

震荡依旧，安全第一**——行业配置建议及金股组合（2010-05-13）**

广发证券发展研究中心 投资策略研究小组

联系人：李太勇 余晓宜 张海波 林鲁东 林海

电话：020-87555888-689 020-87555888-648 020-87555888-337 020-87555888-696 020-87555888-418

eMail: lty@gf.com.cn yxy2@gf.com.cn zhb@gf.com.cn lld2@gf.com.cn lh19@gf.com.cn

策略观点：

经过前几周的急跌，A股市场周四出现反弹，我们认为本次反弹属于技术性超跌反弹，市场估值虽然进入投资安全区域，但是政策面尚不支持市场底部的全面确认：

第一，地产政策依然趋紧，征收房产税符合改革发展潮流。从世界发达国家的经验来看看，物业税占地方财政收入比例高达70%，是未来解决国内地方政府过度依赖土地出让金的一个重要途径。目前配合治理高房价所推出这一税种符合各方利益，但是对房价和房地产投资将造成负面影响。

第二，国务院发布36条意见鼓励民资进入未禁止行业，该意见被市场解读为刺激市场反弹的政策，但我们认为该意见虽然从长期看有利于提升垄断行业的竞争和效率，有利于刺激民间投资、提升全社会资金利用效率，促进经济良性发展，但另一方面，在经济转型的大背景下，鼓励和引导民间资本进入包括基础产业和基础设施、市政公用事业和政策性住房建设、社会事业、金融服务、商贸流通、国防科技工业在内的成长空间相对有限的产业领域，是否比鼓励民间资本进行产业和技术创新、进入新兴产业更有效？同时，垄断行业的竞争是否会使这些行业的利润空间下降？这些问题都有待观察和探讨。该意见与当前经济运行中的地方投资过热、通胀压力上升、贸易摩擦上升、产业转型成本压力大等主要问题均没有直接的关系，无法构成市场持续上涨的动力。

第三，通胀压力上升与贸易摩擦上升两大问题最终将以加息和升值的途径来解决。这两项政策将加大市场不确定性，另外其可能后果即热钱的大规模流入，将导致货币政策执行难度加大，也将影响到市场波动。

综上所述，我们认为当前的政策环境仍不足以支持市场底部的确认。进一步确认，需要密切关注地产、货币、汇率政策的变化。但从估值来看，目前市场已经进入相对安全的中长期投资区域。

(余晓宜)

行业配置：

建议关注三条主线：（1）前期超跌品种，如保险、地产等；（2）通胀主线，包括农林牧渔、黄金、公用事业、医药、零售等；（3）新兴战略产业，涉及到新能源、新材料、新医药、节能环保和信息技术等领域。（4）投资增长高度确定的品种，包括铁路设备和军工机械。

推荐上市公司更新

5月13日新增：北京银行（601169），中国人寿（601628）；

调出：*ST高陶（600562）。

金股组合累计超额收益率

目 录

1、行业配置建议	3
2、最新金股组合	3
3、金股组合的历史表现	4
4、金股组合成份股的历史表现	4
5、金股简介	6

1、行业配置建议

表 1：行业配置建议

行业（申万）	行业点评	沪深 300 行业权重 (2010-5-5)	建议 配置 比例	相对沪深 300 超配/低配
有色金属	有色金属价格走势持续与股票估值背离；二季度需求推动价格上升可能性较大；通胀受益品种，另外升值预期利好该行业。最看好黄金；铜锌等基础品种、稀有战略金属品种也值得关注。	6.76%	8.76%	超配 2%
农林牧渔	行业业绩向好，通胀受益；另外受到宏观调控的负面影响较小。	0.75 %	1.25 %	超配 0.5%
医药生物	业绩稳健增长，确定性高；医改及未来人口结构老龄化使得行业前景长期看好；受宏观调控影响较小，经前期调整，估值也有明显下降。	3.76 %	5.76 %	超配 2%
零售	国内消费升级，增长强劲，零售受益较大。政策方面，提收入、重民生及促消费长期利好零售行业。	2.36 %	3.36 %	超配 1%

2、最新金股组合

表 2：最新金股组合（红色标记为此次调入）

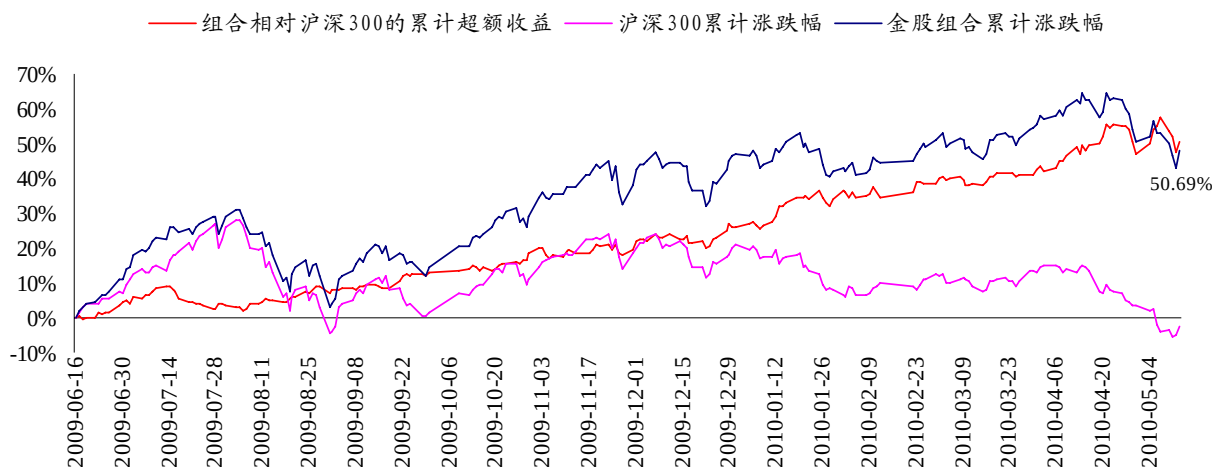
	代码	推荐日期/收盘价 (元)	最新交易日收盘价 (元)	10EPS (元)	11EPS (元)	12EPS (元)	10PE	11PE	12PE
科华生物	002022	2009-12-25/20.55*	18.66	0.61	0.77	0.99	30.59	24.23	18.85
中恒集团	600252	2010-01-04/27.46	34.90	1.64	2.37	2.99	21.28	14.73	11.67
招商银行	600036	2010-02-02/15.40*	14.05	1.25	1.72	2.37	11.24	8.17	5.93
星湖科技	600866	2010-02-02/13.35*	12.50	0.76	0.75	0.87	16.45	16.67	14.37
罗莱家纺	002293	2010-03-26/45.90	47.65	1.48	1.98	2.51	32.20	24.07	18.98
康美药业	600518	2010-04-08/13.13	13.90	0.60	0.78	0.78	31.59	23.17	17.82
东安动力	600178	2010-04-08/16.47	12.71	1.06	1.37	1.60	11.99	9.28	7.94
中国平安	601318	2010-04-27/50.39*	49.38	2.37	2.73	3.13	20.84	18.09	15.78
海得控制	002184	2010-05-05/11.29	11.93	0.29	0.50	0.95	41.14	23.86	12.56
北京银行	601169	2010-05-13/13.89	13.89	1.19	1.28	1.65	11.67	10.85	8.42
中国人寿	601628	2010-05-13/25.61	25.61	1.21	1.39	1.60	21.17	18.42	16.01

注：*标识为对应日期开盘价

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

3、金股组合的历史表现

图 1：金股组合相对沪深 300 指数的累计超额收益率



注：每次调整之后，组合内个股按资金等权重配置

数据来源：广发证券发展研究中心

4、金股组合成份股的历史表现

表 3：金股组合成份股的历史表现

历史表现：当前组合（红色标记为此次调入）

	代码	推荐日期/收盘价	最新交易日收盘价	推荐日至今 涨跌幅(%)	同期沪深 300 涨跌幅(%)
科华生物	002022	2009-12-25/20.55*	18.66	-9.20	-15.94
中恒集团	600252	2010-01-04/27.46	34.90	27.09	-18.34
招商银行	600036	2010-02-02/15.40*	14.05	-8.77	-8.95
星湖科技	600866	2010-02-02/13.35*	12.50	-6.37	-8.95
罗莱家纺	002293	2010-03-26/45.90	47.65	3.81	-11.85
康美药业	600518	2010-04-08/13.13	13.90	5.86	-13.74
东安动力	600178	2010-04-08/16.47	12.71	-22.83	-13.74
中国平安	601318	2010-04-27/50.39*	49.38	-2.00	-8.73
海得控制	002184	2010-05-05/11.29	11.93	5.67	-4.92
北京银行	601169	2010-05-13/13.89	13.89	0.00	0.00

中国人寿	601628	2010-05-13/25.61	25.61	0.00	0.00
------	--------	------------------	-------	------	------

历史表现：已调出组合的股票（蓝色标记为此次调出）

	代码	推荐日期/收盘价	调出日期/收盘价	推荐期间 涨跌幅(%)	同期沪深 300 涨跌幅(%)
安琪酵母	600298	2009-06-16/16.93	2009-07-07/20.52	21.20	12.81
酒钢宏兴	600307	2009-06-16/11.69	2009-07-07/15.66	33.96	12.81
王府井	600859	2009-06-16/28.06	2009-07-07/26.80	-4.49	12.81
滨江集团	002244	2009-06-16/12.61	2009-07-27/16.92	34.18	26.42
穗恒运 A	000531	2009-06-16/12.52	2009-07-27/15.58	24.44	26.42
中联重科	000157	2009-07-07/25.06	2009-07-27/24.23	-3.31	12.07
葛洲坝	600068	2009-07-07/12.84	2009-07-27/13.13	2.26	12.07
风神股份	600469	2009-07-20/12.80	2009-07-27/12.80	0.00	4.25
保利地产	600048	2009-06-16/23.58	2009-08-10/25.76	9.25	19.70
中国人寿	601628	2009-06-16/25.09	2009-10-19/29.52	17.66	12.43
吉林敖东	000623	2009-06-16/36.88	2010-03-08/48.19	30.67	10.97
招商银行	600036	2009-06-16/16.20	2009-12-04/18.04	11.36	23.04
潍柴动力	000338	2009-06-25/35.43	2009-10-28/60.47	70.67	6.78
泸州老窖	000568	2009-07-07/29.54	2009-10-19/29.25	-0.98	-0.34
兴业银行	601166	2009-07-07/37.41	2009-12-04/39.97	6.84	9.07
三一重工	600031	2009-07-28/33.62	2010-01-12/35.30*	5.00	-7.40
中恒集团	600252	2009-08-03/16.53	2009-10-19/20.29	22.75	-12.09
中天科技	600522	2009-06-16/16.37	2009-09-07/19.36	18.27	4.83
中信证券	600030	2009-07-28/37.36	2009-09-07/26.69	-28.56	-17.35
鲁阳股份	002088	2009-07-28/18.56	2009-09-07/17.24	-7.11	-17.35
亚宝药业	600351	2009-08-10/13.18	2009-10-19/13.71	4.02	-6.08
浙江龙盛	600352	2009-09-07/8.760	2009-12-04/11.30	29.00	17.37
远兴能源	000683	2009-10-19/13.10	2009-12-25/15.85	20.99	2.87
海通证券	600837	2009-10-19/14.33	2010-02-02/16.67*	16.33	-4.76
亿城股份	000616	2009-10-19/6.810	2009-12-04/7.75	13.80	9.44
保利地产	600048	2009-10-19/28.02	2009-12-04/25.52	-8.92	9.44
福耀玻璃	600660	2009-10-28/12.60	2010-01-12/13.28*	5.40	4.46
桂东电力	600310	2009-11-16/22.83	2010-02-02/24.85*	8.85	-12.55
丰原生化	000930	2009-11-16/7.530*	2010-03-08/9.54	26.69	-7.20
民生银行	600016	2009-12-04/8.010	2010-03-08/7.31	-8.74	-9.81
农产品	000061	2009-12-04/13.02	2010-02-08/15.19	16.67	-13.52
云维股份	600725	2009-12-17/20.73*	2010-02-02/19.10*	-7.86	-11.21
中国太保	601601	2010-01-26/24.24*	2010-04-26/25.84	6.60	-4.69
晨鸣纸业	000488	2010-02-09/7.890*	2010-03-26/8.36	5.96	4.04
兴业银行	601166	2010-03-09/35.70*	2010-04-08/35.74	0.11	1.86
天利高新	600339	2010-03-09/11.80*	2010-04-08/11.89	0.76	1.86
华天酒店	000428	2010-03-09/10.45*	2010-04-26/12.20	16.75	-3.46

格力地产	600185	2010-03-17/11.65	2010-04-08/13.04	11.93	2.22
*ST 高陶	600562	2010-04-08/32.16	2010-05-13/29.40	-8.58	-13.74

注：*标识为对应日期开盘价

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

5、金股简介

科华生物 (002022)	推荐日期/ 推荐日收盘价	最新 交易 日收 盘价	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	10P/E	11P/E	12P/E	PB	目标 价
	2009-12-25/20.55*	18.66	0.61	0.77	0.99	30.59	24.23	18.85	9.56	27.00

杨挺

电话：

020-87555888-897

eMail：

yt8@gf.com.cn

推荐理由：

公司的主要看点在血筛市场。

目前血筛市场因国家政策尚没有完全对 PCR 试剂放开。但是由于国际趋势和血站管理者的自身利益，会有越来越多的血站使用 PCR 品种。目前每年 3000 多万袋血，需做 3 个检测（艾滋，乙肝，丙肝）。PCR 做一个检测项需 30 多元，三个项大约 100 元。若市场放开，则有竞争者冲击价格，三个项目大概为 50-60 元，最悲观为 30 元，则 3000 万袋血的整个市场空间为 10-18 亿。

目前拥有 PCR 品种的有 3 家，与血站合作最多的是科华（使用 PCR 试剂的血站 8 成以上是用科华的）。所以我们预计如果市场开放，则科华最保守占 3 成，乐观占 7-8 成。

此产品毛利率高于 95%，净利率约为 50%以上。若按整个市场 10 亿（最保守市场规模）计算，这一市场开放则可增加净利润 2-4 亿，科华股本目前 4 亿，则增后利润 4 毛至 1 元。目前血筛市场的预期正在逐渐明朗，因此我们给予公司“买入”的投资评级。

中恒集团 (600252)	推荐日期/推荐日 收盘价	最新 交易 日收 盘价	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	10P/E	11P/E	12P/E	PB	目标 价
	2010-01-04/27.46	34.90	1.64	2.37	2.99	21.28	14.73	11.67	14.65	60.00

杨挺

电话：

020-87555888-897

eMail：

yt8@gf.com.cn

推荐理由：

1、公司 2010 年与各省代理签下 1.2 亿支血栓通的销售协议，并且价格在目前价格基础上提价 29%，明显超出比我们之前预测的 1.1 亿支最低销量和 20% 的提价幅度。在血栓通进入基本药物目录和公司产能扩张的作用下，我们认为 2010 年血栓通销量为保守 1.2 亿支，乐观 1.5 亿支，从而推动公司医药部分获得净利润 3.68 亿元-4.89 亿元，假设公司增发完成股本达到 2.93 亿股，则增厚公司 EPS 保守 1.37 元，乐观 1.79 元。

2、公司持有国海证券 7.5% 的股权，若国海上市成功后这部分股权约为 5.5% 左右。国

	海证券预计全年净利润 9 亿元，若按 25 倍 PE 计算国海证券市值有 200 亿元。假设公司增发完成，股本规模达到 2.73 亿股，则每股含国海证券股权价值为 4.22 元。公司地产业务价值约为每股 2 元左右。 3、按照我们的预测，若给予公司 2010 年医药资产 35 倍 PE，再加上地产和券商业务的价值，公司目标价为 60 元。 股价催化剂： 1、公司业绩的持续提高；2、公司可能继续提价；3、血栓通二期工程的顺利投产。 风险提示： 1、公司二期工程建设进程或慢于我们预期； 2、中药注射剂品种对政策变化比较敏感，也易受医疗事故影响。
--	--

招商银行 (600036)	推荐日期/ 推荐 日收盘价	最新 交易 日收 盘价	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	10P/E	11P/E	12P/E	PB	目标 价
	2010-02-02/15.40*	14.05	1.25	1.72	2.37	11.24	8.17	5.93	2.56	19.17

沐华 电话： 020-87555888-339 eMail： mh@gf.com.cn	推荐理由： 1、配股完成后资本充足，资本内生性强，后续资本压力小； 2、10 年各方面业务全面复苏，推行二次转型，提高议价能力，息差反弹幅度高于同业； 3、活期存款占比较高，资产负债结构在加息周期中弹性较大； 4、风险控制良好，拨备计提充分，存在反哺利润的空间； 5、在沪深 300 中权重最高，具有较高的配置价值； 6、从长远看，利率市场化、金融脱媒是中国银行业未来的发展趋势，招行的业务结构及战略目标符合这一趋势，具有一定的战略领先地位。 当前估值对应 2010 年 PE 不到 11 倍，维持对其买入评级，目标价 19.17 元/股，对应 15.32 倍 2010 年 PE。
--	--

星湖科技 (600866)	推荐日期/ 推荐日收盘价	最新 交易 日收 盘价	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	10P/E	11P/E	12P/E	PB	目标 价
	2010-02-02/13.35*	12.50	0.76	0.75	0.87	16.45	16.67	14.37	4.57	18.00

李平祝 电话： 020-87555888-692 eMail：	推荐理由： 1、呈味核苷酸价格 2010 年仍可维持高位，业绩增长动力强劲。呈味核苷酸需求快速增长，预计未来可保持 20% 的增幅。2010 年呈味核苷酸供给增幅较小，2011 年供给增幅需观察。2010 年价格继续高位运行，2011 年需密切关注竞争对手产能投放情况。
--	--

lpz@gf.com.cn	2、长远来看，行业竞争思路在发生变化，呈味核苷酸不会再回落至前期的低位。核苷酸技术门槛较高、资金投入大，需享受较高的毛利率水平，此次涨价也是向真实价格回归。味之素、希杰也意识到星湖无法消灭，高涨的价格对行业有所触动，未来可能联手维护市场、竞争将趋于理性。 3、广新集团总经理李成先生任星湖科技董事长。从这个意义上来看，在广新外贸集团旗下的上市公司中，星湖科技具有“长子”般的地位。广新集团进入之后，作为集团“落地生根”战略的一部分，集团对公司各项业务的支持力度很大，如星湖提起的反倾销诉讼、房地产业务、高精度铝板带项目等，以熨平产品景气周期，实现板块间的现金流互补，事实上，高精度铝板带项目和房地产业务已经成为 2010 年公司的重要工作内容，其给公司带来的价值提升将逐渐体现。 4、预计2010-12年传统业务可实现每股收益0.76、0.75、0.87元（考虑增发完成之后的股本扩张），现阶段PE处于较低水平。新增的房地产业务、高精度铝板带项目、狂犬病疫苗业务未来可持续带来新的惊喜。6个月目标价18-20元，给予“买入”的投资评级。
---------------	---

康美药业 (600518)	推荐日期/ 推荐日收盘价	最新 交易 日收 盘价	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	10P/E	11P/E	12P/E	PB	目标 价
	2010-04-08/13.13	13.90	0.44	0.60	0.78	31.59	23.17	17.82	5.30	17.00

杨挺 电话: 020-87555888-897 eMail: yt8@gf.com.cn	推荐理由: 1、 公司传统的中药饮片业务近年来一直保持了良好的增长，在政策有利的条件下，公司在这一行业的龙头地位日益巩固，我们预计其将来仍然有较快的成长速度。 2、 公司近年来在药材贸易上收获颇丰，已经既饮片后成为公司利润的另一重要来源，中药材近年来持续上涨，特别是公司的重点品种虫草和三七等价格大幅上涨，因此公司在这些品种上有望获得丰厚回报。 3、 公司从饮片出发，向上下游扩展，收购新开河等药材产地，参与医院经营，并进军药材贸易市场。我们对公司进军药材贸易市场很看好，主要有两个原因：一是可以掌握终端市场情况，有利于公司的中药材贸易；二是药材交易市场管理费用也颇为丰厚。 4、 在不考虑中药材市场对公司影响的情况下，我们预计公司 10 年至 11 年公司 EPS 为 0.44 元、0.60 元，股价有一定安全边际，但若考虑到公司收购中药交易市场后的影响，我们认为公司股票价格还有较大提升空间，因此给予公司“买入”的投资评级，目标价格为 17 元。 股价催化剂: 1、 中药材价格的进一步上涨； 2、 公司兑现药材贸易盈利后可能使业绩超过市场预期。 风险提示: 药材价格波动增加了公司业绩的不确定性。
--	---

东安动力 (600178)	推荐日期/推荐日 开盘价	最新 交易 日收 盘价	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	10P/E	11P/E	12P/E	PB	目标 价
	2010-04-08/16.47	12.71	1.06	1.37	1.60	11.99	9.28	7.94	2.68	18.00

黎韦清

电话:

020-87555888-630

eMail:

lwq@gf.com.cn

推介理由:

- 1、业绩: 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.06 元、1.37 元和 1.6 元。公司利润来源主要是东安三菱利润增长以及本部大幅扭亏为盈。
- 2、估值: 东安三菱发动机产品处于垄断地位, 其在自主品牌轿车领域的地位有如潍柴在重卡领域的地位, 由于自主品牌轿车正处于高速增长的路径, 我们给予其 20 倍左右的市盈率。而自动变速箱作为填补国内制造空白的高尖端产品, 也应享有更高水平的溢价。由于近期汽车板块估值水平有所下滑, 我们将其目标价下调为 18 元。
- 3、想象空间: 1、东安三菱目前尚有 19%的股权在东安集团, 未来这一部分股权如果注入到上市公司, 有望增厚每股受益 0.5 元。2、自动变速箱售价和净利率与发动机相当, 因此, 长期来看, 东安三菱有望在现有基础上翻番。3、大长安集团对我国汽车版图有着勃勃雄心, 不排除未来有融资计划以支持其发展, 而东安动力有望作为其优质平台之一。

股价催化剂:

4 月份完成股权划转后, 长安集团对东安动力或许会有一些令人期待的安排。

风险提示:

系统性风险的集中爆发。下游整车厂商自建发动机生产先线从而带来公司订单减少、原材料成本上升幅度超预期。

罗莱家纺 (002293)	推荐日期/ 推荐日开盘价	最新 交易 日收 盘价	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	10P/E	11P/E	12P/E	PB	目标 价
	2010-03-26/45.90	47.65	1.48	1.98	2.51	32.20	24.07	18.98	5.19	60.00

李燕华

电话:

020-87555888-633

eMail:

lyh9@gf.com.cn

推介理由:

- 1、 我国家纺行业目前处于成长期的初期阶段, 受国内居民收入持续增长及消费升级等因素的驱动, 近年来家用纺织品行业已经成为纺织行业中成长速度最快和发展潜力最大的子行业, 平均每年增长 20%以上, 行业发展前景广阔, 为公司的持续高速增长提供了良好的下游需求环境。
- 2、 目前罗莱在国内家纺行业市场综合占有率第一, 同时我国家纺行业市场集中度很低, 根据国外的发展经验, 行业集中度将逐步提高, 已经具备品牌优势的公司将会获得较大的发展机遇。
- 3、 中国经济增长逐渐由制造业转向消费服务业推动, 在国家鼓励内需的政策下, 消费场景气将逐渐提升, 公司产品将近 99%内销, 将充分享受国内消费市场的繁荣。

- 4、公司通过各种渠道覆盖不同细分消费者，采用以“罗莱”品牌为核心的多品牌发展战略，以专卖店、商场专柜、超市、大卖场和电子商务等多渠道方式进行销售，新推出的“帝馨”大卖场品牌和“LOVO”电子商务品牌均运行良好，增长势头强劲。同时公司有意收购一些在品牌、产品、渠道等方面有一定特色的企业，继续巩固在行业的领先地位。
- 5、随着原材料、劳动力等成本急剧上升，家纺行业的整体利润将可能被收窄，一些盈利能力不强的中小家纺企业利润将被大幅压缩导致经营困难，公司作为行业龙头之一，具有较强的议价能力、成本转移能力和品牌优势，公司市场份额有望进一步提升。
- 6、目前家纺行业消费与房地产行业关联度较大，消费中乔迁、婚庆和改善性需求的比重分别约为 4: 3: 3，在消费升级的背景下，关联度逐渐下降，同时目前国家对房地产的调控政策打压的是投机需求，公司更多受益于消费升级和市场份额提升，因此地产行业销售情况影响有限。
- 7、公司 10 年 1 季度实现营业收入 3.59 亿元，同比增长 40.81%；实现营业利润 6924.55 万元，同比增长 72.17%；实现归属于上市公司股东的净利润 5090 万元，同比增长 43.23%，实现每股收益 0.36 元。1 季度业绩主要来源于主业，营业利润的增长率比净利润的增长率高出 28.95%，主要由于毛利率提升和期间费用率的下降，公司主营业务盈利能力较强。
- 8、公司订货会今年采取对所有品种均进行订货的方式，并根据具体情况不定期增加订货会次数，4 月份的春季订货会增长情况可观，基本已实现公司下半年的经营目标。同时公司今年计划新开店 300-500 家，根据历史经验预计应该在 350-400 家。

股价催化剂：

- 1、国内消费市场景气提升和消费升级；2、公司开店等经营情况超预期。

风险提示：

- 1、棉花等原材料价格进一步持续上涨；2、国内消费市场复苏低于预期。

中国平安 (601318)	推荐日期/推荐日 收盘价	最新 交易 日收 盘价	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	10P/E	11P/E	12P/E	PB	目标 价
	2010-04-27/50.39*	49.38	2.37	2.73	3.13	20.84	18.09	15.78	4.21	71.10
曹恒乾 电话： 020-87555888-419 eMail： chq@gf.com.cn	推荐理由：									
	1、高利率保单影响靴子落地，新准则提升 09 年利润 50 亿 高利率保单采用新准则后中国平安需要补提准备金，因此 09 年归属于母公司股东的净资产减少 96 亿元，高利率保单的评估利率已下降到与非高利率传统险保单一致（使用的评估利率假设为 2.83%-5.48%），从此靴子落地。新准则下归属于母公司股东的净利润 138 亿元（旧准则下 89 亿元），每股收益 1.89 元（对应寿险投资收益率 6.7%），比旧准则下提升 56%。 2、09 年实际投资收益率接近 10%，隐藏了利润来平滑 10 年业绩 虽然公司公布 09 年净利润 138 亿元（对应寿险投资收益率 6.7%），但 09 年净资									

产增加 215 亿元，每股净资产增加 2.93 元，从净资产的增长推算，公司实际投资收益率接近 10%，可供出售金融资产未实现浮盈（考虑所得税后）39 亿元。

3、预计一季度已赚保费增速高于规模保费增速

已赚保费从 2008 年 621 亿增加到 2009 年 719 亿，增长了 18%，规模保费从 2008 年 1023 亿增加到 1345 亿，增加了 31%。2010 年一季度中国平安规模保费 510 亿元，增长了 29%，我们预计一季度万能险的占比下降，已赚保费的增速会高于规模保费的增速。

4、我们预计在投资收益率 6%对应的 2010 年业绩为 2.37 元

由于 09 年实际投资收益率接近 10%，而公布的寿险投资收益率只有 6.7%，我们预计可供出售金融资产的浮盈足以平滑 2010 年的投资收益率不低于 6%，对应的 2010 年业绩为 2.37 元，评估价值 71.1 元，对应 2010 年每股收益 30 倍 PE。

股价催化剂：

保费（特别是个险期缴）增长超预期、养老保险税收递延、加息预期

风险提示：

利率风险，重大灾害风险，资本市场波动风险可能会对保险公司经营产生重大影响。

海得控制 (002184)	推荐日期/推荐 日开盘价	最新 交易 日收 盘价	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	10P/E	11P/E	12P/E	PB	目标 价
	2010-05-05/11.29	11.93	0.29	0.50	0.95	41.14	23.86	12.56	3.75	20.00
袁斌 电话： 020-87555888-661 eMail： yb9@gf.com.cn	推荐理由： 1、风电变流器市场巨大，双馈单台售价55-65万，直驱每台售价85-100万，2009年国内装机10129台，市场容量为65亿元，预计未来几年仍将保持稳定增长，目前市场几乎全部被国外品牌占据，产品毛利达60%-70%左右。 2、公司成功挖取国内行业龙头艾默生公司风电变流器研发和市场核心团队，目前产品 1.5/2MW 样机开发已经完成，且在多个整机企业风场试用。2010 年将实现小批量，2011 年可实现大规模销售。 3、由于风电的不稳定性，国家电网在去年年底要求后续招标的风电机组必须具备低电压穿越功能，确保电网稳定。公司的变流器产品是目前国内唯一一个通过国家电网下属中国电力科学院的低电压穿越测试。公司后续将确保获得充裕订单。 4、风电变流器技术门槛非常高、需要团队配合且设备投入巨大，特别是双馈变流器需要同时控制电机和电网，另外试验平台非常重要，操作不当有可能危及当地电网的稳定性，所以目前国内虽有企业也在研制，但有经验人员稀缺，进展非常缓慢。 5、公司目前主业系统集成和分销业务稳定增长。 股价催化剂： 公司在工业自动化分销领域国内第二，排名第一的众业达将在创业板上市，目前									

	已经过会，将获得重新估值；2、风电并网困难或局部电网瘫痪将进一步提升低电压穿越功能的迫切性和重要性。 风险提示： 风电行业发展速度下降将影响公司发展增速。
--	---

	推荐日期/ 推荐 日收盘价	最新 交易 日收 盘价	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	10P/E	11P/E	12P/E	PB	目标 价
北京银行 (601169)	2010-05-13/13.89	13.89	1.19	1.28	1.65	11.67	10.85	8.42	2.17	17.92

沐华 电话： 020-87555888-339 eMail： mh@gf.com.cn	推荐理由： 1、经营风格稳健，业务拓展综合性较强，估值较同业具备优势； 2、提出资产规模三年翻番的目标，预期10年信贷增速同比可能达到25%，上万亿的翻番目标可能提前实现； 3、贷存比低，活期存款占比较高，随着银行对中小企业贷款力度的加强，议价能力有望改善，预期息差将处于缓慢回升态势； 4、平台贷款中北京地区占比超过75%。总部经济效应和政治效应是北京银行的先天优势，政府信用成为其贷款质量的重要保证。银行风险控制良好，拨备计提充分； 5、资本充足率为上市银行中最高，年内资本压力小。 当前股价对应 11.67 倍 10 年 PE，2.17 倍 10 年 PB。维持对其“买入”评级，目标价为 17.92 元/股，对应 15 倍 10 年 PE，2.55 倍 10 年 PB。 风险提示： 1、一季度活期存款占比略有下降，需关注其负债成本变化及地产贷款质量； 2、北京银行小非较多，10 年 9 月 20 日全流通，具有一定减持压力。
--	--

	推荐日期/推荐 日收盘价	最新 交易 日收 盘价	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	10P/E	11P/E	12P/E	PB	目标 价
中国人寿 (601628)	2010-05-13/25.61	25.61	1.21	1.39	1.60	21.17	18.42	16.01	3.33	36.30

曹恒乾 电话： 020-87555888-419 eMail： chq@gf.com.cn	推荐理由： 1、公司业绩受股市影响可控 公司 1.21 万亿投资资产中，交易性金融资产只有 42 亿，占投资资产的比重不到 1%，剩下的投资资产中都归属于可供出售，持有到期，与定期存款。由于只有交易性金融资产的公允价值变动才计入利润表，而可供出售金融资产的浮盈/浮亏要出售才体现在利润表中，因此即使股市下跌，只要未实现可供出售金融资产的浮亏，就不会影响公司业绩。一季报也很好的证明了这一点，一季度虽然股市下跌，但公司通过实现可供出售金融资产浮盈，使年化投资收益率达到了 5.95%，实现每股业绩 0.36 元。
---	--

2、 公司平滑投资收益率有利于稳定对公司业绩的预期

我们对公司通过调控可供出售金融资产浮赢来平滑公司的投资收益率，持赞同态度。公司 09 年通过不实现可供出售金融资产浮盈，将实际投资收益率从 8%（通过测算净资产的变动得出）平滑到 5.78%，避免了出现过高业绩基数后来年业绩负增长。在 10 年一季度，又通过实现可供出售金融资产浮盈将一季度投资收益率平滑到 5.95%(年化)，有利于稳定对公司业绩的预期。**我们之所以持赞同态度，是因为我们认为，公司平滑后的投资收益在（5%-6%）之间，从长期看，公司的资产配置在正常的年份是可以达到的。**

3、 业绩长期(5-10 年)增长可持续

在一个假定的投资收益率下(如采用公司内含价值计算的长期投资收益率 5.5%)，我们可以看到公司的业绩由两部分组成，利差收益（我们测算占利润总额的 56%）由于每年投资资产增速在 20%左右，在投资收益率不变的情况下，每年增长 20%，而承保利润（费差收益、死差收益，我们测算占利润总额的 44%）与已赚保费收入成正比，增速在 15%-25%。我们认为在未来 5 年-10 年，公司每年业绩都可以有 15%-20% 的增长。

4、 我们预计在投资收益率 5.5%对应的 2010 年业绩为 1.21 元

我们预计可供出售金融资产的浮盈可以平滑 2010 年的投资收益率不低于 5.5%，对应的 2010 年业绩为 1.21 元，评估价值 36.3 元，对应 2010 年每股收益 30 倍 PE。

股价催化剂：

加息预期、中报预期

风险提示：

长期保持低利率环境会对保险公司经营产生较大影响



相关研究报告

安全边际中寻找确定性收益与超额收益

张海波

2010-04-09

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路183号 大都会广场36楼	深圳市深南东路5045号 深业中心20楼	北京市月坛北街2号月坛 大厦18层1808室	上海市浦东南路528 号证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

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。