



2011年10月20日星期四

融资融券版

网址: [Http://www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) [Http://www.sywg.com](http://www.sywg.com)

【一天市场回顾】	1
地产风险再度受到市场关注	1
【重点关注标的】	1
冀中能源（000937）	1
【标的股最新研究】	1
招商地产(000024)--经营活动略有收缩，资金安全度较高	1
中国太保（601601）——2011 年三季度点评：投资收益率下降伴随费用率提升 业绩低于预期	2
中国人寿（601628）——2011 年九月保费收入点评：个险新单预计持续负增长 四季度亦不乐观	3
【标的股异动股点评】	4
贵州茅台（600519）	4
【每日融资融券数据】	4

【一天市场回顾】

地产风险再度受到市场关注

周三早盘市场大幅震荡，午后逐步走低，全天成交量明显萎缩，家电、家纺、地产、有色、钢铁领跌，而三季报业绩较好的食品饮料走势偏强。90只标的股中银行和消费品表现较强，而我们推荐卖空的冀中能源也有较大下跌。

昨天发布的地产数据值得大家关注。9月商品房销售额回落幅度明显，销售面积回落幅度相对较缓，低于此前的预期，价格环比呈现出负增长。从趋势而言，较差的信贷环境和购买预期（通胀回落、经济回落、房价下调）都会使得消费者入市的意愿和能力降低，未来销售将继续呈现下滑态势。这种不良的市况已经影响到新开工，9月，全国商品房新开工面积1.59亿平，同比增长8.9%，较上月的32%大幅回落。此外，铁矿石的跌价与螺纹钢期货的大幅下跌也体现出目前相关产业链的不景气。我们认为，地产调控政策短期内放松的概率极小，行业基本面正在恶化中，建议积极卖空地产、焦煤等板块，如冀中能源、潞安环能、招商地产、保利地产等。

操作策略

短期不建议做多，可关注隔夜期货市场，适当做空有色、钢铁股。

(主持人：李愈 A0230511040016，刘靖)

【重点关注标的】

冀中能源(000937)

公司主产焦煤，下游为钢材市场，近期由于需求不振，钢材价格下跌，鞍钢等公司相继下调钢材价格。在钢厂去原材料库存后，可能进入去产成品库存时期，此时开工率将大幅下降，影响焦煤需求。虽然公司有资产注入预期，我们长期给予增持评级，但是中短期在市场担忧房地产市场负面效果传导至上游的情况下，我们建议投资者可以卖空该股。

(主持人：李愈 A0230511040016，刘靖)

【标的股最新研究】

招商地产(000024)--经营活动略有收缩，资金安全度较高

三季报业绩整体符合预期，利润率上升较快，主要因为毛利率较高项目进入结算。

招商地产今日公布三季报,公司前三季度实现营业收入 124.7 亿元、净利润 27.4 亿元,同比增长 30.1%、46.1%。基本每股收益 1.21 元,基本符合预期。公司前三季度毛利率和净利率分别为 50.8%和 16.7%,较上年同期分别上升 11.4 和 1.8 个百分点。净利润增长较快,利润率较高,主要是因为北京公园·1872、兰溪谷和钻石山二期等几个高毛利项目进入了结算。

销售完成既定目标概率较大,预计全年销售额在 220 亿左右。前三季度公司签约销售金额预计在 150 亿左右,认购金额在 170 亿左右。尽管受市场影响,公司销售率有所下降,但仍有个别盘表现优异,如苏州、镇江等地的别墅项目开盘首日去化率达到 80%左右。公司四季度约有 100 亿的新推货量,且目前尚有 100 亿左右的尾盘待售,考虑销售率的适当下滑,预计全年销售额在 220 亿左右。

经营活动略显收缩,资金安全性有所增强。公司前三季度经营活动现金净流出为 215.9 亿元,同比增加 54.1%,远高于收入的增速,由此导致公司经营性现金流持续负流出,累计达到 27 亿左右。但从 3 季度单季来看,公司经营活动略显收缩,体现在单季度经营性现金流入由负转正,同时由于公司加大了长期借款的金额,公司手持现金明显增加,达到 123.5 亿,同比增加 13.4%,远高于中报同比为-13.7%,而净负债率维持在 29%左右的低位,显示公司整体现金流处于相当安全的水平。

经营活动积极性较往年有所改善,股价亦适度反映市场对此的期待,维持增持。从今年公司实际销售到业绩结算情况而言,确较往年有所改善,显示公司管理层变更后带来的经营理念的变更,预计公司 2011 年和 2012 年 EPS 为 1.5 元和 2 元符合增长率在 30%左右,目前股价对应的 PE 为 12 倍和 9 倍,也高于行业一线公司平均水平,显示市场对其变革的期待,考虑到公司进取的可能性,维持增持评级。

中国太保(601601)——2011 年三季报点评:投资收益率下降伴随费用率提升 业绩低于预期

整体业绩低于预期。中国太保 2011 年前三季度实现净利润 70.18 亿元,对应每股收益 0.82 元,同比增 43%;三季单季实现净利润 12 亿元,对应每股 0.14 元,同比增 35.7%;扣除处置金融学院收益等的 6.7 亿元营业外收入,三季度净利润同比下降 36.4%,低于我们预期。受累资本市场大幅下跌,每股净资产由 2011 年中期的 9.28 元减少 6.5%至 8.68 元。

投资收益率下降伴随费用率提升拉低整体业绩。扣除非经常性损益后中国太保业绩的大幅下降超出市场预期,归因于:1)三季度上证指数下跌 14.59%,中国太保投资资产与中期持平,实现 4.4 亿公允价值损失,并计提 8 个亿资产减值损失,单季投资收益率仅 0.57%,低于 2010 年同期的 0.86%;2)产、寿险渠道竞争更为激烈,2011 年以来费用率逐季显著提升,中国太保三季度业务及管理费用率由上半年的 10.52%提高至 13.66%,手续费及佣金费率由于个险期缴保费占比提高和缴费期限延长由 8.29%提升至 9.09%;3)受升息影响,退保率提升,三季度退保金同比增加 166%;4)准备金折现率曲线尚未上行,对利润正面影响有限。

下调太保寿险 2011 年和 2012 年新业务价值增长预期。太保寿险前三季度实现保险业务收入 745.28 亿元,同比增长 8.2%。2011 年以来个险渠道竞争更加激烈且营销员增员困难,各寿险公司个险保费增长压力均大。中国太保近一年来加大对于个险渠道的发展力度,"聚焦个险、聚焦期缴",个险新单保费增速领先同业,前三季度实现 25%增长,好于同业。但近几个月增长受行业经营环境所限有所放缓,九月单月首次小幅下降 2%,同时三季度银保新单保费均出现 40%以上负增长,预计四季度难有明显改善。太保寿险目前仍维持未来 3 年新业务价值每年增长 20%目标,但我们认为实现难度较大,下调 2011 年和 2012 年新业务价值增速分别至 15%和 17%。

产险保费增长和盈利能力维持稳定，利润贡献显著。太保产险 2011 年前三季度月保费增长 19.4%，高于行业平均。2011 年太保产险着力保费规模增长，电销渠道稳步推进，全年保费增速 20%左右。受益于制度红利，各产险公司盈利水平继续提升，太保产险综合成本率预计 92-93%。需要注意的是，3 月保监会发布《关于完善机动车辆商业保险制度调研工作的通知》，并于七月和九月下发《关于加强机动车辆商业保险条款费率管理的通知（征求意见稿）》，商业车险条款、费率面临改革，让利消费者成为趋势。但太保产险管理优势明显，保费增长和成本稳定仍将带来利润持续增长。

下调评级至增持。2011 年以来我们持续推荐中国太保，其股价表现(-15.68%)亦强于市场(沪深 300 指数-17.14%)，且远好于其他保险股公司(平安-36.75%\国寿-27.70%)，相对收益显著。中国太保产、寿险业务发展良好，偿付能力充足，仍享低估值优势。同时我们认为：1) 市场对于中国太保的正面预期已在股价中有所反映；2) 股债双熊使得太保目前可供出售金融资产浮亏达 110 亿元以上，未来可能面临较大的计提减值压力；3) 四季度和 2012 年寿险增长情况仍不乐观，下调中国太保评级至“增持”。

中国人寿(601628)——2011 年九月保费收入点评：个险新单预计持续负增长 四季度亦不乐观

中国人寿 2011 年前九个月按照《保险合同相关会计处理规定》调整后的保险合同保费收入为 2642 亿元，同比增长 2.84%，九月单月实现保费收入 272 亿元，单月同比负增长 6.85%。扣除九月保费，中国人寿 2011 年前八个月保费同比增长 4.08%。

个险新单保费收入九月单月预计仍负增长，前九个月累计增速预计下降至 5%左右。虽然 2011 年个险渠道竞争更加激烈且营销员增员更为困难，但中国人寿上半年个险新单保费仍实现增长，主要是由于三年期保单占比较大。中国人寿二季度以来更注重价值增长，调整产品期限结构，主要销售五年期和五年期以上保单，但保单利润率提升的同时新单保费连续六个月出现负增长，九月单月个险新单保费预计同比负增长 10%以上，前九个月累计增速预计从上半年的 15%下降至 5%左右。此外，2011 年中国人寿营销员队伍治理，淘汰低绩效人力，营销员数量仍在减少过程中。增员困难和不乐观的销售环境都使得保费增长压力在 2011 年四季度和 2012 年将持续存在。

银行渠道发展仍然承压，保费仍大幅负增长，拐点难现。2011 年 3 月保监会和银监会联合发布《商业银行代理保险业务监管指引》，进一步规范银保市场秩序，对于 2011 年银保产品销售和总保费规模产生较大负面影响，同时加息、股市下跌等外部金融环境转变亦对银保产品销售构成困难，大量保险公司银保保费出现负增长。相比同业，中国人寿品牌和规模效应明显，受到的负面影响较小。但五月份以来仍出现大幅下跌，无论是银保新单，还是银保期缴，预计都出现 20%以上的负增长，而九月份单月银保新单负增长幅度延续八月份的 40%以上，期缴降幅达到 50%以上。当前各保险公司都在积极探索银保转型模式，提高产品价值含量。而归因于保费基数下降，四季度银保保费降幅可能有所缩窄，但改善可能低于预期。

寿险发展环境不佳压制公司业务和股价表现，2012 年情况预计亦不乐观。年初中国人寿的保费增长目标高于 2010 年，但 2011 年中国寿险市场发展环境不佳且渠道竞争更为激烈，一方面，结构调整难以为继，另一方面，增长目标面临下调压力。2011 年个险渠道保单缴费期限普遍缩短，利润率下降，保费价值贡献缩水。2011 年产险迎来景气高点，中国人寿作为纯寿险公司面临较大保费和盈利压力。

公司业务质量尚可，当前股价有所低估。但考虑到中国人寿受短期营销员增员困难