

### 2009 年 3 月 A 股行业配置报告

#### 分析师

桑俊

电话：0755-83707385

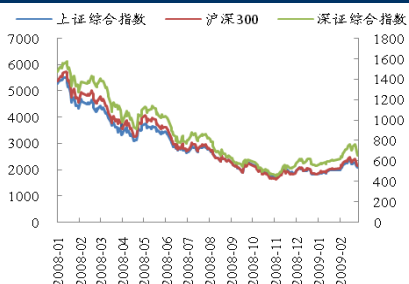
邮件：sangji@ghzq.com.cn

李军

电话：0755-83706353

邮件：lij06@ghzq.com.cn

#### 市场走势



#### 相关报告

《透过动荡，循着政策的轨迹前行》

——2009 年 A 股年度投资策略

2008 年 12 月

#### 分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 09 年以来沪深 300 上涨 17.76%，上市公司市值相对较小的深综指涨幅更是达到 19.12%。从全球主要证券市场的估值水平来看，沪深 300 动态市盈率和市净率仍然位于前列。
- 2 月证券市场冲高回落，鉴于大盘蓝筹仍然维持低位，而且部分行业内企业盈利开始转暖，我们认为市场深幅调整的可能性不大。在流动性充裕的背景下，3 月市场相对于 2 月可能会出现风格转换，市场热点将转向有基本面支持的盈利确定行业。
- 从信贷投放与固定资产投资之间的历史相关性来看，固定资产投资大约滞后信贷增长 6-7 个月，因此我们判断企业大规模受益于政府刺激政策应该会集中在第二季度。不过，目前与政府基建投资相关的行业已经开始有所复苏，其日常经营活动有所回暖，但是从我们的持续跟踪来看，其中一部分行业盈利复苏还是受困于新增产能和相对产能的过剩，行业盈利的高速增长短期难以再现。
- 3 月初“两会”的召开将落实和细化前期政府所公布的一系列政策措施，进一步贯彻中央政府关于 2009 年“保增长”、“促内需”、“调结构”的根本基调。根据政府“两会”历年的政策指向，我们认为“医改”和“农业”新政策的出台会带来一些行业的投资机会。
- 我们降低了部分强周期行业的配置，提高了受益于政策刺激以及“促民生”相关行业的配置。其中，我们调低有色金属至低配，调高机械和医药行业至超配。

## 全球市场回顾：风景这边独好

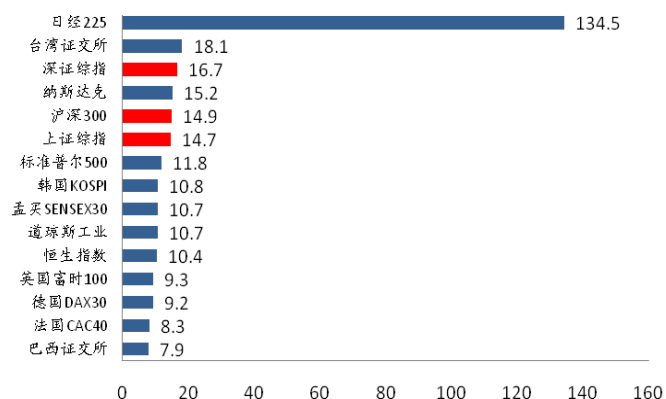
全球经济衰退尚未见底，金融危机的第二波冲击越演愈烈。年初至今，只有中国内地、俄罗斯和巴西证券市场录得了正的收益（见表1）。沪深300在过去近两个月上涨了17.76%，上市公司市值相对较小的深圳综指涨幅更是达到了19.12%。从全球主要证券市场的估值水平来看，沪深300动态市盈率和市净率仍然位于前列（见图1、图2）。

表1 全球证券行业市场表现

|             | 市场表现    |         |         |
|-------------|---------|---------|---------|
|             | 本月      | YTD     | 2008    |
| 沪深300       | 5.30%   | 17.76%  | -65.95% |
| 俄罗斯 MICEX   | 6.59%   | 7.51%   | -67.20% |
| 巴西证交所       | -2.84%  | 1.69%   | -41.22% |
| 台湾证交所       | 7.28%   | -0.74%  | -46.03% |
| 韩国 KOSPI    | -8.53%  | -5.46%  | -40.73% |
| 孟买 SENSEX30 | -5.65%  | -7.83%  | -52.45% |
| 恒生指数        | -3.51%  | -10.95% | -48.27% |
| 纳斯达克        | -6.68%  | -12.63% | -40.54% |
| 英国富时100     | -7.70%  | -13.62% | -31.33% |
| 日经225       | -5.32%  | -14.57% | -42.12% |
| 法国 CAC40    | -9.13%  | -16.02% | -42.68% |
| 标准普尔500     | -10.99% | -18.62% | -38.49% |
| 道琼斯工业       | -11.72% | -19.52% | -33.84% |
| 德国 DAX30    | -11.40% | -20.09% | -40.37% |

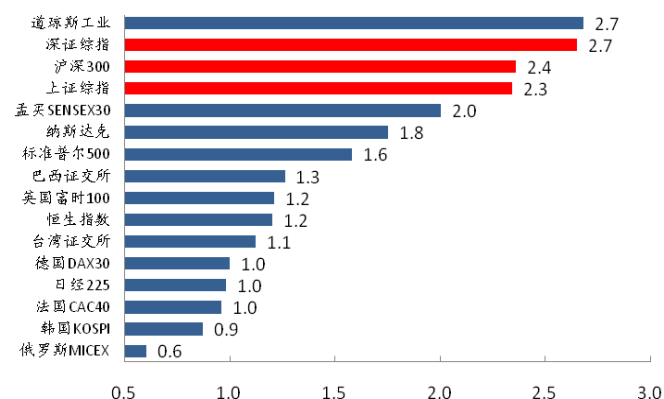
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图1 全球主要市场估值水平（动态市盈率）



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图2 全球主要市场估值水平（市净率）



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

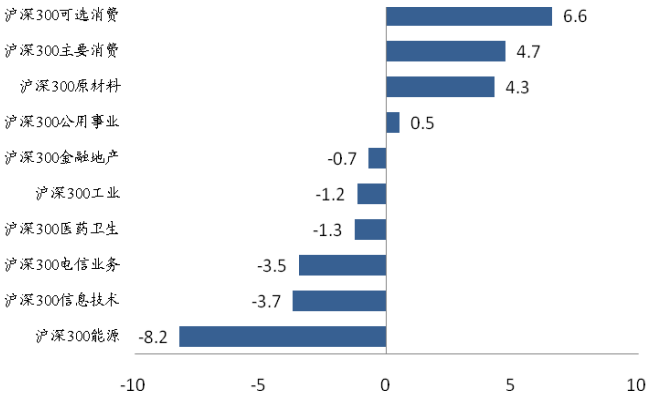
二月证券市场基本上延续了一月的走势，在企业盈利回暖和国家十大产业振兴政策的推动下，有色金属、交运设备等领涨大盘（见表2），不过最后一周，证券市场冲高回落。

表2 证券行业市场表现

|       | 市场表现 |      |      |       |       |
|-------|------|------|------|-------|-------|
|       | 本月   | YTD  | 三个月  | 六个月   | 一年    |
| 有色金属  | 20.1 | 44.9 | 46.2 | 5.6   | -63.6 |
| 交运设备  | 11.6 | 33.5 | 39.2 | 13.8  | -54.7 |
| 综合    | 10.1 | 28.8 | 34.7 | 2.3   | -55.5 |
| 电子元器件 | 8.2  | 25.1 | 34.3 | -3.7  | -56.2 |
| 房地产   | 8.8  | 24.5 | 19.4 | 8.3   | -50.9 |
| 机械设备  | 5.9  | 23.7 | 29.4 | 19.4  | -43.0 |
| 农林牧渔  | 9.2  | 23.1 | 29.3 | 5.0   | -45.1 |
| 纺织服装  | 5.2  | 22.4 | 26.5 | -4.0  | -52.4 |
| 餐饮旅游  | 7.7  | 21.7 | 34.6 | -4.2  | -58.0 |
| 金融服务  | 3.5  | 20.3 | 23.0 | -19.7 | -48.3 |
| 化工    | 4.1  | 19.5 | 13.9 | -14.7 | -56.2 |
| 轻工制造  | 4.7  | 18.4 | 25.5 | -11.2 | -57.9 |
| 家用电器  | 15.9 | 18.3 | 25.0 | 12.0  | -50.4 |
| 交通运输  | 4.5  | 18.2 | 12.9 | -14.7 | -57.2 |
| 采掘    | -2.7 | 17.0 | 20.3 | -20.4 | -56.1 |
| 建筑建材  | 5.5  | 16.4 | 16.0 | 17.1  | -41.2 |
| 黑色金属  | 0.2  | 16.2 | 7.3  | -11.6 | -64.2 |
| 信息设备  | 2.8  | 14.8 | 36.2 | 4.1   | -51.8 |
| 医药生物  | 4.8  | 13.5 | 27.8 | 19.1  | -34.3 |
| 公用事业  | 5.4  | 12.7 | 9.9  | 9.0   | -44.8 |
| 商业贸易  | 8.6  | 12.4 | 22.5 | -6.4  | -51.0 |
| 食品饮料  | 10.4 | 12.2 | 14.3 | -15.0 | -48.0 |
| 信息服务  | 4.7  | 12.1 | 17.2 | 8.6   | -46.4 |
| 上证综指  | 4.6  | 14.4 | 11.3 | -13.1 | -51.9 |

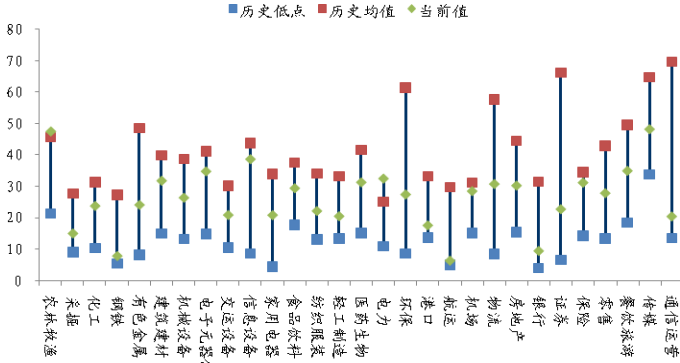
资料来源：WIND、申万一级行业分类、国海证券研究所

图3 沪深300行业指数相对涨幅



资料来源：WIND、国海证券研究所

图4 证券市场估值水平（按2008年三季度业绩计算）



资料来源：WIND、国海证券研究所

表 3 沪深 300 各行业涨幅和跌幅居前的成份股

|             | 表现最好的成份股 |        |        | 表现最差的成份股 |         |         |
|-------------|----------|--------|--------|----------|---------|---------|
|             | 名称       | 当月     | YTD    | 名称       | 当月      | YTD     |
| 沪深 300 可选消费 | 长安汽车     | 75.44% | 75.44% | 电广传媒     | -12.86% | 1.42%   |
| 沪深 300 主要消费 | 重庆啤酒     | 40.22% | 46.57% | 冠农股份     | -3.48%  | 13.57%  |
| 沪深 300 原材料  | 紫金矿业     | 62.87% | 70.93% | 华菱钢铁     | -16.31% | 8.09%   |
| 沪深 300 公用事业 | 深圳能源     | 31.42% | 35.29% | 川投能源     | -11.50% | 4.80%   |
| 沪深 300 金融地产 | 中国宝安     | 35.66% | 99.04% | 张江高科     | -8.97%  | 12.71%  |
| 沪深 300 工业   | 南方航空     | 28.85% | 38.00% | 中海发展     | -12.19% | 15.07%  |
| 沪深 300 医药卫生 | 云南白药     | 11.15% | 4.85%  | 健康元      | -5.23%  | 3.31%   |
| 沪深 300 电信业务 | 鹏博士      | 7.11%  | 13.28% | 中兴通讯     | 0.11%   | 1.40%   |
| 沪深 300 信息技术 | 长城开发     | 32.37% | 54.10% | 航天信息     | -10.75% | -10.11% |
| 沪深 300 能源   | 国投新集     | 10.07% | 10.07% | 潞安环能     | -20.63% | 19.48%  |

资料来源：WIND、国海证券研究所

### 3 月行业配置策略：风格轮动，寻找确定性

2 月证券市场冲高回落，鉴于大盘蓝筹仍然维持低位，而且部分行业企业盈利开始转暖，我们认为市场深幅调整的可能性不大。在流动性充裕的背景下，3 月证券市场相对于 2 月会出现风格转换，市场热点将会从题材炒作转向有基本面支持的盈利确定行业。不过，鉴于信贷投放与固定资产投资之间的滞后效应，大部分行业盈利复苏可能会在二季度出现，而且许多制造业还深受产能过剩的影响，行业盈利转暖压力仍然较大。

考虑到当前外部经济进一步恶化的趋势，政府可能会推进新的经济刺激方案，因此我们认为 3 月政府政策仍然值得期待，并且那些受益于政府产业振兴政策长期利好的上市公司龙头企业有望享有行业溢价。

外部经济环境严重恶化，外需可能会出现超预期放缓。因此我们建议 3 月应该回避外需占比较大的外向型行业，关注受益于“促内需”的相关行业。

#### 3 月流动性充沛将持续

2009 年证券市场流动性充裕的格局不会发生大的改变。央行在刚发布的《2008 年四季度货币政策执行报告》中提出要继续保障银行体系流动性充足、促进货币信贷稳定增长、优化信贷资金流向，并且还提出要防范近期通货紧缩加大的风险。

全流通的证券市场有利于实业投资者加大资产配置中的股权投资。考虑到 2009 年全流通的上市公司数量逐步增加，在经济低迷期加大长期股权投资或将成为企业在实体经济投资意愿降低之后另一选择。

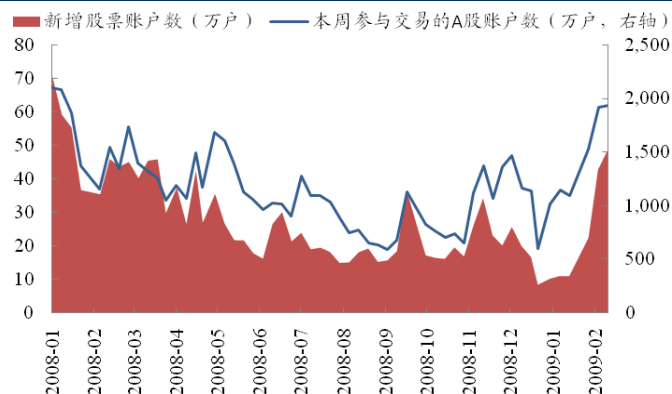
中小投资者投资热情高涨。结合近期中登公司提供的新增股票账户和参与交易的股票账户数据，随着证券市场上涨的继续，投资者参与热情高涨，两项数据都已经回升到去年一季度的水平。

图5 M1与证券市场走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

图6 新增股票账户与参与交易账户数



资料来源：WIND、中国证券登记结算公司、国海证券研究所

#### 区别对待估值回落之后的主题型投资

2月证券市场主要是各类题材的炒作，包括十大产业振兴政策受益概念、创投概念、新能源概念、世博概念、迪斯尼概念等。不过，在指数冲高回落之后，我们认为可以逢低增持一些盈利增长相对确定、市场空间巨大的优质公司，从我们对历史上高成长的上市公司估值水平的研究来看，增长确定的上市公司估值溢价是长期存在的。

#### 时间错配导致市场忽视政府政策利好

从这次应对经济下滑的政府政策措施来看，政府的大规模刺激政策目的是改善需求，而产业振兴规划目的是调配供给。但是由于刺激政策是短期的，而产业振兴规划往往是中期乃至长期的，由此产生的时间错配导致证券市场对这些相关产业上市公司的盈利预期并没有明显改善。

周一（23日）结束的政治局会议明确提出“四大措施”，包括大规模增加政府投资、大范围实施调整振兴规划、大力推进自主创新和大幅度提高社会保障水平。

政府“四大措施”中前三项主要集中于有效调整供给数量和供给结构。在“四万亿”政策开始逐步落实之后，十大产业振兴规划中鼓励企业兼并重组的细则和国资委加快国企整合的规划，都会促使国企整合有望在今年加速。我们一直强调对低附加值、低技术水平、低行业集中度的制造业，企业自发的兼并重组不仅受自身资金实力的限制，而且受各地方政府利益的阻挠，因为政府推动为主的兼并重组才是当期我国产业结构升级的最佳模式。从中长期受益的行业龙头和技术领先的企业将会享

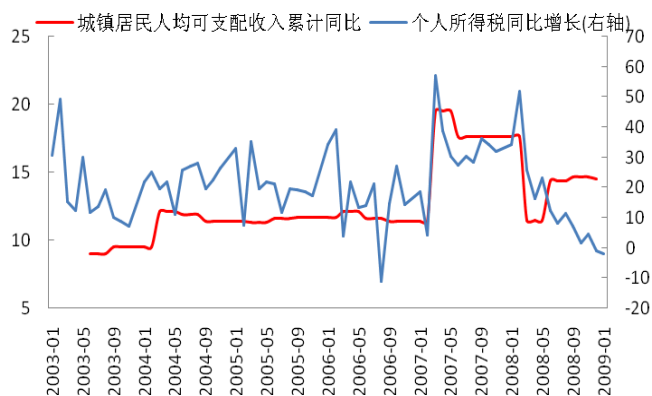
受证券市场上的估值溢价。

政府“四大措施”中最后一项关于社会保障的内容同样值得我们长期关注。我们一直强调政府刺激政策改善内需只能解决当前的需求短缺，无法有效解决长期需求不足的难题。而无论是城镇居民消费能力的挖掘还是农村居民消费潜力的激发，亟待“民生”相关的社会保障体系的建立。因此我们认为加快完善各项社会保险制度，全面推进城镇居民基本医疗保险制度，建立健全覆盖城乡居民的社会保障体系所涉及到的相关行业和企业值得长期关注。

### 把握行业盈利复苏的节奏

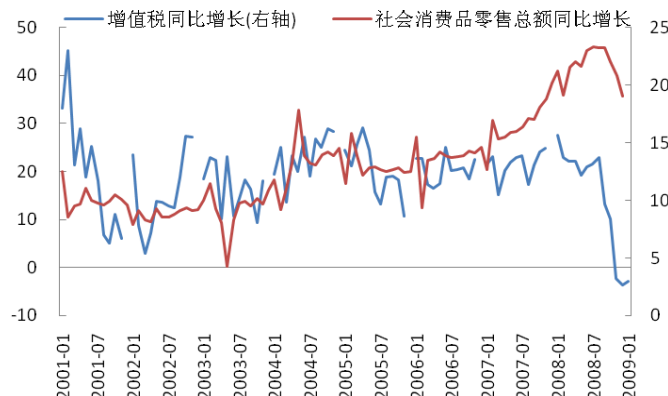
从政府“保八”的贡献度来看，只有固定资产投资的快速增长是确定的。外需恶化决定了进出口贡献同比显著下滑，我们的宏观小组认为净出口可能在 2009 年难以为经济增长做出贡献。而居民消费对经济增长的贡献将会下滑，我们从历史数据的分析中的出，消费增速与人均收入增速显著相关。因此，尽管政府不断地为保增长创造就业，但是我们认为收入增速的放缓会制约消费对经济增长的作用。另外，尽管增值税在 2009 年 1 月有所调整，但是我们还是能够从个人所得税和增值税的变化趋势更加准确地把握个人收入和社会消费的走势（见图 7、图 8）。

图 7 人均收入与个人所得税同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8 社会消费品零售总额与增值税同比增速

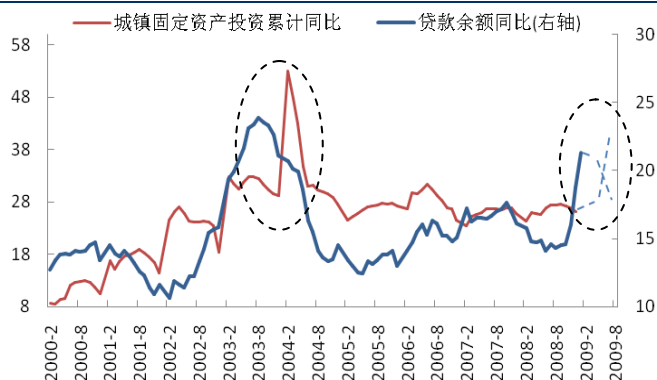


资料来源：WIND、国海证券研究所

从信贷投放与固定资产投资之间的历史相关性（见图 7）来看，固定资产投资大约滞后信贷增长 6-7 个月，因此我们判断企业大规模受益于政府刺激政策应该会在第二季度。目前来看，只有与政府基建投资相关的行业可能会明显受益，如钢铁、水泥、机械等，其日常经营活动也的确有所回暖，不过从我们的持续跟踪来看，一些行业（如钢铁、机械）盈利复苏还是受困于新增产能和相对产能（外需放缓）的过剩，整体行业盈利的高速增长短期难以再现。另外，应该回避出口依赖程度较大的

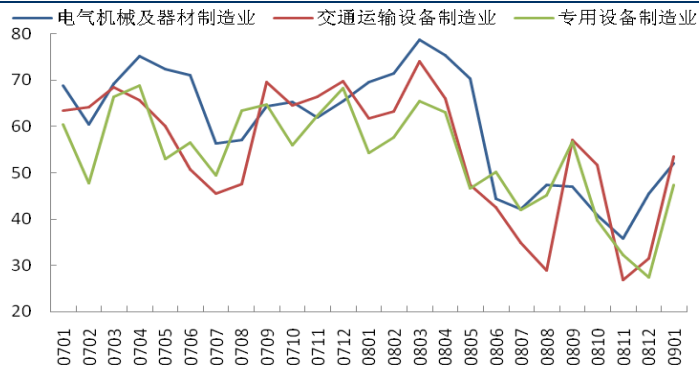
外向型行业，这些行业受政策拉动的需求增加可能难以弥补出口的下  
滑，以有色金属（六种基本金属）和电子元器件为代表。

图 9 固定资产投资与贷款余额增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 10 行业 PMI 新订单走势



资料来源：PMI Client、国海证券研究所

其他行业的回暖可能会更加漫长。尽管政府已经出台的一系列“促消费”的政策措施，如“家电下乡”、“汽车下乡”等，但是鉴于当前收入增长不确定性导致农村居民消费能力的下滑，我们认为这些政策措施能够对这些行业库存积压的现状有所缓解，但是产能过剩与需求下滑会导致这些行业的复苏比较艰难。

### 重大事项分析

3 月初“两会”的召开将会落实前期政府所公布的一系列政策措施，进一步贯彻中央政府关于 2009 年“保增长”、“促内需”、“调结构”的根本基调。一方面，有关产业结构调整的细节会在两会之后开始逐步见效；另一方面，“促内需”相关的政策会更着重于社会保障等方面。尽管当前证券市场已经反映了一定的预期，但是具体措施实施仍然会利好部分上市公司。

根据政府“两会”历年的政策指向，我们认为“医改”和“农业”新政策的出台会带来一些行业的投资机会。

表 4 历届两会政策指向

| 年度   | 主要政策指向                                                                                                                                                           |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2009 | 保增长；促就业；医改；社保改革；制度反腐；房地产规划；食品安全；农民增收；产业结构调整。                                                                                                                     |
| 2008 | （一）搞好宏观调控，保持经济平稳较快发展。（二）加强农业基础设施建设，促进农业发展和农民增收。（三）推进经济结构调整，转变发展方式。（四）加大节能减排和环境保护力度，做好产品质量安全工作。（五）深化经济体制改革，提高对外开放水平。（六）更加注重社会建设，着力保障和改善民生。（七）深化文化体制改革，推动文化大发展大繁荣。 |
| 2007 | （一）坚持加强和改善宏观调控。（二）发展现代农业和推进社会主义新农村建设。（三）大力抓好节能降耗、保护和节约集约用地。（四）加快推进产业结构升级和自主创新。（五）进一步推动区域协调发展。                                                                    |
| 2006 | （一）继续保持经济平稳较快发展。（二）扎实推进社会主义新农村建设。（三）加大产业结构调整、资源节约和环境保护力度。（四）继续推动区域协调发展。（五）实施科教兴国战略和人才强国战略，加强文化建设。（六）进一步推进改革开放。（七）高度重视解决涉及群众切身利益的问题。（八）加强民主政治建设和维护社会稳定。           |
| 2005 | （一）坚持加强和改善宏观调控。（二）进一步加强“三农”工作。（三）加快推进经济结构调整和增长方式转变。（四）积极推动区域协调发展。                                                                                                |

资料来源：新华社、新华网、国海证券研究所

## 重点行业分析

### 石油化工——石化产业振兴规划短期对行业难有成效（陈东晓，0755- 83705227）

振兴规划建立依法淘汰落后产能的机制、推进企业兼并重组、提高产业集中度、推进企业强强联合和优化重组，减免交易税收。至于重点项目方面，炼油、乙烯等重点化工项目以及支农化学品如化肥、农药、高端化工新材料产品等得到重点扶持，这对于国内重点化工企业都是较好消息。

特别石油收益金起征点调高的可能性不大。从国家 2006 年推出本征收办法的目的性分析，国家征收的特别收益金主要是在高油价下用于补充农业、公共交通的支出资金，因此近期通过调高起征点来缓解石油公司的压力的可能性甚微。

石油化工产业振兴规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，短期内难有明显效果。对上市公司的短期业绩等因素没有明显促进作用。

### 医药——将在政策影响下成长（陈东晓，0755- 83705227）

2009 年对整个医药经济运行而言,主要是新医改将对整个行业的发展带来的影响。即使考虑到全球经济不利影响,但整个医药产业的增长率依然能维持近几年 18%以上的平均水平。随着新医改进程的展开,医保人群覆盖面的扩大,将带来需求增长。医药行业需求刚性的特性,全球范围对我国众多原料药的依赖,也将保证国内外市场消费要求,从而保证我国医药经济稳定增长和运行。

从二级市场的角度分析,产业政策的频繁出台和逐步实施,对相关的子行业和企业有较多的短线投资机会,但最终受惠产业政策下的上市医药企业,将随着时间推移而真正显现。预计,2009 年医药类上市公司的股价波动将较大,重点选择子行业龙头企业和研发创新类医药类上市公司,将符合我国产业结构优化发展前景。

#### 银行——估值回复,未来关注股份制中小银行(冯伟, 0755-83704681)

国家的信贷刺激政策直面银行信贷增长,预计未来银行信贷规模超预期增长能够部分平滑银行业的业绩波动,但量难补价,且银行不良风险或将有所放大。年初以来国内 A 股市场一枝独秀,反弹超过 25%,而整体银行股亦相应反弹超过 20%,估值安全边际正慢慢减小。

目前整体银行业 09 年资产质量预期转好,而国有大银行在政府主导的信贷大量投放中占据较大份额,使我们对其未来信贷风险敞口的扩大存在隐忧。相对国有大银行,我们更看好股份制小银行的表现。建议投资者可以关注招行解禁带来的投资机会,同时建议关注成长性及风险较小的北京银行,以及由于并购带来估值溢价的深发展和融资概念的浦发银行。

#### 通信——电信投资提速,关注优势设备厂商(蒋传宁, 0755-83706290)

国内移动设备投资正步入新一轮上升周期。电信重组后,国内电信投资开始提速,中国电信迅速推进 C 网扩容升级、中国移动进行 TD 网二期扩容,2008 年 11、12 月完成投资额 1100 亿元,全年投资额达 2953.7 亿元,同比增长 29.6%,超出预期。随着中国联通加紧启动 G 网扩容及升级建设以及中国移动加大 TD 网三期投资,预计 2009 年国内电信投资将继续提高,有望达 3200-3500 亿元。2010 年可望保持这一投资规模。

国内品牌厂商 3G 版图占据优势。继 C 网、TD 二期扩容中获得领先地位,中兴通讯在中国联通 WCDMA 网建设中策略得当,作为 WCDMA 第二集团厂商获得了 21.5%的市场份额,高出我们预期区间

10-20%的上限，取得了较为有利的结果。相比 2G 时代，国内品牌厂商在 3G 建设中取得了优势地位，中兴通讯成为了 3G 设备第一梯队供应商。

维持对通信行业 09 年持乐观的看法。建议关注电信投资提速的受益者、国际市场份额提高的中兴通讯。未来 3G 争夺有望占优的中国联通。此外，建议关注未来有持续增长潜力的国脉科技。

#### 食品饮料——白酒企业盈利增速显著回落（刘金沪，0755-83704943）

国家轻工业振兴规划对食品饮料行业直接受益有限，其政策导向更强调品牌建设和产业集中度的提高，奖优罚劣的方针将更加明确，有利于建立健康稳定的行业竞争秩序，对行业内的优势公司而言是长远利好。

行业利润增长主引擎的白酒减速从五粮液的年报中得到部分验证，其盈利能力逐季回落。新三元公司整合两家公司的设施、渠道、奶源等资源难度较大，其目前的总市值水平已经充分乃至过度反映了这一预期，新公司需要在目前基础上扩张约 10 倍才可以支撑当前估值。三元股份目前的股价存在一定的高估，提醒投资者注意投资风险。

#### 钢铁——并购重组推进带来长期利好（孙林，0755-83716909）

2 月中旬，钢铁社会库存持续攀升，加之对铁矿石长协价下跌的预期，钢材价格又出现了较大的回落。我们认为目前价格处于阶段性底部，未来下跌和上涨的都比较困难，处于盘整态势。当铁矿石长协价确定之后，钢价仍可能会有一定下跌。

并购重组将成为今年钢铁行业的大戏。目前钢铁行业正处于行业低谷的时期，很多钢企面临亏损难以为继的境地，兼并重组一批优质的中型钢铁企业正当其时，目前既有政策的支持，也有财政的支持，而宝钢、武钢、鞍钢等大型央企是此轮重组的受益者。

3 月份，随着钢材期货的推出和资产重组的政策落实，以及目前行业整体估值的相对偏低，3 月的钢铁板块将表现比较活跃。不过尽管 3 月份开始钢铁需求旺季的到来，但供大于需的矛盾将长期存在，这将抑制钢铁企业盈利的大幅回升，行业利润仍将维持低位，维持行业“中性”评级。谨慎推荐有区域优势及长材占比较高的八一钢铁，以及有并购重组，受益于钢材期货相关的建筑钢材类生产企业如唐钢股份，马钢股份。

### 铁路设备——与中国铁路“跨越式”发展同行(孙林, 0755-83716909)

由于受铁路建设行业高景气的影响,铁路设备板块受到市场积极关注。由于我国铁路刚刚进入大建设发展的黄金时期,相对于未来不太明朗的宏观经济,铁路设备产业未来持续高景气度较为明确,相应公司的业绩将会在未来几年内逐步体现,我们给予整个铁路设备行业“强于大势”评级。

作为行业双寡头垄断之一的中国南车,唯一的一家铁路设备主营的上市公司,中国南车在市场地位、经营规模、技术领先方面具有明显的优势,未来铁道部的机车车辆采购订单按南北车各占比 50%计算,未来增长确定,08-10 年业绩为 0.13, 0.19, 0.24 元,给予“增持”评级。

晋西车轴和时代新材在此轮铁路建设中也受益明显,08-10 年 EPS 分别在 0.46、0.73、0.90 元,0.25、0.36、0.51 元,由于目前股价已反映了公司业绩前景,按 09 年业绩 P/E 分别在 28X 和 33X,估值较为合理,我们给予“中性”的评级。

### 农林牧渔——关注政策,寻找业绩增长(孙霞, 0755-83706347)

按照惯例,3 月初召开的两会必将涉及农业。在全年农业工作重点定调的基础上,尽管农业大部分政策已出,两会也将给作为主题投资的农业带来一定的刺激,维持“强于大势”评级。3 月份我们的选股思路是受益政策、业绩增长的上市公司,建议关注敦煌种业、天康生物。

在农林牧渔板块中,政策暂未涉及的子行业为林、渔业,不排除两会后将针对这两行业出台相关政策。在 2 月 19 日的糖协会议上,广西壮族自治区明确表示将糖业提上两会议程。因此,可以关注政策可能给林、渔、糖业带来的交易性投资机会。

### 煤炭——景气仍趋下行,估值得到修复(张晓霞, 0755-83716754)

煤电博弈僵持不下,但市场煤价格下滑幅度明显。秦皇岛煤炭价格在 2 月份下跌幅度达 7%左右。秦皇岛 5500 大卡的平仓价格十分接近神华集团在年初福建煤炭衔接会上的报价。我们认为,在目前形势下煤电双方都需做出妥协,方能共度难关。

1 月份煤炭产量增幅较大,但 2 月份煤炭中转地库存上升十分明显。如果前阶段的限产报价不能继续贯彻落实,则 3 月份后煤炭需供需过剩的迹象将十分明显。煤炭行业的景气下行趋势不变。

煤炭类上市公司加快重组并购步伐,金牛能源、盘江股份等 7 家公司均在较为重大的重组事宜。

我们跟踪的重点煤炭公司的 2008 年、2009 年的平均市盈率 10 倍、

13 倍。平均市净率为 2.97、2.54 较低的估值有得到了一定的修复。鉴于煤炭行业仍处景气下行通道，目前的估值得到了一定的修复，投资建议为中性。

#### 房地产——在保障与刺激间摇摆前行（赵铎，0755-83703307）

2 月以来房地产行业相关政策及传闻对板块走势影响较明显，我们认为，如果建设部主导的产业规划中对保障性住房供应过量过当支持，则对商品住宅市场长期影响偏负面；而短期可以期待见效的政策以偏重刺激商品房成交为主，如降息、放松二套房贷款限制、局部甚至更大范围放松 90/70 原则、购房退税、购房入户等，因此短期政策对行业的短期影响仍可能偏正面

我们维持对房地产板块的“中性”评级，提醒关注两会前后政策导向的新动向。长期看好龙头企业，对万科 A、保利地产、金地集团给予“增持”评级；建议短期关注年报绩优和可能高分红公司的阶段性机会。

#### 建材——继续关注增长预期相对确定的优势股（卜忠东，0755-83716694）

水泥行业运行数据表明：水泥行业的运行情况平稳，景气程度尚好，经营压力有所减缓。预计随着消费旺季的即将到来及国家大规模基建投资的陆续开工，水泥行业的景气程度有望逐渐趋好。玻璃行业因房地产疲软及出口减少等因素，虽然有近 20% 的产能停产，但价格下滑局面仍未止住。预计玻璃行业经营困难的局面短期内难以扭转。

水泥公司按 2008 年业绩计算的估值水平已高于全部 A 股和沪深 300 的估值水平，但 2009 年增长预期下的估值水平略微偏低。在估值略微偏低且增长预期相对明确的情况下，预计水泥板块的强势有望持续；但由于 2010 年水泥行业新增产能对市场的影响尚不明确，可能会一定程度影响水泥行业 2009 年的估值水平。因此，给予水泥行业中性的投资评级。对于 2010 年增长预期明确的优势水泥股给予增持的投资评级。

对于 2009 年、2010 年增长预期明确的优势水泥股，给予增持的投资评级，建议逢低增持华新水泥、冀东水泥、海螺水泥等优势公司及江西水泥等具有整合能力的区域龙头。建议逢低增持南玻、金晶科技等涉足新能源且业绩有望持续增长的优势玻璃公司，建议逢低增持中材科技、海螺型材等有望受益于国家扩内需政策和节能减排政策、业绩有望持续增长的优势建材公司。

#### 有色金属——股票回调压力加大（黄皓，0755-83704850）

基本金属价格受压，交易所库存继续增加。我们认为市场对经济复苏的前景可能会出现新一轮悲观预期；基本金属仍处于过剩状态，低成本生产商减产有限；国内基本金属进口可能会增加以打压国内价格。3 月金属市场将受到更大压力，交易所库存仍将处于增加状态。

黄金高点面前需谨慎。目前黄金投资需求仍巨量增长，但实物消费需求开始减缓，传统黄金消费大国土耳其、印度受到了明显冲击，供需基本面对黄金价格施加的压力明显加大。黄金价格创新高将取决于东欧债务危机以及美国公司债市场的演化。

股票价格回调压力增大。有色金属板块 2 月领涨大盘，但目前金属价格继续低迷，且存在进一步回落的预期；前期许多企业新、扩建项目盈利已不如预期，遗留的高负债仍会对企业构成较大压力。我们甚至认为相当一部分企业经营最困难的时候可能还没有到来。并且，与境外同行业企业相比，A 股的溢价还在扩大，国内企业并不比全球布局的国际巨头在成本上有多大优势，而金属价格又是由统一的金融市场确定的。如此大差异的走势终将对 A 股有色金属板块构成压力。我们将 3 月 A 股有色金属行业投资评级下调至弱于大市。

#### 商业零售——关注并购重组概念带来的投资机会（栾雪飞，0755-83716973）

随着市场对国家拉动内需一系列政策的陆续出台、两会期间关于民生问题的关注、中央和地方国资委并购重组的力度加大，来自国家最有力的推动，是消费振兴的根本性利好。随着宏观经济的反弹与好转，居民对可支配收入降低的预期将得以逐步逆转。

受宏观环境影响，短期内行业整体目前仍在景气下降区间运行，然而，零售业将随着四万亿甚至更多的投资刺激政策而复苏，这取决于投资效果的显现速度。如果上游领域的复苏可以超预期，我们就可以说，零售业的复苏就可以超预期（如果这两年内零售业不出现惠及深远的经营模式的变革的话，这个概率非常小）。如果我们对宏观经济的判断是对的，那么接下来零售业也将具备超市场预期的大概率事件。如果考虑人为的因素，受 2008 年业绩压制影响，2009 第一季度的业绩很可能超出预期。

超市业受 CPI 影响最大，随着 CPI 的逐步反弹，超市增长有望超预期。百货业短期增长压力大，关注并购重组概念带来的投资机会。家电连锁业进入同店负增长阶段，预计加速下滑趋势持续到 2009 年第一季度末。未来一段时间的投资机会存在于两方面，以百联股份为代表的上海本地商业股和央企和地方政府的并购重组概念股票。

### 3 月行业配置

证券市场冲高回落，前期市场高涨带来的估值压力初步缓解，我们判断 3 月证券市场的风格会出现轮换，因此我们降低了部分强周期行业的配置，提高了受益于政策刺激以及“促民生”相关行业的配置。其中，我们调低有色金属至低配，调高机械和医药行业至超配。

表 5 3 月份行业配置

| 超 配  | 标 配  | 低 配  |
|------|------|------|
| 通信   | 银行   | 航空   |
| 机械   | 电力   | 有色金属 |
| 医药   | 钢铁   |      |
| 农林牧渔 | 食品饮料 |      |
| 建材   | 商业零售 |      |
| 建筑   | 煤炭   |      |
|      | 房地产  |      |
|      | 石油化工 |      |

### 国海证券投资评级标准

#### 行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10% 之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10% 之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

### 免责声明

本报告中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。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。本报告版权归国海证券所有。