

动态跟踪报告

证券市场

2009 年 A 股市场投资策略周报

2009 年 2 月 23 日

定期策略报告

## 配置电力设备和基建投资受益板块抵御市场调整风险

策略分析师助理 赵谦

电话: 021-68866295

Email: zhaoqian@guosen.com.cn

策略分析师助理 黄海培

电话: 021-68864598

Email: huanghpei@guosen.com.cn

策略分析师 崔嵘

电话: 021-6886202

Email: cuirong@guosen.com.cn

### 独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### ● 2 季度经济下滑+短期资金抛售将导致市场未来承受较大回调风险

1) 就目前的宏观经济运行格局，最大的分歧在于对 09 年 2 季度的判断。持 V 型反转观点的投资者的主要理由是：1) 存货回补仍未结束，将继续持续到 2 季度；2) 基建项目的拉动。但从目前细分行业信息来看，钢铁和有色金属价格都已经开始回调，我们认为这更多的支撑了国信宏观组的判断：09 年 1 季度存货回补结束，2、3 季度在企业投资、出口和消费下滑的压力下仍将延续下行态势。2) 根据目前的信息，09 年 1 月份之后的脉冲行情很有可能来自于新增票据融资的介入，而 2 月份票据融资已经大幅下降，如果假设票据融资以 3 个月期为主，那么最晚 4 月份市场将承受较大的资金抛压。

### ● 新屋开工巨幅缩减有利美国房市消化现有库存

始于 2006 年的美国房地产调整周期在 2009 年将进入尾声，目前美国房地产市场处于筑底阶段。新屋开工继 12 月环比下降 14.5% 之后 1 月降幅扩大至 16.8%，至 46.6 万户；同比下降 56.2%，创历史最大跌幅；与 06 年鼎盛时期相比下降了 79.5%。新屋开工的巨幅缩减有利于市场消化现有库存，尤其是大量止赎潮房屋供给。1 月份营建许可环比下降 4.8%，较前两个月 15.8% 和 11.1% 的降幅明显缩小。由于大量丧失抵押品赎回的房屋进入市场，压低房价的同时，也带来了成屋销量的回升。抵押贷款利率的下降是推升住房销售的主要原因。奥巴马在经济刺激计划中承诺将采取措施遏止抵押品赎回权丧失率的上升，从而减轻未来房屋供给压力。

### ● 重点配置电力设备和基建投资受益的板块

由于 2 季度经济仍将处于下行格局的概率很大，在这种背景下，业绩明确增长的电力设备、建筑行业将成为配置首选，基建投资拉动导致景气预期改善的工程机械、水泥行业成为配置次选，火电和黄金等防御板块也值得重点关注。

## 目录

|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| 2 月末遭遇业绩利空预期风险的概率加大 .....                           | 4  |
| 投资策略：经济增速回调预期增加，重点配置电力设备和基建投资受益板块 .....             | 4  |
| 实体经济仍然处于投资周期（朱格拉周期）的下行阶段 .....                      | 4  |
| 资金压力最晚于 4 月份显现效果，但逐步释放的流动性保证了 1664 阶段底部的强支撑作用 ..... | 4  |
| 重点配置电力设备和基建投资受益板块抵御市场回调风险 .....                     | 5  |
| 上周市场回顾 .....                                        | 5  |
| 大幅下挫 迅速企稳 .....                                     | 5  |
| 海外市场：新屋开工巨幅缩减有利美国房市消化现有库存 .....                     | 6  |
| 市场运行特征 .....                                        | 9  |
| A 股市场 .....                                         | 9  |
| 全球股市 .....                                          | 10 |
| 市场估值水平 .....                                        | 12 |
| A 股估值水平 .....                                       | 12 |
| “中国资产”估值比较 .....                                    | 13 |
| 重点行业和公司点评 .....                                     | 16 |
| 重点行业 .....                                          | 16 |
| 石油化工 .....                                          | 16 |
| 电力 .....                                            | 16 |
| 港口 .....                                            | 17 |
| 家电 .....                                            | 17 |
| 重点公司 .....                                          | 18 |
| 中储股份 .....                                          | 18 |
| 中国平安 .....                                          | 18 |
| 广电网络 .....                                          | 19 |
| 哈空调 .....                                           | 19 |
| 国电南瑞 .....                                          | 20 |
| 恒瑞医药 .....                                          | 21 |
| 天士力 .....                                           | 21 |
| 免责条款: .....                                         | 23 |

## 图表目录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图 1: 09 年长短周期运行格局 .....                        | 4  |
| 图 2: 09 年长短周期运行格局 .....                        | 4  |
| 图 3: 上证 A 股近 1 月走势图 .....                      | 5  |
| 图 4: 美国新屋开工量 (单位: 千户) .....                    | 6  |
| 图 5: 美国房屋营建许可同比增速 .....                        | 6  |
| 图 6: 美国新屋开工、新屋销售月度同比增速 (1960/01-2009/01) ..... | 7  |
| 图 7: 美国成屋和新屋销售同比增速 .....                       | 7  |
| 图 8: 美国月度成屋售价 (单位: 百万美元) .....                 | 8  |
| 图 9: 美国月度成屋库存 (单位: 百万户) .....                  | 8  |
| 图 10: A 股不同行业指数阶段涨跌幅 .....                     | 9  |
| 图 11: A 股不同行业资金流量相对值 .....                     | 9  |
| 图 12: A 股不同风格指数阶段涨跌幅 .....                     | 9  |
| 图 13: A 股不同风格指数资金流量相对值 .....                   | 9  |
| 图 14: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名 .....                  | 10 |
| 图 15: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名 .....                    | 10 |
| 图 16: 欧洲主要行业指数阶段涨跌幅排名 .....                    | 11 |
| 图 17: 北美主要行业指数阶段涨跌幅排名 .....                    | 11 |
| 表 1: 各个国家的股市整体的估值水平以及近期表现一览 .....              | 11 |
| 图 18: 05 年以来上证指数 PE 估值区域 (PE-Band) .....       | 12 |
| 图 19: 05 年以来上证指数 PB 估值区域 (PB-Band) .....       | 12 |
| 图 20: 全球主要指数动态 PB-ROE 矩阵散点图 .....              | 12 |
| 图 21: 行业动态 PB-ROE 矩阵散点图 .....                  | 13 |
| 图 22: 中国资产分行业 PE 估值比较 .....                    | 13 |
| 图 23: 中国资产分行业 PB 估值比较 .....                    | 13 |
| 图 24: A/H 整体溢价率历史走势图 .....                     | 14 |
| 图 25: A/H 个股溢价率对比散点图 .....                     | 14 |
| 表 2: 主要 H 股、红筹公司估值水平及近期表现一览表 .....             | 14 |

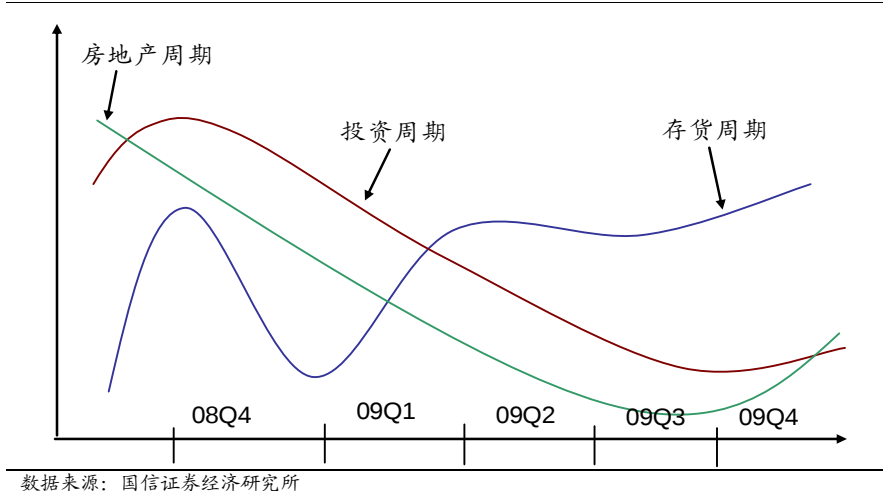
## 2 月末遭遇业绩利空预期风险的概率加大

**投资策略：经济增速回调预期增加，重点配置电力设备和基建投资受益板块**

实体经济仍然处于投资周期（朱格拉周期）的下行阶段

就目前的宏观经济运行格局，最大的分歧在于对 09 年 2 季度的判断。持 V 型反转观点的投资者的主要理由是：1) 存货回补仍未结束，将继续持续到 2 季度；2) 基建项目的拉动。但从目前细分行业信息来看，钢铁和有色金属价格都已经开始回调，我们认为这更多的支撑了国信宏观组的判断：09 年 1 季度存货回补结束，2、3 季度在企业投资、出口和消费下滑的压力下仍将延续下行态势。

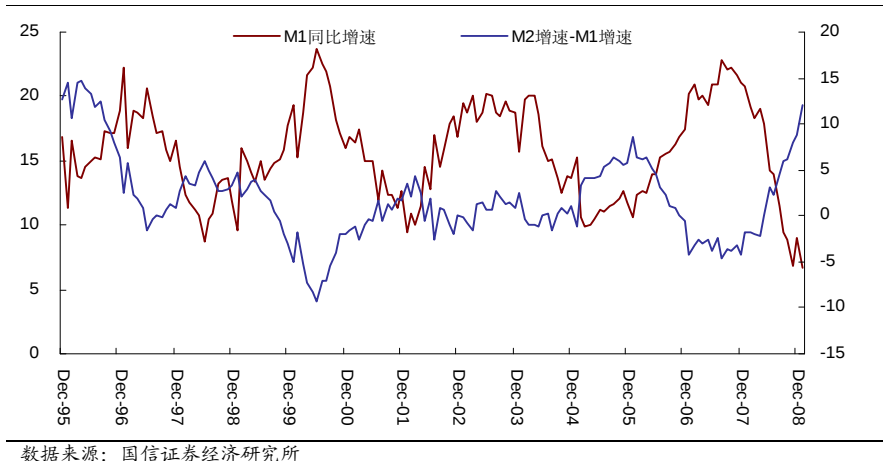
图 1：09 年长短周期运行格局



资金压力最晚于 4 月份显现效果，但逐步释放的流动性保证了 1664 阶段底部的强支撑作用

根据目前的信息，09 年 1 月份之后的脉冲行情很有可能来自于新增票据融资的介入，而 2 月份票据融资已经大幅下降，如果假设票据融资以 3 个月期为主，那么最晚 4 月份市场将承受较大的资金抛压。

图 2：09 年长短周期运行格局



同时根据与中国股市最相关的 M2-M1 增速以及 M1 增速观察，长期来看，M2-M1 增速差已经达到历史高位，这为未来新一轮牛市启动提供了充足的“弹药”，短期来看，M1 增速是股市还能否继续震荡的主要观察对象，就目前掌握的信息而言，我们对此并不乐观。

### 重点配置电力设备和基建投资受益板块抵御市场回调风险

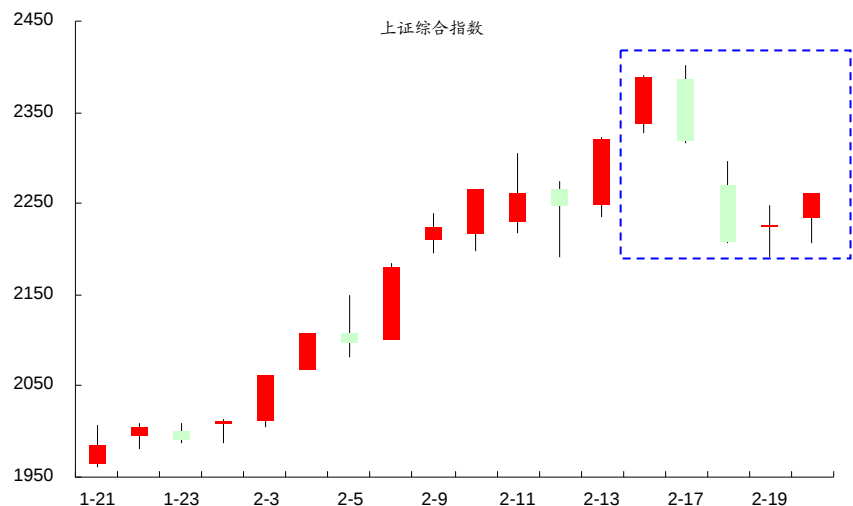
由于 2 季度经济仍将处于下行格局的概率很大，在这种情况下，业绩明确增长的电力设备、建筑行业将成为配置首选，基建投资拉动导致景气预期改善的工程机械、水泥行业成为配置次选，火电和黄金等防御板块也值得重点关注。

### 上周市场回顾

#### 大幅下挫 迅速企稳

周五上证综指报收于一周的最高点 2279.06 点，同比下跌 2.6%。2400 点已经是近期的上行压力区，适当地回调也有利于市场积聚更多上升动力。

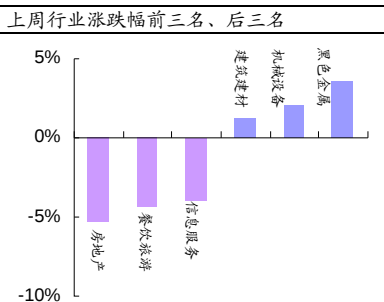
图 3：上证 A 股近 1 月走势图



数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所，截至 2 月 22 日

上周钢铁板块涨幅第一，达 3.5%。自 1 月 14 日振兴计划通过以来，钢铁板块表现一直慢于大盘，前一周还处于涨幅最小的位置。但随着下游汽车行业的销售的复苏，国内钢企去库存化接近尾声，市场资金集体涌向了估值偏低的钢铁板块。周一钢铁板块 2/3 个股封于涨停板便可见一斑，周涨幅领先也就不足为奇了。投资上，我们继续推荐：新兴铸管，恒星科技。重点关注：武钢股份、华凌钢铁、重庆钢铁、济南钢铁。

上周房地产板块跌幅第一，达 5.3%。春节后恢复交易以来，大盘出现牛年开门红，地产股也在褪去铅华之后被投资者再次赋予丰富的想象。在北京“环球影城”概念炒作和“第十大产业振兴规划”及降息等预期下，节后的 10 个交易日，地产板块累计上涨超过 28%，远远跑赢大盘。与此同时，地产板块估值水平整体上移，市盈率和市净率分别接近 30 倍和 3 倍，明显高出同期大盘，出现较大的回调压力。另一方面，1 月份全国 70 个大中城市房屋销售价格同比环比双双下降，表明在房地产成交量持续萎靡的背景下，房价下行压力依然存在。因此，地产板块前期的上涨可以理解为在概念炒作和资金推动下的阶段性上涨，掩盖了行业基本面仍然欠佳的客观情况。随着炒作的降温 and 房价可能酝酿新一轮下



数据来源：WIND 数据库，截至 2 月 22 日

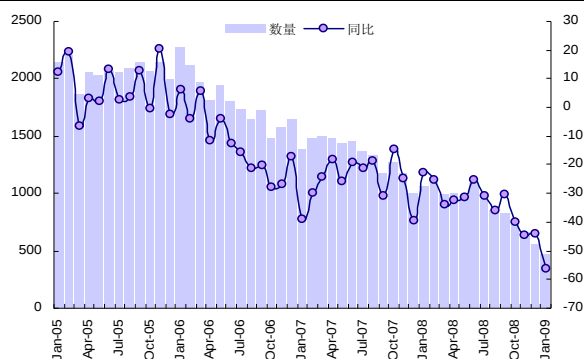
跌等利空消息见诸于世，地产股领涨大盘的趋势在上周逆转直下，周内跌幅达 5.3%，列各板块第一。个股方面，在“环球影城”概念广泛传播后，涉及公司纷纷发布澄清公告，前期因此被大幅炒作的华业地产、中国武夷等周内跌幅居前。而部分已公布年报的公司预收账款下降、负债上升、资金压力加大，也难免引起了市场对地产公司业绩的再度审视。在房地产短期内难以彻底走出低迷的条件下，业绩分化将是引发板块表现反复震荡的重要因素。未来地产股能否走好，仍将取决于在产业振兴等政策的促动下楼市的回暖程度。

餐饮旅游跌幅居前，达 4.3%。之前“迪斯尼”、“环球影城”、“全民旅游计划”、“五一长假传言”等题材炒作比较明显，估值一度被拉升至 30 多倍 PE。此外，旅游板块中多为小盘股，从各板块运行特征可以看出，小盘股相对资金流出明显，这也造成了这一板块波动较大的主要原因。

### 海外市场：新屋开工巨幅缩减有利美国房市消化现有库存

始于 2006 年的美国房地产调整周期在 2009 年将进入尾声，虽然近期数据依然不佳，但是抵押贷款利率的下降、新屋开工量的巨幅下降、营建许可和成屋销量的回升成为正面因素推动未来房地产市场的企稳。2009 年美国房地产市场将处于筑底阶段。新屋开工继 12 月环比下降 14.5% 之后 1 月降幅扩大至 16.8%，至 46.6 万户；同比下降 56.2%，创历史最大跌幅，远高于市场预期的降幅；与 06 年鼎盛时期相比下降了 79.5%。新屋开工的巨幅缩减有利于市场消化现有库存，尤其是大量止赎潮房屋供给。

图 4：美国新屋开工量（单位：千户）



资料来源：国信证券经济研究所，截止 2009 年 1 月

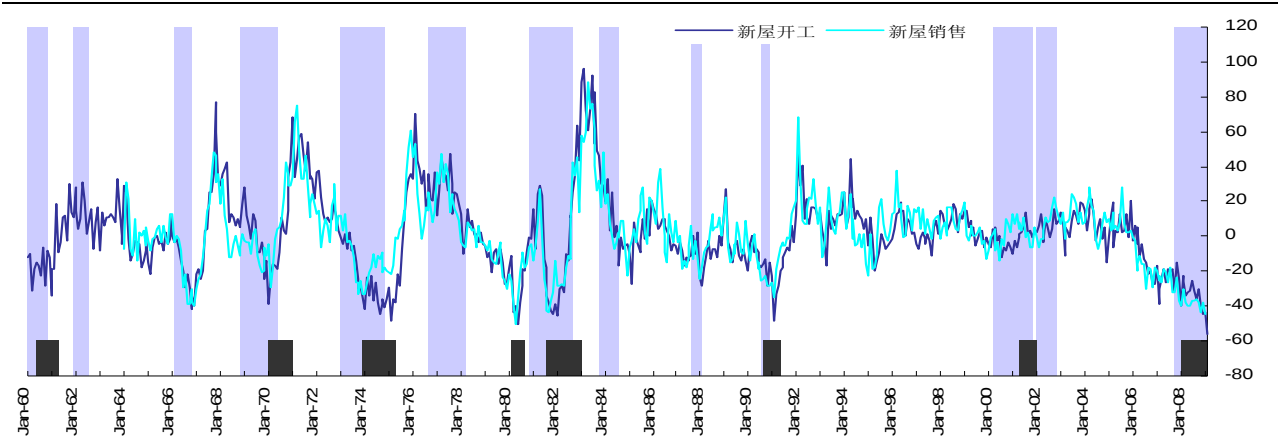
图 5：美国房屋营建许可同比增速



资料来源：国信证券经济研究所，截止 2009 年 1 月

另外，1 月份营建许可环比下降 4.8%，至 52.1 万套，略低于市场预期，但较前两个月 15.8% 和 11.1% 的降幅明显缩小；同比下降 50.5%，降幅小于前月的 50.8%。

图 6: 美国新屋开工、新屋销售月度同比增速 (1960/01-2009/01)



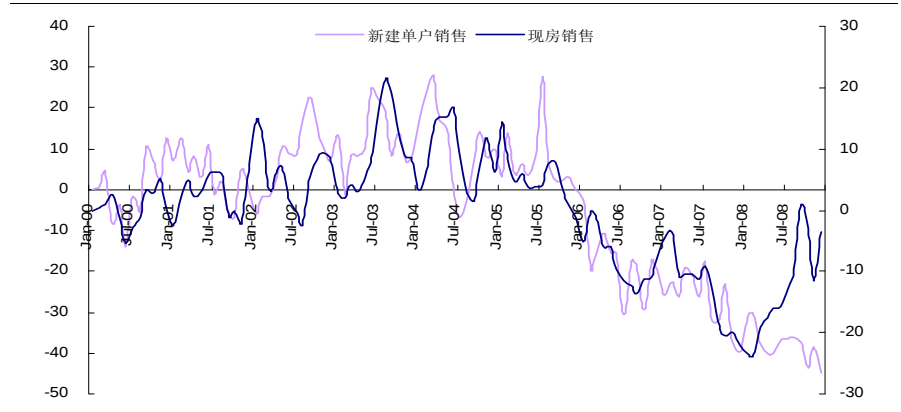
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

注: 蓝色阴影表示熊市起止时间; 黑色阴影表示经济衰退起止时间。

由于大量丧失抵押品赎回的房屋进入市场, 压低房价的同时, 也带来了成屋销量的回升。12 月份成屋销售环比上升 6.5%, 至 474 万户, 同比降幅由 11.4% 缩小至 3.5%, 整体成屋销量在 08 年有所回升。成屋库存同比下降 7.5% 至 367.6 万套, 需要仅 9.3 个月销售完毕, 较前几月改善。抵押贷款利率的下降是推升住房销售的主要原因。奥巴马在经济刺激计划中承诺将采取措施遏止抵押品赎回权丧失率的上升, 从而减轻未来房屋供给压力。

相反, 新屋销量未见明显回升: 12 月新屋销售环比下降 14.7%, 至 33.1 万户, 创历史最低水平, 降幅高于市场预期; 同比下降 44.8%; 库存环比下降 10.1%, 至 35.7 万户, 以目前的销售速度, 消化库存需要 12.9 个月。新屋销售均价同比下跌 9.3%, 至 20.7 万美元, 为五年来最低水平。

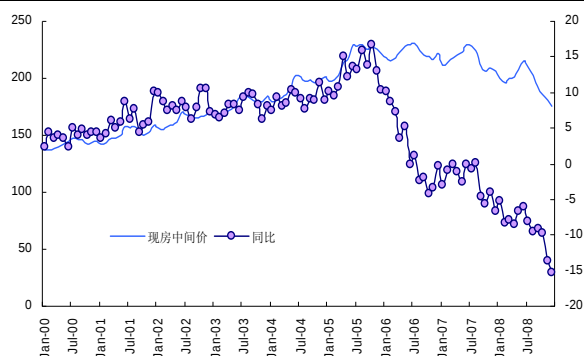
图 7: 美国成屋和新屋销售同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所, 截止 2008 年 12 月

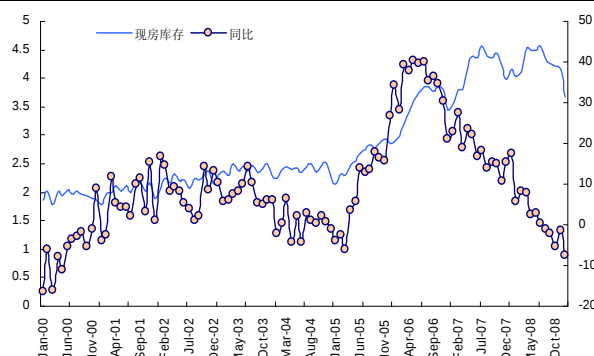
住房价格仍旧下行, 12 月成屋价格中值为 17.54 万美元, 较去年同期下降 15.3%, 为 03 年以来的最低水平。

图 8: 美国月度成屋售价 (单位: 百万美元)



资料来源：国信证券经济研究所，截止 2008 年 12 月

图 9: 美国月度成屋库存 (单位: 百万户)



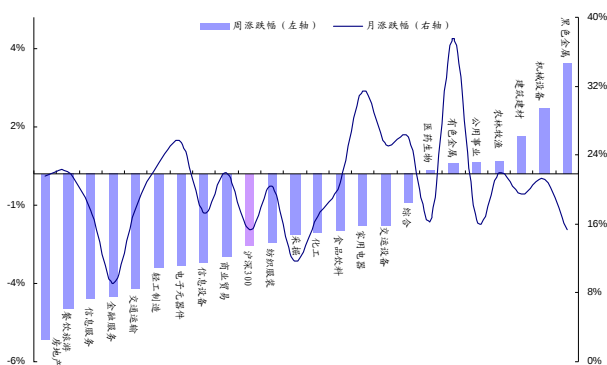
资料来源：国信证券经济研究所，截止 2008 年 12 月

## 市场运行特征

本部分主要包括: A 股不同行业、风格指数近期表现及特点; 全球主要股指、主要行业指数近期表现及特点。

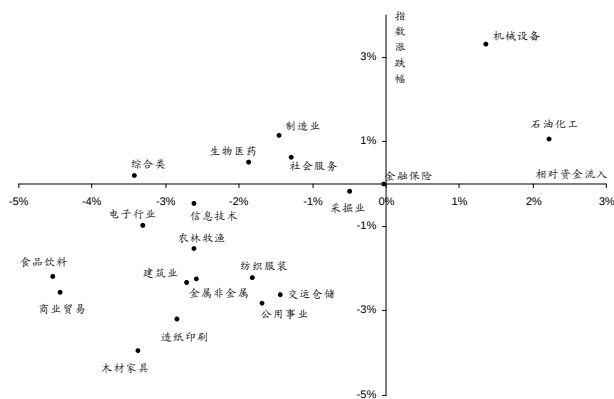
## A 股市场

图 10: A 股不同行业指数阶段涨跌幅



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 2 月 22 日

图 11: A 股不同行业资金流量相对值



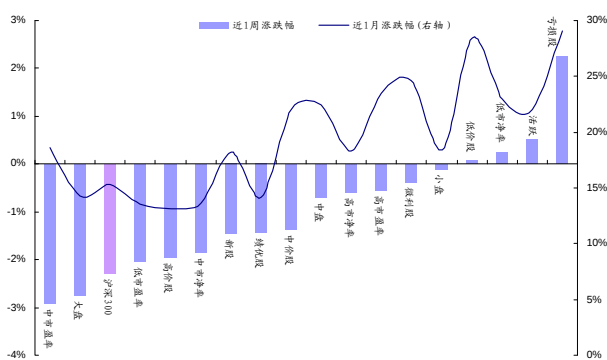
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 2 月 22 日。

钢铁、机械、建材等周期类板块再次成为领头羊。之前表现尚可的房地产跌幅第一，旅游、信息服务紧随其后。

从资金流向来看，石油化工、机械设备在弱市中依然受到青睐。

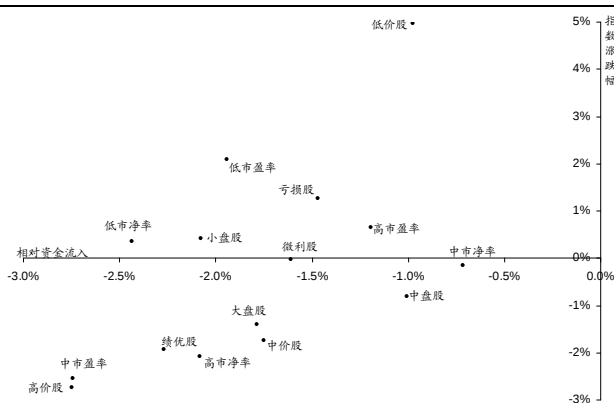
注：资金流量反映的是市场对股票超额的需求或者供给。我们把主动性买盘看成是资金流入、把主动性卖盘看成是资金流出，两者的差额如果为正，对该股票是超额需求；如果为负，则对该股票是超额供给。

图 12: A 股不同风格指数阶段涨跌幅



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 2 月 22 日

图 13: A 股不同风格指数资金流量相对值

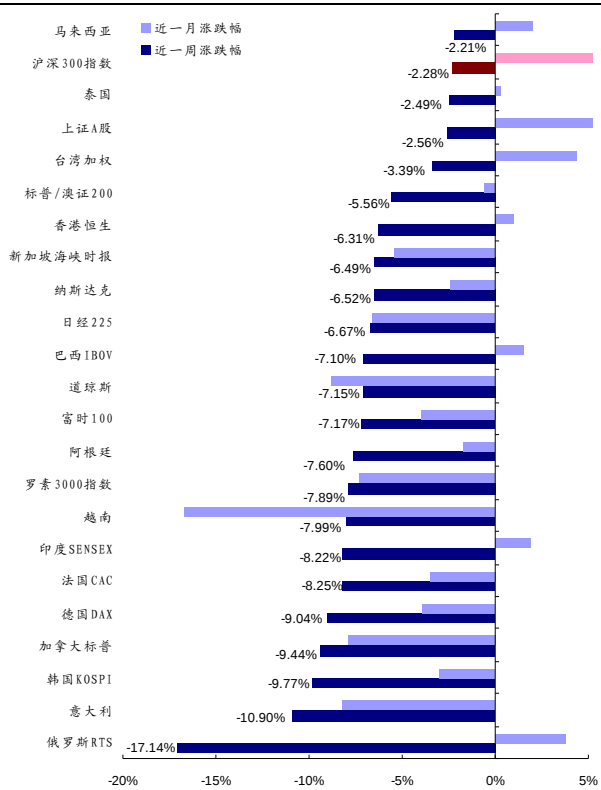


资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 2 月 22 日

从风格指数来看,上周的市场都是卖盘市场。高价股成为资金流出主要通道。

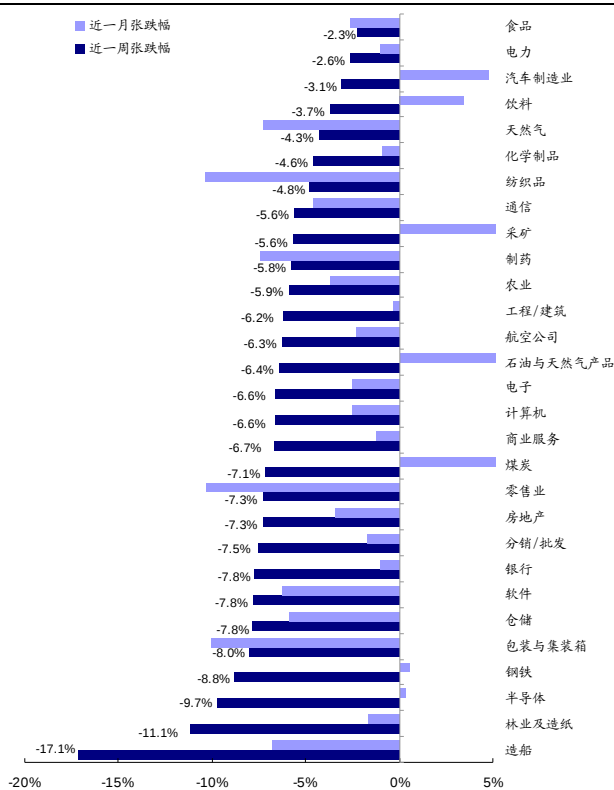
## 全球股市

图 14: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 2 月 22 日

图 15: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名

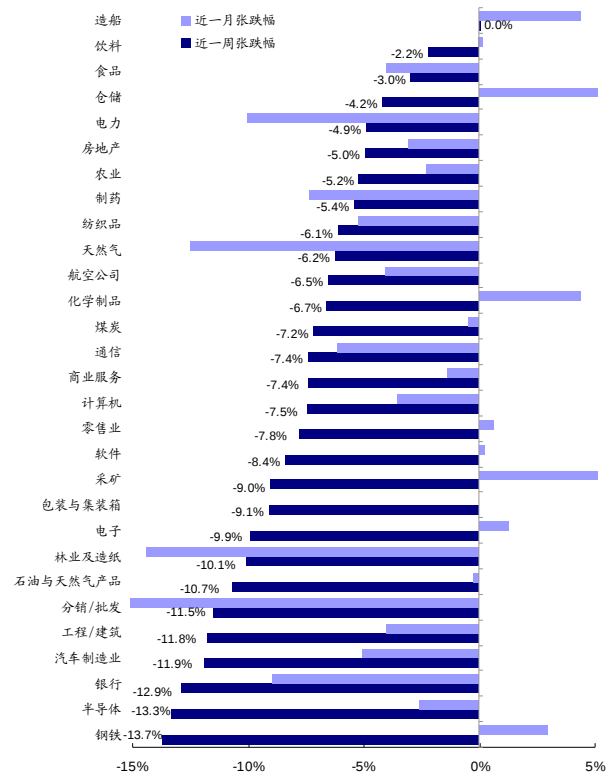


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 2 月 22 日

东亚地区表现相对抗跌, 中国依然是全球表现最好的市场之一。

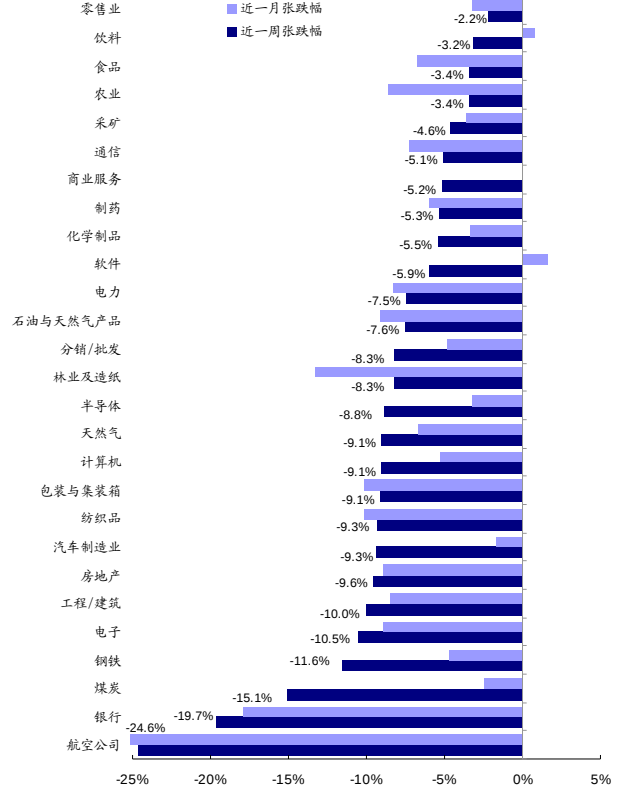
上周各大洲市场食品饮料、电力等板块涨幅居前, 半导体表现落后。各大洲之间板块表现依然差异明显。

图 16: 欧洲主要行业指数阶段涨跌幅排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 2 月 22 日

图 17: 北美主要行业指数阶段涨跌幅排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 2 月 22 日

表 1: 各个国家的股市整体的估值水平以及近期表现一览

| 指数名称      | 07PE  | 08PE  | 07PB | 08PB | 1 月表现 | 半年表现   | 1 年表现  | 07ROE  | 08ROE  |
|-----------|-------|-------|------|------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 道琼斯       | 8.97  | 11.17 | 2.75 | 2.62 | -8.81 | -36.66 | -40.51 | 30.66% | 23.46% |
| 日经 225    | 8.79  | 7.96  | 1.27 | 0.82 | 1.53  | -30.68 | -40.08 | 14.45% | 10.30% |
| 香港恒生      | 22.13 | 79.74 | 0.93 | 0.87 | -6.61 | -42.89 | -46.42 | 4.20%  | 1.09%  |
| 俄罗斯 RTS   | 7.87  | 10.16 | 1.19 | 1.13 | 0.96  | -37.73 | -45.51 | 15.12% | 11.12% |
| 印度 SENSEX | 2.79  | 3.76  | 0.52 | 0.45 | 3.82  | -69.60 | -75.13 | 18.64% | 11.97% |
| 沪深 300    | 9.07  | 10.62 | 1.99 | 1.77 | 1.95  | -38.60 | -49.03 | 21.94% | 16.67% |
| 上证 A 股    | 16.68 | 16.19 | 2.59 | 2.14 | 15.33 | -2.52  | -50.15 | 15.53% | 13.22% |
| 加拿大标普     | 17.82 | 15.77 | 2.54 | 2.18 | 13.61 | -5.98  | -48.25 | 14.25% | 13.82% |
| 富时 100    | 9.12  | 10.97 | 1.29 | 1.22 | -7.86 | -40.88 | -41.48 | 14.14% | 11.12% |
| 法国 CAC    | 8.23  | 9.36  | 1.24 | 1.30 | -4.03 | -29.36 | -33.96 | 15.07% | 13.89% |
| 德国 DAX    | 7.65  | 8.21  | 0.98 | 0.93 | -3.46 | -37.49 | -42.99 | 12.81% | 11.33% |
| 阿根廷       | 11.51 | 9.42  | 1.04 | 0.99 | -3.93 | -36.70 | -41.02 | 9.04%  | 10.51% |
| 智利 ISPA   | 5.06  | 5.26  | 0.51 | 0.91 | -1.68 | -40.45 | -49.79 | 10.08% | 17.30% |
| 韩国 KOSPI  | 12.77 | 7.95  | 1.58 | 0.04 | 3.87  | -10.40 | -10.76 | 12.37% | 0.50%  |
| 台湾加权      | 8.68  | 10.55 | 0.87 | 0.92 | -3.00 | -29.14 | -37.11 | 10.02% | 8.72%  |
| 泰国        | 11.33 | 17.26 | 1.09 | 1.10 | 4.45  | -35.81 | -45.28 | 9.62%  | 6.37%  |

数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所, 截至 2 月 22 日

## 市场估值水平

估值是市场内在驱动因素。我们一方面从横向、纵向考察 A 股整体 PE、PB 变动区域和不同行业估值差异，另一方面基于国际视野就 A 股估值水平进行对比，并特别选择香港上市的内地上市公司估值水平作为主要参照系。

### A 股估值水平

本部分主要包括：采取“PE\PB BAND”考察 A 股 PE、PB 估值区域变化；采取 PB-ROE 框架来进行 A 股和世界主要市场估值比较；采取 PB-ROE 框架来进行 A 股分行业估值对比，行业分类基准采取 GICS 行业标准。

上周，A 股静态 PE 恢复到 18.7 倍，静态 PB 恢复到 2.8 倍左右。

图 18: 05 年以来上证指数 PE 估值区域 (PE-Band)



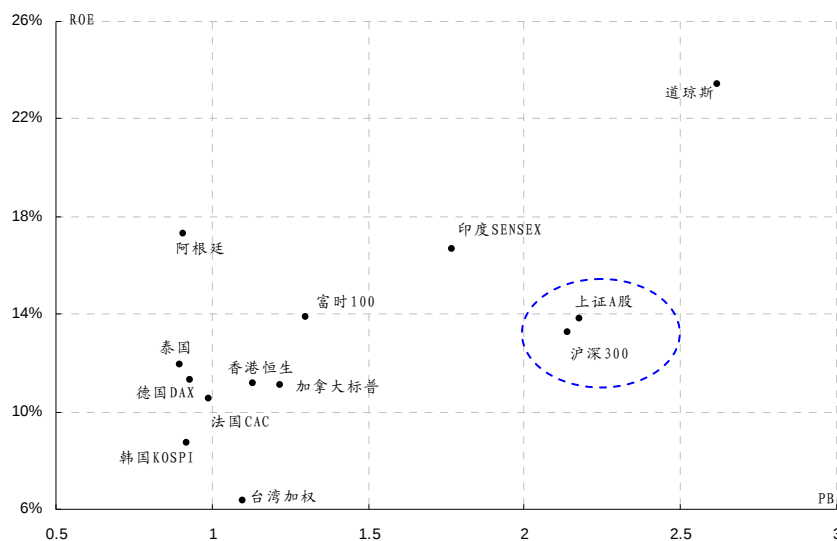
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 2 月 22 日

图 19: 05 年以来上证指数 PB 估值区域 (PB-Band)



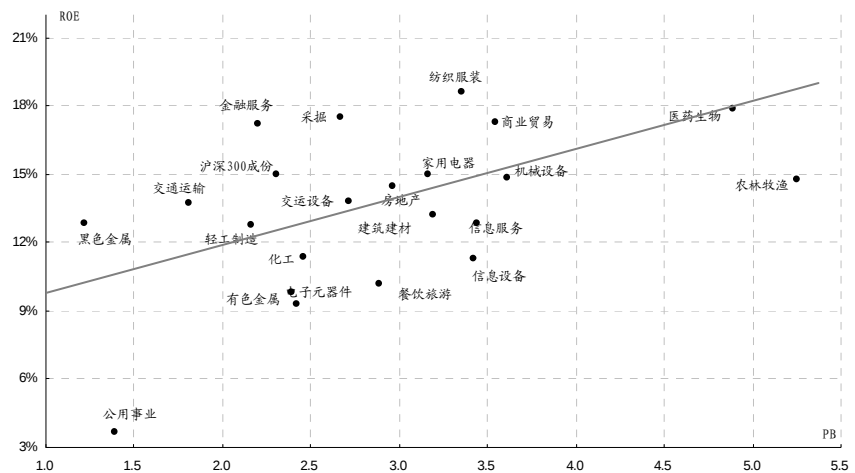
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 2 月 22 日

图 20: 全球主要指数动态 PB-ROE 矩阵散点图



资料来源：Bloomberg 数据库，国信证券经济研究所，收盘价截至 2 月 22 日

图 21: 行业动态 PB-ROE 矩阵散点图



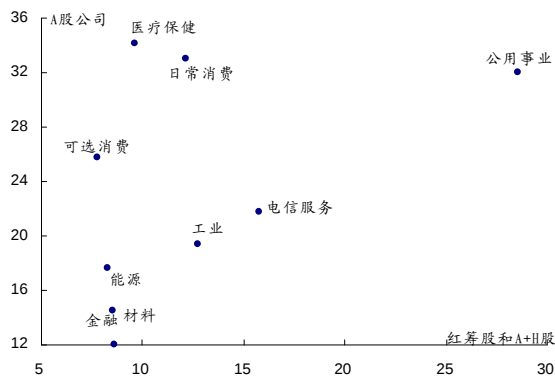
数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所, 截至 2 月 22 日

从诸行业动态 PB-ROE 分布情况看, 在回归线之上的板块, 其对应于 ROE 的 PB 在全部行业中偏低, 反之亦然。如食品饮料板块对应其 ROE 的 PB 比起全部行业显得较高; 公共事业板块虽然 ROE 和 PB 都不高, 但其对应较小 ROE 的 PB 比起全部行业, 还是显得较高; 黑色金属虽 ROE 不高, 但其对应的 PB 水平依然偏低, 抗跌性较强; 采掘业虽然 ROE 较高, 但其对应的 PB 依然偏低。

### “中国资产”估值比较

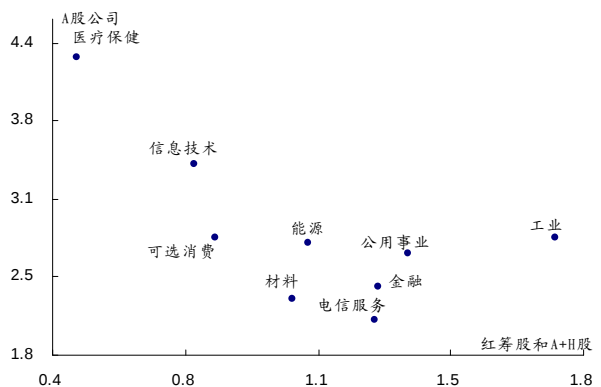
本部分主要包括: 同时在地上市 H 股公司溢价对比情况; A 股公司和 H 股、红筹公司分行业估值对比。

图 22: 中国资产分行业 PE 估值比较



数据来源: WIND 数据库, 截至 12 月 28 日

图 23: 中国资产分行业 PB 估值比较



数据来源: WIND 数据库, 截至 12 月 28 日

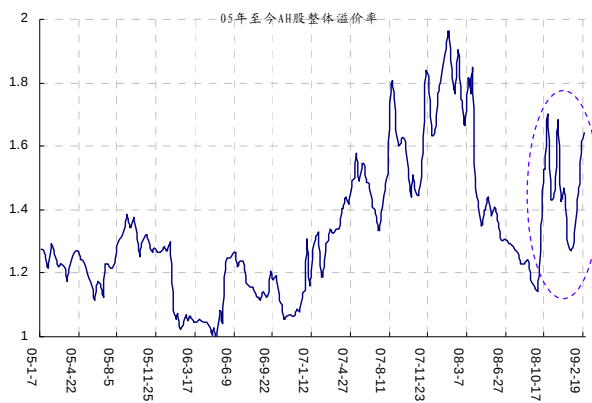
由于所处环境相同以及香港和内地资本流动的密切性, 内地在港上市公司 (H 股、红筹公司) 是最好的国际估值比较参照系。我们以 140 家有分析师跟踪的香港红筹、国企股为样本来计算“中国资产”的国际定价水平; 以 A 股有分析师跟踪的 900 余只股票作为样本来计算“中国资产”的国内定价水平, 据此进行两者的分行业比较。PE/PB 采取样本股票整体法计算。

从 A/H 股公司的最新、上期溢价率对比情况来看, 整体溢价率由 60% 上升到 64%。其中, 皖通高速、宁沪高速、潍柴动力溢价率下降幅度比较明显。

结合中国资产各个分行业 PE、PB 估值比较散点图和分行业估值表来看,

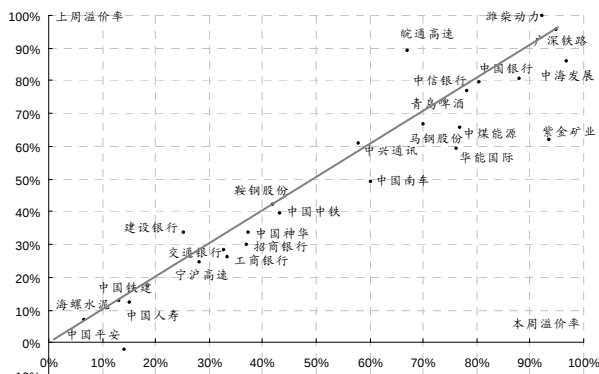
目前多数行业 PE、PB 水平均高于港股。分行业看表现为结构性溢价，即信息技术、医疗保健、可选消费品、日常消费品等大类产业明显高出整体溢价水平，而金融、材料、公用事业和电信服务与香港市场相比非常接近。

图 24: A/H 整体溢价率历史走势图



数据来源: WIND 数据库, 截至 12 月 28 日

图 25: A/H 个股溢价率对比散点图



数据来源: WIND 数据库, 截至 12 月 28 日

A/H 个股溢价率对比散点图选取了溢价率最低的 25 个 AH 股，对角线上的为本周溢价率低于上周溢价率个股，反之亦然。

表 2: 主要 H 股、红筹公司估值水平及近期表现一览表

| 所属 GICS | 证券简称           | PE   | PB   | PS  | % 股息率 | % ROE | % 1 月表 | % 6 月表现 | % 1 年表现 |
|---------|----------------|------|------|-----|-------|-------|--------|---------|---------|
| 材料      | 紫金矿业           | 19.5 | 3.6  | 3.7 | 0.0   | 18.2  | 14.4   | -2.7    | -53.9   |
| 材料      | 安徽海螺水泥股份       | 19.9 | 2.5  | 2.8 | 0.0   | 12.5  | 6.5    | -1.7    | -38.8   |
| 材料      | 江西铜业股份         | 3.3  | 0.8  | 0.3 | 0.0   | 24.6  | 14.8   | -46.6   | -67.3   |
| 材料      | SHOUGANG       | 3.0  | 0.8  | 0.4 | 2.1   | 27.1  | 16.4   | -54.5   | -61.0   |
| 材料      | 中国铝业           | 7.4  | 0.8  | 0.6 | 1.4   | 10.8  | 13.5   | -41.0   | -74.0   |
| 材料      | 鞍钢股份           | 5.3  | 0.8  | 0.6 | 0.0   | 15.6  | 5.2    | -32.0   | -61.3   |
| 材料      | 五矿资源           | 4.3  | 0.4  | 0.3 | 0.0   | 9.0   | 16.2   | -14.7   | -67.4   |
| 材料      | 晨鸣纸业           | 6.0  | 0.5  | 0.4 | 0.0   | 8.4   | 16.8   | -43.1   | -56.4   |
| 材料      | 马鞍山钢铁股份        | 5.1  | 0.8  | 0.3 | 0.0   | 14.8  | 14.7   | -20.9   | -41.3   |
| 电信服务    | 中国移动           | 11.6 | 3.0  | 3.1 | 1.8   | 25.5  | -1.5   | -25.1   | -41.8   |
| 电信服务    | 中信 1616 集团     | 8.4  | 1.7  | 1.2 | 1.8   | 20.2  | 26.9   | -30.6   | -31.0   |
| 电信服务    | 中国联通           | 7.6  | 0.8  | 1.1 | 0.0   | 11.0  | -0.3   | -47.8   | -61.4   |
| 电信服务    | ASIA SATELLITE | 6.4  | 0.6  | 3.2 | 1.0   | 9.8   | 8.3    | -29.5   | -46.2   |
| 工业      | 东方电气           | 6.0  | 18.2 | 0.4 | 0.0   | 304.4 | 1.3    | -30.7   | -65.3   |
| 工业      | 中远国际控股         | 1.0  | 0.5  | 1.0 | 0.6   | 45.2  | 0.6    | -41.8   | -74.0   |
| 工业      | 中国铁建           | 48.1 | 2.4  | 0.6 | 0.0   | 5.0   | 5.2    | -8.6    | -15.2   |
| 工业      | 中国远洋           | 1.3  | 0.7  | 0.3 | 0.0   | 58.0  | 14.9   | -65.5   | -78.5   |
| 工业      | 广州广船国际股份       | 3.9  | 1.5  | 0.6 | 0.0   | 39.2  | -0.9   | -34.4   | -73.2   |
| 工业      | 潍柴动力           | 4.1  | 1.5  | 0.3 | 0.0   | 35.5  | -2.4   | -57.1   | -63.0   |
| 工业      | 中海发展股份         | 3.7  | 1.1  | 1.3 | 0.0   | 28.8  | 10.8   | -61.6   | -69.5   |
| 工业      | 深圳国际           | 3.4  | 0.6  | 4.0 | 0.0   | 16.8  | 3.2    | -45.8   | -63.1   |
| 工业      | 昆明机床           | 5.3  | 1.7  | 1.0 | 0.0   | 32.6  | 16.4   | -19.1   | -57.2   |
| 工业      | 中国建筑           | 5.8  | 1.3  | 0.3 | 2.8   | 23.2  | 7.4    | -27.8   | -89.4   |
| 工业      | 五矿建设           | 36.6 | 0.8  | 1.8 | 0.0   | 2.1   | 10.2   | -19.8   | -65.4   |
| 工业      | 中信泰富           | 1.8  | 0.3  | 0.3 | 3.3   | 16.8  | -7.8   | -68.6   | -79.8   |
| 工业      | 中远太平洋          | 4.5  |      | 5.9 | 3.8   |       | -2.3   | -36.6   | -61.4   |
| 工业      | 中国南方航空股份       | 2.9  | 0.6  | 0.1 | 0.0   | 19.5  | 3.3    | -49.2   | -83.5   |
| 公用事业    | 粤海投资           | 11.9 | 1.3  | 2.8 | 1.3   | 11.2  | 2.2    | 19.2    | -14.1   |
| 公用事业    | 华能国际电力股份       | 20.1 | 1.3  | 1.0 | 0.0   | 6.5   | 4.6    | -4.3    | -20.2   |
| 公用事业    | 华润电力           | 21.0 | 2.2  | 2.6 | 0.4   | 10.6  | 9.2    | -25.2   | -29.0   |
| 公用事业    | 大唐发电           | 18.3 | 1.4  | 1.0 | 0.0   | 7.5   | 3.5    | -24.2   | -34.1   |
| 金融      | SHOUGANG       | 7.6  | 0.5  | 0.8 | 0.0   | 6.2   | -17.0  | -50.2   | -61.1   |
| 金融      | 中国光大控股         | 3.4  | 1.0  | 3.4 | 0.7   | 28.8  | 16.2   | -28.3   | -44.3   |
| 金融      | 中保国际           | 10.6 | 3.1  | 0.6 | 0.0   | 29.8  | 12.8   | -26.1   | -43.6   |
| 金融      | 招商银行           | 6.9  | 2.0  |     | 0.0   | 28.9  | 2.8    | -52.1   | -55.4   |
| 金融      | 中国人寿           | 17.5 | 3.3  | 2.9 | 0.0   | 18.8  | 8.6    | -18.3   | -27.0   |

| 所属 GICS | 证券简称         | PE   | PB  | PS   | % 股息率 | % ROE | % 1 月表 | % 6 月表现 | % 1 年表现 |
|---------|--------------|------|-----|------|-------|-------|--------|---------|---------|
| 金融      | 中国平安         | 12.2 | 2.8 | 1.7  | 0.6   | 22.9  | 6.5    | -31.6   | -39.4   |
| 金融      | 中银香港         | 5.5  | 0.9 |      | 5.5   | 15.9  | 0.8    | -56.1   | -58.7   |
| 金融      | 建设银行         | 10.8 |     | 2.8  | 3.1   |       | 3.0    | -36.9   | -33.7   |
| 金融      | 川河集团         | 4.2  | 0.4 | 4.3  | 0.0   | 9.0   | 1.1    | -30.2   | -42.6   |
| 金融      | 交通银行         | 9.6  |     |      | 2.2   |       | 1.7    | -45.1   | -47.8   |
| 金融      | 工商银行         | 8.7  | 1.7 | 2.9  | 0.0   | 19.1  | 2.5    | -36.3   | -37.5   |
| 可选消费    | 北京发展(香港)     | 4.3  | 0.5 | 1.4  | 0.0   | 12.2  | -9.4   | -44.6   | -72.8   |
| 可选消费    | 闽港控股         | 7.6  | 1.6 | 11.8 | 0.0   | 21.6  | 20.0   | -12.2   | -39.0   |
| 可选消费    | 华润创业         | 10.2 | 1.1 | 0.5  | 1.2   | 11.0  | 6.1    | -41.1   | -58.9   |
| 可选消费    | 骏威汽车         | 8.0  | 1.4 | 20.5 | 2.3   | 17.7  | 19.4   | -5.5    | -37.9   |
| 可选消费    | 中国玻璃         | 16.6 | 0.4 | 0.1  | 0.0   | 2.2   | 1.8    | -65.0   | -84.0   |
| 可选消费    | 大昌行集团        | 3.1  | 0.4 | 0.1  | 6.2   | 12.8  | 3.0    | -49.3   | -61.5   |
| 能源      | 中国海洋石油       | 6.0  | 1.8 | 2.3  | 2.7   | 29.3  | 4.7    | -37.1   | -48.2   |
| 能源      | 中煤能源         | 8.4  | 1.1 | 1.4  | 0.0   | 13.5  | 5.8    | -54.1   | -68.5   |
| 能源      | 中国石油股份       | 6.4  |     | 1.1  | 2.3   |       | -1.0   | -40.5   | -51.6   |
| 能源      | 中国石油化工股份     | 11.3 | 1.0 | 0.2  | 0.8   | 9.2   | 0.5    | -44.3   | -50.9   |
| 能源      | 中国神华         | 14.0 |     | 3.5  | 0.0   |       | 11.1   | -31.9   | -59.9   |
| 能源      | 兖州煤业股份       | 3.8  | 0.9 | 1.1  | 0.0   | 23.2  | 0.4    | -57.4   | -63.7   |
| 能源      | 中海油田服务       | 9.1  | 1.3 | 2.5  | 0.0   | 14.7  | 7.9    | -33.1   | -61.4   |
| 日常消费    | 中国食品         | 12.2 | 1.6 | 0.6  | 0.9   | 13.4  | 11.3   | -1.4    | -43.8   |
| 日常消费    | 广南(集团)       | 3.6  | 0.4 | 0.3  | 2.9   | 12.1  | 2.9    | -27.1   | -53.3   |
| 日常消费    | 中国粮油控股       | 6.4  | 1.1 | 0.4  | 0.0   | 17.1  | 11.9   | -19.9   | -30.2   |
| 信息技术    | 联想集团         |      | 1.2 | 0.1  | 1.9   |       | 2.0    | -72.5   | -71.6   |
| 信息技术    | 航天控股         | 4.5  | 0.5 | 0.6  | 0.0   | 11.6  | -1.1   | -35.8   | -58.3   |
| 信息技术    | 神州数码         | 8.7  |     | 0.1  | 0.0   |       | 4.1    | -45.2   | -54.5   |
| 信息技术    | 冠捷科技         | 3.5  |     | 0.1  | 3.1   |       | 25.9   | -50.6   | -55.9   |
| 信息技术    | 中兴通讯         | 20.6 | 2.1 | 0.7  | 0.0   | 10.3  | 23.7   | -29.9   | -49.4   |
| 医疗保健    | CHINA PHARMA | 4.8  |     | 0.7  | 0.0   |       | 26.7   | 15.2    | 29.0    |
| 医疗保健    | 广州药业股份       | 5.8  | 0.6 | 0.2  | 0.0   | 9.9   | 8.8    | -38.3   | -58.4   |

数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所, 截至 12 月 28 日

## 重点行业和公司点评

### 重点行业

#### 石油化工

- 石油链产品进出口政策可能变化不大,完善定价机制有助于发挥经济带动效应。成品油定价机制趋于市场化;完善燃油税制度:农用柴油建设,实现保农促农;天然气价格机制改革逐步推进。价格改革将有利于反映供需的真实情况,释放抑制需求(如农村),抑制过度需求,这将有利于发挥石化行业的经济带动效应。
- 控制总量和满足产业战略需求兼顾。虽然对石化项目不像煤化工行业,明确指出要控制总量,但政策强调布局优化和在建项目推进暗示要加强总量控制。国内的炼油项目和乙烯项目都将在未来的2年内进入完工达产的高峰期,因此对于大项目的审批建设暂停或者放缓,有利于缓解产能过剩有所帮助。但从长期看中国的成品油和化工产品需求会因产业转移和经济发展有所增长,因此对在建项目国家仍然是予以支持态度,保证未来经济复苏产能不会成为瓶颈。同时如果在建工程项目的拖延和停滞,势必会减少当期投资,减少就业,必然会对已经放缓的经济造成一定压力。
- 调整结构难以一蹴而就,成品油收储,维护产业稳定。此次振兴计划立足长期结构调整,旨在促进产业调整升级,刺激产业投资;通过深化价格改革,带动需求,但是由于行业纷繁复杂,而且政府只有价格、信贷指导和税收优惠手段,振兴需求并非一蹴而就,因此我们认为政府政策不会是改变行业景气的决定性因素,政策上对石化行业会有所利好,但具体利好程度仍需等待细则出台。作为技术领先,市场占优的两大石油公司而言,无论是税收优惠还是对其有利和其他鼓励技术升级的实质性政策都将对其有利,但程度考虑到公司的庞大规模和较低的原油价格,很难在短期内有明显提升作用。

#### 电力

- 长假后动力煤库存回升、价格初现回落迹象,合同煤签订预计将在3月份尘埃落定。春节后2周,秦皇岛库存再次恢复到738万吨的较高水平,尽管以5500大卡山西优混为代表的煤价本周尚无明显下跌,但综合各因素:1、节后煤矿的复产;2、供暖季3月底结束;3、坑口与中转地价格有所倒挂,我们判断后市煤价下跌可能性大。近2周,除地方电企外,五大下属电厂也陆续开始签约,煤电双方均有所让步,综合下来价格较08年合同价仍有20-30元的涨幅,我们近2周对电企的调研也发现,双方分歧在缩小,预计3月份电煤合同将陆续签完,以5500大卡的煤种为例最终的合同价可能低于目前的市场价10%-15%,但比08年还有小幅上涨。
- 09年1月份发电量下降难以说明问题。国网调度中心的数据显示1月份单月发电量同比下降13.13%,但剔除春节因素与12月环比基本持平。
- 市场对火电行业09年业绩预期存在巨大差异。看空煤价的观点认为09年均价回到07年底,则火电行业利润将超越07年;另一方面观点则认为煤价全年来看跌幅有限,且由于电力供过于求严重,电价有下调压力;我们的观点:对火电股的投资机会乐观,但对火电行业的业绩恢复持谨慎看法。
- 建议防御性持有大型火电公司:前期“滞涨”到现阶段的“抗跌”。近2月我们覆盖的大型火电公司涨幅显著落后于市场及行业指数,加上煤价回落的

预期在兑现中，因此在市场调整中有望表现出较强的防御性；截至 08 年 4 季度电力行业仍然被严重“低配”，建议一季度末二季度初适当增加火电股配置。排序依次是华能国际、金山股份、粤电力、国电电力。

### 港口

- 1 月份全国进出口总值比降 29%，剔除春节因素比降 8.2%。1 月份我国出口和进口值分别为 904.5 亿美元和 513.4 亿美元，分别比降 17.5% 和 43.1%。剔除春节因素后 1 月份的出口值比增 6.8%，进出口值和进口值分别比降 8.2% 和 26.4%。
- 港口的煤炭及铁矿石接卸量环比降幅分别为 5.4% 和 4.4%。1 月份我国规模以上港口货物吞吐量 4.5 亿吨，同比下降 8.5%，环比下降 2.6%。1 月港口我国进口铁矿石同比下降 11.3%，环比下降 5.4%；煤炭吞吐量 3708 万吨，比降 13.3%，环比增长 4.4%。
- 港口的集装箱吞吐量同比下降 13.3%，环比下降 16%。1 月份我国规模以上港口的集装箱吞吐量 899.1 万标准箱，增速骤降主因是假期影响，07、08 年春节期间我国集装箱吞吐量环比也分别下降 10.1% 和 19.5%，外部需求下降也加大了降度。
- 国际干散货运价指数飙升，月度涨幅 38.4%。受国际干散货特别是铁矿石运输需求上升的影响，1 月 BDI 指上升 38.4%。2 月增速加快，指数比 08 年最低点上升了 2 倍。
- 天津港 1 月货量及箱量分别下降 8% 和 4%，全年目标有难度。天津港 09 年计划货物和集装箱吞吐量分别达 4 亿吨和 1000 万箱，分别比增 12% 和 11%。我们认为天津港完成该目标有一定的难度，公司目前将重点放在内贸货物上，并希望国家刺激内需政策带来港口新增长点。1 月香港、新加坡及台北港 1 月的箱量在金融危机影响下分别下降了 23.2%、19.6% 及 23%。

### 家电

- 行业振兴作为空间：转移支付、合理引导产业升级。产业振兴草案计划中的 3 个导向最为关键：家电下乡推广到所有家电产品，对节能家电的推进力度前所未有，对高效照明的推进将从补贴和标准制定来同时推动，目标更高。
- 家电下乡补贴对提升上市公司收入平均增幅约 6-10%。我们通过对农村消费的结构分析和增长预测，得到农村耐用消费品支出金额占到行业销售金额的 17—20%。家电下乡补贴扩展到全部产品后，预期家电行业 2009 年在农村市场同比增速增加 11 到 16 个百分点，同比增长 25% 以上。对相关上市公司的收入平均增幅约 6-10%。小家电中的电饭煲、电磁炉由于之前较好的普及基础会得到更多农村消费者的青睐，引发更新需求的增长和对优质品牌产品的消费增长。
- 对节能家电的推进力度明显加大。上市公司在节能技术的积累越是深厚，受益程度越大，一方面可以因为节能产品销量增加获得收入提升，另一方面可以在行业对节能产品的新一轮竞争当中获取更好的市场份额。我们对变频空调的推进应用、节能冰箱、节能节水洗衣机的应用推进会持续紧密关注。
- 高效照明产品将通过提升标准和加大政策补贴力度来双向推进。预期 2009 年高效照明补贴销售量将超过 1 亿只，比 08 年增长 100%。对行业的环保标准、产品技术指标也会考虑要有所提升。08 年照明补贴销售招标中，浙江阳光中标份额最高，约 1000 万只，09 年我们预期该公司将继续获得持续的最高份额中标，成为推广照明节能产品受益最大的公司。

- 投资思路：我们在行业中最看好的仍然是格力电器和九阳股份。格力在行业中的经营领先地位继续加强，近期的上涨反映了前期估值低点的回升，未来公司业绩的稳健增长带动进一步的股价上升空间。九阳股份在 2009 年将有更大幅度的新产品推广规划，豆浆机仍处在普及程度上升的发展阶段，中国居民消费对健康饮食和生活品质的追求正是符合公司产品和销售卖点导向，另外其他产品的积蓄成长也值得期待。

## 重点公司

### 中储股份

- 钢材期货最大的影响是给公司带来钢材货源的聚集效应。我们判断钢材期货对公司的主要影响是以下几方面：一是能够带来钢材货源的聚集，使得现货与期货业务可以有机结合，提高货场的仓储出租率，带动提升进出库操作的收费水平；二是能够提高公司在交割库周边的仓库的出租率；三是仓单转让时公司也能收到部分的操作费用和提升中储的品牌。
- 公司新增的业务收入区间为 3.0~5.4 亿元/年，09 年业绩预测区间为 0.28 元~0.35 元。根据两种方法的预测，我们觉得钢材期货能够给公司带来 4 项收入的增长空间为 3.0~5.4 亿元/年，09 年盈利预测的区间 0.28~0.35 元。基于谨慎原因，我们未考虑这部分新增收入的毛利率变化及过户费收入，维持 09~11 年 0.28 元、0.37 元、0.45 元的业绩预测，维持**谨慎推荐**的投资评级。

### 中国平安

- 寿险保费增速略高于我们预期，银保依然高速增长。2009 年 1 月平安寿险保费收入同比增速约为 23.02%，略高于我们之前预测的保费增速区间 15%-20%，保费顺利实现"开门红"，寿险保费增长的绝对金额约一半来自于银保增长的贡献，所以平安寿险银保的同比增速接近 90%，占比也由 08 年年末的 14%-15%上升到接近 20%。除银保外公司个险和团险也有稳步增长，但增速相对较小。银保增速高企的主要原因预计和公司较高的银保万能险结算利率相关，迄今为止平安公布的银保万能险结算利率连续 5 个月维持在 5.25%，远高于业内其他主要寿险公司，使得公司银保万能险呈现高速增长。
- 产险保费收入同比增速有较大回落。2009 年 1 月平安产险保费收入同比增速约为 12.71%，较去年同期下降 35.10 个百分点，即使和 08 年 12 月同比增速相比也下降了 12.01 个百分点，低于我们之前产险全年保费增速的预期 20%。主要原因在于 08 年产险公司由于交强险费率尚未下调等因素促成当年 1 月保费基数较高。自去年 4 月（含）以后产险增速大幅下滑从而使得当期产险保费基数相对较低，结合近期轿车日均销量大幅上升，如果这种趋势得以持续，则预计 09 年中期产险同比增速有望增加。
- 预计保险股后市震荡向上可能性较大，从股价来看目前公司估值依然较低。2 月 18 日上证综指下跌 4.72%，创适今为止年内最大跌幅，受此影响中国平安下跌 5.51%。由于经济指标仍然低迷，因此中期股市可能会持续震荡。但对于保险行业来讲，由于预计 09 年贷款增速较快，且前期央行大量释放流动性，给经济造成较大通胀压力以及政府大量发行国债等一系列预期，我们认为 09 年债券收益率已经走出之前的低谷，从而有利于提高保险资金新增债券配置的收益率。且 1 月贷款增速超出此前预期，因此央行降息力度预期比之前将会有所减弱，即使利率有所下调，由于之前债券收益率已经反

映央行大幅降息预期，因此降息对债券收益率的影响预计不大。结合上面判断我们预计行业股价可能呈现震荡向上的趋势。基于我们的预测，从当前公司的股价来看，平安 09 年 P/EV 为 1.85 倍，新业务乘数仅 9.87 倍，仍处于很低的水平，且从我们之前对保险行业的分析，无论从净利润、内含价值还是利源分析来看，行业增长的趋势是比较明朗的，且公司披露的保费数据也超出了我们此前的预期，有鉴于此，我们依然建议投资者逢低继续买进保险股！

- 维持中国平安“推荐”评级，09 年公司评估价值 41.47 元。在计算其评估价值时我们将公司公布的长期投资收益率假设每年下调 0.4%（比之前投资收益率假设每年上调 0.1%，即 2009 年为 4.7%，以后每年增加 1%，到 2013 年及其以后年份稳定在 5.1%，贴现率由 12.4%下调至 12%，得出在正常情况下公司评估价值 41.47 元，（考虑我们所用假设低于公司公布假设之弹性差异，下同），隐含集团 P/EV 2.6 倍，寿险公司（含其他业务调整净资产）P/EV 2.4 倍，隐含新业务乘数 15.6 倍。

#### 广电网络

- 业绩修正出于意料之中。按照修正后约 10%的增长率计算，广电网络 2008 年实现净利润约 4500 万元，对应的 EPS 为 0.135 元，低于我们前期 0.205 元预测，也低于市场一致性预测的 0.230 元（wind 一致性预测）。
- 业绩预增从“80%以上”下调到“10%左右”，处于预料之中。广电网络之前预计 08 年业绩同比增长 80%以上，意味着 08 年净利润将超过 7382 万元，而考虑到之后退出广告代理业务确认的 2950 万元营业外支出，按 15%扣除所得税的影响后，08 年净利润应该在 4874 万元以上，这与修正后净利润约 4500 万元基本相当。
- 业绩低于市场预期。按照公司修正后的业绩预告，四季度扣除退出广告代理业务确认的 2950 万元营业外支出后，贡献净利润约 700 万元，是 08 年中最差的一个季度，也是低于市场预期的主要原因，我们估计四季度业绩较差的主要原因在于成本的大幅增加，包括整转带来折旧和摊销以及年末人工成本的大幅增加。
- 维持“谨慎推荐”的投资评级。我们维持 09-10 年的盈利预测，即 EPS 分别为 0.35 元、0.38 元，当前股价下，对应的 PE 分别为 28、25 倍，EV/EBITDA 分别为 10.6 倍和 8.7 倍，在 A 股三家有线网络上市公司中，估值仍处于最低水平，我们维持谨慎推荐的投资评级。08 年公司业绩是最困难的时期，而 09 年在没有非经常性损益、整转加快等因素的刺激下，业绩将大幅改善，这也将构成股价表现的催化剂。而公司的投资风险主要来自于卫星直播、IPTV 对陕西有线电视可能带来的冲击。

#### 哈空调

- 调低 2009、2010 年盈利预测，维持公司“谨慎推荐”评级。我们将公司 2009、2010 年的盈利预测从之前的 EPS 1.13 和 1.37 元下调至 1.01 和 0.91 元，对应当前股价的 PE 分别为 16 和 18 倍，维持“谨慎推荐”投资建议不变。
- 补贴收入和投资收益对 08 年业绩贡献较大。公司 2008 年实现营业总收入为 15.0 亿元，同比增长 22.4%；实现净利润 3.19 亿元，净利润同比增长为 35.3%，实现全面摊薄的每股收益为 1.0 元。公司的盈利获得了超预期的增长，主要是因为：1、政府补贴收入较上年大幅增加约 4500 万；2、公司享

受免所得税政策，免税期为 2008-2010 年。3、投资公司效益增加，收益较上年大幅增加 98.2%。

- 电站空冷器收入与去年持平，09 年有望显著改善。2008 年公司电站空冷器收入为 7.18 亿元，同比增长仅 0.3%，毛利率小幅上升一个点至 27.1%。主要是因为公司产品结算周期一般都长达 2-3 年，前期新增订单较少所致，如 2007 年仅增加 4.9 亿元订单。而公司在 2008 年新增订单 11.9 亿元，同比增长 141%，电站空冷器的收入明后两年有望实现 15% 的增长。
- 当前电站建设已经呈现明显的下滑态势，2010 年之后公司电站空冷业务的增长将很可能放缓。不过，公司成功切入的电网换流站空冷设备有可能是业绩新的增长点。
- 石化空冷器领域竞争激烈，收入增速面临放缓。石化空冷器收入为 5.54 亿元，同比增长 23.8%，毛利率从 2007 年的 23.3% 上升至 25.6%。由于石化产品领域竞争激烈，2008 年仅新增订货 5.7 亿元，同比下降了 21%，产品收入增速面临放缓的趋势。
- 期待管理体制改善，确立公司长期增长趋势。公司在空冷子行业的龙头公司目前仍较为稳固，尽管其他内资企业的市场地位也有所增强。大型空冷设备是一个“准垄断”的市场，技术门槛、经验积累和资质要求能减缓国内后进者的步伐，而管理层扶持国产设备的决心又能抵挡国际对手。公司管理效率如能得到改善，公司增长潜力仍然值得期待。

#### 国电南瑞

- 小幅调低 2009、2010 年盈利预测，仍然公司维持“推荐”评级。我们将公司 2009、2010 年的盈利预测从之前的 EPS 0.76 和 0.86 元下调至 0.66 和 0.76 元，对应当前股价的 PE 分别为 35 和 30 倍。虽然如此，但是之前支持公司股价表现的注入资产注入的预期依然存在，因此我们仍维持“推荐”投资建议不变。
- 四季度收入确认较少导致 08 年业绩表现低于我们的预期。公司 2008 年实现营业总收入为 11.1 亿元，同比增长仅 2.4%；实现净利润 1.25 亿元，净利润同比增长为-12.0%，实现全面摊薄的每股收益为 0.49 元。但从季度看，前三季度公司收入仍然同比增长了 20%，而四季度收入则表现较差。从历史情况看，公司四季度由于项目回款较多，因此单季度收入往往能占到前三季度的 2/3，而 08 年四季度则仅有 3.5 亿元，只占前三季度 7.57 亿元的 46.2%。收入增长乏力直接导致业绩表现不佳。公司方面称因为自然灾害和奥运等偶然因素影响到部分客户的交货进度进而导致收入和业绩的下滑，我们认为这应该是其中一部分原因。2008 年末公司存货从年初的 3.0 亿元增加到 4.4 亿元，增幅达到近 50%，应该是这种状况的反映。
- 电网调度自动化业务仍保持强势地位。2008 年公司电网调度销售收入为 3.60 亿元，同比增长 13.0%，毛利率则从 2007 年的 31.3% 上升至 34.8%，表明公司在电网调度领域仍保持有较强的优势地位。我们认为公司在中高端市场的垄断地位还将延续，但增速则相对放缓。
- 变电站自动化业务毛利率已经接近底部，预计可维持。司变电站业务收入为 3.63 亿元，同比增长-11.8%，毛利率从 27.8% 下降为 24.7%。由于产品成熟而导致的下降尽管目前已经有所趋缓，我们认为已经接近底部，但当前的竞争态势仍会抑制毛利率的回升。
- 轨道交通、农村电网自动化业务维持稳定增长。公司轨道交通收入为 2.40 亿元，同比增长 17.2%，毛利率变化不大。农村电网自动化收入为 1.40 亿

元，同比增长 13.3%，毛利率从 32.3% 上升至 38.0%。从当前国内轨道交通建设进展以及农电网投资的发展趋势看，我们认为这两项业务仍可维持稳定增长的局面。09 年公司计划订单 22 亿，比 08 年增加 15.7%。2008 年公司收获订单 19 亿元，同比增长 15.2%。2009 年公司计划新增订单约 22 亿元，同比增长 15.7%。考虑到当前电网的投资力度，我们认为这个指标还是很有可能实现的。

#### 恒瑞医药

- 08 主业利润翻倍略超预期，证券投资拖累业绩。公司 2008 年实现主营业务收入 23.9 亿元，同比增长 20.8%；归属于上市公司股东净利润 4.23 亿元，同比增长 1.97%，EPS 为 0.82 元；扣除非经常性损益后的主业净利润 5.70 亿元，同比增长 100.06%，扣非 EPS 为 1.10 元。由于 08 年股市单边下行，4 季度证券投资亏损加大，共造成 1.81 亿元投资损失，影响每股收益约为 0.30 元。因此表观业绩略低于我们此前（0.87 元）预期，但主业业绩则超过（1.08 元）预期。08 年本次分配方案：每 10 股派送现金 1 元（含税），每 10 股送红股 2 股。公司主业利润大幅增加的原因：一是销售收入增长 20% 以上；二是公司获得高新认证，所得税率从 33% 大幅降低为 15%；三是费用控制得力，其中管理费用较 07 年下降 6531 万，有所调节；销售费用率同比下降 1 个百分点。抗肿瘤药仍是公司收入和利润主要来源，2008 年增长 22% 左右，其中多西他赛增长 20% 多，销售额突破 5 亿元；奥沙利铂增长 10% 以上，销售额跃上 4 亿元；伊立替康开始放量，全年销售接近 2 亿元；亚叶酸钙和来曲唑则平稳增长；08 年重点推广的麻醉手术用药翻倍增长；其它如心血管用药亦给公司带来较大收入增量。产品毛利率、净利润率、ROE 分别高达 83%、18%、21%；若剔除证券投资亏损，净利润率和 ROE 更高达 24%、32%，显示了公司极高的盈利能力。较为逊色的指标是：经营性净现金流。08 年每股经营性净现金流 0.23 元，较 07 年 0.51 元大幅降低，也远低于每股收益，主要原因是应收票据和应收账款大幅增长。如果将应收票据当作类现金，则 08 年经营现金流与 07 年基本持平，但仍远低于经营利润。这可能与公司对 07、08 年的经营利润适当调节有关系，业务方面则需要进一步观察。
- 09 年业绩展望，自主创新药物有望上市。预计 09 年来曲唑、七氟烷、阿曲库铵、厄贝沙坦将成为新的过亿品种，使公司上亿品种数达到 10 个；新产品左亚叶酸钙、培门冬酶将得到公司大力支持，销售额有望快速提升；创新药卡曲沙星和艾瑞昔布预计将于 09 年上市，公司将真正实现由“仿创”到“创新”的转变；具有重磅炸弹潜质的分子靶向抗肿瘤药物一甲磺酸阿帕替尼已获得 II、III 期临床批文，有望于 2011 年前后正式上市。
- 维持“推荐”评级。09-10 年，考虑到 08 年主业翻倍增长后，利润基数骤然变大，以及公司在持续高增长多年后，未来 2-3 年公司新一轮的建设和投入较大，用于行政中心、新的制剂工厂、研发中心、海外公司、临床开发等（每年估计 2-3 亿元）。我们暂时预计公司主业业绩增长约 22%、20%，净利润约为 7.10 亿和 8.59 亿元，主业 EPS 分别约 1.37 和 1.66 元（不考虑送股摊薄）。公司现有 8000 万的权益类资产，业绩预测未考虑投资收益。公司质地优良，2010 年后将新增多个主力品种，2010 年动态 PE 约 25X。我们维持公司中长期“推荐”的投资评级。

#### 天士力

- 08 年业绩超预期，股息收益率 2.7%。08 年主营收入 34 亿元，同比增长

22%；归属于上市公司股东净利润 2.56 亿元，同比增长 38%，扣除非经常性损益后净利润 2.59 亿元，同比增长 70%；EPS 0.52/0.53（扣非）。高于我们预计净利润 2.49 亿元，EPS 0.51 元的预测。ROE 13.6%，每股经营性净现金流 0.53 元，符合预期。08 年分红方案为每 10 股派 4 元，当前股价下股息收益率达 2.7%。

- 中药重磅炸弹重回稳步增长轨道，二线产品大幅增长。良好业绩主要源于医药工业增速明显回升。08 年医药工业实现销售收入 14.6 亿元，实际同比增长 18.73%，毛利率 71.7%，提升 1 个百分点。我们估计核心产品复方丹参滴丸销售额约 11.8 亿元，同比增长 16%，提价贡献约 6% 增长；养血清脑、水林佳销售额分别约 1.8 亿元、5500 万元，增速分别约 40%、150%。拳头产品恢复性增长和二线产品大幅增长，共同促使公司 08 年工业增长提速，我们认为这种增长具有持续性，主要是医药市场竞争环境越来越有利于优势企业和优势品种。09 年丹滴仍存在提价可能，并有望保持 15% 增速，其它产品继续保持 08 年大幅增长态势，09 年水林佳有望成为公司第 3 个销售额过 1 亿元的产品。
- 运营良好，稳步前进。工业和商业的毛利率均有所提升，盈利能力进一步提高。各项运营指标表现平稳，研发、制造、营销等各项工作稳步推进。回款强劲，现金流良好。
- 期待 09 年良好业绩表现。09 年，公司的优势品种已重回高增长轨迹；生物制药和中药粉针之前是公司的储备和业绩短板，09 年将逐步产出和贡献收益；不再有大规模的固定资产投资；利率大幅下调后，公司的财务费用降低。我们预计工业增长有望超过 20%，毛利率继续小幅提升、财务费用下降等因素，促使主营利润增速超过收入增速，净利润增长有望达到 25%。2010 年，生物制药和中药粉针成为新的增长点，推动业绩继续取得 22% 增速。
- 维持“推荐”评级，12 个月目标价 20 元。维持 09-10 年净利润约 3.19，3.89 亿元，EPS 0.65、0.80 预测。09 年“业绩提速 + 估值提升”有望取得超预期市场表现，目标价 20 元（10 年 25x）。

### 免责条款:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所**

|                                    |                       |                        |
|------------------------------------|-----------------------|------------------------|
| 经济研究所所长<br>传播与文化、社会服务业首席分析师<br>廖绪发 | 副所长<br>姚鸿斌            | 副所长、石油化工行业首席分析师<br>李 晨 |
| 副所长、首席金融工程分析师<br>葛新元               | 首席策略分析师<br>汤小生        | 首席经济顾问<br>杨建龙          |
| 钢铁有色金属行业首席分析师<br>郑 东               | IT 行业首席分析师<br>肖利娟     | 交通运输行业首席分析师<br>唐建华     |
| 造纸行业首席分析师<br>李世新                   | 房地产行业首席分析师<br>方 焱     | 汽车与汽配行业首席分析师<br>赵雪桂    |
| 电力设备行业首席分析师<br>彭继忠                 | 批发和零售贸易行业首席分析师<br>胡鸿轩 | 纺织品与服装行业首席分析师<br>高芳敏   |
| 化工行业首席分析师<br>邱 伟                   | 医药行业首席分析师<br>贺平鸽      | 家电行业首席分析师<br>王念春       |
| 通信行业首席分析师<br>严 平                   | 电力行业首席分析师<br>徐颖真      | 建筑与建材行业高级分析师<br>杨 昕    |
| 有色金属行业资深分析师<br>黄安乐                 | 医药行业资深分析师<br>丁 丹      | 机械行业资深分析师<br>余爱斌       |
| 固定收益资深分析师<br>皮 敏                   | 交通运输行业资深分析师<br>孙菲菲    | 社会服务行业资深分析师<br>李 君     |
| 宏观经济资深分析师<br>林松立                   | 金融衍生品资深分析师<br>董艺婷     | 金融工程分析师<br>黄志文         |
| 银行业分析师<br>黄 颀                      | 银行业分析师<br>谈 煊         | 保险行业分析师<br>武建刚         |
| 房地产行业分析师<br>陈 林                    | 金融工程分析师<br>王军清        | 宏观经济分析师<br>任泽平         |
| 证券信托行业分析师<br>王一峰                   | IT 行业分析师<br>王俊峰       | 食品饮料行业分析师<br>黄 茂       |
| 策略分析师<br>崔 嵘                       | 纺织品与服装行业分析师<br>方军平    | 有色金属行业分析师<br>李洪冀       |
| 批发和零售贸易行业分析师<br>吴美玉                | 房地产行业分析师<br>区瑞明       | 航空运输行业分析师<br>黄金香       |
| 农业行业分析师<br>张 如                     | 基金分析师<br>杨 涛          | 传播与文化行业分析师<br>陈财茂      |

**国信证券经济研究所机构销售部**

|                                                             |                                                             |                                                               |
|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 机构销售部总经理<br>盛建平<br>shengjp@guosen.com.cn<br>(021) 68864592  | 机构销售部副总经理<br>万成水<br>wancs@guosen.com.cn<br>(0755) 82133147  | 机构销售部销售副总监<br>王晓健<br>wangxj@guosen.com.cn<br>(010) 82252615   |
| 机构销售部销售副总监<br>刘宇华<br>liuyh@guosen.com.cn<br>(0755) 82130818 | 机构销售部销售副总监<br>王立法<br>wanglf@guosen.com.cn<br>(010) 82252236 | 机构销售部高级销售经理<br>黄胜蓝<br>huangsl@guosen.com.cn<br>(021) 68866011 |
| 机构销售部高级销售经理<br>马小丹<br>maxd@guosen.com.cn<br>(021) 68866025  | 机构销售部高级销售经理<br>谭春元<br>tancy@guosen.com.cn<br>(010) 82259782 | 机构销售部销售经理<br>郑 毅<br>zhengyi@guosen.com.cn<br>(021) 68866205   |
| 机构销售部销售经理<br>邵燕芳<br>shaoyf@guosen.com.cn<br>(0755) 82133148 | 机构销售部销售经理<br>刘 塑<br>liusu@guosen.com.cn<br>(021) 68866236   | 机构销售部销售经理<br>祝 彬<br>zhubin@guosen.com.cn<br>(0755) 82133456   |