

广发证券晨会纪要

市场数据

2011年11月21日

编辑: 于娟

电话: 020-87555888-8413

 邮箱: yj6@gf.com.cn

晨会主题

今日关注

- 步森股份调研纪要-未来看点: 外延式扩张+产品多系列延伸; 内生性的单品牌多系列延伸。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为: 0.55 元、0.64 元、0.80 元, 短期看, 估值偏高, 给予持有评级。
- 孚日股份调研纪要-预计公司 2011-2012 年 EPS 为: 0.23 元、0.28 元, 目前公司股价 6.61 元, 基于公司纺织主业的稳健发展, 品牌和渠道建设的积极推进。以及未来光伏产业的触底反弹给公司带来的机会, 我们给予“持有”评级。
- 南京中商调研纪要-公司在不断进行业态优化和产品结构升级, 业绩的强劲增长也凸显出公司战略的成效卓著以及业绩拐点的到来。公司商业地产储备项目成本优势突出, 未来增长潜力主要来自门店提档升级产生的营业收入的上升, 费用率及非经常性损益的下降以及地产项目收益陆续兑现, 预计 2011-2013 年扣非后 EPS 分别为: 1.20 (扣非前 0.94), 2.07, 2.62 元, 其中零售业务对应 EPS 分别为 0.77、1.52 和 2.10 元, 目标价 40 元, 维持“买入”评级。

近期重点推荐

建新股份、凤凰股份、汤臣倍健、仁和药业、恒泰艾普、江中药业、纳川股份、雏鹰农牧、大杨创世、格力电器、美的电器、王府井

行业公司点评

- 投资策略时评-序幕已拉开, 改革推进可适度乐观
- 综艺股份 (600770.sh) -海外太阳能进入收获期, 组件下降提高总包业务毛利

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	2416.56	-1.89%
深证成指	10025.17	-2.70%
沪深 300	2606.5	-2.09%
中小盘	5086.41	-2.77%
创业板	869.19	-3.24%
道琼斯工业平均	11796.16	0.22%
纳斯达克综合	2572.5	-0.60%
标准普尔 500	1215.65	-0.04%
东京日经 225	8374.91	-1.23%
法国巴黎 CAC40	2997.01	-0.44%
德国法兰克福 DAX	5800.24	-0.85%
伦敦富时 100	5362.94	-1.11%
多伦多 300	11892.44	-0.19%
雅典 ASE	724.81	0.96%

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	107.74	-3.70%
WTI 原油	97.79	-1.15%
黄金现货	1723.95	0.13%
白银现货	32.36	2.02%
LME 铝	2130	1.91%
LME 铜	7553.5	1.80%
LME 锌	1939.5	1.02%
CBOT 大豆期货	1172.25	-0.09%
CBOT 玉米期货	611	-0.57%
CBOT 小麦期货	596.75	0.72%

今日关注

步森股份调研纪要

一、调研观点

盈利预测与投资评级：短期看，估值偏高，给予持有评级

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为：0.55 元、0.64 元、0.80 元。目前股价对应 2011-2013 年 PE 为 29.8/25.4/20.5X，短期看，估值偏高，给予持有评级。公司收入结构以国内正装品牌经营为主，出口为辅，国内“步森”品牌定位中低端，销售区域定位三四线城市，目标消费群体为 25-45 岁男士。经营模式与报喜鸟、希努尔相似，但规模以及盈利水平不及前两者。

未来看点：外延式扩张+产品多系列延伸

外延式扩张：服饰休闲化是未来发展的一个大趋势，过去几年数据看，传统正装行业的增速已放缓到 10%附近的。增长主要伴随国内服装消费市场的增长而实现平稳增长。我们预计未来正装子行业保持 10%-15%的增速水平。公司定位中低端市场，从经营策略上看，未来毛利率大幅提升的可能性较小。对步森股份来说，上市带来资本结构和偿债能力的极大改观，资产负债率降低，轻装上阵，外延式渠道扩张会加速，这也是公司增长的主要驱动力之一。

内生性的单品牌多系列延伸：以“步森”品牌为核心，在黑标（灰黑标）的基础上进行产品系列的延伸，推出绿标（覆盖前端消费者）、“明”系列，力求实现对不同收入水平、年龄层的细分覆盖。从浙江省几个经销商调研情况看，绿标的定位、风格需要进一步明确，市场需要进一步培育。“明”系列定位中高端，走直营、商场渠道，处于尝试阶段。短期看，黑标仍贡献主要收入，其他两个系列的进展情况需要持续跟踪。

联系人：林海 020-87555888-8418 lh19@gf.com.cn

孚日股份调研纪要

孚日集团股份有限公司前身是成立于 1987 年 8 月的高密毛巾厂，2006 年 11 月公司在深圳证券交易所整体上市。目前公司是集家用纺织品、光伏电池等传统产业和高科技产业于一体的多元化企业集团，是全球生产规模最大的家用纺织品公司。

公司拥有达到世界先进水平的棉纺、染色、织造、印花及整理包装等各类生产设备，是我国最大的巾被系列产品生产基地，其规模和产能在世界也是名列前茅。自 1999 年以来公司巾被产品出口数量和出口金额一直名列全国同行业第一名。公司年产各种规格巾被产品约 5-6 万吨，拥有从原料（棉花）到最终产品的全流程产业链，自有纱锭约 20 万锭，纱线产品基本为自产自用。

公司主营业务分为两大部分：家纺（主要以毛巾为主）和太阳能光伏产品。

家纺产业是公司的主导产业，装备世界一流的技术设备，配套热电、自来水等关联产业，拥有国家级技术中心和国家级实验室，形成了棉纺加工、家纺产品制造、国内外销售一体化的完备产业链，主导产品有巾被、床上用品、装饰布三大系列产品，产品销售构建起以日本、美国、欧洲和中国四大主销市场为支撑的全球业务格局。

光伏产业是公司重点发展的战略性新兴产业，拥有晶体硅太阳能电池（埃孚光伏，其中孚日和博世各占 50%的股份）和 CIS 薄膜太阳能电池（孚日光伏）两个项目。其中，晶体硅太阳能电池项目是公司同德国博世公司共同投资建设的第一代技术成熟的光伏技术项目，产品出口国外光伏领域的高端市场，该项目主要是进行太阳能电池组件的封装业务；CIS 薄膜太阳能电池项目是公司重点投资建设项目，拥有世界上最先进的第二代光伏生产技术，电池组件光电转换效率达到世界领先水平，在行业中占据明显的技

术竞争优势。

由于化工行业持续不景气，且连年亏损。2011年1月公司将经营化工业务的全资子公司绿洲化工出让，未来公司主营业务中将不再包含化工项目。

而我们在财务报告中看到的其他主营业务主要是公司配套的热电和自来水以及地产等收入。

太阳能项目虽然已经投产，但设备还处于试运行阶段，生产产品目前主要是公司自用（利用公司资源建设屋顶电站）而且由于目前整个市场低迷目前还没有形成批量化的生产，预计在明年开始体现营业收入。

通过我们的了解公司全年业绩得益于价格的提升还是同比会有所增长，3季报公告的净利润增长是29.16%，由于四季度情况从目前来看并没有出现超预期的好转所以全年的业绩将基本维持在30%左右，甚至可能还会略低于3季报的29.16%。

我们认为从公司目前的整个经营来看，纺织品产业相对稳定由于公司在中被行业中的龙头地位较为突出，规模、品质以及市场美誉度均高于同类企业因此纺织品的制造将保持比较稳定的状态，能否继续有较大突破将取决于公司内销品牌和渠道建设是否能达到预期效果，从而将公司制造的优势与渠道和品牌优势相结合。光伏产品将是公司未来价值弹性的重要元素，从目前情况来看公司产品具有一定的技术领先性而且也基本掌握了核心技术，但未来光伏产业的诸多不确定性还是将对公司发展带来一定的影响。我们也将积极关注公司后续经营和发展情况。

综上所述我们预计公司2011-2012年EPS为：0.23元、0.28元，目前公司股价6.61元，基于公司纺织主业的稳健发展，品牌和渠道建设的积极推进。以及未来光伏产业的触底反弹给公司带来的机会，我们给予“持有”评级

联系人：袁立 020-87555888-8091 yuanli@gf.com.cn

南京中商调研纪要

投资建议：公司在不断进行业态优化和产品结构升级，业绩的强劲增长也凸显出公司战略的成效显著以及业绩拐点的到来。公司商业地产储备项目成本优势突出，未来增长潜力主要来自门店提档升级产生的营业收入的上升，费用率及非经常性损益的下降以及地产项目收益陆续兑现，预计2011-2013年扣非后EPS分别为：1.20(扣非前0.94)，2.07，2.62元，其中零售业务对应EPS分别为0.77、1.52和2.10元，目标价40元，维持“买入”评级。

一、公司经营情况

Q：10月份至今经营情况？

10月份以来销售增速稍有放缓，主要受两方面因素的影响，一方面是今年是暖冬，冬装销售还没起来；另一方面是因为黄金价格在波动，黄金珠宝销售没有之前增速那么快。暖冬只是暂时性问题，只要气温下降，服装销售还是会大幅增长。钟表和黄金珠宝销售保持较快增速是一种趋势。

Q：中央商场及其他门店经营情况？

这个店比较复杂，刚进行装修，品牌也进行了调整，不太具有可比性。其他门店销售还可以，比如淮安店和徐州店，虽然没有上半年那么快，但还是在30%以上，估计淮安店今年增速能达到40%以上。

Q：公司各门店的调整情况？

公司各门店大的调整结束了，以后小的调整还会继续。中央商场外立面装修队客流肯定有影响，但影响不是很大，一、二楼装修9月份已经结束，外立面装修年底前也能

够完成。

Q: 公司促销费用未来是否会大幅增长?

促销费用波动不会太大,基本由厂家买单,我们自己承担很有限,让利基本也有厂家承担。

Q: 四季度非经常性损益情况?

非经常性损益四季度不会太多了,大的装修在上半年已经做完了。

二、公司新项目建设及房地产结算

Q: 雨润新天地和徐州综合体项目商业部分何时能够开业?泗阳项目呢?

估计淮安雨润新天地在13年年底会开业,徐州和淮安开业时间差不多。泗阳也已经开始建设,预计在2013年也会开业,总建筑面积在30万平米,其中商业7-8万平米。

Q: 现在大家都在搞城市综合体,未来会不会过剩?

城市综合体有可能会有泡沫,连娃哈哈都搞了,但与大部分公司比我们有优势。我们的优势主要体现在:百货业务经营能力强,真正赚钱还是百货,餐饮等都不怎么赚钱;另外百货业务经营的好会带来良好的资金流,所以我们城市综合体首先盘活百货。此外,房地产建设我们大股东可以开发建设,上市公司自己也有一些地产开发公司。所以在商业经营和地产建设管理方面我们都有优势,在城市综合体项目上我们不用再交学费。

Q: 地产发展计划及结算问题?

未来住宅不做了,都是商业地产。目前地产还没有结算,到年底看交付的情况,南京万豪和淮安金陵名府都还没有交付,看年底有没有交钥匙。

Q: 公司开发资金问题?

新项目开发进度没问题,公司想先把商业做起来,酒店后面在做,不可能同时建设,赚了钱再继续做。贷款不是问题,银行给公司贷款利率仅上浮3-5%。

目前来看只是表面负债率很高,因为应收款和房地产在那,另外资产没有重估。借款还是要增加,银根放松可能还好点,如果继续收紧,我们只能先做商场。

三、公司未来发展

Q: 对公司目前经营情况的看法?

公司经营情况不错,就是目前成本及各项费用蛮大,当然以后肯定会越来越少了,但有很大的反转也比较难,每年会改善一些,费用会逐步下降。净利率的提升主要跟行业景气度相关。股票长期持有还是可以的。

Q: 公司未来发展展望

行业景气的话,我们会发展更快:1、我们主力门店位置比较好;2、我们不像制造业,没有存货。只有个别化妆品和家电会有存货;3、没有更大的不可控费用,主要就是人员费用。从门店来看,未来最有增长潜力的门店就是淮安店和徐州店。

Q: 公司未来发展可能会遇到的问题?

没大的问题,主要就是人才问题。目前,外地门店店长不是总部派过去的,财务负责人是总部派过去的。

Q: 未来内退人员情况?

内退人员以后还会有,但是高峰已经过去了,今年肯定会比去年低。外地门店也有内退人员,但和南京市情况不一样,工作比较容易推进。

四、行业问题

Q: 购物卡政策影响?

这个政策根本就没人监督,完全就是草木皆兵。

Q: 不允许打折, 明码标价?

这个对我们更没影响, 不让打折对我们是好事, 我们更有优势。但是政府管不了这么多, 完全靠自律。企业也不能老打折, 赔本做生意, 只能通过流通各环节降低成本, 取得价格优势。

Q: 网购对实体店的影响大吗?

不是很大, 网购商品跟我们还是有差距的。淘宝根本就没有门槛, 只适合个人创业。未来网购只能生存一两家企业, 网购能取代实体店不太可能, 实体店有区域优势, 其实很多消费是逛街逛出来的。银泰网不一定能搞成功, 不一定能够持续。代理商做网购也做不起来, 他们也要买断。厂家直接开网店的话要跟当地代理协调好, 要不然会冲突, 大品牌想提高自己档次也不会在网上卖。

联系人: 訾猛 021-68825985 zimeng@gf.com.cn

行业研究员重点推荐

公司	行业	最新价	EPS			PE			目标价	目标价
		(元)	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	(元)	空间
新华百货	零售	24.20	1.3	1.75	2.2	18.73	13.91	11.07	44	80.70%
山西汾酒	食品饮料	67.09	2.18	3.23	4.41	30.78	20.77	15.21	113	68.43%
鸿利光电	电子	20.85	0.72	1.06	1.68	28.96	19.67	12.41	30	62.51%
高新兴	通信设备	27.93	0.77	1.13	1.3	36.27	24.72	21.48	45	61.12%
康美药业	医药生物	13.18	0.54	0.73	0.96	24.41	18.05	13.73	21.6	63.88%
五粮液	食品饮料	35.12	1.66	2.21	2.74	21.16	15.89	12.82	55	56.61%
中国太保	保险	18.97	1.48	1.71	1.96	12.82	11.09	9.68	30.56	61.10%
兴蓉投资	公用事业	9.80	0.47	0.56	0.66	20.85	17.50	14.85	15	53.06%
仁和药业	医药生物	14.18	0.53	0.7	0.93	26.75	20.26	15.25	21	48.10%
久联发展	化工	22.55	1.17	1.41	1.69	19.27	15.99	13.34	33	46.34%
中信证券	证券	11.43	0.65	0.75	0.86	17.58	15.24	13.29	17.55	53.54%
海通证券	证券	9.50	0.53	0.65	0.75	17.92	14.62	12.67	13.26	39.58%
德赛电池	电子	24.01	0.85	1.37	2.02	28.25	17.53	11.89	35	45.77%
潮宏基	零售	29.98	0.85	1.15	1.64	35.27	26.07	18.28	40	33.42%
万科A	房地产	7.09	0.99	1.2	1.47	7.162	5.91	4.82	10.5	48.10%
王府井	零售	39.09	1.57	2.04	2.7	24.9	19.16	14.48	55	40.70%
双汇发展	食品饮料	76.50	0.98	3.25	4.12	78.06	23.54	18.57	99	29.41%
欣旺达	电子	21.15	0.51	0.92	1.32	41.47	22.99	16.02	25	18.20%
东阿阿胶	医药生物	46.79	1.34	1.82	2.45	34.92	25.71	19.10	60	28.23%
上海汽车	汽车	15.00	1.97	2.18	2.35	7.614	6.88	6.38	20	33.33%
保利地产	房地产	9.08	1.35	1.8	2.49	6.726	5.04	3.65	12.5	37.67%
桑德环境	公用事业	27.80	0.7	1.08	1.45	39.71	25.74	19.17	35	25.90%
伊利股份	食品饮料	21.94	1.02	1.3	1.6	21.51	16.88	13.71	27	23.06%
人福医药	医药生物	22.28	0.61	0.81	1.02	36.52	27.51	21.84	26	16.70%
南京中商	零售	28.88	1.2	1.5	2.15	24.07	19.25	13.43	32	10.80%
烽火通信	通信设备	30.48	1.19	1.5	1.82	25.61	20.32	16.75	36	18.11%
汤臣倍健	医药生物	84.10	1.8	3.2	5.1	46.72	26.28	16.49	85	1.07%

备注：行业研究员重点推荐每周调整，本次更新时间为 11 月 20 日

行业公司点评

投资策略时评-序幕已拉开，改革推进可适度乐观

事件：

2011 年 11 月 17 日，财政部、国税总局公布上海营业税改征增值税试点方案细则，其中详细规定了征税范围和税率，明确了相关试点现代服务业的具体领域。

我们的观点：

正确理解税改：实质是补贴制造业，服务业影响不大

税改的主要目的是消除重复征税。尽管以后新购置的设备和燃油等原材料可以抵扣增值税，但是当前交运和服务业中占比较大的人工、折旧等成本无法开增值税发票，且增值税税率高于原有营业税税率，所以总体来说，“改革试点行业总体税负不增加或略有下降”。但是考虑到采购交运等服务的企业可以获得增值税发票，以相应服务作为进项抵扣（一般纳税人增值税率为 17%），由此便可实现消除重复征税、促进服务需求的目的。

优惠、细化、规范导向值得关注。

总体来说，此次税改体现了适当减负的优惠、细化、规范导向。

优惠导向：1) 增值税起征点提高；2) 原有营业税减免优惠延续到增值税领域；3) 营业税改征增值税后的收入仍归属试点地区。

细化导向：配合此次《营业税改征增值税试点方案》，国家明确了交通运输业及此前较为模糊的现代服务业的界限，并出台了配套的《有关事项》及《过渡政策》。

规范导向：由于营业税发票开具相对容易，而增值税发票实行规范较高的全国联网征收，有助于随意开票造成的税收混乱。

税改序幕已经拉开，未来改革推进可适度乐观。

结合前期资源税推进、小微企业 22 项行政收费免征及本次税改的精神可以看出，“十二五”税制改革已经拉开。未来可期待的税改方向包括：1) 消费税调整；2) 个税分类完善；3) 费改税（包括耕地占用税改革）；4) 房产税完善；5) 赋予省级政府适当税政管理权限，健全地方税体系。我们认为，相关领域的改革推进或可适度乐观，这将有利于市场逐渐形成良性循环预期。

联系人：郑文琦 021-68826753 zqw5@gf.com.cn

综艺股份（600770.sh）-海外太阳能进入收获期，组件下降提高总包业务毛利

公司海外太阳能进入收获期，组件下降提高总包业务毛利

2011 年第三季度，公司海外太阳能项目收入确认大幅增加，表明公司的新能源投资进入收获期。公司在德国、意大利、美国、保加利亚等地投资建设的多个光伏电站实现并网发电，且多个海外光伏电站及业主自用屋顶系统项目正在建设中。其中，公司在意大利设立了四家全资子公司，投资建设 44MW 光伏电站，项目进展顺利，截至 8 月末，已有 17.77MW 实现并网；美国项目中，Tinton Falls 已开工 1 个多月，建设规模 19.8 MW，预计明年 7 月份全面竣工，公司美国市场在开工的小型项目也很多，主要是大型超市、宾馆等，规模从 0.6MW-1.9MW 不等，除了其中的 2 个项目，其它今年可全面竣工，公司美国在开工项目达到 30MW 以上。今年以来行业供大于求导致太阳能电池组件价格出现快速下降，使公司太阳能电站总包业务成本下降，盈利有望获得提升。此外，若美国对中国企业出口的电池板进行反倾销、反补贴的“双反”裁决

不利，将对公司产生一定影响。

盈利预测与估值

考虑到公司太阳能业务已经放量，未来几年仍有望保持高速增长，信息技术相关业务经过整合也进入良性发展阶段，因此维持“买入”的投资评级。我们预测公司 2011-2013 年全面摊薄 EPS 分别为 0.77 元、1.24 元和 1.54 元，对应 2011-2013 年动态市盈率分别为 20 倍、12 倍和 10 倍，按照 2012 年 22 倍 PE 给予 12 个月合理目标价 27.28 元。

风险提示

高温超导项目进展慢于预期的风险；海外太阳能业务拓展存在不确定性风险；汇率波动风险；多元化发展管理风险等。

联系人：康健 010-59136690 kangjian@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。

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
贺译萱	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
吕洁	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
陈晨	华东区销售经理	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。