

2009. 4. 1

理想与现实之间

A 股策略月报 (4A)

 国泰君安策略团队

目录与摘要:

一: 近期策略观点

我们开头介绍了为什么克鲁格曼的预测一向很准(克鲁格曼主要的三个预测是 97 年亚洲金融危机出现, 2001 年后油价会大涨, 2007 年后美国房地产市场崩盘会导致美国经济严重衰退), 分析了他简单使用的预测工具和预测原则。

对于股票市场, 我们目前谨慎, 不过市场的情绪在, 这体现在换手率的高涨上, 但是我们担心这个高涨持续时间会很短。

我们分析了目前投资者理想中的经济复苏和我们“客观”分析的经济复苏的差异, 我们提示风险, 特别是我们在调研了一些省份的投资计划后。如果需要每个省份今年政府工作计划的整理列表, 请给张林昌发邮件索取。

另外投资者乐观之处在于通胀预期, 我们对此也很谨慎, 我们也研究了 70 年代美国的滞胀(特别是资产类型的比较和市场中行业表现的比较)以及对目前通胀以及美联储政策的看法。

前期市场上涨, 空头翻多买高 BETA 的股票, 目前市场创前期新高, 如果空头翻多, 则一定会买银行股, 因为相对安全。但是我们认为的 2300-2500 的上半年顶部, 目前判断还是有效。

二: 近期选股思路

对于新能源公司的推荐, 我们坚持推荐有业绩支撑且增长的公司, 我们对众多仅概念性的公司非常谨慎。

最近全球奢侈品销售惨的一塌糊涂, 不过由于国内汇率强劲, 销售情况尚可, 因为金融危机, 海外典当行业出现从来没有过的兴旺, 不过从国内上市的典当行公司来看, 业绩很一般, 看来我们的困难还不严重。

综合来看, 在整体经济开始从底部步入复苏过程中, 多数中上游行业景气度仍处于底部区域。行业景气有望高位延续的行业只有医药与食品制造行业。而行业景气有望率先从底部复苏的行业也有所增加, 主要是: 化纤、通信设备、电子设备、电力、石油加工与炼焦、家具制造、服装等行业。

本周不得不知的数据:

2.9%

麦格理发表报告称: 过去 3 个月中, 由于中国国家物资储备局(SRB)收购, 中国铜表观需求较上年同期增长 27.4%, 但这份数据夸大了中国的基本消费增长, 中国这段时间的实际铜需求仅较上年同期增长 2.9%。

-37.3%

今年 1-2 月份全国规模以上工业企业实现利润 2191 亿元, 同比下降 37.3%, 为 2002 年 5 月以来首次负增长, 并创下 1999 年以来新低。各类所有制企业中只有私营企业利润实现增长。

3.8%

1-2 月, 全社会货运量 37.28 亿吨, 同比增长 3.8%, 增幅同比回落 5.8 个百分点。其中, 铁路货运量 4.94 亿吨, 下降 6.7%, 去年同期为增长 4.4%; 公路货运量 28.44 亿吨, 增长 8.2%, 回落 1.5 个百分点; 水运货运量 3.89 亿吨, 下降 9.9%, 去年同期为增长 15.6%。

周报团队:

王成

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

章秀奇

021-38676673

zhangxiuqi@gtjas.com

张林昌

021-38676702

Zhanglinchang@gtjas.com

张堃

021-38676702

Zhangkun@gtjas.com

一：近期策略观点

1、学习克鲁格曼的预测能力

我喜欢向有洞察力（或者说有预测能力）的人学习。我发现经济学家中，对预测非常在行，并且每次都非常准确的只有克鲁格曼，我也颇读过他的很多书和文章。

他在 1994 年，在亚洲经济被广为看好的背景下，就在《外交》上撰文批评亚洲模式，认为仅靠大投入而不进行技术创新和提高效率的做法，容易形成泡沫经济，在高速发展的繁荣时期，就已潜伏着深刻的危机，迟早要进入大规模调整。1996 年克鲁格曼在他的《流行国际主义》一书中干脆直接预言亚洲金融危机即将爆发。1997 年，危机爆发。

2000 年的时候，克鲁格曼在《能源危机重现》的文章中就指出，新一轮国际油价上涨周期已经到来。2001 年，在《纽约时报》上的专栏文章《石油上升周期》中，克鲁格曼又一次重申了自己的观点。果不其然，2001 年以后，国际油价急剧上涨。

2006 年 8 月 15 日，克鲁格曼又预测了。还是在《纽约时报》的专栏文章中《房地产市场变得可怕》中，克鲁格曼认为，由于美国楼市近年来价格会暴涨，在很多地区房价开始下降，投机需求出现逆转，导致目前市场上充斥着未出售的房产。克鲁格曼认为，这是针对“硬着陆”而不是“软着陆”的一剂“处方”。而且，由于近三年来楼市是美国经济增长的主要发动机，楼市的逆转意味着美国将不可避免地出现严重衰退。结果美国房价出现全面下调地趋势，还引起了全球金融危机。

预测并非易事，特别是预测未来。保罗·萨缪尔森说：“在决定论的事实和概率论的法则之中，精确充其量是局部的或大概的。”可是，为什么克鲁格曼总是正确？仔细阅读他的文章，会发现克鲁格曼使用的理论工具很简单，就是“向后弯曲的供给曲线”和“多重均衡”：给定一个向后的供给曲线和一个陡峭的需求曲线，这样，在低价格和高价格就都会有稳定的均衡。

比如，克鲁格曼对 97 亚洲金融危机的解释其实很简单：“亚洲经济的发展依靠大量投入，许多企业是负债经营。这样就引起了国外资本的流入，企业债务的很大部分以外币标价。外资流入这些国家后换成该国货币，并造成该国货币汇率上升。而由于政府需要维持本币与美元汇率的稳定，就需要增加本币供应，但却造成了信用扩张。当政府试图通过出售债券等方式回笼本币时，本币利率就随之提高。国内外利差的扩大引起了更大规模外资的流入，于是信用继续扩张。此时如果中断本币与美元的固定汇率，则可以遏制信用扩张。但是，本币的升值无疑会使该国出口减少，并影响商业信心。信用的持续扩张导致了投资和进口增加，工资水平的提高又导致出口增长速度下降，造成大量贸易逆差，那些外资贷款不再被转化为货币和信用，而被直接用于进口。贸易赤字的扩大让投资者对该国货币失去信心，外资不再大量流入，本币有贬值趋势。此时要么卖出美元，要么大幅度提高利率以维持本币与美元的汇率稳定。但外汇储备并不足以支撑卖出美元维持本币汇率，而提高利率则可能引起投资泡沫破灭。此时，本币无法维持与美元的固定汇率，出现贬值”——高位均衡转向了低位均衡。

对油价周期的预测也是如此。克鲁格曼认为，高油价时，同样由于石油需求缺乏弹性，扩大产出甚至可能会减少收入，所以石油输出国不会扩大生产；相反，由于主要石油输出国国内投资的市场容量有限，将石油保存在地下也是一种“投

资”，所以高油价时反而会减少产量，从而形成稳定的（长期）高油价均衡。但高油价持续时间过长，就必然引起石油进口国经济的衰退乃至世界经济的萧条，需求就会大幅度减少。面对需求的减少，石油出口国必须通过增加开采，减少投资来使得油价下跌以重新吸引需求。同时，为了维持稳定的石油收入，又必须不断增加生产来弥补因为价格下跌而导致的收入减少。于是，低油价周期就出现了一—高位均衡和低位均衡相互转换。

图 1：解释亚洲金融危机的模型

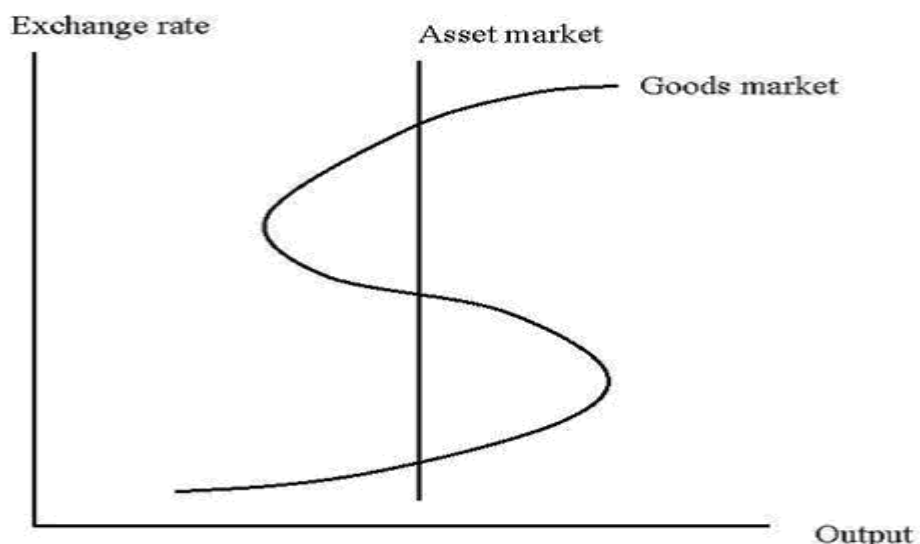
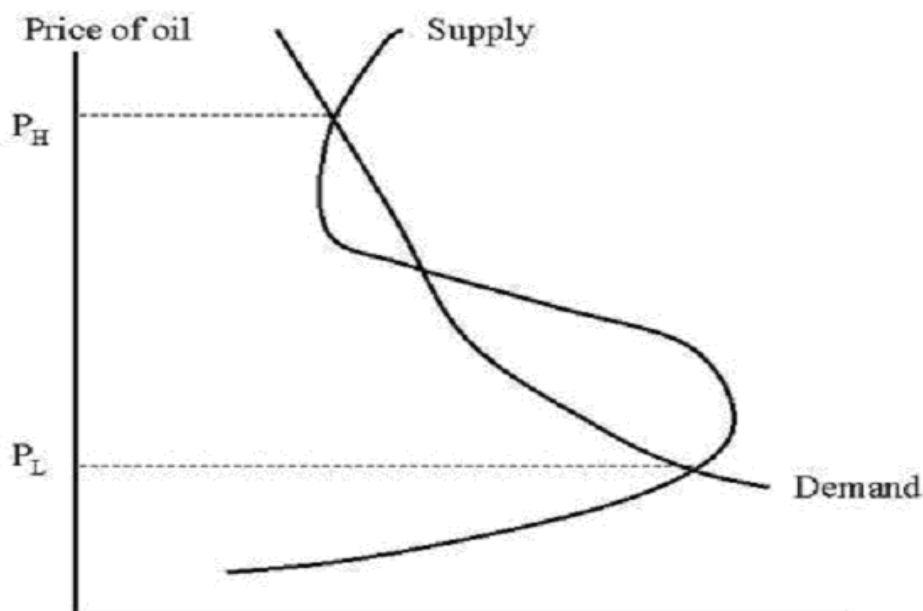


图 2：解释油价周期的模型



对美国楼市周期的预测，其分析的思路与他关于亚洲金融危机和油价周期的分析思路是一致的：在房价处于高位的时候，更多的人纯粹为了投资而买房，豪赌价格会继续上涨并在高位抛出。另外一些人则匆忙地买房，因为他们害怕未来价格上涨会超过他们的支付能力。投机需求导致了价格暴涨，即泡沫出现了。而当某个时点（比如利率提高）之后，价格上涨大大超出了购买者意愿支付，价格上涨就会由两位数地增长变为一位数的增长，并逐渐出现负增长，于是泡沫破

灭了——高位均衡转向了低位均衡。

其实，克鲁格曼也承认，他使用的理论预测工具很简单常用（他获得诺贝尔经济学奖和他预测能力完全没有关系！），但经济学家们似乎对他兴趣不大，经济学家之所以很容易把经典的分析工具遗忘，是因为“太过优雅”（克鲁格曼语），或者不够“新潮”，而包装复杂的分析更容易获得关注和认同。

当然，还有一个重要因素是他不经常预测，并且只预测大的和拿得准的事情，并且用比较直接简单但是有效的逻辑。——如果他预测每季度 GDP 数据或者每天股票市场走势，估计他可能不如大猩猩扔飞镖。

如果是只看自己能够把握的趋势，则有些趋势我还是可以看到的。比如未来全球，特别是美国，小型金融与投资机构将大行其道。原因亦不难理解，政府的监管权力将会大增，例如在承受风险亦设置上限，加强资本要求，大机构在严密监管之下，可以做的业务空间大减，更要承受不少公众指责。尤其是在薪酬设定限制，不可以向员工大派花红。无论是因金融机构倒闭或裁员而离职的员工，又或是仍在金融机构中、辛辛苦苦工作还要面对减薪裁员的银行家，可能都宁可自立门户。比如我喜欢的美林的经济学家罗森伯格和策略分析师伯恩斯坦。他们要么自己创立小公司，要么加入小公司。

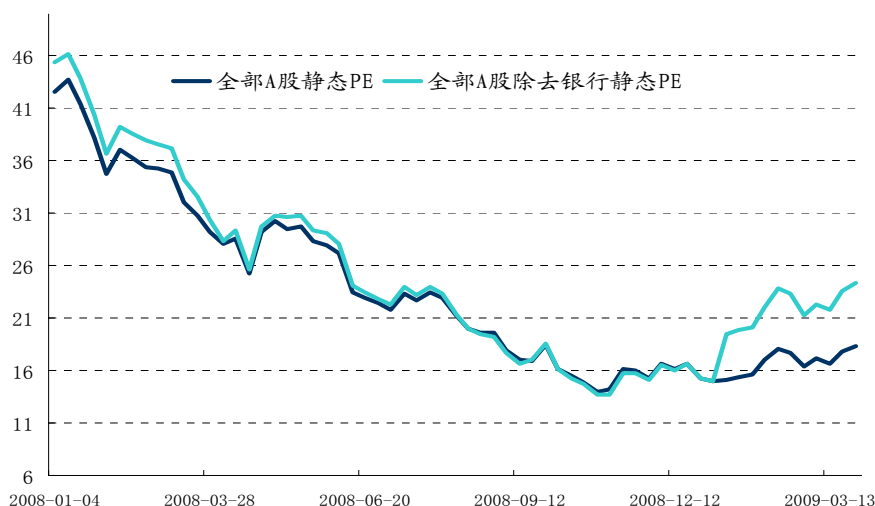
这种情况发展下去，华尔街将重回 80 年代情况，出现大量小型公司（券商、PE、对冲基金等）竞逐市场。在市场波动性高的混乱局面下，未来将不是巨人时代，而是英雄辈出的时代。

回到股票市场，我每周都需要预测，我们策略研究员每天要写市场点评，结果导致的是我们都不如我们爱吃香蕉的近亲。

特别是，股票市场的短期预测受制于市场情绪，而这在短期是很难判断的（对于我这种很不敏感的人来说），不过，中期和长期，则情绪受制于市场更基础的影响因素。这些更基础的东西包括估值，包括业绩。

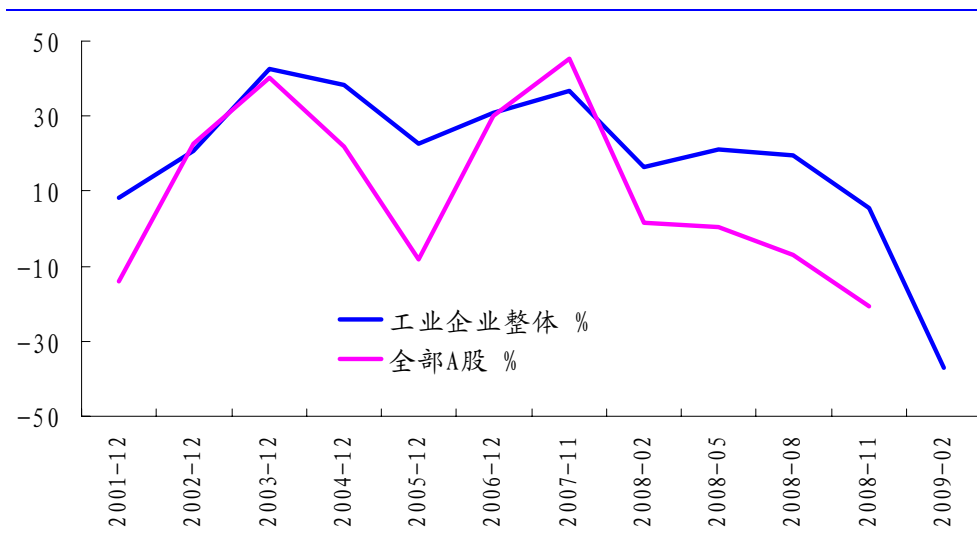
从估值上来看，扣掉银行股，其他公司 08 年市盈率有 25 倍以上，如果考虑 09 年市盈率，得有 27 倍。无论国际比较还是其他方法，已经算是很贵了。因此估值的地心引力不能不担心。

图 3：全部 A 股去除银行静态 PE 达到 25 倍以上



从业绩来看，上市公司业绩还没有看到见底的任何迹象。

图 3: A 股上市公司营业利润稳定与工业企业利润增速稳定相关，波动更大

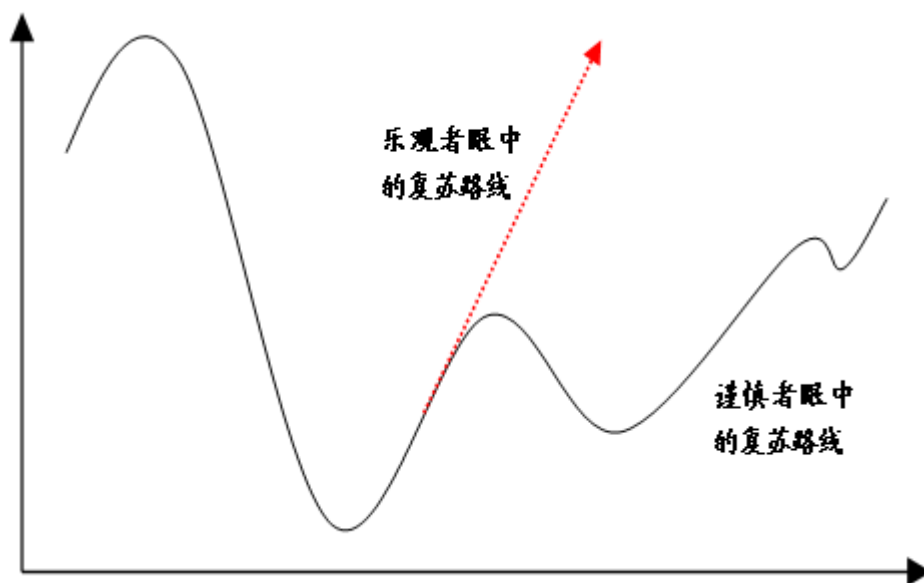


现在的问题在于流动性非常充裕，使得市场不关心实体经济，开始自满起来。尽管我们也认为今年是流动性驱动的行市，但是由于是熊市以及仍会受制于基本面制约，我们认为市场情绪会较为理性。

2、理想和现实的差异还是很大

不过构想和现实总是不一致。在目前乐观者（情绪亢奋）心中的复苏路线是经济会迅速复苏，而在谨慎和理性者的眼中，经济是逐渐筑底复苏。而目前股票市场已经按照乐观者的路线前进，我担心乐观者会摔大跟头。不过乐观者认为自己占有博弈的先发优势——反正经济迟早会复苏的，到时候谨慎者会在更高价位买进。

图 4: 资金充裕下，乐观者的复苏路线过于乐观



我们是谨慎的乐观主义者。认为，从基本面来看，2300 - 2500 是强大的阻力区，如果市场上到 2500 点，则如果理想和现实之间差异较大，并且开始认识到不利的数据，则跌幅可能更大。

从发电量和工业增加值的数据来看，2 月以来工业生产情况并不好。1-2 月工业增加值只有 3.8%，比 08 年底继续回落。这与发电量数据背离，主要是因为耗电量少的出口和轻工业的加速下滑导致的。

图 5：3 月中旬发电量又回落至负值

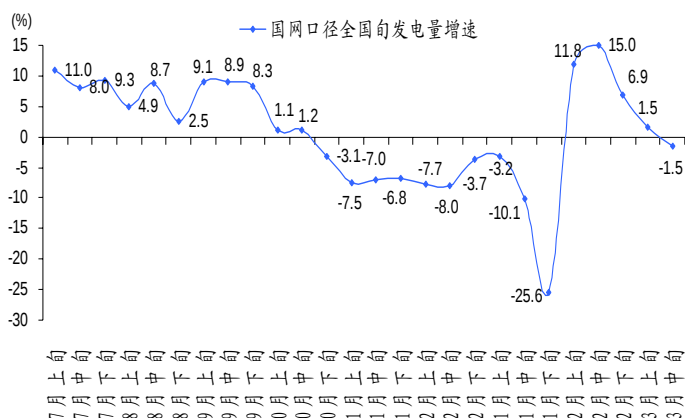
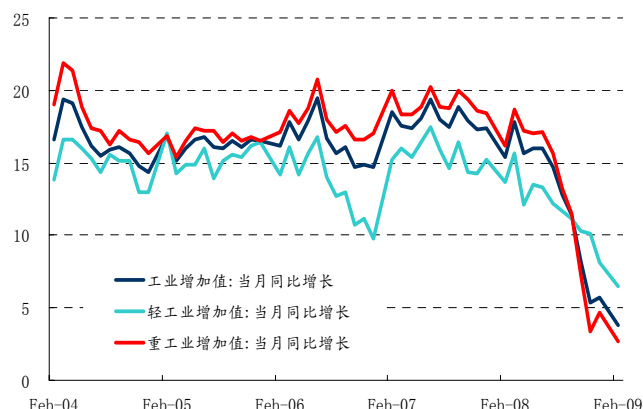


图 6：工业增加值持续回落



乐观者乐观的理由还在于，房地产和汽车销售近期的持续景气。甚至航空上座率也开始上升。看似一派欣欣向荣景象，俨然经济已经 V 型反转。但我们观察房地产主要成交的是 90 平方米以下，低单价的自住住宅。改善型需求和投资型需求仍无入场迹象。目前的房地产销售井喷是去年压抑的刚性需求的报复性释放，持续时间很难判断。汽车和航空受益于降价，基本面更健康，我们观察到汽车也是越便宜卖的越好，我们策略研究员认为这难以持续，我们行业研究员比我们还悲观——当然他一直悲观，不象我们前期还乐观，现在认为在别人乐观的时候卖出。

有投资者认为可选消费品的反转领先于经济复苏，但是中国的经济更多是由投资驱动，消费和经济的这种关系并不明显，消费者的信心仍在低谷，限额以上消费品增速不断下滑。

图 7：历年分月度汽车产销量对照示意



图 8：1-2 月民航旅客周转量同比增长 11.9%

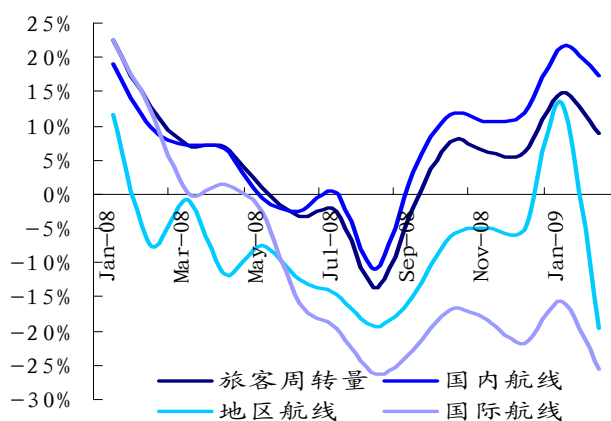
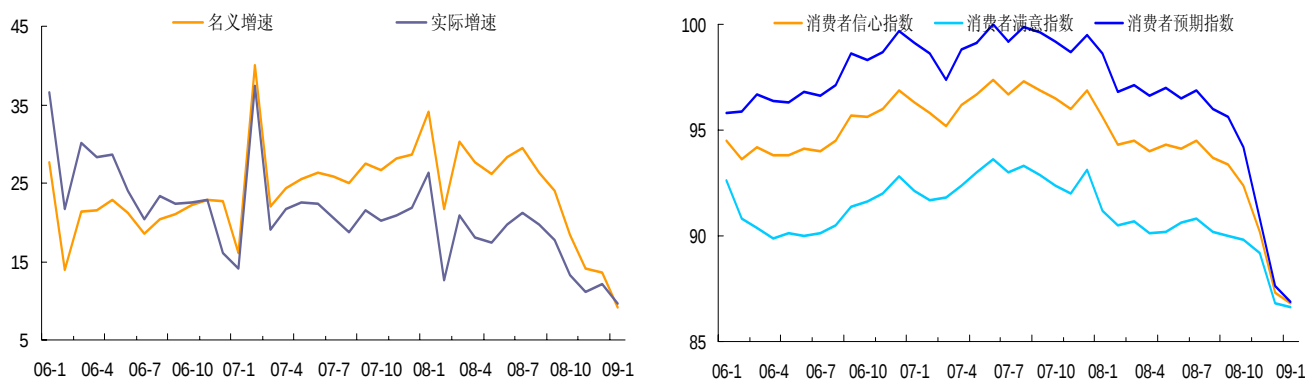


图 9：限额以上消费品零售总额名义和实际增速

图 10：消费者信心仍在下降



从基本面来看，我们策略研究员调研了数省的投资情况。看似乐观，但是我对中国的未来更加担忧，而去年下半年我们在看多的时候，还抱有的幻想被打击的体无完肤。从中央政府来看，除了口头上的支持外，很明显投资者不能指望有什么利好了，4 万亿出完，不会有 8 万亿了。更重要的是，今年应该是改革的重大关口，是落实科学发展观和实现和谐社会的重要时刻。可是为了维持稳定（今年是建国 60 周年，是 XX 事件 XX 周年，XX 事件 XX 周年等），为了维持就业，改革基本停顿，甚至还有倒退。

对于，地方来看，和谐社会和科学发展观已经没有影子了，扭曲的经济体系因为金融危机而更加扭曲了（如果关心各省份 2009 年发展纲要列表比较，可以通过邮件向我们策略研究员张林昌索取）。

比如，山西省，据说没有外地人愿意去那里当领导了，因为地方官员和煤窑主的利益网难以摧毁，没有外地官员愿意去那里承担出现事故就引咎辞职的责任了。

并且，在没有省委书记的情况下，山西省在固定资产投资上走的越来越远。我们看看其政府目标，08 年山西省全社会固定资产投资为 3700 亿，在 08 年 11 月后，发改委制定了 09-10 年 FAI 达到 1 万亿的计划，其中 09 年 4500 亿和 10 年全社会 FAI 为 5500 亿，政府主导的项目为 6500 亿。2009 年山西的目标是 GDP 增长 8% 和 FAI 增长 24%。地方政府的工作是多争取政策倾斜、大项目和中央的经费。如果推出 6 万亿或者 8 万亿，山西的项目储备不成问题，大量电厂煤矿待批，还可建设农村道路、学校和医院。其项目主要是修铁路，修公路和搞电力。

看看资金来源，中央出资 1.18 万亿中，山西仅分到其中的 50 多亿，09 年将新增 53 亿的地方政府债券。而山西是吃饭财政，扣除必须开支后省政府年可支配财政收入也就 100 多亿。剩下估计都是打银行的主意了。我们策略研究员调研后对经济转型比较悲观，山西 99 年以来开始转型摆脱资源依赖，反而重工业比重越来越大；强调扩大内需，但是内需占比越来越低。

短期来看，山西 09-10 年交运行业投资占比达到 45%，政府主导项目占全社会 FAI 的 65%。山西的山多，公路铁路造价高，对水泥钢铁机械的拉动较好，预计 3 季度需求量将放出来。但山西官员对资金和土地约束比较担心。

顺便，我们研究员参观了太原市高新区，也比较失望，外向型企业处于停滞状态，有少量出口。企业投资意愿有所下降，如煤化工行业。中小企业贷款还是很困难，没有太大变化，没几家能拿到贷款。高新区有高新企业有 400-500 家。今年国家提高高新企业标准，正在重新认定，必须有成果鉴定和自有专利，高新

企业数量会下降，目前只通过 40-50 家。没感受到南方企业转到太原，倒是有高新技术转到南方。

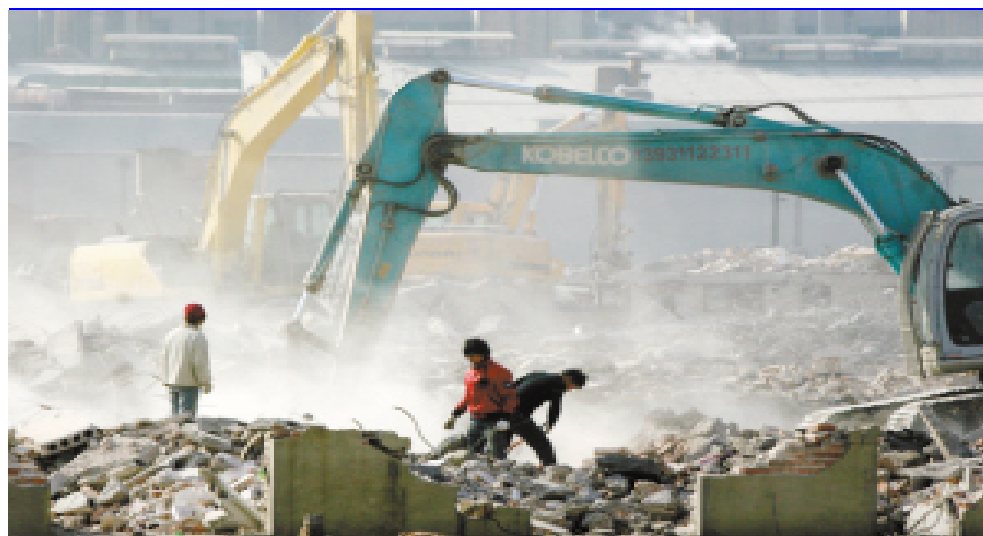
我们策略研究员还调研了河北省。借地理位置、资源优势 and 工业基础，河北省迫切希望抓住这一轮基建投资的发展机遇，力争实现“三年大变样”。甚至各个地县级政府都成立了投资公司，负责当地政府主导项目的投融资安排。我们在调研中，强烈的感受到了以京沪高铁为代表的重点项目，从中央到地方的推进决心。各级政府部门会创造性的运用各种办法解决资金问题。09-10 年是这些项目的施工高峰期。

地方实业界对河北钢铁业产能过剩感受较深，小钢厂停产现象又开始增多。但对冀东水泥降价感受不是很明显。

09 年 1-2 月份，河北省完成城镇固投 255.54 亿元，同比增长 59.1%。同比加快 24.4 个百分点，为 2005 年以来同期最高增速。但钢铁、装备制造、石化、食品、建材、纺织服装、医药工业生产增速均不同程度出现回落。进出口总值完成 39.7 亿美元，下降 18.4%。其中出口总值 21.9 亿美元，下降 25.1%。实际利用外资 5.1 亿美元，下降 13.3%。

2009 年河北经济社会发展的主要目标是全社会固定资产投资力争完成 1 万亿元以上，增长 18% 以上，其中城镇投资 8860 亿元，增长 20% 左右。河北提出全省“三年大变样”规划。一万亿投资资金来源，08 年 12 月中央已经划拨 1000 亿，剩下就是企业自筹和银行贷款。

图 11：热火朝天的施工现场：河北省提出“三年大变样”规划，我们在石家庄调研时，四条主干道有三条在整修。



3、关于通胀幻觉

近期另外的炒作主线是管不管是否真有大通胀，反正我们先炒一把通胀预期在说，有朋友甚至发信跟我说，经济恢复了，有色股会上涨无数倍，通胀了，有色股也会上涨无数倍，因此，有色股是长期持有的品种，现在最应该买的是有色了。

先不说，有色价格近一个月没有出现什么大涨，我认为，美联储前期推出的政策已经很明显显示，直升机伯南克不会真开直升机撒钱了。美国现在最重要的是捍卫自己的美元，另外，如果市场形成预期，只要撒钱，商品价格就大涨，那

么伯南克的撒钱没有任何好处——他希望的是撒钱后促进经济增长，可是由于投资者预期，撒钱后没人促进经济增长，都去买商品和食品，那么经济不仅是倒退的，而人们生活也水深火热了（失业在增加，通胀在上涨）。——任何时候都可以用更大的泡沫去掩盖前面一个泡沫——但是一旦这个泡沫是商品和粮食价格上涨，就无法掩盖了，只能用改革和适量财政政策去慢慢扛着来消化，这是我的经济学结论。

我们也研究了 69-82 年美国滞胀时期的情况。以 CPI 作为参考，我们发现：

- （1）石油和黄金是最优配置资产，其中石油的表现最为优异，这与两次石油危机期间的油价暴涨和布雷顿森林体系崩溃后黄金价格暴涨有关，但 CRB 指数并未跑赢 CPI，说明大多数工业金属和农产品表现不佳；
- （2）房产略输于 CPI，说明即使是房产，也难以保值；
- （3）债市绝大多数期间是熊市，跑不赢 CPI，但 82 年降息后，国债和企业债录得超额收益；
- （4）即使考虑股息，股市难以跑赢 CPI，基本呈现熊市格局。

对于股市行业配置，我们发现：

- （1）能源、商贸零售、消费品、电信和医药表现较好，而制造业、化工和金融表现较差；
- （2）细分行业来看，煤炭、烟制品、纺织服装、贵金属、采矿、零售、石油天然气等行业表现较好，而金融、交运、加工制造业表现较差。

表1：滞胀期间美国股票行业表现

12 大行业	1969-1982 年收益率均值 (%)	典型滞胀年份收益率 均值 (%)
能源	11.9	10.3
商贸零售	11.4	11.8
耐用消费品	10.2	8.9
非耐用消费品	10.2	9.4
电信	10.1	7.8
医疗医药	10.0	8.3
电脑、软件和电子设备	8.9	5.3
公用事业	8.4	7.9
金融	8.4	4.1
其它	8.2	4.9
化工	7.6	6.2
制造业	7.2	4.0

数据来源：Bloomberg，国泰君安

表2：滞胀期间美国股票细分行业表现

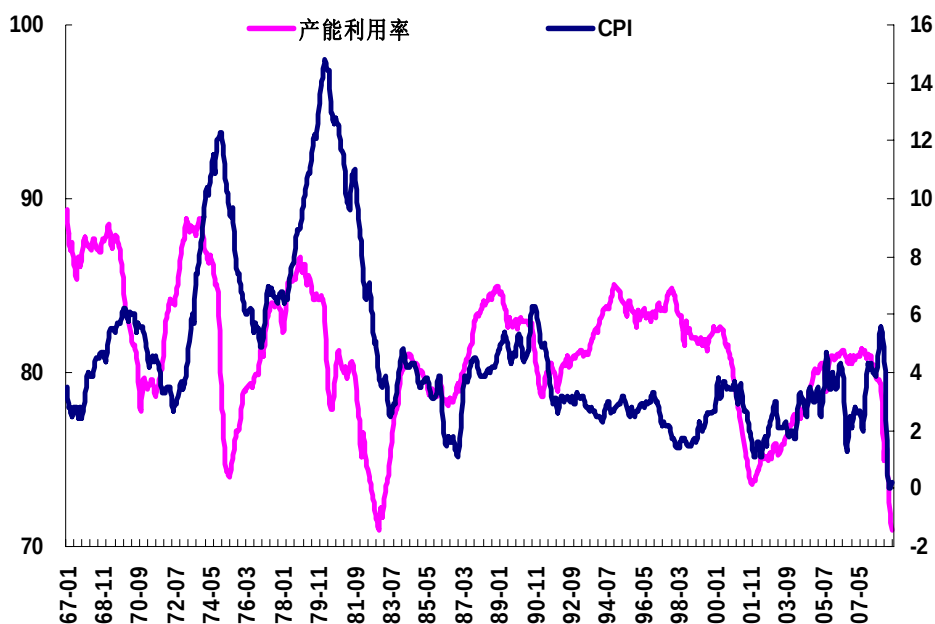
细分行业	年度收益率平均 (%)	年度收益率标准差 (%)
煤炭	22.3	33.6
烟制品	15.2	16.7
服装	14.0	52.4
贵金属、非金属和工业金属	13.9	38.4
采矿	13.9	38.4
零售	12.5	36.4

纺织	11.0	37.4
石油天然气	10.2	35.6
啤酒白酒	9.9	30.6
食品	9.2	25.6
汽车	8.7	37.4
医药	8.3	19.6
化工	8.0	24.5
公用事业	7.9	21.7
电信	7.8	15.4
印刷业	7.6	35.7
电子设备	7.4	29.9
建筑建材	7.3	30.4
酒店	7.3	50.3
货代和集装箱	7.2	20.1
批发	7.2	35.5
个人和商业服务业	6.7	35.9
钢铁	6.0	20.7
娱乐	5.3	41.6
营业设备	5.2	30.5
生活消费品	5.1	27.8
银行、保险、地产	4.1	22.5
交通运输	3.8	28.9
其它	3.2	33.4
航空、造船和铁路设备	2.3	37.8
加工制品和机械	2.2	25.3

数据来源: Bloomberg, 国泰君安

另外, 我们认为, 产能利用率领先 CPI, 目前根本看不到通胀的可能。

图 12: 产能利用率领先于 CPI, 至今处于历史最底部且尚未企稳



至于 2010 年以后是否会发生大通胀，我们认为通过历史数据的观察，经济复苏以前，大幅通胀不太可能发生，货币宽松到实体经济的传导的逻辑应该是 M2->产能利用率恢复->GDP 触底->CPI 上涨。

70 年代的滞胀主要有两个原因：一是货币因素。前文对此已经详细分析，历史上看，美国 M2 往往领先经济 10 个月左右见底，而 M2 对 CPI 的领先时间往往在 2 年左右，70 年代经济低迷时期美联储的宽松货币政策先传导到实体经济使其恢复，而后由于石油危机使得经济突然减速，但之前的宽松货币政策对 CPI 的传导仍在进行，因此 M2 对两者的传导时滞是 70 年代滞胀发生的重要原因之一；

二是产能约束，不论是 70 年代滞胀期间，还是 90 年和 01 年的经济周期，CPI 达到高位前期，产能利用率都先到达高位，CPI 触底反弹前，产能利用率也必然先触底反弹。

从当前的形势来看，70 年代石油危机引发物价暴涨的因素暂时看不到，从货币因素上看，M2 已经连续反弹超过 6 个月，从其对美国经济和通胀的领先性上看年底美国经济可能触底，而 2010 年中期以后才有可能出现通胀；从产能约束上看，现在美国产能利用率接近 70%处于历史最低位，且还没有反弹迹象，无法支持通胀短期内发生。

表 3: 美国“滞胀”期间市盈率变化

	1970: 4Q	1975: 1Q	1980: 3Q	1982:3Q
-4Q	14.93	11.4	7.44	7.96
-3Q	15.53	9.86	7.66	7.6
-2Q	14.53	7.92	6.96	7.63
-1Q	15.48	7.99	7.81	7.24
底部	17.43	9.36	8.73	9.42
1Q	20.15	10.94	9.03	10.55
2Q	18.95	11.19	9.09	12.52
3Q	18.24	12.68	8.84	13.45
4Q	19.03	13.13	7.96	13.27

因此，综合来看，我们认为在市场如此放量（体现在市场短期投机心态过重，缺少中长期筹码）且热点混乱的情况下，目前的上涨很难持续。如果出现部分空头翻多，也会配置金融类股票。

二：投资线索：框架分析工业行业景气度

关于投资线索，先看看新能源策略吧，最近我们的新能源策略团队比较沮丧，认为我们这里的研究哲学是理性客观，因此我们不会推荐概念性的新能源股票，这样我们没法取悦很多投资者，另外，我们更强调基础研究，把新能源产业基础搞清楚，可是很多投资者反对，因为如果我们跟市场传达清楚新能源是什么的话，那么绝大多数新能源概念股就没法炒作了。同时我们新能源基础研究的部分结论很容易被迅速抄袭成为别人的声音，我们的原创也不为人所知，付出劳动没有收获就更令人沮丧了。

其实，原来我也是有狂热天性的人，不过，我现在越来越认为做研究必须坚持理性客观，我现在还深深为在 6000 点喊看 8000 点而后悔惭愧，经常难以入睡

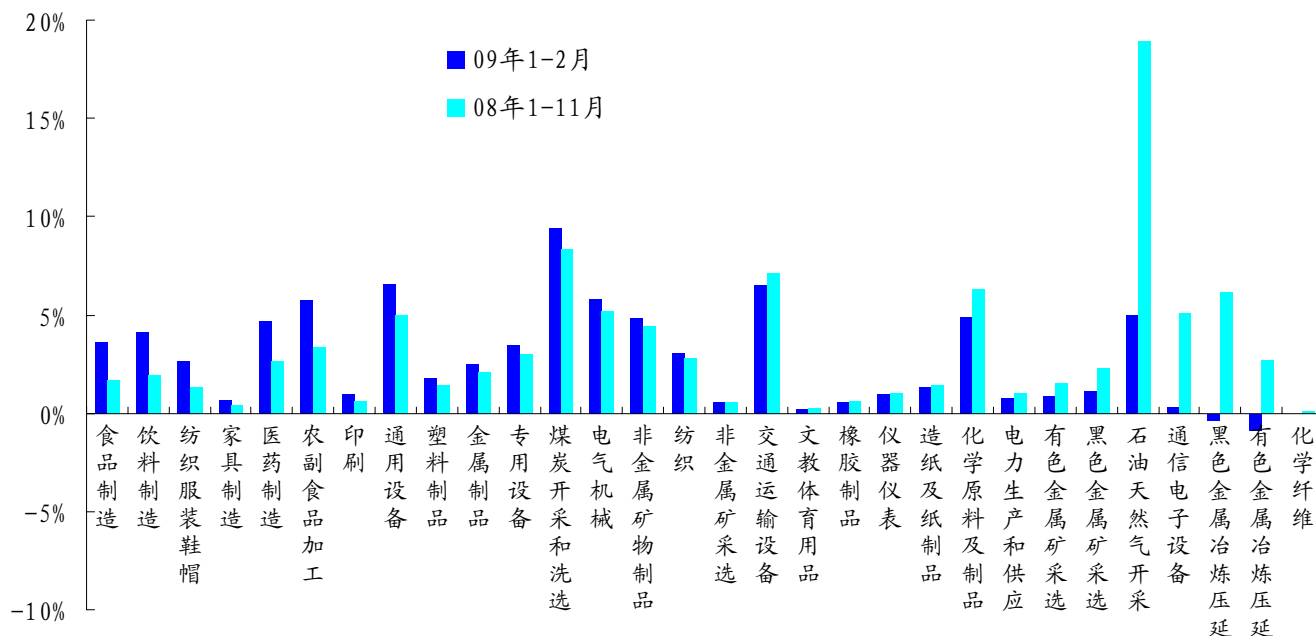
——即使那个时候我根本不相信市场会涨到 8000 点。新能源股票中有质地的还是有一些，比如金风、天马等。我们要坚持推荐这些，尽管会让投资者觉得我们没有新意，但是中期来看，这些股票的走势表现在业绩支撑下，应该会更强。

而关于付出劳动而没有收获的沮丧更不应该，或许说明我们这里的制度还不完善，我们付出的还不够好。

近期市场的热点轮换很快，正如上面所说，一个背后的逻辑就是“将复苏进行到底”，抓住各个行业复苏或者底部反弹的契机。我们一直在持续跟踪工业企业的行业景气情况，希望通过稳定的框架分析工业行业景气度。

历史上，A 股上市公司营业利润稳定与工业企业利润增速稳定相关，波动更大。根据 09 年 1-2 月份的各行业利润占比的数据，可以发现：上游能源原材料行业业绩大幅下滑，而食品饮料、医药等稳定行业占比相对上升。

图 13: 上游能源原材料行业业绩大幅下滑，而食品饮料、医药等稳定行业占比相对上升



注：行业按照利润占比增速大小排序，石油加工与炼焦行业基数为负数。

反映经济处于底部最明显的是，所有的行业销售收入增速都低于近五年来的平均水平。而销售利润率能够大于历史均值的行业主要是食品、服装、石油炼焦和医药，煤炭和饮料的销售利润率从高位回落；绝大多数行业利润率都处于底部。

表 4: 从销售利润率变动看行业当前景气度:

当前值偏离情况	销售利润率增速维度的景气判断	包括行业
> 均值, > 去年同期值	高位	食品、服装、家具制造、石油炼焦、医药
> 均值, < 去年同期值	高位回落	煤炭、饮料

值		
<均值,	底部反弹	
>去年同期		
值		
<均值,	底部	石油天然气开采、黑色金属矿采选、有色金属矿采选、非金属矿采选、纺织、木材加工、造纸、印刷、文体用品制造、化学原料制品、化纤、橡胶、塑料、非金属矿制品、黑色金属冶炼压延、有色金属冶炼压延、金属制品、通用设备、专用设备、交运设备、电气机械、通信电子设备、仪器仪表、电力
<去年同期		
值		

行业产能扩张情况是决定行业未来景气度的重要因素。我们用行业的固定资产投资增速来做对比分析。最上游的能源原材料行业固定资产投资增速仍处于高位。值得注意的是，化纤行业的固定资产投资增速高于去年同期，显示行业内企业可能对前景信心有所恢复。

表 5: 从固定资产投资累计增速变动判断未来行业产能扩张情况

当前值偏离情况	固定资产投资增速维度的产能扩张判断	包括行业
>均值,	高位扩张	煤炭、黑色金属矿采选、有色金属矿采选、非金属矿采选、食品、医药、通用设备、专用设备、电力
>去年同期		
值		
>均值,	高位回落	非金属矿制品、电气机械
<去年同期		
值		
<均值,	扩张	化纤、通信电子设备
>去年同期		
值		
<均值,	收缩	石油天然气开采、饮料、纺织、服装、木材加工、家具制造、印刷、文体用品、石油炼焦、橡胶、塑料、黑色金属冶炼压延、有色金属冶炼压延、金属制品、交运设备、仪器仪表
<去年同期		
值		

综合来看，在整体经济开始从底部步入复苏过程中，多数中上游行业景气度仍处于底部区域。行业景气有望高位延续的行业只有医药与食品制造行业。而行业景气有望率先从底部复苏的行业也有所增加，主要是：化纤、通信设备、电子设备、电力、石油加工与炼焦、家具制造、服装等行业。

表 6: 重点行业景气度综合判断

当前景气位置	未来产能扩张压力	景气度综合判断	包括行业
高位	产能扩张压力较小	高位延续	医药、食品
高位(高位)	产能扩张	高位回落	煤炭、饮料

回落)	压力较大		
底部(底部 反弹)	产能扩张 平稳	底部反弹	化纤、通信电子设备、电力、石油加工 与炼焦、家具制造、服装
底部	产能扩张 或者产能 仍需消化	底部延续	石油天然气开采、黑色金属矿采选、有 色金属矿采选、非金属矿采选、纺织、 木材加工、造纸、印刷、文体用品制造、 化学原料制品、橡胶、塑料、非金属矿 制品、黑色金属冶炼压延、有色金属冶 炼压延、金属制品、通用设备、专用设 备、交运设备、电气机械、仪器仪表

个股上，请关注我们电子行业研究员的推荐，她最近精力很旺盛，写了不少报告，推荐了不少股票。我们策略这里也比较认同。

我是从来不买奢侈品的，不过最近看到数据发现，买得人越来越少了。

图 14：欧洲奢侈品（包括古奇，LV 等众多品牌）消费数据

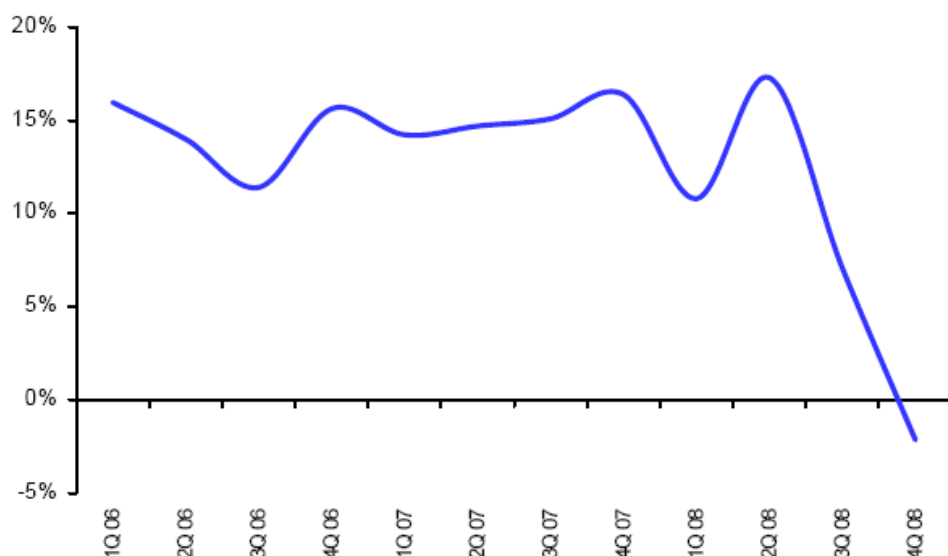


图 15：日本奢侈品（包括古奇，LV 等众多品牌）消费数据

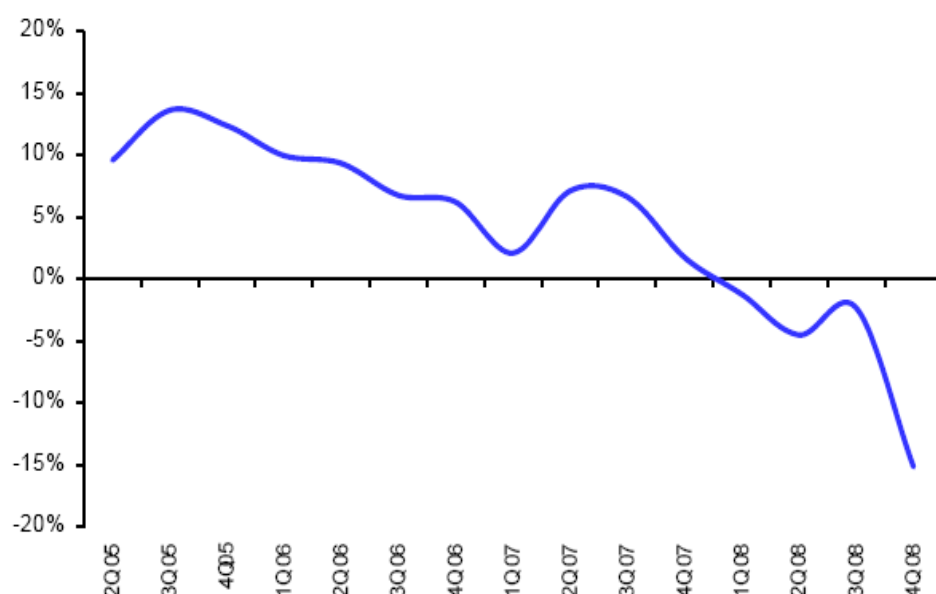
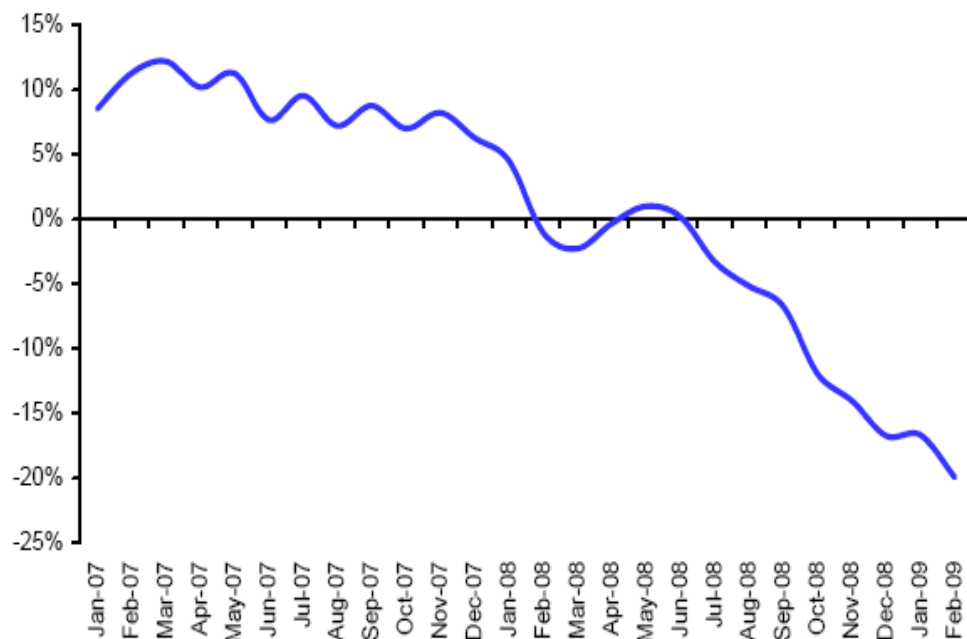


图 16: 美国奢侈品 (包括古奇, LV 等众多品牌) 消费数据 (月度的)



目前中国的奢侈品消费在人民币升值的情况下消费尚可, 不过这个消费为海外品牌厂商赚取了。而我也担心其他的消费会遇到问题, 最近看到 08 年上海信用卡刷卡的不良贷款率为 2.42%, 同比增长 0.76 个百分点, 这一数字与同期上海市场各项贷款 1.51% 和个人住房贷款 0.6% 的不良率水平相比, 仍处于较高水平。

截至 2008 年末, 上海借记卡发卡存量 6133 万张, 较上年末增长 10.82%; 准贷记卡发卡存量一直在 80 万 - 85 万张区间徘徊; 但信用卡呈现快速增长态势, 2008 年末发卡存量达 804 万张, 较年初增长高达 72.9%。从银行卡消费情况来看, 去年全年消费规模 2575 亿元, 同比略升 2.39%; 其中, 拉动银行卡消费的增量主要来自于信用卡消费的迅猛增长。2008 年较上年大幅增长 53.16%。我对此有些担忧, 一方面是担心消费被短期透支, 另一方面担心银行信用卡坏帐继续增加。

奢侈品需求不仅严重下滑, 并且现在海外有钱人还要将它们抵押出去。结果这使得典当行生意爆发。加州富人聚集地的典当行老板们称, 生意几十年来都没这么好过。现在上门的客人形形色色, 其中不乏医生等高收入专业人士。有些人缴不出车贷、房贷、信用卡费, 甚至医疗费。入行 20 年的一个典当行老板说, 这种情形十分罕见。加州失业率已达 10.1%, 高于全美的平均值 8.1%。鉴于抵押成本不断攀升, 许多人恐怕不得不拿名画、名表来典当, 以支付各种费用。

这使得我关心国内的典当行, 确实 A 股有一家典当行上市公司——香溢融通, 但是业务好像并不好——至少从去年第四季度业绩来看, 不值得推荐。

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	业绩下滑的不确定性	精选抗通缩收益股, 新能源、高成长和并购	业绩回暖, 大盘股受追捧
A 股市场	目前我们认为下面支撑在 1800 点	1800-2500 点区间波动, 大盘股有防御性	经济复苏, 复胀开始。今年年底看 2800 点
企业盈利	08 年全年增长为 -8%, 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 [-12%, 7%], 市场 [-20%, 10%]
A 股估值	考虑到利率下调, 沪深 300 指数 08PE20 倍	由于通缩和降息, 估值存在分歧与波动, 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 PE24 倍
政策面	关注产业政策和区域振兴	关注地方国企整合	政策尚不明朗
标普 500 指数	连续数日反弹, 短期筑底	有可能触底反弹	逐渐恢复, 高点 900 点。等待新的龙头板块
香港国企指数	连续数日反弹, 短期筑底	振荡	有望逐渐回暖, 但是冲击万点尚难判断
全球经济指标	美国 LEI 领先指标 10 成分指标中有 7 指标企稳或反弹	很可能底部振荡	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	前两月 26.41%, 超出预期	全年增速 12%	新增投资方向值得关注
出口增长与贸易顺差	出口下滑 25%, 贸易顺差大幅收窄	可能出现贸易逆差, 但不会持续	全年贸易顺差对 GDP 增长贡献为正
名义消费	考虑到通缩因素, 上半年消费增长不乐观	政府推行刺激消费政策, 有所好转	考虑到政府推行刺激消费政策, 09 年增速至少 12%
PMI	连续 3 个月反弹, 快接近 50	可能到 50 以上	50 以上, 制造业逐渐恢复
CPI	一、二季度为负	三季度可能转正	复胀
PPI	一、二季度为负	三季度可能转正	复胀
商品指数	短期出现反弹, 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	40-60 之间波动	40-60 之间波动	下半年回升, 但是, 假定 60-80 美元
10 年期国债利率	3%左右	3%~3.3%之间振荡	可能由于复胀上升
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	短期欧元美元呈胶着状态	美元相对欧元走强, 看 1: 1.1	仍然看美元升值
M1 增速	2 月同比增长 10.87%, 见底反弹	逐渐上升	下半年到 15% 左右
贷款增速	人民币贷款同比增长 24.17%	下行风险较大	09 年 15.7%, 09 年信贷增长高于 08 年

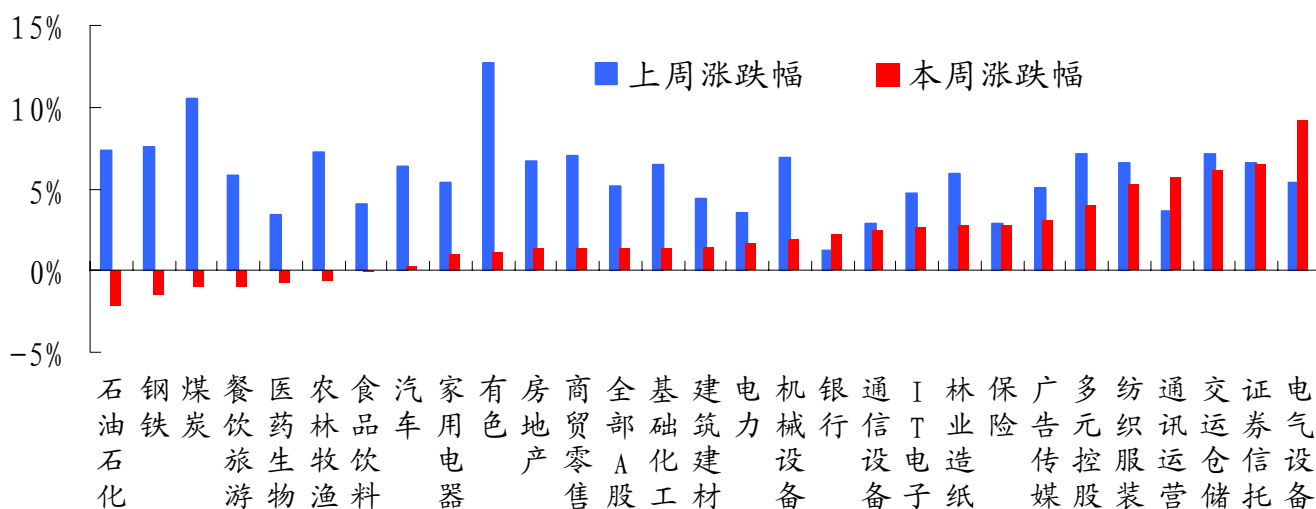
附表 2：行业资讯与中期评级

行业	投资评级	评级调整	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	根据央行研究局局长表示，3 月份贷款投放规模仍延续高速增长趋势，可能在 8000 亿。
地产	超配 1	不变	2009-2-17	深圳房市环比出现量跌价涨。开发商与购房者间博弈可能导致二季度成交量环比出现反复。
保险	超配 1	不变	2009-2-17	上海实行公司集体购买的团体养老保险将在员工税前计提，使保险公司周二大幅上涨。
证券信托	超配 1	不变	2009-2-17	对交易量最敏感的是东北、宏源、国元证券。估值相对较优的是中信、成大。
煤炭	低配 1	不变	2008-11-12	煤价维持稳定，同时秦皇岛库存连续三周下跌，上周出现了周环比 6.6% 的较大幅度的降低，表现出了需求的转暖。但小煤矿复产仍带来不确定性。
石油石化	平配	不变	2008-11-12	中石化上调柴油批发价。但市场需求疲软，涨价难得市场认同。
公用事业	超配 1	不变	2008-11-12	电煤合同价格再出“闹剧”：华润电力否认与神华签订 540 元/吨的合同。
钢铁	低配 1	不变	2008-11-12	宝钢表示一季度经营仍然困难。上周建筑用钢“先跌后涨”，库存水平也有所下降。
有色金属	低配 2	不变	2009-3-25	我们再次强调：中国因素和通胀预期可能对期铜市场造成了扰动。根据麦格理的测算，中国铜实际需求仅增长 2.9%。
造纸	平配	不变	2009-2-17	造纸行业未被列入调整出口退税率行业。
建材	低配 1	不变	2008-11-19	平板玻璃价格处于成本线之下，短期修复性反弹可能带来交易性机会。
建筑	超配 1	不变	2009-2-17	正在调研山西、河北、重庆基建企业。09 年业务量增长确定无疑。
基础化工	平配	不变	2009-2-17	上周化工产品价格基本平稳，尿素价格有所回落。
家电	超配 1	不变	2009-2-10	出口没有进一步恶化，成本下降，使行业整体经营压力有所缓解。
服装纺织	平配	不变	2008-10-15	纺织行业分化：有 1/3 的企业面临发展问题，2/3 的企业面临生存问题。整个行业利润的 99% 都是前者在支撑。
零售百货	超配 1	不变	2008-12-02	2 月份消费者信心指数下滑比例小于以往月份。三月份有望启稳反弹。这给涨幅滞后的零售板块带来机会。
农业	低配 1	下调	2009-4-1	国际国内农产品价格地位徘徊，政策推动逐渐淡出市场预期。
食品饮料	超配 1	不变	2008-12-02	利润增速放缓已经体现到前期股价走势。行业内龙头公司对市场估值溢价创新低。
医药生物	超配 1	不变	2008-8-8	1-2 月份工业企业中真正景气维持高位的行业。但难以更好，让其市场表现相对落后。
餐饮旅游	平配	不变	2008-10-22	国务院喊停五一长假。
文化传媒	平配	不变	2008-10-15	广告业务增速下滑趋势仍在持续。相对关注有限、出版等防御子行业和资产重组等主题机会。

通讯运营	平配	不变	2008-8-8	运营商 2 月份新增移动用户环比上升。中国联通网络融合效应初步显现。
交运设备	平配	不变	2009-2-10	重卡 3 月份销量有望实现正增长。
机械设备	平配	不变	2008-11-26	工程机械企业都在走产品多样化道路，导致产能不断扩大，竞争激烈。企业已经使用或者正在酝酿包括降价在内的促销手段。
通信设备	超配 1	不变	2008-8-18	估值进入相对合理区间。
电气设备	平配	不变	2008-12-02	全球风电装机量在 2008 年新增装机 2700 万千瓦，增长 29%；风电高速发展的地区由欧洲转向北美和亚洲。中国企业已基本掌握兆瓦级风电机组的制造技术。未来几年，风电设备需求会趋于稳定或增速减缓。
信息技术	平配	不变	2008-10-8	软件服务业受经济滞后影响，低谷可能在年中。
航空	低配 1	不变	2008-8-8	预期航空企业一季度业绩出现较好增长，航空股短期大幅上涨。
水运	低配 1	不变	2008-8-8	BDI 继续下跌到 1678。
交运基础设施	超配 1	不变	2008-12-02	美国零售、批发及生产商的库存规模均出现下降。经验判断，存货销售比相对进口有 1-2 个月的领先，中国的出口有可能会在 3 月或以后出现环比反弹。这带来港口集装箱业务酝酿阶段性反弹。

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，电气设备、证券、交运、通讯运营等行业涨幅居前，强周期行业开始退潮



注：数据截止至 3 月 31 日，总市值加权平均

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	EPS08 (E)	EPS09E	EPS10E	09 年 PE	周涨跌%	月涨跌%
601857.SH	中国石油	11.41	谨慎增持	0.62	0.57	0.72	20.02	-3.1	5.7
公司目前处于业绩周期的底部，估值可以相对高估。天然气提价的重大利好尚未兑现。我们认为以上交所目前 18.69 倍市盈率估值为基础，给予 20%溢价，给予 13 元目标价，维持“谨慎增持”评级。									
600271.SH	航天信息	25.68	增持	0.9	1.14	1.35	22.53	4.5	13.3
公司 08 年各项业绩指标符合预期，降标效应将在 09 年特别是 09 年下半年开始体现，并进一步预期 09 年一般纳税人新增户数将接近 40 万户，公司拥有的渠道资源与客户资源将是公司业务可持续发展重要基础，未来业务稳定扩张值得期许。									

600963.SH	岳阳纸业	7.43	增持	0.21	0.19	0.38	39.11	-1.2	17.9
研究跟踪 我们判断行业及公司最差的时候已经过去，一季度情况会有所好转，盈亏基本平衡。2010 年、2011 年业绩增长主要来自木材销售与 40 万吨印刷纸项目。随着公司林业资源的成熟，木材销售利润的增长是公司未来几年重要的利润增长点。									
600309.SH	烟台万华	15.95	谨慎增持	0.91	0.81	0.97	19.69	15.0	29.1
研究跟踪 一季度销量实现增长，出口增长、建筑节能进入加速期将保障公司未来两年 MDI 销量的增长，新产品将支撑未来十年发展。									
601398.SH	工商银行	3.94	谨慎增持	0.33	0.35	0.39	11.26	2.9	5.6
研究跟踪 09 年前 2 个月工行中小企业新增贷款占总新增贷款的 60.8%，基建类和中小企业贷款不良率都小于全部公司贷款不良率，2009 年，以下三方面因素有助于缓解工行息差收窄的压力：（1）贷存比较低；（2）非重组类债券重定价压力较小；（3）有 91% 的定期存款可在年内重定价。									
000069.SZ	华侨城 A	13.18	增持	0.35	0.44	0.55	29.95	-3.7	14.8
研究跟踪 旅游地产开发 09 年提速，计划开工 64 万平米，可售面积将达到 73 万平米。整体上市、地产销售提速、上海欢乐谷开业等为 09 年催化剂。									
601088.SH	中国神华	20.70	谨慎增持	1.34	1.43	1.49	14.48	-1.1	9.9
研究跟踪 08 年 4 季度成本激增吞噬利润，毛利率环比下降 7 个点使得 08 年 4 季度业绩低于预期，公司对成本的增加未有说明，需要进一步核实，但预计 09 年毛利率会有提升，公司有 330 亿元收购资金在手，维持谨慎增持									
000063.SZ	中兴通讯	35.34	增持	1.24	1.7	1.92	20.79	1.0	21.7
000001.SZ	深发展 A	15.94	增持	0.2	1.67	1.92	9.54	1.7	15.5
000895.SZ	双汇发展	32.69	增持	1.15	1.4	1.7	23.35	-2.4	2.5
600195.SH	中牧股份	15.97	谨慎增持	0.41	0.49	0.67	32.59	-5.3	6.2
600361.SH	华联综超	7.82	谨慎增持	0.24	0.33	0.41	23.70	0.9	14.8
研究跟踪 北京零售企业华联综超正式进军餐饮业，其首家 BHG-KITCHEN 自助餐厅在华联阜成门店迎客。该自助餐厅是北京华联综超投资开设的首个自创餐饮品牌店面，店面面积为 1000 平方米，定位为商务休闲型自助餐厅。北京华联表示，开设自助餐厅是超市业务的延伸。目前国内百货业已经进入了过度竞争阶段，行业平均利润不断下降，而餐厅业务将和超市业务形成互补。									
000527.SZ	美的电器	10.33	增持	0.55	0.71	0.8	14.55	-4.7	5.4
研究跟踪 2009 年 3 月 30 日，516,598,617 股限售股份解禁上市，占公司总股本的 27.32%									
601318.SH	中国平安	39.11	谨慎增持	-0.84	1.04	1.29	37.61	1.2	22.4
000002.SZ	万科 A	8.28	增持	0.37	0.44	0.55	18.82	-1.3	15.8
600895.SH	张江高科	14.29	增持	0.38	0.59	0.88	24.22	8.7	26.9
600583.SH	海油工程	16.46	增持	0.63	0.85	1.01	19.36	-3.5	4.8
研究跟踪 国内最大的 FPSO(浮式生产储油卸油船)蓬莱 19-3 油田二期“渤海蓬勃”号成功就位。“渤海蓬勃”号 FPSO 是迄今为止我国承建的最大海洋工程建造项目，也是全球建造的最大的 FPSO 之一。该 FPSO 储油能力可达 200 万桶，原油日处理能力可达 19 万桶，年处理能力 1000 万立方米，生产液日处理量达 51 万桶。									
600547.SH	山东黄金	80.26	谨慎增持	2.39	2.75	2.65	29.19	-0.2	15.4
600888.SH	新疆众和	11.04	增持	0.55	0.72	-	15.33	-4.5	20.3
研究跟踪 公司于 2009 年 3 月 27 日与第一大股东特变电工签订了《产品买卖合同》，公司拟向特变电工销售重熔用铝锭 5200 吨、铝杆 5000 吨，预计交易金额分别在 6000 万元以上，合计 1.2 亿元以上。协议终止日期为 2009 年 12 月 31 日或在此期限内合同约定的货物数量购销完毕(合同终止日期以两者先到的日期为准)。									
600585.SH	海螺水泥	35.08	增持	1.8	2	-	17.54	-5.7	11.3
研究跟踪 海螺水泥于 3 月 31 日发布 2008 年年报，报告期内实现营业收入 242 亿元，实现净利润 26.80 亿元，实现 EPS1.55 元。									
600019.SH	宝钢股份	5.74	谨慎增持	0.47	0.51	0.64	11.25	-1.5	9.3
600219.SH	南山铝业	9.75	增持	0.56	0.53	-	18.40	3.4	28.8

研究跟踪	公司可转债募资所投资的 10 万吨工业型材项目有望在 2009 年底投产，公司也开始介入化学品氧化铝行业，另外，公司自筹资金兴建的 40 万吨热轧产能有望逐步释放。								
600362.SH	江西铜业	23.10	中性	1.16	0.66	0.71	35.00	2.6	49.2
600795.SH	国电电力	6.48	增持	0.12	0.3	0.36	21.60	-0.5	10.2
研究跟踪	根据业绩快报，受燃料用煤单价较 2007 年度大幅上涨，以及公司大部分电厂发电量同比下降等因素的影响，08 年营业收入同比-5.88%，营业利润同比-97.92%，净利润同比-89.54%								
601006.SH	大秦铁路	8.92	谨慎增持	0.55	0.61	0.65	14.62	-1.3	8.1
601919.SH	中国远洋	11.79	中性	1.2	-0.1	-	-117.9	0.5	24.2
600009.SH	上海机场	14.21	谨慎增持	0.45	0.47	0.55	30.23	-3.4	13.1
601111.SH	中国国航	6.49	中性	-0.64	0.06	0.29	108.17	22.5	46.2
600320.SH	振华港机	11.76	谨慎增持	0.72	0.9	0.9	13.07	4.8	27.3
研究跟踪	27 日，振华港机在上海与法国 GMP 公司签订 8 台大型岸边集装箱起重机供货合同，合同价值约 7000 万美元，设备将于 2010 年 6 月交付使用。该订单已经是今年来该公司收获的第三个 5000 万美元以上订单。								
600031.SH	三一重工	23.49	谨慎增持	0.93	1.17	1.52	20.08	-3.6	14.7
600806.SH	昆明机床	11.18	增持	0.73	0.93	0.95	12.02	-5.8	9.2
601390.SH	中国中铁	5.44	谨慎增持	0.06	0.28	0.35	19.43	-1.8	0.9
600089.SH	特变电工	28.47	增持	0.79	1.15	1.39	24.76	12.8	20.6
600879.SH	火箭股份	12.15	谨慎增持	0.53	0.58	0.68	20.95	-1.3	15.5
600100.SH	同方股份	14.77	谨慎增持	0.48	0.52	0.6	28.40	11.8	23.4
研究跟踪	公司 2008 年的目标是实现营业收入同比增长 20%，利润总额同比增长 30%。但由于全球经济低迷的影响，各项业务不同程度受到影响，预计全年营业收入与上年持平或略有增长，但考虑到上年由于转让诚志股份股权产生大额投资收益，利润下降确定无疑。								
600037.SH	歌华有线	10.27	中性	0.31	0.23	0.24	44.65	1.8	10.2
研究跟踪	公司首次募集资金中有 2.4 亿元用于修建业务综合楼，其中已使用 17,249 万元购买了歌华大厦的三层、七层和一层商业用房；6,751 万元用于购买北京丰台道丰科技商务园综合业务楼。公司原拟用首次募集资金购买互联网数据中心业务机房，现变为拟用自有资金购买该数据中心业务机房。								
600036.SH	招商银行	15.93	谨慎增持	1.53	1.57	1.8	10.15	4.7	11.6
研究跟踪	公司日前与江苏苏州国际发展集团有限公司签署了 1.1 亿元的并购贷款合同，该笔贷款将用于苏州国际发展集团对江苏东吴农村商业银行的收购，这是招行迄今发放的第一单并购贷款。								
600000.SH	浦发银行	21.92	增持	2.21	2.42	2.75	9.06	7.0	23.3
600030.SH	中信证券	25.47	增持	1.1	0.91	0.93	27.99	5.6	19.2
000402.SZ	金融街	9.09	增持	0.42	0.51	-	17.82	-0.4	7.2
研究跟踪	北京华融综合投资公司金融街控股股份有限公司 2009 年银行借款提供担保，年担保费率为 1%，2009 年度公司向华融公司支付的担保费总额不超过 6,476 万元。								
600048.SH	保利地产	22.01	增持	0.91	1.23	-	17.89	-4.2	26.3
研究跟踪	3 月 30 日下午，保利地产向媒体通报该公司首个限价房项目保利西子湾全部竣工，1399 套住宅业已售罄，并全面交楼								
000338.SZ	潍柴动力	31.48	谨慎增持	2.99	3.48	6.47	9.05	0.3	28.8
研究跟踪	重卡市场出现回暖迹象								
000951.SZ	中国重汽	21.99	谨慎增持	1.48	1.87	1.97	11.76	-0.6	24.9
研究跟踪	发布针对经济观察报《中国重汽谋求资本重组：三方向动作并购急行军》文章的澄清公告								
600066.SH	宇通客车	11.77	谨慎增持	0.88	0.94	1.01	12.52	-1.7	9.9
研究跟踪	1-2 月，客车销售 3.56 万辆，同比下降 26.41%，降幅与 1 月相比减缓 11.33 个百分点，其中其他燃料客车销售 1060 辆，同比增长 41.52%，成为客车市场新亮点。								
600104.SH	上海汽车	9.84	中性	0.25	0.4	0.73	24.60	-2.0	34.1
000651.SZ	格力电器	26.01	增持	1.55	1.74	2.02	14.95	1.2	19.4

研究跟踪 2009 年 2 月，空调销量同比下滑幅度大幅收窄至 1.79%，产量降幅也下降到 10.48%。单月出口 298 万台，同比下滑 12.83%，和之前几个月接近 40% 的降幅相比，有较明显的好转。内销是行业增长的主要动力，2 月份实现销量 197 万台，同比增长 21.41%。

600415.SH	小商品城	57.74	增持	1.8	2.8	3.9	20.62	13.5	13.6
600631.SH	百联股份	10.94	增持	0.4	0.55	0.75	19.89	1.6	29.2
600859.SH	王府井	20.82	增持	1	1.42	1.84	14.66	6.6	9.3

研究跟踪 王府井百货成都店 2008 年销售额达到 21.8 亿元，每年以 40% 的速度增长，是 13 家外埠门店中经营最好的。王府井百货集团总裁刘冰也表示，西南区是王府井百货战略版图的重点。由于西南地区旅游业比较发达，购物、娱乐、休闲于一体的开放式商业形态更适合当地消费。

600054.SH	黄山旅游	16.02	增持	0.43	0.55	0.67	29.13	-0.2	12.9
000423.SZ	东阿阿胶	17.20	谨慎增持	0.54	0.56	-	30.71	1.5	10.3
000538.SZ	云南白药	36.50	增持	0.96	1.21	-	30.17	-3.3	1.2
600511.SH	国药股份	26.98	增持	0.77	1.01	-	26.71	-4.8	3.3
600276.SH	恒瑞医药	39.87	增持	0.88	1.35	-	29.53	0.3	2.6
000568.SZ	泸州老窖	21.48	增持	1.05	1.25	1.46	17.18	4.3	12.3

研究跟踪 经济下滑、政府消费抑制以及竞争对手策略等因素使国窖 1573 销量下滑，公司计划促进中、低档酒发展以应对危机

000869.SZ	张裕 A	46.82	增持	1.73	2.12	2.63	22.08	3.2	-1.8
-----------	------	-------	----	------	------	------	-------	-----	------

研究跟踪 由于去年提价因素导致可比性较差，2009 年 1-2 月份公司实质销量并未出现下滑，葡萄酒继续以中高档酒为主，适当补充低端产品充实产品线。

600519.SH	贵州茅台	114.74	增持	4.45	5.27	5.86	21.77	-3.3	-3.1
-----------	------	--------	----	------	------	------	-------	------	------

研究跟踪 2009 年前 2 月，白酒实现主营收入 334.92 亿元，同比增长 20.17%，实现利润总额 47.94 亿元，同比增长 29.71%。去年底以来，我国主要高档白酒的终端价格基本呈现出稳中有降的态势。

600600.SH	青岛啤酒	20.59	增持	0.54	0.81	1.04	25.42	-1.5	8.9
600598.SH	北大荒	13.71	增持	0.36	0.42	0.45	32.64	-6.3	2.0

注：最新收盘价为 09 年 3 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，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

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

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) 59312799

国泰君安证券研究所网址：www.askgtja.com

E-MAIL：gtjaresearch@ms.gtjas.com