

机会是跌出来的

◎ 王守杰

过去的一周市场应该讲比较犹豫，周日的中阳线拜中石化、中石油、中国神华等权重股所赐，而随后四天，市场蹒跚而行，股民如履薄冰，终于在周五撑不住，大盘的小阴线实际将大多数个股打成中阴线，短线调整开始。

投资者的小心是基本面真出现新的恶化趋势了吗？应该不是的。上周一系列重要经济数据出台，可谓波澜不惊。第一个便是3月份人民币各项贷款延续前几个月高增态势，当月增加1.89万亿元，同比多增1.61万亿元。上期本栏目提到市场已经猜测3月份新增贷款可能达到1.87万亿，而1.89万亿当然是超出预期了。3月末，广义货币供应量（M2）余额53.1万亿元，同比增长25.5%，比上年末加快7.7个百分点；狭义货币供应量（M1）17.7万亿元，增长17.0%，加快8.0个百分点。上述数据显示，流动性有增不减，支持本论行情上涨最大的推动因素没有弱化的趋势。

国务院总理温家宝15号主持召开国务院常务会议，会议指出，扩大内需、促进经济平稳较快发展的一揽子计划已初见成效，经济运行出现积极变化，形势比预料的好。宁可把困难和风险看得重一些，把应对危机的时间估计得长一些，把政策举措准备得充分一些。从字里行间可以看出，应对经济危机的举措远没有到达尾声，可以预期未来仍会有诸多扶持政策出台。当然，市场期望在此次会议上能推出新的经济刺激政策，这种愿望最终没有成行多少会有失落感。但细想一下，再推出一揽子计划又能怎么样呢，无非还是老套的方式。并且经济计划的推出和实施也会随着经济发展形势变化而改进，我们不必非得拘泥于某个时间点。

另外2009年一季度GDP同比增6.1%，低于去年四季度6.8%增速，从同比增速来看，是1992年公布GDP季度数据以来的最低水平。这个数据应该与市场的预测相差不大。经济形势不容乐观已经是一个现实，但本着提振信心的大方略，国家统计局新闻发言人表示，全球金融危机背景下，中国一季度GDP增6.1%很不容易。此外，国家统计局总经济师姚景源也指出，一季度经济总体表现比预期要好。可以基本确定，目前舆论方面仍是不断为公众打气，至于一些负面因素，会尽量将其影响弱化。

行情进行至此，“恐高症”已经蔓延，投资者难免疑虑重重。一季度信贷猛增4.58万亿元，引起了市场的关注。对于市场猜测信贷是否未流入实体经济，银监会副主席蒋定之日前在出席“北大赛瑟论坛”后对记者表示，一季度猛增的信贷对实体经济的支持力度还是不小的，但是确实可能还有需要关注的方面。他随后表示，目前银监会还没有发现有资金流入股市，但是会给予持续的关注。也即是目前已经不足以对资金面造成太大的影响，哪怕是心理影响。深交所15日发文“警惕概念炒作的危害”，17日又发文“谨防盲目追涨杀跌的投资风险”，实际上本是投资者教育的日常工作，在深交所的网站也放在并不太显眼的位置。但敏感的投资者认为这是监管当局又有“警示”的意味，甚至有媒体将其放在最重要的版面，联想“5.30”前车之鉴，于是“心魔”难除。

总而言之，目前流动性充裕的局面并未有改变。指数徘徊不前最关键的因素还是前期的逼空行情下，个股过大的涨幅使投资者的持股或建仓信心受到影响。至于这种犹豫局面会否最后演变成大溃退，目前尚未有定论。但其他因素没有变化情况下，信心的增强只能寄希望于市场能有一次像样的调整，这样才有“跌出来的机会”。

笔者统计了一下上周个股涨跌幅情况，超过上证指数涨幅的有820家左右，也即是个股仍是活跃得很，并未出现明显的两极分化，市场人气仍在。即使在弱势的上周五，两市仍有21支个股涨停。此次调整如何演变难以预测，因为一波大行情结束以前最起码有一个震荡的过程，或者有一个狂热的阶段，不会那么痛快地显山露水。从这个角度，我们还是坚持原有的观点，那就是不要满仓，等个股有较大幅度的回调时再积极参与。📈

投资宝典

Investment Bible

联合你我 共创财富

主办 雷尼国际出版有限公司
联合证券零售客户部

协办 联合证券研究所

出版人 张翅

主编 朱永强

副主编 王连芬

编辑 周斌天 王守杰

香港地址 香港北角马宝道41-47号华宝商业大厦5楼501室

电话 00852-25628658

传真 00852-25628651

承印 (香港) 亚洲宝石杂志社

深圳地址 深圳市深南东路5047号深圳发展银行总行大厦26楼

电话 0755-82080024

传真 0755-82492455

网址 www.lhzq.com

客服 400-8888-555 (24小时服务热线)
86755-8249-2455 (传真)
Tzbd@lhzq.com(邮箱)

本刊已在香港注册登记

版权所有 翻版必究

注册登陆号: TELANR MAY07

股市有风险 投资须谨慎

免责声明

本文摘中的信息均来源于公开资料, 本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性。报告所载信息均为个人观点, 并不构成所述证券的买卖建议。联合证券有限责任公司版权所有, 未经授权不得复制、转发或公开传播。

目录 Contents

■ 刊首语

1 机会是跌出来的

■ 特别报道

3 一季度宏观数据公布 经济回暖引争议

■ 宏观策略研究

13 现行的贷款管理模式将改变

15 二季度资金供给与股票供给情况分析

■ 行业研究

18 家电行业: 产业政策有助持续发展和估值提升

20 化工行业: 磷化工一体化、精细化获取超额收益

22 证券期货业: 忽如一夜春风来

■ 个股研究

26 东华合创: 业绩加速增长

28 深振业A: 远超预期——振业城销售调研简报

30 上海电力: 一季度成功扭亏

31 中国平安: 受益多元化 免于亏损

34 安妮股份: 增长略低于预期

■ 基金天地

36 基金视野: 乐观的“主基调”

■ 一周要闻

39 国内财经

40 海外财经

■ 理财万花筒

41 最美味的投资来自波尔多

■ 数据聚集

44 板块监测

45 机构评级变动个股

46 异动个股

47 全球指数



周四公布的宏观数据显示，我国一季度的GDP增长达到6.1%，应该是很不容易的，但能否据此就下结论我国经济的寒冬已经过去，迎来的即将是生机盎然的春天呢？

一季度宏观数据公布 经济回暖引争议

一季度经济运行是喜是忧?中国经济是否已经“触底”?还是否会出台新的经济刺激计划……近日来,这一系列问题是人们讨论的焦点,也让大家对一季度宏观运行数据充满期待。

周四,国家统计局发布的宏观运行数据如期而至:一季度经济增长6.1%,固定资产投资增长28.8%,社会消费品零售总额增长15.9%……这些数据表明,中国实施的一揽子经济刺激计划,已经初步见效,对中国经济产生了可喜的拉动作用;“心暖”的中国人,已经开始看到经济“回暖”的积极迹象。在这春回大地的播种季节,中国经济播下的“信心”种子,正随着每一个回暖的日子生成成长。

春回大地 “暖” 经济

——一季度国民经济运行述评

6.1%增幅来之不易

“一季度国民经济运行出现积极变化,整体表现好于预期。”国家统计局新闻发言人李晓超开门见山地向记者们表明了自己对中国经济运行的判断,“国际金融危机在进一步加深蔓延,实体经济运行超出预期,发达国家经济衰退进一步加深,发展中国家经济增速明显减缓,中国经济一季度还能保持6.1%的增长,是很不容易的。”

6.1%,相比中国以往的增长速度来说,这并不是一个很高的数字,但相对于目前世界上很多国家的负增长来说,这个数字却是温暖人心、令人振奋的。那么,“三驾马车”各为这来之不易的增长率贡献了多大力量?李晓超首次透露了经济拉动的构成:投资拉动占6.0个百分点,最终消费的拉动占4.3个百分点,外需则是0.2%的负拉动。

外需的“负拉动”表明,要实现今年经济的较快增长,依靠外需的难度相当大。为此,李晓超肯定地说:“今年中国经济能否稳定增长,不能依靠外需,只能寄希望于国内需求,而国内需求的消费和投资两个方面要齐头并进。”

事实也证明,现在“投资”依然是保持中国经济增长最直接、最有效的拉动方式。中央去年新增的1000亿元投资已全部落实,今年下达的1300亿元的投资计划也已落实了1100亿元。这些投资主要是用在农村基础设施、铁路、公路、医疗卫生、文化教育、安居工程等方面。今年一季度,新开工项目总投资规模同比大幅增长87.7%,对中国经济产生了巨大的拉动作用。

从消费来看,这是稳定性较好、保持经济平稳较快增长的可靠力量。“当前全社会消费品零售总额增长处于16年来的最高水平,十分难得。”清华大学中国与世界经济研究中心经济主

任李稻葵对一季度的数据这样评述。一季度城镇居民人均可支配收入同比实际增长11.2%,农村居民人均现金收入实际增长8.6%,收入是决定未来消费的重要因素。相信,未来中国消费仍会保持一个稳定较快的增长。

所以,从未来发展看,一季度这个看似不高的6.1%增长,却为中国经济平稳较快发展开了个好头,奠定了良好的基础。

“回暖”信息扑面而来

今天从国家统计局提供的新闻素材中,大量的数据,让记者们感到中国经济的积极变化,“回暖”的信息扑面而来。而李晓超用两个“稳”、两个“快”、三个“高”、三个“缩小”,详细解释了这些积极变化:

两个“稳”:一是工业生产运行企稳,3月份规模以上工业同比增长8.3%,比1-2月份加快4.5个百分点,这一速度也分别快于去年10月、11月、12月的增速;二是农业发展稳定,粮食播种面积连续六年增加,肉类产量同比增长6%。

两个“快”:一是固定资产投资增长加快,一季度全社会固定资产投资同比增长28.8%,比去年同期和去年全年都是加快的,而且是城镇和农村出现了“双加快”;二是社会消费品零售总额实际增长加快,一季度社会消费品零售总额实际同比增长15.9%,比去年同期加快3.6个百分点,比去年全年加快了1.1个百分点,而且还出现了农村消费增长快于城市消费增长的喜人现象。

三个“高”:一是金融机构新增贷款创单季新高;二是全国乘用车销量创历史新高;三是社会信心在提高,中国制造业采购经理人指数在去年触底之后,已连续四个月提升,目前已超过了50点这个收缩和扩张的分界点。此外,一季度企业家信心指数和全国企业景气指数都出现了好转的苗头。

三个“缩小”:一是对外贸易出口降幅缩小,3月份出口同比下降17.1%,比1-2月份降幅缩小4个百分点;二是财政收入降幅缩小,3月份全国财政收入同比下降0.3%,比1-2月份降幅缩小11.1个百分点;三是发电量降幅缩小,3月份发电量同比下降1.3%,比1-2月份降幅缩小2.4个百分点。

谨慎防范“倒春寒”

在感受中国经济回暖的温度时,也应看到,“中国经济增长的基础尚不稳固,还存在着一些困难和矛盾,任务还很艰巨。”李晓超提醒道。从国际看,尽管近期主要国际组织和世界主要经济体纷纷采取各种措施,但当前国际金融危机仍处在调整之中,世界经济仍处在衰退之中,中国面临的国际经济形势还十分严峻。

对于今年的国际形势,全世界都不太乐观。近日,主要国际组织纷纷下调了他们对世界经济形势的预测:3月30日,世界银行预测世界经济下降1.7%,比去年11月份的预测下调了2.6个百分点;3月24日,国际贸易组织预测世界经济下降1.6%,相应的世界贸易量下降9%;3月份,国际合作与发展组织预测世界经济下降2.7%,世界贸易量下降13%。

从国内看,我们还面临着经济下行的较大压力。1-2月份,全国规模以上工业实现利润2191亿元,同比下降37.3%。在39个工业大类行业中,23个行业利润下降,4个行业出现亏损。这意味着,我们促进经济较快回升的任务还很紧迫,要谨防“倒春寒”,努力把经济运行的良好势头保持下去。

为此,李晓超强调,“预则立,不预则废”。我们必须密切关注国内外形势的变化,做好应对各种不利因素对经济可能产生的冲击和影响,宁可把困难想得严重一些,做好各种应对预案,进一步落实好既定的一揽子经济刺激计划,努力促进国民经济平稳较快发展。财政部财政科学研究所所长贾康也表示,中国政府还可“相机抉择”调整政策扩张力度,根据新的情况和变化,推出新的应对方案。

全面落实调控政策

“今年上半年是中国乃至全球经济寻找方向的一个关键时期,主要特点为经济数据喜忧参半、冷热不均,试图以任何一个指标的冷暖来判断经济走向都是困难的。”经济学家沈明高如是说。基于国内外经济形势的这种不确定性,专家们认为中国应做的就是继续落实那些已被证明是有效的宏观调控措施。

李晓超也深有同感:“解决问题需要好的政策,更需要认真地贯彻落实。一季度的运行表明,中央采取的宏观调控政策是及时有效的。”他坚定地说:“在严峻的国内外经济形势下,我们还应进一步认真落实好中央进一步扩大内需、促进经济平稳较快发展的一揽子计划。”

针对国际金融危机爆发,国外需求明显减弱,国内经济增长放缓、压力加大的形势,中央的一系列宏观调控政策内容丰富、手段灵活、多处着力。现在,这些宏观计划和措施有些已经落实,有些还正在落实。李晓超认为,各地方、各部门应按照中央的要求和部署,抓紧落实好有关政策措施。比如我们把促进经济平稳较快增长作为当前的首要任务,其重要的出发点和归宿就是为了增加就业。可以说扩大内需就是要扩大就业,我们的十大产业调整振兴规划,就涉及全国城镇30%的就业。李晓超相信,在中央和地方的共同努力下,全国人民能共渡难关,迎接中国经济全面复苏将指日可待。

经济春天如约而至 经济最坏时刻已经过去

周四一季度数据终于揭开面纱。当国家统计局新闻发言人李晓超刚刚讲出“虽然天气变化无常，但春天还是如约而至”的开场白时，国务院新闻办公厅的会场里笑声一片。记者们知道，经济的春天也如期降临了。

数据出台后，本报记者采访了一些政府机构的官员和著名学者，他们认为，一季度的数据预示着：回暖迹象明显，经济最坏的时刻已经过去，但“保八任务”能否完成仍有疑问。鉴于CPI、PPI双双降幅收窄，通缩风险将会减小，不过，还需提防通缩向通胀的转变。

经济最坏时刻已经过去

“一季度GDP增长能达到6.1%，应该是很不容易的。”李晓超在新闻发布会上表示，虽然数据比以往低了很多，但是，这个数据是在国际金融危机进一步加深蔓延和调整过程中，实体经济运行超出了预期，发达国家经济衰退进一步加深，发展中国家经济增速明显减缓的形势下取得的。

多数专家在接受采访时表示，这个前提条件一定不能忽视。中国社科院数量经济研究所所长汪同三在接受采访时也表示：“如果我们只从自己的数据来看，去年第四季度是6.8%，今年第一季度6.1%，还在继续下降。但是，和世界上其他主要国家比较的话，中国经济保持相对较快的增长，应该说是一个比较大的亮点。”

通过刚公布的经济数据来看，现在完全有理由判断中国经济已出现重要转折。国家统计局统计科学研究所高级统计师余根钱向记者表示：“虽然一个月增长速度上升，通常不能判定趋势，更不能认定为转折点，但这次上升有着坚实的基础，在预期之中。”

对于未来的走势，余根钱表现得非常乐观。他解释说：“由于上升力度很大，因此完全有理由判定为经济运行的重要转折点。虽然未来的增长速度还会有波动，某些月份还会降低，但上升趋势已经确立，没有改变的可能。”

国家统计局有关负责人表示，一季度关键数据向好，意味着中国经济可能已开始企稳，预计二季度继续好转，下半年可能呈现较好发展态势。

保八仍有难度

虽然数据出台后，多位专家都认为，经济已经开始出现回暖迹象，但是，他们仍然很担心，这种回暖能否持续，今年的“保八任务”能否完成？

“一季度经济增长的基础还不稳固，仍面临经济下行的较大压力，出口需求下降幅度较大。必须要密切关注国内外形势的变化，做好应对各种不利因素对经济可能产生的冲击和影响。”统计局发言人李小超对经济能否持续回暖仍然不是很乐观。

国家统计局总经济师姚景源在接受采访时也表示：“保八有困难，难度大。”在他看来，全世界经济都是在往下降，欧美发达国家现在都是负增长，“我们能保八确实难度非常大”。

并不是所有的专家都认为保八很困难。中国经济体制改革研究基金会秘书长、国民经济研究所所长樊纲就认为：虽然“中国经济仍在调整之中，今年很难完成调整，但2009年的经济增长达到8%并不难。”

樊纲解释说，政府投资首先是帮助企业清理存货，接着是将过剩的生产能力利用起来，第三步才是企业重新启动投资。“今年主要是帮助消化库存，政府投资对经济的拉动会发挥很大作用，明年这个作用会减小，到2011年企业的投资真正被带动了，经济就能实现相对正常的增长。”

通缩风险渐弱

继2月份之后，我国CPI、PPI同比增幅连续第二个月出现负增长。而在去年，这两项指标月度涨幅分别达到8.7%和10.1%的峰值。

记者注意到，虽然两项物价指标继续表现为负值，

但其降幅却在收窄。就CPI而言，3月份的同比降幅低于2月份1.6%的负增长，而PPI同比降幅虽然有所扩大，但环比降幅逐月缩小，其中1月份环比下降1.4%，2月份环比下降0.7%，3月份环比下降0.3%。

“仍然存在通货紧缩的风险，但与世界其他国家相比，这样的风险要相对小一些。”中国社科院世界经济与政治研究所副所长李向阳在接受采访时表示。

他解释说，一方面，目前通缩压力的主要原因来自于总需求减少，即内、外需需求不足。但我们已经在实施大规模的刺激政策。另一方面，我国农产品、能源价格并没有完全与国际接轨，如我们对农产品实行保护价，这在一定程度上支持了国内农产品在价格上的一种强势。“不仅如此，国内油价和其他能源价格也没有随着国际能源价格的下跌作同步调整，这在一定程度上能延缓通缩的压力。”李向阳表示。

还有专家表示，我们还应该谨防经济从通缩转为通胀。中信证券首席宏观分析师诸建芳昨日接受本报记者采访时表示：“今年前三季度中国宏观经济将维持着通缩的状态，但在第四季度时可能将开始反转，出现通货膨胀的局面。”

他表示，通胀的出现可能源于三个原因，一是货币信贷大量发放带来的通胀压力，二是国际大宗商品价格持续上探高位，三是农产品价格可能会在年末回升。”诸建芳向记者强调，中国经济在未来回暖之后需要警惕通货膨胀的风险，平稳较快发展的“平稳”应该是未来国民经济的重中之重。





中国经济 与世界脱钩了吗？

中国经济与世界“脱钩”了吗？“脱钩”(Decoupling)一说最早受到关注是在2008年1月，当时美国经济已经显出衰退的征兆，而中国经济仍是一派红火迹象——GDP保持两位数增长，股市创出新高。支持者认为，中国经济和资本市场可以不受美国经济下滑的影响，延续高速增长。周四，中国公布了2009年一季度的经济运行数据：GDP总额6.57万亿元，同比增长6.1%，增速比上年同期回落4.5个百分点。现在再来审视这个过去一年中被反复争论的问题，或许可以给我们增加一些新的认识。

首先，绝对意义上的“脱钩”是不存在的。2008年9月，随着欧美金融危机的加剧和蔓延，欧美银行体系进入大萧条以来最为严重的困境，实体经济迅速陷入衰退。其影响立即被传导到中国，2008年11月中国出口出现7年来首次负增长，四季度GDP增长也快速“着陆”到6.8%。可以说，认为中国经济可以完全不受外部市场需求影响的“脱钩”论，早在去年9月，就已经同雷曼兄弟(Lehman Brothers)一起破产。

从今年一季度的数据我们依然能看到外需变化的影响。今年1至3月，与去年同期相比，出口下降19.7%，进出口总额下降24.9%。占GDP总额四分之一的出口(过去几年这一比重更高)，仍是拖累GDP增长的首要因素。即使一季度出口额与去年持平，其他因素不变，GDP的增速也将高于8%。这

数据和长三角、珠三角出口企业出现的利润下降、失业上升的现象也是一致的。

但是，从另一方面看，一季度的经济数据也包含了一些积极信号，说明中国在全球经济陷入严重衰退之际，依然拥有巨大的增长潜力。6.1%虽然是中国近20年来的最低增速，但横向比较，世界前十大经济体普遍面临4%或更高的负增长，规模小且开放（高贸易依存度）的亚洲经济体如新加坡，今年一季度的环比负增长竟然接近20%。中国的统计局官员的说法是，这一表现“比预期要好”。国际投行也在近期普遍上调了对中国经济增长的预期，其中瑞银(UBS)将对2009年中国GDP增长预测由6.5%提高到7.5%。资本市场的乐观情绪出现得更早——沪深股市和香港H股市场在过去几周已经大幅上扬。

让市场感到乐观的，不是中国经济与世界“脱钩”，而是中国经济与世界“脱钩”的潜力。而中国经济一季度的表现恰恰证明了这种潜力。国内市场需求的增长，缓冲了出口需求萎缩的影响。“4万亿”经济刺激计划拉动了国内市场需求，固定资产投资和社会消费品零售总额分别大幅增长28.8%和15%，而且农村地区的增速高于城镇地区。

中国经济具备与世界脱钩的条件，至少有三。第一，中国拥有巨大的国内市场。在中国人口众多，还有相当一部分人的生活可以大幅改善，特别是在农村地区。这些人从衣食住行到养老、医疗、教育文化等领域的需求，也是国内市场潜在的消费需求。

第二，中国的政府和民间拥有强大的财力。英美今年的财政赤字的预期将达到GDP10%以上，相比之下，

中国政府拥有大批国有企业的股权，管理着巨额的外汇储备，财政赤字和国债余额也控制在安全的水平。由于欧美不同的消费文化，中国民间（包括企业和个人）拥有储蓄超过35万亿元。银行系统资金充裕，在贷款井喷式增长后，存贷比（贷款余额与存款余额之比）也仅在70%上下，与资金紧张的欧美银行形成鲜明对比。

第三，包括出口行业在内的中国制造业仍拥有很强的竞争力。3月份的出口虽然同比下降17.1%，但比2月已经出现好转，特别是在考虑了去年3月的高基数之后。这说明中国的出口在国际市场依然具有很强竞争力(人民币并未贬值)。通过品牌、技术等手段，中国出口可以通过扩大市场份额，提高附加值来抵消市场总量下降的影响。

这并不是说，具备上述条件中国经济就可以轻松地同全球经济衰退“脱钩”。相反，在经济面临严峻压力的今天，更需要及时、恰当的政策将中国经济的潜力释放出来。当务之急是，利用国家财政税收的调节手段，缩小社会贫富差距，鼓励创造就业机会，提高社会保障和公共福利——这也是到目前为止实施的各项经济振兴措施的短板。

正如笔者此前提出的，创造需求比创造货币难。大规模的固定资产投资，虽然在短期内能给能源、钢铁、水泥、建筑等行业带来新的需求，但是长期来看这些投资都将形成新的产能，如果不能形成有效需求，产能过剩的问题还将进一步加剧，银行为此投入的大量贷款也将面临难以收回的风险。只有让政府增加的财政赤字转化为老百姓荷包里更多的可支配收入，而不是更多的钢筋混凝土，经济才能走上可持续发展的轨道。

开心一刻



木腿的猪

老李有一天到老王家去作客，看到老王家的猪圈里养着一只装着木腿的猪，于是老李很好奇的问老王：“老王啊，那只猪为什么装着木腿？”

老王说：“因这那只猪很特别！”

老李说：“怎么特别？”

老王说：“上次我们家失火，那只猪救过小犬的命。”

老李说：“哦，那为什么装着木腿呢？”

老王说：“像这么特别的猪，当然舍不得一次把它吃掉啊！”





宏观经济是否探底 仍是悬疑

中国国家统计局周四公布，今年第一季度GDP较上年同期增长6.1%，消费者价格指数(CPI)较上年同期下降0.6%。另外，全社会固定资产投资同比增长28.8%，社会消费品零售总额实际同比增长15.9%。而金融机构新增贷款则创单季新高，与全国乘用车销量创历史新高形成两大亮点。一季度，对外贸易进出口总额4287亿美元，同比下降24.9%；实际使用外商直接投资218亿美元，同比减少56亿美元。对于这些数据的解读要结合中国的内外部经济环境与之前的经济刺激计划。

GDP增长低于预期一方面说明之前可能高估了经济刺激计划的效果，而经济刺激计划的在投资与消费刺激的额度分配上则可能存在调整的空间。目前正在研究中的二轮经济刺激方案将在民生与刺激消费项目上加大倾斜力度，则是出于这一考虑，即弥补和修正前一轮刺激方案的不足。

而CPI的下降则是势所必然。首先在供给层面，很多外贸型企业的产品因为外需疲软不得不转做内销，这无疑加大了市场供应。而失业与裁员的风潮则进一步拉低了社会整体的可支配收入，尽管部分地方政府推出了各种刺激消费方案，但覆盖面毕竟有限。两方面考虑，CPI自然会被压低。但广义货币供应量增长25.5%，又为将来CPI走高埋下伏笔，所幸中央之前出台粮食增产计划，意图稳住粮食价格，因此CPI即使上扬也不会过高。

再看全社会固定资产投资同比增长28.8%，这正是第一轮经济刺激方案里面加大各类投资的显著效果之一。但目前的CPI下降其实是给这种投资加大造成的供应加大敲响了警钟，因为无论如何，各类投资最终都必须面对将产品卖出去的问题。一旦市场的需求容量没有足够发挥，这些新增的投资可能引起新一轮过剩，最终产品不得不低价卖出，造成企业亏损和银行坏账，而通货紧缩也有可能出现。这是大力刺激投资不得不考虑的问题。

其次，金融机构新增贷款创单季新高则凸显了国家金融机构对于刺激政策的配合。毫无疑问，经济危机时期，国家金融机构的这种行政特征会更加明显。只是在如何控制放贷风险以及保持银行改革的成果上，仍需要国家制定相应的约束机制，避免金融机构偏离太远。可以肯定的是信贷数据因为其人为影响的因素更强，所以在预测宏观经济走向上难免发出偏差性信号，这就需要纠偏。正如诺贝尔经济学奖获得者保罗·克鲁格曼近期表示，近来信贷大幅增长依然不足以支持中国经济已“触底反弹”。

再次，全国乘用车销量创历史新高，则与国家出台的汽车业振兴计划密切相关，诸多优惠让利政策的确给潜在的购车客户提供了出手机会。这也说明行业性的针对性的刺激政策在宏观刺激方案之外的必要性与有效性。事实上，抓住当前的经济危机机遇，对诸多行业进行松绑和恰当的引导，一方面有利于行业本身度过危机，另一方面也利于形成更优化的行业内结构。

最后，对外贸易进出口总额4287亿美元，同比下降24.9%。其中，出口2455亿美元，下降19.7%；进口1832亿美元，下降30.9%。这并不意外，目前中国主要面对的进口大国在对自身经济的调理上仍处荆棘之中，国外经济恢复绝非一朝一夕，可以预见的是，中国出口的严峻态势仍将持续一段较长的时间。一季度实际使用外商直接投资218亿美元，同比减少56亿美元。与经济危机下各国收缩金融资本相关。而经济危机的蔓延与深化也必然侵蚀商业投资机会，这让外资进入变得更为谨慎和保守。前些时日的可口可乐高层一直对高价收购汇源表示疑惑则是这种心态表征之一。

整体而言，相对于全球各国的经济形势，中国一季度的经济数据表现尚可，是否探底仍是悬疑。为修正经济刺激偏重于投资的弊端，下一步的经济政策应更多向消费与民生倾斜，以期挖掘社会内部经济活力，最终推动中国走出危机。🌐

三驾马车碾出复苏道 股市气象乍暖还寒

今年一季度GDP与去年同期相比，只有6.1%的增长幅度，同比下降了4.5个百分点，但这个增长幅度，表明随着“4万亿经济刺激计划”的实施，在拉动经济增长的“三驾马车”中，投资成为了最大的主力。

“在目前情况下，有6.1%的经济增长幅度已经不错啦！”昨天，国家统计局公布2009年一季度宏观经济数据后，经济学家左小蕾在接受本报记者采访时的第一句说就作出了这样的基本评价。分析师董先安在回答本报记者的提问时也称，一季度拉开了复苏序幕，中国经济将进入高增长温和通胀通道，利于A股市场。

基本评价：一季度宏观经济好于预期

左小蕾说，虽然今年一季度GDP与去年同期相比，只有6.1%的增长幅度，同比下降了4.5个百分点，但已经不错啦！这说明中国政府出台的刺激经济的政策措施已经开始产生效果了。“据我了解，目前全球范围内的不少国家和地区都达不到这个增长幅度，中国已经跑在了全球经济复苏的前面。”

“看一个国家和地区的经济复苏情况，关键还得看国民经济的一些先行指标。”在她看来，目前，我国国民经济的先行指标可谓喜忧参半：有复苏迹象比较明显的指标，如固定资产投资。一季度，全社会固定资产投资为28129亿元，同比增长28.8%，比上年同期加快4.2个百分点。这个增长幅度大大超出了市场预期，表明随着“4万亿经济刺激计划”的实施，在拉动经济增长的“三驾马车”中，投资成为了最大的主力。

左小蕾说，今年一季度银行贷款余额35万亿元，比年初增加4.58万亿元，从这个先行指标来看，表明市场流动性十分充裕。这也是经济复苏步伐加快，股票市场表现超出人们预期的一个主要原因。

“当然，目前毕竟还处于全球金融危机时期，一些先行指标只能缓慢回升。”她向记者举例说，如一季度，社会消费品零售总额近3万亿元，同比增长15.0%(3月份增长14.7%)，扣除物价因素，实际增长15.9%，同比加快3.6个百分点，与市场预期基本相符。

对于出口这个指标，左小蕾认为，由于外需仍然不足，虽然一季度进出口相抵，顺差623亿美元，同比增加209亿美元，但这是因为出口下降19.7%；进



口下降30.9%，出口额高于进口额所致，并非出口形势有了根本性的好转。

董先安对于一季度宏观经济的基本判断是，拉开了复苏序幕。他说，从季度环比数字来看，物价过了环比趋势负值高峰，工业生产也恢复增长。同比数据滞后性掩盖了刚刚过去的2008年四季度总需求的“谷底”。从环比看，已开始了复苏历程。

经济走势：进入高增长温和通胀通道

“我对中国经济的走势是这样看的：投资将高速增长；消费将平稳小幅度增长；而出口将缓慢地从负增长向正增长转变。”左小蕾这样给中国经济走势定调。

她随后解释称，从投资这条线来看，由于“4万亿投资计划”将衍生出共计高达22万亿的投资规模，这包括地方政府的投资，目前，一些省市区已经开始发行地方政府债券，就是其具体内容之一。

从消费这条线来看，中央政府已经明确要求，在新的经济复苏计划中将重点向保民生，促消费方面倾斜。包括医改方案，汽车和家电下乡等都是根据这一战略决策进行的。“从短期看，这是为了复苏经济之举，而从长远来看，更具有战略性的意义。”左小蕾的理由是，由于此次金融危机将促使中国经济由过去的依靠外需为主转向依靠内需为主。

对于出口这条线的走势，左小蕾持谨慎乐观的态度。她说，从总体上看，随着全球经济的缓慢复苏，需求量肯定还是上升的，但这个过程可能比较长，同时，还存在一些不确定性因素：一是目前美国“变相”加印钞票。会否造成全球流动性泛滥，美元贬值，人民币大幅升值，从而影响中国产品的出口？二是随着中国土地成本和劳动力成本优势的下降，产品在国际市场上的竞争力也会相应下降；三是政府在鼓励出口方面的政策筹码已经越来越少了，而且有些问题并不是国内政策能够解决的。

董先安分析说，一季度GDP显示中国经济仍在泥沼中苦苦挣扎，目前出现的复苏势头仍然脆弱。短期经济回升有所放缓，主要是受到外需压制。二季度贸易数据会稍好。去年四季度因出口制造业和建筑业大幅滑坡导致的就业收缩的状况，在一季度稍改善，二季度加速。中国经济最坏的时刻已经过去，将进入上升通道，走出“V”字型。

股市预期：温和震荡上行是主基调

“今年中国GDP增长率很可能达到7.5——8%区间，四个季度的增率分别为6.1%、6.5-7%、8-8.5%、9.5-10%。主要变数在下半年复苏加速状态。明年内地经

济高概率进入高增长温和通胀通道，利于A股市场。”董先安预计。

董先安同时比较关心CPI的未来走势及其带来的政策取向问题。他认为，今年2月CPI同比进入2003年以来首次同比负值区间，预计今年8月前后变正值。先前货币信贷政策调整灵敏，从环比趋势来看，通缩阴云正在迅速消散。3月PPI环比为-0.3%，比去年11月的-3.45大幅回升。预计年底将看到PPI、CPI同比双双正增长。如果下半年总需求加速回升，四季度甚至有货币信贷政策取向微调的可能。如果市场流动性大幅收缩，客观上将给股市以负面效应。

一季度经济数据出炉后的货币政策会有什么变化？对此，左小蕾认为，短期内不会发生太大的变化。因为当前国民经济运行中的主要困难是：受国际金融危机的影响，出口需求下降幅度较大，造成企业效益下降，财政收入减少，就业困难增多，经济存在着较大的下行压力。

左小蕾不愿意过多地谈及股市问题。只称作为经济“晴雨表”的股票市场应该而且会提前反应实体经济的发展变化趋势。“我个人认为今年股市机会比去年多，今年上半年的机会又要比今年下半年多一些。但都不会出现像2007年那样的单边上涨或者像2008年那样的单边下跌现象，而会以一种温和震荡上行的现象出现。”





现行的贷款管理模式将改变

银监会将公布“一指引三办法”评论

◎ 联合证券研究所

事件

银监会起草的《流动资金贷款管理办法》、《固定资产贷款管理办法》、《个人贷款管

理办法》和《银行业金融机构项目融资业务指引》即将公布（简称“一指引三办法”）。

评论

“一指引三办法”主要内容解读

1、将全方位改变现行的贷款管理模式。

从贷款的用途来看，商业银行的贷款发放可以分为流动资金贷款与固定资产贷款两类。此次的“一指引三办法”将推行“受益人支付原则”，要求银行直接将贷款资金划入最终收款人账户，严格治理信贷资金违规挪用。不过，此原则并非“一刀切”。这里的非“一刀切”除了体现在流动资金贷款管理上，也体现在固定资产贷款的管理上。

2、强调真实交易基础。

从具体程序来讲，重点强调了对贷款流程化管理体系的完善，要求借款人不得将贷款用于合同中未约定的内容。特别是在《固定资产贷款管理办法》中，强调了贷款发放需以借款人与第三方的真实交易为基础。

未来信贷是否将因此严重收缩？

1、票据融资的再审视

我们一直认为不能忽视商业银行对票据融资“套利”行为的风险审查，以及企业需要承担的“试错”成本。而3月份的短期贷款，特别是票据融资已明显收缩。可以看出，商业银行已经主动加强了对票据融资的规范化管理。

2、“一指引三办法”对正常的信贷发放影响不大

在流动性贷款的管理中提到的贷款“直接向第三方支付”的适用原则更多的代表着监管机构增加了对信用较差企业的贷款监控。因为对于“第三方支付”的主要适用原则是：流动性贷款中“新建信贷关系的客户、经营扩张急剧或主营业务不突出的客户、信用状况一般或有恶化趋势的客户以及各类大额交易的支付。”因此，这也是对市场普遍关注的贷款挪用问题给与了明确的制度监管。对于商业银行原有的信用品质较好的、稳定的贷款客户群体，影响不大。

而从固定资产贷款的管理办法来看，银监会要求商业银行未来按照项目进度将贷款资金支付给第三方，不得支付给借款人母公司统一支配，但母公司属于受益人的除外。实际上固定资产贷款中存在的信贷“虚增”规模是非常小的，据了解，以前四大行在这方面的监控就已经十分严格，其固定资产贷款基本都是专户管理。因此，整体来看，“一指引三办法”将有助于制约企业挪用贷款的行为，对商业银行而言，则是更好地从制度上提供了风险防范保护措施。从这个意义上，不会对信贷规模构成太大的影响。

3、2季度之后的信贷规模应较1季度会明显减少

1季度信贷天量存在着前期压制信贷规模的集中释放因素，我们认为未来信贷规模将出现收缩。但信贷逐渐减少才是正常现象，更有利于经济健康的发展。根据我们年初对全年M2增长目标17%的测算，在乐观估计外汇占款增速能到5%的情况下，今年的信贷额度需要达到7万亿

左右的水平。这样算来，还有约2.42万亿的额度在剩下的9个月里完成，未来3个季度里，平均每个季度新增2700亿元的信贷。需要说明的是，虽然2700亿元与1.8万亿元的数据相比，会造成信贷急剧刹车的感觉。但回顾我国在发展速度最快的2007年，月均新增信贷量也不过为2700亿元。而长期持续的“天量”信贷投放也必将对国内经济发展留下与通胀、投资过热、产能过剩等相关的诸多后患。

央行与银监会的博弈

央行当前的工作目标：维持经济稳定增长；银监会当前的工作目标：监控商业银行体系的风险。这两者之间存在一定的矛盾，故而政策制定与执行效力势必存在一定的博弈。这种博弈，将体现在政策以及相关监管办法的执行效力可能被“打折”。实际上，我们从本次银监会的“一指引三办法”中就能看出，贷款发放的“受益人原则”其实是银监会对商业银行信贷监管要求的重申，并非是完全新鲜的内容。但这套制度出台之后，其操作性如何还值得商榷。在操作性上，最大的问题存在于流动资金贷款无明确的项目。如果此次的办法在执行上采取非常严格的准则，将很难划清“真实”和“虚增”的界限；而如果措施不十分严格，又无法起到预想的作用。

央行近期的公开市场操作明显加大，近2周都呈现为资金净回笼，这代表着央行认为商业银行体系的流动性过于充裕，但央行短期内不会明显转向。未来商业银行的流动性将仍然维持适度充裕的状态。📈

开心一刻



早餐与食欲

一位有钱的绅士，清晨在路上散步。迎面来了一个流浪汉，绅士很有修养，他问道：“早上好！”

“早上好，你这么早出来做什么？”

“我出来走走，看看能否为我的早餐增进点食欲。”绅士接着又问道：“你这么早出来想做什么呢？”

“我出来走走，看看能否为我的食欲弄到点早餐。”





二季度资金供给 与股票供给情况分析

◎ 联合证券研究所

资金供给

共同基金类

全市场目前共有453支非货币型基金产品，依照2008年年报披露的数据，所有非货币型基金资产净值总额为16512.5亿元，其中股票投资市值为9231.2亿元，占基金资产净值总额的56%。假定各类型基金投资于股市的比例均触及同类产品股票投资比例上限，我们计算了其潜在资金供给上限。

表1、2008年年报披露的基金股票规模与仓位

类型	数量	股票市值	资产净值(亿元)	股票仓位	股票上限	资金上限(亿元)
保本型	7	2.33	147.27	1.58%	30%	41.85
股票型	218	6390.72	8776.34	72.82%	95%	1946.80
混合型	129	2822.80	4727.44	59.71%	60%	13.66
债券型	99	15.37	2861.44	0.54%	20%	556.92
总计	453	9231.22	16512.49	55.90%	-	2559.24

数据来源：联合证券研究所

此外2009年一季度共有20只新基金正在发行，其中包括7只股票型基金、10支债券型基金以及3只混合型基金。新基金募集资金额为325.67亿元，按照投资比例上限的假定，潜在投入股市的资金上限为203.72亿元。

总体而言，共同基金潜在的资金供给上限为2763亿元。

保险机构类

根据保监会资料，截至2009年1月底，保险公司总资产3.38万亿元。保险公司资金运用余额3.06万亿元，其中银行存款和债券占比83.9%，股票和基金占比13.9%，其他投资占比2.2%。按照20%的权益投资比例上限计，保险机构潜在的可投入资金量为1867亿。

券商集合理财规模及资本金规模

券商集合理财规模

截止2008年底，10家券商发起运作的17只集合理财产品报告了其规模和经营状况。这17只集合理财产品在2008年度末总额为491.79亿元，其中股票投资市值为58.63亿元，平均股票仓位为11.92%。

券商集合理财产品可投资于股市的资金比例变动灵活，我们以95%作为其投资比例上限计，集合理财产品可入市资金上限为408.57亿元。

券商资本金统计

根据证券协会的统计数据，截至2008年12月31日，107家证券公司报表总资产为1.2万亿元、净资产为3585亿元、净资本为2887亿元，受托管理资金本金总额为919亿元。

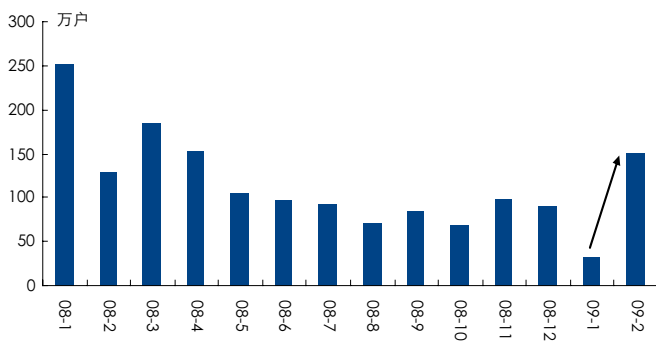
证券公司可入市资金按照净资本100%的上限估计，资金规模为2887亿元。从目前披露的几家券商年报来看，各证券公司的持仓比例普遍不高，平均只有10%左右，以此比例测算，券商资本金潜在的可投入资金约为2598亿元。

散户资金规模

根据中登公司的最新统计数据，2009年2月份A股新增个人开户数为152万户，比1月份大幅增长373%，而2月末的A股个人开户数总额为1.23亿户。

由于证券公司2008年年报尚未披露完全，尚无法得知确切的证券帐户客户资金存款总额的确切数字；但依照经验数据，资金规模达到8万元左右的证券帐户的占比一般为20~30%，以20%计算的话整个A股个人帐户的资金总额约为19608亿元。假设当前市场平均的个人持仓比例为70%，那么潜在可以投入市场的散户资金规模大约为5882亿元。

图1、A股月度新增个人开户数目



数据来源：联合证券研究所

QFII资金规模

截止到2009年3月底，获批QFII共计79家，其中有53家已有额度记录。根据Wind资讯的统计，53家QFII在三季度末总额度为106.7亿美元，经过汇率调整(按1美元=6.83人民币计)，QFII额度为728.76亿人民币。

最新的统计数据显示，2008年底39家QFII持股总市值为78.53亿元人民币，较2008年三季度大幅减少74%，QFII平均仓位为10.78%，潜在入市资金余额为650.23亿元。

央企增持资金

2008年4月起，中期票据发行再度破冰，由于发行主体为信用评级AAA级以上的国家部委或国有大型企业，因此实际上以3~5年为融资期限的中期票据为央企融资提供了极为便利的条件，这部分资金常用于央企增持。

目前已发行中期票据的上市公司有77家，其中20家在2008年2季度完成中期票据发行；22家在4季度完成中期票据发行，35家是在2009年一季度完成发行。以上77家大型国企发行的中期票据总额为3408亿元；其中09年1季度发行总量为1661亿元。

综合以上六项资金来源的数据，二季度证券市场可能的最大资金供给量为17570亿元，如果剔除使用情况不明的中期票据，最有可能投入A股市场的资金存量约为14000亿元。

限售股解禁情况

限售股存量数据

依照中登公司2009年2月披露的最新数据，沪深两市累计产生限售股4679亿股，其中已经解禁的1584亿股，仍有3095亿股限售股尚未解禁；累计减持的已解禁限售股份为303亿股，占已解禁限售股的19%。

二季度解禁数据

二季度A股市场共有657亿股各类限售股解禁，按照3月底的市价计算，市值合计约6727亿元，其中绝大部分都是股权分置限售股份，占到全部解禁股份的80%。

这里列出了2009年二季度解禁数量排名前10的上市公司名单，值得投资者重点关注。

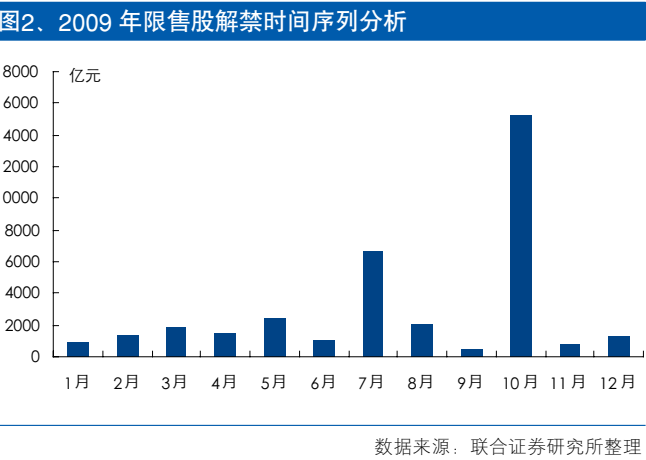
按解禁的时间序列分析，2009年二季度解禁股的规模要略高于1季度，但是明显小于三四季度，全年的解禁高峰为7月和10月，总体来看二季度限售股解禁的压力不大。

表2、2009 年2 月披露限售股解禁数据（亿股）									
	上海市场			深圳市场			沪深合计		
	大非	小非	合计	大非	小非	合计	大非	小非	合计
累计产生股改限售股份数量	2,923.0	526.4	3,449.5	1,014.9	224.6	1,239.6	3,938.0	751.1	4,689
未解禁股改限售股份存量	2,075.2	137.6	2,212.8	778.9	103.1	881.96	2,854.1	240.7	3,095
当月解禁数量	87.7	28.0	115.7	19.7	2.43	22.12	107.39	30.4	137.8
累计解禁数量	836.2	388.8	1,225.0	236.0	121.6	357.62	1,072.2	510.4	1,584
累计解禁占比 %	28.6%	73.9%	35.5%	23.3%	54.1%	28.85%	27.23%	68.0%	33.8
当月减持数量	3.1	4.1	7.2	1.45	1.53	2.98	4.6	5.64	10.2
累计减持数量	59.9	140.5	200.4	35.9	66.8	102.6	95.8	207.2	303.0
累计减持占比	7.2%	36.1%	16.4%	15.2%	54.9%	28.7%	8.9%	40.6%	19.1%

数据来源：联合证券研究所整理

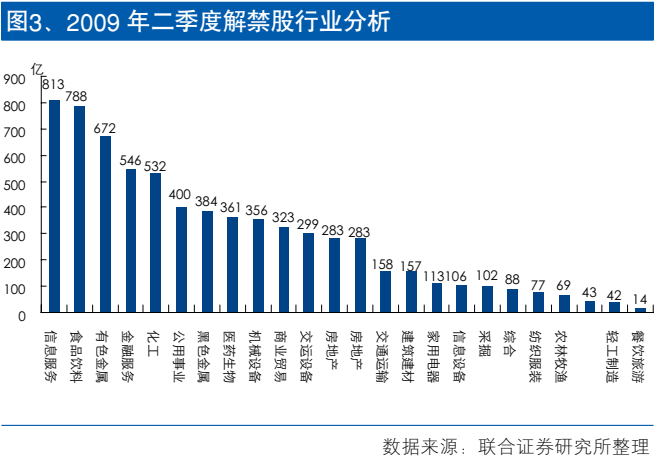
表3、2009 年解禁数量排名前10 的上市公司				
股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(亿股)	流通股份类型
600050.SH	中国联通	2009-05-19	107.55	股权分置限售股份
600519.SH	贵州茅台	2009-05-25	4.89	股权分置限售股份
601899.SH	紫金矿业	2009-04-27	49.25	首发原股东限售股份
000562.SZ	宏源证券	2009-06-22	9.16	定向增发机构配售股
600015.SH	华夏银行	2009-06-06	15.57	股权分置限售股份
000825.SZ	太钢不锈	2009-06-22	26.70	定向增发机构配售股
600000.SH	浦发银行	2009-05-12	6.49	股权分置限售股份
600309.SH	烟台万华	2009-04-24	8.40	股权分置限售股份
600058.SH	五矿发展	2009-04-05	5.23	股权分置限售股份
601001.SH	大同煤业	2009-06-23	5.06	首发原股东限售股份

数据来源：联合证券研究所整理



从行业上分析，二季度解禁规模靠前的行业为信息服务、食品饮料以及有色金属板块，解禁压力最小的行业是电子元器件、轻工制造以及餐饮旅游行业。

综合以上对资金供给和股票供给情况的分析，在不



考虑重启IPO 和创业板发行的情况下，二季度的资金供求关系相对充裕，但需要提醒投资者注意的是这种资金面的宽松只是相对而言，如果股市持续上涨，那么存量限售股减持的压力也将明显加大。

家电行业（增持）

产业政策有助 持续发展和估值提升

——电子信息产业振兴规划对彩电行业的影响

◎ 联合证券研究所



背景

09年4月15日，国家发布了《电子信息产业振兴规划》，其中明确提出：推进视听产业数字化转型，确保视听产品骨干产业稳定增长；突破新型显示器件等关键技术。

1、推进视听产业数字化转型。

《规划》说：支持彩电企业与芯片设计、显示模组企业的纵向整合，促进整机企业的强强联合，加大创新投入，提高国际竞争力。加快4C（计算机、通信、消费电子、内容）融合，促进数字家庭产品和新型消费电子产品大发展。推进体制机制创新，加快模拟电视向数字电视过渡，推动全国有线、地面、卫星互为补充的数字化广播电视网络建设，丰富数字节目资源，推动高清节目播出，促进数字电视普及，带动数字演播室设备、发射设备、卫星接收设备的升级换代，加快电影数字化进程，实现视听产业链的整体升级。

2、突破新型显示产业发展瓶颈。《规划》中说：统筹规划、合理布局，以面板生产为重点，完善新型显示产业体系。国家安排引导资金和企业资本市场筹资相结合，拓宽融资渠道，增强企业创新发展能力。成熟技术的产业化与前瞻性技术研究开发并举，逐步掌握显示产业发展主动权。充分利用全球产业资源，重点加强海峡两岸产业合作，努力在新型显示面板生产、整机模组一体化设计、玻璃基板制造等领域实现关键技术突破。

评论

1、规划虽对彩电行业的短期业绩影响并不大，但无论从刺激需求成长或是提升产业配套能力，规划对彩电行业中长期发展是极其有利的。

（1）继80年代扶持彩电行业之后，国家再次将彩电行业作为产业扶持重点。在彩电进

入资金密集型的平板显示时代，国家产业政策扶持是极为关键的，台湾、韩国的平板显示产业的成功发展与其国家层面的产业政策扶持有很直接的关系。虽然我国目前发展平板显示产业在时机上晚了2-3年，但凭借我国庞大的国内市场和在国内市场具备渠道和品牌优势的国内彩电企业，我国的平板显示产业仍有发展机遇。

(2) 无论是支持国内发展上游平板显示产业、或是我们一直看好的重点支持海峡两岸平板产业合作、或是支持企业技术创新、或是加快数字电视推广，这些都对彩电需求提升和彩电行业购建持续竞争力是极其有利的。

2、规划明确提出以面板生产为重点，加上近期京东方6代线的顺利开工，更多的6代线以上高世代线将在未来1年内快速启动，这有利于2年后国内彩电企业在上游国产化配套能力的提升。

虽然液晶面板行业目前处于景气下滑，且将持续1.5-2年左右，但市场仍担忧液晶面板行业回暖之后国内彩电企业竞争优势的下滑。此次国家明确提出“以面板生产为重点”，这是对之前规划草稿的明确和细化。京东方的6代线已投产，预计国内还将建设2条以上8代线或7.5代线，近期台湾、日本、韩国面板厂也频繁访问广东等地，合作正处于实质性突破前期，之后会陆续有高世面板生产线的合作和开工。这一点我们在之前报告中也多次提示。考虑到面板生产线1.5年左右的建设周期，我们认为2年后国内平板显示器件（液晶面板和等离子面板）配套能力将明显增强，这样，即使2年后全球液晶面板行业景气回升，国内彩电企业也不会再因为缺乏上游配套能力而缺乏议价能力。

3、加快数字电视推广进程有利于城市市场彩电更新需求的加速释放。

国内彩电需求以更新为主，之前由于数字电视推广较缓慢，数字电视信号源的不足使得消费者更换数字电视（以平板电视为主，以及数字CRT）的动力不足，此次规划明确提出加快数字电视推广，这将加快我国彩电更新需求的加速释放。而我国目前的CRT电视保有量高到4亿台以上，而目前平板电视保有量仅3000万台，08年平板电视（液晶+等离子）销量仅1500万台。数字电视推广加快将带来国内彩电需求的增长可持续3年以上，虽然这可能在1-2年之后方可见到具体效果，但这是完全可以预期的。

4、鼓励融资有利于彩电企业从资本市场融资，彩电企业的增发融资可能会启动。

此次规划明确提出：“国家安排引导资金和企业资本市场筹资相结合，拓宽融资渠道”，这样，海信的液晶模组项目、四川长虹的等离子项目，以及康佳在建的液晶模组项目，这为这些企业通过增发融资提供了政策支持。

5、支持彩电企业加大创新投入，彩电企业可获得更多的研发补贴。

此次规划明确提出“（支持彩电企业）加大创新投入”，彩电企业可获取更多的研发方面的财政补贴（TCL集团08年获得补贴收入为1.5亿元），考虑到彩电行业目前仍很低的盈利能力，金额以千万计的研发补贴一方面有利于企业在平板研发上的突破，另一方面也有利于改善上市公司的财务指标。

6、三四级市场和农村市场平板需求崛起，国内彩电企业对上游议价能力提升，毛利率可稳定并逐步提升。

我们强调：随着国内三四级平板市场和农村平板市场的崛起（预计1年后可占国内平板市场的50%以上），而在这一市场国内彩电企业更具渠道优势（内外资平板销量比例可在8:2以上），即使未来在一二级市场上

面临外资品牌的反扑（内外资平板销量比重从7:3恢复到5:5或6:4），国内彩电企业也可保持整体市场份额的领先和逐步提升。国内主要彩电企业在2010年的液晶电视销量可望达到500万台以上，占单一液晶面板厂出货量的20%以上，规模采购优势使国内彩

电企业在面对上游时更具议价能力，即使面板行业短期出现供给紧张局面，国内彩电企业也可摆脱之前采购规模过小受制于上游的不利状况。

另一点需强调的是：由于一二级市场面临外资品牌的竞争，国内彩电企业在一二级市场的盈利能力低于三四级和农村市场。随着三四级和农村市场的崛起，国内彩电企业的毛利率和盈利能力都可逐渐改善，潜在提升空间仍较大。

7、考虑到彩电行业未来几年的高成长性和成长的确定性，虽然部分企业1季度业绩受面板短期缺货、CRT销量和毛利率大幅下滑的不利影响，但我们仍认为彩电行业的投资机会才刚开始，行业的成长是渐进的、可持续的，仍维持对彩电行业的“增持”评级，维持对海信电器和深康佳的“增持”评级。



化工行业（中性）

磷化工一体化、 精细化获取超额收益

© 联合证券研究所

需求下降，磷化工自2008年三季度进入下降周期，四季度见底，如今处于低谷期，行业微利。一些拥有成本优势和技术优势的企业仍然可以在行业低谷获得超额收益。兴发集团和澄星股份也因而凭借矿、电、磷一体化的产业链和高附加值产品而获取盈利。

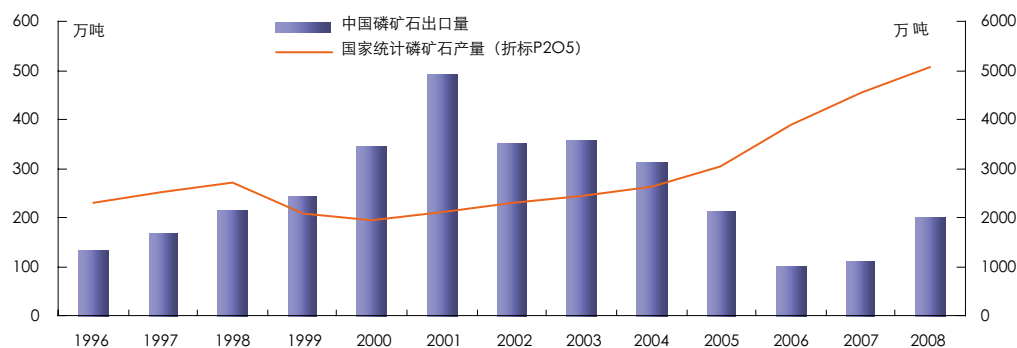
出口政策没有松动

2008年以来我国对磷化工行业制定了较为严厉的出口关税政策，分别增加征收暂定税率和特别关税，用以限制低附加值的资源类产品出口。2008年12月商务部下调了部分产品的特别关税，但是仍然维持在很高的水平。

2009年3月国家对部分纺织、轻工产品上调了出口退税率，其中没有涉及到磷化工产品。

自2009年1月1日起，商务部对我国磷矿石出口实行出口配额许可证管理，2009年磷矿石出口配额总量为150万吨。

图1、国内磷矿石出口情况



资料来源：中国石化协会

国内磷矿石价格平稳

云南省对磷矿石出省进行了严格限制，云南省内销售矿石价格与外省销售价格走势独立。

黄磷09年消费量总体下降，磷肥虽然消费量同比可能会有所增长，但是主要消化库存。因而我们判断国内磷矿石的总体需求量下降，磷矿石库存较多，却仍然维持了稳定的价格。

2007年开始此轮国内磷矿石价格涨幅远远小于国际，因而也为国内的磷矿石价格提供了安全边际。当前国内磷矿石价格水平是摩洛哥离岸价格的1/3左右。

国际摩洛哥磷矿石离岸价格在2008年四季度大幅度回落，但是目前价格仍然比此轮上涨之前高出一倍。

黄磷价格开始季节性下跌

随着丰水期逐渐到来，四月份是黄磷价格的重点关注时期。目前黄磷价格已经开始回落。

根据我们的对云南省黄磷生产成本的测算，我们预计09年丰水期云南省黄磷价格将回落至1万元左右，较目前降幅20%。

食品级磷酸离岸价格短期见顶

下游的工业级磷酸和磷酸盐产品利润稳定，产品价格随黄磷价格波动。2008年4月对工业级磷酸征收特别出口关税前，国内食品级磷酸和工业级磷酸价差在500元/吨之内。征收特别出口关税之后，国内工业级磷酸失去成本优势，国内食品级磷酸出口却没有受到限制，食品级磷酸离岸价格远远高于工业级磷酸，价差目前达到1700元/吨。

对于生产企业来说除去包装费、运输费，食品磷酸的实际售价比工业级磷酸目前高200-300元/吨，并没有体现出明显的盈利能力。

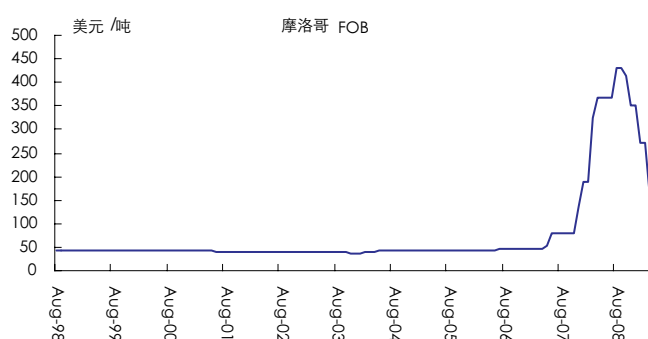
食品级磷酸的盈利能力虽然没有明显提高，但是销量同比没有下滑，帮助企业可以实现稳定的现金流。

国内食品级磷酸出口也拉低了国际工业级磷酸的价格，导致国际食品级磷酸和工业级磷酸价差逐渐收窄，我们判断食品级磷酸离岸价格基本见顶。

投资建议

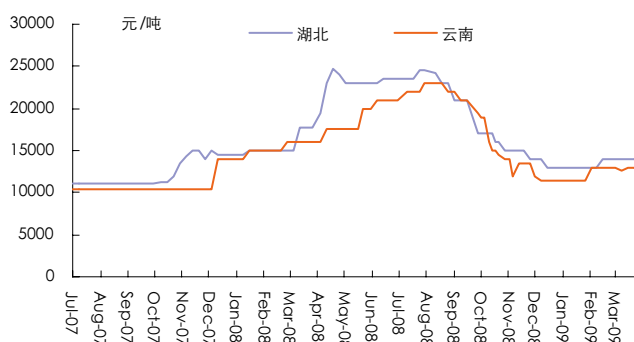
当前兴发集团和澄星股份两公司09年PE20倍，PB3.5倍，估值基本合理。我们需要进一步关注行业发展趋势，下调磷化工行业至“中性”评级。

图2、国际磷矿石价格回落



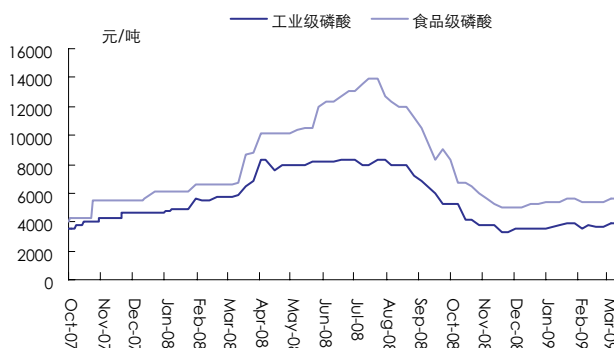
资料来源：中华商务网

图3、国内黄磷价格



资料来源：中华商务网

图4、国内食品级磷酸价格远远高于工业级磷酸



资料来源：中华商务网

表1、盈利预测

	08EPS	09EPS(E)	10EPS(E)	09PE	10PE	PB
兴发集团	1.17	0.78	1.09	21.7	15.5	3.8
澄星股份	0.18	0.26	0.31	29.4	24.7	3.3

资料来源：联合证券研究所

忽如一夜春风来

◎ 联合证券研究所

成交金额、股指双升，助推经纪、自营双丰收

09年1季度，股基成交金额9.4万亿，达到最近4个季度内新高，环比猛增81%；上证综指实现了最近6个季度的首次正增长，相对期初上升了30%。作为国内证券行业最主要的两大收入来源，经纪、自营业务由此受益，实现双丰收。

经纪业务受益排序：国元、长江、东北

09年1季度证券市场成交金额猛增，而各券商从中的获益程度各有不同，主要取决于各券商的经纪业务利润增长情况以及经纪业务在公司营业利润中占比。

根据以下的分析图解，我们将关注各支线末端：经纪业务利润在营业利润中占比、佣金率、市场占有率、市场成交金额、经纪业务利润对收入的弹性，从而对各券商经纪业务受益程度进行排序。

1、从经纪业务利润在营业利润中占比来看，上市券商排名前三位依次为国元、东北、长江。

2、从佣金率来看，我们重点关注各券商的佣金率改善情况。考虑到不同券种适用的佣金率差异较大，给予相同权重来测算佣金率会导致可比性较差，因此我们使用加权法来计算各券商的佣金率水平。根据我们测算，最新季度股票佣金率环比增长排名前三位依次为国金、中信、长江。

3、从市场占有率来看，我们重点关注各券商的市场份额提升情况。同样使用加权法来

图1、单季股基成交金额

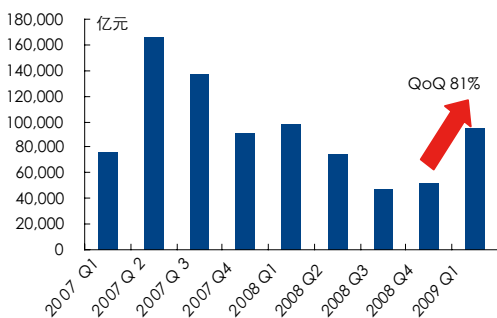
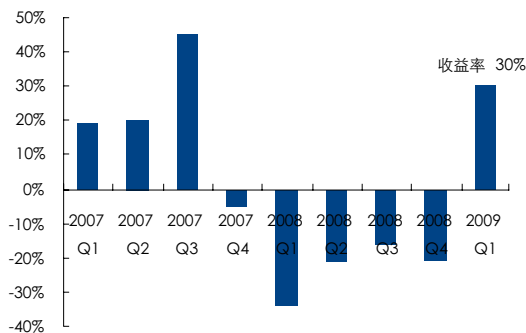
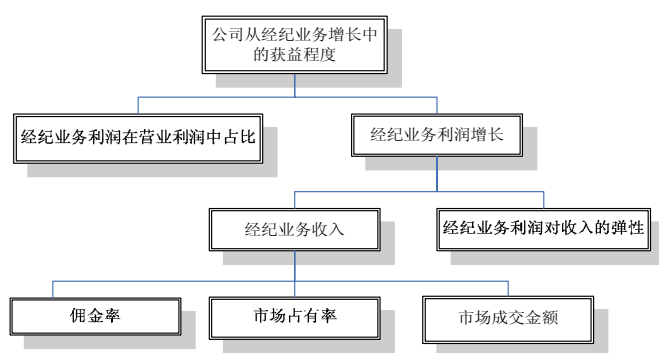


图2、单季上证综指收益率



数据来源：沪深交易所，联合证券研究所。

图3、券商从经纪业务增长中获益程度分析图解



数据来源：联合证券研究所。

剔除不同券种对券商佣金贡献度差异的影响，分别给予股票、基金、权证、债券交易金额1、10/13、4/13、2/13的权重，以计算各券商经纪业务折合成股票交易额的市场份额。

根据我们测算，1季度折合成股票交易额的市场份额环比上升排名前三位依次为国金、东北、太平洋。

4、从经纪业务利润对经纪业务收入弹性来看，我们重点关注弹性大的券商。经纪业务营业成本分为固定成本和变动成本，前者包括固定资产折旧、员工固定薪酬等；后者主要为与佣金挂钩的浮动薪酬，即变动成本与经纪业务收入呈正比。

我们根据各券商历史经纪业务营业收入、营业利润进行回归分析，由此测算出：经纪业务利润对经纪业务收入弹性最大的前三位分别为国元、长江、宏源。

5、从证券市场交易额来看，使用同样的加权法，09 Q1折合成股票口径的交易金额同比增长67%。

由于证券行业基本无季节因素影响，同时考虑信息的时效性，我们主要使用环比数据来衡量各券商09 Q1经纪业务对营业利润贡献。结合以上各券商经纪业务利润在营业利润中占比、佣金率、市场份额、利润弹性、证券市场交易额，我们对各券商1季度经纪业务贡献进行测算，受益增长程度最大的前三位券商依次为：国元、长江、东北。

自营业务受益排序：太平洋、宏源、长江

尽管各券商在08年度均对权益类投资进行了不同程度的减仓，但09年1季度上证综指高达30%的涨幅依然为各公司贡献了不菲的投资收益。以上证指数收益率来简单模拟权益类资产收益率，预计自营业务权益类投资收益对ROE贡献排名前三位分别为太平洋、宏源、长江。

行业前景：乌云背后有阳光

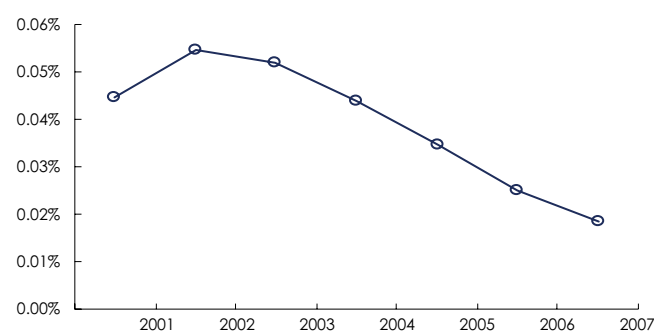
佣金率高速下滑期仍未结束

关于佣金率，无论是供给方的市场竞争驱动，还是需求方的投资者机构化驱动，未来继续下调乃是大势所趋。根据我们测算，截至07年，美国交易所上市股票平均交易佣金率已降至0.02%，远远低于国内的0.13%。随着未来国内牌照照这一行政控制的进入壁垒放开，行业的垄断特性消失，国内证券行业的佣金率将会进入加速下滑期。

创新业务将逐渐弥补经纪业务下滑缺口

美国在1975年实施佣金市场化之后，NYSE会员收入结构中佣金占比从1976年的46%迅速下降至2000年的14%。其中，施行佣金市场化随后的10年（76~85年）下降速度最为明显，10年间下降了25%，而其后的15年间（86~00年）也仅下降7%，如果以此推算的话，中国至少要到2012年才能结束佣金率的快速下滑期。

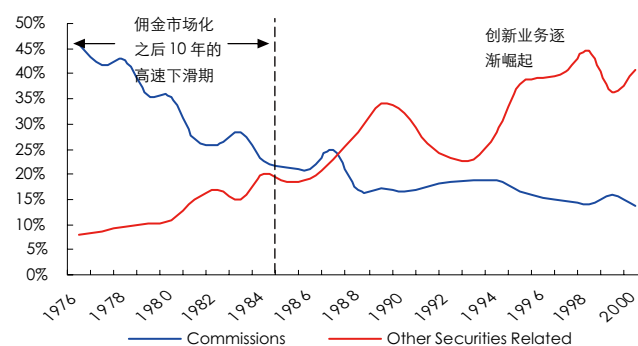
图4、美国交易所上市股票平均交易佣金率



数据来源：SIF，联合证券研究所。

注：以交易双边征收佣金计算。

图5、NYSE 会员收入结构中佣金和创新业务收入占比



数据来源：SIF，联合证券研究所。

另一方面，值得欣慰的是，佣金占比的不断下降对应的是以创新业务为主的其他证券相关业务的逐渐崛起。

也正是由于创业业务的不断成长，尽管佣金率下降导致经纪业务贡献逐渐减少，但在佣金市场化之后的25年里，美国NYSE 会员的税前利润年复合增长率仍然高达14%。

我们认为，直投、融资融券等更多创新业务的逐步放开，正是为国内证券行业提供了盈利多样化的机会，从而弥补经纪业务贡献逐渐下滑的缺口。

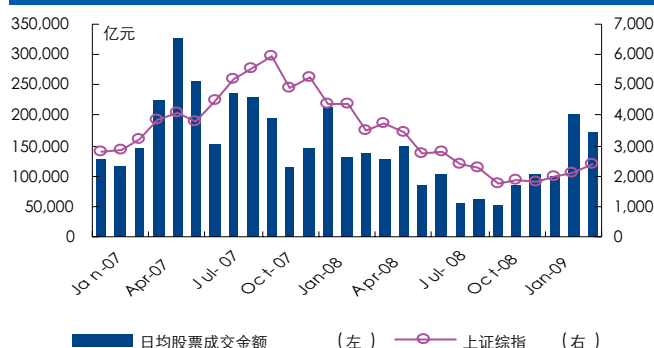
09 全年证券成交金额值得期待

关于09 年未来3个季度的证券市场成交金额，我们持相对乐观态度。09年1季度的股指上扬主要受益于流动性充裕以及宏观经济转好预期，在可预期的09全年“不差钱”背景下，流动性仍将保持持续充裕，09 年未来3个季度股指和成交金额因此预计仍将会有不错表现。

09 Q1 股票日均成交金额高达1629 亿元，平均流通市值换手率164%。考虑到未来流通股解禁影响，股票成交金额短期受益于新的交易者入场带来的增量交易，而中长期则可能受损于股票供给增加导致股价上行压力进而影响成交金额。



图6、日均股票成交金额&上证综指



数据来源：SIF，联合证券研究所。

注：以交易双边征收佣金计算。

因此，我们假设09 全年平均流通市值换手率相对09 Q1 简单年化的656%下降30%，同时假设09 全年上证综指收益率为40%，对应指数2549 点，与最新值相当，由此测算全年股票日均成交金额为1502 亿元。

服务部升级影响市场份额格局

关于各券商市场份额变化，近两年影响较大的事件之一是服务部升级营业部。根据证监会要求，各券商必须在2010 年8 月底之前完成服务部升级。目前国内券商营业部共有3144 家，而服务部有1049 家，为当前营业部数量的1/3。由于受到无“现场开户”资格的限制，服务部对公司经纪业务的贡献一直不能完全施展开来，随着未来顺利升级成为营业部，服务部对于公司市场份额的贡献将会迅速显露出来。我们重点关注服务部数量占公司营业部数量较大比例的券商，

排名前三位依次为太平洋、国金、东北。

表1、各券商服务部数量/营业部数量

	服务部数量	营业部数量	服务部数量/营业部数量
太平洋	11	18	61%
国金	7	15	47%
东北	20	45	44%
国元	19	49	39%
中信系	66	182	36%
中信证券	9	41	22%
中信建投	30	92	33%
中信金通	19	22	86%
中信万通	8	27	30%
长江证券	13	56	23%
海通证券	21	123	17%
宏源证券	1	50	2%

数据来源：伟海，联合证券研究所。

跨行业及同业间估值比较

金融子行业比较：证券、银行相比保险处于深度折价中

估值考量的最重要的两个指标是盈利性和成长性。我们对国内金融行业3个子行业进行比较，选取银行、保险、券商中最有代表性的公司：招商银行、中国平安、中信证券。

从盈利性的角度来看，3家公司过去5年（03~07年）的ROE均值排序为：招商银行15.3%，中国平安12.7%，中信证券12.1%。

从成长性的角度来看，3家公司过去5年间（03~07年）的净利润复合增长率排序为：中信证券218%，中国平安164%，招商银行162%。排序刚好与盈利性排序相反，尽管中信证券在成长性排序中的较大领先优势得益于07年牛市影响，但是，对于中国平安和招商银行而言，07年也同样是其利差、息差的历史高点。从长远来看，3个子行业均处于行业发展初期，银行非息差业务提升空间巨大；保险的密度、深度仍有很大挖掘潜力；证券行业创新业务发展前景光明；3者成长性难较高下。

从3家公司的历史估值水平来看，自07年3月平安上市的可比时点算起，两年来刚好跨越牛熊市，可参考性较强。PB估值下，历史均值排序为：中信证券6.1，招商银行5.5，中国平安5.0，3家公司历史PB比值为1.22：1.10：1，而最新比值已降至0.78：0.75：1。由此来看，相比中国平安而言，中信证券和招商银行均处于深度折价中。

证券同业比较：大小券商各具优势

从同业估值比较来看，毫无疑问，大型券商具有绝

对的估值优势，而小券商由于业绩弹性大，估值相对较高。理论上讲，小券商流通市值小，流动性弱，应该给予折价，但该逻辑适用的前提是同类产品供给充分，而目前国内上市的券商一共才9家，大券商业绩弹性又略显不足，再除去亏损的券商，所剩寥寥，因此有限的股票供给面对充裕的渴望分享证券行业业绩增长的投资需求，终难背离供需决定价格的经济规律。

总体来看，我们认为，大小券商各具优势，根据不同投资者的风险偏好，我们构建两类投资组合。

1、进攻型投资组合：国元、长江、东北。

优势——业绩弹性高；

劣势——估值较高、股价波动大。

2、稳健性投资组合：中信、海通。

优势——估值低，稳健成长。

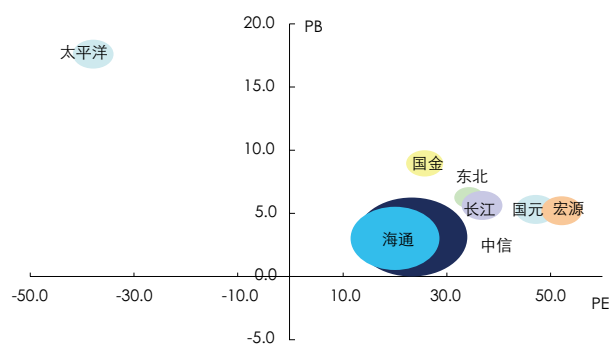
劣势——业绩弹性低。

我们对证券行业首次评级“增持”。主要理由：

1、业绩提升：受益于09年充裕的流动性，预计证券市场仍将维持较高的成交金额以及股指的正收益，券商利润中占比最大的经纪、自营业务由此受益。

2、估值提升：一方面，无风险利率以及其他投资品收益率的走低降低了投资者要求的必要回报率，进而提高股市的整体估值；另一方面，以直投、融资融券为代表的创新业务将打开券商新的盈利通道，证券行业的估值水平将因市场对创新业务成长性进行重新定价而获得大幅提升。

图7、各券商估值水平



数据来源：公司数据，联合证券研究所。

注：球体大小代表总市值。





业绩加速增长

增持
东华合创 (002065)

◎ 联合证券研究所

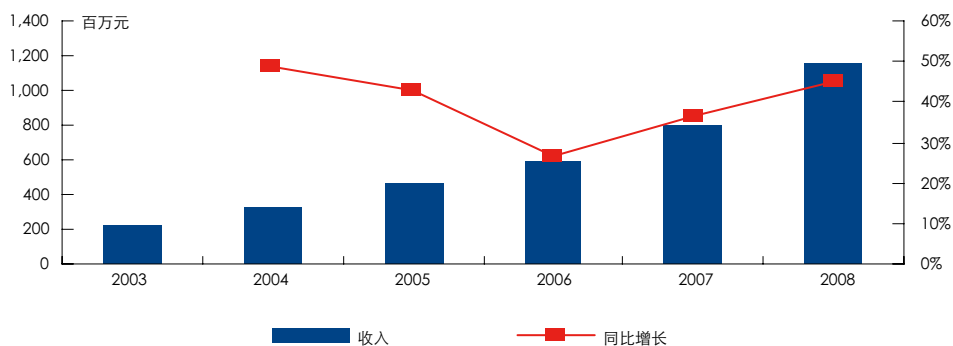
经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	798.2	1158.9	1752.3	2399.7	3158.2
(+/-%)	31.6	45.2	51.2	36.9	31.6
归属母公司净利润（百万元）	94.7	177.7	283.6	392.9	499.9
(+/-%)	30.8	87.5	59.6	38.5	27.2
EPS（元）	0.33	0.63	0.90	1.17	1.48
P/E（倍）	69.5	37.1	27.1	20.9	16.5

2008年东华合创实现主营业务收入11.6 亿元，同比增长45.2%；归属于母公司的净利润为1.78 亿元，同比增长87.6%。2008 年每股收益为0.64 元，与我们的预期基本一致。

2008年开始合并联银通的报表。2008 年联银通的收入为1.6 亿元，扣除后东华合创的08 年收入为10.0 亿元，同比增长25.3%；扣除后净利润为1.4 亿元，同比增长49.4%。

2006年上市以来公司的收入呈现加速增长的态势。我们在2008 年9月的东华合创深度研究中指出资金和客户关系是IT 服务公司的核心竞争要素。上市所获得的资金使IT 服务企业在上市以后的一段时间内快速增长，我们观察到华胜天成上市后也有类似的成长轨迹（华胜天成2004 年上市，2003－2006 年的收入年均增长37.7%；东华合创2006 年上市，2005－2008 年东华合创的收入年均增长35.9%）。

图1、东华合创的历年收入和收入同比增幅



数据来源：东华合创数码科技股份有限公司历年财务报告

2008年系统集成的收入为8.8 亿元，同比增长39.1%，占总收入的比重为75.8%；软件业务的收入为1.1 亿元，同比增长43.4%，占收入比重为9.5%；技术服务的收入为1.4 亿元，同比增长159.9%，占收入比重为12.0%。与2007年相比，三项业务的收入都快速增长，系统集成业务占总收入的比重下降。2006 年以来系统集成业务占收入的比重持续下降，我们认为部分原因是公司重视软件和服务业务，另一方面也是国内客户的IT 投资逐步偏向软件和服务所致。

在收入的行业分布中，金融、政府所占比重最大，而且增长速度也比较快，分别同比增长120.1%和34.6%。金融行业的收入迅速上升是收购联银通的最直接结构。计算机服务业的收入达到9545万元，同比增长378.5%。来自计算机服务业的收入主要是向其他系统集成厂商提供软件产品，显示公司的相对技术实力上升。

2008年的毛利率达到25.35%，较2007年的21.21%显著提高。系统集成业务占收入75.8%，它的毛利率从8.4%提高到10.4%。毛利率较高的软件和技术服务业务的收入比重上升也提高了盈利能力。未来系统集成业务毛利率进一步提高的空间有限，业务结构优化可使盈利能力进一步提高。

2008年末订单金额达到18.6 亿元，上年末为12 亿元。IT 服务厂商上一年的订单是下一年收入的重要指

针。2008末的存货和预收款分别比上一年末上升83.2%和110.8%。存货源自公司在2008 年承接的项目，收入基本上应于2009年确认；预收款是收到客户的合同款。两个科目的余额大幅增长揭示2009 年的收入会强劲增长。

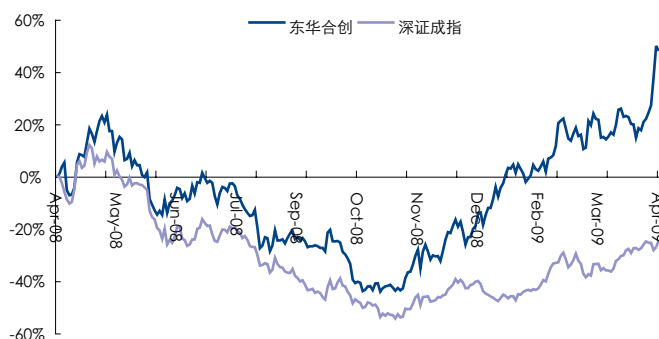
公司在2009 年经营计划中明确指出将有计划地选择在行业细分市场具有领先地位的公司进行战略合作或者并购。2007年东华合创收购联银通使前者的2008年业绩大幅增长。

我们也观察到最近一段时间内购并是领先的软件和IT 服务厂商不约而同的选择。

预计09、10和11年的收入分别为17.5、24.0 和31.6 亿元，净利润分别为2.5、3.3 和4.2 亿元，每股收益分别为0.90、1.17 和1.48 元。维持“增持”的投资评级。

预计公司09.10.11年每股收益分别为0.90、1.17 和1.48 元。维持“增持”的投资评级

最近52 周股价表现



开心一刻



吃草

一个长时间受到饥饿折磨的穷汉看见一位阔太太坐在自己屋旁的椅子上，为了引起她的同情，他便跪在地上，吃起草来。

“啊！可怜的人，你在干什么？”

“太太，我饿极了，准备吃草！”

“这多么可怕啊！”她的眼睛充满了同情，“你能不能到我院子里来一下？”她稍微沉默了一下，“我们那里的草长得比这里的更长，更多汁！”



深振业A (000006)

增持

远超预期 ——振业城销售调研简报

© 联合证券研究所

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	1024.0	883.9	1065	2321	3349
(+/-%)	-18.4	144.1	4	118	44
归属母公司净利润（百万元）	257.7	235.4	76	362	372
(+/-%)	19.2	81.8	-71	376	3
EPS（元）	0.51	0.46	0.15	0.71	0.73
P/E（倍）	18.5	20.3	63	13	13

别墅销售超预期，推盘速度望加快

振业城二三期别墅于3月28日开盘，首批推出24套联排别墅单位，中间单位售价均价15000元/平米，两头单位均价17000元/平米，比我们之前的预期售价超出33%。

超出我们预期的还有振业城的销售速度。3月28日开盘，公司首批推出24套联排别墅单位，很快就销售一空。截至4月10日，公司共推出73套单位，售出66套，仅剩余7套未售。

如此快的销售进度也远超公司原先预期。先期推盘的热销，我们判断公司推盘速度有望加快。

多重优势助项目热销

振业城别墅出现热售，我们认为原因主要在以下几点：

1) 深圳市场回暖

深圳市场整体出现回暖，很多楼盘出现了热售，振业城推出时机较好，受益于市场的回暖。我们同时调研了与振业城紧挨的中海大山地，在现场同样观察到旺盛的人气，事实上，中海大山地同样出现了热销。

2) 基础设施建设提速，交通不便将彻底改观

振业城位于深圳市龙岗区横岗六约，紧邻深惠公路和地铁三号线六约站。当前深惠公路

扩宽工程和地铁三号线正如火如荼进行中，2011 年深圳大运会前将投入使用。两条枢纽工程通车后，振业城至关内各区时间将缩短至半小时内，当前交通不便因素将彻底改观。

3) 社区功能完善，小区环境优美

振业城项目总占地面积42 万平米，总建筑面积54 万平米，周边项目中规模最大。项目实行全封闭式管理，定位低密度大户型开发，高层项目也全部为200平方米以上的大户型，有利于别墅项目的销售。

项目每期均配备了完善的商业及其他配套设施，充分保证了各期居住生活的完整性和便利性。项目自建了人工生态湖，优化了项目的居住环境，也是吸引购房者的重要因素之一。

4) 高比例送配为一大亮点

在我们实地调研中，还有一个比较强烈的感受就是室内面积比预想中的要宽敞，一个重要原因就是公司实行了高送配。不管是位于中间还是两端的别墅，赠送面积均达到1: 1，赠送比例要远高于一般的别墅项目。

5) 定价较为合理

振业城最大的竞争楼盘就是北面的中海大山地，项目类型也是联排别墅加高层。大山地联排别墅当前均价为17000 元/平方米，而振业城地理位置更加优越（靠近深惠公路和地铁三号线），且拥有人工生态湖资源，均价在16000 元/平方米左右，定价较大地更具优势。

此外，振业城一期的成功运作也给后期销售带来了帮助，实地调研了解到，现在购买别墅的不少客户即为一期住户所推荐，甚至有不少一期住户同时购买了二三期的别墅。

未来市场压力将来自高层销售

从当前情况来看，振业城的别墅部分快速去化已成定局。未来的市场销售压力将主要来自高层部分的销售。我们调研了解到，振业城二至五期的高层共有大户型768 套。

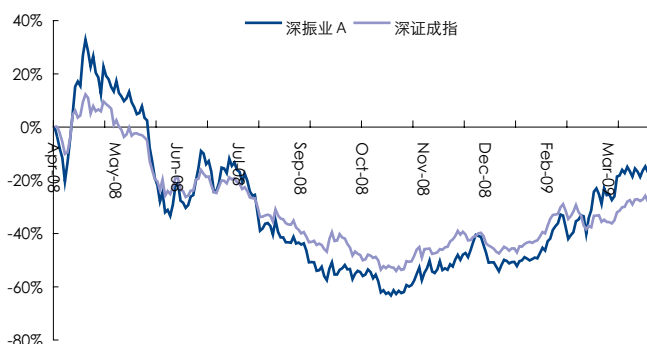
不过我们判断，随着深惠公路的扩宽和地铁三号线投入使用，振业城至关内各区的交通时间将缩短至半小时内，从而将大大提高振业城高层的市场吸引力。

上调盈利预测

基于振业城别墅项目售价超出我们原先预期，我们上调了公司盈利预测，调整后09-10 年EPS 分别为0.71 元和0.73 元，若增发完成，摊薄后09-10 年EPS分别为0.55 元和0.57 元，对应动态PE 均为17 倍，维持“增持”评级。

预计公司09-10年EPS分别为0.71元
和0.73元。维持“增持”评级

最近52 周股价表现



不值一万块钱

一位富翁指着眼前的森林说：“去年我太太在这片森林迷路差点没回来，幸亏一位上山砍柴的农民把她救了，后来我送他一万块钱表示感谢。”

“他收下了？”

他仔细看了看我太太，还给我五千块钱。”



上海电力 (600021) 增持

一季度成功扭亏

◎ 联合证券研究所

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	7787.3	9260.9	8626.0	9471.0	11587.5
(+/-%)	-1.2	18.9	- 6.9	9.8	22.3
归属母公司净利润 (百万元)	451.2	-1507.0	257.4	481.1	910.0
(+/-%)	12.1	-	-	86.9	89.2
EPS (元)	0.21	- 0.70	0.12	0.22	0.43
P/E (倍)	20.5	-	36.1	19.7	10.1

公司同时公布2008 年和2009 年第一季度业绩快报。2008年实现营业收入92.6 亿元，归属于母公司净利润-15.07 亿元，基本每股收益-0.70 元。2009 年第一季度扭亏为盈，实现归属于母公司的净利润0.38 亿元，每股收益0.018 元，2008 年一季度每股收益为-0.07 元。

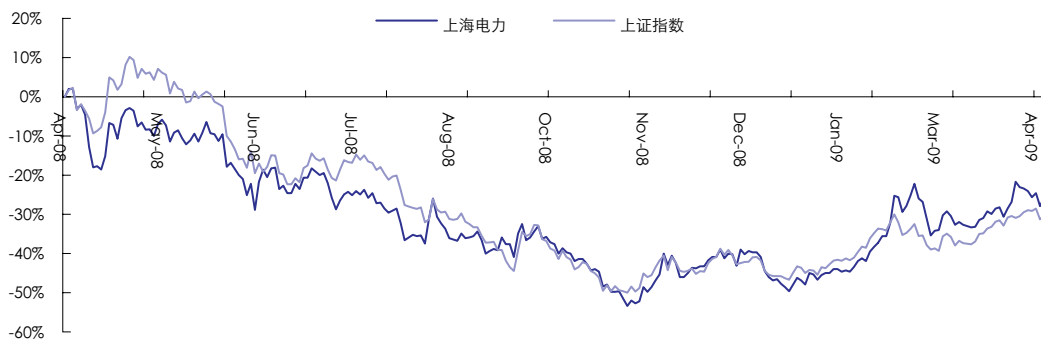
与我们的预测相比，2008年实际业绩高于我们的预期，我们预测2008 年每股收益-0.89 元，根据业绩快报提供的有限数据来看，主要差异在于对2008 年第四季度的营业收入预测偏低，但具体差异还须与正式年报对比。

2009年的一季度业绩符合我们每股收益-0.02 元的预测，公司实现了业绩的巨大转变，改善价值开始显现，小机组的逐步关停和外三的盈利是实现一季度扭亏的关键。我们预计，随着今年小机组的逐步关停以及用电高峰季节的来临，2-3 季度的业绩将好于一季度，我们维持当前的盈利预测。

在此我们再次重申我们的观点：上海电力多年来受到“小火电”这个资本杀手的拖累，2010 年世博会之前，“以大代小”将为公司带来巨大的价值改善空间，这一改善从业绩上将逐步释放，为公司带来高增长。

按照我们的预测，上海电力2009-2011 年的动态市盈率分别为36.1 倍、19.7倍、10.1 倍，目前价格具有安全边际。我们认为，今年年底到明年年初大机组投产和小机组的完全关停将成为股票价格的催化剂。我们维持公司“增持”评级。

最近52 周股价表现



中国平安 (601318) 增持

受益多元化 免于亏损

——中国平安08年报点评

© 联合证券研究所

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	165204.0	104216.0	139803	167405	195601
(+/-%)	53.1	-19.3	-15	19	17
归属母公司净利润 (百万元)	15086.0	-705.0	662	8311	10039
(+/-%)	105.5	-106.0	-96	1155	21
EPS (元)	2.05	-0.10	0.09	1.13	1.37
P/E (倍)	19.2	-410.9	431	34	28

非寿险业务弥补寿险巨亏

与我们此前预期一致（盈利预测08年EPS0.06元），公司08年终于在异常艰难的环境下实现了正的净利润。

08年归属于上市公司股东净利润6.6亿元，每股收益0.09元，同比下降了94.5%，主要原因归因于公司对投资富通的损失做了相当充分的计提，共227.9 亿元的减值准备，该金额甚至远远高于07 年牛市下公司净利润。也正是由于该笔巨额减值准备计提，使得平安寿险公司08年度亏损21.3 亿，此时，平安集团的业务多元化显露优势，尽管非寿险业务盈利在08 年也出现了下滑，但仍足以弥补寿险业务留下的巨大亏损窟窿。

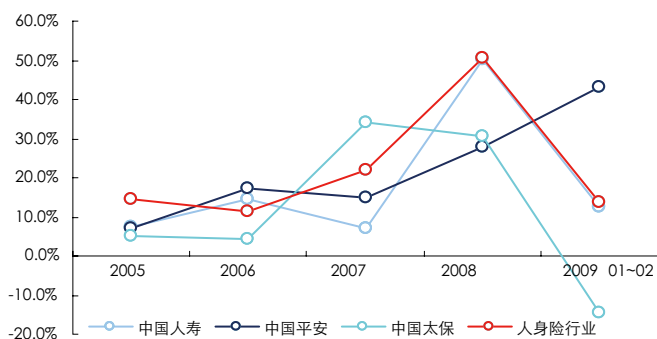
当然，事实上寿险公司本身的会计处理对于减少自身亏损也起到一定的帮助，主要体现在寿险责任准备金提取上。通常寿险总保费扣除健康险保费、意外险保费、当期退保金、赔

表1、中国平安各分部净利润 百万元

	2007	2008	YoY	业绩下滑原因
寿险	7,831	-2,134	-127%	计提富通投资损失
财险	1,484	408	-73%	雪灾、地震
银行	1,537	1,444	-6%	出售不良资产等
证券	1,492	550	-63%	经纪、自营下滑
其他	3,237	605	-81%	投资收益下滑
合计	15,581	873	-94%	

数据来源：公司数据，联合证券研究所。

图1、寿险保费增速



数据来源：保监会，联合证券研究所。

付净支出以及相关费用之后，计提寿险责任准备金，因此理论上后者占前者的比例应相对稳定。但是，我们发现，在03~05年该比值还属正常；而在06、07年该比值大幅攀升，公司提取了较多的准备金，主要包括万能险平滑准备金和分红特储；而到了08年，公司提取的准备金则相对较少，可以理解为优先消耗之前多提取的准备金储备，以平滑业绩。

08年四季度公司股东权益787.6亿元，季度环比增长5%，在过去4个季度中首次实现正增长。我们认为，随着国内股市触底启稳，公司下调权益类资产占比以及富通损失计提的一次性了结，公司未来基本告别净资产负增长，由此包含净资产在内的内含价值未来也将稳步上升。

保费增长持续、稳健

公司08年实现寿险保费1011.8亿元，同比增长27.8%。在国内寿险行业中，平安保费增速一直以来都并不是最高的，但却是最平稳的。

从险种来看，公司08年保费增长最快的为万能险和投连险，分别同比增长58%和47%，08年理财型产品的热销由此可窥一斑。从各险种占比来看，分红险和万能险依然是公司最重要的拳头产品。

由于公司08年寿险保费增速落后于行业水平，导致市场份额从07年的16%下降到14%。进入09年，公司大力扩张，个险和银保渠道一同发力，后者甚至显著高于前者。在保证个险保费稳定增长的前提下，公司计划09年适度增大银保的发展力度，一方面为了扩大增量利润（尽管利润率有所下降），另一方面也是为了保住甚至扩大市场份额，毕竟维持足够大的市场份额是保险精算的牢固基础，同时也是公司品牌的有力支撑。我们对公司09年保费增长持较为乐观态度，预计全年寿险保费增速将超过行业平均水平，实现市场份额的增长。

投资风格趋稳，09 利差扩大

资产配置风格稳健

公司08年净投资收益率4.1%，总资产收益率-1.7%，相比07年分别下降了0.4、15.8个百分点。后者大幅下降的主要原因依然是投资富通损失的巨额计提。

在08年宏观经济前景不确定的背景下，公司大幅降低了权益类资产配置，其占比从07年的24%下调至08年的8%；公司同时大幅增加固定收益类资产配置，截至08年末其占比已高达81%；尽管基建投资也出现了大幅增长，但08年占比依然很低，仅为1%。

投资收益率启稳上升

从投资收益率的角度来看，且不论投资富通的巨额亏损导致总投资收益率触底，仅看08年末投资资产中占比最高的债券。进入09以来，债券收益率出现了显著的上升，主要源于流动性充裕导致的对远期通胀的担忧。

另一方面，09年以来，保监会陆续放开不动产投资、直投、无担保债、基建投资债权计划等资金运用渠道，有利于提高公司的长期投资收益率水平。

资金成本下行

从长期资金成本的角度来看，截至08年末，公司所有含保证收益率的寿险保单平均保证资金成本为3.5%，相比07年末的3.7%下降了0.2个百分点，主要原因归于公司新业务不断稀释99年之前高利率保单的负面影响。



启示

“妈妈，人真的是由猴子变的吗？”

“是的。”

“哦，怪不得猴子越来越少了。”



表2、公司投资资产结构 百万元

	金额		占比		YoY
	2007	2008	2007	2008	2008
固定收益类	224,488	374,928	51%	81%	67%
定存	33,189	84,412	8%	18%	154%
债券	188,888	286,791	43%	62%	52%
其他	2,411	3,725	1%	55%	
权益类	107,334	36,372	24%	8%	-66%
股权	91,707	22,929	21%	5%	-75%
基金	15,627	13,443	4%	3%	-14%
基建投资	1,389	5,509	0%	1%	297%
现金及等价物	108,097	47,856	24%	10%	-56%
投资资产	441,308	464,665	100%	100%	5%

数据来源：公司数据，联合证券研究所。

由于公司08年公布数据的口径略有变化，参考07年平均负债成本、平均保证负债成本分别为4.7%，3.7%，两者差距1%，由此，根据08年寿险业务平均保证负债成本3.5%推算出08年末平均负债成本（即平均资金成本）约为4.5%。截至08年末，

高利率保单准备金在寿险责任准备金中占比由07年的35.1%进一步下降到32.8%，在01年到08年过去7年时间里，已累计下降了35.5个百分点，进而使得公司寿险业务平均资金成本累计下降了1.3个百分点。

从短期资金成本的角度来看，公司两大核心业务分红险和万能险的资金成本均处于下降通道。以万能险为例，公司最近两个月连续下调结算利率，公司3月份的个险万能险和银保万能险已降至4.75%、4.25%，相比可参考的五年定存利率3.6%以及同行结算利率水平，未来仍有较大的下调空间。整体来看，09年公司寿险业务利差呈现扩大趋势。

公司估值

公司对08年末内含价值测算时，使用的风险贴现率沿用07年的11.5%，长期投资收益率假设略有调整，但永续期依然沿用此前假设5.5%。公司08年一年新业务价值85.4亿元，同比增长19%；公司内含价值1228.6亿元，折合每股内含价值16.7元。

参考中国平安H股历史隐含新业务乘数、P/EV，历史均值分别为29、2.88，目前中国平安A股分别为19、2.32，仍处于历史较低水平。同时考虑到投资渠道放开对于提高公司长期投资收益率假设的积极影响，以及养老保险税收递延有利于提高估值的新业务乘数，因此维持公司“增持”评级。

风险提示

公司在09年3月、4月初陆续下调了2月、3月的万能险结算利率，考虑到今年年初公司保费高增中万能险贡献巨大，其增速甚至高于公司另一核心险种分红险。因此万能险结算利率的下调预计会对公司3月份以及今后的保费增长产生一定的负面作用，但考虑到其对包括增量以及存量万能险利差的积极贡献，结算利率下调总体影响正面。



安妮股份 (002235) 中性

增长略低于预期 ——公司年报点评

◎ 联合证券研究所

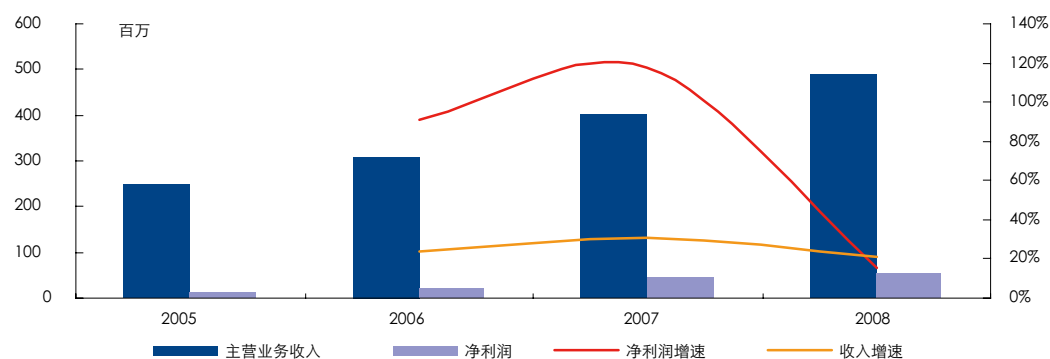
经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	402.4	488.0	612.0	734.0
(+/-%)	30.4	21.3	25.0	20.0
归属母公司净利润 (百万元)	45.6	52.8	63.0	78
(+/-%)	119.6	15.7	20.0	23.0
EPS (元)	0.46	0.53	0.63	0.78
P/E (倍)	38.4	33.2	28.3	23

收入及利润增幅略低于预期

2008实现主营业务收入4.88 亿元，较去年同期4.02亿增长21.28%，归属上市公司股东净利润5278万元，较去年同期4563 万元增长15.68%,主营业务收入及净利润均略低于我们此前的预期。

从驱动公司收入增长的主要因素下游渠道数目和核心客户增长情况来看，渠道数目增长幅度略低于预期，截止2008 年底，公司下游的零售商和分销商数目为4862家，略低于我们预期的5000 家，核心客户数目69 家，略超出我们预期66 家。

图1、安妮主营业务收入及利润增幅



数据来源：公司年报，联合证券研究所

图2、公司下游经销商及分销商数目

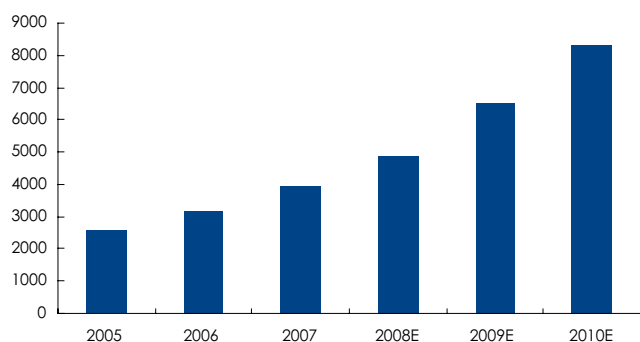
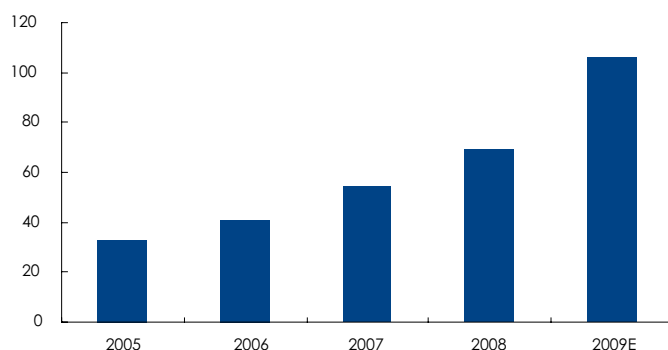


图3、我国无碳打印纸消费量及增速



数据来源：招股说明书，联合证券研究所

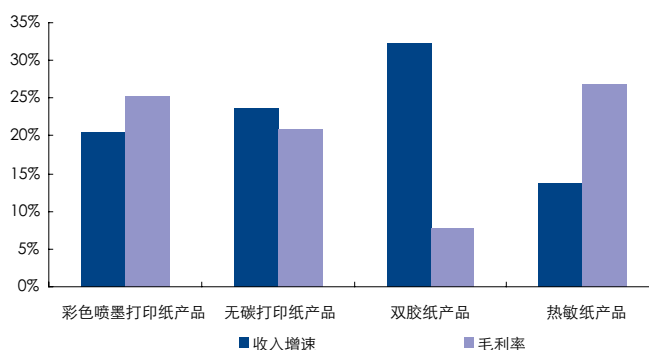
结构变动轻微影响毛利水平

2008年，毛利率较低(7%左右)的双胶纸增长幅度较快，占主营业务收入比重从2007年的28%升至31%，拖累综合毛利率水平由07年的20.98%小幅下滑至08年的20.27%。

我们认为安妮公司“完善的营销网络、完整的产品系列、一体化的生产体系、客户化的整体解决方案”四大核心竞争优势依然存在，基于前期公司搭好的较为扎实的管理平台和以内生增长为主的发展模式，安妮公司未来的增长依然值得期待。

下调公司09、10年的EPS至0.63元、0.78元，对应的PE分别为28X、23X，评级由“增持”下调为“中性”。

图4、不同产品08年收入增速及毛利率水平



数据来源：公司年报，联合证券研究所

基金视野

乐观的“主基调”

本周看点：

本次我们相信将会不同，随着业绩的改善，将会有一波基础更为扎实的行市，只不过过程可能会曲折些，涨得太快难免中间会有调整。（博时）。目前看政策红利未尽，市场短期还会保持强势（景顺长城）。就我国已公布的经济数据而言，虽然经济仍然还没有出现强劲反弹，但是从环比数据而言，经济短期摆脱连续下行的形势却也慢慢明确（长盛）。我国这两周陆续发布的数据显示经济初步企稳，本轮危机最困难的时刻已经过去，在经济增长正由低谷逐渐向好的情况下，未来央行货币政策虽不会立即有所收缩（南方）。目前来看，流动性因素逐渐难以继续支撑目前相对较高的估值水平，因此，在实体经济尚未出现实质性复苏之前，市场分歧将在一段时间内持续存在，股指高位震荡巩固的可能性较大（泰达荷银）。市场传闻的乐观宏观数据基本落实，预计将对本周市场形成一定刺激。市场的乐观预期可能进一步上升（光大保德信）。难想象，在大家普遍预测全球2010年经济增长会好于09年以及中国09年经济正在逐季转好的情况下，4月份的股市会出现大幅度的调整。就目前情况而言，我们判断全年股市出现倒V型走势的概率大过N型（华宝兴业）。我们已经听到一些三月份经济数据改善的消息，而季节性本身的特点又使得二季度的环比数据往往能够比较好看，投资者的“经济复苏预期”将在4月份显著提高，这将为股市的上涨提供新的动力（中海）。当前市场并不缺资金，在短期数据回暖形势下，流动性充裕下的股市仍可能维持一段时间的强势，其中也蕴含着很多投资机会（富国）。

配置风向：

我们看好内需，看好消费强劲受益的品种，而对产能供应庞大并市场整合遥遥无期的行业持回避的态度（博时）。关注创投、新能源等主题类的投资机会以及将会明显受益于信贷和流动性增加的金融、地产及资源品，以及部分出口相关行业的短期机会（景顺长城）。目前金融行业的估值溢价水平长期以来一直处于低端，就全市场而言具备相当的安全边际，而从市值角度看，它们与市场正在进行当中的风格转换也比较契合。房地产回暖在旺季到来时预计还可以持续。而房地产的回暖对其相关的一些行业，例如家电等，也会产生带动作用（建信）。

国投瑞银：谨慎乐观，把握回暖预期下的投资机会

基本面、政策面和流动性仍是市场的主题。但在两会后，政策面逐渐趋于平静。而经过近期的反弹，流动性对行情的进一步推动的能量也正在弱化。经济基本面将是决定后市走向的主要因素。近期宏观经济数据喜忧参半，经济形势的不确定性仍然较大，但我们预期二、三季度经济有所回暖是大概率事件。

我们对二季度的股市持谨慎乐观态度，认为机遇大于风险。在国内经济回暖和海外经济企稳的预期下，股市震荡向上是大概率事件。如果经济确认回暖，市场将进入一个更高的震荡区间。但我们也要警惕估值过高和市场预期落空的风险。

投资策略：在市场震荡的判断下，将保持中性略偏激进的资产配置和行业配置，并在控制好风险的前提下，在区间波动中把握交易性机会。精选个股，积极配置于需求企稳、毛利率正在改善、行业结构良好的上市公司，规避过度依赖外需的上市公司。同时，积极把握区域投资、上游资源品、自主创新相关的主题投资机会。

行业配置策略

（相对基准）超配：建筑、电力设备、家电、医药。

（相对基准）平配：证券、保险、房地产、传媒、有色金属、建材、煤炭、机械、军工、公路、铁路、航空机场、航运、食品饮料、品牌消费、零售。

（相对基准）低配：银行、旅游、钢铁、石化、基础化工、公用事业、港口、农业。

汇丰晋信：把握三条投资主线

估值提升，主题盛行。由于本轮反弹主要是流动性驱动，同时辅以经济复苏的预期。在企业盈利仍然难以根本改善的前提下，估值提升和主题挖掘很可能将继续成为二季度市场的主要热点。从估值提升角度来看，由于一些强周期股票的盈利弹性极大，在盈利开始出现环比改善，而市场信心明显恢复的背景下，此类股票仍可能继续提升估值。其次，在各项政策预期的推动下，包括节能减排、新能源、区域振兴、并购重组、创投等主题投资性机会仍将反复活跃。

出口改善将给外需品带来阶段投资机会。二季度A股市场的一个新变量就是海外市场补库存所带来的中国出口改善。前期，出口相关行业跌幅巨大，但是伴随着中小企业倒闭带来的市场洗牌过程结束，以及全球性补库存带来外需的复苏，将给优势出口企业带来阶段性复苏的机会。

通胀预期重现将给资源品带来投资机会。尽管当前全球经济仍处于去杠杆化的紧缩阶段，但是全球性的货币超发带来了全球再通胀预期的出现。随着美元面临贬值压力，油价重新上升，大宗商品价格在前期的暴跌之后随时面临反弹机会，这将给相关资源品股票带来阶段性投资机会。

博时基金：从主题投资到业绩推动

回顾1600点以来的行情，先是游资炒作中小板股票，后是新能源及周期性的资源品种表现良好；它们一个共同的特征是PE及PB估值都很贵，股票的参与者对业绩都不敏感，体现出事件型、资金推动型的特点。这反映出：第一，希望通过“短、平、快”的炒作来赚钱，大家的心态比较着急；第二，对未来的业绩没有信心。

总需求已经起来，现在看最新贷款数据的增速一再超越大家的预期，各种微观数据也表明了内需非常强劲，我们这次可以更乐观预测：未来不久企业的业绩将可能会有明显的改善。

因此我们认为这次将与2000年炒网络股不同，当时是盲目炒作一气后，网络股公司的业绩非常差，实业投资机会明显（中小板中的不少企业主都是在那个时段创业的），资金不断流出，股市不断下滑。但本次我们相信将会不同，随着业绩的改善，将会有一波基础更为扎实的行情，只不过过程可能会曲折些，涨得太快难免中间会有调整。我们看好内需，看好消费强劲受益的品种，而对产能供应庞大并市场整合遥遥无期的行业持回避的态度。

需要补充指出的是，目前的业绩浪还面临着一季度业绩可能不如人意这一关。

景顺长城

我们对后市谨慎乐观，主要原因仍然在于政策刺激下的充裕流动性。虽然经济减速下上市公司业绩并没有出现反转迹象，但目前看政策红利未尽，市场短期还会保持强势，我们关注创投、新能源等主题类的投资机会以及将会明显受益于信贷和流动性增加的金融、地产及资源品，以及部分出口相关行业的短期机会。

长盛基金

就我国已公布的经济数据而言，虽然经济仍然还没有出现强劲反弹，但是从环比数据而言，经济短期摆脱连续下行的形势却也慢慢明确。从我国信贷数据来看，政府对经济的支持力度非常强劲，第一季度的新增信贷总量已经超过了08年全年增量，而且央行也在例行会议上表态

要继续维持宽松的货币环境。从这些货币数据来看，推动市场估值提升的流动性短期内不会有逆转性的变化。我们认为能够延续的投资主题主要包括：可再生能源/清洁能源、资源类股票，短期内我们认为投资类、周期类品种走势还将继续超过稳定类和抗周期类行业。

基于以上我们对市场的认识，我们认为目前的市场格局还将维持。市场人气的旺盛对市场中各热点的持续发展将起到重要的烘托作用。未来要关注的关键内容是政府政策的变化及其导致的流动性的变化。具体而言，我们倾向于在未来保持仓位稳定，并把时间放在对重仓品种研究之上，慢慢提高组合集中度。在资产配置上，我们本周重点关注的对象包括券商、地产、有色、煤炭、汽车等品种。

建信基金

我们认为，市场目前仍然有继续向上的空间，但是随着一季度两大驱动因素——流动性和宏观经济改善驱动力的减弱，二季度市场从目前位置继续上行的空间会比较有限。

同样是基于对流动性和宏观经济改善驱动力的减弱因素的考虑，我们认为，A股在宏观经济方面的预期兑现、并且流动性边际变化上的改变明朗之后，在二季度后期可能会有一个向下修正的过程。不过从空间来看，在二季度内，如果流动性没有超预期变差（例如，重新对贷款加以控制，使新增贷款超预期萎缩），二月份调整的低点区域仍有比较坚强的支撑力。如果出现超预期因素导致这一区域被跌穿，那么去年12月中旬以后形成的盘整区域也会提供坚强支撑。

目前金融行业的估值溢价水平长期以来一直处于低端，就全市场而言具备相当的安全边际，而从市值角度看，它们与市场正在进行当中的风格转换也比较契合。

房地产回暖在旺季到来时预计还可以持续。而房地产的回暖对其相关的一些行业，例如家电等，也会产生带动作用。

对于一些传统的稳定类行业，我们认为，在市场系统性风险逐渐提升的过程中，其防御价值仍然比较明显，尤其是在一季报预计很多行业出现负增长的情况下，这部分行业的稳定增长就更显得可贵。

富国基金：按照行业复苏的逻辑投资

当前市场并不缺资金，在短期数据回暖形势下，流动性充裕下的股市仍可能维持一段时间的强势，其中也蕴

含着很多投资机会。但是在宏观经济仍旧疲弱以及大小非的压制下，也不能指望有大的行情。

因此，整个2009年仍然是一个侧重建仓和布局的时期，到四季度则可能面临较大的转折，较大的可能是来自经济面的复苏迹象得到确认。但是周边国际市场形势的不确定性将成为最大障碍。

近期经济数据出现好转迹象，如地产成交量回升、煤炭钢铁库存下降等，周边市场形势也不错，整体上看世界经济和股市处于较为温暖的气氛中。在此情况下，机构投资者心态也较为积极，参与热情较高，但是也都有保留，因为对于宏观经济走向看不清楚，对上述回暖状态也需要观察。

从富国的角度来说，我们有自己的风格，更注重选股，视角看得更长一点。大家都在找最先复苏的行业，这是今年投资的基本脉络，同时也是富国投研逻辑的一部分。一方面按照行业复苏的顺序做投资的布局，这是短期可以做的。但是长期看更要选择具有核心竞争力的企业，在经济危机中能够更快的发展壮大自己的企业，投资上要长短结合，即使做短期，也应该注重选股，逐步的布局。

具体到经济的运行上看，在复苏前期，周期性行业先好，如煤炭、钢铁、有色等，然后随着经济的企稳，大家开始注重消费。从经济复苏和股市反应看，周期性行业表现较为积极。比如电力行业，因煤价下跌，同时新增产能也不多，今年盈利将得到改善。再比如机械制造，是最先反应经济景气情况的。

另外，4万亿元投资的大部分因素已经在股市反应，甚至有些过度反应，剩下一段时间是政策的静默期。短期看，对金融、地产、制造业保持较高关注度，因为周期性行业跌得多，整体估值便宜。

具体到富国的投资层面上，我依旧对消费行业长期看好。放到未来3~5年，消费服务类行业最有发展前景，最有投资价值。这是因为中国经济结构肯定要从以前的外需和投资拉动向内需转化。在这个大的趋势前提下，那么相关行业里的公司是最有投资机会的。

我现在最为关注的是宏观经济的基本面变化。经济会怎么走，将决定我的投资策略。鉴于中国经济独善其身很难，走出低谷需要国外配合，因此国内外经济必须同时研究，双管齐下。

总体上，我们对未来还是保持乐观态度。眼下，各国都在大力刺激经济，这种合力见效的可能性在增大，这意味着到2010年全球经济逐步复苏的可能性还是很大的。🌐



国内财经

◎ 《投资宝典》编辑部

一季度货币信贷快速增长

2009年3月末，广义货币供应量(M2)余额为53.06万亿元，同比增长25.51%，增幅比上年末高7.69个百分点，比上月末高5.11个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为17.65万亿元，同比增长17.04%，增幅比上年末高7.98个百分点，比上月末高6.41个百分点。3月末，金融机构本外币各项贷款余额为36.56万亿元，同比增长26.97%。金融机构人民币各项贷款余额34.96万亿元，同比增长29.78%，增幅比上年末高11.05个百分点，比上月末高5.6个百分点。一季度人民币贷款增加4.58万亿元，同比多增3.25万亿元。

编辑部点睛：当前，全球都在瞩目中国经济领跑复苏，激增的信贷数据可成支撑中国经济回暖的一大亮点。

银监会将启动专项检查 严审"天量信贷"投向

商业银行人士透露，银监会正在展开对五大国有银行的专项检查。检查的主要内容可以概括为：信贷主体、信贷投向、信贷合规性。检查的重点为自去年10月1日到今年2月28日的新增贷款。

编辑部点睛：刚刚过去的一季度，信贷总额创出4.58万亿的天量，货币的真正去向值得关注。

一季度GDP同比增6.1% CPI同比降0.6%

中国国家统计局周四公布的数据显示，一季度国内生产总值65745亿元，按可比价格计算，同比增长6.1%，比上年同期回落4.5个百分点；消费者价格指数(CPI)较上年同期下降0.6%。

编辑部点睛：经济增长的一揽子计划已取得初步成效，呈现出积极迹象，一季度数据将是后续政策出台的重要指标。

商务部：正在研究出台相关政策促进消费增长

商务部新闻发言人姚坚15日在例行新闻发布会上表示，一季度我国消费市场亮点频现，农村消费加快发展，超过城市消费，包括汽车、家具产品消费也呈回升态势。商务部正在研究出台相关政策，包括会同有关部门安排资金支持，来促进消费增长。

编辑部点睛：刺激消费很可能成为政府下阶段新经济刺激方案的主体。

深交所：警惕证券市场概念炒作中的风险和危害

A股市场中因为中小投资者居多，概念的光环往往更容易引起投资者的注意力和关注度，并且由于连锁反应和“自我实现”，一轮一轮的概念炒作带来了“热点”，带来了“话题”，但更多的是带来了“教训”。

编辑部点睛：在整个市场近于疯狂的时候，我们适时的保持一份清醒还是有必要的，小心驶得万年船啊。

《电子信息产业调整和振兴规划》正式出台

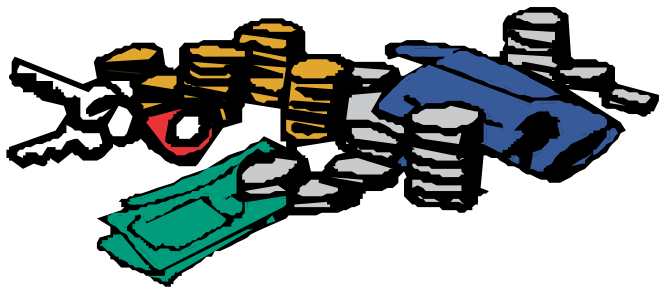
中国政府网15日全文发布了《电子信息产业调整和振兴规划》。规划指出，今后三年，我国电子信息产业要围绕九大重点领域，完成确保骨干产业稳定增长、战略性新兴产业实现突破、通过新应用带动新增长的任务。

编辑部点睛：电子信息产业振兴规划出台有利于行业长期发展，对相关上市公司股价有一定刺激作用。

温家宝主持召开国务院常务会议研究部署下一阶段经济工作

温家宝主持召开国务院常务会议研究部署下一阶段经济工作。国务院总理温家宝15日主持召开国务院常务会议，分析一季度经济形势，研究部署下一阶段经济工作。

编辑部点睛：从公开的情况看，此前传言的关于新的经济刺激计划暂时落空，不过我们仍然认为，制定新的经济刺激方案已经是管理层的一个重要日程。



海外财经

◎ 《投资宝典》编辑部

美国上半年财政赤字创历史记录

美国财政部10日公布的数据显示，2009财政年前6个月，美国政府财政赤字高达9568亿美元，为前一财年赤字总额的2倍多，创历史最高记录。美国2009年财年开始于去年10月1日。数据显示，在去年10月到今年3月的6个月里，美财政收入为9898亿元，同比减少13.6%；而开支约为1.95万亿美元，同比增长了33.4%。

编辑部点睛：美国财政赤字急剧上升的主要原因在于，金融危机引发的经济衰退给税收造成了严重影响，以及政府用于救市和刺激经济措施的开支巨大。

加拿大失业率升至7年来最高点

加拿大国家统计局发布的最新报告显示，今年3月加就业形势继续恶化，失业率攀升至8%，为7年来最高水平。

统计显示，3月份加拿大共减少6.13万个工作岗位，超过市场预期，工作岗位减少数量已连续4个月超过6万。受金融危机影响，加拿大就业市场状况自去年10月开始一路下滑，至今已累计减少38.7万个全职岗位和3万个临时工作岗位。

编辑部点睛：就业形势的继续恶化表现金融危机的影响还在蔓延，而历史表明，失业率往往在达到最高点以前经济就已经见底，所以这个数据并不可怕。

法国财长拉加德表示不会放弃钉住欧元的货币政策

据最新出版的泛非杂志《青年非洲》报道，法国经济、财政与就业部长拉加德日前表示，非洲法郎不会贬值，也不会放弃钉住欧元的货币政策而改与一揽子货币挂钩。

拉加德在接受该杂志专访时表示，美元疲软对于非洲法郎区的出口国固然不利，但对于进口国而言则相对有利。她认为，非洲法郎贬值并不能解决所有国家问题。

编辑部点睛：非洲法郎与欧元挂钩，有利于保持货币币值稳定并维护该区域金融系统的稳定性。

日本3月企业物价指数同比降2.2%

日本银行（央行）日前公布了3月份国内企业物价指数（CGPI, 2005年为100）初值为104.3，较上年同期下降了2.2%，创下2002年5月以来近6年零10个月中的最大跌幅，且连续3个月同比下降。

编辑部点睛：主要原因是受全球经济危机影响，需求下降的情况一直在持续。消费低迷也加剧了消费者物价的下降压力，日本经济陷入通缩的可能性进一步加大。

美国3月份PPI创59年来最大降幅

14日晚间，美国劳工部公布，受能源价格下降的影响，3月份生产者价格指数（PPI）在经历了连续两个月的上涨后再度回落，且跌幅超出市场预期。3月份PPI指数与上月相比下降1.2%，而与去年同期相比则下降3.5%，年率降幅创自1950年以来的新高。但不包括食品和能源价格在内的核心PPI与上月基本持平。

编辑部点睛：PPI的持续下降，表明目前美国的整体经济仍旧在衰退的泥潭中挣扎，何时能见底回升还是个未知数。

欧洲央行管理委员会委员韦伯表示尚有降息空间

欧洲央行（European Central Bank）管理委员会委员韦伯（Axel Weber）15日表示，该央行尚有空间下调主要再融资利率，但必须守住1%这个底线。韦伯表示不赞同将主要再融资利率调降至1%一下的水平。

编辑部点睛：降息俨然已成为各个经济体刺激经济的“杀手锏”，但是也是一把双刃剑，把握火候十分关键。

菲律宾央行降息25个基点

菲律宾央行16日宣布，下调银行基准利率25个基点。下调后，菲律宾银行隔夜存贷款率分别为4.5%和6.5%。这是该央行自去年12月以来第四次下调基准利率，累计降幅达1.5个百分点，其中隔夜存款利率已降至1992年5月以来的最低点。

编辑部点睛：下调利率的主要目的是为了刺激消费和投资，以此来拉动经济。📈

最美味的投资 来自波尔多

你是不是把自己购买的葡萄酒消费掉，或者仅仅把它当成装饰品或纪念物？其实，葡萄酒还有很高的经济价值，因为升值空间和速度惊人，目前它已成为世界上回报最高最快的收藏品之一。

香港苏富比4月4日举行的春季首场拍卖会是“尊酪芳醇--重要美国藏家珍稀佳酿”专拍。洋酒自此正式成为苏富比在香港的拍卖项目。此次推出大约750件外国佳酿，预估价格为2000万港元，最终成交价格接近5000万港元。回顾3月14日，苏富比该专场在纽约拍卖661件葡萄酒佳酿也非常成功，成交率高达96%，总成交额达222.5万美元（而拍前预估值仅为150万美元）。

苏富比亚洲区主席黄林诗韵表示，亚洲人在外国买洋酒已经有很长的历史，现在苏富比把洋酒搬到香港拍卖，亚洲人可以更容易地去买。苏富比亚洲总裁程寿康介绍，在2008年年度苏富比全球成交价格排行榜前10位的葡萄酒中，有6件都是由亚洲买家买走的，而在纽约2008年年度前100位的葡萄酒中，50%都被亚洲买家买走。



葡萄酒投资异军突起

专家分析，葡萄酒的价值增长空间之所以如此之高，主要有两个原因：首先，葡萄酒是消耗品，很多消费者购买葡萄酒仅仅是用来消费的，收藏者不多，据Decanter统计资料显示，每年仅美国人就要喝掉近70万箱极具收藏价值的葡萄酒。其次，葡萄酒有特定的寿命，例如，在保存良好的状况下，一瓶红葡萄酒的可饮用寿命在60年到80年之间，寿命也造成了葡萄酒的增值可能。

沪上著名品酒师、上海"美酒坊"葡萄酒评审小组评委海牙近些年对葡萄酒颇有研究，他以自己的亲身经历说明，当前逆势而涨的葡萄酒蕴含巨大投资价值。他说："以前我在麦德龙以190元不到的价格买的意大利安东尼庄园产的Villa Antinori，现在价格竟然是320元。高端酒尤其是波尔多列级酒庄的价格更不用说了，有一款拉菲酒，2005年还是6000元，2008年已经上涨到了5万元。"

虽然葡萄酒在很多人眼中只是消费品而已，可是最好的酒，就像任何其他艺术品一样，只可能有很少的数量存在。数量极少，而全球的需求量大，这个供给远远小于需求的状况正好促成了葡萄酒在拍卖市场的火爆。2007年2月，一瓶1945年木桐堡4.5/5升装佳酿，在纽约苏富比以310700美元成交，成为全球拍卖成交价最高的一瓶葡萄酒。2006年11月，50箱1982年木桐堡佳酿，在纽约苏富比以超过100万美元成交，成为全球拍卖成交价最高的一批葡萄酒。2004年11月，纽约苏富比拍卖一瓶130升装贝林格特选2001年卡本纳·苏维翁，即全球最大瓶装酒，被买家以5.5万美元投得。

投资葡萄酒要懂行

既然葡萄酒具有如此大的升值潜力，那么应该如何投资葡萄酒呢？海牙先生建议投资者首先要把自己变成一个葡萄酒行家，因为葡萄酒种类繁多，酒园和年份也都讲究，所以能够正确选择真正具有投资价值的葡萄酒不是件容易的事情。

具有投资价值是指可以随时间延长而增值的葡萄酒。海牙介绍，在超市购买的葡萄酒往往不具有投资价

值，投资者可以选择购买一些期酒。一般酿造投资级酒的酒庄在好年份时会有期酒销售。而且，并不是所有的葡萄酒都具有陈年潜力，美国葡萄酒教育家凯文·兹拉利在《葡萄酒入门》中说："并非所有葡萄酒愈陈年愈好。事实上，世界上90%以上的葡萄酒在一年以内喝掉最好。"并且具有陈年潜力的葡萄酒也并不一定都具有投资价值。

海牙认为，投资葡萄酒具有较大的风险，因为天

气、产量和庄园都对葡萄酒的品质有较大影响。酿酒选用的葡萄、酿酒技术的运用、酒瓶的容量和储存酒的恒温恒湿条件等也会对葡萄酒的陈年能力产生影响。目前世界上，只有不到100种葡萄酒可以成为投资级葡萄酒。传统上，波尔多顶级红酒、顶级甜白酒和波特酒成为投资者的最爱。近年来，美国加州那帕的顶级红酒也异军突起，另外，有极少量的意大利、澳大利亚和西班牙的顶级红酒可纳入投资级

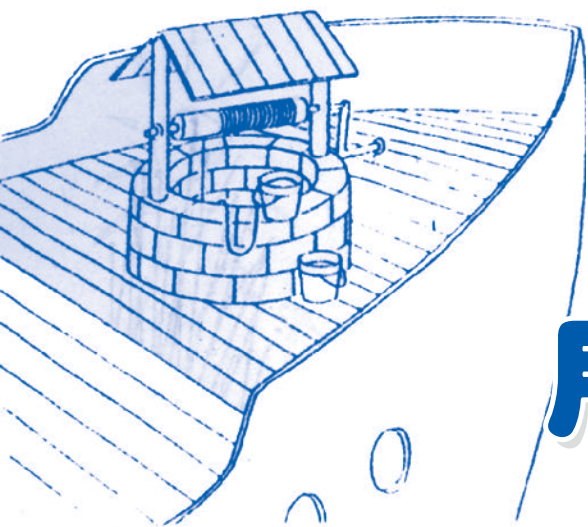
葡萄酒之列。目前，一般顶级酒庄头牌酒的产量在20-30万瓶之间，即2-3万箱之间。

尽量选择大品牌葡萄酒

另外，值得投资者注意的是，和其他投资品不同的是，选择葡萄酒一定要注意其品牌。目前世界上顶级葡萄酒的品牌形成主要有几个方式：一是法国历史悠久的著名酒庄，如波尔多的伊甘酒庄，以及五大顶级酒庄拉菲、拉图、玛哥、木桐和奥比安，都是历史形成的名庄，其声誉是在数百年历史发展中建立起来的。还有一种是因为名人效应，比如柏翠庄就是因为女庄主将酒呈给英国王室享用，受到王室的钟爱而享誉世界。而那帕顶级葡萄酒的崛起则是因为著名的"巴黎评酒"--在由法国著名评酒人士组成评酒团对那帕酒园和法国顶级酒庄的红白葡萄酒盲评中，那帕酒园的红、白葡萄酒均获得第一，大大提高了该产地和酒庄的知名度。

所以说，那些品牌历史悠久，品质比较高而且存量较少，市场上比较稀缺珍贵的收藏级葡萄酒才具有投资价值。并且，市场浮躁下葡萄酒的价格也不要盲目追高，炒到天价的那种葡萄酒已经没有投资必要了。





用木桶理论选股

管理学上有个木桶理论，说的是由多块木板构成的木桶，其价值在于其盛水量的多少，但决定盛水量多少的关键因素不是其最长的板块，而是其最短的板块。木桶理论看似与价值投资没有多大关系，但在分析企业时如能够借鉴应用，就可以起到规避风险、优选个股的作用。

我们要做好价值投资，首先要成为一个合格的企业分析师，即要对所投资的企业从多个维度进行全面分析，而不能仅仅从单一角度简单分析就断然投资。如果把企业看作一个木桶，对企业的发展有重大制约作用的每一个因素就是这只木桶的一块木板，而市场就是这个木桶的底。只有木桶没有明显的短板，即企业发展不存在重大的限制因素，才是价值投资者可以考虑的投资目标。因此，我们可以用木桶原理对企业找漏洞，寻短板，实行重大风险一票否决，这样就可以找到适合自己投资的标的。

首先，从投资者角度看这个木桶是否存在短板：我了解这个公司吗？我是否熟悉这个公司所在的行业？如果投资者既不了解这个企业也不熟悉这个行业，那么他心目中的企业木桶对他而言就不是存在短板的问题，而是缺了一块木板。缺了块木板的桶无疑是不能盛水的，所以这只木桶也只能弃而不用。“投资人重要的不是自己知道什么，而是要清醒地知道自己不知道什么”，因为不知道就意味着风险，价值投资不能靠碰运气，我们要扬长避短，在自己的能力圈内投资于自己熟悉的公司。

其次，从宏观角度看这个木桶是否存在短板：这个公司所属行业是周期性行业吗？它现在是处于繁荣期还是衰退期？如果是与宏观经济波动密切相关的企业，那么我们就只能在行业复苏或者繁荣时才可以考虑投资，如果看不清楚，那就干脆避而远之。前两年投资于风光无限的太阳能公司尚德电力的投资人，现在一定是亏损累累，即便是由超级明星企业家马云领导的超级明星企业阿里巴巴，也照样逃不脱经济周期的巨大影响。虽在市场上“拿望远

镜也找不到竞争对手”，但经济周期不仅对企业是个隐形的对手，对投资者而言也是一个隐形的短板，价值投资者要避免陪上市公司过冬，因为那是要付出巨大代价的。

再其次，从公司自身的角度看人、财、物是否存在短板：第一，管理层是不是既诚实守信又精明能干？对于一个人说了算的公司，明星老板看似木桶最强大的一块木板，但一言堂恰恰对企业的发展是个最脆弱的短板，因为天有不测风云，国美电器总裁黄光裕事件可以引起投资人的思考。第二，公司的财务报表是否稳健并有超强的产品盈利能力与权益资本盈利能力？投资大师巴菲特成功的经验告诉我们，要投资于在负债很少或者没有负债的情况下有较高权益资本收益率的公司，并且相对同行业的竞争对手要有较强的产品盈利能力。如果一个公司的负债多过净资产，而净资产收益率很低并且没有改善的迹象，那么就不是我们需要考虑的投资对象，可以一票否决。第三，公司的产品或服务是否有长期稳定的需求？以技术为核心的企业特别是高科技和互联网公司，产品或服务拼的就是创新的速度，没有最新，只有更新。

最后，从竞争的角度来看公司的产供销是否存在短板：公司在与供应商、客户以及竞争对手的合作与竞争中是否处于主动地位？在可预见的时间内是否存在潜在竞争者以及替代品的威胁？不管企业实施的是成本领先战略还是差异化战略，竞争优势的集中体现就是定价能力的强弱。缺乏持久的核心竞争优势对价值投资而言就是最大的短板。

木桶盛水量的多少不仅取决于木板的长短，而且取决于桶的直径，也就是市场的大小。在排除了有关限制因素以后，市场就成了最终的变量。只有市场逐步增长，上市公司这只木桶的底越来越大，桶壁越来越结实，木桶才能变作船，载着我们驶向财富的彼岸。🚢

板块监测

数据聚焦 Focus on Data

板块名称	周涨跌幅(%)	成交金额环比增减(%)	板块名称	周涨跌幅(%)	成交金额环比增减(%)
软饮料	21.29	102.30	计算机设备	3.83	64.86
啤酒	10.27	57.09	纺织	3.78	40.10
通信设备	9.91	136.27	航空运输	3.67	53.71
氯碱	8.39	56.42	军工航天	3.47	36.38
汽车整车	7.96	98.48	纯碱	3.44	69.88
食品制造	7.67	87.25	房地产开发	3.33	61.81
塑料	7.14	78.46	饲料	3.32	49.06
3G	6.60	114.93	上海本地股	3.14	74.10
信托	6.47	118.72	水泥制造	3.12	34.07
零售	6.35	81.31	橡胶	3.07	45.38
物流	6.30	63.26	有色金属冶炼	3.00	48.88
渔业	6.16	47.39	服装	2.94	51.56
滨海新区	6.11	69.74	餐饮旅游	2.93	13.64
石油化工	5.83	88.83	机床工具	2.68	36.16
化学肥料制造业	5.67	76.98	白酒	2.68	54.80
三通	5.55	108.09	创投板块	2.62	56.22
工程机械	5.44	100.02	电气设备	2.56	39.04
钢铁	5.43	105.28	家用电器	2.39	47.84
股指期货	5.39	47.14	造纸	2.27	53.01
化学纤维	5.26	60.71	新能源	2.17	28.66
传媒	5.16	68.41	机场	2.01	107.59
电子元器件	5.07	60.55	电力	1.80	90.31
农药	4.55	61.52	农产品加工	0.87	42.40
医药生物	4.48	51.51	林业	0.58	4.23
煤炭开采	4.29	58.40	种植业	0.09	6.50
日用化学产品	4.28	28.50	港口	-0.34	43.26
食品加工	4.16	-0.80	银行	-0.38	25.11
水务	4.07	111.74	葡萄酒	-0.43	29.47
证券	4.05	23.73	保险	-1.01	5.49
包装印刷	3.91	70.27			

资料来源：Wind资讯

注：所有板块以联动性较强者进行界定，并根据市况进行更新。板块涨跌幅以流通市值加权平均。

机构评级变动个股

□ 数据聚焦 Focus on Data

机构首次关注并推荐个股（近5日）

代码	名称	机构名称	最新评级	目标价位	最新收盘价
600160.SH	巨化股份	安信证券	1_买入	10.00	9.08
000860.SZ	顺鑫农业	方正证券	1_买入	-	13.26
600886.SH	国投电力	渤海证券	1_买入	13.87	10.3
600557.SH	康缘药业	国都证券	1_推荐	-	18.1
002006.SZ	精工科技	国信证券	1_推荐	18.00至20.00	12.68
600221.SH	海南航空	国泰君安	1_增持	-	5.99
002191.SZ	劲嘉股份	第一创业	2_谨慎买入	-	17.68
002168.SZ	深圳惠程	第一创业	2_谨慎买入	-	18.89
002191.SZ	劲嘉股份	银河证券	2_谨慎推荐	-	17.68
002191.SZ	劲嘉股份	国元证券	2_谨慎推荐	-	17.68
002110.SZ	三钢闽光	国信证券	2_谨慎推荐	-	10.07
601999.SH	出版传媒	国泰君安	2_谨慎增持	-	9.26
600178.SH	东安动力	国泰君安	2_谨慎增持	10.00	8.97
002197.SZ	证通电子	国泰君安	2_谨慎增持	28.00	27.7
002191.SZ	劲嘉股份	兴业证券	2_推荐	-	17.68

机构评级调高个股（近5日）

代码	名称	机构名称	最新评级	上次评级	目标价位	最新收盘价
600028.SH	中国石化	渤海证券	1_买入	3_中性	13.00	9.66
600718.SH	东软集团	申银万国	1_买入	2_增持	-	19.9
600030.SH	中信证券	安信证券	1_买入	2_增持	35.00	26.41
600686.SH	金龙汽车	第一创业	1_买入	2_谨慎买入	-	7.96
000501.SZ	鄂武商A	渤海证券	1_买入	3_中性	11.75至14.00	9.35
600153.SH	建发股份	银河证券	1_推荐	2_谨慎推荐	-	10.29
601601.SH	中国太保	国都证券	1_推荐	3_中性	-	18.59
002029.SZ	七匹狼	国都证券	1_推荐	3_中性	-	13.36
600029.SH	南方航空	国泰君安	1_增持	2_谨慎增持	-	5.98
600863.SH	内蒙华电	长城证券	2_谨慎推荐	3_中性	6.00	5.09
000089.SZ	深圳机场	上海证券	2_跑赢大市	3_大市同步	-	6.53

机构评级调低个股（近5日）

代码	名称	机构名称	最新评级	上次评级	目标价位	最新收盘价
000726.SZ	鲁泰A	光大证券	3_中性	1_最优	10.00	8.68
000823.SZ	超声电子	安信证券	3_中性	2_增持	7.50	7.62
600583.SH	海油工程	银河证券	3_中性	2_增持	-	17.34
600962.SH	国投中鲁	中信建投	3_中性	2_增持	12.00	11.47
600467.SH	好当家	兴业证券	3_中性	2_推荐	-	7.31
600098.SH	广州控股	申银万国	3_中性	2_增持	-	6.27
600299.SH	蓝星新材	长江证券	3_中性	2_谨慎推荐	-	12.74

资料来源：Wind资讯

异动个股

□ 数据聚焦 Focus on Data

周涨幅前15名个股			连拉阳线前15名个股		
证券代码	证券简称	一周涨跌幅(%)	证券代码	证券简称	连阳天数 一周涨跌幅(%)
600130	波导股份	61.06	000516	开元控股	9 14.39
600756	浪潮软件	61.03	600281	太化股份	9 19.85
002151	北斗星通	43.1	000068	赛格三星	7 1.51
600622	嘉宝集团	37.52	000501	鄂武商 A	7 21.44
000676	思达高科	36.87	000569	长城股份	7 2.77
000736	ST重实	36.11	000615	湖北金环	7 13.64
600775	南京熊猫	34.08	000766	通化金马★	7 8.64
600300	维维股份	33.47	000838	国兴地产	7 9.06
002137	实益达	33.17	000910	大亚科技	7 17.78
000836	鑫茂科技	33.1	002047	成霖股份★	7 6.56
600614	鼎立股份	31.34	002139	拓邦电子	7 20.28
600297	美罗药业	31.01	002145	中核钛白	7 17.2
600561	江西长运	30.85	002210	飞马国际	7 21.67
600730	中国高科	30.71	600037	歌华有线	7 7.5
000151	中成股份	30.22	600056	中国医药	7 9.01

周换手率前15名个股			连涨前15名个股		
证券代码	证券简称	周换手率(%)	代码	名称	连涨天数 一周涨跌幅(%)
000536	SST闽东	281.63	600242	ST华龙	17 27.69
002232	启明信息	276.44	000836	鑫茂科技	12 33.1
002263	大东南	180.33	600756	浪潮软件	11 61.03
002253	川大智胜	153.45	000736	ST重实	10 36.11
002274	华昌化工	117.87	600603	ST兴业	10 22.47
002178	延华智能	112.17	002015	霞客环保	8 8.89
600246	万通地产	107.88	002030	达安基因	8 5.44
002226	江南化工	107.14	000151	中成股份	7 30.22
002138	顺络电子	105.42	000501	鄂武商 A★	7 21.44
600318	巢东股份	99.27	000522	白云山 A	7 11.03
002137	实益达	98.56	000766	通化金马	7 8.64
002168	深圳惠程	96.43	000793	华闻传媒	7 7.4
002086	东方海洋	96.38	000826	合加资源	7 14.7
002228	合兴包装	95.35	000838	国兴地产	7 9.06
002251	步步高	95.22	000888	峨眉山 A	7 3.14

资料来源：港澳资讯
注：选股时剔除当周上市新股
带★为重点关注个股

全球指数

□ 数据聚焦 Focus on Data

上证指数



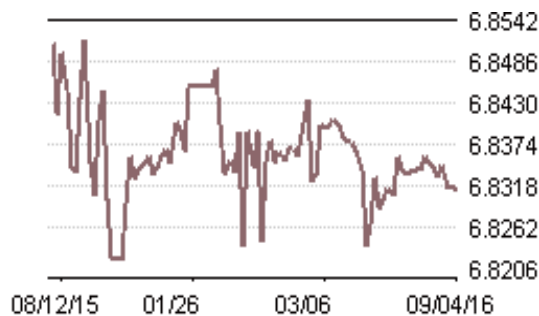
恒生指数



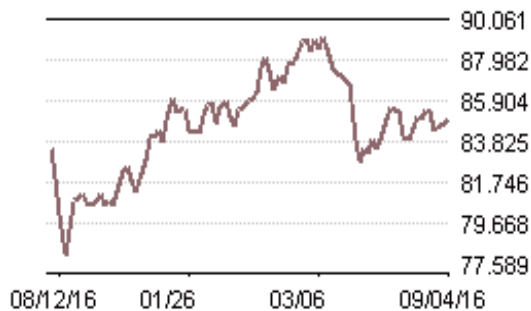
道琼斯指数



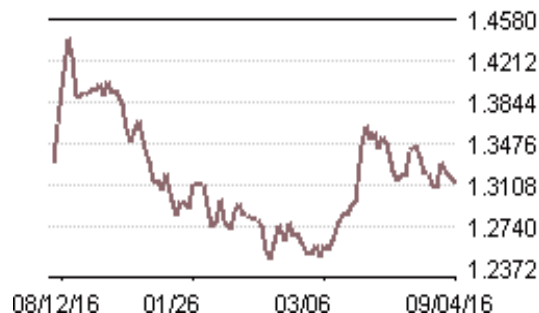
美元兑人民币



美元指数



欧元兑美元



资料来源：港澳资讯

编者按

上半周A股市场延续了上周末的强势，稳步上攻，但下半周表现稍显疲软，呈现出高位整理的格局，成交量较上周明显放大，可见强势依旧。外围市场也是涨声一片，道指更是成功站在了8000点上方。美元指数在83点附近获得支撑后，开始稳步回升。

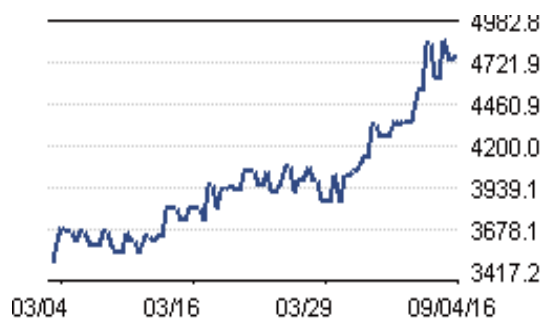
全球指数

□ 数据聚焦 Focus on Data

NYMEX原油



LME3月铜



CMX3黄金



CBOT大豆



CBOT小麦



CBOT玉米



资料来源：港澳资讯

编者按

原油价格本周一直在50美元左右徘徊，在经济形势不明朗的情况下该格局估计难以打破。伦铜继续维持在高位震荡，风险初现，黄金继续在低位整理。CBOT农产品价格分化较大，大豆价格仍是连创新高，小麦价格仍在低位争夺，玉米价格徘徊不动。