

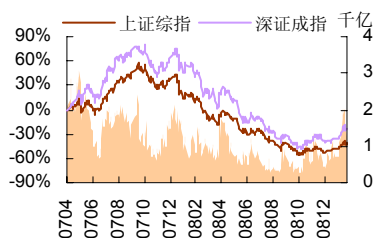
赵建兴、鲁信文、王晶晶、杜长江
 86-0755-82943202
 zhaojx@cmschina.com.cn

2009年02月23日

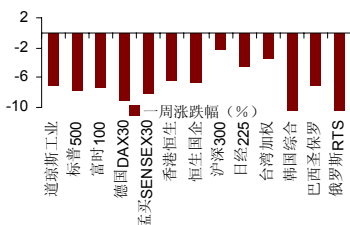
提高风险意识，注意逢高减持

一周投资策略（02.23）

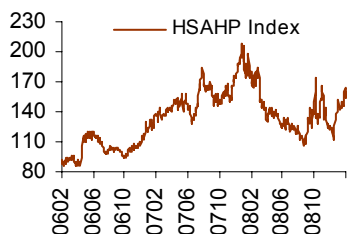
上证指数：2261.48



各国指数周涨跌幅



A-H 价差：60.42%



本周估值

沪	PE	08PE	09PE	市净率
深				
300	15.8	15.6	13.5	2.5

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——反弹加速，目前重在把握投资机会 2/9/2008
- 3、一周投资策略——估值修正渐现泡沫，把握热点切换逻辑 2/16/2008

内容摘要：

东欧危机浮出水面，金融危机第二波或从发达经济体内外同时引爆

- **东欧危机浮出水面。**本周全球股市全线下挫，初步验证了我们上周“全球金融市场的短暂企稳可能只是暴风雨前的平静”的判断，银行股拖累道指创出新低。发达经济体的金融业与企业都在加快资本回流，一方面引发美元持续走强，另一方面却引致东欧危机，预示着金融危机第二波或从发达经济体内外同时引爆。中东欧已经陷入外资流出、货币贬值、通货膨胀、利率高企、经济衰退的泥潭中。预计西欧的银行业将因此承受 3000-4000 亿美元的损失，其金融、经济、汇率体系再度面临严峻考验，进而将再度打击全球贸易。黄金作为终极避险品种的意义再度强化。
- **东欧危机的警示意义远不止于表明本轮金融危机远未结束。**对外债占比较高的新兴国家来说，美元走强可能只是厄运的开始。而投资者或许不得不重新认真审视本轮金融危机的根源与后果：信用收缩。各国基于国家信用推动货币扩张的过程已经逆转，东欧危机成为较早倒下的多米诺骨牌；虽然美元和美国国债离信用危机仍然遥远，投资者已经需要前瞻这一潜在威胁。中国和亚洲国家 98 年金融危机后重视积累外汇储备并减少外债，应能避免类似危机，但潜在风险仍需警惕。

A 股市场：提高风险意识，注意逢高减持

- **结构性的做多动力还在释放。**上周 A 股冲高震荡回落后企稳，如我们所料，补涨大量发生。值得注意的是个人投资者入市和交易意愿急剧上升。
- **推动因素趋弱，反弹已经进入尾声。**1、复产补库大概持续到 2-3 月份。2、信贷扩张拐点约在 3 月份。3、经济政策预期将在两会前后达到高点。
- **流动性收缩的潜在风险开始出现。**1、金融危机若深化扩散甚至可能引发外资撤离。2、贸易顺差若快速缩减将抑制流动性创造。3、央行与各大银行若重新重视风险可能再度加强信贷控制。考虑 A 股估值处于全球高位、A-H 溢价 60%，我们认为投资者应当提高风险意识，注意逢高减持。
- **中国股市应如何避免泡沫？**全球金融危机之下，A 股市场基于中国经济将独善其身的乐观预期，又一次形成了一个小型的估值修正泡沫。而回首中国股市 18 年历史，总是一个泡沫接着另一个泡沫，反复演绎生成-膨胀-破裂-沉沦的循环。中国股市应当如何避免泡沫、健康发展？关于这一问题的思辨从来未曾停止，或将从此激烈。

- **消费刺激政策受益型行业如零售、大众品、旅游等行业，**内需订单充沛的工程机械等行业仍存在机会。银行存在补涨的可能性，但也必然被认为是踏空资金入市的标志。招商银行、西飞国际大量分散的限售股解禁可能带来交易性机会。本周行业研究员推荐天药股份、格力电器等。

一、A 股市场走势展望

东欧危机浮出水面，金融危机第二波或从发达经济体内外同时引爆

本周全球股市全线下挫，德国、韩国、俄罗斯下跌近 9%。上周我们判断全球金融市场的短暂企稳可能只是暴风雨前的平静。本周正是银行股拖累道指创出半年来低点。即使美国政府和美联储的积极作为可以避免美国国内的金融市场短期内再次出现剧烈动荡，却不能避免其他国家发生金融危机和经济危机。发达经济体的金融业与企业都在加快资本回流，一方面引发美元持续走强，另一方面却引致东欧危机浮出水面，预示着金融危机第二波或从发达经济体内外同时引爆。黄金作为终极避险品种的意义再度强化。

东欧危机浮出水面。自去年 8 月份以来，发达经济体金融体系的去杠杆化加速，导致中东欧主要国家的外资持续流出，货币开始大幅贬值：俄罗斯卢布贬值 30% 以上，波兰兹罗提贬值 40% 以上，匈牙利福林贬值 35% 以上，乌克兰格里夫纳贬值 40% 以上，罗马尼亚新列伊贬值 30% 以上，等等。而本周穆迪的一份警示欧元区银行评级将遭下调的报告将全球市场的注意力从发达经济体转移到新兴市场。

中东欧已经陷入外资流出、货币贬值、通货膨胀、利率高企、经济衰退的泥潭中。结合一些基础数据及新闻报道我们不难推断，过快的货币贬值可能抬高了中东欧国家的通胀水平，而外资撤离则导致这些国家陷入低增长甚至是负增长；为了减缓外资撤离压力或压制通胀，官方不得不提高利率，其结果则是经济可能陷入长期深度衰退的泥潭中。

表 1：中东欧国家陷入低增长、高通胀、高利率的泥潭中

	实际 GDP	CPI (1/09)	基准利率(2/09)
俄罗斯	6.2%(9/08)	13.40%	13%
保加利亚	3.60%	7.10%	5.17%
克罗地亚	1.6%(9/08)	3.40%	9.00%
捷克	1.00%	2.20%	1.75%
爱沙尼亚	-9.40%	4.10%	
匈牙利	-2.00%	3.10%	9.50%
拉脱维亚	-10.50%	9.80%	6.00%
立陶宛	-1.50%	9.60%	2.00%
波兰	4.8%(9/08)	3.10%	4.25%
罗马尼亚	9.1%(9/08)	6.70%	10%
土耳其	0.5%(9/08)	9.50%	11.50%
乌克兰	6.9%(9/08)	22.30%	12%

数据来源：Bloomberg，“实际 GDP”中未标注的时间指的是 12/08。

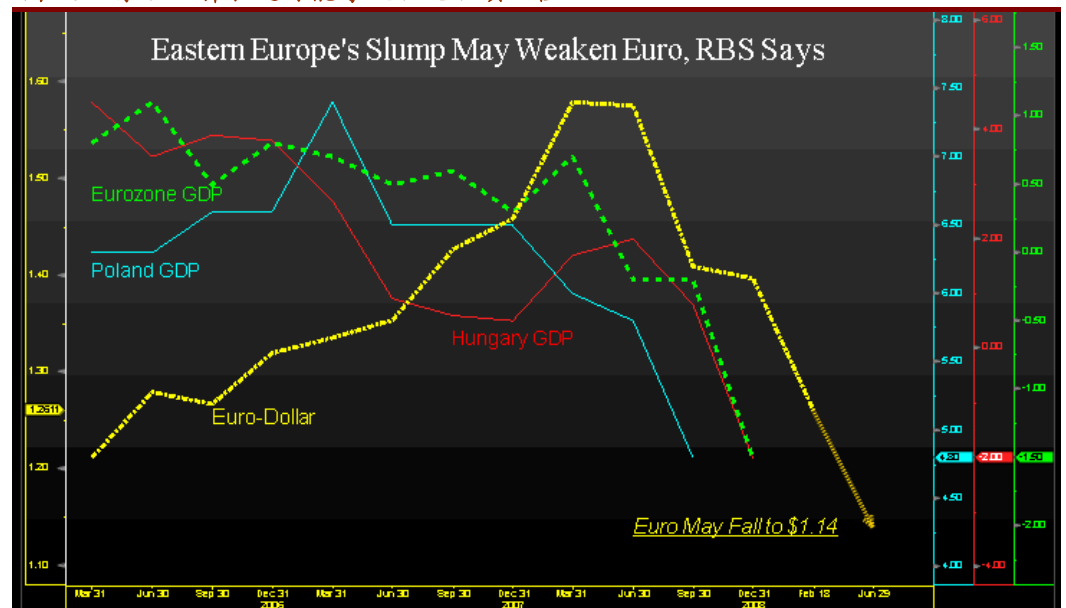


西欧的金融、经济、汇率体系因此将再度面临严峻考验。据摩根斯坦利的报告称，东欧的外债总计约 1.7 万亿美元，今年还款或再融资额为 4000 亿美元，相当于该地区 GDP 的三分之一。东欧的资金主要来源于西欧银行业的贷款，在东欧经济体拥有巨大贷款敞口的欧元区银行主要包括奥地利、德国、意大利、法国、比利时、荷兰和瑞典等国银行。初步估算，贷款坏账损失率将达 10% 或更高，汇率贬值可能导致额外损失，所持有的东欧银行股权更将大幅贬值，预计西欧银行业将因此承受 3000-4000 亿美元的损失。这意味着西欧的银行业可能会早于美国开始进行第二轮的坏账核销潮（第一轮主要来源于金融资产包括衍生品的价格下跌，第二轮则将主要来源于实体经济的违约）。总体而言，东欧危机可能进一步威胁到欧洲金融体系的安全、甚至欧元区的经济和欧元的稳定性。

欧洲经济体若继续深度衰退，对全球贸易将又是一个沉重的打击。东欧危机对中国出口的直接影晌应该不算太大：中国出口到东欧的金额约为出口到整个欧洲的 28%，占中国

总出口的约 5%，结构上看纺织服饰占比约 35%，其次是机电产品和金属制品。但关键是欧洲与其他经济体的联系更为密切（已在 08 年 11 月份的出口专题报告中讲述）如果整个欧洲被拖入泥潭，则对全球贸易和中国出口都构成又一次沉重的打击。

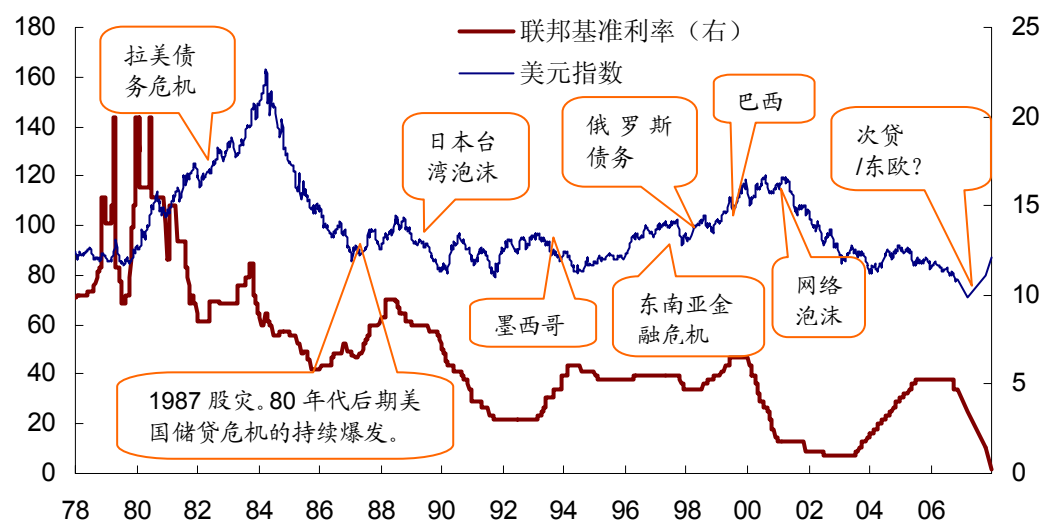
图 2：东欧经济衰退可能导致欧元继续贬值



数据来源：Bloomberg，招商证券

对外债占比较高的新兴国家来说，美元反弹（或许是趋势性走强）可能只是厄运的开始。从以往的历史经验看，新兴国家的债务危机尤其容易发生在美元升值过程中。其中原因在于，新兴国家的外资流入、货币升值、经济繁荣之间容易形成正反馈效应，若控制不当则容易造成货币扩张、负债过度、资产泡沫等虚假繁荣的隐患；当资本开始流出时，若该国没有足够的外汇储备和贸易盈余，必然导致本币贬值，外债偿还能力将大幅下降，违约风险上升，而其国内经济则将因货币政策紧缩、资产泡沫破裂、金融体系停滞而陷入深度衰退。这就是为什么货币危机和金融危机往往容易同时发生在内需部门小、外债高、双赤字严重的国家，这次东欧危机的机理与之类似。

图 1：美元升值往往与其他国家的经济危机相伴发生



数据来源：Bloomberg，招商证券

东欧危机的警示意义不止于此。东欧危机给我们的第一个警示是：本轮金融危机远未结束；第二个警示是：风险点不只是存在于欧美发达国家，新兴国家或将从体外引爆金融危机第二波。到此为止，投资者或许不得不重新认真审视本轮金融危机的根源与后果：信用收缩。布雷顿森林体系解体之后，各国进入了基于国家信用推动货币扩张的过程；其中美国持续的贸易逆差所输出的巨额的美元又转化为世界各国的外汇储备，进一步加速了各国体内的货币扩张。而美国逆差的三大基础则在于：居民的信用扩张导致的过度消费或负债消费；金融体系的信用扩张导致的资产证券化与杠杆化；政府部门的信用扩张导致的货币扩张与债务扩张。2008 年开始，美国的信用扩张转向信用收缩，消费缩减使得美国输出的贸易逆差缩减，导致全球化趋势的停滞甚至逆转；去杠杆化迫使金融体系资金回流，东欧危机成为这一过程中较早倒下的多米诺骨牌；最后，虽然美元和美国国债离信用危机仍然遥远，但却已经开始迫使投资者前瞻这一潜在威胁。

中国和亚洲国家应能避免类似危机，但潜在风险仍需警惕。自去年年中美元创出低点以来，亚洲各国的货币（除日本、中国）与东欧各国都经历了类似的大幅贬值，外资同样存在从这些国家中抽离的趋势。但亚洲主要国家在 98 年金融危机后，重视积累外汇储备并减少外债，这些努力使得以中国在内的亚洲新兴国家应能避免类似危机，至少问题的暴露要少一些或者晚一些。但潜在风险仍然存在。就中国而言，过去三十年的发展自然少不了外资的参与，特别是在过去几年的经济繁荣与人民币升值过程中，热钱流入的迹象时隐时现。面对全球经济变局和金融危机加剧，中国同样面临外资填补黑洞加速撤离的威胁，这可能引发国内流动性收缩、生产衰退等负面冲击。即使我们的底子够厚，厚到能够抄底全球资源，令国人自豪、令世界惊羡，却也必须警惕这种潜在风险。

A 股市场：提高风险意识，注意逢高减持

结构性的做多动力还在释放。上周我们判断，“估值修正型反弹再现泡沫化趋势，资金的持续流入使得反弹可能还具备延续的时间和空间，但下一阶段将是估值风险逐渐积累的过程”。本周市场冲高震荡后快速回落，下半周有所企稳。值得注意的是，数据显示个人投资者入市和交易意愿正在急剧上升。而我们上周也提出“把握热点切换的逻辑，增持估值具有提升空间的行业”，其中许多相关行业出现了补涨走势，验证了我们之前的判断，表明市场仍然具备结构性的做多动力。

推动因素趋弱，反弹已经进入尾声。A 股的独立行情还能走多远？从支持本轮反弹的三个因素来看：1、复产补库大概持续到 2-3 月份。考虑企业面临的经济前景并不明朗，下一阶段的库存水平应当要低于去年 4 季度之前，这意味着去库存化后的补库对生产的拉动大约可以持续 2 个月左右，此后将再度面临需求回落的压力。2、信贷扩张的拐点大约在 3 月份。商业银行 1 月份突击投放信贷之后，优质项目应已告罄；央行调查票据融资资金入市不论结果如何，商业银行都将考虑收缩此类信贷；从而导致信贷扩张的动力逐渐减弱甚至出现拐点。3、对经济政策的预期将在两会前后达到高点。产业振兴规划十出其九。我们已经讨论过，政府在刺激投资之后，应会对消费刺激做出部署。商务部目前已开始调研发放消费券的可能性，预计将在两会上讨论。从媒体报导的情况看，经济刺激方案应将在两会后再升级；财政部上报的 2009 年预算赤字规模初定 9500 亿元，包括为地方代发的 2000 亿地方债；另外，业内关注两会是否会形成加快房地产价格调整的意向。归结而言，上述三方面因素对市场预期的支持意义将逐渐趋弱，意味着反弹进入尾声，即使持续也是强弩之末。

流动性收缩的潜在风险开始出现。与此同时，我们认为投资者应该考虑可能引发市场调整的风险因素：1、东欧危机、从而金融危机第二波如果深化扩散，不仅将继续拉低中国的出口，甚至可能引发国内外资企业的资金撤离。2、巨额贸易顺差下一阶段可能因

全球贸易保护主义抬头、中国加大境外采购力度、原材料进口反弹而快速缩减，从而抑制外汇占款的流动性创造作用。3、央行与各大银行若重新重视风险则可能再度加强信贷控制。这三个因素实际上都指向流动性收缩的风险，目前都还没有明确发展的迹象。但考虑 A 股估值处于全球高位、A-H 溢价已经高达 60% 的现状，我们认为投资者不仅不能因为 A 股走势的独立性而麻痹大意，反而应当提高风险意识，注意逢高减持。

全球金融危机之下，A 股市场基于中国经济将独善其身的乐观预期，又一次形成了一个小型的估值修正泡沫。每一个泡沫生成时都很美丽，破裂时都很苦涩；所幸眼下的这个泡沫相对有限，最后留下的苦果还不至于难以下咽。但回首中国股市 18 年历史，总是一个泡沫接着另一个泡沫，反复演绎生成-膨胀-破裂-沉沦的循环，一波未平，一波又起，理性者刚刚庆幸市场回归理性，投机者就开始欢呼市场重现投机。但无论是投资者还是投机者，都知道泡沫不能成就中国股市；然而中国股市应当如何避免泡沫、健康发展？关于这一问题的思辨从来未曾停止，或将从此激烈。

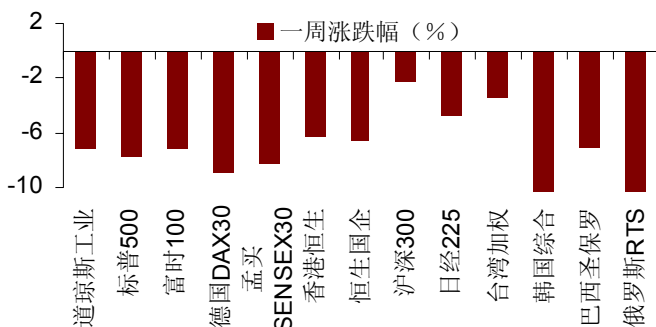
下一阶段，消费刺激政策受益型行业如零售、大众品、旅游等行业，内需订单充沛的工程机械行业仍存在机会。银行仍存在补涨的可能性，但也必然被投资者认为是踏空资金入市的标志，从而引发其它股票的获利出局。招商银行、西飞国际下周将有大量较分散的限售股解禁，按照我们之前的分析，应密切关注可能出现的交易性机会。

二、数据跟踪

1、一周（02.16-02.20）市场表现、估值与盈利预测

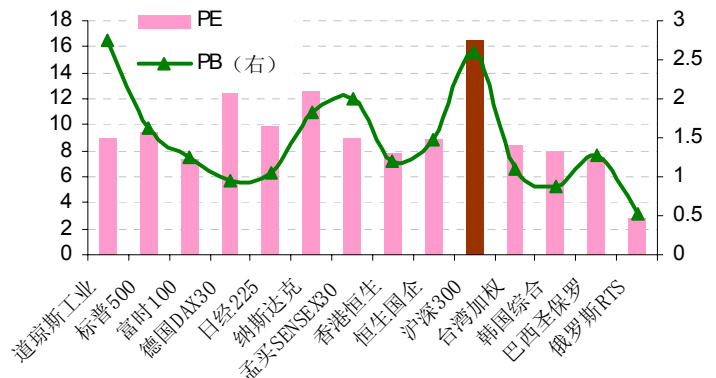
上周全球市场全线下跌，发达国家下跌幅度均超过 5%，韩国、俄罗斯接近 10%，中国仍是一枝独秀，表现出了顽强的抗跌能力，因此，中国市场与其他市场的估值相比差距进一步拉大。

图 3： 各国指数周涨跌幅



资料来源：bloomberg，招商证券研发中心

图 4： 各国指数估值水平对比：中国最高，纳指随后

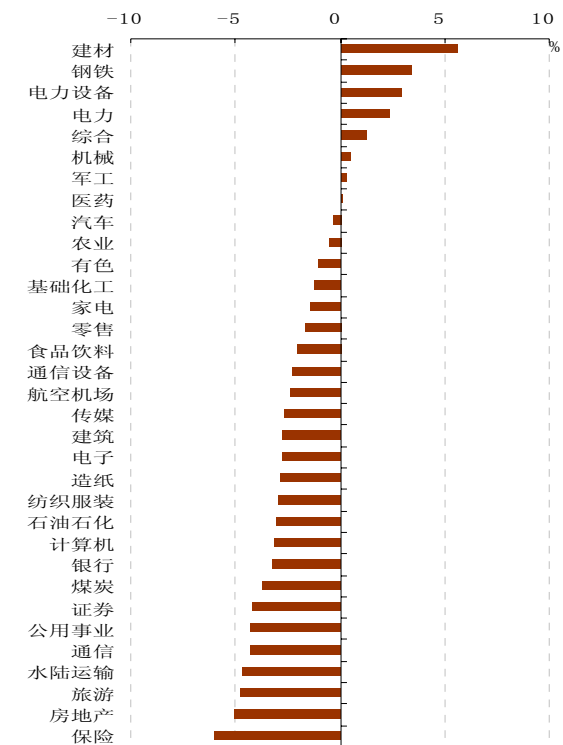


资料来源：bloomberg，招商证券研发中心

上周市场特征指数除亏损股外全线下跌，但小盘股和微利股仍然表现出较强的抗跌性，而大盘股反而成为市场的重点抛售对象。具体到招商行业分类，本周行业涨跌幅基本符合我们在投资系列报告（3 和 5）的判断，受益财政刺激和去库存深化的建材、钢铁、电力设备和电力、机械涨幅居前，房地产和保险等金融板块抛售压力稍大。

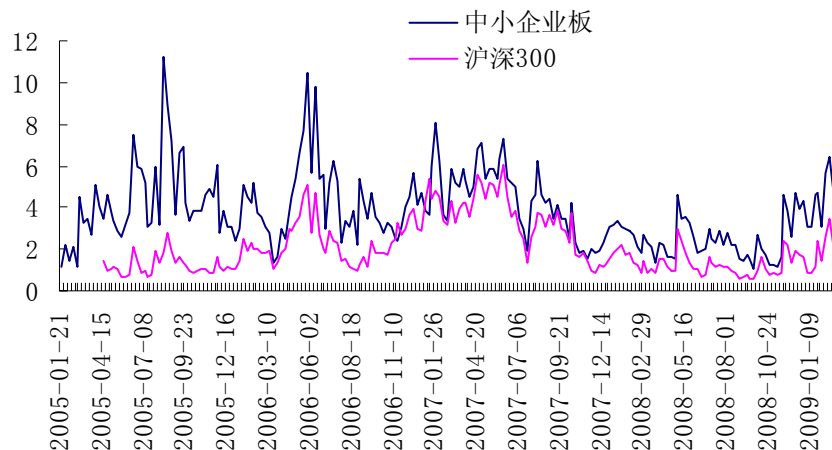
图 5: 本周市场特征指数涨跌幅排行 (%)


资料来源: 天相, 招商证券研发中心

图 6: 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

本周日均换手率开始下降, 中小板为 4.74% 仍处于一个较高的水平。

图 7: 日均换手率: 中小板 4.74%, 沪深 300 2.1%


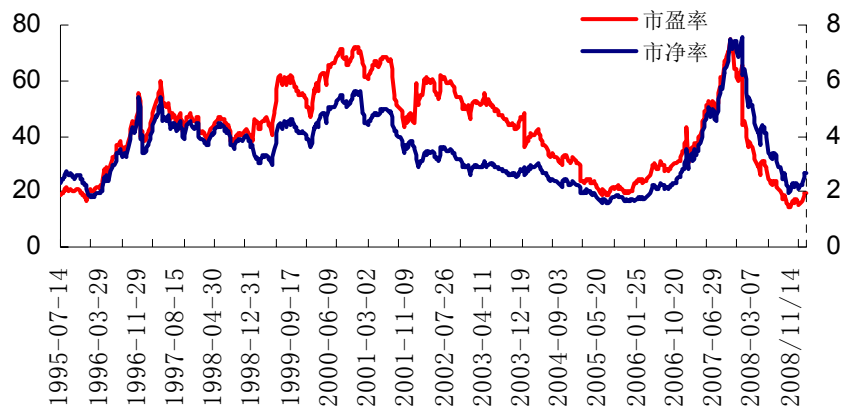
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

目前 A 股总市值 15.34 万亿, 流通市值 6.02 万亿。沪深 300 指数滚动市盈率下降 15.77 倍, 中小板估值基本维持在 28.5 倍。

表 2: 上周 A 股市场估值

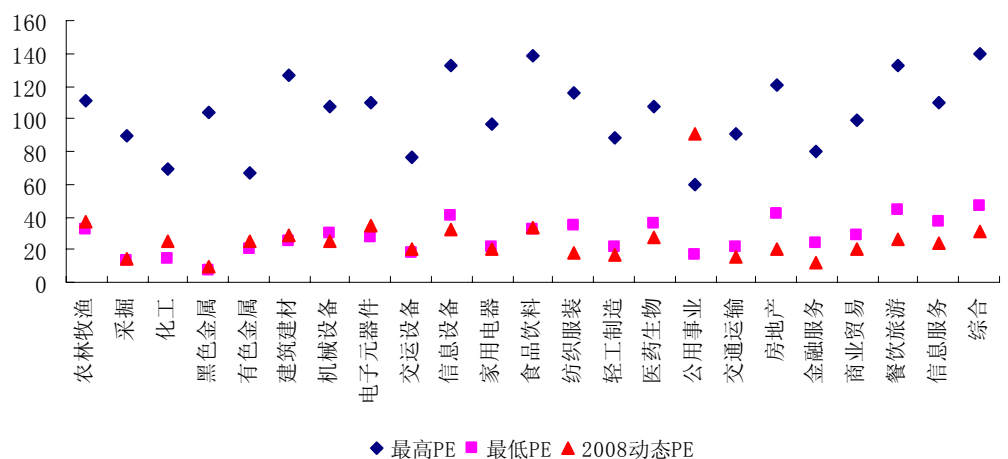
板块名称	滚动市盈率(整体法)	预测 2008 市盈率(整体法)	预测 2009 市盈率(整体法)	市净率(整体法): 最新报告期(MRQ)
全部 A 股	17.92	16.61	14.11	2.64
沪深 300	15.77	15.65	13.48	2.53
中小企业板	28.52	25.58	20	3.87

资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 8：全部 A 股的静态市盈率


数据来源：wind

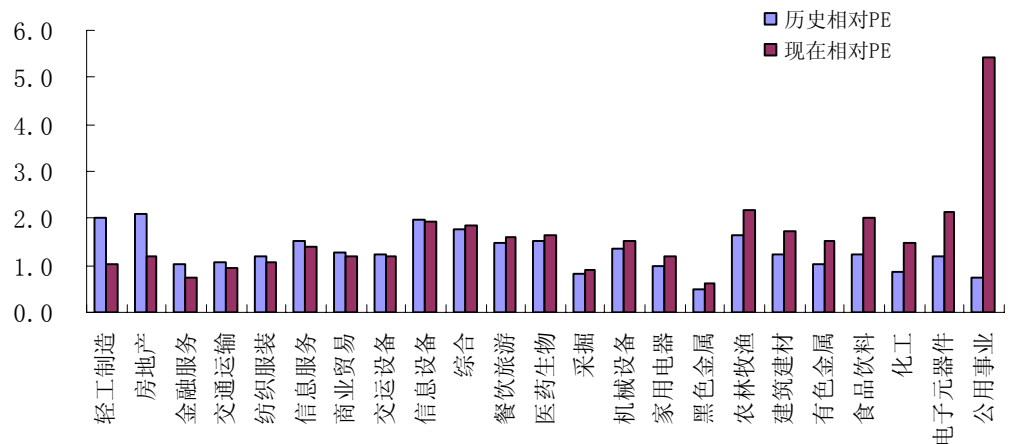
与各行业的历史估值相比，2008 年的部分行业预测市盈率处于了历史的低端。其中房地产、餐饮旅游、纺织服装、信息服务、金融服务等行业比历史最低值低得多。

图 9：08 年动态市盈率与历史静态市盈率比较


数据来源：wind，招商证券研发中心

注：删除了部分历史市盈率的异常值

我们用各行业的市盈率与相应的整个市场市盈率相比得到相对市盈率。从现在相对市盈率与历史相对市盈率相比，可以看出轻工制造、房地产、金融等行业的现在相对市盈率偏低。

图 10：各行业相对市盈率比较


数据来源：wind，招商证券研发中心 注：以低估大小各行业由左向右进行了排序

从行业 PB 排序来看，钢铁、轻工制造、交通运输、金融等行业 PB 较低；而食品饮料、医药、农林牧渔等行业 PB 较高。

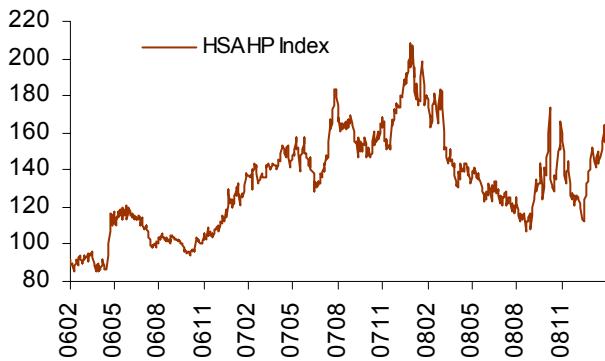
表 3：各行业 PEG 比较

板块名称	07PE	08PE	09PE	08PB	G	PEG
黑色金属	10.4	10.0	10.8	1.39	-4%	-2.58
轻工制造	24.9	16.9	14.4	2.05	5%	5.53
交通运输	15.0	15.7	15.7	2.23	-10%	-1.55
金融服务	15.8	12.5	11.2	2.35	17%	0.94
电子元器件	43.7	35.2	25.2	2.45	14%	3.09
沪深 300	17.0	15.7	13.5	2.53	8%	2.02
化工	17.7	24.5	15.1	2.61	2%	10.77
纺织服装	27.8	17.8	15.7	2.61	-3%	-9.43
公用事业	24.4	90.3	26.6	2.68	-16%	-1.55
交运设备	22.6	19.8	16.6	2.70	1%	15.28
采掘	17.0	14.8	13.0	2.82	10%	1.67
建筑建材	37.8	29.0	18.4	2.90	33%	1.14
房地产	29.6	20.1	14.7	2.92	23%	1.29
家用电器	34.5	20.1	15.6	3.00	34%	1.01
餐饮旅游	41.7	26.8	24.4	3.07	12%	3.51
信息设备	56.1	32.0	22.7	3.08	19%	2.93
商业贸易	30.4	20.1	16.5	3.15	15%	2.05
有色金属	19.6	25.0	25.7	3.21	-18%	-1.06
信息服务	35.7	23.5	19.0	3.30	12%	2.97
机械设备	29.3	25.1	19.3	3.98	10%	2.94
农林牧渔	70.0	36.4	27.2	4.37	30%	2.36
综合	102.0	31.0	20.2	4.37	58%	1.75
医药生物	54.0	27.5	20.5	4.38	40%	1.33
食品饮料	44.5	33.4	23.2	5.56	30%	1.50

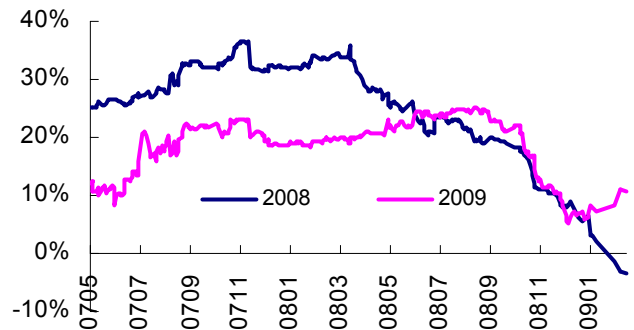
数据来源：wind，招商证券研发中心

上周 A-H 股价差继续上升至 60%。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，折价股消失，溢价水平最小的是中国平安（7%）、中国人寿（13%）和海螺水泥（14%）。

延续上周的走势，上周沪深 300 指数盈利增长一致预期 08 年继续由-3%下调至-3.3%，主要受原材料和工业业绩下调影响，有可能是因为减值准备的计提较为充分，2009 年由 10.9%下调至 10.7%。

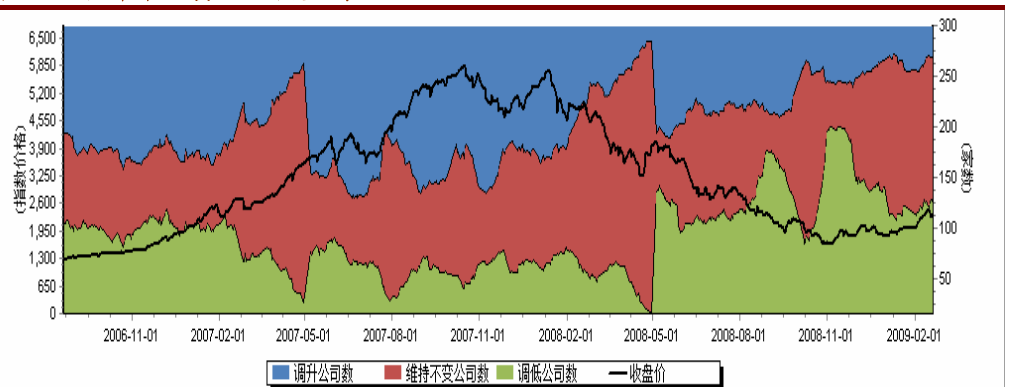
图 11: A-H 价差: 60.42%


资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 12: 沪深 300 一致预期: 08 年-3.3%, 09 年 10.7%


资料来源: go-goal, 招商证券研发中心

从结构上看，沪深 300 成份股分析师业绩预测调低的公司数略有减少，调高数有所减少。

图 13: 分析师业绩预测调整情况


数据来源: Wind 资讯

数据来源: wind, 招商证券研发中心 注: 过去 1 个月的调整数

近一个月，上实医药、东北制药、华北制药等公司 09 年业绩预期出现较大幅度的调高；而四川长虹、华纶氨纶、宁波海运等公司 09 年业绩预期出现较大幅度的调低。

表 4: 分析师一致预期 09 年预测业绩近 1 个月调高的上市公司

代码	名称	最新 预测值	期初 预测值	调整幅度 (%)	区间涨跌幅 (%)	行业
600607.SH	上实医药	0.85	0.57	49.4	16.8	医药、生物制品
000597.SZ	东北制药	1.10	0.93	18.3	40.4	医药、生物制品
600812.SH	华北制药	0.40	0.35	16.9	32.7	医药、生物制品
600816.SH	安信信托	3.08	2.76	11.6	19.3	金融、保险业
600983.SH	合肥三洋	0.52	0.47	9.8	23.3	电子
002262.SZ	恩华药业	0.49	0.45	9.6	4.8	批发和零售贸易
600425.SH	青松建化	0.57	0.53	7.3	40.7	金属、非金属
000935.SZ	*ST 双马	1.17	1.10	6.2	26.9	金属、非金属
600118.SH	中国卫星	0.74	0.71	5.2	22.0	信息技术业

数据来源: wind, 招商证券研发中心

表 5: 分析师一致预期 08 年预测业绩近 1 个月调低的上市公司

代码	名称	最新 预测值	期初 预测值	调整幅度 (%)	区间涨跌幅 (%)	行业
600839.SH	四川长虹	0.19	0.35	-45.9	29.1	电子
002064.SZ	华峰氨纶	0.34	0.56	-39.8	26.0	化工
600798.SH	宁波海运	0.59	0.93	-35.8	39.3	交通运输、
600973.SH	宝胜股份	0.70	1.04	-32.5	54.6	信息技术业
000046.SZ	泛海建设	0.32	0.47	-31.7	34.0	房地产业
000625.SZ	长安汽车	0.24	0.35	-30.9	61.0	汽车
000970.SZ	中科三环	0.31	0.45	-30.8	20.4	金属、非金属
600352.SH	浙江龙盛	0.91	1.25	-27.6	18.5	化工
000717.SZ	韶钢松山	0.28	0.39	-27.5	11.6	金属、非金属
000050.SZ	深天马 A	0.16	0.22	-26.6	30.1	电子
000887.SZ	中鼎股份	0.62	0.81	-23.4	27.4	机械、设备
601899.SH	紫金矿业	0.21	0.27	-22.3	68.0	采掘业
600418.SH	江淮汽车	0.18	0.23	-21.8	39.0	机械、设备
600962.SH	国投中鲁	0.30	0.38	-21.7	22.0	农林牧渔
600008.SH	首创股份	0.14	0.17	-20.9	20.0	社会服务业
601919.SH	中国远洋	1.17	1.47	-20.6	29.1	交通运输
600549.SH	厦门钨业	0.48	0.60	-20.4	25.3	金属、非金属

数据来源: wind, 招商证券研发中心

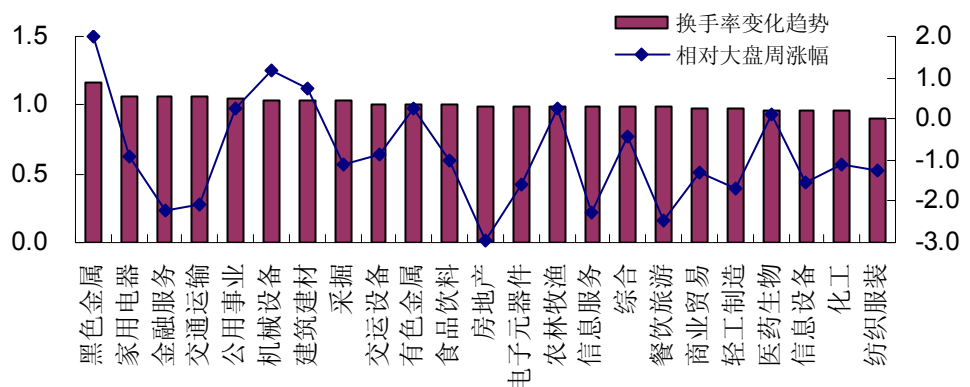
2、资金流向

我们用行业换手率/全部 A 股的换手率得到该行业的相对活跃度, 用近 5 周的相对活跃度/5 得到均值, 再用最近 1 周的活跃度/均值得到该行业的最新成交变化趋势, 得到的值越大说明该行业资金流向越多。

在考虑变化趋势的同时还要考虑当周的涨跌幅情况, 如果当周该板块跑赢大盘, 说明该成交量为主动性买盘为主, 该板块更值得后市关注。

从行业的相对活跃度变化趋势来看, 钢铁、公用事业、机械、建筑等行业有一定资金流入。

图 14: 各行业相对活跃度变化趋势比较

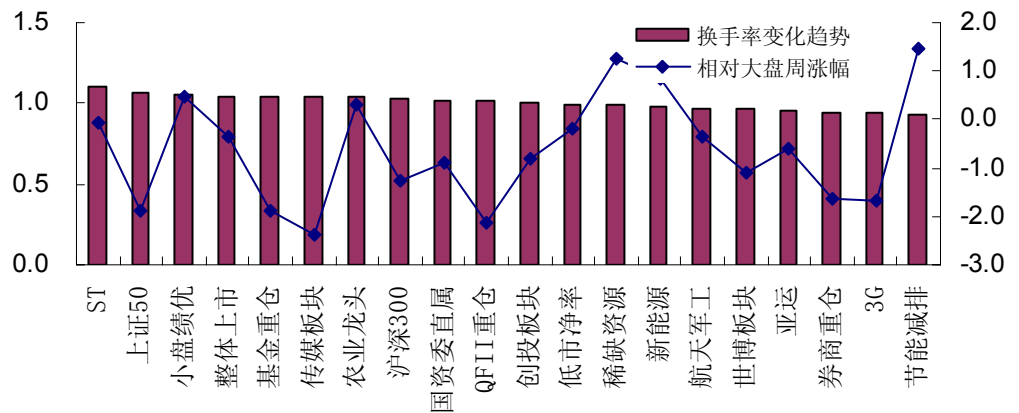


数据来源: wind, 招商证券研发中心

注: 相对大盘周涨幅越大当周市场表现越好

从概念板块来看，ST、小盘绩优、农业龙头等概念板块有一定资金流入。

图 15：各概念板块相对活跃度变化趋势比较



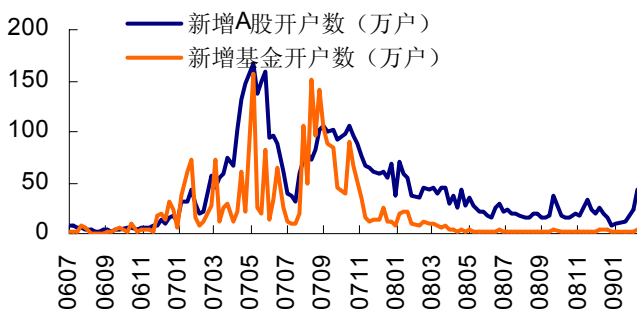
数据来源：wind，招商证券研发中心

3、资金与资产供给

基金发行：近期暂无确定的基金发行信息。

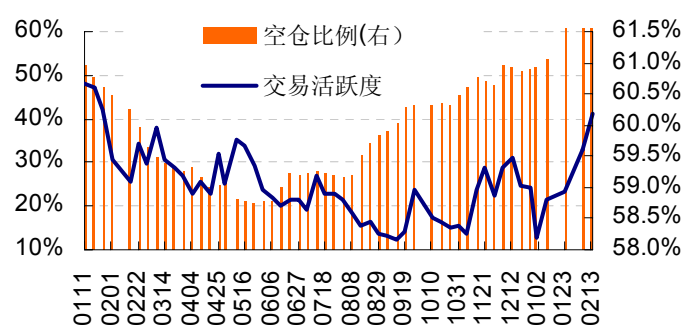
基金与个人开户（2.6-2.13）：本周新增 A 股开户数继续大幅上扬 88% 至 42.5 万户，基金开户数上升 58% 至 3.56 万户。本周虽空仓比例微降至 61.9%，市场交易活跃度继续反弹至 41%，说明个人投资者入场和交易意愿在急剧上升。

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（2.14-2.20）总解禁规模约为 870 亿元，但其中 691 亿为招商银行股改解禁，由 13 家法人股东持有。其中，持有最多的是公司第二大股东招商局轮船股份有限公司，持有 17.82 亿股，占公司总股本的 12.11%；其次是中国远洋运输（集团）总公司持有的 9.48 亿股，占公司总股本的 6.45%；其次是兰花科创的 36 亿元，用友软

件的 28 亿元，西飞国际的 27.2 亿元和华鲁恒升的 26 亿元。自此招行、兰花科创、华鲁恒升进入全流通时代，

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 6：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
招商银行	2009-02-27	479923.33	1204517.93	0.00	39.84%	691.09	股权分置限售股份
兰花科创	2009-02-28	20569.50	57120.00	0.00	36.01%	36.14	股权分置限售股份
用友软件	2009-02-28	12074.40	45731.83	936.53	25.87%	28.42	股权分置限售股份
西飞国际	2009-02-25	12950.00	54601.61	58017.41	11.50%	27.20	定向增发机构配售股份
华鲁恒升	2009-02-22	19322.03	49575.00	0.00	38.98%	26.45	股权分置限售股份
长征电气	2009-02-27	9813.82	32287.28	0.00	30.40%	11.08	股权分置限售股份
九龙山	2009-02-21	22654.28	64900.00	0.00	34.91%	10.40	股权分置限售股份
合肥百货	2009-02-28	11387.27	36671.59	230.16	30.86%	9.71	股权分置限售股份
啤酒花	2009-02-23	15216.23	36791.66	0.00	41.36%	8.60	股权分置限售股份
大元股份	2009-02-23	12080.00	20000.00	0.00	60.40%	6.03	股权分置限售股份
茂化实华	2009-02-25	7356.67	27910.80	17295.76	16.27%	4.10	股权分置限售股份
舒卡股份	2009-02-25	6300.00	29735.73	11152.56	15.41%	3.67	定向增发机构配售股份
华闻传媒	2009-02-27	6429.94	123370.09	12643.16	4.73%	2.73	股权分置限售股份
交大昂立	2009-02-27	4472.00	31200.00	0.00	14.33%	2.21	股权分置限售股份
宁夏恒力	2009-02-27	3381.06	19395.35	0.00	17.43%	1.90	股权分置限售股份
东方宾馆	2009-02-22	2696.74	18459.23	8508.14	10.00%	1.36	股权分置限售股份
ST 万杰	2009-02-22	2681.25	32410.63	21214.38	5.00%	1.20	股权分置限售股份
深鸿基	2009-02-28	1487.13	43452.32	3507.01	3.17%	0.82	股权分置限售股份
韶能股份	2009-02-23	1334.61	78168.15	14387.02	1.44%	0.47	股权分置限售股份
明星电力	2009-02-26	438.16	25910.90	6507.00	1.35%	0.24	股权分置限售股份

资料来源：wind，招商证券研发中心

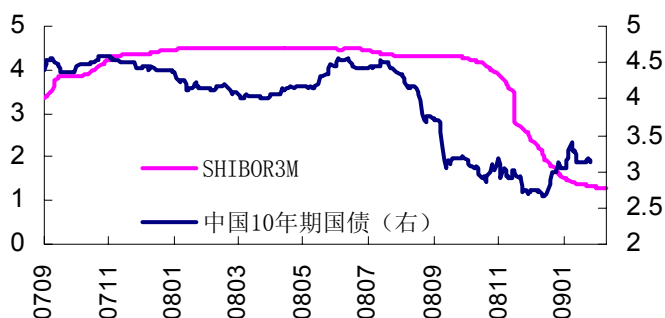
5、利率与汇率

上周 Shibor 与银行间回购利率与上周基本持平，显示货币市场流动性注入有所缓和。10 年期国债到期收益率反弹至 3.2%，若构成趋势，或将逐渐对股市估值产生压力。

美元 3 月 Libor 基本维持在 1.248%，微幅回升，欧元 3 月 Libor 继续下降至 1.8775%；美国 10 年期国债收益率在到达 2.99% 的反弹高度后本周下降至 2.78% 左右。

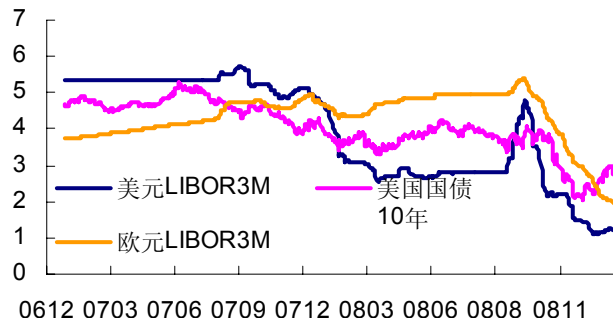
上周美元指数继续反弹，显示资金回流继续，可能是对东欧局势不稳定的反应，欧元对美元汇率继续下跌，报收 1.2826。人民币对美元汇率基本走稳，但实际有效汇率继续升值。

图 19: Shibor 与银行间 7 日回购利率



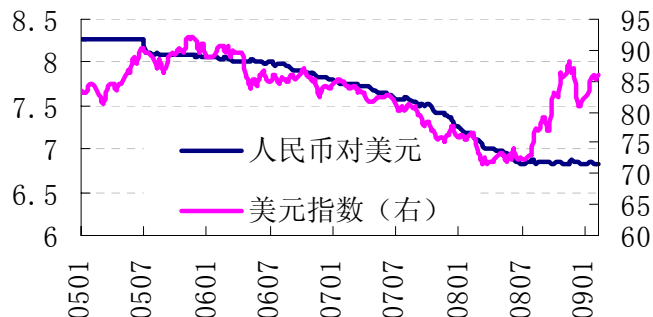
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 20: Libor 与美国国债



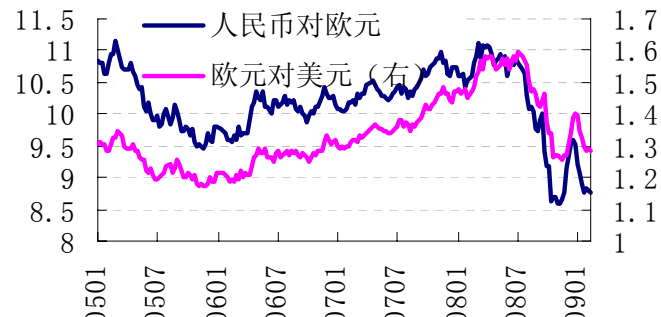
资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 21: 人民币对美元: 6.8372, 美元反弹至 86.488



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

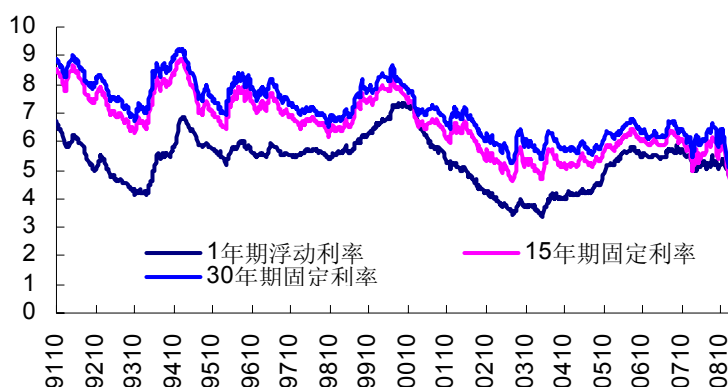
图 22: 人民币对欧元: 8.7694, 欧元对美元 1.2826



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

上周美国抵押贷款利率长短期皆下降，1 年期利率下降 14 个 bp 至 4.8%，15 年期利率小幅下降 13 个 bp 至 4.68%，30 年期利率下降 12 个 bp 至 5.04%。

图 23: 美国抵押贷款利率



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

三、本周行业研究员推荐报告摘选

本周行业研究员推荐的公司中, 我们建议关注天药股份、格力电器等。

表 7: 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 08E	EPS 09E	EPS 10E	目标价位	投资要点
天药股份	张明芳	强烈推荐	维持	0.09	0.31	0.56		天药股份皮质激素在全球具备技术领先优势, 新董事长作为技术发明人, 入主后, 技术进步将明显提升毛利率。 09~2011 年利润增长点: 1、产品总体销售价格将高于08年, 提价效应仍会显现, 加大提价幅度有待新董事长入主。2、3116 和3117 新工艺在滨海新生产基地全面应用, 生产成本将大幅下降, 毛利率提升是必然。公司产销量将不断上升。3、公司“螺内酯”和“六甲基泼尼松龙”等6 个皮质激素产品通过了欧洲COS 认证, 公司具备收购整合欧洲同类企业和国内企业的能力, 整合后进一步提升产品定价权和市场份额。4、部分产品与辉瑞长期稳定合作, 利润增长确定。5、财务费用缩减、历史出口退税返还, 与新增折旧费用相抵。
格力电器	毕岩	强烈推荐	维持	1.55	1.84	2.2	27.4-30.7	格力与大金合作的重点直接延至核心部件的开发与生产, 双方互利互补, 形成完美战略同盟, 大金的技术可帮助格力将每台变频压缩机成本缩减至少70-80 元。 本次合资的战略意义重大, 对格力业绩的提升将逐步体现: 合资公司的直接利润贡献对报表总体影响不大, 预计2010 达产后机电设备公司每年贡献利润3360 万元, 精密模具公司贡献利润1430 万元。更重要的是大金的专利技术摇摆式变频压缩机技术先进, 格力将通过领先的技术和原有的渠道优势保障市场的扩张和利润空间的上升, 而逐步实现业绩的提升。

资料来源: 招商证券研发中心。

表 8：一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
2009.2.16	估值修正渐现泡沫，把握热点切换逻辑	目前全球金融市场的短暂企稳也可能只是暴风雨前的平静。估值修正型反弹再现泡沫化趋势，下一阶段将是估值风险逐渐积累的过程	逢高减持估值提升到位的行业，把握热点切换的逻辑：去库存化后的复产补库行为将随后带来能源、交运行业的景气反弹；建筑、电力设备、铁路设备等行业估值约束或将解除；强周期性行业的市场表现将视其接到订单情况而分化；消费类公司或将因相关政策刺激而受到更多关注。
2009.2.9	反弹加速，目前重在把握投资机会	反弹加速，震荡风险加大	家电、电子、广电运通、中信海直
2009.2.2	牛年且盼牛，风险仍需防	垃圾债券违约率最高的年份才是股市见底的年份；山寨联想：中国经济走出困境的蹊径；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	黄金股尤其是山东黄金、农业股、化肥股、农用机械股
2009.1.12	盈利调整压力不容忽视，关注勇敢者游戏	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	勇敢者游戏：在解禁股中寻找熊市避风港
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。	
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。	
208.11.03	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	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	

日期	报告名称	主要观点	投资机会
	补跌	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，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。

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

免责条款

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。