

# 广发证券晨会纪要

## 市场数据

2011年11月29日

编辑: 于娟

电话: 020-87555888-8413

邮箱: [yj6@gf.com.cn](mailto:yj6@gf.com.cn)

## 晨会主题

### 今日关注

- 益生股份公司签署 2.5 亿父母代肉鸡养殖项目框架协议点评-本次项目巩固父母代肉种鸡苗全国首席地位, 借助交通枢纽, 开拓华东市场, 也增加平抑价格波动风险能力。预计项目完全达产后可增厚业绩约 0.42 元。因本次框架协议尚未公告具体投资时点, 暂不调整公司业绩预测。预计 11-13 年 EPS (摊薄) 为 1.82、1.78、2.38 元, 给予 买入评级, 目标价 44.5 元。
- 片仔癀股东会交流纪要-原材料瓶颈短期依旧难以解决; 片仔癀具有持续提价的能力和空间; 目前产销保持稳定, 未来产量可能下降; 日化和化妆品销售低于年初预期; 借助华润平台有望做大优势品种, 营销短板有望突破。预计 11-13 年 EPS 为 1.7、2.15、2.74 元, 短期涨幅过高, 建议逢低买入。
- 造纸轻工行业 2012 年投资策略-行业评级买入, 把握产品原料价格差扩大周期的投资机会。
- 银行业 2012 年投资策略-行业评级买入, 政策微调在即, 头尾或存机遇。
- 证券行业 2012 年投资策略-行业评级买入, 通道业务面临激烈竞争, 资金+资源抢占创新业务蓝海。
- 家用电器行业 2012 年投资策略-行业评级买入, 悲观预期已充分反映, 垄断行业应有垄断利润。
- 农业行业 2012 年投资策略-行业评级持有, 经济软着陆, 景气持续子板块投资价值显现。

### 近期重点推荐

宝利沥青、建新股份、凤凰股份、汤臣倍健、仁和药业、纳川股份、格力电器、美的电器、王府井

### 行业公司点评

- 阳光电源 (300274.sz) -逆变器龙头, 不经历风雨哪能见彩虹
- 东吴证券 (601555.sh) -业务结构改善, 伴随区域经济发展, 合理价格 5.5-8.0 元
- 新华保险 (601336.sh) -业绩成长性好、资产规模有望高速增长

## 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	2383.03	0.12%
深证成指	9884.7	-0.02%
沪深 300	2573.32	0.13%
中小盘	5030.76	0.10%
创业板	866.84	0.39%
道琼斯工业平均	11523.01	2.59%
纳斯达克综合	2527.34	3.52%
标准普尔 500	1192.55	2.92%
东京日经 225	8287.49	1.56%
法国巴黎 CAC40	3012.93	5.46%
德国法兰克福 DAX	5745.33	4.60%
伦敦富时 100	5312.76	2.87%
多伦多 300	11462.06	-0.20%
雅典 ASE	664.24	-1.35%

## 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	108.68	2.14%
WTI 原油	97.75	-0.63%
黄金现货	1683.53	-0.64%
白银现货	31.26	-1.88%
LME 铝	2029	1.20%
LME 铜	7434.75	0.79%
LME 锌	1948.75	3.63%
CBOT 大豆期货	1123.25	0.51%
CBOT 玉米期货	597.5	0.29%
CBOT 小麦期货	592.75	-0.29%

## 今日关注

### 益生股份公司签署 2.5 亿父母代肉鸡养殖项目框架协议点评

事件:公司拟与江苏睢宁林牧局签订投资额不超过 2.5 亿元父母代肉鸡养殖项目协议。本次投资预计建设周期为 18 个月,拟投建 9 个养殖规模为 10 万套的父母代肉种鸡饲养场,全部达产后新增出栏商品肉雏鸡约 7800 万只。

投资盈利测算:按照商品肉雏鸡销售均价 2.5 元/只,销售毛利率 30%测算,项目完全达产后将带来 0.59 亿元的销售毛利润,可增厚业绩约 0.42 元/股。

1: 稳扎稳打,巩固父母代肉种鸡苗全国首席地位。本次项目如顺利完成,将进一步扩大公司商品肉鸡雏鸡的生产规模。预计公司累计父母代种鸡存栏量超过 200 万套/年,国内首席地位稳固。2: 借助交通枢纽,开拓华东市场。江苏睢宁地处华东腹地,交通便利,毗邻安徽、浙江、上海等我国肉鸡主要消费市场。公司本次投资完成后将有助于公司开拓华东市场。3: 增加公司平抑价格波动风险能力。本次项目达产后,因增加父母代种鸡内部饲养数量,将有助于消化公司父母代肉鸡产能,平抑价格波动给公司带来的经营风险。

4: 公司规模进一步扩张,提升公司估值中枢。

公司投资看点: 规模扩张助公司盈利

- 1.引种议价能力强、成本优势明显。
- 2.定位父母代肉鸡苗全国首席,期半壁江山。
- 3.品牌效应助公司销售增长,较高的技术、资金壁垒超越行业。
- 4.鸡苗价格高位持稳,规模扩张助公司业绩弹性向上。

盈利预测与投资评级

因本次框架协议尚未公告具体投资时点,暂不调整公司业绩预测。预计 2011-2013 年, EPS (摊薄)分别为 1.82 元、1.78 元和 2.38 元,给予公司 2012 年 25 倍 PE,未来 1 年公司股票合理价格为 44.50 元/股,给予“买入”评级。

风险提示

疫病风险; 父母代鸡苗价格波动风险; 下游企业自繁种雏带来的扰动风险。

联系人: 李冰 020-87555888-8629 lb8@gf.com.cn

## 片仔癀股东会交流纪要

### 1、 原材料瓶颈短期依旧难以解决

2003 年麝被定为国家一级保护动物,且属于濒临灭绝的物种,国家对使用麝香的药品进行了定企业,定品种,定量的规定。目前全国饲养的规模为 5000 头左右,公司自己建立了四川和陕西两个养麝基地共有 1000 头左右的麝,十二五规划中养麝基地的规模要扩大到 3000~5000 头。其中四川养麝基地有麝香产出,只有 5~6 公斤,陕西养麝基地于 2010 年年初建立,目前还处于建设尾期,未有产出。一头成年雄麝产麝约为 10~50g/年,公司需麝香量约为 150~160 公斤/年,加上养麝的技术难题尚未攻克,目前两个基地投入 1000 多万,属于亏损状态,预计 5~8 年后能达到盈亏平衡,达到麝香自给自足尚需时间。

### 2、 片仔癀具有持续提价的能力和空间

作为我国仅有的几个绝密品种,片仔癀的配方和独特工艺受国家绝密保护。品种的稀缺性和原材料的限制,决定了片仔癀具有持续涨价的能力和空间。片仔癀的提价不会像阿胶一样大幅度的提价,每年的提价幅度约为 15~20%。我们预计下一次提价在明年上半年。

公司片仔癀近几年提价情况

提价时间 2007年3月 2007年11月 2010年1月 2011年1月 2011年10月

出厂价(元/粒) 150 180 200 220 260

涨价幅度 20% 11.1% 10% 18.2%

3、目前产销保持稳定，未来产量可能下降

由于国家对麝香这个原材料的限量使用，片仔癀的产量一直处于稳定状态，即内销100万粒，外销100万粒。由于麝的存量近几年一直处于下降状态，不排除未来国家减少麝香的使用量，片仔癀未来的产量可能会下降。

4、日化和药品销售低于年初预期

今年药品销售约为8000万元，低于年初定下的1~1.2亿元目标；日化产品牙膏已经在铺货，铺货进度和销售也慢于预期。十二五规划中日化和药品要达到5亿元的销售目标。

5、借助华润平台有望做大优势品种，营销短板有望突破

公司与华润医药集团共投资10亿元成立一家中外合资公司，公司投入8个产品（茵胆平肝胶囊/护肝片/心舒宝片/金糖宁胶囊/复方片仔癀含片/复方片仔癀软膏/复方片仔癀痔疮膏/片仔癀润喉糖）和资金占49%的股权。其中护肝片/金糖宁/心舒宝片是处方药，茵胆平肝胶囊属于双跨，其他品种为OTC。

A: 合资公司成立后，将引入华润医药的营销管理平台和渠道，建立完整的营销体系，由华润医药全权负责8个产品的销售，这8个产品去年销售额不到3000万元，借助华润的销售体系，有望把优势品种做大。

B: 营销一直是公司的短板，借助华润的平台，可以把其他药品搭载进入，有望培育出新的增长点。

C: 为后续的战略合作打下基础。

D: 华润医药承诺合资公司3年内生产销售额达2亿元，10年销售额超20亿元，净利润超2亿元。我们认为要到2013年或者2014年对公司的业绩才有贡献，故在盈利预测中尚未考虑此项。

6、预计2011~2013年每股收益为1.70元/2.15元/2.74元，短期涨幅过高，对应2012年估值为38倍，公司产品品种稀缺，经营稳健，是个值得长期投资的品种，建议逢低买入。

联系人：葛峰 0755-82739750 gz2@gf.com.cn

## 造纸轻工行业 2012 年投资策略

经济增速放缓压低木浆废纸原料价格

由于我国经济增速放缓拖累了大多数纸品需求，造纸工业的原料木浆和废纸近期价格明显走低。其中下游印刷行业整体投资增速下滑，文化用纸需求和产量将比包装用纸更加低迷。而文化用纸耗用了我国木浆消费总量的60%以上，其低迷的行情将在未来很长一段时间内压低木浆价格。包装用纸需求好于文化用纸，同时其原料废纸价格将由于国废供应量的提升而被有效遏制。

投资亮点在于成本超预期下降而售价坚挺的消费型纸品

我们认为在经济增速下滑的大环境中，两类纸品可能存在盈利改善机会：消费工业型（客户是消费型工业企业，比如瓦楞纸箱的客户是食品、家电、消费电子等企业）以及消费型（客户是大众消费者，比如生活用纸、烟包产品和扑克）。尽管市场普遍把注意力集中在木浆废纸原料已经发生的价格下跌上，但我们注意到，白卡纸尽管目前

由于供需平衡成为各类纸品中最景气的品种，但造纸行业缺乏壁垒的事实将导致明年巨量白卡纸产能投放，其价格预计在明年继续下滑 7%，以白卡纸为原料的企业成本将超预期下降。

另一方面，面对激烈的竞争，生活用纸或许会采用打折促销战略，但烟包产品和扑克这类产品却很少降价促销。综合上面对成本的分析，我们认为未来在各类纸制品中，烟包产品与扑克的售价最为稳定，成本（主要是白卡纸）将超预期下滑，盈利改善能力最强。

推荐品种与风险提示

在 H 股中我们推荐品牌优势明显且受益成本下降的恒安国际和维达国际。在 A 股中我们推荐成本售价之差最具确定性的上海绿新和姚记扑克，同时按成本售价之差的确 定性及下游客户需求增速大小，依次推荐通产丽星、中顺洁柔、合兴包装、永新股份。风险提示：通胀再次飚升拉动原料价格，经济严重恶化拖累产品销售。

联系人：李音临 020-87555888-8690 ly19@gf.com.cn

### 银行业 2012 年投资策略

通胀压力下降，政策微调在即

2012 年，由于外需下降、地产调控，经济增速放缓将成为趋势，政策平衡点逐渐由通胀目标制转向平衡经济发展，政策微调预期显现。与此同时，外汇占款压力降低为货币政策微调提供了更大的空间，差别准备金率已经根据形势变化对有关参数作了动态调整，法定存款准备金率亦存在 2-3 次下调可能。

信贷增速放缓，不良风险可控

2012 年预计信贷增速放缓，预计为 14-15%；由于期限较长的项目贷款和按揭贷款的重订价因素，息差预期在 12 年 1 季度见顶，之后环比稳中趋降。不良预期单降，信用成本整体较为平稳。行业年内业绩同比预期在 20% 左右。

估值筑底，存在阶段性修复机会

2011 年，银行股跟随市场向下调整，具备相对收益，调整后的行业估值水平依然处于历史低位。考虑到 12 年的利润增长，我国银行股对应的估值将进一步下行，预期 12 年 PE 低于 6 倍，PB 在 1.1 倍左右，具备修复空间。我们认为银行股有望在政策及经济阶段性拐点迎来修复机遇，中长期看亦具备配置价值。

银行业 2012 年投资策略

展望 2012 年，通胀压力缓解，外需下降，政策微调将更注重平衡经济，低估值的银行股有望在政策微调拐点或经济向上拐点启动估值修复。我们预期政策可能在 2 季度进一步微调，在 2013 年可能迎来经济拐点，从而 1 季度末及 4 季度将是较好的投资时期。维持行业“买入”评级。综合业绩成长与估值水平，推荐招商银行、华夏银行、深发展、兴业银行、民生银行，适度关注城商行。

风险提示：1、经济波动对地方债务及银行资产质量形成阶段性压力；2、转型期存在政策调控超预期的风险。

联系人：沐华 020-87555888-8339 mh@gf.com.cn

### 证券行业 2012 年投资策略

传统业务竞争业态日趋激烈，大券商抗压性更强

经纪业务一直以来都是券商行业的主要收入来源，但随着最低佣金率以及新设营业部的放开，同质化竞争导致了激烈的佣金战，三年间佣金率下降了 40%，影响行业整体

利润率下滑至 41%，盈利水平甚至低于 08 年，同时集中度 CR10 也由 08 年的 43% 降至 41%。投行业务也随着创业板开闸，融资结构向中小项目倾斜出现了激烈的竞争局面，几大寡头占据市场的时代已经远去。不过在行政干预作用下，今年以来佣金率逐步企稳，特别是对于部分大型券商而言，经纪业务保本的市场日均交易额在 900 亿元左右，抵抗市场风险能力较强，而且目前佣金率低于行业平均，盈利压力已经有所释放。

**创新业务加速推进，资本实力与客户资源决定市场地位**

首先，融资融券业务的进一步推进，将明显扩大业务规模，增加行业的收入，明年收入占比有望达到 6%；其次，券商资管业务持续高增长，相比去年规模增长 30%，按照国外券商发展路径，资管业务将成为券商经纪业务转型的重要筹码；最后，股票约定式回购以及客户保证金管理业务的试点将提升券商的资金利用效率，同时可以增加资本市场流动性。上述创新业务作为资本中介型业务，供给主要来自于券商自身的资本实力，需求则来自于传统卖方业务积累的客户资源，因此从这个逻辑来看，具有客户资源优势、资本实力雄厚的大型券商将成为创新业务逐渐推出的最大受益者，而且按照国外的发展经验，资本中介型业务集中度要高于传统业务，有望成为未来的业务蓝海。

**投资建议与风险提示**

对于部分大型券商而言，由于收入结构均衡，创新业务布局较早，在弱市下依然能够获得较好的业绩表现。同时，创新业务逐渐推出，驱动行业向好的政策因素开始显现，大型券商更受益，推荐中信证券、海通证券和招商证券。另外，目前市场换手率仍处低位，随着交易额反弹，业绩弹性较大的券商业绩有明显增长，推荐宏源证券和长江证券。未来存在市场交易额下滑，公司自营出现重大失误的风险，同时创新业务推出受阻也将对股价产生利空效应。

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

## 家用电器行业 2012 年投资策略

在 2012 年实体经济和政策市场充满不确定下，家电板块具备较强抵御性投资价值。我们沿着需求增长稳定性、行业格局稳定性和盈利水平稳定性三方面，结合估值水平，寻找家电行业投资思路。

白色家电消费品特征明显，行业增长呈现弱周期性

市场上对家电最大的担心是需求增长不足。我们认为，白色家电行业低端消费品特征明显，行业具备弱周期特征。其中，空调行业中长期增长空间更大，受政策扰动更小，相比其他家电行业，未来增长确定性更强。

行业格局稳定，龙头企业份额持续提升

白电行业，特别是空调行业集中度较高。格力、美的两大龙头占据空调市场 60% 以上市场份额。龙头企业凭借在品牌、技术、渠道以及营销等方面的竞争优势，份额还会持续增加，近两月数据显示，格力、美的空调市占率大幅提升，格力已达到 41% 历史高点。未来强者恒强的趋势会更加明显。

大宗原材料价格下滑预期下，有利于龙头提升盈利能力

行业集中度进一步提升后，龙头企业拥有更强的行业话语权，盈利能力能够稳步提升。假设经济总体需求预期不断向下，大宗原材料价格也会相应向下调整，有利于家电龙头企业最大化规模优势和上下游议价能力，受益明显。

悲观预期已充分反映，龙头企业应享有寡头盈利

龙头企业格力、美的、海尔经过前期股价调整，目前估值均已处在历史最低水平，2012年增长放缓的悲观预期已充分反应。龙头企业向下空间有限，向上增长相对确定，是弱势市场下较安全的抵御性投资标的。

我们四季度家电投资策略：重点配置具备较强安全边际、稳定成长性以及较强行业议价能力的大白电龙头，格力、美的、海尔；积极跟进小家电行业龙头苏泊尔和具有驱动因素的合肥三洋、三花股份等；关注黑电经营环境改善下的明确受益品种海信电器，寻找黑电销售超预期带来的交易性机会。

风险提示：海外经济二次探底。

联系人：袁浩然 0755-82784042 yhr@gf.com.cn

### 农业行业 2012 年投资策略

经济软着陆，景气持续子板块投资价值显现

预计 2012 年我国 CPI 将在 1 季度末，回落到 4% 的政策容忍线；7 月后，在各项政策放松预期下，或有缓慢上行可能。农林牧渔行业整体走势将继续与 CPI 呈正相关走势。因此，价格弹性向下影响下，难有整体上涨机会，给予“持有”评级。但受消费升级提振的海产养殖子板块、受政策大力扶持的种业子板块、景气有望继续走强的饲料加工子板块有望在相对低迷的经济环境中保持稳步增长的盈利能力。

消费升级引领下，海珍品养殖投资热情将持续

海产养殖企业受消费升级带动，产品价格将保持涨势，行业景气持续。而其中我们最为看好销售渠道建设加速、品牌知名度增强、产品产量处于快速增长期的獐子岛的长期投资价值。

政策主导下种业企业整合窗口已开，龙头企业长期投资价值显现

政府主导行业加速整合，“育-繁-推”一体化种子企业占比不足 2%。未来 3-5 年中，将有大量不具备资质的企业退出种业竞争。结构变化与单价提升是行业发展内生性动力源。作为中国研发与销售双龙头的隆平高科（杂交水稻）和登海种业（杂交玉米）有望借势快速成长。

景气上行，饲料子行业投资需重规模弹性

养殖规模化刺激下的，饲料工业集中度进一步提升。2010 年，全国饲料生产企业 1.08 万家，较 2005 年下降 30.32%；年产 50 万吨以上的饲料企业或企业集团饲料产量占全国总产量的 42%，较 2005 年提升 17 个百分点。高价提振生猪养殖规模，促饲料行业景气持续。生猪存栏量与能繁母猪存量恢复性增加，提振饲料需求增长，饲料行业景气有望持续到明年 2-3 季度。原料价格分化，各企业综合毛利有望走。而高景气下，规模弹性是投资重点。我们看好“大北农”规模弹性。

重点推荐公司

獐子岛、圣农发展、隆平高科、登海种业、大北农

风险提示

农产品价格承压风险；气候变化风险；疫情风险；政策扶持力度低于预期风险等。

联系人：李冰 020-87555888-8629 lb8@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	23.96	1.3	1.75	2.2	18.43	13.69	10.89	44	83.64%

康美药业	医药生物	13.66	0.54	0.73	0.96	25.3	18.71	14.23	21.6	58.13%
山西汾酒	食品饮料	72.80	2.18	3.23	4.41	33.39	22.54	16.51	113	55.22%
鸿利光电	电子	18.44	0.72	1.06	1.68	25.61	17.40	10.98	30	62.51%
宝利沥青	化工	16.79	0.41	0.95	1.21	40.95	17.67	13.88	23.75	41.45%
中国太保	保险	18.53	1.48	1.71	1.96	12.52	10.84	9.45	30.56	64.92%
兴蓉投资	公用事业	9.10	0.47	0.56	0.66	19.36	16.25	13.79	15	64.84%
高新兴	通信设备	26.35	0.77	1.13	1.3	34.22	23.32	20.27	45	70.78%
五粮液	食品饮料	38.07	1.66	2.21	2.74	22.93	17.23	13.89	55	44.47%
中信证券	证券	11.09	0.65	0.75	0.86	17.06	14.79	12.90	17.55	58.25%
万科A	房地产	7.10	0.99	1.2	1.47	7.172	5.92	4.83	10.5	47.89%
仁和药业	医药生物	13.85	0.53	0.7	0.93	26.13	19.79	14.89	21	51.62%
久联发展	化工	22.10	1.17	1.41	1.69	18.89	15.67	13.08	33	49.32%
德赛电池	电子	23.60	0.85	1.37	2.02	27.76	17.23	11.68	35	48.31%
王府井	零售	37.80	1.57	2.04	2.7	24.08	18.53	14.00	55	45.50%
海通证券	证券	9.50	0.53	0.65	0.75	17.92	14.62	12.67	13.26	39.58%
南京中商	零售	28.34	0.77	1.52	2.1	36.81	18.64	13.50	40	41.14%
保利地产	房地产	9.03	1.35	1.8	2.49	6.689	5.02	3.63	12.5	38.43%
潮宏基	零售	29.70	0.85	1.15	1.64	34.94	25.83	18.11	40	34.68%
上海汽车	汽车	14.09	1.97	2.18	2.35	7.152	6.46	6.00	20	41.94%
双汇发展	食品饮料	77.70	0.98	3.25	4.12	79.29	23.91	18.86	99	27.41%
东阿阿胶	医药生物	48.08	1.34	1.82	2.45	35.88	26.42	19.62	60	24.79%
桑德环境	公用事业	29.00	0.7	1.08	1.45	41.43	26.85	20.00	35	20.69%
伊利股份	食品饮料	22.96	1.02	1.3	1.6	22.51	17.66	14.35	27	17.60%
欣旺达	电子	20.50	0.51	0.92	1.32	40.2	22.28	15.53	25	21.95%
人福医药	医药生物	21.91	0.61	0.81	1.02	35.92	27.05	21.48	26	18.67%
烽火通信	通信设备	32.48	1.19	1.5	1.82	27.29	21.65	17.85	36	10.84%

备注：行业研究员重点推荐每周调整，本次更新时间为 11 月 25 日

## 行业公司点评

### 阳光电源（300274.sz）-逆变器龙头，不经历风雨哪能见彩虹

2012 年行业产能供过于求压力增加，预计明年价格下滑 10-15%

目前国内光伏逆变器共有 135 家企业，其中阳光电源和南京冠亚两家公司公布的 2012 年产能就达到 3GW。另外，多家国内电力电子上市公司公布了 2012 年逆变器产量目标计划，明年行业产能供过于求压力显著增加。正常情况下，逆变器价格年均下滑 5-7%，今年起价格开始加速下滑，09 年 2 季度至今国际逆变器价格累计下滑幅度超过 20%，预计明年国内逆变器价格下滑幅度在 10-15% 左右。行业内企业的盈利能力也将逐步下降到正常值水平。

国内光伏市场在政策鼓励与成本下降双重利好下快速成长

年初至今光伏产业链价格下降一半以上，我们计算目前西部地区光伏电站投资收益率远超常规火电厂投资，下游各大发电集团和地方企业投资冲动已经被点燃，此外中央首次出台光伏上网电价、地方也出台了一系列政策支持国内光伏装机发展，国内光伏市场大幅增长空间首次打开。国内市场光伏装机预计今年装机量达到 1.8GW，明年

3-4GW，十二五期间国内市场容量或超过 15GW。

逆变器龙头，以量补价快速成长，行业洗牌有望胜出

公司是国内市占率第一的光伏逆变器专业生产企业，2010 年国内市占率 42%左右，2012 年产能达到或超过 1.5GW，作为国内规模最大实力最强的逆变器生产企业，公司有望充分受益国内市场爆发。尽管明年预计价格战竞争将有所加剧，毛利率下滑压力有所增加，但公司的规模成本优势和强有力的研发技术优势将确保公司从价格战和行业洗牌中胜出，届时公司的龙头地位将更为稳固。

估值与盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.00、1.26、1.65 元，给予公司 2012 年 30 倍市盈率，目标价 38 元，首次覆盖给予“持有”评级。

风险提示

终端需求持续低于预期，价格战爆发导致企业盈利持续下滑。

联系人：韩玲 021-68828545 gfh1@gf.com.cn

### 东吴证券（601555.sh）-业务结构改善，伴随区域经济发展，合理价格 5.5-8.0 元

区域特征明显，业务牌照齐全，实力位于区域型券商中游

苏州地区是公司的业务发展大本营，经纪业务在该区域拥有 47%的市占率，排名行业第一，利润贡献前十大营业部均来自于苏州，利润占比超 80%，同时 IPO 数量在苏州地区也排名第一，区域特征明显。

作为区域型券商，公司拥有基金，期货和直投子公司，业务牌照齐全，分类评级 A。收入结构中经纪业务和投行业务为主，合计占比达到 80%，盈利规模和结构与东北和国金类似，盈利规模与 ROE 排在区域型上市券商中游。

传统业务持续增长，自营风格趋向稳健，创新业务亮点在期货

得益于苏州地区的经济增长，公司经纪业务市占率获得连续提升，区内市场地位进一步巩固，未来将重点向外布局，最近两年新设营业部均在苏州地区以外。创业板开闸使得公司在苏州地区储备的项目得以集中释放，投行业务高速增长，预计未来增速会有所回落，但长期增长趋势不改。自营业务风格趋向稳健，权益类资产占比降至 37%，同时股指期货套保业务的开展也取得了良好效果，对自营波动起到很好的平滑作用。在创新业务上，公司资管业务规模排名较靠后，且业绩表现不佳也限制了规模增长，基金管理业务则稳步增长，基金规模市占率连续两年提升，创新业务亮点在于期货业务的快速增长，目前东吴期货收入规模在区域性券商期货子公司中实力突出，仅次于方正期货和长江期货，收入占比达到 5%。

合理价格区间 5.5-8.0 元，小市值高弹性，建议关注

在 2012 年日均交易额 2300 亿元，自营收益率 7%的假设下，预测东吴证券 2012 年 EPS 为 0.28 元。作为区域特点明显的券商，东吴证券在业务机构和收入规模上与东北证券和国金证券类似，分别按照 PE 估值法，PB 估值法以及相对市值法进行估值，预计公司上市后合理的价值区间为 5.5 元-8.0 元。

风险提示

公司经纪业务收入占比较高，且区域集中度明显，未来存在交易额、佣金率下滑的风险，同时市场波动也会给自营业务收入带来较大风险。

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

### 新华保险（601336.sh）-业绩成长性好，资产规模有望高增长



### 市场地位上升、保费快速增长

新华人寿原保险保费收入市场排名已由 2008 年的第 5 位升至 2010 年的第 3 位，虽然资本市场波动造成截止 2011 年 9 月 30 日，保费收入略低于第 3 位的太保寿险 1.67 亿元，但排名总体趋势是上升的。2008 年至 2010 年原保险保费收入的年均复合增长率达到 29.68%，增速在中国前五大寿险公司中位列第一，并超过同期中国寿险行业平均 19.63% 的增速。

### 投资资产规模迅速扩张、投资收益显著增加

新华人寿 2008 年末、2009 年末、2010 年末及 2011 年 6 月 30 日投资资产分别为 1557.52 亿元、1967.47 亿元、2928.66 亿元及 3345.74 亿元，投资资产规模迅速扩张；公司 2008 年、2009 年、2010 年及 2011 年上半年的总投资收益分别 15.87 亿元、81.33 亿元、104.26 亿元及 68.06 亿元。可预期投资资产规模将会进一步快速增加，即便投资收益率不变，投资收益总额也会增加。

### 战略转型注重期交产品

新华人寿转变发展方式，优化业务结构，深化战略转型。战略转型之后对期交产品和长期健康险等高价值产品更加注重，这将会产生滚动效应，有利于实现业绩的可持续性 & 未来利润的长期稳定增加。

### 风险提示与投资建议

我们采用相对估值和绝对估值的方法对新华人寿 IPO 价格进行预测。我们参考行业特别是中国人寿的相关估值指标并考虑到新华人寿较高的成长性，给出新华人寿的 PE 为 25~30 倍，PB2~2.5 倍，新业务价值 5~7 倍，相应发行价格为 22.95~27.5 元；23.9 元~29.9 元以及 25.2 元~28.2 元，综合考虑，我们认为合理的发行价格区间是 23 元~30 元。资本市场的不确定性及公司本身的经营风险，可能会使发行价产生较大波动。

联系人：曹恒乾 020-87555888-8419 chq@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
<b>周文琦</b>	<b>华南区域销售总监</b>	<b>020-87555888-8341</b>	<b>13332875668</b>	<b>zwq@gf.com.cn</b>
喻银军	华南区销售经理	0755-82529234	18666080709	yyj3@gf.com.cn
周晓蕾	华南区销售经理	020-87555888-8792	13585777727	zhouxiaolei@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
<b>李靖</b>	<b>华北区销售总监</b>	<b>021-68817656</b>	<b>13761448844</b>	<b>lj36@gf.com.cn</b>
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
<b>吕浩</b>	<b>华东区销售总监</b>	<b>021-68818680</b>	<b>13564863429</b>	<b>lj37@gf.com.cn</b>
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。