

## 晨会纪要

### 责任编辑:

丁文

☎: (8610) 6656 8797

✉: dingwen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020004

### 今日视点:

#### 银河证券策略最新观点

- 在纸币信用时代,通胀是一把双刃剑。适度的通胀有利于刺激经济的扩张;然而,过高的通胀则扰乱价格关系,伤害经济扩张,导致泡沫,直至崩溃。
- 据观察发现,当经济处于负利率的时候,也就是通胀水平高于利率水平的时候,股票市场没有好的表现;当经济改变负利率状态,进入正利率状态的时候,股票市场则迎来转机。
- 根据我们对中国过去几次实际利率转正的股市表现的考察,可以得出结论:
  - 1、当前,由于物价因素存在诸多干扰,特别是国际原油价格居高不下,国际农产品价格也出现异动,导致了CPI的不稳定预期。
  - 2、如果CPI在近期出现反复,也就是说实际利率在0附近徘徊。股市则难以强劲回升,指数盘整等待方向。
  - 3、如果CPI最终确定性下行,实际利率水平稳定在正值以上,股市则一定能够走出当前的低迷状态。
- 总之,我们预期CPI终将下行,股市在曲折之后也终将上行。
- 本周市场观点:短期角度看,市场获利回吐的压力比较明显,技术面也显示指数继续调整的概率较大。从行业配置的角度,前期涨幅较大的强周期类行业存在调整的需要,且从基本面的角度看,周期类行业盈利的实际情况与历史相比确实不容乐观。相比之下,消费类行业在此轮反弹中涨幅相对靠后,且财报季内,其相对较为确定的业绩情况也好于周期类板块。因此短期配置应予以调整,更多配置业绩确定,涨幅靠后的行业,如食品饮料、纺织服装等。同时,仍推荐继续关注价格改革前景较为乐观的石油石化、电力等行业。

### 国际市场

2012.3.26

道琼斯	13241.63	+1.23%
NASDAQ	3122.57	+1.78%
FTSE100	5902.70	+0.82%
香港恒生	20668.86	-1.11%
香港国企	10591.52	-0.62%
日经指数	10018.24	+0.07%

### 国内市场

2012.3.26

上证综指	2350.60	+0.05%
深证成指	9946.14	+0.62%
沪深300	2555.44	+0.10%
上证国债	132.38	+0.04%
上证基金	3818.18	-0.17%
深圳基金	4514.22	-0.20%

### 期货、货币市场

2012.3.26

NYMEX 原油	107.0	+0.22%
COMEX 黄金	1685.6	+1.02%
LME 铜	8380	+0.00%
LME 铝	2174	-0.05%
BDI 指数		
美元/人民币	6.2858	-0.05%

## 一、市场聚焦

### 从通胀趋势与实际利率看股市方向

俗话说，通胀无牛市。

在纸币信用时代，通胀是一把双刃剑。适度的通胀有利于刺激经济的扩张；然而，过高的通胀则扰乱价格关系，伤害经济扩张，导致泡沫，直至崩溃。

可见，这里的通胀无牛市，指的是过度的通胀下股市不好。

如何衡量通胀的度呢？

经验观察发现，当经济处于负利率的时候，也就是通胀水平高于利率水平的时候，股票市场没有好的表现；当经济改变负利率状态，进入正利率状态的时候，股票市场则迎来转机。

我们来考察一下中国过去几次实际利率转正的股市表现：

第一次：1995年12月

1995年12月实际利率由负转正，实际正利率持续8个月至1996年7月，8月转负，9月再次由负转正，持续至2003年10月。

实际利率在1995到1996年有明显的上升趋势，并导致了与上证综指的趋势较大的偏离。1995年12月是实际利率由负转正，次月股市见底。

第二次：2005年1月

2005年1月实际利率由负转正，并在2005年4月二次转正，持续至2006年11月。

2005年1月实际利率转正后，股市小反弹，在2005年4月实际利率二次转正后，次月股市见底。

第三次：2008年11月

2008年11月实际利率由负转正，持续至2010年1月。

股市提前实际利率转正一个月见底。

第四次：2012年2月

**结论：**

当前，由于物价因素存在诸多干扰，特别是国际原油价格居高不下，国际农产品价格也出现异动，导致了CPI的不稳定预期。

如果CPI在近期出现反复，也就是说实际利率在0附近徘徊。股市则难以强劲回升，指数盘整等待方向。

如果CPI最终确定性下行，实际利率水平稳定在正值以上，股市则一定能够走出当前的低迷状态。我们预期CPI终将下行，股市在曲折之后也终将上行。

(分析师：孙建波)

## 二、 要闻点评及行业观点

### 先行指标再次回落—国内宏观经济周报第 17 期

#### 核心观点:

1、上周二、周四央行分别进行了 500 亿元 28 天和 200 亿元 91 天正回购，抵消掉市场 510 亿元的到期资金，净回笼 190 亿元人民币。临近月底季末，央行净回笼量有所减少。与此同时，同时各期限 SHIBOR 利率小幅上扬。考虑到本周公开市场有 1090 亿元的到期资金注入，预计流动性也不会特别吃紧。估计央行还是会用短期操作来平滑资金面的季节性波动，启动央票的概率依旧较小。

2、上周五，人民币对美元汇率中间价报 6.2891，较前一交易日大幅上扬 113 个基点，为汇改以来人民币对美元中间价首次突破 6.29，创汇改以来新高。而香港离岸的人民币并未马上跟随。同时，今年以来人民币对美元汇率中间价的累计涨幅只有 0.19%，较 2011 年同期 0.72% 的升值速度显著放缓。人民币中间价的政策导向性较强，本周中美领导人将在首尔的核安全峰会上进行的会晤，人民币强劲升值可能只是“访问效应”，难以持续；另一方面，也是人民币汇率弹性增强的信号。去年四季度以来，人民币双向波动幅度加大，但整体升值步伐放缓，相信这将是今后一段时间人民币汇率走势的主要特征。

3、上周四发布的 3 月汇丰中国制造业 PMI 初值从 2 月的 49.6 下降至 48.1，创近 4 个月以来新低。产出、新订单、积压订单指数等均位于荣枯线 50 的下方，就业指数更是从 2 月份的 51.1 降至 48.6，为 2009 年 3 月以来的最低。一直以来，我们都在强调经济将继续探底，以经济增速为代价打掉通胀预期的主动式调控思路在经济增速降到 8% 以下之前不会改变。预计二季度经济将继续下滑，三季度企稳，四季度略有回升，全年增速 8.4% 左右。

4、国际油价大幅上涨，国内成品油价格遭遇年内第二次上调。从 3 月 20 日零时起国内汽、柴油价格上调 600 元/吨，调价后国内油价步入“8 元”时代，物流运输的成本被迫抬高。预计油价一两年内难以大幅下调。与此同时，水、电、煤气等要素价格又将面临理顺，故今年总体的通胀水平仍会在高位，预计全年 CPI 增速 4% 左右。

5、上周商务部价格指数显示物价水平走势继续，蔬菜和水产品价格上涨，肉类和鸡蛋价格仍然下跌。截至上周，本月食品价格拉动食品 CPI 上涨 0.6 个百分点，即拉动 CPI 上涨 0.18 个百分点。

(分析师: 潘向东)

### 俄罗斯: 出现资本流出—新兴经济体周报第 44 期

#### 核心观点:

1、泰国央行于周三(3 月 21 日)决定维持政策利率在 3.0% 不变，符合我们预期。当前泰国的经济复苏正在获得新的动力。最新的指标显示出经济的所有关键领域已经获得改进，制造业生产有望在今年第三季度恢复到正常水平。随着收入，就业和私营部门信心的改善，以及在泰国政府经济

刺激措施和宽松货币条件的支撑下，国内需求继续成为经济的主要推动力。同时，在制造业生产恢复和全球经济更加趋稳的条件下，泰国的出口将会逐渐回暖。

2、虽然来自全球石油价格的上升和提高最低工资标准所引发的通胀上行风险依然存在，但短期内泰国的通胀压力将保持稳定。私人需求的回升和政府开支可能对通胀施加额外的上升压力，尤其是在今年下半年泰国经济增速有望逐渐接近其潜在水平。泰国央行预计今年泰国的整体通胀率将达到 3.4%，核心通胀率为 2.4%，同时 GDP 增长率由此前的 4.9%上调为 5.7%。

3、俄罗斯在今年 1, 2 月份资本流出已经达到了约 200 多亿美元。2011 年全年该国资本净流出 842 亿美元，创下 1994 年以来的历史第二高位。持续出现资本外逃的现象主要有三方面原因：一是发达经济体由于内部出现流动性短缺，大量资本有从发展中国家和新兴经济体撤出并回流发达经济体的需要。二是对于普京重返克里姆林宫后的经济政策走向，一部分市场投资者的观望态度和情绪有所增加。在经济领域，普京强调发展创新经济，主张减少国有经济成份，侧重以市场方式调控经济。他提议要减少国有大型企业、银行及资源垄断公司对其他行业企业的参股。三是征收奢侈品税是俄罗斯近 20 年来一直在探讨的问题。而近期该计划将可能付诸实施，从而也在一定程度上加剧了该国的资本外逃。

4、今年前两个月俄罗斯经济同比增长 4.3%。其中，2 月份经济增速加快主要得益于固定资产投资和工业生产增加。此外，2 月该国外贸顺差达到 197 亿美元。在其对外贸易结构中，能源产品的出口一直占据主导地位。俄经济发展部的预计今年全年该国的经济增幅将达到 3.7%，通胀目标维持在 5%至 6%之间。

(分析师: 潘向东)

## 美国：就业改善，就业回暖—发达经济体周报第 44 期

### 核心观点:

1、美国 3 月 NAHB 房价指数为 28, 维持在 2007 年 6 月以来的高位。2 月新屋开工月率下降 1.1%，但营建许可上升 5.1%，创 3 年来新高。2 月成屋销售月率下滑 0.9%为 459 万套，但仍是 5 年来的最好同月表现；成屋中间价 15.66 万美元，同比上升 0.3%；库存销售比为 6.4 个月，略高于约 6 个月的健康水平。虽然新屋销售下降了 1.6%至 31.3 万套，但同比增长了 11.4%，当月新屋房价中值为 23.37 万美元，同比上涨 6.2%。总体看，房地产市场前景乐观。

2、美国 3 月 17 日当周初请失业金人数再次下降 5000 人至 34.8 万人，是 08 年 2 月来的最低水平。3 月 10 日当周连续请失业金人数下降 0.9 万人至 335.2 万，也创下 2008 年 8 月以来最低水平。美国企业由于盈利大幅上升，解聘员工减少，而由于销售前景趋好扩大职工规模。就业的增长将刺激消费者扩大开支的意愿，这会拉动美国整体经济回归到消费驱动的正常增长模式。2 月谘商会领先指标月率上升 0.7%，连续 5 个月上升。

3、欧元区 3 月制造业 PMI 初值为 47.7，不及预期的 49.5，且低于 2 月的 49.0，这表明欧元区 3 月经济活动恶化；德国 3 月制造业 PMI 初值为 48.1，法国 3 月 PMI 初值为 47.6，都是 4 个月新低。加上 1 月工业订单月率下降 2.3%，预示着欧元区经济短期内艰难。欧元区 3 月消费者信心

连续第3个月上升，但失业率不断攀升以及政府削减支出意味着消费很难拉动整体经济。欧元区1月建筑业产出连续第二个月走低，加剧了市场对于欧元区经济的担忧。欧元区1月季调后经常帐盈余45亿欧元，创2007年3月以来新高，但当月直接投资与投资组合大量流出。总体看，欧元区经济风险加大。

4、日本2月实现贸易顺差329亿日元，扭转了此前连续4个月逆差的局面，主要是对美出口大幅增加11%拉动。路透短观制造业景气判断指数上升13点至+2，创2009年6月以来最大月度涨幅，但1月所有产业活动指数月率下滑1%至95.9。总体看，受到美国经济好转的拉动，日本经济有所复苏。

(分析师：潘向东、周世一)

### 三、报告精选

#### 有色金属业：耐心布局二季度关键一战，策略上先右侧后左侧是关键

##### 核心观点：

##### 1、近期基本金属基本面持续疲弱

近期国内基本金属基本面持续疲弱。2月末有独立第三方研究机构的调查显示：铜杆企业的开工率较低，这与我们之前对贸易商电话沟通结果较为吻合

受国内市场持续低迷影响，上海——伦敦铜套利窗口（收盘价）近期持续关闭，但部份TradingHouse金属交易员表示2月份盘中仍出现过套利窗口打开的现象。

去年11月份以来，中国铜进口持续处于高位，继11月份铜进口高于市场平均预期后，12月铜进口创出历史新高，1月、2月均呈现超市场预期情况。我们维持对铜进口持续高于预期的三大解释角度：“一是前期市场下跌时贸易商逢低购买行为存在（主要体现在12月以前的进口数据）；二是套利型贸易存在；三是信用证融资行为。”贸易商称精炼铜1月进口超过80%，显著高于去年70%的水平，这是信用证融资行为增加的证据。

从历史经验看，我们认为中国铜进口持续超过4-7个月维持高位的可能性不大，从现在起愈向后，铜进口数据出现持续低于预期的可能性就愈大。因此，我们认为未来市场对进口的预期将逐渐转向悲观，尤其在5月份以后。

在中国进口数据上升的同时，我们看到LME库存降低和SHFE库存的上升。市场的物流并非简单的如此流向，比如LME库存降低并不发生在可以运到上海的仓库，但我们依然看到了全球整体形成的库存转移态势。

##### 2、过去一段时间黄金基本面并不乐观

2月份，有关中国央行在国际市场购买黄金的传闻不绝于耳。我们认为除非在未来中国央行成立黄金和能源基金的传言兑现，否则此类消息对长期市场影响不大，主要是短期刺激效应。媒体称，

2012年1月香港流入中国大陆的黄金数量为32.948吨,较前一个月减少15%,上海—伦敦黄金价格基差持续低迷,这些都表明中国近期黄金需求并不旺盛,过去一段时间黄金基本面并不乐观。

### 3、稀土小金属受益于美日欧对华诉讼

前期我们在晨会纪要中指出,稀土、钨钼受益于美日欧对华诉讼,钨钼钛受益于《新材料“十二五”规划》。我们预计美日欧对华诉讼将加快中国对南方重稀土和钨钼行业的整合速度,行业内的跨省整合力度也将大大超出市场原先的预期,同时去年稀土价格下行受中间商库存抛售压力影响较大,一旦未来出口管制放松,中间库存有望迅速下降。

### 4、流动性预期是未来影响基本金属、黄金市场上涨的关键

我们认为流动性预期是影响未来基本金属、黄金市场上涨的关键因素。从1月初至1月25日,市场经历了对美联储QE预期从低到高的过程,推动了金属和黄金价格的持续走强。从2月起,受美国经济数据持续转好影响,市场对美联储宽松预期逐渐降低,但受欧债危机解决进程的影响,风险偏好不断反复,但由于风险偏好主导权益市场,宽松预期更作用于商品市场,因此市场不断波动,但全球看权益市场显著强于商品市场。我们认为未来流动性预期一旦改善,仍是推动市场上涨的关键因素。

站在当前的时点上,对未来美国经济数据的变化趋势,我们偏向谨慎而反复,这有利于市场抬升对宽松政策的预期,但不利于美国经济对风险偏好的支持力度。对欧洲而言,流动性仍集中于央行未充分释放,市场存在切实的流动性受风险偏好改善突然放大于市场导致市场一过性向上的风险。

### 5、基本面预期是未来决定基本金属市场下跌的关键

然而,流动性最终不能长久推动市场上行,只能使得市场远离基本面平衡点。在全球前所未有的“财政政策、货币政策双失效”的预期下,整个世界“再调整、再平衡”的概率进一步加大,回归基本面只是时间问题。我们倾向于在欧美政策作用于市场结束后,市场在乐观之中回归基本面。大概率是4月底美联储推出新一轮政策,次概率是6月份。新一轮政策的方式仍然是三个选择:“新一轮扭转操作,不扩大资产负债表购买住房抵押债券和新一轮量化宽松”。我们银河有色金属研究团队认为,后两者实施的可能性相对更大。

### 6、把握流动性和基本面预期的切换是重中之重

把握流动性和基本面预期对市场影响的切换将成为后市判断市场的重中之重。谁主导市场,将决定市场朝哪个方向前行,也就是说,决定市场前进方向的最重要因素是市场受什么因素主导。把握这一因素将成为重中之重。

#### 投资建议:

#### 1、耐心等待板块调整带来的布局调整机会

近期,金属价格仍将面临一定的基本面压力,在美国下一步政策预期下,基本金属价格将反复震荡。与金属价格和国外有色金属板块相比,国内基本金属、黄金子行业公司股价近期调整并不明显,我们预计A股有色金属行业近期仍将面临震荡风险,且板块调整压力可能大于市场预期。

放长至二季度,未来我们仍看好5月前的行情,因此在板块调整的过程中,建议充分调整后先布局基本金属,再布局黄金,在调整中持续关注南方省级中重稀土、钨类龙头公司。

## 2、策略上先右侧后左侧有意义

在 1 月份的上涨市场中，A 股有色金属类公司股价和金属价格保持了良好的同步性。然而，我们并不认为这一现象将在未来重演，原因有三：

一是在 2-3 月期间，金属价格持续弱于 A 股股价，从历史经验看，这种不均衡不可能持续太久；

二是目前金属价格在高位、基本面压力下尽管拒绝持续大幅下跌，仍是宽幅震荡走势，但后市一旦调整后向上，在高位也难以得到市场普遍认同，只有涨幅和时间超预期，权益市场才会大幅跟进；

三是目前的基本面和 1 月份有较大变化，1 月份市场是从极度悲观转向乐观，而目前市场对美国经济预计较为乐观，对中国经济环比改善也形成普遍预期，未来内外基本面超预期的空间均不大。

因此我们建议在未来的布局中，可以采取右侧策略，金属价格领先于权益市场是大概率事件，包括黄金子行业，基于我们《金价若是久长时，又岂在朝朝暮暮》报告中的判断，也可以采取类似策略。

但是一旦市场在二季度达到较高水平，例如铜价进入 9500 美元/吨——10500 美元/吨区间，建议考虑基于长期基本面的左侧策略，规避市场可能的风险。我们建议在第二季度关注以下公司：

建议在调整中持续关注以铅、锌、铜等基本金属为主业，公司管理能力优异，且涉及锂资源的西部矿业（601168，SH），出于行业相对收益角度，持续关注以铅锌为主业的中金岭南（000060，SZ）、宏达股份（600331，SH）；

建议在调整中继续关注在硬质合金、稀土材料、荧光粉、储氢材料中皆有发展的小金属产业龙头厦门钨业（600549，SH），在调整中持续保持对黄金子行业的关注，如山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）和紫金矿业（601899，SH）。

仍建议基于 3-5 年的长度，长期跟踪在汽车尾气净化催化材料产业化方面技术领先的贵研铂业（600459，SH），在铝土资源自给率方面有提升空间的云铝股份（000807，SZ）和中国铝业（601600，SH）。

（分析师：孙勇）

## 中创信测公告点评——董事长购第一大股东 1/3 股权，间接大幅增持

中创信测 3 月 26 日晚发布公告，董事长贾林购买第一大股东普旭天成资产管理公司 1/3 的股权，相当于间接增持中创信测 3.15% 的股权。

根据公告内容，2012 年 3 月 26 日上市公司接到公司股东北京普旭天成资产管理有限公司的通知，普旭天成原股东许鹏、邢建民于 2012 年 3 月 23 日分别与公司董事长贾林签署《转股协议》，约定许鹏向贾林转让其持有的部分普旭天成的出资 833.5 万元，邢建民向贾林转让其持有的部分普旭天成的出资 833 万元，三方拟于近日前往工商局办理工商变更登记。

截止目前，北京普旭天成资产管理有限公司持有公司股份 13,100,439 股，占公司总股本的 9.45%。

### 我们的分析与判断:

#### 1、董事长增加股权控制力的前奏，利好公司长期发展

当前，公司董事长贾林作为公司实际控制人，经过原第一大股东英诺维的清算后，贾林持有中创信测的股权比例仅智多维所持的 5.89%，位列第二大股东；通过此次获得普旭天成 1/3 的股权，董事长贾林再次间接成为公司第一大股东，有利于增加股权控制力和公司的长期发展。同时，我们有理由认为，当前仍较低的实际股权比例会推动董事长继续寻机增加对公司股权的实际控制比例。

#### 2、加快理顺公司股权，坚定内部发展信心，有利于公司把握“信令大数据”越来越近的发展机遇

2011 年回顾：由于 2G/3G 交替、程控交换/分组交换交替、铜退光进的数据采集方式交替，带来公司此前最大市场中国移动自 2010 年的市场格局洗牌延续到 2011 年，并对整个细分行业和中创信测的业绩带来较大冲击；这种市场格局的洗牌对公司短期业绩和市场占有率方面的负面影响，2011 年做了充分消化；在信令监测和移动数据分析及流量控制方面，仍占据主导厂家之一的市场和技术地位。

**2012 年展望：**我们预计 2012 年上半年行业整体仍将延续 2011 年的较困难局面，但中创信测通过销售机制的调整、加快在手项目验收进度可很大程度上解决这个问题；而在 2012 年下半年，预计网络测试和优化行业将迎来转折点，迎来二个方面的行业机遇：

1) 传统主营的信令监测系统和信令仪表业务受益于 2012 年三大运营商，尤其最大市场中国移动弥补 3G 网络维护和客户分析支撑系统薄弱、加大投入需求，预计会恢复较好的增长势头；

2) 基于无线网络实时、动态监控的长期发展需求明确化，推动中国移动“A+Abis 接口无线网络优化分析系统”建设整体上进入了一个实质阶段——根据中移动规划，2012 年 9 月底前完成十地市试点，年底前全国各省均开始小规模部署。全国未来如全面启动部署，仅硬件采集设备投入，按业内当前采集集成度宣传最高的采集方式，即在 20 亿元以上，业内相关公司均将受益。

此外，“信令大数据”基于对手机用户实时位置信息、客户通信业务行为的全方位分析优势，结合移动互联网，潜在应用空间巨大；随着网络 IP 后带来的网络全监测具备了工程设施上的可能性和采集设备成本下降带来的综合成本可承受，未来有望获得实质性的大发展。

因此，当前加快理顺公司股权问题，坚定公司内部发展信心，有利于公司把握“信令大数据”未来的发展机遇！

### 投资建议:

当前预判下半年行业拐点对公司 2012 年业绩的正面影响幅度仍较困难，需要基于上半年 1 季报、半年报及届时的订单情况和执行周期做逐步的修正。

因此，仅基于公司在手订单和在验项目规模，稳健预测公司 2011~2012 年的收入分别为 2.70 亿(-3.58%)、3.88 亿(+43.48%)，净利润分别为 2355.96 万(-39.28%)、5959.2 万(+152.9%)，EPS 分别为 0.17/0.43 元，当前股价对应 PE 分别为 64/25 倍，基于公司当前面临的转折阶段和下半年面临向上拐点的预判，可给予一定程度的估值溢价，维持“推荐”评级。



(分析师: 王家炜)

### 八一钢铁(600581): 2011年年报点评: 全年业绩低于预期, 未来看区域发展

公司发布 2011 年年度报告: 全年实现营业收入 279.51 亿元, 同比增长 18.11%; 实现净利润 4.82 亿元, 同比下降 3.63%; 实现基本每股收益 0.63 元, 去年同期为 0.65 元。

#### 我们的分析与判断:

#### 1、四季度大幅拖累全年业绩

从全年业绩来看, 营业收入实现较快增长, 净利润出现一定幅度下滑。考虑到前三季度公司业绩高增长, 我们认为净利润出现下滑主要是受四季度拖累的影响。

四季度公司营业收入环比减少 27.64%, 降幅较大。从历史表现来看, 四季度收入环比均有所下滑, 但报告期下滑幅度较大。根据我们对公司钢材产量的季度数据跟踪, 四季度公司钢材产量 164.18 万吨, 环比减少 5.15%, 远小于营业收入降幅。我们认为导致四季度营收大幅下降的原因, 除产量减少外, 还有可能是因为钢价下跌以及销量低于产量。

虽然公司向集团采购的铁水价格按成本加成, 间接享受集团资源优势, 但仍难以对冲四季度产品价格大幅下跌的影响, 四季度毛利率只有 6.92%, 同时考虑到费用率较高, 四季度净亏损 0.27 亿元, 对应 EPS 为 -0.093 元。

#### 2、受益螺纹钢高景气, 毛利大幅增长

报告期内, 公司全年累计产钢 671 万吨, 同比增长 0.03%; 产材 640 万吨, 同比增长 1.24%。高线实现毛利 5.03 亿元, 毛利率 10.59%, 毛利增长 4.61%; 螺纹钢实现毛利 13.01 亿元, 毛利率 15.02%, 毛利增长 33.38%; 热轧板实现毛利 4.88 亿元, 毛利率 5.54%, 毛利减少 24.94%。

受益螺纹钢高景气, 报告期内螺纹钢毛利实现大幅增长, 毛利占比达到 56.21%。从今年新疆固定资产投资情况来看, 建材需求仍将旺盛, 我们预计螺纹钢毛利短期内不会出现大幅波动, 长材对公司业绩将形成支撑作用。报告期, 热轧板毛利下滑幅度较大, 我们认为随着板材疆内销售比例增加, 其成本和折旧将显著降低, 毛利有很大提升空间。

公司在建的 150 吨转炉炼钢连铸项目预计 2012 年上半年投产, 将增加钢坯产能 150 万吨。2012 年, 公司计划产钢 780 万吨、产材 740 万吨、实现营业收入 310 亿元, 与 2011 年相比, 预计分别增长 16.24%、15.63%、10.91%

#### 3、短期内需求启动, 长期看区域发展和自身盈利能力

一季度寒冷期结束, 随着温度回升, 我们认为疆内基建开工率将季节性回暖, 需求将会逐步释放。新疆基础设施建设对钢材需求量较大, 且乌鲁木齐市及附近区域是建设主战场, 公司作为乌鲁木齐周围 500 公里以内唯一的大型钢厂, 将是最大受益者。

全年来看, 2012 年疆内投资仍将快速增长, 今年新疆将继续加大水利、交通、能源等方面的基础设施建设, 预计全社会固定资产投资可达 6000 亿元。公司得天独厚的地理位置将使其充分享

受产品溢价和销量保障，构成了公司业绩的最大利好因素。同时疆内其他新建钢铁项目大规模释放产量预计要到 2013 年，因此从供需两端看，今年公司业绩将继续受益于利好的供需环境。

同时，板材的市场空间也有向好动力，随着多家油气管道企业在新疆产能的投放，对热轧板材的需求将逐步提升，这不仅将带动公司销量、收入增长，同时热轧产线的单位折旧也将降低，对业绩构成双重利好。

除外部需求推动，公司内生因素也是亮点。公司目前铁水大量依靠集团直供，集团的铁前资产一旦注入，不仅可以消除关联交易，同时可以使公司生产成本降低、大幅提升吨钢毛利。即便不考虑铁前资产注入的可能，随着八一集团资源掌控的加强，集团铁水价格相对市价的稳定性也应逐步向好，这也在成本端构成利好。

综上，我们认为短期内区域供需关系稳定、盈利水平谨慎乐观，公司在 3 月 21 日出台的 4 月份板材价格政策中，部分品种已经开始上调价格，短期内利润空间将有所扩大。长期来看，公司将受益区域优势拉动带来的销量保障和产品溢价，核心竞争优势仍将延续。

### 投资建议：

公司是新疆唯一的钢铁上市公司，长期受益强劲区域需求、自身盈利能力，未来业绩向好。我们预测 2012-2014 年 EPS 为 0.74 元、0.85 元、0.90 元，维持谨慎推荐评级。

(分析师：胡浩)

### 天士力 (600535)：收入增速有所放缓，新品潜力较大

公司发布 2011 年年报：报告期内，公司实现营业收入总额 65.7 亿元，同比增加 41.23%；归属于上市公司股东的净利润 6.1 亿元，同比增加 35.64%，“扣非”后同比增长 21.08%。基本每股收益 1.18 元，略低于我们预期。

### 我们的分析与判断：

#### 1、4 季度收入增速有所放缓，工业毛利率基本稳定，商业毛利率下滑

对公司收入按季度进行拆分，公司 2012 年 4 季度收入环比增长 2.3%，较去年同期增速下滑 3.2 个百分点，较 3 季度环比增速下滑 6.8 个百分点。去年 4 季度公司收入环比增长 5.5%，较同年 3 季度环比下降 0.1 个百分点。

全年来看，公司营收同比增长 41.2%，主要原因是商业增速较快。按行业拆分，公司去年商业营收同比增长 51.03%，工业营收同比增长 27.4%。从去年水平看，工业收入增速基本符合预期。由于商业占比的提高，公司综合毛利率下滑 3.7 个百分点。工业部分毛利率水平基本稳定，较去年微降 0.01 个百分点，商业下滑 1.76 个百分点。

#### 2、业绩低于预期，管理费用率和实际综合税率提升侵蚀企业利润

2011 年公司扣非后归属于母公司净利润增速为 21.08%，低于我们预期。4 季度单季，公司管理费用率 8.9%，较 3 季度提高 5.3 个百分点。去年 4 季度管理费用率 8.6%，同年 3 季度为 4.1%。

我们注意到 4 季度公司实际综合税率达到 28.7%，而前三季度均在 16% 上下。管理费用率的提升和综合税率的上升侵蚀了企业利润。

### 3、注射用丹参多酚酸已经上市销售，适应症患者基数大，销售潜力可观

天士力的丹参多酚酸主要适应症是脑梗患者。与绿谷的丹参多酚酸盐相比，其适应症患者基数更大。脑中风患者已经成为大中城市成年人致残的最主要原因，发病率居高不下。

根据北京市卫生局的统计，2010 年北京市居民全部死因前十位中，脑血管排名第三，占比达到 22.9%。而脑中风更是成年人致残的首要原因。丹参、银杏和川芎类制剂是脑血管科常用的三大类中药制剂具有较为坚实的临床应用基础。目前公司该产品最高零售价为 348 元/支，临床上每日用量 1 支。

#### 投资建议：

我们看好公司的品牌价值以及二线品种的增长潜力和丹参多酚酸未来的销售前景。我们预计公司 2012-2013 年 EPS 分别为 1.48 元、1.88 元，对应当前股价 PE 分别为 25.6 倍和 20.2 倍，维持推荐评级。

(分析师：黄国珍)

### 同仁堂 (600085)：业绩符合预期,精细化营销挖掘潜力

公司发布 2011 年年报：报告期内，公司实现营业收入 61.08 亿元，同比增长 23.58%；营业利润 7.90 亿元；归属上市公司股东的净利润 4.38 亿元，同比增长 28.68%，每股收益 0.34 元。

利润分配预案为：每 10 股分配现金红利 1.5 元（含税）。

#### 我们的分析与判断：

##### 1、业绩基本符合预期，毛利率略降

报告期内，刨除其他业务，公司主营业务实现收入 60.62 亿元，同比增加 24.27%，主营业务成本 36.02 亿元，同比增加 24.55%；毛利率 40.59%，比上年同期下降 0.14 个百分点。业绩基本符合预期。

##### 2、营销继续精细化

公司的营销正在不断精细化，以品种为核心进行营销推广。报告期内，营销团队依据人员特点，进行团队设计和分工规划，强调业务人员个人责任，充分发挥主观能动性，搞出特色。通过目标分解，细化任务，明确责任分工，将考核指标逐一落实到人，进一步将过去较为粗放的营销体系向精细化改进，对于提高业务人员的工作积极性起到显著的推动作用。

##### 3、挖掘二线品种潜力带动增长

公司一线产品均销售过亿，未来增长乏力。未来公司在确保主力品种稳步增长的基础上，继续挖掘潜力品种，并针对特色品种个别策划，实质性的推动了全系列品种的销售增长。报告期内，公

司主导品种销售继续保持良好的增长势头，二三线品种表现稳定，小品种增长迅速，有力的支撑了公司整体销售规模的扩大，

我们认为，公司 8 个销售过亿的大产品增速均在 10% 以上，其中安宫牛黄丸、大活络丸由于终端需求旺盛，表现可能更出色；二线产品中，3000-5000 万的产品有 30 多个，总收入超过 10 亿元，11 年整体增速高于 20%。

### 投资建议：

我们认为公司拥有众多优质产品，未来伴随着营销改革的持续推进，以及产能的跟进，公司的潜力将逐步释放，特别是二线产品将能够快速增长，从而带动整体收入增速。我们预测 2012-2013 年每股盈利 0.43 元和 0.54 元，对应当前 PE35.1X 和 27.9X，维持“谨慎推荐”评级。

(分析师：黄国珍)

### 海螺水泥（600585）年报点评：价格大幅提升，推动公司业绩高增长

海螺水泥发布了 2011 年年度报告。2011 年公司实现营业收入 486.54 亿元，同比增长了 40.99%；归属于上市公司股东净利润 115.90 亿元，同比增长了 87.80%，EPS 为 2.19 元。其中四季度实现营业收入 136.79 亿元，同比增长了 12.58%，实现归属于上市公司股东净利润为 25.35 亿元，同比负增长了 15.83%，EPS 为 0.48 元。分红预案为每股派发股息 0.35 元（含税）。

### 我们的分析与判断：

#### 1、价格提升推动净利润大幅增长

公司 2011 年盈利增长的主要来源是依靠水泥业务的价格的提升。公司 2011 年水泥熟料销量为 1.58 亿吨，同比增长了 15.22%。2011 年水泥销售综合均价为 307.94 元/吨，较 2010 年 251.89 元/吨上涨了 56.05 元/吨，但综合成本也有所增加，由 2010 年的 171.07 元/吨上升到 185.10 元/吨，公司水泥业务的综合毛利率较上年提高了 7.81 个百分点。吨毛利达到了 122.84 元/吨，较去年同期提高了 42.03 元/吨，吨净利达到了 73.35 元/吨，较去年提高了 28.3 元/吨。

四季度水泥价格回落，导致吨毛利出现大幅下滑。公司四季度综合毛利率为 35.61%，同比下滑了 6.32 个百分点，环比三季度下滑了 4.35 个百分点，主要是受到四季度货币政策紧缩和基建项目停建缓建的影响，公司水泥价格逐月回落，由三季度的 316.19 元/吨下滑至 290.06 元/吨，吨毛利回落至 103.29 元/吨。

三项费用占比减少 0.76 个百分点，体现公司良好的管理水平和费用控制能力。公司 2011 年三项费用占主营业务收入比重降低至 8.88%，比去年同期 9.64% 继续降低 0.76 个百分点，其中销售费用降低了 0.68 个百分点，管理费用增加了 0.03 个百分点，主要是由于管理人员的工资和福利费有所增加，财务费用降低了 0.76 个百分点。

应收票据大幅增加吞噬了公司部分现金流。公司 2011 年经营性现金流与净利润比为 0.91，较 2010 年 0.97 下滑了 0.06 个百分点，主要是由于公司 2011 年应收票据占销售收入比例持续增加，由 2010 年的 17.15% 提高到了 2011 年的 21.78%，但我们发现应收账款比例有所减少，由去年的 1.45

下降到 2011 年的 0.71，我们认为这是公司这一部分的回款能更好的变现，将为公司 2012 年提供不少的现金流。

## 2、2012 年前低后高，行业数据拐点将在 2 季度末显现

淡季即将过去，水泥价格逐渐企稳回升。由于 1 季度是水泥需求的传统淡季，全国 P.O. 42.5 散装水泥价格较去年年底在持续下行。但进入 3 月底，淡季即将过去，目前的水泥价格已经逐渐的企稳，水泥企业的出货量有所增加，从近期的价格数据来看，华北、西北、西南地区的水泥价格已经开始逐步回升。华东、华南地区由于雨水天气持续不断，水泥库位依然较高，目前该区域主要以停窑的方式来稳定价格。

## 3、公司加大外延式扩张，全国布局基本形成

公司的主要产能集中在华东地区和中南地区，占据了公司 85% 的水泥产能，同时也成为了当地当之无愧的水泥龙头企业。近几年公司在稳住原有的市场外，通过自建生产线和兼并收购并举的方式快速的进入了西南和西北市场。目前公司全国布局已经基本形成。

### 投资建议：

明年公司计划资本开支约为 90.91 亿，与 2011 年基本持平，主要投入到水泥、熟料生产线、余热发电项目的建设投资以及并购项目支出。我们预计公司 12/13 年的净利润为 10309.21/12041.93 百万元，摊薄后的 EPS 为 1.95/2.27 元，目前 15.72 股价对应 2012 年的 PE 为 8/7 倍，给予“推荐”的投资评级。

(分析师：洪亮)

## 四、 当日政策经济、行业及个股要闻

温家宝：今年重点放开社会资本投资限制

财政部：地方社保结余仅限投资定存及国债

财政部：今后将适时简并增值税税率档次

证监会将设受理服务中心 力挺信息公开

中纪委：国企违规经营改制领导人将被追责

收评：市场观望气氛浓厚 沪指缩量盘整涨 0.05%

道指收高 1.23% 纳指上涨 1.78%

欧盟将复审有关对华反倾销措施 商务部表示欢迎

伯南克暗示再推刺激政策

## 行业动态

[中科院称我国高铁地铁超前建设金融风险巨大](#)

[中钢协称三大矿商已同意加入中国铁矿石现货平台](#)

[煤炭资源税改革试点在即 企业政府博弈最终方案](#)

[去年部分电企盈利能力大减 电价改革呼声再起](#)

[国税总局肖捷：希望广东加入增值税改革试点](#)

[邮政业纳入交运规划 民营快递质疑邮局抢占资源](#)

[奥巴马：正解决对华高技术产品出口限制](#)

[人大财经委副主任建议取消经适房和限价房制度](#)

## 五、最近一个月行业研究员推荐个股市场表现一览

代码	名称	评级	自推荐日 累积涨幅	报告日	分析师
002396	星网锐捷	推荐	7.59%	2012-02-21	王家炜
002564	张化机	推荐	-12.63%	2012-02-21	邱世梁 邹润芳 鞠厚林
002478	常宝股份	谨慎推荐	5.08%	2012-02-16	胡皓
002049	晶源电子	谨慎推荐	-1.14%	2012-02-16	王莉
601318	中国平安	推荐	-3.34%	2012-02-14	马勇
601601	中国太保	推荐	-5.71%	2012-02-14	马勇
600031	三一重工	推荐	-3.53%	2012-02-12	邱世梁 邹润芳 鞠厚林
300005	探路者	谨慎推荐	19.85%	2012-02-10	马莉
601678	滨化股份	谨慎推荐	8.26%	2012-02-09	裘孝锋 李国洪 胡昂
002564	张化机	推荐	-4.60%	2012-02-06	邱世梁 邹润芳 鞠厚林
600030	中信证券	推荐	7.47%	2012-02-06	马勇
600369	西南证券	推荐	6.19%	2012-02-06	马勇
000598	兴蓉投资	推荐	-3.66%	2012-02-03	冯大军
002465	海格通信	推荐	16.60%	2012-02-02	王家炜
600282	南钢股份	谨慎推荐	-1.38%	2012-02-02	胡皓
002564	张化机	推荐	0.60%	2012-02-01	邱世梁 邹润芳 鞠厚林
000978	桂林旅游	谨慎推荐	18.94%	2012-02-01	许耀文 杨欢
600723	首商股份	推荐	5.71%	2012-01-31	陈雷 卞晓宁
600581	八一钢铁	谨慎推荐	4.56%	2012-01-31	胡皓
600031	三一重工	推荐	-5.77%	2012-01-31	邹润芳 邱世梁 鞠厚林
601989	中国重工	推荐	8.12%	2012-01-31	邹润芳 邱世梁 鞠厚林
300006	莱美药业	推荐	6.37%	2012-01-31	黄国珍 郭思捷
601169	北京银行	谨慎推荐	0.70%	2012-01-31	马勇
000876	新希望	推荐	2.18%	2012-01-31	董俊峰
000932	华菱钢铁	谨慎推荐	-3.09%	2012-01-30	胡皓
300144	宋城股份	推荐	8.66%	2012-01-20	许耀文 杨欢
002556	辉隆股份	谨慎推荐	6.78%	2012-01-19	董俊峰
600085	同仁堂	谨慎推荐	11.29%	2012-01-19	黄国珍 郭思捷
002122	天马股份	谨慎推荐	5.71%	2012-01-18	邱世梁 邹润芳 鞠厚林
601628	中国人寿	谨慎推荐	-9.74%	2012-01-17	马勇
601601	中国太保	推荐	-5.03%	2012-01-17	马勇
600521	华海药业	谨慎推荐	17.43%	2012-01-17	黄国珍 郭思捷
300291	华录百纳	推荐	-0.92%	2012-02-09	许耀文 田洪港 孙津
601318	中国平安	推荐	7.50%	2012-01-16	马勇
300229	拓尔思	推荐	-5.81%	2012-01-13	王家炜

代码	名称	评级	自推荐日 累积涨幅	报告日	分析师
601233	桐昆股份	推荐	0.47%	2012-01-12	裘孝锋 王强
300104	乐视网	推荐	24.42%	2012-01-12	许耀文 田洪港 孙津
601166	兴业银行	谨慎推荐	3.31%	2012-01-12	马勇
002081	金螳螂	推荐	20.02%	2012-01-11	罗泽兵
300104	乐视网	推荐	26.09%	2012-01-10	许耀文 田洪港 孙津
601088	中国神华	推荐	-2.13%	2012-01-10	赵柯
600028	中国石化	推荐	-4.49%	2012-01-10	裘孝锋 王强
002251	步步高	推荐	18.41%	2012-01-09	陈雷 卞晓宁
002530	丰东股份	推荐	54.68%	2012-01-09	邹润芳 邱世梁 鞠厚林
000755	山西三维	推荐	22.02%	2012-01-09	李国洪
300136	信维通信	推荐	21.13%	2012-01-09	王莉
601991	大唐发电	推荐	1.33%	2012-01-04	裘孝锋 邹序元 王强



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**丁文，证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171

上海地区：于淼 021-20257811

深广地区：詹璐 0755-83453719

[fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

[yumiao\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn)

[zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)