

动态跟踪报告

证券市场

2009 年 A 股市场投资策略周报

2009 年 3 月 23 日

定期策略报告

把握各行业的结构性机会

● 大部分行业都存在相对确定的结构性机会

国信证券春季策略报告会刚刚完毕,我们从各行业分析师 09 年 1 季度的策略报告中发现了一个普遍性的规律:虽然各行业整体仍然不乐观,但大部分行业都存在相对确定的结构性机会,我们总结如下。

1) 有色金属,估值反应过度,但期货价格在基建和美国经济触底复苏带动下仍有上行动力。

2) 房地产,珠三角区域销量回升确定性相对更强。

3) 电力设备,整体投资力度低于预期,超高压、特高压电网建设仍然符合预期,水电投资高于预期。

4) 工程机械,细分产品更看好挖掘机、旋挖钻机、混凝土机械,原因在于与出口和房地产投资相关性相对更低。

5) 钢铁,价格二次探底低点可能在 4 月底,铁矿石谈判和钢材期货可能成为钢铁股票上涨的催化剂。

6) 建筑工程,整体需求下滑,但铁路建设、地铁建设和水利水电建设逆势上扬。7) 建材行业,4 月份基建高峰拉动,西部区域水泥需求表现更加抢眼。

8) 汽车行业,整体预期改善,轻卡受益于“国 III 标准切换”和“汽车下乡”暴发性增长。

9) 航空,08 年由于 5-8 月地震和奥运等因素的影响受抑制需求释放将可能使行业 09 年国内航线同比高增长,带动机场盈利的确定性增长。

10) 造纸,五月环保新标加快占目前总产能约 17% 的落后产能的淘汰进程令文化纸景气提前回升。

11) 通信设备,二季度中国移动可能启动 TD 三期招标,前期运营商的招标采购也将逐步确认为设备商的收入,行业依旧处于景气向上周期。

● 美国 2 月份新屋开工和营建许可优于市场预期

近一周公布的美国经济利好数据主要是房地产市场的新屋开工和营建许可数据。2 月份新屋开工数环比大增 22.2%,为 8 个月以来的首次环比正增长,前月上修后环比降幅缩小至 14.5%;同比降幅由前月 55.2% 缩小至 47.3%。新屋开工数据在冬季由于受气候影响波动较大,而相对波动较小的营建许可 2 月份环比增长 3%;同比降幅也由 49.5% 缩小至 44.2%,均超出市场预期,为连续 2 个月回升。若营建许可和新屋销量持续回升,有利于美国房地产市场企稳,我们维持 09 年美国房地产市场处于筑底阶段的判断。美国领先指标连续三个月反弹后,2 月份环比下降 0.4%,优于市场预期的下降 0.6%,但前两个月增幅下修(原因是新订单和实际 M2 下修)。各分项指标依然表现疲弱,10 个分项指标中有 6 个指标出现上升,其中升幅最大的包括收益率曲线利差、实际 M2、工业和消费品订单等,营建许可和厂商盈利转变为推动经济增长的正面因素。与前几个月相比,经济下滑趋势依旧,但速度减缓,经济企稳的正面因素增多,我们维持对于美国经济 Q2 见底(同比),自 Q3 起经济缓慢回升的判断。

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：经济下行阶段把握各行业的结构性机会	4
各行业都存在结构性机会	4
上周市场回顾	6
两会召开 希望与失落并存	6
海外市场：2 月份美国新屋开工和营建许可优于市场预期	7
市场运行特征	10
A股市场	10
全球股市	11
市场估值水平	13
A股估值水平	13
“中国资产”估值比较	14
重点行业和公司点评	17
重点行业	17
航空机场	17
造纸行业	17
有色金属	18
建筑工程	19
商业贸易	19
建材行业	20
房地产	20
银行	21
重点公司	22
太原重工	22
锦江投资	22
中牧股份	22
天津港	22
诚志股份	23
石基信息	23
江铃汽车	23
免责条款:	25

图表目录

图 1: 对 09 年钢铁价格运行形势的初步判断	5
图 2: 上证A股近一月走势图	6
图 3: 美国新屋开工量 (单位: 千户)	7
图 4: 美国房屋营建许可同比增速	7
图 5: 美国新屋开工、新屋销售月度同比增速 (1960/01-2009/02)	8
图 6: 美国工业生产及产能利用率	8
图 7: 美国各工业行业月度环比增速	8
表 1: 美国 2 月份领先指标之分项指标的贡献	9
图 8: 美国经济先行指标月度变化	9
图 9: 美国经济先行指标LEI和同步指标CEI	9
图 10: A股不同行业指数阶段涨跌幅	10
图 11: A股不同行业资金流量相对值	10
图 12: A股不同风格指数阶段涨跌幅	10
图 13: A股不同风格指数资金流量相对值	10
图 14: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名	11
图 15: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名	11
图 16: 欧洲主要行业指数阶段涨跌幅排名	12
图 17: 北美主要行业指数阶段涨跌幅排名	12
表 2: 各个国家的股市整体的估值水平以及近期表现一览	12
图 18: 05 年以来上证指数PE估值区域 (PE-Band)	13
图 19: 05 年以来上证指数PB估值区域 (PB-Band)	13
图 20: 全球主要指数动态PB-ROE矩阵散点图	13
图 21: 行业动态PB-ROE矩阵散点图	14
图 22: 中国资产分行业PE估值比较	14
图 23: 中国资产分行业PB估值比较	14
图 24: A/H整体溢价率历史走势图	15
图 25: A/H个股溢价率对比散点图	15
表 3: 主要H股、红筹公司估值水平及近期表现一览表	15

3 月业绩利空加大市场调整风险

投资策略：经济下行阶段把握各行业的机构性机会

各行业都存在结构性机会

国信证券春季策略报告会刚刚完毕，我们从各行业分析师 09 年 1 季度的策略报告中发现了一个普遍性的规律：虽然各行业整体仍然不乐观，但各行各业都存在相对确定的结构性机会，我们总结如下。

1、**有色金属，估值反应过度，但期货价格仍有上行动力。**中国的需求稳定固然重要，但金属价格要出现大的反转还需依赖全球对金属需求的复苏，目前的情况是，除中国外的其他经济区 PMI 数据仍不乐观，远在分界岭 50 以下。从估值的角度而言，有色金属股票价格已经有反应过度的嫌疑，但就有色金属期货价格而言，基于中国基建投资的高峰期在 4 月份左右和美国消费支出于 09 年 1 季度见底回升的判断，我们认为有色金属价格仍然存在上行的动力，这可能会导致对于有色金属的炒作继续。

2、**房地产，珠三角区域销量回升确定性相对更强。**从主要城市 08 年 11 月以来的销售看，地产新政“暖市”效果明显，淡季不淡，特别是京、深两地回暖信号明显；近期房地产销售回暖主要是在政策（减免税费、房贷优惠利率降低）引导下，刚性需求的集中释放所致，当然也与开发商主动降价及小户型较多导致购买力增强有关，但房地产调整仍未结束。房屋销量相对明确回升的是房价大幅下降的珠三角区域。

3、**电力设备，整体投资力度预期，超高压、特高压电网建设仍然符合预期，水电投资高于预期。**过去三个月中，国网公司 2009 年的投资力度低于之前的计划可认为是一个重大事件。1、国网和南网两家公司投资总和仍较 2008 年增长了 14.4%；2、超高压、特高压的投资力度仍是在增强；3、2007、2008 年国内水电核准的进度显著放缓，两年中每年核准的水电项目规模低于一般性认为正常所需要 1,200 万千瓦。我们认为这将导致自 2009 起可能形成一个水电项目核准的小高潮，对于大中型水电设备制造商而言将面临阶段性的繁荣机会。简单而言：整体投资力度低于预期，超高压、特高压电网建设仍然符合预期，水电投资高于预期。

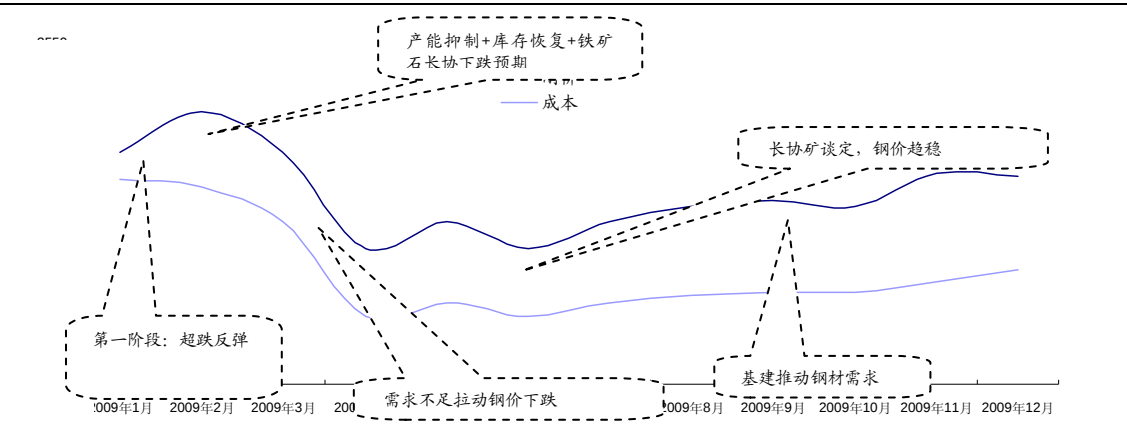
4、**工程机械，细分产品更看好挖掘机、旋挖钻机、混凝土机械，原因在于与出口和房地产投资相关性相对更低。**4 万亿投资计划的实质是将未来 5 年的基建需求集中在 09、10 年两年释放，对工程机械需求推动力度空前。其中 4 万亿投资计划中能直接带动工程机械需求相关的投资占比达 70% 以上，预计 09、2010 年国家财政对基础建设投资的增速将达到 69%、32%，基建投资成为行业复苏的主要推动力量，预计相关需求拉动 2 季度将开始明显体现，并在下半年持续推动行业需求回升。

细分产品更看好：挖掘机、旋挖钻机、混凝土机械。旋挖钻机受高铁建设拉动，09 年仍将保持 50% 以上高增长；挖掘机一方面受益基建投资，一方面受益外资厂商减产，进口替代加快，国内厂商 09 年全年仍能实现 30%-50% 的正增长（其中小型挖掘机以出口为主，仍将下降）；混凝土机械受基建拉动大，09 年可能前高后低，全年增长并不悲观；汽车起重机受地产需求影响不大，且能受益基建拉动，09 年增速相对乐观。

5、**钢铁，价格二次探底低点可能在 4 月底，铁矿石谈判和钢材期货可能成**

为钢铁股票上涨的催化剂。在政策驱动及环境显著改善的预期下，钢铁需求将逐步上升，行业的底部已基本确立，钢铁行业盈利改善是可以预期的。但是，由于目前全球经济的减速，在需求没有得到有效提升的形势下，行业产能过剩的矛盾短期内还难以解决，钢铁行业已开始出现二次探底。预计行业低点将出现在4月份前后，5月份将会出现回升。

图 1：对 09 年钢铁价格运行形势的初步判断



数据来源：国信证券经济研究所
其中成本为现货成本，不考虑库存

6、**建筑工程，整体需求下滑，但铁路建设、地铁建设和水利水电建设逆势上扬。**尽管基础设施投资不断“升温”，但因占比更高的房地产投资的低下以及产业部门投资的不畅，在它们的综合作用下，行业的总体需求可能更多地表现为下滑。其中，铁路建设、地铁建设和水利水电建设领域的增速最快，且景气度也逆势上扬。当前以基建投资为主导的中央投资规模不断扩大基本能保障相关领域增长的确定性，此外，适度宽松的货币政策落实情况好于预期，使得相关公司将继续受益。

7、**建材行业，4 月份基建高峰拉动，西部区域水泥需求表现更加抢眼。**2 季度，全国各区域相继进入施工旺季，水泥消费需求也会相应回升，目前是考验市场对新增产能承受力的时期。由于我们不看好 2 季度的房建市场，因此对华东和华南市场的水泥消费增长持悲观预期，认为 1 季度该区域出现的价格竞争态势会延续，预期西部市场会保持平稳，但成本转嫁因素消失，使得价格上涨动力也弱化，而毛利率仍会表现为同比上升。

8、**汽车行业，整体预期改善，轻卡爆发性增长。**汽车产业振兴规划的提出，显著改善了对汽车销量、企业盈利的预期，是推动汽车股 2008 年 11 月以来显著跑赢市场的主因。相关政策中，降低小排量乘用车购置税、汽车下乡政策最具实质性力度，分别对小排量乘用车、低端轻卡（及微客）具备较大的销售刺激效应。这一投资主线，表现为行业的全面受益，一汽系公司（一汽轿车、一汽富维、一汽夏利）是我们推荐的投资组合，其中，一汽轿车具备“确定性的增长”+“较明确的并购预期”，有更高的安全边际。

低端货车（低端轻卡、微卡）和微客是 2009 年增长最为明确的细分子行业，其中，轻卡的受益程度将高于微客和微卡，预计销量有望同比增长 30-50%。原因有二：**【1】“国 III 标准切换”**。7 月 1 日，3.5 吨以下柴油机将全面执行国 III 排放标准，将会导致轻卡出现与重卡类似的透支消费情形；**【2】“汽车下乡”**轻卡受益程度最大。并且，这一政策将会使得轻卡行业的景气度延续到全年。这

一主线下的投资选择是：福田汽车、银轮股份、云内动力。

9、航空，08 年受抑制需求释放将可能使行业 09 年国内航线同比高增长，带动机场盈利的确定性增长。08 年由于 5-8 月地震和奥运等因素的影响，行业正常需求受到了抑制，这部分受抑制的需求将可能在 09 年得到释放，尤其是二三季度，再加上 5-8 月也是航空的旺季，叠加效应将有望带动航空同比高速增长，类似于 03-04 年非典影响，印证了一句古话“从哪里跌倒，就从哪里站起来”。我们上调国内航线同比增速，由 8%上调至 14%。航空需求的释放将可能使国内航线保持较高增长，由于机场盈利与流量的正相关性，国内航空需求增长将带动机场盈利的较快增长，关注厦门空港。目前国际航线和航空货运仍在加速下滑，但有望在三季度企稳，并在未来经济复苏后迎来快速发展，我们建议在二季度关注这种长期趋势与短期走向相背离给上海机场所带来的战略性投资机会。

10、造纸，五月环保新标或令景气提前回升。新标准的实施将加快占目前总产能约 17%的落后产能的淘汰进程，产业分散的文化纸受益最为明显，纸种景气预期沿着“低档文化纸—中高档文化纸—新闻纸”路径逐级传导，形成大文化纸率先突围行业景气谷底的趋势。

11、通信设备，景气向上。通信设备：景气向上，增长明确将继续获得追捧。目前通信设备行业平均PE为 09 年 25.9 倍、10 年 20.5 倍。二季度中国移动可能启动TD三期招标，前期运营商的招标采购也将逐步确认为设备商的收入，行业依旧处于景气向上周期。我们预计中小型、成长性设备公司仍将受到市场的追捧。

上周市场回顾

两会召开 希望与失落并存

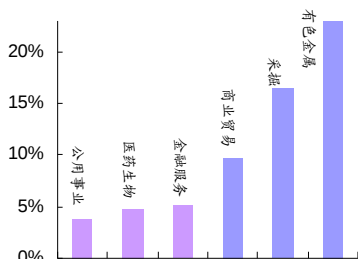
周五上证综指报收于 2281 点，同比上涨 7.15%。在有色金属、煤炭两大资源类板块拉动下，上周股值表现出了单边上涨的势头。目前处于年报频发期，加上投资拉动需求的时间不确定性，诸多板块的表现不容乐观。相比之下，处于通胀预期压力增大的情况下，资源类股票如有色金属、煤炭等板块依然是避险的选择之一。

图 2：上证 A 股近一月走势图



数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所，截至 3 月 22 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 22 日

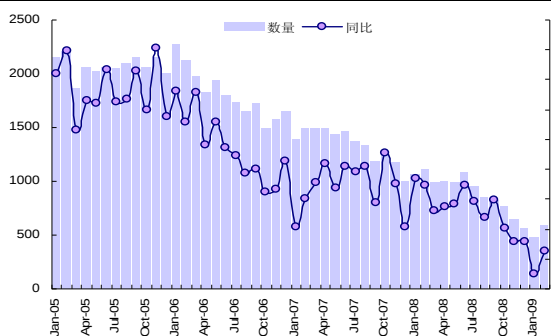
上周有色金属板块涨幅达 23.03%。美联储 3 月 18 日 宣布除维持基准利率 0~0.25% 区间不变外，还决定增加购买 3000 亿美元长期国债、7500 亿抵押贷款证券和 1000 亿机构债券，同时决定在今后六个月里购买长期政府债券 3000 亿美元。系列举措表明美联储已开始通过增加银行储备的方式来为信贷工具提供融资。美联储的举措使得市场对通货膨胀、流动性恢复和美元贬值的预期迅速增强，美元两日之内暴跌超过 4%，以美元计价的大宗金属以及黄金闻讯上涨。其中 LME 三月期铜一周内最高上涨 8.69% 达到 4000 美元 / 吨，黄金价格则重上 950 美元 / 盎司。通货膨胀预期增强体现在资本市场上则为资金流向强周期性、资源类板块。这成为了有色板块在一周之内上涨高达 23.03% 的最大推手。其中铜业板块的铜陵有色、江西铜业和云南铜业周涨幅分别高达 32.98%、35.33% 和 37%；铅锌板块的中金岭南和驰宏锌锗周涨幅分别高达 30.89% 和 26.5%；黄金板块的中金黄金周涨幅达到 21.7%——有色金属板块俨然成为了市场抗预期通货膨胀趋势性投资的绝对主角。虽然有上述投资逻辑的支撑，但在基本面无显著改观之下的板块上涨显然进一步推高了板块的估值水平。我们的观点是全球的去杠杆化使得大宗金属的金融属性显著削弱，在供需面没有实质性的改善之前，预期通货膨胀不会使得资金持续大举流入大宗金属商品，以铜为首的大宗金属类上市公司股价短期涨幅已过高，投资风险加大。而美元的下挫为黄金中长期涨势奠定了基础，全球最大黄金 ETF-SPDR 本周继续增仓 57.78 吨至 1114.60 吨，黄金当之无愧是避险和保值的最佳品种，而资源类黄金公司如山东黄金股价仍在合理估值范围，黄金股因此仍是下个季度最为稳健的有色投资品种。

上周煤炭板块上涨 15.58%，紧随其后。虽然澳大利亚 BJ 煤炭上周四报收与 61.5 美元，呈加速下跌趋势，国内情况明显有所好转。秦皇岛的山西优混及大同优混连续两周价格企稳，库存重新回到 600 万吨，比起两周前的 800 万吨，短期库存高点已经出现。目前秦皇岛待港装煤的船只越聚越多，一度超过 120 艘，说明下游电力行业的用煤需求量正在上升，这是需求回暖的一个重要信号，虽然这个过程可能非常缓慢。基于这样的预期，加上前期煤炭板块一直表现平平，出现短期的大幅上涨就不足为奇了。

海外市场：2 月份美国新屋开工和营建许可优于市场预期

近一周公布的美国经济利好数据主要是房地产市场的新屋开工和营建许可数据。2 月份新屋开工数环比大增 22.2%，至 58.3 万户，为 8 个月以来的首次环比正增长，前月上修后环比降幅缩小至 14.5%；同比降幅由前月 55.2% 缩小至 47.3%，前月同比创历史最大跌幅。新屋开工与 06 年鼎盛时期相比下降了 74.4%，供给减少有利于市场消化现有库存，尤其是大量止赎潮房屋供给。

图 3：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 2 月

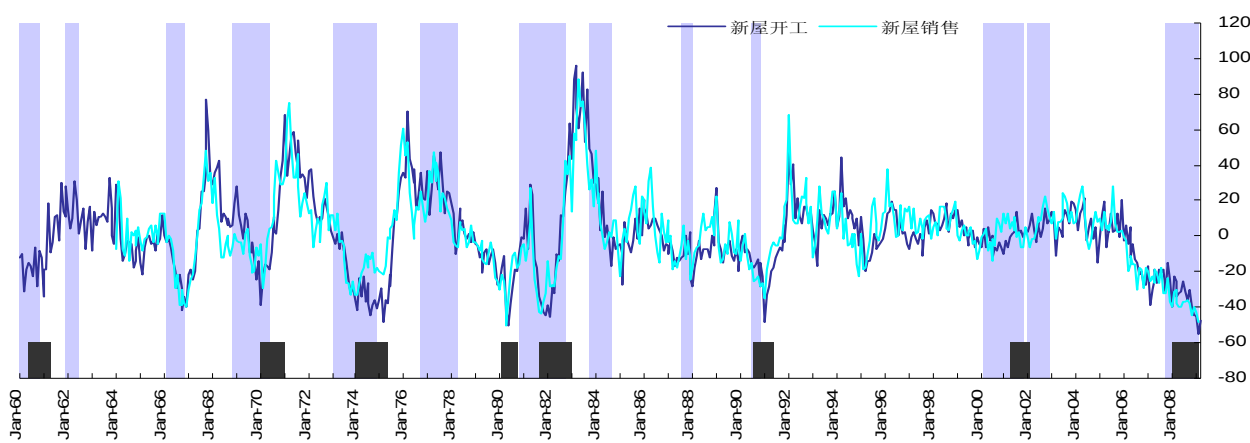
图 4：美国房屋营建许可同比增速



资料来源：国信证券经济研究所，截止 2009 年 2 月

新屋开工数据在冬季由于受气候影响波动较大，而相对波动较小的营建许可2月份环比增长3%，至54.7万户；同比降幅也由49.5%缩小至44.2%，均超出市场预期，为连续2个月回升。其中，单户营建许可环比大增11%，为18年来最大增幅。若营建许可和新屋销量持续回升，有利于美国房地产市场企稳，我们维持09年美国房地产市场处于筑底阶段的判断。

图5：美国新屋开工、新屋销售月度同比增速（1960/01-2009/02）

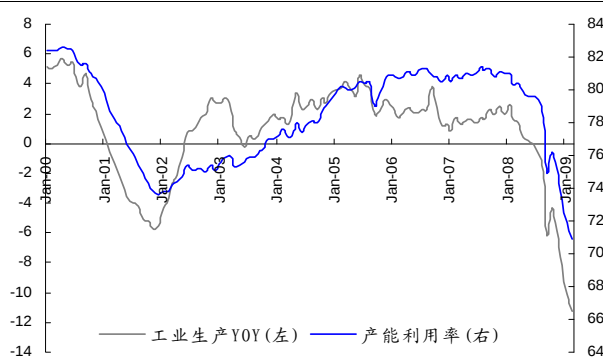


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

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。

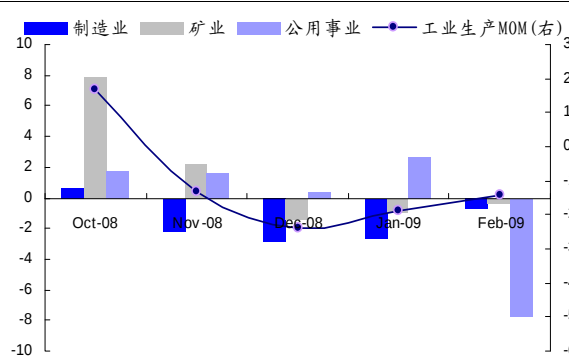
美国2月份工业产出环比降幅由1.9%缩小至1.4%，但降幅高于市场预期的1.1%；同比降幅则由10.1%扩大至11.2%。其中，公用事业环比降幅高达7.7%；制造业和矿业产出环比分别微降0.7%和0.4%。整体工业的产能利用率由前月的71.9%降至70.9%，低于市场预期的71.1%，较1972-2007年的平均值81.0%下降9个百分点。

图6：美国工业生产及产能利用率



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图7：美国各工业行业月度环比增速



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

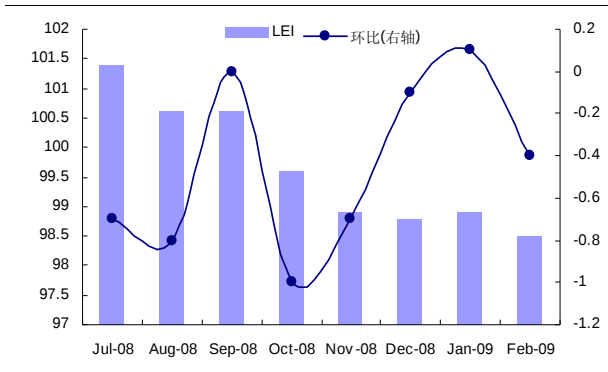
美国领先指标连续三个月反弹后，2月份环比下降0.4%，优于市场预期的下降0.6%，但前两月增幅下修（原因是新订单和实际M2下修）。同步指标和滞后指标环比均下降0.4%。各分项指标依然表现疲弱，10个分项指标中有6个指标出现上升，其中升幅最大的包括收益率曲线利差、实际M2、工业和消费品订单等，营建许可和厂商盈利转变为推动经济增长的正面因素；而降幅最大的包括失业人数、股价和工作时间等，成为拖累领先指标下滑的主因。与前几月相比，经济下滑趋势依旧，但速度减缓，经济企稳的正面因素增多，我们维持对于美国经济Q2见底（同比），自Q3起经济缓慢回升的判断。

表 1: 美国 2 月份领先指标之分项指标的贡献

贡献负面		贡献正面	
初请失业金人数	-0.30	收益率曲线	+0.26
股价	-0.28	厂商盈利	+0.09
消费者预期	-0.21	营建许可	+0.08
平均周工作时间	-0.13	实际 M2	+0.03
		消费品新订单	+0.02
		工厂和设备订单	+0.02

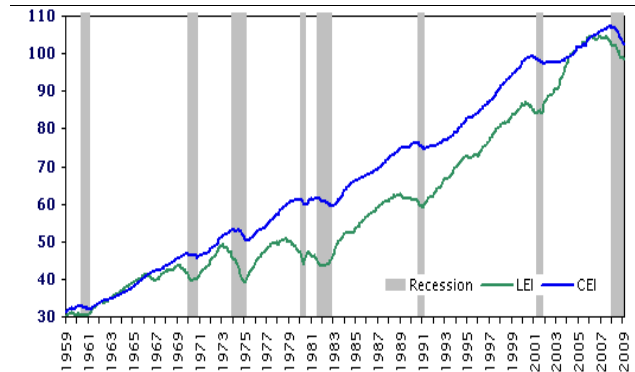
资料来源: 国信证券经济研究所

图 8: 美国经济先行指标月度变化



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 9: 美国经济先行指标 LEI 和同步指标 CEI



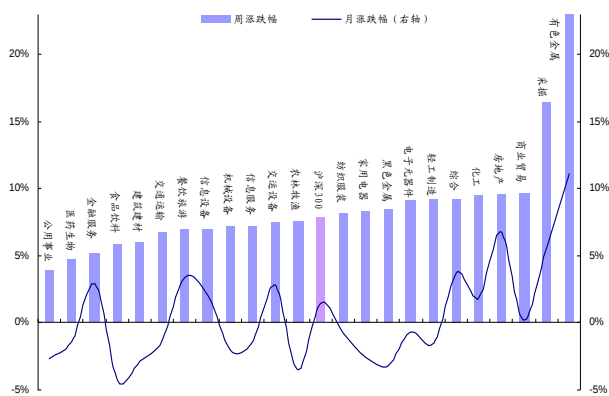
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

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



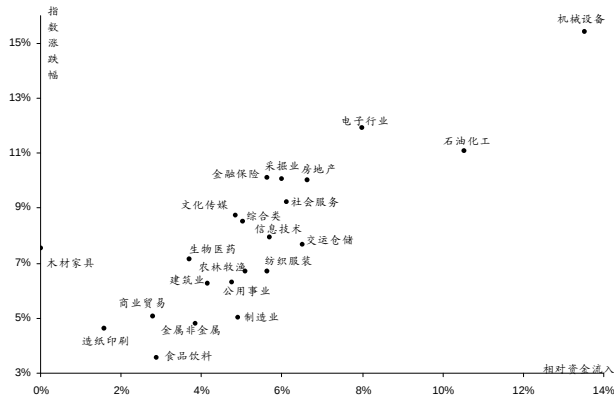
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 3 月 22 日

有色金属（铜、铝）、煤炭（采掘）等板块涨幅居前。公共事业、生物医药等板块弱于大盘。

从资金流向来看,机械设各、石油化入资金较多;木材家俱、造纸印刷流入资金较少。

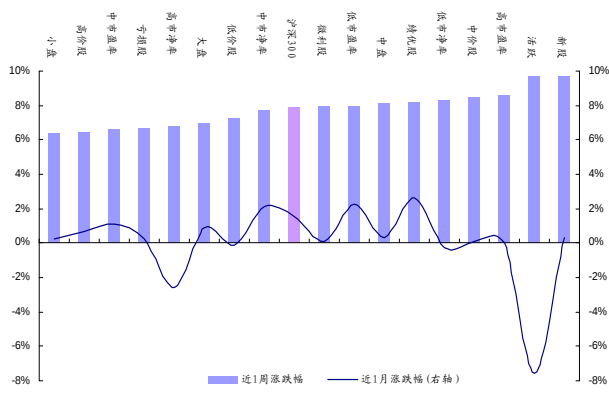
注：资金流量反映的是市场对股票超额的需求或者供给。我们把主动性买盘看成是资金流入、把主动性卖盘看成是资金流出，两者的差额如果为正，对该股票是超额需求；如果为负，则对该股票是超额供给。

图 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 22 日。

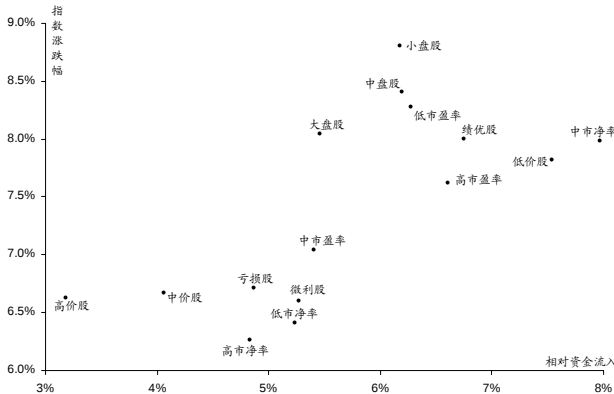
图 12: A 股不同风格指数阶段涨跌幅



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 3 月 22 日

从风格指数来看，中市净率股资金流入明显，而高价股资金流入较少。

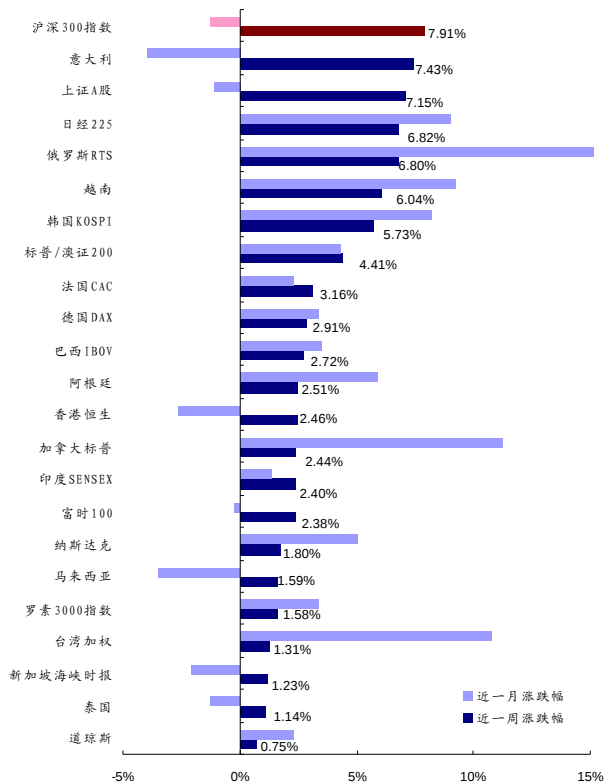
图 13: A 股不同风格指数资金流量相对值



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 3 月 22 日

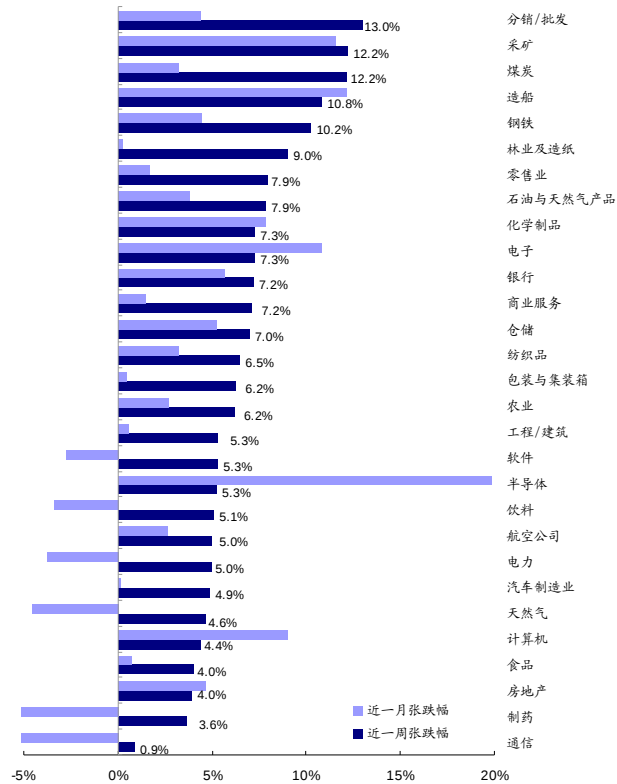
全球股市

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 22 日

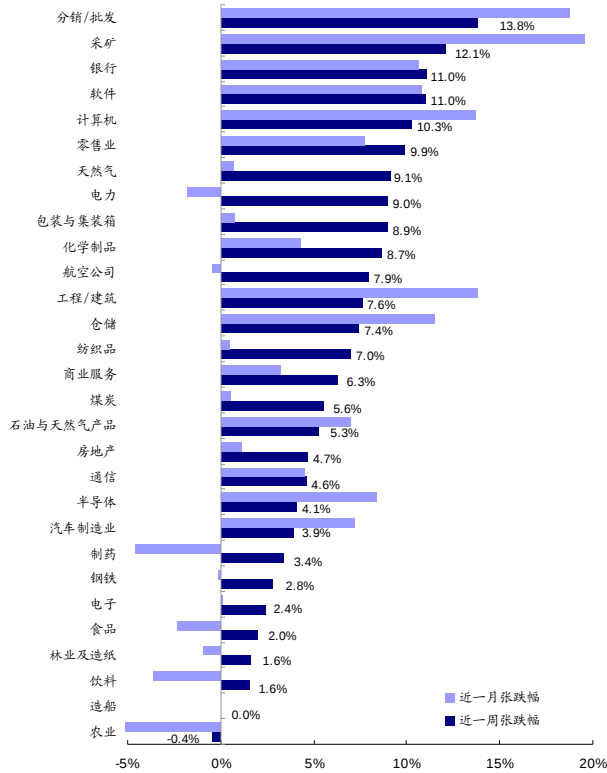
图 15: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 3 月 22 日

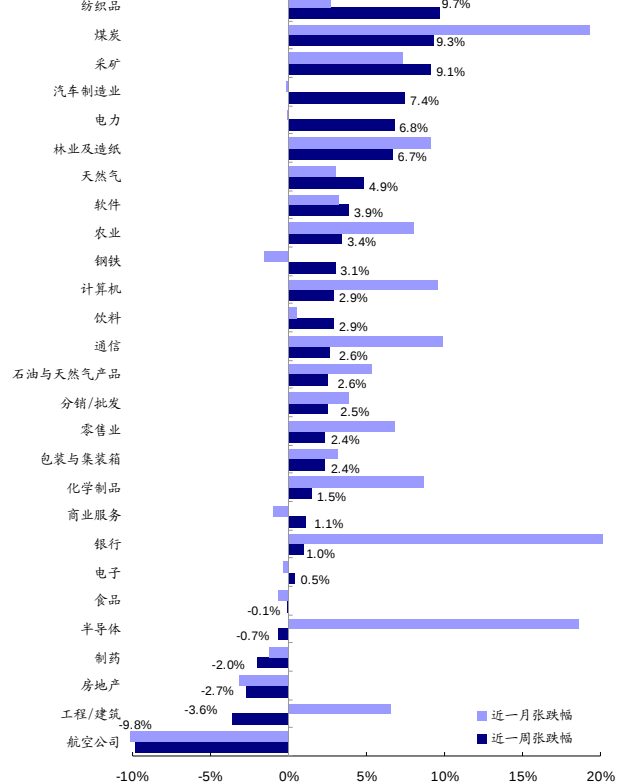
全球主要股市连续两周上涨。东南亚股市则表现相对较弱, 中国股市涨幅领先。

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 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 3 月 22 日

表 2: 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	8.85	11.32	3.21	2.96	2.30	-32.94	-41.12	36.27%	26.15%
日经 225	25.27	199.23	1.04	0.99	9.02	-32.17	-34.05	4.12%	0.50%
香港恒生	10.26	11.01	1.23	1.12	-2.59	-32.00	-39.20	11.99%	10.17%
俄罗斯 RTS	3.63	5.92	0.66	0.59	34.75	-45.22	-64.53	18.18%	9.97%
印度 SENSEX	9.2	10.67	2.01	1.84	1.40	-33.92	-40.20	21.85%	17.24%
沪深 300	16.87	16.93	2.63	2.18	-1.27	12.07	-41.06	15.59%	12.88%
上证 A 股	17.83	16.28	2.54	2.2	-1.07	3.62	-39.92	14.25%	13.51%
加拿大标普	9.32	12.5	1.38	1.31	11.23	-32.13	-33.42	14.81%	10.48%
富时 100	16.8	10.09	1.21	1.31	-0.21	-25.18	-30.07	7.20%	12.98%
法国 CAC	9.19	8.91	1	0.97	2.32	-32.58	-38.44	10.88%	10.89%
德国 DAX	14.87	10.69	1.11	1.05	3.36	-32.95	-35.62	7.46%	9.82%
阿根廷	5.99	4.43	0.67	0.93	5.95	-35.44	-46.90	11.19%	20.99%
智利 ISPA	13.03	8.13	1.53	0.04	-2.15	-9.22	-12.49	11.74%	0.49%
韩国 KOSPI	16.33	12.35	0.95	1.04	8.22	-19.67	-27.69	5.82%	8.42%
台湾加权	14.18	22.31	1.21	1.25	10.81	-19.74	-41.80	8.53%	5.60%
泰国	11.03	7.76	0.96	0.9	-1.23	-29.37	-46.52	8.70%	11.60%

数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所, 截至 3 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。

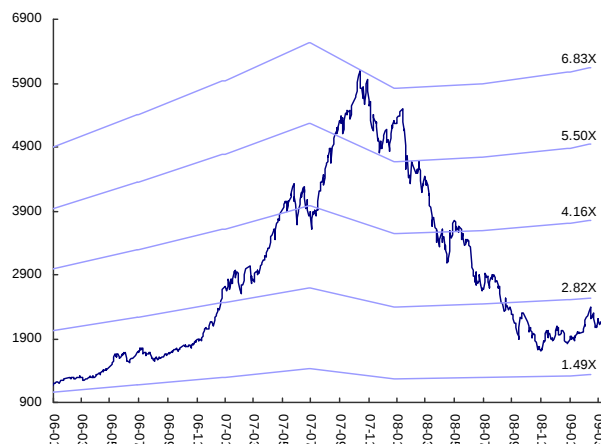
截至上周收盘时，A 股静态 PE 15.1 倍，静态 PB 2.47 倍，小幅下挫。

图 18: 05 年以来上证指数 PE 估值区域 (PE-Band)



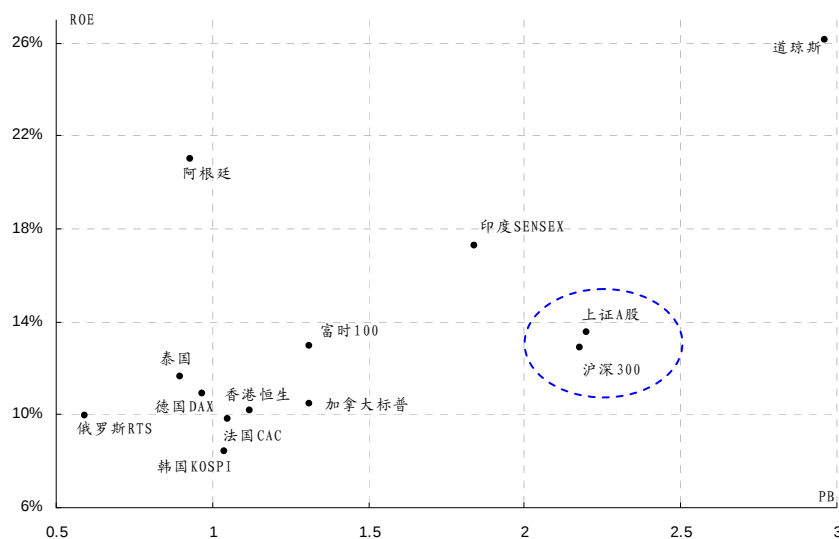
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 3 月 22 日

图 19: 05 年以来上证指数 PB 估值区域 (PB-Band)



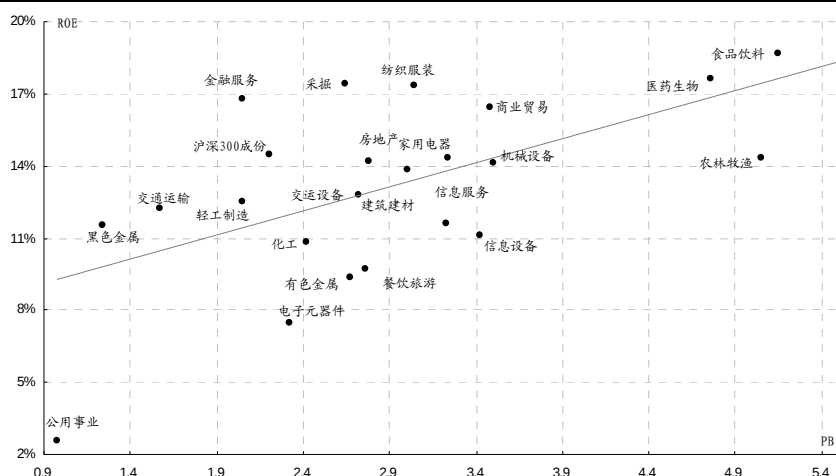
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 3 月 22 日

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 3 月 22 日

图 21: 行业动态 PB-ROE 矩阵散点图



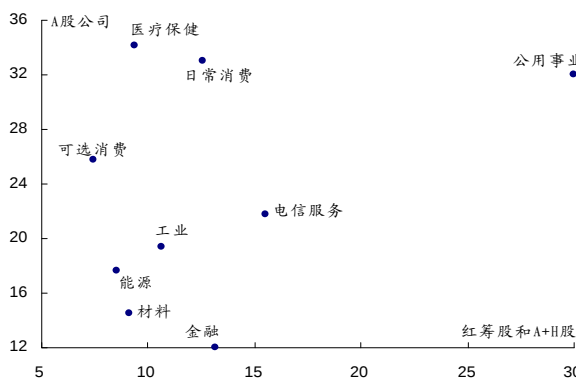
数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所, 截至 3 月 22 日

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

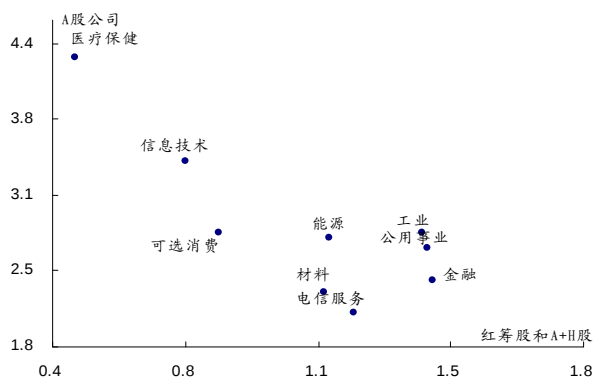
本部分主要包括: 同时在地上市 H 股公司溢价对比情况; A 股公司和 H 股、红筹公司分行业估值对比。

图 22: 中国资产分行业 PE 估值比较



数据来源: WIND 数据库, 截至 3 月 22 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 22 日

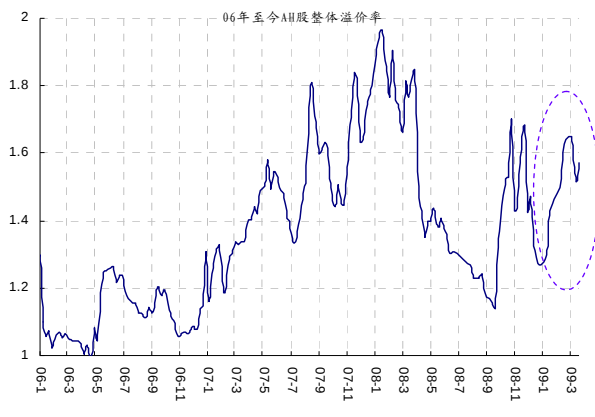
由于所处环境相同以及香港和内地资本流动的密切性, 内地在港上市公司 (H 股、红筹公司) 是最好的国际估值比较参照系。我们以 140 家有分析师跟踪的香港红筹、国企股为样本来计算“中国资产”的国际定价水平; 以 A 股有分析师跟踪的 900 余只股票作为样本来计算“中国资产”的国内定价水平, 据此进行两者的分行业比较。PE/PB 采取样本股票整体法计算。

A/H 股公司整体溢价率上升至 57%。其中, 紫金矿业、马钢股份、中煤能源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

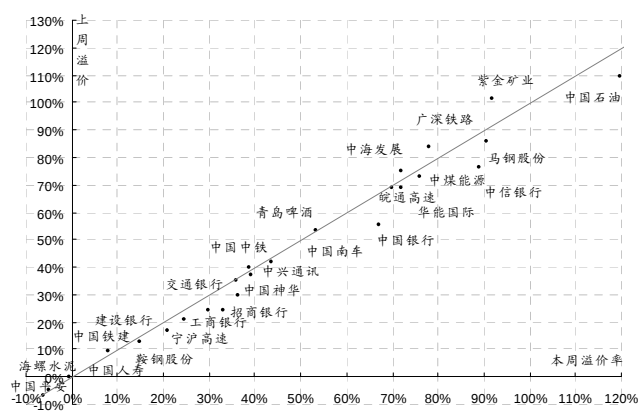
技术、医疗保健、可选消费品、日常消费品等大类产业明显高出整体溢价水平，而金融、材料、公用事业和电信服务与香港市场相比非常接近。

图 24: A/H 整体溢价率历史走势图



数据来源: WIND 数据库, 截至 3 月 22 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 22 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 3: 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	24.4	4.4	4.7	0.0	18.2	25.1	45.5	-9.4
材料	安徽海螺水泥股份	22.6	2.8	3.2	0.0	12.5	13.8	23.4	-4.7
材料	江西铜业股份	4.3	1.1	0.4	0.0	24.5	31.3	-12.9	-43.6
材料	SHOUGANG INT'L	2.7	0.7	0.4	2.1	27.1	-11.8	-40.5	-47.6
材料	中国铝业	8.4	0.9	0.7	1.4	10.8	13.7	-22.6	-60.3
材料	鞍钢股份	5.5	0.9	0.7	0.0	15.6	4.0	-9.6	-50.5
材料	五矿资源	4.4	0.4	0.3	0.0	9.0	2.5	-8.8	-46.4
材料	晨鸣纸业	5.6	0.5	0.4	0.0	8.4	-6.7	-21.8	-59.3
材料	马鞍山钢铁股份	5.0	0.7	0.3	0.0	14.8	-3.3	-12.0	-27.9
电信服务	中国移动	9.9	2.5	2.7	3.7	25.5	-7.5	-24.9	-39.4
电信服务	中信 1616 集团	7.7	1.7	1.0	7.5	21.9	10.2	-7.8	-37.2
电信服务	中国联通	8.6	0.9	1.2	0.0	11.0	12.6	-34.5	-49.4
电信服务	ASIA SATELLITE	6.5	0.6	3.1	4.9	9.5	3.7	-25.8	-46.1
工业	东方电气	4.8	14.7	0.3	0.0	304.4	-19.1	-29.1	-49.6
工业	中远国际控股	1.1	0.5	1.1	0.6	45.2	11.4	0.0	-50.0
工业	中国铁建	46.7	2.4	0.6	0.0	5.0	-2.8	0.9	-7.7
工业	中国远洋	1.3	0.7	0.3	0.0	58.0	0.0	-51.8	-70.2
工业	广州广船国际股份	4.6	1.4	0.5	5.4	29.9	-2.2	-9.4	-46.6
工业	潍柴动力	4.1	1.4	0.3	0.0	35.5	-0.4	-51.3	-29.8
工业	中海发展股份	4.0	1.0	1.2	4.8	25.2	3.9	-37.3	-64.0
工业	深圳国际	3.3	0.6	3.9	0.0	16.8	-3.1	-33.7	-58.0
工业	昆明机床	4.8	1.6	0.9	0.0	32.6	-9.3	-14.4	-37.7
工业	中国建筑	5.8	1.3	0.3	2.8	23.2	-0.8	-4.4	-88.0
工业	五矿建设	33.2	0.7	1.6	0.0	2.1	-9.2	-22.4	-59.3
工业	中信泰富	2.0	0.3	0.4	3.3	16.8	9.9	-57.6	-71.2
工业	中远太平洋	4.6	0.3	6.0	3.8	1.7	-29.5	-47.0	-77.4
工业	中国南方航空股份	2.9	0.6	0.1	0.0	19.5	2.4	-19.8	-77.4
公用事业	粤海投资	11.3	1.3	2.7	1.3	11.2	-4.3	34.3	-12.5
公用事业	华能国际电力股份	20.9	1.4	1.0	0.0	6.5	4.2	-16.3	8.2
公用事业	华润电力	23.0	2.4	2.9	0.4	10.6	9.6	-17.1	17.9
公用事业	大唐发电	17.8	1.3	1.0	0.0	7.5	-2.5	-34.3	1.2
金融	SHOUGANG GRAND	7.1	0.4	0.8	0.0	6.2	-5.6	-48.9	-62.1
金融	中国光大控股	3.8	1.1	3.8	0.7	28.8	12.9	-1.3	-9.6
金融	中保国际	3.7	0.7	0.7	0.0	10.6	-19.1	-29.4	-43.0
金融	招商银行	7.3	2.1	2.4	0.0	28.9	6.2	-43.8	-43.0
金融	中国人寿	19.3	3.6	3.2	0.0	18.8	10.7	-12.9	-3.0
金融	中国平安	15.2	3.5	2.1	0.6	22.9	25.2	-15.2	-11.8
金融	中银香港	5.2	0.8	1.9	5.5	15.9	-5.0	-49.5	-56.1

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	11.9		3.1	3.1		10.3	-23.5	-18.8
金融	川河集团	3.6	0.3	3.7	0.0	9.0	-13.5	-12.5	-45.0
金融	交通银行	7.4	1.4		4.3	19.0	1.9	-35.7	-40.3
金融	工商银行	11.2		2.9	0.0		1.5	-29.1	-30.9
可选消费	北京发展(香港)	4.0	0.5	1.3	0.0	12.2	-8.0	-27.3	-71.3
可选消费	闽港控股	8.3	1.8	13.0	0.0	21.6	9.7	12.9	-10.2
可选消费	华润创业	10.0	1.1	0.5	1.2	11.0	-1.4	-37.8	-46.2
可选消费	骏威汽车	8.5	1.5	21.8	2.3	17.7	6.6	14.5	-14.8
可选消费	中国玻璃	17.5	0.4	0.1	0.0	2.2	5.4	-61.7	-78.9
可选消费	大昌行集团	3.2	0.4	0.1	6.2	12.8	3.9	-39.8	-57.4
能源	中国海洋石油	6.7	2.0	2.5	2.7	29.3	11.9	-19.5	-26.0
能源	中煤能源	9.0	1.2	1.5	0.0	13.5	6.8	-39.6	-49.1
能源	中国石油股份	6.6		1.2	2.3		4.2	-27.5	-34.8
能源	中国石油化工股份	11.0	1.0	0.2	0.8	9.2	-2.4	-40.1	-33.1
能源	中国神华	14.4		3.6	0.0		3.2	-25.6	-42.6
能源	兖州煤业股份	4.1	1.0	1.2	0.0	23.2	8.0	-47.8	-41.0
能源	中海油田服务	9.1	1.3	2.5	0.0	14.7	-0.8	-29.1	-43.8
日常消费	中国食品	12.7	1.7	0.6	0.9	13.4	4.5	13.7	-19.4
日常消费	广南(集团)	3.5	0.4	0.3	2.9	12.1	-1.4	-23.3	-43.0
日常消费	中国粮油控股	5.9	1.0	0.3	0.0	17.1	-7.0	-16.5	-11.6
信息技术	联想集团			0.2	1.9		17.3	-63.5	-59.8
信息技术	航天控股	3.9	0.5	0.5	0.0	11.6	-12.8	-24.2	-51.9
信息技术	神州数码	8.5	1.1	0.1	0.0	12.6	45.7	28.8	-32.2
信息技术	冠捷科技	3.2		0.1	3.1		7.0	-9.4	-48.3
信息技术	中兴通讯	20.6	2.4	0.8	1.4	11.7	23.0	-15.0	-12.6
医疗保健	CHINA PHARMA	5.0		0.7	0.0		3.9	19.8	41.3
医疗保健	广州药业股份	5.7	0.6	0.2	0.0	9.9	-2.3	-8.0	-49.8

数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所, 截至 3 月 22 日

重点行业和公司点评

重点行业

航空机场

- 08 年受抑制需求释放将可能使行业 09 年国内航线同比高增长。08 年由于 5-8 月地震和奥运等因素的影响，行业正常需求受到了抑制，这部分受抑制的需求将可能在 09 年得到释放，尤其是二三季度，再加上 5-8 月也是航空的旺季，叠加效应将有望带动航空同比高速增长，类似于 03-04 年非典影响。我们上调国内航线同比增速，由 8% 上调至 14%。
- 行业需求增速将有望略高于行业新增运力供给增速。09 年飞机座位新增供给增速约为 8%-9% 左右，如果全部投放于国内航线，将使国内航线增速至 10% 左右，将略低于行业需求增速，这将带动国内航线客座率和票价指数的回升。当然，09 年新引进飞机再加上 08 年增加的运力及飞机利用小时数的下降导致的闲置运能，行业潜在运能仍维持在较高水平，这将对全年票价水平的提升构成一定压力。
- 行业有望扭亏为盈，并且盈利将呈现更强的季节性因素。行业供需的改善、航油成本的大幅下调将有望使得航空公司扭亏为盈。虽然航空公司盈利以往年份也存在季节性因素，但二三季度受抑制需求的释放以及正常旺季的叠加效应将使航空公司盈利 09 年呈现比以往更强的季节性因素。
- 国内航空需求释放将带动机场盈利的确定性增长。航空需求的释放将可能使国内航线保持较高增长，由于机场盈利与流量的正相关性，国内航空需求增长将带动机场盈利的较快增长，关注受益最大的厦门空港。目前国际航线和航空货运仍在加速下滑，但有望在三季度企稳，并在未来经济复苏后迎来快速发展，我们建议在二季度关注这种长期趋势与短期走向相背离给上海机场所带来的战略性投资机会。
- 上调航空公司行业评级至“谨慎推荐”，维持机场评级。航空业在 09 年的走势将是两个因素共同主导的结果：一是 08 年由于地震和奥运等影响而受到抑制的部分需求将在 09 年得到释放（类似于 2004 非典后 2004 年航空需求的快速释放），尤其是二三季度，这决定了航空公司行业走势将好于实体经济，我们上调行业评级至“谨慎推荐”，关注以国内航线为主的南方航空和 08 年受影响最大的中国国航；二是经济增速可能进一步下滑，但只要不出现大幅下滑，受抑制需求的释放预计受打压程度不大，仍有释放的时间和空间。
- 航空需求的释放也将使机场受益，具有盈利确定性增长的机场仍是目前阶段的良好投资标的，我们维持机场“谨慎推荐”的投资评级，关注厦门空港、上海机场和深圳机场。

造纸行业

- 5 月份浆纸业废水排放新标准或是行业景气回升的导火索。新标准的实施将加快占目前总产能约 17% 的落后产能的淘汰进程，产业分散的文化纸受益最为明显，纸种景气预期沿着“低档文化纸—中高档文化纸—新闻纸”路径逐级传导，形成大文化纸率先突围行业景气谷底的趋势。
- 三个因素将改善行业当前不利的供需关系。5 月环保新标准、产业自我净化

及振兴规划三个因素的合力有助于改善当前不利的供需状况——环保新标准实施将缩减存量产能，产业自净压制新增产能释放，振兴规划令出口市场预期扩大。正在下降和预期进一步下降的固定资产投资会带来 1~2 年暂可预见的景气回升期。

- 今年纸业需求预期增长 5.6%。出口依赖不足 7%表明纸业市场属相对封闭的国内市场，这决定了其需求主要受国内经济影响。未来经济增长将更多地以投资拉动，使单位 GDP 纸品消费量下降，在 GDP 增长 8%和单位实际 GDP 纸品需求下降 40 吨/亿元的假设下，2009 年纸业需求预期增长 5.6%，而 2010 年的增长可能达到 8.8%，这支持上述景气回升期的判断。
- 核心风险提示：经济超预期下滑、环保新标准实施与保增长之间的冲突可能延缓纸业景气的复苏进程。
- 上调行业评级至“谨慎推荐”。基于行业景气驱动因素显现及纸业当前估值有利，我们主张积极的投资策略，并将行业的投资评级由“中性”上调为“谨慎推荐”。我们同时上调文化纸权益产能占比较大的博汇纸业、银鸽投资、华泰股份、晨鸣纸业和太阳纸业的评级至“谨慎推荐”，维持劲嘉股份“推荐”评级、岳阳纸业“未评级”评级和凯恩股份“谨慎推荐”评级。

有色金属

- 基本面无显著改观之下的板块上涨进一步推高了板块估值的水平。基于金属价格的止跌、大幅度计提资产减值准备之下公司业绩有可能提前至 2009 年一季度出现环比增长，加上市场存在强烈的通货膨胀预期以及活跃的题材炒作，让这个有着超强赚钱效应但跌幅惊人的板块前期出现了超越大盘之涨势。但在基本面无显著改观之下的板块上涨显然进一步推高了板块的估值水平。
- 行业基本面继续不容乐观。基本金属价格内强外弱的现象一直存在，这在一定程度上体现了国内需求强于国外需求的现状，而中国的 PMI 出现连续三个月的上升趋势似乎证实了这一点。不过金属库存上升态势持续、各子行业最新状况仍不容乐观、美元短期仍维持向上走势等等因素都将抑制金属价格的回升。此外，中国的需求稳定固然重要，但金属价格要出现大的反转还需依赖全球对金属需求的复苏，而目前的情况是，除中国外其他经济区的 PMI 数据仍不乐观，远在分界岭 50 以下。
- 黄金仍将维持在高位震荡。未来黄金价格维持在高位震荡的理由依旧十分充分。只要黄金价格能够维持在高位震荡，对于明确将提高矿产产量黄金类上市公司，就意味着业绩将保持持续增长，二级市场的投资机会也将继续彰显。
- 周期底部对于资源类公司估值的再思考。如果接受资源类公司在周期底部运行于高 PE 区间是常态的话，那么可以暂且忽略高 PE 所带来的阻力，转而专注于市场的趋势性导向，但属于高风险高收益操作；等待板块调整至资源估值下的底价，则属于低风险高收益操作。
- 维持对行业“中性”的投资评级。出于稳健原则，我们建议投资者行业配置仍以基本面有较强支撑的黄金板块为主。对于其他子行业，我们的建议是耐心等待调整，矿山资源估值下的每股资源价值是各资源类公司的底价，触及此价格，表明股价出现足够安全边际。至于题材炒作我们建议平常心对待，谨慎而为之。我们强推山东黄金（600547）和辰州矿业（002155），建议关注 ST 有色（600259）。

建筑工程

- 宏观环境对行业的制约增强。尽管基础设施投资不断“升温”，但因占比更高的房地产投资的低下以及产业部门投资的不畅，在它们的综合作用下，行业的总体需求可能更多地表现为下滑。宏观经济增速放缓、固定资产投资实际增速下滑，对建筑工程行业的不利影响正逐步显现。
- “结构分化”更为突出。受 FAI 的政策导向变动影响，建筑工程行业各专业领域的外需及景气程度的分化将进一步加剧，来自于房地产相关行业（如房屋建筑、市政工程、建筑相关等领域）的需求因受到宏观经济运行因素抑制而有所回落，而来自于基建领域的需求则受扩张性财政的拉动而呈现“扩张”。
- 基建是当前环境下最为确定的增长领域。其中，铁路建设、地铁建设和水利水电建设领域的增速最快，且景气度也逆势上扬。当前以基建投资为主导的中央投资规模不断扩大基本能保障相关领域增长的确信性，此外，适度宽松的货币政策落实情况好于预期，使得相关公司将持续受益。
- 盈利“滞后”性加强。因建筑工程公司普遍采用“先采购、再施工”的项目运作流程，各类成本的价格波动对企业毛利率的影响延迟，行业盈利的“滞后性”加强。
- 继续维持对房屋建筑领域的谨慎看法。相关指标上房屋建筑业与房地产业呈现较高的“一致性”，而从月度同比增速看，房地产投资回落的幅度惊人，从先验指标判断，房地产投资下滑的趋势仍将延续，其对房屋建筑领域产生的不利影响仍将持续。
- 行业整体评级“谨慎推荐”，铁路建设子行业评级为“推荐”。预计建筑工程行业的整体景气短期内仍将面临一定下行压力，行业整体评级为“谨慎推荐”；因铁路建设领域的独立性，给予“推荐”评级。

商业贸易

- 短期景气下行、消费增速趋缓。目前，零售行业仍处于增速下滑、景气下降阶段，消费者信心指数接近 10 年最低，预计 09 年上半年，社零总额增速整体呈回落态势，下半年，随着国家刺激消费政策逐步体现，社零总额增速有望逐渐企稳。
- 长期消费处于上升通道。按照日本的经验测算，我国城镇人均零售额仍有 5 倍左右的提升空间，这将带来消费需求的巨大提升，而目前优秀的零售店址属于稀缺资源，供给相对不足，由此支撑了零售行业长期仍处于上升通道，大部分优秀零售企业仍处于盈利成长期。
- 估值泡沫基本消化完毕。目前主要零售企业动态市盈率已经回落至 20 倍左右，与 05 年估值水平相当，另外，考虑到房产重估后的市净率也已经达到合理空间，估值泡沫基本消化完毕。
- 价值投资重现曙光。我们认为，在大多数公司挤爆估值泡沫，经济见底迹象日趋明显的时候，“价值投资、长期持有”的曙光已经重现，我们现在又进入了春播季节，在市场调整时，买入好股票，等待收获季节的来临是我们的基本投资策略。
- 维持零售行业“谨慎推荐”的投资评级。从中长期看，考虑到我国零售行业正处于长周期上行通道，经过这一轮的价格下跌以及估值泡沫消化，我们认为，股价下跌正是价值投资者买入并持有的好时机，维持行业“谨慎推荐”的投资评级，以及武汉中百、新华都、苏宁电器“推荐”评级。

建材行业

- 水泥行业: 我们维持对 09 年水泥行业的基本判断: 09 年国内水泥市场供求关系趋于严峻, 东西部地区的市场环境差距依旧明显, 尽管预期煤炭成本会同比有显著下滑, 但需求面的不确定性使得投资者不可对水泥股的业绩预期过于乐观。水泥行业高增长的阶段已经过去, 庞大产能如何消化的问题已非冰山一角。基于增速放缓的预期, 水泥股的估值基准也要适度降低。
- 2 季度, 全国各区域相继进入施工旺季, 水泥消费需求也会相应回升, 目前是考验市场对新增产能承受力的时期。由于我们不看好 2 季度的房建市场, 因此对华东和华南市场的水泥消费增长持悲观预期, 认为 1 季度该区域出现的价格竞争态势会延续, 预期西部市场会保持平稳, 但成本转嫁因素消失, 使得价格上涨动力也弱化, 而毛利率仍会表现为同比上升。
- 我们认为水泥股的合理 PE 估值区间为 15-20 倍、吨产能对应市值约 300-400 元, 且应该以产业并购价值为投资安全边际, 而当前的宏观面决定了投资者更应该采纳谨慎性的估值标准。年初以来水泥股的火热行情并没有在行业层面上得到强有力的数据支撑, 更多表现出一种政策提升预期的市场心态。当前水泥板块整体估值已偏高, 因此建议 2 季度不要加仓水泥股, 并可适当调整配置。
- 我们推荐水泥股的思路始终围绕产能扩张和行业整合展开, 强调长期投资“能走出去的水泥企业”。单凭煤炭成本下降而推荐水泥股的理由仅为短期题材, 从较长周期看, 仍需通过衡量区域水泥企业的核心竞争力和成长空间来择股, 这也是我们持续推荐冀东水泥的主要理由。09 年区域整合将进一步精耕细作, 江西水泥市场我们认为会在区域整合进程上取得较快进展, 为此我们阶段性推荐江西水泥的区域整合机会。
- 玻璃行业: 浮法玻璃行业仍处于艰难时期, 尽管当前有约 20% 的产能停产, 但 09 年新增产能仍会陆续投放, 况且市场需求下滑得非常明显, 使得供求关系持续恶化。只要房建市场不回暖, 则浮法玻璃行业难言春天的到来。
- 我们认为太阳能玻璃、LOW-E 玻璃等产品未来的增长前景较好, 节能主题也是玻璃企业发展的一个主要方向。但该类产品的进入壁垒对大型玻璃企业而言并不算高, 只要预期市场需求达到一定量级, 就会有更多的企业相继加入竞争, 使得该类产品高毛利率的持续能力有限, 对玻璃企业的业绩贡献也一般。
- 建议继续规避浮法玻璃行业, 谨慎看待太阳能玻璃题材。
- 风险提示: 大规模基建扩张计划对建材的消费拉动能否符合市场预期; 新产能投放与落后产能淘汰之间能否匹配; 区域整合进程能否有效遏制恶性竞争。

房地产

- 房地产投资增速下滑超预期或催生新的扶持政策。2008 年, 房地产投资增速逐月放缓, “国房景气指数”跌至十年新低, 预收款出现负增长, 土地购置及开发出现负增长。09 年开发商信心仍较弱, 1-2 月房地产投资下降至 1%, 比固定资产投资低 25 个百分点, 预计 09 年全年增速可能在 -10% 以下, 这样经济增长和就业将面临巨大威胁, 或催生新的扶持政策。
- 重点城市销售回暖明显, 但言见底“为时尚早”。从主要城市 08 年 11 月以来的销售看, 地产新政“暖市”效果明显, 淡季不淡, 特别是京、深两地回暖信号明显; 近期房地产销售回暖主要是在政策(减免税费、房贷优惠利

率降低)引导下,刚性需求的集中释放所致,当然也与开发商主动降价及小户型较多导致购买力增强有关,但房地产调整仍未结束。

- 政策松动仍将是未来地产股行情演绎的主要推力。前期的政策方向基本符合我们研究报告的前瞻性判断。基于行业景气回落趋势或将持续到 09 年二季度,投资、销量等主要指标的增速在 09 年或将出现负增长的预测,我们认为在楼市交易量、房地产投资恢复增长之前,更进一步的政策松动和扶持措施仍将值得期待,利好将以层出不穷的方式演绎。另外,导致 08 年房地产销售低迷的主要因素都在朝积极的方向变化,我们预计 09 年房地产销售将好于 08 年。
- 标配地产股,逢低吸纳安全边际较高的优质品种、兼顾资产注入。08 年 10 月 22 日,我们提高行业评级以来,地产板块累计上涨 39.52%,强于大盘(沪深 300) 19.32 个百分点,09 年以来上涨 35%,强于大盘 13.66 个百分点,其强势表现符合我们的判断,推荐的主要品种涨幅均强于大盘,只有万科例外。09 年二季度地产股具有较好的投资机会,我们看好 09 年业绩较确定的品种;另外,大股东资产注入预期较明确的公司也是不错的选择;再次,土地一级开发规模大并有收益分成的公司。主推品种:保利地产、招商地产、云南城投、中天城投、滨江集团、首开股份。

银行

- 目前 4 万亿经济刺激计划、明显下降的企业贷款需求和贷款的超常增长,使决定银行板块业绩主要驱动因素出现改变。信贷的高增长,在未来 6 个月会使银行资产质量短期不会出现明显下降,信贷成本相应保持稳定。我们认为市场对于上市银行的关注点,会从资产质量和信贷成本逐渐转向息差。
- 近期在信贷成本压力下降之后,2009 年,各家银行业绩分化可能更多的来自于息差的不同。预测各家银行 2009 年息差收入,已经很难从以往的量价关系来预测,息差分化主要决定因素是各家银行贷款的真实需求历史从数据分析来看,贷款利息收入与企业 EBIT 关联性很大,2009 年企业 EBIT 的下降,企业固定资产投资贷款需求的减弱,将对银行息差有明显的负面影响,而经济刺激计划的配套贷款将成为弥补工商企业贷款需求下降的最重要因素。
- 2 季度银行个股选择上遵循“国进民退”的原则。因为 2009 年贷款增长点,主要来自于与经济刺激计划的配套贷款。而配套贷款的获取将主要取决于银行与政府的关系和资源。所以,各银行短期业绩分化也将在于是否能在把握“国进民退”这一近期趋势。从这一逻辑出来,大型银行中相对看好建设银行和交通银行,中型银行里兴业银行和浦发银行有一定吸引力,小型银行则是北京银行。
- 估值的均值回归是决定银行板块短期波动的主要因素,建议把握波段性的交易机会。
- 信贷高增长对 A 股估值有推动作用,但银行板块但并不是受益最大的板块,估值一直相对较低。从最近数据来看,银行板块与沪深 300 估值的差距有所缩小,从估值回归的角度分析,银行板块跑赢大盘的空间不是太大。
- 从中长期来看,银行的 ROA 和 ROE 将有所下降。相应中长期的估值波动的区间将有所下降。不过未来一段时间宏观经济的预期会有很大的分歧,会带来短期股价的较大波动。因此,建议把握波段性的交易机会。总体认为银行在 2009 年 2 季度难以明显战胜大盘,给予“中性”评级。

重点公司

太原重工

- 08 年净利增 28.7%，EPS1.01 元，业绩符合预期。09 年收入 增速将明显下滑；综合毛利率 08 年 4 季已见底，09 年将逐步提升；09 年新接定单下降幅度 大，2010 年原有业务增长压力大。另外，公司已成功实施定向增发，募集资金主要用于公 司天津临港工业基地建设，根据公司规模，该基地规划产值为 100 亿/年，其中 风电设备、起重机、造船机械以及大型容器各占 30%多，产能规模相当于再造一个太原重工。预计天津港基地项目 10 年初将开始逐步投产，并成为公司未来成长主要动力所在。
- 我们调低 09、10 年 EPS 分别为 1.19 元（18.6X）、1.24 元（17.8X），维持“谨慎推荐”评级。

锦江投资

- 在上海旅游包车、汽车租赁、国宾接待市场占据绝对优势 的锦江投资属于纯正的世博会概念股，未来将直接受益上海世博会的举办。公司 09 年将成为业绩低点，2010 年业绩将快速增长。公司作为公认的“价值型”企业，近年来发展稳健，管理层战略清晰，客运服务和物流业务成为公司的核心主业。09 年公司客运服务业务将 基本稳定，作为重要利润来源的 PACTL 受外需放缓影响盈利状况可能会低于预期。2010 年 公司将极大程度受益上海世博会的举办，随着全球经济的逐步复苏和公司物流业务的开拓，公司 2010 年业绩将实现快速增长。公司财务资源充沛，有息负债率较低，未来与大股东 的资源整合以及物流产业振兴规划细则的出台可能成为公司发展的超预期因素，不考虑大 股东资产注入，我们预计公司 08-10 年 EPS 分别为 0.58 元、0.50 元和 0.60 元，公司目前股价 对应 08-10 年 PE 分别为 17.7 倍、20.5 倍和 17.1 倍，由于同业中暂 无物流业务和客运业务同时作为主业的上市公司，因此可比性不强，公司目前估值水平与整体市场基本相当，股价较为合理，考虑到未来可能存在增厚业绩的超预期因素，我们给予“谨慎推荐”评级。

中牧股份

- 08 年公司 EPS 为 0.415 元，符合预期。非经常性损失和期间费用拖累 08 年业绩。饲料业务大幅提升公司主营业务毛利率；猪蓝耳疫苗市场竞争激烈导致销售费用率大幅增幅；09 年非经常性损失或将减少。
- 我们长期看好动物疫苗行业，目前已知的动物 疾病上百种，常见的有几十种，且超过 60%的疾病能够进行人畜共患感染。但是被纳入强 制免疫范围的仅四种。未来随着强制免疫范围的逐步扩大，以政府招标采购的形式确定优 质疫苗品牌将有助于动物疫苗行业中的龙头企业继续保持较高的毛利率水平和稳 定的市场份额。此外，政府 09 年新增的强制免疫品种——口蹄疫 A 型灭活疫苗和高致病性猪蓝耳病弱毒疫苗将有效扩升公司主营收入。因此，我们仍然维持“推荐”的投资评级。

天津港

- 3 月 16 日，天津港发展（3382.HK）及天津发展（0882.HK）公告称，将以 109.61 亿港元收 购天津港集团在 A 股天津港（600717.SH）的 56.71% 全部股权。我们分析的结论是目前的公 告内容对 600717 而言，影响为中性，如果后续的公告能够一揽子解决与 338 2.HK 的同业竞争问题，则为利

好；对 3382.HK 而言，本次对其每股收益有 71% 的增厚，且公司由港口码头运营商转变为控股型集团公司，地位显著提升，影响为利好。

- 我们认为对于天津港而言，最重要的买入理由是环渤海区域的经济增长及其对货量、箱量的贡献，我们在最新的港口月报中，将天津港的评级由“推荐”短期调低至“谨慎推荐”的主要原因，在于 09 年天津港增速将下降，但我们认为支持其长期高速增长的内地因素并没有改变，其前两月集装箱完成 118.5 万箱，下降 1.6%，在全国集装箱大港中表现相对突出，降速远小于全国规模以上港口幅度。

诚志股份

- 诚志股份发布公告：公司向特定对象发行股份购买资产方案获得证监会上市公司并购重组审核委员会审核通过，即收购石家庄永生华清液晶有限公司以及石家庄开发区永生华清液晶有限公司两家企业各 100% 股权，折股 2704 万股，定向增发价 12.82 元，增发完成后，总股本为 2.97 亿股。
- TFT 液晶材料市场前景巨大，永生华清有望打破目前的垄断格局，TFT 液晶材料的销售拓展具有“阶梯型”特征。我们认为公司的市场机会来自于两点：经济危机导致下游液晶面板企业业绩普遍下滑，因此客观上有降低成本的需要；Merck（德国）和 Chisso（日本）的垄断造成的高额利润与下游企业的不景气形成了鲜明对比（08 年 Merck 销售 TFT 材料 200 吨左右，净利润 8 亿欧元）。因此目前已有下游企业要求试用公司产品，如果顺利，则可能在 2H09 发出订单，由于下游客户较为集中，因此一旦获得订单，很可能造成销售的井喷式增长。这一假设的风险在于：如果试用不成功（主要原因可能来自于产品质量），则公司的销售会很难打开局面。
- 我们初步预测收购成功以后 2009EPS0.26 元，2010EPS 下限为 0.30 元，实际业绩将取决于公司 TFT 液晶试用情况和订单情况（因为 TFT 材料销售具有“阶梯型”发展的特点，因此存在爆发增长的可能）。生物化工领域，公司最近与美国饮料配方供应商的长期战略合作谈判进展顺利。

石基信息

- 2008 年公司盈利增长 53%，全面摊薄后 EPS 1.38 元；08 年利润分配预案——每 10 股派 3 元转增 10 股。2008 年公司的应收账款和存货周转率进一步提高，预收账款持续增加，经营性现金流净额是净利润的 1.1 倍；星级酒店业务盈利稳步增长，子公司业务显著改善；2009 年公司经营计划：使畅联成为有一定行业影响力的酒店分销在线处理平台；08 年 8 月 13 日，公司小非解禁 772.8 万股；截止 08 年末，小非实际净出售 10.3 万股。
- 09 年展望：基础业务仍将维持稳健增长；与 Sun systems 的合作，消除竞争之后，收入和利润均得到迅速提升。我们维持 2009、2010 年分别为 2.04 元和 3.1 元的 EPS 预期，基于即将形成的畅联行业影响力，我们维持推荐的投资评级。

江铃汽车

- 2008 年，公司实现净利 7.84 亿元，同比增长 3.31%，对应 EPS 0.91 元，符合预期。2H08 销量、收入、毛利显著下降，4Q08 尤为严重；收入增速逐季下滑：1Q08 至 4Q08，收入分别同比增长 18%、10%、-2%、-17%，跟随销量下降；销售费用拨回导致 4Q 业绩扭转。
- 我们认为公司 2009 年持续增长可期。盈利能力将有所回升：【1】08 年 10

月，公司 JX4D24 柴油发动机国产化项目投产，将配套 V348，使其国产化程度提高，毛利率水平有望回升；【2】公司前期资本开支密集，费用化压力较大，2009 年以后将有所好转。整车销售将回暖：2009 年 1 月（同比下滑 36.1%）销量应为全年低点，预计全年销量走势前低后高。轻型柴油车国 III 标准推行、“汽车下乡”等政策也会使公司轻卡、轻客销售受益。

- 公司经营稳健、注重长期发展，维持“谨慎推荐”投资评级；维持对公司 2009、2010 年 0.68 元（18.9x）、0.75 元（17.1x）的 EPS 预测，上述 EPS 预测皆剔除非经常性损益预测，即主业 EPS 较上年分别增长-8%、10%。

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 焯	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