

[2008.05.07]

国泰君安研究所晨报

王稞

21-38676720

wangzhen@gtjas.com

今日聚焦:

- 周小川: 通胀压力二季度有望缓解, 不排除加息可能
- 证监会: 将从严审批股权激励, 叫停上市公司重大利好公布前突击激励

目录

要闻点评

- 经济体制改革六项重点确定
- 周小川: 通胀压力二季度有望缓解, 不排除加息可能
- 国家信息中心: 第二季 GDP 预计增长 10.8%
- 证监会: 将从严审批股权激励
- 国际油价大幅攀升首次突破 120 美元

行业与公司信息点评

- 保险行业: 对利差缩小担忧过度, 投资收益度过最难关
- 机械行业: 行业仍属高景气, 钢价、税率有不利影响
- 金融街(000402)全年 0.85 元业绩无忧, 资金压力很小
- 青岛啤酒(600600): 主副品牌增长快于预期
- 恒邦冶炼(002237): 规模小但技术精的黄金冶炼企业
- 金飞达(002239)从自主设计向自有品牌转型的服装出口商
- 恒瑞医药: 专利诉讼案有望获胜

债券与衍生品研究

- 国电电力可分离转债分析
- 柳工转债上市分析
- 康美药业可分离转债分析

沪市涨幅前五		沪市跌幅前五		深市涨幅前五		深市跌幅前五	
宁波富邦	10.06%	南京新百	-17.99%	N 江南	108.33%	河北宣工	-10.02%
力诺太阳	10.02%	海南航空	-5.45%	N 奥特迅	90.12%	许继电气	-10.02%
同济科技	10.02%	吉林森工	-5.34%	汇源通信	10.06%	横店东磁	-6.22%
物华股份	10.02%	南方航空	-5.32%	中航精机	10.04%	三力士	-5.69%
亿利科技	10.02%	东方电气	-5.26%	天伦置业	10.03%	濮耐股份	-5.67%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

海外市场指数

	收 盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
道琼斯	13020.83	0.395	1.290	6.43
S&P500	1418.26	0.765	1.149	3.52
NASDAQ	2483.31	0.779	2.231	9.81
伦敦 FTSE100	6215.20	-0.005	2.037	3.80
香港恒生	26262.13	0.299	2.182	39.3
香港国企	14651.29	0.178	1.489	55.9
日经指数	14159.63	0.786	3.754	-11.1
台湾加权	8857.37	0.230	-0.297	8.72

国内市场指数

	收 盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
上证综指	3733.50	-0.73	3.80	96.6
深证成指	13702.56	-1.14	3.05	166
沪深 300	4010.89	-1.11	4.10	162
上证国债	113.48	0.01	0.01	-0.46
上证基金	4715.25	-1.07	3.54	143
深圳基金	4713.98	-1.13	4.73	149

期货市场

	收 盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
NYMEX 原油	121.84	1.559	-1.856	58.3
纽约期金	877.70	0.412	-3.563	24.2
LME 铜	8520.00	1.308	-1.924	6.10
LME 铝	2973.00	1.815	-2506	-14.1
BDI 指	9855.00	2.86	2.701	107.9
郑糖	3975	2.63	-0.03	2.36
郑棉	14235	-0.04	-0.07	3.50

货币市场

	收 盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
美元/人民币	6.9868	0.0072	0.171	-6.51
NDF (一年)	6.4445	-0.0932	0.6481	-9.39
欧元/美元	1.5516	-0.1049	-1.2655	10.6
美元/日元	104.90	-0.1525	-0.9676	-6.11
银行间 R007	2.9440	-0.6111	5.6338	45.1
美国 10 年期 国债利率	3917	0.026	0.680	-14.4

会议记录:

www.askgtja.com

要闻点评**经济体制改革六项重点确定**

国家发改委副主任杜鹰在 2008 年全国经济体制改革工作会议上表示,当前和今后一个时期,要坚持市场取向的改革,做好六个方面工作。

一是着力推进国有企业改革和国有经济战略性调整,完善社会主义基本经济制度;二是推进现代市场体系建设,深化资源要素价格改革,从制度上保障市场配置资源的基础性作用和发展方式的尽快转变;

三是加快转变政府职能,深化规划、财税、金融、投资体制改革,完善宏观管理体制;

四是深化农村改革,建立“以工促农、以城带乡”的长效机制;

五是加快社会体制改革,建立保障社会公平正义的体制机制;

六是加快涉外经济体制改革,完善内外平衡、互利共赢、安全高效的开放型经济体系。

杜鹰指出,当前我国经济社会发展进入了一个新的关键时期,呈现出一系列新的阶段性特征,对深化改革扩大开放提出了新要求。确保宏观经济平稳运行,转变经济发展方式,促进社会和谐,应对国际经济风险,推进重要领域和关键环节的改革攻坚,要求我们必须始终坚持解放思想,一切从实际出发,按照科学发展、和谐发展的要求来推进改革,依靠改革来促进科学发展与社会和谐。

周小川: 通胀压力二季度有望缓解, 不排除加息可能

据外电报道,央行行长周小川本月 4 日在布鲁塞尔参加国际清算银行会议间隙表示,在季节性因素的影响下,中国的通胀压力有望在今年二季度得到缓解,但全年的状况仍存在不确定性。

政府工作报告将今年的 CPI 涨幅目标控制在 4.8%,但今年前三个月的 CPI 增幅达到了 8.0%,为近 12 年来的最高水平。周小川指出,造成一季度 CPI 高企的部分原因是春节的季节性需求所带动的。而随着这一因素消失,他认为二季度的通胀压力有可能下降。但由于目前国际市场粮食价格和其他大宗商品价格的走势仍不明朗,对于全年的 CPI 走势,周小川没有给出明确的预期。

周小川强调说,央行不排除加息,但在加息之外,调节 CPI 还有很多种方式。在使用这一工具还是其他工具的问题上,央行有一定的选择余地。这与他在今年两会期间的表态未发生变化。分析人士指出,周小川的再次表态,使得目前市场对于加息的预期有所减淡。不过,建行日前发布的一份研究报告则认为,不能排除央行在二季度进行不对称加息的可能。

尽管央行年内仍未动用利率工具,但随着美联储的一再降息,中美利差持续扩大,而这加剧了热钱短期内流入中国的动力。对此,周小川表示,央行一直在密切监察热钱流入的情况,少量异常资本流动不会对中国货币政策产生严重影响。他提到,在最近美国降息之后,很多短线投资者开始留意中国的投资机会,这可能会产生一些新情况。

国家信息中心: 第二季 GDP 预计增长 10.8%

中国国家信息中心的最新报告预计,中国第二季国民生产总值(GDP)将加快增长,由第一季的 10.6%,反弹至 10.8%,至于消费物价指数升幅(CPI)则会回落到 7.5%,较

第一季下降 0.5%。

国家信息中心建议政府停收利息税，以增加居民利息收入，并提高消费能力，以刺激经济。政府亦应落实现有宏观调控政策，不宜推出进一步的经济紧缩政策。

另外，报告又指出，第二季贸易顺差达 679 亿美元，较去年同期增加 18 亿美元。

证监会：将从严审批股权激励

中国证监会已就股权激励有关事项下发两个备忘录，进一步提高了股权激励的审核标准，并对上市公司重大事项前的时间窗口内不得进行股权激励等诸多敏感问题进行了明确规定。

备忘录规定，以定向发行方式进行限制性股票激励的，授予价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 50%，如果激励对象为控股股东、实际控制人的，自股票授予日起三十六个月内不得转让。若低于上述标准，激励方案将由中国证监会重组审核委员会讨论决定。

股东不得直接向激励对象赠予（或转让）股份。股东拟提供股份的，应当先将股份赠予（或转让）上市公司，并视为上市公司以零价格（或特定价格）向这部分股东定向回购股份。然后，按照经中国证监会备案无异议的股权激励计划，由上市公司将股份一年内授予激励对象。监事及持股 5% 以上的主要股东或实际控制人原则上不得成为激励对象。

备忘录强调，上市公司设定的行权指标须考虑公司的业绩情况，原则上实行股权激励后的业绩指标（每股收益、加权净资产收益率和净利润增长率等）不低于历史水平。

关于时间窗口问题，备忘录规定，上市公司披露股权激励计划草案至股权激励计划经股东大会审议通过后 30 日内，上市公司不得进行增发新股、资产注入、发行可转债等重大事项。上市公司在履行重大事件信息披露义务期间及履行信息披露义务完毕后 30 日内，或提出增发新股、资产注入、发行可转债等重大事项动议至上述事项实施完毕后 30 日内，不得提出股权激励计划草案。

国际油价大幅攀升首次突破 120 美元

新华社纽约报道，由于担心原油供应紧张，国际油价 5 日大幅攀升，纽约市场油价在盘中创出 120.36 美元的历史新高。

造成当天油价暴涨的主要原因是欧佩克主要产油国的安全形势紧张导致投资者担心原油供应可能受到波及。3 日，壳牌石油公司宣布由于其在尼日利亚的输油设施遭到袭击可能影响原油生产。在伊拉克，库尔德工人党武装在遭到土耳其空袭之后表示将袭击向土耳其军方提供情报的美国目标。伊朗领导人表示不会因为国际压力放弃核计划也使投资者担忧中东局势可能进一步趋紧。此外，由于美国经济前景不明朗，美元兑欧元走低也是导致油价走高的一个因素。

5 日收盘时，纽约商品交易所 6 月份交货的轻质原油期货价格每桶上涨 3.65 美元，收于 119.97 美元。伦敦市场 6 月份交货的布伦特原油期货价格每桶大涨 3.43 美元，收于 117.99 美元。

6 月份交货的汽油期货价格每加仑上涨 8.65 美分，收于 3.0529 美元。6 月份交货的取暖油价格每加仑上涨 8.78 美分，收于 3.3065 美元。6 月份交货的天然气期货价格每 1000 立方英尺（1 立方米约合 35 立方英尺）上涨 40.1 美分，收于 11.178 美元。

行业与公司信息点评

保险行业：对利差缩小担忧过度，投资收益度过最难关

- 利差缩小和高投资收益率难以持续是对当前行业盈利模式的两大担心。
- 从发达国家保险业务的演化过程来看，具有资产管理性质的年金（养老金）及投资型保险产品逐渐成为主导，中国保险业务的发展模式也会走上发达国家的道路。近期的保费增长趋势为我们的分析提供了验证。
- 投资型保险业务不会缩小利差（以资本为基数）；即使定价利率放开，随着传统险种比例的下降，其对利差缩小的影响也将下降。
- 投资收益率 2007 年达到了阶段性高点，但利率上升、经济快速增长、投资渠道放宽都意味着投资收益率不回出现大的逆转；权益投资规模调整的刚性将导致波动加剧，但金融资产的分管理类与计量可以平缓这一波动。
- 投资收益在一季度已经度过了最难关，经过此轮股市大跌，投资收益仍较大幅度地超越了允价值变动损失，浮盈也没消耗殆尽。近期市场的好转又积累了不少的浮盈及公允价值变动收益。
- 基于业务模式转型带来的增长以及投资收益的分析，我们建议对行业进行增配。
- 从发展战略、业务质量、投资管理、创新理念等方面进行综合分析，我们首推中国平安；中国人寿的发展较稳重，关注其更趋积极的发展战略；中国太保处于恢复性的高增长阶段，价值还有较大的提升空间，需要业务质量的持续改进相配合。
- 预计中国平安、中国人寿和中国太保 2008 年每股收益分别为 2.37 元、1.16 元和 1.15 元，分别给予 86.8 元、40.69 元和 34.61 元的目标价。

（伍永刚，彭玉龙）

机械行业：行业仍属高景气，钢价、税率有不利影响

- 机械行业一季度销售增长 40%以上，净利润增长 50%以上。如果剔除中国船舶影响，关注公司收入的增长只有 31.9%，净利润增长不足 20%，毛利率下降 0.23 个百分点，净利率下降近 0.6 个百分点。
- 销售的增速略超我们预期，超越 A 股市场整体近 5 个百分点，说明行业的需求在一季度仍然比较旺盛。毛利率的下降印证了我们对钢材价格上涨压缩利润的担心，不过，下降的幅度低于前期预期。净利润率的下降幅度大于毛利率。除了钢材涨价的影响，企业税负的增加也是一个原因。很多机械企业 2008 年以前享受 15% 或者更低的优惠税率，但是新税制执行后，有些优惠税率取消，行业整体受不利影响。
- 工程机械板块 13 家相关公司一季度销售增长近 50%，净利润增长 33.4%，毛利率和净利率分别下降了 0.1、0.9 个百分点。山推、柳工、中联、厦工、山河一季度销售、利润增长超预期的幅度较大。钢材等原材料的上涨对毛利产生了不利影响，税率的变动对净利率影响显著。
- 造船板块高度景气，钢材和税率上升影响并不明显。中国船舶和广船国际毛利率分别大幅提升 7 个和 3 个百分点，幅度高达 30%、24%，振华和中集受钢材和税率影响，收入、利润增长并不理想。
- 能源、采矿、环保设备板块公司太原重工、天地科技、龙净环保表现较好。机床板块景气度较高，主要企业昆明机床、秦川发展、天马股份的收入净利润增速均非常可观。
- 为对冲钢材涨价影响，多数企业都对产品进行了提价，如山推、厦工、柳工、合

力等。柳工和安徽合力提价的时间在3月底4月初，一季度受益不大，二季度提价效应会逐渐显现，建议关注这两家公司毛利提升趋势。如果钢价回落，景气度与国内投资相关度低的子行业受益较大，比如造船、太原重工、振华、中集等。

- 一季度按25%预缴所得税需要重新认证的高新技术企业，估计在下半年获得政策优惠的可能性比较大，会对前几个季度的业绩进行修正，主要关注安徽合力、中联重科、三一重工。

- 机械行业的景气并非线性，细分行业景气高涨时期，业绩的增幅往往远超分析师预期。我们认为机床和造船行业正处于这种高景气状态，正如2007年的工程机械行业的景气，建议增持两个板块的优质公司，并耐心持有，这类公司主要是昆明机床、秦川发展、天马股份、广船国际、中国船舶。

(张锦灿)

金融街(000402)全年0.85元业绩无忧，资金压力很小

- 一季报实现主营收入7.74亿元，同比下降61%；净利润7000万元，同比下降84%，EPS为0.05元。业绩明显下降的原因在于今年一季度结算资源很少，而去年同期有19.6亿元销售的F1写字楼参与结算。

- 一季度公司拥有将近20亿元预售房款，其中我们预测4月初销售给光大银行、金额23个多亿的F3写字楼还没有完全反映到预售房款中，加上惠州、南昌的预售房款，08年房产结算收入大约44个亿收入的预测完全可实现，坚定维持08和09年EPS分别为0.85元和1.28元的预测。

- 偿债能力很强，资金压力很小，在资金寒冬的行业环境和未来的行业资源整合中拥有强势竞争条件。由于通过公开增发募集资金83个亿左右和良好的销售业绩，一季度公司账面上拥有现金高达113个亿，净负债率是-21%，扣除预售房款后的真实资产负债率只有39%。

- 开发类项目储备地价成本很低，已经升值1倍以上，所处京津地区和惠州两大主要区域房地产市场前景良好，项目盈利能力强。出租经营类业务增长前景良好，成长迅速，未来对净利润的贡献增加，在保证业绩快速增长的同时具有更好的稳定性；同时有利于缓解开发类业务融资需求；充分享受到人民币升值和通胀下的资产升值。

- 1月开始公司投资性房地产从成本计量转为公允价值计量，初始公允价值合理中带有谨慎，同时投资性房地产规模无论目前还是将来都较小。香港很多房地产公司的投资物业重估盈余贡献了净利润的35-50%。

- 假设08年现有三项投资性房地产房价比07年下降3.5%、持平、上涨3.5%、5%、6.5%、8.5%和10%，08年公允价值变动损益所贡献的EPS将介于下降0.01元和增加0.12元之间。

- 考虑公开增发和项目新变化，RNAV提高到27.02元，目前股价折价36%。平价RNAV对应6个月目标价27.02元，09年26倍可比公司动态合理PE对应12个月目标价33.28元，目标价合理中枢为30元，对应目前10.3元每股净资产，PB为3倍。目前股价PB为1.93倍，09年PE为15.5倍，维持增持投资评级，与张江高科作为商业地产龙头持续重点推荐。

(孙建平)

青岛啤酒(600600)：主副品牌增长快于预期

- 青岛啤酒2008年1季度销售啤酒114.8万千升，同比增长17.7%，销售收入35.4

亿元，同比增长 27.4%；利润总额 2.53 亿元，同比增长 44.34%。实现归属于母公司所有者的净利润 12964 万元，每股收益 0.099 元。

- 结构调整是一季度产品价格上涨的主要推动力。前四大品牌销量达到 103.9 万千升，同比增长 40.6%，其中青岛主品牌销量 49.3 万千升，同比增长 31.9%，增长速度超预期。青岛主品牌 1 季度销量占比 43%，前 4 大品牌占比达到 90.5%。1 季度公司吨酒出厂价格上升了 6%，主要是来自产品结构的调整，1 季度陆续提价的效果预计将在 2、3 季度体现。

- 毛利率反升完全超出预期。因为大麦价格 2007 年暴涨，啤酒企业的成本压力都很大，所以我们之前预期结构调整仅仅能化解部分成本压力，但是青岛啤酒 1 季度毛利率 41.48%，反而上涨了 0.83 个百分点。毛利不降来自产品结构调整和提价，但是全年的毛利率变动情况还有待观察冬季的啤酒销售高档产品受季节的影响相对较小，占比较高，所以 1 季度的毛利率的代表性不是很强，2 季度数据出来以后才能更准确的判断全年的毛利率变化。1 季度毛利率不降反升，给了市场比较强的信心。

- 主营业务税金下降对收益率的贡献。啤酒消费税是从量税，产品结构调整和提价对公司主营业务税金的占比下降有较大贡献，公司的净利率不高，这块税金占比下降对业绩会有不小的贡献，且近期看是可持续的。

- 厚积薄发，继续看好公司未来几年的发展。我们认为公司经过几年整合，已经基本消化了大部分的历史问题，今年开始公司新建产能将继续投产，内生增长加上外延式扩张，未来 2-3 年将进入较快的增长期。我们重申“增持”的评级。

(胡春霞)

恒邦冶炼(002237)：规模小但技术精的黄金冶炼企业

- 公司主要从事黄金探、采、选、冶业务，其中黄金业务占主营业务收入的 65% 以上，其他业务为冶炼产出白银、铜、硫酸等副产品。由于公司自有黄金储量较小，公司外购原料产金的产量和收入都大于自产金。

- 2007 年公司黄金业务中自供原料产金、外购原料产金和来料加工产金比例分别为 21%、42%和 37%。随着硫酸、铜价的持续上扬，预计在 2008 年公司硫酸等副产品的利润贡献逐步增大。

- 由于美元从 2003 年以来的持续贬值，加之美、欧特别是新兴发展中国家的通胀问题，黄金作为保值品拉动了投资需求的快速增长。4 月份以来，面临美元逐步企稳或反弹的压力，金价近期走势出现调整。我们谨慎预计黄金价格中期趋势维持在 800-950 美元的区间。

- 金冶炼技术优势提高对复杂精金矿的处理能力、冶炼毛利率和综合回收率。公司拥有国外先进的两段焙烧技术，能够处理复杂金精矿，其中黄金回收率高于同行业 2 个百分点，低品味铜金属回收率达 96%，由此获得比同业更高的冶炼毛利和更多的伴生副产品。

- 公司拟通过加大探矿深度和收购华铜矿业、天水股份来增加自有黄金储量。公司目前探矿深度为 400 米，公司认为通过深度探矿，现有 15 吨的金金属储量将有所增加；公司已经与恒邦集团下属的华铜矿业和天水股份签署收购意向书，华铜矿业开采规模 2.97 万吨/年，收购预计在今年底完成。

- 公司募投项目为复杂金精矿综合回收技术改造。该项目将进一步提高公司处理复杂金精矿的能力和回收率，2010 年达产后各类产品的产能都有所提升，其中电解铜最为明显，从目前的不足 2000 吨/年增长到 2010 年的 1.8 万吨/年。

- 需要关注的问题和风险：公司目前拥有约 1.5 吨黄金存货，预计在 08、09 年均

匀卖出；公司规模较小，短期内快速扩张的能力较弱；金价存在波动的风险以及电价上升的负面因素。

● 我们预测公司 2008-2010 年的 EPS 为 2.21 元，2.47 元和 3.40 元。考虑到公司矿山可持续经营年限较短，资源保障较弱，与贵金属矿业型公司估值比较，应当存在适度的折价。综合考虑 2007-2008 年的估值比率和市净率比较，我们建议新股询价区间为 23.2-25.2 元，上市首日价格区间为 32.8-39.4 元。

(林浩祥，洪婷)

金飞达(002239)从自主设计向自有品牌转型的服装出口商

● 公司是国内最大的美国中高档服装(女装)ODM与OBM厂商之一，ODM服装对美国出口比例近100%。2005年、2006年公司对美国出口服装额(生产型企业)列全国第四名。

● 公司主要客户包括 JonesApparelInc. (世界五百强)、ItemeyesInc. (美国上市公司)、E-loSportswearLLC.、ZaraloLLC. 等。

● 公司经营业绩保持快速增长的态势。2005年至2007年公司营业收入和净利润的年复合增长率达47%和49%。

● 目前公司业务仍然以ODM为主，占公司收入近90%，未来OBM业务比重将逐渐提升，预计2010年公司OBM业务的比重将达到30%。

● 公司多年来注重面料设计与研发，具有强大的面料设计能力。公司现有20多名专业面料设计开发人员，已累计推出面料约2000种。公司争取品牌商在设计阶段就采用公司设计的面料，从而间接取得面料成本的话语权，提升产品的盈利能力。

● 2007年6月，公司收购美国Lanco公司，从而间接拥有“NINALEONARD”、“NINALEONARDDRESS”、“LENNIEforNINALEONARD”三个服装品牌，并通过LANCO与JCPenny、Wal-Mart、Macy等大型零售商建立稳定销售渠道，并与QVC(美国著名电视导购销售商)建立了长期合作关系。

● 公司计划募集资金2.44亿元投资三个中高档服装生产线扩建项目，达产后年新增产能1040万件，公司的自有产能将提升至2000万件以上。

● 预计公司08、09年净利润分别为9836万元和12589万元，按发行后13400万总股本计算，EPS08年0.62元、09年0.78元。

● 采用综合类比估值法，我们认为金飞达的二级市场合理价格应在17.5元左右。建议询价区间11.50元-13.50元。

(李质仙，张威)

恒瑞医药：专利诉讼案有望获胜

● 公司公告：国家知识产权局专利复审委员会发布《无效宣告请求审查决定书》：第02147245.9号发明专利权全部无效(阿文蒂斯药物股份有限公司于2006年12月27日从国家知识产权局获准该专利，是多西他赛的专利)。该决定书宣告，当事人对该决定不服的，可在收到该决定之日起三个月内向北京市第一中级人民法院起诉。

● 恒瑞曾于2007年9月17日将有关诉讼事项公告如下：一、案件基本情况 阿文蒂斯等诉恒瑞自2003年以来销售的注射用多西他赛侵犯其专利，专利号为“ZL02147245.9”。二、案件诉讼请求 原告要求恒瑞停止侵权行为，支付专利合理使用费人民币4500万元，赔偿经济损失人民币5500万元。

点评：

请务必阅读正文之后的免责条款部分

- 没有意外情况的话，由于专利局的裁定，我们基本可知案件的最终结果了——阿文蒂斯将败诉；对于恒瑞来讲，主导产品的诉讼风险去除后也减少了资本市场的担心。从更宏观的角度看，这是一起标志性事件：中国医药企业的研发（包括避专利技术）将受此鼓舞加快发展，从而推动医药行业迈向国际化。
- 公司 08 年 1 季度营业总收入、营业利润、归属母公司所有者的净利润分别为 5.98、1.76、0.74 亿元，分别同比增长 48.9%、61%、1.2%，摊薄每股收益 0.14 元（按 5.17 亿股本）。毛利率正常（08-1Q 84.3%、07-1Q84.9%），期间费用率略降（08-1Q 52.3%、07-1Q55.9%），净利润增幅远低于营业利润的主要原因：公允价值变动亏损 0.9 亿。我们认为公司净利润能持平已经是难能可贵了，体现出两点：主业增长很不错（营业利润同比增长 61%）、过去几年严谨的财务制度在公司遭受意外亏损时体现出较强抗风险能力。
- 07 年度公司主业分产品情况大致是：从占收入比重看，抗肿瘤 66%、抗感染 14%、麻醉镇痛 8%、其他产品 14%（毛利占比也差不多）。一季度医药工业分产品情况：抗肿瘤类收入同比增长 40%以上（奥沙利铂 1.2 亿、多西他赛 1.4 亿、亚叶酸钙、伊利替康 0.38 亿），抗感染类翻番。
- 对交易性金融资产的处理：公司账面上仍有 1.84 亿交易性金融资产，但现在打新股后公司已经会及时卖出了。公司还有 5 亿多在打新股，所以全年的投资收益也并不是很悲观。
- 公司的资产质量好：总资产 19.9 亿元，货币资金 5.5 亿、交易性金融资产 1.84 亿，短期\长期借款都没有；应收账款 5.05 亿（其他应收 0.6 亿、这两项增加比较多）、存货 1.19 亿、应付账款 0.61 亿、固定资产 4.58 亿、在建工程 0.18 亿。
- 财务指标：资产负债率仅为 14%，存货周转天数 112 天（持平）、应收账款周转天数增加到 70 天（07 年 52 天），毛利率高达 84.3%，一季度 ROE 4.5%，每股经营性现金流 0.12 元，略低于 EPS0.14 元。
- 我们认为：医改增加医药消费的大背景和一品两规均有利于恒瑞这样的优势企业发展。08 年的主要增长点：肿瘤类药物将保持 40%的增长，新的适应症和二线产品启动是增长的主要原因；非肿瘤类药物正处在快速增长期，增速可能超过肿瘤类药物。原料药类将从 08 年起逐渐起步。我们预计 07-09 年业绩分别为 0.8、0.88、1.22 元，维持增持建议。

(易镜明)

债券与衍生品研究

国电电力可分离转债分析

- 国电电力的债券不提供担保，信用评级为 AAA，期限为六年，参照分离转债中同为无担保的 AAA 级的 08 中远债为其定价，预计其收益率在 6.2% 附近，同时发行利率极有可能定位于 1.0% 的区间下限，对应 74.59 元的纯债中枢价值，给予收益率上下 10 个 BP 的区间变动范围，则对应于债券价格 74.18~75 元的变动区间。
- 国电电力 240 日区间的年化波动率是 59.67%。国电电力权证的市值在 15 亿元左右，属中盘权证，这可能拉底其隐含波动率的市场定价，因此我们对国电电力权证的上市隐含波动率给予 100% 的估计，溢价率的估计，我们认为应在 55% 左右。

- 预计国电电力权证的中枢价值为 3.902 元，对应波动率为 100%，溢价率为 54.09%，相应可分离债的价值中枢约在 116.34 元，区间估计为 112.9~119.6 元。
- 这表明，当股价下跌超过 $1.61\%=16.34\% \div (\text{股票成本 } 7.4 \div \text{配售价值 } 0.73)$ ，持股配售者短期会出现亏损。而网下直接申购可获得 5 倍的杠杆(20%的申购定金)，由于新股密集发行，会分流申购资金，所以我们预计中签率可能为 0.6%左右，则对应网下申购收益率为 0.49%，年化收益率 12.61%。但以上上市价假设基于正股现价，若在可分离转债上市时正股价格高于现价，则收益率可望提高，建议投资者积极申购。

(张晗)

柳工转债上市分析

- 柳工转债(125528)将于 2008 年 5 月 6 日在深圳证券交易所上市,上市量 80,000 万元。
- 考虑到柳工转债为无担保债,参照 5 月 5 日交易所 AAA 级企业债的即期收益率曲线并给予 30bp 的溢价,其纯债价值为 83.14 元。
- 假定 0.586 的波动率,利用二叉树模型计算得到的期权价值为 50.10 元,转债总价值为 133.24 元。
- 敏感性分析给出当正股价格在 30 至 31 元间,且转债波动率在 0.4 至 0.6 间时,对应的转债价值在 125.56 至 134.53 元。
- 目前溢价率角度给出的定价更为合理。从溢价率的角度分析,按照柳工目前 14.6%的股价溢价率,其平价溢价率应在 15%至 23%间,对应的转债合理价值在 131.73 至 140.90 元。且我们认为,其合理价值应趋向于溢价率区间的下限。

(债券部)

康美药业可分离转债分析

- 康美药业的债券不提供担保,信用评级为 AA,期限为六年,之前无担保可分离债中有两支 AA+,分别是国安债 1 和 08 青啤债,这两只债是康美债的重要定价参考,同时考虑到陡峭化的趋势,我们估计康美债的收益率将在 6.30%附近。
- 康美药业 240 日区间的年化波动率是 56.30%。康美药业权证市值在 4 亿元左右,属小盘权证,我们对康美药业权证的上市隐含波动率给予 110%的估计,对应溢价率的估计,在 45%左右,权证价值 2.25 元附近。
- 可分离债整体价值的定价中枢是 114.83 元(权证价值为 2.25 元,对应波动率为 110%,溢价率为 41.65%),考虑到价格的波动因素,给予正股价格以 10~12 元的波动区间,则分离债整体价值的可能波动区间为 105~125 元。
- 网下直接申购可获得 5 倍的杠杆(20%的申购定金),由于募集资金仅 9 亿元,再加上同期的国电分离债和多只新股发行,所以我们预计中签率可能为 0.4%左右,则对应网下申购收益率为 0.30%,年化收益率 7.63%,波动区间为 2.57%~12.86%。相比于同期募集的国电电力可分离债,康美药业可分离债的整体价值和中签率都较低,建议投资者以申购国电电力可分离债为主。
- 对于持股配售的投资者,当股价下跌超过 $0.80\%=14.83\% \div (\text{股票成本 } 10.78 \div \text{配售价值 } 0.58)$,持股配售者短期会出现亏损,投资者若长期看好正股,可参与优先配售。

(张晗)

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市延平路 121 号 17 楼

邮政编码: 200042

电话: (021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 9 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com