

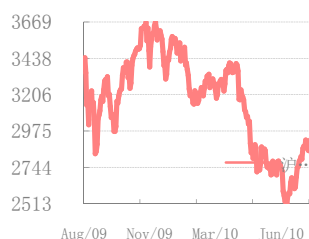
湘财证券研究所

联系人:巢枫

Tel:021-68634510-8528

Email:cf2255@xcsc.com

沪深 300 走势图



市场综述:

◇ 行情渐趋尾声 反弹减持为宜

周二全天几乎单边下跌的走势,市场恐慌心理可见一斑。实质上在近期投资者全部看好农业的同时,农林牧渔概念股昨日却是盘中走高收低。事实上7月份这轮反弹,仅仅是一次由超跌所引发的反弹行情或者说是估值修复行情。造成本轮股市下跌的三大推手:房地产调控依旧没有放松,对房贷、地方融资平台、银行表外业务引发的银行资产质量的担忧依旧没有消去,对宏观经济回落的预期,没有任何的改变。

6个交易日出现2次放量下跌格局,显示短期空方力量渐渐占据主动并逐步接管市场的走势。从技术角度来分析,股指短期仍然有可能出现反抽甚至再度逼近或者超越2700点,但本轮行情已趋尾端或将是一个大概率事件。投资者后市宜逢高减持,以待市场明朗之后再度入场。(策略研究员:徐广福)

宏观政策分析:

◇ 未来外贸整体趋弱,美日或成拖累主因

据中国海关8月10日公布的数据,2010年7月份,我国进出口总值为2623.08亿美元,同比增长30.8%;出口总值为1455.19亿美元,同比增长38.1%;进口总值为1167.89亿美元,同比增长22.7%。我们对此点评如下。

1、外贸增速进一步回落。从季调后数据来看,出口同比增长39.4%,较6月减少5.3个百分点,进口同比增长27.3%,较6月减少12.2个百分点,继续保持了进口增速回落快于出口的态势;从环比看,进出口总额较6月减少1.9%,是自2月以来首次当月环比下降,这主要是因为7月进口环比增幅继续收窄以及进口出现较大幅度的下降。

2、三季度出口增速降幅或将趋稳。从季调后数据来看,出口同比增速于今年5月到达峰值后,连续两个月出现回落,并且7月的回落幅度要大于6月。我们认为主要原因是去年6月起出口环比转正,使得同期基数增大。因为从季调后的PMI新出口订单指数来看,自4月回落至49.46%的低位后,已于5月起略有回升,并一直维持在50%分界线以上。基于PMI新出口订单指数领先出口2-3个月的判断,我们认为三季度出口增速降幅或将趋稳。四季度伴随着世界经济复苏趋缓效应的进一步显现,出口同比增速降幅或将出现扩大。

3、美日拖累各主要贸易伙伴进口需求。数据显示,7月我国对美、日、欧和

东盟出口金额分别同比增长 34.96%、21.97%、38.32%和 31.82%，增速较 6 月分别回落 8.86 个、15.18 个、4.87 个和 10.35 个百分点。其中美日回落幅度较 6 月明显扩大，这主要是因为近来两国国内需求有所趋弱。受此影响，经济增长与美日等世界发达经济体密切相关的东盟等国的进口需求也出现较大幅度的回落。我们认为未来美国等经济体的个人消费支出如果不能恢复持续性增长，那么将会对我国的整体出口形成较大压力，尤其是在四季度。
(宏观研究员：余炜彬)

行业动态点评：

◇ 海运行业：维持行业底部判断，回调可做中期建仓

干散货船以过去 7 个月交付速度计，需要 50 个月的时间才能消化累计的订单。过去的 7 个月，航运市场运力投放强劲，其中，干散货运力投放高达 4174 万载重吨，接近 2009 年全年的 4300 万载重吨的投放量。尽管干散货市场低迷，但我们判断运力的投放可能不会有较为明显的放缓，因为累计订单依然达 2.82 亿吨，按照过去 7 个月的平均投放速度，仍需要近 50 个月的时间才能消化这些订单。估计干散货运力月度投放量的高峰即转折点还远未到来，此外集装箱运力的投放可能会进一步加速，因为目前的市场看上去还不错。

我们看淡未来一个季度集运运费走向。我们认为中国钢铁需求下滑、欧债危机等因素对干散货和油运市场的压力已经在运费的持续性下滑中得到释放。未来将受益货量的反弹，两大运输市场运价继续明显下降的可能性较低。但集运在美西航线运价经历一年上涨近 60%后继续上涨后将面临需求后续增长乏力和运力供给加大的压力，而欧线实际上已经在高位有 4 个月没有明显上涨。因此未来一个季度集运运费向下的压力在加大。

维持行业整体上 2010 年处于底部的判断。我们在前期的研究报告中指出，航运业 2010 年处于周期的底部。该判断正得到干散货运输、油运运费走向的支撑。尽管我国铁矿石进口量将从低位回升带动 BDI 指数往正常区域回归，但剩余的 4 个月很难超过上年同期，我们维持 2010 年行业整体上处于底部的判断。

投资建议：买入较有业绩保障的公司。我们目前重点覆盖的航运公司平均市净率 1.7X，2011 年市场预期的平均市盈率为 16X，在预期运费不会出现金融危机时的崩溃景象下，估值已经较为安全。但目前尚没有出现能够刺激股价快速向上的因素。但依据行业处于底部的判断，我们建议买入那些质地较好、有业绩保障的公司，如中海发展（600026）。

风险提示：我们认为行业最大的不确定性来自两个方面，一是新增需求迟迟不能出现的风险，二是运力交付高峰的到来对运费回升造成压力的风险。（海运行业研究员：刘正）

公司聚焦：

◇ 三维通信 (002115.SZ)：业务发展着眼长远，协同效应将助业绩提升

三维通信作为网优行业第二梯队的龙头，我们认为其着眼于长远的眼界，将使其具备向一线业内巨头如京信等发起挑战的潜力。并且这种潜力在不久的将来即可看到。

1. 不断在本行业上下游开拓，收购获得协同效应。网优行业大致分有网优设备，设备代维服务，网规网优服务 3 种。公司原本就有设备和代维 2 块业务。在 2007 年 7 月收购紫光网络技术公司，进入微波无源射频器件和无源互调分析仪表行业。完成在设备行业的部署。2010 年 2 月收购广州逸信电子科技有限公司，进入网络优化服务行业。此次收购逸信，我们认为协同效应将更加明显，因为在与运营商拿单的过程中，能够同时提供网规网优设备，代维服务和网优服务的公司并不太多。类似核心设备商的 Turnkey 服务(交钥匙服务)会获得某些运营商的青睐，能够同时提供设备，代维，网优的供应商将省却运营商很多具体工作的麻烦，降低成本，无疑在投标时能够获得加分。

2. 三维目前正在推动完成 IPD 流程在公司内的推广。IPD 即集成产品开发 (Integrated Product Development, 简称 IPD)，是一套产品开发的模式、理念与方法。简单的说，IPD 让高科技公司从技术驱动型转向了市场驱动型，将新产品开发视为一项投资决策，利用基于市场的创新，依靠并行开发的模式，利用公司内可重用模块，进行跨部门跨系统协同的结构化开发流程。这种流程将改变高科技公司传统的做事方法，在我国最早推行 IPD，也是推行最成功的就是通信设备龙头企业华为。在经历了转换的效率阵痛后，最终获得了极大成功。据统计 IPD 平均可使：产品投入市场时间缩短 40-60%，产品开发浪费减少 50-80%，产品开发生产力提高 25-30%，新产品收益百分比增加 100%。

3. 近年来公司始终注重研发的投入，上市以来各年投入在业内均占靠前位置，且都保持在 5%以上，并获得了高于行业的成长速度。

公司风险：公司与某核心设备商合作开发 RRU，用以配套其 BBU。如果该设备商不再与其合作，将影响三维市场开拓。

预测公司 2010-2012 年每股收益 0.34，0.55 和 0.73 元，对应 PE 为 46.7，28.83 和 21.69 倍，给予“买入”评级。详细分析见近期发布的研究报告。(行业研究员：周明巍)

◇ **阳普医疗(300030): 采血管通过 FDA 认证, 分销网络布局初具雏形**

事件: 阳普医疗(300030)昨晚发布公告, 公司产品血清分离胶促凝剂采血管获得美国(FDA) 510(K) 认证。我们认为主要以下看点:

1) 采血管通过 FDA 认证, 欧美规范市场的大门全面开启。公司血清分离胶促凝剂采血管通过 FDA 认证, 获得了进入美国市场的销售资质。良好的开端是成功的一半, 我们认为公司后续规格的采血管将陆续通过美国 FDA 认证。加上公司产品之前已经获得欧盟的认证, 公司出口欧美规范市场的大门将全面开启。

2) 短期对业绩影响不大, 但战略意义重大。尽管公司产品获得了进入美国市场销售的资质, 但到实质销售阶段尚需较长的推广时间, 预计在 2012 年贡献业绩, 短期内对业绩影响不大。然而, 从公司的发展战略来看, 公司进军美国市场至关重要。一方面, 面对快速扩大的募投产能, 公司的市场拓展是成败关键, 而美国作为全球最大的采血管消费市场, 且分销渠道集中, 一旦突破将实现爆发式增长, 有助于解决新增产能的消化问题; 另一方面, 在国内公司真空采血管在价格和质量方面介于国产和进口之间, 并不具备比较鲜明的竞争优势, 而在欧美市场反而具备较强的价格优势, 具有市场推广的基础。因此, 我们认为美国市场对公司的战略意义重大, 将是公司未来几年市场开拓的重点。

3) 分销业务将成业绩增长主引擎。目前公司营销模式包括直销和分销两种。直销模式定位于高端市场, 受限于量身定制专业解决方案对技术支持和专家服务的高要求, 无法做到规模化生产, 增速有限, 主要定位于公司的“示范工程”。相较之下, 分销业务具有标准化生产的特点, 增长空间更大。随着美国市场大门的开启, 公司面向全国和海外市场的分销网络布局已初步成型, 公司将步入快速扩张期。

4) 盈利预测及投资评级: 我们预测阳普医疗 2010-2012 年 EPS 分别为 0.53 元、0.70 元和 0.94 元。我们首次给予公司“增持”的投资评级。我们认为, 公司目前的业绩基数还很小, 尚处于市场扩张初期, 未来增长的空间十分巨大, 具有增长十倍的潜力, 建议投资者可以长期关注。(行业研究员: 叶侃)

◇ **东华能源(002221.SZ): 新客户开拓抵不过老客户流失, LPG 销量提升需时间**

业务结构进行调整, 钢材和再生资源业务的剥离, 有助专心做主营 LPG 业务。公司 2010 年上半年实现营业收入 7.427 亿元, 同比下降 7.26%, 实现净利润 589.31 万元, 同比增长 5.72%, 实现每股收益 0.027 元。由于去年码头事故的影响, 公司化工仓储业务基本停顿; 经过上半年的业务结构调整, 公司钢材业务规模大幅下降, 占公司营收比重下降至 10% 以下, 公司再生资源业务已转让由参股公司运营, 2 季度开始不再纳入公司合并范围, 主营 LPG 业务比重上升至 64%, 2010 年全年比重预计将达 80% 左右, 有助于公司专心做大做强 LPG 主业。

新客户的开拓抵不过部分客户的流失, 毛利率提升幅度低于预期。公司上半年完成了太仓库的交接, 将张家港库区原有客户过渡到太仓库发货, 太仓库已经成为公司的主要生产和销售基地; 通过太仓和宁波两个库协调运作, 一定程度上保证了长期客户的供应, 并利用宁波库开拓了浙江和福建地区的新客户, 浙江地区新客户上半年销售量为 3 万吨左右, 超过总销售量的 1/3; 但由于浙江当地重工业加工型企业数量较少、对进口气认知不足以及进口气与国产气之间的价格差存在, 新客户的增加抵消不了因为码头时间和进口 LPG 价格高位运行而导致部分客户流失的影响, 公司上半年实际销售 LPG 为 8.6 万吨, 同比减少了 1.2 万吨。

2010 年上半年由于春季严寒气候持续时间较长引起远东地区临时性采购、从而改变了 LPG 市场以往春季下跌的规律, 国内进口 LPG 销售价格居高不下而导致同期与国产气的价格差扩大, 增加了公司进口 LPG 的销售难度。在这种不利的情况下, 公司 LPG 业务销售毛利率达到 6.71%, 同比增长 0.47%, 我们认为主要归功于公司去年收购苏州 BP 液化气和租赁宁波百地年设施使 LPG 库容扩容 10 倍带来的备货能力大大提升; 但这对毛利率的提升作用还不够明显, 一方面是由于上半年进口 LPG 价格居高不下, 另一方面是由于销量下滑使宽裕的存储能力远远没有得到充分利用, 我们预计下半年毛利率超 8%、全年 LPG 销量 27 万吨。

化工仓储业务有望在年底前恢复, 未来空间较大。公司化工仓储业务由于码头事故一直处于停业状态; 公司获批的 2 万吨新码头已经在建, 有望年底竣工, 投产后可以部分恢复化工仓储业务; 5 万吨被损毁的化工、LPG 综合码头由于尚未获得海事部门的通航评估而尚未开工, 估计要明年下半年才能恢复。公司地处中国最大的液体化工集散中心张家港保税区, 凭借稀缺的优质码头岸线资源和长三角地区化工仓储需求的巨大空间, 业务恢复后的毛利率将在 70% 的高水平基础上进一步提升。

风险提示: LPG 市场拓展低于预期, LPG 价格大幅波动带来的备货风险。

投资建议: 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.224、0.345 和 0.425 元, 下调至“中性”评级(目前股价 10.20 元)。(综合性石油天然气行业研究员: 王强)

◇ 山煤国际(600546.SH): 资产注入再做承诺 指引未来发展方向; 增持 维持

主营增幅来自贸易业务, 利润上涨依托煤炭: 2010 年 1-6 月, 山煤国际共完成主营业务收入 162.6 亿元, 同比增长 202.55%; 录得归属公司股东净利润 3.94 亿, 同比增长 33.51%。每股收益和每股净资产分别达到 0.526 元和 3.77 元。公司上半年主营业务大幅增长主要来自于煤炭贸易业务, 而利润显著上升则受益于煤炭产销旺盛。

贸易业务增幅超预期: 今年上半年, 占公司主营比例高达 90%的煤炭贸易业务经营能力大幅提升。公司充分调动旗下 25 个煤炭贸易公司运输能力, 于今年上半年实现煤炭贸易总量 2814.5 万吨, 同比增长 226%; 贸易价格同比增长 13.8%; 贸易业务实现营业收入达到 146.08 亿元, 同比上升 245.13%。

煤炭业务: 在产矿增产明显 在建矿下半年发力。山煤国际目前控制在产矿 3 对, 在建矿 2 对(铺龙湾矿与霍尔辛赫矿), 5 矿上半年共计生产原煤 310.06 万吨, 同比增加 82.14 万吨, 增幅达到 36.04%。在建的铺龙湾矿和霍尔辛赫矿贡献工程煤量 51 万吨, 鉴于前者今年上半年主生产系统生产情况良好, 后者收菜工作面巷道基本完成等有利因素, 我们预计该 2 矿下半年有望对公司煤炭产量增长作出巨大贡献。

资产注入再做承诺 指引未来发展方向。山煤国际最大的看点来源于未来母公司的其他煤炭资产注入。目前大股东山煤集团旗下煤炭类相关资产主要有三块: 1、2009 年在省内进行大规模兼并重组获得的小煤矿 59 座。山煤集团计划将这些小矿整合为 21 个, 计划总产能(技改后)达到 2900 万吨, 是 2009 年山煤国际总产量的 6 倍。2、内蒙华兴工贸所属煤田, 目前尚未取得采矿权证。3、鹊儿山矿等上市公司与大股东合营的 6 家煤炭生产企业。山煤国际在中报中再度明确指出, 在相关条件允许的情况下, 将吸收集团公司煤炭类资产, 避免同业竞争。我们认为, 现时点山煤国际大股东山煤集团旗下煤炭资产较为成型的是山西鹊山精煤等 6 家企业, 该部分资产将成为上市公司吸收的第一梯队, 其余资产短期内尚不具备注入条件, 但庞大的集团资产和确定的注入预期值得长期关注。

投资建议: 我们预计, 山煤国际旗下铺龙湾矿和霍尔辛赫矿将于明年全部达产, 届时煤炭业务收入将达到顶峰。公司煤炭贸易业务规模虽然巨大, 但毛利率较低, 对利润贡献较为有限。在不考虑大股东未来资产注入的情况下, 预计公司今年起 3 年的 EPS 分别为 1.32 元、1.64 元和 1.78 元, 分别对应 15.2X、12.24X 和 11.26X 动态市盈率, 估值水平居于行业中游。鉴于公司未来外延式增长潜力巨大, 符合我们关注“市场占有率弹性大”的投资策略, 因而给予公司“增持”评级。(煤炭与消费用燃料行业研究员: 王师)

◇ **新兴铸管(000778.SZ): 铸管龙头+新疆布局为公司保驾护航**

1. 业绩同比增长明显: 公司半年报显示, 上半年实现营业收入 18.32 亿元, 同比增长 47.62%; 净利润 7.03 亿元, 同比增长 48.98%; 归属于母公司基本每股收益 0.367 元, 比上年同期按照目前股本摊薄后的每股收益 0.246 增加 0.121 元。

2. 业绩增长来源于并表和增量, 铸管毛利下降是暂时现象公司上半年业绩的同比增长主要是基于下面三个方面的原因: 收购芜湖新兴 40%、河北新兴铸管 25% 股权及金特钢铁带来的并表收益; 收到的增值税返还; 产品产量和均价上涨带来的利润增加。公司铸管产品毛利率 12.33%, 较去年同期下降 13.5pp; 钢材产品毛利率 14.21%, 较去年同期上涨 3.86pp。我们认为公司铸管产品毛利率大幅下降与该种产品的生产销售模式有关, 铸管产品下游对应的是基础设施建设, 主要客户是政府单位, 此种项目具有施工周期长、回款慢的特点, 而铸管生产具有较长的生产周期, 据我们调研了解的大概是 3 个月左右, 因此采用订单方式生产时所定的价格显然是慢于原材料价格变化, 且公司考虑到库存成本, 因此在原材料价格发生剧烈波动时, 铸管产品毛利率将受到较大影响。上半年矿石价格快速上升, 大幅降低公司铸管产品毛利率, 对于此, 公司表示也考虑在下半年生产中根据原料状况提高产品价格以保证盈利。

3. 看点在于铸管控制地位和区域布局能力公司主要产品分为铸管和钢材两个大类, 上半年铸管及配套管件产量同比增长 10.17%; 钢材产量因收购的新疆金特钢铁 38% 股权并表有较大增长, 铁、钢坯、钢材的产量同比增长分别为 26.60%、42.01%、49.30%。公司是国内离心球墨铸铁管龙头, 拥有明显的规模和市场优势, 产品主要用于城镇供水输气, 属于与城镇基础设施投资密切相关的行业; 钢材产品主要是螺纹钢等长材产品, 目前属于低端竞争激烈的产品, 与建筑行业相关性显著。下半年受到宏观调控政策持续的影响和基建整体增速降低的影响, 公司钢材产品需求将受到影响。至于铸管产品, 根据我们近期调研了解的情况, 铸管产品市场其实并未发生明显萎缩, 作为国内唯一能够提供较全规格离心球墨铸管的企业, 公司订单来源并无问题, 反而公司更多的是考虑订单所能带来的利润大小和现金流影响, 因此在接单方面有所选择。而对于公司钢材产品, 公司也着手于部分产品结构调整和产品区域布局, 比如公司子公司芜湖新兴部分产品向优特钢发展, 收购新疆金特钢铁进行产能区域扩张等。完成收购芜湖新兴 40%、河北新兴 25% 股权, 进一步提升公司铸管产品权益量, 巩固公司在国内铸管行业的领军地位; 而随着在新疆的钢材产能布局, 将享受到新疆基建投资带来的超额收益。

4. 新疆布局将是公司未来持续增长的动力通过收购金特钢铁 38% 股权, 公司将展开在新疆的产能布局和产业链完善, 充分享受新疆开发投资带来的长期收益。目前公司正通过金特钢铁发展 150 万吨的高强度建筑钢材产能, 同时金特钢铁所拥有的铁矿资源将是未来公司在新疆地区发展的重要资源; 而重组铸管资源, 获得煤炭资源, 也为公司带来构建产业链一体化平台。虽然目

前部分收购的公司因处于前期发展阶段盈利贡献并不明显，但是通过在新疆的提前布局和公司对这些资源的整合，未来将成为盈利新的增长点，我们也看好公司在新疆战略上的突破。

5. 标价格 10.8，给予“增持”评级。我们预计公司 2010/2011 年的 EPS 分别为 0.63/0.72，对应目前的市盈率分别为 16X 和 10X，按 11 年 15 倍市盈率计，6-12 个月目标价格 10.8，但是考虑到目前淘汰落后产能政策对公司这样的独特铸管企业影响尚存在不确定性，我们暂给予“增持”评级。（钢铁行业研究员：王攀）

◇ 科华恒盛(002335.SZ)：技术引进拓展海外小型风机市场

花费 3155 万元引进“水平轴线风力发电机”技术。科华恒盛公告称下属子公司漳州耐欧立斯向香港耐欧立斯公司引进“水平轴线风力发电机”全套成熟技术和 NHEOLIS 商标使用权，总金额 3155 万元，其中 1800 万元用于支付水平轴线风力发电机专有技术使用权、755 万元用于支付变流器控制系统制造技术使用权的对价、600 万元作为 NHEOLIS 商标使用权的特许费用。

合同有效期 15 年。香港耐欧立斯是法国 NHEOLIS SAS 公司在香港的全资子公司，享有多项专利，法国 NHEOLIS SAS 已将“水平轴线风力发电机”专有技术及其 NHEOLIS 商标授权予香港耐欧立斯，并特许独家授权予漳州耐欧立斯在其许可期限和地域范围内使用“水平轴线风力发电机”全套成熟技术和“NHEOLIS”商标。

水平轴线风力发电机不仅可以内销，还可以出口到欧美。漳州耐欧立斯生产的“合同产品”（指“中小型风力发电机及变流器控制系统等系列化产品”）既可在中国销售，也可以销售到欧美地区。水平轴线风力发电机将为公司海外业务带来新的盈利增长点。

水平轴线风力发电机是一类中小型风机，市场潜力巨大。根据美国风能协会的调查，美国小风机（容量小于 100KW）市场在 2008 年增长了 78%，业界预测未来 5 年内小风机市场会增长 30 倍，到 2013 年末会达到 1700MW。而英国 2008 年小风机装机容量 7.24MW，预计到 2020 年装机容量将达到 1300MW。中小型风机市场潜力巨大。

高端 UPS 拼的是设计方案和服务，而不是价格。高端 UPS 的价格对于客户来说并不敏感，而客户更看重 UPS 的设计方案和后期服务，这方面科华恒盛拥有其他竞争者没有的优势。公司建立了“主动式三级服务体系”，覆盖全国的 40 多个直属销售与服务网点。国外竞争者的服务网点只布局在一线城市，二、三线城市的网点很少；而国内竞争者由于经营时间短以及资金压力，在服务网点上和科华恒盛也有比较大的差距。可以说，除了技术优势外，强大的售后服务能力是公司在市场竞争中的制胜法宝。

产业升级助力，高端 UPS 朝大功率、高效率、节能方向发展。当前国家力推

的产业升级必然会提升我国的工业化水平，从而带动中大功率 UPS 的需求，另外，对于企业来说，提升管理能力以及信息处理能力的压力不断增强，信息化 UPS 市场需求也非常旺盛。高端 UPS 正在朝大功率、高效率、节能方向发展。2010 年，UPS 业务的增长动力仍主要来自于信息化 UPS，受制于产能限制，工业动力用 UPS 的营收增速相对平稳，2011 年工业动力用 UPS 将进入爆发期。

预计 2010 年 EPS1.23 元，首次给予“买入”评级，目标价 65.8 元。随着工业化水平和信息化水平提高，科华恒盛的 UPS 业务面临非常好的发展机遇。IPO 后宽裕的资金实力帮助公司加强营销网络建设，同时采取进取的方式获得更多的订单。预计公司 2010 年、2011 年、2012 年的 EPS 分别为 1.23 元、1.88 元、2.78 元，维持“买入”评级，目标价 65.8 元。（电气设备行业研究员：冯舜）

◇ **向日葵(300111)：向日葵：新股定价 17.5-19.8 元**

建议询价区间 22.20-25.90 元。我们预计向日葵 10、11、12 年的 EPS 分别为 0.46、0.55 和 0.76 元。创业板中可比的光伏类公司有天龙光电、新大新材和奥克股份，发行价格对应的 2010PE 分别为 33、40 和 45 倍，我们认为公司合理的动态 PE 应在 38-43 倍，建议询价区间为 17.5-19.8 元。

风险提示。产品以欧元计价的汇率风险；对外担保 8000 万元的风险；关联交易较多的风险；原材料成本占比 70%的硅片，其价格波动的风险。（电气设备行业研究员：侯文涛）

◇ **中国东方集团(00581.SZ)：威孚高科(000581)中报点评**

威孚高科(000581)发布半年报，公司上半年营收增长 110%，归属母公司净利增长 263%，每股 EPS 为 0.56 元。此外，公司还公告多个事项，包括增资收购宁波天力增压器 51%股权，控股子公司威孚力达追加投资福田环保动力 3000 万元人民币，以及实施“退城进园”。

公司营收的增长主要来源于上半年商用车快速增长，给公司主导产品带来销售的拉动，其中 PW2000 和 VE 分配泵等国三标准泵增长迅速，毛利率也有提升明显，我们预计，虽然公司下半年营收可能受季节性因素的影响，营收会有环比下降，但由于公司 VE 分配泵等产品被越来越多的厂商采用作为国三标准实现手段，下半年公司营收下滑幅度将会好于商用车行业整体。

我们认为公司每股盈利是被低估的，主要是受到参股公司利润核算的影响，投资收益的数据实际上被严重低估，我们预计来自博世汽柴与中联电子的投资收益分别在 1.6 亿与 9000 万左右，比公告数据合计高出 8600 万左右，公司上半年每股 EPS 实际应该达到 0.71 元左右。

公司进行增资与收购，有利于扩展产品线，增加新的收入来源。公司通过收购宁波天力增压器，将大大增强在增压器产品方面的竞争实力，进一步完善汽车零部件产品序列，为公司未来成长提供动力。此外，增资福田环保动力，

也将进一步加深公司与福田的战略合作。

盈利预测方面，我们将公司 2010 年每股 EPS 由 1.12 元上调至 1.22 元，我们认为，公司拥有具备国四标准技术路线的最优实现方案，是排放标准升级的最大受益者，维持“增持”的投资评级(汽车行业研究员：浦俊懿)

◇ **顺网科技(300113)：新股定价：互联网娱乐时代的掘金者**

公司在互联网娱乐平台细分领域的竞争优势明显；公司主要从事互联网娱乐平台的设计推广、网络广告推广及互联网增值服务等相关业务。公司累计用户已超过 5000 万，覆盖了 500 多万台网吧终端，市场份额高达 47.6%。同时，公司的星传媒产品提供精准的网络广告投放及客户端安装服务，通过联合运营等方式也已经与包括盛大、腾讯在内的互联网巨头展开全方位的合作，开展了更为丰富的互联网增值服务。

巨大的市场空间为公司未来的稳步快速发展奠定基础；截至 10 年 6 月，国内网民规模 4.2 亿，网络普及率达到 31.8%。据第三方咨询机构统计，预计到 12 年，国内互联网娱乐服务行业规模将达到 570 亿元，年均增长率达到 23%以上，网络音乐、网络视频和网络游戏三项网络娱乐应用的使用率均达到 60%以上，网络娱乐行业的发展空间巨大。公司依靠独特的商业模式在近三年取得了突飞猛进的发展，07-09 年的年均复合增长率达到了 333.1%，净利润的年均复合增长率达到了 267.8%。

致力于打造国内领先的互联网娱乐平台运营商；公司此次发行募集资金拟投入的网维大师升级优化项目、PC 保鲜盒项目、用户中心系统项目均与主业紧密相关。一方面，现有产品的升级优化将进一步确立扩大公司在现有网吧市场的领先优势。另一方面，公司依靠现有用户资源及成功经验将陆续进入家庭、学校、酒店以及移动终端等上网渠道，加快新业务的发展。另外，全国性营销服务体系的建设与完善也将对公司扩大当前市场份额与开拓新市场产生积极的作用。

合理价值投资区间：34.02 - 38.07 元；我们预测公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.81 元、1.28 元和 1.78 元，结合 A 股市场互联网行业以及创业板市场近期的估值情况，同时考虑到互联网娱乐行业的巨大市场空间以及公司所具有的平台优势及品牌影响力，我们给出公司在 2010 年市盈率区间为 42-47 倍，合理的投资价值区间 34.02 - 38.07 元。

风险提示：市场竞争的风险，政策风险，募投项目进展不顺利的风险。(媒体行业研究员：田洪港)

◇ **保龄宝(002286.SZ): 业绩增长缓慢主要受上游原料上涨所累**

1、上半年业绩低于预期。公司 2010 年中报显示,上半年实现营业收入 3.27 亿元,同比增长 31.98%; 归属于母公司股东的净利润为 2223 万元,同比仅增长 2.55%, 大幅低于市场预期,也低于我们的预期。

2、业绩增长缓慢主要受上游原材料上涨所累。业绩增长缓慢的主要原因是上游原材料价格大幅上涨所致,根据我们的简单测算,上半年玉米价格同比上涨高达约 20%,原料的上涨虽然通过部分产品(果葡糖浆)的提价有所缓解,但因部分产品出于市场竞争的考虑没有提价,致使综合毛利率下降 3.51 个百分点。虽然前期偿还的大量贷款对财务费用的下降有巨大贡献,但营业费用率的上升还是部分抵消了财务费用的节省,致使三项费用率只下降 0.44 个百分点。最终,净利润率下降了 1.95 个百分点。而企业 09 年上半年的净利润率本来就低,只有 8.74%,成本大幅上升后,企业 09 年的净利润率只剩下 6.79%,可以说收入增长对利润的贡献基本被各项成本上升所吞噬了。

3、二季度的表现总体也不是很好。二季度的收入只增长 16.21%,但成本方面上升巨大,销售费用同比上升 89%,管理费用同比也上升 39%,成本的上升超过了销售增长所带来的毛利增长,最终二季度的净利润同比出现了 6.59%的下滑。

4、赤藓糖醇或将成为未来可以期待的亮点。公司 4000 吨的赤藓糖醇技改项目于五月开始试生产,市场反应非常的好,产品出现供不应求的情况,企业出于产能的约束而适度控制了订单和预收款。投产不到两个月,实现销售收入 2342 元,同比增长 204%,在谨慎性考虑上一年赤藓糖醇的库存的情况下,我们认为下半年赤藓糖醇带来的收入还会同比大幅增长。赤藓糖醇不仅销售收入出现了增长,而且毛利率也有大幅提高,与去年同期相比上升 13 个百分点,达 28.12%。

5、盈利预测及估值 我们认为目前的玉米价格走势可能还有进一步上升的可能,因此后期可能还会持续对公司的成本和毛利率构成压力,因此估值时,我们大幅调低了部分单品的毛利率。受成本上升影响,我们下调了公司的盈利预测,预计 10-12 年的 EPS 为 0.50 元、0.66 元、0.89 元,目前的业绩表现可能对股价的走势构成压力,但我们还是看好公司赤藓糖醇等新品的前景,综合考虑后,下调评级为“增持”。(食品、饮料与烟草行业研究员:赵军)

◇ **獐子岛(002069.SZ): 獐子岛(002069)半年报点评**

事件: 公司 8 月 10 日晚间公布 2010 年半年报, 报告显示公司上半年营业收入为 7.92 亿元, 较去年同期增长 43.11%; 实现归属于母公司所有者净利润 1.70 亿元, 同比增长 321.85%, 摊薄后每股收益为 0.37 元。

虾夷扇贝毛利提升明显 公司报告期内虾夷扇贝的营业收入为 3.64 亿元, 较去年同期增长 75.07%, 而报告期内毛利率高达 70.61%, 较去年同期上涨 29.39%。我们认为报告期内虾夷扇贝毛利率大幅上升主要来自于三个方面: 第一, 公司的亩产大幅度提升。目前公司虾夷扇贝的单产创出了 160 公斤/亩的历史新高, 较往年 80 公斤/亩的亩产有了近一倍的增长, 大幅降低了成本。我们认为亩产大幅提高的主要原因是因为 07 年暖冬的影响消除和公司两龄贝改成三龄贝。第二, 公司捕捞量增长。公司上半年扇贝销鲜量达到 1 万多吨, 预计全年销鲜量将在 2.7 万吨左右。第三, 虾夷扇贝价格上涨。由于 07 年开始的连续三年虾夷扇贝的大规模死亡, 加之经济的回暖, 使得虾夷扇贝价格上涨。公司上半年虾夷扇贝价格一直维持在 27 元/公斤左右, 由于虾夷扇贝价格在全年呈现出倒“U”型, 所以我们预计今年全年虾夷扇贝价格应该维持在 26 元/公斤左右。

下半年海参价格还有继续上涨可能 公司报告期内海参业务营业收入为 6979 万元, 较去年同期增长 22.42%, 毛利率为 54.40%, 较去年同期上涨 13.50%。公司目前拥有 1 万亩底播海参和 2000 亩围堰海参养殖, 每年可供应海参 400 多吨。由于 09 年年底寒流和 10 年初的冰冻灾害, 使得海参出现了一定程度的死亡, 导致市场海参供给减少。今年海参一直维持在 180 多元/公斤高位, 即使在 4 月的捕捞季, 海参价格也没因为暂时供给的增加而出现价格下滑。由于海参的销售旺季在四季度, 所以我们预计下半年海参价格随着销售旺季的来临还有上涨可能。

公司营销网络是消化公司产量的重要保障 目前公司的营销网络已经基本建成。公司在美国、欧洲、加拿大、香港和台湾等地通过建立子公司的方式完成了营销渠道的布局, 未来公司将以这些子公司为中心, 拓展全球的销售半径。国内公司的销售渠道也在逐步完善中。目前公司已经进驻了沃尔玛、家乐福、易初莲花、麦德隆等商超, 终端营销网点合计有 160 多个, 营销网络覆盖了近 70 多个城市。公司国内外的两条销售渠道的布局为公司未来产量的不断释放提供了销售保障。

盈利预测 我们预计公司 10 年、11 年和 12 年营业收入分别为 21.57 亿元、26.35 亿元和 30.38 亿元, 归属于母公司的净利润分别为 3.85 亿元、4.89 亿元和 5.66 亿元, 对应的 eps 分别为 0.85 元、1.08 元和 1.25 元, 维持公司“增持”评级。

风险提示 自然灾害、海产品价格波动和食品安全(农产品行业研究员: 于青青)

◇ **民生银行(600016.SH): 民生银行: 战略转型零售进展较好**

事件: 民生银行8月11日公布10年上半年业绩: 公司上半年实现净利润88.66亿元, 同比增速20.23%, 每股收益0.40元。

业绩亮点: 公司中期业绩亮点主要在NIM二季度继续反弹贡献利息净收入、资产质量持续改善、资本状况保持较好, 另外战略转型和结构调整成效显著: 公司上半年实现利息净收入211.65亿元, 同比增速51.72%, 同期生息资产同比增速仅为10.14%, 净利息收入增长主要由NIM二季度的持续反弹贡献。公司中期年化NIM为2.92%(期初期末均值), 季度NIM在一季度0.73%的水平上继续升值0.76%。报告期末, 公司不良贷款比率为0.79%, 较年初降低0.05个百分点, 不良贷款率进一步下降; 拨备覆盖率229.42%, 较年初提高23.38个百分点, 抵御风险能力进一步加强; 年化信用成本0.49%, 较一季度继续下降至历史新低。公司09年H股发行融资后, 资本状况保持较好。截至10年中期, 公司资本充足率, 核心资本充足率8.32%, 主要得益于上半年资产外延式扩张回归理性。上半年末贷款总额为9548.46亿元, 比年初增加718.67亿元, 增幅8.14%, 在上半年新增贷款业务中, 其中59%用于“商贷通”贷款业务投放, “商贷通”贷款业务发展较快, 体现了公司战略转型对零售银行的重视。

不足之处: 存贷比对公司下半年业务扩张有所制约以及公司上半年盈利能力略有下滑: 公司上半年贷款同比增速5.27%, 存款同比增速22.71%, 存贷比由去年底的76.77%下降至72.49%。不过我们也注意到存贷比指标对公司下半年业务扩张的制约, 因此预计下半年公司揽存的压力依然较大。公司上半年末的ROAA为1.21%, ROAE为22.29%, 盈利能力依然保持在行业的前列, 不过较09年和10年一季度连续下滑。

维持公司“增持”评级: 我们预计公司10、11年和12年的EPS分别为0.66元/0.86元/1.05元。BVPS分别为8.元/5.37元/6.72元。公司8月10日现价5.39元, 现价对应PE分别为8.2X/6.3X/5.13X。维持对公司的“增持”评级(银行业研究员: 杨森)

◇ **南京银行(601009.SH): 资产快速扩张, 静待配股执行**

事件: 南京银行8月11日公布10年上半年业绩: 公司上半年实现净利润11.97亿元, 同比增速49.53%, 每股收益0.50元, 同比增速47.06%。

业绩亮点: 公司中期业绩亮点主要在中间业务保持高增长、资产质量持续改善积极对资金市场的较好把握: 公司上半年中间业务实现收益2.46亿元, 同比增长44.46%, 手续费净收入2.36亿元, 同比增长43.46%。截至报告期末, 公司不良贷款余额8.05亿元, 比上年末下降1215.7万元, 不良贷款率1.05%, 比上年末下降0.17个百分点; 准备金覆盖率203.69%, 比上年末提高29.78个百分点; 年化信用成本0.70%, 较去年末略有提升, 不过仍处于较低水平。公司二季度买入返售金融资产配置量大增, 由一季度的193亿元增至318亿元。源于公司对资金市场把握较好以赚取短期价差。

不足之处: 公司二季度NIM反弹乏力以及资本金消耗较快: 上半年实现利息净收入21.35亿元, 同比增速51.45%, 同期生息资产同比增速54.83%, NIM二季度反弹乏力。中期NIM为2.70%(期初期末均值), 不过公司资产负债结构上仍

有改善的空间。公司中期期末资本充足率 11.59%，核心资本率 10.53%。较 09 年年末分别下降 1.35 和 2.24 个百分点，业务发展对资本金的消耗较快。

静待配股执行：南京银行在 09 年底宣布了 50 亿元的配股融资计划，按照中期数据静态计算，50 亿的资本金补充将提升 4.57% 的资本充足率，这将为公司未来几年的业务扩张提供有力支撑。

维持公司“增持”评级：我们预计公司 10、11 年和 12 年的摊薄 EPS 分别为 0.99 元/1.23 元/1.56 元。BVPS 分别为 5.97 元/7.05 元/8.43 元。公司 8 月 10 日现价为 11.17 元，现价对应摊薄 PE 分别为 11.25X/9.09X/7.16X。维持对公司的“增持”评级。（银行业研究员：杨森）

◇ 华能国际 (600011.SH)：业绩小幅增长、仍然面临燃料成本压力

2010 上半年净利润同比增长 2.71%。公司 8 月 10 日发布公告称：2010 年上半年实现归属母公司净利润 20.26 亿元，同比增长 2.71%；基本每股收益 0.17 元，扣除非经常性损益后的每股收益为 0.16 元。

公司 2010 年一季度归属母公司净利润同比增长 40.9%，而上半年净利润同比仅增长 2.71%，这低于我们之前的预期，我们认为主要原因如下：

1. 上半年燃料成本压力增大 公司 2010 年重点合同煤价格约 545 元/吨、较去年涨幅约 8%；同时，市场煤炭价格也出现较大涨幅，秦皇岛主要动力煤炭价格较去年同期上涨约 20%。煤炭价格淡季不淡，公司燃料成本压力较大。公司在上半年发电量大增近 4 成、营业收入同比增长 37.25% 的情况下，营业成本却增长 41.36%。导致公司 1 季度销售毛利率为 12.01%，而 2 季度销售毛利率仅为 10.8% 左右。

2. 去年同期亏损抵扣和递延所得税影响 由于 2008 年同期亏损，公司 2009 年中期受亏损抵扣和递延所得税影响，其实际所得税率为 3.87%，而本期税率为 17.68%。若以税前利润总额比较，则 2010 年上半年同比增长为 25.85%。

3. 非经常性损益贡献 EPS0.01 元 公司 2010 年上半年非经常性损益贡献净利润约 1.41 亿元，较去年同期增长约 161.1%，折合 EPS0.01 元。本期非经常性损益收入主要来自于政府补贴约 2.11 亿元。扣除这部分影响，上半年 EPS 为 0.16 元。

投资建议：虽然公司上半年发电量大增 38%，但从 2 季度单季度来看，发电量增速为 36.1%，较 1 季度的 40.1% 已出现小幅下滑。随着房地产新政、节能减排和结构调整等各项宏观调控政策影响的深化，下半年用电需求尤其是工业用电需求增长势头将出现较大程度的回落。此外，随着西南地区旱情的结束和 3 季度雨季的来临，水电机组出力将显著提高。受以上因素影响，公司下半年发电量增速相应会出现较明显的下滑。但我们认为，公司实现 2010 年计划发电量 2300 亿千瓦时的目标问题不大，且随着新机组的投产，2010 年发电量超计划将是大概率事件。燃料成本方面，虽然目前市场煤炭价格小幅回落，但除非 3-4 季度宏观经济形势出现下滑，煤炭价格很难回落到去年同期水平。我们认为，后市煤炭价格仍将给公司业绩带来较大压力。总体来看，公司 2010 年业绩或低于我们之前预期，但目前股价估值较低，具有一定安全边际，维持对公司的“增持”评级。（电力行业研究员：吴江）

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。