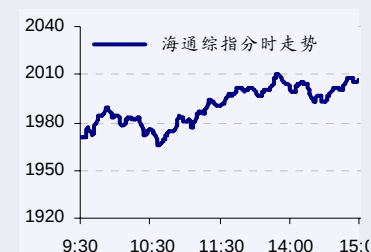


2009 年 3 月 20 日

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	2.19	7.60	35.37
海通六成	2.08	7.38	30.68
海通风格指数			
大盘 100	1.83	6.64	28.15
小盘 200	1.87	6.70	34.51
海通 G 股	2.23	7.65	37.09
表现最好前五行业			
煤炭指数	6.40	14.61	43.48
农业指数	3.71	6.13	29.48
石油燃气	3.45	11.01	29.82
有色金属	3.34	14.79	73.77
交通运输	3.32	7.27	32.77
表现最差前五行业			
钢铁指数	0.75	6.21	29.62
医药健康	1.20	5.22	26.44
建筑工程	1.29	6.35	16.60
非金属	1.33	5.08	47.31
通讯服务	1.41	5.19	8.49

资料来源：海通证券研究所

宏观财经要闻

- 商务部：汇源收购案裁决与中国外资政策无关
- 财政部印发《2009 年地方政府债券预算管理办法》
- 科技部长万钢：根本解决金融危机有赖技术创新

市场动态

- 短期市场仍有继续上涨可能，行情关键取决于年报数据

行业公司

- 柳工 2008 年年报点评：业绩略低于预期，09 年 1 季度业绩仍在下滑
- 厦工股份 2008 年年报点评：业绩符合预期，后续存在集团资产整合可能
- 阿里巴巴 (01688.HK) 季报点评：布局“低门槛高增值”打开未来盈利空间（买入，维持）
- 深发展 08 年报点评
- 中兴通讯 (000063) 今日公告 2008 年报：营收增长仍属稳健 外汇相关损失压低盈利

债券和衍生品

- 本周信用债发行量猛增

近期重点研究报告

- 行业公司：农林牧渔行业二季度投资策略_行业研究.....丁频、郭世凯
- 行业公司：交通银行_跟踪报告.....范坤祥
- 行业公司：新华百货_跟踪报告.....路颖、汪盛、潘鹤
- 行业公司：腾讯控股_跟踪报告.....王茹远
- 行业公司：苏泊尔_跟踪报告.....陈子仪、邱春城

新近推荐买入个股一览

江铃汽车、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

白瑜

电话：021-23219430
Email: baiy@htsec.com

宏观财经要闻

● 商务部：汇源收购案裁决与中国外资政策无关

商务部新闻发言人姚坚 19 日就可口可乐收购汇源果汁案接受新华社记者采访时表示，商务部做出禁止收购的决定，既不受外部因素的干扰，也非保护主义。本案的裁决与中国的外资政策无关。

点评：汇源收购被否在市场上引发轩然大波，甚至引起对我国外资政策的怀疑。商务部发言人的表态对这些怀疑做出回应。其实，类似事件在所谓奉行“自由经济”的国家都是司空见惯的现象，毫无必要过度惊诧。我们认为，并购整合仍然可能是 2009 年资本市场的热点，产能过剩、过度竞争使得我国企业本身存在非常强烈的并购整合要求。并购整合的重点在于两个方面：一、国内产能过剩行业的并购整合，比如钢铁、有色等；二、从事实体经济生产的大型企业集团海外战略性收购。

● 财政部印发《2009 年地方政府债券预算管理办法》

为规范地方政府债券收支预算管理，财政部近日制定并下发了《2009 年地方政府债券预算管理办法》，提高资金管理的科学化、精细化水平。根据该办法，地方政府债券收支实行预算管理。地方政府债券收入全额纳入省级财政预算管理，市、县级政府使用债券收入的，由省级财政转贷，纳入市、县级财政预算。地方政府债券收入安排的支出纳入地方各级财政预算管理。

点评：该办法的出台主要是确保地方政府债券的使用更加规范，形成一套良性的运作机制，也为地方债券的发行探索出中国式道路，扩大财政政策的运用空间。对于地方政府而言，充足的财力是承担地方经济发展重任的必要条件。而由于经济调整，相对于庞大的政府支出而言，地方财政收入存在困难。解决这个问题，短期可以部分依赖地方政府债券，但长期必须进行地方政府职能转换，压缩政府规模向服务型政府转变，经济发展重任交由市场主体承担。

● 科技部长万钢：根本解决金融危机有赖技术创新

中国全国政协副主席、科技部部长万钢周四指出，在金融危机的背景下，重振全球经济的根本解决之道仍在于技术创新的重大突破，通过催生一系列新兴产业，创造新的市场需求，培养新的经济增长点，引领社会经济向新的方向发展。

点评：综观人类经济发展史，每次大的生产力飞跃都伴随着科学技术革命性的突破。尽管新技术革命通常由于受到人们的过度追捧而产生泡沫，但是带来生产效率的提高却是不争的事实。从这个方面来讲，我们更悲观地看待次贷危机引起的全球经济调整，因为之前的泡沫并没有给这个世界带来实质性的提升，而诸如新能源技术在内的新技术迅速取得突破的可能性不是很大。但就全球主要经济体而言，我们却更看好中国经济，正是因为我们过度依赖出口而内需不足，我们的生产技术、能源利用效率等与发达国家存在巨大差距，我们的发展提升空间也更大。扩大内需转变经济结构、通过技术创新来推进产业升级就是缩小差距的正确道路。

[其他财经要闻]

1、中国有色金属工业协会会长：2009 年是我国有色金属工业最困难的一年；

2、中钢协秘书长：钢价已跌至 15 年前水平；

3、世行警告：全球贸易保护主义抬头让人担忧。

(宏观经济分析师 刘铁军)

市场动态

- 短期市场仍有继续上涨可能，行情关键取决于年报数据

昨日沪市成交量与前日平齐，深市成交量微缩，最终震荡上行收阳。市场交易依旧比较活跃，但分歧依旧，且多为存量资金，反映了市场的犹豫和谨慎。外围股市的反弹已初步呈现短期内回调态势，而对于国内 A 股而言，关键是取决于年报的数据。超预期板块和个股的财报出现将有望带动股指温和上行；但鉴于宏观以及外围的不确定性，若年报数据符合预期甚至弱于预期，则大盘指数有阶段回调的需要。总的来看，股指将继续保持平衡震荡格局。

(策略高级分析师 单磊)

行业公司

- 柳工 2008 年年报点评：业绩略低于预期，09 年 1 季度业绩仍在下滑

柳工今日公告公司 2008 年年报，2008 年柳工营业收入（装载机占 71.75%）和净利润为 92.68 亿元和 3.40 亿元，同比增长 21.34%和-40.65%，每股收益为 0.72 元，略低于市场预期。公司 2008 年净资产收益率为 12.88%，同比下降 10.62 个百分点，每股经营性现金流为-1.23 元，同比下降 275.71%，在 2008 年原材料大涨，下半年金融危机导致的全球经济危机的背景下公司 4 季度快速衰退，各项指标趋于恶化。

2008 年柳工共生产各类整机 36374 万台，其中装载机销量超过 28900 台，销售增速略高于行业增长水平，挖掘机业务快速发展，年销售超过 2,500 台，销量增长比行业高出约 19 个百分点；压路机销售超过 1,000 台，销量增长比行业高出约 14 个百分点；叉车 2,400 台，销量增长比行业高出 71 个百分点；起重机业务尚处于整合阶段，销售了 800 台，销量增长低于行业增长水平。2008 年公司海外销售仍保持了高速增长，全年出口整机近 4,300 台（含供货出口），同比增长 56.9%，出口创汇 2.16 亿美元，同比增长 69.4%，出口占比 13.09%。

柳工 2008 年分红方案为每 10 股派现 1 元（含税），转增 2 股，符合市场预期。

2009 年工程机械行业在外需下滑的形势下，受 4 万亿投资的拉动，基建项目纷纷上马，拉动了工程机械的市场需求，公司 2009 年 2 月底基本消化完库存，3 月份采用新的钢材生产，毛利率将快速提升，全年仍保持小幅增长。我们预计 2009-2010 年公司每股收益为 0.81 和 0.96 元，增长 12.50 和 18.52%。公司一季度业绩同比仍将下滑，预计下滑 30%以上，目前公司估值偏高，给予“中性”的投资评级。

风险提示：出口下滑超出预期，装载机国内市场竞争秩序恶化。

(机械行业首席分析师 叶志刚)

- 厦工股份 2008 年年报点评：业绩符合预期，后续存在集团资产整合可能

厦工股份今日公告公司 2008 年年报，2008 年柳工营业收入（装载机占 71.75%）和净利润为 58.91 亿元和 1.87 亿元，同比增长 16.14%和-12.23%，每股收益为 0.27 元，符合市场预期。公司 2008 年净资产收益率为 10.60%，同比下降 2.75 个百分点，每股经营性现金流为-0.72 元，同比下降-294.59%，在 2008 年原材料大涨，下半年金融危机

导致的全球经济危机的背景下公司 4 季度快速衰退，各项指标趋于恶化。

2008 年厦工北方基地一期项目建成投产，形成年产 5000 台装载机的生产能力，确保了厦工装载机对北方重点市场的供应。公司出口由于事先打造了厦工国贸海外营销团队，因此 2008 年全年厦工股份工程机械产品出口同比增长 100%。

我们预计公司有意今明两年吸收合并集团公司的优质资产，2008 年公司托管了厦门厦工宇威重工有限公司全资子公司厦工（三明）重型机器有限公司，不排除下一步厦工股份会收购的可能。需要注意的是 2008 年公司的现金减少了 55.51%，应收账款增加 49.95%，销售回款风险有所加大。公司 2008 年财务费用大幅上涨，增长了 124.80%，主要利息费用支出增加。

公司提出 2009 年实现销售收入同比增长 20% 以上，费用成本控制在营业收入的 96.20% 以内。

柳工 2008 年分红方案为每 10 股派现 0.45 元（含税），符合市场预期。

2009 年工程机械行业在外需下滑的形势下，受 4 万亿投资的拉动，基建项目纷纷上马，拉动了工程机械的市场需求，公司 2009 年 2 月底基本消化完库存，3 月份采用新的钢材生产，毛利率将快速提升，全年仍保持小幅增长。我们预计 2009 - 2010 年公司每股收益为 0.30 和 0.39 元，增长 12.49 和 20.00%。公司一季度业绩同比仍将下滑，预计下滑 30% 以上，目前公司估值偏高，给予“中性”的投资评级。

风险提示：出口下滑超出预期，装载机国内市场竞争秩序恶化。

（机械行业首席分析师 叶志刚）

● **阿里巴巴 (01688.HK) 季报点评：布局“低门槛高增值”打开未来盈利空间（买入，维持）**

四季报及全年业绩概况。2008 年 Q4 营业收入达到 8.06 亿元人民币，同比增长 27%，环比增长 3.29%，归属母公司所有者净利 1.99 亿元，同比下降 57.15%，环比下降 35.38%。扣除去年同期由于 IPO 超额认购所得款项相关的人民币 3.5 亿元利息收入，归属母公司所有者净利同比增长 73.72%。净利还比下降主要是由于四季度新产品推广及品牌广告费用大幅增加。

2008 年 Q4 来自国际交易市场的收入为 4.89 亿元，同比增长 9.87%，环比增长 0.95%；来自国内交易市场收入约 3.17 亿元，同比增长 67.27%，环比增长 7.14%。Q4 中国交易市场营业收入占公司总营业收入比例进一步提高，达到 39.31%，2008 年 Q3 该比例为 37.89%

2008 年全年业收入为 30 亿元人民币，同比增长 38.77%，2008 年归属母公司所有者净利为 12.05 亿，同比增长 24.53%。全年基本和摊薄 EPS 分别为人民币 0.2386 元（对应港币 0.2674HKD）、0.2384 元（对应港币 0.2671HKD）。

2008 年 12 月 31 日，递延收入及客户预收帐款达人民币 22.57 亿元，而 2008 年 9 月 30 日为 20.47 亿元，去年年末为 19.20 亿元。2008 年 12 月 31 日，公司现金和银行存款达到人民币 66.12 亿元，上季度末为 61.44 亿元。

阿里巴巴 B2B 电子商务开始进入良好的轨道。我们的判断依据主要有：（1）2008 年上半年外贸及制造类中小企业面临的最严重的三个问题人民币升值、原材料上涨、需求下降的其中前两个问题目前已经得到缓解，对阿里巴巴的目标客户群外贸和制造类中小企业来说，即便在消费需求疲软的状况下，只要公司还在经营，则对电子商务平台的需求仍然存在。（2）会员费较为廉价的“Gold-supplier 出口通版”的推出，使得电子商

务进入门槛降低,有利于吸引新的付费客户及留住老客户。(3)“低门槛高增值”(即降低会员年费增加增值服务消费)的布局,更加有利于降低电子商务进入门槛,按“点击付费”这种性价比较高的增值服务模式更加适应宏观环境,并且为未来更大的盈利空间打下良好的基础。(4)我们看好公司于2009年3月正式推出的“点击推广”服务的前景。百度2008年活跃付费用户为28.4万家,阿里巴巴付费会员合计已经达到43.2万家,注册用户和企业商铺分别达到3800万和460万。百度平台上营销效果最好的都是B2B的企业,虽然阿里巴巴在网站访问人数不及百度,但对于抱着“做生意”目的来的客户,阿里巴巴的平台更加有针对性,可以更加专注的查找到需要的贸易信息,并且阿里巴巴面向香港、台湾、日本、印度、欧洲等全球买家和卖家的拓展,使得阿里巴巴平台的贸易信息更加有价值。所以,我们认为按点击付费的这种增值服务方式的市场空间要大于以会员费为主要收入的盈利模式,且认为阿里巴巴具备了较强的“点击收费”的平台基础。(5)此外,在政府对中小企业的大力扶持的政策环境下,阿里巴巴与地方政府开展合作,对培育客户非常有利。

盈利预测及投资评级。由于付费会员数的增加、增值服务收入提高、以及对印度等海外市场的贡献,我们预计2009-2010年EPS分别为人民币0.25元(对应港币约0.28元)、0.30元(对应港币0.34元)。按照2009年3月19日收盘价8.2元HKD,2008—2010年对应PE分别为34倍、30倍、25倍。我们认为,阿里巴巴在全球经济环境一旦向好、在互联网普及率快速提升推动中国B2B电子商务渗透率的情况下,公司未来增值服务盈利能力提升的情况下,未来市场空间巨大。继续维持“买入”评级,目标价9.5元。

(互联网行业分析师 王茹远)

● 深发展08年报点评

深发展3月20日发布年度报告。公司2008年实现营业收入145.13亿元,同比增长34.3%;而由于大幅度的拨备计提使得全年归属于母公司的净利润为6.14亿元,同比增速-79.0%。2008年EPS为0.20元。同时,深发展在2008年中期分派过现金股利和股票股利,2008年末则不分红也不送股。

利润增长基本符合预期。规模增长对2008年公司的净利润贡献为正的32.8个百分点,而信贷成本对全年净利润增速的贡献则为负的118个百分点。

盈利资产环比较快增加,4季度息差回落幅度较小。4季度息差降幅不大的原因主要有以下几个方面:

一般性贷款的收益率上升,可能源于公司议价能力的增强。

4季度深发展的存放央行准备金余额明显下降,比重也有降低。

深发展在4季度同业资产和债券投资的收益依然不错。

零售业务尚无起色,2009年手续费收入增长面临的不确定性增加。深发展手续费收入中有相当比重来自于结算。由于2009年贸易量的下滑,结算业务增长也必然会受到影响,咨询顾问费可能由于货币政策的放松而面临压力。银行卡业务相对持续性较强,但毕竟“独木难支”。

网点扩张步伐加快,固定资产余额渐有增加。我们认为深发展未来三至五年将进入一个网点和人员较快增加,固定资产投入力度加大的时期,遗憾的是这个时期和经济下行周期相叠加了。由此,我们认为2009至2011年公司的费用收入比都会在45%以上,对公司未来的业绩会形成一定的负面影响。

4季度不良余额略有增加,2009年信贷成本仍有可能维持在较高水平。更应当关注

不良新增和回收的情况。历史遗留的 19 亿不良贷款仍有降级的风险，未来新增不良贷款的压力依然较大，这也就意味着公司的信贷成本仍可能维持在较高的水平。

盈利预测和估值建议。相比整个行业的息差下滑和不良余额上升压力，深发展在中间业务增长和成本控制上面对的压力更大一些。目前深发展的估值水平在行业内偏高，除去了 2009 年业绩高增长的预期之外，市场还给予了公司一定的“并购溢价”。我们认为深发展是目前 A 股市场上唯一有望成为并购目标的全国性股份制商业银行的观点，其估值水平可能会长期略高于行业平均水平。我们给予公司 15.33 元的目标价，维持“中性”的投资评级。

(金融行业分析师 范坤祥)

● 中兴通讯 (000063) 今日公告 2008 年报：营收增长仍属稳健 外汇相关损失压低盈利

事件：中兴通讯今日公布 2008 年年报业绩。公司 2008 年实现营业收入 442.93 亿，同比增长 27.4%；实现毛利 148.01 亿，同比增长 25.7%；实现营业利润 13.94 亿，同比增长 24.4%；实现净利润 16.60 亿，同比增长 32.6%，基本 EPS 为 1.24 元。从 Q4 来看，公司收入同比和环比分别增长 23.3% 和 31.8%；毛利同比和环比分别增长了 15.3% 和 19.9%；净利润同比和环比分别增长 30.1% 和 226.9%，单季基本 EPS 为 0.63 元；分配预案为 10 转 3 派 3。

点评：公司本期将披露的业务分类由五种缩减为三种。本期公司各分部业务收入增速相差不大，收入增长主要由 GSM、WCDMA、光通信和 FTTx 等业务驱动。公司本期综合毛利率下滑 0.44 个百分点，主要原因是运营商产品业务毛利率下降较多，我们猜测主要原因是国内价格竞争加剧以及金融危机带来的价格压力。公司本期汇兑损失和外汇衍生品公允价值变动损失分别达到约 4.9 亿和 1.3 亿，同比大幅增加，压低了当期盈利。然而，期间费用率的下降最终引致净利增速高于收入增速。尽管海外市场情况尚不明朗，我们认为国内 3G 建设高峰和 2008 年的合同增长仍可保障公司 2009 年营收的较快速增长。我们小幅调低公司 2009 年和 2010 年 EPS 分别到 1.68 元和 2.20 元，以反映更谨慎的毛利率预期。尽管公司目前的估值水平已不低，我们相信公司 2009 年达到我们盈利预期的可能性较大，且对于 A 股通讯设备行业内公司而言相对估值水平不高，故维持“买入”的投资评级，6 个月目标价为 42.00 元。

(计算机与通信行业首席分析师 陈美凤)

债券和衍生品

● 本周信用债发行量猛增

本周银行间信用债发行量继续迅猛增长，其中短融发行 5 支，总金额 37 亿，主体信用等级主要是 AA 和 AA-；中期票据发行 2 期，发行规模为 27 亿元，期限是 3 年和 5 年，主体评级为 AAA 和 AA+；一支银行担保的企业债，5 年期 13 亿元。截止 19 日，银行间信用债总共发行 40 支，发行总规模达到 909 亿元。这个发行规模和速度在历史上也处于单月较高水平。其中，短融的发行利率基本比二级市场高出 5-15BP，而中期票据的发行利率则基本比二级市场低 10BP 以上，多则 40BP（如 09 大唐 MNT1），企业债也低于二级市场收益率水平，显示出市场对中期票据和企业债品种的追捧。根据我们之前的统计，打新债所获收益仍然比较可观，考虑到近期银行间市场信用利差尤其是 3-5 年期仍有望继续收窄，建议投资者积极申购，尤其是可以在交易所上市的企业债。

	支数	规模 (亿元)
短融	18	317
企业债	8	62
中期票据	14	530
总计	40	909

(债券分析师 姜金香)

近期重点报告摘要

● 农林牧渔行业二季度投资策略_行业研究

(丁频、郭世凯 2009 年 3 月 19 日)

政策对农业行业整体走强的推动作用将逐步递减。我们仔细分析了 2008 年以来至今的农业政策，得出的结论是：过往政策的出台均未超出市场的预期，其重点在于稳定粮食价格，增加农民收入和加强农业基础设施建设。未来一季度出台超出市场预期的惠农政策的概率较小，如果有政策出台应是对过往政策的细化或是实施，其对农业板块的影响将呈递减态势。

国际国内农产品价格低位徘徊。USDA 月度供需报告显示，受经济危机影响，需求数据连续第 4 个月被全部调低，最新预测的 08/09 年度全球大豆、豆粕、豆油、小麦、玉米和棉花的总消费量较上月预测分别减少了 1.94%、2.18%、1.78%、0.22%、0.73% 和 2.26%。尽管国内出台了临时收储计划，但伴随出口不力和国内需求不振，国内农产品价格也缓慢下行。

二季度重点关注制糖和玉米种子行业。我们看好糖价的原因在于：1) 广西减产的数据可信，甚至从当前收榨状况看，我们预计减产幅度将大于前期广西糖协公布的 180 万吨，而在 200 万吨；2) 我们对消费量并不十分悲观。我们认为今年食糖消费仍能达到 10 年平均增长的 5%。当然，我们也认为经济下行对消费构成负面影响，2008 年食糖消费量增长 8%，2007 年为 16%；3) 我们预计下榨季广西甘蔗的播种面积会下降；4) 国际糖市的供需形势较为乐观。我们看好玉米种子行业的原因在于：1) 玉米种子行业的供需形势好转。库存数量由 9 亿公斤减少至 5 亿公斤。2) 政策扶持。2009 年，玉米种子的良种补贴将实现全覆盖，补贴总量较 2008 年增长 100%。3) 良种补贴方式改变更有利于拥有优良品种、运作规范的大型企业。补贴方式由以前“名单补贴”转变为今年的直接向农民发放现金，由农民自由购种。4) 一、二季度是玉米种子的销售旺季。

我们维持行业“中性”的投资评级。基于我们对政策的判断和行业整体估值，我们预计农业上市公司在二季度整体走强的概率不大。因此给予行业“中性”的投资评级。从重点关注子行业出发，我们建议投资者重点关注南宁糖业、中粮屯河、登海种业。

● 交通银行_跟踪报告

(范坤祥 2009 年 3 月 19 日)

交通银行 3 月 19 日发布年度报告。公司 2008 年实现营业收入 766.60 亿元，归属于母公司的净利润 284.23 亿元，同比增速分别为 23.01%，38.56%。2008 年 EPS 为 0.58 元。

利润增长略高于预期，主要原因是拨备支出增加幅度低于预期。交行 2008 年末的拨备覆盖率为 116.8%，低于此前传言的，银监会要求的标准 130%。

4 季度盈利资产增长较快，息差环比下降较多。降息、存款定期化以及同业资产的高增长都是息差下降的重要原因。预计 2009 年息差仍有下降压力，但进入 2 季度后会逐渐平稳。零售业务的优势，以及中间业务可持续性较强增加 2009 年业绩的确定性。

网点和员工扩张步伐放慢，有助于在 2009 年带来成本优势。相应调低网点和员工增速的预测，预计 2009 年在营业收入减少的情况下，成本收入比依然可以维持稳定。

不良余额在 4 季度大幅反弹。全年加回核销的新增不良率超过 0.4%，2009 年依然不容乐观。拨备覆盖率在 4 季度上升不多，未来进一步提高会对 2009 年业绩形成一定压力。

由于基数原因，预计 2009 年净利润仍有小幅负增长的压力。我们预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.53、0.64 和 0.78 元，对应 PE 分别为 11.1x、9.1x 和 7.5x；PB 分别为 1.8x、1.6x 和 1.4x。目前 PE 估值为上市大型银行最低，估值具有吸引力，维持“增持”评级。

● 新华百货_跟踪报告

(路颖、汪盛、潘鹤 2009 年 3 月 19 日)

我们对今日(2009 年 3 月 19 日)披露年报的新华百货的点评。2008 年公司实现营业收入 28.25 亿元，同比增长 12.11%；实现利润总额 15546 万元，同比增长 30.48%；实现归属于上市公司股东的净利润 10805 万元，同比增长 41.07%，扣除非经常性损益的净利润 10579 万元，同比增长 32.75%。公司 2008 年分配方案为每 10 股派发现金红利 2.00 元(含税)，送红股 4 股，实施后总股本由 12347 万股增至 17286 万股。2008 年公司实现每股收益 0.63 元，扣除非经常性损益后的每股收益为 0.61 元，与我们之前的预期 0.61 元基本一致。2008 年公司净资产收益率达到 15.86%，而去年同期为 11.61%。此外，公司每股经营性现金流在报告期为 1.19 元，较去年减少了 4.03%。

简评和投资建议。我们在 2009 年 2 月 22 日推出的新华百货调研报告中曾对公司经营状况和业绩预测等做过较深入的分析。我们维持对公司之前的判断，认为公司属于拥有“安全边际+潜在超额收益”的区域性商业龙头，“财务稳健”，而“与物美的整合可能改变其估值水平”。我们认为，公司作为银川当地的区域性商业龙头，在百货、家电零售、超市等领域的优势非常明显，“这一方面得益于公司作为本地老牌商业企业长期形成的商誉和所拥有的地理位置优越的商业物业；另外一方面也得益于可能由于本地市场相对有限而外来零售巨头基本没有渗透入银川市场的竞争格局。我们判断，这种有利于公司经营的竞争格局在未来较长的一段时间内也比较难改变”。

我们维持对公司 2009-10 年 EPS 约为 0.72 元(不做门店大规模重新装修的假设下)和 0.80 元(已经考虑到了公司较为保守的财务会计制度)。与目前市场上大部分区域性百货零售企业的估值水平相比较，并结合公司未来的经营情况和相对稳健的资产和现金流指标，我们认为新华百货在不考虑物美注入的情况下，给予其 2009 年 EPS 以 20 倍以上的 PE 是相对合理的。

我们认为：公司未来与物美的整合可能会给公司做大销售规模和利润规模带来机遇。虽然目前的资产(物美的相对控股权)注入和定向增发等尚待重新启动，但我们预期实施的可能性较大。当然物美注入后对新华百货 EPS 的影响还要等待资产整合的具体方案，但我们预期未来的方案摊薄每股收益的可能性比较小，而物美在香港的较低估值、国内 A 股超市类公司相对较高的估值都可能给新华百货未来的估值水平带来提升的机会。我们维持“增持”的投资评级，认为公司目前的股价包含的是对新华百货目前资产和经营业绩的反映，而与物美的整合尚未体现出来，给以 15 元以上的六个月目标价。我们大致测算，如果以目前的股价，参照之前的议案定价方式，而物美商业的净利润估值能够从原来 2009 年的 13 倍提升至 20 倍，其估值水平变化可能给新华百货 A 股价值提

升的空间为 3.5-4 元。

年报分析。我们报告中的表 1、表 2、表 3 分别分析了公司主力门店和子公司 2008 年经营状况及 2009-10 年预测分析；公司合并损益表 2008 年分析和 2009-10 年预测；公司 2008 年分季度合并损益表主要指标分析。主要观点如下：

(1) 门店和子公司中除 2009 年半年多装修的百货大楼外，其他均表现出高增速长，体现了公司在银川地区的强大的经营优势。

(2) 2008 年销售收入稳健增长，综合毛利率略有下降（主要原因是低毛利的家电零售和超市收入增幅较大，毛利率较高的百货因为装修原因收入下降），但各项费用比例得到有效控制，最终导致净利润率由 2007 年的 3.33% 大幅提升到 4.27%，反映了公司较强的市场影响力和经营效率，这与公司相对有效的激励机制也有一定关系。

(3) 从分季度拆分合并损益表看，公司四季度经营收入和毛利率均保持着较为稳定增长的态势。

● 腾讯控股_跟踪报告

(王茹远 2009 年 3 月 19 日)

2008 年四季度及全年业绩概况。2008 年 Q4 营业收入 20.97 亿元人民币，同比增长 86.90%，环比增长 3.60%，归属母公司所有者净利润为 8.69 亿元，同比增长 72.91%，环比增长 17.90%。2008 年全年合计实现营业收入 71.55 亿元，同比增长 87.25%，归属母公司所有者净利润为 27.85 亿元，同比增长 77.82%。全年基本和摊薄 EPS 分别为人民币 1.552 元、1.514 元。

整体业绩基本符合预期，但季节性因素影响超预期。2008 年 Q4 主营业务收入低于我们此前预期的 22.83 亿，主要是由于非游戏互联网增值受季节性影响程度超过我们此前的预期。2008 年 Q4 主营业务收入中非游戏互联网增值由第三季度的 7.21 亿元下降至 Q4 的 6.76 亿元，环比下降 6.19%（2007 年 Q4 非游戏互联网增值与上季度环比降幅分别为 4.28%），但电信增值和网络广告收入高于我们的预期，毛利率水平和实际税率都好于此此前预期，从而使净利与此前预期基本一致。

季节性因素的影响导致我们降低对全年非游戏互联网增值的收入预测。根据公司季报中解释，在非游戏互联网增值业务中，“QQ 会员”和“Q-Zone”收入占比高，且即便在不利的季节收入也保持增长，因此可以推断“QQ 宠物”和“QQ 秀”受季节性因素影响波动幅度很大。那么在非寒暑假及有节日促销时段“QQ 宠物”和“QQ 秀”将可能都保持较低的收入水平，因此影响整体的非游戏互联网增值收入。

毛利率降幅小于预期，预计 2009 年毛利率降幅也将保持温和。由于代理运营游戏“地下城与勇士”“穿越火线”运营效果非常好，在总收入中所占比重增加，市场担心毛利率水平会快速下降。但 Q4 中即便在游戏业务在互联网增值中占比提高接近 10 个百分点（从第三季度 45.73% 的占比到第四季度的 54.27%）的情况下，互联网增值毛利率只有不到 1 个百分点的下降。说明虽然由于代理游戏收入提高而版权分成成本增加，但服务器、带宽、游戏研发人员成本比例会相对下降，可抵消游戏代理版权费和收入分成导致的毛利率下降幅度。所以预计 2009 年全年毛利率降幅也将保持温和。

2009 年业绩将继续保持高增长。主要因素有：1) 互联网增值将继续保持较快增长。其中，由于用户的增加以及产品服务的加强，在非游戏互联网增值种占比约超过 70% 的“QQ 会员”、“Q-Zone”在较高基数的基础上将继续保持稳健增长；2008 年下半年新上线的游戏将继续在 2009 年发力，且公司计划 2009 年公司计划推出三款 MMOG 和一款中型休闲游戏，游戏收入将继续保持高速增长。(2) 电信增值受益运营商重组和 3G 将从 2009 年开始逐渐体现，公司庞大的 QQ 平台，以及在 WAP 门户、手机游戏等无线

互联网业务的积蓄带来的收益也将逐渐显现。(3) 网络广告增幅可能放缓, 但仍有增长动力。公司网络广告业务受到宏观因素不利影响, 以及“广告销售事件”可能给公司短期广告销售也会有负面影响, 但公司网站访问量和品牌知名度的提升以及世博会的邻近, 可给公司网络广告业务带来提升。此外由于汇兑亏损的减少可以大幅降低财务费用、在宏观环境不利的情况下加强成本控制等因素将可以降低费用。

调低评级至“增持”。虽然我们预计 2009 年业绩将依旧保持快速增长, 但由于非游戏互联网受季节性因素影响超过我们的预期、网络游戏比重不断提高、以及未来几个季度网络广告销售情况还不甚明朗, 我们调低了盈利预测, 投资评级调低至“增持”。预计 2009 年 EPS 为人民币 2.36 元 (约 2.67HKD), 同比增长约 52%。对应 3 月 18 日收盘价 52HKD 的 2008 年、2009 年 PE 分别为 30 倍、20 倍。

● 苏泊尔_跟踪报告

(陈子仪、邱春城 2009 年 3 月 19 日)

年报主要内容。公司今日发布 2008 年报。年报披露, 报告期内公司实现营业收入 36.22 亿元, 实现利润总额 3.46 亿元, 实现归属于上市公司股东的净利润 2.37 亿元, 对应 2008 年 EPS 0.53 元。收入、利润总额及净利润分别同比增长 23.48%、43.03%、37.55%。公司报告期内经营性现金流 1.42 亿元, 公司 2008 年利润分配预案为每 10 股派息 2.00 元 (含税)。

业绩符合预期, 四季度首现负增长, 09 年情况好于预期。公司 2008 年收入、毛利率及业绩均符合我们的预期 (最大误差为 7.25%)。公司 08 年四季度销售收入为 8.85 亿元, 同比下降 1.31%; 受益于原材料价格大幅下滑, 毛利率较前两季度大幅提升 4-5 个百分点, 高达 29.75%; 管理费用率大幅提高至 7.92%, 剔除四季度计提的股权激励费用后费用率仍高达 7.22%, 高出前三季度平均水平近 3 个百分点; 由于毛利率水平的大幅提高, 四季度净利润率较前三季度大幅提升近 4 个点, 达到 9.36%。

2009 年 1、2 月份, 公司运营情况良好。内销收入同比增长, 毛利率受原材料价格下降而有所提升。外销方面, 公司与 SEB 签订了 1 亿多美金的 OEM 订单, 其他出口同比略有下降。

2008 年各项收入及毛利率情况深层次拆分。我们通过拆分发现, 目前国内电器销售收入占主营业务收入的比重高达 40%, 电器出口比例较小, 约为 19%, 占主营业务收入的比重不足 10%。而炊具在国内市场的销售收入占主营业务收入的比重低于 30%, 出口比例较高, 约为 42%, 其中来自 SEB 的 OEM 订单占据了炊具出口总额的 60%。

数据显示 08 年炊具产品及电器产品的毛利率差异不大, 分别为 28.77% 和 28.39%。但我们通过拆分发现炊具内销毛利率较电器内销的毛利率高出约 7 个百分点。

公司 2008 年国内、外销售收入分别为 25.08、10.18 亿元, 同比增长 26.68%、13.08%; 国内外主营业务销售占比分别为 71% 和 29%。受经济危机影响, 外销收入增速急速回落, 国内销售占比提高受高毛利率产品销售比重提升以及原材料采购价格下降的双重影响, 公司内销毛利率较去年同期提高了 3.25 个百分点。然而, 公司出口毛利率却下降了 4.84 个百分点至 13.68%, 为历史最低值。公司对此的解释是外销客户结构变化, 受全球经济危机影响, 高毛利率产品销售占比较上年同期有较大幅度的下降。由于公司对 SEB 的出口毛利率锁定为 18%, 08 年公司对 SEB 的出口占比约为 43% (见图 1), 由此我们推算其他非 SEB 出口产品的毛利率约为 10.44%。

SEB 08 年年报情况。2008 年 SEB 实现营业收入 32.30 亿欧元, 除美洲地区, 其余销售地区均实现了增长。受全球经济下行的影响, 2008 年 SEB (不含苏泊尔) 销售收入季度增速不断下滑, 由一季度的 8.5% 一路走低至四季度的 1.3%, 但全年仍实现 4.2% 的内

涵式增长。

2008 年是 SEB 完成对苏泊尔要约收购之后的第一年，目前 SEB 在中国的采购金额约为 3 亿美金，其中炊具产品约占 1/3，厨房电器约占 2/3。2008 年 SEB 向公司转移了 7500 万美元的 OEM 订单，2009 年 SEB 将进一步将其在国内采购的炊具产品全部转移至苏泊尔。电器方面，由于此前公司与 SEB 生产的产品不同，订单转移仍需要一定的准备时间，2010 年起公司将逐步承接 SEB 厨房电器的订单。SEB 的订单转移在未来几年将成为公司出口收入的重要保证。

除了订单转移，公司亦利用 SEB 的全球营销体系，快速拓宽和深化苏泊尔品牌在东南亚市场的知名度和网络覆盖率。目前公司在东南亚等地区 30% 的自有品牌销售收入是通过 SEB 当地的销售渠道实现的。

渠道及募投项目情况。2009 年,公司将继续加大终端建设的力度,计划开设生活馆约 400 家。2008 年生活馆数量约 300 家,目标 2011 年达到 1000 家。由于春节及天气等原因,原定一季度投产的绍兴袍江基地将延迟至 5 月份投产。

盈利预测与投资评级。根据公司年报以及 2009 年初运营的最新情况,我们略微调高了公司 09 年的业绩预测。我们预测公司 2009、2010 年的每股收益为 0.61、0.80,昨日收盘价 13.79 元,对应 09、10 年市盈率为 23、17 倍,调高至“增持”评级。

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
江铃汽车	000550	13.21	0.75	0.82	-
锦州港	600190	6.68	0.16	0.12	-
福星股份	000926	7.75	0.60	0.69	0.79
丰华股份	600615	8.60	0.47	0.75	1.02
空中网	KONG.NASDAQ	5.12USD	0.082	0.945	-
金融街	000402	9.06	0.41	0.50	0.67
宗申动力	001696	11.41	0.58	0.74	-
天茂集团	000627	4.75	0.11	0.27	0.38
南山铝业	600219	9.14	0.52	0.71	1.03
金风科技	002202	36.28	0.87	1.30	1.80

附录：全球金融市场表现一览(数据截止至 2009 年 3 月 20 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	7400.8	-1.146	欧元兑美元	1.36635	-0.0132	6.5172	-11.4427
S&P500	784.04	-1.298	美元兑日元	94.5575	-0.0312	-1.2823	5.2481
NASDAQ	1483.48	-0.519	英镑兑美元	1.45005	-0.0210	0.4746	-26.9515
香港恒生指数	13130.92	0.105	美元兑港币	7.75145	-0.0065	0.0264	0.3309
日经 225 指数	7945.96	-0.329	美元兑人民币	6.8301	0.0673	0.0996	3.4099
富时 100 指数	3816.93	0.314	12 月 RMB-NDF	6.8875	-0.2904	1.1906	-7.7387
H 股指数	7731.43	1.296	石油市场	价格(\$)	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
韩国 KOSPI 指数	1161.81	-0.696	纽约石油	50.85	-1.47	30.59	-50.07
台湾综合指数	5035.93	-0.230	布伦特石油	48.58	2.14	17.63	-52.15
			迪拜石油	46.97	0.51	16.78	-52.44
A 股市场	收盘	涨跌(%)	新加坡燃料油	251.5	-0.4	1.21	-50.93
上证综合指数	2265.759	1.890	金属市场	价格(\$)	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
沪深 300 指数	2382.564	2.140	LME 铜	3999	6.470	21.550	-49.881
上证 180 指数	5260.266	2.181	LME 铝	1463	6.091	8.370	-49.897
			LME 锌	1264	6.218	11.661	-47.552
美国债券市场	收益率(%)	涨跌(Bp)	LME 锡	10200	3.291	-6.422	-50.425
6 个月票据	0.3809	0.51	LME 镍	10005	1.316	1.061	-65.853
2 年期国债	0.8586	-0.01	LME 铅	1325	2.713	23.774	-53.263
5 年期国债	1.6434	-0.04	黄金	954.23	-0.586	-3.895	4.837
10 年期国债	2.6022	-0.01	白银	13.5613	-0.212	-6.085	-19.206
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	121.021	0.048	芝加哥小麦	556.5	0.225	4.901	-44.014
企业债指数	134.17	0.101	芝加哥大豆	935.25	-0.558	8.341	-19.859
			芝加哥玉米	394	-0.631	9.749	-26.355
			纽约 2#棉花	42.87	2.756	-4.542	-48.293
			纽约 11#糖	13.62	2.870	3.417	4.208
			其他	收盘	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
			波罗的海干散货	1795	-3.55	-12.74	-76.99

信息披露

投资建议分布

上市公司投资建议分布（2009 年 3 月 20 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

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。

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