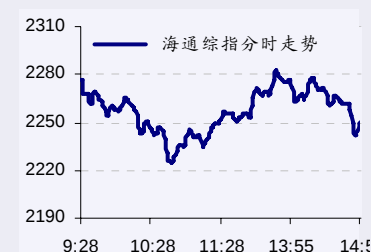


2009 年 4 月 20 日

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	-1.30	2.83	51.32
海通六成	-1.41	2.59	45.41
海通风格指数			
大盘 100	-1.19	1.89	41.04
小盘 200	-1.64	4.18	53.50
海通 G 股	-1.23	3.23	53.08
表现最好前五行业			
商业贸易	1.10	7.47	44.84
食品指数	0.85	4.55	34.05
传媒指数	0.49	5.63	42.77
非金属	0.01	10.25	73.43
房地产	-0.36	2.80	66.60
表现最差前五行业			
有色金属	-4.05	1.56	103.89
煤炭指数	-3.69	2.76	74.67
钢铁指数	-3.24	4.01	39.47
信息服务	-3.23	5.12	75.75
交通运输	-2.26	2.80	49.78

资料来源：海通证券研究所

宏观财经要闻

- 温家宝：政策着力点放在全面扩大国内需求上
- 拉特里奇：经济危机最坏时刻已经过去
- 戴相龙担心迅猛增长的中国银行业贷款难以为继

市场动态

- 股指已进入 IPO 重启步伐提速区间

行业公司

- 广百股份一季报点评：2009 一季度营业收入继续负增长，净利润增幅有限，维持“中性”
- 重庆百货 2009 年一季报点评：高可比基数下一季度仍旧实现正增长，维持增持，调高目标价至 23.10 元以上
- 东百集团 2008 年报及 2009 一季报点评：一季度收入增长停滞，净利润负增长，维持增持
- 武钢股份 2008 年报和 2009 年一季度报告点评
- 泸州老窖年报点评——采取平滑措施，力保 09 年业绩稳定
- 烟台氨纶年报点评

债券及衍生品

- 权证市场窄幅调整 行权概念股表现出色

近期重点研究报告

- 行业公司：国药股份_深度报告（买入，调高）.....周睿
- 行业公司：银星能源_调研报告.....詹文辉、张浩
- 行业公司：中国国航_年报点评.....马婴
- 行业公司：航运行业 1 季度报告_跟踪报告.....钮宇鸣、钱列飞
- 宏观经济：一季度经济运行数据点评_宏观快报.....陈勇

新近推荐买入个股一览

国药股份、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

白瑜

电话：021-23219430
Email：baiy@htsec.com

宏观财经要闻

● 温家宝：政策着力点放在全面扩大国内需求上

以“经济危机与亚洲：挑战与展望”为主题的博鳌亚洲论坛 2009 年年会在海南博鳌开幕。国务院总理温家宝在发表主旨演讲时介绍称，中国实施的一揽子计划已初见成效，形势比预料的好。“我们把政策的着力点放在全面扩大国内需求上，着力调整内需外需结构，加快形成内需为主和积极利用外需共同拉动经济增长的格局。”

点评：今年第一季度宏观经济数据已经公布，总体来看，中国宏观经济出现了一些好转迹象，对于未来一段时期内宏观政策，我们预计管理层将继续贯彻执行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面实施应对危机的一揽子计划。

● 拉特里奇：经济危机最坏时刻已经过去

美国总统前经济顾问拉特里奇在此间接受新华社记者专访时表示，经济危机最坏的时刻已经过去，世界经济已经进入了一个逐渐变好的阶段。“中国的经济危机已经度过了最艰难的阶段，而美国仍处于衰退的底部。全世界的资本市场正在以良好的态势恢复。”

点评：世界实体经济和薪酬水平目前还没有触底，但也已经接近底部，并有很大可能在今年年底开始恢复。从经济增速来看，中国将会比美国恢复得更迅速。中国的经济刺激计划本身几乎全部用于基础设施建设，在今后为经济增长带来更多的生产力。

● 戴相龙担心迅猛增长的中国银行业贷款难以为继

中国社会保障基金理事会理事长戴相龙十九日表示，迅猛增长的中国银行业贷款恐怕难以为继。外资减少、资本市场融资减少、企业利润减少，中国社会资本形成能力下降，难以支撑贷款超大量增长。

点评：银行贷款继续迅猛增长，将会带来不良贷款大量增长。因为贷款主要贷给了地方基础设施建设，借款方用土地出让受益做资本金、担保，将来的还款能力会打折扣。

[其他财经要闻]

- 1、周小川：希望经济复苏后 我们能够克服过去的毛病；
- 2、纽约大学鲁比尼：超主权储备货币 5-10 年后可行；
- 3、创业板将设单独发审委 督导期延长一年。

（宏观核心分析师 李明亮）

市场动态

● 股指已进入 IPO 重启步伐提速区间

信息：中国证监会本月 17 日就修改后的《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》(以下简称《发审委办法》)和《证券发行上市保荐业务管理办法》(以下简称《保荐办法》)向社会公开征求意见。

点评：我们认为，随着 A 股市场反弹幅度的提升，尤其是上证综合指数近阶段反弹至 2500 点整数关口上方之后，管理层重启 A 股新股 IPO 的步伐将会提速，预计创业板推出并实施的具体时间将会逐渐明朗化，且一旦市场做多情绪继续亢奋，甚至不排除大

盘股 IPO 也存在重启的可能性。

从市场运行趋势看,我们认为近阶段 A 股市场延续惯性反弹行情的可能性较大,但上证综合指数在 2500 点上方已存在较显著的估值“泡沫”;根据我们的测算,如果在本轮反弹行情过程中,上证综合指数最高反弹至 2800 点一带,则届时以后推两个季度的 EPS (08Q3-09Q2 四个连续季度计算)计算的 A 股市场加权 PE 值将会超过 30 倍。

我们认为,尽管上证综合指数 2500 点上方依然可能存在结构性机会,但鉴于市场估值“泡沫”将会日益明显,因此,在 IPO 可能重启,及今年 7 月份与 10 月份 A 股市场将迎来 2005 年股改以来的最大限售股解禁高峰的两个月份等因素,可能导致市场供求预期发生逆转的情形下,我们建议投资者警惕上证综合指数 2500 点上方的进一步反弹行情所隐藏的潜在风险。

(策略分析师 张冬云)

行业公司

● 广百股份一季报点评: 2009 年一季度营业收入继续负增长, 净利润增幅有限, 维持“中性”

广百股份今日(2009 年 4 月 18 日)披露一季报。公司 2009 年一季度实现营业总收入 9.46 亿元、归属于上市公司股东的净利润 5023 万元, 同比分别下降 2.02%和增长 3.33%。2009 年一季度实现每股收益 0.31 元, 每股经营性现金流为 0.41 元。

综合评论和投资建议。2009 年一季度营业收入的负增长和净利润同比增幅有限基本符合我们之前的预期, 主要原因是 2008 年一季报基数偏高的原因导致(2008 年 1 月份的雪灾等原因导致在广州过春节的人增多, 而导致当季度销售收入的基数都比较高), 同时也是广州地区百货行业环境相对较严峻的反映。估计公司 2009 年后面几个季度的业绩同比增幅会有所提升。

我们维持 2 月 28 日对公司年报点评中的业绩预测, 预计 2009-10 年 EPS (未考虑新开门店, 以及非经常性损益) 分别为 1.03 元和 1.22 元, 净利润增幅分别为 15.76%和 18.65%(此业绩预测相对比较乐观, 且未考虑 2009 年可能新增网点对净利润的影响)。公司目前股价(20090417 收盘价 22.97 元)对应的 2008-2010 年的 PE 分别为 25.9 倍、22.3 倍、和 18.8 倍, 我们认为其目前估值基本合理。我们维持“中性”投资评级, 维持 21.78 元六个月目标价。

公司 2009 年一季报损益表分析。(1) 2009 年一季报营业收入出现 2.02%的负增长, 但综合毛利率有所提升。(2) 2009 年一季度销售费用占营业收入的比重下降了 0.48 个百分点, 但管理费用占营业收入的比重上升了 0.95 个百分点, 管理费用相对上升公司解释为房产税和修理费支出增加。由于综合毛利率同比增幅较大, 公司 2009 年一季报利润总额和净利润仍旧实现了略有增长, 净利润率由 2008 年一季度的 5.16%上升到了 2009 年一季度的 5.45%。(3) 2009 年一季度投资收益有较大幅度下降, 主要是 2008 年四季度公司出让了广州家广超市的股权, 2009 年一季度不再对其的投资收益计入; 而且 2009 年一季度也不再由政府补贴收入, 因此营业外收入也同比下降; 三由于这两个科目的绝对值都不高, 因此对公司整体损益影响不大。(4) 2009 年一季度公司在网点拓展方面主要有两个较大的举措: 一个是 2009 年 2 月 20 日公司在广东省揭阳市签约租赁金城广场 1-4 层 2.5 万平米的商业物业用作百货门店经营, 年租金及管理费合计 1260 万元, 预计 2009 年下半年开业, 可能会给公司 2009 年全年带来数百万的亏损; 另外一个 2009 年 3 月 9 日, 公司公告拟向大股东定向增发购买其持有的广州新大新 99%的股权, 后者是广州市一家百货类公司, 预计这项定增购买资产短期对公司每股收益影响不大。

(5) 公司预告了 2009 年上半年业绩: 归属于母公司所有者的净利润同比下降幅度小于 30%, 主要原因是“公司加大促销力度应对市场变化, 以及相关费用增加”, 整体来看,

公司 2009 年经营压力还是比较大。

(批发与零售贸易行业分析师 路颖)

● **重庆百货 2009 年一季报点评：高可比基数下一季度仍旧实现正增长,维持增持，调高目标价至 23.10 元以上**

2009 年 4 月 18 日重庆百货披露 2009 年一季报。2009 年一季度公司实现营业总收入 21.59 亿元、归属于上市公司股东的净利润 6315 万元，同比分别增长 6.62%和 1.35%。实现每股收益 0.31 元，每股经营性现金流为 0.78 元。

公司 2008 年一季报净利润的贡献是 2008 年全年的近 40%，而且由于 2008 年一季度也是食品 CPI 等处于历史相对高点的阶段，因此我们在之前的报告中曾经提示超市业务占收入一定比重的公司 2009 年一季度净利润增长压力较大，甚至不排除略有负增长的可能。但从公司此次披露的 2009 年一季报看，公司营业收入仍旧实现了超过 6%的增长，净利润也略有增长，这一结果基本符合甚至略高于我们之前的预期。我们认为，2009 年下半年公司收入和净利润的增长速度可能会更可观。

我们维持对公司之前的判断，认为公司属于拥有“较为安全的估值水平和潜在的超额收益”的区域性商业龙头，维持对公司 2009-10 年 EPS 的预测，分别为 0.924 元和 1.062 元，同比增幅分别为 16.5%和 15%。目前公司 22.93 元的股价对应 2008-10 年的 PE 分别为 28.66、24.82 和 21.59 倍。如果考虑目前的重庆百货（不考虑未来新世纪百货的注入），并结合当前已经被抬高的 A 股市场和商业零售板块的估值，给予公司 2009 年 EPS 以 25 倍的 PE 是相对合理的，对应的股价是 23.10 元。我们因此调高了公司六个月目标价至 23.10 元以上。

而如果考虑到新世纪百货的注入（我们判断，公司前期被市场寄予厚望但之后因故延迟的资产注入并不是完全没有希望，但可能需要一定时间等待解决。因此，公司目前股价相对估值比较安全，并有可能带来超额收益的潜在可能）。我们仍维持“增持”的投资评级，并将密切关注公司资产注入进程。公司一季报中对此事项也做了一定披露：“目前，新世纪百货合资改制已完成，根据中国证监会的相关规定，新世纪百货需对一些历史遗留问题进行清理解决，时间比较长，审批程序比较多，因此目前尚未全部完成。商社集团和新世纪百货正在积极推动相关工作”。

(批发与零售贸易行业分析师 路颖)

● **东百集团 2008 年报及 2009 一季报点评：一季度收入增长停滞，净利润负增长，维持增持**

4 月 18 日东百集团披露 2008 年报和 2009 年一季报。2008 年公司实现营业收入 13.68 亿元，同比增长 22.31%；实现利润总额 1.21 亿元，同比增长 44.66%；实现归属于上市公司股东的净利润 9881 万元，同比增长 66.30%，扣除非经常性损益的净利润 9239 万元，同比增长 61.13%。2008 年公司全面摊薄每股收益为 0.374 元，净资产收益率为 17.96%，较去年同期的 12.96%上升了 5 个百分点；公司 08 年归属于上市公司股东的每股净资产为 2.083 元，而去年同期为 1.737 元。此外，公司每股经营性现金流在报告期为 0.689 元，较去年同期增长了 33.79%，是当期 EPS 的近两倍，属于商业零售板块的正常水平。公司 2008 年的分配预案是：每 10 股送 3 股红股，并派发现金红利 1.5 元（含税）。

2009 年一季度公司实现营业收入 4.04 亿，同比增长 2.4%；实现归属于母公司的净利润 3103 万元，同比下降 9.2%，实现每股收益 0.118 元，每股经营活动产生的现金流净额为 0.037 元。经营活动产生的现金流净额一季度同比下降幅度较大（47%），公司解释为报告期货款支付账期缩短所致。

简评及投资建议: 2009 年一季度继 2008 年四季度营业收入增幅下降之后继续走低, 增速仅为个位数, 反映了福州市百货行业面临的压力较大, 作为在福州市当地拥有较强优势的**区域百货龙头**, 东百集团也因区域经济相对较大的波动而表现出了经营面临的困难。2009 年一季度净利润的负增长则主要缘于销售费用比例的提高。

我们维持对公司 2009 年 EPS 以 0.546 的预测, 略调低 2010 年的盈利预测至 0.702 元 (预测均为考虑可能有新增门店), 这个显得有些乐观的业绩预测是建立在对公司已经实现了较充分的管理层股权激励计划后, 公司在费用控制、毛利率提升以及扩张和收购等方面潜力上的信心。当前股价相对于 2009 年 PE 为 22 倍, 维持“增持”投资评级, 六个月目标价 13.65 元。具体分析敬请参考我们今日推出的详细报告。

(批发与零售贸易行业分析师 路颖)

● 武钢股份 2008 年报和 2009 年一季度报告点评

武钢同时公布年报和一季度报告。2008 年公司每股收益 0.66 元, 略低于预期。净利润同比降低 20.48%, 在同板块中降幅明显较小。公司 2008 年存货跌价 16.32 亿元, 相当于 08 年三季度末存货的 11.68%, 从行业比较看, 计提比例较高, 2009 年原料成本压力较轻。公司 2008 年下半年冷轧产品与热轧产品毛利率差距比上半年明显扩大, 显示普通碳钢产品盈利能力急剧下降, 取向硅钢为公司盈利作出较大贡献。但由于公司取向硅钢在一季度受到进口的冲击而价格不断大幅下调, 因此严重影响了一季度业绩。公司 2009 年一季度收益 0.033 元, 低于预期, 显示公司取向硅钢盈利能力受到较大冲击。宝钢 2008 年取向硅钢产量 2.6 万吨, 2009 年预期在 5-6 万吨左右, 由于每年取向硅钢需求在 60 万吨左右, 因此除了进口, 宝钢 10% 的市场供给不容小视。简单预测, 今明两年武钢业绩分别为 0.31 元和 0.42 元。给予“谨慎增持”评级。

(钢铁行业分析师 刘彦奇)

● 泸州老窖年报点评----采取平滑措施, 力保 09 年业绩稳定

事件: 公司今日发布年报, 2008 年度实现营业收入 37.98 亿元, 同比增长 29.78%; 营业利润 16.76 亿元, 同比增长 57.74%, 归属于母公司股东的净利润 12.66 亿元, 同比增长 63.7%。实现每股收益 0.91 元, 并每 10 股派发 6.5 元的现金红利 (含税)。

点评: 4 季度业绩大幅下滑。08 年 4 季度, 公司实现营业收入 7.21 亿元, 营业利润 2.6 亿元, 归属母公司股东的净利润 1.81 亿元, 同比分别下降了 22.35%、38.9% 和 50.33%。4 季度业绩大幅下滑的原因主要在于两方面:

经济危机迫使 1573 控量报价。08 年 4 季度后, 受全球金融危机影响, 我国经济增速开始放缓, 居民的收入及对未来的信心持续下降。这造成白酒行业尤其是高端白酒的价格、销量等面临很大压力。随同整个行业, 1573 的销量自 4 季度开始面临较大压力, 定单下滑较大, 并且部分地区出现了窜货的现象。地域分布上, 在外向型经济比较发达的华东、华南市场下滑较大。因此公司为了维护终端价格的稳定, 不得不采取控量的措施, 年报中也提到“坚持国窖 1573 限产保质、量服从于价的原则”。我们预计 08 年全年 1573 系列表内销量为 2800 吨, 同比增长 20% 左右, 在下半年经济有所好转的预期下, 预计 09 年全年销量下降 5% 左右, 并且年内基本没有提价的可能性。

调节预收账款, 力保 09 年业绩稳定。公司 08 年末的预收账款为 7.09 亿元, 较 3 季报时的 3.22 亿元增长了 3.87 亿元。我们认为, 在当前高档白酒价量齐跌的经济环境下, 公司为了维护 09 年的业绩稳定而作出了此项平滑业绩的举措。如果假定年末的预收账款与 3 季度时持平, 将 3.87 亿元调回营业收入, 则 4 季度的营业收入为 11.08 亿元, 同比增长了 19.27%。同时, 在保持现有销售利润率的水平下, 4 季度归属母公司的净利润为 3.7 亿元, 同比增长 1.36%。

盈利预测与投资建议。我们预计公司 09-10 年的每股收益为 1.14 和 1.41 元，对应的 PE 为 20x 和 16.2x，继续维持“增持”评级。

（农林牧渔&食品行业分析师 丁频、郭世凯）

● 烟台氨纶年报点评

2009 年 4 月 18 日，烟台氨纶披露了 2008 年年报，公司 2008 年实现营业收入 14.18 亿元，同比减少 19.36%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.82 亿元，同比下降 56.14%；实现每股收益 1.66 元（全面摊薄 1.45 元）；拟向全体股东每 10 股分派现金红利 10 元，并转赠 3 股。

08 年公司业绩大幅下滑的主要原因是氨纶业务盈利能力骤降，氨纶产品平均销售价格下降了 31.2%，而主要原料 PTMEG、纯 MDI 采购均价仅分别下降了 6.6%、5.8%。2008 年底开始，PTMEG、纯 MDI 价格出现大幅的补跌，我们预计公司 2009 年氨纶产品的毛利率较 2008 年下半年将会有所回升。

芳纶业务成为公司 08 年业绩重要支撑，2008 年公司芳纶业务收入增加了 31%，毛利增加了 68%，收入占公司总和 28%，贡献了 48%的毛利。

2009 年一季度，间位芳纶开工率下降，我们下调公司盈利预测，我们预计未来两年公司每股收益分别为 1.45 元、1.98 元，2009 年 4 月 17 日烟台氨纶收于 37.81 元，市净率 3 倍，对应 09、10 年动态市盈率 26、19 倍，该估值水平在化纤行业中还是处于较低位置，维持其“增持”投资评级。

（化工小组 邓勇、曹小飞）

债券及衍生品

● 权证市场窄幅调整 行权概念股表现出色

上周，权证市场成交量明显放大，日均成交金额达到 207 亿元，分别同比增长 33%、45%，除江铜 CWB1 外，各品种成交量均有所上升，其中上汽 CWB1、中兴 ZXC1 和康美 CWB1 放量最为明显。从涨跌情况来看，正股方面康美、上汽和青啤大幅上涨，涨幅都在 10%以上，仅有江铜和国电下跌，而权证方面涨少跌多，涨跌幅都在 5%以内，远远落后于正股，显示市场正处于窄幅整理中，资金比较谨慎。

市场平均溢价率水平从 105%降至 95%，除江铜 CWB1、国电 CWB1 略有上升之外，其余品种溢价率均有明显下调，其中上汽 CWB1、康美 CWB1 和青啤 CWB1 下降最多。目前市场上溢价率最低的品种分别是阿胶 EJC1、江铜 CWB1、康美 CWB1，前两者都在 5%以下。市场平均杠杆水平为 2.1 倍，较前一周上升，仅有江铜 CWB1 的杠杆下降，青啤 CWB1、上汽 CWB1 和康美 CWB1 上升最为明显。目前杠杆倍数最高的品种为石化 CWB1、青啤 CWB1 和上汽 CWB1，都在 2.5-2.8 之间。

点评：正股市场在 2500 点附近遇到了明显的阻力，日内频频有跳水的迹象，不过最后都在大盘股的支撑下跌幅收窄。我们认为在个股经历大幅上涨后，投资者对于未来走势已经比较谨慎，除个别股票继续大幅拉升外，个股在盘中跳水也显示多头信心不足，获利盘压力较大。权证方面，受正股的影响，短期内仍然取决于正股市场走势，权证大幅下跌的可能性较小，盘中振荡的短线机会较多，最近接近到期的品种的正股均有较好的表现，如武钢、康美和青啤，可见市场认为公司会促进行权而让股票上涨至行权价，如果此逻辑成立，青啤、国安可能还会有机会。

（衍生品分析师 周健）

近期重点报告摘要

● 国药股份_深度报告（买入，调高）

（周睿 2009 年 4 月 18 日）

医药流通行业迎来发展新时代。新医改下，压抑的医疗需求被释放出来，药品市场面临扩容，医药流通行业是新医改的直接受益者。我们预计未来二年，医药流通行业收入规模的增长可维持在 20% 以上，2010 年将达到 6950 亿元，2020 年将达到 12078 亿元。而且在新医改背景下，行业集中度有望加速提升，政策导向以及企业自身发展的内在需求都有益于医药流通企业的强者恒强，龙头企业将获得更大的发展空间，医药流通行业有望从春秋走向到战国。国药股份是投资医药流通业的最佳选择。

国药股份批发、纯销业务优势明显。国药股份背靠中国最大的医药流通企业国药控股。医药批发业务优势明显，是多个品种的全国总经销，对上下游具有一定的话语权，渠道优势明显。纯销业务主要立足于北京地区，覆盖了中国最优质的医疗资源，与批发业务形成较好的协同效应。

公司是国内麻药经销的垄断者。中国麻药市场进入快速发展期，国药股份是麻药市场扩容的最大受益者。公司麻药业务上下游一体化，掌控的资源是其它竞争者无法比拟的，而且不排除公司还将进一步的加大对麻药资源的控制。

国药股份管理卓越。纵向比较来看，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率均逐年下降，从而导致期间费用率呈现出明显下降的趋势。横向比较来看，国药股份也是运营效率最高的医药流通企业。

盈利预测与投资建议。我们预计公司 2008 - 2010 年的 EPS 分别为 0.78 元、1.03 元和 1.33 元。如果考虑国控北京站注入，静态来看业绩可增厚 0.23 元。虽然公司具有一定的估值压力，但鉴于国药股份的行业地位和发展趋势，我们上调“买入”的投资评级。

主要不确定因素。国家再次大规模启动药品降价。公司外延式扩张的进展。

● 银星能源_调研报告

（詹文辉、张浩 2009 年 4 月 18 日）

事件：2009 年 4 月 13-14 日，我们实地调研了宁夏银星能源公司，现场参观了集团公司安装物理法多晶硅片的 330KW 光伏试验电场、上市公司风电整机组装厂、风电塔筒铸造厂、红寺堡风电场以及吴忠仪表车间，并与总经理任育杰先生、董事会秘书李军先生等进行座谈交流。

调节阀业务受金融危机影响订单下滑增长乏力。公司传统业务为吴忠仪表厂的调节阀业务，吴忠仪表是全国规模最大的自动调节阀生产企业，行业产品品种覆盖率为 85%，市场占有率达 30% 以上，石油化工领域是公司调节阀销售的主要下游行业。2008 年下半年受金融危机影响，国内不少石油化工新开工项目缓建和停建，影响了公司订单。2009 年一季度公司销售收入比 08 年有较大滑坡，从目前的情况看未来几个月的订单也不理想。预计 2009 年销售收入可能出现 10-15% 负增长，毛利率基本稳定在 35% 左右。

风机业务刚刚起步，盈利能力尚需观察。我们对公司风机短期的盈利能力稍有疑虑，由于公司风机产品定价参照市场价格（实际上集团公司的项目是采用市场招标的方式，东汽、金风的产品均有采购），我们预计公司 2009 年的风机销售价格将在 6000 元/千瓦（含税价）左右。按照公司 100 台的规模计算，2009 年风机收入可达 5 亿元左右，

但由于公司风机零部件进口比率较高且批量较小，短期盈利水平令我们稍有疑虑，要完成公司年初计划的 2300 万净利润目标应该存在较大难度。此外，公司制造风机塔筒的发电设备构件公司今年计划销售收入达到 1 亿元，目前公司现有塔筒产能 100 套，已在手订单 50 套，我们预计公司 2009 年可完成销售 80 套左右。我们预计国内公司的毛利率水平与塔筒行业的平均毛利率水平 10-15% 相当，可贡献净利润 200-300 万。

风力发电业务规模太小，投资规模暂时受限。公司拥有银仪风电 50% 股权，目前银仪风电有长山头和红寺堡两个风电场，其中长山头风电场的装机容量为 4.95 万千瓦，红寺堡一期 3.3 万千瓦已建成，剩余 1.65 万千瓦 09 年 6、7 月份建成，目前二期正在建设 4.95 万千瓦。建成后公司拥有这两个风场 50% 的权益装机为 7.425 万千瓦装机容量，上网电价均为 0.56 元。

集团公司注资暂无意愿。2008 年公司拟通过定向增发的方式将集团公司风电产业链注入上市公司，非常遗憾未获得证监会审批，使得银星能源的风电业务暂时还很单薄。目前集团公司风电产业虽然依然是良好的资源，但短期内集团公司暂无再次启动注入的意愿。

物理法提炼多晶硅业务尚无法判断技术风险。目前市场最为关注的是公司与集团公司合资组建的银星能源多晶硅公司，上市公司拥有 40% 股权，全权委托集团公司经营。银星多晶硅与众多上市公司所投资的多晶硅企业有所不同，是唯一一家投资物理法制造多晶硅的上市公司。本次调研我们难以取得集团公司就多晶硅方面的详细资料，对其技术发展的程度和量产速度、成本等目前不得而知，因此短期难以排除公司物理法研制多晶硅带来的技术风险。尽管我们也注意到，集团公司在太阳能产业方面有庞大的 1 万吨高纯硅和 2000 吨多晶硅投资计划在推进，但我们依然认为这一技术的突破需要时间的检验。倘若在物理法研制多晶硅方面取得突破性进展，那么银星能源无疑将成为多晶硅制造业的一批黑马。目前公司认为 2009 年多晶硅业务暂时不会给公司带来利润贡献。

业绩预测与投资建议。我们对 2009-2010 年公司的短期盈利做了较为乐观的预测，预计 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.15 和 0.22 元，目前公司的动态市盈率已达 85 倍。尽管我们认为公司地处宁夏，风力资源和硅矿资源丰富，电力集团的风电场资源和电力资源等均能够与上市公司结合成为风电和太阳能产业一体化，是不可多得的新能源产业一体化业务结构，并且公司物理法制造多晶硅技术也有可能带来突破性的业务增长，这些都是值得我们长期观察银星能源的看点，也是市场关注的焦点。但短期内我们认为大股东暂无再次注入风电资产的意愿，物理法制造多晶硅尚不能够排除技术风险，目前公司基本面对股价上行难以形成有效支撑，我们给予公司“中性”的投资评级。

● 中国国航_年报点评

（马婴 2009 年 4 月 18 日）

中国国航今日公布 2008 年年报及 2009 年一季报。2008 年公司亏损额略超我们预期，达 91.5 亿元，每股收益 -0.77 元。2009 年一季度公司业绩亦略低于预期，每股收益 0.08 元。截止 2009 年一季度末，中国国航每股净资产 1.75 元。

2008 年各项业务数据小幅下降，不过单位客公里收益小幅提升。

国际业务收入占略有提高。2008 年，中国国航实现营业收入 529.70 亿元，同比增长 7.03%。其中主营业务收入为 518.97 亿元，同比增长 6.40%，主要是因报告期内收购国货航 25% 股权，对其报表进行合并，若将上年同期数据予以调整，则主营业务收入同比减少 0.71%。从收入构成来看，由于加大国际航线投入，虽然遭遇国际金融危机及奥运安检升级等负面影响，中国国航 2008 年国际业务收入占比仍略有提高：由 2007 年的 38.36% 提高至 2008 年的 41.72%。具体来看，国内地区收入小幅下降 1.04%，增长最好的是欧洲及北美地区，收入增幅分别为 18.3% 和 22.53%，而港澳地区、日本及韩国地

区同比则出现下降，降幅分别为 9.44%和 8.24%。

2008 年巨亏的主要原因在于航油成本的大幅上升、燃油套保亏损以及投资损失。从成本费用来看，2008 年，公司各项成本费用合计 545.48 亿元，同比增加 85.23 亿元，增长 18.52%，如果 2007 年合并范围增加国货航，则各项成本费用同比增加 44.96 亿元，增长 8.98%。其中主要是因为燃油成本增加 54.13 亿元。从年报公布的数据来看，公允价值变动损失达 77.07 亿元，其中油料套期公允价值损失 74.72 亿元（略高于此前估计的 68 亿元），利率掉期公允价值损失 2.49 亿元，汇率套期公允价值收益 0.14 亿元；此外，投资损失达 11.52 亿元，主要是国泰航空亏损而确认的投资损失 11.88 亿元，另外油料套期已实现交割损失 4.48 亿元。

2009 年一季度成本下降高于收入下降，毛利率水平有所提高。从 2008 年一季度情况来看，营业收入减少了 15.08 亿元，同比下降 11.8%，由于航油成本同比减少 16.52 亿元，公司营业总成本较上年同期下降 10.15 亿元，其中（1）营业成本下降了 17.45 亿元，同比下降 15.7%；（2）营业费用、销售费用均小幅上升；（3）由于汇兑收益同比减少 7.41 亿元造成财务费用大幅上升。燃油套保业务对 2009 年一季度利润未构成太大影响：虽然公允价值变动损失转回 9.92 亿元，但已实现的交易性金融资产交割损失达 9.47 亿元。此外，营业外收入因民航建设基金返还和减免 6.55 亿元而大幅增加。

提高对 2009 年的业绩预测，维持“中性”的投资评级。由于航油成本大幅下降，2009 年一季度国内航空票价水平有所下降，因此虽然一季度旅客周转量增长 7.2%，但营业收入同比下降于 11.8%。公司出现“增量不增收”的局面，我们认为这一局面在二、三季度可能会有所缓解，但考虑到公司以往以国际航线较多，运力结构的调整必然会对收入增长及利润率的变化带来一定负面影响，而一季度利润中还包含有 6.55 亿元的民航建设基金返还和减免（包括 2008 年下半年及 2009 年一季度）。因此二、三季度单季盈利并不一定比一季度高很多。由于国内航线市场需求增长高于我们此前预期，提高对中国国航 2009 年的业绩预测由 0.12 元提高至 0.20 元，维持对中国国航“中性”的投资评级。

● 航运行业 1 季度报告_跟踪报告

（钮宇鸣、钱列飞 2009 年 4 月 18 日）

燃油成本大幅下跌。1 季度，国际原油价格下跌，WTI 原油价格季度均值环比下跌 26.89%，同比下跌 55.88%；新加坡燃料油 380 价格同比下跌 46.97%，季末收于 266.5 美元/吨。燃油成本下降，能缓解航运企业的成本压力。

国际干散货航运市场。受中国铁矿石进口攀升带动，2 月份 BDI 指数经历了一波较强的反弹，但由于得不到下游需求的持续支撑，BDI 最终收于季末的 1615 点，较季度高点下跌 683 点，跌幅达 29.72%。根据不同合约时间 FFA 期租均价数据，市场预期今年 3、4 季度干散货运价将上行，2010 年运价将与今年 4 季度水平保持基本稳定。

中国沿海散货航运市场。4 月 1 日 CCBFI（中国沿海散货运价指数）为 1175.82 点，较前一周上涨了 1.24%。其中粮食运价指数为 796.66 点，周环比上涨 5.35%；煤炭运价指数为 1287.03 点，周环比上涨 1.44%。1 季度秦皇岛港口煤炭库存降幅近 40%。截至 4 月 1 日，秦皇岛库存为 475 万吨，较最高点减少 312 万吨，库存天数为 7.7 天，较 2 月的 18.7 天减少 11 天，低于 9 天的合理水平，为 09 年以来的最低点。

国际原油航运市场。1 季度，BIDY（波罗的海原油综合运价指数）震荡走低，季末收于 540 点，较年初 849 点大幅下跌 309 点。WS 中东至日本航线季度收于 32.5 点，较 1 月 2 日减少 30 点，1 至 3 月均值分别为 56.75、46.05、39.20，呈逐月下降趋势。二季度是油轮运输淡季，我们判断市场将维持低位运行。

国际集装箱航运市场。受出口乏力的影响，CCFI 延续了去年下半年以来的跌势。1

季度末，CCFI（中国出口集装箱综合运价指数）收报于 827.87 点，月环比、周环比分别下跌 5.42% 和 0.88%。外国的主要经济体年内复苏的可能性很小，而根据 Clarkson 最新预测，今年集装箱船的供给将增长 13.1%。09 年，集装箱航运市场整体低迷的态势很难逆转。

运力分析。2009 年 1 季度，全球共新签订单 26 艘，1 至 3 月份分别为 9 艘、8 艘、9 艘，合计 133.15 万 DWT，创历史低点。其中散货船仅在 2 月份签了 2 艘新船订单，集装箱船自去年 11 月份以来已连续 5 个月没有新船订单。目前全球船舶在手订单共计 9535 艘，5.64 亿载重吨，航运市场未来面临较大的运力投放压力。

对二季度预测。干散货我们认为二季度 BDI 的走势最主要的影响因素是铁矿石价格谈判结果。如果“以量换价”成功，对国际干散货海运市场有正面刺激作用。对于国内沿海干散货运价指数，我们认为雨季的降雨量和国内外煤炭价格的价差是主要影响因素。我们仍不看好二季度国际原油运输行业。对于国际集装箱运输，4 月初多个班轮公司宣布亚欧航线和欧美航线涨价，但我们认为涨价仅仅是能够稳定收入，保障运力不至于出现恶性循环，至于执行的效果仍待观察，而业绩更是不能摆脱亏损。另外，集装箱航运市场的回暖，更重要的是取决于美国和欧洲的消费市场。

行业评级。我们很不看好航运行业公司一季报业绩，同时也认为行业拐点出现的观点为时过早，行业评级为“中性”。

● 一季度经济运行数据点评_宏观快报

（陈勇 2009 年 4 月 18 日）

国家统计局 16 日公布一季度经济运行数据。总的来说，一季度较去年四季度情况差，印证了我们此前的判断，我们也认为二季度经济将不再下滑。但我们提请投资者注意：经济最有可能的情况是短期内企稳，但目前的市场走势已经反映了一些乐观投资者关于“经济 V 型反转”的预期，实际上，即使再来几根阳线继续强化这种预期，从而带动指数进一步走高，但指望财富效应拉动经济 V 型反转也是不现实的。由信贷数据产生的流动性的预期很难再进一步强化，经济在低位 W 型波动和盈利的不确定性很有可能将股指调成 W 型。

即便按严格的定义，中国经济增长已经陷入衰退，指望经济从衰退马上走向复苏是不现实的。考虑到政策刺激的力度，我们对 2009 年的 GDP 表现并不十分悲观，我们预计二季度 GDP 将温和正增长，同比增长率将达 6.5-6.8%。

考虑到 2009 年空前的政策刺激力度，我们预计全年固定资产投资增速将达 26%，二季度增速将在 28% 左右，全年固定资产投资增速将先高后低，但波动较小。之所以预计认为投资增速将出现下降，是因为在份额较大的企业类型中，只有国有企业的投资增速大于全社会固定资产投资增速，但下降幅度不大，这是因为，国有企业投资和很多具有国有背景的有限责任公司的投资增长将处于高位，2009 年前 2 月，这两类企业投资占总投资的 58%。

不考虑春节错位因素，3 月份 8.3% 的同比增速在历史上也是较低水平。历史也告诉我们，工业增加值增速变化较为平缓，因此我们认为，当经济从去年四季度一个休克式冲击企稳以后，一季度工业增加值增速保持在一个合理的低位水平，预计二季度同比将超过 9%，四季度将达全年最高，全年增速将达 10% 左右。

社会消费品零售总额，无论是实际增速还是名义增速，都处于相对较高的位置，这表明内需依然相对比较强劲。但我们认为，经历一场大危机后，社会消费品零售总额名义增速还在 2004-2006 年经济快速增长时的水平，实际增速更高，这种状态难以持久。虽然社会保障建设在进一步加强，但其对消费的影响短期内不会很快表现出来。除非政

府再出台直接刺激内需的政策，我们认为社会消费品零售总额增速将缓慢下降，预计二季度同比增速下降至 14%，全年将在 11.1% 的水平。

CPI 和 PPI 继续负增长符合市场预期。大部分商品价格在经历一轮快速下跌后企稳，价格水平向下的空间不大，这在统计数据上表现为 CPI 和 PPI 环比下跌逐渐收窄。在终端需求难以走强的形势下，短期内价格水平上升也是不现实的。因此，影响二季度 CPI 表现的主要是翘尾因素。预计二季度 CPI 同比下降 0.9%，PPI 同比下降 5.1%。4 月份 CPI 继续扩大降幅至 -1.4%。由于货币供给因素的先导作用，CPI 将在三季度“转正”。

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
国药股份	600511	32.10	0.78	1.03	1.33
嘉宝集团	600622	8.10	0.33	0.50	0.66
海星科技	600185	8.42	-0.26	0.60	0.86
江铃汽车	000550	15.65	0.91	0.75	0.82
锦州港	600190	6.92	0.16	0.12	-
福星股份	000926	7.57	0.60	0.69	0.79
丰华股份	600615	9.41	0.47	0.75	1.02
空中网	KONG.NASDAQ	6.42USD	0.081	0.96	1.36
金融街	000402	9.93	0.43	0.50	0.63
宗申动力	001696	12.55	0.58	0.74	0.98

附录：全球金融市场表现一览(数据截止至 2009 年 4 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	8131.33	0.073	欧元兑美元	1.30265	-0.1380	-4.0900	-18.1341
S&P500	869.6	0.497	美元兑日元	99.31	-0.1611	-3.3821	3.9875
NASDAQ	1673.07	0.157	英镑兑美元	1.478795	-0.0645	2.2326	-25.3247
香港恒生指数	15601.27	0.117	美元兑港币	7.75025	-0.0019	0.0032	0.5593
日经 225 指数	8907.58	1.740	美元兑人民币	6.8326	0.0000	-0.0717	2.4500
富时 100 指数	4092.8	0.982	12 月 RMB-NDF	6.775	0.1033	1.3358	-6.1181
H 股指数	9052.18	-0.974	石油市场	价格(\$)	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
韩国 KOSPI 指数	1329	-0.578	纽约石油	50.25	-0.16	-1.59	-56.94
台湾综合指数	5755.38	-4.032	布伦特石油	52.36	0.87	11.81	-53.26
			迪拜石油	51.38	-1.36	16.83	-51.72
A 股市场	收盘	涨跌(%)	新加坡燃料油	299	-1.97	24.84	-45.93
上证综合指数	2503.935	-1.192	金属市场	价格(\$)	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
沪深 300 指数	2650.691	-1.355	LME 铜	4805	1.607	26.447	-44.193
上证 180 指数	5876.292	-1.282	LME 铝	1486	0.270	8.230	-51.438
			LME 锌	1557	4.008	26.073	-32.743
美国债券市场	收益率(%)	涨跌(Bp)	LME 锡	12250	6.061	20.098	-42.623
6 个月票据	0.3433	0	LME 镍	12825	3.012	26.980	-56.154
2 年期国债	0.9645	0.02	LME 铅	1555	3.391	15.271	-44.662
5 年期国债	1.8929	0	黄金	869.25	0.051	-8.711	-5.217
10 年期国债	2.9452	0.01	白银	11.865	-0.126	-13.709	-33.585
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	120.853	0.034	芝加哥小麦	523	0.000	-4.952	-43.944
企业债指数	133.82	0.034	芝加哥大豆	1059.75	0.833	11.318	-19.072
			芝加哥玉米	375.75	-0.133	-5.233	-40.827
			纽约 2#棉花	49.94	1.278	16.546	-43.417
			纽约 11#糖	13.19	2.726	0.610	-9.596
			其他	收盘	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
			波罗的海干散货	1682	4.86	-5.61	-79.50

信息披露

投资建议分布

上市公司投资建议分布（2009 年 4 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
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 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