

短线调整有望结束

◎ 王守杰

上周市场仍维持震荡的走势，属于前期我们提到的最差的结果，但没想到是先涨后跌。在此期间相信最痛苦的莫过于追涨杀跌，但希望那些在近期踏错节奏的投资者在谨慎的同时，也要保持一份信心，市场上涨趋势未变，机会还是非常多的。

前几个交易日能够明显感觉到投资者的做多意愿有所降低。最明显的例子，便是经济刺激政策的推出无非给主力资金提供了冲高出货的机会。国务院日前公布了石化、轻工产业调整和振兴规划，产业结构调整成为两大规划强调的重点，当日仅有五分之二个股跑赢大盘；随后国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署鼓励汽车、家电“以旧换新”政策措施，对交售补贴范围内旧家电并购买新家电的消费者，原则上按新家电销售价格的10%给予补贴，中央财政将老旧汽车报废更新补贴资金从10亿元增加到50亿元，同时安排20亿元资金用于家电“以旧换新”补贴。按道理这些政策力度都很大，但这种汽车、家电的重量级扶持政策反映在股市上，便是相关个股收出一根冲高回落的中阴线，同时伴随着第二日的继续大幅下挫。

相对国内市场，周边股市显得更强一些。上周一系列令人失望的经济数据出台：4月份，美国消费者价格较上年同期下降0.7%，为1955年6月以来的最大降幅，且远低于2%这一美国联邦储备委员会多数官员认为的与美联储维持物价稳定及促进就业最大化双重职责相称的水平，这很不给伯南克的“打气工程”面子，美国经济的复苏应该是任重道远；日本政府20日公布的数据显示，由于全球经济滑坡导致日本出口下降，加上国内需求疲软，日本今年一季度经济折合成年率下降15.2%，下滑幅度创下了战后的新纪录。俄罗斯联邦统计局18日公布的数据显示，今年前4个月，俄罗斯工业生产比去年同期下降14.9%。即使这样，欧美股市上周仍然收涨或收平，“抗压性”非常之强。

笔者另外注意到，各国喜欢用“消费者信心指数”、“制造业景气指数”等有些主观性的指标来表明经济似乎“触底回升”了，不免有些打肿脸充胖的意味，其实世界经济的复苏远非人们的良好预期所能驱动的。种种迹象显示，各国对付此次经济危机最直接最常用的无非就是拼命注入流动性，各国央行纷纷开动印钞机。投资大师罗杰斯提到“用大把钞票充斥世界，但仅靠大量‘撒钱’不足以让世界经济恢复增长”，而汇丰控股首席经济学家斯蒂芬·金发布报告警告说，未来那些通过印钞为赤字融资的国家可能爆发货币危机。近期美元指数持续下行，从89.62的最高点到现在，跌了10%左右，而农产品、原油、有色金属价格随之上涨，不得不引起我们的重视：生产领域的活力难以复苏，充裕的流动性会否将股票、房产等资产价格再推上一个台阶？国内楼市的量价齐涨、股市的坚挺似乎印证了这一点。

无论是5月20号的尾盘跳水，还是5月21日的放量下挫，仍是投资者目前的心理不稳定所致，或是受利空传闻的直接影响。可以确定的是，目前管理层对市场的呵护之心远多过打压之意，特别是目前世界经济一片萧条状况下，猜测政策意图显得有些画蛇添足。所以股市每次短线“砸出一个坑”，往往就是进场的机会。特别要提到周边股市如此“抗压”，国内经济比较起来尚好，A股也没有理由“跌跌不休”。而5月22日虽然大盘仍然收跌，但个股是涨多跌少，只是以中石油（601857）为代表的权重股在砸盘使得指数未能收红，同时量能的萎缩以及金融股的企稳预示反弹一触即发。📈

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 王守杰 韩卫东

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 短线调整有望结束

■ 特别报道

3 风雨飘摇复苏路

■ 宏观策略研究

9 投资时钟逐步转向经济复苏与通胀预期

■ 行业研究

13 房地产行业: 成交维持高位, 去库存已近尾声

16 家电行业: 政策鼓励“以旧换新” 彩电行业最受益

18 汽车及零部件制造业: 政策扶持下行业或将百花齐放

20 有色金属行业: “中国需求” 或不再孤独

■ 个股研究

22 中国神华: 稳步提升的业绩推动稳中有升的股价

25 哈空调: 石化振兴规划细则对哈空调的影响

26 南岭民爆: 安全事故 增加未来发展不确定性

■ 基金天地

▶ 27 汇添富上证综合指数基金: 费率有竞争力

▶ 29 长盛同庆可分离交易股票型基金投资价值分析

32 基金多客户特定资产管理业务的开展对市场的影响

34 量化投资 开启基金投资另一栖息地

36 基金视野: 盈利改善预期需等待确认

■ 一周要闻

38 国内财经

39 海外财经

■ 理财万花筒

40 亿万富翁离你并不遥远

42 年轻投资者应避免的五个错误

■ 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

风雨飘摇复苏路

2007年次贷危机爆发自今，这场二战以来最为严重的经济下滑对全球构成了巨大的挑战。这场全球经济危机的性质复杂，而且起源于金融危机，这意味着经济的最终复苏可能将是曲折和旷日持久的。





世界经济复苏前景难测 经济学界“猜谜”

谨慎者

不过，并非所有经济界人士具有同样乐观精神。诺贝尔经济学奖得主克鲁格曼19日在韩国首都首尔举行的一个金融论坛上说，按技术指标衡量，美国经济最早可能在今年夏季扭转衰退趋向，但“萧条经济”持续时间可能超过5年。

他说，美国乃至全球的工业产值可能在今后几个月走出底部，美国的国内生产总值（GDP）也有可能在今年下半年走出负增长，从而结束始于2007年12月的经济衰退，但就业市场的糟糕形势可能延续到2011年，鉴于就业相对于行业复苏的滞后效应，这意味着“经济萧条期”将持续到2013年或2014年。

克鲁格曼提醒说，尽管全球各地的一些经济指标在好转，但这仅仅说明经济下行的步伐在放慢。“我同意，‘最糟糕的已经过去’这种乐观见解，但困难的是判断经济何时真正复苏。”

国际货币基金组织第一副总裁约翰·利普斯基显然也属于谨慎一派。他19日在日本首都东京说，全球经济仍有变糟可能，经历这场信贷危机后，以美国为首的发达经济体消费者的购买力可能再也不会恢复到衰退前的水平。

复杂性

《华尔街日报》19日刊文认为，仅就美国经济现状而言，复苏与衰退似乎在展开一场拉锯战，每天发布的一些经济数据喜忧参半。例如，今年4月份的制造业采购经理人信心回升令市场乐观情绪高涨，但政府有关4月份零售额下降的报告又令市场疑虑重重。同样，尽管美国金融市场开始复苏，但房地产市场低迷依旧。

报道指出，不同人群对经济“复苏”的含义有不同理解。经济学家预测美国GDP今年夏季有望恢复增长，但对于失业或处于裁员阴影中的人们而言，这并不是他们感受到的“复苏”。

哈佛大学经济学家杰弗里·弗兰克尔认为，衡量经济是否复苏，应该同时关注GDP和就业情况。但他同时承认，尽管经济学家们希望各项指标符合理论规律，但现实总是比理论复杂。🌀

澳大利亚中央银行行长格伦·史蒂文斯19日加入经济复苏“乐观派”行列，称全球经济有望在今年年底前开始复苏。

不过，2008年诺贝尔经济学奖得主保罗·克鲁格曼出言谨慎，甚至认为美国的“萧条经济”或将持续5年。

围绕经济是否走出衰退、何时开始复苏，政策制定者及经济学家各执一词，越发显现这次衰退的复杂性。

乐观者

史蒂文斯当天说，过去数月的经济发展具有可持续性，“如此看来，今年年底前（经济）有望复苏”。

路透社报道，史蒂文斯是又一名对经济复苏前景抱乐观态度的政策制定者。一周前，世界银行行长罗伯特·佐利克评估说，全球经济下行正在趋稳，今年或明年将重拾升势。

欧洲央行副行长卢卡斯·帕帕季莫斯也给欧洲和欧元区经济前景绘出乐观图景。他说，有迹象显示，欧洲经济复苏前景比欧洲央行经济学家此前预估的好。

欧洲央行先前预计，欧洲经济，特别是欧元区经济明年才能逐渐复苏，但帕帕季莫斯认为，复苏步伐可能快于预测，或许在今年年底前开始。

一众“唱多派”政策制定者中，最有影响力的无疑是美国联邦储备委员会主席本·伯南克。美国《华尔街日报》报道，伯南克今年3月份一句经济复苏“萌芽”的判断，大大刺激投资者信心，推动道琼斯工业股票平均价格指数从3月份的12年低点迄今上涨约30%。



盖特纳： 美国经济复苏之路不平坦

美国财长盖特纳18日在《新闻周刊》杂志举办的午餐会上发表讲话说，美国经济目前出现了一些积极的迹象，信贷市场形势正在改善，美国经济正趋于稳定，但失业率仍将继续上升。这次衰退是美国过去几十年来遭遇的最具挑战性的经济危机，复苏之路将不会平坦。

投资者信心增加

盖特纳说，即使在经济从衰退中走出来的时候，也还会有数百万美国人要继续承受经济低迷带来的痛苦，这是因为就业市场的改善通常要落后于其他经济领域。

盖特纳表示，财政部对大型银行的压力测试给投资者增添了信心，但市场仍在初期的恢复阶段，总体来看，信贷息差依然较高。与此同时，他表示，美国经济的复苏面临来自海外的阻力，那些国内银行系统出现问题的国家将对美国经济复苏造成不利影响。他表示，为了避免经济危机重演，美国政府将在未来几周宣布一系列计划措施，改革出现严重问题的监管体系。

盖特纳表示，需要尽快削减日益扩大的预算赤字，但是在经济复苏局面完全稳定下来前，不应该解除经济刺激措施。他表示，虽然目前财政部人员还没有全部到位，但无论从施政的速度还是质量来看，财政部的运作都相当良好。

美国联邦储备委员会主席伯南克本月早些时候也曾表示，美国经济可望在今年年底之前复苏，但复苏步伐将是缓慢的。

滑坡势头开始减缓

美联储4月公布的经济调查报告也印证了盖特纳的观点，美国经济总体滑坡势头开始减缓。报告显示，美国12个联储地区中有5个地区经济下滑速度有所放缓，且部分地区的一些行业活动出现“低位企稳”迹象。各地区行业活动情况也有所不同。报告显示，美国总体消费支出依然疲软，但不及前期糟糕，部分地区零售销售额出现小幅上升或降幅放缓，其中波士顿、克利夫兰和芝加哥地区的

报告均显示销售情况有所改善。但绝大多数地区预计，未来数月消费需求仍将保持在当前低位。

在金融危机中遭遇巨大冲击的美国住房市场也出现“分散性增长”，有迹象表明，部分地区住房销售情况有所好转。分析人士认为，销售走好的原因可能是购房税务减免政策、抵押贷款利率降低以及房价下滑等有利因素吸引了一批住房买家。

有利的消息是，制造商对未来生产活动的预期略有改善。来自波士顿、纽约、费城、亚特兰大和堪萨斯城地区的调查反馈显示，这些地区的制造业产值和销售额前景预期均有小幅上升。但并不是所有数据都出现乐观征兆，物价下行压力和就业形势低迷仍然是困扰所有地区的主要问题。“褐皮书”显示，目前市场信贷依然紧缩，银行违约率持续上升，所有地区均存在物价下行压力。此外，各行业的就业率仍在下滑。

经济有望温和复苏

美国经济自2007年12月进入衰退。去年第四季度和今年第一季度，美国经济按年率计算分别下降6.3%和6.1%。4月份，美国失业率上升到8.9%，为1983年年底以来的最高点。

上周美国公布的一系列数据，也显示目前美国经济复苏之路仍充满坎坷。在连续6个月下滑后，美国零售额在1月和2月份有所回升，但最近两个月零售额出现下滑。美国商务部数据显示，美国4月份零售额下降了0.4%。由于美国家庭仍然不愿大举消费，家装商店和电器商店等大件物品零售商遭受了最为严重的销售下滑。由于消费者开支占美国经济活动的三分之二，如果消费者开支没有改善，美国经济很难像投资者预计的那样在下半年出现复苏。

摩根士丹利全球经济联席主管理查德·伯纳称，美国经济将缓慢迎来复苏，且复苏程度可能比较温和，他预计经济萎缩态势将延续至今年第三季结束。🌐



英国经济寒意难消 萧条的“冬日”景象仍在

在亚洲等地新兴市场经济体复苏迹象日益显现，“春意”初露之时，英国经济却似乎依然寒意难消。英国中央银行——英格兰银行日前公布的季度通货膨胀报告给英国经济描绘的仍是一幅萧条的“冬日”景象。

被迫实施“量化宽松”货币政策的英格兰银行预计，在保持目前0.5%基准利率不变的前提下，今年第二、第三季度英国经济可能会出现4.5%和4.2%的负增长，远高于原先预期。

相比之下，英国财政部对经济的预期相对乐观。它预计，今年英国经济的萎缩幅度为3.5%，明年则会有1.25%的正增长。国际货币基金组织在伦敦召集了金融城的一些经济学家“务虚”。席间一个被多数人认同的观点是：金融危机引发的经济衰退将导致经济复苏步伐更为缓慢。

对严重依赖金融服务业的英国经济来说，目前可谓在“水深火热”之中。英国也被广泛认为将是经济复苏最缓慢的发达经济体。在贸易上，虽说英镑贬值有利于出口，但这需要有人购买英国的商品和服务。可如今美国和欧盟这些英国最主要的贸易伙伴都已自顾不暇。

以往随着经济复苏，消费者支出多会迅速反弹，但是这次经济危机情况恐怕有所不同。人们要忙着重建资产负债表，要还债。就算有人想贷款过日子，经历痛苦的银行也会更加谨慎地放贷。

最近英国经济确实出现一些“春芽”，比如房价、采购经理人指数等的跌幅都在放缓，但这似乎离“春光大好”还有很大距离。英国央行明确表示，在2009年和2010年，央行都会将基准利率保持在很低水平。这说明，央行认为英国经济复苏步伐会很慢，仍需要央行的低利率和“量化宽松”货币政策的支持。

英国央行行长默文·金日前对媒体说：“我们有充分的理由去假设明年英国经济将会复苏，但是我们同样有充分的理由质疑这种复苏是否会持续。根据金融业的资产负债表现状，各种风险的存在会使英国经济复苏步伐相当缓慢。”

渣打银行全球首席经济学家杰拉德·里昂斯对英国经济的预期也不乐观，他预计，英国经济到今年秋天才有望触底，即使停止萎缩，失业人数还会继续上升到明年底。

不妨回头看看以往。在上个世纪90年代初的那场危机后，英国经济度过了14个季度才回到危机前水平；上个世纪80年代初的那场危机更让英国挣扎了17个季度才恢复如初。眼下这场危机恐怕也会让英国经济低迷很长一段时间。📈

日本经济降幅再创历史新高

日本政府20日公布的数据显示，日本经济今年第一季度继续快速下滑，环比降幅和环比年率降幅均创历史最高记录。不过，官方和民间都认为，这一异常疲软的数据可能意味着，日本经济已在一季度见底，本季度开始，日本经济有望恢复温和增长。

环比降幅达4.4%

根据内阁府的数据，第一季度，日本经济较前一季度下降4.0%，折合成年率则下降15.2%，均创历史最大降幅记录。不过，正式数据比此前市场预期还是稍好一些，此前外界预估日本

经济环比将下降4.4%，环比年率降幅则可能超过16%。

仅以环比计算，日本经济首季降幅几乎是美国同期降幅的两倍多，也超过了欧洲创记录的2.5%的降幅。

分析人士注意到，日本经济持续下滑主要受到出口和消费开支下滑拖累。第一季度，日本出口出现26%的降幅，再创历史最大降幅，为连续第二个季度下降，迫使丰田和日立等日本出口巨头不得不减产、裁员和削减开支，进而也影响到国内的消费和企业投资。

除了出口，内需的滑坡也给GDP增长带来了很大拖累。第一季度，内需下滑令日本GDP增速减少了2.6个百分点，为自1974年来拖累最大的一次。净出口下降则令GDP增速减少了1.4个百分点。

第一季度，日本的消费开支下滑了1.1%，企业投资则骤降创记录的10.4%。业界预计，考虑到内外部需求依然疲弱，日本企业可能继续削减开支。

日立公司近期就宣布，将在本财年削减成本5000亿日元（52亿美元），该公司去年出现了7873亿日元的创记录亏损。日立1月份宣布裁员7000人。

经济衰退或已见底

在内忧外患的双重打击下，日本经济不断刷新历史最大降幅。去年第四季度，日本GDP环比年率降幅达到12.1%。而在前不久发布的预测中，政府预计在始于4月份的本财年中日本经济将出现3.3%的创记录降幅。日本经济深陷战后最严重的衰退。

日本内阁府昨天还修正了去年第四季度的GDP数据。修正后的第四季度GDP较前一季度下降3.8%，折合成年率下降14.4%，修正前为较前一季度下降3.2%，折合成年率下降12.1%。



尽管最新数据异常疲软，但不管是官方和民间，都不约而同发出衰退可能已经“见底”的声音。日本财务大臣与谢野馨昨日称，尽管国内经济形势依然严峻，而且短期内这种状况可能会持续下去，但是目前经济已显现出一些积极迹象。

与谢野馨称，受当前全球经济滑坡影响，最新公布的GDP数据凸显日本经济恶化的速度之快。但从另一方面来看，出口及工业产值等部分经济数据已显现触底或改善的迹象。

最近的一些数据的确显示，日本经济可能在本季度出现近一年来首次季度增长，主要得益于出口回稳，同时政府推出的超过1500亿美元的巨大财政刺激开始渐渐生效。4月份，日本的消费信心攀升至10个月高点，3月份的出口同比出现增长，工厂产出也出现自去年9月份以来的首次增长。

日本首相麻生太郎也对日本经济前景持偏乐观的态度，他认为，库存调整及经济刺激计划将会为日本经济提供支撑。日本央行行长白川方明周三称，央行当前的政策重点是大力扶持经济。白川方明称，尽管一季度经济创下历史最大降幅，但央行并不打算调整对2009财政年度的经济预期。

经济将在本季度恢复增长

一些民间分析人士也看好日本经济有望很快恢复增长。丰田资产的策略师在GDP数据发布后表示，最新的经济数据大致符合预期，民间消费和企业开支都像预期那样疲弱。该机构表示，市场现在的焦点放在经济在本季度如何反弹，他们预计日本经济会在本季度恢复增长。

大和SMBC的资深分析师渡边博史则表示，日本的国内需求恶化才刚刚开始，但外需可能已经在第一季触底。他预计，出口和产出预计都将在4至6月份上升，所以该机构也预计本季度日本经济将实现增长。而随着经济刺激计划在今后逐步发挥效应，预计今年余下时间里日本经济将继续温和复苏。

日本内阁府的外围团体——经济企划协会本周发表的最新调查结果显示，民间经济学家对日本今年第二季度实际经济增长率的平均预测由此前的负增长转为正增长。在5月份进行的最新调查中，经济学家对日本今年第二季度实际经济增长率的平均预测为1.14%。而在4月份进行的调查中，预测数值为负1.46%。这显示经济学家对经济形势的看法转向乐观。🌐





投资时钟逐步转向 经济复苏与通胀预期

◎ 联合证券研究所

投资时钟转向经济复苏与通胀预期

A股市场经历了暴跌后的大幅上涨，估值和换手率均处于高位，市场整体处于战略相持的均衡阶段。打破均衡需要经济增速回升带来市场预期的新变化。本文我们希望从宏观的视角来看未来3个月的行情趋势。我们认为：从流动性、经济增长、通胀预期、政策的视角来看，投资时钟逐步转向了经济复苏与通胀预期。

“投资时钟”是一种将经济周期与资产配置联系起来的方法，从周期的角度来分析策略，能够相对较为准确的把握一个中长期的市场方向。传统的投资时钟往往是两个维度：经济增速与通货膨胀。考虑央行货币政策的影响下，周期可以分成三个维度：流动性、经济增长、通货膨胀。由于政府的逆周期政策，流动性往往提前于经济增速、利润增速、通胀的变化。货币供给增加，利率下降，从而刺激了经济回升，进而企业利润逐步好转。生产的恢复和商业信用和信心的恢复使得资本支出增加，促使通胀预期和通胀的回升。

流动性：货币供给增速上升、风险偏好增加

动态来看，经济从底部逐步回升的过程中，流动性的变化一般要经历三个阶段，其一是逆周期政策促使央行向银行体系和经济注入资金；第二阶段是随着经济回升和通胀预期企稳，居民和企业风险偏好增强，使得资金从储蓄逐步转向风险资产，进而出现储蓄的活期化；其三是随着经济的高涨，境外资金开始不断流入，并且出现人民币升值预期，推动流动性进一步充裕。尽管目前的流动性仍以政策驱动为主，但是企业、居民的活期储蓄比例开始有回升的迹象，有望接力政府的流动性注入，成为未来的流动性充裕的主要原因。当然从汇率预期的表现来看，很难与06、07年时期相比，目前人民币升值预期仍未形成，所以外部资金的流入并不是一个主导的方向。

图1、私人企业和个体经营固定资产投资增速企稳

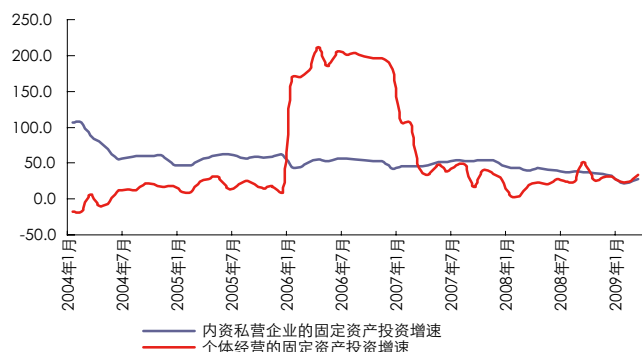
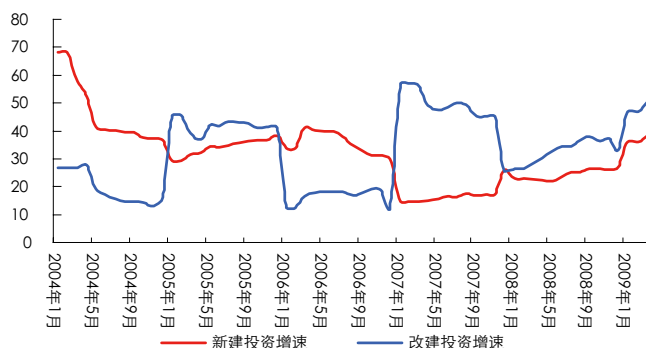


图2、固定资产投资增速上行



资料来源：联合证券研究所

图3、房地产开发投资和预收款增速企稳回升

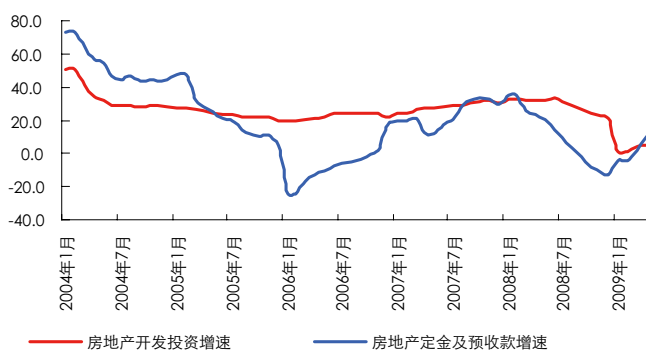
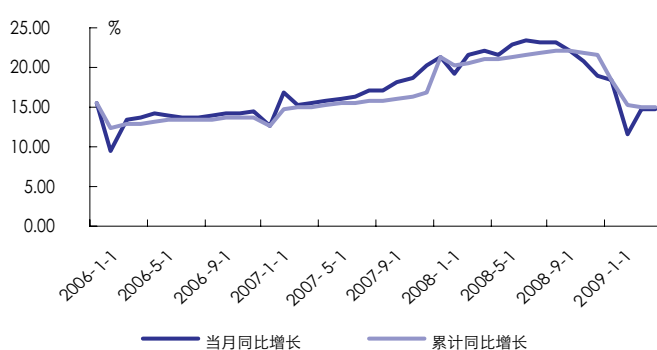


图4、社会消费品零售总额近三个月增长稳定



资料来源：联合证券研究所

经济增长与利润：复苏迹象显现，逐步好转

经济复苏进程开始启动

中国经济从快速下滑逐步走向回暖。（1）3月以来，固定资产投资的民间投资开始有所恢复；虽然民间投资持续性仍待观察，但市场对需求回暖的分歧在逐步减小。（2）房地产投资开始逐步回升。（3）工业生产有望回升。（4）微观企业在经历“去库存”、“补库存”，“二次去库存”反复后，利润开始显现企稳回升迹象。但目前出口形势依然严峻：从5月7日闭幕的本届广交会来看，出口成交额262.3亿美元，同比（与去年春季广交会相比）下降31.4%，降幅扩大15.6个百分点；环比（与上期秋季广交会相比）下降16.9%，降幅缩小0.6个百分点。

利润增速环比开始好转

一季度，全国22个地区（除北京、内蒙古、湖南、广东、安徽、海南、重庆、云南、西藏以外的22个省、区、市的规模以上工业企业，主营业务收入占77.2%，利润总额占78.6%）工业实现利润3227亿元，同比下降

32.2%，降幅比1-2月份减小7.3个百分点，工业利润有所回升。

通胀：通胀预期强烈，实际通胀仍较低

通胀预期强烈

CPI仍在低位徘徊，但是通胀预期明显升温。从债券市场变化来看通胀预期比较明显。

实际通胀仍较低

实际通胀的回升仍需要得到工业生产的支持，美国历史经验数据表明产能利用率往往是CPI同比变化的先行指标。目前产能利用率偏低，并且CPI同比增速仍处于负值区域。

市场趋势观点：上升趋势没有改变

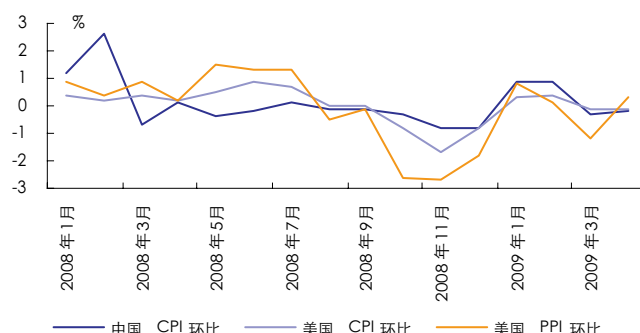
高估值和技术超买的担忧：震荡但不是中级调整

随着市场的强势上涨，估值越来越成为市场关注的主要焦点。目前沪深300静态市盈率为22.47倍，09年

图5、大宗商品价格走势



图6、CPI 环比好转



资料来源：联合证券研究所

图7、市盈率的历史均值与趋势



图8、预期市盈率的变化



资料来源：朝阳永续，联合证券研究所

PE 为18.52 倍，整体估值虽然低于历史平均，但从绝对涨幅和估值的结构来看，2008 年11 月7 日以来，至今64%的个股涨幅超过了100%；29%的个股涨幅超过了150%；63%的个股08 年PE 超过了30 倍。

但我们认为:结构性高估是以震荡方式来,而不是以中级调整方式进行的。原因在于, 中级调整往往存在三个催化剂: (1) 市场对于经济复苏进程开始担忧和怀疑; (2) 即使对经济复苏进程没有怀疑, 但是部分好转的先行指标又开始超市场预期的大幅度下跌; (3) 投资者过度热情使得估值全面抬升, 政策导向开始发生变化, 如通胀引发的经济政策变化, 或者股票供给政策的变化, 如IPO开闸。目前这些催化剂仍未显现。随着经济逐步回暖, 估值有望向均值回归。

油价上行对股市冲击担忧：需求回升带动油价与股市同步上行

原油期货已经上涨到每桶60美元的水平，较年初时飙升了30%，市场也开始逐步担忧油价上升对于股票市场

的冲击。通过统计分析，我们发现供给冲击和需求冲击下油价变化对股市的影响不同。如果石油价格上升是由于实体经济需求上升导致的，那么油价上升初期往往表示实体经济需求强劲，而会使得股票市场趋于上升。如果石油价格上升是由于石油供给减少导致的，那么油价上升对于整体经济利润和股票市场会形成较大的冲击。我们认为目前油价上涨对于股市是有利的，一方面是由于原油绝对价格仍处于低位；另一方面是原油价格的反弹主要原因在于中国需求的提升。

政策真空期没有如期出现：由应急政策逐渐转变为战略布局

5月份政策真空期并没有如市场预期的出现。政府从4 万亿投资的应急政策逐渐转向区域经济一体化的战略布局。审视中国改革30 年经验教训，虽然储蓄率提高引起的国内投资增长，以及90 年代以来外资投入大量增加对经济增长的加速起到了重要作用，但市场化的制度变革带来的效率提高所起的作用更为重要。制度变革带来的大规模生产要素重新配置，特别重要的是农村劳动力和其他资

源从农业向乡镇企业和城市的第一二产业的转移和非国有经济的迅速发展。区域经济一体化能够更好的促使要素流动。目前上海两个中心建设、深港五个中心、海峡西岸经济区、天津滨海新区、成渝特区、武汉城市圈等已经形成了一批“特区”。区域经济一体化可能已经成为带动全国经济发展的主要模式，也将改变中国现有的市场和资本分配格局。

行业配置观点：复苏、通胀、政策

收益率曲线陡峭化受益的行业：银行、地产

金融：流动性进入中期，收益率曲线陡峭化，往往带动金融行业的业绩改善。逻辑在于（1）收益率曲线陡峭化意味着金融行业的利润率提升；（2）经济增速企稳回升将使得坏账率下降，信用成本下降；（3）企业层面以及坏账预期已经反映到金融的股价；（4）流动性充裕使得信贷增速较高。

房地产：流动性充裕使得利率下降，CPI触底回升有望降低实际利率，经济回暖预期有望促进地产销量。目前北京、上海和深圳等地的可售商品房存量在4月份继续回落，一季报显示预售帐款增速回升，房地产投资增速也开始企稳回升，说明了需求在逐步回升。

需求回升中寻找供给曲线陡峭的行业：汽车、水泥；煤炭、有色

需求恢复的初期，供给曲线陡峭的行业往往能够有较大的价格和利润弹性，这样能够带来较大的价格变化和利润增速。从逻辑上看，陡峭供给曲线来源于两个方面：

（1）产能利用率高的行业，供给弹性较小。产能利用率

较高，并接近充分利用的水平时，需求微小增长都能转化为价格的快速上涨。而产能利用率比较低，企业存在未被利用的生产能力，供给的价格弹性高，这样一方面价格少量上升会使得企业利用这种闲置的生产能力有利可图，增加供给；另一方面需求增加导致的价格回升幅度较小。

（2）固定成本占比较小，营运杠杆较大的行业。需求的回升带动价格变化的弹性较大。

从产能利用率处于较高的角度来，我们选择可选消费品中的汽车、和资本品中的水泥。经济逐步回暖带动可选消费品的回升。（1）2009年4月份汽车销量115.3万辆，同比增长24.97%，单月销量再创历史新高。乘用车销量同比增长37.4%；销商用车市场销量同比增长1.4%。（2）虽然产量大幅度提升，但由于需求持续增长，4月份的产量仍然小于销量，库存进一步降低。

（3）不仅仅是政策鼓励的小排量车型销量提升，而且中高端排量在内的各车型在过去几个月中均持续出现产销缺口，这说明汽车市场的整体需求复苏迹象。

从营运杠杆较大的角度，我们选择煤炭、有色。

对于目前市场关心的钢铁来说，自身固定成本占比较高，并且现有产能利用率仍偏低，因此销量的上升还难以导致价格上升空间，当然我们也在密切关注4月房地产投资增速回升是否持续，带动产能利用率的快速回升。

政策变化带来的机会：定价机制转变利于石油石化

石油石化：（1）从价格来看，目前美国原油和北海布伦特原油价格均在每桶60美元附近，低于开始扣减炼油利润的80美元临界点。22日移动平均价同期涨幅约10%，上调油价的条件基本具备；（2）库存下降和需求回升表明业绩有望超市场预期。📈



药渣的故事

皇帝见后宫妃子病怏怏的，问太医怎么治。太医开方：“猛男若干。”

几天后，皇帝见妃子面若桃花，而猛男面黄肌瘦，又问太医猛男怎么啦。太医曰：“皇上，这是药渣。”



房地产行业（增持）

成交维持高位，
去库存已近尾声

© 联合证券研究所

“去库存”已接近尾声

从行业惯例来看，当库存出清周期在 6 个月（24 周）以内时，去库存将接近尾声，而行业供需关系也将较为正常。

从我们对 11 个重点城市的库存出清周期的监测来看，当前存货压力仍然相对较大的城市为东莞、宁波、北京和南昌，库存出清周期分别为 58 周、43 周、37 周、31 周。而其它 7 个城市（上海、深圳、杭州、南京、厦门、福州、重庆）的库存出清周期已全部低于 24 周，进入正常区间。其中上海更以 11 周的存货水平，进入“无房可卖”的阶段。显示行业“去库存”已接近尾声。

新屋开工有望触底，但形成供应尚需时间

商品住宅新屋开工面积从 08 年 4 月份开始回落，尤其是进入 6 月份以后，开发商大幅减少开工项目，施工面积也相应回落。目前，经过近一年的时间，开发商减少开工项目的效应已经逐步显现，新增供应开始出现断档。我们从各地调研的情况也印证了这一点，不少项目经过前期热销以后，目前已“无楼可卖”。随着供应减少，以及 6-8 月份传统淡季的到来，我们认为，销量将不可避免的出现一定的回调，但这是预料之中的正常调整。

随着房屋库存进入正常水平，新屋开工面积有望触底回升，但由于开发周期的问题，形成新增供应尚需时间，因此，房地产市场短期正面临“供应断档”的局面，这将对房价形成一定支撑，不会因销量下滑而带来价格下降的压力。

表1、重点城市目前库存出清周期（周）

城市	北京	上海	南京	杭州	宁波	深圳	东莞	厦门	福州	南昌	重庆
周期	37	11	18	14	43	24	58	24	22	31	17

数据来源：中指研究院，联合证券研究所（出清周期取四周移动平均线）

图1、商品住宅开工面积同比增长情况

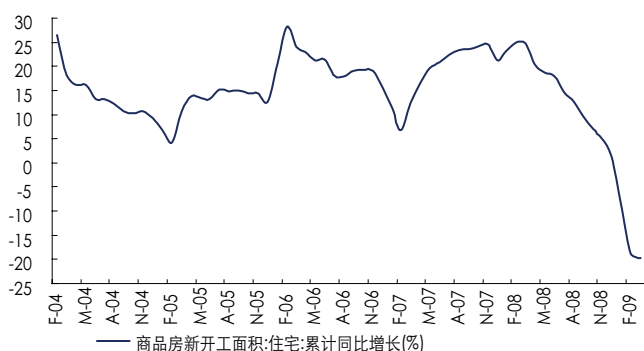
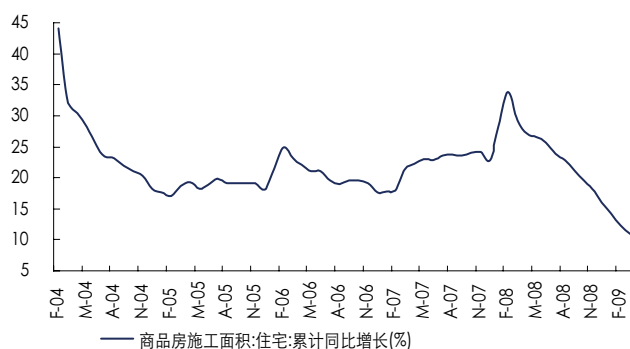


图2、商品住宅施工面积同比增长情况



数据来源: WIND, 联合证券研究所

土地市场短期回落, 投资有望继续回升

从5月11日至5月17日土地市场数据来看, 住宅用地推出和成交量双双暴跌, 成交量创下22周以来的周度最低。该周20个重点城市共推出住宅用地12宗, 环比下降57%, 推出土地面积73万平方米, 环比下降49%; 20个重点城市仅成交3宗住宅用地, 成交土地面积仅30万平方米。和前一周期数宗地块大幅溢价成交的情形相比, 该周土地市场可以用“惨淡”来形容。除了北京和无锡有住宅用地成交外, 其他监测城市均没有住宅地块成交。

我们认为, 土地市场短期出现回落并不意味着行情风向发生转变, 事实上, 在行业复苏初期, 一些积极进取型的开发商会大胆拿地, 而保守谨慎型的开发商会选择观望, 待行业回暖确认后才出手。因此, 土地市场在行业回暖初期也会表现出“振荡向上”的特点。

从房地产投资来看, 住宅开发投资2-4月份的累计增速分别为0.8%、3.2%、3.4%, 呈现逐步回升的态势。我们认为, 在库存压力下降至正常水平, 新增供应严重不足的情况下, 房地产投资有望继续回升。

重点地区楼市概览

从我们最近一周(5月11日—5月17日)重点跟踪的城市来看, 各地楼市成交量整体上仍处于高位。具体来看, 深圳、成都出现了一定回落, 北京、天津、上海在高位徘徊, 基本处于平稳状态, 后市有回落迹象。但南京、杭州、武汉、长沙成交量却创出了新高, 显示出目前楼市回暖不仅具备普遍性, 而且有一定的行情基础, 后市即使因季节性以及供应减少等因素回落, 其回落幅度也将非常有限。

北京: 成交短期止住下滑趋势

最近一周(5月11日—5月17日, 下同)北京商品住宅(期房加现房)成交3621套, 成交面积为44.06万平方米, 环比上周略涨2.77%。(其中经济适用房成交105套/11333平方米, 限价商品住宅成交149套/12909平方米)

北京市商品住宅成交面积止住连续5周下滑趋势, 小幅上涨, 总体来看, 成交量在高位徘徊。

图3、商品住宅开发投资同比增长情况

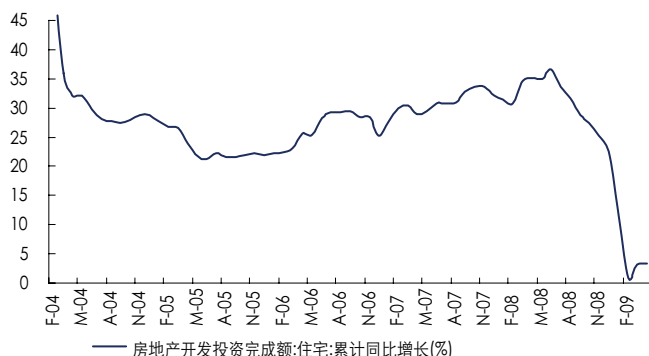


图4、土地购置面积累计同比增长情况



数据来源: WIND, 联合证券研究所

天津：成交仍在高位徘徊

最近一周商品住宅成交2589套，成交面积为27.89万平方米，环比上周略降3.47%；成交均价6783元/平方米，环比上周上升3.94%。

天津市商品住宅成交面积未能延续上周的升势，出现小幅走跌。但总体来看，近期成交量基本稳定在25-30万平米之间。

上海：市场平稳

最近一周商品住宅成交5543套，成交面积为61.81万平方米，环比上周微幅增长0.49%。

上海市商品住宅成交面积在继上周明显反弹后，继续走高，但增长幅度比较小，总体成交水平基本保持平稳。

南京：成交再次反弹至高位

最近一周商品住宅成交2080套，成交面积为221651平方米，环比上周成交面积增幅达到26.26%。

南京市商品住宅成交套数继上周大幅下挫后开始出现明显反弹，且一举恢复到2000套以上的成交水平。

杭州：量价齐升，楼市火爆

最近一周商品房成交2075套，成交面积为23万平方米，环比上周增加11.00%，成交均价13257元/平方米，环比上周上涨6.19%。

杭州市商品房成交面积继续攀升，再创新高，连续几周的量价齐升，楼市非常火爆。

深圳：成交量有所回落，但仍处高位

最近一周商品住宅成交1890套，成交面积为177000平方米，环比上周下跌20.57%，成交均价13012元/平方米，环比上周上升3.74%。

深圳市商品住宅成交面积出现明显下挫，但其成交水平相比2008年仍处于高位。

成都：成交止升转跌，但仍处高位

最近一周商品房成交2885套，成交面积256605平方米，环比上周成交面积下跌了20%。

成都市商品房成交面积继上周短暂走高后开始止升转跌。但最近几周成交水平一直维持在30万平米附近的高位。

武汉：成交创出新高

最近一周商品房成交3258套，成交面积为34.80万

平方米，环比上周增长15.17%，成交均价5024元/平方米，环比下跌1.33%。

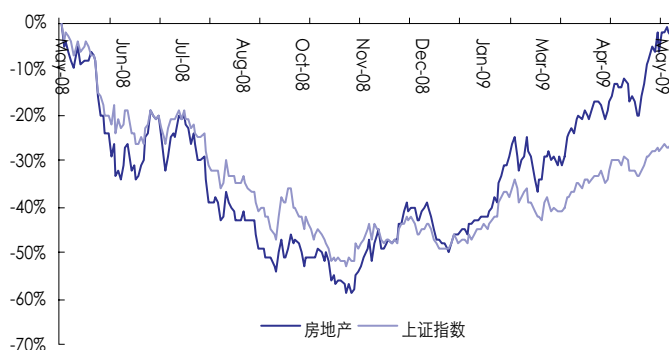
武汉市商品房成交面积在继续走高，同时也创下了自2007年下半年以来的单周成交面积最大值，后市有望继续维持在较高水平。

长沙：成交量再创新高

最近一周商品住宅（期房）成交5270套，成交面积为516808平方米，环比上周增加8.59%，成交均价3966元/平方米，环比下跌1.23%。

长沙市商品住宅成交面积继上周大幅走高后继续往上攀升，再创新高。尤其是最近两周的连续走高，使得成交面积攀升到50万平米的高位水平。📈

最近52周行业指数表现



家电行业（增持）

政策鼓励“以旧换新” 彩电行业最受益

◎ 联合证券研究所

事件

国务院5月19日常务会议中提出鼓励家电“以旧换新”的政策，具体内容如下：

- (1) 5类家电产品、9省市试点。在北京、上海、天津、江苏、浙江、山东、广东和福州、长沙，开展电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑等5类家电产品“以旧换新”试点。
- (2) 补贴额为家电销售价格的10%。补贴方式为对交售补贴范围内旧家电并购买新家电的消费者，原则上按新家电销售价格的10%给予补贴，分品种确定最高补贴额度；对回收补贴范围内旧家电并送到拆解处理企业的运输费用，给予定额补贴。
- (3) 09年安排20亿元补贴资金。会议预计今年将安排20亿元的中央财政资金用于家电的以旧换新补贴。

评论

1、08年12月刺激内需政策意图的延续和细化，家电始终是刺激内需的重点。

(1) 08年12月24日国务院常务会议上就提出：促进城市耐用品消费升级换代，鼓励生产和零售企业开展“收旧售新”、“以旧换新”。此次政策鼓励“以旧换新”是前期政策意图的明确，也是我们之前一直提示并期待的。我们预计以旧换新政策将在09年底前在全国推广实施。

(2) 从大力推进“家电下乡”，到节能补贴(原则出台，细则尚未出台)，到目前的鼓励“以旧换新”，我们可以有几点启示：政府刺激内需的态度坚决和明确；家电需求始终是刺激内需的重点；在刺激需求同时政策高度关注产业升级和节能减排。

(3) 政策鼓励为家电行业短期和中长期成长提供了安全边际，也是09年应当把握的投资主题。

2、政策力度较大。

(1) 此次试点的省市人口约3.7 亿人，占全国总人口的28%；其中城镇人口为2.2亿人，占全国城镇人口的38%。这些区域大都为经济发达地区，消费力较强。

(2) 补贴力度较大：补贴额度为产品销售价格的10%，并对旧家电的运输费给予补贴，加上消费者自有的旧家电折价(此次政策并未明确旧家电是免费出售以换取补贴)，实际折扣价格可能更高。

3、预计09 年下半年家电需求同比可快速增长

“以旧换新”是家电企业(尤其是彩电企业)之前常用的、行之有效的促销手段，这将促进这些地区的中高端家电需求。我们预计09 年下半年家电需求同比快速增长的可能极大：

(1) 以旧换新政策刺激，但从原则性政策到细则出台、再到政策实施尚需2-3 个月时间(目前补贴方式、如何确定可补贴范围的产品、补贴流程等都尚未确定)。

(2) 08 年底以来房地产成交量回升对家电需求的滞后影响(半年左右)。

(3) 家电下乡的效果逐步体现。09 年1-4月家电下乡共销售家电446 万台，销售金额为68 亿元，其中4 月销售额环比增长25%。

(4) 受金融危机影响，08 年下半年家电行业销量同比下滑较大，基数较低。

4、受益行业：彩电行业最受益

(1) 上调行业整体评级。预计2-3 个月后该政策方可

进入实质性实施阶段，可提升企业09 年业绩，但提升幅度预计有限，但更重要的是可提升行业未来成长预期。在前期上调彩电行业 and 空调子行业评级的基础上，我们将家电行业整体评级上调为“增持”。

(2) 彩电、冰洗和空调子行业都受益于鼓励以旧换新的政策，但从受益程度看，彩电>冰洗>空调。

(3) 鼓励“以旧换新”政策最受益的是更新需求占比高的行业。无论是从更新周期，或是从平板替代CRT的技术趋势看，目前彩电均处于更新高峰期，我们认为此次“以旧换新”政策最受益的行业是彩电行业。

表1、2008 年家电需求影响因素分解

	空调	冰箱	洗衣机	彩电
更新需求	23%	34%	46%	74%
新房新置需求	34%	20%	24%	15%
旧房新置需求	33%	46%	30%	9%
商用需求等	10%			2%
合计	100%	100%	100%	100%

数据来源：联合证券研究所测算

5、受益上市公司

(1) 彩电行业均可受益：海信电器、深康佳、四川长虹、TCL 集团等，我们延续之前的观点，重点推荐海信电器和深康佳。

(2) 白电行业龙头企业受益明显：青岛海尔、格力电器、美的电器。

(3) 在城市市场品牌认知度和市场份额较高的白电企业也可受益：合肥三洋、小天鹅A、ST 科龙。



汽车及零部件制造业（增持）

政策扶持下行业或将百花齐放

——国家老旧汽车报废更新补贴政策点评



© 联合证券研究所

事件

5月19日，国务院常务会议，研究部署鼓励汽车“以旧换新”政策措施。

会议决定，在现有老旧汽车报废更新补贴政策基础上，扩大补贴范围，加大补贴力度。对符合一定使用年限要求的中、轻、微型载货车和部分中型载客车，适度提前报废并换购新车的，或者对提前报废污染物排放达不到国Ⅰ标准的汽油车和达不到国Ⅲ标准的柴油车，并换购新车的，按照原则上不高于同型车单辆购置税的金额给予补贴。09年补贴总金额由10亿元提高至50亿元。

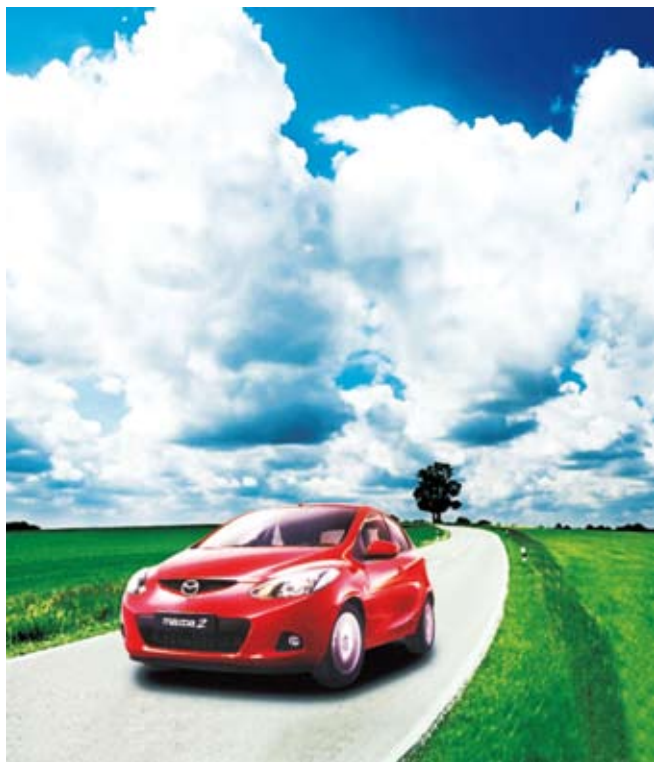
评论

4月23日，财政部会同商务部已发布了2009年老旧汽车报废更新补贴公告。当时，09年补贴总金额标准为10亿元。

根据公告，2009年1月1日-12月31日期间交售给报废汽车回收企业的，注册登记日期在2001年1月1日-2005年12月31日，车长大于4.8米(含4.8米)、小于7.5米的农村客运车辆，补贴标准为每辆车10000元人民币。

2009年1月1日-12月31日期间交售给报废汽车回收企业的，注册登记日期在2000年1月1日-2002年12月31日且使用年限在7-9年之间的车型具体补贴标准为：

1、车长7.5米以上(含7.5米)且乘坐人数(包括驾驶人)23人以上(含23人)的载客汽车，补贴标准为每辆车5000元人民币；



2、车长9米以上(含9米)且当年更新的汽车排放标准符合国三阶段要求(北京当年更新的汽车排放标准符合国四阶段要求)的城市公交车, 补贴标准为每辆车15000元人民币;

3、车长不足9米且当年更新的汽车排放标准符合国三阶段要求(北京当年更新的汽车排放标准符合国四阶段要求)的城市公交车, 补贴标准为每辆车10000元人民币;

4、总质量在12000kg(千克)以上(含12000kg)的载货汽车及准牵引总质量在12000kg(千克)以上(含12000kg)的半挂牵引车, 补贴标准为每辆车5000元人民币。

没有动力装置的全挂车、半挂车不属于补贴范围。

结合短时期内政策的连续公布, 我们认为:

1、继对乘用车购置税下调后, 汽车行业的政策扶持力度继续加大, 并逐步深化。对于目前拉动内需作用最明显的汽车行业, 国家政策的力度和延续性都仍然值得期待。

2、“对提前报废污染物排放达不到国Ⅰ标准的汽油车和达不到国Ⅲ标准的柴油车, 并换购新车的, 按照原则上不高于同型车单辆购置税的金额给予补贴。”由于购置税税率为10%, 则车辆单价超过5万元的车辆其补贴幅度就将超过5000元, 补贴力度明显高于之前的普通标准。国家在扶持汽车行业的同时, 仍进一步强化了节能减排的方针, 减少环境污染和能源消耗的大方向仍然没有变化。

3、“对符合一定使用年限要求的中、轻、微型载货车和部分中型载客车, 适度提前报废并换购新车的, 按照原则上不高于同型车单辆购置税的金额给予补贴。”之前的补贴标准仅为12吨以上卡车, 本次将中、轻、微型卡车均列入补贴范围, 我们预计中、轻卡和微卡销量有望进一步增长。

4、08年36%的公交新车位9米以下车型, 09年将“车长不足9米且当年更新的城市公交车”纳入补贴范围。08年客车行业销量的公交车占比为34%, 09年1季度下降至32%, 随着补贴范围和力度的扩大, 我们预计公交销量将有明显回升, 从而带动客车行业复苏。

我们认为本次政策受益公司主要为: 东风、重汽、潍柴、福田、长安、宇通。

表1、本次政策受益公司

公司	受益原因
东风	中重卡发动机和轻卡受益
重汽	重卡产品受益
潍柴	重卡、重型和中型发动机受益
福田	重卡和轻卡受益
长安	微卡国内龙头
宇通	国内客车龙头

数据来源: 联合证券研究所

有色金属行业（增持）

“中国需求” 或不再孤独

© 联合证券研究所

事件

5月19日国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署鼓励汽车、家电“以旧换新”政策措施。

5月12日上午10年期国开行浮息债招标首场150亿，认购倍数5倍以上，点差55bp，远低于二级市场70多个bp的点差水平和各家机构的发行预测。

近日印度国大党领导的联合进步联盟在大选中获得260席，为该国1977年以来大选中一个政党取得的最大胜利，32年来印度将首次拥有一个“多数派政府”。当日印度股市受此刺激暴涨，基准SENSEX指数收报14284.21点，涨2110.79点，涨幅高达17.34%，创有史以来单日最大涨幅。

评论

汽车、家电“以旧换新”有望对有色金属需求产生有效拉动。从有色（基本）金属各品种的传统消费结构来看，我们判断，此项政策对锌、铅、铝消费量的提升作用将较为明显，铜和锡相对次之。补贴的力度将直接左右该政策的实施效果。我们注意到，年初以来有色金属的各主要需求领域基建、房地产、汽车、电器电子等均已显示积极变化的迹象。

图1、大宗商品价格走势

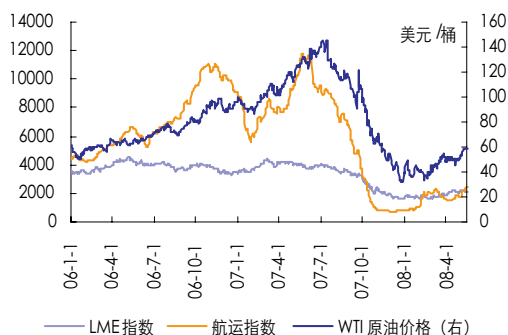
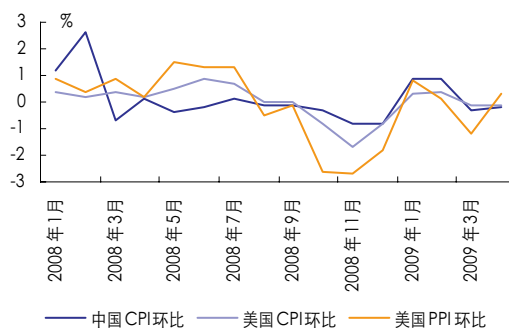


图2、CPI环比好转



资料来源：联合证券研究所

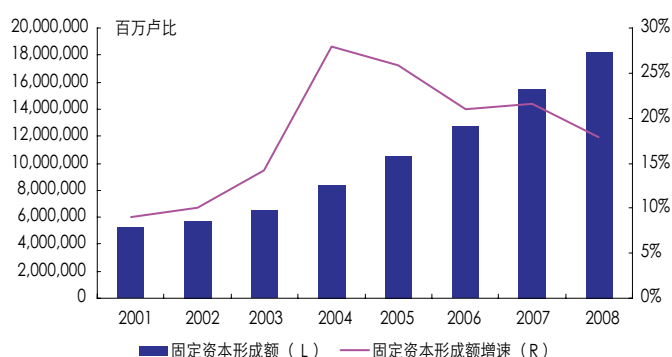
CPI虽仍在低位徘徊，但是通胀预期明显升温。国开行浮息债首场招标的情况表明通胀预期正在加强，而美国债券市场的变化也显示了这种趋势。各主要货币的竞相贬值似已开始，通胀预期虽无近忧但有远虑；当前注入的大量流动性，为日后“流动性泛滥”埋下隐患。危机过后，随着货币乘数的上升，通胀风险有望再次抬头。

“印度需求”有望接力，“中国需求”或不再孤独。印度国大党本次大选完胜，政府的内外政策有望保持平稳，相信更有利于加速印度的经济改革。而过去5年中因执政联盟中少数派阻挠，国大党主导推动的印度经济改革一直难以深化。预期未来印度政府将继续鼓励外国直接投资，放松外资进入某些行业的管制，进行税收改革，扩大基础设施的投资。

解决全球消费不足和产能过剩似又多了一条途径。印度GDP超过1.2万亿美元，约为中国的1/4强；固定资产投资约为中国的1/5强，03年以来平均增速超过20%。作为一个超过11亿人口的发展中大国，其人口红利和城市化进程所衍生的“印度需求”值得期待。印度与西方在意识形态方面的近似，或降低其引进外资和技术的障碍。

通胀预期、政策刺激有望对冲有色金属消费的淡季因素。未来数月的传统淡季，或令今年以来实体经济对有

图3、印度近几年的固定资本形成额及其增速



资料来源：CEIC，联合证券研究所

色金属需求的环比上升态势受阻，但我们认为，频出的刺激政策和外围经济的剧烈波动，事实上足以打乱有色金属消费的季节性差异。而同时，伴随通胀预期和流动性因素而生的投资性需求，却存在不断提升的可能。

维持行业“增持”评级。配置建议集中在资源类公司：锡业股份、云南铜业、西部矿业、中金岭南、宏达股份、云铝股份。新能源相关金属材料的长期上升趋势日渐明朗，继续关注西藏矿业、中信国安、红星发展、包钢稀土、厦门钨业。



猫与肉

有一天，阿凡提想吃饺子，买了3斤肉。可是他的妻子给他吃的是素汤面。

“肉呢？”阿凡提问。

“给猫吃了。”

阿凡提把猫放到天平上，猫重3斤。他歪着脑袋问道：“老伴呀，如果说这是猫，那么肉呢？如果说这是肉，那么猫呢？”



中国神华（601088）增持

稳步提升的业绩推动 稳中有升的股价

© 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）	107133.0	27157.0	109790	118194	127842
(+/-%)	30.5	14.2	2%	8%	8%
归属母公司净利润（百万元）	26588.0	7921.0	29648	32392	33989
(+/-%)	29.7	17.1	12%	9%	5%
EPS（元）	1.34	0.40	1.49	1.63	1.71
P/E（倍）	20.3	68.3	18.24	16.70	15.91

作为全球第一大煤炭上市企业，中国神华拥有国内规模最大的煤炭储量，拥有煤、电、路、港一体化的竞争优势，是中国煤炭行业最为独特的、具有其他企业无法复制和比拟竞争优势的现代化煤炭企业。

煤炭业务：稳中趋升

公司煤炭业务主要由神东矿区、准格尔矿区、万利矿区和胜利矿区四大矿区组成。2008年公司商品煤产量1.86 亿吨，同比增长17.5%，按产量记已经成为全球第二大煤炭上市公司。截至2008年底，公司拥有煤炭资源储量179.96 亿吨，可采储量114.57 亿吨，是国内储量最为丰富的煤炭企业。

表1、中国神华煤炭资源分布（中国标准，2008 年底）

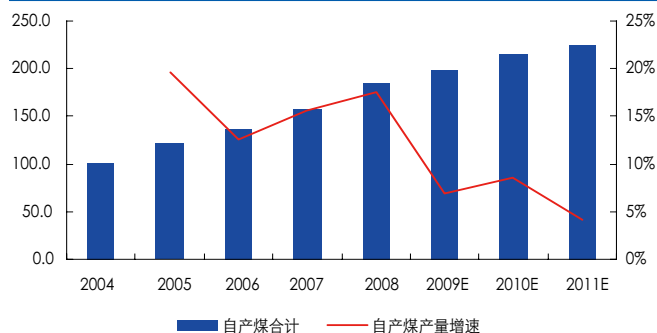
矿区	权益	煤矿种类	可采储量(亿吨)	占比	资源量（亿吨）	占比
神东矿区	100%	井工	70.75	61.75%	120.41	66.91%
万利矿区	100%	井工	5.68	4.96%	10.1	5.61%
准格尔矿区	57.80%	露天	26.51	23.14%	28.29	15.72%
胜利矿区	62.50%	井工/露天	11.63	10.15%	21.16	11.76%
合计			114.57	100.00%	179.96	100.00%

资料来源：公司资料，联合证券研究所

产能增加有保证

公司2008年的煤炭增量主要来自万利、准格尔和胜利矿区，未来三年公司内生的产能增长也将主要来自这三个矿区。尽管公司煤炭产量基数较大，但考虑在建和新建矿井均为千万吨级以上大型矿井，公司未来几年产量增长具有坚实保障。根据现有矿井项目建设进度，预计公司2009-2010年将新增产能约3000-4000万吨。

图1、公司历年商品煤产量



资料来源：公司资料，联合证券研究所

销售结构有优势

公司主要产品为动力煤，其中超过七成通过长期重点合同销售。即使在2008年煤价暴涨阶段，公司仍严格执行远低于市场价的合同价格并保证供给率。我们认为这种以“闭口”长期重点合同为主的销售模式可以保证公司的煤炭业务稳健持续发展，规避行业周期波动对业绩造成的冲击。

09年一季度公司现货煤比例提升较快，我们认为这是公司在合同煤没有签订情况下的应对举措，长期来看重点合同煤仍将保持70%以上的比例。另外，近年的销售数据显示，公司在不断提升下水煤的比例，而下水煤盈利能力较强，有利于提升煤炭业务利润。

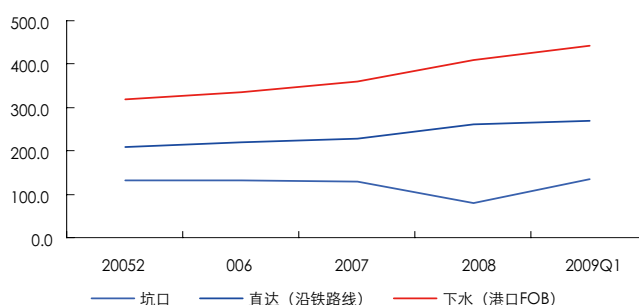
合同价格已提升

公司目前已经签订本年度国内长约销售合同，以港口下水5500大卡电煤为例，09年合同价格为540元/吨（含增值税），对应不含税价格涨幅约10%。而目前秦皇岛5500大卡现货煤价为570-585元/吨，公司长约合同煤价格仍然具有较大的安全边际。

综合成本优势明显

作为新型煤炭企业，公司历史包袱少，加之公司煤矿煤层质量好，开采效率高，因此具有很强的成本优势。09年一季度自产煤成本虽然较上年同期高，但低于08年全年成本。尽管公司表示成本仍有上升可能，但我们认为

图2、公司内销长约合同煤价格（按销向划分、不含税）



资料来源：公司资料，联合证券研究所

整体增加幅度不会太大。

另外，公司自有铁路和港口为煤炭销售提供了稳定可靠的运输保证，减少了对第三方铁路、港口的依赖，一体化的运作使公司吨煤综合成本优势明显。连接神东矿区和黄骅港之间的铁路运输线路降低了单位运输成本，公司单位运输成本约0.055元/吨公里左右，而国有铁路如大秦线的运输成本为0.18元/吨公里左右。

外延发展可期待

除公司煤炭资产外，神华集团还拥有西三局、蒙西、乌海等其它部分煤炭资产，拥有煤炭可售储量59.8亿吨。08年产量超过9000万吨，其中焦煤原煤产量约2000万吨，其余为动力煤和化工用煤。根据公司A股上市后计划，未来2-3年，集团资产逐步注入可能性极大。

而且公司现金已经超过700亿，其中规定用于战略性资产收购的资金达到330亿，现金储备充裕。若公司逐步开展资产收购，将直接增厚每股收益。

除去集团资产注入可以期待外，公司还利用自身行业优势龙头地位积极对外扩张（例如：2008年11月公司以13.08亿元人民币获得了澳大利亚Watermark煤田约10亿储量的探矿权（未来获得采矿权还需2亿澳元），印尼煤电联营项目等）。

电力业务：发售电量仍将增长

装机容量快速成长

电力业务是公司主要业务之一，发展迅速。目前公司电力总装机容量达18000兆瓦，权益装机容量达到10778兆瓦，分别较上年增加19.3%和16.1%。从装机规模来看，公司总装机容量约占全国装机2.3%，是全国第八大发电厂商。公司2008年全年发电量达975.9亿千瓦时，同比增长22.4%；售电量达900.9亿千瓦时，同比增长21.2%。

目前公司拥有河北国华沧东发电（二期）、三河电力（二期）、浙江国华浙能发电（二期）等多个在建项目，未来两年新增装机容量在4000兆瓦以上。我们认为装机增长可以抵消利用小时下滑，可以保证发售电量仍然增长。

煤电一体优势明显

公司电力业务耗煤90%以上由神华自己提供，这种自身完全的产业链带给公司区别于其他煤炭和电力企业的强大优势。一方面，电力业务消化

了自身大量煤炭，特别是低质煤炭和洗选副产品，为公司煤炭业务提供了稳定持续的需求；另一方面稳定的煤炭供应也使公司电力业务在争取上网电量和新电源开发时拥有竞争优势。凭借资源优势与产运供环节的内部化优势，神华电厂在库存管理和运营效率上更高，煤电一体确保了公司电力业务的竞争能力和盈利水平高于其它独立火电企业。

从根本上说，煤电一体产业链延伸从根本上减弱了公司受周期冲击幅度，降低了业绩波动风险。

运输业务：独享路港通道资源

中国神华充分利用自有铁路和港口一体化的运输系统，解决了中国其它煤炭公司普遍存在的运输瓶颈问题，拥有业内独一无二的竞争优势。借助独享的5条相连的自有铁路专线，公司既可以将煤炭运输到港口销售给内地以及其它国家和地区，也可以有充分的空间调控煤炭销量，占领以中国沿海地区为主的目标市场，为客户提供稳定、充足的煤炭产品。

公司拥有并经营朔黄铁路、神朔铁路、大准铁路、包神铁路、黄万铁路五条铁路，总营运里程近1367公里。其中，神朔—朔黄铁路是中国两条主要的西煤东运铁路大通道之一。2008年，公司自有铁路运输周转量1233亿吨公里，同比增长5.7%，2005年至2008年的年均复合增长率近10%。自有铁路运输周转量占总周转量的比例超过80%。

公司拥有并经营黄骅港和神华天津煤码头，年下水煤能力超过1亿吨。2008年公司自有港口共完成下水煤量1.01亿吨，同比增长0.7%，占公司总下水煤量72.5%。

目前，公司正在建设大准铁路二线，预计2010年大准线运力可达1亿吨；另外，公司还在进行包神铁路二线扩能改造，远期还将建设巴准线、准神线等铁路项目。港口方面，将进行黄骅港扩容工程和天津煤码头完善工程。根据公司规划2010年公司的煤炭装运能力有望达到1.45

亿吨。

盈利预测与投资评级

盈利预测

我们对2009-2011年的公司收入与利润进行预测，

预计2009-2011年公司将实现归属母公司股东净利润296.5、323.9和339.3亿元，对应EPS为1.49、1.63和1.71元。

我们认为中国神华在当前市场状态下
合理价值应为33元/股，对应09年22倍
PE，给予增持评级

公司估值

绝对估值

公司的煤炭业务70%依靠长期重点合同销售，价格基本稳定；电力业务90%以上的用煤来自神华自有煤矿；铁路与港口基本为公司自身服务，从而可以避免运输瓶颈对销售的制约。因此我们认为公司具有长期稳定的特征，可以采取绝对估值方法。

通过敏感性分析，绝对估值显示的公司内在价值区间为24.89-35.8元/股。

相对估值

目前A股同类上市公司平均估值水平为2009年19.3倍PE、4.21倍PB，据此预测中国神华合理价值应为27-33.2元/股。

投资评级

根据绝对估值与相对估值结果比较，并考虑公司独特的产业链一体化竞争优势以及强大的资源获取能力，我们认为中国神华在当前市场状态下合理价值应为33元/股，对应09年22倍PE，给予增持评级。

风险提示

资源税改革：从价资源税的开征将对公司业绩造成重大影响。但由于公司的煤电运一体化发展路线，其影响相对要比其他纯煤炭企业小。

煤价继续下行风险：尽管公司以长期重点合同煤销售为主，但随着公司08年合同价格的上涨，目前中转地价格与公司下水煤价格的差距已经缩小。如果煤炭供给释放而使得市场煤价继续下跌，乃至低于合同价格，则将改变供求双方、整个市场对煤价的长期预期，从而影响公司的业绩与估值水平。

资本市场系统性风险：煤炭板块此轮反弹以来涨幅较大，若大盘继续调整，则估值中枢的下移可能导致公司股价难以达到目标价。

哈空调（600202）增持

石化振兴规划细则对哈空调的影响

© 联合证券研究所

事件

国家出台石化振兴规划细则，要求“十一五”规划内在建的6套炼油、8套乙烯装置重大项目，力争2011年全部建成投产。届时原油加工量将达到40500万吨，成品油、乙烯产量分别达到24750万吨、1550万吨。

产业布局趋于合理。成品油“北油南运”的状况得到改善。长三角、珠三角、环渤海地区产业集聚度进一步提高，建成3~4个2000万吨级炼油、200万吨级乙烯生产基地。

抓紧制（修）订相关产业政策、燃油质量标准、行业污染物排放标准、能源使用和污染排放管理办法、产业准入目录、鼓励发展和研发高端石化产品和技术目录。到2011年，石化产业单位工业增加值能耗下降12%以上，污水、二氧化硫和粉尘等污染物排放量减少6%以上，行业特征污染物排放得到控制。

评论

目前我国原油的加工量约为3.3亿吨，预计09~11年，平均每年新增炼油项目2000万吨。而乙烯08年的产量约为1000万吨，预计09~11年，平均每年新增乙烯产量200万吨。

由于很难得到石化空冷的造价，所以我们按照耗水量简单估算。1000万吨炼油项目每年耗水约500万吨，而100万吨乙烯项目每年耗水高达3600万吨。目前，60万千瓦空冷机组的造价为1.25亿元，传统冷却方式耗水量为570万吨。若新增项目中有30%采用石化空冷机组，那么每年仅炼油、乙烯项目需要石化空冷6亿元。

由于煤制油、煤质烯烃、煤质二甲醚、煤制甲烷气、煤制乙二醇等行业均需要消耗大量水源，而且一般都在富煤少水的地方，所以我们预计石化空冷市场并不会出现萎缩。同时，由于石化行业废气中含有大量腐蚀性气体，所以石化空冷的更新时间比电站空冷要短，一般约为5~8年。

因为石化振兴规划细则从出台到项目开始建设需要时间，所以我们预计对公司业绩会有滞后效应。但随着煤制化工在未来的占比将逐渐增加，所以石化空冷行业长期看好。由于存在一定不确定性，所以暂时不调整盈利预测。

目前，公司股价为14.5元，配股摊薄后的成本为12.8元，对应09~11年的EPS分别为0.7、0.78、0.95元，PE分别为18.3、16.5、13.5倍。通过DCF模型算出的内在价值为21.04元。公司具有很强的安全边际，估值优势明显，维持增持评级。

南岭民爆 (002096) 中性

安全事故 增加未来发展不确定性

© 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)	357.2	81.9	427	433	477
(+/-%)	17.6	43.5	20	1	10
归属母公司净利润 (百万元)	46.0	6.9	54	58	65
(+/-%)	18.3	220.1	18	7	11
EPS (元)	0.35	0.05	0.41	0.44	0.49
P/E (倍)	42.2	280.7	34.99	32.73	29.44

南岭民爆公告：控股子公司湖南南岭民爆工程有限公司通过公开招标方式承揽拆除的株洲市红旗路高架桥于2009年5月17日下午4时20分左右发生了意外坍塌事故。

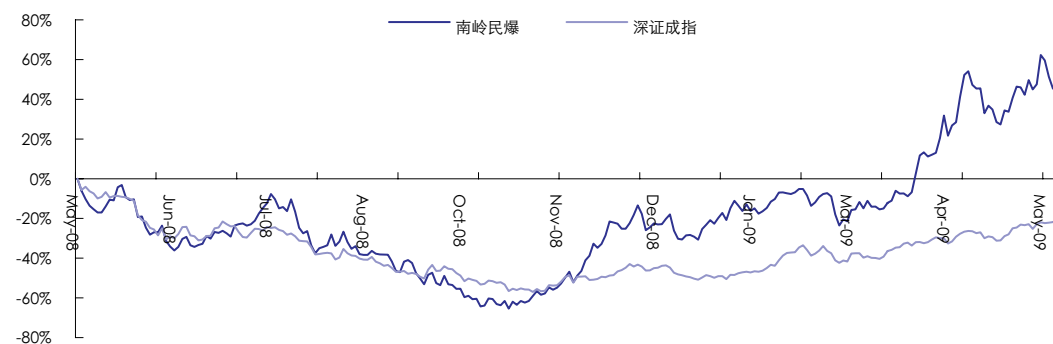
根据新华网报道，目前事故调查还在进行，湖南省已经迅速成立专案机构，并对包括桥施工企业人员在内的12人采取强制措施。

南岭民爆对湖南南岭民爆工程有限公司持股比例60%，2008年该子公司对合并利润贡献0.17%，比例很小。上市公司目前民爆产品的生产和经营还未出现影响。如果出现赔偿事宜，将影响上市公司一次性损益，不影响长期盈利能力。

事故的原因我们还需进一步跟踪，我们判断这种重大安全事故可能对南岭民爆未来发展带来不利影响，如并购、整合，也可能因此对民爆行业安全管理、乃至发展格局产生深远影响。

公司当前PE 35倍，高于化工行业平均水平，高于同行业公司久联发展PE20倍。出于公司相对估值合理、该重大事故增加了公司未来发展的不确定性，我们下调南岭民爆至“中性”评级。

最近52周股价表现



汇添富上证综合指数基金： 费率有竞争力

© 联合证券研究所

- 基金全称：**证券投资基金（470007）
- 基金托管人：**中国工商银行股份有限公司
- 投资目标：**采取抽样复制方法进行指数化投资，通过严格的投资纪律约束和数量化风险管理手段，力争控制本基金净值增长率与业绩比较基准之间的日平均跟踪误差小于0.35%，且年化跟踪误差小于6%，以实现对本基金指数的有效跟踪。
- 投资范围：**本基金投资于具有良好流动性的金融工具，主要包括上海证券交易所上市交易的所有股票、新股（如一级市场初次发行或增发）等，其中股票资产占基金资产的比例为90%-95%，现金或者到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的5%，投资于标的指数成份股的资产占基金资产的比例不低于80%（但因法律法规限制原因导致本基金不能投资相关股票而致使本基金不能达到上述比例的情形除外）。今后如果法律法规允许，本基金的股票投资比例可以提高到基金资产净值的100%。如以后法律法规及中国证监会允许基金投资其他金融工具，如股指期货、ETF等，本基金可以依照法律法规或监管机构的规定，将其纳入投资范围。
- 基金经理：**何仁科先生，数量经济学硕士，八年证券基金从业经验。现任汇添富产品与金融工程部副总监，曾在东方证券从事行业研究、基金研究和金融工程等工作。何仁科先生在指数投资和数量化研究、风险管理、业绩评估、基金研究、金融产品设计等领域具丰富经验，目前负责金融工程、产品设计、基金风险管理和业绩评估等方面的工作。
- 业绩比较基准：** $\text{上证综合指数收益率} \times 95\% + \text{银行活期存款利率（税后）} \times 5\%$

指数基金VS主动型基金

主动型基金通过择时可以灵活控制仓位，减小系统性风险对组合业绩的侵蚀，但择时选股的成败取决于基金管理人的判断，主观因素较多。指数化产品投资透明，管理方便，成本低廉（其中ETFs的综合费用更低）。但不可避免的是，每一次股市的大跌对于指数基金来说都是一场浩劫，指数基金无法保留大的现金比例，因此必须承担短期的系统性风险。是投资主动型基金还是指数基金，这就要看投资者对市场趋势的判断与对基金管理人能力识别之间更擅长哪一个。倘若，两者都无暇修炼，那就精选投资价值突出且生命力强的指数基金长期持有。

上证综指的市场地位

目前国内共有25只指数型基金，其中18只纯粹指数化投资基金，7只增强型指数基金。以沪市指数为跟踪目标的指数基金6只，以深市与中小板市场为跟踪目标的指数3只，跨市场指数对应的基金16只，其中以沪深300指数为标的基金就有9只。以前对市场覆盖面最全的要数沪深300指数，而对上证综指代表性最强的是上证180指数，现在上证综合指数基金的推出将取而代之。

上证综合指数是指上海证券交易所从1991年7月15日起编制并公布的、以全部上市股票为样本、以股票发行量为权数，按加权平均法计算的股价指数。它以1990年12月19日为基期，基期指数定为100点。上证综合指数堪称代表中国经济和资本市场成长的最直接、最便利的指数风向标。

产品特点

汇添富上证综指基金采取“重点抽样+分层抽样”的方法复制指数，并通过严格的投资纪律约束和数量化风险管理手段，以实现对基准指数的有效跟踪。

作为被动管理的指数基金，基金超额收益的来源非常有限，低费率有利于降低基金的跟踪偏离度和跟踪误差，是基金长期竞争力的重要基础。汇添富上证综指的管理费率0.75%，托管费率为0.15%，认购费0.8%，最高申购费率1%，最高赎回费率0.5%，合计最高总费率为2.1%。与正在运作的25只指数基金相比，是除却ETFs和鹏华沪深300基金外费率最低的开放式指数基金（如表1）。

投研团队

汇添富基金管理有限公司成立于2005年2月3日，由东方证券股份有限公司、文汇新民联合报业集团、东方航空集团三家实力雄厚、声誉卓越的集团联合发起设立。截至2009年3月31日，汇添富所管理的公募基金资产净值规模共计443亿元人民币，累计分红60亿元。

汇添富上证综合指数基金的拟任基金经理何仁科先生，现任汇添富产品与金融工程部副总监，负责金融工程、产品设计、基金风险管理和业绩评估等方面的工作，具有在风险管理、业绩评估、基金研究、金融产品设计、指数投资和数量化研究等方面的丰富经验。

指数基金要求精细化运作，对标的指数良好的跟踪效果是指数基金的首要目标，汇添富优秀的数量化管理团队，为汇添富上证综合指数基金良好的跟踪指数及误差控制提供了有力保障。汇添富数量化团队中涵盖多位统计学、金融工程博士，建立开发了强大的指数基金运行平台，可充分应对指数基金运作过程中的各种事件冲击，有效控制跟踪误差。

表1、指数基金费率一览

证券简称	管理费率	托管费率	最高申购费率	最高赎回费率	费率合计
融通巨潮100	1.3	0.2	1.5	0.5	3.5
银华道琼斯88精选	1.2	0.25	1.5	0.5	3.45
富国天鼎中证红利	1.2	0.2	1.5	0.5	3.4
易方达上证50	1.2	0.2	1.5	0.5	3.4
万家上证180	1	0.2	1.5	0.5	3.2
博时裕富	0.98	0.2	1.5	0.5	3.18
长城久泰中标300	0.98	0.2	1.5	0.5	3.18
融通深证100	1	0.2	1.5	0.3	3.0
长盛中证100	0.75	0.15	1.5	0.5	2.9
华安MSCI中国A股	1	0.2	1.5	0	2.7
工银瑞信沪深300	0.6	0.1	1.5	0.5	2.7
国泰沪深300	0.5	0.1	1.5	0.5	2.6
华夏中小板ETF	0.5	0.1	1.5	0.5	2.6
嘉实沪深300	0.5	0.1	1.5	0.5	2.6
广发沪深300	0.75	0.15	1.2	0.5	2.6
大成沪深300	0.75	0.15	1.2	0.5	2.6
南方沪深300	0.65	0.15	1.2	0.5	2.5
汇添富上证综合指数	0.75	0.15	1	0.5	2.4
鹏华沪深300	0.75	0.15	1.2	0	2.1
基金普丰	1.25	0.25	交易佣金0.2	1.7	
基金景福	1.25	0.25		1.7	
基金兴和	1.25	0.25		1.7	
易方达深证100ETF	0.5	0.1	0	0	0.6
华夏上证50ETF	0.5	0.1	0	0	0.6
华安上证180ETF	0.5	0.1	0	0	0.6
友邦华泰红利ETF	0.5	0.1	0	0	0.6

数据来源：wind 数据整理：联合证券研究所

长盛同庆可分离交易股票型基金

投资价值分析

长盛同庆可分离交易股票型证券投资基金是长盛基金管理有限公司发行的一只创新型封闭式基金。基金运用了创新的设计理念，通过将一只基金的基金份额进行结构化的分离，使其成为具有两类鲜明收益特征的份额，并分别在交易所进行上市交易，方便投资者在基金的持有期限和风险收益特性方面进行灵活调整，获取满意的组合。

基金投资价值分析

作为创新型基金，长盛同庆可分离交易基金的投资价值与普通基金不尽相同。我们将从长盛同庆作为封闭式基金的优势、基金的收益分配、同庆A和同庆B各自的投资价值以及对投资者的好处等方面进行分析，帮助投资者了解长盛同庆基金的投资价值。

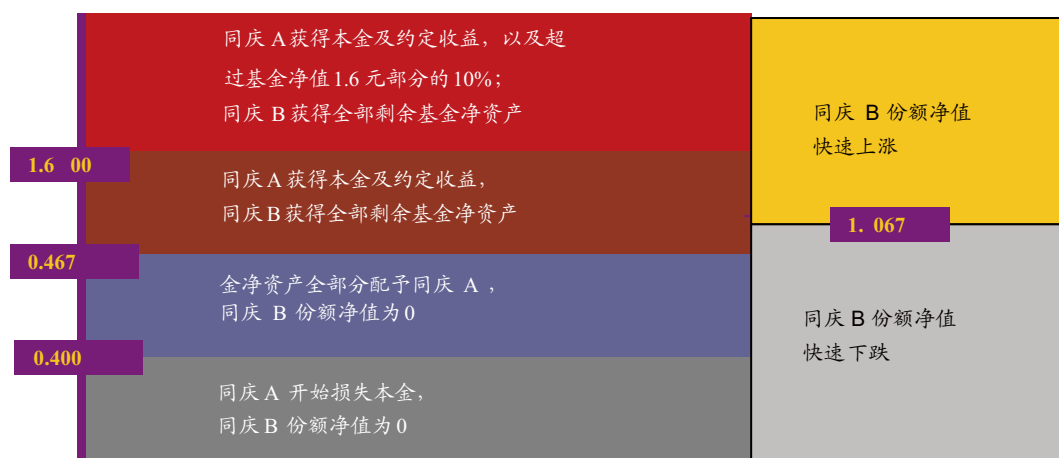
1、作为封闭式基金的优势

封闭式基金相对开放式基金具有先天优势。其一，投资组合更加灵活；其二，封闭式基金受市场情绪影响较小。开放式基金通常在市场持续火爆时引起大量申购，对开放式基金产生明显的助涨作用。而在下跌市中，会出现越跌越赎、越赎越跌的情况。开放式基金这种助涨助跌的特点给市场带来比较消极的影响，对基金执行长期投资策略，保持基金业绩的稳定提升非常不利。封闭式基金则没有这种问题。因为无需应付投资者短期赎回压力，所以投资风格通常比较稳健。尤其在目前这种震荡调整行情下，封闭式基金抵御风险的能力较股票型开放式基金更强一些，表现也更为稳定。

2、收益分配

根据两类份额风险和收益特性的不同，其收益分配具有不同的安排。如下图所示：

图1、整体基金净值与收益分配情况



具体收益分配规则：

同庆A基金份额约定年收益率为5.6%，其对应收益分配金额采用单利计算，年约定收益率及收益均以基金份额认购本金为基准进行计算；

当长盛同庆基金份额净值超过1.6元时，即基金份额总收益超过60%，则再次将超出1.6元基金份额净值的收益部分的10%分配予同庆A基金份额；

在封闭期末，同庆基金净资产优先分配予同庆A基金份额的本金及应得收益后，则全部剩余净资产分配予同庆B基金份额；

如长盛同庆基金净资产等于或低于同庆A份额的认购本金及约定收益的总额，则本基金净资产全部分配予同庆A份额后，存在未弥补的同庆A份额认购本金及约定收益总额的差额，则不再进行弥补。

同庆A和同庆B在封闭期末的基金份额净值计算：

假设NAV为本基金在封闭期截止当日基金份额净值，NAV_a为封闭期截止当日同庆A基金份额净值，NAV_b为封闭期截止当日同庆B基金份额净值，同庆A约定年收益率为Ra为单利5.6%。则封闭期截止当日的同庆A与同庆B基金份额净值按以下公式进行计算：

封闭期末的基金份额净值NAV = 封闭期末基金资产净值 / 封闭期末基金份额的余额数量

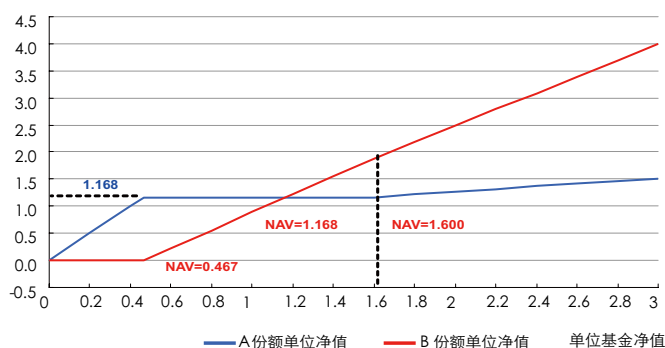
其中，封闭期末基金份额为同庆A和同庆B的份额总额。

3、同庆A类份额投资价值

A类份额具有基本保障收益的特征，其亏损本金的概率很低。在封闭期末，长盛同庆基金净资产将优先分配同庆A的本金及约定收益。只有当基金净值低于0.4元，即基金净值损失超过60%时，同庆A才会损失本金。实际的情况是，2000-2008年股票型基金的年平均收益率为28%，基金加权收益的年化波动率为26%。我们保守的假设长盛同庆基金长期投资年平均收益为15%，年化波动率25%，在这种假设下，基金三年封闭期末净值损失超过60%的概率只有1.5%，说明这种可能性极低。

分析同庆A的收益风险特性，它更像是一个固定利率债券，而其年均收益为按单利计算为5.6%，换算成复利的收益率为5.3%，远远高于目前市场上3-5年期及以下国债3.5%的到期收益率，更远高于同期定期存款利率。如果市场还有降息的预期，同庆A将是追求长期低风险投资者的首选，我们预计将受到社保基金、保险公司、财务公司、国有企业等拥有稳定长期资金的机构投资者的青睐。

同庆A份额还与基金的上涨挂钩，可以兼顾超额收益。当基金净值超过1.6元，即基金上涨超过60%时，A

图2、整体基金净值与分级基金单位净值变化图**表1、整体基金净值与分级基金单位净值的关系**

基金净值	A份额单位净值	B份额单位净值
NAV ≤ 0.467	NAV _a = NAV / 0.4	NAV _b = 0
0.467 < NAV ≤ 1.60	NAV _a = 1 + 3 × Ra	NAV _b = (NAV - 0.4 × NAV _a) / 0.6
NAV > 1.6	NAV _a = 1 + 3 × Ra + 10% × (NAV - 1.6) / 0.4	NAV _b = (NAV - 0.4 × NAV _a) / 0.6

表2、整体基金净值与分级基金单位净值变化

基金净值	A份额单位净值	B份额单位净值
0.000	0.000	0.000
0.300	0.750	0.000
0.400	1.000	0.000
0.467	1.168	0.000
0.500	1.168	0.055
0.600	1.168	0.221
1.000	1.168	0.888
1.067	1.168	1.000
1.168	1.168	1.168
1.200	1.168	1.221
1.300	1.168	1.388
1.500	1.168	1.721
1.600	1.168	1.888
1.700	1.193	2.038
2.000	1.268	2.488
3.000	1.518	3.988

份额还可以分享超额部分（即基金净值扣除1.6元后的部分）10%的收益。

优先的固定收益保障加上超额收益的分享权，同庆A份额上市交易的过程中有很大可能存在溢价交易。

4、同庆B类份额投资价值

同庆A具有优先保证本金以及优先取得约定收益的权利，所以，当封闭期末同庆A没有达到预定收益的时候，同庆B要对同庆A份额收益进行补偿。但是，这种补偿是封闭期结束的时候才会发生。未来3年的行情，可能现在

无法估计。但是如果市场走强，基金净值上涨超过过去几年股票型基金的平均收益，甚至更多，这种弥补就不会实际发生。

在二级市场上交易过程中，B类份额是具有1.6倍杠杆率的股票基金，可以满足长期高风险投资者和短期投机者的需求。只要三年封闭期末，基金净值高于1.0672，同庆B类份额就能获得杠杆收益，即获得比市场上涨幅度更高的收益。同样，如果三年封闭期末，基金净值低于1.0672，同庆B类份额将承担杠杆损失，即获得比市场下跌幅度更大的亏损。

同庆B份额的交易价格将更多取决于市场投资人的参与与热情。从现有类似产品情况看，瑞福进取长期溢价，目前溢价率在100%左右。说明市场上的投资者充分认可此类创新交易品种。

我们将长盛同庆与市场上唯一的同类型产品比较，决定溢价的以下几个市场因素没有发生改变的情况下，同庆B上市后很可能溢价交易：

(1) 稀缺性依然存在。长盛同庆基金计划募集30-50亿份，假设实际募集份额为40亿份，则同庆B份额为24亿份，小于瑞福进取目前的30亿份，供给虽然增加，但不构成本质上的稀释作用。市场上将存在2个带杠杆的可交易基金，相对众多的普通股票型基金仍然显得稀少，稀缺性能够一定程度维持。

(2) 预计持有者结构散户化。因同庆B的定价相对较为复杂，甚至比权证更加复杂，散户能够准确计算其合理交易价格的比例将比较小。一旦出现明显溢价，机构会逐渐退出，散户持有者比例上升到绝对优势，最后形成散户炒作的可能性比较大，因此容易导致溢价继续扩大。

(3) 2009年股市有向好预期，杠杆产品会更受欢迎。2008年以来，中国股市已经从高位经历了深度下跌调整，股市已经相当大程度提前反应了宏观经济的悲观因素。目前，较一致的看法是A股最恐惧的时候已经过去，加上国家政策的频频送暖，2009年中国股市可能有一定程度涨幅。在大势看好的前提下，杠杆产品可以放大收益率，因此同庆B很有可能因其杠杆性质而更受欢迎。

5、对投资者的好处

(1) 长期持有可以获得基金业绩增长的收益。

根据我们分析，目前市场处于历史的低位。代表中国A股市场走势的上证指数已经从一年前历史最高点6124点跌至目前2000点左右，跌幅接近70%。从估值水平的角度来看，当前市场大部分行业的PE、PB都处于历史低位。所以，我们预计大盘下跌空间有限。长盛同庆基金在3年封闭期届满时出现大幅下跌的可能性较低。该基金的

投资策略是力求在有效控制风险的前提下，实现基金资产的稳健、持续增值，可以让投资者充分把握中国经济发展带来的成果。我们相信随着外需的重新提振与房地产市场的再次启动，中国经济将重回快速发展的通道，A股市场也将随之好转。我们预计选择长期持有的投资者在认购成功后，不必再进行任何操作，可以基金正常业绩增长带来的收益。

(2) 创新设计有利于投资者构建灵活的投资组合。

虽然基金是作为一个整体来认购，但是认购期结束后，两类份额就分离开，单独进行交易。通过买卖同庆A和同庆B，就可以调整基金的风险特性。增加同庆A的份额，就可以获得更多的低风险的收益；增加同庆B的份额，则可以获得更多的杠杆收益。当然，也承担杠杆损失。

(3) 同庆A类份额持有人在有很大保障的前提下，将享受高于市场同期国债收益率的约定收益。

同庆A的收益风险特性像是一个固定利率债券，而其年均收益为按单利计算为5.6%，换算成复利的收益率为5.3%，远远高于目前市场上3-5年期及一下国债3.5%的到期收益率，更远高于同期定期存款利率。根据测算，A类份额亏损本金的概率仅为1.5%，几乎可以稳定的保有本金并获得约定收益。

(4) 同庆B类份额持有人可以获得杠杆收益。

同庆B类份额是具有1.6倍杠杆率的股票基金。在市场上涨时，同庆B份额由于杠杆作用，可以获得高于市场上涨幅度的收益。

(5) 同庆B份额持有人可能获取高额的溢价收益。

由于市场上杠杆产品稀缺，该类创新品种很可能出现高溢价。权证价格保持较高的溢价率，分离交易债券也有高溢价，与同庆B类份额类似的瑞福进取基金长期溢价，可以预期，同庆B类份额也很可能出现溢价交易，从而投资者可以从中获取溢价收益。

6、风险提示

虽然长盛同庆分离为风险较低与风险较高两个类别，但是整个基金资产作为一个整体来运作，属于股票型基金，整体仍然属于高风险、高收益的品种。

风险较低的同庆A虽有相对稳定的本金和收益保护，但是仍然有损失的风险。如在三年封闭期末，基金资产因市场风险而出现极端损失，基金净值低于0.4元，即基金净值损失超过60%时，同庆A将损失本金。

同庆B份额由于杠杆效应风险也相应放大，具有高风险、高收益的显著特征。由于基金收益要优先满足同庆A的收益分配，如在三年封闭期末，基金净值低于1.067，同庆B将损失本金；如果基金资产出现极端损失，基金净值在0.467元以下，同庆B份额净值将为0。

基金多客户特定资产管理 业务的开展对市场的影响

◎ 联合证券研究所

2008年1月1日启动的“一对一”特定客户资产管理业务因其较高的资金门槛令众多投资者望而却步，再加上2008年全球金融危机的全面爆发，它在过去一年的发展并没有市场原来期盼的风光。据有关方统计，截至2008年底，获批专户资格的30余家基金公司共签署专户合同约50亿元，但最终到账款项不足一半。2009年6月1日起“一对多”特定资产管理业务将正式开闸，我们认为多客户特定资产管理业务因其与“一对一专户理财”、共同基金以及私募信托的区别，将给中国证券市场带来的变化是投资者不容忽视的。

客户会重新分布

共同基金与专户理财产品（社保基金、企业年金，一对一专户和一对多专户）都为基金公司同时管理，前者针对普通中小客户，客户数量大于200人，收较高的管理费，而放弃对风险的承担；后者只做大客户，100万元门槛，客户数量小于200人，除了收管理费外，还要收取业绩报酬。两者都受证监会监管。私募信托服务对象也是大客户，100万元门槛，也收管理费和业绩报酬，受银监会监管。总体来看，基金公司的公信力与覆盖面大于私募信托。“一对多”专户理财的开展对私募信托会形成有力的客户争夺，但有多大竞争压力还难判断，因为“一对多”专户有双十限定（单个资产管理计划持有一家上市公司的股票，其市值不得超过该计划资产净值的10%；同一资产管理人管理的全部特定客户委托财产投资于一家公司发行的证券，不得超过该证券的10%），在国内现有可投资品种范围内，该规定使专户理财的风险收益水平与共同基金趋同。从这点看，专户理财灵活性上不如私募信托。“一对多”专户理财对共同基金自身的客户会有分流，主要是那些对控制权重视、对投资透明度要求高、但对资金流动性要求不高或对费率敏感的大客户。长期来看，共同基金主要是中小投资者的理财选择，专户理财和私募信托是大资金客户的选择。专户理财和私募信托孰优孰劣，长期来看还是取决于管理人在风险和收益上的平衡能力。

投资风格会趋多样化

共同基金中除了封闭式基金和个别创新品能够相对期限内稳定资金外，其他开放式基金都要应对随时而至的赎回，并因为排名压力的鞭挞而不得不追求短期收益和相对回报。但是专户理财每年至多开放一次计划份额的参与和退出，考核期限长，私募信托介于共同基金与专户理财之间。相比开放式基金，专户理财的资产规模相对稳定、较小的流动性管理压力、产品设计更有针对性、追求长期投资目标与绝对回报等等优势使得其能更好地为市场提供相对稳定的资金来源，伴随专户理财规模的不断壮大，原有的共同基金趋同的投资风格将会被改变，长期投资者会逐渐培育起来，多样化的专户理财产品会引导市场投资风格趋于多元化。

对优势资源倾斜的担忧

专户理财在国外发展迅速，最重要的一点是专户理财的业绩分成机制让投资者和资产管理人的利益追求相同。但在国内推广，资源倾斜是大家非常关注的一个问题。因为同一基金公司同时管理着专户理财产品和共同基金，而共同基金的投资人较为分散，专户理财的持有人较为集中。在这种格局下，中小客户的话语权无法与大客户平等。同时专户理财客户会给基金管理人业绩提成，而公募基金持有人只能供奉管理费。对于基金管理人来说，这个利润差异也难免会让他们产生偏爱。至于市场担心的利益输送，个人觉得不太可能出现。管理层的监管手段已非常先进，利益输送的收益下降，成本在增加。但是资源倾斜很难杜绝，比如优秀的基金经理会调整到专户理财岗位上。易方达、交银施罗德、南方、博时等基金公司宣布，

旗下专户投资在2008年实现了正回报。而同期公募偏股型基金全线亏损。所以有基金公司坦诚“现在找一个合格的基金经理非常困难。这几年公募基金发展过快，优秀的基金经理需求远远大于供给，过去有业绩记录的基金经理很少，而过去两年到三年业绩表现不错的就更少了，其中还有不少去做了私募信托，尚留在基金公司里的也升为投资总监等管理层，而不再管理基金……”。专户理财若是发展迅速，会导致人才压力转移到共同基金上。

耶鲁大学教授陈志武（2006年）就认为“有效的市场机制是最重要的因素和制衡力。假使没有非市场因素的影响，如基金经理选用、研究资源共享、治理机制等问题，那么专户理财相对共同基金不应有显著超额收益，如果有，也应是风险溢价的体现”。

基金发展方向上会有所侧重

共同基金服务对象大众化，可公开发行与宣传，第三方排名与评价为优秀的基金管理人赢得了广泛的市场声誉，客户开发成本低。专户理财和私募信托只对小数持有人服务，宣传受限，特定大客户的诉求高，争夺大客户的竞争激烈，大客户议价能力强。并且从现有存量资产规模看，普通散户构成了基金业资产的主体。我们判断基金公司日后会在专户理财与共同基金的发展方向上有所侧重或取舍。在美国，共同基金可以做专户和私募，对冲基金也可以做公募，法律对此没有限制。但实际运作中，共同基金一般只做公募，对冲基金只做私募，公募和私募在各自的业务范围内共同成长。鉴于各家基金公司的资源禀赋，在未来基金发展方向上也有可能像美国一样，有些公司只发展专户理财产品，有些侧重发展共同基金。这也打消了投资者对基金公司资源倾斜的顾虑。

开心一刻



机器人

发明家向朋友夸耀：我发明了一种机器人，简直和人一模一样！

朋友问：它从不出错吗？

发明家：不。但是当它犯了错误时，会把责任推到其它机器人的身上！



量化投资 开启基金投资另一栖息地 ——访中海量化策略基金经理李延刚

◎ 联合证券研究所

在定性投资大行其道的国内基金市场，定量投资还略显神秘，正在发行的中海量化策略基金逐渐向投资者揭开了定量投资的神秘面纱。该基金拟任基金经理李延刚表示，量化基金在国际市场已经是主流产品，但在国内还处于培育初期。随着量化投资理念受到越来越多机构投资者关注，量化基金未来发展空间巨大。除了定性投资外，量化投资无疑将开启基金投资的另一栖息地。

揭开定量投资神秘面纱

与定性投资不同，定量投资更多的关注“数字”背后的意义，依靠计算机的帮助，分析数据中的统计特征，以寻找股票运行模式，进而挖掘出内在价值。

李延刚总结了定量投资的三大优势：首先，理性。定量投资是对于基于基本面定性投资方法和工具的数量化统计性总结，它在吸收了针对某种投资风格和理念的成功经验的基础上，以先进的数学统计技术替代人为的主观判断，并能够客观理性地坚持，以避免投资的盲目性和偶然性。“完全的数量化分析过程将极大地减少投资者情绪的影响，避免在市场极度狂热或悲观的情况下做出非理性的投资决策，因而在牛熊市的转换中具有很强的自我调节性。”李延刚强调。

其次，全市场覆盖。定量投资可以利用数量化模型对全市场的投资标的进行快速高效的扫描筛选，把握市场每一个可能的投资机会，而定性投资受人力精力的限制，显然无法顾及如此广的覆盖面。

此外，数量化投资更注重组合控制和风险管理。数量化的个股选择和组合构造过程，实质上就是在严格的约束条件下进行投资组合的过程，首先，从预先设定的绩效目标的角度来定义投资组合，然后通过设置各种指标参数来筛选股票，对组合实现优化，以保证在有效控制风险水平的条件下实现期望收益。“换言之，数量化投资模型能够很好地体现组合收益与基准风险的匹配和一致。”李延刚解释。

定量投资是否适应中国市场？

“谈到定量投资，不得不提量化投资领域中的传奇人物——詹姆斯·西蒙斯”，李延刚并不掩饰其对这位投资大师的崇敬，“詹姆斯·西蒙斯不仅是世界级的数学家，也是最伟大的对冲基金经理之一。他创办的文艺复兴科技公司花费15余年的时间，研发基于量化数学模型的计算机模型，借助该模型，西蒙斯所管理的大奖章基金，从1989年到2006年的平均年收益率达到了38.5%，甚至超过股神巴菲特。”

值得一提的是，李延刚也来自数量化投资的发源地——北美，他有着6年海外从事一线投资管理的实际工作经验，深刻领会并掌握了量化投资理念与方法，具备数量化投资领域的成功经验。2007年李延刚回国后加盟中海基金，着手增强中海基金金融工程团队的实力，在借鉴国外成熟的投资理念与经验的同时，结合A股实际，利用了近两年时间，进行积累、测试及应用方面的研究，并对数量化模型进行反复修改与调试。目前中海基金的金融工程部已经形成从择时、配置到选股等方面的一系列研究成果，并在今年顺势推出中海量化策略基金。

詹姆斯·西蒙斯的神话在中国证券市场能否再次实现？“当其他人都摆西瓜摊的时候，我们摆了一个苹果摊。”李延刚用一个形象的比喻来形容定量投资在国内市场的发展机遇。他认为，目前国内证券市场定性投资者太多，竞争激烈；而数量化投资者则太少，机会相对很多，竞争也很小。李延刚表示，大量实证研究证明，中国证券市场为一个弱有效市场，市场上被错误定价的股票相对较多，留给定量投资发掘市场非有效性的空间也就越大。基于这种考虑，定量投资方法在中国的发展极具发展空间。

“今年推出量化基金并非一时的心血来潮，一方面

中海基金金融工程部已经逐渐成熟，而另一方面也是出于市场时机的考虑。”李延刚强调，在经历2008年的巨幅下跌后，市场底部已经基本确立。目前小盘股估值相对较贵，短期内市场可能会以调整为主，但未来市场走势仍然存在诸多不确定。在此背景下，如何把握结构性机会将是未来投资关键之所在。利用数量模型进行分析和投资的量化基金具备更好的适应性。中海量化策略基金将把握市场调整时机，采用数量化模型选入具有估值优势和成长优势的大中盘股票作为基石，辅之以部分优质的小盘股票。

“量体裁衣”完善全程量化流程

据了解，中海量化策略基金的全程量化流程分三个步骤，即选股策略自下而上，施行一级股票库初选、二级股票库精选以及投资组合行业权重配置的全程数量化。

“就像裁缝做衣服一样，量化基金在投资中也要通过‘量体裁衣’来完善全程量化流程。通过全程量化与基金经理的思想相配合，才能做出优质的量化基金”李延刚表示。

首先，选取代表性最强的反映公司盈利能力的指标，对于所有的A股上市公司进行筛选从而得到一级股票库。“主要通过对所有A股股票过去三年平均EPS、ROE、毛利率三项指标进行筛选，它们能分别较好的反映上市公司的获利能力，从而得到一级股票库。”李延刚说。

其次，通过盈利性指标、估值指标、一致预期指标、熵值法确定指标权重后，对一级库股票进行打分排名，从而筛选出二级股票库。其中，估值指标包括：PE、PB、PS、PCF及PEG等；一致预期指标则是通过各券商分析师的调查后，得出上市公司盈利预期数据平均值，以此权威性地反映市场对公司未来盈利的预期水平。

“量化基金将选取朝阳永续的一致预期作为选股指标，可以全面、权威的反应市场对上市公司未来盈利的预期水平，为投资决策提供更为真实和前瞻性的依据。与此同时，还可以根据预期的变化及时动态调节，更加适应股市的震荡波动。”李延刚强调。

最后，在行业权重配置方面，采用BL行业量化模型对股票组合进行量化行业配置，形成最优组合，从而有效提高投资的风险收益比。有关专家表示，利用BL模型进行投资组合内行业权重的数量化配置是中海量化策略基金的一大亮点。经业绩模拟显示，与采用股票等权配置的组合在模拟期内业绩对比，经BL模型数量化行业配置的组合能获得更多的超额收益（相对于沪深300指数），具有明显优势。📈



盈利改善预期需等待确认

乐观看点

综合来看，市场认为本轮上涨行情主要有三大推动因素，即流动性充裕、政策刺激以及对经济复苏的预期。从最新情况看，经济刺激政策仍在不断推出，适度宽松的货币政策将继续支撑市场流动性，经济复苏的预期依然强烈，上述三大推动因素尚未发生根本性变化，因此预计市场将维持震荡向上格局（南方）。我们认为目前宏观经济底部在反复确认，业绩和估值背离是短期现象，流动性充裕不会改变。大盘很有可能冲破估值的束缚，而区域热点和行业热点可能呈现各种投资主题，而资产注入在逐渐出现在投资者视野。未来上升通道没有打破，从目前来看，只要权重股没有拉升泡沫，强势行情就不会轻易结束（东吴）。

4月份工业增加值增速如期下降；消费品零售额增速继续上升。工业增加值同比增幅从3月份的8.3%降至7.3%，低于8.3%的市场预期，但3月份数据极其强劲，而7.3%的增幅仍显著高于2009年一季度平均值5.1%，我们认为经济震荡上行趋势依然，中国经济增长的复苏势头不变（摩根士丹利华鑫）。2009年4月PMI指数为53.5%，比上月上升1.1个百分点。继上个月PMI六个月首次超过50%之后，4月份PMI继续保持在50%以上，并且连续5个月保持上升。一季度经济增长符合预期，同比探底，环比明显改善；出口及盈利还在大幅下滑，然跌幅已经有所缩窄；固定资产投资大幅增长，政策效果显现；消费稳中略有回升；价格同比依然负增长，然环比有所改善（长城）。

上市公司业绩方面，从三月开始，沪深300成份股盈利水平的一致性预期已经开始调升，09年二季度，随着财政政策刺激作用的逐步显现、宏观经济的逐步好转、企业去库存化结束后成本的逐步降低，上市公司利润增速可能较一季度有所回升，这一核心因素将是市场长期向好的根本保障（国海富兰克林）。

悲观谨慎

我们认为，市场的涨幅已经比较充分地反映了未来盈利改善的预期，然而这一预期仍然需要确认。从结构上看，目前市场估值水平(2.2 倍PB)尚属健康的主要靠以银行业代表的一些大市值行业维持。过去三个月大盘股的累计收益率已追上小盘股，我们判断不管从时间还是空间看，此轮风格转换进程已至半程。预计反弹驱动因素的消退和存量流动性的支撑将使未来一段时期的市场呈现高位宽幅震荡的态势(建信)。由于地产销量是否可以持续，以及新开工数据是否出现回暖等与经济复苏相关联的重要指标尚未出现实质的趋势性变化以及海外经济环境的不确定性，因此，很难判断经济复苏的进程，股票市场在目前点位震荡整理以等待上述因素的明朗化。考虑到政策面持续明显偏暖、大盘权重股估值普遍较低的情形下，我们预计短期股指仍具备进一步走高的潜力，但市场结构性分化将日趋明显(泰达荷银)。

另外，短期市场一方面存在着不可否认的流动性驱动和估值修复动力的减缓，同时，四月份个别指标的回调(如发电量、工业增加值)让投资人清醒地认识到景气回升还需要一个过程，其间的反复实属正常，一旦反映在股价中的经济复苏的预期程度短期难以达到，那么市场必然存在风险释放的可能(国海富兰克林)。

“经济复苏预期”的显著提高是推动五月上半月中国股市上涨的主要因素，经济复苏预期在目前的水平能否再度提升决定股票市场方向。大额财政投入对经济产生的刺激作用正在逐步显现，而经济本身季节性特征所带来的环比提高加强了经济改善的预期；但随着季节特征的强化

效用褪去，经济复苏的预期很快将面临更为全面也更为苛刻的检验。实体经济的复苏进展如果未能及时赶上投资者预期的水平，股票市场可能会以激烈的方式作出反应，在等待进一步的宏观经济复苏证据时，以相对谨慎的态度进行组合管理应是更恰当的选择(东海)。

配置风向

据我们统计，3月份国内医药品销售总额同比上升19%，环比上升2%；医疗器械销售额同比上升27%，环比上升12%，受到医疗改革政策的影响，我们认为医药产业将会在2009年第二季度出现更大幅度的复苏，相关板块值得关注(摩根士丹利华鑫)。

对于整体市场方面，5月份的市场风格将对大盘股相对有利，而行业特征可能弱化，因此在行业配置上更多地从安全边际的角度，相对看好金融、地产、商业、公用事业、食品饮料、医药等前期涨幅较小、估值有吸引力的行业。同时认为2009年投资主题机会在产业振兴、企业并购重组、创业板等；而区域性机会也有上海本地股、中部投资、西部基础建设投资等(国泰基金)。

我们认为短期内政府持续刺激经济的决心不会改变，充裕流动性驱动下的市场情绪也不会改变。拉动以房地产、汽车等行业为代表的内需刺激政策将是政府可以依赖的手段。因此建议关注确定性较高的房地产、汽车以及相关的上下游板块，例如钢铁、水泥、家电等。而货币政策的持续宽松，将对金融、地产以及资产型的高杠杆企业等非常有利(农银汇理)。



商人

一个商店老板快要死了，全家人都围在床边。他问道：

“约翰，我的儿子，在吗？”

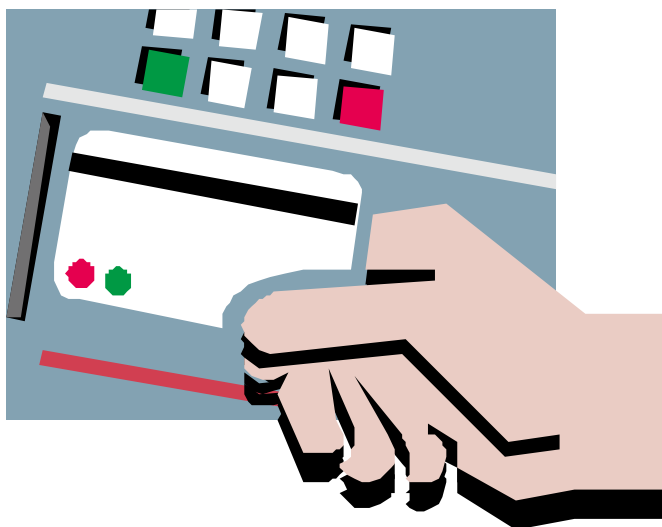
“在，爸爸！”

“凯丝，我的女儿，在吗？”

“在，爸爸！”这时，商人说：“那谁在照管商店呢？”



国内财经



◎ 《投资宝典》编辑部

财政部：4月国企利润环比增长0.5% 前4月收入利润降幅渐收窄

财政部20日发布的统计数据显示，1-4月，全国国有企业实现利润3236.4亿元，同比下降32.3%，其中4月实现利润1059.4亿元，较3月环比增长0.5%。

统计显示，1到4月烟草、施工房地产行业实现利润进一步提高；煤炭、建材、商贸等行业实现利润较为稳定；石油石化、机械、汽车等行业实现利润降幅收窄；钢铁、海运行业继续亏损。

编辑部点睛：前4个月企业利润同比降幅仍较大，环比只是微增，但如烟草、施工房地产行业仍较为景气，可继续关注。

外汇局将放宽银行挂牌汇价波幅限制

国家外汇管理局经常项目管理司司长杜鹏20日在第二届FX WEEK中国年会上表示，将完善银行对客户挂牌汇价管理，放宽挂牌汇价波幅限制，进一步增强银行的定价自主权，夯实人民币汇率形成的市场化基础。

编辑部点睛：此措施可促进人民币汇率的灵活性，不必太受制于美元走势。

国务院常务会议决定70亿元补贴汽车家电“以旧换新”

国务院总理温家宝19日主持召开国务院常务会议，研究部署鼓励汽车、家电“以旧换新”政策措施。

编辑部点睛：属于各行业经济刺激计划的一个细节性措施，预期此类措施会接踵而至。

中国食用油酝酿新一轮涨价

中国证券报记者5月19日从北京大地玉泉路粮油批发市场了解到，进入5月份以来，几大品牌食用油售价均有不同程度上涨。

金龙鱼大豆油从月初的158元/箱（5L*4）上涨至168元；福临门大豆油从月初的156元/箱上涨至166元；汇福大豆油从月初的153元/箱上涨至164元；火鸟大豆油从月初的152元/箱上涨至160元。

编辑部点睛：各国滥发货币引起的一个直接结果可能就是消费领域的物价上涨，再可能就是资产价格的上涨。

石化 轻工产业调整振兴规划公布 2011年原油加工量将达4.05亿吨

国务院18日公布了石化、轻工产业调整和振兴规划，产业结构调整成为两大规划强调的重点。《轻工业调整和振兴规划》拟定了十项政策措施，包括进一步扩大“家电下乡”补贴品种、提高部分轻工产品出口退税率、调整加工贸易目录、解决涉农产品收储问题、加强技术创新和技术改造、加大金融支持力度、大力扶持中小企业、加强产业政策引导、鼓励兼并重组和淘汰落后。

编辑部点睛：轻工产业振兴计划中，着重提到产业结构的调整，属于“保量又保质”的一部分。但这些措施对于股市相关个股颇有“见光死”的意味。

发改委官员：经济恢复态势得到巩固

国家发展和改革委员会财政金融司司长徐林18日在香港表示，中国内地2009年全年经济增长肯定能够达到8%，理由是第一季度经济增长超过预期，经济恢复的态势得到巩固，而政府也有足够的资源空间保证在今后几个月内采取更多措施刺激经济。

编辑部点睛：目前来看“保八”确实有难度，但从另一个侧面也说明随后的政策刺激力度会更大，对股市而言是个利好。📈

海外财经



◎ 《投资宝典》编辑部

日本经济上季下滑15.2% 创战后纪录

日本政府20日公布的数据显示，由于全球经济滑坡导致日本出口下降，加上国内需求疲软，日本今年一季度经济折合成年率下降15.2%，下滑幅度创下了战后的新纪录。

编辑部点睛：日本经济严重依赖外需，受到经济危机冲击较大在意料之中。

新房开工月降13%美房市难言回暖

美国商务部公布的数据显示，4月份房屋开工季节调整后数字折合成年率为45.8万户，按月下降12.8%，远低于市场预期。这一数字给市场关于美国房市回暖的乐观预期泼了一盆冷水。

编辑部点睛：一个是消费，一个是房市，这两大因素牵动着美国民众的神经，房市难言回暖标志着经济难言触底。

英国4月份通胀率 跌至15个月来低点

英国国家统计局19日宣布，今年4月份英国消费者价格指数（CPI）同比上升2.3%，为去年1月以来最低增幅，基本接近英国政府制定的2%目标水平。

编辑部点睛：英国通胀压力减轻，有助于其更坚定地实施宽松的货币政策。

欧洲最大航空公司首季亏损11亿美元 裁员2700人

欧洲最大航空公司“法国航空-荷兰皇家航空”20日公布，2008年至2009年会计年度亏损8亿1400万欧元(约11亿美元)，并表示将裁员2700人。

编辑部点睛：欧美各国失业率高企将会维持很长一段时间，消费领域难以提振。

上财年股价大缩水 日三大银行集团损失超万亿日元

据《日本经济新闻》网站最新消息，在今年3月底结束的上财年里，日本三大银行集团--三菱日联金融集团、瑞穗集团和三井住友银行集团仅因股价缩水而蒙受的损失合计达1.3万亿日元（约合137.4亿美元）。

编辑部点睛：与欧美类似，日本金融机构在此次金融危机中损失惨重，日本预期会出台更强有力的经济刺激政策。

韩国4月外贸顺差再创新高

韩国关税厅18日发布的一份报告表明，该国外贸顺差自今年3月创出42.8亿美元历史纪录以后，4月再创57.9亿美元的历史新高。

编辑部点睛：韩国外贸顺差之所以不断创出新高，是由于受经济下滑影响进口比出口出现更大幅度的下降所致，韩国经济并不能说是已经复苏。

美CPI同比创50多年最大降幅 通缩威胁仍遥远

4月份，美国消费者价格较上年同期下降0.7%，为1955年6月以来的最大降幅，且远低于2%这一美国联邦储备委员会多数官员认为的与美联储维持物价稳定及促进就业最大化双重职责相称的水平。

编辑部点睛：从结构来看，4月份能源价格较3月下降2.4%，较上年同期下降25.2%；4月汽油价格下降2.8%；食品价格下滑0.2%。由此说明CPI降幅大主要缘于能源价格的下跌，离通缩很遥远。



亿万富翁离你并不遥远

我们知道股票的价格最终是由企业的价值决定的，除了我们在股价低于价值时买入，在远高于价值时卖出获取利润之外，企业的成长就是我们长期获利的根本保障。上市企业会成长吗？

这个问题的答案是很确定的——大多数上市企业都是增长的。我们可以作简单的定性分析，以我们国家为例，仅过去20年我国的经济保持了10%的增长速度，经济增长主要是由国内企业的增长带动的，而上市企业又是国内企业中相对比较优秀的，企业上市之后融到了资金，更加提升了企业的竞争力，所以企业价值的增长是确定性非常强的，从这个角度上讲投资上市企业至少是能享受中国经济的增长。对比国际上的数据，我们也会发现，反映上市企业平均增长情况的股市指数，常年下来都是增长的，美国标准普尔500指数，近20年平均增长率达到11%多。而我国证券市场1990年起步至今，上证指数从1990年100点到目前的2600点左右，复合年增长率近20%。当然，客观地说，上世纪90年代上市企业较少，指数的变化很难反映企业的真实成长，但总体来说，还是有很多企业都保持了10%以上的增长速度。

惊人的复利作用使投资股票获取巨额收益。我们很多人对每年获取30%的收益并不满意，特别是在牛市中，一年不翻倍都觉得投资很失败，事实上股票投资的年收益如果能达到30%，那么我们大多数家庭都将成为亿万富翁。

如果你投资10万元，能够坚持长期投资增长速度较高的优秀企业，赚取20%年收益，40年后你的资产将变为1.47亿，如果你能成为杰出的投资大师，做到30%的年收益，那么40年后你的资产将变成36.2亿。

有了这些数据，我们就会发现现在的保险公司推销的一些保险（养老和教育保险等），表面看起来有一定的诱惑力（现在每年或每月交一定数额的资金，到几十年后，每年或每月能领取一倍到几倍的回报），但真正算下来，保险公司把钱用来投资股市，只要赚取最一般的收益10%，40年就获取45.4倍的回报（由于保险资金不能全部投资股票，实际上这个收益率对保险公司来说已经很困难），而需要付给投保人的只是零头而已。显而易见，股市里的所谓操盘手、荐股专家、炒股软件，大肆宣扬100%回报的几乎都是骗人的，敢承诺年30%以上收益的大多都是不可信的，因为如果有这种投资能力，自己拿出10万元来操作，都能成为亿万富翁，何必去收取可怜的荐股费。

提到财富增值，我们就不得不说一下财富的贬值，实际上如果我们不能够很好地投资和理财，我们的财富大多数时间是贬值的，我们不难发现，很多家庭一年的总收入赶不上房价涨的钱多，而近几年消费者物价指数（CPI）涨幅大多超过银行存款利率，也就是说把钱存在银行，我们的购买力是下降的，因此，从购买力的角度说，把钱存银行是百分之百亏损的，相当于只有风险，没有任何收益。再看看美国，大概1930年到2000年间，在美国由一个中等国家成为世界上最强大国家的进程中，其美元的实际购买力却在持续衰退，相当于1930年的1美元，70年后只有0.07美元的购买力。这意味着如果我们不善待财富，“长脚的钱”会随着时间悄然流逝，这也许就是我们为什么要进行投资的根本原因。

如何才能做到财富的保值和增值呢？钱存在银行，在一般人眼里是最保险最稳妥的，但正如我们前面说的，这可能是最失败的一个存续财富的办法。有一部1953年拍摄的喜剧电影叫《百万英镑》，讲的是一个流浪汉突然有了100万英镑如何改变命运的事。试想如果他不是花天酒地而是选择其他的管理财富的方式来用这笔钱，会出现什么样的情况？第一种：存在英联邦的某家银行里；第二种：买入伦敦市中心最好的房子住或出租；第三种：买入过去50年美国最好的企业，比如我们中国消费者最熟悉的生产万宝路香烟的菲利浦摩瑞斯（Philip Morris）公司的股票。50年过去后，我们看会出现什么情况，第一种，存在银行的这百万英镑，50年后的今天只能让你过上一个中产阶级的生活，实际上当年夸张的“百万富翁”的富豪称呼，在今天真正成了一个普通的中产阶级了；第二种，从今天伦敦海德公园旁的4.3万英镑/平方米的只有富翁才能买得起的房子中，可以品出当年流浪汉的眼光与其现在富有的程度；第三种，买入菲利浦摩瑞斯公司的股票，其过去50年的平均年回报率为19.8%，算下来1美元的投资回报有8372倍，100万英镑50年后就是83.7亿英镑，能够位列当今全球富豪榜的前30名，这是多么惊人的数字。

一方面是美元的贬值，一方面却是优良资产的增长，一正一反，说明了要懂得投资的道理。我想无论是对投资者个人还是家族的长远利益，进行投资都是你应该承担的责任。同时，也告诉我们如果不想让“长脚的钱”随时间离我们远去，最好的办法，就是要作优秀企业的股东。🔗





年轻投资者应避免的五个错误

发达国家的股市在过去十年的表现普遍比较糟糕,2008年的全球股灾更是让很多投资者失去了信心,但是目前,全球很多股票的价格用各种方法来进行估值都是相对比较便宜的。年轻的时候是一个人开始投资的最佳时机,因为长的投资周期可以让投资者在未来充分享受复利的好处。当然,长期投资同样需要选择在市场估值较低的时候开始,因为这样,上升的空间会更大,而下跌的空间则较小。投资没有想象中那么简单,一个好的投资者必须学会自己做功课。对于年轻的投资者来讲,在学习做功课的同时,还需要避免以下一些常见的错误。

错误一：忽视自身优势

年轻投资者尽管在经验方面要远远落后于那些中老年投资者,但是也有自己的优势,其中最大的优势就是:时间。较长的投资周期使年轻的投资者可以承担更大的风险,从而有机会获得更大的回报。

如果观察过去三年中在美国市场上表现最好的投资品种,投资者可能会倾向于选择美国国债,甚至是定期存款,作为自己的投资对象。从风险角度考虑,这样的选择并没有错;但是如果希望能够在风险和收益之间取得平衡,增加权益类资产的配置,比如股票,最终的效果可能会更好。因为如果未来发生通货膨胀,适当的股票配置可以使资产的购买力不至于明显下降。美国的基金公司,比如:普信和先锋,建议投资者根据自己离退休年龄的时间长短来进行资产配置。对于离退休时间最长的投资者,也就是2050年左右退休的人,他们建议的股票资产配置是90%。

错误二:忽视风险

很多投资者在关注回报的时候,往往会忽视风险。新投资人很容易被一些允诺回报非常高的投资品所吸引。短期内某些品种确实可以取得非常好的回报,有些人也喜欢吹嘘自己曾经在一两笔投资上获得的惊人回报,但是惊人回报通常都是难以持续的,而且当市场下跌的时候,这些投资可能下跌得更快。

新兴市场基金是一个很好的例子。该类投资最近一段时间的回报非常惊人,但是该类资产的回报波动也非常大。从2003年到2007年,新兴市场基金的平均回报约为35%,比除了拉美以外的任何其它国际基金都要好。不过2008年由于国际投资人规避风险,逃离新兴市场,该类基金下跌了54%。今年以来,到2009年5月7日,新兴市场基金上涨了22%。在国际基金类别中,考虑15年的标准差,只有拉美基金比新兴市场基金的波动更大。波动大并不是说新兴市场不适合投资,恰恰相反,由于成长空间较大,年轻的投资者应该适当配置此类资产,无论是通过共同基金或者指数基金。

错误三:支付过多的费用

最容易影响投资者长期回报的重要因素之一就是在投资过程中支付的费用。如果用一小笔钱买卖股票,由于券商一般都有单比交易最低佣金的规定,投资者可能会为此支付占总投资额比例非常高的手续费。买入那些费用非常高的基金也会使投资人支付过多的费用。基金的管理费一般从基金的总资产中按比例提取,直接影响基金的回报,费用越高,影响越大。晨星的研究显示,费用率是唯一一个能够影响基金长期回报的数据点。当然,这是一个平均情况,有些费用率高的基金长期回报也不错。不过,如果有费

用率低的基金可供选择,投资者还是应该优先考虑。

错误四:根据报纸标题进行投资

投资者很容易陷入热门资产、热门行业、和热门股票的圈套。例如在2008年上半年,飞涨的石油价格使很多投资人涌向能源基金、商品基金、以及石油股。集中投资这种策略在判断正确的时候,收益会非常大;但是如果判断失误,损失也会非常大。投资于自然资源的基金,其中包括很多能源基金,在2008年上半年的回报超过13%,但是下半年的损失超过50%。

在近几年,清洁能源成了另一个热门的投资主题。不断上升的能源价格和人类对于环境的关注使从事太阳能和风能业务的公司的股价大幅上升。但是到2008年下半年当美国信贷市场紧缩、风险投资消失的时候,该类股票价格大幅下跌。与自己选择时机买卖热门主题的股票相比,把资金交给更善于此道的基金经理效果会更好。

错误五:在错误的时间止损离场

新投资人(包括很多老投资人)最容易犯的错误是在错误的时机进行买卖,无论是高位买进还是低位卖出。人类的本能促使投资人在市场好的时候高位买入,在市场差的时候低位卖出,但是这种行为会严重影响投资人的长期回报。晨星在研究基金回报的同时,也会研究基金投资者的平均实际回报。例如Brandywine Blue基金到2009年4月底的10年回报约为2%,但是该基金的投资人平均却损失了15%。当看到大部分投资人的实际回报落后于基金的总回报时,就可以显出长期投资的重要性,尤其当股市表现很差、很多人考虑赎回的时候,更需要坚持。坚定的长期投资者可以充分享受完整市场周期带来的回报。📈



看你怎么骑

有一个人的车曾经被偷过,于是他在车上锁上一把锁,并贴了一张纸条:“看你怎么偷。”第二天,车上多了一把锁,也多了一张纸条:看你怎么骑? 哈哈



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(%)
有色金属冶炼	3.40	56.61	塑料	-2.16	20.82
纯碱	3.22	48.88	家用电器	-2.19	-1.77
氯碱	2.85	36.10	保险	-2.19	-29.64
电气设备	1.83	21.69	纺织	-2.21	-14.49
煤炭开采	1.40	25.56	上海本地股	-2.24	-14.03
新能源	0.87	24.07	银行	-2.24	-39.67
航空运输	0.81	-3.72	造纸	-2.45	7.17
餐饮旅游	0.58	-2.52	机床工具	-2.49	-23.11
军工航天	0.14	5.79	水泥制造	-2.54	-6.91
电子元器件	-0.47	-2.70	林业	-2.78	-3.82
食品加工	-0.66	-15.37	港口	-2.85	-13.23
钢铁	-0.70	-25.86	农药	-2.87	-9.49
创投板块	-0.88	-3.61	股指期货	-2.88	-20.72
汽车整车	-0.93	27.55	饲料	-2.88	-8.47
物流	-0.95	3.57	日用化学产品	-2.88	-12.95
电力	-0.97	82.54	3G	-3.05	-5.03
计算机设备	-1.07	-1.40	水务	-3.15	-37.11
橡胶	-1.12	0.57	机场	-3.20	-23.57
渔业	-1.19	28.07	通信设备	-3.26	-12.35
农产品加工	-1.32	-0.16	房地产开发	-3.28	-26.99
工程机械	-1.36	-7.80	三通	-3.34	-14.61
服装	-1.42	20.66	化学肥料制造业	-3.35	8.86
传媒	-1.50	42.32	包装印刷	-3.52	-30.08
葡萄酒	-1.51	-3.30	种植业	-3.80	-20.76
石油化工	-1.54	-6.28	医药生物	-3.97	-11.91
白酒	-1.61	4.92	化学纤维	-4.03	-30.02
零售	-1.67	-3.43	食品制造	-4.55	-13.92
啤酒	-1.93	-9.81	证券	-5.15	-37.85
信托	-1.97	-20.95	软饮料	-6.64	3.58
滨海新区	-2.00	-19.84			

资料来源：Wind资讯

注：所有板块以联动性较强进行界定，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
000521.SZ	美菱电器	东方证券	1_买入	6.50	5.43
000552.SZ	靖远煤电	中信证券	1_买入	18.00	16.85
000780.SZ	平庄能源	广发证券	1_买入	15.00	13.7
600169.SH	太原重工	广发证券	1_买入	29.40	23.88
600280.SH	南京中商	南京证券	1_强烈推荐	-	13.24
000715.SZ	中兴商业	长江证券	1_推荐	13.00至15.00	9.59
000589.SZ	黔轮胎A	中银国际	2_买入	12.40	9.08
600284.SH	浦东建设	中银国际	2_买入	16.97	13.62
600820.SH	隧道股份	中银国际	2_买入	14.23	11.78
600791.SH	京能置业	兴业证券	2_推荐	-	6.67
600366.SH	宁波韵升	中投证券	2_推荐	-	10.56
002245.SZ	澳洋顺昌	中投证券	2_推荐	26.50	26.28
000599.SZ	青岛双星	中投证券	2_推荐	7.00至8.00	5.85
600139.SH	绵阳高新	华泰证券	2_推荐	25.00	20.09
600226.SH	升华拜克	兴业证券	2_推荐	-	10.6
600469.SH	风神股份	中投证券	2_推荐	12.00	10.42

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
000898.SZ	鞍钢股份	申银万国	1_买入	2_增持	-	9.85
601111.SH	中国国航	广发证券	1_买入	3_持有	9.00	6.21
600000.SH	浦发银行	广发证券	1_买入	3_持有	27.00	24.8
002159.SZ	三特索道	招商证券	1_强烈推荐	2_审慎推荐	9.90	8.12
600395.SH	盘江股份	招商证券	1_强烈推荐	2_审慎推荐	29.00至33.00	26.09
000680.SZ	山推股份	长城证券	1_推荐	2_谨慎推荐	-	10.75
002177.SZ	御银股份	长江证券	1_推荐	2_谨慎推荐	-	16.06
002052.SZ	同洲电子	国泰君安	1_增持	2_谨慎增持	-	11.3
600900.SH	长江电力	上海证券	2_跑赢大市	3_大市同步	-	13.75
600104.SH	上海汽车	平安证券	2_推荐	3_中性	-	14.2

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
600900.SH	长江电力	民族证券	2_谨慎推荐	1_增持	17.58	13.75
002122.SZ	天马股份	招商证券	2_审慎推荐	1_强烈推荐	28.00至32.00	28.62
601006.SH	大秦铁路	中银国际	3_持有	2_优于大市	9.08	9.32
000522.SZ	白云山A	广发证券	3_持有	1_买入	8.00	8.13
002096.SZ	南岭民爆	联合证券	3_中性	2_增持	-	13.27
600900.SH	长江电力	光大证券	3_中性	2_增持	-	13.75

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(%)
600652	爱使股份	30.83	600546	中油化建	9	16.20
002207	准油股份	28.44	000630	铜陵有色	8	17.94
600822	上海物贸	25.03	600086	东方金钰	7	9.99
600555	九龙山	24.92	600763	通策医疗	7	13.97
000552	靖远煤电	23.62	600265	景谷林业	6	4.33
600222	太龙药业	23.26	600991	长丰汽车	6	3.84
600146	大元股份	22.79	000066	长城电脑	5	10.58
600575	芜湖港	21.43	000524	东方宾馆	5	11.54
002128	露天煤业	20.94	000785	武汉中商	5	6.43
601999	出版传媒	20.44	002028	思源电气	5	14.04
600621	上海金陵★	19.10	002075	*ST张铜	5	18.50
600609	金杯汽车	19.07	002106	莱宝高科	5	8.12
000961	大连金牛	18.97	002266	浙富股份	5	13.22
000762	西藏矿业	18.96	600116	三峡水利	5	11.30
002075	*ST张铜	18.50	600208	新湖中宝	5	6.36

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(%)
600222	太龙药业	120.50	600546	中油化建	9	16.2
600671	天目药业	111.72	600421	*ST国药	8	15.88
600397	安源股份	93.59	600116	三峡水利	7	11.3
000552	靖远煤电	91.91	000524	东方宾馆	6	11.54
002207	准油股份	89.00	600086	东方金钰	6	9.99
600763	通策医疗	88.50	600575	芜湖港	6	21.43
601999	出版传媒	81.09	600880	博瑞传播	6	13.76
600652	爱使股份	81.08	000785	武汉中商	5	6.43
002218	拓日新能	77.42	002028	思源电气	5	14.04
002237	恒邦股份	76.59	002075	*ST张铜	5	18.5
002249	大洋电机	74.86	002143	高金食品	5	9.85
600997	开滦股份	72.55	002266	浙富股份	5	13.22
002006	精工科技	69.92	600343	航天动力	5	9.59
000831	关铝股份	68.87	600651	飞乐音响★	5	4.41
000835	四川圣达	68.57	600677	航天通信★	5	9.13

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



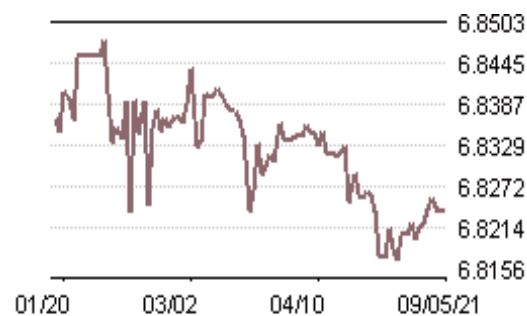
恒生指数



道琼斯指数



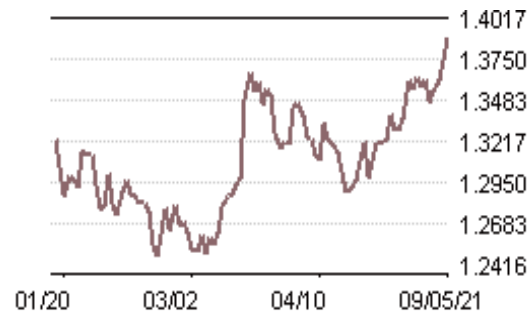
美元兑人民币



美元指数



欧元兑美元



资料来源：港澳资讯

编者按

相比较周边股市，A股上周显得有些疲弱，但也属于震荡调整，上涨大趋势未变。欧美日等发达国家不断曝出经济面的利空，而股市能挺得住，相信对A股也是一个支撑。美元指数如我们前期所提示投资者的那样，有崩溃的趋势，但对人民币而言还是显得太过坚挺。

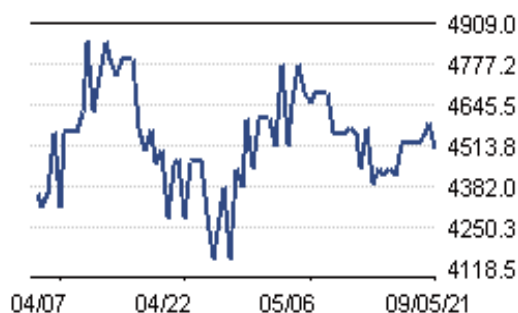
全球指数

□ 数据聚焦 Focus on Data

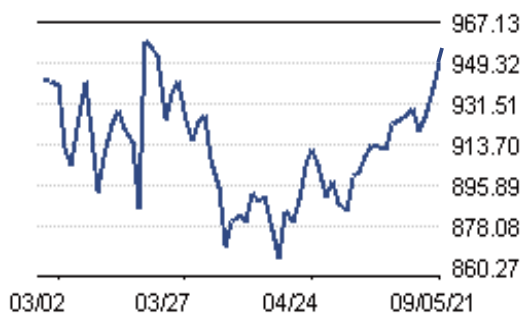
NYMEX原油



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

在美元指数大跌影响下，原油、有色金属、黄金、农产品期货价格又有不少的涨幅。值得关注的一点是，由于生产领域的不景气，美元贬值可能会首先导致生活领域的通胀迹象，所以CBOT农产品价格居高不下，并且国内食用油生产企业也纷纷提价。