

## VALUATION 投资评级

## ■ 评级简报 | Report

中国重汽(000951)

## 看好长期发展前景

中投证券研究所陈光明预计,中国重汽2008-2010年每股收益分别为2.38元、2.55元、3.01元,估值处于汽车行业低端。看好重卡行业长期增长前景以及公司大吨位重卡生产商的市场领导地位,维持“推荐”的评级。

销量大幅增长、毛利率水平提高、所得税优惠是公司07年业绩大幅增长的主要原因。固定资产投资高位运行、计重收费的大范围实施等多重因素,导致07年我国重卡市场出现59%的高速增长。中国重汽作为国内规模最大、技术最先进的重卡生产商,充分分享了行业的增长,2007年公司销售重卡72990辆,同比增长64.2%。得益于06年下半年桥箱厂的并表,公司综合毛利率较上年同期提高近2个百分点。另外,公司07年获得生产性外商投资企业资格,部分月份免征企业所得税。以上三点是公司07年业绩大幅增长的主要原因。

预计受国3标准7月1日执行以及经济紧缩等因素影响,08年重卡行业销售将呈现前高后低走势,全年增长约15%。预计08年公司重卡销量将超过8万辆(其中出口约2万辆),实现重卡行业平均增长。

产品提价转嫁钢价上涨的成本压力。针对目前不断上涨的钢材价格,公司对产品进行了3000元/辆左右的提价,提价幅度与国内重卡企业基本相当。此次提价在很大程度上抵消了钢价上涨的不利影响,但仍难以完全转嫁,因此将公司全年毛利率由2007年的12.4%调低至2008年的12%和2009年的11.5%。

唐钢股份(000709)

## 产品结构优化

兴业证券分析师预计,唐钢股份08、09年每股收益分别为1.30、1.50元,维持“推荐”评级。

2007年公司实现营业收入417.92亿元,同比增长38.45%;实现利润总额31.65亿元,同比增长62.48%;实现净利润21.45亿元,同比增长50.92%;每股收益为0.95元。

公司业绩大幅增长的原因主要为:首先,产品结构优化,生产板材638.29万吨,板材比例达到58.89%,比去年提高18.5个百分点;其次,铁矿石70%左右为进口长期协议价格,低于国内铁矿石平均价格;第三,控股子公司唐山中厚板公司06年9月投产,当年亏损1952万元,07年产量已经达到设计能力,经济效益明显增长,实现净利润5.09亿元。

公司08年的业绩增长将主要在于:首先,产量的增长。公司计划生产铁1230万吨、钢1240万吨、钢材1094万吨,其中品种钢材产销量预计将在900万吨以上。唐山中厚板公司08年板材的产量将达到200万吨,其中钢板55万吨。其次,公司持股45%的司家营铁矿,其一期07年10月投产,生产铁精粉10.09万吨,亏损6396万元;08年将进入产量释放期,预计生产铁精粉190万吨,可为公司带来3亿元左右的投资收益。第三,所得税由33%有望下调到25%。

金螳螂(002081)

## 快速增长趋势未变

东方证券分析师表示,金螳螂目前的订单保有量能够保证未来几年收入稳步增长,预计公司08、09年每股收益分别为1.53、2.30元,年复合增长率在50%以上,属于业绩高速增长的优质企业。维持“增持”的投资评级。

公司2008年一季度实现营业收入75529.80万元,比去年同期减少47.34%;实现归属于母公司股东的净利润2761.46万元,比去年同期增长67.86%;每股收益为0.29元。公司一季度业绩符合预期,净利润大幅增长的原因:一是业务持续增长,二是所得税率下降为25%。而营业收入较上年同期减少了47.34%是会计准则更改所致,公司实际营业额仍有快速增长。

公司专门向酒店、商场、办公楼、娱乐场所、体育场馆等各类企事业单位提供建筑装饰设计和施工业务,具有消费升级概念,极具发展前景,而受房地产周期性波动的影响不大。根据中国建筑装饰行业预测,“十一五”期间,建筑装饰行业市场规模将达到54000亿元左右,年均装饰产值为10800亿元,年均增长速度为22.7%。装饰设计能力和承接项目管理能力构筑了公司的核心竞争力和行业龙头地位。

格力电器(000651)

## 高毛利率有望保持

东海证券分析师预计,格力电器2008、2009年EPS分别为2.04、2.79元,维持对公司“买入”的评级。

公司2007年实现营业收入380.41亿元,比上年同期(调整后)增长44.33%;实现归属于母公司所有者的净利润12.70亿元,比上年同期(调整后)增长83.56%;实现每股收益1.58元,高于分析师此前预期。

公司空调业务2007年实现收入348.9亿元,同比增长了48.69%,而在收入增长的同时,通过技术创新不断推出受市场欢迎的新品以及不断完善营销网络,这使得公司在原材料成本不断上升的不利情况下,仍然保持了较高的毛利率,这是公司收入和利润大幅增长的主要原因。2008年公司仍将面临成本上升的压力,但分析师认为,公司通过产品结构的调整和生产效率的提高,将能继续保持其毛利率水平。

公司合肥空调生产基地将在2008年上半年建成投产,新增空调产能300万台/年,这将有效缓解公司生产能力较为紧张的局面。珠海龙山压缩机二期扩建工程将于2008年上半年建成投产,新增压缩机产能360万台/年,这将提高公司空调的配套能力和综合竞争能力。上述因素也将帮助公司实现2008年收入和利润增长不低至25%的经营目标。此外,公司完成了对珠海格力集团财务有限公司的增资,有望提高公司的资金运营效率,这可能成为利润的另一增长点。(记者 龙跃 整理)

本版文章均摘自相关研究报告,未经作者核实,仅供参考,风险自担。

## 公路板块 防御特征逐渐显现

□ 招商证券交通行业研究小组

公路板块在市场疲软或下跌过程中,往往能够表现出相对较好的抗跌性,也就是通常所说的防御性。我们认为,在当前市场震荡行情中,公路行业的防御性本质将逐步显现,给予行业“推荐”的投资评级,投资者可以适度超配相关个股。

## 行业相对稳定增长

公路运输需求更大程度上来自于内需驱动,受外贸影响较小,而持续多年的基础建设也确保了有效的公路供给。我们认为,在未来较长一段时期,中国公路行业的供需关系将愈发趋于平衡,而行业的增长也将继续保持稳定态势。

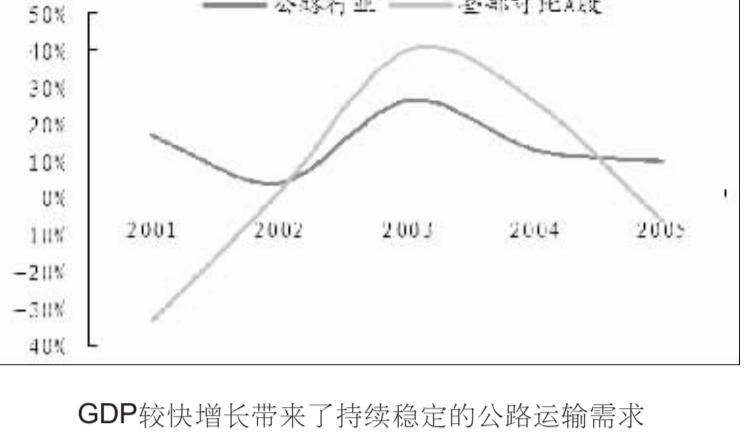
中国公路运输需求与经济的发展具有较强的相关性。除去2003年非典的特殊情况外,行业过往十年的增长较为稳定,且基本与GDP的增长趋于同步,偏差一般仅在3%以内。因此,只要中国经济发展不出现剧烈的波动,公路运输需求将得以稳定增长。

从公路运输的需求来看,货物运输与外贸具有一定的相关性,其中,东部经济发达地区的相关度较高,中西部更大一些;而旅客运输以及中西部地区的货物运输则与外贸的相关性较小。总体来讲,外贸对于公路运输需求的影响不大。

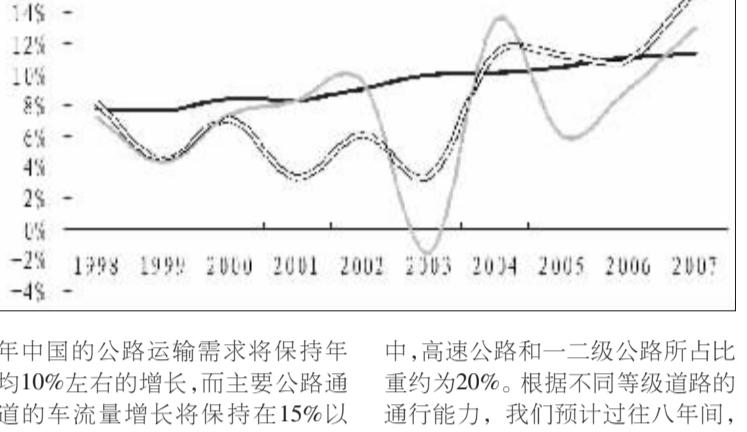
截至2007年,中国高速公路通车里程已达5.3万公里,公路总里程达到200万公里(不含村道)。从供需关系来看,经过近20年的持续建设,总体来讲,中国公路的供给已经能够满足运输需求(当然,不同经济区域的情况不尽相同)。上世纪90年代公路供给不足的情况不会再现,公路运输的瓶颈期已经过去。

1999-2007年八年间,中国公路通车里程的年均增长率约为5.5%。在目前已形成的路产结构

2001-2005年公路行业与整体A股净利润增长比较



GDP较快增长带来了持续稳定的公路运输需求



年中国的公路运输需求将保持年均10%左右的增长,而主要公路通道的车流量增长将保持在15%以上的水平。

截至2007年,中国高速公路通车里程已达5.3万公里,公路总里程达到200万公里(不含村道)。从供需关系来看,经过近20年的持续建设,总体来讲,中国公路的供给已经能够满足运输需求(当然,不同经济区域的情况不尽相同)。上世纪90年代公路供给不足的情况不会再现,公路运输的瓶颈期已经过去。

我们认为,公路货运需求更大程度上取决于内需驱动。受美国经济衰退预期的影响,08年中国的外贸存在较大的不确定性。在这样的前提之下,预计政策会在一定程度上更加鼓励内需。因此,公路运输需求的波动性将远低于外贸的变化幅度。而对于公路客运需求,外贸的变化几乎不产生影响。

根据招商证券宏观经济研究小组的预测,2008年中国的GDP通车里程的年均增长率约为5.5%。在目前已形成的路产结构

中,高速公路和一二级公路所占比重约为20%。根据不同等级道路的通行能力,我们预计过往八年间,中国公路网络的总通行能力年均增速约为10%,略快于客货运周转量7.5%左右的年均增速,具有相对的超前性。

从“十一五”的公路建设规划来看,高速公路通车里程的年均增长将维持在10%左右。对比中国公路运输需求的增速,我们认为未来供求将基本处于平衡状态,全行业将在较长一段时期内呈现平稳增长的态势。

## 防御性本质逐步显现

一般认为,公路等交通基建类

板块往往在市场疲软或者下跌过程中具有相对良好的抗跌性,也就是通常所说的防御性。防御性本质是指,公路行业具有业绩增长明确、受经济波动影响相对较小等特质。如果市场还会有进一步的调整,我们认为公路行业的防御性将愈发得以显现。

2007年10月16日至2008年3月28日,A股市场经历了幅度较大的调整,其间公路行业重点公司跑赢上证指数,在一定程度上显示了其较好的防守特质。

事实上,从2001年6月29日直到2005年11月30日这段A股市场整体表现较为黯淡的时期,公路板块持续53个月跑赢上证指数。我们认为原因之一就是,当时公路行业上市公司的盈利水平相对更为平稳且确定。

高速公路行业一向以现金流状况良好著称,通过与A股其他行业的经营现金流相比较,我们发现事实也是如此。此外,高速公路上市公司一般还具有较高的分红比例。

我们认为,在中国的经济增长不出现大幅波动的前提下,城镇化率和汽车化率的逐步提升,以及更多的上市公司不断完善经营成本的控制,将使得中短期内高速公路行业的盈利增长前景持续良好,行业未来的两年的净利润年均增速将维持在15%-20%。

而在一个可预见的、更长的时期来看,我们认为公路行业的持续发展也不成问题:

首先,上市公司旗下绝大多数公路资产的收费期限还有20-25年左右,这将带来稳定的收益和现金流。基于现有公路的养护和未来公路建设所面临的资金压力,政策很难提前回购收费公路。

其次,即便新的《收费公路权益转让办法》一时难以出台,还贷性公路的转让仍未有定论,经营性

公路资产的收购转让也仍在有条不紊地进行。而事实上,主要上市公司譬如宁沪高速、粤高速、赣高速等,各自的大股东集团公司旗下都拥有丰富的经营性路产资源,而重点优质上市公司在路产收购谈判方面的能力也极为出色,譬如深高速。

## 深度调整提供介入良机

从A股市场以及国际同行企业的估值比较来看,对应公路行业未来两年15%-20%净利润年均增速,08年17倍PE左右的估值水平已经具备了相对的安全边际。

根据前期判断,08年A股整体的盈利增速大约是30%,而公路行业08年的盈利增速大约为20%。事实上,我们认为,受经济波动的影响,A股中部分行业的盈利增长将有可能出现不确定性,甚至可能出现负增长,盈利前景将有可能低于2007年时所做出的预期判断。此时盈利增长明确、现金流状况良好的公路行业将真正体现出其防御本色,而公路类个股最佳的买入时机也是在此时。

在市场震荡行情中,从行业配置的角度出发,我们认为公路这类具有优良稳定防御性的品种,可以予以“适度超配”。

此外,对于既成的路产资源,我们看好两大类:一是位于经济发达地区,如深高速(600548)和宁沪高速(600377)旗下的路产,其能够充分受益于区域经济的发展;二是具备“通道”性质的优质资产,如赣粤高速(600269)和现代投资(000900)旗下的路产,虽然区位不在经济发达地带,但却位于国家公路纵贯大干线,或者公路两端有效连接长三角和珠三角两大经济中心地带,过境车流丰沛。而对于上市公司,我们依然推荐那些成长性明确、管理水平卓越和可持续发展能力较强的优质企业。

## ■ 评级上调股票 | Stocks Valuation

## 零售板块 行业发展态势良好

□ 今日投资

本周投资评级上调居前的30只股票,行业分布比较分散;金属与采矿行业表现依然抢眼,有5家公司入选,排名第一;化工品行业有3家公司入选;零售、批发、餐饮住宿与娱乐行业各有2家公司入选。在拉动内需和市场成长的背景下,消费概念仍是08年的投资主题之一。由于没有上游压力、财务成本较小、更多的受惠于两税合一政策,以及抵御通货膨胀能力较强等优势,优质零售股近期表现相对抗跌。本周我们选择零售业进行点评。

零售板块07年平均市盈率在50倍左右,考虑到板块的高成长性,08年的动态市盈率将低于35倍。总体来看,经过前期大幅调整,零售板块已经具有较强的投资吸引力。

公司一季度综合毛利率出现大幅提高,主要原因在于,去年同期公司有部分进出口收入拉低了综合毛利率水平,而08年一季度进出口业务已取消,反映的是公司更为真实的毛利率水平。此外,销售规模不断增长也对公司毛利率水平产生一定正面提升作用。

公司一季度整体费用上升较多,三项期间费用较去年同期合计增长66.39%,主要原因在于元洪城去年5月开业,此外公司08年一季度加大了广告促销力度,同时对员工工资进行了较大的提升,均在一定程度上提高了整体费用水平。

进入二季度后,元洪城费用增长将下降,公司整体费用增长率也将相应出现下降。

收入3.95亿元,同比增长38.09%;实现净利润3416.92万元,同比增长103.47%;实现每股收益0.129元,基本与我们此前预期相符。

公司一季度综合毛利率出现大幅提高,主要原因在于,去年同期公司有部分进出口收入拉低了综合毛利率水平,而08年一季度进出口业务已取消,反映的是公司更为真实的毛利率水平。此外,销售规模不断增长也对公司毛利率水平产生一定正面提升作用。

今日投资《在线分析师》显示,公司2008-2010年综合每股盈利预测分别为0.42、0.58和0.74元。当前共有7位分析师跟踪该股,建议“强力买入”和“买入”的各2人,综合评级系数1.50。

公司一季度综合毛利率出现大幅提高,主要原因在于,去年同期公司有部分进出口收入拉低了综合毛利率水平,而08年一季度加大了广告促销力度,同时对员工工资进行了较大的提升,均在一定程度上提高了整体费用水平。

进入二季度后,元洪城费用增长将下降,公司整体费用增长率也将相应出现下降。

今日投资《在线分析师》显示,公司2008-2010年综合每股盈利预测分别为0.42、0.58和0.74元。当前共有7位分析师跟踪该股,建议“强力买入”和“买入”的各2人,综合评级系数1.50。

公司一季度综合毛利率出现大幅提高,主要原因在于,去年同期公司有部分进出口收入拉低了综合毛利率水平,而08年一季度加大了广告促销力度,同时对员工工资进行了较大的提升,均在一定程度上提高了整体费用水平。

进入二季度后,元洪城费用增长将下降,公司整体费用增长率也将相应出现下降。

公司一季度综合毛利率出现大幅提高,主要原因在于,去年同期公司有部分进出口收入拉低了综合毛利率水平,而08年一季度加大了广告促销力度,同时对员工工资进行了较大的提升,均在一定程度上提高了整体费用水平。

公司一季度综合毛利率出现大幅提高,主要原因在于,去年同期公司有部分进出口收入拉低了综合毛利率水平,而08年一季度加大了广告促销力度,同时对员工工资进行了较大的提升,均在一定程度上提高了整体费用水平。

重庆百货(600729)

静待资产注入

公司近期发布了2007年年报,报告期公司实现营业收入54.88亿元,较上年增长10.2%;实现净利润1.01亿元,同比增长27.9%;每股收益为0.49元。同时,公司发布了2008年一季度业绩预增公告,预计一季度净利润同比增加25.95%和16.99%。

公司07年业绩低于预期,主要是因为第四季度由于销售费用的大幅增加(同比增长了54.8%),使得净利润仅为1807万元,占全年净利润的18%。公司三块零售业务07年增长情况如下:

作为公司收入和盈利主要来源的百货业务增长较低。2007年新开4家商场并扩容4家商场,新增面积2.79万m<sup>2</sup>,百货店总数达到27家。公司百货业务全年实现销售收入28亿元,同比增长

## ■ 评级追踪

代码 名称 机构名称 研究员 研究日期 最新评级 上次评级 调整方向

<tbl\_struct