

[2009.07.28]

国泰君安晨报

陈达位 **陈韧珣**
010-59312810 021-38676870
chendawei@gtjas.com chenrenx@gtjas.com

- 今日聚焦:
- 银监会发布《固定资产贷款管理暂行办法》防范项目贷款风险

目录

要闻点评

- 银监会发布《固定资产贷款管理暂行办法》防范项目贷款风险
- 淡水河谷拒绝向中国让价

行业与公司信息点评

- 证券行业更新报告: 券商 IPO+交易额突破, 催化剂如约而至
- 证券行业周报: 光大上市提升行业估值
- 钢铁行业数据周报: 粗钢产量再创新高, 原料钢价延续涨势
- 航空业数据周报: 主要航线未来 30 天票价高位震荡
- 电子元器件行业每周数据追踪
- 替代能源行业策略双周报: 预计第三季度的政策面将难超预期
- 中海发展: 沿海煤炭运价回升, 上调目标价为 22 元
- 华新水泥: 净利润略有增长, 毛利率环比回升
- 盐湖钾肥: 印度合同价明朗, 国际钾肥将进入去库存期
- 名流置业: 低地价、超低估值、充分受益于二线城市房价上涨
- 顺络电子: 业绩平稳增长 敏感器件销售较好
- 双鹭药业中报点评
- 鱼跃医疗中报点评
- 保险行业月报: 顺势者依然可选太保
- 燕京啤酒中报点评: 销量增长推动业绩提升 期待下半年毛利率的提升

近期研究报告精粹

- 中国经济增长模式反思
- 衍生品研究: 权证大阳春之后
- CCER 中国经济观察第 18 次报告会会议纪要

市场点评

- 最新行业配置思路之五

沪市涨幅前五		沪市跌幅前五		深市涨幅前五		深市跌幅前五	
N 成渝	202.78%	彩虹股份	-2.88%	斯米克	10.06%	*ST 亚华	-4.20%
南方航空	10.09%	中油化建	-2.64%	天一科技	10.05%	广州冷机	-4.11%
三峡新材	10.07%	巢东股份	-2.47%	巨轮股份	10.04%	泰达股份	-3.82%
五洲交通	10.06%	新潮创业	-2.45%	海得控制	10.04%	美的电器	-3.62%
中路股份	10.02%	宁波富达	-1.98%	湖北金环	10.03%	ST 中润	-2.95%

海外市场指数

	收盘		涨跌幅 (%)		
	(点)	1 日	5 日	本年	
道琼斯	9108.51	0.17	2.94	-19.8	
S&P500	982.18	0.30	3.26	-21.9	
NASDAQ	1967.89	0.10	3.07	-14.8	
伦敦 FTSE100	4586.13	0.21	3.21	-14.3	
香港恒生	20251.62	1.35	3.84	-10.7	
香港国企	12189.62	1.71	5.15	-1.70	
日经指数	10091.74	0.03	4.56	-24.4	
台湾加权	7028.43	0.79	1.29	-2.84	

国内市场指数

	收盘		涨跌幅 (%)		
	(点)	1 日	5 日	本年	
上证综指	3435.21	1.86	5.15	19.9	
深证成指	13743.40	1.56	2.71	38.5	
沪深 300	3743.63	2.07	4.25	27.3	
上证国债	120.93	-0.03	-0.0	6.57	
上证基金	4682.30	0.60	5.95	31.9	
深圳基金	4514.85	0.16	5.97	27.5	

期货市场

	收盘		涨跌幅 (%)		
	(点)	1 日	5 日	本年	
NYMEX 原油	68.38	0.48	4.73	-45.1	
纽约期金	956.30	0.04	0.49	-1.29	
LME 铜	5600	1.41	4.67	-29.6	
LME 铝	1826	1.05	6.72	-38.5	
BDI 指	3407	1.85	-2.96	-60.5	
郑糖	3737	-0.53	-1.92	-0.40	
郑棉	13990	0.14	1.82	-7.29	

货币市场

	收盘		涨跌幅 (%)		
	(点)	1 日	5 日	本年	
美元/人民币	6.83	-0.01	-0.01	0.08	
NDF (一年)	6.75	-0.01	0.33	-3.71	
欧元/美元	1.42	0.07	0.38	-9.66	
美元/日元	95.16	0.12	-1.79	12.86	
银行间 R007	1.61	-6.66	-5.48	-47.87	
美国 10 年期 国债利率	3.71	-0.21	6.57	-7.24	

www.askgtja.com

要闻点评

银监会发布《固定资产贷款管理暂行办法》防范项目贷款风险

7月27日,为加强项目融资业务风险管理,促进项目融资业务健康发展,中国银行业监督管理委员会正式发布《项目融资业务指引》(以下简称《指引》),这是对同时发布的《固定资产贷款管理暂行办法》的补充。

7月27日,银监会同时发布了《固定资产贷款管理暂行办法》和《项目融资业务指引》。其中项目融资是属于固定资产贷款风险比较大的一类,所以单独把这一类列出来,项目融资需要遵守《固定资产贷款管理暂行办法》和《项目融资业务指引》以及其他有关法律法规。

银监会有关部门负责人表示,项目融资是基础设施建设、大型资源开发等项目通行采用的一种融资方式,在我国经济建设过程中发挥了重要作用。随着应对国际金融危机一揽子经济刺激计划的深入贯彻落实,大量项目建设需要采用项目融资方式进行,为及时总结这些较成熟做法和经验,并借鉴国际先进经验和良好做法,银监会因此出台了《指引》

《指引》主要适用在中国境内经国务院银行业监督管理机构批准设立的银行业金融机构(以下简称贷款人)开展项目融资业务。

本指引所称项目融资,主要符合以下特征:贷款用途通常是用于建造一个或一组大型生产装置、基础设施、房地产项目或其他项目,包括对在建或已建项目的再融资。借款人通常是为建设、经营该项目或为该项目融资而专门组建的企事业法人,包括主要从事该项目建设,经营或融资的既有企事业法人。

《指引》一共二十二条,主要内容包括:明确项目融资业务的贷款全流程管理、贷款支付管理等内容适用于《固定资产贷款管理暂行办法》的相关规定;在借鉴新资本协议关于项目融资定义的基础上,结合国内项目融资业务的实际情况,明确了项目融资定义。并针对项目融资不同于一般固定资产项目的风险特征,提出了一系列风险管理指导性措施。

淡水河谷拒绝向中国让价

世界钢铁行业正从二次大战以来最大的崩溃中复苏。日前,世界第一大铁矿石生产商巴西淡水河谷公司(ValeSA)拒绝了中方提出的降价要求。

上个月,淡水河谷公司在年度合同中,同意向日本钢铁厂降价28%,这是七年来首次降价,而中国方面则一直在寻求45%的折扣。

自今年以来的第一期合同价格确定以来,公开市场的铁矿石价格上涨了38%,这削弱了中国在谈判中的优势地位。淡水河谷首席执行官阿格利内(Roger Agnelli)在6月25日表示,他不会在这次史上持续时间最长的价格谈判中给中方让出更大的折扣。麦肯锡的报告指出,中国拘留力拓集团高管并诉其从事间谍活动一事,让澳大利亚和中国的关系产生裂痕,这可能惠及淡水河谷公司。

驻伦敦的野村证券采矿分析师保罗·柯利弗(Paul Cliff)在7月22日的采访中说,“中国钢铁生产商获得更大折扣的可能性非常非常小。中国要么同意现行的基准价,要么就只能从现货市场购买铁矿石。”

今年,淡水河谷公司在圣保罗的销售增长了35%,同时其在圣保罗证券交易所股指上的股票也有45%的增长。在伦敦,力拓增长了97%,而最为全球最大的铁矿石出口公司——澳大利亚必和必拓公司(BHP Billiton Ltd.)的销售只增加了23%。

据世界钢铁协会的统计,全球钢铁行业生产最近处于低迷期,许多公司的产能

只有通常的一半。今年1月，中国开始和力拓及必和必拓等公司开始合同谈判，但是直到谈判截至期限6月30日还没有达成任何协议，这是40年以来，时间跨度最长的年度价格谈判。

行业与公司信息点评

证券行业更新报告：券商 IPO+交易额突破，催化剂如约而至

光大 IPO 正式启动、招商 IPO 也指日可待。较高的行业定位、较为活跃的市场氛围都决定了他们上市后将获得较高的新股溢价，届时获得 30 倍甚至更高的 PE 估值是完全有可能的，这将会对现有券商股的估值形成强有力的支撑。我们判断，光大和招商 IPO 之日，也即券商股、特别是大券商估值提升之时。

交易额持续突破。上周日均交易额 3309 亿元、创出 530 后新高。7 月份日均 2958 亿元、使得今年日均达 2073 亿元，同比增长 51%。需要指出的是，虽然日均交易额已接近上轮牛市最顶峰，但明显不同的是，交易额增长更多的来自于流通市值推动、目前的换手率距上轮牛市仍有相当距离，这也说明交易额仍有较大增长潜力。下半年，来自新股发行、限售股解禁等的流通市值增量将达 30%以上，这也将继续给流通市值增长、进而为交易额增长带来充分想象空间，交易额持续向上突破依然可期。

发行已经全面快速铺开。今年以来 IPO 规模已达 544 亿元，是去年全年的 51.4%；发行速度已接近近 3 年来正常水平，同时，发审会重启、可转债和配股等公开再融资开始放行、创业板开始受理发行申请，这些都意味着股票发行工作已经全面铺开、并迅速恢复正常。预期 2009 年股票发行承销额可达 2000 亿元，承销收入 60-70 亿元、同比增长 30%以上。同时，企业债券融资势头不减。2009 年来，企业债融资额已达 2817 亿元、高于去年全年 16%；月均 402 亿元，是去年的 2 倍！下半年交易所债重启，将进一步助推企业债券发行额的迅猛增长。我们认为，下半年，IPO 和企业债券将双轮驱动承销业务进入景气高峰。

基于对市场持续活跃以及流通市值持续增长的预期，我们将日均交易额假设由 1800 亿元上调至 2000 亿元、对行业业绩的基本假设由 (1800/2800) 上调到 (2000/3000)，各公司的业绩预期也普遍有 10%以上的上调。

大券商弹性将明显增强，在券商 IPO 和交易额突破、创新全面铺开的驱动下，投资价值凸现。随着行情的深入展开及 IPO 的重启，包括资产管理、承销业务、创新业务等在内所有业务的弹性都将显现，而大券商凭借资金规模优势，在自营、利息等上的弹性也将显露无疑，因此，下半年大券商的弹性将充分显现出来，而随着创新预期明朗，创新溢价也将逐步显现、并将成为提升券商的估值的重要因素。

维持行业的增持评级，依然推荐中信证券、广发三宝和海通证券，他们距离我们的目标价仍有至少 20%-30%的空间。而光大和招商 IPO、交易额突破 3000 亿元、承销业务爆发等都是推动业绩和估值提升的催化剂。

(梁静、董乐)

证券行业周报：光大上市提升行业估值

上周在沪深 300 上涨 4.2%的背景下，券商行业超越指数，上涨 6.47%，其中中信证券上涨 7.4%，超越大盘与行业。但参股券商仅上涨 3.27%，低于指数。

上周日均股票基金成交额创 2007 年 530 后的新高，达到 3309 亿元、环比增长 9.9%。上周日均换手率 2.97%、较前一周上升 0.17 个百分点。流通市值达到 11.17 万亿元、较前一上升 3.3%。今年以来，日均股票基金成交额已达 2073 亿元，同比

增长 50.8%，换手率基本维持在 2%-3% 之间，但流通市值则上涨 123%，成为交易水平大幅上涨的主要动力。

上周中国建筑完成 IPO 发行，募集资金 501.6 亿元。光大证券、神开股份、久其软件也于本周获得 IPO 批文，预计募集资金将超过 90 亿元。上周无定向增发发行。今年以来已 IPO 发行 544 亿元，已达去年全年的 51.4%；发行家数为 5 家；发行速度呈明显加速趋势。本周共 3 家企业债完成发行，筹资金额 47 亿元、环比增加 18%。今年以来，共发行企业债 2817 亿元、已超过去年发行总额的 16%。

华泰证券与国海证券本周推出新集合理财产品，分别为货币型与债券型产品。今年以来集合理财产品推出 24 家，已超出去年全年 2 家，成立规模达去年的 87%，推出速度明显提升。

行业动态方面，上周五，光大证券获 IPO 发行批文，IPO 发行工作将随后展开。光大证券在业务规模、资本实力均位于行业前 10，行业定位较高，且在资产管理等创新业务上具备较大的竞争优势。目前在市场气氛活跃，一级市场发行价格普遍偏高，且上市后仍有较大涨幅，我们推测这将推动光大获得较高的发行溢价，并对现有的上市券商提供较高的估值支撑。

投资策略方面，我们认为，目前大券商估值已具备明显优势、随着行情深入其弹性将明显增强、创新也将赋予更多的估值溢价，从历史经验来判断，大券商估值水平明显高于中小券商。这些都意味着在加速器加速的过程中，大券商将蕴含越来越大的投资机会。选股的排序是中信、广发三宝（成大、教东和公用）以及海通。

参股券商组合：锦龙股份、大众交通、穗恒运以及亚泰集团。我们上周推荐的参股券商组合上涨 5.28%，超越大盘涨幅，其中锦龙股份及大众交通分别上涨 12.05% 以及 7.07%。锦龙股份为业绩对交易额弹性最大的公司之一，近期交易水平的快速上涨将推动公司业绩大幅提升。而光大证券获 IPO 批文也为其唯一 A 股上市股东带来交易性机会。

（梁静、董乐）

钢铁行业数据周报：粗钢产量再创新高，原料钢价延续涨势

随着近期钢价和产量的稳步回升，钢铁行业再次成为关注的焦点。工信部在上周再次明确提出钢铁行业产能过剩的问题，而商务部也发布产业安全报告，指出钢铁行业的产业成长性较差。这表明中央主管部门已经对钢铁行业存在的痼疾有着清醒的认识。在国家的重点关注下，可预计淘汰落后产能，兼并重组等钢铁行业结构性调整将进入加速期。

上周国内现货钢价持续稳步上涨，螺纹钢期货主力合约也再创新高，价格突破 4100 元/吨的关口。分品种来看，建筑钢材价格总体继续上涨；冷轧板受钢厂调价影响上周大幅上涨；近期随着机械用钢市场有所好转，中厚板价格也出现补涨态势。上周铁矿石价格延续了上涨的走势，其中进口矿石进口价格整体上扬，主要是受到近期钢材市场价格大幅上涨、下游需求旺盛等利好因素影响。其中青岛港 63.5% 品位的印度矿含税车板价已经达到 729 元/吨，创下年内新高。随着海峡型新船交付渐入高峰，航运市场显现供给压力，上周海运费出现下调。国内炼焦煤及焦炭市场上周表现较为稳定，除部分地区出现上涨外基本保持不变。而进口煤资源较为紧张，外盘价格出现普涨态势。

流通市场总体库存继续小幅上涨。细分品种来看，除螺纹钢外其他库存连续上升。板材库存已经连续四周上升，钢厂开工率上升的确给国内流通市场带来供给压力。

上周钢铁板块略有下跌，走势逊于大盘，符合我们之前“板块短期涨幅过高存请务必阅读正文之后的免责条款部分

在一定获利盘压力”的判断。后市方面，我们认为建筑钢材需求强劲，板材下游需求逐步好转，出口情况也有望改善，钢价后续仍有上涨空间，板块也有继续向上的推动力，维持行业“增持”评级。建议继续关注低估值公司，如华菱钢铁、邯郸钢铁、唐钢股份、新兴铸管、安阳钢铁等。

(崔婧怡)

航空业数据周报：主要航线未来 30 天票价高位震荡

1、跟踪票价数据：国内各订票网站上未来一个最低票价的走势，重点跟踪国内运量最大的八条航线。未来 30 天，北京、成都、广州、深圳四大城市始发或到达的票价呈高位震荡或震荡上行态势，上海始发或到达的票价呈震荡下行态势

2、油价走势。周五 WTI 原油收于 68.05 美元，周涨幅 7.06%；新加坡航煤收于 77 美元，周涨幅 9.38%。目前新加坡航煤到岸价 5000 元/吨，与国内航煤出厂价持平。受近期国际油价反弹影响，月底附近航油出厂价下调的预期减弱。我们判断，如果航油出厂价不下调，那么国内航线燃油附加费恢复征收的可能性将加大。

3、航空股市场表现。上周航空运输板块上涨 1.48%，落后大盘 4.27 个百分点。其中，国航、南航、海航、东航、上航涨幅分别为 6.16%、2.45%、1.75%、-6.62% 和 -7.44%。

4、关注 7-9 月旺季行情，维持航空业增持评级。作为趋势性投资品种，7-9 月份行业需求、票价及客座率环比、同比大幅提升将成为航空股股价的主要驱动力，旺季行情值得期待，维持航空业“增持”评级。

(吴莉、孙利萍)

电子元器件行业每周数据追踪

6 月份北美和日本半导体设备制造商 BB 值分别为 0.77 和 1.27，较上月最终值分别上升 0.04 和 0.61 个点。随着订单额环比出现增长，订单出货比正在改善。设备厂商预期，随着半导体市场见底回升，设备市场将于 2010 年 1 季度复苏，2010 年设备市场将有 47% 的成长。

iSuppli 认为，全球芯片库存已降到适当的水平。二季度末库存已降到 249 亿美元，预计三季度半导体库存将增长 5.5%，四季度增长 1%，年底时库存将达 265 亿美元。由于长期需求能见度较低，厂商仍然谨慎，预期库存将温和上升。

6 月份电子信息产业继续保持回升态势。工业增加值增长 6.5%，增幅比 5 月提高了 2.2 个百分点。销售产值同比增长 3%，增幅比 5 月回升 1.6 个百分点。出口降幅继续收窄，6 月降幅为 16.5%，比 5 月和 4 月分别回升 7.7 和 6.4 个百分点。

09 年 6 月全球 TFT-LCD 面板销售额达到 59 亿美元，同比下降 14%，环比增长 14%，连续 5 个月环比增长。7 月下旬面板价格与上月持平。由于上月价格涨幅过快，导致下游厂商要求面板厂暂缓涨价。WitsView 甚至提出警告，由于新世代面板产能逐渐开出，7-8 月面板价格将是今年高点。

Gartner 的数据显示，全球 2 季度 PC 出货量达到 6810 万台，同比下滑 5%，好于此前预期。IDC 表示，2 季度 PC 出货同比下降近 10%，商用电脑出货疲软，上网本推动消费型电脑旺销。

在 Intel 等龙头厂商 2 季度业绩超预期以及 PC、手机等终端产品销售从底部恢复的背景下，市场乐观期待电子产业 3 季度的业绩恢复，全球主要市场的电子股近两周均有较大幅度上涨。其中，上周 LED 公司涨幅较大，在下游需求旺盛和 LED 价格企稳的推动下，市场预期旺季效应将一直持续到 9-10 月份。面板公司表现较弱，与 7 月下旬面板价格滞涨有一定关系。随着新世代面板产能逐渐开出，市场担心面

请务必阅读正文之后的免责条款部分

板供过于求情况在四季度底或明年上半年再度出现。

(魏兴耘、张慧)

替代能源行业策略双周报：预计第三季度的政策面将难超预期

再次重申，继续保持谨慎！根据最近的政策消息——比如，“金太阳工程”、风力发电上网电价政策——来判断，在整个第三季度，很可能都不会有超出市场预期的政策出台。新能源还摆脱不了补贴模式，政策在投资补贴与上网电价上是经过细致权衡的，投资方盈利困难。

整个板块的企业业绩又难以超预期。我们只能说，经历了三个多月的调整，整个板块的下跌的空间已经相对不大，可以适当介入了，但是，我们确实还没有看到明显的大幅上涨的机会。

我们预计第四季度可能存在一定的投资机会，理由如下：大量相关概念股票的股价经历了长时间的调整；临近年底哥本哈根会议，政策面消息会暖风劲吹；小市值股票在年底总是表现的相对比较活跃。

近期我们一直在追求短期超额收益率，倾向于选取综合业务类公司。上期我们选择的鄂尔多斯涨幅 37.8%，这主要归功于国泰君安纺织和有色金属研究员的调研报告《下游需求拉动电冶产品价格上行》。本期我们决定将上期调出的中国宝安调回我们的组合。

(替代能源策略研究团队)

中海发展：沿海煤炭运价回升，上调目标价为 22 元

我们 7 月 6 日在深度报告《中海发展：预计行业景气回升，上调评级为“增持”》中上调公司评级为增持，目标价格 16 元。我们认为公司的经营环境正在改善，估值仍具有较大提升空间，给予公司 3.5 倍 PB 估值，提高目标价格为 22 元，低于中远航运的 3.9 倍和中国远洋的 3.6 倍估值水平。

沿海煤炭运价第四周回升，我们预计下半年运价将呈现上涨趋势：7 月中旬发电量同比增长 7.9%，高于上旬 3%增幅；直供电厂耗煤量回升，沿海煤炭运价到华东地区从最低点 26 元上涨到 30 元，到华南地区运价从最低点 30 元上涨到 32 元。预计发电量持续回升以及进口煤炭减少将驱动沿海煤炭运价继续上涨：从澳洲进口煤炭到岸价格已经比国内北煤南运价格高出 120 元左右，预计进口煤炭逐渐减少将驱动煤炭运输需求。

绝对 PB 和相对市场 PB 处于历史底部，继续维持“增持”评级：近 3 个月中海发展明显跑输市场，相对市场估值水平处于历史低位。公司历史相对市场 PB 估值区间为 0.56-2.04 倍，目前为 0.69 倍，处于历史低位。预计随着行业景气度回升，公司估值水平将回升，维持“增持”评级。

风险提示：二季度沿海煤炭和远洋油轮市场景气度较一季度继续下降，预计二季度业绩与一季度业绩基本持平或略有下降。二季度业绩公布可能对公司股价产生负面影响。但由于发电量开始回升，沿海煤炭运价开始回升，公司所处行业前景逐渐看好，我们认为股价调整将是较好买入机会。

(孙利萍、林园远)

华新水泥：净利润略有增长，毛利率环比回升

2009 上半年实现收入 32 亿、同增 16%，净利润 2 亿、同增 4%，EPS0.49 元。第 2 季度实现收入 19 亿（占上半年收入 59%）、同增 11%，净利润 1.7 亿（占上半年净利润 85%）、同增 4%，EPS0.42 元。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2009 上半年襄樊二期 4000t/d、秭归 4000t/d 生产线建成投产，共实现水泥及熟料销量 1136 万吨、比上年同期增加 48 万吨、增幅为 4.4%，吨水泥平均售价 248 元（不含税）、比上年同期增加 13 元。

上半年公司毛利率 22%、同比增加 0.5 个百分点，水泥毛利率 22.7%、同比增加 1.7 个百分点，混凝土毛利率增加 1 个百分点。第 2 季度毛利率 24.1%、同比增加 1.8 个百分点、环比 1 季度增加 5 个百分点。

水泥及熟料板块中 32.5 级水泥收入下降 0.5%，毛利率 25.6%、同比下降 0.6 个百分点；42.5 级水泥收入增加 29%，毛利率 21%、同比增加 5.5 个百分点。熟料收入下降 44%，毛利率下降 13 个百分点。

上半年三项费用率同比下降 0.1 个百分点：营业费用下降 0.2%、费用率下降 0.9 个百分点，管理费用增加 20%、费用率增加 0.2 个百分点，财务费用增加 37%、费用率上升 0.6 个百分点。

上半年营业外收入同比下降 15%、主要因 1 季度同比下降所致，营业外收入占利润总额比由上年 23%下降至 16%、同比下降 7 个百分点。所得税同比增加 421%、所得税率同比增加 12 个百分点。

预期 2009-10 年 EPS1.38、1.18 元（摊薄后），净利润同增 21%、28%，增发摊薄后估值不算便宜、但鉴于公司优秀管理团队和能力，仍维持谨慎增持评级。价值趋向取决于水泥价格和大盘流动性。

（韩其成）

盐湖钾肥：印度合同价明朗，国际钾肥将进入去库存期

印度钾肥谈判结果已明朗，CFR460 美元/吨成为印度 2009 年进口钾肥新的长单价，这一价格将对国际钾肥价格体系形成深刻影响，欧洲、美国供应商纷纷下调钾肥价格；中国港口价格上涨 100 元/吨。

在印度 2009 年进口合同价的吸引下，可预见国际现货价将继续下降，而价格的下降也将促进消费量的提升，有利于国际钾肥“去库存”。

钾肥价格预期明朗促使国内部分经销商开始采购，恰逢秋季用肥前复合肥企业采购来临，市场成交活跃度有所提升，由于复合肥企业钾肥库存普遍较低，预计三季度市场成交会进一步活跃。

考虑到公司开发的固矿液化技术日渐成熟，且现有技术能够达到 60%的钾采出率，保守估计未来察尔汗盐湖可采出的钾将达到 3 亿吨，开采年限将超过 100 年。除了钾以外，镁、锂、硼也是高价值资源。

2008 年公司投资数千万元，开渠引水 5700 万立方进行固液转化，发现效果非常明显，固液在不断转化，百万吨固矿液化项目有望在 2011 年投产，届时公司产能将再增加 50%，达到 300 万吨以上。

盐湖综合利用项目一、二期项目将在今年、明年投产，2011 年有望开始贡献盈利。三期先导项目今年 8 月开始建设。

吸收合并前，我们测算公司 2009-2011 年 EPS 分别为 2.63、3.27、3.74 元；吸收合并后，存续公司 2009-2011 年 EPS 分别为 2.08、2.56、3.01 元。近期化工股普遍上涨，拥有稀缺资源的公司 2009 年 PE 均达到 30 倍以上。公司坐拥察尔汗盐湖丰富资源，稀缺程度高且垄断度高，长期发展看好，给予“增持”评级。

（魏涛）

名流置业：低地价、超低估值、充分受益于二线城市房价上涨

相对其他一二线主流公司，公司估值超低，PB 仅 2.5 倍，行业平均 5.5 倍；RNAV 请务必阅读正文之后的免责条款部分

折价 14%，行业平均溢价 40%；10 年动态 PE15.6 倍，行业平均 20-25 倍。

以项目储备和未来可售项目分布的城市级别及其个数多少论，公司与荣盛发展、深振业、中国宝安、浙江广厦、世贸股份、信达地产等均为二线城市房地产股的典型代表。

二线城市房价上涨趋势更为确定，因刚性等消费需求占比更高而政策紧缩风险小，公司未来 1 年内可售面积非常饱满，可以充分受益于房价上涨，业绩弹性大。若在前期均价基础上上涨 5--15%，则在结算面积不变的情况下，10 年 EPS 有望从 0.57 元提高到 0.63 元--0.74 元。

公司项目盈利前景好。现有项目储备大多为 04-06 年通过收购获得，平均楼面地价仅 865 元/平米，包括 2 个高档别墅项目及北京商业地产项目。

公司前期公布的管理层股权激励计划显示了管理层对公司未来成长性的信心。时间长达 6 年，行权价 8.2 元，行权条件为年净利润复合增长率不低于 25%、ROE 不低于 10%。

10 年开始公司将进入销售结算高峰期，业绩有望进入爆发期。

公司财务稳健，资金宽裕，财务杠杆提升空间大，目前资产负债率仅 24%。18 亿公司债已获发审委通过。

武汉盘龙镇一级开发将继续贡献业绩。持有华远地产 4600 万股，占比 5.91%，将于 09 年 8 月解禁，系大股东避免同业竞争注入，每股成本 2.7 元，按目前市价 15 元计算，可贡献净利润 4.2 亿元，EPS 0.31 元。

暂不考虑中工建设建筑业务以及减持华远的利润贡献，09、10、11 年 EPS 为 0.33、0.57、0.85 元。

中性预测 RNAV 为 10.37 元（其中华远股权贡献 0.31 元），目前一二线主流公司 35%RNAV 溢价和 10 年 22-25 倍 PE，给予公司 35%RNAV 溢价和 10 年 23 倍 PE，目标价 13.5 元，维持增持评级并重点推荐。

(孙建平)

顺络电子：业绩平稳增长 敏感器件销售较好

09 年上半年，公司实现营收 1.40 亿元，同比增长 27.19%。实现营业利润 2952 万元，同比增长 23.73%。实现净利润 2412 万元，同比增长 9.55%，对应的 EPS 为 0.20 元。

2 季度业绩延续回升趋势。在募投项目和新产品得以实施以及高端客户市场持续拓展的推动下，2 季度实现营收 7894 万元，同比增长 29.88%。实现净利润 1207 万元，同比增长 11.30%，增速均较 1 季度稳步回升。

片式敏感器件增长较好。受益于新品推广和销量快速增长，片式敏感器件实现收入 1341 万元，同比增长 40.14%，收入占比上升至 9.6%，毛利率同比上升达 10.91 个百分点；片式电感实现收入 1.26 亿元，同比增长 25.44%，但受产品售价下滑影响，毛利率同比下降 3.09 个百分点。

价格下降而成本上升影响业绩增长高度。整机产品价格持续下降对上游元件价格产生向下压力，电感和敏感器件售价均有不同程度下滑。虽然主要原材料价格同比有所下降，但目前价格已呈上升趋势，导致 2 季度综合毛利率环比下降 8.58 个百分点至 35.74%，未能同步于收入的增长。

期间费用率改善。在公司强化费用控制和规模效应有所恢复的情况下，2 季度期间费用率得以改善，销售费用率和管理费用率同比均有 1 个百分点的下降，环比分别下降 0.5 和 5.0 个百分点。

此前由于价格下跌和成本上涨等因素而推迟实施的片式压敏电阻扩产项目将

请务必阅读正文之后的免责条款部分

于 09 年 3 季度末达产。由于片式压敏电阻毛利率较高且销售较好，随着传统旺季的来临，其产能的释放将进一步助推业绩的成长。

作为出口比例近 60%的外向型企业，公司 07 年和 08 年汇兑损失占净利润比重分别达到 3.7%和 7.3%。为了应对汇率变动，公司拟进行外汇套期保值业务，这将有助于对冲汇率风险，增强公司业绩的稳定性。

我们预期公司 2009-2011 年销售收入分别为 3.15 亿元、4.05 亿元、5.07 亿元；净利润分别为 5108 万元、6537 万元、7882 万元；对应 EPS 分别为 0.42 元、0.53 元、0.65 元。维持谨慎增持评级。

(魏兴耘、张慧)

双鹭药业中报点评

09 半年报：主营收入、营业利润分别为 1.69、1.19 亿元，分别同比上升 6.8%、8.25%，净利润 1.18 亿元，同比增长 23%，EPS 0.48 元(一季度单季度 0.19，二季度单季 0.29 元)。ROE 14.3%，每股经营性现金流 0.39 元。

从主导品种来看：贝科能在进入 14 个省市医保之后，因为今年医改政策、医保目录调整尚不明确（基本药物目录至今不出，新的说法是要到 11 月份，随后再调整国家医保目录和地方医保目录）等因素影响下，我们估计上半年收入超过 8 千万，但同比增速明显放缓。其他品种：立生素、欣吉尔约收入同比增长 13%，1400 万左右。欧宁收入增速约 20%，但新产品欣复诺、立强、欣复同、立生平软胶囊正处于市场推广期，目前尚未对公司业绩产生影响。

为实现公司逐步向医疗服务市场延伸的规划布局，公司出资 1020 万元合资设立了辽宁迈迪生物科技有限公司；在生产体系建设方面，公司出资 1680 万元人民币与新乡化纤股份有限公司共同设立新乡双鹭生物技术有限公司，为未来公司扩大乙肝、肿瘤及心血管等新产品的生产规模及控制价廉质优的原料资源奠定了基础；在营销体系建设方面，公司出资收购北京普仁鸿医药销售有限公司部分股权，加强了与终端医药商业企业的合作。

我们认为：公司主要品种贝科能目前受到医保政策影响较大，还需观察下半年表现。因此我们略微下调盈利预测为 09 年、10 年 EPS 分别为 1.14、1.45 元，目前股价 34.11 对应 09-10PE 分别为 30、21 倍 PE，维持增持评级。

(易镜明)

鱼跃医疗中报点评

09 半年报：主营收入、营业利润分别为 2.7、0.57 亿元，分别同比增长 36.3%、43.7%，净利润 0.45 亿元，同比增长 65.6%，EPS 0.30 元(一季度单季度 0.14，二季度单季 0.16 元)。ROE 10.9%，每股经营性现金流-0.03 元。公司预计 2009 年 1-9 月业绩较上年同期增长 50%-80%，即前三季度 EPS 0.40-0.49。

主导产品分析

康复护理系列：09H 收入 2.08 亿元，营业利润 0.79 亿元；分别同比增长 40%，82%（毛利率从 08H 29.5%上升到 09H 38.3%）。医用供氧系列：09H 收入 0.61 亿元，营业利润 0.22 亿元；分别同比增长 24%，40%（毛利率从 08H 32.6%上升到 09H 36.8%）公司业绩增长的主要原因是：（1）公司销售收入持续稳定增长；（2）公司部分高毛利新产品的推出，以及原有产品中高毛利产品在销售收入中的比重增加，从而提升整体毛利率水平；（3）公司主要产品原材料价格下跌，同时公司集中采购的优势进一步凸现，产品销售价格保持稳定，从而提高了主营业务的毛利率。

我们预计鱼跃医疗 09 年、10 年 EPS 分别为 0.60、0.79 元，目前股价 27.92 对应 09-10PE 分别为 47、35 倍 PE，估值不便宜了，自我们推荐以来，涨幅已经相

请务必阅读正文之后的免责条款部分

当可观。

(易镜明)

保险行业月报：顺势者依然可选太保

投资收益率超越精算假设，业绩确定快速反转，结构调整改善明显，这些显然都是支撑保险股价的有利因素。归根结底，投资收益率与新单保费（即首年保费）是决定内涵价值与新业务价值的两大关键因素。

从投资收益率的角度来看，除非下半年股市出现超乎预期的大幅下跌，全年投资收益率超越精算假设基本已成定局。但是，下半年的投资收益率仍存在一些待确认的问题：

虽然债券收益率近期有加速回升的趋势，但离此轮降息前的利率水平仍有较大差距。

下半年股市的涨幅很难超越上半年，因此年化投资收益率可能低于上半年。

从保费增长的角度来看，我们给结构调整加了分，事实上我们也确实看到了标准保费的增速较大幅度地超越了规模保费。但是，我们也不应该完全忽略掉一些不太乐观的迹象：

规模保费的增速还在逐月下降中。

新单保费（首年保费）代表保险公司的新增价值，但我们很少看到新单保费（首年保费）的增长数据，虽然公布的新单期缴增加明显，新单结构明显改善，但从规模保费的下降来看，我们有理由相信，新单保费的下降幅度是比较大的。

总体上，全年投资收益率超越精算假设基本已成定局，标准保费的增速令人放心，业绩已经确定大幅反转，政策面仍旧吹着暖风，显然，保险股目前还看不到明显的担忧。但是，目前的估值也反映了精算假设中的长期投资收益率水平，并且给了一定的溢价，下半年年化投资收益率很难超越上半年；作为新增价值的核心保费指标，新单标准保费还是在朦胧中看不到真相。

因此，我们给予行业中性评级。影响保险股走势的直观拐点，是净资产的变化趋势发生改变，在股市波动剧烈的阶段，就是股市快速上升趋势或下降趋势趋于平缓或发生逆转。在个股方面，我们仍然重点推荐中国太保，目标价 30 元，H 股发行可提供 5 元的估值上升空间；维持平安谨慎增持评级，目标价 67 元；国寿中性评级。

(彭玉龙、董乐)

燕京啤酒中报点评：销量增长推动业绩提升 期待下半年毛利率的提升

公司 09 年上半年实现每股收益 0.26 元，符合我们之前的预期。公司上半年的营业收入、营业利润和归属于母公司的净利润分别为 48.94 亿元、4.2 亿元和 3.18 亿元，分别同比增长 18.98%，16.75%和 25.05%。

公司啤酒销量和收入的增速都超过去年同期水平。由于今年没有了凉夏、地震和奥运会管制等负面因素的影响，公司今年上半年啤酒销量和收入增速较去年同期有较快的恢复和提升。啤酒的收入为 45.6 亿元，同增 19%，总销量达到 221 万千升（不含托管），同增 14%，其中北京地区销量同增 6.8%；传统优势地区广西、内蒙和福建的销量分别为 40、26 和 27 万千升，分别同比增长 11%、13%和 8%；而广东和福建两大新开拓市场的销量继续保持高增长，分别达到 63%和 22%。

主品牌占比提高推升产品结构和吨酒价格的，从而推升公司的毛利率。09 年公司推进“燕京+漓泉、惠泉、雪津”的“1+3”品牌策略：09 年上半年“燕京”主品牌的销量达到 139 万千升，增速为 22%，销量占比提高到 59.4%；四大品牌的总销

请务必阅读正文之后的免责条款部分

量达到 211 万千升，增速 17%，销量占比提高到 90.17%。毛利率较高的主品牌产品销量占比的提高推动了公司吨酒价格同比上升 4.8%，毛利率的提高 0.14 个百分点。

大麦价格下降尚未体现在上半年的成本中，期待下半年毛利率的提升。虽然公司上半年的大麦收购价格下降到 200 美元左右，但由于消化高价库存、大麦加工成大麦芽需要 2-3 个月的周期等原因，大麦价格的下降大概在 6 月左右才开始体现在公司的成本上，预计下半年公司的成本下降幅度将加大，毛利率上升。

公司 09 年重新获得 15% 的高新企业的优惠税率的可能性较大。公司近期公告其已经被列为北京市 2009 年第三批拟认定高新技术企业名单，并进入公示期，我们预计其母公司 09 年重新获得 15% 的优惠税率的可能性较大，公司全年的所得税率较上半年将会有所下降。

盈利预测和投资建议。我们维持对公司 09-11 年 0.54、0.64 和 0.73 元的盈利预测，考虑到食品饮料行业估值的提升，我们将公司的目标价调高到 18 元，维持增持评级。

(洪婷、胡春霞)

平高电气中报点评：关注长期投资价值

2009 年上半年电网用户招标总量下降导致平高电气产品交货期不均匀及部分用户建设进度放缓，2009 年上半年公司实现销售收入 10.12 亿，营业利润 0.87 亿，归属于母公司所有者净利润 0.85 亿，同比分别减少 8.80%，25.45% 和 18.04%。实现上半年每股收益 0.138 元。

上半年综合毛利率 20.17%，同比下降 2.37 个百分点。其中，断路器、隔离开关、封闭组合电器的毛利率同比分别变化 -6.92%、-8.22%、0.04 个百分点。产品毛利率下降主要原因为市场竞争导致产品价格下降。

合营公司平高东芝保持较高盈利水平，实现营业收入 8.48 亿，贡献投资收益 0.72 亿元，占净利润 84.53%，占比较上年同期大幅提高。

销售费用 0.68 亿，管理费用 0.91 亿，同比分别变化 -10.32%，19.72%。管理费用高增主要由科技开发投入增加、百万伏项目折旧费用、“新平高”建设用地摊销及土地使用税等费用增加所致。

应收账款 14.42 亿，存货 7.28 亿，同比分别增加 4.63%，4.96%。随着公司“新平高”项目的推进、特高压产品预投等导致公司资金压力较大，上半年现金净流出 2.05 亿，同比大幅增长 264.86%。

公司业绩下滑的主要原因为上半年电网建设需求减小，市场竞争加剧。而国网公司入主平高集团，增强用户与制造商的合作，预计未来相关资产注入的可能性增大，打开上市公司发展空间。此外，随着智能电网建设的启动，国内特高压产品的需求将在 2010 年之后全面放开。另一方面，俄罗斯电网改造，中美能源合作等国际合作的机会逐步增多，平高电气作为高压开关设备龙头将受益明显。

我们预计公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.42、0.60 元，分别对应 42.8 倍、30.0 倍市盈率，维持“谨慎增持”评级。

(王稹)

近期研究报告精粹

中国经济增长模式反思

在一穷二白的基础之上，中国政府实施了正确的制度变革，激发了各级政府和私人的积极性，工业化和城市化得以迅速发展，大体上按照高投资-高储蓄的“东亚模式”，中国经济迅速跻身至全球第三大经济体。

Krugman-Kim-Lau-Young 批判认为“东亚奇迹”主要依靠资本积累，而不是技术进步，不过是“纸老虎”。但乐观派认为克鲁格曼批判存在基本经济理论的误差，两派研究纠结于全要素生产率的计算，然后，“在某种意义上，关于全要素生产率的争论实际上是无事忙”（Stiglitz 语）。

与其相信并不靠谱的 TFP 计算，不如转向研究经济史。研究表明，在经济增长的早期阶段，驱动经济增长的主要动力来自于资本积累。中国增长模式具备典型的早期增长模式特征。

高投资-高储蓄增长模式有望延续，其理由如下：（1）中国经济增长仍属早中期阶段，人均资本很低，资本积累仍然不足。（2）投资回报率并没有恶化的趋势，只存在部分结构性严重产能过剩。（3）高储蓄率优势仍在；（4）要提高劳动生产率仍然需要加大投资力度。（5）区域和产业差异很大，中西部地区和瓶颈产业投资潜力仍然旺盛。

未来 5 年，房地产投资将是高投资持续的重要动力。（1）城市化每年带来约 1500 万新城镇居民，如果按照城镇平均住宅面积，其对房地产的刚性需求将超过全国房地产年竣工面积 60%。（2）人口结构决定即使未来 1-2 年出现房地产泡沫破灭，也难以改变行业基本面向好的大趋势。

中国经济转型任重道远：（1）虽然能源消耗增速已经快速下降，但资源瓶颈日益突出，生态环境破坏严重。（2）产业结构失衡，服务业发展相对滞后，增大就业难度。（3）经济结构失衡，居民消费占比过低。（4）收入结构失衡，贫富差距扩大。

经济转型的根本成功，关键还在政府本身，主要是政治体制改革，要改变单纯以 GDP 为标准的官员考核制度，加强民主选举；其次，威权体制急需改革，财政制度需改革，把部分支出划归中央（如社保）。

几个问题的思考：（1）私营企业突出的竞争力和应变能力，以及就业压力，“国进民退”无需过分担忧。（2）比起需求萎缩，中国制造业正在失去的低成本优势，出口导向模式需要变革。（3）刘易斯拐点可能出现在 2018 年附近。（4）中国未来 10 年仍将保持较快增长，使得中国股市估值相对偏高，消费升级和产业升级带来众多机会，新技术、新能源、金融地产、汽车等行业值得中长期关注，而预期增长模式中期难以根本改观，资源品可能在很长时间内得到市场青睐。

此轮政策正在大幅透支未来经济增长动力，由于主要是盯住 GDP、就业和 CPI 等经济滞后指标，我们担心中国“退出政策”出台滞后，资产价格泡沫和通胀压力一旦形成难以逆转。政策很难在“保增长”和“防通胀”中寻求协同，2010 年中国发生“类滞胀”或“高通胀”的压力在增大，详见 GICS 专题报告之一《滞胀及其下的投资策略》。

（章秀奇、王成）

衍生品研究：权证大阳春之后

7 月初权证市场出现一波小阳春，我们推测行情由此开始，提示关注权证市场未来存在的机会，果然在月中之后一波大的行情在江铜权证的带领下被掀起，其中江铜权证两周涨幅高达 62.26%，中远、上汽权证两周涨幅超过 20%，其余权证两周涨幅均超过 10%。其中上涨较多的正股是江西铜业、中国石化、中远航运，两周涨幅分别为 36.44%、20.63%、19.39%。权证市场总成交额大幅反弹，占全部 A 股的比重迅速上升至近半年高点。权证成交迅速放大，其中石化权证两周成交放大近 3.5 倍，国电权证放大超 2 倍。部分权证溢价率有所回升，但由于前期正股涨幅较多，权证板块溢价率整体还是处在近半年较低水平。

截至 7 月 17 日交易时间结束时，共计 1.3 亿份“阿胶 EJC1”认股权证行权，占请务必阅读正文之后的免责条款部分

权证总发行数量的 99.48%。以东阿阿胶目前的股价表现来看，最后交易日折价买入阿胶权证的投资者应有获利。行权期间，东阿阿胶部分十大流通股股东出现了减持行为。

权证市场经历了一波大阳春，此波行情先是在 7 月 21 日大盘下跌过程中爆发，而之后大盘加速冲高，行情依然维持了两日，22 日中国石化涨停带动石化权证上涨 20.28%。可见，大盘下跌中流出的资金可能部分流入权证市场，这直接导致了权证的飙升，而大盘加速上涨也会带动正股相关权证上涨，如石化权证，从而推动整个权证板块。目前仍有部分权证的正股涨幅较小，如国电电力、深高速、赣粤高速、中远航运、宝钢股份等，经济复苏带动该类板块回升可能会带动权证上涨。而大盘若出现调整，部分流出资金将直接推动权证板块上涨。因此综合来看，权证板块之后仍有机会。

江铜权证的溢价率总体来看 7 月低于 6 月，最低的 7 月 20 日溢价率为负 26.35%。目前我们有色板块研究员认为短期内国际大宗商品价格不太会调整，国内有色板块短期调整可能性较低，那么江铜权证的负溢价依然提供了安全边际，我们判断江铜权证行情随时可能再现。

中远权证将于 2009 年 8 月 19 日进入行权期，行权价格为 19.26 元/股，行权比例为 1: 1.01。中远航运的最新价为 13.3 元，如果要使权证行权，还需在接下来的 3 周多时间内涨 44.8%。航运板块受益于全球经济复苏，此前涨幅显著低于大盘，权证行权预期也会在一定程度上促使正股上涨，之后正股可能存在交易性机会，但对于中远权证，即使正股能涨至行权价，权证目前 7.447 元的价格也足以令人生畏。因此我们的建议是，正股具有想象空间，权证坚决不碰，即使有末日轮行情，风险大于收益。

(杨喆)

CCER 中国经济观察第 18 次报告会会议纪要

2009 年 7 月 26 日“CCER 中国经济观察”第 18 次报告会上，CCER 的卢锋教授首先概括了 23 家机构对我国 3 季度宏观经济走势的预测结果：“经济强劲回升，投资猛烈增长，进口跌幅收窄，利率汇率稳定”。此次会议要点：

中国经济第 2 季度强劲回升，投资猛烈增长；

宽松的货币环境短期内不会发生改变；

大宗商品价格近年来波动加剧，中国经济复苏或将拉动全球股市、期市和商品价格的上涨。

(吕春杰、徐琳琳)

市场点评

最新行业配置思路之五

1、机构投资者观点和分歧：

投资时钟的行业轮动得到越来越多的认同，机构投资者关注的行业仍集中在时钟左侧的周期性行业，分歧在于是最上游的资源，中游投资品，还是下游的周期性消费品。交流下来，和有色、煤炭的火热表现相比，大多数机构投资者对煤炭仍比较看好（用 10 年业绩算估值在 20 多倍），对有色比较谨慎。

2、近期重点行业调研信息与观点

(1) 地产：在前期大幅下降后，上周各城市成交整体环比上升 7%，同比 07 年仍

增加 10%。银监会在二套房贷政策上适度微调，但我们认为短期波动不改地产板块下半年仍能跑赢大盘。

(2) 水泥：预期 8-10 月限制产能政策、旺季提价、地产新开工复苏等将部分修复水泥板块的低估值状态，三季度东部水泥股有阶段性行情。但小水泥厂淘汰产能的进展还是不理想，目前还很难完全靠市场化手段将小水泥厂挤出市场。

(3) 钢铁：虽然国内钢市已进入季节性淡季，但面对日益旺盛的需求情况，我们对未来的钢价走势依然持乐观态度，钢厂在 7、8 月连续调价之后盈利也将继续改善，维持行业“增持”评级。

总结来看，我们中期策略关于下半年基建和房地产投资带动中上游资本品行业需求的逻辑正逐步得到验证。政府基建的拉动作用在钢铁、水泥上已经体现得较明显。随着房地产投资起来，和出口的逐步复苏，我们相信相关行业景气出现较大回升是大概率事件。因此，我们仍然坚持“产能利用率+ROE”的选择逻辑。建议超配部分中游+大金融。最新推荐的排序是券商、钢铁、建材、机械、通信设备、部分化工、地产、保险、银行。

(张林昌)

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312899

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com