

[2009.03.09]

冲高回落 温和震荡

---2009 年 3 月投资策略报告

✍ 马静如

☎ 86-22-2845 1665

黄 锋

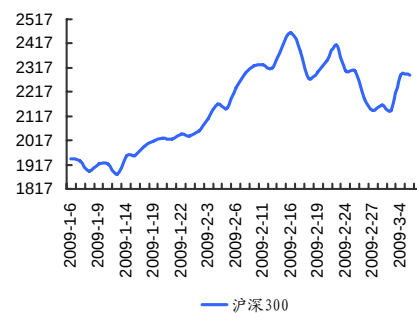
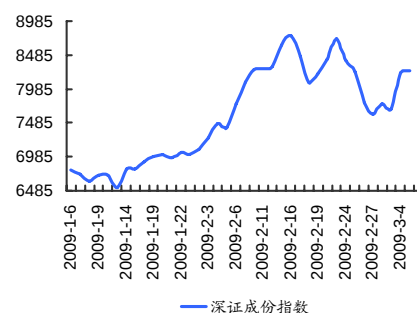
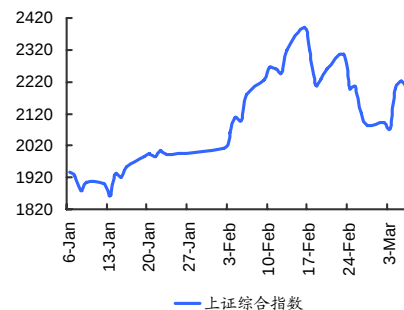
86-22-2845 1131

周 喜

86-22-2845 1972

投资要点:

- 我们坚持认为，尽管类似一月份的信贷激增难以再现，但是市场流动性仍将保持充裕，就 3 月份而言，充裕的流动性仍是市场的重要支持因素。
- 尽管此前钢材等主要产品价格受库存回补影响逐步走高，但在终端需求依然不振的情况下，库存再次回到较高水平，从而直接导致相关产品价格反弹的结束，并进入新的下降通道，所以，回补库存的停止暂缓了经济回暖。
- 3 月份市场将进入 08 年年报公布的高峰，由于 08 年四季度业绩随着中国经济增速的回落而趋于恶化已成不争的事实，各上市公司倾向于在整体经济恶化的情况下甩除包袱，为此后的经营创造好的基础，于是不排除某些上市公司业绩回落超出市场预期的可能，因此业绩对于市场的压力在 3 月份陡然加大。
- 总体看，本轮反弹行情上涨的本质起于政策、宏观基本面的改善和流动性充裕，跌于对基本面持续改善的担忧、外围市场的影响以及流动性环比回落的预期。在经历了近期快速的大幅调整之后，由于两会利好预期，预计 3 月上旬上涨的概率较大、但中下旬回落的可能性也很大，我们预计 3 月市场将走出冲高回落、温和震荡的走势，其震荡区间在上证指数 2000---2400 点之间。
- 我们认为虽然 3 月的市场以震荡为主，但板块和个股的机会依然较多，在震荡市场以主题投资为主。建议关注三大主题：①业绩改善主题：电力、房地产；②投资主题：水泥、铁路基建、通信设备制造；③消费主题：医药、啤酒、银行等。



相关报告

- 《积极预期推动市场强于基本面》
——09 年 2 月投资策略报告
- 《择机布局刺激消费新热点》
——09 年 1 月投资策略报告
- 《政策刺激下的交易性机会》
——09 年大类资产配置报告

1. 三月份市场影响因素分析

1.1 流动性依然充裕

回顾此轮市场反弹，充裕的流动性支持无疑是重要功臣之一，然而进入 2 月份 M1 数据的公布、有关新增贷款回落以及央行加大货币回笼的消息均使投资者对未来市场的流动性产生了一定担忧。对此，我们将通过逐一分析以最终探求未来市场的流动性情况。

对于 1 月份 M1 增速显著回落，我们认为主要有以下三方面原因：其一，春节期间企业将获得的部分贷款以定期存款形式存入银行，而且春节跨越 1、2 两个月，于是导致 1 月底 M1 余额减少；其二，临近春节，企业部门部分资金以工资奖金等方式转移到居民部门，从而导致居民存款的大幅增长；其三，由于票据贴现利率与存款利率间存在一定套利空间，于是部分企业通过票据融资获得资金后转存为短期定存，这也抑制了 M1 余额的增加。正是看到了春节因素对 M1 增速的扰动以及 08 年 2 月 M1 余额的基数较低，我们认为 2 月份 M1 增速将会大幅反弹至 10%。

图 1: M1 增速反弹受阻

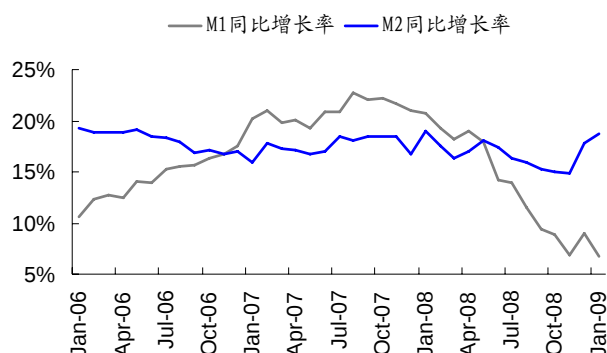
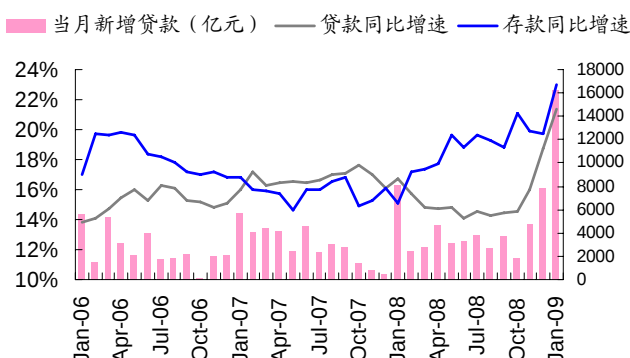


图 2: 贷款增速大幅反弹



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

有关 2 月份新增贷款的数据已经是几易其稿，由最初的 5000 亿增加到 8000 亿，而近来上证报则报道称 2 月份新增贷款仍可达到 9000-10000 亿元，对此我们认为，2 月份新增贷款回落应属正常，以 8000 亿元新增贷款计算，2 月份的贷款增速将可达到 20% 以上，并促使 M2 增速维持在 19% 左右的较高水平，由此看来流动性仍将充裕。

对于央行通过央票及回购等方式加大货币回笼，我们认为其亦属正常，按照往年惯例，为了保证春节期间对流动性的需要，央行一般会提前加大货币投放力度，并于春节后逐步回收，而且近期发布的《中国货币政策执行报告（2008 年第四季度）》在谈及下一阶段政策思路时指出，“保持银行体系有充足的流动性，促进货币信贷合理平稳增长”，与此同时央行还表示要“引导货币信贷合理平稳增长”，因此我们认为对于 2 月份央行加大货币回笼力度不必过分担忧，其目的一方面是依照惯例回收春节前投放的流动性，另一方面则希望以此方式促使信贷的稳定增长，也就是

说目前央行并不会大幅收缩流动性。

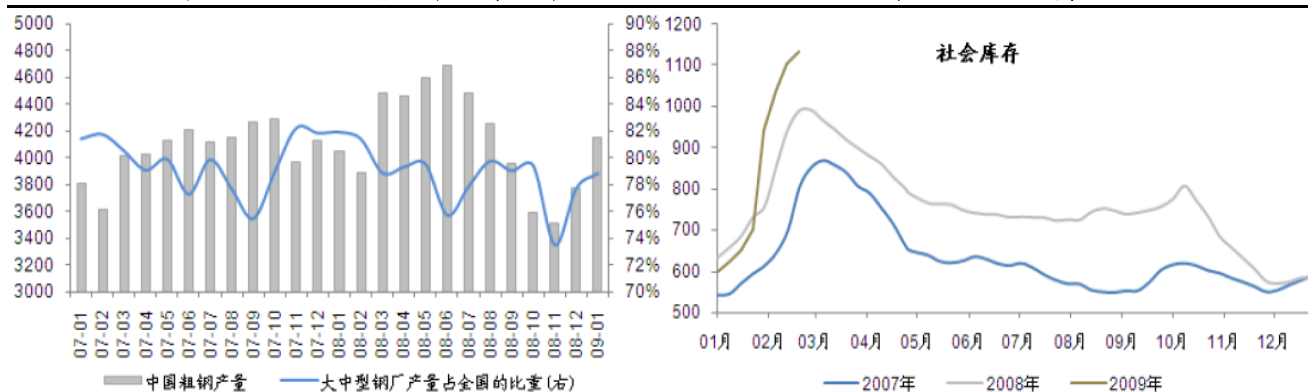
通过对以上问题的分析，我们坚持认为，尽管类似一月份的信贷激增难以再现，但是市场流动性仍将保持充裕，而上期投资策略月报中我们曾分析指出 M1、M2 增速反弹有利于改善股市资金的供求平衡，流动性的明显增强将为股市回暖提供良好的资金环境。于是，对于 3 月份而言，充裕的流动性仍是市场的重要支持因素。

1.2 回补库存停止暂缓经济回暖

由于 08 年 4 季度剧烈的去库存化使得需求链条中的各方均存在回补库存的要求，于是随着 08 年 11 月回补库存行动的开始，钢材等主要产品价格逐步走高，然而在终端需求依然不振的情况下，库存再次回到较高水平，所以进入 09 年 2 月份库存回补行为逐步停止，从而直接导致相关产品价格反弹的结束，并进入新的下降通道。

就钢铁而言，随着 08 年 11 月中旬国内钢价触底反弹，钢厂盈利空间再现，从而刺激钢厂开工率明显提升，统计显示统计全国 09 年 1 月份粗钢产量达到 4152 万吨，同比增长 2.4%，环比 11 月的低点上涨近 18%。与此同时，终端需求的回暖并未如期到来，加之贸易商对于后市过于乐观预期以及赌性心理，导致钢铁社会库存大幅走高，截止 09 年 2 月底，社会库存同比增长 14.14%，供大于需的矛盾直接导致了钢价的回落，近期宝钢也普遍下调了 4 月份的钢材出厂价格。对于需求而言，我们的研究员调查显示宝钢、鞍钢、武钢等钢厂 3 月份的订单签订率约为 60-70%，部分中小钢厂的订单甚至不足 50%，也就是说终端需求在 3 月份尚未完全复苏，这可能预示着再次去库存行动将要开始。

图 3：钢价反弹促使国内钢厂开动率显著提升（万吨） 图 4：钢铁社会库存量大幅走高（万吨）



资料来源：Mysteel，渤海证券研究所

钢材价格的回落以及可能再次开始的“去库存”行为直接抑制了煤炭的需求，于是在煤炭库存再次走高之后也面临着因终端需求不振而再次削减库存的困境，进而促使其价格继续回落。

图 5: 煤炭库存逐步回升

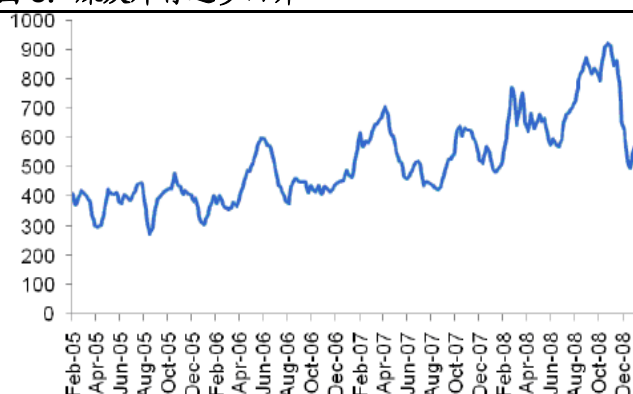
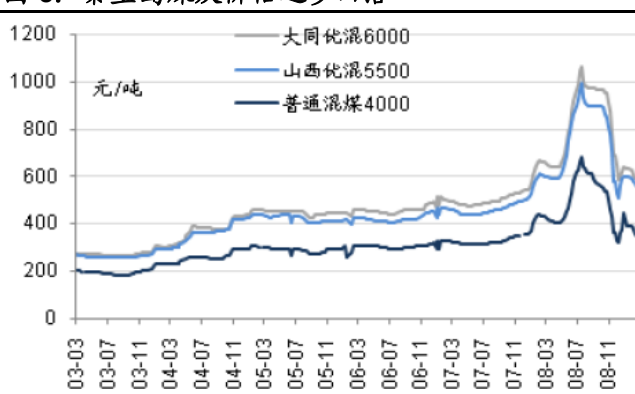


图 6: 秦皇岛煤炭价格逐步回落



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

1.3 年报集中披露 业绩压力加大

进入 3 月份, 在众多宏观数据即将出台的同时, 投资者也将迎来上市公司 08 年年报公布的高峰, 对于上市公司而言, 08 年四季度业绩随着中国经济增速的回落而趋于恶化已成不争的事实, 而其中仍存有疑虑的是恶化的程度, 由于各上市公司倾向于在整体经济恶化的情况下甩除包袱, 为此后的经营创造好的基础, 于是不排除某些上市公司业绩回落超出市场预期的可能, 因此业绩对于市场的压力在 3 月份陡然加大。

数据显示, 在已公布 08 年业绩预报的 990 家上市公司中, 业绩报忧的占比高达 54%, 而已公布业绩快报的 305 家上市公司 08 年全年实现净利润 1064.78 亿元, 较上一年小幅回落 0.3%, 其中四季度实现净利润 113.45 亿元, 较去年同期大幅回落 63.82%。尽管这 305 家上市公司仅占全部 A 股流通市值的 15.67%, 仅占总市值的 11.47%, 但是窥一斑而知天下, 08 年四季度上市公司业绩大幅回落的态势可见一斑。另外如果以 Wind 系统统计的 989 家有业绩预测的上市公司为样本, 对比其 07 年一季度以来的各季度净利润实现情况, 我们发现 08 年中期以来, 样本上市公司季度净利润实现情况持续恶化, 第三、四季度的净利润分别同比下降 5.64% 和 21.39%。

图 7: 业绩报喜公司占比持续回落

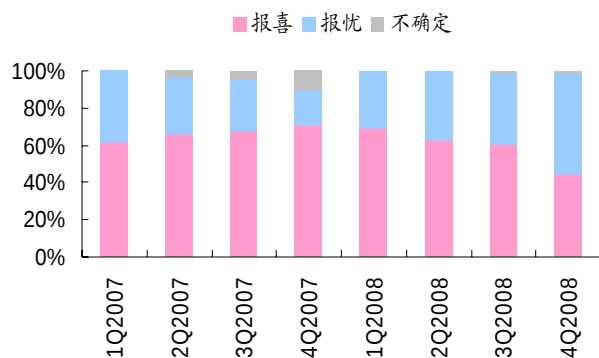
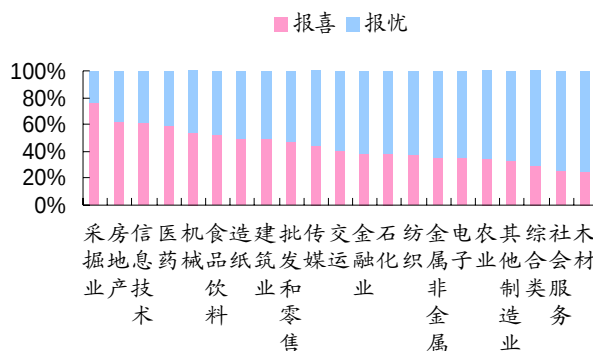


图 8: 08 年业绩预报中各行业报喜公司占比情况



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 9: 305 家上市公司单季净利润历史对比

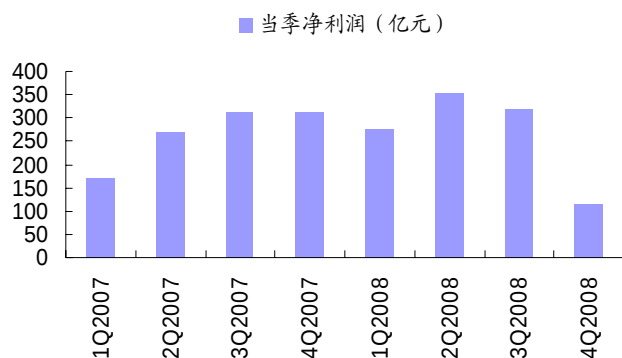
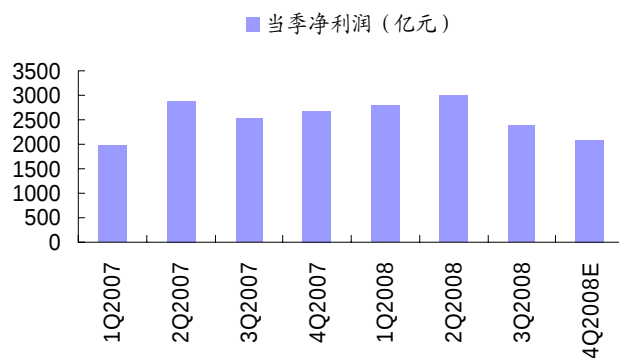


图 10: 08 年中期后样本^①上市公司季度净利润逐步回落



注: ①中所指样本为“Wind 系统统计的 989 家有业绩预测的上市公司”

资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

2. 三月市场趋势判断：冲高回落、温和震荡

2.1 关于本论反弹行情的认识

本轮行情从 08 年 11 月的最低点 1664 点起步,主要受益于加大基建投资为主的“四万亿”财政刺激政策。受此影响,与投资相关的基建板块涨幅巨大。而后大盘在 1800 点上方震荡 2 月左右,在宏观基本面出现复苏和流动性出现好转的支持下,股市开始新一轮反弹。在 12 月底,1 月初,基本面显示:库存减少、价格上涨(钢铁)、BDI 反弹;活期存款首次向上,而定期存款首次下降,基本面向市场发出了短期扭转信号。

春节过后,行情一路看涨,其主要助推因素在于:流动性过分的充裕;政府提出的十大产业振兴规划给市场创造了无数的热点行业;而且十大产业振兴规划被市场视为“正在成为拉动我国经济走出低谷的巨大引擎”,于是行情热火朝天的向前发展。

但是 2 月 17 日开始,股市调头向下,几天之间快速下跌了 14% 左右,我们认为本次下跌的主要原因在于:第一,原来较为乐观的宏观数据开始出现向下调头的迹象向,煤炭、钢铁价格下跌,财政收入和出口大幅下滑,种种需求不振的现象使得投资者开始怀疑去库存化告一段落后有所恢复的经济能否继续反弹;第二国际股市近期出现大幅下跌,而 A 股却独立上涨,美股的连续下挫,显示美国经济 09 年底反弹的希望更加渺茫,这一方面加大 09 年中国出口的压力,另一方面通过打压港股市场,影响 A 股的估值上升高度;第三 2、3 月贷款增速可能环比回落,这使得流动性增长的回落快于投资者预期。

总体看本论反弹行情上涨的本质起于政策、宏观基本面的改善和流动性充裕,跌于对基本面持续改善的担忧、外围市场的影响以及流动性环比回落的预期。

2.2 关于三月份大盘的判断

经历了近期快速的大幅调整之后,由于两会利好预期,预计 3 月上旬上涨的概率较大、但中下旬回落的可能性也很大,我们预计总体看 3 月市场将走出冲高回落、温和震荡的走势。

首先对流动性收紧的担忧近期已经减弱;两会的召开为短期的股市注入了上涨动力;发电和用电量的正增长,以及房地产 1、2 月来成交量的持续回升,让投资人在对经济的忧心中看到一线希望。

第一:短期我们没有理由担心货币供应增量,从 3 月 4 日上证报刊登的新闻看,2 月份的新增信贷规模有望高达 9000 亿至 10000 亿元。与此同时,在信贷快速增长的推动下,2 月份的 M2 增速也将继续保持较高水平。虽然比起 1 月来流动性环比有所收紧,但这比前期的预期好了很多。股市本来就是一个靠预期上涨的市场,流

动性比预期的充裕，会再度激发市场的做多热情。

第二：从今年 2 月中旬开始，被视为经济同步指标的发电和用电量都恢复了正增长，在全国 2 月中旬增长 15%，环比增长 13.2%，在南方，同比增长 10%，环比增长 8%。而且制造业采购经理指数 PMI 已经连续两三个月回升，新订单指数由 45 上升到 50.4，表明制造业企业对经济继续恶化的预期大幅减弱。虽然我们还不能立即从这些指标判断宏观经济出现了好转的迹象，但毕竟可视为出现了“复苏的萌芽”。

第三：我们金融创新部统计了 A 股股市从 1995 年以来的历届“两会”前 1 月、会议期间、以及会议结束后一个月大部分时间段的股市走势（如下表），我们发现“两会”期间以及当月上涨的概率较大。

表1：历年“两会”前后股市表现

年份	两会期间涨跌幅	两会后一月涨跌幅	两会当月涨跌幅
1995	6%	6%	18%
1996	2%	5%	1%
1997	9%	17%	19%
1998	0%	9%	3%
1999	6%	2%	6%
2000	-2%	9%	5%
2001	2%	6%	8%
2002	8%	0%	5%
2003	-3%	10%	0%
2004	0%	1%	4%
2005	0%	-3%	-10%
2006	-2%	9%	0%
2007	5%	19%	11%
2008	-16%	-16%	-20%

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

然而，我们认为下面几条理由不支持大盘在 3 月继续大幅上涨：

第一：美国经济无企稳迹象，所以作为全球股市风向标的美国股市在 3 月大幅反弹的可能微乎其微。事实上：目前市场普遍预期美国 GDP 在 1 季度环比增长为-5%左右，而且 2 季度环比继续为负增长，发达国家经济在未来一段时间也将继续萎缩。由此可见中国股市 3 月的外围投资环境十分不利。

第二：订单、库存和价格变化是影响工业生产的三个最主要因素。从近期微观层面看，秦皇岛煤炭库存逐步回升，并对煤炭价格形成压力；钢铁行业贸易库存迅速增加，价格开始下跌。种种迹象表明：企业的回补库存即将结束，价格同时面临下跌的压力。

第三：两会政策或低于预期。从总理的政府工作报告看，我们认为两会期间并不会太多新政策动向，但将更注重既有政策的落实和执行，所以市场对两会政策的憧

憬可能会有所失望。

综合看，我们认为 3 月大盘将冲高回落，温和震荡，其震荡区间在上证指数 2000---2400 点之间。

3. 三月份操作策略

我们认为 3 月的市场以震荡为主，但板块和个股的机会依然较多，在震荡市场以主题投资为主。

(1) 消费服务

医药：

另外医改方案最终会在“两会”后公布，医改下一步重点主要是从 2009 年到 2011 年，抓好基本医疗保障制度等 5 项改革，计划投入的 8500 亿元将投向保障体系和服务体系两方面建设。我们认为，在宏观经济不确定的形势中，医药行业因其需求的刚性和新医改等政策的促进下，行业前景继续向好趋势不变。行业和优质公司良好的业绩表现仍可继续支撑医药板块获得相对溢价收益，与此同时，医改方案及其细则的推出将提振市场对医药板块，特别是对细分子行业龙头公司的信心，这些优质公司得到一定的估值溢价也是合理的，其表现势必将成为市场的亮点。

消费券：

从近期政策导向来看，在继续扩大投资拉动经济的举措之外，各级政府也开始考虑到可持续的经济增长模式，日后政府或将出台更多以促消费来保增长的措施。从成都到杭州，从南京到深圳，为了拉动内需，越来越多的地方政府开始向市民发放消费券，商务部相关部门已经对部分地方政府发放消费券的行为进行了调研，研究报告的具体内容很可能将在全国“两会”上进行讨论。类似政策预期也给酒类、旅游、零售、家电等板块带来了交易性的机会。

银行：

至于银行我们认为政府四万亿经济刺激计划中的基础设施建设投资是银行新增贷款的主要流向。而新出台的 10 大产业振兴计划将作为后续资金投向的另一个方向，信贷继续保持高增长的可能性较大。

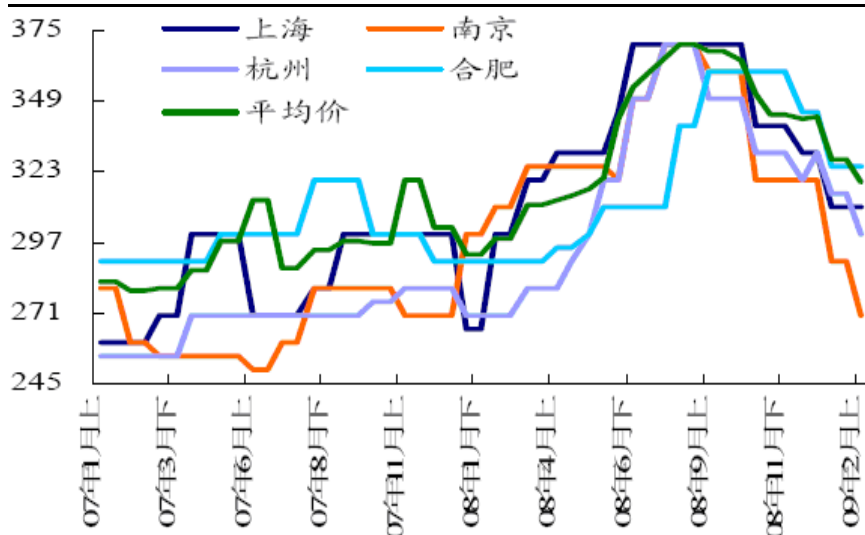
实证考察发现银行板块的波动与当期的宏观经济预期和资金流动性有明显的相关性。因此，最近银行板块的波动主要有：“两会”期间很有可能将大幅扩大目前 4 万亿经济刺激计划的规模，及房地产交易量的上升和价格的回暖，这可能成为近期银行股价的正面动力。在本轮题材炒作的反弹行情中，银行板块一直落后于大盘，而 3 月将是上市公司集中公布年报的时期，较之其他行业，银行 50% 的业绩增长有助于估值的提升，我们认为，3 月银行超过大盘是大概率事件。

(2) 与投资相关的主题

水泥：

目前水泥股的平均估值水平是 09 年 20 倍 PE，处于估值的较高水平。同时水泥价格尤其在华东地区的水泥价格下跌明显。尽管 3 月底可能是水泥行业的旺季，但我们认为水泥行业整体供过于求的局面并不会改变，目前水泥股的估值已经包含了 4 万亿投资对水泥的带动预期，如果没有新的超 4 万亿投资的刺激经济的政策出台，水泥股已经进入了估值合理区域。

图 111: 房地产、制造业占比需求较大的华东区水泥价格持续下跌



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

铁路:

对于其他四万亿投资拉动的相关板块，如机械、输配电设备、铁路等，由于投资规模存在超预期的可能，如果前期涨幅较小，仍有一定上涨潜力，尤其是其中与铁路投资相关的公司。

通信设备制造:

3G 牌照的发放，掀起了电信投资的新一轮热潮。2009 年通信设备制造行业的景气受经济下行影响较小，特别是已经与运营商建立稳定、良好业务关系的各子行业龙头企业盈利增长确定。

(3) 业绩出现改善迹象的行业

电力:

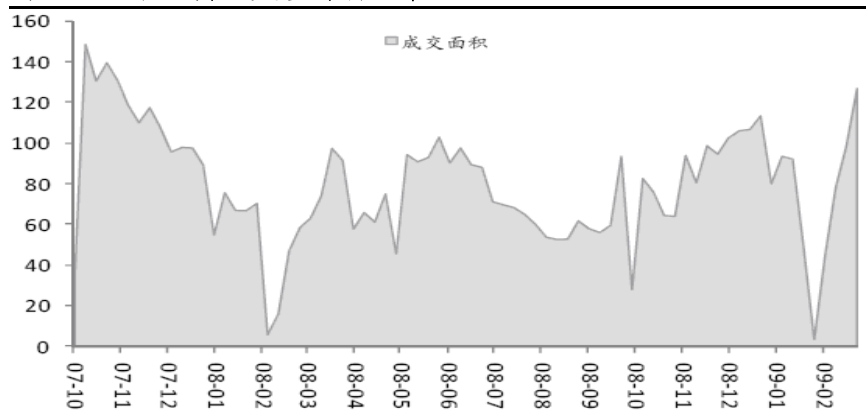
电煤合同谈判即将明朗，煤价下降与财务成本降低(降息)将使一季度电力行业盈利确定性大大增强，电力行业最糟糕的时候已经过去，成长性明显。

房地产:

由于 1、2 月份全国大部分一线城市房地产成交量回暖，所以市场对房地产股的关

关注度显著提升。尽管我们还不能确定成交量回暖的趋势能否持续，但短期看房地产板块的交易性机会是不容置疑的。3 月 4 日广东省出台了大力度的针对支持开发商和更大力度的刺激住房消费的政策，无疑给房地产市场的未来利好预期又增加了一颗定心丸。

图 122: 5 座城市成交量持续回升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

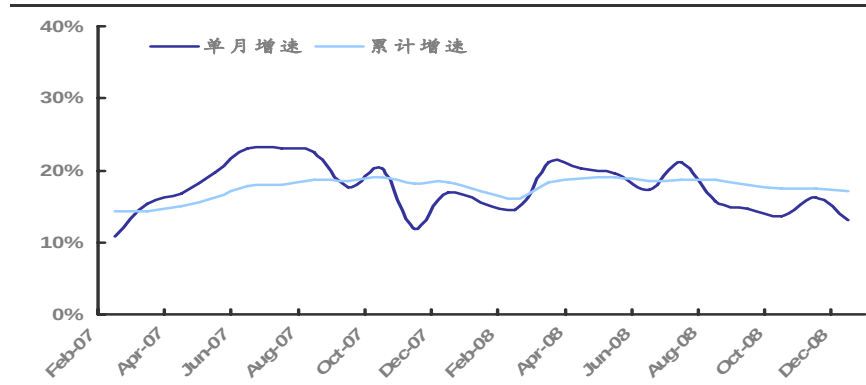
短期我们建议关注深穗两地的房地产公司的交易性机会。招商地产和保利地产在深穗两市土地储备占公司总储备的比重相对较高, 将成为深穗市场率先回暖的较大收益者。

3.1 消费主题

3.1.1 医药

在宏观经济冷峻的背景下，中国医药行业增长曲线成为一道亮眼的风景。2008 年 12 月份单月增速为 13.1%，较 11 月份出现 3.1 个百分点的回落，但从 2007 年 2 月份至今的数据看，工业增加值累计增速基本保持 14%-18% 的稳定增速水平，2008 年 1-12 月份增速虽略有回落但仍维持在平均水平。我们预计医药行业在宏观经济下行的趋势中，由于国家加大投入和医疗体制改革等实质性利好的促进下，2009 年仍能在下游消费品行业中保持高景气运行态势。医药工业排名前列将有所保证。

图 13: 医药制造业增加值 12 月单月和 1-12 月累计增速双双出现回落



数据来源: WIND, 渤海证券研究所

医改方案的出台以及方案内容基本符合市场预期。政府投入的增加虽在意料之中但是本次会议提出的未来三年 8500 亿元的投入金额却超出市场预期。目前 8500 亿的投向和分配虽然没有明确的说法,根据我们的测算 8500 亿投入将使未来三年财政卫生支出在现有基础上每年增长 10% 左右。据全国政协委员、卫生部副部长陈竺在 3 月 3 日参加全国政协十一届二次会议开幕会前的表示, 医改(最终)方案将在“两会”后公布。

图 14: 财政支出同卫生预算支出的增速对比

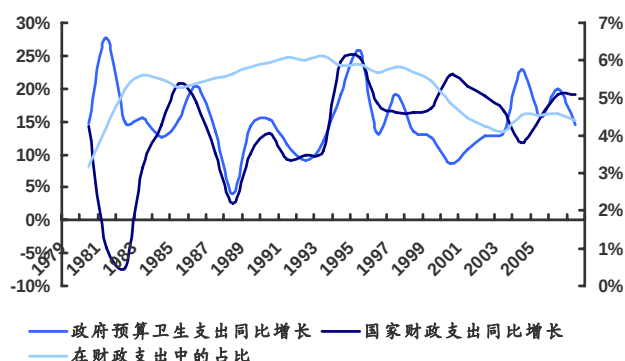
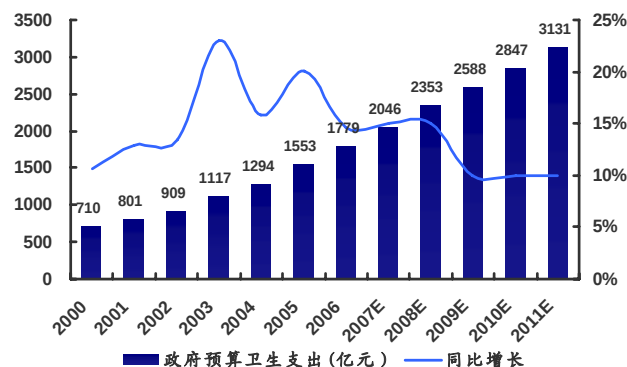


图 15: 未来三年财政卫生支出每年增长 10%



数据来源：卫生部，渤海证券研究所

2009 年，我们认为医药行业将继续保持较快增长，主要有以下几点原因：

第一，新医改规划的出台，将使行业驶向良性快速发展的轨道，需求将得到扩容，行业集中度将稳步提高。此外，医改细则逐步推出将进一步规范和完善医药行业各领域的企业的发展。第二，在全球经济动荡加剧的背景下，中国的宏观经济未来走向的不确定性加大，我们预计随着 CPI 和 PPI 的回落，2009 年原材料成本上升的压力将得到缓解。第三，为应对通货紧缩和缓解企业运营压力，我国已经进入了新一轮的降息周期，商业渠道的资金压力将减缓，使得工业企业的销售汇款将得到保障，将有利于工业企业的销售，因此行业内企业的财务费用将呈现下降态势。

由于医改的实施使医药行业的成长性更加明确，在目前宏观经济尚不明朗的情况下，从基本面出发，医药行业仍会成为资金所追捧的对象。除受外需和价格下降影响较明显的化学原料药子行业外，我们维持医药行业“增持”的投资评级。

2009 年 1 月份以来，二三线医药股都出现了不同程度的明显上涨，致使估值水平快速上升。由于 3 月份已逐步进入年报披露密集期，前期滞涨的一线股将具有较强的补涨要求。与此同时，预计两会后医改的配套方案将逐步出台，也将有助于一线医药股的价值发现。我们建议关注细分行业龙头公司，如天士力、康缘药业、华海药业、天坛生物等，以及具有补涨要求的天药股份。

3.1.2 啤酒

啤酒消费受经济下行影响相对较小。我国啤酒消费目前仍然主要集中在中低端餐饮以及家庭消费，与国外的主要在酒吧、夜场有所不同，因此受经济下行影响相对较小。从春节的消费情况来看：中低档餐饮受影响较小，高档餐饮店（包括夜场、酒吧）受影响相对较大。目前我国啤酒人均年消费量为 30 升，与世界平均水平基本持平。但是

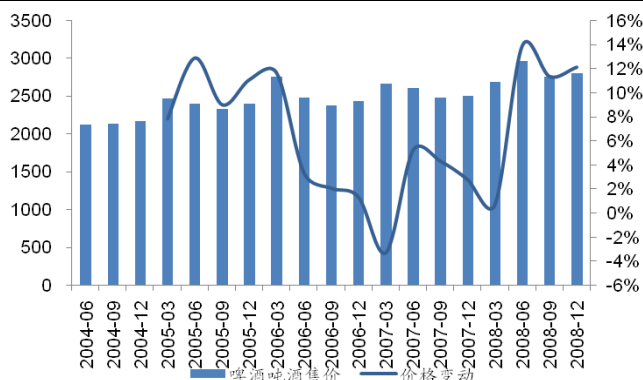
销售区域主要集中在城市和东南沿海；二三线城市以及农村人均消费量仍然较低。近两年啤酒行业明显呈现出中西部地区的发展快于东部地区。

受产品提价、自然灾害、凉夏以及奥运会等因素的影响，2008 年啤酒行业全年销量增速仅为 5.46%，而 2006、2007 年啤酒销量增速为 14.37% 和 13.15%。根据目前销售状况，产品提价因素已经消化，作为基本消费品啤酒消费或者受经济下行影响程度较轻，增速会有所回升，另外 2008 年较低的增长基数也为 2009 年的增长打下良好的基础。乐观估计 2009 年啤酒销量将会稳步增长 8%-10%。

图 16: 啤酒行业产量走势图



图 17: 啤酒行业吨酒价格逐步提高



数据来源：Wind，渤海证券研究所

图 18: 啤酒行业收入增速平稳、利润增速下降

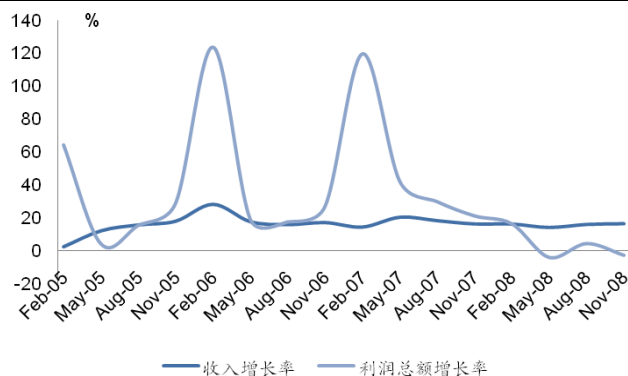
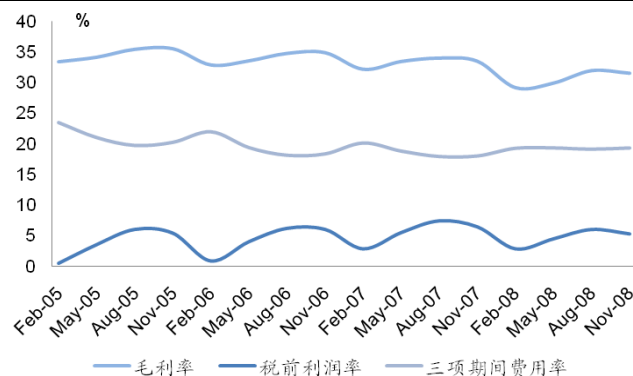


图 19: 啤酒行业盈利能力基本稳定



数据来源：Wind，渤海证券研究所

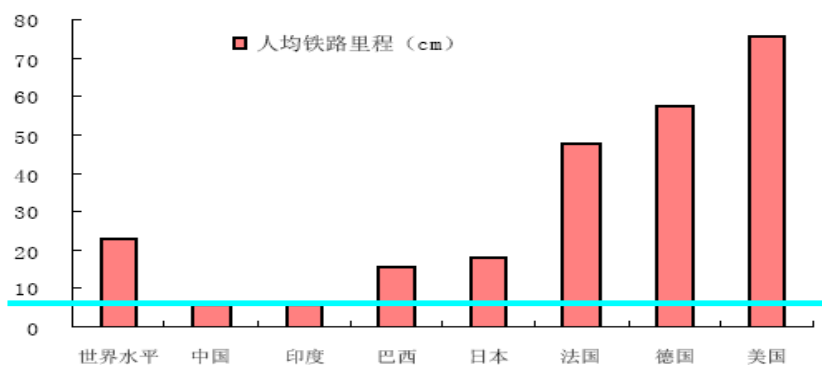
我们建议重点关注燕京啤酒。公司销量 2009 年销量将出现恢复性上升。受奥运会影响，2008 年 8、9 月份北京地区啤酒销量下降 30% 左右，而公司同期销量也下降 20% 以上。由于北京地区人均收入较高，啤酒消费较为稳定，预计 2009 年公司在该地区实现的销量将恢复到 110 万吨。公司在其他区域将继续维持前期的较快增长。同时因大麦采购价格同比下降 40%，包装材料成本下降 5%，在产品价格不变的情况下，原料价格的下跌将提升公司啤酒业务毛利率 1.75 个百分点至 41.75%。我们预计公司未来两年的复合增长率将达到 25.61%，2009 年、2010 年公司每股收益分别为 0.63 元和 0.71 元，给予“买入”投资评级。

3.2 投资主题

3.2.1 铁路基建

目前我国人均铁路里程与印度相当，低于巴西、日本、远低于法国、德国、美国，只有世界人均水平的 1/3 左右，巨大的国际差距决定了未来中长期我国铁路基建将持续高速增长。根据规划国家《中长期铁路网规划》，我国铁路营运总里程将从 2005 年末的 7.5 万公里延长到 2010 年底的 9 万公里以上，至 2020 年将达到 12 万公里以上。全国铁路网的复线率和电气化率将在 2010 年提高至 45%，2020 年提高至 50%；2010 年前新建 7000 公里客运专线，2020 年前建成 12000 公里客运专线，实现主干线的客货分离。

图 20：我国人均铁路里程国际比较



资料来源：铁道部，渤海证券研究所

如今我国正处工业化中期与城市化进程的快速推进当中，根据原规划，“十一五”期间国家对铁路的总投资将达到 1.5 万亿元，较“十五”投资增速达到 388%，其中铁路基建和更新改造投资就达到 1.25 万亿元。2008 年 10 月 21 日，国务院常务会议批复将铁路投资额提升至 2 万亿元，而且明确表示未来随着刺激经济增长的实际需要，投资额还可以继续增加。

2009 年 1 月 3 日，铁道部 2009 年全路建设工作会议在京召开。从铁道部部长刘志军《抓住难得历史机遇，加快铁路改革发展，进一步开创和谐铁路建设新局面》的工作报告中我们看到：2008 年全国铁路完成基本建设投资 3300 亿元，同比增加 1500 亿元，增长 86%，是“十五”期间完成基建投资总额的 108%。完成新线铺轨 3369 公里，复线铺轨 2856 公里；投产新线 1600 公里、复线 1790 公里、电气化铁路 2630 公里。2009 年计划完成基建投资 6000 亿元，计划新线铺轨 5148 公里、新线投产 5849 公里；复线铺轨 3462 公里，复线投产 4662 公里；电气化投产 5606 公里；安排拟新开工项目 80 项，新增投资规模为 1.5 万元。同时计划 2010-2012 年平均每年将完成基建投资 6000 亿元以上。

通过计算可以得出，2008 年 11 月完成铁路基建投资 426 亿元，已经创出了历史单月新高，而 12 月更完成投资 800 亿元以上，投资增速的爆发态势非常明显；而且从铁道部的实际规划中可以看出，未来 3 年内铁路建设将持续保持超高速发展。

2008 年 12 月以来银行新增信贷规模出现飞速增长，而铁路基建作为国家拉动内需四万亿投资的重要组成部分，项目具有安全性高收益明确的特别，必然成为贷款优先进入的领域，鉴于进入春季后资金、设备、人力等都已齐备，建筑项目都将开始施工，我们判断 1、2 季度基建企业的新签订合同将进入集中披露期。如 2009 年 1 月中国中铁所属子公司合计中标 250 亿元，2 月 13 日所属子公司合计中标 230 亿元，2 月 26 日所属子公司合计中标 226 亿元。2009 年 2 月 12 日中国铁建新签沙特轻轨合同 121 亿元，2 月 19 日所属子公司合计中标 185 亿元。

在设计、施工、机械、建材的整个基建产业链中，国家四万亿投资政策出台已使机械、建材板块出现巨幅上涨，而产业链上端的设计、施工等建筑板块涨幅明显落后，在水泥等市盈率大幅上升之后（海螺、冀东、华新近期最高股价对应 2009 年动态 PE 分别达到 23、45、32 倍），使得涨幅较小的铁路基建板块 2009 年接近 20 倍的动态市盈率就不再显得高估。而如果扩大内需的投资总规模超过 4 万亿元，基建投资的超预期可能使建材板块在目前估值水平上还有继续提升的空间，这将使得铁路基建企业更显低估。

我们预期 1、2 季度新签订合同披露的高峰期将不断冲击机构投资者的视觉。我们建议重点关注铁路基建龙头公司，如中铁二局、中国中铁等。

3.2.2 通信设备制造

三大运营商的网络投资明显加快。2008 年全年电信投资 2954 亿元，同比增长 29.6%。12 月当月电信投资为 796 亿元，同比增长 97.7%，创下近五年来的新高。传输网扩容、FTTx 宽带用户发展以及数字电视改造等因素推动光纤光缆需求继续稳定增长。2008 年新增光缆线路长度继续保持在较大规模上。

图 21：电信投资及其增速

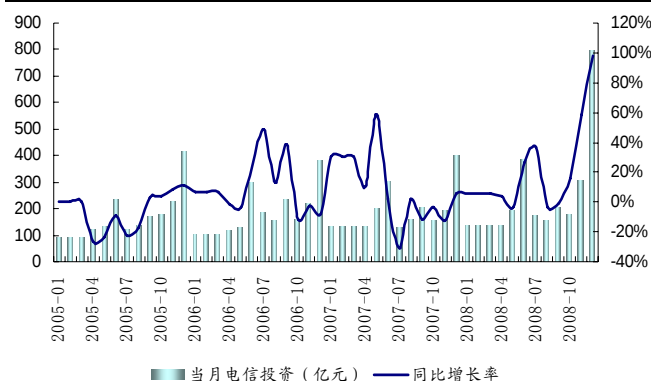
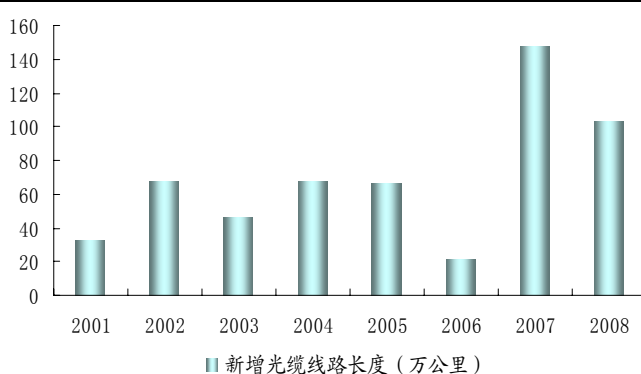


图 22：新增光缆线路长度



资料来源：MIIT、渤海证券研究所

随着国内电信投资的增长，电信设备国内需求稳步回升。以交换设备、传输设备为例，2008 年以来，受电信投资拉动，收入与利润都保持较快增长。

图 23: 通信传输设备制造业收入及其增长

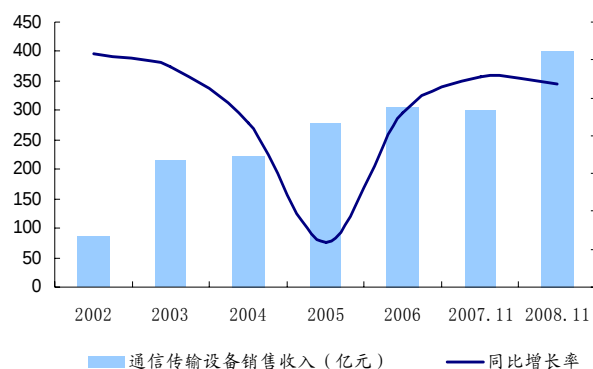
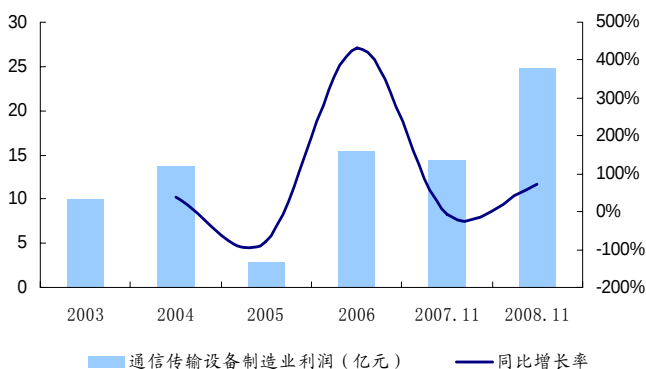


图 24: 通信传输设备制造业利润及其增长率



资料来源: WIND 资讯、渤海证券研究所

图 25: 通信交换设备制造业收入及其增长

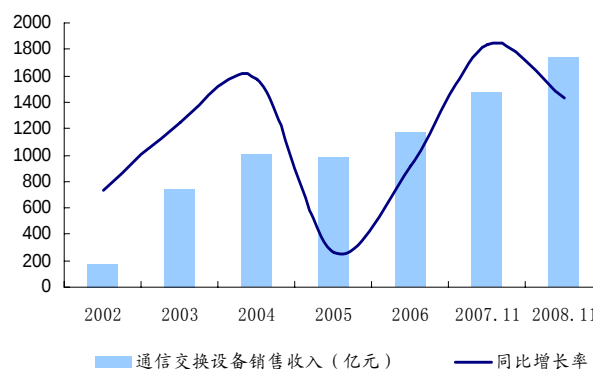
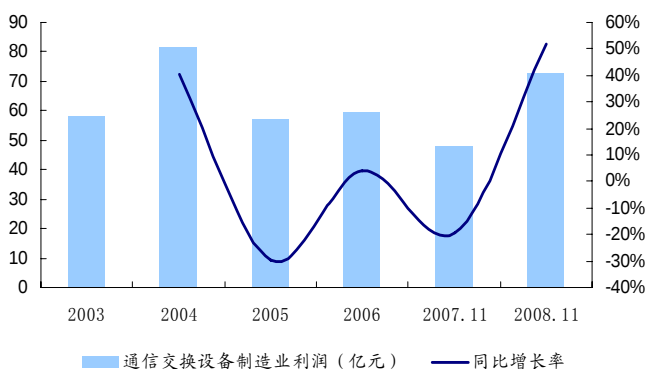


图 26: 通信交换设备制造业利润及其增长率



资料来源: WIND 资讯、渤海证券研究所

随着运营商招标的推进,设备制造商逐步完成供货与收入确认,预计 2009 年上半年将是国内设备制造商业绩大幅增长的阶段。

2009 年 1 月 7 日,3G 牌照正式发放。中国移动获得 TD 牌照,中国电信获得 CDMA 牌照,中国联通获得 WCDMA 牌照。预计 2009-2010 年,电信投资年均增幅将保持在 10%以上。

运营商近年通过集中采购,已经与各子行业的龙头企业建立了稳定的合作关系。子行业龙头企业是新一轮电信设备采购中主要的受益者,因此业绩增长较为确定。鉴于近期通信设备板块已出现相当涨幅,我们建议关注业绩有超预期可能的武汉凡谷、中兴通讯等。

3.3 业绩改善主题——火电

煤价下跌成为火电企业盈利提高的主要推动力。3 月 2 日,大同优混价格(平仓价)为 590 元/吨,山西优混价格为 557.5 元/吨,普通混煤价格为 347.5 元/吨。在经历了短期的小幅反弹之后,春节长假结束以来煤价降幅接近 10%。考虑到增值税率从 13% 提高到 17%,目前煤燃料成本已基本回到 08 年初水平。由于 3 月 2 日秦皇岛煤炭库存量已达 766.9 万吨,比比 2 月 21 日回升 6.8 万吨,再次回到库存高位。

2009 年 3 月份投资策略报告

图 27: 秦皇岛动力煤价格走势

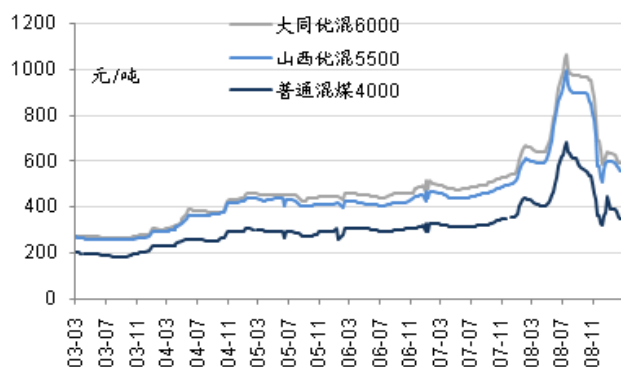
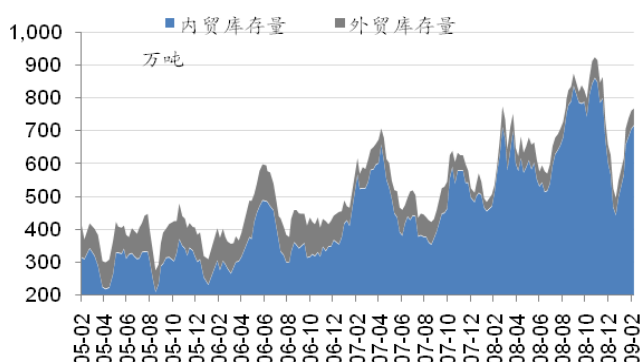


图 28: 秦皇岛煤炭库存量再次大幅增加



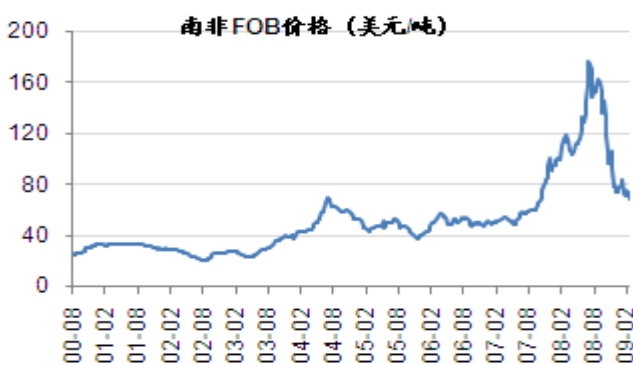
资料来源: 中国煤炭市场网, 渤海证券研究所

近期澳大利亚 BJ 煤炭价格为 75 美元/吨, 南非 FOB 煤炭价格为 68.35 美元/吨, 仍较明显低于国内煤价。

图 29: 澳大利亚 BJ 价格走势



图 30: 南非 FOB 煤炭价格走势



资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

秦皇岛煤炭库存近期的再次高位说明当前需求依然严重不足, 而在低运费情况下, 国际煤价对国内价格的向下压力不增大, 同时随着冬季供暖结束和小煤矿的复产, 预计煤价即将步入新一轮下降的可能性很大。3 月份电煤合同将陆续签完, 我们认为即使神华、中煤的合同煤价会出现小幅上涨, 但也难改变整体电煤价格下跌的趋势, 而且在供过于求的情况下, 合同履约率将明显提高。

电价暂无下调压力。2008 年 7 月、8 月, 国家两次上调发电企业上网电价, 加权平均电价分别上调 1.78 分/千瓦时 (含税) 和 2 分/千瓦时 (含税), 累计上涨近 11%。虽然出于拉动经济增长的目的, 内蒙、山西等省下调了高耗能产业的上网电价, 但高耗能产业调整的政策大方向不会改变, 在目前五大发电集团 2009 年 1 月份已明确继续亏损的情况下, 全面下调上网电价的可能性很小。

需求增长下降。数据显示, 1 月份全国发电量 2503 亿千瓦时, 受春节因素影响同比增长为 -13.13%, 如果扣除春节因素与 2008 年 12 月份增速相比基本持平; 全社会用电量同比下滑 12.88%, 其中广东、浙江等省用电增速下滑超过 20%。根据温总理与网友的在线交流, 全国 2 月中旬发电量与用电量都恢复了正增长, 发电量同比增长 15%, 环比增长 13.2%。考虑到 2008 年 1-2 月份雪灾的影响, 基数较低, 预计 2009 年 1-2

月份发电量增速虽然仍为负值，但较 12 月份将有明显回升，而一季度整体预期发电量同比增长为-3%左右。

我们预计 2009 年新投产机组在 7300 万千瓦左右，关停小机组 1200 万千瓦左右，装机容量增速达到 7.17%，将高于用电增速。而中电联预计 2009 年发电利用小时将比 2008 年的 4677 小时继续回落到 4500 小时。根据发电量增速及装机容量增速测算，预计一季度发电小时同比下降约为 8.3%。

总体看，2009 年火电企业将同时面临需求和煤价的双下降，但我们认为煤价下降的幅度将明显高于需求下降，预计 2009 年一季度火电企业盈利将明显回升，全年的盈利增长也较为确定，特别是下半年盈利增长将比较明显。我们建议关注火电龙头公司，如华能国际、华电国际、国电电力等。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%之间；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	有色行业（铝、小金属）研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659
产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857
策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879		
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn