

关前震荡无碍大趋势

◎ 王守杰

虽然上证指数周升1.66%，但大部分个股仍顽强地原地踏步，中证500指数仅上涨0.42%，中小板指数涨幅为0.45%，引领大盘的仍然是那些补涨蓝筹品种，钢铁、电力板块的发力是一个例子。上期本栏建议投资者调仓，用意也在于此，鸡犬升天的普涨格局已经过去，目前赚钱更讲究技术含量。

行情进行至此，“恐高症”似乎越来越严重，前期趴在底部的权重股启动是一种反映，而近期一则偏空的消息也引起市场的不安：中国银监会办公厅日前向各地银监局和银行紧急下发《关于进一步加强信贷管理的通知》，对银行机构加强信贷管理进行窗口指导。这份标注了“特急”字样的《通知》特别指出：“当前首先要防止月末、季末‘冲规模’现象。”，“防止信贷资金违规流入资本市场、房地产等领域”。有的媒体直接断章取义，标题就命名为“银监会发文防止资金违规流入股市、房市”。实际上此份通知是管理层意欲保证银行贷款质量，是一种正常的做法，而不是刻意去打压股市。

更重量级的政策面消息也足以打消投资者的疑虑。中国人民银行货币政策委员会2009年第二季度例会认为，我国经济运行正处在企稳回升的关键时期，我国经济发展的外部环境仍然十分严峻，要认真贯彻党中央、国务院关于宏观调控的决策部署，落实适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，引导货币信贷合理增长。而此次会议由中国人民银行行长兼货币政策委员会主席周小川主持，包括证监会主席尚福林在内的货币政策委员会9名委员出席会议，层次够高，而其论调也遵循温家宝总理与李克强副总理强调的“双松”政策。确定近期货币政策总体基调不变，从某种程度上标志资金充裕的局面不会改变，对于其中的微调我们不应该过多关注。

与此次会议相呼应的便是6月份新增贷款再次放量上冲。权威媒体报道，从目前形势看，6月新增贷款突破1万亿元已成定局。考虑到月末信贷冲规模因素，预计当月新增贷款将达到1.2万亿元左右，可能成为年内新增贷款投放数额的第三高。

A股此波上来，颇有过关斩将的气势。IPO开闸、国际股市大跌都未能阻止其前进的步伐，也是缘于此波行情的根基没有动摇。何时需要引起足够的警惕？笔者看来，对于“资金市”的后期，首先可能出现政策面的从紧，但那时资金面仍有可能充裕，惯性地推动股指的上扬。但随着利空的累积效应，投资者的心理预期也逐步改变，最后使得股指掉头向下。所以大环境不变，总体上扬趋势不会改变。近期无论是国内还是国外，无论是发达国家还是发展中国家，新出炉的数据显示其经济基本面状况都是不容乐观，难以想象各国会为了未来可能的通胀而在通缩之时收紧银根。

下周将面临IPO开闸后首次“打新”，对市场有“抽血”作用是肯定的，如果说前期IPO重启只是心理上的“压力测试”，此次新股申购将是真刀实枪地检验A股资金面状况了。笔者认为，3000点关口是心理上的压力，新股申购是短期资金面利空，造成股指震荡难以避免，但还不至于引起崩溃或大级别的回调。细细将A股的走势翻一下，发觉从最高点下来，许多个股已经调整了数月，并且部分个股也已经选择向上突破，“横有多长，竖有多高”的品种并不少见。继上周本栏大力推荐补涨蓝筹后，考虑到板块轮动以及中小板个股发行的影响，本周也应该积极关注那些中小盘个股，至于仓位控制，还是不宜激进，我们也要防止A股顶不住压力而来一次较大的短线回调，总之如果要想实现收益最大化，仍要遵循“大跌大买，小跌小买，高位谨慎”的基本操作思路。🔗

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

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 关前震荡无碍大趋势

■ 特别报道

3 各大券商下半年投资策略集粹

■ 宏观策略研究

12 乱云飞渡仍从容——下半年政策导向与产业变革分析

■ 行业研究

16 航空行业: 趋势性交易买点逐步到来

18 房地产行业: 由复苏走向泡沫

22 医药行业: 放眼长量, 医药投资正当时

24 煤炭行业: 产能管理促就新平衡, 估值稳中有升可期待

26 银行业: 利少义多

■ 个股研究

27 深发展A: 薄弱的基本面与务实的管理层

31 上海电力: 巨大转变就在眼前

32 一汽轿车: 新产品市场前景谨慎乐观, 低估

■ 基金天地

▶ 34 瑞福优先: 建议对流动性要求低的投资者积极申购

37 基金视野: 乐观情绪占主导, 中游和低估值是配置重点

■ 一周要闻

40 国内财经

41 海外财经

■ 理财万花筒

42 赵丹阳: 天价午餐换来无价之宝

■ 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

各大券商下半年投资策略 集粹

上证指数
数离3000点只
有一步之遥，各方
分歧加大，机构推出
的下半年投资策略中也充分
反映了这一点。在此我们精选
了一部分报告，基本能代表市
场的主流，希冀投资者能从
中找出规律，挖掘出盈利
更确定的操作标的。



联合证券： 主攻蓝筹周期，围猎机械建材

景气与盈利：蓄势待发

金融市场的流动性依然充裕：流动性与经济并不“脱钩”：流动性的三个来源：1、逆周期政策促使央行向银行体系和经济注入资金；2、经济回升，使得居民和企业风险偏好增强，使得资金从储蓄资产逐步转向风险资产；3、美国经济企稳使得境外资金风险偏好增强，并逐步流向新兴市场。很明显，政策性驱动的流动性逐步让位于经济企稳回升导致的风险偏好增强。

经济增速回升：固定资产投资仍是主线。中国经济正从一季度的6.1%走向回归全年8%的路上，固定资产投资仍是驱动经济增长的主线。（1）从施工项目计划投资增速来看，未来的固定资产投资仍强劲；（2）地方政府投资接力中央政府投资；（3）房地产投资增速有望明显提升。

通胀与加息预期：流动性对资源价格驱动减弱，等待需求回升：通胀预期升温带动资源价格大幅度上涨，但也引发了加息预期。我们认为资源价格短期进入一个震荡区域或者缓慢上行的趋势。逻辑在于（1）加息预期将制约资源价格再次快速大幅度拉升，资源价格上升需要等到中游产能利用率的回升；（2）从需求来看，全球的经济增速远低于06、07年；（3）从供给来看，原材料的产能利用率在低位，价格快速拉升可使得供给扩大。短期不确定性在于7-8月份美国飓风以及消费热季等因素使得原油价格再次冲高。

盈利：金融、可选消费品迅速恢复，中游制造结构性好转：景气回升必然带来利润增速的改善。我们对于09年盈利增速预测为12.1%，10年盈利增速为12.8%。结构上看，金融、可选消费品盈利能力迅速恢复并有相当的增长；中游制造业中的机械、钢铁行业盈利反弹较为强劲，上游的能源金属行业盈利仍有下滑但幅度减小。

市场上行趋势未变，估值向均值回归

静态潜在资金供给来看，潜在资金供给与需求基本平衡，约为1.2万亿。A股市盈率仍然低于历史平均，我们认为经济增速回升带来市场预期的新变化将打破这种震荡均衡，估值有望向历史均值回归。通过DDM模型来看，下半年市场的目标位可能在3400左右。

行业配置：主攻蓝筹周期，围猎与固定资产投资相关的中游

利用联合证券多元量化模型自下而上的角度看，金融服务、有色、地产、采掘、机械和交运设备的目前打分居前。我们再从自上而下的角度看：建议超配收益率曲线陡峭化受益的银行和保险。收益率曲线陡峭化意味着利润率在提高，在官方利率没有上调的情况下，保险对于收益率曲线陡峭化更为敏感。建议超配流动性宽裕与景气回升受益的地产。房地产受益于流动性释放的低利率，并且不象利率市场化的国际市场，虽然加息预期上升，但是抵押贷款的成本并未上升，需求由于通胀预期的强劲而增加。建议超配房地产投资带动的工程机械、建材、商用车。对于制造业，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。选择产能利用率逐步提高的建材；选择固定成本占比小的工程机械和商用车。



申银万国： A股下半年将冲高回落

在申银万国2009下半年投资中国论坛上,申银万国证券研究认为,中国经济将迎来两年左右的经济复苏期;流动性情况总体仍将宽松,甚至宽松的程度有可能超出预期;下半年A股市场运行趋势将呈现冲高回落格局,政策转向是转折点。

经济增长V型复苏

宏观上,申银万国认为,中国经济将迎来两年左右的经济复苏期,表现为经济增长V型复苏、物价温和回升、企业盈利在需求和价格的带动下逐渐回暖。超强政府控制下的货币政策传导机制上的优势,是中国面对危机能够采取有效保增长政策的关键原因。在这样的背景下,今年的经济增长将呈现政府投资和房地产双轮驱动的特征,全年的增长率将达到8.3%左右。明年的经济增长将呈现房地产和出口新双轮驱动的特征,全年的增长率将达到8.5%。

申银万国认为,下半年贷款增速回落对M1为代表的流动性不利,但出于以下两个方面考虑,流动性情况总体仍将宽松,甚至宽松的程度有可能超出预期。一是企业销售收入在需求上升和物价回升的推动下迅速增长,推动企业活期存款上升,推动M1回升。二是出于新套利交易的外资大量流入,导致的外汇占款增加,从而使得流动性依旧宽松。预期在年底人民币将重启升值通道,外汇占款将重新成为未来两年流动性宽松与否的主要方面。

流动性保持宽松格局

申银万国认为,在未来3-6个月,影响投资的主导因素将经历以下的切换:全球经济的复苏预期+国际资本活跃;海外资本大举流入中国;国内政策转向的预期升温。信贷回落、三季度天量票据到期以及融资压力的不断累积,下半年A股市场的资金供求存在一定缺口,海外资本流入会成为新的资金来源。随着避险情绪的降温,海外资本重新活跃;今年年底以前,美国政府不会采取实质性回收流动性的举动,全球流动性仍将保持宽松格局。中国内需式的经济复苏以及人民币升值预期将吸引海外资本增加配置;一旦外汇管理政策发生转向的预期升温,A股市场的资金压力将显现。宏观基本面数据以及自上而下盈利预测仍有上调空间。三季度后期,基本面继续改善的预期将减弱,毛利率继续回升的空间也有限,“保增长”政策发生转向的预期可能升温。

A股将呈现冲高回落

对于下半年A股市场表现,申银万国认为,下半年A股市场运行趋势将呈现冲高回落格局,政策转向是转折点。而对于冲高回落的拐点,申银万国认为在三季度后期,随着政策预期的改变,基本面改善的预期将弱化、流动性环境将趋紧,A股市场将向下寻求支撑。对于股指运行,申银万国预测沪深300指数的核心波动

区间为3350——2450点,对应上证综指的核心波动区间为3150——2300点。

市场估值方面,目前A股申万重点公司以流动市值加权的2009年动态市盈率为30倍(剔除金融业为37倍),市净率为2.9倍,相对景气程度略显高估。考虑目前景气程度和未来趋势,其中周期性行业整体相对估值高估较明显,金融服务业相对估值偏低显著,稳定增长行业相对估值合理。

超配低估值行业

具体行业来看,作为典型的投资现象,充裕的流动性预期将继续推高房地产行业景气;由于产能投入较快、外需低迷,即便后续房地产投资回升,也将难以大幅度提升钢铁、工程机械、水泥等行业的景气;部分周期性行业和外贸相关行业目前估值表现,已经提前充分反映了未来可能的景气回升程度而显得高估;高油价继续维持高位,可能对汽车销售带来一定抑制,但却未必实质性带动煤炭价格上升。经济回暖预期增强,将使银行的风险折价显著下降,利差拐点预期增强;保险行业也将受益于流动性和A股冲高;受充裕流动性传导推动和政策措施刺激,零售、医药、食品饮料等消费相关行业景气可能在下半年回升或保持上升势头。

资产配置方面,申银万国建议,在市场冲高阶段,更多超配银行、房地产、保险等估值不高,景气(预期)上升明确的行业;在市场回落或调整阶段,更多超配食品饮料、零售、医药、电力设备、通信设备、软件等景气回升滞后或景气趋势确定的低估值行业。此外,申银万国认为铁路施工、机场、公路、钢铁、水泥、工程机械等行业可能由于低估值补涨或短期景气上升有阶段性超额收益机会。

中信证券： 流动性与复苏预期，引领A股市场震荡向上

上市公司业绩预期将在7-8月份触底回升，市场估值基本合理。研究表明，市场的二次探底一般源于经济的二次探底，因此A股市场二次探底的风险较小。根据海外经济和中国经济复苏预期以及流动性的判断，我们认为A股市场下半年仍将震荡向上。

引言：

A股市场具有"二元"的市值结构和估值结构。A股的市值结构决定其受全球流动性影响较大，这需要我们更多地从大类资产配置的角度观察中国股市；A股的估值结构表明大市值公司普遍具有较低的估值，这又同中国经济复苏以及复苏过程中能否成功转型相关。流动性和经济复苏预期仍将是决定市场方向的主要因素。

市场回顾：

全球主要市场在政策的引导下实现了快速反弹。大降息通常是经济周期从衰退到复苏的关键。伴随着降息，资金在避险需求和风险偏好之间转换，在大类资产中的轮换次序为债券、股票、商品，而联系经济周期和资产周期两者最重要的因素是本位货币--美元的走势。

美国经济"L"型复苏及流动性出口判断：

美国及其他经济体渐次见底并逐渐复苏是下半年的主要趋势，低利率环境还将维持半年以上。由于目前美国还没有新兴的主导产业足以担当流动性载体，因此，未来流动性应偏向通胀属性出口，即偏好股票和商品。从货币因素看，下半年美元指数仍趋于下跌。大宗商品和新兴市场仍将是国际资金青睐的目标。

中国经济"U"型复苏与流动性判断：

中国经济已经进入"U"型回升阶段，房地产行业是决定经济复苏进程的主要因素之一。从中长期看，城市化将是经济复苏中解决经济内外失衡从而实现经济转型的重要途径。在加快城市化的背景下，投资和消费将是未来股票投资的主题，房地产、汽车、新能源和装备制造业将是中国新一轮经济增长的主导产业。在经济复苏尚未得到有效确认之前，低利率环境以及今年新增的7-8万亿贷款，将使经济处于流动性充裕的状态。

A股市场下半年仍将震荡向上：

上市公司业绩预期将在7-8月份触底回升，市场估值基本合理。研究表

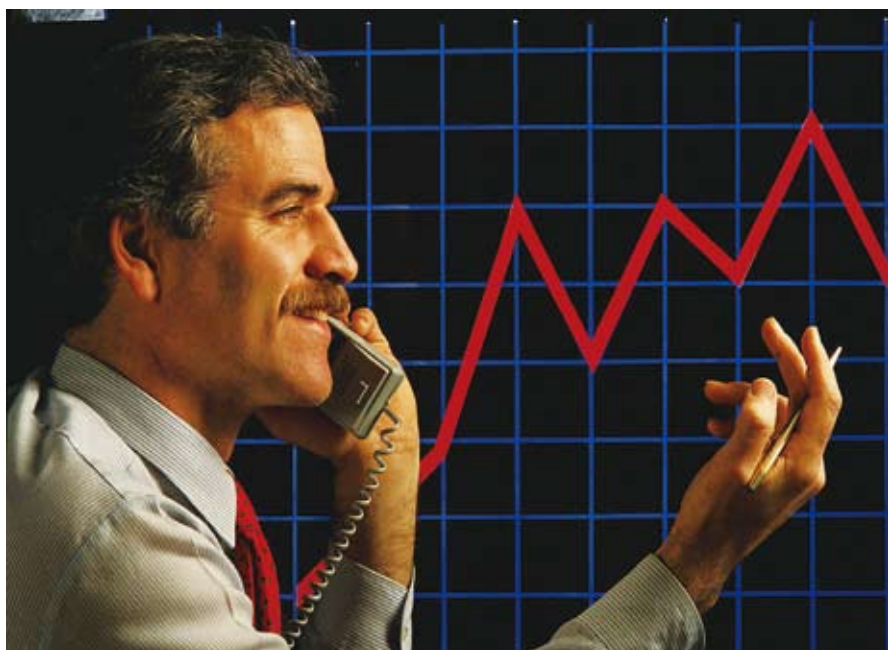


明，市场的二次探底一般源于经济的二次探底，因此A股市场二次探底的风险较小。根据海外经济和中国经济复苏预期以及流动性的判断，我们认为A股市场下半年仍将震荡向上。

行业选择：

下半年，我们仍然看好大金融（大银行、保险、房地产）、资源品（石油、钾肥、有色、煤炭），以及可选消费品中的汽车。并认为投资开始向中游（钢铁、水泥）延伸。其中，大金融和资源品与流动性相关，中游与经济复苏相关。自上而下的方法是运用投资时钟，及基于A股市场结构的产业链研究；自下而上的分析方法是汇总行业分析师对行业景气的判断、公司估值与盈利增长，及技术层面的动量指标。🔗

海通证券： 下半年将展开中期调整



海通证券日前在2009年中期投资策略报告会上表示，对今年下半年A股运行趋势持偏悲观的观点，预计市场将进入中期调整格局。市场下跌的动力，可能主要来自市场对宏观经济增速的二次探底预期、市场已存在的较明显的结构性“泡沫”和本轮流动性过于充裕的高峰已经过去三个方面。

从宏观经济的层面分析，海通证券指出，未来我国宏观经济增速存在二次回落风险。中国本轮宏观经济调整已不仅仅是传统意义的经济周期问题，美国“过度负债、过度消费”模式的改变，将使中国“过度依赖出口”的模式被动改变，从而令出口承受较大压力。同时，长期积累的经济增长结构矛盾将在未来压制民间资本投资意愿。当经济周期问题 and 经济结构问题叠加时，意味着本轮经济调整不会是个传统的“触底—复苏”经济周期模式。因此，一旦我国出口形势没能在2010年年内有大幅改善，且我国社会消费品零售总额没能实现远超预期的增长，则2010年我国宏观经济增速就存在出现二次回落的较大风险。

下半年上市公司业绩也难以成为推动股指上涨的新动力。海通证券表示，目前市场对2009年沪深300指数成分公司总体业绩增速一致预期值依然偏高，未来下调风险远大于上调风险。在上市公司营业收入增速下滑压力明显及三项

费用率将上升等情况下，预计2009年A股业绩增幅约为2.6%，增速预期非常有限。

从供需关系分析，海通证券则认为，今年下半年A股市场供求状况难以乐观。首先，今年下半年限售股解禁量占全年比重8成，为股改以来的解禁股最高峰，至今年年底A股可流通比重将达74%；其次，新股IPO重启将可能对市场资金面带来不小的阶段性冲击；再者，截至今年一季度末，基金股票持仓位约达76%，若未来没有大规模的持续基金净申购，则未来基金可增仓幅度将会有限；最后，本轮流动性最充裕的时光可能已经过去，未来流动性下行风险在逐渐增大。

在对宏观经济寻底预期情形下，海通证券建议投资者在适度控制股票持仓位的同时，行业配置采取偏防御性的策略。自下而上，建议重点关注软件开发行业、电力设备行业与铁路设备行业等可能受到政府扶持、或政府可能加大采购力度带来的潜在投资机会，并建议重点关注新能源主题与区域性主题。海通证券表示看好具备典型防御性特征的必需消费品及相关行业对应存在的潜在估值溢价投资机会，中长期有望受益于政府可能较长时间持续实施的扩张性财政政策的基建及相关行业，以及因美元汇率贬值预期与潜在结构性通胀压力给石油开采行业、有色金属行业与农业板块可能带来的波动性机会。

国泰君安： 全球流动性转向下的A股变局

摘要：

相比去年底的坚定看多，经过波澜壮阔的强劲反弹，我们认为下半年市场走势变得更扑朔迷离，正如巴菲特所言：“市场十分高时和十分低时，我是知道的，其他大部分时间我也不怎么知道市场会如何演变”。

我们认为国内经济复苏趋势明显，在可预见的1年内，经济好转趋势都将延续，甚至出现局部过热（如房地产和基建投资），现在担心“类滞胀”显得太早，这有利于下半年股市。未来经济可能呈现“09年前低后高，10年前高后低”的“类W型”走势。

下半年的不确定性主要来自外患。美元汇率是决定下半年投资策略的关键变量，而这主要取决于美联储的货币政策。我们预期美国货币政策将被迫转向，全球流动性面临再次收缩。美元上涨将对大宗商品价格形成打压，但随着通胀压力下降，对中国有中长期利好，国内宽松的货币政策可以持续。

按照我们的逻辑演绎，下半年股市总体仍然向好，但涨幅有限，更多地是震荡中的机会，受益于温和通胀的金融地产和受益于经济复苏的建筑建材、机械设备等行业值得关注。原因在于：（1）国内货币政策滞后，宽松政策局面将

维持；（2）业绩下半年大幅好转（全年增长12-15%）；（3）4季度出现温和通胀；（4）资金面的供求状况要逊于上半年。

3季度可能出现一波调整，原因在于：（1）本轮流动性过剩催生的海外经济复苏和资产泡沫很可能随着美联储收缩货币，从正反馈转向负反馈，对金融市场、大宗商品市场和中国的出口造成打击，外盘股市会先行反映，酿成一波通胀预期收缩下的中级调整；（2）中报业绩仍不理想，预计同比下跌超过10%；（3）IPO重启；（4）累计涨幅偏大，局部估值偏高。但中期调整后是买入机会。📈

安信证券： 行情将延续到明年上半年

关注高ROE的煤炭、房地产、银行、零售四大行业

安信证券首席经济学家高善文和研究中心程定华在其2009年中期策略报告会上表示，随着全球经济进一步回暖，A股市场的中期趋势仍未改变，本轮行情有望延续到明年上半年。目前经济复苏已经出现了“绿芽”，“绿芽”能够长成“小树”，而“小树”如果弄得好的话，也会长成“森林”。

中国地产将现泡沫化繁荣

高善文的论述主要围绕“地产复苏与经济回暖”展开。通过对1986年-1990年的日本、2002年-2006年的美国和2009年以后的中国这三个案例进行研究，高善文认为，从日本上世纪80年代后期和美国经济在过去几年的经

历来看，一个共同的特征是它们都形成了非常大的房地产泡沫。形成房地产泡沫的宏观经济条件在这两个国家从表面上看似有很多差异，但如果进一步去追踪数据的形成过程和其中的内在逻辑，会看到大量惊人相似的逻辑过程。值得注意的是，在这两段历史时期中，宏观经济数据和数据之间的逻辑关系在历史过程中表现出的趋势，在2009年的中国宏观经济中基本都存在。

考虑到目前一系列内外宏观经济条件，高善文认为，短期来看，中国的房地产市场很可能正在全面回暖，并将逐步支持经济的全面复苏。中期房地产市场的回暖很有可能逐步形成一定程度和一定范围内的房地产泡沫，而如何管理这一正在形成的房地产泡沫，将是中国宏观经济政策面临的重大挑战。至于管理的结果，将在很长时间内对中国的经济增长和资本市场的基本趋势产生重要而且深刻的影响。

在谈及美元汇率贬值和大宗商品价格上涨背景下的通货膨胀压力和美元汇率的未来趋势时，高善文认为，尽管美元汇率贬值和大宗商品价格的上涨受到一系列复杂因素的影响，但截至目前，推动这一过程的最主要力量，仍然是全球金融市场和全球经济正在从雷曼破产导致的休克中逐步恢复，逐步实现正常化。

这一过程使得全球范围内主要发达国家长期国债利率普遍上升，使得低等级债券收益率和风险溢价普遍下降，使得全球范围内股票价格普遍回暖和大宗商品价格快速回升，甚至带来了美元汇率的贬值。目前这一过程也许还没有结束，但应该已经接近尾声。因此，由此所形成的通货膨胀压力在中期内应该还是比较小的，并且完全可以管理。

高善文最后表示，中国股票市场经过前一段时间的大幅上涨，从估值角度来看可能已经出现结构的泡沫，并在总体估值上可能已经回到合理区间的上限。但是，由于充沛流动性的存在以及经济逐步回暖的基本趋势，股票市场的反弹趋势并未出现根本性的逆转。

行情将延续到明年上半年

对于A股市场的未来走向，程定华认为，本轮反弹行情有望延续到明年一、二季度。

程定华的报告主要围绕四个方面展开：一是关于全球的问题，二是关于中国的问题，三是对资产价格的看法，四是行业配置的策略。对于前两个问题，程定华表示，目前经济复苏已经出现了“绿芽”，而目前的问题是“绿芽”是否能够长成“小树”、能够成长为“森林”。程定华认为，“绿芽”可以长成“小树”，“小树”如果弄得好的话，也会长成“森林”。

程定华表示，随着经济的复苏，目前中国A股市场正在与香港、印度、印尼、巴西、俄罗斯等新兴市场一起由“绿芽”行情转向“小树”行情阶段，领先全球其它经济体，A股市场下半年行情值得继续看好。

程定华强调，下半年行业配置非常重要。在估值条件相当的条件下，盈利水平的高低决定着股价增长的潜力。2002-2007年，由于名义GDP的增速一直高于企业净资产收益率（ROE）水平，所以除个别利润份额快速下滑的行业外，A股ROE整体处于上升趋势，但这一格局在去年四季度被打破。在现在名义GDP增速低于ROE水平的条件下，只有利润份额持续提升的优势行业才能够使ROE维持在较高水平。

程定华表示，在估值水平相当的情况下，决定一个行业的涨幅就是ROE。谁的ROE最高，最后涨幅一定会最大；谁的ROE有可能越过6000点的位置，那个行业就最有可能越过6000点的价格。

他认为，煤炭行业的ROE今年都能维持在接近30%的水平，它是ROE可以维持非常高的行业；第二个行业是房地产，房地产行业ROE去年降幅较大，但由于最近房地产价格出现比较大的上涨，房地产行业的ROE历史最高是18%，今年可能会出现比较大的回升；第三个行业是银行，银行业ROE最高接近13%，预计银行的ROE可以回到2007年的高点；第四个行业是零售行业，这些行业长期ROE趋势都是上升的，零售行业的ROE历史上的高点是18-19%，2010年零售行业的ROE有望回到历史高点水平。

程定华最后强调，财政赤字将是影响行情的一个重要因素。根据1-5月份的财政收入和支出状况判断，财政赤字占GDP的比重上升到5.5%，中央加地方可能是1.8万亿美元的财政赤字。这样的财政赤字长期来看是不可持续的，明年二季度或三季度一定会出现“断奶”，之后的经济能否依靠自身健康地成长下去，目前还不清楚。因此，明年二季度是非常重要和需要高度警惕的时间点，到那个时候，我们需要判断是把指数泡沫吹得更大还是选择结束泡沫。📈



招商证券： 复苏之道——由反弹通往反转的路径

反弹与反转之间的过渡期。如果说去年底和上半年策略要回答的核心问题是经济会不会从衰退走到反弹，以及经济从衰退到反弹过程中的市场表现、配置方案；那么，下半年策略要回答的核心问题应该是经济会不会从反弹走到反转，经济反弹到反转之间的内在机制、路径，以及经济在反弹和反转之间股市的表现特征和资产配置方案。

美国经济史上反弹-反转之间股市的路径。在经济衰退后的反弹-反转阶段，有时候股市没有大级别调整而直接进入新一轮牛市；有时候会因通胀对经济复苏机制形成制约而导致大级别调整。在通胀预期阶段，股市表现一般较好，只有当通胀显性化对货币政策和经济复苏机制形成制约时，才会发生级别较大的调整。

中期内中国经济的两种可能情景。三季度经济增长环比继续回升仍是大概率，但四季度之后则取决于经济复苏动力之间的博弈：如果地产、出口能较快复苏并弥补财政支出效应衰减，明年上半年经济则有望向高增长高通胀格局迈进；否则，四季度后经济复苏趋势可能拐入低增长低通胀格局。我们倾向于认为第一种情景是大概率。

流动性第二阶段和美元外溢。流动性第二阶段已然来临，居民储蓄存款增速已开始回落，居民部门资产配置正从无风险资产转向风险资产；定量宽松使

美元外溢和贬值预期挥之不去，有助于非美国国家的资产价格上涨和通胀预期。就中国而言，货币正缺口的明显收窄最早可能在四季度中旬后到来，源于名义GDP 升高和货币供给基数提高。

市场仍处于经济复苏预期和流动性共同推动的延续期。下半年多数时间内市场仍处于流动性推动和经济复苏预期共同推动的过程中。四季度之后经济和流动性环境不确定性会有所增加，如果经济向高增长高通胀格局迈进，市场的风险点会推迟到明年上半年通胀显性化的时候；反之，如果经济有转向低增长低通胀苗头的话，市场的风险点可能会被提前到今年末期。如前所述，我们倾向于认为第一种情景的可能性较大。

看好地产金融、持有上游、埋伏中游。上半年行业配置思路是基于经济周期里的产业景气轮动，下半年配置思路应转变为基于企业盈利恢复和行业间利润增长比较。分析表明，工业利润增速反弹最快的阶段出现在PPI 自底部回升至3%-4%的水平；从相对意义上讲，利润会从工业品向原材料和能源转移，预计在不产生大幅通胀（PPI 在4%以下）的前提下，原材料的利润占比会迅速提升，能源的利润占比也恢复到一个较好的水平，工业品的利润占比上升的阶段会过去，但仍可以保持较平稳的增长水平，消费品的利润占比将有下降。因此，我们建议：看好地产金融、持有上游、埋伏中游，超配地产、金融；煤炭、有色；钢铁、化工。🔗



光大证券： A股下半年仍将上涨

光大证券在2009年中期策略报告会上提出：2009年下半年的A股市场仍将上涨，看好既受益于需求复苏，也受益于流动性宽裕的资源资产的投资机会，建议超配房地产、有色、石油石化、采掘、券商、高档酒、银行和航运等行业。

大市值行业盈利或超预期。光大证券看好资产和资源类股票，认为资产、资源类板块将受益经济复苏、通胀和美元疲软；并且由于价格上涨，资产、资源类板块上市公司业绩将超过市场预期；从估值来看，资产、资源类板块的估值相对整体市场也较有吸引力。

光大证券认为，从企业利润来看，价格水平已经企稳，并有上扬迹象，工业产出水平也开始恢复，预计企业利润将随后出现回升。由于市场预期的利润仍然是基于一季度的情况，考虑到价格和产出回升，未来企业的业绩回升将超过市场预期。

从市场估值来看，A股市场市盈率目前在22倍左右，仍然处于合理水平。银行、采掘、石油石化等处于估值中枢下端，房地产、非银行金融处于中端，有色金属处于上端。大市值行业盈利超预期上调的概率较高，将缓解短期估值压力。事实上，强周期性行业占市场的市值超过60%以上，因此A股市场估值体现出周期性行业估值特征，景气周期判断是估值核心，绝对估值水平参考意义有限。



中国经济转入系统性复苏阶段。由于未来无论是货币还是财政政策都将维持稳定，大幅改变目前政策的概率很低，因此，股票市场将主要依赖经济的自身改善来获得上涨。光大证券认为，中国经济复苏将由结构性转入系统性阶段。在大幅降息和财税激励政策的支持下，此轮经济周期已经在08年4季度和09年1季度之间触底，预计09年的经济增速为8.5%左右。

由于GDP以及工业增加值持续回升，体现经济复苏预期的可选消费品销量回升也比较明显，固定资产投资维持高位且房地产投资体现复苏迹象，光大证券判断，国内经济复苏将在宽松的货币环境下得以持续，未来将体现为企业盈利和居民收入的恢复。

光大证券表示，目前国家鼓励银行放贷，使得信贷增速维持在高位，从而出现流动性充裕。预计随着经济的逐步回升，流动性环境仍将保持充裕。并且，随着全球金融系统的企稳，全球“去杠杆化”将进入尾声，国际主力资本将重新寻找获取收益的机会，而中国经济率先于全球复苏，并且增长较为强劲，全球资本必将重新流入中国市场。

同时，中国经济在系统性复苏过程中有出现结构性通胀的隐忧。目前推动中国通胀的主要是两端：一端为下游消费品和投资品，主要是“住”和“食”；另一端为进口依存度高的大宗原材料。🔗



乱云飞渡仍从容

——下半年政策导向与产业变革分析

◎ 联合证券研究所

上半年的政策效应分析

上半年，国际国内经济运行形势风谲云诡，政策出招频繁，政府运用多种财政与货币的反周期宏观经济政策手段来遏制经济与就业下滑。在“推进宏观调控，保持经济平稳较快发展”的政策导向下，管理层在把握宏观调控的方向、重点、力度和节奏方面比较到位，“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”在应对国际金融危机的冲击、促进“保增长、扩内需、调结构”、促进经济运行出现积极变化方面发挥了积极作用。

积极的财政政策成效显著

跟随4万亿财政投放政策，中央政府上半年加大了政府公共投资力度，以扩大内需。2009 年中央政府公共投资预算9080 亿元，其中安排中央财政赤字7500亿元、发行地方债券2000 亿元，在经济史上确属罕见。

推进税制改革，大举实施结构性减税，促进投资和消费。全面实施消费型增值税，进一步提高纺织、服装等产品的出口退税率，继续执行去年已出台的一系列税费减免、退税或抵免税政策。初步测算一季度落实结构性减税政策减轻企业和居民负担约1200 亿元（全年预算额约5000 亿元）。

提高低收入群体收入，促进扩大消费需求。1-5月，全国社会保障和就业支出同比增长32.2%，教育支出同比增长16.4%。预拨对农民的粮食直补、农资综合补贴、良种补贴和农机具购置补贴资金、城乡低保补助资金、基本养老保险补助资金、优抚对象等人员抚恤和生活补助资金，向城乡低保对象等人员发放一次性生活补贴、增加企业退休人员基本养老金等，数额都有较大增长。同时，在全国范围内实施的家电下乡和汽车下乡补贴政策，对县域经济的刺激效果较为明显。

上半年财政支持科技创新和节能减排的力度得到加强，以推动经济结构调整和发展方式转变。1月—5月，科学技术支出同比增长28.2%，采取以奖代补支持十大节能工程等。这些强有力的财政政策，把行政与经济手段有效结合在一起，采用“组合拳”的方式来进行宏观调控，市场效果是明显的。

适度宽松的货币政策偏向“激进”

年初，央行强调要“2009年将实施适度宽松货币政策，适当增加货币、信贷投放总量，综合运用利率、存款准备金率、公开市场操作等政策工具灵活调节资金供求，必要时还可以使用创新金融工具保持市场的合理流动性。”全年的货币投放目标为：广义货币增长17%左右，新增贷款5万亿元以上。

上半年，央行“认真执行适度宽松的货币政策”，人民币新增贷款始终保持着20%以上的增速，贷款利率继续下行。5月末，金融机构人民币各项贷款余额36.21万亿元，同比增长30.6%，增幅比上年末高11.87个百分点，这是信贷增速自去年8月份触底以来连续第九个月加速增长。

与前4个月不同的是，5月份中长期贷款和票据融资有所减少，信贷结构发生了变化。货币政策加大马力向市场注入流动性，在保证货币信贷总量满足经济发展需要、加强对“三农”、中小企业、就业、灾后重建、扩大消费、自主创新等领域的信贷服务方面成效明显。

值得留意到是，1月至5月，人民币各项贷款增加5.84万亿元，同比多增3.72万亿元。而此前的4个月，我国已经累计新增人民币贷款5.17万亿元，已实现政府提出的2009年新增贷款5万亿元的最低目标。这将使下半年的货币政策面临的压力、执行难度都加大。

激进的产业振兴政策

为了进一步扩大内需、增加就业、拉动经济增长，包括钢铁、汽车、装备制造、电子信息、纺织、造船、有色金属、石化、轻工等十大产业的产业振兴规划火线出炉。与去年重拳刺激经济方案把重点放在固定资产投资和扩大消费的方案不同，十大产业振兴方案主要侧重于产业整合与振兴，涉及到的都是对国民经济有重大影响的产业，其鲜明特点是几乎囊括了中国80%的制造业。

十大产业的支持措施主要集中在：加大财政投入力度、改善投资环境、加快出台和落实财税扶持政策、完善融资体系、加大对外向型企业的支持力度、支持信息技术在传统产业中的应用、强化自主创新能力建设、支持优势企业并购重组、扩大国内需求、建立产业安全和损害预警机制。支持关键技术研发及产业化，支持骨干企业技术改造及结构调整，促进信息技术应用，推动传统产业改造提升。加大国有资本预算支持国有大型企业自主创新和产业结构调整的力度。

振兴规划把扩大内需、振兴产业和科技支撑结合起来，有利于解决这些产业目前遇到的实际问题，比如降低企业负担、增加企业收入，缓冲世界金融危机对中国的影响；长远来看，将对促进相关产业升级和拉动经济增长产生深远的影响。

区域振兴政策密集出台

区域振兴成为今年政策引导产业重整、重振，刺激经济复苏的第三张王牌，其要旨是利用国内广阔的空间，为经济的复苏和调整争取时间。上半年，国务院先后批准了《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》、《国务院关于推进重庆统筹城乡改革发展若干意见》（“两江”新区规划）、《成都市统筹城乡综合配套改革试验总体方案》、《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》（上海“双中心”）、《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》、《深圳综合配套改革总体方案》、《国务院关于促进东北地区等老工业基地经济平稳较快发展和全面振兴的若干意见》（振兴东北新政）等七大区域振兴方案。

分析中国地域产业分布现状，我们认为，区域振兴将直接刺激投资以拉动内需，这对地方来说，比单个中央项目更具吸引力，也更有主动性和积极性。其次，区域振兴可解决长期困扰中国经济的失衡、失调和产能过剩问题，促进区域经济协调发展。如此密集地推出区域振兴规划，重新定位区域经济，进一步完善区域布局，不但可使中国经济获得伸缩的纵深空间，为结构调整赢得时间，也是保证中国经济有质量地复苏的关键举措；通过部分地区“先行先试”，以点带面，进一步完善市场经济体制，为全国改革发挥木的在试点和带动作用。

下半年政策预期

从外部环境看，下半年国际金融危机对我国的影响仍难以消除，经济发展的不确定和不稳定因素依然较多，我国经济平稳回升的基础尚不稳固，内需动力不足，尤其是出口形势依然严峻。因此，我们认为下半年的政策着力点将集中在扩大内需、刺激出口方面。

相对上半年相对激进的政策导向，后续操作的难度将加大。预计下半年的

政策导向可能会微调，但“保增长、扩内需、调结构、促民生”向的主基调不会改变。

财政政策方面，总体风格不会改变，但重在落实上半年的刺激计划

随着预算批复后项目支出执行进度加快，下半年财政支出额会大幅增加，在收入下降的情况下支出压力会不断加大，财政收不抵支的矛盾将逐步凸显出来，全年财政收支形势严峻。但下半年财政政策有望保持适度扩张，进一步加大结构调整的力度，给已实施的扩张性政策加码。

从时间进度上看，三季度仍是一个关键时期，在继续落实4万亿投资计划的同时，或许还需要启动新一轮的政策刺激。在产业调整与振兴规划的财税扶持政策将可能持续出台。如果第二季度增长低于预期，第三季度推出刺激政策的可能性就更大。因此，进一步落实刺激消费、拉动内需，鼓励出口、消化产能过剩，扩大就业、保障民生等政策就极为迫切。

我们认为，下半年随着《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》的逐步落实，为我国今后进一步扩大社会保障的力度

和覆盖面提供了支持，这是增加居民消费意愿的重要保证，有利于推动中国社会向消费拉动转型。我们认为，《实施办法》出台，将国有资产用于国民，以求刺激内需，标志着我们在向消费型社会转型的道路上迈进了实质性的一步。这也预示着我国进一步出台支持内需的政策想象空间更大。

货币政策进入两难境地：货币的供给总体仍宽松，但防止经济局部过热的结构性紧缩政策可能实施

上半年中长期贷款在新增贷款中所占的比例很高，大量资金进入了基础设施建设。这一部分投资属于刚性投入，预计中长期贷款占比较高的这种趋势仍将延续一段时间，信贷增幅还会保持较高水平，这也使得防范通胀的压力加大。尽管货币政策仍将“适度宽松”，但下半年信贷快速增长趋势难以得到延续，我们预期管理层将有“优化信贷结构”的措施出台，在“区别对待、有保有压”的原则下投放信贷。信贷投放节奏可能出现阶段性的“明松暗紧”的态势。实际上，政府在加大经济刺激政策的同时也在极力防止短期内通胀的发生，防止经济出现过热的情况。预计信贷投放在三季度趋于回落，央行公开市场操作的力度将增强。当然，如果中国经济继续走弱的态势因外部环境而恶化，适度降息、下调存款准备金率、放开信贷规模管制等举措都可能出台。一方面，配合中央投资项目所需配套贷款及时落实到位，仍是“加大金融支持经济发展的力度”的任务；另一方面，加大出口信贷支持力度，尤其加大对高新技术产品和劳动密集型产品出口的支持将得到强化。同时，对“三农”、中小企业等薄弱环节的金融支持有望在下半年逐步落实。在培育消费热点方面，个人消费类贷款将进一步得到支持，完善汽车消费政策、发展社区商业、物业、家政，以及旅游休闲消费、网络动漫等新型消费，支持房地产市场的新措施等，都可能在下半年有所作为。此外，配合国家区域一体化的发展战略，区域金融一体化的政策或将逐步出台。

产业政策将在逐步落实中显效

1、十大产业振兴规划与区域振兴的相关产业配套政策值得期待

相关细化的配套政策是振兴规划得以落实的关键，更是“扩内需、促增长，调结构、上水平”的保障。我们预期管理层在增强产业政策在宏观调控中的作用、增强政策调控的预见性、针对性和有效性方面将进一步提升。

2、新能源政策呼之欲出支持新能源发展和节能减排，也是今年产业政策变革的重头戏。

支持风能、太阳能、核能、水电等新能源和节能环保等新兴产业的政策，将进一步推进产业化进程，其带给市场的机遇也将是长远的。

3、军工新政或将出台

军工产业的变革在今年又将有突破的预期，在政府促进经济发展的4万亿投资计划中，军工、国防建设领域也受益明显。我们预期在鼓励和引导非公有资本进入国防科技工业建设领域方面、军工集团的军民结合高技术产业的发展方面、增强军民转换能力方面的相关配套政策可能会出台。

区域经济振兴将上升为国家战略

呼之欲出的《关中一天水经济区规划》、《加快北部湾开发发展的若干政策》、《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》可能在三季度陆续出台，



由此，十个试验区将围绕“体制创新”的主线，通过部分地区“先行先试”，以点带面，进一步完善社会主义市场经济体制，为全国改革发挥试点和带动作用。随着长三角、珠三角和京津冀经济圈的辐射作用日益增强，武汉城市圈、长株潭城市群、重庆市、成都市、深圳经济特区综合配套改革试点推进，上海国际金融中心和国际航运中心建设加快推进，海峡西岸经济区和广西北部湾经济区发展提速等，中国区域间经济发展将更趋协调、互补和可持续，区域经济发展也将成为经济增长的新亮点。这将强化拉动投资、拉动需求、促进消费，增强内需对经济增长的拉动作用。从“星星之火”到“燎原烈火”，中国的区域振兴与产业振兴政策已由应急之策转变为经济转型、图强的长远战略。这将助推经济发展方式从投资和出口拉动型向内需拉动型的重大转向。

垄断行业准入政策将放宽（石油、铁路、电力、电信、市政公用设施等重要领域或将松动）

国家发展改革委日前发布的《关于2009年深化经济体制改革工作的意见》中明确提出：“要深化垄断行业改革，拓宽民间投资的领域和渠道。加快研究鼓励民间资本进入石油、铁路、电力、电信、市政公用设施等重要领域的相关政策，带动社会投资”。

在今年特殊的经济环境中，“非公经济破垄断坚冰”或许值得期待。今年，大密度的投资都是在短时间内进行，基本上靠政府投资带动，民间投资仍在观望。欣慰的是，山东省率先响应了发改委的《意见》，提出“凡是国家法律、法规没有明令禁止的行业和部门，都要对民间资本开放。其中，能源、交通等垄断行业和领域，也将逐步允许民间资本进入”。允许民间资本进入能源、交通等垄断行业和领域，逐步引入市场竞争机制，积极推进投资主体多元化。

下半年政策引发结构性投资机遇及多元化的主题投资机会

综上所述，“加强货币政策、财政政策和产业政策之间的协调配合，充分发挥政策合力”将是下半年宏观调控的一大特征。值得关注的是，6月17日

召开的国务院常务会议强调“我国经济运行正处在企稳回升的关键时期，要坚定不移地继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面贯彻落实好应对国际金融危机的一揽子计划，并根据形势变化不断丰富和完善”，并提出了七项措施，巩固和发展企稳向好的形势。这表明，下半年宏观调控的前瞻性和针对性将进一步提升。

我们看到，针对上半年的经济运行和民生问题，多位中共中央政治局常委6月份在全国展开了一轮调研考察，而中央领导如此密集的出行调研活动，堪为史上罕有。这些调研主要是围绕钢铁、装备制造以及新能源、电子信息等高科技行业展开，并且中央高层在调研讲话中都强调了要推动产业升级、实施经济战略调整。在中国经济正处企稳回升关键期，下半年逐步落实一揽子刺激计划也在预期之中。

实际上，政策效应已2季度逐步显现，我们预期政策导向将进一步推动我国在2009年中期以后有望逐步企稳，恢复平稳增长格局。到2010年，随着政府拉动内需政策效应的充分释放，主要靠内需拉动经济发展的格局将初步形成，中国经济将开始新一轮发展。我们认为政策作为调节经济与市场的重要手段，下半年主要体现在落实、调整和完善方面，“扩内需、保增长、调结构、促民生”的任务还很艰巨，但强有力的政策组合拳持续在三季度发力还是可以预期的，因此，医药、商业零售、食品饮料等关乎民生的行业将在下半年迎来结构性机遇，而装备制造、新能源、通信、电子信息、工程机械、航空航天将直接受益于政策刺激，尤其是政策主导的区域产业重整、行业内整合、企业并购、资产注入，将衍生出多元化的主题投资机会。📈

开心一刻



仙女下凡

同寝室小张最近总神秘秘早出晚归，据说正在谈女朋友。众人相问，小张总笑而不答。

一日，小张正端详女友的照片，一边赞不绝口：

“真乃仙女下凡也！”被室友撞见，大家一拥而上抢过照片。待看完照片之后，大伙只有一个疑问：“你的这个仙女下凡时是不是脸先着地？”





航空行业（增持）

趋势性交易买点逐步到来

——航空行业2009年中期策略

◎ 联合证券研究所

基本观点

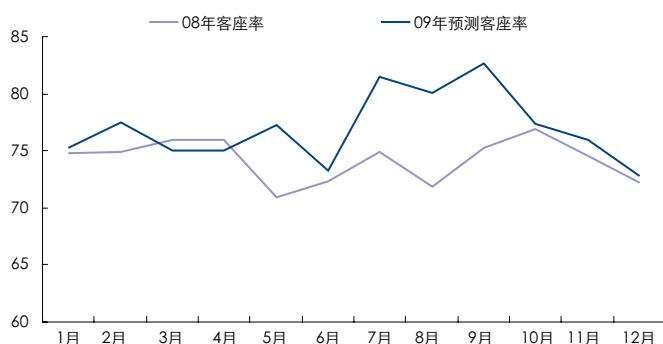
通过对中国航空旅客吞吐量月度数据进行剔除季节性因素处理，我们发现：今年前四个月的国内航线旅客吞吐量月度环比增速接近06年、07年的高增长阶段环比增速水平，基于此，我们认为3季度国内航线旅客吞吐量同比增速有望接近28%，2010年航空旅客吞吐量同比增速有望在12%以上。

行业边际供需缺口将在3季度陡然放大，带动利用小时与客座率的显

著提升，我们预计3季度行业客座率有望接近80%，基于行业客座率与毛利率的关系，我们预计3季度票价同比大幅下跌的趋势将明显改善，行业毛利率将达到15%以上。

2010年行业供需格局进一步改善为大概率事件，飞机引进方式中租赁方式占比接近50%使得航空公司在运力扩张时具备调控空间，09年以来航空公司大幅降低了租赁引进飞机数量，通过租赁方式引进的飞机占整个飞机引进的比例从过去的50%左右迅速降低至10%，同时2009年以来退租方式占全部退役飞机比从07年、08年的50%迅速提升至接近80%，基于中国航空公司引进机队方式的配比情况，我们可以判断09年退租的飞机中有部分属于提前退租，我们预计在未来的较长一段时间内，租赁方式引进飞机占整个飞机引进的比例会保持在10%至20%之间，2010年航空业的运力增速将不会出现较09年大幅增加的局，预计行业座位数增速保持在10%至11%之间，同时基于我们对于10年行业需求的判断，我们认为在2010年行业供需格局进一步改善为大概率事件。

图1、3季度客座率将显著提升



资料来源：联合证券研究所

市场的担心与转机

市场的担心

甲型流感蔓延不止，旺季乐观预期落空

基于上一次SARS疫情对于航空业短期的巨大冲击，市场对此次甲型H1N1流感对航空需求的影响心有余悸，从4、5月份的票价水平来看，甲型H1N1流感抑制了国内航线的票价水平回升、加剧了国际航线票价水平的下跌。

石油价格持续上涨，强化国内航油价格上调预期

在目前的原油价格下，国内航油理论出厂价高于实际出

厂价约900 元/吨，与国际原油价格基本保持联动的新加坡航油价格在目前的基础上每上涨1%，国内航油理论出厂价将上涨约50 元/吨，增加全体航空运输业成本约6.5 亿元。

转机在哪里？

甲型流感疫情得到控制

截至目前，全球甲型H1N1流感感染人数（确诊减去治愈和死亡）仍处在净增加的阶段，我们认为感染人数存量的稳定和下降是甲型H1N1 流感对航空运输业负面影响逐步消除的转机标志。

石油价格的阶段性调整

在大部分时间里，航油成本成为影响航空公司利润的仅次于供需格局的重要因素，而与此同时，航油价格的变动方向又可预测性不强，因此当石油价格持续上涨时，关于石油价格的乐观预期使得市场会对航空公司的盈利产生相对悲观预期，反之亦成立。

前段时间各国宽松货币政策所造成的流动性过剩，因此一段时间以来，市场关于未来通过通胀的预期上升，原油等国际主要大宗商品价格在过去的一个月里持续上涨，恶化了航空业的盈利预期，但是由于全球主要发达经济体的经济恢复尚不十分明显，市场对未来油价走势存在一定争议，如若石油价格能够出现阶段性调整，则对航空业而言意味着一定转机。

投资策略

趋势性交易买点逐步到来

前段时间甲型H1N1 流感的发生加剧了票价的下降幅度，原油价格持续上涨强化了国内航油价格上涨的预期，我们认为随着甲型H1N1 流感对航空需求负面影响的逐步散去以及国际大宗商品价格涨势的趋缓，结合

旺季到来航空业绩驱动因素的全面好转，趋势性交易航空股的买点正逐步到来。

A股航空股目前的PB 水平显著高于国际同行，主要航空公司的A、H 股价差在2 至3 倍，反映了目前国内A 股航空股缺乏足够的安全边际。但如果基于有足够安全边际的投资理念，中国A 股航空股历次的上涨都显得有些荒谬，但重要的事实是每次它都发生了。

如果从A 股的估值历史这个角度来看，目前的PB 估值水平接近历史平均水平，根据A 股的估值弹性来看，如果连续两年行业的基本面能够持续好转，则目前的PB 估值水平存在继续提升空间，即使PB 保持目前水平，盈利的结果导致每股净资产的增加也会提升目前的股价水平。

重点公司

中国国航

作为国内航线结构最优的航空公司，在国内航线票价控制水平上要优于国内其他航空公司，09 年以来通过运力从国际航线向国内航线转移，截至5 月份国内航线旅客吞吐量和RPK 分别实现了18.2%和18.6%的同比增长，3 季度随着08 年低基数以及国际经济形势的企稳，预计国际航线也有望实现正增长，同时08 年大

幅计提的合约账面价值亏损的转回也将会增加09 年收益，预计09 年、10 年公司将实现每股收益0.35 元/股、0.31 元/股，维持“增持”的投资评级。

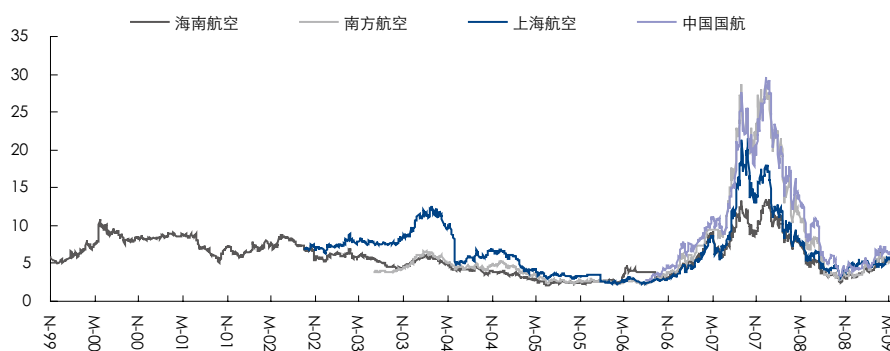
南方航空

作为国内航线规模最大的航空公司，09 年以来国内航线旅客吞吐量增长乏力，这主要有三个方面原因：一、珠三角外向型经济所受的冲击最大；二、公司08 年同期增速相对其他公司较高，基数较高；三、公司偏旅游的长航线结构，随着夏季旅游旺季到来，预计公司在3 季度的旅客吞吐量增速相对其他航空公司预计有较大改善，预计公司09 年、10 年实现每股收益0.34 元/股、0.39元/股，维持“增持”的投资评级。

海南航空

公司大股东大新华航空有限公司采取了“旅游+航空+航空衍生服务”以及“与其他股东与地方政府合资”两大战略近年来大举扩张机队规模，09 年以来公司的机队扩张在国内几大航中居首，截至5 月份底公司飞机架数同比增加接近30%，预计公司09 年、10 年实现每股收益0.17 元/股、0.20 元/股，维持“增持”的投资评级。

图2、A 股主要航空上市公司的PB 估值历史



数据来源：联合证券研究所，CEIC

房地产行业（增持）

由复苏走向泡沫

——房地产行业2009年中期策略



◎ 联合证券研究所

楼市复苏程度远超预期

量价齐升，楼市回暖程度超预期

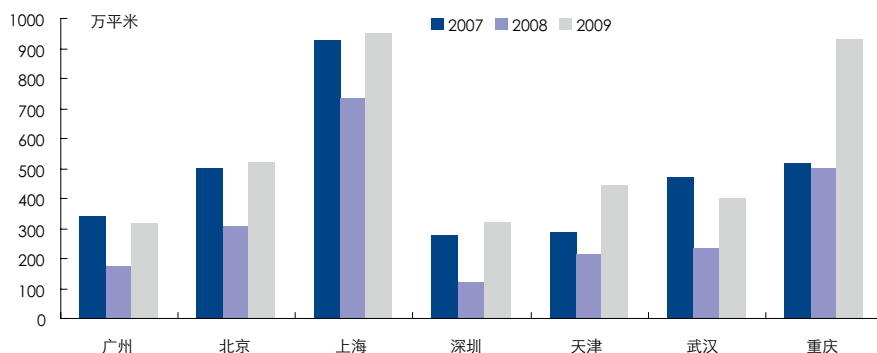
今年前5个月，各地楼市先后回暖。全国商品房销售面积累计增速达25.52%，商品房销售金额累计增速则高达45.32%。如果剔除每年12月的统计数据峰值，全国商品房销售面积和销售金额在今年5月份已分别达到7000万平方米与3393亿元，双双创出历史新高。

去库存已接近尾声，并成为推动房价上涨动力

随着楼市交易的持续回暖，全国商品房库存的消化时间大大缩短。重点城市的库存出清周期大多低于6个月。由于6个月是新开工项目取得预售许可的行业平均周期，因此6个月左右的库存通常被视为安全的，而库存小于6个月，通常被视为供给偏紧。

市场供求供应关系之所以发生了由供过于求逆转为供小于求的微妙变化，是由于大多开发商出于对楼市的谨慎判断，普遍控制新开工面积。统计数据显示全国新开工面积自2009年初以来持续下降。而楼市的突然回暖让开发商始料不及，因而导致市场上商品房可售房源未能与销售面积同步增长。受供求关系的影响，全国房价再度出现上涨的态势。

图1、重点城市前5个月累计成交面积年度比较



数据来源：中指研究院，联合证券研究所

尽管国家统计局公布的全国70个大中城市房屋销售价格5月份同比下降了0.6%，环比上涨0.6%；其中新建住宅销售价格同比下降1.3%，环比上涨0.7%。但如果以全国商品房销售金额除以商品房销售面积来测算全国商品房销售均价，我们得出的结果是5月份全国商品房销售均价已达到4847元/平米，为历史新高。比2008年房价的最低点，上涨了33.79%。

通胀预期下投资性需求日益强烈

“流通货币量的超额增长是引发通货膨胀的唯一重要原因”，根据弗里德曼的实证研究，在英、美等西方国家，货币量的增加平均需要6-9个月，才能影响到社会经济，再经过12-18个月才能对物价水平产生明显影响，产生或进一步恶化通货膨胀。随着弗里德曼关于上述通胀观点的广为人知，国内始自今年一季度的信贷超常规发放和超额货币的快速增长，已开始诱发市场形成2010年将发生通胀的强烈预期。

我们注意到，在通胀预期下，投资性购房需求在3月份又开始再度出现，并在5月份显著增多。主要体现在大户型、别墅等高端住宅销售速度明显上升，同时媒体关于炒房团的报道早已取代对以和开发商谈判争取购房优惠为目的的购房团的报道。

企业投资意愿上升

由于楼市回暖销售回笼资金增多，银行信贷又较为宽松，加上国务院于5月27日发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》，将商品住房资本金比例调低15个百分点至20%，房地产企业资金进一步松绑，企业的投资意愿明显上升。

1-5月，全国完成房地产开发投资10165亿元，同比增长6.8%。尽管这一增速比去年同期仍然回落25.1个百分点，但增幅比1-4月已提高了1.9个百分点。而这已是房地产开发投资增速在今年2月触底以来，连续第三个月的提高。

施工增速仍在下降，但新开工面积已经环比止跌

1-5月，全国房地产开发企业房屋施工面积21.85亿平方米，同比增长11.7%，增幅比1-4月回落0.7个百分点。这是施工面积增速自2008年2月创出32.05%的阶段性的新高后，连续第14个月的回落。我们认为施工面积增速的回落，反映的是开发商自2008年开始控制新开工面积增速，行业性去库存的结果。

不过一个可以观察到积极变化是，今年5月份全国商品房新开工面积已结束环比下跌。显示当前楼市的回暖，已使开发商对未来楼市的判断

更为积极，新开工意愿已有所提高。由于相对于施工增速，新开工增速更为领先，我们判断下半年新开工面积的持续上升，将有助于缓解部分城市供求较为紧张的局面，从而将有助于抑制房价出现过快上涨。

对当前楼市复苏动力的重新审视

改善型自住需求真实而庞大

由于中国房地产行业90年代初才开始真正起步，全国存量住房中，年代久远、缺乏现代生活设施的住房比例仍然较高。根据国家统计局2006年的统计，全国城市住宅存量当中，砖木等低端建筑结构的占比高达23%，而90年代以前建成的住房比例高达57%。这些难以满足现代居住需求的住房的存在，都意味着城市居民真实而庞大的改善性需求的存在。

由于改善性需求在购房时间选择上较有弹性，所以在08年市场悲观时期受压抑较多。随着市场逐步的回暖观望气氛消失，真实而庞大的改善性需求的陆续释放，成为了交易量维持在高位的有效支撑。此外，各地政府所主导的旧城改造和拆迁，也是改善性需求释放一个重要途径。我们注意到，08年以来各地方的旧城改造和拆迁的力度相对历史表现都有所提高。

婴儿潮所推动的购房高峰未过

从婴儿潮与购房需求关系的角度，我国的人口出生高峰期是1962年到1975年。根据置业年龄的规律，通常首次置业的年龄在28岁左右，而改善性置业的年龄在40岁左右，以此推算婴儿潮出生的人群，他们首次置业高峰期应该是在1990年到2003年，改善性置业的高峰期则是在2002年到2015年。从婴儿潮的角度，我们当前的自住需求，已通过首次置业的高峰期，但仍处在改善

图2、施工面积累计增速仍在下降

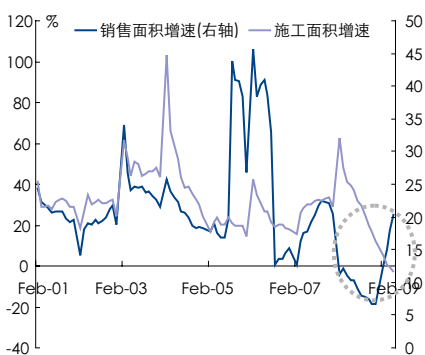
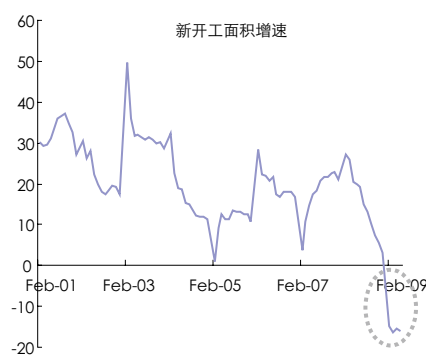


图3、新开工面积累计增速止跌



数据来源：国家统计局，联合证券研究所

性置业的高峰期。从人口年龄分布角度，婴儿潮所带来的改善性置业高峰期将在2015年左右结束，也即，2015年才将是我国房地产行业的一个大的转折点。

城市居民家庭资产负债表较为健康，具备较强的加杠杆能力

由于亚洲传统的储蓄观念，相比欧美，中国居民的储蓄率水平相对较高，城市居民家庭资产负债表较为健康。意味着：1) 当前我国居民支付能力较强；2) 城市家庭具备较强的加杠杆的能力。随着养老、医疗等各项保障的日益完善，我国城市家庭的加杠杆意愿也具备逐步上升的条件。

降息和二套房贷的放松对购买力的提升产生了实质性影响

持续的降息以及“房贷新政”的推出变相降低了房价，对居民购买力的提升产生了实质性的影响，是本轮市场回暖最为直接的催化剂。

由复苏走向泡沫？

尽管我们认为今年以来楼市所出现的价格齐升，目前为止仍然是来自于08年被压抑的自住需求爆发所推动的行业复苏。但我们较为担忧的是，井喷的货币投放量无法被实体经济所吸纳，转而溢出到房地产市场，并推动房价与地价持续上涨，以至房地产市场由复苏阶段过快地走向了泡沫化阶段。而在一个泡沫化的房地产市场，繁荣将只是一个幻象。

我们认为当前中国经济面临的压力不仅仅来自于周期性调整的压力，更多的还有来自于结构性调整的压力，这一压力集中体现在以往的经济增长过于依赖出口和投资的驱动，导致国内产能严重过剩，并导致内部需求与外部需求失衡，投资与消费失衡。财政刺激和宽松的货币政策，虽然有助于缓冲外部需求下降给经济增



长带来的压力，但并不能解决由于外部需求下降而导致的产能过剩和经济结构性调整的问题。我们担心超出实体经济吸纳能力的货币井喷式增长，其所释放出的流动性将向房地产市场溢出，并推动房地产价格不断膨胀以致出现泡沫。而事实上流动性向房地产市场的溢出，或许在前5个月就已经开始。

泡沫会有多大？

宽松的货币政策年内尚难以转向，但会略为偏紧

由于当前出口依然较为低迷，同时CPI与PPI也在下降趋势当中，我们判断宽松货币政策在今年下半年转向的概率并不大。同时，从房地产对经济的拉动的重要性角度，去年末开始的对房地产行业不再歧视的信贷政策还不具备改变的外部环境。

不过由于今年前5个月已发放5.77万亿元贷款，按照市场普遍预测，今年全年新增贷款可能接近8万亿元，则未来每月新增贷款将约在

3000亿元左右。也即今年下半年的信贷投放速度会有较大下降，房地产市场的金融环境相对上半年可能将有所偏紧。

通胀预期对购房行为的影响会更加明显

我们注意到，在通胀预期下，国内的投资性购房需求在3月份又开始再度出现，并在5月份显著增多。我们判断，随着通胀预期的强化，以保值增值为目的的投资性买房行为还将增多。投资性需求的增多，加上信贷的宽松，可能会推动房价进入泡沫化阶段。

预期房价还会创新高，但交易量将遭受考验

为了预测本轮房价的上涨空间，我们做了一个压力测试，假定07年房价出现拐点时的最高房价为真实购买力无法支撑的房价水平，在考虑了08年和09年的收入增长和信贷政策变化

后，
测算
09年
房价
上涨

我们测算的房价水平比09年5月全国房价的
均价4698元/平米还有26%的上涨空间

到多少，其房价收入比与07年最高房价时一样。也即，这时的房价水平，理论上将是真实购买力无法支撑的水平，也是本轮房价上涨的理论极限位。我们测算的房价水平比09年5月全国房价的均价4698元/平米还有26%的上涨空间。

到目前为止，市场成交量的提升主要得益于宽松的信贷政策以及房价下降所带来首次和改善性自住需求的释放。但随着房价的逐步回升，我们预期将会有越来越多的自住需求将因购买力无法跟上房价的上涨而重回观望行列，届时楼市将变成主要依靠投资性需求的市场，其高位运行的交易量能否持续将遭受考验。

投资策略

关注货币/信贷政策的变动

楼市繁荣的终结从根本上说是因为房价达到了实际购买力所无法支撑的水平，但直接原因往往是紧缩的货币政策起了作用，楼市泡沫的大小与当局采取的政策措施密切相关。也即扩张的货币政策可以促使房地产市场的复苏，同样紧缩的政策可以终结房地产市场的过度繁荣。观察全球楼市的变化，升息与信贷的收紧，都是导致房地产周期变化的一个最重要的原因。也即，货币、信贷政策何时将发生实质变化，将是我们判断房地产行业基本面变化的一个重要角度。

关注租金与房价的背离

租金是房屋实用价值的真实体现，同时作为影响房地产投资需求的关键因素，租金收益率水平也是衡量房地产泡沫水平的一个重要指标。我们注意到楼市复苏以来，由于实体经

济未有明显起色，租金水平未能与房价保持同步增长，导致租金收益率水平还在逐步走低。在实体经济未明朗之前，预计宽松货币政策难以改变，房价与租金水平的背离也将得以持续。但缺乏租金水平上升支持的房价上涨，显示了房价上涨的趋于泡沫化。因此租金与房价的持续背离，值得关注。

继续看好三类公司

我们仍持续推荐我们之前看好的三类公司：

1) 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。

2) 资产型的公司。新的周期开

始，投资者可分享到这类公司资产重估的收益。这类公司包括荐泛海、上实、首开、北京城建和苏宁环球等。另外如前所述，我们认为本轮市场回暖过程中，地价上涨幅度更有可能超过房价涨幅，因此土地资源丰富的企业将更为受益。从这个角度，在三类公司中，我们更为看好资产属性更强的种类公司，以及有资产注入预期的公司。

3) 在深圳项目相对较多的公司。这是由于深圳市场的回暖程度略领先于国内的其他城市，在深圳项目较多，可潜在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。

风险提示

虽然我们认为开发商在涨价时会有所顾虑，但不排除房价过快上涨的可能，届时高位运行的交易量能否维持将经受考验。

重点品种推荐

表1、重点地产公司估值情况比较

公司	股价(元)	市值(百万)	EPS		PE		NAV(元/股)	P/NAV	资产负债率	评级
			09E	10E	09E	10E				
万科	12.45	136,890	0.48	0.54	25.9	23.1	5.21	2.39	68%	增持
保利地产	25.85	82,411	0.92	1.22	28.1	21.2	11.55	2.24	72%	增持
招商地产	29.50	50,660	0.82	0.89	36.0	33.1	17.45	1.69	57%	增持
金地集团	15.07	32,877	0.58	0.65	25.8	23.0	7.98	1.89	71%	增持
泛海	19.40	43,916	0.21	0.26	92.4	74.6	7.87	2.47	57%	增持
金融街	12.97	32,181	0.54	0.58	24.0	22.4	12.03	1.08	49%	增持
苏宁环球	13.14	22,373	0.46	0.54	28.7	24.3	4.74	2.77	71%	增持
上实	15.48	16,771	0.43	0.51	36.0	30.4	7.68	2.02	75%	增持
华发股份	19.59	16,006	0.85	1.10	23.0	17.8	12.63	1.55	65%	增持
北京城建	16.32	12,093	0.65	0.69	25.1	23.7	7.38	2.21	64%	增持
深振业	12.40	6,289	0.71	0.73	17.5	17.0	9.45	1.31	73%	增持
深长城	16.59	3,973	0.75	0.82	22.1	20.2	16.66	1.00	69%	增持
中航地产	13.99	3,110	0.16	0.47	87.4	29.8	13.00	1.08	62%	增持
银泰股份	11.50	5,679	0.38	0.53	30.3	21.7	4.31	2.67	38%	增持
中国国贸	11.40	11,483	0.26	0.42	43.8	27.1	12.58	0.91	49%	中性
浙江广厦	10.35	9,023	0.58	0.47	17.8	22.0	7.28	1.42	84%	中性
天房发展	5.86	6,479	0.08	0.09	73.3	65.1	4.40	1.33	58%	中性
栖霞建设	6.75	7,088	0.25	0.30	27.0	22.5	4.07	1.66	61%	中性
亿城股份	6.76	6,104	0.32	0.32	21.1	21.1	4.23	1.60	50%	中性
平均	14.49	26,600	0.50	0.59	36.1	28.4	8.97	1.75	63%	增持

数据来源：Wind，联合证券研究所

医药行业（增持）

放眼长量，医药投资正当时

——医药行业2009年中期策略

◎ 联合证券研究所

我们的观点

总体上，我们认为医药股未来长期成长预期明确，目前估值合理，长期投资已经进入买入区间。目前，医药行业整体估值对09年的盈利预期估值为26X，对市场的溢价率仅为37%，低于历史上溢价率的平均水平。

我们认为，受金融危机影响，医药行业经营最坏的时刻已经过去。下半年医药行业运行有望回升，我们判断，09年行业增速回归常态，全年有望维持18-25%的收入增速、25-30%左右的利润增速，增长预期较为明确。拉动医药增长的主要动力是在于国内基本医疗保障制度的进一步完善可能释放了人们的医药消费需求，而出口方面的形势也出现好转迹象。

未来三年医改工作重心明确并加速推进，有望加剧医药行业格局演变并酝酿投资机会。“医疗资源下沉+基本药物目录”导致用药结构变化，医药工业向两端格局演变，科技创新型和品牌普药型公司将成为市场主导。

此外，未来的基本药物目录改革中，通过招标选择医药配送商可能将成为一种压缩药价的一种手段，给医药商业带来新的盈利模式，那些具备良好的物流配送能力的医药商业公司将受益于此；而加快基层医疗服务体系建设和公共卫生服务，给医疗器械、疫苗类公司带来发展机遇。

投资策略

总体上看，我们认为医药公司目前的估值已经进入合理区间，已经具备长期投资价值，甚至部分公司的估值已经表现偏低。我们认为长期投资已经可以选择买入。未来一年股价应有50%左右的空间，其中20%来自估值的提升，30%来自未来一年业绩的提升。

我们将持续跟踪的重点公司分为两个思路来选择：

一类是稳健型一线股，坚定持有，如恒瑞医药、科华生物、华兰生物、双鹭药业、康缘药业、恩华药业等。这一类公司已经得到市场的充分挖掘，长期持续快速成长能力比较明确。从估值的角度看，09年的动态PE也不低，对价值投资型公司要坚定长期持有，伴随公司的成长共同成长，有望获得相对收益甚至是超额收益。

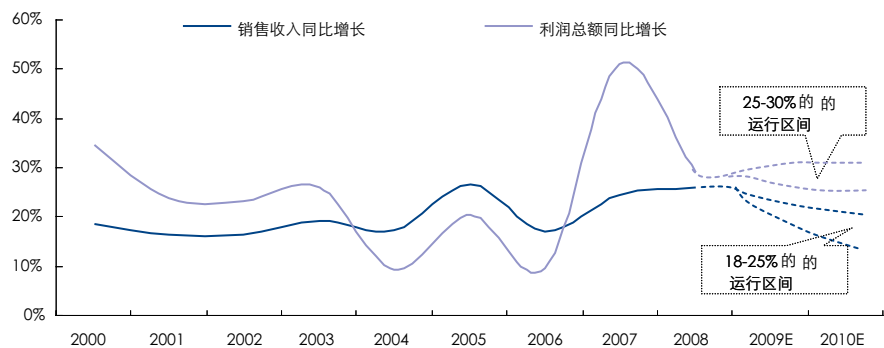
一类是进取型的二线股，如益佰制药、中新药业、天士力、丽珠集团、华北制药、浙江医药等。这类公司基本面存在某些瑕疵但不失亮点，从企业经营看未来业绩还是能够获得确定性的支撑，目前动态估值均较低，在合适的时候适当参与有望获得超额收益，当然这意味着投资者可能需要承受更多的风险。

此外，还有一些存在资产重组或资产注入预期的公司，如上实医药、天坛生物、仁和药业等，也存在着投机交易机会。

而2009年甲型流感幽灵再现，不时扰动市场，题材性交易机会忽隐忽现，相关公司有：达安基因、莱茵生物、海正药业、天坛生物、科华生物等，

但总体上我们认为经过前期的轮番炒作，目前阶段属于风险大于机会了。

图1、医药行业收入和利润增长趋势预测



数据来源：联合证券研究所，CEIC

重点公司点评

恒瑞医药：“抢仿”战略的抗肿瘤药物专家

公司依靠“抢仿”，将全球领先的抗癌药物研制成功上市，逐步做大做强并多年发展，公司已经实现从“抢仿”到“仿创”的转变。丰富的产品梯队为公司持续发展奠定了基础。依托成熟的

技术平台优势，公司先后推出奥沙利铂、多西他赛等一线品种，二线品种中的伊立替康（广谱抗肿瘤）、碘氟烷（血管造影剂）、七氟烷（手术麻醉药物）等都是公司独家产品，市场前景颇为看好。

科华生物：走向世界的诊断试剂明日之星

以先进的诊断技术为核心，不断开发和拓展诊断试剂需求领域。潜心海外布局，逐步推进“走出去”战略，目前已经有45个产品获得CE认证，取得了欧洲市场的进入许可，与法国梅里埃的销售合作有望实现海外销售的爆发。小非已全部解禁完毕，大股东控股权仅8.12%，大幅抛售的可能性极低。

康缘药业：快速成长的现代中药领跑者

公司是我国中药企业现代化的领跑者，其产品线丰富，未来成长轨迹已经非常清晰。大股东相对控股，减持压力有限；高管持股，充实长期投资信心。

恩华药业：正崛起的中枢神经药物专家

相对国外成熟的中枢神经药物市场，国内还仅仅是处于开发和培育阶段，未来成长空间非常巨大；而行政上的进入壁垒事实上制造了一个垄断行业。公司是国内唯一专注于中枢神经药物市场的龙头企业，在各细分领域已经展露出非凡的竞争力；丰富的产品线能够保证公司未来拥有诸多增长点；尽管目前学术推广影响了公司利润的释放，但这种市场启蒙教育是必要的，公司必将充分享受新兴市场崛起带来的收益，我们看好公司长期投资价值。

华兰生物：充分分享行业景气，疫苗行业再助企业腾飞

未来两年，由于采浆量不足，血液制品将继续维持高景气周期；公司是国内血浆处理技术最成熟企业之一，产品线丰富，能够充分利用浆源，为投资量

国内最大的企业，有望充分分享血制品行业景气；多年精耕细作已经确立公司长期品牌优势；此外，公司疫苗产业已经逐步进入回报期，成为公司腾飞的另一支翅膀。

浙江医药：长期战略投资品种

尽管近期公司维生素产品涨价对业绩增长做了最主要的贡献，但这依然无法掩盖公司作为国内一家老牌医药企业，在制剂领域所拥有的核心竞争力；公司是国内真正具备原创药物研发能力的企业之一，原创药物研发方面公司也将逐步进入收获期，我们看好公司甲磺酸药物在肿瘤治疗方面的战略价值，是公司未来极具杀伤力的重磅药物。

益佰制药：远近长短皆相宜

公司以销售见长，在销售方面具备核心竞争力；尽管经历了一些弯路，但随着中药注射液的复苏，公司倚赖艾迪、银杏达莫迅速恢复了主业增长，未来两年内业绩近50%的复合增长率显示公司良好的成长能力；长远来看，公司近期红草注射液以及在研的生物产品都是非常具有市场前途的储备品种，能够确保公司长期发展前景。

中新药业：未来两年或将成为二线蓝筹

公司拥有国家保密级产品速效救心丸，并拥有82个独家品种。拳头产品速效救心丸，年销售额在3-4亿元，并拥有清涎滴丸、舒脑欣滴丸、眩祺胶囊、胃肠安、更年安片等销售规模上5千万的产品，丰富的产品线是企业竞争力的基础，也是我们判断公司未来或将成为二线蓝筹的重要基础。新的经营班子上任以来，稳健而扎实的逐步推进改革，企业经营效率得到明显改善，企业基本面已经质的改善，而“21个大品种”战略有望推动公司销售和业绩的快速增长。

	公司	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	评级
稳健型	恩华药业	0.33	0.50	0.72	50	32	22	增持
	恒瑞医药	0.87	1.21	1.61	44	32	24	增持
	华兰生物	0.83	1.23	1.59	46	42	33	增持
	科华生物	0.57	0.51	0.65	41	34	26	增持
	双鹭药业	0.92	1.27	1.67	40	26	19	增持
	上海莱士	0.66	0.90	1.10	38	28	23	增持
	康缘药业	0.55	0.58	0.74	31	24	18	增持
进取型	浙江医药	1.26	1.50	1.80	22	16	13	中性
	华北制药	0.26	0.40	0.49	24	21	18	增持
	中新药业	0.49	0.81	0.93	35	22	19	增持
	哈药股份	0.6	0.72	0.83	24	18	16	增持
	益佰制药	0.38	0.55	0.72	42	22	16	增持
	丽珠集团	0.17	1.08	1.28	48	24	20	增持
	天士力	0.52	0.64	0.78	32	25	20	增持
题材型	金陵药业	0.16	0.43	0.47	47	20	17	增持
	天坛生物	0.27	0.42	0.49	77	46	34	中性
	上实医药	0.47	1.26	0.48	41	15	39	中性
	上海医药	0.20	0.24	0.31	56	47	35	中性
	仁和药业	0.32	0.55	0.68	40	25	19	中性

数据来源：WIND，联合证券研究所

煤炭行业（增持）

产能管理促就新平衡， 估值稳中有升可期待

——煤炭行业2009下半年投资策略

◎ 联合证券研究所



我们的观点

从国内供求角度看，我们认为尽管由于近两年固定资产投资迅速增长所带来的产能增加将形成一定的产能过剩，但煤炭行业的产能管理将制约有效供给，从而煤炭供求将呈现供给略显宽松的持续平衡。当然大矿整合小矿的产能也将在未来2-3年释放，但在政府的主动干预下，也将是持续和有序的释放。与之相对，在国家刺激政策带动下，以汽车、房地产为代表的终端需求有所回升。我们预计煤炭行业需求持续改善将随着基建、地产、汽车——机械——钢——煤炭以及基建、地产、汽车——重工业——电——煤炭两条产业链的传导得到体现。

从国际角度看，短期国际煤价的企稳有利于国内煤价未来走势。而长期看“印度需求”有望接力中国的能源需求，从而为解决全球消费不足和产能过剩提供另一条途径。另外，通胀预期已经形成，而煤炭的金融属性也日益加强，特别是我们研究发现国内煤炭板块的短期波动与国际原油价格走势有着极强的相关性，尤其在价格上行的过程中，同涨现象明显。

投资策略：着重产能扩张、资产注入与业绩弹性

推荐逻辑

我们认为在煤炭价格稳中波动的预期下，企业的业绩将更多依靠产能的扩张与产量的增长。因此我们建议在投资决策中更着重产能扩张、资产注入。同时由于煤炭价格受季节、油价、通胀预期等因素影响而有可能出现短期的波动，我们建议关注具有业绩弹性的煤焦一体化公司。

重点公司

潞安环能

高炉喷吹技术主要在重点大型钢铁企业得到应用，淘汰落后产能几乎对

其用量没有影响。《中国钢铁工业科学技术发展指南(2006~2020年)》中提出的高炉喷煤指标到2010年全国重点钢铁企业喷煤比要大于或等于160千克/吨(目前是136千克/吨, 2010~2020年喷煤比要大于或等于180千克/吨。未来需求空间较大。

喷吹煤价格今年以来一直比较稳定, 目前长治地区喷吹煤不含税价格维持在700元/吨, 较去年相比跌幅不大。而且近来焦炭价格提升可能引起对喷吹煤价格上涨的预期。

公司每股含喷吹煤6千克(按08年产量计算), 高于国阳新能的2千克。对煤价的业绩弹性大。

根据公司对09年经营的计划, 预测09年EPS为2.27元/股, 当前估值低于行业平均估值水平。母公司潞安集团实力雄厚, 而12日《山西省人民政府关于加快资本市场发展的实施意见》和《山西省资本市场2009-2015年发展规划》出台, 为五大煤炭集团整体上市提出了时间表, 未来母公司的资产注入值得期待。

中国神华

我们认为产能增长与合同价格提升将保证公司煤炭收入继续稳中有升。根据现有矿井项目建设进度, 预计公司2009-2010年新增产能约3000-4000万吨。另外神华集团除上市公司外拥有煤炭可售储量59.8亿吨, 08年产量超过9000万吨。目前公司现金已经超过700亿, 充裕的现金储备将使得收购集团资产能够直接增厚每股收益。

电力业务进入装机容量大幅提升阶段。尽管由于经济下滑利用小时数可能下降, 但装机容量的提升可抵消部分不利影响。就该业务来看, 我们预计未来三年收入总量仍将保持增长, 而且毛利率自08年后将呈现提升态势。

考虑公司煤炭业务大比例合同销售模式, 以及电力业务90%以上煤炭自给, 公司业绩具有一定平稳特征。我们运用DCF绝对估值法计算公司价值约为24.9-35.8元/股; 以市场平均PE、PB水平计算相对估值约为27-33.2元/股。我们认为公司具有稳步提升的盈利水平以及较强的资源获取能力, 在当前市场状态下合理价值应为33元/股, 对应09年22倍PE, 相对目前股价有20%以上空间, 给予增持评级。

日前股东大会授予董事会增发公司A股、H股股份以及回购公司A股、H股股份一般授权的议案双双获得通过。公司账面现金超过700亿元, 如果股价持续下跌, 不排除董事会行使回购权利。而公司未来增发则很可能收购集团资产(详细分析参见5月16日报告), 公司账面现金中有300亿计划用于战略性资产收购, 如果通过增发收购集团资产, 不仅收购内容较此前预期丰富, 而且对业绩的摊薄也将由于公司自有资金比例较大而影响较小。

开滦股份

我们认为作为连接煤炭与钢铁的加工行业, 独立焦炭企业长期平均利润将趋近于零, 其抵抗风险和持续盈利的关键在于对焦炭产业各环节合理布置和焦化副产品的深加工能力。基于此, 我们认为尽管焦炭业务对公司

利润波动影响较大, 但公司的长期价值将最终体现在对焦炭产业链条各产品的循环利用以及对化产品的精耕细作。而随着今年公司200万吨/年焦化二期、20万吨/年焦炉煤气制甲醇二期、煤焦油深加工、粗苯精制等项目的陆续投产, 公司吨焦毛利有望获得小幅提升。

公司肥精煤属稀缺资源, 在当前市场环境下仍显紧俏, 可以为公司提供业绩稳定安全边际。在当前价格水平下, 我们预计公司2009、2010年将实现每股盈利为1.36和1.41元, 目前估值居行业平均水平。考虑到化工产品受油价影响处于底部位置, 价格回升可能性较大, 未来仍可增加利润。另外我们看好公司“煤焦化”一体经营模式前景。我们认为, 未来处于产业链上游的煤炭资源供应商能够凭借其资源禀赋获取超额利润, 而通过煤焦化一体化经营可以在降低炼焦业务边际成本的同时更好的获取资源的高附加值, 给予公司增持评级。

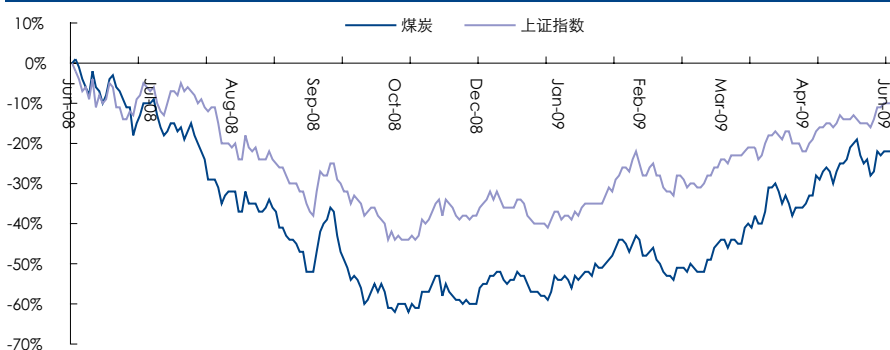
风险提示:

煤炭整体仍处供过于求状态, 价格有下行风险;

在当前市场环境下资源税的征收对煤炭企业盈利打击较大;

会计准则变更将影响会计利润, 使得PE估值有压力。

最近52周行业指数表现



银行业（增持）

利少义多

——工行上调个人金融业务资费点评

◎ 联合证券研究所

事件

工行近日宣布，调整23项个人金融业务的收费标准，部分业务收费上限涨幅达100%。事件将对工行及同业将带来怎样的影响，部分投资者对此表示关注。

评论

我们的看法如下：

1、对于工行的实际影响较小。

本次调整的资费主要涉及个人业务，项目大多为结算与清算相关服务。由表1可以看到，工行手续费收入占营业收入15%，其中结算、清算及现金管理占手续费收入28%，即结算、清算及现金管理业务占营业收入的比例为4.2%（ $4.2\% = 15\% \times 28\%$ ）。

进一步，实际影响可能远小于上面的计算：1）网点数仅少于工行20%的建行，结算与清算手续费占比仅为12%，因此，我们推断，剔除现金管理，工行的结算与清算手续费占比预计不超过15%-20%；2）虽然没有披露结算与清算收入中个人业务的占比，但从公司在该业务的讨论中，大量描述对公而几乎不提个人的情况判断，个人该业务的占比可能不超过20%-30%。

换言之，个人结算与清算手续费占营业收入的比例可能不超过1%（ $0.9\% = 15\% \times 20\% \times 30\%$ ，其中15%为手续费收入占营业收入的比例，20%为估计的结算与清算收入占手续费收入的最高比例，30%为估计的

结算与清算收入中个人业务的最高占比）。亦即，资费调整的影响范围，可能不超过公司营业收入的1%，因此调整幅度虽大，但实际影响甚小。

2、行业的指标意义或许更大。

本次资费调整的积极意义，一方面在于工行收入结构的长远调整，另一方面（这是我们更看重的），在于工行（国内最大的银行）定价意识的提高，以及对于其他银行的标杆作用。

长期以来，中国的银行，我们看到的更多是对于规模 and 市场份额的追逐，而不是效益的追求。所以，我们看到，按揭贷款利率最多下浮30%的规定出台后，所有银行几乎都一浮到底；我们也看到，虽然存款资金大量过剩，但却没有银行要求存款利率的下浮。

事实上，由于笔数多而金额小，个人结算与清收业务，大部分银行都在贴着钱做。本次工行上调资费，某种程度上是对于相关服务补贴的收回，体现的是成本核算的深入和定价意识的提高（虽然正如我们上述分析，实际影响甚小）。

更重要的意义在于，鉴于公司的行业地位，或将给其他银行树立标杆，对于行业整体定价意识的提高起促进作用，即使在该事件上不马上跟进。

3、整体上，我们给予该次事件中性偏正面的评价。

中性是实际财务影响甚小，而且短期内其他行未必马上跟进；正面则来自于行业龙头定价意识的体现，以及对于行业的标杆作用。📈

表1、各行结算与清算手续费收入占比 百万元

	结算与清算收入	结算清算占手续费	手续费占营业收入	结算占营业收入
工行*	13,002	28%	4.2%	15.1%
建行	4,797	12%	1.8%	15.0%
中行	7,061	20%	3.4%	16.9%
交行*	2,045	20%	2.7%	13.2%
招行	982	11%	1.8%	15.9%
中信	459	13%	1.1%	8.6%
浦发	193	8%	0.6%	6.8%
民生	312	7%	0.9%	13.3%
兴业	103	4%	0.3%	9.8%
华夏	42	4%	0.2%	6.0%
深发展	347	33%	2.4%	7.3%
合计	29,343	19%	2.7%	14.4%

数据来源：Wind，公司年报，联合证券研究所。

说明：工行包括了现金管理，交行可能包括了部分代理业务，因此这两家银行的实际结算及清算收入将小于上述数据。

深发展A (000001)

增持

薄弱的基本面与务实的管理层

◎ 联合证券研究所



经营预测与估值	2007A	20091Q	2009E	2010E	2011E
归属母公司净利润(百万元)	614	1122	4381	4889	6519
(+/-%)	-76.8	11.7	613.5	11.6	33.4
EPS(元)	0.20	0.36	1.23	1.38	1.83
BVPS(元)	5.28	5.50	8.31	9.32	10.95
P/E	112.5	/	18.06	16.18	12.13
P/BVPS	4.21	/	2.74	2.39	2.03
ROAE	4.2%	26.8%	19.3%	15.8%	18.1%
ROAA	0.15%	0.90%	0.86%	0.79%	0.84%

注：假设增发4.5亿股

薄弱的基本面

深发展的经营指标显示公司在行业中的地位是较弱的，其经营和盈利能力更容易受到宏观经济的冲击，因此业绩的波动性也相对更大。

我们通过分析可以得出，在2007年和2008年，规模增长而非息差的增长，是深发展拨备前利润大幅增长的主要贡献因素，这说明深发展的资金成本较高、议价能力较弱。也就是说深发展在此期间的利润增长，更大程度上是得益于中国宏观经济增长周期。

相对应，管理层的经营能力则更多的表现在，如何在核心资本充足率及资本充足率较低的约束下，使深发展达到所预期的资产扩张程度，以实现预期的利润。

规模增长是深发展盈利增长的主要贡献因素

我们把深发展拨备前利润做拆分，可以发现，在2006年，规模、息差和费用控制是对深发展拨备前利润增长的主要因素，而其三者的贡献度比较均衡，每项的贡献都接近1/3。而在2007年和2008年，规模增长是拨备前利润增长的主要贡献因素，贡献度高达80%以上。

表1、2005-2008 年拨备前利润贡献主要项目分解

增长拆分	2006	2007	2008
规模	24.3%	84.8%	83.1%
息差	30.3%	6.7%	-3.8%
业务及管理费	29.8%	12.5%	16.6%
其它	15.6%	-4.0%	4.1%
拨备前利润	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司资料，联合证券研究所

深发展传统银行业务基础较弱

上述深发展业绩归因所反映的问题，一是存款基础薄弱，二是资本充足率及核心资本充足率低，这两点导致传统的银行业务较弱；另一方面，也说明在经营方面，深发展贸易链融资业务过于集中，虽然这是深发展的传统优势业务，但也容易给银行带来流动性风险和经营风险。

深发展在2007年和2008年息差贡献度较小的主要原因，是深发展的存款成本过高。存款成本过高是结果，也是表象，本质的原因是深发展的资金来源不充裕，或者说正常的资金来源无法满足银行资产负债管理所要求的较稳定的负债结构。这主要是由于历史原因造成的。受制于资本充足率的问题，深发展在2005 年到2008 年底以前，都不能开设新的分行。

深发展在2006年和2007年，存款增长都低于贷款增长。这表明在经济比较有活力的时候，客户对资金需求是在加强的。但同时，深发展资金来源的不稳定，使得公司无法满足银行资产负债管理所要求的较稳定的负债结构。

我们根据公司公开披露的年报、季报等资料，整理了深发展的存款结构。深发展保证金存款占客户存款的1/3 左右，这一方面显示了深发展在贸易链融资方面的优势，另外

一方面也表明深发展的存款来源比较有限，存款基础比较薄弱，同时贸易链融资业务过于集中。在经济活动较疲弱的情况下，一方面保证金存款有可能大幅萎缩，从而引起流动性风险，另一方面也可能使公司与贸易链融资相关的贷款业务和中间业务大幅萎缩，从而加大经营风险。

也许是出于流动性的考虑，深发展有相对较多的协议存款。保证金存款利率一般是以3 个月定期存款为基础来协商的，其成本要高于活期存款。而协议存款利率较高，在07、08 年利率分别高达4.5%和5.3%。这两点使得深发展的存款成本相对较高。其本质原因，在于深发展的存款基础相对薄弱。

众所周知，银行是以负债来推动资产扩张的。稳定的存款来源，是银行能够长期稳定发展的基础。我们通过上面的分析，可以看出，深发展的传统银行业务是相对薄弱的。

09年经营压力或大于同业

深发展专长于贸易链融资和按揭贷款，除了和行业其他银行一样，受到宏观经济对整体银行业资产质量的负面影响和基准利率走低的影响，深发展的特点使得其正常经营所受到的影响有可能大于同业。

表2、2005-2008 年深发展主要资产和负债的扩张

	2005	2006	2007	2008
生息资产	12.1%	18.3%	34.1%	32.8%
贷款余额	23.7%	16.7%	21.8%	27.9%
计息负债	12.4%	17.0%	33.4%	34.9%
存款余额	20.6%	14.7%	21.1%	28.2%

数据来源：公司资料，联合证券研究所

表3、2007 和2008 年深发展的存款结构

	2007	比例	2008	比例
客户存款	61,208	100.0%	330,307	100.0%
企业活期	78,540	30.1%	90,865	27.5%
储蓄活期	15,190	5.8%	17,278	5.2%
活期存款	93,730	35.9%	108,143	32.7%
企业定期	71,268	27.3%	92,775	28.1%
储蓄定期	22,536	8.6%	28,487	8.6%
定期存款	93,804	35.9%	121,262	36.7%
其中：国库及协议存款	18,642	7.1%	27,239	8.2%
保证金存款	73,673	28.2%	100,902	30.5%

数据来源：公司资料，联合证券研究所

在实体经济较疲弱的环境下，深发展的规模增长有可能低于年初预期。一方面正是由于公司的贸易链融资业务过于集中，另一方面也由于深发展比较市场化的公司文化。

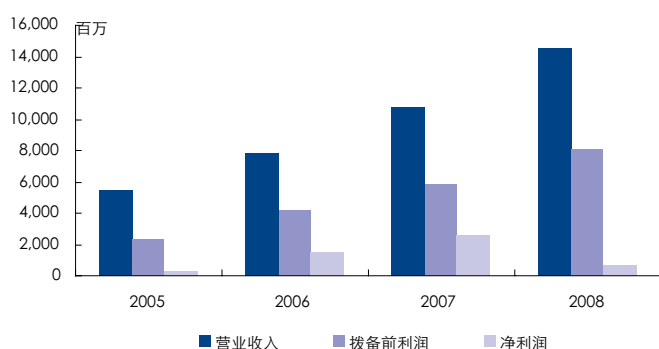
务实的管理层

通过上面的分析，我们可以看出，深发展的传统银行业务比较薄弱，但公司的管理层采取了更为主动地资产和负债管理，在资本充足率和核心资本充足率均较低的情况下，深发展的利润、资产质量等重要指标，均有较大幅度的改善。

在2005年至2008年，深发展的各项盈利指标大幅改善。深发展的生息资产累积增长了1.16倍，营业收入累计增长了1.67倍，拨备前利润累积增长了2.43倍。平均资产回报率ROAA从2005年0.13%大幅提升到08年中期的1.08%，平均权益资本回报率ROAE从2005年的5.8%大幅上升到08年中期的28.6%。

在2005年至2008年，深发展的资产质量指标大幅改善。深发展的关注类贷款比例已经从2005年初的8.33%下降到0.68%，不良率从2005年初的11.41%下降到4.64%。在2008年四季度的大幅核销后，深发展几乎完全甩掉了历史包袱，其关注类和不良类贷款比例在2008年末分别为1.3%和0.68%。虽然还有不尽如人意的地方，比如逾期类贷款比率目前依然高于不良贷款率，但我们可以肯定的是深发展目前的资产质量相比以前是大为改善了。

图1、深发展主要利润指标



数据来源：公司资料，联合证券研究所



深发展主要依靠自己的盈利来消化不良资产，这一点是值得佩服的，即使还存在不尽如人意的地方。深发展2005年以后不良的毛形成率一直保持在较低的水平，但同时深发展单季度的信用成本年化后几乎全部维持在1%以上（只有08年3季度是0.89%），大幅高于同业。深发展的历史包袱可以说完全是靠内部消化的。

深发展的管理层无疑是精明而务实的。中国的银行还处在粗放式发展的阶段，如何在资本充足率较低的情况下扩大盈利资产的规模是重要问题。深发展注重发展低资本消耗的资产业务，如按揭业务（风险权重50%），在票据收益率较高时，票据业务也发展较好（银票贴现的风险权重为0），同时注重发展公司的传统优势业务，即贸易链融资业务。如今，深发展在按揭和贸易链融资方面提供的产品，已经形成了一定的品牌优势。深发展按揭业务的“循环贷”、“气球贷”和“双周供”等产品，已经形成了良好的口碑。而在贸易链融资方面的优势，也是银行的公司金融发展的基石。

平安入主将提升深发展的行业地位

在被预期主导的资产市场，深发展被其华丽的管理层的光环笼罩，人们往往忽视了深发展较薄弱的基本面。我们认为，平安入主使得深发展终于迎来了实力雄厚而其稳定的大股东，这将会提升深发展在行业内的地位。

虽然保险公司与银行的文化差异，以及并购后管理层的变动，可能导致深发展近两年的业绩低于预期。但我们相信经过磨合期，平安入主最终会带来深发展长期稳定的发展。

关于银行和保险文化差异导致其合并不尽人意的事

例，很多人会联想到1998年10月花旗银行与旅行者的合并，以及德国安联2001年3月并购德国“德累斯顿银行”事件。

我们认为平安并购深发展并不一定会出现类似的失败。原因之一，平安和深发展在中国金融业的地位，是不对等的，这与花旗银行与旅行者的合并，以及安联并购德累斯顿的情况不同。平安与深发展，属于“大保险”与“小银行”。而花旗和旅行者，分别是美国银行业和保险业的巨无霸，因此在合并过程中采用最多的口号是“对等合并”，初期分工和权责范围不明确，两部分业务不融合。安联在保险业的地位不用说，德累斯顿银行也是德国排名前三的银行。因此，后两者在一定意义上，都可以说是“大保险”和“大银行”。原因之二，平安的控股股东是汇丰，并且，平安集团旗下也有平安银行，平安并不属于毫无银行经营经验的公司，因此大概率来讲不会重复安联经营德累斯顿的失败。第三，平安并购深发展，这两个公司在相当长时间内还是会独立经营，虽然不排除一些有益的产品方面的交叉销售。最后，也是我们认为最本质的一点，是中国的金融市场还处在发展的初期，金融产品远没有国外丰富，尤其是银行还处在粗放式发展阶段，这大大降低了银行管理层变动所带来的经营风险。

因此，我们认为，业务基础本来就相对薄弱的深发展在被平安收购后，其行业地位提升的概率远大于下降的概率。

此次对平安的定向增发也将解决长期困扰深发展的资本金问题。假设对平安定向增发4.5亿股，核心资本将提

升50%，核心资本充足率和资本充足率在2009年将预计将达到8.3%和14.2%，在上市银行中资本充足率将处在前列水平。

推荐逻辑与风险提示

推荐逻辑

我们预计深发展在2009年、2010年的净利润为43.8亿和48.9亿，假设此次对平安定向增发4.5亿股，对应的2009和2010年的EPS分别为1.23元和1.38元，2009年和2010年每股净资产分别为8.13元和9.32元。

目前股价对应09年PE和PB分别为18.06X和2.74X，

估值略高于股份制银行平均16.18X的PE和2.49X的PB，尚属于合理的水平。

在我们的预测里，深发展09年的信用成本仅为0.40%，

考虑到不良贷款有可能会清收回10亿，深发展的拨备覆盖率在2009年底有可能接近150%。

尽管深发展近两年的业绩有可能低于预期，但考虑到公司长远发展的可能性以及整个银行板块在经济复苏期间的超额收益，我们给予深发展“增持”的投资评级。

风险提示

1. 宏观经济下滑程度超过我们预期，带来整个行业不良率大规模上升。

2. 管理层变动的影响在近两年超出我们预期，导致深发展的规模增长严重低于预期。📈

考虑到公司长远发展的可能性以及整个
银行板块在经济复苏期间的超额收益，
我们给予深发展“增持”的投资评级



借鸭

时间已到中午了，主人对客人装出一副为难的样子说：“真是抱歉！寒舍无鱼无肉，不敢款待先生！”客人明明看见那后院有群鸡鸭在啄食。于是，他向主人借菜刀，说要杀掉自己骑来的骏马做菜。

主人问他：“您如何回去呢？”

客人答道：“你在鸡鸭中随便拣一只，给我骑去就行了。”



上海电力（600021）

增持

巨大转变就在眼前

◎ 联合证券研究所

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	7787.3	9260.9	8702.0	10228.7	11663.5
(+/-%)	-1.2	18.9	-6.0	17.5	14.0
归属母公司净利润（百万元）	451.2	-1507.0	261.5	534.9	917.2
(+/-%)	12.1	-	-	104.5	71.5
EPS（元）	0.21	-0.70	0.12	0.25	0.43
P/E（倍）	20.5	-	40.9	19.6	11.4

概念之后是业绩！我们今年2月16日首次推荐上海电力，将评级由中性上调为“增持”。我们认为，随着市场注意力由题材概念向真实业绩的转向，上海电力正在发生的巨大盈利提升也将逐渐吸引市场的注意力，并从股票价格上表现出市场的认同。

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

实际上，上海电力的改善价值已经开始体现了：2009年第一季度公司扭亏为盈，实现归属于母公司的净利润0.38亿元，每股收益0.018元，而2008年一季度每股收益为-0.07元。小机组的逐步关停和08年新投产的外高桥三期项目的盈利是实现一季度扭亏的关键。我们预计，随着今年小机组的逐步关停以及用电高峰季节的来临，2-3季度的业绩将好于一季度。

自我们推荐上海电力后的几个月，影响公司盈利的因素发生的变化基本符合我们的预期，但仍略好于我们的预期：（1）煤价：截至目前虽然神华的合同煤仍未签订，但地方煤企的合同价已经基本敲定在4%的涨幅，这一幅度还是小于我们8-10%的预计的；

（2）上海用电量的降幅在先于全国收窄，近几个月的最大累计降幅为7.06%，是低于我们预测假设8%的降幅的；（3）小机组的关停和大机组的投产将早于我们假设中的2010年5月，预计在2009年底至2010年初完成。基于上述变化，我们略上调了盈利预测。

对上海电力的进一步深入认识：经过近几个月我们对整体能源问题的研究，我们对上海电力有了更进一步的认识。上海电力的巨大转变实际上受益于中国的能源结构调整，公司正是抓住了这一机遇。“以大代小”项目是淘汰落后产能、节能降耗的结果；参股50%的沪淮煤电联营项目是公司抓住了国家建立两淮煤电基地及推行“煤电一体化”的机会，该项目是全国第一个煤电基地一体化项目，在2008年全行业亏损的情况下，实现了盈利；参股芜湖核电也是积极参与能源结构调整的体现。

按照当前预测，我们认为公司合理价值区间在6-8元，维持“增持”评级。



增持

一汽轿车（000800）

新产品市场前景谨慎乐观，低估

◎ 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）	20245.5	5066.2	28763	34225
(+/-%)	48.7	2.4	42.3%	19.0%
归属母公司净利润（百万元）	1087.5	248.7	1339	1503
(+/-%)	89.6	-20.2	23.6	12.3
EPS（元）	0.67	0.15	0.82	0.92
P/E（倍）	21.1	92.1	17.2	15.3

新产品上市反馈基本符合预期。马自达6睿翼和奔腾B50先后上市并初步获得良好反响。到目前为止，马自达6睿翼意向性订单总量已达万余辆，奔腾B50订金订单超过了5000辆，市场反馈基本符合预期。

老款马自达6仍将担负重要的冲量角色。通过采取差异化产品和定价策略，老款马自达6与马自达6睿翼的客户群体基本不存在替代关系，老款马自达6在未来较长时期内仍将担负重要的冲量角色。马自达在全球市场已全部实现产品换代，但公司已与马自达达成了足量保证旧款产品零部件供应的协议，包括保有维修市场在内，为老款马自达6和奔腾B70供应部件对马自达而言仍可实现较佳商业利益。

表1、09年公司产品计划和预测销量

	计划销量（万辆）	预测销量计划销量（万辆）
马自达2.0	7	7
马自达6 睿翼	3	3
奔腾B70	4	5.5
奔腾B50	2	2
合计	16	17.5

数据来源：联合证券研究所

表2、一汽集团主要资产及利润估计 单位：亿元

	公司股比	08 年权益利润E	09年权益利润E
一汽解放	100%	1	
一汽大众	60%	34.2	36
一汽丰田	30%	9.6	
四川丰田	50%		
丰田销售和发动机	50%	9	10
一汽轻型车	100%	盈亏平衡	盈亏平衡
吉汽微车	100%	微亏	微盈
一汽客车	100%	微亏	微亏
一汽轿车	53%	5.8	6.6
一汽夏利	47.70%	0.5	1.0
合计利润估计		58	60

数据来源：联合证券研究所

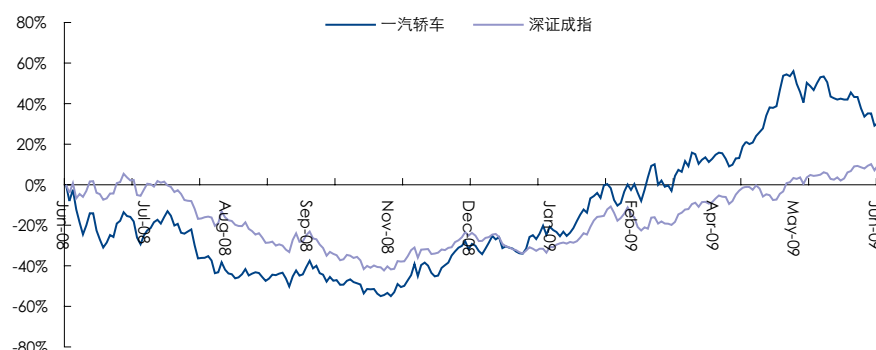
偏谨慎的销量目标。09年全年的销售目标为16万辆，其中马自达6销售目标为10万辆，奔腾销售目标为6万辆。基于对市场需求高景气的判断和公司较为成功的产品组合，我们认为公司的销售目标计划较为保守，预计全年最终可实现17万辆以上产品销量。

产能利用率较高。目前生产线的设计产能为20万辆，年内按17 万辆的销售目标，产能利用率达到85%。二厂规划产能20万辆，包括焊接、涂装和总装三大工艺，于2010年10月建成，达产在2011年。2009年和2010年平均产能利用率将保持在90%以上。

整体上市条件已趋于成熟。一汽集团的改制已全部结束，包括难度最大的四环集团的资产剥离工作也提前完成，理论上一汽集团已具备整体上市的条件。集团现有主要资产以整车为主，包括解放载重车、一汽夏利、一汽轿车、一汽轻型车、一汽客车、吉汽微型车、一汽大众和一汽丰田（天津和四川）。现有资产2008年税后权益净利润估计58亿~60亿。

基于未来2年国内乘用车市场高景气的判断，我们预测公司产品年内销量将达到17.5万辆，同比增长43%。由于产品结构、价格的变化，预计销售收入同比增长42%，综合毛利率下降0.45个百分点至21.8%，同时由于产品促销费用增长，管理费率上升0.38个百分点。维持08年0.82元、09年0.92元每股盈利预测。**低估值，确定性较高的整体上市预期，维持“增持”评级。**

最近52周股价表现



基金研究

瑞福优先： 建议对流动性要求低 的投资者积极申购

报告结论

瑞福优先基金即将打开第二次集中申购赎回，而届时瑞福分级基金份额净值小于基金份额面值的概率更大，瑞福优先的申购与赎回价格将等于基金份额净值，而非瑞福优先的参考净值。对于原始持有人来说，赎回的实际损失达到两位数，而继续持有的账面损失为零，而且赎回就意味着无偿让渡厚实的“安全垫”（已“计提”部分），而且放弃累积应获基准收益（0.0981元/每份额）的未来兑现权。假设第二次打开申购时投资者参与成本为0.75元（6月24日分级基金净值），持有到期的收益率在不同预期下均非常诱人，只有当大盘点位跌破2049点时参与申购者才可能出现亏损（未考虑期间的强制分红收益）。所以我们不建议瑞福优先的持有人赎回，除非对于持有人来说继续持有的机会成本更高。若有申购机会，建议对流动性要求不高的投资者积极参与申购。

赎回VS持有

国投瑞银瑞福分级基金成立于2007年7月16日日。其中，瑞福进取份额在深圳证券交易所上市交易，而瑞福优先仅在《基金合同》生效后每满一年开放一次。瑞福优先集中申购与赎回的开放日为《基金合同》生效后每满一年的最后一日（如该日为非工作日，则为下一个工作日）。在每个开放日前，基金管理人主承销机构合作，安排不少于一周的集中申购、赎回期。瑞福优先份额于2008年7月16日第一次打开申购赎回，赎回量1.58亿。瑞福优先将在2009年的7月16日日第二次开放集中申购赎回。无论是原始持有人还是一年前加入的持有人都将面临赎回还是继续持有的抉择。

赎回的风险收益

申赎价不等于瑞福优先的参考净值

根据瑞福分级基金的招募说明书中关于瑞福优先申购与赎回价格的计算原则有这样的规定“当基金份额净值大于或等于基金份额面值时，瑞福优先的申

购与赎回价格等于瑞福优先的基金份额参考净值；当基金份额净值小于基金份额面值时，瑞福优先的申购与赎回价格等于基金份额净值”。不少投资者对此一头雾水，明明有参考净值为何分级份额净值小于1时瑞福优先的申赎价格就要撇开参考净值而取分级基金净值？

申赎价格确定原则的依据是瑞福分级基金的有限本金保护机制“基金存续期满清算时，如果清算后每份瑞福优先的累计分红金额加上瑞福基金的基金份额净值低于基金份额面值，则全部瑞福优先的本金差额以全部瑞福进取的累计分红金额和清算后瑞福基金的基金份额净值二者之间的低值为限进行补足”。基金份额参考净值是对两级基金的基金份额价值的一个估计，并不代表基金份额持有人可获得的实际价值。有限本金保护机制是为五年这样一个周期设置的，在触发了本金保护机制情况下的参考净值的真正兑现日是瑞福优先五年期满清算时。

举个例子可能更易理解，截止2009年6月24日，瑞福分级基金的单位净值为0.75，瑞福优先的参考单位净值为0.946。根据如上申赎价格的计算原则，假设6月24日这天打开申购赎回，0.75的基金份额净值小于基金份额面值1，瑞福优先的申购与赎回价格等于基金份额净值0.75，而不是瑞福优先0.946的参考净值。因为0.946中（0.946-0.75）部分是瑞福进取的累计分红金额的先期“计提”部分，这部分仅是“计提”，随着瑞福分级基金净值的提高，这部分“计提”会逐渐“冲回”给瑞福进取。所以投资者若在打开申购赎回日赎回是不能拿走“计提”部分的。

赎回的当期损益

只有当基金份额净值大于等于1时，瑞福优先的申购与赎回价格等

于瑞福优先的基金份额参考净值。以当前瑞福分级基金0.75元计算，若要2009年7月16日日该基金净值达到1元，需要上涨33%，15个交易日实现这样的涨幅概率很小。所以届时瑞福优先以瑞福分级基金净值作为申赎价的可能性更高。

2008年7月16日，瑞福优先的参考净值为0.897，瑞福分级基金份额净值为0.672，申购价格就是0.672，假设开放日分级基金份额净值为0.75元，那么赎回价格就是0.75，一年期的赎回收益率为11.6%（不考虑赎回费率），同期大盘涨幅5.14%。若从2007年7月16日日算起，截至开放日，上证指数跌幅达到24%，持有瑞福优先若当期赎回的实际损失达到20.6%（不考虑赎回费率），而继续持有的账面损失为零。

即使是08年A股市场深幅调整到最低点（1706.70）时，上证指数相对当年7月16日已下跌36.93%，但参与申购瑞福优先的客户账面收益率依然有2.08%。无论从账面还是实际损益来看，第一次打开后参与申购的投资者收益都是非常可观的，但是对于原始持有人以分级基金净值赎回瑞福优先的现实损失是不小的，而且赎回就意味着无偿地将厚实的“安全垫”让渡给申购者，而且放弃了累积应获基准收益的未来兑现权。

持有的风险收益

瑞福优先既能优先获取基准收益分配，还能在市场上涨时分享超额收益。所以瑞福优先的收益包括基准收益部分和超额收益两部分。但无论是基准收益还是超额收益均来自瑞福分级基金的证券市场投资收益，所以累计应获基准收益的兑现及超额收益的分享程度都要看瑞福分级基金的运作效果。从运作两年的历史数据看，瑞福分级基金的投资收益率与上证指数接近。

年基准收益率高于固定收益金融工具

2009年瑞福优先的年基准收益率为5.25%，远高于目前各类固定收益金融工具（5年期银行定期存款、5年期国债和5年企业债）的收益水平。

表1、瑞福优先的基准收益与定存、国债、企业债收益率的比较

	利率/到期收益率	所得税率	实际收益率
瑞福优先09年基准收益率	5.25%	0	5.25%
5年期银行定期存款	3.60%	0	3.60%
5年期国债	2.45%	0	2.45%
5年企业债（AAA）	3.66%	20%	2.92%

数据来源:wind 数据整理: 联合证券研究所 时间截止: 2009/06/24

累积应获基准收益达到0.0981元每份额

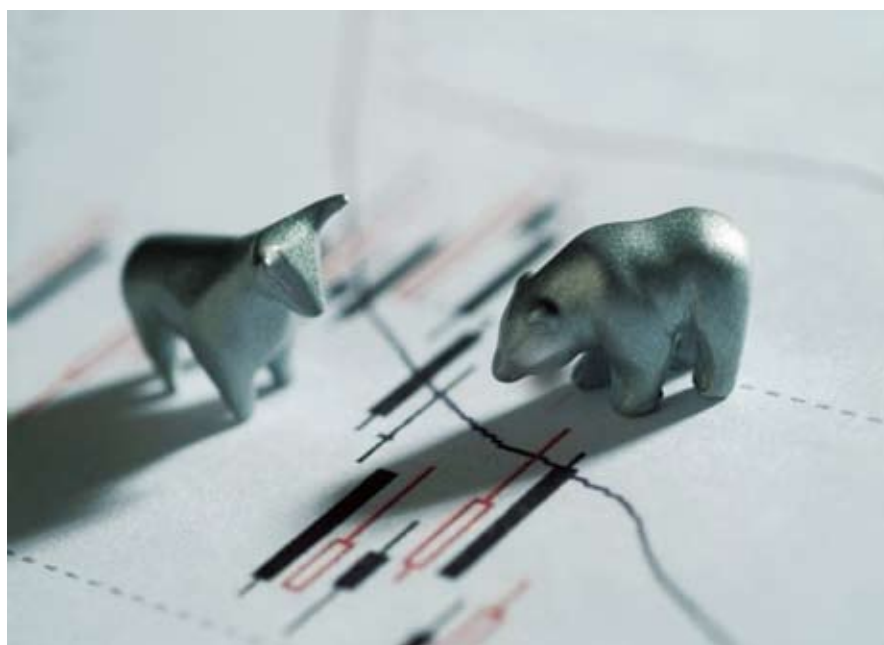
瑞福优先的年基准收益率=1年期银行定期存款利率+3%，每年调整一次。

表2、瑞福优先基准收益率及先累计应获基准收益

年份	2007年	2008年	2009年
基准收益率	6.06%	7.14%	5.25%
累计应获基准收益			0.0981元/份额

数据来源: 国投瑞银 数据整理: 联合证券研究所

截止2009年7月16日，瑞福优先的累积应获基准收益达到0.0981元每份额。按照基准收益差额累积弥补机制（如果瑞福优先在T年的基准收益分配部分未达到其该年的基准收益，则可以在T+1年进行弥补，若仍未完全弥补，则可在T+2年继续进行弥补，以此类推，直至《基金合同》期满），在基金满足收益分配的条件下，一旦基金的可供分配收益大于或等于以前各个会计年度内瑞福优先基准收益差额的最低值，则开始对瑞福优先单独进行收益分配，每份瑞福优先的分配金额不低于以前各个会计年度内瑞福优先基准收益差额的最低值。



优先累计应获基准收益 = 2007年年基准收益率 × 2007年自成立以来的运行天数/2007年全年实际天数 + 2008年年基准收益率 × 2008年的运行天数/2008年全年实际天数 + 2009年年基准收益率 × 2009年的运行天数/2009年全年实际天数 = 6.06% × 168/365 + 7.14% × 366/366 + 5.25% × 197/366 = 0.0279 + 0.0714 + 0.0283 = 0.1276。优先截至目前已分配基准收益 = 0.0295元，优先截至09年开放日应获基准收益 = 0.1276 - 0.0295 = 0.0981元。

持有瑞福优先的到期收益情景分析

超额收益是指基金的收益分配在满足瑞福优先基准收益（包括截止收益分配日瑞福优先以前各个会计年度内尚未弥补的基准收益差额）分配后的剩余部分。对于实现的超额收益，由瑞福优先和瑞福进取共同参与分配，每份瑞福优先与每份瑞福进取参与分配的比例为1:9。当瑞福分级基金净值 ≥ 1.048时，瑞福优先将开始参与超额收益分配。

目前A股的市盈率水平仍然低于历史平均，联合证券研究所认为经济增速回升带来市场预期的新变化将打破这种震荡均衡，估值有望向历史均值回归。通过DDM模型来看，下半年市场的目标位可能在3400左右。

我们根据市场预期差异做了个简单的持有到期收益率情景分析表3，假设第二次打开申购时投资者参与成本为0.75元（取6月24日分级基金净值），持有到期的收益率在不同预期下均非常诱人，在不考虑期间强制分红收益，只有当大盘点位跌破2049点时参与申购者才会出现亏损。

表3、持有瑞福优先的到期收益率

上证指数点位	瑞福基金份额净值	瑞福优先参考净值	持有瑞福优先（成本价0.75）的到期收益率
乐观3800~4200	0.975~1.027	0.975~1.101	30%~46.81%
偏乐观3400~3800	0.873~0.975	0.946~0.975	26.07%~30%
中性3000~3400	0.77~0.873	0.946	26.07%
悲观2600~3000	0.667~0.77	0.891~0.946	18.85%~26.07%
2049	0.526	0.75	0

数据来源:wind 数据整理: 联合证券研究所 注: 到期收益率中未考虑期间可能的强制分红带来的收益

投资建议

综上分析，不建议瑞福优先的持有人赎回，除非对于持有人来说继续持有的机会成本更高。若有申购机会，建议对流动性要求不高的投资者积极参与。

该基金以瑞福优先的有效赎回申请为基准对瑞福优先的申购进行份额限制。瑞福优先的申购费率（小于100万元）为1.5%，瑞福优先的赎回费率为2.5%。赎回费归入基金财产的比例为80%。据统计，瑞福优先08年首次打开申购赎回时，有效赎回申请份额为1.58份，有效申购申请金额为30.36亿元，中签率为3.50%。我们预计今年的中签率可能更低。



可怜的妻子

一个苏格兰人一晚上输了一百英镑，他抱怨地对他的对手说：“伙计，求求您帮忙吧！如果我妻子知道我输了一百英镑，她会揪下我的脑袋。”眼泪涌上了他的眼眶，“恳求您把钱还给我吧，要不我就没法活了。”

对手叹了口气，抱怨了一阵，但又可怜穷人，就把钱还给了他。

“伙计，”不幸的人接着说，“请再给我50英镑好吗，好让我那可怜的妻子认为我赢了。”



乐观情绪占主导， 中游和低估值是配置重点

◎ 联合证券研究所

谨慎：在经济增长没有完全确立并恢复到可持续的水平之前，真实的高通胀来临的可能性很小。且不说中国庞大的制造业过剩产能的消化需要较长一段时间，真实的消费需求增长也难言持续超预期。投资者向下修正通胀预期的触发因素可能是美联储旨在维护美元国债收益率的举措或中国政府对国内信贷投放的适度控制(华宝兴业)。货币信贷政策可能在明年一季度开始收紧(华安)。信贷超常规的高增长和固定资产投资增速高涨的背后均是“政府之手”，未来经济持续上升则必须有民间投资的启动跟进，否则经济回升的持续性将受到严峻挑战(汇丰晋信)。我国实际使用外资金额已连续八个月下降，这是1998年亚洲金融危机以来我国新设立外资企业、合同外资和实际使用外资首次出现持续下降，各项指标的降幅有继续扩大的趋势。另外5月份全国财政收入虽然有好转迹象，但是反映企业效益的增值税和企业所得税仍然下降，反映我国经济回升的基础并不牢固(上投摩根)。中国经济仍在筑底，离反弹还有一定的距离(招商)。市场预测中报业绩可能不太乐观(信诚)。国有股转持后相关股份

的持有人发生了变化，社保基金减持的动力将大于原非流通股股东，中长期看对市场将产生一定的负面影响(南方)。当新股IPO密度加大以后，对市场的影响就将较为复杂(工银瑞信)。估值若过高将对大盘构成压力，从而引发调整以等待企业盈利的改善；对股市的另一个威胁来自于商品价格的大幅上涨，商品价格的上升将推升通胀预期，引发对收缩流动性的担忧，商品价格的上涨也将推高PPI，从而吞噬流动性(交银施罗德)。三季度市场面临一定的调整压力(申万巴黎/民生加银)。

乐观：与国内研究者普遍过于看重外部经济对中国的影响相反，更多的国际机构正在关注中国经济增长对全球经济的贡献，并积极上调经济增长预测(农银汇理)。美国的潜在经济增速在去杠杆化后已受到较大幅度的削减，这意味着通胀将可能早于传统理论中“产出缺口”得到弥补之前来到(交银施罗德)。美国储蓄率已经回升至5%，住房贷款余额和增速连续两个月回升，预期美国经济收缩可能将在今年年底前结束；明年我国房地产投资加快和出口恢复增长将抵消政府投资效应递减的不利影响，

经济复苏态势有望得以延续；未来两年更有可能是温和的物价上涨，滞胀出现的条件并不具备，近来CPI与PPI已经形成一个正向的“剪刀差”(博时)。经济已经如期企稳并初步展开恢复的进程，经济企稳和恢复的动力来自全方位的内需释放，而内需的释放是可持续的。预计3季度经济恢复进程会大幅加速(华安)。虽然投资推动的经济复苏仍未反映到企业盈利上，但随着时间推移，数据会逐步改善，企业基本面得到提升后能支撑估值(信诚)。从长期的角度确实业绩是第一位的，估值也是一个长期的衡量标准但如果以半年的角度，资金是最核心的判断指标。什么时候经济过热，政府收缩信贷，才可能是本轮市场告一段落的时候，而目前来看，这个时间还比较遥远(中海)。在全球以增发货币刺激经济复苏的大背景下，中国央行的货币政策中间目标又停留在控制货币总量的阶段，而货币的流通速度究竟在多大程度上影响了资本市场和实体经济有待研究(天弘)。全球流动性极其充裕，全球范围内的资产泡沫化正在开始，这个过程正常会进行2年以上，直到美国经济完全正常，并真正开始收缩流动性时行情才有可能结束(长信)。板块轮动和结构化调整可能是市场释放获利压力的主要方式。如果从本轮行情启动以来投资者始终以一种怀疑的态度来看待市场走势，对市场走势的分析总是试图证伪而不是证实。回顾2007年牛市行情，市场分析的最大特点就是证实。若可以将证实和行情趋于尾声相联系的话，现在分析者的证伪心态似乎表明了市场离谢幕还有段距离(浦银安盛)。我们对未来6-12月股票市场投资环境相对乐观(博时)。

配置：继续看好金融地产；地产投资启动后，钢铁、建材、机械等行业将直接受益；预期出口有望在2、3

个季度后显著改善，我国具备较强竞争力的白色家电、工程机械等机电行业有望出现较好的投资标的；人民币升值进程有望重启，可能成为新的中长期投资主题；银行、交通、基础设施、造纸、钢铁行业的估值水平低，值得关注(博时)。关注地产投资加快、汽车行业开工率上升等带来的上游需求的增长。海外制造业的逐步恢复也将带来国内出口企业经营环境的改善(华宝兴业)。三季度受惠于政府4万亿投资的铁路建筑基建、机械行业面临轮动的机会(民生加银)。从经济循环的角度只需考虑需求端的轮动次序，而股市还应考虑供应变量是否有序，大宗商品价格走势并非完全反应为需求拉动，还存在资源资产的金融属性。早周期行业房地产、汽车以及政策驱动的基建投资启动带来中游原材料钢铁、水泥等行业走出低谷，循着这一脉络传导至机械、重卡等重工制造，以及铁矿石、煤炭、有色等资源品(农银汇理)。延伸关注如钢铁、公路、铁路、消费等明显落后大盘并有静态估值优势的板块(工银瑞信)。宏利的仓位配置比例在80%上方，仍然看好银行、地产、金融等行业板块(华安)。近期随着银行股基本面的持续转好，机构资金可能会回补银行股，金融股的行情或具备持续性(鹏华)。银行、钢铁、机械制造、房地产等低估值的板块必定会出现补涨(南方)。后市重点关注大市值权重股，并注意存在补涨可能的交运、钢铁等板块(中邮)。除去前期看好的银行，建议投资者开始关注中游制造业，包括家用电器、机械设备相关行业(银华)。金融、消费、铁路运输、铁路建设、基础化工等行业仍有发展空间(长信)。成长动力下半年关注能源、金融和消费板块(国海富兰克林)。具备持续稳定增长的特征的消费服务板块无论是从长线布局还是从短期机会来看都具备一定的投资机会

(汇丰晋信)。银行板块仍然存在上升空间，信贷的增加为银行的未来盈利埋下了坚实的基础。在世界经济及汇率等多重因素影响下，石油价格、黄金价格、煤炭以及有色金属价格仍然会体现多次的波动性机会，总体价格向上走势明显。航空板块或将成为美元贬值的受益者。近期中国国际航空公司公布的其五月份乘客流量数据同比上升幅度达到二位数水平，复苏迹象明显。此外人民币升值将给航空公司盈利估值带来的正面作用(摩根史丹利)。宏观经济基本企稳甚至开始复苏的概率非常大，未来钢铁行业的经营环境可能好转，3季度存在布局钢铁股的机会(长城基金)。

博时基金

在全球保增长背景下，凭借健康的资产负债表和高效的货币政策传导机制，我国经济率先走出低谷。房地产销售强劲反弹，使得房地产和我国经济的正向循环再次启动，为我国经济增添了政府投资之外的驱动力。美国储蓄率已经回升至5%，住房贷款余额和增速连续两个月回升，预期美国经济收缩可能将在今年年底前结束。我们认为明年我国房地产投资加快和出口恢复增长将抵消政府投资效应递减的不利影响，经济复苏态势有望得以延续。对于物价走势，我们认为目前市场对通胀甚至滞胀的担心有些过度，未来两年更有可能是温和的物价上涨。基于产能现状，未来推动物价上涨的动力主要来自需求回升而不是供给短缺，滞胀出现的条件并不具备；此外，目前经济刚刚从底部回升，增速仍然低于潜在增长率，从供求关系来看，物价即使回升，也会处于较低水平。通缩缓解或者温和通胀时期，企业盈利逐步复苏，股票市场处于相对较好的投资环境。总体而言，我们对未来6-12月股票市场投资环境相对乐观：经济稳步复苏，同时

伴随较低的通胀水平。投资者可以考虑保持相对较高的股票或基金投资比例。我们继续看好金融、地产行业。其他方面，我们认为有几个投资方向值得考虑：第一，地产投资启动，钢铁、建材、机械等行业将直接受益；第二，预期出口有望在2、3个季度后显著改善，我国具备较强竞争力的白色家电、工程机械等机电行业有望出现较好的投资标的；第三，出口显著改善后，人民币升值进程有望重启，很可能成为新的中长期投资主题。

华安基金

经国务院批准，财政部、国资委、证监会和社保基金会19日联合印发了《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，明确从即日起实施国有股转持，即股权分置改革新老划断后，凡在境内证券市场首次公开发行股票并上市的含国有股的股份有限公司，除国务院另有规定的，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的10%，将股份有限公司部分国有股转由全国社会保障基金理事会持有。目前，市场主流观点认为新政延长三年禁售期等配套规则对资本市场来说还是中性偏好，给了市场明确的信号和信心。我们判断，划转部分国有股政策的出台，本质是为了充实社保基金，应对养老金缺口。因此，政策本身对市场的影响并不大。目前对市场影响较大的仍是市场的估值水平，投资者对经济复苏的预期，市场资金变化的情况等等。宏观方面，自年初以来我们对整体经济发展就呈乐观态度，目前已得到印证。我们判断，未来的经济形势将持续这种回暖态势。尽管目前市场出现一些震荡，但整体上在短期内还将维持上升通道。下半年政策可能会出现一些调控，比如货币政策预计今年年底明年初可能会有所微调，出于这样的考虑，未来市场会有反复。目前A

股的估值分化严重，以6月19日收盘价与2008年年报业绩，目前银行板块市盈率为16倍，全市场27倍，除银行外的其他公司静态市盈率达到37倍。从08年的业绩估值看，整个市场应该基本已处于合理区间。投资策略上，近期对金融行业配置的比例有所增加，但整体上行业比例调整的幅度并不大。目前，华安宏利的仓位配置比例在80%上方，仍然看好银行、地产、金融等行业板块。

南方基金

上周召开的国务院会议重申将继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，减轻了投资者对流动性收缩的忧虑；加之有传闻称6月份信贷增长将继续超出预期，A股市场强势上扬，各行业普涨，金融、地产股涨幅居前。桂林三金于6月19日发布招股意向书，宣告暂停9个月的A股IPO重新启动。三金药业将按照我国最新的新股发行制度进行，今天开始询价。历史表明：IPO难以改变股市原有运行趋势。其实在A股历史上，共有6次时间较长的IPO暂停，而从前5次的情况来看，其中有4次恢复IPO发行，都对市场的中短期运行趋势产生影响，其中只有一次恢复新股发行之后，市场的运行趋势产生了逆转。从长期来看，影响市场趋势的因素更多的来自于基本面而非供求关系。从最近市场运行情况来看，市场对于IPO的冲击基本已经消化。周末国有股转持政策出台，该政策对于市场短期影响偏正面，从一定程度抵消了IPO的冲击，市场情绪可能会受到进一步的提升；中长期看，相关股份的持有人将发生实际变化，而社保基金减持的动力将大于原非流通股股东，对市场将产生一定的负面影响。从估值方面看，市场各个行业的差别很大。整体来看，大盘蓝筹股估值水平较低，比如银行、钢铁、机械制

造、房地产等。随着经济前景的逐渐明朗，这些低估值的板块必定会出现补涨，最近的行情即围绕补涨逐渐展开。上周末，四部委联合宣布国务院关于在境内证券市场实施国有股转持的有关政策，以及6月份新增贷款可能过万亿的传闻，短期内均有助于市场乐观情绪的维持，推动指数进一步走高。

易方达基金

1986年台湾股市从1000点起步，年内突破了4000点之后，随着1987年全球股灾的到来，台湾市场令人眩目的下跌了51%，最低点跌倒了2300点，而后在“永不终结的牛市”的口号召唤下，台湾股指一度上涨到12500点。据亲历者描述，当时的各路“炒家”都处于癫狂状态，公务员在交易时间后才陆续回到办公室；大学生纷纷逃课炒股；出租车司机因为害怕错过交易时间而拒绝载客……，台湾市场最终没能脱离地心引力，止步于12500点并开始加速下跌至2560点，然后在短短的六个星期里上涨到4926点，涨幅达92%，并继续攀升至6305点，此后连续震荡中不乏涨幅超过50%的反弹。二十年后的今天，我们回顾台湾股市上世纪八十年代末那一轮波澜壮阔、跌宕起伏的行情的时候，除了扼

腕叹息之外，是否会依稀觉得那是大陆沪深股市疯涨与暴跌的逼真彩排？围绕“市场是否会重复昨天的故事”这个问题的争论伴随着资本市场的发展恐怕已经争论了不下百年。不管荷兰“郁金香热”和中国改革开放初期的“君子兰热”是否是能算是一种“重复”，始终相信，如果能够吸取历史的教训，对于把握未来还是有莫大帮助的，而且这种帮助不仅能够帮我们回避风险，更能引导我们把握机会。一个同行推荐了江平（Steven R. Champion）的作品《台湾股市大泡沫》，这本书不仅记述了一部中国人主演的“华尔街故事”，还真实的记述了在非理性市场中，面对无法理解的高估值和持续上涨的市场，一个投资人在保全客户资产和自身业绩之间内心的煎熬和迷茫。读到作者在书中引用的基金年报市场分析文字和内心独白的时候，相信经历了2007和2008年度的A股基金经理都会产生强烈地共鸣。书的最后一章是《勇敢投资者入门》，的确，无论资本市场经历了多少起伏，总有勇敢的投资者会继续在市场中生存，并获利。无法考证书中作者反复提及并以此人命名的资本市场走势的拉斯普京是否真的存在，是否真的如作者所描述的“具有顽强的生命力”，但相信A股市场后面还有很多精彩的故事。☺



太阳和海洋

一对情人在海边。

男：“记得一位诗人这样写道，‘和煦的太阳无私地吻着蓝蓝的海洋。’亲爱的，我要做无私的太阳，你就是蓝蓝的海洋。”

女：“那么太阳落山以后呢？”



国内财经

◎ 《投资宝典》编辑部

通胀预期抬头四季度物价水平将现正增长

国家统计局综合司日前发表的文章认为，尽管当前价格水平仍处在低位，但因货币信贷前期增加较多，国际国内市场初级产品价格普遍明显上扬，社会公众对下阶段可能出现的通货膨胀预期有所增强。

编辑部点睛：金价的坚挺与房价近期的上涨已经反映了民众对于通胀的预期，但能持续多长时间尚难以确定。

银监会紧急通知控制流动性 季末放贷冲动强烈

日前，中国银监会办公厅向各地银监局和各政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行紧急下发《关于进一步加强信贷管理的通知》（以下简称《通知》），对银行机构加强信贷管理进行窗口指导。

这份标注了“特急”字样的《通知》特别指出：“当前首先要防止月末、季末‘冲规模’现象。”。

编辑部点睛：并不是针对股市，只是想要保证贷款质量。

国土资源部调查结果表明地价占房价平均比例为23.2%

国土资源部副部长、国家土地副总督察鹿心社23日在国新办新闻发布会上指出，国土资源部系统调查结果表明，目前在我国地价占房价的平均比例是23.2%，所谓确保18亿亩耕地红线推涨了房价是没有根据的，也是没有道理的。

编辑部点睛：此论调意味着是开发商拿了大头，而不是政策，但如果说地价占房价平均比例小，标志着地价还有提升的空间，房价又将有上涨空间。

财政部:5月国企利润环比下降7.5%

财政部22日公布的数据显示，1-5月，全国国有企业累计实现利润4254亿元，同比下降30.3%，降幅比1-4月减小2个百分点，其中5月实现利润比4月环比下降7.5%。

编辑部点睛：利润环比出现较大幅度的下降，说明实体经济面临的状况仍较为严峻，在此形势“双松”政策怎会改变？所以继续注入流动性仍然是国家当前政策。

国家发改委:上周猪肉价格近5个月来首现反弹

国家发改委22日公布的价格监测数据显示，上周36个大中城市猪肉（精瘦肉）平均零售价格为每500克10.54元，比前一周上涨0.09%。这是今年春节以来周度猪肉价格首现环比反弹。

编辑部点睛：猪肉价格环比反弹虽有助于缓解通缩的风险，但也会让人怀疑未来会不会有严重的通胀。

财政部:部分粮食和工业品出口暂定关税7月1日起取消

经国务院关税税则委员会审议并报国务院批准，7月1日起，我国对部分产品的出口关税进行调整，取消小麦、大米、大豆等粮食产品以及硫酸、钢丝等工业品的出口暂定关税，降低微细目滑石粉，中小型型钢，部分氟化工品，部分钨、钼、铟等有色金属及其中间品等产品的出口暂定关税。

编辑部点睛：考虑到外需萎缩，刺激外贸行业是必须的，作为推动国民经济发展的三架马车之一，对外出口好转也要依赖更多的扶持。

国家税务总局:烟产品消费税率上调

国家税务总局19日消息，经国务院批准，财政部、国家税务总局近日对烟产品消费税政策作了重大调整，除在生产环节调整计税价格，提高消费税税率外，卷烟批发环节还加征一道从价税，税率为5%，新政策从5月1日起执行。

编辑部点睛：此措施不错，抑制一些不是太必要的消费，同时可以应对财政收入下滑的局面，当然对相关个股不是个好消息。📉

海外财经

◎ 《投资宝典》编辑部

奥巴马:没有必要出台新刺激经济方案

美国总统奥巴马日前表示, 尽管他本人和美国民众都对经济复苏状况感到不满, 但现在还没有必要出台新的刺激经济方案。奥巴马还高度评价了美国联邦储备委员会主席伯南克的表现, 认为伯南克在困难情况下"工作出色"。但他拒绝透露明年1月是否会继续任命伯南克为美联储主席。

编辑部点睛: 奥巴马的按兵不动估计撑不了多长时间, 目前经济现状并不令人乐观。

德国央行行长透露欧洲央行已无降息空间

欧洲央行理事会成员兼德国央行行长韦伯日前向外界表示, 欧洲央行已经用尽了此前因通胀风险下降和经济状况恶化而带来的降息空间, 并认为目前没有进一步采取刺激性措施的需要。

编辑部点睛: 此论调与奥巴马的观点不谋而合, 但欧洲经济比美国日本的自愈能力还要差, 如果不进一步采取刺激性措施, 只会导致长期的衰退。

美国白宫表示美失业率数月后将达10%

美国白宫22日表示, 美国失业率将在数月后达到10%, 这显示美国就业市场恶化状况比经济学家原先的预测更为糟糕。

编辑部点睛: 发达国家失业情况不容乐观, 政府的措施无非就是注入流动性刺激经济, 从而扩大就业, 这为未来的通胀埋下隐忧。

英国国家统计局:英上月政府借贷额创新高

据英国国家统计局公布的最新统计数字, 英国公共部门5月借款总额达199亿英镑(1英镑约合1.65美元), 创下自1993年以来单月借款额历史最高纪录。

编辑部点睛: 各国政府日子都不太好过, 政府大量借贷最后的结果很可能是启动印钞机, 引致通胀。

俄罗斯1-5月经济运行糟糕

1-5月俄GDP同比下降10.2%, 5月单月下降11%。目前, 显示危机程度的三大主要指标中, 固定资产投资和库存量持续下降, 消费需求下降放缓。其中投资形势持续恶化, 1-5月投资同比下降17.7%, 5月下降23.1%。消费需求5月同比下降5.6%, 环比与4月份持平。

编辑部点睛: 作为“金砖四国”之一的俄罗斯境况如此, 其他的发展中国家估计也好不到哪儿去。尽管俄政府一再给民众打气, 认为未来会好, 但糟糕的数据显示经济的回稳并不是那么容易。由此联想到政策面难以从紧。

路透称中国房价全球反弹最强劲 2010年再涨10%

随着全球经济复苏迹象越来越明显, 美英一些主要国家和地区的房地产市场正陆续呈现回暖苗头, 中国房价甚至出现“井喷式”回升。然而这种房价回升是否可持续, 市场仍持谨慎观望态度。路透社22日的调查认为, 中国住宅市场的反弹将会持续, 至2010年底中国的楼价有望再涨10%。

编辑部点睛: 连权威外媒都对中国的房价唱多, 国际资本有可能再度涌向中国, 资产泡沫是否会再度泛滥也是一个问题。

巴菲特:股市投资仍具有吸引力 建议美政府出台更多经济刺激措施

美国“股神”沃伦·巴菲特24日指出, 鉴于失业率将继续上升, 美国应推出第二套经济刺激计划。股市相对于其他类型的投资来说仍具有吸引力。

巴菲特是在接受美国国家广播公司商业新闻台(CNBC)采访时做上述表示的。他警告称, 美国可能会遭遇严重的通货膨胀。

编辑部点睛: 如果美国再推第二套经济刺激计划, 加上通胀的预期, 近期会更有利于美国股市的上涨。📈

赵丹阳： 天价午餐换来无价之宝

美国东部时间6月24日中午12点，备受瞩目的“天价午餐”在纽约第四十九街第三大道口的史密斯·沃伦斯凯(Smith&Wollensky)牛排餐厅正式拉开序幕，赴宴双方分别为美国股神巴菲特和赤子之心中国成长投资基金的创办人，素有“中国私募基金教父”之称的赵丹阳。

午餐掠影

由于此次午餐拍出了211万美元的历史最高价，在美国国内也引发极大关注。餐厅门口美国CBS、福克斯(FOX)等各大主流电视台专题报道组严阵以待。中午12点，巴菲特准时出现在餐厅，虽已年近八旬，但依然精神矍铄，步履矫健。与赵丹阳见面后，巴菲特问赵丹阳今年收益如何，赵丹阳说今年收益为47%，巴菲特立即说，你比我强，然后掏出自己的钱包要交给赵丹阳，让赵丹阳帮他赚钱，巴菲特果然出手不凡，一举融洽了宾主关系。

这顿天价午餐被安排在餐厅一层大厅紧靠厨房的大桌，在餐桌旁，有一张熟悉的面孔，那就是2006年与巴菲特共进过午餐的华人投资家段永平，这已经是他第二次与巴菲特共进午餐。此外，赴宴的还有赵丹阳的家人们和几位朋友。

午餐之前，赵丹阳赠给巴菲特两件礼物——贵州茅台酒和阿胶，巴菲特非常开心。接着，赵丹阳拿出十几本《滚雪球：巴菲特和他的财富人生》请巴菲特签名，这是巴菲特的最新传记，巴菲特一一认真签名，接着午餐正式开始。

整个午餐大约持续了3个多小时，大约3



点40分天价午餐结束，巴菲特在多家媒体的团团包围中从后门成功突围匆匆离去。记者在第一时间对赵丹阳进行专访，赵丹阳表示，“这顿饭解决了我多年以来困惑的问题，我的收获无法用钱衡量”。

赵丹阳：从巴菲特身上学到的是无价之宝

2008年6月29日，一年一度与巴菲特共进午餐的机会以211万美元的历史高价成交，因此引发质疑，花费211万美元的一顿午餐是否值得，赵丹阳说，211万美元与他通过此次午餐从巴菲特身上学到的收获从而在将来能赚到的钱相比，很少。

在被问到此次天价午餐最大的收获时，赵丹阳说，通过与巴菲特交流了3个多小时，很多困惑他多年的问题得到了确认，他非常开心，在将来的投资过程中他才敢“下重手”。赵丹阳说，成功的投资是“在正确的时候作出正确的判断，并且要下重手”。

赵丹阳说，这是一次非常难得机会，正是十几年前他读走进书店，买了本《巴菲特：从100元到160亿》开始看，从此走上投资的道路，这本书指导他做投资至今。巴菲特就像他的老师一样，没想到今天能有机会与他面对面学习。

巴菲特几十年坚持投资，经历过数轮牛市、熊市周期更替，有丰富的投资经验。赵丹阳说，“这不是聪明不聪明的问题，我只有37岁，我的经历无法与巴菲特的经历相比，所以巴菲特一生的投资经验，对我而言是无价之宝，能让我少犯很多错误。就像武侠小说中所描写的那样，郭靖与武林高手过招一次后，功力就能够得到一个极大的提高。受到巴菲特这样高手的点拨后，从现在起，在投资方面，我又上了一个新的台阶。”而巴菲特也有类似的经历，巴菲特也曾亏了很多钱，19岁时读了一本格雷厄姆的书，由此形成了基本的投资的思维方式。

他们都谈了什么

据赵丹阳介绍，他们谈的话题很广，包括通货膨胀、美元汇率、公司治理结构、教育、慈善等方面，他向巴菲特提出的问题包括：挑选公司是行业重要还是管理团队重要？如何与那么多CEO和高管相处？做一个成功的投资者最重要的是什么？如何看待保险行业？如何看待周期性产业？如何看待美国市场和中国市场？

据赵丹阳介绍，在宏观方面，巴菲特看好美国和中国市场，他认为未来10年、20年美国、中国经济都会有不错表现，中国未来发展的会更快一些。巴菲特看好他投资的比亚迪。

在投资方面，赵丹阳认为从巴菲特身上学到最关键的是不需要什么都懂，只做懂的事。赵丹阳说他所作的投资基本都是长期投资，选择每个具体个股之前，他都会去进行实地考察，因为他相信消费者是最核心的。

对于产业方面，巴菲特说他很少买周期性产业，对中石油只是碰

巧投资，当时他看到中石油价格被低估。因为他无法预料明天油价走势，但是他知道明天可口可乐的价格。

对于公司治理结构方面，巴菲特说他喜欢家族企业，因为他们对企业更有感情，很多时候不是为了钱而工作。

赵丹阳说，他向巴菲特推荐了港股物美商业的股票，巴菲特说他回去看看。

据赵丹阳介绍，他们还谈到了慈善和教育方面的问题，巴菲特说他之所以把捐给慈善和社会，是因为他一生的钱都是来自社会，现在他赚了钱他要回报社会，正是取之社会，回报社会。他做慈善的方法与做投资一样，把钱交给盖茨基金会，因为他认为盖茨做这件事最合适。巴菲特说他很幸运，他出生于很好的家庭，父母给他很好的头脑，在美国长大，他的孩子都很聪明，相信他们可以谋生，也给他们留了一些钱。

是否再次与巴菲特共进午餐是悬念

赵丹阳说，此次211万美元午餐是2008年他跟段永平合拍的，这笔钱全部打入巴菲特旗下的基金会。被问到是否还会再次竞拍与巴菲特午餐机会时，赵丹阳表示暂时保密。



闲人免进

丈夫意外受伤，进医院住了一个月。妻子有一次去看他，弯身和他亲吻。他的伤势已稍好转，很强烈地回吻了妻子一下。恰好此时一位护士走进房间，看见当时的情景便马上回身把门带上。结果这次探访时间很长，护士或其它医务人员也没有进来打扰。他们觉得很奇怪，直到妻子开门出去时才明白，原来门上挂着块牌子，写着：正在进行治疗，闲人免进。



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(%)
钢铁	9.22	100.26	3G	0.40	13.43
工程机械	7.99	37.21	港口	0.35	46.96
汽车整车	4.71	30.18	纯碱	0.31	25.39
保险	4.55	-7.00	新能源	0.25	12.29
饲料	4.14	60.62	创投板块	0.24	27.34
家用电器	3.58	27.39	橡胶	0.20	-22.30
有色金属冶炼	3.53	31.53	军工航天	0.02	-0.97
煤炭开采	3.20	6.51	电气设备	0.01	13.27
渔业	3.04	49.02	种植业	-0.03	20.87
食品制造	2.95	29.77	农药	-0.26	-9.41
银行	2.79	-5.29	电子元器件	-0.38	1.16
机床工具	2.58	95.91	零售	-0.69	-3.55
化学纤维	2.49	15.64	纺织	-0.81	-25.48
房地产开发	2.21	-2.84	啤酒	-0.87	-2.86
餐饮旅游	2.12	36.19	化学肥料制造业	-0.89	37.49
滨海新区	1.99	55.53	软饮料	-0.89	-8.80
计算机设备	1.65	56.30	信托	-1.27	-11.17
包装印刷	1.60	78.27	机场	-1.38	-8.16
物流	1.50	41.77	服装	-1.49	-24.79
氯碱	1.45	15.71	三通	-1.57	-9.39
水泥制造	1.43	17.13	白酒	-1.58	-37.12
上海本地股	1.18	-1.17	水务	-1.62	6.47
石油化工	0.82	26.98	食品加工	-2.07	-4.44
塑料	0.69	-8.13	医药生物	-2.12	-24.55
造纸	0.67	8.36	传媒	-2.36	7.02
葡萄酒	0.64	8.97	日用化学产品	-2.81	-39.39
通信设备	0.62	11.89	股指期货	-3.64	-9.70
电力	0.61	29.66	证券	-4.82	-8.81
航空运输	0.54	50.76	林业	-4.92	-4.87
农产品加工	0.42	17.10			

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
002010.SZ	传化股份	中信证券	1_买入	10.60	8.54
600216.SH	浙江医药	申银万国	1_买入	33.75	25.78
600252.SH	中恒集团	广发证券	1_买入	20.00	14.01
601857.SH	中国石油	广发证券	1_买入	-	14.04
000671.SZ	阳光城	海通证券	1_买入	32.30	23.68
002154.SZ	报喜鸟	海通证券	1_买入	15.50	12.83
002148.SZ	北纬通信	长江证券	1_推荐	-	21.07
002264.SZ	新华都	银河证券	1_推荐	-	28.78
002032.SZ	苏泊尔	国都证券	1_推荐	-	15.2
600697.SH	欧亚集团	银河证券	1_推荐	-	18.22
000712.SZ	锦龙股份	国泰君安	1_增持	22.00	16.99
002011.SZ	盾安环境	中银国际	2_买入	15.00	12.46
600580.SH	卧龙电气	中银国际	2_买入	17.80	12.52
600503.SH	华丽家族	南京证券	2_推荐	-	12.97

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
002206.SZ	海利得	华泰证券	1_买入	2_推荐	-	21.68
000528.SZ	柳工	东方证券	1_买入	2_增持	23.92	16.93
000792.SZ	盐湖钾肥	广发证券	1_买入	3_持有	-	56.81
000677.SZ	山东海龙	广发证券	1_买入	3_持有	-	5.65
600309.SH	烟台万华	广发证券	1_买入	3_持有	-	16.42
600050.SH	中国联通	光大证券	1_买入	3_中性	-	6.77
000568.SZ	泸州老窖	东方证券	1_买入	3_中性	32.00	27.55
002078.SZ	太阳纸业	海通证券	1_买入	3_中性	15.00	13.2
600522.SH	中天科技	中投证券	1_强烈推荐	2_推荐	21.15	17.16
600177.SH	雅戈尔	银河证券	1_推荐	2_谨慎推荐	16.00	13.5
600469.SH	风神股份	长江证券	1_推荐	2_谨慎推荐	-	9.87
002024.SZ	苏宁电器	银河证券	1_推荐	3_中性	-	16.31
600000.SH	浦发银行	高华证券	2_买入	4_卖出	25.00	22.14
600510.SH	黑牡丹	中投证券	2_推荐	3_观望	10.00	8.47
000933.SZ	神火股份	兴业证券	2_推荐	3_观望	23.45至30.10	19.61

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
600100.SH	同方股份	广发证券	3_持有	1_买入	16.80	16.2
600600.SH	青岛啤酒	广发证券	3_持有	1_买入	30.00	26.84
002030.SZ	达安基因	国信证券	3_中性	1_推荐	-	14.66

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(%)
600576	万好万家	61.00	002243	通产丽星	10	16.42
000671	阳光城	40.81	600210	紫江企业★	8	6.04
000540	中天城投	31.16	600503	华丽家族	8	14.99
600476	湘邮科技	28.47	000959	首钢股份	7	13.64
600146	大元股份	27.35	002098	浔兴股份	7	13.24
600489	中金黄金	26.64	000505	*ST珠江	6	6.77
600894	广钢股份	25.70	000838	国兴地产	6	9.01
000761	本钢板材	24.92	600146	大元股份	6	27.35
002061	江山化工	24.63	600608	ST沪科	6	14.70
002110	三钢闽光	23.85	600969	郴电国际	6	9.38
000516	开元控股	23.76	000006	深振业A	5	0.89
601003	柳钢股份	23.40	000567	海德股份	5	8.64
600145	四维控股	23.19	000671	阳光城	5	40.81
600348	国阳新能	21.75	002015	霞客环保★	5	4.91
002226	江南化工	21.43	002061	江山化工	5	24.63

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(%)
002130	沃尔核材	113.57	601166	兴业银行	10	6.33
600745	中茵股份	95.64	600503	华丽家族	8	14.99
002098	浔兴股份	90.91	600576	万好万家	8	61.00
000760	博盈投资	88.77	002243	通产丽星	7	16.42
002219	独一味	86.03	000709	唐钢股份	6	8.88
600248	延长化建	84.21	000798	中水渔业	6	8.36
600960	滨州活塞	82.55	600969	郴电国际	6	9.38
000078	海王生物	81.69	000567	海德股份	5	8.64
002016	世荣兆业	81.05	000615	湖北金环	5	20.03
002103	广博股份	79.87	000671	阳光城	5	40.81
002061	江山化工	76.79	000708	大冶特钢	5	10.30
600222	太龙药业	75.56	000761	本钢板材	5	24.92
600489	中金黄金	75.18	002010	传化股份	5	13.97
002166	莱茵生物	74.26	002061	江山化工	5	24.63
002143	高金食品	71.95	002109	兴化股份	5	6.42

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

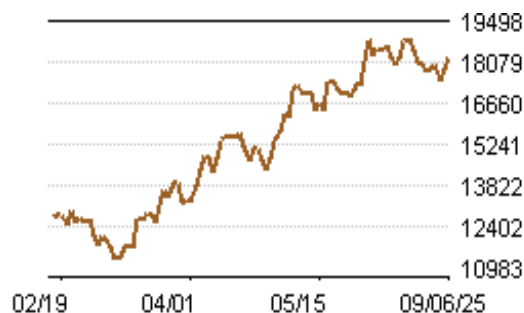
全球指数

□ 数据聚焦 Focus on Data

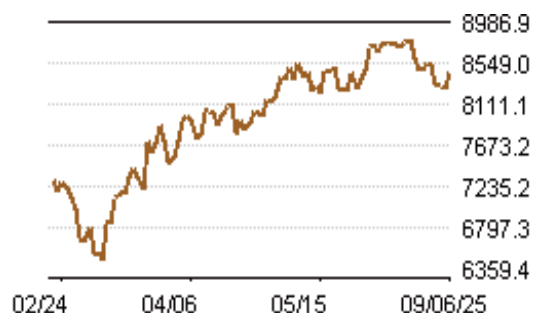
上证指数



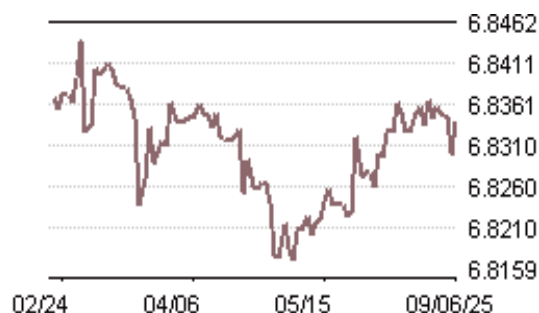
恒生指数



道琼斯指数



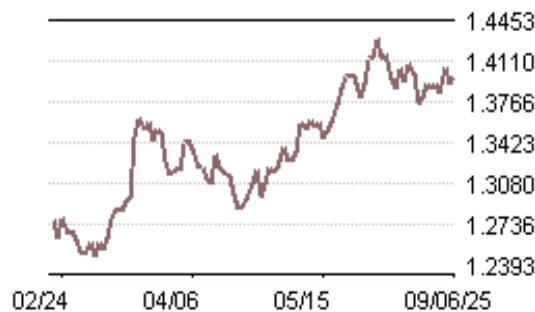
美元兑人民币



美元指数



欧元兑美元



资料来源：港澳资讯

编者按

上周A股虽经历了震荡，但上涨势头不减，3000关口的犹豫属正常，预计也不是什么大障碍。国际股市先跌后涨，大多以红盘报收，有力地支撑着A股的上涨。美元近期处于弱势盘整，随时有掉头向下的感觉，投资者可继续关注美元贬值带来的一系列影响。

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、贵金属、有色金属，这些商品的价格上周仍保持涨势，对于通胀的担忧占据上风，尽管世界经济并未有明显的复苏迹象。通胀预期也是支撑股市上涨的重要因素。CBOT农产品中大豆保持涨势，其余品种仍是继续破位下行，而大豆涨升的重要因素之一便是中国庞大的需求。