

2008 年二季度投资组合

张忆东 李彦霖
021-68419393-1195
zhangyd@xyzq.com.cn

“柳”暗“花”明“又一村”

2008 年 3 月 31 日

行业配置和投资组合

股灾之后，跌深反弹的机会将出现；但是，在估值体系重建进程中，很难有大行情。把握受益于政策和经济转型的结构性机会。

经济趋势左右游戏规则 中期谨慎

- 美国：经济最坏的日子尚未结束，“滞”“胀”风险犹在。
- 中国：艰难转型，通胀预期有望稳定，GDP 增速放缓。1970 年代的日本经济成功转型值得借鉴。
- 上市公司：业绩随经济周期大幅波动；08 年上市公司盈利放缓信号出现；08 年非金融类上市公司净利润同比增长预测，乐观 23%，客观 2%，悲观-16%。
- A 股市场游戏规则的新变化：高估值体系瓦解。“大小非”和原流通股股东的“股改”利益同盟解体，估值体系随着市场博弈格局的改变而重建，A 股估值体系转向保守定价，转向海外估值接轨。

二季度：战术性看多 仓位择时确定性择股

行情从单边暴跌市转为震荡市，阶段性和结构性投资机会也将展露出来。

时点一：4 月，绝望中孕育希望——部分绩优股的估值认同，加上，政府救市预期；机会——具有估值支撑的绩优股，趋势确定的主题式投资。

时点二：6 月，有望迎来较大规模的反弹。首先，行业板块的结构性机会展现出来。其次，此时是 2008 年全年解禁的低谷，A 股市场资金压力和心理预期的压力略减。第三，临近奥运会，有助于提升投资者情绪。

二季度行业配置和推荐个股

- 超配：商业贸易、医药生物、煤炭、建筑建材、机械设备、公路铁路、信息服务、非汽车交运设备
- 标配：信息设备、农林牧渔、餐饮旅游、房地产、港口航运、航空机场、黑色金属、食品饮料、化工、汽车整车及配件、家用电器、轻工制造、银行
- 低配：非银行金融、有色金属、公用事业、纺织服装、电子元器件、石油、综合。
- 重点推荐个股：天威保变、万科、百联、上实医药、安信信托。

相关报告

《渡尽劫波，“三通”启航》
20080301
《黎明的微光——近期 A 股投资策略思路》20080225
《创业板来了！成长股春光明媚》20080117

目录

一季度 A 股市场回顾：股灾.....	- 4 -
经济趋势决定游戏规则 A 股中线不乐观.....	- 4 -
美国经济尚未结束最坏的日子.....	- 5 -
中国经济面临艰难的转型.....	- 5 -
上市公司业绩遭遇周期波动风险.....	- 7 -
对 2008 年上市公司业绩进行分情景的预测——可能大幅低于预期.....	- 8 -
A 股市场游戏规则的新变化 - 高估值体系崩溃.....	- 9 -
二季度投资策略思路：战术性看多 仓位择时确定性择股.....	- 11 -
时点一：4 月——绝望中孕育希望.....	- 11 -
时点二：6 月——限售压力减轻，经济、行业预期明朗化.....	- 14 -
二季度行业配置和个股组合.....	- 16 -
行业配置建议.....	- 16 -
重点推荐个股.....	- 16 -
天威保变 (600550)：立足长远，坚定看好的新能源龙头.....	- 16 -
安信信托 (600816)：信托旗舰即将启航.....	- 17 -
上实医药 (600607)：主营快速增长，资产注入提供安全边际.....	- 18 -
百联股份 (600631)：处于高成长期的百货龙头.....	- 18 -
万科 A (000002)：行业回暖和集中度提升的最大受益者.....	- 19 -
图 1：080101 至 080325 行业涨跌幅.....	- 4 -
图 2：080101 至 080325 风格指数涨跌幅.....	- 4 -
图 3：S&P/Case-Shiller® 房屋价格指数同比增长 (%).....	- 5 -
图 4：消费信贷的贷款标准上升，贷款需求下降.....	- 5 -
图 5：美国个人信用卡和住房贷款违约率在不断上升.....	- 5 -
图 6：美国密西根消费者情绪指数.....	- 5 -
图 7：1968 - 90 年日本经济增速放缓 - 滞胀 - 复苏.....	- 6 -
图 8：1970 年代全球性粮食危机.....	- 6 -
图 9：1970 年以后日本产业结构向轻能耗转型.....	- 6 -
图 10：日本能源利用效率在 1970 年代大幅提升.....	- 6 -
图 11：经济周期下上市公司业绩波动大.....	- 7 -
图 12：中下游利润增长率普遍下降.....	- 7 -
图 13：工业增加值是上市公司业绩增速的先行指标.....	- 8 -
图 14：上市公司投资收益波动剧烈.....	- 9 -
图 15：一旦业绩预测下调，动态估值受冲击.....	- 10 -
图 16：限售股解禁压力分布.....	- 10 -
图 17：二季度关键时间点分析.....	- 11 -
图 18：近期资金重新流回亚洲市场.....	- 11 -
图 19：A-H 股估值行业比较.....	- 12 -
图 20：所得税改革对利润影响测算.....	- 13 -
图 21：下调印花税刺激作用小甚至没有.....	- 13 -
图 22：新基金申购意愿减弱.....	- 13 -
图 23：2008 年限售解禁压力分布.....	- 14 -
图 24：二季度经济趋势情景分析.....	- 14 -
图 25：美国滞胀时期增长最快的行业 (GDP 年增长率).....	- 15 -
图 26：美国滞胀时期超越 CPI 增长的行业 (GDP 年增长率).....	- 15 -

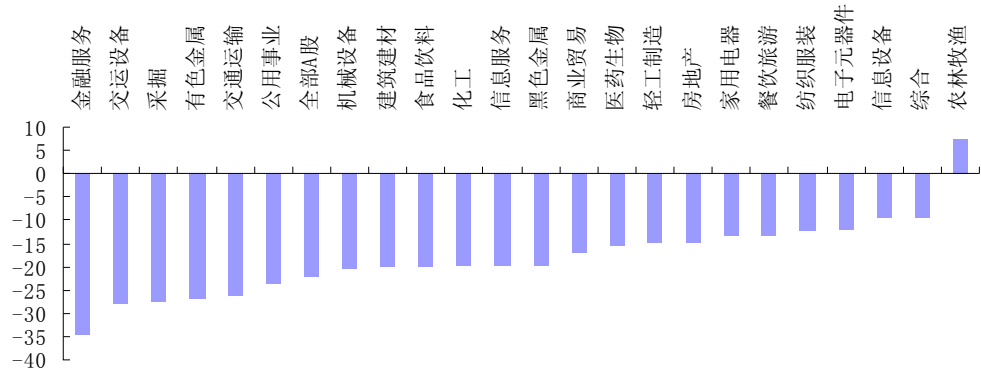
表 1: 非金融类上市公司 2008 年业绩预测 (假设投资收益维持 2007 年水平) - 8 -	
表 2: 非金融类上市公司 2008 年业绩预测 (假设投资收益下降 50%) - 9 -	
表 3: 2008 年业绩预测 (假设投资收益下降 80%) - 9 -	
表 4: 部分 A-H 股价格逐渐接近 - 12 -	

一季度 A 股市场回顾：股灾

1月以来，A股遭遇了密集的利空袭击！天灾——雪灾、人祸——西藏和台海局势紧张、资金——天量再融资和近万亿限售股解禁、经济——通胀高企、经济下滑超预期、调控——央行上调存款准备金、海外——美国、香港股市转熊！

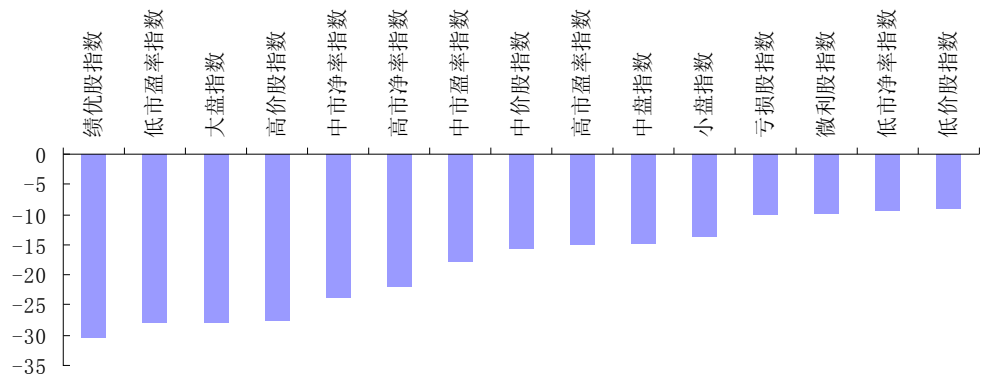
受“大小非”解禁和宏观经济紧缩预期的影响，各行业普跌，仅农业上涨，而金融、交运设备、采掘、有色、公用事业跌幅居前；绩优、低市盈率、大盘指数跌幅具前。

图 1：080101 至 080325 行业涨跌幅



资料来源：WIND，兴业证券

图 2：080101 至 080325 风格指数涨跌幅



资料来源：WIND，兴业证券

经济趋势决定游戏规则 A 股中线不乐观

“今年恐怕是中国经济最困难的一年。难在什么地方？难在国际、国内不可测的因素多，因而决策困难”

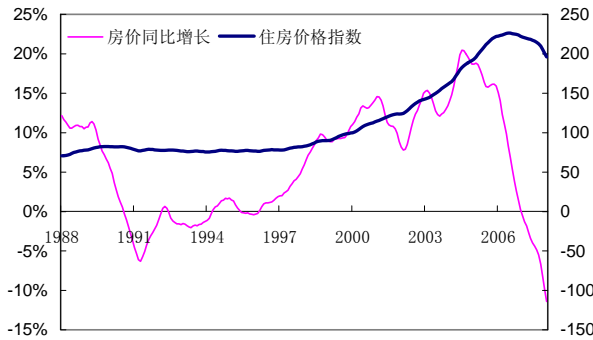
——引用温家宝 08 年“人大”闭幕讲话

面临诸多不可测因素，正是中国经济目前的真实写照。

美国经济尚未结束最坏的日子

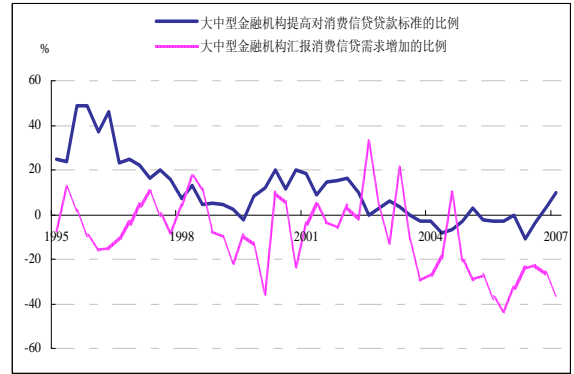
2 季度，在美联储“危机管理”的系列措施刺激下，“次贷”危机或得以喘息。但是，美国经济走向“滞胀”的可能性也在提升。美国房地产市场还没有企稳，从传统的制造业到服务业，从就业市场到消费市场都出现衰退迹象。弱势美元、大宗商品价格高涨的连锁反应，透过美国产业外包业务，最终会将高通胀传导到美国。

图 3: S&P/Case-Shiller® 房屋价格指数同比增长(%)



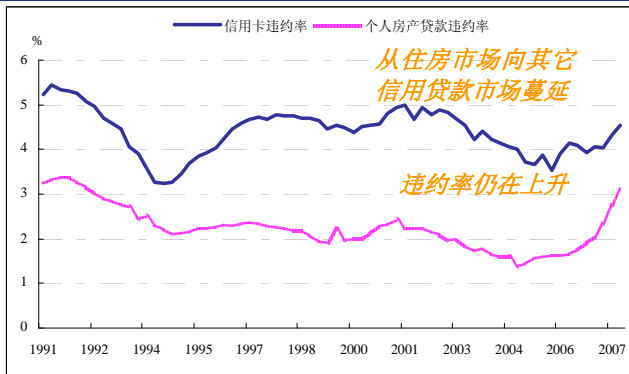
资料来源：兴业证券研发中心，S&P。数据截至 2008 年 1 月。

图 4: 消费信贷的贷款标准上升，贷款需求下降



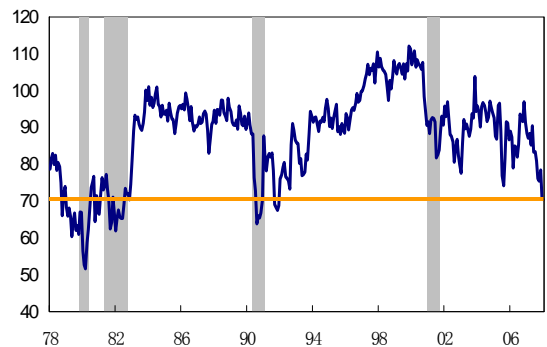
资料来源：兴业证券研发中心，美联储，数据截至 2008 年 1 月

图 5: 美国个人信用卡和住房贷款违约率在不断上升



资料来源：兴业证券，Census Bureau，数据截至 2007 年 4 季度

图 6: 美国密西根消费者情绪指数



资料来源：兴业证券研发中心，路透社，数据截至 2008 年 3 月

最乐观地判断，美国经济的有效转机可能出现在 09 年中期。原因在于，一系列经济政策措施开始生效；美国新领导人就职或带来新变化，特别关注推动美元反弹的相关政策。

中国经济面临艰难的转型

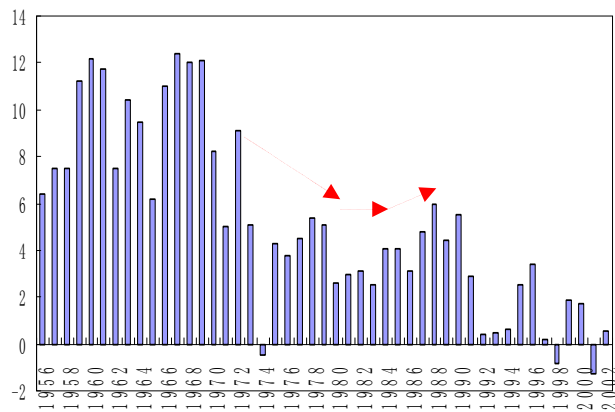
受成本和需求两面拉动，中国的高通胀问题难以在 08 年被解决。首先，中国无法改变全球大宗商品的涨势。新兴市场国家重化工业的兴起，美元持续走弱，能源供求偏紧，以及农产品的能源属性的提升等因素还在推升全球通胀；其次，国内劳动力、资源等要素价格上升，也具有持续性。

通胀的压力使得中国经济增长陷入困境。一方面，经济转型的必要性提升。“世界工厂”式的经济结构严重了破坏生态环境，也消耗了太多资源，最终将推高通胀，削弱经济增长的潜力。另一方面，如何应对经济转型？目前，欧美等发达经济疲软，外需下降成必然趋势。中国经济转型面临着经济放缓的阵痛期。

1970年代的日本经济转型值得我们借鉴。自1968年开始，日本经济面临的内部和外部环境发生逆转，欧美经济滞胀、能源危机、国内高通胀。日本高速增长的步伐停顿下来，1968年之后十余年，经济增长率从10%以上降至4%左右。

70年代，日本政府和产业界的应对表现可圈可点：积极实施节能战略，主动调整经济结构，大力推进产业升级。这一阶段，日本在低能耗产业——电子、家电、小排量汽车上取得了独步全球的竞争力，精密机械、办公机械、电子通信产品和汽车等开始取代钢铁、化工等成为出口的主力。此轮经济调整，使得日本经济在80年代初率先走出谷底，创造出与先前不同的增长动力。

图 7：1968 - 90 年日本经济增速放缓 - 滞胀 - 复苏



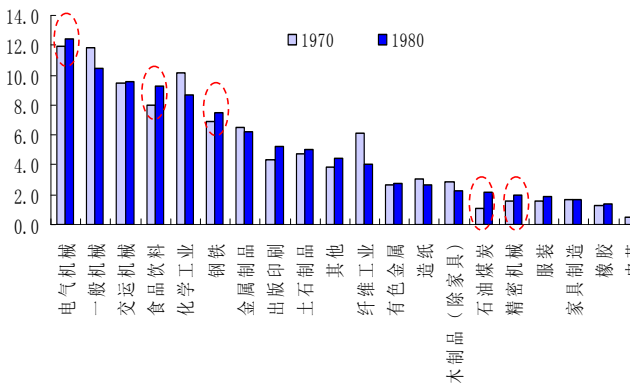
资料来源：兴业证券，日本总务厅统计局

图 8：1970 年代全球性粮食危机



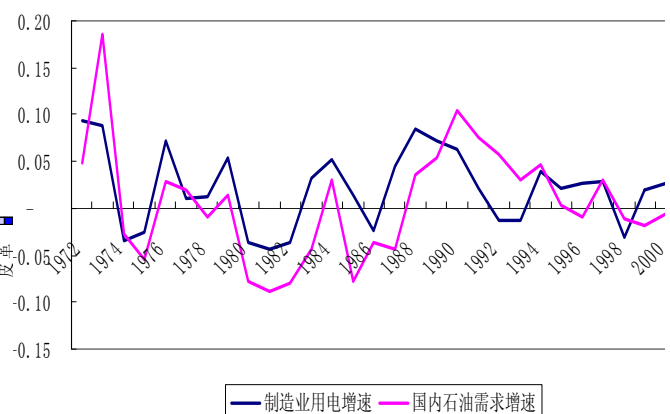
资料来源：兴业证券研发中心，日本总务厅统计局

图 9：1970 年以后日本产业结构向轻能耗转型



资料来源：兴业证券，日本总务厅统计局

图 10：日本能源利用效率在 1970 年代大幅提升



资料来源：兴业证券研发中心，日本总务厅统计局

就中国经济而言，08 年正处于转型的痛苦期，最乐观的状况是，通胀预期稳定住，同时，经济增速适度放缓。与政策目标“GDP8%、CPI4.8%”相比，2008 年 GDP 增速处于 9.4%-10% 之间，CPI 增速处于 6%-6.5% 之间的可能性更大。

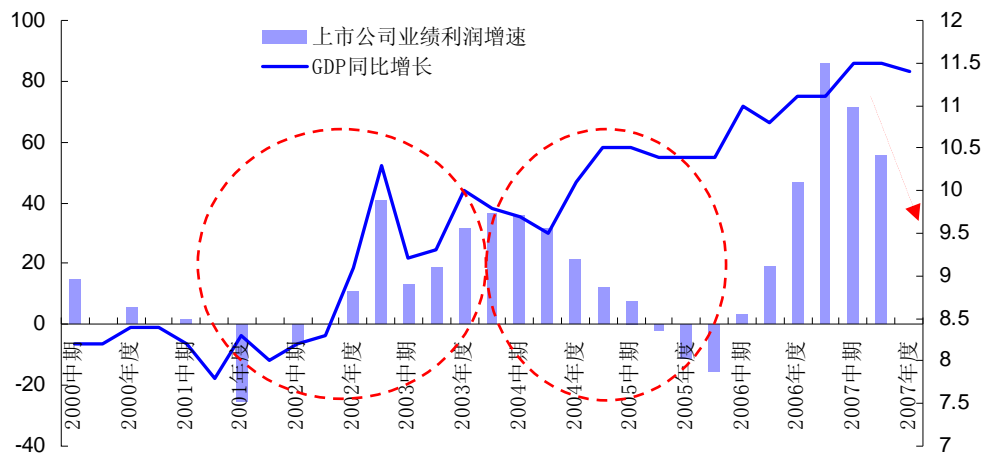
通胀预期可望稳定下来的原因在于：首先，“翘尾因素”影响 08 年 CPI 前高后低；其次，不对称加息抑制通胀预期；第三，财政政策继续加大对农业的补贴；第四，出口面临急剧下降风险，经济紧缩预期也会抑制通胀预期。

中国经济增速下滑的概率大。出口放缓、信贷紧缩必然影响投资、工业生产的增速。出口型行业受到很大压。但是，硬着陆的可能性小，因为，扩张性政策的利用空间很大，特别是财政政策在促进内需、稳定经济方面将有作为。

上市公司业绩遭遇周期波动风险

经济周期下，上市公司业绩随之大幅波动！从2001年到2003年的上升周期中，上市公司利润增速从-20%上升到50%；2003到2004年宏观调控下经济增速下降，上市公司利润增速随之下滑，甚至在05年经济回升后，上市公司利润仍然负增长！我们担心，08年宏观经济的放缓，会在上市公司业绩增速上呈现放大效应的负面影响。

图 11: 经济周期下上市公司业绩波动大

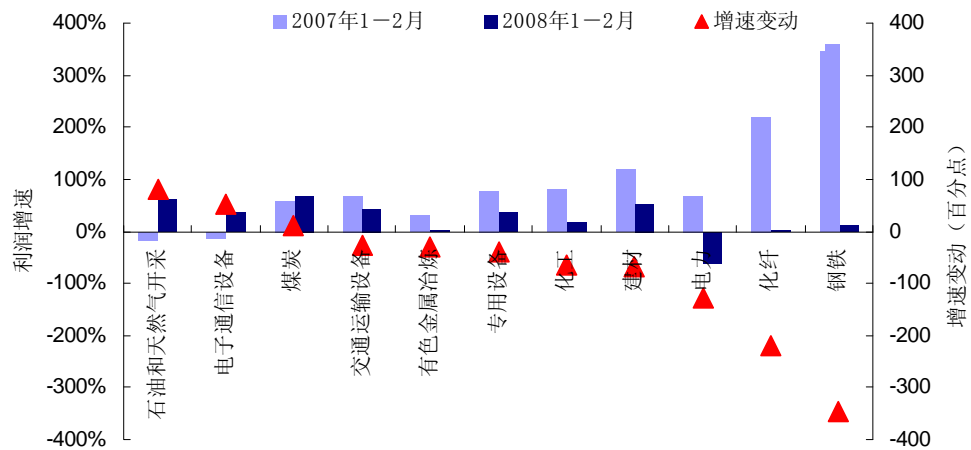


资料来源: WIND, 兴业证券

警讯: 工业企业利润增速下滑

08年1-2月数据已经显示，工业企业利润出现下滑趋势，特别是，中游制造业行业利润增长率普遍下降。与07年1-11月相比，钢铁、化纤、电力、建材、化工、专用设备制造、有色金属冶炼及压延加工、交通运输设备增速分别下降了348、220、128、67、64、41、29、26个百分点。

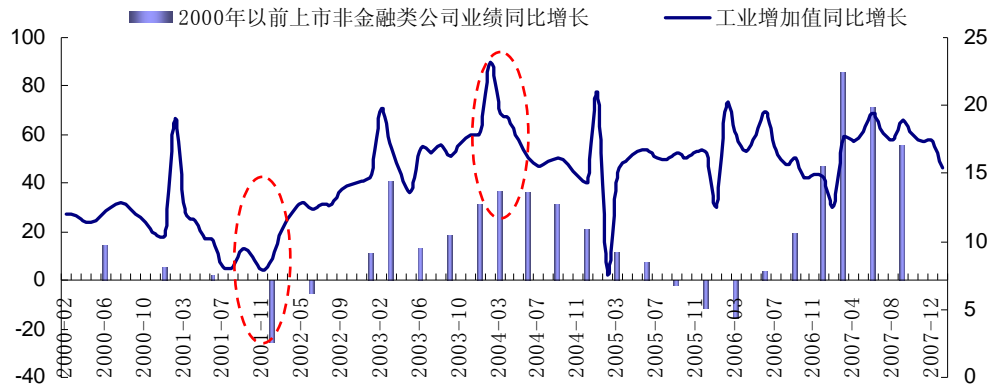
图 12: 中下游利润增长率普遍下降



资料来源: 统计局, 兴业证券

从2000年以来，工业增加值同比增速是非金融类上市公司业绩增速很有效的先行指标。而07年四季度以来，工业增加值同比增速持续放缓，可视为08年上市公司盈利放缓的信号。

图 13: 工业增加值是上市公司业绩增速的先行指标



资料来源: WIND, 兴业证券

对 2008 年上市公司业绩进行分情景的预测——可能大幅低于预期

我们对 2008 年非金融类上市公司业绩进行了分情景下的预测。为了考察通胀高企、以及投资收益波动给上市公司业绩带来的差异，我们仅考察营业收入增长率、毛利率和投资收益三项指标，假设其他比率如三项费用率等都保持不变。结果显示，2008 年非金融上市公司业绩增速可能急剧下降。

- 乐观的情形: 假设营业收入增长率、毛利率、投资收益规模维持在 07 年的水平, 那么, 08 年净利润增长 23%。
- 客观的情况: 考虑到通胀下, 毛利率可能下降; 另外 08 年投资收益会急速下降甚至亏损。若 08 年上市公司的投资收益按照 07 年的 50% 计算, 毛利率下降 1 个百分点, 营业收入增长率不变, 那么, 08 年净利润仅增长 2%。
- 悲观的状况: 假设营业收入增长率不变、投资收益仅相当于 07 年的 20%, 毛利率下降两个百分点, 净利润同比增长为 -16%。
- 考虑到金融业利润的占比, 再结合目前卖方研究员对金融类股 08 年净利润增速 41% 的一致预期, 我们判断以上三情形, 08 年整体上市公司净利润增速分别约为 30%、20% 和 10%

表 1: 非金融类上市公司 2008 年业绩预测 (假设投资收益维持 2007 年水平)

净利润增长率		营业收入增长率			
		20%	24%	27% (07 年水平)	30%
毛利率	15%	-22%	-20%	-19%	-17%
	16%	-9%	-7%	-5%	-3%
	17%	4%	7%	9%	11%
	18% (07 年水平)	17%	21%	23%	26%

资料来源: 兴业证券

表 2: 非金融类上市公司 2008 年业绩预测 (假设投资收益下降 50%)

净利润增长率		营业收入增长率			
		20%	24%	27% (07 年水平)	30%
毛利率	15%	-29%	-27%	-26%	-24%
	16%	-16%	-13%	-12%	-10%
	17%	-3%	0%	2%	5%
	18% (07 年水平)	11%	14%	17%	19%

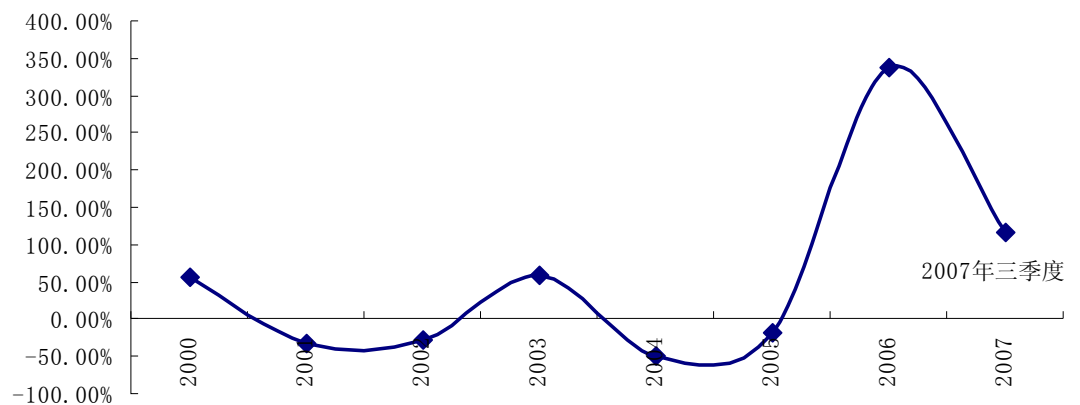
资料来源: 兴业证券

表 3: 2008 年业绩预测 (假设投资收益下降 80%)

净利润增长率		营业收入增长率			
		20%	24%	27% (07 年水平)	30%
毛利率	15%	-33%	-31%	-30%	-28%
	16%	-20%	-17%	-16%	-14%
	17%	-7%	-4%	-2%	1%
	18% (07 年水平)	7%	10%	13%	15%

资料来源: 兴业证券

图 14: 上市公司投资收益波动剧烈



资料来源: WIND, 兴业证券

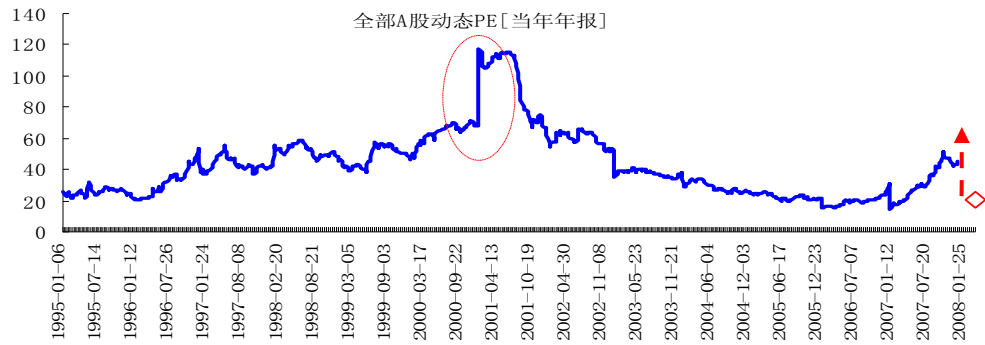
A 股市场游戏规则的新变化 - 高估值体系崩溃

首先, “A 股成长性溢价” 估值体系瓦解

为什么连续股灾之后, 面对 2008 年动态市盈率 20 倍以下的 A 股市场, 投资者还在恐惧? 答案是, 此动态估值是基于 07 年下半年的业绩预测。一旦出现大规模上市公司业绩预测下调, 相应 A 股动态估值将立即上升, 超过合理区间。2001 年动态估值从 60 倍陡然上升到 120 倍! 正是因为 2001 年上市公司业绩负增长。

在当前, 受毛利、投资收益下滑的影响, 08 年上市公司业绩令人担忧。一旦业绩下滑超过预期, 所谓的成长性溢价估值体系将进一步瓦解, A 股市场将再度寻支撑。

图 15: 一旦业绩预测下调, 动态估值受冲击



资料来源: WIND, 兴业证券

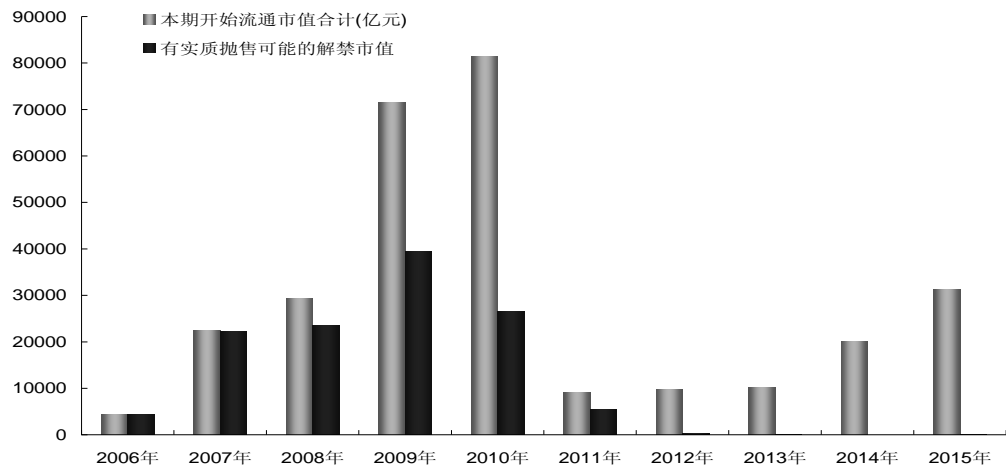
其次, 全流通预期下, A 股市场的估值体系将被重建

长期以来, A 股高估值的重要根源, 是过多的资金追逐有限的流通股, 而“大小非”为代表的产业资本无法通过股市实现股权套利。但是, 伴随“大小非”解禁高潮的来临, A 股市场开始进入全流通时代, “股改”也进入秋后算帐时期。

从 2008 年到 2015 年, 将有 28 万亿市值的限售股解禁, 相当于目前流通市值的 3.5 倍; 即使扣除部分抛售可能较小的限售股, 解禁市值也将达到 9.5 万亿, 其中, 20% 的压力集中在 08 年, 30% 的压力分布在 09 年。

此时, 股改初期建立的“大小非”和原流通股股东的利益一致性同盟解体, 估值体系将通过市场博弈力量的改变而重建。这一过程必然会加剧市场动荡。

图 16: 限售股解禁压力分布



资料来源: WIND, 兴业证券。注: 1.由于国有企业在 3 年内减持上市公司超过 5% 的比例需要申报批准, 我们假设这部分股票在 08 年最多减持 5%; 2.出于战略考虑, 部分关键行业的大型公司原发股东限售股假设不抛售

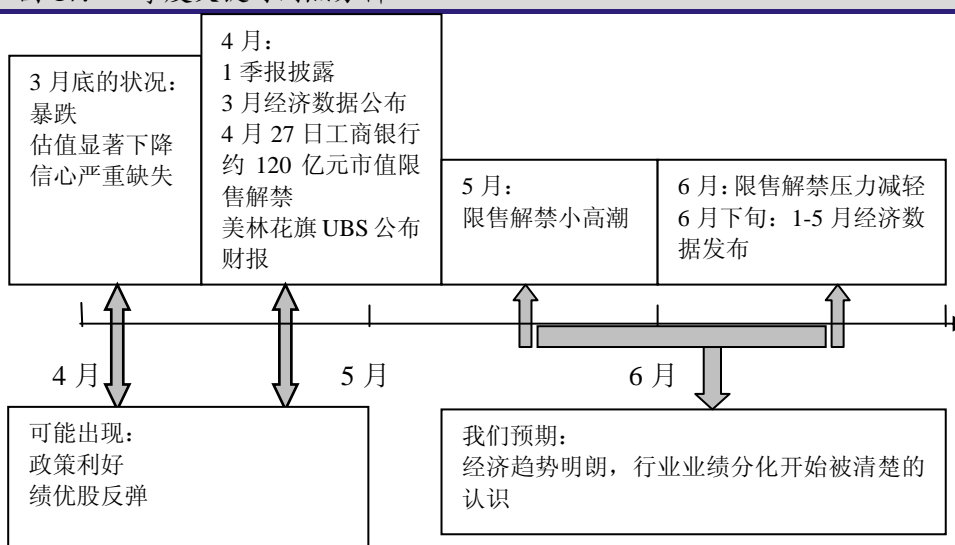
如何衡量 A 股估值的合理性? 首先, 估值的行业分化。各行业受经济调整的影响不同, 估值会分化, 确定性增长的行业应该赋予相对更高估值; 其次, 全流通。全流通并非全减持, 但是, 解禁的“大小非”增强了产业资本在二级市场的定价权和话语权, 从而, 导致二级市场估值体系转为保守。第三, 全球化。QDII 出海, 加速 A 股向海外估值接轨, 特别是和 H 股接轨。

二季度投资策略思路：战术性看多 仓位择时确定性择股

宏观经济面的诸多不确定因素，以及 A 股游戏规则的重建都需要时间来消化。我们维持一季度策略对行情的判断，2008 年缺乏大行情，上半年差，下半年也难好，但是，阶段性机会和结构性机会依然存在。大的策略思路依然，优先注重仓位的择时，其次，注重个股的淘金。

二季度，市场有望从单边暴跌市转变为震荡市，阶段性和结构性投资机会也将逐渐展露出来。原因在于，A 股市场经历连续崩盘式股灾之后，投资者极度悲观的预期会爆发式释放，A 股市场整体估值会快速回归，而此过程中，整体经济中的充沛流动性会悄悄积累做多 A 股的力量。二季度，几个关键时点需关注。

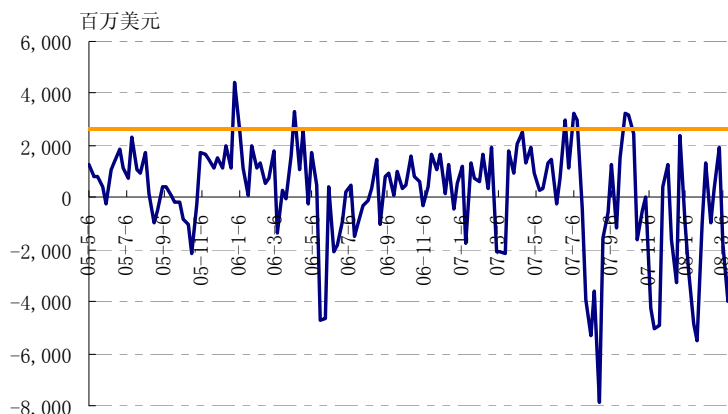
图 17：二季度关键时间点分析



时点一：4 月——绝望中孕育希望

虽然，A 股投资者依然对估值感到担忧，但是，部分股票已有一定的估值认同。起码，H 股，这一目前 A 股市场流行的参照体系，近期有企稳迹象时，估值认同效应会透过 A+H 效应传导到 A 股。部分 A+H 两地上市大盘股的价格已经相当接近。

图 18、近期资金重新流回亚洲市场



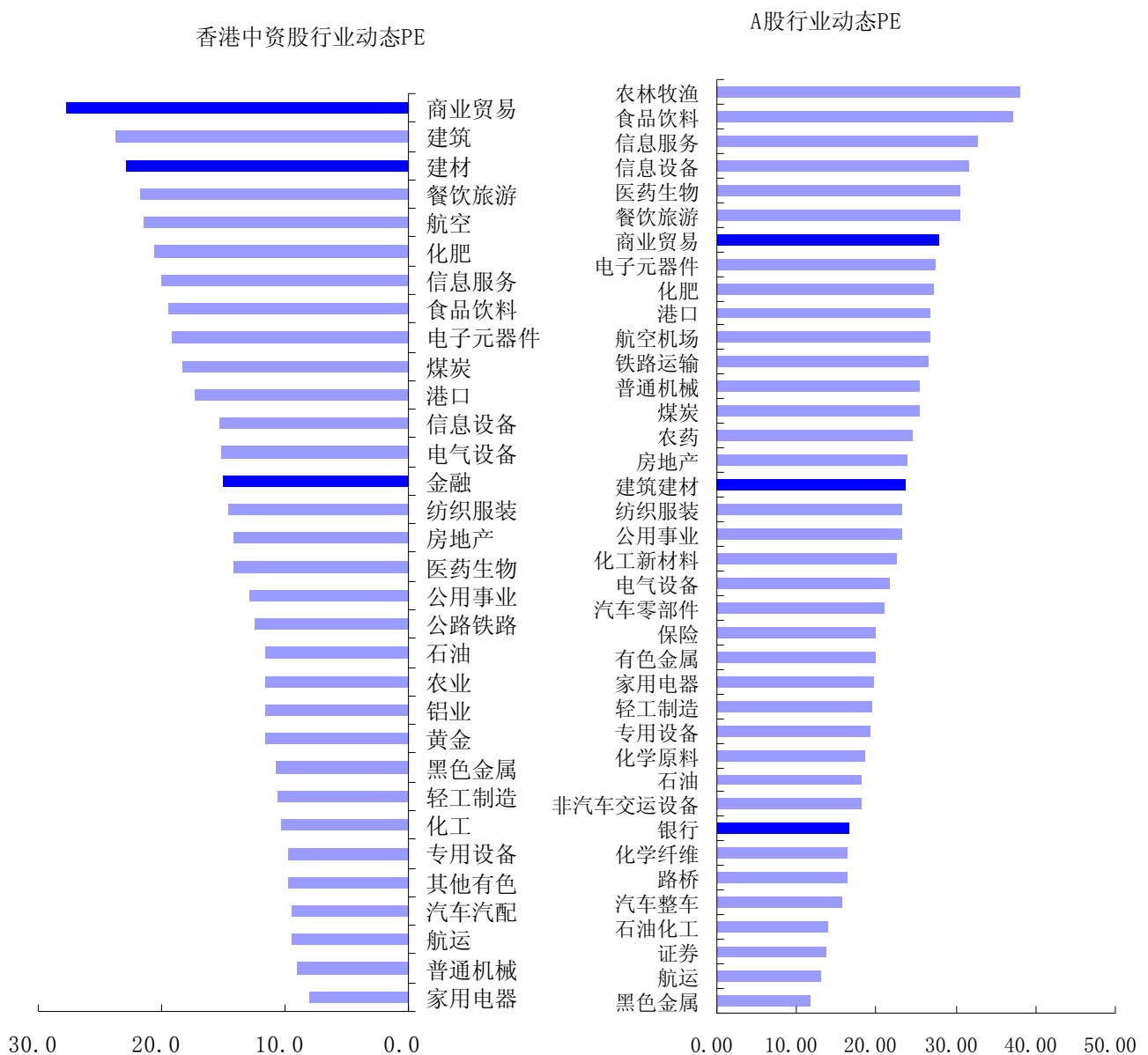
数据来源：兴业证券研发中心，数据截至 2008-3-28。注：Asia 6 资金流入情况

表 4: 部分 A-H 股价格逐渐接近

名称	A 股溢价率(%)	A 股价格	H 股价格(HKD)	H 股价格(CNY)
中国铁建	1.53	9.79	10.7	9.6428
中国中铁	4.05	7.08	7.55	6.8041
中国平安	6.46	52.91	55.15	49.7012
海螺水泥	11.07	53.5	53.45	48.1691
中国人寿	17.27	28.27	26.75	24.1071

资料来源: WIND, 兴业证券 截至 080331

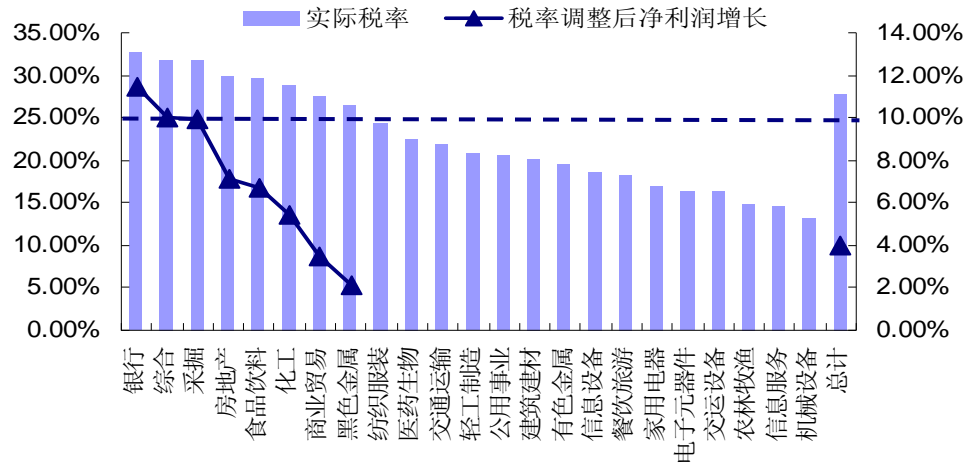
图 19: A-H 股估值行业比较



资料来源: REUTERS, 兴业证券

绩优股一季报披露或许会改变目前泥沙俱下的局面。因为，08年所得税改革所带来的收益也是一季报的亮点。根据07年3季报测算，所得税改革整体使上市公司利润提高4个百分点左右，银行、采掘、地产等大市值行业受益大，分别提高利润11%、10%、7%。如果主业经营不佳，税改的提升效应会更大。

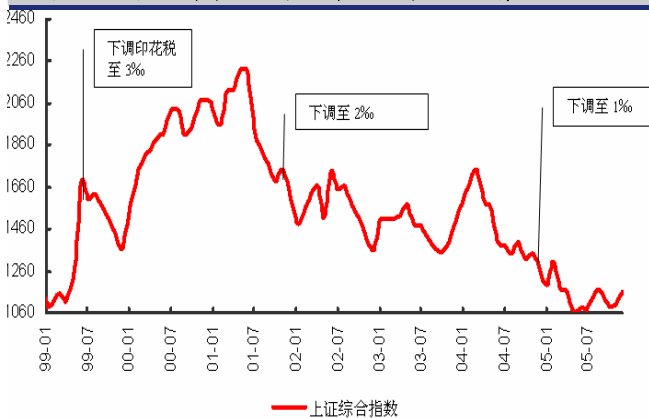
图 20: 所得税改革对利润影响测算



资料来源: WIND, 兴业证券

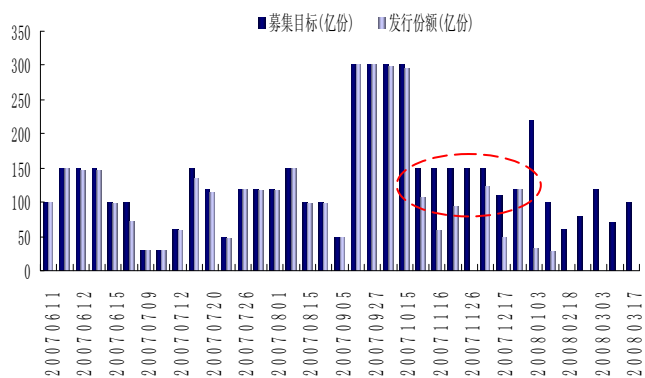
政府“救市”组合措施可能是行情反弹的导火索。虽然，政策新一届政府对于资本市场支持力度和方式，尚待观察，实质性的“救市”措施可能有，也可能没有。但是，一旦股市极度低靡，政府救市的预期会成为股市企稳的力量，同时，政府“救市”的可能性和效果都会提升，那么，短期反弹效果会很明显。可能的措施会包括，降低印花税、严格规范再融资和“大小非”解禁行为、提升股指期货和融资融券预期等。

图 21: 下调印花税刺激作用小甚至没有



资料来源: WIND, 兴业证券

图 22: 新基金申购意愿减弱



资料来源: WIND, 兴业证券

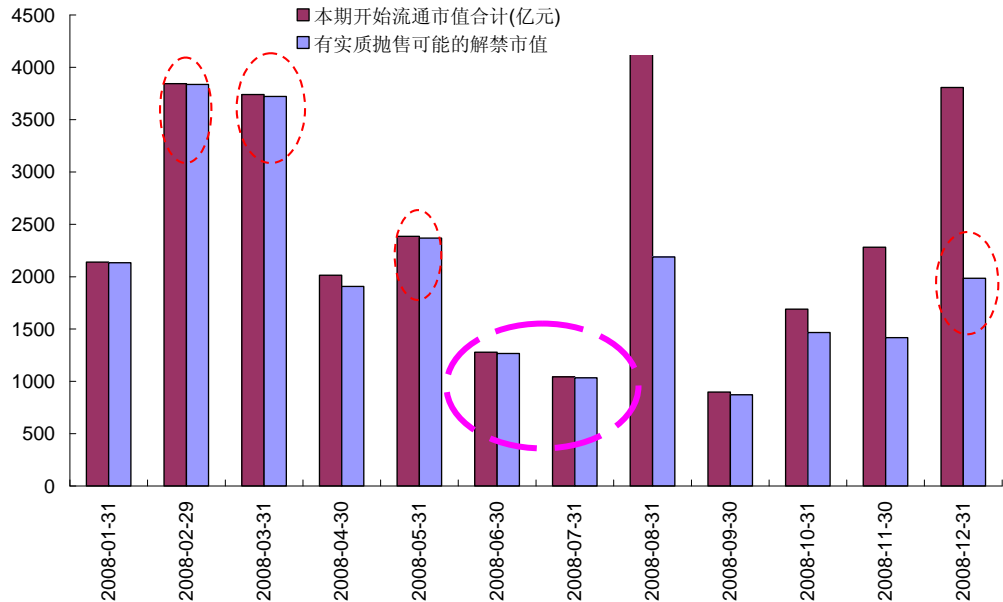
跌深反弹的机会，主要来自具有估值支撑的绩优股，特别可以关注 A-H 股估值已经比较接近的商业贸易、建筑建材、金融等行业。

在大盘企稳反弹时，受益于政策支持的主题式投资会有更好地表现，包括，实质性受益于“创业板”的公司、“5.20”马英九就职前的“两岸三通”、奥运、上海本地股等，可波段操作。

时点二：6月——限售压力减轻，经济、行业预期明朗化

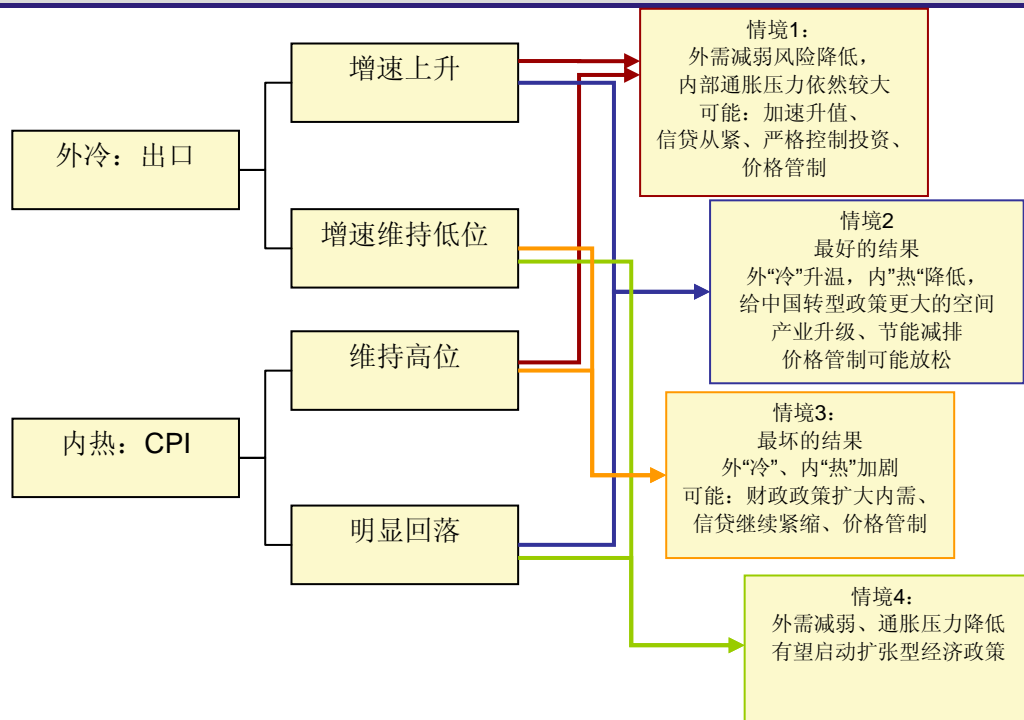
6、7月份，A股市场有望迎来较大规模的反弹。首先，行业板块的结构性机会展现出来。一季报业绩和前四个月经济数据的公布，有利于投资者明确经济和行业发展趋势。其次，此时是2008年全年解禁的低谷，A股市场资金压力和心理预期的压力略减。第三，奥运会有助于提升投资者情绪。

图 23：2008 年限售解禁压力分布



资料来源：WIND，兴业证券 注：有实质抛售可能的解禁市值，扣除了按照国有股东持股超过 5% 的部分，按照国资委规定，这部分股票在 3 年内解禁须申报

图 24：二季度经济趋势情景分析

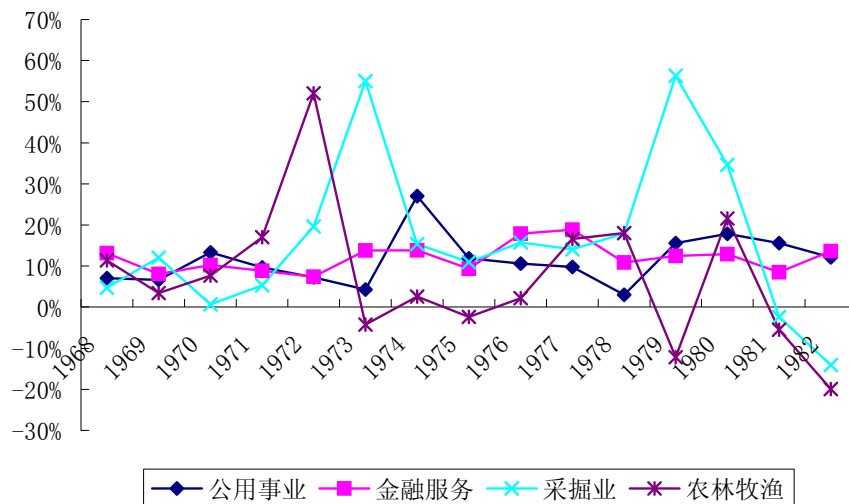


资料来源：兴业证券

那些符合政策支持方向、增长趋势确定的注定被资金追逐，机会更大。我们对经济数据作了一个情景分析，以观察在不同情境下的行业发展趋势变化，结论是，二季度，出口维持低位，CPI维持高位的概率最大。可能的经济政策应对是，通过紧缩的货币政策，并且继续实行价格管制，以抑制高通胀；同时，通过财政政策扩大内需，以对冲外需的过快下滑，避免经济的大落。

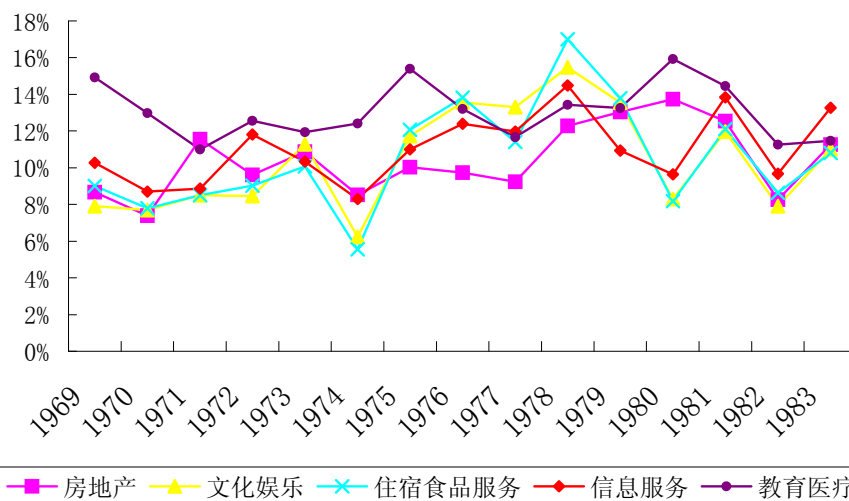
因此，在A股的行业配置上，我们的标准是防御通胀和扩大内需。具体而言，一、选择能够防御通胀的农产品、煤炭、新能源、贵金属、高档消费品等；二、扩张的财政政策带来的内需投资机会，特别是，城市化以及中西部地区基础设施建设、新农村建设与铁路、水泥、电力设备、机械设备、信息设备、非汽车交运设备等行业的机会；三、关注受经济波动影响较小的内需消费型行业，包括，医药、商业、农业、信息服务、等。四、回避出口型行业。

图 25、美国滞胀时期增长最快的行业（GDP 年增长率）



数据来源：兴业证券研发中心，美国经济分析局。

图 26、美国滞胀时期超越 CPI 增长的行业（GDP 年增长率）



数据来源：兴业证券研发中心，美国经济分析局。

二季度行业配置和个股组合

行业配置建议

超配：商业贸易、医药生物、煤炭、建筑建材、机械设备、公路铁路、信息服务、非汽车交运设备；

标配：银行、房地产、食品饮料、信息设备、农林牧渔、餐饮旅游、港口航运、航空机场、黑色金属、化工、汽车整车及配件、家用电器、轻工制造；

低配：非银行金融、有色金属、公用事业、纺织服装、电子元器件、石油、综合。

表 5：二季度行业配置建议

行业	沪深 300 行业指数权重	行业配置建议
商业贸易	2.84	超配
医药生物	1.26	超配
机械设备	3.51	超配
建筑建材	2.04	超配
公路铁路	2.58	超配
信息服务	3.56	超配
非汽车交运设备	1.1	超配
煤炭	6.48	超配
信息设备	1.37	标配
农林牧渔	0.65	标配
餐饮旅游	0.64	标配
房地产	8.8	标配
港口航运	3.12	标配
航空机场	2.58	标配
黑色金属	7.85	标配
食品饮料	4.64	标配
化工	4.53	标配
汽车整车及配件	2.36	标配
家用电器	1.45	标配
轻工制造	0.71	标配
银行	15.86	标配
非银行金融	6.44	低配
有色金属	5.93	低配
公用事业	5.57	低配
石油	1.55	低配
纺织服装	0.9	低配
综合	0.7	低配
电子元器件	0.51	低配

资料来源：兴业证券

重点推荐个股

天威保变（600550）：立足长远，坚定看好的新能源龙头

- **天威英利竞争优势在行业逆境中得以充分体现，2008年净利润增长率接近90%。**垂直整合产业链结构、充足的多晶硅供应是公司毛利率继续维持高位的关键；2008年天威英利出货量将再翻一倍到280MW以上，毛利率水平也将与2007年基本相当，预计未来三年分别为上市公司贡献EPS0.50元、0.77元、1.16元。
- **充分考虑多晶硅盈利能力下降的风险，天威保变的多晶硅业务仍将保持成长。**新光硅业的技术优势相对国内厂商十分明显，成本和品质优势将领先其他厂商，新津和乐山的项目成本将进一步降低。天威保变权益产能将达3450吨，比目前的450吨增加近7倍，随产能不断释放，多晶硅业务净利润仍将保持年均30%左右的增长，预计未来三年分别为上市公司贡献EPS0.63元、0.82元、1.02元。
- **薄膜电池项目已经掌握核心竞争力，09年即可释放业绩。**薄膜电池成功的关键在于能够生产高转换率、低衰减的产品，两位重量级技术专家的加盟保证了公司拥有绝对的竞争实力，预计09年、10年分别贡献EPS0.03元、0.24元。
- **放眼长远，天威保变是最便宜的新能源股，上调评级至“强烈推荐”。**管理层发展思路明确，上市公司将成为新能源业务发展平台；可能注入的光伏、输变电资产质量优良，盈利能力和成长性不亚于上市公司；若集团资产于2009年注入上市公司，则2009年、2010年的净利润可以达到26亿元、38亿元，充分考虑摊薄因素，对应EPS分别为3.20元、4.69元，目前股价对应市盈率仅为15.8倍和12.9倍；即使不考虑资产注入，目前股价对应2009、2010年市盈率仅为19.4倍、12.4倍，我们看好公司各项业务的长期发展，维持85元目标价，上调评级至“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**多晶硅停产检修是否能如期顺利完成，可能影响到当年产量和未来的成本；多晶硅长单的签订比重可能高于或者低于预期，将使我们的预期与实际情况有所差距。

	2007A	2008E	2009E	2010E
收入(万元)	318813.90	472418.07	652825.49	887850.74
净利润(万元)	43,183.53	124,428.88	177,997.14	275,002.05
净利润增长率(%)	71.81%	188.14%	43.05%	54.50%
EPS(元)	0.56	1.65	2.38	3.73

安信信托(600816):信托旗舰即将启航

- 公司的战略决定了其以信托为主的混业经营定位。信托行业是杠杆率最高的金融行业，中信信托作为行业龙头，受益于行业的快速发展。
- 公司固有资产业务收益率持续走高，规模有待扩大：①我们预计公司08年新的短期贷款利率将增至30%左右，长期贷款利率将增至9%-10%。②资本市场退出机制健全将提高公司股权投资的收益率，公司一级市场股权投资的年回报率约在20%-21倍。③在不断走高的收益率的推动下，增加固有资产规模，与其他信托公司拉开差距，可占领成长先机。
- 在“无边界服务·无障碍运行”的战略下，公司将形成全国性业务布局。我们预计公司2008年、2009年和2010年信托规模增速分别为44%、46.6%和33%，手续费收入复合增长率为46.52%。
- 风险因素：利率变动；经济波动；项目选择能力；增发尚未完成。
- 我们预计公司2008年(全年)、2009年和2010年每股收益分别为0.920元、1.43元和1.76元。在我们的敏感性分析中，其2008年、2009年和2010年每股收益的区间为0.921-1.069元、1.415-1.651元、1.682-1.997元，如考虑锦绣系列等股权信托产品的管理费确认，则每股收益波动性增加0.163-0.279元。
- 我们认为公司增发后合理估值区间为每股40.74元-53.19元。给予“强烈推荐”的投资评级。

	2007E	2008E	2009E	2010E
收入 (万元)	6068.69	269197	414068	512466
净利润 (万元)	40.52	167232	260373	320102
净利润增长率 (%)	-	-	55.7%	22.94%
EPS (元)	0.001	0.92	1.43	1.76

上实医药(600607): 主营快速增长, 资产注入提供安全边际

- 业务整合初显效果。公司加强了对下属子公司整合的力度, 推行预算管理制、销售协同制。有效的控制了下属企业的费用过高, 各自为战的缺陷, 使得医药主营业务快速增长。
- 化学制药核心, 常州制药入选首批定点药物生产企业, 直接受益于国家加大基础医疗投入, 建立全民医疗保健体系的过程。
- 生物制药核心, 广州天普的加强的销售渠道建设。拳头产品乌司他汀作为独家产品, 销售收入过亿。一类新药凯力康完成了初步医院铺货, 未来两年有望迎来销售爆发性增长。
- 医疗器械有望分享政府投入的大蛋糕。国家将投入 830 亿元用于医疗卫生建设, 公司主营低端的医疗器械将直接受益于基层医疗机构重建的政府采购。
- 资产注入提供安全边际。即将注入的中药资产中包括盈利能力极强的青春宝, 销售急剧增长的厦门中药厂, 高端中药饮片消费的胡庆余堂国药号, 辽宁好护士、胡庆余堂药业等优质资产。

	2006A	2007E	2008E	2009E
净利润 (万元)	18093.80	23229.04	50614.67	72866.33
净利润增长率	22.95%	28.3%	117.89%	43.9%
EPS (元)	0.30	0.39	0.62	0.77

资料来源: 兴业证券研发中心

百联股份(600631): 处于高成长期的百货龙头

- **公司为国内百货业龙头企业之一:** 主力门店位于南京路、徐家汇以及新上海商业城等上海商业中心及副中心, 并且在跨区域扩张的同时, 加强对上海本区域内市场的渗透。
- **现有门店内生性增长较高:** 作为公司第一大利润来源的第一八佰伴净利润保持 30% 左右, 净利润率高达 12.5% 以上; 市百一店和东方商厦净利润增长则在 20% 以上; 原资产整合进来的永安百货和新华联净利润增长则在 50% 以上; 奥特莱斯品牌直销广场在开业 1 年后今年实现扭亏, 全年净利润有望达 2000 万元左右。
- **公司百货业务毛利率为国内同行业较高水平:** 凭借强势的招商能力, 公司百货业务毛利率逐年稳步提高, 目前达 22% 左右, 为国内百货业中的最高水平。
- **招商能力强, 盈利模式能快速被复制:** 在国内百货业普遍采用的“引商进店”联营模式下, 招商能力是反映百货企业核心竞争力的关键指标。而百联凭借其规模效应和多年的累计, 招商能力极强, 这确保了公司在快速扩张过程中盈利模式得以快速复制。
- **公司近两年处于高速扩张期:** 经过 04~05 年的整合, 公司自 06 年开始进入新一轮快速发展期, 尤其 07、08 年是公司多个大型综合百货项目集中开业期。包括奥特莱斯、又一城、中环广场处于培育期以及一百商城、沈阳购物中心和南上海购物中心等新开业的商业总面积达近 90 万 m², 是原有经营经营面积的 2 倍多。

- **物业及持有法人股权重估价值较高:** 因公司绝大部分经营物业均为自有物业, 目前重估价值较高, 达 200 亿元左右; 加上公司持有的海通证券等法人股权——按当前股价测算价值 40 亿元左右, 公司自有物业及持有法人股权的重估价值在 22 元左右, 这提供了较高的投资安全边际。
- **目前股价存在低估:** 我们预计公司 07~09 年经营性每股收益分别为 0.30、0.39 和 0.60 元, 扣除非法人股股权价值, 目前对应 08、09 年动态市盈率分别为 33 倍和 21 倍, 这并没有反映公司的百货业龙头地位和明确的高成长性, 股价存在低估。我们维持“推荐”的投资评级。

	2006A	2007E	2008E	2009E
收入(万元)	847,631	839,350	1,003,763	1,181,751
净利润(万元)	26826	32992	43338	66176
EPS(元)	0.24	0.30	0.39	0.60

资料来源: 兴业证券研发中心

万科 A (000002): 行业回暖和集中度提升的最大受益者

- 经历去年 10 月以来的调整, 楼市和土地市场逐步走出之前的疯狂与恐慌, 回归理性。近期的自主型购房比例达到 90%, 土地价格与趋于理性, 行业秩序的稳定将为持续经营的优质企业提供良好的环境。
- 万科 07 年新增项目建筑面积 40% 来源于并购和合作, 万科自 05 年开始在对朝开、南都等系列并购中积累了丰富的整合经验, 凭借其相对充沛的现金流, 有望在 08 年进一步实现低成本扩张。
- 3 月以来, 上海楼市成交持续走高, 深圳楼市成交也明显反弹, 北京和广州也在逐步回暖。万科通过一系列试探性的促销活动, 掌握了市场主动, 销售形势较为明朗, 预计 08 年预售款增长 50%-60% 左右。
- 风险提示
如果调控政策进一步严厉, 可能对公司短期业绩造成负面影响。

	2007A	2008E	2009E	2010E
收入(万元)	3,552,661	5460428	7642368	9552960
净利润(万元)	484,424	874,807	1,311,842	1,674,418
净利润增长率(%)	110.8%	80.6%	50.0%	27.6%
EPS(元)	0.73	1.27	1.91	2.44

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

观 望: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-68419393-1026 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-68419393-1034 Email: dengyp@xyzq.com.cn

朱元彧 电话: 021-68419393-1028 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-68419393-1029 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

雒雅梅 电话: 021-68419393-1207 Email: luoyam@xyzq.com.cn

研究报告发布

金 琼 电话: 021-68419393-1049 Email: jinjq@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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。