

[2009.01.05]

国泰君安研究所晨报

赵春

吴莉

010-59312811

010-59312710

Zhaoch1747@gtjas.com wuli@gtjas.com

今日聚焦:

- 温家宝: 再推扩大内需和振兴产业“双十”规划
- 展望 2009 中央政策: 着力解决就业住房等难点热点
- 以色列地面部队开进加沙, 国际油价疯涨

目录

要闻点评

- 温家宝: 再推扩大内需和振兴产业“双十”规划
- 展望 2009 中央政策: 着力解决就业住房等难点热点
- 以色列地面部队开进加沙, 地区冲突升级
- 国际油价两日飙升超 18%, 国际油价重上 46 元
- 新年开门红: 新年第一天国际主要市场及亚洲周边市场表现良好
- 奥巴马团队拟提交一揽子经济刺激计划 规模可达 7750 亿美元

行业与公司信息点评

- 估值仍高企, 粮价难乐观
- 促销标志国内柴汽油进入买方市场
- 9-11 月 31 省区水泥盈利: 首现负增长
- 金融街: 大北京战略开花结果
- 天坛生物重大资产重组点评

近期研究报告精粹

- 全保会政策解读: 调产品结构、拓投资渠道

市场点评

- 关注国内外政策, 迎接 09 开门红
- 莫为浮云遮望眼, 战略看多股票市场

沪市涨幅前五		沪市跌幅前五		深市涨幅前五		深市跌幅前五	
宁波联合	10.11%	交大博通	-10.06%	罗平锌电	10.08%	盐湖钾肥	-10.00%
新疆城建	10.05%	东方金钰	-9.40%	嘉应制药	10.01%	春晖股份	-10.00%
江苏吴中	6.52%	鲁信高新	-8.92%	深纺织 A	10.00%	唐钢股份	-10.00%
中兵光电	5.15%	大橡塑	-8.84%	珠江控股	9.96%	西北轴承	-9.93%
汇通能源	5.11%	同达创业	-8.71%	世博股份	9.96%	大通燃气	-9.93%

海外市场指数

	收 盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
道琼斯	9034.69	2.94	6.69	-29.42
S&P500	931.80	3.16	7.33	-33.99
NASDAQ	1632.21	3.50	7.04	-34.83
伦敦 FTSE100	4561.79	2.88	7.19	-28.14
香港恒生	15042.81	4.56	5.78	-45.34
香港国企	8314.11	5.35	7.70	-47.72
日经指数	9100.65	2.72	6.85	-40.55
台湾加权	4591.22	0.05	3.80	-46.03

国内市场指数

	收 盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
上证综指	1820.81	-0.66	-2.31	-65.39
深证成指	6485.51	-1.11	-5.26	-63.36
沪深 300	1817.72	-0.86	-3.68	-65.95
上证国债	121.30	0.08	0.28	9.40
上证基金	2512.49	-0.01	1.12	-50.45
深圳基金	2626.25	-0.21	3.00	-47.24

期货市场

	收 盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
NYMEX 原油	46.34	3.90	31.09	-50.19
纽约期金	879.50	-0.54	3.72	-1.50
LME 铜	3231.00	5.24	12.58	-52.17
LME 铝	1570.00	1.95	0.64	-35.60
BDI 指	773.00	-0.13	-0.13	-91.12
郑糖	2718	-1.26	-7.59	-23.58
郑棉	11600	0.26	0.87	-17.57

货币市场

	收 盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
美元/人民币	6.82	0.17	0.26	6.57
NDF (一年)	6.98	0.14	0.36	-4.40
欧元/美元	1.39	0.42	-1.58	-5.05
美元/日元	92.03	-0.71	-2.08	18.59
银行间 R007	1.01	-5.60	-18.05	-61.33
美国 10 年期 国债利率	2.40	1.40	14.44	-37.85

www.askgtja.com

请务必阅读正文之后的免责条款部分

| 要闻点评

温家宝：再推扩大内需和振兴产业“双十”规划

中共中央政治局常委、国务院总理温家宝 1 月 1 日到 2 日在山东青岛考察时,鼓励广大干部群众在新的一年里坚定信心,迎难而上,共渡难关。考察中,温家宝明确表示,我国采取的应对金融危机的措施不能简单地说是 4 万亿,而是一揽子计划,把扩大内需、振兴产业和科技支撑结合起来。国务院组织有关部门正在制定两大规划。第一,就是扩大内需的十条规划,因为当时我们提出十条的时候还是比较简单的,紧迫的,我们需要把它具体和丰富。中央各有关部门已经组织了一个强有力的班子在组织、论证这个规划;第二,是十个重要产业的调整和振兴规划。其中两个规划已经制定出来了,就是钢铁和汽车。另外,对原来制定的中长期科技发展规划,凡是与经济联系紧密的,都要加快实施。

展望 2009 中央政策:着力解决就业住房等难点热点**全方位促进就业增长**

财政部等三部委通过阶段性减缓企业负担 2000 多亿元,稳定数千万个困难企业职工就业岗位。教育部推出大学生“准就业”方案,以高校和经济技术开发区为核心进行实践培训,通过国家标准让大学生在“准就业”岗位有个过渡期,缓解大学生就业压力。针对农民工就业困难加剧、部分农民工返乡回流问题,中央决定采取多种措施引导企业稳定就业岗位,明确城乡基础设施建设和新增公益性就业岗位要尽量多使用农民工。

今年有关部门将在资金、培训、服务等方面全方位支持创业。一是市场准入进一步放宽。允许创业者注册资金分期到位,并允许将家庭住所、租借房、临时商业用房等作为创业经营场所,适当放宽高校毕业生、失业人员以及返乡农民工创业的市场准入条件。二是减免行政事业性收费。对符合条件的人员,将在注册登记 3 年内免收各项行政事业性收费。三是全面落实鼓励创业的税收优惠、小额担保贷款、资金补贴、场地安排等扶持政策,解决创业融资问题。

增加保障性住房供给

中央决定,今年至 2011 年的 3 年间投资 9000 亿元,通过每年 3000 多亿元的住房保障投入,基本解决全国 1300 万户城镇低收入家庭的住房难。这是一项真正惠民的安居工程。房地产业上下游几十个行业将受益于该计划,据专家测算,每年 3000 亿元的投资,将拉动上下游约 6000 亿元的投资,并创造 200 万—300 万个就业机会。

经济适用房投资是 3 年 9000 亿元计划的“重头戏”。根据目前各地公布的建设规划,今后 3 年将新建约 400 万套经济适用房,总共需要投资约 6000 亿元,约占 9000 亿元计划的 2/3,平均每年约 2000 亿元。此外,未来 3 年,通过廉租房制度将解决 747 万户低收入家庭的住房困难。

大规模的住房保障投资,不仅可以提升城镇居民居住水平,也缓解了百姓安居的后顾之忧,使百姓对未来的预期提高,从而增加其他方面的消费支出,拉动低收入家庭的消费需求。

重点帮扶低收入群体

在城镇,这两年最低工资标准不断调高,职工收入不断增加。从今年 1 月 1 日起,企业退休人员基本养老金再次上调,这是自 2005 年以来连续第五年调整企业退休人员基本养老金水平。

与此同时,保障和改善民生,重点难点在低收入人群尤其是农民。中央明确,要进一步推进农村扶贫开发,实施新的扶贫标准,完善国家扶贫战略和政策体系,对农村未解决温饱的贫困人口、低收入人口全面实施扶贫政策。从今年开始,国家将贫困线标准从人均收入 786 元提高到 1067 元,扶贫开发的目标人群将由 1497 万人增加到 4320 万人,占全部农村人口的 4.6%。同时提出,到 2020 年我国农民人均纯收入比 2008 年翻一番,基本消除绝对贫困现象。

为继续提高低保对象保障水平,今年民政部、财政部等将继续加大城乡低保资金投入力度,将把去年 7 月出台的提高低保补助水平政策落实到今年全年。

以色列地面部队开进加沙,地区冲突升级

中新网 1 月 4 日电 据以色列《耶路撒冷邮报》网站消息:大批以色列国防军地面部队周六(3 日)晚间开进加沙地带,发动地面进攻,并已经与哈马斯武装人员交火。这是以军自 2008 年 12 月 27 日开始空袭加沙地带以来首次派地面部队“进入”加沙地带发动地面进攻。以色列 3 日继续空袭加沙地带,大规模空袭目前已造成 434 人死亡、2290 余人受伤。巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动(哈马斯)3 日确认,哈马斯又一名高级指挥官死于空袭。美国总统布什当天首次公开评论以色列空袭行动,把冲突归咎于哈马斯。

国际油价两日飙升超 18%,国际油价重上 46 元

受中东局势持续紧张以及欧佩克准备大规模减产等因素影响,国际油价继续攀升,纽约、伦敦两地原油期货价格涨至每桶 46 美元之上。近一周以来,以色列与哈马斯在加沙地区的暴力冲突导致中东地区局势持续紧张。由于市场担心该地区的原油供应可能受到影响,国际油价连续几个交易日出现回升。

根据石油输出国组织(欧佩克)上月达成的协议,该组织将于本月开始历史上最大规模的减产行动,其日产量将降 220 万桶,这一因素也推动油价走高。

此外,美国股市强劲回升、俄罗斯与乌克兰无法就天然气供应达成协议以及美国准备增加原油储备等消息也促使油价回升。

国际油价在 2008 年经历了戏剧性的大起大落。7 月份,国际油价一度创出每桶 147.27 美元的历史最高记录。随着金融危机蔓延全球,国际油价也出现深幅回落。与去年收盘价相比,国际油价的跌幅超过 50%。

尽管油价在双重利多因素的刺激下出现大幅反弹,但业内普遍不看好近期原油期货的走势,因为世界经济低迷的态势短期内还不大可能改观。Excel 期货公司总裁瓦格纳认为,原油期货在已经开始的 2008 年最后一周的交易中可能在 35 至 42 美元之间波动,很多投资者要到新年后才会重返市场。路透社最新的调查则显示,行业分析师进一步下调对明年原油期货均价的预期,最新的均价预期为每桶 58.48 美元,较前一次再下降 14 美元,主要考虑到经济衰退打压全球燃油需求。分析师对 2009 年第一季度美国 WTI 原油期货的价格预估为每桶平均 49 美元,低于上月 64.57 美元的调查结果。此前一次的调查在 11 月 25 日进行,自那以来,30 位受访分析师中有 23 位调降了油价预期。今年 7 月创历史新高时,分析师对明年原油均价的预期还高达 116 美元。即便是对油价最看好的高盛,如今也将其对明年油价的预期降至仅为 45 美元。此前该行一度预期明年美国原油均价将达 148 美元。不少机构认为,油价可能在明年第一季度再探新低,比如美林就认为油价有可能短暂测试 25 美元。从全年来看,如果不出大的意外的话,油价很可能创下自 1983 年纽约商交所启动原

原油期货交易以来的最大年度跌幅，不管是绝对值还是相对百分比跌幅均是如此。2007 年全年，基准纽约原油期货上涨了 34.93 美元，涨幅为 57.22%，收报 95.98 美元。

新年开门红：新年第一天国际主要市场及亚洲周边市场表现良好

欧美主要股市新年第一个交易日普遍上涨，令投资者对 2009 年全球经济和股市触底反弹重燃希望。不过，经济学家对 2009 年的预测喜忧参半。市场参与者把主要希望寄托在美国当选总统贝拉克·奥巴马上台后有望推出的大规模经济刺激计划上

据新华社电 美国纽约股市三大股指在 2 日新年首个交易日大幅上涨。其中，道琼斯 30 种工业股票平均价格指数涨 2.94%，两个月来重新站上 9000 点关口。标准普尔 500 种股票指数和纳斯达克综合指数当天涨幅均超 3%。欧洲主要股市 2 日也迎来“开门红”。伦敦股市《金融时报》100 种股票平均价格指数涨 2.88%。法兰克福股市 DAX 指数涨 3.39%。巴黎股市 CAC40 指数涨 4.09%。

亚太区股市昨 09 年首个交易日普遍高开并收红盘。其中，韩国由于韩元持续疲弱，银行股普遍被沽压，KB 金融跌 2%。不过车厂及造船业向好，令交通股受到市场青睐，再加上更多投资者转向抗跌力强及高红利个股，固网及宽带服务供货商 KT 率先成为追捧对象，在电信股和交通股的带动下，收报 1,157 点，升 2.9%。新加坡海峡时报指数亦升 3.87%，报 1,829 点。澳洲股市则被银行股拖累，先升后回跌，收盘报 3,713 点，微跌 0.23%。内地股市、台股及日股则继续新年休市。

奥巴马团队拟提交一揽子经济刺激计划 规模可达 7750 亿美元

美联社 2 日报道，奥巴马的团队正在紧锣密鼓制定一项规模可达 6750 亿美元至 7750 亿美元的一揽子经济刺激计划，并希望在 1 月 20 日奥巴马宣誓就职后尽快得到国会放行。奥巴马此前表示，就任总统后，当务之急是签署一项重大经济刺激计划，首要目标是创造 300 万个就业岗位，计划规模可能达 7759 亿美元甚至更多。

刺激计划包括大规模投资基础设施建设、给中等收入者减税 500 至 1000 美元、给银根吃紧的各州政府提供 2000 亿美元用于医疗保险系统及其他公共开支等。

奥巴马 3 日呼吁国会迅速采取行动，讨论和通过拟议中的经济刺激计划。“我们现在面临的问题不是民主党人的问题或共和党人的问题，这是美国人的问题。”他警告说，经济学家们认为，如果美国不能采取“迅速而大胆的”行动，经济将继续下滑，失业率可能达到两位数，“美国梦将变得遥不可及”。

奥巴马没有透露经济刺激计划的细节，但重申在私营经济部门创造近 300 万个就业岗位的迫切性。

美国财政部 2 日公布了美国金融业救助标准，并称政府将考虑对像花旗集团一样陷入困境的大型金融机构施救，但强调要对不同的问题采用不同的方式处置。财政部制定的这个名为“不良资产救助计划”表明，是否实施救援的主要标准是看受困金融机构的市场影响力。财政部将考虑为那些结构庞大、如不稳定将会扰乱市场和削弱经济的金融机构提供目标投资和资产担保。财政部表示，该计划旨在提振市场对大型金融机构和整个金融市场的信心。

前美国联邦储备委员会律师吉尔伯特·施瓦茨说：“这(标准)强调了目前奉行的‘规模太大不能任其倒闭’的原则。鉴于目前人们对金融机构缺乏信心，有必要实行这一政策

来避免类似雷曼兄弟倒闭的情形再次发生”。他指出，中型金融机构可能无法从该计划中受益，总体来说，金融机构规模越大，获得援助的可能性就越大。

分析人士认为，这一标准意在加强金融救助过程的透明度，但却将大部分决定权留给了财政部。因此，该标准在增强投资者信心方面作用微弱。

行业与公司信息点评

估值仍高企，粮价难乐观

农业股连续 2 个月大幅跑赢大盘。我们 11 月初对行业走势的判断基本得到印证，10 月底以来农业指数绝对收益 31.5%，相对收益 21.3%。

农业股会重演跨年行情吗？当时导致农业股持续大涨的三个因素都不复存在，且目前农业股估值溢价重回高峰，跨年行情缺乏基础，仍然维持行业“中性”评级。

全球粮食丰收年。预计 08/09 年度全球粮食增产 9959 万吨，其中 76.8% 为小麦。粮食消费慢于产量增长，预计库存上升 11.3%，达到 3.94 亿吨。中国 2008 年粮食产量 5.25 亿吨，创历史新高。

国际粮价颓势难改。美元短期走势难以预测，但经济衰退、油价低迷导致粮食需求预期下降、供应增加、库存预期上升，粮价颓势难改。

国家提高收储价不是粮价上涨的理由！产量创新高、库存充足使得粮食市场供应充足，在通缩预期下的农户存粮行为表现出的顺周期特性使粮价不容乐观，明年春播季节粮价下行压力巨大！

生猪价格还有下行空间。猪价连续 3 周出现回升，与双节临近、货源紧张有关。由于玉米、豆粕、仔猪等成本下降，生猪养殖效益近来有明显恢复，预计明年生猪供应充足，猪价还有下降空间。

明年 1 月农业股可能继续活跃。主要原因是“一号文件”的发布。土地、粮食这两大主题的政策基调已经确定，“一号文件”难有惊喜，我们对跨年行情保持谨慎。

推荐组合：天宝股份、绿大地、农产品、北大荒、中牧股份

天宝股份：业绩高增长、估值无溢价；

绿大地、农产品：业务模式、资产属性较为特殊；

北大荒：业绩稳定、低增长、高分红，在降息通道中，股息率吸引力逐步增强

(秦军)

促销标志国内柴汽油进入买方市场

OPEC 连续减产并不能扭转油价低迷的现状。由于 OPEC 组织历史上纪律松懈，超产严重，投资者很难相信 OPEC 成员国能够严格执行限产指标。俄罗斯、挪威等非 OPEC 国家会否配合 OPEC 限产值得观察。

从需求端来看，中国“脱钩论”显然已经破产。如果中东自身的需求随着石油美元流入的减慢而下降，中国、印度 GDP 增速大幅回落，全球需求下降持续多久是个严峻的问题。奥巴马任命了朱棣文出任能源部长。有传言朱棣文倾向于发展生物质能源。美国是否在重复能源自给的善意谎言？

需求的下降导致投资者对石油短缺观念的转变。如果石油只是一种商品，周期性的过剩难以避免。然而石油凝聚了太多的国家利益、地缘政治因素，投资者的心理也会在一夜之间发生根本性的变化。

对于油气开发而言，目前的低成本是油田、管道建设的有利时机。炼油业务获得了政策支持的机会，但是走私和地炼复产给予中国石油、中国石化很大压力。两大石油公司的促销标志着国内汽柴油进入买方市场。

我们一直推荐的海油工程完成了定向增发，公司 2009 年主要的挑战将是克服设备、人员的困难，尽量减少不利天气对海上施工作业的影响，完成 2009 年的工作计划。维持“增持”评级和 17 元的目标价。

(杨伟)

9-11 月 31 省区水泥盈利：首现负增长

我们在 10 月 7 日《水泥 8 月盈利：区域解构透视问题本质》力排众议指出：“区域结构表层原因掩盖了水泥行业毛利率实际处于下降通道的深层事实”。9-11 月水泥毛利率环比、同比下降 3.6、4.4 个百分点，前 11 月下降 0.4 个百分点，印证我们率先和理性预判。

9-11 月毛利率 31 省区中 23 省区环比下降、24 省区同比下降；19 省区前 11 月累计毛利率同比下降。亦印证 9 月《8-9 月中旬“水泥标准煤价格差”环升同降》以来我们一再阐述的“水泥价格由供需决定、但毛利率由供需边际决定”逻辑，边际下降导致毛利率下降。

9-11 月水泥利润环比 6-8 月下降 19%、同比下降 6%，2007 年以来首现负增长、比我们预期来的更快；前 11 月利润同增 31%（比上年同期下降 34 个百分点）。9-11 月水泥利润率 31 省区中 20 省区环比下降、18 省区同比下降；15 省区前 11 月累计利润率同比下降。

海螺水泥生产线所处 9 个省区：9-11 月毛利率 7 个环比下降、9 个同比下降，前 11 月累计毛利率 8 个同比下降，两广、安徽、浙江下降最快；9-11 月利润率 6 个环比下降、8 个同比下降，前 11 月累计利润率 7 个同比下降，广东、福建两地 9-11 月行业亏损。

冀东水泥生产线所处 7 个省区：9-11 月毛利率 5 个环比下降、6 个同比下降，前 11 月累计毛利率 5 个同比下降，陕西、吉林下降最多；9-11 月利润率 4 个环比下降、3 个同比下降，前 11 月累计利润率 4 个同比下降。河北省毛利率和利润率环比下降、同比上升。

赛马实业所处宁夏 9-11 月毛利率环比、同比提升 2、17 个百分点，利润率提升 7、11 个百分点。祁连山所处甘肃 9-11 月毛利率、利润率环比下降 1、3 个百分点，同比提升 16、9 个百分点。天山和青松所处新疆 7-9 月毛利率、利润率环比下降 1、10 个百分点。

9-11 月铁路、公路投资环比 6-8 月增加 41%、23%，房地产、制造业投资环比下降 9%，水泥产量环比增加 2%，水泥利润环比下降 19%。09 年水泥策略报告《稳？见未来》中所论：“09 年水泥供需及其边际下降将导致毛利率同比下降，09 上半年利润将同比下降”。

根据 11 月《1998 年财政与货币政策下水泥盈利及股价表现》中所述：目前水泥股价处于政策利好刺激、业绩披露修正前后交叉过渡阶段，市场焦点将由政策向实际盈利逐步转移，此时在估值安全边际和绝对收益空间均不高背景下等待股价回调则相对安全和理性。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

仍坚持策略报告观点 09 年 1-2 季度防守性配置产能增加少区域赛马实业，2-3 季度积极性配置需求复苏区域冀东水泥。09 年机会多于 08 年但此时观察和谨慎仍有必要，因选时将决定相对收益程度。

(韩其成)

金融街：大北京战略开花结果

金融街为地方国企，主营房地产开发与经营，产品侧重甲级写字楼，项目区域以北京为主，客户对象侧重金融机构和大企业。

04 年开始异地扩张，08 年三季度开始公司发展战略重心重回大北京战略，坚持我们 10 月 30 日的判断，这是非常值得欢迎的举措。

08 年下半年开始，公司通过招标、收购等方式在北京核心区域以 41 亿元新增 78 万平米项目储备。区域集中在西城区，产品类型集中于写字楼和商业，收购成本有利于上市公司及其股东。

公司抓住了 6 月开始的房地产“资金的冬天”，获得了更低成本的商业地产项目储备，为未来公司的成长性提供了优质项目保证。公司未来发展重心重归大北京，重归北京三环内，重归写字楼和商业。

4 个项目在 09 年开始的未来 5 年销售周期内，平均每年至少贡献 0.1 元 EPS。假设德胜公司和石开衙门口项目 100%销售，西单和复兴门项目 50%销售，项目均价在现在周边房价基础上下降 15%，则 08 年新增 4 个北京项目可贡献 83 亿收入，12.5 亿净利润，贡献 0.51 元 EPS。

因金融街功能区的需要，公司写字楼成交价相比真实市价有一定折让，但是未来其商业配套将更为充分地反映真实的市场价值。

考虑规模及其收益率，如果政府推行房地产信托基金（REITs），则公司有望从中充分受益，体现为经营效益提高和资金增加。公司在北京金融街有 31 万平米出租的写字楼、商业、酒店和车位等商业地产，在北京、惠州、天津有办公、酒店和商业等在建出租物业约 50 万平米。

维持 08 年 0.42 元和 09 年 0.51 元的 EPS 预测。其中，08 年开发类业务贡献 0.39 元 EPS，出租类业务贡献 0.03 元 EPS；09 年开发类业务贡献 0.46 元 EPS，出租类业务贡献 0.05 元。

公司现有项目均价下跌 15%、8.5% 的贴现率对应的公司 RNAV 是 11.52 元；10-15% 的历史平均折价得到目标价 9.8-10.4 元。

同类公司平均 PE 估值在 20-22 倍，20 倍保守 PE 估值得目标价 8.4 元。NAV 和 PE 估值综合得到目标价 9.5 元，维持增持投资评级。

(孙建平)

天坛生物重大资产重组点评

天坛生物 2007 年收入为 5.3 亿，归属母公司的净利润为 1.04 亿。中生集团除天坛生物以外的资产：07 年收入共计 37.3 亿元，净利润 3.76 亿元，销售净利率 10.1%。旗下的资产排序：兰生所、上生所、成都所、武汉所（07 年净利 1.56 亿、0.91 亿、0.72 亿、0.71 亿）。北生所净利润为 -4659 万。成都所目前占中

生集团收入比重的 16%，净利比重的 19%。

本次重大资产重组包括：第一步：向成都所发行 2185 万股股票，每股 14.43 元，收购成都蓉生 51%的股权；向北京所发行 536 万股股票收购标的土地。第二步：在本次重组实施完毕后申报非公开发行股票方案，以不低于 12.9 元，发行 5000-7500 万股，募集资金规模不超过 15 亿元，支付成都蓉生 39%股权的对价现金 23962 万元；对成都蓉生增资，金额为 2 亿元；投资天坛生物新产业基地建设项目，总投资为 11.31 亿元。

股本变化：股本扩张为 5.65-5.9 亿（扩张为 20.9%）。天坛生物共计花费 5.5 亿元收购成都蓉生 90%股权。即相当于 08 年 11.5 倍 PE 和 1.54 倍 PB。成都蓉生投浆量排在国内第二位，估计 07\08 投浆量分别为 206 吨、270 吨，预计 09 年恢复到 300 吨。我们预计蓉生 09 年净利润为 6916 万元。天坛生物本部情况：08 年疫苗经营状况：水痘系列收入 2 亿、麻风二联疫苗约 2 亿、乙肝疫苗等 7500 万、乙脑疫苗约 2-3 千万、白百破疫苗约 3 千万、流感疫苗约 2 千万。增发方案中总投资为 11.31 亿元的新产业基地建设项目将大幅提高现有产能，但考虑基建和设备引进时间，预计可能要到 2012 年能贡献产能。

在 09 年增发全部完成，按照最大股本计算情况下，我们预计天坛生物 2008-2009EPS 分别为 0.28\0.37 元。目前 14.16 元股价对应 09 年 37 倍 PE，估值不低，但考虑到公司所处行业景气度较高、且存在后续资产注入预期，我们维持谨慎增持评级。

（易镜明、倪文昊）

近期研究报告精粹

全保会政策解读：调产品结构、拓投资渠道

2009 年全国保险工作会议于 12 月 27 日召开，提出明年将调整保险产品结构提升保障型业务；将保险投资领域拓宽至股权、基础设施以及经营业物业等领域。

结构调整继续推进，保费增速很难乐观。保监会在此次会议中继续维持了 2008 年下半年以来的调整思路：产品回归至保障和期缴，减少对银邮渠道的过分依赖。近期保费的增长已经非常明显地体现了这一政策的影响：保费增速从 7 月的 86%下降到 11 月的-4.6%，出现 32 个月以来的首度负增长，虽然如此，2008 年全年寿险保费增长仍可能达到 45%左右。因而明年特别是明年上半年寿险保费出现负增长的可能性非常大。产险增长将相对平稳。

投资渠道拓宽：“稳步扩大基础设施项目投资试点，适时开展企业股权投资试点，研究投资经营性物业政策”。银行存款利率下降，债券收益率下降，资本市场看不清楚，事实上，截至 11 月底，股票和基金占比 11.7%，较 3 季度末下降了 2.5 个百分点，很明显，传统投资渠道无法提供良好的投资机会，但保费仍会源源流入，到期的投资也要重新配置，2009 年保险投资的压力相当大。另一方面，国家希望投资拉动经济增长的意愿很强烈，拓宽投资渠道是既符合国家政策又满足保险投资需求的两全之举。此次全保会对投资渠道拓宽的表述为“稳步扩大基础设施项目投资试点，适时开展企业股权投资试点，研究投资经营性物业政策”。由此看来，明年优先考虑的投资渠道依次是：基础设施项目投资，企业股权投资，经营性物业投资。

投资播种期，回报重长远。我们在本月月报中分析金融 30 条时指出，股权投资是 09 年值得期待的重要政策，本次全保会再一次印证了这一判断。我们认为 09 年确实是这些投资放宽的一个好时机，但投资收益，特别是股权投资的收益并不会在短期内立刻显现。

经营性物业投资终会开闸。从境外情况看，英国保险行业物业投资占比 7% 左右。即使对曾经受过房地产打击的日本保险业而言，房地产投资依然占有适当的比例，如日本生命人寿近年来的房地产投资都维持在 3% 左右，收益率约 5.5%。美国的房地产投资近年降到 1% 左右，但其抵押贷款投资仍达 7%。我们认为我国物业投资比例放在 5% 比较合适，按目前 3.3 万亿的总资产计，可投资金额为 1650 亿。考虑我国经营性物业的租金水平，我们预计投资回报率为 6%-7%。国内保险业的物业投资，起步较早的有平安，主要是通过信托公司的渠道，截至 08 年中期，平安投资性房地产余额 36 亿元，占投资资产 0.8%。

(彭玉龙)

上述全文详见今天出版的研究报告。

市场点评

关注国内外政策，迎接 09 开门红

元旦长假期间，市场最为关注的是政策面的变化。温家宝在调研中提及，国务院组织有关部门正在制定两大规划：扩大内需的十条规划，把之前提出的十条规划进行具体和丰富；第二，是十个重要产业的调整和振兴规划。其中钢铁和汽车的规划已经制定出来了。

美联社 2 日报道，奥巴马的团队正在紧锣密鼓制定一项规模可达 6750 亿美元至 7750 亿美元的一揽子经济刺激计划，并希望在 1 月 20 日奥巴马宣誓就职后尽快得到国会放行。受到此消息刺激，美国纽约股市三大股指在 2 日新年首个交易日大幅上涨。其中，道琼斯 30 种工业股票平均价格指数涨 2.94%，两个月来重新站上 9000 点关口。标准普尔 500 种股票指数和纳斯达克综合指数当天涨幅均超 3%。

展望短期市场走势，我们认为国内外经济刺激政策的出台尚未结束，春节前市场仍应有不错的表现。投资者可以关注受益奥巴马新政的新能源板块，“三农板块”和受益于相关产业政策的汽车、钢铁、造船、石化、轻工、纺织、有色金属、装备制造、电子信息等行业。

(翟鹏)

莫为浮云遮望眼，战略看多股票市场

作为策略分析员，应该在投资者乐观的时候，把乐观的理由阐述的更清楚，同时还要站在对立面，寻找挖掘是否存在不乐观的因素，同样，在投资者悲观的时候，把悲观的理由阐述的更清楚，同时站在对立面，寻找挖掘是否存在不悲观的理由。

多数投资者接受了中国经济今年胀、明年滞的观点，新闻媒体无疑起到了推波助澜的作用，连篇累牍的报道使得投资者信心日益匮乏，对于悲观的理由我想无须赘述，楼下看门的阿姨都能把金融海啸说得头头是道，那么乐观的理由呢？我想还

请务必阅读正文之后的免责条款部分

是回归价值，这一投资的本源。

从目前来看，实体经济还没有坏到 70 年代那种程度，我们判断只是“短期大萧条”。很多人不赞成，认为现在比 70 年代差很多，这需要对 70 年代进行再认识，我们赞同西格尔对于 70 年代比现在状况恶劣的判断，即使经济陷入类似 70 年代“滞胀”，股市的调整也基本到位（图 7，具体参见 09 年全球宏观策略）。

有人认为未来会更糟糕，比“滞胀”还差！我们无法排除这种可能性，但尚无可靠证据说明会差到那样的程度，只能说投资者的风险厌恶程度已经到达历史高点，一个原因可能是金融衍生品实在高深，又多是 OTC 交易，数据披露不完善，普通投资者如何能够明辨其中到底影响几何？就连专业投资者自己也深套其中。

既然如此，安全起见，还是龟缩到安全资产为好（国债和黄金的走势证明了这点！），这必然导致股市出现“超调”。

即使我们错了，美国重演大萧条，最深跌幅才 89%（当时实行金本位），而 01 年以来黄金计价的标普已跌去 82%，美股更可能以震荡反映衰退的现实，半年后可望重拾升势。

对于 A 股，站在岁末，站在 1800 重要关口，我们战略坚定看多，对政府“保增长”和中国崛起的信念使我们对未来并不过分悲观，09 年全年收益率当在 20% 以上，又到了价值投资者坚定入市的时机。对于股票配置型投资者，则面临战术选择，我们推荐“双维视角”，建议围绕通胀周期选择资产配置。（图 10，参见国泰君安 09 年投资策略《从通缩到复胀》）

(章秀奇)

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研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

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

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

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

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com