

分歧虽加大，难抑人气旺

◎ 王守杰

15日，沪深大盘高开高行，稳步刷新近13个月以来的高点，沪指收盘逼近3200点，两市合计成交额3373亿，创出25个月以来的新高。而大盘周线再度放量收阳，涨幅为2.43%，尚在可承受范围内，未到疯狂之时。上周五下午的放量跳水很快便被修复，人气仍然旺盛。

很明显的，目前牛市氛围异常浓厚，最明显的特征便是突发的利空往往被市场化为无形。中国建筑IPO的威胁甚至只停留在上周一；中登公司最新披露的数据显示，6月份大小非减持量连续第五个月超过10亿股，以12.40亿股的减持量再度创出历史新高，但“大小非减持”这种原来认为的“洪水猛兽”已经引不起市场的关注。

上周国内经济数据密集出台，一切似乎都在向好。国家统计局16日公布，上半年国内生产总值139862亿元人民币，按可比价格计算，同比增长7.1%，比一季度加快1.0个百分点。分季度看，一季度增长6.1%，二季度增长7.9%。相比一季度，二季度GDP增速有了一个飞跃，并且超过市场的预期，考虑到大规模投资的滞后效应，下半年预期GDP增速更快，“保八”似乎不成问题。6月末，广义货币供应量(M2)同比增长28.46%，增幅比上年末高10.64个百分点，比上月末高2.72个百分点；M1余额同比增长24.79%，增幅比上年末高15.73个百分点，比上月末高6.09个百分点。货币投放速度有增无减，流动性正向“极致”发展。单纯从经济增长速度来看，下半年上市公司业绩可能会加速回暖，支撑公司股价走强的因素将增多；而流动性在经历了爆发式的膨胀后，相信管理层不会坐视不管，“微调”是必然，“从紧”目前未有迹象，而即使是“从紧”，也需要一个累积效应，此时我们不必多虑。

而另一方面投资者也应关注到，近期增量资金也是源源不断。统计显示，7月份近20只理财产品、基金有望带来约630亿元的新增资金，其中500亿元左右将直接进入股市。这只算是“阳光”下的资金，便足以抵挡IPO重启对股市的“抽血”作用。从这个角度，管理层对股市并没有明显的打压意图。

国际市场上周传出的消息也是利多大于利空：首先是高盛上周二公布二季度盈利34.4亿美元，同比增长65%，每股盈利4.93美元，高于市场预期的3.65美元，因交易强劲增长抵消了偿还政府贷款的一次性支出。美国第二大银行摩根大通周四称，公司二季度盈利27.2亿美元，同比增长36%，为2007年以来的首次利润增长，且利润额超过市场最乐观的预期。可以说金融危机重创了美国经济，而华尔街投行则是绑架了美国政府。几大投行的运行状况直接关系到美国股市的运行，每次这些“巨无霸”公布财报或曝出重大新闻，总能引起美股的动荡，而它们经营状况的好转给了华尔街以及美国民众以很大的信心。不仅是美国，就连发达国家中更烂的欧元区，其5月工业产值环比也出现9个月来首次回升。所以尽管经合组织预计3年内发达国家失业将达3000万人，以及美国主要中小企业商贷机构CIT即将破产，这些负面消息已经难以阻挡股市的大幅反弹。单纯从技术走势上，欧美股市似有形成“W”底的可能，有力地支撑了A股的强势。

周刊再次详细提及国际股市的原因，也是缘于近期A股的独立性要打一些折扣。因为上周量能的极剧放大反映了市场已经出现分歧，尽管多方暂时占优，但要再为所欲为似乎难度较大，所以走强也需要外力的支撑。另外个股的普涨普跌的格局已经许久未现了，这也是操作上难度更大的原因之一，投资者在节奏把握上需多几份努力。

经济既然有较为明显的复苏迹象，热点选择上更应该考虑周期性行业，例如钢铁、有色、化工等板块，尽管其现实业绩仍然难看得很，但股市一向是炒预期，投资者尽管可在不过份追涨前提下，积极参与。📈

投资宝典

Investment Bible

联合你我 共创财富

主办 雷尼国际出版有限公司

联合证券零售客户部

协办 联合证券研究所

出版人 张翊

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1308室

电话 00852-98698371

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 分歧虽加大, 难抑人气旺

■ 特别报道

- 3 展望经济复苏

■ 宏观策略研究

- 10 谁能脱颖而出: 地产重组股

■ 行业研究

- 14 电力设备行业: 俄罗斯电网改造引来千亿美元商机
18 汽车及零部件行业: 轮胎高盈利有望持续
20 电子行业: 进出口好转, 电子行业迎来交易性机会
22 化工行业: 化纤价格将继续上涨

■ 个股研究

- 24 特变电工: 行业景气回升, 享受高估值
27 美的电器: 重归成长快车道
29 锡业股份: 业绩拐点已得到确认
30 中国平安: 宽松货币下万能险资金成本的市场化优势逐渐显露

■ 基金天地

▶ 32 博时策略灵活配置基金: 团队保障, 策略致胜

- 33 基金组合优化建议: 加强风险管理, 关注新发基金中的优秀品种
35 基金视野: 由乐观转向谨慎乐观, 对资金需求变量尤为关注

■ 一周要闻

- 38 国内财经
39 海外财经

■ 理财万花筒

- 40 抓住暑假帮孩子加点财商 培养理财观念
41 有多少钱可以买房? 买房前要考虑的几个财务问题

■ 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

展望经济复苏

上周四，国家统计局发布上半年宏观经济运行重要数据：GDP增长同比7.1%，CPI同比下降1.1%，固定资产投资同比增长33.5%……从数据上看，我国经济企稳复苏形势良好，而这种良好势头能否持续，下半年经济运行将会走出什么样的轨迹？



国家统计局16日发布的数据显示，二季度国内生产总值（GDP）同比增长7.9%，增速比一季度加快1.8个百分点。

这是我国经济自2007年三季度以来同比增速连续七个季度回落后的首次加速。二季度经济增速明显加快，使得上半年我国经济同比增速达到了7.1%。

国家统计局新闻发言人李晓超在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上表示，经济运行中积极因素不断增多，国民经济企稳回升。

7.9% 中国经济增长 七个季度以来首次加速

扩大内需成为企稳回升动力

“我国国内需求增长加快，扩大内需是经济企稳回升的动力和推手。”李晓超表示，上半年全社会固定资产投资同比增长33.5%，比一季度加快4.7个百分点，社会消费品零售总额增长15%，内需增长中商品房销售和汽车销售增长较快成为突出亮点，分别达31.7%和17.7%。

事实上，上半年最终消费对经济增长的贡献率为53.4%，拉动GDP增长3.8个百分点；投资对经济增长的贡献率为87.6%，拉动GDP增长6.2个百分点。

兴业银行资深经济学家鲁政委指出，内需尤其是投资是经济回稳的主导力量，投资对经济的贡献大幅上升，而净出口对经济的负向拉动也更加明显。

李晓超指出，经济企稳还体现为生产增速的稳步回升，今年1-2月规模以上工业生产增长3.8%，6月份增长达10.7%，回升态势明显。

此外，经济结构调整的积极推进也是经济企稳回升的表现，基础设施和基础产业进一步得到加强，装备工业较快回升，区域发展协调性有所增强，中西部地区投资和工业生产增长都明显加快。

居民收入的大幅增长则被认为是经济回稳惠及民生的表现之一，上半年城镇居民家庭人均总收入9667元。其中人均可支配收入8856元，同比增长9.8%，扣除价格因素，实际增长11.2%。下半年回升强度或加大

谈到下半年经济形势，李晓超表示，我国经济已经在回升过程之中，而且强度在加大。兴业证券分析师指出，金融危机以来中国经济走出一个典型的内需驱动的“V”形复苏，中短期内不会逆转。投资的持续强劲增长成为下半年经济继续向好的动力。

银河证券宏观分析师指出，随着下半年发达国家经济企稳回升，外商企业和港澳台商企业投资也将恢复增长。

国外需求不确定性较大

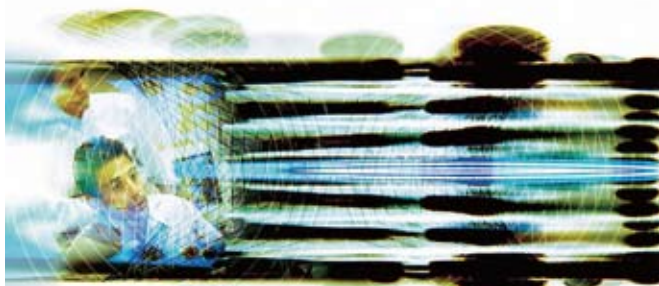
“经济回升存在不平衡性，回升过程中还存在着一些不确定性因素。”李晓超指出，其中包括外需严重萎缩，企业实现利润继续下降，财政增收增支压力较大，产能过剩较突出。李晓超指出，上半年国外需求（净出口）对经济增长的贡献率为负41%，下拉GDP负增长2.9个百分点。

国家发改委对外经济研究所所长张燕生表示，由于扩大内需系列效应的显现，下半年进口表现还将较上半年好转，因此顺差可能会进一步减少。“净出口对经济增长的负拉动甚至可能达到3%以上。”张燕生对记者表示，这一情况值得密切关注。



7.1%——7月16日，国家统计局公布中国上半年GDP增速。

在国际金融危机尚未见底的大背景下，这个数字意味着什么？中国经济持续增长还要解决哪些问题？今后应采取怎样的政策取向？



企稳向好态势明晰 回升势头尤需巩固

生产回升、需求增长、结构调整、民生改善

“四个一”确认企稳向好

发电量增长由负转正、财政收入大增19.6%、全国税收今年1月以来首次增长……进入6月，越来越多的亮点开始照亮中国经济的天空。随着中央政府应对国际金融危机、保持经济平稳较快发展的一揽子计划的贯彻落实，中国经济确实在不断出现积极的因素，企稳向好的态势也越来越明晰。国家统计局新闻发言人李晓超用“四个一”来概括这一态势。

“一个回升”——生产增速稳步回升。今年上半年国内生产总值同比增长7.1%，其中一季度增长6.1%，二季度增长7.9%，二季度比一季度加快了1.8个百分点。稳步回升的态势可能从工业生产看得更为清楚：1—2月，规模以上工业生产增长3.8%，3月份增长8.3%，4月份虽有所回落，但5月份又继续回升，增长8.9%，到6月份，增长4.7%。而且在工业行业中，60%以上的行业生产增长加快，在工业产品中近60%的产品生产在加快。

“一个加快”——国内需求增长加快。扩大内需是经济企稳回升的动

力和抓手，今年上半年，全社会固定资产投资同比增长33.5%，比一季度加快4.7个百分点，上半年社会消费品零售总额增长15%，而且内需增长中有两个较为突出的亮点，即商品房销售增长明显，汽车销售增长较快，分别增长31.7%和17.7%。

“一个推进”——经济结构调整积极推进。推进结构调整是保持经济平稳较快发展的需要和要求，在应对危机的同时，中央政府的一揽子计划抓住危机中的机遇，积极推进经济结构调整，把保增长和调结构有机地结合起来。一是抓住机遇，加大对基础产业、基础设施以及社会事业的投资，为未来经济发展奠定了基础。上半年，在城镇固定资产投资中，第一产业投资同比增长68.9%，第三产业投资增长36.6%，基础设施投资增长57.4%，其中铁路投资增长了126.5%。二是抓住机遇，加大科技创新和投入，提升企业竞争力。新一代移动通信、软件、生物医药等新兴产业加速发展，一批核电、风电等能源重大工程项目开工，高新技术产业保持较快增长。上半年，医药制造业同比增长12.7%，化学药品增长10.2%，通信交换设备增长11.5%，电子计算机整机制造增长13.4%。三

是抓住机遇，加快循环经济发展，推进节能减排。上半年，六大高载能行业同比增长4.2%，比规模以上工业增幅低2.8个百分点。1—5月份，在重点耗能工业企业统计的单位产品综合能耗指标中，80%以上呈下降趋势。四是抓住机遇，加大对中西部地区的投资，推进区域协调发展。上半年，中部地区城镇固定资产投资同比增长38.1%，西部地区增长42.1%，快于东部增速。

“一个改善”——民生进一步得到改善。改善民生是保持经济平稳较快发展的出发点和归宿，上半年在财政收入压力较大的形势下，社会保障支出进一步增加，财政用于社会保障和就业的支出同比增长29.2%，中央财政对城市居民最低生活保障和农村居民最低生活保障补贴支出分别增长49.9%和140%以上。

不稳固、不平衡、不确定

困难和压力仍然较大

从一季度的6.1%到上半年的7.1%，GDP增长幅度和势头让我们对完成全年8%的增长目标更有信心。但是，我们毕竟是在抵御上世纪30年代以来全球最严重的经济危机，

危机的严重性以及波及范围的广泛性，决定了中国经济要重回平稳较快发展的道路仍然困难重重。

国家统计局发布上半年数据时特别提到：“国民经济回升基础尚不稳固，回升态势还不稳定，回升格局还不平衡，回升过程中还存在不确定、不稳定的因素。”李晓超解释道，中央实施的应对国际金融危机、保持经济平稳较快发展的一揽子计划取得了明显成效，虽然大部分人都感觉到已经出现了回升，但由于不平衡，可能有一些企业、一些地区、一些群体还没感受到回升，一些企业、一些行业生产经营还比较困难，企业实现利润还在继续下降，财政增收增支的压力还很大，产能过剩还较突出。

国民经济回升过程中存在的最大的不确定性因素，莫过于国际金融危机尚未见底，对中国经济的不利影响尚未减弱。由于世界各主要经济体尚未摆脱衰退阴影，导致外需严重萎缩。对于外贸依存度较高的中国经济来说，外需不足带来的消极影响十分明显。按支出法计算三大需求对经济增长的贡献，上半年最终消费对经济增长的贡献率为53.4%，拉动GDP增长3.8个百分点；投资对经济增长的贡献率为87.6%，拉动GDP增长6.2个百分点；而国外需求也就是净出口

对经济增长的贡献率为负41%，下拉GDP增长负2.9个百分点。

就业也是中国经济面临的一大挑战。据有关部门统计，今年上半年，我国新增就业出现一些积极的苗头，农村外出务工人员有所增加，二季度末，农村劳动力外出务工人员比一季度增加了378万人，增长2.6%。然而，由于我们处在就业高峰，因此就业目前面临的困难、压力仍然比较大。

“对这些问题我们不能有丝毫的懈怠，巩固和发展经济企稳回升的好形势的任务还相当艰巨”，李晓超说。

关注经济运行中的新问题

通胀和通缩我们都不希望

虽然CPI(居民消费价格)和PPI(工业品出厂价格)双双下降的局面已经持续一段时间，但上半年我国信贷投放总量近7.4万亿，同比多增4.9万亿，信贷的巨量投放带来了通货膨胀的隐忧。究竟是防止通货膨胀还是防止通货紧缩，是对宏观调控政策的新考问。

通缩还是通胀？判断这个问题需要时间来观察。李晓超认为，“我们既要关注影响价格下降的因素，也要注意引起价格上涨的原因，既要

到眼前变化的现象，也要看到未来可能的走势。”首先要看到，今年以来我国CPI和PPI还一直处在下降的区间，上半年，CPI同比下降1.1%，上一年同期则是上涨7.9%，而且自2月份以来一直在下降，并且在八大类商品中有三涨五降。从3月份以来，环比也一直下降。与此同时，上半年PPI同比下降5.9%，1—6月同比降幅呈现出逐渐扩大的趋势。处在上游的原材料、燃料、动力购进价格降幅更大，上半年下降8.7%。“我们要看到眼下价格仍处在下降的现实，总需求仍显不足，经济增速仍低于潜在的增速，部分行业产能过剩，生产能力利用率偏低。”其次，我们还要看到今年以来货币信贷出现了快速增长的现象，由于价格与货币信贷有着较为密切的正相关关系。因此，在观察价格变化时，对货币信贷的快速增长不能不引起我们的注意。同时，外部价格如国际市场大宗商品价格的上涨，也是影响我国价格上涨的一个重要因素。

虽然还是隐忧，但不应掉以轻心。在16日召开的十一届全国人大财经委员会会议上，委员们明确提出，要合理把握信贷投放节奏和规模，引导货币信贷适度增长，防止货币信贷超常规增长可能引发通胀风险和金融风险。李晓超表示，“通胀不是我们需要的，通缩也不是我们所希望的，因为它们都会伤害经济健康发展，我们所希望的是保持在合理水平上的价格。”

除了关注信贷过快增长可能带来的一系列问题外，如何激活民间投资也是亟待解决的问题。虽然上半年经济表现出企稳回升的态势，但主要是依靠政府投资的带动，以及庞大的信贷规模支持，民间投资还没有表现出很强的意愿。进一步激活民间投资，为经济增长提供充足的动力，才能使国民经济保持平稳较快的增长。🔗



二季度的经济数据进一步印证了经济回暖迹象增多，不少业内人士开始关注下半年宏观调控政策取向。对此，专家认为，目前一些宏观调控政策已出现动态微调态势，但至少在年内，“保增长、扩内需、调结构”的基调不会轻易改变。

下半年调控基调不会轻易改变

货币政策已现微调

6月末，广义货币供应量（M2）同比增长28.5%，金融机构各项人民币存款余额37.7万亿元，保持快速增长势头。不少专家认为，与去年四季度大幅度降息以释放流动性时相比，货币政策已经展现微调意味。

北京大学国民经济核算研究中心研究员蔡志洲认为，客观来看，当前货币政策已经开始做了一些微调。从先前效果来看，货币政策在扩大内需方面已达一定力度，但积极财政政策的力度还应保持下去。

中金公司表示，综合当前形势分析，未来宏观政策转调的可能性较低，短期内我国依然将坚定不移地执行积极的财政政策和适度宽松的货币政策。

国家信息中心经济预测部主任兼首席经济师范剑平认为，从目前形势看，下半年不应再继续加大“保增长”政策刺激力度，财政政策和货币政策应逐步转向结构性政策。

他指出，当前不是不需要进一步增加贷款，而是要把贷款从主要支持政府的国债项目配套，转向支持企业技术改造、产业升级、支持居民消费结构升级，在支持薄弱环节上下更多工夫。

从财政支出角度来看，虽然第四批新增中央投资可能不久后出台，但与一季度相比，新增中央投资的投放速度和规模有所放缓，但我国月度固

定资产投资增速已上升到30%以上。观察人士指出，随着经济回暖迹象逐步显现，下半年我国财政收入有望出现积极变化，从而继续支持积极财政政策的落实。

政策基调未到改变时

银河证券指出，当前并不是谈论宏观基调转向的时候。我国经济出现的好转迹象主要是投资拉动的，对消费和出口增长并不能盲目乐观。下半年，我国GDP增速有望升至8%-9%之间，但增长基础并不牢固。当务之急是如何推动经济结构调整、技术创新和制度创新，而不是所谓“转向”问题。

然而，通胀预期加剧了经济局面和调控的复杂程度。中金公司认为，我国充足的经济刺激力度缩小了“产出缺口”，我国未来将先于美国出现通胀，明年我国CPI增幅将攀升至3.5%—5%。预计今年全年我国CPI同比下降0.8%，明年可能是正的，只要增幅在3%以内都谈不上通胀。我国经济目前不少产能和产品都存在过剩，很长一段时间里都不用担心通胀。

中共中央党校研究室副主任周天勇表示，未来政策取向的关键可以用“防止滞胀”来概括。目前我国经济企稳向好，更多依赖于基础设施建设，对中小企业的刺激才能真正让经济进入良性循环和健康增长。📈



经济呈现全面复苏趋势

上周国家统计局发布了我国上半年经济数据。各家基金纷纷发表了对经济数据的看法，综合来看，基金普遍认为自2008年下半年开始的积极的宏观经济政策已现成效，中国经济已经呈现出了全面复苏的趋势。

大成基金认为，二季度单季度GDP同比增长7.9%，这项数据超过此前预期。不仅如此，按照目前最新的数据预测，四季度GDP的增长率可能会接近10%，明年全年也会达到接近10%的GDP增长。这表明中国经济已经走出低谷，经济复苏势头确立。

建信基金表示，从公布的数据来看，我国经济回暖趋势已进一步确立，预期的宏观经济数据将稳固市场信心。预计下半年的政策在方向上仍会以坚持积极的财政政策和适度宽松的货币政策为大方向，而在局部或许有微调，这将有利于持续巩固和发展经济的回升势头，实现国民经济的企稳回升。

信诚基金认为，从经济数据不难看出中国经济复苏势头日益明朗，未来中国宏观经济的复苏将会越来越清晰，目前经济复苏已经步入了第二阶段。

东吴基金表示，今年上半年A股上涨主要受经济复苏预期和宽松流动性双重推动，而从半年度的主要数据看，经济企稳且复苏预期正进一步加强，而宽松货币政策在下半年仍将有望延续。

富国基金认为，在一系列的财政货币和产业政策支持下，实体经济出现了一定程度的复苏。但回升基础仍不稳固，存在很多不确定因素。美欧日尚未真正复苏，出口还难以拉动国内增长和外向型企业的发展。因此，国内经济的持续发展，还需政策、企业自身和外部环境的多方面配合。

此外，中欧、国联安、博时、信达澳银等多家基金公司也纷纷发表了对未来宏观经济的乐观预期。📍



上半年宏观经济数据上周集中发布。分析人士指出，纵观6月份的宏观数据，可以得出如下结论：国内经济复苏的进程正在如预期般展开，但基础尚不牢固，这使得短期内货币政策很难转向，流动性充裕格局进一步强化。在此背景下，地产、汽车、商业等行业的结构性机会值得关注。

宏观数据强化A股强势格局

上涨动力仍然充沛

流动性充裕是本轮市场上涨的最大动力。目前看，流动性充沛的格局没有发生变化，而且从宏观经济角度看，短期流动性大幅逆转的可能性也不大。

从6月份金融数据看，M2和M1分别同比增长了28.5%和24.8%，增速分别较5月份加快了1.8个百分点和6.1个百分点。在上述指标中，M1增速与股市表现明显正相关，M1同比增速的大幅回升往往意味着市场活跃度进一步提升。此外，从流动性源头看，信贷创造仍然是最强动力，6月份新增贷款达到1.53万亿元。上述数据意味着流动性充裕的格局目前仍然稳固。从未来走向看，由于上半年流动性存量仍将发挥作用，加之外部热钱加速流入以及居民储蓄回落的迹象都已经显现，只要货币政策不出现大的逆转，下半年股市的资金面将继续处于比较宽松的状态中。

那么，货币政策会不会发生逆转呢？分析人士认为可能性不大。从宏观经济看，二季度我国GDP同比增长7.9%，增速比今年一季度加快1.8个百分点，这一数值与市场普遍预期基本一致，显示宏观经济复苏正在稳步推进。但值得注意的是，6月份CPI、PPI同比增速分别为-1.70%与-7.80%，降幅比5月份有所扩大。一方面，价格仍然处于下行通道中，表明通胀压力并未加大，紧缩货币政

策出台的条件并不具备；另一方面，通缩压力不减意味着需求并不如想象中强劲，宏观经济复苏的道路仍然曲折，基础并不是十分牢固。短期内虽然将宽松政策转向，会降低全年成功“保8”的概率，更可能使前期刺激经济的努力功亏一篑。

结构性机会显现

当然，市场整体估值已经不再便宜，因此下半年指数大幅上涨的空间或许已经不大，精选个股将成为投资者在下半年获得超额收益的最好选择。从近期公布的宏观数据看，可关注三方面可能存在的投资机会。

首先，通胀预期。虽然价格指数仍在下跌，但由于流动性的极度充裕，通胀预期近期明显提升。在此背景下，地产、煤炭、有色金属等典型的通胀预期受益板块值得关注。特别是地产股，1-6月份房地产投资累计同比增速达到9.90%，较1-5月份的6.80%快速提升，相信良好的行业数

据，加上短期供给有限、通胀预期增加等因素的共同作用，将使地产股成为下半年最为活跃的板块之一。

其次，业绩同比改善。6月份规模以上工业增加值同比增长10.70%，回升势头有所加快。有统计显示，工业增加值同A股上市公司业绩明显正相关，在整体估值高企的情况下，业绩将对股价上涨起到更加重要的作用。特别是那些去年景气度较差的行业股票，更能享受到业绩同比改善带来的上涨动力，这其中，汽车、钢铁等行业值得重点关注。

第三，消费类股票。6月份社会消费品零售总额同比增长15%，增速较5月份有所降低，如果商业、食品饮料等消费类股票的股价因此出现回调，则将为投资者带来介入机会。因为在全力促进内需的政策背景下，消费类行业的发展前景不错，而未来一旦价格回升（下半年出现概率很大），消费类行业的业绩也将出现明显回升。



——重组股专题研究一

谁能脱颖而出：地产重组股

◎ 联合证券研究所

选择地产重组股作为研究标的的逻辑

宏观经济回暖，行业景气度有望提升

国内经济止跌企稳，房地产市场近几月回暖迹象明显，5月份成交量更是超过2007年同期水平，进入6月份成交量有所回落，但是重点城市的成交量依然保持在高位，且房价继续保持上升。市场转好使得房地产企业又开始频频出手拿地，“地王”此起彼伏，房地产公司活跃度大大增强，行业景气度有望提升。

房地产是重组产生的高发板块

房地产企业IPO很少，更多选择借壳或主营业务资产注入等重组方式登陆资本市场。在资本市场上，房地产、资源类和券商类等具有高贝塔值的资金密集型行业，一向是重组的高发板块，而其中地产重组经典案例更是不胜枚举。按照证监会行业分类划分，目前房地产行业有76家上市公司，而按照申万行业类划分，则有109家上市公司。追本溯源，我们发现房地产企业通过IPO登录资本市场的并不多，目前大部分房地产上市公司都是通过重组而来。原因是国家监管部门对房地产企业上市限制较多，审批也较别的行业更为严格。作为房地产企业更需要资本市场的融资功能，而其对资金的强依赖性，使得在

销售回款不能及时到账等情况下，资金链断裂的可能性很大，因此很多地产公司难以满足IPO连续三年盈利的要求，在此情况下更多房地产企业就选择借壳或主营业务资产注入等重组方式作为登陆资本市场的途径。

目前市场上并购重组股中以房地产概念居首。08年由于股市及楼市的低迷，很多原来准备将房地产业务注入上市公司的重组方案被迫搁浅。一直到09年2月份，市场局势渐渐明朗，地产重组的气氛才又活跃起来。而08年开发贷款增长受限以及需求衰退的影响也使得很多房地产企业资金周转困难，很多中小企业面临资金困境，这也给09年的并购重组市场带来的新机。目前沪深两市并购重组股中以转型后行业划分，房地产占比最高，超过20%。而目前国内房地产业务还有将近90%未实现上市，行业证券化率较低，地产重组的机会和潜力无限。

通胀预期下，地产股存在较大操作空间

全球范围的低利率货币政策及积极的财政政策使得流动性大大增强，未来通胀预期较强，在此背景下，会进一步推高资产价格，相应地产股仍存在较大操作空间。目前上证指数已经跨过3000点的大关，地产股的拉动效应功不可没。对于地产重组股来讲，不论市场好坏，都有出彩的机会，而行业板块的上扬更会起到催化剂的效用。

地产重组股的深度挖掘

目前房地产相关重组股数量在50个左右，而且近期还在不断增多。在眼花缭乱的重组股中，我们希望能够找出那些重组后上市公司的经营状况确实有望得到较大改善，且业绩有较大增厚空间，而二级市场尚存一定操作空间的“黑马”。



地产重组股的研究标的

我们选择了2007年至今市场可找的50家公司作为研究标的（由于地产重组股较多，且近期公告重组的不断增多，我们或有遗漏，但相信选择的样本基本可以囊括目前资本市场地产重组股的主流）。

研究标的一次分类

研究重组股的时间进程十分必要，因为其一方面可以告诉我们研究标的重组近况，另一方面也给我们介入重组股的时机提供了必要的信息。因为重组股的暴涨阶段一般都是在重组预案公告前后和证监会批准前后一段时间。

我们选择了2007年开始公告重组到现在的50家地产重组股进行分类

研究，其中有刚刚重组完毕主业转为房地产的上市公司；也有几次公告重组但一直未有进展的上市公司；还有近期公告重组，复牌后已经连续缩量涨停的“牛”股。对于处于不同重组进程的股票，我们认为存在不同的投资方式。

这里我们按照主要重组进程大致分为三个类别：重组完成（已得到证监会批准，但资产尚未过户得不能归为此类）、重组途中（从股票停牌商议重组事宜到股权及资产全部过户的阶段）和重组中止（公告3月内不进行重大资产重组）

深度挖掘的测评指标制定

对于重组股来讲，大股东实力背景、注入项目资产的盈利能力、上市公司的债务剥离情况、对外担保情况

等都是极为重要的观察指标。通过对资料的整理搜集，我们认为重组股东实力背景、注入项目地区、注入资产值是地产重组股能否“脱颖而出”最重要的测评指标。

对于地产企业来讲，除了注入项目资产的所在地及注入资产值以外，能够更好体现上市公司重组后的盈利能力的指标到底是什么？我们在重组股发布的公告中找到了答案，即上市公司的盈利预测。

通过对重组完成已成为绩优地产股，且未来很可能成为“一线蓝筹”的三支股票（“泛海建设”、“首开股份”、“信达地产”）的分析，证明我们选取的测评指标行之有效，再加上上市公司的业绩承诺，已经基本能够覆盖成为优质地产重组股的特性。接下来我们把上面挑选出的指标作为四个维度，分别进行评级分析，最后综合汇总，以优选出我们认为有希望“脱颖而出”的股票。

评级方法：为了使得我们选出的股票更有说服力，我们运用五角星评级的方法以期尽量以相对客观且生动形象的方法优选出那些能够“脱颖而出”的地产重组股（原则上讲，五角星越多评级越高）。

研究标的的调整：对于重组完成的股票大部分已有研究员进行跟踪研究，本文不作重点分析；我们主要关注重组完成中没有研究员重点跟踪研究的股票和重组途中的股票；对于重组中止股票，因为无法确定其重组股东，且没有重组预案，我们只做提示，不做重点分析。

四个维度的评级分析

维度一：重组股东实力背景

对于重组后控股股东实力强的上市公司，将会有更大的经营潜力和业绩增厚空间。这里我们主要从是否有政府背景、行业所处地位、资产盈利情况等方面对重组股的股东实力，进

表1、地产重组股的重组进程分类

重组完成		重组途中		重组中止	
股票简称	股票代码	股票简称	股票代码	股票简称	股票代码
首开股份	600376	*ST 亚华	000918	时代万恒	600241
苏宁环球	000718	ST 鲁置业	600223	宜华地产	000150
华丽家族	600503	新湖创业	600840	上海新梅	600732
信达地产	600657	ST 耀华	600716	海鸟发展	600634
宁波富达	600724	*ST 雅砻	600773	高新发展	000628
天保基建	000965	*ST 九发	600180	光华控股	000546
海印股份	000861	交大博通	600455	ST 达声	000007
黑牡丹	600510	*ST 科苑	000979	广宇发展	000537
ST 重实	000736	兆维科技	600658	*ST 珠江	000505
世茂股份	600823	ST 兴业	600603	ST 星美	000892
泛海建设	000046	南京新百	600682	*ST 中房	600890
上实发展	600748	中汇医药	000809	*ST 联油	000691
荣丰控股	000668	*ST 国祥	600340		
万方地产	000638	ST 东源	000656		
大连金牛	000961	汕电力A	000534		
ST 中润	000506	世荣兆业	002016		
国兴地产	000838	ST 得亨	600699		
顺发恒业	000631	合肥城建	002208		
中航地产	000043	*ST 炎黄	000805		
		S*ST 三农	000732		
18 家		20 家		12 家	

数据来源：联合证券研究所

注：万方地产、中航地产近期再次资产注入

表2、评级说明

评级	★★★	★★	★
重组股东实力背景	具有政府背景、行业内排名靠前	知名民营企业，	普通民企
注入项目地区	一线或省会城市等经济发达地区	二线城市	三线城市或落后地区
注入资产值	注入资产账面值在公司净资产2倍以上	注入资产账面值在公司净资产1-2倍之间	注入资产账面值在公司净资产1倍以下
业绩承诺及估值	按照上市公司的业绩承诺，目前股价对应的09PE在30X以下。	按照上市公司的业绩承诺，目前股价对应的09PE在30-40X	按照上市公司的业绩承诺，目前股价对应的09PE在40X以上。

数据来源：联合证券研究所

注：截至2009年7月9日，申万房地产平均PE（整体法）为50.13倍

行刻画分析。此评级是为了选出我们认为股东实力较强的公司。

通过初步分析，我们发现具有国资背景（国资委、城建等）企业主导的重组成功概率相对较大，这从重组已完成的上市公司股东分析中可以看出。对于处在重组进程中的地产重组股，我们认为*ST亚华、ST鲁置业、ST耀华、交大博通、兆维科技、中汇医药重组成功的可能性较大。

维度二：注入项目资产地区

对于重组股，注入资产质量是上市公司改善业绩的关键，优良的资产质量能够切实提高上市公司的盈利能力和成长性，使其经营得到实质性的改善。对于地产重组股，主要看其注入项目资产的所在城市及地段、占地面积和建筑面积、土地成本等重要指标。由于注入资产的披露指标差异性较大，这里我们主要关注注入项目资产的地区。

维度三：注入项目资产值

对于重组时注入项目资产来讲，有两个重要指标值得关注：注入资产账面值和注入资产评估值。对于注入资产方做低资产评估值的动能较大，因为这样会给未来公司业绩增长带来较大空间；而对于原股东，注入资产评估值过低会损害其股东利益，更倾向于做高评估值。这里保护股东利益的监管部门与着力做大资产的国资委

等地方政府之间的博弈显得尤为重要。

房地产公司的估值情况较为特殊，因为对其来讲，土地资源可以说是最为重要的因素，而这不一定反映在当前收益上，或许在未来集中爆发性释放业绩，这就使得PE、PB估值参考意义相较别的行业小。对于房地产公司更多采用NAV（净资产价值法），指对一定销售价格、开发速度和折现率的假设下，地产企业当前储备项目的现金流折现值剔除负债后计算出来的净资产价值。

对于地产重组股，我们很难在信息缺乏的情况下对其进行盈利预测以测算股价合理价值，更多地只能用上市公司披露的注入资产值数据进行分析。在此维度分析下，我们认为那些注入资产账面值超过上市公司原有净资产2倍甚至更多的股票未来业绩改善空间越大。

维度四：盈利预测及估值

对于重组股来讲，其未来盈利能力最重要的指标就是业绩承诺中披露的最低盈利预测（一般来讲，如不发生较大外因变化，此盈利预测数据偏保守），这里我们找出研究标的中已披露的相关盈利预测数据，对照目前股价情况给予分析说明，以期找出那些重组后盈利能力大幅提高，且目前二级市场尚有操作空间的股票。

综合评级分析

通过第二部分的深度挖掘，我们综合研究标的的评级结果如下：需要说明的是我们对于不同维度的关注度是不一样的，其中业绩承诺及估值是我们最为看重的指标。但这里很难量化具体指标，我们的目的只是尽力找出那些可能有机会脱颖而出的地产重组股。

综合评级结果，我们优选出综合星级在10级以上的（不含10级）股票，ST耀华、兆维科技。值得强调的是ST东源虽然评分在10级，但是ST东源的重组股东为金科集团，为知名大型民营企业，未来资产盈利能力较强，我们也放进优选股中。

而在综合分析、优中选优后，我们认为ST耀华、兆维科技、ST东源有望“脱颖而出”，未来“黑马”变“白马”。

对于重点研究标的中合肥城建、南湖创业尚未公布完整重组方案，需后续密切注意。

此外，重组中止的股票未来再次启动的可能性依旧存在。根据相关规定，在上市公司中止重组方案时，需承诺在未来3个月内不再进行重大资产重组事宜，从已经重启重组的案例来看，上市公司对“3个月”的时间限制把握很准，一般都选择在3月后的1个月左右重启。而且财务报表的有效期也使得中止的时间不能太长，

表3、综合评级分析

序号	股票简称	重组股东实力背景	注入项目地区	注入资产值	业绩承诺及估值	综合星级
1	荣丰控股	★	★★	★★	★★★	8
2	万方地产	★	★★	★★	★	6
3	大连金牛	★★	★★	★★★	★★	9
4	ST 中润	★★	★★	★★	★★★	9
5	国兴地产	★★★	★★★	★	—	—
6	顺发恒业	★★	★★★	★	★	7
7	*ST 亚华	—	—	—	—	—
8	ST 鲁置业	★★★	★★★	★★	★★	10
9	新湖创业	★★	★★★	—	—	—
10	ST 耀华	★★★	★★★	★★★	★★★	12
11	*ST 雅砻	★★★	★★★	★★★	★	10
12	*ST 九发	★★	★★	★★	★★	8
13	交大博通	★★★	★★	★★★	★★	10
14	*ST 科苑	★	★★★	★★★	★★★	10
15	兆维科技	★★★	★★★	★★★	★★★	12
16	ST 兴业	★	★★	★★★	★	7
17	南京新百	★★	★★★	★	★	7
18	中汇医药	★★★	★	★★★	★★★	10
19	*ST 国祥	★	★★★	★★★	★★★	10
20	ST 东源	★★	★★★	★★★	★★	10
21	汕电力A	★★	★★	★	—	—
22	世荣兆业	★	★★	★★★	★★	8
23	ST 得亨	★	★★	★★★	★★★	9
24	合肥城建	★★★	—	—	—	—

数据来源：联合证券研究所

注1：标蓝色的股票代表不参与综合评分

注2：这里综合星级代表四个维度五角星的总计个数

注3：联合证券作为*ST 亚华的财务顾问，在此回避相关评论

否则需要重新确定基准日，对财务报表进行审核。对于重组中止的股票我们将会在今后的重组双周报中给予跟踪分析。

风险提示

我们这里需要提示重组股的巨大风险，一方面由于重组双方商议结果或存在重大变化，另一方面重组进程的层层复杂环节也使得每次重组的成功概率较小，这里面时间也是一个重要因素。

如近期东方银星（600753，SH）公告，公司原本之前拟注入3个商业地产项目，而新近转为与广西矿业投资管理公司筹划重组，改为拟注入矿业资产。这里面就蕴含了重组双方及方案的不确定性。🔗





电力设备行业（增持）

俄罗斯电网改造 引来千亿美元商机

◎ 联合证券研究所

俄罗斯电网目前的现状

俄罗斯电网演变

俄罗斯电网是在前苏联电网的基础上发展而来的。前苏联解体后，成立了俄罗斯统一电力股份公司。统一电力股份公司由68个地区电网组成，分为7个联合电网：中部、中伏尔加、乌拉尔、西北、北高加索、西伯利亚和远东。这也是俄罗斯电网的主体。

08年6月30日，统一电力股份公司注销，俄罗斯电力私有化进程进入最后时刻。在统一电力“消失”后，其剩余资产的出售由联邦电网公司（这次签约的俄方代表）和俄水电公司代理。待到私有化全部结束后，统一电力旗下的所有热电公司100%的股份、电力销售公司100%的股份、联邦电网公司24%的股份、水力发电公司40%的股份，将全部由私人投资者、俄上市公司和外国企业拥有。俄总理普京希望统一电力资产的新所有者能对其进行现代化改造，而此次私有化所获的资金最终也将投向电网建设。

俄罗斯电网结构

由于俄罗斯电网继承了前苏联电网的结构，而我国电网在建设之初也是按照前苏联制式而设计的，所以两者有着很多相似之处。

截至到2005年底，俄罗斯总装机容量达到2.2亿千瓦，而110kv及以上输电线路总长度约为47.5万公里，变电容量约为6亿千伏安。按照俄罗斯06年的规划计算，08年底俄罗斯总装机容量约为2.9亿千瓦，110kv及以上变电容量约为7亿千伏安。

从中国电网测算俄罗斯电网改造金额

我国电网发展状况

截至到08年底，我国累计装机容量7.93亿千瓦，其中110kv及以上变电容量约为20亿千伏安，输电线路长度为64万公里。

从终端用户结构看，我国工业用电占比达到75%，居民及商业用电占比为22%，农业占比仅为3%。俄罗斯的终端用户结构与中国相似，其中工业用户占比约为60%，而居民及商业用电占比约为30%~35%。我们认为，俄罗斯居民用电占比高主要是因为俄罗斯大部分为北方地区，居民供热消耗的电能更加明显。

表1、当前俄罗斯电网110kv 及以上资产测算

		俄罗斯	中国
110kv 及以上变电容量	亿千伏安	7	20
110kv 及以上电网资产测算	万亿元	1.25	2.38
110kv 及以上变电站资产总额	万亿元	0.37	1.071
	变电站占比	30%	45%
110kv 及以上电缆资产总额	万亿元	0.87	1.31
	电缆占比	70%	55%

数据来源：联合证券研究所整理

从容载比（变电容量/装机容量）看，我国110kv 及以上的容载比为2.5，与俄罗斯2.4 的容载比差别不大，这也从侧面印证了两国输电网的结构基本相同。但中俄两国电网在于单位长度的变电容量（输电长度/变电容量）方面差别较大。中国单位长度变电容量约为3.2，而俄罗斯则接近8。我们认为，造成这种差异的主要原因是俄罗斯幅员更加辽阔，电源生产中心与用电需求中心的距离更远。这反映出一个问题，俄罗斯电网改造对电缆的需求量将会更明显。

俄罗斯电网资产测算

目前，俄罗斯电网的总资产没有一个明确的数字，但是我们可以通过中国的数据来进行简单的推算。

截至到08年底，我国电网资产总额约为3.4万亿元，对应的装机容量为8亿千瓦。其中110kv 及以上电网资产占比约为70%，资产总额约为2.4 万亿元。其中，变电站、电缆占比分别为45%、55%。

由于俄罗斯输电网结构与中国相似，所以变电站资产可以通过变电容量进行测算。而由于俄罗斯幅员辽阔，所以对电缆的需求将会更加明显，所以电缆占俄罗斯电网的比重预计约为70%。经过测算，我们预计俄罗斯110kv及以上电网资产总额约为1.25万亿元人民币。

俄罗斯电网改造所需金额测算

据俄罗斯电网估算，约有60%~80%的电网需要进行改造。在测算俄罗斯电网改造需求之前，我们有必要再次回顾一下俄罗斯

目前的投资结构。当俄罗斯电力私有化全部结束的时候，将有100%的热电、电力销售、配电网，以及24%的输电网被私有化。也就是说俄罗斯政府最终将只负责剩余的76%输电网业务的新增及改造投资。其余部分，则由私人投资者进行投资。

所以俄罗斯电网改造工程将主要体现在110kv及以上输电网部分。改造工程（扣除土建工程）约占电网总资产的90%，如果按照80%的线路和设备需要改造计算，那么改造需求将为1.13 万亿元人民币。若考虑国家只拥有76%的资产，则实际改造需求为8,550 亿元人民币，约合1,300 亿美元。

中国可以分享的蛋糕有多大

中国光彩事业集团与俄罗斯电网公司签署的备忘录，我们认为应该并不涉及贸易金额，这是一个框架性的协议，只是中俄电网改造工程的开始。但我们可以乐观的认为，中国企业将获得俄罗斯电网改造工程70%以上的订单。

我们认为，相比较俄罗斯本土和西方企业，中国主要有以下三个方面的优势。

第一点，中国自从交直流特高压研制成功后，电力设备的整体制造水平都上升了一个层次，目前制造工艺并不比西门子、ABB等国际龙头差。而且，中国的设备价格便宜，性价比更高。

第二点，中国具有明显的运输优势。由于中国与俄罗斯接壤，所以运输费用将比国外企业更加低廉，并且维护成本也较低。

第三点，中国政府并不担心贷款无法及时回收。一方面，中国向俄方的贷款是由联

邦政府担保的，信用更好。另一方面，俄罗斯可以通过向中国出口石油、天然气等能源产品进行还贷。这种简单的物-物交换，更加符合中俄两国的利益。另外值得注意的一点是，此次与俄罗斯电网公司签署备忘录的中方主体是光彩事业集团。市场可能会存有疑问，一个民间组织是否可以代表中国去跟俄罗斯签署协议。

其实，光彩事业集团虽然是民间组织，但其具有非常明显的官方背景。很多情况下，当政府由于某种原因不能直接出面时，由民间组织进行经贸洽谈，可能会更加便利。这从中国援助非洲的情况可以得到佐证。所以，我们对这次合作还是充满信心的。

俄罗斯电网改造对我国电力设备行业的影响

综上所述，我们预计我国将从俄罗斯电网改造项目中获得10年至少5,000亿元的订单，年均需求量500亿元。目前我国电网投资约为3400亿元，相当于需求每年增加15%~20%，这对于电力设备企业来说的确是件值得兴奋的事情。

面对俄罗斯电网改造的开始，我们认为这对电力设备来说是一个行业性的机会。变压器、开关、互感器、继电保护等所有相关设备都将面临机会。但由于品种及其它方面的考虑，部分企业将会受益更加明显。我们用三个指标来进行筛选，它们分别是：设备种类、市场占有率及政府背景、地缘优势。



重点公司推荐

从上面三个因素考虑，我们最看好的品种为特变电工、平高电气、思源电气、宝光股份、哈空调。

特变电工（600089）

特变电工主营变压器、电线电缆和光伏组件，其变压器和电线电缆占比超过80%。公司主要受益于电网建设的快速增长，08年公司净利润同比增长78.5%。随着铜、取向硅钢等原材料价格大幅下降，公司09年将充分受益于闭口合同所带来毛利率的提升。

俄罗斯电网改造，公司最为受益。除了变压器、电线电缆均为最受益品种，公司与国家电网也有长期的合作。同时，公司在海外（美国、哈萨克斯坦）丰富的工程经验也可令公司获得更多的市场份额。从地理位置考虑，特变新疆变压器厂、特变沈阳变压器厂均与俄罗斯距离较近，运输的便利也是我们看好公司的重要原因。

不考虑公司煤炭业务，以及俄罗斯电网改造工程，预计公司09年可实现EPS0.8元。若从公司未来的发展考虑，以及公司变压器领域的龙头地位，我们认为09年给予30倍的PE是合理的。维持“增持”评级。

平高电气（600312）

平高电气主营组合电器、断路器及高压隔离开关。由于与国家电网合作已久，以及考虑到公司市场的龙头地位，我们认为平高电气同样会大幅受益于俄罗斯电网改造工程。

公司生产的组合电器（GIS）目前占公司收入的比重约为70%。GIS作为断路器和隔离开关更高级的替代品，将会更多的应用到电网建设中。公司在GIS方面具有绝对的技术优势。

目前，公司GIS的市场占有率约为20%。随着公司新增产能的投产，以及特殊的国有股背景，公司的市场占有率有望明显增加。我们认为，未来公司252kv、550kvGIS市场占有率达到30%，特高压GIS市场占有率达到50%，是完全可能的。维持“增持”评级。

思源电气 (002028)

思源电气主营互感器、高压开关。在俄罗斯电网改造工程的预期下，公司同样会获得丰厚的收益。同时，公司目前仍持有平高电气7,000 万股股权。预计公司在未来将会继续减持平高股权，从而获得更多的流动资金。随着平高电气受益于俄罗斯电网改造，公司未来的投资收益也将更加明显。

我们预计公司09、10 年的EPS 分别为1.03、1.24 元。维持“增持”评级。

宝光股份 (600379)

公司主营真空灭弧室及开关设备，产品电压等级覆盖0.38kv~126kv。其中，断路器用灭弧室主要应用于变电站内，属于断路器的配套产品。

公司之所以被我们看好，主要是未来具有业绩超预期的可能性。西电公司目前是公司的大股东。而西电公司主要生产变压器、组合电器、断路器等多种产品，这些产品将充分受益于俄罗斯电网改造工程。所以公司的其配套设备（断路器灭弧室）也有望出现大幅增长，具有超预期的可能性。建议“重点关注”。

哈空调 (600202)

公司计划配股发展百万千瓦电站空冷和变压器业务。其变压器业务发展的思路，我们预计是公司哈尔滨变压器厂组成合资企业，利用哈变的技术发展220kv、500kv 变压器。目前，市场对于公司发展变压器业务的分歧较大，普遍认为公司在变压器领域很难突破。

但随着俄罗斯电网改造工程的启动，这种预期有望得到扭转。首先，哈变220kv 变压器技术成熟，哈空调的介入将明显提高公司变压器的产能。同时，公司可以利用自身的地缘优势，获得更多的市场份额。220kv 变压器盈利能力的提升，也为公司进军500kv 变压器领域减轻了压力。

我们预计，公司09~11年归属母公司净利润分别为3.4、3.8、4.6 亿元。考虑到配股（10 配3 股）的因素，预计09~11 年，摊薄



后实现EPS 0.70、0.78、0.95 元。随着市场对于公司变压器预期的改观，预计公司的价值将会逐步被市场认同。维持“增持”评级。

风险提示

俄罗斯电网改造工程具体开工时间仍未确定，同时中国企业到底能够从中获得多少的订单目前仍存在不确定性。

俄罗斯电网改造预计将会为中国设备企业新增20%的需求。但如果各个企业盲目扩大产能，恶性价格竞争，则对行业的整体发展不利。



怕老婆

大哥弄了一支甚重的自动步枪在家里，每逢大嫂发脾气，大哥总是二话不说，到旁边擦步枪去了。大嫂便吓得面容失色，一场内战还没开始，就结束了。

我忍不住问大哥：“大嫂怕你杀她？”

大哥很得意地说：“哪里，她是怕我自杀。”





汽车及零部件行业（增持）

轮胎高盈利有望持续

◎ 联合证券研究所

迎来历史盈利高点

经历1-2月的销售低谷后，从3月开始轮胎需求逐步恢复至正常水平，行业龙头如风神等企业在5、6月的产能利用率已达80%以上。

由于原材料价格较去年高点下跌约40%，而产品价格仅下降了15%，因此轮胎企业毛利率出现明显回升。而往年2%~3%的净利率水平意味着轮胎企业业绩对毛利率的敏感性极高，这是2季度企业盈

利将达到历史高点的主要原因。2季度，上市公司主要盈利来源的全钢子午胎毛利率在20%~25%的历史高位水平（较同期约高出10个百分点），因此可以预计企业综合毛利率将较1季度有更大幅度的回升。

尽管之前市场对2季度的高盈利有着预期，但是从目前已披露业绩预告的公司来看，轮胎企业的中报业绩仍然超出了之前的市场预期。随着业绩预告的调整，目前相关公司估值和市场整体水平（25~27倍）相比仍有优势，维持轮胎行业“增持”评级，建议关注风神股份、黔轮胎和青岛双星。

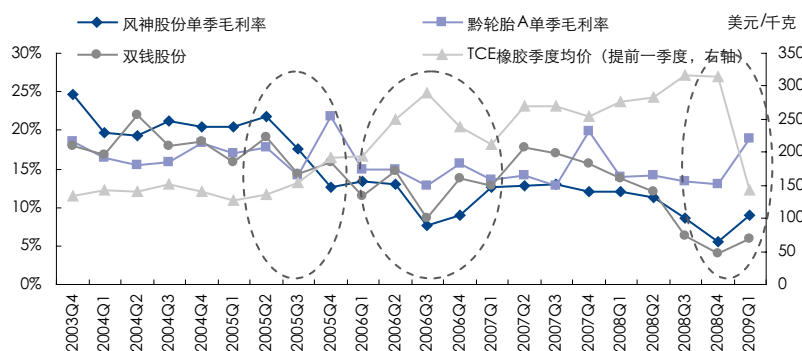
油价下跌是另一个催化剂

由于胶料成本占轮胎成本比重在67%左右，因此市场对轮胎企业盈利持续性的疑虑主要来自于未来天胶价格的变化。

过去天胶价格走势确实有跟随油价波动的情形，但是近期油价上涨阶段天胶价格仍在低位徘徊。这主要是由于天胶属于全球定价，目前全球汽车市场的缓慢复苏仍不构成天胶价格迅速回升的基础。国内外汽车市场的巨大反差是轮胎企业目前享受高毛利率的根本原因。

最近一段时间原油价格的急剧回落也将有助于市场减缓天胶价格随后快速上涨的担心。我们仍然维持之前的观点，在目前的全

图1、TCE 胶价和轮胎公司毛利率



数据来源：公司公告，CEIC，联合证券研究所

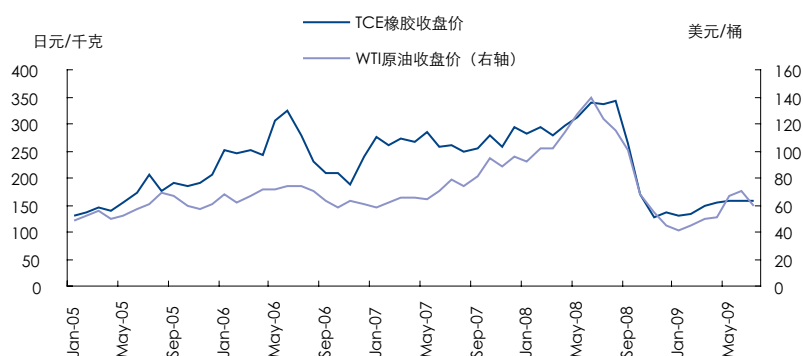
表1、主要轮胎上市公司盈利预测和估值水平比较

企业	盈利预测		估值水平
	2009 中报E	2009E	09 年PE
风神股份	0.31	0.64	16.4
青岛双星	0.23	0.54	13.2
黔轮胎A	0.46	0.75	15.8

数据来源：联合证券研究所预测

注：采用5月26日收盘价，青岛双星含0.14元非经常性损益

图2、TCE 胶价和WTI 原油价格



数据来源：CEIC，联合证券研究所

球经济环境和汽车市场复苏进程的背景下，天胶价格反弹空间有限，即使反弹也将是稳步回升的情况，轮胎企业将有充分的时间调整自己的经营策略已应对成本上升，产品毛利率未来两年都将至少维持在15%以上。

下半年需求仍将旺盛

下半年基建投资增速的高位运行和房地产施工的不断回升将使得工程机械和自卸车用胎需求仍保持旺盛。而内需启动很可能带动公路物流流量的增长逐步恢复，届时物流车用胎的需求将有明显好转。因此，尽管在2季度经销商回补库存的影响逐渐消失后，依靠物流车用胎的复苏，我们仍然看好下半年载重胎的需求。我们仍维持09年全钢胎行业销量增速为3.66%，销量5,700万条的预测。

表2、2009~2011年中国全钢载重胎销量增速预测

	2009E	2010E	2011E
载重胎国内配套	-10%	10%	10%
载重胎国内替换	5%	8%	8%
载重胎出口	-15%	0%	10%
载重胎销量增速	-3.25%	6.17%	8.79%
子午化率	75%	80%	85%
全钢胎销量增速	3.66%	13.25%	15.58%

数据来源：联合证券研究所预测

重申我们对轮胎行业的核心观点

在之前的报告中，我们曾提出市场对轮胎行业前景的看法过度悲观，根据对需求、供给、产品成本和价格等多个方面的研究，对轮胎行业未来两年的盈利增长情况保持乐观，认为市场对轮胎行业有所低估，给予增持“评级”。在此，我们重申我们的核心观点：

2009~2011年，全钢胎行业销量增速分别为3.66%，13.25%和15.58%，目前行业产能较我们预测的2009年销量供过于求接近20%，但过剩产能是为未来发展预留。我们预计09、10年真正新投产的产能将比较有限。

尽管大型企业的扩产冲动仍将继续，但我们预计其大规模新建生产线的可能性不大，更多的将会是通过兼并收购来建立其他生产基地的方式。

预计2009年下半年全钢胎毛利率仍可维持17%左右，2010年为15%。

尽管轮胎行业的盈利受天胶价格的波动影响过大，因此对行业长期的把握存在不确定性。但在“外冷内热”的经济形势下，轮胎行业在2009、2010两年有望处于需求继续增长、供需逐步平衡、成本上升有限的良好态势，盈利水平将维持在较高的水平，行业前景并不如市场预期的那么悲观，因此给予行业“增持”评级。

之前市场对行业前景的过度悲观预期，是导致轮胎企业估值明显低于其他零部件公司的主要原因。但根据分析，未来两年行业前景并不如市场预期的那么悲观。建议关注风神股份、青岛双星和黔轮胎。



荷包蛋

何医生向护士包小姐求婚，包小姐一口拒绝了。何医生吃惊地问她是什么原因？

包小姐说：“我嫁了你，生个孩子，岂不成了荷包蛋了！”



电子行业（增持） 进出口好转，电子行业迎来交易性机会

◎ 联合证券研究所

海关总署近日发布今年6月份我国对外贸易进出口情况。据海关统计，6月份单月，我国进出口总值1825.7亿美元，同比下降17.7%，环比增长11.2%；其中出口954.1亿美元，同比下降21.4%，环比增长7.5%；进口871.6亿美元，同比下降13.2%，环比增长15.6%。

进一步分析与电子行业相关的数据，其中机电产品的出口同比下降21.2%，环比增长7.14%；机电产品的进口同比下降21.4%，环比增长17.1%。

进出口数据在今年3月份出现一个高峰以后，在6月份又出现比较明显的好转。同时我们观察到，进口环比的增长快于出口环比的增长，考虑到进口对出口的先导意义，未来出口的改善值得期待。这对于进出口占比较高的电子行业来说，是一个值得重视的节点。

6月份集成电路的进出口数据尚未出来，但环比出现增长的可能性较大。

尽管我们预判，继今年2月份出现复苏拐点以后，景气拐点的出现要在明年3月份以后才能形成。但由于国内产能利用率的提高依赖于出口对国内产能的消化，产能利用率的提升直接影响着行业的效益，出口数据的好转无疑对短期业绩的提升有很正面的积极作用。

2009年6月，全国制造业采购经理指数PMI为53.2%，高于上月0.1个百分点。该指数连续四个月位于50%以上，制造业经济总体呈现稳步回升态势。电气机械及器材制造业、通信设备计算机及其他电子设备制造业等行业新订单增长显著。

从去年11月份初开始，电子指数和沪深指数开始走强。电子股先于大盘走强，但近期却落后于大盘。电子股从去年11月4日开始启动，在09年4月21日到达一个阶段性的高点，然后

图1、机电产品进口额同比环比变化情况

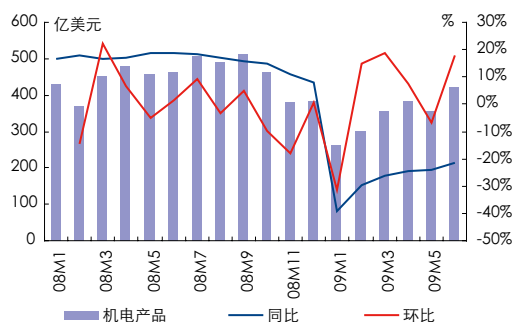
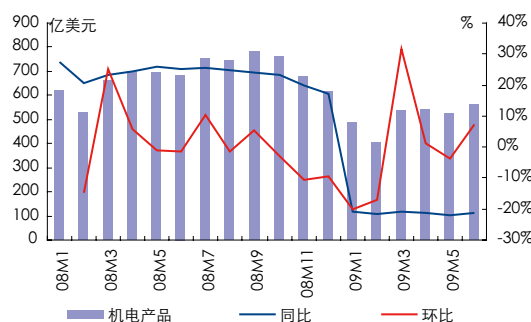


图2、机电产品出口额同比环比变化情况



资料来源：海关数据，联合证券研究所整理

图3、集成电路进口额同比环比变化情况

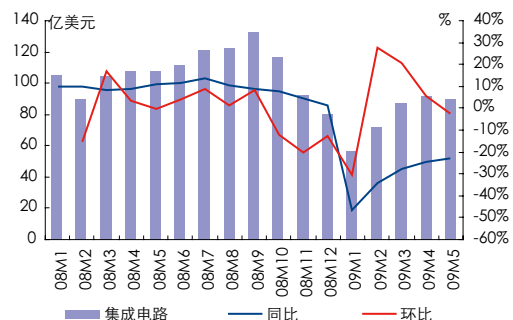
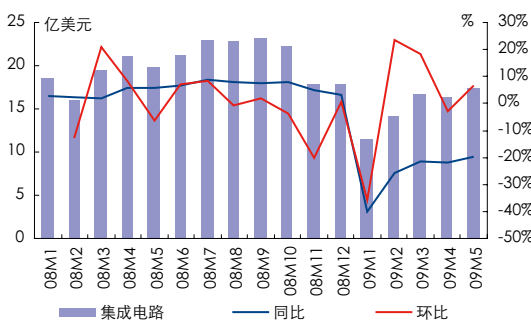
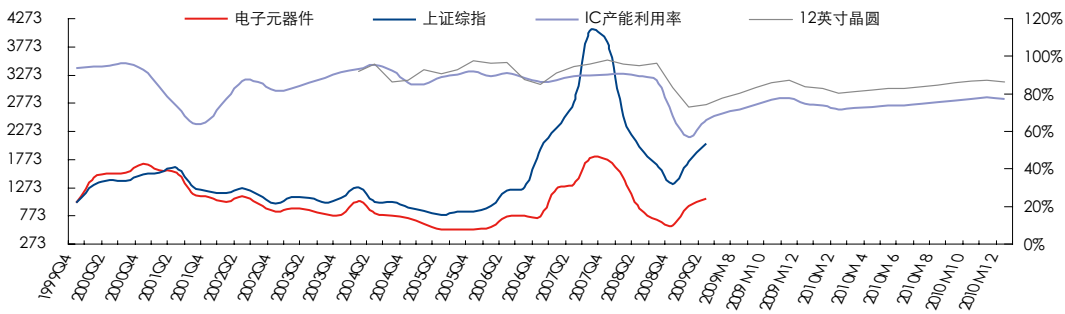


图4、集成电路出口额同比环比变化情况



资料来源：海关数据，联合证券研究所整理

图5、芯片产能利用率及其预测



数据来源：IDC，联合证券研究

图6、08.11-09.4 电子与沪深300 指数的比较

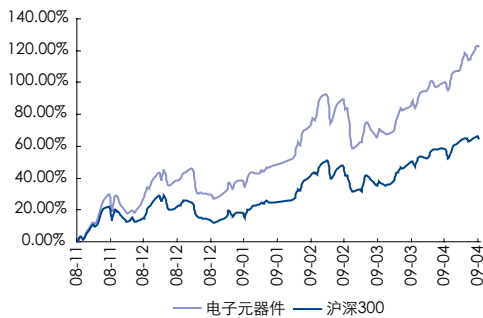
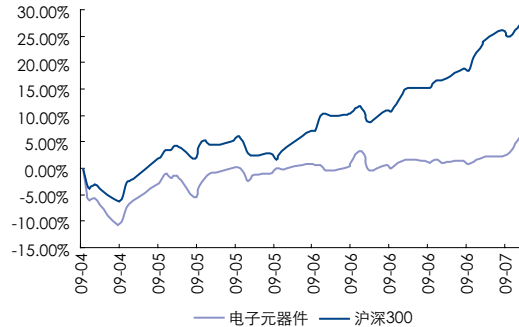


图7、09.4-09.7 电子与沪深300 指数的比较



资料来源：wind，联合证券研究所

在高位整理。前期沪深300弱于电子股57.72%，其原因是行业复苏超预期、国内需求的拉动、对出口需求的预期以及我国经济增长模式的变化等综合因素造成；而最近沪深300的走势强于电子股20.76%，原因在于对出口需求和复苏速度的担忧。

进出口数据的好转将恢复市场对电子股的信心。在流动性充裕的背景下，进出口数据的好转至少将使电子行业迎来交易性机会。具体的投资标的可以选择质地优良、出口占比较大的公司。考虑到估值的安全性，目前较好的品种有莱宝高科、广州国光、浙江阳光、水晶光电、歌尔声学、顺络电子，同时密切关注生益科技。

表1、06-08 年电子元器件公司出口占比

证券简称	2006	2007	2008	证券简称	2006	2007	2008	证券简称	2006	2007	2008
苏州固锔	89	83	80.6	力合股份	8	4.16	4.51	华东科技	33	29.66	29.51
大族激光	13.8	13.24	18.42	风华高科	36	24.66	22.3	莱宝高科	66	72.76	82.42
华微电子	16.12	10.24	11.4	*ST金果	6	4.56	6.21	ST 安彩	10	6.93	7.41
有研硅股	48	50.15	27.92	银河科技		0.31	3.73	广电电子	10	15.04	26.33
中环股份	15	10.76	13.1	超声电子	40	45	53.55	彩虹股份	28	17.21	37.91
长电科技	52	51.77	58.21	实益达	97	99.5	95.5	航天信息			
联创光电	25	24.28	20.69	顺络电子	59.51	56.7	57.92	远望谷			3.37
康强电子	1	1.19	2.12	晶源电子	87	82.23	85.97	大华股份	7.97	15.11	16.9
航天电器				东晶电子	91.87	94.16	90.94	飞乐音响	23	27.8	32.01
广州国光	59	70.1	73.13	歌尔声学	43.17	61.75	62.43	ST 磁卡	10	2.77	2.53
得润电子	2	1.51	5.93	生益科技	70	64.91	65.93	浙江阳光	60	80.04	84.59
中航光电			1.57	飞乐股份	8	13.24	11.26	深天马A	64	60.79	70.39
新嘉联	71	63.37	72.27	ST 赛格	55	37.38		证通电子		19.89	11.39
利达光电	68.75	52.02	38	上海金陵	12	12.79	13.64	拓邦电子	6.33	14.93	27.1
大立科技				赛格三星	14	18.26	35.39	广电运通		13.31	13.11
水晶光电	47.1	62.19	77.15	咸阳偏转				京东方A	52	50	46.5

数据来源：wind，联合证券研究所整理



化工行业（增持）

化纤价格将继续上涨

◎ 联合证券研究所

化纤企业09 年上半年盈利好转

近日山东海龙、澳洋科技纷纷修改2009 年半年度业绩预告，两公司均由一季度亏损到半年度实现正盈利，成为化工行业的一个亮点。

山东海龙一季度亏损3925 万元，中期预计实现净利润在1500-3000 万之间。澳洋科技一季度亏损1244 万元，中期预计实现净利润300-800 万元。

化纤产品价格与棉花同涨

国内棉花价格从年初的1万元/吨，上涨至1.3万元/吨左右，仍然处于历史低位。国储自5月22日开始抛售棉花，以平抑市场价格。截止7月6日共抛棉61万吨，国内棉花价格仍出现小幅上涨。

大多数的化纤产品价格从2009年1月份见底，2009年2月份开始出现回升，包括腈纶、涤纶和粘胶短纤，锦纶、氨纶价格在2009 年3月开始出现回升。纱线指数也由2009年2月开始出现回升。

09年国内棉花价格将持续上涨

国内棉花供给不足

种植面积下降

国内棉花价格低迷，抑制了棉农种植积极性。根据中国农业部和棉花协会预测，2009年中国棉花种植面积减少13%左右。根据国际棉花咨询委员会（ICAC）7月份报告，预计中国2009/2010年度棉花产量将下降7%。

中国进口配额政策

中国棉花生产占全球产量的30%，消费占全球的42%。为了保护国内棉花的利益，我国对棉花实行严格的进口配额政策。只有配额内的进口棉花可以享受1%的进口关税。

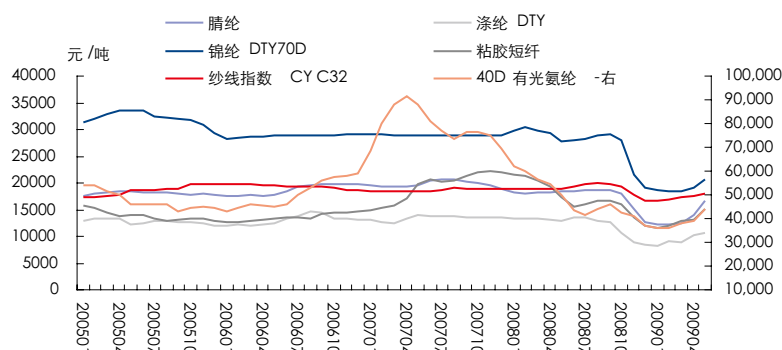
为了避免国外低价棉花冲击国内市场，使进口棉与国内棉价持平，国家在增发棉花配额的同时，对超配额进口的棉花实行征收滑准税政策，仅对进口棉花征收5-40%的进口关税。我们判断短期进口配额政策难以改变。

国内纺织服装需求量稳定

根据国家统计局统计，2009年我国服装和棉布产量仍然同比增长，这表明国内纺织服装行业的需求没有下降。

我国化学纤维和棉花消费比例逐渐提

图1、化纤产品价格



资料来源：联合证券研究所整理

表1、国内化纤和棉花消费构成

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
化学纤维	1161.31	1424.5	1629.2	2023.8	2350.55	2404.61
粘胶纤维	80.02	96.6	118	120.73	146.86	131.88
合成纤维	1069.17	1314.6	1506.47	877.66	2176.45	2241.31
其中：涤纶	913.35	1138.4	1283.38	1613.66	1925.06	2004.57
锦纶	56.51	67	71.66	82.76	96.63	101.61
腈纶	62.86	65.73	76.53	81.63	80.11	60.37
维纶	3.26	3.42	4.17			
丙纶	27.5	27.61	24.46			
棉花	673.8	811	947.1	1045	1066.8	936.2
化纤：棉花	1.73	1.76	1.72	1.94	2.21	2.57

资料来源：联合证券研究所整理

高，化学纤维优异的性能逐渐得到认可。我们判断，在棉花供应不足的情况下，化纤的价格替代作用更加明显。

纺织服装行业价格达到谷底

下游纺织服装行业的价格走势也决定了生产原料的提价能力。纺织原料类购进价格指数下降速度放缓，衣着类产品出口价格变动趋于平稳，而同期纺织品零售价格指数小幅提升、服装零售价格同比继续小幅走低。整体来说，纺织企业的生产成本压力仍小，但产品销售价格已有走稳迹象，原材料价格有进一步上涨空间。

09年国际棉花供给不足

国际除中国外，美国、巴西棉花的种植面积都出现了下降，印度

预计棉花种植面积出现上涨。

美国农业部2009年6月30日公布数据显示，美国棉花2009年种植面积同比下降4%。印度种植面积预计上涨2-3%，单产上升5%，产量比较乐观的估计是上涨10%。巴西这一种植季节产量下降了20%。

当美国农业部于6月30日公布农产品种植报告后，与其他农作物相比，只有棉花的种植面积下降，棉花的价格基本没有回落，其他以玉米、大豆为代表的农产品价格大幅回落。

交易性投资机会

7月份之后，纺织生产的季节性旺季逐渐来临，我们判断化纤将与棉花一起涨价。越是便宜的化纤价格上涨越快，按价格由低到高顺序：涤纶、粘胶短纤、腈纶、锦纶、粘胶长丝、氨纶。

我们建议投资者关注化纤行业的交易性投资机会。重点关注澳洋科技、山东海龙。

表2、化纤类上市公司

化纤品种	产品价格水平（万元/吨）	上市公司
涤纶	1	春晖股份
粘胶短纤	1.5	澳洋科技、山东海龙、吉林化纤
锦纶	2	美达股份
粘胶长丝	3	新乡化纤、保定天鹅、南京化纤
氨纶	5	华峰氨纶、烟台氨纶

资料来源：联合证券研究所统计

表3、主要公司盈利预测

证券代码	证券简称	2009EPS	2010EPS	当前股价	09PE	10PE
000677.SZ	山东海龙	0.13	0.31	6.11	47.04	19.55
002064.SZ	华峰氨纶	0.19	0.47	10.00	53.05	21.43
002172.SZ	澳洋科技	0.21	0.51	8.63	41.43	16.93
002206.SZ	海利得	0.95	1.21	25.58	26.79	21.07
002254.SZ	烟台氨纶	1.23	1.73	37.01	30.02	21.35
600527.SH	江南高纤	0.26	0.36	6.37	24.06	17.57
600889.SH	南京化纤	0.03	0.10	7.96	245.68	81.39

资料来源：Wind、联合证券研究所

增持

特变电工（600089）

行业景气回升，享受高估值

◎ 联合证券研究所

经营预测与估值	2007A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	12518.9	3172.8	14937.6	20559.7	26839.4
(+/-%)	40.2	39.5	19.3	37.6	30.5
归属母公司净利润（百万元）	962.6	307.9	1533.6	1886.8	2364.4
(+/-%)	78.7	58.5	59.3	23.0	25.3
EPS（元）	0.54	0.17	0.81	1.00	1.25
P/E（倍）	38.4	120.2	24.9	20.2	16.1

未来电网投资预测

公司是电力设备的龙头，最主要的客户是电网公司。所以电网投资增速的变化，对公司的经营都有着很大的影响。

南方电网、国家电网在年初先后公布了09年的投资规划。南方电网08年实现投资481亿元，计划09年投资880亿元。国家电网08年实现投资2,475亿元，09年计划投资2,500亿元。09年电网总投资3,380亿元，同比增长17%。

值得注意的是，虽然09年南方电网加大了电网的投资力度，但国家电网09年的投资规划则与08年持平。并且，通过09年前五次招标数据看，国网在电网投资方面似乎显得力不从心。

我们现在最关心两个事件，一是国网09年能否实现规划的2,500亿元投资；二是2010年国网投资的增速如何。

2009年电网投资是否能够如期完成

国网09年1~4月110kv及以上投产的变电容量为3,747万伏安（扣除交流特高压600万千伏安），同比增长4%。按照这种情况推算，全年完成年初制定的2,500亿元的投资还是没有问题的。

而且在全国“保八”的大背景下，电网公司投资低于年初承诺也不现实。

2010年电网投资预期依旧乐观

对于2010年电网的投资，我们持乐观态度。虽然09年前五次招标数据不尽如人意，但这只是220kv、500kv的情况，并不包含750kv及特高压的数据。从09年开始，国网加大了对750kv和特高压电网的投资，以及城网、农网的新建和改造。仅09年国网就计划139亿元投资750kv电网，较08年增长152.7%，预计2010年仍将加大西北电网（750kv为主干电网）的投资。

特高压是未来电网发展的重要方向，智能电网的发展也需要建立在特高压电网的基

础上。国网预计未来两年用于特高压电网建设的投资将达到830 亿元。我们预计2010 年电网公司的投资增速有望达到20%~25%。电网建设持续高速增长，这也是我们看好公司的先决条件。

近期电网投资增速放缓的原因

国网近期投资增速下滑，最主要的原因是火电上网电价的上调，使得公司预计09年净利润减少450亿元。我们认为，目前电网公司正在与发改委进行一场博弈，电网公司对销售电价上调的诉求也更加强烈。

从现金流看国网投资

即使销售电价并不能在2010年如愿上调，仅从国网目前的现金流看，也可完全支撑每年3000 亿元的投资。由于雪灾、地震的影响，国网08 年的净利润为96 亿元，07 年为460 亿元。预计09 年国网公司的净利润约为80 亿元，按照09年800 亿元的折旧，2500 亿元的电网建设，以及1700 亿元的公司债计算，预计2010 年国网可用于电网投资的金额约为5,100 亿元，完全可以支撑2010 年3,000~3,500 亿元的投资水平。

国网招标数据增强信心

虽然近期国网招标数据不尽如人意，但公司的表现却非常抢眼，无论是市场占有率，还是绝对数量都有明显的提升。尤其是特变电工在第四次500kv 变压器招标中市场占有率达到75%，前四期累计增长176%，市场占有率提高32个百分点，达到42.62%。

我们依然维持前期的观点，当电网投资增速趋缓的情况下，国网将会对行业龙头企业更加倾斜，市场集中度将更加明显。行业的龙头企业依靠自身的产能和服务优势，依然可以保持高速增长。

由于500kv变压器生产周期更长，09年前四期招标的变压器一般都在2010年确认收入，所以我们对公司2010 年的变压器收入还是有非常信心的。

特高压贡献日益明显

我们认为，公司09年主要看毛利率的回升，而2010 年特高压对公司业绩的贡献将明显增加。由于我国电力设备制造水平已经达到了世界水平，所以特高压市场并不对国外企业开放，这也保证了国内龙头企业充分享受特高压这道珍馐。

我们预计，09、10 年特高压投资（含±500kv直流）将新增1,284 亿元。“十二五”、“十三五”期间，分别新增投资3,019、1,560 亿元。到2020 年，特高压预计总投资达到5,844 亿元，其中交流特高压2,738 亿元，直流特（超）高压3,106亿元。

晋东南-荆门交流特高压目前项目运行良好，一旦发改委验收，交流特高压将大规模启动。2010 年，预计淮南-上海、晋东南II 回等交流特高压线路有望投产。

特高压领域的翘楚

目前，我国特高压变压器制造企业仅有特变、天威、西电三家，基本上属于三分天下。但从晋东南-荆门交流特高压示范线路，以及向家坝-上海直流特高压示范线路中标情况看，特变的实力无疑是最强的。

07、08 年公司特高压业务占比分别为4.1%、4.6%，占比不高。但随着云广±800kv 单极，以及呼伦贝尔±500kv 单极线路的投产，公司09 年特高压业务的比重有望超过5%。而到2010 年，由于交流特高压线路的大规模投产，以及向家坝-上海±800kv 单极线路的运行，预计未来特高压业务的占比将有望达到8%。

表1、特变电工09 年前四次变压器中标情况

	2007	2008 前四次	2008	2009 前四次
220kv	111,705	75,360	129,050	46,534
增长率			15.53%	-38.3%
特变电工	17,430	5,040	16,560	9,941
增长率	-	-	-5%	97.2%
市场占有率	15.60%	6.69%	12.83%	21.36%
500kv	95,522	41,270	91,166	27,560
增长率			-4.56%	-33.20%
特变电工	23,652	4,254	11,746	
增长率	-	-	-50.7%	176.1%
市场占有率	24.76%	10.31%	12.79%	42.62%

数据来源：国网公告，联合证券研究所整理

表2、特变电工相对A股估值溢价水平

	2004	2005	2006	2007	2008
公司市盈率水平	38.09	22.51	27.79	51.32	28.27
A股整体市盈率	19.01	15.35	21.03	39.39	19.39
公司相对A股的溢价	100.37%	46.64%	32.14%	30.29%	45.80%

数据来源：wind 咨询、联合证券研究所整理

特高压业务的增长，不仅令公司的制造水平得到很大提升，而且更有利于毛利率的增长。普通电力变压器的毛利率一般为23%~25%，而特高压变压器的毛利率一般为35%。特高压业务占比的提升，也可加快公司业绩的增长。

通过DCF估值方法计算，公司的内在价值为26.91元。目前价格20.42元，维持“增持”评级

风险提示

我们对09、10年电网投资的增速的判断具有一定主观性。若电网投资低于预测值，

则公司的盈利水平可能会低于预期。

考虑到俄罗斯电网改造对行业预期的改变，我们给予公司2010年28倍的市盈率是合理的。维持“增持”评级。

行业景气回升

随着沈变、衡变、天变等募投的完成，预计09年底，公司变压器的产能将达到1.7亿千伏安。同时，由于公司220kv、500kv 国网中标份额的明显增长，预计未来两年公司变压器业务将维持年均30%的增长。同时，随着取向硅钢、铜等原材料价格的回落，以及特高压业务占比的提升，公司的盈利能力将持续增长。

俄罗斯电网改造项目对公司来说是个长期利好。我们不能奢望海外业务能够马上给公司带来利润，但却可以令整个电力设备行业的预期发生变化，估值水平得到提升。我们预计，俄罗斯电网改造项目将会在2011年为公司带来收益。

由于指数连续出现上涨，电力设备行业安全边际的优势更加显著。我们乐观的预计2010年电网投资将达到20%~25%的增长，而公司作为电力设备的龙头，无论从成长性还是估值方面，都具有明显的优势。

享受高估值

公司09业绩的增长主要是毛利率通过闭口合同的提升，而2010年则看重的是电网投资增速和市场占有率的提升，以及特高压业务占比增长对毛利率的修复。预计09、10年，公司销售收入分别为149.4、205.6亿元，归属母公司净利润分别为15.3、18.8亿元，实现EPS0.81、1.00元。

由于公司业绩持续稳定、快速的增长，公司每年相对A股的溢价平均达到30%。相对估值考虑了市场情绪，所以这相当于剔除了情绪因素的影响。目前市场对09、10年A股动态市盈率的预测值分别为25.8、21.6倍。如果按照30%的溢价计算，特变09、10年的合理估值水平应该为33.5、28.1倍。

通过DCF估值方法计算，公司的内在价值为26.91





美的电器（000527）

重归成长快车道

◎ 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）	35188.3	45313.5	46870.2	53579.5	61481.4
(+/-%)	66.2	28.8	3.4	14.3	14.7
归属母公司净利润（百万元）	1212.2	1033.0	1501.4	1870.2	2290.4
(+/-%)	126.1	-14.8	45.3	24.6	22.5
EPS（元）	0.64	0.55	0.79	0.99	1.21
P/E（倍）	20.1	23.6	20.0	16.0	13.1

从战略调整到成长快车道

08年金融危机背景下的战略扩张导致短期业绩大幅下滑。公司在成为全球白电领先企业的战略指引下，07/08年开始大举战略扩张：兼并收购进入冰洗行业、产能扩张、销售分公司实体化变革、冰洗业务整合等。同时，基于对金融危机下空调行业发展机遇的把握，公司08年底后以市场份额提升为主要诉求，市场策略激进，营销投入较大。这导致公司08年处于高投入期：

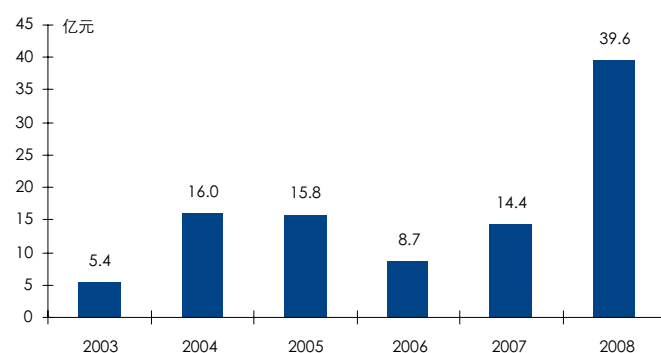
- （1）08年投资性现金支出高达39.6亿元；
- （2）短期借款高达23.6亿元，利息支出2.95亿元；
- （3）固定资产折旧为5.7亿元，同比增长50%；

对于公司的白电发展战略，我们一直是很认可的。但是，我们也看到，在08年金融危机爆发的背景下，公司激进的战略扩张导致短期业绩波动加大，08年Q4和09年Q1业绩也出现大幅下滑。

公司目前已从战略扩张前期的高投入期进入快速发展轨道。公司已经渡过前期的高投入期，各项投入09年下半年将明显降低：

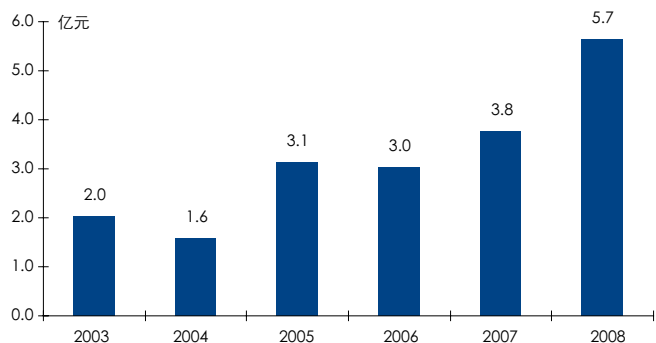
（1）大规模的固定资产投资基本完成。目前冰箱产能已接近每年1000万台（合肥750万台、广州150万台，湖北荆州150万台），未来冰箱产能扩张力度很小，主要是：09年8月广州工厂的技改扩产，预计2010年提升至每年200万台；湖北荆州工厂技改扩产，计划提升至每年200万台）

图1、03-08年美的电器投资性现金支出：08年大幅提升



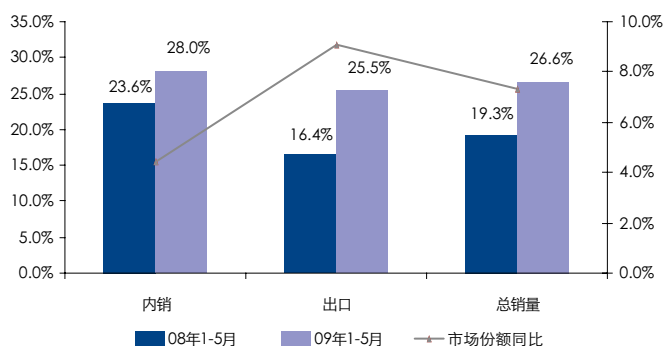
数据来源：WIND, 联合证券研究所

图2、03-08 年美的电器固定资产折旧：08 年大幅提升



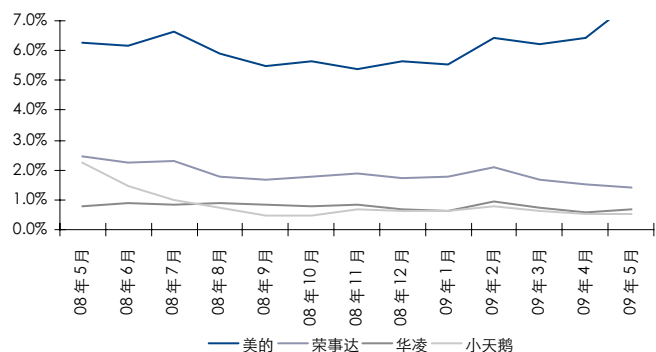
数据来源：WIND, 联合证券研究所

图4、美的系冰箱城市市场零售量份额：“美的”明显提升



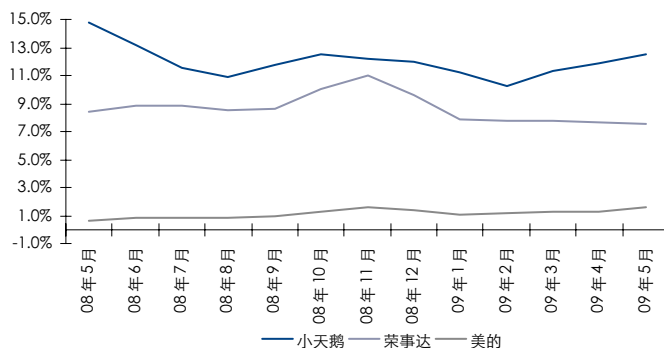
数据来源：中怡康, 联合证券研究所

图3、09 年1-5 月美的空调市场份额明显提升



数据来源：产业在线, 联合证券研究所

图5、美的系洗衣机城市市场零售量份额



数据来源：中怡康, 联合证券研究所

(2) 09年目前现金流情况良好，短期借款大幅降低（比年初下降约70%）公司在投入减少的同时，前期战略扩张的积极影响也正逐步显现，目前空调和冰洗业务调整基本完成，正进入发展的快车道：

空调业务。09 年1-5 月，空调内销市场份额为28.0%，同比提升4.4个百分点，基本达到公司预定目标。营销投入也将趋于正常水平。预计下半年在空调行业同比大幅增长的背景下，公司也可获取业绩的明显提升。

冰箱业务。09年上半年冰箱销量同比增长10%以上，其中出口下滑较大，内销增长与行业水平相当（08年H1 同比增长70%，基数较高）。预计下半年将快速增长。公司旗下四个冰箱品牌的战略定位也已明确：“美的”作为全国性品牌，覆盖高中低端，旗下“凡帝罗”子品牌主攻高端市场；“小天鹅”作为全国品牌，主攻节能产品；华凌和荣事达作为区域品牌，分别主攻安徽和华南市场。公司年初计划09年公司冰箱销量达700万台，上半年实际销量约370万台。

短期业绩弹性大和中长期成长空间大是我们推荐公司的主要理由，上调评级为“增持”，公司是很好的中长期投资品种

洗衣机业务。目前洗衣机业务也度过了最艰难的整合前期，市场份额从持续下滑到近期的初现企稳回升势头，且目前销售、制造、管

理团队等整合、调整基本完成，预计下半年可逐渐好转。

投资建议

考虑到公司的业务整合超出我们预期，以及下半年家电行业进入景气提升阶段，我们上调对公司的盈利预测，预计09-10 年EPS 为0.79 元、0.99 元，较之前上调11%、18%，PE 为20 倍、16 倍，由于公司目前仍处于发展的转折期，短期业绩弹性仍较大，09 年业绩超出我们预测的可能较大。

我们一直看好公司的中长期成长，公司目前已从业绩下滑到重归快速发展通道，延续下半年行业策略报告中的观点，短期业绩弹性大和中长期成长空间大是我们推荐公司的主要理由，上调评级为“增持”，公司是很好的中长期投资品种。📈

锡业股份（000960）

增持

业绩拐点已得到确认

◎ 联合证券研究所

经营预测与估值	2007A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	9162.9	1424.4	5913.8	8189.9	10405.7
(+/-%)	8.3	-45.2	-35.5	38.5	27.1
归属母公司净利润（百万元）	25.6	-111.9	412.4	548.5	821.8
(+/-%)	-95.7	-166.9	1510.6	33.0	49.8
EPS（元）	0.04	-0.17	0.61	0.82	1.22
P/E（倍）	562.4	-128.7	34.5	25.9	17.3

公司于近日发布公告，修正上半年业绩预告。预告业绩自-1.1亿元修正为约-0.43亿元至-0.40亿元。修正后上半年业绩略低于我们的预测，但应高于市场普遍预期。

09年上半年修正后的业绩虽仍体现为亏损，但其显现的积极因素不容忽视。结合1季度业绩推算，则2季度单季业绩应在0.7亿元左右。2季度经营状况明显改善，我们相信公司的业绩拐点已经出现且得到确认。

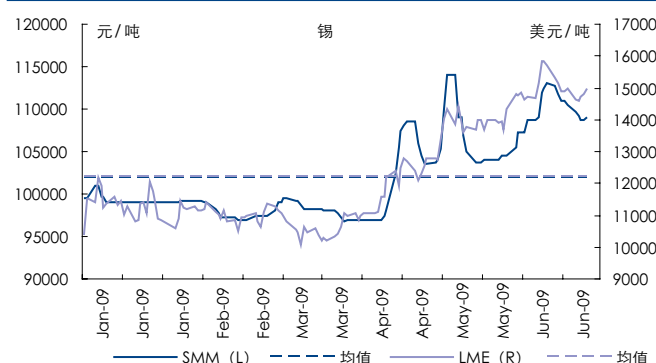
根据2季度国内锡价情况，结合公司矿山项目投产进度（郴州项目5月投产）考虑，我们的预测模型显示，2季度的主要盈利月份应在6月，而6月份单月的盈利能力约达0.6亿元，意味着年化的动态盈利能力7.2亿元。

预计今年下半年国内GDP增速存在冲刺要求，基本金属包括锡的需求有望得到提升。价格的显著上涨虽然并非一致预期，但销售量的明显扩大却值得期待。我们预测公司当前的单月盈利能力可望保持且有机会提高。

公司所需锡原料70%需外购，我们判断其中大部分来自云南省内。考虑到云南省矿业相关政策的倾向性，以及公司在全球锡行业的龙头地位，我们仍然对公司整合省内外矿山资源的前景抱以乐观的期待。

DCF模型得出公司内在价值25.04元/股；冶炼业务部分按PB=1.5倍估值，加上资源部分的价值估算，合

图1、2009年上半年国内外锡价走势及均价



数据来源：SMM、LME、联合证券研究所整理

计价值30.37元/股。我们维持公司的合理价值区间应在25.04-30.37元/股之间的判断，维持“增持”评级。

风险提示

1、印尼为锡最大出口国，其锡业政策对全球锡供应影响显著，存在不确定性。

2、我们判断，矿山整合预期正日益增强，但具体的进度和路径目前难以估计。

表1、锡业股份所需含锡物料（含锡精矿）供应结构

供应方	2004	2005	2006	2007
公司自产	32.39%	35.26%	28.33%	25.47%
向云锡集团采购	15.26%	9.81%	5.23%	4.83%
向其他企业采购	52.36%	54.94%	66.44%	69.70%

数据来源：公司公告，联合证券研究所



增持

中国平安 (601318)

宽松货币下万能险资金成本的市场化优势逐渐显露

——6月数据点评

© 联合证券研究所

经营预测与估值	2007A	20091Q	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	139803.0	55354.0	167405	195601
(+/-%)	-15.4	44.1	19	17
归属母公司净利润 (百万元)	662.0	1635.0	8311	10039
(+/-%)	-95.6	-66.4	1155	21
EPS (元)	0.09	0.22	1.13	1.37
P/E (倍)	500.4	202.6	48.4	39.9

保费：6月寿险增长25%，财险增长52%

平安公告，前6月累计寿险、财险保费分别为733亿元、186亿元。

平安6月寿险保费118亿元，同比增长25%，较年初的高增长而言有所回落，但仍显著高于行业平均水平。

平安寿险保费增速最近两个月处于09年以来低位的主要原因：

1、公司两大拳头产品之一万能险的结算利率连续下调，相对同行以及定存的溢价水平已大幅下降；

2、08年基数差异。

平安6月财险保费38亿元，同比增长52%，较年初水平继续攀升。

平安财险保费高增长的主要原因：

1、汽车销售继续维持高增态势；

2、保监会要求各公司严格执行报批的真实费率，限制任意折扣，使得车险供给曲线左移，由于车险需求较供给更缺乏弹性，导致车险总保费收入增加。

图1、平安6月寿险保费增长25%

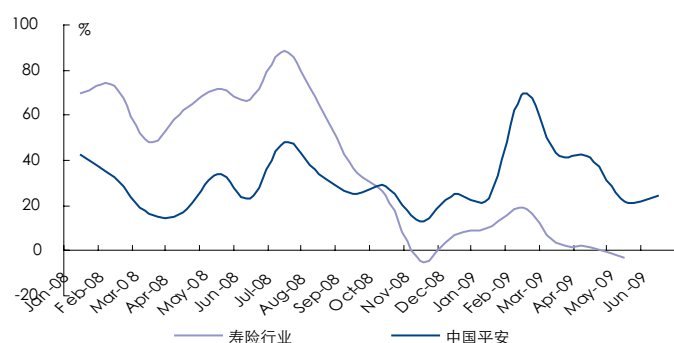
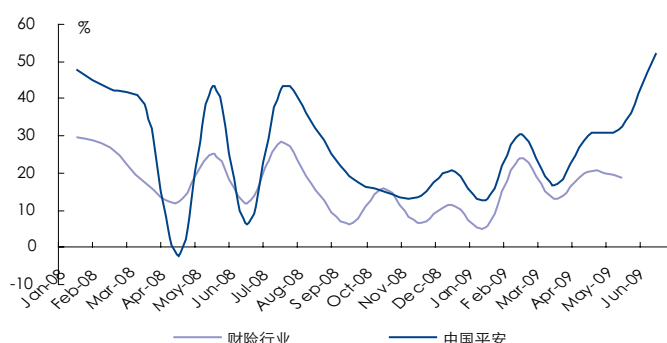
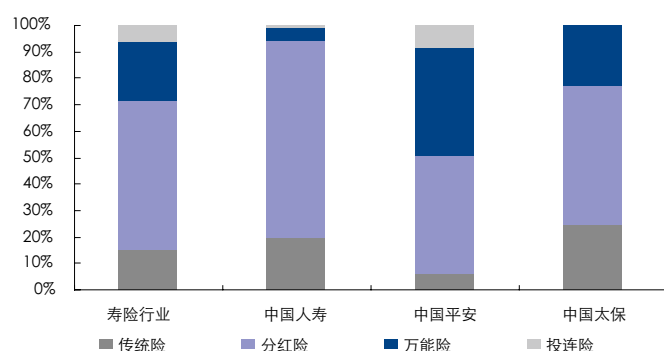


图2、平安6月财险保费增长52%



数据来源：公司数据，证监会，联合证券研究所

图3、宽松货币环境下，平安将从万能险高占比的业务结构中受益



数据来源：08年公司数据，联合证券研究所

资金成本：宽松货币环境下，万能险受益于资金成本市场化

平安6月万能险结算利率由5月的个险4.75%、银保4%调整至个险4.5%、银保4%。

在投资收益率向上的背景下，个险渠道结算利率却下降25bp，投资收益率和资金成本的方向分化。万能险所体现的资金成本相比分红险等其他险种的市场化程度更高，宽松货币环境最显著的特征就是资金的低价格，万能险由此受益最充分。

作为平安寿险的两大拳头产品之一，万能险业务在3家上市公司中占比最高。在07年到08年初从紧的货币环境下，资金的价格处于高位，万能险资金成本的市场化特征使其广受诟病。时过境迁，货币政策切换到宽松环境，平安由此将从万能险高占比的业务结构中受益。

投资收益率：股、债双升

09年以来，上证指数已连续6个月上涨，累计股指收益率63%，6月股指收益率12%；长期债券收益率稳

步上升，最新10年期国债、企业债税后收益率分别达到3.73%、4.00%，09年以来分别上升了76bp、44bp。

以08年末平安8%的权益类资产配置简单估算，仅权益类资产对总投资收益率的贡献就达到了5%，由此预计公司09年的投资收益率将显著超过内含价值假设的4.25%。

公司估值：相对估值仍未充分反应股指向上背景下的低贝塔特征

平安H股上市较早，经历了整个股市的牛熊周期，我们参考平安H股的历史相对估值表现，其对市场的相对估值呈现低贝塔特征。当股指向下，平安的相对估值显著低于历史均值；当股指向上，平安的相对估值显著高于历史均值。

09年以来，上证指数上升69%，而平安的相对估值水平仍处于历史均值附近，远未充分反映股指向上背景下的低贝塔特征，未来仍存在较大的相对估值修正空间。

09年以来，上证指数上升69%，而平安的相对估值水平仍处于历史均值附近，远未充分反映股指向上背景下的低贝塔特征，未来仍存在较大的相对估值修正空间。

塔特征，未来仍存在较大的相对估值修正空间。

催化剂：中报披露新业务价值和业绩

1、中报披露一年新业务价值

在我们最保守的假设下，预计平安09年的一年新业务价值增速将达到32%。

2、2季度业绩有望环比高增

截至09 Q1，平安投资浮亏22亿，在可供出售类金融资产项下权益类占比7%，2季度股指上升25%，大部分浮亏均以转为浮盈，可释放的业绩增加，由此可以期待平安2季度业绩的环比高增。

新品分析

博时策略灵活配置基金： 团队保障，策略致胜

◎ 联合证券研究所

市场环境——新基金的建仓 追求吻合投资者需求

联合证券策略部认为在流动性充裕、景气底部回升的背景下，股票市场向上的趋势没有改变。纵观近期基金经理的市场预期，6月的一致乐观到近两周分歧有所加大，看多者相信政府投资能够带动私人部门投资从而带动经济重归复苏之路，谨慎者还是担心由政府投资拉动的需求增长能否持续。A股市场目前整体的PE为32倍，PB为3.4倍，略低于过去12年的历史均值水平35.8倍和3.6倍。市场当前的E/P水平约为3.1%，1年期存款利率维持在2.25%，7年期国债到期收益率已经接近3%。当前房屋出租收益率约为3.33%，从这个角度看，股市相对于楼市和债市的吸引力并不显著。况且推动目前市场持续上涨的原因仍是流动性的充沛和市场投资热情的宣泄，在趋势投资行情中涨跌都有可能过头。

所以我们建议投资者提高风险防范意识，将基金组合调整到对机会和风险均能保持一贯敏锐的品种上，并重点关注优秀基金管理公司旗下混合型基金的新发品种，原因是新发基金的投资立场相对老基金更为中立，而且6个月的建仓期令其有较大主动性，况且新发基金既不能错失建仓良机又不能跌破净值的普遍追求非常吻合当下基金投资者的心态，所不同

的是整个基金投研团队替代个体非专业的基金投资者去抉择。博时将要发行的混合型基金就值得投资者重点关注，尤其该基金经理声称要为客户争取绝对收益。

产品特征——“前瞻性”仓位决策 & “价值+成长”个股配置

无论是与博时其他兄弟基金，还是与同业其他类似的开放式基金比较，博时策略灵活配置基金在投资策略方面和实际投资管理方面都具有独特性：博时策略灵活配置基金首次采用“价值+成长”混合投资策略，同时强调通过自上而下的宏观分析与自下而上的市场趋势分析的有机结合从而做出前瞻性的投资决策。简单说，该基金会强调策略，策略致胜，强调风格，不强调行业，价值成长两种风格混合。

在不同的市场环境下，成长股和价值股的相对表现存在周期性特征。将资产在成长股和价值股上进行相对均衡配置，可以在降低组合风险的同时，提高组合的收益水平。博时基金将根据主要的经济信号指标对国内外经济形势进行分析，判断所处的经济周期阶段、景气循环状况和未来运行趋势。其次，分析不同阶段企业盈利与股票市场关系，并确定当前经济周期阶段下，各行业的发展前景。



在具体方法上，博时基金通过打分模型来确定最终的资产配置比例，简单来说，可以认为当宏观经济处于高增长低通胀时，保持最高的仓位，当处于高增长高通胀时，要适度降低股票仓位控制风险，当转入低增长低通胀时，要加大债券的比重，主要以债券投资为主。在实际投资管理方面，博时策略灵活配置基金的投资由博时公司的混合投资组担任。混合投资小组由宏观分析师和策略分析师组成，专门研究和实践自上而下的宏观投资策略。由混合投资小组采用自上而下的宏观策略所管理的基金，其表现基本上优于市场平均水平，如博时平衡配置混合型。

博时策略灵活配置基金股票投资比例将为基金资产的30%~80%，债券投资比例为基金资产的20%

~70%。这一自如的仓位设计结合“价值+成长”投资策略以及前瞻性的仓位决策将使该基金的风险收益弹性更大，产品的市场适应能力更强。

基金经理——不从市场博弈中赚钱，资产配置攻防兼备

博时策略灵活配置基金的股票资产管理由周力负责，债券资产管理由张勇负责。张勇现博时现金收益基金经理，2008年金牛基金经理。

周力自2005年2月4日至今任基金裕阳基金经理，期间该基金收益295.35%，比同期同类基金平均收益高出31.03%，比同期上证指数高出152.59%。基金裕阳最近四年的风险调整后的收益在同业内领先；基金裕阳在周力管理的过往17个季度仓位变动标准偏差为8.02，略高于同业同期均值7.97，仓位选时相对同业并不突出；基金裕阳最近三年的平均股票资产换手率为256%，在205只可比基金中排名倒数13，而同期同业股票资产换手率均值为636%。该基金经理是通过深入研究、买入持有为基金增值，而非通过市场博弈赚钱；基金裕阳的行业配置集中度一直低于同业均值，股票配置集中度一直高于同业均值。基金经理通过均衡的行业配置分散风险，通过更为集中的持股策略来提高资产盈利能力。该基金经理在构建组合时，会把风险和收益匹配起来，即一部分进攻，一部分防守。一方面买入相对涨幅虽然较大，但增长确定，相对增速估值合理的股票，另一方面买入相对跌幅较大，但下跌空间很小，一旦有转机则上升空间很大的股票。这样攻防兼备的操作风格有利于保持基金经理良好的投资心态，同时有利于确保基金资产的长期稳定增值。

目前所处的投资环境跟以前有很大的不同，经验有一定的局限性，下半年甚至明年的投资将更多的要靠策

略或者说策略后面的智慧来支撑。周力认为当前A股市场单纯从估值水平来看已不便宜，但市场是否值得继续参与取决于在利润增长与估值水平间的权衡。市场未来一段时间仍然可能面临风险。重点关注经济政策可能的变化。看好汽车、百货、家电、高档白酒等行业。从相对估值水平来看，今年以来，消费品板块除汽车外，普遍股价表现远远落后大盘，造成目前板块内公司相对于其它行业的公司估值溢价大幅下降。虽然地产股估值较贵，可能会有一个调整期，但长期看这个行业还是充满机会。

投研团队——持续盈利能力有先进制度的保障

博时是国内60家基金管理公司中投资理念旗帜鲜明且名副其实的管理团队。其从证券市场赚钱的逻辑令人信服和尊敬。博时旗下共管理16只公募基金，管理规模接近1500亿，仅次于华夏基金，位居60家基金管理公司资产规模第二位。博时基金管理团队相对同业非常稳定，从2009上半年、2008和2007两个全年基金管理公司的股票方向的盈利能力排名情况来看，该公司均排在前三分之一强，分列60家基金公司的第12、14和第9名。股票投资盈利的持续领先能力非常突出。

博时的投资体系建设在业内独

特而领先，2006年博时启动了一轮投资体系改革，将基金团队划分为四个小组——成长组、价值组、数量化组和固定收益组，原有的单兵作战体系被打破。2007年初，博时又设置了混合组，公司首席策略师杨锐出任混合组投资总监。与分组同步改革的还有公司的投资决策流程和体系，原有的投资委员会领导下的基金经理负责制度被修改。取而代之的是投资决策委员会、基金投资小组、基金经理的多级投资决策机制。改革之后，投资决策委员会成为决定战役大方向的司令部；基金经理小组作为制定具体战斗计划（行业配置）的“前线指挥部”，发挥及时决策作用。基金经理成为一线指挥官，根据实际情况选择个股完成最后一击。这样一个投资体系在减轻基金经理原有的超负荷工作量的同时增强了团队精神与协同效应。这也是博时整体业绩持续领先的原因所在。

投资建议——积极认购

博时策略灵活配置基金自如的仓位设计、“价值+成长”的投资策略、前瞻性的仓位决策、基金经理成熟稳定的投资风格、有先进制度保障的优秀投研团队，都将使该基金的市场适应能力加分。倘若基金管理人能适当限制基金规模，建议投资者积极参与认购。



金牌推销员

警察向上司报告：“我们不能再盘问那个被控有谋杀罪的推销员了。整队弟兄轮流审了他3个小时，叫他自首，结果是，他已经卖给我们3部吸尘器、2部洗碟机和5个电吹风了。”



基金研究

基金组合优化建议： 加强风险管理，关注新发基金中的优秀品种

◎ 联合证券研究所

乐观情绪依然占主导

券商策略观点中的绝大多数对下半年A股市场偏乐观，预计下半年市场的运行点位在2900~3800；股票基金经理的市场预期由6月的一致乐观到近两周分歧在加大，看多者相信政府投资能够带动私人部门投资从而带动经济走上复苏之路，谨慎者还是担心由政府投资拉动的需求增长能否持续。但迫于排名压力，绝大多数基金经理也仅仅是思想层面的谨慎，实际运作还是高仓位；散户中自恃擅长趋势判断的投资者，可以通过瑞福进取的溢价率来了解其情绪，截止2009年7月9日，溢价率为20%，远低于该基金溢价率的历史均值与中值，这类投资者趋向谨慎。从近期基金的发行情况来看，散户市场热情依然高涨。

总体来看，市场的参与主体依然乐观，投资热情不会主动降温。既然主流研究和投资机构都如此勇往直前，那么普通基金投资者似乎可以继续放心持有。

趋势投资下涨跌都有过头的可能

上证指数从2008年12月31日的1820点到2009年7月10日的3113点已经上涨71%，期间股票型基金的平均收益率达到60%。若按照券商研究机构对指数点位的预测，持有股票基金最大的可能损失为7%，而最大

的可能收益有22%。但投资绝不会是这么简单的计算，况且任何测算都是有前提假设的，除非你一点都不质疑这些点位测算的前提条件，当然不得不提醒的是假设的些许变化结果将相去甚远，对此的佐证历史比比皆是。诸如部分基金经理担忧的“由政府投资拉动的需求增长的持续性”问题，在乐观预测者看来“需求肯定会起来”。

推动目前市场持续上涨的原因仍是流动性的充沛和市场投资热情的宣泄，这波是典型的趋势投资行情，所以涨跌都有可能过头。倘若剔除银行与钢铁，当前的PE已经堪比上一轮牛市高点。我们最新一期的估值月报显示A股市场目前整体的PE为32倍，PB为3.4倍，略低于过去12年的历史均值水平35.8倍和3.6倍。市场当前的E/P水平约为3.1%，1年期存款利率维持在2.25%，7年期国债到期收益率已经接近3%。当前房屋出租收益率约为3.33%，从这个角度看，股市相对于楼市和债市的吸引力并不显著。乐观者会说“周期性底部（当前）理应估值比周期性顶部（6000点时）高”，在谨慎者眼里“目前汽车，电力设备、建材以及财政刺激的大部分行业并非周期底部，即便后续私人部门投资起来对这些行业的拉动也不会超过政府4万亿投资的作用。刚性需求的释放结束后市场的修正也会是惊心动魄的”。我们近两周也陆

续看到一些过往风险驾驭能力非常突出的基金公司发出声音“市场仿佛又一次回到了2007年，无论是情绪、市场氛围，还是‘忽悠’的逻辑，是否集体式的认知‘偏差’再现”。

市场并非没有风险，只是风险的呼声和响应很微弱。基金持有人追求的是绝对收益，是否应适当考虑潜在的风险可能对已经获得的丰厚收益的威胁？在不愿意降低仓位的情况下，如何来加强组合的风险防御能力？

投资建议

过早的防守需要极大的自制和寡欲，但是毫无风险防范的勇往直前也非良策。一如我们三季度基金组合池推荐中的观点，建议将基金组合调整到对机会和风险均能保持一贯敏锐的品种上，同时适当降低历来风险管理能力偏弱的基金。简单说就是将风险管理的重任移交给可信赖的基金管理人（参见《策略报告-联合证券2009年3季度基金组合池090702：推荐对机会和风险均保持一贯敏锐的品种》），风险意识更强的投资者可以倾向诸如兴业全球这类已有明确风险准备的基金公司。另外，优秀基金管理公司旗下混合型基金的新发品种可以适当参与，这个时点新发基金的投资立场相对中立，而且6个月的建仓期令其有较大主动性，况且新发基金防止跌破净值的操作思路也会使其一再考量风险收益比。📊



由乐观转向谨慎乐观， 对资金需求变量尤为关注

◎ 联合证券研究所

IPO、定增、大小非累计的力量不容小视

如果说中国还有城市化作为经济的腾挪余地，有刚性需求释放来快速托起房地产市场，那么欧美这些国家只剩下等待了，在还没有找到新的经济增长点的背景下不宜寄予过高期望（国泰）。缺乏美元进一步贬值和实体经济的需求，大宗商品的价格不会出现爆发式的上涨；四季度境外市场存在补库存的需求，但中国仍然看不到外需持续强劲的复苏；能拉动国内经济增长的主力仍然是政府投资，消费对经济增长的贡献短期内很难提升（鹏华）。经济超预期复苏是小概率事件，企业盈利实质性改善年内难实现。宽松基调不变，但很难再有超预期的流动性供给（富国）。微观企业盈利增长的不确定性因素依然存在（泰达荷银）。我们对经济的展望是走向“滞涨”，目前及未来1年内较大概率出现部分资产的泡沫（国海富兰克林）。央行有适度收紧流动性的趋势，新增贷款规模将逐渐缩小；资

金需求方的力量在逐渐发生变化，以千亿计的IPO、定向增发、大小非累计的力量不容小视。下半年流动性充裕程度会较上半年有所下降（国泰/汇丰晋信/工银瑞信/诺安/长城）。高市盈率意味着投资人正在付出过高的价格买进中国、印度等新兴市场股票。根据EPFR Global统计，在7月8日止的当周，新兴市场基金净流出5.4亿美元，是近3周末第2度失血（华安）。做投资最重要的事情是在合适的位置退出，20倍的PE是能够得到市场认可的估值水平，PE超过30倍时操作会更加小心。从博弈的角度考虑，大小非的减持会对市场形成压力，作为上市公司的股东的大小非对企业的情况比基金更为了解，关注大小非的减持公告（大成）。我们股票仓位不会激进（兴业全球）。重视估值的安全性，对于脱离安全边际较远的相关行业和个股逐步减仓（国海富兰克林）。在明确的经济转好预期明确之前，行情下上有业绩压力，下有流动性支撑（富国）。

积极财政政策、宽松货币政策及政策维稳市场基调不变

投资者和管理层在资本市场的走势上已经达成了一致，稳定的市场环境有利于新股的发行（银华）。基于全球范围史无前例的宽松资金局面，中国经济的一枝独秀，中国政府对证券市场的高度重视，特别是固定资产投资相关公司的盈利预测有较大的上调空间，我们预测明年GDP增速可能突破10%。只有CPI重上4-5%才会可能出现真正的宏观调控（博时）。地产新开工启动，不仅是宏观经济进入自我复苏通道的标志，也意味着地产相关产业需求正式出现复苏（银华）。随着宏观情况的进一步转好，以及房地产、汽车、消费等行业的强劲恢复，民间投资的上升将是大概率事件（易方达）。中国国内资产的泡沫化进程可能会加速，尤其在房地产领域。新的内需相关刺激政策会继续推出，积极财政政策和宽松货币政策短期内不会转向（华宝兴业）。明年企业获利会超预期，有些甚至出现

40%-50%增长。我们股票基金仓位都维持在较高水平（景顺长城）。市场对于经济复苏正达成一致乐观预期，加上货币环境的持续适度宽松、固定资产投资的高增长以及政府经济政策的大力扶持等，短期内市场不会发生方向性的改变（泰达荷银）。一年期央票的重启对宽松货币环境不构成实质性影响（农银汇理）。通胀预期不等于真实通胀，参照99年的经济情况，如果此时政府勒紧信贷，则经济可能二次探底（长信）。况且决策层首要考虑的因素仍然是宏观经济的企稳复苏，短期不太可能出现货币政策和信贷政策的急剧转向（上投摩根/国投瑞银/巨田/申万巴黎/诺德/国泰/东吴）。储蓄分流跑步入市的迹象非常显著（汇添富/友邦华泰/华宝兴业）。近来股票及基金新开帐户数持续维持在高位以及新发基金规模创出新高，短期资金充裕的局面仍然不会改变（华安）。上半年的这轮行情是由流动性驱动的，在货币政策没有发生方向性变化之前，市场总体的运行趋势不会改变（友邦华泰/民生加银）。

重视估值的安全边际，消费服务类开始受宠

在领会管理层意图的情况下，逢回调逐渐加仓以沪深300为标的的股票，大盘绩优蓝筹的机会更大（中邮）。凡是能够反应资产泡沫的行业都值得重点关注，中游行业是短期内的不错选择；市场仍然要依赖流动性而非业绩的推动，主题投资可能是无法回避的主流；补涨行情结束后，大盘股可能会出现一定的压力；资产配置重心逐步转向下游消费端，包括无明显季节性利空干扰的生物医药、商业零售、食品饮料、机场公路、通信运营、传媒，超预期稳定增长、CPI回升有助于毛利率提高，以及相对估值的考虑是布局消费与服务的三

大理由（国海富兰克林）。看好汽车、百货、家电、高档白酒等行业；地产股估值较贵，可能会有一个调整期，但长期看这个行业充满机会；与固定资产投资相关的行业有望取得超额收益，比如煤炭和钢铁（博时）。还是要找估值有安全边际的股票，我们加大了消费类股票的比例，医药股的相对估值优势明显。汽车股的估值并不便宜，钢铁产能过剩严重，电力成长性不高（兴业全球）。规避估值明显偏高的

行业。房地产依然看好，就算短期调整，量价齐升会拉动房地产企业继续往上；看好煤炭重组类的公司，更看好焦煤；消费将面临重新加速的可能性，尤其关注白酒的提价预期；外需相关行业面临好转的机会（申万巴黎）。市场主流热点会不断转移，上游产业逐步向中游产业演化，大盘股向中小盘股发展；基于经济周期和PPI逐渐触底回升的业绩转好预期，三季度看好金融地产和工业中游（中海）。上半年滞涨的行业在下半年风险权衡后的收益水平值得期待（建信），上半年涨幅较小、估值偏低的消费服务类及防御类的股票，如零售、品牌服装、食品饮料、医药、水电、高速公路等有补涨的可能（友邦华泰）。需求还不足以支撑大宗商品价格短期之内暴涨；略微增持了工程机械为代表的二三线股票品种；前期涨幅较小的板块存在补涨的机会（大成）。非周期防御型品种可能具有获得超额收益率的投资机会，医药板块的长期投资价值将会逐步体现，对白



酒板块的投资价值持乐观态度。继续看好工程机械板块，短期内继续看好钢铁板块（摩根士丹利华鑫）。我们相对看好金融、地产、机械设备、钢铁等与城市化、工业化密切相关的行业，商业、公用事业、食品饮料、医药等业绩持续稳定增长的行业，关注低碳经济和资产注入预期的股票（国泰）。房价本身的快速上涨将严重影响需求，未来两个月又进入淡季。在策略上我们开始从资产价格类板块上移开，重点关注内需类板块，主要是煤炭、钢铁、机械、水泥、化工、酒类和零售等（长信）。跟地产相关较大的化工子行业如PVC、纯碱、有机硅等行业已经出现了复苏迹象，预计三季度中游制造业的表现将会明显优于大盘（农银汇理）。除了金融、消费品行业，可以关注中游钢铁、水泥和化工的轮动机会（民生加银）。短期内中游制造业有一定的补涨需求（汇添富）。随着市场短期对于政策的反应逐步饱和，热点有可能将会向一些中游行业如工程机械、汽车零部

件、化工转移（东吴）。钢铁仍然有望继续走好；市场会提前反应化工行业反转的预期，关注其中与地产投资相关的氯碱工业（银华）。

华安基金——调整风险尚在可控范围之内

从估值来看，亚太新兴市场估值（市盈率）已经恢复到2007年牛市时的水平，而EPS的预期绝对值也基本恢复到当时水平，同时PE、PB估值水平的差距表明，目前二级市场的价格已经反应了ROE水平的回升，估值风险，可能导致近期亚太市场出现调整，但充裕的流动性将限制调整的幅度。高市盈率意味着投资人正在付出过高的价格买进中国、印度等新兴市场股票。不过，值得关注的是，根据EPFR Global统计，在7月8日止的当周，新兴市场基金净流出5.4亿美元，是近3周末第2度失血。看来，全球资本对于新兴市场的未来发展逐渐产生分歧。

从近期消息面上来看，6月份信贷数据大大超出预期使得监管层开始着手加大资金回笼力度以及重新启动停发近8个月的一年期央票，市场有关央行是否将对过于宽松货币政策调整的争论成为焦点话题，此外，二套房贷政策收紧的预期也在一定程度上打击投资者做多信心。同时，大盘股IPO也加剧了市场短线震荡的格局。因此总体上来看，消息的偏负面是造成指数大幅波动的主要原因。但是，值得提的是，近来股票及基金新开帐户数持续维持在高位以及新发基金规模创出新高，还是表明短期资金充裕的局面仍然不会改变，反映在成交量方面总体处于较高水平，大家对市场的发展无须过于悲观。我们认为，短期市场做多氛围依然较浓，但对货币政策调整预期的分歧将加剧市场的波动，但调整风险尚在可控范围之内，下半年市场的良好发展趋势不变。

行情起步于年初，发展于年中，可能止于年底。从多方面因素判断，我们认为市场的上涨格局尚未改变，近期的调整波段属于短期特征，调整时间不会太长，对长期市场走势影响不大，并继续看好大盘股的上涨趋势。另外，从宏观方面来看，汽车、地产等行业的复苏给整个经济带来动力，目前经济已逐渐转向全面复苏，但明年一、二季度能否持续这种增长态势还需要进一步验证。操作策略将考虑重仓为主。华安策略优选目前的仓位配置维持相对较高水平，在未来整体投资策略上，不追求板块轮动，更看中带动整个市场发展的主线行业，下半年将重点关注如金融、地产、资源等这些市场主线行业。

华夏基金——资产泡沫化是下一阶段的主要方向

华夏红利：根据对国内外宏观形势的分析，红利混合基金认为资产价格将持续上涨，因此在二季度继续

积极提高股票仓位，大幅增持了银行、地产等行业，适当投资优质钢铁股。华夏蓝筹：二季度，蓝筹混合基金始终维持较高的股票仓位，保持对金融、地产、投资品等重点配置，增持了部分优质地产股和银行股，适当减持了医药、电力设备等防守性行业。华夏复兴：基于资产泡沫化是下一阶段中国宏观经济的主要方向，复兴股票基金在二季度抓住机会积极加仓，大幅度增持了地产、银行等行业，同时减持了受损于成本上涨的中游行业。华夏成长：经济逐步复苏趋势已初步确立，流动性将推升资产持续升值，因此二季度保持了较高的股票仓位，继续持有早周期的地产、汽车等行业，并重点增持了估值偏低的银行、零售等行业。华夏稳增混合基金：二季度，稳增混合基金继续看好宏观经济形势，战略性超配保险、地产、新能源等行业，适当把握钢铁、化工、有色等行业的投资机会。



干洗

一天，排长到二班检查内务卫生，进门时闻到一股脚臭气。

排长问：“昨晚谁没有洗脚？”

众士兵：“都洗啦！”

排长：“洗啦？怎么这么难闻？你们是怎么洗的？”

甲说：“热水浸泡！”

乙说：“冷水刺激！”

丙一摸脑门，很不好意思地说：“我……干洗。”



国内财经



◎ 《投资宝典》编辑部

理财产品火爆 500亿新增资金待入市

在大盘迭创新高的火爆行情下，券商集合理财计划和公募基金的发行规模也节节攀升。统计显示，7月份近20只理财产品、基金有望带来约630亿元的新增资金，其中500亿元左右将直接进入股市。

编辑部点睛：市场增量资金源源不断，IPO的重启、大小非的减持已经不构成实质性的利空。

国家统计局:上半年中国GDP同比增长7.1% 第二季度增长7.9%

国家统计局16日公布，初步核算，上半年国内生产总值139862亿元人民币，按可比价格计算，同比增长7.1%，比一季度加快1.0个百分点。分季度看，一季度增长6.1%，二季度增长7.9%。

编辑部点睛：二季度的增长幅度应该是略超预期，反映了大规模的投入正加速显现效益，预期下半年会迎来更高速增长，“保八”似乎问题不大。

我国外汇储备首破两万亿美元 6月份广义货币供应量增速创历史新高

中国人民银行日前公布的统计数据显示，截至今年6月末，我国的外汇储备余额为21316亿美元，首次突破两万亿美元，同比增长17.84%。6月份广义货币供应量M2同比增长了28.86%，创下有统计数据以来的新高，月度增幅比上年末高10.64个百分点，比上月末高2.72个百分点。

编辑部点睛：货币供应量增速创新高，反映了流动性在加速注入，而显现效应可能有一个滞后，这也为下半年经济的加速复苏打下伏笔。但历经上半年货币的加速投放，考虑到经济已经好转，下半年预期不会维持此局面。

汽车家电以旧换新将拉动5000亿元消费

日前商务部、财政部、发展改革委、环境保护部在京联合召开全国汽车、家电以旧换新和搞活流通扩大消费工作会议。商务部部长陈德铭在会上表示，汽车、家电以旧换新政策有利于直接促进耐用品消费，提升居民消费品质，将拉动消费需求5000多亿元。

编辑部点睛：5000亿这个数字是如何计算出的暂不用细究，但也反映了中国内地的消费潜力之大，特别是金融危机大环境下汽车销量仍是高速增长。

住建部:重点促进房地产市场平稳健康发展

援引住建部未具名负责人的话称，下一步工作重点是认真落实已出台的各项调控政策，着力稳定市场信心和预期，稳定房地产投资，促进房地产市场稳定健康发展；具体措施包括加强监督管理、稳定房地产投资、加强房地产市场监测分析等。

编辑部点睛：管理层尚未有明显的打压房地产的迹象，但也不希望房价一路疯涨，这种态度和目前对股市的态度类似。

上海关区单月进出口规模连降八个月后回暖

据上海海关十三日发布的统计数据，今年上半年上海各单月进出口规模均呈同比下降。去年十一月至今，上海单月外贸进出口规模已连续八个月出现同比下降。但今年六月，上海关区进、出口环比同时出现回升。

编辑部点睛：受灾最严重的外贸行业在上海出现回暖，经济复苏迹象应该是越来越明显了。📈

海外财经



◎ 《投资宝典》编辑部

美经济复苏绿芽尽现

美国劳工部公布的数据显示，受汽油价格上升的推动，美国6月份CPI环比上升0.7%，为近11个月来的最高单月涨幅，但与去年同期相比下降1.4%，为1950年1月以来最大的年率降幅。据统计，今年6月份美国能源价格上升了7.4%，为2007年11月以来最大的月度涨幅。

编辑部点睛：由于美国6月份CPI环比上升主要缘于汽油价格上升，还远谈不上通胀的到来，由此也并不能认为美国经济的全面复苏。

经合组织料3年内发达国家失业将达3000万人

据日本NHK电视台报道，世界金融危机使得各国经济状况低迷，发达国家失业人数不断增加，经济合作发展组织（OECD）预测，前年末到明年末的3年间发达国家将有3000万人失业。

编辑部点睛：就业形势的严峻使得发达国家的消费会大受抑制，对我国的外贸行业并不利。

高盛二季度盈利34.4亿美元 超过市场预期

高盛周二公布二季度盈利34.4亿美元，同比增长65%，每股盈利4.93美元，高于市场预期的3.65美元，因交易强劲增长抵消了偿还政府贷款的一次性支出。

编辑部点睛：美国大投行的盈利情况关乎美国股市甚至世界股市的方向，高盛超预期的增长使得公众对金融市场又有了信心，这对于助推美国经济的复苏具有很大促进作用。

欧元区6月CPI年率首次为负

欧盟统计局公布的数据显示，欧元区6月份CPI环比上升0.2%，但与去年同期相比则下降0.1%，为1997年1月开始记录以来年率首次降至负值。

编辑部点睛：通缩阴影仍笼罩在欧洲上空，较之美国与日本，欧洲经济面临的问题更多。

英国6月份CPI涨幅21个月来首次降至2%以下

英国国家统计局日前公布的最新数据显示，英国6月消费者物价指数（CPI）月比上升0.3%，年比上升1.8%。这不仅是自2007年9月份以来的最低年率，更是21个月以来首次低于英国央行设立的2%中期目标。上述数据也显示出英国通胀压力进一步减小。

编辑部点睛：通胀压力减小，意味着英国政府可以大胆推出刺激经济的新计划。

欧元区5月工业产值环比回升 为9个月来首现

欧盟统计局14日表示，欧元区5月工业产值环比出现9个月来首次回升，暗示经济可能正走上复苏。

编辑部点睛：欧元区经济出现难得的复苏迹象，这也是各方乐意看到的，但这种迹象还较为微弱，目前并不担心通胀的问题。

美国2009财政年度预算赤字超过1万亿美元

据彭博网报道，由于经济衰退造成财政收入减少以及政府在经济刺激计划上的巨额投入，美国本财政年度前九个月预算赤字已经超过1万亿，6月份赤字更是打破了单月的最高纪录。

编辑部点睛：美国财政赤字不断膨胀，使世界各国日渐对美元失去信心，近期美元指数的再度破位可见一斑。

美最大商业贷款公司面临破产 将波及近百万家中小型企业

有消息指出，拥有百年历史的美国最大商业贷款公司CIT集团已经聘请了破产专家，原因在于其没有能够说服美国联邦储蓄保险公司（FDIC），向公司提供担保以保证债券的正常销售，不堪债务负荷的CIT集团随时可能走向破产保护。据悉，如果该集团破产，将波及近百万家中小型企业。

编辑部点睛：CIT集团如果破产，对美国失业情况将是雪上加霜，此时不太可能制订“退出政策”。🌀

抓住暑假帮孩子加点财商

培养理财观念

暑假来临，一些家长希望借暑假的机会，培养孩子掌握一些基本的财务知识，让孩子在假期里学会做个小当家。

因地制宜因材施教

暑假开始，想必许多家长都已经盘算着如何教孩子理财了：带着孩子多跑几趟银行，存款取款，交付账单，计算一下债券股票收益率。虽然这些方法对于培养孩子的理财观念是有所帮助，但假如如果让幼儿园的小朋友就去计算收益率，显然是“拔苗助长”，因此在暑假中因材施教就显得非常重要了。

对于什么阶段给予孩子什么理财指导，是一个仁者见仁、智者见智的话题。虽然海外对于不同年龄段的理财教育有着一定的要求，但是不能照搬国外的经验，或照搬某个案例的经验。最好能够针对家庭的成员结构和经济状况、社区和居住环境的状况等因素，进行有针对性的、有意识的指导，在别人的经验基础上进行一定的改进，要因地制宜。

漫长暑假别样风采

与其他的假期相比，暑假对于孩子来说，是一个难得的悠长假期。许多家长都会带着孩子们外出旅行。在这个时候，不妨适时让孩子了解网上订机票、宾馆所能带来的折扣，让他们知道花一样的钱，可能会带来不同的效果，这样培养孩子们对于钱的认识，无疑将更具有针对性。

同时，暑假也是孩子最容易发生意外的时候，许多家长都会购买意外险来为孩子撑起保险伞。对于家长们来说，在买保险的时候，不妨也可以让孩子一起参与，让他们了解世上最宝贵的不仅只有金钱，一个人的健康、平安更加重要。理财的目的就是为了更好地生活，但如果没有健康的身体，如何才能享受生活呢。

培养财商增加情商

在暑假中，我们是要让孩子懂得“钱”。

很重要，钱能“美化”生活，但别让孩子以为生活里最重要的就是钱，别让孩子以为炒股票比学习、工作都更重要。因为金钱只是一种生活的工具，而不是人们生活的最终目标。日本理财女超人胜间和代在2008年暑假中，就曾去夏令营教授10岁左右的孩子如何做危机管理，从打预防针、保险等身边话题入手，让孩子们学会如何避免危机、分散危机。

培养孩子们的财商，提高他们的理财能力，并不能简单地理解为让他们学会像“守财奴”一样地生活。增加他们的情商更为重要。其实一个人财商的高低，跟情商的综合反映，从某种角度说，人们用怎样的心态和情感去发掘财富，则是理财成功与否的关键。这也是为什么日本理财大师对于孩子们的理财教育更多地是重心理入手。对于家长们来说，在暑假中，不妨可以和孩子更多进行一些有关理财和人生方面的讨论，这样比单纯谈钱更好。🔗

有多少钱可以买房？

买房前要考虑的几个财务问题

有多少钱可以买房

简而言之，量入为出，有多少钱买多大房子。按照业内经验总结，如果是自住房屋，总价款应该控制在家庭年均收入6倍以内比较安全，每月按揭贷款额度不超过家庭收入的50%。而这个经验值只不过是个适中方案，比如公司人的预期收入，售楼小姐就会把你的预期收入算得很高，而保险专家会把预期收入算得比较悲观，倾向于用投资赚取更多收益的人士，他们总是天真地认为投资的收益会战胜通货膨胀——比如说我——就会把50%这个比例压得更低，以便除了生活开销之外有更富余的资金用于定投活动。

测算现金：要测算家庭可变现用于购买房产的现金，这种测算不能满打满算，在已经购买大病和意外保险的情况下，最少要预留出家庭6个月的生活费，以防不测。

预期年收入：这个测算比较复杂，因为这和个人的境遇有很大关系，很像在预测一只股票的升值幅度。如果你非要预测，可以把你工作以来每年的收入增长幅度减去每年的通货膨胀率，得出你的平均年收入增长曲线，然后再预计以后6年的通货膨胀率，一般来说这是个猜测的数据，假设你月入6000，你猜测今后6年平均通胀率为4%，而你此前5年的实际工资增长率为10%，那么你未来工资增长率为“ $10\% \times 70\% + 4\%$ ”，也即11%，据此你可推断未来6年的工资水平。这种工资水平说的是实实在在可以保证拿到的那部分，有的公司人从事周期性极强的行业，在旺季和淡季的年份收入相差很大，如果计算比较保守的话，应该按淡季工资收入占比较大的权重来预期未来收入水平。

房价之外还有哪些费用

如果购房的公司人只盯住房子的总价来计算自己要付出的现金那就会有问题，因为除了房屋价款以外，还有乱七八糟一大堆其他税费等着你支付。

契税：90平米以下普通住宅契税为1%，90-140平米的住宅契税为1.5%，非普通住宅的契税税率为3%。这是2008年底进行过调动的税率，税率会随着金融当局的政策而变化。

印花税：暂免。

公共维修基金：从去年2月1日起按照商品房建筑和安装成本每建筑平米造价的8%缴存首期公共维修基金。

按揭费用：公积金贷款的交易费用主要有按贷款额千分之五收取的担保费和按揭贷款额千分之三收取的评



估费。担保费不低于300元；评估费用不低于300元，不高于1500元。

首期物业费：收房时须交一年的物业管理费用。

首期取暖费：收房时须交一年的取暖费用（北方地区，自供暖除外）。

装修费用：每平米平均1000元左右。

车位费用：大概一个月100-400元。

在二手房交易中还需要缴纳中介费用；成交价格的2.5%以内的信息费用；居间中保及权证代办费用3000元；贷款服务费用1000-2000元。

在二手房交易中卖方还需缴纳营业税、土地增值税和个人所得税。但一般卖方会把这些税务费用加在买方身上，如果购买二手房的公司人也应该对这些税有所了解。

固定利率好不好

房屋固定利率贷款就是把房屋贷款在一定时间内固定下来，不随着现行利率变动。利率固定在期限档次上主要分为3年期、5年期和10年期三个档。不同银行的产品其差别主要体现在相同期限档次上固定利率的基准利率设定有所不同。固定利率房贷的申请过程与个人住房贷款没有太大差别，不同的是公司人需要事先对市场有所判断，利率是不是要上升？在签订贷款合同时与银行约定一个固定利率。

固定利率基本上是公司人购房者和商业银行的一个对赌，如果在贷款期间利率处于上升周期，那么购房人就赢了，如果利率处于下降周期，那么购房人就输了。固定利率贷款的利率要高于同期浮动贷款利率，这种利率上的歧视使得想采取固定利率的公司人购房者已经先输了一成，因为从历史经验来看，从现在看下三年或者五年的平均利率水平是很难的，所以对于以后利率的水平猜测，银行和公司人都处于“俩眼一抹黑”的状态。所以，如果是公平的完全对赌，那么固定利率应该定在现有的利率水平才合适，如果定在高于现在房屋贷款利率水平，那就等于是你和银行跑一个为期至少3年的马拉松，而银行已经先跑出几千米了。而且银行相对公司人购房者来说，占有绝对的信息优势和解释权，所以，在这个赌博中，公司人胜利的可能性是非常小的。在升息频繁的经济周期中，银行推出固定利率信贷产品在一定程度上契合了购房者的恐慌心理，而银行赚到了实际利益。

选择个好的贷款方式

贷款买房的公司人根据自己的情况采用最恰当的贷款方式可能是释放财务困境的一种有效方法。一般来说，它有以下几种方式。

等额本息还款：还款本金逐月增加，而利息逐月减少，还款总金额不变。这种还款方式适用于现在收入少，而对未来收入预期较高的公司人，其还款方式计算简单，方便公司人进行财务规划。

等额本金还款：还款本金不变，而利息逐月减少，还款总金额逐月减少。适用于收入处于峰值的公司人，在同样本金，同样贷款年限的情况下等额本金所付利息要少于等额本息还款所付利息。

等额递增和等额递减：这两种还款方式是等额本息的变种，只不过把一个贷款期分为多个贷款期，在多个贷款期中进行等额本息还款，多个贷款期之间进行额度递增或者额度递减，它适用人群类似于等额本息还款和等额本金还款的情况。

双周供：双周供缩短了还款周期，比原来按月还款的还款频率高一些，由此产生的便是贷

款的本金减少得更快，也就意味着在整个还款期内所归还的贷款利息，将远远小于按月还款时归还的贷款利息，本金减少速度加快。对于工作和收入稳定的人，选择双周供还是很合适的。

移动组合还款：根据贷款人情况进行灵活的还款计划。通过计划有效率地运用资金还款，它适应于收入不稳定公司人群。

接力贷：由比较年长的父母和年龄较小的子女组合贷款，按揭时间可按年龄较小还款人计算。这解决了年龄较小，比如刚参加工作公司人购房需求。适宜于和睦并且财务简单的家庭。

入住还款：与银行约定在一定时限内只还少量贷款利息，在一定时限后等额本息还款或等额本金还款。适用当前收入较少的公司人群。

循环贷：将房产在银行作抵押获得贷款，然后在贷款期内分次提取，适宜于改善型房屋置业。

盘活公积金

住房公积金是个好东西。很多年轻人在选择就业公司的标准上，往往容易看重得到的税后现金，而轻视公司缴纳住房公积金的比例，这其实是个“朝三暮四”式的错误。

公积金账户上的钱不能作为购房的首付款，它的最大功能是“冲还贷”，抵减房贷的还款额。

因此，如何用每个月的公积金来冲抵自己的房贷便是一门学问，一般而言，公积金“冲还贷”的常见方式有两种：月冲和年冲。到底哪种方式能达到最佳“减负”效果，并不能一概而论，关键要看房贷者本身现金流等情况。

月冲：又叫逐月还款法，是指银行逐月地将公积金账户上的资金支取出来，用于支付住房贷款的本息。对于多数购房者而言，其所能够申请到的最大公积金贷款额一般不足以覆盖全部房贷，而每月公积金的进账额一般也小于月总还款额，因此，公积金加商业贷款的组合贷款模式以及公积金“月冲”方式是多数人的常见选择。

年冲：又称为一次性还款法。和“月冲”的本息还贷不同，“年冲”是直接冲抵公积金贷款账户上的全部余额来冲抵贷款本金。而根据公积金中心的规定，“年冲”须优先归还公积金贷款本金，也就是说，偿还完全部公积金贷款本金后，才可以冲减商业贷款的本金部分。“年冲”方式其实是一种提前还款，节省的多为公积金贷款的利息，同时，这种方式更适用于公积金账户余额较多，且贷款初期现金支出压力不大的购房者。



光头与屁股

老石和老林每一次见面，总会相互调侃对方。

一日，老林突然抚摸老石的光头，然后说：“你这个光头，摸起来可真像我太太的屁股。”

老石笑笑地摸摸自己的光头，然后颇有同感地说：“嗯！的确”



板块监测

□ 数据聚焦 Focus on Data

板块名称	周涨跌幅(%)	成交金额环比增减(%)	板块名称	周涨跌幅(%)	成交金额环比增减(%)
软饮料	14.52	78.34	食品加工	3.49	10.14
有色金属冶炼	9.08	23.96	服装	3.33	16.53
煤炭开采	8.58	12.87	工程机械	3.30	3.44
氯碱	8.03	45.50	白酒	3.19	11.69
保险	7.10	-10.22	农药	3.15	10.27
橡胶	7.06	45.22	包装印刷	3.13	33.36
钢铁	7.02	-8.11	军工航天	2.97	-3.43
塑料	5.97	4.81	航空运输	2.47	-12.44
纯碱	5.56	33.98	三通	2.44	3.89
农产品加工	5.34	29.01	水泥制造	2.19	-5.20
餐饮旅游	5.25	3.11	零售	1.86	20.09
化学肥料制造业	5.23	31.50	通信设备	1.80	2.66
新能源	5.08	28.02	股指期货	1.79	-9.80
电子元器件	4.96	25.84	港口	1.52	8.81
渔业	4.94	16.87	水务	1.52	12.40
电气设备	4.81	20.17	医药生物	1.52	12.72
林业	4.74	3.06	机床工具	1.46	-21.39
计算机设备	4.69	5.46	银行	1.40	5.14
纺织	4.67	21.07	滨海新区	1.37	-4.55
传媒	4.53	43.83	3G	1.36	3.36
食品制造	4.43	22.00	日用化学产品	1.19	-0.04
造纸	4.22	-4.76	汽车整车	0.68	-21.07
上海本地股	4.08	5.88	家用电器	0.66	-6.71
机场	3.98	19.56	房地产开发	0.59	-6.44
饲料	3.86	50.19	信托	0.53	10.86
葡萄酒	3.71	28.27	种植业	0.52	20.85
物流	3.68	15.34	证券	0.25	-24.51
化学纤维	3.64	12.82	石油化工	-0.41	0.95
创投板块	3.63	1.26	啤酒	-1.95	-21.92
电力	3.50	6.38			

资料来源：Wind资讯

注：所有板块以联动性较强者优先进行界定，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
600193.SH	创兴置业	海通证券	1_买入	20.00	12.53
600126.SH	杭钢股份	光大证券	1_买入	10.00	7.43
000679.SZ	大连友谊	东方证券	1_买入	21.80	17.78
002001.SZ	新和成	华泰证券	1_买入	49.35	36.4
002229.SZ	鸿博股份	银河证券	1_推荐	-	21.35
600551.SH	时代出版	长城证券	1_推荐	-	15.36
600550.SH	天威保变	中银国际	2_买入	40.60	36.52
601958.SH	金钼股份	南京证券	2_推荐	-	16.34
600837.SH	海通证券	国联证券	2_推荐	-	18.01
002068.SZ	黑猫股份	平安证券	2_推荐	-	9.82
600593.SH	大连圣亚	兴业证券	2_推荐	-	10.6
601918.SH	国投新集	南京证券	2_推荐	20.00至22.00	17.54
600097.SH	开创国际	国联证券	2_推荐	-	17.28

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
000858.SZ	五粮液	上海证券	1_超强大市	3_大市同步	26.00	24.14
000612.SZ	焦作万方	申银万国	1_买入	2_增持	22.50	17.36
600298.SH	安琪酵母	申银万国	1_买入	2_增持	31.00	21.72
600418.SH	江淮汽车	广发证券	1_买入	3_持有	9.00	6.95
600499.SH	科达机电	申银万国	1_买入	2_增持	-	13.96
002242.SZ	九阳股份	海通证券	1_买入	2_增持	36.96	29.6
000680.SZ	山推股份	申银万国	1_买入	3_中性	-	12.5
600141.SH	兴发集团	广发证券	1_买入	3_持有	15.34	16.32
600183.SH	生益科技	中信证券	1_买入	2_增持	10.00	7.65
002008.SZ	大族激光	中信证券	1_买入	2_增持	10.50	8.58
000021.SZ	长城开发	中信证券	1_买入	2_增持	18.00	12.5
000027.SZ	深圳能源	招商证券	1_强烈推荐	2_审慎推荐	16.00至18.00	13.28
600570.SH	恒生电子	平安证券	1_强烈推荐	2_推荐	15.00	13.26

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
002202.SZ	金风科技	第一创业	2_谨慎买入	1_买入	-	32.63
000858.SZ	五粮液	国信证券	2_谨慎推荐	1_推荐	27.00至30.00	24.14
600823.SH	世茂股份	招商证券	2_审慎推荐	1_强烈推荐	23.90	17.89
600499.SH	科达机电	海通证券	2_增持	1_买入	15.15	13.96
002194.SZ	武汉凡谷	广发证券	3_持有	1_买入	20.00	18
600536.SH	中国软件	西南证券	3_谨慎持有	2_持有	-	27.3
600782.SH	新钢股份	安信证券	3_中性	2_增持	10.00	9.22
600595.SH	中孚实业	东北证券	3_中性	2_谨慎推荐	-	12.61
000898.SZ	鞍钢股份	安信证券	3_中性	2_增持	14.00	14.7
600115.SH	ST东航	国都证券	3_中性	1_推荐	-	6.48

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(%)
002230	科大讯飞	49.10	002243	通产丽星	9	13.51
002107	沃华医药	40.90	600444	国通管业	9	4.16
600810	神马实业	39.91	600707	彩虹股份	9	15.09
000809	中汇医药	39.11	600725	云维股份	9	10.08
000778	新兴铸管	33.92	000546	光华控股	8	28.39
000612	焦作万方	31.36	000683	远兴能源	8	18.53
000546	光华控股	28.39	000812	陕西金叶	8	9.59
600193	创兴置业	28.32	002149	西部材料	8	18.22
600595	中孚实业	25.86	002230	科大讯飞	8	49.10
000807	云铝股份	25.82	600493	凤竹纺织★	8	11.87
600537	海通集团	25.63	002106	莱宝高科	7	8.29
600520	三佳科技	25.61	002229	鸿博股份	7	14.24
002166	莱茵生物	23.89	600228	昌九生化★	7	6.23
000552	靖远煤电	23.78	600376	首开股份	7	8.61
600316	洪都航空	23.69	600537	海通集团	7	25.63

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(%)
002166	莱茵生物	143.75	000011	S*ST物业	12	11.66
002171	精诚铜业	112.18	000524	东方宾馆	9	2.57
000552	靖远煤电	96.67	002230	科大讯飞	9	49.10
600810	神马实业	92.08	600340	*ST国祥	9	21.65
600576	万好万家	84.82	600491	龙元建设	9	7.23
600297	美罗药业	84.40	600520	三佳科技	9	25.61
600516	方大炭素	77.61	600636	三爱富	9	7.79
600180	*ST九发	77.37	000554	泰山石油	8	4.51
600127	金健米业	75.76	000683	远兴能源	8	18.53
002248	华东数控	75.55	000812	陕西金叶★	8	9.59
000589	黔轮胎A	72.86	600255	鑫科材料	8	12.86
000631	顺发恒业	72.33	600655	豫园商城	8	6.56
002107	沃华医药	70.79	600725	云维股份	8	10.08
600246	万通地产	69.63	600824	益民商业	8	4.58
002263	大东南★	69.61	002197	证通电子★	7	7.28

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

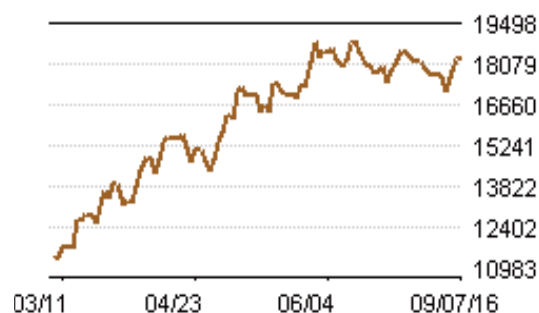
全球指数

□ 数据聚焦 Focus on Data

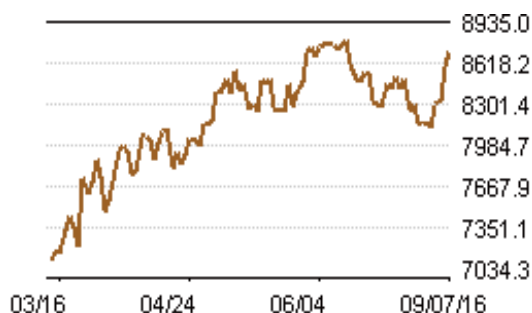
上证指数



恒生指数



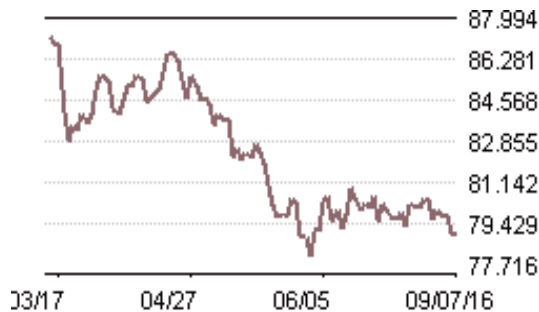
道琼斯指数



美元兑人民币



美元指数



欧元兑美元



资料来源：港澳资讯

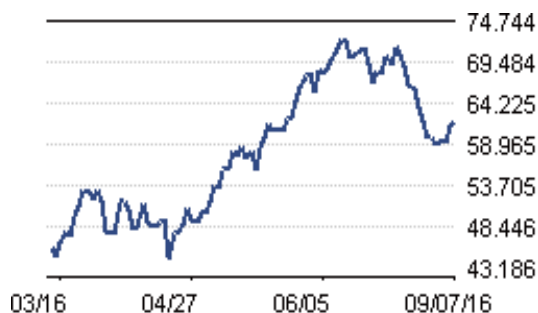
编者按

上周A股继续高歌猛进，但量能的极剧放大反映了分歧已经出现，震荡难免。国际股市受益于诸多好的经济数据出台，也是大幅反弹，如果都来个二次探底，那将又是一番壮观的景象。美元弱势已现，美元指数也随时有可能破掉前期的低点，相比较而言欧元显得较强，虽然没有实体经济的支撑。

全球指数

□ 数据聚焦 Focus on Data

NYMEX原油



LME3月铜



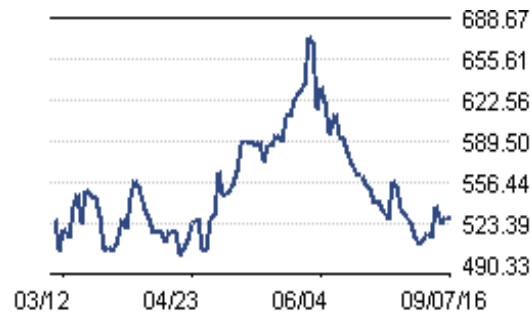
CMX3黄金



CBOT大豆



CBOT小麦



CBOT玉米



资料来源：港澳资讯

编者按

上周有色金属价格大幅反弹，支撑了国内相关个股的持续走强，经济复苏迹象明显对于周期性较强的行业是个利好。原油与黄金价格小幅反弹，但CBOT农产品价格仍是弱势盘整，玉米甚至再度破位，看来考虑通胀的问题有点早。