



多重利好拓展回升空间 ——2008年5月份投资策略报告

<http://ewww.com.cn/>

研究员

黄 锋
周 喜

联系人

黄锋
+86 22 28451131
loyalbright@yahoo.com.cn

核心观点:

■ 一季度GDP同比增长10.6%，总体表现好于预期。对此温总理在国务院常务会议上亦表示“当前总体经济形势比预想的要好”，但是固定资产反弹的压力仍然存在，而且防止通货膨胀和节能减排的形式依然严峻。同时，信贷增速回落表明紧缩效果已显现成效，而央行为了确保货币紧缩效果再次上调了存款准备金率，短期内货币紧缩趋势未改。

■ 近期《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》出台、印花税率从3‰降至1‰，同时证监会还表示将“适时推出融资融券业务”，在短短的5天中，三个市场利好政策接踵而来，可见管理层稳定市场的意图是非常明确的，态度是非常坚决的。

■ 综合分析认为，3000点附近成为市场中期底部的可能性很大，而且组合政策的出台对市场信心的提振将会起到强劲的刺激作用，市场在5月上旬仍将延续4月底的反弹行情；但在前期沪指重要成交密集区4000点附近，投资者的信心将会有所减弱，这时市场需要4月份CPI数据进入下降趋势的确立来继续呵护信心，否则限售股解禁冲击的不利影响将会显现，市场运行可能会存在一定的不确定性。总体上，5月份市场在多重利好政策出台推动下，市场信心的明显提振将拓展大盘回升的空间。

■ 在实际操作中，我们认为，由于限售股解禁的影响仍未消除，在市场整体中期下跌趋势扭转之前，存在限售解禁比例较大的个股还面临着较大的潜在风险性，宜坚决回避。同时，5月份解禁市值居前的行业，如银行、食品饮料、煤炭等，投资者也要有所警惕。

■ 具体投资品种，我们建议关注以下五方面主题投资：第一，市场深幅调整压抑下的政策受益板块，如滨海新区优势上市公司等；第二，A、H股差价“倒挂”或接近的上市公司，交易安全性较高（存在巨额再融资风险和短期有限售股解禁冲击的上市公司除外）；第三，8月份奥运会召开预期最受益的相关行业龙头公司；第四，“破发”群体中的优质上市公司；第五，融资融券试点推出预期下受益的券商龙头中信证券，以及沪深300成份股中权重居前的超跌蓝筹指标股。

1. 市场影响因素分析

1.1 宏观经济因素分析

1.1.1 确保货币紧缩效果 准备金率再次上调

4月16日,在一季度经济运行数据公布后布局,央行随即宣布“于本月25日再次将存款类金融机构人民币存款准备金率上调0.5个百分点”。这是进入08年后央行第三次宣布上调存款类金融机构人民币存款准备金率,于是经过07年以来的13次上调,法定准备金率已经达到16%的历史新高。对于该政策的实施,我们认为央行的目的在于巩固前期紧缩调控的效果,同时也表示央行做实紧缩调控的态度。以一季度42.66万亿人民币存款余额计算,本次上调存款准备金率将直接冻结2000多亿基础货币,从而进一步缩紧市场的资金供给,这将对融资渠道匮乏或融资短期途径受限的企业产生一定的不利影响,其主要包括中小企业以及身处调控之中的房地产企业。同时,央行对资金的收紧,也将对银行业产生一定的不利影响,其主要通过对限制其贷款规模而抑制银行的盈利增长水平。

1.1.2 GDP增长超预期 通胀调控是重点

就一季度经济运行数据而言,其总体表现好于预期,对此温总理在国务院常务会议上亦表示“当前总体经济形势比预想的要好”,但是固定资产反弹的压力仍然存在,而且防止通货膨胀和节能减排的形式依然严峻。

数据表明,一季度国内生产总值61491亿元,按可比价格计算,同比增长10.6%,比上年同期回落1.1个百分点。另外,统计局数据显示,2008年一季度全国企业景气指数为136.2,比上季度回落7.4点。虽然受突如其来的低温雨雪冰冻灾害以及世界经济增速减缓等因素的影响,一季度企业景气指数明显回落,但是一季度企业家信心指数为140.6,继续位于景气高位并与上季度持平,其中有56.0%的企业家对2008年所在行业的总体运行状况持乐观态度;61.1%的企业家认为2008年企业生产经营保持良好,表明多数企业家对当前及未来宏观经济发展仍保持良好的信心与预期。由此,我们认为一季度GDP增长超预期以及目前依然位于高位的企业家信心在一定程度上减弱了市场对国内经济增长大幅减缓的担忧。

虽然GDP增长的超预期给各方人士带来了信心,但是物价以及固定资产投资等矛盾依然存在。就这些关键指标而言,一季度CPI增速达到8.0%(3月份同比上涨8.3%,环比下降0.7%),涨幅比上年同期高5.3

个百分点，同期全社会固定资产投资21845亿元，同比增长24.6%，比上年同期加快0.9个百分点。

图1: 价格指数变动趋势

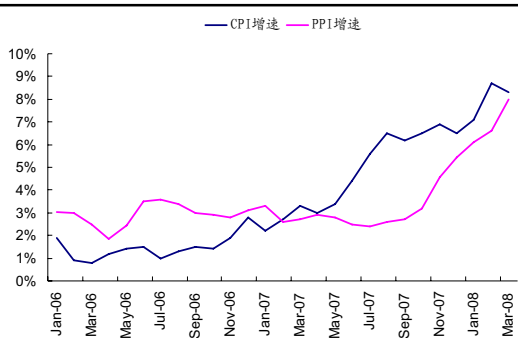
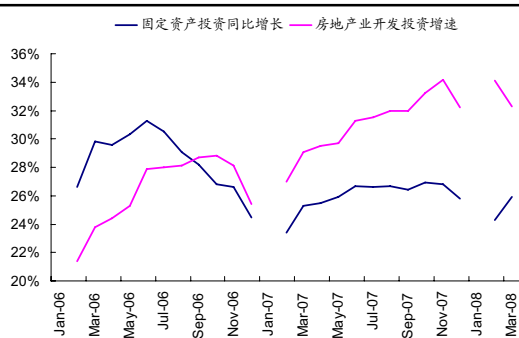


图2: 固定资产投资仍高位运行



资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图3: 食品类价格变动趋势

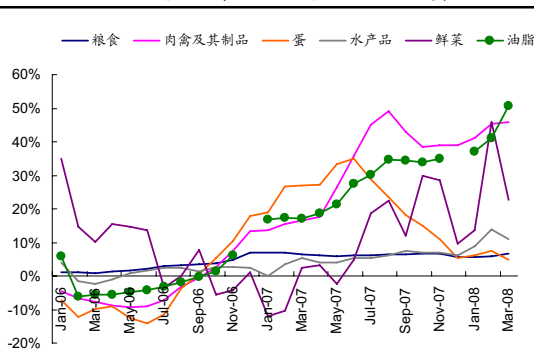
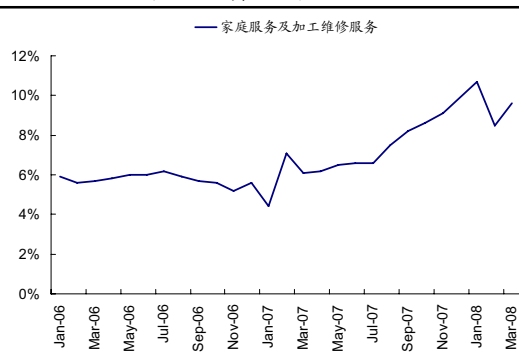
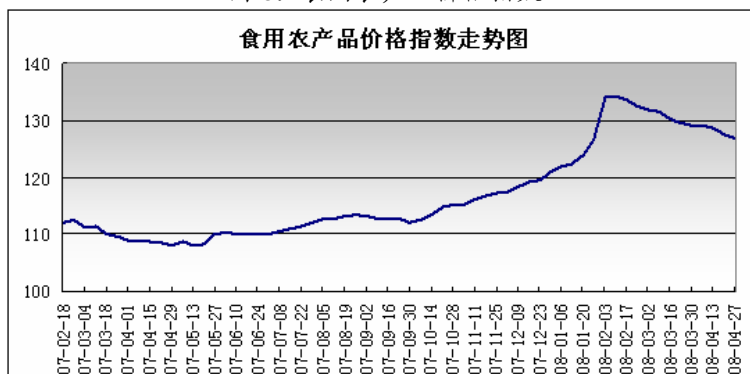


图4: 服务类价格变动



资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图 5: 食用农产品价格指数



资料来源: 商务部, 渤海证券研究所

对于一季度数据，我们认为GDP增速的超预期应主要归功于消费的快速增长，其在一定程度上抵消了出口增速放缓对国内经济增速的影响。另一方面，我们对于经济增长中的问题仍需保持较高的警惕，通胀因素是其中的重要一环，尽管对于CPI的未来走势仍不可掉以轻心，同时也不能对央行短期内放松紧缩调控力度其余厚望，但是对于4月份的CPI

走势也无需过于担心，据商务部数据显示食用农产品价格持续回落，这将有利于抑制4月份的CPI增幅。

另外我们看到，固定资产投资增速依然保持较快的增长态势，尽管这有利于国内经济增长，但是投资结构中房地产投资的过高增速则应当引起我们的注意。去年年底以来，国家采取多项措施抑制房价过快上涨的目的在于逐步挤压房地产投资泡沫从而确保经济健康平稳的发展，而目前依然较高的房地产投资增速则可能促使管理层继续保持甚至加大对房地产投资的调控力度，这将在一段时期内抑制整个行业的发展，进而可能加速行业的整合速度。

1.1.3 紧缩效果趋于明显 货币信贷增速均回落

央行数据显示，截至2008年3月末，M2同比增长16.29%，增幅比上年末低0.45个百分点，比上月末低1.19个百分点，同期M1同比增长18.25%，增幅比上年末低2.80个百分点，比上月末低0.95个百分点。在货币供应量增速大幅回落的同时，信贷增速也出现明显降低，3月末金融机构人民币各项贷款余额27.50万亿元，同比增长14.78%，增幅比上年末低1.32个百分点，比上月末低0.95个百分点，而同期的金融机构人民币各项存款余额为41.57万亿元，同比增长17.35%，增幅比上年末高1.28个百分点，比上月末高0.13个百分点。货币信贷增速回落直接表明，管理层此前所实施的一系列紧缩政策正在逐步显现其效果，而4月25日准备金率的再次上调则是对这一效果的巩固。

图6: M1、M2增速变动趋势

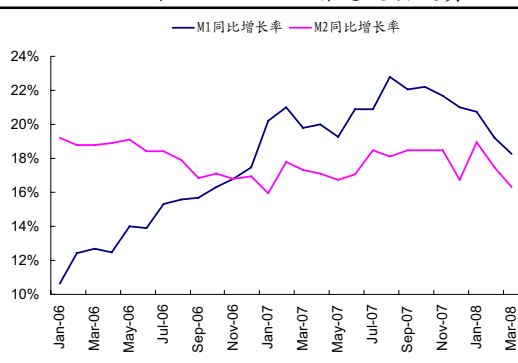
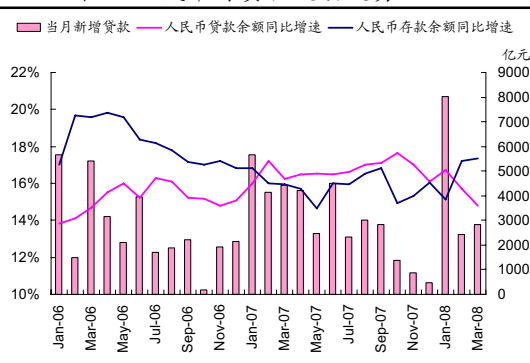


图7: 人民币存贷款变动趋势



资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

1.2 政策因素分析

4月份，为了促进证券市场的稳定发展，管理层出台多项措施，其中主要是《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》（下文简称《意见》）的发布和证券（股票）交易印花税率的下调。

为了规范和指导上市公司解除限售存量股份的转让行为,《意见》对上市公司存量股份的转让提出九条意见。其中对大宗交易平台的引入以及要求“上市公司的控股股东在该公司的年报、半年报公告前30日内不得转让解除限售存量股份。”是《意见》的重点。随后,上证所公布了《上海证券交易所大宗交易系统解除限售存量股份转让业务操作指引》,在《意见》的基础上就大宗交易的参与群体和服务功能等做了具体规定。尽管《意见》并没有从根本上改变解禁股减持对市场资金的抽离作用,但是管理层稳定市场的政策用意还是十分明显的。

相对来说,证券交易印花税率的下调不仅表明了管理层问题的意图,同时也将对市场产生一定的实质作用,由于印花税的下调将直接降低投资者的交易成本,这将有利于提升投资者的交易热情,同时印花税的下调还将降低税收对于市场资金的抽离作用,从而有利于缓解目前市场中的资金供求矛盾。

我们认为,管理层相继出台利好政策在表明其重视资本市场发展的同时,亦显示出其希望市场稳定发展的愿望。对此,温总理在4月23日结束的国务院常务会议上指出“推动资本市场稳定健康发展”。同时考虑到5月份融资融券业务试点可能推出,也会进一步促进市场稳定。因此我们认为,多重利好政策的出台将极大地提振市场信心,成为市场回升的主要动力。

1.3 业绩因素分析

管理层的政策支持为市场的发展提供了良好的外部环境,而一季度经济好于预期增长态势则为上市公司的盈利增长提供了有力的宏观支持。截至08年4月25日的数据显示,07年年报中上市公司业绩增长的达72%,即使受到不利的国际经济形势以及雪灾的影响,08年一季度上市公司业绩增长的比例也达到了58%。

图8: 07年上市公司年报分类统计

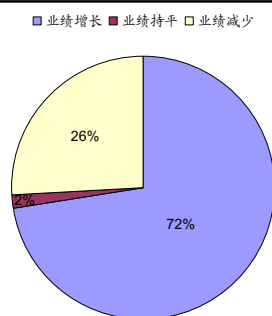
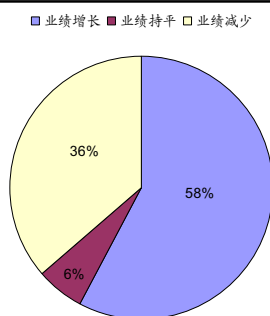
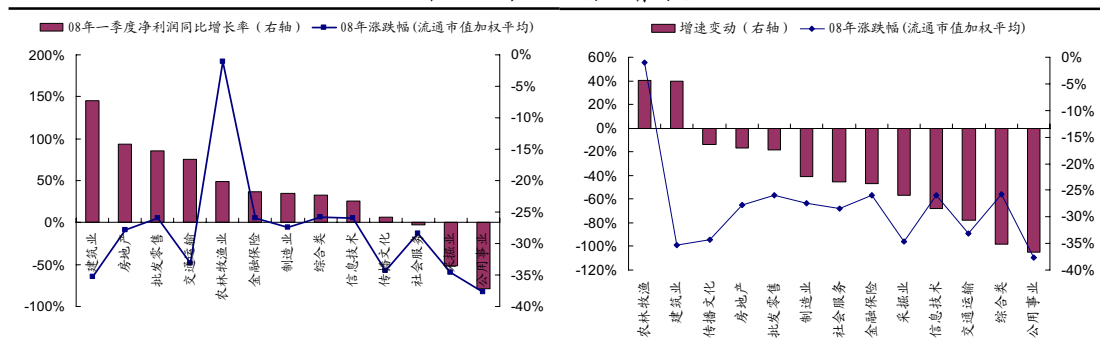


图9: 08年一季度上市公司年报分类统计



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图10: 行业盈利显著分化



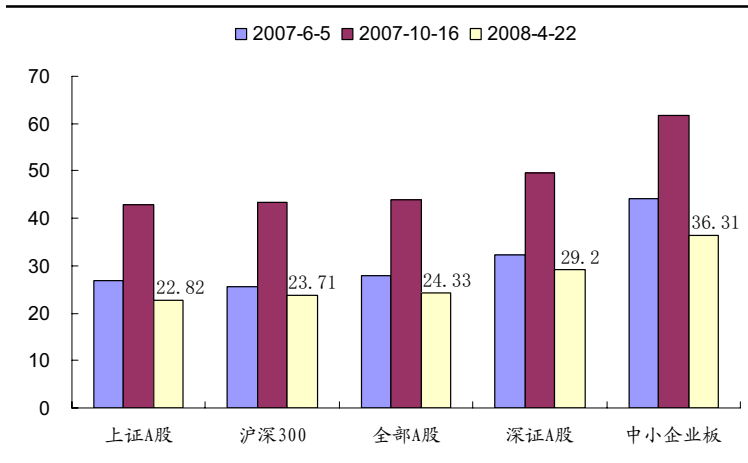
注：图中“增速变化”指08年一季度上市公司净利润增速较07年年度上市公司净利润增速的变动情况
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

就实现净利润而言，08年一季度可比上市公司净利润较2007年同期增长了10.79%，较07年年报数据回落了40个百分点之多。另外分行业看，除社会服务、采掘和公用事业外，其他行业净利润在08年一季度均呈现增长，其中农林牧渔的增长最为明显。

就一季度财务数据而言，我们认为上市公司一方面受到一季度冰灾、人民币持续升值和成本上升等因素的实际影响，另一方面投资收益则因股市调整而受到影响，于是综合来看一季度上市公司业绩较07年年报明显放缓，但是那些成本压力小或成本传到顺畅，议价能力较强的行业在一季度仍保持了稳定的增长。

1.4 估值因素分析

图11: 关键时点市场估值水平对比



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

从上面的一季度业绩分析中，我们看到08年一季度上市公司的盈利水平较07年同期仍有所增长，同时由于近期市场回调幅度较大，市场市盈率水平明显回落，于是增加了市场投资的安全边际。根据4月22日

沪指新低时数据和一季度业绩统计，上证 A 股、全部 A 股、沪深 300、深证 A 股以及中小企业板的市盈率分别为 25.35、26.48、27.07、33.46 和 41.23 倍，这一数值不仅远低于 07 年 10 月 16 日市场达到最高点使得水平，与 07 年 5 月 30 日市场回调后的估值水平大体相当。

2. 市场判断

近期《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》出台、印花税税率从3%降至1%，同时证监会还表示将“适时推出融资融券业务”，在短短的5天中，三个市场利好政策接踵而来，可见管理层稳定市场的意图是非常明确的，态度是非常坚决的。在我们前期《A股市场4月份投资策略报告》中明确指出，市场短期转折点出现的标志是“中国石油‘破发’”或是“管理层出台利好政策”，现在来看，两个条件都得到了满足，而且管理层为了稳定市场还以组合利好政策的形成出现，这对于市场信心的恢复是极大的鼓舞与刺激，市场随后的快速巨幅反弹也证实了这一点。我们认为，未来3000点附近成为市场中期底部的可能性很大，短期市场运行的乐观预期将明显趋于一致。

然而，导致一季度股指深幅下跌的市场主要矛盾“限售股集中解禁冲击”的负面影响也不能忽视。统计显示，二季度中小非的解禁市值依然超过300亿元，而且五月份IPO、定向增发和战略配售等非股改限售股解售市值高达1270亿元左右，两者之间相互影响、相互增强的“助跌”风险仍有待于进一步释放。

表 1: 沪深 300 小非与非股改限售股份解禁市值统计

	小非 (亿元)	非股改限售股份 (亿元)		小非 (亿元)	非股改限售股份 (亿元)
2007年1月	101.05	410.12	2008年1月	129.93	1135.36
2007年2月	37.81	145.39	2008年2月	917.69	2137.09
2007年3月	99.20	321.74	2008年3月	68.62	2417.13
2007年4月	479.87	364.40	2008年4月	54.27	874.48
2007年5月	786.10	501.17	2008年5月	116.58	1273.99
2007年6月	234.14	593.55	2008年6月	131.89	363.52
2007年7月	98.37	172.15	2008年7月	49.11	545.08
2007年8月	252.00	248.96	2008年8月	47.65	34.50
2007年9月	111.41	646.54	2008年9月	52.53	472.97
2007年10月	903.72	1935.78	2008年10月	6.22	34.77
2007年11月	77.45	1785.48	2008年11月	14.53	313.17
2007年12月	42.65	1160.08	2008年12月	24.66	315.34

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所 (4-12月解禁股价格取4月4日收盘价)

综合分析, 我们认为, 3000点附近成为市场中期底部的可能性很大, 而且组合政策的出台对市场信心的提振将会起到强劲的刺激作用, 市场在5月上旬仍将延续4月底的反弹行情; 但在前期沪指重要成交密集区4000点附近, 投资者的信心将会有所减弱, 这时市场需要4月份CPI数据进入下降趋势的确立来继续呵护信心, 否则限售股解禁冲击的不利影响将会显现, 市场运行可能会存在一定的不确定性。从中期角度来看, 我们认为, “央行货币紧缩力度减弱”或者“上半年全部小非解禁高峰

集中期的渡过”将是未来中期扭转市场下跌趋势的关键性因素。所以，5月份市场在多重利好政策出台推动下，市场信心的明显提振将拓展大盘回升的空间。

3. 投资策略

鉴于管理层组合利好政策的出台引发市场短期出现大幅反弹行情，一季度上市公司盈利继续保持较高增长，而且当前市场动态市盈率 23 倍的估值水平下，我们认为市场短期具有较高的参与价值，但也不能忽视限售股解禁的冲击影响，如图所示，5月份解禁市值高峰日期在 12 日、15 日和 24 日前后。在实际操作中，我们认为，由于限售股解禁的影响仍未消除，在市场整体中期下跌趋势扭转之前，存在限售解禁比例较大的个股还面临着较大的潜在风险性，宜坚决回避。同时，根据 5 月份解禁个股所属行业的市值统计，5 月份解禁市值居前的行业，如银行、食品饮料、煤炭等，投资者也要有所警惕。

图 12: 5 月份限售股解禁市值分日统计

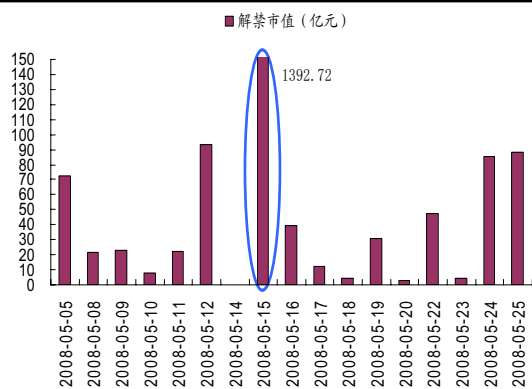
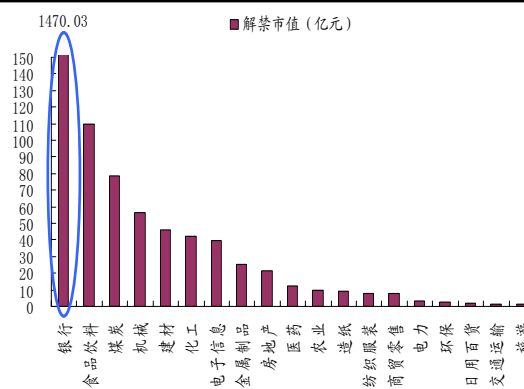


图 13: 5 月份限售股解禁市值分行业统计



资料来源: WIND 资讯、渤海证券研究所

具体投资品种，我们建议关注以下五方面主题投资：第一，受市场深幅调整压抑下的政策受益板块，如《滨海新区综合配套改革试验方案》获得了国务院的正式批复，将使天津滨海新区上市公司面临巨大的历史性发展机遇；第二，A、H 股差价“倒挂”或接近的上市公司，交易安全性较高（存在巨额再融资风险和短期有限售股解禁冲击的上市公司除外）；第三，8 月份奥运会召开预期最受益的相关行业龙头公司，如中体产业、西单商场、北京旅游等；第四，“破发”群体中的优质上市公司；第五，融资融券试点推出预期下受益的券商龙头中信证券，以及沪深 300 成份股中权重居前的超跌蓝筹指标股。（具体 5 月份限售股解禁数量与市值统计详见附表 1）

表 2: A、H 股上市公司价格统计

名称	A 股代码	4 月 29 日 A 股价格	H 股代码	4 月 29 日 H 股价格	A 股/H 股
中国平安	601318	65.05	2318	72.5	0.999
海螺水泥	600585	57.96	914	63.8	1.012
交通银行	601328	10.48	3328	11.46	1.018
中国人寿	601628	33.9	2628	33.75	1.119
中国中铁	601390	7.63	390	7.57	1.122
中国铁建	601186	11.9	1186	11.78	1.125
招商银行	600036	33.48	3968	32.45	1.149
鞍钢股份	898	20.61	347	19.76	1.161
工商银行	601398	6.45	1398	6.18	1.162
宁沪高速	600377	8.16	177	7.28	1.248
中煤能源	601898	19.13	1898	17.02	1.252
建设银行	601939	7.93	939	7.05	1.253
皖通高速	600012	6.74	995	5.8	1.294
中海发展	600026	30.94	1138	26.25	1.313
青岛啤酒	600600	26.47	168	22.1	1.334
中国远洋	601919	30.01	1919	23.95	1.395
广深铁路	601333	5.68	525	4.51	1.402
东方电气	600875	39.83	1072	31.45	1.410
中国银行	601988	5.09	3988	3.94	1.439
中国神华	601088	47.1	1088	36.15	1.451
中信银行	601998	6.81	998	5.22	1.453
马钢股份	600808	6.65	323	4.93	1.502
中国石化	600028	11.42	386	8.22	1.547
华能国际	600011	9	902	6.26	1.601
中国石油	601857	17.06	857	11.7	1.624
广船国际	600685	39.16	317	26.7	1.633
兖州煤业	600188	21.3	1171	14.42	1.645
深高速	600548	8.59	548	5.81	1.646
中国铝业	601600	21.11	2600	13.6	1.729
紫金矿业	601899	11.28	2899	7.23	1.737
中兴通讯	63	57.03	763	33.7	1.885
中海油服	601808	24.97	2883	14.6	1.905
江西铜业	600362	32.43	358	18.58	1.944
广州药业	600332	12.95	874	6.69	2.156
中海集运	601866	6.76	2866	3.48	2.163
重庆钢铁	601005	6.37	1053	3.25	2.183
华电国际	600027	5.62	1071	2.65	2.362
昆明机床	600806	17.67	300	8.27	2.379
南方航空	600029	11.97	1055	5.07	2.629
中国国航	601111	14.04	753	5.79	2.700
S 上石化	600688	7.67	338	3.05	2.800
大唐发电	601991	13.76	991	5.2	2.947

新华制药	756	6.11	719	2.12	3.209
北辰实业	601588	10.1	588	3.35	3.357
经纬纺机	666	7.03	350	2.22	3.526
东方航空	600115	10.27	670	3.23	3.541
北人股份	600860	7.09	187	1.9	4.155
S仪化	600871	5.84	1033	1.55	4.196
东北电气	585	4.3	42	1.08	4.434
创业环保	600874	12.47	1065	3.09	4.494
南京熊猫	600775	8.84	553	2.18	4.516
*ST洛玻	600876	4.43	1108	0.87	5.670

资料来源：WIND资讯、渤海证券研究所（注释：汇率因素已计算在内）

表3：“跌破增发”与“跌破首发”股票统计

证券代码	证券简称	增发方式	发行价格	发行日期	上市日期	2008.04.30 收盘价	破发幅度
000829.SZ	天音控股	定向	29.90	20070809	20080814	14.66	-50.99%
002021.SZ	中捷股份	网上网下定价	16.03	20071012	20071029	8.94	-44.23%
600320.SH	振华港机	网上网下定价	29.08	20071015	20080123	16.68	-42.64%
000807.SZ	云铝股份	网上网下定价	24.22	20080114	20080307	14.09	-41.82%
000043.SZ	中航地产	定向	24.00	20070919	20080925	14.03	-41.54%
002097.SZ	山河智能	网上网下定价	54.62	20080109	20080121	32.52	-40.46%
600456.SH	宝钛股份	网上网下定价	64.06	20080107	20080222	39.00	-39.12%
600370.SH	三房巷	网上网下定价	10.00	20070601	20070716	6.32	-36.80%
600512.SH	腾达建设	网上网下定价	9.56	20080114	20080125	6.38	-33.26%
600143.SH	金发科技	网上网下定价	36.98	20070723	20070903	24.72	-33.15%
600337.SH	美克股份	定向	21.50	20071024	20081024	15.05	-29.99%
000667.SZ	名流置业	网上网下定价	15.23	20080117	20080128	10.78	-29.22%
001696.SZ	宗申动力	定向	19.00	20071015	20081015	13.60	-28.42%
600481.SH	双良股份	网上网下定价	14.27	20080108	20090121	10.28	-27.96%
000402.SZ	金融街	网上网下定价	27.61	20080111	20080226	19.90	-27.92%
000616.SZ	亿城股份	网上网下定价	20.29	20071109	20071224	14.69	-27.59%
600410.SH	华胜天成	定向	20.71	20070911	20080915	15.00	-27.57%
600527.SH	江南高纤	网上网下定价	15.79	20070525	20080609	11.48	-27.30%
600489.SH	中金黄金	定向	78.00	20080228	20090302	59.58	-23.62%
600208.SH	新湖中宝	定向	16.06	20070903	20080904	12.32	-23.26%
600082.SH	海泰发展	定向	16.00	20070926	20080926	12.34	-22.88%
000002.SZ	万科A	网上网下定价	31.53	20070824	-	24.37	-22.71%
000903.SZ	云内动力	网上网下定价	16.03	20071224	20080110	12.41	-22.60%
600240.SH	华业地产	定向	13.00	20071127	20081128	10.12	-22.15%
002056.SZ	横店东磁	网上网下定价	36.14	20071012	20071029	28.28	-21.75%
002014.SZ	永新股份	网上网下定价	17.58	20070717	20080728	13.78	-21.60%
600482.SH	风帆股份	定向	36.00	20071017	20081017	28.44	-20.99%
002067.SZ	景兴纸业	网上网下定价	13.09	20071101	20101115	10.47	-20.02%
600330.SH	天通股份	网上网下定价	9.51	20071220	20080103	7.65	-19.56%
600832.SH	东方明珠	网上网下定价	16.59	20071220	20080204	13.41	-19.17%

600125.SH	铁龙物流	网上网下定价	11.67	20071224	20080219	9.44	-19.11%
600881.SH	亚泰集团	定向	18.00	20071115	20081117	14.67	-18.50%
600795.SH	国电电力	网上网下定价	17.52	20071012	20071126	14.48	-17.35%
600048.SH	保利地产	网上网下定价	55.48	20070801	20070910	45.97	-17.14%
002082.SZ	栋梁新材	网上网下定价	16.06	20080306	20080321	13.42	-16.44%
600110.SH	中科英华	定向	17.21	20080204	20110204	14.41	-16.27%
000966.SZ	长源电力	定向	6.30	20071022	20081022	5.35	-15.08%
600888.SH	新疆众和	定向	19.50	20080128	20090129	16.59	-14.92%
600352.SH	浙江龙盛	网上网下定价	16.80	20071031	20071114	14.39	-14.35%
600246.SH	万通地产	定向	30.00	20070919	20080919	25.87	-13.76%
600736.SH	苏州高新	定向	16.10	20071023	20081023	14.09	-12.48%
000584.SZ	舒卡股份	定向	13.30	20080214	20090225	11.70	-12.03%
000980.SZ	金马股份	定向	7.00	20071030	20081030	6.17	-11.86%
600299.SH	蓝星新材	定向	39.06	20070830	20080901	34.51	-11.65%
600432.SH	吉恩镍业	定向	88.00	20071030	20081030	77.98	-11.39%
600879.SH	火箭股份	定向	22.00	20070608	20080609	19.62	-10.84%
000768.SZ	西飞国际	定向	25.18	20080218	20090225	22.80	-9.45%
002083.SZ	孚日股份	网上网下定价	12.86	20071220	20080107	11.66	-9.33%
002003.SZ	伟星股份	网上网下定价	26.85	20080102	20080116	24.62	-8.31%
600569.SH	安阳钢铁	定向	8.35	20080328	20110328	7.70	-7.78%
002092.SZ	中泰化学	网上网下定价	30.90	20071220	20080107	29.04	-6.02%
600801.SH	华新水泥	定向	26.95	20080204	20110204	25.52	-5.31%
002013.SZ	中航精机	定向	15.00	20070724	20080728	14.67	-2.17%
600360.SH	华微电子	定向	16.50	20080107	20090107	16.36	-0.85%
证券代码	证券简称	首发方式	首发价格	上市日期		2008.04.30 收盘价	破发幅度
601601.SH	中国太保	网上网下定价	30.00	20071225		29.27	-2.43%

资料来源：WIND资讯、渤海证券研究所

4. 资产注入预期下滨海新区上市公司投资机会分析

“资产注入”通常是上市公司的大股东把自己的资产出售给上市公司。资产的注入和进而可能的整体上市，将使得上市公司资产规模和业绩发生翻天覆地的变化，有可能让一个小企业变成一家大公司，成为市场上稀缺的优质筹码，给投资者带来长期的可持续的回报。我们长期关注天津上市公司中存在资产注入预期的重点公司，如百利电气、中环股份、创业环保等，特别是对于天津经济发展龙头的滨海新区上市公司持续进行跟踪关注，如重点公司天津港、*ST天保（停牌中）等。

4.1 天津港

4.1.1 基本实现集团整体上市

1997年以来，公司不断通过现金收购、配股、定向增发等方式收购集团资产，目前集团的装卸业务已全部进入公司，基本上实现了集团整体上市。

表 4:公司不断收购集团资产

时间	标的资产
1997年	天津港货运公司 90% 股权 天津港第六港埠公司
1998年	天津港第五港埠公司
2001年	东方海陆集装箱码头有限公司 51% 股权
2003年	天保国际物流 20% 股权
2005年	天津港煤码头有限公司 41% 股权 煤码头 72.39% 股权
2006年	远航矿石码头 51% 股权 远航码头仓储有限公司 49% 股权
2008年	天津港第四港埠公 100% 股权；天津港石油化工码头 100% 股权；神华天津煤炭码头 45% 股权；天津港滚装码头公司 60% 股权；天津新港赛挪码头公司 55% 股权；天津港客运总公司 100% 股权；天津港轮驳公司 100% 股权；中国外轮理货总公司天津分公司 100% 股权；天津港集装箱货运公司 90.54% 股权；天津港物资供应公司 79.7% 股权；中国天津外轮代理公司 60% 股权；天津中联理货有限公司 50% 股权；天津港货运公司 10% 股权；天津港集团拥有的其它码头资产和配套设施及与码头运营相关的资产

资料来源：公司公告

4.1.2 未来仍然值得期待

天津港集团的目标是成为控股型公司，旗下经营性资产都将陆续进入上

市公司。未来的资产注入主要集中在以下几方面：码头项目、港口服务类资产以及港口地产业。其中港口地产业的注入是最大的亮点。

码头项目

集团未来新建、开发和运营码头项目时，公司拥有优先投资权。目前集团在建及规划泊位除明确表示将要注入的 30 万吨级原油码头外，还有北港池件杂货码头、北港池四期集装箱码头、南疆专业矿石码头、南疆 LNG 码头和二号 30 万吨级原油码头。

从天津港未来的发展规划看，远期还将有吞吐能力约 900 万 TEU 的集装箱泊位，此外临港工业区还将为天津港新增 37 公里生产岸线，吞吐能力为 2.5—3.2 亿吨。

表 5：天津港区在建及近期将开发码头

	建设主体	投产时间	吞吐能力	投资额 (亿元)	泊位数	岸线 (米)	最大通过能力
欧亚国际	天津港发展	2009	170 万 TEU	36	3 个	1100	10 万吨级
北港池滚装码头	天津港股份	2008	50 万辆	7.56	2 个	500	7.5 万吨级
神华煤码头二期	神华煤码头	2011	4500 万吨	41	3 个	900	10 万吨级
30 万吨级原油码头	天津港集团	2008	2000 万吨	13.79	1 个	468	30 万吨级
北港池四期	天津港集团	2011	260 万 TEU	35	3 个	1400	10 万吨级
南疆专业矿石码头	天津港集团	2011	2000 万吨	20	1 个	400	20 万吨级
南疆 LNG 码头	天津港集团	2010	300 万吨	5	1 个	-	10 万吨级
北港池件杂货码头	天津港集团	2009	-	-	4 个	1075	10 万吨级
2 号 30 万吨级原油码头	天津港集团	2012	1800 万吨	8	1 个	-	30 万吨级

资料来源：渤海证券研究所

表 6：公司类似码头盈利情况

码头名称	投产时间	岸线长度	泊位数量	吞吐能力	吞吐量	经营收入 (万元)	净利润 (万元)
五洲国际	2004	1136 米	4 个	120 万 TEU	198 万 TEU	--	6157
石化码头	1992	1228 米	4 个		1800 万吨	22167	12288
滚装码头	2005	472 米	2 个	10 万辆	14.6 万辆	6003	2755

资料来源：公司公告

港口服务类资产

港口服务类资产主要包括综合服务、物流公司等，目前集团剩余港口服务类资产规模约 60 亿，是公司 07 年总资产的 52%，未来将适时注入。

表 7：定向增发完成后剩余资产财务状况

单位：万元

资产类别	2006 年度			2007 年 1-6 月份		
	总资产	净资产	净利润	总资产	净资产	净利润

港口基础设施建设和开发	382938	174841	389	432381	175068	127
港口辅助业务	557153	98367	-737	583392	97705	-446
金融类资产	181241	50656	851	225658	52747	2387
非经营性资产	252319	41343	-291	251874	41002	-203
合计	1373651	365207	212	1493305	366522	1865

资料来源：公司公告

目前这部分资产盈利能力较差，但在经营上处于垄断地位，未来盈利能力有一定的提升空间，集装箱物流中心和散货物流中心土地重估价值较大。

表 8: 主要物流公司概况

	成立时间	持股比例	主营	占地面积	已完工	在建
天津港国际物流发展有限公司	2003	60%	北疆集装箱物流中心建设和经营	7.03 平方公里	05 年完成起步区 2.58 平方公里的建设，核心建筑天津国际贸易与航运服务中心已建成，建筑面积 6 万平方米	2010 年完成整体建设。重点建设天津国际贸易与航运服务中心区、集装箱海铁换装中心和集装箱物流堆场工程
天津港散货物流有限责任公司	2000	52%	南疆散货物流中心建设和经营	26.8 平方公里	目前已开发 12 平方公里，包括分为商贸服务、储存加工、铁路装卸、公共服务等四个功能区	2010 年完成 10 平方公里南扩区工程，建设大型石油化工仓储区。远期预留 4.8 平方公里

资料来源：公司网站

港口地产业务

港口地产业务利润丰厚

天津港集团港口地产业务的盈利模式是对土地进行一级开发后进行出让，出让收入的 96% 以营业收入的形式进入集团，目前集团港口地产业务利润已远超过港口装卸业务。

表 9: 天津港集团近期土地交易情况

时间	土地位置	交易对方	土地面积 (万平方米)	转让价格 (万元)	单价 元/平
2006	北疆港区东突堤两宗土地	天津港股份	3.47	5537	1595
2006	天津港区塘沽区新港 13 米之 TCT 和二港埠公司占 土、泊位及铁路	天津港发展	136.50	89400	655
	其中：第 27-29 号泊位折旧重置成本		63.34	33000	521
	第 27-29 号泊位上盖物业折旧重置成本		6.34	12430	1961
	第 7-9 号泊位折旧重置成本		73.16	5500	75
	第 7-9 号泊位上盖物流折旧重置成本		12.52	13700	1094
2007	东疆保税港区物流地产一块	天津港发展	71.00	70000	986

2007	东疆保税区首期封关物流加工区南部	天津港股份	30	23000	767
2008	定向增发置入, 位置不详细	天津港股份	106.28	69191	651
	天津港区新港4号路以北之集装箱堆场		8.94	6050	677

资料来源: 公司公告, 天津港发展公告, 渤海证券研究所

港区面积进入快速扩张期

到2010年, 港区面积将由目前的47平方公里扩张到100平方公里, 之后还将启动120平方公里临港工业区的建设。

▶ 东疆港区土地价值保守估计在240~340亿元

港区规划2010年成陆30平方公里, 包括码头作业区、物流加工区和综合配套服务区各10平方公里。其中北港池三期集装箱泊位(占地260万平方米)和30万平方米物流加工区土地已注入公司, 另有71万平方米物流加工区土地已注入天津港发展。

表 10: 东疆港区土地价值估计

	土地面积(万平方米)	单价(元)	土地价值(亿元)
码头作业区	740	800	59.2
物流加工区	899	900	80.9
配套服务区	1000	1000-2000	100~200
合计	2659	-	240~340

资料来源: 渤海证券研究所

▶ 南疆东部港区规划2010年后增加13平方公里, 主要用于码头和石油化工仓储。

▶ 临港工业港区规划2015年成陆120平方公里, 重点发展大型装备制造等港口依存类产业。港区共分四大功能区: 港口功能区(30平方公里)、临港产业集聚区(40余平方公里)、物流功能区(20平方公里)和生态环境区(即生产、生活配套服务区, 30平方公里)。

港口地产业可能的注入路径

- ▶ 收购集团集装箱物流中心和散货物流中心, 区内土地转让时可直接享受土地出让收益;
- ▶ 收购码头、物流等资产, 以较低成本获得土地, 提高项目的盈利能力;
- ▶ 收购集团开发公司, 介入土地深度开发。

4.1.3 公司现有业务快速增长

主要货种

- ▶ 集装箱 未来的增长点在北港池三期,该码头目前是东疆保税港内唯一的集装箱码头,受益于东疆保税港的优惠政策,未来将保持快速增长。
- ▶ 原油 定向增发注入的石化码头盈利能力较强,2006年吞吐量为1800万吨,净利润率达55.4%。
- ▶ 滚装汽车 定向增发注入的滚装汽车码头,2006年完成汽车运量14.6万辆,净利润率达45.89%。公司持股51%的环球滚装码头预计今年9月份投产,设计能力50万辆,预计达产后可为公司贡献近5000万的净利润。
- ▶ 煤炭 煤炭增量主要来自定向增发收购的神华煤码头,码头设计吞吐能力3500万吨,2007年前5个月实现吞吐量756.55万吨。

费率存在上调空间

天津港提价后的费率水平在国内仍处于较低水平,且随着天津港港口服务水平的提升、港口吞吐能力的提升以及合资码头的增多,公司定价水平将提高,未来装卸费率上涨空间较大。

5. 股票池

表 11: 股票池

行业	公司	07年EPS	08年一季度EPS	08年4月29日PE		
				静态	动态	
金融	招商银行	1.04	0.43	32.19	19.47	
	深发展	1.27	0.44	22.01	15.88	
	中信证券	4.01	0.76	9.19	12.12	
房地产	万科A	0.73	0.105	31.81	55.29	
	保利地产	1.3	0.11	16.69	49.32	
机械	天马股份	2.02	0.71	56.44	40.14	
	昆明机床	0.57	0.14	31.00	31.55	
化工	烟台万华	0.89	0.23	27.75	26.85	
	沧州大化	0.3041	0.2288	72.05	23.94	
消费	酒类	水井坊	0.41	0.2	70.93	36.35
		莫高股份	0.2065	0.0523	77.77	76.77
	商业	合肥百货	0.2714	0.0698	31.02	30.16
	通讯	中兴通讯	1.3	0.063	43.87	226.31
通货膨胀	煤炭	西山煤电	0.868	0.39	58.26	32.42
		金牛能源	0.7248	0.3821	60.71	28.79
		中国神华	1.066	0.326	44.18	36.12
	钢铁	宝钢股份	0.73	0.24	18.07	13.74
		西宁特钢	0.4179	0.136	32.38	24.87
		包钢稀土	0.7634	0.326	49.23	28.82
资产注入	天津港	0.41	0.09	48.98	55.78	
奥运	北京旅游	0.0812	-0.07	264.78	-	
	西单商场	0.0413	0.0266	442.13	171.62	
	中体产业	0.2057	0.2116	128.54	31.24	
滨海新区	津滨发展	0.0643	0.018	190.05	169.72	
	滨海能源	0.015	0.028	958.67	128.39	
AH低差价	中国铁建	0.39	0.079	30.51	37.66	
	中国中铁	0.24	0.02	31.79	95.38	

附表 1:

表 12: 5 月份限售股解禁数量与市值统计

	股票代码	股票简称	可流通时间	解禁股份(万股)	4月28日收盘价	解禁市值(亿元)
1	601328.SH	交通银行	2008-05-15	1324314	10.4	1377.29
2	600000.SH	浦发银行	2008-05-12	31729	29.23	92.74
3	600519.SH	贵州茅台	2008-05-25	4719	176.6	83.34
4	601898.SH	中煤能源	2008-05-05	34320	19.09	65.52
5	000012.SZ	南玻 A	2008-05-24	15368	18.5	28.43
6	000039.SZ	中集集团	2008-05-24	13312	17.37	23.12
7	000729.SZ	燕京啤酒	2008-05-16	11000	19.4	21.34
8	000683.SZ	远兴能源	2008-05-22	14001	14.51	20.32
9	600089.SH	特变电工	2008-05-08	9033	22.41	20.24
10	000401.SZ	冀东水泥	2008-05-24	9817	16.5	16.20
11	600410.SH	华胜天成	2008-05-19	10453	14.2	14.84
12	000835.SZ	四川圣达	2008-05-19	4172	24.29	10.13
13	600339.SH	天利高新	2008-05-22	8970	9.96	8.93
14	000625.SZ	长安汽车	2008-05-11	9725	9.05	8.80
15	000540.SZ	中天城投	2008-05-09	9226	8.77	8.09
16	600623.SH	双钱股份	2008-05-22	8895	8.98	7.99
17	600638.SH	新黄浦	2008-05-11	5612	14.16	7.95
18	000910.SZ	大亚科技	2008-05-15	7920	10.01	7.93
19	000768.SZ	西飞国际	2008-05-09	3132	21.25	6.66
20	002134.SZ	天津普林	2008-05-16	4425	12.04	5.33
21	000911.SZ	南宁糖业	2008-05-17	2626	19.87	5.22
22	000301.SZ	丝绸股份	2008-05-24	6091	7.59	4.62
23	600888.SH	新疆众和	2008-05-24	2981	15.48	4.61
24	600359.SH	新农开发	2008-05-24	3210	14.03	4.50
25	600858.SH	银座股份	2008-05-18	1213	36.05	4.37
26	600312.SH	平高电气	2008-05-22	3652	11.88	4.34
27	600809.SH	山西汾酒	2008-05-09	2165	17.83	3.86
28	600343.SH	航天动力	2008-05-16	2887	12.69	3.66
29	600536.SH	中国软件	2008-05-15	2583	13.99	3.61
30	000989.SZ	九芝堂	2008-05-22	2618	13.36	3.50
31	600051.SH	宁波联合	2008-05-16	3800	8.95	3.40
32	600161.SH	天坛生物	2008-05-23	1628	20.55	3.34
33	600740.SH	山西焦化	2008-05-10	2029	15.73	3.19
34	600858.SH	银座股份	2008-05-05	865	36.05	3.12
35	000777.SZ	中核科技	2008-05-16	1680	17.61	2.96
36	600522.SH	中天科技	2008-05-24	2708	10.57	2.86
37	600987.SH	航民股份	2008-05-25	3258	8.71	2.84
38	600509.SH	天富热电	2008-05-09	1268	21.01	2.66
39	600499.SH	科达机电	2008-05-10	1493	17.23	2.57
40	600388.SH	龙净环保	2008-05-15	1387	18.47	2.56
41	600665.SH	天地源	2008-05-11	3601	6.19	2.23
42	600587.SH	新华医疗	2008-05-19	1756	12.56	2.21
43	600271.SH	航天信息	2008-05-16	384	57.43	2.20
44	600796.SH	钱江生化	2008-05-11	2740	7.77	2.13
45	600249.SH	两面针	2008-05-10	697	29.37	2.05

46	002211.SZ	宏达新材	2008-05-05	1220	16.2	1.98
47	600750.SH	江中药业	2008-05-17	1479	12.99	1.92
48	600777.SH	新潮实业	2008-05-17	3367	5.67	1.91
49	600691.SH	*ST东碳	2008-05-25	2770	6.87	1.90
50	000582.SZ	北海港	2008-05-22	1579	10.07	1.59
51	002215.SZ	诺普信	2008-05-19	600	25.9	1.55
52	002216.SZ	三全食品	2008-05-20	470	31.9	1.50
53	600710.SH	常林股份	2008-05-09	1650	8.68	1.43
54	600756.SH	浪潮软件	2008-05-24	1858	7.39	1.37
55	002212.SZ	南洋股份	2008-05-05	760	18	1.37
56	600163.SH	福建南纸	2008-05-15	1530	8.68	1.33
57	000978.SZ	桂林旅游	2008-05-19	708	16.37	1.16
58	002217.SZ	联合化工	2008-05-20	620	18.45	1.14
59	600976.SH	武汉健民	2008-05-08	1408	7.1	1.00
60	600624.SH	复旦复华	2008-05-17	690	14.08	0.97
61	600539.SH	狮头股份	2008-05-23	1596	5.98	0.95
62	002025.SZ	航天电器	2008-05-17	400	22.2	0.89
63	002214.SZ	大立科技	2008-05-19	500	14.56	0.73
64	600967.SH	北方创业	2008-05-11	669	10.67	0.71
65	600068.SH	葛洲坝	2008-05-17	742	9	0.67
66	002213.SZ	特尔佳	2008-05-05	520	10.84	0.56
67	600560.SH	金自天正	2008-05-12	497	11.3	0.56
68	600436.SH	片仔癀	2008-05-22	188	28.36	0.53
69	600070.SH	浙江富润	2008-05-17	703	6.57	0.46
70	600389.SH	江山股份	2008-05-25	162	24.58	0.40
71	600753.SH	东方银星	2008-05-22	640	6.15	0.39
72	000690.SZ	宝新能源	2008-05-14	257	11.78	0.30
73	600706.SH	*ST长信	2008-05-11	437	5.95	0.26
74	000585.SZ	东北电气	2008-05-16	530	4.2	0.22
75	000021.SZ	长城开发	2008-05-22	87	11.54	0.10

资料来源：WIND资讯、渤海证券研究所

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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做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做出任何形式的担保。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发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。