

广发证券晨会纪要

2011年11月4日

编辑: 于娟

电话: 020-87555888-8413

邮箱: yj6@gf.com.cn

晨会主题

今日关注

- 建新股份深度研究纪要-“间氨基产业链”的垄断者; 明确、卓越的核心竞争力; 染料、医药、纤维等行业的“卖水人”, 需求领域空间诱人; 五力模型分析: 民爆之外又一个完美行业; 还原加氢技术的应用, 将再次推升“间氨基”整条产业链的竞争力。公司合理价值在 28 元以上, 给予买入评级。
- 万科 10 月份销售数据点评-供应高峰时间不同, 万科环比表现略低于同行, 但单月销售仍在月平均水平之上, 预计全年销售额接近 1300 亿元; 受调控影响, 销售单价趋降, 或许有助于销售回暖; 投资依然谨慎, 现金流趋于改善; 维持买入评级。
- 功能糖企业调研纪要(保龄宝、龙力生物、量子高科)-功能糖行业现状: 前途光明, 道路曲折。三家公司推荐排序: 龙力生物(股价催化剂: 获得纤维素乙醇定点销售资格, 与十二五规划相结合)、保龄宝(高糖价下, 明年果葡糖浆继续放量, 同事募投项目逐步投产)、量子高科(期待终端产品开发并推广成功)。

近期重点推荐

建新股份、凤凰股份、汤臣倍健、仁和药业、鸿利光电、恒泰艾普、江中药业、纳川股份、雏鹰农牧、大杨创世、格力电器、美的电器、王府井

行业公司点评

- 证券行业跟踪分析报告-换手率触底反弹, 转融通迈出实质性一步, 迎来买入良机
- 保险行业跟踪分析报告-投资收益与偿付能力均有望改善, 投资保险股正当时
- 航空运输行业专题报告-国内燃油附加费联动新规点评: 附加调整条件和时间窗口, 影响中性
- 零售行业跟踪分析报告-三季度业绩维持高增长, 百货盈利表现突出
- 种子行业深度分析报告-政府主导行业整合向上, 优势企业迎来发展新契机
- 2011年11月投资策略-最坏时刻过去, 犹疑中前行

市场数据

全球主要市场指数表现

指数名称	最近交易日收盘	涨跌
上证综指	2508.09	0.16%
深证成指	10624.12	0.40%
沪深 300	2744.3	0.07%
中小盘	5285.49	0.54%
创业板	877.66	-0.38%
道琼斯工业平均	12044.47	1.76%
纳斯达克综合	2697.97	2.20%
标准普尔 500	1261.15	1.88%
东京日经 225	8835.52	0.00%
法国巴黎 CAC40	3195.47	2.73%
德国法兰克福 DAX	6133.18	2.81%
伦敦富时 100	5545.64	1.12%
多伦多 300	12241.76	1.05%
雅典 ASE	752.65	-6.92%

国际原材料商品价格

指数名称	最近交易日收盘	涨跌
布伦特原油	110.83	1.36%
WTI 原油	94.05	-0.02%
黄金现货	1738.6	1.09%
白银现货	34.27	2.85%
LME 铝	2152.25	2.32%
LME 铜	7903.75	-0.10%
LME 锌	1954.75	2.02%
CBOT 大豆期货	1227.25	2.04%
CBOT 玉米期货	654	1.40%
CBOT 小麦期货	635.75	1.96%

今日关注

建新股份深度研究纪要

关键结论:

深度报告《建新股份：染料、医药、纤维行业的“卖水人”》对建新股份的业务构成、核心竞争优势、所处行业、下游需求、业绩转折点等问题进行全面梳理。我们认为，建新股份是一家值得长期跟踪的精细化工品企业，成长前景广阔。

之所以在此时点推出该报告，基于以下考虑：

- 1、随着4季度募投项目投产，2012年1季度公司业绩有望迎来拐点；
- 2、在总经理等核心高管人员到位后，我们期待公司实施更为有效的激励机制；
- 3、2.7亿元超募资金的使用方向和业绩兑现时点，值得期待。

我们测算公司2011—2013年EPS分别为0.32元、0.62元和0.87元，三年复合增长率30%。该组业绩的假设偏保守，且未包含2.7亿元超募资金将贡献的业绩。

综合考虑以下因素：（1）公司在“间氨基产业链”的垄断地位；（2）下游高附加值的需求领域不断拓展；（3）间氨基还原加氢技术应用拉低整条产业链的成本；（4）超募资金项目2013年贡献业绩推动公司进一步高速增长，我们认为公司合理价值在28元以上。给予“买入”评级。

投资亮点摘录如下：

“间氨基产业链”的垄断者

公司以“间氨基”产品为母核，向下游延伸生产2,5酸、间羟基、间氨基苯酚、硝基磺、造纸成色剂等产品。随着今年4季度募投项目投产，公司将全面进入染料中间体、医药中间体、纤维中间体三个领域，形成“一链三体”的业务格局。公司通过对母核“间氨基”的绝对掌控，间接垄断了整个间氨基产业链条，形成对该产业链条上所有产品的绝对竞争优势。

明确、卓越的核心竞争力

环保、技术和成本帮助建新股份打造了“间氨基产业链”的禁入壁垒，也同时形成了公司卓越的核心竞争力。对建新股份而言，环保、技术和成本不是为了美化企业形象而虚构的概念，而是确确实实可以论述清楚的真实存在。

染料、医药、纤维等行业的“卖水人”，需求领域空间诱人

建新股份产品销售给下游的染料、医药、纤维等行业，进而进入国民经济的各个领域。一定程度上，公司已成为下游行业关键原材料的“卖水人”，在需求空间稳步扩张的同时，公司产品盈利能力也有望逐步提升。

五力模型分析：民爆之外又一个完美行业

波特五力模型分析发现，建新股份目前处于一个较为完美的竞争格局当中：需求分散，多数领域高速增长，由于供给偏紧，因此公司对下游客户具有较强的议价能力，而产业链的替代品较少；竞争者和潜在进入者由于环保、技术、成本的壁垒，正在逐步退出或无法进入；此外，公司对上游原材料供应商也具有较强的议价能力。

还原加氢技术的应用，将再次推升“间氨基”整条产业链的竞争力

根据测算，催化加氢还原工艺将使公司间氨基成本相比铁粉还原工艺降低800-1000元/吨，降幅在10%左右。更重要的是，催化加氢还原工艺提高了间氨基的产品质量，为公司向高毛利率、高附加值领域的食品添加剂、医药中间体等领域进军打下了坚实基础。建新股份是全球唯一的催化加氢还原工艺掌握者。

联系人：王剑雨 020-87555888-8635 wjy3@gf.com.cn

万科 10 月份销售数据点评

事件：万科公布 10 月份销售数据

2011 年 10 月份，万科共实现销售面积 100.4 万平方米，销售金额 103.4 亿元；前 10 个月，公司累计实现销售面积 941.5 万平方米，销售金额 1074.3 亿元。同时，新增了中山市和乌鲁木齐市两个地产项目和武汉一个旧城改造项目。

我们观点如下：

(1) 供应高峰时间不同，万科环比表现略低于同行，但单月销售仍在月平均水平之上，预计全年销售额接近 1300 亿元。万科 10 月份销售 100.4 万平，环比略降 7%，同比下降 23.2%；我们跟踪 34 个城市的销售面积环比略降 4.1%，同比下降 45.3%。环比表现略低于行业，主要在于同行供应开始大规模上市，导致行业整体销售略好于万科；不过，从单月销售来看，万科 10 月份销售面积略高于全年单月 94 万平的均值；预计全年销售额接近 1300 亿元。

(2) 受调控影响，销售单价趋降，或许有助于销售回暖。万科 10 月份销售单价为 10299 元/平，环比下降 11.1%；前 10 个月累计均价为 11411 元/平，与去年全年均价相比下降了 5.3%；整体来看，销售单价是趋于下降的，这更多的是归功于政策调控的结果，房价的下降或许有助于销售的回暖。

(3) 投资依然谨慎，现金流趋于改善。10 月份，拿地总金额只有 7.32 亿元，仅高于 5 月份的 5.21 亿元，并且获取的两个项目均为三四线城市，显示了公司在拿地上和对一、二线城市的土地市场依然较为谨慎；从单月的现金流来看，10 月份销售额为 103.4 亿元，远高于当月的拿地总金额，万科的现金流应该是趋于改善的，有利于应对当前的弱市行情及把握土地市场调整的机会。

(4) 维持买入。在房地产行业政策基本见底或接近底部的预判下，根据股价提前反映了政策和楼市预期的经验和逻辑判断，地产股市底基本确立，再创新低的可能性小，万科作为行业龙头更是如此，因此，维持买入评级。

风险提示：政策风险、销售风险。

联系人：徐军平 021-68829441 xjp@gf.com.cn

功能糖企业调研纪要（保龄宝、龙力生物、量子高科）

一、功能糖行业现状：前途光明，道路曲折

1) 行业简单概述：常见具有益生元功能的功能性低聚糖并实现规模化生产的主要有：低聚果糖、低聚半乳糖、菊粉、低聚木糖和异麦芽糖。不同品种之间其物化性能、生理功能有所差异。其中，低聚异麦芽糖在我国发展最早，产量最大，功效较低，价格相对较低（毛利率 30% 左右）；低聚果糖（毛利率高的时候 50-60%，低纯度 20-35% 不等），价格适中；低聚半乳糖和木糖对双歧杆菌和乳酸菌同时有增殖性，价格最高（毛利率可以达到 60% 以上）。

2) 行业规模：据中国食品发酵工业研究院 2010 年发表的《益生元行业国内外市场研究报告》中指出，96 年，世界功能性低聚糖总产量 8.5 万吨；02 年增至 15 万吨，08 年全球功能性低聚糖总产量约有 30 万吨以上，年均增长速度超过 10%。

我国发展于 90 年代后期，晚于日本，但速度迅速，09 年中国消费量总计为 6.8 万吨（60% 为低聚异麦芽糖，20% 多为低聚果糖，剩余为低聚半乳糖和木糖）。预计未来五年的年均增长率将超过 25%，到 2014 年我国益生元的总销量将达到 22-25 万吨水平。

3) 应用领域广阔，长期发展空间非常大。目前乳制品用的最多，其次为保健品，很

多如化妆品、饮料、饲料行业尚未开发，若添加进入这些领域或者是使用比例非常低，未来发展空间比较大，如我国目前年产饲料 1.6 亿吨左右，添加万分之 2，则新增 3.2 万吨需求；又如替代传统食用糖方面，目前我国食糖消费量约 1400 万吨，其中 30% 为食用糖非工业用糖，若全部替代，则新增 420 万吨需求，若 5% 替代也新增 21 万吨；此外，还有饮料、化妆品以及保健品等领域。

4) 中短期发展面临的问题：A、国家没有明文规定添加比例，也没有硬性规定，所以很多企业刚开始是打出益生元的概念，但实际添加量可能很小。而且添加在保健品中，还需要专门申请批文，没有明文的使用量，所以批文也不是很好拿到。消费者认知度不高。

B、属于中间添加物，没有上下游，发展到一定程度，利润和收入增速受到一定影响。尤其是今年高成本下，各大企业毛利率普遍下降。

C、方案营销方式，客户皆为大企业，成本转移能力不强，且新添加到一个产品中可能需要时间比较长，半年-1 年以上，需要依靠所开发的产品销量大涨，从而增加对功能糖的需求。

二、相关上市公司及近期调研情况：

1、量子高科的观点（以低聚果糖为主）：1）明年蔗糖价格下跌空间不大，而公司产品提价难，使得明年毛利率回升存在一定困难，公司主要采取调整产品结构以及提高工艺技术来保证毛利率水平，预计综合毛利率维持 39% 附近；2）募投项目于 2012 年底才开始贡献收入，明年收入贡献主要来源于原有技改产能的释放，而新注资的生和堂公司承诺业绩为 11-13 年分别不低于 500 万元、750 万元和 1125 万元，这增厚公司净利水平。3）公司业绩需爆发性增长的来源有：政策推动和与大客户合作开发销量大的产品。4）（核心看点）期待公司终端产品开发成功，毕竟 2011 年主要精力都投入在此方面，但收入放量或将在 2013 年，因为目前还没有成熟的产品出来，产品开发后还需市场培育和推广。5）盈利预测与估值：预计 2011-2013 年销售收入为 1.6 亿元、2.5 亿元和 3.3 亿元，11-13 年 EPS 为 0.23 元、0.36 元和 0.49 元，对应当前 12.91 的股价的 PE 分别为 57 倍、36 倍和 26 倍。

2、龙力生物的观点（低聚木糖为主，燃料乙醇为新增长点）：1）（核心看点）燃料乙醇定点销售资格与新能源十二五规划挂钩，其收入增长来源于明年产能进一步释放，但若获得资格后，未来燃料乙醇空间较大，作为未来利润新增长点；2）低聚木糖销售前景佳，作为公司利润贡献主要来源，目前来公司洽谈业务的客户比较多，高毛利率保持稳定，等待募投项目释放产能；3）木糖醇的替代效用逐渐扩大，近期公司洽谈一个大客户，预计明年木糖醇放量；4）淀粉及淀粉糖提供稳定的利润；5）盈利预测与估值：不考虑获得定点资格，预计 11-13 年 EPS 为 0.54 元、0.78 元和 0.96 元，对应的 PE 为 40 倍、28 倍和 23 倍。若考虑 2012 年获得乙醇定点销售资格，则将至少增厚 EPS 0.3 元，则 2012 年-2013 年对应的 EPS 为 1.18 元和 1.26 元，对应 PE 为 19 倍和 17.6 倍，给予“买入”评级。

3、保龄宝的观点（以低聚异麦芽糖和果葡糖浆为主）：1）公司明后年增长点：A、募投项目赤藓糖醇（全部达产）和低聚果糖（40-50% 产能利用率）；B、（核心看点：高糖价下，果葡糖浆放量）果葡糖浆明年会有一定扩产计划，并开发固体产品，提高盈利水平；C、低聚异麦芽糖今年不太理想，但目前已开发新产品领域，扩大销量；D、膳食纤维产品预计明后年销量分别为 3000 吨和 5000 吨左右。2）盈利预测与估值：预计 11-13 年 EPS 分别为 0.67 元、0.99 元和 1.23 元，对应 PE 为 28 倍、19 倍和 15 倍，给予“买入”评级。

三、结论：6-12 个月内，3 家公司看好排序：龙力生物（股价催化剂：获得纤维素乙醇定点销售资格，与十二五规划相结合）、保龄宝（高糖价下，明年果葡糖浆继续放量，同事募投项目逐步投产）、量子高科（期待终端产品开发并推广成功）。

联系人：胡鸿 0755-82739763 hh6@gf.com.cn

铁路设备行业近期投资观点

总体观点：相对偏谨慎

铁路设备板块近期反弹比较明显，也比较快，我们认为主要原因是：

- 1，铁路设备对之前动车事故的反应过度，近一段对负面事件的影响逐渐弱化，自身有一个价值回归的修复动力。
- 2，最近在政策面上有一些利好，铁路资金紧缺有所缓解，为板块快速反弹提供催化剂。
- 3，前期机构对机械行业的配置偏低，铁路股在未来发展的确定性方面相对于其他大板块具有一定的比较优势，所以在大盘反弹的情况下，有些机构适量的增加了铁路股的配置。

但我们认为上述三个因素很难为铁路设备板块提供持续有力的长期支撑：

- 1，从估值来看，目前南北车 2012 年估值 14 倍左右，以目前行业的景气程度来看，进一步向上修复的空间有限。
- 2，铁路资金面依然不容乐观，我认为未来会很快传递到企业的盈利情况。
- 3，机构也相对比较谨慎，参与的热情不高。

从行业未来的发展来看，我们的主要观点是：发展方向不变；发展节奏趋缓；发展方式趋稳

- 1，高铁的好处和必要性不容置疑，我们认为铁路建设的战略方向不会变，但很难在建设规划方面超预期。
- 2，我们认为现在的在建线路最终会按照原有的规划慢慢的建完，但进程放缓，设备需求将会推迟。
- 3，发展方式趋稳，高铁降速等措施影响设备企业收入水平。

从短期来看，板块可能会在发债融资、招标启动等事件的带动下出现阶段性的机会。从长期来看，未来关注城市轨道交通和地铁发展带来的投资机会，我们测算地铁的采购高峰期在 2012 和 2013 年到来。

联系人：张琦 gfzhangqi@gf.com.cn

行业研究员重点推荐

公司	行业	最新价	EPS			PE			目标价	目标价
		(元)	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	(元)	空间
新华百货	零售	24.45	1.3	1.75	2.2	18.81	13.97	11.11	44	79.96%
北京利尔	建筑工程	11.84	0.24	0.52	1.1	49.33	22.77	10.76	19	60.47%
山西汾酒	食品饮料	68.14	2.18	3.23	4.41	31.26	21.10	15.45	113	65.84%
西宁特钢	黑色金属	8.72	0.6	0.75	0.94	14.53	11.63	9.28	15	72.02%
青岛啤酒	食品饮料	33.55	1.4	1.87	2.25	23.96	17.94	14.91	56	66.92%
高新兴	通信设备	27.93	0.77	1.13	1.3	36.27	24.72	21.48	45	61.12%
建研集团	建筑工程	21.40	0.86	1.32	1.86	24.88	16.21	11.51	33	54.21%
仁和药业	医药生物	14.07	0.53	0.7	0.93	26.55	20.10	15.13	21	49.25%

中国化学	建筑工程	7.73	0.47	0.66	0.87	16.45	11.71	8.89	12	55.24%
东方锆业	建筑材料	35.81	0.7	2.33	3.78	51.16	15.37	9.47	58.25	62.66%
鸿利光电	电子	18.35	0.72	1.06	1.68	25.49	17.31	10.92	30	63.49%
中国太保	保险	19.97	1.48	1.71	1.96	13.49	11.68	10.19	30.56	53.03%
五粮液	食品饮料	37.61	1.66	2.21	2.74	22.66	17.02	13.73	55	46.24%
康美药业	医药生物	14.46	0.54	0.73	0.96	26.78	19.81	15.06	21.6	49.38%
海通证券	证券	9.25	0.53	0.65	0.75	17.45	14.23	12.33	13.26	43.35%
中信证券	证券	12.20	0.65	0.75	0.86	18.77	16.27	14.19	17.55	43.85%
王府井	零售	40.37	1.57	2.04	2.7	25.71	19.79	14.95	55	36.24%
雅化集团	化工	18.07	0.73	0.92	1.1	24.75	24.75	19.64	28	54.95%
万科 A	房地产	7.91	0.99	1.2	1.47	7.99	6.59	5.38	10.5	32.74%
久联发展	化工	22.82	1.17	1.41	1.69	19.5	16.18	13.50	33	44.61%
潮宏基	零售	30.05	0.85	1.15	1.64	35.35	26.13	18.32	40	33.11%
航天信息	计算机软件	24.25	1.28	1.56	1.91	18.95	15.54	12.70	36.8	51.75%
保利地产	房地产	10.17	1.35	1.8	2.49	7.533	5.65	4.08	12.5	22.91%
海能达	计算机软件	21.40	0.74	1.29	2.01	28.92	16.59	10.65	32.25	50.70%
欣旺达	电子	18.21	0.93	1.36		19.58	13.39		24	31.80%
聚龙股份	计算机软件	28.71	0.8	1.21	1.62	35.89	23.73	17.72	36	25.39%
南京中商	零售	26.86	1.2	1.5	2.15	22.38	17.91	12.49	32	19.14%
烽火通信	通信设备	30.50	1.19	1.5	1.82	25.63	20.33	16.76	36	18.03%
桑德环境	公用事业	28.82	0.7	1.08	1.45	41.17	26.69	19.88	30	4.09%
上海汽车	交运设备	16.48	1.8	2.02	2.17	9.156	8.16	7.59	18	9.22%
ST 张家界	餐饮旅游	9.47	0.24	0.3	0.38	39.46	31.57	24.92	10	5.60%

备注：行业研究员重点推荐每周调整，本次更新时间为 10 月 28 日

行业公司点评

证券行业跟踪分析报告-换手率触底反弹，转融通迈出实质性一步，迎来买入良机

行业动态：三季度上市券商业绩同比降 28%，但业务结构均衡的大券商表现不俗；客户保证金资产管理业务试水，有望提升行业收入 10%，客户资源成关键；证券金融公司成立，转融通管理细则出台，两融业务转常规，随着政策连续密集地推出，转融通业务迈出实质性一步。

换手率反弹，佣金企稳+创新业务预期致券商股相对抗跌

10 月份日均换手率 0.71%，日均交易额 1286 亿元，迎来反弹，券商股涨幅 7%，相对收益达到 3%。经纪业务：开户数环比回升，持仓比例下降趋势减缓，投资者情绪有所回升，三季度行业佣金率环比微降 2%；投行业务：融资额锐减至 173 亿元，首发市盈率继续回落，为 32 倍；资管业务：共 5 只集合理财产品成立，成立规模 15 亿元，首月目标达成率 11%，销售难度继续增大。创新业务：股指期货日均交易额 2029 亿元，升 7%，融资融券余额 336 亿元，连续两个月下降，新三板挂牌公司 92 家，前 10 个月交易额已经达到 4.6 亿元，超过去年全年。

平稳跨过业绩低点，后续增长可期，买入良机显露

随着佣金率的企稳，宣告压制券商股的最大负面因素已经基本消除，转融通、新三板等创新业务的相继推出也给行业带来了新的增长动力。在平稳度过第三季度的业绩低点

后，随着换手率以及市场指数的回升，创新业务政策的利好刺激，券商业绩和估值将获得修复，业务结构均衡，综合实力强的大型券商尤其具有配置价值。从创新实力与业务均衡性角度，推荐中信、海通和招商；从业绩弹性和相对估值角度，推荐宏源、长江。风险提示

未来存在市场交易量大幅下降与公司自营投资出现重大失误的风险。

期与业绩均衡性角度，推荐中信、海通；从业绩弹性角度，从市场弹性和相对估值角度，推荐宏源、长江。

风险提示

未来存在市场交易量大幅下降与公司自营投资出现重大失误的风险。

联系人：曹恒乾 020-87555888-8419 chq@gf.com.cn

保险行业跟踪分析报告-投资收益与偿付能力均有望改善，投资保险股正当时

保险股更受益于市场预期改变，投资正当时

在股市反弹过程中，保险公司的投资收益率和偿付能力都将出现明显改善，导致净资产大幅增长，业绩有望超预期与市场再融资的预期减弱，同时投资收益率的改善将提升明年分红险的分红率与万能险的结算利率，进而提升寿险保费的增速。因此，从保险经营层面、偿付能力层面以及估值层面上来看，股市的反弹都将利好保险行业。目前当市场预期改变时，保险公司股价通常会出现迅速回升，体现出高贝塔的属性。中国人寿、中国平安和中国太保的今年分别有望实现 4.4%、4%和 4.66%的投资收益率，股债双杀局面已经出现反转迹象，特别是股市在触及 2307 点后出现迅速反弹。2012 年受益于浮动协议存款利率提升，保险公司投资收益率有望提升至 5%，投资资产规模有望增长 15%-17%，2012 年业绩有望提升 23%-30%。

银保新规效力未减，寿险保费收入增速明显减缓

进入 2011 年以来银保新规就一直影响寿险保费增速，根据保监会发布的数据，中国人寿、平安寿险以及太保寿险 1-9 月的累计保费收入（其中仅平安为旧口径保费）增速分别为 2.8%、16.1%和 8.1%。由于银保新规颁布自去年 11 月，三大寿险公司保费增速减缓的情况预计将在 11 月左右有所好转。

电销业务助推大型产险公司保费收入保持高速增长

电销车险是今年各家大型产险公司保费高速增长的重要因素。今年 1-9 月产险行业保费增速达到 17.7%，今年以来上升态势明显。其中，平安产险和太保产险的保费增速超过市场平均增速，分别达到 35.5%和 19.5%，电销业务仍是这两家保费高增速的重要支柱。

盈利预测与投资建议

由于目前保险公司采取保守的投资策略，依靠利息与股息来确认投资收益，传统险评估利率三季度反转有望，预计中国国寿、中国平安、中国太保 2011 年的 EPS 分别将达到 0.86、2.65 和 1.32 元，考虑到评估利率弹性与偿付能力充足率的情况，我们重点推荐中国太保。

风险提示

未来存在重大灾害风险以及资本市场大幅波动的风险。

联系人：曹恒乾 020-87555888-8419 chq@gf.com.cn

航空运输行业专题报告-国内燃油附加费联动新规点评：附加调整条件和时间窗口，影响中性

事件：国内航线燃油附加费与航油价格联动机制调整

国家发展改革委、民航局联合印发通知，自 11 月 1 日起进一步完善民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制。国内航空煤油综合采购成本累计变化幅度超过每吨 250 元时，民航国内航线旅客运输燃油附加最高标准方可按现行联动机制有关规定进行调整。当综合采购成本调整影响燃油附加最高标准提高时，航空公司如决定上调燃油附加，应在综合采购成本调整执行 5 日后（含第 5 日）出台；降低时，仍应在综合采购成本调整 5 日内相应下调或停止收取燃油附加。

点评：

附加联动条件和调价的时间窗口。发改委、民航局此次调整国内航线燃油附加与航空煤油价格联动机制，主要有两方面内容：1、界定国内燃油附加费调整的条件——当国内航空煤油综合采购成本累计变化幅度超过每吨 250 元；2、规定了调整的时间窗口——上调 5 日后（含第 5 日）、下调 5 日内出台新标准。

根据燃油附加费的计算公式，国内航空煤油综合采购成本累计变化幅度超过每吨 250 元，致国内航线航线 800 公里以下和 800 公里以上燃油附加费收取均变化 10 元，其中 800 公里以下航线四舍五入为 10 元。因此，未来国内燃油附加费的调整，必为 800 公里以下和以上航线均发生变化，降低了调整频次。

考虑到航空公司利益最大化，航空公司应该当月国内油价调整达标后，第 5 日上调或下调国内航线燃油附加费。

新规出台原因分析：平滑国内油价对国际油价滞后变化的影响，减少舆论压力。据我们了解，前期在国际油价下降而国内燃油附加费跟随国内航油价格上调的阶段，公众由于对定价机制的不知情，经常质疑航空公司收取燃油附加费的合理性。此次国家调整联动机制，我们认为，主要是为平滑国内油价对国际油价滞后变化的影响，减少舆论压力以及对航空公司的投诉。

本月油价下调 224 元/吨，国内燃油附加费不做调整。11 月 1 日零时起，航空煤油出厂价从 10 月份的 7501 元/吨下调至 7277 元 /吨，航空公司从中航油采购航油的综合成本从 10 月份的 7503 元/吨下调至 7279 元/吨，下调幅度为 224 元/吨。

国内航油出厂价环比下调幅度达 3%，对照 10 月新加坡航油月均价格为 123.4 美元/吨、比 9 月份微幅下降 0.3 美元/吨，调价幅度较大，主要在于贴水的下降以及人民币升值的影响。根据新规，此次油价下调后，国内燃油附加费不做调整。若下月油价下调幅度超过 26 元/吨，则根据最新国内航油综合采购成本调整燃油附加费。

由于调价条件和时间窗口的界定，逢油价上涨，航空公司不能及时把油价上涨成本及时转嫁，在油价下跌时，对航空公司利好。

投资建议

此次联动新规的出台，我们认为，更侧重于平滑国内航油对国际航油的滞后影响，减少舆论压力，对航空公司影响中性。维持对行业的“持有”评级。

风险提示

经济下滑、油价大幅上涨、高铁网络网络贯通、增值税率设定过高。

价上调 5 日后（含第 5 日）或下调 5 日内出台燃油费新标准。

联系人：董丁 020-87555888-8403 dd2@gf.com.cn

零售行业跟踪分析报告-三季度业绩维持高增长，百货盈利能力表现突出

广发零售指数显示行业仍处于景气期

从 GFRI 变动图中可以看出，9 月份零售行业指数较 7、8 月份大幅反弹，但增速略有

下滑，降为 36.85%，环比 8 月份下降 0.4 个百分点。

零售三季度业绩综述—行业延续中报增长，百货盈利能力突出

报告期行业营业收入大幅增长 31.03%，净利润增长 31.83%。虽然毛利率由于结构性调整略有下降，但我们认为随着行业集中度的提升，毛利率将呈现趋势向上；人工成本、门店租金成本、水电费等对利润侵蚀程度加剧，抵减了企业经营效率提升所带来的成果，而投资收益的大幅增长对净利润的贡献加大；期间费用率和净利率相对稳定。百货行业盈利突出，营业收入同比增长 39.91%，净利润同比增长 47.19%，远远高于行业增速。重点跟踪公司业绩表现突出，南京中商、老凤祥、首商股份、潮宏基、王府井等归属于母公司净利润增速均在 40% 以上。

近期行业、公司资讯及调研动态

1、国务院决定明年起在上海试点增值税改革；2、三部委发文要求做好扩大消费工作；3、商务部：将推动建立网络零售管理条例。

电话会议：新华百货、步步高、文峰股份。

投资建议

我们仍然最看好百货行业，建议重点关注：1、一二线城市中主要门店偏中高端定位的公司，主要包括友阿股份、王府井、首商股份、广州友谊；2、以珠宝销售为主的潮宏基、老凤祥；3、区域角度来看，我们认为新华百货明年增速将加快，且估值优势显著，建议重点投资；其他可选标的包括重庆百货、文峰股份、友好集团和合肥百货。成商集团主要关注公司春熙路太平洋店的官司进展，如果取得突破，将迎来较大投资机会。4、拐点型公司，我们重点推荐南京中商和步步高。

风险提示：经济下行，劳动力和物业成本持续上涨风险。

联系人：訾猛 021-68825985 zimeng@gf.com.cn

种子行业深度分析报告-政府主导行业整合向上，优势企业迎来发展新契机

政策面春暖花开，龙头企业份额将扩大

新的《农作物种子生产经营许可管理办法》抬高了行业的进入和退出门槛，加速了整个行业的整合进程。预计新政策逐步落实后，将有超过 90% 的不合规企业被吞并或退出竞争。而现有的优势企业将最大程度地受益于行业内整合和品种审定的“紧入口，宽出口”政策，实现市场份额扩张。

行业规模稳步上升，结构变化与单价提升是行业发展内生性动力源

种子市场销售规模从 2000 年的 200 亿发展到 2010 年的接近 382 亿，近 10 年复合增长率达 7.18%。我们认为，未来种业市场规模将保持 10% 以上的增速发展。但受种植面积下降限制，各类种子需求量将维持基本稳定，而行业发展的动力一方面来源于优势种子的市占率提升，另一方面来源于行业整合后销售模式改变带来的单价提升。结构变化与单价提升是行业发展内生性动力源。

研发、销售模式变革向上，“育-繁-推”一体化企业迎来发展新契机

出于对农业安全的考虑，未来国家相关部门会主动的压缩行业企业数量，扶持若干具有创新实力的企业成长为行业巨头，默许行业集中度提高，垄断竞争格局有望成为未来五年行业蓝图。而行业转型期，现有的研发能力较强的龙头企业有望获得政府在资金和政策上的扶持，并有望在行业研发资源转移进程中获得人才和技术的先发优势。我们看好目前我国种业企业中，自主研发实力较强的隆平高科与登海种业今后的发展。另外，外资巨头的营销方式将对国内种业产生外溢效果，带动整个行业销售水平向国际水平靠拢，从而将带动整个行业利润率的提升。

行业估值处 08 年来低点，旺季来临成股价催化剂

重点推荐公司

隆平高科 (000998)：种业航母，期杂交水稻与玉米种子比翼双飞

登海种业 (002041)：登海种业先玉 335 强势依旧，超试系列推广进程成看点

风险提示

1.政策变动或低于预期可能对行业发展产生影响；2.自然灾害可能对种子企业制种造成损失；3.新品种研发进度低于预期。

联系人：李冰 020-87555888-8629 lb8@gf.com.cn

2011 年 11 月投资策略-最坏时刻过去，犹疑中前行

流动性最坏的时刻或已过去

从宏观流动性看，M2-GDP-CPI 增降到-2.2%，M1 同比增速下降到 8.9%，进一步恶化的空间基本没有了。与之对应，资金价格出现回落，符合我们的预期，表现为票据贴现利率高位回落，央票收益率回落，央票一二级市场利率倒挂逐渐消除。

二、政策微调引导市场预期，更关注经济中长期增长动力

政策微调不仅意味着“政策放松—市场上涨”，我们认为：（1）政策意在引导市场预期，前瞻性、透明度和可信度提高可增强政策有效性；（2）开始强调供给方，更注重培育中长期增长动力，政策如逐步兑现，对中国经济长期前景可以更乐观；（3）短期而言，微调政策预计将持续推出落实，市场将继续给予正面的反映。

三、反弹中仍应有一些清醒的认识

（1）未来两个季度，经济通胀双降，经济处在衰退阶段，A 股在历史上的 3 衰退周期中都表现为下跌；（2）微调和放松预期到货币政策的实质放松（如信贷放松、准备金率下调）的时滞可能较长，基本面持续可能使情绪再度悲观。（3）盈利下调风险仍有待进一步释放。

四、市场观点和配置建议

我们对 11 月市场环境判断如下：（1）经济增速继续温和下滑，通胀回落；（2）名义 GDP 增速回落使流动性相对好转，资金价格延续下滑趋势；（3）政策微调有望继续推出，注重中长期增长动力培育；（4）三季报披露后，盈利调整处在平静期；（5）欧债问题短期加重担忧情绪。

我们认为流动性最坏的时刻很可能已经过去，A 股市场在短期震荡之后仍将延续反弹。配置方面，资金价格回落带来债券市场相对确定的机会；行业配置建议：加仓大金融，持有大消费。风格偏向价值、大盘。重点增加银行、券商和地产的配置比例；弹性角度可适当关注煤炭；投资端中相对看好设备投资相关的通信设备；消费类反弹中跑输大盘是正常现象，从中期配置的角度看，建议坚定持有。（参见 11 月行业配置报告《持有消费，积极参与周期博弈》）

联系人：林鲁东 020-87555888-8696 lld2@gf.com.cn

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

发展研究中心销售经理联系方式

姓名	职务	电话	手机	Email
周文琦	华南区域销售总监	020-87555888-8341	13332875668	zwq@gf.com.cn
周晓蕾	华南区销售经理	020-87555888-8792	13585777727	zhouxiaolei@gf.com.cn
喻银军	华南区销售经理	0755-82529234	18666080709	yyj3@gf.com.cn
张玲	华南区销售经理	020-87555888-8411	18675878188	zl10@gf.com.cn
吴丹	华南区销售经理	0755-23953620	13924200204	wd3@gf.com.cn
张舒	华南区销售经理	0755-82528531	13823115341	zs5@gf.com.cn
瞿娜娜	华南区销售经理	020-87555888-8878	13822273120	qnn@gf.com.cn
冯远波	华南区销售经理	020-87555888-8636	13922131303	fyb2@gf.com.cn
李靖	华北区销售总监	021-68817656	13761448844	lj36@gf.com.cn
孙诚	华北区销售经理	010-59136671	13520224889	sc8@gf.com.cn
贺泽萱	华北区销售经理	010-59136682	13401000132	hyx3@gf.com.cn
杨晶晶	华北区销售经理	010-59136680	13911005684	yjj6@gf.com.cn
吕丙风	华北区销售经理	010-59136678	18688908538	lbf2@gf.com.cn
康馨予	华北区销售经理	010-59136681	18611687664	kxy@gf.com.cn
吕浩	华东区销售总监	021-68818680	13564863429	lj37@gf.com.cn
谈臻	华东区销售经理	021-68825857	18621696115	tz2@gf.com.cn
图强	华东区销售经理	021-68828161	13701919550	tq@gf.com.cn
朱子郢	华东区销售经理	021-68814347	13917153297	zzy2@gf.com.cn
杨名扬	华东区销售经理	021-68827521	13601800725	ymy3@gf.com.cn
倪婧	华东区销售经理	021-68824449	13641807271	nj2@gf.com.cn
张源远	华东区销售经理	暂无	13816960636	zzy8@gf.com.cn
张凡	非公募销售总监	021-68817656	13818676841	zf18@gf.com.cn
陈晨	非公募销售经理	021-68829569	13601952196	gfchenchen@gf.com.cn

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传
送、复印或印刷本报告。