

广发证券晨会纪要

市场数据

2011年10月10日

编辑: 于娟

电话: 020-87555888-8413

邮箱: yj6@gf.com.cn

晨会主题

今日关注

- 证券行业 2011 年四季度投资策略-佣金率企稳, 换手率低, 经纪业务与估值见底; 自营风格转积极, 融资融券松绑将提供增收渠道; 大型券商投资价值凸显, 可提前布局。从业绩稳健性和估值筛选, 遵循创新优势以及业绩弹性确定, 推荐中信、海通、宏源、长江。
- 保险行业 2011 年四季度投资策略-车险费率市场化改革仅是给现状一个名分, 恶性竞争难再现; 产险盈利周期未到顶点, 电销有望提升大公司市场份额与利润; 寿险投资趋向稳健, 利息、股息贡献投资收益, 业绩增长确定。重点推荐中国太保。
- 化工行业 2011 年四季度投资策略-建议以规避风险为主, 关注需求走势, 以及对需求复苏弹性较大的子行业。对于具有更长投资周期的价值投资者, 可以考虑在左侧从以下角度进行储备: (1) 低估值白马股; (2) 三季报表现亮眼的公司; (3) 供给偏紧, 需求复苏后将快速反转的行业, 如 MDI、PO 等。重点推荐: 久联发展、雅化集团、烟台万华。

近期重点推荐

恒泰艾普、江中药业、纳川股份、雏鹰农牧、西宁特钢、大杨创世、格力电器、美的电器、特变电工、王府井

行业公司点评

- 西陇化工 (002584.sz) -公司质地优良, 募投项目助力快速增长
- 中百集团 (000759.sz) -产业资本给予零售估值溢价, 重组尚存不确定性

全球主要市场指数表现

指数名称	最近交易日收盘	涨跌
上证综指	2359.22	-0.26%
深证成指	10292.33	0.04%
沪深 300	2581.35	-0.26%
中小盘	4990.43	-0.12%
创业板	791.13	-0.10%
道琼斯工业平均	11103.12	-0.18%
纳斯达克综合	2479.35	-1.10%
标准普尔 500	1155.46	-0.82%
东京日经 225	8605.62	0.98%
法国巴黎 CAC40	3095.56	0.66%
德国法兰克福 DAX	5675.7	0.54%
伦敦富时 100	5303.4	0.23%
多伦多 300	11588.36	-1.63%
雅典 ASE	-	-

国际原材料商品价格

指数名称	最近交易日收盘	涨跌
布伦特原油	105.91	0.17%
WTI 原油	82.87	-0.02%
黄金现货	1637.85	-0.82%
白银现货	31.16	-2.62%
LME 铝	2209	-1.07%
LME 铜	7295	0.75%
LME 锌	1918	4.04%
CBOT 大豆期货	1161.25	-0.21%
CBOT 玉米期货	602.75	-0.45%
CBOT 小麦期货	608	-1.66%

今日关注

证券行业 2011 年四季度投资策略

佣金率企稳，换手率低，经纪业务与估值见底

二季度平均佣金率 0.08%，企稳的态势得到进一步确认。在行政与市场两只手的作用下，市场竞争恢复相对均衡的状态，集中度 CR10 平稳回升至 40.5%。同时，近两个月的日均交易额维持在 1000-1500 亿元之间，日均换手率降至 1% 以下，达到近年来的历史最低水平（08 年日均换手率 1.6%），经纪业务已经处于底部区域。目前行业 PB 估值仅为 2.3 倍，甚至低于 08 年的 2.4 倍的水平，从估值水平看已经具有较高的安全性，对于大型券商尤为明显。

自营风格转积极，融资融券松绑将提供增收渠道

在经纪业务逐渐筑底的过程中，其他业务则成为了收入的稳定因素。投行业务——前八个月股权融资额 5718 亿元，保持了去年的较高水平，收入占比 14%，成为稳定的收入来源。资管业务——集合理财业务继续保持了前两年的增长动力，目前存量规模达到 1405 亿元，较年底增长 7%，与公募基金的比例升至 6%。在国外行业转型历程中，资管业务是增长最快的业务（复合增长率 26%，收入占比 9%），随着政策松绑的逐步实现，资管业务在规模效应的带动下，有望成为业绩增长的重要推动力。自营业务——自营投入持续加大，规模同比增长了 36%，环比依然增长 5%，同时风格也转向积极，交易性金融资产增长超过总规模增长，同比、环比分别达到 49% 和 14%，占总资产比例上升至 64%。其中大型券商在买方业务上的投入更大，彰显出转型的决心。同时，融资融券业务的进一步开放以及配套机制的建立即将在近期推出，一旦相应的政策落实到位，将极大地挖掘出融资融券业务的潜力，部分券商收入占比有望提升至 10%。

大型券商投资价值凸显，可提前布局

年内佣金率企稳概率较大，而转融通、新三板等创新业务的相继推出也给行业带来了新的增长动力，券商股具备了较好的长期投资价值。首先从业绩稳健性和估值进行初步筛选，然后遵循创新优势以及业绩弹性确定两条投资主线：一、推荐中信和海通：资本实力雄厚，能够获得更大的展业规模以及政策倾斜，同时业务结构均衡，创新业务布局早；二、推荐宏源和长江：具有较高的业绩弹性，一旦交易额与指数迎来反弹，业绩将会明显提升，而且自营较稳健，估值具优势。

未来存在交易额持续低迷，股市下跌以及创新业务推出受阻的风险。

联系人：温重伟 020-87555888-8089 wew@gf.com.cn

保险行业 2011 年四季度投资策略

车险费率市场化改革仅是给现状一个名分，恶性竞争难再现

我们发现大部分产险公司并没有资格去拟订独立的条款和费率，仅能使用行业标准条款，而有资格拟订独立的条款和费率的中国平安、中国太保本身就在使用独立的条款和费率，那么费率市场化的改革的结果，和目前的现状并没有什么差别，有可能仅是给目前的现状一个名分。

产险盈利周期未到顶点，电销有望提升大公司市场份额与利润

产险行业综合成本率呈逐步下降的趋势但中小保险公司的综合成本率预计仍然保持在 100% 以上。预计未来中小保险公司会为了获得自主定价权而降低综合成本到 100% 以下并维持，因此我们判断目前综合成本率会是长时期的一个高点，还会继续下降，产险的盈利周期还未到顶点。三家大产险公司自身的规模效应与电销车险节约费用的

特点,综合成本低于业内平均水平,仅在 92%-97%。随着电话销售车险业务的近一步开展,大产险公司的综合成本与行业平均水平的差距有望继续拉开。

寿险投资趋向稳健,利息、股息贡献投资收益,业绩增长确定

保险公司投资策略更加稳健,加大了持有到期的债券类投资资产的比重,银行存款与高股息股票的配置的,并把超过 95%以上的投资资产归入持有到期与可供出售投资资产,避免了交易性金融资产过多,对当期利润的影响。根据我们的测算,目前利息、股息对投资收益的贡献达到 80%-90%,这一部分收益不会随市场波动,公司的投资收益率水平有望维持在 4%-5%。

投资建议与风险提示

中国太保,投资收益八成来自利息、股息,未来两年业绩增长有保障、无融资压力,估值处于历史低位,我们预测 2011-2013 年 EPS 分别为 1.48、1.71 和 1.96 元,目标价 34.20 元,给予买入评级。中国平安,业绩增长可持续,但偿付能力充足率略低,我们预测 2011-2013 年中国平安 EPS 分别为 3.18、3.82 和 4.58 元,目标价 76.40 元,给予买入评级。考虑到评估利率弹性与偿付能力充足率状况,我们重点推荐中国太保。重大灾害与资本市场不确定性对公司经营带来风险。

联系人:曹恒乾 020-87555888-8419 chq@gf.com.cn

化工行业 2011 年四季度投资策略

一、四季度投资思路

未来一个季度,化工行业发展的大背景是:国际原油价格筑底;宏观经济因通胀问题走势不明朗,造成化工下游需求仍旧保持疲态;化工品价格整体筑底,上行取决于需求。总体而言,需求,而非成本端,是左右未来一段时间化工品价格以及行业走势的根本因素。值得一提的是,化工板块当前估值处于历史相对较低位置;从估值角度看,板块指数向下的空间较小。

未来一段时间,建议以规避风险为主,关注需求走势,以及对需求复苏弹性较大的子行业;对于具有更长投资周期的价值投资者而言,可以考虑在左侧从以下角度进行储备:(1)低估值白马股;(2)三季报表现亮眼的公司;(3)供给偏紧,需求复苏后将快速反转的行业,如 MDI、PO 等。

二、四季度行业运行环境:产品价格筑底,需求疲软,原油价格短期震荡,下行空间较小,需求旺季不旺,且行且看,化工品价格触底。

三、数据回顾

化工品:价格及价差回落幅度较大,整体处历史中低水平

估值:估值:板块估值处于一年来低点

四、子行业运行态势

聚氨酯:传统旺季未现,需求疲软

两碱:供给偏多,需求不畅

氟化工:盈利短期下滑;部分企业长期景气存忧

民爆:并购及一体化是主旋律,硝酸涨价对上市公司影响较小

农化:化肥价格年内高峰已现;农药将进入淡季

钛白粉:需求疲软致产品跌价;长期看景气可以维持

五、重点推荐

久联发展(002037):符合产业政策的高成长民爆企业

雅化集团(002497):完美行业;卓越竞争力;良好区域格局

烟台万华（600309）：安全边际高，业绩具备弹性

六、风险提示：原油价格剧烈波动。

联系人：王剑雨 020-87555888-8635 wjy3@gf.com.cn

行业研究员重点推荐

股票名称	股票代码	行业	EPS		目标价	分析师	推荐理由
			11E	12E			
兴业银行	601166.SH	银行 II	2.11	2.47	16.90	沐华	2 季度息差环比上升，业绩环比提升，基本面良好，估值具优势
中信证券	600030.SH	证券 II	0.65	0.75	17.55	曹恒乾、温重伟	中信证券公司的创新业务布局最完整，公司作为首批获得直接投资业务试点资格的券商，已经开始从直投业务上受益。2010 年，公司融资融券余额为 15.6 亿元，占市场融资融券总余额的 12.3%，随着新三板、转融通业务等行业催化剂的推出，公司作为行业龙头，将大为受益。
中国太保	601601.SH	保险 II	1.48	1.71	30.56	曹恒乾	预计十月份上海试点税收递延，太保最为受益；预计三季度末 750 天国债收益率曲线上升，释放准备金增厚利润，太保弹性最大。
久联发展	002037.SZ	化学制品	1.17	1.41	33.00	王剑雨、曹勇、蔡宏辉	1、产销量同比增长 25%；2、工程业务在手订单饱满，具备持续接单能力；3、并购预期强烈；
特变电工	600089.SH	电气设备	0.71	0.98	20.00	韩玲、袁斌、王昊、武夏	输变电设备利润率即将见底回升，可提前布局估值低、安全边际高的行业龙头公司
苏州固锝	002079.SZ	半导体	0.39	-	-	韩玲、袁斌、曾维强	银浆国产化
山东矿机	002526.SZ	专用设备	1.33	1.60	33.00	真怡、陈金东、张琦、程锦	薄煤层综采设备销售超预期以及新产品的投放
南方航空	600029.SH	航空运输 II	0.63	0.52	10.00	杨志清、谢平、董丁、张亮	航空旺季弹性较大，中报可能超预期
万科 A	000002.SZ	房地产开发 II	0.99	1.20	10.50	赵强、沈爱卿、徐军平	强者恒强：行业龙头、销售好、份额提升、估值低
山西汾酒	600809.SH	饮料制造	2.18	3.20	111.80	汤玮亮、胡鸿	青花瓷旺销、季度业绩波动将减小
烽火通信	600498.SH	通信设备	1.19	1.50	36.00	梁	作为行业龙头，公司各条产品线都受益于光通信行业投资增长，是沪深两市上市公司中受益弹性较大的企业。由于运营商投资进度上半年低于预期，下半年投资将加

							速, 公司未来几个月订单数量将超过市场预期, 特别在 PON 和传输设备方面。
西宁特钢	600117.SH	钢铁	0.60	0.75	20.00	冯刚勇、李莎	公司有一定的内生性增长; 业绩释放空间已经打开; 有持续的资源注入预期; 宝钢有意入主, 未来发展空间巨大。
王府井	600859.SH	零售	1.55	2.00	55.00	欧亚菲、誉猛、刘旭	全国连锁百货龙头, 大股东增发锁定底价, 业绩改善空间大
雏鹰农牧	002477.SZ	农业综合 II	0.81	1.10	36.45	李冰	独特的雏鹰模式具有快速复制可能性, 公司有继续做大作强的迫切需求。公司养殖模式可攻可守, 在目前生猪养殖效益大幅上涨基本面带动下, 公司盈利或有超预期上涨可能。
大杨创世	600233.SH	服装 II	1.01	1.22	22.00	林海、马涛、袁立	一流的西装工艺、强大的版型数据库、业内最优秀的技术工人、团购市场开拓的持续超预期
格力电器	000651.SZ	白色家电	2.00	2.56	32.00	袁浩然、郝雪梅	从需求和盈利能力来看, 空调都是当前最优标的。空调领域最看好美誉度高、成本转嫁能力强的龙头品种, 格力电器。格力公开增发障碍已经扫清, 已经进入排队程序。再融资有利于公司在宏观紧缩背景下保持稳定的现金流和良好的盈利, 也可以伺机扩大市场份额。未来替换需求增长也有利于公司扩大市场份额。毕竟二次购买空调会更理性, 更注重品牌。
通产丽星	002243.SZ	塑料 II	0.52	0.75	16.00	李音临	通胀催化客户采购模式, 公司技术壁垒和资金优势有助于提高市场份额
ST 张家界	000430.SZ	景点	0.25	0.31	10.00	周户	中报业绩增长存在超预期可能。
东方锆业	002167.SZ	化工新材料 II	0.71	2.33	57.75	程振江	锆英砂价格大幅上涨, 产业链产品集体提价, 毛利和净利翻倍; 公司锆矿开采明年大幅贡献业绩。
神火股份	000933.SZ	煤炭开采 II	1.15	1.98	30.00	李音临	
江中药业	600750.SH	中药 II	0.75	1.05	36.75	贺菊颖、杨挺、葛峥、吴雅春	主要原材料价格大幅下降、三季度经营将触底回升
桑德环境	000826.SZ	水务 II	0.75	1.13	35.00	谢军、张媛媛	固废龙头企业, 未来两年业绩复合增长率有望达到 50%, 西安项目今年将落地, 2011 年下半年择机启动再融资
综艺股份	600770.SH	网络服务	0.77	1.15	40.00	惠毓伦、邵卓、康健	太阳能业务高速增长, 信息产业整合力度加大
北京利尔	002392.SZ	建筑材料	0.50	0.91	35.00	王飞	北京利尔的投资时间点已经相当临近, 相对确定的事件性驱动机会可能带来超预期表现, 建议偏好型资金积极布局。拥有

山东黄金	600547.SH	有色金属冶炼Ⅱ	1.45	1.68	58.00	肖征、张晓泉	低成本优势的新兴产业转型是大概率事件，包钢模式有望向其他大型钢企复制，公司的收购兼并策略将不断绽放新意和开花结果，行业整合和向上游拓展的“资源化”战略并行奠定传统行业的巨大成长空间。我们预计公司毛利率 2 季度已经企稳回升，2 季度业绩环比增速明显，从而扭转自 2010 年 2 季度开始的季度环比下滑局面，这是中报角度的一个利好因素定向增发带来黄金储量翻番，三山岛、焦家金矿扩产带来矿产金产量稳定增长，我们仍看好黄金短期表现。
上海汽车	600104.SH	汽车整车	1.90	2.13	30.62	杨华超、黎韦清、汤俊	竞争优势及增发后利润释放及高送配

备注：行业研究员重点推荐每月月初和月末定期调整，本次调整时间为 7 月 15 日

行业公司点评

西陇化工（002584.sz）-公司质地优良，募投项目助力快速成长

公司未来发展值得期待

公司主营业务为各类化学试剂的研发、生产和销售，试剂业务包括通用化学试剂、PCB 用试剂以及超净高纯试剂，其中 PCB 用试剂与超净高纯试剂的需求同下游电子产业发展息息相关。公司管理层持股促使管理层与股东利益一致化，依靠契合行业发展趋势的发展战略，公司未来发展值得期待。

公司超净高纯试剂业务将迎来快速发展

通用化学试剂需求增速同整体宏观经济相关度高，未来需求增速与经济增速相仿；PCB 用试剂的下游为 PCB 产业，预计未来国内相关产业对 PCB 用试剂的需求增速将保持 10% 的增速，公司是国内最大的化学试剂供应商之一，未来公司通用化学试剂和 PCB 用化学试剂有望达到行业两倍增速左右。公司超净高纯试剂受产能制约难以有效满足下游需求，超净高纯试剂募投项目将有效缓解公司产能瓶颈，推动公司超净高纯业务快速发展。

募投项目缓解产能瓶颈，提高产品自制比例

目前，公司各产品产能处于满负荷生产，5 万吨 PCB 用试剂和 1 万吨超净高纯试剂募投项目一方面能够极大的缓解公司发展的瓶颈，同时进一步提高公司产品自制的比例。公司自制产品的毛利率高于分装，更大幅高于外购，因此，产能的投放将促使公司通过调整产品结构进一步提升产品的盈利水平。

盈利预测及投资评级

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.43 元、0.69 元和 0.95 元，对应当前价 2011-2013 年 PE 分别为 30.1 倍、18.6 倍和 13.6 倍。综合公司的成长性和行业属性，合理价值为 16 元，对应 2012 年市盈率为 23 倍，给予“买入”评级。

风险提示

1.国内化学试剂产能大幅增加；2.宏观经济导致下游需求放缓。

联系人：蔡红辉 020-87555888-8698 chh@gf.com.cn

中百集团（000759.sz）-产业资本给予零售估值溢价、重组尚存不确定性

合并后成为省内最大商业企业

中百集团公告计划发行股份换股合并武汉中商，完成湖北省国资零售资产的初步整合。武汉中商与中百集团本次换股吸收合并的换股比例为 1:0.93，根据武汉中商已发行股票总数及本次换股吸收合并的换股比例计算，本次中百集团拟发行 23,363.62 万股 A 股股份。根据中国连锁经营协会 2010 年统计，两家企业合并后销售规模将达到接近 300 亿，占比湖北省 2010 年社会消费品零售总额的 4.16%，在区域内具备较大垄断潜力。

产业资本给予二级市场零售估值溢价

按照我们对中百集团今年的盈利预测和市场对武汉中商的一致预期对应计算，收购请求权和现金选择权价格对应的动态使用率分别为 29.5 倍和 33.8 倍，远远高于目前二级市场零售行业动态市盈率不足 25 倍的情况。近期来产业资本在零售行业并购中往往给予高于二级市场的溢价，产业资本对行业发展前景的认可无疑也将提振二级市场对估值水平的信心。

投资建议：关注短期风险、重组尚存不确定性

根据中百集团和武汉中商 2010 年及 2011 年上半年经营状况，我们粗略估算合并后企业 2011 年净利润在 3.6-4 亿左右，公司市值（股价）基本处于合理范围内。公司 2011 年 4 月中旬停牌以来，A 股已经由 3030 点下跌至 2360 点，下跌幅度为 22.11%，我们提醒投资者注意复牌后短期股价波动风险。

另外公司在预案中认为考虑到本次换股吸收合并工作的复杂性，我们认为如果公司复牌后股价波动较大，不排除随后的董事会进一步修订换股比例及现金选择权价格的可能。

风险提示

短期股价波动风险、董事会及股东大会对吸收合并议案的审议风险。

联系人：刘旭 020-87555888-8423 liuxu@gf.com.cn

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

发展研究中心销售经理联系方式

姓名	职务	电话	手机	Email
周文琦	华南区域销售总监	020-87555888-8341	13332875668	zwq@gf.com.cn
周晓蕾	华南区销售经理	020-87555888-8792	13585777727	zhouxiaolei@gf.com.cn
喻银军	华南区销售经理	0755-82529234	18666080709	yyj3@gf.com.cn
张玲	华南区销售经理	020-87555888-8411	18675878188	zl10@gf.com.cn
吴丹	华南区销售经理	0755-23953620	13924200204	wd3@gf.com.cn
张舒	华南区销售经理	0755-82528531	13823115341	zs5@gf.com.cn
瞿娜娜	华南区销售经理	020-87555888-8878	13822273120	qnn@gf.com.cn
冯远波	华南区销售经理	020-87555888-8636	13922131303	fyb2@gf.com.cn
李靖	华北区销售总监	021-68817656	13761448844	lj36@gf.com.cn
孙诚	华北区销售经理	010-59136671	13520224889	sc8@gf.com.cn
贺泽萱	华北区销售经理	010-59136682	13401000132	hyx3@gf.com.cn
杨晶晶	华北区销售经理	010-59136680	13911005684	yjj6@gf.com.cn
吕丙风	华北区销售经理	010-59136678	18688908538	lbf2@gf.com.cn
康馨予	华北区销售经理	010-59136681	18611687664	kxy@gf.com.cn
吕浩	华东区销售总监	021-68818680	13564863429	lj37@gf.com.cn
谈臻	华东区销售经理	021-68825857	18621696115	tz2@gf.com.cn
图强	华东区销售经理	021-68828161	13701919550	tq@gf.com.cn
朱子郢	华东区销售经理	021-68814347	13917153297	zzy2@gf.com.cn
杨名扬	华东区销售经理	021-68827521	13601800725	ymy3@gf.com.cn
倪婧	华东区销售经理	021-68824449	13641807271	nj2@gf.com.cn
张源远	华东区销售经理	暂无	13816960636	zzy8@gf.com.cn
张凡	非公募销售总监	021-68817656	13818676841	zf18@gf.com.cn
陈晨	非公募销售经理	021-68829569	13601952196	gfchenchen@gf.com.cn

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传
送、复印或印刷本报告。