第一上海证券有限公司

www.myStockHK.com

2009 年投资策略报告

第一上海研究部　2009 年 1 月

说明

本报告特别说明

本报告采用之收盘价基准日统一为 2008 年 12 月 15 日。

本报告中外汇换算标准为：1 港元=0.88 人民币，1 美元=7.75 港元。

第一上海评级说明

“买入”评级，6 个月或 12 个月目标价距离报告完成时收盘价涨幅（%）不少于 15%。
“持有”评级，6 个月或 12 个月目标价距离报告完成时收盘价涨幅（%）介于正负 15%之间。
“卖出”评级，6 个月或 12 个月目标价距离报告完成时收盘价涨幅（%）不少于-15%。

第一上海证券有限公司 2009 年 1 月

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

目录

2009 年总体展望 **3**
宏观经济和投资策略 **7**
消费品行业　　评级：正面 **21**
安踏（2020，买入） 47
国美（0493，买入） 49
银泰百货（1833，买入） 51
百丽国际（1880，买入） 53
李宁（2331，买入） 55
金鹰（3308，买入） 57
中国动向（3818，买入） 59
百盛（3368，持有） 61
茂业国际（0848，买入） 63
达芙妮国际（0210，买入） 65
新世界百货中国（0825，买入） 67
华宝国际（336，买入） 69
中国香精香料（3318，买入） 71
蒙牛乳业（2319，买入） 73
雨润食品（1068，买入） 75
康师傅（322，持有） 77
汇源果汁（1886，卖出） 79
小肥羊（968，买入） 81
味千中国（0538，持有） 83
中国绿色食品（904，买入） 85
中国机械及设备制造业　评级：正面 **87**
中国中铁（0390，持有） 101
中国自动化（0569，买入） 103
中国铁建（1186，未评级） 105
中国南车（1766，未评级） 106
南车时代电气（3898，买入） 107
中国高速传动（658，买入） 117
中国风电（182，买入） 119
潍柴动力（2338，未评级） 128
第一拖拉机（0038，持有） 129
中国龙工（3339，未评级） 131
上海电气（2727，买入） 135
东方电气（1072，买入） 137
中国重汽（3808，未评级） 146
比亚迪（1211，买入） 147
东风汽车（489，未评级） 149
长城汽车（2333，未评级） 150
信息科技行业　评级：正面 **151**
腾讯（0700，买入） 179
京信通信（2342，买入） 181
中国电信（0728，买入） 183
金山软件（3888，买入） 185
金蝶（0268，买入） 187
研祥智能（8285，买入） 189
中兴通讯（0763，持有） 191
中通服（0552，持有） 193
阿里巴巴（1688，持有） 195
网龙（0777，持有） 197
中国无线（2369，未评级） 199
神州数码（0861，未评级） 200
A8 电媒音乐（0800，未评级） 201
中讯软件（0299，未评级） 202
浪潮国际（0596，未评级） 203

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

白马户外媒体（0100，未评级） 204
联想集团（0992，未评级） 205
公路铁路行业　评级：正面 **206**
深高速（0548，买入） 219
皖通高速（0995，买入） 221
成渝高速（0107，买入） 223
宁沪高速（0177，持有） 225
广深铁路（0525，买入） 227
粤海投资（0270，买入） 229
港口行业　　评级：中性 **231**
大连港（2880，买入） 241
厦门国际港务（3378，买入） 243
电力行业　　评级：正面 **245**
华润电力（836，买入） 261
中国电力（2380，买入） 263
大唐发电（991，持有） 265
航空业　　评级：中性 **267**
中国航空（0753，持有） 275
中国南方航空（1055，买入） 277
航运业　　评级：中性 **279**
中国远洋（1919，持有） 287
化肥行业　　评级：中性 **289**
中化化肥（0297，买入） 301
玖源集团（0827，买入） 303
深圳中航（0161，买入） 305
煤炭行业　　评级：负面 **307**
伊泰 B 股（900948，买入） 321
有色金属行业　评级：负面 **323**
江西铜业（0358，买入） 337
湖南有色（2626，买入） 339
香港地产行业　评级：中性 **341**
长江实业（1，买入） 351
新鸿基地产（0016，买入） 353
信和置业（83，卖出） 355
恒隆地产（101，卖出） 357
中国地产行业　评级：中性 **359**
越秀投资（123，买入） 373
瑞安房地产（0272，买入） 375
SOHO 中国（0410，买入） 377
中国海外（0688，买入） 379
华润置地（1109，买入） 381
复地(集团)（2337，持有） 383
远洋地产（3377，持有） 385
绿城（3900，持有） 387
银行业　　评级：中性 **389**
招商银行（3968，买入） 395

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

2009 年总体展望

08 年经历百年一遇的金融危机，09 年全球经济阴霾弥漫

尽管我们在去年的策略报告中表示了对于美国次债的担忧，但全球金融危机大大超出了我们的判断。由美国房屋次贷危机引发的金融危机，导致了雷曼等一系列的金融巨头的破产，并从美国蔓延至全球各地，从金融领域扩散至实体经济，目前世界各国现已深陷经济衰退之中。随着各国政府出台各种救助计划，信贷条件逐渐改善，经济已经出现了一些改善的迹象，但全球经济在 09 年仍难走出衰退，而 IMF 和世界银行将全球经济 2009 年的经济增长率分别下调至 2.2%和 0.9%，这也是 1970 年以来最差的经济增速。我们预计本次全球经济衰退可能要延长到 2010 年中期，最早也要 2009 年底才能结束，2009 年的全球经济可谓阴霾弥漫，前景非常不明朗。

09 年中国经济面临挑战，宽松的宏观政策和财政刺激是提振经济增长的关键

中国经济亦面临巨大的挑战。尽管中国受金融危机的直接影响有限，但出口一直是中国经济发展的核心动力，2009 年随着全球金融危机的影响进一步扩大，引起的风险规避意识上升和去杠杆化过程将会造成银根的收紧，将可能影响包括新兴市场国家在内的许多国家的经济活动和市场需求，因此 2009 年中国的出口增长将会降低；2008 年中国房地产业投资的投资增速明显减缓，并由此带来上游有关产业的生产下滑，我们预计 2009 年私人投资仍将将受到外部环境和房地产业疲软的影响而继续下滑；而在国内消费方面，尽管到目前为止还保持了良好的态势，但预计私人消费的增长在 2009 年将有所减弱。

面对严峻的经济前景，拥有巨大外汇储备和良好的财政能力的中国政府有能力采取扩张性的宏观经济政策，政府在 2008 年 11 月提出了增内需、保增长的十点方案，方案的重点是加速加大基础设施和其他领域的投资，着眼于长期经济发展和改善民生，由于十点方案的大部分内容都是要求增加政府主导性支出、或是政府投资、或是政府消费，因此会对 2009 年的经济增长将会有明显效果，此外政府在年底出台了一系列针对房地产的刺激方案，我们预计未来还将出台一些汽车等行业发展的政策。

我们认为 2009 年中国将继续减息和降低银行准备金率，宽松的宏观政策和巨大的财政支出对于提振经济和扩大内需将起到重要作用，我们预计中国 2009 年的 GDP 增长率为 7.8%。

公司盈利水平可能出现急剧回落，但港股估值从低谷逐步回升

由于宏观经济环境的恶化，及中国企业所得税改革的优惠不复存在，加上人民币汇率趋向稳定，2009 年中国上市公司的盈利将出现大幅回落。由于香港市场股票价格的大幅下跌，港股的估值已处于历史的较低水平，我们预计港股的估值仍将出现大幅波动，但港股的估值水平将可能从最低点逐步回升，刺激因素将包括：全球经济的逐渐趋稳；海外资金可能在 2009 年回流香港；此外中国对于资本流出的管制将逐步放松，尽管 QDII 在 2008 年经受了打击，但其代表中国投资海外的趋势没有改变，汇集了大量优质 H 股和红筹股的香港市场必定会成为 QDII 最重要的投资市场之一；我们预期来自海外及内地的资金大量流入香港所将使港股的估值水平从低谷逐步回升到正常的估值水平。

投资策略：上半年谨慎稳健，下半年积极进取，密切关注政策变化和投资主题的转换

我们对 2009 年的香港股市仍然充满期待，我们建议密切关注宏观政策的变化，尤其是中国政府的财政刺激方案和美国的奥巴马新政的具体措施。我们还需要发现和关注一些新的投资主题，比如电信重组和燃油税改革对各行业的影响；而在经济的低谷，正是进行产业升级和并购和合适时机，我们预计 2009 年的央企重组依然不容忽视；而由于石油价格的回落，为中国的资源体系改革再次创造了绝好的机会；此外，农村改革的深化和农村土地的流转，社会保障体系的全面构建等方面都需要我们不断去关注和发掘涌现新的投资机会。

在充满不确定性的 2009 年上半年，我们建议采取谨慎稳健的投资策略，主要应该配备防御性行业的股票，包括工程机械和基建，公路铁路，电力，互联网和电信设备等行业；而在 09 年全球经济趋稳之后，我们建议采用积极进取的投资策略，主要配备一些受益于经济增长的行业，比如房地产，金融，能源，有色金属等行业。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

第一上海重点覆盖的行业及公司

截止 2008 年 12 月 15 日，第一上海覆盖公司共 87 间（见图表 1），所覆盖的公司中全部在中国有经营性业务，其中民营背景（部分以 H 股形式上市）49 间，国企背景（含红筹、国企股及 B 股）38 间，其中 34 间为 08 年新增，因为行业和分析员变化的原因，我们删除了原覆盖公司中的 7 间。

当前的公司覆盖中，行业分布分别为：零售消费（21）、金融（3）、地产（12）、交通运输（11）、信息科技（10）、商品原材料（7）、公用事业（10）、工业制造及基建（13）。我们覆盖的 85 间公司中，评级为“买入”的有 69 间公司，评级为“持有”的有 14 间公司，评级为“卖出”的有 4 间公司。

目前我们跟踪的股票 08 年和 09 年的整体平均预测市盈率分别为 11.6 倍和 9.7 倍，08 年和 09 年的整体平均预期股息率分别为 4.1%和 4.7%，整体平均市净率为 2 倍，07-09 的 EPS 的复合年均增长率（CAGR）为 13.4%，我们认为目前的估值水平尚处在合理范围之内。

09 年我们将研究的焦点落在收入和盈利稳定，低负债率，高派息率的大中型行业龙头公司，此外，部分具有很强的业绩成长确定性，良好的现金流的和公司管治优秀的中小型公司仍然是我们持续关注的重点。

2009 年我们对行业的看法是：
正面：品牌消费品、信息科技、公路铁路、电力，工程机械，基建。
中性：地产，银行，百货零售，化肥，航空，航运，港口。
负面：煤炭，有色金属。

在我们覆盖的公司当中，2009 年各行业的首选公司：

- 消费类：安踏（2020）、华宝（336）
- 信息科技：腾讯（700）、京信通信（2342）、金山软件（3888）
- 交通运输：成渝高速（107）、皖通高速（995）
- 公用事业：粤海投资（270）、华润电力（836））
- 地产：越秀投资（123）、瑞安房地产（272）
- 金融：招商银行（3968）
- 工业制造和基建：比亚迪（1211）、中国自动化（569）
- 商品原材料：中化化肥（297）

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 1：2008 年第一上海覆盖公司（截止 12 月 15 日）

股票	代码	07PE（倍）	08PE（倍）	09PE（倍）	08息率（%）	09息率（%）	08PB（倍）	07-09EPS CAGR（%）	市值（亿港元）	目标价（港元）	评级	每股净资产（港元）
零售消费												
李宁	2331	23.7	14.3	10.7	2.6	3.5	6.6	48.9	123	13.00	买入	1.80
宝姿	589	10.7	8.8	7.9	8.7	9.7	4.7	16.3	47	14.00	买入	1.78
雨润食品	1068	13.6	10.3	9.0	1.2	1.5	3.2	22.5	132	15.20	买入	2.71
百盛	3368	6.1	21.1	17.6	2.8	3.4	7.6	(40.8)	226	6.50	持有	1.07
蒙牛乳业	2319	13.1	16.0	16.7	0.8	0.8	2.5	(11.2)	149	9.60	卖出	3.83
金鹰	3308	19.6	15.0	13.2	1.4	1.6	6.3	21.6	90	4.90	买入	0.79
康师傅	322	31.6	25.2	21.9	1.8	2.2	6.0	20.2	480	8.80	持有	1.44
达芙妮	210	6.1	4.4	3.4	1.8	2.3	1.8	33.5	25	7.05	买入	0.84
中国香精香料	3318	5.3	6.3	5.3	7.1	8.4	0.8	0.0	6	1.40	买入	1.54
国美电器	493	11.3	6.8	6.0	3.9	4.4	0.8	37.4	144	2.40	买入	1.35
华宝国际	336	26.1	13.1	11.7	2.0	2.2	7.7	49.1	151	6.80	买入	0.64
银泰百货	1833	8.6	7.6	7.1	3.2	3.4	0.9	10.3	39	5.50	买入	2.30
百丽国际	1880	12.6	13.7	12.2	2.0	2.2	2.4	1.9	304	4.60	买入	1.52
安踏	2020	16.2	10.2	8.3	2.6	3.2	2.2	39.8	98	10.50	买入	1.78
中国绿色食品	904	14.1	11.7	9.4	3.0	3.8	2.2	22.5	55	10.83	买入	2.83
味千中国*	538	14.4	13.2	9.6	1.5	2.1	1.7	22.5	37	6.10	持有	2.06
汇源果汁*	1886	25.5	43.7	54.0	0.6	0.5	3.0	(31.3)	148	4.30	卖出	3.39
中国动向*	3818	15.8	9.8	8.2	0.0	0.0	2.0	38.7	128	4.80	买入	1.11
茂业*	848	6.8	6.8	6.2	6.8	5.8	1.3	4.9	39	2.00	买入	0.57
新世界百货*	825	18.8	12.5	9.4	2.6	3.0	1.5	41.4	6	7.36	买入	2.44
小肥羊*	968	16.9	14.3	11.6	2.0	2.3	6.8	20.6	21	2.50	买入	0.30
信息科技												
中国电信*	728	8.9	7.8	11.2	3.0	2.7	1.0	(1.5)	405	4.18	买入	2.96
中通服*	552	19.0	17.7	15.3	1.7	2.0	2.4	19.0	91	4.50	持有	1.88
金蝶国际	268	9.9	7.7	5.8	1.3	1.7	2.1	30.9	14	2.38	买入	0.36
腾讯	700	50.3	28.0	19.5	1.1	1.5	15.2	60.5	843	75.00	买入	3.10
研祥智能	8285	10.6	7.1	5.9	2.0	3.0	1.1	34.2	14	1.42	买入	1.07
网龙*	777	0.0	0.1	0.1	70.0	60.0	1.0	(12.6)	16	3.05	持有	3.03
京信通信*	2342	6.6	5.6	3.9	6.5	9.2	0.7	29.7	12	3.72	买入	2.13
阿里巴巴*	1688	24.8	19.1	22.5	0.0	0.0	7.1	4.9	275	5.96	持有	0.76
中兴通讯*	763	13.4	15.9	13.4	1.3	1.5	2.0	0.0	43	20.50	持有	9.72
金山软件*	3888	13.8	9.2	6.1	0.0	0.0	2.3	50.9	29	2.98	买入	1.19
地产												
华润置地	1109	22.5	16.7	11.0	1.1	2.0	0.5	42.9	424	11.56	买入	17.94
中国海外	688	19.3	15.1	10.8	1.2	1.8	0.7	33.8	834	15.29	买入	15.58
绿城中国	3900	4.3	3.0	2.1	7.6	10.9	0.1	43.2	45	3.25	持有	39.30
复地集团	2337	3.9	5.2	3.8	0.0	6.9	0.2	1.4	30	1.12	持有	6.40
瑞安房地产	272	3.2	1.9	1.7	3.4	4.1	0.1	37.5	86	3.48	买入	16.51
远洋地产*	3377	6.0	10.0	8.4	3.4	4.2	0.4	(15.3)	151	2.47	持有	9.27
恒隆地产*	101	11.8	5.9	23.4	4.3	4.3	1.3	(29.1)	749	13.70	卖出	13.50
SOHO中国*	410	5.3	14.6	5.0	4.1	7.4	0.4	3.0	147	4.97	买入	7.25
新鸿基地产*	16	7.0	6.2	6.6	4.1	4.1	0.4	3.1	1673	92.70	买入	175.90
越秀投资*	123	3.8	2.7	2.5	11.4	12.3	0.3	22.3	46	0.88	买入	2.08
长江实业*	1	6.7	10.4	11.3	3.1	3.1	0.8	(23.1)	1853	100.50	买入	110.60
信和置业*	83	5.7	4.9	9.1	5.0	5.0	0.7	(20.7)	385	4.80	卖出	14.20
金融												
建设银行	939	12.7	9.3	10.1	0.0	4.3	2.3	23.2	1868	8.80	买入	1.92
交通银行	3328	13.0	9.1	8.6	0.0	5.0	1.9	16.4	1289	12.91	买入	2.90
招商银行*	3968	13.2	8.7	7.6	2.4	3.2	2.6	31.9	400	20.00	买入	5.75
平均值		11.7	11.6	9.7	4.1	4.7	2.0	13.4				

备注：带*公司为08年新增公司，平均值为算术平均值

资料来源：彭博、第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

第一上海证券有限公司 2009 年 1 月

图表 1：2008 年第一上海覆盖公司（截止 12 月 15 日）

股票	代码	07PE（倍）	08PE（倍）	09PE（倍）	08息率（%）	09息率（%）	08PB（倍）	07-09EPS CAGR（%）	市值（亿港元）	目标价（港元）	评级	每股净资产（港元）
交通运输												
宁沪高速	177	14.2	14.2	13.4	6.7	7.3	1.7	3.0	63	5.08	持有	3.04
安徽皖通	995	8.5	5.8	5.7	9.7	10.0	0.8	22.5	13	6.28	买入	3.49
广深铁路	525	12.7	13.4	11.5	3.1	3.5	0.9	4.9	40	3.68	买入	3.18
成渝高速*	107	7.0	6.0	6.6	3.9	6.6	0.7	2.6	13	2.78	买入	2.19
大连港	2880	8.4	6.8	7.7	5.9	5.0	0.9	4.7	21	2.15	买入	2.11
厦门港	3378	5.7	5.7	6.2	7.5	6.7	0.6	(3.6)	9	1.09	买入	1.41
深圳高速	548	8.0	8.9	7.1	6.3	7.8	0.8	6.3	20	3.32	买入	3.55
深圳国际	152	2.1	5.3	4.0	3.2	4.5	0.6	(27.0)	44	0.83	买入	0.51
中国国航*	753	6.0	(11.8)	15.8	0.0	2.1	0.9	(38.4)	103	1.44	持有	2.73
中国远洋*	1919	2.4	2.8	9.5	4.8	1.4	1.2	(50.3)	146	5.47	买入	4.87
南方航空*	1055	2.5	21.5	5.7	0.5	2.6	0.6	(33.5)	77	1.72	买入	1.99
公用事业												
粤海投资	270	9.5	8.5	8.0	5.9	4.9	1.1	9.1	162	3.42	买入	2.30
新奥燃气	2688	13.2	10.8	9.0	3.0	3.9	1.7	21.3	75	9.20	买入	4.43
东江环保	8230	9.6	8.2	7.4	1.9	0.0	3.4	13.9	4	4.02	买入	0.69
中国电力	2380	8.5	(11.7)	11.3	0.6	2.1	0.5	(13.0)	56	2.47	买入	3.30
中国燃气	384	23.7	10.6	7.2	2.7	1.2	1.0	81.0	34	1.03	买入	1.07
大唐电力	991	11.5	78.5	32.2	0.9	2.1	1.8	(40.1)	435	5.53	买入	2.11
粤电力B	200539	6.4	4.4	9.3	10.9	5.1	0.8	(36.8)	69	9.00	买入	3.30
华润电力	836	16.5	18.1	12.9	1.1	1.5	2.2	13.1	555	24.18	买入	5.99
中国风电	182	16.7	9.7	7.7	0.0	0.0	0.6	47.7	13	0.30	买入	0.34
北京控股*	392	16.5	16.2	15.6	2.1	2.4	1.1	2.9	304	35.57	买入	23.63
商品原材料												
湖南有色	2626	10.5	18.9	11.8	1.9	2.7	0.6	(5.7)	38	1.25	买入	1.72
江西铜业	358	3.6	3.9	10.8	8.8	2.3	0.7	(43.2)	167	6.55	买入	7.77
中海油	883	9.3	6.3	7.5	7.4	4.6	2.1	11.2	3221	8.20	买入	3.44
中化化肥	297	20.0	11.3	10.0	1.4	1.6	1.8	41.4	277	6.33	买入	2.26
玖源集团	827	3.5	7.1	7.1	2.4	1.3	0.6	(29.3)	5	0.30	买入	0.13
伊泰B股（美元）*	900948	8.1	4.3	4.7	4.7	4.2	2.0	31.0	18	3.70	买入	1.23
深圳中航*	161	5.9	5.9	5.1	4.6	6.1	0.7	7.8	14	3.60	买入	3.04
工业制造和基建												
第一拖拉机	38	7.6	20.4	7.0	2.0	1.7	0.6	3.9	16	1.82	买入	3.06
比亚迪	1211	15.3	10.4	8.8	4.0	5.0	1.9	32.2	273	16.89	买入	7.19
中集B	200039	3.6	6.3	6.0	6.5	6.7	0.8	31.7	115	4.50	持有	5.11
海天国际	1882	3.1	2.8	2.4	12.6	15.3	0.7	34.7	18	1.18	买入	1.50
天德化工	609	1.8	3.4	0.9	5.4	4.6	0.5	37.2	1	2.37	买入	0.73
兴达国际	1899	3.8	7.5	2.1	2.3	7.4	0.5	35.6	12	3.92	买入	1.87
上海电气	2727	10.6	39.1	9.8	4.0	4.8	1.6	4.1	83	3.50	买入	1.77
中国高速传动*	658	28.6	37.8	10.8	1.9	3.0	3.4	62.7	113	10.53	买入	2.66
东方电气*	1072	6.2	0.8	6.4	0.1	1.5	5.5	(1.7)	31	19.13	买入	3.32
力劲科技*	558	3.3	3.0	1.2	3.8	20.8	0.3	67.3	3	1.42	买入	0.87
中国自动化*	569	9.4	6.9	5.1	6.5	8.7	2.0	36.3	13	1.73	买入	0.72
南车时代电气*	3898	18.6	14.9	9.6	0.6	0.9	2.1	39.2	71	7.72	买入	3.14
中国中铁*	390	26.8	43.8	16.6	0.5	1.0	1.9	26.9	1129	4.90	持有	2.77
平均值		11.8	13.5	11.2	4.1	4.7	2.0	12.6				

备注：带*公司为08年新增公司，平均值为算术平均值

资料来源：彭博、第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

宏观经济和投资策略

宏观经济分析

2009 年全球经济阴霾弥漫，前景尚不明确

2008 年的全球金融危机大大超出了我们的判断。由美国房屋次贷危机引发的金融危机，导致了雷曼等一系列的金融巨头的破产，并从美国蔓延至全球各地，从金融领域扩散至实体经济，目前世界各国现已深陷经济衰退之中。随着各国政府出台各种救助计划，信贷条件逐渐改善，经济已经出现了一些改善的迹象，但全球经济在 09 年仍难走出衰退，我们预计本次全球经济衰退可能要延长到 2010 年中期，最早也要 2009 年底才能结束，2009 年的全球经济可谓阴霾弥漫，前景非常不明朗。

中国经济面临巨大的挑战，预计中国 2009 年的 GDP 增长率为 7.8%

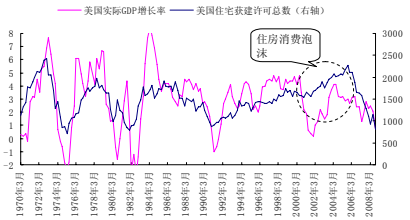
中国经济亦面临巨大的挑战。尽管中国受金融危机的直接影响有限，但出口一直是中国经济发展的核心动力，2009 年随着全球金融危机的影响进一步扩大，中国的出口增长将会降低；而中国房地产业投资的投资增速明显减缓，并由此带来上游有关产业的生产下滑，预计 2009 年私人投资仍将将受到外部环境和房地产业疲软的影响而继续下滑；而在国内消费方面的增长在 2009 年将有所减弱。面对严峻的经济前景，拥有巨大外汇储备和良好的财政能力的中国政府有能力采取扩张性的宏观经济政策，政府在 2008 年 11 月提出了增内需、保增长的十点方案，还出台了一系列针对房地产的刺激方案，这些将会对 2009 年的经济增长有明显效果，我们认为 2009 年中国将继续减息和降低银行准备金率，宽松的宏观政策和巨大的财政支出对于提振经济起到重要作用，我们预计中国 2009 年和 2010 年的 GDP 增长率分别为 7.8%和 7.5%。

美国经济去杠杆化，消费乏力，经济陷入低迷期

美国经济将进入长时间低速增长时期

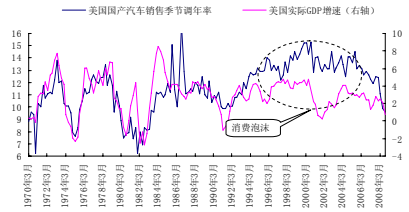
美国经济出现短暂衰退和衰退后较长时间低速增长的可能性较大，观测美国经济动态的比较好的三个领先指标：制造业新订单指数、十大经济领先指标和商业企业信心指数，我们预计美国经济最快将在明年三季度末或四季度见底，然后进入一个缓慢的低速增长时期。

图表 1：美国住宅建设许可总数与实体经济增速



资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 2：美国汽车销售季节调年率与实体经济增速



资料来源：Bloomberg、第一上海

汽车消费和住房市场前景仍不乐观

历史情况看，美国汽车消费市场的景气度与国民经济高度相关，但是 94 年以后，美国汽车销售量却和实体经济情况相背离；从住宅建设许可证总数走势可以看出，历史上住房消费和实体经济也是高度相关的，而从 2000 年以后，住房消费市场就和实体经济情况走势想背离。住房市场和汽车市场在 2000-2007 年里出现了泡沫化，金融危机就是从住房市场爆发，危机现在正蔓延到汽车制造业，并进一步威胁美国经济。

美国经济预期在 2009 年

根据历史数据分析，我们认为美国制造业新订单指数领先实体经济增速调整时间大

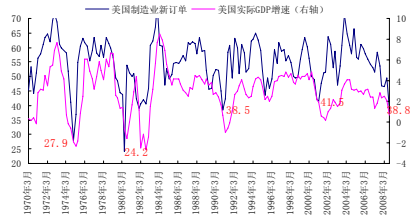
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

底见底

约是 3-6 个月，十大经济领先指标领先实体经济调整在 6-9 个月，而商业企业信心指数领先实体经济调整 6-12 个月。

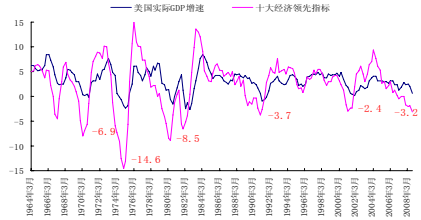
历史数据显示美国制造业新订单指数调整周期平均为 24.5 个月，本轮新订单调整从 2007 年二季度开始，基于新订单指数调整的幅度和历史低点相比，我们认为未来下滑的空间有限，并且明年新政府上台，可能推行积极的财政政策，乐观估计新订单指数将在明年一季度见底，因此我们预计本轮新订单指数调整周期大约为 21-27 个月，而实体经济最早可能在明年三季度见底，晚些也会在 2010 年一季度见底。

图表 3：美国制造业新订单指数与实体经济增速



资料来源：Bloomberg、第一上海

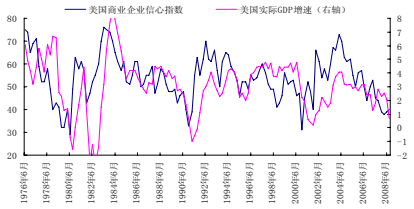
图表 4：美国十大经济领先指标与实体经济增速



资料来源：Bloomberg、第一上海

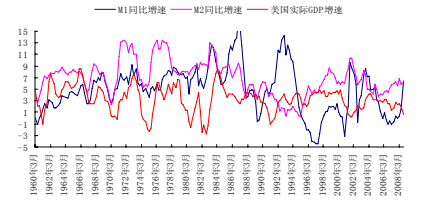
十大经济领先指数已经快接近 90 年后的周期性低点，历史上 70 年和 74 年十大经济领先指标创新低，主要是由于当时的货币供应量同比增速创新低，而这两项在指数中的权重合计达到 45%，而目前货币供应量增速呈上升趋势，所以我们认为十大经济领先指标的已经接近调整底部，预计在年底或明年初将会达到底部，那么也可以据此判断实体经济将会在明年三季度或年底见底。

图表 5：美国商业企业信心指数与实体经济增速



资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 6：美国货币供应量与实体经济的关系



资料来源：Bloomberg、第一上海

美联储迅速应对危机，并采用积极的货币政策，有助于美国经济恢复

如图表 6 所示，历史上美国实体经济的走势与货币供应量的同比走势关联度很高，但从 90 年代开始，实体经济的走势与货币供应量的走势关联度降低，原因是由于金融领域的不断创新。而住房销售和汽车销售的情况在 90 年代后开始与实体经济走势相背离，这次金融危机的根源就是靠金融手段来维持过度消费这种“泡沫”的破灭，也正是这些金融创新使得 M1、M2 丧失了检测经济运行的良好功能。

但是经过这次金融危机，美国经济体开始去杠杆化，并提高监管，规范金融创新，将有助于恢复 M1、M2 的经济检测功能，就目前来看，M1、M2 都呈现上升趋势，而美联储早在危机爆发早期就开始出台一系列政策来处理危机，和历史上几次衰退相比，本轮货币政策的积极性，将有效抵制经济的长期衰退，所以未来美国经济较快恢复的可能性较大。

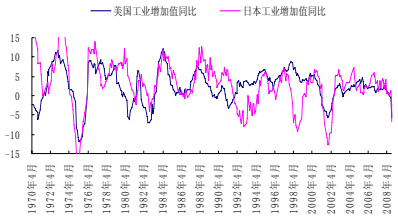
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

欧盟和日本的经济衰退将延迟至 2010 年

欧盟和日本的经济谷底可能出现在 2010 年

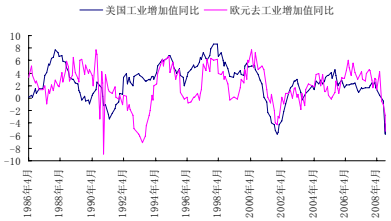
欧盟区经济、日本经济和美国经济的关联性很强，而且经济周期的变化上，也滞后于美国经济 1-2 个季度，因此我们推测 09 年不是欧日经济底部，最快也要 2010 年初才会好转。

图表 7：美国与日本工业增加值同比增长的关系



资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 8：美国与欧元区工业增加值同比增长的关系



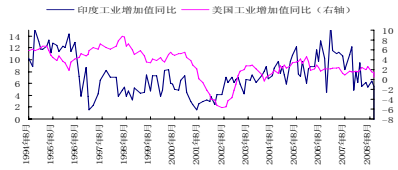
资料来源：Bloomberg、第一上海

新兴市场经济难以摆脱美国金融危机的影响

金砖四国难免不受美国金融危机的影响

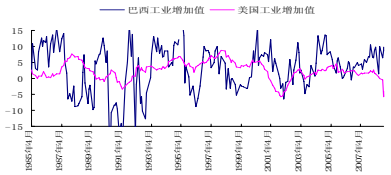
尽管“金砖四国”的经济和美国经济的关联性不及欧日与美国的高，但总体变化趋势还是有很强的关联性的，因此未来新兴市场经济也将会受到美国金融危机的冲击，经济增速的滑落是很难避免的，但是金砖四国的的经济增速仍将是全球经济增长较快的地区。

图表 9：印度与美国工业增加值同比增长的关系



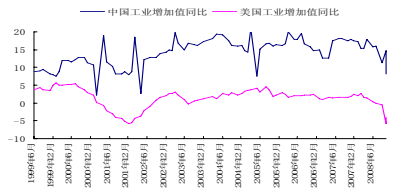
资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 10：巴西与美国区工业增加值同比增长的关系



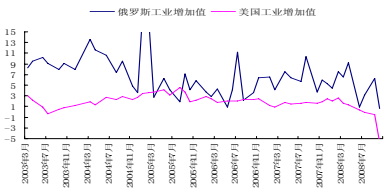
资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 11：中国与美国工业增加值同比增长的关系



资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 12：俄罗斯与美国区工业增加值同比增长关系



资料来源：Bloomberg、第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

中国经济面临挑战，宏观政策和财政刺激是关键

中国经济面临巨大的挑战，预计中国 2009 年和 2010 年的 GDP 增长率分别为 7.8%和 7.5%。

中国经济亦面临巨大的挑战。尽管中国受金融危机的直接影响有限，但出口一直是中国经济发展的核心动力，2009 年随着全球金融危机的影响进一步扩大，引起的风险规避意识上升和去杠杆化过程将会造成银根的收紧，将可能影响包括新兴市场国家在内的许多国家的经济活动和市场需求，因此 2009 年中国的出口增长将会降低；2008 年中国房地产业投资的投资增速明显减缓，并由此带来上游有关产业的生产下滑，我们预计预计 2009 年私人投资仍将将受到外部环境和房地产业疲软的影响而继续下滑；而在国内消费方面，尽管到目前为止还保持了良好的态势，但预计私人消费的增长在 2009 年将有所减弱。

面对严峻的经济前景，拥有巨大外汇储备和良好的财政能力的中国政府有能力采取扩张性的宏观经济政策，政府在 2008 年 11 月提出了增内需、保增长的十点方案，方案的重点是加速加大基础设施和其他领域的投资，着眼于长期经济发展和改善民生，由于十点方案的大部分内容都是要求增加政府主导性支出、或是政府投资、或是政府消费，因此会对 2009 年的经济增长将会有明显效果，此外政府在年底出台了一系列针对房地产的刺激方案，我们预计未来还将出台一些发展汽车等行业的政策。我们认为 2009 年中国将继续减息和降低银行准备金率，宽松的宏观政策和巨大的财政支出对于提振经济和扩大内需将起到重要作用，我们预计中国 2009 年和 2010 年的 GDP 增长率分别为 7.8%和 7.5%。

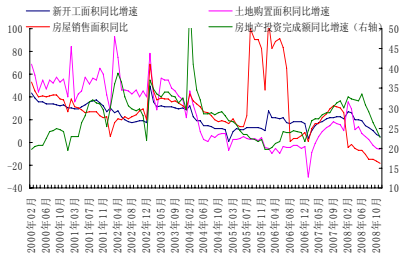
中国的实际投资增速大幅下滑至 5.5%

我们预计 2009 年中国的投资增速大幅下滑，加权增速约为 17.5%，扣除 11%折旧和 1%资产价格指数，预计明年投资实际增速约为 5.5%，其中房地产开放的投资增速大约在 5%左右，明年企业固定资产投资增速会在 20%左右。投资对 GDP 增速的贡献将下降至 2.8%。

我们认为住房投资需求将大幅度放缓。经验显示住房销售额同比变化与 M2 同比增速关联性很强，在经济周期性下调刚开始的过程中 M2 增速会放缓，势必影响住房销售情况，此外居民可支配收入下降也影响住房销售，住房销售额的同比变化领先土地购置面积的同比变化，而土地购置面积的同比变化又领先新开工投资，新开工投资领先投资完成额。

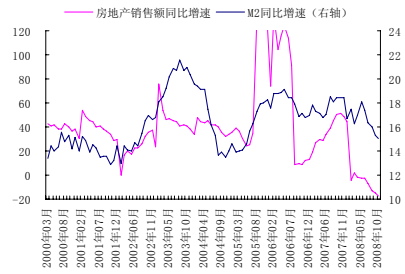
我们发现，住房销售额同比和土地购置面积同比已经大幅回落，传导至房地产开发投资完成额同比的效应才刚刚开始，所以可以预测明年房地产开发投资增速将会大幅度回调。在考虑到政府政策的情况下，我们预测明年住房投资增速接近 5%。

图表 13：房地产开放投资情况



资料来源：wind、第一上海

图表 14：房地产销售额同比与 M2 同比增速的关系



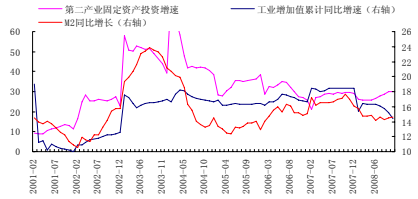
资料来源：wind、第一上海

固定资产投资增速也可能大幅度回落

工业企业利润率大幅度放缓，投资意愿下降，银行信贷收缩，使得投资的资金来源更紧张。从图 15 可以发现，工业增加值增速正在快速回落，经济前景尚不明朗，明年企业固定资产投资增速大幅回落的可能性很大，在不考虑政府政策的情况下，预计明年企业固定资产投资增速会在 15%左右，考虑到政府“四万亿”的投资计划，预计增速会提升至 20%。

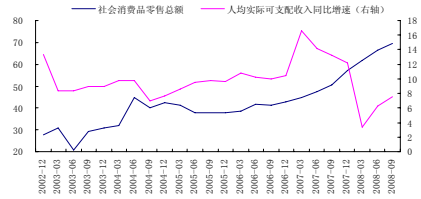
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 15：固定资产投资与工业增加值、M2 的关系



资料来源：wind、第一上海

图表 16：社会消费品销售与居民可支配收入的关系



资料来源：国家统计局、第一上海

消费将成为经济增长的最重要力量

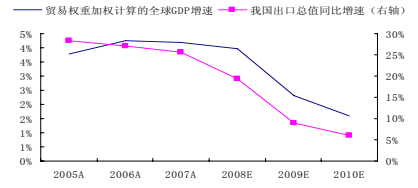
我们预计社会消费品零售总额名义同比增速将降至 12.5%，预计明年的通胀率约为 2%，实际消费对 GDP 增速贡献大约为 4.4%。

经济下行，就业压力大，居民可支配收入增速放缓，收入预期大幅度下调，可支配收入的下降将拖累消费品的销售情况。而上证综指从高点的 6100 多点跌落至现在的 2000 点左右产生的财富负效应也将大大影响民消费能力。考虑到税赋减免、政府补贴和民生保障性支出将一定程度提振消费，预计明年消费增速不会大幅回落，但呈现疲软态势的可能性很大。

出口增长将大幅降低

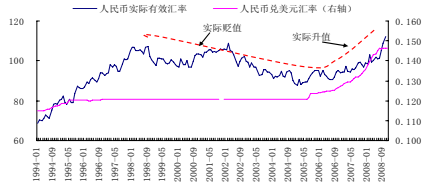
按照和我国的贸易权重加权计算主要经济体的综合增长速度，我们预计 09 和 10 年世界经济增速分别为 2.31%和 1.63%。除了世界经济增速放缓对我国出口产生不利影响外，还有人民币的实际升值所带来的滞后效应，见图 18，图 17 是按贸易权重计算的世界经济增速和我国出口总值同比增速图，未来两年我国出口增速将会降至个位数。

图表 17：出口增速与全球经济增速的关系



资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 18：人民币汇率走势图

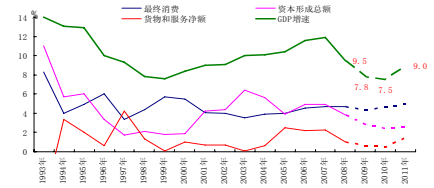


资料来源：Bloomberg、第一上海

中国 2009 年 GDP 增长率 7.8%

按支出法计算，从净出口、消费和投资对 GDP 增速的贡献角度来预计 2009 年 GDP 将回落至 7.8%，2010 和 2011 年的增速将分别达到 7.5%和 9.0%。

图表 19：支出法 GDP 贡献度分析及 GDP 增速预测



资料来源： CEIC、第一上海

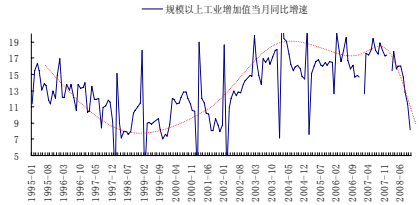
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

上市公司盈利水平可能出现急剧回落

公司盈利水平可能出现急剧回落

由于宏观经济环境的恶化，08 年工业企业的毛利率从年初的 15.56%下降到 8 月份的 14.44%，下降近 7%。截至今年 10 月份工业增加值增长速度，累计增速比年初下降 6.5%，同比下降 55%，加上中国企业所得税改革的优惠不复存在，我们预期中国上市公司的盈利将出现大幅回落。

图表 20：规模以上工业增加值同比增速变化情况



资料来源：Wind、第一上海

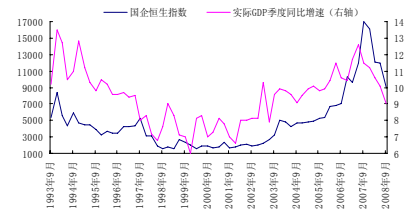
图表 21：中国工业企业利润增速和 ROE

资料来源：WIND、第一上海

宏观经济的变动趋势决定股市的走向，并会提前反应到股市变化上

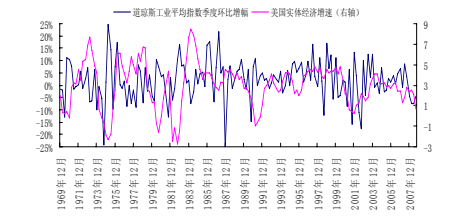
我们注意到：在 1997-2000 年经济调整期间，规模以上企业工业增加值同比增速下滑十分明显，相应国企指数也有较大幅度的回调，国企指数也从高位迅速大幅回落。美国的道琼斯工业平均指数与 GDP 的关系图中可以发现股市平均领先实体经济变动 1-2 个季度。

图表 22：国企指数与实体经济增速的关系



资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 23： 道琼斯工业平均指数与美国实际经济增速



资料来源：Bloomberg、第一上海

美国股市将调整到 2009 年 3 季度

通过对二战后美国几次重要的经济调整和股市调整的时间长度比较，由于预期美国实体经济的调整时间大约为 18 个月，因此我们预计美股调整时间长度约为 20 个月，即到 09 年三季度。

图表 24：二战后美国重要的几次经济、股市调整

事件	股市调整持续时间	股市调整幅度	GDP 调整时间
73-75 年经济危机	20 个月	40%	24 个月
77-82 年经济危机（两个阶段）	13 个月；15 个月	25%；20%	14 个月；16 个月
90-91 年经济危机	5 个月	18%	8 个月
01 年科网破迷	18 个月	25%	18 个月
07 年次贷危机	预计 20 个月	预计 50%	预计 18 个月

资料来源：第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

2009 年港股估值可望从低谷逐步回升

港股估值较低，但仍有下调空间

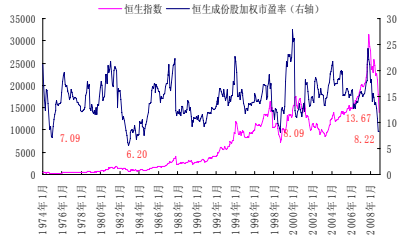
由于香港市场股票价格的大幅下跌，港股的估值已处于历史的较低水平，但由于宏观经济尚未见底，政府的经济政策和财政刺激方案的效果尚需要观察，我们预计港股的估值仍将出现大幅波动。

但我们认为 2009 年港股的估值水平将可能从最低点逐步回升，刺激因素将包括全球经济的逐渐趋稳，海外资金仍可能在 2009 年回流香港，此外，中国对于资本流出的管制逐步放松，尽管 QDII 在 2008 年经受了打击，但其代表中国投资海外的趋势没有改变，汇集了大量优质 H 股和红筹股份的香港市场必定会成为 QDII 最重要的投资市场之一，我们预期来自海外及内地的资金大量流入香港所将使港股的估值水平从低谷逐步回升到正常的估值水平。

图表 25：恒生指数与其成份股加权派息率

资料来源：Bloomberg、恒生指数公司、第一上海

图表 26：恒生指数与其成份股加权市盈率



资料来源：Bloomberg、恒生指数公司、第一上海

投资策略：上半年谨慎，下半年积极

密切关注政策变化

我们对 2009 年的香港股市仍然充满期待，我们建议密切关注宏观政策的变化，尤其是中国政府在未来两年内总额为 4 万亿的财政刺激方案和美国的奥巴马新政的具体措施。

图表 27： 四万亿投资的十项措施

四万亿投资的“十条”项措施	受益行业
加快建设保障性安居工程	建材行业、水泥、钢铁、工程机械等
加快农村基础设施建设	水泥、电力设备制造业、建材行业等
加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设。	钢铁、工程机械、水泥、建材等
加快医疗卫生、文化教育事业发展。	医疗设备制造业、医药企业、印刷业等
加强生态环境建设。	污水处理、环保等相关企业
加快自主创新和结构调整。	高新技术产业
加快地震灾区灾后重建各项工作。	建材、水泥、钢铁、工程机械等
提高城乡居民收入。	家电、食品饮料、服装等消费品
在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革，鼓励企业技术改造，减轻企业负担 1200 亿元。	减轻企业税赋。
加大金融对经济增长的支持力度。	努力扩大信贷支持。

资料来源：第一上海

中国宽松的货币政策也将刺激内需，带动经济的增长。我们认为 2009 年中国将继续减息和降低银行准备金率。

图表 28：央行近期货币政策

近期放松银根的货币货币政策	政策影响
9 月 15 日，央行宣布次日起下调一年期贷款利率 27 个基点，并下调除五大国有银行外的金融机构存款准备金率 1 个百分点。	降息对商业银行的净息差影响较大，银行业受到负面冲击较大，但对非金融机构来说，直接减少其财务成本。准备金率的下调缓解了商业银行上半年资金紧张的程度。
10 月 8 日，央行宣布从 15 日起下调一年期存贷利率各 27 个基点，并同时下调存款准备金率 0.5 个百分点。	降息对商业银行的净息差的影响较小，但总体仍对银行业呈负面效应，对非金融机构的财务成本降低有利。
10 月 29 日，央行宣布次日起下调一年期存贷款利率 27 个基点。	降息对商业银行的净息差的影响较小，但总体仍对银行业呈负面效应，对非金融机构的财务成本降低有利。
10 月 30 日，央行宣布取消商业银行信贷规模管制。	尽管当前经济形势下，信贷管制已经没有多少实际意义，但此举表明央行政策又信贷管制转向支持信贷投放，后续鼓励政策可期。
11 月 26 日，央行宣布次日起下调一年期存贷利率 108 个基点，并同时分别下调大型金融机构和中小型金融机构存款准备金率 1 个和 2 百分点。	大幅度降息对银行净息差有一定程度的负面影响，准备金率的下调，增加了银行自由支配资金的规模，尽管银行货币乘数效应短期内难以有较大起色，但扩大了潜在增加货币供应的空间。
我们预测 09 年货币政策将会继续放松，存贷款利率将有 54-108 个基点的下调空间，而存款准备金率将有 500 个基点的下调空间。	*货币政策的较大幅度放松，保障市场有足够的流动性，并降低企业的融资成本，刺激居民消费，阻止经济下滑。*

资料来源：第一上海

奥巴马就任美国总统后的新政策对于美国经济和美股的作用仍将需要观察。目前奥巴马内阁预计投资总额将达到 7000 亿美元，而部分经济学家则预测投资总额将会达到万亿美元。

图表 29：奥巴马新政五大内容

奥巴马新政五大内容	受益行业
政府节能	新能源及相关科技研究所
基础设施建设	建材、设备制造业、运输业，有利于提高就业率
教学设施升级	电脑制造业、教学仪器制造业以及教育事业
改进医疗状况	制药业、生物科技、医疗设备制造业以及医疗服务行业
普及宽带网	网络设备制造业、软件业

资料来源：第一上海

伯南克货币政策方面，美联储自今年年初以来已经连续 6 次降息，联邦基准利率已经创历史新低，在价格调整空间逐步收窄的环境下，联储还有其他数量调整的方法，这些政策将会直接影响市场的货币供应量。

发现新的投资主题

我们还需要发现和关注一些新的投资主题；比如电信重组和燃油税改革对各行业的影响；而在经济的低谷，正是进行产业升级和并购和合适时机，我们预计 2009 年的央企重组依然不容忽视；而由于石油价格的回落，为中国的资源体系改革再次创造了绝好的机会；此外，农村改革的深化和农村土地的流转，社会保障体系的全面构建等方面都需要我们不断去关注和发掘涌现的投资机会。

09 年上半年谨慎投资，下半年积极投资

在充满不确定性的 2009 年上半年，我们建议采取谨慎稳健的投资策略，主要应该配备防御性行业的股票，包括工程机械和基建行业，公路铁路行业电力，互联网和电信设备等行业。

而在 09 年全球经济趋稳之后，我们建议采用积极进取的投资策略，主要配备一些受益于经济增长的行业，比如房地产，金融，能源，煤炭，有色金属等行业。

图表 30： 2009 年年初（左）、年底（右）投资策略一览

行业	配置情况	点评
机械行业	正面	受益于政府大规模的投资政策；具有一定资本和技术的设备制造业，是未来我国制造业转型的方向，前景非常好。
医药行业	正面	受益于政府推动民生工程，未来我国人口将逐步进入老龄化，医药产品需求将有长期稳定增长。
烟草类	正面	行业集中度高，毛利率高，受经济周期调整变动相对较小。
汽车行业	正面	未来两年油价下调趋势可能性大，在拉动内需方面汽车业的贡献将逐步提升，政府将有可能会出台一些有利于汽车业发展的政策
非金属矿物制品	正面	行业毛利率高，周期性变化小，行业盈利较稳定。
信息科技行业	正面	美国新科技的重新启动，国内行业的政策推动。
高速公路	正面	盈利稳定，具有较好防御性。
电力行业	正面	煤炭价格弹性大于电力需求弹性，行业毛利率会提升，盈利增加。
航空业	中性	油价下跌与客座率下降，给予中性评级。
食品消费类	中性	由于食品类价格很大程度上受发改委管制，今年 CPI 冲高时，食品加工类毛利率大幅下滑，明年农产品价格改革，但食品类价格能否放开仍不确定，行业给予中性评级。
钢材、水泥、建材	中性	经济下行，产能过剩是基本现实，政府的基建投资会有助于减少一些行业周期性调整的幅度，但“治标”策略难以带来行业未来长久快速增长，不过一些具有兼并重组机会的公司将受益于行业集中度的提高，从而出现一些投资机会，行业整体给予中性评级。
房地产行业	中性	地产行业调整尚未到位，尽管政府有意防止地产行业出现较大波动，但实际效果可能有限，政策题材效应可能不小，会有阶段性投资机会。
银行类	中性	目前估值较低，但宏观经济底部的预期尚未形成，降息预期依旧存在，更为重要的是信贷资产质量的担忧难以消减，股价一时难以大幅反弹。
化肥行业	中性	产能过剩，但受政策面支持。
保险类	负面	实体经济增速放缓后，保费收入增速下滑，资产投资收益也大幅下滑，周期性落后于大市，给予负面评级。
有色行业	负面	经济下行，行业产能过剩，给予负面评级。
煤炭开采类	负面	国际原油价格未来两年内攀高的可能性较小，国内经济增速也大幅回落，煤炭行业出现供过于求的局面，给予负面评级。

行业	配置情况	点评
机械行业	正面	受益于政府大规模的投资政策；具有一定资本和技术的设备制造业，是未来我国制造业转型的方向，前景非常好。
医药行业	正面	受益于政府推动民生工程，未来我国人口将逐步进入老龄化，医药产品需求将有长期稳定增长。
烟草类	正面	行业集中度高，毛利率高，受经济周期调整变动相对较小。
食品消费类	正面	行业调整领先于实体经济，宏观预期转好后，调高评级。
非金属矿物制品	正面	行业毛利率高，周期性变化小，行业盈利较稳定。
汽车行业	正面	经济前景向好的预期下，居民汽车购买力提升，维持买入评级。
银行类	正面	银行是领先实体大市调整的，在宏观经济预期见底时，对降息和资产质量的担忧会逐步消退，较低股市带来较好的投资机会。
房地产行业	正面	地产业也是领先大市调整的，宏观经济预期见底后，即使房地产行业尚未复苏，但投资价值开始逐步体现。
高速公路	正面	盈利稳定，防御性好。
电力行业	正面	煤炭价格弹性大于电力需求弹性，行业毛利率会提升，盈利增加。
信息科技行业	正面	美国新科技的重新启动，国内行业的政策推动。
钢材、水泥、建材	中性	经济下行，产能过剩是基本现实，政府的基建投资会有助于减少一些行业周期性调整的幅度，但“治标”策略难以带来行业未来长久快速增长，不过一些具有兼并重组机会的公司将受益于行业集中度的提高，从而出现一些投资机会，行业整体给予中性评级。
化肥行业	中性	产能过剩，但受政策面支持。
航空业	中性	油价下跌与客座率下降，给予中性评级。
煤炭开采类	中性	宏观经济预期见底时，行业基本面开始逐步改善，煤炭行业领先于大市调整，给予“中性”评级。
保险类	中性	宏观经济预期见底时，行业基本面开始逐步改善，但保险类周期调整滞后于大市，给予“中性”评级。
有色金属	负面	经济下行，行业产能过剩，给予负面评级。

资料来源：第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

附录：中国及美国的行业及股市的历史经验

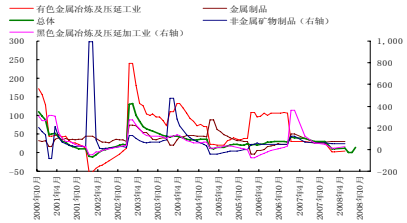
中国各行业利润在 1999-2002 年经济调整期间月度变化情况

利润总额变化好于总体的行业：非金属矿物制造业、金属制品；医疗制造业、橡胶制品、塑料制品、交通设备、专用设备、通用设备、电器设备制造业、烟草行业、饮料制造业、食品制造业，农副食品类行业。

利润总额变化弱于总体的行业：金属制品、轻纺业；石油天然气和煤炭开采业。

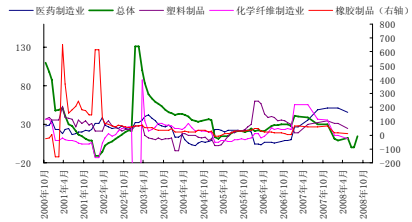
利润总额变化同步于总体的行业：有色金属制造业、化学纤维制造业、通信设备制造业。

图表 31：金属非金属类利润总额变化



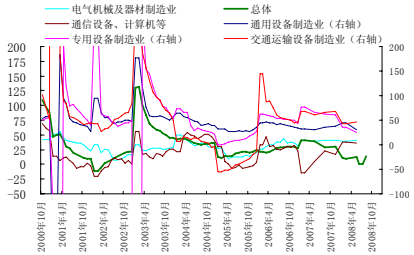
资料来源：CEIC、第一上海

图表 32：医疗、化纤类利润总额变化



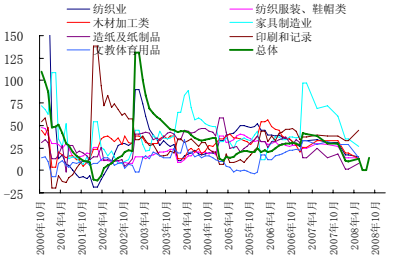
资料来源：CEIC、第一上海

图表 33：设备制造业利润总额变化



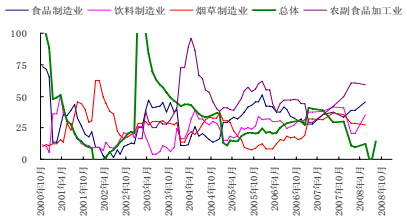
资料来源：CEIC、第一上海

图表 34：轻工业利润总额变化



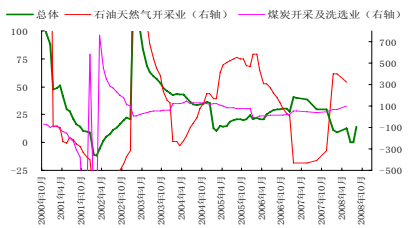
资料来源：CEIC、第一上海

图表 35：食品、饮料类利润总额变化



资料来源：CEIC、第一上海

图表 36：能源类利润总额变化情况



资料来源：CEIC、第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

中国各行业毛利率在 1999-2008 年期间月度变化情况

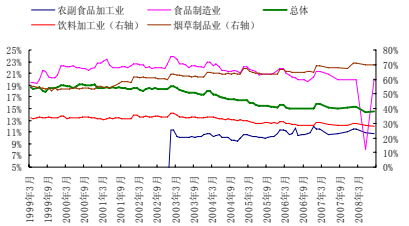
行业毛利率变化幅度小于总体的行业有：饮料加工、农副食品类、医疗设备制造业、煤炭开采业。

行业毛利率变化趋势好于总体的行业有：烟草制造业、专用设备制造业、通用设备制造业、非金属矿物制品、石油天然气开采业。

行业毛利率变化趋同步于总体的行业：电器设备制造业、交通设备制造业、塑料制品、金属制品、化学原料及制品制造业。

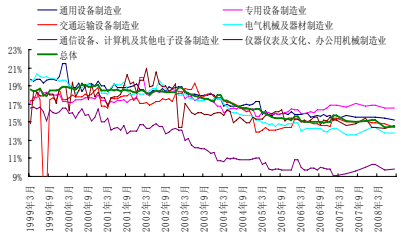
行业毛利率变化趋势弱于总体的行业：通信设备制造业、化学纤维制造业、黑色金属制品、有色金属制品、石油加工业。

图表 37：食品、饮料类毛利率变化情况



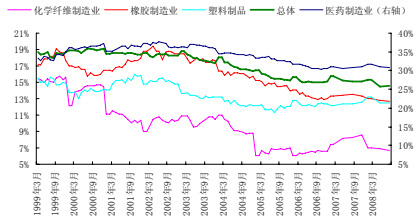
资料来源：CEIC、第一上海

图表 38：设备制造业毛利率变化情况



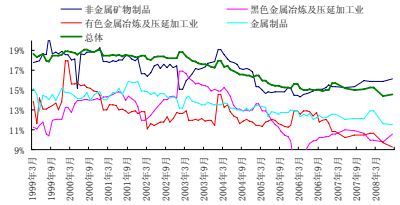
资料来源：CEIC、第一上海

图表 39：化学纤维、医疗类毛利率变化情况



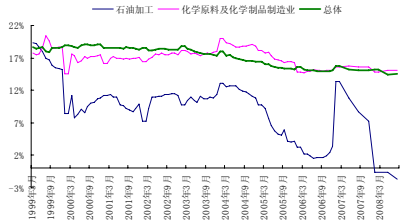
资料来源：CEIC、第一上海

图表 40：金属非金属类毛利率变化情况



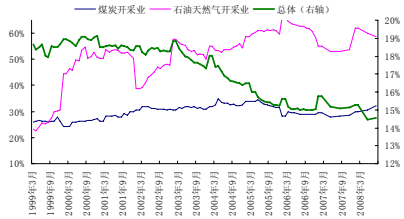
资料来源：CEIC、第一上海

图表 41：能源类毛利率情况



资料来源：CEIC、第一上海

图表 42：煤炭、石油开采业毛利率情况



资料来源：CEIC、第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

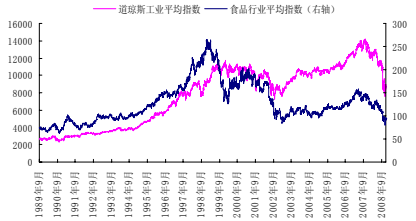
美国各行业股指调整与道琼斯工业平均指数的历史经验

百货、食品行业　　百货类、食品类行业领先大盘调整。

图表 43：百货类

资料来源：Bloomberg、第一上海

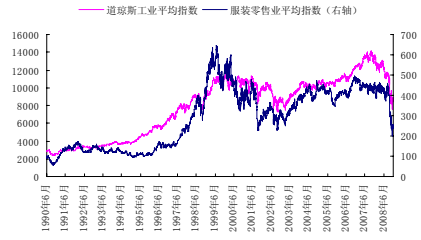
图表 44：食品



资料来源：Bloomberg、第一上海

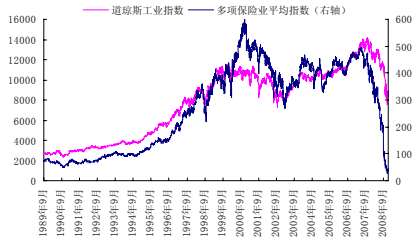
服装、保险行业　　服装类、保险类行业上涨滞后大市，下调领先于大市；

图表 45：服装类



资料来源：Bloomberg、第一上海

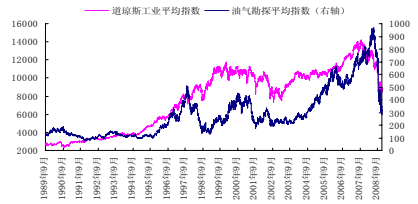
图表 46：多项保险类



资料来源：Bloomberg、第一上海

油气、电力行业　　行业需求滞后于实体经济，股价调整也滞后于大盘变动；

图表 47：油气勘探



资料来源：Bloomberg、第一上海

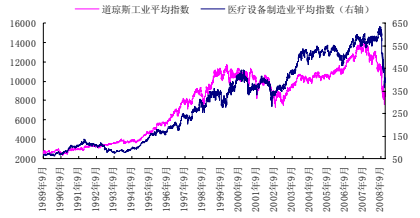
图表 48：电力行业

资料来源：Bloomberg、第一上海

医疗、电信行业　　受益于良好的行业前景预期，科技网络类公司的股价在 1997-2001 年时期，股价迅速攀升，涨幅远大于大市升幅；受益于人们对医疗条件改善的需求，医疗设备制造业从 90 年中期以来升幅远大于大市升幅，并且在这次金融危机中，股价具有较好的防御性，在奥巴马的新政中，医疗改革和科技网络将是受益的两个行业，我们看好这两个行业前景。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 49：医疗设备制造业



资料来源：Bloomberg、第一上海

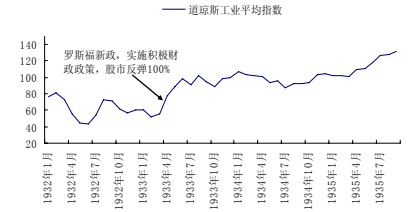
图表 50：综合电信类

资料来源：Bloomberg、第一上海

美国股市历史回顾

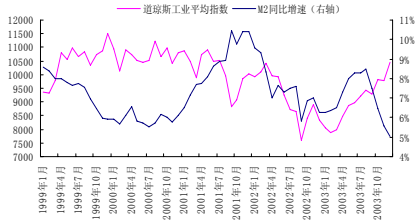
从美国股市的历史经验看，积极财政和货币政策对股市有相当大的提振作用。1933 年 3 月，罗斯福新政开始，道琼斯工业平均指数从 3 月开始反弹，至 1933 年 8 月底，反弹幅度达到 100%，持续时间近 5 个月。

图表 51：罗斯福新政刺激熊市绝地反弹



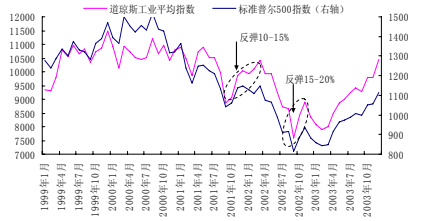
资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 52：格林斯潘宽松货币政策刺激股市反弹



资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 53：科技网破灭后股市反弹的幅度



资料来源：Bloomberg、第一上海

2000 年科技网络泡沫破灭后，美国股市迎来了约 25%的大回调，当时的美联储主席格林斯潘为防止经济大幅回落，采取的宽松的货币政策，松动银根，降低联邦基准利率至 1%的历史低点，货币供应量大幅度增加，美国 M2 同比增速从 2000 年 7 月的 5.55%增加到 2001 年 10 月 10.45%，在滞后 6-9 个月后，道琼斯工业平均指数反弹约 15%。

资料来源：第一上海

从以上分析可见财政政策对股市的推动作用十分直接，影响大，无时滞，特别是在经济危机，市场缺乏信心时；而货币政策对股市的推动作用需要一段时间才会缓慢体现出来，据历史股市情况看，货币政策的股市效应时滞大概在 6 个月左右。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

消费品行业

评级：正面

谨慎，但不必过度悲观

2008年前11个月消费品行业回顾：总体畅旺

- 前 11 个月零售总额增长率 21.9%
- 下半年通胀急速回落：11 月居民消费价格指数仅上涨 2.4%
- 居民实际可支配收入增长率按年看明显回落，第三季度增长率仅为 7.5%
- 我们覆盖的公司 08 年录得 62.9%的下跌，高于恒生指数的 46.5%

国外经济衰退的经验：

- 衰退影响最大的是汽车，接着是家居，之后是服装，最后是食品，反弹时相反
- 公司在危机之后的指标反转往往需要 3 年甚至更长，其中服装和百货可能更慢
- 部分企业在衰退结束后就无法再恢复到之前的盈利高点，因此对公司的筛选很重要
- 业绩好的企业不一定就在衰退期中录得好的股票回报，要看实际数字和预期的差距

整体策略：谨慎，但不必过分悲观

- 不利的方面：全球经济的问题本质没有解决，中国经济的谷底还没到来，危机还只是在部分省份城市表现明显，但是未来会扩散到其他省份城市
- 有利的方面：中国是储蓄型消费，大多数消费品对于中国人来说都还是必需品，未来中央还会有更多的刺激消费的政策出台，当然最重要的是股价已经反映了悲观的预期
- 策略：谨慎，但不必过分悲观，最佳买点还须等待
- 选股原则：不倒闭、不倒退、超跌

子行业选择：

- 看好：品牌运动服饰商、皮鞋运营商、女装、猪肉制品、乳制品、烟用香精生产商
- 中性：百货、超市、餐饮、家电零售
- 看空：运动零售、饮料、三大酒类

我们覆盖的上市公司及评价：

- 买入：宝姿（0589）、安踏（2020）、银泰（1833）、李宁（2331）、金鹰（3308）、百丽（1880）、雨润（1068）、永恩（0210）、中国动向（3818）、新世界百货（0825）、茂业（0848）、华宝（0336）、中国香精香料（3318）、蒙牛（2319）、雨润（1068）、小肥羊（0968）、中国绿色食品（0904）
- 持有：百盛（3368）、康师傅（0322）、味千中国（0538）
- 卖出：汇源（1886）、国美（0493）
- **首选：安踏（2020）、华宝（0336）**
- **静候买点出现的各股：李宁（2331）、百丽（1880）、蒙牛（2319）**

我们未覆盖的上市公司及评价：

- 乐观：物美（8277）、旺旺（220）
- 中性：联华（0980）、京客隆（8245）、安莉芳（1388）、特步（1368）、中国食品（0506）

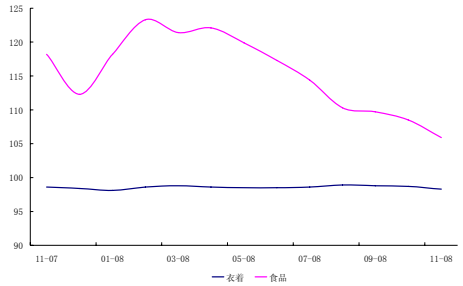
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

2008 消费品行业回顾

零售总额：增速略有放缓，各产品差异较大

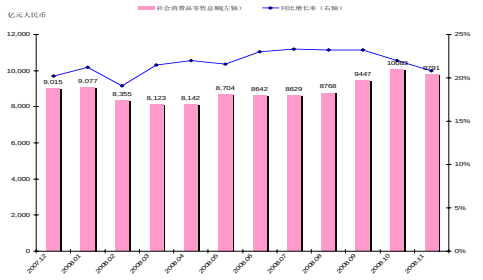
2008 年,消费品行业依然延续着 2007 年的快速增长态势，社会消费品零售总额增长率保持高位，前十一个月消费品零售总额累计同比增长 21.9%达到 97759 亿元。
增长率在 7 月达到最高点之后开始有下滑的趋势，11 月同比增长只有 20.8%。相比 7 月放慢 2.4 个百分点。
分地区看，城市零售总额有所放慢，11 月同比增长 20.3%，6 月时还有 22.1%，县及县以下增速有所提高，11 月同比增长 21.8%，相比 6 月的 20.0%为高。
分产品看，“吃”类产品增速放缓明显，11 月同比增长 13.8%，相比 6 月的 25.0%明显放缓，主要因为产品价格下滑明显，而“穿”类产品增速保持稳定，11 月增长 24.1%，相比 6 月的 25.1%略有放缓，而家用电器、汽车放缓速度非常明显，11 月相比 6 月分别放缓 10.8 及 25.7 个百分点。

图表 1：2007.11-2008.11 食品及服装价格指数同比变动图



资料来源：中国国家统计局

图表 2：2007.11-2008.11 全国社会消费品零售总额同比变动图



资料来源：中国国家统计局

下半年通胀回落

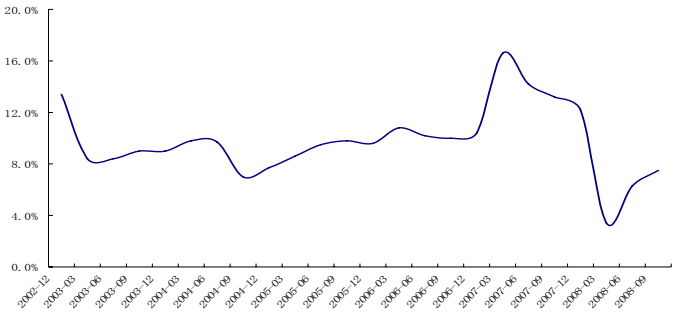
上半年的重要主题是物价上涨，前六个月居民消费价格指数上涨 7.9%，其中城市上涨 7.6%，农村上涨 8.6%，食品价格涨幅达到 20.4%，衣着下滑 1.5%。
进入下半年之后，物价指数急速回落，11 月居民消费价格指数仅上涨 2.4%，其中城市上涨 2.2%，农村上涨 2.9%，食品价格涨幅降至 5.9%，衣着下滑 1.7%。
根据我们的宏观预测，我们认为未来物价指数还将持续回落。

居民收入

居民的实际可支配收入一直是决定消费能力的最重要指标。2007 年一季度居民实际可支配收入同比增速达到 16.6%，达到 6 年来的新高，之后便一路向下，2008 年一季度达到最低的 3.4%，之后随着物价水平的持续回落，实际购买力同比增速有所回升，三季度达到 7.5%。
2009 年物价指数将会持续回落，因此名义可支配收入的增长幅度将至关重要，我们相信中央将会出台一系列刺激政策来提高居民可支配收入。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 3： 城镇居民实际可支配收入同比增长率（季度数据）



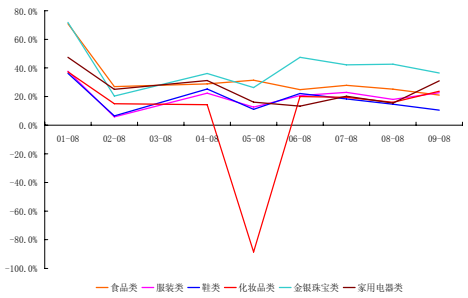
资料来源：wind 资讯

分子行业看

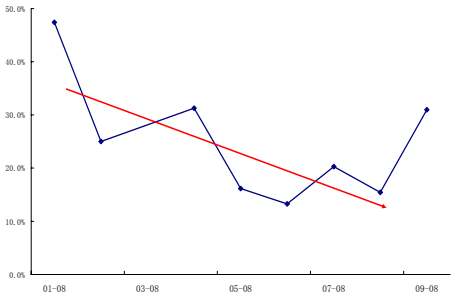
由于国家统计局的口径中服装或者其他产品的销售数字中包含了大量批发和非品牌消费品渠道的销售（例如农贸市场等），因此我们认为不能客观的反映品牌消费品的销售和消费，因此我们采用中国百货商业协会所统计的全国重点大型批发零售商业企业产品销售数据，采样的基础是全国百家重点零售企业。

我们看到 1-9 月各类产品的销售金额增速都有下降，但是还不是非常的明显，除去 1 月销售金额同比增速都异常高之外，其他月份的同比增速都比较平稳，8 月略有下降。其中食品销售的增速更加平稳，基本都维持在 25.0%以上，服装和鞋子的消费在前 7 个月增速还很快，8 月的增速有所放缓，这可能和奥运会的开办在当月影响了消费有关，相比之下，金银珠宝的消费增速还是非常的稳定而且很高，基本都保持在 40%以上。另外，家用电器的消费增速基本上呈逐月下降的趋势，除了 7 月增速有所反弹，我们认为这可能和房地产销售数量下降有着较大的关系。

图表 4 :重点零售企业产品销售增速情况概览（1-9 月） 图表 5：家电销售金额同比增长率情况概览



资料来源：中国百货商业协会



资料来源：中国百货商业协会

服装：从销售数量看，女装依然是增速最快且最稳定的品种

服装产品的销售数量增长比较平稳，基本都在 10%上下，如果结合之上所述的销售金额增速，我们认为 2008 年前九个月产品的提价幅度约为 10%-15%，这其实是和我们考察的香港消费品公司的涨价幅度是相似的。

如果分类别来看：

女装的增长速度的无论从绝对值角度看还是稳定性角度看，依然位处领先位置，其 9 月的销售数量同比还增长了 16.1%。

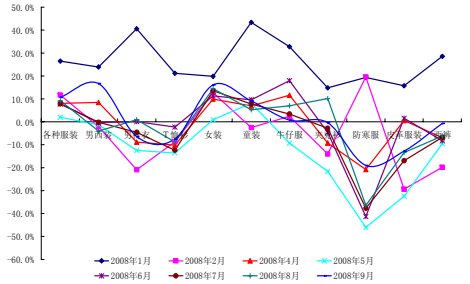
童装、牛仔装：依然保持了整体的正增长，只是增长速度相对较慢，平均只能保持单位数的数量增长，9 月的销售数量同比增速为 9.1%及 0.7%。

西装、衬衣以及西裤的销售量同比均在下降，从 2 月份开始，销售数量增长就保持负增长。

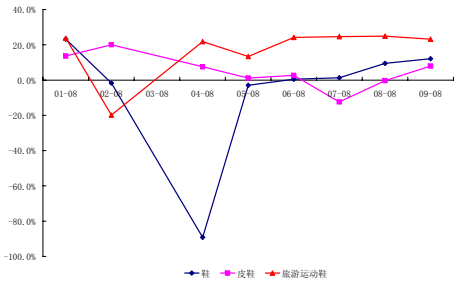
防寒衣、皮革服饰以及西裤的销售数量同比出现了较大程度的下降，例如 8 月三类产品的销售数量同比下降 36.4%、13.4%以及 6.2%，9 月下滑略有放缓。

这其实也在验证这我们 2006 年 8 月发出的服装行业报告的结论，即女装的行业增速最快，机会最多，受到的影响也最小，而西装、衬衣等服装类产品的发展速度较慢。

图表 6 :重点零售企业服装销售数量增速概览（1-9 月） 图表 7:重点零售企业鞋类销售数量增速概览



资料来源：中国百货商业协会



资料来源：中国百货商业协会

鞋子：运动鞋的稳定性似乎好过皮鞋

前九个月鞋子的消费数量增长速度整体保持平稳，基本都在 10%以内，这和我们行业报告中结论吻合。

分产品看，皮鞋的消费增速有所放缓，增长速度环比有所下降，而相比之下运动鞋的增速则相对稳定，基本都保持在 25%上下。

如果考察绝对消费量，就能发现皮鞋的消费数量一般是运动鞋的 4 倍，我们认为可能运动鞋的消费基数更小，更像是必需品，因此受到的影响就相对较小。

家电：影响较大，整体下降趋势明显

家电销售是受到经济影响比较大的子行业，其单价高，同时可选性很强。另外，家电零售中电视机、白电比重最高，超过 50%，而这些受到房地产销售的影响较大，房地产成交的萎缩也导致家电销售急剧下降。

从数据看，分月度销售额同比增速成逐步下降趋势，8 月同比增速只有 15.4%，远低于前几个月，也低于 07 年的 27%，9 月增速出现反弹的主要原因是黄金周提前两天。

分类食品

1，2 月份因春节时间的不同造成很大的销售额同比增速波动，不具备参考意义。从 3 月—8 月各食品分类的月度销售额增速走势可以看出：

在通涨时期，食用油类及肉类销售额的实际增速均呈现下降态势。至 9 月份，食用油价格及肉类价格出现大幅回落后，增速开始明显回升。我们认为价格下降将对食

用油类及肉类销售起正面作用。

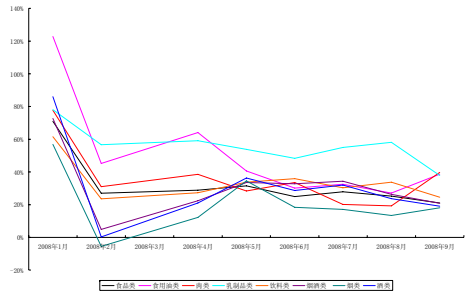
1 月—8 月期间，乳制品类销售额均保持在 29%以上的快速增长，直至 9 月中旬三聚氰氨事件爆发后，急速下滑至 19%。

1 月—8 月期间，饮料类销售额的实际增速在 20%—30%之间波动，第三季度 GDP 环比大幅下降 1.1 后，9 月的饮料类销售额实际增速开始放缓，环比大幅下降 9.3 个百分点至 19.8%。

酒类销售额的实际增速从 7 月份的 24%持续下降至 9 月的 11%。

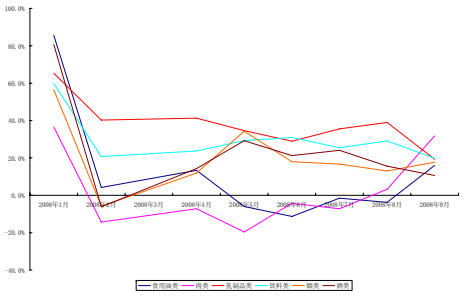
烟类销售额的实际增速没有出现如酒类的持续放缓情况，继续在 10%—20%之间徘徊。

图表 8: 08 年月度食品分类销售额名义增速



资料来源：中国百货商业协会

图表 9: 08 年月度食品分类销售额实际增速



资料来源：中国百货商业协会，国家统计局

猪肉：猪肉和牛羊肉之间的替代效用明显

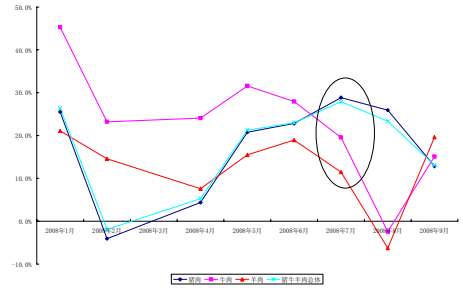
根据中国百货商业协会对重点零售企业的销售统计，08 年 1—6 月，猪牛羊肉的价格均快速上涨并在高位徘徊，但 3—9 月的猪牛羊肉整体销售量仍保持增长，在肉价大幅下降时其增速更快速提升。从下图我们发现在猪肉价格高企的月份，**牛羊肉的确存在替代效应**，但当 7 月及 8 月猪肉价格大幅下降时，消费者回归至猪肉消费，牛羊肉的销售量增速急速下跌。

酒类：白酒消费增速明显下滑

从酒类的各细分行业看，08 年 6--8 月销售额同比增速出现环比下降的行业为白酒及红酒，与我们的判断一致。作为奢侈食品代表的白酒行业增速更是从国内股市见顶后的第一个季度就一直下滑，08 年 6--8 月白酒行业销售额的同比增速较第二季度下降了 17 个百分点。啤酒销售额的同比增速虽然低于软饮料行业 10 个百分点以上，但是其增速的走势与软饮料非常一致，我们认为啤酒消费与软饮料消费存在更多的共同点，未来的行业增长速度波动也较接近。

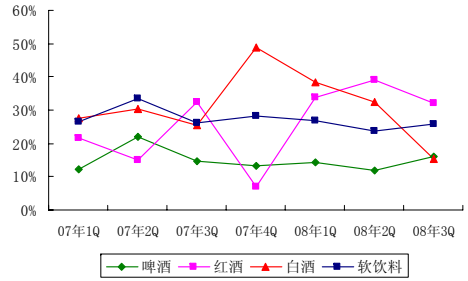
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 10: 08 年月度重点零售企业的猪牛羊肉销售量增速变动



资料来源：中国百货商业协会

图表 11: 07 年—08 年三季度酒类各细分行业销售额同比增长变动



资料来源：ISI

备注：第一季度均从去年的 12 月开始，以 3 个月为一个季度计算，如此类推

软饮料：消费增速大幅下降的历史可能重演

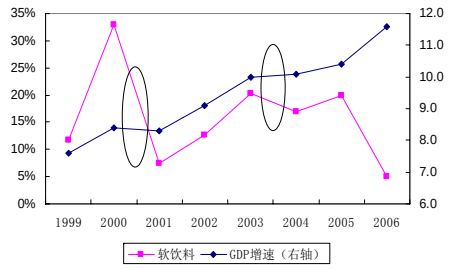
通过对 99—06 年间限额以上软饮料企业销售额实际增速与 GDP 变动的对比，我们发现软饮料消费对宏观经济下滑的敏感度高。从下图可以看到，00 年的软饮料行业高速发展，销售额同比增长 33%，01 年的 GDP 增速只是同比下降 0.1 个百分点，软饮料的销售额实际增速则同比下降了 26 个百分点；04 年的 GDP 并没有出现倒退，只是增速放缓，但软饮料在经历了 02 年及 03 年的快速增长后，其销售额实际增速从 03 年的 20%下降至 04 年的 17%。08 年前 10 个月的软饮料销售额实际增速高达 35%以上，如果 09 年的 GDP 增速从 08 年约 9.5%下降 1.5 个百分点至 8%的话，我们认为 09 年软饮料的销售额实际增速很可能再次出现如 01 年的销售额增速大幅放缓的情况。由于 08 年的软饮料的销售额实际增速高于 00 年，而经济增速倒退的幅度又远大于 01 年，我们预期 09 年软饮料的销售额实际增速将显著下跌至单位数字。同时，由于我们认为啤酒的消费习惯与饮料相似，因此我们亦预期 09 年啤酒行业的销售额实际增速也将出现明显下降，但降幅将小于软饮料行业。

软饮料细分：果汁的稳定性好过碳酸饮料

根据中国百货商业协会对重点零售企业的销售额统计，碳酸饮料的销售额增速从 08 年 7 月开始出现环比下降，持续下降至 9 月的 9%，先于行业整体销售额增速出现放缓。果汁饮料的消费则相对稳定，6—9 月果汁饮料的销售额同比增速保持在 20%以上。

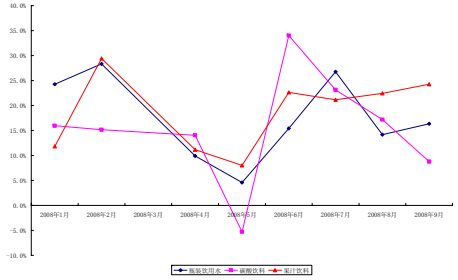
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 12：限额以上软饮料企业销售额实际增速与 GDP 变动对比



资料来源：国家统计局

图表 13：08 年月度重点零售企业的软饮料细分市场销售额增速变动



资料来源：中国百货商业协会

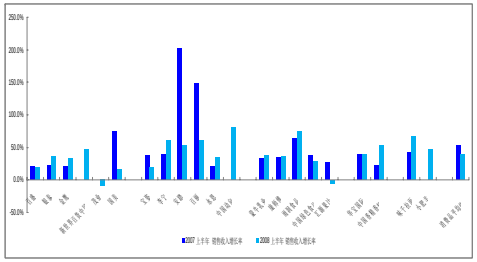
覆盖公司的 08 年上半年业绩及市场表现回顾

我们覆盖公司 08 上半年的收入平均增幅为 39.5%，慢于 07 年同期；毛利率于去年相若

08 年上半年，我们所覆盖的 22 间消费品公司平均录得 39.5%的收入增长，相比 07 年的 52.3%大幅放缓，其中安踏百丽放缓最多。

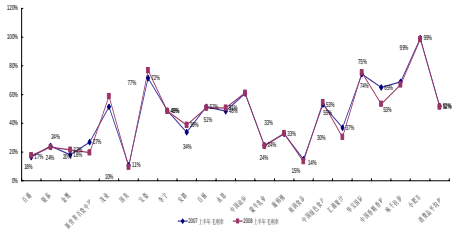
毛利率来看，我们所覆盖的消费品公司平均毛利率保持在 52%，其中新世界百货、安踏、汇源果汁以及中国香精香料出现了比较明显的毛利率下降。

图表 14:重点消费公司 08 上半年收入增长率



资料来源：公司资料

图表 15：重点消费公司 08 上半年毛利率变动



资料来源：公司资料

市场表现大幅下降，52 周平均跌幅达 52.9%

2008 年度，消费类公司的市场表现并不理想，我们所覆盖的所有消费品公司全年平均下跌 52.9%，同期恒生指数下跌 18.0%。

分类别看，服装及零售类公司平均跌幅 64.2%，食品餐饮类平均跌幅 37.6%，其中汇源果汁因为可口可乐收购的原因录得了唯一上涨，升幅 17.6%，跌幅最大的为茂业，下跌 78.0%。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 16：2007.12-2008.12 重点消费公司市场表现概览

公司		代码	2007-12-14	2008-12-14	52周升幅	市值（亿）	P/E（08）	P/S（08）	P/B（08）	备注
零售百货										
	百盛	3368	16.4	7.7	-52.9%	215.7	24.9	0.1	6.8	
	银泰	1833	7.1	2.0	-71.9%	36.0	6.9	2.5	0.9	
	金鹰	3308	8.4	4.9	-41.7%	87.2	14.5	5.3	6.5	
	新世界百货中国	825	10.2	3.6	-64.9%	60.4	10.1	3.2	1.5	
	茂业	848	3.0	0.7	-78.0%	33.9	4.6	1.6	1.1	2008年5月上市
	国美	493	4.4	1.1	-74.7%	142.9	5.6	0.2	1.4	
服装鞋履										
	宝姿	589	27.8	9.0	-67.6%	50.5	9.4	2.7	5.4	
	李宁	2331	27.1	12.1	-55.3%	125.9	14.1	1.6	7.2	
	安踏	2020	9.8	3.8	-61.0%	95.1	9.8	1.8	2.3	
	百丽	1880	11.7	3.5	-69.8%	298.6	13.7	1.5	2.5	
	永恩	210	5.7	1.5	-73.5%	24.6	4.6	0.5	1.8	
	中国动向	3818	5.2	2.1	-60.3%	117.3	8.8	3.4	2.0	
食品饮料										
	蒙牛乳业	2319	28.4	9.4	-66.8%	147.3	15.5	0.6	2.9	
	康师傅	322	11.8	8.8	-25.5%	491.1	29.4	1.6	47.8	
	雨润食品	1068	12.9	8.5	-34.6%	129.4	11.5	1.0	3.1	
	中国绿色食品	904	8.0	6.1	-23.8%	54.1	8.1	2.9	2.4	
	汇源果汁	1886	8.5	10.0	17.6%	146.9	42.2	5.2	3.2	
香精香料										
	华宝国际	336	7.2	4.9	-31.8%	150.5	13.4	7.9	7.7	
	中国香精香料	3318	3.0	1.1	-63.3%	5.3	5.7	0.9	0.8	
餐饮										
	味千拉面	538	13.7	3.5	-74.4%	37.4	11.4	2.4	1.9	
	小肥羊	968	3.2	2.0	-35.8%	21.0	14.1	1.4	1.8	2008年6月上市
平均		不适用			-52.9%	117.7	13.3	2.3	5.3	
恒生指数		不适用	27,564	14,758	-46.5%	不适用	不适用	不适用	不适用	

资料来源：公司资料、彭博.(备注：以 12 月 14 日收盘价计算)

中期策略总结

在 2008 年中期策略中，我们对于下半年的判断比较乐观，当时的结论是决定国内消费的主要因素没有改变，例如人口结构、人均收入等，因此对消费品行业非常看好，同时我们认为中国当时遇到的经济问题对此行业影响很小。

在子行业方面，我们坚持从产业链角度来看问题，如果经济在下半年“高增长温和通胀”，那么首选服装及百货产业链，主要看重其加价能力；在低增长温和通胀，建议选择“食品及超市产业链”，主要看重其产品的需求刚性；再在恶性通胀下，则建议“全部回避”。

在选股策略方面，我们强调买入跌至15倍优秀公司，并卖出超过25倍的公司，因为我们相信下半年不缺乏超跌的股票，而全球流动性缺失使得高估值很难被继续支撑。

但是事实证明经济形势并不像我们想象的那样乐观，经济增长速度急剧放缓，通胀也急速转为通缩风险。

而消费品行业遇到了巨大挑战，各家公司销售增速掉头下降，特别是十月下滑速度让所有人大跌眼镜，虽然根据我们的最新数字 11 月部分公司因为促销力度加大销售出现了明显的反弹，但是对于明年的预期还是不乐观。

检讨我们之前策略判断，我们认为有几个方面出现了失误：

1、基础假设出现了问题。我们判断 08 年下半年的经济情况是通胀，增速可能出现一些放缓，但事实是物价指数急速回落，经济增速骤减，全球经济陷入百年不遇的危机中。

2、逻辑出现了偏差。我们在中期的策略中强调我们无法预知下半年经济到底有多么差，我们只能做到详细跟踪上市公司每个月的销售数字，如果出现下滑，我们第一个知道。但事实情况是市场普遍的预期都很悲观，即便事后证明长期来看这些公司都是有价值的，不过短期内已经有了 50%以上的跌幅。

3、对事情的严重性估计不足。我们已经意识到整体市场的估值水平将会下移，因此希望通过研究历史估值带来确定一个合理的估值水平，我们认为 91 年及 01 年的全球危机所导致的下跌可能是这次的参考。但事实是此次危机的深度可能会超过

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

过去几十年中的任何一次，因此我的“15 倍买入”策略虽然方向正确，但是情况的恶劣程度完全预料错误。

国外危机的经验

我们试图通过研究美国在每次危机时各行业的不同反应来得出一些结论，第一个部分我们研究整体的行业情况，看看哪个子行业的影响最大，第二个部分则研究各类不同类型公司的表现。

美国二战以来共经历过 12 次衰退（含此次），1967 年以来 7 次，分别发生在 1969 年（持续 11 个月），1973 年（16 个月），1980 年（6 个月），1981 年（16 个月），1990 年（8 个月），2001 年（8 个月）。

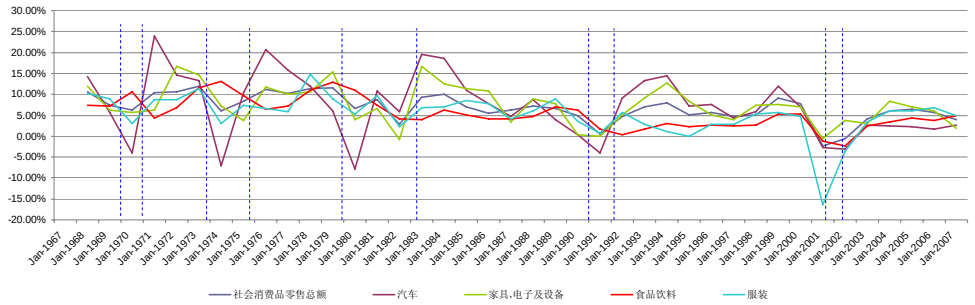
下图为 1967 年以来五次衰退过程中各自行业的不同表现，我们有以下几点简单的结论：

1、 从影响上来看，最大的是汽车，其次是家具，食品和服装相若，只有 2000 年那次衰退对服装影响巨大。

2、 从恢复速度来看，刚好和以上结论相反，最快的是汽车，然后是家具，最后是服装和食品。

3、 如果看细的数字，食品稳定性更好，增速在衰退期好过服装，但是衰退过后服装恢复速度更快。

图表 17：美国分行业零售额增长率图



资料来源：CEIC

经济下滑对于不同类型的公司影响各不相同，我们试图通过研究国外公司在最近两次欧美经济衰退时的财务和股价表现来找到一些规律。

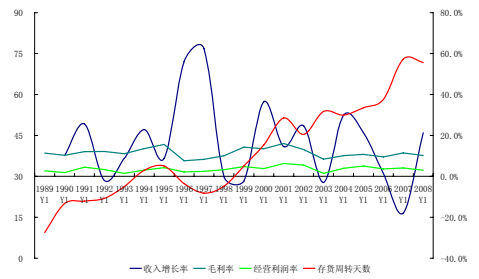
我们寻找的标的物涵盖食品、超市、服装、百货公司以及配饰企业，几乎全部是各行业内最优秀的跨国公司。

参考的财务指标包括：收入增长率、毛利率、经营利润率以及库存周转天数。

股价指标：最近两次衰退分别始于 1990 年 7 月及 2001 年 3 月，均持续 8 个月，我们考察这些公司在衰退期的股价表现，以及衰退期起点和终点前半年的股价表现（一般说来股价会提前半年反映实体经济）。

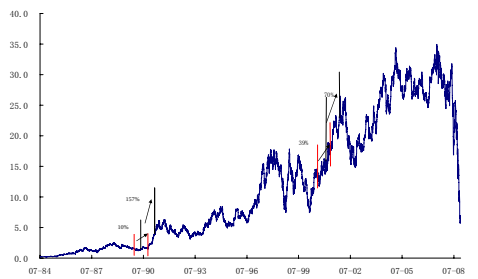
标的公司包括 Smithfield(肉制品)、可口可乐（碳酸饮料）、麦当劳（快餐连锁）、沃尔玛（超级市场）、箭牌（休闲食品）、梅西百货（高档百货）、Hugo Boss（高档正装）、VF 公司（高档休闲及牛仔装）、Gap（中低档休闲装）、Nike(运动装)、Tiffany（高档配饰）、Footlocker（运动零售）。

图表 18：Smithfield 主要盈利指标变动



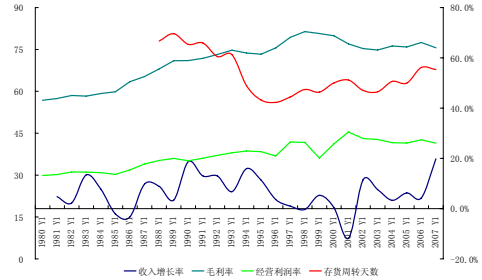
资料来源：Bloomberg

图表 19：Smithfield 股价变动图



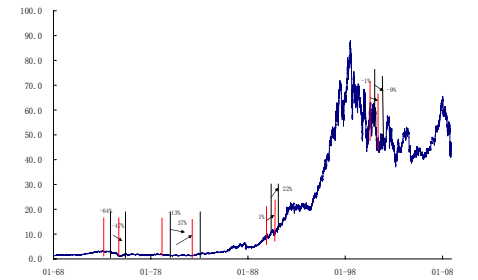
资料来源：Bloomberg

图表 20：Coca-Cola 公司主要盈利指标变动



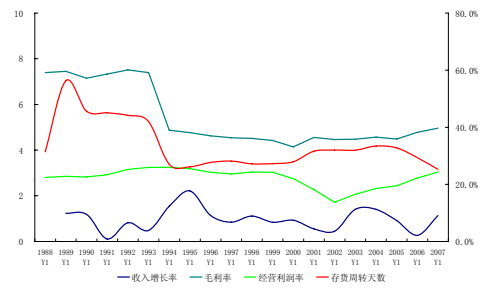
资料来源：Bloomberg

图表 21：Coca-Cola 股价变动图



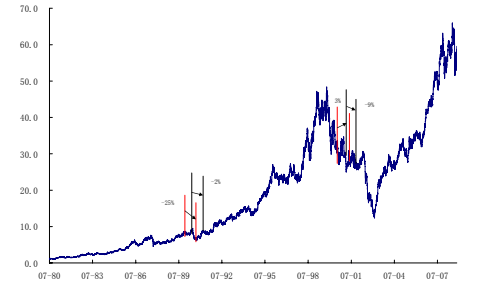
资料来源：Bloomberg

图表 22：麦当劳主要盈利指标变动



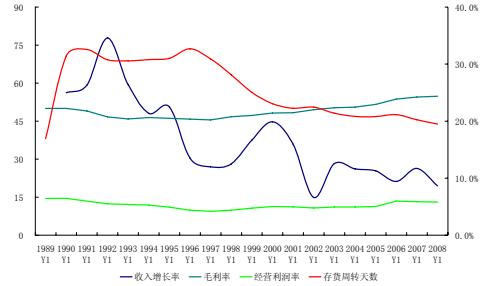
资料来源：Bloomberg

图表 23：麦当劳股价变动图



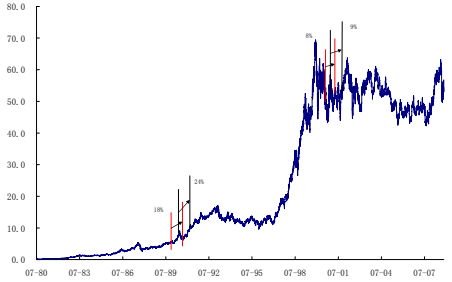
资料来源：Bloomberg

图表 24：沃尔玛主要盈利指标变动



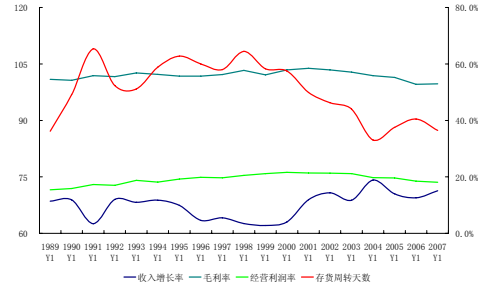
资料来源：Bloomberg

图表 25：沃尔玛股价变动图



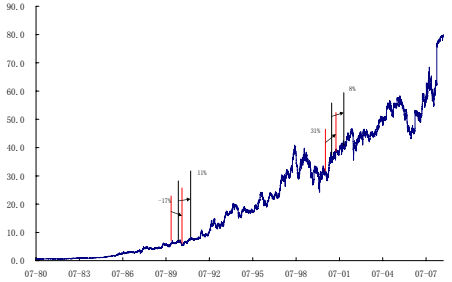
资料来源：Bloomberg

图表 26：箭牌公司主要盈利指标变动



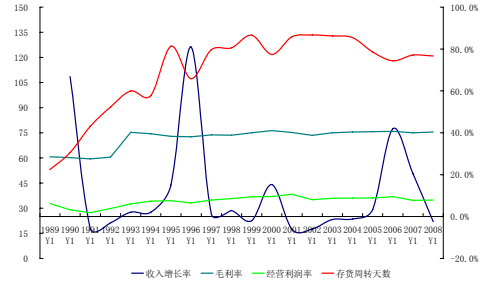
资料来源：Bloomberg

图表 27：箭牌股价变动图



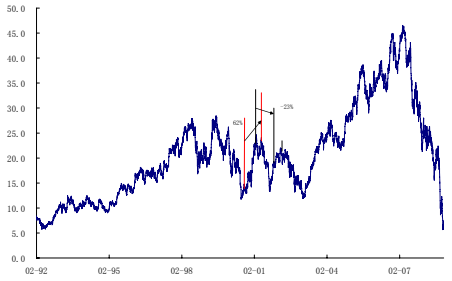
资料来源：Bloomberg

图表 28：梅西百货主要盈利指标变动



资料来源：Bloomberg

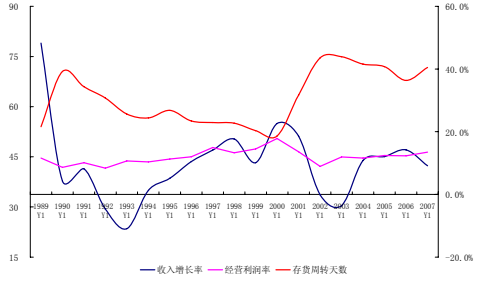
图表 29：梅西百货股价变动图



资料来源：Bloomberg

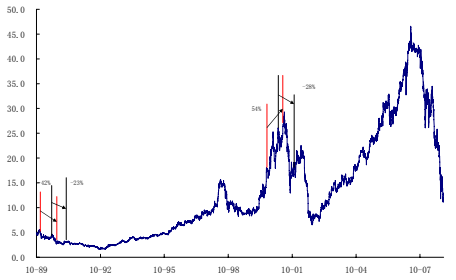
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 30：Hugo Boss 主要盈利指标变动



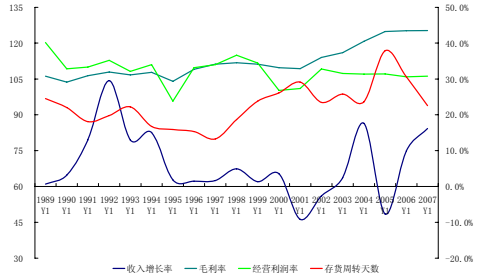
资料来源：Bloomberg

图表 31：Hugo Boss 股价变动图



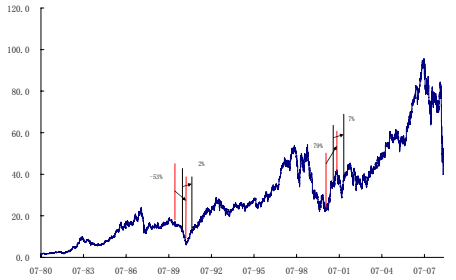
资料来源：Bloomberg

图表 32：V.F.Corporation 主要盈利指标变动



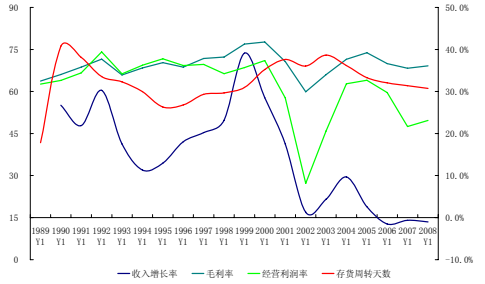
资料来源：Bloomberg

图表 33：V.F.Corporation 股价变动图



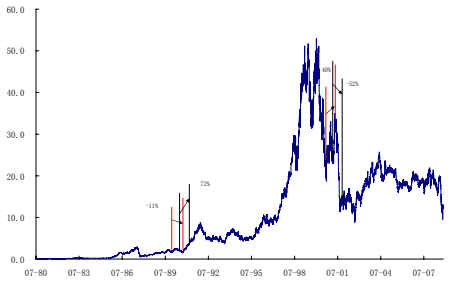
资料来源：Bloomberg

图表 34：Gap 主要盈利指标变动



资料来源：Bloomberg

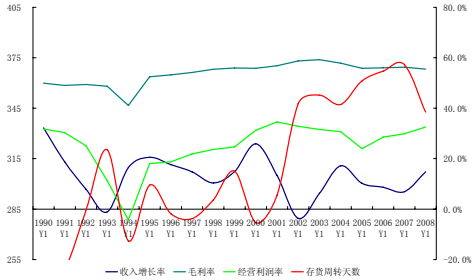
图表 35：Gap 股价变动图



资料来源：Bloomberg

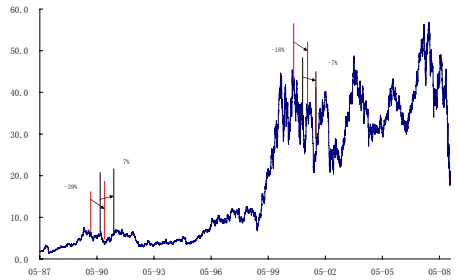
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 36：Tiffany 主要盈利指标变动



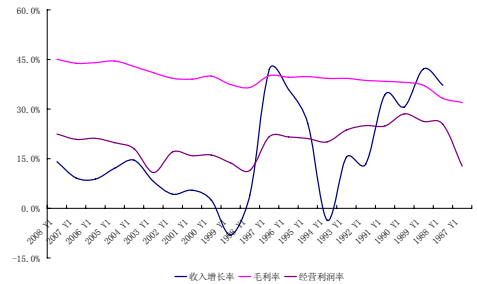
资料来源：Bloomberg

图表 37：Tiffany 股价变动图



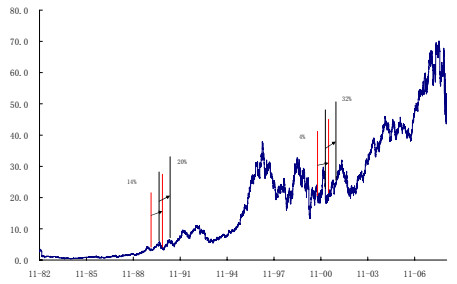
资料来源：Bloomberg

图表 38：Nike 主要盈利指标变动



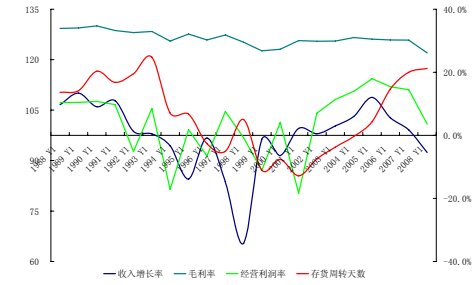
资料来源：Bloomberg

图表 39：Nike 股价变动图



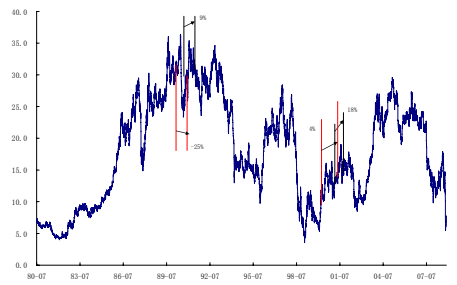
资料来源：Bloomberg

图表 40：Foot Locker 主要盈利指标变动



资料来源：Bloomberg

图表 41：Foot Locker 股价变动图



资料来源：Bloomberg

Smith（美国最大的肉制品公司）：

Smithfield 的财务报表是以截止 4 月为止的财年计算的，我们根据衰退期选择对应的财政年度作对比。公司于 2002 财年的销售收入同比上升 24.7%（2001 财年为 14.6%），毛利率同比下降 3 个百分点至 13.1%，存货周转天数提升 51 天降至 45 天。在此次衰退的过程中股价表现十分强劲，衰退期上涨 70%，提前半年的周期中上涨 39%（以下均为此顺序）。

1991 财年的销售收入增幅同比上升 25.6%（1990 财年为 10.1%），毛利率同比上升 1.7 个百分点至 12%。在此次衰退的过程中股价表现十分强劲，衰退期上涨 157%，提前半年的周期中上涨 10%。说明实际的情况比衰退开始预想的要好很多。

但是从长期看，此公司收入增长、利润率等指标均不稳定，库存周转天数不断增加，股价从长期看回报也很低。

可口可乐：

2001 年收入下滑 11.8%（2000 年为 0.4%），毛利率微降至 65.6%（2000 年为 68.8%），存货周转天数提升 1 天至 64 天。2002 年收入增长率开始恢复到 11.5%，存货周转天数改善到 60 天，但是毛利率下滑到 63.7%。在此次衰退的过程中股价表现比较强劲，衰退期分别下跌 9%及 1%。

90 年衰退期对其影响很小，收入、毛利率均持续上升，股价分别上涨 22%及 1%。说明他的业绩比预想的要好很多。

但是衰退开始后两年的收入、毛利率以及库存情况均出现了恶化，并形成了短期的低点。

从长期看，此公司各方面指标均非常稳定，而且持续改善，股价回报率非常高。

麦当劳：

2001 年收入增幅微降到 4.4%(2000 年为 7.4%),毛利率升至 36.4%(2000 年为 33.1%)，存货周转天数提升 1 天至 4 天。2002 年收入增长率 3.6%，存货周转天数维持在 4 天，但是毛利率下滑到 35.7%。在此次衰退的过程中股价表现比较强劲，衰退期分别下跌 9%及上涨 3%。

90 年衰退期对其影响较小，收入增速放缓，但毛利率、经营利润率持续上升，股价分别下跌 2%及 25%。

衰退开始后第二年形成了短期的低点。

从长期看，此公司各方面指标均非常稳定，而且持续改善，股价回报率非常高。

沃尔玛：

2001、2002 年收入增幅放缓至 15.9%及 6.6%（2000 年为 19.9%），毛利率却分别升至 21.5%及 22.0%（2000 年为 21.4%），存货周转天数持续改善至 50 天及 51 天。在此次衰退的过程中股价表现比较强劲，衰退期分别上涨 9%及 8%。

90 年衰退期对其影响较小，股价分别上升 24%及 18%。

虽然其短期的低点不明显，但是短期的盈利高点同样不明显，收入虽然不断增长，但经营利润率稳定向下。说明此类公司的防御性确实上佳，但是进攻性不足。

长期看此公司各项指标稳定，股票回报率很高。

箭牌：

2001、2002 年收入增幅增至 11.9%及 14.4%（2000 年为 4.1%），毛利率却分别升至 58.5%及 57.9%（2000 年为 57.9%），存货周转天数持续改善至 97 天及 95 天。在此次衰退的过程中股价表现比较强劲，衰退期分别上涨 8%及 31%。说明其对抗风险能力已被市场所提前预知。

90 年衰退期对其影响也较小，收入增长率没有明显的波动，91 年形成底部，毛利率

保持稳定，股价分别上升 11%及下跌 17%。
长期来看此公司各项指标十分稳定，受到经济波动影响很小，股票回报率极高。

Hugo Boss：
2001 收入增长 18.6%，2002 年则下滑 0.1%（2000 年为 22.6%），经营利润率则急剧下降至 13.6%及 8.9%（2000 年为 17.8%），存货周转天数恶化至 64 天及 75 天。在此次衰退的过程中股价分别下跌 28%及上涨 54%。
90 年衰退期对其影响更大，股价分别下跌 23%及 42%。
公司受到经济影响较大，出现盈利底部一般在衰退开始之后的 3-5 年。当行情好转的时候其爆发力很强，各项指标提升幅度巨大。
长期来看，股票回报率一般。

梅西百货：
2001 收入下滑 6.1%，2002 年则下滑 5.9%（2000 年为增长 15.3%），毛利率则微降至 40.2%及 38.8%（2000 年为 41.1%），存货周转天数恶化至 132 天及 133 天。在此次衰退的过程中股价分别下跌 23%及上涨 62%。
90 年衰退期对其影响不大，收入在 1990 年还录得了 66.8%的升幅，1991 年及之后两年出现了轻微倒退，但是毛利率等指标表现稳定。
公司受到经济影响相对较大，出现盈利底部一般在衰退开始之后的 3-5 年。收入随之波动较大，但是整体利润率情况非常稳定，这和其商业模式有关。
长期来看，股票回报率一般。
需要强调的是，梅西百货和中国百货的商业模式不同。

VF 公司（LEE 品牌和 The North Face 品牌持有人）：
2001 收入下滑 9.2%，2002 年则下滑 2.6%（2000 年为增长 3.5%），毛利率则在 01 年微降至 32.9%，02 年升至 36.0%（2000 年为 33.2%），存货周转天数升至 104 天及 95 天。在此次衰退的过程中股价分别上涨 7%及 79%。
90 年衰退期对其影响类似，收入增幅有所放缓，但是毛利率等指标表现稳定，股价上涨 2%及下跌 53%。
长期来看，股票回报率一般。

GAP（曾经全球最大的休闲服装公司）：
2001 收入增长 17.5%，2002 年则下滑 1.3%（2000 年为增长 28.5%），毛利率则在 01 年降至 37.1%，02 年降至 29.9%（2000 年为 41.8%），存货周转天数升至 71 天及 69 天（2000 年为 68 天）。在此次衰退的过程中股价分别下跌 52%及上涨 40%。
90 年衰退期对其影响类似，收入增幅有所放缓，但是毛利率等指标表现稳定，股价上涨 72%及下跌 11%（大家开始预计过于悲观）。
我们发现其收入恢复速度较快，但是从长期看，盈利指标不断走低，**毛利率和经营利润率已经无法恢复到衰退前的水平**。
长期来看，股票回报率一般。

Tiffany（全球顶级配饰品牌商）：
2001 收入增长 13.3%，2002 年则下滑 3.7%（2000 年为增长 25.9%），毛利率则非常稳定，01 年升至 56.9%，02 年升至 58.7%（2000 年为 55.8%），存货周转天数升至 293 天及 348 天（2000 年为 277 天）。在此次衰退的过程中股价分别下跌 7%及下跌 18%。
90 年衰退期对其影响类似，收入增幅有所放缓，但是毛利率等指标表现稳定，股价上涨 7%及下跌 39%（大家开始预计过于悲观）。
90 年代销售真正开始回升是在 94 年，当年毛利率大降 7.6 个百分点至 41.1%，收入

大增 16.5%，库存周转天数下降 54 天至 266 天。之后各项指标不断好转。
从长期看，各项指标均非常稳定，并持续好转，股票回报率较高。

耐克：
2001 收入增长 5.5%，2002 年则 4.3%（2000 年为增长 2.5%），毛利率则稳定在 39%-40%，。在此次衰退的过程中股价分别上涨 32%及 4%。
90 年衰退期对其影响很小，收入增幅依然较高，毛利率表现稳定，股价上涨 20%及 14%。
但是我们发现自 90 年之后，公司经营利润率持续走低，98 年形成底部，2003 年形成又一次底部，我们认为 90 年代可能是因为阿迪达斯的崛起和体育明星商业化造成的，03 年应该是因为其为了保证销售额而加大营销力度所致。
从长期看，各项指标均非常稳定，并持续好转，股票回报率较高。

FootLocker（美国最大的运动产品零售商）：
2001 收入增长 2.2%，2002 年 0.2%（2000 年为下滑 6.4%），毛利率则相对稳定，01 年升至 30.1%，02 年降至 29.9%（2000 年为 27.3%），存货周转天数降至 85 天及升至 91 天（2000 年为 90 天）。在此次衰退的过程中股价分别上涨 18%及 4%。但是我们要注意其经营利润率，01 年经营利润率暴跌至 18.3%，可见销售下滑，加上固定的费用对经营利润率冲击很大。
从长期看，大多数时间公司的销售都处于倒退之中，而经营利润率非常之不稳定，跳跃性极大，而且经常亏损，我们认为这可能和其较低产业链地位以及商业模式有关。
从长期看，各项指标波动巨大，股票回报率极低。

通过对全球著名消费品公司的衰退期研究，我们粗略的得出了以下几点结论：

1、对大多数消费品公司来说，当衰退来临时，一**般都是先出现销售增速下降，毛利率下降不大，然后再推后一年是毛利率下降，销售增速有所回升**。
2、**真正期待要出现指标反转，还是需要较长的时间，而这个时间往往在 3 年以上**，服装整体较慢，其中高档服装和百货最慢，但是这类产品一旦翻转，各项指标改善幅度较大。
3、每次衰退都会给所有企业创伤，但是很多企业将无法恢复到衰退前的盈利水平。
4、从国外经验看，衰退中最具防守性的（指盈利能力，不指股价）是超市和食品（包括可乐、口香糖，当然这些对于外国人来说相当于必需品），之后是运动品和高档配饰，随后是中高档的休闲服，接下来是百货和高档服装，然后是低档的休闲服，最惨的是运动零售。
5、从衰退之后的反转看，高档服装明显，从长期看，运动零售的不稳定性太高。
6、业绩好的企业不一定在衰退过程中就一定股价表现良好，因为预期过高也会导致股价下跌，而业绩可能不好，但是如果比之前预期要好，则依然可以录得较大涨幅。
7、高的毛利率也并不一定就不合理，部分企业的毛利率可以去到 60%，经营利润率可以保持在 30%左右，这些公司可以是饮料企业、服装企业和配饰企业等各行业。

2009 消费品行业总体判断：谨慎但并不悲观

我们对于明年整个消费品行业的判断为“谨慎但不悲观”，也就是说我们认为明年整个行业会遇到巨大挑战，行业销售和盈利增速都会出现比较明显的下滑，但是我们认为依然有许多好的方面，因此也不需要十分悲观。

不利因素：

1、 我们认为此次危机的根源是需求泡沫所导致的产能过剩，因此影响深度和广度将会超过过去几次，而对于中国的影响也将较大，明年经济增长速度将会较慢至 7.5%，我们判断消费增速也将明显放缓。

2、 目前各行业构筑的产能将会在未来体现出明显的过剩，而在明年第一及第二季度部分产能将会关闭，那么将会引发失业和降薪，这将对明年消费造成一定程度的影响。

3、 今年下半年的重灾区在广东地区，也波及到了福建地区、浙江地区，我们认为这是因为这些地区的外贸企业较多，因此首先受到金融风暴的影响。目前根据各家公司的销售数据来看，北方地区以及内陆地区受到的冲击不大，但是我们认为这并不代表明年不会受到影响，特别是目前看起来还相对较好的长三角地区。

有利因素：

1、 中国居民同美国不同，习惯先储蓄再消费，透支消费比重不大，因此消费的决定因素不完全是预期收入。

2、 对于大多数中国人来说，大多数消费类商品还是必需品，例如在美国每人每年消费运动鞋数量达到近 6 双，而中国只有 0.5 双，因此同样的产品在美国可能是可选消费品，而在中国是必需品，因此即便经济形势不乐观，也必须消费。

3、 政府的刺激政策可能会陆续推出。我们相信中国政府在未来将会有更多的刺激消费的政策出台，例如减税等。

因此我们认为中国消费品行业虽然会遇到巨大挑战，但是还不至于过分悲观。但是，我们也认为最坏的时候可能没到，预期收入下降和失业潮将在明年中期才会出现，因此我们从策略上看多，但是整体的买点还没有来临。

子行业判断：机会及可能风险评估

首先我们要强调一个观点，我们认为无论经济或者消费的走势是 V、U 亦或者 W 型，我们所真正要赚取得一定是“右半边”，因此我们最应该关注的重点不应该仅仅是哪个子行业（公司）能够有更好的防御性，而是哪些行业（公司）能够在未来的反转中最大程度收益，因为即便是防御性最好的可口可乐和沃尔玛也在这轮中下跌了约 30%及 10%。

因此虽然从大的方向上判断我们认为最差的时候还没有来到，底部还需要等待，但是如果某个子行业（公司）的估值水平极低，同时又没有较大的破产风险，同时在明后年业绩不会出现倒退，那么介入也不失为好的长期投资选择。

我们认为在明年的经济形势下，各子行业处于不同的机会与风险之中。

超市行业：有防御性，但是估值偏贵

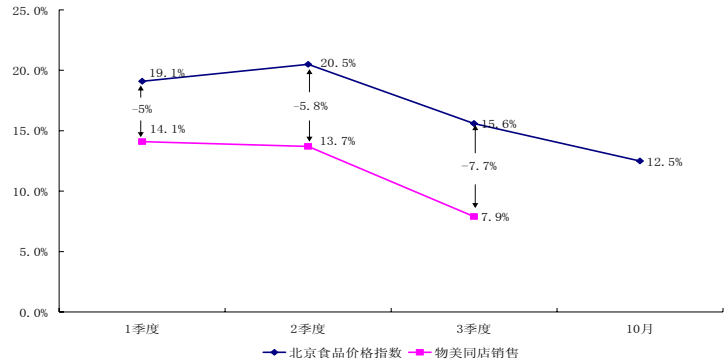
超市：

1、从逻辑上来说，经济不好，超市企业有较强的防御性，主要因为其销售产品为“必需品”。我们从国外的经验也看出沃尔玛在 1990 年以及 2000 两次衰退中销售额依然保持稳定增长，毛利率也保持稳定，而股价则出现了上涨，分别为 24%及 9%，即便按照普遍认为的股价提前反映实体情况半年来看，也是分别上涨 18%及 8%。

2、从中国的超市情况看，估值水平和实际增长能力并不匹配。以我们认为最优秀的超市企业物美（8277，未评级）为例，第三季度的同店销售额达到 7.9%，相比二季度的 13.7%及一季度的 14.1%有所下降。另外我们以北京市食品价格指数作为物美销售产品的简单替代（物美所销售的产品 60%为食品），最终发现其同店销售的数据中，价格还是占据着主导的地位，相比之下，量的变动就显得很小，食品价格即便大幅上涨近 20%，对于量的影响并不显著，那么在未来食品价格持续走低的情况下，相信量大幅提升的可能性也并不大，因此我们判断如果未来食品价格增速持续下降甚至不增长，那么超市企业的同店增长率将会大幅下滑，我们预计明年普遍在 3%-5%的水平。

3、综合判断香港上市超市企业的扩张计划，我们认为未来这些超市企业的盈利增长速度将很难超过 20%，那么 20 倍左右的估值水平在目前看来并不具有吸引力。

图表 42：物美同店销售数量增长率测算



资料来源：公司资料

服装：首选运动装、鞋子和女装

运动品：依旧看好，但不看好产业链中的零售端

我们对于运动品特别的钟爱，也特别的看好，因为随着中国人收入的不断提升，对于运动品的需求正在不断的增多，而奥运会的成功举办也成为中国运动史上的历史性事件。

整个运动品行业的机会和挑战共存，机会是从长期看中国人人均消费的数量和金额还太少，与发达国家差距还很大，这是支撑运动品行业能够在未来继续快速发展的主要逻辑，而对于品牌的强烈需求促使优秀品牌运动品公司在享受行业增长的同时，还能抢占对手的市场份额。

但是目前的状况是从 5 月份开始零售终端的存货大量积压，零售商为了处理存货便开始加速打折，耐克阿地达斯也不例外，9 月之前存货周转情况基本恢复到正常水平，然后进入 10 月之后增速出现了急速下滑，存货情况继续恶化，11 月份有所回暖，主要因为各地商场促销力度较大。例如百丽的运动品零售业务存货周转天数 07 年为 100 天，但是到 6 月已经达到 108 天，经过促销之后 9 月底存货周转天数有所好转至约 100 天，然而十月运动品同店增长只有 0%，导致库销比恶化到接近上半年水平，十一月运动品同店数据有所回暖，但是不够明显。

因此从中长期看我们认为机会很大，但是短期看零售端的问题较大，因为运动品行业的商业模式决定了销售不畅存货积压受到伤害最早的是零售商，只有当零售商打折也卖不出去，存货大量开始积压时，才会影响次年的订货，然后会影响品牌商的

销售和毛利。

另外根据我们的研究结果，从产业链的角度看，我们认为纯粹的零售商并不具有核心价值，因此并不能给予和品牌商相同的估值，例如 Foot Locker 只是 Nike 估值的一半。

因此我们相对看好产业链的中端，比较不看好零售端，但是零售端数据非常重要。

服装和鞋：鞋子的消费惯性更强

服装和鞋子我们认为可能鞋子的风险更小。

我们在 2006 年 8 月《趋势与选择：服装、鞋类行业报告》中进行过详细的分析，其中的结论目前看来依然具有指导意义：

1、衣着消费呈稳定增长态势。
2、服装消费占衣着消费比例持续上升。
3、休闲、运动服以及中高档女装成为市场的焦点。
4、中高收入人群是消费的主力军。
5、鞋类消费相比服装具有极强的消费惯性。

特别强调第三点和第五点，从我们之前图 6 中就能看出女装和运动装依然是消费的主力品种；而我们的回归结果表明：

1、衣着产品的消费可能更多的是由消费习惯决定的，人们并不会因为工资的提高而显著提高消费层次，鞋类消费最为明显，这可以解释鞋类消费量变化不大的现象。
2、其他收入等一次性收入基本上不会改变消费者的消费习惯，而增长相对稳定的工资才是收入中能够改变消费习惯的决定力量。
3、鞋的消费惯性较大的原因可能是因为鞋的消费尚处于基础消费品阶段，中国消费者目前可能更注重外在表现，而鞋恰恰是容易被忽视的衣着部分。

因此我们还是维持之前的观点，即鞋子的防守性可能更好，服装中长期看好运动服装、休闲服装以及女装。

百货：长期看好，但是短期盈利压力较大

百货：短期内盈利压力较大，但是长期看好

百货我们也是长期看好，主要看重未来的整合和集中度提升。

目前的情况是同店增速在十一月有所反弹，我们所跟踪的百货公司月度同店都恢复到了上半年的水平，相比十月有了明显的反弹，但是背后的原因还是因为促销力度较大，损失了毛利率。

我们判断百货目前的主要问题风险在于：成本相对固定（主要费用为租金、人工工资、水电费、折旧），而当同店销售额出现上涨时，利润加速上涨，反过来当销售额出现下滑时，利润将加速下滑。

因此我们认为百货可能会遇到较大的挑战，那些拥有物业的公司和稳健发展的公司将有可能度过此次危机。

另外，我们认为虽然茂业的月度同店数据表现最差，但是并不能悲观的认为它明年也最差，同时也不能认为目前数字较好的公司比他更强，我们认为北方比南方强，南方中浙江、广东和福建是重灾区，而深圳是最早出现问题的，但我们判断危机会传导到其他地区。

家电零售：房地产低迷对其有较大负面影响

家电连锁所遇到的挑战很大，目前的状况是销售增速急速放缓，各家打折力度很大。

对于家电零售业，我们认为增长的动力来自于三个方面：

1、 购买新房配置必要的大宗家电。
2、 老房的产品更新换代，主要是电视机的升级换代。
3、 其他新产品的纳入，譬如手机 3C、软件等。

因此目前看来家电零售业的主要风险在于：经济形势不乐观，居民对于新房购置和升级换代的欲望会有所下降，这对家电零售业的冲击将会较大。

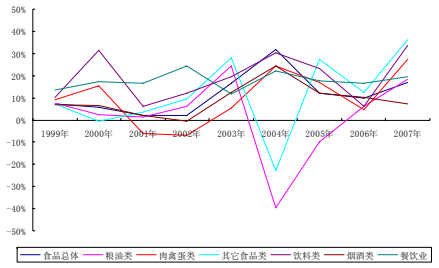
食品饮料

食品分类

通过对历史的食品分类销售额增速变动走势的观察，我们可以发现：

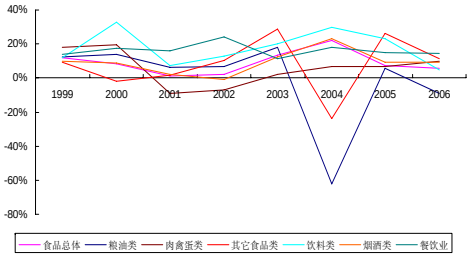
1、烟酒类及餐饮类的销售额增速变动较稳定，餐饮类的销售额增速更是一直保持在10%以上。
2、粮油类，其他食品类以及肉禽蛋类的销售额增速波动很大。
3、饮料类的销售额增速波动虽大，但从未出现负增长。

图表 43: 99-07 年食品分类销售额名义增速



资料来源：国家统计局

图表 44: 99-06 年食品分类销售额实际增速



资料来源：国家统计局

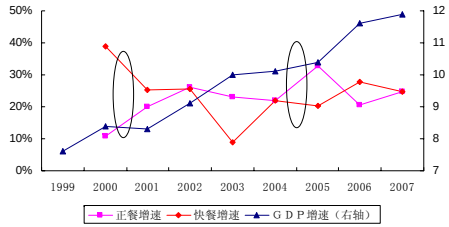
餐饮：在经济下滑时期，正餐消费的波动可能较小

餐饮类于 99—07 年间的销售额增速一直保持在 12%以上。分类别看，正餐业与快餐业的销售额增速一般保持在 20%—30%之间，但两者的走势反差较大。相对而言，正餐业的销售额增速波动较快餐稳定。01 年的 GDP 增速同比下降 0.1 个百分点，快餐业的销售额增速同比下降 14 个百分点，在经济增速倒退时期，快餐消费受打击的程度可能会较大。

对于餐饮业来说，单店成本是固定的，单店销售额下跌将导致营业费用占销售额比例的快速上升，降低单店的经营利润率。

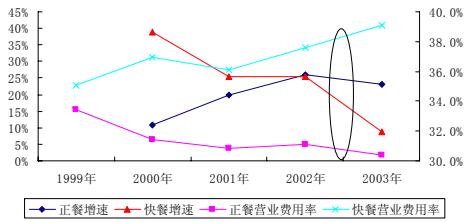
从下图我们可以发现，快餐业的营业费用率从 99 年的 35%上升至 03 年的 39%，正餐业的营业费用率则从 99 年的 34%下降至 03 年的 30%，两者呈现反向发展趋势。03 年，快餐业的销售额增速大幅下降 17 个百分点，其营业费用率快速上升，正餐业的营业费用率波动则较平缓。快餐的人均消费额一般较低，主要依靠翻台率来支撑较高的单平方销售额，正餐的人均消费额一般较高，对翻台率的依赖性相对较低。在经济下行周期，人流量将下降，我们认为味千（538）依赖高达 7 次/天的翻台率造就较高的单平方销售额，且人均消费额高，其单平方利润率将受到较大的冲击。小肥羊（968）的翻台率仅为 1.2 次/天，且定位大众，我们认为小肥羊（968）在经济下行周期的单店利润率水平较稳定。

图表 45: 00-07 年正餐与快餐销售额增速与 GDP 变动对比



资料来源：国家统计局

图表 46: 99-03 年餐饮分类销售额增速与营业费用率变动对比

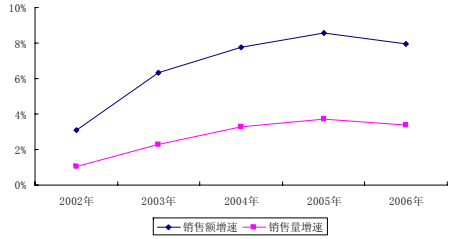


资料来源：国家统计局

烟用香精：稳定成长确定性高

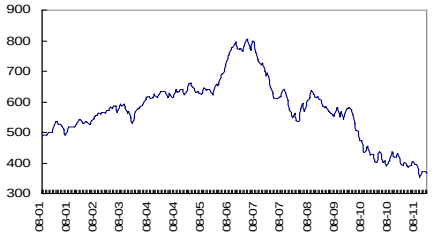
烟草消费黏着度高，受经济周期影响小。世界贸易组织允许中国有 10 年的过渡期以开放烟草市场，中国于 2000 年进入世界贸易组织，我们预期中国将于 2010 年全面开放烟草市场。为应对国际对手的竞争，国家需打造销售量超过 1000 万箱的品牌，未来将加快行业整合的速度，华宝国际（336）作为领先烟草品牌的核心烟用香精供应商，其增长确定性较高。

图表 47: 02-06 年中国烟草销售额及销售量同比增速变动



资料来源：Euromonitor

图表 48: 芝加哥期货交易所玉米期货价格走势图



资料来源：彭博

关注受惠于农产品价格及饲料价格下降的行业

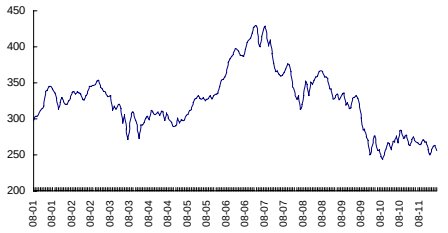
根据美国农业部预测，08/09 年度的全球玉米供需仍然偏紧，其价格在 09 年 9 月后有可能再次走高，但是在 09 上半年价格再次快速上涨的可能性小，目前玉米期货价格已经较高位下跌 50%以上，我们预期 09 年玉米的价格将低于 08 年。美国农业部预测 08/09 年度的全球的豆粕及大豆维持在供需平衡状态，其 09 年价格可望进一步下降。牲畜及禽类的饲料结构大致相同，约 60%为玉米，20%为豆粕，我们预期饲料的价格将跟随农产品价格同比下降。我们建议大家关注盈利能力将受惠于农产品及饲料价格下降而上升的行业。

猪肉加工行业——雨润食品（1068）
方便面行业——康师傅（322）的方便面业务，统一（220）的方便面业务

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

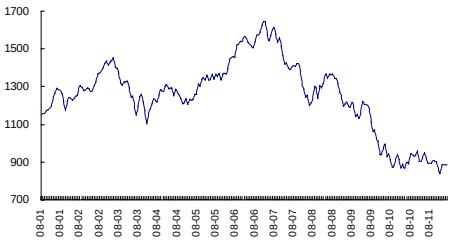
包装食用油行业——中国食品（506）的包装食用油业务

图表 49: 芝加哥期货交易所豆粕期货价格走势



资料来源：彭博

图表 50: 芝加哥期货交易所大豆期货价格走势



资料来源：彭博

09 年将成为中国乳制品行业的盈利拐点

08 年 9 月，中国乳制品行业爆发“三聚氰胺”事件，波及大部分的乳制品企业，其中包括行业三大龙头蒙牛，伊利及光明，事件引发的是行业性危机。随后，大批国际知名品牌的食品均被检测出含有三聚氰胺，“三聚氰胺”事件涉及的范围进一步扩大至大品牌的含乳制品，有助淡化消费者对乳制品行业的负面感受。

11 月，媒体广泛报道海外生产的国际婴儿奶粉品牌亦被验出含有三聚氰胺，令“三聚氰胺”事件变得更具普遍性，更进一步降低中国消费者对国内的乳制品消费的抵触情绪。消费者对乳品消费的信心恢复速度快于预期，虽然“三聚氰胺”事件对中国乳制品行业打击沉重，但是其为中国乳制品行业的有序健康发展铺平了道路，亦造就了低价投资中国乳制品行业未来大赢家蒙牛的良机。

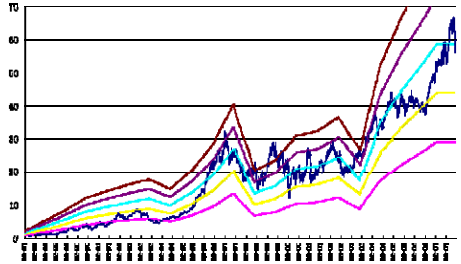
选股原则：不倒闭、不倒退、超跌

目前各公司股价下跌程度都较深，因此如果仅仅从估值角度看十分吸引，但是大家最担心的还是盈利未来会倒退，甚至可能破产，因为如果是这样估值就没有任何意义。因此我们对于明年的选股策略是：

1、 **不倒闭。**我们需要判断公司破产风险是否很高，主要的指标是流动性比例（现金比例更好）、净现金、自由现金流。
2、 **不倒退。**现价对于 08 年的估值可能会非常低，但是如果明年业绩出现倒退，那么估值就没有意义了，因此判断最差情况下的销售、费用以及盈利状况至关重要。
3、 **超跌。**我们相信未来很长的一段时间里，都不会缺少股价暴跌的机会。我们通过对耐克等成长股进行研究之后发现 10 倍以下的长期看比较安全，而最低的时候也到过 6 倍，如果能在单位数估值水平介入，同时明后年业绩不至于倒退，相信风险将会很低。

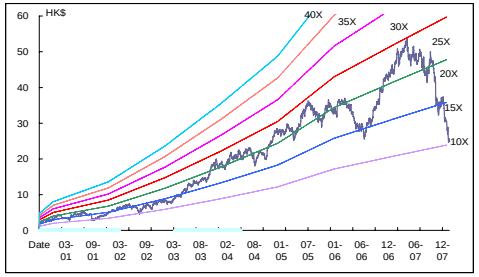
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 51：Nike PE Band



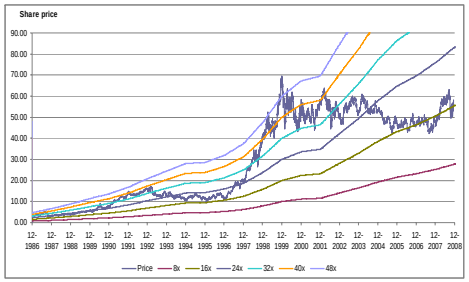
资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 52：Coach PE Band



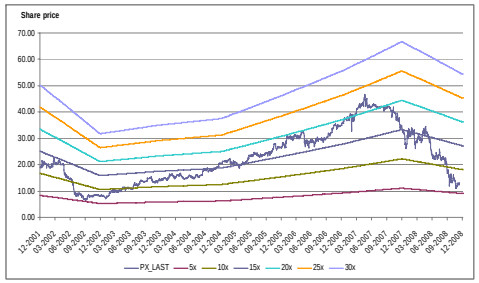
资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 53：沃尔玛 PE Band



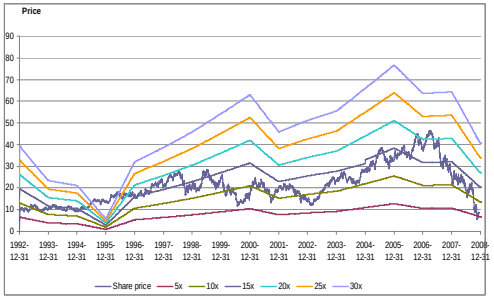
资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 54：Hugo Boss PE Band



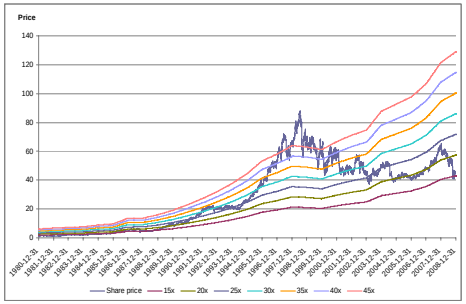
资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 55：梅西百货 PE Band



资料来源：Bloomberg、第一上海

图表 56：可口可乐 PE Band



资料来源：Bloomberg、第一上海

首选公司

我们对目前所覆盖公司的评价如下：
买入：宝姿（0589）、安踏（2020）、银泰（1833）、华宝（0336）、李宁（2331）、金鹰（3308）、百丽（1880）、雨润（1068）、永恩（0210）、中国动向（3818）、新世界百货（0825）、茂业（0848）、华宝（0336）、中国香精香料（3318）、蒙牛（2319）、雨润（1068）、小肥羊（0968）、中国绿色食品（0904）
持有：百盛（3368）、康师傅（0322）、味千中国（0538）
卖出：汇源（1886）、国美（0493）
尚未覆盖的公司：
乐观：物美（8277）、旺旺（220）
中性：联华（0980）、京客隆（8245）、安莉芳（1388）、特步（1368）、中国食品（0506）

重点公司的简单评价：

安踏（2020） ① 行业增长依然强劲，特别是运动鞋的稳定性很高
② 现金状况良好，可安然渡过危机
③ 可调节费用项目较多，例如营销费用，盈利增长可以保证
④ **风险：我们对于公司 09 年依然提价并不认同**

宝姿（0589） ① 品牌竞争力依然很强
② 现金状况良好，完美的商业模式
③ **风险：高档服装行业风险较大**

李宁（2331） 同安踏

百丽（1880） ① 皮鞋消费惯性较强，未来需求较为稳定
② 产业链中强势的地位使其在经济危机中能够保证较好的销售和毛利率
③ **风险：运动零售业务是最大的风险**

银泰（1833）：① 目前股价已经反映了极为悲观的预期
② **风险：07 年扩张太快，各项运营成本较高，而我们判断消费增速还将持续下滑，这会严重影响其盈利，09 年是其最难熬的一年**

华宝（0336）：① 烟用香精需求稳定，受惠于烟草行业整合
② 现金状况良好，可安然渡过危机
③ **风险：烟草行业整合慢于预期**

蒙牛（2319）：① 产业定会复苏，由于产业链为哑铃状，因此其会受益
② 从月度数据看销售正在超预期回升
③ **风险：短期内最坏的状态可能还未展现出来**

雨润（1068）：① 需求稳定
② 09 年盈利能力可望受惠于猪肉价格下降而上升
③ **风险：快速扩张需要大量的资本开支，将提升负债率**

小肥羊（968）：① 实现标准化的餐饮模式，通过快速复制性开店提高销售额增速
② 较低的翻台率及大众化的定位，降低经济下滑对销售的打击程度
③ **风险：经济下滑对餐饮需求的冲击超过预期**

我们在 09 年首选的公司为安踏（2020）、华宝（336）
但宝姿、李宁、百丽、康师傅如果跌至 08 年单倍 PE 亦可买入并长期持有。另外蒙牛长期看好，但是短期能否解决资金周转问题还需观察。

宝姿（0589，买入）

十一月增长有所恢复，重申买入评级

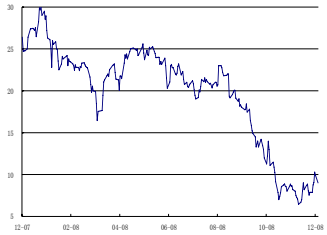
- **黄金周后销售增速有所放缓，但整个十月以及十一依然有双位数增长：**公司表示黄金周后全国的消费欲望明显减弱，在此期间公司只录得了单位数的同店增长，相比黄金周期间的约 20%明显放缓，但整个十月亦然有双位数同店增长。公司亦表示十一月的第一个周的销售非常的好，单周销售创了历史最高，达到约 800 万元，并在十一月录得低双位数增长，其表示可能是因为全国各家商场的促销力度较大，导致人流量明显增大。
- **维持毛利率将成为明年的核心：**面对消费下降，各家公司采用的应对措施都有不同，有一些加大打折，维持销售数量但是损失部分毛利率，而有一些则采用维持毛利率，但损失销售数量的方式。公司表示其最看重的依然是其品牌，因此不会采用较大幅度的打折来保证销售，公司表示今年的产品单价提升了约 16%，因此毛利率表现会非常枪眼，而明年会继续提价约 5%，但是由于成本会有回落，因此毛利率将至少稳定在今年的基础上。
- **存货压力有所增加，但还在合理范围内：**公司表示目前的存货确有上升，但是还在合理范围之内。目前存货上升的主要原因是消费在十月突然下滑，导致公司之前订好的产品无法销售所致。
- **加大折扣店数量来消化库存：**虽然在正价店里公司依然会沿用不打折策略，但是会通过增加折扣店数量的方式来消化库存。公司目前有 2 间折扣店，同店增长达到了三位数，明年计划开设到 7 间。
- **降目标价至 14.0 港元，重申买入评级：**基于对其 2007-2010 年收入及每股收益的年均复合增长率分别为 11.0%及 14.2%的预测，我们降宝姿目标价格至 14.0 港元，此价格相当于 08 年每股收益的 15 倍。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	1055	1356	1581	1703	1853
变动（%）	*24*	*28*	*17*	*8*	*9*
净利润（百万人民币）	254	393	480	535	585
每股收益（人民币）	0.45	0.70	0.86	0.96	1.05
变动（%）	*52*	*55*	*22*	*11*	*9*
市盈率@8.8港元（倍）	17.1	11.0	9.0	8.1	7.4
每股派息（人民币）	0.27	0.93	0.52	0.57	0.63
息率（%）	3.54	11.95	6.64	7.39	8.08

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：澎博

主要财务报表

损益表

截止12月31日财年（百万人民币）

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
收入	1,054.9	1,355.5	1,581.0	1,702.9	1,852.8
毛利	733.6	968.8	1,205.8	1,304.2	1,421.5
其他业务收入	15.4	15.6	16.0	21.0	22.0
销售及管理费用	(431.2)	(561.2)	(667.2)	(706.7)	(755.9)
其他开支	(37.9)	(51.0)	(47.8)	(50.8)	(54.9)
营运收入	280.0	372.2	506.8	567.7	632.6
财务开支	3.2	5.7	21.0	25.2	30.2
联营公司					
税前盈利	283.2	377.9	527.8	592.9	662.8
所得税	(29.2)	15.5	(47.5)	(59.3)	(79.5)
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
净利润	254.0	393.5	480.3	534.6	585.3
折旧及摊销	37.7	36.0	44.0	50.6	55.2
EBITDA	317.7	408.2	550.8	618.3	687.8
增长					
总收入（%）	24.0%	28.5%	16.6%	7.7%	8.8%
EBITDA（%）	46.0%	28.5%	34.9%	12.3%	11.2%
每股收益（%）	52.0%	54.9%	22.1%	11.3%	9.5%

财务分析

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
盈利能力					
毛利率（%）	69.5%	71.5%	76.3%	76.6%	76.7%
EBITDA 利率（%）	30.1%	30.1%	34.8%	36.3%	37.1%
净利率(%)	24.1%	29.0%	30.4%	31.4%	31.6%
营运表现					
SG&A/收入(%)	40.9%	41.4%	42.2%	41.5%	40.8%
实际税率（%）	10.3%	-4.1%	9.0%	10.0%	12.0%
股息支付率（%）	60.0%	93.8%	60.0%	60.0%	60.0%
库存周转	327.4	316.2	343.9	342.4	339.5
应付账款天数	59.7	52.0	47.8	51.8	0.0
应收账款天数	65.2	71.1	71.4	65.6	0.0
财务状况					
净负债/股本	-0.81	-0.84	-0.83	-0.84	-0.85
收入/总资产	0.93	1.05	1.05	0.97	0.92
总资产/股本	1.25	1.17	1.22	1.20	1.19
盈利对利息倍数	-87.26	-64.99	-24.14	-22.53	-20.92

资产负债表

截止12月31日财年（百万人民币）

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
现金	312.3	221.5	453.2	634.5	811.6
应收账款	224.8	310.7	316.2	323.6	352.0
存货	330.2	349.2	367.7	390.7	422.7
其他流动资产	100.3	230.0	154.9	165.2	179.7
总流动资产	967.5	1,111.4	1,292.0	1,514.0	1,766.0
固定资产	154.4	163.6	200.0	220.0	240.0
无形资产	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	18.0	11.6	14.6	16.2	18.3
总资产	1,139.7	1,286.6	1,506.6	1,750.2	2,024.3
短期负债					
应付帐款	208.8	182.9	237.1	255.4	277.9
应付税项	17.5	1.2	31.7	35.6	39.8
应付股息	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
总短期负债	226.2	184.1	268.8	291.0	317.7
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总负债	226.2	184.1	268.8	291.0	317.7
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
股东权益	913.5	1,102.5	1,237.8	1,459.2	1,705.6
每股账面值	1.4	1.6	1.4	2.1	0.0
营运资金	741.3	927.3	1,023.2	1,223.0	1,448.3

现金流量表

截止12月31日财年（百万人民币）

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
经营业务现金净额	246.6	279.4	598.4	627.4	676.8
退税	9.4	11.0	12.0	13.0	14.0
所得税	(34.7)	15.5	(47.5)	(59.3)	(79.5)
营运现金流	221.3	306.0	562.9	581.1	611.3
资本开支	(51.0)	(75.0)	(75.0)	(75.0)	(75.0)
其他	34.8	(124.8)	80.1	(4.0)	(8.0)
投资活动现金流	(16.2)	(199.8)	5.1	(79.0)	(83.0)
负债变化	(1.0)	0.0	0.0	1.0	2.0
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(120.5)	(369.0)	(288.2)	(320.8)	(351.2)
其他融资活动	13.7	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	(106.8)	(120.9)	(336.3)	(320.8)	(351.2)
现金变化	98.3	(14.7)	231.7	181.3	177.1
期初持有现金	216.1	236.3	221.5	453.2	634.5
期末持有现金	312.3	221.5	453.2	634.5	811.6

数据来源：公司资料、第一上海预测

安踏（2020，买入）

08 中期业绩非常理想，重申买入评级

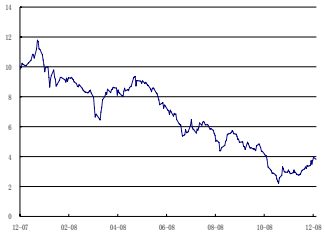
- **08 中期业绩非常理想：**公司 08 年中期录得收入 22.1 亿元，同比增长 52.3%，利润达到 4.3 亿元，同比增长 113.6%，从上半年的增长率来看，业绩情况大幅高于我们的预期。
- **门店数量达到 5193 间，08 年底可能会达到 5400 间：**公司安踏品牌门店数量在 08 年中期达到 5193 间，相比 07 年的 4716 间净增加 477 间。其中新增 664 间门店，翻新改善 269 间门店，整合关闭 187 间门店。公司表示 08 年底门店数量可能会达到 5400 间。
- **老店改造助单店销售能力大幅提升：**公司单店销售能力也取得了大幅提升，按照批发额计算的平均单店销售额相比 07 年上半年增长 29.5%，提升的一个重要原因是门店平均面积得到了提升，上半年平均单店销售面积提升了 18.0%至 96.4 平方米；另外，单平方米的销售数字也增长了 9.7%。
- **量价齐升助公司销售收入及毛利率共同提升，08 上半年毛利率提升 5.1 个百分点：**公司 08 年上半年鞋子的销售价格同比提高了 7.2%至 92.1 元人民币，销售数量则增长了 46.3%至 1298 万双；服装的销售价格提高了 5.5%至 43.8 元人民币，销售数量增长了 37.5%至 2107 万件。“安踏”品牌业务毛利率提升 5.1 个百分点至 38.9%。
- **微降目标价至 6.0 港元，重申买入评级：**我们对公司未来两年的盈利预测进行了上调，但是对 2012 年以后的增长率进行了下调，最终微降安踏目标价至 6.0 港元，此目标价相当于 2008 年预测每股收益的 15.0 倍。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	1250	3182	4658	5966	7284
变动 (%)	*86*	*150*	*49*	*28*	*22*
净利润（百万人民币）	147	538	861	1066	1288
基本每股收益（人民币）	0.08	0.22	0.35	0.43	0.52
变动 (%)	*204*	*163*	*60*	*24*	*21*
基于3.9港元的市盈率（倍）	41.9	15.9	9.9	8.0	6.6
每股派息（人民币）	0.02	0.07	0.11	0.14	0.17
息率 (%)	0.60	2.08	3.32	4.12	4.97

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：澎博

主要财务报表

损益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	1,250.1	3,182.5	4,658.3	5,966.3	7,283.6
毛利	313.3	1,055.3	1,784.0	2,292.9	2,849.4
其他业务收入	2.0	137.9	117.5	109.5	101.7
销售及管理费用	(167.6)	(590.4)	(955.7)	(1,150.1)	(1,403.4)
其他收入	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
营运收入	148.3	600.9	945.8	1,252.4	1,547.7
净财务收入（开支）	(0.3)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.7)
联营公司	0.0	0.0	2.0	4.0	6.0
税前盈利	148.0	599.2	946.1	1,254.7	1,552.0
所得税	(0.6)	(61.4)	(85.1)	(188.2)	(263.8)
少数股东应占利润	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0
净利润	147.4	537.8	861.0	1,066.5	1,288.2
折旧及摊销	11.5	26.3	45.7	64.5	82.4
EBITDA	159.8	627.2	991.5	1,316.9	1,630.1
增长					
总收入 (%)	86.5%	154.6%	46.4%	28.1%	22.1%
EBITDA (%)	168.6%	292.6%	58.1%	32.8%	23.8%
净利润 (%)	207.0%	264.9%	60.1%	23.9%	20.8%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	25.1%	33.2%	38.3%	38.4%	39.1%
EBITDA 利率 (%)	12.8%	19.7%	21.3%	22.1%	22.4%
净利率 (%)	11.8%	16.9%	18.5%	17.9%	17.7%
营运表现					
SG&A/收入(%)	-13.4%	-18.6%	-20.5%	-19.3%	-19.3%
实际税率 (%)	-0.4%	-10.2%	-9.0%	-15.0%	-17.0%
股息支付率 (%)	15.5%	33.3%	50.0%	40.0%	40.0%
库存周转	41.6	51.9	56.8	52.0	53.4
应付账款天数	82.1	83.4	96.0	103.6	104.8
应收账款天数	45.0	39.2	43.9	46.4	46.3
财务状况					
净负债/股本	0.72	0.10	0.17	0.20	0.20
收入/总资产	1.46	0.69	0.83	0.91	0.96
总资产/股本	3.60	1.12	1.21	1.26	1.25
盈利对利息倍数	492.62	353.47	556.36	736.69	910.42

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	176.3	3,231.5	3,736.8	4,092.1	4,606.7
应收账款	202.1	467.7	652.2	865.1	983.3
存货	154.5	435.0	459.9	587.7	709.5
其他流动资产	58.3	3.1	3.5	3.8	4.2
总流动资产	591.2	4,137.3	4,852.3	5,548.8	6,303.7
固定资产	160.8	328.4	635.2	892.5	1,109.8
无形资产	3.6	4.2	4.6	5.1	5.6
其他	100.8	162.3	115.1	139.6	166.9
总资产	856.4	4,632.2	5,607.2	6,586.0	7,586.0
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
应付帐款、应付票据	325.1	456.7	891.0	1,193.8	1,352.4
短期银行贷款	50.0	0.0	50.0	50.0	50.0
其他应付帐款	243.4	24.7	27.5	96.2	134.3
总短期负债	618.4	481.4	968.5	1,340.1	1,538.7
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总负债	618.4	481.4	968.5	1,340.1	1,538.7
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
股东权益	237.9	4,150.8	4,638.7	5,245.9	6,045.3
账面值（分）	13.4	166.7	186.3	210.7	242.8
营运资金	(27.3)	3,655.9	3,883.8	4,208.7	4,765.0

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	159.8	627.2	991.5	1,316.9	1,630.1
其他项目	(0.9)	(227.6)	(105.0)	(93.0)	(81.0)
营运资金变化	(2.7)	(335.4)	226.2	(38.0)	(81.3)
所得税	(1.0)	(38.4)	(59.6)	(94.1)	(131.9)
营运现金流	155.2	25.8	1,053.1	1,091.8	1,335.9
资本开支	(84.5)	(193.6)	(381.8)	(367.0)	(347.7)
其他投资活动	1.2	36.0	295.9	98.4	88.2
投资活动现金流	(83.4)	(157.5)	(85.9)	(268.6)	(259.4)
负债变化	50.0	(50.0)	0.0	0.0	0.0
股本变化	0.2	3,371.5	0.0	0.0	0.0
股息	(1.6)	(21.3)	(430.5)	(426.6)	(515.3)
其他融资活动	(13.9)	(74.3)	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	34.7	3,225.9	(430.5)	(426.6)	(515.3)
现金变化	106.5	3,094.2	536.8	396.6	561.2
期初持有现金	69.9	176.3	3,237.8	3,736.8	4,092.1
期末持有现金	176.3	3,231.5	3,736.8	4,092.1	4,606.7

数据来源：公司资料、第一上海预测

国美（0493，买入）

传国美主席被公安部门扣查，不确定因素巨大（尚在停牌）

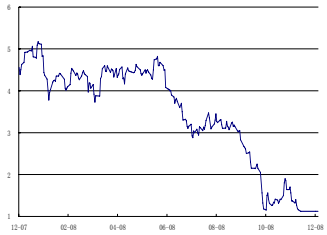
- **三季度业绩差强人意：**公司前三季度录得销售收入 364 亿元，同比增长 20.0%，其中三季度增长 26.2%至 116 亿元。毛利率提升 1.6 个百分点至 16.8%，运营利润增长 45.3%至 18.7 亿元，如果剔除掉可转换债券公平值变动以及汇兑损失，公司净利润增长 37.7%至 17.9 亿元。
- **门店数量达到 847 间，同店增长 3.2%：**截止至 9 月底公司共有门店 847 间，其中国美品牌 647 间，永乐品牌 179 间，蜂星品牌 21 间。另外，公司在前三季度的同店增长率也达到了 3.2%，主要原因是十一黄金周有两天提前到了九月，因此影响了九月的销售。
- **市场传言主席黄光裕被公安部门扣查：**国美于 11 月 24 日停牌，主要原因是市场传言主席黄光裕先生和财务总监周亚飞先生被公安部门扣查。我们目前尚无法知道此事件是否属实，但相信如果属实，将会对公司产生较大程度的负面影响。如果只是个人问题，那么相信只会对市场信心产生影响，但如果公司涉案其中，那么影响将非常巨大。
- **如果完全是个人问题，目标价格微降至 2.0 港元，维持买入评级；如果公司受到牵连，目标价格定在 0.9 港元，评级卖出：**由于目前事件的不确定性还很高，我们尚无法做出确定的判断，但如果事件并不属实，或者只是黄光裕本人涉案，那么我们只是微降目标价格至 2.0 港元，以反映对未来销售更加悲观的预期。但如果公司受到牵连，比如被挪用资金或者非法抵押，那么我们按照净资产为其估值，最终定目标价格在 0.9 港元。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	24729	42478	50017	56357	61284
变动（%）	*38*	*72*	*18*	*13*	*9*
净利润（百万人民币）	819	1127	2044	2212	2074
基本每股收益（人民币）	0.10	0.09	0.15	0.17	0.16
变动（%）	*27*	*(9)*	*78*	*12*	*(6)*
摊薄每股收益（人民币）	0.09	0.09	0.14	0.16	0.15
变动（%）	*13*	*3*	*65*	*12*	*(6)*
基于1.1港元的市盈率水平	10.2	11.2	6.3	5.6	6.0
每股派息（人民币）	0.08	0.03	0.04	0.05	0.05
息率（%）	7.09	2.39	3.94	4.41	4.14

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：澎博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	24,729.0	42,478.0	50,017.2	56,357.3	61,284.1
毛利	2,359.7	4,095.2	4,788.0	5,409.8	5,821.8
其他业务收入	1,251.8	2,546.9	3,363.4	3,838.7	4,064.4
销售及管理费用	(2,697.6)	(4,839.4)	(5,799.2)	(6,578.1)	(7,231.0)
其他收入	5.8	0.0	0.0	0.0	2.0
营运收入	919.7	1,802.7	2,352.1	2,670.3	2,657.3
净财务收入（开支）	154.3	230.2	212.2	279.7	357.4
衍生品公平值变动	0.0	(505.5)	0.0	0.0	0.0
税前盈利	1,068.2	1,528.1	2,634.4	3,020.1	3,282.6
所得税	(125.6)	(360.2)	(511.4)	(650.0)	(841.2)
少数股东应占利润	(123.5)	(40.5)	(79.5)	(87.5)	103.7
净利润	819.2	1,127.3	2,043.5	2,282.5	2,545.1
折旧及摊销	306.4	184.0	239.2	286.4	333.6
EBITDA	1,226.1	1,986.7	2,591.3	2,956.7	2,990.9
增长					
总收入（%）	37.7%	71.8%	17.7%	12.7%	8.7%
EBITDA（%）	20.7%	62.0%	30.4%	14.1%	1.2%
净利润（%）	64.4%	37.6%	81.3%	11.7%	11.5%

财务分析

	2006年 预测	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率（%）	9.5%	9.6%	9.6%	9.6%	9.5%
EBITDA 利率（%）	5.0%	4.7%	5.2%	5.2%	4.9%
净利率（%）	3.3%	2.7%	2.7%	4.1%	4.2%
营运表现					
SG&A/收入（%）	-10.9%	-11.4%	-11.6%	-11.7%	-11.8%
实际税率（%）	-11.8%	-23.6%	-19.4%	-21.5%	-25.6%
股息支付率（%）	28.5%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	48.8	46.4	46.2	46.2	44.3
应付账款天数	124.4	120.2	120.5	119.4	115.6
应收账款天数	0.7	1.0	1.2	1.1	1.1
财务状况					
净负债/股本	0.77	0.65	0.67	0.64	0.60
收入/总资产	1.17	1.42	1.53	1.55	1.49
总资产/股本	4.04	2.87	3.03	2.77	2.50
盈利对利息倍数	(5.96)	(7.83)	(11.08)	(9.55)	(7.44)

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	1,451.8	6,270.0	5,170.9	6,564.9	9,096.0
应收账款	75.2	97.7	175.1	193.4	608.7
存货	4,882.7	5,383.0	6,124.2	6,784.3	7,264.3
其他流动资产	9,087.3	10,586.9	10,772.7	11,051.4	11,348.0
总流动资产	15,497.0	22,337.6	22,243.0	24,594.0	28,317.0
固定资产	2,206.6	3,144.0	5,100.0	6,200.0	7,300.0
无形资产	3,370.0	3,343.0	5,114.9	5,114.9	5,114.9
长期投资	103.2	1,013.0	293.5	343.8	399.8
总资产	21,176.2	29,837.5	32,751.4	36,252.7	41,131.7
短期负债	2.0	4.0	6.0	10.0	14.0
应付帐款、应付票据	12,614.0	13,556.5	16,238.9	17,400.3	18,877.6
短期银行贷款	729.3	300.0	450.0	464.0	464.0
其他应付帐款	1,610.0	2,319.6	3,739.7	5,180.7	6,641.6
总短期负债	14,955.3	16,180.1	18,115.1	19,315.2	20,816.5
长期银行贷款（可转债）	726.7	3,184.3	3,184.3	3,184.3	3,184.3
其他负债	253.7	80.4	136.0	192.7	250.9
总负债	16,301.0	19,444.8	21,950.9	23,152.2	24,654.9
少数股东权益	88.8	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	5,240.4	10,392.7	10,800.5	13,100.5	16,476.8
账面值	0.4	0.8	0.8	1.0	1.3
营运资金	541.7	6,157.5	4,127.9	5,278.8	7,500.5

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	1,226.1	1,986.7	2,591.3	2,956.7	2,990.9
融资成本	180.7	(103.8)	(87.8)	(155.3)	(232.9)
营运资金变化	(2,588.7)	1,181.2	1,189.1	1,388.5	2,008.0
所得税	(138.1)	(238.4)	(369.9)	(476.1)	(631.9)
营运现金流	(1,232.4)	2,244.4	3,014.2	3,326.1	4,021.9
资本开支	(1,020.0)	(2,020.0)	(2,100.0)	(1,400.0)	(1,200.0)
其他投资活动	(1,429.3)	(8.6)	(68.6)	111.4	111.4
投资活动现金流	(2,449.3)	(2,028.6)	(2,168.6)	(1,288.6)	(1,088.6)
负债变化	923.3	(1,800.0)	0.0	0.0	0.0
股本变化	0.0	1,458.8	0.0	0.0	0.0
股息	(236.4)	(335.1)	(581.8)	(653.5)	(612.2)
其他融资活动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	687.0	(676.3)	(581.8)	(653.5)	(612.2)
现金变化	(2,994.8)	(460.5)	263.9	1,384.0	2,321.1
期初持有现金	2,132.3	(852.4)	4,897.0	5,170.9	6,564.9
期末持有现金	(852.4)	4,897.0	5,170.9	6,564.9	9,096.0

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

银泰百货（1833，买入）

下调盈利预测，重申买入评级

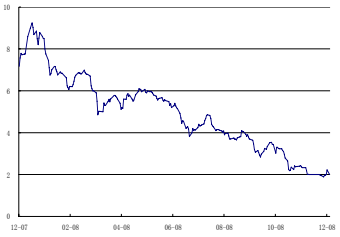
- **十月销售增速开始明显放缓：**公司在整个十月中销售增速出现了明显的放缓，其中武林店持平，宁波两店的销售增长约为 13.0%，温州店约为 45%，杭百大则同比出现了约 30%的下降。而在十一期间，武林店的增长还有约 30%，宁波店有 50%，温州店高达 90%。我们认为十一黄金周期间消费增长较高的原因是 8、9 月很大的消费欲望被压制，因此遇到长假集中释放所造成的，十一黄金周之后的消费欲望明显降低。
- **十一月销售情况有所反弹：**十一月银泰整体的同店增长率为 19%，其中武林店 9%，宁波店 23%，金华店 13.5%，温州店 56%，反弹的重要原因是促销力度较大，公司认为这种大规模的促销将会降低公司毛利率 4-5 个百分点。
- **下调销售及利润的预测数字：**我们认为中国消费增速放缓风险正在升高，特别是明年长三角地区的经济放缓程度可能会较大。因此我们下调了对公司的盈利预测，将 08、09 及 10 年的销售数字分别下调了 8.0%、10.9%及 12.5%，利润下调了 14.0%、24.2%以及 32.3%。
- **目标价微降至 5.5 港元，重申买入评级：**基于对公司 07－10 年每股业绩年均符合增长率 14.3%的预测，我们按照 DCF 及 PE 法对其进行估值，最终下调其目标价至 5.5 港元，此价格相当于 08 年每股收益的 18.8 倍，或是 09 年每股收益的 17.3 倍。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2011预测
收入（百万人民币）	676	884	1259	1814	2258
变动 (%)	*85*	*31*	*42*	*44*	*24*
净利润（百万人民币）	206	391	463	496	628
基本每股收益（人民币）	0.15	0.23	0.26	0.28	0.35
变动 (%)	*150*	*56*	*10*	*7*	*27*
基于2.2港元的市盈率（倍）	12.8	8.3	7.5	7.0	5.5
每股派息（人民币）	0.07	0.07	0.08	0.08	0.10
息率 (%)	3.20	3.20	3.53	3.78	4.78

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：澎博

主要财务报表

损益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	676.3	883.6	1,258.8	1,814.2	2,258.0
毛利	526.4	707.5	1,007.0	1,447.6	1,816.1
其他业务收入	31.3	240.0	137.7	100.7	82.7
销售及管理费用	(249.8)	(381.1)	(683.4)	(922.9)	(1,024.9)
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
营运收入	334.2	566.5	461.2	625.3	876.0
净财务收入（开支）	(33.5)	(47.7)	(15.0)	(15.0)	(12.5)
联营公司	24.5	9.1	150.6	69.2	54.3
税前盈利	300.6	527.9	596.8	679.6	915.8
所得税	(81.1)	(137.2)	(149.2)	(169.9)	(228.9)
少数股东应占利润	13.1	0.0	(15.6)	13.5	59.0
净利润	206.4	390.6	463.2	496.2	627.8
折旧及摊销	20.6	40.9	75.0	97.5	106.5
EBITDA	354.8	607.3	536.2	722.8	982.5
增长					
总收入 (%)	41.5%	30.7%	42.5%	44.1%	24.5%
EBITDA (%)	40.3%	71.2%	-11.7%	34.8%	35.9%
净利润 (%)	137.7%	89.2%	18.6%	7.1%	26.5%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	77.8%	80.1%	80.0%	79.8%	80.4%
EBITDA 利率 (%)	52.5%	68.7%	42.6%	39.8%	43.5%
净利率 (%)	30.5%	44.2%	36.8%	27.4%	27.8%
营运表现					
SG&A/收入(%)	-36.9%	-43.1%	-54.3%	-50.9%	-45.4%
实际税率 (%)	-27.0%	-26.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
股息支付率 (%)	NA	30.0%	30.0%	30.0%	230.0%
库存周转	58.5	61.7	55.5	52.3	54.0
应付账款天数	39.2	43.4	41.1	40.0	41.9
应收账款天数	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
财务状况					
净负债/股本	0.60	0.36	0.21	0.24	0.24
收入/总资产	0.30	0.17	0.24	0.32	0.39
总资产/股本	2.48	1.85	1.43	1.48	1.48
盈利对利息倍数	9.97	11.88	30.75	41.69	70.08

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	317.9	776.8	482.8	528.7	702.1
应收账款	134.8	323.0	210.1	214.7	219.8
存货	25.8	33.8	42.8	62.3	68.5
其他流动资产	85.9	108.4	110.7	113.3	116.1
总流动资产	564.4	1,242.0	846.4	919.1	1,106.5
固定资产	147.0	1,084.3	2,159.5	2,656.0	2,944.0
无形资产	0.3	166.9	0.3	0.3	0.3
长期投资	1,534.4	2,557.1	2,279.0	2,081.5	1,784.0
总资产	2,246.0	5,050.3	5,285.2	5,656.8	5,834.8
短期负债	2.0	4.0	6.0	8.0	9.0
应付帐款、应付票据	269.7	436.4	526.6	768.6	840.5
短期银行贷款	649.0	450.0	300.0	300.0	250.0
其他应付帐款	233.8	938.2	262.3	278.5	304.8
总短期负债	1,154.6	1,828.6	1,095.0	1,355.1	1,404.3
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	185.1	0.0	0.0	0.0	0.0
总负债	1,339.7	1,828.6	1,095.0	1,355.1	1,404.3
少数股东权益	0.0	490.0	490.0	490.0	490.0
股东权益	906.3	2,731.7	3,700.3	3,811.8	3,940.5
账面值	0.5	1.5	2.1	2.1	2.2
营运资金	(590.2)	(586.6)	(248.5)	(436.0)	(297.8)

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	354.8	607.3	536.2	722.8	982.5
融资成本	(35.1)	(47.7)	(15.0)	(15.0)	(12.5)
营运资金变化	80.9	(276.6)	364.7	209.4	50.5
所得税	(85.4)	(102.9)	(111.9)	(127.4)	(171.7)
营运现金流	315.2	180.1	774.0	789.8	848.8
资本开支	(678.1)	(600.0)	(1,503.0)	(603.5)	(422.5)
其他投资活动	309.6	(970.2)	523.9	8.5	(14.6)
投资活动现金流	(368.5)	(1,570.2)	(979.1)	(595.0)	(437.1)
负债变化	330.0	(199.0)	(150.0)	0.0	(50.0)
股本变化	0.0	2,425.5	0.0	0.0	0.0
股息	(55.1)	(117.2)	(139.0)	(148.9)	(188.3)
其他融资活动	165.4	(260.2)	200.0	0.0	0.0
融资活动现金流	440.3	1,849.1	(89.0)	(148.9)	(238.3)
现金变化	119.6	459.0	(294.0)	46.0	173.4
期初持有现金	198.3	317.9	776.8	482.8	528.7
期末持有现金	317.9	776.8	482.8	528.7	702.1

数据来源：公司资料、第一上海预测

百丽国际（1880，买入）

皮鞋业务增长前景确定，重申买入评级

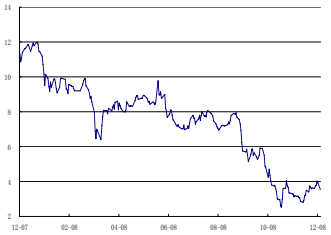
- **十月出现销售下滑，但是十一月又出现了明显反弹：**上半年公司鞋类业务增长 51.7%，整个 1-9 月鞋类增长在 50%以上，黄金周期间也超过了 50%，黄金周之后的几个星期同店增长率仅为 5%，有所放缓；运动服装在十一之后的同店增长率为 0%。但是十一月销售数字急剧反弹，特别是皮鞋业务已经基本达到了与上半年相若的水平，主要是因为整个十一月全国商场促销力度较大。
- **运动零售不确定性相对较高：**公司十一之后运动业务的同店数字没有得到很好的恢复，库存情况在十月份又开始恶化，周转天数应该在 110 天左右，相比去年全年 100 天有所延长。公司表示鞋子的需求刚性要强过运动品，特别是运动服装，因此运动服装比重高的品牌受到影响越大，阿迪达斯影响相比耐克为大，而 Kappa 影响更大。
- **对于明年还是比较乐观，皮鞋业务将会继续稳定发展：**公司对于 2009 年经济形势还比较乐观，并且认为自身的竞争力较强，应该能够在明年继续录得增长。公司认为如果经济形势较好（GDP 8%以上），年底鞋子门店将增加 20%，运动品门店增加 5%，如果较差的情况（GDP 7.5%以下），则分别净增 15%及 0%。虽然运动品门店净开店将会很少，但是公司会加大单店产出较高的一线品牌门店。
- **经营利润率基本能够维持：**由于成本不断走低，因此公司毛利率在明年压力不大，而主要费用率也基本都能维持，因此公司明年经营利润率基本会维持在今年水平。
- **降目标价至 4.6 港元，重申买入评级：**综合绝对估值以及相对估值的结果，我们最终给予其 4.6 港元的目标价格，此价格相当于 08 年每股收益的 17.0 倍，我们维持其买入评级。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	6239	11672	17184	21792	25436
变动 (%)	*260*	*87*	*47*	*27*	*17*
净利润（百万人民币）	977	1979	2026	2307	2802
基本每股收益（人民币）	0.15	0.26	0.24	0.27	0.33
变动 (%)	*72*	*79*	*(9)*	*14*	*21*
基于3.7港元的市盈率（倍）	22.1	12.3	13.6	11.9	9.8
每股派息（人民币）	0.06	0.08	0.07	0.08	0.10
息率 (%)	1.63	2.14	1.95	2.22	2.69

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：澎博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	6,238.5	11,671.9	17,184.4	21,792.1	25,435.9
毛利	3,500.7	5,903.0	8,869.3	11,170.1	13,427.5
其他业务收入	12.3	10.8	13.2	16.0	18.9
销售及管理费用	(2,489.8)	(4,185.0)	(6,681.7)	(8,640.8)	(10,161.6)
其他收入	2.0	4.0	6.0	8.0	11.0
营运收入	1,025.2	1,732.9	2,206.8	2,553.3	3,295.8
净财务收入（开支）	(19.9)	266.9	(10.0)	10.0	20.0
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	1,003.3	2,021.8	2,216.8	2,581.3	3,330.8
所得税	(26.7)	(43.2)	(288.2)	(387.2)	(666.2)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
净利润	976.6	1,978.6	1,928.6	2,194.1	2,663.7
折旧及摊销	183.4	336.4	600.0	657.4	720.7
EBITDA	1,208.6	2,069.3	2,806.8	3,210.7	4,016.6
增长					
总收入 (%)	260.0%	87.1%	47.2%	26.8%	16.7%
EBITDA (%)	266.0%	71.2%	35.6%	14.4%	25.1%
净利润 (%)	315.0%	102.6%	-2.5%	13.8%	21.4%

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	302.1	5,375.2	4,724.1	6,356.7	8,242.3
应收账款	1,028.8	1,712.7	1,884.0	2,072.4	2,279.6
存货	1,569.9	2,281.6	3,159.8	3,505.3	4,202.9
其他流动资产	0.0	439.3	0.0	0.0	0.0
总流动资产	2,900.7	9,808.8	9,767.8	11,934.3	14,724.8
固定资产	575.6	1,113.3	1,247.3	1,130.3	1,073.2
无形资产	656.1	1,114.0	1,111.1	1,111.1	1,111.1
其他	312.7	1,665.1	731.7	799.9	874.8
总资产	4,445.2	13,701.2	12,857.9	14,975.7	17,783.9
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款、应付票据	778.4	1,123.1	1,512.6	1,780.4	1,994.1
短期银行贷款	609.9	200.0	50.0	50.0	50.0
其他应付帐款	230.0	79.7	172.9	232.3	399.7
总短期负债	1,618.2	1,402.7	1,735.5	2,062.8	2,443.8
长期银行贷款	150.5	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	42.4	52.3	57.5	63.3	69.6
总负债	1,811.2	1,455.0	1,793.1	2,126.0	2,513.5
少数股东权益	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0
股东权益	2,632.0	12,242.1	11,058.8	12,841.6	15,260.5
账面值（分）	31.2	145.0	131.0	152.1	180.8
营运资金	1,282.5	8,406.0	8,032.3	9,871.6	12,281.0

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	56.1%	50.6%	51.6%	51.3%	52.8%
EBITDA 利率 (%)	19.4%	17.7%	16.3%	14.7%	15.8%
净利率 (%)	15.7%	17.0%	11.2%	10.1%	10.5%
营运表现					
SG&A/收入(%)	-39.9%	-35.9%	-38.9%	-39.7%	-39.9%
实际税率 (%)	-2.7%	-2.1%	-13.0%	-15.0%	-20.0%
股息支付率 (%)	NA	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	145	122	119	115	117
应付账款天数	43	34	35	37	38
应收账款天数	39	35	35	36	34
财务状况					
净负债/股本	0.41	0.11	0.14	0.14	0.14
收入/总资产	1.40	0.85	1.34	1.46	1.43
总资产/股本	1.69	1.12	1.16	1.17	1.17
盈利对利息倍数	51.52	(6.49)	220.68	(255.33)	(164.79)

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	1,208.6	2,069.3	2,806.8	3,210.7	4,016.6
其他项目	14.0	365.6	754.5	369.4	811.7
营运资金变化	(1,195.2)	(2,093.9)	(1,307.8)	(516.2)	(1,362.4)
所得税	(63.7)	(2.8)	(206.5)	(208.3)	(423.8)
营运现金流	(36.3)	338.1	2,047.0	2,855.6	3,042.0
资本开支	134.9	(1,461.8)	(571.1)	(373.9)	(381.2)
其他投资活动	207.8	(991.1)	(1,560.0)	0.0	0.0
投资活动现金流	342.6	(2,452.9)	(2,131.1)	(373.9)	(381.2)
负债变化	524.9	(119.2)	(150.0)	0.0	0.0
股本变化	0.0	8,014.6	0.0	0.0	0.0
股息	0.0	(653.2)	(548.0)	(607.9)	(692.0)
其他融资活动	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0
融资活动现金流	526.9	7,246.2	(692.0)	(599.9)	(682.0)
现金变化	69.8	5,127.4	(782.2)	1,873.8	1,968.9
期初持有现金	235.9	302.1	5,375.2	4,547.1	6,356.7
期末持有现金	302.1	5,375.2	4,547.1	6,356.7	8,242.3

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

李宁（2331，买入）

业绩增长稳定，只待回调买入时

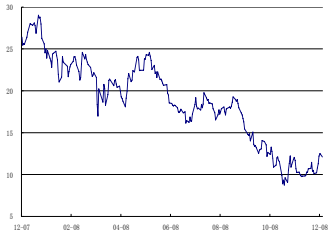
- **三季度业绩出众，09 年增长依然强劲：**李宁公司三季度的业绩情况十分良好，同店增长率高达 32.2%，特别是奥运期间更是达到 44%，十一期间达到 30.3%。公司预计 09 年整个运动品行业的增长速度将会超过 21%，而公司的同店增长率将会超过 15%。
- **明年毛利率还将维持在 46%-48%，但应该更偏上限：**公司预计今年的毛利率将会接近 48%，但是目前看石油价格持续走低，而鞋子成本中石化产品占据 60%的比重，将会导致明年成本压力较小。公司表示如果成本下降，将会在原有价格的鞋子中加入更多的科技产品和使用更好的材料，但毛利率还将维持在这个区间。
- **零售端的库销比持续改善：**公司表示根据其跟踪的数据，今年上半年其分销商的库销比同比改善 18%，而最近几个月得意于同店销售的大幅增加，库销比持续改善。
- **中期报表显示贷款现金同时增加是为了保证公司的流动性：**中期业绩显示现金和银行借款分别同时增加近 6 亿及 5 亿，公司表示这是因为其去年就意识到信贷可能收缩，因此借来一部分款项并存入银行，虽然会有每年几百万的利息损失，但是可以确保公司的流动性不出任何问题。
- **2007-2010 年收入及利润的年均复合增长率下调至 34.2%及 40.9%：**虽然我们对公司的发展持乐观态度，并且认为其目前的财务状况非常健康，能够度过此次经济困难，但是对于短期盈利的不确定性也作了重新估计，最终下调 2007-2010 年收入及利润年均复合增长率至 34.2%及 40.9%。
- **十一月最新数据：**同店增长率恢复到上半年水平，上半年为 26%。
- **目标价大幅下调至 13.0 港元，维持买入评级：**我们大幅削减公司的目标价至 13.0 港元，此价格相当于 08 年每股收益的 15 倍。我们认为从长期看，10 倍预测市盈率是买入点。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	3181	4349	6766	8619	10512
变动（%）	*30*	*37*	*56*	*27*	*22*
净利润（百万人民币）	294	474	788	1059	1325
每股收益（人民币）	0.28	0.46	0.76	1.02	1.28
变动（%）	*57*	*61*	*66*	*34*	*25*
市盈率@12.0港元（倍）	37.1	23.0	13.9	10.3	8.2
每股派息（人民币）	0.11	0.23	0.30	0.41	0.51
息率（%）	0.96	1.93	2.57	3.45	4.32

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	3,180.5	4,348.7	6,765.8	8,618.8	10,511.7
毛利	1,507.3	2,082.8	3,342.3	4,282.2	5,245.4
其他业务收入	29.7	31.0	40.0	45.0	45.0
销售及管理费用	(1,135.6)	(1,504.0)	(2,347.9)	(2,938.3)	(3,552.5)
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运收入	401.4	609.9	1,034.3	1,388.9	1,737.8
财务开支	(1.4)	8.7	(10.9)	(13.6)	(17.0)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	400.0	618.5	1,023.5	1,375.3	1,720.9
所得税	(106.1)	(144.5)	(235.4)	(316.3)	(395.8)
少数股东应占利润	(0.2)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
净利润	293.7	473.6	787.9	1,058.8	1,324.9
折旧及摊销	27.3	57.8	63.6	69.9	76.9
EBITDA	428.7	667.7	1,097.9	1,458.8	1,814.8
增长					
总收入（%）	29.8%	36.7%	55.6%	27.4%	22.0%
EBITDA（%）	45.9%	55.7%	64.4%	32.9%	24.4%
每股收益（%）	40.0%	57.2%	60.8%	66.4%	34.4%

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	838.9	849.9	1,743.9	1,688.6	2,360.6
应收账款	579.1	684.7	1,082.5	1,163.5	1,471.6
存货	350.5	513.9	628.8	819.1	941.2
其他流动资产	120.3	125.2	142.3	163.5	184.9
总流动资产	1,888.8	2,173.8	3,597.6	3,834.7	4,958.3
固定资产	156.9	340.0	374.0	411.4	452.6
无形资产	81.6	87.8	87.8	87.8	87.8
长期投资及其他	25.6	83.0	85.9	88.9	92.1
总资产	2,152.8	2,684.7	4,145.4	4,422.9	5,590.9
短期负债					
应付帐款	424.5	490.4	879.6	1,120.4	1,366.5
短期银行贷款	0.0	100.0	600.0	0.0	0.0
其他短期负债	253.0	373.8	504.2	644.4	787.3
总短期负债	688.5	964.2	1,983.8	1,764.9	2,153.8
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0
总负债	748.2	970.2	1,991.8	1,774.9	2,165.8
少数股东权益	17.6	18.0	18.2	0.0	0.0
股东权益	1,387.0	1,696.5	2,135.4	2,648.1	3,425.1
每股账面值	1.3	1.6	2.1	2.6	3.3
营运资金	1,200.3	1,209.6	1,613.8	2,069.9	2,804.5

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率(%)	47.4%	47.9%	49.4%	49.7%	49.9%
EBITDA 利率(%)	13.5%	15.4%	16.2%	16.9%	17.3%
净利率(%)	9.2%	10.9%	11.6%	12.3%	12.6%
营运表现					
SG&A/收入(%)	35.7%	34.6%	34.7%	34.1%	33.8%
实际税率（%）	26.5%	23.4%	23.0%	23.0%	23.0%
股息支付率（%）	39.6%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
库存周转	69.9	68.8	59.7	59.7	59.7
应付账款天数	69.7	73.0	69.5	71.1	72.0
应收账款天数	54.6	53.1	47.7	47.6	45.8
财务状况					
负债/资产	-0.35	-0.36	-0.49	-0.41	-0.40
收入/总资产	1.48	1.62	1.63	1.95	1.88
总资产/股本	1.55	1.58	1.94	1.67	1.63
盈利对利息倍数	294.04	-70.20	95.24	102.31	102.41

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	428.68	667.66	1097.93	1458.84	1814.79
调整项	49.36	36.55	44.20	(45.52)	5.83
营运资金变化	(82.67)	(73.85)	(6.46)	79.32	(71.62)
所得税	(101.98)	(125.75)	(204.80)	(275.20)	(344.35)
营运现金流	293.39	504.61	930.87	1217.44	1404.64
资本开支	(105.19)	(301.00)	(298.70)	(248.70)	(198.70)
其他投资活动	17.73	18.73	2.14	(0.58)	(3.97)
投资活动现金流	(87.46)	(282.27)	(296.56)	(249.28)	(202.67)
负债变化	0.00	100.00	500.00	(600.00)	0.00
股本变化	15.77	0.00	0.00	0.00	0.00
股息	(88.27)	(236.43)	(315.15)	(423.52)	(529.95)
其他融资活动	(6.37)	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(78.87)	(136.43)	184.85	(1023.52)	(529.95)
现金变化	236.46	85.91	819.16	(55.36)	672.02
期初持有现金	602.41	838.87	924.77	1743.93	1688.58
期末持有现金	838.87	924.77	1743.93	1688.58	2360.60

金鹰（3308，买入）

超强的百货经营能力

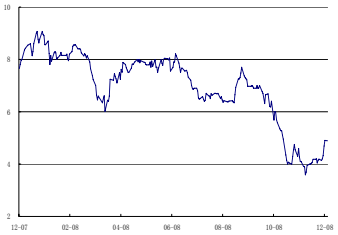
- **十月销售并不理想，但十一月有所反弹：**根据公司的统计，整个十月公司同店销售约为 15%，比九月的 23%以及十一期间的 35%有了明显下滑。虽然增速下滑的部分原因是黄金周有两天在九月，但是我们认为这还不足以大幅影响同店销售数据。但是随着公司在十一月加大了促销力度，此月的同店增长率达到了 30%，反弹明显。
- **2009 年底到期的可转债可能是不错的投资标的：**公司 2006 年发行了 9.97 亿元港币的可转换债券，其中一项条款是赋予债券持有人在 2009 年 10 月可以要求公司以 11.5 亿港元（票面 100 港元，赎回价格 115 港元）赎回债券，而其目前债券的交易价格约为 108 港元，年化收益率约为 8.5%。公司目前账面现金约为 22 亿元，几乎没有银行借款，因此我们认为公司到期偿付是没有任何问题的。
- **目标价降至 4.9 港元，维持买入评级：**基于对公司 07-10 年每股收益 28.9%增长的预测，我们用按照 15 倍 08 年 PE 为其估值，最终降其目标价格至 4.9 港元，维持买入评。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	900	1108	1466	1838	2138
变动（%）	*22*	*23*	*32*	*25*	*16*
净利润（百万人民币）	229	381	530	603	815
每股收益（人民币）	0.13	0.21	0.29	0.33	0.45
变动（%）	*1*	*61*	*39*	*14*	*35*
摊薄每股收益（人民币）	0.12	0.23	0.30	0.34	0.41
按现价（5.0港元）计算之市盈率	37.9	18.8	14.6	13.0	10.6
每股派息（人民币）	0.06	0.04	0.06	0.07	0.09
息率（%）	1.30	0.84	1.17	1.33	1.79

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	899.8	1,107.5	1,466.0	1,838.2	2,138.3
毛利	670.7	853.8	1,131.5	1,430.1	1,673.9
其他业务收入	76.5	187.7	176.9	76.3	81.1
销售及管理费用	(320.1)	(360.3)	(458.6)	(586.1)	(640.2)
其他收入	0.0	0.0	0.0	2.0	4.0
营运收入	427.1	681.3	849.8	922.4	1,118.8
财务开支	(40.3)	(80.5)	(80.0)	(80.0)	(15.0)
衍生品公平值变动	(24.8)	(14.9)	0.0	0.0	0.0
税前盈利	361.9	585.9	769.8	842.4	1,103.8
所得税	(132.3)	(204.4)	(239.6)	(234.1)	(279.4)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
净利润	229.6	381.5	530.3	606.3	820.3
折旧及摊销	38.5	55.2	82.8	91.9	101.6
EBITDA	465.6	736.5	932.6	1,014.3	1,220.4
增长					
总收入（%）	21.8%	23.1%	32.4%	25.4%	16.3%
EBITDA（%）	110.0%	58.2%	26.6%	8.8%	20.3%
每股收益（%）	-2.9%	61.1%	39.1%	14.0%	35.2%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	74.5%	77.1%	77.2%	77.8%	78.3%
EBITDA 利率 (%)	51.7%	66.5%	63.6%	55.2%	57.1%
净利率 (%)	25.5%	34.4%	36.2%	33.0%	38.4%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	35.6%	32.5%	31.3%	31.9%	29.9%
实际税率 （%）	36.6%	34.9%	31.1%	27.8%	25.3%
股息支付率 （%）	50.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
库存周转	52.0	51.5	39.9	38.0	37.4
应付账款天数	93.5	101.9	102.8	99.8	97.2
应收账款天数	3.5	4.1	4.7	6.7	8.7
财务状况					
负债/资产	0.69	0.67	0.72	0.83	0.76
收入/总资产	0.32	0.31	0.32	0.37	0.41
总资产/股本	3.18	3.07	3.53	5.73	4.23
盈利对利息倍数	10.59	8.46	10.62	11.53	74.59

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	1,099.2	1,747.9	1,496.1	1,095.3	1,724.9
应收账款	49.6	63.6	83.9	102.4	116.5
存货	75.1	67.0	88.3	107.7	122.6
其他流动资产	4.1	7.0	3.7	5.7	7.7
总流动资产	1,228.0	1,885.5	1,672.0	1,311.1	1,971.6
固定资产	1,338.8	1,699.5	2,791.2	2,988.8	3,174.7
无形资产	26.0	26.0	26.0	26.0	28.0
长期投资及其他	422.3	515.4	515.4	515.4	515.4
总资产	3,015.2	4,126.4	5,004.6	4,841.3	5,689.8
短期负债					
应付帐款	929.0	1,373.4	1,832.6	2,240.1	2,549.1
短期银行贷款	0.0	10.0	331.0	331.0	331.0
其他短期负债	291.3	328.7	341.1	338.9	357.1
总短期负债	1,221.0	1,712.1	2,504.7	2,910.0	3,237.2
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	2.0	4.0
其他负债	796.8	1,071.3	1,084.1	1,084.1	1,102.6
总负债	2,065.9	2,783.5	3,588.9	3,996.1	4,343.8
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
股东权益	948.8	1,342.9	1,415.8	845.2	1,344.0
每股账面值(分)	53.9	73.9	77.9	46.5	74.0
营运资金	7.0	173.3	(832.7)	(1,598.9)	(1,265.6)

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	465.6	736.5	932.6	1,014.3	1,220.4
调整项	(64.5)	(99.0)	(27.5)	(29.5)	(29.5)
营运资金变化	203.5	437.8	419.6	373.6	286.1
所得税	(105.4)	(190.2)	(191.6)	(187.3)	(223.6)
营运现金流	499.2	885.0	1,133.0	1,171.0	1,253.4
资本开支	(362.9)	(237.0)	(1,095.5)	(450.0)	(450.0)
其他投资活动	371.0	45.0	(470.0)	30.0	30.0
投资活动现金流	8.1	(192.0)	(1,565.5)	(420.0)	(420.0)
负债变化	997.0	0.0	0.0	(997.0)	0.0
股本变化	403.6	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(67.2)	(45.0)	(132.3)	(150.8)	(203.8)
其他融资活动	(957.0)	11.5	321.0	0.0	0.0
融资活动现金流	376.4	(33.5)	188.7	(1,147.8)	(203.8)
现金变化	883.7	659.5	(243.8)	(396.8)	629.5
期初持有现金	219.6	1,097.3	1,747.9	1,496.1	1,095.3
期末持有现金	1,097.3	1,747.9	1,496.1	1,095.3	1,724.9

数据来源：公司资料、第一上海预测

中国动向（3818，买入）

现金充足，增长稳定

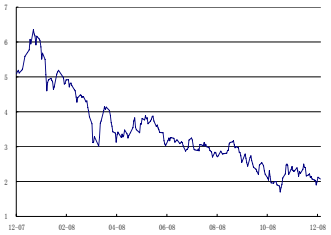
- **08 中期业绩状况良好：**公司 08 年中期录得收入 14.0 亿元，同比增长 81.7%，利润达到 6.6 亿元，同比增长 95.6%。业绩增长情况大幅高于我们预期。
- **Kappa 品牌业务收入大幅 74%至 12.9 亿元：**公司 Kappa 品牌业务在 08 年上半年录得大幅增长，门店数量大幅增长 542 间至 2487 间，同店销售增长达到 20%以上。销售收入同比增长 74%至 12.9 亿元。另外，公司表示其 08 年全年将开设不少于 750 间 Kappa 品牌门店。
- **Rukka 品牌业务和国际采购业务也获得不错的增长：**公司国际采购业务也录得快速增长，同比增长 102.1%至 5339 万元；Rukka 业务在 08 上半年录得 459 万元的收入，公司表示可能在今年年底或者明年就将此块业务剥离，所产生的可能损失将会是微小的（百万级别）
- **综合毛利率稳中有升：**公司综合毛利率稳中有升，同比提升 0.3 个百分点。其中 Kappa 服装产品的销售价格微降了 6.2%至 121 元，但毛利率出现了 3.6 个百分点的上升，达到 68.2%，与此相同，鞋类产品售价下降了 5.9%至 176 元，毛利率出现了 6.6 个百分点的下滑。Kappa 业务总体毛利率上升了 1.5 个百分点至 63.7%。
- **十一月同店低双位数：**十一月公司录得低双位数同店增长，相比十月有所反弹，其中北方比南方更好。
- **目标价升至 5.5 港元，重申买入评级：**公司上半年的业绩情况十分理想，超过我们的预期，因此我们上调了对公司的盈利预测，并将目标价格上调至 5.5 港元，此价格相当于 08 年每股收益的 23.3 倍，我们重申买入评级。。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006历史	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	859	1711	3034	4153	5341
变动（%）	*482*	*99*	*77*	*37*	*29*
净利润（百万人民币）	306	733	1181	1417	1693
基本每股收益（人民币）	0.05	0.13	0.21	0.25	0.30
变动（%）	*571*	*139*	*61*	*20*	*19*
基于2.3港元的市盈率（倍）	37.0	15.5	9.6	8.0	6.7
每股派息（人民币）	0.00	0.08	0.06	0.07	0.09
息率（%）	0.00	0.03	0.03	0.03	0.04

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	858.9	1,710.8	3,034.0	4,153.0	5,341.3
毛利	535.6	1,000.2	1,768.3	2,430.0	3,144.5
其他业务收入	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0
销售及管理费用	(159.9)	(296.0)	(609.8)	(834.8)	(1,073.6)
其他收入	12.6	20.1	24.2	29.0	31.9
营运收入	388.3	724.4	1,182.7	1,624.3	2,102.8
支）	(16.2)	46.5	129.0	146.8	154.2
联营公司	0.0	0.0	145.9	0.0	0.0
税前盈利	372.1	770.9	1,457.6	1,771.1	2,257.0
所得税	(65.6)	(38.2)	(276.9)	(354.2)	(564.3)
少数股东应占利润	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0
净利润	306.5	732.7	1,180.7	1,416.9	1,692.8
折旧及摊销	2.0	6.8	12.2	16.5	21.2
EBITDA	390.3	731.2	1,194.9	1,640.8	2,124.0
增长					
总收入（%）	481.0%	99.2%	77.3%	36.9%	28.6%
EBITDA（%）	851.0%	87.4%	63.4%	37.3%	29.5%
净利润（%）	711.0%	139.1%	61.1%	20.0%	19.5%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率(%)	62.4%	58.5%	58.3%	58.5%	58.9%
EBITDA 利率(%)	45.4%	42.7%	39.4%	39.5%	39.8%
净利率(%)	35.7%	42.8%	38.9%	34.1%	31.7%
营运表现					
SG&A/收入(%)	-18.6%	-17.3%	-20.1%	-20.1%	-20.1%
实际税率（%）	-17.6%	-5.0%	-19.0%	-20.0%	-25.0%
股息支付率（%）	0.0%	60.0%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	67.2	49.0	45.9	48.3	48.4
应付账款天数	89.2	74.6	69.4	74.1	77.1
应收账款天数	25.8	23.6	22.8	25.3	26.7
财务状况					
净负债/股本	0.64	0.05	0.10	0.12	0.14
收入/总资产	1.01	0.29	0.43	0.54	0.60
总资产/股本	2.77	1.06	1.11	1.13	1.16
盈利对利息倍数	24.00	(15.56)	(9.17)	(11.06)	(13.64)

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	294.7	5,309.3	5,791.7	6,535.3	7,406.1
应收账款	103.5	185.1	294.2	388.9	489.6
存货	87.8	88.2	215.2	241.2	329.5
其他流动资产	20.0	0.0	201.5	0.0	0.0
总流动资产	506.1	5,582.6	6,502.5	7,165.4	8,225.2
固定资产	42.8	94.4	201.8	265.8	337.6
无形资产	286.3	279.7	278.1	272.0	265.3
其他	15.4	34.1	39.9	46.9	52.8
总资产	850.6	5,990.8	7,022.4	7,750.1	8,880.8
短期负债	0.6	1.5	0.9	1.1	1.3
据	112.9	177.7	303.7	396.3	505.3
短期银行贷款	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
其他应付帐款	122.5	136.9	402.1	492.0	715.9
总短期负债	237.8	316.1	706.8	889.4	1,222.5
长期银行贷款	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	301.9	5.9	6.3	6.6	7.0
总负债	543.1	322.0	713.0	896.0	1,229.5
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
股东权益	307.5	5,668.8	6,309.4	6,854.1	7,651.3
账面值（分）	5.4	99.9	111.1	120.7	134.8
营运资金	268.3	5,266.5	5,795.8	6,276.0	7,002.7

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	390.3	731.2	1,194.9	1,640.8	2,124.0
其他项目	2.5	21.9	159.9	15.2	16.5
营运资金变化	(13.9)	(59.9)	(106.0)	(38.4)	(91.0)
所得税	(31.0)	(38.2)	(276.9)	(354.2)	(564.3)
营运现金流	347.9	655.0	971.9	1,263.4	1,485.2
资本开支	(36.8)	(75.8)	(129.6)	(88.5)	(100.0)
其他投资活动	(304.8)	(2.5)	(5.6)	(6.2)	(6.7)
投资活动现金流	(341.6)	(78.3)	(135.3)	(94.7)	(106.7)
负债变化	5.2	(5.2)	0.0	0.0	0.0
股本变化	304.2	5,013.0	0.0	0.0	0.0
股息	(30.0)	(441.0)	(354.2)	(425.1)	(507.8)
其他融资活动	(49.9)	(59.0)	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	229.4	4,507.8	(354.2)	(425.1)	(507.8)
现金变化	235.7	5,084.5	482.4	743.6	870.7
期初持有现金	39.1	274.7	5,309.3	5,791.7	6,535.3
期末持有现金	274.7	5,309.3	5,791.7	6,535.3	7,406.1

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

百盛（3368，持有）

业绩基本符合预期，维持持有评级

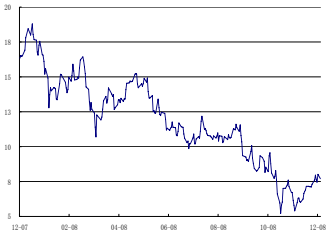
- **08 年第三季度业绩：**百盛宣布了其 08 年第三季度业绩，总经营收入同比增长 23.1%至 24.0 亿元人民币，经营利润同比增长 18.7%至 8.1 亿元人民币，净利润同比增长 27.2%至 1.9 亿元人民币，从增长率角度看业绩表现较为逊色。
- **同店增长率有所放缓：**公司在 2008 三季度的同店增长率为 14.4%，与上半年基本相若，但相比 07 年的 19.6%有所放缓，我们认为三季度业绩还能维持在这个水平的重要原因是十一黄金周有两天在 9 月。我们预期公司四季度的同店增长率将会急剧放缓到 10%以内。
- **联销扣点率和毛利率略有变动：**08 年前三季度所实现的销售额中，特许销售专柜占据 87.8%，直销占据 12.2%。三季度特许佣金率维持在 20.3%，相比上半年提升 0.3 个百分点，直销利润率为 17.6%与上半年基本相若。
- **目标价降至 6.5 港元，维持持有评级：**公司三季度业绩并不理想，我们认为行业风险正在抬升，公司 08 年受到经济影响不大的主要原因是其主力门店均位于北方，还没有受到经济危机的影响，但是相信明年很难幸免，因此我们下调了对公司的盈利预测，并降目标价格至 6.5 港元，此价格相当于 08 年每股收益的 16.3 倍，我们维持持有评级。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	1942	2727	3096	3653	4316
变动（%）	*72*	*40*	*14*	*18*	*18*
净利润（百万人民币）	461	676	766	939	1116
每股收益（人民币）	0.21	0.30	0.35	0.42	0.51
变动（%）	*51*	*45*	*16*	*22*	*19*
现价对应市盈率（8.1港元）	34.4	23.8	20.5	16.8	14.1
每股派息（人民币）	0.11	0.04	0.17	0.21	0.25
息率（%）	1.33	0.49	2.14	2.62	3.12

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度 截至〈12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	1,942.0	2,579.9	3,096.2	3,653.4	4,316.1
毛利	1,309.1	1,714.2	2,019.9	2,392.6	2,842.0
其他业务收入	242.0	501.3	359.7	413.2	475.5
销售及管理费用	(844.5)	(1,177.8)	(1,298.9)	(1,515.2)	(1,770.7)
其他收入	0.0	0.0	0.0	1.0	3.0
营运收入	707.9	1,037.7	1,080.7	1,291.7	1,549.8
财务开支	23.5	(73.6)	(52.9)	(21.1)	(21.2)
联营公司	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
税前盈利	731.9	964.6	1,028.4	1,271.2	1,529.3
所得税	(218.8)	(215.7)	(216.0)	(285.8)	(366.3)
少数股东应占利润	(52.4)	(51.9)	(46.3)	(46.1)	(44.3)
净利润	460.7	697.1	766.1	939.4	1,118.7
折旧及摊销	88.7	114.4	140.8	165.8	188.6
EBITDA	796.6	1,152.1	1,221.5	1,457.5	1,738.4
增长					
总收入（%）	71.6%	32.8%	20.0%	18.0%	18.1%
EBITDA（%）	72.7%	44.6%	6.0%	19.3%	19.3%
每股收益（%）	58.2%	47.3%	46.0%	22.5%	18.9%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	67.4%	66.4%	65.2%	65.5%	65.8%
EBITDA 利率 (%)	41.0%	44.7%	39.5%	39.9%	40.3%
净利率(%)	23.7%	27.0%	24.7%	25.7%	25.9%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	43.5%	45.7%	42.0%	41.5%	41.0%
实际税率 （%）	29.9%	22.4%	21.0%	22.5%	24.0%
股息支付率 （%）	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
库存周转	65.0	63.4	63.6	55.8	57.8
应付账款天数	51.6	49.1	48.3	41.2	38.0
应收账款天数	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
财务状况					
负债/资产	0.69	0.67	0.63	0.61	0.59
收入/总资产	0.26	0.31	0.33	0.35	0.37
总资产/股本	3.21	3.02	2.78	2.65	2.51
盈利对利息倍数	-30.12	14.10	20.41	61.22	73.10

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度 截至〈12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	3,271.4	3,561.5	3,827.2	4,184.4	4,653.6
应收账款	18.5	26.3	32.6	39.4	46.3
存货	109.9	154.2	188.7	217.8	248.9
其他流动资产	259.5	342.7	419.3	474.8	536.1
总流动资产	3,659.3	4,084.7	4,467.8	4,916.4	5,484.8
固定资产	749.9	939.4	1,535.7	2,108.9	2,661.2
无形资产	689.6	1,168.6	1,168.6	1,168.6	1,168.6
长期投资及其他	2,375.7	2,125.3	2,154.7	2,215.3	2,286.7
总资产	7,474.5	8,317.9	9,326.8	10,409.2	11,601.2
短期负债					
应付帐款	(871.6)	(1,158.6)	(1,368.8)	(1,602.8)	(1,798.1)
短期银行贷款	(83.9)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
其他短期负债	(724.6)	(1,005.6)	(1,195.2)	(1,422.4)	(1,684.9)
总短期负债	(1,680.1)	(2,214.1)	(2,613.9)	(3,075.1)	(3,533.0)
长期银行贷款	(1,607.0)	(1,607.0)	(1,607.0)	(1,607.0)	(1,607.0)
其他负债	(1,867.1)	(1,751.6)	(1,753.9)	(1,797.2)	(1,847.1)
总负债	(5,154.2)	(5,572.7)	(5,974.9)	(6,479.4)	(6,987.2)
少数股东权益	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
股东权益	2,324.9	2,749.8	3,356.5	3,934.5	4,618.7
每股账面值	1.1	1.3	1.5	1.7	2.0
营运资金	1,979.2	1,870.6	1,853.8	1,841.2	1,951.8

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	796.6	1,152.1	1,221.5	1,457.5	1,738.4
调整项	12.0	36.5	56.5	25.3	26.2
营运资金变化	501.3	397.3	284.4	322.3	303.9
所得税	(176.5)	(168.2)	(168.4)	(222.9)	(285.7)
营运现金流	1,133.4	1,417.7	1,394.0	1,582.2	1,782.9
资本开支	(675.9)	(685.8)	(685.8)	(685.8)	(685.8)
其他投资活动	10.8	10.6	10.7	10.7	10.7
投资活动现金流	(665.1)	(675.1)	(675.2)	(685.8)	(685.8)
负债变化	1,456.6	(33.9)	0.0	(0.0)	(0.0)
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(238.7)	(348.5)	(383.1)	(469.2)	(557.9)
其他融资活动	(70.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)
融资活动现金流	1,147.9	(452.4)	(453.1)	(539.2)	(627.9)
现金变化	1,616.2	290.2	265.7	357.2	469.2
期初持有现金	2,080.4	3,271.4	3,561.5	3,827.2	4,184.4
期末持有现金	3,271.4	3,561.5	3,827.2	4,184.4	4,653.6

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

茂业国际（0848，买入）

最先体察经济危机冲击，未来或将首先走出危机

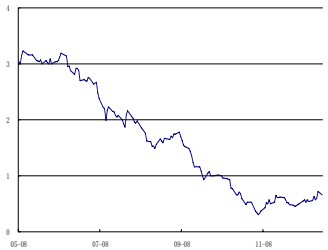
- **收购太原一幅土地用作百货开发：**公司 10 月 21 日宣布以 7.8 亿元的总代价收购一幅位于山西省太原市的土地。此土地位处太原市核心商圈亲贤街长风商圈，总面积为 9.3 万方米，公司表示将采用和第三方合作的方式投资 20 亿元打造一个综合体，并由茂业国际经营百货部分。公司表示目前账面现金约为 22 亿人民币，长短期的负债总和约为 12 亿，而到明年年底的资本开支总和为 13 亿（包含收购此幅土地），同时公司几乎所有的物业都没有进行抵押，因此资金压力虽然大，但是还不至于出现问题。
- **三季度销售并不理想，甚至出现了一定程度的倒退：**公司茂业品牌门店三季度专柜销售下降 3.7%，直销下降 31%；成商品牌专柜增长 20%，直销增长 30%。公司表示茂业品牌出现下降的主要原因是华强北店和东门店由于门口修建地铁，很大程度的影响了交通的通畅性。
- **介入三家 A 股上市公司，并购战略有序进行：**公司目前已经购入三家 A 股上市公司股份，其中包括商业城（约 9.4%），渤海物流（约 6.7%）以及深国商（约 5.1%）。三家公司均以百货零售业务为主，公司表示未来会寻找机会继续增持。
- **下调对公司的盈利预测：**受到客观及主观因素的影响，公司在下半年的销售和盈利状况均不理想，我们相应下调了对公司的盈利预测，对公司 08、09 年收入的预测分别下调了 7.4%及 11.4%。利润下调了 21.6%及 25.7%。
- **十一月销售有所反弹，但依然不理想：**茂业所有门店同比增长 3%左右，其中茂业品牌倒退约 3%，成商增长超过 10%。
- **目标价降至 2.0 港元，买入评级：**我们平均了 DCF 估值结果以及 15 倍 08 年经常性收益（扣除出售股票收益）的估值结果，最终降目标价格至 2.0 港元，此价格相当于 08 年每股收益的 18.5 倍。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	1353	1567	1603	1893	2438
变动 (%)	*47*	*16*	*2*	*18*	*29*
净利润（百万人民币）	217	417	500	568	813
基本每股收益（人民币）	0.05	0.10	0.10	0.11	0.16
变动 (%)	*67*	*100*	*(3)*	*14*	*43*
基于0.75港元的市盈率（倍）	13.2	6.6	6.8	6.0	4.2
每股派息（人民币）	0.00	0.25	0.04	0.03	0.05
息率 (%)	0.00	37.88	5.89	5.02	7.19

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	1,352.6	1,558.4	1,603.2	1,893.5	2,438.3
毛利	682.7	835.6	910.9	1,061.2	1,466.8
其他业务收入	299.1	355.6	391.2	445.7	491.7
销售及管理费用	(730.2)	(635.6)	(638.4)	(698.6)	(845.3)
其他收入	(18.5)	83.9	49.7	(10.0)	0.0
营运收入	233.1	639.5	713.4	798.3	1,113.3
净财务收入（开支）	(53.0)	(99.1)	(30.0)	(10.0)	15.0
联营公司	3.8	3.6	(15.0)	(12.0)	(10.0)
税前盈利	183.9	547.7	668.4	776.3	1,118.3
所得税	(6.0)	(103.6)	(133.7)	(163.0)	(246.0)
少数股东应占利润	(39.1)	27.1	35.2	45.8	59.5
净利润	217.1	417.0	499.5	567.5	812.7
折旧及摊销	133.4	128.9	136.3	146.5	230.0
EBITDA	366.5	768.4	849.7	944.8	1,343.3
增长					
总收入 (%)	47.3%	15.2%	2.9%	18.1%	28.8%
EBITDA (%)	66.1%	109.7%	10.6%	11.2%	42.2%
净利润 (%)	137.7%	92.1%	19.8%	13.6%	43.2%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	50.5%	53.6%	56.8%	56.0%	60.2%
EBITDA 利率 (%)	27.1%	49.3%	53.0%	49.9%	55.1%
净利率 (%)	16.0%	26.8%	31.2%	30.0%	33.3%
营运表现					
SG&A/收入(%)	-54.0%	-40.8%	-39.8%	-36.9%	-34.7%
实际税率 (%)	-3.2%	-18.9%	-20.0%	-21.0%	-22.0%
股息支付率 (%)	0.0%	250.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	50.7	53.5	57.2	51.1	51.6
应付账款天数	401.5	400.8	431.4	384.5	389.7
应收账款天数	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
财务状况					
净负债/股本	0.73	0.87	0.39	0.42	0.39
收入/总资产	0.32	0.43	0.29	0.34	0.36
总资产/股本	4.67	17.92	1.78	1.92	1.81
盈利对利息倍数	4.40	6.45	23.78	79.83	-74.22

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	372.7	391.6	700.7	914.3	1,573.9
应收账款	2.9	3.9	4.5	5.3	7.3
存货	98.7	113.1	103.8	129.0	145.7
其他流动资产	1,795.0	1,336.7	1,359.2	1,383.8	1,410.9
总流动资产	2,269.3	1,845.4	2,168.2	2,432.4	3,137.8
固定资产	833.8	825.4	1,825.4	2,375.4	2,775.4
无形资产	45.1	45.3	45.0	45.0	45.0
其他	1,056.1	881.1	1,495.0	783.5	774.1
总资产	4,204.3	3,597.2	5,533.6	5,636.3	6,732.3
应付股息及所得税	54.8	245.7	31.1	40.1	48.9
应付帐款、应付票据	747.2	840.3	796.2	957.1	1,117.2
短期银行贷款	773.8	610.4	300.0	300.0	300.0
其他应付帐款	917.8	542.6	582.3	635.6	694.1
总短期负债	2,493.6	2,238.9	1,709.5	1,932.7	2,160.2
长期银行贷款	456.7	786.7	300.0	300.0	300.0
递延税项负债	117.9	110.0	121.0	133.2	146.5
总负债	3,068.2	3,135.7	2,130.6	2,365.9	2,606.7
少数股东权益	235.8	260.7	295.9	341.7	401.2
股东权益	900.3	200.8	3,107.1	2,928.7	3,724.4
账面值(分)	17.5	3.9	60.4	57.0	72.5
营运资金	(224.3)	(393.5)	458.7	499.7	977.6

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	366.5	768.4	849.7	944.8	1,343.3
融资成本	8.0	9.9	(30.0)	(10.0)	15.0
营运资金变化	105.0	(45.5)	(66.4)	110.4	114.3
所得税及其他	(10.7)	(149.6)	(93.6)	(114.1)	(172.2)
营运现金流	468.8	583.3	659.6	931.1	1,300.3
资本开支	(65.2)	(96.3)	(1,700.0)	(550.0)	(400.0)
其他投资活动	(441.8)	77.1	2.5	2.8	3.1
投资活动现金流	(507.1)	(19.2)	(1,697.5)	(547.2)	(396.9)
负债变化	541.6	161.1	(797.1)	0.0	0.0
股本变化	0.0	0.0	2,591.0	0.0	0.0
股息	0.0	(854.4)	(409.4)	(170.3)	(243.8)
其他融资活动	(792.1)	231.1	(8.6)	0.0	0.0
融资活动现金流	(250.5)	(462.2)	1,375.9	(170.3)	(243.8)
现金变化	(288.8)	101.9	338.1	213.6	659.6
期初持有现金	551.6	262.2	362.6	700.7	914.3
期末持有现金	262.2	362.6	700.7	914.3	1,573.9

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

达芙妮国际（0210，买入）

08 年中期业绩理想，重申买入评级

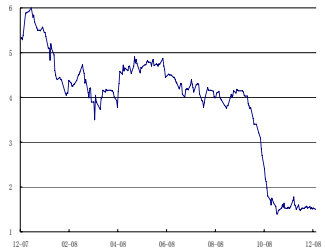
- **08 年中期业绩符合预期：**08 上半年，公司的销售收入增长 34%至 23.5 亿元，经营利润增长 44.3%至 3.6 亿元，净利润增长 40.1%至 2.5 亿元，每股盈利达到 0.16 元港元，整体盈利情况理想。
- **达芙妮业务经营利润大副增长 76.8%：**08 上半年，公司的达芙妮业务在 08 上半年获得了不错的增长，收入同比增长了 39%。增长贡献来自：1、门店数目增长 9%至 2586 间；2、单价提升了 10.1%至 207 元人民币；3、同店增长率达 16%。此外，此业务的经营利润大幅增长 76.8%。
- **鞋柜业务增长强劲：**08 上半年，公司的鞋柜业务销售额同比增长 124%，至 2.6 亿元人民币。业务毛利率提升 4.7 个百分点至 58.4%，经营利润率提升 8 个百分点至 11.3%。
- **阿迪达斯业务和耐克业务的经营利润下降至 610 万元：**公司的阿迪达斯和耐克业务收入同比增长 43.8%至 1.8 亿元，毛利率微降 3.8 个百分点至 45.6%，经营利润下降 56.1%至 610 万元。
- **成为 AREZZO 品牌、Soft 品牌的中国区代理商：**公司于今年 4 月成为 AREZZO 以及 Soft 品牌在中国的代理商。期内，开设了 2 间及 3 间销售点。
- **维持 7.05 港元目标价，重申买入评级：**我们预测公司 07-10 年每股收益的复合年均增长率可达到 31.0%，我们按照 PE 法为其估值，最终维持其 7.05 港元目标价格，此价格相当于 08 年每股收益的 20 倍，我们重申买入评级。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万港元）	3093	3853	4870	6043	7332
变动（%）	*18*	*25*	*26*	*24*	*21*
净利润（百万港元）	298	384	532	681	873
每股收益（港元）	0.18	0.23	0.32	0.41	0.47
变动（%）	*15*	*30*	*37*	*28*	*14*
按现价计算之市盈率（1.55港元）	7.8	6.0	4.4	3.4	3.0
每股派息（港元）	0.05	0.06	0.08	0.10	0.12
息率（%）	2.92	3.85	5.18	6.64	7.59

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

〈港元〉〈百万〉，财务年度截至〈12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	3,093.1	3,853.0	4,870.0	6,043.1	7,332.1
毛利	1,395.2	1,841.8	2,389.3	3,009.1	3,687.6
其他业务收入	30.4	39.9	41.9	44.9	45.9
销售及管理费用	(1,025.0)	(1,337.5)	(1,731.0)	(2,158.9)	(2,586.2)
其他收入	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0
营运收入	404.6	550.2	708.3	905.1	1,159.3
财务开支	(9.2)	(11.3)	(9.0)	(9.0)	(9.0)
联营公司	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6
税前盈利	395.6	539.2	699.8	896.7	1,150.9
所得税	(96.5)	(142.2)	(166.0)	(212.8)	(273.3)
少数股东应占利润	(1.0)	(1.5)	(2.0)	(2.5)	(4.5)
净利润	298.1	395.5	531.8	681.4	873.1
折旧及摊销	66.1	98.0	112.4	129.3	147.5
EBITDA	470.7	648.1	820.7	1,034.4	1,306.8
增长					
总收入（%）	17.9%	24.6%	26.4%	24.1%	21.3%
EBITDA（%）	25.8%	37.7%	26.6%	26.0%	26.3%
每股收益（%）	14.8%	32.4%	34.5%	28.2%	14.2%

资产负债表

〈港元〉〈百万〉，财务年度截至〈12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	148.7	66.2	326.5	523.2	1,017.8
应收账款	299.4	458.3	552.6	686.1	847.3
存货	684.4	992.1	1,066.7	1,365.3	1,530.7
其他流动资产	7.0	2.5	7.0	7.0	7.0
总流动资产	1,139.5	1,519.0	1,952.9	2,581.7	3,402.8
固定资产	378.6	500.4	653.2	656.9	642.4
无形资产	2.4	2.6	2.5	2.6	2.6
长期投资及其他	150.2	198.8	216.6	248.0	279.2
总资产	1,670.7	2,220.8	2,825.2	3,489.1	4,327.0
短期负债					
应付帐款	455.9	631.4	702.3	841.6	1,006.9
短期银行贷款	183.2	195.0	195.0	195.0	195.0
其他短期负债	65.6	127.2	107.9	138.3	177.7
总短期负债	704.7	953.6	1,005.2	1,174.9	1,379.5
长期银行贷款	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0
其他负债	1.0	1.0	1.0	1.0	3.0
总负债	709.7	960.6	1,014.2	1,185.9	1,394.5
少数股东权益	31.9	38.3	45.9	55.1	66.1
股东权益	929.0	1,221.9	1,765.0	2,248.1	2,866.3
每股账面值(分)	57.0	75.0	108.3	137.9	156.6
营运资金	434.8	565.4	947.6	1,406.8	2,023.3

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	45.1%	47.8%	49.1%	49.8%	50.3%
EBITDA 利率 (%)	15.2%	16.8%	16.9%	17.1%	17.8%
净利率(%)	9.6%	10.3%	10.9%	11.3%	11.9%
营运表现					
SG&A/收入(%)	33.1%	34.7%	35.5%	35.7%	35.3%
实际税率（%）	24.4%	26.4%	23.7%	23.7%	23.7%
股息支付率（%）	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	77.7	78.6	76.5	73.4	72.1
应付账款天数	34.5	35.9	36.3	33.9	34.0
应收账款天数	25.3	24.9	24.6	23.2	23.4
财务状况					
负债/资产	0.42	0.43	0.36	0.34	0.32
收入/总资产	1.85	1.98	1.93	1.91	1.88
总资产/股本	1.80	1.82	1.60	1.55	1.51
盈利对利息倍数	43.98	48.69	78.70	100.56	128.81

现金流量表

〈港元〉〈百万〉，财务年度截至〈12月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	470.7	648.1	820.7	1,034.4	1,306.8
调整项	(31.8)	(16.6)	(12.8)	(14.7)	(14.7)
营运资金变化	(77.8)	(291.1)	(98.0)	(292.8)	(159.3)
所得税	(91.5)	(142.2)	(166.0)	(212.8)	(273.3)
营运现金流	269.6	198.2	543.9	514.1	859.4
资本开支	(144.0)	(190.0)	(150.0)	(150.0)	(150.0)
其他投资活动	(96.6)	2.7	5.3	8.3	8.3
投资活动现金流	(240.5)	(187.3)	(144.7)	(141.7)	(141.7)
负债变化	50.1	11.8	0.0	0.0	0.0
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(73.3)	(97.4)	(130.9)	(167.8)	(215.3)
其他融资活动	(12.5)	(7.8)	(7.8)	(7.8)	(7.8)
融资活动现金流	(35.6)	(93.4)	(138.8)	(175.7)	(223.1)
现金变化	(6.6)	(82.5)	260.4	196.7	494.6
期初持有现金	146.9	148.7	66.2	326.5	523.2
期末持有现金	148.7	66.2	326.5	523.2	1,017.8

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

新世界百货中国（0825，买入）

07/08 全年业绩强劲

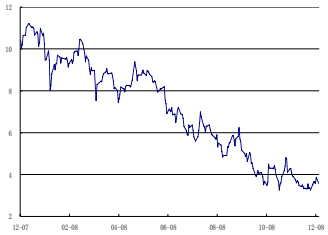
- **07/08 全年业绩强劲：**07/08 财年，新世界百货的销售收入，经营利润和净利润都有强劲表现；分别增长 42.3%，68.0%及 57.4%，达到 14.8 亿，5.8 亿及 4.7 亿港元。同店销售维持强劲增长，同店增长率高达 25.3%。每股盈利达到 0.29 港元。
- **销售收入高速增长：**07/08 财年，公司的销售收入能达到 42.3%的增长,主要原因是各业务均表现强劲。分业务看：专柜销售佣金业务销售额同比增长 34%,至 10 亿港元;此业务收入仍然是公司收入的主要来源,占总体收入的 68%。其次是自营销售业务,其销售额同比增长 92.6%，至 2.2 亿港元;占总体收入的 15%。这两项业务增长是因为:1）同店销售增长维持强劲，达到 25.3%;2)去年和今年 2 间新开的百货店为公司带来的额外收入。管理费和租金收入分别增长 55.5%和 26.8%,至 1.6 亿和 8000 万港元。公司的整体毛利率同比下降 5.5 个百分点至 21.3%，主要原因是公司在期内销售一些毛利较低的奥运产品和销售推广活动的增加所致。扣除奥运产品销售,我们预期明年的毛利率将有所回升。
- **经营利润和净利润分别高速增长 68%及 57%:**07/08 财年，公司的经营利润和净利润分别增长 68.0%及 57.4%。主要原因是 1）所有收入来源都有强劲的表现;和 2)良好的费用管理。07/08 财年费用增长比较稳定。如果用费用占收入比率来计算，租金费用，销售费用和经营费用分别同比下降 4.8%,1.1%及 1.2%，至 20.8%,3.5%及 6.3%。
- **公司的未来动向:**新世界百货会积极在经济繁荣的城市和省份(如上海,北京,浙江省和江苏省）扩展业务，每年会增加 2 至 3 间百货店。公司预计明年楼面总面积会增加 6-9 万平方米。此外，公司也会积极收购管理店，以及寻求更多的发展机会。
- **目标价 7.36 港元，买入评级：**我们以 DCF 绝对估值法和 PE 估值法，设定公司 12 个月的目标价为 7.36 港元，对应的 09 年预测市盈率为 20 倍，评级买入。

盈利摘要

截止6月30日财政年度	2006	2007	2008	2009预测	2010预测
收入（百万港元）	807	1,047	1,489	1,874	2,246
增长 (%)	24.7%	29.8%	42.3%	25.9%	19.8%
净利润（百万港元）	158	303	477	595	782
增长 (%)	56.8%	91.7%	57.4%	24.9%	31.4%
基本每股收益（港元）	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
市盈率（倍）	39.3	20.5	13.0	10.4	7.9
每股派息（港元）	0.00	0.00	0.09	0.11	0.14
息率（%）	-	-	2.6%	3.0%	4.0%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

〈港元〉〈百万〉，财务年度截至6月30日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测
收入	806.7	1,046.9	1,489.3	1,874.5	2,245.6
毛利	741.7	961.6	1,312.8	1,616.1	1,926.6
其他业务收入	24.9	32.3	119.3	125.2	138.4
销售及管理费用	(513.3)	(600.6)	(720.2)	(823.9)	(891.5)
其他收入	-	-	-	-	-
营运收入	171.9	353.9	589.4	793.9	1,042.8
净财务收入（开支）	10.7	2.2	10.8	0.0	0.0
联营公司	-	-	-	-	-
税前盈利	182.6	356.1	600.2	793.9	1,042.8
所得税	(24.7)	(53.3)	(123.6)	(198.5)	(260.7)
少数股东应占利润	-	-	-	-	-
净利润	157.9	302.8	476.6	595.4	782.1
折旧及摊销	(81.4)	(97.5)	(125.6)	(123.5)	(130.7)
EBITDA	253.3	451.4	715.0	917.4	1,173.5
增长					
总收入 (%)	-	29.8%	42.3%	25.9%	19.8%
EBITDA (%)	-	78.2%	58.4%	28.3%	27.9%
净利润 (%)	-	91.7%	57.4%	24.9%	31.4%

资产负债表

〈港元〉〈百万〉，财务年度截至6月30日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测
现金	488.7	967.5	3,127.6	3,418.2	4,093.0
应收账款	299.6	163.2	283.0	497.9	595.9
存货	15.7	29.7	57.5	88.4	109.1
其他流动资产	10.1	96.8	61.0	83.3	83.3
总流动资产	814.2	1,257.2	3,529.1	4,087.8	4,881.4
固定资产	568.1	563.7	1,147.1	1,261.8	1,388.0
无形资产	170.6	168.4	787.4	167.7	167.4
其他	70.4	68.6	124.4	68.1	66.7
总资产	1,623.3	2,058.0	5,760.4	5,585.5	6,503.5
应付股息及所得税	-	-	-	-	-
应付帐款、应付票据	569.6	663.9	0.0	1,159.0	1,403.8
短期银行贷款	-	-	-	-	-
其他	727.2	363.1	59.8	539.0	632.8
总短期负债	1,296.8	1,026.9	1,268.4	1,698.0	2,036.5
长期银行贷款	-	-	-	-	-
递延税项负债	-	-	-	-	-
总负债	1,434.8	1,200.7	1,653.7	1,945.7	2,306.4
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	188.4	857.2	4,106.7	4,371.8	4,919.3
每股账面值(元)	0.1	0.5	2.5	2.6	2.9
营运资金	(482.6)	230.2	2,260.7	2,389.8	2,844.8

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	25.0%	26.9%	21.3%	23.0%	23.0%
EBITDA 利率 (%)	31.4%	43.1%	48.0%	48.9%	52.3%
净利率(%)	19.6%	28.9%	44.9%	31.8%	34.8%
营运表现					
SG&A/收入(%)	34.5%	31.8%	27.5%	24.9%	22.7%
实际税率 (%)	13.5%	15.0%	20.6%	25.0%	25.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	31.8%	30.0%	30.0%
库存周转天数	87.0	97.2	93.1	105.1	113.0
应付账款天数	74.2	73.0	75.8	72.9	71.6
应收账款天数	4.1	5.7	6.1	5.4	5.7
财务状况					
净负债/股本	-	-	-	-	-
收入/总资产	0.50	0.51	0.26	0.34	0.35
总资产/股本	8.61	2.40	1.40	1.28	1.32
盈利对利息倍数	(16.10)	(161.90)	(54.63)	-	-

现金流量表

〈港元〉〈百万〉，财务年度截至6月30日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	253.3	451.4	715.0	917.4	1,173.5
折旧及摊销	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变化	342.8	215.9	224.8	308.3	279.4
所得税及其他	(24.7)	(53.3)	(123.6)	(198.5)	(260.7)
营运现金流	378.0	636.9	690.9	759.6	1,119.7
资本开支	(206.6)	(99.8)	(583.4)	(230.0)	(126.2)
其他投资活动	7.3	(41.5)	94.1	93.8	102.5
投资活动现金流	(199.3)	(141.3)	(489.3)	(136.2)	(23.6)
负债变化	-	-	-	-	-
股本变化	0.0	0.0	2,560.8	0.0	0.0
股息	0.0	0.0	(151.8)	(178.6)	(234.6)
其他融资活动	0.0	(13.3)	(67.9)	(154.3)	(186.6)
融资活动现金流	0.0	(13.3)	2,341.1	(332.9)	(421.2)
现金变化	161.7	478.8	2,542.8	290.6	674.8
期初持有现金	327.0	488.7	967.5	3,127.6	3,418.2
期末持有现金	488.7	967.5	3,127.6	3,418.2	4,093.0

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

华宝国际（336，买入）

中国香精香料行业及烟草行业整合潮的受益者

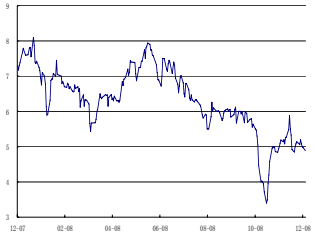
- **通过收购快速成长的中国香精香料行业霸主：**公司于 08 财年收购凯新集团后，销售额同比增长 40%至 14.2 亿港元，公司于 09 财年通过收购富君集团及琥珀集团 51%的权益，我们预测公司的 09 财年销售额可望达 18.7 亿港元，进一步抛离行业第二名达 14 亿港元，显现霸主地位。
- **持续的高盈利能力及高回报率：**公司在完成产品线的垂直整合后，08 财年的整体毛利率同比继续提升 5.4 个百分点至 74.9%，09 财年中期继续提升至 75.3%，毛利率持续上升。08 财年的净利率同比上升 4.8 个百分点至 60.8%。公司 08 财年的股本回报率高达 44%。
- **强劲的整合能力令公司成为行业整合潮的最大受益者：**公司收购同业后，通过采购渠道，产品技术以及管理平台的整合，最终将被收购企业的利润率提升至公司的整体水平。公司收购凯新半年后，将其毛利率提升一倍至 60%。公司收购富君 9 个月后，将其利润率由 07 年的 16%提升至 08 年 9 月的 59%。在经济下行周期，我们预期公司可望以吸引的价格成功收购更多同业。
- **与领先烟草品牌共同发展，共同壮大：**公司于 09 财年通过收购富君集团成为国内第三大烟草品牌红金龙的核心烟用香精供应商，由此，公司成为除红山茶外的所有十大烟草品牌的核心供应商。据中国烟草在线的数据显示，十大品牌的市场占有率从 2000 年的 16%提升至 08 年 8 月的 42%。世界贸易组织允许中国有 10 年的过渡期以开放烟草市场，中国于 2000 年进入世界贸易组织，我们预期中国将于 2010 年全面开放烟草市场。为应对国际对手的竞争，国家需打造销售量超过 1000 万箱的品牌，将加快行业整合的速度。
- **积极开拓食用及日化用香精业务市场，为未来发展奠定基础：**食用及日化用香精市场容量大，食用及日化用香精业务销售额将随着快速消费品生产商单品销量的上升而快速上升，食用及日化用香精业务将成为公司的长远增长点。
- **预测于 2008-2011 财年间净利润的年均复合增长率可望达 16.7%：**公司目前 86%的销售额贡献来自烟用香精业务，为主要的盈利来源，烟草消费黏着度高，受经济周期影响小，烟草行业整合可望加速进行，烟用香精业务的增长确定性较高。我们预期公司的净利润于 2008-2011 财年间的年均复合增长率可望达 16.7%，至 2011 财年的 13.7 亿港元。潜在收购项目可望推动加快盈利增长速度。
- **目标价 6.8 港元，评级买入：**我们给予公司的 12 个月目标价为 6.8 港元，相当于 09 财年及 2010 财年度预测市盈率约 20 倍及 18 倍，评级为买入。

盈利摘要

截止3月31日财政年度	2007实际	2008实际	2009预测	2010预测	2011预测
收入（百万元港元）	1,013	1,419	1,868	2,208	2,618
变动（%）	30	40	32	18	19
净利润（百万元港元）	567	862	1,031	1,173	1,370
每股摊薄收益（港元）	0.19	0.28	0.34	0.38	0.45
变动（%）	96	48	22	14	17
市盈率（倍）	26.2	17.7	14.5	12.7	10.9
每股派息（港元）	0.06	0.08	0.10	0.12	0.13
息率（%）	1.15	1.71	2.07	2.36	2.75

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表

〈百万港元〉，财务年度截至〈三月〉

	2007年实际	2008年实际	2009年预测	2010年预测	2011年预测
收入	1013	1419	1868	2208	2618
毛利	704	1063	1423	1699	2017
其他业务收入	0	0	0	0	0
销售及管理费用	(140)	(214)	(314)	(340)	(406)
其他收入	11	41	28	25	20
营运收入	575	890	1136	1384	1631
财务开支	3	14	17	20	28
联营公司	0	(0)	0	0	0
税前盈利	579	904	1153	1405	1659
所得税	(1)	(34)	(115)	(225)	(282)
少数股东应占利润	10	7	7	7	7
净利润	567	862	1031	1173	1370
折旧及摊销	15	33	105	140	142
EBITDA	590	923	1241	1524	1773
增长					
总收入（%）	30.1%	40.1%	31.6%	18.2%	18.6%
EBITDA（%）	86.8%	56.5%	34.5%	22.8%	16.3%

财务分析

	2007年实际	2008年实际	2009年预测	2010年预测	2011年预测
盈利能力					
毛利率 (%)	69.5%	74.9%	76.1%	76.9%	77.0%
EBITDA 利率 (%)	58.2%	65.0%	66.4%	69.0%	67.7%
净利率(%)	56.0%	60.8%	55.2%	53.1%	52.3%
营运表现					
SG&A/收入(%)	13.8%	15.1%	16.8%	15.4%	15.5%
实际税率（%）	0.2%	3.8%	10.0%	16.0%	17.0%
股息支付率（%）	30.2%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	73	140	140	135	130
应付账款天数	95	166	150	140	130
应收账款天数	115	107	105	103	100
财务状况					
净负债/股本	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
收入/总资产	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
总资产/股本	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
盈利对利息倍数	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用

资产负债表

〈百万港元〉，财务年度截至〈三月〉

	2007年实际	2008年实际	2009年预测	2010年预测	2011年预测
现金	858	972	1,280	1,750	2,872
应收账款	320	416	537	623	717
存货	62	137	171	188	214
其他流动资产	12	13	19	22	26
总流动资产	1,252	1,538	2,007	2,583	3,830
固定资产	185	215	330	329	325
无形资产	12	700	1,417	1,311	1,204
长期投资	14	25	54	53	51
总资产	1,463	2,477	3,809	4,275	5,410
应付帐款	80	162	183	195	214
短期银行贷款	0	0	0	0	0
其他短期负债	242	262	352	416	494
总短期负债	322	425	535	611	708
长期银行贷款	0	0	0	0	0
其他负债	0	31	0	0	0
总负债	322	455	535	611	708
少数股东权益	61	70	77	84	91
股东权益	1,080	1,952	3,197	3,580	4,611
每股账面值（港元）	0.4	0.6	1.0	1.2	1.5
营运资金	929	1082	1473	1972	3122

现金流量表

〈百万港元〉，财务年度截至〈三月〉

	2007年实际	2008年实际	2009年预测	2010年预测	2011年预测
EBITDA	590	923	1241	1524	1773
融资成本	(6)	(14)	(17)	(20)	(28)
营运资金变化	44	(24)	(63)	(47)	(36)
所得税	(18)	(27)	(92)	(180)	(226)
其他营运活动	26	15	34	41	56
营运现金流	636	872	1102	1318	1539
资本开支	(17)	(30)	(30)	(30)	(30)
其他投资活动	31	(614)	(451)	(463)	28
投资活动现金流	14	(645)	(481)	(493)	(2)
负债变化	0	0	0	0	0
股本变化	66	0	0	0	0
股息	(60)	(192)	(313)	(356)	(415)
其他融资活动	(2)	20	0	0	0
融资活动现金流	4	(172)	(313)	(356)	(415)
现金变化	653	55	309	469	1122
期初持有现金	181	858	972	1,280	1,750
汇兑变化	25	58	0	0	0
期末持有现金	858	972	1,280	1,750	2,872

资料来源：公司资料，第一上海预测

中国香精香料（3318，买入）

08 年盈利能力下降，但估值便宜

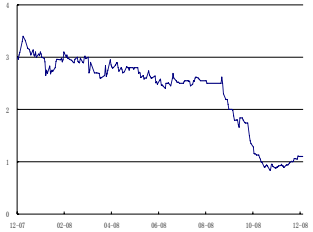
- **“波顿”品牌历史悠久：**公司成立于 1991 年，成立至今一直专注于香精香料的研发，“波顿”是业内历史最为悠久的香精香料品牌之一。公司早在 2002 年就开始发展高端食用香精业务，04 年投入研究日化用香精，于 07 年就已经通过国际日化巨头的供应商资格认证。
- **08 下半年食用香精业务销售受三聚氰胺事件打击，明显导退：**公司向乳制品客户提供的香精销售额占食用香精业务整体销售额约 12%，公司的主要乳制品客户包括蒙牛，伊利，三元及三鹿等。受三聚氰胺事件影响，乳制品及含乳食品的香精需求都明显下降，蒙牛，伊利等客户要求公司停供了两个月的食用香精，目前香精需求量恢复至事发前约 70%的水平。我们预期 09 年食用香精业务将跟随乳制品及含乳食品销售的恢复而恢复。
- **上游业务因奥运停工而未能达到保证利润：**位于山东的上游业务因奥运的原因于 7、8 月被逼完全停工，令公司流失了部分订单或延迟交货，我们预期上游业务的 08 年销售额可望达 1.5 亿元人民币，未能达到收购时保证的 1.95 亿元人民币。上游业务的产品主要用作医药及香精原料，需求刚性较强，我们预期 09 年上游业务可望恢复至原 08 年的保证水平。
- **日化用香精业务因出口型客户需求下降而遭受打击：**公司的日化用香精业务销售额中约 30%的客户为出口型生产商，08 年因出口退税的下降，以及外围经济下滑对产品需求量的减少，导致部分出口型的日化用香精客户订单的减少，我们预期 08 年销售额同比将倒退 1%至 0.63 亿元人民币。
- **烟用香精业务销售增长确定性较高：**公司目前 64%的销售额贡献来自烟用香精业务，我们预测 08 年的烟用香精业务销售额同比增长可达 23%至 2.5 亿元人民币。公司是 18 个烟草集团的烟用香精供应商，烟草消费黏着度高，受经济周期影响小，烟用香精业务的销售增长确定性较高。
- **估值便宜：**由于特发事件对两大业务的冲击，我们预测公司的 08 年净利润同比将大幅倒退 12%至 0.83 亿元人民币，08 年每股盈利同比倒退 15.9%。但是公司目前的股价仅为 08 年预测每股盈利的 5.7 倍，亦已跌至扣除无形资产后的净资产值 1.2 元人民币的水平，我们认为公司盈利能力的大幅下降已完全反映到股价中。
- **目标价 1.4 港元，评级买入：**根据自由现金流折算法计算，我们给予公司的 12 个月目标价为 1.4 港元，相当于 08 及 09 年度预测市盈率约 7.3 倍及 6.1 倍，评级为买入。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万元人民币）	293	429	554	650	788
变动（%）	32	47	29	17	21
净利润（百万元人民币）	75	94	83	98	121
每股摊薄收益（元人民币）	0.18	0.20	0.17	0.20	0.25
变动（%）	-9	15	-16	19	23
市盈率（倍）	5.5	4.8	5.7	4.8	3.9
每股派息（元人民币）	0.08	0.08	0.07	0.08	0.10
息率（%）	7.75	8.44	7.05	8.37	10.32

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表

〈百万人民币〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
收入	293	429	554	650	788
毛利	183	258	273	331	410
其他业务收入	0	0	0	0	0
销售及管理费用	(92)	(129)	(154)	(181)	(218)
其他收入	3	3	7	7	7
营运收入	94	132	126	158	199
财务开支	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)
联营公司	0	0	0	0	0
税前盈利	92	130	125	157	199
所得税	(16)	(29)	(23)	(34)	(50)
少数股东应占利润	0	(7)	(20)	(24)	(28)
净利润	75	94	83	98	121
折旧及摊销	8	18	25	33	40
EBITDA	102	150	152	191	239
增长					
总收入 （%）	32.0%	46.5%	29.3%	17.3%	21.2%
EBITDA （%）	24.0%	46.7%	1.3%	26.0%	25.1%

财务分析

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
盈利能力					
毛利率(%)	62.4%	60.2%	49.3%	50.9%	52.0%
EBITDA 利率 (%)	34.8%	34.9%	27.3%	29.4%	30.3%
净利率(%)	25.8%	21.9%	14.9%	15.1%	15.3%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	31.3%	30.1%	27.8%	27.8%	27.6%
实际税率 （%）	17.9%	22.4%	18.0%	22.0%	25.0%
股息支付率 （%）	44.3%	40.3%	40.0%	40.0%	40.0%
库存周转	102	126	140	135	126
应付账款天数	102	119	119	119	119
应收账款天数	105	129	129	129	129
财务状况					
净负债/股本	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
收入/总资产	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
总资产/股本	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
盈利对利息倍数	42.7	53.3	91.8	115.9	398.4

资产负债表

〈百万人民币〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
现金	269	258	228	233	274
应收账款	84	151	196	230	279
存货	31	59	108	118	131
其他流动资产	44	83	111	130	158
总流动资产	428	552	643	711	841
固定资产	68	133	133	192	225
无形资产	24	183	182	171	160
长期投资	2	79	106	111	109
总资产	523	948	1,064	1,185	1,336
应付帐款	31	56	92	104	123
短期银行贷款	27	23	22	20	20
其他短期负债	18	54	68	80	98
总短期负债	75	133	181	204	242
长期银行贷款	0	0	0	0	0
其他负债	1	43	43	2	2
总负债	76	176	225	206	244
少数股东权益	0	75	90	108	129
股东权益	446	697	750	872	963
每股账面值	1.0	1.5	1.5	1.8	2.0
营运资金	351	376	419	505	597

现金流量表

〈百万人民币〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
EBITDA	102	150	152	191	239
融资成本	(2)	(3)	(4)	(3)	(4)
营运资金变化	(30)	(65)	(71)	(38)	(51)
所得税	(16)	(22)	(21)	(33)	(47)
其他营运活动	(1)	(3)	(2)	(2)	(0)
营运现金流	53	57	54	115	136
资本开支	(48)	(85)	(22)	(80)	(60)
其他投资活动	4	(104)	(21)	5	5
投资活动现金流	(44)	(189)	(43)	(75)	(55)
负债变化	(18)	(35)	(3)	(2)	0
股本变化	130	195	0	0	0
股息	0	(33)	(38)	(33)	(39)
其他融资活动	(5)	(6)	0	0	0
融资活动现金流	107	122	(41)	(35)	(39)
现金变化	116	(11)	(30)	4	41
期初持有现金	153	269	258	228	233
汇兑变化	0	0	0	0	0
期末持有现金	269	258	228	233	274

资料来源：公司资料，第一上海预测

蒙牛乳业（2319，买入）

零售端的销售恢复速度快于预期，长期投资的买入良机显现

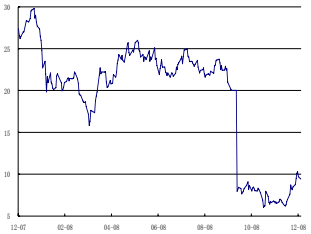
- **中国乳制品行业的“三聚氰胺”事件：**08 年 9 月，中国乳制品行业爆发“三聚氰胺”事件，波及大部分的乳制品企业，其中包括行业三大龙头蒙牛，伊利及光明，事件引发的是行业性危机。随后，大批国际知名品牌的食品均被检测出含有三聚氰胺，“三聚氰胺”事件涉及的范围进一步扩大至大品牌的含乳制品，有助淡化消费者对乳制品行业的负面感受。11 月，媒体广泛报道海外生产的国际婴儿奶粉品牌亦被验出含有三聚氰胺，令“三聚氰胺”事件变得更具普遍性，更进一步降低中国消费者对国内的乳制品消费的抵触情绪。
- **零售端的销售恢复速度快于预期：**随着公司积极推行品质信心恢复工程，消费者的消费信心恢复速度快于我们的预期，不但公司的出货量恢复至“三聚氰胺”事件事发前的 70%—80%，我们从一家经营 77 家超市的零售终端了解到，公司产品的 11 月销售额恢复到事发前的 82.5%。根据目前零售端的销售恢复速度，我们预测公司 09 年的销售不但会恢复至 07 年的水平并将较 07 年增长 5%。
- **行业格局并未因“三聚氰胺”事件而改变：**中国的 54%的原奶产于内蒙古，黑龙江及河北三个人口较少的省份，华北地区的气候环境较适宜养殖优质奶牛，因而奶源集中在华北地区。蒙牛及伊利拥有的奶源优势并不会因“三聚氰胺”事件而在短期内被打破，“三聚氰胺”事件至今仅约三个月时间，销售已恢复到事发前的 80%，地区品牌未有足够的时间获取额外的原奶快速提高产量来占领市场，双寡头局面将延续。
- **“三聚氰胺”事件导致 08 年亏损：**我们预测公司因“三聚氰胺”事件召回成本高达 16 亿元人民币，导致 08 年亏损 9 亿元人民币。“三聚氰胺”事件令公司短期资金紧张，并使其 08 年及 09 年的负债率快速上升。
- **蒙牛仍将成为中国乳业未来大赢家：**公司拥有卓越的创新能力，较强的执行能力，以及全国性的销售网络，并由始至终地坚持品牌营销战略，是其全面超越，成为中国乳业未来大赢家的基础，“三聚氰胺”事件并未动摇公司的成功基础，待行业完全复苏后，公司仍将继续向大赢家地位迈进。
- **“三聚氰胺”事件成长期投资买入良机：**从长远看，中国乳制品市场容量不会缩小，仍是食品行业中最大的细分行业。“三聚氰胺”事件为投资者提供了以较低估值投资已被证实的优秀企业的难得机会。
- **目标价 12.8 港元，评级买入：**根据自由现金流折算法计算，我们给予公司的 12 个月目标价为 12.8 港元，相当于 09 及 2010 年度预测市盈率约 18.7 倍及 12.8 倍，评级为买入。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	16,246	21,318	21,098	22,476	28,670
变动（%）	50	31	-1	7	28
净利润（百万人民币）	727	936	-914	952	1,389
每股摊薄收益（人民币）	0.53	0.66	-0.59	0.61	0.89
变动（%）	59	25	-188	不适用	46
市盈率（倍）	16.7	13.4	不适用	14.6	10.0
每股派息（人民币）	0.18	0.25	0.00	0.21	0.30
息率（%）	1.55	2.19	0.00	1.82	2.65

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	16,246	21,318	21,098	22,476	28,670
毛利	3,722	4,804	3,335	5,206	6,705
其他业务收入	0	0	0	0	0
销售及管理费用	(2,817)	(3,786)	(4,599)	(4,180)	(5,132)
其他收入	76	98	120	70	70
营运收入	981	1,116	(1,144)	1,096	1,643
财务开支	(47)	(6)	31	(27)	(24)
联营公司	8	21	25	30	36
税前盈利	942	1,130	(1,088)	1,099	1,655
所得税	(76)	(22)	0	(55)	(132)
少数股东应占利润	(139)	(173)	174	(92)	(134)
净利润	727	936	(914)	952	1,389
折旧及摊销	407	530	613	704	783
EBITDA	1,388	1,646	(531)	1,799	2,427
增长					
总收入 （%）	50.1%	31.2%	-1.0%	6.5%	27.6%
EBITDA （%）	49.3%	18.6%	-132.3%	不适用	34.9%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	22.9%	22.5%	15.8%	23.2%	23.4%
EBITDA 利率 (%)	8.5%	7.7%	-2.5%	8.0%	8.5%
净利率 (%)	4.5%	4.4%	-4.3%	4.2%	4.8%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	17.3%	17.8%	21.8%	18.6%	17.9%
实际税率 （%）	8.1%	1.9%	0.0%	5.0%	8.0%
股息支付率 （%）	33.5%	36.7%	0.0%	30.0%	30.0%
库存周转	31	19	27	25	23
应付账款天数	40	35	40	34	34
应收账款天数	7	6	10	9	8
财务状况					
净负债/股本	0.29	0.05	0.23	0.17	0.05
收入/总资产	2.09	2.20	2.43	2.36	2.49
总资产/股本	2.59	1.89	2.28	1.89	1.72
盈利对利息倍数	21	172	37	41	67

资产负债表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	1,330	2,211	571	840	1,690
应收账款	315	376	578	554	628
存货	1,071	877	1,314	1,183	1,384
其他流动资产	226	299	352	379	511
总流动资产	2,942	3,764	2,815	2,956	4,213
固定资产	4,637	5,585	5,660	6,362	7,072
无形资产	129	231	151	155	158
长期投资	56	102	56	56	56
总资产	7,764	9,681	8,681	9,528	11,499
应付帐款	1,358	1,574	1,947	1,599	2,022
短期银行贷款	234	183	780	700	250
其他短期负债	1,485	1,606	1,666	1,590	1,975
总短期负债	3,077	3,363	4,392	3,889	4,247
长期银行贷款	641	80	100	180	100
其他负债	413	403	185	129	91
总负债	4,131	3,847	4,678	4,198	4,437
少数股东权益	634	723	204	279	389
股东权益	2,999	5,112	3,800	5,051	6,673
每股账面值	2.2	3.6	2.4	3.2	4.3
营运资金	(1,189)	(83)	(1,863)	(1,242)	(224)

现金流量表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	1,388	1,646	(531)	1,799	2,427
融资成本	63	50	13	35	40
营运资金变化	179	486	(243)	(299)	394
所得税	(78)	(34)	(0)	(51)	(126)
其他营运活动	(149)	(91)	(31)	(68)	(75)
营运现金流	1,403	2,058	(792)	1,417	2,659
资本开支	(1,185)	(1,322)	(900)	(700)	(700)
其他投资活动	(116)	(447)	(3,396)	(145)	(139)
投资活动现金流	(1,301)	(1,770)	(4,296)	(845)	(839)
负债变化	(125)	(838)	604	0	(530)
股本变化	27	1,364	3,266	0	0
股息	(116)	(189)	31	(302)	(441)
其他融资活动	0	(15)	0	0	0
融资活动现金流	(169)	340	3,902	(302)	(971)
现金变化	(68)	628	(1,186)	270	849
期初持有现金	1,248	1,180	1,757	571	840
汇兑变化	0	(51)	0	0	0
期末持有现金	1,180	1,757	571	840	1,690

资料来源：公司资料，第一上海预测

雨润食品（1068，买入）

受惠于生猪价格回落的猪肉制品领导企业

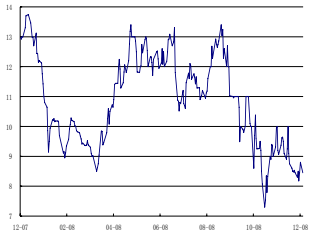
- **生猪价格回落促进猪肉加工业盈利能力：**此轮猪肉价格上涨周期从 07 年 5 月开始到 08 年 2 月达到最高点后，在高位徘徊多月，到 08 年 9 月才开始较明显的下跌。我们认为 08 年的猪价没有如大家预期明显下滑，主要是由于 08 年饲料价格高涨。从猪粮比价来看，08 年的猪粮比价一直维持在 8:1 以上，远高于 5.5 的盈亏平衡点，08 年的养猪利润较高，猪农补栏积极性仍较高，生猪供应量不会快速下降。我们预期 09 年随着饲料价格下降，猪肉价格将延续 08 年第四季度的下跌趋势，由此步入下行周期。猪肉加工制品商可望受益于猪肉价格下降而提升盈利能力。
- **产能快速扩张：**公司计划主要透过收购同业来提升上游生猪屠宰产能，至 2010 年上游产能达 3000 万头，2008-2010 年间的复合年均增长率高达 23%。由于深加工业务对设备要求高，公司将主要通过自建厂房来完成下游产能的扩张，公司计划将下游深加工产能将从 08 年中期的 22.8 万吨增加至 2010 年的 40 万吨。在经济下行周期，可望降低产能扩张成本。
- **受惠于行业整合加速：**目前，雨润食品、双汇发展及大众食品等中国三大猪肉供货商合共的市占率小于 10%。为保证食品安全，国家推行星级认证工程，提高生猪屠宰企业的进入门槛，严格规管生猪屠宰企业。业内只有约 20%的屠宰企业合乎国家此等生产标准，而且小于 10 个人的“小刀手”企业高达 79%。在经济下行周期，我们预期行业整合将加速，公司的收购成功率可望提升。
- **继续完善产品及销售渠道结构提升盈利能力：**公司将持续提升冷鲜肉及低温肉业务的销售比例，提高酒店餐饮渠道的销售比例，通过完善产品结构及销售渠道结构提升整体毛利率。
- **日益提高的品牌价值：**公司将继续加强冷鲜肉及冷冻肉的品牌标识化推广，随着居民可支配收入的提高和对食品安全及品质的重视度提升，公司的冷鲜肉及冷冻肉业务可望持续受惠并获得较高的品牌附加值。未来的估值水平可望因品牌价值的提升而提升。
- **目标价 11.6 港元，评级买入：**我们给予公司的 12 个月目标价为 11.6 港元，相当于 08 及 09 年度预测市盈率约 15 倍及 13 倍，评级为买入。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万港元）	4,621	8,635	12,397	15,238	19,265
变动（%）	4	87	44	23	26
净利润（百万港元）	481	859	1,147	1,313	1,607
每股摊薄收益（港元）	0.33	0.58	0.78	0.89	1.09
变动（%）	-4	76	33	15	22
市盈率（倍）	26.9	15.3	11.5	10.0	8.2
每股派息（港元）	0.07	0.08	0.16	0.19	0.22
息率（%）	0.76	0.93	1.74	2.18	2.49

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

〈港元百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
收入	4,621	8,635	12,397	15,238	19,265
毛利	711	1,220	1,701	2,191	2,804
其他业务收入	89	191	212	150	130
销售及管理费用	(326)	(540)	(769)	(945)	(1,166)
其他收入	0	0	0	0	0
营运收入	475	872	1,144	1,396	1,768
财务开支	12	41	104	61	55
联营公司	(1)	(1)	(1)	(1)	1
税前盈利	485	912	1,247	1,457	1,824
所得税	(6)	(51)	(100)	(146)	(219)
少数股东应占利润	1	(2)	(1)	2	2
净利润	481	859	1,147	1,313	1,607
折旧及摊销	46	83	131	175	222
EBITDA	520	955	1,276	1,571	1,990
增长					
总收入（%）	3.8%	86.9%	43.6%	22.9%	26.4%
EBITDA（%）	18.0%	83.4%	33.6%	23.2%	26.7%

财务分析

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
盈利能力					
毛利率 (%)	15.4%	14.1%	13.7%	14.4%	14.6%
EBITDA 利率 (%)	11.3%	11.1%	10.3%	10.3%	10.3%
净利率 (%)	10.4%	10.0%	9.2%	8.6%	8.3%
营运表现					
SG&A/收入(%)	7.1%	6.2%	6.2%	6.2%	6.1%
实际税率 (%)	1.1%	5.6%	8.0%	10.0%	12.0%
股息支付率 (%)	34.9%	26.7%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	48	34	32	30	28
应付账款天数	20	16	16	16	16
应收账款天数	25	21	20	19	18
财务状况					
净负债/股本	0.29	0.54	0.55	0.47	0.48
收入/总资产	1.47	1.35	1.67	1.89	2.07
总资产/股本	1.29	1.54	1.55	1.47	1.48
盈利对利息倍数	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用

资产负债表

〈港元百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
现金	844	1,966	1,034	464	592
应收账款	323	501	679	793	950
存货	514	682	938	1,072	1,263
其他流动资产	177	257	575	379	439
总流动资产	1,858	3,406	3,227	2,709	3,244
固定资产	934	1,779	2,423	3,193	3,730
无形资产	0	0	0	0	0
长期投资	360	1,192	1,778	2,154	2,340
总资产	3,151	6,377	7,428	8,057	9,314
应付帐款	213	331	469	572	722
短期银行贷款	43	268	298	178	228
其他短期负债	246	445	678	848	1,098
总流动负债	502	1,043	1,445	1,598	2,048
长期银行贷款	0	826	826	826	826
其他负债	189	177	167	157	147
总负债	690	2,047	2,438	2,581	3,021
少数股东权益	12	192	192	12	12
股东权益	2,449	4,139	4,798	5,463	6,281
每股账面值	1.69	2.80	3.25	3.70	4.25
营运资金	1,168	1,360	789	128	222

现金流量表

〈港元百万〉，财务年度截至〈十二月〉

		2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
EBITDA		520	955	1,276	1,571	1,990
	融资成本	(8)	7	(104)	(61)	(55)
	营运资金变化	(88)	(123)	(296)	(145)	(198)
	所得税	(2)	(43)	(84)	(130)	(193)
	其他营运活动	(27)	(48)	(74)	(6)	(4)
营运现金流		396	748	717	1,229	1,541
	资本开支	(325)	(671)	(800)	(800)	(800)
	其他投资活动	(420)	(644)	(591)	(383)	(127)
投资活动现金流		(746)	(1,315)	(1,391)	(1,183)	(927)
	负债变化	(20)	999	(20)	(320)	(150)
	股本变化	0	771	0	0	0
	股息	(155)	(168)	(229)	(287)	(328)
	其他融资活动	8	(33)	(9)	(9)	(8)
融资活动现金流		(167)	1,569	(258)	(616)	(487)
现金变化		(517)	1,002	(932)	(570)	128
期初持有现金		1,303	844	1,966	1,034	464
汇兑变化		58	120	0	0	0
期末持有现金		844	1,966	1,034	464	591

资料来源：公司资料，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

康师傅（322，持有）

具备成为千亿级品牌食品企业潜质的优秀公司

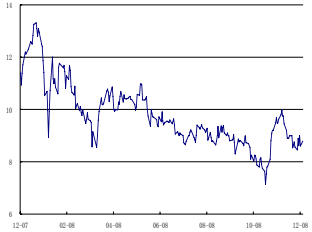
- **拥有广泛有效的分销网络并不断延伸：**我们认为要成为快速消费品行业的赢家，必须拓建广泛，具深度且持续健康运转的分销通路，即要让消费者更方便，更多机会接触到公司的产品。截止 08 年 9 月 30 日，公司有 5,810 家分销商，68,581 家直营零售商以及 564 个营业所遍布全国各地，是中国具有最广泛分销网络的快速消费品生产商之一。公司已进入了覆盖村镇间区域的第二阶段通路建设，公司对通路建设的前瞻性将成就其成为中国未来的千亿级品牌食品企业。
- **稳固的行业领导地位：**据 ACNielsen2008 年 9 月的调研数据显示，公司方便面的市占率同比继续提升 3.9 个百分点至 49.9%，持续稳居第一。公司占据即饮茶市场的 41.2%份额，抛离第二位的统一近 20 个百分点，瓶装水继 07 年中期首次打败娃哈哈占据市场首位后，持续提升市场份额至 9 月的 20.9%。果汁饮料市场占有率维持在 16%的水平，居第三。
- **方便面业务可望继续提升市场份额：**在经济下行周期，方便面的需求刚性较强。公司占有方便面市场的半壁江山，对零售终端拥有较强的谈判力，并占有更多的零售市场资源。公司通过渠道建设及实行重点开拓高端市场的战略，在行业只有单位数增速的情况下，公司的方便面业务于 08 年前三季度获得 43%的高增长。
- **饮料业务将显著地受到经济下滑的影响：**通过对中国饮料消费增速与经济增速的对比，我们发现饮料消费对宏观经济下滑的敏感度高，我们预期 09 年中国饮料消费行业的增速将明显放缓至单位数，甚至负增长。饮料行业的高利润率及广阔市场空间令竞争日益加剧，行业内有如可口可乐等具领导地位的国际巨头参与，公司在饮料行业并不具备领导性的谈判地位。在行业增速快速下滑时期，行业竞争将进入白热化阶段，有可能出现持续性的价格战，公司如不参与战役将导致饮料业务销售额的快速下滑，如参与战役则将损失毛利。
- **方便面及糕点业务毛利率将受益于原材料价格的下降而提升：**原材料价格在经过 08 年的快速上涨后，棕榈油及面粉等原材料的价格将下降，方便面及糕点业务毛利率将受益而提升。
- **目标价 8.8 港元，评级持有：**根据自由现金流折算法计算，我们给予公司的 12 个月目标价为 8.8 港元，相当于 08 及 09 年度预测市盈率约 26 倍及 22 倍。评级为持有。从中期来看，公司的估值已获得较高的溢价，不建议买入。从长远的角度看，我们认为公司具备成长为千亿级品牌食品企业的潜质，是优秀的公司，具备长期投资价格。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万美元）	2,332	3,215	4,289	5,385	6,727
变动（%）	26	38	33	26	25
净利润（百万美元）	149	195	244	282	354
每股摊薄收益（美元）	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06
变动（%）	21	31	25	15	26
市盈率（倍）	42.3	32.3	25.8	22.4	17.8
每股派息（美元）	0.02	0.03	0.02	0.03	0.03
息率（%）	2.17	2.39	1.94	2.24	2.82

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

〈百万美元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	2,332	3,215	4,289	5,385	6,727
毛利	752	1,016	1,358	1,696	2,143
其他业务收入	37	51	58	30	24
销售及管理费用	(549)	(738)	(986)	(1,233)	(1,527)
其他收入	0	0	0	0	0
营运收入	241	329	429	493	640
财务开支	(11)	(19)	(31)	(17)	(16)
联营公司	7	8	12	15	17
税前盈利	237	317	411	491	641
所得税	(24)	(36)	(62)	(88)	(135)
少数股东应占利润	(64)	(86)	(105)	(121)	(152)
净利润	149	195	244	282	354
折旧及摊销	110	152	145	177	202
EBITDA	351	480	575	670	842
增长					
总收入（%）	26.3%	37.9%	33.4%	25.6%	24.9%
EBITDA（%）	22.3%	36.8%	19.6%	16.6%	25.6%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	32.3%	31.6%	31.7%	31.5%	31.9%
EBITDA 利率 (%)	15.1%	14.9%	13.4%	12.4%	12.5%
净利率(%)	6.4%	6.1%	5.7%	5.2%	5.3%
营运表现					
SG&A/收入(%)	24%	23%	23%	23%	23%
实际税率（%）	10%	11%	15%	18%	21%
股息支付率（%）	92%	77%	50%	50%	50%
库存周转	26	26	26	25	24
应付账款天数	59	55	52	50	48
应收账款天数	15	13	13	12	11
财务状况					
净负债/股本	0.29	0.39	0.44	0.22	0.21
收入/总资产	1.3	1.4	1.4	1.7	1.8
总资产/股本	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2
盈利对利息倍数	22.2	16.9	14.0	28.4	40.0

资产负债表

〈百万美元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	162	240	498	423	755
应收账款	94	114	153	177	203
存货	112	155	209	253	301
其他流动资产	110	137	174	212	259
总流动资产	478	647	1,034	1,065	1,518
固定资产	1,230	1,567	1,925	2,011	2,113
无形资产	13	12	10	9	8
长期投资	118	109	109	109	109
总资产	1,840	2,334	3,079	3,194	3,748
应付帐款	257	334	418	505	603
短期银行贷款	240	291	396	200	250
其他短期负债	199	299	372	461	565
总短期负债	696	925	1,185	1,166	1,418
长期银行贷款	28	107	183	120	100
其他负债	18	21	21	22	22
总负债	742	1,053	1,389	1,308	1,540
少数股东权益	185	254	376	444	536
股东权益	913	1,028	1,314	1,442	1,672
每股账面值	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
营运资金	(264)	(406)	(355)	(243)	(21)

现金流量表

〈百万美元〉，财务年度截至〈十二月〉

		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA		351	480	575	670	842
	融资成本	11	19	31	17	16
	营运资金变化	53	65	27	66	75
	所得税	(20)	(33)	(49)	(71)	(108)
	其他营运活动	5	(44)	(63)	(49)	(43)
营运现金流		401	487	520	633	782
	资本开支	(340)	(412)	(260)	(300)	(300)
	其他投资活动	(16)	53	11	25	21
投资活动现金流		(356)	(359)	(249)	(275)	(279)
	负债变化	116	130	181	(259)	30
	股本变化	0	0	0	0	0
	股息	(153)	(171)	(193)	(175)	(201)
	其他融资活动	0	0	0	0	0
融资活动现金流		(38)	(41)	(13)	(434)	(171)
现金变化		7	88	258	(75)	332
期初持有现金		156	164	243	501	426
汇兑变化		1	(9)	0	0	0
期末持有现金		164	243	501	426	758

资料来源：公司资料，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

汇源果汁（1886，卖出）

经营面堪忧，收购价成股价支柱

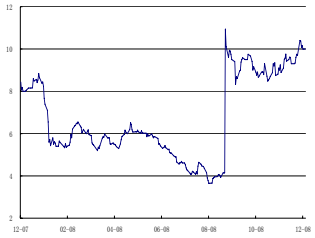
- **08 上半年业绩出现大幅倒退：**公司 08 上半年的销售收入和净利润分别为 12.9 亿元人民币和 3.7 亿元人民币，同比分别倒退 5%及增长 7%，每股基本盈利由人民币 0.27 元增长至 0.25 元。其中销售收入同比出现倒退主要是因各业务的产品销售量都呈现下降。如除去非经营性收益，净利润同比倒退 71%。
- **开始流失市场份额：**根据 AC 尼尔森行业数据显示，虽然公司的百分百果汁及中浓度果汁仍占据市场领导地位，但公司于 08 上半年的销售量增速低于行业平均水平约 10.3 个百分点,仅为 3.8%。
- **渠道建设的重点发生偏移，出现策略性错误：**公司于 08 上半年共辞退 1406 名销售代表，进一步削弱其渠道建设及维护能力。公司于 08 上半年鼓励 647 名前销售代表自立门户成为公司的新分销商，以开拓空白的市场领域，另一方面又收购 10 家位于北京、上海、武汉、天津、太原、重庆、宜昌、成都 及南宁的分销商的销售网络，我们认为公司自身管理销售团队的能力弱，于现阶段实行如此发散的销售渠道发展策略，导致渠道建设的重点偏移，实施过于超前的策略，最终将导致整体效益的明显下降以及市场份额的持续流失。
- **经济下滑，业绩倒退加速：**在饮料行业增速快速下滑时期，我们预期公司的销售将加速倒退，我们预测公司 08 及 09 年的销售额同比分别倒退 6.8%及 7.5%,08 及 09 年的净利润分别同比倒退 51.8%及 19.7%，至 3.1 亿元人民币元及 2.5 亿元人民币。
- **可口可乐提出的高收购价成股价支柱：**08 年 9 月 3 日，公司公告可口可乐对其提出的全面现金收购方案。股份收购建议价高达 12.2 港元，达到公司的历史最高价。此收购案的成败主要取决于国家商务部的反垄断审查的结果，虽然收购案能否成功存在较大的不确定性，但自收购方案公告后，公司的股价徘徊在 8 港元以上。
- **目标价 2.7 港元，评级卖出：**根据公司的基本面运营情况，我们以自由现金流折算法计算，给予公司的 12 个月目标价为 2.7 港元，相当于 08 及 09 年度预测市盈率约 11 倍及 14 倍。评级为卖出。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	2,066	2,656	2,476	2,290	2,515
变动（%）	48	29	(7)	(8)	10
净利润（百万人民币）	222	640	308	248	245
每股摊薄收益（人民币）	0.27	0.36	0.21	0.17	0.17
变动（%）	(6)	34	(41)	(20)	(1)
市盈率（倍）	32.8	24.5	41.6	51.8	52.4
每股派息（人民币）	0.07	0.11	0.05	0.04	0.04
息率（%）	0.80	1.26	0.60	0.48	0.48

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	2,066	2,656	2,476	2,290	2,515
毛利	676	949	762	681	761
其他业务收入	0	0	0	0	0
销售及管理费用	(493)	(702)	(673)	(611)	(679)
其他收入	103	71	57	46	45
营运收入	286	318	145	115	128
财务开支	(55)	337	197	180	175
联营公司	0	0	0	0	0
税前盈利	231	654	343	295	302
所得税	(10)	(37)	(34)	(47)	(57)
少数股东应占利润	1	0	0	0	0
净利润	222	617	308	248	245
折旧及摊销	19	155	229	278	298
EBITDA	305	472	374	393	425
增长					
总收入 (%)	48.4%	28.6%	-6.8%	-7.5%	9.8%
EBITDA (%)	-0.5%	54.9%	-20.7%	5.0%	8.1%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	32.7%	35.7%	30.8%	29.7%	30.3%
EBITDA 利率 (%)	14.8%	17.8%	15.1%	17.2%	16.9%
净利率(%)	10.7%	23.2%	12.5%	10.8%	9.7%
营运表现					
SG&A/收入(%)	23.9%	26.4%	27.2%	26.7%	27.0%
实际税率 (%)	4.2%	5.7%	10.0%	16.0%	19.0%
股息支付率 (%)	36.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	137	159	170	160	150
应付账款天数	88	57	55	57	57
应收账款天数	37	32	35	36	37
财务状况					
净负债/股本	0.56	0.15	0.16	0.16	0.16
收入/总资产	0.59	0.47	0.40	0.37	0.40
总资产/股本	2.26	1.65	1.61	1.58	1.59
盈利对利息倍数	5.17	-2.44	-0.74	-0.64	-0.73

资产负债表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	91	1,290	933	671	362
应收账款	155	233	241	210	300
存货	523	742	855	556	885
其他流动资产	338	443	431	399	412
总流动资产	1,107	2,708	2,460	1,836	1,959
固定资产	2,037	2,579	3,431	3,972	3,962
无形资产	332	324	326	308	300
长期投资	21	24	29	29	29
总资产	3,496	5,635	6,246	6,145	6,249
应付帐款	237	267	250	253	295
短期银行贷款	819	0	0	0	0
其他短期负债	747	420	711	594	632
总短期负债	1,803	687	961	847	927
长期银行贷款	54	511	633	633	633
其他负债	91	1,028	769	767	767
总负债	1,949	2,226	2,363	2,247	2,327
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1,547	3,409	3,883	3,898	3,922
每股账面值	1.9	2.4	2.7	2.7	2.7
营运资金	(842)	483	96	(411)	(368)

现金流量表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	305	472	374	393	425
融资成本	3	38	86	91	86
营运资金变化	(33)	(506)	161	241	(357)
所得税	(13)	(37)	(27)	(38)	(46)
其他营运活动	32	44	20	(14)	(24)
营运现金流	293	10	614	673	85
资本开支	(253)	(588)	(750)	(750)	(250)
其他投资活动	541	(1,521)	(193)	(47)	(34)
投资活动现金流	288	(2,110)	(943)	(797)	(284)
负债变化	(365)	(335)	113	(51)	(48)
股本变化	131	3,485	0	0	0
股息	(282)	0	(77)	(62)	(61)
其他融资活动	0	207	0	0	0
融资活动现金流	(517)	3,357	36	(113)	(109)
现金变化	65	1,258	(293)	(237)	(309)
期初持有现金	26	91	1,290	933	671
汇兑损失	0	(58)	(65)	(25)	0
期末持有现金	91	1,290	933	671	362

资料来源：公司资料，第一上海预测

小肥羊（968，买入）

实现标准化的最大中式餐饮连锁品牌

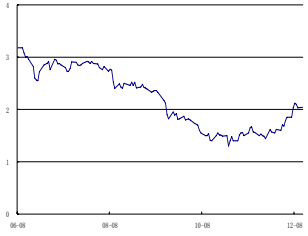
- **小肥羊是最大的中式餐饮连锁品牌：**根据 Euromonitor International 数据显示，2006 年，小肥羊品牌于中国连锁餐饮品牌市场的市场占有率为 6%，排名第三。而前两名均为西式口味的国际连锁餐饮品牌，因此，小肥羊是最大的中式餐饮连锁品牌。
- **定位具小肥羊品牌味道的羊肉火锅专家：**小肥羊一反传统地推出不沾酱料的火锅汤底，独特的口味受到大众消费者的喜爱，小肥羊品牌火锅店在全国的总店数曾逾 700 家。羊肉产品实现自供，具可追溯性。
- **实现标准化的中式餐饮模式是快速扩张的基础：**中式火锅的吃法是一个自己动手制作的过程，因此可以避免对厨师的高度依赖。公司的汤底及羊肉均为工厂生产的包装产品。
- **复制性开店及提升同店增长率助餐饮业务销售额快速提升：**公司计划于 2008－2010 年间的每年将分别开设 40 家、60 家及 80 家自营店，我们预测 2007-2010 年间自营店数的年复合增长率高达 45%，销售收入可望增长近 2 倍。通过提供高端菜式来提升人均消费额，以及通过增加中午快餐供应来提高上座率，从而实现同店增长率的提升。
- **244 家加盟店，为收购提供广阔空间：**公司以约 4 倍的历史净利润为代价于 05—07 年间共收购 27 家特许店，于 07 年共贡献销售收入达 2.2 亿元人民币，约占餐饮业务分部销售额的 29%　公司估计其对税前盈利（未分摊总部费用前）的贡献约为 42%，显著推动盈利增长。目前，公司拥有 244 家加盟店，未来可望通过收购为餐饮业务提供额外的利润增长。
- **羊肉业务可望成为未来的明星业务：**羊肉市场集中度低，发展空间广阔。在零售市场上，可称得上全国知名的羊肉品牌应该只有小肥羊。公司未来将通过分销渠道的建设，产量的上升及产品细分，快速提升羊肉业务的销售额增速。我们预测食品销售业务于 2007—2010 年间的年复合增长率为 46%。
- **新年度品牌使用费制度助品牌费收入快速增长：**公司计划在未来三年完成对所有特许店征收销售额的 4%为年度品牌使用费。新的单店年度品牌使用费是 07 年固定年度品牌使用费的 2 倍。我们预测年度品牌使用费收入于 2007—2010 年间的年复合增长率可望达 38%。
- **预测于 2007-2010 年间净利润的年均复合增长率可望高达 34%：**我们预测公司的每股摊薄盈利于 2007-2010 年间的年均复合增长率可望达 26%
- **目标价 2.5 港元，评级买入：**我们以自由现金流折算法计算，给予公司的 12 个月目标价为 2.5 港元，相当于 08 及 09 年度预测市盈率约 16 倍及 14 倍。评级为买入。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	703	949	1295	1767	2461
变动（%）	*37*	*35*	*36*	*37*	*39*
净利润（百万人民币）	80	91	126	164	221
基本每股收益（元人民币）	0.09	0.11	0.13	0.16	0.21
变动（%）	*33*	*15*	*26*	*19*	*34*
市盈率（倍）	19.2	16.8	13.4	11.2	8.4
每股派息（元人民币）	0.00	0.00	0.03	0.04	0.05
息率（%）	0.00	0.00	1.45	1.72	2.31

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	703	949	1,295	1,767	2,461
毛利	425	572	759	1,038	1,457
其他业务收入	7	8	7	7	7
销售及管理费用	(320)	(432)	(589)	(829)	(1,168)
其他收入	0	0	0	0	0
营运收入	113	148	178	216	296
净财务收入（开支）	(10)	(19)	(8)	6	5
联营公司	0	0	0	0	0
税前盈利	102	129	170	222	300
所得税	(22)	(34)	(38)	(51)	(71)
少数股东应占利润	(1)	(4)	(5)	(7)	(9)
净利润	80	91	126	164	221
折旧及摊销	30	32	47	72	105
EBITDA	142	180	224	288	401
增长					
总收入（%）	36.9%	35.1%	36.4%	36.5%	39.2%
EBITDA（%）	30.0%	26.8%	24.5%	28.1%	39.4%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	60.5%	60.3%	58.7%	58.7%	59.2%
EBITDA 利率 (%)	20.2%	19.0%	17.3%	16.3%	16.3%
净利率 (%)	11.3%	9.6%	9.8%	9.3%	9.0%
营运表现					
SG&A/收入(%)	45.5%	45.5%	45.5%	46.9%	47.5%
实际税率 (%)	21.5%	26.5%	22.5%	23.0%	23.5%
股息支付率 (%)	80.1%	34.9%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	85	99	95	87	83
应付账款天数	34	31	29	28	27
应收账款天数	14	10	11	12	13
财务状况					
净负债/股本	0.00	0.34	0.03	0.02	0.02
收入/总资产	1.26	1.22	1.01	1.18	1.37
总资产/股本	2.64	2.69	1.27	1.31	1.34
盈利对利息倍数	11.0	7.9	22.8	(35.2)	(64.4)

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	169	204	555	506	529
应收账款	5	5	14	15	28
存货	61	144	142	215	253
其他流动资产	54	55	74	95	126
总流动资产	289	409	784	831	935
固定资产	180	220	336	508	701
无形资产	85	143	153	153	153
长期投资	3	3	3	3	3
总资产	558	775	1,276	1,495	1,792
短期银行贷款	0	98	25	25	26
应付帐款、应付票据	26	37	48	64	84
其他应付帐款	111	138	174	226	303
总短期负债	138	274	247	316	413
长期银行贷款	0	1	1	1	0
其他负债	200	196	5	5	5
总负债	338	471	253	322	418
少数股东权益	8	16	22	28	38
股东权益	212	288	1,002	1,145	1,336
账面值	0.2	0.3	1.0	1.1	1.3
营运资金	(49)	(62)	532	510	518

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	142	180	224	288	401
融资成本	10	19	8	(6)	(5)
营运资金变化	15	15	(56)	20	(33)
所得税	(21)	(29)	(19)	(26)	(36)
其他经营活动	(9)	(85)	69	(46)	44
营运现金流	137	100	226	229	371
资本开支	(54)	(51)	(150)	(230)	(280)
其他投资活动	(80)	(70)	(14)	(6)	(12)
投资活动现金流	(134)	(121)	(164)	(236)	(292)
负债变化	(65)	99	(73)	0	0
股本变化	0	14	598	0	0
股息	(55)	(43)	(32)	(41)	(55)
其他融资活动	186	(10)	(205)	(1)	(1)
融资活动现金流	66	59	289	(42)	(56)
现金变化	69	39	351	(49)	23
期初持有现金	96	169	204	555	506
汇兑变化	3	(3)	0	0	0
期末持有现金	169	204	555	506	529

资料来源：公司资料，第一上海预测

味千中国（0538，持有）

08 年中期业绩再次低于预期，维持持有评级

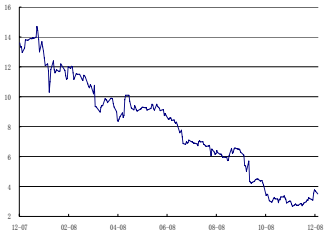
- **08 年中期业绩再次低于预期：**味千 08 年中期实现销售额 7.5 亿元，同比增长 66.6%，经营利润增长 15.9%至 1.6 亿元，净利润增长 8.4%至 1.2 亿元。另外，需要注意的是，公司将报表货币从人民币改为港币，这对公司损益表每一项目的额外贡献约为 10 个百分点。
- **门店数量达到 255 间，08 年底将达到 320 间：**公司截止至 08 年中期的门店数量达到 255 间，其中所有并经营的门店数量 251 间，经营非拥有的门店 2 间，拥有但不管理的店 2 间。
- **毛利率和经营利润率双双下降，符合我们预期：**公司综合毛利率出现了比较明显的下降，从 07 年中期的 68.8%下降到 66.9%，公司表示主要原因是上半年原材料价格上涨较多。另外，公司的费用率出现了明显的上升，经营费用率从 07 年中期的 26.6%提升到 08 年中期的 30.3%，公司表示费用率整体上升的主要原因是人工费用率上升了 2.3 个百分点至 15.9%。我们认为这和我们之前的分析一致。
- **其它收入和税率变动也拖累了整体利润表现：**公司的其它收入出现了 863 万元下降至 3687 万元，主要因为 07 上半年上市冻结资金的利息收入就达到 2451 万元。另外，公司的实际税率也从 17.6%提升至 22.8%，但公司表示下半年政府会对公司有一些退税，因此全年所得税率可能会低于上半年水平。
- **目标价降至 6.1 港元，维持持有评级：**我们根据 DCF 法以及 PE 法对其估值，最终降味千目标价至 6.1 港元，此目标价相当于 2008 年 25.9 倍。我们认为如果公司的股价能够跌至 08 年每股收益的 15 倍，即 3.6 港元可以考虑买入。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万港币）	598	904	1551	2211	2808
变动（%）	*85*	*51*	*54*	*43*	*27*
净利润（百万港币）	113	214	248	349	407
基本每股收益（港币）	0.16	0.22	0.24	0.33	0.39
变动（%）	*110*	*38*	*(4)*	*41*	*17*
基于3.4港元的市盈率（倍）	21.4	15.5	14.6	10.3	8.9
每股派息（港币）	0.00	0.06	0.07	0.10	0.12
息率（%）	0.00	1.79	1.86	2.61	3.05

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表

〈港币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	598.4	904.1	1,551.5	2,211.3	2,807.8
毛利	379.5	603.6	1,015.6	1,460.1	1,861.1
其他业务收入	41.7	139.1	82.1	95.0	97.0
销售及管理费用	(276.5)	(455.8)	(773.5)	(1,088.5)	(1,413.7)
其他收入	2.0	0.0	6.7	8.9	11.1
营运收入	144.8	286.0	324.1	466.6	544.3
净财务收入（开支）	(1.2)	(1.8)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	143.0	284.2	321.9	464.4	542.1
所得税	(27.9)	(63.4)	(71.3)	(112.0)	(130.6)
少数股东应占利润	1.7	7.2	2.9	3.8	4.9
净利润	113.4	213.6	247.7	348.6	406.6
折旧及摊销	26.9	42.1	75.9	104.8	130.8
EBITDA	171.6	328.1	400.0	571.4	675.2
增长					
总收入（%）	37.1%	51.1%	71.6%	42.5%	27.0%
EBITDA（%）	93.4%	91.2%	21.9%	42.8%	18.2%
净利润（%）	132.7%	88.4%	16.0%	40.7%	16.6%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	63.4%	66.8%	65.5%	66.0%	66.3%
EBITDA 利率 (%)	28.7%	36.3%	25.8%	25.8%	24.0%
净利率(%)	18.9%	23.6%	16.0%	15.8%	14.5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-46.2%	-50.4%	-49.9%	-49.2%	-50.3%
实际税率 (%)	-19.5%	-22.3%	-22.2%	-24.1%	-24.1%
股息支付率 (%)	NA	25.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	30.4	27.6	27.2	27.5	26.4
应付账款天数	125.2	126.9	123.8	122.7	120.7
应收账款天数	34.1	27.3	26.6	26.4	25.4
财务状况					
净负债/股本	0.64	0.09	0.11	0.13	0.13
收入/总资产	1.30	0.41	0.67	0.81	0.86
总资产/股本	3.02	1.10	1.13	1.15	1.15
盈利对利息倍数	118.7	158.9	145.9	210.0	244.9

资产负债表

〈港币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	107.5	1,682.8	1,690.8	2,048.3	2,508.5
应收账款	118.1	95.1	155.5	180.4	224.8
存货	21.4	24.7	47.3	54.6	68.8
其他流动资产	0.7	35.0	0.7	0.7	0.7
总流动资产	247.6	1,837.6	1,894.3	2,284.0	2,802.9
固定资产	166.7	297.3	322.3	347.3	372.3
无形资产	37.1	37.1	37.1	37.1	37.1
长期投资	9.2	59.8	62.6	64.0	65.4
总资产	460.7	2,231.8	2,316.3	2,732.5	3,277.7
短期负债	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0
应付帐款、应付票据	133.5	146.9	201.8	260.9	310.7
短期银行贷款	47.4	1.0	1.0	1.0	1.0
其他应付帐款	38.7	48.5	52.3	81.6	95.1
总短期负债	221.6	200.4	261.1	351.6	416.8
长期银行贷款	72.9	0.0	0.3	0.3	0.3
其他负债	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2
总负债	294.6	200.8	261.6	352.1	417.3
少数股东权益	13.3	6.0	8.0	10.6	14.0
股东权益	152.7	2,025.0	2,046.7	2,369.8	2,846.4
账面值	0.1	1.1	1.1	1.3	1.6
营运资金	26.1	1,637.2	1,633.2	1,932.5	2,386.0

现金流量表

〈港币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	171.6	328.1	400.0	571.4	675.2
融资成本	0.6	(68.2)	(38.0)	(38.0)	(38.0)
营运资金变化	(16.1)	33.9	(57.5)	(28.9)	(74.8)
所得税	(18.9)	(15.8)	(12.8)	(20.2)	(23.5)
营运现金流	137.2	278.0	291.7	484.3	538.9
资本开支	3.0	(168.0)	(400.0)	(226.0)	(204.0)
其他投资活动	(43.7)	34.9	40.0	43.0	45.0
投资活动现金流	(40.8)	(133.1)	(360.0)	(183.0)	(159.0)
负债变化	104.2	(118.9)	0.3	0.0	0.0
股本变化	0.0	1,732.0	0.0	0.0	0.0
股息	(105.9)	11.2	64.6	66.9	94.1
其他融资活动	(60.5)	(2.0)	(2.6)	(3.4)	(4.4)
融资活动现金流	(62.2)	1,622.3	62.3	63.5	89.7
现金变化	34.2	1,767.2	(6.0)	364.8	469.6
期初持有现金	73.1	106.1	1,696.5	1,690.8	2,048.3
期末持有现金	106.1	1,696.5	1,690.8	2,048.3	2,508.5

数据来源：公司资料、第一上海预测

中国绿色食品（904，买入）

向品牌食品发展的种植业龙头

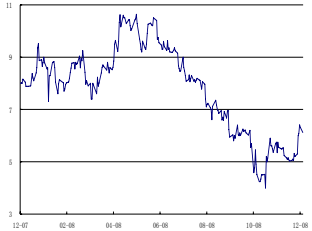
- **世界经济不景为中国农产品出口商提供发展机遇：**根据中国海关总署数据显示，中国的蔬菜出口总额由 93 年的 9.5 亿美元番了 3.4 倍至 07 年的 42.2 亿美元。虽然外围经济步入衰退，但基础消费品的刚性需求强，而在经济不景气时期，外国消费者更可能选折具备价格优势的中国冷鲜及加工农产品，为中国新鲜农产品的生产商及加工商提供侵占更多海外市场份额的机遇。
- **高品质成就强竞争力：**中国绿色(中绿)向日本客户供应农产品达十五年之旧，已通过多项质量体系认证，其产品依照最为严格的质量监控标准生产。日本毒饺子事件及含高浓度“敌敌畏”的冷冻豆角事件，令海外客户提高对中国出口农产品品质的重视度，其将提高中国出口农产品生产及加工企业的进入门槛，有助公司快速侵占市场。
- **建基于种植向下游品牌食品发展：**08 年以来，出现了如三聚氰氨等食品安全事故后，消费者对可追溯性食品的重视度快速提升，我们认为如公司这类从上游农产品种植向下游品牌食品发展的企业，将获得更多消费者的青睐。完成产业链垂直整合的品牌食品企业能够有效控制食品的成本及质素，减轻对原料供应商的依赖度，获取更高及更稳定的利润率。
- **独特的业务模式有助集团维持高利润率：**中国绿色奉行以销定产策略，即参考客户的销售订单以制定年度的生产目标，减低因供过于求所引致的浪费。公司以成本加利润率的订价方式有助公司将额外的成本转嫁予客户，减轻公司面对成本上涨的问题。另外，中绿以长期租赁形式经营种植农地，租赁期间租金不会改变，使公司更能有效控制成本。
- **预测于 2009-2011 财年间净利润的年均复合增长率可望高达 29.6%：**我们预测公司的**净利润**于 2009-2011 **财**年间的年均复合增长率可望达 29.6%
- **目标价 10.1 港元，评级买入：**我们给予公司的 12 个月目标价为 10.1 港元，相当于 09 及 2010 财年度预测市盈率约 15 倍及 12 倍。评级为买入。

盈利摘要

截止4月30日财政年度	2007实际	2008实际	2009预测	2010预测	2011预测
收入（百万元人民币）	954	1,267	1,667	2,221	3,003
变动（%）	39.0%	32.8%	31.6%	33.2%	35.3%
净利润（百万元人民币）	346	471	590	750	991
每股摊薄收益（元人民币）	0.40	0.48	0.60	0.76	1.01
变动（%）	12.2%	19.7%	25.3%	27.1%	32.1%
市盈率（倍）	13.5	11.2	9.0	7.1	5.3
每股派息（元人民币）	0.12	0.14	0.19	0.24	0.31
息率（%）	2.19%	2.67%	3.48%	4.42%	5.84%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈四月三十日〉

	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测
收入	954	1,267	1,667	2,221	3,003
毛利	498	677	908	1,222	1,668
其他收入	31	78	58	57	68
销售及管理费用	(168)	(245)	(333)	(453)	(625)
营运收入	360	510	632	826	1,111
财务开支	(14)	(27)	(11)	(11)	(10)
税前盈利	346	484	621	815	1,101
所得税	0	(13)	(31)	(65)	(110)
净利润	346	471	590	750	991
折旧及摊销	70	104	167	235	275
EBITDA	431	614	799	1,061	1,386
增长					
总收入 (%)	39.0%	32.8%	31.6%	33.2%	35.3%
EBITDA (%)	34.1%	42.7%	30.1%	32.7%	30.6%
每股收益 (%)	20.2%	20.1%	24.3%	27.1%	32.1%

财务分析

财务年度截至〈四月三十日〉

	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	52.2%	53.4%	54.4%	55.0%	55.5%
EBIT 利率 (%)	37.7%	40.3%	37.9%	37.2%	37.0%
净利率(%)	36.3%	37.2%	35.4%	33.8%	33.0%
营运表现					
SG&A/收入(%)	17.7%	19.3%	20.0%	20.4%	20.8%
实际税率 (%)	-0.1%	2.6%	5.0%	8.0%	10.0%
股息支付率 (%)	26.4%	26.8%	28.0%	28.0%	28.0%
库存周转	9	13	13	14	15
应付账款天数	15	14	14	13	12
应收账款天数	21	12	11	11	11
财务状况					
净负债/股本	58.5%	56.0%	24.5%	26.7%	33.4%
收入/总资产	51.8%	40.0%	44.7%	51.7%	58.4%
总资产/股本	1.1	1.4	1.3	1.3	1.2
盈利对利息倍数	25.0	19.2	57.5	75.1	111.1

资产负债表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈四月三十日〉

	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测
现金	1,051	2,098	1,525	1,736	2,236
应收账款	51	35	66	68	113
存货	14	26	29	49	63
其他流动资产	73	220	116	118	120
总流动资产	1,189	2,379	1,737	1,972	2,533
固定资产	475	523	1,790	2,110	2,392
长期预付租金	94	113	121	131	131
其他固定资产	83	152	83	83	83
总资产	1,841	3,168	3,731	4,297	5,139
应付帐款	22	24	34	37	51
应付董事款项	1	6	6	6	6
应付税项	68	55	68	68	69
总短期负债	91	85	108	111	126
可换股债券	65	843	843	843	843
其他负债	0	0	0	0	0
总负债	155	928	951	954	969
股东权益	1,686	2,240	2,779	3,342	4,170
每股账面值	2.18	2.58	3.15	3.79	4.72
营运资金	1,098	2,294	1,628	1,861	2,407

现金流量表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈四月三十日〉

	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测
EBITDA	431	614	799	1,061	1,386
融资成本	14	27	11	11	10
营运资金变化	22	(30)	10	(15)	46
所得税	0	(13)	(31)	(65)	(109)
其他	61	98	114	182	213
营运现金流	443	566	725	928	1,260
资本开支	(126)	(391)	(1,100)	(500)	(500)
其他投资活动	(54)	(20)	(59)	(32)	(22)
投资活动现金流	(180)	(411)	(1,159)	(532)	(522)
负债变化	0	1,000	0	0	0
股本变化	44	0	0	0	0
股息	(84)	(106)	(137)	(183)	(237)
其他融资活动	(5)	(1)	(1)	(1)	(1)
融资活动现金流	(45)	892	(139)	(185)	(238)
现金变化	217	1,047	(572)	211	500
期初持有现金	853	1,051	2,098	1,525	1,736
汇兑变动	(20)	0	0	0	0
期末持有现金	1,051	2,098	1,525	1,736	2,236

资料来源：公司资料，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

中国机械及设备制造业

评级：正面

经济刺激政策赋予的机会

2008年中国机械及设备制造业回顾
- 2008 年上半年热，下半年冷
- 机械及设备制造行业 2009 年影响因素

铁路建设
- 中国铁路建设落后于经济发展
- 铁路投资规模预测
- 铁路建设产业机会
- 投资策略及关注公司：中国中铁（390，持有）、中国铁建（1186，未评级）、中国自动化（569，买入）、中国南车（1766，未评级）、南车时代电气（3898，买入）

新能源
- 高速成长的中国风电产业
- 风电的产业链
- 经济危机对风电产业的影响
- 太阳能产业——寒冬过后是春天
- 投资策略及关注公司：中国高速传动（658，买入）、中国风电（182，买入）

工程机械
- 工程机械 2008 年回顾
- 工程机械 2009 年影响因素
- 投资策略及关注公司：潍柴动力（2338，未评级）、中国龙工（3339，未评级）、第一拖拉机（0038，持有）

电力设备
- 稳定成长的电源建设
- 投资策略及关注公司：上海电气（2727，买入）、东方电气（1072，买入）

汽车行业
- 波折的 2008 年汽车业
- 汽车消费增长
- 影响汽车行业的政策
- 海外同业历史比较
- 投资策略及关注公司：比亚迪（1211，买入）、中国重汽（3808，未评级）、东风汽车（489，未评级）、长城汽车（2333，未评级）

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

中国机械及设备制造业 2008 年回顾

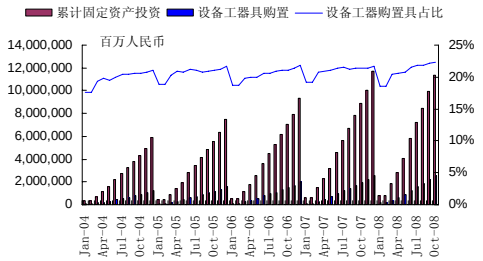
2008 年上半年热，下半年冷

设备工器具购置与固定资产投资同步增长，波动幅度比固定资产波幅更大

机械和设备制造业是经济发展的基础性行业，近年来与中国经济建设呈现共同增长的态势。设备工器具购置一般占固定资产投资的 20%左右。中国固定资产投资增幅近年来基本上维持在 25%左右，而设备工器具购置的增幅则围绕在 25%左右做上下波动，但是波动幅度比固定资产投资大。

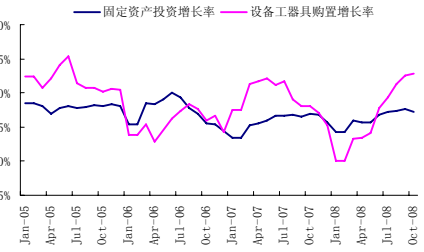
虽然受到国际金融风暴的影响，但是 2008 年 1～10 月份中国固定资产投资仍然保持 24.3%～27.6%的月度同比增长率，而设备工器具购置月度同比增长幅度保持在 20.1%～32.8%之间。

图 1：设备工器具购置占比稳定



资料来源：CEIC、第一上海

图 2:设备工器具购置增长率



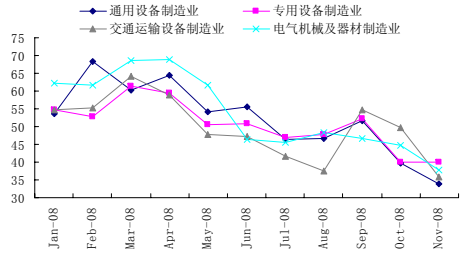
资料来源： CEIC、第一上海

机械行业上半年快速增长，下半年增速有所回落

根据机经网数据，中国机械行业 2008 年上半年运行快速，1～6 月销售产值同比增长 30.04%，出口同比增长 23.41%；下半年增速有所回落，1～10 月份累计销售产值为 7.3 万亿元，同比增长 26.8%，出口交货值 1.12 万亿元，同比增长 20.1%。

行业回落迹象从 2008 年 5 月份开始采购经理指数就有所反映。通用设备制造业、专用设备制造业、交通运输设备制造业以及电气机械及器材制造业的采购经理指数从 2008 年 5 月份开始就出下跌趋势，到 11 月份还呈现出进一步下跌趋势，可见下跌的趋势并未就此停止。

图 3：采购经理指数



资料来源：CEIC、第一上海

进出口下半年也呈现放缓趋势

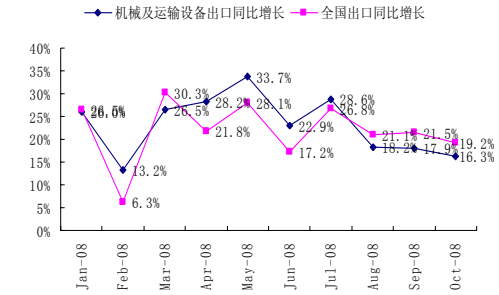
机械及运输设备出口2008年1～10月份平均增速为23.1%，略高于全国平均水平21.9%。但是从 2008 年 8 月份开始，机械及运输设备出口增长幅度低于全国出口增幅，

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

未来形势不容乐观。进口也同样呈现增速放缓趋势。

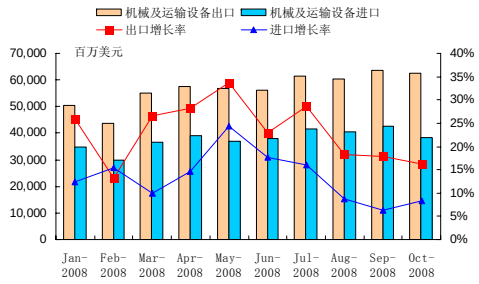
综合来看，整个机械板块基本上呈现上半年热、下半年冷的态势。

图 4：机械及运输设备出口比例



资料来源：CEIC、第一上海

图 5：机械及运输设备进出口情况



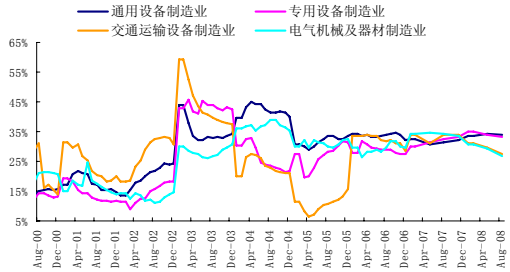
资料来源： CEIC、第一上海

增长趋于平稳，行业出现分化

机械行业将从快速增长转向稳定增长

自从 2003 年以来，中国机械行业进入了一个快速增长阶段，从 2008 年 1-8 月份机械行业主营业务收入数据来看，增速逐渐出现减缓，并将在 2008 年下半年及 2009 年逐步表现出来。我们认为机械行业将从快速增长的态势逐步转向平稳增长态势。

图 6：主营业务收入增长率



资料来源：CEIC、第一上海

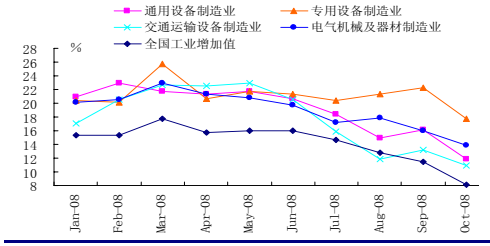
行业将出现分化，专用设备制造业优于同行

2008 年通用设备制造业、专用设备制造业、交通运输设备制造业以及电气机械及器材制造业的工业增加值增速呈现下降趋势。其中交通运输设备制造业工业增加值增速下降幅度最为明显，增速从 2008 年 6 月份之后急速下跌，10 月份增速下降至 10.9%；专用设备制造业工业增加值增速从 2008 年 10 月份开始才出现下跌，跌幅最小，表现优于同行。但是四者的增幅还是高于全国工业增加值平均水平。

从毛利率的角度出发，专用设备制造业毛利率从 2005 年开始表现就优于其它板块，电气机械及器材制造业表现最差。

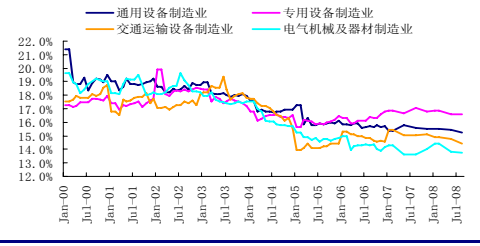
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图 7：工业增加值月度同比增速



资料来源：CEIC、第一上海

图 8：毛利率



资料来源： CEIC、第一上海

机械及设备制造行业 2009 年影响因素

自 2000 年以来，中国工业发生结构性转变，从轻工业发展逐渐向重工业转化，目前中国正处于重工业化的第二阶段。中国机械及设备制造行业自 2003 年起进入快速发展阶段，产品类别从早期大型和重型设备诸如集装箱、起重机机械，逐渐向技术含量更高的产品类型转移，诸如电力和电气设备、数控机床、新能源设备等，产业逐渐由资本密集型和劳动力密集型向技术密集型转化。

机械及设备制造业将受到经济不景气及政府投资措施两方面影响

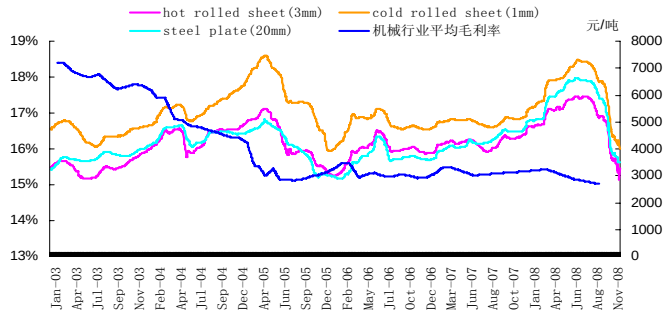
受到全球经济危机的影响以及中国政府投资措施的刺激，2009 年工程机械将由两方面的因素互相牵制，一为受制于经济不景气影响带来的国内外下游需求减缓，以及原材料价格下降；二为中国政府所采取的经济刺激政策，例如四万亿的投资刺激措施、增值税转型、信贷政策等。

原材料价格下降

机械行业毛利率与原材料价格负相关

机械行业毛利率与能源、钢材等原材料价格紧密相关，一般来讲，毛利率对原材料的反应有 1-3 个月的滞后期。以钢材为例，2003 年起到 2005 年初钢材价格不断攀升，机械行业毛利率一路下滑；2007 年开始钢材价格再度涨价，在 2008 年 6～8 月又达到顶峰，期间机械行业的毛利率出现下跌，预计毛利率下跌的趋势将延续到 10 月份，2009 年毛利率水平将有所回升。

图 9：机械行业毛利率与钢材价格负相关



资料来源：Bloomberg、CEIC、第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

钢价下降将缓解重型机械产品的成本压力

钢材价格下降对不同行业的成本压力影响有所轻重。

工程机械综合成本中，钢材占比达 40%～70%。技术含量较高的混凝土泵车、旋挖钻机、挖掘机和起重机从钢价下降中受益较小，而门槛不高的装载机、压路机、平地机、叉车等受益较大。

机床行业中的大中型机床及专用机床的附加值较高，钢材成本占比较小，成本受益小；而重型机床等钢材成本占比较大，成本受益大。

造船业在大型钢结构件、压力容器及船身等的钢材成本占总成本的 50%～60%，钢价下跌将直接缓解成本压力。

综合而言，重型机械产品的成本压力将逐步减缓，然而，这并未考虑各板块需求下降所带来的销量、价格下跌所带来的利润空间压缩，例如附加值较低的工程机械、普通机床及造船业将面临竞争加剧、销售不振的局面。

出口压力仍然存在

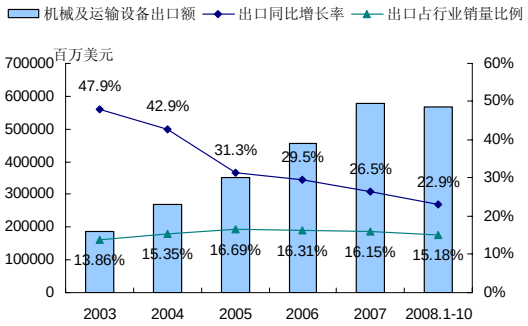
机械及运输设备 2008 年 1～10 月份出口同比增长 22.9%，出口额占行业销售比例大约在 15%左右。从历年数据上看，增速有所减缓，这主要是因为基数变大及全球经济不景气的影响。未来一段时间，出口压力将继续存在。

中国机械和运输设备在全球经济低迷下具有性价比竞争优势

目前中国机械及运输设备出口占全球市场份额比较低，但是同国际同行业产品比较，中国机械及设备制造产品具有价格优势，甚至某些产品质量与国际水平相当，在全球经济低迷的状况下，具有一定竞争力。近年来发展竞争力提升较快的上市公司有上海电气、东方电机、潍柴动力和海天国际等。

从行业板块来看，出口增速较快的行业是农业机械、工程机械、重型矿山和基础件，受出口增速较慢的板块是船舶制造业、仪器仪表、石化通用等。

图 10：历年机械及运输设备出口增速



资料来源： CEIC、第一上海

四万亿投资措施，下游出现分化

四万亿投资措施最大受益为铁路运输设备，其次为工程机械

2008 年国务院出台了十项投资措施，计划到 2010 年年底约投资 4 万亿元，其中与机械行业密切相关的包括加快建设保障性安居工程、加快农村基础设施建设、加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设、加快地震灾区灾后重建等。2008 年第四季度

中央先安排投资一千亿元，2009 年灾后重建基金提前安排二百亿元。

政府通过投资来拉动经济增长的意图十分明显，项目投向主要集中在公路、铁路、港口、机场、城市交通、电厂、油气工程等基础设施建设上。

在经济增速减缓与政府投资拉动的背景下，行业分化将比较明显：受四万亿投资措施刺激下，铁路运输设备将获得高速增长，工程机械板块也将受到明显拉动；但是冶金专用设备、起重运输设备、与制造业相关的机床板块将有所减缓；船舶制造业在上半年快速增长之后将经历较大挫伤。

增值税转型

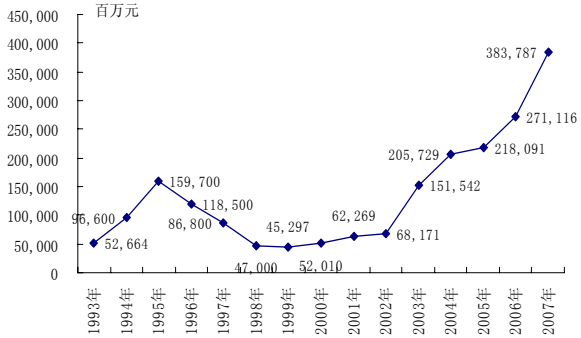
增值税转型可使机械行业每年最少少交 160 亿元增值税

增值税转型改革方案的主要内容是：自 2009 年 1 月 1 日起，在维持现行增值税税率不变的前提下，允许全国范围内（不分地区和行业）的所有增值税一般纳税人抵扣其新购进设备所含的进项税额，未抵扣完的进项税额结转下期继续抵扣。

2003 年以来机械行业进入快速发展阶段，固定资产增加值逐年递增，机械行业 2007 年固定资产投资额大概为 3838 亿元。按照 40%的设备购置计算，其增值税高达 260 亿元。

根据我们的判断，机械行业保持增长的势头并未发生逆转，即使保守以 2007 年数据计算，剔除过去已经实施的进口设备增值税免税和外商投资企业采购国产设备增值税退税等一些增值税减免政策，每年最少可以少交纳增值税 160 亿元。

图 11：机械行业年度固定资产投资额



资料来源：CEIC、第一上海

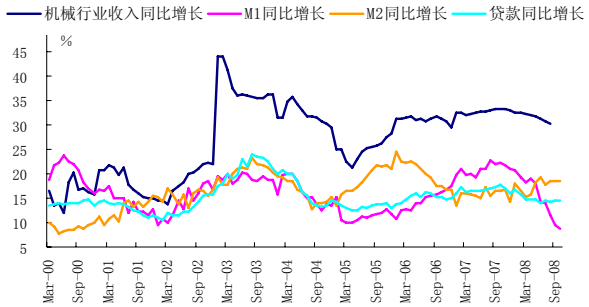
货币信贷政策

机械行业销售与货币和信贷正相关

数据分析显示，机械行业销售与货币供给和信贷呈正相关关系。2008 年 10 月份的 M1 增速降低至 10 年来最低水平，信贷额度放开之后，贷款增速低于预期，反映了银行风险意识的加强。

机械行业中受银行信贷影响较大的是与建筑施工及租赁相关的工程机械、船舶制造业以及能源设备业。

图 12：机械行业销售与货币供应和信贷密切相关

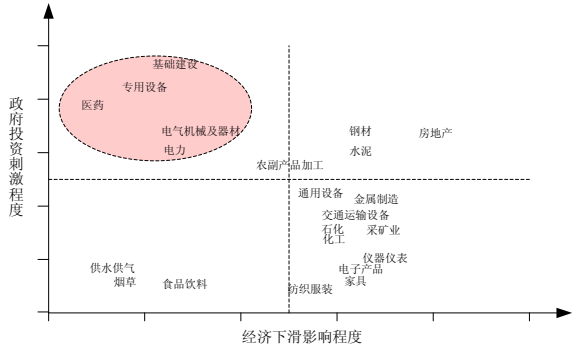


资料来源：CEIC、第一上海

综合上述分析，我们认为在机械及设备制造业中，专用设备和电气机械及器材受到经济下滑的影响较小，而且受到政府投资带动的比较大；而通用设备和交通运输设备则受到经济下滑的影响较大，受到政策的带动相对较少。

但是各个板块内部也有分化，例如专用设备中的一些门槛低且产能过剩的品种也会有不好的表现，而通用设备及交通运输板块中附加值高的产品也会有较好的表现。

图 13：经济下滑与政府投资刺激影响示意图



资料来源：第一上海

结合市场的实际情况我们建议投资者在机械设备大行业中关注如下板块：铁路建设、新能源、工程机械、电力设备和汽车行业，这些板块都不仅受惠于政府的经济刺激政策，同时这些行业的长期盈利能力和可持续发展能力都领先于其它行业。

铁路建设

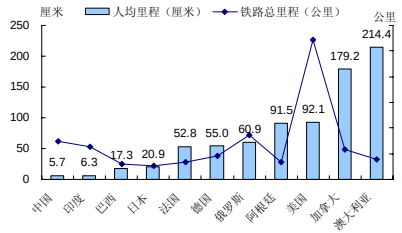
中国铁路建设落后于经济发展

纵观各时期经济强国发展的历史，铁路现代化建设是一个国家从传统的农业社会向工业社会转变的一个重要基础，铁路不仅是最庞大的陆上运输工具，同时铁路建设将促进一个国家的制造业、基础建设业和金融体系加速繁荣和进步。

铁路营运里程增长落后于经济增长

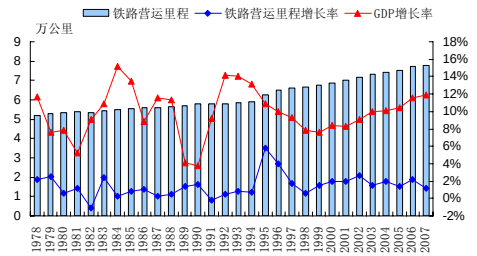
从国土面积和地理状况来讲，中美有许多相似之处，但是中国目前铁路总里程远远落后于美国；人均里程更是落后于许多国家，在全球排名接近 200 名。中国铁路营运里程历年增速远低于 GDP 增长率。

图 1：各国铁路网总里程和人均里程



数据来源：中国交通运输信息网、第一上海

图 2：铁路营运里程增速落后于 GDP 增速

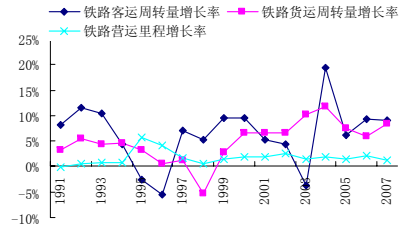


数据来源：国家统计局、铁道部、第一上海

从 1991 年到 2007 年，铁路客运、货运周转量年复合增长率分别为 6%和 5%，而铁路营运里程年复合增长率仅为 1.9%。

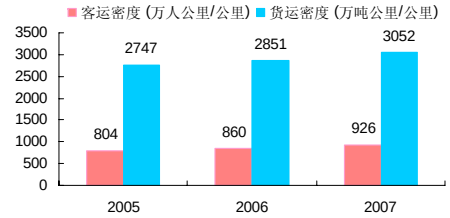
根据铁道部的公开信息，从 2005 年到 2007 年，货运密度从 2747 万吨公里/公里增长到了 3052 万吨公里/公里；同时人均客运铁路密度也无法承载现有的需求，在同一时期内，客运密度从 804 万人公里/公里上升到 926 万公里/公里，整体的铁路运输需求不断上升。

图 3：铁路营运里程增速落后于客货运增速



数据来源：国家统计局、铁道部、第一上海

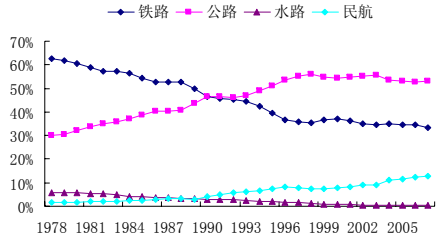
图 4： 铁路客货运运输密度



数据来源： 铁道部、第一上海

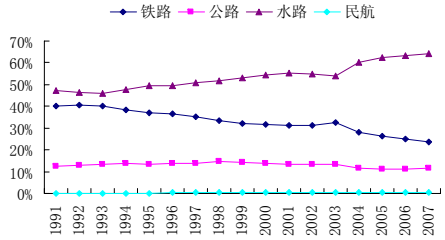
昔日铁路行业作为交通运输行业龙头老大的地位日益受到挑战，铁路客运、货运周转量在全社会客货运周转量中的比重呈现下降趋势。2007 年旅客周转量仅占 33.4%，货运周转量仅占 23.8%。

图 5：铁路客运周转量比例不断下降



数据来源：CEIC、第一上海

图 6：铁路货运周转量比例不断下降



数据来源：CEIC、第一上海

而从经济效应的角度来讲，铁路的单位运输成本相当于公路的 1/2、航空运输的 1/8，仅次于水运的单位运输成本。铁路运输所造成的环境污染成本仅为道路运输和航空运输的 1/10。

因此发展铁路运输业，无论从需求现状，还是从经济节约、环境保护的角度来看，都具有加大力度发展的必要性。

铁路投资规模预测

铁路总体投资规划

2007 年底中国铁路营运里程达到 7.8 万公里；复线里程 2.71 万公里，复线率 34.7%；电气化里程 2.55 万公里，电气化率 32.7%。

2020 年铁路营运里程将达到 12 万公里以上

2008 年国务院批准调整的《中长期铁路网规划》中计划，到 2020 年铁路营运里程达到 12 万公里以上，快速客运专线达到 1.6 万公里，煤炭运输能力达到 23 亿吨以上，复线率、电气化率将分别提高到 50%和 60%。

图 7：铁路中长期路网规划

	2005A	2006A	2007A	2020E
铁路营业里程（万公里）	7.54	7.70	7.80	>12
复线铁路（万公里）	2.56	2.64	2.71	>6
复线率	34.0%	34.3%	34.7%	50.0%
电气化铁路（万公里）	2.02	2.44	2.55	>7.2
电气化率	26.8%	31.7%	32.7%	60.0%

资料来源：铁道部、第一上海

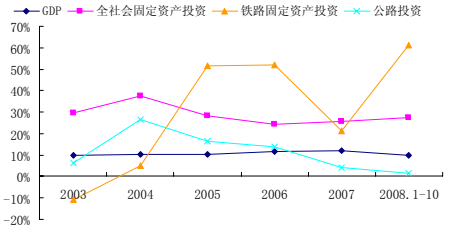
此前，铁路“十一五”规划的铁路总投资目标是到 2010 年投资 1.5 万亿元，其中基本建设达到 1.25 万亿，车辆购置达到 2500 亿元。

“十一五”规划前两年的投资额度远远低于投资规划，2006、2007 年的铁路投资总额分别为 2076 亿元和 2520 亿元，基建建设分别为 1553 亿元和 1772 亿元。

2008 年第四季度以来，铁路投资规模快速增加。2008 年前 11 个月铁路总投资额为 3048 亿元，同比增长 92.1%，已经超过了 2007 年的投资总额，其中基本建设投资完成 2510 亿元，同比增长 86.6%。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图 8：铁路投资增速快速启动



注：2008 年 GDP 增速为前三季度数据

资料来源：国家统计局、交通部、铁道部、第一上海

到 2008 年 11 月，国家已经批准的新建铁路里程有 2.3 万公里，投资规模超过 2 万亿元，超出了原“十一五”规划。根据铁道部信息，2009 年国家还将批准新建铁路里程 1 万公里左右，投资规模 1 万亿元；2010 年将批准新建铁路里程 1 万公里左右，投资规模 1 万亿元。

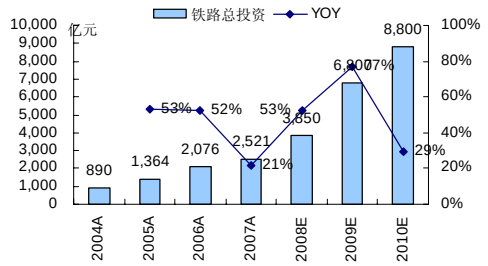
铁路基础建设投资预测

投资规模与年度投资额的计算是不一致的，铁路的建设工期一般为 3-5 年。

2004 年 2008 年 11 月已完成的铁路总投资为 9910 亿元，基建投资 7231 亿元。

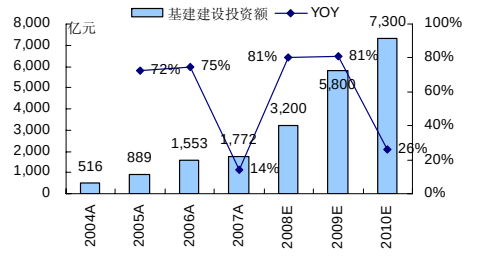
我们预计，未来几年铁路的基本建设将维持快速增长态势。铁路基建从第四季度以来增速迅猛，2008 年前 11 个月完成投资额 2510 亿元，预计全年至少可以完成 3200 亿元的投资额。根据投资规模和工期，预计到 2009 年，铁路可以完成基本建设投资 5800 亿元，2010 年可以完成基本建设投资 7300 亿元。

图 9：中国铁路投资规划预测



资料来源：中国铁道部、第一上海

图 10：中国铁路基本建设投资预测



资料来源：中国铁道部、第一上海

铁路移动设备投资预测

自 2006 年起，铁道部开始较大规模的铁路投资，因此 2008 年到 2010 年为新建铁路的竣工年， 2008 年起铁道部将开始各类列车的采购，以满足铁路运行的需求。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图 11：近年铁道部设备投资情况

	2004	2005	2006	2007
更新改造投资（亿元）	188	208	191	195
机车车辆购置投资（亿元）	185	264	332	553
购置机车（台）	756	659	447	405
购置客车(辆)	1,706	1,649	774	622
购置货车（辆）	17,678	30,000	25,490	29,854

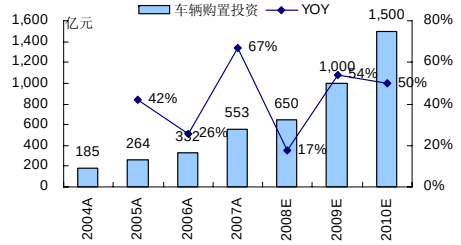
数据来源：铁道部、第一上海

国内仅机车和动车组的车载系统就需要 1 万 5 千多套

根据现有公开数据，在铁路机车方面，机车现在保有量为 1.8 万台，客车保有量为 4.4 万台，货车保有量为 58.8 万台，动车组仅为起步阶段，保有量 573 台。按照当前铁路的建设进度，到 2010 年机车保有量至少要达到 1.9 万台，其中大部分的内燃机车将被电力机车取代，客车为 4.5 万台，货车将接近 70 万台，而动车组则要实现京广线以东全面动车组，约 5600 辆动车组。其中国内仅机车和动车组的车载系统就需要 1 万 5 千多套，不包括改装，以及客车的辅助电气系统等。

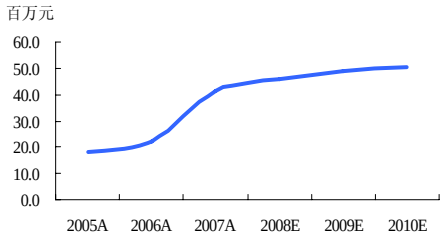
自 2007 年起铁道部逐步加大了机车、动车组的采购量。根据铁路建设的规律，一般机车采购为铁路总投资的 20%左右，我们预测 2008 年至 2010 年车辆购置开支分别为 650 亿元、1000 亿元和 1500 亿元。

图 12：中国铁路移动设备投资规划预测



资料来源：中国铁道部、第一上海

图 13：中国列车采购单价趋势



资料来源：中国铁道部、第一上海

铁路建设产业机会

产业链分析

两大产业板块：一、铁路基础建设；二、铁路移动设备

整个铁路行业建设可以被划分为两大产业板块：一、铁路基础建设；二、铁路移动设备。铁路基础建设主要包括路轨、路基、桥梁、隧道、车站以及其它相关建设。铁路移动设备包括：机车、车厢、维护设备、电控设备以及各类相关零部件等。

图 14：中国铁路行业产业链

铁路固定设施

市场参与者
中国中铁
中国铁建
中交建设

铁路移动设备

市场参与者
中国南车
北车集团
Siemens
Mitsubishi
Alstom
时代电气
晋西车轴
中国自动化

资料来源：第一上海

铁路基础建设主体

铁路基础建设的主体是中铁和中铁建

在 2004 年以前，中国铁路基础建设市场属于封闭状态，由铁道部下属工程建设公司完成。到 2004 年底，由铁道部转制的中国中铁、以及原铁道部下的中国铁建两大工程基建集团被获准承接铁路固定设施建设业务。之后，铁道部开放了其他工程建设企业进入国内铁路固定设施建设市场，并且鼓励其他工程建设集团参与国内铁路基础建设行业的竞争，例如中交建设已经获得了部分铁路建设的订单，但是目前中交建等还不足以对中国中铁和中国铁建构成威胁。因此，国内铁路基础建设市场仍然处于中国中铁、中国铁建的垄断下。

图 15：中铁、中铁建在中国铁路基建市场的份额

（单位：人民币亿元）	2004A	2005A	2006A	2007A
铁路基本建设	516	889	1,553	1,772
中铁铁路基建收入	283	382	615	775
中铁建铁路基建收入	225	324	615	740
两大铁建巨头占比	98.4%	79.5%	79.2%	85.4%

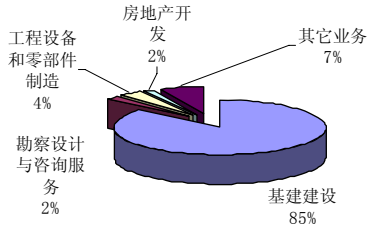
资料来源：铁道部、公司资料、第一上海

中铁、中铁建业务性质相似

中国中铁和中国铁建二者业务性质相似，在铁路基建的市场份额相当。中国中铁在国内的市场份额较高，而中国铁建在海外业务发展快于中国中铁。

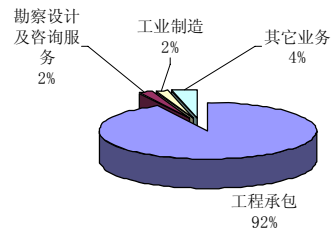
08 年上半年，中铁和中铁建新签合同分别为 1798 亿元和 1376 亿元，比上年同期增长 119%和 117%；其中中铁建完成海外业务收入 57.3 亿元，中铁为 31.8 亿元。

图 16：中国中铁业务构成



资料来源：公司资料、第一上海

图 17：中国铁建业务构成



资料来源：公司资料、第一上海

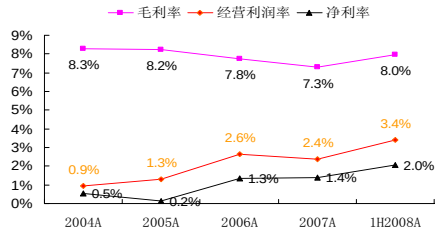
铁路基础建设毛利率相对比较低，一般在 6%～8%左右

铁路基础建设属于基建项目，因此带有明显的基建公司的盈利特性，如参与主体的收入巨大，但毛利率相对比较低，一般在 6%～8%左右。但是，一般基建合同多半采用开口合同，材料成本易转嫁客户。

中铁获利能力优于中铁建

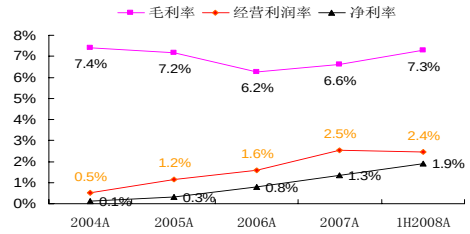
从毛利率、经营利润率和净利率的角度出发，中铁近年来表现优于中铁建。这主要是因为在业务构成上，中国中铁大力发展了高利润的其他相关业务，诸如房地产等业务，其非基建业务比例比中铁建高，从而提高了盈利能力。

图 18:中国中铁获利能力



资料来源：公司资料、第一上海

图 19：中国铁建获利能力

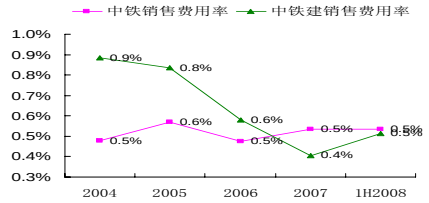


资料来源：公司资料、第一上海

中铁建管理费用率比中铁低

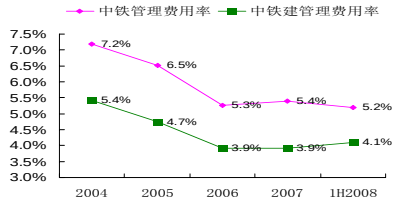
中国铁建管理费用率一直低于中国中铁，中国铁建的销售费用率从 2007 年开始也低于中国中铁。中国铁建的人员历史包袱比中国中铁小，中国中铁 IPO 时并没有进行人员剥离。目前中国铁建约有 18 万名员工，而中国中铁约有 26.6 万名员工。

图 20：中铁和中铁建销售费用率比较



资料来源：公司资料、第一上海

图 21：中铁和中铁建管理费用率比较



资料来源：公司资料、第一上海

未完成合同订单均超 4000 亿元

截至 2008 年 9 月底，中国铁建新签订单 2160.9 亿元，未完成订单 4091.9 亿元；截至 2008 年 12 月 14 日，中国中铁新签订单为 3143.9 亿元，未完成订单超过 4000 亿元。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图 22：铁路基建股估值水平

	股价（港元）	市值（亿港元）	市盈率			市净率		
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
中国中铁	5.21	1,313	47.4	20.8	14.9	1.9	1.8	1.7
中国铁建	11.24	1,359	34.3	23.2	18.1	2.9	2.7	2.4

数据来源：Bloomberg、第一上海预测

铁路移动设备主体

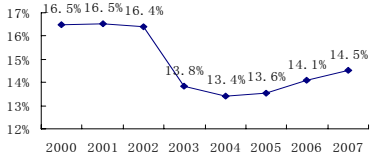
移动设备制造参与者，则拥有相对高的毛利率，一般可维持在 15%左右

铁路移动设备制造，政府也采用了准入制度。由于中国公司在这方面相对技术比较落后，因此引进了一些国外公司共同参与开发和制造。为了保护国内移动设备制造商，政府规定这些国外公司必须与中国公司建立合资企业，方能参与竞标，使产品得以国产化。目前最主要的市场参与者为中国南车和北车集团，其他海外公司如西门子、庞巴迪或者阿尔斯通等都是通过中国南车和北车集团来参与竞标。实际也就是南车和北车之间进行技术消化能力的竞争，目前看，南车的技术消化更快一些。

对于铁路移动设备零部件制造商，曾经隶属于铁道部的下属的子公司，基本获得了准入证书，而其他想参与这个市场的公司因为准入制度的门槛，多数被拒之门外。因此在移动设备市场中，也属于寡头垄断的市场。

移动设备制造参与者，则拥有相对高的毛利率，一般可维持在 15%左右。如果公司能提高资产率和设计能力将有更高的毛利率。一般核心零部件制造商的毛利率维持在 30%以上，如果能拥有设计能力和基础研究能力，毛利率可以接近 40%。

图 23： 中国铁路运输设备制造业毛利率



数据来源：Wind、第一上海

细分铁路移动设备，机车和动车组增长是最快的，他们的行业增长分别达到了 39%和 53%，目前仅有中国南车和北车集团 2 个市场参与者。如果在铁路移动设备中更加细分的话，我们可以看到铁路电气牵引系统是个高增长行业，毛利率大于 35%，远高于其他行业，而且市场参与者南车时代电气基本独占市场。

此外，中国自动化日前收购了北京交大微联，后者是四家铁道部批准的铁路联锁系统（RIS）及中央交通控制（CTC）产品供应商中最大的一家，随着铁路电气化改造和全国地铁的建设，其业务将有飞跃性上升。

因此在铁路设备制造板块中，我们看好中国南车、株洲南车时代电气和中国自动化。

图 24：铁路设备股估值水平

	股价（港元）	市值（亿港元）	市盈率			市净率		
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
中国南车	3.60	541	26.7	20.6	16.1	2.6	2.4	2.2
南车时代电气	6.21	67	15.5	10.0	7.4	2.0	1.8	1.5
中国自动化	1.43	13	7.2	6.0	4.5	1.2	1.1	0.9

数据来源：Bloomberg、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

中国中铁（0390，持有）

未来业务增长稳定，汇兑损失拖累年底业绩

- **以铁路基建为首的多功能综合性建设集团**：中国中铁从事以基建建设为主的业务，主要相关行业为铁路、公路及城市轨道交通，尤其在铁路基建方面拥有绝对优势，2007 年其铁路基建收入占铁道部铁路基建投资总额 42.6%。公司规模巨大，能够为客户提供“一站式”服务；在某些专业性的领域具有绝对优势，例如大桥局、电气化局、隧道集团、铁建机械制造等；拥有良好的政府关系。
- **未来几年行业增长可期**：铁路基建建设进入高速发展期，2008 年 11 月，国务院批准调整的《中长期铁路网规划》中计划，到 2020 年铁路营运里程达到 12 万公里以上，快速客运专线达到 1.6 万公里，煤炭运输能力达到 23 亿吨以上，复线率、电气化率将分别提高到 50%和 60%。2004 年 1 月至今，国务院已批复的铁路建设项目投资规模已达 2 万亿元。 铁路基建成为目前经济形势下增长较确定的投资领域；此外城市轨道交通建设近年也正快速发展。
- **获利能力有所提升**：中铁在 2008 上半年原材料上涨的情况下，毛利率上涨至 7.96%，比 2008 年初的 7.3%和 2007 年同期 7.56%都略有提升，随着下半年原材料价格下降和管理能力的提升，预计全年毛利率能够达到 7.9%。经营利润率从 2007 年的 2.4%上升到 2008 年上半年的 3.4%，这反映出中铁内部整合初见成效。
- **外汇损失拖累年底业绩**：截至 2008 年第三季度，中铁 2008 年在 H 股募集资金汇兑损失为人民币 19.39 亿元，第四季度损失风险还将存在，预计将对年底业绩造成较大负面影响。
- **目标价 4.90 港元，持有评级**：根据 PB 估值法，给予其 2008 年目标价 4.90 港元，相当于 2008 年 1.53 倍的市净率，持有评级。

盈利摘要

截止12月31日	06年实际	07年实际	08年预测	09年预测	10年预测
营业额（人民币百万）	153, 568	173, 751	221, 610	277, 270	314, 290
变动(%)	*N/A*	*13*	*28*	*25*	*13*
净利润（人民币百万）	2, 046. 0	2, 423. 0	2, 384. 9	6, 117. 4	7, 392. 0
每股盈利（人民币元）	0. 16	0. 18	0. 11	0. 29	0. 35
变动（%）	*N/A*	*13*	*-38*	*157*	*21*
市盈率@5. 21港元（倍）	28. 7	25. 4	41. 1	16. 0	13. 3
每股股息（人民币元）	0. 00	0. 00	0. 02	0. 04	0. 06
股息现价比率（%）	0. 00	0. 00	0. 43	0. 87	1. 30

资料来源：公司信息，第一上海预测

股价表现

资料来源： Bloomberg

主要财务报表

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月

	2006 实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入	153,568.0	173,751.0	221,610.3	277,269.7	314,289.8
毛利	11,921.0	12,643.0	17,496.1	21,755.6	25,160.7
其他业务收入	894.0	1,796.0	1,542.8	1,795.9	2,105.8
销售及管理费用	(731.0)	(930.0)	(1,063.7)	(1,428.7)	(1,576.6)
其他费用	(8,089.0)	(9,362.0)	(10,630.5)	(11,969.3)	(13,520.6)
营运收入	3,995.0	4,147.0	7,344.6	10,153.5	12,169.4
财务费用	(606.0)	(869.0)	(3,642.4)	(1,448.9)	(1,675.5)
联营公司	(2.0)	11.0	15.0	13.0	14.0
税前盈利	3,387.0	3,289.0	3,717.3	8,717.6	10,507.9
所得税	(648.0)	(529.0)	(836.4)	(1,981.1)	(2,411.8)
少数股东应占利润	(693.0)	(337.0)	(496.0)	(619.1)	(704.0)
净利润	2,046.0	2,423.0	2,384.9	6,117.4	7,392.0
折旧及摊销	2,486.0	2,959.0	3,565.3	4,188.1	4,838.4
EBITDA	6,481.0	7,106.0	10,909.9	14,341.5	17,007.8
EPS（摊薄）	0.16	0.18	0.11	0.29	0.35
增长					
总收入 (%)	N/A	13.1%	27.5%	25.1%	13.4%
EBITDA (%)	N/A	9.6%	53.5%	31.5%	18.6%
每股收益 (%)	N/A	13.1%	-38.1%	156.5%	20.8%

财务分析

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
盈利能力					
毛利率(%)	7.8%	7.3%	7.9%	7.8%	8.0%
EBITDA 利率(%)	4.2%	4.1%	4.9%	5.2%	5.4%
净利率(%)	1.3%	1.4%	1.1%	2.2%	2.4%
营运表现					
SG&A/收入(%)	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
实际税率 (%)	19.1%	16.1%	22.5%	22.7%	23.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	17.9%	13.9%	17.3%
库存周转天数	18.0	20.0	21.0	22.9	24.1
应付账款天数	180. 7	204. 5	194. 2	191. 5	200. 6
应收账款天数	150. 7	170. 9	166. 1	166. 6	174. 8
财务状况					
资产负债率	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
净负债/股权	0.6	-0.3	0.0	0.1	0.3
收入/总资产	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
总资产/股权	20.4	3.9	4.2	4.6	4.9
每股净现金	-0.3	1.3	-0.0	-0.4	-0.8

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
现金	29,721.0	56,726.0	45,990.4	42,295.4	39,041.8
应收账款	72,332.0	90,339.0	111,311.9	141,767.8	159,279.8
存货	8,612.0	10,407.0	15,083.9	19,652.5	21,817.3
其他流动资产	7,267.0	14,625.0	18,032.4	20,956.4	27,582.0
总流动资产	117,932.0	172,097.0	190,418.5	224,672.1	247,720.9
固定资产	15,326.0	18,288.0	23,557.5	28,132.7	33,122.7
无形资产	2,329.0	7,074.0	8,731.0	9,263.2	9,825.8
其他固定资产	7,506.0	17,564.0	26,751.0	29,201.2	31,841.2
总资产	143,093.0	215,023.0	249,458.1	291,269.1	322,510.6
应付账款	87,699.0	106,982.0	128,796.2	162,219.1	183,269.0
短期银行贷款	29,089.0	28,527.0	33,241.6	37,431.4	42,429.1
其他短期负债	721.0	975.0	1,020.4	1,135.9	1,293.8
总短期负债	117,509.0	136,484.0	163,058.2	200,786.4	226,991.9
长期银行贷款	5,100.0	10,239.0	12,798.8	13,438.7	14,110.6
其他负债	9,971.0	9,553.0	9,248.1	9,309.2	9,562.4
总负债	132,580.0	156,276.0	185,105.1	223,534.3	250,664.9
少数股东权益	3,514.0	3,493.0	4,394.0	5,013.1	5,717.2
股东权益	6,999.0	55,254.0	59,959.0	62,721.7	66,128.6
每股账面值	0.55	4.12	2.81	2.94	3.10
营运资金	423.0	35,613.0	27,360.3	23,885.7	20,729.0

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
经营利润	3,995.0	4,147.0	7,344.6	10,153.5	12,169.4
折旧及摊销	2,486.0	2,959.0	3,565.3	4,188.1	4,838.4
营运资金变化	1,866.0	(6,569.0)	(8,099.4)	(5,484.3)	(6,225.4)
所得税	(285.0)	(544.0)	(2,172.4)	(2,878.3)	(3,180.4)
其他营运活动	181.0	28.0	(2,537.1)	(1,278.2)	(1,727.0)
营运性现金流	8,243.0	21.0	(1,898.8)	4,700.8	5,875.0
资本开支	(4,875.0)	(6,342.0)	(8,530.9)	(8,139.6)	(8,949.1)
其他投资活动	(3,207.0)	(9,227.0)	(2,448.6)	(1,273.3)	(1,280.4)
投资性现金流	(8,082.0)	(15,569.0)	(10,979.5)	(9,412.9)	(10,229.5)
负债变化	15,200.0	1,530.0	7,274.3	4,829.8	5,669.6
股本变化	0.0	42,298.0	0.0	0.0	0.0
股息	0.0	0.0	(426.0)	(852.0)	(1,278.0)
其他融资活动	(1,759.0)	(964.0)	(2,635.5)	(2,960.7)	(3,290.8)
融资性现金流	13,441.0	42,864.0	4,212.8	1,017.1	1,100.9
现金变化	13,602.0	27,316.0	(8,665.6)	(3,695.0)	(3,253.6)
期初持有现金	16,119.0	29,721.0	56,726.0	45,990.4	42,295.4
期末持有现金	29,721.0	56,726.0	45,990.4	42,295.4	39,041.8

资料来源：公司信息，第一上海

中国自动化（0569，买入）

中国最大的安全与紧急控制系统供应商

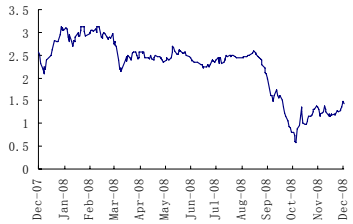
- **中国最大的安全与紧急控制系统供应商：**中国自动化专门为中国石化、油气及铁路工业等行业提供专业安全及紧急控制系统和相关维护及工程服务。目前在中国安全与紧急控制系统占 72%的市场份额。
- **公司收购了北京交大微联共 76.70%的股权：**北京交大微联是四家铁道部批准的铁路联锁系统（RIS）及中央交通控制（CTC）产品供应商中最大的一家，RIS 的市场占有率超过 30%，08 上半年的 RIS 业务收入为 0.966 亿元，得益于未来铁路投资迅速增长，全国铁路电气化建设将大幅开展，预计未来该部分业务有较大增长。
- **石化、油气行业业务保持稳定增长：**Frost & Sullivan 预计中国安全及紧急控制系统市场 2006 年至 2010 年的复合年增长率可达 37.5%。作为石化、油气行业安全与紧急控制系统市场的领导者，集团现时是市场上唯一可提供全厂总包方案的供货商（ITCC、ESD 与 FGS 的综合全面解决方案），预计该部分业务未来三年复合增长率达 33.9%。
- **预计全年收入翻番：**公司上半年实现收入约 4 亿元，相当于去年全年的收入水平；下半年订单充足，预计全年可完成收入 7.9 亿元，较上年翻一番。
- **毛利率较高：**2008 年上半年公司整体毛利率为 39.2%；其子公司北京交大微联毛利率为 30.2%，主要由于工程款的确认造成，预计未来会有所提升。
- **目标价 1.73 港元，重申买入评级：**国际同行 2008 年 P/E 为 10.6 倍，以 7.6 倍 P/E 作为预测参照，中国自动化的目标价为 1.73 港元。相比目前 1.43 港元的股价，具有 21%的上涨空间，相当于 2009 年 6.3 倍的 P/E。

盈利摘要

截止12月31日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额（人民币百万）	289	403	795	1,110	1,438
变动（%）	*N/A*	*40*	*97*	*40*	*30*
净利润（人民币百万）	68.7	99.9	176.3	218.8	289.5
每股盈余（人民币元）	0.12	0.14	0.20	0.24	0.32
变动（%）	*N/A*	*16*	*39*	*23*	*32*
市盈率@1.43港元（倍）	10.4	9.0	6.5	5.3	4.0
每股股息（人民币元）	0.10	0.04	0.06	0.07	0.09
股息现价比率（%）	*8*	*3*	*5*	*6*	*7*

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源： Bloomberg

主要财务报表

损益表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006 实际	2007 实际	2008 预测	2009 预测	2010 预测
收入	289.0	403.4	794.7	1,110.4	1,438.4
毛利	124.1	173.7	302.6	408.4	527.7
其他业务收入	0.7	9.1	25.6	8.1	8.5
销售及管理费用	(24.4)	(30.1)	(41.6)	(51.6)	(63.1)
其他费用	(23.5)	(50.0)	(77.1)	(95.1)	(112.4)
营运收入	76.9	102.8	209.5	269.9	360.6
财务费用	(2.5)	(3.1)	(3.7)	(4.5)	(5.3)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	74.4	99.7	209.5	269.9	360.6
所得税	(5.3)	0.4	(23.1)	(34.3)	(48.4)
少数股东应占利润	(0.4)	(0.2)	(10.2)	(16.7)	(22.7)
净利润	68.7	99.9	176.3	218.8	289.5
折旧及摊销	1.8	2.6	3.3	3.0	3.4
EBITDA	58.6	94.4	136.0	160.4	209.6
EPS（摊薄）(元)	0.12	0.14	0.20	0.24	0.32
增长					
总收入 (%)	N/A	39.6%	97.0%	39.7%	29.5%
EBITDA (%)	N/A	45.2%	44.1%	17.9%	30.7%
每股收益 (%)	N/A	16.2%	38.6%	22.9%	32.3%

财务分析

	2006 实际	2007 实际	2008 预测	2009 预测	2010 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	42.9%	43.1%	38.1%	36.8%	36.7%
EBITDA 利率 (%)	24.4%	25.4%	17.1%	14.4%	14.6%
净利率(%)	23.8%	24.8%	22.2%	19.7%	20.1%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	8.5%	7.5%	5.2%	4.6%	4.4%
实际税率 (%)	7.1%	0.4%	11.0%	12.7%	13.4%
股息支付率 (%)	80.7%	24.6%	28.3%	27.8%	27.7%
库存周转天数	63.9	71.6	85.3	106.9	113.7
应付账款天数	42.8	54.3	60.2	66.2	67.2
应收账款天数	111.8	126.7	111.0	122.4	119.7
财务状况					
负债/股权	0.37	0.00	0.09	0.07	0.04
收入/总资产	1.2	0.8	0.5	0.6	0.7
总资产/股权	1.9	1.2	1.4	1.4	1.4
盈利对利息倍数	30.4	33.2	47.4	49.1	54.1

资产负债表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006 实际	2007 实际	2008 预测	2009 预测	2010 预测
现金	70.7	301.7	410.0	422.6	615.2
应收账款	109.1	171.0	312.4	432.3	511.0
存货	50.1	108.1	263.2	387.0	509.5
其他流动资产	24.7	55.5	107.0	101.4	95.8
总流动资产	254.6	636.3	1,092.7	1,343.2	1,731.5
固定资产	11.0	12.5	20.0	24.0	69.8
无形资产及商誉	0.0	0.9	351.9	343.5	343.0
其他固定资产	19.2	33.4	59.2	66.0	52.9
总资产	284.8	683.1	1,523.7	1,776.8	2,197.2
应付账款	33.7	86.2	175.9	227.1	302.4
来自客户的预付款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期银行贷款	54.3	0.0	97.7	78.2	62.5
其他短期负债	50.1	33.6	59.0	65.0	75.2
总短期负债	138.2	119.8	332.6	370.2	440.2
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	0.0	0.0	92.9	134.7	190.1
总负债	138.2	119.8	425.6	505.0	630.3
少数股东权益	0.4	0.2	55.8	94.2	146.9
股东权益	146.2	563.1	1,042.3	1,177.6	1,420.0
每股账面值	0.26	0.68	1.15	1.29	1.56
营运资金	116.5	516.5	760.1	973.0	1,291.3

现金流量表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006 实际	2007 实际	2008 预测	2009 预测	2010 预测
EBITDA	70.5	102.4	136.0	160.4	209.6
融资成本(收入)	(2.5)	(3.1)	(3.7)	(4.5)	(5.3)
营运资金变化	(40.9)	(69.3)	(206.9)	(192.4)	(125.9)
所得税	(5.0)	(11.3)	(16.7)	(21.9)	(28.7)
其他营运活动	(3.9)	11.2	190.0	169.2	230.5
营运性现金流	18.1	29.9	98.8	110.8	280.2
资本开支	(4.6)	(20.3)	(243.6)	(23.0)	(2.1)
其他投资活动	(27.8)	(21.0)	(47.3)	(3.2)	(1.3)
投资性现金流	(32.4)	(41.3)	(291.0)	(26.1)	(3.5)
负债变化	30.1	(54.3)	97.7	(19.5)	(15.6)
股本变化	0.0	329.5	207.3	0.0	0.0
股息	(3.9)	(15.2)	(41.9)	(48.1)	(63.2)
其他融资活动	15.6	(16.4)	(34.5)	(4.5)	(5.3)
融资性现金流	41.8	243.5	228.6	(72.1)	(84.1)
现金变化	27.6	232.1	36.4	12.6	192.6
期初持有现金	48.8	70.7	373.6	410.0	422.6
期末持有现金	70.7	301.7	410.0	422.6	615.2

数据来源：公司资料、第一上海预测

中国铁建（1186，未评级）

分享铁路基建盛宴，订单源源不断

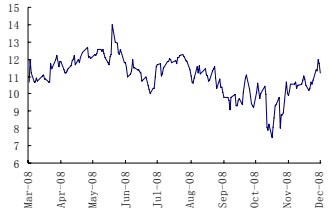
- **前三季度新签订单 2160.9 亿元：**得益于中国铁路基建建设的快速增长，中铁建 2008 年上半年营业收入增长 12.5%。其中工程承包收入（占 93.65%）增长 11.5%，勘察设计和咨询服务收入增长 17.3%，工业制造收入增长 58.1%，其他业务收入增长 38.9%，新签合同额累计达 1376 亿元，同比增长 117%。截至 2008 年 9 月底，中国铁建新签订单 2160.9 亿元，未完成订单为 4091.9 亿元，一般铁路基建的建设周期为 2 年，因此估计未来业务将持续稳定增长。
- **在铁路基建中占 42%的市场份额：**中国铁建 2007 年在铁路基建中所占的市场份额约为 42%，和中国中铁是铁路基础建设的主体，也是本轮铁路大建设的主要受益者之一。目前中国的铁路基建建设进入高速发展期，2008 年 11 月，国务院批准调整的《中长期铁路网规划》中计划，到 2020 年铁路营运里程达到 12 万公里以上，快速客运专线达到 1.6 万公里，煤炭运输能力达到 23 亿吨以上，复线率、电气化率将分别提高到 50%和 60%。
- **获利能力有所提升：**在能源及原材料上涨的情况下，毛利率由去年同期的 6.5%上升至 7.3%，主要是由于公司规模扩大以致提高规模效益，及有效实行成本控制所致。初步分析，我们认为其中的影响因素主要有：高铁合同价格的提高，提升了部分毛利空间；统一采购降低了原料成本；通过由甲方采购原材料及锁定原料上涨空间等合同条款转嫁部分成本；设备集中采购，节约部分成本等。
- **未来几年具有市场潜力：**到 2008 年 11 月，国家已经批准的新建铁路里程有 2.3 万公里，投资规模超过 2 万亿元，超出了原“十一五”规划。根据铁道部信息，2009 年国家还将批准新建铁路里程 1 万公里左右，投资规模 1 万亿元；2010 年将批准新建铁路里程 1 万公里左右，投资规模 1 万亿元。因此最近几年中国铁路基本建设的持续投资将会给中国铁建带来几年的快速发展期。

盈利摘要

截止12月31日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额（人民币百万）	153,609	171,997	204,953	248,876	291,512
变动(%)	*N/A*	*12*	*19*	*21*	*17*
净利润（人民币百万）	1,213	2,301	3,940	5,996	7,842
每股盈余（人民币元）	N/A	0.29	0.33	0.48	0.62
变动(%)	*N/A*	*N/A*	*13*	*48*	*28*
市盈率@11.24港元（倍	N/A	34.2	30.2	20.5	16.0
每股股息（人民币元）	0.00	0.00	0.08	0.12	0.15
股息现价比率(%)	*0*	*0*	*1*	*1*	*2*

资料来源： Bloomberg

股价表现



资料来源： Bloomberg

中国南车（1766，未评级）

中国机车制造的领导者

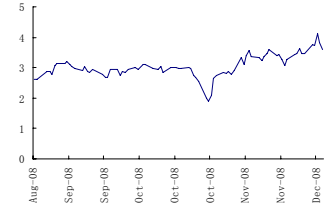
- **国内机车制造的领导者：**公司为客户提供有关铁路机车、客车、货车、动车组、城轨地铁车辆等轨道交通装备及主要零部件的研发、制造、销售、修理以及租赁的解决方案及系统，以及轨道交通装备专有技术延伸产业。中国南车自己储备技术是相对领先的，拥有国内的 200 公里、160 公里和 120 公里时速的客车制造基地和研发中心。机车方面拥有中国最早的高速机车技术、同时开发了高原内燃机车，成为了中国机车制造和研究的领导者。
- **行业进入上升周期：**经过 2005 年到 2007 年的铁路路轨大规模建设，我国铁路路网里程逐步增加。2008 年到 2010 年为新建铁路的竣工年，而且当前机车结构将与前几年相比有重大改变，主要是由高速机车（动车组）、电力机车等组成，成为未来机车的主流。因此 2008 年起铁道部将开始各类列车的采购，以满足铁路运行的需求。一般机车采购为铁路总投资的 25%~30%，我们认为未来两三年整个铁路移动设备采购规模将超过 3000 亿元人民币。
- **寡头竞争行业垄断：**目前铁路移动设施制造，政府采用了准入制度。目前最主要的市场参与者为中国南车和北车集团，同时引进了国外公司通过与南车和北车的合作，共同参与开发和制造各类机车。从目前情况看南车对引进技术消化更快一些。
- **上半年业务稳定增长：**公司上半年实现了销售收入 147 亿元人民币，比去年上升了 17%。其中，电力机车实现了 42.5 亿人民币销售，较去年同期上升了 17%以上；客车实现了 14 亿人民币的销售，较去年下降了 13.6%；货车实现了 47.6 亿人民币，较去年上升了 1.9%；动车实现了 13.28 亿人民币，较去年下降了 10.5%；城轨实现了 8.9 亿元，较去年上升了 29.7%。中国南车上市成功后，将加速原有各类机车、客车及货车的生产进度，同时将大量生产各类新型机车，因此我们预计未来的销售增长将维持在 20%以上。
- **毛利率的提升：**中国南车未来随着高速机车和动车组的比例不断提高，市场普遍预计其产品结构的调整，以及新技术的消化完成将促使他的毛利率将逐步提升。2005 年的公司毛利率在 15%附近，到 2008 年毛利率可以接近 17%。我们预计未来两年公司毛利率仍有至少 2 个点的提升空间。

盈利摘要

截止12月31日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额（人民币百万）	23,047	26,804	33,971	42,657	50,877
变动(%)	*N/A*	*16*	*27*	*26*	*19*
净利润（人民币百万）	545	613	1,449	2,073	2,649
每股盈余（人民币元）	0.08	0.09	0.14	0.18	0.22
变动(%)	*N/A*	*13*	*50*	*30*	*27*
市盈率@3.6港元（倍）	39.7	35.3	23.5	18.2	14.2
每股股息（人民币元）	0.00	0.00	0.04	0.05	0.06
股息现价比率(%)	*0*	*0*	*1*	*2*	*2*

资料来源： Bloomberg

股价表现



资料来源：Bloomberg

南车时代电气（3898，买入）

铁路大发展为车载电气系统带来商机

- **铁路系统发展带来的机会：**自 2007 年起铁道部逐步加大了机车、动车组的采购量。根据铁路建设的规律，一般机车采购为铁路总投资的 25%~30%，我们认为整个铁路移动设备采购规模将超过 3000 亿元人民币，2008 年到 2010 年的移动设备采购总量分别为 650 亿元、750 亿元和 800 亿元人民币，其中需要新增 1 万多辆机车，以及 5 千多辆动车组。而时代电气仅国内就需要为这 1 万 5 千辆车提供车载电气系统。
- **城市轨道交通的大发展:**时代电气产品的另一个应用领域，城市轨道交通也在大发展。到十一五期间，各大城市城轨的总长度将达到 1500 公里，我们预计未来 2009 年到 2010 年轨道交通车辆采购总量分别为 2500 辆和 4100 辆。我们预测时代电气将为有其中 30%以上的车辆进行配套。
- **行业拥有技术门槛和行政门槛：**中国的铁路行业 40 年来一直由国内企业垄断，在这个背景下造就了时代电气，他已经成为唯一的中国铁路机车车载电气系统以及该系统的核心部件大功率半导体元件的生产制造和研发中心。同时对于铁路行业，政府采取了相应的准入制度，用各种法律手段限制海外企业的进入，同时把国内其他企业都拒之门外。因此，鉴于这个行业的双重特殊门槛，目前市场几乎没有新进入者，以及同业的竞争者。
- **首次评级为买入，目标价 7.72 港元，有 24%上升空间:** 时代电气 12 个月目标价格为 7.72 港元，相当于 2008 年每股收益的 17 倍，较现价有 24%上升空间，首次评级为买入。

盈利摘要

截止12月31日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测.
营业额（人民币百万）	1,256	1,542	1,918	3,036	4,081
变动(%)	*N/A*	*23*	*24*	*58*	*34*
净利润（人民币百万）	297	347	434	666	898
每股盈余（人民币元）	0.44	0.32	0.40	0.62	0.84
变动(%)	*N/A*	*-27*	*25*	*55*	*35*
市盈率@6.21港元（倍）	12.5	17.1	13.7	8.8	6.5
每股股息（人民币元）	0.00	0.02	0.02	0.03	0.04
股息现价比率(%)	*0*	*0*	*0*	*1*	*1*

资料来源：公司信息，第一上海预测

股价表现

资料来源： Bloomberg

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

主要财务报表

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入	1,255.9	1,541.8	1,917.9	3,035.6	4,080.7
毛利	615.5	676.3	832.4	1,316.7	1,797.3
其他业务收入	64.5	85.2	97.1	112.7	138.5
销售及管理费用	(343.4)	(397.3)	(455.9)	(682.5)	(916.1)
其他费用	(19.6)	(31.7)	29.2	32.9	36.5
营运收入	317.0	332.6	502.8	779.8	1,056.3
财务费用	(14.4)	(3.2)	(4.0)	(6.3)	(8.5)
联营公司	(0.1)	15.5	16.6	17.7	19.0
税前盈利	302.6	344.9	515.4	791.2	1,066.8
所得税	(0.3)	2.6	(77.3)	(118.7)	(160.0)
少数股东应占利润	5.5	0.1	4.0	6.2	8.4
净利润	302.3	347.5	438.1	672.5	906.8
折旧及摊销	36.5	50.1	80.4	91.2	100.1
EBITDA	339.1	395.0	595.8	882.4	1,166.8
增长					
总收入 (%)	N/A	22.8%	24.4%	58.3%	34.4%
EBITDA (%)	N/A	16.5%	50.8%	48.1%	32.2%
每股收益 (%)	N/A	-27.3%	26.3%	53.5%	34.8%

财务分析

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
盈利能力					
毛利率 (%)	49.0%	43.9%	43.4%	43.4%	44.0%
EBITDA 利率 (%)	27.0%	25.6%	31.1%	29.1%	28.6%
净利率(%)	24.1%	22.5%	22.8%	22.2%	22.2%
营运表现					
SG&A/收入(%)	27.3%	25.8%	23.8%	22.5%	22.4%
实际税率 (%)	0.1%	0.7%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%)	0.0%	50.6%	9.1%	23.4%	21.9%
库存周转	203.6	185.4	165.5	140.6	120.9
应付账款天数	187.5	112.2	118.9	122.7	128.1
应收账款天数	189.5	179.9	158.8	145.6	138.3
财务状况					
净负债/股本	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
收入/总资产	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7
总资产/股本	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
盈利对利息倍数	22.1	104.9	126.3	123.7	124.7

资产负债表

港币 百万元，财务年度截至3月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
现金	2,261.3	1,510.6	1,859.7	1,799.4	2,237.8
应收账款	652.0	759.9	834.7	1,210.6	1,546.0
存货	357.2	439.5	492.1	662.0	756.4
其他流动资产	99.1	164.5	220.2	354.3	473.1
总流动资产	3,369.5	2,874.5	3,406.5	4,026.3	5,013.4
固定资产	367.9	591.0	731.9	808.7	849.1
无形资产	14.9	15.6	31.3	46.9	70.3
长期投资	3.1	79.4	84.5	90.5	96.8
其他固定资产	32.8	84.4	75.9	72.3	68.5
总资产	3,788.3	3,644.9	4,330.1	5,044.6	6,098.1
短期负债	209.7	149.2	187.1	296.2	393.5
应付帐款	329.0	269.9	353.6	578.1	801.6
短期银行贷款	364.5	0.0	100.0	0.0	200.0
其他短期负债	37.0	64.4	80.2	126.7	170.4
总短期负债	940.2	483.5	720.9	1,001.1	1,565.5
长期银行贷款	0.0	0.0	200.0	200.0	0.0
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总负债	940.2	483.5	920.9	1,201.1	1,565.5
少数股东权益	1.4	4.3	4.6	5.2	6.1
股东权益	2,848.0	3,161.5	3,409.3	3,843.5	4,532.6
每股账面值	2.63	2.92	3.14	3.54	4.18
营运资金	2,429.3	2,391.0	2,685.7	3,025.2	3,447.9

现金流量表

港币 百万元，财务年度截至3月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
EBITDA	339.1	395.0	595.8	882.4	1,166.8
融资成本(收入)	(14.4)	(3.2)	(4.0)	(6.3)	(8.5)
营运资金变化	(126.5)	(315.8)	(76.6)	(329.6)	(188.0)
所得税	(0.3)	2.6	(77.3)	(118.7)	(160.0)
营运性现金流	197.9	78.6	437.9	427.8	810.3
资本开支	(102.6)	(280.7)	(200.0)	(350.0)	(121.3)
其他投资活动	(45.4)	(941.1)	(131.6)	(139.9)	(146.3)
投资性现金流	(148.0)	(1,221.8)	(331.6)	(489.9)	(267.6)
负债变化	112.0	(367.5)	300.0	100.0	100.0
股本变化	2,232.6	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(175.7)	(40.0)	(157.2)	(198.2)	(304.3)
其他融资活动	(122.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
融资性现金流	2,046.2	(407.5)	142.8	(98.2)	(204.3)
现金变化	2,096.1	(1,550.7)	249.1	(160.2)	338.4
汇率影响	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
期初持有现金	165.1	2,261.2	710.5	959.7	799.4
期末持有现金	2,261.2	710.5	959.7	799.4	1,137.8

资料来源：公司报告，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

新能源

高速成长的中国风电产业

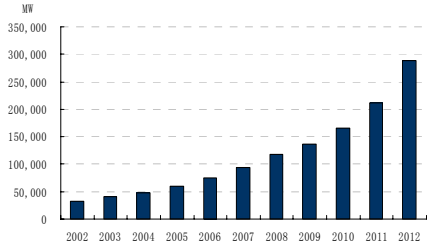
2008 年的风电装机容量

全球 2008 年的风电累计装机容量比市场早先预计的 12 万 MW 要低 2%，主要是受到全球金融风暴和经济危机的影响。同时，由于信贷的紧缩，导致明年的美国和欧洲的风电规划项目推迟，因此全球明年的风电装机容量增速进一步下滑的可能性加大，我们估计明年全球累积装机容量将低于市场早先预计累计装机容量的 11%，约为 13.5 万 MW。

中国 2008 年的风电装机容量并没有明显受到全球金融危机的影响

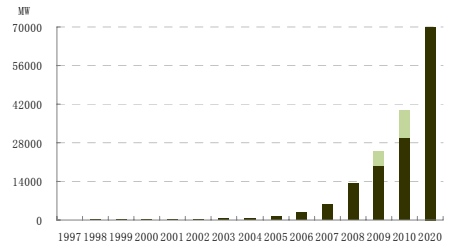
然而，中国 2008 年的风电装机容量并没有明显受到全球金融危机的影响，反而获得了更多的市场支持，装机容量继续高速上升。最新的公开数据表明，到 2008 年底的累计装机容量将达到 1.3 万 MW，其中新增的装机容量为 7.7MW。新增装机容量比去年增长超过了 1.5 倍，再一次超出市场的普遍预计。同时我们推算，如果明年新增装机容量仅保持今年的量，整体装机容量将达到 2 万 MW，如果风机产能进一步提升，新增装机容量可能将突破 50%增长，而累计装机容量将达到 2.5 万 MW。

图 1：全球累积风电装机容量



资料来源：BTM Consult Aps, 第一上海

图 2：中国累积装机容量



资料来源：中国风能协会、备注：浅色为超出原市场规划的装机容量

风电产业规模

从 2009 年到 2010 年之间的中国风电场的总投资规模将超 2,400 亿元

从 2006 年起中国风电的装机容量进入了快速扩张期，中国的风电在 2006 年的新增装机容量为 1,347MW，同比增长了 70%，而在 2007 年中国风电的新增装机容量较 2006 年新增装机容量有 115%的增长，实际新增装机容量为 2900MW。2007 年的风力发电装机容量的增速要高于市场平均预计。同样 2008 年的新增装机容量也高于市场平均预计。

根据目前风电场建设势头分析，以 2008 年的新增装机容量为基数，到 2020 年前风电新增装机容量年复合增长率为 18%左右，到 2020 年装机容量可能达到 7 万 MW，比原先规划的装机容量要高一倍多。在 2010 年前增长为爆发性增长，同样以 2008 年的新增装机容量为基数，按进取预计其年复合增长率为 85%左右。我们预计 2010 年新增装机容量将达到 4 万 MW。

根据当前的风场投资预算，从 2009 年到 2010 年之间的中国风电场的总投资规模将超 2,400 亿元。

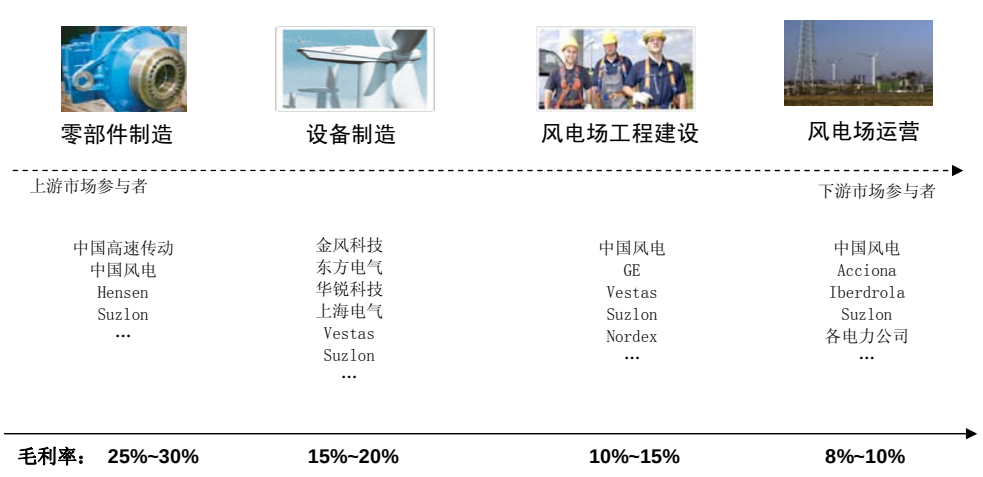
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

风电的产业链

风电产业链

风力发电经过几十年的发展，已经形成一个相当成熟的产业链。虽然，中国的新一代风力发电在近些年刚刚起步，但整个产业链已经形成规模，目前风电的产业链包含四大环节：设备零部件制造、设备制造、风电场工程建设和风电场运营。

图 3：中国风力发电产业链



资料来源：第一上海

风力发电产业链的四大环节：设备零部件制造、设备制造、风电场工程建设和风电场运营

在产业链设备零部件环节，由于政府对目前的风电场要求其设备国产化率要达到 70%以上，而那些不满足要求的风电场将得不到政府补贴。因此，在风电产业链中，国内厂商以风机核心部件的轴承、叶片及齿轮箱这类高技术零部件为主的制造商将收益最大，如中国高速传动。目前行业的最高毛利率仍然集中在上游端。

在整机设备制造领域，国内风机厂商如金风科技、东方电气、华锐科技和上海电气等公司正在崛起，其产品价格同比国外产品价格约低 15%左右，国外制造商的市场份额正在逐步下降。由于制造成本的优势，国内公司亦能获得相对较大的利润，我们预计今年的风机行业毛利率为 15%，以后将逐步提高。

风电场工程建设国内外都采用 EPC 模式和交钥匙工程（指完工后，直接交给用户运营），由于风电造价在一个普遍的认同范围内，因此目前风电工程建设利润率是相对稳定的，这种情况预计可以保持数年。该行业毛利率可维持在 10%~15%之间。

风电运营则可以被看作相对稳定，并有长期固定收益的运营模式，未来前景看好。随着风电建设成本下降，以及政府支持，风电运营在中国已经是有利可图。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

下游运营利好带动整个产业链发展

风电运营当前的利润率是随着各类因素的变动而变动。我们预计在未来两年，原材料成本的下降、利息的下降以及电价潜在上涨的可能性，将进一步推动风电场的盈利能力。

原材料成本的下降、利息的下降以及电价潜在上涨的可能性，将进一步推动风电场的盈利能力

图 4：50MW 典型风场投资收益评估

50MW风电厂运营
总投资：4.5亿元
资本金：1.5亿元，贷款：2.25亿元
设备、工程的质保金=2000万元（2~3年后交付）
设备增值税返还=4500万元

单位：百万元	收入及费用	单位变动	运营变动
电量销售收入	56		
CDM	12.5	上升1欧元/吨	上升89万元
成本	-44		
税前利润	24.5		
成本分解			
运营维护	4		
折旧	21		
利息（6.12%）	13.5	上升50基点	上升130万元
其他	1		
发电量假设 百万KWH	100	上升100小时	上升320万元
电价（东北地区）	0.61	上升0.01	上升100万元
税后电价	0.56		

资料来源：第一上海

随着风电场盈利能力的逐步提高，这种拥有固定现金流的运营方式，越来越获得银行信贷的青睐，今年在国内整体经济下滑期间，风电场投资资金却一直获得支持。

我们预计整个国内的风电场投资增速，因为资金的充足和投资的意愿性增强而维持高速增长，从而继续带动整个产业链发展。

经济危机对风电产业的影响

信贷的影响

发电的稳定收益，造成风电电场的高负债运营模式，因此信贷渠道的畅通与否是风电场投资增速的一个重要指标。

由于海外风电运营商融资渠道与国内的不同，因此整体的海外风电遭遇信贷危机的影响比中国要大得多。在中国，风电场的投资主要是来自于国有银行贷款，由于风电场的运营商或者担保人均为国有企业因此在信贷上并没有太大的障碍。而海外的投资运营商除了银行以外，可以通过各种投资人进行融资。一旦信贷紧缩以后，融资渠道减少几倍，而实际利率上升几倍，因此整体风电投资总额将出现明显下降。

油价的影响

上个世纪 70 年代，石油危机曾经造就过新能源的发展，但是当时由于新能源成本过高，自里根实施新政之后，新能源的发展随着石油价格的下跌而逐步放缓。

风电的大发展根源在于风电成本的降低，整体运营商有利可图

这次风电的大发展根源在于风电成本的降低，整体运营商有利可图。同时政府出于能源安全考虑给予的政策支持导致风力发电的迅速崛起。因此我们认为油价的下跌

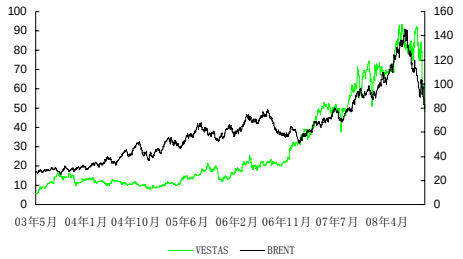
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

体运营商有利可图

从远期来说对于风力发电的发展影响并不是很大。但是我们认为油价是风电类股票上升或者下降的催化剂，在一定程度上影响着股票价格波动。

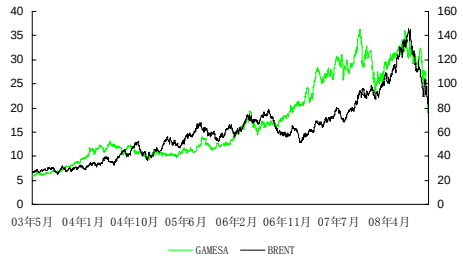
不过根据近 2 年来观察， 油价和风电的股价并非一直是正相关。2007 年 2 月初原油价格由 2006 年的 8 月的 78 美元下滑到了 50 美元附近，而风电的股票并没有跟随下滑，反而是在上升。直到 2007 年 7 月，油价和股票才开始了同步上升，而风电的股票升得更快些。今年 3 季度，油价和风电股票走势又一次出现了背离。

图 5：VESTAS 股价 vs BRENT 原油的价格



资料来源：Bloomberg、第一上海

图 6：GAMESA 股价 vs BRENT 原油价格



资料来源：Bloomberg、第一上海

我们认为由于风电的快速发展，将进一步降低对化石能源消耗的需求上升期望，因此我们认为短期油价是风电类股票的催化剂，但是长期来看风电的股票走势可能将与原油价格背离。我们预计到 2015 年，仅全球的风电并网装机容量将为全球节约超过相当于 30 亿桶原油的消耗，将对化石能源的需求有实质的影响，煤炭和石油的需求增长将趋缓。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

太阳能产业—寒冬过后是春天

太阳能产业现实与困境

太阳能并网发电和独立发电的成本过高，因此整个产业链更容易受外部因素的影响

由于太阳能并网发电和独立发电的成本过高，因此整个产业链更容易受外部因素的影响。当前的太阳能应用主要是在海外，然而生产则大部分在中国，因此国内的太阳能企业的发展完全依靠海外市场的国家政策与市场环境。因此目前多种不稳定因素，使得整个太阳能产业面临重大的调整。

首先面临的困境就是需求趋缓，由于当前油价暴跌，而太阳能的发电成本过高，政府补贴已经无法弥补所带来的边际利益。因此市场整体的需求已经明显下降。

而且，太阳能发电并网的投资所需的资金量比其他可再生能源要高很多倍。如果同风电比较，理论上说一台风机就可以并网发电，其成本不过 100 多万美元，而太阳能并网发电项目上马则是少要几亿美元。因此当经济环境恶化的，信贷紧缩的情况下，融资的竞争愈发激烈。政府的抵税资格被各个投资商拍卖，以换取资金，因此短期信贷紧缩使得市场对太阳能设备需求的下降进一步加剧。

另一个困境是汇率问题，欧洲市场是太阳能主要用户，约占中国整体太阳能出口比例的 66%，今年上半年欧元兑人民币接近 10.85，今年第三季度一度掉到了 1 欧元兑人民币 8.7，现在欧元汇率虽然有所回升，但是也只是 1 欧元兑人民币 9.1 元左右。因此行业整体下半年的汇兑损失超过 12%.

市场需求的下降，让整体行业出现了重大的调整，目前国内的光伏企业的盈利能力出现了明显下滑。中国的两大太阳能企业在今年第三季度的盈利情况出现了比较显著的下降。

图 7：主要太阳能厂商净利润率的变化

	3Q 08	2Q 08	1Q 08	4Q 07	3Q 07
LDK（江西赛维）	16.3%	20.3%	21.4%	25.5%	26.2%
Suntech（无锡尚德）	9.4%	13.6%	12.9%	12.8%	13.8%

资料来源：Bloomberg、第一上海

多晶硅的价格趋势

国内那些多晶硅从开工到到达产由原来的 3～4 年缩短为 2 年时间

作为太阳能电池的主要原材料，多晶硅的价格出现了戏剧性变化。市场早先预计多晶硅的供需缺口可能要到 2010 年以后才能解决，但是中国多晶硅产能扩张的速度往往超出市场的预计。由于 7 大多晶硅技术垄断被打破，国内那些多晶硅从开工到到达产由原来的 3～4 年缩短为 2 年时间。同时下游的四氯化硅配套的跟进，整个多晶硅行业从新技术行业向成熟的化工行业迈进。

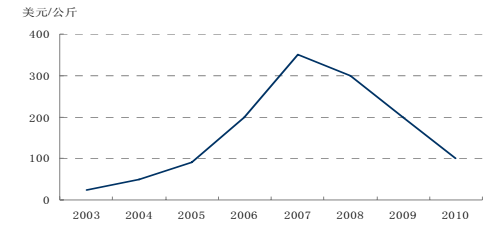
到 2009 年多晶硅的价格将降到每公斤 200 美元，到 2010 年多晶硅的价格将降到 100 美元每公斤

有市场预计到 2009 年多晶硅的产能可能要翻一番。2007 年以前，由于多晶硅的主要生产商仅 7 个厂家，但是 2007 年之后，有 60 多个公司宣布进入多晶硅生产的行列。因此我们认为多晶硅行业价格将大幅度下降，到 2009 年多晶硅的价格将降到每公斤 200 美元，到 2010 年多晶硅的价格将降到 100 美元每公斤。

同时，其下游的晶硅片，电池组建等价格在短期不仅受到市场需求下降的影响而价格下降，而且随着竞争的逐步激烈，以及上游原材料价格下降的影响，其产品价格将出现长期下降的趋势。

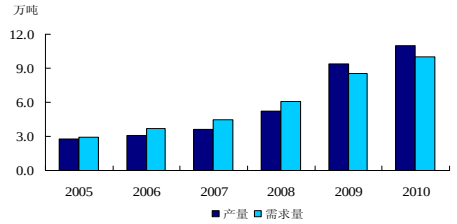
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图 8：多晶硅的价格趋势



资料来源：isupli Corp.、第一上海

图 9：多晶硅的需求量与产量



资料来源：中国新能源 第一上海

太阳能产业链的格局变化

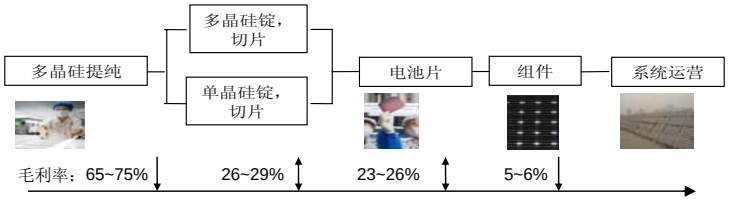
去年整个产业链犹如一个金字塔型，上游端的厂商少，而下游端的厂商多。当时多晶硅提纯的厂商主要有 7 家掌控了全球大约 90%的市场份额，然后硅定切片的厂家大约有 20 家，生产电池片的约有 30 家，而电池组装企业有 200 家左右。其中大部分的利润被上游厂商控制。

多晶硅提纯产业不再垄断，预计全球有超过 70 家企业在 2010 年达产

经过一年的发展，我们认为整个太阳能产业链即将发生重大的变化，多晶硅提纯产业不再垄断，预计全球有超过 70 家企业在 2009 年和 2010 年达产，切片和电池厂商的数量将保持基本稳定，但是电池组装企业将淘汰大部分，并有大规模的并购和重组。

我们预计 2009 年整体的行业利润率将被需求、竞争和原材料价格变动而等因素而降低，但上游的多晶硅提纯的毛利率仍然将维持在 75%以上，长期趋势下降，未来多晶硅稳定的价格在 60~70 美元每公斤。目前产业利润蛋糕将被中游厂商逐步侵蚀，我们预计未来中游厂商仍然可维持 23%~29%%左右的毛利率，而下游厂商的利润将继续有所下滑。

图 10：主要太阳能产业链及毛利率趋势



资料来源：Bloomberg、第一上海

发电成本的降低带来新机遇

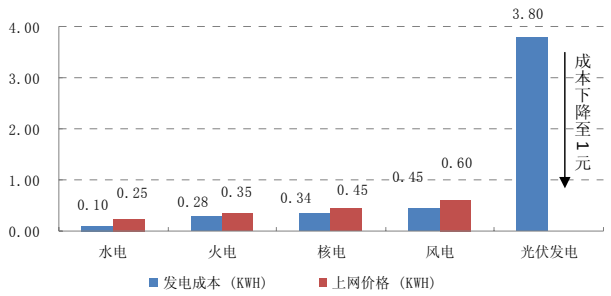
金融危机给中国的太阳能产业的快速扩张带来了重大影响，但中国太阳能产业的上游端的扩张，却让多晶硅这个原材料的价格出现了明显的下滑。

我们预计到 2010 年多晶硅的价格将在 100 美元/公斤以下，从而使得太阳能发电成本与传统能源的发电成本的差距临界点提前出现。当前光伏发电的成本是在 3.8 元左右，而传统发电的成本是在每度 0.3 元~0.4 元左右。如果按照目前的原材料价格下降趋势的话，那么太阳能发电的成本将可能提前在 2010 年左右降到 1.0 元每度电，这个发电成本将使得中国政府有能力补贴太阳能发电，从而启动庞大的国内太

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

阳能发电市场。

图 11：目前的太阳能发电成本与其他发电成本比较



资料来源：Bloomberg、第一上海

投资建议

风电类公司比较

我们建议投资者关注风电行业类股票。主要是由于国内风电产业并没有受到经济危机的重大影响。同时，行业增长的确定性相对较高。我们列出了海外相对比较重要的风电设备类公司比较。由于风电设备行业处于一个高增长的阶段，他们的估值具有相应的参考意义。

图 12：海外风电设备公司比较

百万	货币	市值	股价	市盈率 2008年	市盈率 2009年	市盈率 2010年	市净率 2008年	市净率 2009年	市净率 2010年
Gamesa	EUR	3,058	13.07	11.9	12.1	8.7	2.1	1.8	1.6
Nordex	EUR	577	8.63	11.7	12.5	7.9	1.9	1.7	1.5
Suzlon	INR	78,140	52.20	6.3	5.8	4.3	0.8	0.7	0.6
Repower	EUR	890	99.00	40.7	17.4	26.2	2.6	2.3	2.1
Vestas	EUR	6,772	36.71	17.0	11.1	9.2	3.7	2.9	2.3
平均值				17.5	11.8	11.3	2.2	1.9	1.6

资料来源：Bloomberg 第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

我们也给出了香港市场两家风电类公司的比较。

图 13：香港风电设备公司比较

百万	货币	市值	股价	市盈率 2008年	市盈率 2009年	市盈率 2010年	市净率 2008年	市净率 2009年	市净率 2010年
中国高速传动	HK$	10,109	8.12	14.3	9.3	7.0	2.3	1.8	1.3
中国风电	HK$	1,348	0.205	8.6	3.4	2.3	0.6	0.5	0.3
平均值				11.4	6.4	4.7	1.5	1.1	0.8

资料来源：Bloomberg 第一上海

太阳能类公司比较

太阳能类股票在近期受到的压力比较大，整个行业恢复期可能在 2009 年底。我们列出了目前全球一些太阳能公司的对比。

图 14：海外太阳能设备公司比较

百万	货币	市值	股价	市盈率 2008年	市盈率 2009年	市盈率 2010年	市净率 2008年	市净率 2009年	市净率 2010年
Suntech	USD	1462	9.50	8.0	7.6	4.8	1.3	1.1	0.9
LDK	USD	1346	12.64	4.0	2.9	1.6	1.2	0.8	0.6
Sunpower	USD	2501	32.87	13.1	9.7	7.5	2.3	1.9	1.5
Canadian Solar	USD	198	5.55	3.2	6.6	2.8	0.6	0.6	0.5
ERSOL	EUR	1094	102.00	22.7	18.4	18.4	3.5	2.9	2.5
平均值				10.2	9.0	7.0	1.8	1.5	1.2

资料来源：Bloomberg 第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

中国高速传动（658，买入）

赎回债券利好公司股价

➢可换股债券赎回：如果考虑当前的股票价格和债券的价格，整体金融产品还浮盈接近 1.5 亿元。公司目前在外的可换股债券已经累计赎回 4.7 亿元人民币，如果根据平均赎回价格为票面价格的 62.5%计算，公司在债券赎回上净利润为 1.76 亿元。这个也意味着无论股票价格如何进行变动，整个金融产品的实际损失已经减少了 1.76 亿元人民币。随着债券赎回越多，公司掉期损失将减少越多。

➢下半年成本压力降低：公司主要的原材料特种钢价格自今年下半年起逐步下降，公司的成本压力不断下降。我们认为，其中风电的毛利率将达到 30%以上。同时考虑到其他产品的调价，公司下半年的毛利率将至少保持上半年的水准，整体毛利率比去年的 27%将上升到 30%。

➢公司销售继续维持高增长：中国高速传动预计全年销售额将超过 30 亿元，其各种业务板块将各有增长，同比整体销售增长超过 32.8%。我们预计风电业务将占全年销售收入的 45%左右，该业务将继续成为公司的主要增长业务。

➢评级为买入，调整目标价 10.53 港元：我们调整 12 个月目标价格港币 10.53 元，相当于 2009 年的收益的 12.2 倍市盈率。较现价有 30%上升空间，调整评级为买入。

盈利摘要

百万元人民币 截止日12月31日	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入	1184.3	1904.8	3069.5	4231.7	5349.3
变化	N/A	60.8%	61.1%	37.9%	26.4%
归属股东利润	85.6	306.7	620.9	952.0	1263.5
变化	N/A	258.1%	102.5%	53.3%	32.7%
市盈率@8.12港元(倍)	51.0	24.9	14.3	9.3	7.0
摊薄每股收益	0.14	0.29	0.50	0.76	1.01
每股派息	0.01	0.03	0.12	0.19	0.25
息率	0.2%	0.5%	1.7%	2.7%	3.5%

资料来源：公司信息，第一上海预测

股价表现

资料来源：彭博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

主要财务报表

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入	1,184.3	1,904.8	3,069.5	4,231.7	5,349.3
毛利	340.8	553.1	1,008.0	1,418.2	1,813.9
其他业务收入	23.3	192.3	163.3	181.4	234.2
销售及管理费用	(193.2)	(361.5)	(385.1)	(418.5)	(486.7)
其他费用	(34.8)	(22.9)	(36.8)	(50.8)	(64.2)
营运收入	136.1	361.0	749.4	1,130.4	1,497.3
财务费用	(41.5)	(33.0)	(18.0)	(9.0)	(9.0)
联营公司	(0.8)	(3.6)	0.0	0.0	0.0
税前盈利	93.7	324.3	731.4	1,121.4	1,488.3
所得税	(3.5)	(17.9)	(80.7)	(123.8)	(164.3)
少数股东应占利润	4.6	(0.2)	29.7	45.6	60.5
净利润	85.6	306.7	620.9	952.0	1,263.5
折旧及摊销	60.6	93.3	160.6	221.2	277.6
EBITDA	154.3	417.7	892.0	1,342.6	1,765.8
增长					
总收入（%）	25.1%	60.8%	61.1%	37.9%	26.4%
EBITDA（%）	-9.0%	170.6%	113.6%	50.5%	31.5%
每股收益（%）	-17.6%	105.2%	73.6%	53.3%	32.6%

财务分析

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
盈利能力					
毛利率(%)	28.8%	29.0%	32.8%	33.5%	33.9%
EBITDA 利率(%)	13.0%	21.9%	29.1%	31.7%	33.0%
净利率(%)	7.2%	16.1%	20.2%	22.5%	23.6%
营运表现					
SG&A/收入(%)	16.3%	19.0%	12.5%	9.9%	9.1%
实际税率（%）	3.7%	5.5%	11.0%	11.0%	11.0%
股息支付率（%）	10.3%	11.4%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	150.4	174.5	174.8	177.3	167.2
应付账款天数	336.2	312.2	302.2	280.6	263.3
应收账款天数	163.4	122.3	124.5	101.7	82.3
财务状况					
净负债/股本	1.0	0.2	0.3	0.2	0.1
收入/总资产	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
总资产/股本	4.2	1.5	2.2	2.0	1.9

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
现金	196.1	1,516.1	3,774.4	4,547.3	5,940.1
应收账款	530.2	638.5	1,047.3	1,178.8	1,206.2
存货	347.5	646.1	987.0	1,366.8	1,619.7
其他流动资产	195.7	234.1	245.3	109.1	42.9
总流动资产	1,269.5	3,034.9	6,054.1	7,202.0	8,808.9
固定资产	866.8	1,405.4	1,545.9	2,142.7	2,703.8
无形资产	29.9	54.8	60.4	69.5	71.9
长期投资	56.4	290.5	650.5	724.7	767.1
总资产	2,222.6	4,785.6	8,310.9	10,138.8	12,351.6
短期负债	11.1	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款	777.0	1,156.1	1,706.6	2,162.5	2,550.3
短期银行贷款	612.6	420.8	541.9	669.0	802.4
其他短期负债	3.8	15.6	69.9	216.4	320.8
总流动负债	1,404.6	1,592.4	2,318.4	3,047.9	3,673.5
长期银行贷款	284.6	73.0	130.3	144.4	210.8
其他负债	2.2	12.2	2,036.9	1,868.9	1,808.3
总负债	1,691.4	1,677.7	4,485.6	5,061.2	5,692.6
少数股东权益	4.2	3.3	1.8	2.2	2.2
股东权益	531.2	3,107.9	3,825.3	5,077.6	6,659.0
每股账面值	0.87	2.91	3.07	4.08	5.34
营运资金	(135.1)	1,442.4	3,735.7	4,154.1	5,135.4

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
EBITDA	154.3	417.7	892.0	1,342.6	1,765.8
融资成本(收入)	41.5	45.9	18.0	9.0	9.0
营运资金变化	(283.2)	(649.6)	(551.9)	(543.3)	1,726.8
所得税	(17.9)	(80.7)	(123.8)	(164.3)	0.0
营运性现金流	158.1	207.6	684.9	1,067.3	1,735.8
资本开支	(517.4)	(744.1)	(609.8)	(646.5)	(667.4)
其他投资活动	29.6	59.2	(202.3)	(44.6)	(151.3)
投资性现金流	(487.8)	(684.9)	(812.2)	(691.1)	(818.6)
负债变化	440.8	(414.5)	2,655.2	797.3	994.0
股本变化	134.1	2,380.1	0.0	0.0	0.0
股息	(86.1)	(34.8)	(155.2)	(238.0)	(315.9)
其他融资活动	(26.5)	(133.4)	(114.4)	(162.6)	(202.5)
融资性现金流	462.3	1,797.4	2,385.5	396.7	475.6
现金变化	132.6	1,320.1	2,258.2	772.9	1,392.8
汇率影响	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
期初持有现金	63.5	196.1	1,516.2	3,774.4	4,547.3
期末持有现金	196.1	1,516.2	3,774.4	4,547.3	5,940.1

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

中国风电（182，买入）

利息调整利好中国风电

➢利息调整利好于中国风电：根据风电投资运营特性，一个 50MW 的的风电场，如果利息每下降 50 个基点，其利润将增长 130 万人民币。我们预计归属公司装机容量约为 180MW，下两个财年其装机容量分别为 330MW 和 530MW。利息的下降对其盈利影响有较深远的影响。本财年利润较原利息基础上增长约 4.5%，但是其比例将逐年增长，未来两年将较原预测分别增长 7.6%和 8.3%。

➢原材料价格下降降低风电投资压力：在原材料成本高居不下的时期里，一个 50MW 风电场总体投资超出 4.5 亿的平均预算，一般可达 4.8～4.9 亿。目前钢铁等原材料价格下降将促使风机等重要设备下降，风电场总体投资将逐步下降到 4.5 亿元以下。

➢未来三年收入、利润大幅增长：根据公司目前的风电建设、设备制造以及风电运营能力，我们预测中国风电到 2009 财年（相当于 2008 日历年）公司收入可达到 5.8 亿人民币，净利润可达 1.6 亿人民币，相比 2008 财年分别有 57%的增长。以 2008 财年为基准，到 2011 财年公司的销售和净利润的复合增长率分别为 76%和 79%。

➢维持买入评级，目标价 0.295 港元：我们调整 12 个月目标价格应该为 0.295，该价格相当于 2009 财年每股收益的 12.3 倍市盈率。

盈利摘要

百万元港币 截止日3月31日	2007历史	2008历史	2009预测	2010预测	2011预测
收入	59.5	324.9	585.6	1238.3	1797.9
变化	N/A	446.3%	80.2%	111.4%	45.2%
净利润	33.6	100.1	157.5	394.7	579.2
变化	N/A	197.8%	57.4%	150.6%	46.8%
市盈率@0.205港元(倍)	18.2	10.7	8.6	3.4	2.3
摊薄每股收益	0.011	0.019	0.024	0.060	0.088
每股派息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司信息，第一上海预测

股价表现

资料来源：彭博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

主要财务报表

损益表

百万港元 财务年截止3月31日

	FY2007A	FY2008A	FY2009E	FY2010E	FY2011E
收入	59.5	324.9	585.6	1,238.3	1,797.9
毛利	21.8	160.1	314.2	703.6	1,028.6
其他业务收入	44.7	15.2	0.0	0.0	0.0
销售及管理费用	(20.8)	(37.7)	(43.9)	(47.7)	(55.6)
其他费用	(10.7)	(24.9)	(26.7)	(28.0)	(30.0)
营运收入	35.0	112.6	243.6	628.0	943.0
财务费用	(1.4)	(5.3)	(81.6)	(127.2)	(204.3)
联营公司	0.0	0.8	8.1	8.0	7.9
税前盈利	33.6	108.1	170.1	508.7	746.6
所得税	0.0	0.0	0.0	(76.3)	(112.0)
少数股东应占利润	0.0	(8.0)	(12.6)	(37.8)	(55.4)
净利润	33.6	100.1	157.5	394.7	579.2
折旧及摊销	(0.7)	(2.3)	(24.8)	(81.0)	(148.5)
EBITDA	34.3	110.3	218.9	547.0	794.5
增长					
总收入 (%)	N/A	446.3%	80.2%	111.4%	45.2%
EBITDA (%)	N/A	222.2%	98.4%	149.9%	45.3%

财务分析

	FY2007A	FY2008A	FY2009E	FY2010E	FY2011E
盈利能力					
毛利率 (%)	36.6%	49.3%	53.6%	56.8%	57.2%
EBITDA 利率 (%)	57.6%	34.0%	37.4%	44.2%	44.2%
净利率(%)	56.5%	30.8%	26.9%	31.9%	32.2%
营运表现					
SG&A/收入(%)	35.0%	11.6%	7.5%	3.8%	3.1%
实际税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%)	-	-	-	-	-
库存周转	88.4	121.7	155.2	202.7	169.0
应付账款天数	78.5	48.9	58.6	57.9	55.0
应收账款天数	12.5	203.4	214.3	152.4	148.3
财务状况					
净负债/股本	N/A	N/A	-0.00	0.00	-0.02
收入/总资产	1.40	0.15	0.22	0.33	0.34
总资产/股本	0.01	0.42	0.40	0.57	0.80
盈利对利息倍数	25.83	21.28	2.98	4.94	4.61

资产负债表

百万元 财务年截止3月31日

	FY2007A	FY2008A	FY2009E	FY2010E	FY2011E
现金	22.7	335.5	122.2	401.9	950.8
应收账款	2.0	181.1	343.9	517.0	730.6
存货	9.1	55.0	115.4	296.8	356.2
其他流动资产	6.6	210.4	231.5	254.6	280.1
总流动资产	40.5	782.0	813.1	1,470.4	2,317.8
固定资产	1.9	439.2	870.3	1,301.7	1,946.4
无形资产	0.0	903.1	903.1	903.1	903.1
长期投资	0.0	71.3	71.3	71.3	71.3
总资产	42.3	2,195.7	2,657.8	3,746.5	5,238.6
短期负债	0.0	67.0	63.8	60.8	57.9
应付帐款	8.1	22.1	43.6	84.7	115.9
短期银行贷款	0.0	6.6	19.7	29.6	44.4
其他短期负债	6.0	18.1	35.7	69.4	94.9
总短期负债	14.1	113.8	162.8	244.5	313.1
长期银行贷款	0.0	0.1	88.8	379.7	776.4
其他负债	10.8	133.9	200.0	200.0	200.0
总负债	24.9	247.9	451.7	824.2	1,289.4
少数股东权益	0.0	10.5	11.5	13.8	17.2
股东权益	17.5	1,947.8	2,206.1	2,922.3	3,949.2
每股账面值	0.00	0.30	0.34	0.44	0.60
营运资金	26.4	668.2	650.2	1,225.8	2,004.7

现金流量表

百万元 财务年截止3月 31日

	FY2007A	FY2008A	FY2009E	FY2010E	FY2011E
EBITDA	34.3	110.3	218.9	547.0	794.5
融资成本(收入)	(1.4)	(5.3)	(81.6)	(127.2)	(204.3)
营运资金变化	(89.5)	(344.4)	(19.0)	53.5	284.2
所得税	0.0	0.0	0.0	(76.3)	(112.0)
营运性现金流	(56.6)	(239.3)	118.2	397.0	762.4
资本开支	(1.9)	(320.4)	(441.1)	(431.4)	(644.7)
其他投资活动	(2.9)	10.5	1.7	7.9	14.7
投资性现金流	(4.8)	(309.9)	(439.4)	(423.5)	(630.1)
负债变化	3.6	(67.4)	101.9	300.8	411.5
股本变化	21.9	923.8	0.0	0.0	0.0
股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他融资活动	57.9	(0.0)	(0.3)	(0.9)	(1.2)
融资性现金流	83.3	856.3	101.6	299.9	410.2
现金变化	21.9	307.1	(219.6)	273.3	542.6
汇兑收益	0.0	5.8	6.3	6.3	6.3
期初持有现金	0.8	22.7	335.5	122.2	401.9
期末持有现金	22.7	335.5	122.2	401.9	950.8

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

工程机械

工程机械 2008 年回顾

2008 年销售增速逐月回落

2008 年工程机械销售逐月回落

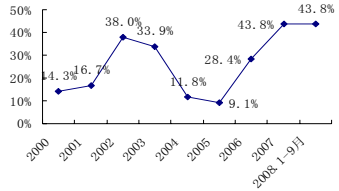
根据中国工程机械工业协会的统计，2008 年 1 至 9 月份，工程机械行业销售收入累计增速为 43.8%，但是增速逐月回落。

增速相对较高的品种是混凝土机、挖掘机、推土机和起重机。混凝土机第一季度累计增速为 58.08%，前 10 个月累计增速为 45.03%；挖掘机第一季度累计增速为 57.01%，前 10 个月累计增速为 26.61%；推土机第一季度累计增速为 39.13%，前 10 个月累计增速为 26.50%；起重机第一季度累计增速为 33.87%，前 10 个月累计增速为 20.07%。

增速相对较低的品种是装载机、叉车和压实机械。装载机第一季度累计增速为 48.25%，前 10 个月累计增速为 14.91%；叉车第一季度累计增速为 7.86%，前 10 个月累计增速为 10.82%；压实机械表现最差，第一季度累计增速为-7.25%，前 10 个月累计增速为-9.76%。

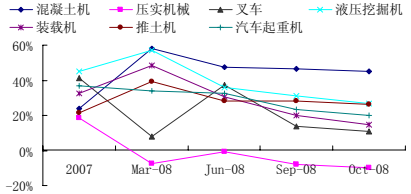
随着经济进一步下滑，2008 年 11、12 月份销售回落的趋势将进一步加剧。

图 1：工程机械历年销售增速



数据来源：工程机械工业协会、第一上海

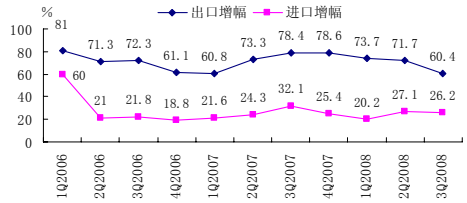
图 2：主要工程机械产销量增长率



数据来源：工程机械工业协会、第一上海

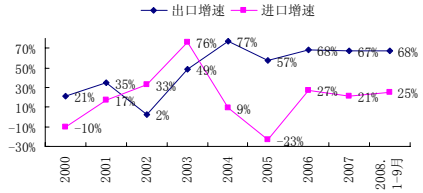
出口增速第三季度出现放缓

图 3：工程机械进出口增速（季度）



数据来源：工程机械工业协会、第一上海

图 4：工程机械进出口增速（年度）



数据来源：工程机械工业协会、第一上海

出口 70%左右的增速将难以维持

2008 年前三季度，工程机械累计出口金额 103 亿美元，比去年增长 67.5%；累计进口 45.3 亿美元，比去年增长 24.6%。从单个季度同比增长来看，2008 年前两个季度出口增速维持在 70%以上，而第三季度已经出现增速下滑，增速为 60.4%，已经出现减缓的迹象，出口增速在第四季度的压力将进一步加剧。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

从历史增长趋势来看，2003 年以来出口增速快速上升的势头开始出现下落趋势。

工程机械 2009 年影响因素

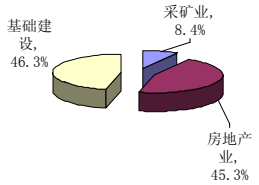
工程机械销售总量为国内销售+出口-进口，2007 年国内销售占比为 87.5%，净出口占比为 12.5%。

房地产、基础建设、采矿业是带动国内工程机械采购的三大因素

从国内来讲，直接带动工程机械采购主要有三大因素：房地产、基础建设（交通运输、水利环境、电力热气水等）和采矿业。

根据国家统计局数据，2008 年 1-10 月份，房地产、基础建设、采矿三大类投资在城镇固定资产投资中的占比分别为 45.3%、46.3%、8.4%。

图 5：影响工程机械的三大板块投资比例（2008.1-10）



资料来源：国家统计局、第一上海

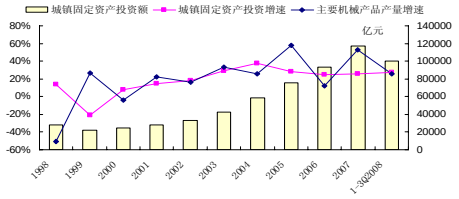
工程机械与固定资产投资紧密相关

工程机械与固定资产投资及相关的宏观政策有高度相关性。

城镇固定资产投资近年来保持快速增长，2007 年增幅为 25.6%，2008 年前三季度同比增长 27.6%。主要工程机械产量增速与城镇固定资产投资增速基本一致，但是从图形看，主要工程机械产量增长率的波动要大于固定投资增长率的波动。

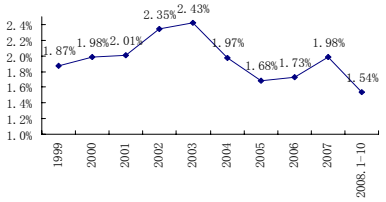
根据 2008 年 1 至 10 月累计统计数据，工程机械购置额占城镇固定资产投资额的 1.5%，在近 10 年来处于最低水平。也就是说，新增单位固定资产投资所需的工程机械购置额减少了。近十年投资购置所造成的存量不断上升，在经济下滑的时候，新增量购置的压力就涌现出来。

图 6：主要工程机械产量与城镇固定资产投资



资料来源：国家统计局、第一上海

图 7：工程机械销售占城镇固定资产比例



资料来源： 国家统计局、工程机械协会、第一上海

房地产投资增速有所放缓

2008、2009 年房地产给工程机械带来的增量有限

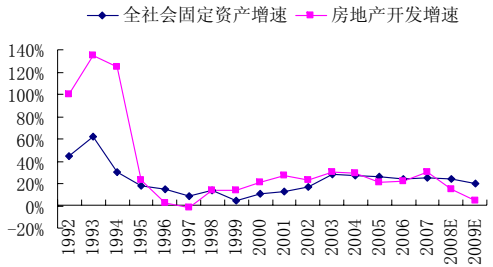
截至 2008 年 9 月份，中国共完成房地产开发投资 21278 亿元。根据第一上海证券研究部的预测，2008 年和 2009 年房地产投资增速将有所减缓，预计 08 同比增长

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

15%，投资可能达到 29000 亿元，2009 年国家加大经济适用房和廉租房的建设将抵消房地产投资的下降，预计整体房地产增速放缓到 5%。

因此，我们预计 2008 年房地产设备采购给整个工程机械内销带来的需求增量为 6.8%，2009 年为 2.27%。

图 8：房地产开发增速预测



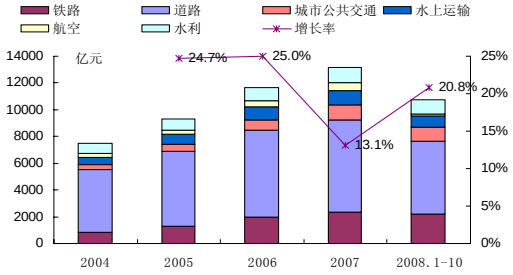
资料来源：国家统计局、第一上海

基础建设成为拉动工程机械的亮点

2008 年 1-10 月，与工程机械相关的基础建设投资同比增长 20.8%

在基础建设中，与工程机械紧密相关的板块有：道路、铁路、城市公交、水运、航空和水利等，六大板块 2007 年投资总额为 13145 亿元，同比增长 13.1%；2008 年 1-10 月份投资总额为 10720 亿元，同比增长 20.8%，增幅比较明显的有铁路、城市公共交通和水利。国家 4 万亿投资中除了安居房和农村基础建设之外，绝大部分在这些基础建设中。

图 9：与工程机械相关的基建投资结构和增幅



资料来源：国家统计局、第一上海

预计基建建设板块 2009 年将为工程机械带来 20%的需求增长

国家 4 万亿投资措施在未来 2 年给重大工程建设带来的新增投资额度（不包括安居工程和农村基础建设）约为 1.61 万亿元，我们预计新增投资额度，在 2009 年和 2010 年将为主要工程机械设备带来合计约 1000 亿的新定单。

我们预计 2008 年工程机械行业销售为 2500 亿元左右，预计基建建设板块 2009 年将为工程机械带来 20%的需求增长。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图 10：四万亿给基建行业带来的工程机械采购增量

亿元	十一五规划未完成额 06、07、3Q08	新政策新增投资额	十一五剩余投资额	设备投资比例	增量设备金额
铁路	7475	5625	13100	7%	393.75
公路	15849	4251	20100	6%	255.06
港口	2804	256	3060	8%	20.48
城市轨道交通	2250	0	2250	0%	0
灾后重建	—	6000	6000	6%	360
合计	28378	16132	44510	—	1029.29

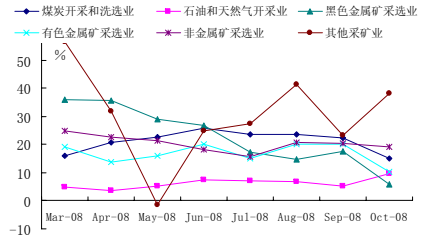
资料来源：铁道部、交通部、第一上海

采矿业的工程机械需求下降

预计采矿业明年可能拖累工程机械的增长

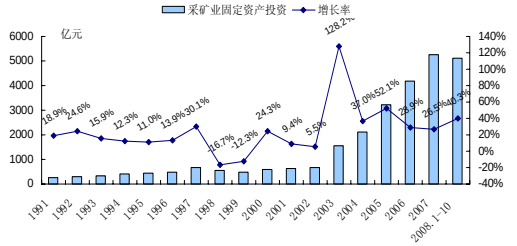
主要矿业行业增加值（除了石油和天然气开采，以及不稳定的其它采矿业）从年初至今呈现下降趋势。但是采掘业整体投资增速并未下降，2008 年 1-10 月份投资额同比增长 40.3%。

图 11：2008 年采矿业行业增加值增速



资料来源：国家统计局、第一上海

图 12：采矿业投资历史增长率



资料来源： 国家统计局、第一上海

鉴于主要矿产品价格不断下降，我们预计 2008 年全年采矿业固定资产投资增速为 37%。此外金融危机已经严重影响到采矿业发展。回顾历史，采矿业投资最低增速为 1998 年的-16.7%。因此我们不排除明年采矿业投资出现负增长可能性。

我们预计采矿业设备采购 2008 年、2009 年分别给整个机械投资内销带来的需求增量约为 3.1%和-1.4%。

出口压力仍然存在

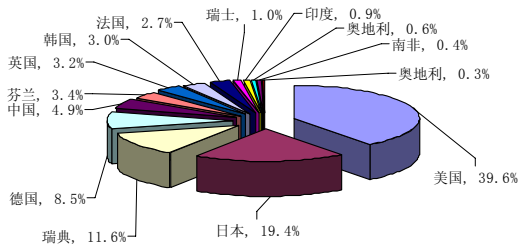
2007 年中国工程机械市场份额仅占全球的 4.9%

目前全球有一定规模的工程机械生产企业约 2000 家左右，其中比较著名的约 100 家。2003 到 2007 年之间全球工程机械销售增长保持在 18%～23%之间。

2007 年中国工程机械的市场份额仅占全球的 4.9%，但是 2003 年之后出口增速飙升至将近 70%，这主要是因为中国工程机械产品性价比较高，物美价廉的中国产品更受到市场青睐。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图 13：2007 年全球工程机械市场份额图



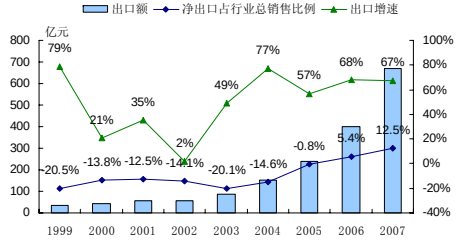
资料来源：International Construction、第一上海

出口对工程机械行业增速有巨大影响

2007 年中国工程机械出口额仅占总销售额 12.5%，但是出口增加额占 2007 年全行业销售增加额的 38%，可见出口是工程机械近年销售增长的一个主要带动因素。

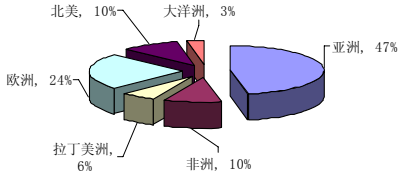
目前中国工程机械出口地分布中，亚非拉国家和地区占 63%，主要集中在俄罗斯、中东、非洲、印度等发展中国家。

图 14：历年工程机械占总销售比例



资料来源：机经网、第一上海

图 15：中国工程机械出口地区分布



资料来源： 机经网、第一上海

工程机械出口 2008 年前三季度累计增速为 67%。第三季度起增速降至 60.4%，回顾历史，最近十年内仅 2002 年的增速最低，年出口增速为 2%。从最悲观的角度出发，假设 2009 年的出口增速为 2%，那么对整个机械工程行业销售增长贡献将骤减至 0.2%。

综合房地产、基础建设、采矿业和进出口各方面的影响分析，我们认为工程机械最近两年 40%以上的增长速度将难以为继，预测工程机械行业 2008 年的销售增幅为 13%，2009 年销售增幅为 23%。

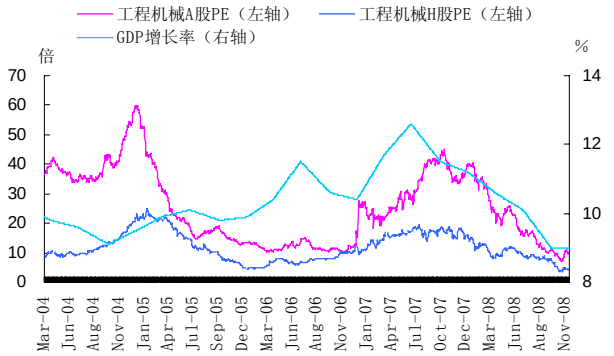
投资策略

工程机械估值水平处于相对低位

GDP 与工程机械市盈率正相关

从行业 P/E 水平来看，工程机械类上市公司的 P/E 水平与 GDP 增长率有一定正比关系。如果明年 2 季度开始基础建设促动 GDP 增长，工程机械类公司的平均 P/E 将被推高。

图 16：工程机械行业平均 P/E 与 GDP 增长率比较



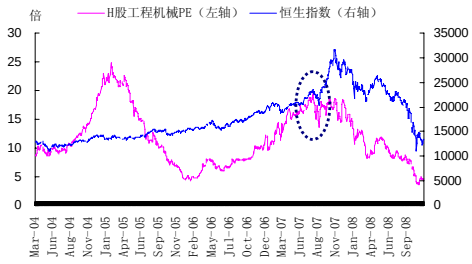
资料来源：国家统计局、Bloomberg、第一上海

工程机械行业的市盈率和市净率表现先于大盘走势

在香港市场工程机械公司的平均 P/E 最高点是在恒指 23000 点附近，达到了 19 倍左右，目前处于 5 倍的水平；历史平均 P/B 的最高点也在恒指 23000 点附近，达到了 4.5 倍以上 ，目前大约处于 0.8 倍的水平。不论从 P/E 估值还是 P/B 估值角度来看，都低于 2005 年底的低位水平。

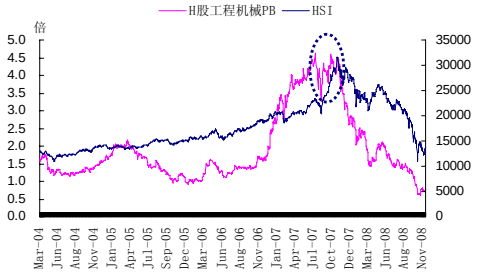
工程机械行业的市盈率和市净率表现先于大盘走势，未来如果大盘开始回暖，工程机械类将先于大盘启动。

图 17：香港工程机械上市公司 P/E 与恒指对比



资料来源：Bloomberg、第一上海

图 18：香港工程机械上市公司 P/B 与恒指对比



资料来源： Bloomberg、第一上海

选择与国内基础建设相关的板块

与房地产及采矿业相关的工程机械品种将面临较大的压力，而与基础建设相关的品种相对确定

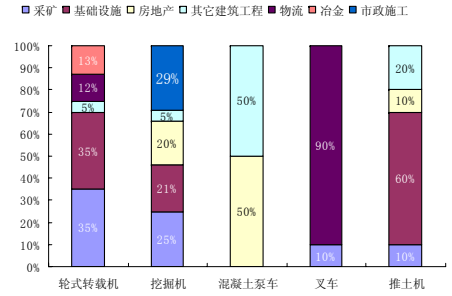
虽然受益于中国的工业化和城市化进程，中国工程机械近年来获得了飞速发展，但是在全球经济下滑，国内外需求不振的背景下，不同产品将出现行业分化。

在普遍缺乏确定性的情况下，尽量选择受益于国家投资措施的品种。从行业分布上，与房地产及采矿业相关的工程机械品种将面临较大的压力，而与基础建设相关的品种相对确定。从这方面看挖掘机、装载机、推土机等比较具有优势，而混凝土泵车、叉车、塔吊等品种将表现较弱。

从技术含量及市场饱和程度上讲，技术门槛较低，而且产能过多的品种应该回避，例如装载机。

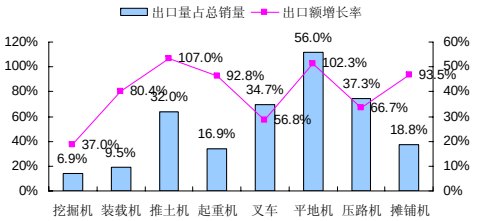
而出口占比较大的品种，未来出口受到的不确定性将较大，此类产品有平地机、压路机、推土机等，然而此类机械在国内刚好是铁路、公路板块基建建设的主要受益产品。

图 19：工程机械不同产品的行业分布



资料来源：机经网、第一上海

图 20：工程机械不同产品出口增速及比例



资料来源：中国工程机械工业协会、第一上海

我们关注的公司有：潍柴动力、中国龙工、第一拖拉机。

图 21：工程机械股估值水平

	股价（港元）	市值（亿港元）	市盈率 2008E	市盈率 2009E	市盈率 2010E	市净率 2008E	市净率 2009E	市净率 2010E
潍柴动力	15.60	179	4.7	5.2	4.8	1.5	1.3	1.1
中国龙工	3.47	37	5.3	5.1	4.8	1.1	1.0	0.8
第一拖拉机	1.87	16	9.8	7.5	6.0	0.5	0.4	0.4

数据来源：Bloomberg、第一上海

潍柴动力（2338，未评级）

中国最大柴油发动机制造商

- **核心业务：**公司的三大核心业务分别是发动机、重卡整车和变速箱，公司是中国 12 升及以上排量中重型汽车柴油机最大的制造企业之一，主要向国内货车和工程机械制造商供应产品，柴油机主要为重型汽车、工程机械、船舶、大型客车和发电机组等领域最终产品配套；公司半挂牵引车的产销规模位居业内第二，中重型汽车产销规模位居业内第四；齿轮变速箱等关键总成件的市场占有率更是具有相对垄断优势。
- **重汽业务不容乐观：**2008 年 10 月份以来重卡行业景气不断下降，行业需求迅速下降，预计近年第四季度重汽的业绩将比较糟糕，如果宏观经济到明显仍然低迷，这种需求放缓的情况将继续持续。
- **发动机和变速箱业务仍保持市场竞争力：**发动机业务面对的对象除了重卡，还有各类工程机械、大型客车、发动机组等。国家 4 万亿投资措施在未来 2 年给重大工程建设带来的新增投资额度（不包括安居工程和农村基础建设）约为 1.61 万亿元，我们预计新增投资额度，在 2009 年和 2010 年将为主要工程机械设备带来合计约 1000 亿的新定单，刺激促进工程机械产品的需求，潍柴动力的发动机及变速箱在市场上具有竞争优势，也将间接从国家投资措施政策中间接受益。
- **经济下滑的影响初步显现：**公司 2008 年第三季度主营业务收入 74.53 亿元，净利润 4.54 亿元，环比上升-37%、-63%；毛利率为 18.98%，环比下降 0.62 个百分点；此外，应收账款、存货都比上年年末分别有 118%和 34%的增加，经济下滑的影响已经初步显现。
- **行业整合孕育机会：**本轮经济调整给行业带来了压力，将加快行业整合的力度，优秀的企业将在整合中获得更多的机会。长期来讲，中国正在进行持续进行重工业化及城市化，机械设备的需求将有持续快速的发展，市场空间依然很大。

盈利摘要

截止12月31日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额（人民币百万）	6,634	27,425	33,199	31,192	34,985
变动(%)	*N/A*	*313*	*21*	*-6*	*12*
净利润（人民币百万）	703	2,015	1,347	2,162	2,420
每股盈余（人民币元）	1.33	2.73	3.32	3.03	3.25
变动(%)	*N/A*	*105*	*22*	*-9*	*7*
市盈率@15.6港元（倍）	10.4	5.0	4.2	4.6	4.2
每股股息（人民币元）	N/A	0.28	0.38	0.37	0.43
股息现价比率(%)	N/A	*2*	*3*	*3*	*3*

来源: Bloomberg

股价表现

来源： Bloomberg

第一拖拉机（0038，持有）

产品结构调整，今年毛利率将有所提升

➢**大中轮式拖拉机业务销售有所上升：**受拖拉机剃度更新和农机补贴等刺激影响下，今年大型和中型拖拉机业务在台套数和销售总额上均有所上升。公司大轮拖销售台套数同比上升了 59.7%，达到了 1 万 5 千多台。中轮拖销售同比增长了 10.5%，达到了 1 万 1 千多台。而小轮拖则由于市场分散，公司销量较去年同比下滑了 19.6%。公司整体农业机械销售增长了 9.1%。

➢**工程机械今年仍难摆脱亏损：**公司工程机械上半年的销售营业额为 8.9 亿元，同比增长了 8.9%。预计公司全年工程机械销售额将达到 18 亿元人民币。但是由于原材料价格大幅度上涨，同时该业务板块管理没有理顺。我们认为该业务全年度将继续亏损。

➢**动力机械成依旧保持高速增长：**动力机械业务今年上半年继续保持高速增长，销售额达到了 4.9 亿人民币，与去年同期相比增长了 44.7%,对外销售达到了 3.9 万台。我们预计全年动力机械销售可达 8 亿元人民币，较去年全年增长超过 20%。我们认为动力机械将是一拖的主要成长业务板块，销售收入将占公司整体销售业务的 10%以上。

➢**公司毛利率将有所提高：**由于公司业务结构出现调整，大中轮拖拉机销售比例日趋提高，以及今年实施的成本管理和采购管理等措施，因此公司的整年度的毛利率将有所提高。今年上半年公司毛利率为 12.6%,与去年同期基本持平，但比去年整年度提高了 1.4%。我们预计，全年毛利率将维持在 12.5%的水平，比去年至少提升 1 个百分点。

➢**目标价 1.82 港元，持有评级:**第一拖拉机未来 12 个月目标价格为 1.82 港元，为 2009 年每股预测收益人民币 0.25 元的 6.5 倍市盈率。近日收盘价格为 1.87 元 ，持有评级。

盈利摘要

截止12月31日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额（人民币百万）	6,102	6,775	8,201	8,505	9,436
变动(%)	*N/A*	*11*	*21*	*4*	*11*
净利润（人民币百万）	73	182	179	229	289
每股盈余（人民币元）	0.09	0.23	0.19	0.25	0.31
变动(%)	*N/A*	*145*	*-15*	*27*	*26*
市盈率@1.87港元（倍）	17.7	7.2	8.6	6.7	5.3
每股股息（人民币元）	0.00	0.02	0.02	0.02	0.03
股息现价比率(%)	*0*	*1*	*1*	*1*	*2*

来源：公司公告，第一上海预测

股价表现

来源： Bloomberg

主要财务报表

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入	6,101.5	6,775.4	8,201.0	8,504.8	9,436.3
毛利	592.4	799.4	921.5	1,059.1	1,203.4
其他业务收入	106.7	216.2	108.1	64.8	65.5
销售及管理费用	(229.6)	(273.9)	(265.2)	(275.0)	(305.1)
其他费用	(367.2)	(459.7)	(476.8)	(494.4)	(525.2)
营运收入	102.2	282.0	287.6	354.5	438.6
财务费用	(16.6)	(31.6)	(40.1)	(41.6)	(46.2)
联营公司	1.8	(12.6)	(13.0)	(13.7)	(14.4)
税前盈利	87.5	237.8	234.4	299.2	378.0
所得税	(15.3)	(40.0)	(39.5)	(50.4)	(63.6)
少数股东应占利润	(0.6)	16.0	15.8	20.2	25.5
净利润	72.2	197.8	195.0	248.8	314.4
折旧及摊销	97.9	116.1	128.9	132.7	136.7
EBITDA	185.4	353.9	363.3	431.9	514.8
增长					
总收入 (%)	N/A	11.0%	21.0%	3.7%	11.0%
EBITDA (%)	N/A	90.9%	2.6%	18.9%	19.2%
每股收益 (%)	N/A	145.7%	-15.3%	27.6%	26.4%

财务分析

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
盈利能力					
毛利率(%)	9.7%	11.8%	11.2%	12.5%	12.8%
EBITDA 利率(%)	3.0%	5.2%	4.4%	5.1%	5.5%
净利率(%)	1.2%	2.9%	2.4%	2.9%	3.3%
营运表现					
SG&A/收入(%)	3.8%	4.0%	3.2%	3.2%	3.2%
实际税率 (%)	17.4%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
股息支付率 (%)	0.0%	3.3%	1.5%	8.9%	14.3%
库存周转	56.5	51.4	48.5	46.7	44.6
应付账款天数	84.8	68.9	62.9	56.6	50.9
应收账款天数	68.1	63.4	64.3	65.2	66.1
财务状况					
净负债/股本	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
收入/总资产	1.2	1.2	1.4	1.3	1.3
总资产/股本	2.1	2.0	1.9	1.7	1.7
盈利对利息倍数	6.2	8.9	7.2	8.5	9.5

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
现金	765.9	1,147.1	1,062.7	1,540.0	1,913.4
应收账款	1,139.2	1,176.2	1,443.8	1,518.5	1,709.0
存货	852.4	841.8	968.0	953.6	1,005.2
其他流动资产	475.6	664.3	731.0	797.5	908.4
总流动资产	3,233.0	3,829.4	4,205.4	4,809.7	5,536.0
固定资产	1,232.2	1,256.5	1,281.1	1,319.6	1,359.2
无形资产	53.0	53.0	47.7	42.4	33.4
长期投资	473.0	349.2	292.1	282.1	303.9
总资产	4,991.2	5,488.1	5,826.4	6,453.7	7,232.4
短期负债	471.6	576.0	701.6	717.6	793.5
应付帐款	1,279.4	1,144.1	1,254.3	1,154.6	1,149.0
短期银行贷款	441.6	459.9	505.9	556.5	612.1
其他短期负债	209.3	186.2	193.7	201.4	213.1
总短期负债	2,401.8	2,366.1	2,655.4	2,630.1	2,767.8
长期银行贷款	120.0	214.0	235.4	258.9	284.8
其他负债	101.4	155.0	180.5	191.7	216.0
总负债	2,623.2	2,735.2	2,782.7	2,762.1	2,914.2
少数股东权益	0.0	170.0	177.8	196.6	238.5
股东权益	2,368.0	2,752.9	3,043.7	3,691.6	4,318.2
每股账面值	3.02	3.25	3.60	4.36	5.10
营运资金	831.2	1,463.3	1,550.0	2,179.6	2,768.2

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
EBITDA	185.4	353.9	363.3	431.9	514.8
融资成本(收入)	16.6	31.6	40.1	41.6	46.2
营运资金变化	38.2	(269.6)	(524.1)	(111.5)	(353.1)
所得税	(25.6)	(29.9)	(5.0)	(0.8)	(0.1)
营运性现金流	214.5	86.1	(125.6)	361.2	207.8
资本开支	(142.1)	(228.7)	(44.3)	(56.7)	(58.2)
其他投资活动	86.8	155.6	93.5	60.1	69.3
投资性现金流	(55.3)	(73.0)	49.2	3.4	11.1
负债变化	123.2	336.3	67.4	74.1	81.5
股本变化	0.0	255.8	0.0	0.0	0.0
股息	(6.6)	(3.0)	22.1	44.9	78.0
其他融资活动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融资性现金流	116.6	333.3	89.4	119.0	159.6
现金变化	275.9	346.4	13.0	483.6	378.4
汇率影响	(2.9)	(4.5)	(0.2)	(6.3)	(4.9)
期初持有现金	435.1	708.0	1,049.9	1,062.7	1,540.0
期末持有现金	708.0	1,049.9	1,062.7	1,540.0	1,913.4

资料来源：公司报告，第一上海预测

中国龙工（3339，未评级）

工程机械再度崛起

- **上半年净利润增长 114%：**2008 年上半年净利润为 6.04 亿元，同比增长 114%，主要来自三个方面：收入同比增长 40.98%、可转债衍生工具公允价值变动受益 8700 万元、及 1.03 亿元的汇兑收益。海外出口占总收入的 6.72%。
- **轮式装载机是公司的主营业务：**公司的主营业务是轮式装载机，2008 年上半年轮式装载机销售收入占总收入的 86%左右，公司是中国最大的轮式装载机生产企业。在经济下滑期间，装载机受到的压力将越来越大。
- **期望新产品给公司带来新的增长：**公司在 07 年开始推出了包括叉车、压路机、联合收割机和挖掘机在内的多种新产品，丰富了产品品种。2007 年至 2008 年上半年销售挖掘机 359 台，合计 1.08 亿元，近期政府推出的基础建设投资措施，挖掘机将受到较好的推动。2008 年上半年叉车、收割机、小型装载机及压路机分别增长了 321.62%、301.13%、112.56%及 101.26%。
- **原材料价格下降减轻获利压力：**自 2008 年下半年以来，钢材、能源等原材料价格不断下降，以钢材为例，跌幅高达 40%左右，这大大缓解了公司的成本压力。
- **政府投资措施将提升工程机械产品需求：**国家 4 万亿投资措施在未来 2 年给重大工程建设带来的新增投资额度（不包括安居工程和农村基础建设）约为 1.61 万亿元，我们预计新增投资额度，在 2009 年和 2010 年将为主要工程机械设备带来合计约 1000 亿的新定单，刺激促进工程机械产品的需求。

盈利摘要

截止12月31日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额（人民币百万）	3,718	5,309	6,690	7,383	8,566
变动(%)	*N/A*	*43*	*26*	*10*	*16*
净利润（人民币百万）	624	630	741	750	800
每股盈余（人民币元）	0.60	0.54	0.66	0.68	0.72
变动(%)	*N/A*	*-10*	*22*	*4*	*5*
市盈率@3.47港元（倍）	5.1	5.7	4.7	4.5	4.3
每股股息（人民币元）	0.22	0.23	0.22	0.21	0.22
股息现价比率(%)	*7*	*8*	*7*	*7*	*7*

来源： Bloomberg

股价表现

来源：Bloomberg

电力设备

稳定成长的电源建设

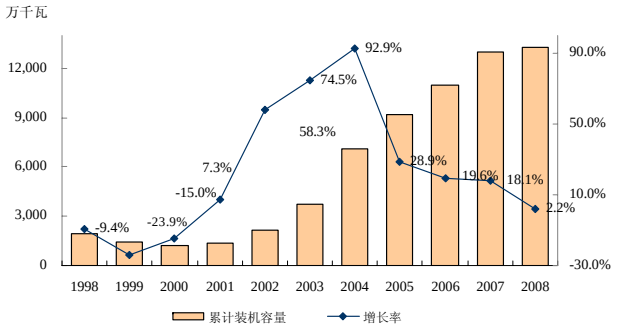
2008 年的电源完成量

中国的电源建设从 2003 年到 2007 历经了一个高速成长期，我们认为未来的电源建设，尤其是火电的建设即将进入一个相对平稳的增长期。各类新能源电源将成为未来主要的成长动力，它们包括风电以及核电。

预计全年中国 2008 年的完成装机容量达到了 1.3 亿千瓦

我们预计全年中国 2008 年的完成装机容量达到了 1.3 亿千瓦，比去年相比略有上升。由于东方电气遭遇地震，因此部分产品延迟交付，同时国内几大电力设备公司的产能情况基本与去年没有较大变化，因此今年整体的订单完成量与去年相比没有较大的增长。

图 1：中国电力设备装机容量完成情况



资料来源：Bloomberg、第一上海

未来的产能增长

电力设备 3 大巨头，手持巨额订单

由于电力设备 3 大巨头，手持巨额订单，其中上海电气 1650 亿，东方电气 1100 亿以及哈动力 960 亿，因此未来的产能增长可以促进销售的适度增加。上海电气主要是临港基地的建设，如果完成后可以加快核电和火电的交付。东方电气目前由于受地震影响，正在新建厂房以补充损失的产能。我们预计到 2010 年，东方电气产能不仅能恢复到 2007 年水平，同时可能还有增长。

我们认为未来的产能增长能摆脱今年整体装机容量增速急剧下滑的局面，整个行业可以进入相对平稳增长的时期。

未来行业的毛利率变化

整体行业毛利率将于 2009 年下半年起开始复苏

因为生产周期的关系，原材料价格的上扬对电力设备板块的成本上涨影响则需要滞后半年到 10 个月才能在财务报表中体现。今年各大电力设备公司上半年所采购的普通钢材和特种钢材价格分别上涨了 30%~40%，我们预计明年上半年将影响到电力设备板块的毛利率，届时可能比今年电力设备板块毛利率低 1~2 个百分点。但是明年下半年起的财务报表中，其电力设备的毛利率又将因为原材料价格下降而上升。

因此，我们认为整体行业毛利率将于 2009 年下半年起开始复苏，其中东方电气因为明年有相当部分生产为外包，其毛利率恢复应当在 2010 年。

图 2：行业毛利率变化

	2006	2007	2008	2009	2010
上海电气	17.5%	16.4%	15.6%	16.4%	17.7%
东方电气	20.4%	20.3%	15.4%	14.7%	16.3%
哈尔滨动力	11.1%	15.7%	15.2%	15.6%	16.9%

资料来源：Bloomberg、第一上海

关注风电设备和核电设备

平均每年核电的投资在 25 亿美元左右

按照“十一五”规划，到 2020 年，中国核电装机容量要达到 4500 万千瓦，占当年全国电力装机总容量 10 亿千瓦的 4%。而目前中国仅有 10 台核电机组投入商业运行，中国核电装机容量也只有 880 万千瓦，约占全国电力装机容量的 1.7%。这就意味着从现在起，15 年之内至少要有 30 台百万千瓦级机组建成，20 台百万千瓦级机组开工。相当于从今年起，我国每年至少要批准 2 个百万千瓦级核电机组。而这些核电站项目的官方预算为每座核反应堆 15 亿至 20 亿美元。平均每年核电的投资在 25 亿美元左右。

2010 年后核电可能要占到这三大电力公司销售额的 10%

由于经济放缓，政府加快了核电的投资速度。最近的核电项目，福清核电开始启动了。我们认为整个核电建设周期约 10 年左右，如果建设单个核电站对三大动力设备公司的销售增长促动不是很大。但是随着未来核电项目启动的期限提前，我们预计未来可能同时有几个核电站同时开工，而按照设备提供的进度和销售确认的状态，我们推测在 2010 年后核电可能要占到这三大电力公司销售额的 10%。

风电新增容量比去年的新增装机容量增长超过了 1.5 倍

风电也是快速增长的行业，到 2008 年底风电累计装机容量将达到 1.3 万 MW。其中新增的装机容量为 7.7 千 MW。新增装机容量比去年的新增装机容量增长超过了 1.5 倍，再一次超出市场的早先预计。在风机产能进一步提升的情况下，预计明年新增装机容量可能将突破 50%的增长，风电累计装机容量将达到 2.5 万 MW。

而东方电气与上海电气开始规划了风电设备生产，其中东方电气风电收入在 2009 年将占到销售收入的 30%，而上海电气风电大规模投产后，我们预计将占到电力设备销售收入的 25%左右。

投资建议

关注具有行业优势的公司

建议在 2009 年关注上海电气和东方电气

我们认为在香港上市公司中，三大电力设备制造商中，上海电气以火电设备和三代核电设备，以及其他大型制造的优势最为明显，东方电机以水电设备、二代半核电以及风电设备优势最为明显，而哈尔滨动力则以火电为主，但无明显优势。因此我们建议在 2009 年关注上海电气和东方电气。

同业比较

据统计电气设备行业在景气的过去 3 年里，全球主要上市公司平均 ROE 为 21.3%。在非景气年间，剔除个别亏损的 ALSTOM 公司外，全球平均 ROE 为 11.9%。中国市场在电气设备景气的过去 3 年里上市公司平均 ROE 为 30.5%高于全球市场，而非景气年间平均 ROE 为 10.5%略低于全球 ROE。但是，从长期来看，国内的 3 大电力设备公司都是属于大型综合制造业类的公司，由于技术的垄断和创新，这些公司从全球类比公司来看，都是能够持续性经营和增长的公司。我们列举了海外市场的 P/E 与 P/B 的比较。

图 3：全球电力设备公司比较

百万	货币	市值	股价	市盈率 2008年	市盈率 2009年	市盈率 2010年	市净率 2008年	市净率 2009年	市净率 2010年
General Electric	USD	170,888	17.11	9.0	11.2	11.3	1.4	1.4	1.4
Siemens Electric	EUR	43,305	47.38	9.1	8.8	8.0	1.4	1.4	1.2
Alstom Electric	EUR	12,627	44.62	11.2	9.6	10.1	4.1	3.1	2.5
Mitsubishi Electirc	JPY	1,085,750	505.00	9.3	11.3	9.4	1.0	0.9	0.8
平均值				9.6	10.2	9.7	2.0	1.7	1.5

资料来源：Bloomberg 第一上海

下面列出了香港上市的三大电力公司的 P/E 与 P/B 对比，如果剔除东方电气因为今年地震损失的特殊因素外，香港市场的 P/E 和 P/B 比海外市场要略低些。

图 4：香港电力设备公司比较

	货币	市值 百万港元	股价 港元	市盈率 2008年	市盈率 2009年	市盈率 2010年	市净率 2008年	市净率 2009年	市净率 2010年
上海电气	HK$	33,020.29	2.64	10.9	9.0	6.4	1.3	1.1	1.1
东方电气	HK$	16,228.80	18.40	168.2	6.2	4.5	4.2	5.3	3.3
哈尔滨动力	HK$	7,021.68	5.10	5.0	5.2	4.3	4.7	0.6	0.6
平均值				61.4	6.8	5.1	3.4	2.4	1.6

资料来源：Bloomberg 第一上海

上海电气（2727，买入）

今年盈利可能下降，公司前景依旧光明

➢前三季度新签订单 2160.9 亿元：上海电气三季度止今年销售达到 447 亿元人民币，较去年增长了约 10%左右。但是，我们预计今年机电板块销售在四季度可能下滑，同时部分产能向临港基地搬迁等原因，我们微降了整年的销售预测至 601 亿元人民币。同时由于今年的财务收入上较去年肯定有所下滑，因此对其整体盈利也略作了下调至 26.7 亿元，较去年下滑了约 5%。

➢公司前景依旧光明：虽然目前经济放缓可能令部分订单交付放缓，但是公司目前手持订单已经超过 1650 亿元人民币，这些定单也基本固定了未来数年的销售预期。同时我们认为原材料成本的下降将在明年下半年的财务报表中有所体现，加上公司明年的部分产能扩大可以增加销售的确认，因此我们认为公司明年的整体盈利预计可以平稳增长。虽然火电电力建设行业增长势头不及前几年，我们认为各大电力公司为装机容量排名，未来两年继续保持 10%以上的投资增速。同时公司在 2009 年到 2010 年以后核电和风电将出现快速增长的势头。

➢原材料价格上涨影响可持续到明年上半年：因为生产周期的关系，原材料价格的上扬对非电力设备业务板块的成本上涨影响基本都在当年体现，而对电力设备板块的成本上涨影响则需要下一年体现。今年上海电气采购的普通钢材和特种钢材价格分别上涨了 30%~40%，预计明年上半年将影响到电力设备板块的毛利率，届时可能比今年电力设备板块毛利率将低 1~2 个百分点。

➢维持目标价 3.5 港元，调整为买入评级：上公司未来 12 个月目标价格为 3.50 港元，为 2009 年每股预测收益人民币 0.26 元的 11.8 倍市盈率。

盈利摘要

截止日12月31日	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万元人民币）	44,051	56,437	60,062	70,861	87,527
变化	N/A	28.1%	6.4%	18.0%	23.5%
净利润（百万元人民币）	2049	2815	2671	3232	4522
变化	N/A	37.4%	-5.1%	21.0%	39.9%
摊薄每股收益	0.17	0.24	0.21	0.26	0.36
市盈率@2.64港元(倍)	13.5	9.8	10.9	9.0	6.4
每股派息	0.06	0.09	0.09	0.10	0.15
息率	2.6%	3.8%	3.7%	4.5%	6.4%

资料来源：公司信息，第一上海预测

股价表现

资料来源：彭博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

主要财务报表

损益表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入	44,051.2	56,437.5	60,061.6	70,861.3	87,526.6
毛利	7,691.3	9,231.1	9,392.8	11,592.0	15,492.3
其他业务收入	900.3	1,806.4	675.2	742.8	817.0
销售及管理费用	(4,147.7)	(4,990.8)	(5,165.3)	(6,094.1)	(7,439.8)
其他费用	(848.9)	(966.6)	(961.0)	(1,133.8)	(1,400.4)
营运收入	3,595.0	5,080.1	3,941.8	5,106.9	7,469.1
财务费用	(58.2)	(72.2)	(180.5)	(451.1)	(676.7)
联营公司	436.2	607.4	728.9	874.6	962.1
税前盈利	3,973.0	5,615.2	4,490.2	5,530.4	7,754.5
所得税	(1,041.3)	(1,320.3)	(740.9)	(912.5)	(1,279.5)
少数股东应占利润	882.8	1,480.4	1,078.3	1,386.2	1,953.4
净利润	2,931.7	4,295.0	3,749.3	4,617.9	6,475.0
折旧及摊销	(761.4)	(882.1)	(1,660.0)	(2,310.9)	(2,994.5)
EBITDA	4,356.5	5,962.2	5,601.8	7,417.8	10,463.6
增长					
总收入 (%)	N/A	28.1%	6.4%	18.0%	23.5%
EBITDA (%)	N/A	36.9%	-6.0%	32.4%	41.1%
每股收益 (%)	N/A	37.4%	-9.8%	21.0%	39.9%

财务分析

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
盈利能力					
毛利率 (%)	17.5%	16.4%	15.6%	16.4%	17.7%
EBITDA 利率 (%)	9.9%	10.6%	9.3%	10.5%	12.0%
净利率(%)	6.7%	7.6%	6.2%	6.5%	7.4%
营运表现					
SG&A/收入(%)	9.4%	8.8%	8.6%	8.6%	8.5%
实际税率 (%)	26.2%	23.5%	16.5%	16.5%	16.5%
股息支付率 (%)	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%
库存周转	150.7	127.5	114.8	103.3	89.9
应付账款天数	72.2	73.0	73.0	65.7	59.1
应收账款天数	70.4	64.3	64.0	60.9	59.3
财务状况					
净负债/股本	1.2	1.1	1.1	0.9	0.9
收入/总资产	0.7	0.7	0.7	0.7	0.9
总资产/股本	3.8	3.9	3.8	3.6	3.5
盈利对利息倍数	50.5	34.7	51.6	21.8	11.3

资产负债表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
现金	8,614.2	12,809.9	10,220.4	7,117.4	3,937.9
应收账款	8,497.8	9,937.0	10,526.6	11,825.6	14,224.8
存货	15,012.6	16,494.6	15,933.9	16,774.7	17,737.1
其他流动资产	17,337.7	20,159.8	23,633.2	27,896.1	21,774.9
总流动资产	49,462.3	59,401.2	60,314.2	63,613.8	57,674.8
固定资产	8,590.5	10,778.7	16,168.1	22,635.4	29,426.0
无形资产	543.4	605.6	629.4	677.7	719.5
长期投资	5,451.5	5,611.9	6,694.9	8,012.9	9,076.5
总资产	64,047.8	76,397.5	83,806.7	94,939.7	96,896.7
短期负债	1,253.2	1,850.7	2,323.7	2,973.1	1,590.3
应付帐款	7,187.4	9,442.5	10,135.1	10,669.8	11,671.1
短期银行贷款	440.7	1,437.3	1,724.8	2,414.7	2,897.6
其他短期负债	27,513.5	30,697.3	33,145.3	35,595.2	37,737.6
总短期负债	36,394.7	43,427.9	47,328.7	51,652.8	53,896.5
长期银行贷款	107.4	824.3	1,071.6	1,393.1	1,811.0
其他负债	864.2	1,186.3	811.9	930.7	1,237.9
总负债	37,366.3	45,438.5	49,212.2	53,976.6	56,945.4
少数股东权益	6,771.4	7,841.8	8,957.2	11,353.2	11,794.6
股东权益	16,726.2	19,669.3	22,187.4	26,467.5	27,301.7
每股账面值	1.52	1.65	1.77	2.12	2.18
营运资金	12,096.0	13,962.8	11,102.0	9,637.2	729.3

现金流量表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
EBITDA	4,356.5	5,962.2	5,601.8	7,417.8	10,463.6
融资成本(收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变化	(3,197.8)	(6,591.1)	(3,339.1)	(4,330.2)	(5,888.5)
所得税	(1,041.3)	(1,320.3)	(740.9)	(912.5)	(1,279.5)
营运性现金流	117.4	(1,949.2)	1,521.8	2,175.1	3,295.6
资本开支	(2,534.9)	(2,191.9)	(5,398.8)	(6,465.1)	(6,773.8)
其他投资活动	2,653.6	8,084.2	1,552.8	2,045.5	2,224.3
投资性现金流	118.7	5,892.2	(3,846.0)	(4,419.7)	(4,549.5)
负债变化	1,802.9	996.6	287.5	689.9	133.3
股本变化	0.0	0.0	616.0	0.0	0.0
股息	(739.1)	(1,284.4)	(1,437.2)	(1,417.8)	(739.1)
其他融资活动	(117.5)	598.6	329.5	(66.4)	(1,080.7)
融资性现金流	946.4	310.9	(204.2)	(794.3)	(1,686.4)
现金变化	1,127.1	4,195.8	(2,589.5)	(3,103.0)	(3,007.7)
期初持有现金	7,487.1	8,614.2	12,809.9	10,220.4	6,945.5
期末持有现金	8,614.2	12,809.9	10,220.4	7,117.4	3,937.9

资料来源：公司公告，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

东方电气（1072，买入）

增发 6500 万股，补充资本金

➢向 A 股市场增发 6500 万股成功，补充资本金：公司通过 A 股市场，以人民币 20.5 元成功增发 6500 万股的流通股，可募集资本金 13.3 亿元人民币。由于公司的地震损失可能高达 16 亿人民币，如果年底实施资产减值的话，股东权益可能只剩下约 3 亿元不到，因此资本金的补充降低负债率十分必要。本次增发利好于公司，对香港市场的股东有利。

➢当前原材料价格下降将减缓公司成本压力：由于公司主要原材料钢材从今年初到 7 月，平均价格上涨约 30%左右。但自 8 月份以来，钢材价格回落速度不亚于原油价格，目前钢材平均价格下降接近 28%，已经持平于今年年初。根据公司运营情况，我们认为明年公司的原材料成本压力将降低，该效应将在明年年底体现在公司的损益表上。

➢手持 1100 亿订单保持销售和盈利稳定增长：我们预计公司全年新增订单达到 600 亿，下半年新增订单可能略有减缓。但是手持订单人民币 1100 亿元可保证未来 3 年销售的稳定增长。同时，我们认为根据中国长期的经济增长的势头，国内的电站投资建设在未来 3 年将继续维持稳定增长。

➢买入评级，维持原目标价 19.13 港元： 目标价格 19.13 港元，相当于东方电气 2009 年的每股收益人民币 2.63 元（摊薄）的 6.4 倍市盈率。

盈利摘要

截止日12月31日	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万元人民币）	22,434	24,099	26,335	36,847	40,925
变化	N/A	7.4%	9.3%	39.9%	11.1%
净利润（百万元人民币）	2269	2224	82	2320	3196
变化	N/A	-2.0%	-96.3%	2737.7%	37.7%
市盈率@18.4港元(倍)	5.8	5.9	168.2	6.2	4.5
摊薄每股收益	2.78	2.72	0.10	2.63	3.62
每股派息	0.20	0.11	0.01	0.20	0.28
息率	1.2%	0.7%	0.0%	1.3%	1.7%

资料来源：公司信息，第一上海预测

股价表现

资料来源：彭博

主要财务报表

损益表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入	22,433.8	24,099.1	26,334.8	36,847.5	40,924.7
毛利	4,582.4	4,900.7	4,064.1	5,432.1	6,655.8
其他业务收入	334.4	379.3	208.6	219.1	230.0
销售及管理费用	(243.0)	(385.2)	(427.0)	(477.9)	(477.7)
其他费用	(1,898.3)	(2,090.8)	(3,524.2)	(2,148.3)	(2,266.7)
营运收入	2,775.5	2,804.0	321.6	3,025.0	4,141.4
财务费用	(3.9)	(25.9)	(194.5)	(25.9)	(25.9)
联营公司	10.4	(24.0)	(22.8)	(40.5)	(40.5)
税前盈利	2,782.0	2,754.0	104.3	2,958.6	4,074.9
所得税	(325.0)	(343.0)	(15.6)	(443.8)	(611.2)
少数股东应占利润	188.0	186.5	6.9	194.5	268.0
净利润	2,269.1	2,224.5	81.8	2,220.2	3,195.7
折旧及摊销	196.4	233.8	85.5	219.8	360.7
EBITDA	2,465.5	2,458.3	167.2	2,440.0	3,556.5
增长					
总收入（%）	N/A	7.4%	9.3%	39.9%	11.1%
EBITDA（%）	N/A	-0.3%	-93.2%	1358.9%	45.8%
每股收益（%）	N/A	-2.0%	-96.5%	2633.1%	37.7%

财务分析

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
盈利能力					
毛利率(%)	20.4%	20.3%	15.4%	14.7%	16.3%
EBITDA利率(%)	11.0%	10.2%	0.6%	6.6%	8.7%
净利率(%)	10.1%	9.2%	0.3%	6.0%	7.8%
营运表现					
SG&A/收入(%)	1.1%	1.6%	1.6%	1.3%	1.2%
实际税率（%）	11.7%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率（%）	42.1%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
库存周转	188.0	228.9	215.6	203.2	196.5
应付账款天数	345.5	328.8	300.0	225.0	180.0
应收账款天数	162.4	190.9	137.6	118.3	117.5
财务状况					
净负债/股本	1.7	2.9	1.7	2.0	1.6
收入/总资产	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0
总资产/股本	7.9	21.8	20.9	16.6	10.2
盈利对利息倍数	706.6	108.1	1.7	116.6	159.7

资产负债表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
现金	5,303.5	3,913.9	8,135.2	4,478.7	305.6
应收账款	9,983.8	12,601.4	9,927.8	11,942.7	13,169.6
存货	9,194.2	12,040.1	13,157.0	17,488.7	18,452.7
其他流动资产	3,838.2	3,951.3	3,516.2	3,833.1	3,837.1
总流动资产	28,319.8	32,506.8	34,736.2	37,743.2	35,765.0
固定资产	2,316.4	2,685.7	1,221.7	2,601.2	4,051.4
无形资产	64.0	108.2	97.4	87.6	78.9
长期投资	633.9	817.3	579.2	903.6	1,056.8
总资产	31,334.1	36,117.9	36,634.5	41,335.6	40,952.1
短期负债	5,695.3	7,007.6	7,657.7	8,598.2	8,609.3
应付帐款	16,898.8	17,532.9	18,304.7	19,365.6	16,899.8
短期银行贷款	218.7	413.0	413.0	413.0	413.0
其他短期负债	2,292.7	5,054.8	4,306.0	4,305.1	4,144.6
总短期负债	25,105.5	30,008.3	30,681.4	32,681.9	30,066.6
长期银行贷款	19.3	5.8	500.0	1,500.0	1,350.0
其他负债	886.1	2,725.1	2,629.3	2,668.0	2,694.7
总负债	26,011.0	32,739.2	33,810.7	36,849.9	34,111.4
少数股东权益	667.1	860.6	536.6	997.5	1,410.5
股东权益	3,988.9	1,657.5	1,750.6	2,490.8	4,019.8
每股账面值	8.86	3.68	3.89	3.05	4.92
营运资金	3,214.2	2,498.4	4,054.7	5,061.3	5,698.4

现金流量表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
EBITDA	2,465.5	2,458.3	167.2	2,440.0	3,556.5
融资成本(收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变化	(2,124.1)	(2,400.5)	3,133.9	(5,019.2)	(3,505.8)
所得税	(114.0)	(59.9)	(2.2)	(62.4)	(86.0)
营运性现金流	227.4	(2.1)	3,298.9	(2,641.7)	(35.3)
资本开支	(172.6)	(206.2)	(710.2)	(1,999.3)	(2,036.6)
其他投资活动	(263.6)	(400.5)	(54.8)	120.4	74.0
投资性现金流	(436.3)	(606.7)	(765.0)	(1,878.9)	(1,962.6)
负债变化	(181.3)	(89.9)	443.7	949.6	(363.7)
股本变化	0.0	367.0	0.0	65.0	0.0
股息	(54.0)	(225.0)	(90.0)	(88.3)	(3.2)
其他融资活动	0.0	0.0	1,332.0	0.0	0.0
融资性现金流	(235.3)	(314.9)	1,685.7	861.3	(367.0)
现金变化	(444.2)	(924.0)	4,220.3	(3,657.5)	(2,362.2)
期初持有现金	4,859.0	5,303.5	3,913.9	8,135.2	2,667.3
期末持有现金	5,303.5	3,913.9	8,135.2	4,478.7	305.6

资料来源：公司公告，第一上海预测

汽车行业

波折的 2008 年汽车业

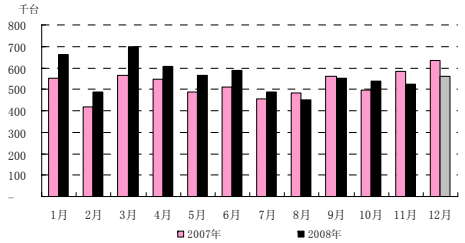
2008 年汽车销售的波动

预计 2008 年乘用车的年增长率为 6.8%，商用车的年增长率为 7.1%

2008 年的汽车销售总量远远低于市场在年初给出的预计，整个 2008 年乘用车以及商用车的销量增长率较去年有所下降，单月的销售波动也比较大。其中乘用车和商用车自 7 月份以后销售境况发生了突变，乘用车在 8 月、9 月以及 11 月份销售同比下降，商用车自 7 月份起销售都是同比下降。这种销售状况是明显受到外部经济环境影响所致。

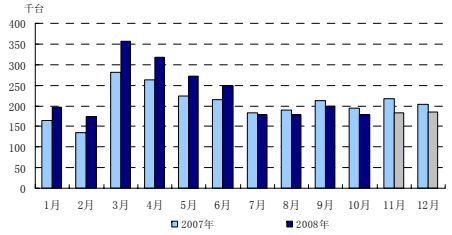
我们预计 2008 年乘用车的年增长率为 6.8%，商用车的年增长率为 7.1%。

图 1：中国乘用车月度销售同比



资料来源：CEIC、第一上海 注：灰色为预测数据

图 2：中国商用车月度销售同比



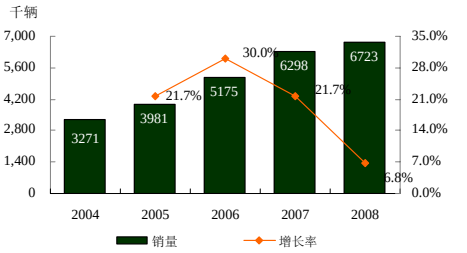
资料来源：CEIC、第一上海 注：灰色为预测数据

一旦紧缩的汽车消费被释放出来，我们认为汽车消费将迅速恢复增长

我们认为 2008 年的乘用车销售增长率下降也是 2004 年以来乘用车行业销售出现普遍高增长情况下的调整，中国乘用车业的高增长并没有就此结束。今年整个外部经济环境的恶化，奥运因素、消费信心指数下降乘用车销售量造成了重大的影响。如果一旦紧缩的汽车消费被释放出来，我们认为乘用车将迅速恢复增长。

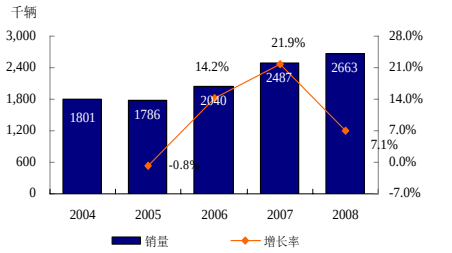
而商用车方面外部经济环境，投资下滑以及国 III 标准的推出，都给本来属于周期性的商用车行业提前推入了下降周期。

图 3：中国乘用车历史销售和增长率



资料来源：CEIC、第一上海

图 4：中国商用车历史销售和增长率



资料来源：CEIC、第一上海

行业盈利能力的变化

我们把中国汽车产业的发展分成 3 个阶段，每个阶段发展的历程不同，而行业的盈利能力也有着重大的变化

2000 年以前整个行业内依靠自主研发和小部分的国外合作建立了相对齐全的产业体系

在 2000 年以前，是中国汽车行业发展的第一阶段，整个行业内依靠自主研发和小部分的国外合作建立了相对齐全的产业体系，尤其在商用车产业中，拥有了从整车到零部件完整的产业链。但是由于中国汽车产业发展的第一阶段正处于外部环境发生重大变化的时期，由计划经济快速向市场经济转变，而那些国营企业的机制不够灵活，因此整体的行业毛利率和净利率在那个阶段开始逐年下降。

在 2000 年到 2005 年期间全球的汽车制造商与中国的汽车集团合作布局中国汽车产业体系

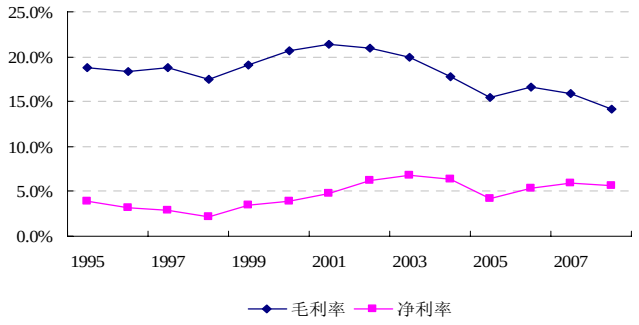
在 2000 年到 2005 年期间，是中国汽车行业发展的第二阶段，也是中国乘用车发展的黄金时期。在这个阶段，全球的汽车制造商与中国的汽车集团合作布局中国汽车产业体系，建立了相对完整的乘用车零部件供应商体系。同时全球汽车制造商为国内制造商带来了先进的管理体系和生产技术。在这个阶段，中国的汽车消费刚刚被刺激起来。整个行业产品定价高于全球市场，因此行业毛利率和净利率都比较高。行业平均毛利率达到了 19.4%，行业净利率达到了 5.4%。

自 2005 起整个行业出现了全面竞争的格局

自 2005 年起，随着行业竞争的加剧，高定价的产品已经没有生存空间了。在这个阶段原材料价格逐步上升，进一步压缩了产品的毛利率。因此整个行业出现了全面竞争的格局，核心竞争能力已经是各个公司的新品推出能力以及公司的管理能力。因此在行业毛利率下降的同时，行业净利率未出现显著下降。在这个时期行业毛利率为 16.6%，行业净利率为 5.7%。

从长远看，乘用车行业的竞争将逐步加剧，行业毛利率下降是个趋势。但是我们预计在未来两年，虽然行业竞争比较激烈，由于短期原材料价格的下行趋势，行业毛利率仍然能维持在当前水平。

图 5：中国汽车行业的盈利能力变化



资料来源：CEIC、第一上海

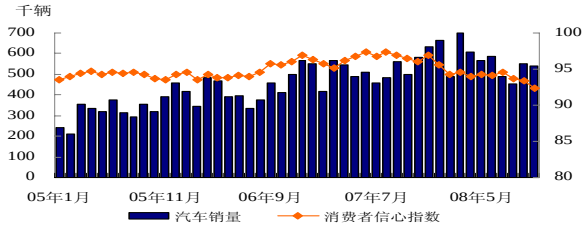
汽车消费增长

乘用车的消费特性

当消费信心指数低于95以后，月度汽车环比销量出现下降的概率大幅度提升

自 2005 年以后，国内乘用车的消费日趋理性，整体销售也每年呈现稳步增长，到 2008 年第一季度后，整个市场受外围影响，销量的边际增长逐步开始下降，有些月份在排除季节性因素后甚至出现了环比负增长。我们预计，随着 2009 年上半年经济的不确定性，汽车这种耐用消费品将仍然处于销售低迷的状态。我们给出了消费者信心指数与汽车月度销量的比较，我们认为，当消费信心指数低于 95 以后，月度汽车环比销量出现下降的概率大幅度提升。该图在一定程度上反映了当前乘用车市场的销售已经进入低迷的状态。

图表 6：中国汽车行业的消费量变化



资料来源：国家统计局、CEIC、第一上海

根据汽车市场的消费特性，在整个经济周期期间，乘用车消费要略迟于经济周期，根据我们的观点，在经济进入低迷期，乘用车的消费复苏可能要略迟，经济进入景气阶段消费周期略长。乘用作为耐用可选类商品的复苏将会等到经济转暖信号明确以后出现复苏。

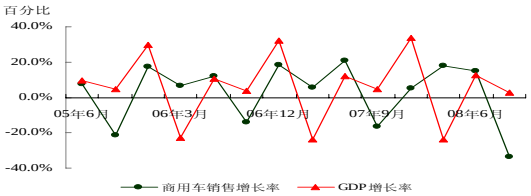
同时我们认为，明年下半年起经济因为财政和货币政策的传导和乘数效应开始有明确的转暖的概率相对比较高，因此明年的第三季度后期和第四季度乘用车销售复苏的可能性较高。

商用车的销售

商用车的销售与经济增长的相关程度更为明显

商用车的销售与经济增长的相关程度更为明显，轻卡和中卡随着物流业的需求增长而增长，重卡将随着投资需求的拉动而迅速复苏，而客车的销售则需要根据市政支出、公交更新以及城际交通和旅游的发展来决定，因此客车的销售恢复是最具不确定性的。

图 7：商用车季度销售环比增长率与季度 GDP 环比增长率对比



资料来源：国家统计局、第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

商用车的复苏将与经济的恢复增长同步

由于商用车的应用直接或者间接的涉及到广泛的应用领域，因此我们认为商用车的销售增长率与 GDP 的增长率呈现正相关的关系；并与 GDP 上升和下降的周期同步。我们认为明年商用车的复苏将与经济的恢复增长同步，当国家财政政策与货币政策推动 GDP 上升的效应出现时，也就是行业普遍认为在第二季度后期与第三季度时商用车的销售就开始恢复增长了。

影响汽车行业的政策

燃油税的影响

到目前为止，燃油税的最终方案没有被定下。我们认为设计燃油税的方案有二个基本方向，一、根据燃油使用量征收燃油税；二、根据油价征收浮动燃油税。第一种方案相对简单，直接根据燃油的使用量进行税收，税费固定。第二种方案则同时需要考虑油价以及使用量征收，税费浮动。

燃油使用量征收燃油税可能性较大

如果根据鼓励小排量车和将养路费直接变成燃油税的设想看，第一种方案的可能性更高一些。而且政府通过《成品油价税费改革方案(征求意见稿)》也比较明确的表达了根据使用量来征收燃油税的意图。

无论用哪种方法征税，由于目前税率没有最终定稿，因此我们很难得出对整体汽车行业的影响。只能对汽车细分市场的影响做出推断：如果燃油税费方案出台的是第一种，那我们以 1.6 升作为标准车型，正常的车辆行驶进行度量，在取消养路费的情况下，征收燃油税的使用成本将比原使用成本节约 150 元每年。因此对节能型和小排量车利好，同时该项税费将刺激家用车的销售，但是增加了以运输为目的企业车辆成本，也在一定程度上抑制这些企业的消费。

如果，采用第二种征收方式，其影响相对复杂，我们一般认为油价上涨将加速抑制汽车消费，同时消费者对大排量车消费意愿性低于小排量车，而油价下跌也将加速促进汽车消费，同时消费者对大排量车的消费意愿将大于小排量车。

汽车消费税的影响

消费税的调整没有明显促进小排量车消费的动力

政府于今年宣布了汽车消费税调整，已经于 9 月 1 日起实施。具体内容包括，提高大排量乘用车的消费税税率，排气量在 3.0 升以上至 4.0 升(含 4.0 升)的乘用车，税率由 15%上调至 25%，排气量在 4.0 升以上的乘用车，税率由 20%上调至 40%；二是降低小排量乘用车的消费税税率，排气量在 1.0 升(含 1.0 升)以下的乘用车，税率由 3%下调至 1%。

我们认为该项消费税调整根本期望是抑制大排量汽车的消费，促进小排量车的消费。由于今年下半年整体汽车销售状况不是很好，政策的影响程度也没有明显表现出来。但从明年情况看，即便汽车销售转暖，该项消费税调整并不一定能促进小排量汽车消费上升，主要是因为小排量车本来销售价格也就 3～5 万元，减少 2%消费税也就减少 1000 元人民币，对小排量车整体消费的促进力度不够。

国 III 标准的影响

另一个有较大影响的政策是国 III 标准的实施，自 2008 年 7 月 1 日起，3.5 吨以上的商用车必须全部实行国 III 标准。

国家曾经推过国 II 标准，当年商用车的销量出现了负增长

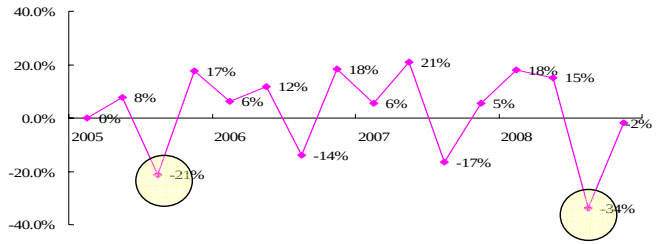
从历史上看，2005 年 7 月 1 日时国家曾经推过国 II 标准，当年商用车的销量较 2004 年出现了负增长，直到 2006 年才开始恢复销售的增长，出现了明显的周期性。而今年 7 月 1 日前，也就是国 III 标准实施前，商用车的销售明显增加，之后销售出现大幅度下降。我们不排除今年 7 月 1 日国 III 标准的实施把商用车购买动能提前释放，是造成之后几个月商用车消费紧缩重要因素之一。同时我们也预计，到 2009 年商用

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

车消费动力被释放的可能性大大提高。

下图揭示了商用车季度销售环比增长率，一般 3 季度是销售淡季，但是 2005 年和 2007 年的 3 季度则下降较以往几年多。

图 8：商用车季度销售同比增长率



资料来源：公司资料、第一上海

海外同业历史比较

国际市场历史 P/E 的比较

日本与韩国的汽车产业与我们比较相似。我们参考日本和韩国过去 10 多年，其汽车发展的黄金阶段，其汽车股票在市场中的 P/E 与大盘的对比。

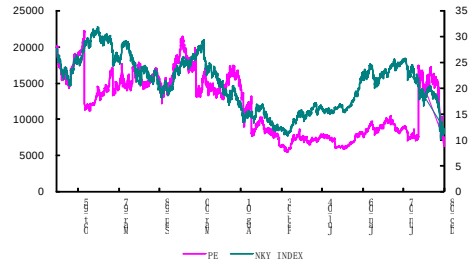
日本市场中，汽车股的最高 P/E 也过 30 倍，

我们发现，从长期看汽车股票的平均 P/E 与大盘基本呈正相关。日本市场中，当指数最高突破 20000 点时，其汽车股的 P/E 也超过 30 倍。近年日经指数突破 18000 点时，其汽车股的 P/E 超过了 25 倍，但是从图形上分析，这个 P/E 的上升并不是由于股票价格的推升，而是由于当年的平均盈利的下降，因此我们认为当汽车公司拥有合理盈利时，其最高合理的 P/E 值为 15 倍左右。当指数低点时，汽车股的平均 P/E 为 7 倍。

韩国市场汽车股票也达到了平均 P/E 最高点 20 倍以上

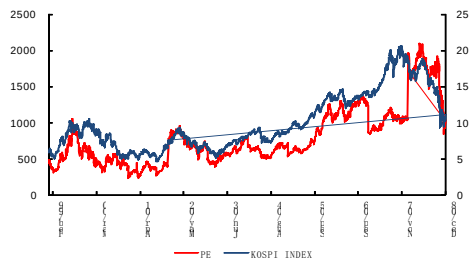
同样，韩国市场 KOSPI 指数突破 2000 点时，汽车股票也达到了平均 P/E 最高点 20 倍以上，但是其 P/E 的推升也是因为 2007 年的整体盈利下降，其最高合理 P/E 与日本市场非常接近为 15 倍。而当 KOSPI 指数位于近 10 年低点 500 点附近，其平均 P/E 最低为 3.5 倍。

图 9：日经指数与日本汽车股平均 P/E 对比



资料来源：Bloomberg、第一上海

图 10：KOSPI 指数与韩国汽车股平均 P/E 对比



资料来源：Bloomberg、第一上海

香港市场历史 P/E 的比较

我们同时参考了香港上市的平均 P/E 与恒生指数的对比。其中 2004 年的平均 P/E 被推高也是因为行业平均盈利降低引起的。

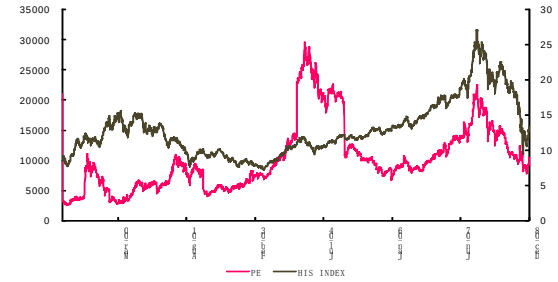
高位合理 P/E 应该保持在 15 到 20 倍之间，

从长期看，同样香港恒生指数与汽车股的平均 P/E 也是呈现正相关的关系。当恒生指数处于历史最高位时，香港汽车股票的平均 P/E 接近了 20 倍，而历史低点的 P/E 也接近了 3.5 倍。

低位 P/E 则可能去到 3 倍附近

从三个国家的近年汽车股票的走势看，汽车股的 P/E 与指数有密切关系，当大盘上涨时，即便出现盈利下降，汽车股票也有可能维持原来的股票价格以致有更高的 P/E，整个市场的高位合理 P/E 应该保持在 15 到 20 倍之间，而低位 P/E 则可能去到 3 倍附近。

图 11：恒生指数与香港市场汽车股 P/E 对比



资料来源：Bloomberg、第一上海

投资建议

先商用车后乘用车

建议优先选择商用车类的上市公司

从行业情况看，我们认为商用车的销售波动与 GDP 的恢复增长基本同步。而当国家财政政策与货币政策推动 GDP 上升的效应出现时，我们认为商用车将迅速恢复销售的增长，预计这个情况可能出现在第二季度后期或第三季度。其恢复增长销售比乘用车要早。所以我们建议优先选择商用车类的上市公司。

而乘用车的特性我们在前文中分析过，在整个经济周期期间，乘用车消费要略迟于经济周期，在经济进入低迷期，乘用车的消费复苏可能要略迟。因此我们认为，到经济恢复明确以后，可以介入乘用车类的上市公司。

节能车和小排量车优先

节能车与小排量车销费驱动力更大

从政府的政策推动看，节能车与小排量车销费驱动力更大。如果燃油税按使用量征税，节能车如双模车或纯电动车，与小排量车的燃油税成本相对低。甚至从理论上说，未来的纯电动车无法按照当前的燃油税模式征税，该类车型未来可能有一段时期较燃油车有较显著的低税费时期。

近期的估值比较

我们列出了近期香港主要汽车上市公司的同业比较，其中包括了零部件公司的同业比较。

我们认为目前这些公司的估值正处于历史的相对的低位，同时市场对这些公司未来的盈利预计也没有下降。

图 12：香港汽车公司比较

百万	货币	市值	股价	市盈率 2008年	市盈率 2009年	市盈率 2010年	市净率 2008年	市净率 2009年	市净率 2010年
中国重汽	CNY	12,422	5.46	9.4	9.1	8.0	1.0	1.0	0.9
长城汽车	CNY	2,508	2.31	3.3	3.5	3.4	0.4	0.3	0.3
东风集团股份	CNY	17,577	2.25	5.1	5.0	4.6	1.0	0.8	0.7
比亚迪	CNY	23,453	11.92	16.0	14.1	12.5	1.9	1.8	1.6
平均值				8.5	8.0	7.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：Bloomberg 第一上海

中国重汽（3808，未评级）

需求短期不振，长期看好

➢上半年火热，下半年冷遇：上半年重卡销售增长很快，总收入达到 169 亿元人民币，约占去年全年收入的 80%，净利润同比增长约 40%。下半年行情开始变淡，第三季度的销售相对正常， 销售收入 41.6 亿元，同比下降 5%。10 月以后受到的影响更大，开始出现大幅下滑。

➢原材料价格压力在 11 月之后就能缓解：2008 年初钢材等原材料价格大幅上升，公司的成本压力也不断上升，虽然下半年开始原材料价格出现下降，但是公司的原材料是季度订货，第三季度采购的库存差不多在 11 月消耗完，也就是说第三季度的成本压力比较大，因为钢材等原材料在高位采购，但是第四季度新采购原材料之后，成本压力才会缓解。

➢下游行业即将复苏：中国重汽的产品在矿区、建筑及物流具有优势，在矿区主要用于拉煤和拉铁矿石，大约占总销量的 40%，建筑主要是水泥搅拌车，仅占 10%，此外物流占 30%，再者还有城市专用车，比如垃圾车、消防车、油罐车等。从 2009 年行业分析来看，如果宏观财政政策刺激经济启动的话，行业需求即会恢复。

➢长期需求不减，行业整合孕育机会：本轮经济调整给行业带来了压力，将加快行业整合的力度，优秀的企业将在整合中获得更多的机会。长期来讲，中国正在进行持续进行重工业化及城市化，重卡仍然是需求持续旺盛的品种，存在广大的市场空间。

盈利摘要

截止12月31日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额（人民币百万）	12,767	21,297	26,689	26,446	29,498
变动(%)	*N/A*	*67*	*25*	*-1*	*12*
净利润（人民币百万）	638	1,109	1,296	1,261	1,435
每股盈余（人民币元）	0.43	0.71	0.58	0.60	0.68
变动(%)	*N/A*	*65*	*-19*	*3*	*14*
市盈率@5.36港元（倍）	11.0	6.7	8.2	7.9	6.9
每股股息（人民币元）	0.00	0.07	0.09	0.09	0.09
股息现价比率(%)	*0*	*1*	*2*	*2*	*2*

来源： Bloomberg

股价表现

来源：彭博

比亚迪（1211，买入）

崛起的汽车业务，创新的能源动力

➢比亚迪新能源汽车展望：自 MidAmerican Energy Holdings Co.，入股以来。目前该公司新能源汽车进展迅速，其混合动力车将在年底前投入市场，而纯电动车在比亚迪的规划下，能在 MidAmerican Energy Holdings Co.的帮助下明年能进入欧美市场。根据各方汽车研究公司和一些大型产业咨询公司分析，未来数年纯电动汽车将成为汽车的主流趋势，其中混合动力汽车将是其过渡车型，因此各大主流汽车厂商都在进行纯电动汽车的研发，而目前可以投入商用的纯电动汽车仅有比亚迪成型。从欧美政府支持程度看，自奥巴马上台后的施政政策中就包括了在 2015 年前计划制造一百万台以上的可充电节能汽车。目前公司已经拿到了 F3 双模车上牌许可，近期即将上市。

➢公司各业务板块销售表现：公司电池板块销售将略有增长，主要得益于锂电池的整体销售比去年同期增长了约 20%，而镍电池的整体销售额将下降 20%左右，我们预计公司电池整体销售增长达到 3%~4%之间约达到 73 亿元左右。公司电子业务板块由于整体业务结构的调整，因此今年整体销售额增长了 80%，预计在 130 亿元左右，公司的净利润基本持平。销售主要增长的业务是组装业务，其毛利率为 4%～5%之间，但根据今年整体加工业市况看，公司能保持利润持平，并维持在行业中有较大的竞争优势。汽车销售预计目标为 16 万台，略低于原有 20 万台的目标，主要原因是行业需求急剧下降，F0 和 F6 销售没有达到预计目标，基本销售额预计比去年增长 80%以上。

➢公司毛利率情况：公司电池板块的毛利率将略有上升，主要得益于各种原材料价格的下降。而电子业务中组装业务的毛利率急速下降今年上半年仅为 19%，比去年同期的 34%有明显下降。我们预计全年可维持 14%的毛利率，但明年因为客户要求使得订单价格的下降而可能进一步降低毛利率。汽车板块的毛利率一直比较高，维持在 20%左右。由于公司的垂直产业链，我们认为公司可以维持该毛利率。

➢比亚迪汽车业务近况与规划：公司预计今年整体销售汽车 16 万台。其中 F3 为 14 万台，单价为 7 万元。9 月份进入自有品牌第一名，10 月份 F3 市场销售排名第一。今年 F0 销售为 1~2 万台，F6 为 8000 台。明年 F3 预计销售基本持平，F6 预计销售为 4 万台，F0 预计为 5000 台/月，F0 针对的市场为奔奔和 QQ。根据目前主流汽车厂商的预计，明年下半年起汽车市场将逐步转暖，消费会逐步回升。同时低成本汽车也是未来汽车的主流研究方向，我们认为比亚迪利用垂直整合，当前制造成本已经远低于目前的其他汽车制造商。

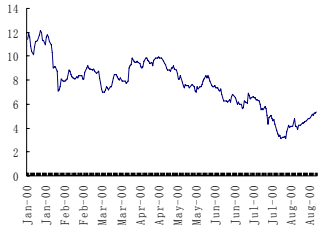
➢评级为买入，目标价 16.89 港元：目前维持 12 个月目标价格港币 16.89 元，相当于 2009 年的收益的 19 倍市盈率，买入评级。

盈利摘要

截止日12月31日	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万元人民币）	12,939	21,211	25,210	33,349	37,994
变化	N/A	63.9%	18.9%	32.3%	13.9%
净利润（百万元人民币）	1117	1612	1636	2065	2601
变化	N/A	44.2%	1.5%	26.2%	26.0%
市盈率@13.32港元(倍)	21.5	14.9	15.0	13.2	11.0
摊薄每股收益	0.55	0.79	0.78	0.89	1.07
每股派息	0.11	0.34	0.34	0.39	0.46
息率	0.9%	2.9%	2.9%	3.3%	4.0%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入	12,938.9	21,211.2	25,210.4	33,349.0	37,994.2
毛利	2,738.2	4,247.7	4,644.1	5,852.0	6,399.5
其他业务收入	157.0	285.3	290.1	305.8	341.6
销售及管理费用	(1,330.4)	(2,305.2)	(2,564.3)	(3,392.1)	(3,425.9)
其他费用	(136.7)	(96.5)	(103.3)	(129.8)	(130.1)
经营利润	1,428.1	2,131.3	2,266.6	2,636.0	3,185.1
财务费用	(246.9)	(388.4)	280.5	129.4	(27.7)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	1,181.1	1,742.9	2,547.1	2,765.4	3,157.4
所得税	(53.1)	(40.6)	(258.2)	(325.8)	(410.5)
少数股东应占利润	10.7	90.6	92.0	116.1	146.2
净利润	1,117.3	1,611.7	1,635.9	2,064.6	2,600.7
折旧及摊销	476.5	840.0	957.6	861.8	1,292.7
EBITDA	1,904.6	2,971.3	3,224.1	3,497.8	4,477.8
增长					
总收入 (%)	N/A	63.9%	18.9%	32.3%	13.9%
EBITDA (%)	N/A	56.0%	8.5%	8.5%	28.0%
每股收益 (%)	N/A	44.2%	-0.5%	13.5%	20.2%

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
盈利能力					
毛利率 (%)	21.2%	20.0%	18.4%	17.5%	16.8%
EBITDA 利率 (%)	14.7%	14.0%	12.8%	10.5%	11.8%
净利率(%)	8.6%	7.6%	6.5%	6.2%	6.8%
营运表现					
SG&A/收入(%)	10.3%	10.9%	10.2%	10.2%	9.0%
实际税率 (%)	4.5%	2.3%	10.1%	11.8%	13.0%
股息支付率 (%)	19.1%	41.2%	41.2%	41.2%	41.2%
库存周转	113.0	97.9	88.1	79.3	79.3
应付账款天数	143.5	150.5	170.8	170.8	170.8
应收账款天数	84.5	93.5	84.1	84.1	84.1
财务状况					
净负债/股本	1.8	1.1	0.8	0.8	1.0
收入/总资产	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
总资产/股本	3.1	2.7	2.3	2.4	2.4
盈利对利息倍数	5.8	5.5	8.1	20.4	115.1

资产负债表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
现金	1,617.3	5,539.5	4,681.0	6,793.9	2,846.2
应收账款	2,994.4	5,432.6	5,811.2	7,687.1	8,757.9
存货	3,156.9	4,548.5	4,963.1	5,972.1	6,862.1
其他流动资产	345.8	779.4	810.4	1,067.8	1,226.4
总流动资产	8,114.5	16,300.0	16,265.7	21,520.9	19,692.6
固定资产	7,483.0	10,341.6	14,363.3	12,927.0	19,390.5
无形资产	412.4	586.2	597.9	609.9	622.1
长期投资	376.9	2,060.7	1,781.0	1,666.9	2,148.0
总资产	16,386.8	29,288.5	33,007.9	36,724.6	41,853.1
短期负债	1,268.3	1,664.9	1,956.5	2,582.9	2,953.2
应付帐款	4,010.5	7,089.6	9,621.5	12,863.8	14,780.8
短期银行贷款	4,223.7	6,828.8	4,097.3	2,868.1	2,581.3
其他短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总短期负债	9,502.4	15,583.4	15,675.2	18,314.8	20,315.3
长期银行贷款	1,513.1	1,294.8	906.4	951.7	989.8
其他负债	3.5	0.0	0.0	0.0	0.0
总负债	11,019.1	16,878.2	16,581.6	19,266.5	21,305.1
少数股东权益	75.2	1,702.1	2,253.0	2,394.5	2,818.3
股东权益	5,292.5	10,708.1	14,173.4	15,063.6	17,729.7
每股账面值	2.58	5.22	6.78	6.48	7.28
营运资金	(1,388.0)	716.6	590.5	3,206.1	(622.8)

现金流量表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
EBITDA	1,904.6	2,971.3	3,224.1	3,497.8	4,477.8
融资成本(收入)	249.3	388.4	280.5	147.2	27.7
营运资金变化	345.2	(1,408.4)	1,374.7	78.8	(379.6)
所得税	(53.1)	(40.6)	(258.2)	(325.8)	(410.5)
营运性现金流	2,446.0	1,910.8	4,621.2	3,398.0	3,715.4
资本开支	(2,744.2)	(4,060.6)	(4,021.7)	(1,436.3)	(6,463.5)
其他投资活动	(281.1)	(1,116.7)	284.6	142.5	(436.2)
投资性现金流	(3,025.3)	(5,177.3)	(3,737.1)	(1,293.8)	(6,899.7)
负债变化	1,712.2	2,386.8	(1,723.9)	(904.6)	170.1
股本变化	0.0	5,410.7	968.0	1,778.4	0.0
股息	0.0	(215.8)	(701.4)	(711.9)	(898.4)
其他融资活动	(249.3)	(392.8)	(285.0)	(152.9)	(34.8)
融资性现金流	1,462.9	7,188.9	(1,742.2)	9.0	(763.1)
现金变化	883.7	3,922.2	(858.3)	2,112.8	(3,947.7)
期初持有现金	682.1	1,617.3	5,539.5	4,681.0	6,793.9
期末持有现金	1,617.3	5,539.5	4,681.0	6,793.9	2,846.2

资料来源：公司公告，第一上海预测

东风汽车（489，未评级）

国内商用车的领导者

➢领先的商用车产业链：东风汽车在商用车方面领先于其他公司，主要是在中型和重型卡车方面的发动机、车桥以及驾驶室方面拥有成熟的技术和创新能力。同时整个在卡车方面的规模优势也比其他公司领先。上半年公司销售了 22 万辆商用车同比增长了 37%，我们预计全年度商用车受经济影响比较明显，累计同比增长量可能在 15%左右，超出行业平均水平。

➢等待行业复苏，创销量新高点：今年汽车产业受经济影响，整体行业下滑比较明显，但是我们预计东风汽车今年乘用车及商用车销量将有望突破 110 万辆，同比增长率接近 16%。我们预测行业销量含乘用车和商用车的平均增长率仅为 7.0%。公司产品的销售远高于行业平均水平。我们预计，一旦经济复苏，公司销售增长率将远高于其他公司。

➢原材料价格压力在 2009 年缓解，有望提升毛利率：公司上半年由于新增产品较多，乘用车毛利率有所提升约为 18.9%,上升了 0.5 个百分点，商用车毛利率有所轻微下降了 0.5 个百分点为 14.3%。由于今年公司尤其在上半年一直承受着原材料价格上涨的压力，公司通过优化流程，增加自产零部件比例来维持毛利率水平。今年下半年我们预计公司毛利率可能有轻微下滑，主要是由于部分产品的价格调整引起的。到了 2009 年原材料价格压力全面缓解，公司内控发挥优势，因此毛利率将全面提升。

➢充足的现金流动性：公司上半年持有现金以及现金等价物为 84 亿元，其经营活动产生的现金流为 42 亿元是当期产生的利息的 20 倍以上。因此我们认为其运营情况十分稳健，即便经济出现更大的波动，公司抗风险能力也相对比较高。

盈利摘要

截止12月31日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额（人民币百万）	48,264	59,318	68,192	73,678	80,234
变动(%)	*N/A*	*23*	*15*	*8*	*9*
净利润（人民币百万）	2,081	3,770	3,707	3,799	4,119
每股盈余（人民币元）	0.24	0.44	0.44	0.45	0.48
变动(%)	*N/A*	*83*	*-1*	*2*	*9*
市盈率@2.04港元（倍）	7.5	4.1	4.1	4.0	3.7
每股股息（人民币元）	0.04	0.04	0.06	0.06	0.07
股息现价比率(%)	*2*	*2*	*3*	*3*	*4*

来源： Bloomberg

股价表现

来源：彭博

长城汽车（2333，未评级）

领跑国内 SUV

➢上半年销售保持高增长：长城汽车今年上半年汽车销量达到 65,675 辆，比较去年增长了 37.8%。如果扣除今年新增的 3657 辆轿车，比去年增长了 30%。其中，公司历经了 4-6 月份柴油供应短缺，造成公司 SUV 的销量下降的影响。公司整体销售额上涨了 37.8%，皮卡车销售额达到了 18.3 亿元，较去年上涨了 45%。SUV 销售额达到了 23.2 亿，增长了 23.7%。

➢原材料价格下降将缓解成本压力：长城汽车整体毛利率由去年的 23.9%下降至 2008 年上半年的 20.5%，下降了 3.4 个百分点，主要的原因是：钢材等原材料价格上涨导致成本上升；以及部分老车型进行促销；还有，皮卡车的零部件主要是外购，导致毛利率较去年下降了 7%；同时新推的轿车车型基本是处于亏损状态；反而 SUV 毛利率上升了 2%，由于大部分零部件自行生产，因此毛利率较高，估计在 30%左右。2008 年下半年以来，原材料及能源的价格不断下降，将缓解公司的成本压力。

➢轿车业务不理想：公司轿车产品于 2008 年 3 月开始上升，到 6 月底才销售 3657 辆，占公司总销量的 5.6%，销售额仅占总收入的 2.9%。目前公司的轿车处于刚起步阶段，而目前轿车销售市场压力日益增大，我们预计未来轿车对业绩的贡献将非常有限。

➢皮卡、SUV 内销及出口具有优势：长城汽车以皮卡起家，在皮卡及 SUV 细分市场不断做大，在中国皮卡及 SUV 市场销量名列前茅，在该细分市场建立的品牌效应将加强会公司抗击行业景气下滑的能力。另外，2008 年上半年出口收入增长了 86.6%，占总收入的 44.3%，分布在 121 个国家。出口销售未来一方面会受到全球经济不景气的影响，另一方面，产品的价格优势也可能使公司获得更多的市场份额。

盈利摘要

截止12月31日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额（人民币百万）	4,919	7,579	9,151	10,316	11,966
变动(%)	*N/A*	*54*	*21*	*13*	*16*
净利润（人民币百万）	703	937	762	726	758
每股盈余（人民币元）	0.74	0.91	0.70	0.66	0.68
变动(%)	*N/A*	*23*	*-23*	*-5*	*3*
市盈率@2.29港元（倍）	2.7	2.2	2.9	3.0	3.0
每股股息（人民币元）	0.16	0.20	0.16	0.16	0.18
股息现价比率(%)	*8*	*10*	*8*	*8*	*9*

来源: Bloomberg

股价表现

来源：彭博

信息科技行业

评级：正面

机遇大于风险

信息科技产业回顾

- 2008 年信息产业增速放缓
- 2008 年计算机、通信设备行业出口有所下降

通信产业

- 2009 年移动替代固话趋势仍然延续，宽带互联网用户依然快速增长
- 金融危机使运营商整体增速放缓，但对整体通信产业影响不大
- 3G 启动短期运营商盈利增速下滑，但对网络设备商带来直接利好
- 移动互联网的发展趋势将利好 3G 智能手机厂商，手机服务和内容提供商利好将略为推后
- 投资策略：看好网络设备商和运维商，看好 3G 智能手机厂商，运营商整体中性

互联网

- 09 年互联网行业发展基础增强，进入理性增长阶段
- 网络游戏未来几年有高增长率
- 电子商务受到经济放缓影响，但长期来看存在巨大的增长空间
- 投资策略：看好网游，电子商务整体中性

软件/硬件

- 软件收入保持较快增长，增速开始回落，PC 销售增速下降
- 全球 IT 支出将下降，软件行业相对防御性较强，政府、大企业 IT 需求保持相对稳定
- 政府采购、央企重组带来新需求，企业注重成本控制使得软件外包服务需求增长
- 投资策略：重点关注以政府、央企为目标客户以及软件服务占收入比重大的公司，经济启稳征兆出现后，可关注以中小企业为目标客户的软件公司。

我们 2009 年对各信息科技公司的评价是：

- 买入：腾讯（0700）、京信通信（2342）、中国电信（0728）、金山软件（3888）、金蝶（0268）、研祥智能（8285）
- 持有：中兴通讯（763）、中通服（552）、阿里巴巴（1688）、网龙（0777）
- 关注（未评级）：中国无线（2369）、神州数码（0861）、A8 电媒音乐（0800）、中讯软件（0299）、浪潮国际（0596）、白马户外媒体（0100）、联想集团（0992）

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

信息科技行业重点公司估值表

产业板块	代码	评级	货币	股价(HK/USA)	目标价	市值	EPS			CAGR	PE			PEG	ROE			股息收益率		
				12月15日	港元	百万美元	08E	09E	10E	08～10E	08E	09E	10E	08E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
通信																				
电信运营商																				
中国电信	728 HK	买入	人民币	2.92	4.18	34,556	0.33	0.23	0.32	-1.5%	7.8	11.2	8.1	N/A	14.3%	8.9%	11.3%	3.0%	2.7%	3.0%
中国移动	941 HK	未评级	人民币	81.00		237,258	5.65	6.31	6.85	10.0%	12.6	11.3	10.4	1.26	26.1%	24.8%	23.6%	3.7%	4.1%	4.6%
中国联通	962 HK	未评级	人民币	9.69		19,318	0.68	0.64	0.65	-2.1%	12.6	13.3	13.1	N/A	14.1%	7.1%	6.8%	2.7%	2.8%	3.1%
电信运维商																				
中兴通讯	763 HK	持有	人民币	19.06	20.50	3,744	1.09	1.29	1.59	20.7%	15.4	13.0	10.6	0.74	10.5%	9.9%	9.5%	1.5%	1.8%	2.2%
中通服	552 HK	持有	人民币	4.55	4.50	3,840	0.24	0.30	0.34	19.0%	16.7	13.4	11.8	0.88	13.1%	14.9%	16.3%	1.7%	2.0%	2.2%
无线覆盖/射频厂商																				
京信通信	2342 HK	买入	人民币	1.41	3.72	156	0.25	0.37	0.51	44.0%	5.0	3.4	2.4	0.11	10.5%	13.3%	15.7%	5.6%	8.3%	11.5%
星辰通信	1155 HK	未评级	人民币	0.84		86	0.24	0.30	0.29	11.1%	3.2	2.5	2.6	0.28	13.1%	14.6%	15.4%	5.9%	9.4%	9.4%
手机终端商																				
中国无线	2369 HK	未评级	港元	0.33		87	0.01	0.10	0.22	318.4%	23.0	3.0	1.3	0.07	4.4%	29.8%	58.8%	0.8%	5.9%	13.5%
互联网																				
腾讯	700 HK	买入	港元	47.00	75.00	11,337	1.45	2.13	3.08	45.7%	32.4	22.1	15.3	0.71	48.5%	55.5%	61.7%	1.1%	1.6%	2.3%
金山软件	3888 HK	买入	港元	2.73	2.93	377	0.27	0.41	0.52	38.5%	10.2	6.7	5.3	0.26	20.7%	23.3%	23.0%	0.0%	0.0%	0.00
网龙	777 HK	持有	港元	2.90	3.05	194	0.43	0.59	0.75	31.5%	6.7	4.9	3.9	0.21	13.8%	18.3%	20.5%	11.8%	13.9%	14.7%
阿里巴巴	1688 HK	持有	港元	5.48	5.96	3,454	0.29	0.26	0.30	0.8%	18.8	21.3	18.5	22.46	27.3%	18.5%	19.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盛大	SNDA US	未评级	美元	27.79		2,175	2.37	2.71	2.92	11.0%	11.8	10.3	9.5	1.06	30.6%	27.9%	23.8%	0.0%	0.1%	0.1%
巨人	GA US	未评级	美元	5.92		1,433	0.59	0.53	0.61	1.2%	10.0	11.3	9.8	8.51	16.9%	17.1%	14.8%	0.0%	0.0%	0.0%
完美时空	PWRD US	未评级	美元	16.42		937	1.80	2.33	2.78	24.2%	9.1	7.0	5.9	0.38	35.0%	35.2%	33.5%	0.0%	0.0%	0.0%
A8音乐	800 HK	未评级	港元	0.88		51	0.20	0.25	0.39	39.4%	4.4	3.5	2.3	0.11	25.0%	21.7%	21.0%	2.0%	5.0%	6.0%
白马户外媒体	100 HK	未评级	港元	1.24		84	0.44	0.38	0.52	9.4%	2.8	3.2	2.4	0.30	10.4%	9.2%	9.9%	0.0%	4.0%	6.0%
软件/硬件																				
金蝶国际	0268 HK	买入	港币	0.76	1.30	194	0.10	0.11	0.12	11.1%	7.8	7.0	6.3	0.70	20.9%	19.9%	20.0%	3.3%	4.1%	4.9%
研祥智能	8285 HK	买入	人民币	1.17	1.42	211	0.15	0.18	0.22	21.9%	7.8	6.6	5.2	0.36	25.2%	23.0%	22.4%	5.0%	4.0%	1.05
神州数码	861 HK	未评级	港元	2.27		282	0.53	0.68	0.92	31.3%	3.8	3.0	2.2	0.12	18.6%	21.3%	24.3%	9.1%	11.1%	15.5%
浪潮国际	0596 HK	未评级	港币	0.64		306	0.07	0.08	0.10	17.1%	9.1	8.2	6.7	0.53	60.2%	39.3%	35.0%	1.3%	1.6%	1.8%
中软国际	8216 HK	未评级	港币	0.48		75	0.08	0.10	0.10	12.5%	6.1	5.1	4.8	0.49	11.3%	13.9%	N/A	2.7%	3.7%	3.9%
中讯软件	299 HK	未评级	港元	0.56		890	0.11	0.12	0.13	8.7%	5.1	4.7	4.3	0.58	N/A	N/A	N/A	11.0%	11.0%	11.0%
联想集团	992 HK	未评级	港元	2.04		2,721	0.21	0.22	0.28	15.5%	9.7	9.4	7.3	0.63	13.2%	13.3%	14.9%	5.0%	4.0%	5.0%

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

2008 年信息科技产业回顾和展望

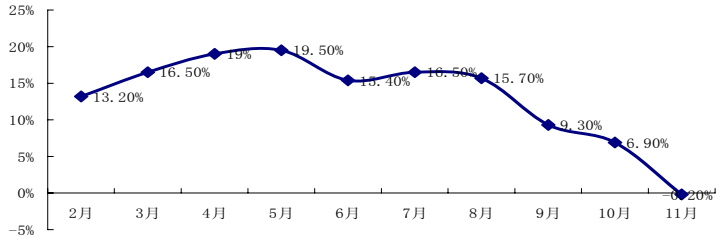
信息产业增速明显放缓

1 至 10 月，规模以上电子信息产业实现主营业务收入 46985.2 亿元，同比增长 17.6%。其中制造业 40555.5 亿元，同比增长 15.7%。受金融危机影响，电子信息产业发展速度明显放缓。

今年上半年，电子信息制造业增速呈小幅回升态势，到 6 月份达到最高值，进入三季度后，产业增速一路下滑，至 10 月底，规模以上制造业主营业务收入增长 15.7%，比上半年下降 5 个百分点，比三季度下降 1.9 个百分点。

电子信息制造业相比全国工业平均增速（26.4%）低了 10.7 个百分点，增加值增速比三季度下降 2 个百分点，比上年同期下降 1.5 个百分点。

图表 1：2008 年 2-11 月电子信息行业增速



资料来源：国家统计局、第一上海

国际、国内原因导致放缓

发展放缓的原因有两点：一是受全球经济放缓影响，出口增速明显放缓。二是国内股市、房市低迷与消费信心大幅下滑等因素，对家用视听行业带来较大冲击。

计算机、通信设备行业出口有所下降

外需下降对计算机、通信设备行业出口带来较大冲击。1 至 10 月通信设备行业出口交货值增速 7.7%，比同期增速下降 1.3 个百分点；计算机行业出口交货值增速 9.5%，比同期增速下降 13 个百分点。

1 至 10 月，我国全行业生产手机 47951.7 万部，同比增长 6.7%，增幅同比下降 18.9 个百分点。生产集成电路 362.3 亿块，同比增长 6.9%，增幅同比下降 9.5 个百分点。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

通信产业

2008 年通信产业回顾

移动替代固话趋势依然延续

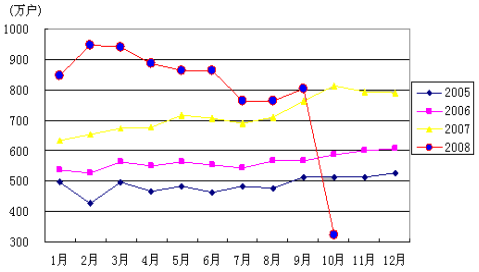
移动用户依然增长幅度加大，固话用户依然保持下降

2008 年 1-10 月，全国固定电话用户减少 1419.9 万户，达到 35143.7 万户。其中，无线市话用户减少 1055.9 万户，占整个固定用户减少总数的 74.9%，达到 7400.3 万户。

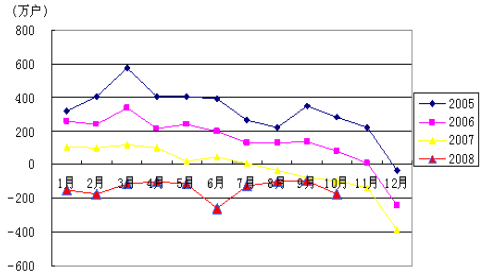
2008 年 1-10 月，全国移动电话用户净增 7995.9 万户，达到 62726.5 万户。10 月份移动电话用户增长较少，是由于中国电信接手 CDMA 业务后，CDMA 用户的统计口径与之前中国联通相比有所调整。

很明显可以看出，固定电话每年逐月都呈下降趋势，而移动用户恰恰相反，移动替代固话趋势依然延续。

图表 2：2005-2008 年移动电话用户各月净增比较



图表 3：2005-2008 年固定电话用户各月净增比较



资料来源：工信部

本地通话量移动增长，固话下降

2008 年 1-10 月，固定本地电话通话量比去年同期下降 8.3%，而移动本地电话通话时长比去年同期增长 29.4%。

图表 4：2008 年 1-10 月固定本地与移动本地通话量比较

指标名称	单位	2008年 1-10月	2007年 1-10月	增长率(%)
固定本地电话通话量	亿次	5202.3	5670.3	-8.3
其中：传统固定电话	亿次	3901.0	4212.6	-7.4
无线市话	亿次	1301.3	1457.7	-10.7
移动本地电话通话时长	亿分钟	22592.4	17455.7	29.4

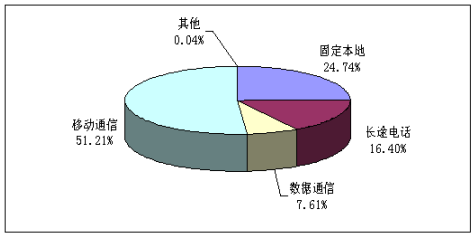
资料来源：工信部

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

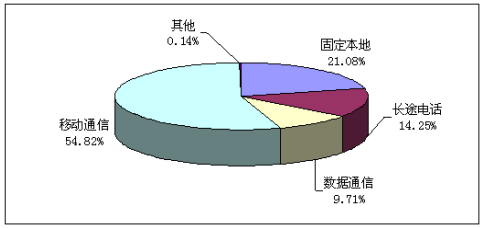
移动化和数据化是通信行业业务发展的趋势

2008 年 1-10 月，移动通信收入和数据通信收入比去年同期分别增长 15.7%和 38.0%，在电信业务总收入中所占的比重比去年同期分别上升了 3.61 和 2.11 个百分点。这其实可以看出移动化和数据化是通信行业的趋势。

图表 5：2007 年 1-10 月电信业务收入构成



图表 6：2008 年 1-10 月电信业务收入构成

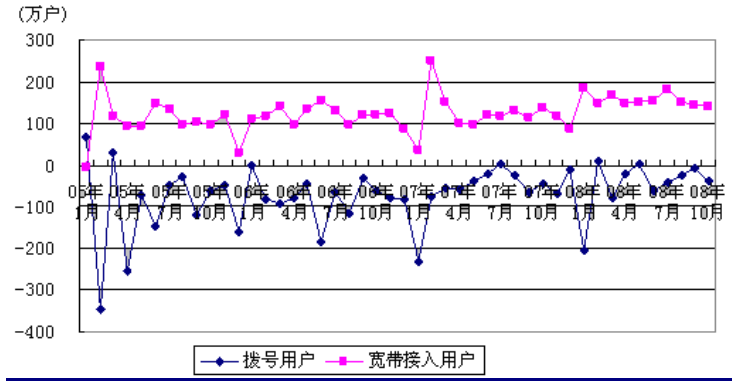


资料来源：工信部

宽带互联网用户依然快速增长

互联网用户进一步趋向宽带化。2008 年 1-10 月，互联网拨号用户减少 458.8 万户，达到 1482.1 万户，而互联网宽带接入用户净增 1580.0 万户，达到 8221.4 万户。

图表 7：2005-2008 年互联网用户各月净增比较



资料来源：工信部

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

2008 年通信板块股票价格相对恒指表现

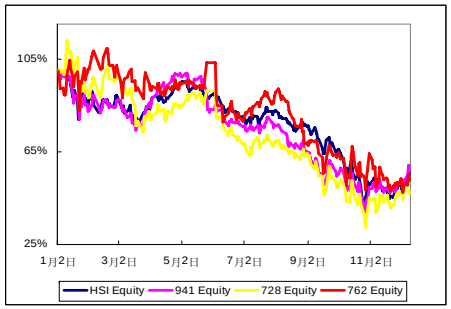
可以看出：

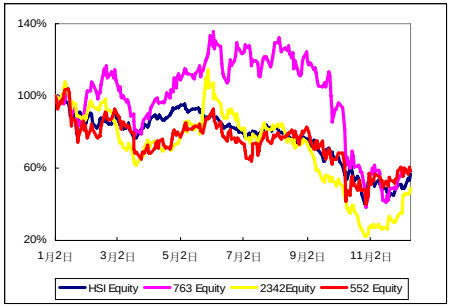
1、2008 年 762（中兴通讯）大部分时间跑赢大市。

2、在 2008 年 5 月底至 6 月份期间，762、2342（京信通信），这与 5 月 23 日公布电信重组消息，股价得到快速升幅。

3、941（中国移动）走势与恒指走势吻合程度最高，基本保持一致。当然，这与 941 本身是恒指成分重股有关。

图表 8：2008 年恒指与通信板块港股上市企业股价变动比照图

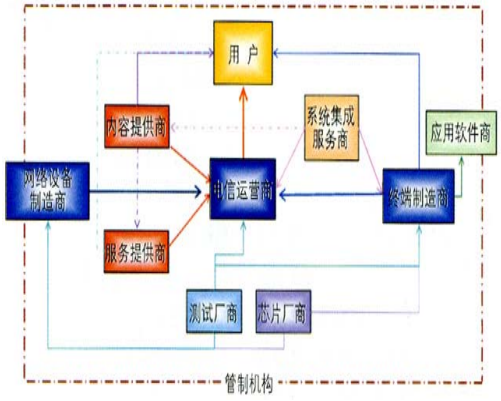




资料来源：Bloomberg，第一上海

通信产业链

图表 9：通信产业链示意图及产业链环节相关厂家



- **电信运营商**：中国移动(941)、中国电信(728)、中国联通(762)
- **网络设备提供商**：分类包括无线接入网、直放站、核心网、天线、射频、业务应用及软件、营运维护等。厂家有：中兴通讯(763)、京信通信(2342)、星辰通信(1155)、中国通信服务(552)、海天天线(8227)、烽火通信(600498.SH)、国脉科技(002093.SZ)武汉凡谷(002194.SZ)、三维通信(002115.SZ)、亨通光电(600487.SH)等
- **终端制造商**：中兴通讯(763)、联想(992)、比亚迪电子(285)、富士康国际(2038)、晨讯科技(2000)与TCL通讯(2618)等
- **系统集成服务商**：中兴(763)、神州数码(861)、浪潮国际(596)等
- **内容提供商**（CP）：媒体、唱片公司等，有：A8电媒音乐(800)等
- **服务供应商**（SP）：腾讯(700)、TOM集团(2383)
- **芯片厂商**：联发科(TW 2454)、展讯(Nasdaq:SPRD)等
- **测试厂商**：中创信测(600485.SH)
- **终端软件提供商**：移动视频、手机操作系统及平台软件、手机输入法、手机开发工具、手机游戏软件、PIM/通信软件等。
- **管制机构**：两类：一类是通信标准系统的管制机构，主要是指国际电信联盟、3GPP、3GPP2等。另一类是我国的以信息产业部为代表的通信管制机构

资料来源：第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

金融危机使运营商整体增速放缓，但对整体通信产业影响不大

中国电信运营业增速将放缓

图表 10：金融危机对中国电信运营业的影响分析

资料来源：第一上海

中国运营商财务情况较好，受影响程度小于海外运营商

海外运营商面临的金融危机影响更大，其收入减缓，信贷紧缩，带来的资产流动性降低，经营性现金流降低，导致许多海外运营商纷纷裁人和缩减资本开支。

中国运营商则不一样，财务情况较好。

中国移动截至 6 月 30 日的 2008 上半年财报显示，公司上半年股东应占净利润为 548 亿元，同比增长 44.7%，公司保留了超过 1200 亿元人民币的存款和近 900 亿元人民币的现金，足够的现金储备为其应对危机创造了有利条件。

中国联通出售 C 网使得可得到 1100 亿元人民币的进账。

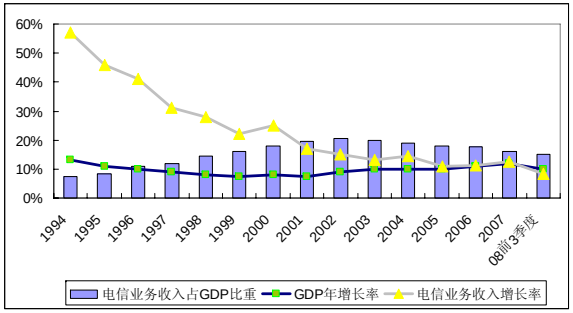
中国电信尽管现金流相对较少，但公司的负债率不到 30%，发债空间很大，可通过债券融资。同时母公司中国电信集团属于国资委下属的国企，融资不成障碍，今年国资委就已经拿了中国移动集团的 500 亿元人民币转给中国电信集团。

2008 年增速将低于 GDP 增速，2009 年金融危机影响最有可能完全显现出来

此次金融危机所带来的影响就像多米诺骨牌一样，先由次贷危机导致国外虚拟经济受影响，随后是国外实体经济、国外出口，再到中国出口、国内宏观经济，最后才能影响到国内的居民消费水平和通信需求。在如此长的一个链条传动下，最终要看到中国居民消费水平和通信需求受影响还需要一段时间。因此，在 2009 年金融危机对中国通信业的影响最有可能完全显现出来。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 11：1994～2007 年中国电信业务增长与 GDP 增速的比较



资料来源：第一上海预测

网络设备提供商的海外业务收入和应收账款存在风险

图表 12：金融危机对中国网络设备提供商海外业务的影响分析

海外运营商，像AT＆T、Verizon和Sprint Nextel，将受到信贷紧缩和众多企业裁员、倒闭及削减电信资本开支的影响。

→

导致设备商来自海外需求减少的风险加大，主要体现为汇兑损益和合同应收账款存在风险，其影响明年可能2009年会显出来。

资料来源：第一上海预测

海外的一些设备制造商业绩开始下滑

海外电信设备制造业受金融危机的冲击则相对大些。国外的一些设备制造商在 2008 年第三季度均已表现出业绩不佳的状态，思科、诺基亚西门子、北电、摩托罗拉等设备商三季度财报普遍出现亏损，并调低了四季度预期值。

中国设备制造商海外业务会受到影响，需要采取合适的财务手段降低风险

尽管目前国内的电信设备制造企业在海内外市场表现仍然不错，华为与中兴在 2008 年前 3 个季度分别实现产值 817 亿元与 270 亿元，同比增长分别为 50%与 23%，但另一方面，华为和中兴已经有超过半数的收入来自于海外市场，2007 年，它们的海外市场占总销售额比重分别为 72%和 58%。

当前的全球金融危机必将加大其来自海外需求减少的风险，主要体现为汇兑损益和合同应收账款存在风险，其影响 2009 年可能会显现出来。

图表 13：主要网络设备商海外收入占比

网络设备商	股票代码	海外收入占比	备注
中兴通讯	763	60%	根据08第3季报
京信通信	2342	10%	根据08中报
星辰通信	1155	15%	根据08中报
中国通信服务	552	2%	根据08中报

资料来源：第一上海预测

从香港上市的通信设备商来看，目前只有中兴通讯（763）海外收入比重较大，达到 60%。中兴通讯已经采取了一些积极的财务手段，运营商需要融资的话，会引入大的财团来分担，同时应收采取些有些商业票据，通过银行来贴现。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

3G 启动短期运营商盈利增速下滑，对网络设备商带来直接利好

电信运营业竞争加剧，短期整体盈利增速将下滑，保持审慎观点

竞争加剧、资本开支加大和手机补贴使得运营商整体盈利增速下滑

3G 重组，使得原本移动（中国移动和中国联通）和固网（中国电信和中国网通）两两竞争的格局统一变成 3 家一起竞争的格局，使得竞争加剧。

目前的经济环境下，电信市场收入面临增速下滑的趋势下，3 家竞争加剧的结果无疑将使得用户 ARPU 值下降，运营商整体 EBITDA 利润率都面临下降。同时，3G 网络建设的投入使得资本开支增加以及吸引用户入网导致的手机补贴的增加，都将使得成本提升，拉低了盈利的增长。

中移动优势减弱，中国电信潜力最大，中国联通前景尚不明朗

中国电信最有可能率先大规模推广 3G 业务，中国联通 3G 前景最不明朗

中国移动受制于手机终端瓶颈（手机电池、性能、外观设计、功能配置等方面，与现有的 2G 终端还有很大差距），3G 手机业务难以大规模推广，毕竟 3G 的手机业务是通过手机终端来提供。目前中国移动 TD 业务主要能够推行的就是 TD 数据卡，主要为商务人士通过笔记本提供移动上网。中国联通是此次最大的人员和机构重组，管理层坦诚，为了理顺组织结构和人员岗位，将耗时 1 年的时间，加上本身 WCDMA 的建设是需要重建一张网，因此即使是今年底发放 3G 牌照，也要到明年 3 季度才能推出 3G 业务。而中国电信 3G 升级最快，只需要在现有 2G 网 CDMA1X 基础上软件升级和加一个 EV 的信道板就可以了，同时大部分已有的 CDMA 手机不需要换手机就可以使用 3G 服务。因此，中国电信网络升级快，用户迁移成本低。如果 2008 年底能够发放 3G 牌照，中国电信在 09 年 1 季度就能够大规模推 3G 业务，比中国联通早 3～6 个月，比中国移动规模大。

图表 14：中国移动 TD-SCDMA、中国电信 CDMA2000 和中国联通 WCDMA 网络建设情况

TD建设	投资规模（亿元RMB）	基站数量（个）	载频数（千个）	覆盖城市	完成时间
TD一期	150	14543	105	10	已经完成
TD二期	300	23000	160	28	09年6月完成
TD三期	558	107457	399		2011年
合计	1008	145000	664	95%的地级城市	

用户情况：截至到12月12日，累计发展的TD用户数是33.7万，其中社会化业务测试招募用户是15.4万户，服务于奥运专用的用户10.5万，试商用的用户7.8万。

手机情况：除了测试用户和奥运专用用户以外，在试商用活动期间，累计销售了终端7.2万，其中手机1.2万台，数据卡5.98万台。

CDMA建设	投资规模（亿元RMB）	基站数量（个）	载频数（千个）	覆盖城市	完成时间
一期	270	不详	244000	81	09年1季度
二期	380	不详	不详	260	2010年初
三期	尚在规划之中				
合计	800	不详	不详	341	

第一、第二期通过兴建、扩建基站，在城市重点地区加强室内覆盖，加大网络优化，2008年年底到2010年上半年，将完成全国340多个城市的C网的扩建、改建工作，在80几个主要的国内的大中城市，实现用户高速上网需求。

第三期将积极解决县和县以下乡镇地区的覆盖问题，争取使C网信号覆盖和网络质量有明显的提升。

中国联通WCDMA建设情况

据了解，中国联通已经确定了2009年WCDMA建网预算为800亿元，目前联通已在全国8个城市开始建立WCDMA试验网络，分别是上海、深圳、佛山、柳州、郑州、保定、武汉和无锡，每个城市计划建设约100个WCDMA基站。参与联通W网建设的主要六家厂商是爱立信、诺基亚西门子、华为、中兴、阿尔卡特朗讯以及新邮通。联通W网商务标已经发出，而技术建议书已于11月底提交完毕。

资料来源：C114，第一上海

3G 建设的态度 3 家各不相同 中国移动：TD-SCDMA 只是作为过渡。由于 TD-SCDMA 较其他两个 3G 制式不成熟，中国移动自己也对系统的质量和性能信心不足，因此中国移动准备跨过

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

TD-SCDMA，直接进入 4G 的 TD-LTE，3G 的 TD-SCDMA 只是作为过渡。中国移动已经规划了 2009 年 LTE 进行试商用，2010 年正式应用。目前已经把 3G 投资的 60%投向 LTE。

中国电信： CDMA 对于公司来说如虎“天翼”。公司积极拉动 CDMA 的产业链。中国电信在收购 CDMA 以后就已经成为了全球第二大的 CDMA 网络运营商，公司有实力拉动。在 CDMA 专利上，与高通谈判，积极促进其降低专利费，有消息称，CDMA 专利费甚至将比 WCDMA 还低；扶持已有的 CDMA 网络设备供应商。公司此次招标看重价格，但不惟价格。尽管华为的份额（华为的投标价格最低）增长最快，但是已有的 CDMA 龙头企业的市场份额基本都得到保护；拉动终端采购，08 年已经集采了 500 万台，2009 年计划集采 5500 万台，将极大的拉动 CDMA 终端生产企业的积极性，使得市场有更加丰富的 CDMA 终端产品。

图表 15：中国电信 CDMA 网络一期无线设备招标结果

设备商	份额	城市数	载频	去年份额
华为	30%	20	74000	2%
阿尔卡特朗讯	20%	13	48000	23%
摩托罗拉	18%	15	45000	24%
北电	17%	13	42000	18%
中兴通讯	15%	21	35000	33%
总计	100%	82	244000	100%

资料来源：第一上海预测

中国联通：希望快速上马 WCDMA 的建设。WCDMA 网是全球应用最多的 3G 网络，产业链是全球最全，无论是网络设备还是终端，都有最多的厂家和种类。公司希望能够尽快推出 WCDMA 的 3G 服务。

3 家运营商的战略和优劣势分析

通过下表可以看出，3 家运营商各有优劣势以及相应的战略，我们比较分析可以得出以下预测：

1、在进入 3G 时代的 2009、2010 年，中国电信和中国联通将提升竞争优势。这种竞争优势体现在：第一，3G 业务。3G 的 WCDMA 制式和 CDMA 制式相对成熟，只要网络建设跟得上，就可以大规模推广 3G 的数据业务，最主要的应用是手机上网提供数据业务。第二，全业务经营和 3 网融合业务。中国电信和联通在固话、宽带和移动都具备相当的规模，初期很容易在业务之间进行捆绑，以及往后提供整体的 3 网融合（电信网、广电网、互联网）经营服务，来拓宽客户和提升客户的粘着度。

2、2009 年 3 家盈利增长都会下滑，中国移动依然处于龙头地位。金融危机将在 2009 年得以全面体现，行业收入增速将下滑。同时，行业竞争加剧，导致 EBITDA 利润也将下滑。尽管 3G 业务的开展可能会带来业务的也长，但短期难以弥补手机补贴和销售费用的上升，最终导致整体盈利增速下滑。同时，中国移动超过 4 亿的移动用户的网络规模效应，以及固有的品牌优势地位，在未来 3 年语音业务还是电信运营业收入的主要来源的前提下，中国移动的强势地位依然可以维持。

3、中国电信未来的发展潜力最大。总体来说，目前公司固网的资源和用户最强，但 2G 的网络和用户最弱。公司正借助 C 网快速升级到 CDMA2000 的 3G 制式的特点，将有可能在很短的时间内在 3G 移动网络上取得领先位置（TD 网和 W 网都需要重建新网，而 C 网只需要软件和加一个信道板，就可以快速升级到 3G）。如果公司在拉动 C 网产业链得力的情形下，我们认为在 2009 年上半年形成最强固网和最快、覆盖最广的 3G 网的结合，将能够快速推广 3G 和融合等增值业务及增加客户数量，使得收入有较快的提升，因此我们认为公司未来发展的空间和潜力最大。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 16：中国 3 家运营商战略和优劣势分析

	战略	优势	劣势
中国移动	1、打造覆盖最全、容量最大的2G网络。因为2011年语音业务仍然占60%以上的收入，同时借此开拓农村用户和维系住中高端用户。 2、TD过渡，直接迈向LTE。跨过不成熟的TD的3G制式，在后3G上展开业务竞争。 3、把握住手机"内容"，打造移动互联网。	1、实力领先。高市场占有率、高品牌知名度、雄厚的资本实力，丰富的资本运营经验。 2、"全国一张网"。不同于网通和电信的南北分网，铁通固网具有全国一张网的优势	1、固网实力落后。 2、移动固网差距过大，导致重组后业务组合单一化。 3、铁路通信保障压力。铁通有保障铁路通信的义务，要分散一定资源。 4、TD系统不成熟。
中国电信	1、借助固网优势，进行全业务捆绑，提升用户数量和用户粘着度。 2、快速发展3G业务，重点突破城镇用户，提升ARPU值。 3、借助政企客户资源，反向突破移动业务。	1、快速灵活的反应能力 2、C网集团客户基础好 3、固网/宽带运营经验丰富 4、CDMA升级为3G最为方便	1、移动通信的运营经验相对缺乏 2、资源少、用户少，渠道数量相对不足，运营收入低
中国联通	1、建立北方十省的全业务经营优势。 2、借助WCDMA拉动3G业务。 3、以强攻弱。以移动的强对中国电信的弱，以全业务的强对中国移动的弱。	1、北方十省企业/宽带客户占优势 3、传输和驻地网资源 4、W网产业链最成熟	1、融合时间较长 2、G网增长缓慢 3、固网赢利能力较差

资料来源：第一上海

3G 建设对网络设备提供商直接有利，整体看好

3G 建设整体扩大了设备商市场容量，提升了设备商收入增长的空间，对已经处于行业领头地位的设备商十分有利，他们的收入预期至少可以获得与市场同步的成长。从下图可以看出，从 2008 年以后，运营商总投资和其中无线网的投资提升了 1 千亿元人民币以上，市场空间提升了 50%以上。

图表 17：2006～2011 年中国运营商实际和预测资本开支明细表

单位：10亿元RMB	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F
总投资	181.2	192.6	302.6	304.5	310.6	321.3
增长率		*6.3%*	*57.1%*	*0.6%*	*2.0%*	*3.5%*
无线网	107.5	126.4	238.0	243.1	252.3	265.9
增长率		*17.5%*	*88.3%*	*2.2%*	*3.8%*	*5.4%*
TD-SCDMA			30.0	32.0	35.0	40.0
CDMA	4.0	3.0	28.0	38.0	48.0	58.0
WCDMA			30.0	32.0	35.0	40.0
GSM	97.8	121.6	149.0	140.8	134.1	127.8
PHS	5.7	1.8	1.0	0.3	0.2	0.1
互联网数据	19.2	27.4	26.7	25.4	24.1	22.9
IT支撑及其他	26.7	19.1	18.6	17.7	16.8	16.0
固网交换	8.9	5.5	5.3	5.0	4.8	4.6
本地传输	18.8	14.3	13.9	13.2	12.6	11.9

资料来源：公司资料，第一上海预测　　注：表中仅仅是从运营商角度的投资数据，设备商确认收入还有一段时间的滞后，我们预计每年都有 40%的收入将往后推一年。

中兴通讯和中通服收入增长最为有利

中兴通讯，作为中国通信产品最为齐全的网络设备商的上市公司，直接受益于包括无线和固网设备在内的总投资的增长；中国通信服务，对于主营业务为通信网络设计、安装和施工的公司，也将跟随总投资的增长而同步增长。

京信通信也将受益

京信通信作为中国无线覆盖行业的领头羊，其技术实力和市场地位都处于行业龙头地位，将直接受益于无线覆盖和天线市场的增长。

图表 18：2006～2011 年京信通信实际和预测收入，随无线网开支的增长而增长

单位：百万元	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F
京信通信收入	1,550	1,768	2,100	2,904	3,945	5,128
增长率		*14.1%*	*18.8%*	*38.3%*	*35.8%*	*30.0%*
运营商无线网开支	107,500	126,400	238,000	243,100	252,300	265,900
无线覆盖/天线市场	8,600	10,112	19,040	19,448	20,184	21,272
市场份额	18.0%	17.5%	11.0%	14.9%	19.5%	24.1%

资料来源：公司资料，第一上海预测　　注：无线覆盖/天线市场约占无线网开支的 8%

3G 终端制造商受益于 3G 市场的启动

3G 终端市场得到巨量放大

信息产业部电信研究院通信信息研究所预测，3G 牌照发放后，预计 3G 用户规模将快速膨胀，2011 年可达约 1.3 亿户，占移动电话用户的 16%以上。也就是说未来 3 年光 3G 手机就有 1.3 亿市场空间，平均每年在 4000 万台以上，这给 3G 手机终端有巨大的增长空间，尤其是针对运营商定制的手机生产厂家，例如中兴通讯和中国无线（2369）带来很大的市场空间。

中国无线的产品定位就是在双模加智能和运营商定制的盈利模式，这种模式本身门槛高，盈利空间较大，在未来预期较大的市场空间增量的情况下，未来收入和盈利都有望得到大幅度提升。

芯片厂商也将受益

同样，每台手机都需要一个芯片，芯片厂商也随之受益于手机市场的扩大。

电信运营商其他上游厂商受益于 3G 市场的启动

系统集成服务商、测试厂商等将直接受益

随着 3G 市场的启动，将会有越来越多新的业务出现，同时牵涉到 2G 网与 3G 网的互相切换等，都需要运营商在无线网中的业务网和 IT 支撑网部分给予更大的投入，因此给系统集成服务商，例如神州数码（861）带来更大的市场空间。同样，网络设备的增多、网络的扩大，也给测试厂商带来更大的市场空间。

内容提供商（CP）和服务提供商（SP）以及应用软件商等将受益

3G 服务，需要"内容"制胜，这给众多的 CP 和 SP 厂商以及相关的应用软件商提供更多、更大的平台和市场，这将随着 3G 业务逐渐的开展而显现出来，这个市场会慢于直接的网络建设。

移动互联网的发展趋势将利好 3G 智能手机厂商

移动互联网是发展趋势

移动互联网有两种，宽带和窄带移动互联网

宽带移动互联网，即移动终端通过宽带无线通信网络，它采用 HTTP 协议接入公共互联网。与固网宽带相比，宽带移动互联网仅仅是接入网络不同，所提供的业务则是相同的。目前使用的终端主要是笔记本电脑和各种移动互联网终端设备(MID)，如能上网的 PDA 和高档智能手机等。中国移动的 GPRS 和 EDGE 通过 CMNET 网关可以接入公共互联网，中国联通的 CDMA1X 也提供互联网接入服务。

另外一种是采用 WAP 协议的互联网的窄带移动互联网，它使用的终端主要是手机。初期中国移动通过 CMWAP 网关接入 WAP 梦网，这是一个专网，提供各种收费的数据业务，也称为官方的 WAP 网站。随着大量开放的免费 WAP 网站的发展，出现了 WAP 公共互联网，即 WAP 窄带移动互联网。

目前，用户可以在 WAP 移动互联网上得到几乎全部的互联网体验。各主要门户网站都开通了 WAP 手机板，如新浪、搜狐、QQ、 央视国际、新华等等，专门的 WAP 网站有空中网等。

图表 19：移动互联网改变电信业生态环境

资料来源：In-Stat

2013 年，全球 80%的宽带用户将是移动宽带用户

手机用户和宽带用户高速增长为移动宽带用户打下了基础。爱立信预测，2013 年时，全球宽带用户将从今天的 5 亿左右，增长到近 30 亿，其中，80%的宽带用户将是移动宽带用户。

全球移动宽带正在迅速蚕食固网运营商的家庭宽带市场，有其原因

继移动代替固话之后，全球固网运营商将面临新的一轮“替代”危机——移动宽带正在迅速蚕食固网运营商的家庭宽带市场。根据 Analysys Mason 最新的报告显示，到 2013 年，将会有 47%的欧洲宽带用户使用移动宽带，并且有 1/4 固网宽带用户会完全转向移动宽带。

用户发生这种转变是有原因的，首先，通过移动 USB 调制解调器上网的速度毫不逊色；其次，移动宽带的费用要比 DSL 低一些。目前，欧洲有一半的宽带用户使用固网的频次并不比使用移动宽带的频次高，而这便是移动宽带代替固定宽带的一个极具潜力的市场。

中国已经有了 7310 万移动互联网用户

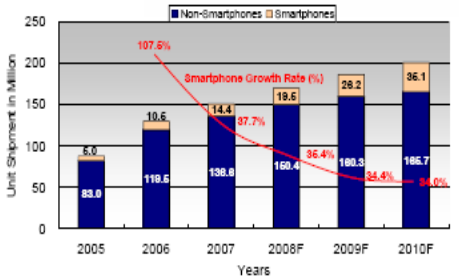
据 CNNIC 统计，截至 2008 年 6 月底，中国已经有了 2.5 亿互联网用户，居全球首位。其中，84.7%的用户是宽带用户。此外，中国还有 7310 万移动互联网用户，同比过去一年内新增了 2880 万。

智能手机正成为移动互联网的重要终端之一，将会快速增长

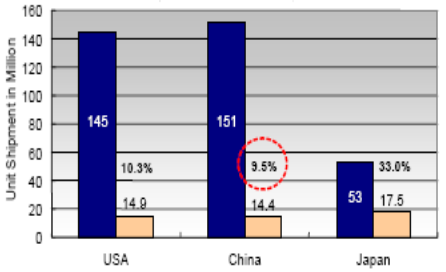
中国智能手机市场近两年迅速发展。2007 年为 1440 万部，37.7%的增长率，9.5%的市场占比。市场规模接近美国，但仍小于日本。2008－2010 年，中国智能手机市场预期将有一个快速的增长，总出货量达到 3510 万部。 智能手机对移动互联网的支持要强于普通手机，较大程度的推进了移动互联网的发展。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 20：2005－2010 年智能手机与非智能手机预测



图表 21：2007 年美国/中国/日本智能手机占比情况



资料来源：In-Stat

移动互联网的发展有着巨大的潜力，对腾讯（700）和 A8（800）等服务和内容提供商有利，但利好稍稍滞后于网络设备商

2007 年中国移动 WAP 收入达到 98.43 亿元。中国移动研究院根据对 2008 年-2011 年移动互联网市场用户收入的分析，每个用户每年消费额将达到 584 元，将高于互联网的每个用户的消费。到 2011 年，即时通信、门户网站和网络视频用户将接近 2 亿，届时其收入至少将会超过百亿，我们认为移动互联网的发展有着巨大的潜力，对已经占据移动 WAP 网站稳定地位的腾讯（700）以及音乐内容提供商 A8（800）非常有利。因为 3G 服务一定在 3G 网络建设之后，所以，我们认为手机内容和服务市场的发展会稍滞后于网络设备商市场。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

互联网产业

互联网行业基础增强，进入理性增长阶段

理性增长阶段，防御短经济周期

回顾 2008 年，互联网行业在挤出泡沫后进入了理性增长阶段，表现为行业基础的加强：网民大幅增长、宽带和手机上网用户增多、互联网渗透率超过了 10%的增长爆发点、人均上网时长增加以及居民交通通讯支出的上升、产业链不断完善、信息化促使部分传统行业互联网化。本次金融风暴对互联网行业的影响有别于互联网泡沫破灭的时候，总体上互联网行业将防御经济周期，保持高增长。

中国网民数量世界第一

据 CNNIC 数据，截至 08 年 6 月底六个月，中国网民数同比增长了 56.2%，达到 2.53 亿，规模跃居世界第一。

但目前互联网普及率为 19.1%，低于全球平均水平 21.1%，增长潜力大。当普及率到达 50%时，网民数量将会是目前美国的 3 倍（约 6.6 亿）。

宽带和手机上网用户增多

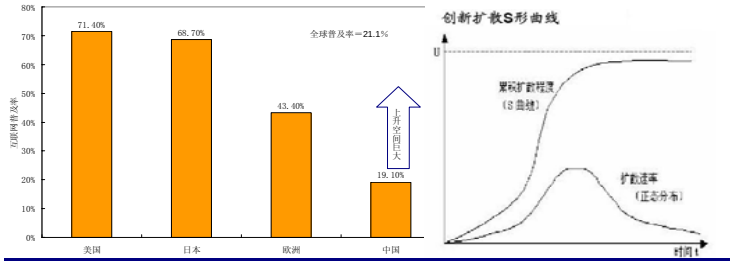
宽带的发展是众多网络应用的基础；据 CNNIC 数据，截至 08 年 6 月底，中国宽带网民数已达到 2.14 亿人，占网民的 84.7%。

手机上网是网络接入的重要发展方向，28.9%的网民中在过去半年曾用手机上网，手机网民规模为 7305 万。

普及率超过了 10%的临界点，进入爆发性增长阶段

据创新扩散理论，当新事物的普及率在 10%－20%之间时，扩散过程会加快。美国 1998 年互联网普及率是 18.6%，1999 年快速增长到 26.2% ；韩国 1999 年互联网普及率是 22.4%，2000 年升至 33%。据此，中国正处于网民爆发性增长的阶段。

图表 1：中国互联网渗透率和创新扩散 S 形曲线



资料来源：CIA Government stats,Internet World Stats,CNNIC, Everett M. Rogers <Diffusion of Innovations>

上网时长增加

据 CNNIC 最新数据，中国网民平均每周上网从 06 年底的 17 小时提高到了 19 小时，高于韩国的 13 小时和香港的 15 小时。这体现了在物质生活改善之后，人们对娱乐和休闲等精神文化的需求快速增长。

产业链完善

互联网产业链涉及电信运营商、电信设备供应商、终端制造商、内容提供商、企业用户、个人用户和银行等，各环节间关系如下图。

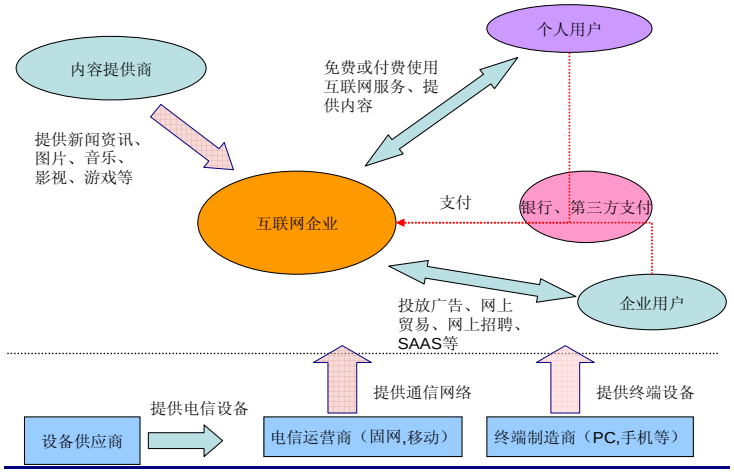
近年来产业链各个关键环节都有所改善，电脑和手机等终端设备的普及带来了更多的网民，电信基础设施的完善和 3G 的推广改善了上网条件，网银和第三方支付平台的发展有助于解决互联网支付的瓶颈。

而互联网的普及和网络应用的深入发展，使得人们对各个环节的发展又有了更高

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

的要求，反过来会促进产业链的发展。

图表 2：互联网行业产业链



资料来源：第一上海

信息化意味着部分行业走向互联网

从宏观上看，社会经济趋于信息化，部分行业将互联网化。我们关注互联网行业外产业的变革带来的机遇，以及行业内产业链的改革和完善带来的机会。

互联网颠覆部分传统产业

互联网颠覆着部分传统产业，通讯的互联网化产生了即时通讯，电影的互联网化产生视频网站，游戏的互联网化兴旺了网游游戏，音乐的互联网化颠覆了传统唱片行业，商务的互联网化催生了电子商务，软件的互联网化兴起了 SAAS，社交的互联网化带来了 SNS 交友。互联网改变了社会经济生活的方方面面。

未来热点：电子商务，网络游戏，手机互联网

从产业变革的角度看，我们认为未来热点在于：廉价的网游作为低成本娱乐的流行；企业为节约成本而产生电子商务意识；3G 手机互联网的发展。

本次金融风暴有别于互联网泡沫破灭

2000 年网络泡沫破灭前后，互联网刚开始普及，网民数量和宽带网民比现在少很多，互联网普及率低下，互联网产业链的各个环节很薄弱，不足以提供其发展所需的环境；很多互联网企业的业务模式还停留在概念时期，盈利模式不清晰，部分企业既没有得到用户也没有获得盈利。

而如今，如前文所述，互联网行业的基础已经大大改善，产业链各环节已经得到完善，互联网企业的盈利能力也已提升。

持续经营时间超过 4 年，收入规模排名前 10 位的中国互联网上市公司的营业收入 04-07 年平均复合增长率高达 66.7%，08 年前三季度平均同比增幅为 67.4%，在所有行业中处于领先地位。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 3：中国主要互联网上市公司 04-08 年的营业收入（单位：千元人民币）

公司	代码	2004年	2005年	2006年	2007年	04-07年CAGR	07年前3季度	08年前3季度	同比增幅
腾讯	0700	1,143,533	1,426,395	2,800,441	3,820,923	49.5%	2,698,700	5,057,200	87.4%
盛大	SNDA	1,299,273	1,901,263	1,652,617	2,465,940	23.8%	1,753,000	2,553,900	45.7%
网易	NTES	903,977	1,616,320	2,163,222	2,214,925	34.8%	1,683,600	2,174,400	29.2%
阿里巴巴	1688	359,435	738,297	1,363,862	2,162,757	81.9%	1,526,999	2,195,400	43.8%
新浪	SINA	1,655,892	1,565,836	1,660,261	1,796,727	2.8%	1,201,490	1,835,800	52.8%
百度	BIDU	110,917	324,067	837,838	1,744,425	150.5%	1,173,400	2,296,100	95.7%
搜狐	SOHU	854,571	845,785	1,047,041	1,379,218	17.3%	641,557	2,108,430	228.6%
第九城市	NCTY	34,735	466,168	985,308	1,280,554	232.8%	856,000	1,302,900	52.2%
携程	CTRP	333,957	522,503	779,542	1,199,999	53.2%	835,000	1,085,000	29.9%
前程无忧	JOBS	456,311	563,405	659,496	799,876	20.6%	611,722	664,100	8.6%
平均值						66.7%			67.4%

资料来源：公司资料,第一上海

高增长

据 iResearch 的数据，07 年中国网络经济市场规模为人民币 460 亿元，08 年将为人民币 700 亿元，未来将继续保持快速增长，2010 年将达到人民币 940 亿元。

网络游戏，有高增长率

聚焦网游的“增长性”

网络游戏的增长率和增长空间巨大，其增长动力在于玩家数量的增长、ARPU 的增长以及向国际市场的扩张；而增长的可持续性，在于网游的生命周期以及政府政策方面；而由于网游进入门槛的提高，增长的受惠者将主要是前 15 位公司。分析如下：

网游持续高增长

网游在未来几年仍将受到以下因素驱动而高速发展：网民多、低成本的廉价娱乐、消费水平提高、娱乐缺乏、网吧文化兴起和交互性需求增加。

据 iResearch 统计，07 年中国网游市场规模同比增长 67%，达 128 亿元人民币，08 年中国网络游戏市场规模将增长 49%达到人民币 191 亿元，未来 4 年网游市场将保持 33%年复合增长率，2011 年将达 401 亿元人民币。

图表 4: 中国网游仍将持续高速增长

	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
中国人口总数（百万）	1,292.27	1,299.88	1,307.56	1,314.48	1,321.29	1,329.22	1,337.19	1,345.22
中国网民总数（百万）	79.50	94.00	111.00	137.00	210.00	294.00	382.20	477.75
网民人数/人口总数	6.2%	7.2%	8.5%	10.4%	15.9%	22.1%	28.6%	35.5%
5-35岁人口总数（百万）	611.09	596.79	573.52	550.34	554.94	558.27	561.62	564.99
5-35岁网民人数（百万）	53.60	75.95	91.69	113.03	168.00	235.20	305.76	382.20
5－35岁互联网渗透率	8.8%	12.7%	16.0%	20.5%	30.3%	42.1%	54.4%	67.6%
网游玩家数量（百万）	21.62	25.06	30.26	37.30	55.44	77.62	100.90	126.13
网游玩家增长率	27.0%	15.9%	20.8%	23.3%	48.6%	40.0%	30.0%	25.0%
网游玩家/网民总数	27.2%	26.7%	27.3%	27.2%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%
网游ARPU（元/年）	92	132	159	206	231	246	256	260
中国网游行业规模（百万元）	2,000	3,300	4,600	7,700	12,800	19,100	25,800	32,800
全球网游市场规模（百万美元）	2,400	3,500	4,800	5,500	8,500	11,200	14,200	16,800
中国网游市场占全球比重	10%	11%	12%	15%	20%	25%	28%	31%
美元汇率	8.28	8.28	8.08	7.82	7.37	6.80	6.50	6.30

资料来源：iResearch,第一上海

玩家数量的增长

玩家数量的增长动力在：

1. 中国互联网普及率为 19%，低于全球平均水平，有很大的增长空间，互联网普及率的提高将带来更多的网民和玩家。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

2. 在娱乐缺乏和消费水平较低的中国，廉价网游在在吸引新玩家方面很有吸引力；而网游的上瘾性使其对玩家的粘性很强。

3. 网吧和网游文化的兴起、网络雪球效应和交互性需求将促使玩家增多，使网游成为部分人的生活方式。

据 iResearch 数据，玩家数量将从 07 年的 5544 万增长到 2010 年的 1.26 亿，约占网民总数的 26.4%。

ARPU 值的提高

人均收入提高，以及人们精神文化消费的提高，将提高网游 ARPU。据 iResearch 数据，网游 ARPU 将从 07 年的 231 元/年提高到 2010 年的 260 元/年。

自主研发崛起，进军国际市场

网游不再受韩美等国外厂商的垄断。近年来，金山、网易、完美、网龙等公司，依靠自主研发的游戏抢占市场份额，打破了之前的市场格局，国内自主研发的网游的市场份额超过进口网游的市场份额，并开始出口。

低成本娱乐，基本不受金融风暴影响

就单位时间的成本而言，网络游戏相比电影、音乐、外出就餐等消费而言，是一种成本更低的廉价娱乐方式，而在经济低迷的时候，人们需要更多的消遣娱乐。具体的表现是，网游行业在金融危机面前，扩大了招聘规模；而根据观察和统计，金融风暴以来淘宝上的网游点数卡的交易没有减少。

网游分四类，生命周期都远远超过预期

网游可分为四类：体验类、PK 类、社区类和休闲类。

1. 体验类比如魔兽和 3D 的《剑侠情缘 3》，推出新资料片不断讲新故事，其生命周期可以超过 10 年；

2. PK 类如传奇和剑侠情缘，可以建立一个网游系列（如剑侠系列），其生命周期也可以超过 10 年；

3. 社区类如梦幻西游和春秋 Q 传，可以通过发展交友系统建立稳定的网民社区，其生命周期也可以超过 10 年；

4. 休闲类中如麻将和泡泡堂等，只要做成经典，其生命周期可以尽可能地长。

回顾网游的发展历史，传奇已推出 6 年，魔兽世界已 5 年，梦幻西游已 4 年，剑侠情缘已 4 年，征途已 3 年，这些游戏仍是相应网游公司的主要收入来源，证明了网游生命周期可以远远超过预期。

政府扶持网游持续发展

网游实际上得到了政府扶持。未来政府可能会加强监管，规范其健康发展，但不会限制或者扼杀网游。经济上看，网游的高增长能贡献更多的税收以及出口额；政治上看，健康娱乐有助于社会和谐。因此政府给予网游公司税收优惠，组织网游博览会（ChinaJoy），资助网游企业开发 3D 网游引擎（金山的 3D 引擎是国家 863 计划）。

进入门槛越来越高

网游行业的高增长将主要有利于在位公司，因为其进入门槛已经变高。网游行业并非是拿钱随便投资就能成功，反证的两个行业现象是：现在领先的网游公司手头都有巨额的现金，但都找不到好的项目去投资；而近年来随便投资的很多网游作品，失败的比成功的多很多。而 3D 网游引擎更是提高了行业壁垒，因为 3D 技术和 2D 不同，其开发周期更长、开发成本更高，小公司没有能力开发成功。

行业生态有利于前 15 位公司

我们预期网游的行业竞争生态如下：

1. 前 15 家网游公司在研发、运营、营销等各方面占优势，规模经济也讲逐步体现，能占到网游市场份额的大部分，并随着网游行业的发展稳步增长。

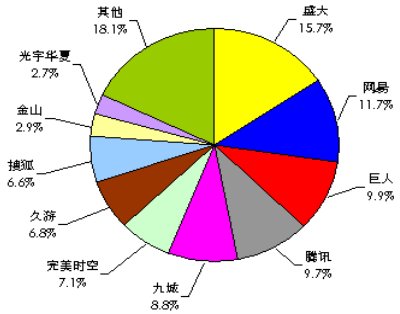
2. 前 15－50 家网游公司如果有成功的网游作品也能赚到钱，但营业收入可能波动比较大。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

3. 50 名之后的网游公司，生存和发展将比较困难，甚至会有部分公司倒闭。

4. 可能发生大量并购，进行行业整合和洗牌。

图表 5：08 年第三季度网游运营商市场规模份额前 10 位



资料来源：iResearch,第一上海（注：网龙排第 13 名）

腾讯可能进入行业前三

腾讯的核心优势在于其即时通讯工具的用户粘性，有着庞大的用户群，也有多样化的网游产品，预计其能进入行业前三。

盛大平台模式能成功，但做不成网游“国美”

盛大有三大增长因素：平台、社区化和并购。即靠平台战略拓宽产品线，摆脱对单款游戏的依赖，进行社区化建设，通过并购来增加产品线的宽度和深度。其平台模式由于产品线丰富更容易吸引新玩家并保留平台上的玩家；但其产品质量差距大，研发成本低，玩家往往偏好一两款产品等因素，其对上游和下游的影响不如国美大。

巨人新网游难以取得《征途》式的成功

巨人认为网游更多是一种服务而不单是产品，并推行脑白金“大规模广告轰炸＋密集事件与活动行销＋遍布城乡的直销团队”的模式，对二三级城市进行“地毯式”扫荡，吸纳快速增长的城乡新增网民。但以下因素将令其新网游难以再取得《征途》式的成功：城乡玩家新鲜感的过去、玩家需求的多元化，竞争对手营销水平的进步，对手研发水平的提高，自身企业形象的负面影响。

电子商务，有巨大的增长空间

未来增长空间巨大

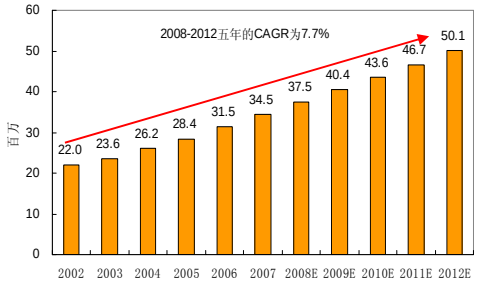
B2B 电子商务服务的客户群体是中小企业。据 iResearch 估计 07 年底中国有 3.15 千万中小企业，2008-2012 其平价复合增长率为 7.7%；07 年付费使用第三方 B2B 平台的国内中小企业占中小企业总数仅为 4.4%，未来增长空间巨大。

发展前景广阔

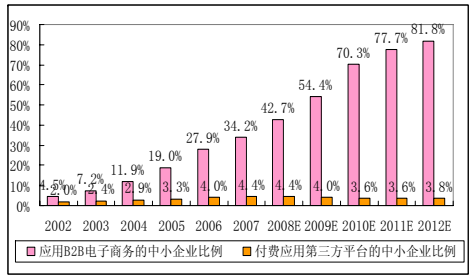
B2B 电子商务将保持良好的增长态势。据 iResearch 预测，2008-2011 年 B2B 电子商务市场规模将保持 37%的平均复合增长率，2011 年达到 138 亿元人民币，B2B 电子商务交易规模将保持 50%以上的复合增长率，2011 年超过 10 万亿元人民币。

图表 6：中国 B2B 电子商务快速发展

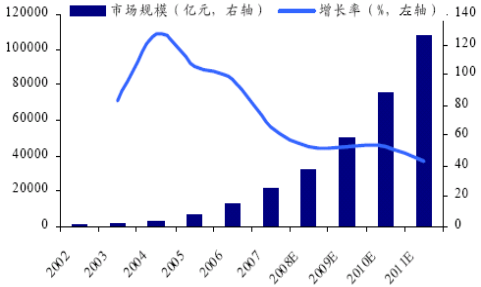
中国中小企业的增长



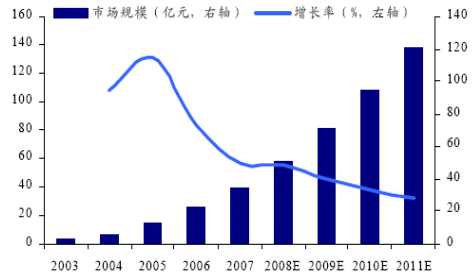
国内中小企业应用第三方 B2B 电子商务情况



中国 B2B 电子商务交易规模



中国 B2B 电子商务市场规模



资料来源：iResearch,第一上海

增长动力：网络雪球效应

中国 B2B 电子商务的收费模式是向卖家收费，而对买家免费，这样能吸引更多的买家进来，从而又吸引更多的卖家进来，形成 “网络雪球效应”。同时，实行的是固定年费制度，并不另外收取成交的交易佣金，鼓励了更多的买卖发生。

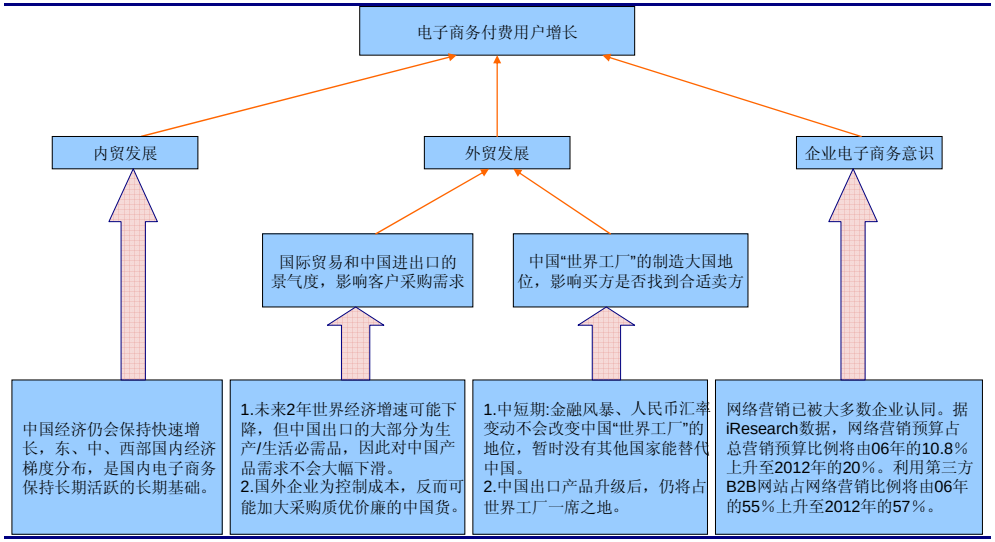
增长动力：海外扩张

B2B 电子商务在国内主场取得胜利，正向国际市场扩张，有领先国际水平的潜力。

电子商务的长期增长基础没有动摇

我们对中国电子商务长期增长的基础分析见下图，结论是：在未来几年，中国仍将是“世界工厂”，世界对中国产品的需求仍将长期存在，且中国经济进一步发展必然令国内贸易保持活跃；此外，电子商务渗透率低下以及 50%以上的企业接受 B2B 网站推广的事实，表明了中国 B2B 电子商务长期增长的基础相当坚实。

图表 7: B2B 电子商务的长期增长基础没有动摇



资料来源：第一上海

价值驱动增长

电子商务增长的根本原因，我们认为在于其商业价值：

1、能让任何人在任何时间任何地点和任何伙伴进行贸易，提高交易的效率，降低交易成本，有利于企业开拓蓝海市场，解决订单难和外贸难的问题。

2、与传统营销方式（包括路牌、报纸、杂志、电视、展会和传单）相比，电子商务和互联网广告具有成本低和性价比高的优势。企业只有拿到订单才能维持生产经营，而营销是企业拿到订单的关键，中小企业在经济不景气时还有可能加大营销力度。

3、电子商务目前只是提供了一个买卖双方交易的平台，还有待渗透到企业价值链的其他环节，比如市场调研、市场策划、客户关系管理（CRM）、售后服务、供应链管理、协同研发、财务融资、人力资源等，可拓展的市场空间巨大。

电子商务平台有一定的抵御金融风暴影响的能力

政府扶持力度的加强，以及电子商务平台自身的完善，增强了其抗风险的能力：

1、中共六届三中全会、国务院、国家发展改革委和国务院信息办近年来都提出了电子商务应用向纵深普及的目标，利用电子商务提高中国企业的竞争力已经成为从中央政府到地方政府的共识，更多的政企合作将展开。

2、出口退税率的调整、降息、刺激内需等宏观政策将支持中小企业的发展，从而间接利好于电子商务。

3、中小企业的所在地区、行业、规模、产品等不同，受到的影响不同，经济低迷时部分地区部分行业甚至还能保持高增长。综合性电子商务平台的用户分布在几十个行业，能有效分散个别行业经营业绩波动的风险。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

投资策略

三方面的公司评估重点

金融风暴引发了经济危机，但在危机中也有行业整合和个别公司扩大其市场份额的机会。我们从三个方面考虑覆盖公司的评估重点：

1.有支持其自身长期可持续增长的核心竞争力，比如腾讯的平台粘性、金山软件的研发优势，阿里巴巴的垄断优势等。

2.有大量维持日常运营和在适当时候能进行收购并购的净现金。

3.在 09 年有营业收入的爆发点，能维持业绩的高增长。具体公司的分析见后文。

覆盖公司评价

综上所述，我们看好 09 年的网游企业，推荐买入腾讯（0700）、金山软件（3888），持有网龙（0777）。

电子商务整体中性，建议持有阿里巴巴（1688）；对阿里巴巴，我们看好其长期价值，但目前仍然在跟进其最近大幅降价后出口通数目的发展，所以暂时给予持有评级，如果出口通数量发展顺利，我们将调整评级至买入。

在我们没有覆盖的公司里面，建议关注 A8 电媒音乐（0800）和白马户外媒体（0100）。

图表 8：主要互联网企业 PE 和 PEG 比较

（单位为上市地货币）

公司名称	代码	股价	EPS			PE			EPS增长率		PEG	
		12月15号	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
网络广告和新媒体												
百度	BIDU US	118.09	2.42	4.71	6.23	48.8	25.1	18.9	94.7%	32.3%	0.26	0.59
Google	GOOG US	310.67	15.59	19.40	21.69	19.9	16.0	14.3	24.4%	11.8%	0.66	1.21
新浪	SINA US	27.30	1.12	1.57	1.86	24.4	17.4	14.7	39.9%	18.4%	0.44	0.80
雅虎	YHOO US	12.73	0.49	0.54	0.54	26.0	23.6	23.4	10.2%	0.6%		42.20
白马户外媒体	100 HK	1.24	0.27	0.44	0.38	4.6	2.8	3.2	61.9%	-12.1%	0.05	
电子商务												
阿里巴巴	1688 HK	5.48	0.20	0.29	0.26	26.8	18.8	21.3	42.9%	-11.7%	0.44	
环球资源	GSOL US	6.07	0.51	0.57	0.65	11.9	10.7	9.3	11.4%	14.4%	0.94	0.65
eBay	EBAY US	13.91	1.53	1.70	1.65	9.1	8.2	8.4	11.2%	-3.1%	0.73	
生意宝（网盛科技）	002095 CH	14.20	0.47	0.89	1.07	30.2	16.0	13.3	89.4%	20.2%	0.18	0.66
网游公司												
盛大	SNDA US	27.79	1.94	2.37	2.71	14.3	11.8	10.3	21.9%	14.4%	0.54	0.71
巨人	GA US	5.92	0.72	0.59	0.53	8.2	10.0	11.3	-17.9%	-11.0%		
九城	NCTY US	12.47	1.19	2.01	1.89	10.5	6.2	6.6	69.3%	-6.0%	0.09	
完美时空	PWRD US	16.42	0.93	1.80	2.33	17.7	9.1	7.0	93.4%	29.6%	0.10	0.24
网龙	777.HK	2.88	0.77	0.38	0.52	3.7	7.6	5.5	-50.6%	36.8%		0.15
金山软件	3888.HK	2.73	0.21	0.31	0.47	13.0	8.9	5.9	45.9%	51.9%	0.19	0.11
综合类（门户、网游）												
腾讯	700 HK	47.00	0.94	1.74	2.49	50.0	27.1	18.9	84.8%	43.1%	0.32	0.44
网易	NTES US	19.50	1.31	1.62	1.88	14.9	12.0	10.4	23.9%	15.8%	0.50	0.66
搜狐	SOHU US	42.14	0.90	3.90	4.63	46.8	10.8	9.1	333.2%	18.8%	0.03	0.48
无线增值												
A8音乐	800 HK	0.88	0.14	0.20	0.26	6.2	4.4	3.4	39.9%	28.6%	0.11	0.12

资料来源：Bloomberg，第一上海（金山软件,腾讯,阿里巴巴和网龙的预测）

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

软件/硬件

2008 年回顾

软件收入保持较快增长，增速开始回落

1-10 月，中国软件产业继续保持快速增长的态势，累计完成软件业务收入 6429.7 亿元，同比增长 31%，增速比去年同期高 10 个百分点，但比 1-9 月低 1.8 个百分点。

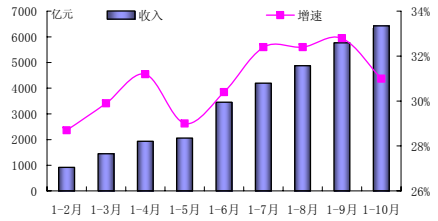
行业结构不断调整，软件服务化趋势明显

软件产业各类收入中，软件产品仍是主要构成部分，1-10 月共完成收入 2839.9 亿元，占软件产业总收入的 44.2%，增长 32.5%，增速比去年同期高 13.8 个百分点。

软件技术服务增长迅猛，1-10 月累计完成收入 1154.6 亿元，同比增长 37.9%，增速比全行业高 6.9 个百分点，所占比重达 18%，比去年同期高 1.4 个百分点。其中，软件外包服务收入 125 亿元，增速达到 81.5%。

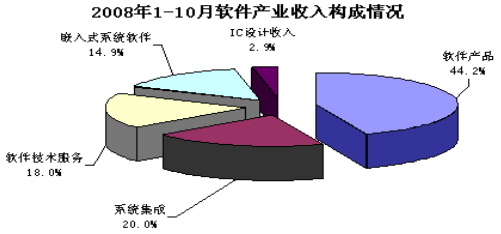
1-10 月，系统集成、嵌入式软件和 IC 设计收入增速较低，系统集成收入 1288.8 亿元，同比增长 27.1%；嵌入式系统软件收入 957.1 亿元，同比增长 26.4%；IC 设计收入 189.3 亿元，同比增长 22.5%，分别低于软件行业增速 3.9、4.6、8.5 个百分点。

图表 1：2008 年 1-10 月软件产业收入增长



资料来源：工业和信息化部、第一上海

图表 2：2008 年 1-10 月软件产业收入构成

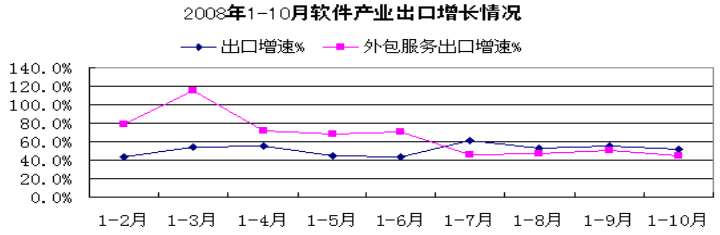


资料来源：工业和信息化部、第一上海

出口保持快速增长，外包服务增速下降

1-10 月我国软件出口 117 亿美元，同比增长 51.3%。其中软件外包服务出口增速有所下降，1-10 月完成出口 10.1 亿美元，同比增长 47.2%，增速比 1-6 月下降 23.3 个百分点。

图表 3：2008 年 1-10 月软件产业出口增长



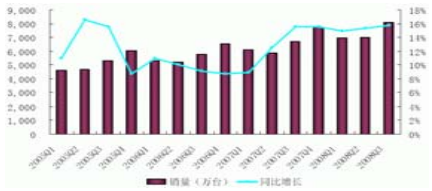
资料来源：工业和信息化部、第一上海

PC 制造业销售额增速下降

IDC 预计，经济不景气使企业和个人都将削减 IT 开支，08 年第四季度 PC 销量同比增长仅 6.6%，低于去年同期的 17%；09 年全球 PC 出货量将增长 3.8%，而出货额将下降 5.3%；显著低于今年第二季度时所做的预期，当时预计出货量增长 13.7%，出货额增长 4.5%。

iSuppli 把 09 年 PC 出货量的预期增长率从 11.9%大幅下调至 4.3%，下调幅度近 2/3，同时把 2010 年的增长率从 9.4%调低至 7.1%。

图表 4:2005—2008 年 PC 销量



资料来源：IDC,第一上海

图表 5:2008 年第三季度各厂商的市场份额

排名	厂商	3Q07出货量	市场占有率	3Q08出货量	市场占有率	出货量同比增幅
1	惠普	13,136	19.0%	15,095	18.8%	14.9%
2	戴尔	10,186	14.7%	11,346	14.2%	11.4%
3	宏碁	5,388	7.8%	10,038	12.5%	86.3%
4	联想	5,528	8.0%	5,952	7.4%	7.7%
5	东芝	2,948	4.3%	3,657	4.6%	24.0%
	其他	31,999	46.3%	34,055	42.5%	6.4%
	全部	69,185	100.0%	80,143	100.0%	15.8%
3	宏碁（合并Gateway）	6,411	9.3%	10,038	12.5%	56.8%

资料来源：IDC,公司资料,第一上海

对 2009 年软件/硬件行业的几个基本判断

2009 年的基本判断

1、 金融风暴下，全球 IT 支出将下降

2、 软件行业相对防御性较强，中短期会受经济影响，但影响有限。

3、 经济下滑情况下，企业会相应减少 IT 总投入，但减少的是硬件，其次是软件，而软件服务将继续保持较快增长。

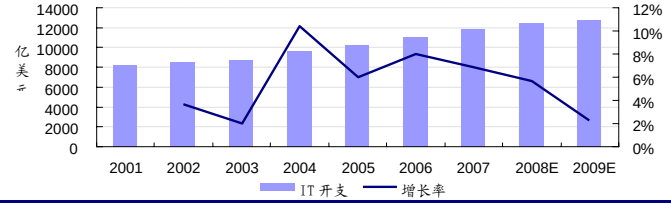
4、 中小企业 IT 投入将会大幅萎缩，内需拉动下的政府和大企业的 IT 需求相对稳定。

金融风暴下，全球 IT 支出下降

Gartner 将 09 年全球 IT 支出的增长率从 5.8%调低至 2.3%，为 3.5 万亿美元；其中计算机硬件销售额将下降 4%。

分地区来看，发达地区 IT 支出削减幅度较大，西欧地区将下降 0.8%，之前的预期是增长 2.8%；北美地区将增长 0.5%，之前的预期是 5.3%；亚太地区将增长 8.3%，之前的预期是 11%，亚太地区的增速有所下降但高于全球平均水平。

图表 6：全球 IT 支出规模及增速



资料来源：IDC,第一上海

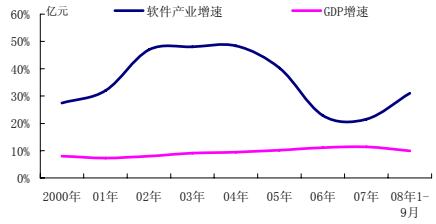
软件行业相对防御性较强

2000 年以来，我国软件产业的增速一直远高于 GDP 的增速，表现出一定的防御性特征。

预计明年 GDP 增速下滑，但对软件行业影响有限，预计软件行业的增长仍然将保持 GDP 增速的 2 倍以上。

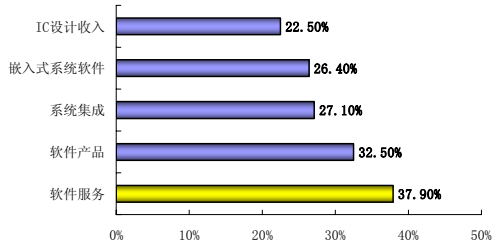
经济调整的过程，实际上是增长方式的调整过程，就是逐步从高耗低效向低耗高效转变的过程，而软件将有利于企业提升运营效率，提升竞争力。在这一过程中，工业和信息行业的融合将逐步加大，目前我国信息化水平依然较低，国内企业信息化率仅为10%，与发达国家 60%的信息化水平相比还有很大发展空间，软件行业需求将保持长期旺盛增长。

图表 7：中国软件产业增速和 GDP 增速对比



资料来源：国家统计局、工业和信息化部、第一上海

图表 8：2008 年 1-10 月份软件细分类别同比增长



资料来源：IDC、第一上海

软件服务将保持较快增长

国内软件服务产业发展迅速，服务外包集群已经形成，服务外包的层次不断提升，服务外包的价值链从低端向高端转移，利润率也有所提升。

未来软件服务市场空间很大，企业为了节约成本，将有限的资源投入到最核心的主营业务上，将逐步加大软件服务外包的比重。

在软件服务领域，中国本土的企业具有更贴近用户的优势，相比国外同行而言，有较强的竞争力。

中小企业 IT 需求萎缩

随着国内外经济形势的急转而下，中小企业面临严峻的考验，很多企业出现经营困难，在需求不足的情况下，很多企业只有通过削减开支来过冬，因此，面向中小企业的软件公司将面临严峻的考验，一方面是企业大幅缩减在软件方面的投入，另一方面企业破产及资金链紧张的情况下，也将使得应收账款的回收更加困难。

尽管国家最近出台了一系列政策帮助中小企业解困，但我们预计中小企业走出困境还需要一段时间，特别是国外订单通常有半年左右的提前期，目前国内出口型中小企业经营状况反映的还是国外上半年的订单情况，因此明年上半年形势不容乐观，我们预计至少要到 2009 年下半年情况才有可能改善。

政府、大企业 IT 需求相对稳定

经济减速将影响软件服务业的增速，但行业稳定增长的趋势并不会改变。尽管中小企业需求大幅缩减，但在政府通过加大投资拉动经济的情况下，政府、大型企业的 IT 需求会保持基本稳定，受影响较小。中国软件市场结构中，政府和大型企业用户占据了 60%的份额，因此整个行业应该能维持相对稳定的增长。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

2009 年潜在的投资机会和热点

潜在的投资机会

1、 央企重组带来软件行业新需求。

2、 软件服务外包需求稳定增长，经济减速下企业更加注重成本控制。

3、 中国 EIP 产业将受益于应用范围的扩大和政府采购

央企重组带来软件新需求

明年国内经济形式可能比今年更加严峻，在市场整体需求萎缩、供给显著大于需求的形势下，大规模的重组并购将不可避免。而企业组织结构、经营模式、业务流程的改变，必须要有新的 IT 系统支撑，因此我们认为，软件行业作为其他行业的服务和支撑行业，将受益于企业重组为软件行业带来的新需求。

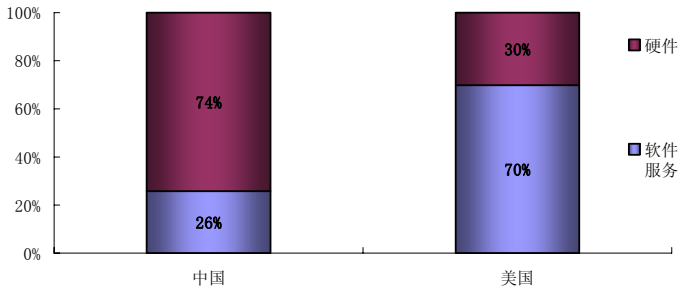
国资委主任李荣融近日表示：“今年 1～11 月全国 143 家中央企业净利同比下滑超过两成，其中石油和电力企业受损最大。明年将加快推进中央企业结构优化和产业升级。按照国务院的总体要求，继续沿产业链和价值链方向，将企业自愿重组与出资人主导重组有机结合，加快推进中央企业联合重组和资源整合，到 2010 年中央企业将减少到 80～100 家，努力培育 30～50 家具有国际竞争力的大公司大企业集团”。

软件服务外包需求稳定增长

经济环境不佳，企业将更加注重成本控制，将非核心业务的维护和支持业务外包给专业公司已经越来越普遍。相对于美国软件和服务占整个 IT 支出的 70%，中国只占 26%，未来发展的空间很大。

2008 年 1-10 月，中国软件产业收入构成中，软件技术服务增长最快，同比增长 37.9%，增速比软件全行业高 6.9 个百分点。

图表 9：中国、美国软件和服务占 IT 投入的对比



资料来源：IDC、第一上海

EIP 产业将受益

EIP 产品的应用更加广泛与深入，越来越多的新的应用领域增多，像汽车电子、网络监控、环保消防、医疗仪器、等新的应用为行业发展提供了新的机会；而传统行业的信息化改造也提供了新的市场空间；同时 EIP 软件和服务的比例也快速增加。中国 EIP 市场规模呈现逐步增长的态势。

以拉动内需出发的政府采购，将成为 EIP 产业的增长动力。国务院批准铁道部的 2 万亿元铁路投资计划，交通部门准备 5 万亿元的投资计划，以及煤矿安全生产设备的投入等政府主导的采购，也带动 EIP 产品的需求。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 10: 2006－2012 年中国 EIP 平行市场销售额规模及增长

（单位：亿元）

平行市场	2005年	2006年	2007年	06-07增长率	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	08-12 CAGR
电力	4.5	5.1	5.8	13.7%	6.7	7.5	8.6	9.8	11.1	17.6%
电信	6.1	6.8	7.6	11.8%	8.8	9.5	10.4	11.5	12.7	13.7%
博彩	3.2	3.7	4.3	16.2%	4.7	5.1	5.6	6.2	6.9	12.5%
交通	3.4	3.8	4.4	15.8%	4.6	5.1	5.7	6.5	7.4	13.9%
网络	2.9	3.2	3.6	12.5%	4.0	4.6	5.4	6.4	7.1	18.5%
能源	2.8	3.2	3.5	9.4%	3.9	4.5	5.2	5.9	6.7	17.6%
医疗	1.1	1.2	1.4	16.7%	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	7.9%
金融	3.6	4.0	4.9	22.5%	5.4	6.1	6.8	7.6	8.4	14.4%
证券	1.0	1.1	1.2	9.1%	1.3	1.5	1.7	1.9	2.1	15.0%
政府	1.1	1.3	1.5	15.4%	1.9	2.5	3.2	3.8	4.8	33.7%
制造	5.2	6.1	7.3	19.7%	8.7	10.2	11.8	13.7	15.8	21.3%
教育	1.6	1.7	2	17.6	2.4	2.7	3.2	3.6	4.1	19.7%
其它	2.9	3.3	3.8	15.2	3.8	4.2	4.8	5.5	6.2	13.0%
总计	39.4	44.5	51.3	15.3%	57.7	65.1	74.1	84.2	95.2	13.2%

资料来源：赛迪顾问,第一上海

投资策略和重点推荐

投资策略

1、 重点关注以政府、大企业为目标客户的软件公司

2、 重点关注软件服务占收入比例大的公司

3、 如果经济启稳征兆出现，可逢低买入以中小企业为目标客户的软件公司。

4、 EIP 行业龙头

买入

金蝶软件（0268，买入）

① 长期基本面良好，市场竞争力很强

② 现金状况良好，管理层已充分认识危机并采取相应措施

③ 费用调节能力很强，09 年盈利恢复 20+%增长希望很大

④ **风险：08 年主营业务利润预计无增长，市场反应过度**
中小企业 IT 投入增长受制于经济低迷较长时间

研祥智能（8285，买入）

① 受益于内需拉动下的政府采购

② **风险：政府采购的进度存在不确定性**

关注

浪潮国际（0596，未评级）

① 成功转型为综合 IT 服务公司

② 后续资产注入增厚业绩

③ 目标客户主要是政府、央企等大客户，需求比较有保障

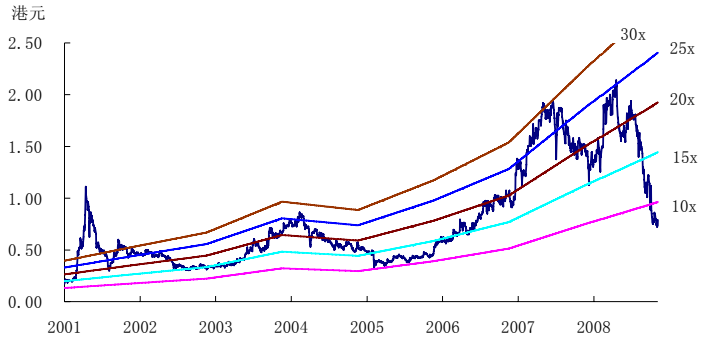
④ **风险：税控机项目推广进度依赖于政策，存在一定的不确定性。**

图表 11: 软件相关公司估值比较

公司	代码	上市地	07年EPS	08年EPS	09年EPS	10年EPS	现价	08年PE	09年PE	10年PE	CAGR
金蝶国际	268	香港	0.07	0.10	0.11	0.12	0.78	7.95	7.24	6.44	17.5%
浪潮国际	596	香港	0.01	0.07	0.08	0.10	0.77	11.00	9.87	8.02	112.5%
中软国际	8216	香港	0.08	0.08	0.10	0.10	0.58	7.34	6.11	5.80	7.7%
中讯软件	299	香港	0.09	0.10	0.11	0.13	0.50	5.00	4.55	3.85	11.4%
用友	600588	上海	0.66	0.84	0.96	1.16	21.21	25.34	22.00	18.33	20.8%
东软	600718	上海	0.73	0.52	0.64	0.78	12.08	23.10	18.88	15.41	2.6%
SAP	sap	美国	2.29	2.62	2.53	2.77	34.02	13.01	13.46	12.28	6.6%
Oracle	orcl	美国	0.99	1.27	1.42	1.55	17.52	13.80	12.31	11.29	16.2%
微软	msft	美国	1.48	1.88	2.00	2.22	19.18	10.19	9.60	8.66	14.4%
行业平均								**8.75**	**11.56**	**10.01**	**23.3%**

资料来源：彭博、第一上海

图表 12：金蝶 PE Band



资料来源：彭博、第一上海

腾讯（0700，买入）

受宏观经济影响较小，看好长期成长性

- **08 年第 3 季度盈利大幅增长：**第三季度收入 20.24 亿元人民币，同比增长 91.4%，环比增长 26.5%。，全面摊薄每股盈利 0.40 元人民币，同比增长 50.4%,环比增长 14.3%。营业收入好于我们的预期，每股盈利符合我们的预期。
- **互联网增值业务同比增长 95.1%：**第三季度是旺季，尽管奥运有些影响，但该业务板块表现非常出色。社区和网游收入都有显著增长。特别是公司今年推出的几款新游戏，都很成功。6 月底推出的代理游戏“地下城与勇士”，12 月 12 日公布的最高同时在线人数已超过 100 万人，是 2008 年国内上市的百款网游中最为成功的一款，也是中国历史上第四款“百万网游”；另一款游戏“穿越火线”的同时最高在线人数也达到 70 万；10 月 27 日开始公测的 3D MMOG 游戏“寻仙”，同时在线人数超过 40 万人，也是国内迄今为止在线人数最高的国产 3D MMORPG 作品。根据第三季度各网游公司的财报，腾讯网游部分的收入已超越网易跃居中国第二。
- **移动增值业务同比增长 92.5%：**增长主要是收费用户数量上升导致，ARPU 保持稳定在 8.4 元。短信和手机游戏服务是收入增长的主要动力，3G 即将发牌，随着“移动+互联网”模式应用的普及，我们预计该业务板块将保持快速增长。
- **广告业务受经济减缓影响增速减缓：**第三季度广告收入占整体收入的 12.3%，同比增长 72.2%，前两个季度同比增长约在 95%左右，随着宏观经济的减缓，广告客户的整体广告开支将减少，因此网络广告业务会因经济低迷而受到较大影响。
- **仍看好长期成长性：**尽管未来经济下滑可能导致企业的广告投入有所减少，从而影响腾讯网络广告业务的增速，但考虑到广告业务只占腾讯整体收入的 12%，因此影响不大。而互联网增值业务和移动增值业务将继续保持高速增长，公司的规模效益将更加显著，从而带动整体盈收的增长。通过对公司成长性的外部和内部因素分析，我们仍然看好起其长期成长性（预测未来 3 年的摊薄每股盈利的 CAGR 为 56%），现阶段收入成长的主要动力是付费用户数量的增长，而 ARPU 值的增长将是未来另一巨大潜在动力。
- **目标价调整为 75 港元，维持买入评级：**根据 DCF 估值，我们调整公司的 12 个月目标价为 75 港元，目标价相当于公司 2009 年每股收益的 30 倍，及 08 年的每股收益的 43 倍。该目标价与现价相比，有 47.1%的上升空间，维持投资评级为买入。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	2,800	3,821	7,168	10,171	14,268
变动（%）	96.3%	36.4%	87.6%	41.9%	40.3%
净利润（百万人民币）	1,066	1,566	2,814	4,035	6,082
每股摊薄收益（人民币）	0.59	0.85	1.53	2.17	3.24
变动（%）	119.6%	45.4%	79.1%	42.0%	49.2%
市盈率@51港元(倍)	89.6	53.8	29.4	20.7	13.9
每股派息（人民币）	0.12	0.26	0.47	0.67	1.00
息率（%）	0.23%	0.57%	1.05%	1.49%	2.22%

来源：公司资料，第一上海估计

股价表现

来源：彭博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
收入	2,800	3,821	7,168	10,171	14,268
毛利	1,984	2,704	5,006	6,876	9,639
其他业务收入	83	69	96	105	115
销售及管理费用	(903)	(1,138)	(1,876)	(2,410)	(2,834)
营运收入	1,164	1,635	3,226	4,572	6,920
财务开支	(47)	(100)	(193)	(210)	(250)
税前盈利	1,118	1,535	3,033	4,362	6,670
所得税	(53)	34	(185)	(282)	(522)
净利润	1,065	1,569	2,847	4,079	6,149
折旧及摊销	134	192	361	563	784
EBITDA	1,299	1,827	3,587	5,135	7,705
总收入（%）	96.3%	36.4%	87.6%	41.9%	40.3%
EBITDA（%）	139.6%	40.7%	96.3%	43.1%	50.1%

财务分析

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
盈利能力					
毛利率 (%)	70.9%	70.8%	69.8%	67.6%	67.6%
EBITDA 利率 (%)	46.4%	47.8%	50.0%	50.5%	54.0%
净利率 (%)	38.0%	41.1%	39.7%	40.1%	43.1%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	32.3%	29.8%	26.2%	23.7%	19.9%
实际税率（%）	4.7%	-2.2%	6.1%	6.5%	7.8%
股息支付率（%）	13.7%	13.4%	29.7%	29.7%	29.7%
应付账款天数	111.6	155.4	106.5	96.3	85.0
应收账款天数	70.7	62.7	62.7	62.7	62.7
财务状况					
净负债/股本	0.27	0.37	0.30	0.25	0.22
收入/总资产	0.64	0.60	0.75	0.74	0.74
总资产/股本	1.27	1.37	1.30	1.25	1.22
盈利对利息倍数	25.02	16.32	16.69	21.77	27.68

资产负债表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
现金	1,844	2,949	4,367	7,074	10,419
应收账款	550	666	1,249	1,773	2,487
存货	2	2	3	4	5
其他流动资产	1,140	871	1,045	1,254	1,505
总流动资产	3,537	4,487	6,664	10,105	14,415
固定资产	549	839	1,243	1,663	2,262
无形资产	156	671	1,073	1,395	1,814
长期投资	131	361	519	591	694
总资产	4,372	6,358	9,499	13,753	19,185
应付帐款	868	1,650	2,120	2,722	3,367
总短期负债	868	1,650	2,120	2,722	3,367
其他负债	65	60	60	70	80
总负债	933	1,710	2,180	2,792	3,447
股东权益	3,439	4,648	7,319	10,962	15,738
每股账面值	2.6	3.9	5.7	8.0	10.8
营运资金	2,669	2,838	4,544	7,383	11,048

现金流量表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
EBITDA	1,299	1,827	3,587	5,135	7,705
融资成本	70	84	92	105	119
营运资金变化	277	(204)	(269)	(136)	(296)
所得税	(66)	(106)	(198)	(281)	(395)
其他	(72)	(66)	(149)	(128)	(134)
营运现金流	1,507	1,536	3,062	4,693	6,999
资本开支	(314)	(567)	(700)	(500)	(500)
其他投资活动	(549)	133	(50)	(225)	(1,280)
投资活动现金流	(863)	(434)	(750)	(725)	(1,780)
负债变化	0	292	0	0	0
股本变化	(207)	(3)	(50)	(50)	(50)
股息	(145)	(210)	(844)	(1,211)	(1,825)
融资活动现金流	(352)	79	(894)	(1,261)	(1,875)
现金变化	292	1,180	1,418	2,708	3,344
期初持有现金	1,576	1,844	2,949	4,367	7,074
期末持有现金	1,844	2,949	4,367	7,074	10,419

资料来源：公司公告，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

京信通信（2342，买入）

3G 发牌在即，龙头优势显著，预计明、后两年业绩将大幅增长

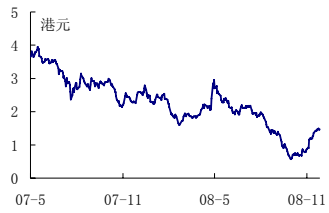
- **拥有技术优势、先发优势、在位优势的行业龙头：**市场份额连续 5 年保持第一，07 年收入达 17.6 亿港元，超出第二名 50%；国内唯一在美国拥有 2 家研究所的通信覆盖企业，并与清华、北邮合作建立联合实验室，创新产品已经达到总收入的 50%；覆盖全国 2000 多人的销售对伍，在北京、上海、广东等多个重要省份占据了第一的无线通信覆盖市场份额。
- **08 年上半年业绩略逊预期：**上半年收入 8.35 亿港元，同比增长 7.4%，每股基本盈利 8.43 港仙，同比减少 7.3%。上半年整体收入增加不显著的原因是来自中国移动的收入下降了 9%，主要是中移动上半年对网络优化方面的资本开支和去年同期相比略有减少，以及地震等原因导致部分工程没有验收。
- **08 年上半年毛利率为 41.1%，销售及管理费用同比增加 22.4%：**上半年的综合毛利率为 41.1%（去年同期为 41.5%），在行业平均售价持续下降的大环境下，公司能够保持坚挺的毛利率，主要是得益于公司长期的研发投入和技术创新，通过不断推出大量的新产品而使得毛利率保持稳定。
- **依然看好全年业绩增长：**下半年（特别是第四季度）是行业的旺季，随着电信重组在 10 月份告一段落，预计 3 大运营商将加大对移动网络优化领域的资本开支，同时海外收入将继续保持上半年的高速增长趋势，因此我们依然看好公司全年的业务发展，维持我们对公司全年收入增长 21.7%的预期。
- **3G 发牌在即，带动未来 2 年业绩大幅增长：**目前电信重组已告一段落，3G 发牌时机已基本成熟。国家为了拉动内需，即有可能在近期发出 3G 牌照。3G 的到来，必须完全使用新的基站天线，同时室内外无线覆盖都需要相应升级。因此我们预计 3G 建设至少能够为公司未来两年的收入带来 30%以上的增长。
- **维持 12 个月目标价 3.72 港元和买入评级：**我们依然看好公司的长期发展，维持 12 个月目标价格 3.72 港元，相当于 08 年每股收益的 14.3 倍 P/E,较现价有 143%的上升空间，维持评级为买入。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
总营收（百万港币）	1,550	1,768	2,152	2,904	3,945
变动	32.5%	14.1%	21.7%	34.9%	35.8%
净利润（百万港币）	131	192	223	316	438
每股盈利（港币）	0.16	0.22	0.26	0.37	0.51
变动	59.5%	43.6%	16.7%	41.9%	38.5%
基于1.53港元的市盈率(倍)	9.8	6.8	5.9	4.1	3.0
每股派息（港币）	0.05	0.06	0.07	0.10	0.14
股息现价比率（%）	3.29%	4.39%	5.34%	7.58%	10.50%

来源：公司资料，第一上海估计

股价表现



来源：彭博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

<港币百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
收入	1,550	1,768	2,152	2,904	3,945
毛利	587	681	839	1,141	1,558
其他业务收入	12	24	24	23	21
销售及管理费用	(428)	(498)	(603)	(807)	(1,081)
其他支出	(7)	(2)	(2)	(2)	(2)
营运收入	164	206	259	355	497
财务开支	(16)	(8)	(14)	(10)	(19)
联营公司					
税前盈利	148	198	244	345	478
所得税	(17)	(7)	(22)	(29)	(39)
少数股东应占利润	(0)	1	0	0	0
净利润	131	192	223	316	438
折旧及摊销	49	58	71	74	91
EBITDA	197	256	315	419	568
增长					
总收入 (%)	32.5%	14.1%	21.7%	34.9%	35.8%
EBITDA (%)	47.9%	29.6%	23.3%	33.0%	35.6%

财务分析

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
盈利能力					
毛利率 (%)	37.8%	38.5%	39.0%	39.3%	39.5%
EBITDA 利率 (%)	12.7%	14.4%	14.6%	14.4%	14.4%
净利率(%)	8.5%	10.8%	10.4%	10.9%	11.1%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	27.6%	28.1%	28.0%	27.8%	27.4%
实际税率 (%)	11.2%	3.6%	8.8%	8.4%	8.3%
股息支付率 (%)	19.1%	20.0%	28.0%	28.0%	28.0%
库存周转	225	230	222	186	164
应付账款天数	162	176	156	122	95
应收账款天数	172	200	199	179	165
财务状况					
净负债/股本	0.73	0.62	0.59	0.52	0.51
收入/总资产	0.64	0.64	0.67	0.80	0.93
总资产/股本	1.73	1.62	1.59	1.52	1.51
盈利对利息倍数	8	24	16	33	23

资产负债表

<港币百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
现金	493	374	530	423	396
应收账款	840	1,100	1,248	1,597	1,972
存货	618	755	839	958	1,183
其他流动资产	131	115	104	99	94
总流动资产	2,083	2,344	2,723	3,078	3,646
固定资产	258	294	388	425	466
无形资产	27	37	38	38	38
长期投资	2	2	2	2	2
其他	47	83	69	69	69
总资产	2,417	2,759	3,219	3,612	4,221
应付帐款	501	548	576	605	635
短期银行贷款	153	89	150	100	200
短期负债	356	410	464	521	590
其他短期负债	0	0	0	0	0
总短期负债	1,010	1,048	1,190	1,226	1,425
长期银行贷款	0	0	0	0	0
其他负债	0	7	0	0	0
总负债	1,010	1,054	1,190	1,226	1,425
少数股东权益	8	7	7	7	7
股东权益	1,399	1,698	2,023	2,379	2,789
每股账面值	1.7	2.0	2.4	2.8	3.3
营运资金	1,072.9	1,296.3	1,533.3	1,852.6	2,220.9

现金流量表

<港币百万元>, 财务年度截至<十二月>

		2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
EBITDA		197	256	315	419	568
	融资成本	(16)	(8)	(14)	(10)	(19)
	营运资金变化	(80)	(291)	(156)	(383)	(504)
	所得税	(17)	(7)	(22)	(29)	(39)
	其他	19	1	29	24	34
营运现金流		104	(50)	152	22	39
	资本开支	(94)	(49)	(80)	(37)	(41)
	其他投资活动	184	(15)	3	0	(1)
投资活动现金流		90	(64)	(77)	(37)	(42)
	负债变化	(59)	(82)	47	(60)	81
	股本变化	17	31	17	17	17
	股息	(25)	(38)	(62)	(89)	(123)
	其他融资活动					
融资活动现金流		(68)	(89)	1	(132)	(25)
现金变化		126	(203)	76	(147)	(28)
期初持有现金		314	493	374	530	423
汇兑变化		52	85	80	40	0
期末持有现金		493	374	530	423	396

资料来源：公司公告，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

中国电信（0728，买入）

“固网运营已低估，更待融合放光时”首次评级：买入

即使没有 CDMA 移动业务，中国电信仅仅固网运营业务价值就已经低估：中国电信以在南方 21 省宽带垄断优势带动的互联网接入及增值服务、网元出租等业务，能够弥补固话业务带来的损失，2011 年互联网接入收入可望超过固话业务。如果不考虑 CDMA 移动业务，仅仅固网运营业务通过 DCF 估值可达 5.28 港元，2007～2012 年间每股盈利复合增长率可达 14%。

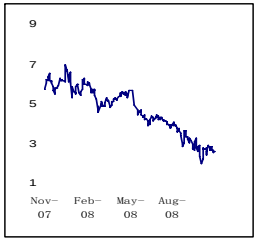
- **全业务经营能够促进融合业务发展：**互联网、广电网和通信网 3 网融合是通信发展方向，互联网是基础。公司基于宽带互联网的核心优势，借助 CDMA 业务加入，在全业务经营的基础上，除了业务捆绑之外，还进行部分融合，例如 IPTV 和移动互联网，将极大地促进互联网、移动和固话以及各自增值业务的发展，2012 将有望占到总收入的 16%。
- **最大的政企客户基础，将是融合业务发展的核心动力和竞争优势：**2008 年 9 月，公司政企用户 2740 万，是原网通的 2.56 倍，其他运营商就更少。政企客户是优质客户，2006 年和 2007 年政企客户分别带来当年收入的 31.2%和 33.8%，ARPU 值分别为 197 与 199 元人民币，远高于其他客户带来的 ARPU 值。未来政企客户将是公司融合业务创收的核心基础和竞争优势。
- **短期 CDMA 移动业务可能拉低公司盈利：**我们初步预计 CDMA 业务短期收入难以补偿网络租赁、手机补贴和销售等费用，可能在 2009 年对公司整体经营收益带来负贡献。
- **目标价为 4.18 港元，首次评级为买入：**我们分别根据 DCF 和 P/E 方法估值，分别得到 5.66 港元和 2.7 港元，按照两种估值的算术平均值计算，得到公司的目标价为 4.18 港元，该目标价分别相当于公司 2008 和 2009 年 14 和 18 倍，与现价有 38%的上升空间，首次评级为买入。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
总营收（百万元人民币）	175,616	178,656	189,968	213,376	230,116
变动	3%	2%	6%	12%	8%
净利润（百万元人民币）	27,241	23,702	26,424	18,875	26,250
每股收益（人民币）	0.34	0.29	0.33	0.23	0.32
变动	0%	-15%	13%	-29%	39%
市盈率@2.9港元（倍）	8.5	10.0	8.9	12.4	8.9
每股派息（人民币）	0.08	0.08	0.08	0.06	0.08
息率	2.7%	2.7%	2.8%	2.0%	2.8%

来源：公司资料，第一上海估计

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表

<港币百万元>，财务年度截至<十二月>

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
收入	175,616	178,656	183,961	213,376	230,116
毛利	67,050	67,535	68,492	90,305	103,518
其他业务收入	0	0	0	0	0
销售及管理费用	(22,259)	(23,667)	(28,194)	(51,683)	(54,931)
其他支出	(6,255)	(6,857)	(8,180)	(10,725)	(12,195)
营运收入	38,536	37,011	32,118	27,898	36,392
财务开支	(4,489)	(4,300)	(5,455)	(4,559)	(3,624)
联营公司	36	(2,460)	43	46	50
税前盈利	34,083	30,251	26,706	23,385	32,818
所得税	(6,759)	(6,452)	(4,970)	(4,469)	(6,496)
少数股东应占利润	(83)	(97)	(89)	(78)	(108)
净利润	27,241	23,702	21,647	18,838	26,213
折旧及摊销	(51,301)	(52,257)	(50,768)	(51,720)	(50,870)
EBITDA	89,837	89,268	82,886	79,618	87,262
增长					
总收入 (%)	3.4%	1.7%	3.0%	16.0%	7.8%
EBITDA (%)	1.5%	-0.6%	-7.1%	-3.9%	9.6%

财务分析

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
盈利能力					
毛利率 (%)	38.2%	37.8%	37.2%	42.3%	45.0%
EBITDA 利率 (%)	51.2%	50.0%	45.1%	37.3%	37.9%
净利率(%)	15.5%	13.3%	11.8%	8.8%	11.4%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%	12.7%	13.2%	15.3%	24.2%	23.9%
实际税率 (%)	19.8%	21.3%	18.6%	19.1%	19.8%
股息支付率 (%)	23.1%	26.5%	25.1%	25.1%	25.1%
库存周转	10	10	10	12	14
应付账款天数	111	100	91	93	101
应收账款天数	33	33	34	32	32
财务状况					
净负债/股本	1.03	0.85	1.29	0.97	0.83
收入/总资产	0.42	0.44	0.44	0.52	0.55
总资产/股本	2.03	1.85	2.29	1.97	1.83
盈利对利息倍数	6	6	4	4	7

资产负债表

<港币百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
现金	22,326	20,384	19,631	21,459	30,808
应收账款	15,992	16,710	17,461	19,384	21,549
存货	3,213	2,663	3,734	4,481	5,154
其他流动资产	2,675	2,923	3,750	3,958	4,178
总流动资产	44,206	42,680	44,577	49,281	61,689
固定资产	328,379	326,123	329,596	323,983	318,139
无形资产	1,857	2,758	3,008	2,397	1,655
长期投资	203	274	301	332	365
其他	44,226	36,169	38,376	36,975	36,016
总资产	418,871	408,004	415,858	412,967	417,864
应付帐款	32,355	28,363	29,349	33,270	36,881
短期银行贷款	79,576	67,166	83,094	75,571	64,677
短期负债	8,242	3,811	4,715	4,288	3,670
其他短期负债	37,456	39,197	62,460	41,624	42,763
总短期负债	157,629	138,537	179,617	154,753	147,991
长期银行贷款	37,257	34,148	42,246	38,421	32,883
其他负债	16,336	12,947	10,849	8,768	7,575
总负债	211,222	185,632	232,712	201,942	188,449
少数股东权益	1,448	1,451	1,456	1,461	1,466
股东权益	206,201	220,921	181,690	209,564	227,949
每股账面值	2.6	2.7	2.4	2.6	2.8
营运资金	(113,423)	(95,857)	(135,041)	(105,472)	(86,302)

现金流量表

<港币百万元>, 财务年度截至<十二月>

		2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
EBITDA		89,837	89,268	82,886	79,618	87,262
	融资成本	(4,932)	(4,807)	(4,711)	(4,617)	(4,524)
	营运资金变化	6,890	17,566	(39,184)	29,569	19,170
	所得税	(6,759)	(6,452)	(4,970)	(4,469)	(6,496)
	其他	(10,234)	(20,699)	32,757	(26,905)	(12,831)
营运现金流		74,802	74,876	66,779	73,196	82,581
	资本开支	(50,491)	(46,189)	(51,789)	(50,003)	(49,107)
	其他投资活动	452	(20)	(39,682)	(4,610)	(234)
投资活动现金流		(50,039)	(46,209)	(91,471)	(54,613)	(49,341)
	负债变化	(15,117)	(21,302)	25,027	(11,795)	(17,067)
	股本变化	0	0	0	0	0
	股息	(6,283)	(6,273)	(5,434)	(4,729)	(6,580)
	其他融资活动	690	(2,930)	(36)	(31)	(43)
融资活动现金流		(20,710)	(30,505)	19,557	(16,555)	(23,690)
现金变化		4,053	(1,838)	(5,135)	2,028	9,549
期初持有现金		18,571	22,326	20,384	19,631	21,459
汇兑变化		(298)	(104)	(200)	(200)	(200)
期末持有现金		22,326	20,384	19,631	21,459	30,808

资料来源：公司公告，第一上海预测

金山软件（3888，买入）

20 年的技术积淀开始爆发，网络游戏和应用软件市场双丰收

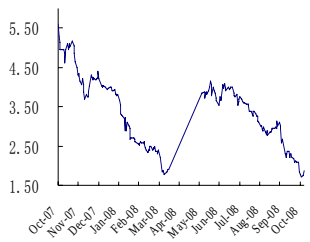
- **“研发、运营、双向发展模式”三个竞争优势：**金山有 20 年的研发积累，R&D 投入巨大，占据了国内 3D 网游技术的制高点；客服的大幅改善导致运营能力 08 年以来不断提升；而双向发展模式，能带来协同优势并能分散业绩波动风险。
- **网游和应用软件“两条腿走路”：**07 年网游收入和应用软件收入分别占总营业收入的 71.2%和 28.1%。目前共运营 10 款网游，过去 3 年网游收入增长率高于行业平均水平，07 年网游营业收入排名行业第 10；应用软件包括金山毒霸、WPS 办公软件和金山词霸，并通过并购推出 UTM 安全网关进军中小企业安全市场；08 年应用软件实行互联网战略，与百度和 Google 分别推出合作产品。
- **新游戏火爆：**公司新推的两款新游戏《剑侠世界》和《封神榜 2》截止目前仍保持了周周开新服务器的记录；根据我们的跟踪观察，估计《剑侠世界》的 PCU（最高在线人数）已经超过 50 万，成为了金山的首款网游大作，也成为了市场公认的今年市场表现最成功的新网游；《封神榜 2》的 PCU 估计也在 30 万以上；《剑侠情缘 3》和《反恐行动》从封闭测试以来市场表现良好。
- **应用软件稳定发展：**WPS 对中国企业的销售有所增长，在日本市场的销售数排名第二位。安全软件的付费用户和 ARPU 保持稳定；金山毒霸的网站流量排名稳步上升，并在 11 月中下旬超过了瑞星，体现了其逐步提升的竞争力；各个应用软件最近都推出了升级功能的 2009 版。
- **五大增长动力：**1、新网游《剑侠世界》和《封神榜 2》以及年底将推出的《剑侠情缘 3》都有可能成为网游大作，能不断扩大网游市场份额。2、PC 病毒经济逐渐凸现。3、通过并购进军中小企业安全蓝海市场。4、WPS 和词霸受益于正版化和政府采购。5、实行国际化战略，有利于海外市场的扩张。
- **08-10 年净利润 CAGR 为 46.8%：**预测金山 08-10 年营业收入 CAGR 是 34%，2010 年达人民币 13.4 亿元；行政开支的规模经济效应以及股份酬金支出的大幅减少，将使净利率由 07 年 27.9%升至 2010 年的 36.6%，净利润 2010 年将达人民币 4.92 亿元。
- **维持买入评级，目标价为 2.93 港元：**据 PE 估值给予目标价 2.93 港元，相当于 08 年 9.6 倍和 09 年 6.3 倍 PE，相应 PEG 为 0.20 和 0.12。较现价 1.88 港元有 78.7%升幅。

盈利摘要

截止 12 月31 日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额(人民币千元)	316,431	556,614	815,562	1,104,255	1,343,241
变动(%)	*47.0%*	*75.9%*	*46.5%*	*35.4%*	*21.6%*
净利润(人民币千元)	99,110	155,452	256,795	390,934	492,203
每股盈利(人民币元)	0.12	0.18	0.27	0.41	0.52
变动(%)	*156.0%*	*45.8%*	*48.0%*	*52.3%*	*25.9%*
市盈率@1.88港元(倍)	13.3	9.1	6.1	4.0	3.2
每股股息(人民币元)	0.00	0.11	0.10	0.00	0.00
股息现价比率(%)	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

财务报表摘要

损益表

人民币千元，财务年度截至12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
营业收入	316,431	556,614	815,562	1,104,255	1,343,241
收益成本	(44,671)	(95,484)	(128,836)	(171,159)	(201,486)
毛利润	271,760	461,130	686,726	933,095	1,141,754
销售及分销成本	(59,504)	(108,723)	(159,776)	(218,642)	(268,648)
行政开支	(43,766)	(65,785)	(93,326)	(121,468)	(147,756)
研究及开发成本	(58,914)	(68,450)	(128,859)	(174,472)	(212,232)
股份酬金成本	(6,852)	(103,764)	(60,000)	(30,000)	(20,000)
其他收入及收益	8,493	6,822	26,892	31,000	35,500
经营盈利	111,217	121,230	271,657	419,512	528,618
财务开支	(2,518)	21,564	30,455	40,410	50,445
税前盈利	108,699	142,794	302,112	459,923	579,063
所得税	(9,589)	12,658	(45,317)	(68,988)	(86,859)
净利润	99,110	155,452	256,795	390,934	492,203
折旧及摊销	18,239	24,462	32,128	32,128	42,534
EBITDA	129,456	145,692	303,786	451,641	571,152
每股盈利(元)	0.12	0.18	0.27	0.41	0.52
增长					
营业收入 (%)	47.0%	75.9%	46.5%	35.4%	21.6%
EBITDA (%)	993.8%	12.5%	108.5%	48.7%	26.5%
每股收益 (%)	179.0%	45.8%	48.0%	52.3%	25.9%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
经营利润率 (%)	35.1%	21.8%	33.3%	38.0%	39.4%
EBITDA 利润率(%)	40.9%	26.2%	37.2%	40.9%	42.5%
净利率(%)	31.3%	27.9%	31.5%	35.4%	36.6%
营运表现					
SG&A/收入(%)	32.6%	31.4%	31.0%	30.8%	31.0%
实际税率 (%)	8.8%	-8.9%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%)	0.0%	67.0%	31.7%	0.0%	0.0%
应付账款天数	789	589	487	400	368
应收账款天数	122	70	68	69	74
财务状况					
负债/权益	0.94	0.32	0.33	0.28	0.26
收入/总资产	0.61	0.37	0.49	0.51	0.50
总资产/股本	1.94	1.32	1.33	1.28	1.26
净资产收益率	37.0%	13.7%	20.7%	23.3%	23.0%

资产负债表

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	333,508	1,246,077	948,496	1,313,667	1,681,494
应收账款	107,376	107,969	154,902	210,295	275,696
递延成本	6,484	8,939	13,098	26,195	52,390
其他流动资产	6,332	12,403	194,423	195,602	201,728
总流动资产	453,700	1,375,388	1,310,918	1,745,759	2,211,308
非流动资产					
物业及设备	32,790	45,446	209,444	219,916	259,501
递延税项资产	19,477	52,814	77,384	104,777	127,453
其他固定资产	14,742	26,273	58,172	84,838	111,022
总资产	520,709	1,499,921	1,655,918	2,155,290	2,709,284
流动负债					
递延收入	117,286	162,002	178,202	192,458	205,930
应付款项	96,560	154,182	171,736	187,668	203,137
其他短期负债	7,987	6,047	8,860	17,720	35,441
总流动负债	221,833	322,231	358,799	397,847	444,509
递延收入	22,040	29,726	32,699	35,314	37,787
递延税项负债	9,009	14,307	20,963	41,926	83,852
总负债	252,882	366,264	412,460	475,087	566,147
股东权益	267,827	1,133,657	1,243,458	1,680,203	2,143,137
负债权益合计	520,709	1,499,921	1,655,918	2,155,290	2,709,284
每股净值（元）	0.34	1.25	1.30	1.76	2.24

现金流量表

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	129,456	145,692	303,786	451,641	571,152
融资成本	(2,518)	21,564	30,455	40,410	50,445
营运资金变化	12,276	172,861	(35,805)	(101,197)	(142,531)
所得税	487	5,357	2,813	8,860	17,720
营运现金流	139,701	345,474	301,249	399,714	496,786
资本开支	(24,265)	(53,504)	(255,099)	(205,238)	(255,362)
其他投资活动	(25,000)	(342,155)	0	0	0
投资活动现金流	(49,265)	(395,659)	(255,099)	(205,238)	(255,362)
股本变化	96,723	670,833	0	0	0
行使购股权	6,430	1,132	1,030	1,200	1,400
其他融资活动	(11,689)	(24,553)	0	0	0
融资活动现金流	91,464	647,412	1,030	1,200	1,400
现金变化	181,900	597,227	47,180	195,676	242,825
期初持有现金	137,568	333,508	1,246,077	948,496	1,313,667
汇率存款变动影响	(960)	(26,813)	0	0	0
期末持有现金	333,508	1,246,077	948,496	1,313,667	1,681,494

资料来源：公司资料，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

金蝶（0268，买入）

中小企业困局料将直接影响金蝶业绩增速，经济触底后依然可看好

- **预计今、明两年业绩增速将放缓：**受宏观经济影响，国内中小企业面临前所未有的经营困难，而中小企业是金蝶的主要目标客户群，我们预计从 08 年下半年到 09 年，金蝶的增长速度可能会显著放缓，同时应收账款的回收压力也会增加。因此我们将 08 年的收入增长预期由原来的 31%调低至 20.1%，09 年的收入增长由原来的 26%调低至 15.8%。由于 08 年的费用已基本产生，因此主营收入减速将直接影响每股盈利的增长，我们预计 08 年的每股盈利和 07 年相比基本持平。09 年公司将通过费用控制，从而恢复主营业务利润的快速增长趋势。

- **公司财务状况稳健，长期仍然看好：**公司目前没有负债，预计到今年底账面现金会在 4 － 5 个亿左右，随着公司明年春节搬入新的大楼，之后将不会有大的资本开支项目。因此我们认为公司度过今明两年困难时期的条件还是比较充裕的。长期看，未来 2 年相对恶劣的经营环境将使得行业的集中度提高，有利于金蝶进一步提高市场占有率，一旦整体经济环境转暖，我们相信金蝶将会恢复高速增长，因此我们仍然看好公司的长期发展。

- **目标价调至 1.30 港元，维持买入评级：**根据 DCF 估值以及相对估值的结果，我们最终给予其 1.30 港元的目标价格，该目标价相当于 09 年 11.6 倍 P/E ，08 年 13.1 倍 P/E。新目标价与现价相比，有 63%的上升空间，因此我们继续维持公司买入评级。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	06年	07年	08年预测	09年预测	10年预测
总营收（百万人民币）	611	767	921	1,067	1,324
变动	15.5%	25.4%	20.1%	15.8%	24.0%
净利润（百万人民币）	97	136	167	190	228
每股盈利（人民币）	0.05	0.07	0.08	0.09	0.11
变动	31.2%	31.2%	20.2%	12.4%	18.0%
基于0.8港元的市盈率(倍)	15.6	10.7	8.4	7.4	6.3
每股派息（人民币）	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04
股息现价比率（%）	1.33%	1.64%	2.21%	2.49%	2.94%

来源：公司资料，第一上海估计

股价表现

来源：彭博

主要财务报表

损益表

〈人民币百万元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
收入	611	767	921	1,067	1,324
毛利	490	607	719	827	1,019
其他业务收入	77	97	107	120	143
销售及管理费用	(460)	(552)	(641)	(736)	(910)
其他支出	0	0	0	0	0
营运收入	107	152	184	210	251
财务开支	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
联营公司	(2)	(1)	(0)	(0)	(0)
税前盈利	105	150	183	209	250
所得税	(7)	(11)	(14)	(16)	(19)
少数股东应占利润	(0)	(2)	(3)	(3)	(4)
净利润	97	136	167	190	228
折旧及摊销	65	76	78	100	114
EBITDA	172	227	262	310	365
增长					
总收入（%）	15.5%	25.4%	20.1%	15.8%	24.0%
EBITDA（%）	87.2%	32.2%	15.4%	18.2%	17.8%

财务分析

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
盈利能力					
毛利率（%）	80.2%	79.2%	78.0%	77.5%	77.0%
EBITDA 利率（%）	28.1%	29.6%	28.5%	29.1%	27.6%
净利率(%)	15.9%	17.8%	18.1%	17.8%	17.2%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	75.2%	72.0%	69.6%	69.0%	68.8%
实际税率（%）	7.1%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
股息支付率（%）	21.4%	21.4%	21.9%	26.3%	25.0%
库存周转	0.8	0.9	0.8	0.5	0.4
应付账款天数	388.1	384.0	330.8	305.5	252.3
应收账款天数	84.4	70.2	79.2	79.2	69.1
财务状况					
净负债/股本	0.55	0.52	0.41	0.39	0.37
收入/总资产	0.85	0.89	0.80	0.80	0.88
总资产/股本	1.55	1.52	1.41	1.39	1.37
盈利对利息倍数	717.81	167.69	226.74	287.05	381.41

资产负债表

〈人民币百万元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
现金	359	392	438	526	656
应收账款	143	149	203	235	254
存货	4	2	3	3	4
总流动资产	506	544	644	764	914
固定资产	99	207	303	345	335
无形资产	89	87	112	131	164
长期投资	1	0	0	0	0
其他固定资产	22	22	91	89	87
总资产	717	860	1,149	1,329	1,500
应付帐款	131	170	186	204	213
短期银行贷款	37	0	0	0	0
其他短期负债	84	119	144	166	187
总短期负债	251	290	330	370	401
总负债	251	290	330	370	401
少数股东权益	3	5	5	5	5
股东权益	462	565	814	953	1,094
每股账面值	0.27	0.34	0.47	0.54	0.60
营运资金	254.4	254.2	313.7	394.1	513.6

现金流量表

〈人民币百万元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
EBITDA	172	227	262	310	365
融资成本	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变化	39	41	(37)	(12)	1
所得税	(7)	(11)	(14)	(16)	(19)
其他	7	13	(3)	(2)	(2)
营运现金流	210	269	208	279	345
资本开支	(109)	(168)	(183)	(154)	(171)
其他投资活动	14	(11)	(70)	(2)	(2)
投资活动现金流	(95)	(179)	(252)	(155)	(172)
负债变化	7	(37)	0	0	0
股本变化	16	11	128	15	15
股息	(21)	(29)	(36)	(50)	(57)
融资活动现金流	2	(55)	92	(35)	(42)
现金变化	117	34	47	89	131
汇兑损失	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
期初持有现金	242	359	392	438	526
期末持有现金	359	392	438	526	656

资料来源：公司公告，第一上海预测

研祥智能（8285，买入）

政府采购将成为公司未来发展的引擎，维持买入评级

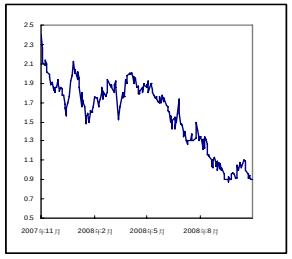
- **2008 年 3 季度收入增长超过预期，盈利稍逊预期：**随着中国工业化进程的推进，高端自动化产品的市场需求持续增长，公司 08 年首 3 季度收入达到了 7.71 亿元人民币，同比增长约 150%。同时毛利率为 5%的其他辅助业务快速增长，由去年同期的 1700 万，增长至 3 亿元人民币，拉低了原本 40.8%的 EIP 产品的毛利率，整体毛利率由去年同期的 42.8%降至为 26.8%。资产负债比例的上升，导致财务费用增加，也抵销了部分经营盈利的增长。当期的净利润率为 12%，低于去年同期的 24.6%。
- **以拉动内需出发的政府采购，将成为公司增长的引擎：**国务院批准铁道部的 2 万亿元铁路投资计划，交通部门准备 5 万亿元的投资计划，以及煤矿安全生产设备的投入等政府主导的采购，也极大的带动了高端自动化产品市场需求。公司的铁路自动化控制设备，已经广泛在北京地铁、深圳地铁等应用，北方的众多煤矿生产企业都开始使用公司的安防产品，政府大的采购订单已经在收入中开始体现。我们预测，未来 3 年，政府采购带来的公司销售收入比重将由原来的 25%增长至 50%，预计 2010 年公司收入有望突破 20 亿元人民币，公司将继续保持快速增长。
- **目标价调整至 1.42 港元，维持买入评级：**我们调整了盈利预测，按照公司的历史 P/E 带和公司的盈利能力和增长分析，我们设定了新的目标价为 1.42 港元。新目标价分别相当于公司 2009 和 2008 年 8 倍和 9.5 倍 PE 。新的目标价与现价比较有 52%的上升空间，因此我们维持公司的评级为买入。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	279	603	1,225	1,588	2,059
变动（%）	19%	116%	103%	30%	30%
净利润（百万人民币）	82	154	185	219	275
每股摊薄收益（人民币元）	0.07	0.13	0.15	0.18	0.22
变动（%）	82%	88%	20%	19%	25%
市盈率@0.88港元（倍）	11.6	6.2	5.2	4.4	3.5
每股派息（人民币）	0.00	0.02	0.02	0.02	0.03
息率（%）	0%	2%	2%	3%	3%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

〈人民币千元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
收入	278,643	602,626	1,225,146	1,587,716	2,058,809
毛利	115,794	231,654	369,417	475,269	612,627
其他业务收入	23,378	19,892	45,000	49,500	54,450
销售及管理费用	(32,813)	(70,239)	(126,551)	(164,517)	(213,872)
其他支出	(20,329)	(36,941)	(60,263)	(92,443)	(122,213)
营运收入	86,030	171,986	230,603	270,809	333,993
财务开支	(18)	(12,173)	(37,980)	(42,537)	(47,642)
税前盈利	86,012	159,813	192,623	228,272	286,351
所得税	(4,039)	(5,377)	(7,705)	(9,131)	(11,454)
少数股东权益	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
净利润	81,976	154,439	184,921	219,144	274,900
折旧及摊销	4,946	13,981	7,700	8,079	8,477
EBITDA	90,976	185,967	238,303	278,888	342,469
增长					
总收入（%）	19.4%	116.3%	103.3%	29.6%	29.7%
EBITDA（%）	71.4%	104.4%	28.1%	17.0%	22.8%

财务分析

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
盈利能力					
毛利率（%）	41.6%	38.4%	30.2%	29.9%	29.8%
EBITDA 利率（%）	32.6%	30.9%	19.5%	17.6%	16.6%
净利率(%)	29.4%	25.6%	15.1%	13.8%	13.4%
营运表现					
销售及管理费用/收入	11.8%	11.7%	10.3%	10.4%	10.4%
实际税率（%）	4.7%	3.4%	4.0%	4.0%	4.0%
股息支付率（%）	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转	50	55	61	62	62
应收账款天数	118	386	325	189	168
应收账款天数	68	77	87	88	88
财务状况					
净负债/股本	0.28	0.73	0.91	0.35	0.36
收入/总资产	0.58	0.27	0.50	0.64	0.75
总资产/股本	1.28	1.73	1.91	1.35	1.36
盈利对利息倍数	5,054	15	6	7	7

资产负债表

〈人民币千元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
现金及现金等价物	239,447	571,061	565,315	386,235	420,340
应收账款	52,314	129,174	297,185	386,341	502,243
存货	38,229	91,148	206,096	269,152	351,185
总流动资产	329,990	881,166	1,158,380	1,131,511	1,363,551
固定资产	141,139	323,806	285,894	317,941	349,590
其他固定资产	5,764	1,020,259	1,020,133	1,020,007	1,019,881
总资产	476,893	2,225,231	2,464,407	2,469,458	2,733,022
应付账款	53,237	397,356	771,438	584,353	675,501
短期银行贷款	49,000	9,400	400,000	49,000	49,000
总负债	102,237	406,756	1,171,438	633,353	724,501
少数股东权益	997	120	120	120	120
股东权益	373,659	1,287,542	1,292,849	1,835,985	2,008,401
每股账面值	0.4	1.0	1.0	1.5	1.6

现金流量表

〈人民币千元〉，财务年度截至〈十二月〉

		2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
EBITDA		90,976	185,967	238,303	278,888	342,469
	融资成本	18	12,173	37,980	42,537	47,642
	营运资金变化	(13,385)	(140,069)	(170,771)	(100,177)	(115,474)
	所得税	(4,039)	(5,377)	(7,705)	(9,131)	(11,454)
	其他	(2,702)	(54,205)	(109,889)	(103,002)	(108,411)
营运现金流		70,868	(1,511)	(12,081)	109,115	154,772
	资本开支	(86,376)	(74,031)	(40,000)	(40,000)	(40,000)
	其他投资活动	(7,979)	(374,715)	(5,013)	(383,012)	(387,813)
投资活动现金流		(94,355)	(448,746)	(45,013)	(423,012)	(427,813)
	负债变化	0	430,000	430,000	430,000	430,000
	股本变化	50,000	20,552	0	0	0
	股息	0	0	0	0	0
融资活动现金流		50,000	450,552	430,000	430,000	430,000
现金变化		26,513	295	372,906	116,102	156,959
期初持有现金		131,307	239,447	571,061	565,315	386,235
期末持有现金		239,447	571,061	565,315	386,235	420,340

资料来源：公司资料，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

中兴通讯（0763，持有）

全球经济动荡导致中短期不确定性增加，长期成长性仍可期待

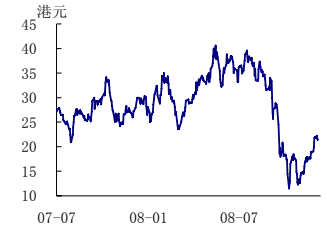
- **08 年前 3 季度收入同比增长 29.34%：**1-9 月实现营业收入 303 亿元人民币，同比增长 29.34%；毛利率为 34.1%，去年同期为 33.7%，稳中略升；归属母公司净利润 8.16 亿元人民币，同比增长 35.31%；摊薄每股收益 0.60 元人民币，同比增长 33.3%（剔除 10 送 4 因素）。
- **现金流依然有待改善：**公司 1-9 月经营性现金流量净额为-45 亿元，同比上升 87.72%；应收账款为 108 亿，同比上升 52%；存货 72.5 亿，同比上升 35%。公司正努力加快应收账款的回款进度。
- **国内竞争环境加剧：**一方面面临来自运营商的压力，运营商在产业链中具有绝对的主导地位，三家全业务运营商的竞争格局、不断加大的资本开支以及整个移动行业需求增速趋缓，使得运营商不得不尽量向设备商转嫁成本；另一方面是来自国内同行的压力，在全球融资困难的大环境下，竞争对手通过极低的价格来抢占市场份额，尽管在这种环境下欧美厂商的压力更大，但也使中兴的市场份额和毛利率都面临前所未有的压力。
- **全球金融危机或影响海外市场需求：**全球金融危机愈演愈烈，并逐步向实体经济蔓延，尽管全球电信设备市场可能目前还没有受到直接的冲击，但持续的经济低迷，将最终在某种程度上对电信设备市场产生不利影响。
- **长期成长性仍可期待：**尽管中短期而言，公司面临诸多外部环境的不确定性，但必须看到欧美设备厂商比中兴的处境要困难得多，因此长期而言需求增速减缓、竞争加剧将有利于中兴缩小和全球顶尖厂商的差距，并逐步获得更多的海外市场份额，因此我们依然看好中兴的长期成长性。
- **目标价调低至 20.50 港元，维持投资评级为持有：**我们将 08 年无线通信板块的收入由原来的 192 亿元调低至 170 亿元，同时将毛利率调低至 40%，通过 DCF 估值，给予公司 20.50 港元目标价，此目标价相当于 08 年 16 倍 P/E，较现价有 3.5%的上升空间，维持投资评级为持有。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
总营收（亿人民币）	232	348	434	593	749
变动	6.8%	49.8%	24.7%	36.8%	26.3%
净利润（亿人民币）	8	13	15	18	22
每股盈利（人民币）	0.80	1.29	1.09	1.29	1.59
变动	-40.3%	61.5%	-15.5%	18.2%	23.2%
基于19.8港元的市盈率(倍)	34.7	18.7	16.0	13.5	10.9
每股派息（港元）	0.15	0.27	0.22	0.26	0.32
息率	0.88%	1.53%	1.28%	1.51%	1.86%

来源：公司资料，第一上海估计

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表

<亿元人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	232	348	434	593	749
毛利	78	114	139	176	221
其他业务收入	7	10	12	16	20
销售及管理费用	(72)	(95)	(117)	(153)	(193)
其他支出	(2)	(9)	(8)	(9)	(10)
营运收入	11	20	26	30	37
财务开支	(1)	(3)	(6)	(7)	(8)
联营公司	0	0	0	0	0
税前盈利	10	17	20	24	29
所得税	(1)	(3)	(3)	(4)	(5)
少数股东应占利润	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)
净利润	8	13	15	18	22
折旧及摊销	6	6	7	9	10
EBITDA	17	26	33	39	48
增长					
总收入 (%)	6.8%	49.8%	24.7%	36.8%	26.3%
EBITDA (%)	-22.9%	49.4%	28.6%	16.6%	22.0%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	33.8%	32.7%	32.0%	29.7%	29.4%
EBITDA 利率 (%)	7.5%	7.5%	7.7%	6.6%	6.3%
净利率(%)	3.3%	3.6%	3.5%	3.0%	2.9%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	31.0%	27.2%	26.9%	25.8%	25.8%
实际税率 (%)	12.3%	16.0%	16.5%	16.0%	16.0%
股息支付率 (%)	46.4%	16.8%	19.2%	19.2%	19.2%
库存周转	56	61	68	61	56
应付账款天数	245	222	215	190	184
应收账款天数	175	158	146	133	130
财务状况					
净负债/股本	1.49	2.38	2.20	2.46	2.29
收入/总资产	0.87	0.85	0.92	0.95	1.03
总资产/股本	2.49	3.38	3.20	3.46	3.29
盈利对利息倍数	7	4	3	3	3

资产负债表

<亿元人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	41	63	101	122	178
应收账款	128	174	173	258	277
存货	25	54	57	82	81
其他流动资产	19	33	36	40	45
总流动资产	213	323	367	502	581
固定资产	31	40	49	59	71
无形资产	3	4	5	5	6
长期投资	0	0	0	0	0
其他	21	42	49	60	73
总资产	268	410	471	627	731
应付帐款	107	177	170	263	270
短期银行贷款	9	44	70	92	119
短期负债	2	2	2	2	3
其他短期负债	4	4	6	8	9
总短期负债	122	227	248	365	401
长期银行贷款	17	21	25	28	30
其他负债	3	5	7	7	9
总负债	155	281	314	433	490
少数股东权益	6	8	10	13	18
股东权益	108	121	147	181	222
每股账面值	8.0	9.0	10.9	13.8	17.6
营运资金	91.2	95.5	118.9	137.2	179.6

现金流量表

<亿元人民币>, 财务年度截至<十二月>

		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA		17	26	33	39	48
	融资成本	(2)	(3)	(6)	(7)	(9)
	营运资金变化	(34)	(33)	(9)	(24)	(1)
	所得税	(1)	(3)	(3)	(4)	(5)
	其他	(2)	10	4	8	(0)
营运现金流		(21)	(6)	18	10	42
	资本开支	(11)	(15)	(16)	(18)	(21)
	其他投资活动	0	(2)	0	0	0
投资活动现金流		(11)	(17)	(16)	(17)	(21)
	负债变化	19	39	31	24	30
	股本变化	0	0	4	0	0
	股息	(4)	(2)	(3)	(3)	(4)
	其他融资活动	4	7	4	8	9
融资活动现金流		20	44	36	29	35
现金变化		(12)	22	37	22	56
期初持有现金		54	41	63	101	122
汇兑变化		(0)	0	0	0	0
期末持有现金		41	63	101	122	178

资料来源：公司公告，第一上海预测

中通服（0552，持有）

3G 发牌将带来收入的显著增长，CPI 下行将有利于盈利水平的提升

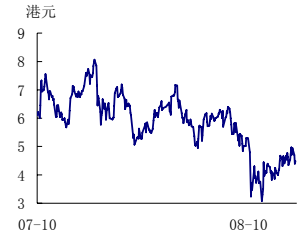
- **独特的一体化电信服务提供商：**中通服是国内独具特色的一体化综合电信服务提供商。公司前身率属于中国电信集团，2006 年 12 月在香港独立上市，中国电信集团是公司的最大股东，中移动和联通也是公司的主要股东。公司客户主要是三家运营商和政企客户，业务聚焦在与通信相关的服务领域，公司主要业务的市场占有率很高，具有一定的垄断性。从投资价值而言，公司收入增长的确定性很高，负债率较低、自由现金流较好，在目前整体市场不景气的情况下，颇具防御性和稳健性。
- **三大业务板块：**公司业务分三大板块、10 项具体业务，主要为运营商和政企及海外客户提供从前期电信基建的设计、施工、监理，到日常运营的维护、管理、物流，以及软件系统集成和内容提供等相关增值服务，公司业务的长期发展战略重点是聚焦客户、满足全业务运营商的各项需求。
- **外延+内生的双重发展模式：**公司未来 2-3 年主要增长点来自于电信重组和 3G 建设背景下的运营商资本开支增加，TIS 板块业务收入增长的确定性很高；全业务竞争也将促使运营商为了提高运营效率而加大非核心业务的外包力度，这将为 BPO 业务带来需求增长；在成功收购 13 省母公司相关资产以及中通建后，公司将继续加大对外合作，并寻找 ACO 领域的收购机会，结合公司现有的客户优势（运营商及政企）和遍布全国的网络平台，形成未来长期发展的收入增长点。
- **3G 发牌将带来收入的显著增长：**随着国内运营商重组告一段落，我们预计 3G 牌照将很快发放。三大运营商将在未来 2 年显著增加资本开支，中通服在三大运营商的基建业务领域所占份额稳定，全国范围内并没有规模匹配的竞争对手，因此公司未来收入增长的确定性很高。
- **CPI 下行将有利于盈利水平的提升：**从公司 08 年上半年的财务报表中，我们可以看出在成本结构中：材料加上分包费用占收入的比重为 57%，人工费用占收入的比重为 23.4%，公司净利润率为 4.21。因此尽管收入增长 37.5%，但由于 08 年上半年 CPI 高涨，净利润只增长了 1.9%。 随着国内 CPI 的大幅回落，公司的盈利水平也就显著提高。
- **目标价 4.50 港元，投资评级为持有：**通过 DCF 估值，给予公司 4.50 港元目标价，此目标价相当于 09 年 15 倍 P/E，较现价有 0%的上升空间，投资评级为持有。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
总营收（百万人民币）	19,313	23,538	29,493	34,544	38,756
变动	46.0%	21.9%	25.3%	17.1%	12.2%
净利润（百万人民币）	952	1,167	1,312	1,515	1,724
摊薄每股盈利（港币）	0.16	0.24	0.26	0.30	0.34
变动	-0.6%	42.9%	6.1%	15.5%	13.8%
基于4.49港元的市盈率(倍)	28.4	18.7	17.4	15.0	13.2
每股派息（港币）	0.10	0.08	0.08	0.09	0.10
股息现价比率（%）	2.58%	1.90%	1.93%	2.23%	2.54%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

〈人民币百万元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
收入	19,313	23,538	29,493	34,544	38,756
毛利	3,567	4,065	4,866	5,700	6,395
其他业务收入	197	341	354	415	465
销售及管理费用	(2,477)	(2,795)	(3,351)	(3,957)	(4,396)
其他支出	(28)	(13)	(14)	(16)	(18)
营运收入	1,258	1,599	1,855	2,142	2,446
财务开支	87	42	(70)	(80)	(100)
联营公司	4	4	0	0	0
税前盈利	1,350	1,644	1,785	2,062	2,346
所得税	(375)	(461)	(446)	(515)	(586)
少数股东应占利润	(23)	(16)	(27)	(31)	(35)
净利润	952	1,167	1,312	1,515	1,724
折旧及摊销	532	508	559	580	641
EBITDA	1,791	2,107	2,414	2,721	3,087
增长					
总收入（%）	46.0%	21.9%	25.3%	17.1%	12.2%
EBITDA（%）	45.2%	17.7%	14.6%	12.7%	13.4%

财务分析

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
盈利能力					
毛利率 (%)	18.5%	17.3%	16.5%	16.5%	16.5%
EBITDA 利率 (%)	9.3%	9.0%	8.2%	7.9%	8.0%
净利率 (%)	4.9%	5.0%	4.4%	4.4%	4.4%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	12.8%	11.9%	11.4%	11.5%	11.3%
实际税率（%）	27.8%	28.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率（%）	81.9%	55.2%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	17	19	17	17	17
应付账款天数	71	83	73	68	67
应收账款天数	83	96	84	78	76
财务状况					
净负债/股本	0.74	1.28	1.44	1.58	1.70
收入/总资产	0.91	1.08	1.21	1.31	1.35
总资产/股本	1.74	2.28	2.44	2.58	2.70
盈利对利息倍数	(11)	(28)	19	19	17

资产负债表

〈港币百万元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
现金	8,164	6,632	6,940	6,959	7,412
应收账款	5,805	6,628	7,000	7,700	8,470
存货	980	1,036	1,300	1,430	1,573
其他流动资产	2,117	2,433	3,828	4,458	4,958
总流动资产	17,066	16,728	19,068	20,547	22,413
固定资产	3,290	3,600	3,663	4,183	4,642
无形资产	45	80	160	150	150
长期投资	455	656	656	656	656
其他	436	776	840	800	800
总资产	21,292	21,840	24,388	26,336	28,661
应付帐款	4,182	4,687	5,155	5,671	6,238
短期银行贷款	158	2,560	3,560	4,060	4,560
短期负债	3,652	4,223	4,857	5,586	6,423
其他短期负债	904	719	700	700	700
总短期负债	8,896	12,189	14,273	16,017	17,922
长期银行贷款	13	1	0	0	0
其他负债	18	12	30	40	50
总负债	8,928	12,202	14,303	16,057	17,972
少数股东权益	147	77	80	81	82
股东权益	12,217	9,561	10,005	10,199	10,608
每股账面值	2.27	1.77	1.75	1.78	1.85
营运资金	8,169	4,539	4,796	4,530	4,491

现金流量表

〈港币百万元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
EBITDA	1,791	2,107	2,414	2,721	3,087
融资成本	43	70	60	50	40
营运资金变化	(789)	53	(744)	(216)	(8)
所得税	(580)	(452)	(446)	(515)	(586)
其他	(40)	(115)	(202)	(197)	(202)
营运现金流	424	1,663	1,082	1,843	2,330
资本开支	971	720	885	1,036	1,163
其他投资活动	(1,773)	(5,903)	(2,265)	(2,906)	(3,023)
投资活动现金流	(802)	(5,183)	(1,380)	(1,870)	(1,860)
负债变化	17	2,390	1,000	500	500
股本变化	751	461	0	0	0
股息	(780)	(644)	(394)	(455)	(517)
其他融资活动	3,598	(218)	0	0	0
融资活动现金流	3,585	1,989	606	45	(17)
现金变化	3,208	(1,531)	308	18	453
期初持有现金	4,956	8,164	6,632	6,940	6,959
汇兑变化	0	(1)	0	0	0
期末持有现金	8,164	6,632	6,940	6,959	7,412

资料来源：公司公告，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

阿里巴巴（1688，持有）

全球 B2B 电子商务之王：危机中有机会，积蓄力量等待下一个春天

- **行业中位居垄断性地位：**阿里巴巴的低价策略和网络效应吸引了牢固的用户群，市场份额遥遥领先；而约 1%的付费会员对注册会员的渗透率预示强大的增长能力；全球化水平和品牌声誉遥遥领先；管理团队执行力和销售团队力量强大，能开发新市场；不断完善的诚信体系的价值开始突出；与阿里巴巴集团的协同效益已经带来收入；随着其电子商务生态链的价值深化，能促进营业收入和利润的增长。
- **完善商业模式，发展 B2B2C 和 B2C2C：**付费用户占企业商铺的渗透率逐步下降，反映了其增长瓶颈；公司推出旺铺和个人诚信通，扩大上亿用户基础，构建电子商务生态链单元；并发展 B2B2C 和 B2C2C，发挥阿里巴巴和淘宝的协同效益。
- **前三季度业绩符合预期，调低 09-10 年营业收入预测：**08 年前 9 个月营业收入 21.3 亿元人民币,同比增长 37.7%；净利润为 8.2 亿元人民币,同比增长 62.5%,符合我们预期。宏观经济放缓以及出口通价格的调整，将影响付费会员的增长率和 ARPU,因此调整预测 09-10 年营业收入总额分别为币 34.8 亿和 42.3 亿元人民币，增长率分别是 15.5%和 21.3%。08 年递延收入占 09 年总收入的比例是 62.3%。中国市场收入所占比例将从 08 年的 36.5%上升至 10 年的 44.9%。
- **实行扩张战略，净利率将下降：**09 和 10 年将实行扩张战略抢占市场份额，大幅扩大营销推广支出，争取把握危机中的机会，预期净利率将从 08 年的 42%下降至 09 年的 31%。
- **市场份额扩大，网站流量上升：**阿里巴巴市场份额扩大到了 55%；网站流量 Alexa 排名上升至第 153；反映了金融风暴下，中小企业更关注成本低、性价比更高的阿里巴巴等网络营销平台。
- **拟斥资最多 20 亿港元回购股份，将增强市场信心：**公司拟在 09 年底前回购最多 20 亿港元股票，按目前股价算占股本的 7.4%；而同业环球资源的回购计划，也将增强市场对 B2B 电子商务的信心。
- **最新评级为持有，目标价 5.96 港元：**据 DCF 估值给予目标价 5.96 港元，相当于 08 年 20 倍和 09 年 24 倍 PE。较现价有 11.4%升幅，给予持有评级。

盈利摘要

截止 12 月31 日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额(人民币千元)	1,363,862	2,162,757	3,015,098	3,483,792	4,225,385
变动(%)	*85*	*59*	*39*	*16*	*21*
净利润(人民币千元)	333,138	967,795	1,278,527	1,071,589	1,298,625
每股盈利(人民币元)	0.05	0.20	0.26	0.22	0.26
变动(%)	-	*337*	*30*	*-16*	*20*
市盈率@5.35港元(倍)	103.4	26.2	18.2	21.7	18.0
每股股息(人民币元)	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00
股息现价比率(%)	-	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现

来源：Bloomberg

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

财务报表摘要

损益表

人民币千元，财务年度截至12月31日

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
营业收入	1,363,862	2,162,757	3,015,098	3,483,792	4,225,385
销售成本	(207,625)	(280,113)	(373,617)	(430,891)	(524,462)
毛利润	1,156,237	1,882,644	2,641,482	3,052,900	3,700,922
销售及分销费用	(526,998)	(736,813)	(1,033,802)	(1,447,323)	(1,736,788)
管理费用	(159,969)	(229,868)	(305,756)	(369,282)	(447,891)
产品开发费用	(105,486)	(131,495)	(181,390)	(212,511)	(257,748)
其它经营收入	17,912	19,877	214,056	34,352	37,287
经营盈利	381,696	804,345	1,334,589	1,058,136	1,295,782
财务开支	22,892	345,099	189,187	217,565	250,200
税前盈利	404,588	1,149,444	1,523,776	1,275,701	1,545,982
所得税	(71,450)	(181,649)	(245,249)	(204,112)	(247,357)
净利润	333,138	967,795	1,278,527	1,071,589	1,298,625
折旧及摊销	54,043	59,260	82,866	124,178	186,144
EBITDA	435,739	863,605	1,417,456	1,182,313	1,481,926
每股盈利(分)	4.56	19.91	25.95	21.74	26.17
增长					
营业收入 (%)	84.7%	58.6%	39.4%	15.5%	21.3%
EBITDA (%)	250.3%	98.2%	64.1%	-16.6%	25.3%
每股收益 (%)	—	336.9%	30.3%	-16.2%	20.3%

财务分析

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
盈利能力					
经营利润率 (%)	28.0%	37.2%	44.3%	30.4%	30.7%
EBITDA 利润率(%)	31.9%	39.9%	47.0%	33.9%	35.1%
净利率(%)	24.4%	44.7%	42.4%	30.8%	30.7%
营运表现					
SG&A/收入(%)	50.4%	44.7%	44.4%	52.1%	51.7%
实际税率 (%)	17.7%	15.8%	16.1%	16.0%	16.0%
股息支付率 (%)	134.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应付账款天数	303	439	414	427	431
应收账款天数	10	8	6	7	7
财务状况					
负债/权益	13.05	0.68	0.61	0.57	0.60
收入/总资产	0.67	0.36	0.40	0.38	0.40
总资产/股本	14.05	1.68	1.61	1.57	1.60
净资产收益率	228.9%	26.8%	27.3%	18.5%	19.6%

资产负债表

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
现金	437,804	4,321,170	5,185,404	5,963,215	7,155,858
应收账款	36,389	48,143	54,405	63,785	77,362
定期存款	1,051,000	952,382	1,142,858	1,314,287	1,577,145
其他流动资产	189,321	245,549	275,289	319,286	382,459
总流动资产	1,714,514	5,567,244	6,657,956	7,660,573	9,192,823
固定资产					
物业及设备	113,304	158,992	467,000	1,051,000	1,002,000
递延税项资产	211,875	260,311	351,453	292,502	354,474
其他固定资产	4,988	66,922	76,936	73,393	82,794
总资产	2,044,681	6,053,469	7,553,345	9,077,467	10,632,091
短期负债					
递延收入	1,216,818	1,849,655	2,090,224	2,450,604	2,972,263
应付款项	172,281	337,085	424,231	504,207	618,588
其他短期负债	472,868	183,454	281,119	243,518	291,781
总短期负债	1,861,967	2,370,194	2,795,573	3,198,329	3,882,632
递延收入	37,146	70,194	79,324	93,000	112,797
总负债	1,899,113	2,440,388	2,874,896	3,291,329	3,995,429
股东权益	145,568	3,613,081	4,678,449	5,786,138	6,636,662
负债权益合计	2,044,681	6,053,469	7,553,345	9,077,467	10,632,091
每股账面值（元）	0.03	0.74	0.96	1.17	1.34

现金流量表

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
EBITDA	435,739	863,605	1,417,456	1,182,313	1,481,926
融资成本	22,892	345,099	189,187	217,565	250,200
营运资金变化	80,573	678,546	238,209	(33,090)	469,271
所得税	(82,493)	(182,638)	(245,249)	(204,112)	(247,357)
营运现金流	730,671	1,409,217	1,647,426	1,614,336	2,083,607
资本开支	(96,420)	(139,470)	(972,379)	(1,054,091)	(1,141,164)
其他投资活动	(697,947)	37,523	189,187	217,565	250,200
投资活动现金流	(794,367)	(101,947)	(783,192)	(836,526)	(890,964)
股本变化	0	2,935,079	0	0	0
股息	(196,612)	(195,909)	0	0	0
其他融资活动	0	(112,249)	0	0	0
融资活动现金流	(196,612)	2,626,921	0	0	0
现金变化	(260,308)	3,934,191	864,234	777,810	1,192,643
期初持有现金	698,335	437,804	4,321,170	5,185,404	5,963,215
期末持有现金	437,804	4,321,170	5,185,404	5,963,215	7,155,858

资料来源：公司资料，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

网龙（0777，持有）

08 年首 3 季度收入环比下滑明显，未来游戏发展需要观察

- **08 年收入下滑明显，已有游戏不能带来收入增长：**公司 08 年前 3 季度收入约为 4.6 亿元人民币，尽管同比上升了 1.4%。但今年以来每个季度收入都在下滑。主要收入来源《魔域》收入一直下滑，由 1 季度的 9100 万，下降至 3 季度的 7000 万。3 季度该游戏 ACU 为 21 万人，PCU 为 38 万人，环比都在下滑。

- **盈利同比下滑 37.6%，由于公司大力扩张导致费用急剧上升：**公司在收入与去年相差不大的情况下，盈利却下滑了近一个亿。除了成本提升了 2500 万，销售开支提升了 1500 万，由于人员的扩张，其中研发人员就增长了 738 名，导致行政开支增长了近 8000 万元，开发成本增长了 3400 万元。在收入增长很小的情况下，人员扩张带来的费用上升直接导致了盈利的下滑。

- **极推进游戏的进展，未来发展，还需要进一步观察：**公司除了已有的游戏升级以外，与 Electronic ArtsInc.（美商艺电）合作，使用其财产设计及开发一款 MMORPG；与 BVIG 合作开发一款 2.5D MMORPG，游戏将使用 BVIG 若干知识产权（例如自迪斯尼经典动画角色及主题公园角色中预定的角色选择）作为游戏非玩家角色及虚拟环境的一部分。公司预期于年底正式推出《开心》及明年上半年推出《天元》。因为网游行业的激烈竞争，以及发展的不稳定，公司目前在游戏上的努力，其效果还需要进一步观察。

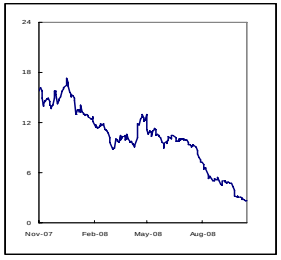
- **调整盈利预测，目标价为 3.05 港元，评级调整为持有：**我们根据公司的业绩调整了盈利预测，调整目标价为 3.05 港元。该目标价分别相当于 09 年和 08 年盈利预测的 5 倍和 7 倍市盈率。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	06年实际	07年实际	08年预测	09年预测	10年预测
总营收（百万人民币）	122	645	583	700	840
变动(%)	248	429	-10	20	20
净利润（百万人民币）	43	375	198	272	344
每股收益（人民币 分）	10.7	68.5	38.2	52.3	66.1
变动(%)	NA	540	-44	37	26
市盈率@2.5港元（倍）	20.6	3.2	5.8	4.2	3.3
每股派息（人民币 元）	NA	0.4	0.3	0.3	0.3
息率(%)	NA	58.4	70.0	60.0	50.0
权益回报率(%)	40.9	21.2	13.8	18.3	20.5

来源：公司资料，第一上海估计

股价表现



来源：Bloomberg

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

主要财务报表

损益表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
收入	122,061	645,214	582,992	699,590	839,508
毛利	110,882	608,351	518,863	629,631	755,558
其他业务收入	5,673	8,321	31,062	37,274	44,729
销售及管理费用	(49,633)	(168,187)	(290,666)	(318,314)	(365,186)
其他支出	(15,377)	(21,404)	(25,685)	(26,969)	(28,317)
营运收入	51,545	427,081	233,574	321,623	406,783
财务开支	0	0	0	0	0
联营公司	(2)	0	0	0	0
税前盈利	51,543	427,081	233,574	321,623	406,783
所得税	(8,558)	(52,244)	(35,036)	(49,852)	(63,051)
少数股东应占利润	129	(17)	100	100	100
净利润	42,856	374,854	198,438	271,672	343,632
折旧及摊销	4,457	9,341	20,244	30,393	45,608
EBITDA	56,002	436,422	253,818	352,016	452,392
增长					
总收入(%)	247.6%	428.6%	-9.6%	20.0%	20.0%
EBITDA(%)	NA	679.3%	-41.8%	38.7%	28.5%

财务分析

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
盈利能力					
毛利率 (%)	90.8%	94.3%	89.0%	90.0%	90.0%
EBITDA 利率 (%)	45.9%	67.6%	43.5%	50.3%	53.9%
净利率(%)	35.1%	58.1%	34.0%	38.8%	40.9%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	40.7%	26.1%	49.9%	45.5%	43.5%
实际税率 (%)	16.6%	12.2%	15.0%	15.5%	15.5%
股息支付率 (%)			78.7%	70.0%	60.0%	50.0%
库存周转	NA	NA	NA	NA	NA
应付账款天数	1,238	448	300	300	300
应收账款天数	121	38	60	60	60
财务状况					
净负债/股本	0.40	0.04	0.08	0.08	0.07
收入/总资产	0.83	0.35	0.38	0.44	0.47
总资产/股本	1.40	1.04	1.08	1.08	1.07

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
现金	66,322	1,651,380	435,424	503,509	622,028
应收账款	40,354	67,295	95,834	115,001	138,001
存货	0	0	0	0	0
总流动资产	118,884	1,778,088	1,442,339	1,449,591	1,591,111
固定资产	23,211	61,344	92,100	138,207	184,399
无形资产	0	0	0	0	0
长期投资	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
其他固定资产	119,085	1,779,316	1,454,990	1,455,989	1,597,509
总资产	146,296	1,844,660	1,551,091	1,598,197	1,785,908
应付帐款	37,910	45,262	52,709	57,501	69,001
短期银行贷款	0	0	0	0	0
其他短期负债	3,679	30,016	55,933	55,298	43,670
总短期负债	41,589	75,278	108,642	112,799	112,670
总负债	41,589	75,278	108,642	112,799	112,670
少数股东权益	129	(17)	100	100	100
股东权益	104,707	1,769,382	1,442,449	1,485,398	1,673,237
每股账面值	0.2	3.2	2.8	2.9	3.2

现金流量表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2006年实际	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2010年预测
EBITDA					
融资成本	(614)	(7,008)	(7,008)	(7,008)	(7,008)
营运资金变化	39,701	402,164	224,600	329,316	432,347
所得税	(104)	(25,692)	(35,036)	(49,852)	(63,051)
其他	0	0	0	0	0
营运现金流	39,597	376,472	189,564	279,465	369,295
资本开支	(15,717)	(47,504)	(51,000)	(76,500)	(91,800)
其他投资活动	5,699	(43,372)	(893,372)	(43,372)	(43,372)
投资活动现金流	(10,018)	(90,876)	(944,372)	(119,872)	(135,172)
负债变化	21,755	1,381,157	(137,349)	48,399	48,399
股本变化	0	0	(27,637)	0	0
股息	0	(79,069)	(295,162)	(138,907)	(163,003)
融资活动现金流	21,755	1,302,088	(460,148)	(90,508)	(114,604)
现金变化	51,334	1,587,684	(1,214,956)	69,085	119,519
期初持有现金	15,277	66,322	1,651,380	435,424	503,509
期末持有现金	66,322	1,651,380	435,424	503,509	622,028

资料来源：公司公告，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

中国无线（2369，未评级）

3G 为双模智能手机带来了巨量市场

- **3G 用户的发展需要依靠双模智能手机：**两个层面：1、3G 的业务是数据业务，智能手机正成为移动互联网的重要终端之一，将会快速增长。2、需要双模的方式吸引大量的 2G 存量用户来使用 3G 服务。从国外的经验来看，双模的用户主要首先来自存量的 2G 用户，双模就是用来吸引存量的 2G 用户来尝试使用 3G 服务。我们预计 2009、2010 和 2010 年双模智能手机市场容量可分别达到 2970 万、3500 万和 4260 万台。
- **公司的优势在于双模＋智能：**公司在双模手机制造上已经做到了国内技术领先。在 CDMA 双模智能手机上，07 年的市场份额第一。08 下半年中国电信首批 500 万台集中采购，公司获得了 65%的双模智能手机市场份额。同时，公司也抓住了 TD 手机和 CMMB 手机电视的机遇，在 TD 的高端手机上也获得了 25%的市场份额。因此，我们相信在 3G 市场启动后，公司能够获得至少与市场同步的增长。
- **2009～2011 年公司的手机出货量能够得到每年几乎翻番的增长：**2009～2011 年公司手机出货量分别为 90 万、180 万和 370 万台，其复合增长率达到 95%。

图表 1：中国双模高端市场容量（单位：百万台）

	2009	2010	2011
2G双模高端市场	0.8	0.9	0.9
TD双模高端市场	0.7	1.2	1.6
CDMA双模高端市场	0.8	1.6	4.2
WCDMA双模高端市场	0.2	1.3	2.7
合计	2.6	4.9	9.3

资料来源：CCID，第一上海

图表 2：公司在高端市场的占有量（单位：百万台）

	2009	2010	2011
2G双模高端销售占有量	0.2	0.2	0.2
TD双模高端销售占有量	0.3	0.5	0.6
CDMA双模高端市场销售占有量	0.4	0.8	2.1
WCDMA双模高端市场销售占有量	0.1	0.4	0.8
合计	0.9	1.8	3.7

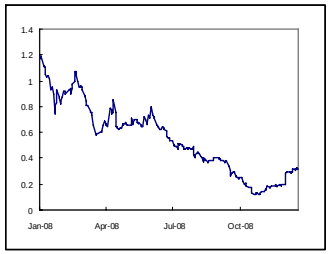
资料来源：CCID，第一上海

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
总营收（百万元人民币）	641	1,278	1,050	1,800	3,240
变动	81%	99%	-18%	71%	80%
净利润（百万元人民币）	54	168	30	229	518
每股收益（港仙）	2.70	8.33	1.47	11.36	25.78
变动	NA	209%	-82%	674%	127%
市盈率@0.36港元（倍）	13.3	4.3	24.5	3.2	1.4
每股派息（港仙）	1.00	0.51	0.22	1.70	3.87
息率	2.8%	1.4%	0.6%	4.7%	10.7%

来源：公司资料，第一上海估计

股价表现



来源：Bloomberg

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

神州数码（0861，未评级）

08 上半财年季度业绩很好，财务压力依然很大

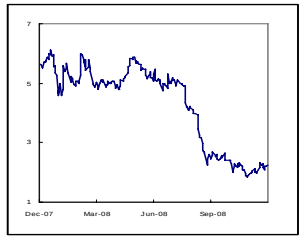
- **2008 上半财年收入增长 26%，每股盈利增长 51%：**2008 年 4-9 月，公司实现营业收入 211 亿元人民币，同比增长 26.73%，环比增长 10.8%。我们认为本季度中国经济增速放缓的局势下，公司收入仍然保持较快的增速，大大超过了 IDC 预计中国 IT 市场 08 年增长率 10.2%的增长水平，体现出公司较强的综合实力和 IT 市场分销和服务的主导地位。同时，盈利能力得到提升。公司每股盈利增长 51%，增速高于收入增长，主要是公司盈利能力的提升，带来的每股盈利的加速增长。毛利率由 6.56%提升至 6.9%。
- **财务压力依然很大：**公司目前还是以分销为主的渠道商，这种盈利模式本身收入很大，而且应收和存货也很高，但是盈利很低。公司 08 上半财年毛利率 6.9%，净利润率 1%，历年的净利润率也是在 1%左右。但是，全球经济的整体下滑，首先将给公司带来应收账款加大的风险，08 上半财年公司的应收同比增长了 50%，达到 57 亿。同时，应收账款的增加，也降低了公司资金的流动性，增加了财务成本。另外，公司之前受益于人民币升值带来的汇兑收益，由于未来人民币升值可能放缓甚至贬值，可能影响公司的收益。因为公司毛利率和净利润率很低，稍微的财务变动都会给最终的盈利带来较大的影响。
- **公司往软件服务转型，潜力很大：**2009 开始，内需将成为中国经济的成长动力。同时，政府进一步提升服务质量和服务意识，都为公司在政府部门、电信和金融体系的软件服务扩展了市场空间。公司多年在 IT 行业积累的技术、整体行业上、下游的关系、以及对客户需求的理解，将使得公司在 IT 软件服务的收入得到快速增长。我们预计，至 2011 年 IT 软件服务的市场份额会占到市场的 1/3，将极大提升公司的盈利水平。

盈利摘要

截止3月31日财政年度	2006F实际	2007F实际	2008F预测	2009F预测	2010F预测
总营收（百万元港币）	25,418	35,244	39,462	50,626	60,752
变动	NA	39%	12%	28%	20%
净利润（百万元港币）	208	401	451	595	715
每股收益（港元）	0.24	0.43	0.47	0.61	0.74
变动	NA	80%	9%	32%	20%
市盈率@2.1港元（倍）	8.8	4.9	4.5	3.4	2.8
每股派息（港元）	0.10	0.15	0.16	0.22	0.25
息率	4.7%	7.1%	7.8%	10.2%	11.7%

来源：公司资料，第一上海

股价表现



来源：Bloomberg

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

A8 电媒音乐（0800，未评级）

一体化数字音乐运营商：原创内容培育核心竞争力，将受益于电信重组和 3G 发展

- **一体化数字音乐运营商：**A8 是集音乐内容收集、推广和销售于一体的数字音乐运营商。全球唱片行业都在向数字化发展，数字音乐销售的市场份额不断扩大。中国数字音乐销售主要在移动音乐市场，而在人人创造内容制造者的 Web2.0 时代，无线音乐销量排行榜居前的歌曲往往是一些草根歌手的创作，而不是个别大牌歌星。在这样的时代背景下，公司通过 UGC 平台收集原创音乐内容，通过网站联盟、传统媒体渠道、线下活动等进行内容推广，通过运营商无线增值业务平台进行数字音乐销售。这种一体化的数字音乐运营模式在中国数字音乐市场中获得成功，被评为“2008 年度商业模式未来之星第一名”。
- **原创内容培育核心竞争力：**与大多数缺少内容和渠道的 SP 相比，A8 具有原创内容提供商的身份，其 UGC 平台拥有约 1 万名原创音乐作者、6 万首原创音乐。这能逐渐培育 A8 在数字音乐领域的核心竞争力。

图表 1：商业模型：一体化数字音乐运营商

资料来源：公司资料, 第一上海

图表 2：商业模型：主要流程

资料来源：公司资料, 第一上海

- **将受益于电信重组和 3G 发展：**公司目前 85%的收入来自与中国移动的合作业务，运营商重组后，三家运营商的格局有利于公司未来赢得更多的与运营商的合作机会，增加收入来源；从日韩 3G 增值业务情况来看，数字音乐是流量和收入最大的业务，即将随着 3G 发展迎来增长机会。

盈利摘要

截止 12 月31 日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额(人民币千元)	268,438	285,964	600,524	840,734	1,261,101
变动(%)	*15.1%*	*6.5%*	*110.0%*	*40.0%*	*50.0%*
净利润(人民币千元)	39,288	55,237	74,344	108,287	150,500
每股盈利(人民币元)	0.09	0.13	0.17	0.25	0.34
变动(%)	*-5.3%*	*38.9%*	*34.4%*	*45.8%*	*38.8%*
市盈率@0.88港元(倍)	8.6	6.2	4.6	3.2	2.3
每股股息(人民币元)	0.00	0.00	0.02	0.04	0.05
股息现价比率(%)	0.00	0.00	0.02	0.05	0.06

来源：公司资料, Bloomberg

股价表现

来源：Bloomberg

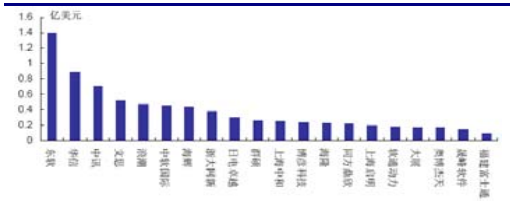
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

中讯软件（0299，未评级）

软件外包仍能较快发展，增长空间大

- **中期业绩有所放缓，但高于市场预期：**截至 2008 年 6 月 30 日止六个月营业额为 3.27 亿港元，同比增长 26.7%，其中 95.6%来自外包软件业务，4.4%来自技术支持业务。市场分部主要是日本和中国，各占约 88.8%及 11.2%。来自前 5 名客户的营业额为 80%，来自前两名客户的营业额为 68%。每股净现金为 0.42 港元，每股净值为 0.49 港元；管理层预期未来三年的息率为 0.11%，令目前股价具有一定的吸引力。
- **经济放缓下，软件外包仍能维持较快发展：**软件外包的增长动力体现在成本和效率方面，和经济周期的关联不是很大。当经济环境恶化时，发包企业将控制成本费用率，具有提升外包比例的动力；而当经济形势转好时，发包企业为了加大 IT 投资力度和提升 IT 开发效率，将加大外包比例。从历史上看，印度软件外包行业的增速尽管受到美国经济增速放缓的抑制，但仍然超过了 20%。
- **市场规模和盈利能力突出：**07 年中讯的外包业务规模居国内第 3，较大的规模能吸引大客户，并提高人员利用率；公司具有很高的效益，07 年人均 EBIT 为 4.3 万港元，居国内软件外包公司第一位。

图表 1：07 年国内软件外包业务市场规模排名



资料来源：IDC, 第一上海

图表 2:对日软件外包稳定增长

资料来源：赛迪顾问, 第一上海

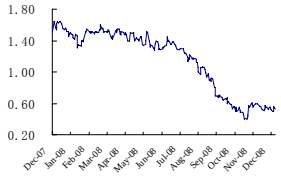
- **日本外包软件的增长空间大：**公司是国内最大的对日软件外包商。据 CCID 的统计，2007 年日本发往大陆的软件外包任务为约 90 亿元人民币；而据 IDC 预计，2010 年日本外包软件市场规模将达到约 3400 亿元人民币，增长空间巨大；其中原因有日本人口老龄化、中日物理和文化距离近和中国的人力成本优势等。

盈利摘要

截止 12 月31 日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额(港币千元)	377,433	564,507	692,000	820,000	1,154,000
变动(%)	*50.6%*	*49.6%*	*22.6%*	*18.5%*	*40.7%*
净利润(港币千元)	74,437	117,652	124,000	137,000	184,000
每股盈利(港币元)	0.07	0.10	0.11	0.12	0.13
变动(%)	*20.4%*	*55.7%*	*5.0%*	*9.1%*	*8.3%*
市盈率@0.53港元(倍)	7.9	5.1	4.8	4.4	4.1
每股股息(港币元)	0.04	0.06	0.06	0.06	0.06
股息现价比率(%)	0.08	0.11	0.11	0.11	0.11

来源：公司资料, Bloomberg

股价表现



来源：Bloomberg

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

浪潮国际（0596，未评级）

五次资产注入后成功转型为综合 IT 服务公司，市场显著低估

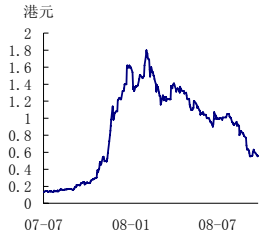
- **五次资产注入，业务成功转型：**从 2006 年 2 月到 2008 年 5 月，公司先后完成了五次资产注入和收购，成功从一家 IT 贸易公司转型为一下综合 IT 服务公司，并在 2008 年 8 月成功转为主板。从 2008 年上半年的业绩情况看，收入同比增长 237.72%，转型后 IT 贸易只占公司收入的 25%，IT 服务占 75%。
- **母公司历史悠久、实力雄厚：**上市公司母公司浪潮集团是中国 IT 领域第二大公司，国家控股 75%。公司历史悠久，1983 年制造了中国第一台微机。集团拥有"浪潮信息"和"浪潮软件"两家国内 A 股上市公司和在香港联交所上市的浪潮国际。2007 年，浪潮集团的销售收入突破 193 亿元人民币。
- **税控机业务市场占有率第一（26.5%）：**08 年上半年，公司来自税控机的营业额同比增长 814%。在全国已完成的 8 个省、市的税控机招标中，成功入围 6 个省、市。据 CCID 统计，税控收银机未来三年的市场规模将会达到 300-400 亿元，公司销售的税控收银机已连续五年稳居市场第一，并以超过 25%的市场占有率遥遥领先，预计未来，税控机和税务 IT 服务将会为公司的业绩提供长期稳定的支持。
- **其他 IT 服务 08 年上半年取得显著增长：**08 年上半年，来自金融行业 IT 服务营业额较去年同期增长 593%，建行、农行、招行、中行、交行等金融机构都是公司的客户；来自企业 IT 服务—ERP 的收入同比增长 109%，公司通过与微软深度合作，推出全面升级的 PS10 及 GS5.0 产品，中石化、中粮总公司、中国兵器集团、中铁总公司、中交集团、长春一汽等央企签署了新的软件服务合同；来自通信行业 IT 服务的收入同比增长 124%，目前公司在电信运营支撑系统（OSS）市场已占据中国移动 14 个省的市场份额，中国联通 5 个省的市场份额以及中电信的多个市场份额；来自政府行业 IT 服务-电子政务也取得较快增长，在全国 400 余个地级市政府中已占据 40 个地级市政府政务审批系统的市场份额；IT 软件外包业务在全球 2008 年全球外包 100 强中，综合排名已跃居第 38 位。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
总营收（百万港币）	N/A	922	2,275	2,795	3,566
变动	N/A	N/A	146.7%	22.9%	27.6%
净利润（百万港币）	N/A	39	315	366	452
摊薄每股盈利（港币）	N/A	0.01	0.07	0.08	0.10
变动	N/A	42.9%	6.1%	15.5%	13.8%
基于0.64港元的市盈率(倍)	N/A	64.0	9.1	8.2	6.7
每股派息（港币）	N/A	0.00	0.01	0.01	0.01
股息现价比率（%）	N/A	0.35%	1.75%	2.10%	2.45%

来源：公司资料，第一上海估计

股价表现



来源：Bloomberg

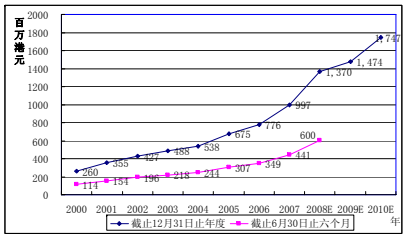
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

白马户外媒体（0100，未评级）

户外媒体迅速发展，核心业务增长明显

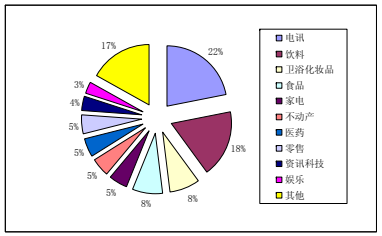
- **户外媒体迅速发展：**中国广告协会预测未来 5－10 年，中国传媒市场将保持 20%以上的平均复合增长率，而户外媒体等新媒体的增速将远高于传统媒体。理由是：第一、GDP 增长带动广告传媒市场自然增长，保持 8%左右的增长率；第二、随着中国经济的崛起、消费结构升级和品牌意识觉醒，广告市场规模占 GDP 的比重会逐步上升；若广告支出占 DGP 比重提高 0.1%就会带来约 200 亿的新增量，占广告市场存量的 10%左右；在美国等发达国家成熟的广告市场中，广告市场规模占 GDP 的比例在 2%以上，而我国 06 年只有 0.75%。第三、上海世界博览会、广州亚运会等引起爆发增长。
- **核心业务增长明显，客户来源丰富：**截至 08 年 6 月 30 日六个月取得营业收入 6 亿港元，同比增长 36%；净利润 6,833 万港元，同比增长 55%。核心业务（公共汽车候车亭广告）营业额同比上升 33%至 5,390 万港元。广告牌位平均售价同比上升 22%，平均数量上 7%至 28,852 个，整体出租率改善至 60%（2007 年上半年：59%）。公司的客户组成丰富，来自各个不同行业，有利于分散风险。

图表 1：2000-2008 年营业额



资料来源：公司资料, Bloomberg 预测

图表 2：2007 年客户组成



资料来源：公司资料, 第一上海

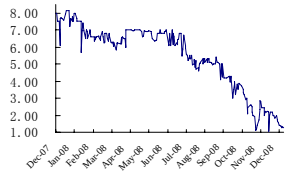
- **收购部分北京巴士股权，增强竞争力：**08 年 3 月公司投资人民币 2.5－6.5 亿元收购北京巴士（A 股上市）部分股权。如果按最高 6.5 亿算，持股比例为 12.5%即第二大股东，将增强其竞争力。

盈利摘要

截止 12 月31 日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额(百万港元)	776	997	1,370	1,474	1,747
变动(%)	*15*	*29*	*37*	*8*	*19*
净利润(百万港元)	120	142	228	203	278
每股盈利(港元)	0.230	0.270	0.437	0.384	0.523
变动(%)	*10*	*17*	*62*	*-12*	*36*
市盈率@1.24港元(倍)	5.4	4.6	2.8	3.2	2.4
每股股息(港元)	0.00	0.00	0.00	0.05	0.08
股息现价比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.04	0.06

来源：公司资料，Bloomberg

股价表现



来源：Bloomberg

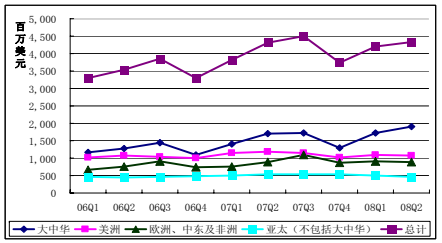
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

联想集团（0992，未评级）

大中华区业务稳健发展，关注行业整合机会

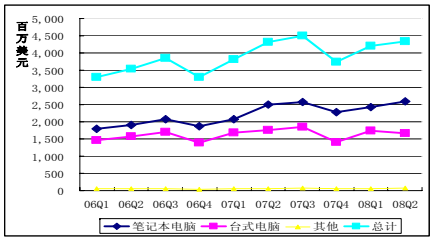
- **上半财年净利润同比下滑 22%：**截至 9 月 30 日止上半财年，联想的营业额为 85 亿美元，同比仅增长 5%；净利润为 1.34 亿美元，同比下滑 22%；净利润率下降 0.6%至 1.6%，主要是因为营业成本、行政费用和财务费用的上升。期末集团的净现金储备为 15 亿美元。
- **大中华区业务稳健发展：**第二财季联想大中华区的 PC 销量增长 12%，带动销售额上升 11%至 19 亿美元，占总销售额的 44%；取得大中华区 29.2%的市场份额，继续稳占领导地位。笔记本电脑销量同比增加 21%，销售额增加 4%至 26 亿美元，占总销售额的 60%。联想已于 08 年 3 月出售其手机业务。

图表 1：2006－2008 联想集团的各区域业绩



资料来源：公司资料, 第一上海

图表 2：2006－2008 联想集团分业务业绩



资料来源：公司资料, 第一上海

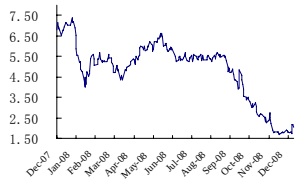
- **积极拓展消费市场可能令净利率受压：**目前联想营运成本比率偏高、有较高利润率的商用 PC 需求疲弱；如果过于注重推广利润率更低的 Netbook（面对消费市场），可能令净利润率进一步受压。
- **关注行业整合机会：**联想称其正就潜在的并购机会与独立第三方进行初步讨论；潜在的并购对象包括巴西最大电脑商 Positivo 和富士通西门子合资公司的 PC 业务等；并购在短期内可能无助于其缩小与主要竞争对手在市场占有率方面的差距，但有助于其优化全球供应链以提高竞争力。

盈利摘要

截止 3 月31 日财年	07年历史	08年历史	09年预测	10年预测	11年预测
营业额(百万美元)	13,978	16,352	16,736	16,523	17,796
变动(%)	*10.2%*	*17.0%*	*2.4%*	*-1.3%*	*7.7%*
净利润(百万美元)	161	485	252	259	337
每股盈利(美分)	1.84	5.06	2.70	2.80	3.60
变动(%)	*182.5%*	*174.7%*	*-46.7%*	*3.7%*	*28.6%*
市盈率@2.04港元(倍)	14.3	5.2	9.7	9.4	7.3
每股股息(美元)	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01
股息现价比率(%)	0.03	0.08	0.05	0.04	0.05

来源：公司资料, Bloomberg

股价表现



来源：Bloomberg

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

研究部

李明江 John Lee	副主管、策略	john.lee@firstshanghai.com.hk	(86755)	3336-7880
叶尚志 Linus Yip	市场策略员	linus.yip@firstshanghai.com.hk	(852)	2532-1549
文干森 ,CFA Samson Man	房地产	samson.man@firstshanghai.com.hk	(852)	2532-1539
李岳 David Li	消费、零售	david.Li@firstshanghai.com.hk	(86755)	3336-7200
毛力 Mao Li	工业制造、基建	eric.mao@firstshanghai.com.hk	(86755)	3333-1813
许斐娜 Fila Hui	食品饮料	feina.xu@firstshanghai.com.hk	(86755)	3336-7861
张薇 Elsa Zhang	交通运输、港口	elsa.zhang@firstshanghai.com.hk	(86755)	3336-7015
王玮 Amy Wang	航空、航运，电力	amy.wang@firstshanghai.com.hk	(86755)	3336-7019
王文洲 Petter Wang	电信、信息科技	petter.wang@firstshanghai.com.hk	(86755)	3333-1811
王柏俊 Patrick Wong	消费，零售	patrickwong@firstshanghai.com.hk	(852)	2532-1915

宏景咨询（深圳）有限公司 第一上海集团全资子公司）

张智斌 Zhibin Zhang	能源、有色金属，化肥	
袁胜 Yuan Shen	信息科技	
陈晓霞 Elsa Zhang	工业制造，基建	
陈志华 Zhihua Chen	宏观经济，银行	
李岳锋 Yuefeng Li	信息科技	
李兢 Jing Lee	房地产	

企业融资

徐闵 Helen Zee	董事总经理	helen.zee@firstshanghai.com.hk	(852)	2532-1536
刘松楠 Gary Liu	中国地区总经理	sn.liu@firstshanghai.com.hk	(86755)	3336-7860
李翰文 Eric Lee	副董事总经理	eric.lee@firstshanghai.com.hk	(852)	2532-1588
李峥嵘 Fanny Lee	执行董事	fanny.lee@firstshanghai.com.hk	(852)	2532-1933

经纪业务

李国雄 Andy Li	董事总经理	andy.li@firstshanghai.com.hk	(852)	2532-1502
邱红 Oliver Qiu	董事总经理	oliver.qiu@firstshanghai.com.hk	(852)	2532-1592
庄益才 Robert Ching	执行董事	robert.ching@firstshanghai.com.hk	(852)	2532-1506
姜晓天 Xiaotian Jiang	执 行 董 事 ,机构销售	xt.jiang@firstshanghai.com.hk	(86755)	3336-7883
贾保军 Bill Jia	联席董事	bill.jia@firstshanghai.com.hk	(86755)	3336-7869
李俊 Jung Lee	市场总监 深圳地区副总经理	jung.lee@firstshanghai.com.hk	(86755)	3336-7862
金晖 Hui Jin	市场总监 ,上海地区总经理	huijin@transvision.com.cn	(8621)	5888-7862
陈培莉 Chen Peili	市场总监 ,上海地区副总经理	plchen@transvision.com.cn	(8621)	5888-7983
管宇强 Guan Yuqiang	联席市场总监	gavin.guan@firstshanghai.com.hk	(8620)	8319-1049
何接恒 Samuel Ho	助理董事	samuel.ho@firstshanghai.com.hk	(852)	2532-1522
翟锦标 Bill Chak	助理董事	bill.chak@firstshanghai.com.hk	(852)	2532-1586
钱铭今 Qian Mingjin	助理董事	mj.qian@firstshanghai.com.hk	(852)	2532-1555
潘雯 Vivian Pan	高级经理 ,机构销售	Vivian.pan@firstshanghai.com.hk	(86755)	3336-7881
林智勇 Paul Lam	客户主任	paul.lam@firstshanghai.com.hk	(852)	2532-1567
车宏宇 Hongyu Che	助理市场总监	hongyu.che@firstshanghai.com.hk	(8610)	6510-2586
康瑜 Eve Kang	助理市场总监	eve.kang@firstshanghai.com.hk	(8620)	8338-4765

资本市场

高梅 Monica Gao	董事	gao.mei@firstshanghai.com.hk	(852)	2532-1530

网上交易平台 www.myStockHK.com

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司("第一上海")编制并只作私人传阅。未经批准，不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向，财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠，但第一上海不能担保其准确性或完整性，而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。
©2009 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。