定风险, 2 季度是低点	09 年业绩预测争议太大, 目前国 泰君安认为 [-10%, 7%], 市 场 [-20%, 10%]
A 股估值	考虑到利率下调, 沪深 300 指数 08PE18 倍, 目前合理, 但是不便宜	由于通缩和降息, 估值存在分 歧, 09 年上半年估值波动大, 但是我们认为利率下调带来的 估值提升幅度要强于业绩 下滑带来的估值下降幅度	由于 2010 年业绩存在向好预 期, 09 年年底 PE20 倍
政策面	关注两会前的利好政策, 货 币政策处于观察期	经济政策继续有利于市场, 但 是刺激消费和投资的政策组 合比例并不确定, 新股发行重 开	政策尚不明朗, 期待和谐社会和 科学发展观政策的落实
标普 500 指数	底部区域 700-800, 短期经 济下滑和奥巴马政策使得 股市低位振荡	我们担心年中存在最后一跌 的可能	逐渐恢复, 高点 900-1000 点。 等待新的龙头板块
香港国企指数	据称将开放内地资金投资 ETF, 则国企指数可能接触 万点	受制于通缩, 市场低位振荡, 6000-8000	有望逐渐回暖, 但是冲击万点尚 难判断
全球经济指标	加速下滑	逐渐筑底	逐渐恢复
GDP 增长	一季度 GDP 增长 7.5%	二季度 7%, 三季度 7.5%, 二季度为全年最低点	第四季度 8%

固定资产投资	无预期	全年增速 7 - 10 %	新增投资方向值得关注
出口增长与贸易顺差	一季度出口严峻	上半年出口严峻, 全年基础假定 0 % 增长	但是贸易顺差对 GDP 增长为正
名义消费	考虑到通缩因素, 上半年消费增长不乐观	无预期	考虑到政府推行刺激消费政策, 09 年增速至少 12 %
PMI	反弹, 但是难道 50 以上	50 以下, 仍然衰退	50 附近以及以上, 制造业逐渐轻度恢复
CPI	一季度 0.4	二季度 - 0.3, 三季度 - 0.7, 四季度 0.2 %	逐渐从通缩逐渐复胀
PPI	上半年继续回落	目前无预期	09 年全年持续下跌, 看 2.5 %
商品指数	继续维持不看多的观点, BDI 出现反弹, 黄金不会创新高	目前位置振荡为主	逐渐回升, 力度难以确定
原油价格	35 - 55 之间波动	45 - 65 美元徘徊	下半年回升, 但是, 假定 60 - 80 美元
10 年期国债利率	3%左右	低点在 2.4 %	下半年可能略微回升, 对证券市场估值有非常重要的正面影响
RMB / USD	6.8 - 6.9 附近稳定, 重新与美元挂钩, 不会贬值	实际有效利率的大幅提升对显示货币政策被动紧缩	09 年年底看 6.7 - 6.8
美元指数	美元相对欧元大幅度走强, 看 1: 1.1	振荡	仍然看美元升值
M1 增速	8 - 11 % 附近徘徊	8 - 11 % 附近徘徊	09 年下半年逐渐恢复到 12 % 以上
贷款增速	信贷增速大增	逐渐回落	09 年 15.7 %, 09 年信贷增长高于 08 年

附表 2: 行业资讯与中期评级

上调证券信托、家电评级至超配: 1, 主要理由是: 证券信托行业由于市场强势反弹, 成交量明显放大, 对主要依赖经纪业务收入的券商业绩增厚较多, 市场对行业基本面的预期有明显改变。家电行业, 家电下乡和即将推出的轻工业产业政策, 09 年上半年行业销售增速相对较好, 估值水平较低。

上调汽车行业评级至平配。主要理由是: 汽车行业基本面, 根据乘联会数据, 1 月份汽车销量环比出现增长, 好于预期, 尤其是上海汽车的基本面也有明显改善, 加上后续的汽车产业扶持政策的陆续落实, 成为推动股价上涨的催化剂。

附表 2: 行业资讯与最新配置建议

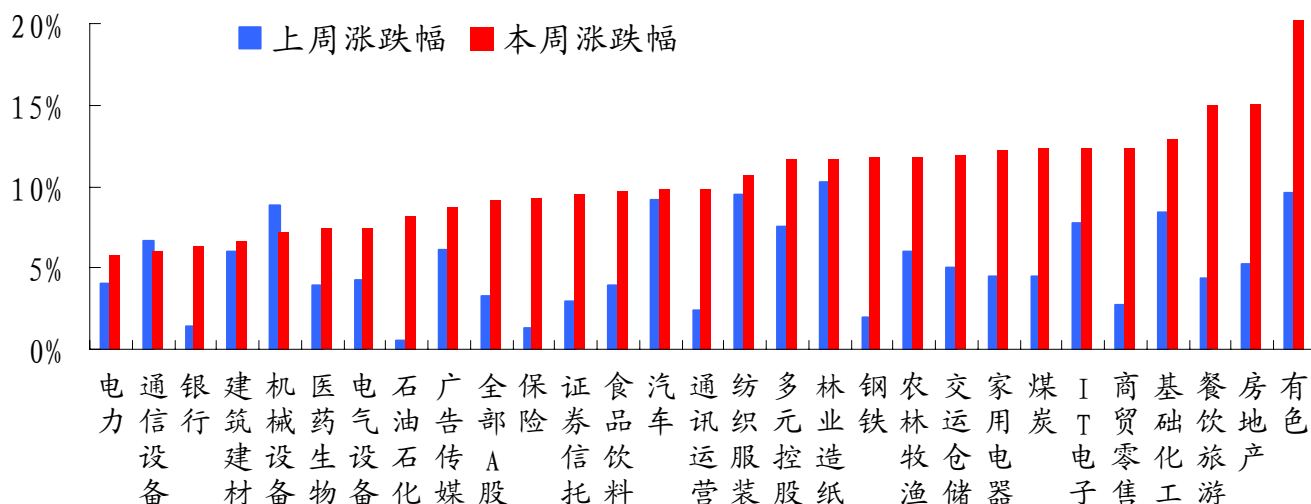
行业	投资评级	评级调整	最新调整时间	近期行业资讯和行业研究变化
银行	超配 1	不变	2008 - 10 - 8	信贷投放超预期对银行 09 年盈利产生正面支撑; 预计银行业净利润 09 年仍将维持低水平正增长, 一季度微小正增长。银行业研究员将银行股合理估值水平上调至 2.3PB、13.5PE。
地产	平配	不变	2008 - 12 - 03	物价指数的公布可能给市场带来进一步降息预期。万科公布一月份销售额数据, 同比增长 18.6%, 略有起色。富力地产管理层透露, 银行对于房地产商

				的贷款态度已经放松。
保险	平配	不变	2008-8-8	保险行业基本面 08 年是谷底，09 年是一个恢复性的上升。利率下降预期减弱、保费增长质量较好、股权投资受益市场反弹等因素刺激股价上涨。目前估值已合理。
证券信托	超配 1	上调	2009-2-10	融资融券试点传闻再度被否认。市场强势反弹带动成交量持续放大。
煤炭	低配 1	不变	2008-11-05	国家能源局局长张国宝表示，煤炭企业要求每吨涨价 50 元有其合理性。六大电力集团拟向国际市场寻煤，给谈判施加压力。3 月份动力煤价格面临考验。炼焦煤短期有望稳定。
石油石化	平配	不变	2008-11-05	石化行业的振兴规划近期有望出台，缓解国内炼油、化工企业的巨额亏损。但发改委澄清了此前计划中关于暴利税门槛提高到 60 美元/桶的传言。
电力	超配 1	不变	2008-11-05	中电联预计 09 年电力需求前低后高，09 年全年用电量增速 5% 左右，下半年需求有望回升。
钢铁	低配 1	不变	2008-11-12	武钢 5 日宣布将主要钢材产品的 3 月出厂报价在 2 月基础上每吨普遍调高 200-300 元。但国内钢材价格继续上升的空间有限。铁矿石价格谈判结果、严峻的出口形势和钢厂复产将打压钢材价格。
有色金属	低配 1	不变	2009-2-3	近一个月有色板块反弹 30%，反弹幅度居前。路透社称，中国国家物资储备局正增加铜储备，计划逐步将铜储备从目前的约 30 万吨提高到 100 万吨。
造纸	超配 1	不变	2009-2-3	行业盈利环比回升有望，对造纸的关注从看存货转为看一季度销售量数据的回升情况。轻工业振兴规划即将出台：国家的收储和信贷政策支持，出口政策的放松，将缓解国内市场的供给压力。
建材	低配 1	不变	2008-11-19	季节性因素导致给地开工率不足，2 月份水泥销售仍存在压力。
建筑	平配	不变	2008-11-19	近期反弹中落后于大盘。
基础化工	超配 1	不变	2009-2-3	后春节效应开始显现，一些前期跌幅巨大的化工品开始试探性提价，但成交依然不见大的起色，需要继续观察。
家电	超配 1	上调	2009-2-10	“轻工业振兴规划”即将出台消息刺激家电股表现。家电下乡的推动，加上去年基数较低，09 年上半年家电销售增速会相对较好。龙头企业被低估。白电更具长期投资价值，黑电存在阶段性机会。
服装纺织	平配	不变	2008-10-8	纺织工业振兴规划出台，出口退税率提高到 15%，略低于之前预期（17%）。
零售百货	超配 1	不变	2008-12-02	地方商业股因资产重组预期被关注。步步高因业绩增长可能低于预期被看空。
农业	平配	不变	2008-8-8	据农业部农情调查，冬小麦主产区受旱 1.43 亿亩，其中严重受旱 5692 万亩。中国目前的冬小麦播种面积，约为 3.2 亿亩。
食品饮料	超配 1	不变	2008-12-02	目前高档白酒价格跌势已趋缓，酒类公司最终披露的一季报仍有望同比正增长。轻工业振兴规划中，

				酒的消费税可能临时性降低，而进口烈性酒、进口葡萄酒也有可能上调进口关税。过去五个月饮料行业明显跑输大盘，相对估值压力减轻。
医药生物	超配 1	不变	2008-8-8	基本药物制度即将推行，被纳入基本药物目录的产品销售前景客观，降低其销售费用，但价格要下降。康缘药业、沃华医药受影响最大。
餐饮旅游	平配	不变	2008-10-22	国家旅游局披露的 31 个直报景区春节期间共接待游客 276 万人次，同比下降 13.5%。上市公司相关景区接待游客规模比 07 年大面积下降。
广告传媒	平配	不变	2008-10-15	行业 08 年和 09 年 1 季度业绩平淡，更多的是重组等主体性的交易性机会。
通讯运营	平配	不变	2008-8-8	2008 年电信收入为 8139.9 亿元，较 07 年增长 7.0%，增长回落 3.9 个百分点。
汽车	平配	上调	2009-2-10	全国乘联会发布数据，1 月中国乘用车销售 64.70 万辆，同比下降 0.20%，环比增长 0.50%。好于之前下降 3% 的预期。购置税减免政策和油价下跌，是销量超预期的两个主要原因。“汽车下乡”补贴政策细则 3 月将出台。
机械设备	平配	不变	2008-11-26	装备制造业产业振兴规划出台，有三大亮点：重点强调对基础件的扶持；强调了加快企业兼并重组；强调重点项目、重点工程要支持装备业振兴。
通信设备	超配 1	不变	2008-8-18	09 年电信投资结构将发生变化，原占比较小的传输、宽带与数据的投资将超预期的增加，拉动光纤光缆的需求增长。研究员预计光纤光缆上市公司业绩将略超预期。
电气设备	平配	不变	2008-12-02	根据两大电网公司最新投资计划判断，预计 09 年全国电网投资规模为 3500 亿元同比增长为 20%。工程建设造价下降和电网公司经济效益下滑是电网投资增速下调的主要原因。
信息技术	平配	不变	2008-10-8	电子信息产业振兴规划即将出台，但行业外需依赖度较高，竞争激烈，仅有交易性机会。行业研究员建议重点关注：航天信息、用友软件、同方股份等。
航空	低配 1	不变	2008-8-8	09 年航空业供过于求压力仍大，09 年 3 季度航空业景气反转概率较大，客座率同比提升将是确认景气反转的重要指标。
水运	低配 1	不变	2008-8-8	近期 BDI 走势为过度下跌后的修正，大部分航运企业仍处于盈亏平衡点以下。
交运基础设施	超配 1	不变	2008-10-15	08 年 12 月公路上市公司大部分路段车流量持续同比负增长，但降幅有所缓和。

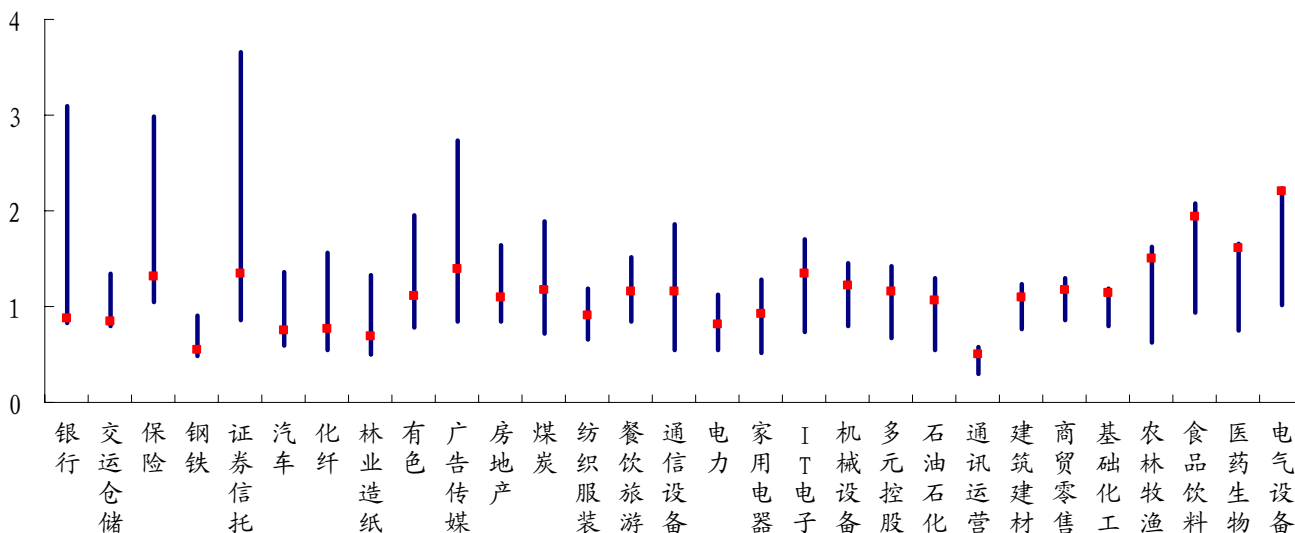
注释：评级分五类，依次为超配 2、超配 1、平配、低配 1、低配 2。

附图 1: 本周各行业表现 (按本周涨跌幅排序, 有色、房地产、餐饮旅游、化工等行业涨幅居前)

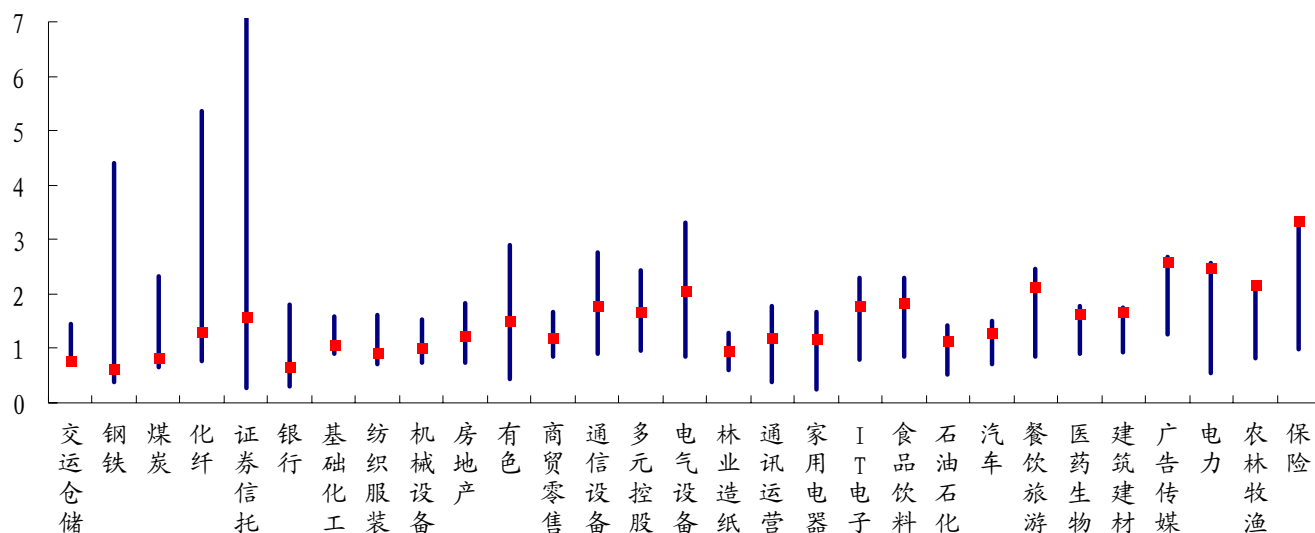


注: 数据截止至 2 月 10 日

附图 2: 相对市净率 (银行、交运、保险、钢铁、证券、汽车、化纤等行业具有估值优势)



附图 3: 相对市盈率 (交运、钢铁、煤炭、化纤、证券、银行等行业具有相对优势)



附表 3: 中期投资股票池

证券代码	证券简称	最新收盘价	投资评级	EPS08E	EPS09E	EPS10E	周涨跌幅 %	月涨跌幅 %
601857.SH	中国石油	11.87	谨慎增持	0.70	0.85	0.95	14.69	16.26
研究跟踪		石化行业的振兴规划近期有望出台以缓解国内炼油、化工企业的巨额亏损，其中可能包括拟议将石油特别收益金起征收点提高至 60 美元/桶。						
600583.SH	海油工程	17.13	增持	0.63	0.85	1.01	0.94	6.20
601088.SH	中国神华	22.73	谨慎增持	1.53	1.48	1.91	14.91	16.80
研究跟踪		传闻国家发改委已经建议国务院，电煤合同价格在去年的基础上上调 5%-8%。公司拥有国内最大储量的优质煤炭资源，以长期合同为主销售煤炭。						
600547.SH	山东黄金	57.15	谨慎增持	2.39	2.57	2.65	13.06	22.69
研究跟踪		有券商预计 2009 年矿石采选能力将继续增长 10% 以上，矿金产量达到 18 吨。通过边采边探以及外部购并，使公司黄金资源储量增加 20% 以上，达到 200 吨。						
600888.SH	新疆众和	11.94	增持	0.55	0.72	-	17.87	30.63
000960.SZ	锡业股份	17.03	中性	0.92	1.02	-	32.74	47.45
研究跟踪		按股改时锁定数推测 2 月 14 日将有 1288.45 万股股改锁定股票可上市流通，占总股本 1.98%。						
600585.SH	海螺水泥	31.40	增持	1.80	2.00	-	5.40	4.04
研究跟踪		公司去年完成的资本开支以及 2009 年的资本开支，均将较原来计划减少约三成，主要因为部份新项目的进度落后于预期。						
600019.SH	宝钢股份	5.91	增持	0.73	0.67	1.02	8.24	19.39
研究跟踪		钢铁振兴规划中国家指定由宝钢对包头钢铁(集团)有限责任公司和宁波钢铁有限公司进行重组。徐乐江认为这为宝钢低成本扩张提供了契机。						
600219.SH	南山铝业	9.09	增持	0.56	0.53	-	13.63	29.67
600362.SH	江西铜业	18.41	中性	1.16	0.66	0.71	45.07	54.32
研究跟踪		电力电网设备制造商的原料备货高峰将刺激铜金属的新增需求。江铜将在一季度走出盈利谷底，加上有色行业振兴计划使市场预期向好。						
600309.SH	烟台万华	14.77	增持	0.94	0.95	1.17	6.80	34.27
研究跟踪		公司已被认定为山东省第一批高新技术企业，从 2008 年起三年内将享受 10% 的所得税优惠。						
600963.SH	岳阳纸业	7.47	增持	0.23	0.20	-	14.40	34.35
研究跟踪		40 万吨高级复印纸项目预计于 09 年下半年投产，但难以当年贡献业绩。长期看，公司在一体化上已经取得先行优势，积累了较丰富的林业运作经验。						
600795.SH	国电电力	6.38	增持	0.12	0.30	0.36	6.51	6.16

601006.SH	大秦铁路	9.64	谨慎增持	0.55	0.61	0.65	14.76	13.01
601919.SH	中国远洋	11.81	中性	1.20	-0.10	-	29.50	44.55
研究跟踪		BDI 反弹促发股价大幅反弹。但 2000 点仍是盈亏平衡点之下。						
600009.SH	上海机场	13.82	谨慎增持	0.47	0.47	0.56	3.44	10.83
601111.SH	中国国航	5.19	中性	-0.64	0.06	0.29	20.70	16.63
600320.SH	振华港机	10.55	谨慎增持	0.72	0.90	0.90	14.80	16.19
研究跟踪		公司被认定为高新技术企业，可按 15% 的税率缴纳企业所得税。						
600031.SH	三一重工	20.93	谨慎增持	0.93	1.17	1.52	0.67	22.25
600806.SH	昆明机床	11.69	增持	0.73	0.93	0.95	21.64	45.94
601390.SH	中国中铁	5.73	谨慎增持	0.06	0.28	0.35	9.77	4.56
研究跟踪		预计公司 09 年铁路建设收入增长将达到 75%，接近 2000 亿。						
600089.SH	特变电工	25.19	增持	0.79	1.15	1.39	12.36	9.71
000063.SZ	中兴通讯	30.45	增持	1.30	1.75	2.15	3.85	12.32
研究跟踪		中兴通讯在 09 年第 1 季度业绩同比增长可能较高，因为中国电信的 CDMA 项目、新联通的 W 网将有可能在 1 季度确认部分收入；同时，去年的业绩基数较低。2 月中旬世界通讯展将在巴塞罗那举办，对本次展会公司非常重视，不排除在此期间有订单公布的可能。						
600879.SH	火箭股份	11.83	谨慎增持	0.53	0.58	0.68	1.20	14.52
600100.SH	同方股份	15.48	谨慎增持	0.48	0.52	0.60	14.84	39.71
研究跟踪		限售股份 24698 万股 10 日上市。						
600271.SH	航天信息	27.48	增持	0.94	1.12	1.29	8.23	9.13
600037.SH	歌华有线	11.30	中性	0.31	0.23	0.24	17.22	7.11
600036.SH	招商银行	14.86	谨慎增持	1.53	1.57	2.37	10.07	19.36
研究跟踪		央行一位内部人士称，现在是扩大贷款利率下浮空间的最佳时机，可能性较大的一种说法是由目前在贷款基准利率基础上下浮 10% 扩大至下浮 20%。						
600000.SH	浦发银行	17.75	增持	2.21	2.42	2.75	8.83	25.98
研究跟踪		国泰君安银行研究员上调 08-09 年盈利预测和投资评级至增持。						
000001.SZ	深发展 A	13.66	增持	0.20	1.67	2.68	17.15	38.68
研究跟踪		国泰君安银行研究员上调 09 年盈利预测和投资评级至增持。						
601398.SH	工商银行	3.94	谨慎增持	0.35	0.36	0.48	7.65	10.06
研究跟踪		国泰君安银行研究员下调 08-09 年盈利预测。						
601318.SH	中国平安	34.28	谨慎增持	-0.84	1.04	1.29	16.96	20.66
研究跟踪		中国平安宣布，将就出售富通资产的新议案投反对票。						
600030.SH	中信证券	24.13	增持	1.10	0.91	0.94	11.30	26.60
研究跟踪		市场反弹带动成交量明显放大。						
000002.SZ	万科 A	8.14	谨慎增持	0.38	0.44	0.52	16.12	18.14
研究跟踪		公司披露 1 月实现销售面积 28.6 万平方米，销售金额 21.9 亿元，分别同比增长 24% 和 19%。降价推动 1 月销量同比有较好增长，但也意味着公司未来毛利率将有明显下降。						
000069.SZ	华侨城 A	10.38	增持	0.53	0.79	-	16.24	17.95
000402.SZ	金融街	9.66	增持	0.42	0.51	-	23.37	22.90
研究跟踪		公司通过公允价值计量和 REITs 不断实现业绩可持续快速增长。环球影城可能落户北京通州，对于公司参与的通州商务园项目而言，将带来极为长久的影响。						
600048.SH	保利地产	18.61	增持	0.91	1.23	-	12.72	14.17
600895.SH	张江高科	13.30	增持	0.40	0.63	-	-0.08	24.07
000338.SZ	潍柴动力	26.73	谨慎增持	2.99	3.48	6.47	0.87	31.29

000951.SZ	中国重汽	18.15	谨慎增持	1.48	1.87	1.97	4.43	26.04
600066.SH	宇通客车	11.99	谨慎增持	0.88	0.94	1.01	17.32	22.85
研究跟踪	08 年公司出口销量约为 2700 辆，同比下滑 18%。主要因为古巴订单（2300 辆）未能如期执行。预计该订单在 2009 年执行的概率相当大，则 2009 年公司出口销量有超过 4000 辆的可能。							
600104.SH	上海汽车	7.54	中性	0.40	0.40	0.73	11.05	29.33
研究跟踪	双龙汽车正式进入回生程序，上海汽车未能获任管理人资格，标志着双龙汽车对于上海汽车的负面影响已经不可能进一步扩大，符合上海汽车的利益。上海汽车的基本面近期有改善迹象，2 月份厂商批发量稳步提升。							
000527.SZ	美的电器	10.50	增持	0.77	0.91	1.17	18.11	24.85
研究跟踪	“轻工业振兴规划”即将出台消息刺激家电股表现。目前市场猜测的家电行业振兴规划包括（1）上调出口退税；（2）补贴节能产品；（3）产业升级和集群转移。							
000651.SZ	格力电器	21.74	增持	1.55	1.74	2.02	18.60	19.39
600415.SH	小商品城	52.28	增持	1.80	2.80	3.90	10.09	4.83
研究跟踪	2008 年淘宝网交易额为 999.6 亿元，小商品城市场成交额为 381.81 亿元；而 2007 年淘宝网的交易额为 433 亿元，仅比中国小商品城 348 亿元多出 85 亿元。							
600361.SH	华联综超	8.44	增持	0.40	0.55	0.70	27.88	27.30
600631.SH	百联股份	10.12	增持	0.40	0.55	0.75	12.69	20.76
600859.SH	王府井	22.40	增持	1.00	1.42	1.84	15.94	16.67
600054.SH	黄山旅游	16.23	增持	0.43	0.55	0.67	8.78	23.42
000423.SZ	东阿阿胶	16.74	谨慎增持	0.54	0.56	-	10.13	11.45
研究跟踪	获得 15%高新技术企业所得税认定。东阿阿胶近两年进行产品创新：复方阿胶浆、阿胶原粉、桃花姬阿胶糕、阿胶软胶囊等，08 年获得了“瑞通立（组织型纤溶酶原激活剂）”和 IL-11 新药 2 个基因重组生物药的新药证书和生产批件，09 年已投产和医院销售。							
000538.SZ	云南白药	39.18	增持	0.96	1.21	-	21.60	20.37
研究跟踪	公司的主导产品之一——白药膏获得提价，出厂价由 9 元提高到约 15-16 元，提高幅度近 80%。							
600511.SH	国药股份	28.71	增持	0.77	1.01	-	4.97	0.21
研究跟踪	大股东国药控股减持公司股票 136 万股，占公司总股本的 1%，减持后持股占比 45%。国药股份麻药、纯销、调拨三大板块业务清晰，作为国控北方资产整合平台较为明确。							
600276.SH	恒瑞医药	39.55	增持	0.88	1.33	-	6.95	4.46
000568.SZ	泸州老窖	22.05	增持	1.05	1.25	1.46	18.87	17.60
研究跟踪	轻工振兴规划中，酒的消费税存在临时性降低的可能性，而进口烈性酒、进口葡萄酒也有可能上调进口关税。							
000869.SZ	张裕 A	48.70	增持	1.73	2.12	2.63	13.57	9.19
研究跟踪	预计 08 年张裕业绩增长将保持接近 50%的增长幅度，09 年还有 20%以上增幅。							
600519.SH	贵州茅台	115.97	增持	4.45	5.27	5.86	14.46	8.09
研究跟踪	大环境的不景气使茅台在春节之后的第二周宣布提价这一惯例有可能被打破。							
000895.SZ	双汇发展	33.97	增持	1.15	1.40	1.71	5.33	2.50
600600.SH	青岛啤酒	20.15	增持	0.54	0.81	1.04	5.77	5.44
研究跟踪	电话会议上，公司预计 09 年国际大麦价格保持下降趋势。公司计划 2009 年啤酒的销量增速超过行业平均增速的 2 个百分点，销售费用会有所增加，初步预计在终端和渠道的促销投入预计将增长 20%左右，09 年每股收益至少保持在两位数以上的增长。							
600598.SH	北大荒	15.08	增持	0.36	0.42	0.45	11.46	21.12
600195.SH	中牧股份	15.17	增持	0.44	0.53	0.68	4.77	16.51

注：最新收盘价为 09 年 2 月 10 日收盘价，投资评级和盈利预测根据国泰君安行业研究员做出，研究跟踪主要是及时跟踪重点股票的资讯和研究变化情况。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：（021）38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码：518029

电话：（0755）82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100140

电话：（010）59312899

国泰君安证券网址：www.askgtja.com

E-MAIL：gtjaresearch@ms.gtjas.com