

机构服务部

谢佩洁

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

2010年2月22日

中原研究报告半月刊

(2010年2月1日-2010年2月15日)

2010年第3期

行业指数涨跌幅榜 (2月12日)

行业指数	收盘	涨跌(%)
金融服务	20.22	9.71
商业贸易	15.93	1.79
采掘	21.22	1.79
综合	10.82	1.64

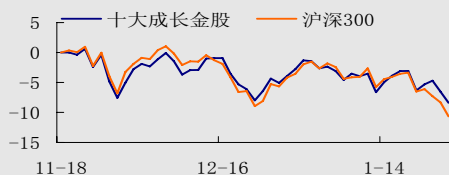
资料来源: 中原证券研究所

中原证券十大成长型金股

2010年十大成长股	累计收益(%)
金发科技(600143)	(5.90)
平高电气(600312)	(3.24)
新安股份(600596)	(12.65)
东软集团(600718)	10.57
华业地产(600240)	(15.10)
北京银行(601169)	(11.72)
三九医药(000999)	12.30
上海建工(600170)	(7.99)
新世界(600628)	27.45
锦江股份(600754)	29.24

资料来源: 中原证券研究所, 09年11月27日至
今累计收益

中原证券十大价值股走势图



资料来源: 中原证券研究所

联系人: 马钦琦

电话: 021-50585908

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

【市场/宏观】

- [融资融券法规的六个体系](#)
- [2010年2月份A股市场投资策略: 对政策与资金的反思](#)
- [债券策略周刊\(2010年第3期\): 债市继续走高 获利空间收窄](#)

【行业分析】

- [房地产市场第6周周报](#)
- [《关于公立医院改革试点的指导意见》点评: 行业规模将进一步扩大](#)
- [证券行业2010年1月月度报告](#)

【公司调研】

- [保利地产\(600048\)调研简报: 一如既往并将继续保持高速发展](#)
- [豫光金铅\(600531\)调研简报: 突破术业专攻禁锢](#)
- [TCL集团\(000100\)调研简报: 值得长期关注的产业链整合者](#)
- [莫高股份\(600543\)调研报告: 西域杯酒, 行业后起](#)
- [泸州老窖\(000568\)调研简报: 两位数增长可保, 估值优势仍在](#)
- [格力电器\(000651\)调研简报: 具有估值优势的大白马](#)

【公司点评】

- [华北制药\(600812\)点评报告: 资产整合加速, 调升至“买入”](#)
- [富临运业\(002357\)分析报告: 内外兼修、西南地区公路运输龙头](#)
- [永安药业\(002365\)新股定价: 全球牛磺酸龙头企业](#)
- [徐工机械\(000425\)年报点评: 起重机龙头稳健发展](#)
- [华泰证券\(601688\)新股分析: 万事俱备 蓄势待发](#)
- [恒瑞医药\(600276\)年报点评: 国内、外业务均具备较大发展空间](#)
- [恒源煤电\(600971\)年报点评: 注入资产将提升业绩, 短期内外延增长放缓](#)
- [鼎龙股份\(300054\): 先吃螃蟹的国内信息化学品领军企业](#)

注: 用户可点击首页标题浏览报告内容

融资融券法规的六个体系

按照当前推进节奏，融资融券业务试点将在未来 2 个月内启动，将为A股市场带来创新革命。本文从实务操作的角度出发，解读政策法规，帮助投资者理清头绪，避免概念不清晰所可能导致的损失。

融资融券的法规框架已基本成型，为了给予投资者更清晰的认知，我们将其分解为六个体系，分别为准入体系、操作体系、担保体系、物权体系、内控体系、监管体系。

准入体系阐述了试点阶段的业务门槛，涉及券商试点资格、投资者资格以及标的证券的入围条件；

操作体系重点关注运营环节，包含签署业务合同、开设相关账户以及重点交易规则等内容；

担保体系是两融业务的核心，涉及保证金制度、担保物制度、强制平仓制度三个部分；

物权体系明确了业务中所涉及两类证券——担保证券和融通证券——的资产归属和权益主张方式；

内控体系以风险管控为核心，对券商的组织架构、数量管理、监控核查等方面做出了规范性要求；

监管体系主要以证券交易所为主体，涉及数据报送以及各项监管手段。

总体来讲，融资融券相关法规意在严格控制风险，保证各方参与主体的合法权益，促进A股平衡发展，避免创新业务给市场带来大幅波动或群体性事件。

(刘锋、杨澍 2010-2-5)

2010 年 2 月份 A 股市场投资策略：对政策与资金的反思

一月份市场的反思：我们认为 2010 年的A股市场难以泡沫化；资金有限将导致估值洼地的存在；股价上涨动力来自于个股超预期的盈利增长与恐慌预期的修正；阶段性投资机会在于超跌反弹以及事件驱动。即便如此，我们对一月上旬的市场判断仍然出现偏差，主要是国内货币政策调整提前、A股市场资金面恶化程度超出预期所致。

二月份市场判断的逻辑：在经济趋稳、盈利确定的未来一段时间，我们判断A股市场的逻辑将定位在市场预期与实质政策、资金变化的差异程度上。在 1 月初，市场经历了超预期的政策调控以及超预期的资金面恶化，形成了（-，-）的组合。从目前来看，这两个焦点问题已得到阶段性的缓解，但我们又必须面对外围市场走势的不确定性。

政策的担忧正在缓解：在经济复苏进程没有发生改变时，前瞻性的政策调控有利于经济增长的持续性与稳定性，并降低经济运行中可能出现的过热风险。而随着 A 股市场对政策担忧的弱化，投资者的过低预期将开始回升，这将成为市场的潜在利好因素。

资金面出现好转迹象：在以趋势投资为主的 A 股市场上，对资金面的现实担忧在某种程度上将左右投资者情绪，并影响市场的风险溢价水平，进而抑制大盘估值水平的提升。伴随春节前后市场资金面相对宽松、基金减仓告一段落、一级市场的资金转移以及部分抢反弹资金的流入，A 股资金面有望出现阶段性好转。

外围市场走势不确定性加大：在对全球经济形势和主权信用的担忧下，大宗商品市场下跌、美股下跌、美债价格与美元汇率因投资者寻求避险而上涨的概率在加大。

二月份市场运行判断：我们认为A股市场人气正在逐渐恢复，但短线反弹后出现震荡整固的可能性仍然存在，预计春节前后上证综指将围绕 3000 点上下震荡。在外围市场经历一轮系统风险的释放之后，考虑到年报预

期以及股指期货预期,我们认为中期的趋势可能更乐观一些。

风险提示: 超预期的政策调控、外围市场的波动。

(李俊 2010-2-5)

债券策略周刊(2010年第3期): 债市继续走高 获利空间收窄

宏观方面: 美国第四季度GDP年化季率增长 5.7%,是继 2003 年第三季度以来的最高涨幅。美国目前公布的周初请失业金人数以及持续领取失业救济人数均有所下降。2010 年 1 月的密歇根大学消费者信心指数连续第二个月上涨,表明了越来越多的美国人认为美国经济将在 2010 年有所改善。

欧元区 2009 年 12 月消费者物价指数(CPI)初值年率上升 1.0%,为 2 月份以来最高年率水平。12 月失业率低于 10.1%的预期,表明尽管企业持续削减成本,但速度减慢。

12 月的工业增加值与 1 月的 PMI 增速均有所下降,但仍处于历史同期较高的水平,说明目前我国经济正由快速增长逐步转向稳定增长阶段。另外 12 月金融机构人民币各项存款余额同比增长 28.21%,各项贷款余额同比增长 31.74%,贷款增速有所放缓。

中观方面: 上周央行公开市场操作投放资金 1460 亿元,较前周减少 40 亿元,回笼资金 600 亿元,较之前周大幅缩减 1020 亿元,最终实现资金净投放 860 亿元,为连续第二周的净投放。上周 1 年期及 3 月央票发行利率维稳,在央票发行量继续保持低位的背景下,预计节前央票发行利率继续上升的可能性也不大。

上周债券共发行 28 只,较之前一周减少 12 只,总发行金额 1644.5 亿元,较前一周的 1734.60 亿元增加 90.10 亿元。

中国经济进入稳定增长阶段,通胀继续升温、但上周央行利率维稳、股市振荡调整下,部分避险资金流入债市,为债券市场带来了阶段性的交易机会,就目前形势而言,利率产品的风险大于机会。

市场交易观点: 建议关注 5 年期及 7 年期政策性金融债;把握交易所间 3 年期评级为 AA、AA-企业债的交易性机会。

(固定收益小组 2010-2-2)

行业分析

房地产市场第 6 周周报

本周全国各城市总体成交情况: 由于春节进一步临近,本周所有区域成交量环比都录得减少,但减少的幅度收窄。而从城市成交增减分布来看,38.89%的城市成交量环比增加,且增幅都在 30%以内。59.36%的城市成交量环比减少,其中 31.58%城市的成交量环比跌幅在 0%-30%之间,27.78%的城市成交量环比跌幅在 30%-60%之间。总体而言,成交波动幅度收窄,市场相对比较平稳。本周成交量环比增幅居前三位分别是成都、南京和北京,而本周成交量环比跌幅居前三位的城市分别是福州、武汉和无锡。

分区域城市成交状况:

环渤海: 环渤海湾 4 城市本周住宅成交量环比平均减少 8.92%,其中青岛和天津环比跌幅较大,成交量环比分别减少 15.84%和 5.80%,北京市场小幅增加 5.19%。该区域成交量目前处于震荡期。

长三角：长三角 5 城市本周成交量环比平均小幅减少 4.48%，主要受无锡大幅减少 41.88% 的影响。上海、杭州、南京和苏州均环比增加，其中南京和上海分别增加 9.17% 和 4.05%。该区域成交量近期基本稳定。

珠三角：本周珠三角 3 城市周成交量环比大幅减少 30.58%，3 城市均录得环比减少，且为连续 3 周环比减少，减少趋势比较明显。

中部：中部 2 城市周成交量环比减少 33.09%，武汉商品房成交量环比减少 52.74%，而长沙住宅成交量环比小幅增加 2.10%。该区域也是连续 3 周呈减少趋势，成交量减少趋势比较明显。

西部：本周西部 3 个城市成交环比平均减少 4.39%，在经历前几周的大幅波动后，成交量趋于稳定。

其他：其他区域 2 个城市周成交平均减少 47.24%，其中福州住宅成交量环比减少 54.35%，厦门住宅成交量环比减少 36.13%。该区域成交量处于较剧烈波动期。

(吴剑雄 2010-2-10)

《关于公立医院改革试点的指导意见》点评：行业规模将进一步扩大

国务院总理温家宝 2 日主持召开国务院常务会议，讨论并原则通过《关于公立医院改革试点的指导意见》。《意见》决定按照先行试点、逐步推开的原则，由各省(区、市)分别选择 1 至 2 个城市或城区开展公立医院改革试点。

《意见》是医改的延续。我们认为《意见》的出台是医改的延续，为改革中难度较大的公立医院在未来的发展路线进行了详细规划。

《意见》出台对医药行业的影响主要有以下几点：

行业销售规模有望扩大。此前医院采用药品加成政策，直接导致了“看病贵”。随着《意见》的出台，药品加成政策将逐步取消，医院的盈利模式将由“卖药”向“服务+补贴”转移。我们认为此举有望部分解决“看病贵”的问题，居民被抑制的需求有望进一步释放，行业的整体销售规模亦将进一步扩大。

普药受益，进口减少。我们认为，规模的扩大主要体现在普药方面，尤其是进入国家基本药物目录的产品。此外，由于取消药品加成，昂贵进口药的市场份额将减少，国产药品将取而代之。

多元化办院格局将形成，医疗器械进一步放量。《意见》指出，“加快推进多元化办医格局，鼓励社会资本进入医疗服务领域”。未来我国有望突破政府办医院的机制，形成各种社会资本的多办院格局，更多类似于爱尔眼科的专业医疗机构即将出现；相应的，对医疗器械的需求也将扩大。

(王博 2010-2-4)

证券行业 2010 年 1 月月度报告

市场概况。1 月份，利好利空交织的政策密集出台，市场谨慎观望情绪骤然加剧，做多意愿不足，沪指失守 3000 点，月度跌幅达 8.78%，此前期待的“跨年度行情”预期也宣告落空。

证券业务。1 月份，沪深两市股票日均成交金额 2382.82 亿元，环比增加 5.68%；本月新股发行 35 只，新股发行速度并未如此前预期的有所减缓，只是发行主体以中小盘股为主；股票融资 683.65 亿元，其中新股发行融资规模合计 424.71 亿元；8 只集合理财产品成立，平均每只产品募集资金 6.29 亿元，远不及上月的 11.01 亿元。

交易特征。1 月份，券商板块整体下跌 10.36%，与同期沪深 300 指数 10.39% 的跌幅基本一致；板块整体换手率为 73.75%，与上月相比下滑了 13.76%。就个股而言，光大证券逆势收阳，当月小幅上涨 2.08%，明显强于

其他券商股及大盘走势。

2010年2月份展望。本月可关注的行业大事件当是：融资融券试点能否出炉、股指期货的上市进展、中信证券如何解决“一参一控”、广发证券的借壳上市进程。2月份的A股市场更大可能是保持宽幅震荡的弱势态势，期间指数重上3000点的可能仍然存在；中长期来看，刺激经济政策的退出时间、退出方式以及退出进度，将极大的影响市场预期和市场运行格局。考虑到券商业绩及走势与市场整体走势具有高度相关性，基于对2月份市场运行的中性判断，我们给予券商板块“同步大市”的评级。个股方面，建议密切关注有望成为融资融券首批试点的海通证券、光大证券、招商证券等3家公司。

(邓淑斌 2010-2-3)

公司调研

保利地产(600048)调研简报：一如既往并将继续保持高速发展

保利地产公布09年年报，我们参加了公司的年度投资大会并与公司高管交流。报告期内，公司实现营业收入229.87亿元，净利润35.19亿元，分别同比增长48.11%和57.19%，按年末股本计算的EPS1.00元，基本符合我们此前预测的0.98元。拟每10股派送1元现金并转增3股。

09年公司销售成绩优异。销售高速增长，销售面积和销售金额增速远高于行业及其它竞争上市公司水平。**全国市场占有率和进入城市占有率继续提升。**全国占有率达到了1.30%，09年公司成为国内唯一一家在北京、上海和广州三大中心城市均排名销售额前三位的房地产龙头企业。**公司营业收入地区分布更加均衡。**公司营业收入共来自13个城市，较上年新增成都和天津2个地区，广州、上海、北京、沈阳、佛山、武汉和长春7个地区的营业收入均超过10亿元。公司毛利率因结算滞后而降低，同时，管理费用和销售费用的占比控制良好。在销售规模大幅增长的情况下，管理费用和销售费用占比稳步降低。未来毛利率将出现前高后低的走势。

公司负债结构合理，短期偿债压力小。公司现金较多，而未来一年偿债压力较小，应对市场调整的能力较强，公司当前的宽松财务结构将为继续保持快速扩张提供财务支持。

2010年业绩的快速增长已经基本确定。09年销售高增长使得公司2010年业绩锁定程度较高，假设如果2010年公司销售为0，结算收入仅来自于09年末的已售未结项目，且净利润率保持当前的水平，那么公司2010年净利润增速也能达到30%。按照2010年1.27元/股的盈利预测，其92%的业绩已实现销售。

公司09年新开工面积依然保持了40%以上的高增长，预计2010年可售面积至少有30%的增长。即使假设项目销售率从09年的接近100%下降至2010年极端悲观情况至60%左右，公司2010年的销售额仍与09年相当，不仅可以保障公司2011年的业绩，而且极可能使得2010年业绩超预期的大幅增长。

公司有资源和能力保持未来继续高速增长。我们一直认为保利地产最大的特点在于规模大而发展速度快，公司未来将仍然保持高速增长。公司已有土地储备已经可以保障未来3-4年的高速增长。按照公司的战略，未来公司的主题仍然是快速发展，每年保持20-30%增长，力争3年再造一个保利地产。我们认为公司的这种战略是完全有能力和资源实现的。在未来相当长时期内国内房地产仍将保持较快增长的宏观背景下，公司将会继续发挥其强大的资源获取能力的优势，同时公司领导团队的卓越市场判断力和执行力将会进一步精进，而且客观存在的规模经济作用将进一步放大将也有助于公司战略目标的实现。

维持公司的“增持”投资评级。我们预测公司2010-2011年EPS分别为1.27元和1.47元。目前公司股价对应的动态市盈率分别为14.96倍和12.99倍。对于保利地产这样的行业龙头，受政策影响将相对较大，在当前宏观调控政策依然保持高压的情况下，公司难有好的投资机会。但是一旦政策出现超乎预期的松动或者房地

产市场出现出乎预期的好转，公司将是最具反弹性的品种。

(吴剑雄 2010-2-8)

豫光金铅（600531）调研简报：突破术业专攻禁铜

术业专攻：冶炼技术行业领先。豫光金铅地处河南济源，无交通之便利、不依金属资源而建，50年来完全靠着自身冶炼技术不断革新，把一个小小的冶炼厂建成40多万吨铅冶炼产能的一流企业。目前，公司铅冶炼生产工艺主要包括，在生产的16万吨富氧底吹氧化—鼓风炉还原熔炼，该技术是国内自主开发的具有国际同等先进铅冶炼工艺；2010年2月份有望开始试产的8万吨熔池熔炼氧化及液态高铅渣直接还原炼铅，该工艺充分利用液态高铅渣中的余热，提高了资源利用效率，同时减少了外购粗铅，可以节省生产成本。

赚钱之道：副产品规模化效应。作为一个资源储备几乎为零的纯冶炼企业来说，赚取铅精矿加工费以维持企业正常生产经营是相当苛刻的。**靠副产品效益生存。**铅精矿购销过程中，贵金属银、金需计价，部分精矿的金含量低，可以免于金计价，其他金属则免费给购买企业。通过铅、银和金主产品的规模化生产，公司实现锌、铜、铋和硫酸等副产品规模化效应。股份公司成立以来，副产品收入占比从5%左右上升到10%左右，毛利占比从13%左右上升到60%左右。

顺应呼声：期待资产整合。市场猜测集团将手里的矿产资源及20万吨电解锌资产注入上市公司。此行我们也进行了求证，公司表示目前没有这方面的考虑。目前集团手里的矿产资源包括三个矿，铅锌资源储量为57.38万吨；股份公司持有龙钰矿业25%的股份，龙钰矿业拿下龙头山矿区I号矿带银多金属矿探矿权。从行业发展趋势看，我们认为资产整合势在必行。一方面，河南有色振兴规划报告，其中铅锌企业点名豫光金铅，做强铅锌的政策机遇来临，也是做强的唯一出路；另一方面，解决股份公司和集团公司的关联交易；最后，注入电解锌和矿产资源，为股份公司通过资本市场向上游资源拓展铺平道路。

维持“观望”投资评级。08年及09年上半年，公司受高价原料库存负面影响，生产经营出现较大问题，铅业务亏损，硫酸价格暴跌使其毛利率从82.01%下降到3.77%。09年下半年，公司对铅价趋势判断比较到位，指导企业积极生产；铅价触底回升减少高价库存损失；下半年期货投资收益颇丰。公司09年业绩预增50%以上。展望2010年，我们认为公司摆脱高价原料库存包袱之后，铅业务毛利率水平能够回到3%左右水平，硫酸价格从年中的120元/吨附近涨至近期的350元/吨附近，硫酸毛利率将大幅回升。预计2010年公司生产正常运行，预计综合毛利率从3%附近回升到6%左右的正常水平，我们预期2009年-2010年每股收益0.52元/股和0.60元/股，以2月4日18.18元的收盘价，对应动态PE为35倍和30倍，估值略偏高，维持“观望”的投资评级。

(何卫江 2010-2-5)

TCL集团（000100）调研简报：值得长期关注的产业链整合者

近期，我们拜访了公司，就公司09年经营情况及未来的发展与公司董事会办公室主任进行了交流。

2009年LCD占比提高改善多媒体业务盈利状况。2009年，公司经营状况持续改善，全年实现电视销售1418万台，虽然总量较2008年并无增加，但在产品结构中LCD销量达到841万台，较2008年增长近100%，LCD快速增长帮助公司盈利能力持续改善。**2010年LCD占比将进一步提高。**我们在2010年家用电器行业投资策略报告中预计今年国内LCD市场容量同比有望增长30%以上。考虑到目前公司在国内家电市场的渠道覆盖率和海外市场有望缓慢复苏，预计公司2010年LCD销量有望达到1000-1100万台。

2010年公司成本仍有下降空间。2010年6月前，公司模组项目剩余的4条模组生产线也将建成投产，所

有模组生产线投产后,公司模组产量将达到700万-800万套。总计每台LCD电视将能节约生产成本20-30美元。

面板投资更多出于战略考量。公司在深圳市政府支持下,出资50亿元组建合资企业,建设一条8.5代面板生产线。长期看产业链向上延伸,将能解决长期困扰公司的面板供应及其价格波动,帮助公司获得显示技术创新能力、提高产业链话语权。目前国内CRT电视保有量高达3.8亿台,未来数年国内LCD企业产销量将从2009年的2500万台/年提高到5000-6000万台/年。若新一代革命性的显示技术(如OLED),在10年内无法成功实现商业化,LCD巨大的市场容量有望帮助公司重现CRT时代的辉煌。

面板项目将加大公司业绩波动。面板项目总投资大(245亿元),国际市场面板价格波动大,周期性强,属于高风险行业。一般来说投产初期的生产爬坡期良品率不高,折旧较大,可能给公司带来一定的亏损。

手机业务有望进入高速增长期。公司2009年调整了手机外销策略,全年实现手机销售1600万台,同比增长23%,随着海外ODM需求恢复和新的外销策略效果渐显,手机业务有望进入高速增长期,预计2010年公司手机销量有望达到2500万台,手机业务也将扭亏为盈。

定向增发将摊薄2010年每股收益。公司计划定向增发不超过15亿股,为面板项目募集资金50亿元,预计募集工作将在今年上半年完成。面板项目计划于2011年四季度投产,2010年将无法为公司贡献利润,2010年每股收益将被摊薄。

维持公司“增持”投资评级。若不考虑增发所带来的股本摊薄效应,预测公司2009年每股收益0.13元,2010年每股收益0.17元,对应动态市盈率分别为42.00倍和32.12倍,尽管当前估值不低,但考虑到国内LCD市场容量巨大,未来二年增长强劲,公司即将形成完整的LCD产业链,维持“增持”的投资评级。

(胡铸强 2010-2-5)

莫高股份(600543)调研报告:西域杯酒,行业后起

公司未来三、五年的发展目标很明确:冲击全国葡萄酒行业前“三甲”。随着目标的实现,公司在国内的市场份额将从目前的2%拓展至10%,收入由目前的2-3亿元增至10亿元,由目前的二线企业全面跨进一线葡萄酒生产企业。为了实现该目标,公司的市场营销须完成由内向到外向的转变。

我们看好国内葡萄酒行业的投资价值。公司具备“3-5年内实现10亿元销售规模、冲击行业三甲”的实力:公司经营稳健,几年来葡萄酒业务发展迅猛;公司的原料优势提供的不仅是原料,还是葡萄酒中的精品。未来我们重点关注公司对外埠市场的拓展情况,这也是公司目前最显著的“短板”。

大麦芽业务影响公司利润水平的稳定性,并拖累公司业绩。但是公司对这块业务暂无剥离打算。

预计公司2009年、2010年每股收益分别为0.27元、0.37元,2010年的动态市盈率为34倍,给予公司“增持”的投资评级。

(刘冉 2010-2-4)

泸州老窖(000568)调研简报:两位数增长可保,估值优势仍在

近日我们对泸州老窖(000568)进行调研,主要就高端白酒以及公司在2010年的销售前景进行了交流。

公司2009年的收入增速有望达到10%。虽然公司前三季度销售收入仅增4%,但我们认为,在后阶段销售反弹的拉动下,公司2009年的整体收入增速有望达到10%。

公司2010年的销售增长应好于2009年。我们认为,高端产品国窖1573的增长主要由价格上涨拉动;同时,受价格、市场和产能的限制,销量增长则有限。中端产品特曲的增长由量和价一起拉动。低端产品2009

年的销量增长比较好，尤其在西南市场的增长比较好，预计销量为 20000-30000 吨。

公司坚持引领白酒高端化趋势。公司对于高端白酒的营销理念是量为价服务——严格控量、力挺价格、坚守利润。另外，公司也认识到，高端白酒市场的竞争日趋激烈，竞争主要体现在高端产品与中低端产品争“阵地”、争“市场”，从而扩大高端产品在白酒市场中的占比，而不在于高端白酒之间的竞争——因为首先高端产品的香型和口味不同，从而面向不同的需求，其次市场绝对容量大而高端白酒的供应量相对有限。公司认为，在高端市场中自身具备品牌和市场基础，无须与他人相比，应充分利用优势做好自己的事情。

“与地产酒争市场”不是一朝一夕的事情。比较低产酒 2009 年的业绩增长，公司中端产品的增长有些逊色，我们认为，“与地产酒争夺地方市场”不是一朝一夕就能够见效的，公司未来的收入、利润增长仍主要依靠高端系列和高端市场的增长。

投资评级。预计公司 2009、2010 年的每股收益分别为 1.09、1.31 元，相应的市盈率为 32、27 倍。预计公司业绩增速未来将会放缓，尽管如此，由于公司经营稳健并具有资源属性，是价值投资的优良标的。公司 2010 年的动态估值偏低，给予公司“买入”的投资评级。

(刘冉 2010-2-4)

格力电器（000651）调研简报：具有估值优势的大白马

1 月 29 日，我们对公司进行了调研，与公司证券法律事务部负责人王波先生进行了交流。

2009 年下半年空调业务恢复增长。受国际金融危机影响，2009 年上半年海外市场不振，营业收入有所下降。下半年公司积极开拓国内市场，8 月起空调国内零售市场占有率不仅重回第一，且与主要竞争对手差距有拉大的趋势，公司行业龙头地位进一步巩固。

家用空调产品结构持续改善。2009 年，公司销量恢复的同时，产品结构持续改善。目前，四、五级能效的产品已全部处理完毕，毛利率较高的变频空调销量已占到总销量的 15%-20%。公司预计 2010 年，变频空调销量占比将进一步提高。**变频空调压缩机自供率有望大幅提高。**2010 年，公司控股子公司珠海格力大金精密模具有限公司和珠海格力大金机电设备有限公司即将建成投产，对变频空调核心零部件产能的掌控将有利于加强公司变频空调的市场竞争能力和盈利能力。

2010 年出口有望恢复到 2008 年水平。2009 年，公司受国际金融危机影响，出口有所萎缩。随着欧美市场耐用消费品市场进入加库存周期，预计公司 2010 年出口有望恢复到 2008 年的水平。

中央空调业务和小家电业务 2010 年值得关注。近年来公司中央空调业务稳步成长，预计公司中央空调业务存在扩产需求。小家电业务经过公司多年的投入，也将进入产出期，若公司利用现有空调渠道推广小家电，预计小家电业务有望迎来高速成长期。

通胀传递能力强。我们在 2010 年家电投资策略报告中曾指出 2010 年原材料价格上涨将是白色家电行业所需要面对的最主要的风险因素。在白色家电众多子行业中空调行业集中度最高，向下游传递通胀压力的能力也最强，公司是空调行业中的龙头企业，拥有市场定价权，通胀对公司盈利能力的影响将是大白电企业中最小的。

建材下乡政策将抵消城市商品房销量下降带来的负面影响。2010 年 1 月，国务院 1 号文件力推建材下乡，预计未来数年，农村居民的居住条件有望将进入快速改善期，并将使空调等家用电器在农村的普及速度提高。预计，在家电下乡和建材下乡的政策支持下，农村空调普及速度将进一步加快。

集团减持即将进入尾声。《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》中明确规定：总股本超过 10 亿元的上市公司，国有控股股东三个会计年度累计转让股份的数量达到 5000 万股或达到上市公司总股本的 3%，应将转让方案逐级报国务院国有资产监督管理机构审核批准后方可实施。2010 年和 2011 年格力集团减持空间只剩下 392 万股，母公司减持对公司股价的负面影响将快速递减。

给予公司“买入”的评级。我们预测公司 2009 年每股收益 1.49 元，2010 年每股收益 1.83 元，对应动态

市盈率分别为 16.41 倍和 13.36 倍，公司当前的市场估值较低，已经充分反映了原材料价格上涨和房地产调控政策对公司成长空间的压制担心和大股东减持的负面影响，当前股价的安全边际较高，给予“买入”的投资评级。

(胡铸强 2010-2-3)

公司点评

华北制药（600812）点评报告：资产整合加速，调升至“买入”

华北制药（600812）拟对全资子公司北元公司、凯瑞特药业、制剂公司、销售公司这四家公司实施整体吸收合并。

北元公司产品品种全部为青霉素类粉针制剂。截止 2009 年 9 月 30 日，北元公司总资产 2.74 亿元，净资产 1.24 亿元；2009 年 1-9 月累计实现营业收入 1.06 亿元，净利润 0.18 亿元。

凯瑞特公司以生产抗生素粉针制剂为主，截止 2009 年 9 月 30 日，凯瑞特公司总资产 1.82 亿元，净资产 1.1 亿元；2009 年 1-9 月累计实现营业收入 0.63 亿元，净利润 400 万元。

制剂公司生产产品涵盖 20 余个大类 262 个品种。截止 2009 年 9 月 30 日，制剂公司总资产 3.16 亿元，净资产 0.22 亿元；2009 年 1-9 月累计实现营业收入 2.42 亿元，净利润-600 万元。

销售公司主要经营“华北牌”医药制剂产品，兼营其它中西药及医药原料药。截止 2009 年 9 月 30 日，销售公司总资产 3.37 亿元，净资产-6.31 亿元。2009 年 1-9 月累计实现营业收入 5.78 亿元，净利润-4.08 亿元。

公司资产整合速度加快。通过整体吸收合并将使公司生产资源进行集中和优化，突出核心业务，实现规模化的集聚效应，提高管理效率，提升公司的整体盈利水平。

2009 年将成为公司业绩最低点。公司业绩在 2010 年至 2011 年开始有望开始快速增长。

(王博 2010-2-11)

富临运业（002357）分析报告：内外兼修、西南地区公路运输龙头

四川省领先的公路运输企业。主营汽车客运站经营和汽车客、货运输，在“中国道路运输企业 100 强（07 年）”名单中，排名第 40 位。07 年各项业务数据均居四川省道路运输行业第一位。

客运站经营和汽车客运是最主要的收入和利润来源。公司将客运站经营和公路运输相结合，客运站经营相对稳定性和高毛利特点及客运采取公司化经营管理模式，使综合毛利率及抗风险能力较强。

四川省发展道路运输的自然条件优势、人口和劳务输出大省给予客流保障及相比其他竞争对手较高的省内地位是公司主要的优势。

内外兼修、发展成西南地区最大的道路运输企业。拥有 18 个客运车站，2233 辆运营车辆、403 条客运线路，未来将主要通过收购兼并，兼以内生增长做大规模，成为西南地区最大的道路运输企业。

募集资金用于北川客运站、江油中心站、城北客运中心项目。预计将新增客运量 927 万人次，新增净利润 1656 万元。

09 年、2010 年 EPS 分别为 0.5 元和 0.59 元。市盈率分别为 40 倍和 33.9 倍，估值处于行业内中游。未来外延扩张时点的不确定性及其募投项目要到 2011 年以后才能投入运营，暂时给予“观望”评级。

风险提示：成长性取决于募投项目建设和外延并购进程；规模扩大提升管控难度；2011 年税收优惠到期风险；运输安全和自然灾害。

(高世梁 2010-2-11)

永安药业（002365）新股定价：全球牛磺酸龙头企业

永安药业（002365）拟发行 2350 万股，占发行后总股本的 25.13%，将在深交所中小板上市。

公司是中国乃至全球牛磺酸行业的龙头生产企业，是由潜江永安药业有限公司于 2006 年整体变更设立的股份有限公司。

牛磺酸是人体内具有多种生理功能的氨基酸，在人体内起重要作用。主要应用领域：食品添加剂和营养保健品、医药行业、宠物食品及饲料行业。

公司现有牛磺酸生产能力 21,000t/a 左右，产量占国内总产量 50% 以上。目前牛磺酸价格已回落至 2007 年度的水平。从长期来看，预计未来几年牛磺酸产品价格将保持稳中有升的态势。公司的主要销售客户基本均为行业内知名经销商或预混料企业，且较为固定，多为公司长期合作伙伴，如红牛等。

公司本次发行股票所募集的资金，将全部投入“年产 10,000 吨球形颗粒牛磺酸项目”、“酒精法生产环氧乙烷（牛磺酸配套原料）项目”和“牛磺酸下游系列产品生产建设项目”中，上述三个项目总投资 43,000 万元。

盈利预测。预计公司 2010-2011 年摊薄后 EPS 分别为 1.10 元、1.32 元。给予 22-28 倍的估计区间，公司 2010 年的合理价值区间为 24.2 元-30.8 元。

(王博 2010-2-10)

徐工机械（000425）年报点评：起重机龙头稳健发展

徐工机械（000425）公布 09 年年报。报告期内，公司实现收入 206.99 亿元，同比增长 30.27%；归属于母公司所有者的净利润 17.41 亿元，同比增长 16.42%，每股收益 2.01 元；每股经营活动现金流 3.67 元；每股净资产 5.04 元，净资产收益率 39.88%。分配方案为每 10 股派 3.34 元。

费用增加导致利润增速低于收入增速。公司整体表现良好，收入、利润、经营净现金流量等均创出历史最好水平，但三项费用达到 18.45 亿元，增速 47.48%，其中管理费用 11.84 亿元，增加 52.25%，主要系研发费用增加所致；09 年公司期间费用率上升到 8.92%，导致利润增速低于收入增速。

起重机龙头继续领跑行业。受益 4 万亿投资拉动，公司汽车起重机 09 年销量增长 29.39%，快于行业 26.70% 的增速，市场占有率 57.48%，继续领跑行业。公司起重机板块收入增长 26.86%，占主营收入比例 69.15%。其它产品保持稳定发展。公司压实机械、工程机械配件收入增速分别为 92.57% 和 240.94%，成为收入增长的主要拉动力量。公司随车起重机、压路机、摊铺机、消防车、挖掘装载机市场占有率继续保持行业第一。

内需增长占主导，出口大幅下滑。09 年公司内销收入增长 45.58%；出口收入下滑 63.01%，下降幅度高于行业 38.53% 的降幅，出口收入占比也下滑到 9.00%，但从趋势看，出口逐月环比增长，汽车起重机、装载机、压路机出口收入仍保持行业第一的位置，出口复苏仍是公司 2010 年业绩增长的主要看点。综合毛利率小幅提升，起重机受出口影响毛利率小幅下降。

现金流量良好、经营稳健。公司经营活动现金流量同比增长 492.19%，大大高于利润增速；账面货币资金 50.33 亿元，非常充裕；应收账款及存货占总资产比例同比分别下降 0.07 和 8.22 个百分点，表现良好。

新产品突破是实现未来计划的关键。公司提出 2010 年计划实现收入 258 亿元（增长 24.64%），期间费用预

计 22.40 亿元（增长 21.41%）；短期看，公司保持稳定发展的态势不会改变，但未来能否持续大发展，仅仅靠起重难度较大，其它新产品的培育非常关键，而合适和能干的人才将是其中的关键。

维持公司“买入”评级。我们预测公司 2010、2011 年每股收益分别为 2.45 元、2.88 元，对应动态市盈率分别为 14.3 倍和 12.2 倍；考虑公司增发情况，假设按上限发行 1.65 亿股，对应 2010 和 2011 年每股收益分别为 2.06、2.42 元，对应市盈率分别为 17.0 倍和 14.5 倍，综合考虑公司资本运作及人员变化，维持“买入”的投资评级。

（路永光 2010-2-9）

华泰证券（601688）新股分析：万事俱备 蓄势待发

公司基本情况：管理运营规范、业务体系完备、各项业务、业务发展的基础较为夯实，而对控股子公司——华泰联合证券根据区域进行业务整合的举措，必将使得公司各主要业务做得更精、更细、更专业。

公司业务特色：经纪业务—管理转型+服务升级，顺应业务发展趋势；投行业务—以行业为中心、以中小项目为起点，培育核心竞争力；证券自营—强化风险意识，决策更为审慎；资产管理—“紫金”系列产品丰富，投资业绩靠前；创新业务—注重孵化积累，准备充分。

公司投资亮点：具备一定的资本实力，并擅长于资本运作；业务定位清晰，立足专业化服务来寻求经营的特色化；网点布局+营销团队+信息技术平台，为客户提供个性化服务奠定基础；与华泰联合的业务整合，有利于提升公司的专业化服务水平；在未来的创新业务中，有望获得更大的发展。

需要观察公司与控股子公司华泰联合能否有效实现整合、真正发挥强强联合的协同效应。预计公司 2010 年实现净利润 40-45 亿元，每股收益 0.72-0.80 元（按发行后总股本计算）。结合市盈率估值和总市值法估值的结果，同时考虑发行上市时间点的潜在影响，公司发行定价在 16 元—20 元之间较为合理。

（邓淑斌 2010-2-9）

恒瑞医药（600276）年报点评：国内、外业务均具备较大发展空间

恒瑞医药（600276）公布年报。报告期内，公司实现营业收入 30.29 亿元，同比增长 26.6%；归属于母公司所有者的净利润 6.66 亿元，同比增长 57.4%；基本每股收益为 1.07 元，略低于我们此前预测的 1.10 元。分配方案为每 10 股送 2 股派 1 元。

营业利润实质增长 8.78%。归属于母公司的净利润增幅远高于营业收入增幅的主要原因是，公司 2009 年的公允价值变动为 8545.86 万元，而 2008 年同期为 -18114.81 万元。如剔除这一影响，公司 2009 年的营业利润实质增长 8.78%。**医药制造业毛利率微降。**公司医药制造业实现销售收入同比增长 27.43%，但成本增幅大于收入增幅近 10 个百分点，导致毛利率微降 1.12 个百分点；医药商业实现销售收入同比增长 13.34%，毛利率微增 1.41 个百分点。

销售渠道进一步完善。三项费用合计同比增长 35.12%。销售费用增幅较大，同比增长 39.37%。其主要原因为：1、公司进一步完善销售网络建设，2009 年全国新增加销售网点 30 个；2、加大投入，重点医院深度开发，实行分科室的销售策略；3、加大非抗肿瘤药品的推广力度，进一步优化了产品销售结构。

研发工作进展顺利。2009 年公司加大科研投入，企业创新工作取得了较好成绩：1、卡曲沙星和艾瑞昔布的审批工作已基本完成，预计 2010 年上半年上市；2、苹果酸法米替尼、分子靶向抗肿瘤药物甲磺酸阿帕替尼等 5 个一类新药分别处于 I 到 II 期临床，另有 6 个创新药正申报待批；3、获 10 个临床批件、盐酸右美托咪定

和培门冬酶等 5 个生产批件；4、全年获得专利 6 件，新提交专利申请 37 件，其中 PCT 专利申请 13 件。

国外认证进展顺利。公司对美国恒瑞增加了研发投入，目前瑞格列汀已经进入了一期临床试验，下一步公司还将优选科技含量高、剂型独特、仿制有较高技术壁垒的通用名药准备申请更多制剂的 FDA 认证。

公司国内、外业务均具备较大的发展空间。国内方面，我们在《<关于公立医院改革试点的指导意见>点评：行业规模将进一步扩大》报告中提到，由于取消药品加成，昂贵进口药的市场份额将减少，国产药品将取而代之；公司部分产品替代进口有望进一步拓展。国际方面，美国恒瑞定位美国市场的突破口，目前瑞格列汀已经进入了一期临床试验，未来发展空间较大。

维持“增持”评级。我们预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 1.26 元、1.53 元，对应的动态市盈率为 37.11 倍、30.56 倍。公司估值合理，未来成长空间依然较大，维持“增持”的投资评级。

(王博 2010-2-8)

恒源煤电（600971）年报点评：注入资产将提升业绩，短期内外延增长放缓

恒源煤电公布年报。09 年，公司实现销售收入 53.42 亿元，同比增长 16.74%；实现净利润 5.2 亿元，同比下滑 13.88%；EPS 为 1.41 元，全面摊薄后为 1.32 元。

成本上升值得关注。09 年公司商品煤销量大增 144.4%，吨煤售价微涨，但吨煤成本增长 17.35%拖累公司业绩。**煤炭业务毛利率下滑导致公司增收不增利。**公司主营业务收入同比增长 16.74%，而净利润却同比下滑，其主要原因为公司煤炭业务毛利率的大幅下滑，其主要原因为：土地塌陷费增加，安全费计提比例提高和子公司五沟矿全面生产，成本增加。

资产注入基本完成，后期业绩可期。此次整体上市收购任楼、祁东和钱营孜矿三个煤矿，合计产能 685 万吨，其中钱营孜矿属在建矿井，2010 年投产。此次资产注入后，公司煤炭产能实现翻番；此外，该次注入的煤矿的煤种较好，均为焦煤，后期焦煤价格有望继续上扬，因此新注入资产有望增厚公司后期业绩。**资产注入后面临短期外延增长不足，估值下降的风险。**此次资产注入后，短期内公司煤炭产能继续大幅扩张的可能性较小，短期内公司的外延增速将明显放缓。**后期依然存在资产注入，但所需时间可能较长。**集团公司目前还拥有朱集煤矿、麻地梁煤矿、龙王庙煤矿的探矿权资产。皖北煤电集团授予恒源煤电不可撤销收购权。即在上述煤矿勘探完毕，各矿具备正式开采条件后，恒源煤电可以随时根据业务经营发展需要，通过多种方式收购该矿。

关注定向增发摊薄业绩的风险。公司未来将向不超过 10 名机构投资者发行不超过 15255.8325 万股，募集资金 153196.65 万元，用以支付收购祁东矿、任楼矿和钱营孜矿的剩余价款，预计未来股本扩张 5000-15000 万股，对后期业绩的摊薄作用明显。

维持公司“增持”的评级。我们预测公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 1.70 元和 1.90 元，对应的动态市盈率分别为 17.65 倍和 15.79 倍，同时鉴于煤炭板块目前整体估值较低，维持公司“增持”的投资评级。

(朱嘉 2010-2-8)

鼎龙股份（300054）：先吃螃蟹的国内信息化学品领军企业

鼎龙股份 IPO。公司拟在创业板发行新股 1500 万股，发行后总股本为 6000 万股，发行价为 30.55 元。

公司是我国信息化学品领域的领军企业。目前拥有碳粉用电荷调节剂（下简称“CCA”）、商业喷码喷墨显色剂及高档树脂着色剂两大系列十多种产品。

电荷调节剂（CCA）是公司未来业绩的稳定收益来源：CCA 是碳粉的主要原材料之一。公司是国内独家，全

球第三家 CCA 生产供应商，目前拥有 CCA 产能 250 吨/年，国内市场占有率 30%，国际市场占有率 7%。

CCA 行业具备较高的进入壁垒：（1）行业隶属精细化工，具备典型的“技术+服务”特征；（2）CCA 的终端消费领域为日常办公品打印机，国外市场对 CCA 的安全性、环保性等均有较高要求，形成了一系列产品认证体系，一定程度上限制了竞争者的进入；（3）产品种类较多，不同的下游客户有不同的技术要求，对生产者提出了较高的技术管理要求；（4）产品质量的好坏直接影响碳粉及墨水的性能，产品替代周期较长。

近年来，由于新开发产品成本较高，产品市场容量较小，该产品已逐渐被日本企业边缘化，从行业发展规律看，未来这部分产品的研制生产势必向低成本区域转移。2002 年，公司打破日本垄断，成为该领域第一个吃螃蟹的人。由于实现了原材料本土化，公司具备较大的成本优势；加之董事长从事相关化学品国际贸易出身，对整个产品的市场和营销均有较深入的理解，在一定程度上为公司的发展添加了强大的动力。为了更好的服务于未来的大客户，公司将募集资金的一部分投向 CCA 产能的扩张，这些项目的达产后，公司将拥有 1500 吨电荷调节剂的生产能力，公司 CCA 的全球市场份额将从目前的 7% 上升至 30%，将有效保障公司未来业绩的稳步增长。

未来风险收益来源——聚合碳粉：聚合碳粉是公司未来发展的另一着眼点，具有一定的产业化风险，如能成功，将保证公司未来几年业绩的高速发展。国际碳粉市场主要为日本三菱化学所垄断。从碳粉的全球市场需求看，增长较为稳定。尽管行业需求稳步增长，但行业发展格局却悄然发生变化：整体看，碳粉市场被日本垄断的局面将被打破，长期碳粉价格下滑不可避免；从行业内发展趋势看，彩色碳粉将逐渐抢占单色碳粉市场份额，聚合碳粉将逐渐抢占物理碳粉市场份额。

目前，我国所需彩色聚合碳粉完全依赖进口，本土企业一旦技术突破，依靠自身的成本优势，将拥有较大的发展空间。公司将下一系列产品定位于聚合碳粉，其未来将主要采取 OEM 加工方式。由于中短期内，碳粉价格波动幅度较小，公司产品一旦投产将具有较大的成本优势。该项目目前正处于年产 100 吨的小规模产业化阶段，预计将于 2010 年年中达产。达产后公司计划继续将产能扩大至 1500 吨/年。该项目发展前景看好，是保障公司未来几年高成长性的有利因素，但最大的风险在于产业化是否能够成功以及市场是否能够有效开拓。

盈利预测：预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.77 元和 1.18 元，预计上市首日价格运行区间为 34.65-36.70 元，合理估值为 20-25 倍，合理价值区间为 19.25-23.6 元。

（李琳琳 2010-2-4）

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。