

2009 年 4 月 30 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	3.13	0.52	48.03
海通六成	3.26	0.92	42.90
海通风格指数			
大盘 100	3.84	1.30	39.89
小盘 200	1.94	-0.19	48.34
海通 G 股	2.99	0.57	49.89
表现最好前五行业			
金融指数	5.19	2.00	43.60
汽车汽配	5.16	3.45	93.63
房地产	4.61	1.60	63.30
石油燃气	4.28	1.94	41.98
旅游服务	3.75	-2.27	61.02
表现最差前五行业			
医药健康	-1.32	3.42	34.74
通讯服务	1.14	5.47	33.99
食品指数	1.74	-1.77	30.36
农业指数	1.82	-5.90	26.77
有色金属	1.90	-1.89	86.19

资料来源：海通证券研究所

白瑜

 电话：021-23219430
 Email: baiy@htsec.com

宏观财经要闻

- 我国经济刺激计划中已安排 230 亿元节能减排和生态环保投资
- 央行：1 月份金融市场总体运行平稳
- 刘铁男：上海国际金融中心建设的“四个基本”

市场动态

- 金融股转强，大盘强劲反弹

行业公司

- 苏宁电器一季报点评：可比门店收入降幅超 10%，毛利率提升明显，维持增持，目标价 16.76 元
- 招行一季报点评——息差有望见底，但整合费用存在较大不确定性——维持“增持”
- 伊利股份 年报及 1 季报点评
- 中国联通（600050）公告 2009 年一季报：ARPU 继续下滑 财务费用减少 助推盈利
- 三一重工 2009 年 1 季度季报点评——1 季度业绩符合预期 中报业绩存在上调可能
- 中联重科 2009 年 1 季度季报点评——1 季度业绩符合预期 价值有所低估
- 对于“国务院决定调整固定资产投资项目资本金比例”事件的点评——基础设施建设项目资本金比例下降 对工程机械行业构成实质性利好
- 三花股份（002050）和盾安环境（002011）公告方体阀反倾销案件终裁结果：业务占比不大，对公司影响很小
- 力源液压（600765）公告年报及一季报：2008 年 EPS0.48 元，军品保持增长，民品受经济环境影响
- 中国远洋一季报点评：亏损大幅收窄
- 格力电器一季报点评：大浪淘沙，方显龙头本色
- 太钢不锈 2008 年和 2009 年一季度点评

债券及衍生品

- 本周转债市场跟随 A 股调整，板块风格出现分化，强股性品种风险释放充分，继续推荐以海马转债为代表的强股性品种

近期重点研究报告

- 行业公司：东软集团_季报点评(买入,调高)..... 陈美风
- 行业公司：南宁糖业_跟踪报告(增持,调高)..... 丁频
- 行业公司：小商品城_季报点评..... 路颖、潘鹤
- 行业公司：中国石化_季报点评..... 邓勇
- 行业公司：交通银行_季报点评..... 范坤祥

新近推荐买入个股一览

东软集团、大同煤业、报喜鸟、鲁泰 A、华光股份、上海机电、ST 绵高、格力电器、国药股份、嘉宝集团

宏观财经要闻

● 我国经济刺激计划中已安排 230 亿元节能减排和生态环保投资

据中国国家发展和改革委员会秘书长韩永文 29 日介绍,自去年 4 季度以来,中国政府在出台的两批经济刺激计划中新增中央投资 230 亿元用于节能减排、生态建设和环境保护项目,占中央新增总投资的 10%。这表明节能环保项目是中国保增长、扩内需的重要组成部分。

点评:在 2300 亿元新增投资中,安排节能减排、生态建设和环境保护投资 230 亿元,比重占到 10%。这个比例是不低的。从投资安排上可以看出,中央不仅注重拉动内需、稳定经济增长,更注重为经济的持续、协调发展打基础,包括高度重视节能减排、生态建设和环境保护。

● 央行: 1 月份金融市场总体运行平稳

中国人民银行 29 日发布的《3 月份金融市场运行情况》指出,2009 年 3 月份我国金融市场总体运行平稳。

点评:3 月份,我国银行间市场债券发行量增加;市场流动性总体充足,银行间市场同业拆借和债券回购量较上月均有不同程度增加,货币市场利率小幅下行并维持低位;现券交易量增加,银行间债券指数和交易所国债指数略有回升;3 月份,股票市场指数宽幅震荡并有所回升,成交量有所减少。

● 刘铁男: 上海国际金融中心建设的“四个基本”

国家发改委副主任刘铁男 29 日在国新办发布会上解读国务院《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业,建设国际金融中心和国际航运中心的意见》,并描绘了上海国际金融中心建设的“四个基本”框架。一是基本形成国际化程度和市场化程度较高的、多层次金融市场体系;二是基本形成具有较强国际竞争力的金融机构体系;三是基本形成门类齐全、结构合理的金融人力资源体系;四是基本形成符合发展需要和国际惯例的法律法规体系。

点评:不断拓展金融市场的广度和深度,形成比较发达的多功能、多层次的金融市场体系,是上海国际金融中心建设的核心任务。《意见》为上海开出了一长串金融产品和工具创新的菜单:包括各类债券品种和债券市场建设;研究探索并在条件成熟后推出以股指、汇率、利率、股票、债券、银行贷款等为基础的金融衍生产品;有序推出新的能源和金属类大宗产品期货;研究建立不同市场和层次间上市公司转板机制;适时启动符合条件的境外企业发行人民币股票及债券;积极发展再保险市场等。

[其他财经新闻]

- 1、上海国际航运中心:中国经济发展新机遇
- 2、一季度深圳票据融资同比增长 51.3%
- 3、国内现货金银继续收跌

(宏观分析师 汪辉)

市场动态

● 金融股转强，大盘强劲反弹

周三，上证指数平开后略有下探后就拾级而上，带动大盘强势反弹的力量来自于权重板块金融股，其中浦发银行、交行、兴业银行成为领涨先锋。

而昨日表现强势的生物医药股出现回调。

对市场的短线判断：

当前市场成交活跃，资金进出积极，成交量处于历史高位区域，这有利于较为频繁的短线波段机会。

资金制造的机会仍是围绕题材而进行，短线有爆发力，但每次持续时间会比较短，机会换手频率较快。

三、积极关注信息面的最新变化，如猪流感的进展情况及其对投资心理的影响、宏观数据的披露以及可能新的政策信号等。这些都是当前股市题材切换与变化的重要依据

（策略分析师 陈久红）

行业公司

● 苏宁电器一季报点评：可比门店收入降幅超 10%，毛利率提升明显，维持增持，目标价 16.76 元

苏宁电器今日（2009 年 4 月 30 日）披露的一季报。2009 年一季度公司实现营业总收入 126.58 亿元、归属于上市公司股东的净利润 4.75 亿元，同比分别增长 0.16% 和 10.21%，净利润增幅基本符合市场预期。实现每股收益 0.11 元，每股经营性现金流为 0.75 元，经营性现金流的大幅增长与公司较多采用银行承兑汇票支付供应商货款、期末存货下降有关。

业绩预测和投资建议。2009 年公司计划仍新开 200 家以上的门店，基于这个开店计划和我们 2009 年 5 月之后公司可比门店负增长态势有望得到改善的预期，我们维持对公司 2009-10 年 EPS 的预测分别为 0.609 和 0.702 元。我们的预测给予 2009-10 年销售收入以 13% 和 15% 的增长，而相对更乐观的净利润的增幅主要来自我们对公司提升毛利率能力上更乐观的预期。我们仍旧维持“增持”投资评级，认为公司的合理估值区间为 15.23-18.28 元（给予 2009 年 EPS 以 25-30 倍的 PE），调高公司六个月目标价至 16.76 元。

我们继续重申之前对公司的看法：认为苏宁电器持续增长能力和整合中国家电零售市场的能力已经得到了阶段性确认，接下来竞争对手国美遇到的问题可能对苏宁利润率提升和市场份额的扩大带来积极作用。此外，虽然中国房地产回暖有短期刚性需求的因素，但我们判断房地产成交面积已经在过去一段时间里面看到了阶段性的底部，对家电消费的负面影响不可能更恶化。尽管 2009 年一季度对于可选耐用消费品的家电消费而言可能仍旧意味着“寒冬”，但有能力过冬的企业仍属于值得长期持有的价值型品种。

一季报分析：

（1）公司 2008 年一季度收入基数相对较高，而 2009 年一季报整体营业收入能够实现略微的正增长仍反映出当季度家电零售行业相对较差的行业环境，正如我们在之前的跟踪报告中提到的，宏观经济波动、2-3 月份出现的缺货现象等（供应商因去库存等原

因生产计划相对保守)导致公司门店营业收入无法正常增长:公司一季报可比店面(2008年1月1日之前开设的店面)销售收入同比下降11.98%,这个阶段性的可比门店负增长主要是行业性原因,已经是苏宁电器到目前为止为差的一种情况了。

2009年1-3月公司新进入3个地级以上城市,新开连锁店27家(无新增购置门店)、调整置换连锁店20家。到2009年三月底,公司在全国181个地级以上城市拥有连锁店819家(去年同期的2008年一季度末门店总量为662家),其中旗舰店117家、中心店243家、社区店459家,连锁店面积352.52万平方米。从这个网点扩张速度看,公司与竞争对手收缩关店的战略差异很大,说明公司应对行业波动的能力较强。

(2)公司2009年一季度综合毛利率提高了2.33个百分点(2008年开始的差异化采购策略对毛利率的提升起到了积极作用)等,达到16.59%,而从历史数据看,一季度是一年内公司综合毛利率相对较低的一个季度(主要是家电零售类公司某类其他业务收入,因此整体来看,我们对公司2009-10年18%左右的综合毛利率的预测(比2008年提高0.83个百分点)应该还是有望实现的。

(3)2009年一季度公司管理费用和销售费用占收入的比重同比提高了2.17个百分点,这主要缘于可比门店收入的负增长,随着我们所预测的二季度之后公司可比门店负增长局面慢慢得到改善,公司两费占营业收入比重提高的局面有望得到改善。

(4)2009年一季度公司财务费用同比节约了近3000万(银行卡手续费率下降、供应商折扣增加等原因),而营业外收入也增加了1200多万(政府补贴等),这是归属于上市公司净利润同比增幅超过10%的重要原因。报告期内公司净利润率为3.83%,同比提升了0.32个百分点,我们预计公司净利润率相对于2008年仍旧有提升空间,公司预告2009年上半年归属于公司股东的净利润同比增长10-15%。

(批发与零售贸易行业首席分析师 路 颖)

● 招行一季报点评——息差有望见底,但整合费用存在较大不确定性——维持“增持”

招商银行4月30日发布2009年一季度报告。公司2009年一季度实现营业收入119.4亿元,归属于公司股东的净利润42.1亿元,同比增速分别为-13.0%和-33.4%。2009年一季度的EPS为0.29元,低于我们先前的预期。

息差大幅下降和经营费用增加带来净利润同比负增长。招商银行2009年一季度净利润同比负增长33.4%,主要原因在于息差的大幅下降和经营费用的增加,分别贡献了-49.9和-16.5个百分点;规模增长较快是对1季度贡献最为明显的正面因素,影响为29.7个百分点。

盈利资产1季度大幅增加,息差降幅略超预期。1季度招行盈利资产环比增长为14.7%,贷款环比增速则为13.9%,增速较快,同业资产和票据增加较多,对1季度息差产生了不利的影响。我们认为1季度息差可能就是全年低点,未来息差环比应该逐渐开始上升。原因主要有三点:一是1季度的基数较低;二是票据以及同业资产的比重已经达到历史高位,占比进一步提高的可能性不大;三是按照重定价的数据来看,后三个季度贷款和投资需要重定价的比重大幅度下降。预测息差走势主要的风险在于存款定期化。

永隆经营状况有所好转,商誉减值压力减小但整合费用不确定性仍较大。1季度永隆实现税后利润为港币2.38亿元,比上年同期增加港币3.2亿元,但1季报对于永隆的投资情况和减值情况则避而不谈。我们认为永隆的经营状况应当逐渐向平稳方向转变,加上2009年招行经营业绩压力较大,我们预计全年商誉减值计提金额应当不大,目前估计在7亿人民币上下。但整合方面带来的费用增加确实不容小视。

1季度不良贷款实现“量升率降”,拨备支出平滑业绩作用开始显现。1季度招行不

不良贷款出现量升率降，净新增不良贷款约 4.2 亿，年化的不良净形成率约 0.2%。拨备覆盖率较 2008 年末小幅下降了 4 个百分点，为过去 4 年中首次下降，拨备对于业绩的平滑作用开始显现。

盈利预测和估值建议。招行 1 季度业绩低于我们的预期，主要原因是息差降幅较大，公司在规模快速增长的同时，同业资产和票据大幅增加使得息差明显下降。我们预计 1 季度招行息差环比有望见底，因为基数原因，同业和票据继续增加的空间不大以及重定价影响今后会有减弱。费用支出依然较多，永隆经营状况的好转使得商誉减值压力减弱，但整合费用依然存在较大的不确定性。1 季度资产质量相对平稳，高拨备覆盖率开始体现出业绩缓冲的作用。但由于息差下降和费用增长的影响，2009 年招行净利润可能会面临小幅负增长的压力。目前估值水平相对合理，维持“增持”的投资评级。

（银行业分析师 范坤祥）

● 伊利股份 年报及 1 季报点评

事件：公司今日发布年报，2008 年公司实现营业收入 216.59 亿元，同比增长 11.87%；营业利润-20.5 亿元，归属母公司股东的净利润-16.87 亿元，同比大幅亏损。实现每股收益-0.23 元，且不进行利润分配。同时，公司今日还公布了 1 季度报告，2009 年第 1 季度公司实现营业收入 51.22 亿元，同比增长 7.9%；营业利润 1.35 亿元，同比增长 112.5%；归属母公司股东的净利润，同比增长 103.59%，实现每股收益 0.14 元。

点评：

4 季度业绩大幅亏损。4 季度公司实现归属母公司股东的净利润-15.78 亿元，占全年亏损的 93.54%。且同比的亏损幅度大幅增加。业绩大幅亏损的原因主要在于：1）由于“三聚氰胺”事件影响，公司产品销售发生很大困难，销量大幅下滑。同时还要对部分产品进行召回，进而冲销原先收入，从而造成公司在 4 季度的营业收入只有 25.49 亿元，同比下滑了 44.86%。2）“三聚氰胺”造成公司存货报废损失 88466.6 万元，计入管理费用，从而造成 4 季度的管理费用达到 10.57 亿元，在今天的股份支付费用小于去年的情况下，还同比增长了 105.7%，并且拉动全年的管理费用达到 19.15 亿元，同比增长 116.58%，费率达到 8.84%，同比增长 4.27 个百分点。3）三季报中公司对存货计提了 1.26 亿元的跌价准备，但计提仍不够充分，4 季报中对坏账和存货又计提了约 1.42 亿元，使得全年的资产减值损失为 2.96 亿元，其中坏账损失 0.35 亿元，存货跌价损失 2.38 亿元。

销售快速恢复及费用下降导致 1 季度业绩大幅增长。公司从“三聚氰胺”事件中快速恢复，1 季度收入实现了 7.9% 的增长，且毛利率达到 35%，同比大幅增长了 8.1 个百分点，主要是由于：1）原奶收购价格下降提升公司毛利水平。2）三鹿的退出为公司的婴幼儿奶粉业务留下了很大的市场空间，而高毛利的奶粉业务的快速增长带动了公司整体毛利水平的提高。与此同时，公司的股份支付费用于 08 年彻底结束，08 年的摊销额为 2.74 亿元，平均每季度为 6850 万元，此项支出的减少带动 1 季度公司的管理费用同比下降了 20.4%。

乳制品行业快速恢复已成现实。根据国家统计局的数据，2009 年 1-2 月乳制品行业实现销售收入 215 亿元，同比增长了 2.85%。1-3 月份的乳制品产量为 437 万吨，液体乳产量为 370 万吨，同比分别增长了 3.28% 和 3.08%。不断转好的行业数据以及伊利和光明一季报均实现扭亏为盈的事实表明，“三聚氰胺”后的乳制品行业恢复速度超出预期，也印证着年底将实现全面恢复的市场普遍观点。

盈利预测和投资建议。我们认为，虽然目前公司收入已经实现了同比增长，但“三聚氰胺”的余波犹在，因此对公司全年收入的增长速度不应期盼过高，而应更关注费用的控制，尤其是股份支付费用结束后的管理费用下降和资产减值损失的减少。同时，由

于公司是奥运赞助商，08 年的市场投入一直较高，之后为了消除“三聚氰胺”影响和宣传品牌，广告的大幅投入也一直不断，今年一季度的营业费用更是增长了 53.82%。因此今年若能对营业费用加以有效控制，全年的业绩将会更有保障。我们预计公司 09-10 年的 EPS 为 0.56 元和 0.71 元，维持“增持”评级。

风险因素。ST 处理、销售费用的控制力度。

(农林牧渔与食品行业分析师 丁频, 郭世凯)

● 中国联通 (600050) 公告 2009 年一季报: ARPU 继续下滑 财务费用减少助推盈利

事件: 中国联通今日公布 2009 年一季报。本次一季报不考虑今年 1 月份收购南方 21 省固网业务的影响, 亦并未披露 2008 年 1 季度的可比情况。公司 1Q09 实现营收 390.0 亿, 为 2008 年全年的 25.5%; 实现毛利 142.3 亿, 为 2008 年全年的 25.2%; 实现营业利润 45.1 亿, 为 2008 年全年的 83.4%; 实现归属于母公司净利润 11.70 亿, 同比去年一季报下滑约 3%, EPS 为 0.055 元。

点评:

中国联通今日公布 2009 年一季报。本次一季报不考虑今年 1 月份收购南方 21 省固网业务的影响, 亦并未披露 2008 年 1 季度的可比情况。公司 1Q09 实现营收 390.0 亿, 为 2008 年全年的 25.5%; 实现毛利 142.3 亿, 为 2008 年全年的 25.2%; 实现营业利润 45.1 亿, 为 2008 年全年的 83.4%; 实现归属于母公司净利润 11.70 亿, 同比去年一季报下滑约 3%, EPS 为 0.055 元。公司本期营收增长主要由 GSM 用户和宽带用户增长驱动, ARPU 值下降导致毛利率下滑, 最终导致净利并无增长。

表 1 中国联通利润表预测 (单位: 百万元)

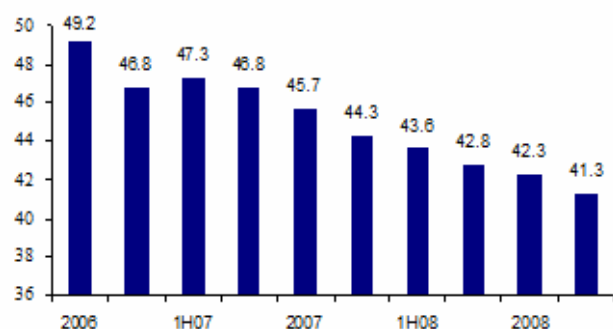
(百万人民币)	2007	2008	1Q2009	% of 2008	2009E	2010E
营业收入	154,045	152,764	38,999	25.5	161,814	168,679
GSM	63,513	66,788			69,585	75,889
固网	94,428	89,447			92,229	92,790
抵销	-3,896	-3,471				
营业成本	94,047	96,191	24,770	25.8	104,147	107,601
毛利	59,998	56,574	14,229	25.2	57,668	61,078
毛利率 (%)	38.9	37.0	36.5		35.6	36.2
营业税金及附加	4,191	4,164	1,078	25.9	4,400	4,575
销售费用	16,728	17,079	4,648	27.2	18,038	18,622
管理费用	11,548	12,558	3,175	25.3	13,733	14,399
财务费用	2,999	2,169	150	6.9	600	600
资产减值损失	2,211	15,191	666	4.4	2,369	2,505
公允价值变动收益	-569	-	-	#DIV/0!	-	-
投资收益	-	-	-	#DIV/0!	-	-
营业利润	21,752	5,413	4,513	83.4	18,528	20,377
营业外收入	5,089	2,317	76	3.3	2,300	2,300
营业外支出	264	247	13	5.4	247	247
利润总额	26,576	7,482	4,575	61.1	20,581	22,430
所得税	7,227	1,702	1,089	64.0	4,939	5,383
持续经营业务净利润	19,349	5,780	3,486	60.3	15,642	17,047
终止经营业务净利润	1,263	27,947	-	-		
净利润	20,612	33,728	3,486	10.3	15,642	17,047

少数股东权益	11,185	13,986	2,317	16.6	10,402	11,336
归属母公司所有者净利润	9,426	19,741	1,170	5.9	5,240	5,711
EPS (元)	0.445	0.931	0.055		0.247	0.269

资料来源：公司公告、海通证券研究所预测

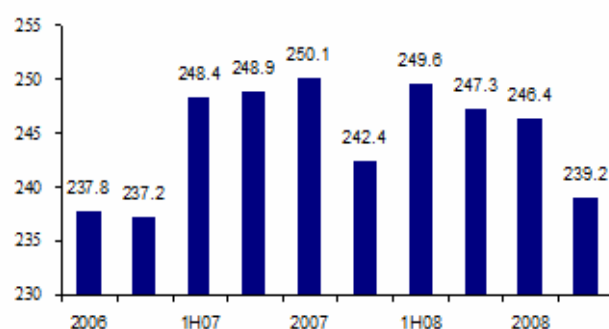
用户数上升被 ARPU 持续下滑所抵销。公司本期营收为 390 亿，不包括今年 1 月收购的南方 21 省固网业务，且未披露可比去年同期数。公司本期营收占 2008 年全年营收占比为 25.5%。细分来看：公司本期移动电话服务费收入为 171.5 亿，为去年全年的 26.0%，与去年一季度 166.0 亿的 GSM 服务收入相比增长约 3.3%。截至本期末，公司 GSM 用户数为 1.38 亿户，同比增长 10.8%，但竞争带来的资费降低使 GSM 业务 ARPU 值同比下滑约 6.8%，最终导致 GSM 服务营收增长缓慢。我们预计公司今年底 GSM 用户同比增约 12%，而今年全年 ARPU 值下降约 6.8%，意味着 GSM 业务营收增长约 4.4%；公司本期固网业务服务收入为 212 亿，为 2008 年全年的 25.2%，其中宽带业务为 59.4 亿，为去年全年的 31.8%。考虑南方 21 省固网业务等的收购，公司截至本期末的本地电话和宽带用户数同比分别 0.1% 和 50.6%，我们由此估计不考虑该业务收购公司本期末的本地电话用户数同比下滑约 10%，而宽带用户数则同比上升约 30%。宽带用户数的强劲增长可以缓解本地电话用户数下滑给固网收入带来的压力，但本期公司宽带 ARPU 为 61.2 元，比 2008 年全年下降约 6%，导致公司固网业务营收仍面临较大向下的压力。考虑南方 21 省固网业务的收购，我们预计公司今年底本地电话用户数和本地电话 ARPU 值同比分别下滑约 1% 和 3%，而宽带用户数同比增长 50%，宽带 ARPU 同比下滑约 6%，由此预计公司今年固网业务收入今年同比增长约 7%。

图 1 联通G网ARPU值（元）



资料来源：全国移动通信材料与器件行业协会

图 2 联通G网MOU值（元）



资料来源：全国移动通信材料与器件行业协会

毛利率仍有下行压力。公司本期综合毛利率为 36.5%，相对于 2008 年全年下降约 0.5 个百分点。我们估计毛利率下滑的主要原因是 ARPU 值下降明显以及用户数整体来看增速不高导致营收增长缓慢，而资本开支大幅增长和人员扩张使得成本增速较高。我们认为在公司 WCDMA 网产生规模收入之前，公司毛利率仍将有持续下降的压力。

费用率呈上升趋势。公司本期销售费用率相比 2008 年全年上升约 0.7 个百分点，而管理费用率则与 2008 年全年基本持平。我们认为在中移动和中电信的竞争压力之下，公司销售费用率下降的可能性不大，而管理费用率因营收增长缓慢亦不太可能会明显下降。

财务费用减少助推盈利。公司本期财务费用为 1.5 亿，仅为 2008 年全年的 7%，主要原因是本期公司偿还了约 40 亿的短期借款，同时借款利率亦有下调。

3G 投资尚未导致折旧和摊销明显增加。公司本期折旧和摊销为 117.9 亿，为去年全年的 24.5%，可见 3G 投资尚未带来折旧和摊销的急剧增加。我们估计二季度开始，公司 3G 相关的设备将大批进入运营，折旧和摊销费用可能会从 Q2 开始明显增加。

维持“增持”评级。考虑南方 21 省固网业务收购，我们预测公司 2009~2010 年 EPS 分别至 0.25 元和 0.27 元（原来分别是 0.25 元和 0.26 元）。尽管一季报并未释放明显的积极信号，我们认为公司 W 网放号的临近和市场浓郁的炒作气氛使其短期仍有交易性机会，尽管长期的业绩增长仍有待于观察。我们维持“增持”的投资评级，并认为公司股价的催化剂在于 W 网放号和后期 W 网在新增 3G 用户市场份额中的可能上升。

主要不确定性。白热化的竞争可能会使 G 网用户增速下滑；W 网对用户的吸引力仍有待观察。

（计算机与通信行业首席分析师陈美凤）

● 三一重工 2009 年 1 季度季报点评——1 季度业绩符合预期 中报业绩存在上调可能

公司今日公告 2009 年 1 季度季报，2009 年 1 季度公司营业收入和净利润分别为 28.47 亿元和 2.36 亿元，同比增长 5.10% 和实现扭亏，每股收益为 0.16 元，基本符合预期。每股经营性现金流为 -0.35 元，现金流紧张。1 季度公司毛利率为 30.59%，同比下降了 1.62 个百分点，主要因为规模效应递减，混凝土设备产品市场需求仍处于低迷状态。

公司 1 季度为储备钢材而增加了预付账款，且采购量增加而增加了 129.70% 的应付票据，人民币升值导致公司汇兑收益增加较多。

2008 年公司启动三一重工的挖掘机资产，并有 2009-2011 年的业绩承诺，净利润不低于 3.8 亿元、4.5 亿元和 5 亿元，目前该收购项目尚在证监会审核阶段。预计公司 2009-2010 年每股收益为 0.83 元和 1.28 元，2009 年动态 P/E 为 19.28 元，三一重工收购完成公司的业绩 2009 年上半年存在上调的可能，给予公司“增持”的投资评级。

不确定因素：出口市场的复苏，三一重工的并表事件，混凝土设备业务何时复苏。

（海通证券研究所 机械行业首席分析师 叶志刚）

● 中联重科 2009 年 1 季度季报点评——1 季度业绩符合预期 价值有所低估

公司今日公告 2009 年 1 季度季报，2009 年 1 季度公司营业收入和净利润分别为 35.17 亿元和 3.00 亿元，同比增长 38.65% 和 -17.72%，每股收益为 0.20 元，基本符合预期。公司经营性现金流有所好转，每股经营性现金流 2009 年 1 季度季末为 -0.42 元，同比增长 5.41%。

2009 年 1 季度公司起重机销售收入超过 12 亿元，同比增长 25% 以上，混凝土设备销售收入降低了 20% 左右。相比 2008 年 1 季度公司并表了意大利 CIFA 公司 60%、常德信诚液压公司 75% 股权，新黄工、华泰重工等公司，增加销售收入 8 亿元左右。实际上公司主业销售收入增长了 7% 左右。

公司 2009 年 1 季度毛利率为 25.16%，同比下降了 7 个百分点，但是环比增长了 0.73 个百分点，表明公司 1 季度盈利情况正在好转。合并收购企业报表和带息负债增加导致公司三费比例提高。

公司 2009、2010 年每股收益为 1.37 元和 1.72 元，2009 年动态 P/E 为 14.87 元，价值有所低估，给予增持的投资评级。

（海通证券研究所 机械行业首席分析师 叶志刚）

● 对于“国务院决定调整固定资产投资项目资本金比例”事件的点评——基础设施建设项目资本金比例下降 对工程机械行业构成实质性利好

为应对国际金融危机，调动社会和企业的投资积极性，扩大投资需求，调整和优化投资结构，中国国务院常务会议今天决定，对现行固定资产投资项目资本金比例进行调整。会议决定，降低城市轨道交通、煤炭、机场、港口、沿海及内河航运、铁路、公路、商品住房、邮政、信息产业、钾肥等项目资本金比例，同时适当提高属于“两高一资”的电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷项目以及电解铝、玉米(1669,5.00,0.30%)深加工项目的资本金比例。会议要求，金融机构要认真评估项目，在提供信贷支持和服务的同时，切实防范金融风险。

固定资产投资项资本金比例，指固定资产投资项目资本金占总投资的比例，根据国家规定，投资项目必须首先落实资本金才能进行建设，可以说，降低资本金比例就是降低了融资门槛。该指标根据不同行业和经济项目的经济效益等因素确定。最近的一次固定资产投资项目资本金比例调整还是在 2007 年；目前，钢铁项目资本金比例在 40%及以上，房地产 35%及以上，其他一般掌握在 30%(及以上)左右。

该决定的出台体现了有保有压结构的调整思路，即在为扩大内需启动大型基础设施建设时，大的行业的投资方面，有些行业继续保，保持继续扩张的态势，有些行业需要进行压缩。

可以看出，此次会议决定降低资本金比例的行业大都是与基础设施建设相关的行业，属于 4 万亿投资重点设计的行业，其投资额直接影响工程机械行业的发展。降低资本金比例有利于上述基础设施建设工程项目的立项和启动，可有效拉动工程机械行业的市场需求，属于利好政策。

由于降低比例尚不确定，所以无法定量分析该决定对工程机械行业收入和利润的具体贡献值。

2009 年 2 季度工程机械行业进入销售旺季，4 万亿投资项目将集中开工，拉动对工程机械行业的市场需求，我们预计工程机械行业整体将保持 5 - 15%的同比增长和环比正增长。

当前工程机械行业 2009 年 1 季度季报基本上都已经公告了，除柳工、三一重工外，大部分公司业绩都低于市场预期，目前行业 2009 年动态 P/E 平均估值 18 倍左右，基本估值合理。建议重点关注徐工科技、山推股份、中联重科和三一重工。

(海通证券研究所 机械行业首席分析师 叶志刚)

● 三花股份(002050)和盾安环境(002011)公告方体阀反倾销案件终裁结果：业务占比不大，对公司影响很小

三花股份和盾安环境分别公告出口美国方体阀反倾销案件终裁结果，美国国际贸易委员会终裁决定认为中国输美阀门对国内产业造成实质性损害，规定美国进口商自 2008 年 10 月 22 日起进口的盾安环境的方体阀产品，按 12.95%的倾销幅度向美国海关缴纳反倾销税；对 2009 年 4 月 28 日起进口三花股份的方体阀产品，按 28.44%的倾销税率向美国海关预缴相应保证金。

点评：

三花股份 2008 年全年输美方体阀产品销售收入约 1052 万美元，占公司营业收入 3%，盾安环境方体阀出口额约占营业收入的 2.5%，反倾销的终裁结果必然对两公司的方体阀出口造成影响，但两家公司的方体阀产品占公司收入比例都不大，对公司的业绩影响很小。我们维持对三花股份和盾安环境的“中性”评级。

(机械行业核心分析师 龙华、机械行业助理分析师 舒灏)

● **力源液压（600765）公告年报及一季报：2008 年 EPS0.48 元，军品保持增长，民品受经济环境影响**

公司今日公告 2008 年年报及 2009 年一季报，2008 年公司营业收入 18.08 亿，同比增长 26.76%，归属于上市公司股东的净利润为 1.91 亿，同比上升 47.77%，每股收益 0.48 元，同比上升 0.16 元。2009 年一季度公司收入 3.97 亿元，同比增长 14%，归属于上市公司股东的净利润 2572.38 万元，同比下降 30.92%，每股收益 0.05 元，公司一季度实施了定向增发，股本规模发生了变化，若都按最新股本计算，则每股收益同比去年下降 0.02 元。

点评：

收购公司导致 2008 年收入增发，民品业务受经济环境影响：公司于 2008 年先后收购了马山永红、江苏金河、燃机公司的 100% 股权，使公司合并报表收入增长较快。而民品业务从 2008 年下半年开始受经济环境影响，增速放缓，从而导致了 2009 年一季度业绩的下滑。

具体来说，锻件业务主要用于航空航天，基本不受经济环境制约，保持了较快的增速，2008 年收入增速达 28.8%；液压产品有较大比例用于工程机械，受经济环境影响较大，2008 年虽维持增长，2009 年一季度收入出现下降；散热器的军用比例也较小，大多用在工程机械，风电设备等，且出口占比较大，需求也出现一定下滑，若剔除 2008 年收购马山永红的影响，公司原有的贵州永红的收入和利润分别下降 1.55% 和 34.61%；燃气轮机主要用于天然气、钢铁等民用领域，受经济影响较大，若剔除 2008 年收购燃气公司的影响，公司原有的中航世新公司 2008 年收入同比下降 31.02%。

毛利率下滑：2008 年，受原材料涨价、民用产品需求下降及并购导致民品占比增加的影响，公司毛利率有所下滑，各种产品的毛利率均出现了下降。2009 年一季度毛利率 23.13%，又低于 2008 年的 25.41%，一季度公司营业收入同比增加 14%，而营业成本则增加 30%，我们估计这可能是因为民品的需求下降，导致了公司的销售压力加大，从而使毛利率下降，同时原材料价格的上涨也导致了毛利率的下降。

风电业务是公司利润增长的一大亮点：公司通过收购燃机动力，间接取得惠滕风电 20% 的股权，惠滕风电是国内最大的风电叶片制造企业，近年来发展迅速，将为公司贡献稳定的投资收益。此外，中航集团掌握着惠滕风电另外 55% 的股份，今后存在集团将这一部分股权注入力源液压的可能。

公司存在进一步重组的预期：力源液压作为中航集团的重机资本平台，大股东承诺将进一步将中航集团内与力源液压相同或相近的资产注入到公司。随着中航集团成立，公司将获得进一步重组的机会。

盈利预测与估值：公司 2009 年一季度刚刚完成了定向增发，募集资金将投入到技术改进等多个项目中，有利于提高公司的长期竞争力，公司的锻件产品主要用于航空航天，未来需求将保持稳定，液压件和散热器产品在国内具有技术优势，但短期需求受经济环境的影响，我们预测公司 2009 年到 2011 年的每股收益分别为 0.26 元、0.33 元、0.42 元，4 月 29 日公司收盘价为 16.93 元，对应的市盈率分别为 65.1 倍、51.3 倍、40.3 倍，考虑到公司今后的重组预期，及新能源业务给公司带来的成长空间，我们给予“增持”评级。

（机械行业核心分析师 龙华、机械行业助理分析师 舒灏）

● **中国远洋一季报点评：亏损大幅收窄**

公司第一季度每股收益亏损 0.33 元，比去年第四季度的亏损 0.87 元，亏损幅度大幅收窄。今年一季度公司营业收入 107 亿元，比去年同期下降 63.8%。由于第一季度 BDI

指数明显反弹，公司一季报中公允价值变动金额为 11 亿元，上年同期为-4543 万元，增加 11.5 亿元。干散货公司持有的远期运费协议（FFA）在本期交割部分因结算损失结转至投资收益影响金额为 10.5 亿元，期末持有远期运费协议（FFA）公允价值变动收益为 5079 万元。

我们认为，中国远洋的业绩相对于 BDI 指数在第一季度的反弹有所滞后。我们认为公司第二季度有机会扭亏。我们给予公司“增持”评级。

（交通运输行业分析师 钮宇鸣）

● 格力电器一季报点评：大浪淘沙，方显龙头本色

一季报主要内容。公司今日发布 2009 年一季报。报告期内公司实现营业收入 90.69 亿元，实现利润总额 6.78 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 5.54 亿元，对应每股收益 0.44 元。收入、利润总额及净利润分别比上年同期增长-15.97%、24.19%、25.07%。

另外，公司及子公司珠海格力电工有限公司、珠海凌达压缩机有限公司被认定为 2008 年第二批高新技术企业。根据相关规定，上述企业 2008 年、2009 年、2010 年连续三年享受国家关于高新技术企业的相关优惠政策，按 15% 的税率征收企业所得税。

点评：

根据产业在线的数据，09 年 1-3 月空调行业整体销量同比下滑 24%，其中内销同比下降 17%，出口同比下降 28%。受行业景气度不佳，整体销售价格同比下降，且去年同期基数较高的影响，公司一季度营业总收入同比下滑 15.97%，明显好于行业整体水平，显示出了公司作为行业龙头的雄厚实力。

我们对比了格力、美的最近几个季度的营业收入增速情况，发现两家公司最近两个季度收入增速的差异很大，且前后两个季度优势互现。08 年 4 季度美的收入增速高达 24.94%，而格力却同比下滑了 18.75%，08 年 4 季度美的的营收表现明显好于格力；但到了 09 年 1 季度，美的收入增速大幅回落，同比下降 29.44%，远低于格力-16.15% 的收入增速，一季度格力的表现远胜于美的。但从终端反馈的情况看来两家公司空调产品的销售情况并不如报表显示的这般差异巨大。我们认为，增速波幅如此之大，且两家公司领先优势互现的原因可能是渠道消化库存的行动在时间上存在差异：格力在去年四季度便着力减少渠道库存，而美的渠道去库存化的影响主要体现在一季度。

大浪淘沙，方显龙头本色。从已公布的年报及一季报的情况看来，格力电器在空调行业的领先优势明显。营业收入增速远高于行业及主要竞争对手，一季度毛利率环比提升 0.15 个百分点至 24.12%，费用率控制得当，净利润同比增长 25.07%，净利润增速远高于收入增速。虽然 09 年空调行业景气度不佳，我们仍然坚定地看好公司长期的发展能力。我们维持公司 09、10 年 1.96、2.48 元的盈利预测，公司昨日收盘价为 29.40 元，对应 09、10 年 15、12 倍市盈率，维持“买入”评级。

（家电行业 邱春城、陈子仪）

● 太钢不锈 2008 年和 2009 年一季度点评

公司 2008 年每股收益 0.23 元，与此前预告一致，2009 年一季度每股收益-0.13 元，符合预期。公司计提存货跌价准备 11.5 亿元，占 2008 年三季度末存货的 6.3%，计提比例属于中低。公司不锈钢产量同比略降，毛利率降幅较大，大 4.8 个百分点。由于投资力度加大，公司 2008 年财务费用 17.3 亿元，同比增长 50%。公司所得税同比大降 112%，主要是母公司获得高新技术企业，以 15% 缴纳所得税，其次，国产设备抵免所得税 3.2 亿元，如果扣除税收因素，08 年业绩为 0.16 元。08 年公司每股经营现金流 35 亿，同比增 32%，一季度 2.1 亿，降 4.3%。公司目前负债率 67%。目前公司订单有所回升，

虽然有部分产品仍能盈利,但比例较小,利润压力仍大,从目前情况看,二季度行业普碳钢仍难盈利,但公司不锈钢将有所好转。我们预测公司 2009-2010 年每股收益为 0.12 元和 0.25 元。给予谨慎“增持”评级。

(钢铁行业分析师 刘彦奇)

债券及衍生品

- 本周转债市场跟随 A 股调整,板块风格出现分化,强股性品种风险释放充分,继续推荐以海马转债为代表的强股性品种

本周转债市场跟随正股下跌,整体下跌 3.8%,对应正股下跌 7.45%,转债整体理论溢价率水平从上周的 6.8%回落到 5.9%,回落原因主要是山鹰纸业修正转股价造成的山鹰转债溢价率下降 10%左右。从板块分析,本周强债性品种下跌 1.9%,强股性品种下跌 5.22%,在市场调整阶段强股性品种未能表现出良好的抗跌性,但我们认为这并非理性现象,事实上,目前两类板块的理论溢价率水平正呈现分化,强债性品种平均溢价 14%,强股性品种则平均溢价仅 0.91%,其品种价格在套利机会边缘游走。从行业来看,本周表现最强势的是柳工转债和恒源转债,仅下跌 0.36%和 0.69%,主要受益于正股的强势,钢铁行业和纺织行业跌幅最大,其中金鹰股份下跌 13%远远超过纺织行业-4.74%的跌幅,表现较差的主要原因是年报业绩较同行业其他公司有较大差距,但一季度业绩显示回升迹象显著。

上周我们推荐的海马转债下跌-6.5%,跌幅大于市场,我们认为目前该品种已处在明显低估阶段,以前日收盘价计算的转债对正股已现 0.7%的套利空间,我们认为伴随着市场的走稳,海马正股还有一定上涨空间,依旧维持海马的推荐评级。

目前市场强股性和强债性品种的溢价率差异反映强股性品种的调整幅度已经相当充分,未来若市场回到上升通道,则强股性品种的跟随效应将相当明显,继续推荐强股性品种。另外可适当参与赤化、恒源的套利机会,目前套利空间分别为 0.49%、0.86%。

(债券小组 丁鲁明)

近期重点报告摘要

- 东软集团_季报点评(买入,调高)

(陈美凤 2009 年 4 月 29 日)

东软集团今日公布 2009 年一季报。公司 1Q09 实现营收 7.80 亿,同比增 3.1%;实现毛利 2.84 亿,同比增 15.1%;实现营业利润 6543 万,同比增 15.0%;实现归属于母公司净利润 6560 万,同比增 25.2%,EPS 为 0.07 元;扣除非经常性损益后的净利润为 4923 万,同比下降 5.5%,EPS 为 0.05 元。我们估计公司本期国内软件业务与软件外包业务均稳定增长,毛利率提升和费用控制使净利增速远高于营收增速。

外包业务能见度提高,估计国内软件业务平稳增长。公司本期营收同比增约 3%,我们估计国内软件业务和软件外包业务均有平稳增长,而医疗设备业务营收同比基本持平。本期公司软件外包业务营收增速估计为个位数,与 08 年全年相比增速明显下降,主要原因是部分客户受经济危机影响程度大,且对于通过裁员和扩大业务外包比例来实现成本削减不够坚决。值得庆幸的是,公司与客户的频繁沟通释放出公司软件外包业务到达谷底的信号,部分客户的订单放大可能会给公司软件外包业务带来惊喜,我们谨慎乐观估计公司 2009 年以美元计软件外包收入同比增 20%。我们估计公司本期国内软件与系统集成业务营收有近 10%的成长,考虑到软件比例的提高,公司国内纯软件销售应有更高的增速。由于 3G、电力和地铁投资以及国家对医改的大投入均为公司国内软件与系

系统集成业务带来大额订单储备或者快速成长的机遇,我们认为公司 2009 年全年国内软件与系统集成业务营收应有超过 20% 的增长。我们估计公司本期数字医疗设备业务同比持平。全年来看,我们相信新产品的推出、海外市场的拓展以及国内加大医改投入可驱动公司 2009 年全年数字医疗设备业务营收的快速增长,预计增速将接近 20%。

国内软件比例继续提高推高毛利率。公司本期综合毛利率为 36.4%,同比上升约 3.8 个百分点,使毛利同比增速达到 15%,明显高于营收增速。我们认为公司本期毛利率显著提升的主要原因是国内纯软件业务占比进一步提高,而数字医疗设备业务毛利率因出口比例提高和服务费比例提高而估计同比亦有上升。

费用控制效果好于预期。公司本期销售费用和管理费用同比分别增长 1.6% 和 8.8%,均明显低于毛利增速,是净利增速高于营收增速的另一主要原因。公司从 2008 年下半年开始即控制人员规模的扩张节奏,而经济危机使得员工薪资的上涨压力明显减小。值得一提的是,公司从去年下半年开始实行年金计划,相比去年同期,本期费用中包含了年金费用但费用增速较低,显示出公司费用控制措施较为有效。2009 年,我们估计公司将进一步控制人员规模的扩张,等待经济前景的明朗,我们相信公司的费用控制效果全年均会显现,由此调低公司全年的费用增长预期。

关于外汇波动影响。由于 09Q1 的汇率波动有利于公司的外汇远期合约,公司本期实现公允价值收益 1484 万元,而去年同期为 0。不过,公司本期财务费用高达 1867 万,同比增加 2173 万,主要是汇兑损失。综合来看,本期汇率波动对公司业绩有负面影响,但程度不高。

调高评级至“买入”。基于更低费用增速假设,我们略微调高公司 2009~2010 年 EPS 分别至 0.68 元和 0.87 元(原来分别是 0.67 元和 0.85 元)。鉴于公司外包业务的能见度提高,而前期收购大连华信失败对股价的影响已逐步消除,且长期来看具备 IT 服务蓝筹潜质,我们将公司股票投资评级由“增持”提高到“买入”,以 30 倍的 2009 PE 预测 6 个月目标价为 20.4 元。由于上涨的空间不太大且短期股价催化剂并不明显,我们建议投资者可逢低买入,长期持有。

主要不确定性。不排除美日经济进一步恶化导致部分客户突然减少订单的可能。

● 南宁糖业_跟踪报告(增持,调高)

(丁频 2009 年 4 月 29 日)

南宁糖业第一季度大幅亏损。公司一季度实现营业收入 79319 万元,同比下降 23.86%,实现净利润-5623 万元,每股收益-0.20 元,较上年的 0.21 元大幅下降。

一季度销售 9 万吨,同比下降近 13 万吨。2009 年 3 月,我们根据广西食糖市场的平均销售价格测算,估算出一季度销售量大致在 9 万多吨,而去年同期达到 20 万吨。同时,销售价格同比也大幅下降 300 元/吨。

一季度成本上升与本榨季产量减少有关。本榨季,南宁糖业已于 3 月底提前收榨,产量 55 万吨,与上榨季 5 月收榨整整提前 2 个月,产量较上榨季减少 22 万吨,下降 23%。由此,导致一季度生产成本高企。按照全年销售量 63 万吨计算,我们认为 2009 年公司的吨糖成本为 3300-3400 元/吨。

我们对未来糖价报有较为乐观的态度,主要基于对今年和明年食糖市场的供需形势的判断。

08/09 榨季全国减产数据出炉。4 月 23 日,全国制糖行业协会在云南召开会议。本次会议基本确认了本榨季的减产幅度。广西减产至 760 万吨,全国减产 250 万吨左右,预计全国产量将为 1234 万吨左右,国家实际收储 30 万吨(原计划 80 万吨),广西收储

32 万吨（原计划 40 万吨），以及 100 万吨的结转糖、30 万吨进口糖，全国的食糖供应量是 1302 万吨。

我们对全年消费增长 5%有信心。尽管经济下滑对消费产生影响，各子行业消费数据较上年同期均有下降。但从 1-3 月的含糖食品产量看，大部分的子行业的环比增速加快。我们认为食品工业是必须消费行业，经济下行对其影响应小于其他行业，因此我们仍维持之前的判断，采用 10 年糖类消费增长速度 5.11%测算，则新榨季食糖消费的需求量是 1420 万吨左右，全国食糖供应量 1302 万吨，供略小于求。有利于糖价走高。3 月产销数据显示食糖消费并不悲观。3 月广西销售食糖 83 万吨，同比增加 22 万吨。2 月广西销售 132 万吨，同比增加 13 万吨，2-3 月广西销售数量 215 万吨，同比增加 35 万吨，考虑广西 32 万吨的交储，则同比还增长 3 万吨。

截止 3 月底，北方甜菜糖基本已经收榨。广西收榨厂家已经达到 64 家，而上榨季同期只有 3 家收榨。广东与云南收榨家数与上年同比也有增加。再次证明本榨季的减产不容置疑。销糖率上，广西销糖率 50.21%，与上年基本相当。全国销糖率 49.04%，较上年同期的 51.27%略有下降。但考虑未来两个月产量的下降，其销糖率也表现正常。

预计下榨季播种面积下滑，产量增幅不会过快。由于前期糖价低迷导致兑付蔗款不利，蔗农的种植热情有打击。从现在已经统计的情况看，云南播种面积下滑 5%。而前期，广西政府也放出风声会下调新榨季的收购价格，因此，广西播种面积略有下降。且今年春旱较为严重，我们认为下榨季产量不能完全恢复。

盈利预测和投资建议。我们预计南宁糖业全年销售 63 万吨，根据我们对公司销售进度的判断，综合估算出全年的销售均价大致为 3567 元/吨，预计 2009 年的每股收益为 0.44 元。销售均价每上升 100 元，将增厚每股收益 0.18 元。我们认为下榨季的销售均价应该高于本榨季，因此明年南糖的盈利水平仍要好于今年。基于我们对糖价较为乐观的预期，且市场对于一季度大幅亏损的信息已经消化，我们上调对南宁糖业的投资评级至“增持”。

不确定的因素。我们从南糖的对外报价看，4 月 28 日对外报价为 3800 元/吨，公司对未来的糖价持有较为乐观的态度，因此，我们有理由相信第二季度公司的销售数量仍不会太多。则公司上半年的盈利仍不多。爆发式的增长应该在第三季度。

● 小商品城_季报点评

（路颖、潘鹤 2009 年 4 月 29 日）

公司今日（2009 年 4 月 29 日）发布 2009 年一季报。2009 年一季度公司实现营业收入 5.64 亿元、归属于上市公司股东的净利润 2.02 亿元，同比分别增长 34.35%和 51.40%。实现每股收益 0.594 元，每股经营性现金流为-0.7 元。

公司来自于市场经营的收入和利润可能超出我们之前预期；房地产业务也是如此。公司 2008 年一季报实现的 5.64 亿的营业收入中，我们推算有 4.09 亿以上来自于市场经营（其中 2.15 亿左右来自于国际商贸城一期和二期，新开的国际商贸城三期一阶段和停业重新建设的篁园市场一正一反影响收入 1.94 亿，酒店收入预计为 3000 多万，代理贸易（商品销售）预计在 1.2 亿左右，公司会展收入大部分集中在下半年，而从前面的推算中可以发现，一季度公司基本未确认来自于地产的收入（季报披露地产收入同比减少 5249 万）和利润。也就是说，0.594 元的每股收益基本上都来自于市场经营，而这部分业务每个季度贡献的收益基本稳定，因此来自于市场经营的 EPS（以目前 3.4 亿为送股前的总股本测算）应该在 2.376 元以上，这是超出我们之前的预期的。

报告期内公司利润总额较上年同期增长 49.57%，归属于母公司股东的净利润同比增长 51.39%，主要是同比新增的国际商贸城三期一阶段同期实现净利润 9103.46 万元，也

就是说，三期一阶段 2009 年贡献的净利润有望达到 3.64 亿，这也是超出我们之前预期的。而且，由于三期一阶段和二阶段的土地使用权是作为整体一起摊销的，而三期二阶段实际上要在 2010 年 6 月招租之后才会确认收入和利润，到时候土地使用权的摊销并不会增加，也就是说，三期二阶段如果能够获得与三期一阶段相仿的招租价格，其净利润率要超过一阶段，这也是超出我们预期的。

此外，公司之前尚有 1.3 亿左右的预提职工福利，根据新的会计制度需要冲回，而即使分三年冲回，每年影响的净利润也在 3000 多万。而从公司 2008 年房地产确认的收入和利润看，在确认收入大大低于我们之前预测的情况下，净利润却大大超出预期，说明公司房地产的利润率是高于我们的测算的，这一方面说明公司还有足够的房地产收入在今后的年份持续确认，净利润也有望超过我们之前的预期。整体而言，2009-11 年公司在相对保守的会计制度下，业绩超出我们之前预期的可能性非常大。

业绩预测和投资建议：我们维持对公司 2009-11 年 EPS 的预测为：2.621 元、3.645 元和 4.973 元（预测相对保守，主要考虑了公司较为谨慎的会计制度，同时中未包含市场未来有可能的提价），净利润的增长率分别为 45.56%、38.19%和 36.44%，其中我们对地产的业绩预期比较保守，未来三年贡献的 EPS 分别为 0.174 元、0.442 元和 0.594 元。我们将在近期更新公司的分结构细项的主营收入预测和合并损益表预测，以及公司的 DCF 估值，敬请关注。

我们在这次报告中仍旧要强调在 4 月 24 日对公司年报点评中又一次强调的观点：小商品城未来业绩的预测确定性非常强，尤其是 2008 年 10 月份刚刚收入账上的 30 多亿现金已经锁定了未来 3-5 年很大一部分收益。我们继续维持“买入”评级，维持 6 个月目标价 88.18 元以上。

我们在之前的年报点评中还用相对简单的方法分析了公司的估值，再次继续引用一次供参考：“公司 2008 年定向增发注入的国际商贸城三期一阶段将在 2009 年全年贡献业绩，而三期二阶段以及重新建设的篁园市场等将在 2010 年 6 月之后开始贡献业绩，2011 年将是公司目前所拥有的所有市场全年贡献业绩之时。因此对公司 2009 年 EPS 估值使用 PE 方法并不一定合理，况且以租金收入为利润来源的商业物业类公司 PE 水平相对本来就应该高一些。”

“实际上我们可以用更简单的方式来分析公司的估值底限：2009 年公司来自于市场经营的租金收入约为 20 亿左右，2011 年所有目前的市场（包括正在建设的）贡献的租金收入约为 32 亿。一般对应租金收入 12-15 倍，是公司拥有物业的价值的可参考的重估指标，而 12 倍以下是比较保守的，15 倍是相对中性的。也就是说，如果不考虑小商品城其他业务的价值量（而实际上公司房地产等业务对公司估值有正面影响），公司静态的价值最保守也应在 240-300 亿，而考虑到 2010 年 6 月份之后公司一年可实现的市场经营收入将达到 32 亿左右，动态对应的市值应在 384-480 亿。考虑到公司没有有息负债，因此可以用前面我们简单测算的公司市值来测算公司的合理每股价值：静态的价值为 70.55-88.18 元，而到 2010 年 6 月公司（未来一年）三期二阶段和篁园市场开始贡献收益前，公司的动态合理每股价值应为：112.9-141.1 元。”

“由于公司地产等业务也是贡献正收益和价值的，因此我们上述的估值应该算是保守的。如果使用 DCF 估值公司的合理估值可能会更高，而如果一定要用 PE 来核算公司价值，2009 年 EPS 给予 30-40 倍的 PE 应该也是合理的（考虑未来三年净利润的高增长）再加上公司持续增长的业绩，以及公司未来可能的对公司控股股东恒大集团拥有的其他市场资源的整合等，我们认为小商品城是家值得长期持有，享受其未来几年高速成长的公司。”

● 中国石化_季报点评

（邓勇 2009 年 4 月 29 日）

中国石化公布 2009 年一季报：2009 年第一季度，中国石化实现营业收入 2285.85 亿元，同比下降 31.0%；实现归属于上市公司股东的净利润 111.90 亿元（折合每股收益 0.13 元），同比增长 84.7%；另外当期的每股经营活动产生的现金流量净额为 0.642 元，同比大增了 959.1%。

点评：1. 炼油业务扭亏为盈；化工业务好于预期

原油产量小幅增长。今年第一季度公司实现原油产量 1039.56 万吨，同比增长了 0.61%。公司计划 2009 年实现原油产量 4240 万吨，同比增长 4.43%。同期中国石油原油产量同比下降了 5.7%。原油产量的提升也显示了公司对下游炼油业务的信心。由于原油实现价格同比大幅下降了 59.45%，导致公司勘探与生产板块营业利润率同比下降了近 13 个百分点。

汽油、煤油产量增长，柴油产量下降。今年第一季度公司原油加工量为 4051.42 万吨，同比下降了 3.27%，其中汽煤柴产量下降了 0.84%。通过细分产品可以发现，公司根据市场形势变化，适时调整了汽煤柴产量，其中汽油产量 799.18 万吨，同比增长了 15.32%；煤油产量 218.21 万吨，同比增长了 9.29%；由于柴油在一季度供给过剩，公司减少了柴油产量，当期实现柴油产量 1514.73 万吨，同比下降了 8.80%。另外由于化工行业继续低迷，公司乙烯产量为 148.80 万吨，同比下降了 12.22%。适时调整产品结构，力争实现盈利最大化，显示了公司管理层很强的管理能力。

炼油业务扭亏为盈，对公司利润大幅增长做出了重要贡献。去年底完成的成品油价税费改革，使中国石化受益最为明显。今年第一季度，公司炼油业务营业利润率达到 5.38%，超过了 2007 年第一季度的盈利水平（在 2007 年第一季度，由于炼油业务盈利状况好转，公司实现了 0.22 元 EPS）。我们估计公司炼油业务正常的 EBIT 在 3-4 美元/桶（今年第一季度，公司炼油业务 EBIT 达到 3.59 美元/桶），该项业务盈利状况的改善，将帮助公司 2009 年实现利润的大幅增长。

营销与分销业务营业利润率同比下降符合预期。根据成品油价税费改革方案，国家将通过压缩流通环节价差来保证炼油环节的盈利。今年第一季度，公司该项业务的营业利润率只有 2.73%，降幅较明显。从国内成品油总经销量数据看，当期公司成品油总经销量 2642.83 万吨，同比下降了 12.42%，表明公司在炼油业务盈利状况好转的情况下，加大了自产成品油的銷售，减少了进口及外购成品油的銷售。

化工业务并没有想象中差。第一季度，公司化工板块实现营业利润率为 7.10%，虽然要低于 2007 年第一季度 13.99% 的收益水平，但要好于 2008 年一季度。当期该业务实现营业利润 27.18 亿元，同比大幅增长了 81.2%。这反映了公司加强管理、降本增效方面做得不错。

经营性现金流大增，保证投资项目的顺利进行。今年第一季度，公司每股经营活动产生的现金流量净额为 0.642 元，同比增长 959.1%，现金流的增长主要得益于炼油业务扭亏为盈，而炼油与销售业务基本不存在赊销情况。现金的大幅增长，将为公司今年资本性投资提供较为充足的资金，保证项目的顺利完工。今年第一季度公司资本性支出 152.78 亿元（公司计划全年投资 1118 亿元），其中川气东送项目预计 6 月全线贯通，同时正抓紧建设天津、镇海两个 100 万吨/年乙烯工程项目。

2. 2009 年，炼油业务扭亏为盈

由于国内炼油行业前几年由于特殊的成品油定价机制而出现连年亏损，并不能成为分析炼油行业未来盈利趋势的基础，因而我们选取国外炼油企业作为分析对象，通过对市场化程度更高的国外炼油企业的盈利变化进行分析，对预测我国炼油企业的未来的盈利趋势将起到一定的借鉴作用。我们将以 Valero Energy Corporation 作为分析对象。

Valero 公司是北美最大的炼油企业，2008 年公司原油加工量为 264.3 万桶/天（比中国石化要低一些，目前中石化的原油加工能力在 300 万桶/天以上）。

我们以炼油业务中每桶原油加工量获得的 EBIT 来衡量炼油企业的盈利能力。数据显示，Valero 公司 2007 年和 2008 年炼油业务 EBIT 分别为 7.33 美元/桶和 4.70 美元/桶。而国内炼油企业（以中石化炼油业务为例），则是出现连续亏损。即使在炼油业务盈利最好的 2007 年第一季度，中石化炼油业务 EBIT 只有 1.88 美元/桶。

在成本方面，国内炼油企业具有比较优势。历史数据表明，国内炼油企业的生产成本要明显低于国际同行。2008 年，Valero 公司的炼油完全成本为 6.08 美元/桶，而中石化只有 3.87 美元/桶。

在成品油定价机制理顺后，国内成品油价格将实现原油价格的联动，即使成品油调价幅度低于原油价格变动幅度，但凭借我国炼油企业的成本优势，国内炼油企业也有望达到或接近 Valero 公司的炼油毛利水平。

2009 年炼油业务将扭亏为盈，成为石化行业的唯一亮点。由于成品油调价严重滞后，2008 年国内炼油行业出现巨亏。随着原油价格回落，成品油定价机制出台，2009 年国内炼油行业有望保持稳定盈利。

3. 盈利预测与投资评级

根据公司公布的一季报，我们对公司的盈利预测模型进行了一定调整。在预计 2009-2011 年原油实现价格为 40、50 及 60 美元/桶的情况下，我们预计未来几年公司每股收益分别为 0.58 元、0.71 元和 0.86 元。根据我们测算，每万股中国石化所含的原油产量为 34.23 桶，是中石油的 0.72 倍，油价波动对公司业绩也比较敏感，根据测算，原油价格每上涨 1 美元/桶，中国石化 EPS 将增加 0.013 元左右。

维持“增持”评级。成品油定价机制出台后，国内炼油行业有望获得稳定的盈利，作为我国及亚洲最大的炼油企业，中国石化无疑是受益最大的上市公司。在炼油业务盈利状况改善后，公司未来业绩将与原油价格直接相关，未来油价的预期上涨，将带动公司业绩的提升。我们维持对公司股票的“增持”投资评级，后续值得关注的事件包括：原油价格变化、天然气业务（普光气田及气价改革）、上市公司直接参与海外油气资产收购等。

● 交通银行_季报点评

（范坤祥 2009 年 4 月 29 日）

交行 4 月 29 日发布 2009 年一季度报告。公司 2009 年一季度实现营业收入 178.7 亿元，同比增长-0.9%；归属于母公司的净利润为 79.5 亿元，同比增长 0.8%。一季度 EPS 为 0.16 元，低于我们此前的预期。

业绩增长低于预期，息差下降是首要拖累因素。对于公司一季度业绩产生明显负面影响的因素是息差降幅较大，带来了-50.5 个百分点的贡献；而正面影响较大的因素主要有较快的规模增长、实现了较多的其他收益（主要是投资收益和公允价值变动损益）以及较低的有效税率，这三项因素对于 1 季度净利润的贡献分别为 39.0、9.2 和 2.3 个百分点。

单季实现 20% 的贷款增长，但 1 季度息差回落幅度超过预期。1 季度交行盈利资产环比增长 13.3%，贷款增速更是环比超过了 20%，规模增长总体较快。大型银行 1 季度息差降幅依然较快，但交行不同于工行和建行在于一是息差连续第二季度明显下降，二是同业资产在 1 季度增加不多。我们估计原因可能在于交行贷款重定价的时间相应比同业靠前，以及 1 季度较快的贷款规模增长可能带来利率下浮较多影响。但展望后三个季

度，息差降幅估计在 5 个 bp 左右。

1 季度资产相对稳定，拨备覆盖率仍有提高压力。1 季度不良贷款“量升率降”，拨备覆盖率为 120%，未来仍有进一步提高压力，因此 2009 年公司信贷成本下降空间不大。

盈利预测和投资建议。交行 1 季度业绩低于我们的预期，主要原因是息差降幅依然较大，估计公司超过 20% 的贷款增长带来了更多的利率下浮。1 季度资产质量相对稳定，不良贷款“量升率降”，由于拨备覆盖率在上市银行中处于较低水平，未来进一步提高拨备的压力依然存在，因此 2009 年信贷成本下降的空间并不是很大。因此我们小幅调低对于公司未来三年的盈利预测，但目前交行在大型银行中估值水平偏低，具有一定吸引力，仍维持“增持”的投资评级。

新近推荐买入个股一览

股票名称	代码	股价（元）	每股收益（元）		
			2009E	2010E	2011E
东软集团	600718	17.63	0.68	0.87	-
大同煤业	601001	28.13	2.04	2.42	-
报喜鸟	002154	16.50	0.80	-	-
鲁泰A	000726	8.60	0.60	-	-
华光股份	600475	14.85	0.55	0.74	0.96
上海机电	600835	12.87	0.72	0.87	-
ST绵高	600139	17.44	0.50	0.78	-
格力电器	000651	29.40	1.96	2.48	-
国药股份	600511	30.70	1.03	1.33	-
嘉宝集团	600622	8.32	0.50	0.66	-

附录：全球金融市场表现一览(数据截止至 2009 年 4 月 30 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	8185.73	2.105	欧元兑美元	1.32679	-0.0283	0.1238	-15.0719
S&P500	873.64	2.161	美元兑日元	97.522	0.1364	1.4950	6.5503
NASDAQ	1711.94	2.278	英镑兑美元	1.4773	0.0102	3.1422	-25.6386
香港恒生指数	14956.95	2.761	美元兑港币	7.7501	0.0006	0.0026	0.5632
日经 225 指数	8493.77	-2.665	美元兑人民币	6.8245	-0.0073	0.1333	2.3885
富时 100 指数	4189.59	2.275	12 月 RMB-NDF	6.755	-0.1480	0.5181	-5.0703
H 股指数	8796.08	3.664	石油市场	价格(\$)	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
韩国 KOSPI 指数	1338.42	2.936	纽约石油	50.69	-0.55	2.07	-55.32
台湾综合指数	5614.06	0.310	布伦特石油	49.09	2.46	-3.33	-56.61
			迪拜石油	49.56	3.36	-2.98	-54.41
A 股市场	收盘	涨跌(%)	新加坡燃料油	292.5	3.91	7.73	-48.5
上证综合指数	2468.192	2.780	金属市场	价格(\$)	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
沪深 300 指数	2605.37	3.448	LME 铜	4370	4.421	7.901	-48.829
上证 180 指数	5795.993	3.721	LME 铝	1457.5	1.497	2.641	-50.827
			LME 锌	1411.5	5.336	4.556	-36.987
美国债券市场	收益率(%)	涨跌(Bp)	LME 锡	12180	2.353	19.412	-48.618
6 个月票据	0.2792	0	LME 镍	11305	3.526	16.546	-60.541
2 年期国债	0.9383	-1.58	LME 铅	1329	2.864	3.828	-51.390
5 年期国债	2.0336	0.34	黄金	895	-0.335	-2.627	1.988
10 年期国债	3.0941	-1.32	白银	12.69	-0.549	-2.159	-24.733
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	121.121	0.030	芝加哥小麦	522.25	0.433	-1.971	-39.624
企业债指数	133.87	-0.041	芝加哥大豆	1031.5	-0.242	8.351	-17.809
			芝加哥玉米	389.75	-0.827	-3.706	-39.315
			纽约 2#棉花	52.84	1.518	21.920	-37.622
			纽约 11#糖	13.84	0.363	9.667	-0.288
			其他	收盘	日涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)
			波罗的海干散货	1772	-1.01	5.60	-80.89

信息披露

投资建议分布

上市公司投资建议分布（2009 年 4 月 30 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
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
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