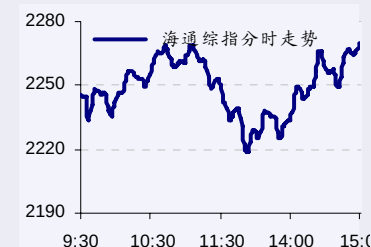


2009 年 4 月 16 日

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	0.76	9.07	53.08
海通六成	0.65	8.68	47.34
海通风格指数			
大盘 100	-0.05	7.15	42.48
小盘 200	1.45	10.31	55.42
海通 G 股	0.92	9.11	54.56
表现最好前五行业			
非金属	4.73	11.81	66.88
信息设备	3.71	15.37	65.39
通讯服务	3.09	7.89	19.91
信息服务	2.81	16.91	84.47
传媒指数	2.63	12.45	44.37
表现最差前五行业			
金融指数	-0.72	6.42	47.29
房地产	-0.23	9.28	67.94
农业指数	0.05	5.79	39.11
交通运输	0.11	8.10	51.82
家用电器	0.12	9.44	49.46

资料来源：海通证券研究所

宏观财经要闻

- 商务部：我外贸形势有望进一步好转
- 中国一季度重要数据公布在即 料成政策加码依据
- 英国房产市场或释放回暖信号

市场动态

- 敏感位置，后市走向将主要取决于业绩与政策

行业公司

- 合肥百货 2008 年报点评：业绩符合预期，区域扩张能力提高增长潜力，调高目标价至 11.90 元，维持“增持”
- 东方航空年报点评：亏损额超预期
- 关铝股份面临继续整合的机遇与挑战

债券及衍生品

- 权证继续跑输正股

近期重点研究报告

- 行业公司：嘉宝集团_跟踪报告（买入，调高）.....帅虎
- 策略研究：美国楼市黎明将至_深度报告.....单磊
- 行业公司：鄂武商 A_跟踪报告.....路颖、汪盛、潘鹤
- 行业公司：2009 年 4 月上旬日均发电量跟踪_跟踪报告.....龙华
- 行业公司：*ST 双马_调研报告.....江孔亮，蒲世林

新近推荐买入个股一览

嘉宝集团、海星科技、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

白瑜

电话：021-23219430
Email: baiy@htsec.com

宏观财经要闻

● 商务部：我外贸形势有望进一步好转

商务部新闻发言人姚坚 15 日说，尽管仍面临外需减弱的严峻形势，我国外贸仍有望在一季度逐步回升的基础上取得进一步好转。我国将从以下几方面研究出台促进外贸增长的措施：一是继续支持中小企业开拓国际市场，将进一步增加对中小企业开拓海外市场的服务，包括在建立营销网络、注册商标、广告宣传、出口品牌宣传等方面进一步加大支持力度。二是增加金融和保险措施对大型成套设备出口的支持。此外，商务部将采取积极措施支持先进技术、环保产品以及关键元器件和重要初级产品的进口，进一步促进贸易平衡。

点评：三月份我国进出口较 2 月环比大幅反弹，进出口又企稳迹象，但我们认为并不能就此判断进出口开始反转，因为 2 月份的出口数据是非常低的，环比回升在预期之中，未来进出口估计仍会在震荡盘整中筑底。

● 中国一季度重要数据公布在即 料成政策加码依据

在金融危机背景下，中国经济能否在一季度后走出谷底逐渐回暖，成为了世界关注的焦点。而近期陆续披露的今年一季度中国经济数据则吹来了阵阵暖风。国家统计局 4 月 16 日将发布一季度国民经济运行情况，并在次日发布消费、投资和工业生产等详细数据。这些数据是判断中国经济的重要指标，也将成为中国经济刺激政策是否还需强力加码的依据。

点评：为保持经济平稳较快发展，政府及时调整宏观经济政策，果断实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，形成了进一步扩大内需、促进经济增长的一揽子计划。现在，这些措施已取得初步成效，呈现出积极迹象，投资大幅度增加，消费稳定增长，一些行业和企业的困难局面开始扭转，一季度数据将是后续政策出台的重要指标。

● 英国房地产市场或释放回暖信号

据英国皇家特许测量师学会公布的月度统计，英国 3 月份 RICS 房价指数由前一个月的 -78.1 升至 -73.1，是去年 2 月以来最好水平。此外，英国 3 月份的房产咨询数量连续第五个月上升，经纪公司手中积压的住房降到平均 66.7 套，为 2007 年 9 月以来最低纪录，比去年同期减少约 25%。

点评：住房销售是英国经济的重要指标。对英国房地产市场的现状和预测，各家机构数据不一，但“回暖”近来似乎成了英国媒体使用率颇高的关键词。不过，根据现有数据，还不能断言英国房地产市场已触底反弹。

[其他财经新闻]

- 1、商务部：家电下乡一季度全国累计销售额 40 亿元
- 2、上海口岸 3 月份进出口环比上升超三成
- 3、日本 08 财年首都圈公寓销量为 16 年来最低水平

(宏观经济分析师 汪辉)

市场动态

● 敏感位置，后市走向将主要取决于业绩与政策

昨日 A 股的振幅较前一日更加放大，然最终还是以微幅上涨收盘；交易量亦有所上升，显示出多方的力量依旧强大。在此敏感位置，多空双方分歧较大，正常情况下应是以盘整和充分换手消除前期的获利盘等浮筹，之后大盘将在企业的季报业绩以及政策面信息的驱动下再次选择下一步的前进方向。从目前的情况看，政策面以及企业的微观业绩成为利多因素的可能性更大，因此仍可对后市谨慎看多。

(策略高级分析师 单磊)

行业公司

● 合肥百货 2008 年报点评：业绩符合预期，区域扩张能力提高增长潜力，调高目标价至 11.90 元，维持“增持”

今日(2009 年 4 月 16 日)合肥百货披露年报。2008 年公司实现营业收入 50.44 亿元，同比增长 27.14%；实现利润总额 2.42 亿元，同比增长 15.77%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.20 亿元，同比增长 20.14%，扣除非经常性损益的净利润 1.17 亿元，同比增长 34.46%。2008 年公司全面摊薄每股收益为 0.326 元(基本符合我们此前 0.336 元的预期)。2008 年公司净资产收益率为 13.72%，较去年同期的 12.44%提高了 1.28 个百分点；公司 08 年归属于上市公司股东的每股净资产为 2.30 元，而去年同期为 2.14 元。此外，公司每股经营性现金流在报告期为 1.78 元，较去年同期增长了 72.82%，相对于 0.326 元的每股收益，公司经营性现金流非常高，从某种意义上也反映了公司在业绩核算方面的保守性。公司的分配预案是：每 10 股派发现金股利 1.5 元(含税)，每 10 股以资本公积金转增 2 股，以任意公积金转增 1 股。

根据年报披露的情况，以及公司相对保守的财务会计口径，我们略调整了对公司 2009-10 年 EPS 的预测分别为：0.451 和 0.561 元，分别同比增长 38.48%和 24.26%，维持“增持”的投资评级不变，公司作为经济快速发展区域的商业龙头企业，当前股价相对于 2009 年 PE 为 21 倍，估值仍具有较大吸引力。考虑到 A 股市场 and 区域零售板块近期估值水平的整体提升，以及公司未来的增长潜力，我们提高公司六个月目标价至 11.90 元(对应 2009 年 EPS 以 25 倍 PE)。

年报分析：(1) 2008 年公司百货、超市、家电三大零售业态均有不同程度扩张和增长，综合毛利率有所提升，规模经济不断体现。(2) 报告期内销售费用和管理费用占营业收入的比重均有不同程度提升，与新开门店较多以及公司较为保守的财务会计口径有关。(3) 投资青岛海尔的证券投资损失 2008 年为 1557 万元，抵消了 632 万的投资收益后，非经营性净收益为-925 万，我们预计 2009 年这部分证券投资将体现为略有盈利，再加上其他部分的投资收益，2009-10 年公司的非经营性净收益有望分别达到 650 万和 700 万。2008 年公司 1200 多万的营业外收入主要来自于 420 多万的政府补贴利得和 550 万的赔偿金收入，我们的业绩预测中在 2009-10 年将不再包含这部分营业外收入。(4) 整体看，2008 年公司净利润率达到了 3.74%，同比增加了 0.18 个百分点；归属于上市公司股东的净利润同比增加 20.14%；扣除非经常性损益的净利润 1.17 亿元，同比增长 34.46%。公司子公司大部分利润增幅显著。(5) 公司 2008 年所得税费用减少幅度较大，有效所得税率只有 21.89%，低于 25%左右的水平的主要原因是：本报告期公司由于购置国产设备抵免所得税 887 万元。(6) 2008 年四季度公司营业收入增幅接近 20%，在食品 CPI 下降和宏观经济环境波动的不利环境下，取得这个程度的增长速度已经是非常理想的了，与我们之前的判断基本一致：安徽区域整体经济环境好于其他东部和南部区域，公司在安徽零售行业中的优势地位非常明显。

(批发与零售贸易行业分析师 路颖)

● 东方航空年报点评：亏损额超预期

东方航空今日公布 2008 年年报，尽管我们预期 2008 年每股收益达亏损 1.95 元，但东方航空亏损额仍远超我们预期：达 139.28 亿元，每股收益为亏损 2.86 元。截止 2008 年底，东方航空净资产为-116 亿元，每股净资产-2.38 元。

点评：2008 年东方航空除受地震、奥运安检升级以及国际金融危机影响外，还受到云南返航等事件负面影响，经营数据及营业收入均出现负增长。从经营数据来看，旅客周转量同比下降 5.94%，货运周转量同比下降 7.42%，客座率水平下降了 2.78 个百分点，为 70.80%，飞机日利用率下降 0.7 小时，为 9.1 小时/天。从收入情况来看，公司 2008 年实现营业收入 418.42 亿元，同比下降 4%，其中客运业务收入 341.22 亿元，同比下降 5%，货运业务收入 54.44 亿元，同比下降 3%。

与 2007 年相比，虽然销售费用、管理费用均有所下降（降幅分别为 8.8%和 26.5%），东方航空营业收入减少了 17 亿元，而营业成本则上升了 54.26 亿元（其中增加航油成本 41 亿元），再加上新增 18 亿的资产减值损失以及 64 亿元的公允价值变动损失，公司营业利润亏损高达 148.46 亿元。

虽然东方航空将获得 70 亿元的注资，但相对于-116 亿元的净资产，净资产额何时能恢复为正尚是未知数，因此亦不排除未来进一步获得政策扶持的可能。我们对东方航空 2010 年的业绩有一定信心，一方面有世博会的召开，另一方面 2010 年也是东方航空决定生死的关键一年，而届时的经济环境可能亦有助于公司业绩的恢复。维持对东方航空“中性”的投资评级。

（交通运输行业分析师 马婴）

● 关铝股份面临继续整合的机遇与挑战

事件：2008 年，公司完成主产品电解铝产量 10.4688 万吨，较上年同期 11.73 万吨减少 1.2612 万吨；实现营业收入 24.76 亿元，比上年同期 28.28 亿元减少 12.46%；实现营业利润-42572.03 万元，比上年同期实现利润 39985.70 万元减少 223.25%；实现归属于母公司所有者的净利润-49802.38 万元，比上年同期 38019.77 万元减少 230.99%；实现每股收益-0.76 元。

点评：公司实现大幅亏损的主要原因是 2008 年初的雪灾以及 2008 年四季度电解铝价格的大幅度下跌。我们认为，公司引进五矿集团作为第一大股东将有利于公司未来的发展，并有可能对钨矿旗下电解铝资源进行重组。但这一重组进程将会根据五矿集团的业务发展需要而确定，因此目前还无法确定公司 2009 年的运作情况。就目前的情况来看，公司 2009 年有望实现盈利。

公司的发展战略是：公司将通过不断提升和持续改进，将关铝打造成煤—电—铝一体化联营、在国内具有综合成本竞争力的大中型铝业公司。我们认为，这一目标目前已经实现了一半，未来需要解决的就是收购煤矿资源，因此我们给予公司“增持”评级，看好五矿集团对企业的整合以及公司产业链完善的未来前景。

（有色金属行业分析师 杨红杰）

债券及衍生品

● 权证继续跑输正股

昨日，正股市场宽幅震荡，在下午复盘后市场加速下跌，但是电子信息板块带动下，大盘股止跌反弹，最后上证指数仍收红，再次上演逆转。权证市场方面，虽然深高 CWB1

停止交易，但成交量仍然上升 17%，成交额 234 亿元，上升 13%。分品种来看，葛洲 CWB1、中兴 ZXC1 和江铜 CWB1 放量最为明显，上涨做多的是康美 CWB1，但涨幅也就只有 5.7%，其次是中兴 ZXC1、阿胶 EJC1，涨幅都在 3% 以下，权证再次跑输正股。从气氛来看，权证市场确实比较保守，做多动能不足，反映出资金谨慎的心态。不过，权证市场向来是几日行情，如果正股涨势确立，权证也会有大幅上涨。建议投资者仍然关注最近明显滞涨的石化 CWB1、阿胶 EJC1 以及前期曾经推荐的中兴 ZXC1。

(衍生品分析师 周健)

近期重点报告摘要

● 嘉宝集团_跟踪报告(买入, 调高)

(帅虎 2009 年 4 月 15 日)

投资建议：公司植根上海嘉定，主业分为房地产、贸易、电子等板块，并有一定的股权投资；其中，持有的上海高泰稀贵金属公司 35.62% 股权，后者生产核电站必须的锆管等制品，尤其值得关注。公司土地储备可支持其发展至 2011 年，但仍需加强相关项目拓展；公司拥有金地格林世界项目 30% 的权益比例，在 2012 年之前，相关收益较为稳定。公司 2008 年业绩主要来自于宝菊新家园、盛创科技园及格林世界投资收益。其中，都市港湾项目基本销售完毕，并将在 2009 年交房并结算收入，该项目使得公司 2009 年业绩基本锁定；另外，贸易、电子等业务每年贡献的净利润在 3 至 4 千万元之间。我们对格林世界项目 2009 年的投资收益非常谨慎，因此，不排除公司 2009 年业绩超越我们预期的可能。公司投资高泰公司 35.62% 股权，就长期而言，有望受益核电建设。高泰公司为国内目前仅有的能生产锆管的两家厂商之一，而锆管为核电站的主要耗材。高泰公司相关生产资质完备，已为相关核电站提供产品，如秦山核电站等。我们看好中国核能的长期发展前景，而我国核电已进入批量化建设阶段，将为高泰公司的发展提供较大空间。当然，核电股权投资，中短期收益有限。预测公司 2008-2010 年的 EPS 分别为 0.33 元、0.50 元、0.66 元。考虑到公司 2009 年业绩全部锁定，且存在向上调整的可能。另外，公司投资高泰公司 35.62% 股权，长期有望受益核电建设。因此，我们调高对公司的投资评级至“买入”，按 09 年每股收益计算的 20 倍 PE，给予其 6 个月目标价 10.00 元。

● 美国楼市黎明将至_深度报告

(单磊 2009 年 4 月 14 日)

在美国一系列救助计划并结合市场运行数据及其规律性的背景下，本研究报告得出结论，美国楼市将于年中或最迟下半年企稳并有望复苏。本轮金融危机围绕美国房地产泡沫及其衍生品泡沫的破灭展开，因此楼市的见底企稳将对股市、商品、外汇等金融是慈航产生深刻影响；在经历了此前的大幅调整后，相关金融面临强劲的反弹和反转的动力，由此带来相应的投资机会。

美国房价已充分下跌甚至有些偏低；而在当前低价环境下交易量依旧低迷的主要原因是：民众对经济衰退以及失业的担忧仍在、在思维惯性主导下对房价继续下跌的预期、商业银行的严厉紧缩和惜贷。然而这些不利因素将在未来的经济运行中得以改善和消除；终结该恶性循环的根本动力在于通过有效地消化库存从而改变供求关系进而影响价格。

在经历了长期的跌价和消化后，美国楼市库存下降明显。刚性需求构成消化库存的主力军，而房屋的一再跌价使得刚性需求的购买力大幅提升，楼市的供求关系正发生着微妙而深刻的变化。参照历史经验并通过数据演算发现，美国楼市有望于年中或下半年触底企稳。

房价一旦触底企稳甚或回升，敏感的价格信号自然会唤醒公众以及金融机构对楼市

低水平的库存、超跌的房价以及紧张的供求平衡等客观现实的重新审视，信贷放松、需求释放会成为市场的自发行为，从而引导楼市、金融市场乃至宏观经济步入新的良性循环。证券市场的前瞻性和有效性将提前反映并助推该过程的实现。

当前美国政府大量释放货币流动性，需要高度警惕新一轮的资产泡沫化和通胀问题。从历史经验看，虽然货币政策带来诸多弊端和后遗症，但从解决危机的实效和中短期表现而言，是有效的；无法对本次急剧扩张的货币政策加以怀疑或否定。

基于对楼市下行周期行将结束以及金融市场提前反映的考虑，当前金融市场，尤其是经历了此前大幅调整而被低估的美国股市面临较大的投资机会和良好的入场时机。其中地产股和金融股将是楼市下行周期终结的最大受益板块，可重配。此外，有色金属、能源、家居装修装饰以及前期受错误牵连的科技股也面临较好的战略性投资机会。

● 鄂武商 A_跟踪报告

(路颖、汪盛、潘鹤 2009 年 4 月 14 日)

年报概述：今日（2009 年 4 月 14 日）公司发布 2008 年年报，2008 年公司实现营业收入 66.30 亿元（略高于我们 66.10 亿元的预期），同比增长 25.16%；实现利润总额 3.75 亿元，同比增长 14.20%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.80 亿元，同比增长 15.56%，扣除非经常性损益的净利润 1.90 亿元，同比增长 33.57%。

2008 年公司全面摊薄每股收益为 0.36 元（基本符合我们之前的预测 0.37 元，但高于市场一致预期）。2008 年公司净资产收益率为 14.15%，较去年同期的 14.25% 下降近 0.1 个百分点；公司 08 年归属于上市公司股东的每股净资产为 2.51 元，而去年同期为 2.16 元。此外，公司每股经营性现金流在报告期为 1.64 元，较去年同期增长了 11.56%，是 EPS 的 4 倍多。

业绩预测和投资建议：我们维持对公司 2009 年 EPS 的预测为 0.46 元，当前股价对应的 2008-09 年的 PE 分别为 23 倍和 18 倍，但对应的 2008 年的市销率 PS 只有 0.63 倍，无论从 2009 年 PE 还是从 2008 年 PS 看，相对估值都存在低估。此外，武汉国资（武商联）一直有整合本地商业类上市资源的计划，整合预期也可能会给公司估值带来新的想象空间。我们维持“买入”投资评级，给予公司 11.50 元的目标价（2009 年 EPS 以 25 倍 PE）。

我们还想强调的是，鄂武商年报业绩高出市场一致预期，实际上并不是公司经营上出现了超出预期的改进，而是与前期市场对商业、尤其是百货企业的生存空间和盈利能力给予了过于悲观的预期，纷纷调低业绩预测有关。而我们一直认为作为抗周期能力较强的非周期性行业，商业企业，特别是一些区域龙头商业企业的盈利波动并不像想象中那么悲观，如果从较积极的预测结果看，接下来可能一些公司面临着市场给予调高 EPS 预测的可能。

年报点评及分析：

1. 2008 年百货业务收入同比增长 17.63%，超市业务门店继续扩张收入同比增长 35.33%；两者综合毛利率均有不同程度提升；超市门店开设较多而费用增加较多因此营业利润率有所下降，公司 08 年整体营业利润率提升主要依靠百货。

2008 年百货业务贡献了 35.6 亿的收入，同比增长 17.63%，综合毛利率达到 22.98%，同比提升了 1.02 个百分点，提升幅度较高，并直接推动了营业利润率 0.87 个百分点的提高，达到了 9.41%。这反映了公司百货业务在武汉当地的优势地位。

公司量贩业务（连锁综合超市卖场）2008 年实现收入也超过了 30 亿，同比增长超过 35%，这与公司有序的扩张战略以及内生增长分不开：量贩公司 2008 全年新开门店

14 家，改选门店 5 家，门店总数达到 53 家，其中省内二级城市网点数达到 24 家，此外量贩公司 1 万平方米的高桥物流中心项目正式投入使用。量贩业务的综合毛利率达到 18.83%，较 2007 年也提升了 0.26 个百分点，但由于开店较多拉高了当年费用，量贩业务的营业利润率下降了 0.49 个百分点，为 3.07%，但从长远看，公司量贩业务的收入和利润率仍旧有提升空间。2008 年，量贩公司（目前已经实现 100% 控股）实现净利润 6682 万元，同比增长了 26.78%。

2. 2008 年公司整体综合毛利率提升了 0.56 个百分点，达到 21.07%；销售+管理费用占比达到 13.82%，增加了 0.94 个百分点，销售费用占比增加主要是新开网店较多等所致；公司财务费用达到 6146 万元，增加了 600 多万，主要是贷款增加所致，截至 2008 年底公司长期贷款为 5.34 亿，而 2007 年底只有 3.71 亿。

3. 2009 年公司百货业务将启动“摩尔”扩建，量贩公司计划新开 15-10 家门店，扩张速度仍旧较快。

公司在 2008 年 12 月，通过招标以 10.7 亿获得“摩尔”扩建 51.4 亩土地使用权，公司计划在 2009 年启动扩建工程并于年内完成地下土建工程，百货业务还将在 2009 年完成武广世茂的双回路连廊工程。“摩尔”扩建会对公司百货业务长远发展有支撑意义，但短期较大的资本开支并不能带来短期收益，而且还可能增加短期的费用。

量贩公司 2009 年计划新开 15-10 家门店，也就是到 2009 年底公司量贩公司的门店将达到 80 家左右，量贩公司的收入和利润仍旧有较大提升空间。

4. 从季度分拆数据看（参见表 2），2008 年四季度公司营业收入同比增幅只有 15.26%，低于另外三个季度，但这在食品 CPI 持续走低、公司超市业务贡献收入接近一半的情况下已经是比较理想的增长了；而且四季度公司综合毛利率同比提升了 0.67 个百分点，反映了公司在不利宏观经济环境下的区域竞争优势；四季度销售费用和财务费用的增加（原因我们之前已经解释过）一定程度上抵消了收入和毛利率的提升，导致公司利润总额增幅并不明显。

● 2009 年 4 月上旬日均发电量跟踪_跟踪报告

（龙华 2009 年 4 月 14 日）

国家电网公司电调中心统计数据显示，继 2009 年 1-2 月份全国发电量同比降幅有所收窄后，在没有冰灾和春节影响的 3 月和 4 月上旬各旬日均统调口径的全国发电量同比降幅开始微弱放大，好于 1-2 月累计发电量同比下降 4.7% 的情况。但出现了各旬间日均发电量同比增速逐旬下降的情况：3 月上旬同比增长 1.1%，3 月中旬同比下降 1.4%，3 月下旬同比下降 2.08%，至 4 月上旬同比下降了约 3%。

点评：2008 年 7 月以来国家电网统计口径下全国各月发电量日均同比增速自 2008 年 11 月以来逐月好转，虽然同比增幅均为负值但降幅逐月收窄，2009 年 3 月国家电网通调统计口径下发电增速已回升至 -0.71%。

但我们将 2009 年 1-4 月各旬的日均发电量同比增速分解来看，则发现 2 月下旬以来（春节因素已基本消除）各旬日均发电量增速逐步下滑，目前中国发电量增长和经济回暖的基础还不够坚实。这与我们在 3 月 18 日预计的“2009 年 3-4 月单月的全社会用电量仍将保持小幅同比负增长，但幅度趋缓”的判断是一致的。

我们认为该种情况显现工业生产情况并不乐观，说明国家的 4 万亿投资和加大贷款力度等政策带动并未明显波及到耗电量大的上游原材料行业。考虑到钢铁和水泥市场价格在 2009 年 2 月以后明显回落，而有色综合价格指数到 4 月 13 日止比 2 月份上涨了约 35%，高耗能行业的产品价格涨跌互现，但以跌为主，用电需求前景并不乐观，3 月各旬及 4 月上旬发电量同比增速的回调走势也预示近期用电量上行动力不足。我们预测近

期全国发电量和用电量同比增幅仍保持小幅负增长，经济反弹的持续性面临考验。

2009 年火电企业应可扭亏为盈，但盈利能力有限。据我们向相关上市公司的沟通，2009 年 1 月火电发电企业亏损面约为 50%，2 月份亏损面下降为约 30% 左右，3 月份除个别企业外基本上已经扭亏。由于 2008 年以来的高价煤已经基本消化完毕（除部分广西地区火电厂外），目前发电企业效益回升明确，我们预计 1 季度电力全行业应可扭亏。但是由于目前全国发电量仍然处于同比下降水平，且 3 月初之后增速逐步下滑，具体到微观公司层面如国投电力，2009 年 3 月的利用小时数同比下降了 24%，低于市场普遍预期，且我们判断我国火电电价短期内提价可能性不大，电煤下跌的可能性也很小，双方的价格基本处于胶着状态，因此由于成本下降导致的电企利润回升效应（除广西地区火电厂）在 3 月份以后已基本体现。但由于利用小时数下降导致 2009 年火电企业盈利能力受限。

● *ST 双马_调研报告

（江孔亮，蒲世林 2009 年 4 月 13 日）

公司 2009 年 3 月 31 日上午举行了 2008 年业绩推介会，我们参加了会议并对公司进行了实地调研。公司董事长、财务总监、市场总监等公司高管出席了会议，与投资者进行了充分的交流。公司管理层简要介绍了双马公司 2008 年的经营情况、资产注入进展和四川水泥市场的情况。

2008 年双马公司实现了扭亏为盈，归属于母公司的净利润 5358 万元，每股收益 0.17 元。2008 年是公司极其困难的一年，1 季度受到缺电的影响，2 季度遭到地震的破坏，3 季度受到余震、磨坊倒塌和洪灾的影响，直到 2008 年 11 月份才完全恢复生产。公司 2008 年水泥产量为 160.5 万吨，同比减少 19%，如果排除地震的影响，2008 年产量应该为 210 万吨。关于都江堰拉法基水泥资产注入股份公司的进展，目前公司已经将材料报送商务部、发改委和证监会，处于等待审批结果的阶段。预计此次资产注入审批通过问题不大，但是通过时间仍不确定，只是会对合并报表的并表时点产生影响，但对于公司正常经营和投资价值不会产生太大的影响。对于投资者最关心的四川地区未来供需形势的判断，公司认为由于影响供需的因素很多，对于未来供需两方面均很难有准确的判断，但 2010 年后供需可能会逐渐达到平衡。

我们认为公司从长期角度来看具有投资价值，主要基于三点考虑：1）公司具有优秀的管理团队。决定一个水泥企业盈利水平的主要因素除了区域供需形势以外，另外一个最主要的因素就是企业管理层的管理能力。我们认为双马公司具有较高的管理水平，这是支撑其发展壮大的核心因素。2）公司掌控了充足的石灰石矿石资源。目前四川地区很多中小水泥企业没有自备矿山，需要外购石灰石，而石灰石特别是优质石灰石资源的分布和储量有限，能否拥有足够的石灰石资源将是决定公司能否持续发展的关键因素之一。公司在本部和宜宾均有自备矿山，矿石资源可以满足 30 年以上的开采需求。3）如果资产注入成功，那么公司的核心市场区域为成-德-绵经济区，是四川地区经济最发达的区域，也是水泥需求量最大的区域。充足的市场空间为公司扩张提供有力保障。

我们认为从短期角度来看，公司可能面临盈利水平从高位回落的担忧。成都地区由于 2007 年底落后产能的集中淘汰，导致成都地区水泥价格的飚涨，而 2008 年由于地震又带来了巨大的水泥需求量，目前四川地区水泥市场处于供不应求的状态，水泥企业的毛利率处于较高的水平。我们认为未来随着大量水泥生产线的逐步投产，供需将回归于动态的平衡，水泥企业的毛利率将呈高位回落的趋势，这对公司的估值造成一定压力。但是由于灾后新建生产线的完全投产大部分需要等到 2010 年，所以 2009 年公司的毛利率应该可以维持在目前较高的水平，2009 年后才会有所回落。

假设资产注入能够在 2009 年完成，那么我们预测公司 2009、2010 年的每股收益分别为 0.51、0.61 元，以 4 月 10 日收盘价计算，2009、2010 年的动态市盈率为 18.8 倍和 15.7 倍，给与“增持”的评级，目标价 11.0 元。

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
嘉宝集团	600622	7.33	0.33	0.50	0.66
海星科技	600185	7.87	-0.26	0.60	0.86
江铃汽车	000550	14.98	0.91	0.75	0.82
锦州港	600190	6.73	0.16	0.12	-
福星股份	000926	7.66	0.60	0.69	0.79
丰华股份	600615	9.06	0.47	0.75	1.02
空中网	KONG.NASDAQ	6.11USD	0.081	0.96	1.36
金融街	000402	10.08	0.43	0.50	0.63
宗申动力	001696	12.69	0.58	0.74	0.98
天茂集团	000627	5.22	0.11	0.27	0.38

附录：全球金融市场表现一览(数据截止至 2009 年 4 月 16 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	8029.62	1.382	欧元兑美元	1.321145	-0.1157	1.8734	-17.1566
S&P500	852.06	1.255	美元兑日元	99.334	0.0322	-1.1633	2.5178
NASDAQ	1626.8	0.066	英镑兑美元	1.4985	-0.0890	6.5638	-24.0227
香港恒生指数	15669.62	0.574	美元兑港币	7.75015	0.0006	0.0232	0.5626
日经 225 指数	8742.96	-1.128	美元兑人民币	6.8325	-0.0044	0.0820	2.3344
富时 100 指数	3968.4	-0.516	12 月 RMB-NDF	6.7515	-0.0222	2.7253	-6.9762
H 股指数	9305.46	0.983	石油市场	价格(\$)	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
韩国 KOSPI 指数	1333.09	-0.711	纽约石油	49.7	0.91	4.96	-56.76
台湾综合指数	5875.19	-0.297	布伦特石油	52	1.23	17.22	-53.34
			迪拜石油	52.09	-0.33	20.33	-49.58
A 股市场	收盘	涨跌(%)	新加坡燃料油	302.5	2.89	26.3	-44.8
上证综合指数	2536.056	0.351	金属市场	价格(\$)	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
沪深 300 指数	2686.99	0.378	LME 铜	4819	2.554	31.308	-42.835
上证 180 指数	5958.56	0.260	LME 铝	1515	0.132	12.472	-49.483
			LME 锌	1520	5.556	24.285	-33.942
美国债券市场	收益率(%)	涨跌(Bp)	LME 锡	11350	2.948	8.095	-45.952
6 个月票据	0.325	0	LME 镍	12500	5.485	30.208	-56.740
2 年期国债	0.8507	0	LME 铅	1549	4.310	24.019	-45.458
5 年期国债	1.6971	-0.33	黄金	891.19	0.016	-3.462	-5.653
10 年期国债	2.7662	0.18	白银	12.7925	0.020	-1.025	-30.153
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	120.805	0.017	芝加哥小麦	517.5	0.388	-4.915	-47.542
企业债指数	133.93	0.168	芝加哥大豆	1040.5	0.531	14.215	-19.992
			芝加哥玉米	386.75	0.585	-1.213	-39.333
			纽约 2#棉花	48.33	2.568	12.841	-46.908
			纽约 11#糖	13.14	-0.830	2.019	-9.815
			其他	收盘	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
			波罗的海干散货	1534	2.82	-27.71	-80.72

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 4 月 16 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
机械及公用事业行业核心分析师
(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

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

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
zhou@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
zhaoxc@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 溱
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

季唯佳
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