

中国固定收益证券

债券研究

第一创业固定收益研究组

分析师: 胡杰

电话: 0755-82485191

邮件: hujie_1@fcsc.cn

行业景气提升吹响纸业转债上攻号角

要点:

- **权益市场强劲反弹，并创近 8 个月最大周涨幅。**近期召开的中央政治局会议，强调保持政策的连续性和稳定性，继续实施适度宽松的货币政策和积极的财政政策。这一表述也为中央经济工作会议定下基调，**意味着明年的宏观经济政策已经明朗化，消除了此前市场对于政策可能转向的忧虑。**上周市场风格从中小盘转向大盘蓝筹。
- 上周可转债正股所属行业全线反弹，表现最好的三个行业是农业、造纸和煤炭开采业。**短期来看，农业板块个股也面临多重利好因素。**今年的中央经济工作会议预计除延续 11 月 27 日中央政治局对“保持宏观政策基本取向”的定调外，还将重点讨论通货膨胀预期的问题，**这也为具有抗通胀功能的农业板块带来一定的想象空间。**因而大荒转债可能随正股出现一波阶段性行情。
- 造纸行业随下游需求改善盈利能力已恢复正常，人民币升值对造纸板块也有影响，这体现在企业的原料收购中，纸企大约 50% 的原料是来自进口，人民币升值促使原料成本降低，也将有助于造纸企业提升盈利能力。
- **从主题投资角度看，山鹰转债正股阶段性行情出现投资机会的概率较大。**国家制定的节能减排目标将是林木资源价值重估，上游行业纸浆价格面临行业性上涨。**山鹰纸业对废纸资源的掌控能力，有利于公司在林木价格上涨和纸浆价格上涨中拥有较大的成本优势，从而有助于提升公司估值价值。**
- **从成长确定性看，随着博汇纸业产能释放，业绩和估值有一定上涨空间。**目前博汇转债价内外程度仅为 0.97%，但平价溢价率相对价高，转债价格已一定程度上透支正股上涨空间。即便如此，**对于风险偏好较大的投资者仍可在公司产能释放业绩改善情况下，正股价格上涨时获得交易性投资机会。**博汇转债不宜作为长期配置品种，因为目前平价溢价率为 35.3%，以目前价格介入正股价格需上涨 35.3% 方可实现盈亏平衡，此时正股上涨将触发赎回条款，进而限制转债上涨幅度。

本月转债市场表现:

	转债涨幅 (%)		正股涨幅 (%)	
前三名	恒源转债	7.61	山鹰纸业	12.9
	龙盛转债	7.02	浙江龙盛	11.9
	西洋转债	5.95	新钢股份	10
后三名	王府转债	0.60	王府井	-4.22
	唐钢转债	1.89	安泰科技	1.39
	山鹰转债	4.32	锡业股份	7.18

转债市场主要指标:

指标	均值	指标	均值
平价溢价率	30.76%	Gamma	0.0206
底价溢价率	65.96%	Theta	-0.8577
到期收益率	-8.32%	Vega	8.7247
Delta	0.7906	隐含波动率	0.4071

转债市场相关指标:

指标	收盘价	周涨幅
沪深 300	3643.49	7.72%
可转债指数	2998.66	4.30%
螺纹钢期货	3692	1.37%
线材期货	3649	1.59%
LME 锡	15250	-5.22%
秦皇岛煤炭价格	690	2.99%

相关研究:

《估值风险小幅释放，正股风险犹存》
 20091012 可转债月策略
 《三季报将提振可转债市场行情》
 20091019 可转债周策略
 《提防震荡格局下可转债市场系统性风险》
 20091130 可转债月策略



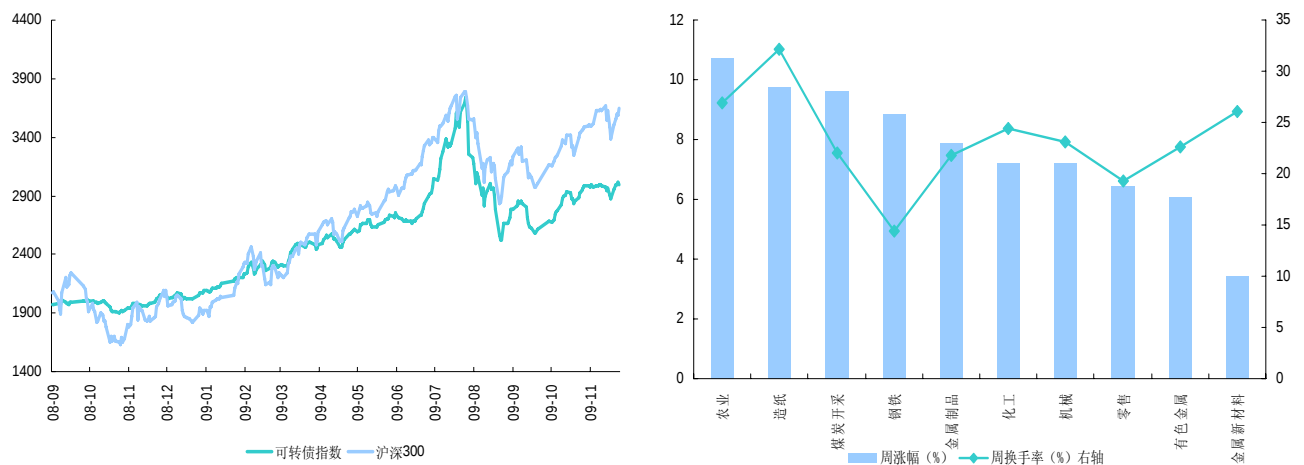
1、一周市场概况

权益市场强劲反弹，并创近 8 个月最大周涨幅。在国内宏观经济政策预期明朗化以及国际迪拜危机缓解的背景下，权益市场一改前一周“内忧外患”的阴霾，呈现强劲反弹之势。上周上证指数收于 3317 点，位于周均线上方，较上周 3096 点上涨 221 点，涨幅 7.17%，周成交额为 10205 亿，成交金额较前一周 11589 亿缩小 12%，日均成交约 3320 亿元，比上周减少 15% 左右。不过，这一成交水平仍处于近期的高位。周形态为震荡上扬。

近期召开的中央政治局会议，强调保持政策的连续性和稳定性，继续实施适度宽松的货币政策和积极的财政政策。这一表述也为中央经济工作会议定下基调，**意味着明年的宏观经济政策已经明朗化，消除了此前市场对于政策可能转向的忧虑。**

市场运行方面，上周所有行业收益率均为正，其中，券商、钢铁、涨幅较大，均超过 10%，保险、汽车、农林牧渔、造纸行业、化工化学、黄金股紧随其后，涨幅也超过了 8%，医药、智能电网、教育传媒、旅游酒店涨幅较小，均没有超过 5%。深沪个股上涨和下跌家数比为 15: 1，有 22% 的个股涨幅超过 10%，有四只个股跌幅超过 10%。上周沪深两市流通市值为 14.69 万亿，较前一周上涨 7.61%，上周市场风格从中小盘转向大盘蓝筹。

图 1：转债市场周交易概况



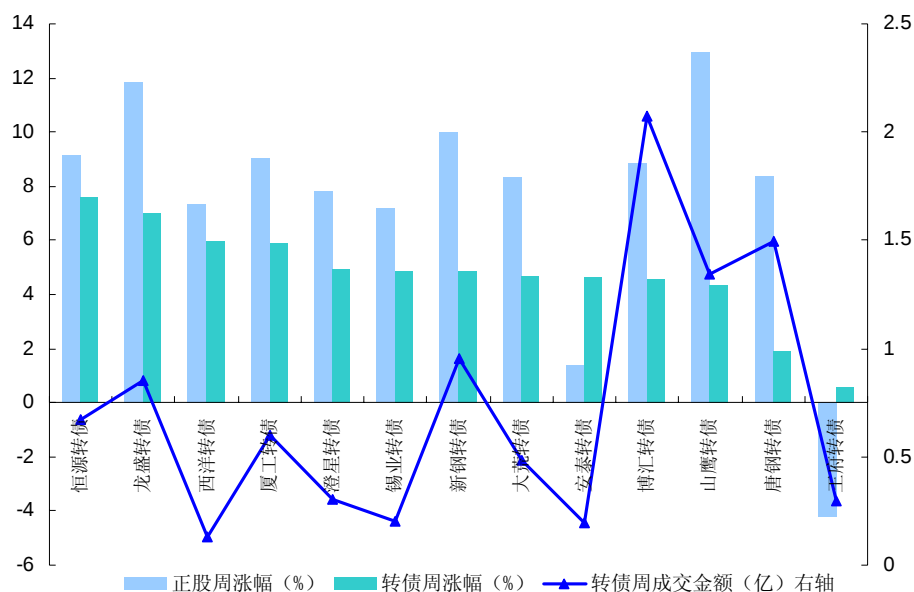
资料来源：第一创业研究所

上周可转债正股所属行业全线反弹，表现最好的三个行业是农业、造纸和煤炭开采业，周涨幅分别为 10.74%、9.77%和 9.65%。农业板块近期走势较强，呈现异军突起之势。我们认为惠农政策近期密集出台以及通胀预期升温推升了农业板块估值走高。**短期来看，农业板块个股也面临多重利好因素。**今年的中央经济工作会议预计除延续 11 月 27 日中央政治局对“保持宏观政策基本取向”的定调外，还将重点讨论通货膨胀预期的问题，这也为具有抗通胀



功能的农业板块带来一定的想象空间。上周表现最差的行业是安泰转债所属的金属新材料行业，累计涨幅 3.42%，跑输大盘。上周金属新材料行业表现不如预期，也是前期上涨较快的技术性调整。预计随着哥本哈根全球气候峰会召开，新能源板块可能迎来一次短期机会。上周涨幅较小的还有有色金属行业和商业零售板块，周涨幅分别为 6.1%和 6.46%，均不及沪深 300 指数 7.72%的涨幅，而跑输大盘。上周市场热点集中在造纸和农业板块，换手率分别为 32.16%和 26.95%。钢铁板块表现不活跃，上周换手率在 10 个行业中居末位。

图 2：转债市场周交易概况



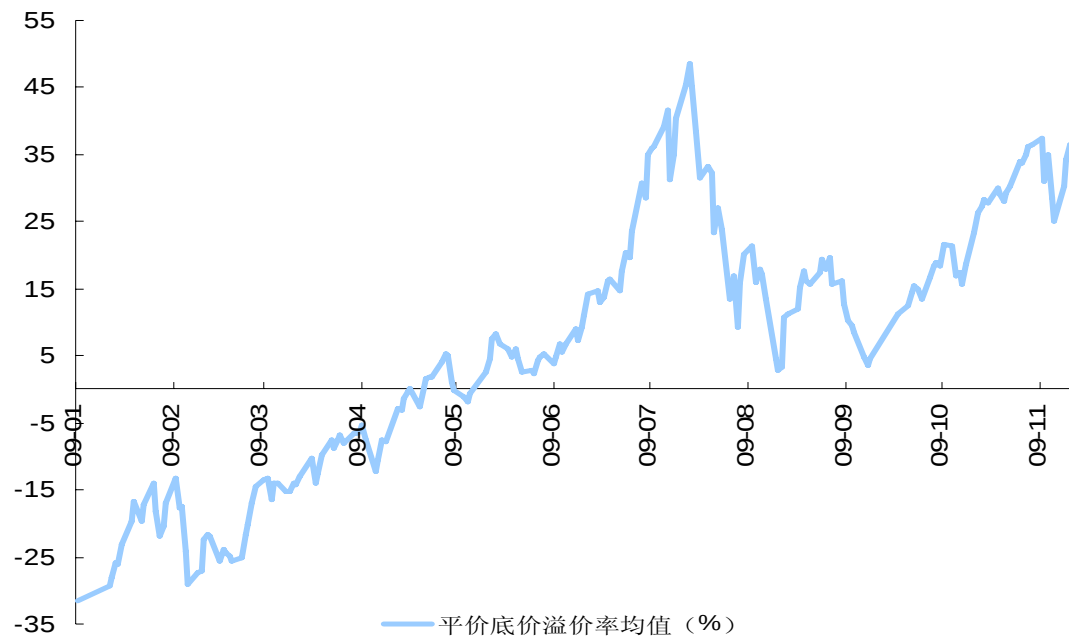
资料来源：第一创业研究所

上周可转债市场表现乏力，所有转债均跑输沪深 300 指数周涨幅。恒源转债、龙盛转债和西洋转债涨幅居前三位，周累计涨幅分别为 7.61%、7.01%和 5.95%。对应正股涨幅为 9.15%、11.9%和 7.34%。表现最差的是王府转债，周涨幅为 0.6%，上周王府转债正股下跌 4.22%。唐钢转债和山鹰转债紧随其后，涨幅仅为 1.89%和 4.32%，转债涨幅远落后正股。上周除安泰转债和王府转债表现好于对应正股外，其余转债均大幅落后正股。

可转债市场风格方面，可转债整体偏股型，股性增强而债性减弱。上周可转债涨幅普遍大幅落后对应正股涨幅，导致市场整体平价溢价率降低，市场估值风险有所减弱，估值水平目前处于历史平均水平。上期月报我们提出“提防可转债市场系统性风险”，本周可转债市场涨幅远小于正股涨幅，使得可转债市场投资价值不足，印证了我们目前并不是可转债最佳投资时机的判断，买转债不如买正股。对于看好正股的投资者，应直接持有正股，持有可转债已难以获得超出正股的超额收益。

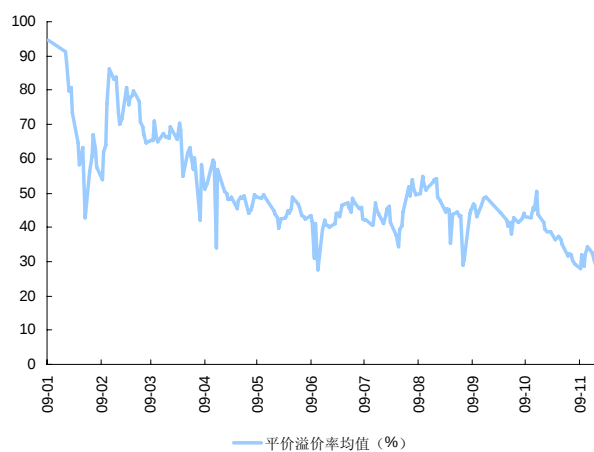


图 3: 市场风格为偏股型



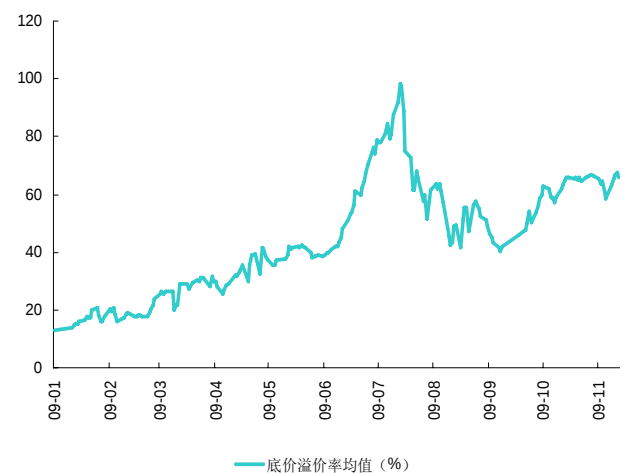
资料来源：第一创业研究所

图 4: 整体股性增强



资料来源：第一创业研究所

图 5: 市场债性减弱



资料来源：第一创业研究所



表 1: 市场分类一览

转债名称	平价底价溢价率 (%)	平价溢价率 (%)	底价溢价率 (%)	到期收益率 (%)	类型
新钢转债	15.32	26.65	46.06	15.32	偏股型，进取型配置，股性较强，债性较弱
澄星转债	-17.53	54.94	27.77	-17.53	偏债型，防御型配置，股性较弱
山鹰转债	37.42	4.44	43.52	37.42	偏股型，进取型配置，债性较弱
大荒转债	55.47	8.99	69.44	55.47	偏股型，进取型配置，股性很强
恒源转债	184.51	4.52	197.38	184.51	偏股型，进取型配置，股性极强，债性极弱
唐钢转债	-43.51	113.74	20.75	-43.51	偏债型，防御型配置，股性极弱，债性相对较强
锡业转债	20.41	22.82	47.88	20.41	平衡型，进取型配置，债性较弱
厦工转债	26.65	24.28	57.40	26.65	偏股型，债性较弱
西洋转债	45.57	18.90	73.07	45.57	偏股型，进取型配置，股性较强
龙盛转债	44.95	21.29	75.81	44.95	偏股型，债性很弱
安泰转债	38.04	29.18	78.31	38.04	偏股型，平衡性配置，债性非常弱
博汇转债	13.26	35.30	53.24	13.26	平衡型，股性相对强
王府转债	24.46	34.84	67.82	24.46	偏股型，债性较弱，风险较大

资料来源：第一创业研究所

图 6: 转债对正股弹性增强



资料来源：第一创业研究所

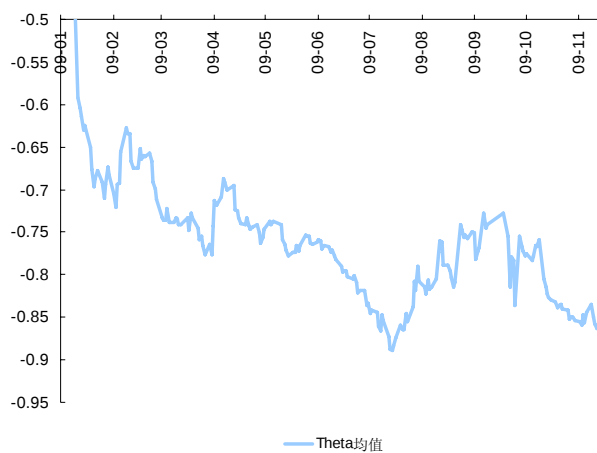
图 7: Gamma 均值创历史新低



资料来源：第一创业研究所

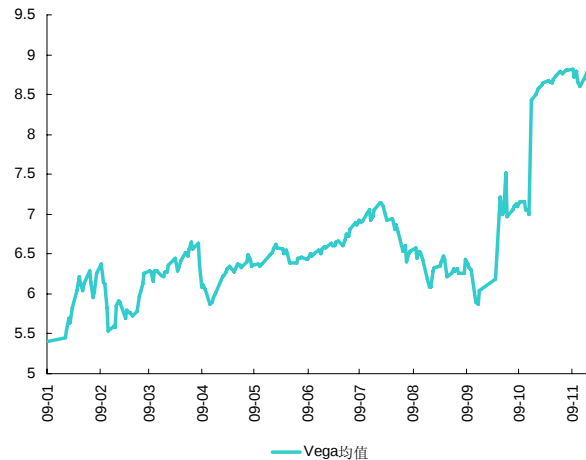


图 8: 期权时间价值折损减小



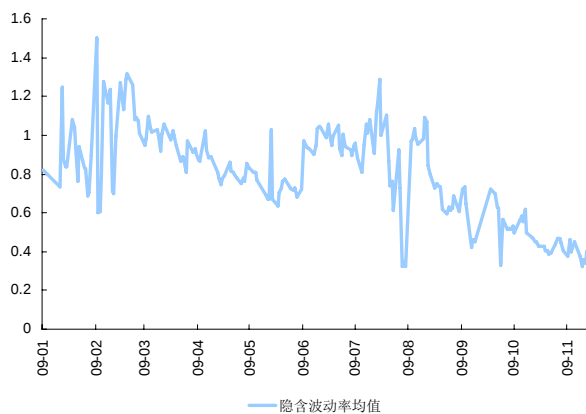
资料来源: 第一创业研究所

图 9: 转债对隐含波动率敏感性上升



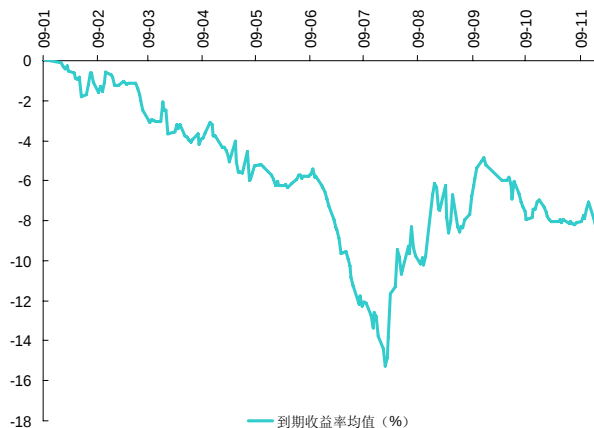
资料来源: 第一创业研究所

图 10: 隐含波动率均值降低



资料来源: 第一创业研究所

图 11: 纯债价值保护程度降低



资料来源: 第一创业研究所



2、 市场分析及投资策略

市场近期仍将延续前期震荡向上趋势。首先，政策面已经基本明朗，对市场构成强劲支撑。11月27日中央政治局会议召开，为明年的经济工作定下了基调，会议提出继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，明年重在调结构、保民生、促消费。温家宝总理随后又表示，过早退出经济刺激政策会使得已有成果得而复失。宏观政策的明确有力打消了市场对政策退出的担忧，也冲消了迪拜世界债务危机的影响。其次，完成GDP全年保八目标已基本成定局，国家信息中心预测明年GDP有望达到8.5%，宏观经济还将保持较快增长，从而奠定了股市中长期向好的基础。

但是，未来权益市场走势将是震荡格局，不会出现今年上半年的单边行情。当前权益市场仍然保持较快的扩容速度，资金供给相对供给不足，对市场产生向下压力。从已公布的发行计划看，本周将有9家公司IPO，即便是在中国重工将于12月7日公开发行人20亿股的情况下，中小板及创业板发行也没有减速的迹象，而后续还有中船等多只大盘股发行，这将导致市场严重失血。并且，临近年底，商业银行信贷也将出现季节性回落。另外，为了对冲外汇占款，本周央行连续第八次实现净回笼，金额为220亿元，8周净回笼的资金已经达到6870亿元。尽管央行并非针对银行体系收紧流动性，但资金供需的相对失衡造成市场上行的艰难，特别是对投资者的心理形成较大影响。此外，政策面上的博弈也将导致权益市场运行出现一定偏差和震荡，不确定性增强。

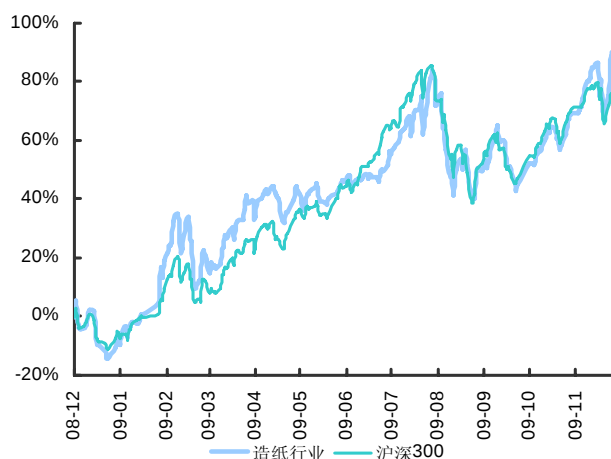
我们判断目前仍不是可转债市场最佳投资时机。建议当前市场环境下以观望为主，待市场企稳之时，选择基本面较好，业绩改善确定性强的个券，逢低介入，获取经济复苏驱动的估值提升长期收益。从估值角度看，可转债市场平均平价溢价率仍高于今年以来平均水平，转债市场估值压力不小。其次，近期市场隐含波动率均值有所上行，面临一定调整压力。同时市场Vega均值降低，导致可转债价格的隐含波动率弹性降低，可转债市场投资价值降低。目前可转债市场属于偏股型，股性和债性均较弱。在这种状况下，可转债市场可能随权益市场波动敏感性较强，而纯债价值又对转债价格保护能力不足，导致可转债市场跌幅超过权益市场。同时，由于股性偏弱，存在估值压力，可转债随正股上涨力度不够，导致可转债难以获得超过正股的超额收益。因此，对于看好正股的投资者，买可转债不如买正股。

上周造纸行业表现出色，周涨幅达9.77%，仅次于农业板块10.74%的涨幅。造纸板块走强与近期造纸企业连续提价，行业景气度提升有关。今年年初是造纸业的景气低点，之后行业一直处于恢复中。5月以来，纸浆和纸价格开始上涨，到第三季度，大多数造纸企业的生产经营状况已趋于正常，盈利能力恢复势头强劲，同比毛利水平已与国际金融危机前的水平相当。预计明年造纸企业景气度随宏观经济上升将继续维持较高水平，进而带来上市公司业



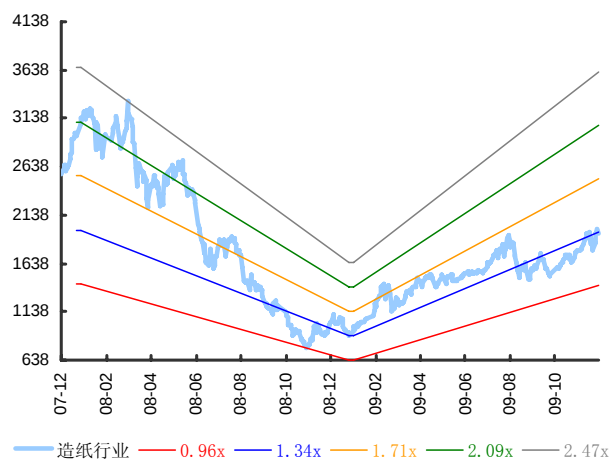
绩改善。随着宏观经济形势逐步好转，2010 年需求提升带动利润增长，预计增幅在 25%以上，利润水平将呈现前高后低走势。人民币升值对造纸板块也有影响，这体现在企业的原料收购中，纸企大约 50%的原料是来自进口，人民币升值促使原料成本降低，也将有助于造纸企业提升盈利能力。

图 12: 造纸行业板块轮动显现



资料来源：第一创业研究所

图 13: 造纸行业 PE 处于历史平均水平以下



资料来源：第一创业研究所

从主题投资角度看，山鹰转债正股阶段性行情出现投资机会的概率较大。随着哥本哈根联合国气候变化大会即将召开，低碳概念成为近期市场认可的投资主线，林业和林权也成为关注的新题材。近期我国政府承诺了至 2020 年减排 40% 的目标。加大森林覆盖率和减少林木砍伐成为吸收二氧化碳从而减少碳排放的重要手段。这就造成了未来森林和林木资源的稀缺性，带来了市场对林地资源价值的重估。造纸行业是林木行业的下游行业，因此碳排放的强制减排势必造成行业性成本提高，浆纸价格保持强势上涨是大概率事件。因此，造纸行业生产模式面临重整，对资源和成本的控制能力将决定下一轮竞争中的综合地位。

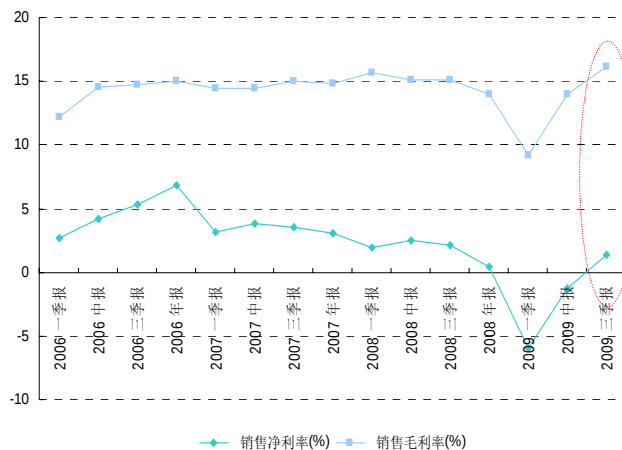
山鹰纸业对废纸资源的掌控能力，有利于公司在林木价格上涨和纸浆价格上涨中拥有较大的成本优势，从而有助于提升公司估值价值。目前山鹰纸业在全国十多个大城市建有废纸回收渠道，其现有一半的废纸可实现自供，相当于自身拥有大约 25 万亩的林地。因此，木材价格上涨导致纸浆价格上涨，也会带动废纸价格上涨，林地资源被重估也将带动废纸回收被重估。

山鹰纸业主营包装用纸，拳头产品为箱纸板、瓦楞纸、瓦楞箱板纸箱等包装纸和新闻纸、胶印书刊纸等文化纸。公司是全国 30 家重点造纸企业之一，具有较强规模优势。三季报显示，今年 1-9 月公司实现营业收入 7.69 亿元，同比增长 5.78%，单季度营业收入水平已达到 2008 年第二季度的水平；净利润 4132 万元，同比增长 318.64%；单季实现 EPS0.09 元。与今年第二季度相比，三季度营业收入环比增长 10.97%，净利润环比增长 165.72%。公司



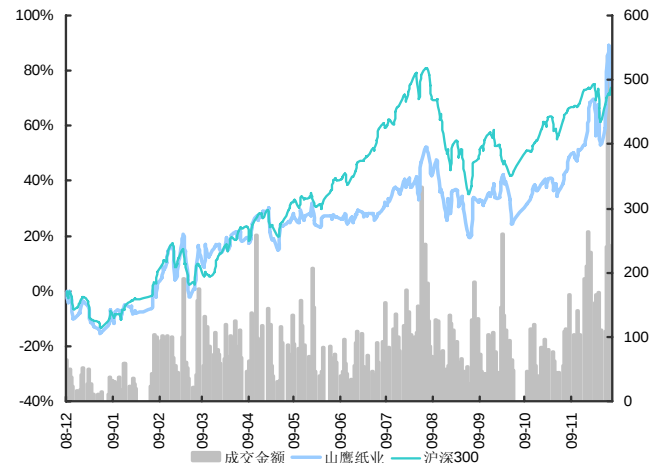
前三季度毛利率为 16.15%，达到近年来最高水平。四季度为公司传统的销售旺季，并且宏观经济的复苏将带动纸品需求量的回升，因此**预计四季度公司业绩仍然有较大改善空间。第一创业研究所预测 09-11 年，山鹰转债正股 EPS 分别为 0.09、0.19 和 0.21，以目前价格对应动态 PE 为 62X、31X 和 27X。**

图 14：山鹰纸业盈利能力恢复



资料来源：第一创业研究所

图 15：山鹰纸业近期表现超过大盘



资料来源：第一创业研究所

山鹰纸业目前平价溢价率为 4.44%（截至 12 月 4 日），股性较强。市场溢价率较低主要有两个。一是市场可能对山鹰纸业基本面和山鹰转债正股上涨空间预期不足，导致市场给予其溢价率水平相对较低。另外，山鹰转债正股价格已连续四个交易日超过强制赎回设定价格，市场可能对其赎回与其渐浓，导致市场对赎回较为担忧，拉低了溢价率。基于我们对市场走势的判断和赎回条款分析，我们认为山鹰转债触发赎回条款较难，至少年内强制赎回的可能性很小。首先，权益市场未来震荡幅度加大，正股价格难以长期保持在赎回条款价格以上。另外，山鹰转债的赎回条款是连续 20 个交易日超出转股价格的 130%，赎回条款相对较严格，增加了触发赎回条件的难度。因此，随着造纸行业业绩改善，山鹰转债正股掌控的资源价值重估，正股和对应转债未来上涨动能较足，而年内强制赎回条款生效对转债产生限制作用的可能性较低。

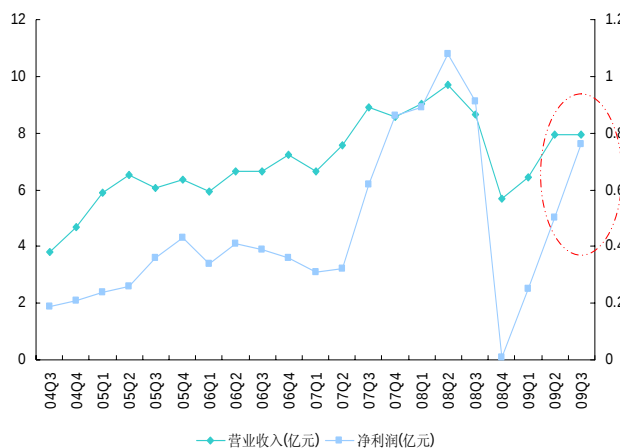
从成长确定性看，随着博汇纸业产能释放，业绩和估值有一定上涨空间。公司是国内造纸行业龙头企业之一，合计造纸产能 82 万吨左右。同时还拥有 20 万吨杨木化机浆生产线和 9.5 万吨化学浆生产线。受益纸价上调，公司业绩快速改善，前三季度实现营业收入 22.34 亿元，同比增长 18.52%；实现净利润 1.33 亿元，同比下降 48.31%；而第三季度实现营业收入 7.94 亿元，净利润 6720 万元，综合毛利率达到 21.38%，与二季度的 15.66%相比大幅提升了 5.72 个百分点。公司产能未来将逐步释放，公司 35 万吨白卡项目计划年底投产，2010 年将进入投产高峰，项目实施完成后，公司白卡纸产能将实现翻倍，总产能也将由目前的 80 万吨提升至 115 万吨。虽然明年整个造



纸行业新增产能释放较多，且具有结构性集中特点，子行业市场容量和需求弹性不同决定各企业景气度存在差异，其中白卡纸明年新增产能相对较少，随着经济复苏，价格有望稳中有升，可以预计明年公司业绩有望得到进一步提高。根据测算，博汇转债 09-11 年 EPS 为 0.38、0.6 和 0.74，当前价格计算的动态 PE 为 27X、17X 和 14X，估值水平低于行业平均水平。

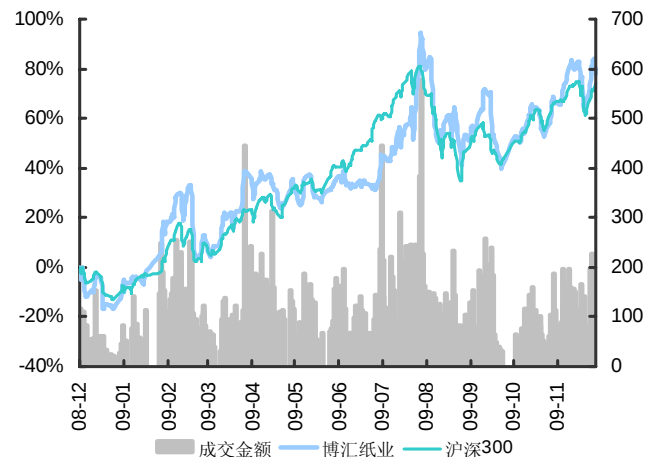
目前博汇转债价内外程度仅为 0.97%，但平价溢价率相对价高，转债价格已一定程度上透支正股上涨空间。即便如此，对于风险偏好较大的投资者仍可在公司产能释放业绩改善情况下，正股价格上涨时获得交易性投资机会。博汇转债不宜作为长期配置品种，因为目前平价溢价率为 35.3%，以目前价格介入正股价格需上涨 35.3% 方可实现盈亏平衡，此时正股上涨将触发赎回条款，进而限制转债上涨幅度。

图 14：产能释放提升博汇纸业营业收入



资料来源：第一创业研究所

图 15：博汇纸业近期涨幅超越大盘



资料来源：第一创业研究所



附表 1: 可转债估值指标

转债名称	转债价格	平价溢价率	底价溢价率	YTM	转股价值	纯债价值	转换平价	转股价	评级	剩余期限	转股起始日
新钢转债	140	26.65	46.06	-5.68	110.54	95.85	11.42	8.16	AA	3.71	2009-02-23
澄星转债	129.97	54.94	27.77	-6.06	83.89	101.72	13.71	10.55	AA	2.43	2007-11-12
山鹰转债	141.88	4.44	43.52	-8.71	135.85	98.85	6.02	4.24	AA-	2.75	2008-03-05
大荒转债	165.98	8.99	69.44	-12.6	152.29	97.96	16.28	9.81	AA	3.04	2008-06-19
恒源转债	302.05	4.52	197.38	-29.6	288.98	101.57	38.90	12.88	AA	2.80	2008-03-24
唐钢转债	123.31	113.74	20.75	-1.98	57.69	102.12	16.03	13	AA	3.02	2008-06-14
锡业转债	151.56	22.82	47.88	-11.77	123.41	102.49	36.84	24.31	AA	2.44	2007-11-14
厦工转债	144	24.28	57.40	-4.83	115.87	91.49	10.80	7.5	AA	4.73	2010-03-01
西洋转债	151.83	18.90	73.07	-6.65	127.70	87.73	22.09	14.55	AA-	4.75	2010-03-09
龙盛转债	154	21.29	75.81	-6.89	126.97	87.59	13.71	8.9	AA	4.78	2010-03-14
安泰转债	152.52	29.18	78.31	-5.18	118.07	85.54	34.01	22.3	AA	5.78	2010-03-16
博汇转债	136.61	35.30	53.24	-4.08	100.97	89.15	14.13	10.34	AA-	4.80	2010-03-23
王府转债	145	34.84	67.82	-3.94	107.54	86.40	48.66	33.56	AA	5.87	2010-04-19

资料来源：第一创业研究所

附表 2: 可转债期权价值分析

转债名称	理论价值	市场偏差率	正股历史波动率	价内外程度	隐含波动率	Delta	Gamma	Theta	Rho	Vega
新钢转债	146.38	-4.36%	67.15%	10.54%	39.45%	0.7622	0.0293	-0.4859	7.904	4.898
澄星转债	130.33	-0.28%	71.75%	-16.11%	114.29%	0.65105	0.0401	-0.7489	5.646	4.754
山鹰转债	147.79	-4.00%	50.46%	35.85%	NaN	0.76197	0.0732	-0.2759	5.025	2.631
大荒转债	176.33	-5.87%	67.75%	52.29%	NaN	0.82597	0.0157	-0.7698	11.26	6.196
恒源转债	296.32	1.93%	80.82%	188.98%	NaN	0.92549	0.0030	-1.2956	18.29	8.079
唐钢转债	114.91	7.31%	60.38%	-42.31%	NaN	0.49558	0.0550	-0.5142	5.350	4.821
锡业转债	163.21	-7.14%	81.70%	23.41%	26.47%	0.78639	0.0081	-2.2842	17.70	12.77
厦工转债	153.94	-6.46%	69.76%	15.87%	24.38%	0.80762	0.0226	-0.3873	8.273	4.749
西洋转债	157.89	-3.84%	65.59%	27.70%	NaN	0.81881	0.0107	-0.7717	18.85	9.961
龙盛转债	154.50	-0.32%	67.44%	26.97%	17.99%	0.81416	0.0181	-0.4640	10.85	5.923
安泰转债	164.00	-7.00%	73.13%	18.07%	8.06%	0.85131	0.0051	-1.0170	26.77	14.51
博汇转债	137.75	-0.83%	64.13%	0.97%	47.53%	0.76573	0.0228	-0.4800	11.13	6.458
王府转债	146.33	-0.91%	51.08%	7.54%	17.43%	0.79503	0.0060	-1.3558	58.06	26.00

资料来源：第一创业研究所



附表 3: 可转债赎回、修正、回售概览

转债名称	价内外程度	赎回条款 ¹	赎回起始日	修正条款	修正起始日	回售条款	回售起始日
新钢转债	-13.73%	130%.20/30	2009-2-23	90%.10/20	2008-8-21	70%.30	2011-8-21
澄星转债	-37.25%	130%.20	2007-11-10	90%.10/20	2007-5-10	70%.20	2007-5-10
山鹰转债	3.30%	125%.20	2008-9-5	90%.20	2007-9-5	70%.20	2009-9-5
大荒转债	29.26%	130%.20	2008-6-19	85%.20/30	2007-12-28	70%.20	2008-6-19
恒源转债	131.44%	130%.20/30	2008-3-24	85%.10/20	2008-3-24	70%.30	2008-3-24
唐钢转债	-50.38%	130%.30	2008-6-14	85%.20/30	2007-12-28	70%.30	2008-6-14
锡业转债	9.54%	130%.20/30	2008-5-14	--	--	70%.30	2009-5-14
厦工转债	-9.87%	130%.20/30	2010-3-1	90%.10/20	2009-8-28	70%.30	2010-3-1
西洋转债	5.64%	130%.20/30	2010-3-3	90%.10/20	2009-9-3	70%.30	2010-9-3
龙盛转债	0.34%	130%.20	2010-3-15	85%.20/30	2009-9-14	70%.30	2012-9-14
安泰转债	0.34%	130%.20	2010-3-15	85%.20/30	2009-9-14	70%.30	2012-9-14
博汇转债	0.34%	130%.20	2010-3-15	85%.20/30	2009-9-14	70%.30	2012-9-14

资料来源：第一创业研究所

附表 4: 正股主要财务指标²

转债名称	营业收入	同比 (%)	EBITDA	毛利率 (%)	ROE (%)	每股 FCFE	净营运资本	EPS	净利润	资产负债率 (%)
新钢股份	152.93	-26.97	4.69	6.56	1.82	3.14	-15.90	0.11	1.52	66.29
澄星股份	18.41	-15.32	1.63	16.71	4.17	0.72	10.72	0.10	0.60	68.26
山鹰纸业	19.74	-9.21	1.46	16.15	1.55	1.29	6.63	0.05	0.26	71.26
北大荒	45.64	4.08	4.94	26.23	8.23	0.03	19.13	0.24	3.86	45.28
恒源煤电	35.88	181.74	6.90	31.41	22.87	-1.41	-14.89	1.27	4.68	90.63
唐钢股份	275.80	-41.63	10.13	5.95	2.68	1.21	31.90	0.09	3.35	68.49
锡业股份	52.23	-34.64	2.70	12.65	3.54	-0.80	19.31	0.14	0.87	64.78
厦工股份	38.58	-24.83	1.37	12.93	4.74	0.61	25.05	0.12	0.89	68.00
大西洋	15.05	-11.68	0.95	15.71	8.91	1.29	4.84	0.51	0.69	55.13
浙江龙盛	32.16	-3.59	5.90	26.58	14.07	0.91	25.01	0.37	5.05	56.21
安泰科技	21.18	-11.16	1.60	13.30	5.55	0.18	12.91	0.26	1.21	46.51
博汇纸业	22.34	-18.52	2.34	16.52	5.06	0.02	18.69	0.26	1.50	50.82
王府井	78.35	4.22	4.51	19.50	12.03	5.65	-24.28	0.70	3.05	60.23

资料来源：第一创业研究所

¹ “20/30”代表任意 30 个连续交易日内有 20 个交易日满足赎回条件

² 财务指标均为最近一期财务报告公布数据



附表 5: 主要估值指标

名称	收盘价	PE(TTM)	PB	PEG	EV/EBITDA	EPS			PE		
						09E	10E	11E	09E	10E	11E
新钢股份	9.02	77.88	1.55	-1.70	8.43	0.26	0.42	0.62	34.95	21.40	14.60
澄星股份	8.85	-44.66	3.77	-2.03	16.80	0.32	0.37	0.47	27.92	24.14	18.73
山鹰纸业	5.76	-106.00	1.88	--	14.05	0.09	0.19	0.21	62.00	30.98	27.20
北大荒	14.94	45.59	5.09	-65.07	27.90	0.38	0.38	0.43	39.44	39.32	34.87
恒源煤电	37.22	22.44	9.89	-2.65	17.61	1.30	1.91	2.61	28.66	19.53	14.24
唐钢股份	7.50	-127.63	2.22	-1.60	7.88	0.23	0.40	0.43	33.07	18.93	17.50
锡业股份	30.00	-50.76	7.74	--	61.52	0.31	0.58	0.89	95.82	51.56	33.89
厦工股份	8.69	65.32	3.23	-1.31	21.56	0.24	0.37	0.53	36.85	23.32	16.42
大西洋	18.58	38.96	3.13	0.52	21.11	0.62	0.80	0.95	29.81	23.29	19.49
浙江龙盛	11.30	28.86	3.94	0.68	20.58	0.48	0.63	0.77	23.55	18.03	14.71
安泰科技	26.33	69.40	5.28	-4.24	38.42	0.39	0.78	1.07	66.73	33.71	24.59
博汇纸业	10.44	40.83	1.88	-0.83	11.10	0.38	0.60	0.74	27.43	17.31	14.10
王府井	36.09	39.31	5.70	1.64	19.71	1.02	1.25	1.54	35.33	28.76	23.50

资料来源：第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120