

广发证券晨会纪要

2010年11月05日

编辑: 郭玉红

电话: 020-87555888-612

邮箱: gyh@gf.com.cn

晨会主题

今日关注

- 精功科技--公司估值拐点来临, 买入, 十二个月目标价 35.6 元。
- 英威腾对外投资点评--超募资金使用进入高潮、行业空间更为宽广。目标价 77 元, 强烈推荐, 给予买入评级。
- 中恒集团调研简评--三季度业绩较低, 但对全年的影响不大。强烈建议投资者关注, 维持买入及前期目标价 50 元。
- 美联储 QE2 点评--政策力度完全符合市场预期, 美元应该会筑底反弹了。

近期重点推荐

小商品城; 万科 A ; 海南航空。

宏观与策略主要观点

量化宽松实施后, 美元短期反弹的概率较高。人民币升值压力有增无减, 但受房地产调控与资本管制的影响, 热钱对 A 股的支持有限。通胀压力不减, 政府继续加息吸收民间流动性的可能性大。行业配置: 关注受益通胀、人民币升值及“十二五”规划行业。

行业公司点评

- 沪深 300 股指期货日报 (2010 年 11 月 4 日) --期现套利需特别注意资金风险。
- 宏观专题报告-资产转战股市了吗?
- 宏观研究报告--通胀快于需求增速回升, 货币政策仍需继续收紧。
- 沃森生物新股定价报告--为我国疫苗行业的发展带来新希望。
- 雅化集团新股定价报告--区域民爆龙头, 以并购整合及上下游一体化为看点。
- 华夏银行--拨备主动增提, 息差受益于加息

金股组合表现



金股组合个股表现

金股组合	推荐日至今涨跌幅(%)	同期沪深300涨跌幅(%)
中恒集团	84.27	-1.55
中国平安	24.97	11.97
铁龙物流	-8.95	25.10
南海发展	28.82	27.20
成商集团	11.80	21.76
首旅股份	-3.19	21.76
美克股份	-2.29	19.81
福星股份	0.93	5.27
嘉凯城	2.98	5.27
广州友谊	1.78	3.14
梦洁家纺	-1.50	3.14
万科 A	3.83	0.42

今日关注

精工科技--公司估值拐点来临，买入评级，十二个月目标价 35.6 元。

盈利预测与估值评级

2010-2012 年摊薄 EPS 分别为 0.45 元、0.89 元、1.44 元（2011-2012 年总股本以 1.81 亿计），对应 PE 为 51、26、16，考虑上游设备扩产处于上升期，周期更长，国产铸锭炉、破锭机进口代替步伐加快，全球行业复合增长率超过 40%，可比上市公司(天龙光电)对比，给予 2011 年 40 倍 PE，十二个月合理目标价 35.6 元。

关键假设

明年铸锭炉、剖锭机及辅机等合计 500 台（套）产能，明年实现 100MW 硅片产能，2010-2012 年三年国内对铸锭炉需求量在 2400 台左右（以 450KG 炉子计算），破锭机需求量在 600-800 台左右，合计约 100 亿元左右容量。

公司估值拐点来临

2010 年晶体硅电池技术进一步确立主流地位，以目前技术细分，假设单晶直拉和多晶铸锭长期分立，低成本、高生产效率的多晶硅电池在中国将成为趋势，国内铸锭炉市场空间将打开。公司产品经过 3 年后得到下游大客户认可，国产铸锭、剖锭机进口代替步伐加快，未来几年保持高速发展，公司估值拐点来临。

100MW 硅片项目的积极意义

公司硅片销售良好，明年的扩产将进一步推动设备的销售

风险提示

太阳能行业属于新兴行业，其成本仍有待降低，行业发展仍然受全球政策、经济环境影响而波动性较大。

联系人：曾维强 020-87555888-404 zww3@gf.com.cn

英威腾对外投资点评

超募资金使用进入高潮、行业空间更为宽广

英威腾公司与深圳市佳力能源技术有限公司，共同投资设立深圳市英威腾佳力能源管理有限公司。公司主要负责合同能源管理项目的投资、碳资产项目投资及咨询、节能减排监控管理平台系统集成等。另外英威腾公司以人民币 33,079,200 元认购和受让固高科技(香港)有限公司部分股权。固高公司主要从事运动控制器产品的研发和销售，在国内市场属于技术和市场份额领先的运动控制器产品供应商。

点评：

1，超募资金投入进入高潮。截至到目前，英威腾公司对外投资项目共 5 个，之前的三个项目分别是：1，与广州元捷机械成立英威腾交通技术有限公司；2，对外投资无锡德仕卡勒科技有限公司；3，设立徐州英威腾“年产 600 台防爆变频器”项目。加上这两个项目，共使用资金 20100 万元，加上 IPO 项目的 8500 万元的投资。目前总使用的资金占据全部募集资金 7.4 亿元的 40%左右。我们认为，公司目前还有相当多现金在手，不排除后续将会更多的投资项目进行和公告。公司的每个项目的投资都是围绕着相关主业进行，提升自己的核心竞争力，每一个项目的投资都有助于公司更上一个台阶。

2，英威腾目前公告的几个项目中，基本都是通过对外投资以实现控股或者参股其他公司的模式。我们认为：英威腾公司的最大长处，就是善于借用其他公司的技术和品牌，来实现快速进入其他领域以拓展市场，有利于避开自己暂不熟悉行业的壁垒，实现销售收入快速增长。

3, 成立的深圳英威腾佳力能源公司, 主要是希望在公司硬件设备(变频器)较为齐全的情况下, 借助佳利能源有限公司的软件平台, 开拓 EMC 业务。该公司的成立将非常有利于上市公司开拓变频器行业的节能市场, 促进公司变频器特别是中压、高压变频器的销售。

4, 受让固高科技有限公司的部分股权, 将有利于英威腾公司快速熟悉运动控制器行业特点, 促进公司伺服驱动器等产品的销售。同时公司将借助这一平台, 在各个细分行业提供整体解决方案上的能力进一步得以提升。

5, 总结: 我们认为英威腾已经走出相对局限的工业控制驱动设备提供商的角色, 开始逐渐转向工业控制领域行业整体方案解决商, 市场空间大为拓展。

盈利预测: 我们预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.05, 1.7, 2.5 元。结合目前中小板的普遍估值, 以及在工业控制领域巨大的竞争力。我们给予公司 2011 年 45 倍的 PE, 目标价格为 77 元, 强烈推荐, 给予“买入”评级。

联系人: 袁斌 13823372423 yb9@gf.com.cn

中恒集团调研简评

造成三季度业绩低点的原因已经过去, 公司对实现全年业绩目标仍然比较有信心。我们认为中恒集团的全年业绩预期没有必要改变, 这个公司仍然是我们最为看好的医药股。

一、造成三季度业绩低的原因: 1、期内市场普遍传言药品价格有变动, 各省药品招标价格也并未确定, 经销商提货动力不足, 观望情绪浓厚; 2、7 月份开始安装新的生产线, 使今年高温停产的时间比往年要长, 在一定程度上影响了第三季度的产量。

二、公司认为完成年初定下的销售目标没有问题, 理由如下: 1、全国招标试点安徽的招标价格已经公布, 血栓通中标价格有明显提升, 紧接着的几个省血栓通招标都获得不错的价格, 经销商观望情绪逐渐褪去, 再加上他们经销商库存也到了较低水平, 因此提货情况正在改观; 2、产能已经安装完毕, 虽然离设计产能还需要继续调整, 但产量已经比以前大大提高, 完成生产任务没有问题; 3、经销商在年初和公司有销售协议, 另外 4 季度也是血栓通的销售旺季, 销售情况还是有保证的。

三、对于基本药物目录降价的看法, 公司认为自己的产品无论是从安全角度还是从生产质量都比同类品种明显要好。同时今年又遇到主要中药材三七的明显价格上涨, 因此认为血栓通的价格可能不降或少降。

四、看今年业绩, 公司认为年初提到的“1833”目标只是最低水平的要求, 达到不存在问题。而明年, 公司将在血栓通的支持下开拓新的市场, 主要是饮料和其他独家药品(公司拥有 21 个独家品种, 其中不少品种颇有看点)。

投资建议: 我们认为公司业绩在三季度虽然遇到一些波折, 但对全年的影响不大, 维持之前业绩预测, 认为公司医药部分获得 EPS 为 10 年 0.74 元、11 年 1.37 元。伴随公司逐步兑现业绩, 我们认为市场也将逐渐承认公司的地位, 而给予公司应有的估值水平。因此我们认为像公司这样业绩和估值双提升的公司是最理想的投资标的。给予“买入”的投资评级, 强烈建议投资者关注, 维持前期目标价 50 元。

联系人: 杨挺 020-87555888-897 yt8@gf.com.cn

美联储 QE2 点评

美联储议息声明主要内容

1、美联储对经济的看法: 经济复苏在产出、就业方面的速度仍较为缓慢; 目前核心

通胀率低于目标水平，且在最近几个月内趋于下降。

2、美联储的政策措施 1：利率不变。将联邦基金利率维持在 0 至 0.25 不变，维持当前贴现利率在 0.75 不变。并预计利率将会在未来较长一段时间内维持在极低水平。

3、美联储的政策措施 2：实施 6000 亿美元 QE2。临时放宽其 35% 持有上限的规定，宣布截至 2011 年 6 月之前，再购买 6000 亿美元以上的资产。本次资产购买计划约合每月 750 亿美元，购买期限为从 1.5 年至 30 年的各种美国国债，所购买的美国国债平均期为 5-6 年。

政策力度完全符合市场预期

1、我们在美国三季度 GDP 点评中就已经指出了美国经济有复苏迹象，但是认为会复苏的比较艰难。因此，维持低利率水平不变，实施 QE2 几成定局。市场预期 QE2 的力度为 5000-20000 亿美元。而此次实施的 6000 亿美元仅稍高于市场预期底线。

2、为什么 6000 亿美元？我们猜测选择实施 6000 亿美元的原因如下：第一，美联储认为应该 QE2，且至少 5000 亿美元。美联储的模型计算表明 5000 亿美元 QE2 相当于降低利率 0.5 个基点；第二，面对中国、澳大利亚、印度近期的加息，美联储也颇感压力，QE2 太多也可能使其他国家进入加息通道，而使政策效果大减；第三，还是需要给市场一点惊喜，也就是不能完全符合市场的预测。因此，既不选择 5000 亿美元，也不选择 1 万亿美元或者 2 万亿美元，而选择仅仅稍微比 5000 亿美元多了一点的 6000 亿美元。

美元应该会筑底反弹了

市场早已普遍预期到 QE2 的力度，因此美元指数已反映了这一预期。但是市场并未预料到中国和澳大利亚的意外加息，所以美元近期小幅下探应是对其他国家加息的一种预期。6000 亿美元比底线的 5000 亿美元多了仅仅 1000 亿美元，其他国家的加息预期也应不会对此反应过度，市场可能最多也就这 1000 亿美元进行了一点反应。而且，随着欧央行、日央行可能于近两日跟进美国实施 QE，我们认为美元应会筑底反弹了。

联系人：胡进 020-87555888-653 hj13@gf.com.cn

行业研究员重点推荐

股票名称	股票代码	行业	EPS		目标价 (元)	研究员
			10E (元)	11E (元)		
佛塑股份	000973.SZ	塑料	0.38	0.95	17.5	黄立图
万科 A	000002.SZ	房地产	0.63	0.80	12.00	赵强、沈爱卿、徐军平
中国人寿	601628.SH	保险	1.32	1.52	36.00	曹恒乾、缴文超
长江证券	000783.SZ	证券	0.56	0.71	14.46	曹恒乾
海南航空	600221.SH	航空运输	0.60	0.75	11.20	杨志清、董丁、张亮
双良节能	600481.SH	塑料	0.47	0.58	21.00	吕丙风、王剑雨、曹勇
宏达新材	002211.SZ	化工新材料	0.55	0.81	16.00	吕丙风、王剑雨、曹勇
上海汽车	600104.SH	汽车整车	1.31	1.51	15.10	杨华超、黎韦清、汤俊
彩虹股份	600707.SH	显示器件	0.06	0.93	25.00	徐博卷
合兴包装	002228.SZ	包装印刷	0.51	0.79	22.00	李音临
高新兴	300098.SZ	通信设备	1.09	1.43	45.00	亓辰、梁昉
综艺股份	600770.SH	网络服务	0.71	1.12	24.85	惠毓伦、邵卓

金岭矿业	000655.SZ	其他采掘	0.90	1.25	18.75	冯刚勇、马涛
宏润建设	002062.SZ	建筑装饰	0.85	1.02	20.00	王飞
盘江股份	600395.SH	煤炭开采	1.31	1.57	27.00	陈亮、林红垒
兴业银行	601166.SH	银行	3.10	4.01	40.00	沐华
华侨城 A	000069.SZ	房地产	0.71	1.06	16.50	周户
民和股份	002234.SZ	农业综合	0.50	0.80	28.00	熊峰、李冰
中恒集团	600252.SH	化学制药	1.66	2.93	60.00	葛峥、杨挺、李平祝
黔源电力	002039.SZ	电力	1.50	1.73	30.00	谢军、张媛媛
龙净环保	600388.SH	环保	1.27	1.55	32.00	谢军、张媛媛
梦洁家纺	002397.SZ	服装	1.47	1.91	50.00	李燕华
伊利股份	600887.SH	食品制造	0.96	1.27	50.00	汤玮亮
大元股份	600146.SH	石油化工	0.06	1.56	50.00	肖征
中国重工	601989.SH	非汽车交运设备	0.48	0.52	10.78	邱世梁、安倩
海南航空	600221.SH	航空运输	0.60	0.75	11.20	杨志清、董丁、张亮
广州友谊	000987.SZ	零售	0.96	1.30	39.00	欧亚菲
美的电器	000527.SZ	白色家电	0.85	0.97	18.60	王俊爽
华光股份	600475.SH	电气设备	0.40	0.60	28.00	张小东、袁斌、曾维强
东方电气	600875.SH	新能源	1.10	1.45	45.00	张小东、袁斌、曾维强

备注：行业研究员重点推荐每月月初和月末定期调整，本次调整时间为 11 月 1 日

宏观及策略主要观点

量化宽松实施后，美元短期反弹的概率较高。人民币升值压力有增无减，但受房地产调控与资本管制的影响，热钱对 A 股的支持有限。通胀压力不减，政府继续加息吸收民间流动性的可能性大。行业配置：关注受益通胀、人民币升值及“十二五”规划行业。联系人：李太勇 020-87555888-689 lty@gf.com.cn

行业公司点评

沪深 300 股指期货日报（2010 年 11 月 4 日）--期现套利需特别注意资金风险

沪深 300 触底反弹上涨 60 点

沪深 300 现指开盘后冲高回落，再度跌至 3420 点的低点；幸亏大盘在此点位的支撑力度明显，迅速反弹一路上涨，最后收于 3480 点，上涨 60 点，涨幅 1.76%。巧合的是，沪深 300 昨天的低点亦是 3420 点，或已确认此为局部低点。下跌中强力护盘的银行板块今天却显“落寞”，代表投资者的买入欲望亦在增强。我们维持前期上涨趋势未变的判断。

ETF 基金市场的成交热情不高，成交金额纷纷下跌，特别是上证 50、深证 100ETF 的成交金额下降非常明显。

近月合约现“滞涨”

股指期货合约的价格走势出现分化，近月合约 IF1011 出现“滞涨”，上涨尚不到 50 点，弱于现指的涨幅；而其余三个合约均强于现指，涨幅高于现指涨幅。相对应的，近月合约 IF1011 也是唯一出现减仓的合约。我们认为期指投资者或是担心 IF1011 合约的到期日临近，上涨空间有限。同时，期现套利行为也抑制了该合约价格的过高升水。

期现套利需注意资金风险

今天在现指上涨推动下，各合约的基差盘中均有所扩大，IF1011 合约的基差最高突破 70 点，IF1012 的最高基差更是超过 140 点。但合约的基差间却稍有不同，IF1011 合约的基差回归较快，估计超过 1% 的套利收益率时已经吸引较多套利投资者进场；而 IF1012 等较远合约的基差却无明显回归迹象，套利的吸引力一般。我们认为除流动性方面的影响外，上涨趋势中套利的资金风险亦是套利者顾忌的重要因素。我们建议投资者重点关注 IF1011 合约的期现套利机会，额外注意资金风险。

跨期价差强势上涨

今天由于近月合约的“滞涨”，跨期价差强势上涨，IF1012 与 IF1011 的跨期基差已经涨至 80 点，推翻了我们昨天的判断。但 IF1012 与 IF1011 的跨期价差已达 80 点的高位，沪深 300 现指也难现单边上涨行情，继续上涨的空间有限。我们建议投资者谨慎做多价差，等待价差回调之时做空价差或更加保险。

联系人：蓝昭钦 020-87555888-667 lqz3@gf.com.cn

宏观专题报告-资产转战股市了吗

针对不断加码的房地产调控，市场诞生了两种截然相反的观点：一部分投资者开始担心严厉的地产调控会打压地产投资及其相关产业投资，从而遏制总需求的扩张，恶化企业盈利前景，进而会拖累股市表现；另一部分投资者却认为，地产调控的加码会使得社会资金由楼市、债市等市场转向股市，进而推动股市进一步上涨。这种观点的分歧使得多空双方在过去一周多的时间里于 3000 点整数关口展开了来回几个折腾的激烈厮杀，一时难分胜负。其实，对于这种观点分歧的看法在前期的报告中已有所提及，比如在《加了准备金率又如何》中曾提到，股市已经突破 2700 点的估值中枢，相对于楼市、债市等市场而言已经具有超额收益，这种超额收益将吸引更多的资金流向股市，从而推动股市上涨。再比如在《加息频率有多高》中又提到，当前投资者对企业的未来盈利预期开始由向下转为向上，在盈利预期再次逆转之前，包括加息在内的各种紧缩趋向政策尚无法对市场产生方向性的影响。因为投资者已普遍感到，即便明年上半年 GDP 同比增速降到 8% 以下，今年四季度到明年二季度，GDP 环比继续上涨的态势不会改变，而显然决策者是不会容忍 GDP 持续低于 8% 的。其实，投资者在当前关口的分歧，反映了投资者对“量-价-流动性”三方面的不同考虑，因此本期报告则要从这三维角度着重论述这一问题。

从“量和价”角度看，上周推出的提高首套房最低贷款利率以及千呼万唤却始终不出来的房产税传闻，使得投资者担心住房刚性需求会不会也得到抑制。简单匡算，按照当前的住房建设进度以及 2020 年实现人均居住面积 35 平方米的小康社会目标，即便是满足居住性需求以及改善性需求的刚性需求也能够支撑房地产投资 25% 以上的较好增长。为了完成规划目标，政府显然不希望房地产投资和建设的进程受到阻碍，但又不希望房价过快上涨，从而使楼市成为投机者的乐园。但在打击投机苦无良策之际，将刚性需求转到保障性住房市场上来甚至抑制刚性需求就成为权宜之计，因此在刚性需求尚未完全释放之际，过分担心地产投资的下滑没有必要。毕竟消费、出口甚至私人

投资已经或者即将见底回升的态势清晰可见，“十二五规划”的逐步落实也会带动政府投资的恢复增长。而且，尽管CPI和PPI环比涨幅比上月明显放缓，不过未来两个季度同比趋于下降但环比上涨的总体趋势不容置疑。因此，“量和价”共同推动企业盈利改善以及股市中枢抬升的格局并没有改变。

从“流动性”角度看，一方面，美日等中心国利率依旧且还将维持零利率水平，由此所引发的套利交易在明年二季度之前不会轻易平仓了结，包括中国在内的新兴市场经济体外部资金注入依旧会维持下去。尽管我们之前曾提及奥巴马中期选举后，投资者对美国政府是否会对人民币还继续施加较大压力心存怀疑，但在预感到中国资产价格泡沫破裂之前，投资者似乎也没有足够的理由套利平仓。且中国当前的PE水平与2003年以来25倍的平均水平相差较远，投资者很难相信中国股市泡沫即将破裂。所以，美元在明年二季度之前不会有像样的反弹，更别提反转。另一方面，股市已经突破2700点的估值中枢，相对于楼市、债市等市场已经具备明显超额收益，会吸引资金进一步涌向股市从而推动股市进一步上涨。当前债市隐含PE为23倍以上，而考虑到市场预期的0.6%的房产税，推算的股市PE应为22.2倍，汇市隐含的PE水平更是在25倍左右，而当前股市PE为19.6倍，这意味着股市至少还有16%至20%的上涨空间，即当前市场预期的上证点位为3500点至3600点。所以股市的暂时调整，只为积聚更大的上行动力，直到明年二季度泡沫的破裂。

联系人：崔永 15330229511 cy30@gf.com.cn

宏观经济研究报告--通胀快于需求增速回升，货币政策仍需继续收紧

统计局公布的10月份制造业采购经理人指数显示，PMI指数自8月份已连续三个月回升，这表明工业增加值环比增速呈现回升趋势。工业增速在消化了上半年房地产调控因素后的再度回升主要由两方面因素驱动，一是来自于内需的新订单指数持续回升；二是，工业部门小型去库存过程已在三季度内完成，10月份库存指数出现明显回升。但8、9、10月份，PMI购进价格指数分别高出新订单指数7.4、9和11.4个点，PMI购进价格指数回升明显快于新订单指数回升。这表明当前通胀快于需求增速回升。进一步则表明，当前，宽松的流动性推升通胀的效应较推动产出增长的效应更强，因此，要稳定通胀预期，必须继续收紧流动性，我们预期，年底前央行还可能继续加息。

(一)内需回升结束工业部门小型去库存

8、9、10月份，PMI新出口订单指数分别为52.2、52.8和52.6，维持平稳，而PMI新订单指数分别为53.1、56.3和58.2，持续上升。这表明，过去三个月中新订单指数的上升主要由内需订单所拉动。商务部编制的流通商生产资料订单指数在经历了5、6月两个月下降后，转为7、8、9月份的持续回升；流通商耐用品订单指数在经历了6月份调整后，转为7、8月份持续回升，9月份回升进一步加快。这表明，内需回升不仅体现在生产环节，也体现在流通环节；内需回升不仅体现在投资品环节，也体现在消费品环节。内需回升使得工业企业结束了7、8和9三个月份的小型去库存，10月份PMI库存指数由9月份的45回升至45.7。今年9、10月份PMI指数分别为53.8和54.7，分别低于2009年同月的54.3和55.2，这意味着，今年4季度工业增加值环比增速将低于2009年同期，4季度经济同比增速仍将继续回落。

(二)通胀压力持续上升将导致货币政策继续收紧

PMI购进价格指数由8月份的60.5上升至10月份的69.9。三季度以来通胀压力再度上升可以归结为内外两方面原因。外因方面，美联储发出重启量化宽松货币政策，9

月份以来，美元指数由 83 一线持续下跌至 77 一线，美元贬值导致国际大宗商品价格上涨，9 月初至 11 月初，CRB 指数上涨了 12%。输入型通胀压力增大导致我国通胀预期明显上升。内因方面，三季度，双顺差导致外汇储备加速上升，流动性被动投放压力加大。5 月份以来，贸易顺差大幅回升，三季度，境外资本流入加快，年初至 9 月底新增外汇储备 2492 亿美元，其中三季度当季便增加 1940 亿美元。在美元泛滥和人民币被动投放因素作用下，今年前三个季度，央行储户调查的未来物价预期指数持续上升，表明居民通胀预期持续上升。11 月 2 日，澳大利亚和印度宣布加息，这表明，在美元持续泛滥的情况下，更多的国家开始关注国内通胀压力而收紧货币。更多国家加入加息阵营有利于增强我国央行继续收紧货币的决心。

联系人：刘朝晖 020-87555888-666 Lzh8@gf.com.cn

沃森生物新股定价报告--为我国疫苗行业的发展带来新希望。

战略定位精准，符合我国疫苗行业的发展现状与趋势

通过对国际国内疫苗行业的发展现状和趋势的分析，我们认为联合疫苗、结合疫苗和治疗性疫苗是疫苗市场的发展方向。公司以“产品升级换代”和“填补国内空白”为主的产品研发战略定位较为精准，符合我国疫苗行业的发展现状与趋势。

公司竞争优势明显

公司拥有一流的研发团队，形成了领先的矩阵式集成研发模式。同时，公司历年的研发投入也是公司研发实力的保障。公司具有国内领先的细菌多糖结合疫苗技术公司掌握了细菌多糖与蛋白结合的核心技术。公司后续储备产品丰富，目前共有 2 个生产批件、2 个产品正在申请生产批件、3 个临床批件、5 个产品处于申报临床批件阶段。公司疫苗开发数量在国内排名第一。公司建立了以品牌营销为核心、聚集优势渠道资源、覆盖广泛终端的独特营销模式，采取自营与区域代理商相结合的产品销售模式。

盈利预测与上市定价

我们预测 2010 年-2012 年公司分别实现摊薄后 EPS1.50 元、2.24 元和 2.90 元。以 11 月 3 日收盘价计算，A 股生物制品类上市公司按市值加权后未来三年的动态 PE 分别为 55 倍、41 倍和 32 倍。我们看好公司的发展前景，认为公司是质地最好的疫苗企业之一，估值上应该享有一定的溢价，享有生物制药类公司的最高估值。我们给以公司 11 年 50 倍市盈率，认为公司的合理股价为 112 元。

风险提示：新产品上市进度低于预期。

联系人：李平祝 010-68058790 lpz@gf.com.cn

雅化集团新股定价报告--区域民爆龙头，以并购整合及上下游一体化为看点。

国内第四，省内第一，行业地位突出

从国内看，2009 年公司生产总值在全国民爆行业中排名第四。从省内看，2009 年度，公司工业炸药总产量为 56,285 吨，工业雷管总产量为 9,833 万发，两项指标均列四川省第一位。

竞争优势明显

公司拥有区位优势、产能布局优势、规模优势，具备良好的企业整合能力以及“一体化服务”能力，是盈利能力最强的民爆上市公司。

灾后重建、西部大开发可保证未来几年需求增长

在近年来西南经济快速发展和国家西部大开发政策的带动下，四川省以至整个西部地区的交通建设、水利工程建设和矿山开采都呈现出较为明显的上升趋势，这有力地保

证了公司产品在未来相当长一段时间内的市场需求。

寡头竞争格局下，四川省内尚有整合空间

目前，四川省内的民爆企业整合程度低于云南、贵州等省份，目前还有 4 家企业分割省内市场。因此，未来四川省内民爆行业还具备较大的整合空间。

盈利预测与投资建议

我们测算公司 2010—2012 年 EPS 分别为 0.96 元、1.06 元和 1.25 元，年复合增长率在 13% 左右。民爆行业享有垄断利润，且成长稳定性较好，参考行业估值，及新股溢价，给予 2011 年业绩 34 倍估值，上市合理价格应在 36 元左右。

风险提示

1、硝酸铵等原材料价格大幅上涨；2、生产安全隐患。

联系人：王剑雨 020-87555888-635 wjy3@gf.com.cn

华夏银行-拨备主动增提，息差受益于加息

同业占比提升，控制协议存款占比

10 年前 3 季度净利差表现平稳，贷款收益率环比上升 7BP，大于存款付息率 4BP 的升幅。在贷款额度控制下，银行买入返售增加较多，有力推动了华夏银行盈利增长。3 季度吸收了部分协议存款，但占比结构依然较低。

加息后对息差影响偏正面

此次加息是对称加息，但结构非均衡。华夏银行提前对贷款结构作了战略布局，超过 90% 为浮动贷款，按季浮动，因此有接近一半的贷款将执行新的政策。而存款近 4 成没有发生重定价，对华夏银行的息差影响偏正面。

资产质量稳定，拨备计提增加

3 季度新增不良主要由于银行主动调整客户、安排退出所致。9 月末关注类贷款继续下降，比年初下降 25.3 亿，整体资产质量较稳定。3 季度拨备环比增提 13 亿，年化信用成本上升。信用成本上升并非由于资产质量变化，而是因为华夏银行的拨备覆盖率相比同业较低，银行计划在今年净利润增长较好的背景下多提拨备，为明年发展打基础。

资本补充于 2011 年上半年完成

华夏银行当前的核心资本充足率低于 7%，但管理层更多考虑的是在资本充足率不低于 10% 的背景下运营，预计 2011 年上半年增发将取得成果。

盈利预测及风险提示

我们根据 3 季报情况小幅下调华夏银行 2010 年的盈利预测，预计华夏银行 2010 年的净利润为 57.76 亿元，同比增长 53.60%，每股收益 1.16 元。

风险提示方面，1、华夏银行费用开支依然较高，效率改善有待时日；2、华夏银行以丰补歉，持续提升拨备，信用成本改善可能低于预期。

联系人：沐华 020-87555888-339 mh@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	020-87555888-341	13332875668	zwq@gf.com.cn
张 玲	华南区域销售经理	020-87555888-411	18675878188	zl10@gf.com.cn
于 娟	华南区域销售经理	020-87555888-413	13825154786	yj6@gf.com.cn
吴 丹	华南区域销售经理	020-87555888-408	13924200204	wd3@gf.com.cn
喻银军	华南区域销售经理	0755-82529234	18666080709	yyj3@gf.com.cn
周晓蕾	华南区域销售经理	020-87555888-792	13585777727	zhouxiaolei@gf.com.cn
吕 浩	华东区域销售总监	021-68818680	13564863429	lj37@gf.com.cn
谈 臻	华东区域销售经理	021-68825857	13585865465	tz2@gf.com.cn
图 强	华东区域销售经理	021-68828161	13701919550	tq@gf.com.cn
朱子郢	华东区域销售经理	021-68814347	13917153297	zzy2@gf.com.cn
杨名扬	华东区域销售经理	021-68827521	13601800725	yym3@gf.com.cn
李 靖	华北区域销售总监	021-68817656	13761448844	lj36@gf.com.cn
孙 诚	华北区域销售经理	010-68058650	13520224889	sc8@gf.com.cn
贺译萱	华北区域销售经理	010-68017921	13401000132	hyx3@gf.com.cn
杨晶晶	华北区域销售经理	15330229388	13911005684	yjj6@gf.com.cn
张 凡	非公募机构客户华东区域销售总监	021-68817656	13818676841	Zf18@gf.com.cn
张 舒	非公募机构客户华南区域销售总监	0755-82528531	13823115341	Zs5@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。