

[2008. 4. 30]

## 国泰君安研究所晨报

张锦灿

010-59312821

zhangjingcan@gtjas.com

### 今日聚焦:

- 国家统计局: 一季度宏观经济处于绿灯区
- 策略报告: 国际股市的资源时代对国内启发-5 月行业配置策略

### 目录

#### 要闻点评

- 国家统计局: 一季度宏观经济处于绿灯区
- 发改委协调电煤紧张方案将上报国务院
- 中钢协狠批印度矿价格虚高充水

#### 行业及公司信息评论

- 策略报告: 国际股市的资源时代对国内启发-5 月行业配置策略
- 电力行业: 一季度业绩大幅下降基本符合预期
- 航运港口: 4 月散货油轮运价上涨, 港口增速回升
- 航空业: 一季度需求增速放缓, 估值处在高位
- 有色行业简报: 红五月推升金属价格继续活跃?
- 大族激光(002008): 营业收入快速增长 现金流状况值得关注
- 中材国际(600970): 1 季报低于预期, 尚不构成趋势性判断
- 江苏国泰(002091): 一季度业绩增长超出预期
- 宝钢股份(600019): 一季度恢复增长, 期盼二季度佳绩

#### 近期研究报告精粹

- 中国人寿(601628): 交易性金融资产损失导致利润下降
- 塔牌集团(002233)新股定价报告: 粤东地区第一大水泥企业
- \*ST 中绒(000982): 品牌与内销渠道建设任重道远

#### 债券市场

- 债券月报: 保增长还是物价——08 年 4 月债市月报

沪市涨幅前五		沪市跌幅前五		深市涨幅前五		深市跌幅前五	
三元股份	10.09%	大同煤业	-10.01%	吉电股份	10.09%	濮耐股份	-10.00%
南通科技	10.05%	紫金矿业	-9.98%	特发信息	10.07%	罗平锌电	-9.99%
丰华股份	10.04%	鄂尔多斯	-8.42%	珠海中富	10.07%	三力士	-9.99%
广电网络	10.01%	伊利股份	-8.02%	特力 A	10.03%	中水渔业	-7.79%
原水股份	10.01%	江南高纤	-6.62%	华意压缩	10.02%	长城开发	-7.45%

#### 海外市场指数

	收盘 (点)	涨跌幅(%)		
		1 日	5 日	本年
道琼斯	12831.94	-0.30	0.33	6.43
S&P500	1390.94	-0.38	0.54	3.52
NASDAQ	2426.1	0.07	0.83	9.81
伦敦 FTSE100	6089.4	-0.01	0.57	3.80
香港恒生	25914.15	0.96	5.45	39.3
香港国企	14297.83	0.71	12.1	55.9
日经指数	13894.37	0.22	2.87	-11.1
台湾加权	8891.74	-2.06	-1.39	8.72

#### 国内市场指数

	收盘 (点)	涨跌幅(%)		
		1 日	5 日	本年
上证综指	3523.41	1.40	15.0	96.6
深证成指	12880.9	0.77	16.1	166
沪深 300	3776.94	1.28	16.2	162
上证国债	113.2	0.02	0.10	-0.46
上证基金	4434.42	1.41	16.9	143
深圳基金	4377.37	1.77	17.9	149

#### 期货市场

	收盘 (点)	涨跌幅(%)		
		1 日	5 日	本年
NYMEX 原油	115.63	-2.62	2.032	58.3
纽约期金	876.8	-2.08	-2.78	24.2
LME 铜	8540	-1.27	0.058	6.10
LME 铝	2964	-1.56	-2.60	-14.1
BDI 指	9273	-0.76	13.72	107.9
郑糖	3877	0.03	-6.13	2.36
郑棉	14270	-0.14	-1.59	3.50

#### 货币市场

	收盘 (点)	涨跌幅(%)		
		1 日	5 日	本年
美元/人民币	6.985	0	-0.14	-6.51
NDF(一年)	6.453	-0.15	-1.12	-9.39
欧元/美元	1.558	-0.05	-1.64	10.6
美元/日元	103.9	-0.22	-1.23	-6.11
银行间 R007	2.948	2.886	0.697	45.1
美国 10 年期 国债利率	3.82	0.026	3.865	-14.4

会议记录: 吴莉

www.askgtja.com

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**要闻点评****国家统计局：一季度宏观经济处于绿灯区**

国家统计局 29 日公布的监测结果显示，一季度我国宏观经济预警指数为 113.3，处于稳定状态的“绿灯区”。

宏观经济预警指数 100 为理想水平，“绿灯区”表示经济运行处于正常区域。统计显示，今年一季度，我国经济同比增长 10.6%，增速比上年同期回落了 1.1 个百分点。国家统计局认为，一季度国民经济运行“总体平稳”。

这次公布的监测结果还显示，一季度我国宏观经济先行指数为 103.0(1996 年为 100，下同)；一致指数为 102.6；滞后指数为 102.0。

统计专家介绍，一致指数反映当前经济的基本走势，由工业生产、就业、社会需求、社会收入四方面合成；先行指数用于对经济未来走势进行预测；滞后指数用于对经济循环峰与谷的一种确认。

**发改委协调电煤紧张方案将上报国务院**

最近，发改委能源局紧急召集了电监会、部分煤炭和电力企业及相关行业协会，就协调当前煤电矛盾问题进行讨论，希望能拿出一个利益各方都能接受的良策。

据透露，目前初步讨论提出的方案包括干预煤炭价格、上调上网电价、进行财政补贴、实施第三次煤电联动等，但由于各方争论激烈，并未形成统一意见。

**中钢协狠批印度矿价格虚高充水**

4 月 28 日，日照港进口印度粉矿(62%品位)每吨价格下降到 1370 元，而在半月之前，该类矿石价格在 1500 元/吨以上。

然而，中国钢铁协会副会长罗冰生此日在“2008 年中印钢铁矿石峰会”上的讲话比印度铁矿石价格持续下降更令印度铁矿石供应商感觉不安。

当日，罗冰生措辞强硬地宣布：印度铁矿石供应商应摒弃现货供应所带来的短期利益，尽快与中方联合推进“长期协议”供应改革方式。罗强调，如果印方在推行“长期协议”上存在困难，中方愿意和印方一起建立一个逐渐过渡的机制，如，逐渐削减铁矿石现货的进口量。

**行业与公司信息点评****策略报告：国际股市的资源时代对国内启发-5 月行业配置策略**

在刚刚过去的 4 个月里，国际股市可以用资源时代来形容。在国家的层面上，巴西，加拿大等资源国家表现最为出色。

在各国和行业层面上，能源和基础原材料两大类行业表现最好。究其原因，我们发现涨幅靠前的都是具有相当资源的股票，或是铁矿石，或是石油，或是有色矿山，拥有资源者拥有天下这点已经体现得淋漓尽致。

中国和印度两个快速发展的国家，在 1 季度成了牺牲者。两国在经济快速发展的过程中，对资源的需求快速增加，现在全世界的资源价格都大幅提高，这将极大的困扰两国，对两国的制约非常之明显。

未来，我们认为，两国牺牲自身经济发展速度，降低对资源的需求，降低全球的通胀水平，这是中期的必然趋势。

然而，两国未来崛起（至少中国崛起）会是全世界最为瞩目的事情，对资源的需求仍将继续。国家在应对时应该：一方面，大力发展节能设备，

号召全国节约能源，同时采用新设备；另一方面，理顺价格体制，让价格体系完全的反映现阶段的需求，这将直接有效的抑制国内对资源的需求，并节约能源使用。我国处于高速发展时期，多数行业正在快速发展，因此市场可以选择的标的很多，过去，对泛资源类股票并不是特别关注。而现在，在中国经济迈入资源需求瓶颈的时代，资源的重要性应该得到重新关注，国际如此，中国也应如此。

中国用经济减速来换取通胀的下降，这将造成对煤或者有色金属的需求下降，因此我们现在并没有超配有价或者煤炭行业。而在其他行业里，那些拥有上游资源的公司更值得关注。

研究员一致预期大幅调高了电气设备的利润预测，行业的估值水平也在历史低位，上个月该行业跌幅也比较大，因此我们调高电气设备的评级至超配。五月其余配置仍然与之前的 2 季度策略相同，看好：银行，保险，证券，通讯服务及设备，医药，商贸，造纸，电气设备。

（章锦涛 张林昌 张堃）

### 电力行业二季度投资策略：最坏的时代，最后的等待

未来几年投产装机可望回落，结构性因素将预发突出，使得行业内分化加剧，上市公司的先进产能大幅受益；

火电行业的综合燃料成本在 20 个月内已上涨达到 30-35%，08 年火电行业面临的综合煤价涨幅将达到 10%-15%；

从政策取向来看，煤电联动势在必行，4、5 月份仍难看到第三次煤电联动的实质性进展，政府可能对煤价进行调控或对火电企业给予补贴；

1~2 月份行业利润已经反应了整个行业的严峻形势，发电行业 08 年全年利润预计下降 60%左右（如下半年电价调整 7%则下降 25%左右），09 全年如执行煤电联动电价利润可回升 30~100%。重申年度策略报告中对现阶段水电行业的看好；

主要电力上市公司动态 PE 已在一定程度上释放了燃料成本高企的影响。建议持续关注龙头水电公司长江电力及业绩对煤价敏感性相对较小且资产注入空间较大的

国电电力,对其他龙头公司则需根据电价调整的时机和力度进行判断,短期业绩风险需重点关注。

(姚伟、王威)

### 电力行业:一季度业绩大幅下降基本符合预期

主要火电企业一季度盈利能力大幅下降合乎预期,近期需重点关注相关政策重点,建议逐步增持行业。

近日重点火电公司相继公布了2008年一季度报。华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、粤电力、建投能源等大型火电公司一季度业绩均出现同比大幅下降;综合上述几家公司季报数据,考虑煤耗降低等因素,大型火电公司08年一季度综合煤价涨幅在16-17%之间,毛利率由07年一季度的21.5%骤降至08年一季度的10.7%,成本压力已近极限;

在主营业务成本上升的同时,07年数次加息效应开始显现。

成本飙升、费用率上升状况下,上述火电企业净利润指标同比下降约78%,净利润率则由07年同期的12%降至2%左右;

前期我们指出应积极关注大型火电机组利用率先于行业出现回升的积极因素。

以上我们仅对几家大型火电公司一季报数据进行了统计分析,可以肯定的是,全国大量中小型火电机组的盈利状况远差于上述公司,亏损面可能超过半数。近期煤电矛盾可能引发的电力供应问题已引起各方极大关注,相信夏季用电高峰到来之前政府将有足够动力妥善处理或开始处理目前火电行业面临的困境;

我们猜测,可能出现的政策、措施包括,短期直接煤电联动概率不大:

严格煤炭合同,对煤价上涨进行多形式的限制;

调整上网电价但不上调销售电价,由国家补贴电网;

直接对发电厂进行补贴之至适时推进电价政策改革等。

我们维持近期报告中的建议,即5月份考虑择机逐步增持火电公司,建议重点关注国电电力、华电国际及华能国际等火电龙头公司,同时维持对长江电力、金山股份的“增持”评级。

(姚伟、王威)

### 航运港口:4月散货油轮运价上涨,港口增速回升

外部环境:IMF4月份再次下调08年全球经济增速到3.7%,经济放缓影响到航运业未来需求增长。油价在月内创出119美元的新高,目前跌落到116美元左右。油价上涨将增加航运公司成本。我们预计08年散货市场和油轮市场运价上涨可以覆盖上述两个因素影响,行业业绩将保持25%以上增长。但经济放缓和油价上涨确实会影响到市场对航运公司未来业绩增长的预期。

4月干散货运价和油轮运价强势上涨,集装箱运价环比略有下降。干散货市场方面:澳洲两大矿业巨头近期声称,如果在今年6月30日前尚未能就铁矿石合同价达成协议,则将以现金方式结算铁矿石船货。这导致国际主要的钢铁生产商加快了铁矿石船货的租船业务,推动海岬型船运价BCI指数创今年新高。同时,国际粮食抢运、煤炭运输旺盛共同推动BDI近期持续上涨。4月BDI均值为8184点,环比上涨1.5%;

1-4 月 BDI 均值为 7548 点，同比上涨 54%。

油轮运输市场：4 月末原油和成品油市场运价持续上涨。其中，由于 4 月 21 日日本一艘大型有轮船遭到海盗袭击导致船舶将绕行，拉长运距导致运力紧张，原油运价大幅度上涨。4 月波罗的海原油运价环比上涨 15.5%，成品油运价环比上涨 10.2%；1-4 月波罗的海原油运价指数上涨 12.6%，1-4 月成品油运价指数同比下降 7.2%。  
港口业：3 月吞吐量增速回升明显

外部环境：3 月份中国进出口增速为 27.8%，其中出口同比 30.6%，进口增长 24.6%。2 月出口和进口增速分别为 6.5%和 35.1%，3 月出口增速有明显回升。我们认为 2 月出口增速放缓更多是收到了南方雪灾的影响。

3 月港口货物吞吐量、集装箱吞吐量增速分别为 23%和 27.8%，增速回升，1-3 月港口货物和集装箱吞吐量增速分别为 15.5%和 18.4%。

#### 行业投资策略及推荐公司

我们在 3 月月度报告中把航运业评级从“增持”下调到“中性”以反映经济放缓和油价上涨对行业未来的负面影响。维持航运和港口行业“中性”评级。公司配置上，航运业建议配置业务周期性相对较弱的公司，维持中国远洋、中海发展和中远航运“增持”评级。港口公司方面，日照港一季度业绩低于预期，下调评级至“谨慎增持”。

(孙利萍、吴莉、林远园)

#### 航空业：一季度需求增速放缓，估值处在高位

行业运行状况：一季度民航客、货周转量增速放缓，客座率和票价水平继续提升。国际油价高位运行，二季度以后国内航煤价格上调预期强烈。

航空公司一季度业绩，汇兑收益担当盈利主力。

航空股估值讨论，我们采取了国际估值、A-H 股估值以及航空股历史估值三种比较方法，结论是目前 A 股航空股估值处在高位。

行业评级：中性。尽管我们认为中国的航空业仍处在良好发展态势中，但是航空股估值处在高位，同时油价上涨影响业绩，给予行业“中性”评级。

(孙利萍、吴莉、林远园)

#### 有色行业简报：红五月推升金属价格继续活跃？

5 月份有色金属板块的上涨驱动力很大程度上依赖金属价格的上扬。回顾金属牛市的 2006 年和 2007 年，多数金属价格的阶段性高点在 5 月份中走出。历史是否照进未来，红五月是否能再度刺激金属价格的再度活跃，我们可以拭目以待。

在目前的消费旺季中，铜、锡的基本面较为优异，金价在盘整后也有望重新活跃。因此 5 月份仍然是让我们值得期待的一个时期。

价格的高涨，以及生产经营活动的全面恢复，2 季度铜业板块业绩理应可以期待；氧化铝价格的下滑，电解铝二季度的盈利能力也有望环比提升；铅锌价格仍然低迷，预计相关公司盈利短期难有提升；锡价的涨幅已经超越市场所有的乐观预期，需要跟踪的是公司的业绩能否充分体现；近期金价走势疲弱，但相关公司股价逐步落入

投资吸引区间。

从春节因素和雪灾影响考虑，以及对比过往数据，2 月份国内铜加工材产量下滑并不需要过度担心。

1 季度铝行业盈利下滑程度区别较大，但吨铝盈利能力都在下滑。同时由于氧化铝价格的下降，2 季度板块业绩有望提升。

金价的疲弱主要原因还是出于对美元重新提振的担忧；另外需要注意的是黄金需求很重要的一环，依赖于投资需求的增长。金价处于上升通道时候刺激投资需求的增长，需求增长也反作用刺激金价上行；在金价处于转折期后投资需求将下滑，同时也给予金价压力。

(林浩祥)

### **大族激光(002008)：营业收入快速增长 现金流状况值得关注** **——大族激光 2008 年一季报点评**

营业收入继续保持快速增长。公司一季度实现营业收入 3.82 亿，同比增长 70.61%；实现营业利润 2901 万，同比增长 60.82%；归属于普通股股东的净利润为 2761 万，同比增长 32.64%；EPS 为 0.045 元。除信息标记设备外，其他产品均保持了快速增长。其中，焊接设备同比增幅 150%；PCB 设备、切割设备由于上年同期基数较小，同比出现了数倍的增幅。

毛利率有所提升。公司综合毛利率由上年同期的 41.80%提升至本季度的 43.07%。其中，打标机、PCB 设备、激光焊接机的毛利率分别达到 46.65%、30%、58.58%，同比有较大幅度提升。

期间费用大幅增加影响利润增幅。公司销售费用、管理费用、财务费用同比增幅分别达到 53.78%、127.15%、100.42%。期间费用率由上年同期的 32.60%上升至本季度的 35.13%，管理费用率占收入的比重由上年同期的 11.57%上升至本季度的 15.40%。如果公司不能有效控制费用规模，必将侵蚀公司应用的利润水平。

现金流状况亟待改善。公司一季度现金支出远高于现金回流，从而导致公司经营活动产生的现金流量净额为-7732 万。在外围宏观调控力度强化、资金成本上升的背景下，我们希望公司在注重市场份额与销售增长的同时，同时关注对于现金流的管理，以提升现金使用效率，降低资金成本增长的速度。

公开增发可能延后。由于近期股票市场出现较大波动，公司的融资计划可能延后至下半年实施。这将在一定程度上影响的投资计划及财务费用规模。我们维持公司 2008 年 20.22 亿销售收入的预期。基于增发进度的考虑，我们相应上调了公司 08 年财务费用规模，并下调 2008 净利润至 2.45 亿，对应 EPS 为 0.40 元。下调目标价至 17.40 元，基于公司业绩增长的可持续性，维持增持评级。

(魏兴耘)

### **中材国际(600970)：1 季报低于预期，尚不构成趋势性判断**

08 年 1 季度实现收入 25.5 亿元、同增 1.1%，净利润 6479 万、同增 1.8%，收入规

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模和净利润规模均低于预期，同时预期 08 年上半年业绩同比增幅在 50%以下。07 年 1 季度收入、净利润分别占当年 20.4%、25%，而本季度则仅占我们预测 08 全年的 16.6%、17.0%，亦低于我们预期。

综合而言，1 季度业绩并不如人意，既有风险性因素暴露、又有利好性因素展示。因上述我们分析原因，我们并不基于此对我们之前业绩进行调整。目前在手未完成合同额 500 亿左右足可保障公司未来 2 年高速增长，价值提升取决于毛利率提升趋势性和新签合同金额增加。建议增持。

(韩其成)

### **中国铁建(601186)：1 季度数据尚不足够形成趋势性判断**

2007 年实现收入 1775 亿元、同增 12%，净利润 31.4 亿元、同增 153%；扣除非常性损益后净利润 20.2 亿元、同增 66%，占净利润比 64%。资产减值下降 70%、营业费用下降 22%、管理费用下降 7%、投资收益增加 791%、营业外收入增加 36%、少数股东损益下降 98%驱动业绩增长。

08 年 1 季度毛利率 9.99%，高于 07 全年 9.5%的水平，受此推动净利润率亦由 07 全年的 1.77%提升至 2.15%水平。单季度数据虽并不能完全证明业务出现实质性提升，但亦可部分说明出现趋向性利好。市场对费用率下降和毛利率提升的判断尚需 2 季度更多数据来支持。谨慎增持。

(韩其成)

### **宏源证券(000562)：业绩符合预期，未来增长压力较大 ——2007 年年报及 2008 年 1 季报点评**

2007 年实现净利润 20.38 亿元，同比增长 794%，2008 年 1 季度实现营业收入 7.07 亿元，同比增加 16.86%，实现净利润 3.04 亿元，同比减少 1.9%，季度 EPS 为 0.21 元，业绩符合预期。

我们保守预计未来市场指数与交易额将维持在今年 1 季度水平，对应未来三年公司净利润将分别达到 15 亿元、19.04 亿元以及 23.89 亿元，EPS 分别为 1.03 元、1.30 元和 1.63 元。但由于投资业务对公司业绩有较大影响，未来业绩将可能随着市场波动而出现较大变化。考虑到市场环境的变化以及公司业绩的改变，我们下调目标价至 26 元，对应 09 年 20 倍市盈率。

(梁静 董乐)

### **国金证券(600109)：浮盈变现推动 1 季度业绩超预期 ——国金证券 2008 年 1 季报点评**

2008 年 1 季度，公司实现营业收入 6 亿元，净利润 3.63 亿元，分别同比增长 117.39%和 137.25%，季度 EPS 为 0.73 元，业绩远超预期。

目前公司经纪、自营、投行等传统业务增长迅速，但若市场继续低迷趋势，公司将无法沿续这一趋势。对于创新业务，公司已在资产管理、股指期货、直接投资等领域有所准备，若这类业务全面铺开且公司获取相应牌照，则可推动公司延续增长势

头。

在交易额和指数点位保持 1 季度的水平下，我们对公司业绩略微调整，预计 2008-2010 年 EPS 为 1.87 元、1.93 元以及 2.29 元，目标价 39 元，对应 09 年 20 倍 PE。前期公司股价大幅上涨，已经反映公司增长趋势，我们维持中性评级。

(梁静 董乐)

### 江苏国泰(002091)：一季度业绩增长超出预期

一季度，公司实现销售收入 6.37 亿元，同比增长 23.6%；实现净利润 1906 万元，同比增长 54.99%；摊薄后 EPS 为 0.08 元。公司同时预告上半年净利润同比增长 40%-60%。公司业绩同比大幅增长主要受益于外贸业务的逆市增长和电解液业务继续保持快速发展。

受人民币升值、人力成本上升等因素影响，一季度我国纺织品出口形势整体较差，但公司外贸业务却意外的实现了较快增长。经了解，近两年我国外贸行业发展进入低潮，沿海一些实力弱，应变能力差的外贸企业纷纷倒闭，今年一季度这一现象有所加剧，使得部分国外客户转移了在国内的定单。凭借出众的经营能力和良好的市场口碑，公司一季度接到了不少大客户的定单，而这部分客户原来是属于公司的竞争对手。

一季度公司电解液产量同比增长 25%左右，销售顺畅，价格基本稳定。受益于规模效应和经营效率提升，一季度华荣化工利润增长超过 50%，值得注意的是这一增速是在 25%的所得税率下取得的。由于公司已通过高新技术企业评审，今年应采用 15%的所得税率，预计将在二或三季度获得施行，届时所得税费用可进一步降低。因会计确认原因，公司一季度只有少量汇兑收益进入利润表（不到 200 万元），大部分仍未确认，需等待后期进行确认。从人民币升值情况看，预计公司今年汇兑收益超过我们前期预测值 2500 万元的概率很高。

公司已完成 10 送 5 股派 2 的分红方案，总股本增大为 24000 万股。我们测算公司 2008-2009 年 EPS 分别为 0.6、0.71 元，以目前 9.06 元的股价测算，2008、2009 年动态 PE 分别为 15 倍和 12.8 倍，给予“增持”评级。

(魏涛)

### 宝钢股份(600019)：一季度恢复增长，期盼二季度佳绩

公司 2008 年第一季度完成营业收入 470 亿元，营业利润 58.3 亿，归属于上市公司股东净利润 42.6 亿元，分别同比增长 9.4%、3.3%、15.9%；实现基本每股收益 0.24 元，符合我们之前的预期。

一季度国内焦炭、焦煤、废钢等原材料成本价格已经开始上涨，公司一季度营业成本较去年同期上升 38.5 亿元，同比增幅 10.8%。而根据公司季度调价情况，2008 年一季度主要产品出厂价格与 2007 年一季度相差无多，只有宽厚板涨幅较大，再加上产量的少量增加，公司一季度收入较上年同期增加 40.5 亿元，刚刚能够覆盖成本涨幅。

与 2007 年同期相比,公司财务费用减少了 2 亿元,主要为公司人民币加速升值背景下扩大美元融资规模产生汇兑收益所致;管理费用增加 2.6 亿元,我们推测主要是公司深入开展降本增效工作,并加大对前期亏损的不锈钢业务的生产管理投入所致。而对公司净利润增长影响最大的因素是所得税率的调整,公司 2007 年一季度实际税率为 30.7%,2008 年一季度实际税率则下降至 23.7%,因而增加净利润 3.5 亿元。

公司不锈钢业务 2007 年上半年盈利状况良好,下半年才出现亏损情况,而 08 年一季度主营盈利情况和 07 年同期基本相当,说明公司一季度不锈钢业务比去年四季度已经出现好转。

经历两次大幅上调,公司各类产品二季度价格将比一季度平均上升 1000 元左右。因此即使考虑到二季度进口铁矿石及焦炭等原材料价格的大幅上涨,公司二季度的吨钢毛利仍然会保持增加。预计公司二季度业绩同比将有 30%以上增长。我们保持对公司 08 年 EPS1.06 元的盈利预测,当前 08PE12 倍,给予“增持”建议。

(崔婧怡 蒋璐)

#### 近期研究报告精粹

#### 中国人寿(601628):交易性金融资产损失导致利润下降

净利润同比下降 61%,公允价值变动损失是主因。一季度净利润(归属于母公司股东)34.74 亿元,每股收益 0.12 元,同比下降 61%。导致净利润下降的主要原因是交易性金融资产的公允价值变动产生了 55.15 亿的损失。

交易性股权投资有所加仓。截至一季末,中国人寿的交易性金融资产余额为 280.76 亿元,比 2007 年末增加了 11.81%,占金融资产总额的 4.57%,若扣除市价缩水的影响,实际增加的交易性投资要多。由于一季度债券市场是上涨的,从公允价值变动损失可以判断交易性金融资产中增加了股权投资。

交易性股权投资放大了利润的波动性,目前或许已经度过了最难关。2007 年一季度公允价值变动收益 64.59 亿,而今年一季度却亏损了 55.15 亿,在股市持续下跌的过程中,公司没有及时减持股票导致了公允价值变动损失。不过,若继续持有至目前,则前十大投资品种中的交易性金融资产又有了 10 亿元左右的增值。

浮盈减少 50%,仍有 220 亿余额,继续增值中。中国人寿累计浮盈 435 亿,一季末浮盈减少约 216 亿(包括实现部分)。浮盈的下降是导致股东权益减少的主要原因:一季末股东权益 1521.36 亿,比年初的 1702.13 亿减少了 180.77 亿,下降 10.6%。前十大重仓投资品种的浮盈到目前又上升了 114 亿。

保费快速增长,业务发展战略更趋积极。一季度保费收入 1022 亿元,同比增长 38.37%。保费增长显然已经摆脱了去年的低谷。虽然保费增长不能像投资一样立即对公司的利润产生影响,但保费是公司发展的基础。特别是推出投连险等新型保险产品,意味着公司的业务发展战略更趋积极。

维持 2008 年和 2009 年 1.16 元、1.49 元的每股收益（摊薄）预测和 40.49 元的目标价，增持评级。

近期主要风险：股市的系统性风险。

（伍永刚 彭玉龙）

### 塔牌集团(002233)新股定价报告：粤东地区第一大水泥企业

公司在广东省收入占 99%，其中粤东和珠三角收入分别占 72%、26%，目前市场区域主要集中在粤东，并积极向珠三角地区市场拓展。公司在粤东市场占有率 38%，珠三角市场份额 2%，占整个广东市场 6% 市场份额，为粤东最大水泥企业，在广东省次于英德海螺位居第二。

预期 08-09 年可实现水泥销量 739 万吨、923 万吨，同比增长 7%、25%。受益水泥价格上升毛利率水平由 07 年 26.6% 提升至 08-09 年的 27.7%、28.6% 的水平。盈利增长还来自于三项费用率降低和少数股东损益占比降低。预期 08-09 年 EPS 为 0.50 元、0.73 元。

我们认为公司 08 年 PE 相对三家区域水泥股折让 10%，相对三大水泥股折让 16%，即 08 年 PE 中枢为 21.51 倍。考虑中小板估值中枢相对高于主板、新股首日上市效应，08 年 PE 合理范围 19.36-23.23 倍，即二级市场合理价值为 9.68-11.62 元。建议询价 7.74-9.29 元。

主要可能风险是（1）龙门二线和武平一线没有按预期时间投产和达产；（2）粤东区域竞争加剧、宏观调控造成水泥价格下滑；（3）煤电成本上升超出预期对冲毛利；（4）对石灰石资源没有很好控制力。

（韩其成）

### \*ST 中绒(000982)：品牌与内销渠道建设任重道远

公司主营无毛绒、羊绒条、羊绒纱、羊绒衫及其他羊绒制品的生产和销售。目前年产能分梳无毛绒 800 吨、绒条 300 万吨、羊绒衫 80 万件。公司 06、07 年的羊绒收购量均在 2000 吨以上，约占全国羊绒产量的 20%，其中优质羊绒收购量占产量的 40% 以上。

公司的竞争优势包括专注羊绒主业，地方政府支持，对羊绒资源的掌握，领先的羊绒加工技术等；但同时也存在资产负债率过高，资金链脆弱，受原绒价格以及汇率波动的影响大，投入资金开发国内市场的效果未知等风险。

公司未来的业绩增长主要来源于其在原绒市场份额的扩大以及深加工产品比重的提高。预计公司 08、09 年 EPS 分别为 0.37 元和 0.41 元，给予 08 年业绩 25 倍市盈率，目标股价 9.3 元，首次覆盖给予“谨慎增持”评级。

（李质仙 张威）

## 债券市场

**债券月报：保增长还是物价——08 年 4 月债市月报****增长：**

根据支出法的估计，05 至 07 年的统计局公布增速大幅低估了实际经济增长情况，其中 07 年的实际增速可能接近 16%。

而在 08 年 1 季度，由于进出口同比负增长，加之实际投资增速的下滑，估计实际经济增速已降至 9.6%，低于统计局 10.6%的公布增速。从大幅低估到高估，08 年 1 季度的经济减速情况可能远远超出了我们的预期。

**通胀：**

虽然经济减速可能超预期，但是通胀形势依然十分严峻，这似乎有悖于常识，即减速引发的需求下降应能减缓通胀压力。

然而，经济减速与通胀下行并没有直接关联，70 年代的世界经济就是鲜明的例证，虽然当时全球经济大幅减速，但是通胀压力依然高高在上，即陷入所谓的滞胀。

而我国食品价格和非食品价格在年底均存在再次反弹的可能性，如若应对失当，亦可能步入滞胀之中。

**抉择：**

对央行而言，其唯一能有效控制的是通胀，最有效的工具是利率政策。如果经济减速无法避免，央行不妨选择物价稳定，因其是长期经济稳定增长的基石，舍此则增长与物价皆不可得。

因此，即便经济减速，如果油价上涨等结构性因素长期持续，那么物价稳定与否完全取决于央行的利率政策态度。

**债市：**

债市的资金依然充裕，然而长期国债与金融债利率均无下行空间，我们依然看好企业债，同时大力推荐 3 年期以内央票作为主力配置。

(姜超)

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券研究所**

上海

上海市延平路 121 号 17 楼

邮政编码: 200042

电话: (021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 9 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)

E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)