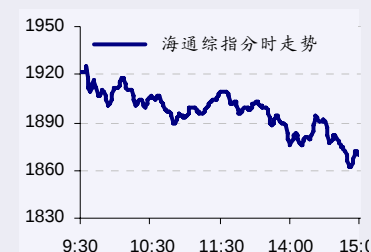


2009 年 3 月 12 日

海通综指分时走势



资料来源：海通证券研究所

海通风格指数

名称	日涨跌%	周涨跌%	年涨跌%
海通大盘指数			
海通综指	-0.74	-2.61	25.87
海通六成	-0.75	-2.96	22.01
海通风格指数			
大盘 100	-0.91	-2.52	20.43
小盘 200	-0.40	-3.47	25.57
海通 G 股	-0.71	-2.94	27.56
表现最好前五行业			
钢铁指数	1.06	-2.66	22.74
医药健康	0.29	-3.89	20.19
建筑工程	0.24	-3.73	9.80
综合行业	0.08	-2.50	40.38
信息设备	-0.25	-1.42	26.48
表现最差前五行业			
汽车汽配	-2.15	-2.78	55.22
旅游服务	-1.95	-1.25	39.79
煤炭指数	-1.44	-1.12	26.59
房地产	-1.37	-1.48	35.14
石油燃气	-1.24	-2.86	17.64

资料来源：海通证券研究所

宏观财经要闻

- 我国前 2 个月进出口 2667.7 亿美元 同比下降 27.2%
- 1 至 2 月 全国城镇固定资产投资同比增长 26.5%
- 企业景气状况仍下滑 企业家对下季预期回升

市场动态

- 贸易顺差骤降不改流动性宽松趋势

行业公司

- 今日将推出欧亚集团深度调研报告：稳健扩张的优质区域零售龙头，维持买入
- 中国铁建（601186）重大合同公告点评
- 前 2 个月我国汽车销量同比增长 2.7%
- 远望谷今日发布股权激励计划草案公告
- 国投电力 2008 年年报 EPS0.12 元，略低于市场普遍预期
- 长城电工：多因素造成利润大幅下滑

债券和衍生品

- 近到期日大幅上涨 溢价率压力不可忽视

近期重点研究报告

- 行业公司：天威视讯_调研报告..... 叶琳菲
- 行业公司：银座股份_跟踪报告..... 路颖
- 行业公司：万科 A_跟踪报告..... 帅虎
- 行业公司：化工周刊_定期报告..... 邓勇、刘金、曹小飞
- 宏观研究：1-2 月固定资产投资数据点评..... 刘铁军、陈露

新近推荐买入个股一览

锦州港、福星股份、丰华股份、空中网（KONG.NASDAQ）、金融街、宗申动力、天茂集团、南山铝业、金风科技、青岛金王

白瑜

电话：021-23219430
Email: baiy@htsec.com

宏观财经要闻

● 我国前 2 个月进出口 2667.7 亿美元 同比下降 27.2%

根据中国海关总署今日发布的数据,进出口增速双双下滑。我国 2009 年 2 月进出口总值为 1249.48 亿美元,与去年同期相比增速为 -24.9%;其中,出口总值为 648.95 亿美元,与去年同期相比增速为 -25.7%,进口总值为 600.54 亿美元,增速为 -24.1%;贸易顺差 48.41 亿美元。

点评:如果说 1 月份的进出口数据尚可接受,那么二月份的贸易数据可以说令投资者大跌眼镜。尤其是 2 月份的实际出口增速,大大超出了市场预期,当然,我们认为里面包含了企业对进出口的管理因素,所以我们认为后续月份的出口增速环比应该好于二月份,但同比增速仍将维持在较低水平。进口方面的数据印证了我们前期的观点,即在政府扩大投资政策的影响下,进口数量有所增长,但进口价格下降更快,导致进口总值仍出于下降通道,总体而言,未来的进口增速也难以乐观。

● 1 至 2 月 全国城镇固定资产投资同比增长 26.5%

国家统计局 11 日发布的最新统计显示,1 至 2 月,全国城镇固定资产投资 10276 亿元,同比增长 26.5%。其中,国有及国有控股完成投资 4486 亿元,增长 35.6%;房地产开发完成投资 2398 亿元,增长 1%。

点评:投资增速的高位运行最主要的是政府投资力度加大所致,但除了政府投资推动的固定资产投资部分外,民间投资增速在下行,虽然中央项目固定资产投资增速上升态势非常明显,但地方政府项目投资并没有被带动增长。考虑 PPI 下行使得固定资产价格指数负增长,实际固定资产投资增速将超过去年同期。考虑到 2008 年 2、3 季度固定资产投资增速前低后高,我们认为,2009 年 2、3 季度固定资产投资增速将缓慢下降。

● 企业景气状况仍下滑 企业家对下季预期回升

中国人民银行 11 日公布的 2009 年第一季度企业家问卷调查显示,一季度企业景气状况仍惯性下滑,但企业的资金和生产要素供给状况有所改善,企业家对下季度经营景气预期明显回升。

点评:一季度,宏观经济热度指数窄幅下降,企业家对宏观经济偏冷的担忧有所减弱。调查显示,企业家认为当季宏观经济仍在下行。一季度宏观经济热度指数比上季度下降 5.9 个百分点。该指数虽已接近 1993 年开展调查以来的最低水平,但与上季度大幅下降相比,本季度降幅明显收窄。企业家对下季度宏观经济偏冷的担忧有所减弱,宏观经济热度预期指数比上季回升 1 个百分点。

[其他财经新闻]

- 1、银监会:银行业金融机构涉农信贷投入要确保“双增”
- 2、上海:“模式创新”助推中小企业融资
- 3、央行和白俄罗斯共和国国家银行建立货币互换安排

(宏观经济分析师 汪辉)

市场动态

● 贸易顺差骤降不改流动性宽松趋势

周三 A 股市场走势高开低走，短线总体走势明显弱于海外股票市场表现，上证综合指数与深证成份指数收盘日跌幅分别约为 0.9% 与 1.3%。

我们认为，最新公布的我国 2 月份进出口数据差于市场预期，尤其是 2 月份贸易顺差环比大幅下降，导致市场预期顺差的急剧回落可能对我国未来流动性变化趋势不利，是引发周三 A 股市场再次出现调整的主要诱因。

从总体运行环境看，一方面，促发本轮反弹行情展开的关键因素之一，即流动性偏宽松的趋势依然未变，事实上，M1 本身的周期性因素、2008 年第四季度起货币政策由紧转松、以及票据融资大幅增加等因素，是引发现阶段我国流动性获得显著改善的几个重要诱因，因此，尽管贸易顺差的回落会对流动性改善程度产生抑制作用，但暂时并不会改变流动性总体偏宽松的态势；另一方面，市场对我国未来几个月降息幅度预期总体不大，以及我国楼市成交量开始回暖等有利因素，将有利于银行板块与地产板块等权重板块股价总体走势的平稳，因此，这意味着现阶段股指向下的空间会比较有限。

总体而言，我们预计短期 A 股市场将延续宽幅振荡格局。投资策略上，建议在将股票仓位控制在适度水平的同时，重点关注有望受益于内需反弹的相关行业，以及浦东板块、珠海板块与重庆板块等区域性主题投资品种。

（策略高级分析师 张冬云）

行业公司

● 今日将推出欧亚集团深度调研报告：稳健扩张的优质区域零售龙头，维持买入

今日我们将推出的 欧亚集团深度报告的主要观点如下：从立稳长春到走出长春，再到走出吉林，公司在扩张战略上一直坚持步步为营的稳健作风，在处理长期发展和短期利润问题上已形成了良性循环；拥有低成本的商业物业、较强的商圈塑造能力以及较大的品牌影响力等优势为公司未来发展奠定了较为坚实的基础。

（1）公司经营规模进一步稳步扩张，品牌影响力向外渗透。公司经历了立稳长春-走出长春-走出吉林的发展历程，旗下现有 9 家百货门店、10 多个单体综超、农安商贸物流中心以及 3 个储备项目，分别覆盖了长春、四平、通化、白城、沈阳等市区，公司在扩张战略上一直坚持步步为营、稳扎稳打的方针，坚持低成本和稳健的原则，在处理长期发展和短期利润的问题上已经形成了良性循环。

（2）低成本的自有商业物业、较强的商圈塑造能力以及较大的品牌影响力是公司主要的竞争优势。作为长春市的区域商业龙头，公司在当地具有良好的商誉和较高的人气；公司主力门店地（欧亚商都、欧亚卖场）地处优质商圈，这些商圈都是公司经过不断扩建和培育，渐渐集聚人气而形成的；此外，公司还拥有重估价值较为明显的商业物业，并且这些物业基本上都是公司上市之后从无到有自己建设起来的。

（3）连续 8 年分红，注重股东回报。公司十分注重对股东的回报，自 1993 年来，共分红 12 次（2000 年起连续 8 年分红），累计金额 3.33 亿元，反映了公司良好的经营业绩以及健康的现金流状况。

（4）盈利预测与投资建议。根据海通证券研究所开发的财务估值模型，我们预期公司 2008 - 10 年 EPS 分别达到 0.674、0.842 和 1.128 元。我们选择了 PE、DCF 和商业物业 RNAV 三种方法对公司进行估值。根据 PE 估值结果，公司合理价格为 16.84-21.05

元（对应 09 年 20-25 倍的 PE）；海通证券研究所 DCF 模型估值结果显示，公司内在价格为 20.84 元，敏感性分析结果显示，公司合理价值区间为 19.44-25.28 元；我们对公司拥有的商业房产的重估结果为 18.93-27.01 元。综合以上分析，我们维持公司投资评级为“买入”，六个月目标股价为 18.86 元。

（5）主要不确定因素。公司大股东持股比例相对较低，目前只有 22.69%，因此存在被收购的可能；公司在过去的扩张中积累了一定的经验，但在走出相对熟悉的区域之后是否能够有效克服扩张瓶颈具有一定的不确定性，这实际上也是很多区域性商业龙头企业所遇到的共同问题。

具体分析过程和预测、估值可参见我们的报告。2 月 5 日我们曾经推出过公司的调研简报也包含了我们对公司最新经营情况的分析。

（批发与零售贸易行业分析师 路颖 潘鹤）

● 中国铁建（601186）重大合同公告点评

近日公司及下属子公司中标：（1）子公司中铁十七局、中铁二十四局分别中标新建杭州至宁波铁路客运专线工程第 HYZQ-2、HYZQ-3 标段，中标价合计人民币 624917.84 万元；（2）子公司中铁十七局、中铁二十四局分别中标新建南京至杭州铁路客运专线站前及相关工程第 NHZQ-3、NHZQ-4 标段，中标价合计人民币 871250.47 万元；（3）子公司中铁二十一局集团有限公司、中铁十九局集团有限公司、中铁建电气化局集团有限公司分别中标新建铁路天水至平凉线工程第 TP-TJ1、TP-TJ2、TP-ZH 标段，中标价合计人民币 380919.39 万元；（4）子公司中铁十二局集团有限公司、中铁二十三局集团有限公司、中铁十一局集团有限公司、中铁二十五局集团有限公司分别中标湘桂铁路永州至柳州段扩能改造工程第 XG-3、XG-5、XG-6、XG-7 标段，中标价合计人民币 935092.49 万元。

上述工程中标价合计约为人民币 2812180.20 万元，约占本公司中国会计准则下 2007 年营业收入的 15.84%。

点评：近期的铁路建设招投标有加快的迹象，目前预计中国铁建的 2008 年新增订单已经超过 3900 亿元，在手订单达到 5000 亿元。另外，据央视新闻报导，11 日凌晨“中铁二十四局集团施工的沪宁城际铁路江苏丹阳吕城镇施工段工人宿舍发生垮塌。造成九人死亡、四人失踪、二十一受伤。”因为非施工现场发生事故，我们认为对该施工标段及公司其它业务不会产生大的影响。

我们预计公司 2008-2010 年的每股收益分别为 0.29 元、0.44 元和 0.65 元，目前的股价我们给予“买入”的投资评级。（最新盈利预测详见我们 2009 年 3 月 6 日发出的铁路行业跟踪报告）

（建筑行业分析师 江孔亮）

● 前 2 个月我国汽车销量同比增长 2.7%

2 月我国汽车销量达到 82.7 万辆，同比增长 24.7%，环比增长 12.4%。其中，乘用车销量达到 60.7 万辆，同比增长 24.2%，环比减少 0.5%，商用车销量达到 22 万辆，同比增长 26.1%，环比增长 75.5%。前 2 月我国汽车共销售 156.4 万辆，同比增长 2.7%，其中乘用车销售 121.8 万辆，同比增长 5.81%，商用车销售 34.6 万辆，同比减少 6.94%。

点评：受春节因素影响，2 月份单月的销售数据参考意义不强，因此我们以前 2 个月的汽车销售数据作为参考依据。从前 2 个月销量看，受政策影响 1.6 升及以下的乘用车销售增长 18.8%，带动乘用车销售回暖，但商用车销量仍然低迷，特别是半挂牵引车销量同比下降 79.7%降幅居前，反映出国内物流运输业仍处在萧条期。3 月份我们预计

乘用车销售环比虽会出现增长，但由于去年基数较高，销量同比可能会出现超过 10% 的降幅；商用车可能会随着国家补贴政策细则的推出会出现短暂复苏，但 2 季度销售仍不乐观，维持行业“中性”的投资评级。

（汽车行业分析师 赵晨曦）

● 远望谷今日发布股权激励计划草案公告

远望谷今日发布股权激励计划草案公告。激励计划的主要内容如下：

公司拟授予激励对象 506.4 万份股票期权（每份期权对应一股股票），占激励计划公告日公司总股本 12840 万股的 3.94%；股票来源为公司向激励对象定向发行股票。首次授予股票期权的行权价格为 19.89 元。行权条件是每年实现净利润同比 30% 增长。

股权激励计划释放积极信号，公司前期积累大量的技术储备和生产经验将助推经营业绩进入高速增长阶段。公司的基本面越好和净利润增速越高，将支撑起更高的股价，对高管及公司员工越有利。

收益面之广，行权期之长有利于公司和投资者共同成长：公司关于三个阶段、为期总共 4 年的行权期的安排，以及对于三个阶段分别行权 40%、30% 和 30% 的安排，有利于公司持续稳定健康的业绩增长和随之而来的持续稳定健康的股价提升，而有效防止了短期行为的发生。从激励对象来看，即包括董事、高管、还包括中层管理人员、核心技术人员、特殊贡献人员，尤其值得注意的是这三类人占激励总人数 152 人中的 147 人，期权占比达到 78.08%，可见公司对于业务管理和技术人才的重视，对公司未来的长期发展奠定了人才优势，有利于公司全面、整体、健康的成长。

产品更新换代推动业绩增长。前面的报告我们也提到铁路行业收入低于预期有两方面原因：雪灾地震影响，使 2008 年铁路 RFID 产品招标进度放慢。随着铁路行业信息化的不断深化，铁道部也将逐步提高对高端自动识别地面装置产品的需求，产品的升级换代未来可能对公司业绩起到积极正面的作用。考虑到火车提速的需求，预计简配地面装置的升级换代也将于不远的未来开始实施。因此我们提高对 2009-2010 年铁路行业 RFID 投资规模增速的预期分别为 31%、17%。

重新给予“增持”投资评级。

（计算机行业分析师 李冠宇）

● 国投电力 2008 年年报 EPS0.12 元，略低于市场普遍预期

今日国投电力公布 2008 年年报，公司电力产品营业收入 655,313 万元，较 2007 年减少 1.07%，实现归属于母公司净利润 1.24 亿元，比去年同期减少 77.53%，实现每股收益 0.1177 元，同比减少 81.38%。

点评：公司业绩大幅下降的主要原因是国投曲靖发电和国投北部湾发电受燃煤供应、新机组大规模投产以及云南、广西水电来水较好以及停机检修的影响，发电设备利用小时下降。另外由于火电项目的燃料成本有不同程度的上升加剧了公司 2008 年度净利润的巨幅下滑，EPS 仅为 0.12 元，比此前市场平均预期 0.20 元左右更低。

2009 年我们预计我国电力供应将持续供大于需的态势，但由于煤炭价格有一定下行空间，为发电业务挤出盈利空间，且公司在完成定向增发后装入了更多水电资产，总装机容量将达 1264 万千瓦，权益装机容量达 610 万千瓦，分别较重组前增长 86.13% 和 84.82%，市场普遍预计 2009 年公司 EPS 约为 0.40 元。目前公司股价为 10.39 元，2009

年动态市盈率为 25 倍，估值较为合理，给与中性评级。

（公用事业行业核心分析师 龙华）

● 长城电工：多因素造成利润大幅下滑

年报业绩大幅低于我们的预期。长城电工今日公布中报，2008 年中期公司完成主营业务收入 13.95 亿元，同比下降 1.90%；实现利润总额 4669.67 万元，同比减少 40.19%；归属于母公司净利润 3350.46 万元，同比减少 45.24%，每股收益为 0.11 元，大幅低于我们的预期。

输配电主营业务基本保持稳定。年报显示长城电工下属长开厂完成中压开关柜销售收入 5.80 亿元，占主营业务收入比重达到 41.62%，营业收入较上年略有 2.52% 的下降，毛利率比上年略有好转达 13.88%，显示公司开关业务仍然维持原来较为稳定的态势。213 厂工业控制与配电电器元件销售收入比去年同期微幅增长 6.79%，且毛利率比上年同期下降 2.34 个百分点，显示竞争加剧态势。另外天传所自动化装置销售收入比上年同期微幅下降 4.67%，但受原材料价格降低的影响，毛利率则提高了 5.93 个百分点。数据显示 2008 年公司主营业务虽然有所减少，但主要是由于大中型电机销售收入随兰州电机置换出去后的自然减少，公司输配电产品业务基本保持。年报业绩大幅低于预期，主要是投资收益亏损及费用增加所致。

浓缩果汁出口业务拖累公司业绩增长。公司年报显示，受美国次债危机的冲击，国际果汁市场需求下滑，果汁销售价格下降，并且受人民币持续升值和欧元大幅贬值的影响，公司浓缩果汁业务利润大幅下降已变成亏损 434 万元，由于金融危机仍在持续，不排除果汁业务让将对公司产生较为明显的负面影响。

政府补贴和税收返还成为利润大头。公司年报显示 2008 年公司三项费用总额与上年同期相比有所上升，其中财务费用同比增长 35.26%，多种因素导致的主业利润不增长而费用有所增加，同时投资收益有较大亏损使公司利润下滑，公司利润的大头来源于政策补贴和税收返还。报表显示公司营业外收入为 4607 万元，比上年同期增长 62.66%，主要是甘肃省加大对公司技改资金投入和税收优惠政策返还的“三线企业”增值税。

人事变动对公司未来发展或许造成较长远影响。公司高管经过换届选举，董事长、总经理、财务总监等重要高管均发生人事变动，新一任高管均选取年富力强且经验丰富的管理者，我们认为对长城电工未来发展可能产生较长远的影响。短期内公司置换出的兰州电机厂将完成政策性破产，其经营性有效资产以何种方式处置，我们尚需跟踪观察。

盈利预测与投资建议。我们根据年披露的情况调整了公司的盈利预测，下调公司 2009-2010 年的每股收益分别为 0.15、0.20 元，下调对公司的投资评级为“中性”评级。

（电力设备行业分析师 詹文辉）

债券和衍生品

● 近到期日大幅上涨 溢价率压力不可忽视

昨日，海外股市大幅反弹，固定资产投资和贸易等宏观数据显示前期宏观经济政策的效果已经略有显现，不过正股市场却是高开低走，在午后翻绿，采掘、金融等大盘股表现疲软。权证市场并没有随着正股市场下跌，有些权证尾盘还有拉升。两市权证共成交 375.44 亿元，较昨日上升九成。涨跌幅方面，康美 CWB1 开盘后一路上行，盘中一度上涨 20%，随尾盘有所回落，但仍收涨 12.5%，其次是武钢 CWB1、深高 CWB1，下跌的仅有前日大幅反弹的中远 CWB1。康美 CWB1 和武钢 CWB1 分别在 5 月和 4 月到期，前者目前处于价内，行权募集到资金对于公司发展的意义很大，所以成功行权的可

能性很高,不过权证溢价率仍有 47%,压力较大;武钢 CWB1 的价外程度较高,权证溢价率为 106%,到期前转为价内的难度较大,所以风险也相对较大。虽然海外股市大幅反弹,但是 A 股并没有跟随上涨,反而冲高回落,成交量也没有明显的放大,显示资金做多愿望不强,20 日均线的压力也越来越明显,我们建议权证投资者保持谨慎,应避免追高。

(衍生品分析师 周健)

近期重点报告摘要

● 天威视讯_调研报告

(叶琳菲 2009 年 3 月 11 日)

调研要点。近期我们对公司进行了跟踪调研,就公司 2008 年的经营、深圳有线网络的数字电视发展、公司有线网络外延扩张计划等情况与公司进行了交流。

公司 2008 年业绩平稳增长。根据公司的 2008 年业绩快报,2008 年公司经营状况正常,各项经营指标保持平稳增长。2008 年公司实现营业收入 71031.37 万元,较上年度增长 8.53%;实现营业利润 7384.67 万元,较上年度增长 5.44%;实现净利润 7635.01 万元,较上年度增长 7.12%。

最先完成整体转换的摊销。目前天威视讯在深圳的时区内拥有 6 个营业部,2005-2007 年完成网络数字化改造并完成用户转化,目前网络可承载 500 套标清电视节目,覆盖数字电视用户终端 100 万个,覆盖率 100%。据《深圳市城市总体规划(2007-2020)》草案预测,至 2020 年深圳特区家庭约为 168.3 万户,当前为 130.5 万户,未来用户规模尚存增长空间。考虑到自然增长率,预计未来 3 年年均增加 6 万个。公司当前副机终端占比 25%,预计 2010 年提升到 32%。天威视讯 2005-2006 年为转换高峰期,资本开支规模超过 5 亿元,随着整体转换完成,预计 2008-2010 年资本开支在 2.6 亿/年,包括 2.3 亿的网络维护和 0.3 亿的机顶盒摊销。从 2010 年开始,部分机顶盒摊销(5 年期)完毕,折旧和摊销总体压力下降。伴随而来的是主营业务利润率将从 2009 年的 35.3%提高到 2010 年和 2011 年的 40%和 45%。会计利润大幅提高,现金流大幅好转。

深圳关外其他地区的有线网络运营。天宝网络和天隆网络是深圳关外的网络运营商,天宝网络实收资本为 11392.51 万元,其主营业务为广播电视网络建设、广播电视传输业务和广告业务。天宝网络总资产为 45,481.06 万元,净资产为 40852.79 万元,2008 年度主营业务收入为 15196.60 万元,净利润为 2450.87 万元。天隆网络,其主营业务为广播电视网络建设、广播电视传输业务和广告业务。天隆网络总资产为 32699.50 万元,净资产为 29140.53 万元,2008 年度主营业务收入为 15053.34 万元,净利润为 3140.50 万元。天宝网络和天隆网络均为深圳广电集团直接控制的法人,持有龙岗区、宝安区和光明新区有线网络运营公司股权的 51%,51%和 100%。深圳关外宝安和龙岗地区的有线网络运营商,关外的有线电视用户约 150 万户,目前正在进行数字电视的整体转换。整体转换至少需资金 5.7 亿元。深圳广电集团成立于 2004 年 6 月,主要经营电视节目制作、播放以及广告业务等,拥有 12 个电视频道和 4 套广播频率(其中包括 1 个卫星电视频道、1 个高清电视频道、1 个移动电视频道、1 个 DV 付费频道、和 1 个购物频道、7 个地面电视频道和新闻频率、音乐频率、交通频率、生活频率)深圳广电集团总资产为 347838.82 万元,净资产为 285697.65 万元,2008 年度主营业务收入为 122412.03 万元,净利润为 1848.79 万元。

与其他有线网络上市公司的比较。公司已经建成了 860Mhz 的全程双向网络,光缆线路长度超过 4000 公里,光节点近 3500 个,每光节点覆盖用户小于 500 户,部分已达到 200 户。从网络质量上看,公司网络质量好于歌华有线和广电网络,未来资本开支压力最小。从数字用户的覆盖率来看,天威已实现了 100% 的覆盖,而广电网络尚未开始。

广电网络的 EV/SUB/ARPU、EV/SUB 两项指标明显偏低。目标 ARPU 下其隐含股价上涨幅度 143%。显示股价被严重低估。造成如此结果的原因是，公司网络改造最晚，新业务尚未展开。未来 3 年现金流量表持续恶化，净利润持平。基于 PE 的估值下，股价无吸引力。但需要高度关注的是，广电网络的现金流量表转好之时，也是股价回归之时。歌华有线有 350 万用户，目前数字电视的整体转化率在 30% 左右，EV/SUB/ARPU、EV/SUB 两项指标较天威低，估值在 25 倍 PE 左右。

盈利预测和投资评级。预测 2008-2011 年 EPS 为 0.32、0.38、0.47、0.64 元，按照折旧高峰完毕后的 PE（2011 年），或当前水平的 EV/EBITDA（2008 年），可作为合理的估值参考。参考 COMCAST 的估值水平，我们认为 2011 年 PE=18，或 2008EV/EBITDA = 8 可作为估值中枢。即股价为 11 元。结合 EV/SUB/ARPU 的估值，合理股价在 12.6-15.2 元之间。考虑 DCF(WACC=10%,G=3%)，合理价格为 10.6 元。如果收购关外资产，每股还需增加 3 元。综上，我们认为公司的中枢价格为 12 元；如果收购关外资产，则中枢价格为 15 元。公司是我们有线网络公司中的首选，业绩非常确定，估值也非常清晰，业务模式具备防御性。建议等待估值回落时买入。

风险提示。无论我们讨论何种估值方式合理，市场往往将 PE 做为天然的估值方式。那么公司 08 年 PE=39X 显得昂贵。但我们并不担忧，传媒企业 PE 的历史平均溢价率为 150%，最低时也有 50%。我们相信这种估值溢价还将维持，直到海外新媒体公司回归，或者国内优质传媒企业大量上市后，溢价幅度才会逐渐回落。

● 银座股份_跟踪报告

（路颖 2009 年 3 月 11 日）

公司今日（2009 年 3 月 11 日）发布 2008 年报。公司 2008 年实现营业总收入 41.95 亿元、归属于上市公司股东的净利润 13650 万元、归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 11934 万元，同比分别增长 36.42%、14.62%和 32.52%。实现每股收益 0.58 元，略低于我们之前的预期 0.614 元，主要是销售管理费用略高于我们此前的预期。而偏高的销售管理费用比率主要因为公司 2008 年新开门店较多（2008 年在济南、泰安、滨州、东营、莱芜开设 9 家分店，2009 年 1 月份又在德州、临沂设立分店，目前拥有及托管的零售门店已达 25 家），而这些门店将为公司未来的外延+内生增长提供更坚实的基础。

报告期内公司在新开较多门店和新增两个商业房产项目的情况下，每股经营性现金流仍旧达到 1.18 元，相对于每股盈利，公司经营性现金流继续保持良好状态。公司 2008 年分配预案为每 10 股派 0.7 元（含税）。综合评论和投资建议。公司报告期内近 42 亿的销售收入低于我们之前 44 亿的预测，主要是来自于泰安店的销售收入低于我们之前的预测，但全年 18.49%的综合毛利率高于我们之前 18.36%的预测，公司 5.4 亿的管理和销售费用也基本符合我们之前的预期，3552 万的财务费用略低于于我们之前的预测近 200 万左右。整体来看，公司的合并损益表基本符合我们 2009 年 1 月 16 日推出的银座股份深度研究报告的预期。而且从拆分的分季度合并损益表看，四季度在 CPI 下降的状况下（影响超市可比门店增长）公司营业收入仍旧实现了 21.60%的同比增长，反映了公司在山东区域内经营优势地位。虽然个别地市受宏观经济波动收入增长幅度有所下降，但公司主力门店的可比门店增长仍旧维持较高的正增长，我们预计 2009-10 年这种优势地位仍旧会持续下去。而且，公司四季度 18.50%的综合毛利率、全年 18.49%的综合毛利率也低于我们之前的预期，说明银座在山东区域销售收入的较为理想的增长幅度并不是依靠打折让利促销实现的。这让我们对公司之后的经营更充满信心。

2008 年管理和销售费用占营业收入的比重达到 12.90%，同比上升了 2.33 个百分点，主要是 2008 年新开门店较多的原因，这基本符合我们之前的预期。而因为公司 2008 年新开门店较多并在青岛和德州收购了两处商业地产项目作为储备（财务费用有些公有资本化），资本开支增加等导致报告期 3500 多万的财务费用同比增长较多，但也基

本符合预期。整体来看，公司 2008 年四季度净利润的单季度下降只是因为费用比例的上升，而这些费用的增长一方面与新开门店有关，一方面也取决于公司的会计处理态度。而相对保守的会计口径和 2008 年新开门店在 2009 年之后的逐渐成熟，我们预计公司 2009-10 年仍旧会保持收入和净利润的较高幅度增长。

我们维持之前对公司 2009-10 年（基于每年新开 5 家门店的假设）归属于母公司股东的净利润预测分别为 1.82 和 2.29 亿元，分别同比增长 26.3%和 25.9%。对应每股 EPS 分别为 0.775 和 0.976 元。我们 1 月 16 日推出的银座股份深度报告中对公司各区域门店销售收入、综合毛利率和三项费用等均有详细的预测假设和预测结果，敬请参考。

以 2009 年 3 月 10 日 15.05 元的收盘价，公司相对于 2008 - 2010 年的 PE 估值分别为 25.9、19.4 和 15.4 倍，结合其 25%的复合增长率，以及公司未来资产注入的预期，我们给予其 2009 年 EPS 以 20-25 倍 PE 的合理估值水平，对应 15.50-19.38 元合理价值，维持 18.20 元的六个月目标价，维持“增持”评级。公司“百货+超市”的综合业态以及山东省内商业零售相对特殊的竞争态势也提升了公司的避险能力。

当然，如果 2009-10 年公司借宏观经济波动、展店或者收购门店成本较低的机会而加大开店力度（比如新开门店数量超过 5 家，达到 8-10 家），可能也会影响到当期的净利润，但从长远看，即使这种情况出现，对公司而言应该也是中长期发展的良好机遇。而且，由于公司成熟门店的基数越来越大，承担新门店培育期的能力也将越来越强。

● 万科 A_跟踪报告

（帅虎 2009 年 3 月 11 日）

投资建议：昨日公司公布 2008 年年报，实现结算收入及净利润分别为 409.9 亿元和 40.3 亿元，同比分别增长 15.4%和-16.7%，略低于市场预期，每股收益 0.37 元。对 13 个项目计提存货跌价准备 12.3 亿元，导致净利润负增长。公司已售未结算收入 311.9 亿元，其中的预收款项为 239.5 亿元，为 2009 年业绩的成长提供了较大空间。2009 年，公司计划新开工面积下降至 403 万平方米，甚至低于 2006 年水平，降幅历史罕见。从这一举措看，对于行业的中短期走势，公司应仍持较为保守的看法。在新开工面积大幅度降低后，两年后的竣工面积将随之降低，预示着我们对公司 2010-2011 年的业绩不必抱有太高的期望。当然，2009 年竣工面积的继续增加，是因为前期新开工面积和销售面积双双走高的惯性所致。预测公司 2009-2010 年的基本每股收益分别为 0.47 元、0.52 元，按 8%折现率计算的每股净现值为 5.31 元。我们维持对公司“增持”的投资评级，按 2009 年 EPS 的 17 倍 PE，给予其 6 个月目标价 8 元，相当于 1.5 倍的每股净现值。

● 化工周刊_定期报告

（邓勇、刘金、曹小飞 2009 年 3 月 11 日）

一周焦点：近日我们对电池概念的集大成者——风帆股份进行实地调研。公司目前国内铅酸蓄电池行业规模最大、技术力量最强、市场占有率最高的核心骨干企业。根据我们的预测，公司 2008 - 2010 年 EPS 分别为 -0.56 元、0.12 元和 0.21 元。近期市场对电池概念股给予了极大的热情，但从风帆的实际情况看，如果锂电池和太阳能非晶薄膜电池不能尽早多贡献利润，公司目前的估值已经基本合理。综合考虑，我们首次给予风帆股份“中性”的投资评级。

上周，国际原油价格变动不大，WTI 原油价格上周五收于 45.52USD/barrel，单周累计涨幅 1.70%；Brent 原油价格收于 45.01USD/barrel，上周累计跌幅 0.22%，国际天然气价格下跌了 2.23%；乙烯价格下跌 6.25%，石脑油价格上涨了 8.15%。

化肥、农药：上周，尿素、磷肥、钾肥价格保持稳定，草甘膦价格单周上涨 5.56%，一月累计涨幅为 21.28%。

两碱: 上周, 纯碱、烧碱价格保持稳定, 乙炔法 PVC 价格下跌 2.50%, 乙烯法 PVC 价格下跌 1.61%, 电石下跌 1.61%。

化纤: 上周, 对二甲苯、EG、PTA 等涤纶原料价格继续出现下跌, 对二甲苯价格下跌 4.29%, EG 价格单周下跌 3.95%, PTA 价格单周下跌 3.31%, 涤纶产品价格相应也出现下跌, 涤纶长丝切片下跌 4.66%、涤纶短纤下跌 5.06%、涤纶 FDY 下跌 2.70%; 粘胶短纤本周上涨 1.34%, 粘胶长丝价格保持稳定; 锦纶切片微涨 0.77%, 锦纶 FDY 微跌 0.63%, 氨纶产品及原料价格保持稳定。

醇醚: 上周, 甲醇价格下跌了 1.67%, 二甲醚价格则没有变化。

橡胶: 上周国内天然橡胶价格上涨了 1.42%, 丁苯橡胶价格则下跌了 2.65%。

聚氨酯: 上周, TDI 价格下跌 2.56%, BDO 价格下跌 3.92%、MDI 价格保持稳定。

● 1-2 月固定资产投资数据点评_宏观快报

(刘铁军、陈露 2009 年 3 月 11 日)

一、短期: 政府投资力挺固定资产投资增速维持 2008 年的强劲增长态势;

二、中长期: 民间投资回落和地方项目投资增速下滑将导致固定资产投资难以持续高增长;

三、中长期: 部分产能过剩行业投资增速高企将延长行业调整时间, 为其未来发展埋下隐患。

考虑 PPI 下行使得固定资产价格指数负增长, 实际固定资产投资增速将超过去年同期。鉴于目前超常规增长的情况, 我们修正对于今年第一季度固定资产投资增速的预测数, 预计, 2009 年 1 季度固定资产投资名义增速为 25%。考虑到 2008 年 2、3 季度固定资产投资增速前低后高, 我们认为, 2009 年 2、3 季度固定资产投资增速将缓慢下降。

新近推荐买入个股一览

股票名称	代码	股价 (元)	每股收益 (元)		
			2008E	2009E	2010E
锦州港	600190	6.40	0.16	0.12	-
福星股份	000926	6.80	0.60	0.69	0.79
丰华股份	600615	8.26	0.47	0.75	1.02
空中网	KONG.NASDAQ	4.63USD	0.082	0.945	-
金融街	000402	8.39	0.41	0.50	0.67
宗申动力	001696	10.18	0.58	0.74	-
天茂集团	000627	4.58	0.11	0.27	0.38
南山铝业	600219	7.68	0.52	0.71	1.03
金风科技	002202	32.70	0.87	1.30	1.80
青岛金王	002094	7.24	0.15	0.50	0.65

附录：全球金融市场表现一览(数据截止至 2009 年 3 月 12 日 8 点 00 分，数据来源：Bloomberg)

周边主要股市	收盘	涨跌(%)	汇率市场	比例	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
道琼斯工业指数	6930.4	0.056	欧元兑美元	1.2811	-0.1948	-0.3926	-17.6168
S&P500	721.36	0.245	美元兑日元	97.42599	-0.1498	-6.6574	4.4896
NASDAQ	1371.64	0.984	英镑兑美元	1.3845	-0.2065	-2.9647	-31.6937
香港恒生指数	11930.66	2.023	美元兑港币	7.75515	-0.0013	-0.0426	0.3984
日经 225 指数	7376.12	4.552	美元兑人民币	6.8404	0.0000	-0.0541	3.8097
富时 100 指数	3693.81	-0.577	12 月 RMB-NDF	6.966	-0.0431	-0.6245	-9.2593
H 股指数	7007.74	1.847	石油市场	价格(\$)	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
韩国 KOSPI 指数	1127.51	3.233	纽约石油	42.79	1.09	25.93	-61.07
台湾综合指数	4759.96	1.904	布伦特石油	41.87	-4.36	-4.58	-60.46
			迪拜石油	43.17	-0.23	-2.73	-55.36
A 股市场	收盘	涨跌(%)	新加坡燃料油	234	-2.7	-12.85	-53.15
上证综合指数	2139.025	-0.905	金属市场	价格(\$)	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
沪深 300 指数	2220.38	-0.910	LME 铜	3589	-3.522	3.758	-56.628
上证 180 指数	4910.83	-0.864	LME 铝	1339	1.286	-4.425	-56.242
			LME 锌	1239	-2.055	5.717	-51.412
美国债券市场	收益率(%)	涨跌(Bp)	LME 锡	10750	-3.153	-1.376	-44.228
6 个月票据	0.4502	0	LME 镍	9800	-1.359	-5.815	-68.938
2 年期国债	1.0119	0.02	LME 铅	1272	-1.700	8.718	-58.089
5 年期国债	1.9413	0.01	黄金	908.35	-0.115	-4.056	-7.588
10 年期国债	2.903	-0.18	白银	12.785	-0.195	-5.497	-36.567
国内债券市场	收盘	涨跌(%)	农产品	价格(\$)	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
国债指数	120.891	0.050	芝加哥小麦	498.75	-4.591	-8.191	-58.438
企业债指数	133.75	-0.013	芝加哥大豆	875	0.000	-9.654	-34.309
			芝加哥玉米	356.25	0.070	-2.730	-39.284
			纽约 2#棉花	41.82	0.048	-11.002	-54.230
			纽约 11#糖	12.81	1.747	-5.111	-11.288
			其他	收盘	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
			波罗的海干散货	2271	-1.17	10.51	-73.47

信息披露

投资建议分布

右表为海通证券研究所对重点上市公司投资建议分布的汇总表。第一列为各评级的上市公司数,第二列为与海通证券有投资银行业务关系的上市公司的比例。

上市公司投资建议分布 (2009 年 3 月 12 日)

	公司数 (家)	与海通投行有业务关系 (%)
买入	84	7
增持	92	14
中性	41	12
减持	0	0
卖出	0	0
总数	217	11

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgihan@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

邱志承
金融行业核心分析师
(021) 23219396
qiuzc@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

王友红
化学制药及生物制药行业高级分析师
(021) 23219407
wangyh@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪 盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈峥嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈 勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周 健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
数量助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 臻
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

李唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com