

2009. 2. 18

结构性倾斜

A 股策略月报 (2C)

 国泰君安策略团队

目录与摘要:

一: 近期策略观点

本轮行情更像是流动性推动的行情。但是要知道美国投资先哲说过“流动性推动的行情不是肮脏的行情”。可以确定的是,本轮反弹的幅度和持续时间,都由资金的动向决定。

本次市场流动性一方面来自空翻多的机构资金和望风而动的社会闲散资金,从换手率看,市场前期已经足够疯狂。这从参与交易账户和持仓帐户数的变化也得以证明,两者出现罕见的背离,说明散户持仓时间缩短,部分开始撤退,后续市场能否继续上涨主要还是靠增量资金的持续提供,从最新开户数据来看,这一趋势有望延续。

流动性的另外来源据说是部分票据融资资金进入股市(从我们产业资本估值的深度专题报告来看,1800-2300 对于产业资本来说相对安全),由于票据融资期限较短,也决定这部分资金参与市场热度很高,但是投机性强,持股时间较短,因此选择概念题材和中小型股票,而业绩不是主要考虑标准(优质股自 07 年 10 月以来相对于劣质股表现一直较差,这或许存在结构性倾斜的机会)。我们大概估算有 904 亿票据融资资金 1 月份以来进入股市,它们的融资期限可能平均 4 个月(静态),因此,近期市场仍不缺流动性。

二: 近期股票思路

尽管我们非常喜欢新能源投资主题,但是新能源股票鱼龙混杂,建议投资者关注我们《新能源策略双周报》推荐的靠谱的股票。作为秉持客观和多角度态度的策略分析师,我们从海外的角度探讨了新能源的走势和估值。

我们也指出了目前有些推荐存在不理性。通过举两个例子,我们认为,不用等到退潮之后,从基本面的基本逻辑就知道谁在裸泳。

从上周开始,我们对市场的看法渐趋谨慎,开始建议关注涨幅滞后板块。本周我们配置建议基本面相对确定的行业,主要是金融、建筑、电力、食品饮料、医药生物、商贸零售行业。前期我们周报也推荐了一些周期性股票的交易性机会,从我们的存货深度报告来看,我们会逐渐不喜欢周期性股票。

三: 投资组合

上周组合保持不变,组合收益率已 20%,根据我们设定的全年策略和近期,我们将逐渐适量减仓,并进行调仓——其标准将按照业绩来说话,进一步增加组合的 ALPHA 贡献。

本周不得不知的数据:

6.6%

17 家国内外顶级研究机构给出的预计,在 1 月份 CPI 创下 31 个月新低之后,今年 1 季度物价将出现-0.7% 的负增长,一季度 GDP 增速将继续下降至 6.6%,在各项经济指标中,进口降幅最大,可能由-9%降至-22.6%,降幅为 13.6 个百分点。

40%

汤姆森路透报告称截至 2009 年 2 月 17 日,中国企业今年的海外收购总额较去年同期增加 40%,涉及金额达到 218 亿美元,仅次于德国。

2000 亿美元

美国财政部国际资本流动报告(TIC)数据显示,去年 12 月末中国持有的美国国债较 11 月增加 143 亿美元,总量达到 6962 亿美元,继续领先于日本,居各国之首。

一：近期策略观点——流动性解释

我们在周二的酷图说从技术上短线回调可能发生，但是顶部尚未形成。目前持续大跌没有下行空间。

这几个月，A 股走势非常符合墨菲《期货市场技术分析》里面经典的熊市衰竭形态，而一月份以来 A 股已经走出了近似完美的衰竭形态，因此，对于那些不相信熊市已经结束（至少进入第二阶段）的投资者来说，请仔细比较下面两张图（当然前提是你相信技术分析有用）。

图 1：典型熊市衰竭形态

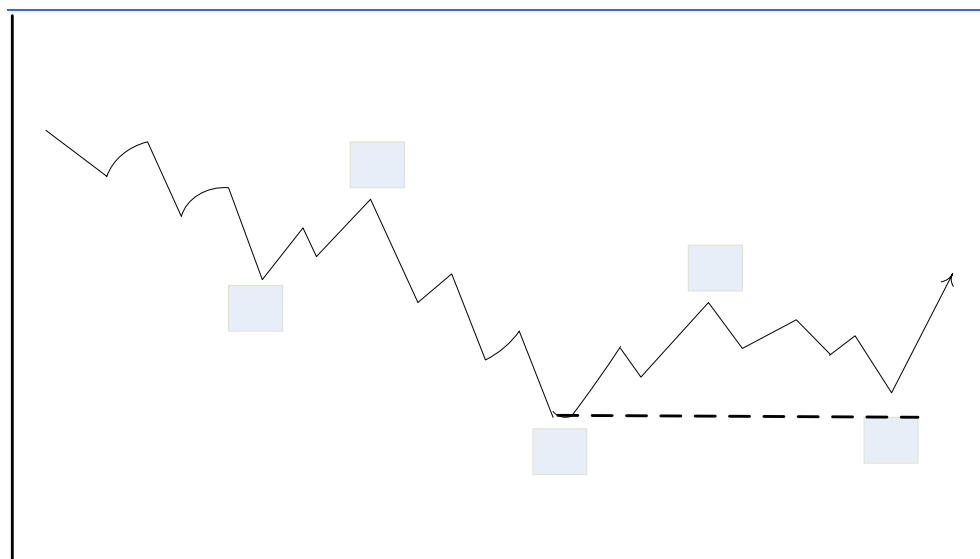
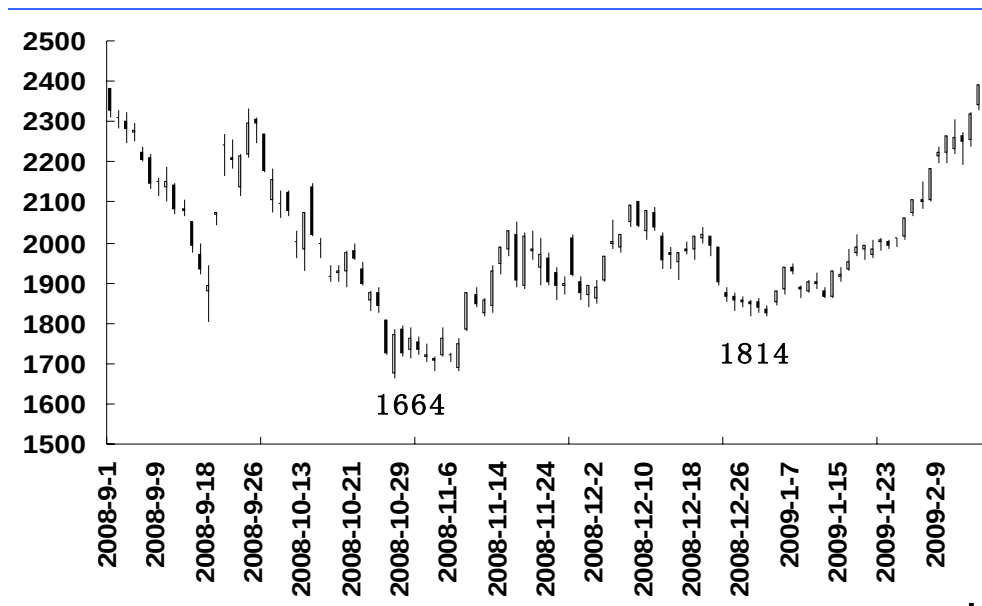
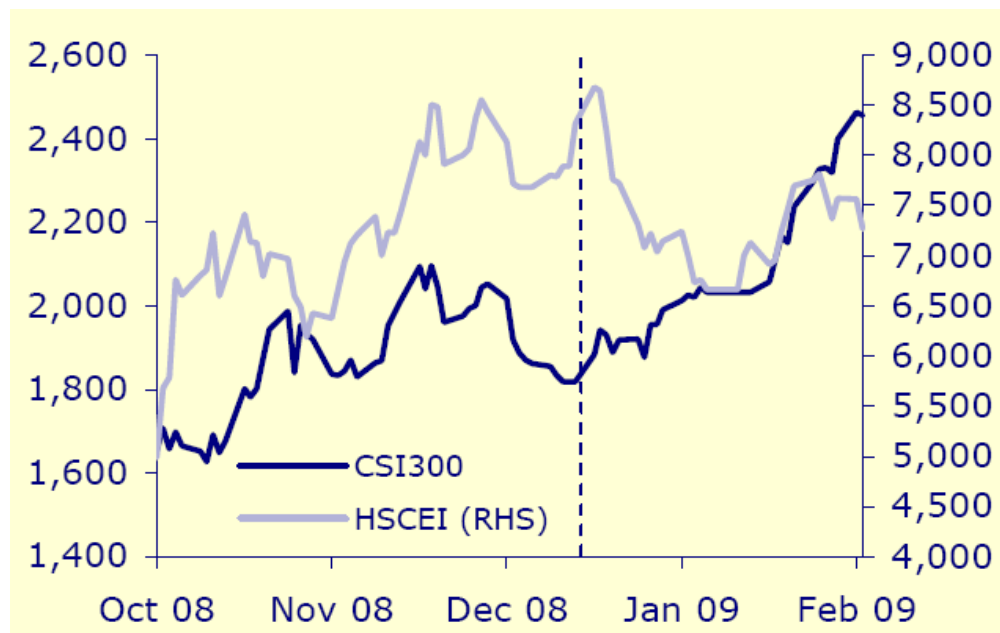


图 2：A 股已经走出完美的熊市衰竭形态



尽管目前 A 股上涨，并出现两天下跌，但实际上，我看到的叠加图显示，中证 300 指数和恒生国企指数 10 月份以来的叠加图中，中证 300 指数走势并没有表现显出比恒生国企指数好多少，只不过图形更漂亮（典型的走出熊市衰竭）。

图 3: 中证 300 指数和国企指数叠加



本轮行情更像是流动性推动的行情。但是要知道美国投资先哲说过“流动性推动的行情不是肮脏的行情”。可以确定的是，本轮反弹的幅度和持续时间，都由资金的动向决定。

本次市场流动性一方面来自空翻多的机构资金和望风而动的社会闲散资金，从换手率看，市场前期已经足够疯狂，已达到 6000 点时的水平，但从 A 股历史来看，还有提升的空间，不过，风险已然越来越大。这从参与交易账户和持仓帐户数的变化也得以证明，两者出现罕见的背离，说明散户持仓时间缩短，部分开始撤退，后续市场能否继续上涨主要还是靠增量资金的持续提供，从最新开户数据来看，这一趋势有望延续。

图 4: A 股换手率不断提高，已经达到 6000 点时的水平

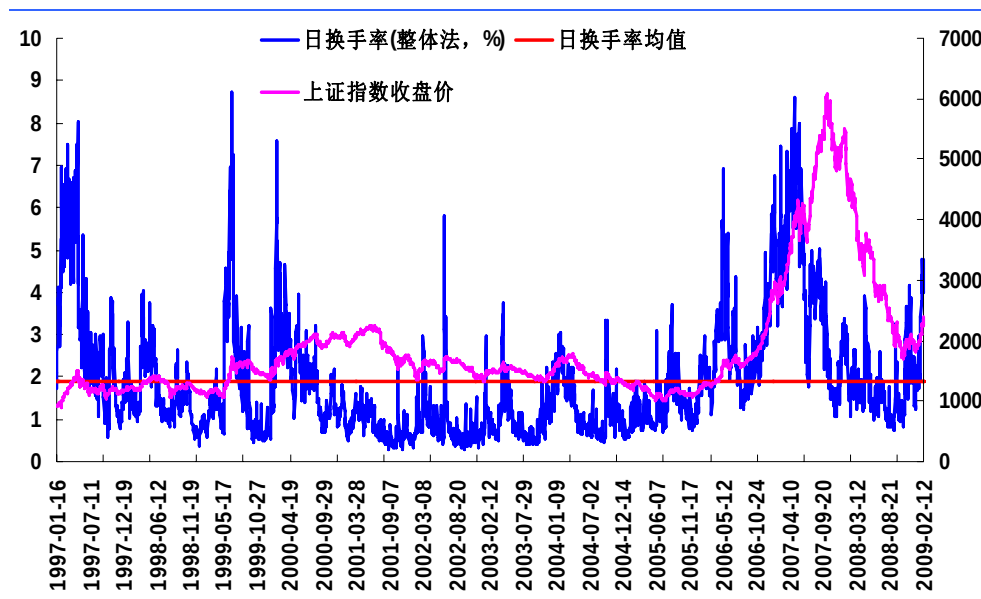


图 5: A 股交易账户不断增加, 但持仓帐户不断减少

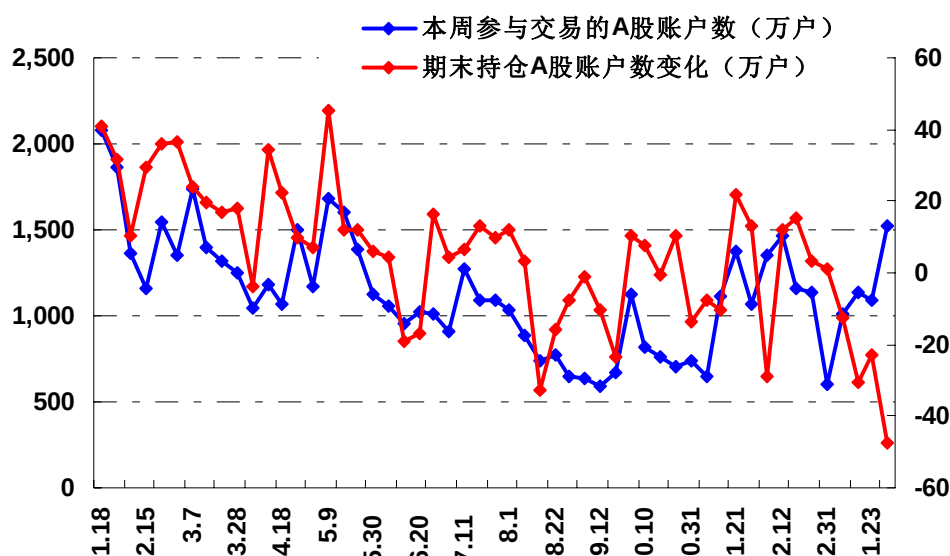
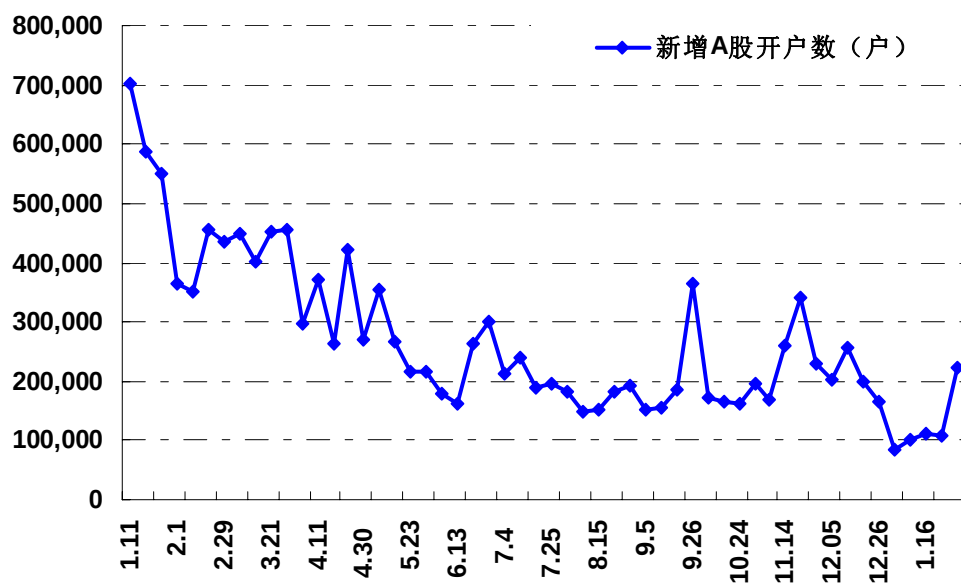


图 6: A 股能否继续上涨主要靠后续新增资金进入, 从目前开户数来看, 这种趋势有望延续



流动性的另外来源据说是部分票据融资资金进入股市, 由于票据融资期限较短, 也决定这部分资金参与市场热度很高, 但是投机性强, 持股时间较短, 因此选择概念题材和中小型股票, 而业绩不是主要考虑标准。而根据我们的深度研究专题, 认为产业资本的估值底限在 2 - 2.5 倍 PB, 对应 1800 - 2300 点, 因此也给这部分票据融资资金以“安全”。

从 08 年 11 月开始的本轮信贷膨胀最大的特点是信贷高增长的同时伴随着票据融资的高增长。09 年 1 月当月人民币贷款增加 1.62 万亿元, 其中票据融资增加 6239 亿元, 占信贷增量的比重达约 39%。而 08 年全年人民币贷款按可比口径增加 4.91 万亿元, 其中票据融资增加 6461 亿元, 占比仅为 13.2%。

我们现在关注的是这些票据融资的期限以及有多少资金可能进入股市。我们假定确实部分资金进入实体经济，部分套利，部分流入股市。

我们用的方法是考虑到山东和浙江都是产业投资大省，他们的票据融资只有新增贷款的 15-20%。加上套利资金 5%，我们认为其余多余部分应该是实体经济短期溢出资金。也就是假定票据融资的 $[39\% - (20\% + 5\%)]$ 的部分进入股市，大约 904 亿资金进入股市。由于融资利率很低，因此在产业资本认为的股市“安全”下，只要存在波动性机会，很容易收益远超过成本。而考虑到资金的短期性（我们研究员调研的结构是票据融资平均 4 个月），因此市场投机氛围较重，新增资金不太关注股票的质地。

图 7：近期贷款高增长伴随着票据融资的高增长

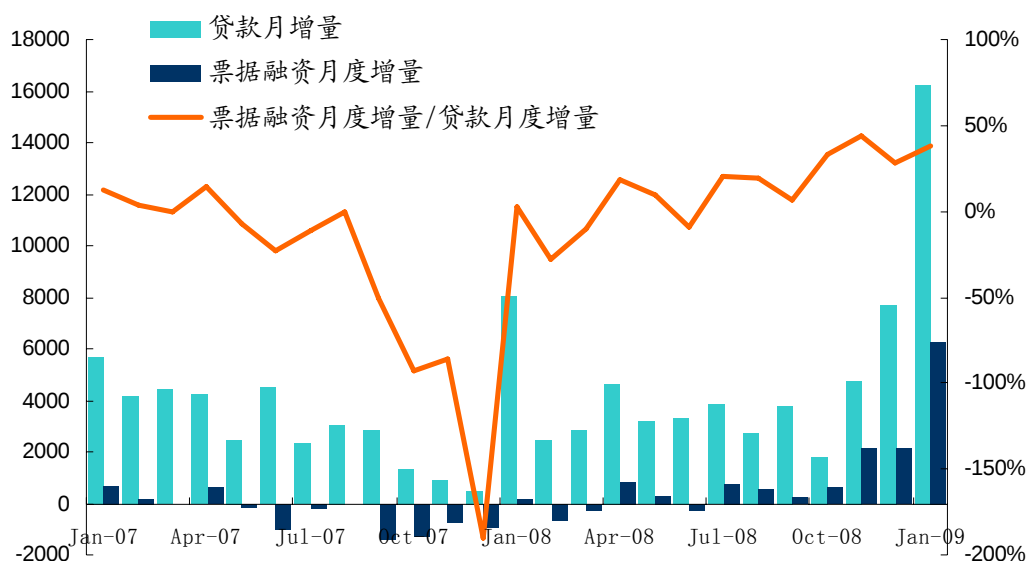
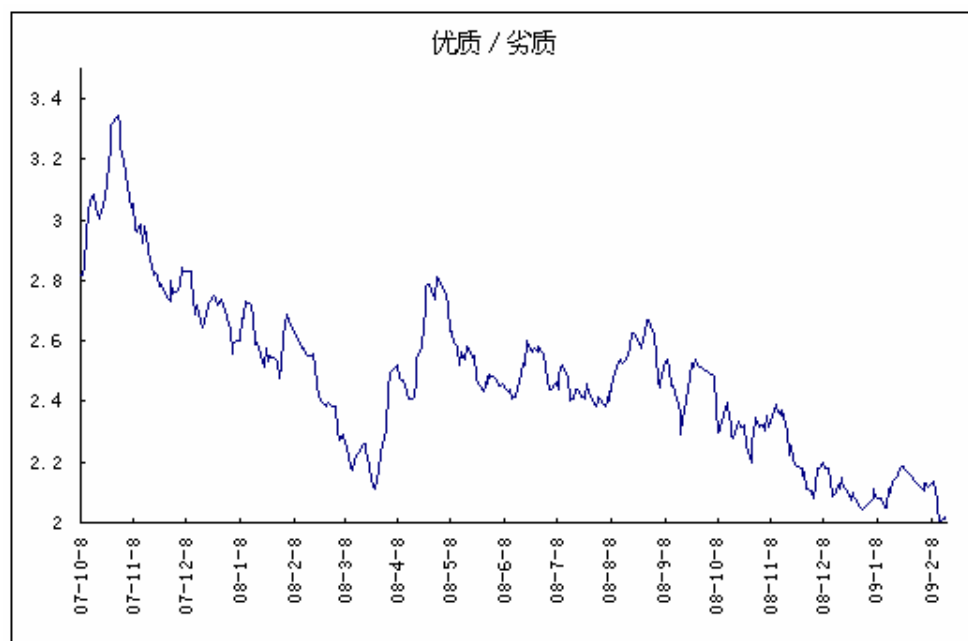


图 8：从 2007 年 10 月以来，优质股远远跑赢劣质股，这种情况也在 2000 年国内互联网牛市行情中存在



未来可能发生两种情况，劣质股在题材的掩护下继续有超额收益，另外就是

优质股借本次调整执掌上涨，不过，尽管优质股相对劣质股严重超跌，但是趋势上还没有看到结构性扭转的迹象。考虑到我们研究员调研的结构是票据融资平均 4 个月。我们认为前三个月市场不缺流动性，我们仍然谨慎乐观。对于长线投资者，优质股是很好的介入机会——毕竟从长期历史概率上，优质股赢面大得多。

二：股票研究与推荐

2.1 投资故事：海外的新能源

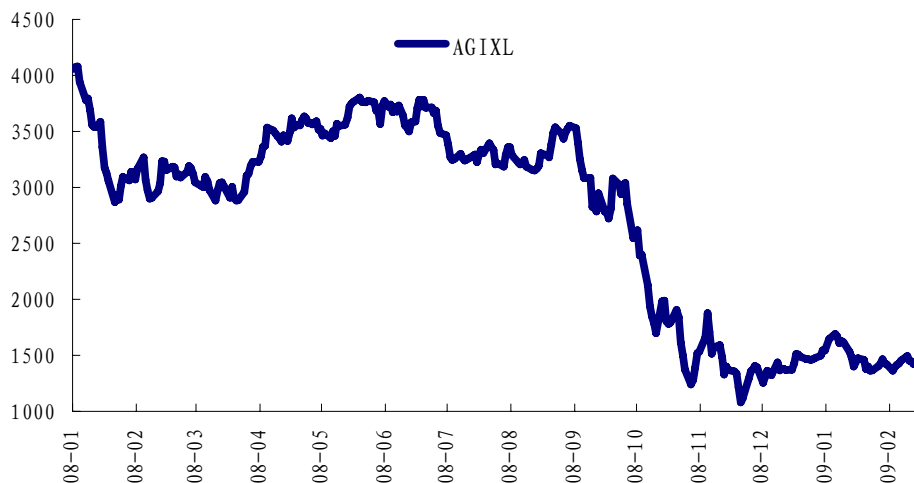
我们今年看好主题投资，包括新能源——读我们去年 11 月以来策略周报的读者知道，我们是铁杆的新能源粉丝，但是新能源股票鱼龙混杂，建议投资者关注我们的《新能源策略双周报》推荐的股票，比较靠谱。

不过，作为策略分析师，我们不能仅看好就罢了，要从多方面审视它。比如从海外角度给投资者提供不同视角。海外新能源有两个指数，一个彭博代码为 GEX，一个彭博代码是 AGIXL。可以见下图 08 年以来的走势，你会发现和国内新能源股票走势完全不同。

图 9：GEX 新能源全球指数



图 10：AGIXL 新能源全球指数



我们也将众多海外新能源板块的估值给国内的投资者列一列。

表 1: 海外新能源股票估值

子类板块	08 年 P/E	代表公司数	09 预测增长率
节能与智能电网	18.5	13	16 %
动力电池	10	15	21 %
地热潮汐水能	31.5	5	28 %
太阳能	8	58	20 %
风能	14.1	26	17 %
生物能	9.9	50	11 %
核能	11	28	0 %
气液化	6.7	3	0 %

数据来源: 瑞信、瑞银、JP 摩根, 超过 200 个全球新能源公司。

海外估值市盈率低主要是前期市场大跌。如果新能源能够成为未来的炒作热点, 向互联网一样, 则目前的估值仅相当于 NASDAQ95-97 年的水平, 98 年以后, 纳指迅速提高到 38 倍市盈率, 99 年到了 100 倍以上的市盈率。即使现在 08 年市盈率还有 32 倍。

新能源一方面受到石油价格基准的影响, 另一方面也受到全球政府投资政策倾向的影响。

2.2 投资故事: 谁在裸泳?

作为理性的策略分析师, 我们自然喜欢靠谱的品种, 不过资本市场和啤酒的相似之处, 是都喜欢有一点泡沫。市场热络的氛围发酵出各种热切的推荐: 增持、强烈增持、买入、强力买入, 恍若重回 07 年 530 之前。其实, 不用等到退潮之后, 从基本面的基本逻辑就知道谁在裸泳。

1、路翔股份: 怎么算出的 09 年业绩增长 500%多?

有推荐理由: 09 年业绩将大幅增长 500%多。业绩大幅增长的原因主要是基建投资中公路建设的需求拉动公司业务量增长 100%。同时毛利率受益于产品提价从 08 年的 11%上升到 18%以上。

这两个数据按照稍微审慎的逻辑去推理都是站不住脚的。

公司主营改性沥青, 90%应用于公路建设。08 年交通固定资产投资 8000 亿, 根据交通部的表示, 09-10 年交通固定资产投资规模是 1 万亿, 粗略算其中的公路建设投资增长 25% $((10000-8000)/8000)$ 。同时, 由于改性沥青对普通沥青的替代, 改性沥青的消费从 99 年到 05 年, 复合增速是 38% (这里要考虑到期间的高等级公路的大规模修建)。即使不考虑高等级公路建设高峰期是否已过, 乐观假设, 09 年的改性沥青需求增长也只有 $1.25 \times 1.38 = 1.725$, 70% 的增长。100% 的收入增长依据是在公司产能大幅增长 (从 08 年的 204 万吨到 09 年的 380 万吨) 下, 假设公司的产能利用率还达到近几年的最高水平 05 年的 6.97%。而我们在表中看到, 05 年到 06 年产能大幅扩张后, 公司的产能利用率是从 6.97% 下降到 4.33%。

表 2: 路翔股份 (002192) 业务量预测

单位: 万吨

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
年产能	126.14	137.90	204.98	204.98	204.98	380.18	482.38

年产量	6.92	9.41	8.87	12.17	12.73	26.50	33.62
年产量增速	——	35.98%	-5.74%	37.20%	4.60%	108.17%	26.87%
产能利用率	5.49%	6.97%	4.33%	5.94%	6.21%	6.97%	6.97%

预测假设 09 年毛利率有 20%，主要的依据是改性沥青和原材料重交沥青的价格正从底部反弹。我们发现，即使在价格差达到峰值的 06-07 年，毛利率水平也只有 18%。不要忘了，公司 09 年的产能有大幅的扩张，推荐中没有提及改性沥青的其他供应商是否有产能扩张的计划。常识告诉我们利润率的扩大对没有技术门槛的产品来说，必然意味着供给的增加。所以将 09-10 年毛利率假设超过了近年的峰值水平，是不审慎的。

图 11：重交沥青与改性沥青月度价差 单位：元/吨

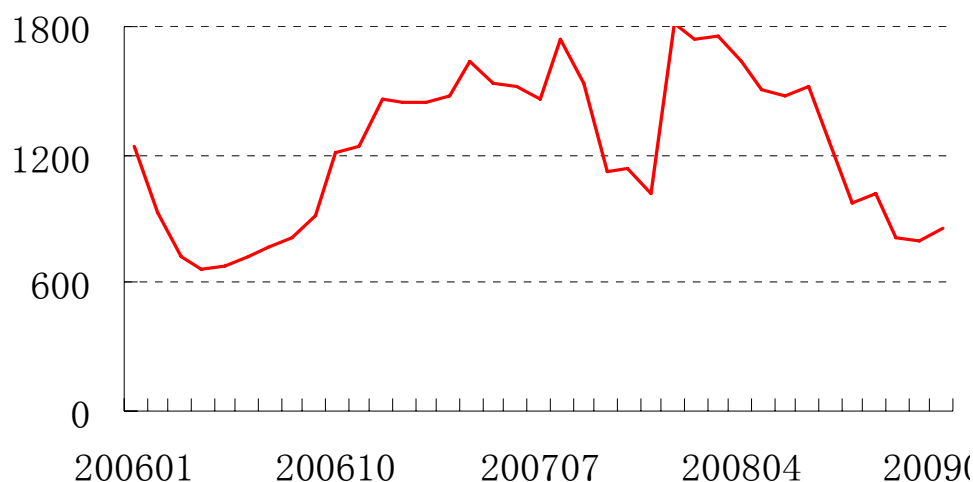


表 3：路翔股份（002192）量价及毛利率预测

单位：万吨、元/吨、%

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
年产量	6.92	9.41	8.87	12.17	12.73	26.50	33.62
年产量增速	——	35.98%	-5.74%	37.20%	4.60%	108.17%	26.87%
改性沥青销售	2630	3229	4248	3988	4838	4350	4611
价格涨幅	——	22.78%	31.56%	-6.12%	21.31%	-10.08%	5.99%
毛利率	14.41%	17.26%	18.55%	18.29%	11.18%	20.83%	21.38%

2、东北制药：VC 业务毛利率近 60%？

推荐理由：VC09 年均价 11.5\$/kg，因此 VC 业务业绩大幅增长，09 年能达到 2 块钱，给 10XPE，单单 VC 这块业务，就值 20 块钱。

VC 的产量没有问题，关键的问题是 VC 的价格能否达到推荐预测的 09 年均价在 11.5\$/kg 这个历史最高水平。东北制药的 VC 生产成本大概是 35 ¥/kg，大约是 5\$/kg。从华北制药的数据看，VC 业务的毛利历史平均水平在 30%左右，最高也就是在 01 年 VC 牛市时候的 60%。而 11.5\$/kg 的 09 年均价（以及未来不断创新高的均价假设），意味着毛利率非常夸张！推荐中所说的行业集中度提升对产量的约束将不再成立，现有产能会释放出来。市场集中度的提升和一些国家行业政策只能使行业可能获得一个相对稳定的合理利润率水平，并没有根本改变原料药行业长期产能过剩、进入门槛较低的本质。因此，根据一时的价格去过高期待 VC

行业未来的利润率水平是不审慎的。

值得注意的倒是东北制药的普药制剂这块业务，会进入基本药物目录，加上企业对自身营销的改进，会有不错的成长。

图 12: VC 出口均价和 09 年预期均价: 历史高位

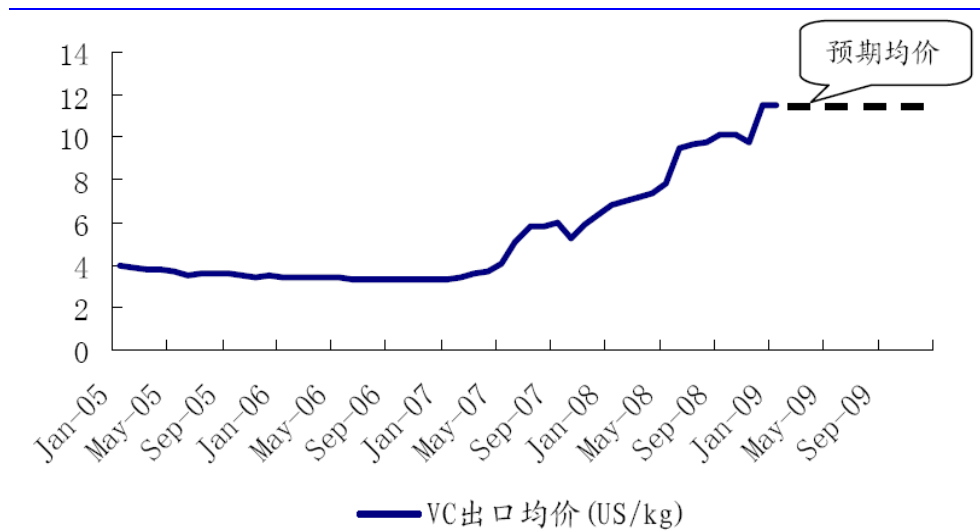
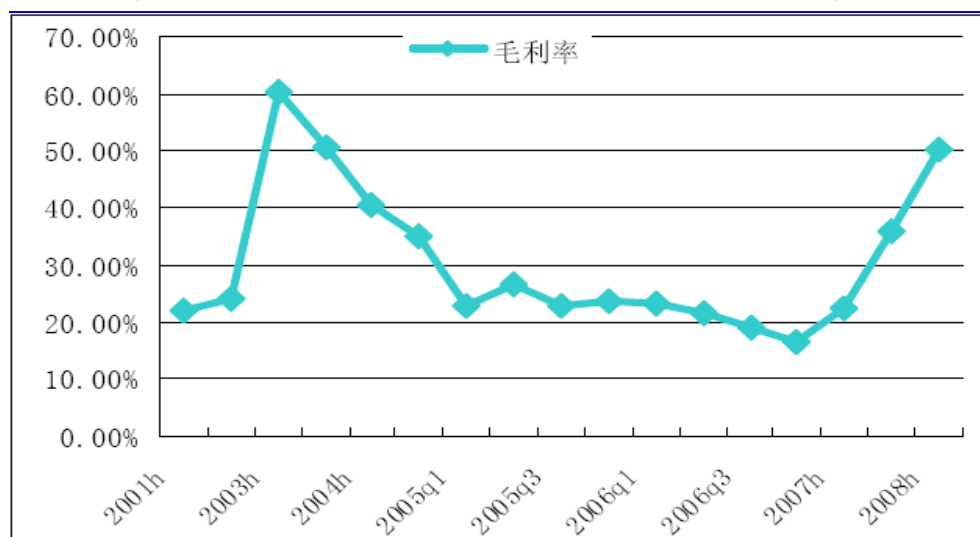


图 13: 从华北制药的数据看, VC 业务毛利平均水平在 30% 左右, 最高也就是 60%。



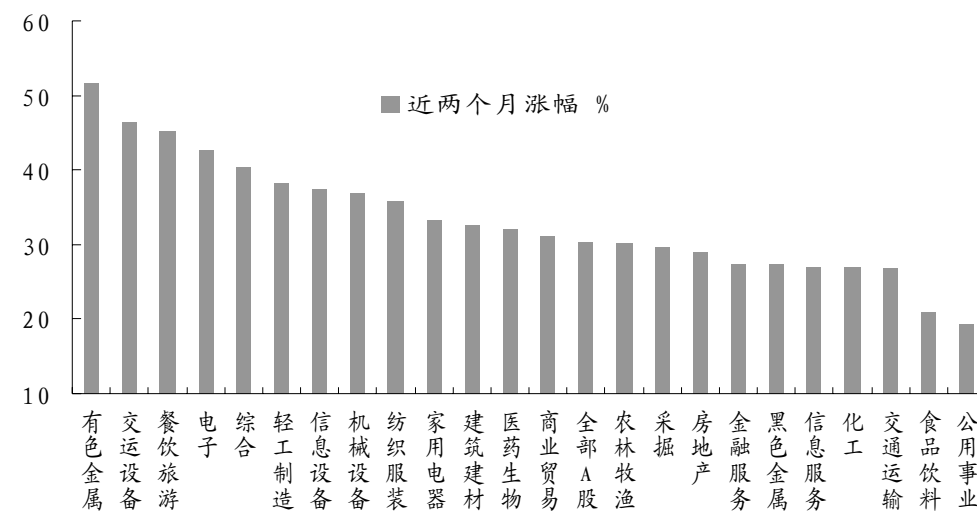
注: VC 的资产是在 2007 年才注入东北制药, 没有历史数据, 所以采用华北制药数据来观察

2.3 投资线索: 我们逐渐对周期类股票的交易性机会不感冒

从上周开始, 我们对市场的看法渐趋谨慎, 开始建议关注涨幅滞后板块。本周我们配置建议基本面相对确定的行业, 主要是金融、建筑、电力、食品饮料、医药生物、商贸零售行业。

周期性行业在经历存货调整冲击后 (在我们 12 月的每日酷图《存货调整冲击正逐步过去》较早论及), 产品价格出现反弹, 企业产能利用率有所上升, 投资者感觉企业基本面最坏的时候已经过去, “心里有底了”。由此带动了自 08 年 11 月以来的以周期性行业估值修复为主要特征的反弹行情。

图 14: 近两个月, 以有色金属为代表的周期性行业涨幅居前, 金融、食品饮料、公用事业等涨幅落后。



但“去库存化”阶段的产品价格反弹, 是一种短期的“弱平衡”状态(见我们在深度专题报告《存货再研究: 冬去春未来》中最详细的解释!)。行业的真正复苏需要下游需求的实质性恢复。产能调整决定短期价格, 需求决定中期价格, 供给约束决定长期价格。短期内, 行业开工率的回升和下游需求依然偏弱, 可能导致部分周期性行业基本面恢复低于市场预期。目前比较典型的是煤炭与钢铁行业。

图 15: 秦皇岛库存回升连续 4 周回升, 秦皇岛价格连续 2 周下滑, 大同优混平仓价格 600 元/吨。

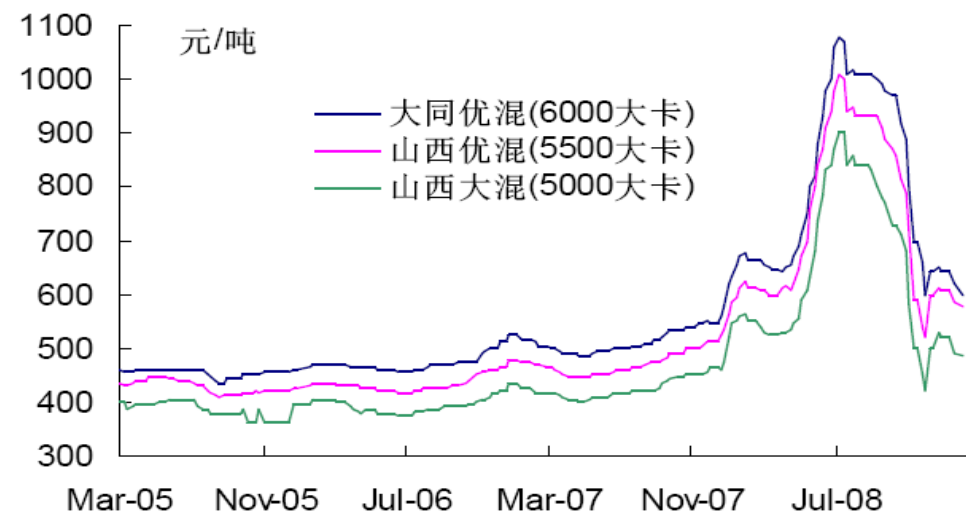


图 16: 大同动力煤坑口不含税价格为 505 元/吨, 含税车板价为 650 元/吨, 已和秦皇岛中转地价格形成倒挂。小煤矿复产和取暖消费旺季的过去, 将使产地价格下跌 20%左右

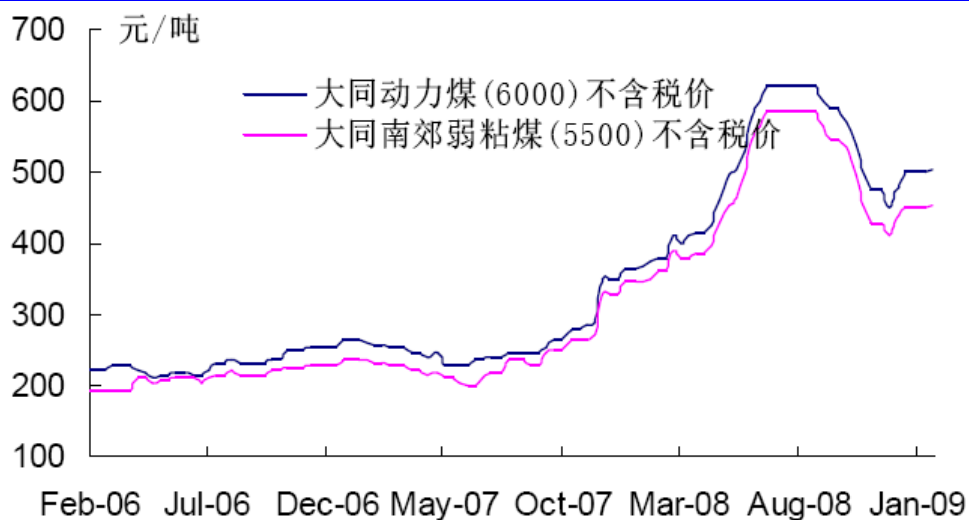


图 17: 国内钢厂复产很快, 对钢价形成压制。上周钢价结束连续三个月的反弹。

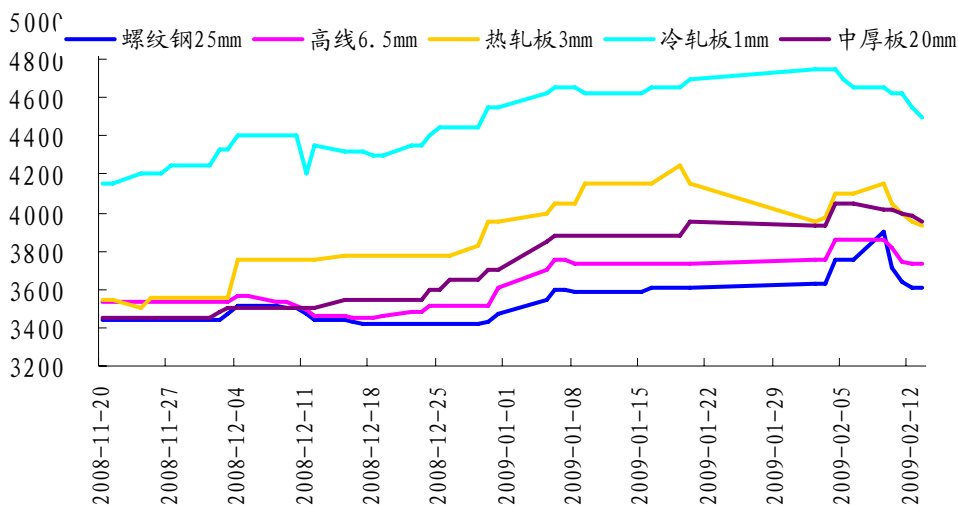
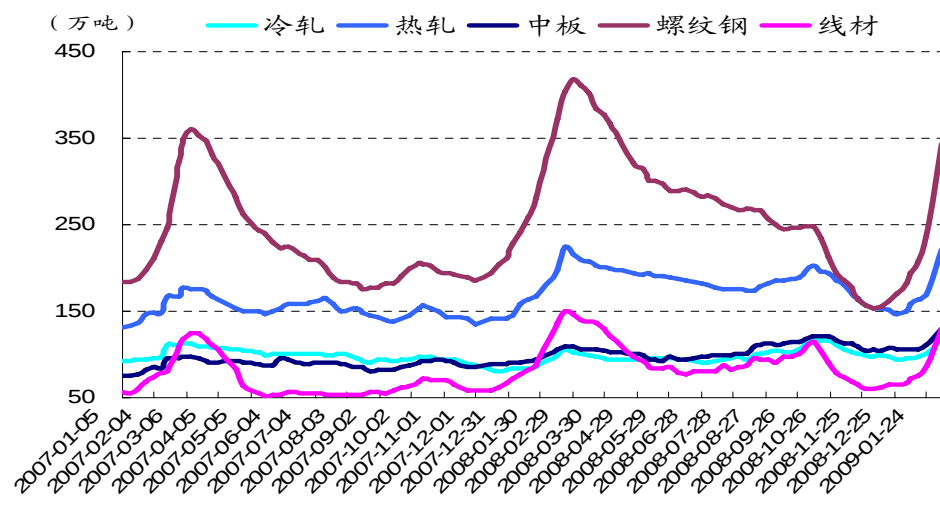


图 18: 钢材流通市场库存量迅速飙升至 941 万吨, 较年前和 1 月初的升幅分别高达 34%和 57%, 对钢价的短期走势形成巨大压力。



因此, 我们建议配置转向基本面相对确定的行业, 主要是金融、建筑、电力、

食品饮料、医药生物、商贸零售行业。

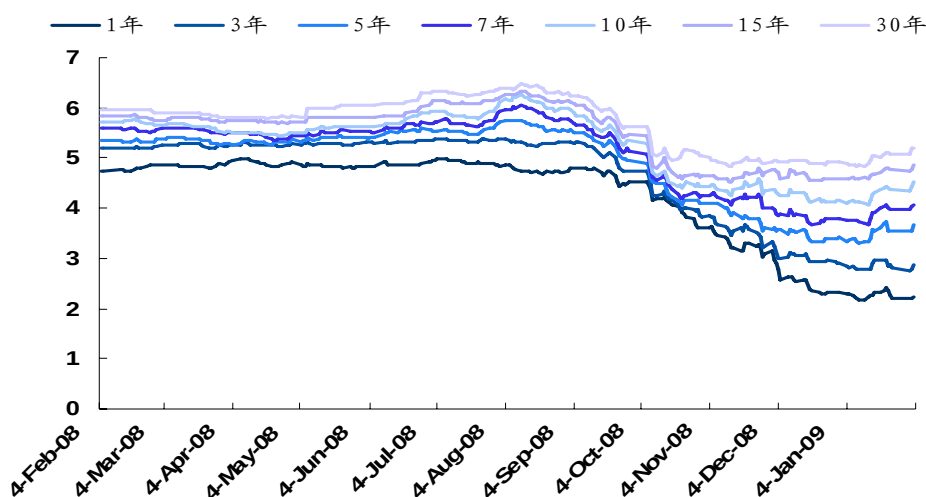
1、金融：上调保险投资评级至“超配 1”，维持银行、证券“超配 1”评级。

08 年末，市场对保险行业的悲观预期主要是：09 年保费收入可能负增长和降息周期中投资收益率下降。最新的数据有助于市场消解这些悲观预期。

据初步统计 09 年 1 月，中国人寿、平安人寿和太保人寿共实现总保费 555 亿元，逆市同比增长 11%，远超预期。从产品结构来看，正在由投资型向保障型转变，由银保渠道向个险渠道转变，内含价值贡献率正在提升。

易纲最新的讲话指出：未来降息空间不大，更不可能实行零利率政策，央行将通过各种货币政策工具的最优组合来有效实施适度宽松的货币政策。我们银行业研究员的预期是：09 年央行降息最多 2 次，即 1 年期存款利率至 1.71%。央行大幅降息接近尾声和资本市场的反弹，使寿险公司投资收益率有所好转。

图 19：近期 2007-2009 年国债到期收益率出现上扬。



市场对银行股的担忧主要集中在：未来贷款增速可维持性、NIM 收窄和信贷风险。银行业研究员认为，未来几个月信贷同比增速仍将保持较快增长，信贷投放的大增对 09 年银行业净利润维持低水平正增长构成有力的支撑。不良资产的大规模增长在 09 年应该是小概率事件。降息空间预期缩小、存款准备金率的进一步下调有利于缓解净利差收窄的担忧。需要关切的是利率市场化的进展。央行吹风认为：目前是扩大贷款利率下浮空间的最佳时机。中国的商业银行目前还无法化解净利差大幅收窄对利润的冲击。

表 4：各家银行 09 年信贷计划

银行	09 年信贷计划
工商银行	工商银行一位高层表示，要尽快落实储备的优质项目和客户资源，力争一季度完成全年信贷增长计划的 45%，积极抢占市场先机。09 年工行确定了新增 5300 亿元的信贷计划。而 09 年 1 月，其新增贷款已达 2521 亿，其中一般性贷款 1171 亿，票据融资 1350 亿。
建设银行	计划贷款增幅保持 08 年的水平（08 年新增贷款 5085 亿元）
中国银行	08 年贷款新增超 3500 亿元，预计 09 年信贷增速会略快

交通银行	09 年工作会议确定在“好”的前提下确保较快发展，重点支持受惠于国家扩大内需政策和抗经济周期能力较强的产业和项目
浦发银行	09 年工作会议确定 09 年信贷增速目标超过了 20%，信贷增量目标超过了 08 年全年新增量
招商银行	09 年信贷重点投向基建项目，主要投向路、电网、核电、南水北调等国家重点建设项目和一些财政实力较强地区的城市基础设施建设
民生银行	09 年信贷增量预计在 1000 亿元左右，与 2008 年基本持平

2、建筑：上调评级至“超配 1”，新签合同确保业务增长。

国家加大基础设施建设使建筑企业获得确定性较强的业务增长。新签合同的陆续披露是带动建筑行业跑赢大盘的催化剂。近 2-3 个月大幅增长的贷款将优先进入基础设施建设领域，特别是进入前端设计和施工领域。根据行业研究员的预计，09 年 1-2 季度基础设施施工企业新签订合同将进入大量披露期。从新签合同额与市值对比角度，重点推荐中国中铁和中国铁建。

表 5：中铁和铁建年后新签合同额公告汇总（亿人民币）

公告日期	中标项目	中标金额
中国中铁		
2009-1-7	贵阳至广州铁路站前工程 GGTJ-3 标段和 GGTJ-2 标段	86.34
2009-1-7	铁路重庆至利川线土建施工第 6 标段、第 4 标段和第 3 标段	78.83
	石太铁路客运专线太原南站站房工程 TYNZ-1 标段、铁路成都	
2009-1-7	东客站及相关工程	32.12
2009-1-7	沈阳至抚顺开行城际列车工程	14.67
2009-1-7	成都东客站工程施工 2 标段	11.19
	广西柳州市“双拥大桥、维义大桥、广雅大桥及北外环路”BT 项	
2009-1-7	目建设	27.00
2009-1-13	京包铁路集宁至包头段增建第二双线等	230.06
中国铁建		
	大阿拉伯利比亚人民社会主义民众国的黎波里-加迪尔角铁路	
2009-1-22	线实施合同	54.74
2009-2-12	沙特麦加萨法至穆戈达莎轻轨合同	121

三：投资组合

上周组合保持不变，组合收益率已 20%，根据我们设定的全年策略和近期，我们将逐渐适量减仓，并进行调仓——其标准将按照业绩来说话，进一步增加组合的 ALPHA 贡献。

附表 1：宏观策略假定

	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, 短期下跌幅度有限	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

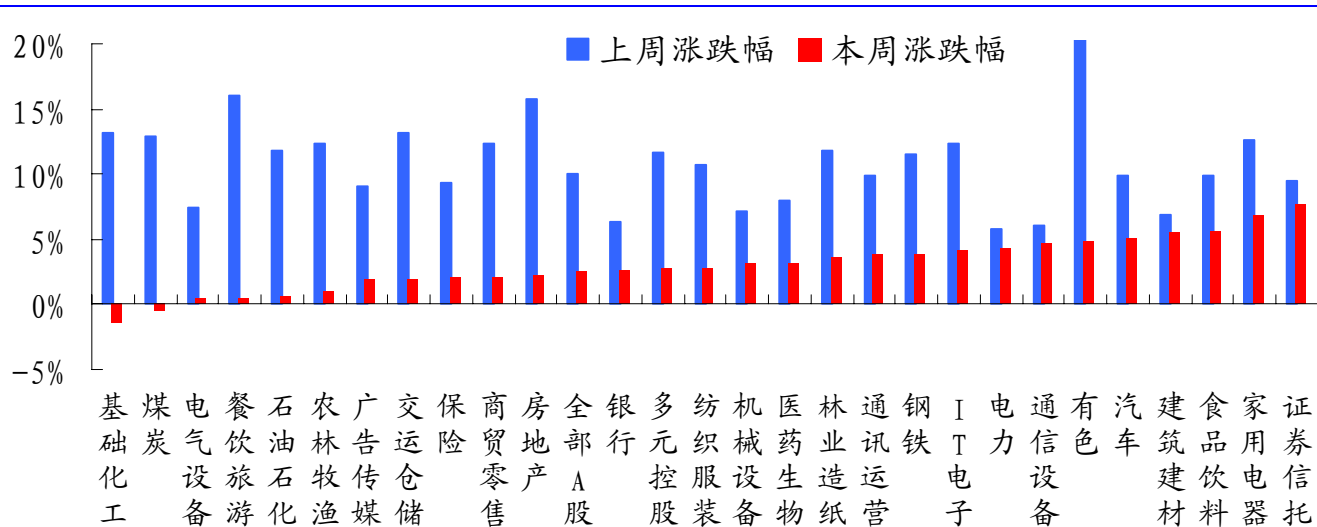
附表 2：行业资讯与中期评级

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	易纲指出，中国未来降息空间不大，更不可能实行零利率政策。对零利率政策的担忧之一就是：利率太低银行无法生存。维持 09 年银行 NIM 下降 38-50bp，净利润仍可能获得微小的正增长的预期。关注利率市场化使银行 NIM 进一步下降的风险。
地产	平配	不变	2008-12-03	1 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比下降 0.9%，环比下降 0.2%。预计楼市在 3 月之前仍难改变季节性低迷状态。
保险	超配 1	上调	2009-2-17	据初步统计 09 年 1 月，三家寿险公司共实现总保费 555 亿元，同比增长 11%，超出市场的普遍预期。从产品结构来看，正在由投资型向保障型转变，由银保渠道向个险渠道转变，内含价值贡献率正在提升。
证券信托	超配 1	不变	2009-2-10	具备较高业绩弹性的中小券商将更多的受益于交易额的大幅上涨。从业务结构上看，中小券商经纪佣金收入占比更高，其中东北证券高达 80%。
煤炭	低配 1	不变	2008-11-12	产地价格与中转价格倒挂。随着小煤矿复产和取暖季的结束，坑口价格下跌压力加大。对合同煤谈判的关注更应该跟踪实际执行价。
石油石化	平配	不变	2008-11-12	中国石油和化工协会预计 08 年国内三大石油公司利润同比上年下滑 31.3%至 2228 亿元，短期成品油消费量下降的势头难以逆转。
电力	超配 1	不变	2008-11-12	国电集团否认近日传出的与山东省淄矿集团以 530 元/吨的价格签订 90 万吨电煤合同的消息。未来盈利和估值的提升有赖于对煤价调整幅度的预期。1 月，全国规模以上电厂发电量同比下降 12.30%，考虑春节因素，用电情况总体平稳。
钢铁	低配 1	不变	2008-11-12	目前的经济基本面还难以支撑钢材价格继续上涨。加上钢厂重新开工生产，产能利用率已由 70%上升到 85%上下。国内钢材价格结束连续三个月反弹。
有色金属	低配 1	不变	2009-2-3	有色金属振兴规划进入讨论审议阶段。规划强调了加快产业战略重组和走出去控制海外矿产资源。国家还希望通过落实收储和税费调整来为企业减压。
造纸	平配	下调	2009-2-17	行业景气中期并不乐观，子行业中铜版纸、新闻纸产能过剩严重。
建材	低配 1	不变	2008-11-19	美国资本集团公司于 2 月 12 日以 36.925 港元的均价，增持了 88.8 万股海螺水泥 H 股，增持后其持股比例由早前的 9.91%增至 10.11%。
建筑	超配 1	上调	2009-2-17	近日中国中铁、中国铁建、粤水电披露新签订 230、121、10 亿元合同，预期新签订合同在未来 1-2 个季度将进入高峰期。

基础化工	平配	下调	2009-2-17	大部分化工品价格出现回暖。草甘膦、硫酸价格大幅反弹。尿素、磷肥略微反弹，氯化钾价格持续上涨。MDI 价格维持低位。
家电	超配 1	不变	2009-2-10	轻工业振兴规划即将出台，国内产商竞争优势有望进一步强化。
服装纺织	平配	不变	2008-10-15	1 月的外贸数据显示，中国服装出口增长 5.7%，纱线面料则下降 12.3%，为四年来首次负增长。纺织行业 1 月的新订单指数、生产指数和采购量指数，皆在 20 个行业中排位最低。
零售百货	超配 1	不变	2008-12-02	传即将出台“国家大店法”。拥有较多商业物业或门店租约较长、已建立起领先网络资源优势的大型零售商得到市场关注。
农业	平配	不变	2008-8-8	国际原糖价持续反弹，上周上涨 1.15%；南宁糖价一周上涨 5.96%。短期糖价仍有上涨空间。
食品饮料	超配 1	不变	2008-12-02	预计贵州茅台 09 年一季报业绩将大幅增长并超出市场的预期。后续提价，市场分歧较大。
医药生物	超配 1	不变	2008-8-8	作为医改方案重头戏的基本药物目录已经基本确定，已经进入了向医药企业等相关各方征求意见的最后阶段。
餐饮旅游	平配	不变	2008-10-22	统计局数据显示今年 1 月份，我国旅游价格上涨了 5.7%，明显高于同时期居民消费价格 1% 的上涨幅度。
广告传媒	平配	不变	2008-10-15	最新的 09 年动态市盈率近 40 倍。行业 1 季度业绩平淡。
通讯运营	平配	不变	2008-8-8	内蒙古区政府出台正式文件支持 TD 发展。要求区内政府部门、部队和地方国有企事业单位要率先使用 TD 业务和信息化服务。
汽车	平配	不变	2009-2-10	工信部对《汽车产业发展政策》征求意见，政府可能会进一步加强对节能环保、自主品牌的鼓励政策，但对合资车厂及新产能的审批限制仍不会放松。
机械设备	平配	不变	2008-11-26	传政府将禁止二手挖掘机进口。由于进口二手挖掘机占每年挖掘机销量的 20% 多，所以如果禁止进口会增加国内产商如三一重工的挖掘机销量。
通信设备	超配 1	不变	2008-8-18	中兴通讯首席财务官韦在胜表示，预计年收入会有双位数的增长，毛利率仍可保持在 33%-34% 的水平。
电气设备	平配	不变	2008-12-02	1 月份，江苏省电网亏损 5.6 亿。江苏电力设施投入巨大，仅去年就投入 300 亿，使得资产折旧和财务费用难以消化。
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：提出明确的振兴思路与目标，包括未来 3 年信息产业增速 2 倍于 GDP，软件和信息服务业占比提高到 15%。
航空	低配 1	不变	2008-8-8	国航、东航、上航等内地航空公司再次宣布下调内地至港澳航线的燃油附加费
水运	低配 1	不变	2008-8-8	由于租船者开始妥协运货，市场上货量有所减少，导致 BDI 指数有所回落
交运基础设施	超配 1	不变	2008-10-15	高速公路行业 09 年景气向下，但毛利相对稳定。估值相对大盘折价明显，短期可能有估值反弹表现。

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：按本周涨跌幅排序，证券信托、家电、食品饮料、建筑建材、汽车等行业涨幅居前



注：数据截止至2月17日

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	11.82	谨慎增持	0.70	0.85	0.95	4.42	14.53
研究跟踪		天然气价格的上涨确定性较大。预期09年中国石油天然气产量超过700亿方，以温和的天然气提价预期0.10元/方测算，能够增加税前利润70亿元，相当于0.04元EPS。						
600583.SH	海油工程	17.71	增持	0.63	0.85	1.01	2.19	4.24
601088.SH	中国神华	22.51	谨慎增持	1.53	1.55	1.91	0.04	17.30
研究跟踪		五大电力集团是否和山东淄博集团签订首份530元每吨的合同煤合同，仍然存疑。公司1月份运营：煤炭销量增长2.7%，售电量同比下降32.4%。						
600547.SH	山东黄金	66.94	谨慎增持	2.39	2.57	2.65	15.49	44.02
研究跟踪		据董秘交流：保守估计09年公司矿产金产量在18吨以上（不含新注入的资源量）。目前黄金储量在180吨左右。集团还有500-600吨黄金储量，将在恰当的时候分批次注入。深部探矿初步结果显示边深部地区还拥有极其丰富的黄金资源量。						
600888.SH	新疆众和	11.68	增持	0.55	0.72	-	-1.35	21.41
000960.SZ	锡业股份	16.50	中性	0.92	1.02	-	3.00	25.76
600585.SH	海螺水泥	34.50	增持	1.80	2.00	-	7.95	20.76
研究跟踪		美国资本集团公司于2月12日以36.925港元的均价，增持了88.8万股海螺水泥H股，增持后其持股比例由早前的9.91%增至10.11%。						
600019.SH	宝钢股份	6.08	谨慎增持	0.47	0.51	0.64	2.01	17.15
研究跟踪		国内钢价结束近三个月反弹。行业研究员下调投资评级至谨慎增持，并下调08-10年盈利预测。						
600219.SH	南山铝业	9.15	增持	0.56	0.53	-	2.46	25.69
600362.SH	江西铜业	18.05	中性	1.16	0.66	0.71	7.83	44.98
研究跟踪		国际基本金属价格因为需求忧虑不减，而继续走弱。						
600309.SH	烟台万华	14.41	增持	0.94	0.95	1.17	2.56	20.79
研究跟踪		未来几年建筑保温市场将成为聚合MDI消费的增长点。苯胺及聚合MDI价格已经出现筑底反弹的趋势，纯MDI跌势也已放缓，预计09年二季度MDI可能出现止跌反弹。						
600963.SH	岳阳纸业	7.82	增持	0.23	0.20	-	6.54	30.55

600795.SH	国电电力	6.70	增持	0.12	0.30	0.36	3.88	11.11
研究跟踪	国电集团否认传出的已与山东淄矿集团以 530 元/吨的价格签订 90 万吨电煤合同的消息。							
601006.SH	大秦铁路	9.76	谨慎增持	0.55	0.61	0.65	2.31	11.54
601919.SH	中国远洋	11.63	中性	1.20	-0.10	-	8.29	32.01
600009.SH	上海机场	14.23	谨慎增持	0.47	0.47	0.56	2.01	10.48
研究跟踪	浦东机场 1 月份旅客吞吐量同比增速为-1.9，货运业务连续第三个月下滑，1 月货邮吞吐量同比下滑-17.9%。1 季度将是公司全年业绩增长的低点。2 季度开始，在 08 年低基数的基础上，浦东机场业务量增速下滑的情况将有所改善							
601111.SH	中国国航	5.36	中性	-0.64	0.06	0.29	2.88	21.54
600320.SH	振华港机	10.47	谨慎增持	0.72	0.90	0.90	0.58	16.20
600031.SH	三一重工	22.80	谨慎增持	0.93	1.17	1.52	8.31	23.44
研究跟踪	市场传言国家将禁止二手挖掘机进口。由于进口二手挖掘机占每年挖掘机销量的 20% 多，所以如果禁止进口会增加三一的挖掘机销量。							
600806.SH	昆明机床	12.91	增持	0.73	0.93	0.95	10.63	42.49
601390.SH	中国中铁	5.95	谨慎增持	0.06	0.28	0.35	5.50	10.80
研究跟踪	近日中国中铁披露新签订 230 亿元合同，预期新签订合同在未来 1-2 个季度将进入高峰期。							
600089.SH	特变电工	24.81	增持	0.79	1.15	1.39	-1.47	14.33
研究跟踪	其全资子公司特变沈阳变压器集团有限公司等分别认定为高新技术企业，减按 15% 的税率征收企业所得税。							
000063.SZ	中兴通讯	32.20	增持	1.30	1.75	2.15	5.75	15.83
研究跟踪	中兴通讯首席财务官韦在胜预计，年收入会有双位数的增长，通过对成本的控制，毛利率仍可保持在 33%-34% 的水平。在 09 年全球移动大会上，中兴通讯全面展示 TDD-LTE 和 FDD-LTE 解决方案。							
600879.SH	火箭股份	11.75	谨慎增持	0.53	0.58	0.68	-1.18	13.86
600100.SH	同方股份	14.94	谨慎增持	0.48	0.52	0.60	-4.05	12.42
600271.SH	航天信息	27.57	增持	0.94	1.12	1.29	0.62	6.20
600037.SH	歌华有线	11.61	中性	0.31	0.23	0.24	6.51	8.40
600036.SH	招商银行	15.44	谨慎增持	1.53	1.57	1.80	2.66	17.15
研究跟踪	调研中招行管理层表示，1 月净息差同比下降 90 个基点，考虑到 08 年 1 季度净息差处于最高位，09 全年净息差下降幅度小于 1 月。行业研究员下调对 09-10 年盈利预测。							
600000.SH	浦发银行	17.77	增持	2.21	2.42	2.75	-0.11	13.76
研究跟踪	调研：浦发贷款增速一般高出行业平均 3-4 个百分点，预计 09 年在 20% 出头一点。管理层提出 09 年正增长。							
000001.SZ	深发展 A	14.36	增持	0.20	1.67	2.68	4.44	35.22
601398.SH	工商银行	4.01	谨慎增持	0.35	0.36	0.41	2.04	12.64
研究跟踪	工行在信贷启动时间上抓的比较早，09 年 1 月一般贷款增加了 1170 亿元，其中项目贷款约 600 亿元，个人贷款 160 亿元（按揭贷款 130 亿元），票据融资的增量达到 1350 亿元。							
601318.SH	中国平安	34.15	谨慎增持	-0.84	1.04	1.29	-0.26	15.72
研究跟踪	1 月份寿险业务在规模和质量两方面超越预期。平安 1 月份寿险保费增速或超 15%，其中首年个险业务增速更高。							
600030.SH	中信证券	25.37	增持	1.10	0.91	0.93	4.88	23.34
000002.SZ	万科 A	8.08	谨慎增持	0.38	0.44	0.52	2.28	16.76
研究跟踪	万科发布的业绩快报透露，万科新增了广州大坦沙项目。该项目建筑面积约 13.57 万平方米，地价约 4.54 亿元，相当于楼面地价 3345.62 元/平方米。							
000069.SZ	华侨城 A	10.55	增持	0.53	0.79	-	3.33	23.39
研究跟踪	公司整体上市只是时间问题。如证监会发审重新开闸，公司最快有可能在今年 6 月完成整体上市。							

000402.SZ	金融街	9.35	增持	0.42	0.51	-	1.08	22.54
研究跟踪		金融街澄清, 否认参与北京环球影视城主题公园项目。						
600048.SH	保利地产	18.30	增持	0.91	1.23	-	-0.76	9.38
600895.SH	张江高科	12.70	增持	0.40	0.63	-	-4.30	3.67
研究跟踪		公司目前拥有建成物业 100 万平方米, 在建拟建 250 万平方米, 通过旧区改造提升容积率可以增加建筑面积 30 万平方米。此外张江中区开发还可为公司带来约 150 万平方米建筑面积的开发资源。充足的土地储备加上强大的产业支撑, 公司未来业绩增长的前景广阔且相对确定。						
000338.SZ	潍柴动力	27.00	谨慎增持	2.99	3.48	6.47	0.48	18.68
000951.SZ	中国重汽	17.92	谨慎增持	1.48	1.87	1.97	-0.99	18.83
600066.SH	宇通客车	11.85	谨慎增持	0.88	0.94	1.01	3.40	19.82
600104.SH	上海汽车	8.34	中性	0.25	0.40	0.73	10.46	39.00
000527.SZ	美的电器	11.55	增持	0.77	0.91	1.17	12.24	35.25
000651.SZ	格力电器	24.04	增持	1.55	1.74	2.02	10.78	28.56
600415.SH	小商品城	53.14	增持	1.80	2.80	3.90	1.30	9.14
600361.SH	华联综超	8.24	增持	0.40	0.55	0.70	-2.49	17.55
600631.SH	百联股份	9.78	增持	0.40	0.55	0.75	-4.02	7.47
600859.SH	王府井	22.73	增持	1.00	1.42	1.84	2.66	16.56
600054.SH	黄山旅游	16.29	增持	0.43	0.55	0.67	4.42	13.92
研究跟踪		黄山市物价局将于 2 月 16 日举行听证会, 就黄山风景区门票价格调整问题进行听证。						
000423.SZ	东阿阿胶	18.00	谨慎增持	0.54	0.56	-	7.14	18.11
研究跟踪		公司引进多位营销腕级高手基本到位, 销售体系人员调整业已完成, 预期公司 09 年销售策略锐意进取, 取得业绩增长将超出前期预测。						
000538.SZ	云南白药	40.00	增持	0.96	1.21	-	9.59	20.85
600511.SH	国药股份	29.26	增持	0.77	1.01	-	0.90	6.59
600276.SH	恒瑞医药	41.99	增持	0.88	1.33	-	9.43	13.18
研究跟踪		公司创新药和非专利药两大产品战略, 创新药面向中国和全球市场; 专利药到欧美认证, 以欧美规范市场标准获取相关药品的单独定价权。甄选糖尿病创新药磷酸瑞格列汀赴美国 FDA 申请临床: 希望花费 2.5 年完成临床试验, 估计耗资 1 亿美金左右。						
000568.SZ	泸州老窖	23.10	增持	1.05	1.25	1.46	8.40	22.87
000869.SZ	张裕 A	50.19	增持	1.73	2.12	2.63	4.50	13.32
600519.SH	贵州茅台	126.11	增持	4.45	5.27	5.86	7.97	24.23
研究跟踪		有券商预计贵州茅台 09 年一季报业绩将大幅增长并超出市场的预期。主要理由是: 一季度吨酒价格预计同比增长 15%, 一季度销量预计同比增长 20-30%。09 年一季报预计 1.4-1.8 元, 同比增长 50-95%。后续可能提价 50 元, 出厂价由 439 元调至 489 元。						
000895.SZ	双汇发展	35.30	增持	1.15	1.40	1.71	5.44	12.03
600600.SH	青岛啤酒	21.50	增持	0.54	0.81	1.04	5.65	13.82
600598.SH	北大荒	14.42	增持	0.36	0.42	0.45	-1.57	14.90
研究跟踪		公司积极延伸产业链, 发展米糠精深加工项目 (产品主要为米糠油和米糠蛋白), 预计明年达产。						
600195.SH	中牧股份	16.08	增持	0.44	0.53	0.68	8.80	21.27

注: 最新收盘价为 09 年 2 月 17 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, 红色字表示评级或者盈利预测较上周上调, 蓝色字表示出现下调; 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：100032

电话：(010) 59312899

国泰君安证券网址：www.askgtja.com

E-MAIL：gtjaresearch@ms.gtjas.com