

广发证券晨会纪要

2012年3月26日

编辑: 向珂

电话: 020-87555888-8193

邮箱: xk@gf.com.cn

晨会主题 今日关注

国内宏观经济形势点评—经济增长的数据一季度未必是全年的低点; 预计3月份通胀数据在3.3%左右, 新增信贷水平在7000亿左右; 微观流动性好转并未有效传导到实体经济中; 经济增长在上半年偏弱, 央行货币政策在上半年将保持相对的宽松。

上周海外经济回顾—美国央行货币政策维持观望, 欧央行可能产生有回收流动性的意愿; 美欧经济基本面未向好, 2月美房市景气度下滑, LEI同比增速3%; 美反倾销再袭, 美欧股市均下跌。

老凤祥事件点评—旗下产品虚标纯度上黑榜; 所谓产品纯度问题是足金标签与千足金标签疏忽贴错所致, 并非真正产品质量问题, 不会对产品销售产生影响。一季报营业收入同比增长20%左右, 净利润增速在20%-25%, 预计公司12-13年EPS分别为1.59/2.05元, 买入评级。

近期重点推荐

万科A、中信证券、海峡股份、金山股份、康美药业、仁和药业、格力电器、南京中商、友好集团、七匹狼、三安光电、长盈精密、国电南瑞、招商银行、山东黄金、新兴铸管、兰花科创、潞安环能

宏观、行业、公司点评

- 建设银行年报点评—拨贷比超过监管要求, 经营稳健, 规划长远。
- 中国太保年报点评—计提资产减值拖累业绩, 今年业绩或有大幅反弹。

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	2349.54	-1.10%
深证成指	9885.25	-1.53%
沪深300	2552.94	-1.19%
中小盘	5415.50	-1.68%
创业板	739.71	-1.86%
道琼斯工业平均	13080.70	0.27%
纳斯达克综合	3067.92	0.15%
标准普尔500	1397.11	0.31%
东京日经225	10011.40	-1.14%
法国巴黎CAC40	3476.18	0.11%
德国法兰克福DAX	6995.62	0.21%
伦敦富时100	5854.89	0.16%
多伦多300	12465.60	0.84%
雅典ASE	772.66	0.99%

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	125.15	0.02%
WTI原油	106.92	0.05%
黄金现货	1667.20	0.29%
白银现货	32.22	2.03%
LME铝	2175.00	1.66%
LME铜	8380.00	0.36%
LME锌	2008.75	0.59%
CBOT大豆期货	1366.00	0.02%
CBOT玉米期货	—	—
CBOT小麦期货	654.50	0.04%

今日关注

国内宏观经济形势点评—1 季度经济数据仍可能相对于去年四季度下降，上半年的流动性状况相对较好

点评:

总体来看，3 月份/1 季度经济数据仍然可能相对于去年四季度下降:

1. 经济增长的数据存在连续两个季度下降的可能性，1 季度未必是全年的低点，工业增速和投资仍然有继续下降的空间;
2. 近期蔬菜价格出现季节性上涨，加上油价上调对非食品价格的影响，3 月份通胀数据可能相比 2 月份略有反弹，预计在 3.3% 左右;
3. 信贷层面的需求仍然比较弱，尽管有季末效应，预计 3 月份新增信贷水平在 7000 亿左右（不排除月末冲规模出现票据融资大幅上升超出预期的可能性）;
4. 企业去库存的过程还在进行中，汇丰 PMI 数据低于预期，而且表现出新订单，产出和库存同时下降的态势，中小企业的状况仍然未得到改善，我们看到的微观流动性好转并未有效传导到实体经济中。

中期来看，通胀在下行通道中，经济增长在上半年偏弱，央行货币政策在上半年也会保持相对的宽松，因此上半年的流动性状况相对较好。

联系人：徐寒飞 xhf@gf.com.cn

上周海外经济回顾—美欧经济基本面未向好

点评:

一、央行动态-维持观望

美国

伯南克开始了在华盛顿大学的短期教学计划，上周教学中，传达的主要信息有:

- 1、对于经济增长依然不乐观。虽然，美国经济正显示出逐渐改善迹象，但美国经济仍缺乏持续复苏动力，而且经济增长太慢妨碍了银行贷款增长;
- 2、货币政策维持观望。美联储尚未决定是否推出 QE3，但若欧债危机恶化，美联储将实施新一轮宽松政策；并表示低利率不是引起房产泡沫原因。这为美联储近期维持的低利率政策提供了理由；
- 3、美联储不考虑增持海外主权债券，并表示人民币盯住美元汇率政策堪比金本位制。欧元区随着欧债危机风险减弱，欧央行可能产生有回收流动性的意愿。

其他国家央行继续保持观望

英国、韩国、智利、墨西哥均维持货币政策不变，继续观望。

二、经济数据-美欧经济基本面未向好

美国

2 月房市景气度下滑。主要是 2 月新屋销售、新屋开工量与成屋销售均出现不同程度的下滑。美国 2 月新屋销售年率为 31.3 万套，环比下降 1.6%（低于预期的环比上升 1.3%），连续下跌两个月；伴随着新屋销售连续两月的下滑，2 月新屋开工也环比下降 1.1%（低于预期的环比上升 0.1%）；美国 2 月 NAR 成屋销售环比下滑 0.9%，至 459 万户（预期为 462 万户），反应了二手房销量也在下滑。

LEI 同比增速为 3%，创 26 个月以来的新低。反应经济同比增速可能会下滑。

欧元区

欧元区消费信心与 PMI 依然不乐观。

欧元区 3 月消费者信心指数初值为-19，持续为负。欧元区 3 月 Markit 制造业采购经理人指数 (PMI) 初值为 47.7，不及预期的 49.5，且低于 2 月的 49.0 (3-23)。

其中，德国 3 月制造业 PMI 初值为 48.1，今年内首次出现萎缩，创 4 个月新低，不及预期的 51 和上期的 50.2；法国 3 月制造业 PMI 初值为 47.6，远不及预期的 50.2，并创 4 个月新低。

三、经济事件-反倾销再袭

美国-对华反倾销

每当经济复苏受挫时，美国都是比较喜欢在外贸上做文章。上周，美国商务部对华贸易新增 3 类商品反倾销：

美国商务部作出终裁，认定中国输美化学增白剂存在倾销行为，倾销幅度分别为 63.98%至 109.95%以及 6.2%。

认定中国输美镀锌钢丝存在倾销和补贴行为，倾销幅度为 194%至 235%，补贴幅度为 19.06%至 223.27%；欲对中国钢轮征收巨额关税。

认定中国输美晶体硅光伏电池及组件存在补贴行为，幅度为 2.9%至 4.73%。

欧债-趋于平静

欧债方面，希腊议会通过第二轮救助协议实施法案，债务问题继续趋于平静。

四、市场表现-美欧股市均下跌

美国

由于房地产数据不太理想，上周股指小幅下跌：道指下跌 1.15%，标普 500 下跌 0.48%。美元指数下跌 1.16%。

欧洲

PMI 数据下滑，大多国家股市收跌。伦敦富时 100 指数下跌-1.86%，法兰克福 DAX 指数下跌 2.27%，巴黎 CAC40 指数下跌 3.3%。欧债担忧逐步削减，欧央行可能回收流动性，欧元兑美元上涨 0.71%。

大宗商品

全球银行业中枢对伊朗实施新制裁，伊朗问题对油价的冲击可能还在持续，IPE 布油上涨 2%，至 125.13 美元/桶。避险情绪未明显上升，黄金价格基本持稳。

联系人：胡进 020-87555888-8653 hj13@gf.com.cn

老凤祥事件点评—旗下产品虚标纯度上黑榜

事件：老凤祥旗下产品虚标纯度上黑榜

3 月 23 日山西质检局公布的去年第四季度产品质量监督抽查结果通报显示，老凤祥 64 个批次的贵金属饰品中共有 14 个批次不合格，抽样不合格率为 21.87%。

报告显示，不合格品主要质量问题分为两种，一是标识不合格，主要表现为贵金属饰品上未标明厂(地)址、产品执行标准、产品配饰的含金量、产品中文名称等；二是质量不合格，主要表现为贵金属饰品含金量不足、贵金属配饰含金量不符合标准要求。其中，老凤祥旗下的新绛县老凤祥银楼经销的标签为“上海老凤祥有限公司生产的 999‰老凤祥牌千足金吊坠”，经检测仅为足金吊坠。

据了解，几乎所有国内珠宝企业都陆续登过工商部门的“黑榜”，从去年底至今，多家知名珠宝首饰品牌被有关部门检出质量问题。去年 11 月份，广州市工商局检出香港周大福、金六福、金凤祥、谢瑞麟等珠宝知名品牌存在质量问题，贵金属商品不合格项目主要为饰品质量、印记、贵金属纯度、有害元素等。

点评：

经与上市公司核实，公司已经派人去山西调查此事，而初步结果显示，此次抽查不合格是因为经销商在个别产品的标签上的标识疏忽造成的，这是个别产品的疏忽，因此不会对包括北京市场在内的产品进行下架处理。我们认为此次所谓产品纯度问题其实是足金标签与千足金标签疏忽贴错所致，并非真正产品质量问题，因此并不会对产品销售产生影响。

公司产品为金银珠宝饰品，其影响远小于涉及民生的食品安全问题，而且多数珠宝企业均发生过产品质量问题，公司已经彻查此事，并表示会在今后加强产品质量管理，以避免出现类似情况的发生。

盈利预测及投资建议：

经了解，公司一季报经营情况较好，营业收入同比增长 20%左右，净利润增速在 20%-25%，我们预计公司 12-13 年 EPS 分别为：1.59, 2.05 元，目前 12 年估值水平为 18 倍，对应 13 年估值水平仅为 14 倍，估值较低，维持“买入”评级。

联系人：訾猛 zimeng@gf.com.cn

宏观、行业、公司点评

建设银行年报点评—经营稳健，规划长远；拨贷比超监管要求，未来计提压力较轻

点评：

业绩概览

11 年公司实现营业收入 3970.90 亿元，同比增长 22.75%；实现净利润 1694.39 亿元，同比增长 25.48%；实现拨备前利润 2534.55 亿元，同比增长 24.86%；同期该业绩基本符合我们的预期。推动业绩增长的主要因素为生息资产的适度增长及手续费及佣金净收入的稳步增长。

业绩分析

1、按揭保持良好增长，贷存比小幅提升

11 年末公司总资产为 122,818.34 亿元，较年初增加 14,715.17 亿元，增幅为 13.61%；生息资产同比增长 13.57%，其中同业资产 5858.37 亿元，同比大增提升 82.17%，占比较 10 年末提升 0.79%至 4.80%。

11 年末银行贷款总额 64694.11 亿元，较上年末增加 8272.83 亿元，增长 14.56%。其中公司类贷款 44461.68 亿元，占比 68.44%，同比下降 1.71%；传统优势的按揭业务依然保持快速增长，余额及新增额均居市场首位，期末个人贷款 16838.55 亿元，占比 25.40%，同比上升 1.77%。11 年末银行存款总额为 99874.5 亿元，较年初增长 10.05%，贷存比为 65.05%，同比提升 2.58%，仍处于较低水平。

2、息差同比提升 21BP，环比小幅上升

11 年末建设银行的净息差为 2.70%，较 10 年末上升 21BP，环比小幅上升 2BP。净利差为 2.57%，较 10 年末上升 17BP，环比微升 1BP。公司净息差稳步上升，主要是因为：

1、加息及贷款议价能力改善，贷款收益率稳步上升；2、市场利率提升，贴现、同业拆借、买入返售等资产收益率提高；3、适度拉长债券投资久期，并提高信用债券占比，债券收益率保持稳步上升趋势。存款付息率受加息及定期化影响亦有所提升，从趋势上看降低了息差的扩张空间。

3、中间业务占比提升，传统与新兴业务并举

11年末公司实现手续费及佣金净收入869.94亿元，同比增长31.55%，在营业收入中的比重同比提升1.47%至21.91%。传统与新兴业务并举，顾问和咨询费、结算与清算手续费、理财产品业务收入和电子银行业务收入均保持快速增长，增速分别为36.45%、40.25%、40.92%和47.48%。

4、不良单降，拨贷比达标

11年末建设银行不良贷款单降，年末不良贷款余额为709.15亿元，较上年末增加62.03亿元；年末不良贷款率为1.09%，较10年末下降5BP。期内核销33.3亿元。关注类贷款余额1977.26亿元，较上年末减少9.96亿元，同比下降0.5%，占比下降0.47%至3.04%；逾期贷款569.92亿元，较上年末增加了7.37亿元，同比提升了1.31%，占比下降0.11%至0.88%。与中期情况相比，不良双升，而关注类贷款和逾期类贷款双降，预期部分关注类贷款已经向下迁徙，从趋势看未来不良不会出现大规模反弹。11年末公司计提资产减值损失357.83亿元，较上年同期增加64.91亿元，增幅22.16%，主要是由于公司类贷款增长以及银行采取更趋审慎的拨备政策。11年末拨备覆盖率达到241.44%，较上年末提高20.30%；拨贷比为2.64%，比上年末提高0.12%，达到监管要求。

5、成本控制良好，资本充足率小幅上升

11年公司业务及管理费1182.94亿元，同比增加165.01亿元，较上年同期增加16.21%，营业费用增速低于营业收入增速，公司成本收入比进一步改善，成本收入比为29.79%，较上年同期下降1.68%。营业费用中，员工薪酬福利支出713.88亿元，较上年同期增加16.25%。

11年末，公司资本充足率为13.68%，比10年末提高1.00%，核心资本充足率为10.97%，比10年末提升0.57%。资本充足率提升主要由于：1、加权风险资产增速放缓，自身利润留存增速高于加权风险资产增速；2、拟议的分红派息率比上年有所下降，利润留存增加；3、公司于2011年11月完成发行400亿元次级债，补充了附属资本；4、公司加强业务结构优化调整和表外业务管理，节约资本占用。

盈利预测及投资建议：

我们认为建行经营稳健，业绩规划长远，贷存比较低，拨贷比超过监管要求，未来拨备计提压力较轻。维持对其“买入”评级。目标价为5.20元/股，对应6.5倍2012年PE，1.42倍2012年PB。

联系人：沐华 020-87555888-8339 mh@gf.com.cn

中国太保年报点评—计提资产减值拖累业绩，今年业绩或有大幅反弹

点评：

计提资产减值拖累业绩，每股收益0.97元，同比减少2.9%

2011年公司净利润83.13亿元，每股净利润0.97元，同比-2.9%。其中寿险业务净利润31.75亿元，同比减少31.1%，产险业务净利润37.67亿元，同比增长7.3%。业绩

低于预期的原因是去年资本市场大幅下跌公司计提资产减值准备从 6.9 亿元上升到 28.5 亿元, 导致投资收益率从 5.3% 下降到 3.7%, 今年投资环境好于去年是大概率事件, 我们预计今年投资收益率回到 4%-4.5%, 业绩会有 30% 左右的反弹。

每股净资产 8.93 元, 权益类占比 10.25%, 预计投资成本在 2600-2700 点

2011 年净资产 768 亿元, 每股净资产 8.93 元, 如果不考虑分红, 2011 年实际净资产减少 35 亿元 (83 亿净利润-30 亿分红-88 亿可供出售金融资产税后浮亏的增加), 我们预计到二月底可供出售金融资产变动增加净资产 43.72 亿元, 今年净资产会有大幅反弹。2011 年底公司投资资产规模 5225.3 亿元, 同比增长 19.9%, 其中权益类占比 10.25%, 预计投资成本约为上证指数 2600-2700 点。

新业务价值增长 10%, 内含价值假设更保守, 可靠程度更高 2011 年每股内含价值 13.21 元, 同比增长 3.2%, 增速低的原因是浮亏增加导致调整后净资产减少, 每股新业务价值 0.78 元, 同比增长 10%, 我们预期 2012 年每股内含价值 15.66 元, 每股新业务 0.88 元, 计算内含价值采用的贴现率为 11.5% (平安、人寿采用 11%), 长期投资收益率 5.2% (平安、人寿采用 5.5%), 内含价值与新业务价值与采用平安、太保假设比, 低 6% 与 10%, 可靠程度更高。

盈利预测及投资建议:

中国太保偿付能力充足率高、电销车险今年有望爆发, 预测 2012-2014 年 EPS 分别为 1.26、1.43 和 1.64 元, 目标价 26.28 元, 给予买入评级。推荐顺序是中国太保、新华保险、中国平安、中国人寿。

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

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。

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
喻银军	华南区销售经理	0755-82529234	18666080709	yyj3@gf.com.cn
周晓蕾	华南区销售经理	020-87555888-8792	13585777727	zhouxiaolei@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
吕明	华南区销售经理	0755-82739750	18675555094	lvming@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
贺译萱	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
吕洁	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	021-68817656	13816960636	zzy8@gf.com.cn
陈晨	华东区销售经理	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。