

联合证券研究所

责任编辑: 杨伟聪 ☎ 021-5876 7774

2008/05/07

今日焦点

- 航空会否折翼高油价下的天空?

主要海外市场表现

| 指数 | 最新 | ±% |
|------|----------|-------|
| 香港恒生 | 26262.13 | 0.299 |
| 国企指数 | 14651.29 | 0.178 |
| 道琼斯 | 13020.83 | 0.40 |
| 纳斯达克 | 2483.34 | 0.78 |

国内市场表现

| 指数 | 最新 | ±% |
|-------|---------|-------|
| 上证指数 | 3733.50 | -0.73 |
| 沪深300 | 4010.89 | -1.11 |
| 基金指数 | 4713.98 | -1.13 |
| 国债指数 | 113.47 | 0.00 |

国内主要期货价格

| 品种合约 | 最新 | 涨跌 |
|---------|-------|-------|
| 沪铜 0807 | 64900 | 0.46 |
| 沪铝 0807 | 18906 | 0.40 |
| 橡胶 0809 | 22575 | 1.30 |
| 玉米 0901 | 1969 | -0.35 |

最新报告

| 报告名称 | 评级 | 调整 | 研究员 |
|--|----|----|---------|
| 策略研究: 策略周报: 美元上行及石油回落下的市场机会 | - | - | 赵媛媛 |
| 公司研究: 更新报告: 季报点评 | 增持 | | 龚浩 程亮 |
| 行业跟踪: 房地产: 部分城市房地产市场一周跟踪 (04.28-05.04) | 增持 | | 鱼晋华&胡栋亮 |
| 公司研究: 更新报告: 长安汽车: 销售差强人意, 业绩增长符合预期 | 增持 | - | 姚宏光 |
| 金融工程: 指数化投资策略系列研究之一: 股价指数的发展、比较和功能识别 | - | - | 曹传祺 |
| 金融工程: 行业配置数量化研究之四: 寻找稳健的行业优化组合 | - | - | 宋曦 |

主要内容

行业与公司

- 农产品: 公布 2.21% 国有法人股无偿划转至深圳市国资委公告
- 中原高速: 公司投资入股中原信托的股东资格获批

新股提示

确定上市日: 5月8日合兴包装、鸿博股份

确定发行价: 大华技术: 24.24元、恒邦冶炼: 25.98元/股

重要资讯

- 发改委: 在国内粮源充裕、严格控制粮食出口的情况下, 国际市场粮价上涨对国内市场影响不大
- 国资委: 分别对中国国电集团公司、中粮集团有限公司和中国保利集团公司 3 家央企的主营业务范围进行了调整。。。。。

数据说话

- 本周限售流通 A 股统计

今日焦点

航空会否折翼高油价下的天空?

国际原油价格昨天再创新高, 纽约原油价格最高曾碰及 120.93 美元/桶, 昨天我们焦点观点认为, 国际原油价格和美元走势对国内市场影响意义深远, 并且认为国内通胀“前高后低”的判断无意为继。对国内 A 股市场而言, 高油价下, 节能减排、新能源等概念型主题性投资机会或将再次成为市场热点。

高油价下对航空股的影响如何, 航空运输研究员观点:

- 1、我们维持航油成本对航空公司盈利影响的基本判断: 航空公司对于油价具有很强的成本转移能力。根据我们对于航空公司一季度季报的分析, 航空公司单位运价提升均在 6% 以上, 有效的实现了成本增加向下游的传递。
- 2、纵观美国航空 60 年的发展历史, 油价和航空公司盈利毫无相关关系。我们的理解是航空需求和油价都和经济景气程度正相关, 而同时油是航空的上游, 叠加的结果是两者的相关程度并不显著。
- 3、国航由于国际加油比例较大, 已经备受高油价煎熬。油价倒挂下的航油调价预期, 南航面临国内航煤出厂价上调的最大风险。
- 4、我们依然认为客座率的走向, 即供需关系的变化是决定航空盈利走向的首要考量指标。目前需求增速能否维持在 15% 以上, 尚需要观察, 因此油价上涨或将会航空股票走势产生更为显著的冲击, 提请投资者注意风险。

(陈建生☎: 0755 - 8249 2804)

海外市场

部分国际大宗原材料最新价格 (%)

| 国际原材料 | 价格 | 涨跌 |
|------------|---------|-------|
| NYMEX 六月原油 | 121.77 | -0.05 |
| LME 级铜 3 | 8525.0 | 1.48 |
| LME 镍 3 | 28650 | 0.88 |
| LME 铅 3 | 2555.0 | -1.16 |
| LME 锌 3 | 2269.50 | 2.92 |

最新外汇牌价

| 兑换 | 最新价格 |
|--------|----------|
| 美元—人民币 | 6.9918 |
| 美元—欧元 | 0.6437 |
| 美元—日元 | 104.6900 |
| 美元—港币 | 7.7928 |

联合证券研究所整理

海外政经要闻:

◇ 股市:

※ 亚洲早盘: 日经指数开盘涨 0.7%, 至 14147.57 点; 韩国首尔指数周三开盘上涨 0.25%, 报 1863.77 点

※ 美国市场:

※ 欧洲市场: -因瑞银集团(UBS)宣布大规模裁员计划, 瑞士再保险(SWISSREINSUR-ANCE)也进行新一轮资产减记, 银行和保险股受累下跌, 打压欧洲股市周二收低。泛欧绩优股指数收低 0.5%, 至 1,351.25 点。

◇ 各国政经信息:

※ 欧洲: 1) 欧盟统计局公布, 欧元区 3 月生产物价指数 (PPI) 按月上升 0.7%, 升幅与市场预期一致; 而按年计划增长 5.7%, 比市场原预期上升 5.6% 为高。2) 欧洲资产最大银行瑞士银行昨天证实, 受巨额资产冲减拖累, 该行在第一季度出现 115.4 亿瑞郎 (109.9 亿美元) 亏损。该行同时宣布, 在明年年中之前裁员 5500

(杨伟聪 ☎: 021 58767774)

人。

- ※ 美国: 美国财政部(Treasury Department)正给抵押贷款机构施压, 并将在周二的会议上推动抵押贷款机构接受一些指导意见和做法, 以更快、更协调的解决有问题的抵押贷款。
- ※ 亚洲: 泰国决定放弃与其他东南亚产米国家, 成立大米出口国组织, 泰国外长诺巴敦, 与六个东南亚主要食米出口国开会後表示, 如果成立有关组织, 粮食价格急升的问题会愈趋严重。泰国在一、两个月内, 与中国、越南及缅甸等国家, 开会讨论增加食米产量。
- ※ 基础金属与贵金属: 伦敦金属交易所(LME)金属价格前夜大多走高, 美元兑主要货币走低, 但铜价涨势受世界最大铜生产企业在历时 20 天的罢工后恢复运转的消息压制。现货黄金前夜延续升势, 因油价再创新高, 以及美元走低。

行业与公司

士兰微: 士兰微一季报点评报告 (增持)

1. 2008 年第一季度士兰微实现主营业务收入 2.3 亿元, 同比增长 38.1%; 实现归属于母公司所有者的净利润 1524 万元, 同比下降 78.2%; 摊薄后每股收益 0.04 元。

2. 投资收益下降是净利润下降的主要原因。投资收益同比减少 7145 万元, 营业利润同比减少 6557 万元, 显示主营业务比去年同期好转, 符合我们之前报告的判断。

3. 分立器件和 LED 业务的收入分别同比增长 148%和 177%, 毛利率分别比去年同期高 18.3%和 8.0%。预计两项业务在今年其余三个季度中还能维持高速增长。

4. 集成电路业务因为产品线重新规划调整, 收入同比下降 9.7%, 毛利率降低 0.8%。今年三季度或四季度投资者可以观察到集成电路业务是否有起色。我们将 08 年集成电路业务的收入预期从 6.5 亿元 (同比增长 10%) 下调为 6.2 亿元 (同比增长 5%)。

5. 我们坚持认为 2008 年是士兰微的业绩转折之年。LED 继续快速发展。分立器件收入快速增长, 士兰集成今年可以扭亏。预期 08 和 09 年的收入分别为 13.8 和 19.5 亿元, 归属于母公司的净利润分别为 1.4 和 3.7 亿元 (包含投资收益)。每股收益分别为 0.355 和 0.92 元。维持“增持”的投资评级

(龚浩&程亮 ☎: 0755 - 8249 2395)

房地产: 部分城市房地产市场一周跟踪 (04.28-05.04) (增持)

1. 本周 (4.28-5.04) 各重点城市的商品房销量涨跌不一, 上海、天津和长沙市场环比出现了一定萎缩, 北京和武汉相对比较平稳, 深圳则出现了强力反弹。

2. 北京楼市在五一期间表现平淡。期房住宅签约套数相比上周增加 6.34%, 但签约面积比上周下降 3.98%。套数和面积的涨跌背离, 显示了明显的住宅交易小型化趋势。此外现房住宅交易的萎缩已连续第五

周, 签约套数和签约面积相比上周分别下跌了 23.12%和 12.92%。

3. 五一期间上海楼市并没有预期中的精彩。成交套数和成交面积相比上周分别回落 29.33%和 24.43%, 其中住宅成交套数和住宅成交面积环比分别下跌 39.59%和 37.04%。

4. 深圳成为五一期间各地楼市的一抹亮丽。新建商品房成交套数和成交面积环比上周分别大涨了 67.84%和 51.60%。但成交价格则继续探底, 相比上周下跌了 10.85%。显示出弱市中需求对房价的较大敏感。

5. 天津新建住宅房成交套数和成交面积环比分别下跌 49.92%和 49.80%。成交价格有所分化, 新建住宅成交均价环比上涨了 8.18%, 而二手住宅价格则回落了 3.19%。

6. 长沙量价齐跌, 商品住宅期房成交面积和成交价格环比上周分别下跌了 11.32%和 2.25%。

7. 武汉市本周量价稳定, 商品房成交面积环比上周回落了 5.55%, 成交价格则微涨 1.16%。

(鱼晋华&胡栋亮 ☎: 0755 - 82492072)

钢铁行业: 乐中有悲

(增持)

1. 由于铁矿石和煤炭价格的大幅飙升, 近期新日铁宣布欲从 4 月份开始大幅提高出厂价格, 涨价幅度高达 40%。

2. 我们认为新日铁的此次提价行动无论成功与否都预示着未来提价幅度的逐渐缩小。

3. 如果提价成功, 下游企业包括汽车、机械和电子产品生产企业的成本将大幅上升, 汽车工业的成本可能增加 4600 亿日元, 造船业的成本可能增加 2000 亿日元。在下游行业的成本激增的形势下, 未来新日铁继续大幅甚至继续上调出厂价格的概率都将不断减小。

4. 如果此次因成本的大幅上升而引发的大幅提价不成功, 也将预示着新日铁未来更不具备大幅甚至上调出厂价格的能力。

5. 新日铁的提价行动也折射出未来全球钢材市场面临的风险, 即量变必然导致质变, 当涨价的累积效应导致下游需求开始萎缩时, 钢价将开始下行。虽然我们无法准确预测钢价见顶的时间, 但是在钢材价格不断创出历史新高, 而未来全球经济增长将放缓的形势下, 显然应该多一份谨慎。

(黄静 ☎: 0755 - 8249 2011)

美元上行及石油回落下的市场机会

第 19 周策略报告

1. 我们判断美元升势在短期内有望延续, 主要原因是市场普遍预计 4 月 30 日的议息会议为减息周期划上一个阶段性休止符。另外, 从最近经济景气、出口、消费等各方面数据看, 欧洲及日本经济已有下滑苗头, 美元对欧元及日元将维持强势。

2. 在美元维持强劲背景下, 黄金及原油价格或将走软。

3. 美元及原油价格变化对我国市场的总体走势的影响大致判断为正面。远期汇率显示出市场对美元反弹的持续时间定义为短期, 加之前期热钱并未大量流入股市, 美元升值不会对二级市场形成冲击。更重要的是, 原油走软会降低通胀预期并相应减轻关于从紧货币政策力度

的担忧,对股市是利好因素。

4. 航空及炼油行业将直接受益于原油价格回调。据计算,燃油成本占到航空运输营运成本的 35%左右(这个比例对海运稍低,约为 20%)。中国 07 年的原油对外依存度也高达 46%(其中中石化进口原油占其原油来源的 72%)。原油走低减轻了投资者关于燃油提价的预期,短期内对该板块价格将形成支撑。

5. 长期来看,由于我们对美元贬值和原油高位震荡的预期维持不变,相应的市场和行业机会也只能从短期层面上把握。

(*赵媛媛 ☎: 0755 - 8249 2810)

长安汽车:销售差强人意,业绩增长符合预期 (增持)

1. 1 季度实现净利润 2.67 亿元,同比增长 55%,符合预期。其中合资公司长安福特(含南京二工厂)和长安铃木分别实现净利润 5.8 亿元和 1200 万元,南京发动机厂已扭亏。由于产品转产,南京长安大幅减亏,但江铃控股仍无起色,主要归因于过低的产品销量。1 季度我们测算的本部亏损额约 3200 万元。

2. 微型客车强劲增长将显著缓解本部研发费用支出增长压力,2 季度首款自主 A 级轿车投放市场,销量增长也将有助于减轻自主轿车经营性亏损压力。随着长安马自达销售渠道的进一步扩展,我们认为长安福特马自达未来销售增长较 1 季度将有进一步提高。我们认为公司 2008 年在乘用车市场份额将继续快速提升。

3. 但我们继续关注以下不确定因素: 1) 以中低端产品为主销售增长结构面临成本上升的压力,销量增长可能很难充分反映为盈利增长; 2) 本部(江北工厂产能扩建)和合资公司(长安福特三工厂计划启动)资本支出的压力; 3) 自主轿车市场前景的不明朗。

(*姚宏光 ☎: 0755 - 8249 2011)

股价指数的发展、比较和功能识别

金融工程: 指数化投资策略系列研究之一

1. 指数开发和指数化投资实践之间的相互促进源于指数化策略的兴起。在海外市场,随着股价指数数量的膨胀,指数化投资在 20 世纪 90 年代以来大行其道。我国 04 年出现指数基金产品至今,指数基金规模年均增长率超过 380%,但股价指数的开发相对滞后,投资者对指数缺乏深刻认识,限制了指数型产品的创新。本报告的目的是对指数进行深入分析,推广指数化投资理念。

2. 股指逐渐走向多元化、商业化,促进了产业的进步,也促进了指数化产品的极大丰富。在美国,法兰克福、罗素、威尔希尔、道琼斯、标准普尔、MSCI 和晨星的指数业务闻名全球;而第一只纯粹意义上的指数基金——先锋 500 基金自 1976 年夏成立至今,其规模的年复合增长率超过 35%。

3. 我国指数体系已经迈开多样化的步伐,但其发展相对于产品而言明显滞后。目前市场上的指数主要源于专业化指数服务商或研究、资讯机构。在这一背景下,我们对 07 年以来新发基金的业绩基准进行统计却发现业绩基准相当集中,从侧面反映出业内对指数缺乏系统认识和评价。

4. 我们从指数编制方案、基本面、可交易性和可投资性的角度对国内主要指数进行分析,探讨了我国指数在编制规则、基本面和功能方面的差异。结果表明:

1) 指数编制规则的差异主要体现为成分股选择和股本计算。如何在定义样本空间和选样两个环节上得到更具代表性的指数成分,并在计算中反应流通股本和总股本的差异是指数编制的重要工作。

2) 对我国主要指数在可投资性和可交易性方面进行比较分析,并通过 Z-score 方法判别的结果表明,在我们选定的样本中,中证 100 指数是相对较好的投资性指数;上证 180、沪深 300、中证 200、500 指数属于交易性指数;中证 700、800 指数兼具投资性和交易性;上证 50 指数以及深成指相对来说并不适合作为投资性指数或者交易性指数。

(曹传琪 电话: 0755 - 8249 2011)

寻找稳健的行业优化组合

金融工程: 行业配置数量化研究之四

1. 为了分散风险,投资人需要进行分散投资和资产配置,本篇报告将围绕着如何更有效率地在资产配置模型中产生稳健且分散的投资组合而展开。均值-方差优化理论作为现代金融学的奠基石之一,与 CAPM 模型一起构成了现代投资管理组合理论,传统的 MVO 方法提供了进行资产配置的工具,为很多问题的解决提供了一个理想的框架。

2. MVO 主要的缺陷是不稳定、模棱两可以及样本外的表现较差,这些缺陷带来了实际运用的困难。

3. 我们详细介绍了通过重复抽样产生有效前沿的步骤和方法,而通过对历史数据进行重复抽样提供的最终结果更加稳定、现实性和更加有效的 MVO 组合。

4. 我们对沪深 300 行业配置 2007 年进行了最优组合的构建,构造了四种不同的 MVO 组合,从回溯检验结果看,经过重复抽样得到的 MVO 组合比简单 MVO 明显具有更强的稳定性和更好的投资业绩,而利用一致预期 ROE 数据加入 Black-Litterman (BL) 模型后也起到改善投资业绩的作用。我们推荐采用 BL-重复抽样 MVO 方法来构建稳健的数量化行业配置。

5. 根据截至 2008 年 3 月分析师一致预期的 ROE 和结合五年历史数据的方差和协方差矩阵,利用 BL 重复抽样 MVO,我们可以得到相应的 2008 年第二季度的稳健行业配置,行业配置主要集中在能源、金融和日常消费品。

6. 最后,对 MVO 有效性改进的总体思路进行了简单介绍,这些方法进行综合,就能对优化过程的价值具有实质性影响,经过适当的管理的 MVO 能够成为一种投资管理的实用化工具,在投资实务中具有广阔的应用前景。

(宋曦 电话: 0755 - 8249 2011)

图表数据说话

一月限售流通 A 股统计 (杨伟聪 电话: 021 - 584767774)

| 股票代码 | 股票简称 | 可流通时间 | 本期流通数量(万股) | 本期流通市值(万元) | 本期流通占比 |
|--------|------|------------|------------|------------|--------|
| 600858 | 银座股份 | 2008-05-05 | 864.9482 | 29961.81 | 6.83% |
| 600089 | 特变电工 | 2008-05-08 | 9033.125 | 211013.80 | 13.55% |
| 600976 | 武汉健民 | 2008-05-08 | 1408.0218 | 10377.12 | 10.35% |
| 000768 | 西飞国际 | 2008-05-09 | 3132 | 71409.60 | 7.52% |
| 000540 | 世纪中天 | 2008-05-09 | 6478.3041 | 58563.87 | 36.49% |
| 600809 | 山西汾酒 | 2008-05-09 | 2164.6207 | 42794.55 | 12.49% |
| 600710 | 常林股份 | 2008-05-09 | 1650 | 15328.50 | 6.03% |
| 600509 | 天富热电 | 2008-05-09 | 1268.1375 | 27632.72 | 6.79% |

资料来源: WIND 数据 联合证券研究所整理

联合证券股票评级标准

| | |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上 |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上 |

联合证券行业评级标准

| | |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘 |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘 |

深 圳

深圳深南东路 5047 号 深圳发展银行大厦 10 层 邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2080 FAX: (86-755) 8249 3318
E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

上 海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层 邮政编码: 200121
TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254
E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

重要申明 — 本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性。本报告为联合证券研究所对研究对象一定时期的分析研究, 其中观点或陈述可能因时间的变化而变化或与事实不完全一致, 如欲了解对该对象最新情况的评述, 谨请参阅本公司最近期相关报告。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所述证券的买卖建议。© 联合证券有限责任公司研究所, 2008。版权所有, 未经授权不得复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容, 务必联络联合证券有限责任公司研究所。