

## 每日报告列表

详细报告可浏览

[www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com)

2009-9-29

研究动态/每日报告列表

### 报告列表

作者	标题
陶成知	<a href="#">申银万国晨会纪要 090929</a>
于洋	<a href="#">晨会信息速递 090929</a>
刘莹	<a href="#">医疗保险制度才是美国结构性赤字的病根——美国中长期经济发展趋势分析系列之一</a>
赵湘鄂, 王世杰, 高媛	<a href="#">钢铁行业周报 (2009/09/21-2009/09/25)</a>
叶培培, 高媛	<a href="#">有色金属周报 (2009/09/21—2009/09/25)</a>
周萌	<a href="#">路桥行业 2009 年 9 月月报</a>
詹凌燕, 李洁	<a href="#">煤炭行业分析月报(2009 年 10 月): 供需平衡进一步夯实 煤炭景气度缓慢抬升</a>
股票研究部	<a href="#">大宗商品价格跟踪周报 (2009/09/21-2009/09/27)</a>
俞春梅, 王立平, 郑治国, 周小波	<a href="#">化工周报 (2009/09/21-2009/09/27)</a>
李晓光, 胡丽梅	<a href="#">达意隆(002209)点评报告</a>
王倩, 励雅敏	<a href="#">宁波银行(002142)--发行次级债将有效提升资本充足率</a>
周海晨, 李宏鹏	<a href="#">齐心文具 (002301) 新股询价报告</a>
袁宜, 凌鹏, 冯宇	<a href="#">跟随业绩复苏的步伐-2009 年秋季 A 股策略报告</a>
屈庆, 张睿, 张磊	<a href="#">2009 年四季度债市策略会以及客户拜访分析</a>
殷姿, 江征雁, 杨艳	<a href="#">房地产行业周报 (2009/9/21-09/9/27) -三大城市新增量增加, 上海、深圳可售量上升</a>

### 报告摘要

#### 研究动态

[申银万国晨会纪要 090929](#)**陶成知**

今日重点推荐报告

煤炭行业 2009 年 10 月月报: 供需平衡进一步夯实 煤炭景气度缓慢抬升  
投资评级与估值

维持对煤炭行业中性评级及标准配置的看法，相对看好 2010 年增长确定性较高的品种，依次排序为西山煤电、中国神华、国投新集和兖州煤业。

#### 关键假设点

影响煤炭价格波动的因素是多维的，包括需求、供应以及通胀环境等等，而每个因素在不同的阶段的权重并不相同。在本阶段，供应缓慢释放将成为常态，通胀预期尚不明朗，因此需求变化成为影响价格波动的重要因素。

基于以上理念，我们认为动力煤需求恢复是温和而持续的，价格中泡沫成份最少，因此需求一旦呈现淡季不淡之势则带动价格上涨，但大涨难以期待；炼焦煤稀缺性远超过动力煤，但是当短期钢铁产量有下调预期之际，其价格承压也难以避免；无烟煤价格回调仍在预期之中，毕竟 11、12 月份的冬季施肥旺季还没有到来。

#### 有别于大众的认识

短期价格走势是趋势投资者最为关心的指标。在目前煤价平稳、供需夯实的行业运行背景下，投资吸引力便稍显贫乏了。许多投资者认同我们对行业的基本判断，并关心是否在这一阶段资产注入预期相对明确的品种能够获得更大的超额收益。

对该问题，我们的理解是资产注入是超额收益向上阶段的放大器；而在行业平稳甚至震荡调整过程中，它的放大作用很难发挥。这一方面源于投资者对资产注入方案的细节存在着较大的信息差，难以形成投资合力；另一方面也在于前期煤炭股靓丽表现中，已经多少包含资产注入预期了。

从这个角度，本阶段我们并不建议投资者保留那些只有资产注入预期，而没有明确产量增长的公司，这些品种在震荡调整中其实难以幸免。相比之下，对于未来 3-5 年有明确内涵式增长的公司而言，20 倍左右的动态 PE 尚可期待，因此建议关注估值已经跌至 16、17 倍左右的西山煤电、中国神华、国投新集、兖州煤业。

#### 股价表现的催化剂

股价上涨的催化剂来自于需求向上预期进一步明确，以及 9、10 月份山西增产势头减弱。

#### 核心假设风险

我们对价格假设的根本前提是经济持续恢复、通胀并不会立即出现，如果以上两大前提发生改变，将对我们的煤炭价格假设形成挑战。

(分析师：詹凌燕/李洁 86 21 63295888 分机 345/425)

### 今日推荐报告

#### 路桥行业 2009 年 9 月月报：行业景气度持续回升

投资评级与估值：09 年行业平均 PE 水平为 16 倍，PE 水平和相对大盘的估值溢价近期有所回升、但仍处于历史底部区域，A-H 股差价也较小，平均息率 3.6%，未来两年行业业绩增速 10%，短期来看仍然具有一定估值优势和收益性；我们重点推荐 2010 年明确收益于沪蓉贯通路网效应的楚天高速（600035）、推荐重点关注安全边际较高的宁沪高速（600377）和有收购预期的成渝高速（601107）。

原因和逻辑：基于申万研究对宏观经济将逐季恢复、固定资产投资效果

将在下半年实际显现的判断，我们判断高速公路上的货车流量将在下半年呈现逐季恢复的趋势、一类车的高比例在下半年也将持续。在比较估值、息率等常规基本面因素之外，我们还更重视催化剂对选择投资标的和时机的影响。除了补涨因素，未来路网效应、收购事件和业务量超预期反弹对公司业绩带来的弹性将成为股价上涨的驱动因素。

有别于大众的认识：市场往往处于被动配置或行业轮动的角度而不是行业基本面的角度来考虑来择投资路桥行业的时机和标的。我们这次的推荐，除了延续中期策略中从长期区域均衡发展的角度挑选投资标的的逻辑外，在短期更侧重于：（1）路网贯通效应对车流量的推动因素，重点推荐 2010 年将受益于沪蓉高速贯通的楚天高速（600035），汉宜高速的车流量和收入可能因此出现 20-30% 的快速增长；（2）高分红和低估值带来的防御性，推荐重点关注息率超过 5%、与港股价格基本持平的宁沪高速（600377），下半年重要资产沪宁高速业务量的恢复可能会带来业绩超预期、高分红和 H 股价格使得公司下跌空间较小；（3）外延式收购等事件带来的超额收益机会，推荐重点关注有收购预期的成渝高速（601107），未来费率提高、路网效应和新路收购等因素使得公司有望复制 03-05 年其他路桥公司的业绩快速增长期。

股价表现的催化剂：路网效应；收购事件；上市公司经营路段的车流量增长恢复超预期。

核心假设风险：宏观经济低于预期，使得车流量增速低于预期；长期的再投资和分流风险。

（分析师：周萌 86 21 63295888 分机 407）

达意隆(002209)增发过会点评：看好公司市占率提升，维持增持评级！

公司今日公告：公司非公开发行 A 股的申请获得证监会股票发行审核委员会有条件通过；公司将在收到证监会正式文件后正式公告。

增发有利于收入规模提升，市占率提高。作为国内食品饮料包装行业的龙头企业，其 2008 年市场占有率只有 6.7%，国内 50% 以上的市场被外资企业占领。我们认为凭借产品的高性价比优势，公司的市占率将会进一步提升。而此次非公开增发的 PET 产业链项目采用类似融资租赁的方式更有利于公司产品销售规模的快速提升。

订单稳定，毛利率提升。公司在经济危机的不利形势下，加大市场销售力度，保证订单稳定增长。同时公司通过减少机械件加工的外协比例、加强成本控制和费用压缩，使得公司毛利率上半年上升 1 个百分点，保证净利润的大幅增长。

股价表现的催化剂。PET 瓶产业链项目的逐步实施。

投资评级与估值。公司是我国饮料包装机械行业龙头企业，未来国内和国外市场还有非常大的增长空间。同时公司募集资金投资 PET 瓶供应链，这一项目符合下游饮料厂商降低成本的要求，可复制性强，我们看好这一项目对公司产品销售的拉动作用。假设公司以 10.79 元的价格增发 1668 万股，公司 2009、2010 和 2011 年公司 EPS 分别为 0.34、0.50 和 0.70 元，对应的 PE 分别为 42 倍、28 倍和 20 倍。我们看好公司业绩增长的稳定性和 PET 瓶供应链的发展前景，维持“增持”评级。

（分析师：李晓光/胡丽梅 86 21 63295888 分机 300/429）

宁波银行(002142) --董事会通过 25 亿元次级债发行议案

公司公告，董事会审议通过发行 25 亿元次级债议案。公司董事会同意面向银行间市场成员公开发行的不超过 25 亿元的次级债，期限不超过 10 年，筹集资金用以补充附属资本，提高营运能力和抗风险能力。目前，此项决议还需等待股东大会批准。

本次发债将提高公司资本充足率 3 个百分点。截至 09 年中期，公司资本充足率为 12.84%，核心资本充足率为 11.56%，位于上市银行较高水平，仅考虑到自身盈利积累，预计 09 年底公司的资本充足率约为 13%。若本次 25 亿元次级债发行方案能在年内完成，预计将提高公司的资本充足率 3 个百分点左右，09 年底的资本充足率预计在 16%左右，位居上市银行前列。

相对较高的资本充足率和未来提高空间，为城商行提高较大的扩张空间。截至 09 年中期，南京、宁波、北京行的资本充足率分别为 15.20%、12.84%、16.12%，位居上市银行前三。如果本次宁波行次级债能于年内顺利完成，则三家城商行的资本充足率都将在 15%以上，即使银监会提高资本充足率要求，也能顺利推进扩张步伐。

此外，银监会提高了银行补充附属资本的门槛和要求，尤其是银行间互持次级债部分很可能全额扣减、次级债及混合资本债额度不得超过核心资本的 25%等。对于附属资本较少的城商行而言，未来通过补充附属资本来支持资本金增加的途径将相对其他行更为可行，较低的附属资本比例为城商行未来持续补充资本提供了相对较大的空间。资本充足率高，尤其是核心资本充足率高的银行，在目前的环境下，具备更大的实质性扩张空间。

经济复苏环境下，ROA 等盈利能力强的银行将因为自身积累对核心资本的贡献更大而能够实现资本节约型的增长，我们看好下面两种原因而扩张空间较大的银行：（1）业绩弹性较大、集约型扩张的银行，如兴业；（2）监管约束加强情况下资本充足率较高，尤其是核心资本充足率较高的银行，如城商行。

（分析师：王倩 86 21 63295888 分机 432）

齐心文具（002301）新股分析：初具品牌渠道优势的文具集成供应商，询价区间为 19.8-22.4 元

文件管理用品业务是公司收入和利润的主要来源。公司主要从事文具及办公用品、办公设备的研发、生产和销售。其中文件管理用品业务是公司目前的核心业务，占公司收入和毛利的比重均在 60%以上。近年来，随着公司不断加强内销一二级渠道的建设，公司收入和毛利率持续增长。2008 年实现营业收入 6.35 亿元，同比增长 24.22%。

公司同时受益于全球产业转移和前景广阔的国内市场。中国已成为全球最主要零售商和经销商的办公文具 OEM 和 ODM 基地。近年来，中国文具制造业总体快速发展，2005-2008 年中国文具制造业产值年均增长率约为 18%。国内文具消费市场前景广阔。

“大办公”集成供应商战略指导下，品牌和渠道优势领先。公司开创了“齐心”大办公“集成供应商模式，成为集研发、生产、销售为一体的品牌制造商和供应商。公司逐渐培育起良好的品牌价值和多渠道扁平化营销体系，研发、设计能力领先业内。

募集资金投向扩大公司现有产能和营销网络建设。

风险因素：原材料价格波动风险、税收优惠政策风险和外销业务的国际市场变动风险。

盈利预测及询价建议：公司未来有望依托品牌渠道效应和募投产能扩张实现快速增长，我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.64、1.01 和 1.43 元。综合考虑可比公司及近期发行的中小公司询价估值情况，我们建议的询价区间为 19.8-22.4 元，对应的 09 年动态市盈率为 31-35 倍。

(分析师：周海晨 86 21 63295888 分机 446)

## [晨会信息速递 090929](#)

### 于洋

#### 【重大财经新闻】

尚福林：支持企业利用资本市场开展兼并重组，新一届并购重组委要独立审核，维护市场公信，业精技良，廉洁自律（中证报、上证报、证券时报）

60 亿国债在港认购，人民币业务拓展再迈大步（上证报）

证券评级机构将进一步提高透明度，庄心一：“三结合”推动行业健康发展（中证报、上证报、证券时报）

项目预算执行慢将扣减中央投资（上证报）

首批 10 家创业板公司平均网上中签率 0.78%，高于 6 月以来 24 只中小板股票平均水平（中证报）

第二批创业板公司又获机构追捧，询价工作昨日拉开帷幕（上证报）

社保基金九月在港沽售多只 H 股，套现 20 多亿港元（中证报）

我国继续对聚氯乙烯实施反倾销措施（上证报）

晓义：两《办法》将在四季度出台，以缓解目前跨地区养老保险转移接续难问题（中证报）

我国将对菲律宾等国部分产品实施零关税（上证报）

工商银行 2469.17 亿股解禁将至，A 股 H 股市场影响各不相同（中证报）

环保部新闻发言人陶德田：上半年污染减排“双下降”（上证报）

前 8 月银行间债市发债同比增 76.6%（中证报）

两有限合伙创投在企业上市前转让所持股份，合伙制创投仍未获批开设证券账户（证券时报）

不违背契约，但违背理念，蓝筹基金参与创业板大有隐忧（中证报）

乐普医疗、银江电子、中元华电闪现外资传统身影，外资创投曲线登陆中国创业板（证券时报）

国内首只杠杆指基 30 日结束募集，或成创业板解冻资金套利追逐对象（中证报）

保监会出台新规规范中介业务（证券时报）

上海努力推进中小企业上市，希望占到全国中小企业上市量的 10%（中证报）

德国总理默克尔连任重启“市场自由化”政策（上证报）

世界银行行长佐利克预测：世界格局或生变，美元地位将松动（中证报）

日元兑美元再创 8 个月新高，政府或押注强势货币政策（上证报）

国内专家称，匹兹堡峰会凸显中国转向“规则制定者”（中证报）

#### 【行业要闻】

中国互联网首例 MBO 出炉，新浪管理层“问鼎”第一大股东（中证报）  
9 大高清频道昨起开播，上下游板块有望广泛受益（上证报）  
阿里巴巴 5.4 亿战略投资中国万网，全面渗透互联网基础服务（中证报）  
秦皇岛煤炭库存连降六周，最低曾跌至 418.8 万吨（上证报）  
联通 3G 业务“十一”全国正式商用，3G iPhone 门槛为 5999 元（中证报）  
中石化加大行业投资筹码广东炼化项目拟投 530 亿元（上证报）  
中高级车开始走俏，消费升级增厚乘用车利润（中证报）  
振兴规划开路，创投纷纷挖掘文化企业（上证报）  
低碳经济“修正”新能源发展思路，清洁能源舞台变得更大（中证报）  
商务部：有条件批准通用收购德尔福（中证报）  
9 月钢厂减产力度不大，钢材库存量仍高达 1123 万吨（中证报）  
三季度北京写字楼租金降幅收窄（中证报）  
港澳企业可在内地独资分销音像制品（中证报）  
软件业收入增速持续回落（中证报）

#### 【申万 300 公司动态】

亚泰集团（600881）拟 23 亿元投资三项目  
中国南车（601766）签 724 亿元销售合同  
本钢板材（000761）28.72 亿投资两项目  
万科（000002）联合中粮北京拿地，溢价率高达 115%  
长江电力（600900）重组完成交割业绩有望明显提升  
转让珠海 MTU 公司股权南方航空（600029）收益 11 亿  
母公司 7.4 亿转让三矿权中金黄金（600489）志在必得  
云海金属（002182）募资 3.5 亿建镁合金项目  
登海种业（002041）依靠超级玉米走向新高度

## 宏观报告

### [医疗保险制度才是美国结构性赤字的病根——美国中长期经济发展趋势分析系列之一](#)

刘莹

主要逻辑和结论：

美国国债一向被市场公认为安全性最高、流动性最好的资产。09 年国债市场的表现说明，市场对于美国国债的安全性和政府信用产生疑问。

我们认为，美国赤字问题的确值得担忧，然而原因并非临时性刺激支出，而是长期以来不断上升的医疗保险和养老金支出。结构性赤字的危害性表现在其内生性特点，如果没有制度的重大变革，赤字将呈加速上升的趋势。

结构性赤字对于美国经济长期可持续性发展的冲击主要表现在：降低投资者情绪，可能导致资本外流，部分降低宏观调控的有效性，挤出生产效率高的私人投资；增加私人部门的财政负担，从而限制消费潜能等。

美国医疗保险制度的问题主要表现支出与回报不匹配：医疗支出绝对规模占比居世界主要国家首位，并且呈现不断上升的趋势，但全国健康水平却落在全球中游。此外，从影响范围来看，医保体系对于公共和私人部门的财政状况均带来巨大压力。换句话说，美国医疗保险制度的效率低下。

医改是美国历届联邦政府经济改革的攻坚战。新政府的改革口号是在不影响财政预算总量的前提下，对于医保体系的资源进行重新分配。目前仍在国会讨论中的改革措施包括：09-13 财年特批 500 亿美元，建立全国医疗信心网络，提高信息处理效率；增加关键药品供给，降低药物价格；在医保机构市场增加竞争机制，降低医保费用；建立全国性最低医保标准，力争全民医保覆盖。

我们认为，未来半年是医保立法改革的关键时刻。医保改革的成功将对美国财政压力带来结构性改善，从而增加增长的内生性活力，恢复投资者信心；减轻私人部门，尤其是中低收入和退休人群的收支压力，释放消费潜能；高科技含量的医疗技术得以规模化生产，有利于进一步提高美国在全球尖端医疗产业的竞争力和影响力。

## 行业报告

### [钢铁行业周报（2009/09/21-2009/09/25）](#)

#### **赵湘鄂，王世杰，高媛**

##### 1. 本周远期市场表现不佳带动现货市场再度趋弱：

本周钢价先扬后抑，随着国庆长假临近，市场对长假前的需求预期较好，上半周钢材价格表现良好，但随着远期市场表现的不佳，社会库存有增无减，实际需求难达预期效果，下半周国内钢材市场再次进入弱势运行。

##### 2. 本周铁矿石价格继续上升，焦炭价格下滑明显：

本周进口矿价格方面仍呈上涨趋势。同时随着国内钢厂库存的减少及冬储的准备，加之国庆前期的采购计划，各钢厂开始小幅上调铁精粉采购价格，导致国内铁矿石涨幅高于进口。但由于目前冬储属于季节性因素，加之国内钢价仍不稳定，铁矿石价格的上涨或将难以持续下去，预计后期价格将逐渐恢复平稳。

本周国内焦炭价格呈现跌势。普遍下调了 100-200 元/吨，而焦煤价格却没有大的变化，部分地区资源依然偏紧，价格高位运行。焦化企业受到双重挤压，面临亏损，限产面继续扩大。市场普遍寄希望于十一之后，煤炭供应增加，价格会有所下调。

本周国内生铁市场依旧延续震荡态势，国庆节的临近使少数钢厂出现提前采购备货行为，部分地区价格微涨。但当前受钢市成交萎靡情况影响，生铁市场需求低迷的格局将很难被打破。而本周钢坯价格继续下滑，下游观望心态较重。从目前市场来看，“十一”假期前方坯需求难以出现回升，短时期内钢坯价格仍将维持低位运行。

### 3. 现货矿与长协矿价格再度拉开，钢材利润差距加大：

本周海运费的大跌使长协矿到岸价格下滑，同时现货矿价格持续上升。长协矿与现货矿价格再度拉开，以长协矿为来源的钢材生产优势凸显。但整体上看，目前钢厂仍在盈亏平衡点上勉强度日。

### 4. 长材库存持续消化，板材库存压力加大：

本周钢材社会库存 1123 万吨，环比增加 0.9%。长材库存持续消化，但板材库存依旧明显上升，目前库存压力逐步加大。

据对国内 26 个主要钢材市场统计，本周螺纹库存为 387 万吨，环比减少 1.3%；线材库存为 121 万吨，环比上周减少 2.9%；冷轧库存为 123 万吨，环比上周增加 1.6%；热轧库存为 360 万吨，环比增加 5.2%；中板库存为 133 万吨，环比减少 0.4%。

本周铁矿石港口库存 7229 万吨，环比减少了 1.2%。

### 5. 板块估值比较及国际钢铁股价表现：

本周国内外钢铁公司股价整体回落，申万黑色金属指数跑输大盘 3.6 个百分点。钢铁板块整体 PB 水平下降。由于此次申万整体下调了钢铁重点公司盈利预测，因此本周 PE 有所上升。

### 6. 本周其他重要事件：

淘汰落后及兼并重组意见或年内出台。

中钢协强烈反对欧盟钢管反倾销。

前 8 月工业国企利润降 25.2%，钢铁行业降 71.7%。

全国重点冷轧生产企业出厂价格汇总。

## 有色金属周报（2009/09/21—2009/09/25）

### 叶培培，高媛

1. LME 综合指数上周下跌 5.9%。其中 LME 三月铜下跌 6.2%，期铝下跌 7.7%，期铅下跌 4.0%，期锌下跌 4.0%，期锡下跌 2.5%，期镍下跌 3.8%，COMEX 黄金下跌 2.3%，收于 991 美元/盎司。本周铜库存上升明显，镍库存出现下滑。

2. 德国央行将向财政部出售 6.5 吨黄金。据海外媒体消息，德国央行 (Bundesbank) 宣布，将向财政部出售 6.5 吨黄金。除了此次黄金出售之外，不会进一步利用在最新央行售金协议第一年中所获得的黄金出售权。其余的黄金出售权将交由参与央行售金协议的其他央行，用以换取期货出售权，或者提供给 IMF。

3. 印度 09 年黄金进口量或降至 12 年最低。据海外媒体消息，印度三大黄金进口商之一的 ICIC 银行表示，09 年黄金进口量可能降到 500 至 550 吨。根据世界黄金协会 (WGC) 的数据，2008 年印度进口了 712.6 吨黄金。09 年上半年，印度的黄金需求比 08 年同期减少了 55%，但随着公务员收入提高、农村补贴措施弥补干旱损失，预计全年的降幅能缩窄至 23%至 30%。

4. 吉恩镍业 5000 吨电解镍项目已结束 即将进入设备安装调试阶段。2007 年 10 月公司投资 3000 万元用于开发 5000 吨电解镍项目，项目经过两年零三个月的建设，目前厂房主体工程建设已经结束，即将进入设备安装调试阶段，年底完工。该项目达产后，公司电解镍的产能将从 1500-2000 吨提高到

6500-7000 吨。

5. 高盛提高 2010 年金属价格预估。高盛集团分析师提高了 2010 年有色金属预测价格。高盛集团将 2010 年金属铝的平均价格提高至 1710 美元/吨；锌增长 3%至 1545 美元/吨；镍增长 14%至 14325 美元/吨；铅增长 32%至 1655 美元/吨；铜增长 6%至 6610 美元/吨。

### [路桥行业 2009 年 9 月月报](#)

#### **周萌**

**投资评级与估值：**09 年行业平均 PE 水平为 16 倍，PE 水平和相对大盘的估值溢价近期有所回升、但仍处于历史底部区域，A-H 股差价也较小，平均息率 3.6%，未来两年行业业绩增速 10%，短期来看仍然具有一定估值优势和收益性；我们重点推荐 2010 年明确收益于沪蓉贯通路网效应的楚天高速（600035）、推荐重点关注安全边际较高的宁沪高速（600377）和有收购预期的成渝高速（601107）。

**原因和逻辑：**基于申万研究对宏观经济将逐季恢复、固定资产投资效果将在下半年实际显现的判断，我们判断高速公路上的货车流量将在下半年呈现逐季恢复的趋势、一类车的高比例在下半年也将持续。在比较估值、息率等常规基本面因素之外，我们还更重视催化剂对选择投资标的和时机的影响。除了补涨因素，未来路网效应、收购事件和业务量超预期反弹对公司业绩带来的弹性将成为股价上涨的驱动因素。

**有别于大众的认识：**市场往往处于被动配置或行业轮动的角度而不是行业基本面的角度来考虑来择投资路桥行业的时机和标的。我们这次的推荐，除了延续中期策略中从长期区域均衡发展的角度挑选投资标的的逻辑外，在短期更侧重于：（1）路网贯通效应对车流量的推动因素，重点推荐 2010 年将受益于沪蓉高速贯通的楚天高速（600035），汉宜高速的车流量和收入可能因此出现 20-30%的快速增长；（2）高分红和低估值带来的防御性，推荐重点关注息率超过 5%、与港股价格基本持平的宁沪高速（600377），下半年重要资产沪宁高速业务量的恢复可能会带来业绩超预期、高分红和 H 股价格使得公司下跌空间较小；（3）外延式收购等事件带来的超额收益机会，推荐重点关注有收购预期的成渝高速（601107），未来费率提高、路网效应和新路收购等因素使得公司有望复制 03-05 年其他路桥公司的业绩快速增长期。

**股价表现的催化剂：**路网效应；收购事件；上市公司经营路段的车流量增长恢复超预期。

**核心假设风险：**宏观经济低于预期，使得车流量增速低于预期；长期的再投资和分流风险。

### [煤炭行业分析月报\(2009 年 10 月\)：供需平衡进一步夯实 煤炭景气度缓慢抬升](#)

#### **詹凌燕，李洁**

## 投资评级与估值

n 维持对煤炭行业中性评级及标准配置的看法，相对看好 2010 年增长确定性较高的品种，依次排序为西山煤电、中国神华、国投新集和兖州煤业。

### n 关键假设点

n 影响煤炭价格波动的因素是多维的，包括需求、供应以及通胀环境等等，而每个因素在不同的阶段的权重并不相同。在本阶段，供应缓慢释放将成为常态，通胀预期尚不明朗，因此需求变化成为影响价格波动的重要因素。

n 基于以上理念，我们认为动力煤需求恢复是温和而持续的，价格中泡沫成份最少，因此需求一旦呈现淡季不淡之势则带动价格上涨，但大涨难以期待；炼焦煤稀缺性远超过动力煤，但是当短期钢铁产量有下调预期之际，其价格承压也难以避免；无烟煤价格回调仍在预期之中，毕竟 11、12 月份的冬季施肥旺季还没有到来。

### n 有别于大众的认识

n 短期价格走势是趋势投资者最为关心的指标。在目前煤价平稳、供需夯实的行业运行背景下，投资吸引力便稍显贫乏了。许多投资者认同我们对行业的基本判断，并关心是否在这一阶段资产注入预期相对明确的品种能够获得更大的超额收益。

n 对该问题，我们的理解是资产注入是超额收益向上阶段的放大器；而在行业平稳甚至震荡调整过程中，它的放大作用很难发挥。这一方面源于投资者对资产注入方案的细节存在着较大的信息差，难以形成投资合力；另一方面也在于前期煤炭股靓丽表现中，已经多少包含资产注入预期了。

n 从这个角度，本阶段我们并不建议投资者保留那些只有资产注入预期，而没有明确产量增长的公司，这些品种在震荡调整中其实难以幸免。相比之下，对于未来 3-5 年有明确内涵式增长的公司而言，20 倍左右的动态 PE 尚可期待，因此建议关注估值已经跌至 16、17 倍左右的西山煤电、中国神华、国投新集、兖州煤业。

### n 股价表现的催化剂

n 股价上涨的催化剂来自于需求向上预期进一步明确，以及 9、10 月份山西增产势头减弱。

### n 核心假设风险

n 我们对价格假设的根本前提是经济持续恢复、通胀并不会立即出现，如果以上两大前提发生改变，将对我们的煤炭价格假设形成挑战。

### [大宗商品价格跟踪周报（2009/09/21-2009/09/27）](#)

#### 股票研究部

本周国际油价大幅下跌，周五 Brent、WTI、Dubai 收于 64.6、68.1、64.8 美元/桶，分别下跌 8.0%、4.9%、7.5%。美国能源部周三发布的库存报告显示，上周美国原油库存增加 286 万桶，至 3.356 亿桶，为 7 月 24 日当周以来最大增幅。美国、新加坡成品油价格随油价出现较大幅度下跌，国内外成品油价差扩大，国内汽柴航煤不含税价与东南亚价差分别为 547、450、394 元/吨。WTI211、迪拜 211 价差大跌 23.7%、30.7%至 3.1、5.9 美元/桶。北美天然气价格连续三周持续反弹，本周大涨 12.1%至 3.6USD/MMBtu，北美天然气库存继续增加 670 亿立方英尺至 3.53 万亿立方英尺。国际尿素本周持稳于 254 美元/吨。华东地区本周甲苯价格下跌 2.8%报于 6150 元/吨，TDI 报于 27750 元/吨，跌 2.6%，聚合 MDI 市场价下跌 1.1%至 17275 元/吨。本周聚酯原料均持续下跌，PTA 下跌 100 报于 6800 元/吨，乙二醇下跌 50 报于 5800 元/吨，聚酯切片下跌 275 报于 8075 元/吨。涤纶短纤下跌 330 报于 8420 元/吨，涤纶 FDY 下跌 250 报于 10350 元/吨，涤纶 DTY 下跌 300 报于 12650 元/吨。氨纶 44dtex 长丝上涨 500 报于 48000 元/吨。中国棉花价格指数持续回升。328 报 13123 元/吨，较前一周略涨 0.42%；229 报 13446 元/吨，较前一周略涨 0.27%。本周国际煤价小幅上涨，澳大利亚 BJ 煤炭现货价格上涨 1 美元至 69.45 美元/吨，环比涨幅为 1.39%。本周秦皇岛港煤炭库存略有下降，截至 9 月 28 日，秦皇岛港共存煤炭 423 万吨，环比下降 5.73%，其中内贸煤库存下降 4.79%，外贸库存下降 36.83%。本周虽然前半周线螺行情趋于乐观，但因下半周国内需求没有达到商家预期效果，再加上期货市场表现不佳，市场库存仍然呈是有增无减的情况下，使得线螺价格再度回落。LME 综合指数上周下跌 3.1%。其中 LME 三月铜下跌 6.19%，期铝下跌 7.68%，期铅下跌 4.00%，期锌下跌 4.01%，期锡下跌 2.53%，期镍下跌 3.84%，COMEX 黄金下跌 2.31%，收于 991 美元/盎司。国际纸浆价格持续上涨。NBSK EU 报 720.08 美元/吨，较前一周上涨 1.79%；8 月份，国内进口废纸价格持续反弹，OCC 均价 150.16 美元/吨，环比上涨 4.32%；ONP 均价 146.87 美元/吨，环比上涨 4.85%。8 月份，进口漂针浆和漂阔浆价格持续反弹，漂针浆均价 533.69 美元/吨，环比上涨 4.67%；漂阔浆均价 447.58 美元/吨，环比上涨 7.10%。由于需求运力明显失衡，导致本周行情阴跌不休。本周五，BDI 报收于 2183 点，跌幅为 7.34%。由于中国铁矿石运营商从澳洲和巴西铁矿石进口仍然低迷不振，本周海岬型船市场阴跌不休，BCI 报收于 2677 点，跌幅为 11%。本周巴拿马型船市场跌幅加大，周五 BPI 报收 2317 点，跌幅为 9.91%。原油运输市场交易较上周减少，运价上涨，波罗的海交易所原油综合运价指数周五报 565 点，上升 8.03%。国际原糖价格震荡回落，周五报 22.12 美分/磅，较前一周下跌 2.08%；南宁糖价小幅上涨，周五报 4145 元/吨，较前一周上涨 1.10%。

[化工周报 \(2009/09/21-2009/09/27\)](#)**俞春梅, 王立平, 郑治国, 周小波****石油化工:**

本周国际油价大幅下跌,周五 Brent、WTI、Dubai 收于 64.6、68.1、64.8 美元/桶,分别下跌 8.0%、4.9%、7.5%。据美国全国地产经纪商协会公布,8 月份美国成屋销量折合成年率为 510 万户,较 7 月份下降 2.7%,为 5 个月以来首次下降,增加了人们对经济复苏的担心,受此影响周四纽约油价跌至一个月新低。美国能源部周三发布的库存报告显示,上周美国原油库存增加 286 万桶,至 3.356 亿桶,为 7 月 24 日当周以来最大增幅。超出此前分析师预期的下降 140 万桶。汽油、馏分油等成品油的库存增幅也高于预期。馏分油库存增加 296 万桶至 1.708 亿桶。汽油库存大幅增加 540 万桶,处于同期均值水平高位。同时 EIA 数据显示,本周美国原油日均进口量约为 980 万桶,较前一周大增 89.1 万桶,成为推高原油库存的主要原因。过去四周,原油日均进口量近 930 万桶,同比增 15.7 万桶。

美国、新加坡成品油价格随油价出现较大幅度下跌,国内外成品油价差扩大,国内汽柴航煤不含税价与东南亚价差分别为 547、450、394 元/吨。WTI211、迪拜 211 价差大跌 23.7%、30.7%至 3.1、5.9 美元/桶。截至 9 月 24 日布伦特/迪拜/辛塔三地原油加权均价变化率为-4.59%。按照新的成品油调价机制,新一轮“时间窗口”再现。

**基础化工:**

北美天然气价格连续三周持续反弹,本周大涨 12.1%至 3.6USD/MMBtu,北美天然气库存继续增加 670 亿立方英尺至 3.53 万亿立方英尺。国际尿素本周持稳于 254 美元/吨。合成氨下跌 2.3%报于 2150 元/吨。国际磷铵价格本周继续下跌,美国二铵本周报 311 美元/吨,下跌 0.6%,波罗的海一铵报 313 美元/吨,下跌 3.1%,国内磷铵价格持稳。氯化钾海运费从 Vancouver 到 Shanghai 大跌 11.4%报于 19.5 美元/吨。

聚氨酯方面,华东地区本周甲苯价格下跌 2.8%报于 6150 元/吨,TDI 报于 27750 元/吨,跌 2.6%,聚合 MDI 市场价下跌 1.1%至 17275 元/吨。氯碱方面,离子膜烧碱价格本周报于 431 元/吨,下跌 6.9%,隔膜烧碱下跌 1.6%报于 421 元/吨。PVC 价格继续小幅下跌,电石法 PVC 本周报 6575 元/吨,跌 0.8%,乙烯法报 6720 元/吨,跌 0.4%。上海市场天胶价格下跌 2.4%报于 16300 元/吨,顺丁橡胶出厂价上涨 4.8%报 15300 元/吨、丁苯则报于 13500 元/吨,下跌 3.6%。

**化纤:**

粘胶短纤持稳于 16900 元/吨、粘胶长丝上涨 500 报于 33000 元/吨、棉浆粕短丝级持稳于 8500 元/吨、棉浆粕长丝级持稳于 9500 元/吨。粘胶短纤市场价格本周继续保持稳定,市场主流价格仍在 16800-17000 元/吨,下游人棉纱走势疲软。氨纶 44dtex 长丝上涨 500 报于 48000 元/吨。

## 公司报告

### [达意隆\(002209\)点评报告](#)

#### 李晓光，胡丽梅

公司今日公告：公司非公开发行 A 股的申请获得证监会股票发行审核委员会有条件通过；公司将在收到证监会正式文件后正式公告。

增发有利于收入规模提升，市占率提高。作为国内食品饮料包装行业的龙头企业，其 2008 年市场占有率只有 6.7%，国内 50% 以上的市场被外资企业占领。我们认为凭借产品的高性价比优势，公司的市占率将会进一步提升。而此次非公开增发的 PET 产业链项目采用类似融资租赁的方式更有利于公司产品销售规模的快速提升。

订单稳定，毛利率提升。公司在经济危机的不利形势下，加大市场销售力度，保证订单稳定增长。同时公司通过减少机械件加工的外协比例、加强成本控制和费用压缩，使得公司毛利率上半年上升 1 个百分点，保证净利润的大幅增长。

股价表现的催化剂。PET 瓶产业链项目的逐步实施。

投资评级与估值。公司是我国饮料包装机械行业龙头企业，未来国内和国外市场还有非常大的增长空间。同时公司募集资金投资 PET 瓶供应链，这一项目符合下游饮料厂商降低成本的要求，可复制性强，我们看好这一项目对公司产品销售的拉动作用。假设公司以 10.79 元的价格增发 1668 万股，公司 2009、2010 和 2011 年公司 EPS 分别为 0.34、0.50 和 0.70 元，对应的 PE 分别为 42 倍、28 倍和 20 倍。我们看好公司业绩增长的稳定性和 PET 瓶供应链的发展前景，维持“增持”评级。

### [宁波银行\(002142\)--发行次级债将有效提升资本充足率](#)

#### 王倩，励雅敏

本次发债将提高公司资本充足率 3 个百分点。截至 09 年中期，公司资本充足率为 12.84%，核心资本充足率为 11.56%，位于上市银行较高水平，仅考虑到自身盈利积累，预计 09 年底公司的资本充足率约为 13%。若本次 25 亿元次级债发行方案能在年内完成，预计将提高公司的资本充足率 3 个百分点左右，09 年底的资本充足率预计在 16% 左右，位居上市银行前列。

相对较高的资本充足率和未来提高空间，为城商行提高较大的扩张空间。截至 09 年中期，南京、宁波、北京行的资本充足率分别为 15.20%、12.84%、16.12%，位居上市银行前三。如果本次宁波行次级债能于年内顺利完成，则三家城商行的资本充足率都将在 15% 以上，即使银监会提高资本充足率要求，也能顺利推进扩张步伐。此外，银监会提高了银行补充附属资本的门槛和要求，尤其是银行间互持次级债部分很可能全额扣减、次级债及混合资本债额度不得超过核心资本的 25% 等。对于附属资本较少的城商行而言，未来通过补充附属资本来支持资本金增加的途径将相对其他行更为可行，较低的附属资本比例为城商行未来持续补充资本提供了相对较大的空间。资本充足率高，尤其是核心资本充足率高的银行，在目前的环境下，具备更大的实质性扩张空间。

经济复苏环境下，ROA 等盈利能力强的银行将因为自身积累对核心资本的贡

献更大而能够实现资本节约型的增长，我们看好扩张空间较大的银行：监管约束加强情况下核心资本充足率较高而资本消耗较慢的银行，如城商行；业绩弹性较大、集约型扩张的银行，如兴业。

### [齐心文具（002301）新股询价报告](#)

#### **周海晨，李宏鹏**

文件管理用品业务是公司收入和利润的主要来源。公司主要从事文具及办公用品、办公设备的研发、生产和销售。其中文件管理用品业务是公司目前的核心业务，占公司收入和毛利的比重均在 60%以上。近年来，随着公司不断加强内销一二级渠道的建设，公司收入和毛利率持续增长。2008 年实现营业收入 6.35 亿元，同比增长 24.22%。

公司同时受益于全球产业转移和前景广阔的国内市场。中国已成为全球办公文具最主要零售商和经销商的 OEM 和 ODM 基地。近年来，中国文具制造业总体快速发展，2005-2008 年中国文具制造业产值年均增长率约为 18%。国内文具消费市场前景广阔。

“大办公”集成供应商战略指导下，品牌和渠道优势领先。公司开创了齐心“大办公”集成供应商模式，成为集研发、生产、销售为一体的品牌制造商和供应商。公司逐渐培育起良好的品牌价值和多渠道扁平化营销体系，研发、设计能力领先业内。

募集资金投向扩大公司现有产能和营销网络建设。

风险因素：原材料价格波动风险、税收优惠政策风险和国际市场开拓风险。

盈利预测及询价建议：公司未来有望依托品牌渠道效应和募投产能扩张实现快速增长，我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.64、1.01 和 1.43 元。综合考虑可比公司及近期发行的中小公司询价估值情况，我们建议的询价区间为 19.8-22.4 元，对应的 09 年动态市盈率为 31-35 倍。

## 策略报告

### [跟随业绩复苏的步伐-2009年秋季A股策略报告](#)

#### **袁宜，凌鹏，冯宇**

业绩复苏，提供估值支撑

随着今年中国宏观经济 V 型回升的势头，我们期待即将披露的上市公司三季报将会确认企业业绩的复苏态势，这将为 A 股市场提供估值上的支撑。

然而，未来经济回升的斜率或将放缓，且向上超预期的空间不大。而且目前卖方的预期已较为乐观，盈利预测再度上调的空间有限。

政策正常化，施加估值上限

随着宏观政策从保增长转向调结构，经济快速过热的风险正在减小。

信贷政策的正常化，监管核查力度的加强，都将增加信贷资金游离于实体经济之外的难度，这意味着单靠流动性推升估值的阶段已经过去。

融资政策正常化，主板 IPO、再融资、创业板开闸、国际版规划，未来的融资压力显著，这将给 A 股市场施加估值上限的约束。

市场趋势：区间震荡

支撑股价的因素是三季度对业绩复苏的确认，上证综指 2700 点左右将吸引价值投资者逐步入场。

推升股价的因素是年底估值的业绩基准切换，投资者展望明年，透支明年，这有可能推升沪综指超越 3150 点的年底合理目标位。

抑制股价提升空间的因素是政策的正常化，特别是融资的正常化，指数透支明年的空间有限。

我们预计第四季度沪综指的核心波动区间是（2700，3400）。

投资主题：跟随业绩复苏的步伐，首推银行、保险、电气设备

在经济温和回升的现实下，投资重心将回归到估值和业绩（ $\alpha$  收益）。在业绩复苏的背景下，银行、石油开采、高速公路、视听器材、建筑装饰、电气设备、保险、化学制药、饮料制造板块存在相对低估。

政策正常化的受益主题包括：低碳经济（新兴能源）、消费品、“区域规划”+“产业振兴规划”的交集（“双振兴”组合）、以及 A-H 折价的板块。

## 债券市场

### [2009 年四季度债市策略会以及客户拜访分析](#)

#### 屈庆，张睿，张磊

2009 年 9 月 10 日我们在北京召开了四季度的债券市场策略会，会后陆续拜访了北京，深圳，广州等地方的银行，保险和基金。就会议和拜访过程中机构的观点和关心的问题作一些分析和交流。

对四季度债券市场既不过于乐观也不过分悲观。拜访过程中，接触了很多机构，总体感觉，对四季度债市特别乐观和特别悲观的机构都不多。多数机构认为四季度债券市场没有大机会，当然短期内要大幅下跌也很难。另外一个机构认为可能有些机会，但是不好把握时机。

对年内经济的看好，但经济的长期走势有分歧。多数机构对年内经济并不担心，觉得经济会继续上行，但是已经不如 7 月份时候乐观，市场也在修正对经济的乐观预期。分歧比较大的是对明年的经济走势。一部分机构认为明年经济一二季度将面临过热，特别是投资会过热。另外一部分机构则认为，尽管明年上半年经济数据由于基数的原因会表现的不错，但下半年问题会比较大。政府对经济的拉动力量不可能持续特别是信贷难以像今年如此快速的扩张，出口即使有好转但也难以达到金融危机之前的水平。就经济的走势，我们更倾向认为年内无忧，明年仍有不确定性，观点更类似第二类机构的看法，这也是我们对债券市场更长期走势偏乐观的基础。当然，就短期而言，机构对债券市场非常谨慎，加上年内宏观数据大方向还是不断好转的，那么债券市场的确难有大的机会。

## 平台共享

### [房地产行业周报（2009/9/21-09/27）-三大城市新增量增加，上海、深圳可售量上升](#)

#### 殷姿，江征雁，杨艳

北京、上海、成都环比增长，其余三大城市环比萎缩：北京本周一手住宅成交套数为 3917 套，成交面积为 45 万平方米，同比萎缩 24%，环比增长 28%，其中经济适用房和限价房销售 781 套，占销售套数的 20%，剔除保障性住房，同比萎缩 40%，环比增长 20%；天津一手商品房成交 2943 套，成交面积 31 万平方米，环比萎缩 0.44%；上海一手商品房成交 6846 套，成交面积为 67 万平方米，同比增长 135%，环比增长 30%；南京一手住宅成交套 1012 套，面积为 12 万平米，同比增长 118%，环比萎缩 35%；深圳一手商品房成交 598 套，成交面积为 9 万平方米，同比萎缩 13%，环比萎缩 5%；成都一手商品房成交 2827 套，成交面积为 26 万平方米，同比增长 73%，环比增长 3.5%。三大城市新增量增加，上海、深圳可售量上升：本周北京新增供应 11 万平米，销售面积为 15 万平方米，销售率为 2.93%，截至 9 月 27 日，北京住宅可售面积达到 1410 万平方米；本周上海商品房新增供应量 43 万平方米，销售面积为 52 万平方米，销售率为 9.6%，可售住宅面积为 542 万平米，与 2008 年最高点相比，下降 37%；本周深圳新增供应 19 万平米，销售面积为 9 万平方米，销售率为 2.71%，目前可售面积达 471 万平方米，可售量与三年来最高点相比下降 38%。

各大城市新增供应量有所增加，一二线城市维持较快销售速度。北京地区，首开常青藤家园，5 月 27 日新推盘 303 套，目前已售 261 套，假日风景家园，2 月 26 日推盘 277 套，已售 221 套；西山华府新推盘 133 套，目前售出 112 套，远洋万和城，已经售出 182 套；上海地区，格林风范城，7 月推盘 640 套，目前已售 574 套，保利西子湾，9 月 12 日再新推盘 504 套，目前已售 36 套。深圳地区，第五园四期，9 月 3 日新推盘 140 套，已售 77 套，纯水岸（七期），推盘 130 套，已售 119 套，泛海拉菲花园，今年 2 月推盘 481 套，目前已售 395 套。招商澜园，目前已售 575 套。广州、杭州、南京的销售均保持较快的速度。

**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及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作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作出任何形式的担保。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前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海申银万国证券研究所有限公司所有。未获得上海申银万国证券研究所事先书面授权，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“上海申银万国证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。