

股市不惧“猪流感”

◎ 王守杰

过去的一周，股市先跌后涨，似乎要收出“V”形反转的走势，不得不承认牛市气氛仍是较为浓重，急跌后反而出现大量的投资机会。

“猪流感”在上周愈演愈烈，墨西哥因此病死亡者达到170人以上，并且在多个国家发现了病例，一时间人心惶惶。许多人士将此引申到经济增长方面，预测世界经济会因此而大受影响，典型的论调有：如果投资者的担忧情绪上升至SARS时的水平，那么股市有可能下跌10%至15%；这种肉眼看不见的病毒，会不会成为压垮世界经济的最后一根稻草？

笔者看来，“猪流感”可能会对经济活动产生一定的负面影响，对股市的影响不足为惧：（1）有了03年的SARS经历，民众对此的心理承受能力已经很强，何况我国还不是猪流感的“原产地”。（2）03年SARS期间，股市仍按照其自身规律运行，有涨有跌，并未表现出此种突发性事件会有多大的负面影响，相反一些医药股因此而得到市场的大肆炒作，人气突然活跃。（3）顺便开个玩笑：猪流感真的严重了，大家尽量足不出户情况下，闲来无事呆在家里炒股岂不更有利于市场的上涨？

上周国家统计局不惧民众“板砖”，又出一份报告：对6.5万户城镇居民家庭抽样调查资料显示，一季度城镇居民人均可支配收入4834元，同比增长10.2%，扣除价格因素，实际增长11.2%。一季度农村居民现金收入人均1622元，同比增长8.6%，扣除价格因素，实际增长8.6%。无论此数据是否适合自己本身情况，相信这个统计最起码反映了我国居民仍有相当的消费潜力。相信前期的房市、车市的兴盛并不是许多媒体所宣称的“虚假繁荣”，在中国不透明的收入机制下，你无法估量民众的消费能力。

而发改委公布的数据更显示了投资在爆发性地增长：1—3月，全国新开工项目52905个，比去年同期增加14375个；施工项目129105个，比去年同期增加20701个。新开工项目计划总投资22659亿元，同比增长87.7%；施工项目计划总投资214454亿元，同比增长26.7%。从“4万亿”的数字概念，到银行信贷的猛增，再到目前施工项目与总投资的大幅跃升，一切迹象表明流动性正逐步渗透到实体经济，可以想象三季度这些投资与施工项目会为许多经济指标增加色彩。

另外上周四对有些个股出现了重磅利空，那就是银行与券商的一季度业绩表现不佳。像招商银行（600036）净利润同比下滑33%，“标杆”的作用也不大了。中信证券一季度净利润同比下滑也达到40%。在巨额的信贷投入后，市场本来预期银行股的业绩会有看点，结果并不如意，于是在此类个股打压下上证指数未有表现。然而其他个股我行我素，也反映了目前市场人气尚可，将此利空悉数消化。我们仍期待这些巨额信贷具有滞后效应，银行股仍会有机会。

结构性牛市持续了半年，个股涨幅不菲的情况下，时间与空间都使得我们对未来一段时间不抱过大的期望，“谨慎看多”的观点贯穿前几期刊首语，“硬着头皮来”的操作思路促使我们不断提醒投资者不要满仓，但可以低吸。上周市场经过探底回升，相信灵敏的投资者已经收获颇丰了，预计本周仍会维持强势，建议多搜寻那些前期跌幅较大，有基本面支撑的个股做反弹行情。但如果权重股再度弱势，可能会拖累大盘，走出尤如3月5日之后的弱势盘整格局，我们需要时刻警觉大盘量能的变化，如果持续缩量，操作时就尽量不要追高。

联合证券刚刚成为业内首家获准实施经纪人制度的证券公司，强大的营销与服务体系已经为社会所肯定，作为与投资者交流的一个工具，《投资宝典》也将继往开来，为实现投资者财富的最大增值而努力！



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 张翊

主编 朱永强

副主编 王连芬

编辑 王守杰 韩卫东 刘 军

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 股市不惧“猪流感”

■ 梅花香自苦寒来

3 记联合证券首家获准实施经纪人营销制度

■ 特别报道

10 猪流感来袭, 市场能否从容面对?

■ 宏观策略研究

14 估值仍有上升空间, 市场面临结构调整

16 中期向上趋势没有改变

■ 行业研究

17 房地产行业: 将改变的还有房价预期——住房投资资本金比例下调点评

19 电力行业: 地方电力公司进入快速成长期

21 电子行业: MI芯片破解: 智能卡行业和金融机具行业蕴涵较大发展机会

■ 个股研究

24 长安汽车: 产业政策的最大受益者

26 招商银行: 好公司 坏光景

28 九阳股份: 仍在快速增长 股东追加限售期

30 万科A: 业绩超预期可能增大

31 益佰制药: 一季度主业开局良好

32 永新股份: 产业政策的最大受益者

■ 基金天地

35 基金视野: 调整压力依然存在, 短期谨慎, 长期乐观

■ 一周要闻

38 国内财经

39 海外财经

■ 理财万花筒

40 个人贷款全攻略: 玩转银行资金贷来幸福生活

42 拍卖行规则大揭露: 如何变现你的藏品

■ 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

梅花香自苦寒来

——记联合证券首家获准实施经纪人营销制度

2009年4月24日，是可以载入证券行业史册的时刻，更是联合证券发展史上的里程碑，公司在业内首家获准实施经纪人营销制度！证券经纪人需要被社会所了解，联合证券客户需要认识到经纪人制度给各方带来的巨大益处。在此摘取几篇权威报道，以窥其一斑的方式介绍具有划时代意义的证券经纪人制度……

联合证券首家获准实施经纪人制度

联合证券4月24日收到当地证监局现场核查意见书，在业内最早获准实施证券经纪人制度。待完成执业注册后，其数千经纪人将率先步入持证展业之路。

自去年监管部门酝酿为证券经纪人建章立制以来，倾力于此模式的联合证券就开始冲刺：去年底率先实现上岗经纪人均通过从业考试；上月相关管理办法公布后，立即上报材料申请核查。公司总裁盛希泰说，“营销是券商之本源，联合证券近几年始终大张旗鼓、不遗余力地开展营销系统建设，以坚定的信念一步步趟开了经纪人业务之路。”

这家曾在综合治理中死里逃生的券商，危机感很强。他们争取经纪人执业资格的过程中，透着韧性、用心，更有对成功的强烈渴望。

上万道习题考出“第一”

早在2008年12月10日，联合证券就宣布公司4832名经纪人全部通过相关考试，100%满足了执业基本条件。该公司高峰期曾有过万名经纪人，对考试不合格者进行清退之后，合规化队伍的规模依然庞大。

该公司经纪人的考试通过率较高，其他券商经纪人羡慕联合证券有个“神秘的考试系统”。联合证券总裁助理马俊生告诉记者，他们花费心血打造出一套在线考试系统，搜集上万道仿真考题让经纪人练习。“现在看效果不错，我们也认为考试是检验经纪人专业能力和素养的有效方法。”

并非仅是临阵磨枪，从2007年开始，联合证券就告诫经纪人考取从业资格才有前途，并在总部、营业部成立专门培训部门，摸索出一整套培训体系，开发了涉及证券营销各个环节的几十种辅导课程，还培训了300多名讲师。仅去年，组织从业考试辅导达到4万多人次。

起初，有经纪人厌倦于频繁培训，更反对将培训成绩作为考核参数，抱怨这是“变相降薪的招数”。如今他们则称赞公司有远见，“当证监会明确经纪人必须有从业资格时，我们就感到很幸运了。”

联合证券副总裁朱永强说，与一些券商将经纪人作为扩大业务的战术不同，联合将其作为事业伙伴来对待，数年来在人、财、物上投入很大。事实上，该公司5年前便认定营销为基本战略。2004年总裁盛希泰上台伊始，就掀起一场“全员卖基金”行动，一举取得当年券商代销基金的冠军，令行业为之侧目。之后，该公司从战略高度推动经纪人业务，最近三年经纪人业务市场占有率从1.5%上升到2.32%，如今经纪人开发的客户数量、资产规模，分别占到客户总量的48%与50%。

设置“电子眼”防控风险

券商经纪人在最近一轮牛市中迅速膨胀，素质良莠不齐，代客理财、诱导客户交易等现象时有发生。

马俊生说：“风险控制光喊口号没用，我们在2007年6月后连续召开了四次大会，强化营销管理规范措施，将‘不规范发展等于零’的提法落到实处。其中一个重要的监测风险的手段就是怎样把客户账户异动状况和经纪人操作关联起来。”他们反复研究后终于建立了分析模型，来锁定可能有违规嫌疑的范围，然后分到营业部去查，“比如说，如果同一个IP地址上有多个账户操作，就可能是经纪人在代客操作。”

模型监控行之有效，联合从2007年7月开始先月月查，后来甚至是一天一查。如今此系统核查指标已有13个，可以自动生成数据并和公司管理系统联通。“无形的眼睛给违规行为以极大震慑，至少有八成把握控制住风险。”马俊生还说，联合证券的经纪人执业之前，会被教育恪守“十大军规”，其中详述了种种将被严惩的违规行为。

风险教训曾让联合证券痛楚难当。这家当年由四十家企业财务公司出资成立的券商，曾长期“联而不合”，因股东原因留下了诸多历史难题。后来另一家公司成为最大股东，结果在券商综合治理中又不能完成监管要求，在2006年联合证券一度被限制业务，走到悬崖边缘。直至华泰证券控股后，公司才结束风雨飘摇状态。

总裁盛希泰常对员工说，命运掌握在自己手中，不能化压力为前进动力，只有死路一条。这家公司推进经纪人业务的强劲力度和效果，也印证了求生意志之顽强。

温暖经纪人心灵

证券经纪人大多家境普通，很多是被迫做上高压力的营销，他们心绪紧牵股市很难稳定。为使其舒心、开心、放心地执业，发挥工作热情，联合证券颇费心思。

今年3月，一场浩大的“联合证券经纪人风采全国大赛”在深圳举行，包含业务知识问答、才艺展示、营销模拟、演讲等多个环节，比赛意在成果检阅，也在提升经纪人的归属感和自信心。

在采访中，也有联合证券的经纪人对长期职业前景心存隐忧。朱永强称，公司始终将经纪人作为一个“大写的人”来看待，为其提供良好的职业成长平台，以多种手段提高其业务素质、个人修养。“我们现在不追求多多益善，而追求训练有素，追求一直有强大战斗力的队伍。”

（来源：《中国证券报》）

编者按：证券经纪人从未如现在这样牵动市场的目光。作为证券行业的营销因子，这个群体从最初的单兵艰苦作战到被监管层高调承认身份；从孤立无援，地位低弱到被证券公司尊重和追捧。这个历程走了十几年。一个老经纪人说：“当行业真正认识到经纪人的重要性时，行业将出现质的变化。”

作为行业第一家获准实施证券经纪人制度的券商，联合证券的证券营销的理念是如何建立并贯彻的，期间又经历了哪些的有益的经验探索？让公司引以为傲的经纪人培训考试系统又有哪些独到之处？就围绕着有关证券营销的一系列问题，联合证券总裁盛希泰近日接受了证券时报的专访。

证券经纪人是经纪业务做强的引擎

——专访联合证券总裁盛希泰

◎ 证券时报记者 游芸芸

营销乃证券公司本源

证券时报记者：经营层对营销的认识左右着企业对经纪人的态度，您如何看待证券营销？

盛希泰：证券公司的本源是什么？2001年以前国内证券业很少有人思考过这个问题。与保险行业相比，证券行业在行业规模、产品品种、业务专业化、信息复杂化等方面毫不逊色，证券公司从一出生就应该象保险公司一样是行商，就应该主动卖东西，主动销售产品，主动销售服务。可是，国内证券公司从诞生之日起就定位有误，走了弯路，大家都把证券公司当作通道，长期以来依靠特许经营坐享高额垄断利润。

上个世纪90年代，当时一张券商牌照如同印钞机，营业部就好像会下金蛋的母鸡，在这种情况下，证券公司不会思考，也不需要去营销，因为坐在那里客户就会主动上门，甚至投资者为抢先开户、及时存入保证金而打破脑袋的情形比比皆是。这段时间证券公司不是没有营销，只是停留在免费午餐、赠电脑、送电影票、豪华装修等比较低级的手段上，即不系统，还很粗浅，而且眼光盯着的往往是大户，甚至只是超级大户。

国内证券公司营销意识的真正兴起是在2001年以后，营销模式的酝酿成型则是在2003年—2008年的五年综合治理期间。

这有几个方面的原因：一是为与国际接轨，国内证券交易佣金在2001年开始由固定制转变为封顶的自由浮动制，证券公司主要收入和利润来源的交易手续费费率因市场竞争而呈现整体下滑趋势。

二是独立存管制度、第三方存管制度的推出与实施，使证券公司原来十分倚重的无风险收益——“利差收入”的蛋糕被硬生生切去一大块。

三是在股票指数连续多年的逐波低走、交易清

淡、投资者损益巨大、财富效应不再、客户资产净流失的综合作用下，证券公司经纪业务开始出现亏损。

四是因过去营业面积和豪华装修的大肆扩张、员工数量的急剧膨胀造成成本压力过大。

五是“分类监管，扶优限劣”的监管政策，迅速拉开了证券公司之间的档次和距离，两极分化使强者更强、弱者更弱，竞争压力开始加大。

六是为了适应“净资本”为核心的动态监管指标和雷厉风行的监管措施，证券公司迫于生计，必须在诚惶诚恐中谋求出路。

西方发达国家和地区的实践证明，营销是证券公司的本源。在美国、加拿大、韩国、台湾等国家和地区，经纪人营销、FC模式在二十世纪八、九十年代就已经成熟，并大行其道。当时，国内也掀起过一股学习美林、嘉信等国际知名证券公司的风潮，只不过停留在口号和纸面上，或是汲取到一点皮毛而没有领会到精髓，没有掌握营销的真谛，没有开展真正意义的营销实践。

当我们意识到营销这一本源时，回归本源的行动便开始了。

回归本源之路

证券时报记者：联合证券在这场回归本源的行动中具体是怎么做的呢？

盛希泰：2004年，在公司“乏善可陈，百业待兴”的严峻形势下，如何迅速地提振士气成为联合证券的首要命题。新一届经营班子经过反复调查研究，决定学习华泰证券全员卖基金的理念，以



联合证券总裁 盛希泰

基金营销为起点，开始锻造全员营销的意识和营销能力，打造营销队伍和营销体系。事实证明，基金业务上我们付出的诸多心血，取得了基金销售七连冠的好成绩，不仅获得了弱市里难得的基金分仓收入，改善了收入结构，提振了员工士气，更重要的是大幅提升了队伍的营销意识和营销能力，为有组织、成建制、系统配套的营销奠定了基础。

2005年初，联合证券覆盖全公司的“瘦身行动”正式打响。联合对总部和营业部的运营面积和成本进行了大幅度削减。与此前全员基金营销不同，这是经纪业务组织架构的变革，是建立系统化、专业化营销体系的重要保证。在营业部建立前、中、后台分工协作体系后，总部经纪业务部也实现相应的前、中、后台分离，成立零售客户部，专门负责市场营销。

然而，系统化的营销体系最为关键的是专业化的营销队伍，没有队伍，一切无从谈起。在营业部架构调整初期，绝大多数员工认为中、后台光荣，只愿意呆在中、后台岗位，不愿意接受前台岗位的挑战，一些员工选择离开。为了尽快建立起规模化的专业营销队伍，公司开始在市场上进行招聘，并在深圳、广州、北京、上海、上海、南京、长沙等地选择营业部进行试点，先树标杆，再行推广。那时，各地招聘市场活跃着联合证券招聘人员的身影，天天风雨无阻。“证券经纪人”也是那时在联合证券开始出现，并迅速壮大。

联合证券的经纪人早期开展的是银证通业务，2005年中期，正当公司银证通业务如火如荼时，银证通业务在全行业被集体叫停。这对我们造成了一定的影响，公司迅速将银证通业务人员转变为真正意义上的市场部经纪人，投入大量的培训资源对经纪人进行素质提升，并着手设计开发出业内第一份面向投资者的周刊《投资宝典》等系列营销工具和产品，为经纪人提供武器和口粮。

联合证券于2006年4月率先在行业提出“经纪人质量升级”的概念，公司统一思想认识，要求各营业部结合自己的管理能力尽快实现从“着重数量”到“量质并举”的转变。总部层面统一的有关经纪人的“十大军规”、“七大体系”、“四大系统”陆续酝酿成熟与实施。

转型更应“形神兼备”

证券时报记者：我们知道联合证券已经形成了非常专业的经纪人培训体系，您能就此介绍一下吗？

盛希泰：联合证券的经纪人培训考试系统，可以说是业内绝无仅有的：一是理念上公司将培训看作是对经纪人最好的福利和公司最基本的投入，培训费用占公司预算比例很高。二是零售客户部和各营业部均设有专门的二级培训部门，负责经纪人培训；公司推行“内部培训讲师”制度，进行“传、帮、带”。三是几万道题的在线考试系统不断对经

纪人学习培训效果进行实时检验和强化。四是每月八次以上的公司级大型培训对贯彻公司政策、统一思想认识、提高业务素质起到了重大的推进作用。五是高度重视、督促和支持经纪人参加证券从业资格考试和经纪人资格考试。独树一帜的经纪人培训考试体系，让联合证券为行业培养了数量最多的通过有关资格考试的经纪人，尽管一些经纪人流失，至今公司拥有的通过证券从业资格考试和经纪人资格考试的经纪人数量在行业内依然高居榜首，并且100%拿证，86%的经纪人拥有大专以上学历。

经过不断的实践检验和完善，联合证券经纪人管理系统以及相关的配套做法在业内产生了较大的反响，获得了监管机构的肯定和认同，经纪人营销模式为公司带来了良好的效益和品牌，多年的专心专注，总算天公不负。这给我们带来很大的心理慰藉，更加坚定了我们走向未来的信心。

如果说营销是券商之源，那么创新则是券商之魂，而创新则依靠强大的研究能力。在历时五年的综合治理大功告成以后，监管思路从“重规范”到“促发展”的转变过程中，证券行业应该大力加强研究方面的投入，强化业务创新和产品创新，这是顺应时局、实现跨越式发展的明智之举。

应该指出的是，证券行业的转型、回归与整合还远没有结束，有的地方是“形转”而“神不转”，要做到形神兼备，我们还有很长的路要走，需要不断地探索与完善。只有在国家的大力扶持以及监管部门、证券公司、中介机构以及全体从业人员的共同努力下，证券行业才能在国民经济发展中取得其应有的地位，做出更大的贡献。

“证券公司从一出生就应该象保险公司一样是行商，就应该主动卖东西，主动销售产品，主动销售服务。可是，国内证券公司从诞生之日起就定位有误，走了弯路，大家都把证券公司当作通道，长期以来依靠特许经营坐享高额垄断利润。

西方发达国家和地区的实践证明，营销是证券公司的本源。在美国、加拿大、韩国、台湾等国家和地区，经纪人营销、FC模式在二十世纪八、九十年代就已经成熟，并大行其道。当时，国内也掀起过一股学习美林、嘉信等国际知名证券公司的风潮，只不过停留在口号和纸面上，或是汲取到一点皮毛而没有领会到精髓，没有掌握营销的真谛，没有开展真正意义的营销实践。

当我们意识到营销这一本源时，回归本源的行动便开始了。

如果说营销是券商之源，那么创新则是券商之魂，而创新则依靠强大的研究能力。在历时五年的综合治理大功告成以后，监管思路从“重规范”到“促发展”的转变过程中，证券行业应该大力加强研究方面的投入，强化业务创新和产品创新，这是顺应时局、实现跨越式发展的明智之举。”

（来源：2009年4月28日《证券时报》A7版）

执著的坚持是值得的

◎ 证券时报记者 游芸芸



联合证券的证券经纪人这条路走得很艰辛，只有联证人自己最清楚。对于联合证券来说，选择这条路有利有弊，利是长远的，而弊可能就在眼前。不过，正如一句老话说的好，“不经历风雨怎么见彩虹”。随着《证券经纪人管理暂行规定》的正式实施，对于联合证券而言，多年执着的坚持是值得的。

2008年底监管部门再次重申，在《证券经纪人管理暂行规定》出台之前，不得委托外部人员开展经纪业务营销。这对主要依赖代理制经纪人的联合证券来说，不啻为重大的利空。这意味着公司的经纪人在《暂行规定》出台前都不能展业，如果大行情到来，或者《暂行规定》长时间不出台，那么证券营销在经纪人这块就是停滞的，对公司的业务拓展的影响显而易见。

盛希泰说，当时没有担心那是假话。但公司一方面严格遵守政策规定，加强与监管机构的沟通，等待经纪人管理办法的明朗与出台；二是公司投入巨资，不放弃手中的任何一个经纪人，利用“过渡期”对全体经纪人进行一次封闭的全方位培训，使经纪人业务素质再上一个新台阶。《证券经纪人管

理暂行规定》自2009年4月13日起施行，证券经纪人职业从灰色走向阳光，联合证券执著多年的经纪人营销模式终于如愿。

“拿到实施经纪人制度资格后，有人说，你们的等待和暂时的损失是值得的。实际上我们在去年坚定走这条路的时候就坚信，一切都是值得的。相信随着时间的推移，会有更多人赞同这个观点。”

联合证券的数据显示：经过多年的积累，经纪人客户资产累计占公司客户的比例已经接近50%；经纪人客户资产交易量，约占公司交易总量的60%；最为可喜的是，经纪人开发客户接近90%是新开户，转托管客户不到10%，这说明经纪人展业不是行业的零和游戏，经纪人对证券行业引进增量客户是大有裨益的，它是行业做大做强的引擎。借助经纪人这一新的引擎，联合证券经纪业务市场占有率连续三年以20—30%的速度增长。其他不少券商也有类似的情况。

盛希泰对证券经纪人带给行业的发展充满了信心。他认为，国内证券市场远没有饱和，还处在高速发展阶段，随着《经纪人管理暂行规定》的正式实施以及配套措施的陆续出台，可以展望证券市场和证券行业将迎来一波更加快速的发展。不久的将来，有望产生证券行业的“平安保险公司”。

数据显示，现在整个行业约有8万经纪人，但通过有关考试的只占三分之一左右，证券经纪人队伍规模与保险经纪人队伍规模的相差巨大，发展前景十分广阔。联合证券一直坚持认为证券经纪人在国内属于值得终生追求的朝阳职业，经纪人的前途无限光明。今后证券行业的精英人才将在经纪人中大量涌现。事实上，在联合证券短短两、三年的经纪人发展过程中，已经有七、八位经纪人迅速成长为公司营业部的总经理、副总经理。盛希泰最后高兴地说：“相信未来还会有更多经纪人脱颖而出，联合证券的企业文化和经纪人激励制度将给经纪人快速成长提供良好的土壤。”

现代企业制度中，尤其强调对人才的重视。然而，对人才是否真正重视，取决于企业的整体价值取向。联合证券走的有别于其他券商客户经理员工制的模式，并不一定适合目前所有的证券公司，证券营销人员也并非全部认同。不过，联合证券提出的“将经纪人视为实现经纪业务赶超战略的重要力量”却真实的点亮了那些将经纪人作为职业的营销人员的内心。彼此支持，彼此尊重，是证券公司与证券经纪人需要共同付出的，也是行业前进的最大动力之一。（来源：2009年4月28日《证券时报》A7版）



是孔雀，总会开屏

◎ 联合证券 邹卿云

2009年4月24日，又是联合证券重要的历史时刻，应该载入联合证券史册，在《证券经纪人管理暂行规定》正式出台后，公司的证券经纪人展业模式在业内第一家顺利通过监管部门的审核，停业近五个月的经纪人，终于可以名正言顺地开疆拓土、再战江湖了！

天将降大任于斯人也，必先苦其心志，劳其筋骨，饿其体肤，空乏其身行……

酝酿于2004年，萌芽于2005年，联合证券经纪人展业走过了极不平凡的道路。其中，正当公司银证通如火如荼开展之时，2005年10月银证通业务在业内被集体叫停，公司准备在经纪人营销大展宏图的壮志豪情遭受第一泼“透心凉”的冷水；好不容易，公司的经纪人由银证通业务转为市场部零售业务时，2006年5月公司因增资扩股没有预期实现而被监管部门限制业务资格；正当联合证券经纪业务高歌猛进、一日千里的时候，监管部门的194号文、645号文又让我们悲从中来，经纪人不得不暂停展业，使公司经纪人营销遭受重大打击……

一边是先天不足、命运多舛的联证需要浴火重生、改变命运，一边是联证人在励精图治的路上数不尽的艰难险阻、道不完的心酸苦楚，但志在高远的联证人依靠“团队协作、稳健进取、追求卓越、志在一流”的精神，从来没有屈从于命运的安排，从来没有被困难所吓倒。肇始于2004年以来的革新鼎故，联合证券在自强不息的路上，涌现了多少风云人物，谱写了多少感人赞歌，创造了多少动人奇迹——有关数据历历在目，监管部门可以为证，社交媒体有口皆碑，股东单位赞赏有加。然而，过程之艰辛、过程之悲壮，过程之精彩，惟有我们自己最清楚！

经纪人营销，是联合证券“回归证券公司本源”的一个缩影，是公司扬名立万的一件利器，是公司坚定不移的发展方针。2004年至今，无论从哪个方面来讲，都是

联合证券浴火重生、脱胎换骨的五年，在回归证券公司本源的路上公司投入与员工付出都十分巨大，取得的进步也是令人欣慰的，其中最为可喜、最为珍贵的成就就是全体干部员工营销意识、营销能力的全面觉醒与提升。

总结我们的经验教训主要有以下十点：一、上下同欲是公司 and 团队走向成功的根本保证，而有效的沟通 and 良好的氛围是达到上下同欲的前提，沟通解放生产力，沟通本身也是生产力。宣传是重要的沟通手段。二、执著成就梦想，选准方向、树立目标之后，就要坚持不懈。三、学习和培训是人力资源和团队战斗力的倍增器，必须十分重视、倾力投入，努力将公司培养成学习型组织。四、速度和效率是制胜的法宝，在证券行业尤其如此。五、用突击队攻占要地、树立标杆，用大兵团作战夺取胜利。六、公司一盘棋，尽量做到全攻全守，前、中、后台不能脱节。七、激励不能虚拟，切忌“假、大、空”，言出必行，有诺必践。八、具有前瞻性，走一步、看两步、想三步。九、选好“带头狼”，将合适的人放在合适的岗位。既相马，也赛马。十、在各司其职、各就其位的同时，鼓励一定程度的“越位”，激发大家的创造力。

如果说营销是券商之源，那么创新则是券商之魂，而创新则依靠强大的研究能力。在历时五年的综合治理大功告成以后，监管思路从“重规范”到“促发展”的转变过程中，证券行业应该大力加强研究方面的投入，强化业务创新和产品创新，这是顺应时局、实现跨越式发展的明智之举。

应该指出的是，证券行业的转型、回归与整合还没有结束，有的地方是“形转”而“神不转”，要做到形神兼备，还有很长的路要走，需要不断地探索与完善。

《证券经纪人管理暂行规定》的出台，是行业的一个标志性事件，联合证券又一个“第一”，同样具有里程碑式的意义，可喜可贺！然而，思者无垠，行者无疆，暂时的先发优势并不代表永远的胜势，在公司综合实力的底蕴、底气仍然不足的情况下、在未来仍然有许多不确定性的情况下，我们仍要只争朝夕，我们仍要奋勇前行，只有做到让对手对我们望而生畏的同时望其项背，才是一个理想的境界。

最后，与大家共勉：是孔雀，总会开屏！命运永远掌握在我们自己手中！

制度解密： 七大体系构建经纪人团队

由于联合证券证券经纪人制度建设一直走在行业前列，因此业内人士其充满了浓厚兴趣。对公司经纪业务做出重大贡献的这套制度究竟有多复杂？记者采访发现，历经近五年的打造，联合证券建立的“七大体系”和“四大系统”让经纪人管理更加细化和具有可操作性，为其培养了一批专业经纪人团队。

据了解，自2004年开始，联合证券就尝试实施外部营销人员“委托制”，本着“营销是券商之本源”的发展思路推进营销系统建设，建立并不断优化经纪人制度体系和相关支持系统。

证券经纪人制度涵盖了经纪人资格管理、委托合同管理、培训管理、证书管理、行为规范、报酬计算与支付方式、信息查询、客户回访、异常交易监控等多方面。运用这套制度，联合证券建立了以总部业务部门为主导的前、中、后台各部门之间及总部与营业部之间相互制衡的内控机制。制度具备为证券经纪人提供职业支持、对证券经纪人风险进行监控并记录证券经纪人档案信息等基本功能。

这套复杂的经纪人制度被联合证券纳入“七大体系”中，即组织体系、招聘体系、客户服务体系、日常管理体系、培训体系、绩效考评体系和风控体系。即便在最

基础的日常管理体系中，也涵盖了经纪人考勤管理、会务管理、工作日志管理和展业行为管理等。

而在客户服务管理系统中，联合证券提出了更严格的要求：所有发布到客户服务系统上的资讯，均严格遵守资讯发布流程。经纪人不得提供超越公司规定范围的资讯，不得私自发表投资观点。经纪人通过客户服务系统的短信、邮件等方式向客户提供服务，其短信、邮件在系统中均留记录。在最重要的经纪人培训环节中，联合证券做到了日常培训常规化，引入了兼职讲师制度，该公司内部培养的讲师超过了300多名，累计开发了近200种课程。

在风控体系方面，联合证券依靠信息系统，对经纪人异常行为及其所属客户的账户异常操作、异常交易、资产异动等方面数据进行定期监控和监测，并对经纪人诱导客户交易、代客理财等风险进行预警。一旦出现异常，系统将自动生成风控流程，将异常指标自动发送到所属营业部风控专员，由风控专员第一时间通过客户回访、经纪人访谈等方式核实并处理，大大减少了风险事件发生的概率。

为了完善证券经纪人营销管理体系，联合证券对经纪人实施了IT化管理，建立了经纪人管理的“四大系统”——风险控制系统、经纪人薪酬与人力资源管理系统、客户服务系统、在线考试系统，“四大系统”结合“七大体系”使联合证券从各层面、多方位地对经纪人实施纵横结合的立体式综合管理。（来源：《证券时报》）



猪流感爆发使得本已就十分脆弱的全球经济，更增添了几分不确定性，人们的视线也被迫转移，但愿刚恢复的市场信心不会因此而被浇灭

猪流感来袭， 市场能否从容面对？



A股“免疫力”如何，猪流感来考验

当前全球经济仍然笼罩在衰退的泥潭中无法自拔，各国政府仍在不遗余力地推出各项救市措施。但就在部分经济指标回暖显示经济有所好转之际，一种新型猪流感病毒一夜之间席卷了北美，并迅速向全世界扩散，造成全球性恐慌，使全球经济面临新的考验。

猪流感疫情不仅对诸多行业构成直接打击，而且更严重的是，它将进一步挫败投资者的信心，使得经济复苏的希望变得更加的渺茫。

日前，世界卫生组织已经将猪流感的警告提高到罕见的5级。最新数据显示墨西哥已经有159人死亡，并且病毒已经扩散至美国、加拿大和欧洲等主要经济体。若病毒的传播在短期内无法得到控制，将严重抑制全球经济活动。世界银行在2008年发表的一份报告中预测，如果全球范围内爆发一次流感疫情，那么整个世界将遭受3万亿美元损失，随之而来的是全球国内生产总值GDP下降5%。

对于A股市场而言，因为此次疫情的爆发地不在本国，且国内尚未发现病例，预计直接影响有限。但由于A股反弹正处于进退两难的关键位置，疫情所带来的对投资者心理层面的影响，为大盘后期走势平添变数。

在世界近代史上，全球性的瘟疫发生过多次，其中各种类型的流感瘟疫先后共有五次，1918年的西班牙流感造成全球近5000万人死亡，1957年的亚洲流感和1968年的香港流感都曾吞噬了上百万人的生命。随着疫情的不断延续，航空运输、贸易、旅游、农产品等行业均受到不同程度的打击。

从本周盘面看，资本市场对猪流感反应较为敏感。近两个交易日，市场中个股呈现明显的两极分化。与非典、禽流感的影响类似，疫情带来了医药股炒作的空间，而航空运输、贸易、旅游、农业等受损板块，则出现连续下跌。

不过投资者近期最为关心的是，猪流感突袭会不会重演2003年非典时期的一幕，最终导致A股市场反弹夭折？

2003年初，上证指数最低探至1311点后，在银行和石化两大权重板块的带动下大幅反弹，除了上述两个权重板块外，航空运输、能源材料、金属非金属等周期性行业也有不俗表现。进入当年3月后大盘曾有过一段时间的小幅盘整，在非典爆发的初期，由于市场对突发事件存在一定的滞后性，同时在金融板块持续的拉升下，股指并没有停止反弹的步伐，在14个交易日内涨幅超过12%。

不过随着非典疫情的扩散，以及非典对市场信心的不断冲击，反弹行情戛然而止，在随后的快速下跌过程

中，非典题材较为突出的医药板块，虽然表现强于大盘，但仍然出现负收益。相反一些防御性特征较强的品种再度得到市场青睐。

对比非典期间A股市场行情特征，再结合当前市场盘面，笔者认为有以下两点值得投资者重点关注：

一方面，非典之前，2003年初的反弹是在以银行股为首的权重股的带动下完成的，市场呈现二八格局，截至当年3月底，上证指数反弹幅度为15%，而两市只有石化、银行、信托、餐饮等行业板块涨幅超越市场，其他的绝大多数板块表现弱于大盘。这种反弹格局和当前市场截然不同，这是二者最明显的区别。

另一方面，非典全面爆发后反弹之所以难以为继，一方面由于银行等权重股的回落，另一方面主要在于此前的热点板块餐饮，在非典中遭受重创，市场缺乏热点效应。而目前，由于本轮反弹体现为题材股的结构性和主题性机会，和猪流感疫情并无直接联系，因此后市题材股如果在短期调整后能重拾升势，对于大盘止跌企稳乃至延续反弹都将起到重要的影响，投资者应密切关注。

基于以上对比，笔者认为，虽然猪流感和非典一样，可能会对我国宏观经济带来一定程度的冲击，但具体程度不好测算，只能作为影响市场的一个次要因素。而突发事件带来的盘面热点变化是决定后期走势的直接因素。

另外，本周受疫情刺激的医药股连续出现上涨行情，目前来看，其中明显带有题材炒作的因素。

现阶段，世界卫生组织(WHO)首推的猪流感初期的良药为达菲和乐瑞沙。多数国家一直有储备上述两种抗病毒药物。在国内上市公司中，上药集团获罗氏授权，可生产达菲，集团已交由旗下的中西药业生产，但所产药品不能用于出口。而乐瑞沙的生产商葛兰素-史克在国内的合资企业为天津中美史克，中新药业持有中美史克少数股权。

但是另据世和美国疾控中心及其他国家的公共卫生专家指出，目前猪流感仍未发现任何有效的防止或治疗药物，随着病毒的蔓延以及市场对流感疫苗需求的急速膨胀，即使立刻进行研发和试验，也需在年底才可成功并大量生产。可见国内医药上市公司股价疯狂上涨的背后明显缺乏基本面的支持。

况且从内地上市的医药公司看，多数医药公司所生产的防病毒药物或疫苗所占公司营收比例有限，而且这场猪流感疫情最终将演变成何种形势，目前尚不清楚，面对目前医药股猛涨局面，投资者仍应保持谨慎关注心态。

猪流感会使经济危机升级吗？

当全球都在忙于应对金融危机的时候，一场罕见的猪流感在墨西哥和美国爆发，并且很快在全球四大洲乃至更广范围内蔓延。目前，墨西哥因猪流感病毒死亡人数达159人。而据最新的跟踪观察，此病也在中国周边国家迅速蔓延，中国香港地区已发现疑似猪流感病例4例。世界卫生组织已决定将流感大流行级别从4级提高到5级。

“第5级”意味着一种新病毒在人际间传播，可以引起“群体性”爆发。

从世界历史看，人们对流感的危害不敢轻视。1918—1919年的“西班牙大流感”印象很深，那次流感的世界大流行导致2000万人至4000万人死亡，是人类历史上最惨重的灾难。美国1873年爆发的马流感，便导致了比1929年大萧条更长的经济低迷期。1873年至1879年的萧条历时65个月，比大萧条更长，故又称为长萧条，这期间美国失业率一度达到14%，部分地区如波士顿及纽约更高达25%，而且影响范围遍及欧美，可算是一次全球性危机。2003年SARS疫情肆虐全球的情景让我们到现在还心有余悸。

此次流行的猪流感到底会有什么结果，还难以确定。但严峻的态势已经显现，此次猪流感的爆发，不仅给人类带来死亡的危险，更由于病毒的全球扩散，致使人类对大量感染的猪进行扑杀，而带来的整个猪肉的恐慌局面。更可怕的是，这种担忧会逐步深化下去。全球领先的人体疫苗生产商表示，研制出首个人感染猪流感病毒的疫苗需要耗费至少4个月的时间，不敢想象，这4个月时间内病毒会造成多大的破坏？

世界银行在2008年曾预测，如果全球范围内爆发一次流感疫情，那么整个世界将为此“埋单”3万亿美元，随之而来的是所有国家国内生产总值GDP之和近5%的萎缩。如果猪流感在全球范围内大规模蔓延，势必给已经遭受重创的全球经济带来进一步的冲击，也使此前对复苏全球经济的努力付之东流。从目前跟踪到的信息来看，猪流感产生的影响主要表现在如下方面：

首先，经济危机已经给旅游业和航空业蒙上了一层

阴影，猪流感疫情的爆发更使旅游、航空运输业的打击雪上加霜。据媒体披露，由于受猪流感疫情的影响，目前已经有一些国家提醒本国居民尽量避免或减少前往疫情出现国或者所在地。而即使没有政府提醒，许多旅客也已经自发取消行程。如果猪流感疫情进一步扩大，那么全球范围内个人以及商务出行的次数将急剧减少，对一些国家的旅游业以及交通运输业造成严重冲击。

其次，受猪流感的影响，猪肉及相关产品的销量已经呈下跌势头。由于墨西哥是美国产猪肉的第二大市场，年出口额6.9亿美元，墨西哥国内疫情蔓延直接影响到美国猪肉价格。24日，美国国内公猪价格已经跌至两个月来的最低水平。而由于担心猪流感蔓延，中国已禁止进口来自墨西哥和美国三个州的生猪和猪肉制品。

第三，对相关商品期货的冲击。在大宗商品市场上，豆类期货大跌，因为这是猪饲料的主要成分。而事实上，有关猪流感疫情可能蔓延的担忧对商品市场的影响已经不仅限于农产品期货，对金属和石油市场等也影响不小。如果疫情进一步升级，市场人气将逐步恶化，影响会更广，严重影响投资者的心态。当然，与其相关的股市也受牵连颇深。

诚然，近十年来，频繁发生大规模的突发性公共卫生事件是对人类现代生活方式的一个极大的挑战。在全球化的经济浪潮下，现代科技取得了长足的发展，人类借此改造自然的能力也有了极大的提高，人类活动空前活跃，由于我们一直盲目地把动植物资源进行主观地改造，破坏它原有的发展规律，造成自然系统不断失衡。于是，随着气候环境的变化，自然界对人类活动的承受能力基本达到极限，各种灾害就不可避免地接踵而来。

对于这样全球性的灾难，中国不能幸灾乐祸，虽然官方公布中国没有发现人感染猪流感病例，但由于一些国家的疫情尚在发展中，病例逐渐增多，疫区不断扩大，不排除有传入中国的可能。那么，我们该如何应对猪流感疫情呢？目前最主要的是千方百计地做好预防工作，防止疫情在我国出现，做到防范于未然。🔗

猪流感可以救布朗？

经济危机还没离开，猪流感又来了，但对于英国首相布朗而言却是一件好事。至少，疫情的爆发让布朗得以暂时从内政的泥淖中抽身。此前，随着G20峰会离开伦敦，布朗“救市英雄”的光芒已经消退殆尽，他的经济政策也越来越多地受到来自国内和国际的双重质疑。

在英国议会，布朗针对高收入者的税收政策受到了中产阶层的广泛质疑，此外，前内政大臣克拉克最近指名道姓反对布朗负债累累的经济方针，并“奉劝”频犯错误的布朗不要轻言大选。“内斗”的阴影让首相先生感到芒刺在背，寝食难安。而在国际上，越来越少的领导人对布朗的那一套经济手腕“买账”，在近期访问波兰时，波总理图斯克公开唱布朗的反调，称不会仿效布氏的经济拯救路线。

国内国际的双重失势，再一次将布朗拖回了谷底。自4月26日以来，已经有超过22000人联名在唐宁街10号的网站要求布朗“下课”。虽然其直接原因是《星期日泰晤士报》报道的首相幕僚麦布赖德用唐宁街邮箱账号向支持工党的政治“博主”德雷珀发送“抹黑保守党”内容的邮件，但实际上这次事件是选民对布朗政府各项改革措施不满的一种“宣泄”。

不过，最近的猪流感疫情让布朗仿佛又重新看到了希望：如果做不成“救市英雄”，那干脆做一个“救命英雄”。于是，布朗开始了利用猪流感“救英国兼救自己”的计划。

疫情爆发不久，便有消息见报称，英国约40%的人有可能感染猪流感。工党喉舌《卫报》等报纸关于猪流感的报道、专家解疑等内容更是铺天盖地，让人怀疑疫情究竟是源自墨西哥还是英国。另外，英国卫生保护署在第一时间作出反映，与政府一道对猪流感疫情可能对英国公众构成的威胁进行评估，结果当然是不容乐观的。英卫生大臣表示，任何入境英国的人只要呈现流感症状，就需“非常、非常快地”送到医院检查。媒体“略显夸大”的报道，让担惊受怕的人们纷纷冲进医院索要口罩，以至于英国最大的医疗机构NHS不得不额外订购三千万只消毒口罩。

由此，英国也被称为欧洲应对猪流感“准备最充

分”的国家。布朗在记者会上不无得意地称，自己“已为这种情况作了多年准备”，并号召世界各国在抑制疫情上加强合作，或者说，多向英国“学习”。

不过，这些举动对于工党的选举行情以及他个人的首相宝座到底有什么实际帮助呢？本周的《独立报》有一则漫画颇能说明问题，画中布朗手举猎枪瞄准一只在天空飞行的猪，但还没等他扣扳机，子弹却从枪膛滚出来砸到了布朗自己的脚。

因为对猪流感的担忧，银行股和商品股受到波及。疫情从一开始就与经济的低迷有着密切的联系。随着美股的小幅走低，对猪流感拖垮美国经济的担心一直存在。美国一旦再爆发大流感，对GDP的影响约在4.25%至5.5%之间，经济损失一年可达7000亿美元，奥巴马的刺激经济方案甚至会因此一笔勾销，而且衰退亦有可能转变成萧条。在猪流感使得美国没有好日子过的时候，布朗要想在一系列经济连锁反映下独善其身，不太可能。

更重要的是，布朗的新税收政策的改变标志着新工党时代的结束。“永不加赋”原本是1997年新工党上台时的竞选承诺，当时的首相布莱尔、财相布朗二人借此显示工党已经摆脱“高税收高福利”的理念，对于吸引中产阶级选民十分有效。

然而，政府如今债台高筑，民意总体上在对给高收入者加税持支持态度，所以这一政策的改变，虽然背弃了最初的竞选承诺，却是顺应民意的政治姿态。据统计，此举可增加税收70亿英镑，这很大程度上意味着布朗增加公共开支政策的“正确性”，而用来预防猪流感的卫生开支也来自公共开支的一部分。显然，英国政府已经不可能再作出经济刺激的举动，而是利用这场“抗猪流感战争”为下一步的平衡预算做准备。

英国这次抗猪流感，可谓全国动员，迄今已储备了价值高达5亿英镑的流感药物。人言杀鸡焉用牛刀，布朗这次“杀猪”却用了牛刀，不是他不明白“好钢要用在刀刃上”这个道理，而是因为布朗先生深知此刀如果现在不用，以后恐怕连出手的机会也没有了。于是，他花费颇多心思、动用诸多力量来“对付”猪流感，这是布朗作为一位领袖的责任，也是作为一名政客无奈。

估值仍有上升空间， 市场面临结构调整

◎ 联合证券研究所

外需改善不可期

我们对美国市场继续保持谨慎的看法：与中国“最坏的时候已经过去”的乐观基调形成鲜明对比，美国经济仍处于探底的过程中。在美国去库存化的带动下，欧洲各项数据有所企稳，德国ZEW及IFO景气指数均超出预期，但仍需强调，终端需求并没有明显恢复。考虑到去库存化进程往往有反复，对经济企稳预期不能过分乐观。

此次经济危机的源头——金融信贷依旧堪忧，根据IMF最新发布的《金融稳定性报告》，全球损失的4.1万亿资产中，已计提的减值损失仅占三分之一。IMF建议各国加紧处理有毒资产、向脆弱但具有生存能力银行注资，但这两项举措的进展相当缓慢，导致经济陷入恶性循环。

美联储4月24日公布了银行压力测试准则，我们认为其重要性并不在于具体结果有多坏，而在于金融拯救的速度。假若情况好于预期自然大家乐得高兴，万一结果比想象中更为恶劣，银行不得不接受国有化的命运也不见得是件坏事。重申我们对外围市场的短期看法，金融拯救的高效率才是经济恢复最为需要的，至于此次危机中金融业的损失多大、是否还会超预期或是次要的。

3月份的进出口数据好于很多人的预期，对美、欧、日三大贸易伙伴出口的环比都有显著增长，这让市场看到了对外贸易急剧恶化之后的反弹利好效应。出口改善的原因是多方面的，（1）中国“出口退税”等财政政策对出口的直接推动作用（2）美国市场第一轮去库存化接近尾声，以及各国政府出台的财政和货币刺激政策，均刺激了外围市场的需求回升（3）相较前几个月人民币相对众多贸易国货币升值的情况，3月以来人民币迎来了一轮贬值。

根据外围市场，尤其是美国市场的观察，我们认为美国经济的复苏之路还很漫长，尤其是内需的恢复还需要接受失业率不断上升的考验；而其他国家和地区，比如同样以美国为重要出口地的欧盟、与中国经济结构类似的东南亚国家、严重依赖出口的东亚发达经济体，只能在美国经济复苏之后才能恢复活力。因此，我们不应寄更多希望于中国出口的改善。而此前市场抓住单月进出口回暖进行

的板块炒作，必然不能持续，此前该类交易型的机会，建议回避。

政策动向

4月上旬市场企盼的新一轮经济刺激计划并没有出台，对此，市场已经对中央政府的“小九九”拿捏的很清楚：我们知道首先是操作系统出了问题或者有出问题迹象比较明显时，微软才马上拿出应对的补丁；作为“四万亿”投资计划的补丁，新一轮经济刺激计划并没有推出，只可能是中央政府判断当前经济形势还没到“打补丁”的时候，既然如此我们何不抱着更加乐观的态度呢！即便经济形势转坏，我们仍旧可以期待政府更多的“绣球”。虽然中央政府或对这种有退可进的策略甚为得意，我们仍然有必要对未来的政策做出猜想。

市场普遍预期这假想中的新经济计划与“四万亿”投资计划在形式上将有明显的差别。我们已经看到“四万亿”投资计划在公共部门投资上的巨大拉动作用，另外“出口退税”等财政补贴也是在某种程度上刺激了本来急剧回落的出口。但是国内的消费以及私人部门的投资并没有因此受益。相较公共部门的投资，私人部门的投资无论是在权重分布上还是对就业、消费的拉动，都更具优势。可惜私人部门的投资往往是经济周期中落后于实体经济复苏迹象的，只有当经济复苏明显，带动投资回报率上升，私人部门才有动力去投资。之前市场曾传言下一步政府将加大对民营企业的信贷支持，但是国内消费一直羸弱，外需又不可期待，投资回报前景因此不明，空有信贷的支持又怎可能激发私人部门的投资呢。所以，当前中央政府若继续出台经济刺激政策，必然从国内的消费入手。

未来的促内需政策可能包括一下几个方面：加大社会保障体系的投入，以减轻消费者后顾之忧，对医疗行业将是大的利好；针对国内消费者的全面减税，比如提高个税起征点；鼓励地方政府发放各种形式的消费券以提振旅游、媒体等可选消费品的消费以及食品饮料等必需消费品的消费；加大对农产品的价格补贴，增加农民收入。

估值仍有上升空间

在经历了前期的大幅上涨之后，许多人开始质疑当前市场的估值水平是否存在泡沫。判断估值水平的高低是一件复杂的事情，并不存在一个亘古不变的准则；但需要指出的是，估值的判断往往依赖于对未来预期的判断，而对预期的判断又通常反映了我们的情绪，我们的情绪又往往是许多人情绪共同影响的结果，所以说估值水平从很大程度来讲是市场投资者集体情绪的产物。

我们选取市场成交量偏离历史均值水平的偏离度以及A股市场的周换手率作为刻画市场情绪的两项指标，从历史数据的分析中得到了一些有趣的结果：

从图1中可以看到，当成交量偏离度位于0轴下方（即成交量低于历史均值）时，市场估值水平往往呈现下降的态势，而当偏离度位于0轴上方时，估值水平普遍出现上升的态势，在10年的历史数据中几乎没有出现过例外的情形。

从图2中可以观察到，A股市场的周换手率数据与市场市盈率数据在图形上吻合的非常完美，即在换手率上升的时候估值水平上升，当换手率下降的时候估值水平下

降，而且从图形上看，换手率数据的变化对于市盈率数据的变化还有一定程度的提前反映。

从目前的成交量和换手率数据来看，成交量偏离度明显处于0轴上方，周换手率数据也处于明显的上升期，并没有发生趋势性的反转，基于对历史数据的分析我们认为目前市场的估值水平仍然有继续上行的空间。

市场面临结构性调整

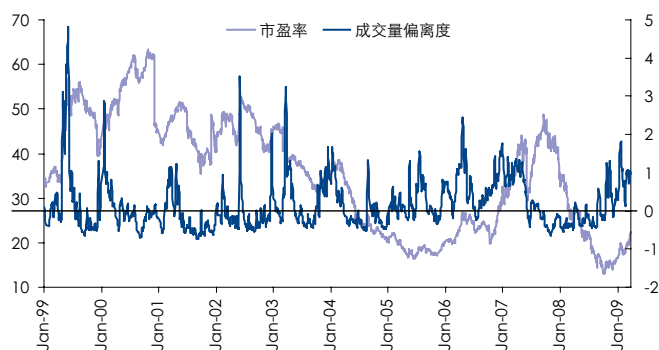
尽管我们认为市场目前的估值水平继续上行的可能性很大，但市场内在的估值结构可能会面临比较大的调整。

从去年年底至近的上漲行情中我们看到最多的是各类题材概念股在资金推动下“群魔乱舞”，中小版个股在高送配刺激下加速赶顶，行业之间的估值差异被急速放大。

根据此前前的研究结果，市场发生风格转换的周期约为3~6个月，而小盘成长风格的股票已经领涨接近6个月，我们认为近期市场出现风格转换的概率正在加大，市场热点有望转向前期涨幅较少且估值水平偏低的大盘蓝筹股。

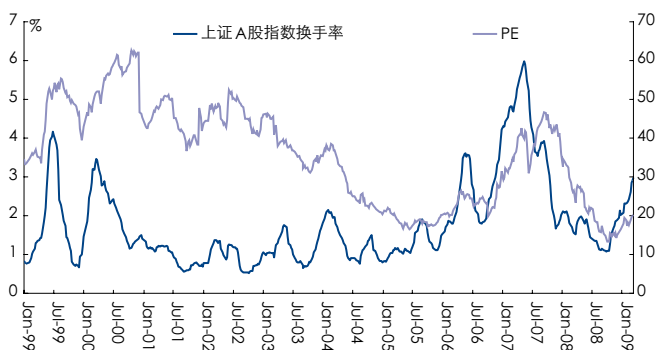
这里特别值得一提的是银行板块，作为宏观经济的整体反映，银行承载了市场对于经济前景的悲观预期，导致了市场对银行板块的严重低估。我们认为，市场更应从基本上重新认识银行在整个国民经济体系中的价值。我们认为目前的银行业价值被严重低估。

图1、市场市盈率水平与成交量偏离度数据比对



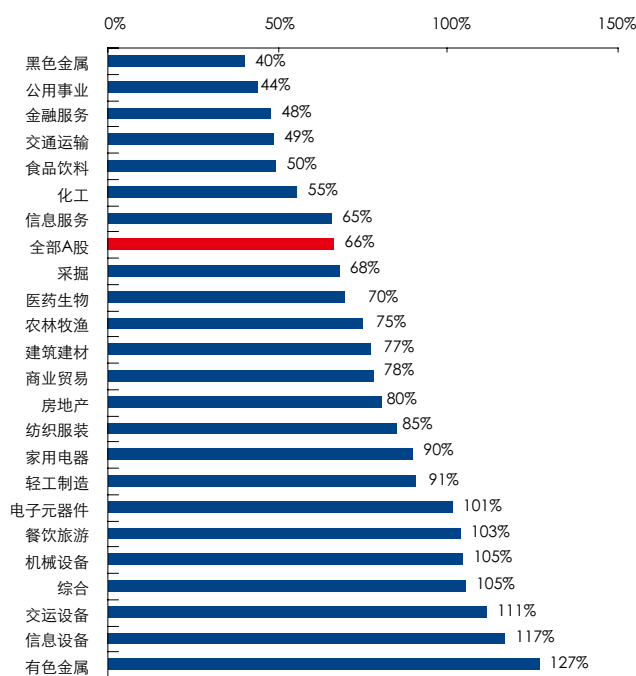
数据来源：联合证券研究所整理

图2、市场市盈率水平与周换手率数据比对



数据来源：联合证券研究所整理

图3、2008.11~2009.4 各行业板块涨跌幅比较



数据来源：联合证券研究所整理

中期向上趋势没有改变

——固定资产投资项目资本金比例调整点评

◎ 联合证券研究所

事件：固定资产投资项目资本金比例调整

中国国务院常务会议决定，对现行固定资产投资项目资本金比例进行调整。会议决定，降低城市轨道交通、煤炭、机场、港口、沿海及内河航运、铁路、公路、商品住房、邮政、信息产业、钾肥等项目资本金比例，同时适当提高属于“两高一资”的电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷项目以及电解铝、玉米深加工项目的资本金比例。金融机构要认真评估项目，在提供信贷支持和服务的同时，切实防范金融风险。

点评：中期向上趋势没有改变

在猪流感疫情没有大面积恶化的情况下，市场中期向上的趋势没有改变。主要理由在于：

1、降低资本金比例利于解决投资面临的融资瓶颈，总需求有望逐步持续恢复。按照发改委2008年11月初的测算，4万亿投资总额中，今明两年需地方配套1.12万亿元，按2008年四季度的水平估算，各级地方政府有能力承担的配套资金总计6200亿元，资金缺口达5000亿元。尽管此前政府也批准通过地方债、资本金搭桥贷款、中期票据补充项目资本金等方式进行融资，但是降低固定资产投资项目资本金比例能够更大范围的刺激投资，使得总需求逐步恢复。

2、与此前预期的资本金贷款方式相比，降低项目资本金比例对银行净息差的冲击减弱。2009年2月19日发改委财政金融司司长徐林在第二届上海金融论坛间隙透露的思路是让银行参与地方政府的资本金贷款招标，同时利率下浮20%至30%，政府提供部分贴息来吸引银行参与。从这个角度来看降低资本金比例对于银行的冲击比资本金贷款有所降低。此外保监会正在与中国银行业监督管理委员会研究银行入股保险公司相关机制的细节等信息也改善银行的预期。

3、流动性依然充足。尽管市场预期4月份新增贷款总额与三月末相比为负增长，但是从债券指数上升表现来看，宏观的流动性仍然宽裕。在通胀预期回升的背景下，股票市盈率倒数(E/P)高于房屋租金收益率、债券收益率的情况下，股票市场依然是资金较优的选择。

4、风格将向大盘股轮换。随着经济逐步复苏，通胀预期逐渐较强，以及小盘股的高估值和较大的涨幅，使得风格有望向大盘股轮换。风格的轮换确实需要时间和空间，我们认为结构性高估更多的是通过反复震荡的方式进行消化，而不是中级调整的方式。

5、行业配置的看法：基础建设受益的水泥和工程机械、房地产、金融。投资项目融资瓶颈的解决利于需求逐步提升，经济逐步回暖和通胀预期的回升使得估值有望提升。对于房地产企业来说，在销量仍在恢复性增长的背景下，降低资本金比例也有望提高房地产滚动开发能力，也将进一步改善市场的预期。

6、主题投资：“关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建设国际金融中心和国际航运中心的意见”审议并原则通过，将带动上海本地股的交易性机会。

7、短期震荡的行情演变为中级调整的最大风险是：“猪流感”演变成世界性疫情。尽管经济开始处于复苏的进程中，但是突如其来的疫情也会使得信心和经济增速再次遭遇较大的冲击。当然我们也应看到各国政府对于猪流感的措施也是严防死守，这也利于阻隔疫情传播。🌐

房地产行业（增持）



将改变的还有房价预期 ——住房投资资本金比例下调点评

◎ 联合证券研究所

事件

据媒体报道，为应对国际金融危机，调动社会和企业的投资积极性，扩大投资需求，调整和优化投资结构，中国国务院常务会议决定：对现行固定资产投资项目资本金比例进行调整。其中商品住房项目资本金比例将下调。

评论

1) 尽管我们尚不知道住房投资资本金比例下调的具体幅度，但政策意图和政策方向已十分清楚：为房企资金松绑，提高企业的负债能力以及滚动开发能力，以最终拉动投资拉动经济。

2) 我们认为房企资金获得松绑的另一个政策效果，将可能是推动一部分购房人心理预期发生转变，使其由等待房价下跌到害怕房价上涨。因为房地产企业的资金状况是越来越好了，愿意降价卖楼的企业将越来越少。对房价心理预期的转变，将利于交易量的持续放大。

3) 交易量的持续放大将推动行业开工面积上升，也将鼓舞房企拿地的热情。但地价也将难以下跌。我们注意到，温州已有新地王诞生，并且地价超过2007年。

4) 地价不跌，甚至开始上涨对08年因过于谨慎而拿地较少的企业不是个好消息。但对保利这样08年仍在积极拿的企业，以及地本来就很多的资产型公司（泛海、首开、城建、上实、长城）将是较大的利好，因为NAV又可以重估了。

5) 维持行业增持评级。持续推荐三类投资机会：

主动管理周期的公司。从企业较长的发展阶段来看，生命力较强的企业，都具有主动管理周期的特点和能力。尽管在顺周期的时候，忽视周期的企业也可以分享到行业景气，实现较快的发展速度。但是，经历一轮周期调整之后，就是主动管理周期的企业变得更加强大的时候。包括万科、金地和保利地产。

资产型的公司。一旦新的周期开始，可分享到这类公司资产重估的收益。包括泛海、上实、首开、北京城建和深长城。

在深圳项目相对较多的公司。相对其他城市，深圳的房价调整更为到位。从这一点，我们认为深圳市场持续回暖的确定性将略强于国内的其他城市。因此在深圳项目较多的公司，更可受益于当地市场的回暖。这类公司包括招商地产、华侨城与深振业。

从估值角度，我们认为金融街具有较大吸引力。实际上金融街独特的商务地产定位使公司基本没有受到商务房地产市场萎缩的影响。而楼市转好，最直接受益的应该是最会卖房子的，我们预测万科2009年的业绩会大幅超出目前市场的平均预期。

另外我们认为上海国际金融中心及航运两个中心的建立，对上海本地房地产股将是交易性机会。我们相对看好上实发展、中华企业、张江高科、浦东金桥。

表1、重点公司盈利预测及估值

公司	股价	市值(百万)	EPS		PE		PB	NAV	P/NAV	负债率	评级
			09E	10E	09E	10E					
万科	8.30	91,260	0.48	0.54	17.3	15.4	3.0	5.21	1.59	50%	增持
保利地产	23.45	57,507	1.20	1.58	19.5	14.8	4.1	15.02	1.56	72%	增持
招商地产	23.90	41,043	0.82	0.89	29.1	26.9	2.7	17.45	1.37	57%	增持
金地集团	11.22	18,829	0.76	0.85	14.8	13.2	2.0	10.38	1.08	71%	增持
泛海	10.93	24,742	0.21	0.26	52.0	42.0	3.0	7.87	1.39	57%	增持
金融街	9.75	24,192	0.54	0.58	18.1	16.8	1.6	12.03	0.81	49%	增持
苏宁环球	10.83	15,367	0.55	0.65	19.7	16.7	7.5	5.69	1.90	71%	增持
上实	13.69	14,831	0.43	0.51	31.8	26.8	5.6	7.68	1.78	75%	增持
华发股份	16.47	13,457	0.85	1.10	19.4	15.0	2.9	12.63	1.30	65%	增持
北京城建	12.85	9,522	0.65	0.69	19.8	18.6	2.6	7.38	1.74	64%	增持
深振业	9.25	4,691	0.71	0.73	13.0	12.7	2.7	9.45	0.98	73%	增持
深长城	13.76	3,295	0.75	0.82	18.3	16.8	1.9	16.66	0.83	69%	增持
中航地产	9.70	2,157	0.16	0.47	60.6	20.6	1.3	13.00	0.75	62%	增持
中国国贸	8.71	8,773	0.26	0.42	33.5	20.7	2.0	12.58	0.69	49%	中性
浙江广厦	7.72	6,730	0.28	0.25	27.6	30.9	4.7	2.59	2.98	84%	中性
天房发展	5.13	5,672	0.08	0.09	64.1	57.0	1.5	4.40	1.17	58%	中性
栖霞建设	5.39	5,660	0.25	0.30	21.6	18.0	2.2	4.07	1.32	61%	中性
亿城股份	5.31	4,795	0.32	0.32	16.6	16.6	1.9	4.23	1.26	50%	中性
平均	11.46	19,585	0.52	0.61	27.60	22.19	2.96	9.35	1.36	63%	增持

数据来源：联合证券研究所



节约与小气

儿子问爸爸：“节约与小气有什么区别？”

爸爸说：“当我舍不得给自己买东西时，你妈妈说我是节约；当你妈妈跟我要东西我给她买不全时，她就说我是小气。”





电力行业（中性）

地方电力公司进入快速成长期

© 联合证券研究所

我们认为，地方电力公司在以下四个方面因素主导下，开始进入快速成长期，相应的上市公司值得关注：

第一、“以大代小”项目进入投产期，内在价值巨大提升

进入“十一五”以后，我国加快了落后产能的淘汰，制定了节能降耗的目标，“小火电”的关停和“上大压小”项目的核准齐头并进。进入2009年后，特别是2010年开始，“以大代小”项目陆续投产，拥有这类项目的地方电力公司即将实现明显的业绩改善和价值提升。

建议关注：上海电力、皖能电力、内蒙华电

第二、受益于国家能源政策：大煤电基地、大水电基地与特高压电网建设

按照我国对于煤电能源的总体规划，国家大力推行建设大煤电基地、大水电基地，实行煤电一体化，并通过特高压电网将中西部煤炭基地和西南水电基地的电力向缺乏资源的东部

地区输送。对于火电来说，也就是“变运煤为输电”。

具体规划为：1、建设神东、晋北、晋中、晋东、陕北、黄陇(华亭)、鲁西、两淮、河南、云贵、蒙东(东北)、宁东等13个大型煤炭基地，鼓励煤、电、路、港、化工相关产业联营或一体化发展。2、2020年前后，交流特高压与直流特高压将形成以华北、华中、华东为核心，联结我国各大区域电网、大煤电基地、大水电基地和主要负荷中心的骨干电网结构。

对于相关的中西部地方来说，这将是极大的发展机遇，不仅增强了用电需求、打开了电力集团的装机增长的空间，而且也加强了中西部地区与经济发达地区的融合，为当地的经济增长带来促进。另外，煤电一体化项目，将是未来盈利最好最稳定的火电项目。

2008年12月5日，我国第一个亿吨级煤电一体化基地——两淮煤电基地正式建成投产，在“保增长”的情势下，其他煤电基地建设提速。2月3日，国家能源局成立以来的第一次全国能源工作会议上，国家发展改革委副主任、国家能源局局长张国宝提出，2009年要加快大型煤炭基地建设。

建议关注：上海电力（参股50%淮沪煤电联营）、皖能电力、内蒙华电、金山股份、西昌电力（西南水电开发）

第三、产业内迁刺激中西部地区的用电需求

世界经济危机之下，我国的出口大幅下滑，沿海地区出口型劳动密集型企业受到极大冲击，为了继续存活下去，很多企业向内地成本较低的内陆地区转移。

可以预见，此次国际金融危机和世界经济波动，势必会推动国际分工体系调整和中国沿海发达地区产业结构升级，加速国际和沿海地区产业资本向中西部地区转移。

产业内迁的例子比比皆是：富士康所属的鸿海集团计划将富士康深圳龙华工厂16万员工转入湖北武汉及山西晋城等内陆省份的厂区；全球最大的显示器制造商冠捷集团近期传出将关闭宁波工厂，将部分订单转移到武汉的消息；2月5日，英特尔公司公布“整合在华生产运营计划”称，将在未来12个月内把位于上海浦东的封装测试工厂整合到成都工厂中去。

内陆地区为承接沿海产业梯度转移，也主动出击，例如，江西省政府近期率团前往深圳招商，两天时间签约金额高达62.5亿元，确定太阳能光伏产业、精深铜加工产业、飞机汽车制造及其零配件产业等13个重点招商。

产业内迁的重点迁入地将可能将集中在成都、重

庆、武汉、合肥等中西部交通枢纽的中心城市，产业转移将为这些迁入地带来工业增长，用电需求也将随之增长。

建议关注：皖能电力、赣能股份

第四、受益于核电投资浪潮

在国家政策的大力推动下，核电投资掀起浪潮。目前，政府正在制定新的核电发展规划，据说2020年核电装机容量规划在7500万千瓦以上，将远远超过原来4000万千瓦的规划。

中核、中广核作为控股方，在各地进行核电投资均与地方进行合资建设核电项目，由于核电项目装机大、盈利高，参与合作的地方电力集团将十分受益。

据报道，我国目前正在运转的核电机组有11个，功率达910万千瓦，在建项目有24个核电机组，功率达到2540万千瓦。24个在建项目分布在沿海地区，其中包括秦山二期扩建2个机组、方家山核电项目2个机组、广东大亚湾2个机组、辽宁的4个机组、福建宁德和福清的6个机组。另有9个核电机组建设的前期工作正紧锣密鼓地开展。湖北大畈、湖南桃花江、江西彭泽作为首批内陆核电厂址，有望今年底或明年初得到开展前期工作的批准文件。

建议关注：皖能电力、上海电力

开心一刻

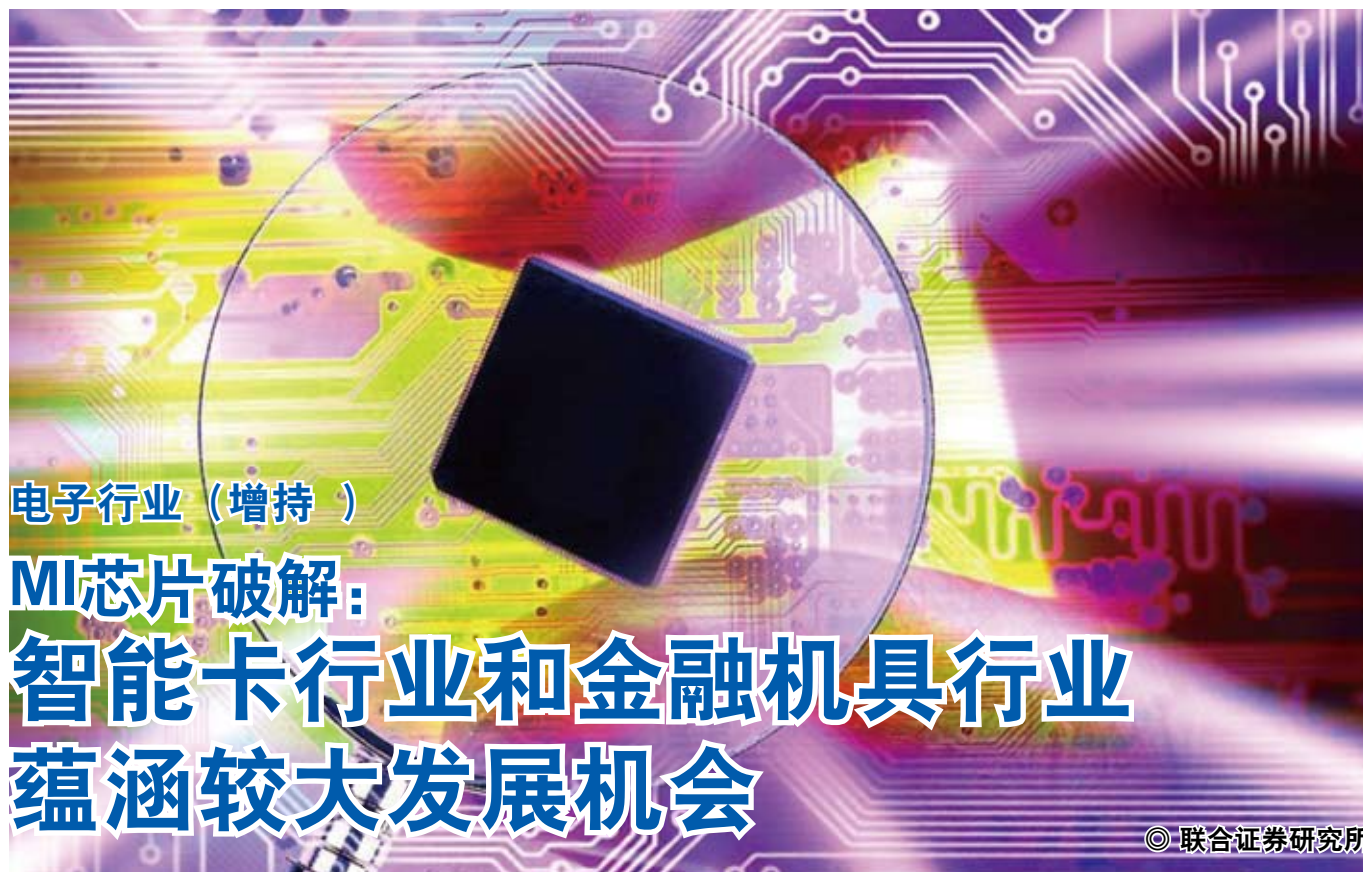


喂蚊子

姑姑在卧室里喷上灭蚊药，带侄女出去散步。

路上，侄女不解的问：“姑姑，你为什么二斤肉挂在家里，让蚊子吃饱，它不就不咬咱们了吗？”





M1破解：寻找出路

近日，工业和信息化部发布了《关于做好应对部分IC卡出现严重安全漏洞工作的通知》，要求各地各机关和部门开展对IC卡使用情况的调查及应对工作。此通知的背景是因为应用于IC卡系统的MI芯片安全算法已遭到破解，目前全国170个城市约1.4亿张应用此技术的IC卡（MI卡）面临较大的安全隐患。

M1破解：举世震惊

MI芯片指的是恩智浦半导体（NXP）Mifare经典芯片。MI芯片在全球IC市场占有率在八成左右，全球有10亿张卡片应用的是MI芯片卡。

09年初，德国研究员亨利克·普洛茨（HenrykPlotz）和弗吉尼亚大学计算机科学在读博士卡尔斯滕·诺尔（KarstenNohl）声称，成功地破解了NXP的Mifare（非接触智能卡）经典芯片的安全算法。但对于这项科研成果，亨利克·普洛茨和卡尔斯滕·诺尔却在第一时间宣布绝不公布具体内容。但实际上去年8月Mifare的破解软件及硬件已在网络上公开售卖。

如果这一科研成果被恶意利用，应用MI芯片的IC卡，如大部分城市的公交IC卡、校园一卡通、高速公路的缴费卡，都将面临较大的安全隐患，使用MI芯片门禁系统的核心要害部门和军工科研生产等单位，对其安全性也必须重新度量。

我国当前采取的对策

摸底统计：各县（市）、市直各部门和各有关单位要按照谁主管谁负责、谁运营谁负责的原则，迅速对使用IC卡的重要系统，如各类“一卡通”、门禁卡等进行一次安全检查，重点检查系统中是否使用了MI芯片。使用MI芯片的单位，要抓紧开展安全风险分析评估，及时制定并落实防范措施。

升级改造：对与人民群众生产生活密切相关、用户规模大并采用MI芯片的IC卡系统，系统的主管部门或运营单位要制定并实施升级改造计划，提高IC卡系统安全保障水平。升级改造完成前，要因地制宜采取相应的技术和管理措施，如对IC卡的充值金额进行适当限制，对系统数据及时分析研判等，以降低MI芯片密码被破解带来的安全风险。

使用MI芯片门禁系统的核心要害部门和军工科研生产等单位，要根据实际需要采取增加人工查验等安全防范措施。有条件的要适时对门禁系统进行升级改造。

规范要求：今后，凡政府投资或与人民群众生产生活密切相关的新建IC卡系统，原则上应采用我国自主创新的IC卡技术，IC卡系统的密码方案须经过密码主管部门审批。

科技创新：科技部门要加快技术创新，大力推动自主创新IC卡的发展。

替换成本

由于MI卡的广泛使用，MI卡的破解有可能带来较大的危害。在当前CPU卡的价格已经较能接受的情形下，MI芯片卡有可能被CPU卡替换。按照规范要求，新建IC卡系统原则上应采用我国自主创新的IC卡技术，IC卡系统的密码方案须经过密码主管部门审批，行业的门槛将会提升。

根据我们向行业专家的咨询，带MI的芯片卡我国大约有1.2-1.5亿张，读卡器的数量在50万个左右，以市场普遍认为的1.4亿张、单张10元的价格计算，芯片卡的全部替换的成本为14亿元，以单个读卡器0.2万元计算，读卡器的替换成本为10亿元。

EMV迁移也迫在眉睫

EMV是Europay、MasterCard、VISA三个信用卡国际组织联合制定的银行芯片卡借记/贷记应用的统一技术标准，而EMV迁移则是指银行卡由磁条卡向智能芯片卡转移，采用安全性和功能性更高的智能芯片卡来代替磁条卡。

我国目前使用的银行卡超过98%以上为磁条卡，磁条卡及其受理机具也同样面临安全隐患。银行卡业务发展迅速，但银行卡产生的负面影响也在不断扩大，其中最主要的问题之一就是银行卡风险欺诈。它给发卡银行、收单机构、信息转接等机构和持卡人带来越来越大的损失。

VISA、MasterCard组织“风险转移”政策规定将伪卡欺诈的风险转嫁到由发卡行、收单行中未实现迁移的一方承担，为此我国必须首先从外卡收单受理及收单行的

系统向EMV迁移。由于我国银行卡EMV迁移起步较晚，我国境内暂不执行VISA、Mastercard风险转移政策。

EMV迁移在我国进展较为缓慢，主要是因为迁移的成本太高。要完成EMV的迁移，银行卡就必须换成带CPU的金融IC卡，假设金融IC卡的单价是10元，依此估算，则银行卡的迁移费用180亿元。

EMV的迁移还必须要完成受理机具的改造，使受理机具能读取金融IC卡的信息。假设ATM机的改造成本为0.8万元，不能识别金融IC卡的机器为10万台，则改造费用8亿元；假设POS机具的改造成本为0.2万元，不能识别金融IC卡的机器为140万台，则改造费用28亿元。EMV的迁移还必须要银行后台计算机网络和软件的支持，这方面也要进行相应的改造。

3月23日在长沙召开了《2009年区域性银行业机构银行卡年会》。会议透露，中国银联将进一步加强网络建设，推动区域性银行业机构银行卡业务发展。目前，中国银联已全面启动金融IC卡的受理市场改造，预计2年内完成所有自主产权终端的IC卡受理改造。

出路：CPU芯片卡

银行卡的复制问题已经存在了很多年，由于EMV迁移成本巨大，加之银行卡的欺诈要通过复制卡和窃取密码两个方式才能完成，银行软件端对多次非法侵入也有防范的措施，因此我国EMV的迁移一直进展缓慢。

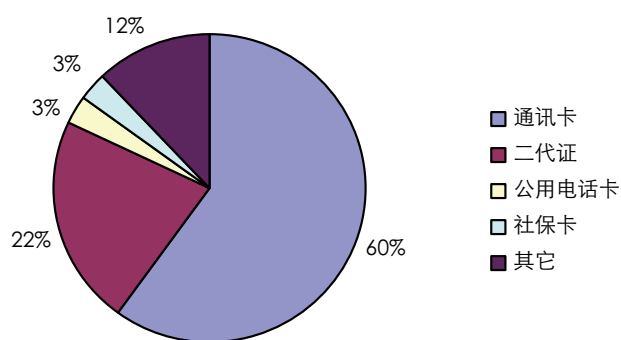
MI芯片卡的破解则是一个最新出现的问题。尽管从原理上看其危害巨大，但由于破解的时间尚短，犯罪模式的形成和蔓延还需要时间，从经济上看，非银行卡的金额也相对有限，其危害性目前还没有显现出来。尽管如此，随着银行卡和公交卡、高速公路卡、校园一卡通、门禁卡进一步普及和应用，安全隐患日益加剧。

出路其实早就有之，就是使用带CPU的芯片卡。CPU芯片卡的技术早已成熟，其安全性能也得到了业界的认可，缺点就是目前的价位依然较高，大致CPU芯片卡是磁条卡价格的10倍，是普通芯片卡价格的4倍。另外，平台也需要进行更新，机具和软件的更换也是一个庞大的工程。

我们认为，MI芯片卡的破解将提速CPU芯片卡的应用。在使用带MI的公交卡、高速公路卡、校园一卡通、门禁卡的领域，继续使用MI芯片卡的风险加大，势必会使此类应用转向CPU芯片卡。银行卡欺诈行为的快速增加，以及金融IC卡受理市场改造的即将完成，都将使金融IC卡的应用步伐越来越大。

我们预测，在普通芯片卡和银行磁条卡领域，智能卡行业面临着一个难得的发展机遇。

图2、2007~2009 汽车分排量占比



数据来源：联合证券研究所客观数据—产销快讯

3G拉动：智能卡行业已是春天

当前，通讯卡是智能卡行业最主要的应用领域。

3G 的启动将给优秀的智能卡企业更大的成长空间。3G 将互联网植入手机，最终将改变我们的生活方式，3G 对智能卡行业的影响将会持续很多年。

三家运营商对三年内计划实现的用户数确立了目标，中国电信、中国移动和中国联通都明确表示希望用户数在3年内发展5000万用户。按此计算，至2011年，3G的用户数量将达到1.5亿户，保守估计，我们认为会有1

亿左右的用户数，09年的用户数预计为2000万。

3G 用户数的增加，势必带来3G手机用户的增加。09年以2500万3G手机的发卡量，单价以9元计算，3G的SIM卡有2亿的市场。

由于3G网络带宽的增加，手机将成为互联网的基本平台。在此平台上，手机卡如何演绎存在很多种方案。由于3G卡要实现更多的功能，大容量的3G卡将是一个方向，单价和毛利率将会有较大的提高。个性化的需求也将日益增多，这些均会给智能卡行业带来较大的发展前景。

智能卡行业和金融机具行业蕴含较大发展机会

当前，智能卡行业和金融机具行业存在着三大驱动力，行业景气度明朗。MI的破解，将使CPU芯片卡成为公交卡、高速公路卡、校园一卡通、门禁卡等领域的主流；频频发生的银行卡欺诈事件可能会加速EMV的迁移，从而促进银行卡向金融CPU卡的过渡，同时对现存机具进行升级；3G的启动，将在很长的一段时间内拉动智能卡行业的发展。

因此，智能卡行业和金融机具行业将迎来较大的发展机会。涉及的上市公司有恒宝股份、东信和平、ST贝岭、广电运通、御银股份、证通电子。📡

厂家	雅斯拓	金普斯	江西捷德	黄石捷德	东信和平	大唐微电子	北京握奇	武汉天喻	北京中钞	珠海金邦达	天津磁卡	恒宝股份
银行磁条卡				★					★	★	★	★
通信IC卡	★	★	★		★	★	★	★				★
密码卡			★		★							★
税控IC卡					★		★	★				★

数据来源：运营商资料，联合证券研究所整理

开心一刻



自己动手

一次英语考试中，A君正不知所措，忽见B君已填得满满的，忙扔纸过去求救。不一会，B君扔来一纸团。A君大喜，忙拆开。只见纸内包着一橡皮，橡皮四面画着A，B，C，D四字母，在纸上还有几小字：自己掷。



长安汽车 (000625) 增持



产业政策的最大受益者 ——08年年报点评

◎ 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)	3722.3	113375.5	19000	21850
(+/-%)	12.9	-2.5	42.1	15.0
归属母公司净利润 (百万元)	666.9	24.4	696	957
(+/-%)	28.4	-96.3	2752.5	37.5
EPS (元)	0.29	0.01	0.3	0.41
P/E (倍)	27.1	741.0	25.8	18.9

报告期公司及下属子公司、合营企业、联营企业共实现销售收入530.38 亿元（其中合并报表销售收入133.75 亿元）。销售汽车83.45 万辆，同比下降0.24%。归属母公司净利润2438 万元，同比下降96%。

08年本部和长安福特销量出现下滑，本期盈利状况均大幅下滑，其中本部损额扩大至3.6 亿元，长安福特马自达利润下滑38%至11.8 亿元。长安铃木销量增长14.7%，但由于新上发动机线费用和折旧压力及产品毛利率下滑，盈利同比下滑77.7%。长福马发动机公司亏损额有较大改善，但可能是由于资产计提折旧等原因导致江铃控股本部亏损额扩大，江铃控股盈利也出现大幅下滑。

表1、分部产品销量变化			单位：万辆、台
分部	2008年	2007 年	同比增减%
本部：微客	22.2	23.9	-6.9
自主轿车	4.0	4.9	-18.4
长安福特	20.0	21.3	-5.8
长安铃木	12.4	10.8	14.7
南京长安	4.6	3.0	55.4
河北长安	9.0	7.7	16.6
长福马发动机	7.4	4.6	60.9

数据来源：中国汽车工业协会

表2、分部盈利变化情况			单位：万元
分部	2008年	2007年	同比增减%
本部	-3.6	-1.1	
长安福特（投资收益）	118316	191737	-38.3
长安铃木	2750	12320	-77.7
南京长安	-24644	-20812	
河北长安	1227	1448	-15.3
长福马发动机	-11086	-29862	
江铃控股	1030	9820	-89.5
合计	2438	63397	-96.2

数据来源：公司年度财务报告

合并报表毛利率基本稳定，相比07年下降0.3个百分点，除材料成本上升的原因外，资本支出增加、折旧压力增大是毛利率出现小幅下滑的主要原因，此外，本部投入自主轿车的研发费用不可资本化部分在08年增加了9000余万元。不包括股权增资部分，08年资本支出额达到9.3亿元，我们估计09年这一项目仍将维持在10亿元左右，由此，09年固定资产折旧额增加了近9000万元。

汽车下乡政策激发了微客市场的井喷，我们预计旺销行情将延续至全年。09年1季度微客行业销量同比增长34.1%，长安微客同比增长了49%，同期通用五菱增长33%。市场份额的提升主要来自早期在农村销售渠道方面的长期经营和新产品的持续推出，此外，1季度公司先于国家产业政策实施了购车补贴，极大刺激了市场购买热潮。预计全年公司微客销量同比将增长40%以上，扭亏已无悬念。

自主轿车的战略性车型悦翔5月下旬将在全国全面铺开，根据目前重庆、四川、北京等局部先行投放市场的反馈，其高性价比得到较为广泛的认同。我们估计年内悦翔很可能实现超预期的销量，本部盈利也很可能因此得到超预期的提升。

合资企业长安福特马自达在08年出现小幅下滑，主要原因是马自达2和新蒙迪欧低于预期的销售表现。1季度两款车型销量环比均出现小幅回升，两款产品的市场认同度均有改善。到目前为止，得益于小排量车购置税下调政策，新产品嘉年华预定和销售情况良好，预计长福马南京整车工厂和发动机厂盈利状况在09年均有一定改善。我们估计09年长安福特马自达销量同比将有15%增长至25.5万辆，盈利至少可持平。

微客市场的火爆也推动了南京长安产品销售的大幅增长，我们估计09年南京长安销量将达到10~11万辆，产能处于满负荷状态。09年南京长安计提了1.2亿资产减值准备，至此持续几年的资产清洗工作基本结束。我们估计09年南京长安将首次扭亏。

从09年1季度的销售表现看，长安铃木产品竞争力下滑的表现并未得到扭转，虽然是国家鼓励小排量轿车政策的主要受益者之一，我们估计09年长安铃木的销量仍难令人寄予期望。

预计09年合并报表收入增长41.8%至190亿元，毛利率由15%提升至15.9%，来自合营和联营企业投资收益基本持平，税后每股收益0.3元。考虑到本部自主轿车可能超出预期的销售表现，以及公司大部分业务快速改善的趋势，维持“增持”评级。

表3、分部盈利预测			单位：亿元		
分部	股比	2007	2008	2009E	2010E
本部	100%	-1.06	-3.6	1	2
长安铃木	51%	1.23	0.28	0	0
长安福特	50%	19.17	11.8	12	15
长安福特发动机公司	50%	-2.99	-1.1	0	0
南京长安	71%	-2.08	-2.46	0.0	
河北长安	77%	0.14	0.12	0.1	0.1
江铃控股	50%	0.98	0.1	0	0
合计(按股比)	6.67	0.2386	7.077	9.577	
EPS（元/股）	0.34	0.01	0.30	0.41	

数据来源：联合证券研究所预测



经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入（百万元）	40958.0	55308.0	49457.0	55235.0
(+/-%)	65.3	35.0	10.6	11.7
归属母公司净利润（百万元）	15243.0	21077.0	17,162	19,708
(+/-%)	124.4	38.3	-18.6	14.8
EPS（元）	1.04	1.43	1.17	1.34
P/E（倍）	14.8	10.7	13.1	11.4

08 年业绩已在市场意料之中

公司08年归属于母公司所有者的净利润为211亿元，同比增长37%，每股EPS 为1.43元。由于公司早前已发布业绩快报，因此基本业绩情况已在市场预期当中。

环比下降则缘于多重压力

公司4季度归属于母公司所有者的净利润为21亿元，环比下降64%。下降的原因：1）4季度计提资产减值30亿元，相比3季度多提22.5亿元，其中包括永隆商誉减值5.8亿元；2）净利息收入（不含永隆）相比3季度减少8.3亿元，环比下降7%；3）经营费用（不含永隆）相比3季度增加17.5亿元，环比增长37%。关于经营费用，有两点需要说明，一是4季度经营费用一般都高于3季度或前3季度平均，二是4季度的经营费用中包含了折旧年限调整导致的5.5亿元折旧费用的增加。

资产质量继续保持平稳

公司08年末不良贷款余额96.8亿元，不良贷款率1.11%，不良贷款拨备覆盖率223%。剔除永隆，公司不良贷款余额95亿元，相比08年H1增加2.1亿元，加回核销和转出的7亿

元，下半年不良贷款生成约9.1亿元，生成率为0.23%，处于较低水平。关于资产质量，有两点值得关注：1) 由于08年上半年的良好表现，公司08年全年加回核销和转出的不良贷款余额整体上仍略有下降（减少1.4亿元）；2) 公司对于不良贷款的划分标准较为严格，有两方面的证据，一是公司

确认的不良贷款远高于逾期贷款（3个月以上逾期贷款82亿元），二是从历史看公司对于贷款分类的划分，不论在标准上还是时效上都明显较其他可比股份制银行严格。

银行卡手续费收入保持较快增长

公司（不含永隆）08年手续费收入76.5亿元，相比07年增加12亿元，同比增长19%。关于手续费收入，有两点值得关注：1) 受资本市场回落影响，代理基金等业务大幅回落，08年代理手续费收入同比下降47%；2) 银行卡业务继续保持较快增长，08年银行卡手续费收入增长40%。另外，从环比看，公司08年4季度手续费收入环比上升1.3%，基本止住了逐季下滑的趋势。

净利息收入短期压力较大

在降息周期下，公司净利息收入面临着较大的压力：1) 活期存款占比较高，导致公司息差相对于利率的下降更为敏感；2) 重定价缺口的久期较短，导致公司息差的下降相比同业更快；3) 信贷风险文化较为谨慎，导致一般贷款的投放慢于同业。而我们判断，这种压力，在1季报将有更为明显的体现。不过，有几点需要说明：1) 活期存款占比高，当前更多是优势的相对弱化，而非劣势，这点应当注意；2) 重定价缺口，影响的是息差下

降的路径，而非最终结果，这点也该注意；3) 对于银行这种经营风险的机构，是否仅仅关注收入就够了，而无需关注风险偏好？这点也值得商榷。

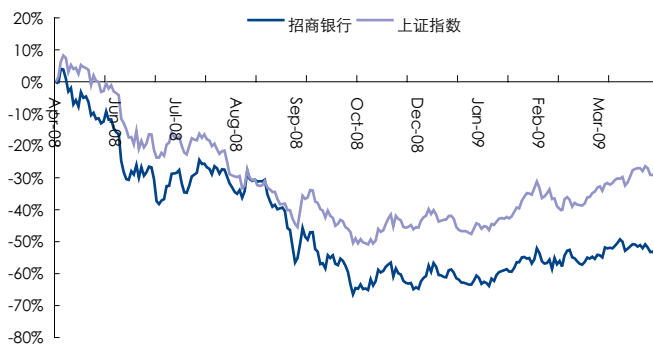
维持公司“增持”评级

我们留意到当前市场有两个习惯：1) 短期问题长期化，即把短期的问题或优势长期化，并给予可持续性的定价；2) 风险喜好而非风险厌恶，即对于具有同样预期收益的公司，我们愿意给予风险更高的公司更高的价高，而不是相反。这两个习惯，正是造成公司当前估值的巨大压力。不过，这两个习惯似乎是不可能长期持续的，而公司质地较优，短期的压力，或正为长期投资者提供了良好的配置机会。

风险提示

关注短期风险，1季度业绩或仍有可能低于市场预期。

最近52周股价表现



开心一刻



你为什么会陪我到天荒地老呢

丈夫见妻子满面愁容就关切的问道：“哦！亲爱的你怎么了？”

“我很忧愁。”妻子回答道。

“为什么呢？”丈夫愈加惊讶。

妻子回答：“我不知道你会陪我一起到什么时候？”

丈夫温柔的看着妻子说道：“你放心吧！我会陪你到天荒地老。”

“这正是我担心的事情。”妻子叹气。



九阳股份 (002242) 增持

仍在快速增长 股东追加限售期 ——09年1季报点评

© 联合证券研究所

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	4323.4	963.3	5695.6	7704.9	8475.39
(+/-%)	122.5	37.3	31.7	35.3	10.00
归属母公司净利润 (百万元)	538.1	128.0	800.6	915.7	1007.2
(+/-%)	71.7	25.5	48.8	14.4	10.0
EPS (元)	2.02	0.48	3.00	3.43	3.77
P/E (倍)	28.6		19.3	16.9	15.3

收入仍在快速增长 市场份额基本稳定

收入仍在快速增长。09年Q1，公司的营业收入为9.63亿元，同比增长37.3%，净利润1.28亿元同比增长25.5%。虽收入增幅相比08年（100%以上）已明显回落，但仍处于快速增长之中。净利润增长略低于我们的预期。公司预计09年上半年净利润同比增长30-50%。

市场份额基本稳定。09年2月公司食品料理机的市场份额为64.8%，相比08年底略有降低，但整体看基本稳定。

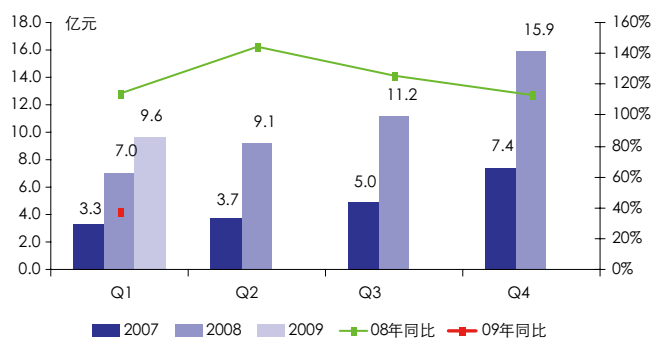
高费用率制约盈利能力提升 潜在提升空间较大

毛利率明显提升。09年Q1公司的毛利率为38.3%，同比增长3.5个百分点，与08年Q4

表1、食品料理机市场竞争格局					
	08年4月	08年6月	08年10月	08年12月	09年2月
九阳	57.4%	56.4%	67.0%	66.3%	64.8%
美的	5.3%	8.7%	10.8%	10.1%	12.1%
飞利浦	10.7%	9.7%	6.0%	7.1%	7.6%
西贝乐	7.7%	7.2%	3.7%	3.7%	4.0%
苏泊尔	2.5%	2.9%	1.8%	1.5%	1.8%
其他	16.4%	15.1%	10.7%	11.2%	9.8%

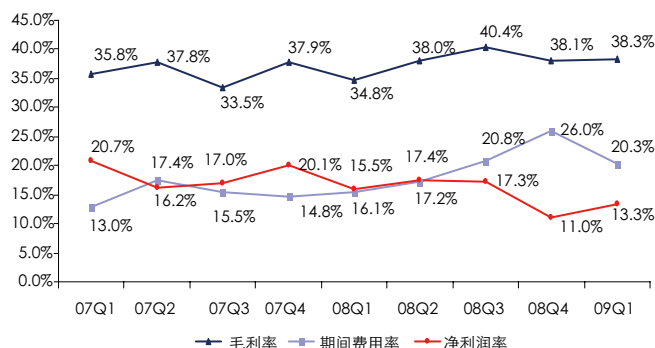
数据来源：中怡康，联合证券研究所

图1、07-09 年各季度九阳股份营业收入



数据来源：公司公告，联合证券研究所

图2、07-09 年各季度九阳股份盈利能力



数据来源：公司公告，联合证券研究所

（38.1%）持平。毛利率提升是由于：原材料成本下降；市场竞争格局相对稳定，公司豆浆机等产品价格相对稳定。

费用继续大幅上升。09年Q1公司的销售费用、管理费用同比增长分别为82.7%、76.5%，明显快于收入增幅。09年Q1期间费用率为20.3%，虽比08年Q4（26%）明显回落，但仍处于高位水平，潜在下降空间较大。

盈利能力环比提升，但仍低于前期高位水平。由于短期内公司的广告费和渠道费用投入较大，导致公司近期费用率过高，09年Q1净利润率为13.3%，虽然相比08年Q4（11%），但相比之前的17%以上净利率，目前的盈利能力仍处于较低水平。目前较低的净利率有两个原因：（1）公司为维持较高的毛利率和市场份额需投入较高的广告费；（2）渠道投入等费用近期较集中。我们认为：随着投入密集期的结束，公司09年净利率仍有提升空间。

公司的成长确定性很强，且成长超预期可能较大，仍维持“增持”评级

二股东追加限售期 凸现对持续发展的信心

第二大股东Bilting 持有的17.07%股权于09年5月28日将解除限售，Bilting 承诺延长2年方上市流通。这一承诺凸现了股东对公司持续发展的信心，也减缓了近期减持压力。

投资建议

我们维持前期盈利预测，预计09-10年EPS分别为3.00元、3.43元，09年PE为19.3倍，虽然公司目前面临一定的估值压力，尤其是市值较高（154亿元）。虽然目前宏观经济面临不确定性，但豆浆机行业和公司的成长确定性很强，且成长超预期可能较大，仍维持“增持”评级。

风险提示

短期内费用投入较大，加剧短期内季度业绩波动。
短期市场竞争加剧，影响公司市场份额和毛利率。



万科A (000002) 增持

业绩超预期可能增大 ——09年1季报点评

© 联合证券研究所

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	40991.8	8164.3	44617	59509
(+/-%)	5.4	1	27.6	18.33
归属母公司净利润 (百万元)	4033.2	768.8	5238	5899
(+/-%)	-16.7	7.1	30	13
EPS (元)	0.37	0.07	0.48	0.54
P/E (倍)	22.0	115.6	16.8	15.0

公司近日披露1季报：结算销售面积106.1万平方米，实现结算收入80.3亿元，同比分别增长32.1%和27.7%。实现营业收入81.6亿，归属母公司净利润7.7亿，同比分别增长27.6%和7.1%。每股收益0.07元。

市场回暖公司受益，是收入及利润增长的主要动力。利润未能与收入同步增长的原因则主要在于毛利率出现了5个百分点的下降：08年一季度为39%，而今年同期只有34%。房价回落以及进入结算期的土地成本上升是毛利率下降的主导因素。我们判断房价仍难以大范围内上涨，而高价地开始进入结算期，因此预期今年下半年公司毛利率同比仍会保持下降的格局。

公司一季度实际销售面积及金额继续大幅超越同期结算面积和金额。一季度公司实现销售面积152.5万平方米，销售金额122.2亿元，比一季度实际结算的面积和金额分别多44%和52%。截止一季度末公司已售未结销售金额已高达307亿元，我们预计其中有80%将可在09年进入结算，加上一季度已结算的82亿元收入，我们预测的公司09年营业收入中的73%已被锁定。如果下半年楼市相对1季度不出现大的变动，而是保持高位震荡的

格局，我们认为万科业绩超预期的可能性较大。

对于存货公司继续坚持“量出为入”原则。但公司在一季度实际仅获取广州大坦沙一个项目，获取土地的节奏落后于销售的速度。我们从公司了解到，实际上公司对于拿地一直保持积极态度。08年下半年在二手市场上与多个项目有过接触，但由于楼市出现大幅回暖导致合作方开始惜售，影响了公司的项目拓展。

受益良好的市场销售，公司存货结构在一季度进一步得到改善。一季度末现房存货66.7亿，较08年末下降15.5%，占总存货比重仅7.9%。我们从公司了解到，由于一季度销售回暖超预期，公司二季度将加大新开工进度，但全年的新开工情况还是要看后续市场表现。

另外，由于南京金陵缙香的实际销售情况好于预期，公司于一季度调回了1402万元跌价准备金额，增加一季度归属母公司净利润1051万元。

我们对公司暂维持09-10年EPS分别为0.48元和0.54元的盈利预测，对应PE分别为17倍和15倍，维持增持评级。📈

益佰制药 (600594) 增持

一季度主业开局良好

◎ 联合证券研究所

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	1153.9	273.0	1172	1406
(+/-%)	14.7	9.5	1.6	20
归属母公司净利润 (百万元)	98.1	14.6	143	180
(+/-%)	5.8	-8.1	48	42
EPS (元)	0.42	0.06	0.59	0.75
P/E (倍)	27.6	185.4	18.2	14.3

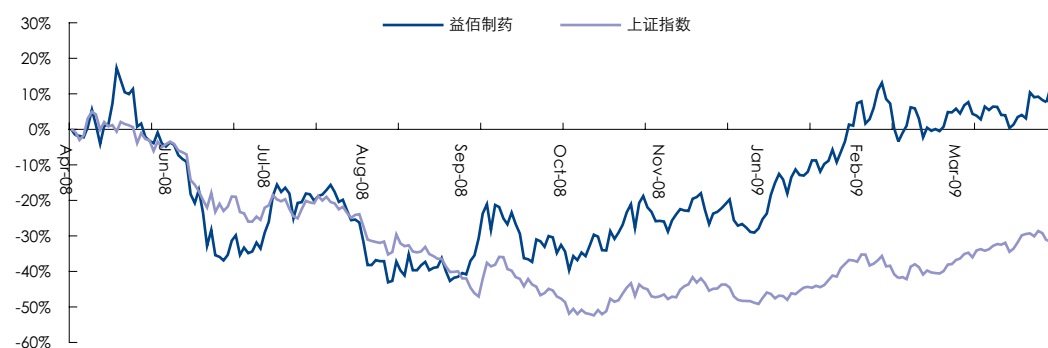
乍看公司一季度财务数据，情况似乎并不理想，主营业务收入27304万元，同比增长仅9.5%，归属母公司所有者的净利润1461万元，较上年度同期略有下降，主要影响因素是上海佰加壹。年初公司将上海佰加壹出售后对历年投资清算累计产生1280万元亏损，剔除合并报表范围的变化及财政贴息因素后，公司净利润分别同比增长38.6%，开局情况良好。我们认为上海佰加壹的出售有利于公司集中资源致力于公司优势领域。

此外，我们获悉公司与东阿阿胶签定代理销售协议，借助公司渠道销售三个生物药品，均为心脑血管及抗肿瘤领域，能够与公司产品线形成互补。我们一直认为销售渠道是公司优势所在，所欠缺的是产品线的丰富。该项业务合作一方面充分体现公司营销优势，降低边际成本，另一方面也有望给公司带来一定收益。

产品线方面，公司在加大产品自主研发的同时，也在积极探讨外延式收购可能性。目前在研产品中，我们预计清开灵粉震、苈草注射剂有望首先获得突破，打开公司产品线的困局。

公司作为一家民营化公司，具备内在的经营动力和压力，目前公司发展已经全面向好，进入良性状态。总体而言，我们维持公司未来两年0.59、0.75元的EPS预测，目前股价具备估值优势，继续给予增持评级。📈

最近52周股价表现



永新股份 (002104) 增持

快速消费品行业的包装龙头

© 联合证券研究所

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1219.4	283.4	1291	1471	1512
(+/-%)	16.6	-3.5	6%	14%	5%
归属母公司净利润（百万元）	68.1	18.1	88	109	119
(+/-%)	26.5	22.5	29	25	9
EPS（元）	0.49	0.13	0.63	0.79	0.86
P/E（倍）	24.5	92.3	19	15	14

永新主营构成及所处行业特征

公司主营业务构成

公司主营业务收入主要由彩印复合包装材料和真空镀铝包装材料构成，二者也是公司利润的主要来源。彩印复合包装产品主要包括食品包装、洗涤用品包装、医药品包装、农药及其他包装产品；真空镀铝膜产品主要包括镀铝PET薄膜、镀铝CPP薄膜、镀铝PE薄膜、镀铝BOPP薄膜等。近三年来随着公司彩印复合包装材料规模的扩大，公司生产的镀铝包装材料更多地为彩印复合包装材料使用，外销比例降低。

从下游用途来看，公司的包装材料中用于食品包装（奶粉、豆粉、膨化食品、糖果、果冻、方便面、冷饮、小食品、调味品、肉类、速冻食品、干货等）的最多，占比70%左右；日化品（洗衣粉等）次之，占比20%；农化包装和药品包装各占5%左右。

图1、公司主要产品收入及构成

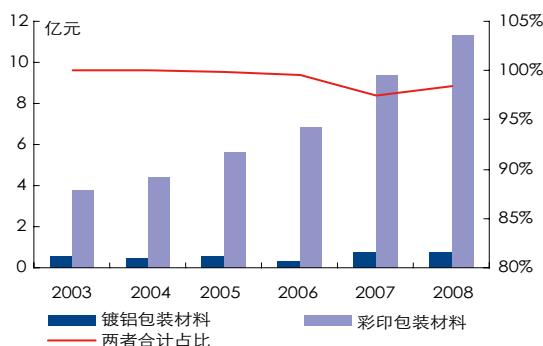
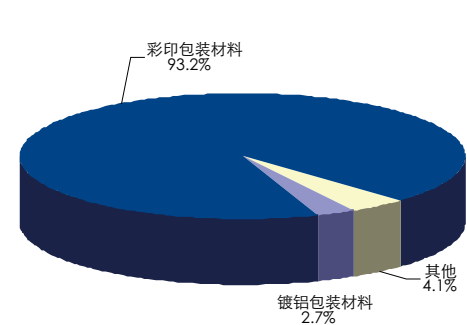


图2、2008年不同类型产品营业利润占比



数据来源：公司年报，联合证券研究所

软包行业特征

我国塑料软包制品行业的市场需求量呈现持续增长的态势，近年来增速在11%左右，2008年食品、日化行业软包市场规模大概在为240亿人民币。软包行业的下游多为食品、日化等行业和医药行业。从软包行业的需求端来看，食品和日化行业是典型的快速消费品行业，而医用包装行业面临一个传统玻璃、塑料包装向薄膜制品包装转移的过程，医用软包领域随着产品替代很可能出现高速成长的态势。

从产业链条来看，塑料软包制品企业从上游购买各类塑料薄膜进行印刷、镀铝、多层共挤等技术生产适用于下游食品、日化等行业的软性包装材料。上游的化工薄膜可分为两大类，一类是彩印产品的主要原料如BOPP、PE等，另一类是镀铝薄膜的主要材料如MBOPP、MPE等，这些化工原料均为石化产品，价格和石油价格高度相关。在石油价格大幅波动和业内竞争激烈的背景下，管理水平的高低是影响软包行业内公司盈利水平的重要因素。

行业产品大多为非标准产品的特征决定了业内公司的营销模式一般为“产品直销、以销定产”方式。由于软包行业进入门槛相对较低，使得业内企业数量众多、竞争

比较激烈。业内公司成长的途径主要在于开拓新的客户资源、通过横向兼并方式来实现。

永新股份的竞争优势

管理水平

软包行业的成本构成中，原材料占比较高，从公司主要产品的成本构成来看，原材料占比都超过了84%，因此原材料价格的波动对公司的成本控制能力提出了较高的要求。

我们认为在竞争激烈、原材料价格大幅波动的软包行业，企业管理能力的高低是决定企业价值的重要因素。在油价大幅上涨的06年-08年，永新的单季度毛利率水平并无出现大幅波动，这固然与永新所采取的“成本加成”定价方法有关，但稳定的毛利水平也彰显公司在原材料存货管理、下游客户议价方面的能力。

公司在毛利率保持稳定的同时，三项费用率也基本持平，尤其是在油价大幅上涨阶段，公司三项费用支出比例并未大幅增加。与经营业务可比性较强的st申龙、通产丽星相比，公司的期间费用率明显胜出一筹。

图3、彩印覆膜包装材料成本结构

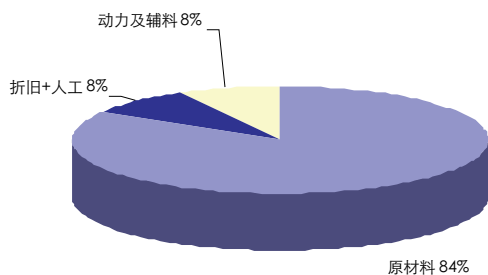
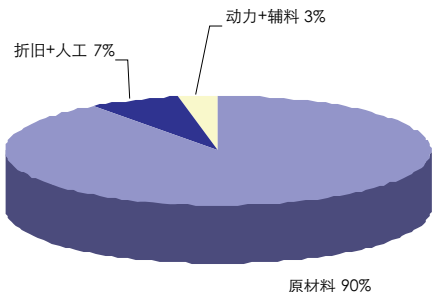


图4、镀铝包装材料成本结构



数据来源：联合证券研究所

图5、公司毛利率及三项费用比例

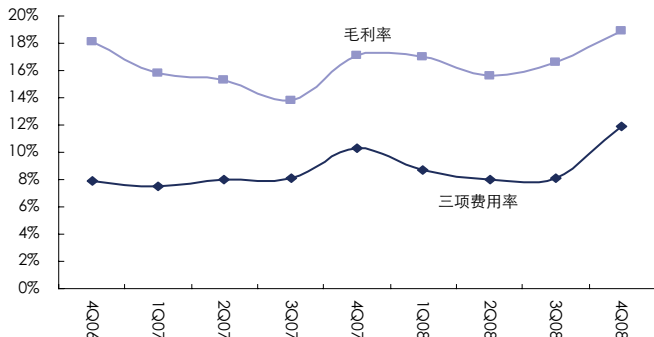
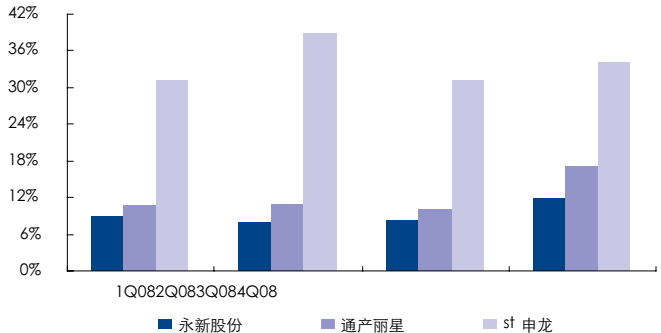


图6、与可比公司期间费率比较



数据来源：公司年报，联合证券研究所

客户资源优势

食品、日化等快速消费品行业的品牌竞争相比其他行业（比如大宗商品行业）具有很强的品牌认知度特征，尤其是在消费者日益关注食品、药品安全的背景下。

不言而喻，快速消费品行业的知名品牌企业相对非知名企业具有更高的认知度和市场份额。为食品、日化行业的品牌企业提供包装材料相对而言更易建立稳固、长期的关系，同时也有助于在此类行业包装领域树立自身的品牌。

永新股份经过多年经营，在下游的食品、日化和医药行业均积累的较多的知名品牌客户。

总体上来看永新所面对的下游快速消费品行业有稳定增长的态势，而与优质客户的合作一方面降低了公司的经营风险，同时优质客户资源对软包供应商所提的要求更高，从而有助于公司在管理、服务方面做的更好。以宝洁公司为例，永新进入宝洁的供应链体系之后，对公司的管理、服务水平有较大的提升。

公司对下游行业的客户采取一定的甄别分类，对于订单规模较小的客户在忙季时一般不予接单，以保证大客户订单优先供应；此外小订单客户由于需要频繁地停机、配色等工序，机器利用效率和平均效益均较低，公司的客户结构更偏向于规模较大的知名品牌客户。

公司未来成长的动力

我们认为公司未来扩张的动力主要来自于两方面：

1. 横向并购
2. 医药软包市场的开拓

并购提升公司增速

从公司过去几年成长的历程来看，收入及利润增长的路径主要依赖内生性增长和外延式并购来实现，05-08年母公司收入、净利润复合增速分别为19.21%、6.49%，母公司收入利润增长来至于本部项目扩建和新建，公司2004 和2006 年分别收购了广州永新和河北永新，合并报表收入、净利润复合增速分别为25.33%和15.38%，增速显著高于母公司自身的成长能力。

软包行业较低的技术壁垒使得行业内的竞争比较激

烈，就公司所处的产业链位置来看，如果按照制造和服务孰轻孰重来认识公司的特征的话，我们更倾向于把公司视为服务型企业而非单纯的制造型企业。

对于竞争激烈的服务型行业而言，下游客户可选择的企业较多，能够在竞争中取胜的企业必定具有较强的优势，行业内的弱势企业由于经营不善，存在被并购的可能，如前所述，永新在管理和客户资源方面的优势以及过往的成功并购经验有助于公司未来继续进行横向扩张。根据我们调研所了解的情况，公司在西南地区布局的计划一直在进行之中，公司账面的现金足够随时出手完成并购。

医药软包市场：尚需继续开拓的蓝海

随着我国经济的快速发展，人民生活水平提高和人口老龄化引起的医疗费用增加，新药品开发力度加大，医疗保障体系改革的步伐加快和城镇居民医疗保险的扩大，医药工业将会继续保持快速增长的势头。为加强对直接接触药品包装材料和容器的监管，国家食品药品监督管理局在近两年相继颁布了34 项国家药品包装材料和容器标准、25 项药品包装材料检验方法标准，并下发了《关于加强中药饮片包装监督管理的通知》。发达国家医药包装占医药产品价值的30%，而我国只有10%。目前，我国医药包装行业的年产值在180 亿左右，仅能满足国内制药企业80%左右的需要，这就促使医药包装产业在近年快速发展。

尽管目前医药包装产品占公司收入比重并不高，只

有5%左右，以08 年整体营收12 亿计，医药包装的收入6000 万左右，但是我们看好公司未来在医药包装领域的拓展，认为医药包装业务是公司尚未完全开发的蓝海，医药包

装业务的高毛利率特征将带动公司未来利润的增速。

盈利预测与投资评级

根据我们的测算，预计公司09、10年的EPS分别为0.63和0.79元，分别较上年增长29%和25%，公司目前的股价对应09、10年的动态PE分别为19X和15X。我们认为永新股份的合理估值不应低于25 倍PE，给予“增持”评级。

我们认为永新股份的合理估值不应低于
25 倍PE，给予“增持”评级

表1、永新股份的主要客户

食品行业	统一食品、伊利股份、完达山、蒙牛、圣源、徐福记、旺旺、洽洽、喜之郎、香飘飘、雨润、双汇、百事、通用磨坊、卡夫食品、多美兹、意大利不凡帝
日化行业	宝洁、纳爱斯、南风化工、立白等
医药行业	三九医药、丽珠集团、哈药集团、修正药业、双鹤药业、神威药业、云南滇虹、湖北广济等

数据来源：公司年报，联合证券研究所

基金视野



调整压力依然存在， 短期谨慎，长期乐观

乐观看点：

宏观经济面近期并不太大的变化，中外舆论对09年中国经济的看好出奇的一致，舆论普遍认为中国09年GDP保八的目标实现起来问题不大（摩根士丹利华鑫）。一季度处于底部区域，二季度、三季度经济开始并持续恢复，四季度可能会出现比较理想的增长（景顺长城）。A股市场出现了技术性的调整，市场的分歧正在加大，我们认为市场将进入震荡盘整的阶段。但出于对全球经济的信心，我们长期仍保持乐观（农银汇理）。经济总会恢复的，如果在经济周期的低点进行投资，那么中长期的投资回报相信是能让人非常满意的（易方达）。

全球经济再现去年崩溃式下滑的可能性较小，反而上行风险较

大。出口回暖趋势确定之前，宽松的政策环境会维持（景顺长城）。欧美银行业状况出现了一定程度的好转，同时，未来的风险因素也正被抑制，这可望成为西方经济体开始复苏的前奏（国投瑞银）。

中期看估值和业绩的双双下降不大可能，估值平稳和业绩回升是下半场行情的主要基调（东吴）。最近A股市场在政策和业绩上均乏善可陈，在经济回暖趋势未变的前提下，继续大幅下跌的可能性很小（南方）。震荡难免，但我们认为在宏观经济向好的大背景下，市场出现深幅调整的可能性不大（光大保德信）。

悲观谨慎：

市场下周将面临一定的整理压力，从基本面看市场难以持续大幅

度上行，短期调整的压力依然存在（国泰）。单纯依靠政策面和资金面推动的行情实际上已经是难以为续（民生加银）。

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（建信）。一季度宏观经济数据的回暖，政策刺激力度有所减小；政策利好的边际效应也在逐步递减中，市场越来越依靠基本面和业绩对行情进行支撑，而目前这方面仍没有明显的好转，市场将进入一个较为矛盾和彷徨的时期（民生加银）。二季度可能政策面会出现真空，因为中央很可能把二季度当作宏观经济转暖的观察期，即使需要巩固经济刺激成果，也并不急于推出（东吴）。

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（建信）。行业数据环比在二季度可能会出现反复，包括发电量，汽车销售，房地产销售面积等等，出现惊喜数据的可能性也不会太大。因此通过基本面强力支撑的逻辑需要修正（东吴）。

目前较高的估值也是行情滞涨的一大重要因素（诺安）。在目前的盈利预测水平下明显低估的股票在减少，市场逐渐感受到了估值压力（博时）。由于上市公司业绩的见底滞后于总体经济的见底，因此，股市在近期仍有出现较大震荡的可能（国投瑞银）。连续大幅上涨之后，市场聚集了较多的获利盘，使得其本身也存在着较强的调整要求（国海富兰克林）。指数短期仍有下行的空间，但考虑到目前的估值情况，这样的休整更为合理（银河）。我们认为短期市场可能面临一定的压力，以调整来消化之前的上涨（东吴）。综合而言，市场短期上涨缺乏热点支撑，投资者做多热情受阻，短期内仍有震荡调整的压力（诺安）。

配置风向：

节前业绩密集披露期间，股价会有一定程度的纠正，有业绩支持的大盘蓝筹股防御性恐好于中小盘股（光大保德信）。近期公布的宏观数据大幅超越预期，说明宏观经济环比出现明显改善，我们判断，虽然股市底部也呈现底部逐步抬高的态势。应该利用调整，在总仓位控制的前提下重点吸纳蓝筹股票（民生加银）。

有色，化工产品的涨价也会进入震荡，而防御类的行业投资价值并未获得普遍的认同（东吴）。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（建信）。

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）。行业配置上应回避前期涨幅较大的行业和个股，可适当偏重金融、能源、医疗、消费等有业绩支持且前期涨幅较小的行业与个股（南方）。

我们看好与投资相关的行业，如水泥、电力设备等（景顺长城）要关注新主题投资机会的挖掘（东吴）。对新能源、创业板和房地产行业也将重点关注（景顺长城）。建议，选择对经济复苏敏感度较高的行业以增加股权类资产配置，并维持较高比例投资于切合内需振兴的行

业性，地区性主题类公司，以保持所持配置在短期和中期层面上具备逐渐上扬的投资价值（国投瑞银）。预计未来1-2个月的政策将会倾向于刺激消费、产业升级等长远规划。从这个角度来讲未来一段时间的市场热点可能会向消费和产业升级主题转化（国泰）。

博时基金：股价和企业盈利的赛跑

中国A股市场从08年11月开始到现在经历了长达半年的上涨行情。这轮上涨行情的主要驱动因素一个是流动性充足，另一个是市场对宏观经济见底开始复苏的预期。

今年1-3月贷款增量不断超出市场预期，整个市场的流动性相当充分。主题投资盛行和题材股活跃都是流动性充裕的表现。从去年年底开始政府不断推出积极的财政政策和宽松的货币政策，市场对经济在今年1季度见底然后开始回升的预期很高，不少研究机构对发电量数据和房屋销售数据的跟踪甚至细化到了“旬”或者“日”。从上市公司的1季报数据看，企业盈利的数据还没有开始明显好转，这就造成了股票市场估值水平随着股价的上涨而迅速提高。目前沪深300的静态PE水平已经达到了20倍，PB也超过了2.5倍。在目前的盈利预测水平下明显低估的股票在减少，市场逐渐感受到了估值压力。在企业盈利的赛跑中，目前股价跑的快了，可能需要停下来等等企业盈利的增长。2季度企业盈利增长的数据将是决定下一阶段市场走势的重要因素。

易方达基金：在时间的右边等待

儿时父母常说一句话：病来如山倒，病去如抽丝。意思是事先不注重预防，所以发病时往往让人猝不及防，而治疗疾病必须有一个循序渐进的过程，对比患病时自然显得很缓慢了。用这句话来形容这次的经济危机倒也很合适。

这次全球经济无疑得了一场重病，这场病还是百年一遇。现在病情是稳住了，但大家对于病情恢复却有不同意见：有人认为能很快恢复，有人认为病危期会很久，还有人认为会很快脱离病危期但要休养很久等等。总之，分歧多多。所以在股票市场上，我们看见虽然总的趋势向上，但波动却很大。

在如此动荡的经济环境中，要准确判断经济恢复的方式，无疑很难过于乐观或者过于悲观可能都会和事实偏差很大。但好在要判断今后经济运行的中长期趋势，就要容易多了：无论早点，还是晚点，无论是这种方式还是那种方式，病总会好的，经济总会恢复的。因此，对于投资者来说，最重要的是要站在时间的右边去等待的投资回报

很难判断，但如果经济周期的低点进行投资，那么中长期的投资回报相信是能让人非常满意的。

东吴基金：短期面临压力，风格转换

我们认为短期市场可能面临一定的压力，以调整来消化之前的上涨。主要原因在于几个方面：首先在于市场风格不能有效的转变，之前涨幅过高的股票在中小盘股票，而蓝筹股并没有获得大的关注，而这种风格的转换与否也决定大盘的未来的上升空间。其次在于基本面的趋势出现了弱化，我们相信3月份是行业数据环比的最高峰，而在二季度可能会出现反复，包括发电量，汽车销售，房地产销售面积等等，而二季度出现惊喜数据的可能性也不会太大。因此通过基本面强力支撑的逻辑需要修正。第三，强周期性选股的逻辑也可能面临一定的考验，主要在于有色，化工产品的涨价也会进入震荡，而防御类的行业投资价值并未获得普遍的认同。最后比较重要的是二季度可能政策面会出现真空，因为中央很可能把二季度当作宏观经济转暖的观察期，即使需要巩固经济刺激成果，也并不急于推出。

因此从上面的分析看，中期消化行情是大概率事件，这个也是一些券商所总结的震荡向上局面。我们认为，经济基本面的转暖和政策刺激依然会主导未来的估值提升行情，而基本面的恶化又将催生政策刺激，因此市场已经度过最活跃的时期，我们认为短期市场需要维持目前的估值来等待业绩的回升。我们认为，中期看估值和业绩的双双下降不大可能，估值平稳和业绩回升是下半场行情的主要基调。短期调整可视为短期局部获利回吐、酝酿新热点的良性走势，政策预期的持续与流动性充裕短期依然能抵抗局部估值压力。

短期看，在消化行情下，局部泡沫挤压和新泡沫的酝酿将同时出现，市场行业间的震荡将加大，我们还是以比较谨慎的态度来看待，一方面要关注新主题投资机会的挖掘，同时也将个多关注需要防御类的板块。

民生加银：调整的本质是风格切换

4月22日大阴线杀跌之后，管理层陆续作出了反应，央行、银监会、证监会等三大部门纷纷出来就市场关心的一些问题进行阐述或是避谣，表明管理层对于资本市场的稳定依然是高度关注。但是，经过近6个月的上涨，指数涨幅接近50%，估计水平快速回升，再单纯依靠政策面和资金面推动的行情实际上已经是难以为续。一方面，随着1季度宏观经济数据的回暖，政策刺激力度有所减小，另一方面，政策利好的边际效应也在逐步递减中，市场越

来越依靠基本面和业绩对行情进行支撑，而目前这方面仍没有明显的好转，市场将进入一个较为矛盾和彷徨的时期。

近期公布的宏观数据大幅超越预期，说明宏观经济环比出现明显改善，我们判断，虽然股市底部也呈现底部逐步抬高的态势。应该利用调整，在总仓位控制的前提下重点吸纳蓝筹股票。

正如我们4月初分析的那样，二季度中下旬及5、6月份市场调整动能正在积蓄，调整的概率也越来越大。支持的理由主要包括：（1）小盘股和大盘股的溢价已经超越历史所有时期，未来市场发生风格切换的可能性正在加大。（2）发电量日均发电量逐旬下降，表明宏观经济面临的调整压力正在加大。（3）信贷规模的不可持续性日渐明显，目前信贷规模已经达到4.58万亿，往年的规模约在5万亿，预测今年规模将在7-8万亿。上半年如此高的信贷规模多是基于今年下半年宏观经济恢复的不可持续性的预期基础上的。（4）IPO重启将是大概率事件。（5）开始重视投资者风险教育。（6）结构泡沫化趋势明显，题材炒作登峰造极：如浪潮软件近期十一个交易日有九个交易日涨停。（7）基金一季报表明仓位处于牛市水平，但是宏观基本面却无法支撑。

建信基金

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。📈



国内财经

◎ 《投资宝典》编辑部

证监会研究中心主任:IPO开闸要考虑社会稳定

中国证监会研究中心主任祁斌27日表示，IPO何时“开闸”要考虑社会稳定问题。祁斌说，证监会一直在积极推进发行体制市场化改革，这项改革如果能够比较成功，就能够在市场供需之间找到比较好的平衡点，不至于造成特别大的市场波动。

编辑部点睛：证监会对IPO重启紧急辟谣，体现了管理层对市场呵护。总体来看，在新股发行制度完成改革之前，IPO重启可能性很小。

信贷高增长频获肯定 银监会预计全年将超8万亿

虽然创纪录式的增长引起了市场的担忧，但细心者不难发现，近日央行、银监会官员在多个场合均对信贷的这种高增长主要表示肯定。另据报道，银监会副主席蔡鄂生4月25日在2009中欧论坛上表示，预计今年全年将发放信贷至少8万亿元。

编辑部点睛：近期高层频频表态，对于一季度的整体货币政策给予肯定，说明在经济数据没有明显的转暖前，适度宽松的货币政策不会有大的改变。

新能源产业振兴规划制定中 具体推出时间未定

包括国家能源局官员、学者、地方官员在内的多位业内人士昨日对CBN确认，政府正在制定《新能源产业振兴和发展规划》，不过目前尚未确定推出的具体时间，但是各地已经开始准备上报项目。

编辑部点睛：新能源产业振兴规划如果推出，可能会带来该板块的一些交易性机会，但是由于前期涨幅过大，参与的时候风险控制还是必须的。

国务院部署防控人感染猪流感工作

国家主席胡锦涛对猪流感疫情高度重视，专门就做好防范人感染猪流感疫情工作作出重要指示。他要求各级党委和政府要坚持以人为本，密切关注疫情，及时采取综合防范措施，充分发挥联防联控工作机制作用，积极应对，科学处置，以确保人民群众身体健康和生命安全。国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署我国加强人感染猪流感预防控制工作。

编辑部点睛：除了带动医疗卫生行业等个别行业等需求上升外，交通运输、旅游、休闲等绝大部分国民经济行业都会受到直接或者间接的负面影响。

国务院发布上海“双中心”建设路线图

国务院29日正式发布《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》，提出到2020年，基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心。

编辑部点睛：上海“两个中心”建设政策的透风，估计会给市场带来新的兴奋点，一些相关领域的上海本地股可能会出现交易性机会。

国务院决定下调住房煤炭等投资项目资本金比例

国务院总理温家宝29日主持召开国务院常务会议，讨论并原则通过《关于2009年深化经济体制改革工作的意见》，决定调整固定资产投资项目资本金比例。

编辑部点睛：调整固定资产投资项目资本金比例比例，可以调动社会和企业投资积极性，扩大投资需求，调整和优化投资结构，保证经济健康稳步增长，也是可持续性发展的必要手段。

海外财经



◎ 《投资宝典》编辑部

英国经济今年第一季度创30年来最大降幅

英国国家统计局24日公布的初步统计数据显示，今年第一季度英国的国内生产总值比前一季度下降了1.9%，为1979年第三季度下降2.4%以来的最大降幅。这一降幅高于去年第四季度1.6%的降幅，也大大高于分析人士此前预测的1.4%的降幅。

编辑部点睛：这是英国经济连续第三个季度呈现负增长，表明国际金融危机继续对英国的金融业、零售业和制造业等造成危害。

世行将拨款31亿美元帮助穷国加强医疗卫生服务

世界银行24日在这里发布的一份报告说，世行今年将拨款31亿美元用于帮助贫困国家的社会公共服务体系加强医疗卫生服务，提高防治传染病的能力以及改善妇女和儿童的卫生和健康状况。

编辑部点睛：这项措施将有利于改善贫困国家的医疗卫生条件，也将给相关的医疗企业带来新的利润增长点。

七国集团：经济活动应在今年晚些时候开始复苏

据法新社最新消息，当地时间24日，七国集团(G7)财长和央行行长在华盛顿会晤后表示，经济活动应在今年晚些时候开始复苏。

编辑部点睛：最新的公布的一系列经济数据显示经济下滑的趋势有企稳迹象，但是经济是否开始复苏，还有待进一步观察。

第三次亚洲能源产消国部长会议26日在日本东京举行

本次会议是在全球经济低迷导致石油需求下降和石油生产投资减少的情况下召开的。产油国方面认为，如果不能保证足够的投资的话，世界摆脱经济危机后，石油价格有可能再次飙升。因此，为保持石油市场的稳定，与会各国均认为有必要增加投资以提高石油供给能力。

编辑部点睛：石油价格的波动很多时候并不是需求变化的反映，而是资本运作的行为。

猪流感疫情自墨西哥扩散，国际社会高度警戒

墨西哥爆发猪流感疫情后，至今疑因感染这种新型病毒死亡的人数已达81人，美国确认的病例也增至11例，而纽约市还有8个疑似病例，在举世忧心疫情可能扩散之际，法国、纽西兰、以色列纷纷传疑似病例，益增紧张气氛，各国也纷纷加强防范措施。

编辑部点睛：猪流感的来袭，对于还处在衰退泥潭中的世界经济来说，无疑是雪上加霜。

俄罗斯将今年经济增长预期下调至负6%

俄罗斯经济发展部上周末将2009年经济增长预期由此前的负2.2%下调至负6%，与国际货币基金组织在22日发表的最新一期《世界经济展望》报告中对俄经济增长预测值相同。经济发展部预计，今年俄工业产值将下降9.1%，而此前预测为下降7.4%；今年投资额将下降21.1%，此前预测则为下降13.8%。

编辑部点睛：资金匮乏一直困扰俄罗斯经济的顽症，顽症不解决经济复苏之路可能遥遥无期。

政府与债权人谈判破裂 克莱斯勒破产保护成板上钉钉

国外媒体援引知情人士称，美国财政部试图赢得克莱斯勒债权人妥协的努力在当地时间29日晚上宣告失败，美国财政部和克莱斯勒债权人之间的谈判最终破裂，克莱斯勒将申请破产保护几乎成为板上钉钉的事实。

编辑部点睛：曾经风光一世汽车巨头如今濒临破产，能否走出破产清算的命运只能寄希望于新重组计划了。

个人贷款全攻略： 玩转银行资金贷来幸福生活



今年以来，响应国家“保增长扩内需”的宏观政策，以及银行自身对个人业务的日益重视，不少银行对个贷业务的创新和推介力度日益增大。

作为个人，如何妥善利用银行资金、“贷”来幸福生活？

市场分析

个贷产品，总有一款适合你

如今你只要稍微留意就会发现，银行的个贷产品可真是让人眼花缭乱，从大家所熟知的个人一手房、二手房按揭贷款，到个人助业贷款、个人耐用消费品；贷款金额从少则几千到多至千万；贷款期限从一年、三年到三十年；贷款担保方式从抵押、质押到保证、信用；可抵押质押物从住房，商铺到黄金……品种之多正像一家银行所宣传的那样：总有一款方案适合你。

如果已有住房的你想进一步改善居住品质，建行的“现房抵押购房贷款”就可以帮你。你可以拿现在拥有的有房产证的全产权房屋作为抵押，贷到的款项作为购买新房的首付款，而新房还可以进行抵押贷得剩余房款。

如果你想大额消费改善生活品质且有职业稳定的高校教师、公务员等，交行的“易贷通”就能让你随时通过银行指定的网站、POS等渠道，在给你的信用额度上限内自主消费，然后通过网银、电话银行等自助还款，随用随还，循环使用，只有使用资金的那段时间才计息。

交行的下岗失业人员小额担保贷款还能帮想要创业的你贷到三万元到八万元不等的

创业资金，助你踏上创业之路。民生银行的“物业经营性贷款”可以根据出租商铺所得的租金、期限，一次性发放一笔贷款，相当于把在未来若干年陆续应收的租金一次性打包给想要做经营或消费的商铺房东。

对于手头多“金”的黄金经营户，工行的个人黄金质押贷款则可以让你以黄金为质押，满足资金周转需求。

总之，银行的个贷产品虽也有大同小异的一面，但如果多走走多问问，还是可以找到一些特色创新产品，而这些特色产品很可能就是你所需要的，让你眼前一亮。

贷款攻略

量入为出多看巧比

省建行房金部董晓峰介绍说，要想挑选适合自己的个贷产品，客户要从自身情况出发着眼于两个基本要素：

一是申请贷款的用途，是用于生意经营周转还是买房、买车、买耐用消费品；

二是要了解自己的经济能力和偿债能力。

如果是小企业主想贷款用做生意经营周转，一般贷款金额较

大，申请到信用类贷款的可能性很小，就要看自己手头是否有住房、银行理财产品、国债等可作为抵押或质押的财产。如果有，就可选择个人助业贷款。如果贷款是用于买大件、留学、装修等，一般贷款金额也就二三十万，再加上一些客户自身信用记录良好、工作收入稳定、属于银行优质客户的话，就可考虑选择信用类贷款，无须抵押或质押就能得到一笔贷款或一个信用额度。

民生银行西安分行个贷管理部总经理助理程卓童则表示，客户在选择时还要多比较一下各银行办理个贷的业务效率、服务品质、价格等。比如有的个贷产品给予客户循环授信，随借随还，能最大限度节约使用资金的成本。而未来如果银行在一些房产抵押类贷款中引入担保公司进行担保，则放贷时间就可缩至两三天，效率可与典当行媲美。

此外，各银行对于客户群体的定位还是有差异的，有的银行定位较高，非五十万、百万以上贷款金额不做，有的银行则“大小通吃”，几千元、几万元的单子也做。所以你如果在一家银行碰了壁，不妨再多咨询几家银行。

程卓童提醒说，个人在办理贷款时，必须有合法合规的用途说明甚至证明文件，严禁将所贷资金投入股市；贷款用于经营时，一定要分析论证所投资或经营项目的预期收益，自己测算偿债能力，否则到期无法按时还款就非常被动。



锦囊妙计

及时亮出自己的信用

“要想最大限度得到银行给予的优惠，就要想方设法把自己的优势展示给银行”，董晓峰介绍说，这样才容易获得银行的信赖。

那么哪些优势能有助自己顺利得到贷款甚至享受到更多优惠呢？

一是没有不良信用记录。不要认为以前没贷过款、没欠过钱就是信用记录良好，也不要对偶尔还款迟上一两天不以为意，也许恰恰是几次不经意的逾期还款就有可能成为再次获得贷款的障碍。

二是工作单位收入稳定，社会生存能力强。比如大中型国企的工作人员、国家公务员以及高校教师、律师、医生等具有专业技术职称的专业人员，就很受银行青睐。如果您属于这类人群，就别忘了在申请贷款时出示相关工作证明、专业技术职称证书等。

三是有明确的贷款用途，绝不能用于炒股买基金等。

董晓峰说，如果以上优势能充分展示，就可能被认定为银行优质客户，不光贷款利率可能得到下浮，还可能免掉公证费、评估费等办理费用，甚至还能得到除贷款之外其他个人业务的手续费减免。

数据贴士

我省消费信贷余额576.8亿元

据人民银行西安分行有关人士介绍，今年3月末，我省消费贷款余额576.8亿元，占全部贷款的8.2%，较2002年上升2.4个百分点。

此外，近几年来，我省消费信贷经历了“快速发展——高速回落——迅速上升——快速下降——低位徘徊”的波动式变化：2001—2003年，陕西省消费信贷余额保持了年均50%以上的快速增长；2004年后，由于潜在风险积聚，消费信贷增速持续大幅回落；2007年，随着楼市景气上升，居民购房热情高涨，带动消费信贷迅速反弹；2008年受国际金融危机影响，消费信贷增速随之减速下行。不过在消费信贷增速起伏变化的同时，金融机构消费信贷在全部贷款余额中的占比相对稳定。

从组成结构上看，陕西省消费信贷以住房信贷为主，汽车贷款大升大落，助学贷款稳步快速发展。2008年末，陕西省个人住房贷款余额439.2亿元，占全部消费贷款余额的80.8%；汽车消费贷款在2002年大幅增长198.7%后，2004年和2005年负增长；助学贷款自开办以来，增幅均保持在40%以上。

从期限结构看，主要以长期贷款为主，短期贷款占比偏低。2001—2008年，陕西省短期消费贷款余额从11.5亿元增加到22.2亿元，增长93%。；而同期中长期消费贷款则从86.2亿元增加到521.4亿元。到2009年3月末，全省个人消费贷款短期和长期之比为1:26.6，较2001年扩大3.5倍。

从机构分布看，国有商业银行主导消费信贷市场，但市场份额逐年下降，股份制商业银行市场份额上升明显。截至2009年3月末，我省国有商业银行消费贷款余额375亿元，占全省金融机构消费信贷总量的65%。

拍卖行规则大揭露： 如何变现你的藏品

收藏圈流行这样的潜规则：买进容易，变现难。一般而言，在急需现金的情况下，抛售艺术品并不是上策，因为被迫抛售艺术品，价格通常会被压低。如果急于取得现金，向别人或银行借款会比急着出售艺术品更为合理。但是，每一位投资者迟早要考虑如何以最好的价格出售艺术品的问题，艺术品投资的成功与否也只有通过卖出来最终确定。在目前的国内市场中，经拍卖公司售出应该是各类出售途径中最好的。

成交比高价更关键

从今年2月份开始，姜伟就开始马不停蹄地四处奔波。作为一家颇具知名度的拍卖公司总经理，到藏家们的家里征集拍品是他目前最重要的工作。在征集过程中，姜伟总是遇到同样的一道难题：收藏者往往会过高估计自己藏品的价格，而且很难被说服调低估价。姜伟说这样的情况也很好理解，一般人认为的拍卖场都是产生“天价”的地方，自己的藏品一旦进入到拍卖场，也就意味着将会是赚到一大笔钱的时候了。

但事实并非如此。拍卖场上既会爆出“天价”，也会出现无人理睬的“流拍”惨况，而且拍品一旦有了流拍记录，再想下一次出手就会变得更为艰难。姜伟说：卖家和



买家都是拍卖公司的客户，作为中介机构关注的焦点是“顺利成交”，至于价格多少则是第二位考虑的事情了。

对于卖家而言，最忌讳一味地追求高估价。在以往拍卖天价的诞生过程中，多数一开始的估价并不惊人，而最终被一步步举到了高价位成交。在拍卖举牌的过程中，一开始都会有一个买家预热的过程，当现场气氛越来越热烈的时候，高成交价格就会慢慢诞生。而一旦拍品被标上了高估价后，很多买家就会在事先的举牌计划中将此件作品剔除，反而错失了很多机会。

但同时，很多卖家恰恰是担心自己的藏品过早地在预热阶段就被买断。其实，在一场拍卖会中，拍卖公司在价格上会对卖家做出一些保护措施，防止拍品以过低的价格成交。比如保留价的制定。保留价一般略高于最低估价，虽然拍卖师叫价时会从低于最低估价的位置上开始，但如果竞价没有达到事先规定的保留价位，拍卖师不会落槌而是宣布这一轮竞卖失败。

交易成本不容忽视

以一幅价值20万元的油画作品为例，各拍卖公司大致会以18万元-22万元考虑估价。拍卖是一次性交易，而且实际拍卖结果与拍卖那天人们突然冒出的一些想法有关。假设该作品以18万元售出，扣除拍卖公司的佣金，最终得款16.2万元。但要最终拿到这笔钱，还得等相当长一段时间：卖家至少要在拍卖前三个月把作品寄存在拍卖公司，在成交的至少35天后才能取得现金。也就是说，卖家的这次交易一共需要费时约4个月甚至半年的时间。

在拍卖公司出售艺术品的关键问题：要明确佣金是多少？是否还要支付保险费？将藏品从居住处运至拍卖公司的运费谁来付？是否要出版拍卖目录？印刷费用由谁来承担？拍品遭受损坏由谁来负责赔偿？拍卖的日期？拍卖后要隔多久才能取得现款？卖不掉是否也要收费？这些问题在正规、大型的拍卖公司中都有明确规定。

目前国内拍卖公司一般都遵循这样的明文规定：藏品运输至拍卖公司时由卖家负责，而抵达展览室后藏品若损坏则由拍卖公司承担赔偿责任。藏品一般都需要出版目录，印刷费用由卖家承担，如果要刊登专门的广告，也需由卖家出钱。如果藏品未能成交，则拍卖公司仍需收取保留价3%的手续费，并同时收取其他各项费用。拍卖成交后，卖家还要支付相当于落槌价1%的保险费；如未能成交，卖家也要支付相当于保留价1%的保险费。

也就是说，除了要交落槌价10%-12%的佣金，卖家还需要支付图录费、保险费等各项费用。即使自己的藏品

流拍，卖家仍要支付给拍卖公司手续费。大致算来，艺术品在拍卖市场的一次交易中，所需要花费的交易成本约是落槌价的15%左右。

保留价是核心

艺术品一旦放在拍卖公司，就将面临一次带有点儿赌博性质的历程。这是因为在拍卖时会造成艺术品的公开曝光，作品的公开一方面可以吸引大批的买家，但同时也使艺术品拍卖失败后成为众所周知的“死货”，下次拍卖自然会很困难。甚至，在画廊原先想买进的人知道此件艺术品曾在拍卖场遭到过公众冷落，也会因此提出疑问不敢立刻购买了。

如果卖家要保证作品此次拍卖成功，应在制定保留价时留心，要将自己愿意出售的最低售价填写在与拍卖公司签订的协议书上。若作品的价格可上可下，只要能有一定的收益，保留价可定得偏低一些，以利于卖出。

卖家也应听取拍卖公司的建议，因为保留价的设定本身是拍卖公司保护卖家的措施，而且，拍卖公司的主要利润来自佣金，成交价高，佣金也就高。因此在这方面，拍卖公司与卖家的利益是一致的。

保留价定低，主要是出于对拍卖会的偶然性和估价合理制定的考虑。实际上，保留价一般为估价的最高价和最低价之间的2/3处。如果拍卖公司估价是14万元-16万元，则保留价为15万元的2/3，即10万元。而且，按照行规保留价不允许超过最高估价。

开心一刻



生母和岳母

林小小上学了。王老师教学生拼音。

王老师先教写声母b、p、m……，林小小不爱动脑筋，总是学不会。考试了，小小便胡乱地在试卷上写了几个。老师很生气，就叫小小的妈妈来。王老师说：“林小小上课不认真，连‘声母、韵母’都不会。”

小小的妈妈大怒，说：“妈妈就是你的生母，你的爸爸管你姥姥叫‘岳母’时，你的耳朵跑哪去了？记住，我是生母，姥姥是岳母。”



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(%)
水泥制造	8.04	-18.20	服装	0.34	-18.32
橡胶	7.18	-0.28	电气设备	0.15	-15.43
工程机械	7.08	-23.83	林业	-0.02	-37.16
汽车整车	5.48	-24.75	保险	-0.11	11.35
传媒	5.27	-25.92	家用电器	-0.19	-24.62
港口	5.15	-10.60	食品制造	-0.27	-36.49
房地产开发	5.14	-19.41	氯碱	-0.36	-44.29
医药生物	5.09	44.29	证券	-0.45	-13.32
滨海新区	4.61	-24.60	股指期货	-0.58	-23.69
煤炭开采	4.50	-10.38	农药	-0.97	-25.00
日用化学产品	4.32	11.55	渔业	-1.02	-44.36
上海本地股	4.22	-9.03	钢铁	-1.03	-45.60
银行	4.01	5.46	电力	-1.18	-37.61
包装印刷	3.75	-9.66	机场	-1.38	-14.83
计算机设备	3.47	-30.67	信托	-1.44	-42.87
3G	2.90	-28.79	有色金属冶炼	-1.74	-23.83
零售	2.77	-32.93	机床工具	-2.06	-38.78
创投板块	2.67	-17.80	餐饮旅游	-2.24	-39.80
通信设备	2.34	-33.70	软饮料	-2.27	-13.34
三通	1.96	-28.78	农产品加工	-2.90	-50.71
塑料	1.92	-36.60	食品加工	-3.13	-35.70
化学肥料制造业	1.89	-34.92	啤酒	-3.26	-14.04
纺织	1.58	-34.92	造纸	-3.36	-48.42
物流	1.49	-8.59	纯碱	-3.94	-58.90
化学纤维	1.25	-27.77	航空运输	-4.08	19.73
电子元器件	0.95	-26.14	种植业	-4.15	-52.48
石油化工	0.84	-19.23	白酒	-4.44	-40.66
军工航天	0.60	-35.29	葡萄酒	-5.34	-18.54
水务	0.44	-37.73	饲料	-5.89	-28.50
新能源	0.38	-27.96			

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
600479.SH	千金药业	民族证券	1_推荐	-	21.16
002139.SZ	拓邦电子	国信证券	1_推荐	27.00	18.63
000679.SZ	大连友谊	长城证券	1_推荐	-	12.82
600737.SH	中粮屯河	国信证券	2_谨慎推荐	-	11.25
002162.SZ	斯米克	银河证券	2_谨慎推荐	-	7.08
000562.SZ	宏源证券	长江证券	2_谨慎推荐	-	17.4
600517.SH	置信电气	国元证券	2_谨慎推荐	-	20.45
002216.SZ	三全食品	民族证券	2_谨慎推荐	-	33.72
000589.SZ	黔轮胎A	中投证券	2_推荐	9.00	7.65
002131.SZ	利欧股份	申银万国	2_增持	14.90至16.20	14.08

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
600585.SH	海螺水泥	安信证券	1_买入	2_增持	50.00	40.88
002194.SZ	武汉凡谷	光大证券	1_买入	2_增持	28.80	24.28
000028.SZ	一致药业	招商证券	1_强烈推荐	2_推荐	-	18.51
000538.SZ	云南白药	招商证券	1_强烈推荐	2_审慎推荐	-	36.34
600050.SH	中国联通	国联证券	1_强烈推荐	2_谨慎推荐	-	6.69
600143.SH	金发科技	中投证券	1_强烈推荐	2_推荐	12.25	9.03
002154.SZ	报喜鸟	国信证券	1_推荐	2_谨慎推荐	17.00至19.00	16.5
600550.SH	天威保变	民族证券	1_推荐	2_谨慎推荐	-	36.22
000927.SZ	一汽夏利	国金证券	2_买入	3_持有	8.00	6.76
600050.SH	中国联通	国金证券	2_买入	3_持有	-	6.69
600166.SH	福田汽车	中银国际	2_买入	3_持有	15.26	12.08
600585.SH	海螺水泥	中银国际	2_买入	3_持有	47.10	40.88
601111.SH	中国国航	华泰证券	2_推荐	3_观望	9.00	6.52
002154.SZ	报喜鸟	华泰证券	2_推荐	3_观望	20.23	16.5
600054.SH	黄山旅游	兴业证券	2_推荐	3_观望	-	15.23

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
600888.SH	新疆众和	中银国际	3_持有	2_优于大市	10.50	10.89
600269.SH	赣粤高速	中银国际	3_持有	2_买入	11.90	10.15
002212.SZ	南洋股份	国金证券	3_持有	2_买入	-	26.83
600628.SH	新世界	华泰证券	3_观望	2_推荐	10.80	10.48
601919.SH	中国远洋	华泰证券	3_观望	1_买入	-	12.27
000630.SZ	铜陵有色	华泰证券	3_观望	2_推荐	-	14.91
600997.SH	开滦股份	银河证券	3_中性	1_推荐	-	24.62
600138.SH	中青旅	长城证券	3_中性	2_谨慎推荐	-	10.8
000899.SZ	赣能股份	中信建投	3_中性	2_增持	6.00	5.48
000978.SZ	桂林旅游	安信证券	3_中性	1_买入	10.30	9.43
002115.SZ	三维通信	光大证券	3_中性	2_增持	15.25	16.84
000625.SZ	长安汽车	平安证券	3_中性	2_推荐	-	7.54
000972.SZ	新中基	招商证券	3_中性	2_审慎推荐	-	6.68
600686.SH	金龙汽车	第一创业	3_中性	1_买入	-	7.08
600016.SH	民生银行	第一创业	3_中性	1_买入	-	5.68
000516.SZ	开元控股	海通证券	3_中性	2_增持	10.15	12.52

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(%)
002166	莱茵生物	46.39	600592	龙溪股份	8 12.80
000078	海王生物	35.52	000785	武汉中商	6 10.87
000739	普洛股份	34.92	000789	江西水泥	6 3.00
600849	上海医药	32.07	002035	华帝股份	6 5.07
600195	中牧股份	23.54	002059	世博股份	6 9.16
600513	联环药业	22.78	002077	大港股份	6 7.86
600201	金宇集团	21.77	002128	露天煤业	6 13.59
000691	*ST联油	21.68	002229	鸿博股份	6 6.28
000522	白云山 A	21.29	002250	联化科技	6 10.03
600873	五洲明珠	20.95	002258	利尔化学	6 10.47
600683	银泰股份	20.27	600585	海螺水泥	6 14.89
000973	佛塑股份	20.00	600683	银泰股份	6 20.27
600789	鲁抗医药	19.84	600802	福建水泥	6 9.97
000608	阳光股份	19.80	002119	康强电子	5 6.49
000806	银河科技	19.55	600071	凤凰光学	5 7.78

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(%)
002207	准油股份	86.75	600699	ST得亨	9 5.02
600201	金宇集团	85.34	000099	中信海直	6 14.16
000739	普洛股份	82.45	000973	佛塑股份	6 20.00
000078	海王生物	79.81	002128	露天煤业	6 13.59
600889	南京化纤	77.36	002229	鸿博股份	6 6.28
600789	鲁抗医药	70.58	002258	利尔化学	6 10.47
600794	保税科技	69.92	600235	民丰特纸	6 6.04
000522	白云山 A	68.76	600585	海螺水泥	6 14.89
600796	钱江生化	67.36	600592	龙溪股份	6 12.80
002226	江南化工	64.55	600683	银泰股份	6 20.27
600849	上海医药	62.40	600802	福建水泥	6 9.97
002059	世博股份	60.69	600825	新华传媒	6 7.31
002250	联化科技	60.10	000785	武汉中商	5 10.87
002166	莱茵生物	58.99	002119	康强电子	5 6.49
000611	时代科技	58.81	002267	陕天然气	5 7.06

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



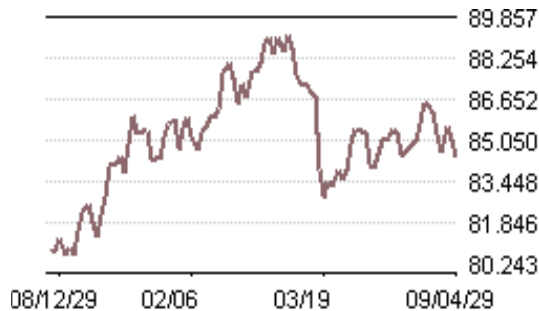
道琼斯指数



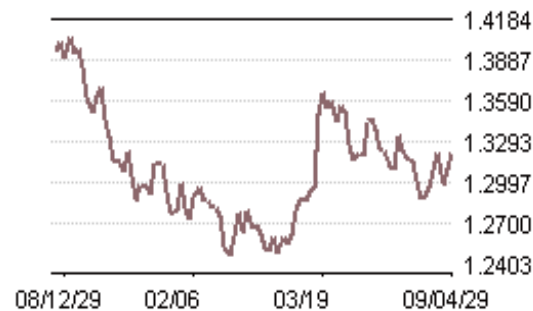
美元兑人民币



美元指数



欧元兑美元



资料来源：港澳资讯

编者按

上周A股先抑后扬，仍是处于强势特征，反弹行情可谨慎参与。外围股市涨势良好，特别是美股好似有反转的趋势，猪流感对股市的负面影响并不大。美元指数跌势趋缓，但我们也要对美元指数的持续弱势做好准备。

全球指数

□ 数据聚焦 Focus on Data

NYMEX原油



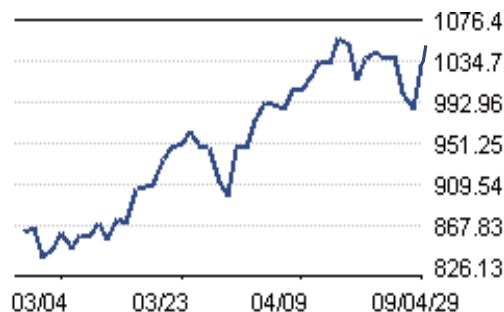
LME3月铜



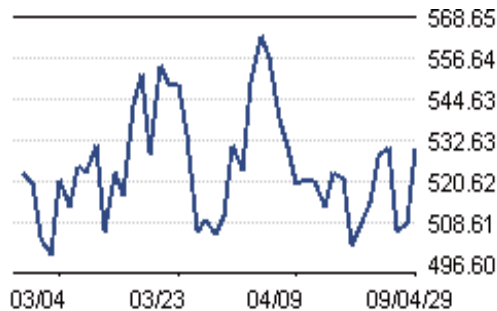
CMX3黄金



CBOT大豆



CBOT小麦



CBOT玉米



资料来源：港澳资讯

编者按

原油、有色金属等大宗商品期货价格上周和股市一样，属于先抑后扬，在美元指数持续走低的情况下，此类商品预计会再续升势。黄金价格走势较为独立，美元的涨跌与其关系不大，投资者观望气氛浓厚。但如果美元再度重挫，相信黄金价格仍有上涨空间。CBOT农产品期货价格在后两个交易日涨幅较大，目前形势探底基本成功，预期后市将震荡向上。