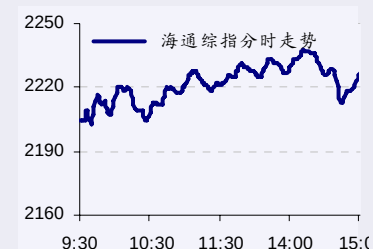


2009 年 4 月 14 日

海通综指分时走势



资料来源：海通证券研究所

海通风格指数

名称	日涨跌%	周涨跌%	年涨跌%
海通大盘指数			
海通综指	2.08	3.59	50.21
海通六成	2.37	3.29	45.10
海通风格指数			
大盘 100	2.26	1.87	41.55
小盘 200	2.11	4.75	50.45
海通 G 股	1.97	3.28	51.20
表现最好前五行业			
煤炭指数	7.64	14.95	82.96
石油燃气	6.07	5.80	46.00
钢铁指数	3.88	1.66	39.29
交通运输	3.58	4.50	50.92
化工指数	2.61	3.78	44.96
表现最差前五行业			
农业指数	0.40	0.88	38.46
非金属	0.57	1.92	58.20
医药健康	0.89	1.75	30.25
造纸指数	0.90	1.61	60.19
综合行业	1.02	4.50	75.02

资料来源：海通证券研究所

宏观财经要闻

- 3 月份中国财政收入同比降 0.3%
- 中国银行业去年利润同比增三成 列全球第一
- 发改委价格监测：上周猪肉价格继续下降

市场动态

- 海外市场：美国通用汽车走向破产？
- 国内 A 股：新经济刺激计划将出？

行业公司

- 鄂武商年报点评：08 年扣除非经常损益的净利润增长超过 30%，未来增长潜力较大，维持买入
- 沈阳化工年报点评
- 2009 年 4 月上旬日均发电量同比降幅约-3%，下滑幅度加大

债券及衍生品

- 活期化抬头债市承压加重

近期重点研究报告

- 行业公司：*ST 双马_调研报告 江孔亮，蒲世林
- 行业公司：USDA 4 月供需报告点评_跟踪报告 丁频、郭世凯
- 宏观研究：3 月份金融运行数据点评_宏观快报 陈勇
- 宏观研究：3 月进出口形势有所好转_宏观快报 汪辉
- 金融工程：3 月份信贷数据点评_跟踪报告 姜金香

新近推荐买入个股一览

海星科技、江铃汽车、锦州港、福星股份、丰华股份、空中网 (KONG.NASDAQ)、金融街、宗申动力、天茂集团、南山铝业

白瑜

电话：021-23219430
Email: baiy@htsec.com

宏观财经要闻

● 3 月份中国财政收入同比降 0.3%

2009 年一季度财政收支情况显示，3 月份全国财政收入 4402.21 亿元，比去年同月减少 13.74 亿元，下降 0.3%。财政部表示，经济增长放缓等三大因素是一季度财政收入同比下降的主要原因。

点评：3 月份全国财政收入降幅比前两个月缩小，与清理、补缴收入入库较多及去年同月基数较低等非经济因素有较大关系，后期财政收入形势仍不容乐观。一季度累计，全国财政收入 14642.05 亿元，比去年同期减少 1329.29 亿元，下降 8.3%。积极财政政策正在力推我国经济发展。支撑中国经济发展信心的，不仅仅来自于眼前开始转好的经济数据，更来自于那些正在实施的、能够增强经济发展后劲的重大改革和举措。

● 中国银行业去年利润同比增三成 列全球第一

2008 年，中国银行业实现税后净利润 5834 亿元人民币，同比增长 30.6%；资本回报率 17.1%，预计比全球银行业平均水平高 7 个百分点以上；全行业利润总额、利润增长和资本回报率等指标名列全球第一。

点评：中国银行业去年取得的成绩与其近年加快建设现代金融企业制度、增强风险抵御能力密不可分。在央行、银监会的审慎监管下，到 2008 年底，有 193 家商业银行的资本充足率达标，达标银行资本占银行总资本比重高达 99.5%。自去年 11 月以来，银行信贷驶入快车道，加大对中小企业、三农等薄弱环节的金融支持。2008 年，小企业贷款余额比上一年增长了 15%。

● 发改委价格监测：上周猪肉价格继续下降

据国家发展改革委价格监测中心监测，上周 36 个大中城市集市、超市猪肉(精瘦肉)平均零售价格每 500 克为 11.62 元，与前一周相比下降 1.69%。

点评：肉价下降给消费者带来实惠的同时，也蕴藏着潜在的危机。恢复建立猪肉储备制度已是势在必行。在肉价持续走低的时候财政拿出钱来建立储备，以保证生产者的基本利润，防止生猪存栏数减少过快从而导致新一轮猪肉价格飞涨。

【其他财经新闻】

1. 国内钢价连续 9 周下跌 呈现普跌之势
2. 一季度煤炭净进口 621 万吨
3. 部分外币存款利率上调 去年 11 月来第三次调整

(宏观分析师 于建国)

市场动态

● 海外市场：美国通用汽车走向破产？

美国财政部要求美国通用汽车做好破产准备，从通用汽车的高成本及其旗下的金融公司的大量坏账来看，破产不啻为是一较好的选择。既然美国政府能够让华尔街的投行和银行破产，那么同样更可以容忍主街的破产。通用汽车如若破产，对美国而言如同壮士断腕，基本等于宣告美国在普通制造业方面的英雄末路；通用身上寄托了很多美国人

的感情和梦想，曾几何时，“买通用等于爱国”，然而今天，老态龙钟的通用已经无法胜任当今的时代。通用的破产或许充满了悲凉和悲壮，然而对于撇清旧账、丢弃包袱则是优化选择，与其不断的输血给这个无底黑洞倒不如彻底放弃、辞旧迎新；这对于美国的未来成长、战略的转型是必然选择。对于国民和国家而言，这是痛苦的抉择，也是成长的代价。通用的破产将意味着新一届政府打算立志放弃传统制造业阵地，从而为建立新的技术和产业制高点、建立新的经济增长模式而勤勉志行。通用的破产，是一个时代的结束，更是一个新时代的开始。就市场而谈市场，通用的破产有望促使美股的回调，恰恰为战略投资者提供了再次低位买入美股的机会。重申我们此前的观点，美股已进入战略建仓时机。通用的破产及其相关的冲击延伸，短期而言对股市和实体经济带来压力，但对于长期的金融市场和经济发展而言则构成良好的前提基础。

● 国内 A 股：新经济刺激计划将出？

当前市场在传言新经济刺激计划的动议。在当前这个时点上抛出该传言颇值得玩味。一方面，四万亿计划取得初步成效，但相关的效果似乎有再次调头向下可能，因为四万亿计划主要针对投资拉动，对于内需刺激覆盖不足；另一方面，中央原先设定的 8% 的 GDP 增长率是基于出口依旧保持一定增长的假设前提，从目前情况看，稍有估计不足，如此有必要加大经济刺激力度。另外，全球其他经济体纷纷在酝酿新一轮的经济刺激计划，特别是近期日本的新经济刺激计划尤其引人注目；对于外汇储备最多、被认为受次贷问题的直接冲击最少的中国而言，似乎更不应落后，也更有理由和资格推出新计划。对于国内股市而言，当前股指已经运行到相当敏感的位置，新刺激计划的出台或其强烈预期有可能导致短期内的新一轮“逼空”，从而构筑更大的一个阶段头部，使得阶段性的泡沫化更进一步；若此，则后续的调整也会比较惨烈，市场的风险在积聚，本质而言，这是放松流动性对抗经济周期正常调整的必然代价。

（策略高级分析师 单磊）

行业公司

● 鄂武商年报点评：08 年扣除非经常损益的净利润增长超过 30%，未来增长潜力较大，维持买入

今日（2009 年 4 月 14 日）鄂武商发布 2008 年报：2008 年公司实现营业收入 66.30 亿元（略高于我们 66.10 亿元的预期），同比增长 25.16%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.80 亿元，同比增长 15.56%，扣除非经常性损益的净利润 1.90 亿元，同比增长 33.57%。公司全面摊薄每股收益为 0.36 元（基本符合我们之前的预测 0.37 元，但高于市场一致预期）。此外，公司每股经营性现金流在报告期为 1.64 元，较去年同期增长了 11.56%，是 EPS 的 4 倍多。我们预计 2009 年一季报，公司仍有可能实现较高的增长。

我们维持对公司 2009 年 EPS 的预测为 0.46 元，当前股价对应的 2008-09 年的 PE 分别为 23 倍和 18 倍，但对应的 2008 年的市销率 PS 只有 0.63 倍，无论从 2009 年 PE 还是从 2008 年 PS 看，相对估值都存在低估。此外，武汉国资（武商联）一直有整合本地商业类上市资源的计划，整合预期也可能会给公司估值带来新的想象空间。我们维持“买入”投资评级，给予公司 11.50 元的目标价（2009 年 EPS 以 25 倍 PE）。

我们还想强调的是，鄂武商年报业绩高出市场一致预期，实际上并不是公司经营上出现了超出预期的改进，而是与前期市场对商业、尤其是百货企业的生存空间和盈利能力给予了过于悲观的预期，纷纷调低业绩预测有关。而我们一直认为作为抗周期能力较强的非周期性行业，商业企业，特别是一些区域龙头商业企业的盈利波动并不像想象中那么悲观，如果从较积极的预测结果看，接下来可能一些公司面临着市场给予调高 EPS 预测的可能。

年报简评：（1）2008 年百货业务收入同比增长 17.63%，超市业务门店继续扩张收

入同比增长 35.33%；两者综合毛利率均有不同程度提升；超市门店开设较多而费用增加较多因此营业利润率有所下降，公司 08 年整体营业利润率提升主要依靠百货。(2) 2008 年公司整体综合毛利率提升了 0.56 个百分点，达到 21.07%；销售+管理费用占比达到 13.82%，增加了 0.94 个百分点，销售费用占比增加主要是新开网店较多等所致；公司财务费用达到 6146 万元，增加了 600 多万，主要是贷款增加所致，截至 2008 年底公司长期贷款为 5.34 亿，而 2007 年底只有 3.71 亿。(3) 2009 年公司百货业务将启动“摩尔”扩建，量贩公司计划新开 15-10 家门店，扩张速度仍旧较快。(4) 从季度分拆数据看，2008 年四季度公司营业收入同比增幅只有 15.26%，低于另外三个季度，但这在食品 CPI 持续走低、公司超市业务贡献收入接近一半的情况下已经是比较理想的增长了；而且四季度公司综合毛利率同比提升了 0.67 个百分点，反映了公司在不利宏观经济环境下的区域竞争优势；四季度销售费用和财务费用的增加（原因我们之前已经解释过）一定程度上抵消了收入和毛利率的提升，导致公司利润总额增幅并不明显。

(批发与零售贸易行业分析师 路颖)

● 沈阳化工年报点评

事件：沈阳化工披露 2008 年报。2008 年，公司实现销售收入 591,145 万元，比去年增长 7.74%；实现净利润 9,617 万元，比去年减少 37.73%；EPS 为 0.21 元，扣除非经常损益后为 0.17 元。同时，公司推出 10 转增 3 派 0.6 元的分配预案。

点评：公司业绩与此前我们预期基本一致。业绩不佳的原因主要是受 2008 年下半年全球金融危机影响，公司产品需求明显萎缩，氯碱产品和石油化工产品销售价格与去年同期相比有大幅下降。公司主导产品完成情况：烧碱 17 万吨，同比减少 9.57%；糊树脂 11.30 万吨，同比减少 10.32%；原油加工量 49.9 万吨，同比减少 13.37%；丙烯酸及脂 10.7 万吨，同比减少 9.17%。另外，公司定向增发项目 CPP 项目未能按期试车。随着经济的回暖，下半年公司产品价格也会好转，CPP 项目上半年试车后能带来一定收益。不考虑股本变化，预计全年实现 EPS0.6 元的概率仍较大。维持买入评级。

特别提示。根据公司公告，海通证券 2008 年 8 月曾参与沈阳化工定向增发 1200 万股。本点评报告系研究员根据公开资料进行分析完成，敬请投资者注意。

(基础化工造纸分析师 刘金)

● 2009 年 4 月上旬日均发电量同比降幅约-3%，下滑幅度加大

国家电网公司电调中心统计数据显示，继 2009 年 1-2 月份全国发电量同比降幅有所收窄后，在没有冰灾和春节影响的 3 月和 4 月上旬各旬日均统调口径的全国发电量同比降幅开始微弱放大，好于 1-2 月累计发电量同比下降 4.7% 的情况。但出现了各旬间日均发电量同比增速逐旬下降的情况：3 月上旬同比增长 1.1%，3 月中旬同比下降 1.4%，3 月下旬同比下降 2.08%，至 4 月上旬同比下降了约 3%。

点评：以下第一个图是 2008 年 7 月以来国家电网统计口径下全国各月发电量日均同比增速情况，自 2008 年 11 月以来逐月好转，虽然同比增幅均为负值但降幅逐月收窄。但我们将 2009 年 1-4 月各旬的日均发电量同比增速分解来看，则发现 2 月下旬以来（春节因素已基本消除）各旬日均发电量增速逐步下滑，目前中国发电量增长和经济回暖的基础还不够坚实。这与我们在 3 月 18 日预计的“2009 年 3-4 月单月的全社会用电量仍将保持小幅同比负增长，但幅度趋缓”的判断是一致的。

我们认为该种情况显现工业生产情况并不乐观，说明国家的 4 万亿投资和加大贷款力度等政策带动并未明显波及到耗电量大的上游原材料行业。考虑到钢铁和水泥市场价格在 2009 年 2 月以后明显回落，而有色综合价格指数到 4 月 13 日止比 2 月份上涨了约 35%，高耗能行业的产品价格涨跌互现，但以跌为主，用电需求前景并不乐观，3 月各旬及 4 月上旬发电量同比增速的回调走势也预示近期用电量上行动力不足。我们预测 4-5

月全国发电量和用电量同比增幅仍保持小幅负增长，经济反弹的持续性面临考验。

(公用事业行业核心分析师 龙华)

债券及衍生品

● 活期化抬头债市承压加重

一、M1、M2 大幅增加，活期化抬头

3 月份，银行新增贷款延续之前两个月的迅猛势头继续上冲到 1.89 万亿，还是有些出乎市场预期，再次显示了政策力量之强大。新增贷款结构呈现了几个变化：第一，1、2 月份急剧增加的票据融资占比从 38-45% 的高位下降到 19%，有回落但仍在历史较高水平，新增票据规模仍有 3694 亿元；第二，3 月份短期贷款（含票据融资）在新增贷款中的比重下降到 50%，而 1、2 两月的数据分别是 61.6% 和 62.7%；第三，中长期贷款占比从 2 月份的 34.3% 快速上升到 41.5%，提高了 7.2 个百分点。信贷结构中短期融资需求下降，而中长期贷款资金需求上升，说明目前在政策刺激及投资拉动下经济体的资金需求迅速高涨，速度之快和力量之强显示了我国政府具备相当的财力和实力用“看得见的手”来缓解此次全球经济衰退对中国经济的负面影响。

尽管截止到目前我们对政策拉动实体经济的效果仍然持谨慎和关注的态度，但不可否认的是如此巨量的贷款带来了货币供给量的迅猛增长。我们看到 1-3 月份 M1 同比增速分别是 6.68%、10.87% 和 17.04%；M2 同样从 18.79%、20.48% 上升到 25.51%。我们注意到的一点是货币活期化趋势开始显现，M1 同比增速快于 M2。自 07 年 12 月份以来 M1、M2 之间的剪刀差一直在拉大，但 1 月份的最低点 -12.11% 之后，至今已经连续 2 个月出现收窄，而且这种趋势很有可能继续延续。

这种活期化趋势也可以从存款结构上得到验证：我们考察了新增企业存款中活期和定期的变化趋势（企业新增存款/全部新增存款），发现自 2007 年 12 月以来新增存款中企业定存的比例一直超越新增活期存款比例，这种趋势在 2008 年 10 月份开始扭转，定期存款比重一度迅速减少到 -116%，但 11 月宏观和货币政策开始显现作用，定期化的比重又开始增加，市场也一度猜测定期化增加是银行迅速提高贷款的途径之一，这种趋势也保持到 3 月份，但有一个变化是：2 月份以来企业存款中新增的活期部分开始超越了新增定存的比重，3 月份企业新增活期占比为 39.71%，而新增定期占比为 32.10%。

二、货币乘数与信贷增长同步提升，显示总量经济已经开始活跃

我们曾经在 2 月初的快报中指出当时货币乘数与信贷增长出现了背离，但 3 月份的经济数据则显示贷款增速和货币乘数双双出现了直线式拉升，这意味着通过政策拉动和贷款的支持，总量上来说对实体经济的刺激效果开始显现，货币乘数显示社会经济单位的活跃状况开始好转（我们不排除主要的贷款去向和活跃部分集中在政府拉动的基建和大型投资上，其他经济体的活跃度是否复苏尚有待于继续观察），货币流转速度大幅提升。

但是，我们也要注意两点：第一，实体经济（尤其是非政府拉动的部分）能否复苏尚待观察；第二，即便经济开始复苏也需要一个过程，如此巨量的资金增长与经济体复苏前的需求可能会存在结构性不匹配，那么这些活跃度开始上升的资金去向哪里将是我们密切关注的问题。

三、债市承压：银行可用资金余额增长放慢

从宏观层面看目前贷款和货币供应量迅猛增长不会对债市形成反转的压力：在经济复苏之前央行的货币政策可能从宽松改为适度，以适当调整货币供应量的增长幅度，但

转为紧缩的可能性几乎为零；

但在资金层面，我们必须关注的是贷款连续巨量拉升已经使得银行可用于投资债券的资金增长量出现下降。中债网显示 1 季度基金、保险抛售债券，而商业银行则在 3 月份大量买入，债券的投资主导权重新回到银行，银行体系充裕的资金量是目前支持债券收益率下行的主要力量。那么，银行可用于投资债券的资金量情况如何呢？3 月份最新数据显示，由于贷款增速连续快于存款增速，存贷差增速已经出现连续 2 个月下降；从绝对量上看，3 月份银行可用于债券投资的总额仍在增长，从 2 月份的 11.18 万亿增加为 11.38 万亿，但是我们注意到增长额已经比 2 月份的 3316 亿下降到 1923 亿元。而 2 季度债券供给压力很大，包括国债、地方政府债、企业债和央票的发行也将进入密集期，因此，银行资金面也对债市形成压力。

总体来看，3 月的金融数据对债市影响比较负面，尽管我们认为除政府拉动外的实体经济复苏仍将假以时日，但目前总量经济的向好数据已经使债市承压，退一步讲，如果这种好转迹象不能持续，我们也有理由相信当局有能力通过财政政策和信贷支持继续扶持市场信心，债市在短期内将继续承受压力。

（债券分析师 姜金香）

近期重点报告摘要

● *ST 双马_调研报告

（江孔亮，蒲世林 2009 年 4 月 13 日）

公司 2009 年 3 月 31 日上午举行了 2008 年业绩推介会，我们参加了会议并对公司进行了实地调研。公司董事长、财务总监、市场总监等公司高管出席了会议，与投资者进行了充分的交流。公司管理层简要介绍了双马公司 2008 年的经营情况、资产注入进展和四川水泥市场的情况。

2008 年双马公司实现了扭亏为盈，归属于母公司的净利润 5358 万元，每股收益 0.17 元。2008 年是公司极其困难的一年，1 季度受到缺电的影响，2 季度遭到地震的破坏，3 季度受到余震、磨坊倒塌和洪灾的影响，直到 2008 年 11 月份才完全恢复生产。公司 2008 年水泥产量为 160.5 万吨，同比减少 19%，如果排除地震的影响，2008 年产量应该为 210 万吨。关于都江堰拉法基水泥资产注入股份公司的进展，目前公司已经将材料报送商务部、发改委和证监会，处于等待审批结果的阶段。预计此次资产注入审批通过问题不大，但是通过时间仍不确定，只是会对合并报表的并表时点产生影响，但对于公司正常经营和投资价值不会产生太大的影响。对于投资者最关心的四川地区未来供需形势的判断，公司认为由于影响供需的因素很多，对于未来供需两方面均很难有准确的判断，但 2010 年后供需可能会逐渐达到平衡。

我们认为公司从长期角度来看具有投资价值，主要基于三点考虑：1) 公司具有优秀的管理团队。决定一个水泥企业盈利水平的主要因素除了区域供需形势以外，另外一个最主要的因素就是企业管理层的管理能力。我们认为双马公司具有较高的管理水平，这是支撑其发展壮大的核心因素。2) 公司掌控了充足的石灰石矿石资源。目前四川地区很多中小水泥企业没有自备矿山，需要外购石灰石，而石灰石特别是优质石灰石资源的分布和储量有限，能否拥有足够的石灰石资源将是决定公司能否可持续发展的关键因素之一。公司在本部和宜宾均有自备矿山，矿石资源可以满足 30 年以上的开采需求。3) 如果资产注入成功，那么公司的核心市场区域为成-德-绵经济区，是四川地区经济最发达的区域，也是水泥需求量最大的区域。充足的市场空间为公司扩张提供有力保障。

我们认为从短期角度来看，公司可能面临盈利水平从高位回落的担忧。成都地区由于 2007 年底落后产能的集中淘汰，导致成都地区水泥价格的飚涨，而 2008 年由于地震

又带来了巨大的水泥需求量，目前四川地区水泥市场处于供不应求的状态，水泥企业的毛利率处于较高的水平。我们认为未来随着大量水泥生产线的逐步投产，供需将回归于动态的平衡，水泥企业的毛利率将呈高位回落的趋势，这对公司的估值造成一定压力。但是由于灾后新建生产线的完全投产大部分需要等到 2010 年，所以 2009 年公司的毛利率应该可以维持在目前较高的水平，2009 年后才会有所回落。

假设资产注入能够在 2009 年完成，那么我们预测公司 2009、2010 年的每股收益分别为 0.51、0.61 元，以 4 月 10 日收盘价计算，2009、2010 年的动态市盈率为 18.8 倍和 15.7 倍，给与“增持”的评级，目标价 11.0 元。

● USDA 4 月供需报告点评_跟踪报告

(丁频、郭世凯 2009 年 4 月 13 日)

美国农业部 11 日公布了最新的农产品月度供需报告。本次报告中最新预测的 2008/2009 年度全球大豆、豆粕、豆油、小麦、玉米和棉花的库存消费比分别为 20.34%、3.46%、7.56%、24.46%、18.55%和 57.77%，其中豆粕、豆油、小麦和棉花的库存消费比较上月预测增长了 0.05、0.18、0.44 和 1.47 个百分点，大豆和玉米下降了 1.79 和 0.17 个百分点。需求方面，主要农产品的消费量数据在经历连续 4 个月的全部调低后，本月开始有所缓和，其中玉米和豆油出现了正增长，较上月预测分别增长了 0.04%和 0.22%。虽然大豆、豆粕、小麦和棉花较上月预测仍分别下降了 0.15%、0.25%、0.37%和 1.18%，但下降幅度也已开始趋缓，这也印证了国际农产品期货价格的逐步企稳。

预计的 09 年种植面积下降促使农产品价格出现不小反弹。3 月 31 日美国国家农业统计服务中心公布了 2009 年主要农作物的种植意向调查，预计的 09 年主要农作物的种植面积中，除大豆较 08 年种植面积微幅上升 0.4%外，小麦、玉米和棉花较 08 年分别下降了 7%、1%和 7%，这也就促成本月大宗农产品期货价格的不小反弹。大豆、豆粕、豆油、小麦、玉米和棉花的价格较上月同期分别上涨了 14.3%、13.2%、16.1%、1.8%、9.2%和 21%。我们认为本月的价格上涨更多是由于种植面积下降所引发的事件性（09 年产量虽有可能同比下降）驱动。但是我们也注意到对于世界经济即将见底的言论也是不绝于耳。我们认为，一旦确认见底，则农产品需求的预测将转为乐观，农产品价格预计也会顺势上涨。我们建议投资者持续跟踪 USDA 发布的有关数据。

同时需提请投资者注意，按照历年惯例，5 月份开始美国农业部的农产品月度供需报告将开始引入 09/10 年度的产、销量数据，我们也将继续跟踪

● 3 月份金融运行数据点评_宏观快报

(陈勇 2009 年 4 月 13 日)

中国人民银行 10 日公布的 2009 年 3 月份金融运行数据。

我们这样看待本月货币信贷数据：

第一，在实际效应上，总量上的超常增长对投资者和经营者来说是个积极因素，流动性充裕将有利于促进经济活跃，提高市场估值；

第二，从预期的角度，货币信贷的超常增长作为积极因素，一定程度上已经在指数上涨中得到体现，投资者现在需要警惕的是，未来信贷数据显著下降带来的负面预期效应；

第三，结构方面看，货币信贷不可能一直如此超常扩张，市场将密切跟踪货币政策微调的蛛丝马迹，我们担心：如果微调出现，中小民营企业资金紧张的局面是否还会恶化？

第四，外汇方面，一反 03 年以来“常态”，一季度延续了去年下半年趋势，不能解释的外汇出现净流出，我们担心外汇资金有流出的趋势。

● 3 月进出口形势有所好转_宏观快报

(汪辉 2009 年 4 月 13 日)

根据中国海关总署今日发布的数据，3 月进出口增速仍然下滑，但环比降速有所收窄，贸易顺差较上月有所扩大。我国 2009 年 3 月进出口总值为 1620.20 亿美元，与去年同期相比增速为 -20.9%；其中，出口总值为 902.91 亿美元，与去年同期相比增速为 -17.1%，进口总值为 717.29 亿美元，增速为 -25.1%；贸易顺差 185.61 亿美元。至此，1-3 月的进出口数据公布完毕，1 季度，我国进出口总值累计 4287.39 亿美元，增速 -24.9%；出口 2455.40 亿美元，增速 -19.7%；进口 1831.99 亿美元，增速 -30.9%；贸易顺差 623.40 亿美元。

进出口增速环比下降幅度收窄，对外贸易状况有所好转。

2009 年 3 月进出口继续下滑，但下滑幅度有所收窄。3 月的出口下降 -17.1%，相比 2 月份 -25.7% 的增速上升了 8.6 个百分点，而考虑工作日因素的 2 月实际出口增速为 -36.3%，因此，实际增速环比提升了 19.2 个百分点，由此可见，3 月份的出口数据较 2 月份有大幅度提高。3 月的进口同比增速 -25.1%，相比 2 月份 -24.1% 的增速看似环比下降了 1 个百分点，但考虑工作日因素后，2 月的实际进口增速为 -34.7%，因此，3 月进口增速环比仍上升了 9.6 个百分点。3 月份进出口数据较 2 月份大幅好转主要原因是人民币汇率保持稳定，出口退税政策累积效果显现，国际贸易环境有所改善所致，其中，进口上升与国内经济刺激计划实施有一定关系，实际上，2 月份的进口增速环比就开始好转。

一般贸易出口增速回升较快，加工贸易进出口增速回暖不明显。

一般贸易的出口增速 3 月份回升较快，降幅 14.2%，而 2 月份为 -32.5%，环比回升了 18.3 个百分点，这主要是对 2 月份一般贸易大幅下滑的修正；一般贸易的进口增速为 -21.4%，2 月份为 -19.6%，增速基本持平，与我国扩大内需的政策又有一定关系；加工贸易的出口和进口增速分别为 -22% 和 -28.9%，2 月份分别为 -23.1% 和 -29.7%，有一定程度回升，但幅度不大，由此可见外围经济的回暖程度是有限的。

与美日欧三大主要贸易伙伴表现良好。

今年 3 月份，中美双边贸易总值 226.5 亿美元，同比下降 12.6%，环比增长 25.8%，其中，出口 164.5 亿美元，同比下降 12.6%，环比增长 33.3%；进口 62 亿美元，同比下降 12.7%，环比增长 9.3%。中欧双边贸易总值 264.5 亿美元，同比下降 19.3%，环比增长 21.2%，其中，出口 172.1 亿美元，同比下降 20.2%，环比增长 27.8%；进口 92.4 亿美元，同比下降 17.4%，环比增长 10.5%。中日双边贸易总值 175.2 亿美元，同比下降 20.5%，环比增长 19.1%，其中，出口 80.4 亿美元，同比下降 13.6%，环比增长 36.7%；进口 94.8 亿美元，同比下降 25.5%，环比增长 7.3%。从 1-3 月份的累计增速来看，与美、欧、日双边贸易增速分别为 -15.7%、-19.8% 和 -23.8%，优于与大部分新兴经济体或发展中国家的贸易增速，表明我国的国际贸易地位不断增强。

受出口退税支持的商品和劳动密集型商品下滑幅度相对较小。

无论从 3 月份数据还是从一季度数据来看，受出口退税支持的商品和劳动密集型产品出口下滑幅度相对较小。3 月份，服装出口 74.3 亿美元，增长 9.9%；家具 22.3 亿美元，增长 1.3%；鞋类 20.8 亿美元，增长 7.7%；箱包 9.8 亿美元，增长 11.7%。从一季度来看，相关商品均保持了一位数的负增长，服装下降 5.0%，家具下降 8.5%，鞋类增长 0.8%，箱包下降 1.0%，这相比总体近 20% 的负增长的情况要好。

进口价格环比略有回升，部分商品进口数量增长。

3 月份，我国进口初级产品 193.7 亿美元，同比下降 36.5%，环比增长 21%。其中，铁矿砂进口 5208 万吨，同比增长 46.2%，环比增长 6.2%；原油 1634 万吨，同比下降 5.5%，环比增长 33%；成品油 320 万吨，同比增长 2.1%，环比下降 9.6%；大豆 386 万吨，同比增长 66.6%，环比增长 13%；煤 572 万吨，同比增长 37.4%，环比增长 11.9%。3 月份的进口价格环比上涨 2.7%，改变了前期大幅下滑的趋势，也表明经济存在一定回暖迹象。

进出口仍将在地位震荡。

3 月份的进出口无论从细分的数据，进出口数量还是进出口价格上来看，环比都显示出积极的信号，在一定程度上说明了经济的回暖，与我们的预期一致，此前 3 月 11 日的报告中，我们就认为 3 月份的出口增速环比应该好于二月份，但同比增速仍将维持在较低水平。但我们认为并不能据此判断进出口出现反转，因为 1、2 月份的增速是很低的，一定程度的反弹并没有超过预期，同比增速来看依然是较低迷的，这需要在反复震荡中确认底部。

● 三月份信贷数据点评_跟踪报告

（姜金香 2009 年 4 月 13 日）

一、 M1、M2 大幅增加，活期化抬头

3 月份，银行新增贷款延续之前两个月的迅猛势头继续上冲到 1.89 万亿，还是有些出乎市场预期，再次显示了政策力量之强大。新增贷款结构呈现了几个变化：第一，1、2 月份急剧增加的票据融资占比从 38-45% 的高位下降到 19%，有回落但仍在历史较高水平，新增票据规模仍有 3694 亿元；第二，3 月份短期贷款（含票据融资）在新增贷款中的比重下降到 50%，而 1、2 两月的数据分别是 61.6% 和 62.7%；第三，中长期贷款占比从 2 月份的 34.3% 快速上升到 41.5%，提高了 7.2 个百分点。信贷结构中短期融资需求下降，而中长期贷款资金需求上升，说明目前在政策刺激及投资拉动下经济体的资金需求迅速高涨，速度之快和力量之强显示了我国政府具备相当的财力和实力用“看得见的手”来缓解此次全球经济衰退对中国经济的负面影响。

尽管截止到目前我们对政策拉动实体经济的效果仍然持谨慎和关注的态度，但不可否认的是如此巨量的贷款带来了货币供给量的迅猛增长。我们看到 1-3 月份 M1 同比增速分别是 6.68%、10.87% 和 17.04%；M2 同样从 18.79%、20.48% 上升到 25.51%。我们注意到的一点是货币活期化趋势开始显现，M1 同比增速快于 M2。自 07 年 12 月份以来 M1、M2 之间的剪刀差一直在拉大，但 1 月份的最低点 -12.11% 之后，至今已经连续 2 个月出现收窄，而且这种趋势很有可能继续延续。这种活期化趋势也可以从存款结构上得到验证：我们考察了新增企业存款中活期和定期的变化趋势（企业新增存款/全部新增存款），发现自 2007 年 12 月以来新增存款中企业定存的比例一直超越新增活期存款比例，这种趋势在 2008 年 10 月份开始扭转，定期存款比重一度迅速减少到 -116%，但 11 月宏观和货币政策开始显现作用，定期化的比重又开始增加，市场也一度猜测定期化增加是银行迅速提高贷款的途径之一，这种趋势也保持到 3 月份，但有一个变化是：2 月份以来企业存款中新增的活期部分开始超越了新增定存的比重，3 月份企业新增活期占比为 39.71%，而新增定期占比为 32.10%。

二、货币乘数与信贷增长同步提升，显示总量经济已经开始活跃

我们曾经在 2 月初的快报中指出当时货币乘数与信贷增长出现了背离，但 3 月份的经济数据则显示贷款增速和货币乘数双双出现了直线式拉升，这意味着通过政策拉动和贷款的支持，总量上来说对实体经济的刺激效果开始显现，货币乘数显示社会经济

单位的活跃状况开始好转（我们不排除主要的贷款去向和活跃部分集中在政府拉动的基建和大型投资上，其他经济体的活跃度是否复苏尚有待于继续观察），货币流转速度大幅提升。

但是，我们也要注意两点：第一，实体经济（尤其是非政府拉动的部分）能否复苏尚待观察；第二，即便经济开始复苏也需要一个过程，如此巨量的资金增长与经济体复苏前的需求可能会存在结构性不匹配，那么这些活跃度开始上升的资金去向哪里将是我们密切关注的问题。

三、债市承压：银行可用资金余额增长放慢

从宏观层面看目前贷款和货币供应量迅猛增长不会对债市形成反转的压力：在经济复苏之前央行的货币政策可能从宽松改为适度，以适当调整货币供应量的增长幅度，但转为紧缩的可能性几乎为零；

但在资金层面，我们必须关注的是贷款连续巨量拉升已经使得银行可用于投资债券的资金增长量出现下降。中债网显示1季度基金、保险抛售债券，而商业银行则在3月份大量买入，债券的投资主导权重新回到银行，银行体系充裕的资金量是目前支持债券收益率下行的主要力量。那么，银行可用于投资债券的资金量情况如何呢？3月份最新数据显示，由于贷款增速连续快于存款增速，存贷差增速已经出现连续2个月下降；从绝对量上看，3月份银行可用于债券投资的总额仍在增长，从2月份的11.18万亿增加为11.38万亿，但是我们注意到增长额已经比2月份的3316亿下降到1923亿元。而2季度债券供给压力很大，包括国债、地方政府债、企业债和央票的发行也将进入密集期，因此，银行资金面也对债市形成压力。

总体来看，3月的金融数据对债市影响比较负面，尽管我们认为除政府拉动外的实体经济复苏仍将假以时日，但目前总量经济的向好数据已经使债市承压，退一步讲，如果这种好转迹象不能持续，我们也有理由相信当局有能力通过财政政策和信贷支持继续扶持市场信心，债市在短期内将继续承受压力。

新近推荐买入个股一览

股票名称	代码	股价（元）	每股收益（元）		
			2008E	2009E	2010E
海星科技	600185	7.31	-0.26	0.60	0.86
江铃汽车	000550	14.88	0.91	0.75	0.82
锦州港	600190	6.70	0.16	0.12	-
福星股份	000926	7.78	0.60	0.69	0.79
丰华股份	600615	8.74	0.47	0.75	1.02
空中网	KONG.NASDAQ	5.86USD	0.081	0.96	1.36
金融街	000402	9.77	0.43	0.50	0.63
宗申动力	001696	12.66	0.58	0.74	0.98
天茂集团	000627	5.25	0.11	0.27	0.38
南山铝业	600219	10.50	0.48	0.56	0.82

附录：全球金融市场表现一览(数据截止至 2009 年 4 月 14 日 8 点 00 分，数据来源：Bloomberg)

周边主要股市	收盘	涨跌(%)	汇率市场	比例	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
道琼斯工业指数	8057.81	-0.316	欧元兑美元	1.3365	-0.0295	3.0574	-15.5797
S&P500	858.73	0.253	美元兑日元	100.24	-0.1412	-2.0567	0.8530
NASDAQ	1653.31	0.047	英镑兑美元	1.485215	-0.0192	5.6190	-24.9342
香港恒生指数	14901.41	2.947	美元兑港币	7.75045	-0.0032	0.0194	0.5477
日经 225 指数	8924.43	-0.443	美元兑人民币	6.8353	-0.0015	0.0410	2.3949
富时 100 指数	3983.71	1.482	12 月 RMB-NDF	6.739	-0.0371	2.9159	-6.7146
H 股指数	8831.82	3.336	石油市场	价格(\$)	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
韩国 KOSPI 指数	1338.26	0.166	纽约石油	49.64	-0.82	7.33	-55.58
台湾综合指数	5857.64	1.309	布伦特石油	52.15	0.48	17.56	-51.76
			迪拜石油	51.95	0.1	20	-49.07
A 股市场	收盘	涨跌(%)	新加坡燃料油	293.75	-0.25	22.65	-47.02
上证综合指数	2513.701	2.842	金属市场	价格(\$)	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
沪深 300 指数	2656.518	2.350	LME 铜	N/A	3.614	24.223	-47.295
上证 180 指数	5908.824	2.389	LME 铝	N/A	2.882	13.957	-50.324
			LME 锌	N/A	1.455	14.064	-39.715
美国债券市场	收益率(%)	涨跌(Bp)	LME 锡	N/A	0.917	4.762	-46.988
6 个月票据	0.3606	0.72	LME 镍	N/A	0.592	15.000	-61.263
2 年期国债	0.8669	0	LME 铅	N/A	5.094	12.330	-52.713
5 年期国债	1.7929	-0.67	黄金	895.65	0.201	-3.668	-3.115
10 年期国债	2.8505	-0.74	白银	12.78	0.314	-3.328	-27.898
国内债券市场	收盘	涨跌(%)	农产品	价格(\$)	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
国债指数	120.731	-0.004	芝加哥小麦	521.75	-0.619	0.675	-45.424
企业债指数	133.67	-0.126	芝加哥大豆	1021.75	0.024	16.572	-22.300
			芝加哥玉米	386.75	-0.194	-0.450	-38.219
			纽约 2#棉花	48.15	-0.537	12.421	-46.063
			纽约 11#糖	13.32	4.553	3.416	-5.866
			其他	收盘	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
			波罗的海干散货	1478	1.03	-35.68	-81.11

信息披露

投资建议分布

右表为海通证券研究所对重点上市公司投资建议分布的汇总表。第一列为各评级的上市公司数,第二列为与海通证券有投资银行业务关系的上市公司的比例。

上市公司投资建议分布 (2009 年 4 月 14 日)

	公司数 (家)	与海通投行有业务关系 (%)
买入	84	7
增持	92	14
中性	41	12
减持	0	0
卖出	0	0
总数	217	11

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgihan@htsec.com

邓勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

刘金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

谢盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhou@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaoxc@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈峥嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈 勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周 健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
数量助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219381

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com