

因“灾”致“胀”风险显现

——2010年第31周策略报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

穆启国

SAC 执业证书编号: S0930209030186
021-5010 6020 muqg@lhqz.com

荀玉根

SAC 执业证书编号: S1000210050052
021-5010 6029 xunyg@lhqz.com

刘湘宁

SAC 执业证书编号: S1000206110084
liuxn@lhqz.com

联系人

姚卫巍

021-5010 6033 yaoww@lhqz.com

我们在8月策略中指出,促发市场回落的因素大概率是美元企稳反弹和通胀压力担忧再次上升,催化剂已经逐步初显端倪。

市场: 震荡回落

美元指数强劲反弹。虽然美国公布的失业率依然高企,甚至不排除再次采用宽松政策,但美元指数于上周开始强劲反弹。金属与能源价格也随之回落,对全球经济最为敏感的韩国股市再次跌回到09年8月以来的震荡区间,BDI在低位震荡,这均表明全球市场风险偏好回落。

通胀压力制约市场上行空间。自然灾害使得全球农产品价格面临上升的压力。俄罗斯因为严重干旱而禁止谷物出口,加剧了市场对谷物供应紧张和食品价格上涨的担忧。今年夏季国内洪涝灾害受灾最严重的省区为:江西、福建、浙江、湖北、湖南、广东、广西、重庆、四川、贵州。该10省区最重要的农作物为稻谷,产量占全国总产量的6成左右,受灾的主要10省区油料产量为全国产量的35%左右。即使经济环比如市场预期的企稳并逐步上升,那也将进一步加大通胀压力担忧,难以打开股市上行空间。

险资提高股票投资比例: 信号意义重于实质影响。8-12月的资金缺口约为2500亿,即使900亿险资加上400亿企业年金共1300亿资金流入股市,A股资金供求关系仍偏紧张。短期保险公司的投资比例已经接近09年的平均水平15.9%,进一步大幅提高仓位的可能性不大。企业年金方面,按照债务匹配的原则,大部分资金仍将配置于债市,而不会一味追求高收益。在农行一个月的护盘到期的情况下,两个消息对股市更多是信号意义,而实质资金影响可能并不大。

自然灾害期间股市和行业表现的历史回顾。回顾近年来我国经历的6次比较大的自然灾害,包括98年的洪灾、06年四川旱灾、08年雪灾、09年旱灾、10年的旱灾和水灾,市场基本都是下跌的,只有09年初的旱灾期间股市涨幅较大,主要是受到四万亿投资计划的影响。

投资主线: 汽车、家电、食品、商业、军工、农业

投资主线我们仍维持8月策略报告的主要观点,以可选消费为主,主要是汽车、家电、食品、商业为主导的可选消费。

主题投资之一,北部湾风云再起,建议关注北海港和桂冠电力。

主题投资之二,灾后重建利于水利设施的施工、水文监测预警系统。由于水灾多发生在夏季,水灾之后还存在着玉米补种的机会,因此会对玉米种子产生较大的需求。工程机械、建材也相应受益。

目 录

一、市场与主线分析：震荡回落.....	6
美元指数如期反弹.....	6
通胀压力环比上升，政策难放松.....	7
险资提高股票投资比例：信号意义重于实质影响.....	8
自然灾害期间股市和行业表现的历史回顾.....	9
主题投资：北部湾风云再起.....	13
主题投资：自然灾害后重建带来的机会.....	13
二、行业研究视角.....	14
农业：A 股食用油投资机会渐为人识.....	14
银行：银信合作新规实质影响不大.....	15
家电：青岛“两海”最受益家电下乡.....	16
保险：政策的细化.....	16
三、行业推荐个股评价.....	17
ST 汇通 (000415): 蛟龙出海、借基生财.....	17
福耀玻璃 (600660): 出口复苏，稳健增长.....	18
贵州茅台 (600519): 消费税率下降推升业绩增速，预计下半年量价上升.....	19
航民股份 (600987): 淘汰落后产能实则利好公司.....	19
合肥百货 (00041): 白玉无瑕.....	20
龙溪股份 (600592): 特种关节轴承决定未来发展.....	21
民生银行 (600016): 结构调整逐渐在报表中体现.....	21
威孚高科 (000581): 超预期将是下半年的主旋律.....	22
伟星股份 (002003): 融资扩产，业绩喜人.....	23
武汉健民 (600976): 大鹏一日同风起，扶摇直上九万里.....	23
宇通客车 (600066): 行业复苏带动业绩高增长.....	24
中材科技 (002080): 中报靓丽，期待 3MW 叶片惊艳亮相.....	25
重庆百货 (600729): 双剑合璧，谁与争锋.....	25
五、市场回顾与数据监测.....	27
A 股市场、行业表现指数回顾.....	27
A 股市场情绪跟踪.....	28
国内重要经济指标跟踪.....	30

A股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值	31
全球重要经济指标跟踪	34
美股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值	39

图表目录

图 1 韩国股市	6
图 2 CRB 金属和 NYMEX 原油价格	6
图 3 通胀环比压力上升	7
图 4 今年连续旱灾天气加大通胀压力	7
图 5 8-12 月微观资金供求	9
图 6 今年以来 IPO、再融资维持高位	9
图 13 一周 A 股市场指数表现	27
图 14 大小盘股收益及估值对比	27
图 15 一周行业涨幅	27
图 16 1664 点以来行业涨幅	27
图 17 上周沪深 300 TTM PE 位于 15.8 倍左右	28
图 18 沪深 300 静态 PB 位于 2.4 倍左右	28
图 19 2010 年一致预期各行业的 PE 分布	28
图 20 2010 年一致预期各行业的 PB 分布	28
图 21 中国企债国债利差拉大	28
图 22 美国企债国债利差拉大	28
图 23 上证 A 股日换手率下降	29
图 24 涨跌停个数显示市场逐渐趋于谨慎	29
图 25 A 股新开户数	29
图 26 新增基金新开户数	29
图 27 A 股持仓账户比例持续减少	29
图 28 欧元兑美元汇率贬值	29
图 29 央行公开市场操作净回笼 670 亿	30
图 30 中国长短期国债收益率	30
图 31 恒生 A-H 溢价指数	30
图 32 Shibor3 月利率	30
图 33 全球主要农产品期货价格	30
图 34 主要化工品期货价格	30
图 35 煤炭价格	31
图 36 秦皇岛煤炭库存	31
图 37 钢材价格	31
图 38 全国钢材、铁矿石库存	31
图 39 各行业相对大盘超额收益和估值（图中虚线为相对 PE 的历史均值）	31
图 40 全球主要股市一周涨跌幅	34
图 41 美股行业一周涨跌幅	34
图 42 全球主要市场估值对比（左图为市盈率，右图为市净率）	35
图 43 上证综指波动率	36
图 44 标普 500 波动率	36
图 45 长短期 Tips 利差	36
图 46 长短期信用价	36
图 47 Ted 利差（3 个月伦敦银行间市场利率与 3 个月美国国债利率差）	36

图 48 美国房地美国民抵押贷款协会 30 年房贷固定利率	36
图 49 美国国债收益率	37
图 50 三月中旬以来 Libor 美元利率（3 个月）	37
图 51 汇率走势	37
图 52 美元指数	37
图 53 CRB 商品指数	37
图 54 原油价格	37
图 55 基本金属、贵金属指数	37
图 56 运价与谷物指数	37
图 57 国际铜价	38
图 58 金价	38
图 59 美国首次申请失业救济金人数（8 月 6 日 484）	38
图 60 持续申请救济金人数（7 月 30 日 4452）	38
图 61 美国 ABC 消费者信心指数	38
图 62 MBA 抵押贷款申请指数	38
图 63 各行业相对大盘的超额收益和相对估值（图中虚线为相对 P/E 的历史均值）	39

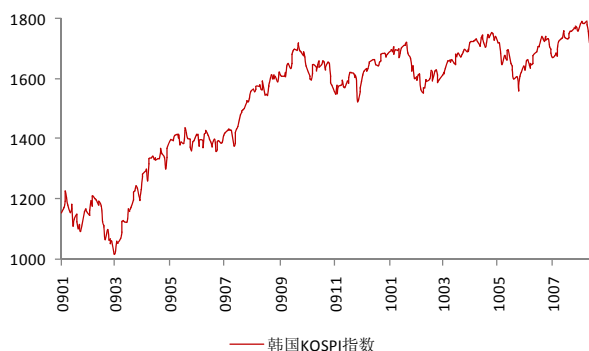
我们在8月策略报告中指出，促发市场回落的因素是美元企稳反弹和通胀压力担忧再次上升。目前的催化剂已经逐步显露端倪，其一，在美国较高失业率和不排除再次采取放松政策的情况下，美元指数依然强劲反弹。全球市场风险偏好也明显下降，金属和能源价格回落，韩国股市再次回到震荡区间；其二，自然灾害使得农产品价格难以回落，而经济环比企稳的预期也会加大通胀担忧；其三是虽然市场情绪依然是谨慎乐观，但成交量并未有效放大。在投资者仓位逐步抬升中，市场难以强势上升。

一、市场与主线分析：震荡回落

美元指数如期反弹

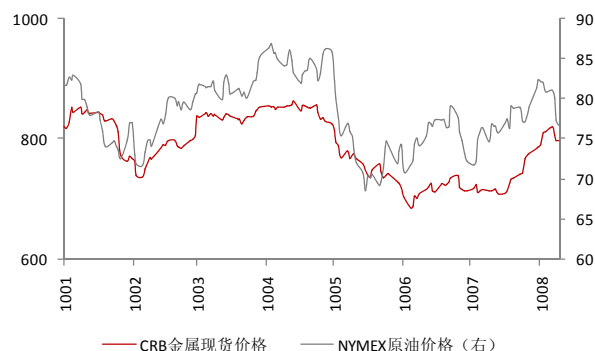
虽然美国公布的失业率依然高企，但美元指数像我们此前预期的在80左右开始强劲反弹，金属与能源价格也随之回落，对全球经济最为敏感的韩国股市再次跌回到09年8月以来的震荡区间，BDI在低位震荡，这均表明全球市场风险偏好回落。

图1 韩国股市



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图2 CRB金属和NYMEX原油价格



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

表1 美国股市市场情绪显著下降，中国股市情绪有所回落

实时监控指标	美国市场	美国市场（上周）	中国市场	中国市场（上周）
半导体/信息技术	↓	↓	→	↑
汽车/可选消费品	↓	↑	→	↑
机械/工业	↓	→	↑	↑
个人用品/核心消费品	↓	↑	↓	↓
金属采掘/原材料	↑	↓	→	↓
非银行金融/金融	↓	↓	↓	↑
资本品/工业	↓	↓	↑	→
小盘股/大盘股	↓	↓	→	↑

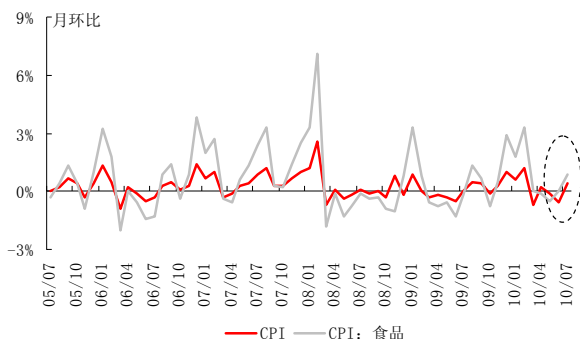
数据来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

通胀压力环比上升，政策难放松

上周国家统计局公布的数据显示，7月CPI同比上涨3.3%，创下年内新高，其中新涨价因素主要来自食品价格上涨。这验证了我们前期的判断“通胀的压力并未消除”。

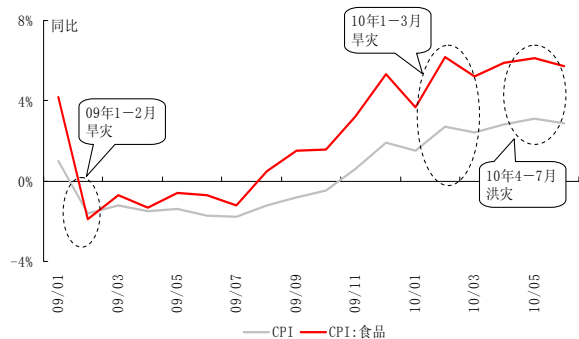
今年国内外自然灾害频繁，农产品上涨预期强劲。俄罗斯因为严重干旱而禁止谷物出口，加剧了市场对谷物供应紧张和食品价格上涨的担忧。今年夏季国内洪涝灾害受灾最严重的省区为：江西、福建、浙江、湖北、湖南、广东、广西、重庆、四川、贵州。该10省区最重要的农作物为稻谷，产量占全国总产量的6成左右。一般来说，中稻的播种时间在每年的4月底到6月初，洪涝灾害对中稻的生长有一定影响。且受灾的主要10省区油料产量为全国产量的35%左右，油料作物复种受到影响。

图3 通胀环比压力上升



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图4 今年连续旱灾天气加大通胀压力



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

表2 今夏受涝最严重10省(区、市)农产品产量占全国产量比重

	品 种	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
产量占比	全部粮食	34.52	34.21	32.43	31.98	31.22
	谷物-稻谷	63.39	63.44	61.66	61.15	60.93
	谷物-小麦	8.58	8.53	8.40	8.60	7.87
	谷物-玉米	13.02	12.96	11.75	11.86	11.64
	豆类	21.20	22.93	21.80	21.37	18.89
	棉花	16.47	14.62	14.63	13.99	13.30
	油料	35.61	35.38	34.98	35.82	35.58
	水果	31.61	31.26	31.28	31.77	31.50
种植面积占比	蔬菜	41.85	44.95	45.78	44.60	44.80

数据来源：华泰联合证券研究所

表3 粮食、猪肉、CPI 敏感性分析

	猪肉价格相 对 2009 年 3 季度涨幅	猪肉价格相 对 2009 年 4 季度涨幅	3 季度拉动 CPI 上涨	4 季度拉动 CPI 上涨
假设玉米涨价 5%	14.73	9.89	0.96	0.64
假设玉米涨价 10%	20.19	15.12	1.31	0.98
假设玉米涨价 15%	25.66	20.35	1.67	1.32

数据来源：华泰联合证券研究所

除了农产品之外，7 月全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 10.3%，虽然涨幅比 6 月份缩小 1.1 个百分点，但仍在高位。中共中央政治局常委、国务院副总理李克强在北京市考察廉租住房、公共租赁住房等建设时强调，“坚决抑制房地产投机炒作”。同时有传闻“重庆已获中央批准进行房产税试点”。我们上周就提醒，微观调研数据显示，房价正在“蠢蠢欲动”，调控政策必将成为一种常态。

根据经济观察报周五的报道，四部委也将启动第二轮清查地方融资平台。一份由财政部、发改委、人民银行和银监会共同签发的《融资平台债务清理核实情况表的通知》正在相关部委会签。《通知》要求，各地财政部门、人民银行分支机构、银监局派出机构和各地发展改革部门四方将协调合作共同对本地地方政府融资平台的负债情况进行清查。

险资提高股票投资比例：信号意义重于实质影响

上周保监会发布《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》，对保险资金的投资类别、范围、比例作了最新的规定。其中股票+股票型基金投资比例上限为 20%，之前股票+基金投资上限 20%上调为 25%，扩大了保险公司自主投资的比例范围。

由于打通了之前股票 10%和股票型基金 10%的投资比例限制，变相增加了保险公司对股票的投资上限，因为按照我们金融工程对国内股票型基金仓位的测算，大约在 80%，如果保险公司赎回基金，直接投资股票，那么能增加 2%的股票投资。6 月底国内保险公司资产总额为 4.52 万亿，对应最多可以新增 900 亿股票投资资金。

另外，据经济观察报报道“继 8 月 11 日保监会发布新规上调险资投资股票和基金的比例上限后，市场中另一重要的机构投资者——企业年金的相关投资新政也正在酝酿之中，可能会在近期破冰”，“据了解，新的管理办法可能会将 30%的比例限制调整为 40%甚至高达 50%”。

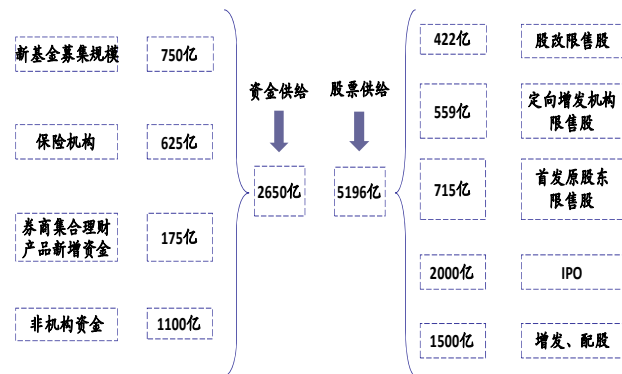
09 年底，企业年金总规模接近 2000 亿，按照 50%的比例，可以新增 400 亿股票投资资金。

今年 1-7 月份 IPO、再融资规模接近 5000 亿，由于新股发行以及再融资维持在高位，加之大规模的限售股解禁，今年以来 A 股市场的资金面一直较为紧张。按照我们对 8-12 月的资金供求关系的统计情况，资金缺口约为 2500 亿，即使 900 亿险资加上 400 亿企业年金共 1300 亿资金流入股市，A 股资金供求关系仍偏紧张。

我们认为，6 月底保险公司 15.1%的投资比例已经接近 09 年的平均水平 15.9%，进一步大幅提高仓位的可能性不大。企业年金方面，按照债务匹配的原则，大部分资金

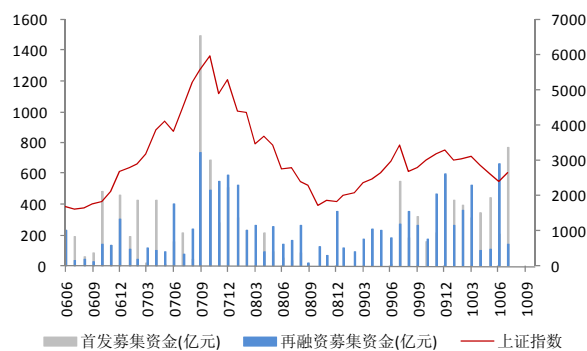
仍将配置于债市，而不会一味追求高收益。在农行一个月的护盘到期的情况下，两个消息对股市更多是信号意义，而实质资金影响可能并不大。

图 5 8-12 月微观资金供求



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 6 今年以来 IPO、再融资维持高位



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

自然灾害期间股市和行业表现的历史回顾

回顾近年来我国经历的 6 次比较大的自然灾害，包括 98 年的洪灾、06 年四川旱灾、08 年雪灾、09 年旱灾、10 年的旱灾和水灾。

表 4 我国近来重大灾害情况

时间	灾害类型	区域	主要受灾农作物	受灾人口(万人)	死亡人口(人)	经济损失(亿元)
1998 年 6-8 月	洪灾	长江流域	水稻		4150	2551
2006 年 5-8 月	旱灾	四川	水稻、小麦	1000		
2008 年 1-2 月	雪灾	国内大部分地区		转移 176 万	60	538
2009 年 1-2 月	旱灾	华北、黄淮等 15 个省市	小麦	N/A	N/A	N/A
2010 年 1-3 月	旱灾	西南五省，后波及黄淮、西北、华北	小麦、茶叶、甘蔗	200	N/A	350
2010 年 4-7 月	洪灾	江西、广西、陕西、贵州等 28 省	玉米、水稻	2 亿	1454	2096

资料来源: 互联网, 华泰联合证券研究所

我们总结了 6 次自然灾害期间的股市表现，市场基本都是下跌的，只有 09 年初的旱灾期间股市涨幅较大，主要是受到四万亿投资计划的影响。

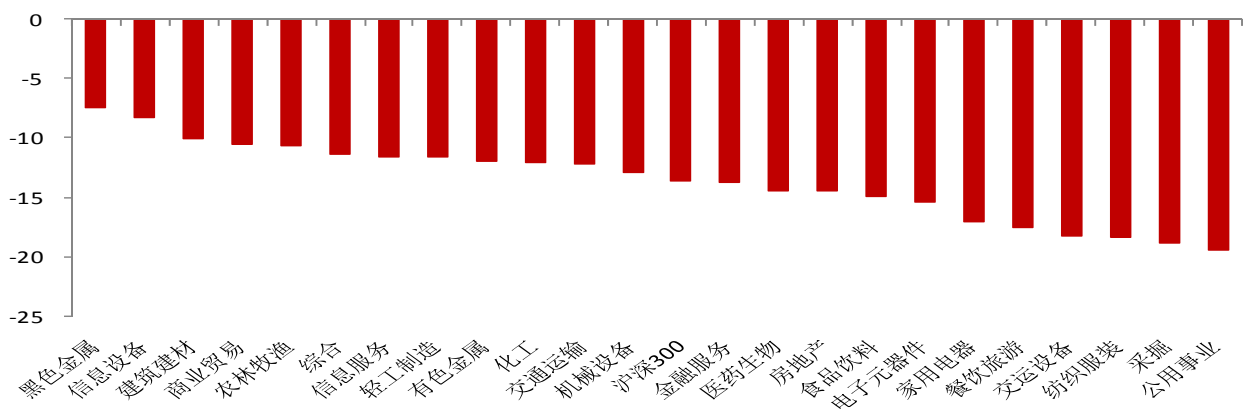
从行业收益来看，6 次灾害期间大概率表现较差的行业集中在公用事业、采掘、有色金属、黑色金属；表现较好的行业集中在农林牧渔、综合、信息设备、电子元器件。由于目前全球经济领先指标已经逐步回落，预期信息设备和电子元器件难以有明显的超额收益，详细分析请参阅我们专题报告《科技股：步入冬季》。

表 5 自然灾害期间股市的行业表现

名称	98 年洪灾	06 年四川旱灾	08 年雪灾	09 年旱灾	10 年旱灾	10 年水灾
采掘	-18.9	-9.1	-9.2	17.0	-12.9	-14.4
餐饮旅游	-17.6	23.2	-13.8	21.7	13.3	-11.5
电子元器件	-15.4	5.2	-9.1	25.1	13.1	-5.4
房地产	-14.5	24.8	-13.1	24.5	-3.7	-17.2
纺织服装	-18.4	14.3	-14.7	22.4	9.1	-10.9
公用事业	-19.4	1.4	-18.2	12.7	0.1	-14.0
黑色金属	-7.4	6.2	-19.4	16.2	-14.1	-18.4
沪深 300	-13.6	3.3	-15.7	17.8	-6.4	-14.3
化工	-12.1	9.2	-14.7	19.5	-8.8	-19.9
机械设备	-12.9	10.0	-11.0	23.7	2.1	-8.3
家用电器	-17.0	11.3	0.7	18.3	0.4	-12.7
建筑建材	-10.1	10.5	-13.6	16.4	-0.6	-12.1
交通运输	-12.2	7.8	-17.8	18.2	4.1	-15.4
交运设备	-18.2	20.1	-14.6	33.5	-6.2	-8.2
金融服务	-13.7	3.1	-18.9	20.3	-6.2	-13.7
农林牧渔	-10.7	11.3	-4.8	23.1	3.2	-7.8
轻工制造	-11.6	18.3	-11.6	18.4	5.2	-13.5
商业贸易	-10.5	14.1	-11.7	12.4	1.5	-6.6
食品饮料	-14.9	7.3	-9.2	12.2	-4.1	-1.2
信息服务	-11.6	2.4	-6.6	12.1	4.4	-14.3
信息设备	-8.3	9.1	-0.8	14.8	7.0	-12.9
医药生物	-14.5	9.7	-9.4	13.5	5.3	-1.3
有色金属	-12.0	-12.4	-19.3	44.9	-9.3	-10.2
综合	-11.4	16.0	-13.8	28.8	14.4	-13.1

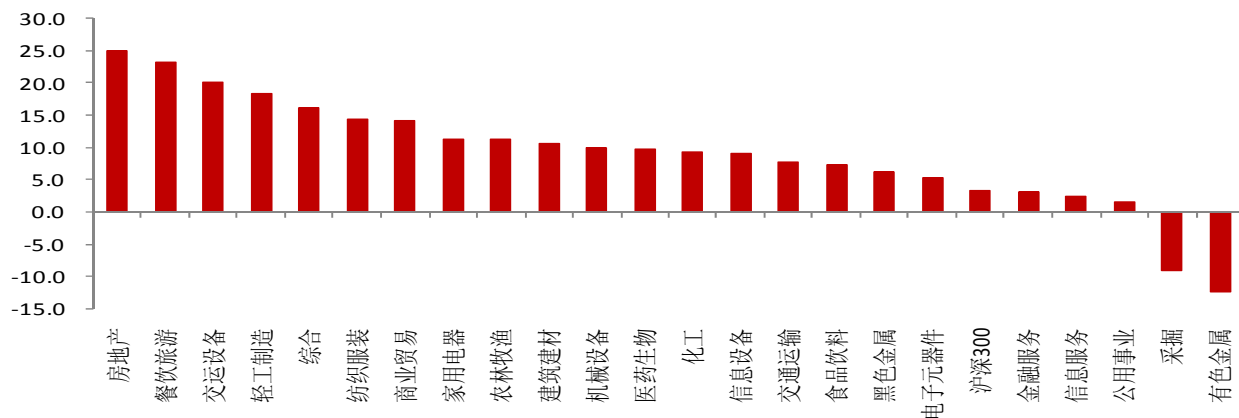
数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所 (红色为表现最好的行业, 绿色为表现最差的行业)

图 7 98 洪灾期间一级行业收益率



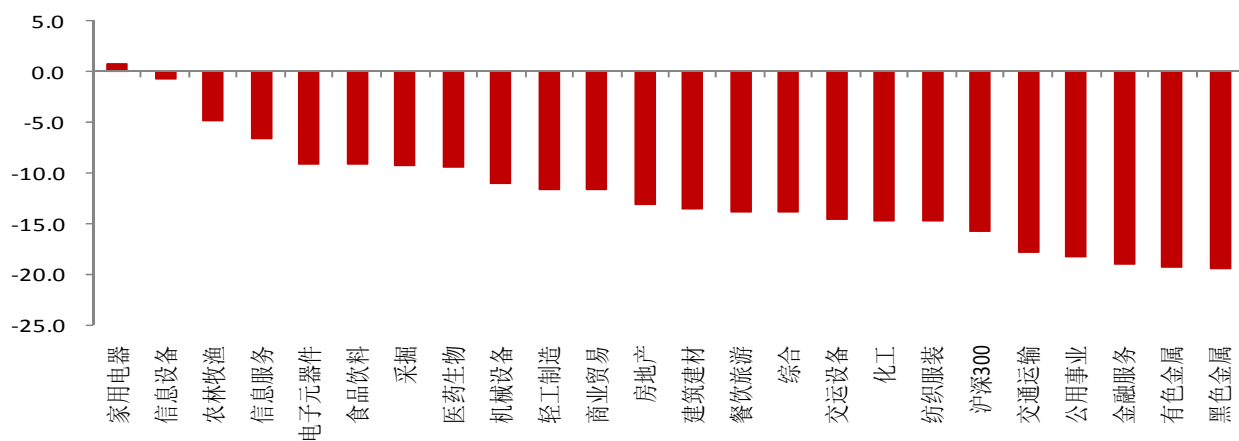
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 8 06 年四川旱灾期间一级行业收益率



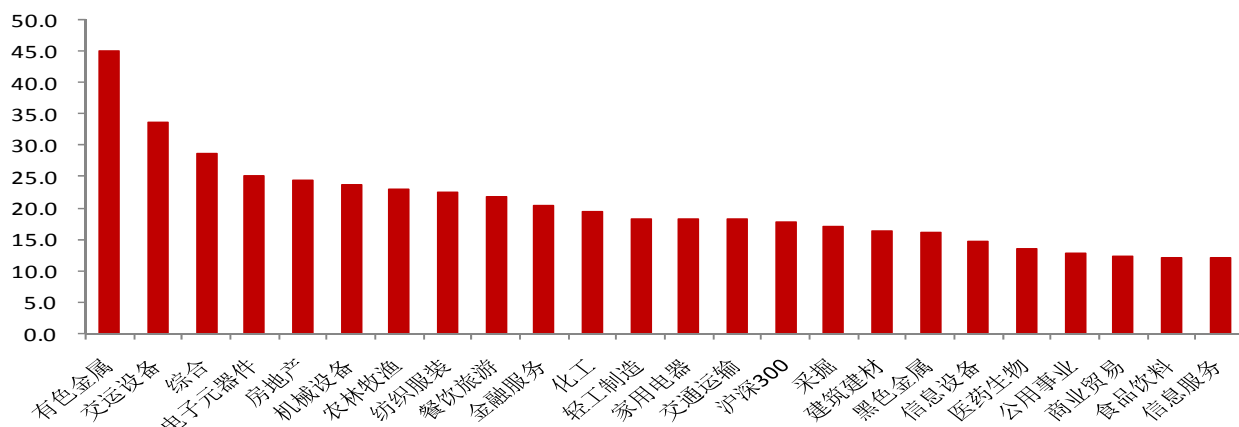
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 9 2008 年雪灾期间一级行业收益率



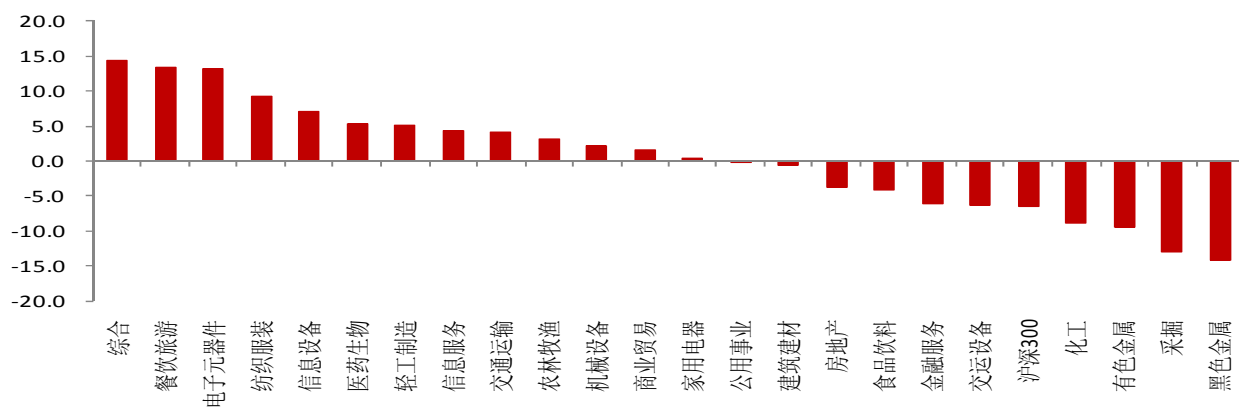
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 10 2009 旱灾期间一级行业收益率



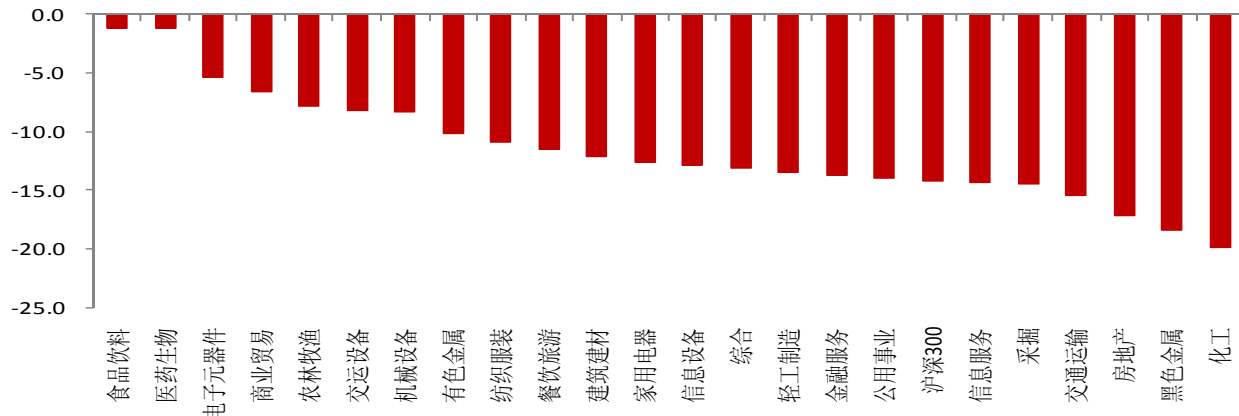
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 11 2010 旱灾期间一级行业收益率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 12 2010 水灾期间一级行业收益率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

对于投资主线,我们仍维持8月策略报告中的可选消费主线,主要是汽车、家电、食品、商业等。

在经济回落,通胀回落的背景下,中游制造业的系统性机会仍未出现,仍维持在工业中的两个子行业“军工”的推荐。

主题投资: 北部湾风云再起

香港《南华早报》援引泛北部湾经济开发区管委会副主席陈瑞贤的话报道说,中国中央政府计划未来3-5年内投入1.5万亿元人民币对广西壮族自治区基础设施和公共设施进行大规模开发以促进当地经济增长。他说,广西将成为中国与东盟国家展开经贸联系的桥头堡。中国中央政府未来3-5年内将对广西境内铁路、公路、机场、桥梁、发电场和水库等基础设施进行全面升级,计划投入1.5万亿元人民币巨资支持广西经济发展。

据悉,2010泛北部湾区域经济合作市长论坛主要议题有两个:一是“泛北部湾城市发展的金融支撑问题”,二是“中国-东盟自由贸易区建成后,泛北部湾城市产业发展与合作”,论坛将邀请海内外中国-东盟问题专家,金融、工业、交通、物流等领域的著名专家对两个议题进行专题研讨。

我们认为在事件的刺激下,相关上市公司在利好消息的刺激下,可能会迎来交易性机会。主要从两个议题的内容方面来把握:

1、泛北部湾城市发展的金融支撑问题的探讨有利于本地金融企业的发展,相关参股金融企业的上市公司也会受益。建议关注位居北部湾银行第一大股东的桂冠电力。

2、北部湾的定位是我国与东盟全面合作的重要桥梁和战略枢纽,是我国西南地区最便捷的出海大通道,是我国走向东盟、走向世界的重要门户,我们长期看好本区域的港口、物流和交通运输,相关上市公司如北海港、五洲交通长期受益。综合考虑,建议关注北海港和桂冠电力。

主题投资: 自然灾害后重建带来的机会

从我国的历次灾害影响来看,重大的自然灾害一般都会在短期内会导致股市下跌,特别是部分直接受损的行业和上市公司。在救灾和灾后重建的过程中,一些行业与公司会获得一定的新增需求,提升短期内的业绩,带来一定的投资机会,形成股市短期内的投资热点。我们策略组2010年6月1日对于防汛抗洪主题做了专题报告《从大禹治水到“智慧补天”》。

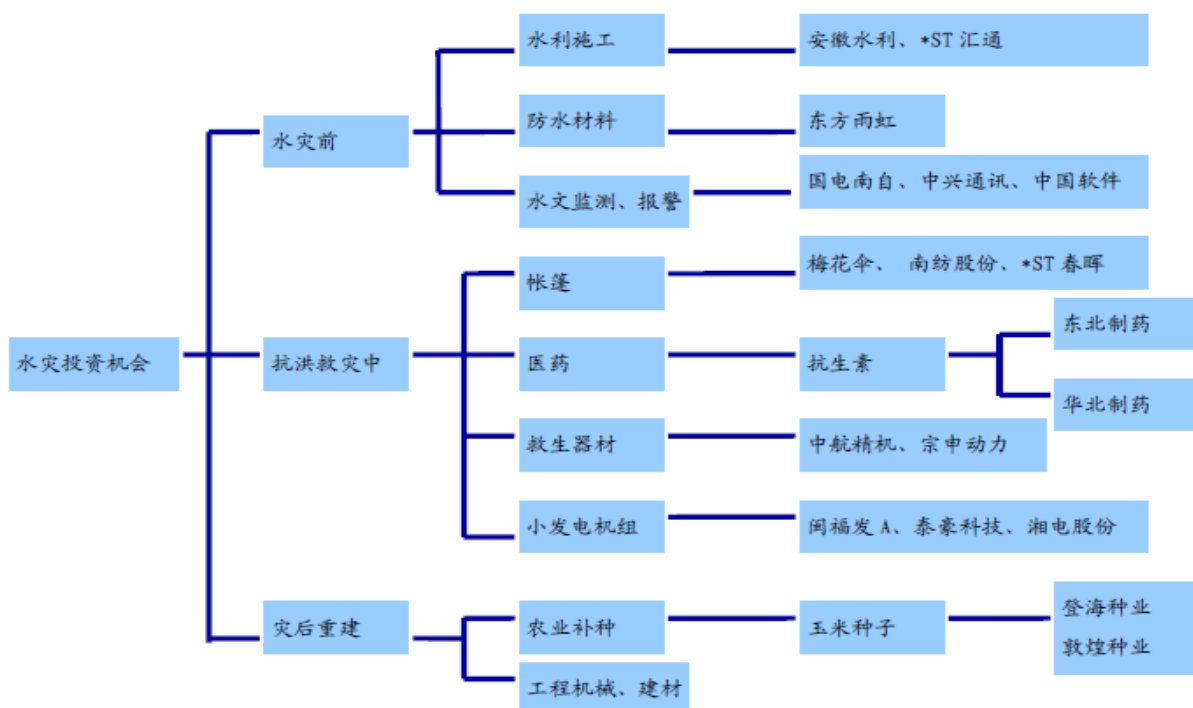
根据洪灾发生的时间顺序,受到正面影响的市场效应可划分为灾前防御、抗洪救灾和灾后重建三个阶段:

在灾前,主要是防汛工作,重点在于水利设施的施工、水文监测预警系统,安徽水利、*ST 汇通等水利施工企业,以东方雨虹为代表的防水材料生产商,国电南自、中兴通讯、中软股份等信息技术服务商都受益于政府水利基础设施的投资。

在抗洪救灾过程中，涉及的企业较多：首先是水灾发生之后急需的救生器材和帐篷、舟桥设备，如中航精机在救生系统工程技术开发和应用方面领先市场、宗申动力在高速艇（冲锋舟）的发动机生产较具优势；其次，每次大的自然灾害，除了对受灾人员的医治外，在灾后各类疫病的防治都是灾后重建工作的重点之一。止血药、血液制品等伤科用药、各类抗感染药物及疫苗、常见病（如感冒、腹泻）等治疗药物和医疗器械生产厂商将可能从中受益。其中，抗生素类医药需求量较大；最后是发电机组设备，用于排水和临时性照明之用。

对于灾后重建，主要是工程机械、建材受益，但总体受益程度不明显；由于水灾多发生在夏季，水灾之后还存在着玉米补种的机会，因此会对玉米种子产生较大的需求。

表 6 自然灾害期间股市的行业表现



数据来源：华泰联合证券研究所

二、行业研究视角

农业：A 股食用油投资机会渐为人识

拥有数千亿市场的食用油行业一直缺席沪深 A 股市场，但随着东凌粮油和西王食品的重组上市，食用油的投资机会逐渐为投资者所认识。

全球市场：09 年全球植物油产量达到 1.37 亿吨，主要由棕榈油（34%）、大豆油（27%）、油菜籽油（16%）和葵花籽油（8%）构成。最近十年全球食用植物油产量增速为 4.8%，其中棕榈油是明星品种，增速达 7.55% 远超其他油种。但 09/10 年度，增产的主要来源将来自大豆油。原因是全球大豆将增产 20% 以上（其中阿根廷、巴西和美国的增产幅度分别为 2000、1100 和 1000 万吨）。

中国市场：中国食用油消费量增速达到 10%，但是自产油料（大豆、花生、油菜籽等）的增长已经陷入停滞。因此，不断增长的食用油消费需求主要依赖进口油料和油脂来满足。目前我国消费量最大的两个油种大豆油（占 40%）和棕榈油（占 24%）对外依存度分别高达 80%和 100%。未来，我国的新增需求仍需依赖增加进口满足。其中，大豆和棕榈油将是我国进口的主要增长点。

豆油行业：大豆加工量快速增长，价格将在下半年反弹。全球大豆产量将从 08/09 产季的 2.1 亿吨增至 2.55 亿吨，其中，而中国大豆产量将有所降低。预计中国的大豆进口量将从去年 4250 万吨的基础上增长 18%至 5000 万吨，国内大豆压榨业面临持续的扩容机遇。下半年大豆价格或将在小麦价格高涨的带动下进入上涨期，由此改善大豆压榨行业的盈利空间。我们推荐东凌粮油，主要原因是该公司具有规模优势、成本控制能力较强且套保经验丰富，具备长期发展潜力。一旦豆类价格上涨，公司也有望通过套保获得最大收益。目前我们给予公司的投资评级为“增持”，对于公司 10-12 年的 EPS 预测为 0.67 元、0.89 元和 1.18 元，并且指出大豆价格每上涨 100 元/吨，公司的压榨利润将增长 5 元/吨，在 165 万吨的压榨量下，新增公司盈利约 825 万元，折合 EPS 约 0.037 元。

玉米油行业：增速迅猛，品牌化进程方兴未艾。玉米油行业目前基数较低，仅占食用油消费总量的 2%左右，但却是增速最快的子行业，近 5 年的平均增速超过了 30%，预计未来仍将维持 20%以上的增速水平。行业的品牌化竞争正方兴未艾，品牌商金龙鱼、福临门以及生产商西王食品（西王）、三星油脂（长寿花）均加入了小包装品牌的竞争中。我们看好西王食品所做的品牌化努力，并且认为这种努力将会转换为公司价值的提升。长期而言，“西王”品牌未必能在全中国范围内的竞争中胜过“金龙鱼”、“福临门”等强势品牌，但是“西王”品牌将依托公司在生产、原料以及集团支持方面的优势，至少在玉米油品牌之林中占据一席之地。一旦这个目标得以达成，那么公司价值将得到明显提升，同时，公司也存在向其他食用油及消费品领域拓展的可能。我们预测的公司 10-12 年摊薄后的 EPS 为 0.69 元、0.85 元和 1.08 元，投资评级为“买入”。

银行：银信合作新规实质影响不大

事件：媒体报道，银监会下发规范银信合作的最新文件。文件主要内容：1）对于存量的银信理财合作融资类资产要求在今、明两年转进表内，并按 150%的拨备覆盖率要求计提拨备，同时大型银行按 11.5%/中小银行按 10%的资本充足率计提资本。2）银信理财合作融资类业务实行余额比例管理，融资类业务比例不超过 30%。（类似存贷比指标，时点管制）3）信贷理财产品的期限不得低于一年，不能为开放式。

点评：

- 1）银行信贷资产通过银行合作转换成理财产品，这种业务短期内将难发展。
- 2）对流动性影响不大。存量部分，预计银监在回表后会适当放松贷款额度限制，预计今年回表 5000 亿-8000 亿；增量部分，银行未来无法通过信托理财增加贷款，但市场已有预期，同时预计下半年银监的信贷规模控制不会比上半年严，相机抉择的可能性大。
- 3）对银行利润影响在 2.5%以内。我们用 09 年的数测算，我国银行业个人理财产品

的全部收入占银行中间业务的比例在 15%-25%之间，对税后利润的贡献在 1.8%-2.8%之间。考虑到今年该业务增长较快，但同时银信合作理财产品只是个人理财产品的一部分，所以我们预计银信合作理财业务对 10 年全行业的税后贡献在 2.5%以内。所以，即使银信业务全部停掉，对银行利润影响很小。

4) 回表后，计提拨备对利润无负面影响。银信合作业务的标的绝大多数是优质的信贷资产，回表后计提 1%左右的组合拨备，同时该类理财产品的付息率要高于同期存款在 1%以上。所以，回表后的利差扩大能弥补拨备的增加，对利润无负面影响。

5) 回表后，核心资本充足率下降 0.14%左右，影响小。我们假设 10 年回表 6000 亿元左右，用 10 年 6 月末数大致估算，预计对银行业核心资本率的影响在 0.14%左右，我国银行业的核心资本充足率从 9%（10 年 6 月底数）下降到 8.86%左右。

6) 对资本市场的影响，取决于市场情绪。前面分析表明，该文件对银行业短期的实质影响很小，在市场乐观时，对市场没有什么影响。如果市场情绪转悲观，可能会比较负面解读该消息，对银行股造成一定压力。

家电：青岛“两海”最受益家电下乡

总量：维持“家电下乡销售进入平稳增长期”观点。家电农村销售由 09 年和 10 年一季度的“高速增长期”步入 10 年二季度以来的“平稳增长期”。我们预计 2010 年销量和销售额将分别超过 7000 万台和 1500 亿元，同比增长分别超过 100%和 130%。销售额预测略有上调（上次预测是 1400 亿元），主要是销售均价上涨超预期和对新增品种销售的乐观估计。

子行业特点：冰箱进入农村快速普及阶段。（1）冰箱仍最受益：冰箱在农村市场进入了快速普及阶段（未来 4-5 年时间），直到普及率达到 80%以上。（2）彩电是第二受益品种，更新换代现象显著，在节假日如国庆节、春节期间将有超越冰箱的表现。（3）洗衣机稳步普及，速度逊于冰箱。（4）空调今明两年难有较大起色，冰洗普及后更多机会在空调。（5）热水器在农村市场的突出表现值得市场关注和进一步跟踪。

区域角度：农村市场有潜力，农业大省销售稳定。近 2 年前八大农业大省均保持了较强的家电消费能力。补贴政策有规模效应，农村人口越多的地区政策效果也越好；农村收入处于全国中等水平（年人均现金收入 6000 元左右）对家电的需求相对最大。广西、江西、陕西、山西（四西）有望成为家电下乡新的增长区域。

投资标的：青岛“两海”受益最大。综合考虑农村市场前景、行业龙头地位、下乡政策受益品种占公司业务比重、公司治理及品牌影响力等因素，我们建议关注青岛海尔（600690）和海信电器（600060）的长期投资机会。冰箱和彩电是下乡政策最受益品种，海尔、海信电器在此两个子行业中市场份额均为第一。海尔在产品结构、农村渠道等方面均具最佳优势。海信电器受益农村彩电消费升级，有望进一步提高农村市场份额。

保险：政策的细化

2010 年 8 月 11 日，保监会公布了“关于调整保险资金投资政策有关问题的通知”。该通知是在《保险资金运用管理暂行办法》的基础上，对投资范围、投资比例做出进一步的细化规定，最重要的有 3 点：

1、对保险公司可投资的有担保债券及无担保债券的品种、信用等级和比例作了细化规定，投资限制放宽。

2、《暂行办法》中规定投资股票和股票型基金总和不超过总资产 20%，“通知”在原规定基础上，进一步规定股票、股票型基金加货币型基金合计不超过总资产 25%。

3、细化了保险公司投资于境外市场和香港市场的品种和比例限制。

我们的观点，“通知”是在《办法》的基础上，对投资范围和比例限制做进一步的细化，增强了可操作性。从投资者的角度来说，对保险公司估值起到显著性影响的还是要关注债券投资和权益投资。债券上，最重要的是下调了对可投资企业债券的信用等级要求。权益投资上，增加了考虑货币型基金后的投资比例不超过总资产 25%的要求。

仍维持之前的观点，“通知”的风格仍是对投资限制的松绑，它只是在《暂行办法》的基础上进一步的细化，长期来看对保险公司投资是利好；但短期并不会对保险公司的投资行为和公司估值产生影响。

三、行业推荐个股评价

ST 汇通 (000415): 蛟龙出海、借基生财

ST 汇通在 8 月 6 日召开了股东大会，高票通过了渤海租赁和 ST 汇通的资产重组，渤海租赁极有可能成为 A 股市场第一家上市的租赁类企业。我们认为换股增发后的渤海租赁极具投资价值，给予首次“买入”的评级，合理估值为 14.47—15.85 元，对应 2010 年 2.1—2.3 倍 P/B。主要观点如下：

1、公司目前股价具有较高的安全性：

A. 公司的大股东用几乎现金的方式注入 ST 汇通，其最终投资 ST 汇通的成本都将至少达到 9 元每股，同时海航实业的成本更高，大多数投资者还需要承担 3 年的锁定期。

B. 公司换股后的相对估值较低，目前 P/B 只有 1.49 倍，到今年年底只有 1.44 倍，安全边际充分。

2、未来 3 年确定性较高的高增长：

我们预计公司在未来的三年内，都将保持在一个高速的增长阶段，在不考虑融资的情况且只考虑传统业务模式的情况下，预计 2010 年、2011 年及 2012 年公司的盈利将达到 3.2 亿、5.1 亿、6.6 亿元左右的水平，折合每股 0.33 元、0.52 元、0.68 元。其中 2011 年与 2012 年的盈利增速分别为 59%和 30%，即便是看 P/E 也同样支撑目前的股价。

3、行业定价权的先机已占——未来盈利新增长点

对于整个租赁行业而言，其业务的发展都离不开大量的资本金，自有资本金的多的公司必然拥有更大的话语权。因此我们可以预计公司至少在未来的 2-3 年内都需要进行增发融资。

4、再融资对于投资角度的思考

- A. 公司未来的发展在融资之后将占据明显的优势地位, 公司有望迅速成为整个租赁行业的垄断寡头, 从而拥有行业定价权。
- B. 公司为了达到业绩高速增长的目标, 我们预计其极有可能对管理层采用股权激励等方式进行激励。
- C. 持续性的再融资将是公司保持在一个较低的 P/B 的水平, 对于一个金融企业来讲, 较低的 P/B 一直是其股价推动和安全边际寻找的重要支柱, 将为公司带来明显的安全性。
- D. 公司再融资之后对于业绩并无摊薄之虑。

风险提示: 如果公司未能取得最终证监会的批准, 我们的假设均不成立。

福耀玻璃 (600660): 出口复苏, 稳健增长

2010 年上半年实现营业收入 38.8 亿, 同比增长 52.8%, 实现税后净利 8.8 亿元, 同比增长近 300%, 合计每股税后盈利 0.44 元, 其中 2 季度单季经营性盈利 0.22 元, 符合预期。

上半年由于国内汽车销量的大幅增长和出口贸易在低基数基础之上的强劲复苏, 营业收入同比快速增长, 其中国内收入同比增长了 57%, 出口同比增长了 41%, 其中我们估计后服务市场和 OEM 市场分别增长了 10%和 35%。

毛利率同比增加了 2.42 个百分点, 但汽车玻璃的毛利率下降了 1.7 个百分点, 主要是由于汽车玻璃销售占比继续攀升, 综合毛利率得以能够进一步提高。汽车玻璃毛利率下滑的原因可能包括: 燃油成本相对上升; 人民币升值; 以及随着产能扩张, 公司有更多余力满足自主品牌汽车的配套需求, 毛利率结构性下降。

资本支出规模的持续收缩和良好的经营现金流助公司进一步改善财务状况, 资产负债率在多年里首次下降到 50%以下的水平, 预计未来几年公司将继续压缩负债规模, 以减轻财务费用压力。

3 季度国内汽车产销规模的下降会对公司营收造成短期压力, 预计至迟 4 季度国内市场将重现产销两旺局面。此外, 海外汽车市场在 2010 年上半年持续复苏, 但进入 7 月后, 增速开始明显放缓, 而在政府撤回“旧车换新车”计划以后, 欧洲汽车市场已经连续 3 个月同比下滑, 海外汽车市场的整体复苏势头仍然缓慢且多反复。从成本角度考虑, 下半年原料成本的压力估计较上半年会稍大一些。

预计 2010 年全年将实现约 75 亿元销售收入, 其中国内汽车及浮法玻璃销售合计约 49 亿元, 维修市场出口 13.6 亿元, OEM 出口增长 50%达 12.1 亿元, 我们预测 2011 年营业收入的综合增长率为 15.4%至 86.8 亿元, 毛利率大致可维持上半年水平。预计 2010 年和 2011 年分别可实现每股税后溢利 0.85 元和 1 元。

维持“买入”建议, 主要的理由或逻辑是: 未来几年, 行业需求的增长仍然可期; 进入新的目标市场 (主要是自主品牌乘用车) 进展顺利, 国内部分的销售在 2011 年可能超出预期; 海外汽车销售的回暖出现反复, 但在 2011 年进一步转好的概率较大, 出口业务可能在 2011 年超出我们预期。相对而言, 估值水平仍然十分安全。

贵州茅台 (600519): 消费税率下降推升业绩增速, 预计下半年量价上升

贵州茅台 2010 年上半年实现每股收益 3.28 元, 基本符合预期。公司营业收入为 55.46 亿元, 同比增长 18.78%; 营业利润为 43.81 亿元, 同比增长 12.18%; 归属于母公司的净利润为 30.99 亿元, 同比增长 11%, 增速较一季度有所提升, 基本符合我们的预期。

上半年销量增速偏低, 预期未来增速将上升。公司今年上半年收入同比增长 18.78%, 而由于公司今年初提价 13%, 公司高度茅台酒的销量增速应该低于 10%。而据我们了解贵州茅台市场需求较为旺盛, 公司实际的供应量偏低导致产品的销量增速较低, 我们预计随着公司之前新建产能的逐步释放, 未来茅台酒产量和销量增速都会逐步上升。

提价推升上半年毛利率, 下半年存在继续提价的可能性。公司今年上半年毛利率达 91.36%, 较去年同期上升 1 个百分点。毛利率上升的主要推动因素是公司今年初提高产品出厂价 13%。从近期的市场销售情况看, 53 度茅台的终端零售价已经超过 900 元, 而出厂价仍为 499 元, 其出厂价和零售价之间的价差在各高档白酒中最大的, 同时目前市场上茅台酒仍处供不应求的状况, 我们预期公司今年底仍有可能提价, 推动毛利率提升。

产品销售结构的变化推动消费税率恢复到较为正常的水平, 推升业绩增速。由于 1 季度高价位酒销售比重较大, 1 季度主营税金率高达 17.9%。2 季度随着低价位酒销售的上升, 公司的主营税金率恢复到 13.04%。我们预计按照消费税新政, 公司正常的主营税金率在 13-14%。预计全年将保持在 14%的水平。

公司内部控制较好, 各项费用率均下降。今年上半年公司的销售费用率为 4.78%, 较去年同期下降 0.91 个百分点; 管理费用率 8.51%, 较去年同期下降 0.15 个百分点。预计公司未来将继续通过加强内控, 降低费用以提高盈利能力。

盈利预测和投资建议。我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 5.58、6.78 和 8.29 元, 对应的 PE 分别为 26、21 和 17 倍, 处于历史相对低位, 鉴于公司业绩长期的稳定增长能力, 我们维持公司买入评级。

航民股份 (600987): 淘汰落后产能实则利好公司

事件: 今日公司发布澄清公告, 指出 2010 年 8 月 8 日, 工业和信息化部向社会公告了 18 个工业行业淘汰落后产能的 2087 家企业名单, 其中涉及公司两家控股子公司——杭州航民美时达印染有限公司淘汰煮漂机 1 台、丝光机 2 台、染色机 3 台, 淘汰产能约占该企业现有生产能力的 15%; 杭州航民达美染整有限公司淘汰染色机 30 台, 淘汰产能约占该企业现有生产能力的 13%。本轮淘汰落后产能属于企业正常技改, 对上述两家公司的生产经营无明显影响。

评论

事件的起因, 按照《国务院关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》(国发[2010]12 号)和《国务院关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》(国发[2010]12 号)要求, 工业和信息化部于 2010 年 5 月 26 日向各省、自治区、直辖市人民政府下达了 18 个工业行业——包括钢铁、水泥、有色金属、化工、制革、印染、化纤等——2010 年淘汰落后产能目标任务, 由各省市将目标任务分解到县、

市，落实到具体企业，于7月份在当地媒体公示，同时采取综合措施保证公示的落后产能在9月底前全部关停。该名单中提及公司两个主要印染子公司达美和美时达的产能分别为4878万米和3800万米，合计占到公司总印染产能的约11%。

但据了解，公示所提及的产能实则为技改升级产能，技改后产能的生产工艺水平属业内领先，不属于被淘汰落后产能范畴，此次工信部统计的数据有误。公司拥有8亿米印染生产能力，印染规模和技术在业内为领先水平，产品定位中高端，是国内印染龙头企业。今年上半年印染业务实现收入达7.2亿元，同比增长18.66%；营业利润率达到18.45%。

我们认为，政府加强淘汰落后产能的行为实则对公司经营有利。此次公示名单显示，浙江省淘汰的落后产能合计达到21.48亿米，占到公示淘汰总产能的约56.3%、行业协会规划的重点淘汰产能的约28.64%，是力度最大的地区之一。与此同时，浙江省新增的印染产能已经在逐渐减少，未来该地区行业集中度的提高将是必然，而集中度提升对于公司来说是绝对利好。

经营层面看，相较于往年，公司业务调整力度在今年明显加大，包括收购了无纺布业务、增加运输能力、提高对海运公司的控股比例、拟对织造布业务进行技改、取消染化料业务同时增加印染产能等，反映出其着重优化产业结构、提升盈利能力、规避劳动力成本上涨风险等意图。

基于此，我们认为公司的业绩有望登上新台阶，除了传统印染业务的盈利能力得以保持外，无纺布、织造布和运输业务等均有望成为新的利润增长点。公司具备一定议价和提价能力、投资安全边际较高。通过产品结构调整带来印染加工费均价上行、进而支持毛利率的稳步提升是大概率事件。预计2010、2011和2012年公司EPS分别为：0.53元、0.61元和0.73元，对应当前股价分别为16倍、14倍和11倍，在当前纺织服装行业中属较低估值，给以买入评级。

合肥百货 (00041): 白玉无瑕

公司今日公布2010年中报，上半年收入36.3亿元，同比增长20.35%，归属母公司净利润1.12亿元或EPS=0.2325，同比增长44.66%；扣非后EPS=0.2415，同比增长79.29%。公司中报业绩靓丽，即便剔除收购少数股东权益增厚部分，我们测算业绩增长也在60%左右，符合我们预期。

公司自去年三季度通过非公开增发理顺少数股东权益以来，业绩释放动力明显增强、靓丽业绩不断，已然成为零售公司中的白马典范。公司在收入增长、费用控制、信息披露等各方面的优异表现完全可以白玉无瑕形容。

公司百货门店（含家电）实现收入25.05亿元，同比增长23.2%，我们测算剔除去年年底新开的蚌埠合百商厦后，百货老店同店增长在15%左右；百货（含家电）毛利率由去年同期的15.44%降至14.51%，我们预计毛利率下降主要受促销力度加大及新开门店拉低毛利所致。

公司超市业态上半年新增7家门店，实现收入9.54亿元，同比增长14.5%，毛利率由11.80%升至12.27%。CPI上涨及公司在超市经营的努力（如加大源头采购力度、实现农超对接、扩大自营自采买断比例等）均对毛利率上升产生贡献。

公司外延扩张又有动作，募投资金项目巢湖百大购物中心前期各项工作进入收尾阶段，预计“十一”前可正式开业运营，前期一直停滞的肥西百大购物中心项目破土动工。

公司延续了良好的费用控制水平，上半年管理+销售费用仅增长 7.1%，两项费用率由去年同期的 12.19% 降至 10.85%，是公司上半年业绩增长的重要因素。

我们根据中报略微上调公司业绩预测，预计 10 年增发前实现净利润约 2.62 亿元或原股本下 EPS=0.55 元。若年内完成增发后，10 年净利润约 3.05 亿元，10-11 年按增发后股本计算 EPS 分别为 0.54、0.70。根据华泰联合最新股票评级标准，维持公司买入评级！

龙溪股份 (600592): 特种关节轴承决定未来发展

业绩略低预期：上半年公司实现营业收入 3.42 亿元，同比增长 56.02%；归属母公司净利润 4369 万元，同比增长 41.15%；实现基本每股收益 0.16 元，同比增长 32.48%，略低于我们的预期。

轴承业务快速增长，齿轮与变速箱业务快速恢复：得益于工程机械及重型汽车，以及出口的恢复，公司轴承业务呈现产销两旺的局面。报告期公司轴承业务收入为 2.52 亿元，同比增长 46.44%。随着公司在齿轮与变速箱领域新客户的开拓，以及下游需求的恢复，齿轮与变速箱业务收入为 7560 万元，同比增长 120.46%。

综合毛利率略有下滑：上半年公司综合毛利率为 28.6%，同比下降 1.16 个百分点，主要原因有：一是钢材价格、人工成本的上升以及永安轴承部分产品价格下调；二是由于齿轮及变速箱业务快速恢复，导致收入占比提升了 6%，但该产品毛利率较低，因此拉低了综合毛利率。

特种关节轴承项目进展顺利：09 年公司决定投资 2.36 亿元建设特种关节轴承项目，截止到本报告期，公司已经完成投资 4690 万元（其中，约投入 2850 万元用于厂房等基础设施建设，在蓝田一厂区建造一座三层厂房，在母公司延安北厂区破土动工新实验中心的建设工程；此外，投入约 1840 万元用于购置部分生产设备、检测设备和其他辅助设备），约占总投资的 20%，报告期内上述项目已经产生 1325 万元利润。

看好特种关节轴承项目发展前景：特种关节轴承在航空航天、新能源、轨道交通、钢屋架结构、重载汽车等领域均有广泛的应用。特别是随着我国大飞机项目的不断推进，相关配套产品将陆续进入供应商资格认证阶段，而一直以来公司都与中航工业集团在业务上有着密切的交流，若公司能通过该供应商资格认证，将对公司发展形成长期利好。

盈利预测与估值：我们维持 2010-2012 年公司 EPS 0.38、0.57 和 0.76 元的预测，以及“买入”投资评级。

风险提示：工程机械、重型汽车等主机市场需求下滑；人民币升值。

民生银行 (600016): 结构调整逐渐在报表中体现

贷款收益率上升快。民生银行 2 季度净利息收入环比增加 9.7%，而贷款同比增速仅为 1.9%，表明贷款收益率上升较快。2 季度净息差环比上升 8 个 BP，而这是在去年

4 季度和今年 1 季度快速上升的基础实现的，保持了良好趋势。由于民生银行 2 季度非信贷资产同比上升 20%，净息差环比主要源于贷款收益率的快速上升。贷款收益率连续 3 个季度上升，表明民生银行客户结构调整已逐渐在财务报表上体现。

手续费净收入保持较快增长。2 季度手续费净收入 24.5 亿元，在 1 季度大幅增长的基礎上，环比增加 19%，超出我们预期。其中，顾问和咨询费增长较快。

不良净生成低，拨备和费用支出符合预期。10 年上半年民生银行年化的不良净生成率仅为 0.07%。单季度信贷成本 0.73%，符合预期，未通过拨备调节利润。民生上半年成本收入比 38.38%，符合预期，费用比例能否适当下降，尚需观察。

不足：贷款增速较慢。2 季度贷款同比增速仅为 1.9%，该行近期贷款增速低于行业平均水平。

投资建议：预计民生银行全年利润 159 亿，EPS 为 0.6 元，对应 10 年 PE 和 PB 分别为 9 倍和 1.38 倍，给予买入评级。推荐逻辑：民生银行客户结构逐渐向中小企业、民营企业转移，业务结构也倾向“商贷通”等高收益的产品。这种调整有助于提高贷款收益率，并且已逐渐在财务报表中体现。长期较低的 ROE 和 ROA 使其估值处于银行业的中低端，而客户和业务结构调整使其长期盈利能力会逐渐提高，使其估值向银行业平均水平靠拢。

威孚高科 (000581): 超预期将是下半年的主旋律

2010 年上半年，公司实现营业总收入 26.51 亿元，同比增长 110.18%；实现归属母公司净利润 3.19 亿元，合 EPS 0.56 元，同比增长 263.27%，较之前预告的 0.44 元有明显增长，符合我们的预期。

仔细分析之后，可看到 0.56 元的业绩仍然是非常谨慎的财务政策下的产物。我们认为上半年公司实际盈利应接近 6 亿元，合 EPS 约 1.00 元，当前业绩较之明显偏低主要是由于博世、中联电子一贯谨慎的财务原则和母公司上半年的费用预提造成了利润释放滞后。我们 1.26 元的业绩预测是较为谨慎和保守的，下半年公司业绩可能将持续超预期。

由于 2010 年上半年重卡行业的增长幅度超远正常水平，同时 2011 年固定资产投资增速面临下滑，因此市场对于 2011 年重卡行业增长率并不乐观。但需要指出的是，威孚业绩主要同重卡的半挂牵引车部分相关，并且其有约 30%~40% 的业务属于乘用车，因此 2011 年公司业绩增长无需担忧。

重卡中完整和非完整车市场若 2011 年表现不佳，主要将影响威孚母公司的 PW 泵业务和威孚 DS 的 P 型喷油器业务，我们预计即使该部分表现不佳，对业绩的影响程度也仅在 7,000-8,000 万元左右，合 EPS 0.15 元，程度有限。

我们预计中国商用车国 IV 阶段排放标准实施时间表的出台时间点应在 2010 年下半年至 2011 年初，并且正式实施的时间点在 2012 年的概率较大。由于国 IV 阶段中国重汽加入共轨体系、重型商用车尾气处理产品巨大的市场前景都将令威孚受益匪浅，因此我们认为该时间表的出台将是公司估值进一步提升的重要催化剂。

出于谨慎原则，目前仍维持 2010 年、2011 年 1.26 元、1.62 元的预测，并提示公司下半年业绩存在持续超预期的可能，当前对应 PE 仅为 13.1 倍和 10.2 倍，维持“买

入”评级。

伟星股份 (002003): 融资扩产, 业绩喜人

公司今日发布 2010 年半年报, 显示实现营业收入 7.84 亿元, 同比提升 40.17%; 净利润 9783.15 万元, 同比提升 74.22%; 对应 2.07 亿总股本, EPS 为 0.47 元。公司预计今年前三季度净利润增长在 30%-50%。

上半年业绩显著提升的主要原因在于: 1、收入大幅增长 40.17%; 2、综合毛利率提升 1.95 个百分点; 3、期间费用的有效控制。其中核心钮扣业务是对综合毛利率提升贡献最大的业务。

根据我们前期调研的情况, 国内外服装市场的显著回暖给公司订单回升打下了良好基础, 自 3 月份以来生产已渐旺盛、排期出现 1-2 个月延迟、产能趋于饱和, 造就了公司淡季不淡的局面。相信在接下来的 3、4 季度旺季, 公司的经营情况会更好, 全年收入增长有望达到 35%以上。而在财务数据中, 为了备货而产生的存货和应付项目明显增加也证实了这一点。

在生产成本上升的背景下, 公司一方面采取成本加一定利润率的定价政策、另一方面也适当提价, 保证了利润率的稳步提升。同时公司继续保持了重视成本控制、应收账款回款风险控制的优良传统, 一年期内应收账款占比继续提升至 98.13%, 且经营性现金流充裕, 经营稳健。

近几年来, 诸多国际知名服装、鞋帽品牌逐渐将生产基地和销售中心转移到国内, 形成对高档钮扣、拉链等辅料采购的巨大需求。为满足客户美观多样、个性化、时尚高档等需求, 公司着力提升高档钮扣、拉链的生产和销售占比。计划拟以现有总股本 2.07 亿股为基数, 按不超过每 10 股配 3 股的比例向全体股东配售人民币普通股 (A 股) 股票, 可配售股份共计不超过 0.62 亿股。配股募集资金拟投资于高档钮扣和拉链产能扩建项目, 预计将新增 21 亿粒高档钮扣产能和 3.82 亿条高档拉链产能。

根据公司订单回升和融资扩产的情况, 我们上调公司盈利预测。预计 2010-2012 年公司收入分别为: 18.94 亿元、24.36 亿元和 31.29 亿元; 净利润分别为: 2.47 亿元、3.26 亿元和 4.25 亿元; EPS 分别为 1.19 元、1.57 元和 2.05 元; 对应当前股价 PE 分别为 20、15 和 11 倍。该估值水平在制造型企业中亦居于较低水平, 给以买入评级。

武汉健民 (600976): 大鹏一日同风起, 扶摇直上九万里

公司经营处于上升通道。公司前身系始建于明朝崇祯年间的全国四大名药店之一——叶开泰参药店, 至今已有近四百年历史。2005 年取得公司控股权后大股东华立集团逐步整理公司管理架构, 完善营销渠道建设, 近年效果显现。2007 年以来公司利润增长迅速, 公司未来发展向好。

体外培育牛黄产业迎来发展拐点。公司参股 39%的大鹏药业独家生产的国家中药一类新药、国家重大技术发明、国家重点新产品——体外培育牛黄, 是我国建国以来获得荣誉最高的中药一类新药。去年健民大鹏首度实现盈利 717 万元, 综合大鹏药业和牛黄产业的发展趋势, 我们判断大鹏药业极有可能在今年实现大幅盈利, 并从此进入快速发展轨道。

小金胶囊高增长，变身崭新“发电厂”。小金胶囊 2009 年销售额增长 340%，达到 1400 余万元，按照销售额增长趋势并结合市场容量判断，我们预计该品种今年销售额增长可以达到 100%。儿科 OTC 用药龙牡壮骨颗粒和健脾生血颗粒是公司长期以来的主要利润来源，2007 年以来保持稳定增长态势。

参股公司江通动画有望上市。公司持有股权的江通动画股份有限公司是网上世博湖北馆制作者，动漫产业属于当地政府重点扶持的文化创意产业。江通动画 2009 年净利润达 4000 万元，有望登陆创业板。而一旦江通动画上市成功，将为公司带来较为可观的投资收益。

大股东增持凸显对公司发展信心。武汉健民大股东华方医药于 2010 年 5 月 21 日-7 月 2 日期间通过上海证券交易所交易系统以竞价交易方式累计增持公司股份 3615503 股，占公司总股本的 2.36%。我们认为大股东增持公司股份凸显了对公司发展的信心。

盈利预测：根据我们测算，公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.50、0.69 和 0.97 元，公司主营业务呈现良好增长趋势，参股公司健民大鹏药业已经出现经营拐点，体外培育牛黄产业在政策扶持下有望出现高速增长，在不考虑江通动画可能带来额外收益的前提下，根据公司发展趋势，我们认为公司合理价值区间为 20.70~22.73 元，首次覆盖给予“买入”评级。

宇通客车 (600066): 行业复苏带动业绩高增长

2010 年上半年公司销售客车 16,983 台，实现销售收入 55.25 亿元，归属母公司净利润 3.62 亿元，合 EPS 0.70 元，同比增长 85.7%。收入和业绩大幅增长主要原因一方面是由于 09 年同期基数较低，另一方面是由于二季度销售超预期所致，上半年宇通客车销量同比增长 49.49%。

公司二季度销量较佳主要是由于 5、6 月客车行业整体销量超出市场预期，从市占率来看，上半年宇通仍保持稳定（2010 年 18.37%，同期 18.45%）。全年我们预计宇通可实现销售客车 39,000 台，同比增长 38.4%，与行业增速基本一致。

从产品结构来看，大中轻型客车销量分别同比增长 56.39%、53.08%和 19.41%，产品结构的改善和规模效应的显现，使得毛利率较同期提高了近一个百分点。尽管 10 年上半年的销售收入和大中型客车占比同 09 年下半年基本一致，但由于中高档占比从 71.78%上升至 74.87%，因此在钢材成本涨幅超过 10%的情况下，公司毛利率环比仅下降 0.5 个百分点，基本保持稳定。我们预计下半年客车销售可环比增长 30%，因此，下半年毛利率应可进一步提升，我们预计全年综合毛利率可达 17.59%，同 09 年基本持平。

由于 2010 年客车行业复苏程度超出我们之前预期，同时钢材成本上涨幅度低于之前预期，并且在年内出现明显上涨的可能性较小。因此，我们调高公司的销量及盈利预测，预计公司 2010 年、2011 年分别可实现 EPS 1.62 元和 1.98 元，对应 PE 分别为 11.4 倍和 9.3 倍。考虑到客车行业目前仍属底部复苏过程，未来随着出口的进一步复苏，行业景气度仍有相当的上行空间，因此当前估值水平具有较强的吸引力，维持“买入”评级。

中材科技 (002080): 中报靓丽, 期待 3MW 叶片惊艳亮相

公司发布半年报, 上半年实现营业总收入 10.41 亿元, 同比增长 81.18%; 实现营业利润 1.54 亿元, 同比增长 230.12%; 实现归属于母公司的净利润 8209.16 万元, 同比增长 241.05%; EPS 0.55 元, 符合预期。

营收大幅增长主要是由于: 1、风电叶片产能的扩大, 八达岭和酒泉新建的各 500 套/年 (1.5MW) 产能的生产线分别于 09 年 6 月和 09 年底建成, 因而叶片销售规模较去年同期扩大; 2、覆膜滤料产品销售规模较上年同期扩大, 销售收入增幅 84%。上半年毛利较上年同期提升 2.51 个百分点, 达到 32.9%, 主要是毛利相对较高的风机叶片销售占比提升所致。

目前公司 1.5MW 40.25 米叶片产能 1300 套, 我们估算上半年实现销售近 600 套, 那么 2010 年全年预计可实现销售 1600-1700 套 (通过压缩单个叶片的生产时间, 公司实际产能将超过设计产能)。公司 1.5MW 叶片产品长期质量美誉度高, 价格下行斜率或小于同业竞争者, 并且公司 3MW 叶片产业化速度及规模领先同业 (预计明年二季度建成投产), 通过不断的产品创新和规模效应, 可以保持利润率水平。

覆膜滤料业务全年预计可达 100 万平米, 由于产品成品率大幅提高, 我们估计全年可贡献净利润约 1200 万元。

公司拟非公开发行 5000 万股, 收购风机叶片业务子公司——中材叶片 35.29% 的少数股东权益, 控股比例将达到 89.41%。若按今年三季度末完成增发计算, 预计 2010-2012 年归属于母公司净利润增速分别为 120%、94% 和 18%, 全面摊薄后 EPS 预测为 1.19、2.31、2.73 元, 对应 PE 为 33.9、17.5、14.8 倍。公司 2010-12 年业绩高速增长, 定向增发顺利完成是大概率事件, 进度不影响公司价值, 维持“买入”评级。

公司在 2010-2012 年处于黄金发展期, 虽然 1.5MW 叶片价格可能下调, 但产量依然翻倍增长, 且新产品产业化速度领先同业, 可享受高毛利。公司具备科研院所的背景, 在特种纤维复合材料领域的研发实力国内无出其右, 近年逐渐以市场为导向, 使得科研成果的转化速度加快, 预计汽车发动机复合材料或将成为下一处蓝海。

重庆百货 (600729): 双剑合璧, 谁与争锋

以重百、新世纪 09 年 73 亿和 106 亿的收入规模, 其完全可以成为区域龙头而享有极高渠道控制力。但历史上过度竞争导致双方毛利率明显偏低、重百与新世纪的股权纷争极大影响了公司的经营效率。作为我们最看好的零售白马, 重百与新世纪“双剑合璧”将对公司基本面产生极大改善。

从定性角度出发, 资本市场对于合并后新重百的向好发展没有分歧, 但对于新重百基本面的提升空间、业绩成长性究竟如何仍有疑虑, 此篇报告正是为解此惑而来。

我们看好合并后新重百的第一个理由即为恶性竞争向良性竞争的转变后公司零售业态的毛利率提升, 我们估算以重百和新世纪的区域垄断力及门店定位, 其百货业务 18% 以上的毛利率水平是可以期待的 (目前百货毛利率约在 16-16.5%)。09 年重百和新世纪百货业态收入为 120 亿元, 毛利率每提升 0.5 个百分点, 则增加毛利额 6000 万元, 对应 EPS 增幅为 0.12 元。

老重百与毗邻的新世纪百货可比门店相比，不仅平销平均只有新世纪百货的 54%，人工费率、其他费用率也明显偏高。双方合并后股权纷争对经营层的困扰解除，老重百收入增长和费用控制空间极大。老重百百货平销每整体提升 10%，以目前毛利率水平，则能增加 5900 万毛利额，对应 EPS 增幅为 0.12 元。

重百目前的股价应包含新世纪百货的经营状况，受益于重庆消费的快速增长，我们预计今年上半年重百和新世纪百货收入增长都在 20% 左右，未来几年新世纪的收入和业绩增长超过备考业绩的概率极大。

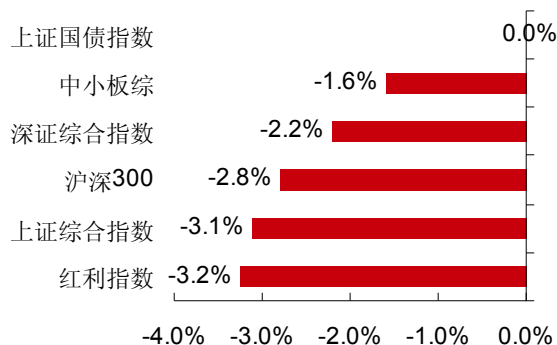
合并后的重百不仅是 A 股中规模仅次于大商股份的以百货为主业的零售企业，也是为数不多的业绩释放动力明确的零售标的，其整合效应、基本面改善等均有超预期的可能。

我们预计公司 10-12 年按合并后股本的 EPS 分别为 1.41、1.96 和 2.60。公司成长性突出，未来两年符合增长率达到 35.8%，PEG=0.98 位于行业估值低端。根据华泰联合证券最新的股票评级标准，我们给予公司买入评级。

五、市场回顾与数据监测

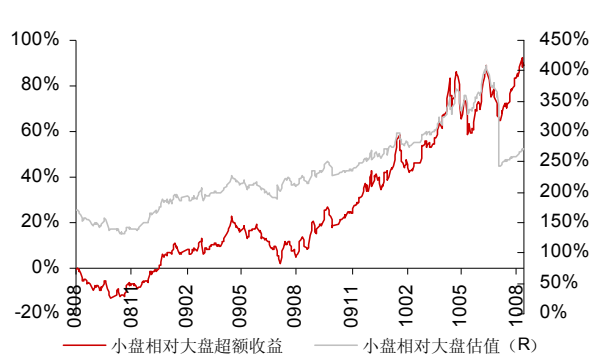
A股市场、行业表现指数回顾

图 13 一周 A 股市场指数表现



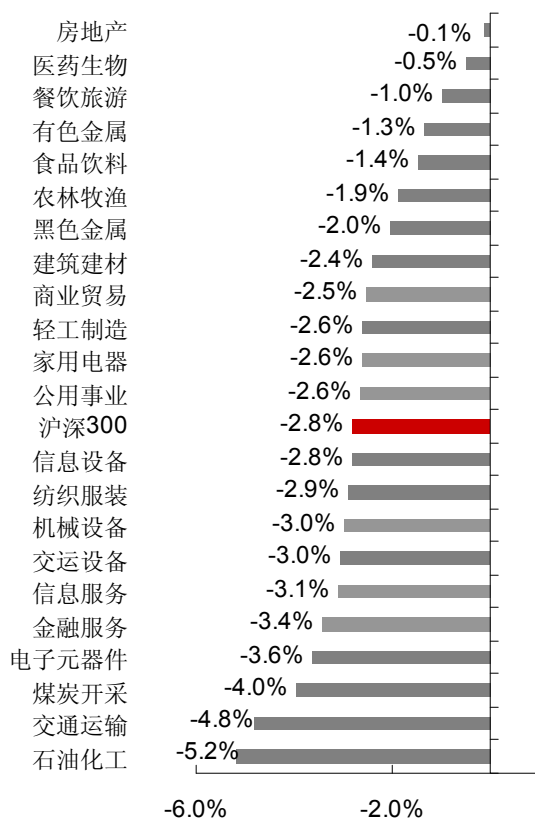
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 14 大小盘股收益及估值对比



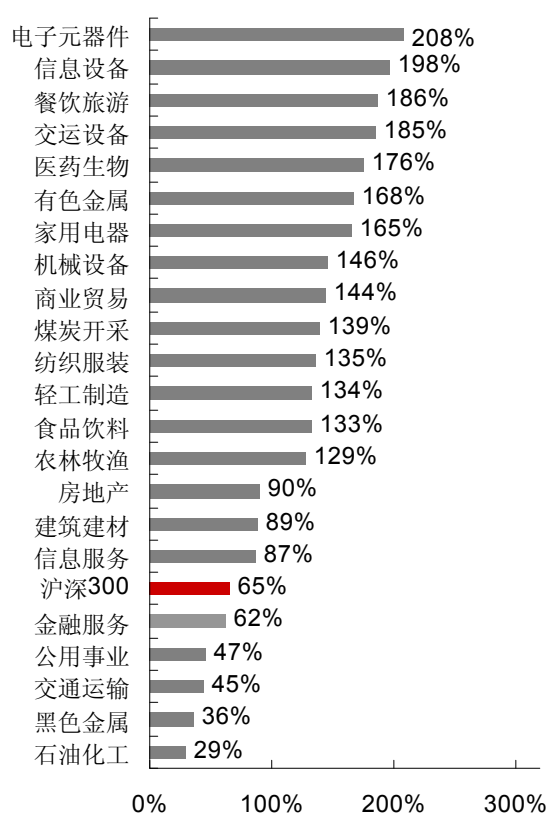
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 15 一周行业涨幅



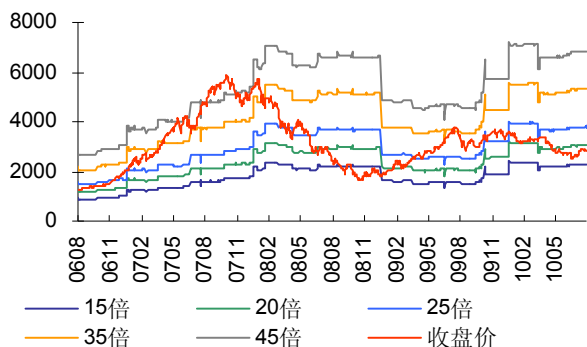
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 16 1664 点以来行业涨幅



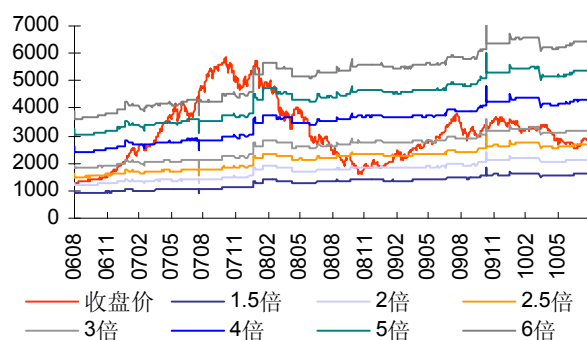
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 17 上周沪深 300 TTM PE 位于 15.8 倍左右



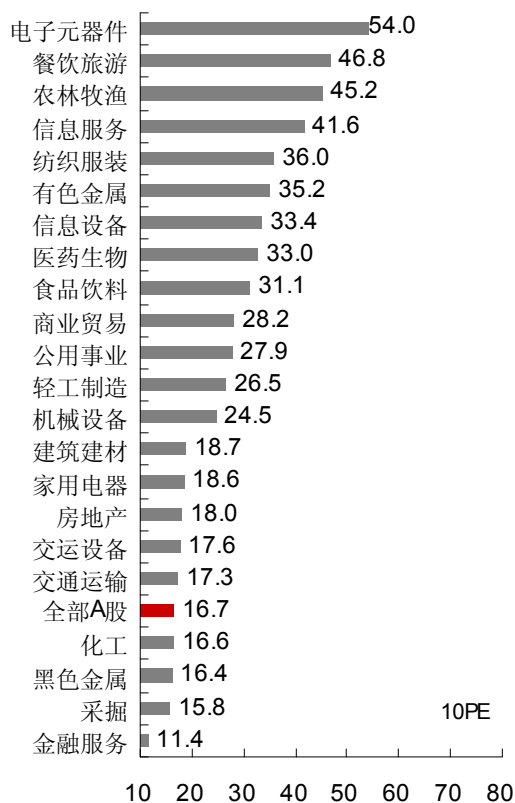
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 18 沪深 300 静态 PB 位于 2.4 倍左右



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 19 2010 年一致预期各行业的 PE 分布



资料来源：朝阳永续一致预期，华泰联合证券研究所

图 20 2010 年一致预期各行业的 PB 分布

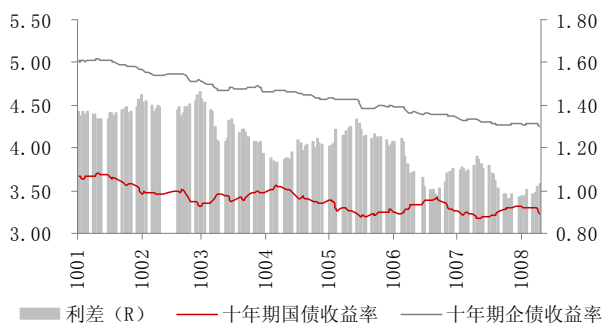


资料来源：朝阳永续一致预期，华泰联合证券研究所

A 股市场情绪跟踪

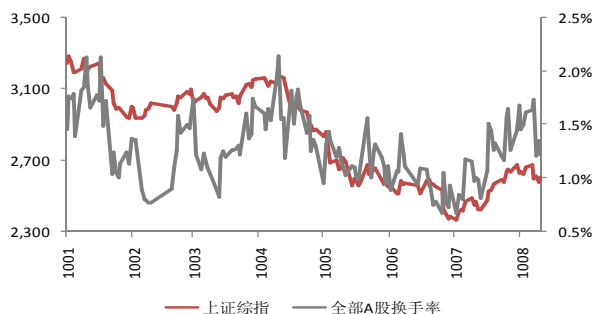
图 21 中国企债国债利差拉大

图 22 美国企债国债利差拉大

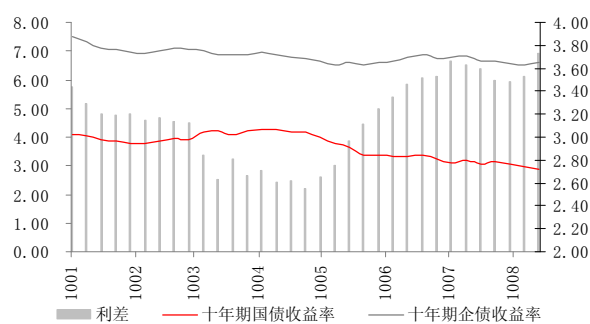


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 23 上证 A 股日换手率下降

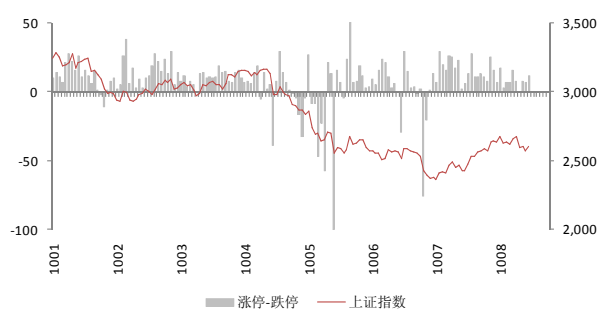


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所



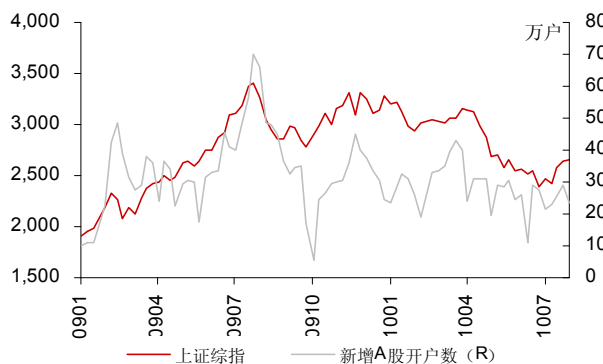
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 24 涨跌停个数显示市场逐渐趋于谨慎



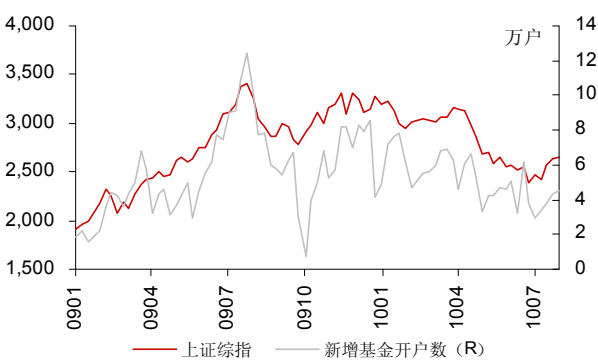
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 25 A 股新开户数



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

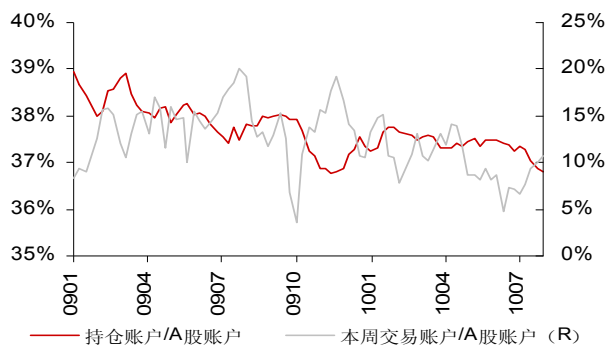
图 26 新增基金新开户数



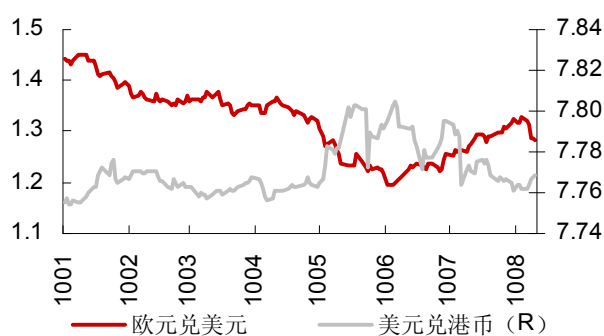
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 27 A 股持仓账户比例持续减少

图 28 欧元兑美元汇率贬值



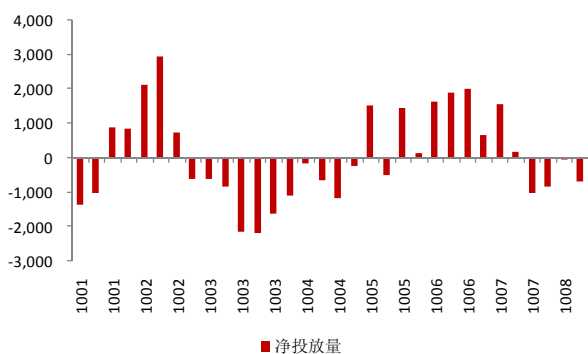
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

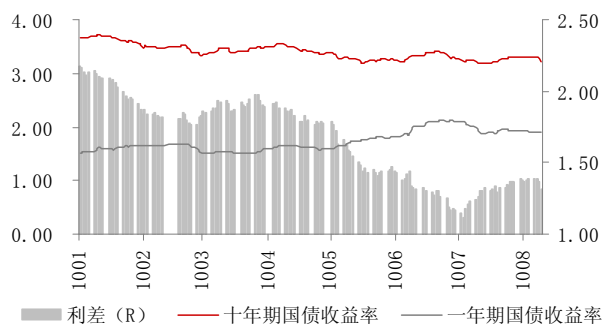
国内重要经济指标跟踪

图 29 央行公开市场操作净回笼 670 亿



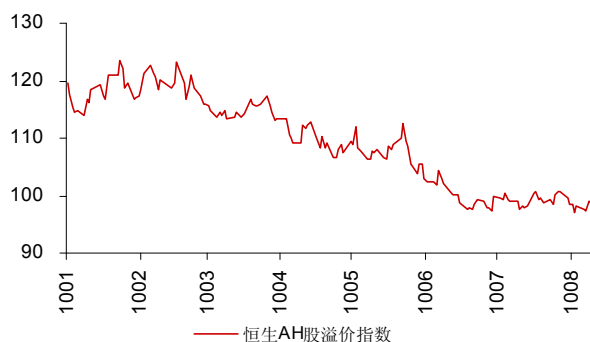
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 30 中国长短期国债收益率



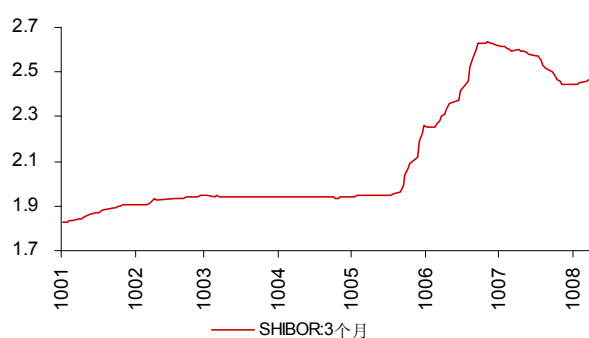
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 31 恒生 A-H 溢价指数



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

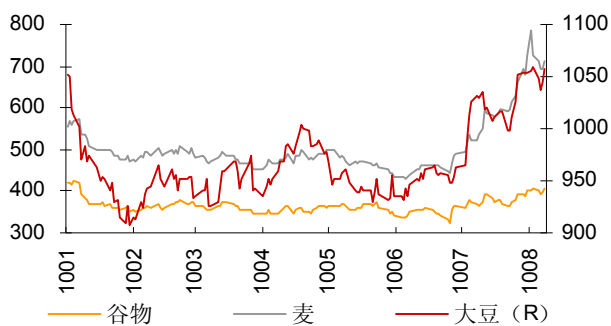
图 32 Shibor3 月利率



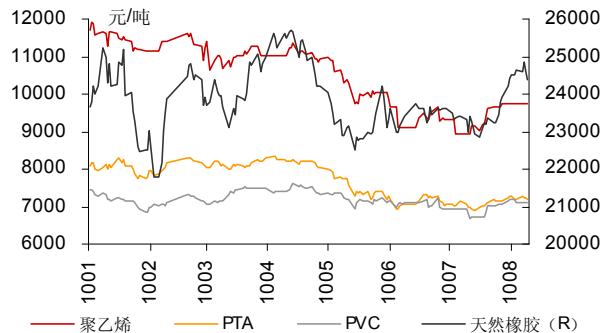
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 33 全球主要农产品期货价格

图 34 主要化工品期货价格

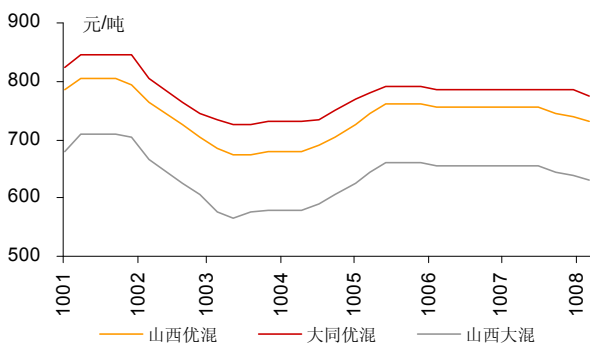


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所



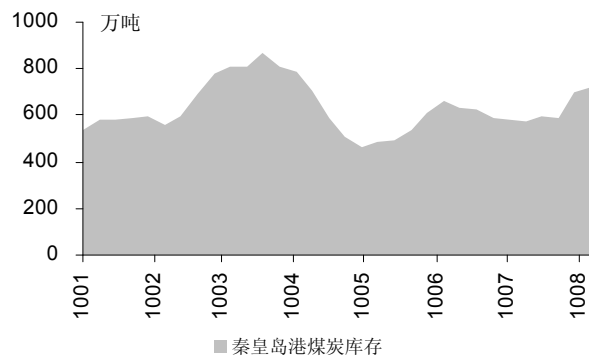
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 35 煤炭价格



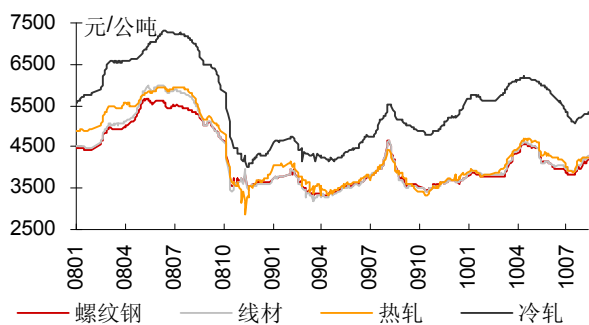
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 36 秦皇岛煤炭库存



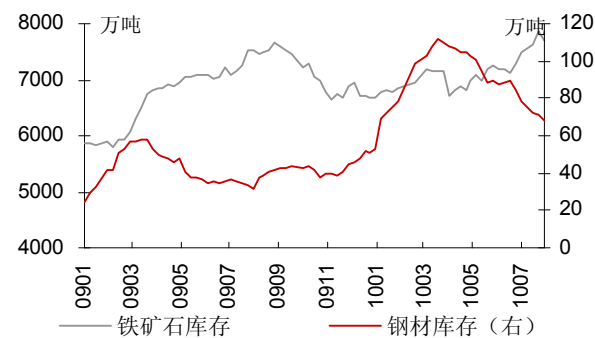
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 37 钢材价格



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

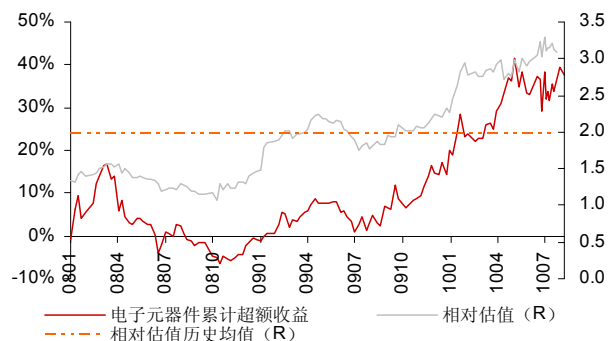
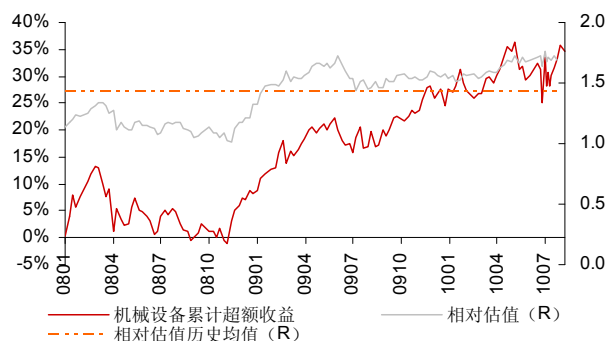
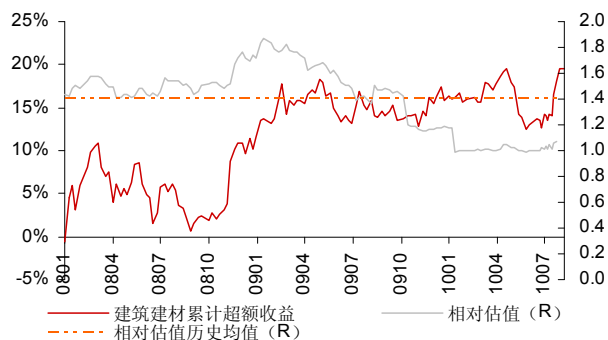
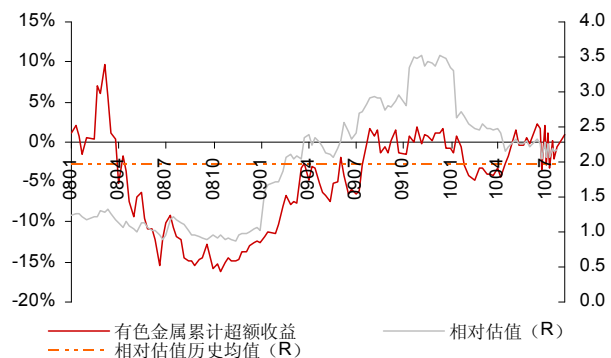
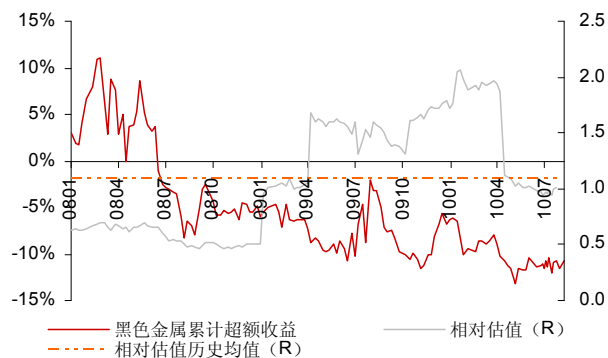
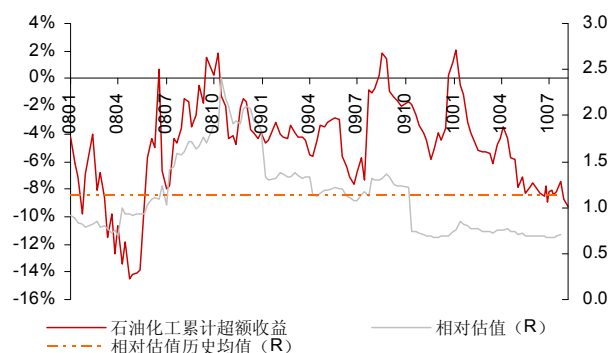
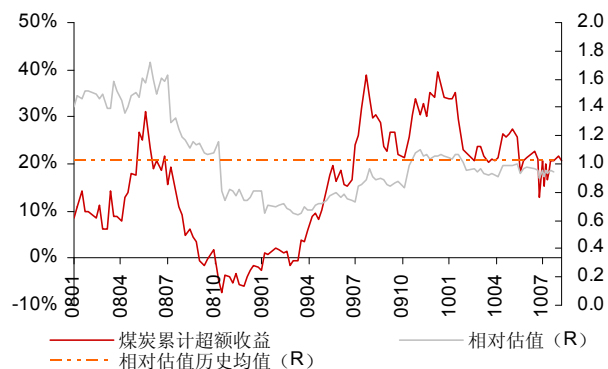
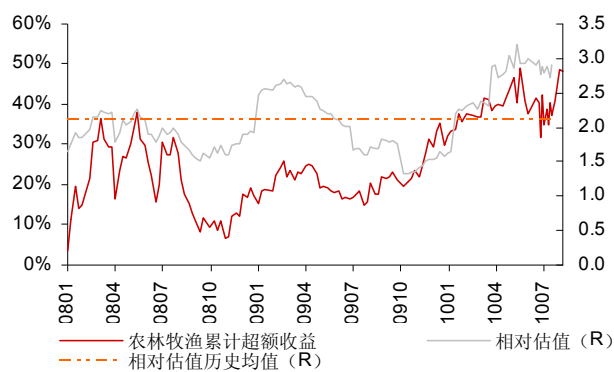
图 38 全国钢材、铁矿石库存

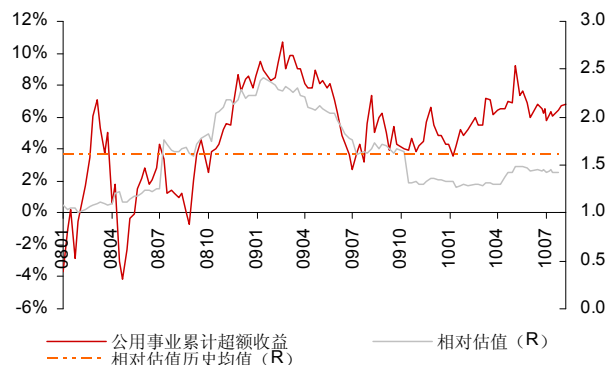
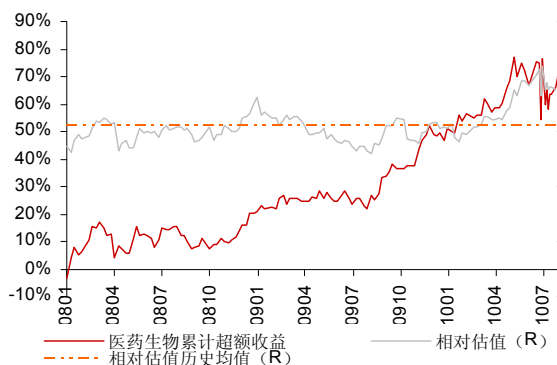
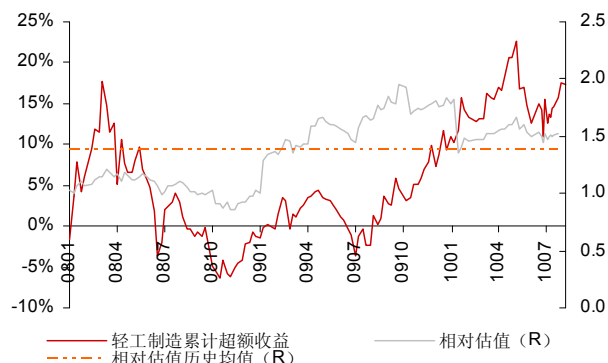
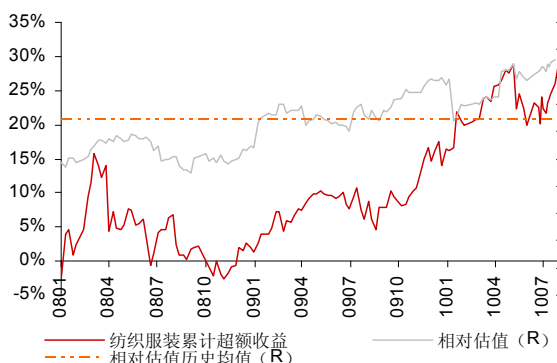
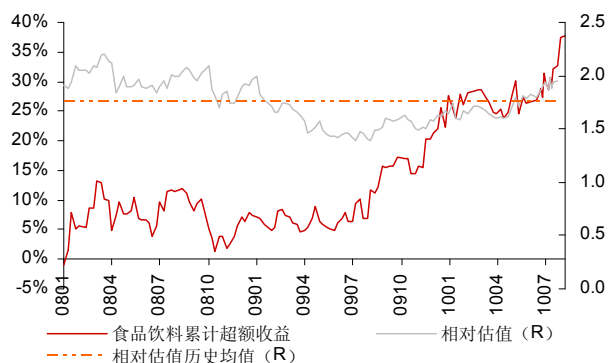
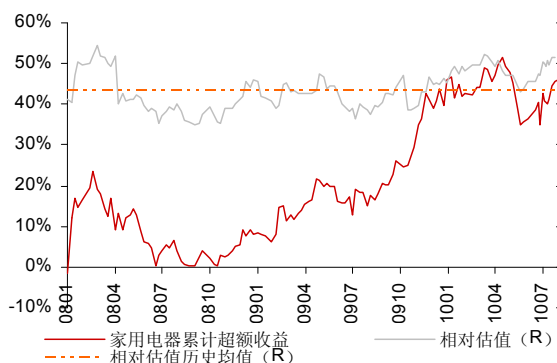
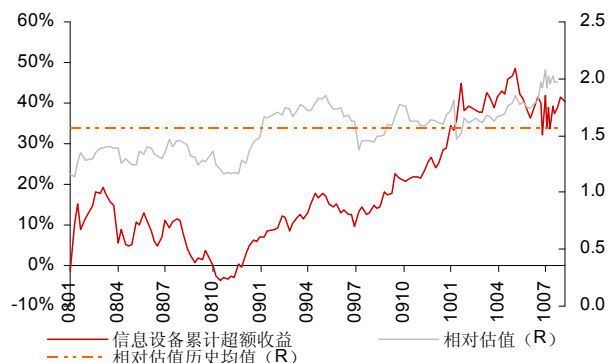
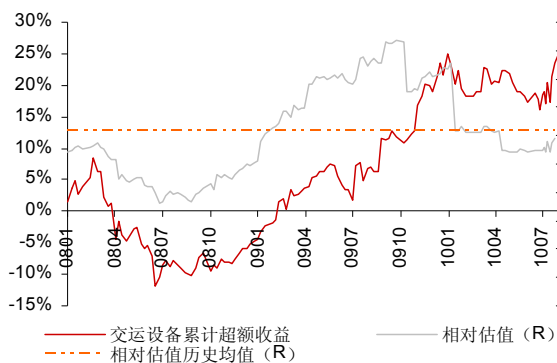


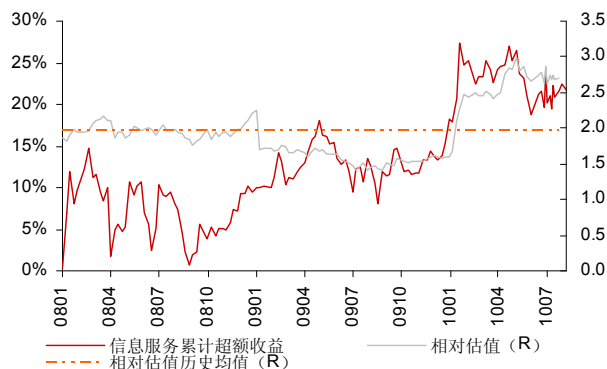
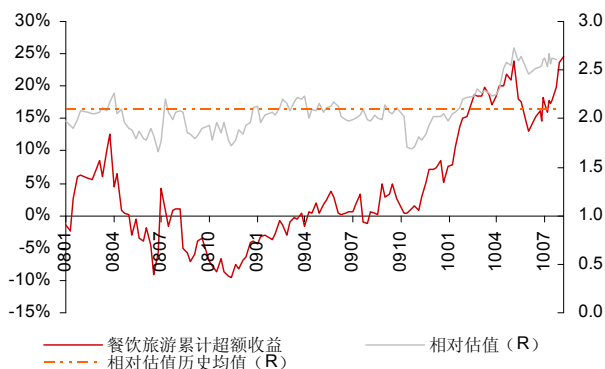
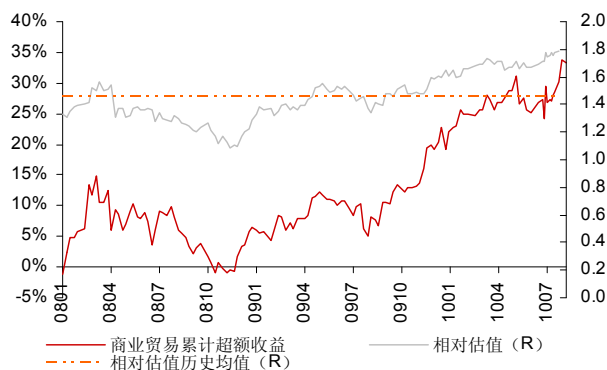
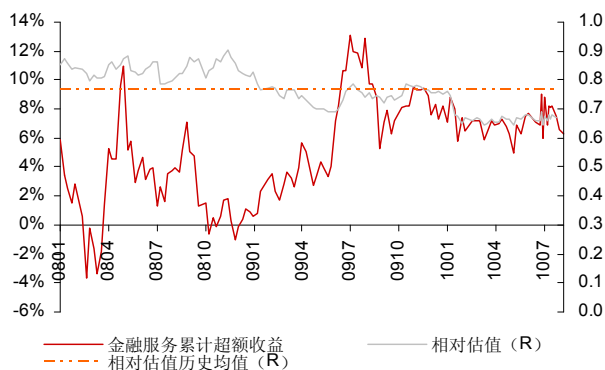
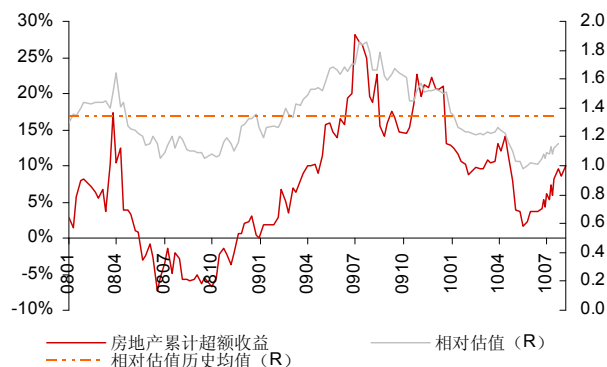
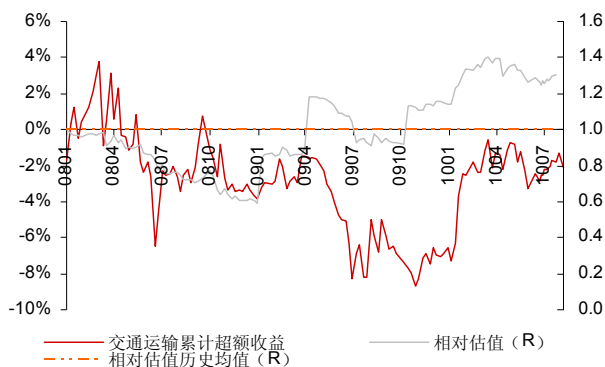
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

A 股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值

图 39 各行业相对大盘超额收益和估值（图中虚线为相对 PE 的历史均值）







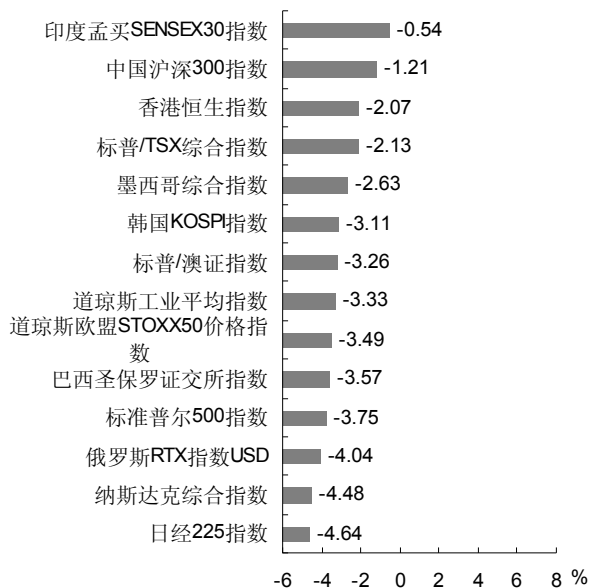
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

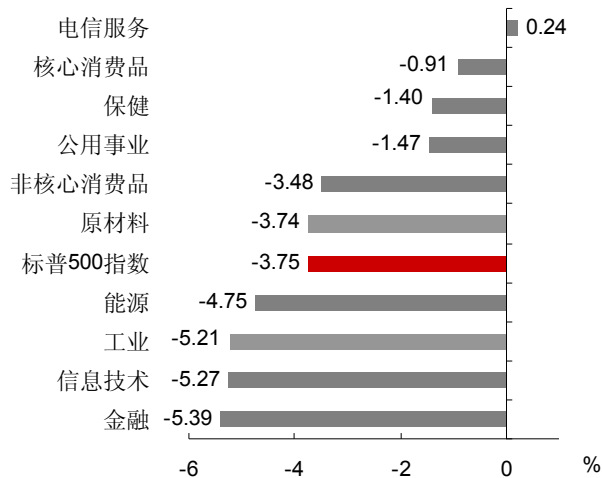
全球重要经济指标跟踪

图 40 全球主要股市一周涨跌幅

图 41 美股行业一周涨跌幅

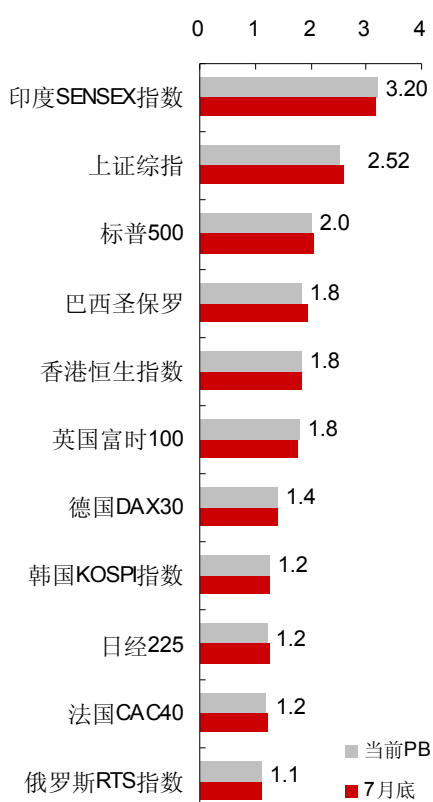
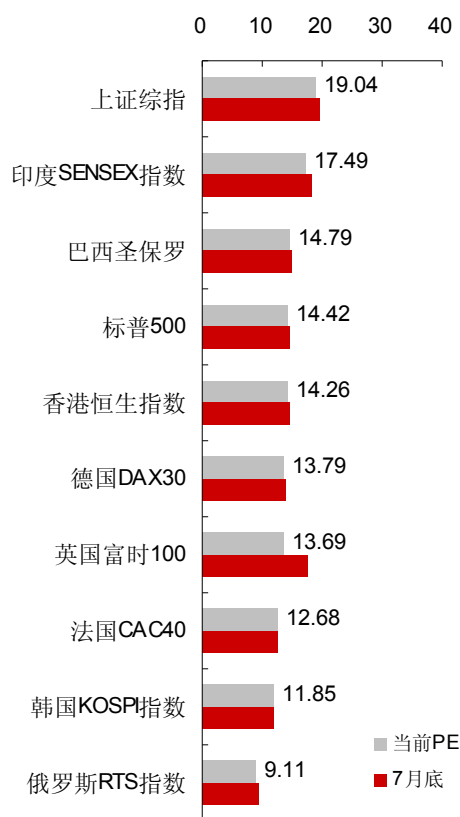


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所



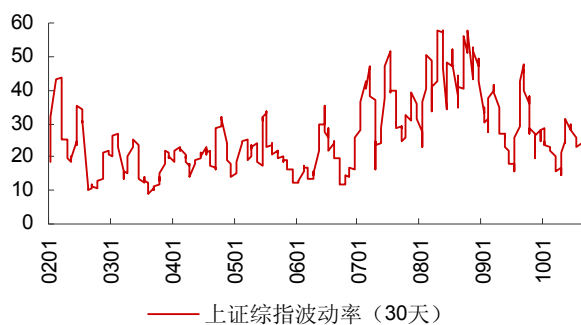
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 42 全球主要市场估值对比 (左图为市盈率, 右图为市净率)



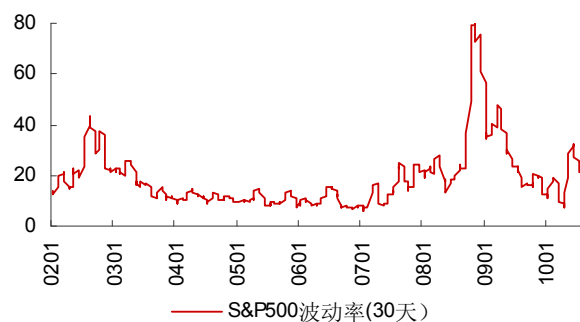
数据来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所整理

图 43 上证综指波动率



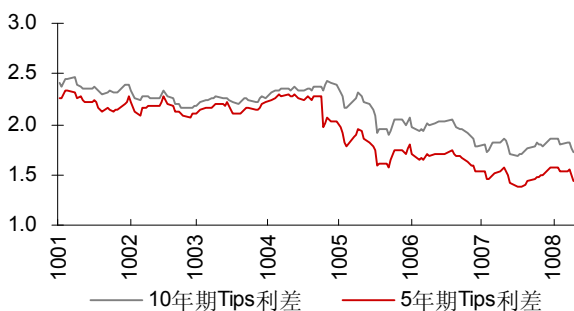
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 44 标普 500 波动率



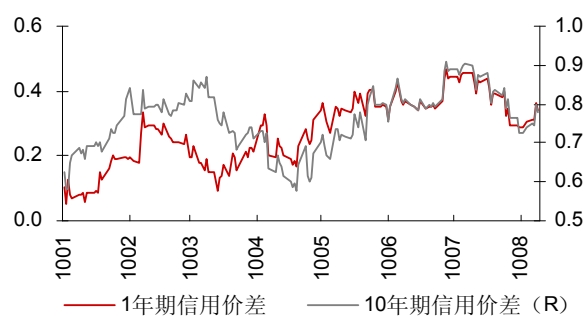
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 45 长短期 Tips 利差



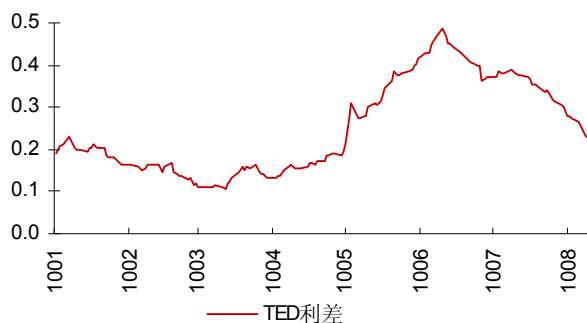
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 46 长短期信用价



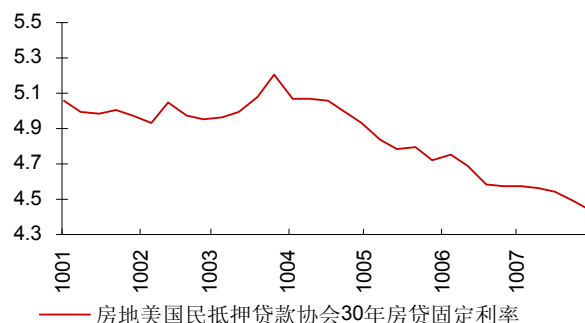
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 47 Ted 利差 (3 个月伦敦银行间市场利率与 3 个月美国国债利率差)



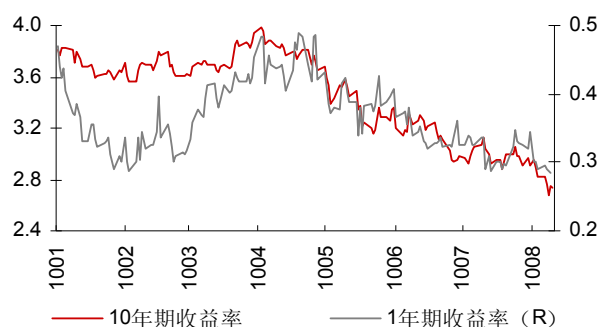
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 48 美国房地美国民抵押贷款协会 30 年房贷固定利率



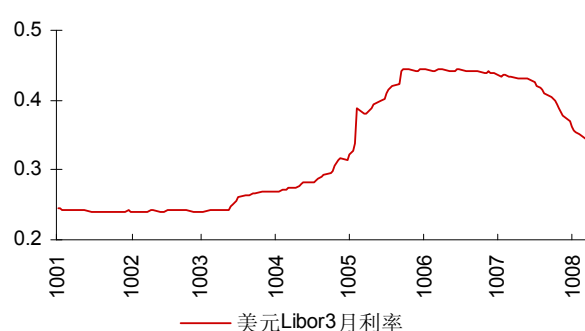
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 49 美国国债收益率



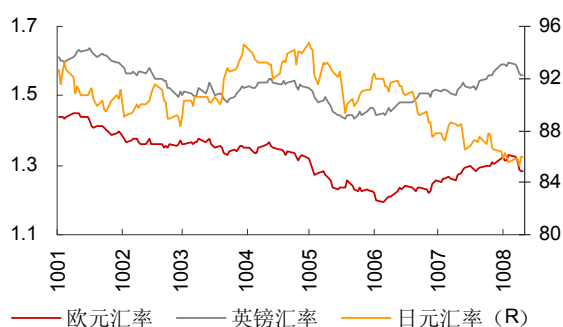
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 50 三月中旬以来 Libor 美元利率 (3 个月)



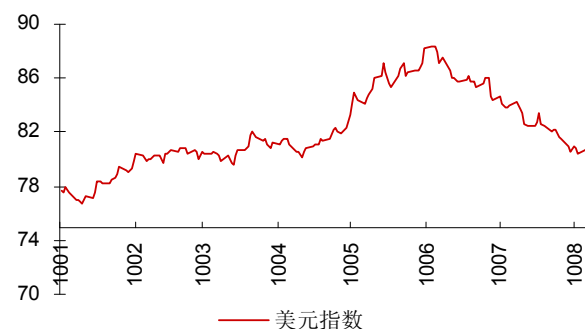
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 51 汇率走势



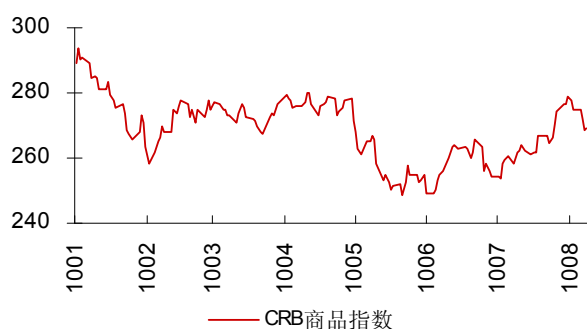
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 52 美元指数



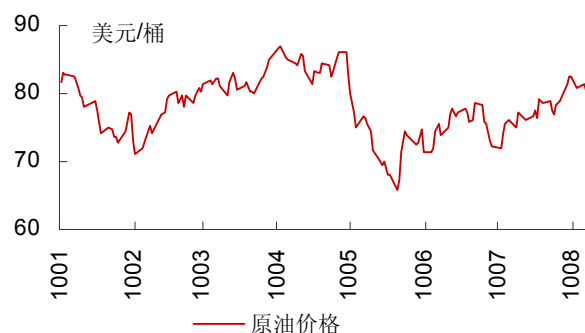
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 53 CRB 商品指数



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

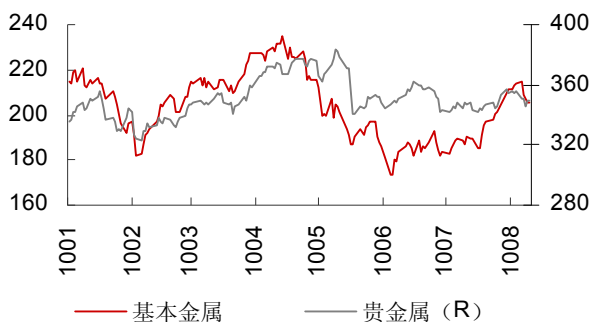
图 54 原油价格



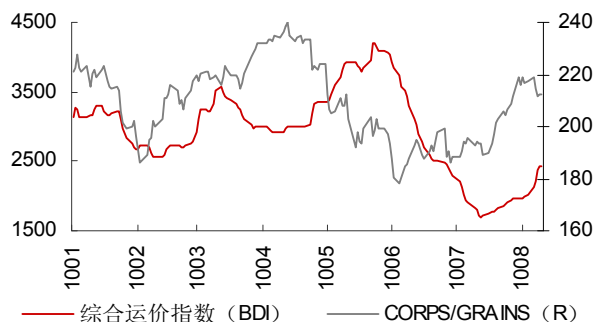
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 55 基本金属、贵金属指数

图 56 运价与谷物指数



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所



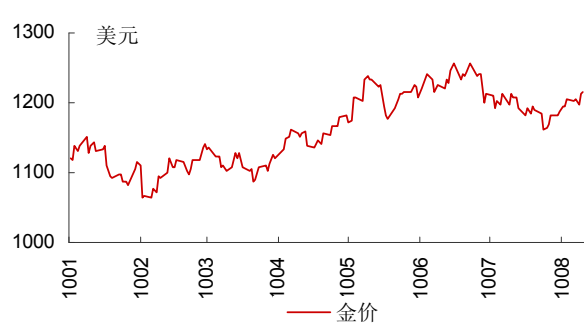
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 57 国际铜价



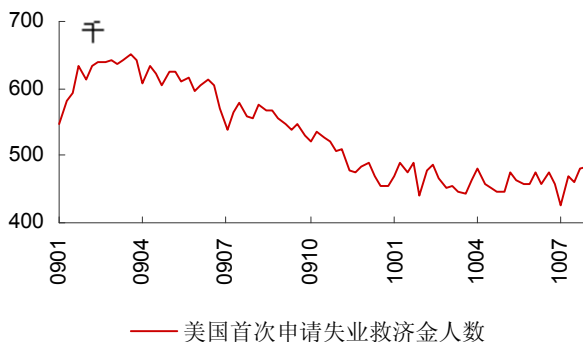
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 58 金价



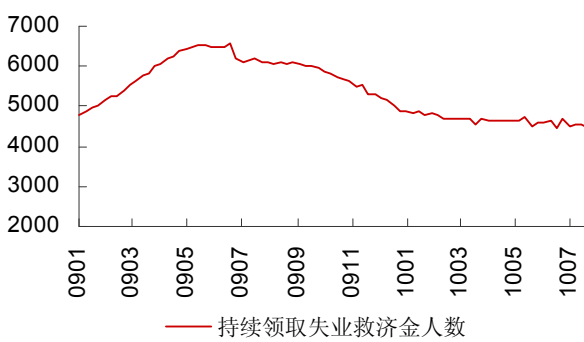
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 59 美国首次申请失业救济金人数 (8月6日 484)



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

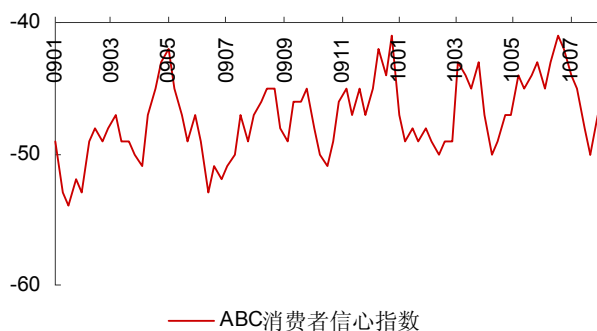
图 60 持续申请救济金人数 (7月30日 4452)



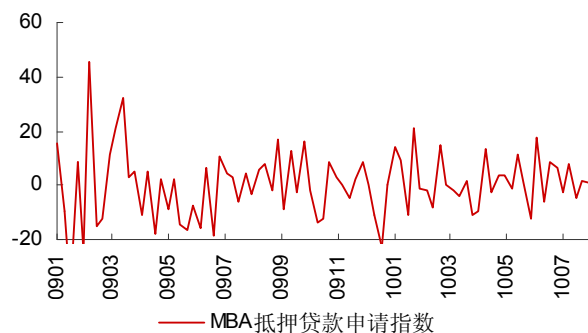
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 61 美国 ABC 消费者信心指数

图 62 MBA 抵押贷款申请指数



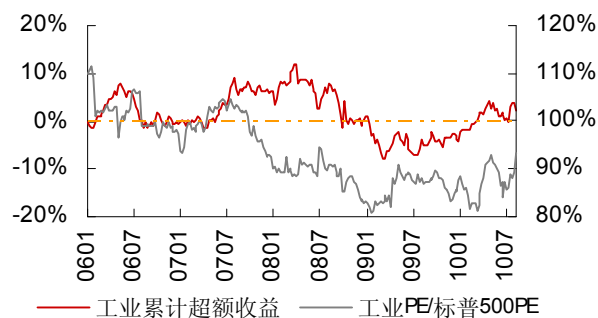
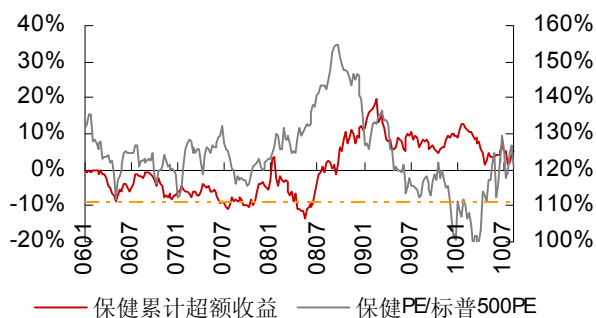
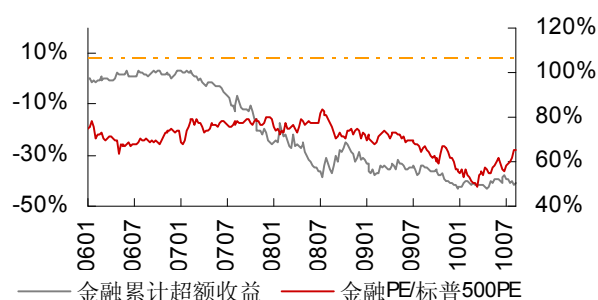
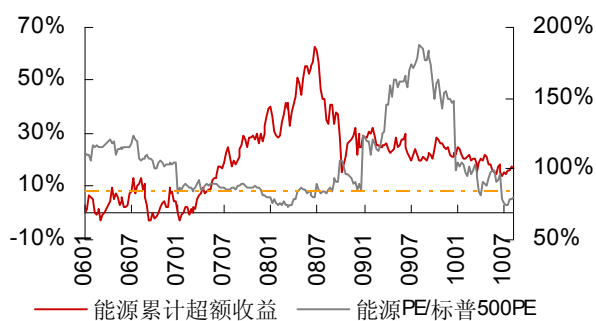
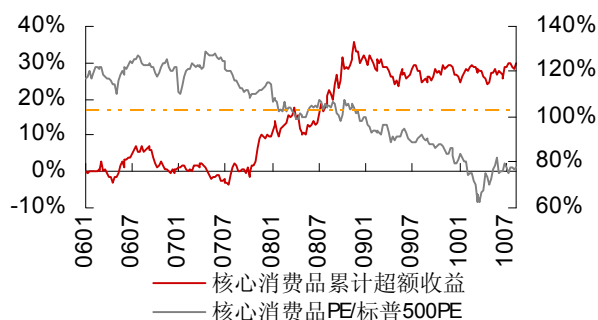
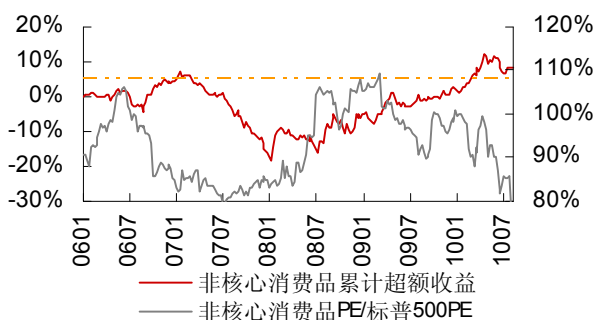
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

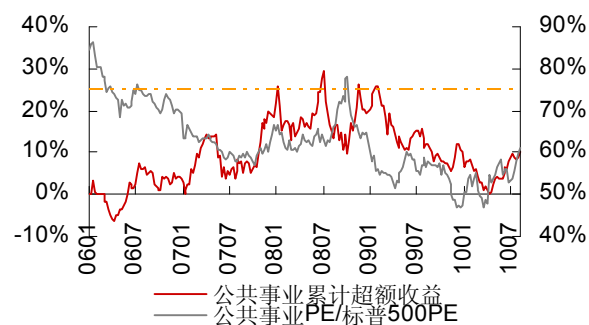
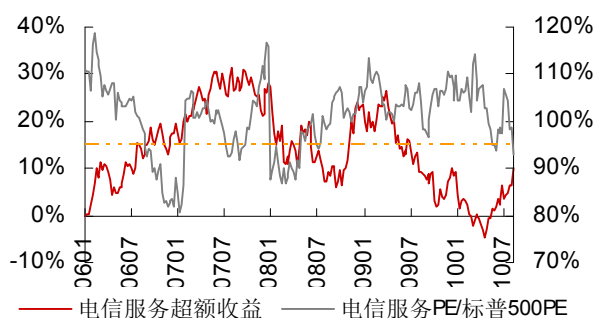
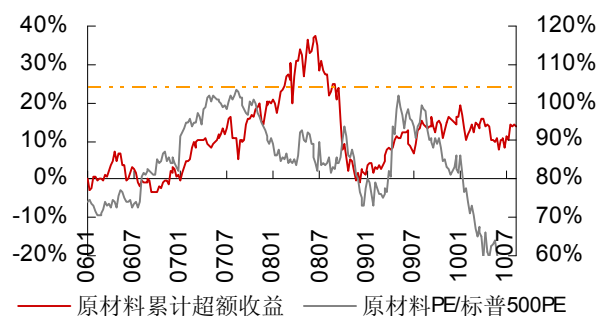
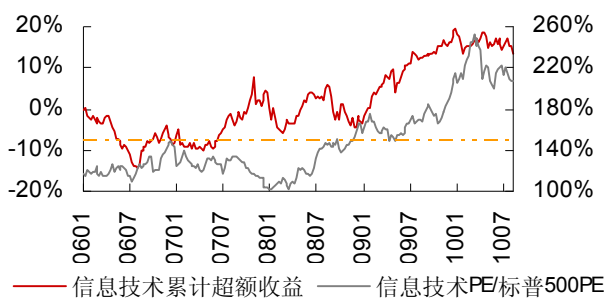


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

美股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值

图 63 各行业相对大盘的超额收益和相对估值（图中虚线为相对 P/E 的历史均值）





资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

注: 报告中所国际数据的最新更新时间为当地时间 2010 年 8 月 12 日星期四;
中国数据更新时间为北京时间 2010 年 8 月 13 日星期五

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhq.com