

研究晨报

2011-10-14 星期五



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

上市指数表现

指数	最新	± %
上证指数	2438.79	0.78
沪深 300	2662.60	0.67
基金指数	5037.31	0.10
国债指数	130.06	0.03

股指期货

代码	最新	± %
沪深 300	2662.60	0.67
IF1112	2666.0	0.61
IF1203	2691.4	0.64
IF1110	2654.6	0.52
IF1111	2659.4	0.52

大宗原材料

品种合约	最新	± %
沪铜 1111	55,100.00	-0.05
沪铝 1111	16565.00	-0.48
郑糖 1201	6826.00	-1.13
玉米 1205	2235.00	-0.18
天胶 1205	28345.00	-0.65

外汇、美元指数

最新外汇牌价	最新价格
美元-人民币	6.37
欧元-美元	1.38
美元-日元	76.89
英镑-人民币	10.04

今日焦点

- 电信设备及服务：室分业务稳定增长，WLAN 提供业绩弹性 —— 三元达深度报告
- 钢铁行业：出厂价重归下降通道——宝钢 11 月份调价点评
- 债券：债券一级市场发行备忘半周报
- 房地产：新湖中宝调研纪要
- 证券业：证券公司经营数据月报
- 盘江股份 (600395)：上调部分产品价格点评

今日焦点

电信设备及服务：室分业务稳定增长，WLAN 提供业绩弹性 ——三元达深度报告

分析师：姚宏光（0755-8249 2723）（执业证书编号：S1000510120005）

后 3G 时代，网优覆盖行业高景气。网络环境复杂度的提高，维护成本的快速上升，运营商多网络运营经验不足，以及网优外包化趋势是网优行业高景气驱动因素。随着运营商 3G 核心网络建设的基本完成，运营商将逐渐加大网优覆盖服务方面投资。

三大运营商 WLAN 建设高潮刚刚开始。我们认为，三家运营商目前在 WLAN 建设上仍处于初级阶段。三大运营商的热点目前覆盖有限，网速较慢而且极不稳定，速度方面电信最快，联通其次，移动最慢。我们认为 2011 年四季度联通、电信对 iPhone 4S 的引入将会对 WLAN 建设形成明显的刺激。此外，中移动近期表示将无线城市布局，WLAN 将从十亿级的产业变成百亿级的产业，行业开始爆发式增长。

传统网优覆盖室分主业稳定增长。作为网优覆盖行业的领先企业，齐全的产品线以及网优服务和系统集成收入占比的不断提高使公司的综合解决方案提供能力不断增强。公司传统主业室内分布收入 07-10 年 CAGR 达 27.9%，2010 年同比增长 28%。随着未来运营商资本开支的维稳以及对网优覆盖的深化，我们预计未来几年传统室分业务将保持稳定增长。

WLAN 业务将助公司业绩爆发。公司在前期运营商的 WLAN 设备集采招标中凭借成本和技术优势一直稳居前三。此外，公司近期拿出 5000 万超募资金补充募投项目“宽带无线接入设备”的建设，预计将使该项目的产能从 9000 套/年上升到 60000 套/年，使公司 WLAN 设备产销能力得到较大提高。我们认为 WLAN 业务将为公司业绩爆发提供有力支撑。

天线业务协同发展，战略发展意义巨大。公司通过合资进军天线行业，将产生良好协同效应，有效降低成本；同时可以借助海天与华为移动良好关系及 TD 技术优势，将其日后开拓海外市场以及全面突破移动奠定基础。

盈利预测与估值。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.50、0.79 和 1.06 元，当前股价对应 2011-2013 年 PE 分别为 26x、16x 和 13x，给予买入评级。

风险提示。运营商投资低于预期 行业竞争使公司产品毛利下降。

钢铁行业： 出厂价重归下降通道——宝钢 11 月份调价点评

分析师：赵湘鄂（021-6849 8628）（执业证书编号：S1000511030004）

10 月 12 日宝钢股份率先出台 11 月价格政策：热卷、普冷、厚板、热镀锌、电镀锌、镀铝锌、彩涂价格均维持不变；无取向电工钢 B35 系列和高牌号维持不变，其它牌号下调 200 元/吨，取向电工钢普遍下调 600 元/吨。

本次调价幅度基本在市场预期范围之内，与我们上一期对宝钢 11 月价格政策将很难继续上调、将出现稳中有降的判断完全一致。分产品来看，现 5.5mm 的 SS400 热轧卷表列价为 4812 元/吨；Q235A 14-20mm 中板表列价为 4750 元/吨；1.0mm*1250*C 的 SPCC 冷卷表列价为 5416 元/吨；1.0mm*1250 DC51D+Z 热镀锌表列价为 5597 元/吨；0.5mm*1200 的 B50A800 无取向电工钢价格为 5820 元/吨。

铁矿石价格大幅上涨，是钢厂希望维稳出厂价的重要原因，但现货的快速下滑使得钢厂更加被动。铁矿石 9 月均价为 1357 元/吨，月环比上涨 108 元/吨，环比涨幅为 8.65%；对比来看，热卷 9 月均价约为 4754 元/吨，环比降幅 1.53%；中板月均价为 4849 元/吨，环比降幅 1.16%；冷板月均价约为 5511 元/吨，环比涨幅 0.53%；同时据我们测算，当前热卷加权利润为 -268.4 元/吨，毛利率为 -5.83%；冷板加权利润为 57.9 元/吨，毛利率

为 1.06%；中板加权利润-181.3 元/吨，毛利率为-3.82%，整体来看钢厂的盈利已开始出现恶化，节后主要钢材价格仍出现进一步下滑的态势，使得钢厂已陷入成本上升与市场现货价格快速下滑倒逼的两难境地。

钢铁行业仍无大规模减产迹象，当前钢材供应仍显富余。据中钢协 10 月 12 日的最新统计，9 月下旬重点钢铁企业粗钢日产量为 163.97 万吨，旬环比增 0.61%；全国预估日产量为 193.03 万吨，旬环比增 0.61%。

近期钢材需求低于预期，市场对后期需求也多看淡。金九银十传统旺季期间钢材消费未出现大幅回升，节后国内钢铁社会库存已涨至 1519.4 万吨高位，月环比大幅上升 8.21%；而进入四季度后，东北、西部区域钢材消费将因气候因素锐减，使得众多前期还持观望态度的贸易商在现货市场上开始节后降价抛售。

综合来看，继连续两月小幅上调出厂价后，虽然本次宝钢力图保持 11 月价格稳定，但价格政策已有明显松动，且最新调价出台的当天现货市场仍保持继续下跌态势，说明本次宝钢最新的调价政策已难给市场信心支撑，预计武钢、鞍钢等其它主导钢厂 11 月份价格也将同步出现松动，而且随着现货钢价的跌幅扩大，钢厂的出厂价将被动的向市场价下滑靠拢，后期进一步下调出厂价的概率较大。

债券

债券：债券一级市场发行备忘半周报

分析师：林朝晖（021-5010 6032）（执业证书编号：S1000510120034）

信用债券新发品种：在信用资质方面，11 昊融 MTN1 发行人资产负债率较高，且负债以流动负债为主，短期偿债压力较大，近年大量资源收购导致发行人现金流表现不佳，且海外项目经营管理难度较大，发行人 AA-的主体和债项级别有所偏高；11 粤高速 MTN1 发行人总资产、营业收入与现金流规模较小，AA+级的主体和债项级别有所偏高。

行业与公司

房地产：新湖中宝调研纪要

分析师：鱼晋华（0755-82492232）（执业证书编号：S1000511030005）

一、销售平淡，下半年压力较大

公司上半年销售 20 亿元，截止 8 月底，销售额变化不大，主要原因为公司在去年 11-12 月推盘量较大至上半年多为已售盘在售，新推盘仅泰安新湖绿园、上海明珠城、杭州香格里拉、九江桑柴春天等，我们测算公司重点销售项目（公司预计全年销售额在 1 亿元以上的项目）总可售货值为 42 亿元左右，虽由于公司进入城市较多，三四线小户型产品去化率表现较为良好，如九江柴桑春天项目，平均去化率达到 70%，海宁百合新城去化率达 100%。但公司可售中受限购影响大的别墅项目占比较多，拉低上半年整体去化率，可查项目整体去化率仅 44%。

下半年，公司总可售货值为 100 亿元，较为充分。目前已获取预售许可的货值为 50 亿元，分别为沈阳北国之春，沈阳香格里拉，天津香格里拉，南京仙林翠谷，将于 10-11 月陆续进行推盘。未获取预售 50 亿元货值，分别为杭州武林国际，杭州新湖国际等项目，最快将于 11-12 月推盘。

可售项目分布广泛，主要集中在丽水，杭州，九江，苏州，天津及沈阳。目前公司全年销售 70 亿元的计划尚未调整，但由于推盘过于集中在四季度且别墅类项目的占比仍在 30%左右，在目前市场情况下预计将会遭遇较大

限购影响，公司表示全年销售 70 亿元的目标完成难度较大，保守预计全年销售额为 50-60 亿元

二、实质开工放缓以应对平淡销售

公司全年计划新开工面积为 162 万 m²，半年报披露新开工面积为 72 万 m²，截止 8 月底已完成全年开工计划的 50%。但此开工数据为获取开工许可的数据，而公司表示出于存货管理的考虑，实质开工的进度已有所放缓。

三、一级开发土地推入市场时间仍悬而未决

公司一直以多元经营为特点，房地产也进行一二级同时开发。目前拥有一级开项目三个，分别为江苏启东项目、温州项目和大连项目。由于温州项目和大连项目获取时间较短，目前尚未进行开发。今年启东项目已完成一级开发，有望进入招拍挂，但地方政府认为目前出让地价较低，因此将程序押后，公司正积极与地方政府沟通希望四季度可进行招拍挂，也可贡献一部分业绩。若土地市场持续低迷，公司将以低廉成本获取二级开发用地。若市场有所回暖，则公司可参与分成土地出让收益，总之公司会走一二级联动的策略，并适时补充土地资源，公司长期并不存在土地资源获取瓶颈。

四、资源投资短期难以业绩“兑现”

公司公告以 6.4 亿元价格协议收购内蒙古 11.7 亿吨煤炭资源，折合每吨 0.55 元，价格低廉。该煤矿资源为动力煤中的褐煤，但由于该煤矿平均含硫率超过 3%，为高硫份煤，而电厂所使用的煤含硫率一般不超过 1%，因此虽然该煤矿看似低廉，但其实“物有所值”。

同时由于当地尚无铁路，且降雨量较少，需在开采前由公司修建水库，并争取让政府修建运送铁路（目前政府并无此计划），因此虽然已探明储量，但贡献业绩至少在两三年后，不宜给予过高的预期。

五、地产业绩的波动依赖于公司股权投资的平滑

公司 2011 年股权激励的门槛 EPS 为 0.3 元，上半年实现 0.07 元，上半年地产结算收入为 10 亿元，全年预测结算地产收入为 60 亿元，而截止半年报公司仅拥有预收款 29 亿元，业绩保障性不足。地产业绩的波动的平滑将依赖于公司多年来深入经营的金融和股权投资。

六、NAV 折价较高

公司截止 2010 年末拥有权益建筑面积 1200 万 m²，以年开工 160 万 m² 计算，可满足 5 年以上发展。初步测算公司的 NAV 为 5.31 元/股，目前股价折让 40%。

七、调研结论

公司股价近期屡创新低，已部分反映了公司地产面临的销售压力，目前来看公司业绩有太多的不确定性（销售，结算，一级开发能否招拍挂），同时，前期提升估值因素如“地矿股”概念也因为不具稀缺性而渐渐淡出视线，公司 240 亿元的市值还是要靠健康的房地产业务作为最主要的支持。初步测算 2011 年 eps 为 0.31 元，对应 PE 为 12.2 倍。

但鉴于公司 NAV 折价较高，且 2011 年 6 月股权激励行权价除权后为 5.46 元/股，高于目前股价 44%，因此维持增持评级。

证券业：证券公司经营数据月报

分析师：张黎（0755-82366995）（执业证书编号：S1000510120017）

主要观点：

一、数据解读：9 月份经纪、自营、投行外部环境继 8 月之后继续环比恶化，已披露 9 月份经营数据的 6 家公

司当月综合收益全部为负

- 1) 上市券商综合收益为负值，主要归于 9 月份各项业务的外部环境均出现环比恶化。
- 2) 截止 9 月底，已披露的 6 家上市券商扣非后综合收益年化合计为 2010 年的 30%，即在前 9 个月的市场环境下（日均股票成交 1919 亿元，沪深 300 年化下跌 23% 情景下），对应 2011 年该 6 家上市券商综合收益合计金额存在同比下滑 70% 的可能（其中包含了中信转让中信建投的不利影响）。
- 3) 前 9 月累计综合收益年化后相比 2010 年提升幅度最大的上市券商名单待全部公司披露完毕后排序。

二、投资建议：买入 PB 到达底部位置的券商，等待股指反弹或更多新业务启动等催化剂

对于 9 月份和 3 季报的业绩，我们持谨慎态度（10 月 12 日发布的《海通证券：天时地利人和》中对 2011 年盈利预测已做下调），毕竟经纪、自营、投行等业务的外部环境均较为恶劣，如 9 月份、3 季度沪深 300 分别下跌了 9.3% 和 15.2%。

但是，我们认为，在牛市用 PE 找顶、弱市用 PB 找底的证券行业适用的投资分析框架下，由于目前各家大型券商 PB 均已达到底部位置，故短期业绩不佳对股价的负面影响已逐渐弱化。如果因为短期业绩因素出现股价上的调整，恰恰是不错的买入机会。

三、推荐组合：海通证券、吉林敖东、中信证券

盘江股份（600395）：上调部分产品价格点评

分析师：陈亮（021-5010 6012）（执业证书编号：S1000511030003）

事件：

从 2011 年 10 月 1 日起调整部分煤炭产品价格，其中：优质冶炼精煤（1/3 焦精煤）由 1500 元/吨上调至 1575 元/吨（含税）；洗混煤（5000 千卡/千克）由 400 元/吨上调至 500 元/吨（含税）。本次公司部分煤炭产品价格调整的执行时间为 2011 年 10 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日。若以本次价格调整为基础测算，预计公司 2011 年 10 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日增加产品销售收入约 1.4 亿元。

点评：

- 1、税收成本顺利转嫁，公司业绩不受影响。公司作为西南地区最大的煤炭生产企业，在当地具有较高的定价能力，通过此次调价，盘江股份四季度新增产品销售收入约 1.4 亿元，而此前公司预估四季度将负担价格调节基金 1.35 亿元，公司顺利将增加的税收成本转嫁到下游企业，从而抵消了征收价格调节基金对公司业绩的负面影响。
- 2、一定程度上缓解市场对“资源财政”向其他省市蔓延的担忧。盘江股份凭借较高的定价权将税收成本全部顺利转嫁虽然只是个案，但毋庸置疑的是相对下游行业，煤炭企业在定价权方面明显具有优势。有了盘江股份的前车之鉴，相信地方政府在制定相关税收政策方面会更加谨慎，进而在一定程度上缓解市场对“资源财政”向其他省市蔓延的担忧。
- 3、继续维持对公司的“增持”评级。预计 11-13 年的 EPS 分别为 1.61 元、2.01 元和 2.36 元，对应 PE 分别为 16 倍、13 倍和 11 倍，鉴于征收煤炭价格调节基金对公司业绩的负面影响已经消除，继续维持对公司的“增持”评级。
- 4、风险提示：在建和技改矿投产进度低于预期

信息速递

- 日前，在广东省委、广东省人民政府召开的南沙新区开发建设现场会上，备受关注的《广州南沙新区总体概念规划综合方案》（下称《规划方案》）正式公布。据了解，在广东省与广州市政府的合力推动下，南沙新区有望成为上升到国家战略层面的国家级新区。
- 由工信部、陕西省人民政府、甘肃省人民政府联合制定的《关中—天水经济区先进制造业基地发展规划》已经正式发布，规划期为 2011—2020 年，规模目标超过万亿元。

重点报告

方向	报告	评级	分析师
房地产	新湖中宝调研纪要	增持	鱼晋华

数据监控

图 1: 上一交易日 A 股市场指数表现

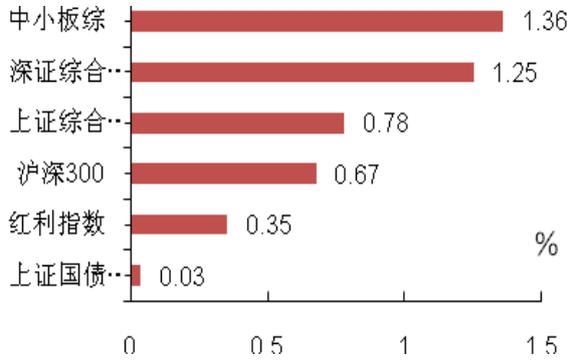


图 2: 恒生 A-H 溢价指数



图 3: 上一交易日行业表现



图 4: 中国企债与国债

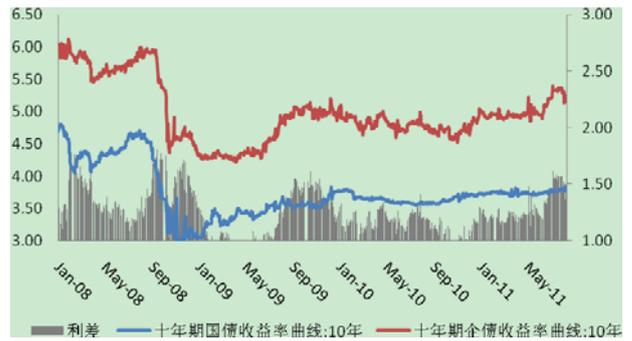


图 5: 中国长短期国债收益率



数据来源: wind, bloomberg 华泰联合证券研究所

图 6: 上证指数和对应的 Hurst 指数

Hurst 指数在 0.6 以上表明市场的趋势比较强，能够维持前期的趋势。在 0.55 附近或者低于 0.55 时，表明市场前期趋势减弱，通常对应到牛熊转换的时期。

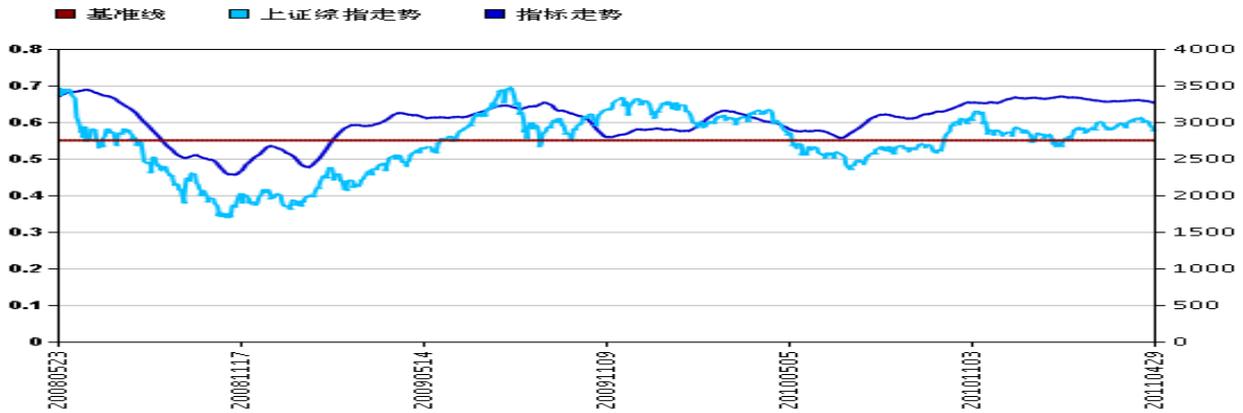


图 7: 上证指数和对应的交易量偏差

图中 vol_dif 即为上证指数的交易量偏差，当交易量偏差处于 0 以下时，表明市场成交状态悲观，市场通常没有好的收益，当交易量偏差处于 0 以上时，表明市场成交状态乐观，市场通常会有好的表现。

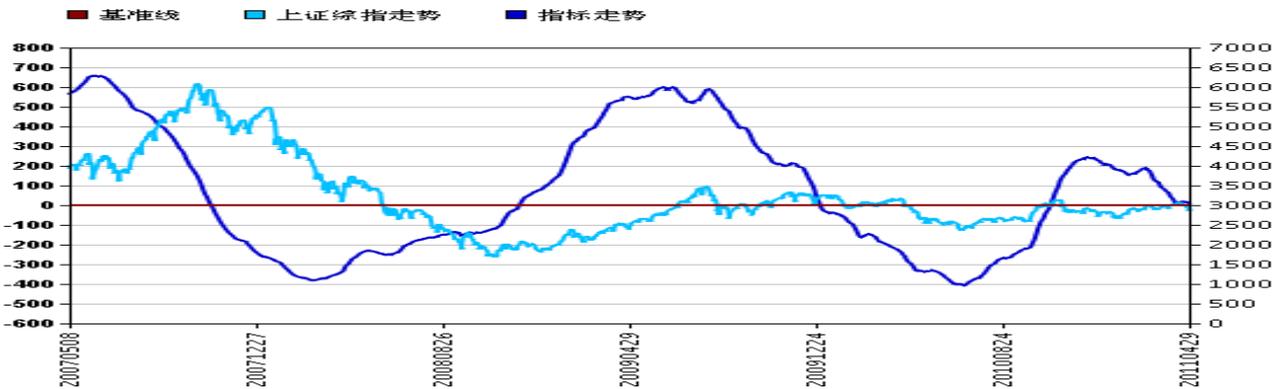
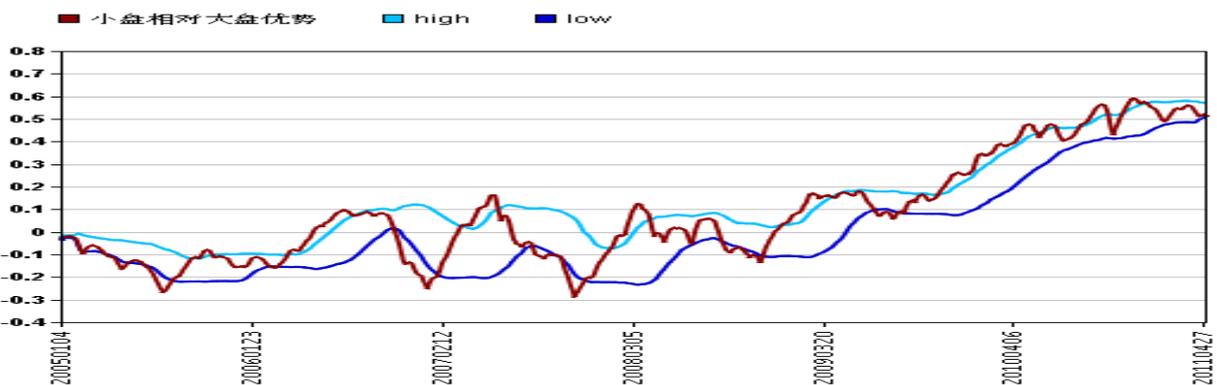


图 8: 大小盘 (中证 100 和中证 500) 的轮动

大小盘轮动: 当小盘优势指标从下轨下方上穿下轨时，风格切换到小盘，买进小盘，卖出大盘；当小盘优势指标从上轨上方下穿上轨时，风格切换到大盘，卖出小盘，买进大盘。



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

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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门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,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。