

2014 年 10 月 29 日

市場回顧與後市研判

受多重利好消息影響，昨日兩市雙雙高開高走。地產股率先反彈，金融股止跌企穩，自貿區題材和核電概念大幅上漲，滬指收復 2300 點，創業板指數強勢突破 1500 點。午後，三大指數持續飆漲，平均漲近 2%，滬指在盤中逼近 30 日均線。盤面上，題材和權重一齊發力，兩市個股幾乎全線飄紅，僅有 38 只個股下跌收綠。兩市共成交 3300 億元，成交量有所放大。截至收盤，滬指報 2237.87 點，漲幅 2.07%，成交 1581.48 億元，深成指報 7988.34 點，漲幅 2.03%，創業板指報 1522.02 點，漲幅 2.01%。

消息面，四中全會依法治國全文發佈；有媒體披露央行最新一輪千億定向放水細節，央行向股份制銀行投放的不是傳統意義的 SLF(常備借貸便利)，而是 MLF(中期借貸便利)，央行貨幣政策正從數量型為主向價格型為主轉變；有媒體報導中國南車北車確認合併，週末將發佈重大消息。

大盤週二一舉扭轉頹勢，漲停個股也重回 40 只，市場人氣有所恢復。展望後市，我們維持原有觀點，滬港通推後影響短期心理，然而改革深化和經濟托底支撐市場趨勢未變，投資者無需過慮短期震盪，可借市場波動著眼中期持倉結構優化，逢低繼續關注國企改革、醫藥、體育、高鐵等板塊。

重要新聞

◆【財政部啟動地方存量債務清理甄別力推 PPP 模式】

財政部 28 日宣佈，即日啟動地方政府存量債務納入預算管理清理甄別工作，各地方政府須對 2014 年 12 月 31 日前尚未清償完畢的債務進行清理甄別。財政部官方網站公佈《甄別辦法》。這也是繼國務院 10 月 2 日公佈《關於加強地方政府性債務管理的意見》(43 號文)後，財政部制定的最新配套文件。

根據該辦法，地方政府存量債務的清理甄別工作將由地方政府統一領導、財政部門具體牽頭、部門單位各負其責的方式展開，其目的是為“將政府債務分門別類納入全口徑預算管理奠定基礎”。

◆【中央財辦赴滬調研自貿區金融對外開放】

中央財辦調研組近日就推進上海自由貿易試驗區金融對外開放來滬調研。調研組在滬期間實地參觀瞭解自貿試驗區建設情況，聽取了區內銀行、證券、保險、金融市場機構和貿易物流企業對擴大金融對外開放的建議，並與自貿試驗區管委會，市金融辦和人民銀行上海總部，上海銀監局、證監局、保監局負責人進行了座談討論。同時，商務部、人民銀行、銀監會、證監會、保監會派人參加了調研。

◆【住建部：用市場手段調控樓市是主要方向】

10月28日，針對房地產市場調控，中國住建部新聞發言人倪虹在國新辦新聞發佈會上表示，用市場手段調控市場的問題，這將是下一步調控的主要方向和手段。

倪虹表示，今年政府工作報告，對於房地產調控的表述是“分類調控”，這就傳遞出一個信號，政府做好政府的事情，市場發揮經濟規律做好市場的事情。針對近期房地產市場的一些變化，住房城鄉建設部很關注近期樓市資料的變化情況。

國家統計局最新資料顯示，前三季度全國房地產開發投資增速比上年同期回落1.6個百分點，住宅新開工面積下降13.5%，住宅銷售面積下降10.3%。

◆【9月央行口徑外匯占款環比減少134億再現負增長】

10月28日，央行公佈貨幣當局資產負債表資料顯示，2014年9月央行口徑外匯占款餘額為272017.91億元，較8月末的272151.84億元減少134億元，再現負增長態勢。

10月17日，中國央行最新公佈的金融機構人民幣信貸收支表顯示，2014年9月末金融機構外匯占款29.4592萬億元人民幣，較8月末新增11.4億元人民幣，一舉扭轉8月環比大幅減少數百億元態勢。

此前，央行金融機構人民幣信貸收支表顯示，2014年8月末金融機構外匯占款餘額294580.30億元，較7月末的294891.76億元減少311.46億元。通過梳理發現，中國外匯占款自5月開始出現下降趨勢，6月環比出現負增長，7月金融機構外匯占款出現短暫回升，增加378億元人民幣，但8月再次出現負增長。

◆【廣州對新能源車最高補貼達車價60%】

10月28日，據廣州市政府新聞辦消息，廣州將對新能源汽車進行財政補貼，包括：1.車輛購置補貼，按照地方與中央補貼1:1且不退坡的原則實施（對乘用車明確了車價60%的補貼上限）；2.充電設施補貼，原則上可給予投資額（不含土地費用）30%的補貼。補貼時間2013年1月1日至2015年12月31日。

德棉股份（002072）：紡織主業明確轉型，強勢跨界彩票分銷。

通過梳理公司上市以來的公告，我們判斷公司紡織主業明確轉型。（1）2006-2011年公司控股股東為德棉集團，自上市以來持續受累於紡織業的持續低迷；2009年9月-2010年6月，德棉股份曾涉及重大資產重組；2011年第五季實業成為德棉股份的控股股東，逐漸剝離紡織主業。

梳理公告，我們判斷 2012-2013 年公司在積極探索轉型方向，2014 年強勢跨界彩票分銷業務。（1）2012 年 5 月、2012 年 11 月、2013 年 8 月公司先後籌畫了非公開發行、重大資產重組、股權協議轉讓，但均受制於條件不成熟；2014 年以來，公司轉型路徑逐漸清晰，強勢跨界互聯網彩票；強勢跨界彩票分銷業務。

借鑒國外經驗，紡織企業若因技術落後，涉足其他產業、多元化發展是產業趨勢，我們判斷德棉股份的多元化發展，類似於日清紡、倉敷公司，公司介入彩票代理業務，更類似於倉敷介入高速發展、需求急劇擴大的領域。

主要不確定因素：紡織主業剝離過慢、鐵礦及基金管理業務盈利低於預期、彩票代理業務的佈局低於預期。貨幣資金較少、負債率較高。

中航飛機（000768）：三季度交付大幅提速，全年業績將高速增長

事件：

公司發佈 2014 年三季報：三季度單季實現營業收入 57.70 億元（YoY55.98%），歸母淨利潤 1.23 億元（1305.86%）。1-9 月實現營業收入 128.07 億元（YoY10.57%），歸母淨利潤虧損 4653.32 萬元（YoY-29.12%）。點評：

三季度交付大幅提速，全年業績將實現高增長。從 Q3 單季度經營情況看，營業收入同比大幅增長 55.98%，並帶動公司收入從上半年的同比減少 10.73% 提升到前三季度的同比增長 10.57%；單季度歸母淨利潤 1.23 億元，同比大幅增長 1305.86%，均體現出三季度生產交付大幅提速的趨勢。我們預計四季度航空產品的交付將進一步提速，全年業績將實現高增長，營收和淨利潤分別達到 193.92 億元和 4.48 億元，對應同比增速分別為 12% 和 28%。

訂單量大帶來前期投入增加，導致前三季度淨利潤虧損，不影響全年業績高速增長。我們認為公司前三季度淨利潤虧損的主要原因是由於全年訂單及生產量大，前期用於支付材料和成品採購等款項增加，同時前三季度交付的部分航空產品尚未到收款期，帶來業績短期虧損。按照軍品的生產交付規律，公司主要產品的交付和結算一般集中在四季度進行，我們認為公司短期的淨利潤向下波動屬於正常現象，並不影響全年業績。

盈利預測與投資建議：

公司大週期反轉拐點確立，業績有望持續高增長，預計未來 5-7 年淨利潤複合增速 30-50%。公司目前訂單飽滿，產品結構逐步改善，飛機訂單逐步上升，新產品占比不斷增加，淨利潤增速將明顯快於營業收入增速，募投項目將使公司百尺竿頭更進一步。我們預計 2014-16 年 EPS 分別為 0.17、0.22、0.29 元，對應 PE 為 90.27、67.88、53.50 倍。我們給予公司 2015 年 90 倍 PE，“買入”評級，六個月目標價 20.00 元。

風險提示：軍品訂單大幅波動及軍品交付時間的不確定性，新產品量產晚於預期，生產線建設力度加大影響當期淨利潤。

廣聯達（002410）：Q3 營收增速回落應屬偶然，關注電商平臺業務進展

（1）. 營收增速回落，或源於 7 月單月偶然性波動。前三季度，公司共實現營收約 11.0 億元，同比增速為 24.6%；Q3 單季營收增長 10.6%，增速較 Q2（營收增速 39.6%）有所回落。公司於 10 月 9 日、16 日分別公告收到 6 月和 7 月增值稅退稅款 1337 萬元和 837 萬元，按比例推算 7 月單月收入環比下降約 37%，我們判斷這可能是 Q3 單季營收增速回落的主要原因，而 7 月業務表現不佳大概是偶然因素導致。從全年來看，在公司新產品推廣進展順利的情況下，我們預期營收仍將實現快速增長。

（2）. 毛利率略有下滑，費用控制得力帶動費用率進一步下降。公司前三季綜合毛利率為 96.2%，同比下滑約 1.0 個百分點，Q3 單季毛利率同比下滑約 3.7 個百分點，我們估計是受管理類業務占比上升及收購芬蘭 Progman Oy 公司影響（Progman Oy 在 2012 年銷售淨利率為 12%，而廣聯達近兩年銷售淨利率均高於 30%）。由於管理類業務和 Progman Oy 收入占比較小，我們預計 2014 年公司綜合毛利率將基本保持穩定。

銷售和管理費用率合計下降約 3.8 個百分點，延續今年以來費用率持續下降的良好勢頭，其中銷售費用同比增 15.2%，銷售費用率下降 2.4 個百分點；管理費用同比增 19.6%，管理費用率下降 1.5 個百分點。從半年報數據推斷，員工薪酬增幅較小應是銷管費用得到良好控制的主要原因。我們預計公司 2014 年員工總數將基本保持穩定，全年銷管費用率將出現顯著下降。

（3）. 關注電商平臺業務進展，“買入”評級。我們預測公司 2014~2016 年 EPS 分別為 0.85 元、1.12 元和 1.46 元，未來三年年均複合增長率約為 31.1%。公司股價對應 2014 年約 31 倍市盈率，估值仍有一定吸引力；目前公司著力打造的垂直電商平臺——旺材電商（www.wangcaichina.com）已經進入招商階段，我們判斷年內正式上線的可能性較大，有進一步提升公司估值的可能，因此我們給予“買入”的投資評級。

風險提示：人力成本上升風險；新業務推廣進度滯後風險；宏觀經濟形勢放緩風險。

千方科技（002373）：毛利率下降或是假像，大交通大資料產業及生態整合起航

公司發佈 2014 年三季報：2014 年前三季度實現主營業務收入 94865.39 萬元，同比增長 24.63%；歸母淨利潤 15487.65 萬元，歸母扣非淨利潤 13644.54 萬元，經營淨現金-7350.31 萬元，每股收益 0.35 元。預計 2014 年全年歸母淨利潤 24000—25500 萬元之間，同比增長 20.65-28.19%。

一、聚焦大交通大資料運營，產業和生態整合或將加速。千方科技經營思想的精髓在於“資料”——資料獲取、資料處理、資料分析、資料發佈和回饋、資料應用是貫穿千方科技各經營板塊的命脈。通過探尋即時動態交通資訊的採集、處理及發佈、應用機制，千方科技較好銜接傳統 IT 項目公司和互聯網公司之間的鴻溝；在千方科技中標及實施的交通資訊化專案中，特別注重建立城市即時路況、公共交通工具即時客流、城市出入口流量、道路本身實施突發情況等資料的採集及即時回應機制，通過搭建交通資訊雲平臺建立牢固客戶關係並在資料獲取環節依託軟體硬體化裝置（如客流監測設備、高速公路閘機等）帶來專案實施過程中的業績彈性。與此同時，千方科技所實施的 IT 專案中，較大比例約定資料處理及處理結果發佈的條款以期依託即時資料建立起面向海量消費者的出行運營服務。

我們特別注意到，千方科技過往能夠採集的資料包括城市出入口資料、城市即時路況、公共交通工具即時客流等資料，存在的問題集中體現在：（1）城市覆蓋數量不夠，千方科技尚未建立起全國主要城市的即時資料採集機制，這對志在從事交通出行運營服務的千方而言盡顯短板。（2）目前建立的資料獲取管道尚無法向消費者提供無縫的出行服務。以商旅人士乘機全過程的出行資訊服務需求為例，若能將航班動態資訊、城市市內即時路況、城際高速公路即時路況等資料有機結合到一起，並輔之以航站樓內的室內導航，則可以顯著提升商旅人士的出行效率。在騰訊牽手四維圖新、阿裡巴巴牽手高德進行生態整合的大背景下，千方科技圍繞大交通大資料的產業和生態整合提速是大概率事件。

今年 10 月，千方科技同時投資獲得本能科技、千航信通並增資掌行通：

（1）本能科技是全球領先的物聯網與智慧交通系列產品及解決方案提供商，是一家為了發展和提高中國智慧交通而專門設立的技术研究、產品開發的高科技企業。經過 5 年時間的發展，已擁有一支頂尖射頻與微波技術研究的團隊。本能科技結合我國實際使用需求而研發出的全系列電子車牌產品，無論是技術指標、創新能力、可靠性、穩定性在業內都處於領先水準。本能科技的產品是以自己獨創的“6U”技術為特點，它包含各類涉車電子車牌讀寫設備、天線設備、涉車專用電子標籤、交通應用產品、資訊安全技術和系統軟體操作平臺等 6 大類 50 多款產品和相應解決方案。對本能科技的參股或將顯著提升千方科技在交通資料獲取及發佈方面的技術儲備，協同效應顯著。

（2）公司參與組建千航信通，旨在整合民航資料資源。在與自然人股東王雄豹的投資協定中，特別約定千航信通 2015-2017 年三年經審計累計淨利潤低於 3,000 萬元，王雄豹所持 45% 股權無償轉讓給北大千方；轉讓於 2018 年 9 月 30 日前完成。通過這種設計，千方科技巧妙實現與創業團隊的共贏並謀求協同效應最大化。

（3）掌行通以智慧出行資訊服務開放平臺為核心，迎合移動互聯網和車聯網快速發展趨勢，打造面向駕車、公交出行完整的一體化智慧出行資訊服務體系。掌行通有效整合行業浮動車資料、UGC 眾包資料、自採編交通資料等資源，基於智慧出行資訊服務開放平臺直接面向駕車者提供高品質、定制化的精細交通資訊應用服務體驗；同時面向公交出行者提供及時的公交到站、換乘方案等動態應用服務。開放平臺在提供良好出行資訊服務體驗的同時，整合海量眾包資料，建立公眾交通大資料體系。海量的大資料不但會進一步提升智慧出行服務體驗，同時在未來將會產生廣闊的商業分析價值。我們預計，圍繞大交通大資料的生態整合仍處於起步階段，看好千方科技在此領域的資源整合前景及長期商業模式升級的可能。

二、毛利率下降或是假像，訂單確認結構是根源，高毛利業務料未達收入確認時點。千方科技 2013 年綜合毛利率水準 29.6%，2014 年 Q3 單季的毛利率只有 25.41%，考慮到上一季度這一資料只有 24.83%，持續低毛利率的財務表現或是假像。我們分析，高速公路專案集中確認而高毛利訂單尚未達確認條件引致毛利率進而淨利潤的微幅調整，不改公司長期經營業績。根據專案實施週期的通常規律，2015 年 Q1 到 Q2 起，高毛利訂單將進入確認高峰期。

三、盈利預測和投資建議。在不考慮四大業務板塊協同並以重組對賭業績的情況下，我們預測 2014-2016 年的主營業務收入分別為 152228 萬元、193681 萬元和 248599 萬元；對應的淨利潤分別為 25136 萬元、34117 萬元和 47440 萬元，對應的每股收益分別為 0.5 元、0.67 元和 0.94 元。給予千方科技增持評級。公司未來股價的上漲動力包括：公司業績超預期、產業鏈整合取得標誌性進展（可能的方向包括外延整合、BAT 合作等）、行業高景氣引致的板塊性行情。

四、主要不確定性。商業模式異地複製能否成功具有不確定性、競爭加劇引致價格戰、政府採購延遲、成本費用上升超出預期、洩密風險、經濟系統性風險、超額收益顯著引發的機構換倉風險等。

正邦科技（002157）：養殖行情好轉、一次性轉讓收益確保 2014 年盈利

養殖行情好轉、一次性轉讓收益確保 2014 年盈利

正邦科技發佈 2014 年三季報，前三季度公司收入 121.49 億元，同比增長 7.52%，淨利潤為虧損 1.16 億元，同比下降 826.11%，從第三季度單季來看，公司已實現盈利 2989 萬元，主要由於出讓山東和康源生物育種有限公司 40% 的股權為公司帶來近 1.28 個億的一次性收益。

飼料業務維持穩定。根據行業狀況並結合半年報數據，我們判斷飼料收入同比 5% 增長，由於豆粕和玉米價格下降，毛利率略有提高，總體毛利水準較上年全年略有增長，發展平穩，我們預計 2014 年全年飼料銷量 450 萬噸。

生豬養殖業務因為行情好轉第三季度實現盈利。前三季度出欄生豬 105 萬頭左右，同比增長 30%，我們估算前三季度的頭均虧損額為 133 元，較行業內的領先企業牧原股份的盈利 2.07 元有較大差距。但同時，第三季度由於養殖行情的好轉，公司養殖業務也實現盈利。我們預計 2014-15 年的出欄量分別為 150 和 200 萬頭，分別增長 30% 和 33%，一方面我們判斷 2015 年的養殖行情將明顯好於 2014 年，另一方面我們預計隨著出欄量的不斷增加以及養殖技術的進步，公司養殖業務的盈利能力會較 2014 年有明顯提升。

我們預計隨著投資階段性放緩和生豬出欄量增加，盈利在 2015 年有明顯增長，盈利趨勢向上明確，給予公司“增持”的投資評級。

不確定因素：豬價大幅下跌。

南京銀行（601009）3 季報點評：業績高增，撥備充分

2014 年前三季度淨利同比增 22%，營業收入和撥備前利潤同比 49%、58%。亮點：（1）淨利息收入高增，淨手續費收入高增。（3）撥備計提充分，增量撥備和存量撥備均有提升。季報不足：不良淨生成率、關注類上行明顯。

投資建議：3 季報收入、業績高增，撥備充分。經營較穩健的區域銀行，債券業務優勢持續，擴張持續貢獻業績，成長性可持續，南京銀行 14 年 PE6.57X/PB0.88X，15 年 PE5.68X/PB0.76X，15 年 PB 較城商行均值折價 6%。

風險提示：宏觀經濟和監管政策。

興業銀行（601166）3季報點評：收入平穩，核銷力度大幅加強。

2014年前三季度淨利同比增16%，其中營業收入和撥備前利潤同比13%、17%。季報亮點：（1）淨利息收入平穩，淨息差上行，淨手續費收入平穩。（2）費用平穩。季報不足：3季度關注類、不良淨生成率大幅上行。

投資建議：收入平穩，核銷力度大幅加強。去年6月以來同業非標的監管對表內表外資產的影響，在今年3季度開始逐步體現到收入端，高增長逐步回歸平穩。3季度不良和關注明顯上行，不良確認和核銷處置力度進一步加強，可能為明年的業績做準備。收入端放緩仍將持續，政策兜底，風險擔憂緩解，估值壓制減弱，估值股份行中等偏低水準，14年PE4.18X/PB0.81X，15年PE3.77X/PB0.67X。中長期看公司經營管理和市場適應能力突出，銀銀平臺業務優勢仍在，社區銀行和錢大掌櫃等新佈局逐步拓展，仍需等待轉型成效。

風險提示：宏觀經濟和監管政策。

恒寶股份（002104）：金融IC卡等傳統業務保持高速增長，積極佈局移動支付等創新業務，軟硬體結合轉型方向明確，看好公司長期成長性

恒寶股份發佈2014Q3季報。公司2014Q1-Q3實現銷售收入10.11億元，同比增加26.78%，歸屬於母公司淨利潤為1.81億元，同比增加51.24%。2014Q3單季度實現銷售收入4.05億元，同比增加41.24%，實現歸母淨利潤8058萬元，同比增長67.27%。業績增速基本符合預期。點評：

金融IC卡業務保持高速增長，帶動公司利潤強勁增加，我們預計公司全年金融IC卡出貨量將達1億張。從行業層面來看：

（1）進入2014年，除4大國有行以外各大地方商業銀行也開始放量發放金融IC卡，下游市場需求進一步釋放；（2）2014年10月，央行要求同時有晶片和磁條的銀行卡片將不再提供磁條刷卡服務，統一改成晶片刷卡。預計以上舉措將推動金融IC卡的普及加速。我們認為公司金融IC卡業務將繼續保持高速增長，因為：（1）公司佈局完整的金融IC卡產業鏈，可以獨立完成除晶片製造以外的各個制卡環節，產品成本優勢非常明顯；（2）公司在投標時並不一味壓低價格，而是追求整體利潤的最大化，所以一般情況下公司產品的報價會比同行更高一些，利潤邊際更高；（3）隨著各地股份制銀行開始髮卡，公司下游客戶更加分散，金融IC卡產品入選地方銀行數量增加；（4）預計2014年農行、工行新一輪招標即將啟動，看好公司中標此輪招標；（5）我們預計2014年全年公司金融IC卡出貨量將達1億張。

SWP-SIM卡逐步放量，我們預計公司2014年出貨量約1000萬張。我們認為（1）SWP-SIM卡對於SIM卡的替代是一個逐步的過程，2014年運營商實際的採購量大幅低於市場預期，但隨著移動支付的推廣，預計15、16年市場對於SWP-SIM卡的需求將會逐步釋放，運營商對SWP-SIM卡的採購將開始放量。（2）SWP-SIM卡單價和毛利率都高於傳統SIM卡，對於公司業績的拉動將非常明顯。（3）我們預計2014年恒寶股份SWP-SIM卡的出貨量約為1000萬張。

TSM平臺應用開發助推公司業務轉型。（1）TSM平臺是傳統智慧卡系統的技術延伸，其中的資料生成、金鑰管理、產生制卡資料、資料灌裝等過程的安全機制都與智慧卡系統高度相關；（2）公司在智慧卡作業系

統領域有深厚的技術積累，能夠獨立設計金融 IC 卡、SIM 卡等卡內作業系統，因而在 TSM 平臺建設和相關應用開發領域擁有明顯優勢；（3）近場支付的崛起將帶動 TSM 平臺用戶數量和相關應用出現井噴式增長；（4）公司積極參與運營商和銀行 TSM 平臺的應用開發，目前應用包已通過了 8 家商業銀行的測試，看好公司在該領域的進一步發展；（5）公司軟硬體業務結合轉型方向明確，長期成長性看好。

公司設立移動支付安全產業基金，業務外延擴張前景看好。當前公司已設立 5 億元移動支付安全產業基金，結合公司當前業務轉型大背景，我們認為公司未來有望在生物識別、資料安全、電子認證等領域實現業務外延式並購擴張。其他傳統業務保持穩定增長。公司作為稅務、社會保障、衛生醫療、城市一卡通、ETC 等行業領域的重要供應商，預計未來業績增長穩定、可持續。

盈利預測與估值定價。我們預計恒寶股份 2014-2015 年 EPS 分別為 0.42、0.56 元。我們認為公司金融 IC 卡等傳統業務保持高速增長，積極佈局移動支付等創新業務，軟硬體結合轉型方向明確，看好公司長期成長性。給予公司 12 個月目標價 19.60 元，對應 2015 年 35 倍 PE，“買入”評級。

主要不確定因素。金融 IC 卡價格下降過快、公司軟體產品開發不順利。

招商地產（000024）：擬發行 80 億可轉債，事件本身利好大市值白馬企業

本次融資仍需通過國土部批復。考慮公司此前資產注入加配套融資方案擱淺，我們認為公司本次融資不會打無把握之仗。

考慮此前中票已明確放開，不利大企業融資的各種規定正逐步消退。重申政策、銷售雙底到來，看好地產超額收益能力。1）一旦發行成功將明顯改善財務結構和激發市值管理訴求。本次可轉債存續期 6 年，利率不超過 3%，資金用於深圳、珠海、武漢優質項目建設。公司當前綜合資金成本約 5%，2）中長期戰略思路清晰。公司已提出未來五年實現“千億收入、百億利潤”發展目標，同時進一步明確“一個根基、兩條新路、三片沃野”的業務轉型升級架構。我們認為依託本身經營實力、大股東背景，一旦融資成功招商地產將進入加速發展快車道。3）公司已制定股權激勵計畫，三年淨利潤複合增速不低於 15%。給予公司 2015 年 8 倍市盈率，目標價為 17.28 元，“買入”評級。

風險提示：行業基本面下行風險。

翰宇藥業（300199）2014 年三季報點評：單季業績增長加快，看好公司未來發展前景

事件：公司公告 2014 年前三季度報告，報告期實現收入 2.85 億元，同比增長 52.54%，實現淨利潤 1.05 億元，同比增長 51.05%，實現 EPS0.26 元。其中第三季度實現收入 1.28 億元，同比增長 81.56%，實現淨利潤 0.56 億元，同比增長 99.56%。點評：

三季度公司業績快速增長。2014 年第三季度公司實現營業收入 1.28 億元，同比增長 81.56%；2014 年前三季度，公司累計實現營業收入 2.85 億元，較去年同期增加 9813 萬元，同比增長 52.54%。2014 年第三季度，

公司實現歸屬於上市公司股東的淨利潤 5591 萬元，較上年同期增長 99.56%。2014 年前三季度，實現歸屬於上市公司股東的淨利潤 10526 萬元，相比去年同期增加 3558 萬元，同比增長了 51.05%。

製劑業務依然是收入主要來源。公司的製劑產品主要包括注射用胸腺五肽、注射用生長抑素、醋酸去氨加壓素注射液和注射用特利加壓素等。前三季度製劑業務銷售收入 2.34 億元，比上年同期增長 32.33%。注射用特利加壓素持續快速增長，實現營業收入 7290 萬元，比上年同期增長 52.51%；注射用胸腺五肽保持平穩增長，實現營業收入 9852 萬元，比上年同期增長 39.62%；注射用生長抑素實現營業收入 4051 萬元，比上年同期增長 18.99%；醋酸去氨加壓素注射液實現營業收入 1985 萬元，比上年同期減少 10.01%。

國際業務獲得較快增長，原料液和客戶肽業務快速增長。2014 年第三季度，公司加大海外市場拓展力度，國際業務獲得較快增長。報告期公司原料藥對外銷售增加，實現銷售收入 919 萬元，比上年同期增長 1319%；客戶肽業務增長較快，實現銷售收入 4008 萬元，比上年同期增長 346%，主要原因是客戶肽銷售品種結構發生變化。

三項費用控制穩定。報告期公司銷售費用率 18.84%，同比下降 2.14 個百分點，管理費用率 21.46%，同比下降 1.67 個百分點，財務費用率 0.15%，同比增加 3.23 個百分點。三項費用率 40.45%，同比下降 0.58 個百分點，控制良好。

我們重申公司推薦邏輯：內生增長上，其中注射用特利加壓素是增長最快的品種，去氨加壓素新進基藥目錄，有望放量；原料藥出口值得期待；外延上，通過不斷並購以及自身研發豐富產品線。我們看好公司未來發展。成紀藥業並表將降低表觀估值：翰宇 8 月 20 日公告收購甘肅成紀藥業，成紀藥業 14-16 年承諾業績分別為 1.1 億，1.48 億，1.9 億，複合增速 31.4%，預計 2015 年開始並表將直接增厚公司業績。

盈利預測與估值。考慮到成紀 2015 年開始並表以及股本攤薄，2015 年-2017 年 EPS 為 0.80 元、1.04 元、1.36 元，以 2014 年 10 月 28 日收盤價 32.08 元測算，對應 2015 年 PE 為 40.1 倍。結合公司新產品獲批預期和外延並購空間，給予合併報表後 2015 年動態 50 倍 PE。目標價 40 元，給予“買入”評級。

主要不確定因素。並購進程、藥品降價的風險、技術開發的風險。

亞廈股份（002375）：依託炫維網路為平臺，各城市設立施工加盟商佈局家裝新業務，關注後續商業模式和具體業務進展

（1）亞廈全資子公司未來加 1.2 億先增資再股權轉讓，持有 56.2%股權，董事長丁欣欣之子丁澤成 3000 元增資獲得 14.2%股權；（2）炫維研發的 IDesign-Home 軟體包括 3D 平面設計、室內設計、快速 3D 渲染和產品庫建模和選模，可達到所見即所得的使用效果，迅速得出效果對應的報價，並生成簡單施工圖；（3）炫維增資前淨資產 2582 萬，尚未盈利，增資後淨資產約為 1.3 億，大部分投資都留在炫維，目前估價 2.1 億，收購市銷率約為 13 年 39 倍；（4）未來有望整合炫維的所見即所得技術和亞廈各地分公司網路，在新建樓盤等領域拓展家裝業務；（5）目前公司傳統業務基本面一般，建議關注新興家裝業務及 3d 建築列印技術的進展，預計 14-15 年 eps 為 1.23 和 1.51 元。

主要風險：經濟下滑風險；訂單推遲風險；回款風險。。

免責聲明

本文件有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 – 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本文件所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本文件所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。