

政策预期落空，市场短期面临调整压力

●两会政策预期落空，短期市场面临调整压力

1) 此前市场预期政府会加大投资力度至 6 万亿，但从总理报告来看，并没有超预期的因素，无论是投资还是消费领域，短期而言市场面临调整压力。政府意图通过如下两步来恢复经济，阶段一，消化库存，政府投资弥补需求缺口；阶段二，民营资本、外资等社会资本跟进政府的投入，接力而上，民间需求开始启动。但根据宏观组的判断，这两个阶段中间必然出现断档。2) 4 月份是政府投资高峰期，我们预期会造成大宗商品原材料价格的持续反弹，同时造成 4 月份的宏观经济数据 PMI、发电量等表现不错，但 3 月下旬开始的年报和 1 季报业绩利空使得市场持续向上动力不足，因此我们认为中期而言市场可能仍然维持震荡格局。

●美国 PMI 制造业指数连续两个月回升 1 月份实际消费指数同比回升

1 月份美国名义消费支出环比增长 0.6%，高于市场预期的 0.4%；实际消费支出环比增长 0.4%，为 07 年 11 月以来最高增速；同比降幅也由前月的 1.9% 缩小至 1.6%。实际消费支出同比增速的回升符合我们在二月份美股专题报告中的判断，即依据 1) 实际平均时薪连续五个月回升；2) 1 月份实际零售销售同比增速反弹；3) 1 月份 PMI 指数回升，推断未来实际消费支出同比增速回升概率增大。单月的数据不足以说明实际消费支出增速见底，未来实际消费支出增速反弹的持续性值得关注。面临的主要风险是个人储蓄率的大幅上升。尽管储蓄率的回升对于美国经济长期利好，但短期为消费支出增速带来冲击，推迟实际消费支出见底反弹的时间。积极的方面在于，奥巴马总统 7870 亿美元经济刺激计划中有 35% 用于减税计划，有利于中长期实际 PCE 的增长。2 月份美国 PMI 先行指标再次回升 0.2 个点，至 35.8，高于市场预期的 34，为连续两个月回升，但指数仍低于 50 临界值，说明 2 月份美国制造业仍处于萎缩态势，但程度略有缓解。产出指标回升是整体指数增长的主要原因。新订单指标 2 月份小幅回落 0.1 个点，新增需求基本维持现状；厂商和消费者库存均出现下降，尤其是消费者库存大幅下降 4.5 个点，至接近临界值水平，库存的消化有利未来制造业增长。由于新订单指标的回落，预计 3 月份 PMI 指数将小幅下滑，但库存指标的下降缩短了未来 PMI 指数下跌的空间和时间！

●重点配置金融、医药、基建投资受益板块

配置仍然围绕两会政策报告展开，行业选择：1、配置反弹幅度相对较小，业绩增长风险较低及增长确定的行业，首选金融，其次医药；2、继续配置政策推动景气改善、投资拉动相关行业；3、关注年报分红送配。建议超配金融、汽车、电气设备、建筑建材、房地产行业、医药、农业。

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。

目录

3 月业绩利空加大市场调整风险	4
投资策略：政策预期落空，重点配置防御板块	4
两会政策预期落空，短期市场面临调整压力	4
重点配置金融、医药、基建投资受益板块	5
上周市场回顾	5
两会召开 希望与失落并存	5
海外市场：1 月份实际消费支出同比增速六个月来首次回升	6
市场运行特征	11
A股市场	11
全球股市	12
市场估值水平	14
A股估值水平	14
“中国资产”估值比较	15
重点行业和公司点评	18
重点行业	18
钢铁	18
农药	18
银行	18
建筑工程	19
重点公司	19
天马股份	19
泛海建设	19
国投电力	20
山西三维	21
烟台万华	21
酒钢宏兴	21
新兴铸管	22
免责条款：	23

图表目录

图 1: 政府意图与可能的实际情况.....	4
图 2: 上证A股近 1 月走势图.....	5
表 1: 美国个人收入和支出数据细目	6
图 3: 名义个人可支配收入和支出 (十亿美元)	7
图 4: 实际个人消费支出及平均实薪同比增速.....	7
图 5: 实际PCE与实际平均时薪月度增速 (1965/01-2009/01)	8
表 2: ISM制造业采购经理人指数PMI分项指标.....	8
图 6: 美国ISM制造业及非制造业采购经理人指数 (2000/1-2009/2)	9
图 7: 美国PMI中进出口指标与美元走势.....	9
图 8: 美国PMI指数中进口指标与中国对美出口同比增速.....	9
图 10: A股不同行业指数阶段涨跌幅	11
图 11: A股不同行业资金流量相对值	11
图 12: A股不同风格指数阶段涨跌幅	11
图 13: A股不同风格指数资金流量相对值	11
图 14: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名	12
图 15: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名	12
图 16: 欧洲主要行业指数阶段涨跌幅排名	13
图 17: 北美主要行业指数阶段涨跌幅排名	13
表 3: 各个国家的股市整体的估值水平以及近期表现一览.....	13
图 18: 05 年以来上证指数PE估值区域 (PE-Band)	14
图 19: 05 年以来上证指数PB估值区域 (PB-Band)	14
图 20: 全球主要指数动态PB-ROE矩阵散点图	14
图 21: 行业动态PB-ROE矩阵散点图	15
图 22: 中国资产分行业PE估值比较	15
图 23: 中国资产分行业PB估值比较	15
图 24: A/H整体溢价率历史走势图	16
图 25: A/H个股溢价率对比散点图	16
表 4: 主要H股、红筹公司估值水平及近期表现一览表	16

3 月业绩利空加大市场调整风险

投资策略：政策预期落空，重点配置防御板块

两会政策预期落空，短期市场面临调整压力

与往年相比，今年政府工作主要以扩内需保增长为重点，统筹兼顾三农、改善民生、结构调整、体制改革等内容。

1、扩内需：就 09 年政府工作报告而言，扩内需主要政策着眼点在于促进居民消费及加大政府投资。扩大消费政策包括继续调整收入分配格局、增加政府支出、增加对低收入群众补贴、培育消费热点与拓展消费空间等，并强调抓紧研究出台鼓励消费的政策措施，我们认为未来个税调整等消费刺激政策必将出台，但可能仍然与“汽车下乡”、“农机下乡”、“家电下乡”等相关消费品行业相关。

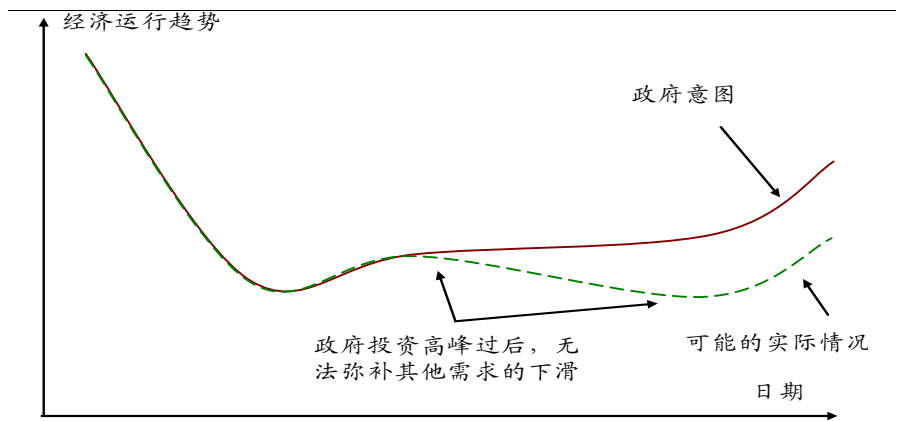
2、重民生：重民生主要体现促进就业、大幅提高社会保障水平、坚持优先发展教育事业、推进医药卫生事业改革发展等。我们认为大幅提高社会保障水平是从根本上为促进居民消费消除后顾之忧，尤其是增加对农村及部分低收入人群的覆盖将切实增加家电等耐用品消费需求；医改推进，包括三年政府投入 8500 亿、医保全面覆盖、基本医药制度、健全基层医疗卫生体系等，医药行业沐浴政策春风，大型普药企业及创新型企业受益较大。

3、调结构：产业结构升级、科技创新及节能环保。国家大力推进九大产业结构调整与优化升级、推动科技创新及成果转化及支持和推进新能源、节能环保、生物医药、移动通信等技术研发和产业化，给我们的启示就是，技术进步与自主创新、节能与新能源、环保等应成为行业和公司选择的长期核心要素。

4、三农：农业、农村、农民历来都是两会政府工作重点，在稳定发展粮食生产、加强基础设施建设、增加农业农村投入及农业补贴等基础上，报告提出较大幅度提高粮食最低收购价、以市场需求为导向调整农业结构反映了政策的新举措。

此前市场预期政府会加大投资力度至 6 万亿，但从总理报告来看，并没有超预期的因素，无论是投资还是消费领域。政府意图通过如下两步来恢复经济，阶段一，消化库存，政府投资弥补需求缺口阶段；阶段二，民营资本、外资等社会资本跟进政府的投入，接力而上，民间需求开始启动。但根据宏观组的判断，这两个阶段中间必然出现断档。

图 1：政府意图与可能的实际情况



数据来源：国信证券经济研究所

4 月份是政府投资高峰期,我们预期会造成大宗商品原材料价格的持续反弹,同时造成 4 月份的宏观经济数据 PMI、发电量等表现不错,但 3 月下旬开始的年报和 1 季报业绩利空使得市场持续向上动力不足,因此我们认为市场中期而言可能仍然维持震荡格局。

重点配置金融、医药、基建投资受益板块

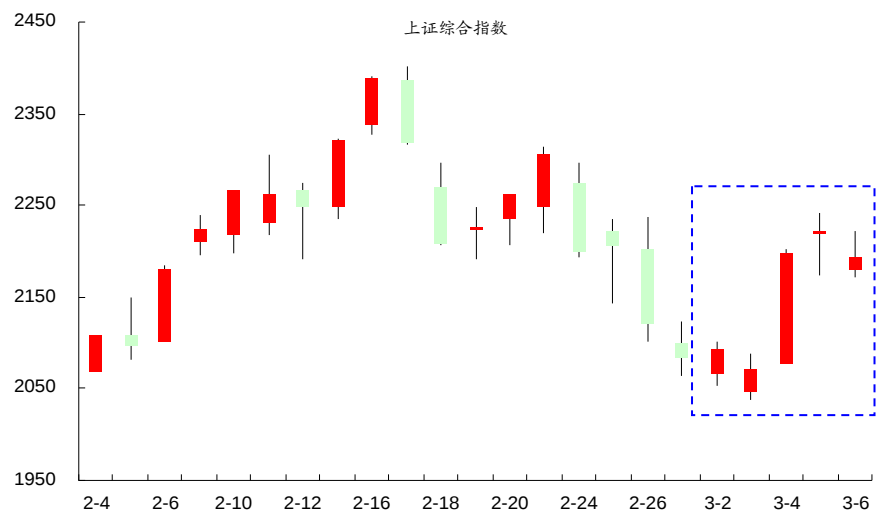
配置仍然围绕两会政策报告展开,行业选择: 1、配置反弹幅度相对较小,业绩增长风险较低及增长确定的行业,首选金融,其次医药; 2、继续配置政策推动景气改善、投资拉动相关行业; 3、关注年报分红送配。建议超配金融、汽车、电气设备、建筑建材、房地产行业、医药、农业。

上周市场回顾

两会召开 希望与失落并存

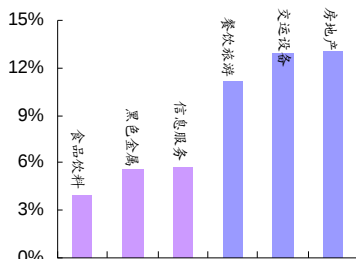
周五上证综指报收于 2193.01 点,同比上涨 5.3%。3 月 5 日人大会议一度给市场带来极大的正面预期,但随着温总理的讲话,市场又感觉预期落空。政策虽然得到细化落实,但并无超预期之处。

图 2: 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 3 月 8 日

上周行业涨跌幅前三名、后三名



数据来源: WIND 数据库, 截至 3 月 8 日

上周交运设备中的汽车及汽车配件表现强劲,达 14%。1 月 14 日通过的《汽车产业振兴规划》改变了市场对汽车行业整体的预期,1、2 月合计轿车销量同比增长 10%,为各行业中罕见的同比增速,轿车需求初现回暖迹象。上周是“汽车下乡”实施的第一周,市场对这一政策有较高的预期。多重利好因素集中体现,销售数据反映行业回暖迹象,使得汽车版块估值得以整体提升。个股方面,一汽轿车表现抢眼,主要由于其表现出逆周期增长的态势,业绩较为确定。此外,3 月 3 日,一汽轿车新款奔腾 B50 下线,市场对这款 1.6L (享受购置税优惠) 的自主品牌汽车预期良好。上海汽车旗下上汽通用五菱是微客市场龙头,市场占有率在 50% 以上,受益“汽车下乡”政策较大,股价表现良好。而重卡销售依然谷底运行,目前是行业最差的时候;大中客出口压力巨大,内需提振乏力;相关上市公司表现略逊一筹。未来汽车板块的走势,关键还是取决于:【1】今后几个月轿车销量是否能够持续回暖;【2】重卡 2H09 能否触底反弹;【3】“汽车下乡”具体实施情况和拉动终端需求的力度。

上周房地产板块涨幅居前，达 13%，行业基本面回暖和政策助力构成上周地产股上涨的双重驱动。在房地产落选十大产业振兴规划之后，市场普遍预期的政策真空期，上周广东省高调出台 15 条地产扶持政策，总理政府工作报告也多次强调要促进房地产市场稳定健康发展，稳定市场信心和预期，这再次表明房地产从来都是政府不可忽视的支柱产业，也显示出政府欲借市场转好之机以政策助力，改变市场预期、推动行业发展的意图。行业实体方面，市场在经历了一定时期的下跌和观望后，部分购房者的预期由于需求的刚性而开始变得稳定，同时开发商的态度仍比较谨慎，新推盘项目都采取低价入市策略，一定程度上激发了消费者的购房热情。近期珠三角楼市持续回暖，显示底部可见，而且销售回升趋势已经扩散到长沙、成都、天津、重庆等二线城市。目前政策的累积效应正逐步显现，楼市回暖势头不减，将进一步提振投资消费的信心，09 年房地产销售有望超出前期市场的普遍预期。因此，政策扶持促行业回暖仍将是未来地产股行情演绎的主要推力。

本周电信服务板块涨幅居后，仅 3.19%，主要原因在于前期大盘回调期间，该板块跌幅相对较少。因此，在市场上涨周期缺乏充足的上行动力。在本周召开的两会期间，温家宝总理在政府工作报告中明确指出将要制定出台电信体制改革配套监管政策，以及支持和推进第三代移动通信、三网融合的技术研发和产业化。工信部副部长娄勤俭则表示，目前正在抓紧落实产业振兴规划的实施。具体到通信领域，包括加快 3G 建设，继续支持 TD 的产业化，壮大 TD 产业链。预计未来三年 3G 网络建设投资规模约为 4000 亿元。我们认为，产业振兴规划的具体政策举措和投资节奏正在逐步明晰，3G 建设加速的确定性已毋庸置疑。这将对通信设备制造业、终端产业和信息服务业等上下游形成有力拉动，通信产业链上的相关企业将由此迎来确定性的增长机会。对于通信设备公司而言，该板块估值充分，调整后仍会有良好表现。目前通信设备行业 PE 为 09 年 25.6 倍、10 年 20.2 倍；行业平均 PB 为 4.5 倍。考虑到 09 年通信设备行业依旧处于景气向上周期，是为数不多的几个需求确定、增长明确的内需型行业。所以即使面临市场调整有所波动，随后依旧会有良好表现。对于通信运营公司，则应关注事件性驱动可能带来的阶段性投资机会，比如和苹果正式合作推出 IPHONE 手机、监管层面推出新的非对称管制措施、大股东进一步增持 A 股流通股股份。

海外市场：1 月份实际消费支出同比增速六个月来首次回升

3 月 2 日美国商务部公布，1 月份美国个人收入环比增长 0.4%，超出市场预期的下滑 0.1% 以及前月的下滑 0.2%，原因包括公司津贴、个人利息和转移支付、政府社保等收入有所增加；个人支出环比增长 0.5%，高于市场预期和前月增速。个人税收环比大幅下滑 9.3%，导致名义个人可支配收入环比上升 1.7%，超出市场预期；实际个人可支配收入环比增长 1.5%，同比大幅增长 3.3%，高于前月增速。个人可支配收入的增速高于消费支出增速，储蓄率上升至 14 年（1995 年 3 月）新高的 5%。

表 1：美国个人收入和支出数据细目

	2008 年 12 月		2009 年 1 月	
	环比	同比	环比	同比
名义				
个人收入	-0.2	1.7	0.4	1.9
个人税收	-0.4	-2.1	-9.3	-12.2
个人可支配收入	-0.2	2.3	1.7	4
个人支出	-1	-1.7	0.5	-1.2
个人消费支出	-1	-1.5	0.6	-1

	2008 年 12 月		2009 年 1 月	
	环比	同比	环比	同比
耐用品	-0.9	-12	0.1	-12
非耐用品	-3.6	-6.3	1.3	-5.8
服务	0.2	2.7	0.3	3.4
个人储蓄	25.8	-	30.9	-
储蓄率	3.9		5	
实际				
个人可支配收入	0.4	1.4	1.5	3.3
个人消费支出	-0.5	-1.9	0.4	-1.6
耐用品	-0.4	-10.7	0.2	-10.3
非耐用品	-1.9	-4.4	0.7	-3.5
服务	0.1	0.9	0.3	0.8

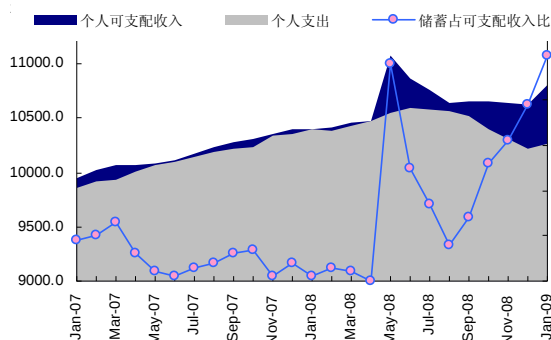
资料来源：国信证券经济研究所

注：储蓄率为个人储蓄占个人可支配收入比率。

1 月份名义消费支出环比增长 0.6%，高于市场预期的 0.4%；实际消费支出环比增长 0.4%，为 07 年 11 月以来最高增速；同比降幅也由前月的 1.9% 缩小至 1.6%。分项来看，个人用于非耐用品的消费支出环比增长 0.7%，高于服务类和耐用品类的消费支出增速（0.3% 和 0.2%）。

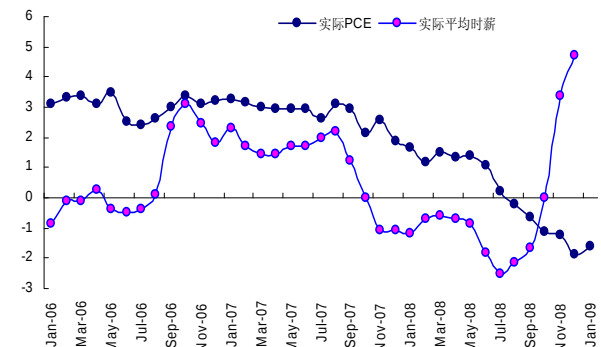
实际消费支出同比增速的回升符合我们在二月份美股专题报告中的判断，即依据 1）实际平均时薪连续五个月回升；2）1 月份实际零售销售同比增速反弹；3）1 月份 PMI 指数回升，推断未来实际消费支出同比增速回升概率增大。单月的数据不足以说明实际消费支出增速见底，未来实际消费支出增速反弹的持续性值得关注。面临的主要风险是个人储蓄率的大幅上升，消费者面对资产缩水，债务增加，个人收入的增加被用于偿还债务，而非消费。尽管储蓄率的回升对于美国经济长期利好，但短期为消费支出增速带来冲击，推迟实际消费支出见底反弹的时间。积极的方面在于，奥巴马总统 7870 亿美元经济刺激计划中有 35% 用于减税计划，有利于中长期实际 PCE 的增长。历史上，1981-1986 年里根减税和 2003 年布什减税都是在实际时薪下降的背景下，其结果依然促进了实际消费支出的大幅上升。因此，未来税收减免措施对于个人可支配收入和实际消费支出的提高同样值得关注。我们仍维持美国实际消费支出 PCE 同比增速 09 年 Q1 趋势性见底的判断。

图 3：名义个人可支配收入和支出（十亿美元）



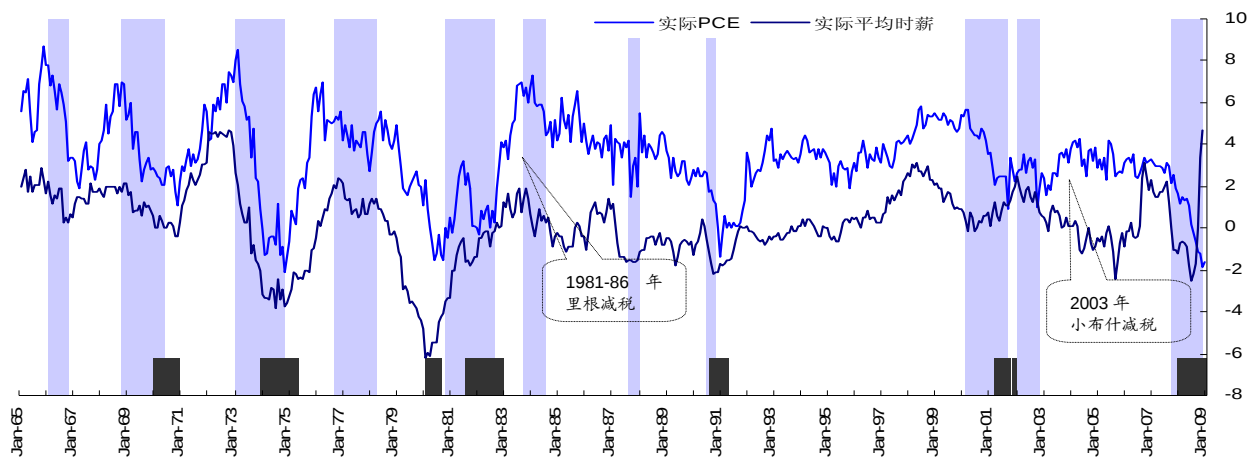
资料来源：国信证券经济研究所

图 4：实际个人消费支出及平均实薪同比增速



资料来源：国信证券经济研究所

图 5: 实际 PCE 与实际平均时薪月度增速 (1965/01-2009/01)



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。

2 月份美国 PMI 先行指标再次回升 0.2 个点, 至 35.8, 高于市场预期的 34, 为连续两个月回升, 但指数仍低于 50 临界值, 说明 2 月份美国制造业仍处于萎缩态势, 但程度略有缓解。前月份 PMI 上升 2.7 点, 为六个月内下跌后的首度回升。

表 2: ISM 制造业采购经理人指数 PMI 分项指标

指标	2 月	1 月	变化	变动方向	动能变化	趋势
PMI	35.8	35.6	+0.2	萎缩	减慢	13
新接订单	33.1	33.2	-0.1	萎缩	加快	15
产出指数	36.3	32.1	+4.2	萎缩	减慢	6
就业指数	26.1	29.9	-3.8	萎缩	加快	7
供应商发货	46.7	45.3	+1.4	加快	减慢	5
库存指数	37.0	37.5	-0.5	萎缩	加快	34
消费者库存	51.0	55.5	-4.5	过高	减慢	7
物价指数	29.0	29.0	0.0	降低	不变	5
未完成订单	31.0	29.5	+1.5	萎缩	减慢	10
出口指数	37.5	37.5	0.0	萎缩	不变	5
进口指数	32.0	36.5	-4.5	萎缩	加快	13
整体经济				萎缩	减慢	5
制造业				萎缩	减慢	13

资料来源: 国信证券经济研究所

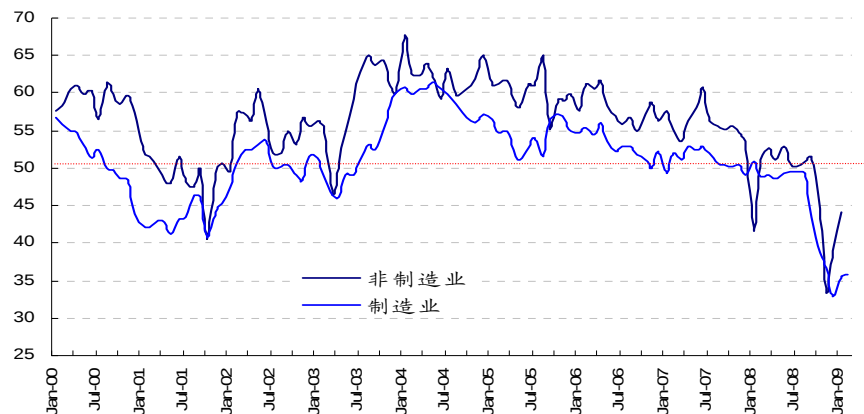
注: 变动方向: >50 为扩张/上升, <50 为萎缩/下降, =50 为不变;

动能变化: 偏离 50 越大越加速扩张/萎缩; 趋势: 连续 n 个月维持该变动方向

产出指标回升是整体指数增长的主要原因 从各分项指标来看, 产出指标上升 4.2 个点, 至 36.3, 为连续 2 个月反弹; 前月大幅上扬 10.1 个点的新订单指标 2 月份小幅回落 0.1 个点, 至 33.1, 新增需求基本维持现状; 就业指标萎缩 3.8 个点, 预计未来失业人数将继续增加; 物价指标基本与前月持平; 厂商和消费者库存均出现下降, 尤其是消费者库存大幅下降 4.5 个点, 至接近临界值水平, 库存的消化有利未来制造业增长。由于新订单指标的回落, 预计 3 月份 PMI 指数将小幅下滑, 但库存指标的下降缩短了未来 PMI 指数下跌的空间和时间!

2 月非制造业指数下降 1.3 个点, 至 41.6, 服务业萎缩较前月加剧, 产出指标下降是主要原因。

图 6: 美国 ISM 制造业及非制造业采购经理人指数 (2000/1-2009/2)

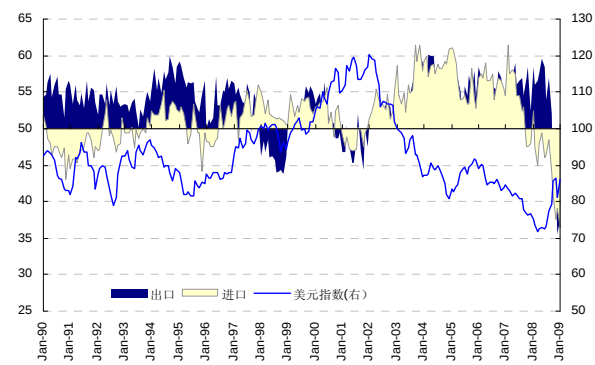


资料来源: 国信证券经济研究所

2 月份出口指标持平于前月的 37.5, 但美国进口需求 2 月继续大幅下降 4.5 个点至 32.0, 美国国内需求的持续萎缩将继续拖累中国出口增长。进口指标已连续 13 个月萎缩, 并且幅度快于出口萎缩, 有利于未来美元汇率走高。

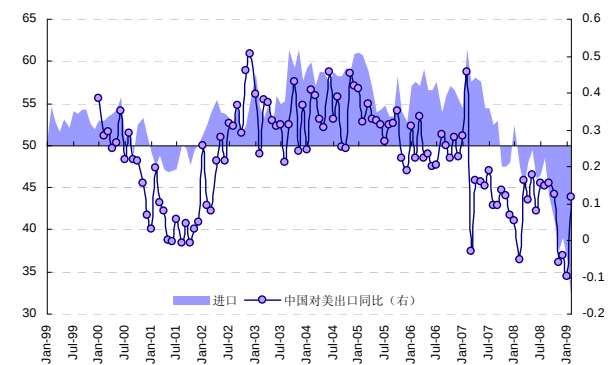
PMI 指数通常领先于铜等基本工业金属价格, 但铜价大幅上涨多出现在经济扩张的中后期, 需求大幅上升推动价格上涨; 而在经济复苏期, 需求缓慢回升时, 铜等金属价格的大幅上涨的可能性不大。

图 7: 美国 PMI 中进出口指标与美元走势



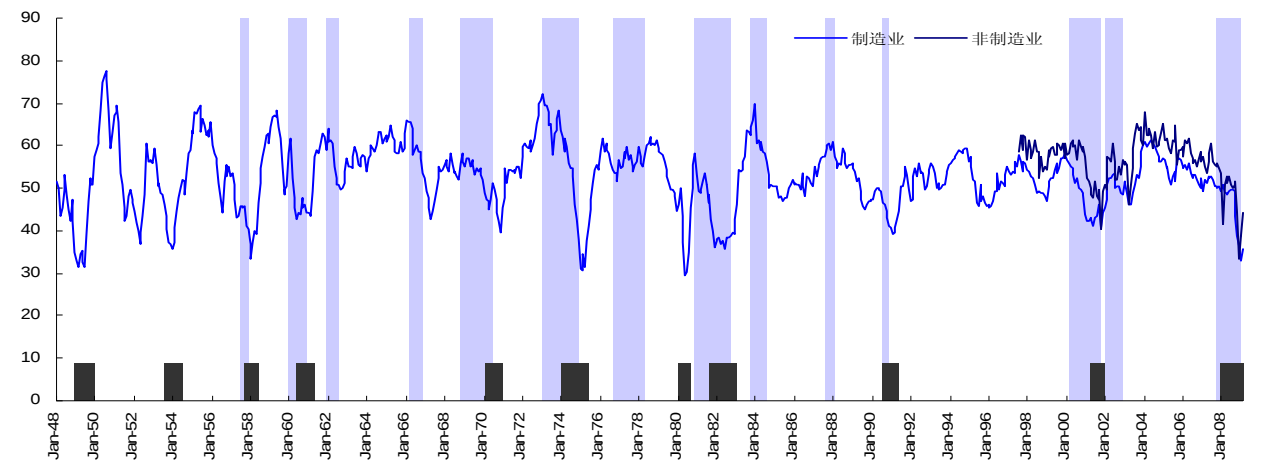
资料来源: 国信证券经济研究所

图 8: 美国 PMI 指数中进口指标与中国对美出口同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所

图 9：美国制造业和非制造业 PMI 指数（1948/01-2009/02）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

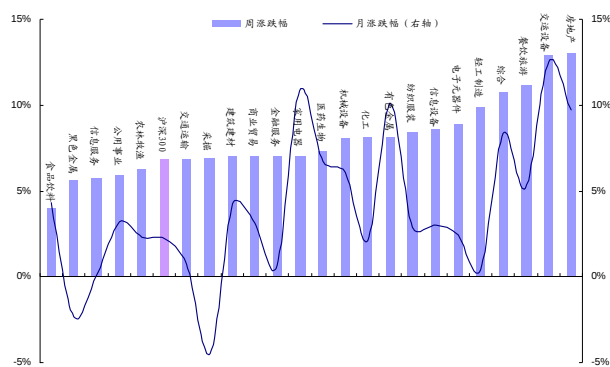
注：蓝色阴影表示熊市起止时间；黑色阴影表示经济衰退起止时间。

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。

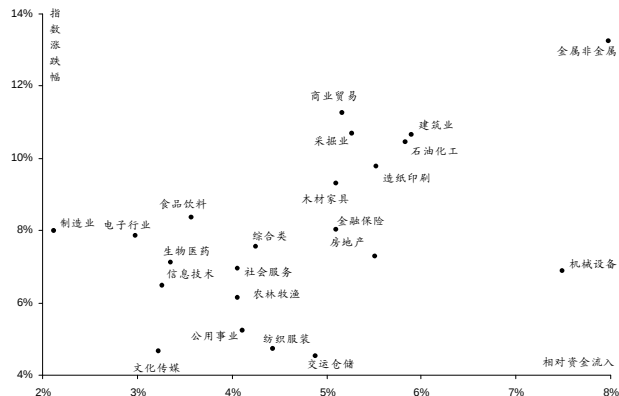
A 股市场

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 3 月 8 日

图 11: A 股不同行业资金流量相对值



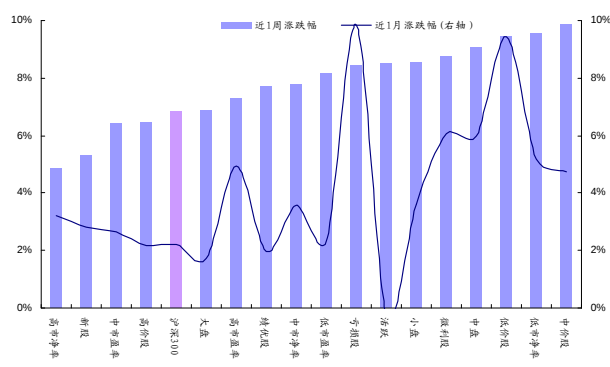
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 3 月 8 日。

房地产、汽车及零配件等板块涨幅居前。钢铁、通信服务（中国联通）、食品饮料弱于大盘。

从资金流向来看，机械设备、有色金属受到资金追捧。

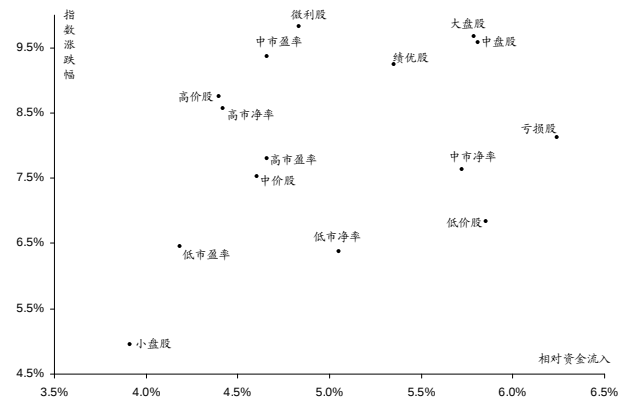
注：资金流量反映的是市场对股票超额的需求或者供给。我们把主动性买盘看成是资金流入、把主动性卖盘看成是资金流出，两者的差额如果为正，对该股票是超额需求；如果为负，则对该股票是超额供给。

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 3 月 8 日

图 13: A 股不同风格指数资金流量相对值

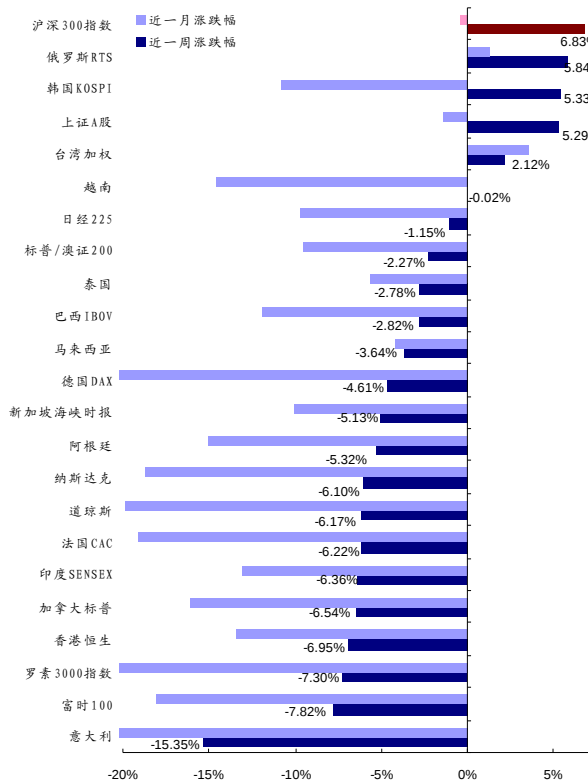


资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 3 月 8 日

从风格指数来看，前期受到炒作的小盘股受到冷遇；大盘股、中盘股成为上涨的主力军。

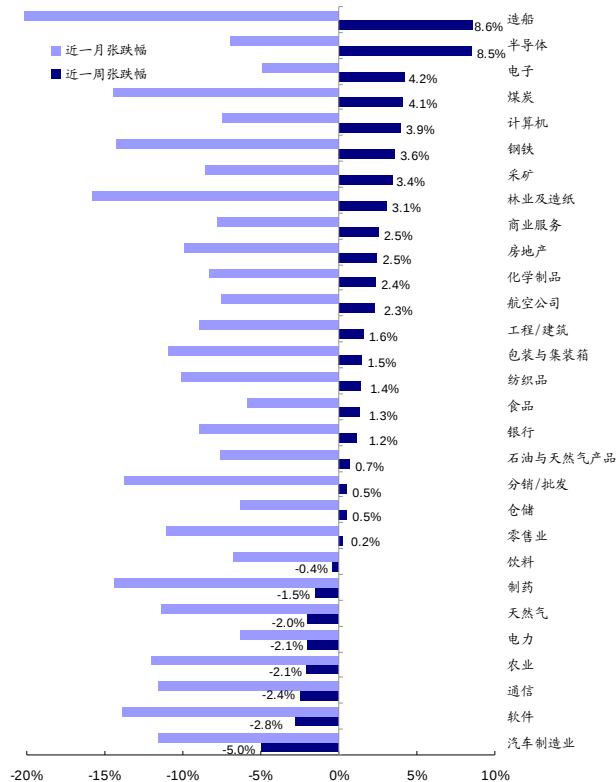
全球股市

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3月8日

图 15: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名

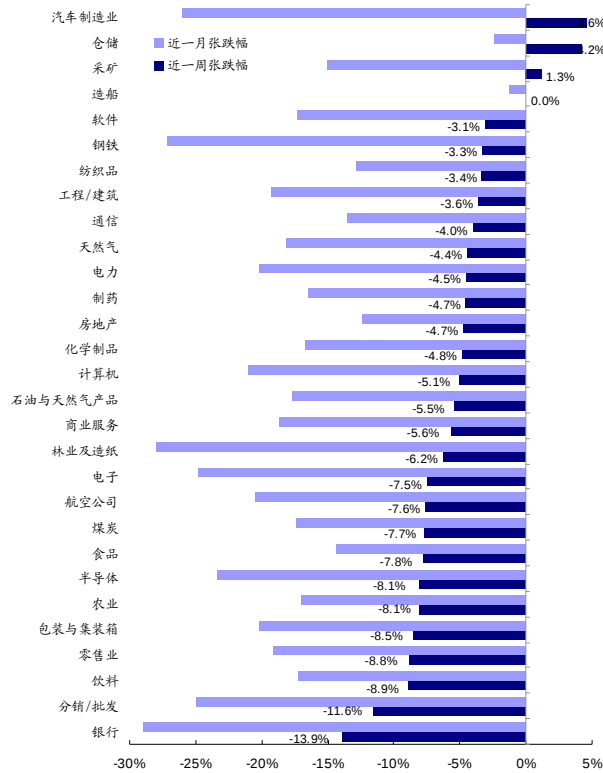


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至3月8日

欧美股市哀鸿遍野, 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。

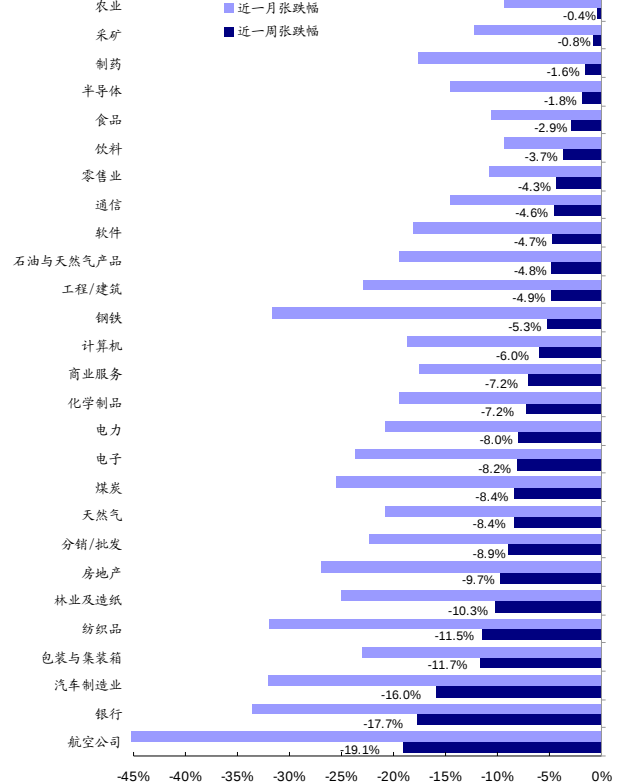
北美全线下跌, 欧洲也受到拖累。全球范围来看, 造船、采矿由于前期跌幅惨烈, 上周表现抗跌。亚欧大陆, 农业表现较差; 亚美板块, 汽车表现较差; 欧美板块的银行则双双下跌。

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 3 月 8 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 3 月 8 日

表 3: 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	8.09	10.13	2.97	2.55	-19.88	-40.99	-44.28	36.71%	25.17%
日经 225	22.26	30.08	0.93	0.88	-9.69	-41.97	-43.70	4.18%	0.63%
香港恒生	8.34	10.1	1.18	1.1	-13.42	-41.82	-47.02	14.15%	10.89%
俄罗斯 RTS	2.95	4.47	0.58	0.51	1.27	-58.69	-71.36	19.66%	11.41%
印度 SENSEX	8.54	9.94	1.87	1.69	-13.13	-44.13	-47.88	21.90%	17.00%
沪深 300	16.21	15.94	2.52	2.09	-0.44	6.89	-50.53	15.55%	13.11%
上证 A 股	17.32	15.57	2.47	2.14	-1.43	2.20	-49.01	14.26%	13.74%
加拿大标普	8.18	10.78	1.21	1.15	-16.09	-37.50	-42.84	14.79%	10.67%
富时 100	14.52	8.88	1.11	1.19	-18.04	-34.80	-38.06	7.64%	13.40%
法国 CAC	8.27	7.89	0.89	0.86	-19.15	-40.97	-45.13	10.76%	10.90%
德国 DAX	15.17	9.18	0.97	0.92	-21.44	-41.18	-43.72	6.39%	10.02%
阿根廷	5.01	5.95	0.46	0.83	-15.05	-39.50	-54.69	9.18%	13.95%
智利 ISPA	12.22	7.43	1.43	0.04	-12.47	-13.68	-13.88	11.70%	0.54%
韩国 KOSPI	11.35	11.05	0.88	0.94	-10.77	-26.22	-35.51	7.75%	8.51%
台湾加权	11.44	20.27	1.13	1.15	3.54	-27.57	-45.45	9.88%	5.67%
泰国	10.92	7.41	0.93	0.88	-5.60	-36.78	-48.94	8.52%	11.88%

数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所, 截至 3 月 8 日

市场估值水平

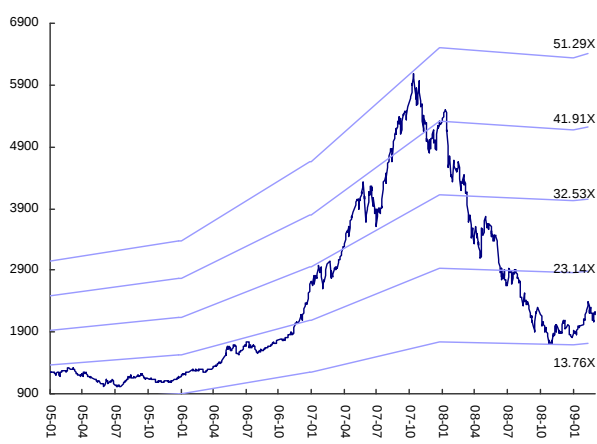
估值是市场内在驱动因素。我们一方面从横向、纵向考察 A 股整体 PE、PB 变动区域和不同行业估值差异，另一方面基于国际视野就 A 股估值水平进行对比，并特别选择香港上市的内地上市公司估值水平作为主要参照系。

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 18.1 倍，静态 PB 2.76 倍，与上周持平。

图 18: 05 年以来上证指数 PE 估值区域 (PE-Band)



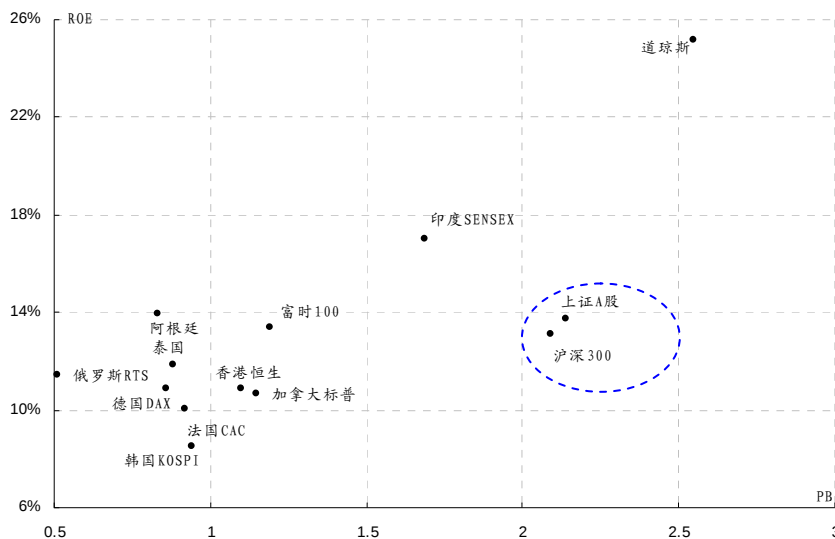
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 3 月 8 日

图 19: 05 年以来上证指数 PB 估值区域 (PB-Band)



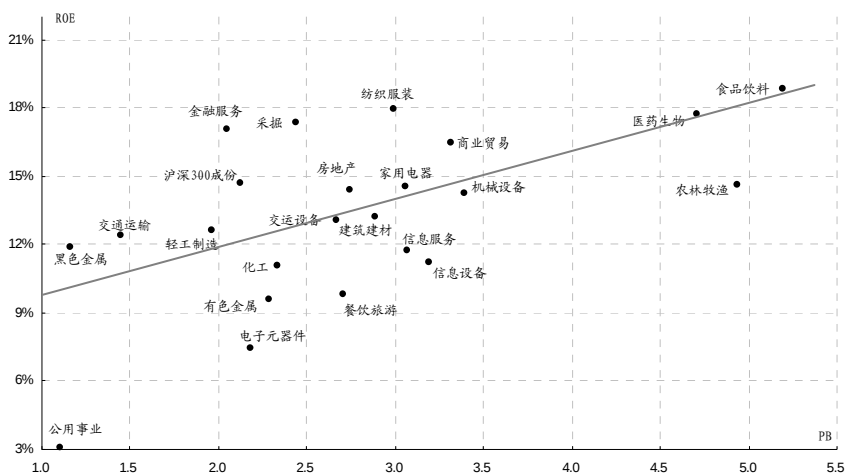
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 3 月 8 日

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 3 月 8 日

图 21: 行业动态 PB-ROE 矩阵散点图



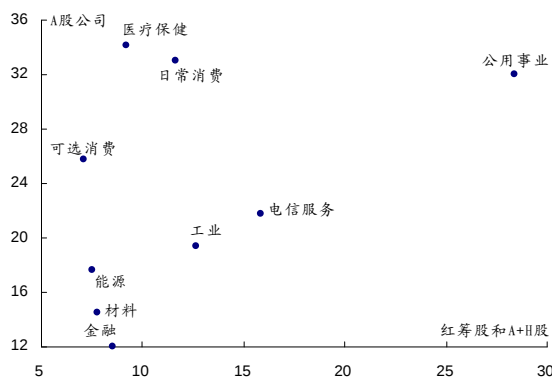
数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所, 截至 3 月 8 日

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

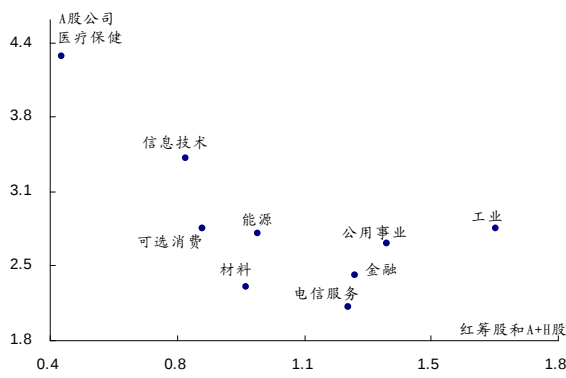
本部分主要包括: 同时在地上市 H 股公司溢价对比情况; A 股公司和 H 股、红筹公司分行业估值对比。

图 22: 中国资产分行业 PE 估值比较



数据来源: WIND 数据库, 截至 3 月 8 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 3 月 8 日

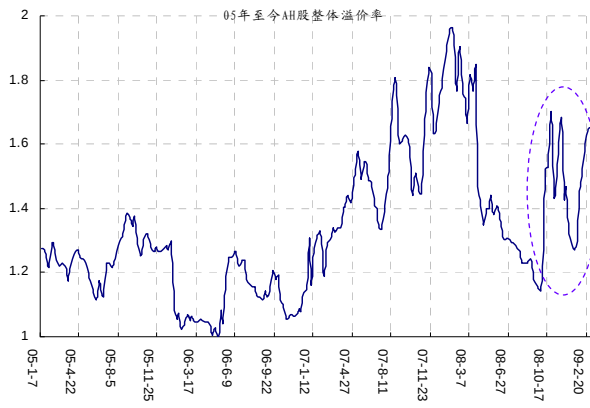
由于所处环境相同以及香港和内地资本流动的密切性, 内地在港上市公司 (H 股、红筹公司) 是最好的国际估值比较参照系。我们以 140 家有分析师跟踪的香港红筹、国企股为样本来计算“中国资产”的国际定价水平; 以 A 股有分析师跟踪的 900 余只股票作为样本来计算“中国资产”的国内定价水平, 据此进行两者的分行业比较。PE/PB 采取样本股票整体法计算。

从 A/H 股公司的最新、上期溢价率对比情况来看, 整体溢价率保持在 65%。其中, 广船国际、潍柴动力、广深铁路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

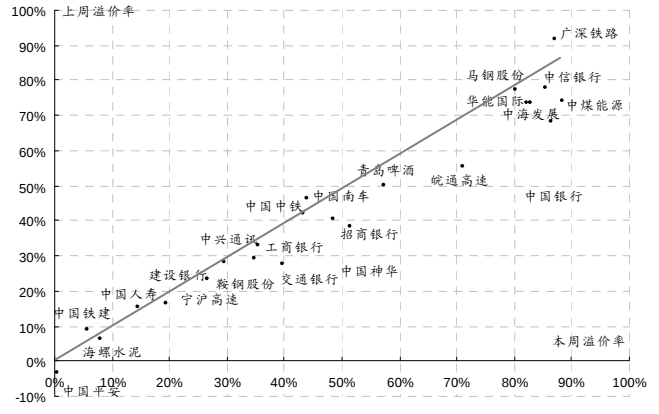
技术、医疗保健、可选消费品、日常消费品等大类产业明显高出整体溢价水平，而金融、材料、公用事业和电信服务与香港市场相比非常接近。

图 24: A/H 整体溢价率历史走势图



数据来源: WIND 数据库, 截至 3 月 8 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 3 月 8 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 4: 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 月表现	% 6 月表现	% 1 年表现
材料	紫金矿业	18.3	3.3	3.4	0.0	18.2	-4.3	1.4	-57.3
材料	安徽海螺水泥股份	19.1	2.4	2.7	0.0	12.5	-7.6	2.5	-35.6
材料	江西铜业股份	3.2	0.8	0.3	0.0	24.5	-8.5	-43.3	-66.0
材料	SHOUGANG	2.5	0.7	0.3	2.1	27.1	-16.5	-52.0	-67.9
材料	中国铝业	7.2	0.8	0.6	1.4	10.8	-7.4	-38.9	-74.6
材料	鞍钢股份	4.8	0.8	0.6	0.0	15.6	-21.8	-22.9	-65.4
材料	五矿资源	4.0	0.4	0.2	0.0	9.0	-3.4	-27.4	-67.1
材料	晨鸣纸业	5.3	0.4	0.4	0.0	8.4	-12.4	-49.0	-61.3
材料	马鞍山钢铁股份	4.3	0.6	0.2	0.0	14.8	-21.1	-24.3	-50.6
电信服务	中国移动	11.0	2.8	3.0	1.8	25.5	-14.4	-20.7	-43.4
电信服务	中信 1616 集团	8.5	1.7	1.2	1.8	20.2	26.3	-25.5	-33.0
电信服务	中国联通	7.9	0.9	1.1	0.0	11.0	-0.4	-41.0	-57.5
电信服务	ASIA SATELLITE	6.4	0.6	3.2	1.0	9.8	-4.8	-34.7	-47.9
工业	东方电气	4.8	14.7	0.3	0.0	304.4	-23.2	-36.7	-67.1
工业	中远国际控股	1.0	0.4	0.9	0.6	45.2	-14.8	-32.3	-70.5
工业	中国铁建	44.0	2.2	0.6	0.0	5.0	-10.9	-9.7	-22.5
工业	中国远洋	1.2	0.7	0.3	0.0	58.0	-19.3	-63.0	-80.4
工业	广州广船国际股份	3.6	1.4	0.5	0.0	39.2	-14.5	-31.2	-71.0
工业	潍柴动力	3.6	1.3	0.3	0.0	35.5	-17.2	-59.6	-63.6
工业	中海发展股份	3.5	1.0	1.2	0.0	28.8	-26.8	-57.4	-73.7
工业	深圳国际	3.2	0.5	3.9	0.0	16.8	-8.8	-45.6	-64.0
工业	昆明机床	4.6	1.5	0.9	0.0	32.6	-15.9	-30.6	-59.3
工业	中国建筑	5.2	1.2	0.3	2.8	23.2	-7.2	-21.6	-91.3
工业	五矿建设	33.8	0.7	1.6	0.0	2.1	-14.3	-32.6	-64.5
工业	中信泰富	1.6	0.3	0.3	3.3	16.8	-24.5	-69.9	-81.5
工业	中远太平洋	3.9	0.6	4.9	3.8	15.4	-27.4	-48.0	-66.3
工业	中国南方航空股份	2.6	0.5	0.1	0.0	19.5	-11.5	-32.4	-84.4
公用事业	粤海投资	11.6	1.3	2.7	1.3	11.2	-0.6	34.3	-20.8
公用事业	华能国际电力股份	20.0	1.3	1.0	0.0	6.5	-9.6	-5.2	-17.9
公用事业	华润电力	21.3	2.3	2.7	0.4	10.6	-6.1	-22.6	-16.2
公用事业	大唐发电	16.5	1.2	0.9	0.0	7.5	-18.8	-35.0	-37.8
金融	SHOUGANG	7.1	0.4	0.8	0.0	6.2	-12.1	-54.3	-68.5
金融	中国光大控股	3.2	0.9	3.2	0.7	28.8	-7.3	-27.8	-47.4
金融	中保国际	9.0	2.7	0.5	0.0	29.8	-11.7	-43.6	-51.5
金融	招商银行	6.8	2.0	2.2	0.0	28.9	-14.0	-49.5	-54.5
金融	中国人寿	16.9	3.2	2.8	0.0	18.8	-9.6	-24.7	-27.2
金融	中国平安	12.9	3.0	1.8	0.6	22.9	0.1	-30.2	-36.9
金融	中银香港	4.6	0.7	1.6	5.5	15.9	-19.1	-61.2	-64.7

所属 GICS	证券简称	PE	PB	PS	% 股息率	% ROE	% 1 月表现	% 6 月表现	% 1 年表现
金融	建设银行	11.7		3.1	3.1		-0.5	-32.2	-28.5
金融	川河集团	4.2	0.4	4.3	0.0	9.0	1.1	-26.9	-41.3
金融	交通银行	6.8	1.4		2.2	20.1	-17.4	-46.9	-49.2
金融	工商银行	8.2	1.6	2.7	0.0	19.1	-15.1	-39.1	-40.7
可选消费	北京发展(香港)	4.1	0.5	1.4	0.0	12.2	-11.7	-35.2	-74.5
可选消费	闽港控股	7.9	1.7	12.3	0.0	21.6	-5.1	2.7	-34.2
可选消费	华润创业	9.4	1.0	0.4	1.2	11.0	-5.2	-44.9	-59.2
可选消费	骏威汽车	8.0	1.4	20.5	2.3	17.7	-0.8	7.0	-29.6
可选消费	中国玻璃	14.0	0.3	0.1	0.0	2.2	-24.2	-71.5	-86.6
可选消费	大昌行集团	3.0	0.4	0.1	6.2	12.8	-8.4	-52.2	-63.6
能源	中国海洋石油	5.4	1.6	2.0	2.7	29.3	-15.6	-41.8	-50.3
能源	中煤能源	7.1	1.0	1.2	0.0	13.5	-28.1	-59.7	-69.5
能源	中国石油股份	5.7	1.0	1.0	2.3	18.3	-19.0	-45.1	-53.6
能源	中国石油化工股份	10.1	0.9	0.2	0.8	9.2	-17.1	-46.8	-53.8
能源	中国神华	11.9		3.0	0.0		-23.6	-43.3	-63.2
能源	兖州煤业股份	3.3	0.8	0.9	0.0	23.2	-26.8	-63.8	-64.6
能源	中海油田服务	7.4	1.1	2.0	0.0	14.7	-26.4	-42.8	-65.3
日常消费	中国食品	11.7	1.6	0.6	0.9	13.4	5.4	-6.8	-42.1
日常消费	广南(集团)	3.3	0.4	0.3	2.9	12.1	-9.7	-35.6	-54.5
日常消费	中国粮油控股	5.7	1.0	0.3	0.0	17.1	-9.2	-22.9	-34.8
信息技术	联想集团			0.1	1.9		-8.6	-68.5	-70.8
信息技术	航天控股	3.8	0.4	0.5	0.0	11.6	-22.6	-42.9	-65.0
信息技术	神州数码	8.2	1.0	0.1	0.0	12.6	44.4	1.9	-44.5
信息技术	冠捷科技	3.2		0.1	3.1		19.2	-38.0	-52.8
信息技术	中兴通讯	24.2	2.5	0.8	0.0	10.3	15.0	-19.7	-34.3
医疗保健	CHINA PHARMA	4.8		0.7	0.0		10.5	25.2	8.0
医疗保健	广州药业股份	5.3	0.5	0.2	0.0	9.9	-11.3	-22.1	-62.2

数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所, 截至 3 月 8 日

重点行业和公司点评

重点行业

钢铁

- 钢价再次跌到成本边缘。一季度企业利润大都处于微利状态,分化并不明显。原料:铁矿石、焦炭价格下跌。由于市场期望的投资拉动的钢铁需求并没有完全释放,钢材价格再次下跌。目前中国钢材需求整体依然疲软,面临较大压力。大规模基础设施建设带动的钢铁需求最早需要到 2009 年第二季度才能逐步见效。钢铁板块的投资策略,一看估值,二看主题投资,三看区域优势。一线钢铁重点还是武钢相对乐观;二线钢铁,主要是主题相关性强,长材比例较大。看好二线钢铁的交易性机会。主题投资包括(1)收购兼并及整体上市,比如酒钢宏兴、唐钢系、南京钢铁、杭钢股份、莱钢股份、包钢股份;(2)再融资包括华菱钢铁、济南钢铁、包钢股份、重庆钢铁等;(3)基础设施建设包括新兴铸管、恒星科技、重庆钢铁等。区域优势主要是相对产能不足地区的公司,主要在中西部地区,比如华菱钢铁、重庆钢铁、八一钢铁、三钢闽光等。目前钢铁板块市净率 1.28 倍,维持投资评级为“谨慎推荐”。建议在标配和低配之间选择。

农药

- 吡啶类农药作为全球第四代新型农药,优势明显。未来三年吡啶类农药主要品种增长率约 15%,超出行业平均水平。全球范围内吡啶中间体的垄断导致吡啶下游化合物价格偏高。红太阳 99 年开始研究吡啶碱(吡啶及系列衍生物的总称),目前产能 3.7 万吨左右。由于 08 年全球吡啶碱销售量 9.5-10 万吨,公司 09 年将新增吡啶碱产量 2 万吨以上,公司产销量的提升有望改变吡啶碱的供求关系,从而在长期内降低吡啶类农药的价格。
- 由于农药行业的防御性配置特性,我们建议积极关注红太阳、利尔化学的投资机会。红太阳重组正在进行之中,未来有望成为吡啶类农药行业龙头。

银行

- 1.根据市场传言 2 月新增贷款规模在 1 万亿左右,但我们更多关注贷款结构变化和月度宏观经济数据走势是否可从实体经济层面真实信贷需求的变化,真实的信贷需求才能为银行业贡献息差,通过票据融资虚增贷款只会给 09 年息差带来压力。2.上市银行有可能在 2008 年 4 季度计提较多的拨备支出和费用,原因平滑 2009 年业绩和银监会拨备覆盖率标准,2008 年全年业绩的增速难出现超预期的增长。3. 银行板块的波动与当期的宏观经济预期相关性较大。最近宏观影响因素主要有:目前 4 万亿经济刺激计划的规模可能将大幅扩大,房地产交易量出现的上升和价格的回暖。4. 近期建议关注能从扩大经济刺激计划和房地产回暖中获益的银行,主要是建设银行。但我们对于目前激进的财政扩张政策的中长期效果保持谨慎,因此在中长期更推荐经营受政府影响较小的银行。
- 不过从历史经验来看,银行板块的波动与当代的宏观经济预期和资金流动性有明显的相关性,与历史业绩的相关性反而较弱。因此,最近银行板块的波动主要有:“两会”期间很有可能将大幅扩大目前 4 万亿经济刺激计划的规模,及房地产交易量的上升和价格的回暖,这可能成为近期银行股价波

动的动力。

建筑工程

- 2008 年铁路基建投资实际完成额为 3371.59 亿元，超出年初规划 12%，同比增长 89%，是“十五”期间完成总额的 109%；同时，铁道部计划，2009 年完成基本建设投资 6000 亿元，2010-2012 年，全国铁路年均基建投资将达到 6000 亿元以上。08 及 09 年铁路投资爆发式增长、后续年份的持续增长，决定了 08 年或将成为中国铁路基建的“临界年”。2006~2008 年年底全国铁路在建项目规模分别为 0.5 万亿、0.9 万亿、1.2 万亿。因大批项目于 2009~2010 年开工建设，我们预计，2009、2010 年年底在建项目规模可分别达到 2.56 万亿、3.49 万亿，同比增速分别为 113.3%、36.3%。
- 因铁路的建设与投资直接拉动相关铁路建设企业外需，铁路项目的批复速度明显加快对公司当期新签合同产生直接拉动，进而能推动公司随后几年的收入增长。因合同从签约执行至完工结算有 2~3 年的时滞，我们认为，铁路投资规模的大幅膨胀对公司收入拉动的效应还未真正显现，09 年以后公司才有望真正步入高速增长期。尽管目前国内铁路建设企业的 PE 值较高，但与建筑工程行业整体估值水平相比已非常接近，随估值差异的逐步缩小，公司的价值优势逐步显现，因此我们给予相关铁路建设公司“推荐”的评级，关注的重点在于公司收入对行业变动何时产生实质性反应以及公司内部改进的步伐是否符合预期。

重点公司

天马股份

- 08 年净利增 101%，EPS1.90 元，分红方案 10 转赠 10 派 1 元。根据我们对公司报表的分解，公司 08 年风电轴承实现收入 3.2 亿，净利润约 1.3 亿（净利率 43%），贡献权益净利润 1.24 亿（占公司净利润 24%）；齐重数控 08 年实现收入 15.79 亿，实现净利润 1.97 亿，贡献权益净利润 1.4 亿（占公司净利润 27%）；风电轴承和齐重数控发展情况完全符合我们前期的预测。
- 公司铁路轴承 08 年收入及业绩贡献与去年同期大致持平，而杭州通用轴承下游需求受到宏观经济衰退影响有明显下滑，08 年收入同比下降 18%，由于公司实施提价和调整产品结构的策略，通用轴承净利润 1.13 亿，同比下降 3%，低于收入下降幅度。我们前期的业绩预测对通用轴承业务考虑了 20%左右增长，这是公司实际业绩略低于我们预期的主因。公司风电轴承在手定单能保证 09 年 10-12 亿收入，贡献净利润近 5 亿左右（占公司 09 年整体业绩将超过 50%）；齐重数控在手定单能保证 09 年 20 亿收入规模（增长 30%），按照增发注资后的 88%的股本 09 年权益业绩贡献将达 26%；我们对公司通用轴承、铁路轴承 09 年增长仍不乐观，预计利润水平大致跟 08 年大致持平。总体看来，公司 09 年业绩仍能保持 50%以上的高增长。同时，公司再次实施收购以及开拓风电配件领域新产品的可能性大。
- 根据我们对公司各项业务预测，公司 09、2010 年收入分别将同比增长 34%、25%；净利润分别将同比增长 77%、26%；按照定向增发后股本 09、2010 年 EPS 分别为 3.14 元、3.94 元，目前股价对应动态 PE 分别为 18.5、14.7 倍，维持公司“推荐”评级。

泛海建设

- 2008 年公司实现营业收入 14.2 亿元、净利润 2.1 亿元，同 比分别下降 66.27%和 68.02%，全年实现基本每股收益 0.09 元，低于市场一致预期 52%，低于我们预期 10%，扣除非经常性损益后业绩为 0.1 元，与我们预期一致。公司 08 年度利润分配预案为：每 10 股派现金股利 0.5 元(含税)。
- 公司 08 年业绩大 幅度下滑，主要原因是楼市持续调整，导致公司单一项目结算明显减缓，拖累业绩。环比 来看，公司盈利呈现逐季下降趋势，4 季度净利仅 84.6 万元，比 3 季度下降 98%；下半年净 利 3577 万元，比上半年下降 79.5%。公司面临一定资金压力，但财务杠杆空间仍然较大。 公司已于今年 1 月获得建行 78.6 亿元的授信，并签订了 38 亿元的借款合同；09 年公司还将积极推进 32 亿元公司债的发行计划，债务结构和资金状况有望得到进一步改善。08 年资产注入后，公司项目储备达到约 1500 万平米，且多位于 重要城市的核心地段，土地成本普遍较低，盈利能力较强，隐含价值较高。大规模早期获取的优质土地资源，使得公司存量资产的附加值非常高，也为公司提供了很好的安全边际。
- 2009 年公司调整产品结构，加大项目开发和 销售的力度，除北京泛海国际继续销售外，深圳月亮湾拉菲花园也将于 3 月开盘，部分商 业项目也可能贡献利润，预计全年结算收入将达到 30 亿元。2010 年杭州、武汉等地的销售项目进一步增加，一旦市场好转，公司业绩释放将加速，区域风险将也会得到一定化解。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.30 元 (27.4x)、0.35 元(23.5x)和 0.45 元(18.3x)。虽然公司短期相对有限的结算项目制约了业绩表现，估值不具优势，但资源优势奠定了公司的长期价值，我们维持“谨慎推荐”的投资评级。

国投电力

- 公司收购前总资产 188 亿，净资产 61 亿，本次拟购买资产的评估预估值约 70 亿元，按董事会决议公告日前 20 个交易日的 A 股股票交易均价 8.49 元计算本次拟发行股份约 8.25 亿股。“重组完成后，公司总装机容量将达 1264 万千瓦，权益装机容量达 610 万千瓦，分别较重组前增长 86.13%和 84.82%”，股本从 10.55 亿扩大到 18.8 亿。
- 1、拟收购的 5 家电厂的账面权益净资产约为 48 亿，根据预案披露拟收购金额为 70 亿，即重估增值 45%；2、二滩、大朝山账面权益净资产 占总额 78.4%，水电预计增值率将超过 50%；3、以 08 年为测算基准，剔除汇兑收益后，二滩 08 年的权益利润约为 2 亿，电力公司（拟收购标的）模拟权益利润剔除此非经常性项目后为 3.8 亿，则资产重估前拟收购电力资产的 ROE 约为 7.9%，其中二滩为 7.8%、大朝山为 18 %，大朝山的盈利能力大大强于二滩。我们测算比较乐观的预期下，收购前公司资产 2009 年实现归属于母公司股东的净利润将恢复到 4 亿，考虑收购上述 5 家电厂后合计归属于母公 司股东的净利润为 4（收购前资产贡献）+3.8（拟收购资产的 08 年净利润水平，扣除汇兑 收益）+0.8（拟收购的 3 家火电公司的净利润增量）=8.6 亿，按收购完成后 18.8 亿股本测 算，EPS 为 0.46 元，考虑到汇兑收益可能持续，EPS 可能达到 0.5 元以上，又鉴于经营性利 润中水、火电约各 贡献一半，同时复牌后市场对公司后续成长的预期溢价，我们给 予 09 年 25 倍的动态 PE 预期，对应股价 11.5 元，对应停牌前股价涨幅约 26%，上调评级至“谨慎推荐”。
- 二滩公司目前负债率 88%，在建项目有锦屏一、 二级，筹建项目有官地水电站、两 河口水电站、桐子林水电站，未来资金需求极大，面临融资需求。

而本次收购完成后国开投对公司的持股比例高达 68.71%，未来对二级市场融资并不会削弱其绝对控股地位。

山西三维

- 公司业绩下滑超出预期。近期公司两大产品 BDO 和 PVA 的价格反弹主要源于全行业处于亏损，价格暴跌过低之后的自然反弹，实际需求的反弹还需要下游氨纶（BDO）和房地产行业（PVA）的复苏，此外，油价的走势对于 BDO 价格也有重要影响（油价上涨可能会促进 BDO 价格的进一步上涨）。
- 我们预测公司 2009-11EPS 分别为 0.02, 0.26, 0.37 元。2010, 2011 年的业绩主要取决于经济复苏的速度，09 年可能微利，对应 2010, 11P E 分别为 24X, 17X, PB1.32X，由于公司目前 PB 较低，作为 BDO 和 PVA 行业的龙头，公司目前体现出一定的重估价值，因此上调公司评级至“谨慎推荐”，建议在下跌时可适量买入，公司的安全边际为 4.82~5.78 元，对应 PB 为 1~1.2 倍。

烟台万华

- 公司实现销售收入 77.04 亿元，同比下降 1.27%。2008 年 1-2Q 业绩加速上升，而从 3Q 开始业绩加速下滑，4Q 业绩由于下游需求低迷，出现大幅下滑：收入 15.32 亿元，同比下降 20.97%，环比下降 23.59%；净利润 3.61 亿元，同比下降 20.23%。由于金融危机的影响，全球 MDI 市场 3Q08 开始从供不应求转变为下游需求严重下降，国内 MDI 供求关系也发生了质变。而原材料均价降幅大于 MDI 产品的价格降幅，根据测算，纯 MDI 毛利率已经上升到目前 55%-60% 的水平。公司未来将会进一步完善聚氨酯产业链。
- 未来两年公司 MDI 产能将继续保持平稳增长，公司为了避免过于依赖 MDI，也积极开发非 MDI 产品，作为国内技术研发能力一流的化工企业，我们看好公司在这些领域的开拓能力。相对来说，烟台万华仍然是国内化工行业未来内生性增长最为稳定的企业之一，08、09、10 年 MDI 销量分别为 35、40-45、50 万吨。维持“推荐”评级，我们预测 09、10EPS 分别为 0.93、1.13 元，对应 PE 为 14.42 和 11.87 倍。

酒钢宏兴

- 酒钢宏兴 2009 年 3 月 5 日公布资产注入方案，公司拟向控股股东酒钢集团非公开发行 121163 万股收购集团本部钢铁主业铁前系统、碳钢轧钢系统、辅助系统的相关资产以及酒钢集团榆中钢铁有限责任公司 100% 股权，收购资产评估作价 70.15 亿元。资产注入后酒钢集团持有公司股票将从 5.409 亿股增加到 17.525 亿股，股权比例将从 61.91% 上升至约 84.04%。
- 若交易顺利完成，除将注入赢利潜力巨大的铁矿石外，酒钢宏兴的铁、钢、材产能由现有的 600 万吨、700 万吨和 360 万吨分别提升至 700 万吨、800 万吨和 700 万吨，钢材产能规模提高 100% 以上。产品也由以往线棒和中板产品的基础上增加了热轧卷板和碳钢冷轧薄板（投产后）等品种，产品结构进一步丰富。本次重大资产重组完成后，上市公司的资产规模、资产质量和盈利能力能够得到较大幅度的提高，竞争实力进一步增强。但是该方案面临的问题是每股净资产将被摊薄 12.14% 左右。按照停牌前股价计算，PB 将由 1.30 倍增加到 1.48 倍。另外，不锈钢、电厂资产注入仍然值得期待。同时，公司具有明显的资源优势、成本优势和区域优势。
- 资产注入之后，公司的业绩增长将主要来自于矿山及集团钢铁资产的存量

部分。在目前的钢材市场条件下,我们预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.32、0.40 元左右。从估值上来看,由于资产注入方案将使得公司每股净资产被摊薄 12.14%,按停牌前股价计算公司 PB 为 1.48 倍,高于目前钢铁板块 1.26 倍的水平。短期内公司估值存在一定的压力。但是,矿山的注入必将最终使得公司的盈利能力有较大提高,存在一定的交易性机会。我们维持“谨慎推荐”的投资评级。

新兴铸管

- 公司发布业绩快报,2008 年实现营业收入 205.5 亿元,同比增长 44.13%;实现营业利润 6.77 亿元,同比下降 27.32%;实现净利润 4.79 亿元,同比下降 19.13%;实现基本每股收益 0.408 元,略为高于我们 0.40 元的预期。
- 公司主要产品为离心球墨铸铁管及螺纹钢。离心球墨铸铁管是球墨铸铁管中的高科技产品,西方发达国家的铸管球化率已达到 90%以上,目前我国正在加紧铸管对传统管道的替代。公司的另一大主力产品螺纹钢在现阶段面临钢价下跌的压力,但是就全年来看,螺纹钢无疑是最受益于国家投资的钢铁品种之一。2008 年公司球墨铸管产量在 120 万吨左右,2009 年预计可达 135-140 万吨之间,同比增长 15%左右;2015 年可达到 160-180 万吨。另外,公司 2008 年螺纹钢产量在 210 万吨左右,2009 年可达到 250 万吨,同比增长 20%左右。另外,公司拟定向增发收购芜湖铸管 40%股权,目前仍在项目实施过程中。
- 我们预计公司 2009 年 EPS 可达到 0.57 元,同比增长 40%以上,对应动态 PE 为 11.4 倍, PB 为 1.53 倍。公司的发展恰好符合我们城市管网和基础设施建设的投资主题。因此,我们维持公司“推荐”评级。

免责声明:

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

国信证券经济研究所机构销售部

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