

一周重点报告回顾

(日期: 2005 年 4 月 11-2005 年 4 月 15 日)

一周重点报告

日期	研究员	课题名称	投资评级/建议
4月11日	张镭	有色金属行业 2005 年第二季度投资策略报告 —坚持年度策略报告观点, 继续看好有色深加工型公司 和小有色资源型公司	中性
4月11日	张良勇	深科技 A—磁头业务挑战多过机会	中性-A
4月11日	李静	山东海龙—业绩符合预期盈利预测不变	谨慎推荐-A
4月11日	周锐	复星医药—积极推动全球化发展战略	谨慎推荐-B
4月11日	黄晓燕	ETF 套利空间分布及成本估计	
4月12日	胡鸿轲	大商股份—业绩基本符合预期、未来成长性良好	谨慎推荐-A
4月12日	刘磊	华能国际—容量高增长基本抵消成本上升	谨慎推荐-A
4月12日	翁健	扬子石化—高油价阻碍明后年业绩增长	谨慎推荐-A
4月12日	李静	烟台万华 1 季报闪亮登场	谨慎推荐-A
4月12日	王鹏	造纸行业 2005 年二季度投资策略报告—产品毛利分化加大	中性
4月12日	苏平	峨眉山—一季度业绩低于预期, 全年增长仍可看好	谨慎推荐-A
4月13日	黄顺祥、鲁信文、赵建兴	政策快速反应—4.13 国务院常务会议精神点评	
4月13日	鲁信文	大盘反弹的高度取决于试点方案让利的程度	
4月13日	刘磊	国电南瑞—乘行业春风茁壮成长	谨慎推荐-A
4月13日	朱卫华	青岛啤酒—隐而不发, 志在长远	中性-A
4月13日	秦蓁	中兴通讯—机遇与挑战并存	谨慎推荐-A
4月13日	王丹妮	收入和损益结构分析……证券投资基金 2004 年年报分析之三	
4月14日	胡雅丽	苏泊尔—炊具稳当当, 小家电增长贡献大	强烈推荐-A
4月14日	余志勇	金地集团—经营状况良好, 调整压力的影响弱化	谨慎推荐-A
4月14日	王鹏	华泰股份—季度预增分析—稍高于预期	谨慎推荐-A
4月14日	苏平	华侨城—旅游业务快速恢复, 地产收益平稳增长	强烈推荐-A
4月14日	郭东谋	东方航空年报分析—资产运营效率提高有助于化解成本	中性-A
4月15日	王海涛	中联重科 05 年—强化管理、05 年一季度净利润环比增长 76%	中性-A
4月15日	王海涛	三一重工—提前公告年报 经营业绩与预期相符	中性-A
4月15日	蔡海洪	宝钢股份 (600019) 增发方案快评	谨慎推荐-A
4月15日	苏平	丽江旅游 (002033) —雪灾影响一季度业绩	中性-A

研究报告摘要

4月11日

有色金属行业2005年第二季度投资策略报告

——坚持年度策略报告观点，继续看好有色深加工型公司和小有色资源型公司

投资要点

- ★ 我们在《有色金属行业2005年度投资策略报告》中明确指出：“05年有色金属行业的投资机会：下游深加工型公司>上游资源型公司，小有色金属公司>大有色金属公司”。从一季度的情况来看，上述判断得到了市场的验证，厦门钨业、锡业股份、宏达股份成为有色板块中表现最好的股票，其中厦门钨业、锡业股份更是得到了QFII的青睐。二季度我们依然坚持上述观点。
- ★ 对大有色金属铜及相关公司的看法：1、从供需状况来看，从04年第四季度开始，全球的铜精矿产量增长速度明显加快，据CRU预计，05年第一季度全球的铜精矿产量同比增幅将超过13.9%，处于供应过剩的状况，从而造成铜加工费的大幅上涨，但是由于铜冶炼能力的限制，使得精铜产量的增长幅度低于铜精矿的增长幅度，从需求来看，05年全球铜需求的增长速度可能会比04年有较大幅度的回落，ICSG预计，在精铜产量增速提高和需求放缓的情况下，05年全球精铜供应缺口将会从04年的71.9万吨减少至25.90万吨，06年进一步减少至9.3万吨。虽然供需关系有所缓解，但在美元贬值、基金投机和中国因素的推动下，铜价在一季度反而又创出了新高，我们认为目前铜价已经与基本面有所背离，从中长期来看，本轮铜价的牛市已经进入尾声，目前的情况可能是最后的疯狂。2、更为重要的是，目前的铜价上涨不一定能够给相关企业带来相应的利润增长，因为相关企业均有期货套期保值业务。3、江西铜业、铜都铜业目前的估值水平和资源储量与小有色公司锡业股份、宏达股份相比都没有优势，加之均有数额较大的再融资和前期机构套牢严重，继续建议持仓较重的投资者借反弹以减持为主。
- ★ 对大有色金属铝及相关公司的看法：1、我们在《有色金属行业2005年度投资策略报告》中明确指出：“05年一季度依然是电解铝板块调整筑底的时期，高氧化铝价格和高电价时期存在的问题，在04年年报中有可能会显现出来，04年第四季度电解铝板块上市公司的业绩出现亏损的可能性是存在的，虽然这个板块跌幅已经较大，兰州铝业已经跌破了净资产，我们仍然给予电解铝板块中性态度”。从一季度的情况来看，上述判断得到了市场的验证，兰州铝业和关铝股份04年第四季度基本没有盈利，兰州铝业股价目前较净资产已有20%的折扣。2、从目前的情况来看，进口氧化铝价格继续上涨，目前的价格为480美元/吨，我们认为中国铝业氧化铝的价格在第二季度基本没有下调的可能，上涨的可能倒是有的；加之电价的上涨趋势基本确立，因此我们认为电解铝板块虽然目前处于极度低迷的时期，但是在未来的3-6个月内并看不出有向好的可能。加之下半年中国铝业的A股上市，目前电解铝板块有被边缘化的危险。因此对于电解铝板块，我们的建议依然是多看少动。
- ★ 对小有色金属锡及相关公司的看法：1、我们继续看好小有色金属的表现，尤其是锡、锌。锡价在04年底大幅调整后，目前又迅速上涨至高位，锡价涨幅在有色金属中继续保持本轮

牛市以来（2003年初以来）的最高涨幅（120%以上）。2、锡做为绿色金属，随着全球，尤其是欧美等发达国家对环保的日益重视，锡新的用途日益扩展，例如，全球无铅焊料的实施和水泥添加剂的硫酸亚锡化，都大大增加了锡的新增需求，这是其它金属所不具备的。3、锡业股份随着“背靠资源、保持规模、稳定产量、综合利用”战略的实施，将会成为全球最大、最具竞争力的锡及锡深加工产品的生产基地，这是其它有色公司所不具备的。4、锡业股份虽然04年的股价涨幅在有色板块中最大，但是目前的动态市盈率在有色板块中依然处于最低水平，加之公司在行业中的地位，我们继续推荐锡业股份。

★ 对小有色金属锌及相关公司的看法：1、锌金属的价格是本轮有色金属牛市中唯一没有创出10年新高的金属（距离10年的高位还有20%的空间），在05年全球锌金属的需求缺口继续扩大的情况下，预计锌价在05年将会表现最为出色。2、目前国内锌行业的上市公司有五家：锌业股份、株冶火炬、中金岭南、驰宏锌锗和宏达股份，其中锌业股份和株冶火炬没有资源，属于纯冶炼型公司，虽然锌行业向好，但是锌加工费却创出了新低，没有资源的纯冶炼型公司无法获得相应的利润增长，因此我们认为锌业股份和株冶火炬不具备投资价值。在有资源的三家锌业公司中，宏达股份资源储量最充足，开采成本最低，资源自给率最高，未来产能扩张最快，而动态市盈率却最低，因此我们认为宏达股份是锌行业投资的首选品种，继续推荐宏达股份。3、驰宏锌锗估值水平偏高，中金岭南总部的管理费用和业务亏损部分抵消了锌业务的盈利，因此给予中性评级，当然在锌行业向好的情况下，也可以做为锌行业组合投资的一部分。

★ 对下游深加工型公司的看法：厦门钨业是我们重点推荐的下游深加工型公司，虽然自推荐以来涨幅已经超过50%，但是基于公司在行业中的地位和未来3-5年清晰的增长趋势，我们继续推荐厦门钨业。东方钽业我们也继续给予推荐评级，但是相对厦门钨业，投资者可能需要更大的耐心。

★ 本报告仅讨论05年第二季度有色金属行业的投资策略，具体行业和个股的基本面分析详见相关行业和公司研究报告。

深科技A—磁头业务挑战多过机会

投资要点

- ★ 04年业绩回顾：深科技A2004年主营收入69.2亿元，同比增长-11.94%；净利润2.28亿元，同比增长2.19%，每股收益0.31元，高于我们先前预期。分配预案为每股派现0.15元；
- ★ 03年磁头业务的意外增长不再，主导产品磁头毛利率下降：2003年由于主要竞争对手RDRT经营困难，释放出的订单使得深科技磁头出货量大幅增加。本年度RDRT被WD收购后，经营渐趋正常，深科技磁头出货量的下降不可避免。同时，磁头价格延续下降之势，销量的减少又导致单位磁头分担的固定成本上升。本年度磁头销售额53.9亿元，较03年的67.9亿元下降达20.6%；04年度毛利率6.5%，较03年度的7.1%下降了8.45%。两项合计导致主营业务利润大幅减少33.2%之多。
- ★ 磁头业务能否再度高增长？全球硬盘行业受新兴消费电子带动、尤其是微硬盘的快速增长，行业发展出现新的机会。对深科技而言，挑战可能多过机会，原因主要在于客户。其一、

深科技目前主要客户是Maxtor、易拓和三星，后两者为非主流硬盘制造商，尽管三星出货量增长较快，Maxtor产品线集中于3.5英寸产品，尚未涉足当前快速发展的消费类硬盘；其二、客户不是更多、而是更少。当前硬盘产业为降低成本，流行垂直一体化。对单纯的磁头组装企业而言，生存环境并不乐观。

- ★ 寻求新的市场发展空间：鉴于磁头业务的现状，公司近年来一直在寻找新的市场机会。从电表、税控产品，到光磁、内存等，除销售额很小的光磁产品外，电表、内存等业务均属于代加工型业务，毛利率极低，难以形成新增长点。本年度公司开始运作的半导体封装测试项目，由于合作方实力强大而被寄予厚望。但公司在年报中披露该项目亦面临市场变化的压力。
- ★ 05年业绩预期：公司2004年主营收入与主营利润与我们的预期基本一致，净利润产生出入的原因在于营业费用、管理费用与营业外支出的较大差异。与2003年公司计提了大量资产减值准备相比，04年的各项费用基本反映了公司相对正常的经营情况。以此为基础，我们预计05年公司磁头业务的相对平稳、两项费率与04年基本相当、新上半导体封装测试项目约3000万元的亏损、以及新的固定资产减值准备大幅减少，由此我们预计公司2005年每股收益0.33，较04年微增7.5%。

投资建议

- ★ 维持“中性-A”的投资评级。

山东海龙一业绩符合预期盈利预测不变

投资要点

- ★ 2004年，公司实现主营业务收入188932万元，净利润10901万元，分别比上年增长71.84%、152.81%。每股收益0.265元，好于我们0.253元的预期。
- ★ 业绩大幅增长因素：产品产量提高；短纤价格上涨，毛利率上升2个百分点。
- ★ 偿债指标不理想，偿债压力较大，仍是公司的软肋。而目前公司仍有一些扩建、拟建计划，公司有再融资需求。我们预计明后年公司可能会有再融资方案推出。
- ★ 预计05年净利润1.66亿元，同比增幅50%以上，每股收益0.40元。

风险因素

- ★ 短纤行业自律非常重要，一旦市场秩序混乱，价格下跌不可避免，这也是投资粘胶纤维行业的主要风险。

投资建议

- ★ 由于1季度短纤价格大幅下滑，库存较大，4月23日将披露的1季报业绩可能不太令人满意，短期内可能存在一定下调风险。投资评级暂下调为“谨慎推荐——A”。
-

复星医药 - 积极推动全球化发展战略

投资要点

- ★ 复星医药公布年报，实现每股收益0.261元，分配方案为10派1.5元，不送转，基本符合预期。
- ★ 2004年复星医药的药品制造业务增长迅速，占主营业务收入比例不断增加，主营业务盈利能力明显增强。
- ★ 在公司的参控股公司中重庆药友、国药控股和广西花红等企业实现了高速的增长，表明公司的内生性增长动力明显增强。
- ★ 2005年内生性的增长将给复星医药提供3000-4000万的净利润增长，而徐州万邦、重庆凯琳等公司的全年报表合并将给公司提供3500-4000万的净利润增长。
- ★ 在4月10日公司明确了今后发展的全球化战略，桂林制药和重庆凯琳对国际市场的开拓将在近期给公司带来实实在在的利润增长，而长期来看，成为国际主流市场的一流企业将是复星医药发展终极目标。
- ★ 我们初步预计05-06年复星医药将实现净利润2.83和3.46亿，按转债完全转股后的股本计算每股收益分别为0.30和0.36元。

风险因素

- ★ 地产和医药商业对公司利润贡献较大，相关风险将可能影响公司最终利润的实现。

投资建议

- ★ 复星医药的增长趋势明显，公司的价值正逐步被市场发现，我们继续维持谨慎推荐B的投资评级。

4月12日

大商股份——业绩基本符合预期、未来成长性良好

投资要点

- ★ 04年公司每股收益为0.53元，基本与预期的0.56元相当，公司的利润来源主要由两大块构成：第一块由以大连本埠店面为主导的母公司贡献，第二块则由分布在大连外埠的各个子公司所贡献，基于此，我们对公司的盈利也分成两大块进行预测，预计公司05年的每股收益在0.7元左右。
- ★ 我们认为大商股份具有将所并购商场提升为当地商圈“第一店”的经营能力，我国现阶段，每个城市核心商圈的“第一店”基本都能保持较好的盈利状态，这使得公司能够在并购扩张的同时，实现利润的快速增长。

风险因素

- ★ 公司最大的风险是现金流断裂风险，04年公司经营活动净现金增加为4.75亿元，扣除投融资后为3.78亿元，我们认为目前这方面的风险不大，此外，公司母公司与百联集团的重组亦可以大大缓解公司的现金压力。

投资建议

- ★ 大商股份目前仍然处于成长期，我们维持“每逢股票调整时买入，长期持有”的投资策略，投资评级维持谨慎推荐——A。

华能国际——容量高增长基本抵消成本上升

投资要点

- ★ 发电量增长25.7%，净利润略有下滑。2005年公司完成发电量、收入同比增长25.7%、29.02%，但主营业务利润略有下滑，主要原因是煤炭价格大幅上涨。
- ★ 煤价上涨，煤质下降，成本上升42.20%。2004年公司单位燃料成本为139.69元/千度，同比上升近32.97%，致使公司04年毛利率下滑了22.80%，净利润同比下滑了1.25%。
- ★ 未来装机规模增长较快。2004年公司权益装机容量、发电量同比分别增长了26.16%、25.74%，公司装机规模的较快增长，基本抵销了燃料成本大幅上涨的负面影响。预测未来两年公司权益装机规模仍有17-20%左右的高增长。
- ★ 长期订货合同价格相对较低，管理层有信心控制单位燃料成本上涨幅度不超过12%。

风险因素

- ★ 煤价持续上涨；机组利用小时数下降；建设成本上升；竞价上网伤害结算电价；所得税率变更预期。

投资建议

- ★ 公司是国内资产规模最大，资产质量较好的五大独立发电集团之一，公司长期投资评级为“A”。认为该股票05年合理的动态市盈率应在16-18倍左右，价值中枢应为7-9元。维持原投资评级：谨慎推荐-A。

扬子石化——高油价阻碍明后年业绩增长

投资要点

- ★ 扬子石化2004年实现主营业务收入318亿元，净利润46.8亿元，同比分别增长44%和182%，每股收益2.01元，其中第4季度高达0.73元，高于我们1.91元的预期，分配预案为10派4元，派现率只有20%，低于市场平均预期。收入增长主要源于综合产品价格大幅上涨28%，以及销量增长13%，而净利润增长源于石化行业景气度提升带来的单位产品毛利上升112%。

- ★ 公司2004年完成原油加工量638.5万吨,增长2%原料总投入量772万吨,增长5.5%,生产乙烯81.3万吨,增长6%,但产品销量增幅高达13%,远高于原料投入量的增长。公司在年报中改变了产销量披露细节,并且改变了产品分类,使我们增加了分析的难度。
- ★ 公司在2004年计提了存货跌价准备3.3亿元,相当于每股收益0.12元,目前来看,存货跌价的可能性较小。
- ★ 公司2005年原油加工量为780万吨,增长22%,产品销量增幅超过15%。140万吨/年芳烃抽提将在今年下半年投产,45万吨/年PTA改造于明年中期投产,18万吨/年EO和12万吨/年丁二烯扩建、50万吨/年醋酸和20万吨/年丁苯橡胶两个合资项目以及乙烯三轮改造成为公司今后几年资本支出的重点。

投资建议

- ★ 预计公司2005、2006年每股收益分别为1.8和1.72元,1季度约0.57元,较04年略有回落,但公司市盈率只有6倍,维持谨慎推荐-A。

烟台万华 1 季报闪亮登场

投资要点

- ★ 今年1季度,公司实现主营收入79509万元,同比增长58.8%,其中纯MDI和聚合MDI贡献91.5%;实现净利润15664万元,同比增长61%。每股收益0.24元(全面摊薄)。
- ★ 由于MDI市场供需依然紧张,MDI价格继续上涨。尤其是聚合MDI由于下游需求增长更加迅速,其价格涨幅超过纯MDI。因此,聚合MDI产品毛利率达到43.5%,比04年年度上升5.1个百分点,对主营收入的贡献也增加了4.8个百分点,约占51%。纯MDI的毛利率42%,比04年下降2个百分点,对主营收入的贡献40.6%,下降3个百分点。
- ★ 由于1季度主要原料苯胺价格上涨较大,公司在4月1日再次调高聚合MDI出厂报价,从原来的31800元/吨调升2000元为33800-34000元/吨,纯MDI价格稳定在31000元/吨。
- ★ 宁波16万吨MDI项目有望在05年年底建成06年年初投产,预计今年管理费用将有较大增长。预计05年净利润64174万元,同比增长59%,每股收益0.76元。

投资建议

- ★ 目前公司的动态市盈率在21倍左右,对于这家企业我们仍然建议长期持有。维持“谨慎推荐——A”的评级。

造纸行业 2005 年二季度投资策略报告——产品毛利分化加大

- ★ 2005年一季度,由于中国及东南亚国家经济的强劲增长及全球需求的增长,造成了国际市场纸浆价格呈不断上涨趋势。整个3月份,北美市场的纸浆价格指数(NBSK)一直维持在680美元/吨,再次到达去年7、8月份的高点。国际废纸以及国内麦草等原材料价格也呈上涨态势。

- ★ 原材料价格的上涨也将推动成品纸价格的上扬，但由于不同品种供需关系的差异，导致不同品种的提价幅度和毛利水平存在较大差别，甚至呈现严重的两极分化。新闻纸的毛利率仍然坚挺、铜版纸毛利水平有望走出谷底，而普通文化纸毛利率则持续下滑。讨论主题讨论了造纸类股票前期下跌原因，明确指出经过前期的下跌，该板块的系统性风险已基本释放，部分公司已经具备了较好的投资机会。

投资建议

- ★ 考虑到二季度原材料价格继续上涨的可能性大于下跌的可能性，继续给予该行业“中性”的短期投资评级。维持晨鸣纸业、岳阳纸业、博汇纸业等公司“谨慎推荐”的评级。在纸浆价格大幅反弹的背景下，我们建议关注具有原材料成本优势的岳阳纸业。我们建议在密切跟踪纸浆价格走势的同时，关注太阳纸业询价发行的情况。

峨眉山——一季度业绩低于预期，全年增长仍可看好

投资要点

- ★ 由于天气原因，1-3月峨眉山进山游客14.03万人次，同比下降20.38%。一季度实现主营收入3703.07万元，同比增长2.39%；净利润-522.54万元，比去年同期增加亏损246.08万元；每股收益-0.04元（摊薄后-0.022元），业绩没有达到预期。
- ★ 游客规模减少导致门票、索道收入分别下降，毛利率下降，但宾馆业务收入增加71.12%，毛利率10.42%，提高5.88个百分点，成为一季度的一个亮点。
- ★ 从历史数据看，一季度游客规模仅占全年的11-12%，对全年业绩的影响不大，根据近年旅游快速发展的态势，我们认为全年游客增长仍能达到11.6%的预期目标，维持先前的赢利预测，05-07年摊薄后EPS0.25、0.29、0.34元。
- ★ 与同级别景区相比，峨眉山120元的门票比价偏低，06年门票价格上涨到180元左右的可能性较大。此外，金顶、万年索道价格也有上涨空间。门票、索道价格上涨预期将进一步提升公司投资价值。

投资建议

- ★ 维持谨慎推荐-A的投资评级风险提示（1）游客规模的实际增长情况难以准确预测；（2）门票、索道提价的时间及幅度具有不确定性

4月13日

政策快速反应——4.13 国务院常务会议精神点评

- ★ 本次会议针对一季度经济高位运行、投资和物价反弹压力较大、顺差迅猛增长、煤电油运瓶颈问题仍然突出等问题提出了一系列措施，目的是为了加强和改善宏观调控，促进经济结构进一步优化。总体看，政府对一季度经济形势的判断及采取的调控措施，基本符合我

们在《经济高位运行 调控压力加大》一文中的预期

- ★ 本次会议再次表明了政府对股票市场的强烈关注，会议表示要“抓紧采取有力措施促进证券市场稳定健康发展”等，同时还讨论了证券法的修改问题，并提出“证券法的修改应突出保护社会公众投资者特别是中小投资者合法权益，加强和完善对上市公司及证券公司的监管，防范和化解证券市场风险，同时要为资本市场制度创新和产品创新提供发展的空间”。这是中央高层对昨日中国证监会负责人就上市公司质量的提高、券商风险化解、双向扩容、股权分置问题的解决以及健全民事赔偿责任追究机制等一系列问题阐述的正面回应，表明高层已经对解决股权分置问题做出了决策。同时，证券法的修改也将提速，为证券市场基础性制度建设和市场创新提供良好的法律环境，这对于投资者的信心恢复将起到较大促进作用。
- ★ 由于短期内政策力度较大，高层也对一些市场关心的敏感问题也给出了明确表态，因此我们认为市场反弹有望延续，短期内将冲击1300点阻力位。此后大盘反弹的高度将取决于实质性政策的出台情况，尤其是全流通试点方案让利的程度（有可能高于我们此前二季度策略报告所预测1331点上限）。但在宏观调控压力加大、企业盈利增速明显回落及“A+H”发行等因素影响下，我们认为投资者对本轮反弹仍应保持一份清醒，应利用本轮反弹加快持仓结构调整。
- ★ 在投资策略方面，我们依然坚持二季度投资策略报告观点，继续看好定价水平已经合理甚至偏低、盈利仍能保持稳定增长煤炭、化肥、电力、电力设备等行业；继续看好交通运输（包括港口、公路、机场、航运）、非周期性消费品（食品饮料、中药、零售、旅游、酒店）等防御型行业的龙头公司，但对涨幅较大的个股应注意波段操作；而石化、钢铁（板材）、有色（小品种金属及铜）、银行、房地产等投资品行业的龙头公司仍存在波段投资机会。此外，我们建议投资者应密切关注新发和增发的优质资产带来的低价增持机会。

大盘反弹的高度取决于试点方案让利的程度

- ★ 中国证监会负责人今天就上市公司质量的提高、券商风险化解、双向扩容、股权分置问题的解决以及健全民事赔偿责任追究机制等一系列问题回答了记者提问。其中对于解决股权分置问题，该负责人表示，综合各方面情况分析，按照国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》所明确的基本原则，目前已经具备启动试点的条件。
- ★ 我们认为有关稳定市场的六条措施出台或者由中国证监会出面阐述清楚，尤其是关于解决股权分置已具备启动试点条件的阐述，对投资者的心理预期将起到稳定的作用。同时提高上市公司的质量，健全民事赔偿追究机制阐述，对维护中小投资者的利益又前进了一步，从而对投资者信心的恢复具有促进作用。
- ★ 市场前期的下跌主要由宏观调控压力预期加大、扩容和解决股权分置问题预期不明朗三个方面因素导致。在市场对宏观调控的压力已经有所提前释放的情况下，解决股权分置以及扩容的预期也在今日得以明朗，因此，我们预计六条措施出台将有利于大盘的稳定，并在此消息刺激下产生反弹。
- ★ 虽然管理层对于扩容已经表态一将考虑市场的承受能力，但是我们认为大规模扩容仍然在今年存在，尤其是采用“A+H”方式发行，仍然会对市场造成冲击。同时，试点方案让利的

程度存在不确定性，并且试点公司真正进行试点的操作流程和所需时间也存在不确定性。正是从这两个方面考虑，我们认为大盘短期反弹高度有限，在试点让利方案没有亮相之前，1300点附近的阻力仍然很大。中期分析，大盘反弹的高度取决于试点方案让利的程度。

- ★ 我们坚持认为股权分置问题的解决只是中国证券市场发展的必要条件，而不是充要条件。市场发展的根本在于上市公司质量的提高以及盈利能力的持续。不排除市场把解决股权分置问题作为发动反弹的导火线，推高股指，但是无论怎样，行情的性质还是属于反弹。
- ★ 从试点公司的选择遵循先易后难角度分析，我们认为选择地方国资委管辖的企业以及民营企业的可能性大，同时非流通比例大的公司更有可能。

国电南瑞——乘行业春风茁壮成长

投资要点

- ★ 一季度收入增长45.45%，净利润增长48.85%。公司一季度业绩高增长符合预期，源于变电站自动化产品收入大幅增长，一季度该产品实现销售收入8860万元，同比高增长达到74.61%。
- ★ 一季度行业淡季，收入确认较少、毛利率水平偏低、期间费用率较高。一季度EPS仅为0.027元，相对于全年业绩预期的EPS的0.552元相差较大，行业具有收入确认逐季度递增特点；另外，一季度受春节放假较长影响，通常是行业淡季。
- ★ 募集资金年内使用率可达70-80%，明年计划再融资。截止04年底，募集资金已经累计使用率超过30%。公司预计年内建设南京“高新大楼”和购置北京“和达大厦”，投资概算预计将达到16897万元，预测截止05年底，公司募集资金使用率可接近70-80%左右。

设立北京研发中心意义重大。意在吸引北京地区人才，以轨道交通产品为重点，积极发展非电力系统自动化产品的生产研发、生产及销售。

- ★ 公司的资产质量、成长性、盈利能力、营运能力、偿债能力均明显强于行业内其他上市公司。

投资建议

- ★ 国电南瑞其PE历史波动范围在21-38倍间，考虑到市场平均市盈率水平下滑，我们认为目前公司较为合理的动态市盈率应为27倍左右。投资建议：维持原投资评级为“谨慎推荐-A”

青岛啤酒-隐而不发，志在长远

投资要点

- ★ 青岛啤酒2004年实现啤酒销量371万千升，实现主营业务收入86.2亿元，实现净利润2.8亿元，同比分别增长了13.8%、14.82%、10.18%；青岛啤酒品牌价值已达168.73亿元。2004年青岛啤酒主品牌销量达117万千升，同比增长11%，与汉斯、崂山、山水三个副品牌的合计销量已达总销量的56%。
- ★ 安海斯-布希(A-B)公司所持的第二批和第三批可转债今日公告全部转股，折公司新发行H

股股份2.48亿股,青岛啤酒总股本增加为130821万股,AB公司在青岛啤酒的股权增加至27%(投票权20%)。此举说明AB对青啤很有信心。

- ★ 04年有一些关厂、诉讼预提赔偿款、预提广告费异常等非经常性费用增加,导致业绩仅有10%增长,让人感觉公司为了后续发展,目前始终留有余劲未发。我们预计05年公司增长速度应可高于10%,能基本抵消股本扩大对EPS的摊薄。
- ★ 我们尝试打造啤酒龙头企业月度盈利估算模型,主要是利用国家统计局月度分省市数据,初步估算结果,青岛啤酒今年1-2月份销售收入没有增长,业绩应该有10-15%的同比增长。

投资建议

- ★ 由于未来两年公司业绩不会突然大幅释放,对股价没有刺激效果,预计股价仍将不温不火的箱型整理,我们继续给它“配置型品种”的定位,维持“中性——A”投资评级。

收入和损益结构分析……证券投资基金 2004 年年报分析之三

- ★ 封闭式基金全年总收入为正值,主要收入来源是在上半年将03年底累积的巨额浮动盈余转为实际股票买卖价差收入。封闭式基金2004年下半年总收入为-18.77亿,其中股票买卖一项实际亏损了22亿。
- ★ 04年以前成立的股票型开放式老基金与封闭式基金具有相似的收入结构,04年下半年股票买卖实际发生亏损达12亿;04年当年成立的股票型开放式新基金下半年也发生股票买卖亏损,由于没有早先累积的浮动盈余基础,因此全年总收入为-8.03亿。
- ★ 虽然封闭式基金04年获得42.75亿净收益,但考虑到同期未实现利得变动数,全年经营业绩为-32亿。基金持仓仍为浮动亏损,但浮动亏损的数额已比04年中期大大减少,损益结构有明显改善。
- ★ 股票型开放式老基金04年全年获得33亿净收益和6.88亿经营业绩,并在04年末保持了浮动盈余4.89亿,为05年的收益预期打下了良好的基础
- ★ 股票型新基金04年净收益-7.49亿,经营业绩为-21亿,并在期末累积了15亿的浮动亏损,未来分红和收益预期不容乐观

中兴通讯——机遇与挑战并存

投资要点

- ★ 如果不考虑电信行业重组因素,2005年中国电信产业固定资产投资预计达到人民币2100亿元。GSM网、传输、IP网络及宽带将是投资重点,而PHS及CDMA的投资将有较大幅度下降。
- ★ 按中国会计原则,2003年中兴通讯主营业务收入227亿,主营业务利润82.6亿,净利润10.08亿,每股收益1.05元。海外、3G以及手机将成为拉动公司收入和利润增长的主要动力。海外市场将成为持续增长的源动力,预计今年合同额将增加到25亿美元,今年国际市场开拓目标是从去年的60个国家增加到140个,但不可避免的将增加开办费用及人工成本。手机有助于解决“规模”的问题,预计今年手机出货量将达1300万部。但市场竞争激烈,平均价

格将进一步降低。在WCDMA、CDMA2000及TD-SCDMA第一阶段招标中,中兴的市场份额将不低于10%、25%及30%。为了抢占市场,第一阶段3G设备招标的竞争将尤为激烈。3G产品的毛利率将低于2G产品。

风险因素

- ★ 电信行业重组将是3G牌照发放的领先指标,考虑到重组的周期,今年下半年电信投资存在较大变数。

投资建议

- ★ 短期投资评级由“中性”上调到“谨慎推荐”。

4月14日

苏泊尔-炊具稳当当,小家电增长贡献大

投资要点

- ★ 苏泊尔2004年报显示收入增长20.15%,净利润下滑17.42%,剔除补贴收入的影响,净利润同比增长16.28%,EPS0.47元,超出我们的预期0.02元。
- ★ 成本控制能力强,期间费用下降空间大,提升未来利润水平:在原材料大幅上涨的背景下,毛利率仅下降1个百分点。剔除补贴收益影响,净利率保持相对稳定。我们对公司保持较强的盈利水平有信心,关于成本对公司业务的影响,后续将有深度研究。
- ★ 小家电快速增长,外贸业务可期:炊具收入增长16%,小家电销售收入增长31%,占比上升到34%,未来小家电和炊具外贸收入是最主要的增长点。外销收入比重为27%,毛利比重20%,考虑到20%的期间费用率,外销净利率应该相当可观,不断开拓的海外市场有利于公司扩大销售规模和盈利水平。
- ★ 公司基本面清晰,首先,作为炊具行业的绝对龙头,苏泊尔盈利能力稳定;其次,业务领域向小家电延伸,竞争态势良好,具备成长性;再次,良好的品牌建设使其具备较好的定价能力,抗成本风险的能力卓越。在周期行业即将见顶的时候,苏泊尔具有很好的防御投资价值。而且,公司管理规范透明,支持长期估值溢价。

投资建议

- ★ 该公司上市后受利空影响较多,投资价值处于被重新认识的过程中,股价仍有较大上升空间,预计2005年EPS0.61元,维持前期“强烈推荐-A”的投资评级,请关注后续深度报告。

华泰股份一季度预增分析——稍高于预期

投资要点

- ★ 公司今日公告,2005年一季度,公司主导产品高级彩色新闻纸吨纸价格较去年同期有所增长,对公司2005年第一季度的经营业绩产生较大影响,预计公司2005年第一季度净利润将比2004年第一季度增长50%以上。

- ★ 该公司04年一季度每股收益为0.18元，05年一季度每股收益将超过0.27元，高于0.26元的预期。
- ★ 正如笔者前期报告所指出的，该公司新闻纸的毛利率将维持稳定甚至略有提升。1 维持05年每股收益1.01元的预测。

风险因素

- ★ 公司计划发行15亿元可转债，但目前尚未得到证监会的批准。投资建议维持“谨慎推荐—A”的评级。

华侨城——旅游业务快速恢复，地产收益平稳增长

投资要点

- ★ 04年业绩符合预期。华侨城04年实现主营收入5.64亿元，同比增长13.56%；营业利润1.07亿元，同比增长3322.91%；利润总额3.58亿元，同比增长45.69%；净利润3.36亿元，同比增长46.31%。每股收益0.319元。
- ★ 旅游业务快速恢复。2004年，公司旅游业务基本恢复到02年的水平。锦绣中华净利润达到3891万元，比02年增长96.72%；扣除公司总部费用的影响，欢乐谷净利润约7964万元，比02年增长81.41%；世界之窗、华侨城中旅净利润分别比02年下降8.54%、25.5%。
- ★ 地产投资收益平稳增长。地产业务全年贡献投资收益2.57亿元，比03年增长2.18%，04年天鹅堡项目结算部分共实现净利润2.66亿元，结算面积约7万平米；华侨城地产股权投资收益部分得益于尾盘销售及物业租赁收入的大幅增加。
- ★ 未来业绩快速增长。05-07年，华侨城将进入快速增长阶段，摊薄后的EPS0.66、1.10、1.21元，复合增长率超过50%。
- ★ 资源储备有望继续增加。2005年，公司将把握投资节奏，力争3-5年内在国内完成主题社区综合开发项目的战略布点布局。我们推测，今年华侨城将很可能增加新的资源储备。

投资建议

- ★ 强烈推荐-A

风险因素

- ★ 房地产行业的系统风险；
- ★ 可能出台的物业税政策对高端地产、尤其是别墅的负面影响；
- ★ 主营业务整体上市方式及进程的不确定性。

金地集团——经营状况良好，调整压力的影响弱化

投资要点

- ★ 公司一季度实现主营业务收入6.16亿元，净利润5,391万元，分别比上年同期增长59%和207%。其中房地产业务结算收入5.78亿元，结算面积8.61万平方米，分别比上年同期增长62%和15%。
- ★ 净利润增长速度大大超过主营业务收入增长速度，主要原因是公司结算项目的变化，盈利水平高的项目明显增加，同时原来异地开发项目费用摊销的影响程度也相对有所下降，我们认为这一因素将成为公司2005年业绩提升的主要保障。
- ★ 公司目前经营状况非常理想，我们对公司2005年全年业绩谨慎乐观，经过公司经营计划的适度调整，上海市场的调整压力得到弱化。

风险因素

- ★ 行业调整尤其是政策风险带来的市场心理压力

投资建议

- ★ 我们认为公司前几年努力的成果正得到集中体现，预计2005年经营业绩将得到有效保障，公司仍会显示出强劲的成长势头，公司的估值中枢应在12元左右，但考虑到短期内政策风险，我们维持“谨慎推荐-A”的投资评级。

东方航空年报分析—资产运营效率提高有助于化解成本

投资要点

- ★ 东航04年四季度由于油价，空难和淡季因素大幅亏损达到3.5亿。全年来看，单位收益水平进入历史低点，而单位成本由于运营规模扩大，以及资产利用水平提高而显著下降，吨公里成本由03年2.47下降到2.28；成本下降的驱动因素来自于提高飞机使用效率以及降低单位航油消耗量。
- ★ 飞机日飞行小时数由03年8小时上升到9.7小时，而05年预计运力增长依旧将高于座位数增长，飞机日利用率有进一步提高的空间；飞机使用效率提高带动资产周转率提高以及运营成本的下降。
- ★ 航油消耗量全年达到142万吨，同比增长39%，但吨公里航油消耗量则在下降，实际航油使用效率提高6%左右，同比间接节省航油成本3亿。投资建议由于航油价格居高不下，而且一季度在经营数据上以及票价水平上没有呈现转好趋向，预计一季报将持续亏损，维持“中性”评级。3月下旬上海始发航线票价大幅上涨，将有助于改善收益能力；而05年依旧将进一步提高飞机/资产利用率，客座/载运等指标将持续向好，运营成本上升将得到适当控制，故二，三季旺季很可能获得较好的盈利。

风险提示

- ★ 行业竞争加剧，尤其是上海开放航权后长期来看将打压收益能力，尤其是在地区（香港）航线上。
- ★ 航油成本一路走高始终是最大挑战。

4月15日

中联重科 05 年—强化管理、05 年一季度净利润环比增长 76%

投资要点

- ★ 中联重科今天公告了季报, 2005年第一季度实现主营业务收入7.01亿元, 实现净利润7065万元, 主营业务收入、净利润分别较去年同期下降13.78%、33.86%。
- ★ 在销售收入同比、环比出现负增长的同时, 公司的净利润环比大幅度增长76%, 这主要是公司向管理要效益: 严格控制产品成本, 营业费用和财务费用环比大幅度降低。
- ★ 由于宏观调控的因素导致规模效益消失加上原材料涨价格的不断上涨, 中联重科各主要产品的毛利率呈现下降的趋势。其中尤以路面机械的毛利率下降幅度最大, 路面机械2005年一季度的毛利率为16.57%, 较前一报告期减少11.54%, 主要原因是由于路面机械生产规模减少而固定成本未变所致。

风险因素

- ★ 公司拟增发不超过10000股A股;
- ★ 2005年钢材等原材料的价格继续上涨, 对公司的毛利率将产生一定的负面影响。

投资建议

- ★ 由于国家宏观调控的形势在2005年更加严峻, 预计对混凝土机械行业的影响将持续到2006年初。因此给予“中性A”的投资评级。

三一重工—提前公告年报 经营业绩与预期相符

投资要点

- ★ 三一重工于今天提前公告了年报(原定为4月20日), 2004年实现主营业务收入25.65亿元, 实现净利润3.27亿元, 分别同比增长27.21%和0.77%。
- ★ 净利润和销售收入增长不同步的原因是公司产品毛利率下滑造成的, 产品毛利率下滑除产品结构调整的原因外, 最主要的还有以下两个因素: 一是由于宏观调控导致产品需求下降引发行业内竞争加剧、产品价格有一定幅度下降; 一是由于钢材等原材料的持续涨价以及日元、欧元汇率的上升导致的进口零部件等原材料成本的上升。
- ★ 三一重工生产经营指标与我们预期相符(EPS为1.36元), 略低于市场的预期(每股收益约为1.50元)。
- ★ 04年送配方案为10派1转增5。
- ★ 宏观调控使得公司生产经营的速度从前两年的高速增长回落, 产品销售的难度加大, 与此对应的是应收帐款、存货的增长幅度都高于销售收入的增长幅度, 应收帐款和存货的大幅度增加导致公司资金占用较多, 进而银行借款增加, 利息费用支出增加, 导致财务费用2004年同比增加151%。

- ★ 目前宏观调控的形势、公司的生产经营状况均与我们前次报告时基本相同。因此我们维持原盈利预测及投资评级。

投资评级

- ★ 中性-A

宝钢股份（600019）增发方案快评

投资要点

- ★ 4月15日宝钢股份公布增发招股意向书，除了具体的技术细节外，方案基本与04年9月15号公布的增发方案一致，主要关注询价区间，询价区间以3月8日至4月18日之间30个交易日的均价的80-85%，预计均价在6.16元左右，询价区间4.93-5.24之间，同时本次方案对机构投资者参与网下申购股票的锁定期由以前的3年改为按规模分为3个月、2个月和1个月，锁定期的缩短将增大机构投资者的申购热情，而且在10:10优先配售给原股东后可供申购的股票预计在1.23亿左右，因此估计中签率将比较低。
- ★ 公司的基本面分析：成本上升判断，进口铁矿石进口价从二季度开始上涨71.5%，国内煤炭上涨15%左右，这两项影响成本220元左右，宝钢在一、二季度相继提价，价格上涨转嫁了成本上升。价格走向判断，我们判断国内冷轧薄板等中高端产品出现温和下降的可能性较大，全年均价有望保持在一季度的价格水平，因此判断宝钢全年业绩将保持稳定增长。
- ★ 公司的业绩分析：2004年模拟合并资产报表的每股收益是0.82元，净资产收益率是22.4%，同时公司预测2005年的每股收益是0.89元，假设从5月1日起合并报表则每股收益是0.74元，略低于我们的预期，我们预测公司05年全年的合并每股收益是0.94元。
- ★ 公司具体基本面分析可参见最近2005年3月14日的报告《宝钢股份：价值被低估的蓝筹股》以及2005年4月5日的报告《钢铁行业2005年2季度投资策略报告：行业面临利润下滑，竞争优势集中在龙头公司》，由于增发事件限制了公司之前的涨跌幅，预计此次增发完成之后公司的股价将回归到合理价值区间。公司的合理P/E估值在7-8倍，合理价值在6.5~7.5元。建议现投资者积极参与公司增发，同时增发的50亿股也参加0.32元/股的分红，公司长期稳定的分红对投资者也是一个稳定的收益。

丽江旅游（002033）——雪灾影响一季度业绩

投资要点

- ★ 雪灾影响一季度业绩。丽江旅游一季度实现主营业务收入1548.80万元，主营业务利润1140.60万元，实现净利润467.28万元，分别同比下降17.84%、20.13%和35.66%。每股收益0.05元。一季度业绩下滑的主要原因是受雪灾影响，2月21日-3月17日丽江雪山索道停运25天，影响净利润约260万元。扣除这一事件的影响，一季度收入、净利润与上年持平。
- ★ 小幅下调05年EPS。按照04年数据，一季度收入、净利润约占全年的18.5%、19.8%，对全年业绩将产生影响，根据一季度经营数据，我们将雪山索道全年搭载乘客由原先预测的47.56

万人次下调到45.92万人次，其他预测不变；将05年EPS由0.452元下调至0.441元。

投资建议

★ 05年动态PE约25倍，股价基本合理，给予中性-A的评级。

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数