

# 招商晨报

招商证券 研发中心  
CHINA MERCHANTS SECURITIES CO., LTD.

2005年6月28日 星期三

重要说明：所有栏目内容及观点，仅供参考，据此操作风险自担。

## 6月27日研究报告

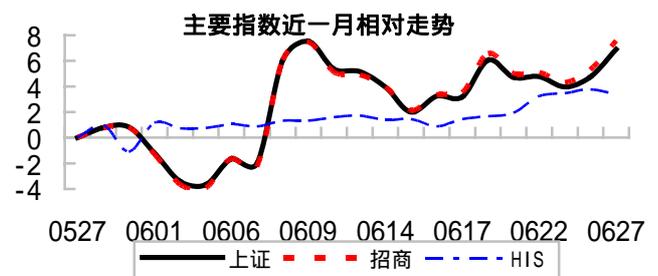
研究报告	投资评级/建议	研究员
1、讲话低于预期 反弹难以持续——对尚福林主席在资本市场改革与发展记者招待会上讲话的简评		卢兴前
2、2005年中期电力设备行业投资策略	推荐	刘磊
3、吉林敖东股权分置改革方案分析	中性 - A	张明芳
4、半配额、半一体化时代到来 - 2005年中期纺织服装投资策略报告	回避	陶学明
5、文化传播行业 2005年下半年投资策略报告	中性	王鹏
6、石化行业 2005年下半年投资策略报告	中性	翁健
7、2005年下半年计算机行业投资策略报告	推荐	罗晓春

## 昨日市场表现

### 主要市场指数

05-6-25

	当前	涨跌点数	涨跌%
沪深 300	898.30	0.00	0.00
上证指数	1101.88	0.00	0.00
深圳综指	268.78	0.00	0.00
国债指数	105.35	0.00	0.00
恒生指数	14176.04	-54.25	-0.38
恒生国企	4832.78	-10.19	-0.21



(金融工程部)

## 政经要闻

### 1、尚福林:力争短期内基本完成股改

中国证监会主席尚福林昨日在国务院新闻办组织的新闻发布会上表示，股权分置改革将不再进行第三批试点，在第二批试点进行中和结束后，将及时总结经验，完善规则，加紧做好全面推开的工作，力争在一个相对较短的时间内，基本完成股权分置改革。

- 详见今日研究报告《讲话低于预期 反弹难以持续——对尚福林主席在资本市场改革与发展记者招待会上讲话的简评》

(卢兴前)

从整体上看,在促进资本市场发展方面,政策调整还有很大的空间,鼓励投资资本市场的政策在力度上还要进一步加大

有人说,改革可能要不计成本地推进,更准确的表达应该是改革要着眼于整体利益和长远利益,进行综合平衡

关于平准基金问题,尚福林表示,改革需要有一个稳定的市场环境,各相关方面对改革当中可能遇到的问题以及维护市场稳定的各项措施都进行了充分的论证

## 2、财政部部长金人庆指出 所得税并轨不能再拖了

财政部部长金人庆日前在谈及税制改革时指出,统一内外资企业所得税税率已经迫在眉睫,时机已经成熟,不能再拖了。他还表示,财政宁愿现在紧一点,也要积极推进增值税的转型改革。

- 企业所得税改革的推进背景因素是目前外资的大量流入。企业所得税和增值税的改革有利于降低企业的税负和增加企业自有资本金的积累,对于中国经济的发展是刺激性的。由于需要法律的修改,可能时间上要等到 2007 年。

(张乐)

## 3、中国与东盟 将于 7 月正式启动降税计划

从 7 月 20 日起,中国与东盟将正式开始对原产对方的约 7000 个税目的产品相互给予优惠关税待遇,以自由贸易区的税率实现彼此货物的通关。

- 这一安排对于提高互相的福利和资源配置效率是有利的,也有利于促进地区内部的分工。

(张乐)

## 公司聚焦

### 1、宝钢试点方案出炉

今日,宝钢股份(600019)公告了董事会决议及股权分置改革说明书。经董事会审议通过的改革方案为:宝钢集团作为上市公司唯一非流通股股东向流通股股东支付对价,流通股股东每持有 10 股将获得 2.2 股股份和 1 份行权价为 4.50 元、存续期为 378 天的认购权证。对价支付到账日,宝钢集团持有的非流通股即获得上市流通权。

- 如果以当前股价 4.89 元为初始价,权证 B-S 理论价格为 0.929 元,但考虑前两个月公司以 4.53 元增持行为,并用蒙特卡罗模拟计算,则其理论价格应有所提升,应为 1.12 元。
- 如果预期稳定股价 4.5 元,并以此为权证初始价格,则权证 B-S 模型理论价格为 0.68 元,考虑增持效应的理论价格为 1.05 元。

(谢秉稚)

---

## 2、万科新获 20 亿综合融资额度及获得

### 全国驰名商标

万科 A(000002、125002、126002、200002) 今日公告说,根据董事会授权,万科 A 与建设银行深圳市分行签署了《综合融资额度合同》,该行向公司提供总金额为人民币 20 亿元的综合融资额度;

2005 年 6 月 23 日,公司"万科"商标被国家工商行政管理总局认定为全国驰名商标,成为中国房地产界第一个,也是截至目前中国房地产界唯一国家认定的驰名商标。

---

## 国际观察

### 1、中国已为推行更具灵活性的汇率制度

#### 做好准备--美财长斯诺

美国财长斯诺周一表示,中国已为采用更具灵活性的汇率制度做好准备。斯诺在对 Nasdaq 员工讲话时称,「中国目前已准备好推行更具灵活性的汇率制度。」

---

## 国际大行视点

---

## 1、罗奇指，亚洲面临中国经济放缓、油价的打击

调控不断见效，甚至出现力度过猛的质疑，使经济前景出现变数。摩根士丹利首席经济师罗奇指出，亚洲 GDP 增长正面对中国经济放缓、油价高企的双重打击，引起企业盈利倒退、通胀上升、利率波动，对全球金融市场有重大的影响。

亚洲占全球 GDP 的 35%，其中，中国、日本、印度占据地区产量的 74%。亚洲增长一旦回落，全球很快就能感觉到。其实，未来 12 个月，中国经济放缓早已有迹可寻---波罗的海运费指数(散货)由 04 年 12 月的高位急跌 50%，此外，商贸期刊的工业现货综合指数(Journal of Commerce composite index)也从 05 年 3 月底的高位下跌 7%，反映非原油商品价格回软。

亚洲的出口情况最能反映中国经济放缓的影响---亚洲(中国以外)加权平均出口增长已从 04 年初的 18%跌至 05 年首季的 7%。台湾、南韩、日本春季的出口大幅滑落，与中国进口增长的数字吻合。1-5 月，进口增长从 04 年的 36%增幅跌至 13.8%。

油价问题无疑也给亚洲经济造成困扰。亚洲是全球 GDP 增长最快的地区，但也是石油消耗最欠效率的用家。近几个星期，亚洲主要的石油来源迪拜石油的价格急升，而 8-9 个月前，迪拜石油的升幅相对稳定。罗奇的报告预计，未来 12 个月，亚洲增长可能滑落至 4.5-5%，令全球 GDP 减少 0.7%。

不过，亚洲受到的经济打击只是短暂的。官方对抗地产泡沫只是调节投资周期的做法，1-2 年之后，城市化、基建、工业化将令经济回复实质增长，而亚洲增长放缓也会令油价急跌，为全球经济复苏打下基础。不过，保护主义问题仍然棘手，特别是中美的贸易纠纷未能取得一致立场，可能使周期性问题的加剧，使亚洲面对更持久的余震。

## 市场透视-A 股市场

周一在对下午 3:30 分尚主席国务院新闻办新闻发布会的利好期待下，上证指数以 5.22 点的小缺口跳空高开，20 分钟内稳步走高 20 余点后开始横盘整理，上攻无力，下跌亦虚弱，市场呈胶着状态，不过两市 A 股仅有 17 只股票飘绿，1242 只飘红，表明市场人气趋暖。

中小企业 10 家股改公司中，有两家周一公布了方案，中捷股份拟每 10 股送 4.5 股，永新股份拟每 10 股送 3.5 股，公布的良好方案刺激中小企业早盘一路飙升，至收盘全天 40 只开盘股票中有 6 只涨停，涨幅最小的黔源电力也达到了 4.41%。中小企业盘子较轻，都是次新股资产质量相对较好，少量的追捧资金就能轻易推动股价，中小企业的飙升对市场人气的聚集起到了领头羊的作用。

从行业板块上看，我们前几周连续强调的汽车板块周一再次成为走势最强劲的行业板块之一，江铃汽车、贵航股份涨停，上海汽车、长安汽车、万向钱潮、威孚高科等均收出了中阳线。由于纽约原油价格创出历史新高，国内油价也将再次上涨，这可能一定程度上削弱潜在购车者的购车欲望，而且尽管销量上升，但 05 年上半年毛利率和净利润仍有持续下滑的趋势，建议投资者对汽车板块以波段操作为主。重点可关注上海汽车、威孚高科、福耀玻璃等业绩优良具核心竞争力的公司。

纽约原油最近创出历史新高，曾一度突破 60 美元一桶，而化工产品大多出现下跌走势，成本增加，产品售价无上涨趋势，炼油企业亏损或微利，石化股的利润不容乐观。投资者中短期注意石化股的风险。

行情能否继续向上纵深发展，第二批试点公司特别是长江电力和宝钢股份等大盘蓝筹公司方案的好坏将起到至关重要的作用。宝钢股份 10 送 2.2 股加一份认购权证，对价方案超出我们预期，我们预期行情仍将向上纵深发展。我们依然维持我们的观点：由于下半年宏观经济不容乐观，反弹高度取决于政策面利好的深度和大盘蓝筹股股权分置试点的让利程度等，我们中线维持反弹减持的策略。

(卢贤义)

## 市场透视-债券市场

- 央行今日将发行 1 年期，发行量维持 150 亿没有增减。
- 沪市国债市场缩量下跌。02 国债（10）和 04 国债（5）分别成交 1.04 亿和 1.03 亿，合计成交量占总成交量的 1/5 以上。长期债交投比较活跃。两只浮息债全部下跌，成交量比周五明显降低。关键期限债券收益率较上一交易日涨跌分布如下：

剩余期限(年)	1	2	3	5	7	10	20
收益率(%)	1.54	1.82	2.45	3.03	3.23	3.59	3.78
涨跌值(BP)	3	10	8	-0	4	2	1

- 交易所回购市场加权平均利率小幅上涨。回购市场利率小幅上涨,12 只回购品种 8 涨 1 平 3 跌。银行间 7 天回购加权利率微跌，为 1.0876%。
- 全国银行间债券市场交易结算平稳，现券交易仍以央票为主，其交割量占到现券交易总量的 50%以上，国债、政策性金融债交易近期也呈现活跃势头，回购利率仍受市场资金宽松的影响继续在低位震荡。

(林向涛)

## 研究报告摘要

### 1、讲话低于预期 反弹难以持续——对尚福林主席在资本市场改革与发展记者招待会上讲话的简评

- …… 讲话内容及透露的政策信息明显低于市场预期。我们总体感觉这个新闻发布会透露的政策信息基本上是中性的，既无什么利好、也无什么利空，只是与市场的预期差距较远。
- …… “改革不能不计成本” 隐含着流通股东要有合理的预期。
- …… 恢复 IPO 或实现“新老划断” 一定是在改革的第二阶段即全面推进阶段进行，中小企业板有可能先实行“新老划断”。
- …… 一旦市场出现非理性下跌，平准基金是有可能出台的。
- …… 我们维持大盘短期内在 1000 - 1200 点内箱体运行的判断。由于尚主席新闻发布会的讲话低于市场预期，同时传出的第二批试点公司方案也不被市场看好，所以我们认为短期内市场反弹难以持续。但是下跌的空间也十分有限，1000 点基本可以认为是新的政策底，有平准基金作为后备，一旦市场跌破 1000 点大关，市场将可能再一次出现“神秘资金”的踪影。

### 2、文化传播行业 2005 年下半年投资策略报告

#### 投资要点

- …… 国内“地面数字电视标准”的制定已经进入最后的冲刺阶段。清华大学开发的“DMB-T”，成为中国国家标准的可能性极大。与此同时，城市的地面移动数字电视以其成功的商业模式，迅速在全国推广应用。这将大大提高地面数字电视标准的商业价值。飞乐音响（600651）通过收购力合数字电视公司 90% 的股权，成为数字电视标准的直接受益者。
- …… 资费标准和服务内容成为困扰当前国内有线数字电视产业发展的主要因素。目前试点的城市基本收费都很低，每月在原收费基础上增加 10 多元，仅能够摊销机顶盒的成本。政府补贴只能解决数字电视的“普及率”问题，但却不能解决“盈利”问题。在一系列不利因素的预期下，国内有线数字电视业务的发展仍然不会一帆风顺。

- …… IPTV 和数字电视各有优劣。短期来看，国内 IPTV 业务还不能构成对数字电视的真正威胁。首家 IPTV 牌照获得者——上海文广传媒集团（SMG）与各地的电信运营商合作进行 IPTV 试点，这种动向值得关注。
- …… 房地产广告投放确实受到宏观调控的影响，但只要中国 GDP 仍能维持较高增长，宏观调控对整体广告收入的影响就有限。

### 风险因素

中长期看，国内数字电视即将面临两大潜在竞争对手，一是 IPTV，目前得到设备厂商和电信运营商的大力支持，技术进步很快；其二是直播卫星，国务院已经确定在 05 年 7 月份发射直播卫星，2、3 个月后将正式运营直播卫星电视业务，直播卫星如何运营目前还没有定论，如果采取商业化运作，必将对有线数字电视产生直接竞争。

### 投资建议

继续维持博瑞传播“谨慎推荐 - A”、歌华有线“中性 - A”的评级。

**短期投资点：**地面数字电视标准即将出台，可能引发“数字电视概念”的炒作；博瑞传播正在考虑股权分置改革方案。

**长期投资点：**当数字电视业务达到盈亏平衡或者消费者踊跃购买额外的收费电视频道时，将是投资歌华有线的最佳时机。

---

## 石化行业 2005 年下半年投资策略报告

**石化行业周期处于景气回落阶段。**我们一直坚持认为本轮景气周期将持续到 2007 年左右，但最高峰已于去年 9 月至今年 4 月出现，目前其盈利水平已回落到最高峰时 60%~70%的水平，预计下半年将在此阶段持续或略低；

- …… DCF 绝对估值揭示公司真实价值。景气回落过程中，趋势投资认为股票完全没有价值，显然这是错误的。因此本文试图用绝对估值的方法揭示公司当前股价所包含的内容，通过设置各种变量计算出真实价值区间并观察其如何随变量而变动。结果显示当前股价已处在价值区间中，基本不存在大幅高估或低估的现象；
  - …… 股权分置改革有望成为股价上涨的催化剂。股权分置改革表明流通 A 股含权，从第一、二批试点看，可以预期石化股含权 1.5~2 股，结合公司基本面情况，这将促使股价至少上升 10%以上。同时，股权分置改革还有望使中国石化整个旗下公司的进程提速，扬子石化和齐鲁石化股价将有更大上涨空间。基于以上原因，我们调高齐鲁石化评级，并建议增持两只股票；
  - …… 产品价格下跌考验公司抗风险能力。5 月产品价格大幅下跌，而油价却依然高高在上，这种情形对石化企业非常不利，同时也提供了投资者考察各公司的抗风险能力。根据与企业沟通和我们的测算，考虑到公司的所得税优惠政策，我们认为中国石化和齐鲁石化的抗风险能力较佳；
  - …… 盈利预测有所下调，行业评级维持中性。原油价格再创新高，限价政策使炼油毛利将回落 10%以上，其他产品价格也无法跟上原油的涨幅，这些原因令我们调低中国石化和上海石化的盈利预测，下调幅度分别为 10%和 15%；调高齐鲁石化盈利预测 8%。
-

---

### 3、2005 年下半年计算机行业投资策略报告

- …… **最新的调研结果**：我们在 2 周内针对计算机行业内的重要公司，全部重新进行了一次调研。我们对于调研的结果深感鼓舞。现将全部我们认为有价值的公司列于下面的表格中。其中的利润预测也经过了最新调研结果的调整。并给出了这些公司的全流通最新进展情况。
  - …… **我们强调的是**：对于该行业内公司的投资一定要抓住全新应用的机会。目前，除了我们过去一贯强调的 3G，税控这两项外，我们这次要添加“军事工业”和“软件外包”两个行业热点。
  - …… 经过筛选。我们认为，目前的招商推荐类公司具有很强的代表性和一定的投资价值。并将实在受益于以上我们归纳的 4 个热点行业的发展。考虑到目前的固定资产投资减速，周遍国际政治形式紧张以及原材料价格的不确定性，我们认为计算机软件及服务类公司经过了漫长的调整期，已经具备了一定的投资价值，并可以规避整体经济减速带来的风险。
- 

### 4、2005 年中期电力设备行业投资策略

#### 投资要点

- …… **行业仍然处于上升期，增速有所下滑**。05 年 1-4 月份，统计数据表明电力设备行业继续保持高速增长，其中电站设备利润总额同比增长 130-220%；输变电设备利润总额同比增长 10-30%，比 04 年增速 30-45%下降较多。
  - …… **子行业景气度分化，长期看好输变电及新能源设备**。电站设备总体需求趋于萎缩，见顶预期不改；需求增长拉动输变电设备行业未来长期持续上升，高端产品市场增速最快；电力环保行业过度竞争导致行业微利；新能源发电设备行业刚刚起步，发展空间广阔。
  - …… **新能源发电——技术更新既是机遇，又是挑战**。技术更新对于设备制造商来说是把双刃剑，一方面，大幅度的成本下降将凸现出行业的经济效益，必然促进了行业深远发展；另外，技术更新会导致行业先进者原有投资收益率下降。我们认为，成本下降是必然趋势，先入者固然存在未来技术更新带来的原有投资收益下降隐患，但在行业内积累的丰富经验，以及良好的信誉对于制造企业同样宝贵；再者，往往一项技术成熟之后，行业内的先入者更加具备敏锐的洞察力，成为新技术的积极倡导者和受益者。
  - …… **成本压力减弱，行业拐点可期**。我们认为行业增速下滑源于原材料涨价，原材料价格短期内上涨的势头基本被抑制，部分原料价格已开始出现回落迹象。从中长期来看，原材料价格总体趋于下降；行业 2 季度成本压力最大，3 季度将有所缓和；结转低价订单负面影响仅仅是暂时性的，使得高端输变电行业原本年均 20%左右的平稳增长，可能会演变为 05 年的微增和 06 年 40-50%的爆发性增长。
  - …… **国际比较结果表明 A 股估值偏低**。A 股市场重点公司未来 3 年的平均增长率已经超过了 80%，是北美地区未来 5 年的增速的 7 倍；04、05 年的平均 PE 分别为 23.6、17 倍，04 年的 PE 略高于北美地区，05 年的 PE 值明显低于北美的 19.2 倍。
  - …… **本次我们调高了三家公司的投资评级，主要基于 3 季度迎来业绩拐点预期**。
-

---

**风险因素**

人民币升值预期有利于进口原料生产的高端电站设备、输变电一、二次设备；对于原料与产品两头在外的光伏电池生产企业不利。

**投资建议**

电站设备行业景气周期高点将至，市场需求萎缩，投资风险加大，维持“中性”投资评级；输变电设备年均需求平稳增长，其中高端产品需求旺盛，行业壁垒高，发展前景尤为看好，维持“推荐”投资评级；电力环保设备行业过度竞争导致行业微利，维持“中性”投资评级。新能源发电行业增长最快，维持“推荐”的投资评级。

---

**6、吉林敖东股权分置改革方案分析**

公司于 6 月 24 日公布了其缩股加派现的股权分置改革的方案，具体是：非流通股按 1：0.6074 的比例缩股，同时，流通股每 10 股获得现金 2 元。

1. 公司是控股型、多元化经营的集团公司。我们预计，公司主营的药业，今年将实现净利润 14% 左右的稳健增长，缩股前的每股收益为 0.38 元，缩股后将升至 0.46 元。控股的延边公路对业绩的贡献很小，但也不会构成拖累。而公司参股的广发证券，自今年起，按权益法合并报表，公司计划对其计提长期投资跌价准备，但具体数额和比例，尚不得而知，是影响公司预期业绩能否实现的最不确定因素。
2. 公司控股的延边公路，其净资产收益率远低于制药主业；而参股广发证券，更可能带来投资损失等不确定性风险，这是影响我们判断公司合理市盈率时的负面因素，我们综合分析后认为，公司实行全流通后，合理市盈率区间在 12~14 倍，对应的股价中枢在 5.5 元~6.4 元。由此次股权反置改革方案带给流通股股东的收益率在负 5.8%到 8.1%之间，给予“中性”的投资评级。

**风险因素**

公司将对广发证券计提多少长期投资跌价准备，是最主要的业绩风险。

**投资建议**

基于此次股权反置改革方案带给流通股股东的收益率在负 5.8%到 8.1%之间，我们给予“中性”的投资评级。

---

**半配额、半一体化时代到来 - 2005 年中期纺织服装投资策略报告****投资要点**

- I 行业上市公司的前 6 个月的市场表现与我们上次投资评级“回避”一致。
  - I 本策略报告独特之处：深入分析设限覆盖产品和出口量，并以增量分析角度解析欧美再社限对行业收入增长率的影响；通过分析行业近几年利润率和增长率表现评价行业水平；以投资回报率结合收入增长前景的价值矩阵模型评价公司投资价值。
  - 2005 年行业收入增长率同比降低。欧美设限的产品是中国今年 1 - 4 月出口增量的主要贡献者，而配额 6 月底前会用掉 2/3。因此今年下半年出口将大幅回落，会使出口增长降低至 13 - 15%，同时拉低内销收入增长率使其降低至 20 - 25%。
-

- 行业其他负面因素依旧。近年来，行业利润率逐步走低，原料价格、其它贸易风险、人民币升值风险依然存在。因此，对行业维持“回避”投资评级。
  - 应用价值矩阵分析,发现个股投资机会。在回避行业的背景下，我们建议关注股价已反映行业负面因素并具投资价值的公司。运用“投资回报率结合增长率前景 (ROIC/WACC - Growth)”价值矩阵分析，我们谨慎推荐雅戈尔、鲁泰 A。
- 
-