

[2008.09.25]

国泰君安研究所晨报

陈怡 **张林昌**
 21-38676567 21-38676702
 chenyi@gtjas.com zhanglinchang@gtjas.com

今日聚焦:

- 传证监会要求证交所上报融资融券方案及准备情况
- 中房协建议调整房地产调控政策

目录

要闻点评

- 传证监会要求沪深证交所上报融资融券方案及准备情况
- 中房协上书国务院建议调整房地产调控政策
- 中国联通公告控股股东 24 日增持 5000 万股
- 美一百二十二位经济学家联名反对美国救市

行业与公司信息点评

- 拓维信息(002261) 创新类无线增值业务收入快速增长可期
- 工程机械租赁市场专题研究
- 钢铁: 旺季不旺, 钢价与成本进入双降通道
- 中兴在中国电信 CDMA 招标结果评论
- 石油石化: 原油价格重新回到 100 美元
- 石油石化: 中石油集团响应政府号召增持
- 基础化工: 静待行业趋势明朗
- 银行业境外月报: 美国银行业利润剧减, 金融危机持续恶化
- 北大荒(600598)业绩稳定、主题投资与股息率
- 双鹭药业(002038): 大股东延长解禁期 1 年
- 矫枉必须过正: 华昌化工新股初始估值、策略选择及其关键词要义

近期研究报告精粹

- 四季度宏观市场策略: 囧
- 四季度专题策略: 从价值角度发掘纠错性投资组合
- 四季度专题策略: 博弈改革红利

市场点评

沪市涨幅前五		沪市跌幅前五		深市涨幅前五		深市跌幅前五	
金瑞科技	10.08%	伊利股份	-9.06%	东方热电	10.08%	川润股份	-10.01%
国投中鲁	10.06%	烟台万华	-7.15%	精工科技	10.03%	水晶光电	-9.99%
华立科技	10.05%	*ST 九发	-5.13%	北京旅游	10.02%	承德露露	-9.92%
首旅股份	10.02%	*ST 东碳	-5.11%	中兴商业	10.02%	拓维信息	-9.05%
惠泉啤酒	10.02%	*ST 昌河	-4.95%	欣龙控股	10.00%	科大讯飞	-8.37%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

海外市场指数

	收 盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
道琼斯	10825.17	-0.27	2.03	-21.3
S&P500	1185.87	-0.20	2.55	-21.8
NASDAQ 伦敦	2155.68	0.11	2.71	-19.2
FTSE100	5095.57	-0.79	3.73	-21.1
香港恒生	18961.99	0.47	7.51	-28.2
香港国企	9732.02	0.28	12.3	-40.1
日经指数	12115.03	0.20	4.35	-26.1
台湾加权	6132.60	-0.80	5.72	-32.6

国内市场指数

	收 盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
上证综指	2201.51	-1.56	10.8	-59.8
深证成指	7062.08	-5.45	2.74	-61.6
沪深 300	2123.48	-3.81	6.14	-61.4
上证国债	116.00	0.08	0.08	5.85
上证基金	2824.18	-5.86	6.67	-34.3
深圳基金	2856.16	-5.29	4.76	-32.3

期货市场

	收 盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
NYMEX 原油	105.73	-0.83	9.05	37.90
纽约期金	895.00	0.43	5.23	15.62
LME 铜	6910.00	-1.00	2.37	-14.0
LME 铝	2503.00	-0.28	0.12	3.90
BDI 指	4489.00	-6.13	-7.56	-50.5
郑糖	3166	-1.43	-1.74	-18.5
郑棉	12970	-0.84	2.45	-10.5

货币市场

	收 盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
美元/人民币	6.81	0.16	0.32	10.30
NDF (一年)	6.79	-0.08	2.94	4.37
欧元/美元	1.47	-0.03	1.52	3.60
美元/日元	106.1	-0.09	-1.99	7.98
银行间 R007	3.33	-2.63	7.47	-52.0
美国 10 年期 国债利率	3.81	0.00	7.52	-17.6

会议记录:

www.askgtja.com

要闻点评

传证监会要求沪深证交所上报融资融券方案及准备情况

据路透上海 24 日电: 两位熟知内情的消息人士透露, 近期中国证券监督管理委员会已要求上海和深圳证券交易所上报融资融券相关实施方案及准备情况。这意味着该项改革措施将迈出关键性一步。

2006 年中国证监会已推出融资融券的相关预案, 但两年来一直没有进展。一位消息人士表示, 有关部门目前已基本准备就绪, 证监会将最终决定何时推出。中国证监会发言人对此不愿发表评论, 而上海证券交易所发言人则未能立即联系到予以置评。

根据该方案, 投资者将被允许先向券商借入资金买股票; 或者先借入股票卖空获取收益。融资融券迟迟未能实施, 部分是因为政府担忧这会增加市场动荡的风险。

9 月 10 日中国证监会发布证券公司业务范围审批暂行规定(草案, 明确了融资融券具体业务申请流程。至此, 包括 2006 年出台的证券公司融资融券业务试点管理办法、融资融券交易试点实施细则等以及今年 6 月出台的证券公司监督管理条例, 关于融资融券业务试点的规章制度已经完备。

中房协上书国务院建议调整房地产调控政策

以稳定市场为调控目标的房地产调控政策有可能再次“变调”。

日前中国房地产协会副会长、秘书长朱中一在“滨海新区新纪元大型论坛”上透露, 中房协日前给国务院有关领导上书了一份房地产政策调整建议, 得到国务院有关领导的重视。

上述中房协政策建议主调是改变目前“严厉”的房地产调控政策, 改为“适度控制”。具体政策包括: 允许地方政府自行救市; 降低房地产交易有关税率; 鼓励改善性住房需求; 加强房地产预警系统功能等。

朱中一表示, 几乎在去年同样的时间, 当时房价迅速上涨, 中房协通过住房和城乡建设部向国务院递交了一份政策建议报告, 随后该报告内容被政策制定部门采用。基于此, 他同样有信心今年的政策建议会得到采纳。

另外, 中房协还建议住房和城乡建设部开始政策储备, 择机推出。一位接近住房和城乡建设部房地产改革与发展司的人士说, 正在梳理和做政策准备, 以备需要时机, 政策储备不足出现调控断档。

中国联通公告控股股东 24 日增持 5000 万股

联通集团于 2008 年 9 月 24 日通过上海证券交易所交易系统增持上市公司股份 49,999,932 股, 占公司股份总额的 0.23%, 增持前, 联通集团持有上市公司的股份 12,874,318,375 股, 占公司总股本的 60.74%。本次增持后, 联通集团持有上市公司的股份 12,924,318,307 股, 占公司总股本的 60.97%。

二、后续增持计划

联通集团拟在未来 12 个月内(自本次增持之日起算)以自身名义或通过一致行动人继续通过上海证券交易所交易系统增持上市公司股份, 累计增持比例不超过公司已发行总股本的 2%(含本次已增持部分股份)。

联通集团承诺, 在增持计划实施期间及法定期限内不减持其所持有的上市公司股份。

美一百二十二位经济学家联名反对美国救市

据美国媒体周三报道称，美国联邦调查局(FBI)正在调查雷曼兄弟、房利美、房地美以及美国国际集团(AIG)这四家已垮台的金融巨头及其高管是否存在抵押贷款欺诈行为。

据了解，调查范围除四巨头外，还扩及华尔街二十六家从事抵押贷款、投资与保险业务的大型金融机构。

有分析人士认为，如果结果证实了“欺诈”的存在，将使布什政府七千亿美元的救市计划面临更大压力——无论这个计划是否在未来几天内获得通过。因为已经有越来越多的人认为这个计划是在“为他人买单”：赚钱的时候只有公司获利，亏损了却要全民买单，更何况这个亏损中可能存在欺诈。

美财政部长保尔森和美联储主席伯南克二十三日敦促国会尽快通过七千亿美元大规模救市方案，但美国有一百二十二位经济学家目前已联名致信国会，反对七千亿美元的救援计划。这封“致住宅市场的代表和临时参议院主席”的信中，反对理由第一条就是“公平性”：这个计划是用纳税人的钱去补贴给投资者。投资者在有风险的情况下去创造盈利，需要能够承受损失。

这些经济学家们认为，如果计划开始颁布，它的作用将会影响整整一代人。“从本质上讲，为了使短期的崩溃中止而弱化这些市场是非常短视的。”

行业与公司信息点评

拓维信息(002261) 创新类无线增值业务收入快速增长可期

拓维信息主要为中国移动提供电信无线增值服务。2007年是SP的寒冬，拓维却实现收入2.33亿、净利润6331万元，分别同比增长42.8%、26.4%，由此我们前期判断公司收入增速将下降。2008年上半年实现收入1.21亿元，仅同比增长25%，净利润4124万元，EPS0.52元，考虑扣除营业外收入及所得税按15%征收前后净利润同比增速分别为56.6%、29%。

公司创新类无线增值服务是其竞争优势、收入快速增长可期。系统集成销售及软件业务(2007A占收入32%，毛利率37.5%)是公司逐渐弱化的业务，公司将继续以无线增值服务作为主营业务及盈利集聚(毛利率67%)。无线增值业务中传统的普通、功能类增值业务2007年实现收入9250万元，同比增长33%，占总收入40%，但竞争激烈、SP已在各地诸侯割据，预计未来传统类业务收入将持平或微降，毛利率趋降。公司未来收入增长的动力及竞争优势将来自于创新类业务，其中：1)手机动漫是无线增值业务的亮点。2)中小企业和行业应用业务收入爆发性增长。3)平台支撑获得持续收益。

我们预计公司未来3年EPS分别为1.02、1.22、1.40元，复合增长21%。公司还将拓展移动电子商务领域。由于3G基础建设完成后，无线增值服务行业的春天将接踵而至，给与公司2008年1.5倍PEG，目标价32元，投资评级为“谨慎增持”。

(张文洁)

工程机械租赁市场专题研究

工程机械产品的租赁多以台班计价。汽车起重机的租赁价格比同吨位全路面起重机便宜10%左右，比履带吊贵10-20%。但长臂架的泵车并不比短臂架的贵多少，都是以泵送量计价。外资品牌的设备比国内品牌贵10%。装载机、推土机、挖掘机、小型起重机的绝对价格都不高。累计租金达到购买价所需时间，小型起重设备比中

型设备长；泵车比拖泵长，长臂架比短臂架泵车长；土方设备比起重机长，泵车最短。

自 90 年代末以来，租赁价格的整体趋势是往下走的。小吨位塔机的租价 07 年相对 04 普遍下降了 10%。以前暴利的混凝土设备行业的租金也下降了 20-30%。土方类主流设备租赁价格也在下降，挖掘机的基本持平。起重机类基本还维持着前几年的价格，有些机型甚至略有上涨。

泵车泵送的价格从 06 年到现在基本没有变化，设备投资回收期已延长到 4 年左右了。塔机租赁行业已经非常成熟，近几年租赁价格一直在走低。产品回收期 2 年左右。重吨位起重机租赁公司多为国营背景，主要用于冶金、石化、电力行业生产建设，回收期较长。轻吨位的起重机租赁主要由分散的民营或个体提供，相当分散，竞争激烈，回收期 2-3 年。

对于明年的需求，工程机械租赁分会显的比较悲观，英国工程机械咨询公司的专家相对乐观。

与美国同行相比，国内的工程机械租赁行业显得非常不成熟，会加大工程机械行业需求的波动。但随着行业的规范，未来仍有很大的发展空间。

(张锦灿)

钢铁：旺季不旺，钢价与成本进入双降通道

铁矿石市场自 8 月中旬以来出现大幅回落，当前价格较 8 月初已经下跌了 20% 以上，主要原因有：1) 奥运限产效应下钢企需求减弱；2) 港口库存再创新高，矿石供给过剩；3) 海运费暴跌。预计短期内矿价将维持弱势盘整格局。

巴西矿的暂停进口短期内对钢企生产的影响有限，但长期来看，高品位的巴西矿是优化炉料结构所必不可少的，停购巴西矿对我国钢企和淡水河谷将是一个“两败俱伤”的结局。我们猜测，双方博弈的最终结果可能是：短期钢企维权成功，08 年度巴西矿价格维持不变；长期巴西矿体现“优质优价”，09 年度淡水河谷协议矿涨幅高过澳洲。

受需求减弱影响，焦炭价格掉头向下，焦煤市场也出现回落，预计弱势短期内难以扭转。

国内钢材价格整体进入快速下跌通道。季节需求清淡、国际钢价回落、流通商与钢厂的博弈、钢厂价格的节节松动使得国内钢材价格大幅下挫，9 月初价格虽有短暂反弹，但属于流通商人为拉升，并未能诱发观望的下游需求。今年钢市“旺季不旺”的特征明显，短期内钢价缺乏上行动力。

8 月份全国粗钢生产量 4257 万吨，连续两个月出现环比下降，除奥运环保限产因素外，需求的持续低迷也扮演了重要角色。出口是唯一的亮点，但连创新高使得出口退税的全面取消已经箭在弦上，出口回流将加剧国内供求矛盾。

近期钢铁板块走势基本与大盘同步。投资契机有赖于下游需求乃至宏观经济的回暖，而世界经济放缓明显，内需是否会增长将直接取决于国家经济政策的取向。我们继续维持前期关于钢铁行业将逐渐进入景气下行周期的判断，建议关注具备规模优势、产品优势、成本优势以及市场优势的龙头企业如宝钢、武钢。

(蒋璆 崔婧怡)

中兴在中国电信 CDMA 招标结果评论

9 月 23 日，新浪科技及中证报均披露了中国电信 CDMA 招标结果：华为获得了 74000 载频，接近 30% 的份额，占据 81 个招标城市中的 20 个；中兴获得 35000 载频，中标 21 个城市，占 14% 左右份额。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

整体而言，我们认为中电信 CDMA 招标结果对于中兴而言属于“中性”事件。一方面，华为过于激进的策略使行业竞争加剧，超过了此前预期；但是，我们认为中兴也并非输家。对于中兴而言，需要考虑的是规模、战略、盈利三方面因素，此次 CDMA 招标中，中兴保持了原有城市规模、保持了合理的盈利水平，虽然并未获得新的显著突破，但从后续发展看，我们对中兴依然持有信心。

从份额看，我们已经在预测中对中兴在 TD-SCDMA 份额较一期的 50% 降低至 35% - 32%，将 TD-SCDMA 的毛利率自一期的 50% 下降至 35 - 36%，我们认为从 TD 招标结果预测看，低于预期的概率甚小。中国联通 9 月 26 日也将启动 WCDMA 招标，由于中兴在 WCDMA 的优势并不显著而且又是国际设备商云集的领域，因此我们认为 WCDMA 竞争将最为激烈，我们对中兴 WCDMA 预测甚为保守，预计份额仅为 10%、毛利率约为 25%，因此我们认为低于预期概率亦不大。维持对于中兴通讯的“增持”评级，我们对 2008 年 - 2012 年 EPS 分别为 1.30 元、1.90 元、2.32 元、2.76 元、3.46 元，未来 5 年的净利润 CAGR 为 30%，我们认为长期投资者介入正逢其时。

(陈亮)

石油石化：原油价格重新回到 100 美元

美联储注入流动性、美元对欧元汇率短期再次大幅上升、美国汽油库存显著低于五年期下限，这些因素综合作用下原油价格再次飙升。WTI 原油期货价格周五收盘于 104 美元上方。

因尼日利亚主要激进组织开始单方面停战，WTI 原油期货价格周一跌至每桶 104 美元下方。原油价格的迅速反弹验证了我们在 9 月 3 日的报告中强调的观点：“期待原油价格暴跌易落空”。

随着原油价格回升，国内进口汽柴油到岸价同样上涨。根据我们的测算，目前 95 号汽油进口到岸价已经高于发改委零售中准价 500 元/吨；柴油到岸价高于零售中准价 1200 元/吨。

目前，国内 CPI 走低，居民对于上调汽柴油价格已经具有心理承受能力，是推进能源价格改革的有利时机。我们认为首先应该把国内汽柴油价格提高到对应原油价格 100 美元/桶的进口汽柴油价格，即汽油不动，柴油提价 1000 元/吨；再考虑按照以周、半月或者月的间隔调整成品油价格，从而在操作过程中逐步完善成品油定价的市场化机制。期望国家一次性宣布成品油价格市场化，是很困难的。

原油价格反弹有利于消除投资者对石油公司削减勘探资本支出的担心，对油服行业构成利好。

(杨伟)

石油石化：中石油集团响应政府号召增持

2008-9-22，中国石油集团在 A 股增持了 6000 万股中国石油（601857.SH），约占已发行股份数的 0.033%。同时，中国石油集团打算自本次增持之日起 12 个月之内继续在二级市场增持中国石油，累计增持比例不超过公司已发行股份的 2%。中国石油集团承诺，在增持期间及法定期限内不减持其持有的公司股份。2% 已发行股份相当于 36.6 亿股，而中国石油（601857.SH）在 A 股市场只发行了 40 亿股流通股。根据我们与公司的沟通，中石油集团的增持既可以在 A 股，也可以在 H 股。由于 H 股流通股比例低于 15%，我们判断中石油集团增持中国石油（00857.HK）的行动需要港交所的特别许可。

中国石油集团的增持行动既是响应国家号召，也反映了大股东对石油良好前景的看好。请务必阅读正文之后的免责条款部分

景的判断,有利于稳定人心;同时,集团未来继续增持的空间非常大,不管是增持 A 股还是增持 H 股,都将对上市公司的股价将起到明显的支撑作用。

目前还没有其他石油公司大股东增持的消息。我们认为最值得期待的中海油集团公司在 H 股增持中海油服(02883.HK)。中海油服港股(02883.HK)的股价一度跌破 7 块港币,相当于不到 2008 年 9 倍市盈率。投资者对于中海油有限公司削减勘探资本支出的恐惧淹没了公司的合理价值。大型国企通常以 10-12%的内部收益率作为项目投资标准。我们建议中海油集团以 10 倍左右的动态市盈率增持中海油服股权。此举既符合大股东自身的利益,也维护了流通股股东的利益。

(杨伟)

基础化工:静待行业趋势明朗

行业现状:2008 年 1 到 8 月份,化学工业总产值(现价)2.38 万亿元,同比增长 31.7%;销售产值(现价)2.32 万亿元,同比增长 31.8%;产品销售率 97.6%,同比提高 0.06 个百分点。其中化学矿采选业、化学农药制造业、肥料制造业产值(现价)增速均超过了 40%,而合成材料制造业仅为 19.0%。

近期策略:原油价格回落后大幅振荡,全球经济衰退也导致化工股大幅下跌,产业链利润从上游到中下游的再分配或成趋势。在原油回落的过程中,化工各子产业和公司之间会逐步迎来分化,短期策略依然延续中期策略中“资源+必需消费品”的主题思想铺展开,在此基础上,可以针对成本推动型产品和供需失衡型产品进行再分解,而对具有技术优势和高成长潜力的公司而言,如何避免宏观经济的影响则更为关键。

近期思考——从“三鹿奶粉”到“中国制造”。“三鹿奶粉”事件为食品安全问题敲响警钟,对我国相关出口企业的打击更是雪上加霜,化工行业是“中国制造”的主力军之一,包括各种塑料包装、化纤产品、塑料制品和配件等并不能直接从海关的出口数据中精确计算和统计,但是一旦出现危机,对多数化工子产业的影响将会严重而深远。

(魏涛 王培)

银行业境外月报:美国银行业利润剧减,金融危机持续恶化

次贷危机继续加剧,美银行股严重拖累大盘。港股大盘在动荡中调整,银行股与大盘亦步亦趋,但同样弱于大盘。

美 7 月份 CPI 涨幅创 17 年来新高,8 月份失业率升至 5 年来最高,金融服务业就业状况创 91 年以来最差,经济衰退风险加大。

美 7 月份个人消费开支增长缓慢,个人实际消费同比增速创 91 年 10 月以来最低,消费信贷的年化增长率创 07 年 12 月以来最小增幅。

受次贷灼伤,美国银行业伤情续显,迄今已有 11 家银行倒闭。08 年第二季度净利润严重滑坡,但银行净利差 NIM 略有上升,生息资产收益率和付息负债成本率均显著下降,资产减值损失率显著提高,非应计贷款亦创新高。

“美国正陷于‘百年一遇’的金融危机当中,这场危机引发经济衰退的可能性正在增大。”在这场金融危机当中,美国银行业首当其冲,其对中国银行业的影响主要还在于间接影响。

(伍永刚 邱冠华)

北大荒(600598)业绩稳定、主题投资与股息率

最近两个月北大荒股价连续下跌,触发了大荒转债的修正条款,根据转债相关请务必阅读正文之后的免责条款部分

条款，转股价将由原来的 14.05 元修正至 10.08 元，相应的，若全部转股，对股本的摊薄也将 6.5% 增加到 9% 左右。

点评：

一、公司基本面稳健

对公司业绩影响最大的承包费，08 年中期增长 4.3%，低于去年同期的 8.7%。我们认为主要原因是成本上涨过快，尽管今年以来粮价上涨超过 10%，成本上升使农户对种粮收益的预期不高，今年承包费收入增速很可能会低于去年的水平。

米业公司的业务毛利率今年上半年已经出现回升，其他业务（化肥、麦芽、甲醇、纸类）毛利率保持稳定，我们预计随着米业公司募投项目逐步发挥效益，北大荒 09-10 年业绩贡献中承包费一枝独秀的局面可能会有所改观。

北大荒的收入来源与经济周期关联度较小，在经济增长速度放慢的预期下，北大荒的收入、业绩仍能保持一定幅度的增长，其历史表现也证明了这一点。

二、三中全会带来主题投资机遇

十七届三中全会将于 10 月召开，根据 7 月 25 日政治局会议的决定，“研究推进农村改革发展问题”将是三中全会的主要议题之一。

我们无法预知三中全会在这一问题上将取得何种进展，但我们可以预见相关政策法规在这一问题上的改革大方向：即在现有宪法框架下（宪法规定土地归国家所有），更大程度上承认生产资料使用者、承包者的“准所有权”，这很可能导致包括土地在内的生产资料逐步出现活跃的流转市场，通过市场供求实现合理价值。

基于上述分析，我们认为十七届三中全会将给包括北大荒在内的资源型企业带来主题投资的机遇。

三、下修转股价对股票利空，可能面临买入机会

最后一个也是最困难的问题，即北大荒的合理股价是多少，我们一直认为“业绩稳定+资源属性”理应带来估值溢价，尽管经历的惨烈的股价下跌，我们并不打算因此下调北大荒的目标价，同时维持 08-10 年 0.37、0.44、0.49 的 EPS 预测与“增持”评级。

按照今年的业绩预测与预计分红，8.81 元的股价就对应 3.3% 的股息率，对于一个业绩稳定、持续分红的公司而言，已经进入了有吸引力的价格区间！

14.05 转股价之下，15 亿转债共可转股 1.07 亿股，股本将扩张 6.5%；10.08 转股价的情况下，最多可转股 1.49 亿股，股本扩张 9.1%。对股票持有人而言，这是一个负面消息，在目前市况下，我们认为北大荒今日复牌后可能会补跌，将给投资者带来买入机会。

（秦军）

双鹭药业（002038）：大股东延长解禁期 1 年

股权分置改革后 A 股进入全流通时代，双鹭也不例外。按照股改承诺，新乡化纤和徐明波董事长共计 1.07 亿股将在 08-11-9 流通，08-9-23 公司公告“公司第一大股东、控股股东新乡白鹭化纤截止 2007 年 2 月 10 日至 2008 年 9 月 19 日收盘，新乡化纤出售 4,074,458 股，占公司股份总额的 1.64%，平均价格 23.04 元/股，截止 9 月 19 日收盘，新乡化纤尚持有公司股份 63,530,100 股，占公司股份总额的 25.57%，无限售条件的流通股份有可能继续减持”。因此这两天股价大幅波动。

今日公司追加公告：‘新乡白鹭化纤已流通的 480 万股到 08 年底减持不超过 100 万股，将于 08-11-9 流通的新乡白鹭化纤和徐明波先生的 1.07 亿股在 09-11-8 前不以任何方式转让或出售。’

第一和第二大股东及实际控制人的延长解禁期的承诺将给市场增强信心。

大小非是 A 股市场的独有现象，也是我们研究的新命题。从双鹭开始，我们考虑 2 个问题 1、大小非对双鹭的影响 2、大小非对医药行业的影响

简单的说，双鹭成立是由国营新乡化学纤维厂出资，徐明波先生出技术来建立的（“干细胞因子和集落刺激因子”、“重组人碱性成纤维细胞生长因子”和“重组人新型白介素-2”等三个项目）。对于新乡化纤来讲，2000 年 6 月的转让已经让初始投资额翻了几倍。04 年 9 月 9 日双鹭在 A 股上市，发行价格前复权后 2.48 元，按照 08-9-24 收盘价 29 元计算，双鹭是一支 4 年 11 倍股，给 A 股投资者带来丰厚回报。这几天股价大幅波动后，第一和第二大股东及实际控制人的延长解禁期的承诺将给市场增强信心。

我们坚持原来的观点：董事长是军科院技术骨干出身，公司的研发能力很强，单位产出效率高；产品处在快速发展阶段、介入的领域都是大病种领域（包括肿瘤、肝病、心血管、移植、代谢类等方向；主力贝科能快速增长，二线产品正在大力发展，潜力品种层出不穷）；股权激励正在进行，充分调动人才的积极性；代理制的销售模式使得净利增幅快于收入增幅；财务报表非常好。目前公司的进展包括：正在和瑞士某公司谈关于环孢素和吗替麦考酚酯的销售协议、阿德福韦酯开始销售、利赛磷酸钠等已经获得生产批件、正在和中科院物理所等合作申请某科研项目等。我们预计公司 08-09 年 EPS 分别为 0.93、1.44 元，股价的催化剂包括贝科能进入社保目录、公司对外的成功并购、新的潜力品种获批、15%的税率批准等，维持增持建议。

（易镜明）

矫枉必须过正：华昌化工新股初始估值、策略选择及其关键词要义

2008 年 9 月 25 日，以 10.01 元/股初始公发的长三角化肥龙头华昌化工（002274）4080 万新股，将在中小板初始上市交易！结合首发市盈率仅仅为 12.36 倍，故而 IPO 后 2007 年每股收益仍为 0.81 元，业界并平均估计 2008 年 EPS 高达 1.68 元。因此，结合笔者关于“矫枉必须过正，不过正就不能矫枉”的救市政策主张，首先建议重点关注 2008 年 9 月 18 日以来“纠错性行情”的显著性影响。

以全流通下恢复 IPO 来新股为观测值，应用首日收盘多因素定价方程，推知华昌化工初始单值估计，可为：20.95 元/股。结合新股定价方程 1 倍标准误 7.22 元/股（置信度为 68.17069%），则单值估计上、下 1 倍具体适用标准误 5.84 元，可为实际价格和期望估值相比是否比较（1.96965 倍以上适用标准误可为异常）高估、或低估的判定标准！

最重要的是，即使以逐步回归法另行计量 10 次，新股初始估值区间 19.14~22.95 及其均值 20.91 元，也都和单值估计不存在显著性差异；当然，基于“矫枉过正之论”的救市政策主张，初始定价还应更上一层楼。

策略选择要义：以行为金融学或博弈论，新股初始定价比较、极端“高估”而卖出的策略，在选择上经常优于比较乃至极端“低估”是否买入的线索。另一方面，根据笔者“矫枉过正之论”政策主张规范分析，建议新股乃至次新板块估值也必须是在纠错性行情中以迅雷之势见效，以显著性降低 2007 年 10 月 16 日以来主要熊市的冲击！

（莫言钧）

近期研究报告精粹

四季度宏观市场策略：囧

- 全球大博弈——没有大牛市，只有小泡泡，A股将企稳；
- 股灾统计学——A股可能出现50%-100%幅度V型反转；
- 泡沫动力学——4季度，市场将迎来纠错性投资机会，存在主题或者板块性的泡沫

• 重申纠错性机会：

1、“纠政策的错”：紧缩力度过强—宏观经济出现硬着陆迹象—政府放松紧缩—市场大力反弹—如果政策见效—宏观经济软着陆—市场进入筑底阶段(反弹力度弱，但持续性强)

2、“纠市场的错”：市场对于未来过于悲观，严重超跌—市场预期错误—市场见底反转(政府出手救市会加速这一过程)

(王成 翟鹏 章秀奇)

四季度专题策略：从价值角度发掘纠错性投资组合

噪音的下降和成长性投资者的过度离场，为价值投资挪出空间，构成纠错性投资机会。某些调整充分且质地不错的蓝筹股将得到价值投资者青睐，尤其是那些坏消息缠身，已经跌的令人失去兴趣的股票。

推荐组合有：深发展A、中金岭南、潍柴动力、焦作万方、格力电器、中国重汽、武钢股份、新疆天业、江西铜业、金龙汽车、兴业银行、鲁泰A、中海发展。

(翟鹏 王成)

四季度专题策略：博弈改革红利

投资中国不仅应该紧盯经济内生性增长，而且必须高度关注制度性变革。新兴加转轨的A股市场，可以享受“改革红利”。

- 改革红利 I: 税制改革
 - 增值税：徐工科技、振华港机、中国船舶、潍柴动力
 - 个人所得税、分税制：双汇发展、青岛啤酒、步步高
- 改革红利 II: 产业升级
 - 生产性服务业：大秦铁路、国脉科技、歌华有线、招商银行
 - 装备制造业：昆明机床、特变电工
 - 节能减排：烟台万华
 - 电信改革：中兴通讯
- 改革红利 III: 财政政策
 - 铁路轨道：中国铁建、中国南车
 - 水利水电：葛洲坝
 - 医疗改革：恒瑞医药
 - 新农村建设：青岛海尔

(章秀奇 王成 张堃 张赞)

市场点评

艰难的行业配置抉择

目前，我们发现行业配置非常艰难，还不能有把握地找到会领涨的大行业，因此市场更多的是系统性机会和个股分化行情。今天，我们比较钢铁、化工、电力、机械、食品饮料、商贸零售、银行7大行业的投资机会。

钢铁景况最为窘迫，我们行业研究员的报告题目是《旺季不旺，钢价与成本进

入双降通道》，维持行业将逐渐进入景气下行周期的判断，投资契机有赖于下游需求乃至宏观经济的回暖，目前还看不到。不过，股市早已提前反映了钢铁的悲观预期，我们研究员建议关注龙头企业如宝钢、武钢。

化工行业同样缺乏令人兴奋的消息，只能静待行业趋势明朗，唯一看好钾肥行业，我们行业研究员认为国际市场上 BPC 和 K+S 钾肥库存量都非常小，价格下跌缺少动力，其中的冠农股份已经从最低点上涨 45%。

电力则收益于煤炭价格下跌，并且，我们行业研究员认为利用率底部考验已近尾声，最坏的时间已经过去，9 月开始，发、用电量增速将逐步回升，但是盈利水平显然还没有恢复到相对合理位置。同时，提醒投资者华能国际、华电国际等纯火电公司的三季报业绩可能对股价造成冲击。

机械行业的观点分歧较大。我们行业研究员一方面走访了湖南三家公司三一重工、中联重科和山河智能，发现上市公司对明年的需求看的没有市场那么悲观，认同增速回落，但不认同负增长，同时，工程机械租赁分会显的比较悲观，能否增长要看新兴市场需求及企业开拓的情况。我们的观点是部分受益于基建投资的机械设备可以提前配置。

食品饮料可谓多事之秋，不仅全行业 1-8 月累计产量增速，除葡萄酒之外，均低于去年同期水平，白酒 8 月单月增速下降 17.12%，而且三鹿问题奶粉事件引发人们对食品安全问题的担忧，短期内消费信心无法恢复，反向投资还有点早。

商贸零售亮点不多，仍旧保持稳定增长，我们行业研究员预期下半年零售行业仍然会保持稳定增长，08 年商业零售行业重点上市公司平均净利润增长应该能够达到 40% 左右，投资者可以关注重百、百联、小商品城和步步高。

最后谈谈银行股。央行 1 次非对称降息使得银行净利差缩小 10-11 个基点，净利润减少 4-7 个百分点，影响非常明显，我们行业研究员较为乐观，认为政府最多只能再实施一次非对称加息，银行股明年还能有 13% 的净利润增长。我们结合国际行业表现总结和估值水平比较，在放松信贷和启动投资的情景下，相对比较看好银行股。

(章秀奇)

免责声明

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。

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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com