

2009. 4. 24

流动性钢丝

A 股策略月报 (4C)

✍ 国泰君安策略团队



目录与摘要:

一: 近期策略观点

市场流动性及其预期是决定未来市场走势的关键。但是通过分析,我们发现目前 3 月以来 A 股换手率、基金的申购赎回情况、基金的新发情况、散户持仓账户数、A 股开户数等都显示市场流动性供给与 07 年不可同日而语(那个时候有太强烈的人民群众创造历史的数据支持,储蓄大搬家,股票和基金开户数大幅度飙涨,现在没有看到这方面的数据就预判流动性一定会把股市吹出大泡泡有点不慎谨慎),市场流动性只是温和增长。市场上涨的动力来源于新发基金,一些机构投资者的空翻多和部分新入场的私募。在这种没有大泡泡但是估值已经不宜的情况下,除非企业业绩超预期好转或者流动性真的吹出泡泡,我们才继续非常乐观,未来几个月我们继续谨慎,来观察和等待这些重要的指标变化。

我们认为目前市场流动性增长难以承受大规模的资金需求。IPO、再融资和大小非大规模减持短期看不到,但大小非减持压力逐渐上升,IPO 开闸预期已开始上升。短期我们更担心 4 月份贷款数据低于预期对市场信心带来进一步的冲击。

二: 近期选股思路

年初以来全部 A 股上涨超过 50%,**银行、医药、食品饮料、化工、交运、电力、建筑、通信运营、钢铁、农业**等行业涨幅落后大盘。如果市场如预期在二季度回调,在这些涨幅落后的板块中寻找业绩增长较强的子行业和公司,是我们在二季度为获取相对收益要做的“寻宝”行动。

根据我们银行行业研究员测算,09 年银行业净利润增速从 5%上调至 8.3%,并呈现净利润同比增速逐季提高的态势。我们从相对防御的角度建议在二季度超配银行,机构在配置上的过度偏离基准会给银行股带来相对收益,短期重点关注 1 季度净利润正增长的深发展、浦发、工行等。我们减配或平配有色、煤炭、水泥、钢铁等强周期行业。

我们继续提示中国联通在二季度的交易性机会。

从主题线索上,中小板和新能源是我们前期持续看好的专题(我们近期已经不看好了),我们认为二季度最看好的主题应该也仅应该在并购重组类主题上。

本周不得不知的数据:

下降 20.8%

统计数据显示,本届广交会一期共有展位 18775 个,参展企业 7669 家。到会境外采购商共计 82520 人,比 104 届第一期(下同)下降了 5.4%,累计出口成交额 130.3 亿美元,下降 20.8%。

下降 40%

统计数据显示,4 月 7 日到 11 日,深圳新建商品房日均成交 227 套,周环比下降 13.03%,广州成交套数环比降幅达 38.96%。中原地产华北董事总经理李文杰透露,深圳 4 月份的交易量大概要下降 40%左右,广州大概下降 20%左右。

4000 亿美元

Turner Radio Network 网站 4 月 20 日表示已获取美国 19 家大型银行压力测试结果,而且该结果“非常糟糕”。压力测试方法将在 4 月 24 日公布,压力测试结果最后公布期限为 5 月 4 日。摩根大通 4 月 21 日称,美国各大银行所持不良资产很可能将进一步蒙受 4000 亿美元左右的损失。

周报团队:

王成

021-38676640

wangcheng6461@gtjas.com

翟鹏

021-38676640

zhaipeng@gtjas.com

张林昌

021-38676702

Zhanglinchang@gtjas.com

张堃

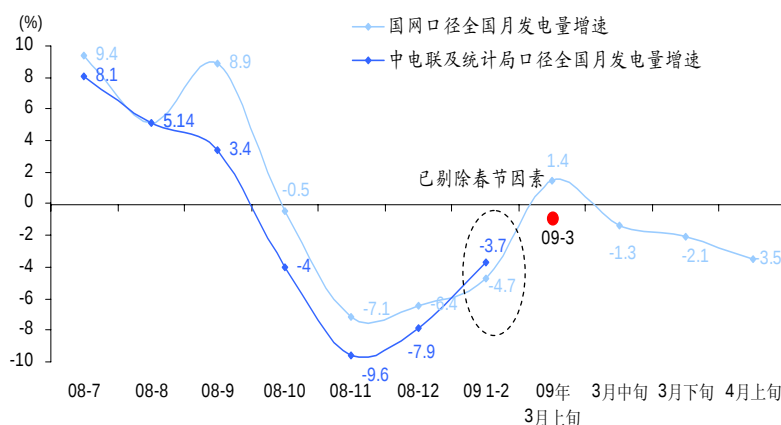
021-38676702

Zhangkun@gtjas.com

一：增量流动性在哪里？

近期我们进行了密集的三地路演，发现随着这两周市场的滞涨，投资者情绪逐渐转变，变得更加理性和冷静。对于 2 季度宏观经济的乐观预期也开始下降。这从发电量数据可见一斑。因为目前库存已达到合理水平，1 季度生产反弹的推动力——加库存化在 2 季度不会持续，而 2 季度需求环比并没有大幅改善，因此我们认为 2 季度发电量增速将在 0 到负 5% 之间波动。

图 1： 4 月上旬发电量增速继续下滑，宏观经济反复筑底

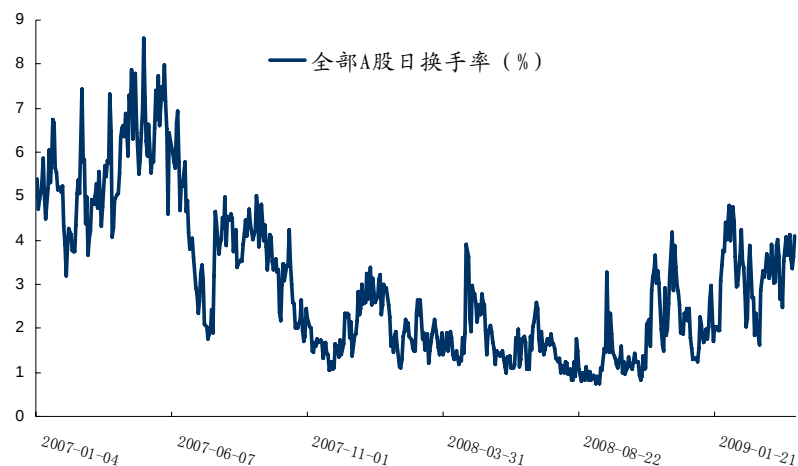


尽管出现一些分化，但大部分机构投资者仍较看多，认为流动性充裕，而且长期来看宏观向好，市场下跌空间有限。从心态出发，多头们可以划分为：1、我才翻多，怎么可能 4 月反弹就结束的“屁股决定大脑”派；2、感觉统计数据质量有问题，实际经济问题比想象的大，估值偏高，但流动性还在，应该还有最后一口汤喝，准备喝完就叛变革命的“揣着明白装糊涂”卧底派；3、“基金销售超预期，只要流动性还在我就看多”的流动性决定派；4、认为长期宏观经济反转，短期跌点也不怕的长多派。

因此可以看出流动性尤其是边际流动性及其预期决定本轮反弹高度和持续时间。但是我们目前的流动性充裕么？流动性的增量有多少？谁提供边际流动性？

我们从图 2 看到目前市场换手率远未到历史高点，这显示目前市场流动性并不非常充分，相当 07 年 9-10 月的水平。

图 2： A 股日换手率远未到历史高点



从博弈的角度出发，老基金指望新基金买单，而新基金希望散户接棒。我们分别从基金和散户的角度分析市场流动性增量。

近期基金发行好转，单支新发基金的规模上升至 10 亿元以上，但从总量上看仍比较有限，单月发行规模只有 100-200 亿，基金开户数虽反弹但也不高。而且 5 月份新发偏股型基金非常有限，几支银行系基金发行完之后，单支规模很可能回落。此外考虑到 3 个月建仓期后的赎回，新发基金的仓位一般不敢超过 5 成，因此新发基金对市场的推动相当有限，一个月不超过 100 亿。

图 3：2-3 月份偏股型基金发行迅速增加



图 4：基金开户数有所反弹

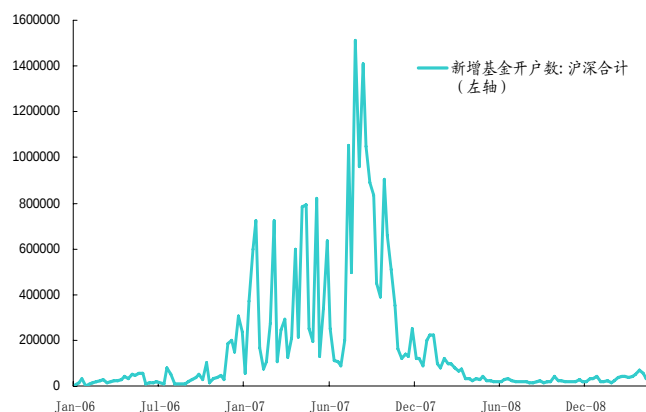


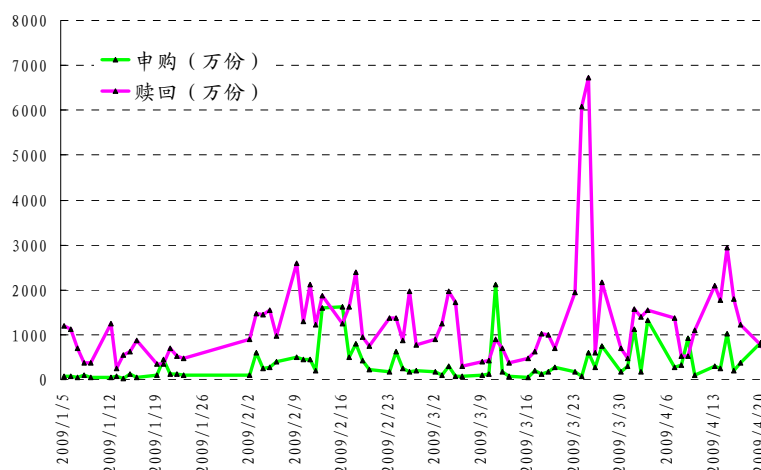
表 1：近期发行偏股型基金一览

	发行份额(亿份)	认购起始日期	认购结束日期	投资类型
光大保德信均衡精选	10.405	20090202	20090227	股票型
工银瑞信沪深300	36.064	20090203	20090303	股票型
诺安成长	11.678	20090205	20090306	股票型
宝盈核心优势灵活配置	7.767	20090205	20090312	混合型
嘉实量化阿尔法	29.612	20090216	20090317	股票型
易方达行业领先企业	40.918	20090223	20090320	股票型
兴业有机增长灵活配置	19.803	20090223	20090320	混合型
南方沪深300	15.808	20090304	20090320	股票型
富兰克林国海成长动力	11.096	20090216	20090323	股票型
民生加银品牌蓝筹灵活配置	27.186	20090225	20090325	混合型
鹏华沪深300	19.944	20090302	20090327	股票型
中银行业优选灵活配置	19.974	20090223	20090330	混合型
农银汇理平衡双利	64.655	20090302	20090402	混合型
泰达荷银品质生活灵活配置	12.949	20090302	20090403	混合型
交银施罗德先锋	44.707	20090303	20090403	股票型
泰信蓝筹精选		20090302	20090417	股票型
银河行业优选		20090316	20090417	股票型
融通内需驱动		20090316	20090417	股票型
银华和谐主题灵活配置		20090326	20090422	混合型
海富通领先成长		20090330	20090424	股票型
东吴进取策略灵活配置		20090330	20090430	混合型
万家精选		20090413	20090512	股票型
国泰区位优势		20090420	20090522	股票型

此外尽管新发基金势头尚可，但近期随着市场的上涨，老基金的赎回压力加大。国泰君安渠道占整个基金销售市场的 1% 左右（但品种比单个银行全），目前国泰君安渠道偏股型基金的净赎回压力约为每天 500-1000 万元，即全市场一天 5-10 亿，一个月净赎回 100-200 亿，略低于目前新发基金的募集资金量。

这种分析方法的问题在于国泰君安的客户可能和银行的客户行为不同，此外没有机构客户通过国泰君安进行基金申购，因此可能略微夸大了基金的净赎回量。

图 5: 国泰君安的基金申购赎回渠道显示 3-4 月赎回压力加大



基金指望散户接最后一棒，但持仓账户数和新开户数并没有加速增长，这与股市近期的上涨略有背离，显示散户的热情并不高，M1 向股市的传导不畅。

图 6: A 股持仓帐户数保持平稳

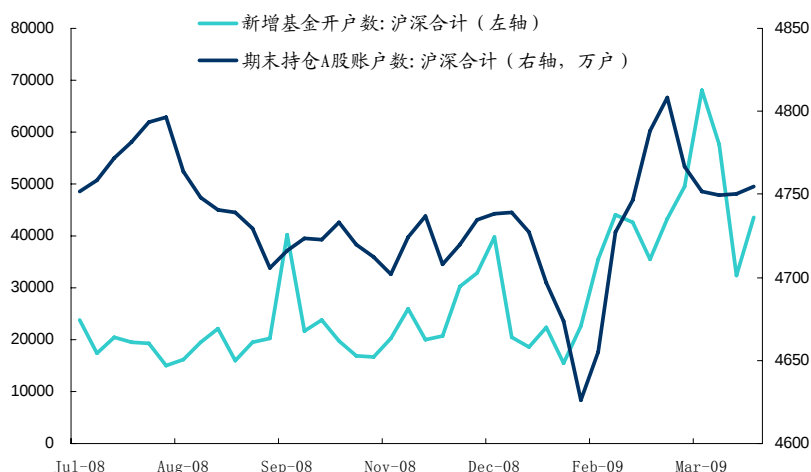
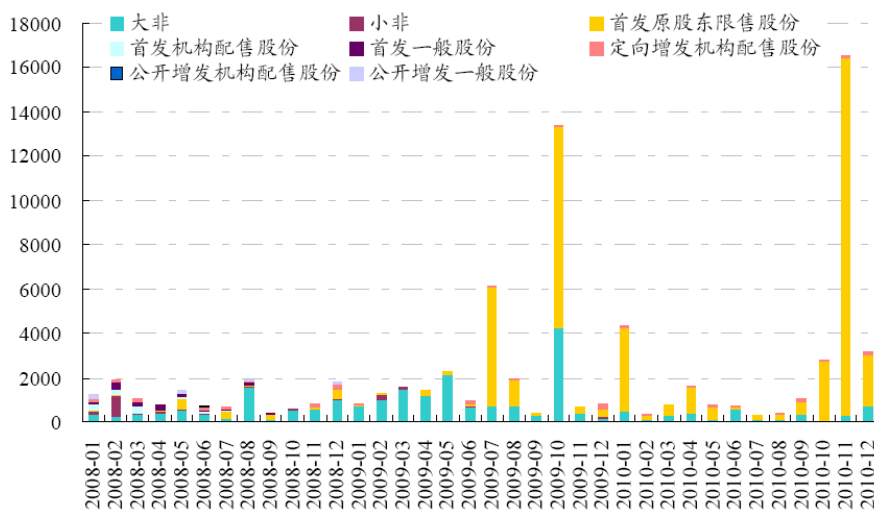


图 7: A 股新开户数保持平稳，没有 07 年初的那种人民群众创造历史的现象



如果说新入场资金增长大致平稳，那么上市公司的再融资需求和大小非可谓来势汹汹。中联重科表示将再融资 50 亿的意向后大幅下跌。近期 IPO 开闸的传言也甚嚣尘上。

图 8：大小非压力犹存



3 月大小非减持达到 10.84 亿股，创去年 6 月份公布减持数据以来新高。3 月份，大非减持股数 5.28 亿股，环比增加 16%，小非为 5.56 亿股，环比减少了 1.42%。大非的减持意愿有所加强。

图 9：大小非减持数量上升

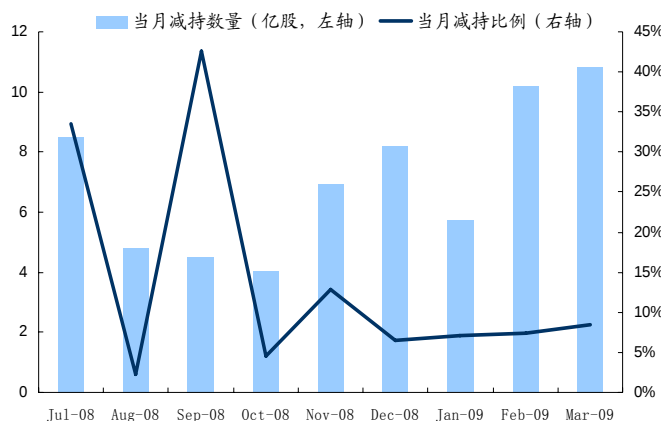
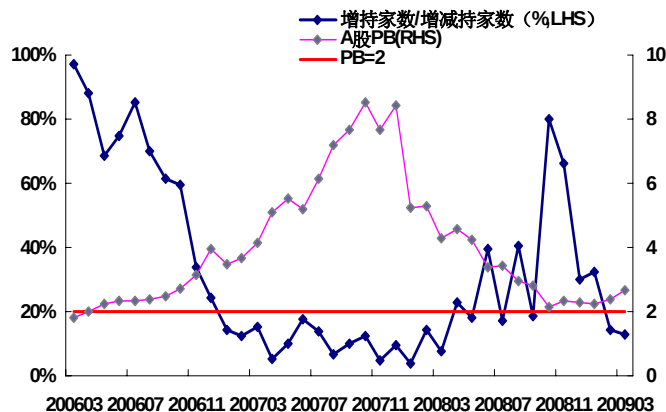


图 10：上市公司在大量减持



目前大小非的减持意愿虽然在逐步升高，但在目前减持力度并不大。一方面是因为市场预期比较稳定，乐观情绪增加。另一方面是因为与 2007 年的高点相比目前市场估值水平相对较低。展望未来，随着市场估值水平的提升和对市场预期的改变，大小非减持力度将进一步加强。

图 11: 大宗交易持续上升

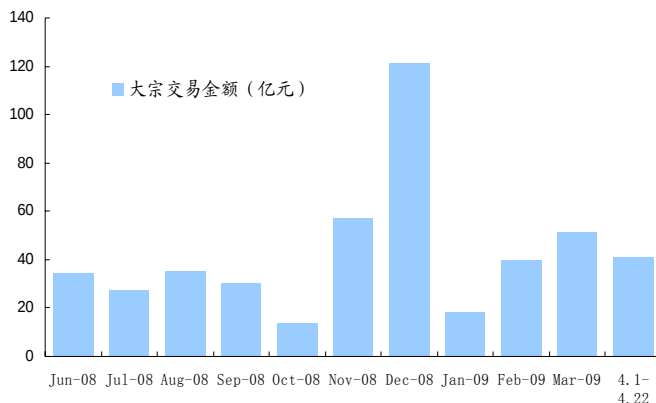
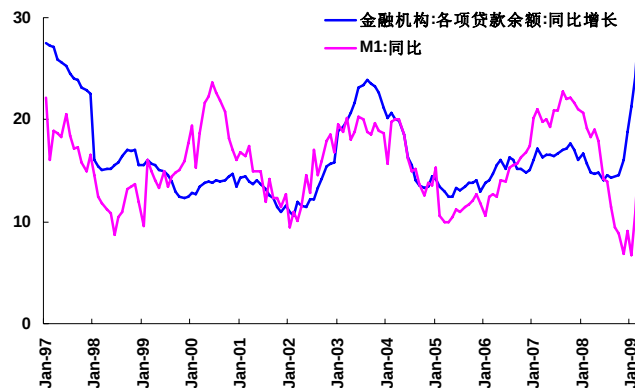


图 12: M1 增速和贷款增速正相关



综上所述，目前 A 股换手率、持仓账户数、开户数显示市场流动性与 07 年不可同日而语。3-4 月市场的大幅上涨的流动性主要来源于一些机构投资者的空翻多、新发行基金和部分新入场的私募，散户贡献有限。

随着市场的滞涨和对基本面的怀疑，机构投资者更加谨慎，市场流动性平衡变得更脆弱，市场难以承受大规模资金需求。我们认为 IPO、再融资和大小非大规模减持短期看不到，但预期已开始上升。短期我们更担心 4 月份贷款数据低于预期对市场信心带来进一步的冲击。

在流动性弱平衡的环境下，流动性增长放缓，题材股将风光不再，Flight to quality 或许重新成为主流。可取的选股策略有：1、填平估值洼地，回归确定性。在近期市场暴涨的过程中，题材股和垃圾股上涨较快，而食品饮料商贸零售等行业中的不少增长确定的股票的 09 年动态市盈率已经低于 25 倍。银行也是不错的选择。2、继续寻找基本面反弹，估值较低的周期性行业。如化纤、造纸等。3、确定性高的资产注入与重组将带来较大的阿尔法；4、跟随政策，如消费刺激题材。

二：投资线索：二季度的“寻宝行动”

带着相对谨慎的宏观市场观点和“大金融+确定性防御”的行业配置组合，近期我们与三地投资者进行了密集的交流。交流的好处就在于质疑和问题的及时反馈。在周报上，我们把一些和行业公司相关的问题讨论与大家分享。

1、银行：大而难涨？

从 09 年以来流通市值加权的行业涨跌幅看，银行大约跑输了大盘 10 个百分点。我们从相对防御的角度建议在二季度超配银行，机构在配置上的过度偏离基准会给银行股带来相对收益，短期重点关注 1 季度净利润正增长的深发展、浦发、工行等。

根据我们银行业研究员最新的测算，09 年银行业净利润增速从 5%上调至 8.3%，并呈现净利润同比增速逐季提高的态势。上调全年盈利增速预测的主要理由是：（1）信贷高速增长。尽管 2 季度后可能出现高增速低增额的信贷投放格局，但全年信贷高增速有望实现以量补价的策略目标；（2）净息差 NIM 在 1 季度后触底回升；（3）GDP 增速有望触底回升，银行信贷成本将低于预期。

市场对银行在 09 年信贷增速已经无异议,我们甚至开始担心信贷的过度放松 (如果去年经济工作会议定的 17% 的 M2 是适度放松的话), 对整体经济和对银行业本身的伤害。分歧较大的是净利差收窄的幅度判断。我们认为 **1 季度是银行业整体 NIM 压力最大的时期, 随后 NIM 将触底回升**。主要原因: 降息预期减弱、08 年 4 季度降息中存贷款利差保持稳定; 3 月份新增票据融资占比大幅减少; 3 月份存款定期化程度减弱; 债券和同业市场利率在 1 季度呈现短端平稳、长端回升; 贷存比稳定。难以测定的是议价能力, 根据我们前段时间调研的观察, 银行提供给政府主导项目的贷款议价能力较差 (用某地官员的话语形容是: 银行态度前倨而后恭)。

表 2: NIM 收窄幅度预测: 下降 50 个基点, 将触底回升

因素	对 NIM 影响	说明
存款定期化	-3	08 年已进行大半; 定期化中有短期化; 3 月份定期化程度较 2 月下降
存款准备金率下调	--	假定存款准备金率下调 2 个百分点
降息	-24	含直接降息、债券收益率曲线下移、准备金利率下调、按揭贷款利率下浮至 7 折等
议价能力	-23	基准利率基础上的上浮或下浮幅度变化
利率市场化	不确定	基准利率基础下浮幅度扩大到 80%, 09 年可能性不大
合计	-50	

注: 资料来自于国泰君安银行业二季度策略报告

2、强周期继续逞强？

在中期配置组合中, 我们把有色、煤炭、水泥、钢铁等强周期行业放在了减配或平配的位置。这和部分投资者的观点分歧较大 (我们仅认为是交易性机会)。看多有色、煤炭等强周期的理由仍然是经济的 V 型复苏和流动性充裕带来的通胀预期。

我们认为从有色金属的基本面供需关系到期货价格, 再到国内有色金属股价格, 已经存在了二阶偏差。我们较早 (3 月 25 日) 将有色金属评级下调到了减配 2。在我们的二季度全球策略中, 明确指出: 商品牛市不会重燃。大宗商品主要是国际定价 (虽然中国因素越来越重要, 或者说越来越被一些国际炒家拿来说事, 这并不是一件好事)。在国际分工链条中, 实体经济需求没有支持下, 大宗商品牛市的出现 (即意味着滞胀的出现) 既不符合逻辑, 也不符合美国、中国的经济利益。我们认为本轮经济危机 (包括处理过程中的失误) 可能使原先被边缘化的奥地利学派重获关注 (感兴趣的读者可以阅读罗斯巴德的《美国大萧条》)。

图 13: 国内铜冶炼及其下游开工率有所恢复, 供给过剩局面可能会重新出现

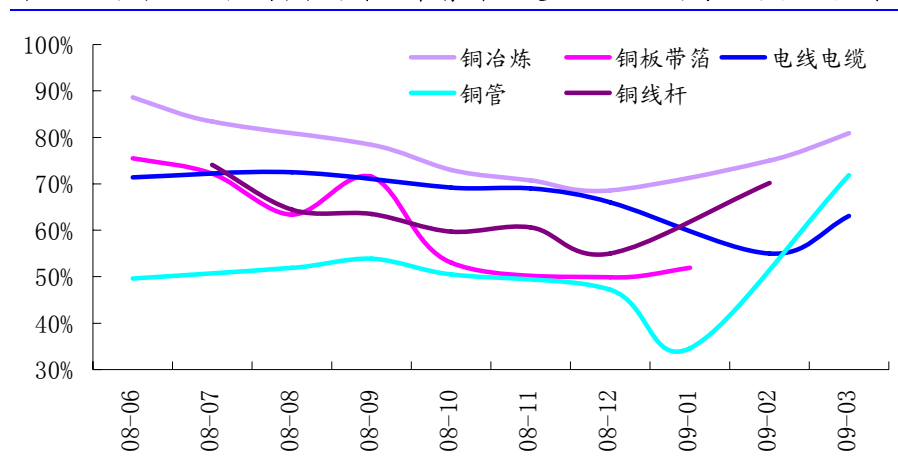


图 14: 美国产能利用率降至最低, 实体经济需求不支持商品牛市的出现

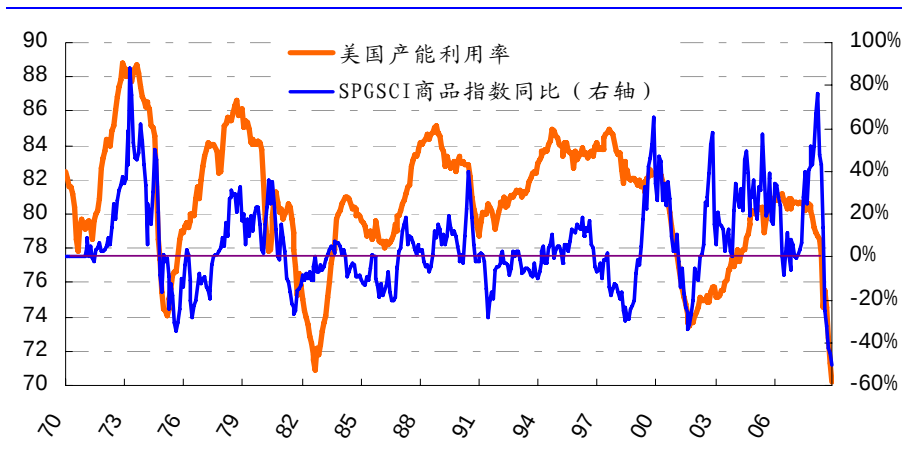
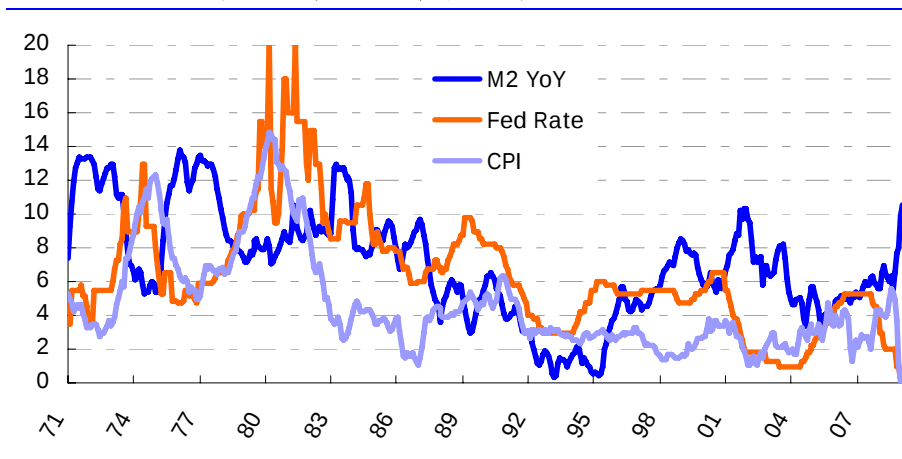
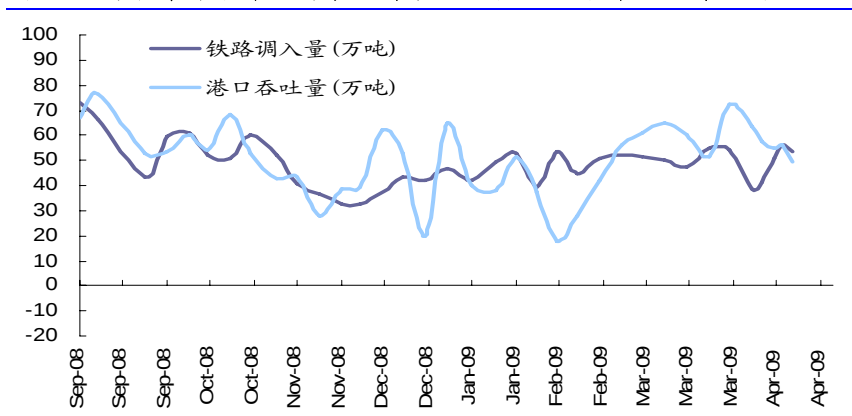


图 15: 以货币政策对抗周期向下带来 70 年代滞胀



我们煤炭行业研究员的二季度策略《七问煤炭》，让人读得淋漓酣畅。我们在每日酷图中已经做了摘引，不再赘述。投资者很关注秦皇岛库存的变化，我们认为，库存主要由港口调入量与调出量的差值决定。山西省有意控制小煤矿的复产进度，1-2 月份山西煤炭产量同比减少 11.12%，这较大的影响调入量。随调入量的回复和用电量增长仍不乐观，秦皇岛库存会出现反弹。

图 16: 前期库存下降时需求反弹和调入量大幅下降双重作用的结果



对水泥行业产能过剩的担忧，我们已经讲过多次，但水泥行业协会最新的数

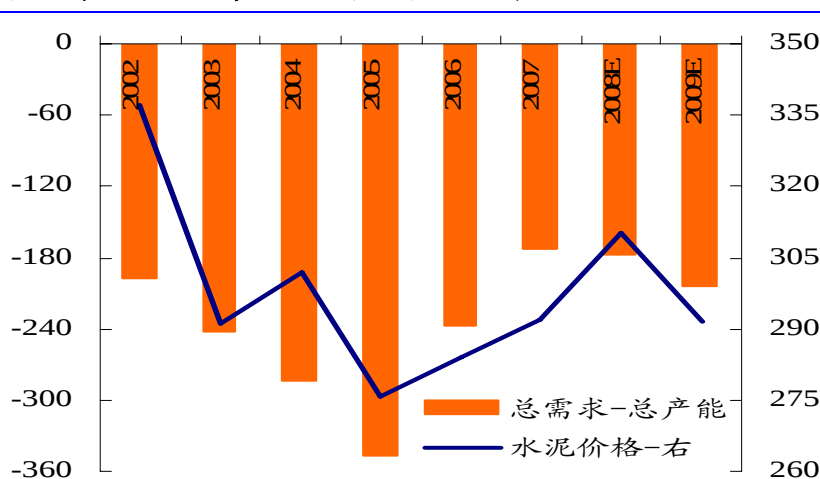
据仍然让我们惊愕：前 3 月水泥投资增长 110%（上年同期 40%），其中 3 月同增 127%、环比增加 64%。

表 3：2009 年 3 月水泥行业固定资产投资及投产项目统计

亿元	投资额	增速%	上年同期 增速%	投产项 目(个)	上年同期 投产(个)	总投资 计划	增速%	新开工投 资计划	增速%
全国	234	110	40	64	28	1939	66	302	116
华北地区	20	175	26	7	5	174	195	44	626
东北地区	9	96	-26	0	2	90	96	15	317
华东地区	45	44	48	20	3	406	17	48	31
中南地区	71	83	33	23	13	556	18	95	68
西南地区	73	223	60	13	4	582	200	71	199
西北地区	16	144	127	1	1	130	183	29	123

注：详细数据可以看我们行业研究员的报告《3 月水泥投资 110%：情理之中、意料之外》

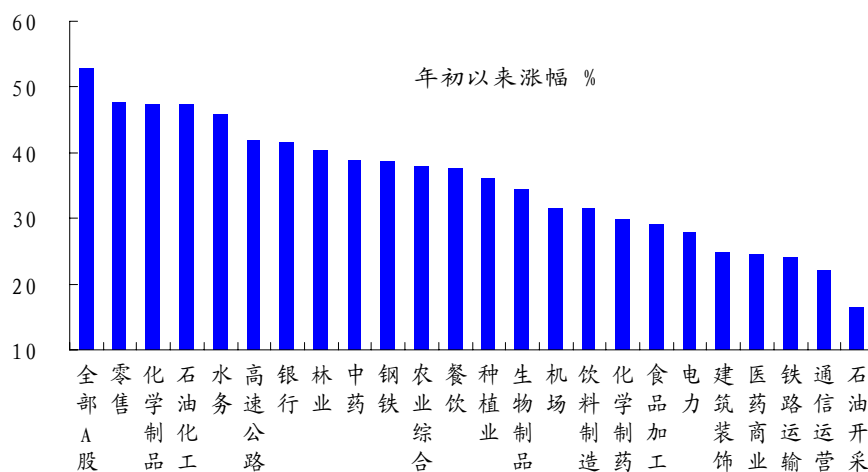
图 17：产能收放是影响水泥价格的关键因素



3、关注涨幅落后行业与交易性机会提示：电力与中国联通

年初以来全部 A 股上涨超过 50%，银行、医药、食品饮料、化工、交运、电力、建筑、通信运营、钢铁、农业等行业涨幅落后大盘。如果市场如预期在二季度回调，在这些涨幅落后的板块中寻找业绩增长较强的子行业和公司，是我们在二季度为获取相对收益要做的“寻宝”行动。

图 18：年初以来涨幅落后大盘的细分行业：银行、医药、食品饮料、化工、交运、电力、建筑、通信运营、钢铁、农业等



发电行业是 2009 年业绩趋势最明朗且估值仍有提升空间的为数不多的行业之一。电力行业研究员提示我们，在行业机组利用率同比下降 15% 的情况下，09 年前两个月火电行业毛利率已经由 08 年 1-11 月的 3.9% 回升至 11.4%。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。电力股的表现契机在于：火电公司季报业绩扭亏或大幅减亏，用电量小幅回升、市场煤价格继续震荡向下。同时，电力股还存在资本运作和涉及新能源的催化因素。**火电类公司我们推荐的标的是：国投电力、深能源、国电电力、华能国际等。**

2009 年 Q1 的新增移动用户份额中国移动、中国联通及中国电信分别为 68.3%、14.8% 及 16.9%，相比 2008Q4 的 93.5%、11.7% 和 -5.2%，新联通和新电信对中国移动的挤压效应已经开始显现。我们行业研究员预计这种趋势将在今年内维持。联通在重组中已经拿到了一张上佳的牌，终端、制式的优势为其后续扭转竞争劣势带来机会。虽然财务数据的改善慢于经营数据（一季报会比较差），但推出 3G 业务、引入 iPhone 以及 WCDMA 新增用户表现良好等都可能使联通跑赢大盘。**我们继续提示中国联通在二季度的交易性机会。**

结合我们行业研究员的推荐，我们挑选了部分业绩增长比较明确、目前估值水平较低的上市公司，建议投资者在二季度重点关注。

表 4：二季度重点关注的业绩增长较确定、估值较低的上市公司

股票	简要说明	EPS08	EPS09e	EPS10e	09 年 PE
中兴通讯	国内电信投资增长明确，国际设备商数量减少，公司市场份额提升，尤其是在 WCDMA 市场在发达国家有所突破。	1.24	1.70	1.92	22.35
龙净环保	手持订单充足，增长确定。即使考虑即将进行定向增发的股本数量上限，09-11 全面摊薄后的 EPS 依然可达 1.05、1.28、1.51 元。	1.04	1.41	1.72	15.09
中国船舶	2009-2011 年订单已接满，如果外国经济企稳，手持订单被撤或者被延期交付的风险可大为降低，公司估值水平可提升。	6.28	7.02	7.88	10.04
山东如意	产能扩张和新技术推动业绩增长	0.31	0.45	0.68	19.62
鲁泰 A	强大的技术开发推动内生性增长	0.57	0.60	0.65	14.75
扬农化工	菊酯领域的龙头地位稳固，发展平稳	1.57	1.73	2.08	18.46
格力电器		1.55	1.85	2.10	14.59
九阳股份		2.02	2.68	3.32	19.78
思源电气		1.26	1.50	1.75	20.00
特变电工		0.80	1.15	1.39	23.48
海油工程	稳定增长，下半年走势一般优于上半年	0.62	0.85		20.15
王府井	伴随着异地扩张，公司业绩将会有持续稳定的增长。	0.88	1.00	1.17	25.68
小商品城	业绩较为确定的防御品种	1.79	2.79	3.82	23.98
重庆百货	区域龙头，年内重组较为确定，增厚 EPS 明显	0.80	0.88	1.01	25.35
新兴铸管	铸管行业龙头，主打产品铸管的市场增长平稳，订单饱满，业绩抗周期性较强；建筑钢材比重高。	0.43	0.46	0.59	15.35
宝钢股份	产品优势突出，抗行业风险能力强；09 年进口矿下降可大大降低成本；当前 PB 仅 1.1 倍。	0.37	0.39	0.49	15.38
武钢股份	2010 年之前公司产能可增加 300 万吨；即使硅钢目前跌价但依然毛利丰厚；09 年进口矿下降可降低成本。	0.78	0.64	0.74	11.47

中国铁建	新签订合同多、1 季度业绩将超预期	0.32	0.52	0.65	18.55
龙元建设	定向增发水泥项目 10 年贡献业绩、地产复苏	0.45	0.55		15.48
深发展	09 年全年业绩正增长；09Q1 正增长	0.20	1.67	1.92	9.47
浦发	09 年全年业绩正增长；09Q1 正增长	2.21	2.42	2.77	9.14
工行	09 年全年业绩正增长；09Q1 拨备前利润有望正增长	0.33	0.35	0.39	11.69
中信证券	全年交易量可达 1200-1600 亿，估值合理	1.10	1.21	1.24	21.78
辽宁成大	估值合理，攻守兼备	1.05	1.23	1.35	20.51
太阳纸业		0.45	0.50	0.80	22.00
晨鸣纸业		0.52	0.35	0.50	21.43
青岛啤酒	09 年销量继续增长预计 8%，产品结构调整带来销售价格上升，成本下降，盈利能力提升。董事薪酬与公司利润挂钩可能带来公司重大变化，利润释放加速。2009 年 10 月融资性权证到期可能形成短期利好。	0.53	0.80	1.02	31.11
浙江龙盛	染料、间苯二胺龙头，德国德司达危机有利于公司提高市场占有率，也有利于染料价格提升，业绩有超预期可能。公司创投项目较多。	0.71	0.79	0.86	19.97
久联发展	民爆龙头，受益 4 万亿投资，二、三季度固定资产投资加速，公司产销旺盛，估值有望升至行业平均水平。	0.31	0.72	0.81	18.83
国投电力	极好的电源结构，以及未来国家开发投资公司继续向公司装入其他行业资产的预期。	0.12	0.48	0.56	21.69
深圳能源	业绩稳定性强，估值偏低。	0.51	0.78	0.85	15.09
浙江广厦	预售房款规模较大；部分隐蔽优质资产重估价值较高	0.42	0.54	0.73	15.04
首开股份	地方龙头国企，业绩锁定性好，国奥村陆续贡献投资收益	0.70	0.85	1.06	15.98
香江控股	未来可售项目集中于广州，地价低，有望从广州楼市见底回暖中充分收益	0.26	0.27	0.36	25.52

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	沪深 300 市盈率 09 年 16.92 倍	可能有所下调	银行估值的提升，带动大盘估值提升到 25 倍左右
政策面	关注世博概念和消费刺激	关注地方国企整合	政策尚不明朗
标普 500 指数	有可能二次探底	跌不破前期低点	逐渐恢复，高点 900 点。等待新的龙头板块
香港国企指数	有可能二次探底	跌不破前期低点	逐渐走高
全球经济指标	美国芝加哥经济领先指标继续向下	底部振荡	恢复
GDP 增长	一季度 GDP 增长 6.1%	二季度 7%，三季度 7.5%，	第四季度 8%
固定资产投资	一季度 28.6%，超出预期	全年增速 18%	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%

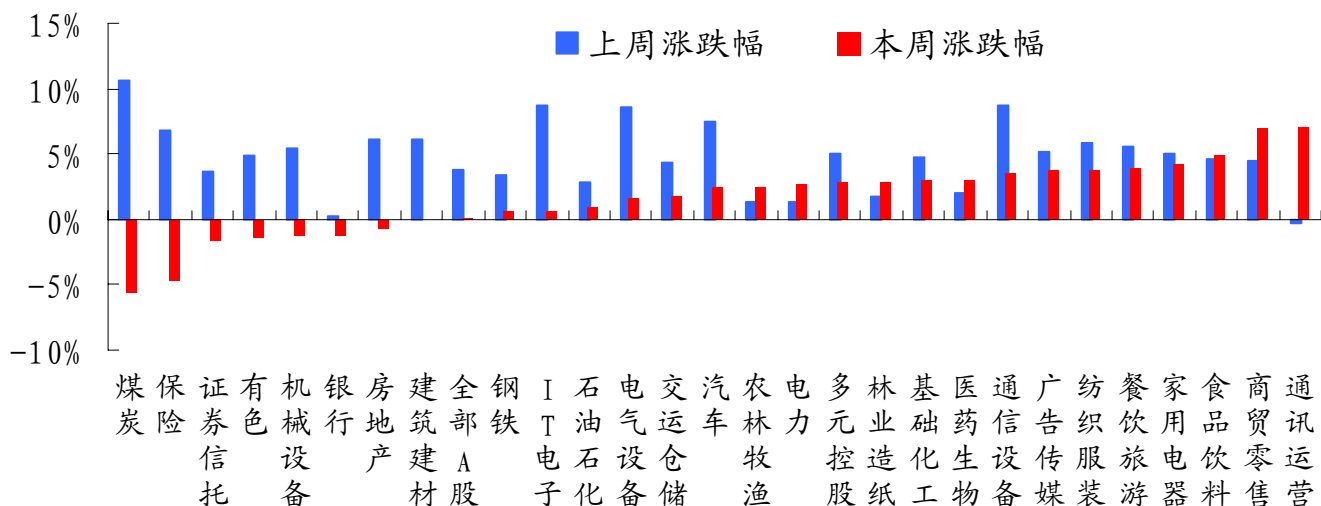
附表 2: 行业资讯与中期评级

行业	投资评级	评级调整	调整时间	投资评级说明与最新消息
银行	超配 1	不变	2008 - 10 - 8	行业研究员预测 09 年银行净利润增长 8.3%。1 季度为同比增速低谷, 约-8%, 此后逐季向好。短期重点关注 1 季度净利润正增长的深发展、浦发、工行等。
地产	超配 1	不变	2009 - 2 - 17	预期二季度成交量和房价之间将是一个涨跌反复的过程, 行业反转趋势尚不确定。重点关注业绩弹性大, 有资产注入预期的二三线地产股: 香江控股、浙江广厦、新湖中宝(新湖创业)等。
保险	超配 1	不变	2009 - 2 - 17	平安、国寿、太保 1 季度保费收入增长好于预期。保险股进一步提升仍需等待投资收益率的反转。
证券信托	超配 1	不变	2009 - 2 - 17	1 季度日均股票基金成交额 1676 亿元, 环比增长 102%, 同比基本持平。
煤炭	低配 1	不变	2008 - 11 - 12	秦皇岛港库存自 14 日起已连续三日回升, 山西坑口价继续下跌, 焦煤价格出现了普遍持续下跌。我们坚持认为二季度煤价将缓慢下行, 并对股价造成压力。
石油石化	平配	不变	2008 - 11 - 12	欧佩克继续向下修正全球石油需求为 8418 万桶/台。市场对国内成品油提价仍有较强预期。
公用事业	超配 1	不变	2008 - 11 - 12	五大电力集团建议, 适时启动煤电联动, 解决燃煤发电亏损问题, 还希望能够允许控股投资核电项目。
钢铁	低配 1	不变	2008 - 11 - 12	钢价连续第 10 周下跌。建筑钢材行情有所变化, 呈先跌后涨态势。钢价反弹或带来交易性机会。
有色金属	低配 2	不变	2009 - 3 - 25	通胀幻觉推动部分有色金属期货价格反弹幅度超出经济复苏带来的真实需求恢复程度。
造纸	平配	不变	2009 - 2 - 17	国内纸品价格略有下跌。
建材	低配 1	不变	2008 - 11 - 19	3 月份全国重点水泥企业销售水泥 4985 万吨, 环比增长 128%, 同比增长 8%。从全国整体而言, 水泥价格仍是旺季不旺。同时, 水泥行业产能扩张比较严重。
建筑	超配 1	不变	2009 - 2 - 17	目前披露新签合同最多企业为中国中铁 934 亿、中国铁建 705 亿元、中铁二局 101 亿、葛洲坝 43 亿、中材

				国际 41 亿、上海建工 35 亿、隧道股份 22 亿、粤水电 21 亿、龙建股份 15 亿、龙元建设 8 亿元。
基础化工	平配	不变	2009-2-17	化纤品价格止跌且部分出现回升，涤纶表现最为突出。3 月空调销量 700 万台，同比下降 25.46%，但在预期之内。随着内销旺季的到来，预计二季度空调内销出现正增长。
	超配 1	不变	2009-2-10	
家电				
服装纺织	平配	不变	2008-10-15	鲁泰 A 09 年一季度公司订单饱满，但产品结构中低端产品比重增加，订单价格有所下降。关注出口退税率可能进一步上调带来的交易性机会。
	超配 1	不变	2008-12-02	
商贸零售				
农业	低配 1	不变	2009-4-1	估值过高，缺乏正面刺激因素。
	平配	不变	2009-4-14	
食品饮料				
医药生物	超配 1	不变	2008-8-8	双鹭药业公布 09 年一季报，略低于预期，和去年同期相比毛利率下降，费用率有所上升。
	平配	不变	2008-10-22	
餐饮旅游				
文化传媒	平配	不变	2008-10-15	文化体制改革税收优惠政策出台。
	低配 1	不变	2009-4-15	
通讯运营				
交运设备	平配	不变	2009-2-10	工信部本周将批复 100 亿汽车振兴资金。
	平配	不变	2008-11-26	
机械设备				
通信设备	超配 1	不变	2008-8-18	行业研究员更新 09-11 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%。
	平配	不变	2008-12-02	
电气设备				
信息技术	平配	不变	2008-10-8	目前国内电子类上市公司 09-10 年平均 PE 分别为 33 倍、26 倍，与历史合理估值区间比较，已有溢价存在。
	平配	上调	2009-4-15	
航空				
水运	低配 1	不变	2008-8-8	BDI 周涨幅接近 15%至 1682，而油运市场形势还在继续恶化，一周运价跌幅达 35.7%。
	超配 1	不变	2008-12-02	
交运基础设施				
				全球 3 月船舶业新接订单同减环增，主要是油轮，集装箱船和散货船依旧没有新接单。

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, 通讯运营、商贸零售、食品饮料等行业涨幅居前, 高贝塔行业出现退潮



注: 数据截止至 4 月 21 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	周涨跌幅	月涨跌幅
600583.SH	海油工程	17.45	增持	0.55	0.83	1.02	21.02	2.2	2.2
研究跟踪	中海油总公司明确表示不会缩减油田开发资本支出计划, 反而会抓住金融危机带来的资源、材料价格低廉的成本机遇, 加快油田开发计划, 09 年海油工程毛利率有望提升, 净利润增长可能超过 50%。								
000568.SZ	泸州老窖	23.81	增持	0.91	1.11	1.32	21.45	6.2	20.3
研究跟踪	08 年业绩略低于预期, 公司继续推荐双品牌策略, 销售毛利率上升 9 个百分点, 低档酒采取多品牌策略, 销量大幅上升 32%, 预收帐款增加是泸州老窖业绩好于贵州茅台的重要原因之一。								
601111.SH	中国国航	7.29	增持	-0.75	0.16	0.2	45.56	4.4	43.8
研究跟踪	08 年每股亏损 0.77 元, 基本符合预期; 09 年一季度主业扭亏, 每股收益 0.08 元, 主业趋势向好, 维持增持评级。								
600054.SH	黄山旅游	17.07	增持	0.4	0.55	0.65	31.04	3.3	6.0
研究跟踪	公司 08 年业绩略低于预期, 08 年度酒店实现收入 27288 万元, 同比增长 7.27%; 毛利率 33.47%, 同比下降 6.52 个百分点。游客人次增长的不均衡和年中开业的轩辕酒店开办费摊销是造成 08 年度酒店盈利能力下降的主要原因。								
601318.SH	中国平安	42.01	谨慎增持	0.09	0.97	1.48	43.31	-2.4	15.6
600000.SH	浦发银行	22.54	增持	2.21	2.42	2.77	9.31	0.0	16.7
600030.SH	中信证券	27.14	增持	1.1	1.22	1.35	22.25	4.4	17.3
000869.SZ	张裕 A	51.02	增持	1.7	2.03	2.38	25.13	4.1	13.8
600600.SH	青岛啤酒	25.19	增持	0.53	0.8	1.02	31.49	8.7	21.9
研究跟踪	09 年行业整体估值水平提升主要来自两个因素: 1. 麦芽成本下降带来毛利率回升, 行业盈利能力提高; 2. 09 年行业销售增速比 08 年有一定程度恢复。								
601857.SH	中国石油	11.93	谨慎增持	0.62	0.57	0.72	20.93	-0.1	3.1
研究跟踪	中国两大石油集团成品油库存 3 月末环比下降 14.7%, 同时销售在 3 月份环比增长 21%, 进一步表明成品油需求正在回暖。								
600271.SH	航天信息	26.56	增持	0.9	1.14	1.35	23.30	1.5	11.4
600963.SH	岳阳纸业	8.15	增持	0.21	0.19	0.38	42.89	0.1	15.3
600309.SH	烟台万华	19.27	谨慎增持	0.91	0.81	0.97	23.79	6.2	42.6
研究跟踪	有限售条件的流通股 839907936 股将于 2009 年 4 月 24 日起上市流通。								

601398.SH	工商银行	4.16	谨慎增持	0.33	0.35	0.39	11.89	1.0	10.1
000069.SZ	华侨城 A	14.07	增持	0.35	0.44	0.55	31.98	2.0	11.1
601088.SH	中国神华	24.34	谨慎增持	1.34	1.43	1.49	17.02	-3.0	17.4
研究跟踪	3 月份数据环比全面好转。								
000527.SZ	美的电器	12.00	增持	0.55	0.71	0.8	16.90	5.8	14.1
研究跟踪	一季度,美的电器原有业务有望实现净利润近 2 亿,加上今年 1 季度并表小天鹅(去年小天鹅从 2 季度开始并表),有望实现净利润 2 亿(YoY-26%),对应每股收益 0.11 元								
000002.SZ	万科 A	8.54	增持	0.37	0.44	0.55	19.41	0.5	5.0
600895.SH	张江高科	14.38	增持	0.38	0.59	0.88	24.37	-1.0	14.5
600547.SH	山东黄金	73.67	谨慎增持	2.39	2.75	2.65	26.79	-2.9	-1.0
600888.SH	新疆众和	11.54	增持	0.55	0.72	-	16.03	0.7	-3.4
600585.SH	海螺水泥	37.77	增持	1.8	2	-	18.89	1.8	7.8
600019.SH	宝钢股份	6.01	谨慎增持	0.47	0.51	0.64	11.78	0.7	5.3
研究跟踪	行业产能过剩寒流袭击宝钢截止三月下旬,各大钢铁公司的生产能力已经恢复到了 5.1 亿吨左右,而今年国内的钢铁需求量则仅为 4.3 亿吨;因而按照这个形势,五月份可能许多钢厂又要限产保价。								
600219.SH	南山铝业	10.00	增持	0.56	0.53	-	18.87	-4.8	3.1
研究跟踪	山东南山铝业股份有限公司于 2009 年 4 月 17 日接到公司第一大股东南山集团公司(目前持有本公司有限售条件流通股 822,000,000 股,占公司股份总数的 62.33%)通知,南山集团公司将其所持公司有限售条件流通股 200,000,000 股质押给齐鲁证券有限公司,质押期限至南山集团公司企业债券本息全部清偿时止。								
600362.SH	江西铜业	25.40	中性	1.16	0.66	0.71	38.48	-5.3	13.7
600795.SH	国电电力	6.37	增持	0.12	0.3	0.36	21.23	1.1	3.1
研究跟踪	4 月 19 日,山西大同等地坑口煤价一下子每吨降了近 50 元。与此同时,秦皇岛港煤炭库存连续三天反弹,截止 18 日其库存量已回升了 30 万吨,达到 372 万多吨,未来山西各地小煤矿复产预期增强,由此导致部分煤矿急于降价“甩煤”或是主要原因,同时周边地区低价煤产量不断增加也给山西矿企带来降价压力。								
601006.SH	大秦铁路	9.91	谨慎增持	0.55	0.61	0.65	16.25	-3.1	14.4
研究跟踪	煤电谈判有可能成为大秦线运量的拐点。								
601919.SH	中国远洋	13.82	中性	1.2	-0.1	-	-138.2	7.4	21.8
研究跟踪	公司总裁魏家福认为危机当中,企业首先应该现金为王。他透露现在中远集团有 700 多亿现金在手,任何保持 700 亿以上的现金,就可以迎战一到两年的金融危机做出准备。另外他认为,在危机下就是要继续收缩投资,这时候投资很可能在短期内没有回报,没有回报就雪上加霜。								
600009.SH	上海机场	14.57	谨慎增持	0.45	0.47	0.55	31.00	2.0	5.7
600320.SH	振华港机	12.45	谨慎增持	0.72	0.9	0.9	13.83	1.5	14.6
600031.SH	三一重工	25.18	谨慎增持	0.93	1.17	1.52	21.52	1.3	7.7
600806.SH	昆明机床	12.69	增持	0.73	0.93	0.95	13.65	0.4	10.7
研究跟踪	大型床正在恢复,大、重型落地镗铣床向高、精、尖发展:公司表示,进入 2009 年 2 月大型床有所恢复,预计在去年的 6-7 成左右,就目前形势来看,公司全年会出现下滑,但幅度不会太大。在大、重型落地镗铣床方面,公司有信心实现技术突破,产品向高精尖发展,以抵御经济危机的冲击。								
601390.SH	中国中铁	5.86	谨慎增持	0.06	0.28	0.35	20.93	1.0	8.3
600089.SH	特变电工	29.87	增持	0.79	1.15	1.39	25.97	-2.4	20.2
600879.SH	火箭股份	13.12	谨慎增持	0.53	0.58	0.68	22.62	2.4	13.7
600100.SH	同方股份	16.86	谨慎增持	0.48	0.52	0.6	32.42	-0.8	27.5
研究跟踪	2009 年,同方股份预计,虽然国内外经济形势仍然不明朗,但在 2008 年基础上,公司将力争实现销售收入 10-20% 的增长。								
600037.SH	歌华有线	11.52	中性	0.31	0.23	0.24	50.09	8.7	17.6
600036.SH	招商银行	16.35	谨慎增持	1.53	1.57	1.8	10.41	-0.1	10.2
000402.SZ	金融街	10.03	增持	0.42	0.51	-	19.67	2.7	13.7

研究跟踪	公司一季度预增 100%~150% 由于上年同期公司实现净利润较少, 比较基数较小, 导致公司 2009 年一季度业绩较去年同期大幅增长。								
600048.SH	保利地产	24.33	增持	0.91	1.23	-	19.78	6.5	12.7
000338.SZ	潍柴动力	33.70	谨慎增持	2.99	3.48	6.47	9.68	5.1	15.0
000951.SZ	中国重汽	23.35	谨慎增持	1.48	1.87	1.97	12.49	-2.7	5.6
600066.SH	宇通客车	14.08	谨慎增持	0.88	0.94	1.01	14.98	-0.1	21.8
研究跟踪	宇通客车内部人士表示, 公司正在积极参与各地新能源汽车招投标项目, 争取获取新能源客车的订单。宇通客车计划今年下半年实现新能源客车的批量生产。								
600104.SH	上海汽车	11.24	中性	0.25	0.4	0.73	28.10	15.3	17.8
研究跟踪	按照规划, 上汽将向 2010 年世博会提供包括纯电动、超级电容、燃料电池和混合动力四大门类的近千辆新能源汽车。近千辆新能源汽车的应用与展示将是 2010 上海世博会的一大亮点。								
000651.SZ	格力电器	30.00	增持	1.55	1.74	2.02	17.24	4.9	26.1
研究跟踪	08 年业绩在业绩快报超预期基础上再超市场预期, 主要原因来自于毛利率的大幅提升和三费的相对稳定, 格力电器已经在巴西和越南建立生产基地, 在香港设立了销售公司, 在其他近 100 个国家*家和地区有“格力”品牌代理商。该公司称, 2009 年将继续推进自主品牌的出口, 改变靠代工生产 (OEM) 出口赚取微薄利润的局面。								
600415.SH	小商品城	65.25	增持	1.8	2.8	3.9	23.30	11.7	29.1
研究跟踪	公司 18 日公告, 第二大股东更名为义乌小商品城恒大开发有限责任公司。此前, 义乌市决定将公司第一、三大股东的股权划拨给恒大开发公司, 恒大开发公司将持有 55.82% 的股权而控股小商品城。此举可能为恒大开发公司的资产注入以及整体上市埋下了伏笔。								
600631.SH	百联股份	12.20	增持	0.4	0.55	0.75	22.18	8.5	15.5
600859.SH	王府井	24.98	增持	1	1.42	1.84	17.59	11.3	28.8
研究跟踪	1) 全国布局、中西部为先的战略具有较好现实条件; 2) 三级门店梯队保障公司未来业绩稳步增长;								
000423.SZ	东阿阿胶	18.06	谨慎增持	0.54	0.56	-	32.25	5.1	6.6
研究跟踪	基本药物目录有望 4 月底之前出台, 可关注进入基本药物目录的国产独家品种的投资机会, 如: 东阿阿胶、通化东宝、云南白药等。								
000538.SZ	云南白药	36.74	增持	0.96	1.21	-	30.36	2.7	0.2
600511.SH	国药股份	31.64	增持	0.77	1.01	-	31.33	5.4	15.2
研究跟踪	公司 08 年公司收入增长 22.71%; 净利润增长 46.6%, 分配方案 10 送 5 转 5, 派 1.5。								
600276.SH	恒瑞医药	40.19	增持	0.88	1.35	-	29.77	2.1	1.8
研究跟踪	公司 09 年一季度净利润增长 186.33%, 扣除非经常性损益后增长 10.59%, 各产品系列中, 手术麻醉类用药增长较快, 抗肿瘤药增长平稳。								
600519.SH	贵州茅台	127.14	增持	4.45	5.27	5.86	24.13	4.2	7.9
研究跟踪	一季报业绩正常, 预收账款再次发挥调节作用, 其他财务数据正常, 二季度关注茅台打假措施效果和申请世博会白酒唯一高级赞助商资格。								
000063.SZ	中兴通讯	38.41	增持	1.24	1.7	1.92	22.59	9.7	8.8
000001.SZ	深发展 A	16.14	增持	0.2	1.67	1.92	9.66	-3.6	5.3
000895.SZ	双汇发展	36.10	增持	1.15	1.4	1.7	25.79	3.6	13.4
600195.SH	中牧股份	19.64	谨慎增持	0.41	0.49	0.67	40.08	2.9	18.0
600361.SH	华联综超	9.05	谨慎增持	0.24	0.33	0.41	27.42	10.4	16.2
600598.SH	北大荒	14.76	增持	0.36	0.42	0.45	35.14	0.6	7.8

注: 最新收盘价为 09 年 4 月 20 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 6009 号

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