

每日机构速递

2009年10月26日 星期一

【公司研究速递】

2009年10月山西省煤炭公司调研简评：山西整合有序推行 供需平衡仍将延续

- 整合是七大煤炭集团当前要务，相关工作有序进行：我们走访的四家公司均表明山西省政府要求各大集团在2009年10月31日前明确落实整合对象，并将前期工作一并完成。整合工作将分三步走：第一步，在09年10月31日前由七大集团向待整合矿井派驻“五大要员”（包括生产、安监、财务等专员），并完成对矿井的资产评估工作；第二步，依据评估结果注册新公司，其中整合主体以现金注资获得新公司控股权，被整合主体以固定资产和采矿权作价折合新公司股权。该工作预计将在年内完成，其中部分有综采设备的矿井可在新主体落实后恢复生产；第三步，在2010年上半年初步完成对被整合矿井的改扩建工作，下半年陆续投入生产。
- 股份合作制是整合后新矿井的主要所有制形式，“煤老板”变身为“煤股东”：与各公司高管沟通了解到，新公司大部分形成以国有、民营合作的办矿形式。相关统计数据表明，山西整合后保留的1053处矿井中，国有办矿136处，约占12.9%，加上其它国有办矿，国有办矿比例约为19%；民营企业办矿294处，约占28%；以股份制为主要形式的混合所有制企业办矿561处，约占保留矿井总数的53%。其中，朔州形成了国有和民营煤炭企业各占半壁江山的办矿格局，吕梁民营煤炭企业的矿井数和产能都占到了60%。
- 西山煤电整合进度最快，煤运及进出口公司力度最大：走访四家公司中，西山煤电股份公司参与了临汾及古交地区整合后，预计改扩建完成后将形成7座生产矿井，预计产能达到600万吨左右。结合进度估算，股份公司预计被整合矿井将为2010年贡献260万吨增量，2011年基本达产。潞安环能股份有限公司将确定成为宁武地区整合主体（由子公司潞宁矿实际操作），临汾地区也存在参与可能，而公司所在地长治襄垣地区整合由集团亲自进行。公司表示集团总体整合目标矿井数量在70座左右，但对于整合形成矿井数量及相应产能尚未准确估计。大同煤业及山西煤炭进出口能源股份有限公司（简称“600546”）未单独参与整合，而由其所属集团完成相关工作后再选择注入方式。本次整合主体大体归纳为“5+2”，其中“2”指煤炭运销公司及进出口公司之前生产能力较弱，因此在本次整合中步伐更大，力度更健；“5”者原有生产基础坚实，因此对被整合矿井之资源储量及开采条件拣选更严。
- 2010年皆有内生增量，整合增量现难确定：除外生增长外，我们非常关心上市公司内生增长能力，其中西山煤电兴县2010年增产1000万吨较为确定（同比增幅55%），但能否同时增收该数量则依赖于苛瓦铁路的运力协调；大同煤业塔山矿增产500万吨（同比增幅25%），对应增加销售350万吨；潞安环能增产近300万吨（同比增幅10%），对应喷吹煤销量约增100万吨，动力煤销量约增200万吨；进出口公司产能增加近400万吨（同比增幅80%以上）。以上增量较为明确，而整合增量部分目前难以确定。
- 供需平衡仍是主基调，煤炭价格延续稳定之势：近期秦皇岛现货价格涨幅明显，而部分地区炼

焦煤价格出现回调。我们针对该问题与上市公司进行沟通，多数公司高管认同申万判断，认为当前需求有待进一步巩固，短期内大幅向上或向下波动都无可能。针对动力煤，多数公司认为并未出现供不应求趋势，秦皇岛现货价格上涨可能在大秦线检修结束后逐步缓和，旺季煤价有望维持高位，大涨基础尚不具备。炼焦煤价格受制于钢铁盈利不好，提价预期不强；但企业同时表示，下游钢铁用户均不愿停炉减产，一方面表明他们对钢材需求仍有期待，另一方面也与当前亏损不多非常相关。我们推测，供需平衡状态下，煤价平稳将延续至明年1季度。

潞安环能：

- 上调 2009、2010 年盈利预测至 2.03 元/股（原 1.80 元/股）、2.28 元/股（原 2.10 元/股），估值比较优势存在：上调原因在于公司在今年 8 月份上调了喷吹煤合同价格，上调幅度约为 50 元/吨。如果后续钢厂盈利不继续恶化，该价格稳定概率较大。公司对应 2010 年动态市盈率为 21 倍，比山西省其他公司估值水平略低；在美元汇率及大宗商品预期不稳定前，做多动能可能继续提高公司估值。
- 西山煤电：维持 2009 年 1.07 元/股的盈利预测，下调 2010 年盈利至 1.70 元/股（原 1.83 元/股）：下调原因在于兴县煤矿投产初年，精煤洗出率可能低于我们之前预期，且初期吨煤开采成本约为 140 元/吨，高于之前 120 元/吨的预测。公司 2010 年动态市盈率为 24 倍，说明投资者对公司 2010 年增长认识已经比较充分。
- 大同煤业：下调 2009 年盈利预测至 1.69 元/股（原 1.80 元/股），但上调 2010 年盈利预测至 2.04 元/股（原预测 1.90 元/股）：2009 年盈利下调的主要原因在于公司成本费用上涨确定，而之前我们估计是同比下降的；2010 年盈利预测上调的基础在于塔山矿 500 万吨增量未包含在盈利预测中。公司 2010 年动态市盈率为 22 倍，维持增持评级。风险点主要关注旺季涨价预期的消退。（分析师：詹凌燕 86 21 63295888 分机 345）

华业地产（600240）调研报告：公司发展速度加快，上调评级至“增持”

- 结论和投资建议：随着土地储备和资金规模的扩大，公司未来业绩的波动性将大幅减少；09 起公司发展将明显加速，体现在土地储备和业绩增速上：（1）09 年公司通过收购新增北京土地储备 71 万平方米，总土地储备达到 125 万平方米，该项目增厚公司 RNAV 2.82 元/股；（2）由于 06、08 年获取的土地将从 09 年开始集中进入结算期，09 年新增项目北京玫瑰东方也将从 2011 年起贡献利润，公司未来两年利润增速达到 50% 以上。预计 09-11 年，公司 EPS 为 0.38 元，0.59 元和 0.90 元，对应 PE 23、15、10 倍；考虑未来定向增发 30000 万股，10、11 年摊薄后 EPS 为 0.40 元和 0.61 元，对应 PE 分别为 22 和 14 倍。公司 RNAV 为 6.92 元/股，P/RNAV 为 1.25 倍，低于行业平均水平。综合考虑 PE 和 RNAV 估值，我们给公司评级由“中性”上调至“增持”评级。
- 关键假设：房地产行业平稳运行，北京东方玫瑰项目售价达到 13500 元/平方米。
- 有别于大众的认识：有投资者认为该公司业绩波动性过大，习惯按融资节奏释放业绩，但我们认为过去两三年公司业绩波动较大主要是两方面原因：一是当时公司规模仍然较小，项目开竣工、结算速度无法跟上利润持续增长要求；二是 2008 年遇到的行业波动。经过过去三年的项目积累和 2007 年的增发融资，公司资产和资金规模已经扩大，2009 年起公司进入了快速发展期，业绩波动较大大减小。股价表现催化剂：公司获得玫瑰郡二期土地；通州区域房价、地价的继

续上行。结论风险：行业下行；北京东方玫瑰项目售价低于预期；增发失败。

- (分析师：江征雁/殷姿 86 21 63295888 分机 477/412)

铁龙物流调研报告及三季报点评--新箱型面临广阔市场，三季报再超预期，维持买入评级

- 投资评级与估值：我们将对公司 09-11 年的盈利预测上调至 0.39、0.42 和 0.49 元，其中除房地产业务外的铁路相关主业 EPS 为 0.34、0.40 和 0.49 元，未来两年的主业净利润复合增速超过了 20%。公司 09-11 年的动态 PE 为 19、18 和 15 倍，在国内铁路行业三家上市公司中处于较低水平、且兼具最好的业绩成长性。基于对公司主业业绩快速增长的明确预期和对未来铁路集装箱运输行业前景的看好，我们仍然维持买入评级。
- 原因和逻辑：(1) 新的特种箱型的持续开发和上线运营将使得公司的特种箱业务始终保持较快的发展速度。其中，冷藏箱面临着 10 亿吨的运输需求，且将成为未来我国生鲜产品的主力铁路运输方式，市场空间巨大；化工品箱作为铁道部特许的低危化品运输方式，也具有较强的市场竞争力。(2) 18 个集装箱中心站和快速铁路客运网络将在 2012 年基本完成建设，将对铁路集装箱运输产生深远影响。中心站将对集装箱运输所需的基础设施带来质提升、能够吸引大量集装箱上线和提高整体周转效率，快速客运网络将释放大量铁路货运能力、长期限制集装箱运输的客观因素将逐渐消除。(3) 鞍钢新厂的新增运输需求、公路货物回流和营口港吞吐量的快速增长将继续刺激沙鲮线运量的快速增长，随着干线网络货运能力的释放沙鲮线运能还有翻倍的空间；由于铁路运输业务成本的相对固化，随着规模的扩大沙鲮线盈利能力显著提升，成为公司发展中最稳定的业务基石。
- 与大众不同之处：市场担心房地产项目结算后公司业绩将下滑，且特种箱的前景还不甚明朗。我们认为：(1) 出去房地产的主业业绩足以支持公司目前的股价，而且由于稳定、充裕的现金流优势，公司未来还将继续房地产开发项目；(2) 近期的新箱型研发和经营情况让我们看到公司的主动经营能力已经超出预期，中心站陆续完工和形成网络效应也已经不再遥远。
- 股价表现的催化剂：特种箱及沙鲮线货运业务超预期；资产注入事件的发生。
- 核心假设风险：受宏观经济影响或个别行业景气度波动的影响，特种箱整体或个别箱型的发送量、沙鲮线整体或个别货种的运量低于预期。(分析师：周萌 86 21 63295888 分机 407)

兖州煤业(600188)收购 Felix 获批点评：澳洲政府有条件批准 Felix 收购项目 盈利贡献可能超预期

- 投资评级与估值
- 本次澳洲政府有条件通过 Felix 收购事项，使得项目运作成功的概率明显上升。若将 Felix 公司 2010 年盈利计入公司合并财务报表，那么公司 2010 年每股收益为 1.40 元/股。
- 当前 A 股煤炭股 2010 年估值水平多数已经超过 22 倍，若将公司收购及未来盈利不确定性都考虑在内，我们认为对应 1.40 元/股给予 18 倍左右市盈率是合适的。我们建议投资这继续“增持”公司股票，并上调目标价至 24.8 元/股。
- 关键假设点
- 在计算 Felix 收购所贡献的利润时有三个假设非常重要：
- 吨煤开采成本及费用按照历年数据略微上浮为计算标准；而吨煤价格基本参照 2009 年现行价格推断。主要原因在于，申万研究判断 2010 年大宗商品价格以平稳波动为主基调。

第二，年贷款利率以 2% 计算，该利率大幅低于市场一致预期。收购中，公司将调用约 190 亿银行贷款，该贷款由中国银行悉尼分行带头组建银行团贷款。由于本金规模庞大，银行团将给予公司优惠利率，预计息率有望低于国内 1 年期银行存款利率 (2.25%)，也大大低于我们之前 6%/ 年的贷款利率预测。

- 新会计准则中商誉只做减值测试，不再每年摊销，大大降低之前管理费用预期。
- 有别于大众的认识
- 澳洲项目给公司带来的最大改变将是，使从一个多年没有增量的公司变身为一个具备产量增长能力的开发主体。过去四年间，Felix 产量已经从 210 万吨增长到 2009 年近 500 万吨；同时，随着 Moolarben 露天煤矿及井工矿在 2010 年 3 月份投产，其产量有望进一步增长。Moolarben 矿区一期设计规模达到 1300 万吨，公司预计 2010 年将先期释放 600 万吨，之后五年内达产。
- 我们认为 Felix 盈利及成长性将逐步得到投资者认可。届时公司重获增长能力，并实现成为集优质炼焦煤、喷吹煤于一身的综合煤炭开发主体，估值水平有望提高。
- 股价表现的催化剂
- 公司对 Felix 收购尽快落实；陕西榆树湾项目取得实质性进展
- 核心假设风险
- Felix 项目尚须中国商务部及证监会等相关部门审批通过，不确定性存在(分析师：詹凌燕 86 21 63295888 分机 345)

民生银行(600016) 公告点评：H 股上市融资获证监会批准--超额配售提高融资金额

- 公司于 6 月 6 日发布董事会公告，公布 H 股上市融资计划，计划发行 H 股股数不超过发行后公司总股本的 15%，并授予全球簿记管理人不超过 H 股股数 15% 的超额配售权，发行价格将根据国际惯例，通过订单需求和簿记建档，依据发行时国内外资本市场情况，参考同类公司在国内外市场的估值水平进行定价。公司于 10 月 25 日晚发布公告，23 日受到证监会批复，核准发行 38.2 亿股境外上市外资股（含境外配售 4.98 亿股），面值一元，本次发行上市仍需香港联交所批准。
- 目前 H 股银行估值相对 A 股较高，六家在 H 股上市的内地银行除了中信银行外，均享有溢价。根据上周五收盘价，六家银行平均 H-A 溢价率达到 12%。综合考虑各种因素，我们预计公司 H 股发行价为 8 元港币，融资金额为 300 亿港元，折合约为 265 亿元人民币，四季度融资到位的可能性很大。届时，公司的核心资本充足率和资本充足率提升 2.8 个百分点，分别达到 8.8% 和 11.4%。预计 4 季度初期仍将因资本金约束而执行较为谨慎的信贷政策，融资到位后将引来一波扩张的机会。
- 我们看好公司融资完成后的扩张机会，事业部制改革的推进也将逐渐推动公司向专业扩张转型。考虑 H 股上市后的融资效应和股本增加，以 226 亿股为基数，调整公司 09 年、10 年、11 年的盈利预测数字，预计 09 年-11 年的 EPS 为 0.50 元、0.48 元、0.61 元，每股净资产分别为 3.83 元、4.21 元、4.72 元，净利润增速分别为 43%、-5%、27%，对应的明年动态 PE 和 PB 分别为 16.46 倍和 1.9 倍，维持增持评级。(分析师：王倩/励雅敏 86 21 63295888 分机 432/438)

万科 A(000002)2009 年三季报点评：已售未结资源丰富，利润率稳步回升，业绩增长确定性较高

- 万科今日公布三季报, 报告期内, 公司实现营业收入 77.4 亿元, 净利润 4.3 亿元, 同比分别增长 46.3%和 101.0%。1~9 月份, 公司实现结算面积 351.3 万平方米, 结算收入 292.0 亿元, 分别比去年同期增长 30.9%和 31.5%; 累计实现营业收入 295.4 亿元, 净利润 29.6 亿元, 分别较去年同期增长 31.1%和 29.9%。每股 EPS 为 0.27 元, 公司业绩增长符合我们预期。
- 1-9 月, 公司销售情况良好, 均价稳步回升, 但受制可售资源限制, 整体仍跑输大势。2009 年 1~9 月份, 公司累计销售面积 510.3 万平方米, 销售金额 461.5 亿元, 销售均价 9044 元。销售面积和金额同比分别增长 26.8%和 29.6%, 销售均价较去年全年均价 8596 元上涨 5.2%。公司整体销售情况较好, 产品去化速度保持稳定, 但是受制于可售资源的有限, 公司整体销售情况仍跑输大势。
- 已售未结资源丰富, 利润率稳步回升, 业绩增长确定性较高。截至报告期末, 公司尚有 450.2 万平方米已售资源未竣工结算, 合同金额共计 393.7 亿元。由于房价的上升以及管控能力的提高, 公司已售未结资源所对应的销售净利率将有所提升, 预计在 12%左右, 对应每股净利润 0.6 元。由此使得公司业绩增长确定性大大提高。我们维持 8 月初中报点评业绩预测, 预计 2009 年和 2010 年公司净利润为 59 亿元和 80.79 亿元, 每股 EPS 为 0.54 元和 0.73 元, 目前股价对应 2009 年和 2010 年的 PE 为 23 倍和 17 倍, 低于行业平均水平, 维持买入评级。
- (分析师: 殷姿/江征雁 86 21 63295888 分机 412/477)
- 绕线业务快速增长, 尺寸缩小提升毛利, 符合预期, 建议增持--顺络电子(002138)季报点评结论及投资建议: 我们维持业绩预测和增持评级, 建议积极增持。预计 09-11 年 EPS 分别为 0.55/0.76/1.03 元, 目前股价对应估值水平为 28 倍/20 倍/15 倍。我们认为公司在片式电感领域技术强于台湾, 接近日本, 未来 3 年 EPS 37%的复合增速, 又是 LED 上游企业, 合理的估值水平应为 10 年 30 倍, 目前股价 15.66 元, 建议积极增持。
- 原因及逻辑:
- 业绩符合预期。前三季度实现收入 2.35 亿, 同比增长 18%; 净利润 0.45 亿, 同比增长 16%, 实现 EPS 0.37 元, 符合我们全年 0.55 元的预期。前三季度单季收入 0.6/0.8/0.95 亿元, 实现 EPS 0.1/0.1/0.17 元, 第三季度净利润同比增长 24%, 毛利率 42%, 比上半年提高 3%。
- 小尺寸产品投产比例的进一步提高将进一步提升盈利能力。叠层产品每升级一代, 尺寸缩小一半, 相应原材料耗用降低 50%, 产能提高 50%。绕线产品也有相似特点, 只是幅度略低。三季度得益于小尺寸叠层产品(尺寸型号 1005)的投产比例从 50%提升到 60%左右, 综合毛利率提高 3%, 达到 42%。
- 产能投放符合预期。第一批绕线设备已于上半年投产, 第二批绕线设备预计年内调试完成并投产, 预计年内形成 3500-4000 万只/月的绕线片式电感产能。同时叠层片感产能也在稳步提高, 预计年内形成 10-12 亿只/月的生产能力。
- 新业务预期快速增长。高频绕线和功率片感两大新品具有技术、成本和渠道优势, 市场认可度高, 新老产品互补且客户重叠, 渠道协同效应明显。同时, 以智能手机、笔记本、通信基站设备、LCD 和 LED 为代表的下游市场的快速回暖也有利于新品的市场开拓。预计 09 年绕线业务收入 1 亿元, 占总收入的 30%。

- 下游整机厂商的全面升级将成为新的股价催化剂。目前主流的片式电感尺寸型号是1005(1.0×0.5mm)，公司已经完成了下一代0603(0.6×0.3mm)产品的研制，形成了量产能力，并开始向高端应用领域批量供货。如果下游整机厂商对片感尺寸需求全面升级，将成为新的股价催化剂。
- 与大众不同的认识：
- 由于上半年EPS只有0.2元，市场此前对公司能否做到我们09年0.55元的业绩预期存在担忧。现在三季报单季实现EPS0.17元，而下半年是传统旺季，在出口复苏的大背景下，全年实现EPS0.55元已经具有较大的确定性。其中高频绕线和功率片感两大绕线新品的高速增长也复合我们此前的预期。
- 市场此前认为公司只是一个专业电子元器件制造商。我们认为公司还是LED的上游企业，能够从LED市场的爆发性增长中直接获益。公司新品功率片感是高品质电源驱动电路的必需元件，LED背光、显示、照明等都需要上述电路来提供恒流驱动，以达到提升效率、延长寿命和节能目的。功率片感的单价在0.6-1.2元之间，是普通片式电容、电阻和电感单价的10-20倍，毛利率40%左右，08年仅高亮度LED相关应用就已产生27亿只/年的需求。如果全球（尤其是中国）LED显示/照明市场大规模启动，作为片感领域具有技术、成本和渠道优势的行业龙头，公司有望最多获益。(分析师：毛平/王轶 86 21 63295888 分机 293/436)
- 新和成(002001)三季报业绩回顾--季度环比盈利继续提升，2010年业绩仍有望大幅增长
- 公司业绩季度环比继续提升。09年前三季度公司实现营业收入20.02亿元，同比下降30.28%（中报下降37.2%），净利润6.65亿元，同比下滑47.9%（中报下滑53.13%），每股收益1.94元，高于我们1.90元预期。08年前三季度是VE景气高点，09年同比收入和利润都有较大幅度下滑，但VE最坏的时候已经过去，第三季度综合毛利率环比提升10.5个百分点预示着VE价格反转开始体现，这也带动公司前三季度收入和利润降幅收窄。第三季度公司实现每股收益0.89元，环比增长37.8%，而第四季度公司业绩在环比继续大幅增长的同时将实现同比正增长。
- VE价格向上趋势依旧，2010年将迎来景气更高点。目前VE粉报价稳定在190元/kg，新和成出厂价格维持在180-185元/kg。新和成三季度VE生产受到停产检修影响，产量减少1200-1500吨（约1个月的产量），四季度恢复生产，仅仅考虑产量的恢复，业绩季度环比就有30%的提升空间。欧洲方面，BASF维生素E生产故障恢复，预计10-15天后恢复产品供应，但10月份产量受到较大影响。与此同时，欧洲主要VE生产企业VE订单已经排至12月底，新订单供货只能推迟至2010年1季度，并且存在上调15%-20%价格的可能性。
- VA价格前期有所上涨，真正的恢复还需要时间。受安迪苏生产线故障供给减少影响，VA粉报价快速上升至170元/kg，新和成出厂价格维持在160-170元/kg。VA粉出口已经开始复苏，真正的完全恢复还需要看2010年上半年欧美奶牛市场的复苏。国内需求恢复相比外需更好，下游订单逐渐充裕。VA价格上涨的持续性将取决于下游需求的恢复程度。
- 经营活动现金流充沛，存货继续减少。公司存货较09年初下降22.1%，相比09年中期下降10.8%，VE供不应求和VA停产消化了库存。公司经营活动现金流每股2.05元，高于当期净利润，表现出较好的经营质量。

- 2010年VE量价齐升,公司业绩还将有大幅增长。我们对新和成2010年业绩增长20%的预测十分保守,价格只要保持目前185元(税前)水平,公司就应当有30%的增长,再考虑销量的提升,全年40%以上增长的可能性完全存在。此外,公司还将从VA 2010年需求恢复中受益。我们维持09-10年每股收益3.15元、3.77元的盈利预测,6个月目标价格63元。

- (分析师:应振洲/罗鹞 86 21 63295888 分机 214/456)

国药股份(600511)三季报业绩回顾--三季度收入增速加快,业绩向上趋势明显

- 三季度收入增速明显加快。09年前三季度公司实现营业收入38.78亿元,同比增长19.2%;实现营业利润2.27亿,同比增长21%;实现净利润1.89亿元,同比增长23.75%,每股收益0.39元,略低于我们0.41元的预期,这主要是由于三季度计提了773万元资产减值损失,虽然对季度利润有所侵蚀,但夯实了公司资产质量。第三季度实现收入13.97亿,同比增长26.65%,净利润6250万,同比增长38.6%,每股收益0.13元。三季度收入增速明显加快,显示公司主业向上趋势。
- 净利润增速因碘补贴确认而有所提升。08年二季度公司确认了1432万元碘补贴营业外收入,而09年1127万元碘补贴移至三季度确认,提升了公司三季度盈利增速。投资收益继续拉升营业利润增速,两个参股麻药厂前三季度贡献2388万投资收益,同比增加61.6%。
- 毛利率小幅下降,期间费用得到压缩,经营活动现金流正常。09年前三季度公司毛利率同比下降0.2个百分点。面对药品价格下降的长期趋势,公司积极做好内部管理,提升经营效率,不断降低各类费用,前三季度公司期间费用同比下降1.12%,期间费用率下降0.68个百分点,每股经营活动现金流0.29元,保持正常。
- 业绩向上趋势明显,维持买入评级。09年前三季度公司业务发展表现出平稳态势,其后的原因是公司正在探索一些增值业务,没有刻意追求规模的上升,而增值业务拓展将有利于医药流通企业的长期发展。公司收入和利润增速三季度开始回升,业绩向上趋势明显,维持2009-2011年0.52元、0.65元、0.77元每股收益预测,公司在北京及周边地区外延扩张会是未来重要看点,维持买入评级。(分析师:应振洲/罗鹞 86 21 63295888 分机 214/456)
- 新中基--三季报符合预期,期待09年业绩恢复性增长
- ??三季报EPS0.04元,基本符合预期。09年1-9月,公司实现收入9.94亿元和归属于母公司的净利润0.17亿元,同比分别下降17.14%和15.15%;EPS为0.04元,基本符合我们的预期(0.05元)。由于上榨季开工不足,结转至09年可供销售的番茄酱减少,是公司3季报业绩同比下降的主要原因。
- 投资评级:增持。考虑到番茄酱行业良好前景和公司地位,预计公司主营业务盈利能力稳定,随着普罗旺斯子公司等历史问题被逐步消化,公司2010年业绩将出现较大增长。预计2009-2011年公司净利润分别是1.05亿元、1.70亿元和2.09亿元,EPS为0.25元、0.41元和0.50元。我们认为公司正在经历经营拐点,维持对公司的"增持"评级。
- 关键假设点:2009/2010新榨季中国番茄量增价跌,但预计跌价幅度有限。据业内人士估算,09年因积温降雨适宜和面积扩大,新疆番茄增产明显,中国加工番茄总产量将超过800万吨(同比增30%),折合产酱约115万吨(上年仅产92万吨)。目前市场主流报价在900美元/吨左右

(较上榨季 1050 美元/吨下降 14%)，但因供给充裕，销售进度较上年明显延后。我们预计，因目前欧洲番茄酱出厂价仍维持高位（850-900 欧元/吨，折 1275-1350 美元/吨），预计中国番茄酱价格将因增产而继续下降，但幅度有限，底线有望高于 850 美元/吨。

- 有别于大众的认识：09 年公司产酱 30 万吨，销售尚存较大变数。09 年，因番茄丰收和新增番茄原料日加工产能 1 万吨（总加工能力共 6 万吨/日），公司共加工大桶番茄酱 30 余万吨，同比增长 75%。番茄收购均价在 0.30 元/公斤左右，同比下降 23%。国内番茄酱大幅增产加大了公司销售压力，销售进度较常年滞后 2 个月左右。此外，中国出口商检 09 年新出台的霉菌指标从严原则的贯彻力度，将影响未来出口价格。有利的是，截至 10 月中旬，公司已有 1/3 的番茄酱运到天津，09 年冬铁路兰新线改造对公司酱出疆运输影响预计较小。
- 股价表现的催化剂：公司目前正申请增发，如果获批将有助股价表现。
- 核心假设风险：如果中国番茄酱产量大幅增长后引发出口价格战，将不利于公司维持盈利水平。
(分析师：王鹏 86 21 63295888 分机 453)

冀东水泥（000401）三季报点评：业绩符合预期，未来产能高增长

- 业绩符合预期。公司 09 年前三季度实现营业收入 48.3 亿元，同比增长 40.53%，实现归属母公司净利润 7.33 亿元，同比增长 115.98%，折合 EPS0.60 元/股，符合我们在三季报前瞻中的预期 0.60 元/股。其中三季度单季实现营业收入 23.11 亿元，较 08 年同期 14.69 亿元，同比提高约 57.3%，实现归属母公司的净利润 4.27 亿元，同比上涨 131%，环比提高 32%，折合 EPS0.35 元/股。
- 水泥销售量升价涨，业绩同比大幅提高。受益水泥销售量升价涨，公司业绩同比大幅增长。公司前三季度销售水泥 2150 万吨（含扶风、泾阳合营企业），预计全年销量在 3050 万吨，较 08 年 2051 万吨销量，提高近 42%。同时公司三季度水泥销售毛利率达到 34.4%，较去年同期的 25.9%，提高约 8.5%，环比提高近 1%。毛利率同比上升的主要原因为，随着水泥销售逐步进入旺季，水泥价格维持高位运行，预计目前销售价格达到 330 元/吨（含税）。
- 陕西市场依然为盈利亮点，未来产能还将持续高增长。公司在陕西地区依然维持高盈利，对扶风泾阳生产线三季度单季投资收益达到 1.29 亿元，同比提高 302%。目前公司在陕西地区权益产能为 385 万吨，预计 10 年将达到 585 万吨，若其对陕西秦岭水泥整合能顺利完成，按照持股比例 35%测算，可再增加权益产能 175 万吨。公司未来扩张的重点集中在华北、西北、西南地区，预计公司 09、10 年新增产能约为 1095、2280 万吨，总产能达到 4795、7075 万吨，近三年复合增长率可达到 38%。
- 盈利预测与估值。公司水泥业务量升价涨趋势向好，我们维持公司 09、10、11 年盈利预测，EPS 0.76、0.94、1.1 元/股，公司目前股价 14.8 元/股，对应 09 年 PE 为 19 倍，由于公司高成长性，我们认为可以给予其 09 年 25 倍 PE，对应目标股价 19 元/股，维持“增持”评级。
- (分析师：王丝语/郑治国 86 21 63295888 分机 473)

亚泰集团（600881）三季报点评：业绩符合预期，区域整合稳步推进

- 业绩符合预期。公司 09 年前三季度实现营业收入 52.26 亿元，同比增长 28%，实现归属母公司净利润 3.42 亿元，同比增长 120.6%，折合 EPS0.3 元/股，基本符合我们在三季报前瞻中的预期 0.29 元/股。其中三季度单季实现营业收入 18.44 亿元，较 08 年同期 16 亿元，同比提高约 15%，

实现归属母公司的净利润 2.33 亿元，同比上涨 251%，折合 EPS0.12 元/股。

主营业务盈利回升，投资收益大幅提高。公司主营业务同比大幅提高的原因为主营业务盈利回升，投资收益大幅提高。公司主营业务水泥、房地产盈利情况较上年同期均有所增加，受益东北地区基建投资，公司水泥销售持续旺盛，水泥销售毛利约在 22%，同比提高 4%；其次公司金融投资收益提高，公司对东北证券、江海证券的投资收益大幅增加，公司 09 年前三季度投资收益 2.4 亿元，同比提高 90%；最后，公司欧元结汇形成汇兑收益人民币 0.46 亿元，直接计入公司损益。

- 公司区域整合步伐稳步推进。公司目前正在积极进行区域整合，包括收购双鸭山水泥、吉林金圆水泥等，在保证在增加产能的同时，减少竞争对手的力量，使得区域控制力进一步提高。我们认为公司未来扩张仍将以收购为主，持续推进收购步伐，包括有意向整合周边的辽宁铁新水泥等。预计公司全年水泥销量可达 1200 万吨（包括通化特水），10、11 年提高至 1800、2196 万吨，三年复合增长率达到 35%。
- 盈利预测与估值。我们维持公司 09、10、11 年 EPS 0.39、0.51、0.65 元/股，由于公司各项业务发展趋势良好，我们认为可以给予其 10 年 25 倍 PE，对应股价 12.5 元，维持增持评级。
(分析师：王丝语/郑治国 86 21 63295888 分机 473)
- **华电国际(600027)09 年三季报点评：业绩的暂时性低于预期不改公司开始进入高速增长期**
公司业绩略低于市场预期。公司 09 年前三季度实现营业收入 268.3 亿元，营业成本 222.9 亿元，分别同比增长 12.6%、-3.4%，毛利率达到 16.9%，同比提高 13.8 个百分点，其中三季度毛利率为 16.5%，环比下降约 1 个百分点。实现归属于母公司所有者的净利润 9.08 亿（去年同期亏损 13.67 亿元），其中三季度环比二季度略增长 2%。09 年前三季度实现 EPS0.15 元，略低于市场 0.17 元的预期。
- 替代电量的低电价使得公司业绩低于预期。公司三季度营业收入环比二季度增长 8.3%，低于发电量环比 9.6% 的增长，主要因为三季度的替代电量增加，使得三季度平均上网电价低于二季度约 4.27 厘，影响收入约 1.1 亿元，折合影响 EPS 约 0.02 元。
- 公司燃煤成本已经逐步市场化。公司三季度标煤价格约 639 元/吨，环比二季度下降约 1%。除了山东地区外，公司其他区域煤炭价格基本都是市场化谈判形成，而公司在山东地区合同煤共签定 988 万吨，由于重点合同部分调了税，以及省补部分价格降下来（从 650 元/吨到 516 元/吨，量大概有 280 万吨），导致综合价格从 08 年的 511.95 元/吨，下降到 09 年的 483 元/吨（都是含税价格）。而市场采购部分，主要是安徽波动比较大。
- 略调低 09 年业绩预测，调高 10 年业绩预测，维持“增持”评级。我们把公司 09 年综合标煤价格从下降 12% 调整为下降 10%，利用小时从下降 4% 调整为下降 3%，略调低公司 09 年业绩到 0.22 元（原来 0.24 元）。维持 10 年综合标煤价格下降 3% 的假设，利用小时从上升 3% 调整为上升 4%，调高 10 年 EPS 到 0.34 元（原来 0.32 元），对应的 P/E 水平分别为 24、16 倍。公司前期在山西、宁夏加大了煤炭产业投资，预计在煤炭方面的投资力度仍将继续加大。公司目前装机 2371 万千瓦，在建 627 万千瓦，在目前电力资产盈利能力开始逐步回升的背景下，公司从 2010 年开始又将迎来新一轮的业绩增长，我们维持“增持”评级。（分析师：余海/王海旭 86 21 63295888 分机

414/265)

高增长趋势已确立--三维通信(002115) 09年3季报点评

- 前3季度实现每股收益0.34元,同比增长31.5%,基本符合预期。前3季营业收入4.94亿元,同比增长93.2%。3季度单季收入1.97亿元,同比增长153.9%,环比增长21.5%,收入增长逐季加速。前3季度归属母公司净利润4523万元,同比增长31.5%,3季度单季净利润1483万元,同比增长31.2%,环比下降3%。
- 全年收入高增长趋势已定。3季报中存货金额高达4.9亿元(较年初增加2.2亿元),几乎与前3季度收入相当。这其中预计近50%为已完工但未验收的发出商品。由于网络覆盖优化产品主要以解决方案形式销售,涉及到工程施工,4季度通常是运营商验收付款的高峰期,因此,4季度收入环比高增长是大概率事件。
- 毛利率下降拖累利润增长,但下降幅度属于合理范围内,预计全年毛利可维持在3季度水平。前3季度毛利率34.3%,同比下降2.7个百分点,主要源于传统直放站产品的价格下降,但同时,控股子公司紫光网络采取了有效的降成本措施,使得无源器件的毛利率有所上升,一定程度上抵消了传统产品价格下降的影响。从目前发货的订单看,毛利率仍处于正常水平。
- 规模效应带动费用率下降,募集资金到位有效节省财务费用。规模效应带动前3季度销售费用率和管理费用率分别下降0.8和2.1个百分点,这一趋势预计仍将持续。3季度单季费用率环比提升,主要是收入确认时滞所致(从发货到全部确认收入通常需3~6个月)。公司公告将6500万元的募集资金补充流动资金,同时置换7530万元先行投入的自筹资金,这将节省财务费用逾500万元,预计全年财务费用仍将维持在3季度水平上。
- 成长路径清晰的中长线品种,维持"增持"。随着3G网络初步覆盖的完成,大量网优需求随之释放,而且公司在同类厂商中具备一定技术优势,且客户结构由以往移动一家独大转向移动、电信、联通均衡发展,市场份额提升可期。预计09~11年EPS分别为0.62元、0.84元和1.03元,当前股价对应09、10年PE 31.4倍、23.2倍,长线而言,仍有一定吸引力,建议"增持"。(分析师:方璐 86 21 63295888 分机 440)

华海药业(600521)三季报业绩回顾--原料药业务以量补价,制剂出口期待2010年

- 公司业绩触底反弹,重回增长。2009前三季度公司实现营业收入6.39亿元,同比增长6.35%;实现净利润1.01亿元,同比增长4.96%,每股收益0.34元,基本符合我们0.35元的预期。09年三季度单季实现营业收入2.34亿元,同比增长26.71%,实现净利润2972万元,同比增长57.36%,每股收益0.10元。三季度收入和利润快速增长,一方面是由于08年第三季度基数较低,更主要的原因还是随着金融危机影响的消退,特色原料药出口触底反弹。
- 沙坦类原料药以量补价,制剂业务值得期待。09年公司业绩仍然主要是API的贡献。随着缬沙坦、厄贝沙坦等产品在川南基地放量,沙坦类产品全年销量预计实现80%增长,考虑价格下跌影响,销售收入有望实现50%的增长,使得沙坦类收入规模达到2.2亿元。09年制剂出口规模仅有几百万元,预计明年将有所起色,因赖诺普利转移生产的实施,出口额可能过亿,而和跨国公司制剂业务的合作也将带动API产品高价出售。此外,国内制剂也会有所表现,09年预计

实现收入 9 千万元，全年增长超过 50%，除了已有的帕罗西汀销售势头喜人，氯沙坦、厄贝沙坦已获国内制剂批文，销售拓展将逐步跟进。

- 产品价格下滑拖累毛利率，期间费用进一步被压缩。在主要产品价格下跌的背景下，公司前三季度毛利率同比下跌 2.72 个百分点。公司积极压缩期间费用，前三季度同比下降 1.47 个百分点，通过管理效率提升维持盈利能力。
- 司 09 年业绩逐季向上，未来国际市场机遇巨大，维持增持评级。华海药业正处于从原料药向制剂药、从仿制药原料供应商向专利药原料供应商转型过程中，未来几年公司制剂出口规模将不断扩大，我们看好公司中长期在国际市场上的拓展。但是短期公司仍要面对主要产品竞争加剧，价格下跌的风险。我们维持 2009-2011 年 0.58、0.76、0.91 元的盈利预测。(分析师：应振洲/罗鹄 86 21 63295888 分机 214/456)
- 建设银行(601939) ----资产质量继续向好，净利润同比增速由负转正
- 规模扩张速度较 09 年上半年略微放缓，净利润同比增速由负转正，中报业绩符合预期。2009 年前三季度，建设银行净利润同比增长 2.24%，存款规模同比增长 27.5%，贷款规模同比增长 29.2%。不良贷款率为 1.57%，拨备覆盖率为 161.08%，实现全面摊薄年化 ROE21.52%，EPS0.37 元，公司业绩与我们预期基本一致。
- 规模扩张、信贷成本下降以及中间业务收入增长是公司实现净利润同比正增长的关键因素，净息差同比大幅收窄以及成本收入比上升是影响公司业绩的主要负向因素。公司信贷成本由去年同期的 0.88%降低 36 个基点至 0.52%，净手续费及佣金收入同比增长 20.94%。净利差和净息差较去年同期分别收窄 87 和 89 个基点至 2.3%和 2.41%，虽然规模扩张仍旧保持较快速度，净利息收入同比下降 7.49%。成本收入比较去年同期略微上升 6 个基点至 29.33%，仍处于同业较低水平。
- 环比趋势仍旧向好。公司 3 季度净息差回升不明显，4 季度趋势向好。3 季度，公司净利息收入环比正增长 2.93%，净手续费及佣金收入环比增长 6.57%，净利润环比正增长 2.58%。
- 公司资产质量继续向好，拨备覆盖率继续提升。与 09 年 2 季度末相比，公司不良贷款余额和不良贷款率实现双降。3 季度末，公司不良贷款余额 736.82 亿元，较 2 季度末减少 35.26 亿元；不良贷款率 1.57%，较 2 季度末下降 0.14 个百分点。公司继上半年率先在大银行中实现拨备覆盖率达到 150%的要求后，拨备覆盖率继续提升，由 2 季度末的 150.51%上升至 161.08%。相对充分的减值准备计提减轻了后续压力，为未来的业绩增长提供了一定的空间。
- 公司具备良好的资产质量及同业中较高的拨备水平，全年净利润有望实现正增长，维持增持评级。预计公司 09、10 年的净利润增速分别为 6.26%和 22%。目前股价对应 09 年和 10 年 PE14 倍和 12 倍、PB2.7 倍和 2.4 倍。(分析师：杨柳/励雅敏 86 21 63295888 分机 419/438)
- 云南白药(000538)09 年前三季度业绩回顾：白药膏和创可贴出厂价上调 30%增厚业绩
- 09 年前三季度公司实现收入 53.1 亿，同比增长 29%，实现净利润 4.1 亿，同比增长 35%，EPS0.77 元，略超我们的预期，每股经营活动现金流 0.66 元。三季度单季实现收入 17.6 亿，同比增长 28%，实现净利润 1.44 亿，同比增长 36%，EPS0.27 元。
- 白药系列收入增长 40%：公司工业收入高速增长 37%，商业收入增长约 25%，其中白药系列收入

同比增长 40%。分产品，中央产品中气雾剂增速高于 20%，酊剂增速高于 50%，散剂、胶囊剂等增长近 10%；牙膏收入增长 50%；白药膏和创可贴收入合计增长 20%-30%，其中白药膏受价格大幅上涨影响，收入同比持平。

- 工业毛利率略有下降，营业费用和管理费用大增：母公司毛利率同比下降 1.45 个百分点，主要是毛利率略低的创可贴收入增长较快。公司期间费用大幅增长 42%，其中营业费用和管理费用分别大幅增长 45%、40%，我们依然认为费用大幅支出背后体现的是经营利润反映极度保守。
- 运营质量较好：公司应收账款周转天数 20 天，存货周转天数 112 天，每股经营活动现金流 0.66 元，都处于正常水平。三季度经营活动现金流为负是因为存货新增近 3 亿，银行票据增加 1.4 亿。
- 白药膏和创可贴提价增厚业绩：公司 5 个产品进入基本药物目录，占净利润比重高达 80%，预计白药气雾剂和白药膏 3-5 年销售规模能突破 10 亿元。公司将白药膏和创可贴核心规格出厂价提高 30%，其中白药膏核心规格 5 片装开票价由 15.6 元提高到 20.4 元，三季度白药膏和白药创可贴清理了渠道存货，提价应该会较为顺利，提价将增厚明年业绩。我们维持公司 2009 年 1.13 元盈利预测，上调 2010-2011 年盈利预测至 1.70 元、2.18 元，给予 2010 年 40 倍预测市盈率，6 个月目标价 68 元，维持买入评级。(分析师：娄圣睿/罗鹤 86 21 63295888 分机 480/456)

东阿阿胶(000432)09 年前三季度业绩回顾：阿胶浆量增推升阿胶系列三季度收入增速至 60%

- 净利润增长 32%，符合预期：2009 年前三季度公司实现收入 14.47 亿元，同比增长 20%；实现净利润 2.42 亿元，同比增长 32%，每股收益 0.37 元，符合我们预期。净利润增长主要来自阿胶系列收入增长 22%和期间费用率下降。三季度单季公司实现收入 5.35 亿元，同比增长 40%，实现净利润 8310 万元，同比增长 59%，每股收益 0.13 元。三季度收入和净利润大幅增长，主要是因为阿胶块提价和复方阿胶浆销售放量。
- 控制营销见成效，阿胶系列收入大幅增长：前三季度阿胶系列收入同比增长 22%，其中阿胶块收入增长 5%-10%，阿胶浆收入增长 35%。三季度阿胶系列收入同比大幅增长 60%。上半年公司控制阿胶块发货，消化渠道存货，同时向农村市场推广复方阿胶浆，三季度在上半年的基础上，阿胶块和复方阿胶浆收入实现大幅增长。
- 阿胶系列毛利率提高，期间费用率下降：阿胶系列毛利率同比提高 4.22 个百分点，主要是阿胶块在今年 4 月和 9 月分别上调出厂价 10%，提高了毛利率水平。期间费用率下降 3.51 个百分点，主要是公司实施控制营销节省了销售费用，严格预算节省了管理费用。
- 闲置资金委托贷款给华润，增厚每股收益 0.03 元：公司账上现金 16.8 亿元，董事会决议拟利用其中 5.2 亿元委托贷款给华润集团，期限为 1 年，年收益率 4.2%，由中国银行深圳分行担保。我们认为公司账上现金十分充裕，委托贷款不会影响公司正常经营，与活期存款相比可增加利息收入 2000 万元，一年增厚每股收益 0.03 元。
- 上调盈利预测，6 个月目标价 29.5 元：公司实施控制营销卓有成效，中长期发展战略清晰。我们判断复方阿胶浆将进入基本药物目录扩展板，推升销量，出厂价有上调空间。我们上调公司 2009-2011 年每股收益至 0.62 元、0.84 元、1.06 元（原预测为 0.60 元、0.75 元、0.91 元），同比增长 41%、35%、27%。给予 2010 年 35 倍预测市盈率，6 个月目标价上调至 29.5 元，维持买

入评级。08年4季度和09年1季度是公司经营低点,09年4季度和10年1季度经营大幅增长、复方阿胶浆进入基本药物目录扩展板是股价上涨催化剂。(分析师:娄圣睿/罗鹞 86 21 63295888 分机 480/456)

千金药业 09 年前三季度业绩回顾:千金系列快速增长可期,补血益母有望纳入医保目录

- 主业利润同比持平:2009年前三季度公司实现收入6.77亿元,同比增长14%,实现净利润9083万元,同比下降15%,每股收益0.42元。三季度单季实现收入2.17亿元,同比增长18%,实现净利润3189万元,同比下降23%,每股收益0.15元。净利润下降主要是上年同期抛售交行股份形成较大投资收益,剔除投资收益影响,前三季度净利润同比持平。
- 千金片调整规格,发货减少:前三季度公司中药工业收入4.15亿元,同比增长14%,子公司湘江药业收入同比增长30%。分产品来看,千金片收入2.6亿元,同比持平,千金胶囊收入1.3亿元,同比增长50%,补血益母颗粒收入1500万元,同比增长35%。三季度单季中药工业收入增长24%,增长较上半年加快。上半年公司将千金片规格由每盒108片调整为72片,发货量相应减少,随着规格调整完毕,预计发货量将增加。
- 千金片毛利率提高,营业费用大幅上升:前三季度公司综合毛利率同比提高3个百分点,主要是公司主动收缩低毛利的批发业务。其中中药工业毛利率同比提高1.75个百分点,主要是千金片规格调整后毛利率提高。公司营业费用率同比提高3个百分点,三季度单季营业费用增长61%(其他应付款增加7800万,公司三季度业绩应有所保留)。
- 经营质量健康:公司应收账款周转天数24天,存货周转天数90天,都很正常。每股经营活动现金流0.29元,低于每股收益,主要是应收票据增加,公司经营质量总体健康。
- 千金片和胶囊快速增长可期,补血益母有望进入医保目录:千金片和千金胶囊进入基本药物目录,其中千金片最高零售价上涨5%,出厂价将提高。公司一直注重基层市场营销,进入基本药物目录后千金片和胶囊迎来新的增长契机,未来3-5年千金片和胶囊收入规模将达到10-15亿元。11月政府将公布最新调整的医保目录,我们预计补血益母将纳入其中,将带动该产品未来几年快速增长;年末公司会有多款新品推向市场。我们维持公司09每股收益0.65元,上调10-11年每股收益至0.91元、1.18元,给予2010年35倍预测市盈率,目标价31.8元。(分析师:娄圣睿/罗鹞 86 21 63295888 分机 480/456)

天士力(600535) 09 年前三季度业绩回顾:复方丹参滴丸增速加快,二线产品进入成长期

- 三季报业绩略超预期:2009年前三季度公司实现收入28.6亿元,同比增长18%,其中母公司收入10.8亿元,同比增长17%;实现净利润2.25亿元,同比增长43%,每股收益0.46元,略超我们0.45元的预期。三季度单季公司实现收入10.3亿元,同比增长21%,实现净利润8759万元,同比增长47%,每股收益0.18元。净利润快速增长得益于核心产品增速加快、工业毛利率提高、财务费用减少、所得税率由上年同期25%下调为15%。
- 复方丹参滴丸三季度增长加快,二线产品进入成长期:复方丹参滴丸前三季度收入增长10%,其中上半年销售受"学术纷争"事件影响,三季度开始销量增长加快,单季收入增长近20%。二线产品养血清脑颗粒收入增长40%,水林佳收入增长60%,荆花胃康胶囊收入增长30%,预计新产品亚单位流感疫苗和尿激酶原年底前获批。

- 医药工业毛利率提高,财务费用下降,现金流表现突出:受复方丹参滴丸提价影响,前三季度医药工业毛利率同比提高 0.8 个百分点。期间费用率下降 1.7 个百分点,主要是银行贷款利率下调,财务费用率同比下降 1 个百分点。公司应收账款周转天数 52 天,存货周转天数 53 天,都很正常。每股经营活动现金流 0.77 元,远高于每股收益,经营质量非常好。
- 中长期激励方案出台,激励与股价挂钩:公司董事会决议通过中长期激励基金实施办法,旨在激励高管和核心人员。该方案规定:每年扣除非经常性损益后的净资产收益率不低于 10%和年度净利润增长不低于 10%两个条件被满足后,即可提取 1000 万元激励基金。若年度净利润增长超过 13%,可按比例额外提取净利润增长超过 13%的部分,提取比例与公司股价表现挂钩。我们认为该激励方案门槛不高,激励与股价挂钩,管理层将有动力维护公司市场形象。
- 复方丹参滴丸是未来重磅品种,FDA 认证进展提升估值:我们维持公司 09-11 年每股收益为 0.65 元、0.85 元、1.04 元,同比增长 24%、31%、22%。复方丹参滴丸进入基本药物目录,预计 3-5 年销售规模达到 20 亿元,出厂价有上调可能,2010 年公司业绩有望超预期。复方丹参滴丸 FDA 认证进展会是重要催化剂,给予 2010 年 30 倍预测市盈率,目标价 25.35 元,维持增持评级。(分析师:姜圣睿/罗鹤 86 21 63295888 分机 480/456)

潍柴动力(000338)2009 年三季报点评:发动机盈利大幅改善导致 3 季度业绩超出预期

- 上调盈利预测,维持增持评级。由于 3Q09 年业绩超出预期,上调 09 年、2010 年 EPS 分别至 4.11 元和 4.72 元,目前股价相当于 09 年和 2010 年 PE 分别为 14 倍和 12 倍,公司产品由于毛利率较高,相对而言抗周期风险能力强,业绩与同行比较具有相对稳定性,且若重卡和工程机械逐步回暖,则公司主要产品均将受益,相对而言,我们更看好公司业绩的稳定性,维持增持评级。
- 业绩超出预期。1-9 月实现销售收入 254.35 亿元,虽同比下降 10.5%,但实现净利润 23.82 亿元,同比增长 18.1%,EPS 为 2.86 元,业绩超出预期的主要原因是 3Q09 年盈利好于预期,在销售收入与 2Q09 年比较并未环比增长的前提下,3Q09 年净利润环比增长 33.6%,主要是由于公司产品毛利率提升幅度好于预期,导致 3Q09 年业绩环比大幅增长。
- 3Q09 年业绩超出预期的主要原因是毛利率的大幅改善。3Q09 年销售收入与 2Q09 年基本持平,但净利润环比增长 33.9%,主要原因是毛利率进一步改善,2Q09 年毛利率达到 22.7%,环比提升 3 个百分点,3Q 年毛利率达到 27.34%,环比提升 4.64 个百分点,毛利率大幅上升主要归功于发动机毛利率的提高。1-9 月发动机毛利率约为 30.2%,同比上升 4.6 个百分点,且 3Q09 年发动机毛利率约为 35.6%,环比提升 6.8 个百分点,发动机毛利率改善主要是受成本下降及产品单价提升影响。另外,由于需求向好及成本处于低位,陕西重汽重卡、法士特毛利率均得到提升。
- 发动机利润贡献比重提升,盈利能力大幅改善。发动机毛利率提高主要受益于成本下降、产品结构改善。产品结构改善主要表现为:1-9 月销售发动机 23.4 万台,3Q09 年销量为 8.5 万台,虽环比仅增长 2.4%,但销售收入环比增长 11.3%,主要是归功于两方面原因:其一是重卡发动机比重的提高,由 60%上升至 70%左右;其二是高压共轨发动机比重提升,二者共同导致 3Q09 年发动机单价环比上升 8.6%。另外钢铁等原材料成本处于低位也导致发动机毛利率的提升。1-9

月发动机实现净利润约为 19.3 亿元，利润贡献比重达到 81%，同比提升 7.8 个百分点。

- 受重卡整车需求回暖影响，陕西重汽和法士特盈利能力回升。随着半挂牵引车需求的回暖，3Q09 年重卡行业销量达到 17.66 万辆，同比增长 80%，1-9 月重卡行业销量为 45.12 万辆，仅同比下降 5.5%，降幅大幅度收窄，预计全年将实现 10% 左右的增长。1-9 月陕西重汽销量为 5.04 万辆，同比下降 13.4%；陕西重汽利润贡献约为 1.5 亿元，利润贡献较低。1-9 月法士特销量为 38 万台，由于钢铁等原材料处于低位，变速箱毛利率回升至 25% 左右，1-9 月法士特利润贡献约为 3 亿元，二者合计利润贡献比重为 18.9% 左右，利润贡献比重下降。

- (分析师：姜雪晴 86 21 63295888 分机 409)

宗申动力(001696) 09 年三季报点评--业绩符合预期，全年超预期值得期待

- 业绩符合预期。前三季度实现收入 26.88 亿，同比基本持平，净利润 2.93 亿，EPS0.49 元，同比增长 40%。其中第三季度实现收入 9.99 亿元，年内首次出现同比正增长 9.23%，净利润 1.03 亿元，同比增长 66.52%，每股收益 0.17 元，同比增长 70%。第三季度仅两轮和三轮摩托车发动机产量就超过 90 万台（上半年 141 万台），产销量明显加速，预计四季度将优于三季度表现，公司业绩存在超预期的可能性大。
- 产品结构调整促使毛利率大幅提高，净利润同比增加 40%。前三季度综合毛利率 19.2%，同比增加 5.5 个百分点，原因有二：1) 产品结构调整，新品三轮摩托车发动机及水平轴通用汽油机等高附加值产品比例增加；2) 铝、铜等原材料价格较去年下降了近 30%。
- 三项费用率保持平稳，经营活动现金流充沛。新产品研发和推广力度加大带来管理、销售费用同比增加 10% 左右，汇兑净收益使财务费用大幅减少 149%，三项费用率保持平稳。每股经营现金流 0.54 元，现金较为充裕，应付票据的大量使用也显示出公司很强的占款能力。
- 左宗申重新掌舵将进一步巩固行业领头羊地位，提升抗风险能力。公司前期公告左宗申协议受让其女儿左颖、配偶袁德秀分别持有的宗申高速艇公司 50% 股权和 10% 股权，成为公司实际控制人。我们认为，左宗申的重新掌舵将进一步完善公司法人治理结构，提高公司的抗风险能力，巩固行业领头羊地位。从三季报可以看出，众多投资者尤其是海外机构对公司关注度明显提升。
- 维持盈利预测，维持“增持”评级。我们维持 09-11 年 0.68 元、0.82 元和 1.03 元盈利预测，目前股价对应 21/17/14 倍 PE，我们认为集团汽发、船发存在注入预期，三轮摩托车发动机及通机产品快速发展，未来三年收入复合增长 27%，给与 09 年 26 倍 PE，目标价 17.6 元，目前仍有 26% 上涨空间，维持“增持”评级。(分析师：赵隆隆/王华 86 21 63295888 分机 350/442)
- 恒星科技(002132) 三季报点评：三季度同比转正，符合预期，10 年产能再上新台阶
- 三季度业绩同比转正，符合预期。公司 09 年前三季度实现收入 8.86 亿元，同比增长 14.69%，实现净利润 6881 万元，同比增长 7.22%，EPS 0.28 元；其中第三季度实现收入和净利润分别为 3.88 亿元和 4097 万元，EPS 0.17 元（增值税退税贡献约为 0.06 元），同比增长 142.86%，下半年业绩明显好转，符合我们之前预期。
- 下游行业景气，公司产销两旺，毛利率回升。公司主要产品镀锌钢绞线、子午轮胎用钢帘线和 PC 钢绞线下游分别是电网建设、汽车和道路桥梁基础设施建设等。09 年特别是汽车产销不断超预期，保有量大幅提升，带动轮胎及上游钢帘线的需求，公司新增 2 万吨钢帘线产能于上半

年投产，仍供不应求；PC 钢绞线亦受益于下游需求旺盛而提前半年投产。上半年因消化高价原材料库存、主动降价扩大市场份额及传统淡季等因素，毛利率下滑至 15.75%，三季度综合毛利率已回升至 19%（08 年同期 18%），预计四季度经营状况继续改善。

- 2010 年产能再扩张，有望提前投产。预计 09 年镀锌钢绞线、子午轮胎用钢帘线和 PC 钢绞线产销量分别为 15 万吨、3 万吨和 3.5 万吨，鉴于下游需求持续旺盛，公司将继续扩产以解决产能瓶颈。公司拟定向增发 3.2 亿新增 2 万吨钢帘线产能，项目规划建设期 1 年，该方案尚待证监会审批，但公司已建成部分厂房并正在考察设备，有望提前投产，公司主业继续向这一高端产品倾斜，预计 10 年利润贡献达 50%；PC 钢绞线 09 年底将达 15 万吨产能，预计两年内达到 30 万吨，将成为新的利润增长点。
- 下调 09 年盈利预测，维持增持。因上半年钢帘线设备问题延误产能释放及主动降价牺牲利润，我们将 09 年盈利预测由 0.56 元下调至 0.40 元，维持 10 和 11 年 0.80 元、0.97 元的盈利预测，对应 10 和 11 年 PE 分别为 14 倍和 12 倍，公司未来三年将保持 45% 的增长，我们认为 10 年合理估值为 20 倍，维持增持评级。(分析师：李筱璇/王华 86 21 63295888 分机 280)

七匹狼(002029)09 年三季报点评--受国庆、中秋双节提前发货影响，三季度业绩略超预期

- 09 年 1-9 月 EPS 为 0.47 元，第三季度 0.14 元，业绩略高于预期。1-9 月实现营业收入 14.56 亿元，同比增长 28%，归属上市公司股东的净利润 1.33 亿元，同比增长 29%，前三季度每股收益 0.47 元，略高于我们在季报前瞻中 0.46 元的预期。公司在发布的业绩预告中预计 09 年净利润增长幅度在 10-40% 之间，我们预计 09 年增速在 30% 左右，09 全年 EPS 约 0.7 元。
- 受国庆、中秋双节提前发货影响，三季度收入大幅增长，但全年收入增速平稳。公司第三季度单季收入同比增长 95%，我们认为与两个因素有关：一是 08 年二季度存在提前发货，因此导致 08 年三季度收入基数较低；二是 09 年国庆、中秋双节影响，使秋冬装在 9 月提前发货，因此收入和应收账款都增长较快。但公司 85% 的收入都由订货会决定，故全年的收入增速较为稳定，09 年订货会增速为 15-20%，我们预计 09 年整体收入增速在 19% 左右。
- 毛利率提升 3.8 个百分点，管理费用小幅增加 0.8 个百分点。09 年采购成本下降，使 1-9 月毛利率为 39%，同比提升 3.8 个百分点，公司规模扩大、人员增加以及 ERP 项目的实施推进，使管理费用为 7%，同比提升 0.8 个百分点。
- 三季度应收账款增加，公司对过季商品计提存减值准备。09 年渠道销售压力较大，公司给经销商的信用额度也较多，加上双节提前发货，第三季度末应收账款比年初增长 161%。公司在第三季度对过季商品计提存货跌价准备 3835 万元，较上年同期增长 631%，约影响 EPS 近 0.11 元。
- 开店数量增长高于预期，上调盈利预测，维持增持评级。公司在 09 年 6 月门店数已达到 2957 家，上半年店数增加 286 家，其中直营店增加近 90 家，预计到 9 月底总店数接近 3100 家，门店增长快于预期。我们上调了 09-11 年盈利预测，EPS 分别为 0.7/0.87/1.1 元，3 年复合增长率 27%。目前股价对应 09-11 年 PE 为 28/22.6/17.7 倍，2010 年的 PEG 为 0.85，PS 为 3.3 倍，维持增持。(分析师：王立平/赵金厚 86 21 63295888 分机 468/449)
- 华天科技：成本优势+技术跟进=确定的增长路径
- 封测西进是半导体行业的一个重要趋势，公司作为一个西部地区的封装厂，其成本优势突出，

正因如此在沿海厂商不堪压力，考虑逐渐退出的时候，公司能够保持相对比较好的盈利能力。

- 华天作为一个技术相对落后的厂商，一直扮演的是技术追赶者的角色。上市后，华天的中端乃至高端的封装技术都逐渐走向量产或即将量产，与沿海一带企业的技术差距在逐渐缩小。目前 LQFP 已经成为主力产品，而 QFN 已经进入批量生产，BGA 则处于量产前的小批量试制阶段。
- 09 年 4 季度公司仍将陆续添置的设备，并形成生产能力，我们预计有效产能将在 4 季度增长 5% 左右，在手订单饱满，预计 4 季度维持满产。我们预计 2010 年公司的综合产能将提升 30% 以上，而考虑到西安厂生产切换可能影响部分产能的发挥，最终的实现产能将比 2009 年 3 季度提高 25-30%。
- 3 季度单季度的毛利率为 26.73%，从历史上看，处于比较高的水平。预计 4 季度毛利率略低于但接近 3 季度，原因在于产品结构改善和销售增长将对冲大宗材料价格上升的压力。我们预计毛利率将在 2010 年保持基本稳定。原因在于，从目前的供需关系判断，2010 年产品价格应不会主动下降（除非材料价格明显下降）；产品结构方面除了 LQFP 的占比仍将继续提升以外，中高端的 DFN、QFN 将成为主要增长点。不过材料价格上升仍是潜在压力。
- 西安厂在设计上具有灵活扩产能力，部分配套投资也可以根据需要而分步投资，所以，预计整体上对于公司业绩不会带来太大的压力。不过，在投产初期有可能形成一定的亏损。
- 华天科技 3 季度盈利 3066 万元，这属于正常盈利水平，4 季度经营业绩应上升，但考虑年末费用上升，预计 4 季度盈利 2600 万，2009 年全年盈利 7715 万元，每股收益为 0.27 元。
- 2010 年华天可能采取比较稳健的扩张策略，预计加权产能增加 30%，而由于 2 季度涉及部分设备的搬迁，预计有效产能增长 25%，而由于 2010 年行业为超景气年，加上费用分摊方面的效应，预计盈利将比正常情况下增长 30%。按照 2009 年 3 季度的数据测算，公司当前的正常化盈利能力为 9500 万元/年，考虑西安新厂初期运营亏损后，我们维持前期预测的 2010 年盈利 1.18 亿元，对应 EPS 为 0.41 元。
- 华天利用成本优势加技术跟进策略，增长路径的可依赖程度很高，而西安基地面向高端的 QFN 和 BGA 等技术，将逐渐改变其为单纯依靠成本优势竞争，公司有望向国内一线的封测公司提升。公司估值水平仍相对折价，目前正处于估值水平的年度切换时期，未来 6 个月的合理市盈率为 25 倍，维持增持评级。(分析师：余斌 86 21 63295888 分机 437)
- 东百集团三季报点评：收入增速放缓，盈利下滑，看好省内 Shopping Mall 业态拓展
- 东百集团三季度业绩略低于市场预期：2009 年前三季度公司实现营业收入 10.64 亿元，较去年同期增长 10.74%；归属于母公司的净利润 6596 万元，比上年同期下降 14.05%，对应每股收益 0.192 元；扣除非经常性损益后的 ROE 为 11.12%，较去年同期减少 2.27 个百分点。
- 综合毛利率下滑，销售+管理费用持平：公司今年前三季度综合毛利率为 22.40%，较去年同期回落 2.13 个百分点，前三季度两项合计费用率 11.41%，与去年同期基本持平。
- 省内拓展顺利，省外扩张受阻：近期，公司与福建省三信集团合作开发进入莆田市寸土寸金的文献路步行街上商圈。三季度，公司参与竞购石家庄东方城市广场有限公司未被确认为特定受让人。
- 试水 shopping mall 业态：公司计划将三信 o 金鼎广场打造成莆田首席多功能“一站式、体验式”

的 shopping mall, 此项目将有力推动公司未来业绩的增长。

- 出让房地产业务股权, 明确主业: 三季度, 公司及其控股子公司中侨公司合计持有的丰富公司 35% 股权以人民币 12,900 万元的价格转让。我们预计公司将于今年四季度确认股权转让收益 2746.65 万元, 将折合每股收益 0.08 元。
- 维持"增持"的投资评级: 预计公司 09-11 年的每股收益分别为 0.34 元(扣除非经营性损益的每股收益为 0.28 元)、0.40 元和 0.44 元, 尽管公司股价短期缺乏催化剂因素, 需要等待实体经营业绩的正常性增长, 但从公司发展潜力来看, 我们仍维持"增持"的投资评级, 风险中等。(分析师: 金泽斐/周佳敏 86 21 63295888 分机 344)
- **太阳纸业(002078) 2009 年三季报点评: 业绩略超市场预期, 低成本扩产项目将陆续投放**
三季报业绩略超市场预期。2009 年前三季度公司实现营业收入 41.97 亿元, 同比下降 10.31%; (归属于母公司所有者的) 净利润 3.21 亿元, 同比基本持平(-0.35%), 实现基本每股收益 0.64 元, 符合我们预期而高于市场预期; 每股经营活动产生的现金流量净额为 0.70 元。其中三季度实现收入和净利润分别为 14.98 亿元和 1.69 亿元, 收入同比降幅收窄(-3.94%), 净利润同比已实现大幅增长(73.95%) 而环比增幅达 85.23%。
- 产量维持高位, 纸价上涨推动收入环比增长。公司第三季度依然保持较高开工率, 产量维持高位, 销售延续良好态势, 尽管由于二季度销量中含较多一季度产成品库存, 三季度销量因产销基本平衡有所回落, 但因公司主要纸种提价较早且涨幅较大, 使三季度收入环比增长 10.76%。而良好的销售形势也使公司的存货进一步下降, 存货账面价值由年中的 5.82 亿元降至较三季度末的 5.35 亿元, 部分纸种库存小于一周。
- 优势纸种及原材料结构特点推动毛利率快速回升, 公司成为完成盈利修复的典型。随着公司主要纸种几次涨价逐步落实, 加之公司原有自制浆比重较低的特点受益于全球经济危机带来的低位浆价, 公司毛利率继续快速回升, 09 年前三季度达到 17.95%, 实际毛利率由 09 年二季度的 17.58% 提升至三季度的 20.51%, 接近 08 年二季度水平(20.68%)。其中需要补充一点的是, 公司综合毛利率接近前期高点, 也与高档产品占比提升有关。
- 合资白卡纸项目逐渐步入正规, 贡献投资收益增加。09 年第三季度实现投资收益共 4780 万元, 我们预计其中转让东莞建晖股权产生收益约 1500-2000 万元, 剩余部分为合资项目贡献, 显示作为投资收益贡献主体的白卡项目盈利较前期继续恢复。进入下半年, 万国纸业保持以往良好销售态势, 而山东国际销量持续向好, 盈利能力快速提升, 已摆脱了上半年的亏损状况, 月净利超过 700 万元。我们认为, 随着新机调试完毕以及未来逐步调整为 22# 生产高端纸, 山东国际的盈利能力有望进一步提高。
- 降息带来财务费用明显下降。降息对于公司费用节省效应依然明显, 前三季度财务费用为 1.33 亿元, 同比降幅为 39.69%。
- 浆纸产能未来陆续释放为业绩增长提供支撑。公司在行业处于低谷之际, 把握时机扩张产能, 固定资产等项目大幅增长。其中化机浆项目已于 5 月试车(20 万吨化机浆, 可生产 27 万吨), 而热电、化学浆技改项目(20 万吨)、轻型纸项目(40 万吨)也将陆续(09 年 9 月、11 月和 10 年 4 月)投入运营。

- 海外项目陆续启动, 预计收获在 2012 年。公司目前的海外上游建设亦在积极进行中, 老挝的"林浆纸一体化"一期项目暨 10 万公顷纸浆林基地和 30 万吨/年漂白阔叶木浆厂待相关部门审核通过后将正式启动。而 09 年 10 月 1 日公司控股 95% 的越南太阳公司也正式成立, 主要运营林业种植采购及专用港。
- 维持"增持"。我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.92 和 1.08 元, 目前股价对应 09-10 年 PE 分别为 18 倍和 15 倍, 如前所述, 公司后续浆纸新增产能将陆续释放, 文化纸生产线将进一步提高文化类纸的比重, 而制浆生产线的投产将明显提升自制浆比重改善企业原材料短板, 这都构成公司 2010 年及未来业绩主要增长点, 公司在行业低谷低成本扩张的成果将在 2010 年逐渐体现, 维持"增持"。
- 核心假设风险: 国家造纸产业及节能减排等相关政策未能有效执行; 经济再次下滑影响纸业消费需求; 国际浆价大幅波动, 对于公司外购浆成本构成影响。

岳阳纸业(600963) 2009 年三季报点评: 盈利修复进程较慢, 40 万吨文化纸已相继投产

- 三季报业绩符合预期。2009 年前三季度公司实现营业收入 23.40 亿元, 同比下降 9.84%; (归属于母公司所有者的) 净利润 6759.66 万元, 同比下降 64.83%, 完成基本每股收益 0.10 元, 完全符合预期; 每股经营活动产生的现金流量净额为 0.07 元。其中三季度实现收入和净利润分别为 8.54 亿元和 2829.36 万元, 收入同比小幅上升 (2.64%), 净利润同比依然下降 (-58.94%) 而环比小幅增长 (9.22%)。
- 产量依然维持高位, 销量回归正常导致收入环比回落。公司 09 年二季度因销售形势良好消化部分一季度产成品库存, 导致产销率高达 118%。而第三季度尽管依然保持较高开工率, 但销售逐渐回归正常, 产销基本平衡因而销量环比有所回落。加之公司主要纸种涨价幅度较小, 季度收入环比下降 3.66%。
- 纸价上涨较小且滞后, 毛利率回升相比较慢。随着纸价上涨落实, 加之原材料整体处于低位, 公司毛利率如期继续回升, 但因公司纸种、原材料结构特点及谨慎的提价策略, 回升幅度较其它纸企偏慢, 由 09 年二季度的 16.86% 提升至三季度的 18.09% (1-3Q09 的 16.94% VS 1-3Q09 的 20.97%), 纸品盈利基本恢复到 08 年三季度的水平, 但较景气周期的 08 年上半年的 21.1% 仍存较大差距, 当然这其中也与本期高盈利的林业资产贡献业绩较少有关。公司的盈利修复完成进度略慢于其它纸企。
- 定增募投机械浆文化纸项目陆续投产。伴随着在建工程、工程物资的大幅增加, 公司定增募投两条机械浆文化纸项目 10#、9# (合计 40 万吨) 分别于 8 月 18 日、10 月 13 日陆续投料生产。新纸机达产后公司文化纸类产能将翻番, 而员工增加数量仅为原厂的 1/10, 劳动生产率将明显提升, 但由于未来几年国内文化纸新增产能较多, 且公司文化纸主要原材料废纸年初至今涨幅较大, 新增产能的利润贡献预计需待 2010 年。
- 资产负债率快速提升, 融资需求较为迫切。由于公司募集短融 11 亿元和为 40 万吨项目增加长期贷款 11.86 亿元, 09 年前三季度长短期借款合计约 52.57 亿元, 资产负债率也达到了 68.9%, 创 07 年初定向增发融资后的新高, 融资需求较前更为迫切, 而此前计划配股收购的怀化浆厂随着浆价的进一步回升盈利也逐步好转, 维持此前判断--该项目 09 年依然亏损。

- 管理费用和销售费用维持高位。公司 09 年前三季度管理费用为 1.37 亿元，较去年同期大幅增长（67.01%），主要系公司备战高新技术企业增加技术开发费支出，此外随着销售情况向好，公司销售费用也有所增加。维持“增持”。我们暂维持此前盈利预测（09-10 年的 EPS 分别为 0.18 和 0.34 元），目前股价对应的 09 和 10 年动态 PE 分别为 57 和 30 倍，短期估值偏高，主要作为浆价回升多重受益以及资产整合预期下的主题投资标的，维持“增持”。核心假设风险：国家造纸产业及节能减排等相关政策未能有效执行；经济再次下滑影响纸业消费需求；资产整合存在不确定性。
- 成霖股份（002047）2009 年三季报点评：业绩全面好转，出口回暖推动公司率先走出低谷三季报业绩全面好转，高于市场预期。2009 年前三季度公司实现营业收入 10.01 亿元，同比降幅收窄至 15.28%；（归属于母公司所有者的）净利润 4822.48 万元，同比大幅增长 85.88%，完成基本每股收益 0.17 元，略低于我们预期而高于市场预期。其中三季度实现收入和净利润分别为 4.05 亿元和 3059.11 万元，收入同比小幅上升（5.1%），净利润同比增幅达 362.48%，而环比增幅为增长 90.96%。
- “土豆效应”导致公司率先走出低谷。随着国外房地产市场的回暖，公司外销为主的经营模式下收入呈现逐季回升态势，三季度收入环比增长 19.86%。月度收入从一季度均值 0.86 亿，二季度的 1.13 亿，上升至三季度的 1.35 亿元。本轮复苏成霖明显快于相同业务的公司如海鸥：公司面向国外零售商提供中档产品为主，如提供 ODM 的下游 Home depot 受到冲击较小（下降约 10%），而经济危机对于高档商品影响更大，如海鸥的客户 Moen 和科勒等（下降 20—30%），此外这些客户同时也有制造端，面临危机，国外企业基于工会承诺放缓了产能转移进程，增加自产减少外购，其销量下滑反映在海鸥的订单减少有放大效应（下降超过 30%）。而恢复过程中基于“土豆效应”公司也率先走出低谷。
- 多因素促毛利率快速提升。公司综合毛利率整体呈现上升的态势（从一季度的 18.16% 提升至目前的 24.38%）。（1）相对低位的原材料价格有助于企业盈利水平的提升；（2）公司主要产品水龙头退税率由 9% 提升至当前的 15%，对毛利率亦有提升左右；（3）公司部分产品从最初由台湾母公司转包到目前直接销售，也提高了自身盈利空间；（4）08 年盈利较差有一个原因是部分产品赔偿率较高，公司更换了负责人后这一情况明显改观。
- 预计青岛项目成为业绩亏损有所下降。公司 IPO 募集资金项目几经周转坐落山东青岛加工区，由于经济危机公司订单低于预期导致开工率不足、项目建成过程中原材料价格较高带来高额折旧摊销、当地未形成完善的供应链体系等原因未能贡献业绩反成拖累，08 年亏损 3680 万，09 年上半年亏损约 1500 万，09 年第三季度根据少数股东损益变化幅度测算亏损额较前应有所下降。
- 管理费用率显著下降，而计提减值准备尚未冲回。随着公司收入显著提高及加强内部控制压缩管理成本，公司管理费用率明显下降。而公司 08 年底计提的约 2000 万的存货跌价准备尚有大部分未冲回（三季报业绩略低于预期的原因之一）。
- 维持“增持”。自 8 月 25 日出具报告《出口回暖预期下的轻工造纸行业投资机会分析Ⅲ》中上调公司盈利预测及目标价以来，公司股价涨幅接近 40%，而公司盈利快速回升的情况也印证了我

们此前推荐公司的逻辑。基于外部--国外经济恢复趋势未变，而内部--公司订单较为饱满、与台湾母公司合作关系逐渐协调、更换高层后管理效率提升以及青岛项目逐渐减亏，我们维持此前盈利预测（09-10年EPS至0.3和0.36元），目前股价对应09-10年PE为24和20倍，PB为2.6倍，估值在出口型公司中仍处于较低水平，维持“增持”。

- 核心假设风险：国内外经济回落影响卫浴五金消费需求；汇率和原材料价格大幅波动。（分析师：周海晨 86 21 63295888 分机 446）

贵州茅台三季报点评：消费税、管理费用上升拖累盈利增长，提价 80 元仍可期待

- 受消费税等因素影响，第三季度利润增速不如收入增速。1-9月营业收入78.07亿元，同比增长20.36%；归属于母公司所有者的净利润37.87亿元，同比增长20.42%；每股收益4.012元。7-9月营业收入22.61亿元，同比增长21.13%；每股收益1.056元，同比增长10.11%。预收款项由6月末的6.56亿元回升至9月末的12.92亿元。8月1日，白酒消费税新政开始实施，而茅台尚未采取避税措施，每瓶53度茅台需要增加约26元税收，受此影响，公司第三季度的营业税金及附加率达到11.42%，相比上半年的7.54%上升了3.9个百分点，同时也远高于五粮液的6.75%以及泸州老窖的7.99%。茅台“老实”交税影响了当期业绩，换来的是未来没有这方面的隐忧。
- 管理费用大幅上升拖累利润增长。公司第三季度管理费用2.69亿元，同比增长61.8%，这主要是环境整治费用及工资性支出增长所致。前者主要指厂区建设和绿化，这部分支出正好第三季度较大，四季度预计明显减少；后者指因每年新扩2000吨产能而新招员工所增加的工资性支出以及老员工10%-15%的薪水上涨。此外，公司公告决定先行出资约8.5亿元购买茅台镇第4号和第7号地块并支付征地、拆迁及安置区路网建设费用。这8.5亿元将计入“无形资产--土地使用权”并分50年摊销。
- 前三季度茅台酒实际销量预计增长10-12%，销售情况好于竞品，渠道利润也最大。五粮液1-9月销量下降17%，国窖1573、水井坊也预计下降8%以上。
- 迟迟未提价影响了今年的盈利情况。目前53度茅台出厂价439元，一批价680元，商超终端零售价738元，我们预计三个月内53度出厂价上调80元，幅度18.2%，而年份酒的提价幅度预计为25-30%，提价准确时点难以把握。
- 投资评级与估值：微调盈利预测，09、10年下调3.8%和1.4%，11年上调0.9%，目前预计09-11年EPS分别为5.175元、6.934元和8.765元，分别同比增长28.5%、34.0%和26.4%。9个月目标价208元，对应10PE30倍，尚有30%的上涨空间，维持“买入”评级。（分析师：童驯 86 21 63295888 分机 363）

承德露露三季报点评：营销改革、新品推出、原料价格回落共同促使盈利拐点出现，积极增持

- 投资评级与估值。略微上调盈利预测，预计09-11年EPS分别为0.658元、0.888元和1.085元，分别同比增长13.8%、35.0%和22.2%，09-11年PE分别为27.6、20.5和16.7倍，年初至今股价仅上涨17%。营销改革和新产品推出使得公司业绩出现拐点，6个月目标价25元，对应10PE28倍，股价上涨空间37%，建议积极增持。
- 关键假设点。09-11年承德露露销量（含8月末推出的“露露”核桃露以及11月份即将推出的“露露”花生露）分别为20.6万吨、24.7万吨和28.0万吨，同比增速分别为-11.6%、19.9%和13.4%。

- 有别于大众的认识。(1) 实际业绩预计好于报表披露的业绩。1-9月每股收益为0.412元,同比下降8.3%,而每股经营性现金流高达1.184元,同比增长139.5%;第三季度收入增长16.06%而营业费用同比增长95.32%,营业费用率高达23.21%,这才使得净利润仅同比增长2.19%。(2) 第三季度毛利率为37.9%,同比上升了5.3个百分点,这得益于占生产成本约45%的马口铁价格去年四季度达到顶峰后不断回落以及关联交易的减少。(3) 2-6月份营销改革的效果将从下半年开始逐渐体现,第三季度收入已同比增长16%,而核桃露、花生露等新品的推出将丰富公司的产品线,使公司逐渐成为真正的植物蛋白营养专家。(4) 过渡管理层已经完成历史使命。明年1、2月份管理层换届后将使公司真正从国企变为民企,较高的薪酬及预期的股权激励也将充分调动高管的积极性。(5) 产能有扩张预期(包括新建10万吨和收购汕头的4万吨)。露露目前总产能35万吨左右,由于生产有季节性因素,产能利用率约70%。我们认为,公司有必要通过产能的进一步扩张,巩固其在杏仁露行业的地位。此外,还可以通过产品线的丰富,提高公司在植物蛋白饮料其他细分子行业(如核桃露、花生露)的份额,形成一定的品牌规模效应。(6) 盈利拐点出现,估值颇具吸引力。
- 股价表现的催化剂:旺季来临(10月至次年3月是露露的销售旺季);新品"露露"核桃露、"露露"花生露等销售情况好于预期;明年年初管理层换届;新建产能等。
- 核心假设风险:原材料马口铁价格的波动。

【行业研究速递】

升值预期下的航空业投资机会评述:行业处于上涨前期,维持看好评级

- 投资评级与估值:维持对航空业"看好"评级。推荐次序是:中国国航、南方航空、海南航空、*ST上航、ST东航。目前航空业PB估值在4倍以上,略偏高。三季报情况:预计国航0.32元(08同期为-0.05元)、南航0.08元(08年同期为0.004元)、东航0.29元(08年同期为-0.30元)。
- 原因和逻辑:行业能够上涨的最根本因素在于基本面趋好导致的盈利上升,在9月2日的深度报告《变革的航空业进入盈利向上周期》,我们详细阐述了未来2-3年中国航空业将继续面临供给偏紧局面的最根本原因,并指出整合之后的中国民航业将确立适合自身的盈利模式,值得长期看好。人民币升值仅仅是锦上添花的因素,没有基本面向好的支撑,升值对航空的利好只是无源之水。
- 目前行业股价低迷主要有两个原因:一个是前期航空需求增速的环比持续下滑,9月份增速下滑至20%以下,10月黄金周同比增速更是降到10%以下;二是10月初以来油价从70涨到超过80美元/桶,市场担心用油成本将快速上涨侵蚀利润。
- 未来将出现有利于股价上涨的诸多变化:(1) 需求增速恢复速度可能会超过市场预期:10月份的国内航空需求有望重新回到10%以上的增速,11月份增速有望超过10月份;国际航线的需求继续恢复。(2) 油价快速上涨近期有望结束,实际需求并不支持油价的快速上涨,各国对投机因素的打击也将促使油价有所回调;11月底,国内航空煤油价格即使上涨其幅度也不会超过300元/吨,不影响对全年平均油价的预测。(3) 人民币升值预期强烈,按照注资后的最新总股

份计算，南航、东航、海航较高，每升值 1%带来的汇兑收益合每股收益均约为 0.039 元。(4) 短期三季报业绩同比全部扭亏；(5) 事件性因素也成为股价上涨催化剂，例如东航和上航实质性整合的开始、国航接受注资的可能性、海南国际旅游岛政策的逐步落实等。

- 股价表现催化剂：11 月份航空需求增速与 10 月份走平，不再继续下滑；人民币重启升值；国际油价上涨势头基本止住，走势平稳。
- 有别于大众的认识：市场认为，在四季度的行业淡季，航空股一般难有超额收益的机会。我们认为，航空业涨幅是否能超越大盘，主要看主导行业业绩的几个因素向哪个方向发展，而如前所述，未来行业趋势将逐步走强。目前机构持股非常分散，更宜在底部收集筹码。

风险因素：油价快速上涨势头不止；航空需求增速在恢复过程中出现多次反复。(分析师：李树荣 86 21 63295888 分机 222)

值周研究员：加丽果、孟令茹（TEL：0351-8686986）

特别申明：

本报告是基于山西证券研究所（以下简称“本所”）认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本所可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本所在知晓范围内履行披露义务。