

2009. 4. 16

畏难情绪为哪般

A 股策略月报 (4B)

 国泰君安策略团队

目录与摘要:

一: 近期策略观点

最近, 趋势投资尤为流行, 引起众多投资者兴趣。问题是, 趋势终有反之时, 我们无法准确预料何时趋势会发生逆转, 但 07 年的惨痛教训还历历在目, 我们虽然是股市的乐观派, 但在上证到达 2500 点的上半年合理目标价之后, 我们在 2 季度策略中显得谨慎, 再度成为股市“少数派”。

首先, 我们对宏观经济年内复苏抱有信心, 空前政策刺激下的中国经济很可能率先复苏, 但不少投资者对中国经济复苏路径过度乐观。从 98 年经验来看, 从先行指标触底反弹到业绩触底反弹中间整整隔了 1 年时间。

其次, 在没有业绩的支撑下, 我们怀疑估值提升行情能否一直持续。从 A 股历史来看, 估值提升一般都伴随着净利润增速的同步变化, 显著的例外是 07 年 3 季度, 后来的走势证明这一背离酿成 A 股历史上最大的股灾。

最后, 我们认为目前上涨动能还没有结束, 持有或许仍是当前的现实选择。我们认为 2 季度股指可能冲高回落, 但 4 月份, A 股流动性依旧十分宽裕, 尤其是基金发行进入小高潮, 而 IPO 难以快速重启。从 A 股历史估值分布上看, 目前 A 股估值提升的概率超过 7 成, “卖出”似显太早。

二: 近期选股思路

在策略月报 2B 中, 我们认为在政府主导色彩浓厚的“东方式经济复苏”开始阶段, 整体经济很重要的特征就是宏观暖微观冷, 反映在企业业绩上, 就是会出现增量难增利的情况。

最近, 我们各行业 2 季度策略陆续发表, 一些业绩确定性强的行业值得关注。通信行业研究员提供了不少子弹, 比如中兴通讯、国脉科技、中天科技、拓维信息、北纬通信。家电行业超配空调, 推荐了格力和美的电器。造纸和航空业调高了行业评级, 推荐了太阳纸业、博汇纸业、中国国航等。煤炭研究员看好的品种是西山煤电、大同煤业、开滦股份、国投新集, 以及业绩稳健组合: 中国神华、盘江股份、兰花科创。电力推荐是国投电力、深圳能源、国电电力、华能国际、华电国际, 另需关注主题性机会, 如九龙电力、川投能源。电子元器件行业的投资逻辑基本上沿着两条主线进行, 一条是与新产业有关的主题性投资机会, 一条是与订单恢复有关的业绩弹性机会。可关注包括航天电器、中航光电、证通电子、横店东磁、广州国光、生益科技、莱宝高科、法拉电子、大族激光、超声电子、华微电子等。

本周不得不知的数据:

69.3%

美联储 4 月 15 日表示, 美国 3 月工业产值连续第 5 个月下降。3 月工业产值环比下降 1.5%, 同比下降 12.8%, 经济学家预期中值为环比下降 0.6%。3 月产能利用率降至 69.3%, 为 1967 年开始记录以来的历史低点。经济学家预期中值为 69.6%。美国企业的库存清算导致进一步的产量削减。

-8.3%

2009 年一季度, 全国财政收入同比下降 8.3%, 其中税收收入同比下降 10.3%。财政部 4 月 13 日公布的数据显示, 一季度全国财政收入 14642.05 亿元。其中, 中央本级收入下降 17.7%, 地方本级收入增长 3%。

-3.57%

国家电力调度通信中心数据显示, 4 月上旬, 全国统调用电量同比下降 3.57%。而此前 3 月份三旬日均用电量同比增速分别为 1.3%、-2.2%和-2.7%。南网五省区降幅扩大是总体降幅扩大的主要原因。

周报团队:

章秀奇

021-38676673

zhangxiuqi@gtjas.com

张林昌

021-38676702

Zhanglinchang@gtjas.com

张堃

021-38676702

Zhangkun@gtjas.com

王成

021-38676820

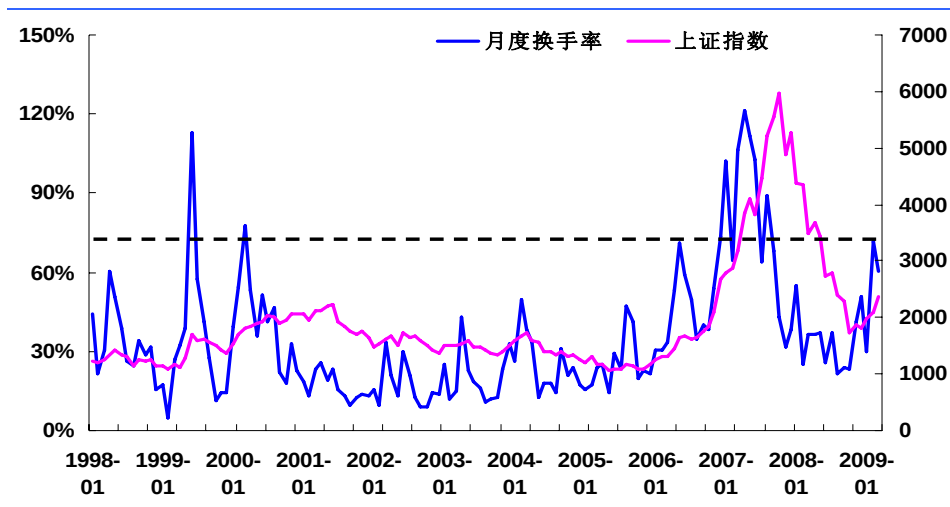
wangcheng6461@gtjas.com

一：近期策略观点

最近，趋势投资尤为流行，我在路演的过程中，偶尔会谈及技术分析，不料，这块内容引起众多投资者兴趣，其程度远胜过对 GDP 甚至业绩的关注，这让我对国内 A 股投资者的信心大增。

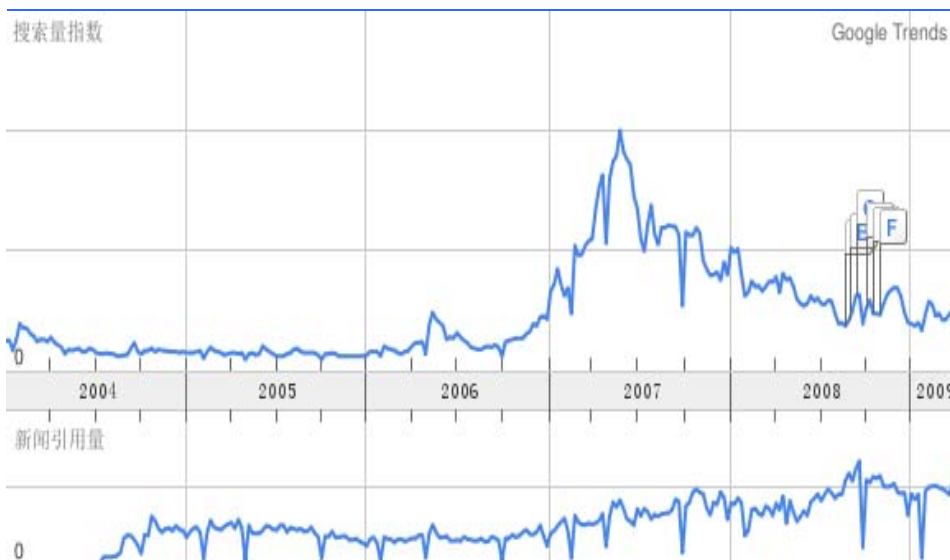
毕竟，由 90 年代的技术分析派，过渡到 2000 年后的价值选股派，再过渡到 08 年后的宏观策略派，现在又重新皈依技术派，经历了一番痛苦的“否定之否定”过程之后，想来功力必将提升 N 个级别，只是我们这些辛苦钻研基本面的研究员再次成为市场的滞后和反向指标，倍感压力巨大。

图 1: 从换手率来看，目前仅相当于 06 年 5 月时的水平，未来上涨空间很大？



数据来源：Wind

图 2: 网络对于“股票”搜索量指数来看，提升空间确实还很巨大

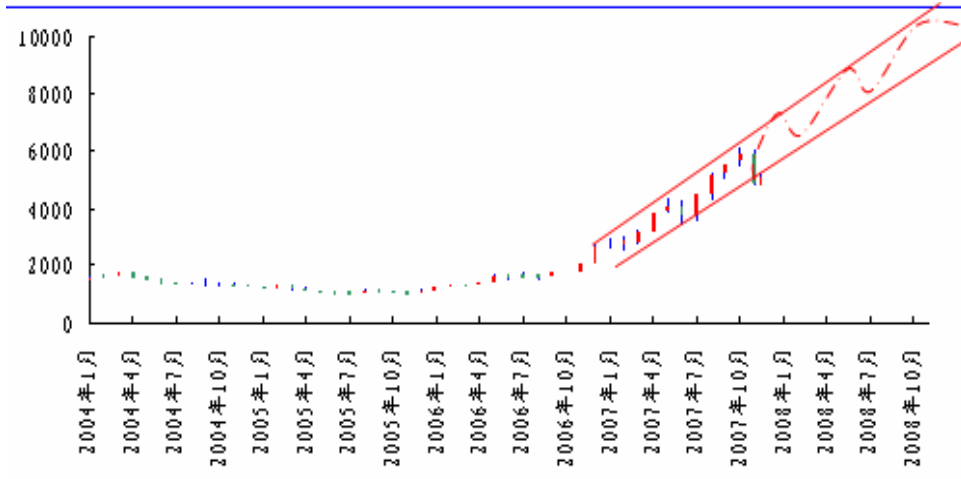


数据来源：google

问题是，趋势终有反转之时，我们无法准确预料何时趋势会发生逆转，但 07 年的惨痛教训还历历在目，众多中小股民和基民按耐不住诱惑，把仅有的储蓄拿

出来“搏一把”，最后落得惨淡出局的下场，我们虽然是股市的乐观派（早在 08 年 4 季度就坚定看多 09 年股市），但在上证到达 2500 点的合理目标价之后，我们在最近的 2 季度策略中提示了估值和业绩风险，再度成为股市“少数派”（尽管这是多么的“不合时宜”！）

图 3: 07 年 10 月，趋势投资者认为上涨将永远持续下去，08 年看到 10000 点！

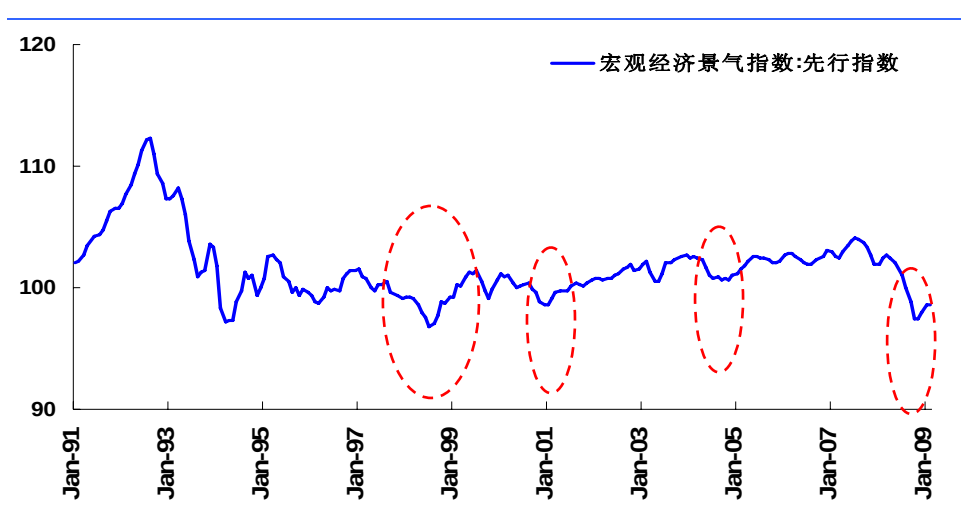


数据来源：国泰君安证券

挑战趋势本身势必冒着极大的风险，然而，我们相信与收益相比起来，稳健的投资者首先应该考虑风险，毕竟，投资的第一要义便是不发生亏损，如果投资者能够把握一波行情的 60%-80%，那已经是非常出色了。是什么令一直乐观的我们产生了畏难情绪呢？

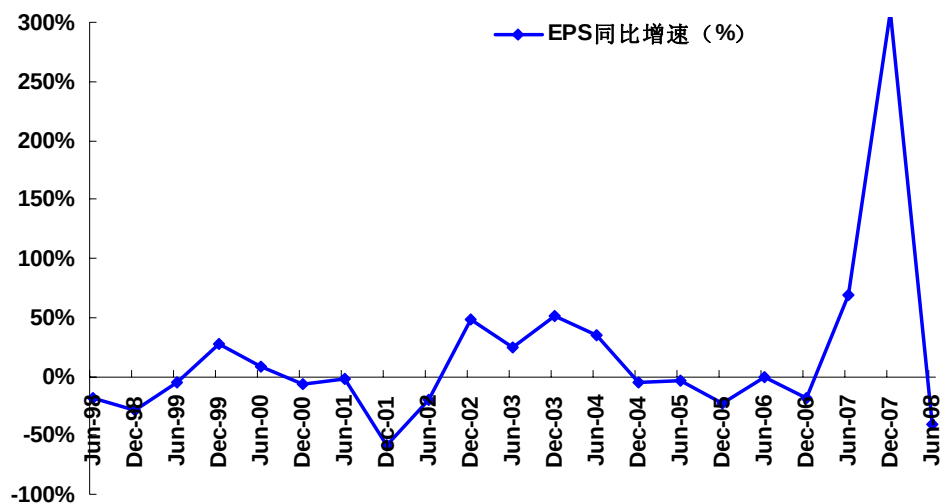
首先，我们对宏观经济年内复苏抱有信心，空前政策刺激下的中国经济很可能率先复苏，但不少投资者对中国经济复苏路径过度乐观。实际上，从先行指标触底到实体经济真正见底中间还有相当长的时间，反映到上市公司业绩则要更久，从 98 年经验来看，从先行指标触底反弹到业绩触底反弹中间整整隔了 1 年时间。

图 4: 宏观经济景气指数先行指数连续反弹，但这并不令人意外，看看 98 年的历史就知道，这并不一定意味着实体经济已经触底



数据来源：国泰君安证券

图 5: 更为重要的是, 这绝不意味着上市公司业绩将马上出现反弹。以 98 年为例, 98 年 7 月后, 先行指标触底反弹, 并一直持续到 99 年 7 月, 但上市公司 EPS 是从 99 年下半年才出现同比正增长!



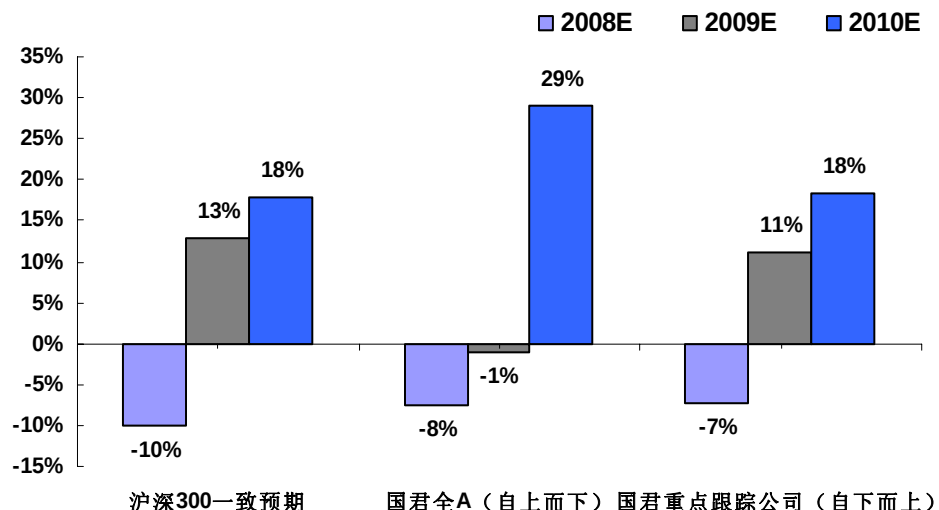
数据来源: 国泰君安证券

表 1: 我们认为上市公司 EPS 尚未完全反映金融危机的影响

	全部A股EPS(期末股本摊薄, 整体法)	EPS同比增速 (%)	上证指数同比涨跌幅 (%)
1996	0.23	5%	65%
1997	0.25	6%	30%
1998	0.19	-23%	-4%
1999	0.21	10%	19%
2000	0.21	1%	52%
2001	0.15	-29%	-21%
2002	0.15	-1%	-18%
2003	0.20	35%	10%
2004	0.23	16%	-15%
2005	0.20	-12%	-8%
2006	0.23	14%	130%
2007	0.42	80%	97%
2008	0.38	-9%	-65%
98、01、05年3次经济增速下滑时期A股EPS降幅			-21%
08年金融危机以来EPS降幅与3次均值之差			-12%

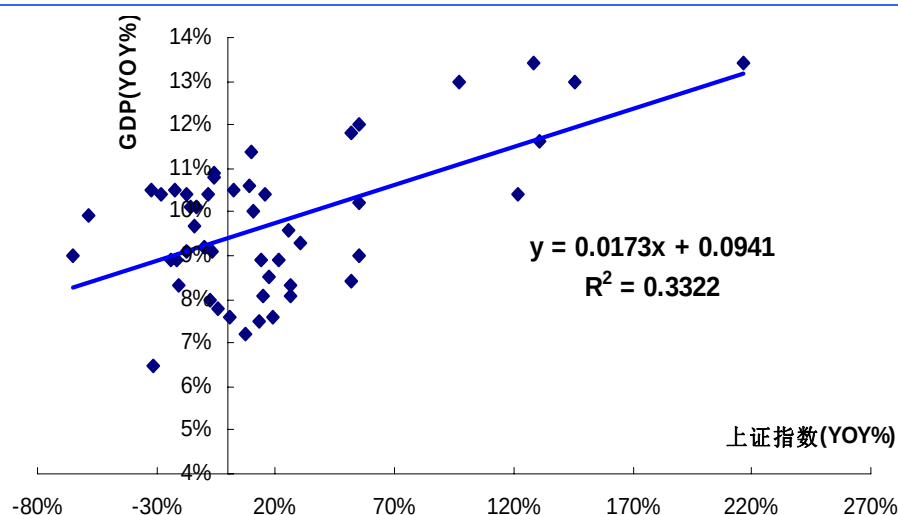
数据来源: 国泰君安证券, 08 年数据截至 4 月 10 日年报

图 6: 但行业研究员比我们乐观的多, 或许我们真的是落伍了!



数据来源: 国泰君安证券

图 7: 股票市场往往会提前经济 2 个季度见底回升, 但如果 2 季度上涨到 3000 点, 按照计量模型粗略估计, 隐含 2 季度 GDP 累计同比增速达到 9.5, 这显然超出了预期, 因此, 我们并没有如很多同行那样乐观

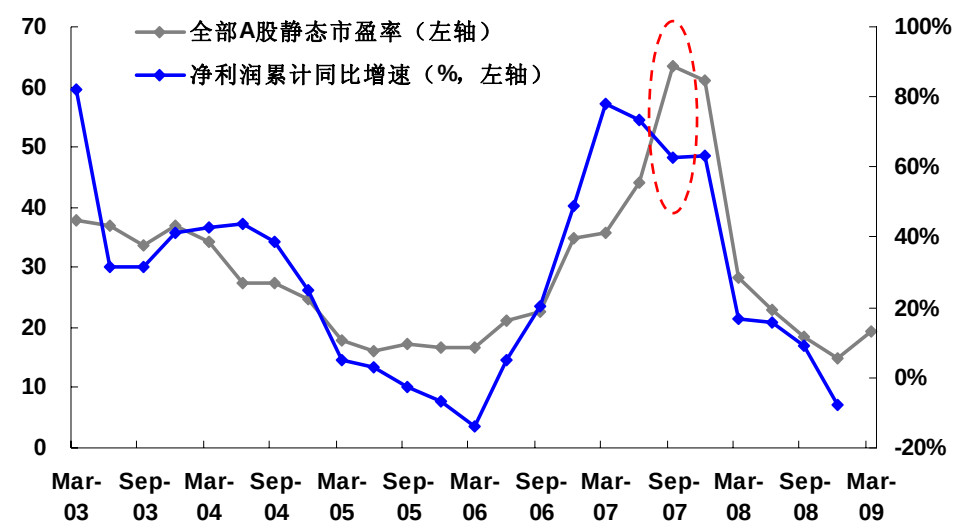


数据来源: 国泰君安证券

其次, 在没有业绩的支撑下, 我们怀疑估值提升行情能否一直持续。在 09 年年度策略《从通缩到复胀》中, 我们提出: 市场已经见底, 未来市场上涨主要靠估值提升, 并提出 09 年 PE 将上 20 倍, 上半年纠错性行情的目标价是 2300-2500 点, 对应 09 年 PE 约 20-22 倍。

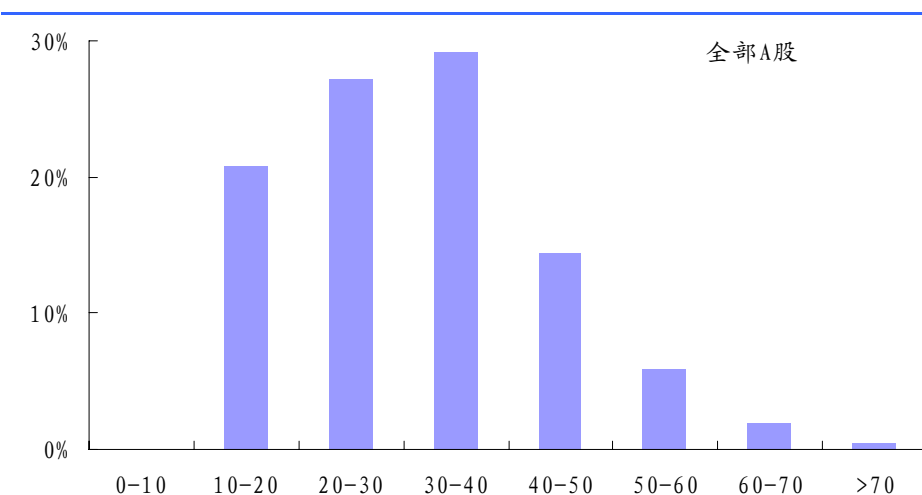
从 A 股历史来看, 估值提升一般都伴随着净利润增速的同步变化, 显著的例外是 07 年 3 季度, 那时, 估值继续提升, 而业绩已经开始下降, 后来的走势证明这一背离酿成 A 股历史上最大的股灾。我们宁愿犯错, 也不愿意鼓吹 A 股将再现 07 年的情形, 在业绩增速谨慎的预期下, 我们仍然相信估值的地心引力。

图 8: A 股市盈率和净利润增速呈现同步变化, 显著的例外是 07 年 3 季度, 其后出现 A 股历史上最大的股灾, 目前这一背离再度出现



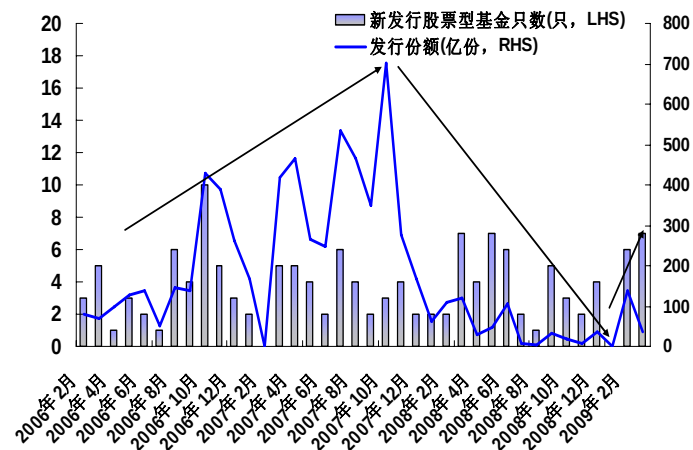
最后, 我们认为目前上涨动能还没有结束, 持有或许仍是当前的现实选择。4 月份, A 股流动性依旧十分宽裕, 尤其是基金发行进入小高潮, 而基金股票市值占比仍然不高。从 A 股历史估值分布上看, 目前 A 股估值提升的概率超过 7 成, 仍不能称之出现了整体性估值泡沫 (局部可能已经出现), “卖出” 似显太早, 仓位控制需要加强。

图 9: 当前全部 A 股对应的 09 年 PE 约为 22 倍, 从 A 股 PE 分布图上看, 提升概率超过 7 成



数据来源: 国泰君安证券, 每月计算一次, 历史上都以当年年报的数据计算

图 10: 基金发行进入小高潮



数据来源: Wind, 国泰君安研究所

图 11: 基金股票市值占比仍处于 04 年水平



图 12: 索罗斯说过:“经济历史是由一幕幕的插曲构成的,它们都是建立于谬误与谎言,而不是真理。这也代表着赚大钱的途径,我们仅需要辨识前提为错误的趋势,顺势操作,并在它被拆穿以前及时脱身。”



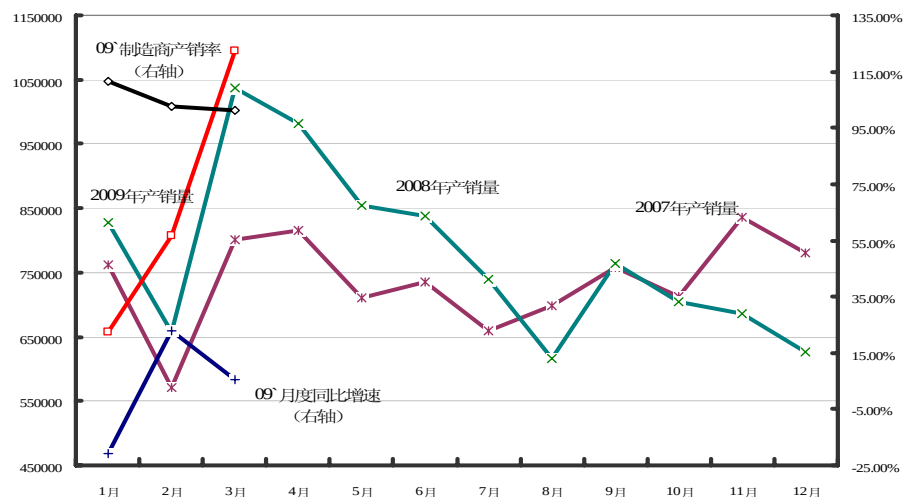
二: 投资线索: 框架分析工业行业景气度

1、投资线索: 增量难增利

在策略月报 2B 中,我们认为在政府主导色彩浓厚的“东方式经济复苏”开始阶段,整体经济很重要的特征就是宏观暖微观冷。因为政府大规模加大“铁公基”投资建设,将使得 GDP 下滑幅度有限,但房地产和制造业仍未真正起来,这对微观企业的经营活动影响更大。反映在企业业绩上,就是会出现增量难增利的情况。增量不增利的情况落实到具体行业和企业上,可以分为两种情况:产品价格下跌和产品结构低端化。

产品结构低端化导致增量不增利，比较典型的是汽车行业。一季度汽车行业喜见产销两旺局面，汽车业产量为 256.76 万辆，同比增长 1.91%；销量为 267.88 万辆，同比增长 3.88%；产销率 104.33%，同比提高 2 个百分点。

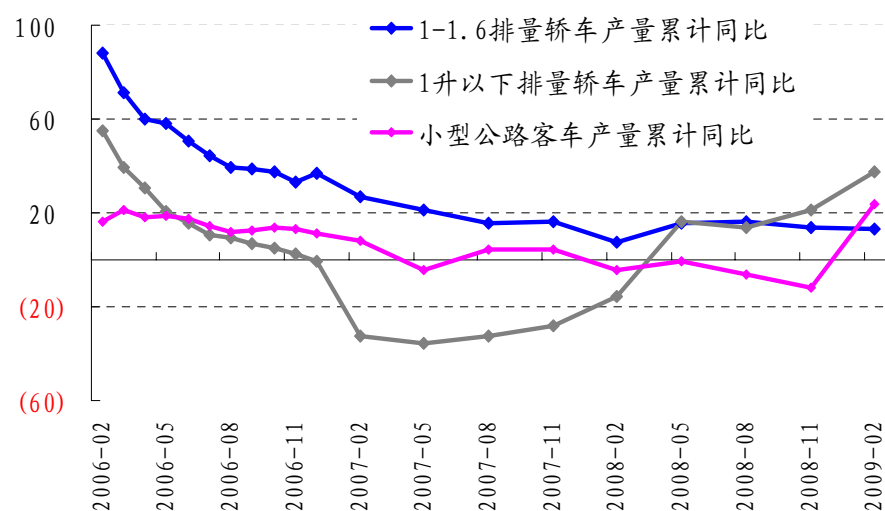
图 13：一季度汽车行业喜见产销两旺局面



数据来源：国泰君安证券

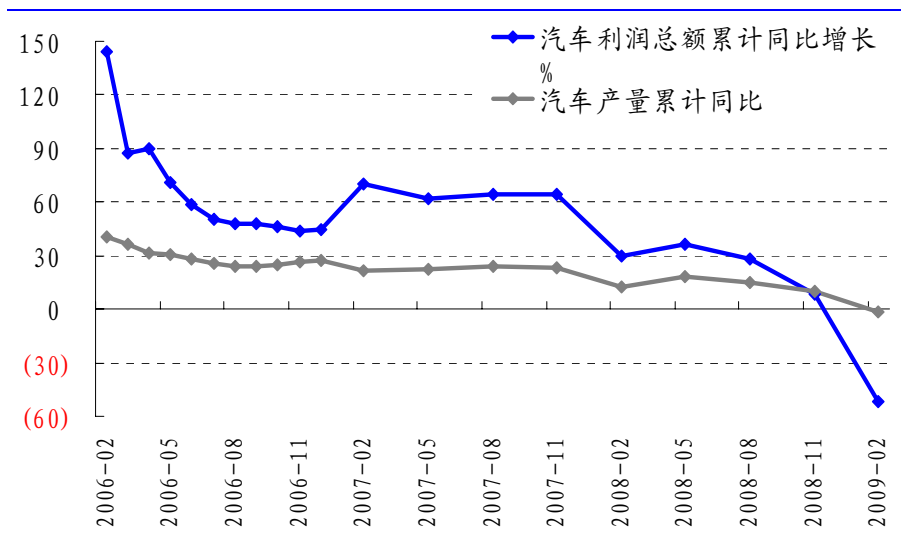
但汽车产销量的增长主要是交叉型乘用车（微型客车）和 1.6 升以下排量经济型轿车增长较快所致。而小排量车型的盈利能力普遍较弱，因此虽然汽车产销保持了较好的态势，但是汽车业的盈利却未能出现同步提升的局面，不少厂家甚至遭遇增产减收的窘境，长安汽车就是一个典型案例。

图 14：汽车产销量增长主要是微型客车和 1.6 升以下排量轿车增长较快所致



数据来源：国泰君安证券

图 15: 1-2 月份汽车行业利润同比增速仍大幅下滑

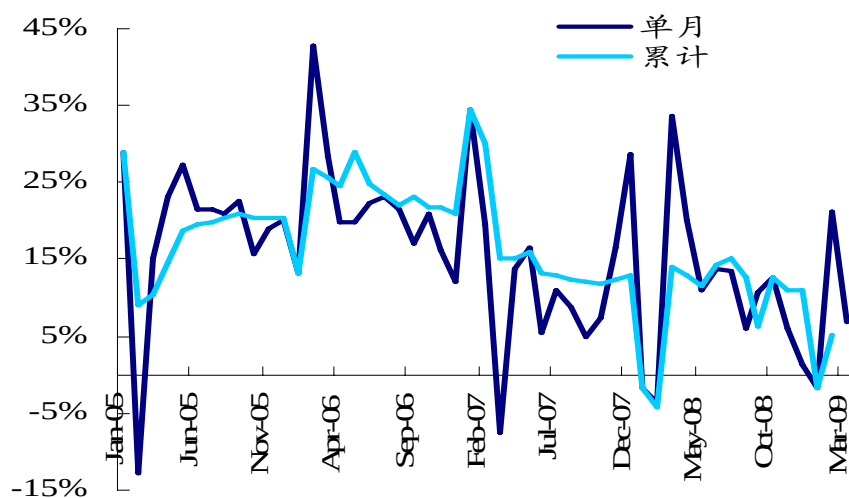


数据来源: 国泰君安证券

我们电子行业研究员在点评超声电子年报, 也有类似的产品结构低端化导致的增量不增利情况。09 年初以来, 在 3G 等内需订单的推动下, 超声电子实现了开工率的快速回升: PCB 已经满产, 液晶显示器开工率提升至 8 成以上。但订单主要以中低端产品为主, 呈现量增利减。其实在 2008 年公司生产液晶显示器 12.85 万平米, 模块 2614.03 万套, 同比分别增长 46.5% 和 42.1%。实现营收 6.07 亿元, 同比增长 26.3%, 但净利润却同比下降了 26.2%。

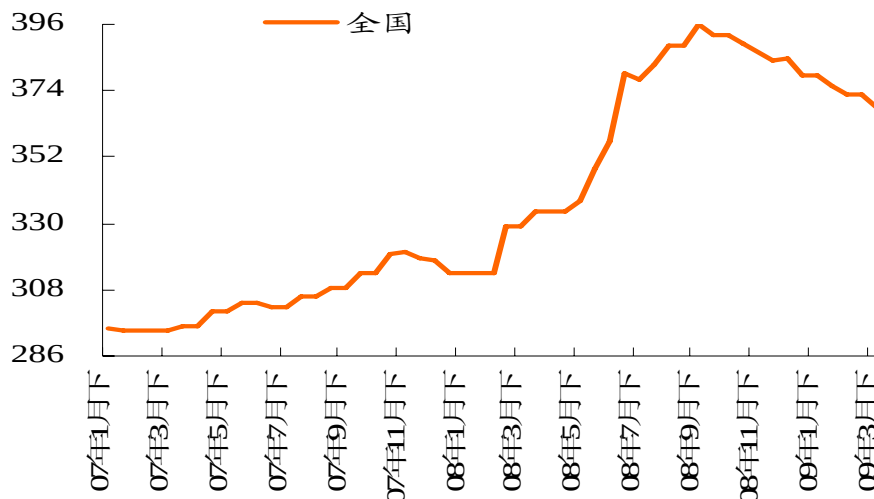
销量在增长, 但产品难以提价甚至是降价, 也会导致增量不增利, 比较典型的是水泥行业。随着基建项目陆续开工, 水泥消费进入旺季, 企业产量 (水泥产量基本等于销量) 开始出现反弹。但全国平均水泥价格并没有出现市场预期的“量升价涨”局面。对于最近数字水泥网披露的广东、浙江、江苏等地低标号水泥价格出现略微上涨。我们行业研究员认为: 此份数据是抽样调查性质的非完全统计, 并不意味着全国性普遍涨价。4-5 月份水泥价格仍将逐步探底。

图 16: BMI 重点企业单月及累计产量增速出现反弹



数据来源: 国泰君安证券

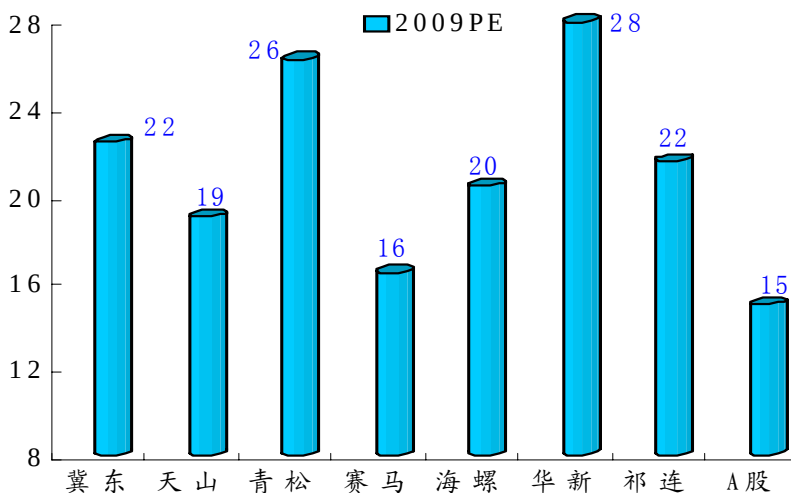
图 17：全国省区平均月水泥价格：并未出现量升价涨的局面



数据来源：国泰君安证券

水泥行业面临的新增产能压力和水泥股本身包含“量升价涨”预期的高估值，使我们对水泥板块进一步走势相对谨慎。水泥行业研究员也感觉到高处不胜寒，“对于部分投资者而言这波行情启动就是卖出部分水泥股的机会”。

图 18：水泥企业 2009PE



数据来源：国泰君安证券

在我们跟踪的行业景气变化中，化纤行业已经呈现从底部复苏的迹象，产品价格底部反弹和需求增长。但行业研究员预计过半企业一季度仍将亏损，大部分化纤企业盈利情况没有得到明显改善。我们偏向于相信业绩和估值对股价的地心引力，因此才在流动性鼓吹膨胀起来的市场信心面前越发谨慎。

2、投资线索：关注业绩确定性强的行业

最近，我们各行业 2 季度策略陆续发表，一些业绩确定性强的行业还是引起了我们的关注。

通讯设备

2009 年将为国内电信投资峰值, 3G 网络是重点, 根据三大运营商投资规划, 我们更新 2009 年-2011 年电信投资分别为 3932 亿元、3500 亿元、3007 亿元, 分别同比增长 33.1%、-11%、-14%; 其中无线设备投资增幅显著, 宽带与数据投资也维持较高增幅。

表 2: 2008 年-2010 年三大运营商电信投资预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
总投资 (亿元)	2,117	2,954	3,932	3,500	3,007	2,655
分结构						
无线系统	971	1,525	2,368	1,989	1,658	1,405
GSM	789	1,120	880	832	671	588
移动	631	791	643	629	508	441
联通	159	330	237	203	162	146
CDMA	30	195	512	250	200	200
WCDMA		0	387	406	386	367
TDSCDMA	143	205	588	500	400	250
PHS	18	7	2	1	1	1
固定网络交换	67	35	17	12	11	10
传输	402	477	498	483	387	319
宽带与数据	280	351	436	424	399	391
支撑系统及其他	426	565	613	592	554	529
增长率						
总投资	13.7%	39.5%	33.1%	-11.0%	-14.1%	-11.7%
无线系统	41.3%	57.1%	55.3%	-16.0%	-16.7%	-15.2%
固定网络交换	-24.2%	-47.3%	-52.4%	-27.5%	-12.4%	-9.7%
传输	7.7%	18.9%	4.2%	-2.9%	-19.9%	-17.4%
宽带与数据	35.3%	25.7%	24.0%	-2.7%	-6.0%	-1.8%
支撑系统及其他	-10.8%	32.7%	8.6%	-3.6%	-6.5%	-4.3%

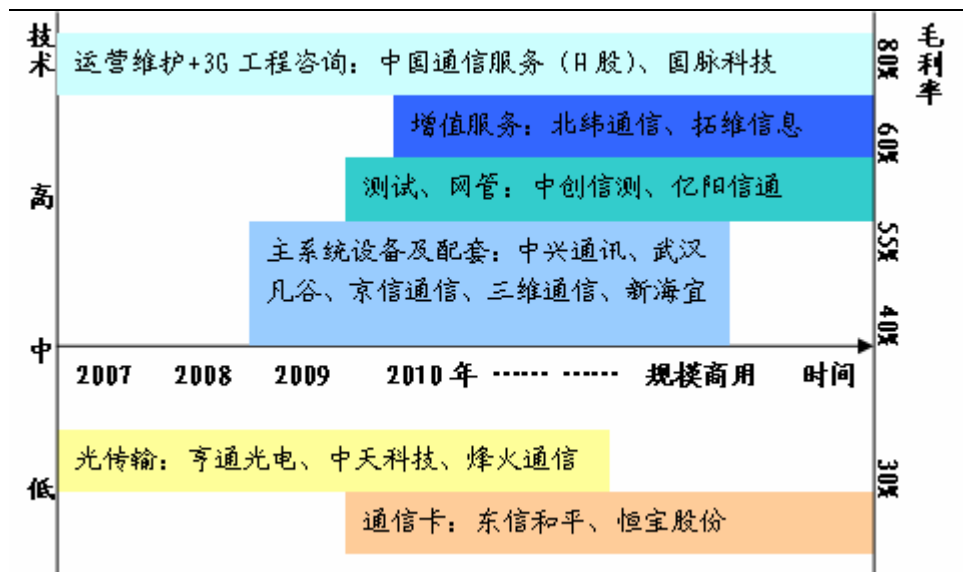
数据来源: 国泰君安证券

我们从两个维度分析行业, 精选个股, 1) 从受益时间看, 依次为光纤光缆、无线系统设备商及其配套厂商、网络维护和咨询、网管、测试行业、增值服务商。

2) 从毛利率角度, 毛利率最高的运营维护、增值服务行业、测试网管提供商可享受最高 PE; 主系统设备及配套设备提供商居毛利率中游是 PE 中枢; 技术成熟、扩产较易的光纤光缆、通信卡则更贴近传统制造业居行业估值下游。

综合考虑我们推荐道路虽艰风景尤远的**中兴通讯**、占据产业链战略要地后续增长可期**国脉科技**、管理能力及员工执行能力强**中天科技**, 重点关注 2009H2 步入景气初期增值服务商: 手机动漫领军者**拓维信息**、业务覆盖区域广的**北纬通信**。

图 19: 通信设备商受益时间及毛利率



数据来源: 国泰君安证券张文洁通信行业 2 季度策略《运营商未定之局, 设备商投资正当时》

家电

最近, 我们家电行业推荐了空调板块, 主推格力电器和美的电器, 同时符合这两方面特征, 值得关注:

- (1) 同比基数低, 季节性反弹将至。
- (2) 出口反弹。出口下滑对总销量的影响不太大, 而我们预计 2 季度出口可能会出现反弹;
- (3) 估值相对偏低。格力电器和美的电器 09 年估值也就在 15 倍左右, 仍有提升空间。长期投资价值则体现在行业销售回暖带来的业绩和估值的提升空间。

图 20: 对比大金与日本空调国内出货增长, 销量在旺季之前的见底更有可能带来股价的回升, 这是大概率事件

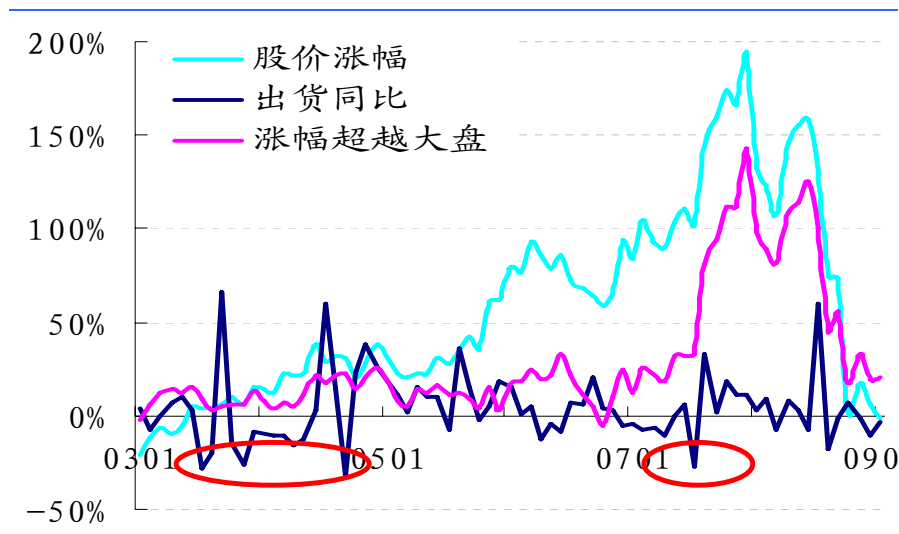
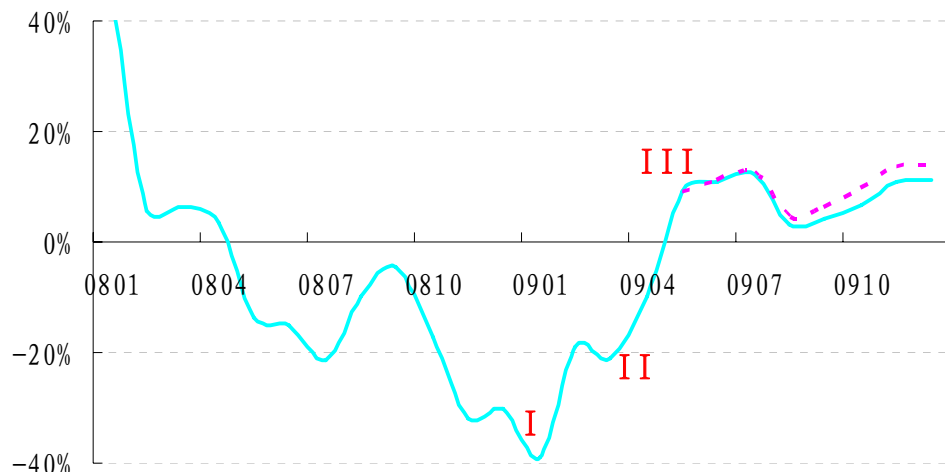


图 11: 空调销售增长趋势叠加: U 型反转的可能?



数据来源: 国泰君安证券王稂、方馨家用电器行业 2009 年二季度策略《把握右侧投资机会》

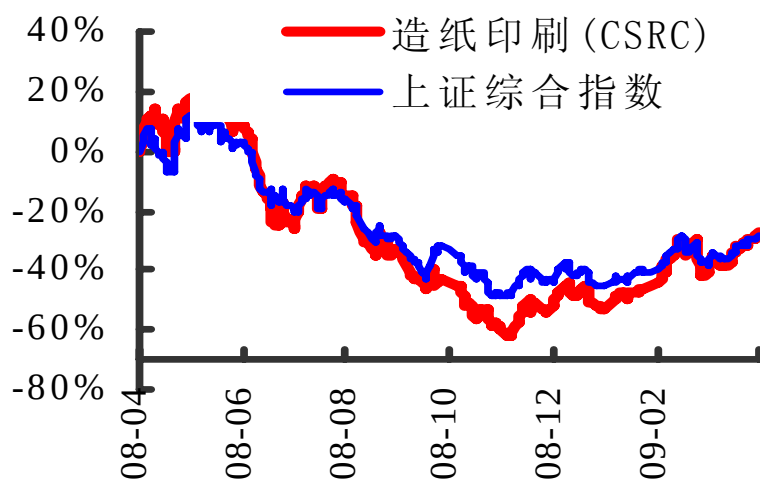
造纸和航空

两个行业的逻辑类似, 都认为行业已经度过寒冬, 行业好转趋势已经明朗, 二季度及下半年将继续好转, 因此上调行业评级至增持。重点推荐的品种分别是:

造纸: 太阳纸业、博汇纸业、岳阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份

航空: 中国国航、南方航空、海南航空

图 22: 造纸行业走势弱于众多强周期行业, 整体与大盘持平



数据来源: 国泰君安证券王峰造纸行业 2009 年二季度策略《行业好转趋势已经明朗》

图 23: 1-2 月民航旅客周转量同比增长 11.9%

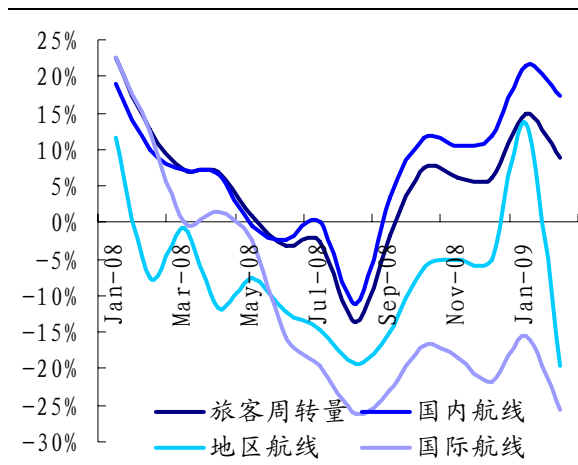
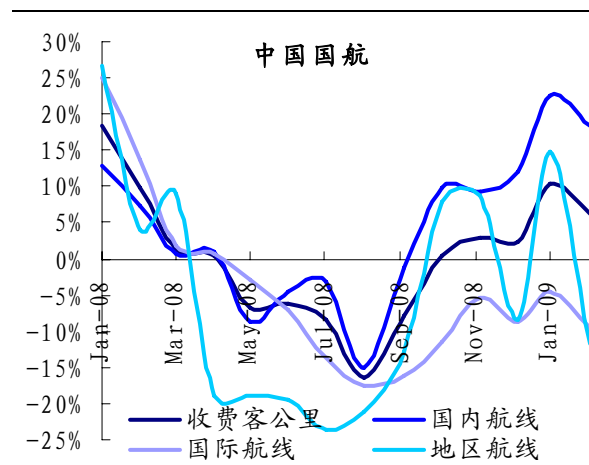


图 24: 1-2 月国航旅客周转量同比增长 8.3%



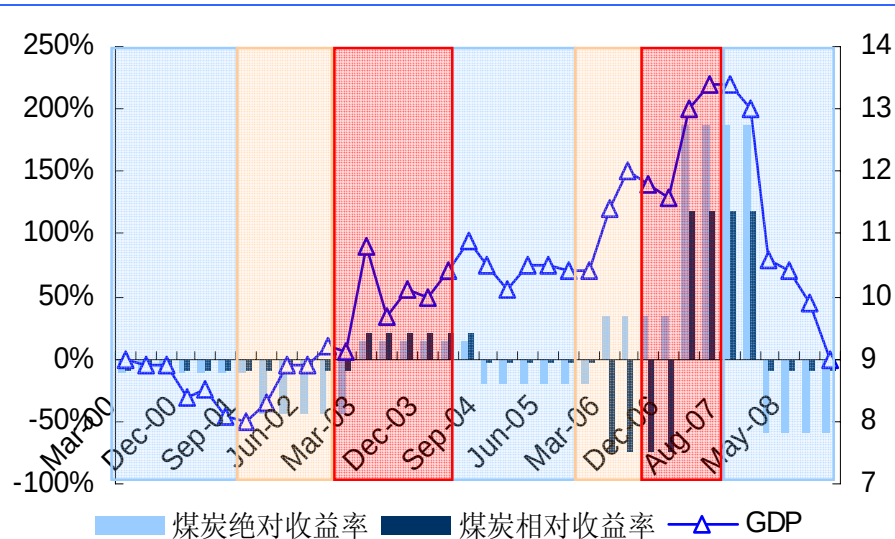
资料来源: 国泰君安证券吴莉、孙丽萍航空机场行业 2009 年二季度策略《航空机场: 盈利拐点出现, 增持航空股》

煤炭

从投资策略角度, 历史上在经济复苏阶段, 煤炭的盈利仍处探底阶段, 煤炭股跑输指数, 煤炭板块估值相对大盘折价。

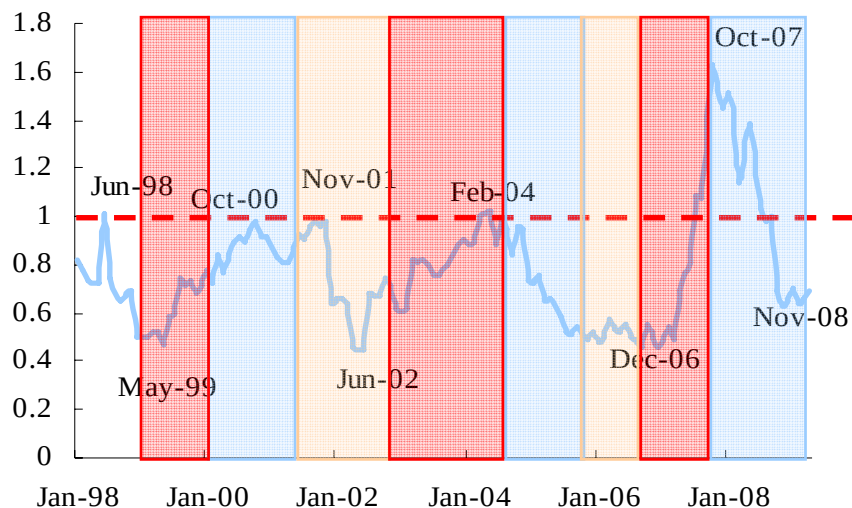
在行业景气与煤炭价格仍处寻底阶段, 行业研究员建议标配, 重点配置内生产能扩张较快、2010 年有望提前行业复苏, 同时资产注入潜力较大的公司: 西山煤电、大同煤业、开滦股份、国投新集, 同时看好 09 年业绩稳健组合: 中国神华、盘江股份、兰花科创。

图 25: 不同经济阶段投资煤炭股的收益率



数据来源: 国泰君安证券杨立宏、金润煤炭行业 2009 年二季度策略《七问煤炭》

图 26: 煤炭板块市盈率相对市场折价率



数据来源: 国泰君安证券杨立宏、金润煤炭场行业 2009 年二季度策略《七问煤炭》

电力

经过模拟测算, 火电行业一季度毛利率回升明显, 虽然在行业高财务费用率作用下, 盈利还不是那么能给人惊喜, 但假如煤价全年在一季度基础上不出现大的波动, 那么全年行业盈利总量将接近 2007 年。

二季度行业仍有触发投资者心动的因素。火电类公司我们的推荐是**国投电力、深圳能源、国电电力、华能国际、华电国际**, 依次适合风险偏好由低到高的投资者配置; 另需关注电力企业频繁资本运作带来的超额收益机会、涉及新能源概念可以提升估值空间的公司。

表 3: 2009 年火电行业毛利率敏感性分析

		09 综合煤价涨幅										
		-20%	-19%	-18%	-17%	-16%	-15%	-14%	-13%	-12%	-11%	-10%
09 利用率 降幅	0%	22.3%	21.6%	21.0%	20.4%	19.8%	19.2%	18.6%	18.0%	17.4%	16.7%	16.1%
	-1%	22.0%	21.4%	20.7%	20.1%	19.5%	18.9%	18.3%	17.7%	17.1%	16.5%	15.8%
	-2%	21.7%	21.1%	20.4%	19.8%	19.2%	18.6%	18.0%	17.4%	16.8%	16.2%	15.5%
	-3%	21.4%	20.8%	20.1%	19.5%	18.9%	18.3%	17.7%	17.1%	16.5%	15.9%	15.2%
	-4%	21.1%	20.4%	19.8%	19.2%	18.6%	18.0%	17.4%	16.8%	16.2%	15.5%	14.9%
	-5%	20.7%	20.1%	19.5%	18.9%	18.3%	17.7%	17.1%	16.5%	15.8%	15.2%	14.6%
	-6%	20.4%	19.8%	19.2%	18.6%	18.0%	17.4%	16.7%	16.1%	15.5%	14.9%	14.3%
	-7%	20.1%	19.5%	18.9%	18.2%	17.6%	17.0%	16.4%	15.8%	15.2%	14.6%	14.0%
	-8%	19.7%	19.1%	18.5%	17.9%	17.3%	16.7%	16.1%	15.5%	14.9%	14.2%	13.6%
	-9%	19.4%	18.8%	18.2%	17.6%	17.0%	16.3%	15.7%	15.1%	14.5%	13.9%	13.3%
	-10%	19.1%	18.4%	17.8%	17.2%	16.6%	16.0%	15.4%	14.8%	14.2%	13.5%	12.9%

数据来源: 国泰君安证券王威电力行业 2009 年二季度策略《风、幡未动, 何时心动? 》

注: 2006、2007 年火电行业毛利率分别约为 17.2%、16%

电子元器件

在国家系列政策的刺激带动下，国内消费需求快速启动，消费类终端电子产品出货情况迅速好转，此种传导效应又进而影响到上游元器件类产品的订单变化，使得电子类公司自年初以来开工率显著恢复。

虽然出口曾在上年末季严重受损，但国内电子产业低成本优势仍在。产业转移因素使得国内外向型电子产业业务受损度远低于全球行业平均。随着全球经济调整的结束，出口订单回升可能性加大，并赋予相关公司一定业绩弹性空间。

图 27: 美国耐用品订单指数环比增长情况

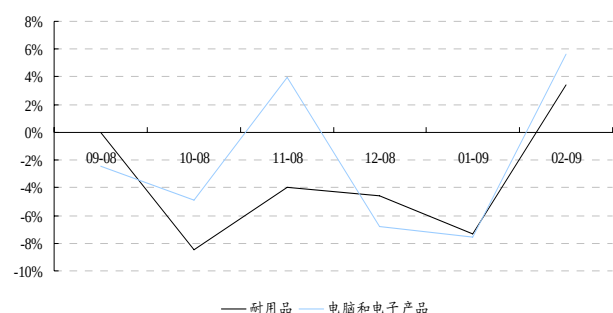
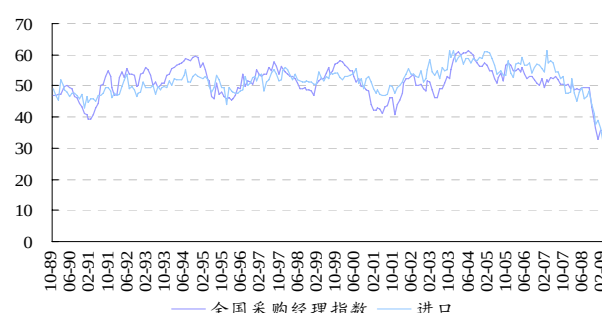


图 28: 美国 PMI 指数显示 3 月份美国进口订单有所恢复



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券魏兴耘、张慧电子元器件行业 2009 年二季度策略《春江水暖 乍暖还寒》

我们的投资逻辑基本上沿着两条主线进行，一条是与新产业有关的主题性投资机会，一条是与订单恢复有关的业绩弹性机会。即使是主题性投资机会，我们仍然关注相关公司传统业务的防御优势，可关注包括**航天电器**、**中航光电**、**证通电子**、**横店东磁**、**广州国光**。未来因订单恢复而产生弹性的品种包括**生益科技**、**莱宝高科**、**法拉电子**、**大族激光**、**超声电子**、**华微电子**等。

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 3000 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	短期振荡	有可能二次探底	逐渐恢复，高点 900 点。等待新的龙头板块
香港国企指数	短期振荡	有望冲击万点	逐渐走高
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	3 月出口下降 17.1%，但贸易顺差增加 41.2%	出口有可能再次下滑，进口有望逐渐回稳	全年贸易顺差对 GDP 增长贡献为正
名义消费	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 4 个月反弹，已到 50 以上	逐渐企稳	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	3 月同比增长 17.04%	逐渐上升	全年有可能超过 15%
贷款增速	3 月份新增信贷 1.87 万亿	二季度可能下行	09 全年增速可能超过 25%

附表 2：行业资讯与中期评级

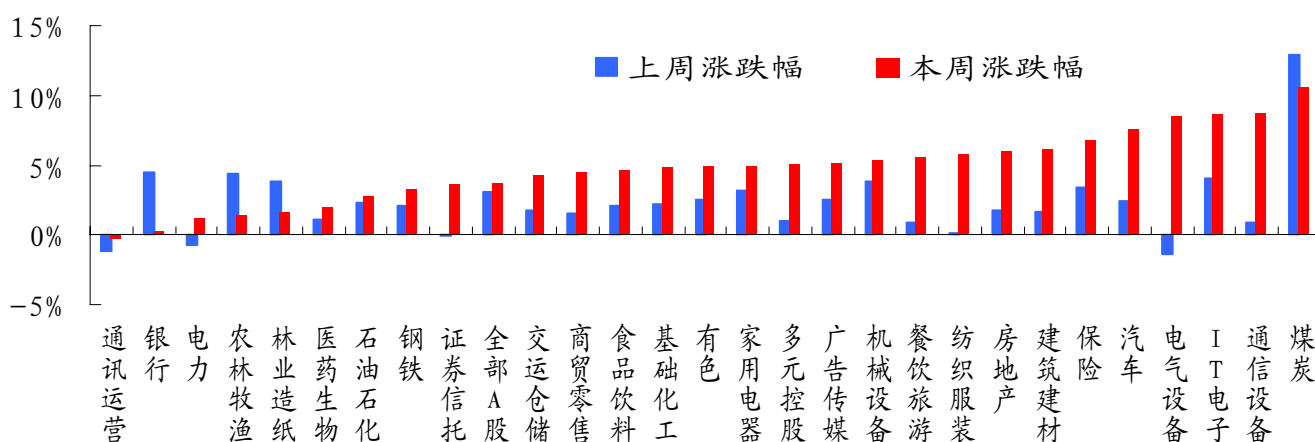
行业	投资评级	评级调整	调整时间	近期行业资讯和行业研究变化
银行	超配 1	不变	2008 - 10 - 8	3 月份新增信贷 1.89 万亿元，贷款增速达到 29.78%。 3 月末，商业银行不良贷款余额 5495.4 亿元，比年初减少 107.7 亿元；不良贷款率 2.04%，比年初下降 0.38 个百分点。
地产	超配 1	不变	2009 - 2 - 17	4 月初深圳出现成交量环比小幅下降，成都、重庆楼市也开始降温。预计经过一季度集中爆发后，二季度成交量环比可能略有下降。
保险	超配 1	不变	2009 - 2 - 17	平安去年实现净利润 4.77 亿元，每股收益 0.04 元，同比 2007 年出现较大幅度的下滑。其中对富通股票计提减值准备 227.9 亿元。
证券信托	超配 1	不变	2009 - 2 - 17	券商自营可能成为继日均股票交易额外，券商业绩超预期的另一推动。我们继续看好中信和广发三宝
煤炭	低配 1	不变	2008 - 11 - 12	秦皇岛库存减少的主要原因与铁路的调入量明显减少有关。而动力煤坑口价全国范围内开始出现下降，反映出淡季因素下，需求的回暖较为乏力。小煤矿的尚未全面复产，未来供给的压力依然很大
石油石化	平配	不变	2008 - 11 - 12	按照发改委对成品油的价格调整规则，市场预期成品油价格可能再次上调。

公用事业	超配 1	不变	2008-11-12	根据我们行业研究员的跟踪,4月初南方电网电量增速较3月下旬继续下滑。
钢铁	低配 1	不变	2008-11-12	钢价连续第九周下跌,但总体跌幅有所减小。
有色金属	低配 2	不变	2009-3-25	上海期交所较伦敦金属交易所的溢价为每吨约 1200 美元。在制造业和建筑业不景气下,全球对铜的需求预期将萎缩,仅仅是中国收储行动导致的库存“转移”并不足以支撑二季度铜价继续走高。
造纸	平配	不变	2009-2-17	不少造纸企业库存水平依然偏高,显示产品销售仍有较大的压力。国际纸浆价格继续下跌,即使未来纸品价格略有下跌,国内造纸企业盈利会有所好转。
建材	低配 1	不变	2008-11-19	重点城市水泥价格续跌,部分地区低标号水泥价格上调。虽然进入旺季,我们无法忽视水泥股 25 倍的估值和新增的产能。
建筑	超配 1	不变	2009-2-17	根据国家发改委投资研究所就“4 万亿元投资对各行业的初次拉动作用”测算:在各行业中,4 万亿元投资对建筑业的初次拉动作用最大
基础化工	平配	不变	2009-2-17	化肥价格回落,基础化工品价格回升,除苯、甲苯、丙烯链、苯乙烯和苯胺等产品价格大幅反弹以外,最近包括前期非常低迷的甲醇、醋酸、醋酐、乙二醇和 PVC 都有明显上涨。我们判断价格的反弹具有一定的持续性,但总体估值水平已经处于均衡位置。
家电	超配 1	不变	2009-2-10	从基数效应看,家电行业二季度可能的 U 型反转在空调行业上的表现会更为明显。
服装纺织	平配	不变	2008-10-15	行业内较多企业可能受益于出口反弹。
零售百货	超配 1	不变	2008-12-02	消费者信心指数下降幅度趋缓。继续建议关注重组预期明确的区域零售龙头。
农业	低配 1	不变	2009-4-1	粮食总体供过于求;对糖价仍需谨慎。
食品饮料	平配	下调	2009-4-14	张裕和青岛啤酒公布年报,净利润分别同比增长 40.75%和 25.34%,基本符合预期。
医药生物	超配 1	不变	2008-8-8	医改方案出台,和市场预期基本一致。
餐饮旅游	平配	不变	2008-10-22	国内游恢复性增长趋势延续,预计景点类公司的一季报强于酒店类业绩。
文化传媒	平配	不变	2008-10-15	国家新闻出版总署进一步明确新闻出版体制改革路线图和时间表。
通讯运营	低配 1	下调	2009-4-15	09 年运营商收入增长疲弱,且重组后竞争加剧,主要体现为资费战,以终端补贴为主的 OPEX 费用增长,以及强大的资本开支 2009 年后将带来折旧费用明显增加。收入、利润仍向中移动集聚。联通在一季报公布前后可能有交易性机会。
交运设备	平配	不变	2009-2-10	3 月汽车销售 110.98 万辆,环比增长 34.10%,同比增长 5.01%。增长主要是微型客车和经济型轿车,单车利润较低,使得不少汽车厂家也可能增产不增利。
机械设备	平配	不变	2008-11-26	受市场报道:工程机械企业可以分享农机购置补贴带来的利好刺激,板块整体发力。
通信设备	超配 1	不变	2008-8-18	建议重点关注步入景气初期的增值服务商:北纬通信。拓维信息短期涨幅较大。

电气设备	平配	不变	2008-12-02	新能源产业链上企业持续受到关注。近期我们行业研究员将调研特变电工。
信息技术	平配	不变	2008-10-8	随着销售旺季的来临，电子企业第 3 季度业绩可能环比上升。但 09 年 33 倍的 PE，估值水平已经不低。
航空	平配	上调	2009-4-15	受益于国际燃油价格同比大幅下降和民航建设基金返还，09 年国内航空业将出现盈利拐点。营运数据的持续改善有利于航空股走势。
水运	低配 1	不变	2008-8-8	BDI 继续下跌到 1478。钢铁需求疲软在 BDI 上提前反映出来。行业研究员看好 10-11 年油轮运输行业。
交运基础设施	超配 1	不变	2008-12-02	3 月港口集装箱吞吐量降幅收窄，环比大幅增长 30.9%。

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，煤炭、通信设备、IT 电子、电气设备等行业涨幅居前



注：数据截止至 4 月 14 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
研究跟踪	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
研究跟踪	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

	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。									
研究跟踪	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为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

国泰君安证券网址：www.askgtja.com

E-MAIL：gtjaresearch@ms.gtjas.com

文件名: A 股策略月报 4B
目录: C:\Documents and Settings\LH\桌面
模板: C:\Documents and Settings\LH\Application
Data\Microsoft\Templates\Normal.dot
标题:
主题:
作者: sinittek
关键词:
备注:
创建日期: 2009-4-16 10:00:00
修订号: 10
上次保存日期: 2009-4-16 14:01:00
上次保存者: User
编辑时间总计: 174 分钟
上次打印时间: 2009-4-16 14:42:00
打印最终结果
 页数: 23
 字数: 2,690 (约)
 字符数: 15,336 (约)