



一月 A 股行情收官 讲故事的全趴下了

2018 年第一个月结束了，上证指数下跌 7.18 点，以 3480.83 点报收。虽然大盘跌得不多，但市场的“寒意”，却是新年以来最强的一天。

因为昨天两市共有超过百只个股跌停，也是 2018 年来首次出现这么多的个股跌停。而跌停个股的背后，大多是遭遇业绩“地雷”的个股。看来，这年头 A 股靠讲故事这一套，是行不通了。

在一大波预亏公告来袭之时，A 股似乎进入比惨模式，而最奇葩的当属獐子岛，公司的扇贝又跑了。2014 年，獐子岛就出过这种事情，当时也是因为几乎同样的原因，导致公司亏损 8 个亿，成为当年市场有名的“黑天鹅”事件。同样的事情，竟然几年内就出了两次，“扇贝跑了”，或许也将成为 A 股市场永远的梗。

面对那么多公司的业绩地雷，A 股市场昨天犹如布上了一个“地雷阵”，而这些公司也基本毫无悬念地出现跌停。唯一例外的是石化油服，虽然预亏超过百亿，昨天居然没有跌停。

值得一提的是，还有一些前期讲故事的公司也遭遇跌停。如区块链板块的安妮股份跌停。而跌停原因，依然是发布了业绩预告修正公告，公司的 2017 年业绩虽然是盈利，但业绩未能达到预期。

此外，还有前两天炒得非常热闹的海南板块，昨天也出现大面积跌停。其中，洲际油气业绩预亏，海南橡胶预亏，都跌停了。而另一些个股，如海峡股份、海南瑞泽和海南高速，感觉无缘无故就跌停了，而且是说跌停就跌停。

昨天的个股行情，确实有点凄惨。总结了一下，昨天这么多个股跌停，其实是告诉我们，如果没有业绩实实在在的支撑，仅靠讲故事的话，那么还是不会得到当前市场的认可。

精选券商研报

杭钢股份：（600126，中泰证券推荐）

2016 年公司重大资产重组全面完成，公司主要资产和业务发生了重大变化，公司原位于半山基地的钢铁资产和业务置出后全部关停，新置入的资产为宁波钢铁、紫光环保、再生资源等，重组后公司业务以宁波钢铁所从事的钢铁业务为主，以部分环保业务为辅。公司主营业务为钢铁及其压延产品的生产和销售，经营模式以自产自销为基础，另外进行部分原燃材料以及钢材的贸易。公司主要产品为热轧卷板，消费行业为冷轧压延、建筑用钢（钢结构）、集装箱制造、管线制造、汽车制造、造船、刀模具等行业。

财通证券：（601108，安信证券推荐）

公司为浙江省内最具影响力的区域性券商之一，公司主要从事证券经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、证券自营业务、证券信用业务以及研究业务。此外，本公司通过子公司财通证券资管开展证券资产管理业务；通过子公司财通资本开展私募基金管理等相关业务；通过子公司财通创新开展另类投资等相关业务；通过子公司财通香港开展境外证券经纪业务和资产管理业务；通过参股公司永安期货开展商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询，资产管理业务；通过参股公司财通基金开展基金管理业务。公司已形成包括证券、资产管理、期货、另类投资、基金、国际业务在内的综合性金融控股平台。公司立足并深耕于浙江省内市场，在浙江省内具有较高的市场占有率和较强的业务竞争力。

中国国旅：（601888，申万宏源推荐）

公司作为一家同时经营免税和旅行社业务的中央企业，其“旅游+免税”的业务模式在资本市场是独一无二的，而且公司是旅游行业和免税行业的龙头，中免公司作为我国免税行业的龙头企业，其免税品销售的境内市场份额始终排名第一。根据国际权威品牌评估机构“世界品牌实验室”发布的《中国 500 最具价值品牌排行榜》，“国旅”品牌以 412.67 亿元位列排行榜综合排名第 49 位、旅游服务行业第 1 位，这已是“国旅”品牌连续 12 年在旅游服务类位居第一。

江山股份：（600389，中信证券推荐）

公司有近 60 年的农药生产历史，积累了丰富的农药生产经验，是国内最大的草甘膦生产企业之一，拥有草甘膦原药产能 7 万吨/年，其中甘氨酸路线产能 3 万吨/年，IDAN 路线产能 4 万吨/年。公司研制的 IDAN 法草甘膦生产工艺，产品质量、含量位居行业前列。公司敌敌畏、敌百虫产品使用的清洁生产工艺路线国内领先。公司酰胺类除草剂生产工艺引进全套国外甲叉法先进技术，是国家推广的清洁生产工艺。公司研制的高效、低毒、低残留、绿色环保型杀虫剂氯噻啉、烯啶虫胺是国家农药创制及产业化示范项目，除虫效果优于同类产品。

杭钢股份(600126.SH)

评级: 增持 前次: 增持
分析师: 2L

半年报业绩大幅回升、转型发展值得期待

基本状况

总股本(百万股)	2,598
流通股本(百万股)	839
市价(元)	7.17
市值(百万元)	18,626
流通市值(百万元)	6,015

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	14,449	8,350.2	18,773	17,072	17,365
营业收入增速	-15.91%	-42.21%	124.83	-9.06%	1.72%
净利润增长率	-48.02%	-10244	140.29	-35.78%	18.86%
摊薄每股收益(元)	0.01	-1.30	0.51	0.34	0.40
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	477.56	—	13.71	21.35	17.96
PEG	—	—	0.10	—	0.95
每股净资产(元)	3.94	9.19	9.71	10.05	10.45
每股现金流量	1.30	1.17	2.38	2.66	2.70
净资产收益率	0.32%	-14.13%	5.38%	3.34%	3.82%
市净率	1.55	0.88	0.74	0.71	0.69
总股本(百万股)	838.94	838.94	838.94	838.94	838.94

备注: 市场预测数 聚源一致预期

投资要点

- 业绩概要:** 杭钢股份发布 2016 年上半年业绩公告, 报告期内公司实现营业收入 93.53 亿元, 同比下降 22.79%; 实现归属于母公司股东的净利润 3.39 亿, 同比增长 233.31%, 基本每股收益 0.23 元。其中一季度净利为 1.11 亿元、EPS 为 0.05 元, 二季度净利为 2.28 亿元、EPS 为 0.18 元。去年同期公司实现归属于母公司股东的净利润-2.54 亿元, 每股收益-0.30 元;
- 半年报业绩大幅改善:** 无论是从同比还是环比角度, 公司二季度业绩表现堪称亮眼。环比来看, 从 2015 年四季度至今公司单季 EPS 表现分别为-0.81 元、0.05 元以及 0.18 元, 业绩持续改善势头明显。同比来看, 公司上半年业绩相比增长逾两倍, 二季度表现更是创 2012 年以来公司单季业绩最佳。作为华东地区的大型钢铁企业, 业绩有如此增长一方面得益于行业的改善, 另一方面也与其积极挖潜增效、压缩费用支出密切相关, 上半年公司产品毛利率达到 9.03%, 创五年来新高;
- 行业盈利持续回暖:** 自去年 12 月份以来, 库存周期叠加需求的弱复苏便导致了行业盈利开始底部反弹, 而到了今年二季度需求端的扩张尤其是房地产投资领域的显著拉动, 造成钢厂订单快速回暖, 行业利润出现大级别回升, 虽然期间五月份钢价快速下跌导致行业盈利呈现收缩, 但六月份止跌企稳致使行业盈利重回升势。经我们测算, 自去年四季度以来螺纹钢单季吨毛利分别为-3.5 元、93.29 元以及 182.59 元, 热轧板单季吨毛利分别为-94.53 元、51.59 元以及 322.86 元, 中厚板单季吨毛利分别为-310.2 元、-46.96 元以及 53.53 元, 行业各品种毛利都呈现逐步改善迹象;
- 复苏趋势有望延续:** 虽然 7 月份日均钢产量环比下降 6.9%, 远超市场预期, 但这可能是 7 月水灾较为严重有关, 尚不能判定整体经济重新开始大幅回落。从前期召开的政治局会议到近期引起热议的 ppp 项目

2017 年 10 月 25 日

财通证券 (601108.SH)

公司深度分析

证券研究报告

浙江龙头券商，控股期货基金

■浙江龙头券商，控股期货基金打造综合金融集团。财通证券是浙江当地龙头券商，实际控制人为浙江省财政厅，享受地方发展的红利。根据公告，公司已经形成涵盖期货、基金等金融专业子公司的多元金融控股平台，未来还将进一步构建金融集团，促进各项业务的协同发展。

■收入依赖自营规模，期货资管相对突出。2017H 公司业务以自营为主，占比达 45%，经纪业务 (19%)、资管业务 (13%) 分列第二、三位，永安期货贡献了 8% 的收入。

(1) **自营收益来自利息分红，规模影响业绩。**2015 年以来，随着公司资本金的快速补充，公司证券自营业务规模增长较快，2014 年至 2017 年上半年，公司自营部门年化收益率分别为 23%、23%、7% 和 6%。公司投资收益主要来自利息和分红，与规模相关性大。上市后公司计划进一步扩大自营投资规模，公司自营收益有望水涨船高。

(2) **经纪份额和佣金率企稳，两融风险可控。**据公司公告和 Choice 统计，近年公司股票交易规模市场基本维持在 1.2% 左右，2017H 公司佣金率降至万分之 2.7，降幅有所放缓但仍低于行业平均水平 (万分之 3)。公司利息收入以两融业务为主，2017H 两融利息收入占比达 55%，两融余额达 80 亿元 (市场份额 0.91%)，融资利率达 8.09%；平均担保比例为 261%，远高于 150% 关注标准和 130% 警戒标准。

(3) **资管与基金联动，注重主动管理。**作为非银行系背景的券商，财通证券客户的通道业务需求相对较少，更注重主动资管业务的发展。2014 年至 2016 年公司资管收入复合增长率达到 97.72%，截至 2017 年 6 月末，财通证券资产管理规模 1523 亿元，集合资管规模占比超过 54%；子公司财通基金资管规模为 989 亿元，在定向增发业务、商品期货业务、新三板业务等方面处于行业领先水平，坚持走差异化、特色型路线。

(4) **债券业务为主，资金补充强化业务。**2014 年至 2017H，公司累计主承销债券融资净收入 6.8 亿元，是投行业务中的强项。截至 2017H，公司共有保荐代表人 20 人，投行部门员工 354 人，上市补充资金后公司有更多的财力加强投行团队和业务实力。

(5) **期货子公司利润和规模处行业龙头地位。**2016 年及 2017 年上半年，公司确认的来自永安期货的投资收益分别为 2 亿元和 1.6 亿元。2016 年永安期货的期货手续费收入行业排名第二，净利润、净资产和净资产行业排名第一，历年分类监管评级均为 AA 级。

■盈利较高杠杆率，自营占比高于行业。在上市券商中，2017H 公司净利润在中小券商处于中上水平，ROE 仅次于浙商证券，杠杆率仅高于国金证券。公司自营收益占比在上市券商中仅次于东方证券和国海证券，和同处于浙江省的浙商证券相比，公司自营收益和资管收入占比与 ROA 高于浙商证券，体现公司较强的投资管理能力。

■投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 21.97 元。我们预测 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.45/0.52/0.60 元。根据分部估值法公司作为低流通市值的新股，我们给予 20% 的溢价空间，对应 4.67 倍 PB，对应六个月目标价 21.97 元/股。

■风险提示：市场交易量下降风险/信用违约风险/政策变化风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	10,241	4,256	3,735	4,328	5,078
净利润	3,321	1,777	1,599	1,868	2,151
每股收益(元)	1.03	0.55	0.45	0.52	0.60
每股净资产(元)	3.96	4.75	4.71	5.55	6.51

盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	11.07	20.68	25.54	21.86	18.99
净利润率	2.87	2.40	2.42	2.05	1.75
净资产收益率	32.43%	41.76%	42.81%	43.17%	42.36%
ROIC	25.94%	11.59%	9.47%	9.38%	9.21%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

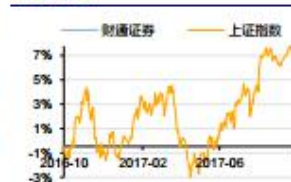
首次评级

6 个月目标价: 21.97 元
股价 (2017-10-24) 16.39 元

交易数据

总市值(百万元)	58,823.71
流通市值(百万元)	5,884.01
总股本(百万股)	3,589.00
流通股本(百万股)	359.00
12 个月价格区间	16.39/16.39 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.07	-4.23	-8.31
绝对收益			



相关报告

中国国旅 (601888)

——免税业绩大超预期，规模效应推进边际成长

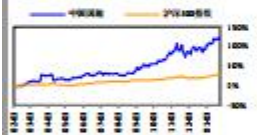
报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据： 2018年01月26日
收盘价(元) 48.98
一年内最高/最低(元) 60.15/27.27
市盈率 7.1
总股本/流通股(百万) 95632
上证综指/深证成指 3558.13 / 11567.82
注：“总股本”以最近一年已公布数据计算

盈利数据： 2017年09月30日
每股净资产(元) 6.89
资产负债率 30.28
总股本/流通股(百万) 1952/1952
流通3股市值(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中国国旅 (601888) 点评：北京临空免税城项目启动，与首都机场有望形成联动》

2018/01/15

《中国国旅 (601888) 点评：中免启动与日上上海合作事宜，行业有望高度集中》

2017/11/22

投资要点：

- 2018年1月26日晚公司披露业绩快报，2017年公司实现营业收入285.57亿元，同比增长27.55%，归母净利润25.13亿元，同比增长38.97%，扣非净利润24.87亿元，同比增长39.01%，超出我们预期（原预计2017年实现归母净利润23.21亿元）。
- 公司免税业务高速增长，业绩持续释放。2017年公司日上北京部分（2017年3月份开始并表）及海棠湾离岛免税共计贡献营业收入增量56.90亿元，以及归属于上市公司股东的净利润增量5.80亿元。按照我们的预计，2017年日上并表营收在42亿元左右，则海棠湾营收预计在62亿元（+32%）左右；从利润端来看，我们预计海棠湾第四季度实现净利润约2.6亿元（+113%），主要由于2016Q4低基数以及海棠湾规模上升带来的净利润率提升。2017年海棠湾全年净利润预计约9.1亿元（+70%），净利润率持续提升带动公司业绩大幅上升。
- 新签免税牌照陆续进入培育期，战略地位价值凸显。香港机场标段已于2017年11月正式交接经营，首都机场预计今年将进入新老合同切换，同时公司去年中标的6家进境口岸免税店（广州、乌鲁木齐、南京、成都、昆明、青岛）也相继开业经营。我们预计2018/2019年中免部分净利润为26.88/32.61亿元，同比分别增长9.17%/21.35%，竞争带来的高扣点和低保底金额短期对公司业绩存在一定的制约，但新标段战略意义突出，且随着规模效应带来的边际改善，培育期内的亏损标段在2019年有望实现业绩的反弹。
- 上海机场免税店合约今年陆续到期，招标事宜对公司形成催化。上海机场免税店合约将在明年3月份左右陆续到期，预计将在近期启动招标流程，预计可分为虹桥、浦东T1和浦东T2三个标段。公司2017年11月公告中免公司拟启动筹划与上海浦东和虹桥机场免税店目前的运营日上免税行（上海）的合作事宜。参考中免收购日上中国后参与首都机场标段的情况，此次中免与日上上海的合作大概率也将针对此次招标进行开展。我们预计17-19年浦东仍能够实现两位数的客流增长，同时浦东机场卫星厅2019年正式运营以后也将增加免税经营规模，未来收入将持续增长可期。参考首都机场标段，假设中免与日上上海成功达成深度合作，预计将带来至少80亿元的业务增量。
- 盈利预测与投资建议：行业“一超多强”的格局已经确立，中免作为行业龙头一方面不断取得新的免税标的，进一步提高行业集中度，同时规模效应下毛利率也将得到有效提升。上调公司盈利预测，预计2017-2019年公司实现归母净利润25.13/27.35/33.08亿元，EPS分别为1.29/1.40/1.69元（原盈利预测为1.19/1.26/1.43元），对应2018-2019年PE为35/29倍，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	17Q1-4Q	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	22,390	20,745	28,557	36,075	38,460
同比增长率(%)	5.16	26.14	27.50	26.30	6.60
净利润(百万元)	1,808	1,908	2,513	2,735	3,308
同比增长率(%)	20.07	30.62	39.00	8.90	21.00
每股收益(元/股)	1.85	0.98	1.29	1.40	1.69
毛利率(%)	25.1	28.4	29.3	33.4	34.9
ROE(%)	14.4	14.2	17.8	16.2	16.4
市盈率	26		38	35	29

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

业绩多娇，江山进入发展新阶段

2018 年 1 月 29 日

事项:

- ◆ 公司 1 月 26 日晚间发布的 2017 年业绩预告显示，2017 年归母净利润与上年同期相比增加 16,800 万元到 18,800 万元，同比增加 320.73% 到 358.91%。我们的评论如下:

评论:

- ◆ **公司 2017 年归母净利润预计 22,038—24,038 万元，大超预期。**公司 2016 年归母净利润为 5238 万元，2017 年预告数同比增加 16,800—18,800 万元，即 2017 年归母净利润在 22,038—24,038 万元，同比大幅增加。2017 年 Q1/Q2/Q3/Q4 业绩分别为 3,899/2,756/2,073/13,310 万元，扣除非经营性损益 2,436 万元（主要包括固定资产处置、政府补助、减持江苏银行股票三项）外，同比仍有大幅度增加。根据公司激励基金计划，预估本期的激励基金为 1,200 万元，预计届时将减少 2017 年归母净利润约 900 万元。我们认为公司业绩大幅增加，体现了主要产品（如酰胺类、草甘膦、烧碱）涨价带来的利润增厚，同时也展示了公司过去几年不断夯实的经营基础，昭示了公司发展将进入新阶段。
- ◆ **酰胺类产品长期看好，价值齐增带来业绩增量。**公司酰胺类除草剂因产品含量高、杂质少，近两年在市场上一直供不应求。酰胺类产品 2017 年以来价格持续上涨，以乙草胺为例，产品价格自年初的 17,920 元/吨上涨到目前的 26,600 元/吨，涨幅 50%。目前公司拥有（甲叉法）酰胺类除草剂产能 2 万吨/年，产能近乎满产，在涨价情况为公司贡献较大业绩。同时，公司拟投资 12,400 万元进行 2.6 万吨/年的二期技改项目，建设期至 2018 年 5 月。在环保接连重拳的高压环境下，酰胺类除草剂价格存在持续上涨空间。新老产能合计 4.6 万吨将给公司业绩带来较大增量。
- ◆ **环保严苛、原油涨价，草甘膦 2018 年还有涨价空间。**2018 年环保将持续严苛、并可能再超预期，从 25 省（市）搬迁进入主要时期，到长江沿岸环保整治，草甘膦主要原材料甘氨酸供应料将持续受限，推高价格。同时，在原油涨价、春耕来临的情况下，农药产品整体看涨心理持续加强。2018 年草甘膦将大概率再迎来一波涨价形势。公司作为草甘膦行业龙头，拥有 3 万吨甘氨酸法产能、4 万吨 IDA 法产能，开工稳定，受益涨价，预计 2018 年也将带来业绩贡献。
- ◆ **公司进入发展新阶段。**在核心农药业务之外，江山股份还开展了氯碱及化工中间体、精细化工、热电等高毛利率业务。公司目前还有 7# 热电炉在建，预计 2018 年 11 月建成，预计建成后带来新增年化利润 5,280 万元。我们认为，江山股份在经历前几年的低潮期，对经营基础进行了夯实。随着酰胺新产能、热电炉项目的建设，江山股份将如虎添翼，进入发展新阶段。
- ◆ **风险因素：**主要产品原材料价格波动；公司新项目进展不达预期。
- ◆ **维持“买入”评级。**看好公司长期发展，维持公司 2018/19 的 EPS 预测分别为 0.67/0.91 元，维持目标价 25 元，维持“买入”评级。

主要指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,677	4,751	5,279	5,982	6,825
营业收入增长率	-10%	77%	11%	13%	14%
净利润(百万元)	11	52	214	300	407
净利润增长率	-95%	396%	309%	40%	36%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.02	0.12	0.48	0.67	0.91
毛利率%	10.15	6.77	10.27	11.51	12.51
净资产收益率 ROE%	0.82	3.81	14.06	17.28	20.14
市盈率 P/E	785	158	39	28	20
市净率 P/B	2.9	4.0	5.4	4.8	4.1

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2018 年 1 月 26 日收盘价



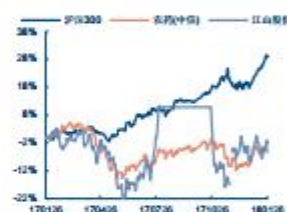
买入 (维持)

当前价: 18.63 元

目标价: 25 元

中信证券研究部

相对指数表现



资料来源: 中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	4381.3 点
总股本/流通股本	297 / 297 百万股
近 12 月最高/最低价	21.05 元 / 14.88 元
近 1 月绝对涨幅	1.2%
近 6 月绝对涨幅	1.92%
今年以来绝对涨幅	7.14%
12 个月日均成交额	30.63 百万元

相关研究

1. 江山股份 (600389) 2017 年三季报点评——利润九倍增长，业务多点开花 (2017-10-16)
2. 江山股份 (600389) 2017 年中报点评——草甘膦量价齐增，盈利提升，半年度利润增 14 倍 (2017-08-22)
3. 江山股份 (600389) 重大事项点评——酰胺类除草剂开二度，热电炉第七号造福一隅 (2017-08-02)
4. 江山股份 (600389) 2017 年一季报点评——主营产品盈利提升，一季度业绩同比大幅改善 (2017-04-25)

免责声明：

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，作者对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。作者已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。报告中的信息或意见并不构成所述交易标的的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与作者无关。刊载或者转发本研究报告或其内容摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，并提示使用本研究报告的风险。本文由徐炳炎（执业编号：A0870616120002）编辑整理，金融市场有风险，投资需谨慎！