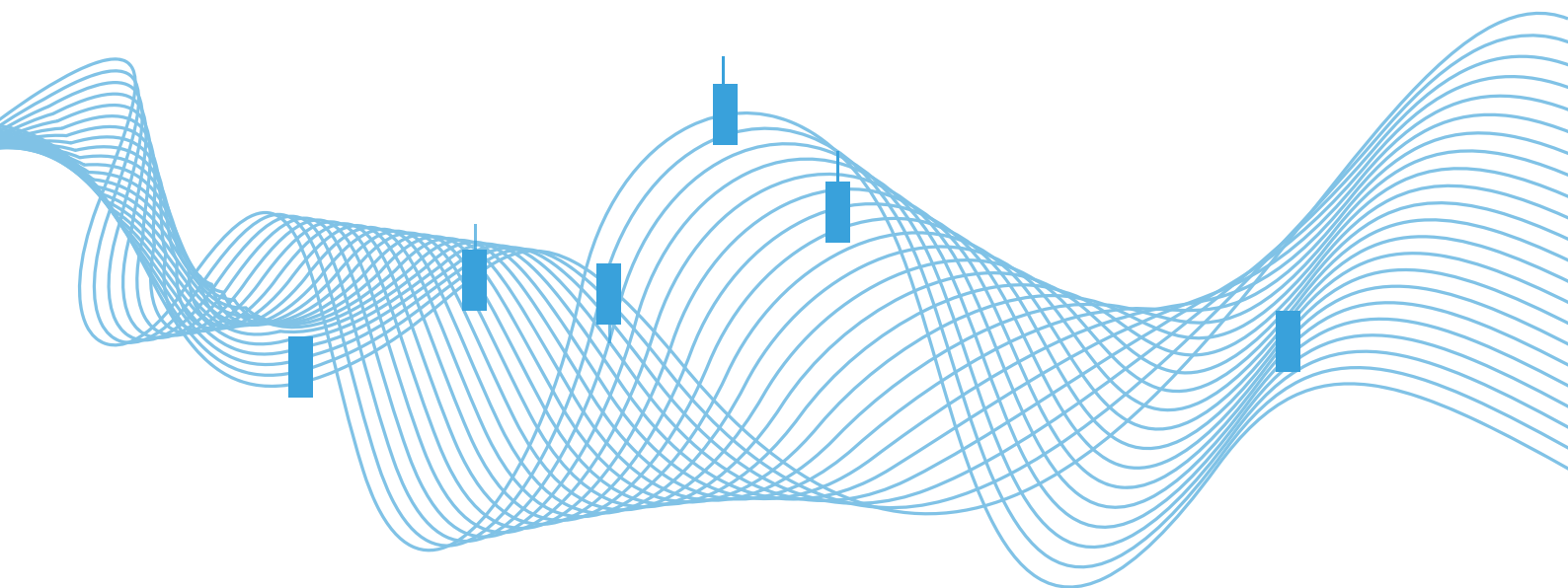


5月
2011年

珠三角研究

Pearl River Delta Study
Guangzhou Securities Co., Ltd.



广州证券

www.gzs.com.cn

珠三角研究

「2011年5月刊」

主办

广州证券研究所

总编

郑德理

副总编

袁季

责任编辑

尹倩

编写成员

张芳 俞冲

张伟

图片编辑与数据支持

刘畅 肖超

尹倩 刘璟

孙路

地址:

广州先烈中路69号东山广场
主楼17楼

电话: (8620) 87322668

<http://www.gzs.com.cn>

广证研究

目录 CONTENTS

1. 珠三角经济形势

- 1.1 珠三角加快发展“新能源汽车” 1
- 1.2 重要经济新闻 6

2. 行业动态分析

- 2.1 房地产行业: 成交略为反弹 价格依然坚挺 7
- 2.2 银行: 催化剂的转换 10
- 2.3 商业零售: 3月社会消费品零售总额增速出现反弹 13
- 2.4 电子元器件行业: 行业增长放缓, 地震影响持续 18
- 2.5 软件行业: 估值仍处相对高位 21
- 2.6 交通运输行业: 铁路货运增速加快 24
- 2.7 医药生物行业:
中药进入欧盟难度增大, 医疗器械市场持续升温 26

3. 珠三角推荐组合

- 3.1 组合市场表现回顾 30
- 3.2 组合管理 30
- 3.3 调研信息 31

4. 公司报告

- 4.1 招商银行: 年报点评及业绩说明会纪要 33
- 4.2 众生药业: 年报点评 36
- 4.3 省广股份: 事件点评报告 38
- 4.4 珠海港: 年报点评及季报预览 43

广州证券有限责任公司

广州证券有限责任公司前身为广州证券公司，1988年经中国人民银行批准成立，是全国最早成立的证券公司之一。1997年增资改制为广州证券有限责任公司，2001年经中国证监会核准为全国性综合类券商，2009年经中国证监会核准增资扩股，注册资本增至143,428万元。业务范围包含证券发行主承销业务、外资股业务、资产管理业务、基金管理所有综合性业务。拥有保荐机构资格；外资股经营资格；网上交易资格；投资咨询资格；资产管理业务资格；银行间同业拆借市场及债券市场准入资格；开放式证券投资基金代销业务资格。规范类券商，债券主承销商。

广州证券自成立以来，秉承“勤勉、扎实、进取、客观”的经营风格，稳健经营，规范运作，在遵守国家有关法律和法规的前提下，运用资本运作手段，为企业筹集资金，为广大投资者提供全方位的优质服务。

广州证券研究所

广州证券研究所成立于1997年，目前有专职研究人员约二十人，形成了以业内知名专业人士领军、以博士、硕士为主体的高层次研究力量。本所推行以创新带动研究，以研究实现增值的理念；目前已与多所著名高校、国内专业资讯机构、海外券商及相关上市公司等机构和企业建立了长期合作关系，形成了覆盖面广、专业程度高、知识结构新颖的研究网络；并已经形成了相对完善的产品体系和服务体系，能够为企业、各类机构、政府部门和个人投资者提供全面高效的信息咨询。

产品及服务体系

研究所目前的产品体系涵盖面广，包括宏观经济研究、行业研究、公司研究、策略研究、创新产品研究等方面；并以广州证券的整体研究资源为依托，根据客户的具体需求，为客户提供包括资讯类产品、策略类产品、投资计划、创新研究、专题研究等不同层次的投资顾问服务，从而形成了相对完善的分类分级资讯服务体系。

专注珠三角上市公司研究

近年来，研究所非常注重与上市公司的联络，与珠三角上市公司形成了良好的沟通与交流关系；本着成为珠三角上市公司研究专家的意愿，致力于珠三角上市公司的调研、研究，建立了上市公司调研流程体系。

注重数据库、知识库建设

在海量信息时代，如何以最快、最有效的方式取得数据并将其加工成信息，最后形成“知识”，并利用“知识”为客户提供“价值增值”服务对于企业来说是非常重要的，而这亦是广州证券公司通过“知识管理”来打造核心竞争力的尝试与创新。

构建专业、开放的交流平台

研究所着力于为投资者创造宣传交流平台，多次举办大型的研讨会，邀请国内外知名市场和专业人士参加，引起了财经媒体的广泛关注，具有一定的市场影响力。研究所还致力于项目策划，研究出版与内部交流等活动。

顾问项目与政府研究课题包括：广州经济开发区资产重组财务顾问；广州市国际信托投资公司资产重组的研究报告；南华西实业股份公司资产重组方案报告；世界500强在粤投资现状、问题与对策；广州市创业投资发展情况调查报告；广州市“十一五”规划资本市场发展调查报告；广东省有关部门研究子课题——“美国次贷危机的性质，走势判断及对中国影响”；“正确应对全球经济危机，加快建设创新型广东”等。

会议组织包括：主办“中国股市趋势年度论坛”；承办中国留交会（广州）分会“风险投资与高科技发展”国际研讨会；与广东省经济发展研究中心共办的“广东企业全球化融资”国际研讨会；由广州市政府主办本所承办的“建立风险投资机制、创建广州硅谷”的国际研讨会；主办“2007投资理财第一会、与第一上海联合举办“投资者论坛”、承办“民营企业国际融资研讨会”、承办“创业板拟上市企业培训”等。

出版物与内部交流包括：中国财经出版社《风险投资与高科技》、中山大学出版社《公司治理中的股权结构》、经济科学出版社《股权结构的理论、实践与创新》、《创业投资与创新型广州建设》、《美国次贷危机、中国宏观经济调控与资本市场发展》、《广证研究》（内部使用）、《珠三角研究》（内部使用）等。

获奖论文包括：

《中国私募股权投资基金发展研究》获中国证券业协会2009年度科研课题研究成果二等奖

《上市公司高管薪酬体系的实证分析》获中国证券业协会2009年度科研课题研究成果三等奖

《我国基金业绩持续性影响因素分析及长效评价体系的构建》获中国证券业协会2008年度科研课题研究成果二等奖

《从美国金融危机看中国证券公司核心竞争力的培育》获中国证券业协会2008年度科研课题研究成果三等奖

《我国股市泡沫的衡量及预警监管体系建设》获2007年度中国证券业协会科研课题成果一等奖

《整体上市路径及其评价研究》获2007年度中国证券业协会科研课题成果二等奖

《我国开放式基金的业绩评价——基于复VaR-Sharpe指数的分析》获2006年度中国证券业协会科研课题成果二等奖

《证券公司资本运作绩效评估：EVA指标的应用》获2002年度中国证券业协会三等奖

《我国QFII制度实施环境与框架设计的探讨》获“深交所第四届会员研究成果评选”证券市场类三等奖

《论中国上市公司股权结构的合理安排》获“深交所第三届会员研究成果评选”市场类二等奖

《股权结构与公司治理——对我国上市公司的实证分析》获“广东金融学会第二届优秀金融科研成果”二等奖

《我国风险投资机制的构成与问题、解决思路》获“广东金融学会第二届优秀金融科研成果”三等奖

《全国七市通过证券市场融资的对比分析》获“广东金融学会第二届优秀金融科研成果”三等奖

1. 珠三角经济形势

1.1 珠三角加快发展“新能源汽车”

1.1.1 “新能源汽车”发展进入提速阶段

2011年3月26日，中国工信部副部长苏波透露，工信部牵头制订的《节能与新能源汽车产业发展规划》，已会同国家发展改革委、财政部等多部门联合上报国务院，不日将批复公布。与此前汽车振兴规划的短期性不同，《规划》由工信部牵头、发改委参与，被提升到国家战略高度，旨在布置汽车产业新局。作为国家确定的七大战略性新兴产业之一，新能源汽车在未来10年计划投资额将达1000亿元，销量规模锁定世界第一。

新能源汽车概念及分类

根据2009年6月工业和信息化部发布的《新能源汽车生产企业及产品准入管理规则》，新能源汽车被定义为“采用非常规的车用燃料作为动力来源（或使用常规的车用燃料、采用新型车载动力装置），综合车辆的动力控制和驱动方面的先进技术，形成的技术原理先进、具有新技术、新结构的汽车。”包括混合动力汽车、纯电动汽车（含太阳能汽车）、燃料电池电动汽车、氢发动机汽车、其他新能源（如高效储能器、二甲醚）汽车等。

表1.1：新能源汽车分类

名称	特征
混合动力汽车	装有两个以上动力源，动力源可以多样化。当前一般指具有内燃机，再加上蓄电池的汽车。
纯电动汽车（BEV，包括太阳能汽车）	以车载电源为动力，用电机驱动车轮行驶。
燃料电池电动汽车	将氢和氧的化学能通过电机反应直接转化成电能。
氢发动机汽车	内燃机系统类似于传统汽车，其内燃机直接燃烧氢，而不使用其他燃料。
其他新能源汽车	其他非传统的、可以提供动力源(如高效储能器、二甲醚)的汽车。

资料来源：广州证券研究所根据工信部资料整理

根据目前新能源汽车产业发展现状，业界普遍预计混合动力汽车在2020年以前将是新能源汽车的主流类型，2020年~2030年逐渐被纯电动汽车取代，燃料电池汽车则有望在2030年以后占据重要地位。

新能源发展状况及规划

无论是在节能减排，还是在降低对石油的依赖方面，发展新能源汽车都具有极强的战略意义。所以，世界主要国家对新能源汽车的政策扶持呈现日益加大的趋势，甚至上升至国家战略的高度。

表1.2：世界各国新能源汽车发展规划

国家或地区	主要内容
美国	鼓励消费者购买节能型汽车，力争到2015年实现美国的混合动力汽车销量达到100万辆，在2050年之前实现二氧化碳减排80%。
日本	日本从2009年4月起实施“绿色税制”，适用对象包括纯电动汽车、混合动力车、清洁柴油车、天然气车以及获得认定的低排放且燃油消耗量低的车辆。前3类车被日本政府定义为“下一代汽车”，购买这类车可享受免除多种税赋优惠。
德国	2009年颁布了《国家电动汽车发展计划》，目标是到2020年使德国拥有100万辆电动汽车。计划共耗资5亿欧元，其中1.7亿欧元用于支持车用电池研发，并保证德国专家在这一研发领域获得相关培训。另外，将有1.15亿欧元用于在德国8个地区试验推广电动汽车。德国政府还计划对前10万辆电动汽车的购买者提供一定补贴。
法国	2008年政府推出“新车置换金”计划，推动纯电动车和混合动力车在法国市场上快速发展。还为发展新能源汽车制定了一揽子方案，宣布拟投入4亿欧元用于研发清洁能源汽车，还计划采取一系列举措鼓励汽车行业逐步向节能环保的方向发展。
英国	政府向“低碳汽车项目”投资3亿英镑以支持新能源汽车的发展；2007年修改汽车保有税税制，按单位距离二氧化碳排放量进行有区别征税，低公害车辆优惠税率为零。

资料来源：广州证券研究所

我国目前是仅次于美国的全球第二大能源消费国，石油消费总量一直保持快速增长，随着经济的快速增长，节能降耗是我国面临的一项重要问题。

我国汽车行业2002年进入初次消费高峰，产销同步增长，2010年底城镇居民每百户保有量已达到13辆，计未来十年我国汽车行业仍处在较高增速的成长期，2020年全国汽车保有量将升至1.5亿辆。

图1.1：我国石油消费总量（万吨）

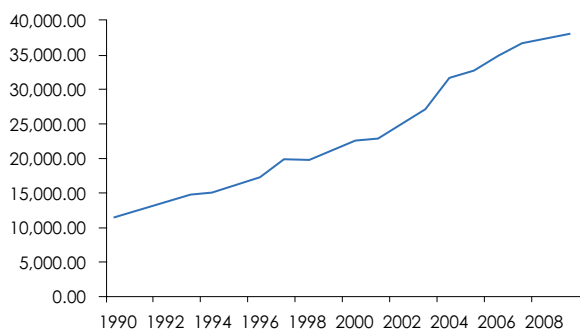
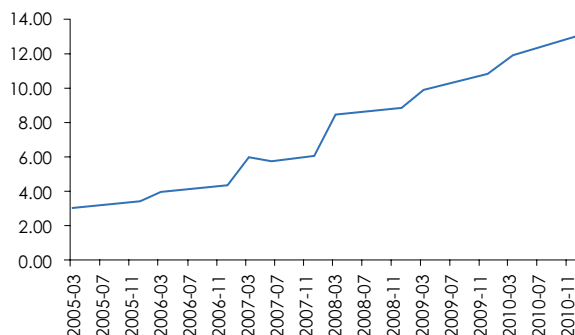


图1.2：我国城镇居民每百户汽车拥有量



资料来源：广州证券研究所根据Wind数据整理

经济增长、汽车保有量增加使得我国能源瓶颈日渐显现。根据海关统计，2010年我国原油进口2.39亿吨，累计用汇达到1351亿美元，比上年增长51.4%，对外依存度逼近55%。石油已深深影响到我国经济的可持续发展，新能源汽车作为保障我国能源安全的战略性措施之一，具有重要意义，大力发展迫在眉睫。

我国的新能源汽车发展始于上世纪末，经过10年左右的研发投入与攻关，我国新能源汽车目前已经形成“三纵三横”的研发格局。“三纵”就是混合动力汽车、纯电动汽车、燃料电池汽车；“三横”就是多能源动力总成控制系统、电机及其控制系统和电池及其管理系统。2009年出台的《汽车产业调整振兴规划》明确了我国以混合动力和纯电动汽车为重点的新能源汽车发展战略，并提出了：“到2011年混合动力和纯电动汽

车形成50 万辆的产能”；“新能源汽车销量占乘用车销售总量5%左右”；“建立动力模块生产体系，形成10 亿安时(Ah) 车用高性能单体动力电池生产能力”的规划目标。我们预计2012年国内乘用车销量约为1700万辆，则新能源汽车的销量目标达85万辆。

表1.3：我国新能源汽车的主要政策

日期	文件
2009年2月	《关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》
2009年3月	《汽车产业调整和振兴规划》
2009年6月	《新能源汽车生产企业及产品准入管理规则》
2010年6月	《“节能产品惠民工程”节能汽车推广实施细则》
2010年6月	《私人购买新能源汽车试点财政补助资金管理暂行办法》

资料来源：广州证券研究所

我国新能源汽车的研发技术整体与国际水平仍有差距，在混合动力汽车方面与国际先进水平相差甚远，纯电动汽车方面的情况相对较好，动力电池在性能指标上并不输于国际水平。

表1.4：我国新能源汽车技术水平

车型	关键技术	与国外比较
混合动力汽车	发动机技术	在发动机技术和系统集成技术上存在较大差距
	电驱动系统技术	
	系统集成技术	
纯电动汽车	电驱动系统技术	与国外差距小
	电池技术	
燃料电池汽车	制氢、储氢技术	制氢、储氢和燃料电池技术仍是世界范围内难题
	燃料电池技术	
	电驱动系统技术	

资料来源：广州证券研究所

此次即将通过的《节能与新能源汽车产业发展规划》与此前汽车振兴规划的短期性不同，由工信部牵头、发改委参与，被提升到国家战略高度，旨在布置汽车产业新局，是为十二五期间新能源汽车发展的主要指导文件。作为国家确定的七大战略性新兴产业之一，新能源汽车在未来10年计划投资额将达1000亿元，销量规模锁定世界第一。

1.1.2 珠三角利用优势，加快发展“新能源汽车”

珠三角发展“新能源”汽车优势明显

珠三角发展新能源汽车，从传统汽车生产、消费环境、零部件产业链、技术储备等方面均拥有得天独厚的优势。

汽车工业不仅是广州市第一大支柱产业，在以珠三角为主的广东省中也扮演着举足轻重的作用。2008年，广州以全年轿车产量87.94万的成绩，首次超过上海跃居全国首位，之后，广东汽车工业也跃上了一个新台阶。根据中国汽车工业信息网的最新统计数据，2011年3月，广东省汽车工业总产值位居全国第三，产量与吉林、山东等传统汽车大省相去不远。在全球排名中，广东汽车生产总量已超过英国，除中国外排在世界第11位；乘用车的生产量排在法国之后，除中国外列世界第9位。

表1.5：2011年3月全国汽车工业总产值前10名

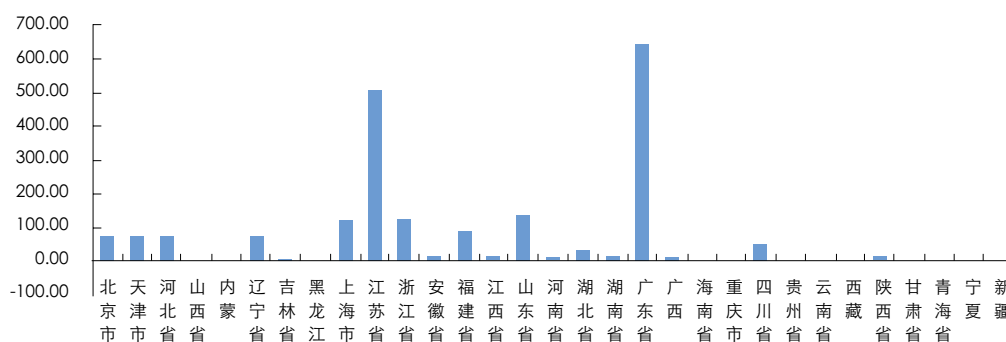
排名	地区	总产值(万元)	所占比例(%)
1	山东省	4534566.8	11.04
2	吉林省	3868929.2	9.42
3	广东省	3663636.8	8.92
4	江苏省	3365092.8	8.19
5	上海市	3361922.8	8.19
6	湖北省	3356713.6	8.17
7	北京市	2126112	5.18
8	重庆市	2100390.4	5.11
9	浙江省	1965926.4	4.79
10	安徽省	1693927.6	4.13
总10名合计		30037219.2	73.15

资料来源：广州证券研究所根据中国汽车工业信息网资料整理

珠三角作为国内经济较发达地区，汽车消费也走在全国前列。根据广东省统计局日前发布的统计数据，截止2010年末，全省民用汽车保有量达到783.5万辆，比上年同比增长18.7%；其中私人汽车628.99万辆，增长21.7%；民用轿车保有量达到420.52万辆，增长22.1%，其中私人轿车380.46万辆，增长23.5%。广东民用汽车保有量占全国的8.62%；而私人轿车的保有量广东则占了全国的11.05%。

作为新能源汽车发展的三个横向维度，即多能源动力总成控制系统、电机及其控制系统和电池及其管理系统，这三者依赖的是电子及机电产业的发展，而广东省电子等行业的发展长期位于全国前列，行业企业的生产、销售规模和技术水平都名列前茅。最近广东省公布的“2011年战略性新兴产业发展专项资金（新能源汽车专项）”拟支持项目名单中，4个专题的22个项目将获得3亿元财政支持。其中，亿纬锂能（锂离子动力电池项目）、大洋电机（新能源汽车电驱动系统产业化项目）、佛塑股份（电动汽车用锂离子电池隔膜生产技术的研发及产业化项目）等电子、机电公司都名列其中。

图1.3：全国电子信息行业2010年1-11月实现利润对比



资料来源：广州证券研究所根据工信部数据整理

珠三角新能源汽车发展现状

广东省新能源汽车的发展较国内其他地区更早一些。2010年3月，广东省率先出台《广东省电动汽车发展行动计划》。根据计划，到2015年，电动轿车开始走入家庭，形成20万辆以上电动汽车综合生产能力，全省电动汽车销售量占新车销售总量的3%到5%，产量占汽车总产量5%左右。用10年左右时间，电动汽车实现成熟的市场应用，拥有2-3家具有自主品牌和自主核心技术的国际型电动汽车龙头企业。

在研发方面，广东亦具备了较好产业基础。在国家863计划电动汽车专项上广东省已经取得350项专利，其中发明专利166项，分别占全国的44%和40%。研发涉及动力电池及其管理系统、牵引电机系统、动力系统等方面。广东的新能源汽车相关核心技术的储备条件较好，未来的技术商品化潜力较大。

在整车方面，部分混合动力汽车、纯电动汽车和LNG客车车型已开始批量生产。广东14款电动汽车进入国家《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》，占总数的10%，数量居全国第二位。与其他省份相比，广东目前已经拥有了一批新能源汽车生产企业，比亚迪当属其中翘楚，五洲龙、广汽集团、广通、飞驶、陆地方舟等企业也均涉足新能源汽车。比亚迪的新能源汽车销售在2010年实现了480台，这一数字看似不多，但已经创造了我国自主研发的新能源汽车最高年销量。广汽集团以“混合动力/插电式车型为近期工作重点，也公布了新能源汽车规划“2531”，意思是2015年实现产销节能和新能源汽车20万辆左右。在新能源汽车的乘用车方面，广东品种齐全，虽称不上第一，但与国内其他先进省份相比也是各有优势。

在配套方面，广东省的关键零部件企业、能源供应企业及相关研发、检测平台单位等配套设施也竞相发展。动力电池生产企业方面，涌现了东莞新能源、珠海银通、迈科、力柏、TCL全能、亿纬锂能、沃特玛等企业，此外，还有大洋电机、航盛、志成冠军等一批电机、电控企业。广东动力电池的生产目前占到全国40%，锂离子电池产业链较为完整，产量居全国首位。充电设施方面，深圳先行一步，深圳宣布今年建设7500个充电桩，到2012年建2万个，力争充电设施网络密度突破深圳现有加油站密度的50%。2010年9月底，南方电网与比亚迪签订兆瓦级储能电站合作框架协议。广州也计划建成近1500个充电桩，此外新建的住宅小区、商务楼、机关、企事业单位及社会停车场按照停车位的20%，都要配套建设交流慢速充电桩，其他车位则预留充电桩接口。中海油气电集团、广东电网也在广东加紧铺设。

1.1.3 珠三角地区涉及“新能源汽车”的上市公司

“新能源汽车”是一个系统工程，涉及的领域包括整车、电池、电池材料、控制系统、充电站等，我们搜集了珠三角区域的相关上市公司，认为它们将有可能在“十二五”期间成为珠三角“新能源汽车”发展中的佼佼者和受益者。

表1.6：珠三角地区涉及“新能源汽车”的上市公司

证券代码	证券简称	主要产品或发展机遇
600991	广汽长丰	从2002年开始就进行混合动力和电动车的研发，公司纯电动车在2011年广州车展亮相。
000009	中国宝安	负极材料、正极材料 负极材料行业市场占有率中国排名第一，子公司深圳天骄科技为我国三元材料龙头
000049	德赛电池	公司是国内最专业电池生产商之一
000541	佛山照明	正极材料/锂电池碳酸锂、磷酸铁锂、锂电池、动力总成，完整布局锂电池产业链
000973	佛塑股份	锂电池隔膜 子公司金辉高科是我国三家锂电池隔膜生产企业之一
300014	亿纬锂能	高能一次锂电池 公司目前是国内第一、世界第五的锂亚电池供应商
300037	新宙邦	电解液 预计2015年全部达产后公司将拥有8600吨锂电池电解液生产能力
002139	拓邦股份	公司在新能源电池方面一直进行研究跟踪并且有产品推出，公司收购煜城鑫67%的股权，并将其作为公司进军新能源产业的运营主体及锂动力电池及电池管理系统项目的实施主体。
002227	奥特迅	随着国内大规模建设充电站，公司将迎来快速发展的机遇。
002121	科陆电子	国内第一家拥有汽车充电主站软件、监控系统、保护系统，充电站、充电桩计量表、通信等全套设备的企业。
002249	大洋电机	公司提前布局新能源汽车电机及控制系统，并成为公司未来业绩增长的亮点。

资料来源：广州证券研究所

（作者：肖超）

1.2 重要经济新闻

- 深圳市交委4月表示，大运会前要打通13条断头路，总长度4.924公里，总投资1.77亿元；大运会后至年底前打通8条，总长度3.609公里，总投资1.26亿元。（时间：2011-4-23 来源：南方都市报）
- 4月22日，第四届中国(深圳)国际工业博览会在华南城开幕。今年的工博会共分为六大展区、8万平方米，打造了规模最大的一届工博会。作为“中国轻工产品第一展”，工博会今年的展览规模和参展数量均创下历史新高，其中，共有33个国家和地区的2800多名专业买家携大额订单到现场采购。开幕首日，共吸引了12万人次市民到场参观。（时间：2011-4-23 来源：南方都市报）
- 4月19日，2011年粤澳合作联席会议在珠海隆重举行。广东省省长黄华华和澳门特别行政区行政长官崔世安分别率领双方代表团出席会议并分别作主题发言。会议明确，下一步粤澳双方将重点推进四方面合作。一是推进区域融合发展。加快推进横琴开发，共同争取中央支持有关政策创新，加快推进粤澳合作产业园区和横琴岛澳门大学新校区的建设。加强澳门与广州南沙产业发展规划协调，加快区域共同发展步伐。二是推进产业协同发展。三是推进共建优质生活圈。四是创新粤澳合作机制，提升粤澳合作机制化水平。（时间：2011-4-20 来源：广州日报）
- 4月19日，广交会一期闭馆。本届交易会成交喜人，一些主打创新牌的参展商成交额猛增两倍。珠海军团大有斩获，共出口成交4.8亿美元，比上届同期增长15.6%。机电产品累计成交162.1亿美元，比上届增长10.9%，占本届广交会一期全部成交额的85.3%。截至18日，本届广交会机电馆民营企业成交额超过国有企业，共成交70.3亿美元，同比增长25.4%，占成交总额的50.8%。（时间：2011-4-20 来源：广州日报）
- 4月8日上午，省政府在广州召开全省保障性安居工程工作会议，传达贯彻全国保障性安居工程工作会议精神，研究部署我省保障性安居工程工作。“十二五”期间，全省要建设保障性安居工程180万套，其中今年我省的建设任务是31万套，任务相当艰巨繁重。副省长林木声代表省政府与各地级以上市和顺德区政府签订了2011年度住房保障目标责任书。（时间：2011-4-9 来源：广州日报）

（以上新闻以时间排序）

（广州证券研究所行业组）

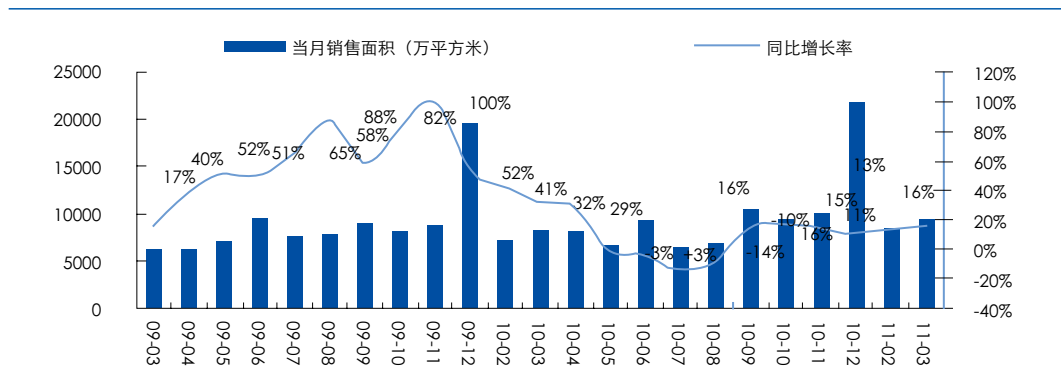
2. 行业动态分析

2.1 房地产行业：成交略为反弹 价格依然坚挺

2.1.1. 行业分析

国家统计局公布今年1-3月的房地产销售及投资统计数据。在调控压力下，今年一季度全国房地产市场仍然实现1.76亿平方米的销售面积和10152亿元的销售额，同比分别增长14.86%和27.27%。今年1-2月和3月单月的销售面积和销售额同样明显超过去年同期水平，而且销售额的增速超过销售面积的增速，显示房价水平明显高于去年同期。

图2.1 全国房地产市场单月销售面积及同比增速

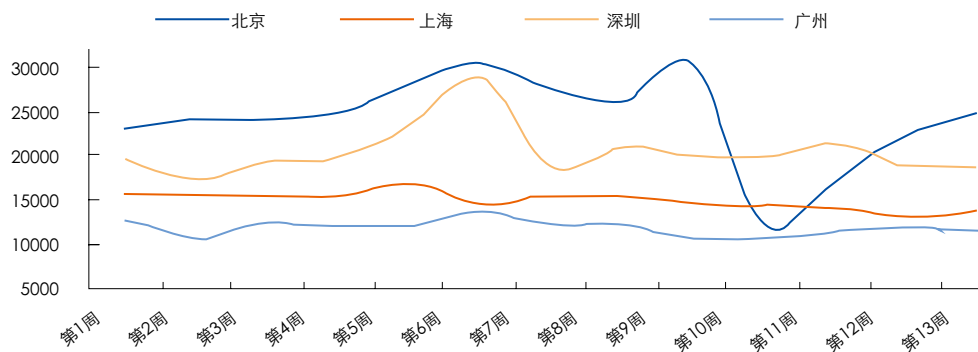


数据来源：广州证券研究所根据WIND数据整理

根据中国指数研究院的统计数据，从3月中下旬开始全国监测的35个城市中开始出现成交量反弹的迹象。第13周（3.21-3.27），监测的35个城市中有2/3城市楼市成交量环比上涨，10个城市成交量涨幅在20%以上，4个城市成交量涨幅过50%。第14周（3.28-4.3），35个城市中六成城市楼市成交量环比上涨，11个城市成交量涨幅在40%以上，2个城市成交量涨幅超100%。进入4月份，4月第一周监测城市的成交量出现环比下滑，但第二周成交量又迅速回升。第一周，监测城市中30个城市楼市成交量出现下跌，16个城市成交量跌幅在40%以上，大连、三亚和合肥成交量跌幅逾70%。重点城市中，除武汉外，成交量皆环比下跌，其中重庆跌幅最大，达58.66%，北京和成都跌幅亦超过40%。第二周，监测城市中30个城市楼市成交量上涨，19个城市成交量涨幅在30%以上，大连、海口、厦门和青岛4城市成交量涨幅逾100%。重点城市中，除南京外，成交量皆环比上涨，其中成都涨幅最大，达57.84%，北京和深圳涨幅亦超过40%；而南京的跌幅则为18.71%。

楼市成交量在3、4月出现反弹，使11年一季的楼市成交量仍然超越去年同期。然而房价在调控重压下依然坚挺，一直保持着稳定的态势。由于今年国家统计局使用新的统计标准进行房价数据统计，统计口径和方法的差异导致我们无法准确地评估今年全国各地房地产价格水平与历年的房价水平的对比情况。就今年前3个月的情况来看，四大一线城市的房价基本保持着平稳的状态。

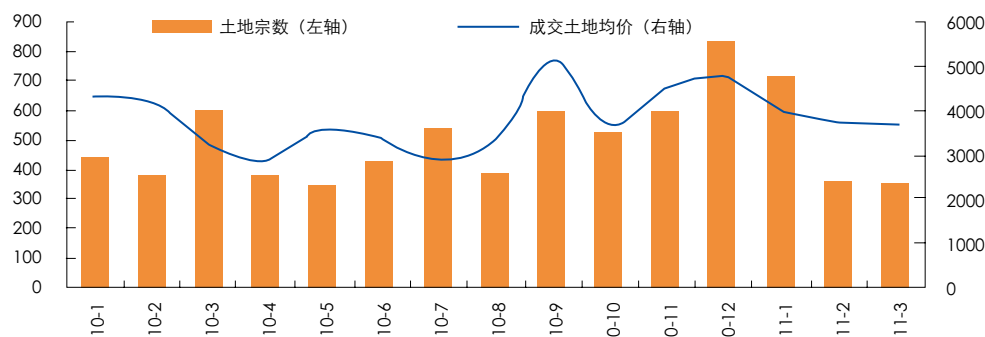
图2.2 2011年前13周一线城市商品住宅价格走势



数据来源：广州证券研究所根据中国指数研究院数据整理

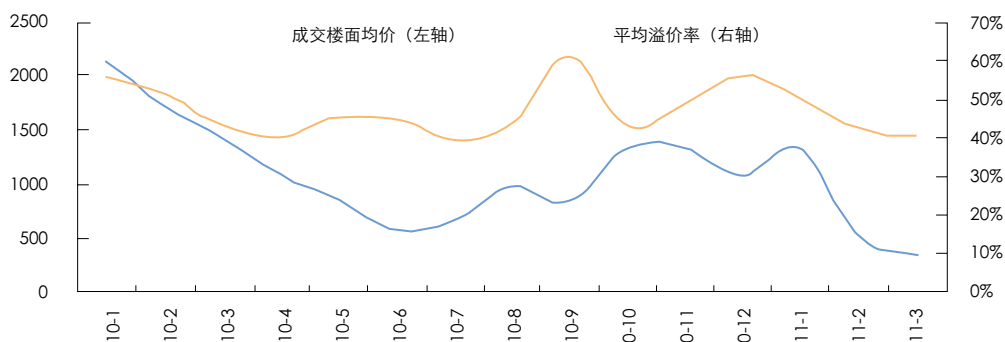
从土地市场的情况来看，国指数研究院数据显示，3月（截至3月29日）全国共成交350宗土地交易，相比二月份的357宗略有下降，成交量延续了自去年底以来的下降趋势，同比下降近40%。三月份，全国（120个城市）土地市场成交均价和楼面价都是小幅波动：土地市场成交均价为3671元/平米，同比上涨11.9%，环比下降1.3%；成交楼面均价为1439元/平米，同比和环比均有5%左右的下跌。土地溢价率方面，3月份为9.71%，是去年以来的新低，同比和环比分别下降75.7%和32.2%，均有大幅度的下降，显示房地产企业拿地变得更加谨慎。

图2.3 2010年-2011年3月全国土地成交宗数及均价



资料来源：广州证券研究所根据中国指数研究院数据整理

图2.4 2010年-2011年3月土地楼面均价及溢价率



资料来源：广州证券研究所根据中国指数研究院数据整理

2.1.2. 行业动态

3月14日，国务院总理温家宝在北京人民大会堂与中外记者见面，针对遏制高房价及今后新的调控措施问题，温总理提出“三管齐下”的策略，第一，控制货币的流动性；第二，运用财政、税收和金融的手段来调节市场需求；第三，加强地方政府责任。

3月17日，北京市地方税务局北京市住房和城乡建设委员会联合出台《关于进一步加强房地产市场调控有关税收问题的公告》，要求商品房按照预计增值率实行2%-5%幅度预征率，容积率小于1.0的房地产开发项目，最低按照销售收入的3%预征土地增值税；保障性住房暂不预征土地增值税。

根据“国八条”要求，不仅是35个大中城市（直辖市、省会城市和计划单列市），全国600多个城市在一季度末都要出台房价控制目标，但截至3月31日，近60个城市公布房价控制目标，占比刚一成。35个大中城市中有福州、长沙、南宁、西宁、呼和浩特5市未公布。针对各地政府出台的房价控制目标可能成为“涨价目标”的情况，住建部近日发出通知，称确定年度新建住房价格控制目标时，要在本地区内听取社会的意见，使各地调控目标的制定科学合理，并取得社会的认同和支持。已经公布本地区年度新建住房价格控制目标的城市，也要以适当的方式听取社会的意见，并根据听取意见的情况，酌情调整已发布的调控目标。

三月份，央行再次上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，也是自2010年1月起的第九次存款准备金率上调。此次调整后，大型存款类金融机构存款准备金率达20%，再创新高。由于3月份CPI增速在5%以上，通胀形势依然严峻，防通胀任务仍然艰巨，预计货币紧缩将会持续，流动性的紧缩将对房地产市场造成进一步的打击。

4月初，国务院组成房地产调控专项督查小组前往16个省市，对各地保障性安居工程建设和房地产市场宏观调控进行全面督查。4月21日，督查小组已经全部结束对16个省份的实地督查返回北京，并于近期将相关督查报告上报国务院。由于各地公布的房价调控目标与民众预期相距甚远，此次督查可能引发中央出台新一轮政策调整，多地房价控制目标也可能面临调整。

2.1.3. 投资策略

11年刚开始，房地产行业板块就走出一段估值修复行情。随着10年年报和11年一季度财务报告逐渐公布，房地产上市企业显示出较强的盈利能力。从年初至4月22日，房地产行业板块（申万）表现略为超越沪深300。进入5月，年报季报行情逐渐步入尾声。房价仍然高居不下可能引发新一轮的调控政策出台，对房地产板块造成调整压力。建议继续密切关注相关政策和房价的动态。我们维持中期对房地产板块的投资评级为中性。

2.1.4. 本地动态

4月15日，广州市国土房管局及市房地产中介协会举行“2011年广州市房地产市场蓝皮书发布暨广州市房地产中介自律签约大会”。据《广州市房地产市场蓝皮书2011》、《2010年广州市房地产市场分析报告》显示，2010年二手房交易宗数和面积双双超过一手房，二手房交易面积首次超越一手房。广州市房地产中介协会预计，2011年广州二手房市场不会大幅度萎缩，预计成交量会比2010年下降一两成，并且上半年成交可能会少于下半年。

数据显示，2010年广州市十区二手房交易登记面积为835.42万平方米，同比减少13.9%。其中，中心城区共成交492.66万平方米，同比减少20.1%。值得注意的是，继2009年二手房交易宗数超过一手房交易宗数后，2010年广州市二手房交易面积亦超过一手房交易面积，市场份额提高到56.4%，首次超过一手房。

据广州国土房管局透露，今年一季度新建商品房交易登记宗数为13053宗，登记面积为151.96万平方米，

环比去年第四季度下降44.1%和 38.8%。第一季度新建商品房成交均价13554元/m²，环比去年第四季度下跌0.2%。从今年“国八条”细则出台后的2月25日至3月24日，新建商品房住宅成交2915套，成交面积32.28万平方米，成交均价为12817元/m²，环比下降24%、30.9%和8.9%。由此可见，新建商品住宅成交量明显下降，成交均价总体回落。国土房管局对有关成交分析得出，90平方米以下及90~144平方米的普通住宅成交比重有所上升，144平方米以上的成交比重明显下降。目前首次置业者占购房者比重高达90%，投资和投机需求得到遏制。

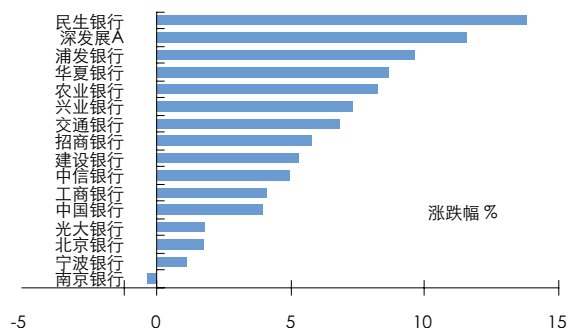
2.2 银行：催化剂的转换

2.2.1 行业分析

1、两大催化剂已经兑现

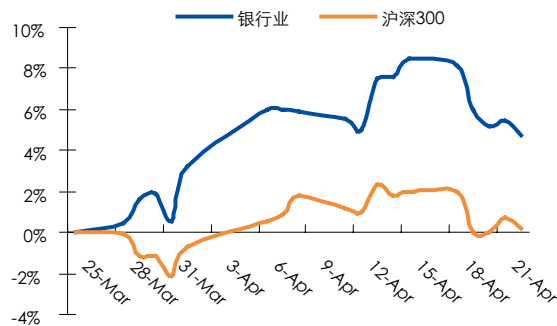
年报及1季报业绩超预期和监管形势的明朗是我们年初提出的银行业估值修复的两大催化剂。2月以来，银行业涨幅显著。4月份银行业依然保持了相对强势，银行业指数上涨4.73%，跑赢同期沪深300指数4.56个百分点。但随着4月末的临近，A股上市银行去年年报及今年1季报公布完毕，短期看，两大催化效应基本实现，银行业的走向将何去何从？

图2.5 近1个月来A股上市银行涨幅统计



资料来源：广州证券研究所根据Wind数据整理

图2.6 近1个月以来银行业跑赢沪深300



资料来源：广州证券研究所根据Wind数据整理

2、估值的安全边际是保障银行投资价值的基础

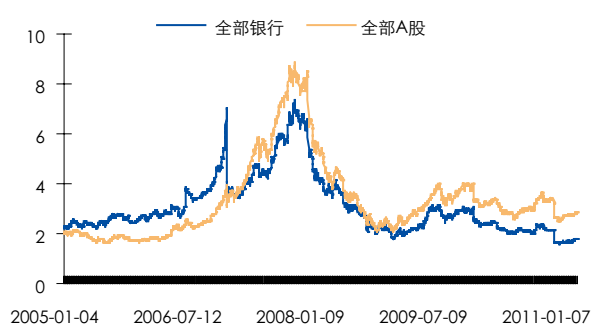
经过了2月以来的上涨，银行业的平均静态PE从8.8倍回升至约10倍，平均静态PB从1.6倍回升至1.8倍，但与全部A股的18.95倍/2.85倍相比，估值优势明显，且当前的估值水平依然位于2005年以来的最低点，分别低于2005年以来平均PE和PB水平54%和41%，因此目前的估值水平依然具备较大的安全区间。

图2.7 银行业平均静态PE依然处于历史低位



资料来源：广州证券研究所根据Wind数据整理

图2.8 银行业平均PB依然处于历史低位



资料来源：广州证券研究所根据Wind数据整理

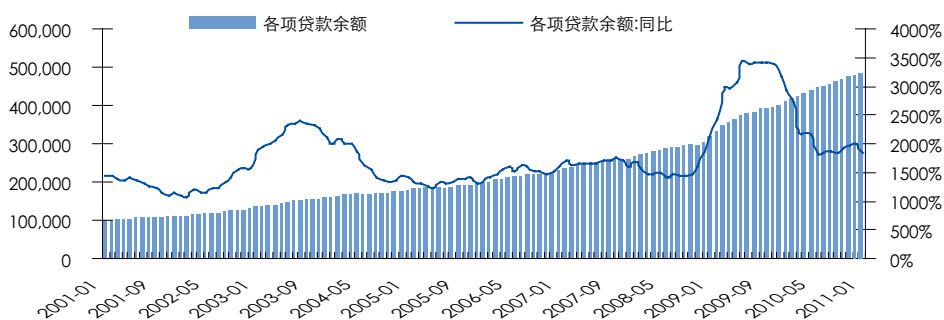
3、成长性将成为银行估值中枢进一步上移的动力

在通胀有望贯穿2011年全年的大背景下，银行业的成长性将得到进一步的支持，具体体现在如下方面：

货币信贷供应量方面，截至3月底，M1同比增速回升至15%，而M2则回升至16.6%，在投资活动逐渐旺盛的推动下，我们预计下一个季度M1将持续回升，而在调控环境中，M2同比增速则会逐渐朝央行全年货币供应量目标回归。同期，贷款总规模达到49.74万亿元，同比增长17.90%，其中3月新增贷款6794亿元，较2月环比增加了26.85%。1-3月共新增贷款22550亿元，占预期全年新增贷款的约1/3，略低于预期值，显示了在CPI持续攀升的情况下，1季度银根收紧的力度较强。

净息差方面，我们认为净息差回升在2011年依然是大趋势，且部分银行的资产负债结构的调整，这一影响可能会延续至2012年。但2011年的形势较2010年而言更为复杂，如存贷比要求趋严，吸存压力加大，存款定期化初显端倪等，对于银行的资产负债结构管理能力，定价能力，业务扩张能力而言都是考验，因此净息差变动差异化的情况会较2010年更为明显。

图2.9 银行业贷款余额及增长情况



资料来源：广州证券研究所根据Wind数据整理

表2.1 A股上市银行净息差统计

证券简称	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
深发展A	2.02	2.80	3.10	3.02	2.47	2.49
宁波银行	3.17	3.14	3.27	3.47	3.12	
浦发银行	2.41	2.94	3.13	3.05	2.19	2.49
华夏银行	1.75	1.88	2.20	2.07	2.03	2.46
民生银行	1.97	2.62	2.93	3.29	2.59	2.94
招商银行	2.09	2.65	3.11	3.42	2.23	2.65
南京银行	2.85	2.64	3.10	3.29	2.80	
兴业银行	2.19	2.47	2.93	2.92	2.42	2.52
北京银行	1.94	2.23	2.37	2.97	2.36	2.33
农业银行			2.82	3.03	2.28	2.57
交通银行	2.58	2.71	2.84	3.01	2.29	2.46
工商银行	2.53	2.39	2.80	2.95	2.26	2.44
光大银行			2.77	2.80	1.95	2.18
建设银行	2.78	2.79	3.18	3.24	2.41	2.40
中国银行	2.32	2.44	2.76	2.63	2.04	2.07
中信银行	2.45	2.62	3.12	3.33	2.51	2.63

资料来源：公司报告、广州证券研究所

4、通胀情况的不确定性无碍行业的投资价值

在此前报告中，我们详细分析了温和通胀带来银行景气度显著上升的逻辑，本文不再赘述。目前的担忧来自于如果通胀严重程度超预期给予银行的冲击。我们认为，此假设前提下，银行面临的主要压力是持续性的紧缩性政策。但即使在这样的环境下，此前积累的巨额的信贷存量基础上适量的增长，已经足以支撑规模因素对利息收入的影响至中性之上，而银根收紧则会不断推高银行净息差。此外，利息业务面临越来越大压力，一方面会促使银行逐步改变目前过于依靠息差收入的业务结构，实现业务转型，另一方面也会催生直接融资和表外业务的盈利空间，增加银行中间业务收入。通胀给银行业带来的主要风险体现在极端的滞涨情形下，过高的融资成本与停滞的宏观经济会令企业面临较大的财务支付压力，从而反映在资产质量方面。

2.2.2 投资策略

随着A股上市银行2010年度和2011年1季度业绩报告公布进入尾声，短期内银行可能出现估值回调的可能性。但在业绩成长性与估值安全性的双重保障下，我们认为股价的调整会带来投资的契机，维持银行业“谨慎推荐”的投资评级。随着中短长三段式结合的投资策略中，短、中期因素兑现，我们调整银行业投资策略至“低估值中寻找高弹性”，即选择业务模式领先，资产负债管理与定价能力突出，业绩增长弹性强的公司，建议关注招商银行、兴业银行、华夏银行和民生银行。

2.2.3 本月行业公司动态

1、中国人民银行决定，自2011年4月6日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调0.25个百分点，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。

2、中国人民银行决定，从2011年4月21日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。

3、华夏银行16日发布公告，称公司2010年股东大会已经通过决议，同意公司于2012年底在香港发行不

超过150亿元人民币债券，不超过300亿元人民币债券和不超过人民币100亿元的次级债券。

4、深发展22日发布公告称，计划发行的65亿元人民币混合资本债券已经获得相关方面批准。

5、北京银行9日发布公告，计划以10.88元/股价格，向10家机构定向增发约10.85亿股，募集资金不超过118亿元。但仍需经相关方面批准。

6、宁波银行19日发布公告称，公司的无锡分行获准开业。

2.2.4 本地动态

工行广东省分行贸易融资余额近千亿：综合媒体4月13日报道，截至2010年末，工行广东省分行国际、国内贸易融资表内外余额(含开证)合计950亿元，较去年初增加270元，增幅40%。其中，表内余额超400亿元，占到了全部流动资金贷款余额的34%。工行广东省分行人士称，随着国内企业经营形态和发展方式的变化，客户在贸易过程中的融资需求日趋复杂和庞大。对银行而言，由于贸易融资是与具体交易相匹配的，期限短、周转快，资产安全性和收益性亦有提高。

广东银行业去年资产超10万亿：综合媒体报道，近日广东银监局透露，截至2010年末，广东银行业资产总额106145.71亿元，居全国第一，同比增长20.38%，略高于全国平均水平。数据显示，2010年末，广东银行业金融机构本外币各项存款余额82019.40亿元，比上年末增加12328.15亿元，新增存款占全国增量10.16%，存款余额和增量均居全国第一；各项贷款余额51799.30亿元，亦居全国第一，同比增长16.38%。累计实现税后利润1219.05亿元，居全国第一，同比增加371.77亿元，增长43.88%，高于比全国平均水平9.14个百分点。

广东银行业化解七成房贷纠纷：综合媒体报道，20日，广东银监局透露，广东银行业采取多项措施积极化解房贷矛盾纠纷。自今年2月28日至4月8日，广东银行业已累计发放涉及纠纷并得到化解的个人住房贷款2万多笔，总金额达109亿元，房贷纠纷得到化解的比例超过七成。银监局有关负责人说，广东各银行机构开展对个人住房贷款业务的全面自查，边查边整改，制订客户分类处置方案，统筹安排信贷资金，做好积压贷款发放工作。有关负责人还说，截至4月8日，省内尚未发放涉及纠纷的个人住房贷款约1万笔，总金额约38亿元。广东银监局通过房贷纠纷督查督导，已经发现部分银行机构在发放个人住房贷款过程中存在捆绑销售、乱收费和虚假承诺等违规现象，将适时开展专项检查，严肃查处各类违法违规行为。

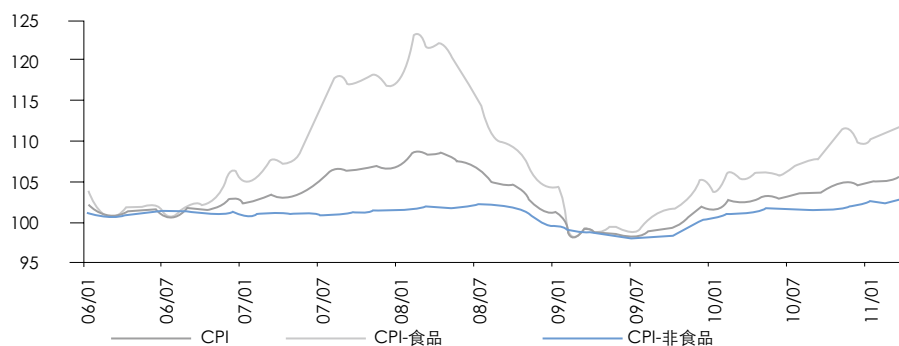
2.3 商业零售：3月社会消费品零售总额增速出现反弹

2.3.1 行业分析

3月CPI再创年内新高显示通胀压力较大

根据国家统计局公布最新数据，3月份CPI同比涨幅为5.4%，较上月提升0.5个百分点，其中食品价格上涨11.7%，涨幅较上月扩大0.7个百分点，非食品价格上涨2.7%，涨幅较上月提高0.4个百分点。

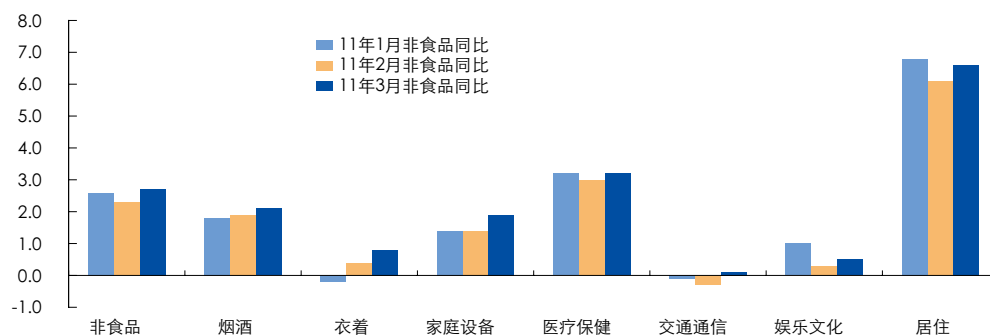
图2.10: CPI运行趋势图



资料来源：广州证券研究所根据wind数据整理

非食品当中3月份价格同比全部呈上涨态势，其中烟酒及用品类、衣着类、家庭设备及用品类、医疗保健及个人用品、娱乐教育文化用品及服务、居住类价格同比涨幅均较上月呈扩大态势，交通通讯及服务类价格同比涨幅受2月底上调国内成品油价格影响则由负转正，同比增长0.1%，这是连续9个月同比负增长后的首次正增长。

图2.11: 非食品分类别结构图

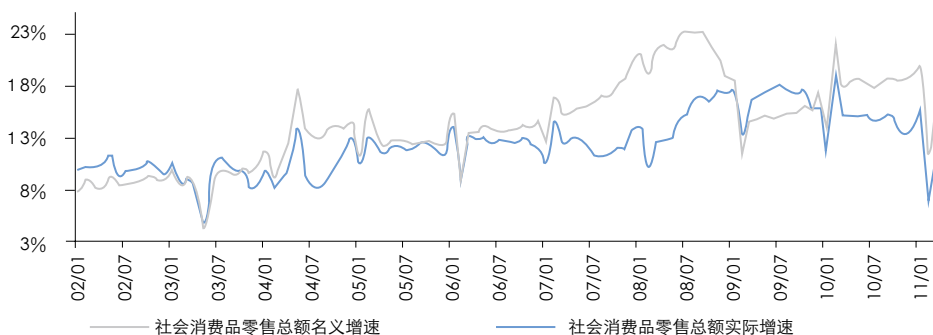


资料来源：广州证券研究所根据wind数据整理

3月社会消费品零售总额增速出现反弹

据国家统计局统计，2011年1-3月份，我国社会消费品零售总额42922亿元，同比增长16.3%，其中，3月份社会消费品零售总额为13588亿元，同比增长17.4%，较1-2月提高1.6个百分点，实际增速为11.39%，较1-2月回升1个百分点，总体上来看，经过2011年1-2月份零售增速较快下滑后，3月份总体数据有一定幅度反弹。

图2.12：社会消费品零售总额同比增速

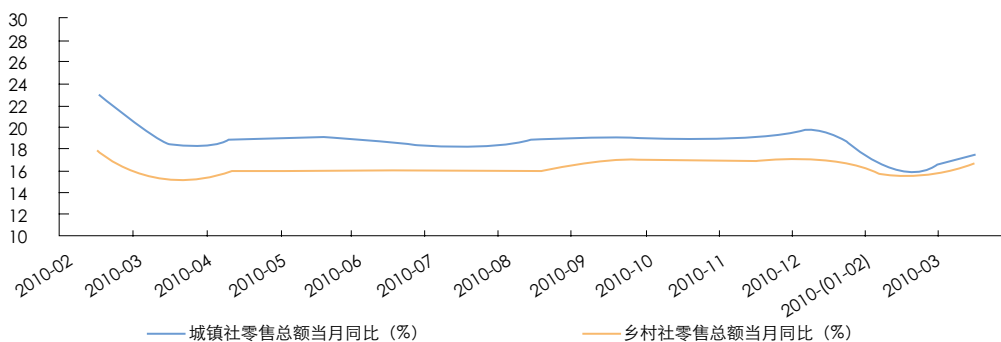


资料来源：广州证券研究所根据Wind资讯整理

3月城市消费增速反弹幅度高于农村

3月份，城镇消费品零售额为11,801亿元，同比增长17.5%，环比加快了5.8个百分点；乡村消费品零售额1,787亿元，同比增长16.7%，环比加快了5.5个百分点。总体上来看，城市零售增速经过之前的明显回落后，反弹幅度远大于农村增速。

图2.13：城镇和农村消费品零售总额同比增速



资料来源：广州证券研究所根据Wind资讯整理

金银珠宝销售持续旺销，结构分化趋势延续

分类别看，3月销售增长最快的仍然为金银珠宝，增速高达52.4%，受消费及投资的双重需求拉动，石油及制品销售总额仍保持了较高的增速，3月同比增长43.8%。在各品类中，化妆品、家电、汽车、家具、建材及汽车销售额均有明显的反弹，日用品和体育娱乐用品零售额下降比较明显，服装、食品和通讯器材销量增速则相对平稳。

表2.2：商品零售同比增速情况

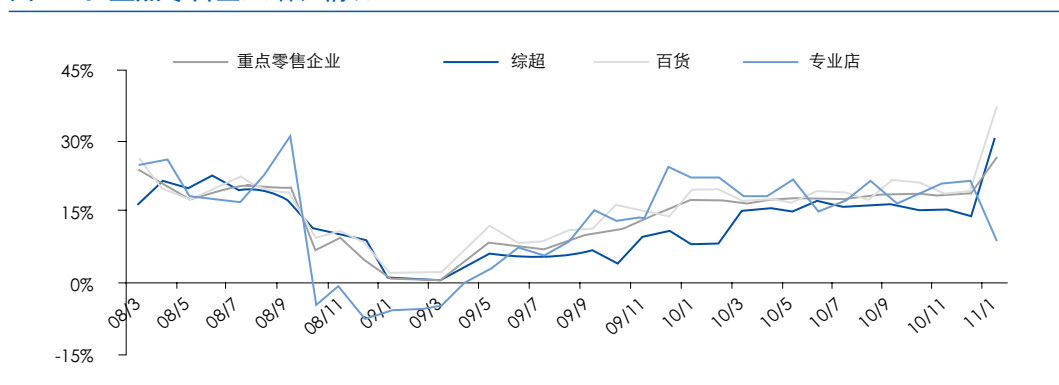
指标	3月		1-3月	
	绝对量（亿元）	同比增长（%）	绝对量（亿元）	同比增长（%）
限额以上商品零售	5851	25.3	17587	23.0
粮油食品饮料烟酒	742	21.8	2575	23.1
服装鞋帽针纺织品	546	21.9	2014	22.3
化妆品	93	21.2	272	17.8
金银珠宝	145	52.4	496	51.8
日用品	209	19.8	648	22.7
体育、娱乐用品	28	13.0	88	19.0
家用电器音像器材	366	26.0	1193	20.5
中西药品	282	18.6	828	21.0
文化办公用品	110	18.5	314	20.2
家具	83	31.9	228	24.5
通讯器材	74	21.3	240	22.8
石油及制品	1153	43.8	3108	37.6
汽车	1624	18.7	4496	14.2
建筑及装潢材料	93	33.0	238	25.5

资料来源：广州证券研究所根据Wind资讯整理

零售企业销售额增速稳定，百货业态增长加快

据商务部监测，3月份重点零售企业零售额同比增长19.5%。分业态来看，百货店、专业店和超市零售额同比分别增长24.4%、16.1%和14.8%。我们认为在政策驱动、价格上涨及消费升级带动下，百货子行业成长空间大于超市。

图2.14：重点零售企业增长情况

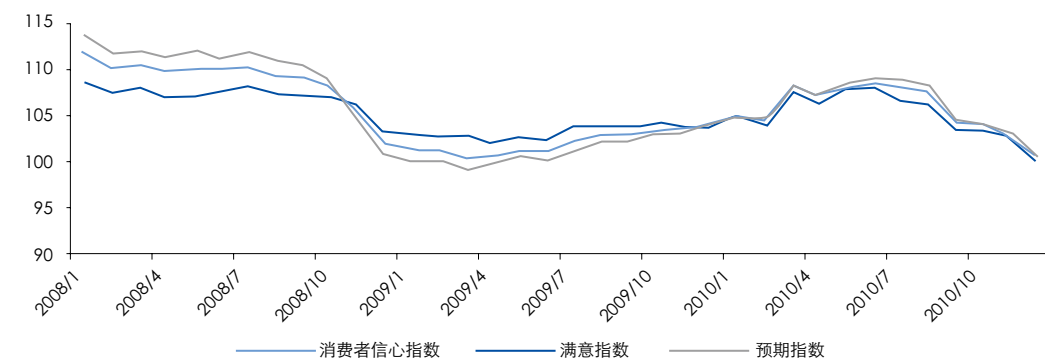


资料来源：广州证券研究所根据Wind资讯整理

消费意愿下降，消费信心指数连续回落

2月份消费者信心指数下滑到99.9，我们认为主要是因为商品价格、房价、自然灾害以及消费安全等诸多因素的影响，导致消费者心理上的不确定感增强。2011年第1季度，由中国人民银行在全国50个城市进行的2万户城镇储户问卷调查显示：居民对物价满意度缓和，未来物价上涨预期减弱；就业与收入情况向好，就业预期乐观，收入预期仍不理想；居民认为目前房价过高，对调控效果不乐观；储蓄意愿更高，消费意愿降至1999年来最低。

图2.15:消费者信心指数图

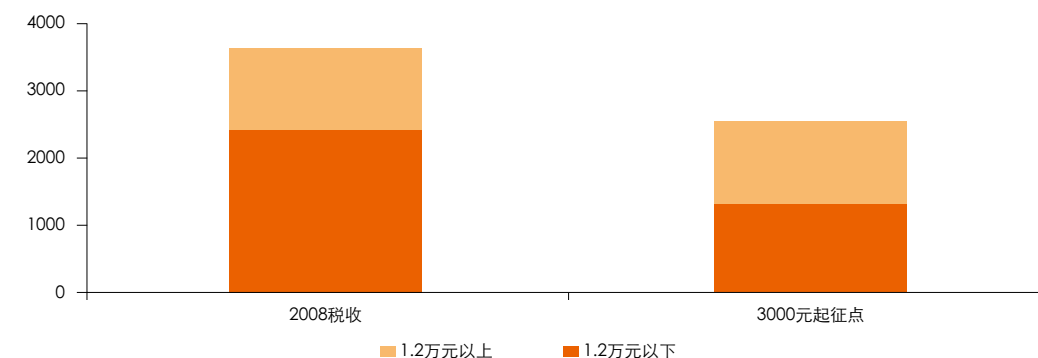


资料来源：广州证券研究所根据Wind资讯整理

个人所得税改革有望提振消费

近期，全国人大常委会办公厅公布了《中华人民共和国个人所得税法修正案（草案）》，个人所得税有望在起征点和级次级距两方面进行调节。从测算的结果来看，月收入在19000元以下的居民均会受益，其中月收入在5000-10000元之间受益最明显，增加收入4%左右；月收入在19000元以上则税负加重。此次税基及税级调整结构性明显，体现了政府提高中低收入群体收入的决心并试图通过税收来减小贫富差距，鼓励中产阶级的崛起。因此我们判断，调高个税起征点中低收入人群将显著受益，有利于提振消费信心，促进消费。

图2.16:个税起征点调高后不同收入人群应缴个税的减少额



资料来源：广州证券研究所根据财部公布信息整理

2.3.2 投资思路

在珠三角商业类公司中，我们投资思路主要有两点：

1) 看好具备全国扩张潜力的百货类股，如天虹商场。

2) 看好高收入群体的消费升级趋势，因而我们相应地看好中高端消费品零售企业，再结合估值的考量，建议投资者关注：广州友谊000987。

2.4 电子元器件行业：行业增长放缓，地震影响持续

2.4.1 行业分析

行业增长平稳

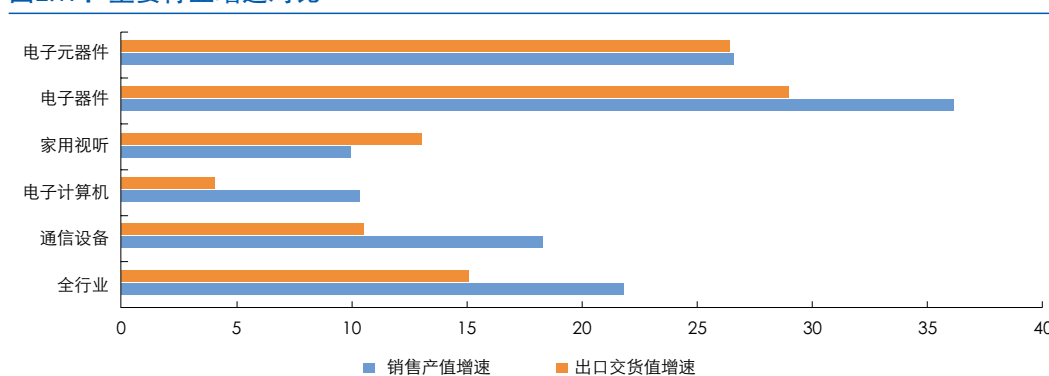
根据工信部数据，2011年1-2月我国规模以上电子信息制造业，呈现平稳增长的态势，前两个月增加值增长14.3%，比工业平均水平高0.2个百分点；实现销售产值9706亿元，同比增长21.6%。

电子器件行业增速最快。1-2月，电子器件行业实现销售产值1657亿元，同比增长35.9%；出口交货值1059亿元，同比增长28.8%，比行业平均水平高出14.3和14个百分点。全行业共生产集成电路137.9亿块，同比增长34%；发光二极管(LED)91.8亿只，同比增长15.4%。

电子元件行业保持较快增长。1-2月，电子元件行业实现销售产值和出口交货值1754亿元和945亿元，分别增长26.4%和26.2%，均高出行业平均水平。

1-2月，电子信息产品进出口总额1520亿美元，同比增长22.5%，占全国外贸进出口的30.7%；其中出口879亿美元，同比增长22.1%，占全国外贸出口35.5%；进口640亿美元，同比增长23%，占全国进口25.8%。受春节假期因素的影响，2月份电子信息产品出口增速比上月回落19.5个百分点，进口增速比上月回落33.3个百分点。

图2.17：主要行业增速对比



资料来源：广州证券研究所根据工信部资料整理

日本地震影响仍然存在

日本是很多产业关键零部件技术大国，影响众多产业链，绝非是单一公司复工后就能解决，这次地震影响涵盖上游原料、零部件，因此全球不少国际大厂都受到冲击。尤其是半导体业，由于不少晶圆厂的炉管设备因强震受损严重，影响幅度蛮大，复工会很辛苦，对全球半导体产业影响很大。另外，日本的电力系统供应面临考验，也使得厂商复工速度缓慢。他说，因日本半导体厂分布非常零散，不像有些国家集中在某个工业区内，所以工业和民生用电会重复到，因此电力考验的不稳定波及产业运作。

另外，日本也是消费电子的重要市场。地震和海啸造成的直接损失是可以估计和弥补的，但是核辐射所造成的损失仍然无法估计，因此对于日本经济总体损失的估价尚难正确预言。

近期台积电董事长张忠谋将全球半导体产业成长由7% 下调到4%；而设备厂商ASML近期发布2011年第1季财报指出，日本强震打乱客户供应链，导致部分客户下单态度出现迟疑现象。

因为2010年全球半导体出现了32%的少有高增长，达到3000亿美元，所以今年的态势格外引人关注。虽然高增长不可维持已成定局，然而增长到底是在原来预测的5%-10%之间，还是会因地震更加缓慢，可能还要

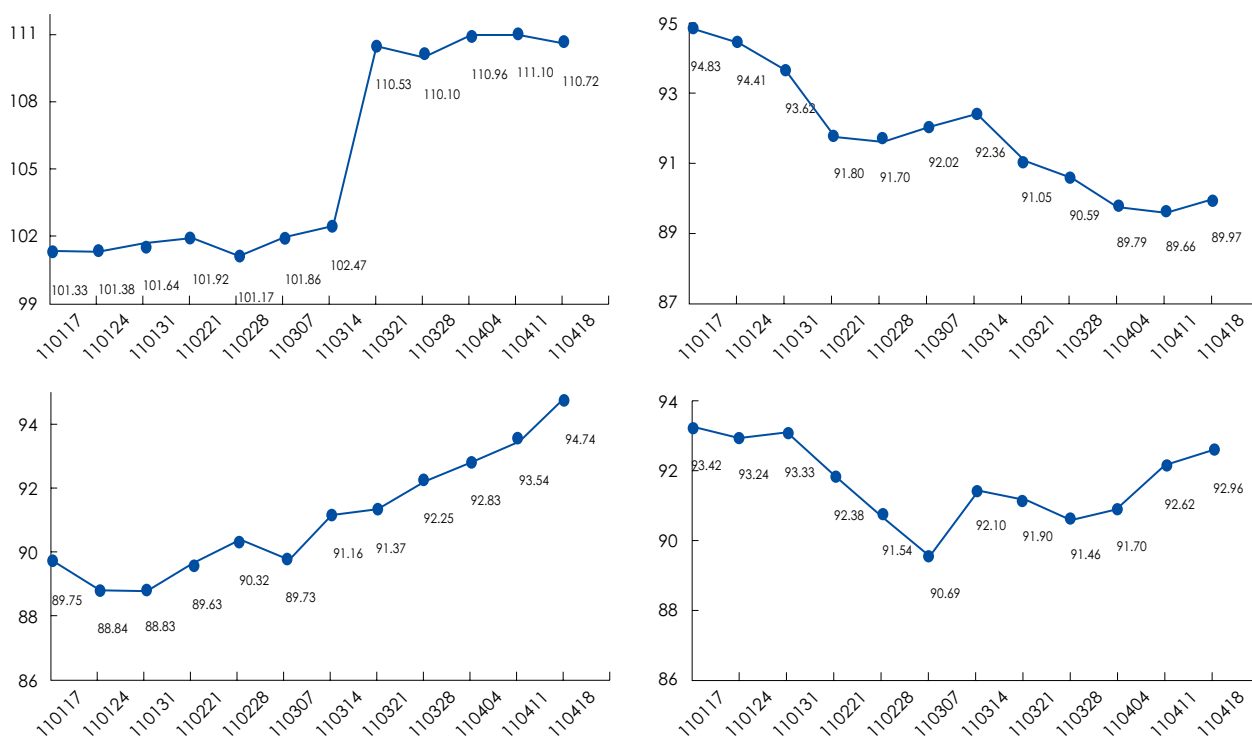
观察1-2个月，了解了相关核灾、辐射、电力恢复及每个受灾的厂复工情况，才会逐步明朗，整体的冲击才能进一步确认。

价格指数小幅回落

本期华强北电子市场综合指数报点102.93点，上涨0.04个百分点，上涨幅度0.04%。本期的综合指数稳定延伸，从细分的四大板块数据来看，本期数码产品板块涨势稍显表现良好，其余三大板块整体较为稳定，波动幅度稍弱。其中具体表现为数码产品上涨了1.20个百分点，涨幅1.28%，IT产品上涨0.34个百分点，涨幅0.37%，手机产品上涨0.31个百分点，涨幅0.35%，电子元器件则有小幅的下跌，本期下跌0.38个百分点，跌幅0.34%。

电子元器件小幅回落的主要原因是地震期间放大器价格迅速攀升，然后市场存货方面并未出现过度紧张，因此市场出现冷静过后，价格便开始逐步跌落回归正常水平。数码产品的涨幅较大主要是因为四五月份作为外出旅行与踏青旺季，车载GPS与数码相机等成为出行常用产品，市场需求有一定程度的增长。

图2.18：电子市场价格指数（元器件、手机、数码、IT）



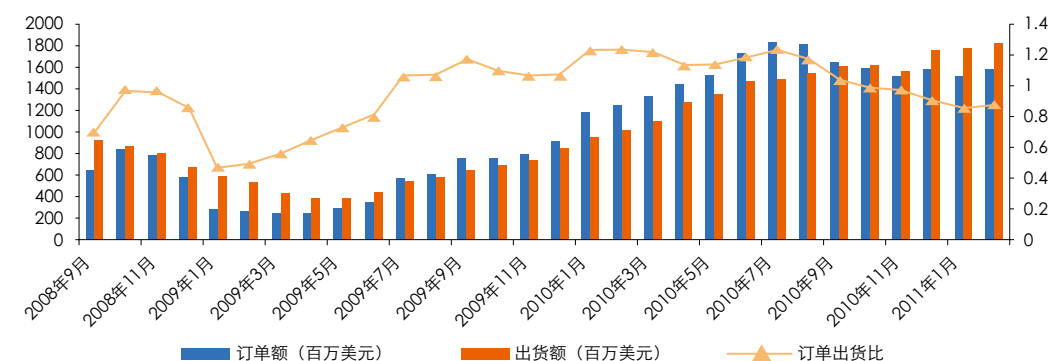
资料来源：广州证券研究所根据中国电子市场价格指数整理

资本投入仍处高位

SEMI公布的2011年2月份北美半导体设备制造商订单出货比（BB值）报告显示，按三个月移动平均额统计，2月份北美半导体设备制造商订单额为15.8亿美元，较1月份增长4.7%；与此同时，2011年2月份北美半导体设备制造商出货额为18.3亿美元，较1月份增长2.3%

生产设备订单出货比为0.87，连续5个月小于1，是行业对2011年自身景气判断一定程度的反映；但BB值比上月略有增长，没有一味下降，且不论是订单额还是出货额，目前都处于历史高位，订单额环比仍增长4.7%，预示行业步入较稳健增长。

图2.19：北美半导体设备订单出货比



资料来源：广州证券研究所根据SEMI数据整理

SEMI也指出，LED用半导体制造设备投资额已由2009年的6.6亿美元增加到2010年的17.8亿美元，同比增速达170%。预计2011年设备投资额将达25亿美元，同比增加40%；2012年将为23亿美元左右，同比下降8%。

“新能源汽车”发展进入提速阶段

2011年3月26日，中国工信部副部长苏波透露，工信部牵头制订的《节能与新能源汽车产业发展规划》，已会同国家发展改革委、财政部等多部门联合上报国务院，不日将批复公布。与此前汽车振兴规划的短期性不同，《规划》由工信部牵头、发改委参与，被提升到国家战略高度，旨在布置汽车产业新局。作为国家确定的七大战略性新兴产业之一，新能源汽车在未来10年计划投资额将达1000亿元，销量规模锁定世界第一。

电池是新能源汽车产业链中最关键的环节之一，尤其在纯电动汽车中，电池的性能决定了整车的行驶速度、续航里程以及整车的安全性和可靠性。锂离子电池有重量轻、比能量和比功率高、体积小、循环寿命长、无记忆性、自放电率低、温度适用范围广等诸多优点，从中长期来看，锂离子电池以及电源控制管理系统将得到大力的扶持与发展。

投资思路

电子元器件指数仍然在高位震荡，符合我们去年底以来对行业走势的判断。目前估值水平虽有所下降，但仍处于历史高位，我们认为行业整体缺乏投资机会，暂维持行业“中性”投资评级。但由于行业发展前景广阔、成长性较高，而且部分子行业得到政策扶持的力度较大，我们关注其中能够维持高成长的细分行业或公司的结构性机会。我们建议关注2011年受下游智能手机、平板电脑等需求推动、增长较确定的连接器、触摸屏企业，如长盈精密（300115）、得润电子（002055）、莱宝高科（002106）；关注新能源汽车领域的拓邦股份（002139）、佛山照明（000541）。

图2.20：电子元器件指数



资料来源：广州证券研究所根据Wind数据整理

2.4.2 本地动态

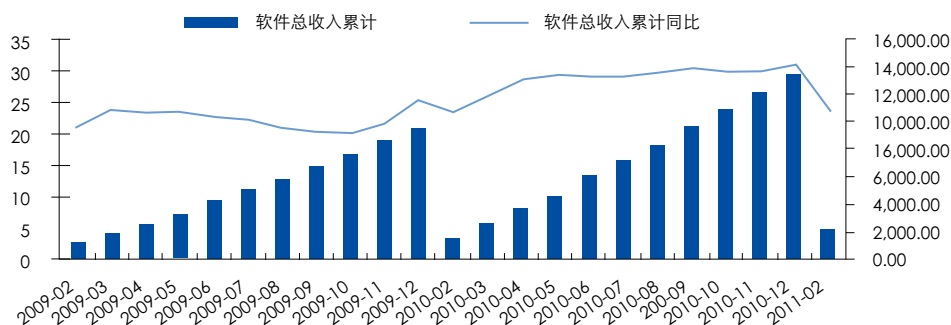
4月8-10日，第77届中国电子展（CEF）在深圳会展中心举行，与往届相比，此次展会规模更大，覆盖了6个展馆共计8.2万平方米的有效展览面积，堪称中国电子类展会的航母。作为绿色新能源的代表，锂电新能源所在的6号展馆将成为重要看点，据悉，将有近百家锂电厂商争相亮相。此外，展会同期举行的“2011中国（国际）锂电新能源高峰论坛”将汇集部委领导、院士专家、优秀企业代于一堂，共同交流与研讨国家十二五规划关于新能源、新能源汽车、新材料以及节能环保等领域的政策措施。

2.5 软件行业：估值仍处相对高位

2.5.1 行业分析

据工信部数据，2011年1-2月，收入呈现平稳增长，我国软件产业实现软件业务收入2167亿元，同比增长23.8%，增速比去年同期提高0.4个百分点。完成利润总额271.5亿元，同比增长31%，增速比去年同期高20.1个百分点，软件产业占电子信息产业的比重已达到18%，占电子信息产业第二位。

图2.21：2009年-2011年2月软件行业收入规模及增速

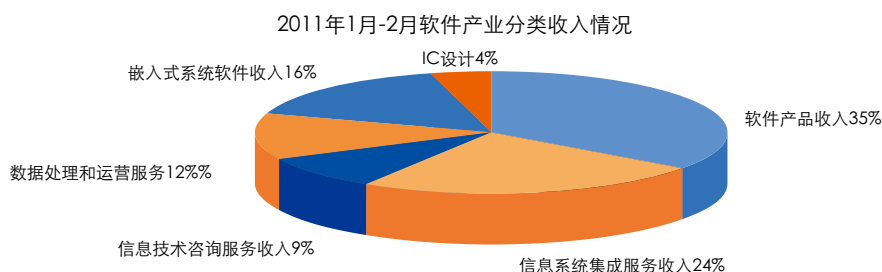


资料来源：广州证券研究所根据工信部数据整理

信息技术发展迅速带动软件业务进入结构调整期

1-2月，信息技术咨询服务、数据处理和运营服务收入分别为193和271亿元，同比增长42.4%和42%，高于全行业的18.6和18.2个百分点，两者收入占全行业比重达21.4%，比去年同期提高2.8个百分点。软件产品收入756亿元，同比增长22.1%；嵌入式系统软件完成收入357亿元，同比增长15.2%，低于全行业8.6个百分点；系统集成服务实现收入513亿元，同比增长19.3%，低于去年同期5.5个百分点；IC设计实现收入77亿元，同比增长19.7%。综合而言，信息技术类服务的迅速发展带动了整体软件业务收入结构的调整。

图2.22：1-2月软件产业分类收入

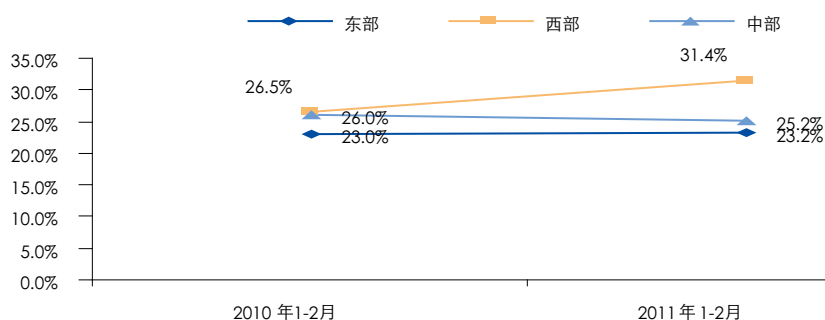


资料来源：工信部，广州证券研究所

西部软件业务增速回升

1-2月，东部地区完成软件业务收入1909亿元，占全国软件业务收入的88%，同比增长23.2%，增速比去年同期提高0.2个百分点；西部地区累计完成软件业务收入167亿元，同比增长31.4%，增速比去年同期提高4.9个百分点；中部地区累计完成软件业务收入91亿元，同比增长25.2%，增速比去年同期下降0.8个百分点。综合而言，今年1-2月西部地区增速较快，而中部地区增速同比略有下滑。

图2.23：2010年1-11月软件产业收入构成

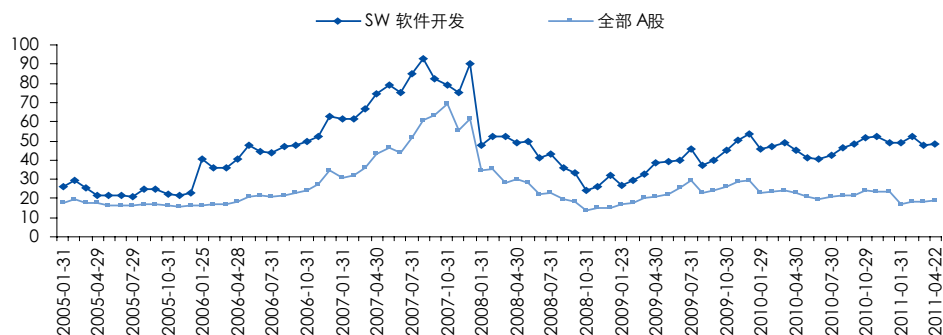


资料来源：工信部，广州证券研究所

投资思路：软件行业估值仍处于相对高位

A股软件开发相关的上市公司PE水平通常高于全部A股的PE水平，从市盈率走势看，自2005年以来软件企业的PE水平在2006年至2007年三季度期间，大幅超越A股整体市盈率；而在2008-2009年期间，软件企业市盈率走势均与市场整体走势相仿；直至2010年1月起，软件企业市盈率又开始了新一轮的增长。

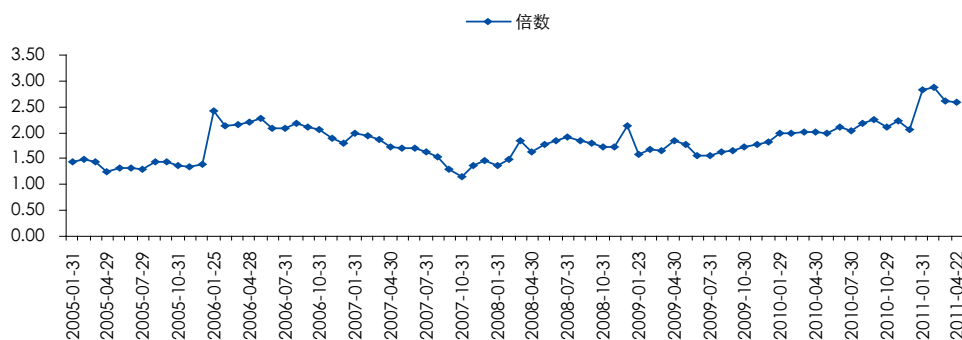
图2.24：2005年至今软件开发行业及A股市盈率走势(整体法)



资料来源：广州证券研究所根据Wind数据整理

2005年至2006年间，软件企业PE与A股PE的比值一直维持在1-1.5的区间内波动；2006年1月比值冲高大道2.43倍的水平，随后2月软件企业PE与A股PE的比值差距开始逐步缩窄，直至2007年10月，PE比值出现稳步回升；在2011年1月PE比值再创新高，达到2.83倍的高点。虽然软件企业与A股整体的PE的相对估值已回落至2.60的水平，但相对历史比值看，目前仍处于中值偏高的水平（平均比值为1.82）。我们认为，如果软件企业利润增速能维持一个较快的增长，随着季报、半年报的公布，软件行业与A股整体的相对估值有望回落至2-2.5倍的区间内，届时软件类个股将再次获得市场的青睐。目前，考虑到软件行业估值仍处于相对高位，且已公布的软件企业一季报业绩两极分化现象明显，给予行业“中性”评级，建议低配软件行业。就个股选择看，投资者可选择已公布季报且业绩增长较好的软件品种。

图2.25：软件开发行业PE与A股整体PE比值走势



资料来源：广州证券研究所根据Wind数据整理

2.5.2 本地动态

深化粤港资讯科技行业合作推动“广东软件”品牌建设(广东软件行业协会，2011-04-01)

3月25日，“2011粤港ICT年会”在广州隆重召开，本次年会由广东软件行业协会、广东省现代信息服务行业协会、广东省电子商务协会、番禺区人民政府、香港资讯科技联会共同主办，深入贯彻落实省委省政府“加快转型升级、建设幸福广东”的核心任务，大力推进软件和信息服务业发展。同时积极贯彻CEPA和国家《珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008-2020年）》精神，以软件和信息服务业为切入点，纵深推进粤港两地资讯科技行业合作。

广东软件行业协会会长杨海洲、广东省现代信息服务行业协会会长刘伟共同启动“广东软件”服务品牌建

设序幕。“广东软件”服务品牌是广东各级政府打造区域软件名片的有益补充，是集聚发展、区域竞合、资源共享和协同发展的联盟体。“广东软件”大品牌将在行业和企业认同、支持和参与下共同打造，将在政府行业主管部门的支持和指导下，通过宣传推广和市场手段，聚合全省软件和信息服务企业资源以及相关的政策、资金、技术和人才等行业发展要素资源，提升行业的社会影响力，提升软件和信息服务业的社会价值认同，提升我省软件和信息服务业在全国和全球市场上的竞争力，促进企业间、行业间、区域间的合作与交流，打造属于全行业的“无形资产”，逐步成为全国乃至全世界软件行业的一面旗帜。

会议还推出三大举措：举措一：“雨露工程”启动，拓宽企业融资渠道；举措二：开展“凌云工程”，完善企业公共服务体系；举措三：建立行业团工委，服务企业青年建功立业。

2.6 交通运输行业：铁路货运增速加快

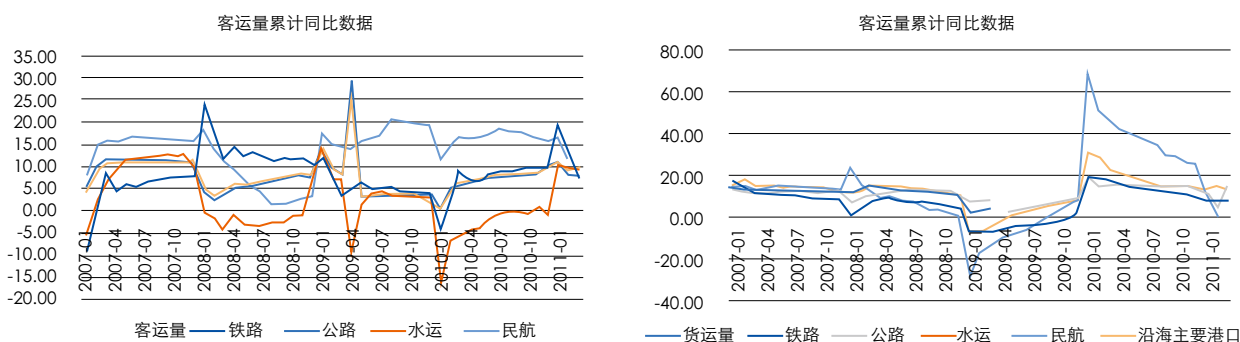
2.6.1 行业分析

1-3月铁路、内河和沿海港口、码头投资建设速度加快。铁路完成固定资产投资1216.17亿元，同比增长36.5%，三月份投资明显快于一二月。其中基建投资1090.17亿元，同比增长39.8%。公路、内河和沿海建设分别完成1740亿，59亿和179亿元。同比分别增长17.1%、17.4%和86.36%，均保持较快的投资速度。

客运方面，1-3月铁路、公路、水路客运量累计分别完成4.5亿人、81.1亿人和0.52亿人，同比分别增长7.7%、7.8%和9.8%。除水运外，铁路、公路累计增速有所放缓。铁路、公路周转量增速均高于客运量增速，表明两者长距离运输占比加大。民航目前仅公布了1、2月数据，客运量和周转量累计同比分别增长11.7%和13.5%，增速有所放缓但仍高于公路、水运。从相关上市公司公布的3月数据看，港澳台地区和国际航线增速良好，而国内航线增速明显下降。

货运方面，公路、水运和港口保持较快增速，铁路货运增速虽不及其他交通工具，但逐月提高的增速值得关注。1-3月铁路发送量9.61亿吨，周转量7169.66亿吨公里，同比分别增长7.8%和6.4%。公路、水路货运量分别为62亿吨和9.3亿吨，同比增长14.5%和14.2%，规模以上港口完成货物吞吐量20.8亿吨，同比增长14.3%，其中集装箱吞吐量3625万TEU，同比增长13.1%，外贸货物增速下降，累计为7.7%。民航公布的1、2月数据显示货邮运增速下降明显，特别是国内航线，同比下降2%。

图2.26：交通运输子行业客运量、货运量累计同比数据



资料来源：广州证券研究所根据Wind数据整理

结合二级市场走势看，上月沪深300指数上涨受挫，小幅下降0.06个百分点。交运板块整体小幅跑赢大盘0.53个百分点。子版块中，航空在估值保证和人民币升值下表现突出，跑赢大盘3.69个百分点，而铁路在货运

增速加快并存在货运提价预期下表现不俗，跑赢大盘2.67个百分点。航运受运力、需求及成本等多方面不利因素打压，并未能在本轮周期股复苏行情下获益，跑输大盘2.02个百分点。此外还有物流板块，估值相对较高，也未能跑赢大盘。的结合3月份基础数据，建议关注高速公路、铁路货运和航空中国际航线开拓加速的相关上市公司。

表2.3：交通运输子版块（A股）二级市场表现（按照申万行业二级分类）

板块行情数据对比	20100101- 20110425	较沪深300	20110101- 20110425	较沪深300	较上月
沪深300	(9.12)		3.88		-0.06
港口	(20.28)	(11.16)	8.58	4.70	0.89
公交	(16.26)	(7.14)	4.91	1.03	0.07
航空	29.57	38.69	(6.98)	(10.85)	3.69
机场	(13.30)	(4.18)	11.18	7.30	1.26
高速公路	(14.50)	(5.38)	2.51	(1.37)	1.92
航运	(20.19)	(11.07)	5.40	1.52	-2.02
铁路	(8.44)	0.68	11.40	7.52	2.67
物流	4.34	13.46	8.28	4.40	-1.76

资料来源：广州证券研究所根据Wind数据整理

2.6.2 行业动态：民航“十二五”规划出台

《中国民用航空发展第十二个五年规划》（“规划”）于4月7日发布，将提高持续安全水平、增强机场保障能力、建设现代空管服务系统、提升航空运输服务能力、加快通用航空事业发展列为民航“十二五”五大任务，强调了促进民航发展方式转变以及规划保障措施的具体要求。服务能力上，到2015年运输总周转量990亿吨公里，旅客运输量4.5亿人次，货邮运输量900万吨，年均分别增长13%、11%和10%。航班正常率高于80%，并强调建设绿色民航。通航方面要求基础设施大幅增加，作业领域不断扩展，标准体系初步建立，作业量和飞机数量翻番。

2.6.3 本地动态

深圳东莞共25个普通公路收费站（点）停止收费

3月30日起，深圳8个跨界普通公路收费站和梧桐山隧道以及东莞17个普通公路收费站全部停止收费，全国车辆均可免费通行。至此，深圳和东莞两市除了仅剩的3个普通公路收费站（即深圳境内的省道S358马田站和省道S359水田站，东莞市境内的国道G107江南收费站）外，其余普通公路收费站全部停止收费。

据东莞市交通运输局相关负责人介绍，根据2010年收费数据，若全面撤销辖区内所有18个普通公路收费站，将直接惠民免收公路通行费3.03亿元。

（来源：广东省交通运输厅公众网）

深圳机场二跑道6月底投入使用

为解决深圳机场容量不足的矛盾，深圳机场于2006年正式开工扩建。扩建工程以2020年为目标，设计旅客吞吐量为4500万人次，货邮吞吐量240万吨，飞机起降架次37.5万架次。正在进行的扩建工程包括飞行区扩建和航站区扩建两部分，总投资为214.81亿元。其中二跑道长3800米、宽60米，跑道场道、助航灯光、灯光站、消防站、围界等工程已完成初步验收，争取6月底正式投入使用。而正在施工的T3航站楼也初见雏形，其建筑面积达45万平方米，预计明年底投入使用。

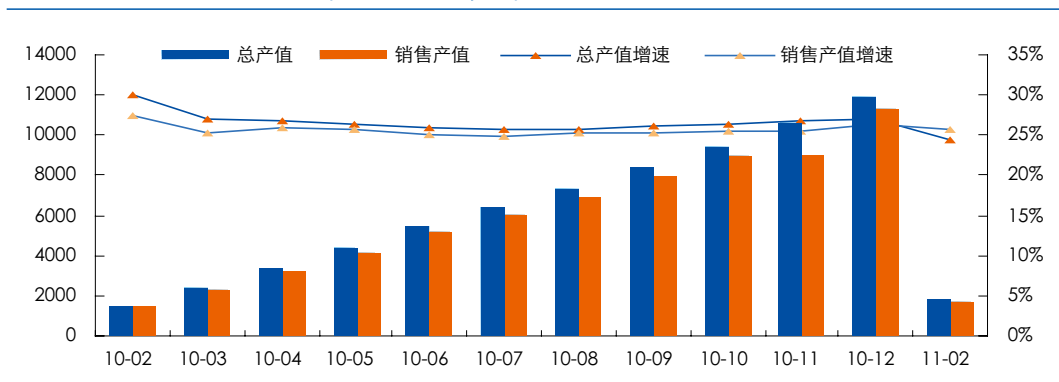
(来源：深圳市交通运输委员会)

2.7 医药生物行业：中药进入欧盟难度增大，医疗器械市场持续升温

2.7.1 行业动态

国家统计局最新的统计数据显示：2011年头2个月，我国医药制造业总产值累计达到1835.51亿元，同比增长24.33%，增幅较上年同期下降5.68个百分点，较上年12月回落2.74个百分点；而工业销售产值累计达到1763亿元，同比增长25.76%，增幅较上年同期和最近的12月份分别下降1.62和0.53个百分点。显示进入2011年，我国医药行业生产与销售增幅出现双双回落，尤其是生产增速降幅较大。

图2.27医药制造业运行情况(单位：亿元，%)



资料来源：广州证券研究所根据米内网资讯资料整理

另根据海关统计数据显示：2011年2月，我国医药保健品进出口总值为38.47亿美元，同比增长19.99%。其中，出口24.1亿美元，增长12.94%；进口14.4亿美元，增长33.95%；当月顺差9.66亿美元，同比下降8.49%。进出口仍保持稳定增幅，而出口增幅超出进口较为明显。

2.7.2 行业分析

进入2011年后，医药制造总产值增幅出现较大幅度回落，产业增速减缓；而与此同时，工业销售产值增幅虽亦显回落，但幅度不大，仍保持了较为稳定增速，凸显出新医改推进中，医药市场持续的需求增长对医药产品销售构成了稳定持续增强的拉动。尽管因货币政策趋紧、国际原料药价格较长时间的持续低迷、国内医药市场面临不断增大的政府监管与竞争压力、新药审批门槛提升以及包括能源、原材料、环保及人力成本持续上升等不利影响，医药行业生产扩大的步伐出现较为明显放缓。

跨国药企给力新兴市场加剧国内医药市场竞争

多个专利药集体到期导致盈利提升前景暗淡促使众多跨国药企纷纷加大了进入新兴医药市场的拓展力度。医药经济网来源的IMS数据显示,近几年,全球排名前10位的药企在欧美市场的份额相继出现了6%—8%的下滑,而在包括中国在内的17个新兴市场的份额则由7%升至12%。国内医药市场上,跨国药企正在继续保持原研药的核心优势,确保市场份额的前提下通过介入仿制药领域,抢占普药市场,从而对国内药企构成越来越大的竞争压力。赛诺菲安万特在华通过并购将触角伸到“第三终端”市场;而近期的“尼美舒利”事件出现强生与康芝药业的交锋也许是这一进程中的早期反映。

抗生素滥用招致监管趋紧

抗生素的滥用是长期困扰我国医疗保健服务的一个非常严重的问题，不仅对人类健康构成巨大威胁，同

时也导致医药行业对抗生素产品的严重依赖。随着“超级细菌”风险与日俱增，对抗生素的监管也日益趋紧。近期由卫生部医政司推动的《医疗机构抗菌药物管理办法》正在酝酿推出，该政策通过对抗生素用药品种、品规、医生处方以及惩罚方面进行严格规定，有可能成为规范抗生素使用有史以来最严格的规定。随着政策的最终推出与推进，无疑将对严重依赖抗生素药品市场的国内医药企业构成较大冲击。医政司预计，政策实施后，最终将住院患者的使用抗生素比例从68%降到60%以内，门诊从21%下降到20%以内。

中药进入欧盟市场门槛提升增大中药出口难度

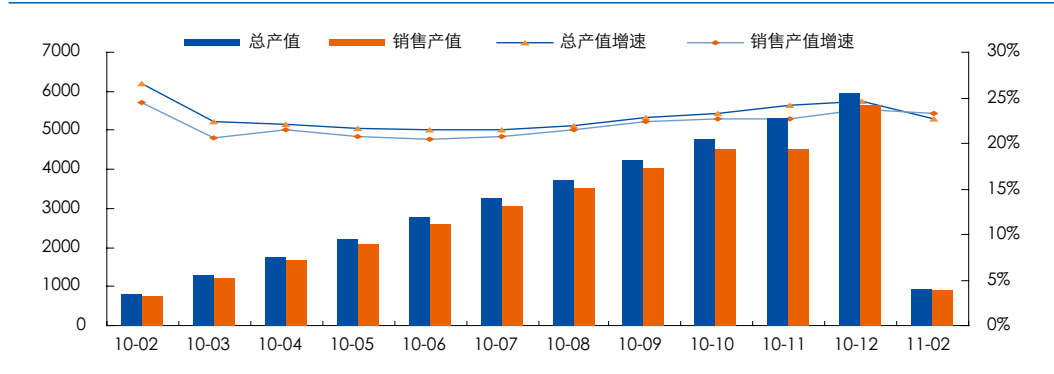
欧盟规定，自2004年以来未列入欧盟传统植物药列表且未在欧盟国家上市以药物名义销售的传统植物药若仍未注册，则于2011年4月30日之后不能再在欧盟国家以食品和保健品等其他名义销售。这意味着5月1日以后，我国以往以保健品和食品为名义进入欧盟市场的植物成分中成药、中药材、中药提取物和保健品除非进行药品注册，否则将失去欧洲市场。这一政策的实施无疑将堵塞我国中药类产品过往在较高的药品注册门槛下通过非药品名义绕行偏安的通道，短期内对相关企业构成一定的冲击，但长远有望推动加快中药现代化和国际化的发展步伐。

2.7.3 细分行业分析

化学药行业

2011年前2个月中，化学药行业累计总产值与工业销售城镇分别增长22.68%和23.33%，增幅较上年同期和最近的12月统计数据分别减少3.95和1.13个百分点以及1.91和0.39个百分点。增幅尽管出现回落，但幅度并不明显，主要原因可能来自于原料药的价格回落。

图2.28化学药行业运行情况(单位：亿元，%)



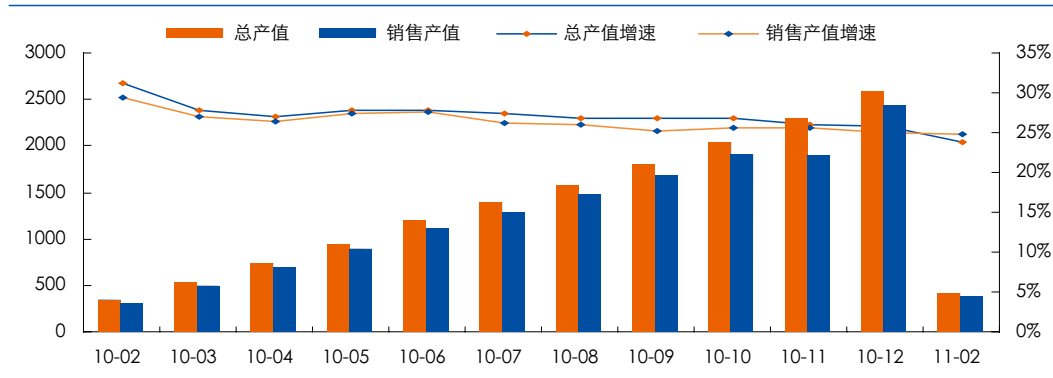
资料来源：广州证券研究所根据米内网资讯整理

来自医药经济报的信息显示，4月初，一份国家发改委和工信部联合下发的2011年维生素C生产10万吨的计划通知下发到相关生产企业，显露出国家控制相关原料药产能保护价格的政策趋向。加上3月其它维生素产品提价的动向，使得一段时间以往价格持续低迷的原料药行业有望走出价格低谷，从而推动化学药行业重现稳定向上趋势，并在政府政策控制引导下进一步向优势企业集中。

中药行业

2月份的数据显示，今年前2个月，中成药行业总产值与工业销售产值同比分别增长23.75%和24.78%，尽管增幅较上年同期分别下降7.36和4.6个百分点，但与最近的去年12月份比较，增幅降幅并不大。除去上年因中药材价格大幅飙升的影响，中成药行业整体上仍保持了持续稳定的增长态势。

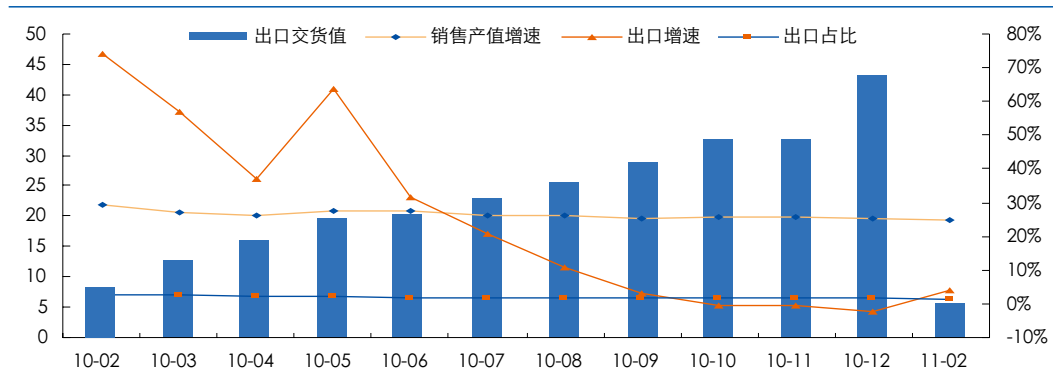
图2.29 中成药行业运行情况(单位: 亿元, %)



资料来源: 广州证券研究所根据米内网资讯整理

受欧盟针对植物成分保健品的市场准入门槛提高, 部分中药类产品出口欧盟市场可能受到一定的影响。但因中成药产品出口所占比重很小, 尽管大幅回落, 但很难对中成药行业构成较大冲击。2010年, 中成药出口交货值增幅从5月份的63.50%大幅回落并从10月份开始出现负增长, 出口交货值占比也从2.62%回落至目前的1.42%。

图2.30 中成药出口情况(单位: 亿元, %)



资料来源: 广州证券研究所根据米内网资讯整理

医疗器械行业

继3月中旬的第23届国际医疗器械设备展览会, 4月在深圳举办了第65届中国国际医疗器械博览会。基于医疗器械集中销售的行业特点, 密集的行业会展从一个侧面反映出我国医疗器械市场的持续升温。2010年, 我国医疗器械产业的市场规模突破1000亿元大关, 达到1200亿元, 增长率高达23%。近年来, 各级政府对医药卫生事业投入快速增加成为推动医疗器械设备市场大幅扩张的重要推动力。目前全国有8万多家县级医院和乡镇卫生院, 随着新医改的深入推进, 基层医疗建设有望得到重点加强。2010年, 中央财政安排专项资金用于基层医疗机构的装备建设, 全国共有2130所县级医院分别拿到该项中央财政一次性补助250万元。医疗器械市场的持续扩大, 有望推动医疗器械行业继续保持持续快速增长。有预测未来5年, 我国医疗仪器与设备市场可望扩大1倍左右达到537亿美元。

2.7.4 本地动态与分析—创新推动珠三角生物医药产业快速崛起

2011生物医药知识产权高峰论坛近期在深圳召开。有统计显示,2010年,深圳市生物产业规模已超500亿元;生物医疗设备、生物制药产业规模全国领先;销售收入超过亿元的生物企业60家以上家;深圳目前生产的生物技术产品已经销售到140多个国家和地区。基于地缘、资源、资金以及技术及产业化等方面的突出优势,以深圳、广州为核心的珠三角区域在发展生物医药高新技术产业领域拥有更为雄厚的发展基础与巨大的成长空间,有望通过提升创新能力和加快市场拓展从而实现快速崛起。

2.7.5 投资策略

进入2011年的前2个月的统计数据显示,受需求持续推动,医药行业的产品销售继续保持较快增长,增幅有所提升;虽然受药品价格下调影响,利润增幅出现较大幅度下滑,但毛利率仍维持相对稳定,医药行业总体运行平稳。尽管未来面临汇率上升和货币政策趋紧等宏观不确定性因素影响,以出口市场为主的化学原料药目前仍处于价格相对低位,受汇率上升影响有限;而产能相对过剩的医药制造业除新版GMP建设可能延后外,受宏观调控影响相对较弱;能源、原材料以及人力成本上升可能会带来部分影响,但其成本占比相对较低;药品价格下调可能构成最大的不利因素,但有望通过扩大销售予以对冲;与此同时,行业集中度的提升有利于优势企业的优势扩大,推动行业总体维持持续稳定增长。继续看好医药行业未来维持稳定持续较快增长的良好前景。

4月份A股市场上医药板块走势延续了3月份的振荡调整态势,市场前期对医药板块的估值修正已相对缓解并趋于平稳。基于未来医药行业继续保持持续稳定较快增长预期较为确定,从而奠定了业绩稳定提升的稳固基础;而新医改推动医药市场重构引发行业结构优化带来优势企业外延扩张机会,从而实现超越成长的可能预期,医药行业存在总体保持稳定成长与结构性变革提供超越增长机遇的成长特征,我们依然维持对医药生物行业“谨慎推荐”的投资评级。建议继续重点关注目前拥有相对突出的估值优势,未来可望实现加快增长的华润三九(000999);另外,新近上市的香雪制药(300147)利用超募资金并购广东化州中药厂等多家药品制造企业,有望改善公司产品较为单一的现状,通过整合并购资源实现快速成长,建议重点关注。

(广州证券研究所行业组)

3. 珠三角推荐组合

说明：

珠三角优选组合：我们重点推荐的5-10只股票组成，每月更新，详见组合管理。

CBN珠江指数：由第一财经与深圳证券信息有限公司向市场推出，以注册地为广州、深圳、珠海、佛山、江门、中山、东莞、惠州和肇庆市的所有A股上市公司为备选样本，挑选40家有代表性的A股公司编制而成。

3.1 组合市场表现回顾

为了直观分析优选组合的市场表现，我们采用等额投资法构建珠三角优选组合指数，并每月将其各自市场表现与沪深300指数、CBN珠江指数进行比较。

4月市场表现比较（统计区间为3月25日-4月24日，下同）：1）沪深300指数上涨1.49个百分点，CBN珠江指数上涨1.51个百分点；2）珠三角优选组合上涨0.01个百分点，优选组合4月表现落后沪深300指数1.48个百分点，今年累计落后沪深300指数18.45个百分点，2010年至今累计跑赢沪深300指数11.91个百分点。

表3.1 区间涨跌幅比较（单位：%）

名称	0101--0120	0121--0223	0224--0324	0325--0424	2011年合计	2010年至今
珠三角优选组合	-13.45	3.92	-3.08	0.01	-12.60	5.59
沪深300	-5.87	7.81	2.41	1.49	5.85	-6.33
CBN珠江	-7.10	7.50	3.89	1.51	5.80	-5.93
优选组合超越沪深300点数	-7.58	-3.90	-5.49	-1.48	-18.45	11.91
优选组合超越CBN珠江	-6.35	-3.59	-6.97	-1.49	-18.39	11.51

资料来源：广州证券研究所

3.2 组合管理

下表是珠三角优选组合的成份股区间涨跌幅情况，4月份成份股表现分化，组合中富安娜、招商银行和保利地产跑赢沪深300指数，其余成份股均落后于沪深300指数。

表3.2 珠三角优选组合成份股区间涨跌幅

代码	名称	0325--0424	超越（落后）大盘点数
002327	富安娜	14.05	12.56
600036	招商银行	4.64	3.15
600048	保利地产	3.79	2.29
000651	格力电器	1.11	-0.38
600428	中远航运	-1.34	-2.83
002063	远光软件	-2.07	-3.56
002152	广电运通	-4.01	-5.50
002482	广田股份	-4.04	-5.53
000999	华润三九	-4.91	-6.40
000009	中国宝安	-7.09	-8.58

资料来源：广州证券研究所

表3.3 2011年5月份优选组合成分变动一览

股票代码	股票名称	调入/调出	理由
002055	保利地产	调出	存在再次出台调控政策风险
000039	广电运通	调出	公司目前增速或较早前有所放缓
000009	中国宝安	调出	证监会调查石墨矿事件可能影响公司融资计划

资料来源：广州证券研究所

表3.4 2011年5月份优选组合成份股一览

股票代码	股票名称
002063	远光软件
000999	华润三九
600428	中远航运
000651	格力电器
600036	招商银行
002482	广田股份
002327	富安娜

3.3 调研信息

3.4.1 飞马国际（002210）

公司2010年实现营业收入28.87亿元，同比增长114.54%。三大业务中贸易执行（收入24.58亿，占总收入85%）新进入能源行业（主要是煤炭）贡献收入19.02亿元，占65.89%。综合物流和物流园经营均取得较为稳健的增长，其中，综合物流服务收入为3.92亿，同比增长44.11%，物流园经营收入3750万元，同比增长15.8%。全年毛利润为1.85亿元，其中综合物流服务贡献34.43%，贸易执行贡献49.76%，物流园经营占15.81%。贸易执行中的能源行业占毛利润额45.98%，将近半壁江山。

2011年主要看点：公司计划2011年营业收入达到100亿以上，这和2010年的28.9亿元收入相比有大幅的增长，预计增长主要来自能源贸易执行业务。短期我们认为该业务的增长仍然需要资金和人力资源的配合，增速仍待业务开展实际情况而定。考虑公司贸易执行业务仍将保持快速增长，我们暂维持谨慎推荐评级。

3.4.2 省广股份(002400):

公司一季报净利润增长32.16%，维持稳定增长。早前收购重庆年度广告公司对公司媒介代理业务毛利有较大提升，也对公司后续发展西南地区业务提供了强有力的支持。公司高管对公司长期发展战略、公司治理思路清晰。预计公司2011-2013年业绩预测为1.32、1.96和2.60元，考虑到公司未来三年复合增长率达到46%，对应PEG值小于1，我们上调评级至“强烈推荐”。

3.4.3 广电运通(002152):

公司2010年营业收入实现17.24亿元，同比增长15.82%；归属母公司净利润实现4.75亿元，同比增长22.48%，净利润增速较09年有所提升。公司海外市场喜获土耳其2亿元订单，对提升公司在中东地区的品牌知名度、开拓了新的市场较为有利，也将有助于公司未来在国内市场推动一体机业务。预测公司2011、2012年每股收益分别为1.71元、2.13元，给予公司25倍左右的估值，对应目标价格为42.75元，调整评级至“谨慎推荐”。

（研究员：张芳 执业证书编号：S0320208070040）

4. 公司报告

4.1 招商银行：年报点评及业绩说明会纪要

4.2 众生药业：年报点评

4.3 省广股份：事件点评报告

4.4 珠海港：年报点评及季报预览

二次转型积极效应初显

行业研究·年报点评

招商银行 (600036)

行业：银行业

2011.4.1

评级：谨慎推荐

当前价格:14.09元/股

52周股价走势图



分析师：俞冲

执业证书编号：S0320510120011

联系电话：020-87323663

联系电邮：Yuchong@gzs.com.cn

相关报告

投资要点

- 公司2010年全年总共实现营业收入713.77亿元，同比增长38.74%，实现净利润257.69亿元，同比增长41.32%，折合每股净利润1.23元，与我们EPS1.25元的预测值基本相符。主要正面拉动因素来自于利息业务的“量价齐升”、中间业务的快速增长以及成本压缩；主要负面因素则体现在拨备支出快速增加。
- 利息业务“量价齐升”：2010年招行利息业务规模与收益率都呈现出强劲的增长趋势，其中生息资产同比增长29.54%，仅略低于2009年31.59%的水平，净息差大幅回升42bps至2.65%，升幅位居行业前列。两方面作用下，拉动公司利息净收入同比增长41.40%。生息资产的增长体现了公司在资本金补充以后重新获得了规模扩张能力，而净息差的反弹一方面显示了招行资产负债结构对基准利率走向的高敏感性，另一方面也标志着公司以降低资本消耗、提升定价能力，提高成本控制水平为核心的业务“二次转型”取得了初步成效。我们预计2011年的规模增速将趋于平稳，而净息差则继续处于上升通道。
- 中间业务重回快速增长通道：2010年招行总共实现手续费及佣金净收入113.3亿元，同比增加了41.75%，一举扭转了此前两年增速乏力的局面。分业务看，各项业务增速较为均衡，但由于对业务支出控制到位，在各项业务快速增长的情况下，手续费支出比2009年减少了6.98%。
- 成本压缩反拉业绩：公司全年管理费用率同比下降4.96个百分点至39.90%，对于业绩的提升程度显著。但与2009年以前约35%左右的水平相比仍有一定距离，我们认为这与公司新业务产品开发力度大以及网点扩张有一定联系，而分季度看，公司在前3季度，通过控制费用反拉业绩效果明显，但4季度大幅计提了96.63亿元管理费用，同比增加了42.08%。
- 信用成本有所上升：公司2010年计提资产减值损失55.01亿元，比2009年增长85.16%，将信用成本拉高至0.43%。主要原因一方面是公司进一步严格了不良贷款的划分标准，下调了部分地方政府融资平台贷款及按揭贷款的评级，令不良贷款余额与不良率均有微幅增长，另一方面则与公司信贷增长较快，组合拨备增加有关。这显示了公司对资产质量审慎的态度，而随着监管趋严，拨备率监管进入实施阶段，公司未来信用成本如此前几年般出现大幅下降为小概率事件。

• 我们参加公司业绩说明会，会议要点如下：

2011年经营发展的展望：随着通货膨胀的压力不断加剧，货币政策不断紧缩，监管机构对商业银行的要求日趋严格，利率市场化的逐渐加快，公司未来发展还面临诸多挑战。公司将通过加强资本管理，合理控制风险加权资产的增速，提高收益率，并在保持合理的资本充足率的同时提升中间业务比例，特别是新兴业务，大力发展财富管理，加快发展中小企业业务，提高经营和管理效率，努力提升风险定价，合理控制成本收入比，稳步提高人工效率。进一步加强风险管理，保持优良的资产质量和覆盖率。

关于资产质量：公司整体资产质量非常稳定，2010年4季度不良率有所增加的原因是增加了8亿元的不良贷款，其中对公贷款7.5亿，零售0.4亿，信用卡1千万。主要是2.4亿元政府平台贷款评级和部分对公贷款的评级的下调，此外，从谨慎角度主动调整了按揭贷款的分级标准，即将过去180天逾期纳入不良改为90-180天，整体而言更为谨慎了，今年1,2月的不良率继续下降。

对招行业务结构的定位及二次转型的方向：大型商业银行在改制上市后服务水平、竞争能力、资本回报水平等方面都有了长足的进步，银行竞争的环境比过去10年更加激烈，08年金融危机的冲击还没有结束、巴塞尔协议III提出了新要求、中国经济转型也给中国银行业市场带来了新的变化。二次转型是更适应未来国内外环境，尤其是监管环境变化的有效策略，应该得到坚持和继续。未来将把二次转型深化，提高定价水平，提高风险管理能力，提高服务效率，提高管理能力，提高资本效率、经营效率和管理效率。进一步发挥好招行的特色，比如中间业务和零售银行业务，在中国经济增长的背景下，招商银行的发展前景还很广阔。

资本充足率偏低问题：截至2010年底符合监管要求，但公司管理层也关注到招行与同行相比处于较低位置，但资本充足率不是越高越好，特别是招行提出二次转型，轻资本消耗的目标后，在符合监管要求前提下，维持适当比例即可，同时也有必要保持一定程度的灵活性。大股东也会继续支持招行，在需要的时候，通过外部市场补充资本充足率，这既符合监管要求，也符合招行未来发展的战略方向。

对2011年公司净息差的展望：公司在过去的一年里充分受益于加息周期。展望2011年，有理由继续保持乐观，从宏观经济走势判断，无论是中央政府还是央行，都把控制通胀作为今年宏观调控的内容，在CPI高企的背景下，央行会灵活运用货币政策的工具，加息的预期依然强烈；招行的资产负债结构受益程度更为明显，因为公司零售、高端客户的比重高，活期存款占比高达56%；2010年开始的以降低资本消耗，提高风险定价能力，降低成本的业务二次转型已经取得了很不错的成绩，基于以上3点，对招行2011年净息差保持乐观。

成本收入比的未来展望：2010年的成本收入比较2009年下降了4到5个百分点，今年相信会在39%的基础上继续下降，希望在零售银行的成本收入比方面继续挖潜。

网点扩张方向的展望：未来在网点设置的策略会有一些变化，零售银行增长会深化发展，未来可能将网点建设从过去的综合性网点朝专业化网点转移，这样有利于提高效率，控制成本，其中将重点提高人均和网均效率。

拨贷比相关情况：截至2010年底，公司拨贷比2.14%，4季度加大拨备的原因一是组合拨备增加，二是政府平台贷款按照银监会的要求增加了拨备比例，三是零售贷款方面按揭贷款和个人经营性贷款方面增加拨备比较快。招行准备在2014年达到2.5%的要求，提前3年达标。未来的拨备政策将在内生补充资本、利润增长和风险控制进行一个平衡。

去年二次转型取得了成效，今年将采取哪些措施巩固这一成果？为了提升管理水平，适应利率市场化，控制成本，公司将在3-5年完成战略转型计划。继续努力减少资本消耗、提高风险定价能力，提高成本控制能力，提高高端价值客户的比重，实现风险可控能力。2011年的攻坚任务如下：首先是银行的各项业务指标，这些指标在2011年争取进一步提高。在业务指标的背后根本问题是提高管理水平，今年最主要的攻坚任务是全

面提高管理水平，包括风险、定价，成本管理，资本整合、人工效率，IT等等，关键是要提升应对中小企业信贷中可能产生的风险，提高自己的风险管理能力。现在正在大力推进流程改造和资源整合，下大决心，统一部署，控制成本，提高运营效率和管理效率。公司注重观念的改变和颠覆，如果3,5年完成转型，招商银行一定会实现持续发展。

- **盈利预测与投资评级：**我们上调公司2011-2013年每股净利润为1.74元、2.18元和2.33元，折合动态PE8.11倍、6.47倍和6.04倍，处于安全区间。公司二次转型符合中国银行业未来进一步市场化和创新化的发展趋势，显示了公司管理决策团队长远的战略眼光，未来有望持续提升公司的可持续成长性和竞争力，继续维持招商银行“谨慎推荐”投资评级。
- **风险提示：**资产质量恶化，信用成本大幅增加。

附录

表1.招商银行盈利预测：单位（亿元）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	553.08	514.46	713.77	999.67	1,234.42	1,314.08
利息净收入	468.85	403.64	570.76	842.36	1,061.38	1,314.08
手续费及佣金净收入	77.44	79.93	113.30	124.63	137.09	0.00
其他非息净收入	6.79	30.89	29.71	32.68	35.95	0.00
二、营业支出	288.96	295.33	384.13	530.66	648.60	680.83
营业税金及附加	32.96	31.29	41.53	59.97	74.21	78.69
管理费用	203.40	230.78	284.81	404.99	515.46	535.15
资产减值损失	51.54	29.71	55.01	65.70	58.93	67.00
三、营业利润	264.12	219.13	329.64	469.01	585.81	633.25
四、利润总额	267.59	223.84	333.43	474.32	592.37	640.23
减：所得税	58.13	41.49	75.74	99.40	122.62	137.14
五、净利润	209.46	182.35	257.69	374.93	469.75	503.09
减：少数股东损益	-1.31	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司的净利润	210.77	182.35	257.69	374.93	469.75	503.09
六、每股收益	1.43	0.95	1.23	1.74	2.18	2.33

资料来源：广州证券研究所

省外拓展成效初显，扩产延期业绩缓释

行业研究·年报点评

众生药业（002317）

行业：医药生物

2011.3.29

评级：谨慎推荐

当前价格：40.78元/股

48周股价走势图



分析师：

张伟

执业证书编号：S0320510120001

联系电话：020-87323062

联系电邮：Hzhangwei@gzs.com.cn

相关报告

-《2011年医药生物行业投资策略报告》2010.11

事件

众生药业（002317）于3月29日发布2010年年报。

投资要点

- 2010年，公司实现营业收入约6.41亿元，同比增长16.16%；实现营业利润约1.44亿元，同比增长32.73%；实现净利润1.32亿元，同比增长31.05%；基本每股收益1.10元，基本符合我们前期1.09元的业绩预期。公司已确定每10股派发现金红利5.00元（含税）并转增5股的利润分配或资本公积金转增股本预案。
- 占公司收入75%和利润近90%左右的中成药产品2010年分别增长21.63%和21.88%，增幅保持稳定。传统省内市场销售保持平稳，省外市场增幅近40%，向外拓展初见成效对维持稳定增长贡献良多；尽管受到中药材等价格上涨影响，公司中成药产品毛利率微降0.83个百分点，但幅度并不太大，主要集中于采用三七原材料的复方血栓通胶囊产品毛利率减少2.81个百分点上；公司化学药产品销售维持平稳，同比增长0.28%。其普药构成受药价控制影响，利润增长受到较大压力，全年同比增长2.7%；年初公司大幅增加了存货，有利于保障供给及减少原材料价格上涨影响；同时，公司在拓展省外市场中加大了营销投入力度，推动公司相应的费用有所上升，但超募资金的沉淀相应冲减了公司总体费用上升。主导产品销售维持稳定增长与成本费用上升得以相对化解使得公司营业利润仍保持了超过30%的稳定增幅。

公司继续加大新产品开发与省外市场拓展力度，尤其是加大主导产品复方血栓通胶囊省外市场拓展与众生九产品OTC市场以及“清热祛湿颗粒”凉茶的营销力度，有利于推动公司销售继续保持持续稳定增长；公司在2011年1月完成三大产品募投项目主体工程建设后，考虑到新版GMP因素，调整了相关产品的投资扩产进度，可能延宕新增产能释放提升业绩增速的预期。但公司在保持前期稳定增长基础上，未来扩产促进销售放大，从而推动公司业绩加快提升依然可期。继续看好公司未来保持稳定增长以及随着新增产能建成投产释放提升公司业绩实现加快提升的前景。考虑到新增产能建设投产的进度放缓，相应调整公司业绩预测为2011年与2012每股收益分别为1.21元和1.50元。

- 目前估值基本合理。考虑到公司未来新增产能建成释放对公司业绩的推动效应，公司仍具有长期投资价值，维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。
- 风险提示：公司新增产能建设进度的不确定性；公司加大营销与研发投入带来的费用上涨；原材料成本上涨和波动。

表1. 众生药业盈利预测（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	484.31	551.60	640.71	750.00	950.00
营业收入增长率		13.90%	16.16%	17.06%	26.67%
营业成本	227.07	211.68	234.75	273.75	342.00
营业毛利率	53.11%	61.62%	63.36%	63.50%	64.00%
营业税金及附加	4.21	5.05	5.52	6.75	8.55
销售费用	135.86	185.21	225.92	262.50	332.50
管理费用	29.24	37.05	48.54	56.25	71.25
财务费用	6.66	3.96	-18.62	-15.00	-12.00
营业利润	80.32	108.66	144.23	165.53	207.42
营业利润率	16.58%	19.70%	22.51%	22.07%	21.83%
营业外收支	5.13	6.08	8.92	5.00	5.00
利润总额	85.45	114.75	153.15	170.53	212.42
所得税	11.07	14.39	21.64	25.58	31.86
净利润	74.38	100.35	131.51	144.95	180.55
净利润率	15.36%	18.19%	20.53%	19.33%	19.01%
净利润增长率		34.91%	31.05%	10.22%	24.57%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	74.38	100.35	131.51	144.95	180.55
EPS	1.24	1.67	1.10	1.21	1.50

资料来源：广州证券研究所根据WIND资讯数据整理

强势收购 提高媒介代理业务毛利

公司研究·事件点评

省广股份 (002400)

行业：广告业

2011.4.1

评级:强烈推荐 (首次上调)

当前价格:45.99元/股

52周股价走势图



分析师:

广州证券研究所行业组

联系电话: 020-87322668

联系电邮: yjs@gzs.com.cn

相关报告

《省广股份: 本土领先的大型广告企业》-2010.07.02

《省广股份: 半年报点评》-2010.09.17

《省广股份: 不断壮大的行业整合者》-2011.01.17

《省广股份: 成长中的大型传播集团》-2011.03.14

事件点评

3月28日公司公告拟以不超过1.1亿元超募资金投资重庆年度广告公司, 实现最终对年度公司的持股比例达到51%。

投资要点

• 上调至“强烈推荐”:

公司本次收购重庆年度广告公司, 对公司短期业绩增长和长期市场开拓都较为有利。如年度广告公司能按协议要求在2011-2013年分别实现2100万、3200万、4400万净利润, 将会为省广股份2011-2013年业绩分别贡献0.07(假设公司在下半年并表)、0.19和0.27元。调整公司业绩预测为1.32、1.96和2.60元, 当前股价对应公司2011-2013年市盈率分别为34.84倍、23.46倍和17.69倍。考虑到公司未来三年复合增长率达到46%, 对应PEG值小于1, 我们上调评级至“强烈推荐”。

• **并购进程早于市场预期, 价格合理:** 目前公告的收购进度较市场普遍预期快, 可见公司通过并购扩张的决心。2010年度, 重庆年度公司营业收入约1.1亿元, 归属于母公司所有者的净利润约0.18亿元, 净利率约15.27%。公司拟以1.1亿元收购年度公司51%的股权, 对应10年市盈率约12倍, 收购价格比较合理。

• **并购拓宽业务范围, 西南成为第二重点区域:** 省广股份通过控股年度公司将不仅有助于巩固自身在西南地区的广告市场地位, 也对未来公司在京津地区业务的快速发展做好铺垫。

• **并购有助资源共享, 提升双方议价能力:** 随着与省广之间的业务逐步融合, 年度公司可提高在其他行业媒体采购的议价能力, 继而分散房地产行业的业务风险。而另一方面, 省广也可以年度广告公司为平台逐步开展买断式媒体采购业务, 媒体资源的增加也将有利于公司开拓更多的媒体代理客户。

• **通过并购提升业务毛利:** 省广未来将通过集中式采购提升业务毛利, 但在自身业务利润率没有明显提升之前, 通过外部整合利润率较高的媒介代理对公司媒介代理业务毛利提升将起到立竿见影的效果。

• **对赌协议锁定业绩:** 省广与年度公司签订的业绩对赌协议中, 要求年度公司三年净利润同比增长分别达到16.99%、52.38%和37.50%。公司不仅对年度公司业绩和核心人员流动方面都有较高要求, 还将派驻财务负责人, 加强对年度公司的财务管理及

制度建设。

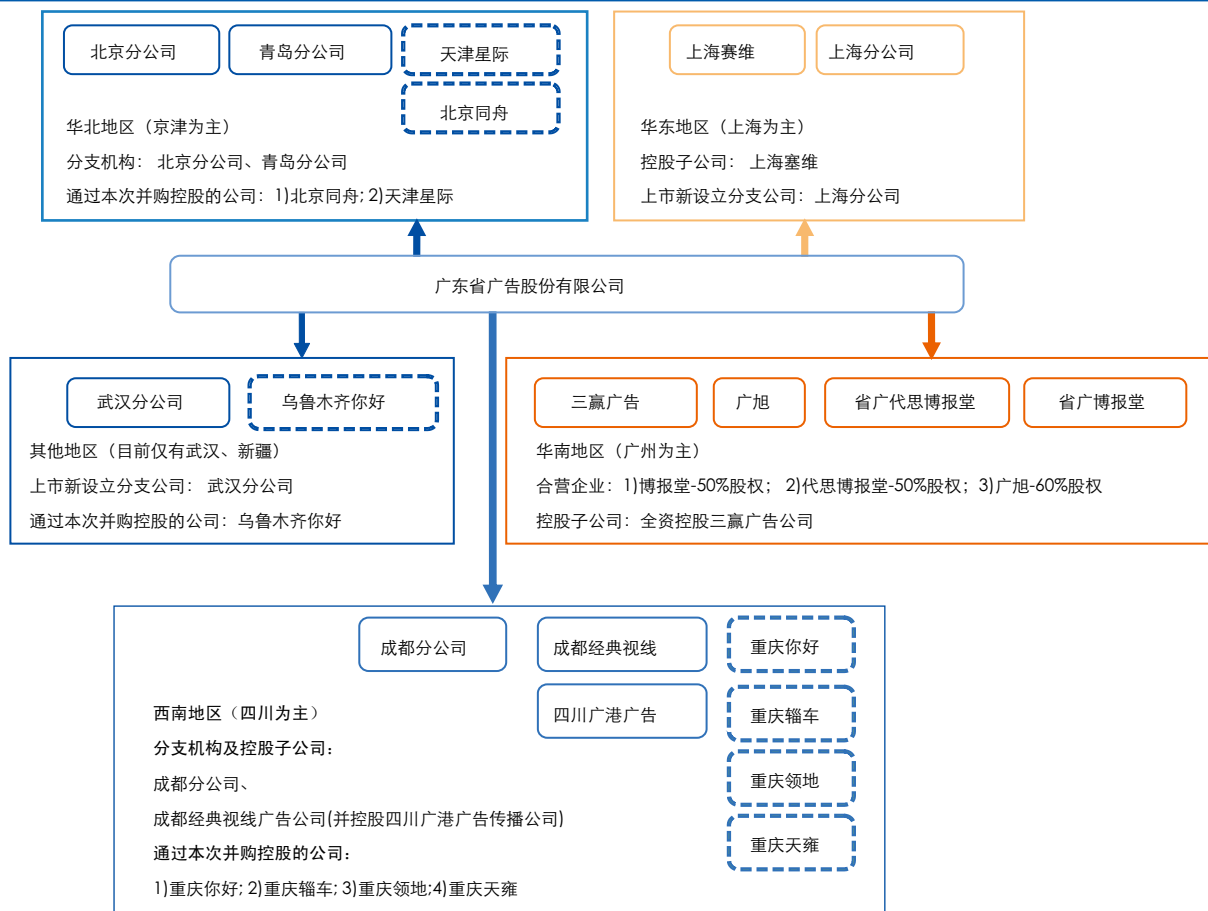
表1. 协议要求2011-2013年净利润

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润(万)	1795	2100	3200	4400
净利润YOY%	-	16.99%	52.38%	37.50%

资料来源：公司公告，广州证券研究所

- 业务覆盖范围拓宽，西南成为第二重点区域：**年度广告旗下有7家公司，4家在重庆、在北京、天津、乌鲁木齐等地均设有分公司。而且年度广告在四川地区和天津地区已与纸媒、网站签订了地产、3C、外埠的买断式协议，由此看来，年度广告公司在这两个地区的媒介代理业务有较强的实力。考虑到年度公司在四川和天津都以有比较稳定的业务，省广股份通过控股年度公司将不仅有助于巩固自身在西南地区的广告市场地位（省广目前在成都设有分公司及控股子公司；公司主要自有媒体业务都分布在四川地区），也对未来公司在京津地区业务的快速发展做好铺垫。

图1 控股后的省广股份业务分布图



资料来源：广州证券研究所

- 并购有助资源共享，提升双方议价能力：**从公司目前的媒介代理情况看，年度公司买断《重庆晨报》、《渝州服务导报》、《腾讯·大渝网》的地产、3C的广告业务，在天津地区也开拓了《每日新报》的地产、外埠的广告业务。目前年度广告公司所代理的地产广告客户比例较大，如果未来房地产行业景气度进

一步下降将对公司业绩增长带来一定的负面影响。但随着与省广之间的业务逐步融合，省广原有的广告客户（省广客户涉及汽车、酒类、家电、医药、房地产、食品饮料、化妆洗涤、通讯和金融行业）可提升年度公司在其他行业媒体采购的议价能力，继而分散来自房地产行业的业务风险。从另一方面考虑，省广也可以年度广告公司为平台逐步开展买断式媒体采购业务，媒体资源的增加也将有利于公司开拓更多的媒体代理客户。

表2. 重庆年度广告公司现有资源

媒体	业务	运营主体	销售收入	净利润	净利润率
《重庆晨报》	地产	重庆你好	4,406.50	661.59	15.01%
《渝州服务导报》	地产	重庆领地	1,667.84	262.03	15.71%
《腾讯.大渝网》	地产	重庆领地	1,667.84	262.03	15.71%
《腾讯.大渝网》	3C	重庆辋车	421.12	68.55	16.28%
天津《每日新报》	地产	天津星际	4609.03	665.81	14.45%
天津《每日新报》	外埠	北京同舟	4087.53	561.01	13.72%
合计			16859.86	2481.02	14.72%

资料来源：公司公告，广州证券研究所

- **通过并购提升业务毛利：**重庆年度广告公司采用买断式媒体经营方式，业务净利率达到15.27%，利润率明显高于省广目前的媒介代理业务。省广公告在2011年开始采用集中式媒体采购方式，业务毛利率将较以往有所提升，但在自身业务利润率没有明显提升之前，通过外部整合利润率较高的媒介代理对公司媒介代理业务毛利提升将起到立竿见影的效果。而从长期发展看，收购不同媒介采购方式企业可为公司未来选择不同媒体采购方式提供较好的指导意义。

表3. 媒介代理业务三种形式

经营方式	采购方式	采购模式	优点	风险
买断式经营	买断式采购	一次性购买某频道特定时段的广告经营权	议价能力强；毛利率在25%-40%之间	较高
代理式经营	集中式采购	通过预付款的方式集中采购媒体	广告代理可获得一定额外优惠；毛利率有望上升到8%-10%	中等
	临时性采购	根据客户要求按市价购买媒体资源	按需采购，资金需求灵活；毛利率在2%-5%之间	较低

备注：买断式经营指买断广告经营权，主要通过竞标来获得买断经营权，通常适用在稀缺的媒体资源。

资料来源：广州证券研究所

- **上调至“强烈推荐”：**

虽然年度广告公司的业务收入占省广总体业务收入比例不高，但对公司净利润有较大贡献。如果年度广告公司未来三年如能按协议要求2011-2013年分别实现2100万、3200万、4400万净利润，将会为省广股份2011-2013年业绩分别贡献0.07(假设公司在下半年并表)、0.19和0.27元,未来三年复合增长率达到46%。我们上调公司业绩预测为1.32、1.96和2.60元，当前股价对应公司2011-2013年市盈率分别为34.84倍、23.46倍和17.69倍,目前对应PEG值约0.76。

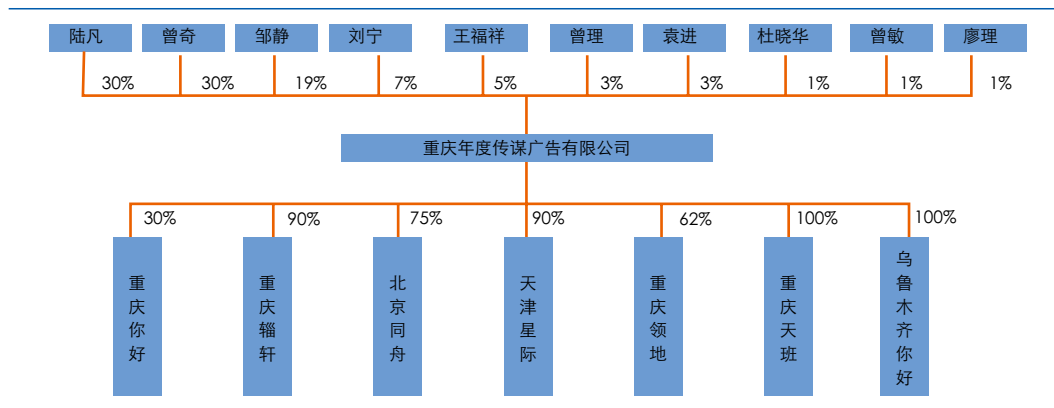
考虑到重庆年度广告公司采用的买断式媒体经营将改善省广原有媒介代理业务毛利率较低的情况，而且两家公司的资源整合后将有助省广开拓西南地区、京津地区的广告市场，我们认为公司未来业绩将迎来较快的增长，上调评级至“强烈推荐”。

附录: 收购标的介绍及收购协议相关条款

• 标的公司简介:

重庆年度公司成立于2010年2月21日, 截至目前, 年度公司注册资本1,000万元。年度公司股东为曾奇等十名自然人, 下属重庆、北京同舟、天津、新疆等地等七家子公司。公司目前代理了《重庆晨报》、《腾讯.大渝网》、《每日新报》、《渝州服务导报》等媒体广告业务, 代理业务领域包括地产、汽车、3C及外埠等四个领域。截至2010年12月31日, 公司实现营业收入11,747.84万元, 归属于母公司所有者的净利润1,795.00万元。

图2 重庆年度广告传媒有限公司原股权结构图



资料来源: 公司公告, 广州证券研究所

• 收购协议概览:

通过对年度公司增资和受让年度公司原股东股权之方式, 实现最终对年度公司的持股比例为51%, 其中增资款5,620万元, 股权转让款初步预定为5,435万元, 投资总额预计为11,055万元。公司将分三期支付预定转让款, 具体安排如下:

表4.收购协议支付安排

期数	转让款金额	支付要求	内容
第一期 (2011)	2720万元	年度净利润 $\geq$ 2,100万元; 年度净利润 $<$ 2,100万元	原股东按照其对应的首期转让款的35%先收回部分首期款借款。 原股东不得收回首期款借款，仍借给年度公司使用
第二期 (2012)	1357.50万元	年度净利润 $\geq$ 3,200万元;	预定转让款为1,357.50万元
		1,600万元= $<$ 年度净利润 $<$ 3,200万元	转让款=年度净利润/3,200 $\times$ 1,357.50万元
		年度净利润 $<$ 1,600万元	转让款为0
第三期 (2013)	1357.50万元	年度净利润 $\geq$ 4,400万元	预定转让款为1,357.50万元
		2,200万元= $<$ 年度净利润 $<$ 4,400万元	转让款=年度净利润/4,400 $\times$ 1,357.50万元
		年度净利润 $<$ 2,200万元	转让款为0
2013年审计报告出具一个 月内，将根据年度公司 2011年-2013年实现净 利润合计数，对比该三 年的净利润目标值，按 照多退少补的原则进行 预订转让款结算		年度公司三年净利润合计数 $\geq$ 9,700万元	股权转让实际对价确定为5,435万元，各方应结合各期转让款的支付情况进行结算。同时，转让方可全额收回首期款借款。
		年度公司三年净利润合计数 $<$ 4,850万元,	转让方需将第一期预定转让款的50%即1,360万元退还给公司。该还款由年度公司直接支付，同时冲减首期款借款。
		4,850万元= $<$ 年度公司三年净利润合计数 $<$ 9,700万元	股权转让实际对价计算公式： $1,360+[4,075\times\text{三年净利润合计数}/9,700]$ ，按照多退少补的原则计算转让方应该收取或者退还公司的股权转让款： 股权转让实际对价-公司已经支付的各期股权转让款。结算后，转让方可以收回剩余的首期款借款。

附表1.资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	561	1675	1912	2221	2502
现金	203	909	985	1094	1254
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	27	117	137	167	186
应收款项	105	175	212	259	289
其它应收款	10	22	20	24	27
存货	0	0	0	0	0
其他	216	452	558	677	748
非流动资产	56	57	56	56	55
长期股权投资	26	29	29	29	29
固定资产	28	27	26	26	26
其他	1	1	1	1	1
资产总计	616	1732	1968	2277	2558
流动负债	450	712	867	1046	1154
应付账款	238	238	297	360	397
预收账款	173	431	524	635	701
其他	29	43	47	51	56
负债合计	450	712	867	1046	1154
股本	62	82	82	82	82
资本公积金	0	763	763	763	763
留存收益	101	169	245	358	507
少数股东权益	4	5	11	28	51
归属于母公司所有者权益	163	1015	1090	1204	1353
负债及权益合计	616	1732	1968	2277	2558

附表3.现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	33	(63)	87	133	196
净利润	53	68	108	162	214
折旧摊销	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	(21)	(25)	(28)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(9)	(22)	(13)
其它	(20)	(131)	8	17	23
投资活动现金流	2	(5)	0	0	0
资本支出	3	2	0	0	0
其他投资	(2)	(6)	0	0	0
筹资活动现金流	(12)	774	(12)	(24)	(36)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(33)	(48)	(64)
其他	(12)	774	21	25	28
现金净增加额	23	707	76	109	160

附表2.利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2050	3079	3903	4762	5301
营业成本	1808	2766	3490	4233	4672
营业税金及附加	24	31	39	48	53
营业费用	121	153	195	238	265
管理费用	33	46	59	71	80
财务费用	(1)	(6)	(21)	(25)	(28)
资产减值损失	0	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	5	0	0	0
营业利润	69	91	138	196	258
营业外收入	2	0	1	1	1
利润总额	71	91	139	196	259
所得税	17	23	35	50	66
净利润	54	68	114	178	237
少数股东损益	0	0	6	17	23
归属于母公司净利润	53	68	108	162	214
EPS (元)	0.86	0.82	1.32	1.96	2.60

附表4.主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	12.98%	50.16%	26.76%	22.03%	11.32%
营业利润	4.89%	32.35%	51.48%	41.38%	31.87%
净利润	15.64%	27.15%	59.90%	49.17%	32.27%
获利能力					
毛利率	11.84%	10.14%	10.56%	11.13%	11.87%
净利率	2.60%	2.20%	2.78%	3.39%	4.03%
ROE	32.65%	6.68%	9.94%	13.43%	15.80%
ROIC	29.30%	6.21%	7.96%	10.34%	12.21%
偿债能力					
资产负债率	72.94%	41.12%	44.05%	45.93%	45.12%
流动比率	1.2	2.4	2.2	2.1	2.2
速动比率	1.2	2.4	2.2	2.1	2.2
营运能力					
资产周转率	3.3	1.8	2.0	2.1	2.1
应收帐款周转率	22.5	22.0	20.1	20.2	19.3
应付帐款周转率	8.6	11.6	13.1	12.9	12.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.86	0.82	1.32	1.96	2.60
每股经营现金	0.54	-0.76	1.06	1.61	2.38
每股净资产	2.64	12.32	13.24	14.61	16.43
每股股利	0.00	0.16	0.39	0.59	0.78
估值比率					
PE	56	58	37	25	19
PB	18.2	3.9	3.6	3.3	2.9
EV/EBITDA	74.9	60.2	43.4	29.9	22.2



业绩符合预期，主业成型待2012

公司研究·年报点评

珠海港（000507）

行业：综合

2011.4.7

评级：谨慎推荐

当前价格:13.83元/股

52周股价走势图



研究员：

广州证券研究所行业组

联系电话：020-87322668

联系电邮：yjs@gzs.com.cn

相关报告

- 《转型布局高栏港，珠江西岸建枢纽》20100609

- 《明晰定位，继续转型,2012值得期待》20110223

投资要点

- 数字背后是公司定位的转变，公司主业从工业项目、物流贸易和房产物业转向“打造一流港口营运商”。2010年实现营业收入3.71亿元，其中工业、物流贸易及房产物业分别贡献0.94亿元、2.28亿元和0.26亿元。对比重述的09年利润表，收入同比减少1.47亿元，主要是内销贸易的退出，该业务09年收入2.37亿元，毛利率仅有1%，2010年收入为0.08亿元。除此外，工业和房产物业也基本完成调整，2011年工业将不再计入主业，房产只剩物业管理。公司毛利率为26.79%，其中与港口相关的物流服务业务贡献毛利56%。在下半年并购母公司的下属7家物流企业后，港口营运业务规模又上新台阶。
- 主业尚在构建，利润主要来自投资收益。2010年实现投资收益2.25亿元，其中参股碧辟化工、珠海发电厂分红分别为0.93亿和1.23亿元。“打造电力能源投资商”是公司发展目标之一，在珠海发电厂贡献稳定分红外，控股风能开发，参股新源热力也望逐步贡献盈利。而碧辟化工2010年良好的经营业绩为公司2011年分红奠定扎实基础。
- 业绩符合预期。公司实现利润总额2.18亿元，其中归属母公司净利润2.08亿元，实现EPS0.60元。公司拟每10股派0.35元。
- 主业构建还看高栏港。公司与神华、粤电合作的煤炭储运中心项目已签署正式合作协议。公司持股30%，预计出资4亿元，一期设计年吞吐量为4000万吨，工期约2年。高栏商业中心预计年底建成。
- 公司一季度业绩预告：预计归属上市公司股东净利润为亏损850-1050万元，对应EPS-0.025到-0.031元。上年同期公司亏损1565万元（调整后），亏损较上年同期有所收窄。目前主业尚在构建，一季度亏损主要由于参股公司亏损和发行公司债带来的成本、费用增加。
- 短期业绩仍然依靠广珠发电厂、珠海BP化工等参股公司的分红。由于2011年的现金分红依赖于2010年参股公司经营业绩，而10年珠海发电量的小幅增长和PTA量价齐升的局面为基础业绩提供保证，由于现金分红通常在下半年实施，而主业尚在构建，所以上半年业绩不会有太大惊喜。
- 2011年业务看点：1）公司年报提到将加大西江流域的投资，通过新建或并购等方式形成码头、船东、货主的紧密联合；2）公

司与集团可能的业务整合；3) 广珠铁路货运通车对基础运输能力的提升；4) PTA高位运行等。

- **评级：**预计2011年仍是调整转型的年份，2012年有望成为公司培育项目进入收获期之时。短期，公司参股项目回报良好，业绩有保障；而长期我们看好公司新业务的积极推进，我们维持之前的判断，预计公司2011年-2013年EPS分别为0.62、0.72和0.91元，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险：**业务开展进程低于预期，大的自然灾害等

表1. 公司年报收入成本构成

	收入	成本	毛利率	收入同比	注释
工业	0.94	0.68	28.06%	5%	增长来自1-5月份富华复材业务回暖，2011年不在主业反映
其中：中成药	0.14	0.06	58.23%	-12%	
玻璃纤维布	0.80	0.62	22.58%	8%	
物流及贸易	2.28	1.73	24.16%	-39%	收入下降，毛利上升主要是退出不盈利的内销贸易，加大物流服务投资
其中：内销	0.08	0.19	-141.89%	-97%	
出口	0.77	0.63	18.03%	114%	
物流服务	1.43	0.90	36.79%		
物业管理服务（含剩余物业）	0.26	0.14	45.19%	-19%	剩余车库销售毛利低，已退出住宅
合计	3.48	2.55	26.79%	-29.78%	

资料来源：广州证券研究所根据年报数据整理

表2. 公司年报财务数据

报表主要项目（单位：千元）	2009-12-31	2010-12-31	同比变动
利润表			
营业收入	509,041.23	371,248.29	-27.07%
营业成本	441,989.61	271,620.58	-38.55%
营业毛利	67,051.63	99,627.71	48.58%
营业税金及附加	13,180.34	8,988.12	-31.81%
销售费用	9,900.45	11,691.90	18.09%
管理费用	68,922.39	68,989.24	0.10%
财务费用	14,511.10	7,019.47	-51.63%
资产减值损失	3,118.44	6,907.07	121.49%
公允价值变动损益	8,609.34	-1,794.56	-120.84%
投资收益	144,607.04	225,132.32	55.69%
营业利润	110,635.28	219,369.67	98.28%
净利润	108,677.27	210,014.41	93.25%
EPS	0.3126	0.6036	

资料来源：广州证券研究所根据年报整理，其中对2009年数据重述

研究所

地址：广州市先烈中路69号东山广场主楼17楼

电话：020-87322668

网址：www.gzs.com.cn

邮编：510095

联系人：袁倩 020-87322668-336

行业评级标准

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。本公司已根据法律法规要求建立信息隔离墙制度，在各部门及分支机构之间有效隔离内幕信息和保密信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，本公司及其所属关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广州证券研究所行业组

2011年3月和4月工作动态

公司调研：

- 3月28日民生银行（600016）分析师见面会
- 3月29日调研广州药业（600332）
- 3月29日调研白云山A（000522）
- 3月31日深振业（000006）分析师见面会
- 4月1日招商银行（600036）分析师见面会
- 4月8日参加理邦仪器（300206）新股推介
- 4月12日调研省广股份（002400）
- 4月13日调研广电运通（002152）
- 4月14日调研怡亚通（002183）
- 4月19日调研珠海港（000507）
- 4月20日调研远光软件（002063）
- 4月20日调研松德股份（300173）
- 4月21日调研达安基因（002030）
- 4月22日调研华测检测（300012）
- 4月22日调研飞马国际（002210）
- 4月23日调研达实智能（002421）
- 4月25日调研证通电子（002197）
- 4月25日调研劲胜股份（300083）
- 4月27日调研兴森科技（002436）
-

研究成果：

- 3月29日民生银行（600016）：年报点评
- 3月29日众生药业（002317）：年报点评
- 3月30日广州药业（600332）：调研报告
- 3月31日民生银行（600016）：业绩说明会纪要
- 3月31日深振业（000006）：业绩说明会纪要
- 4月1日招商银行（600036）：年报点评
- 4月6日招商银行（600036）：业绩说明会纪要
- 4月6日上调存贷款基准利率点评
- 4月7日珠海港（000507）：年报点评
- 4月11日北京银行（601169）：年报点评
- 4月11日省广股份（002400）：事件点评
- 4月11日理邦仪器（300206）：新股报告
- 4月21日松德股份（300173）：调研快报
- 4月20日珠海港（000507）：调研快报
- 4月22日达安基因（002030）：调研报告

广州证券研究所产品及服务目录

产品及服务项目		内容	研究员
每日产品	晨报	最新资讯、每日市场策略、个股推荐、行业公司研究	各研究员
	顶级策略	提供动态投资组合建议和投资策略参考	张广文
	资金雷达	板块与重点个股资金流向分析	赵巧敏
	技术领先	大盘技术指标的综合计量模型，分析上证综指运行状态并提供预测参考	市场策略研究组
每周产品	投资策略周刊	A股投资策略周刊 投资广角策略周刊 基金周评	袁季、赵巧敏 欧阳铭 王丽萍
每月产品	月度策略	宏观预测 A股投资策略 资金流分析 行业配置建议 股票池 珠三角研究组合 基金评估与推荐组合	各研究员
	珠三角研究	广州每月宏观经济形势运行状况和点评，行业和上市公司动态，以及上市公司投资组合推荐。	行业公司研究组
	广证“30”股票池	月度股票池	林穗林
年度投资策略（半年度）		半年、年度股市投资策略	各研究员
不定期产品及服务	调研报告	对重点上市公司长期跟踪、调研，提供第一手调研信息和研究报告	行业公司研究组
	报告会、讲座和培训	相关股市论坛、讲座或理财报告会	各研究员
	新股申购策略	新股申购方案设计	赵巧敏
	专项投资策略	根据客户的需求配置个性化投资组合	市场策略研究组
	快速反应产品	对政策、行业和市场变化的快速解读	市场策略研究组 行业公司研究组
短信产品	广证研究短信	公司研究 要闻点评 个股评述及推荐 最新行业动态 对重大事件信息解读 板块与重点个股资金流向分析	各研究员