

估值修复后的政策敏感期

——2010 年第 31 周策略报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

穆启国

SAC 执业证书编号: S0930209030186
021-5010 6020 muqg@lhqz.com

荀玉根

SAC 执业证书编号: S1000210050052
021-5010 6029 xunyg@lhqz.com

刘湘宁

SAC 执业证书编号: S1000206110084
liuxn@lhqz.com

联系人

姚卫巍

021-5010 6033 yaoww@lhqz.com

我们曾在 8 月份月报中认为房地产调控政策近期不会放松, 上周银监会建议商业银行暂停京沪深杭第三套房贷, 验证我们的判断。市场经历估值修复后面临方向选择, 我们目前认为大宗商品价格飙升增加了市场风险而非投资机会。从行业上看, 必须消费行业在反弹后持有度再次集中, 与周期股的背离进一步扩大; 商品等强周期行业在美元企稳和通胀担忧背景下难有系统性机会; 结构性机会在可选消费。不过, 当前市场情绪改善令近期市场跌回至 2319 以下的风险大大降低。我们认为, 市场未来的能否突破关键要看两点: 通胀形势是否缓和; 房地产价跌量升是否实现。

市场: 估值修复之后的政策敏感期

从微观看, 通胀压力并未消除, 政策未到放松时。虽然中国银行间市场交易商协会预期 3 季度下调存准率, 但这取决于 CPI 是否如期回落。本周将公布宏观经济数据, 市场目前预期 7 月份通胀将高于 6 月份, 而近期大宗商品及农产品价格的快速上涨, 也为未来价格回落增加了不确定性。同时, 上周银监会建议京沪深杭等前期房价过快上涨城市的商业银行暂停第三套房贷, 以及要求银行新一轮压力测试, 这些均反映出政府对于房价反弹的担忧, 当前政策放松还不具备条件。

市场情绪改善使得市场短期有望维持高位震荡。汽车/可选消费品、机械/工业、半导体/信息技术的超额收益显示市场从悲观情绪在向乐观转变。我们认为, 美元指数在 80 附近有望企稳, 强周期类股票估值修复后超额收益下降; 消费相对于周期的估值偏高, 且集中持有度较高; 房地产行业在调控政策的压制下, 缺乏整体性机会。以农林牧渔为代表的上周上涨的行业更多是主题性机会, 后市上涨的动力偏弱, 结构型机会主战场仍然是可选消费。

投资主线: 汽车、家电、传媒、旅游、食品、商业

如果经济没有市场预期的那么差, 按照大概率方向投资, 那么必然是汽车等可选消费率先启动; 反过来思考, 如果经济比市场预期的差, 或者如期下滑, 那么库存出现的顺序也将是可选消费, 然后才是中游制造业和原材料。7 月 PMI 数据显示, 汽车库存指标下降, 自 4 月以来库存指标已明显回落, 生产量的快速下降将进一步缓解行业供需关系, 汽车产销比已经持续回落。因此我们建议投资主线是以汽车、家电、传媒、旅游、食品为主导的可选消费。

在经济回落背景下, 中游制造业的系统性机会仍未出现, 在工业中仅推荐“军工和建筑工程”。此外, 国际农产品价格上升带来农业股的阶段性投资机会, 我们建议关注种业、水产品、油脂等子行业。

目 录

一、市场与主线分析：估值修复后的博弈	5
市场情绪改善使得短期有望维持高位震荡	5
通胀压力并未消除，微观预期有所恶化	7
可选消费依然是主战场	8
二、行业研究视角	9
保险：宏观调控政策进入观察期	9
房地产：如期回升—7 月房地产市场报告	10
农业：当前价格推荐油脂行业	10
三、行业推荐个股评价	11
安泰科技 (000969)：传统业务增速明显，非晶带材蓄势待发	11
包钢稀土 (600111)：稀土龙头 剑指南方	11
登海种业 (002041)：淡季实现盈利，业绩符合预期	12
电子城 (600658)：另类城市更新	13
峨眉山 A (000888)：业绩符合预期 驶入高增长轨道	13
江淮汽车 (600418)：借力仰融谋新能源汽车突破	14
路翔股份 (002192)：锂业务蓝图展现	14
秦川发展 (000837)：订单新品双突破	15
世联地产 (002285)：外延增长收获期来临	16
顺络电子 (002138)：横向与纵向扩张并举	16
天山股份 (000877)：抓住历史性机遇进行新的扩张	17
西部牧业 (300106)：专业化的生鲜乳供应商	17
中海集运 (601866)：乍暖还寒，景气在望	18
卓翼科技 (002369)：专注 ODM 模式，迎来高速增长	19
四、市场回顾与数据监测	20
A 股市场、行业表现指数回顾	20
A 股市场情绪跟踪	22
国内重要经济指标跟踪	23
A 股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值	25
全球重要经济指标跟踪	28
美股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值	32

图表目录

图 1 A 股持仓交易账户比例减少	5
图 2 必须消费相对于沪深 300 的估值历史最高	5
图 3 美元指数	7
图 4 沪铜超前伦铜启动	7
图 5 粮食价格上涨	7
图 6 有色相对于能源的涨幅	7
图 7 汽车库存指数已明显回落	9
图 8 汽车销售指数反弹	9
图 9 汽车生产量	9
图 10 汽车产销比	9
图 11 一周 A 股市场指数表现	20
图 12 大小盘股收益及估值对比	20
图 13 一周行业涨幅	20
图 14 1664 点以来行业涨幅	20
图 15 上周沪深 300 TTM PE 位于 16.2 左右	21
图 16 沪深 300 静态 PB 位于 2.4 左右	21
图 17 2010 年一致预期各行业的 PE 分布	21
图 18 2010 年一致预期各行业的 PB 分布	21
图 19 中国企债与国债利差上周持平	22
图 20 美国企债与国债利差维持高位	22
图 21 上证 A 股日换手率	22
图 22 涨跌停个数显示市场情绪持续好转	22
图 23 A 股新开户数增加	22
图 24 新增基金新开户数增加	22
图 25 A 股持仓比例降低, 交易账户比例提高	23
图 26 欧元持续走强	23
图 27 央行公开市场操作上周净回笼 20 亿	23
图 28 中国长短期国债收益率	23
图 29 恒生 A-H 溢价指数	24
图 30 Shibor3 月利率	24
图 31 全球主要农产品期货价格	24
图 32 主要化工品期货价格	24
图 33 煤炭价格	24
图 34 秦皇岛煤炭库存	24
图 35 钢材价格	24
图 36 全国钢材、铁矿石库存	24
图 37 各行业相对大盘超额收益和估值 (图中虚线为相对 PE 的历史均值)	25
图 38 全球主要股市一周涨跌幅	28
图 39 美股行业一周涨跌幅	28
图 40 全球主要市场估值对比 (左图为市盈率, 右图为市净率)	28
图 41 上证综指波动率	29

图 42 标普 500 波动率	29
图 43 长短期 Tips 利差	29
图 44 长短期信用价	29
图 45 Ted 利差（3 个月伦敦银行间市场利率与 3 个月美国国债利率差）	30
图 46 美国房地美国民抵押贷款协会 30 年房贷固定利率	30
图 47 美国国债收益率	30
图 48 三月中旬以来 Libor 美元利率（3 个月）	30
图 49 汇率走势	30
图 50 美元指数	30
图 51 CRB 商品指数	31
图 52 原油价格	31
图 53 基本金属、贵金属指数	31
图 54 运价与谷物指数	31
图 55 国际铜价	31
图 56 金价	31
图 57 美国首次申请失业救济金人数（7 月 30 日 479）	32
图 58 持续申请救济金人数（7 月 23 日 4537）	32
图 59 美国 ABC 消费者信心指数	32
图 60 MBA 抵押贷款申请指数	32
图 61 各行业相对大盘的超额收益和相对估值（图中虚线为相对 P/E 的历史均值）	32

我们曾在 8 月份的策略报告中提出，调控政策放松在 8 月份可能“不符合预期”，倒是较差的经济数据还可能“符合预期”。上周银监会建议商业银行暂停京沪深杭第三套房贷，市场在政策放松预期落空后有所回落，但由于美元弱势及灾害性天气影响，国际大宗商品价格持续走强，农林牧渔涨幅居前。我们近期在北京客户拜访中感受到市场对 2600 点上的行情分歧较大。我们认为，市场经历估值修复后再次面临方向选择，大宗商品价格飙升是一个风险，因为通胀超预期将引发调控预期。从行业上看，2600 上方的结构性机会仍在可选消费。

一、市场与主线分析：估值修复后的政策敏感期

市场情绪改善使得短期有望维持高位震荡

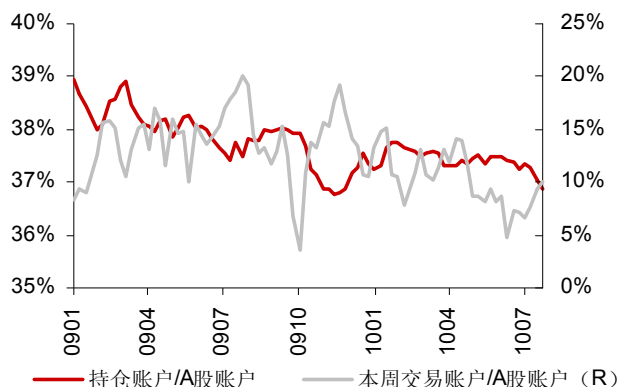
从我们监控的超额收益结构反映的投资者情绪来看，汽车/可选消费品、机械/工业、半导体/信息技术的超额收益逐步好转，市场情绪从悲观向乐观转化，令近期市场跌回至 2319 以下的风险大大降低。但 7 月通胀超预期的传言使得上周二和上周五的尾市大幅波动，说明市场在经历了估值修复上涨后逐步进入一个政策敏感期。

表 1 市场超额收益的结构显示 A 股市场情绪好转

实时监控指标	美国市场	美国市场（上周）	中国市场	中国市场（上周）
半导体/信息技术	↓	→	↑	→
汽车/可选消费品	↑	↑	↑	↑
机械/工业	→	↓	↑	↑
个人用品/核心消费品	↑	↑	↓	↓
金属采掘/原材料	↓	↓	↓	→
非银行金融/金融	↓	↓	↑	↑
资本品/工业	↓	→	→	↑
小盘股/大盘股	↓	↓	↑	↓

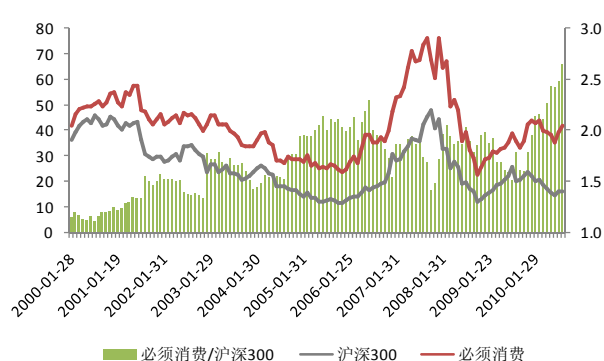
数据来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 1 A 股持仓交易账户比例减少



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 2 必须消费相对于沪深 300 的估值历史最高



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

从我们近期在北京地区拜访的客户看，市场情绪分歧较大，需要回答的问题是，未来

如果上证指数能够涨到 3000 点，将是依靠哪些行业的上涨？对比过去上证指数历史处于 3000 点水平与当前情况，我们认为只能依靠金融行业出现大幅上涨。金融行业包括银行、地产、证券以及保险，虽然当前的金融服务预期市盈率远较以往低，但流通市值以及总市值却远超过去，从资金供求的角度来看，对此不宜乐观。此外，金融服务行业中最有吸引力的地产行业始终受制于政策调控的预期，在房地产销量未放量之前，仍不具备趋势性机会。

表 2 历史上 3000 点的各行业估值水平与当前对比

行业	2007-03-30	2009-06-30	2010-08-06
能源	17.4	20.9	15.9
材料	23.4	41.1	29.2
工业	35.0	29.4	26.7
可选消费	45.6	37.3	27.5
必须消费	56.9	35.4	42.3
医疗保健	47.4	31.5	34.8
金融	40.3	20.5	13.2
信息技术	57.7	35.7	49.9
电信服务	58.0	8.1	51.8
公用事业	27.1	40.0	26.8

数据来源：Wind，华泰联合证券研究所

表 3 历史上 3000 点的市值结构与当前对比

行业	2007-03-30	2009-06-30	2010-08-06
能源	7.5%	20.7%	15.3%
材料	12.3%	11.2%	11.1%
工业	15.1%	13.0%	15.9%
可选消费	7.8%	5.8%	8.0%
日常消费	4.4%	3.2%	4.8%
医疗保健	2.1%	1.9%	3.6%
金融	42.2%	38.0%	33.5%
信息技术	3.2%	2.4%	4.3%
电信服务	0.8%	0.7%	0.5%
公用事业	4.6%	3.0%	3.0%

数据来源：Wind，华泰联合证券研究所

从其他行业来看，目前必须消费的估值偏高，必需消费相对于周期的估值创历史新高，对市场上涨未来的贡献有望缩小。而美元指数也逐步回落到 80-81 的区间，大幅下跌的概率偏小，强周期受制于美元企稳。地产受制于政策若隐若现的调控，难以产生趋势性上升机会。我们认为，市场后续上涨动力有限。

图 3 美元指数



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 4 沪铜超前伦铜启动



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

通胀压力并未消除，微观预期有所恶化

从微观现象来看，通胀的压力并未消除，至少未到政策放松的时候。

其一是农产品价格上涨。全球气候变化使得农产品上涨预期强劲，俄罗斯因为严重干旱而禁止谷物出口，加剧了市场对谷物供应和食品价格可能受到的影响担忧骤然加剧。

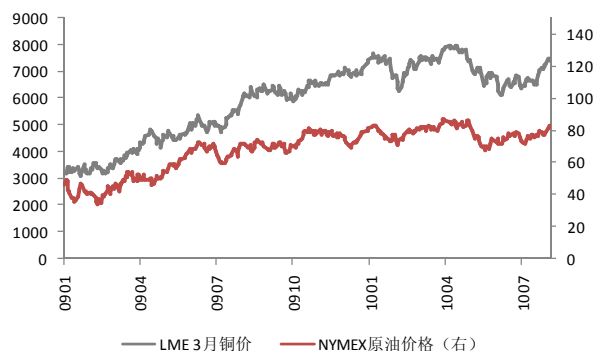
其二是大宗商品价格上涨。大宗商品价格上涨虽然部分是因为美元下跌，但金属启动时间和涨幅均超过能源，说明中国政策放松的预期带动了本轮商品价格上涨。但随着商品价格上升，也使得国内通胀环比压力增加，又减少了政策放松的概率。

图 5 粮食价格上涨



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 6 有色相对于能源的涨幅



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

其三随着地产的成交量有所恢复，地产价格逐步企稳。微观调研中最具代表性的是 7 月 31 日刚开盘的中海地产苏州国际社区，降价 15-20%后，700-800 套的房源有 1300 个申购，出现摇号售房的盛况。在房价无实质性回落之前，如果政策出现放松甚至仅是放松预期将会致使房价报复性反弹。上周银监会建议北京、上海、深圳、杭州等前

期房价过快上涨城市的商业银行暂停第三套房贷，未叫停地区，三套房贷首付提高至六成，利率上浮 50%以上；银监会同时要求银行新一轮压力测试，这些均能反映政府对于房价反弹的担忧。

表 4 部分楼盘 7 月销售情况

城市	楼盘	批售时间	拟售均价	实际销售均价	降幅	首周销售率
北京	万科半岛家园	2010-7-24	14570	13643	6.36%	78%
	保利茉莉雅苑	2010-7-29	17479	17041	2.51%	35%
	中铁地产广阳苑	2010-7-3	14233	13617	4.33%	42%(当月)
杭州	保利东湾	2010-7-18	14358	12434	13.40%	97%(当月)

资料来源：华泰联合证券研究所

表 5 7 月份重点城市房地产销售信息汇总（单位：套、万平方米、元/平方米）

区域/城市	成交套数		成交面积		成交均价		类型
	套数	环比上月	面积	环比上月	均价	环比上月	
环渤海							
北京	4894	35%	58.7	36%	n.a.	n.a.	新建住宅
天津	5603	19%	63	24%	9419	4%	新建住宅
青岛	6847	36%	67	40%	n.a.	n.a.	新建住宅
长三角							
上海	11252	28%	106.2	22%	n.a.	n.a.	新建住宅
南京	1546	-19%	19.4	-19%	n.a.	n.a.	新建住宅
杭州	3569	61%	39.9	60%	16829	-2%	新建商品房
苏州	1997	-6%	22.5	11%	10242	10%	新建住宅
珠三角							
深圳	1681	-11%	14.2	-7%	19638	-3%	新建商品房
东莞	2014	1%	21.5	3%	n.a.	n.a.	新建住宅
厦门	620	-24%	7.3	-22%	12139	26%	新建住宅
其它地区							
武汉	7807	-4%	74.4	-7%	6452	-6%	新建商品房
长沙	7171	-8%	76.6	-8%	5264	5%	期房住宅
重庆	16223	14%	148.9	11%	5554	2%	新建商品房
成都	3795	-21%	35	-21%	n.a.	n.a.	新建商品房

数据来源：各城市房地产管理局，华泰联合证券研究所（注：北京数据剔除经适房和限价房）

可选消费依然是主战场

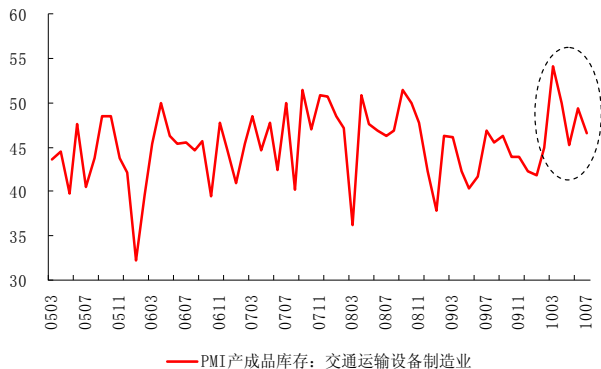
对于投资主线，必须消费行业在反弹后持有度再次集中，与周期股的背离进一步扩大；商品等强周期行业在美元企稳和通胀担忧背景下难有系统性机会；结构性机会在可选消费。

按照大概率方向投资，如果经济没有市场预期的那么差，那么必然是汽车等可选消费率先启动；反过来思考，如果经济比市场预期的差，或者如期下滑，那么库存出现的顺序必然先是可选消费，然后是中游制造业，再次是原材料。目前汽车的库存已经出现，市场已经有所消化，尤其是 7 月 PMI 数据显示，汽车库存指标下降，自 4 月以来库存指标已明显回落。生产量的快速下降将进一步缓解行业供需关系，汽车产销比已经持续回落。因此我们建议投资主线是以汽车为主导的可选消费，如汽车、家电、传媒、旅游、食品等。

在经济回落，通胀回落的背景下，中游制造业的系统性机会仍未出现，仍维持在工业

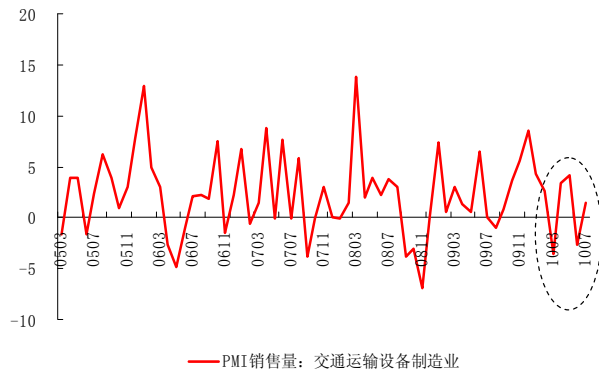
中的两个子行业“军工和建筑工程”的推荐。

图 7 汽车库存指数已明显回落



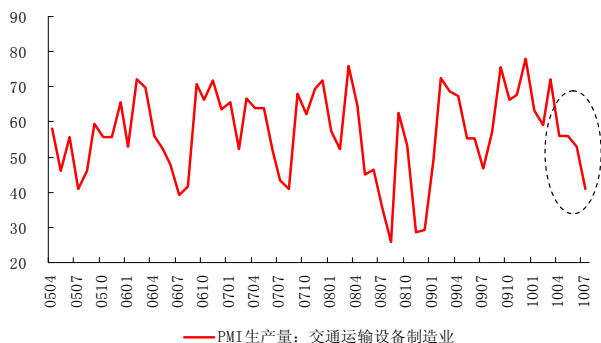
资料来源：PMI 协会，华泰联合证券研究所

图 8 汽车销售指数反弹



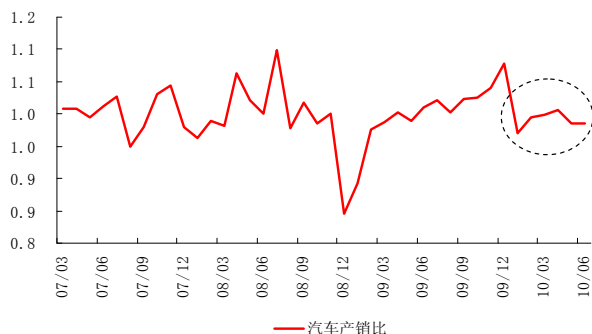
资料来源：PMI 协会，华泰联合证券研究所

图 9 汽车生产量



资料来源：PMI 协会，华泰联合证券研究所

图 10 汽车产销比



资料来源：汽车工业协会，华泰联合证券研究所

二、行业研究视角

保险：更多选择、更多自由

事件：8月5日，保监会公布了《保险资金运用管理暂行办法》，其中对保险资金运用范围、资金运用模式、决策运行机制、风控监管都作出了规定。

点评：

利好长期投资。《暂行办法》与以往规定相比，增加了保险资金投资渠道，放宽了投资比例，保险公司在资金投资上拥有更多的自主权，虽然短期来看，这些自主权不一定立刻会有推升的效果，例如根据2009年报，国寿、平安、太保的权益类投资只为15.3%、10.8%和12.3%，低于20%的上限，但更多的自由对保险公司投资长期来看，

是一个利好因素。

保险股估值处底部，向下空间已经很小。按目前的股价，中国人寿隐含 P/EV 倍数为 2.02 倍，隐含一年期新业务价值乘数为 16.65 倍，预计 2010 年 PB 为 2.92；中国平安按停牌前价格，隐含 P/EV 倍数为 1.84 倍，隐含一年期新业务价值乘数为 11.18 倍，PB 为 3.34；中国太保隐含 P/EV 倍数为 1.71 倍，隐含一年期新业务价值乘数为 14.11 倍，PB 为 2.35。

维持对保险行业增持的评级。从业务面来看，3 家公司上半年产寿险总保费同比增长 11.7%、31.0%和 47.5%。

房地产：如期回升—7 月房地产市场报告

新盘入市带动成交回升。7 月重点城市住房成交量环比小幅回升，总体成交环比升 9%，其中一线城市升 18%，二线城市升 6%，新盘的合理定价使得成交如期回升；7 月份重点城市成交面积同比数据显示，重点城市成交面积同比下降 57%，其中京沪深下降 65%，重点二线城市下降 53%。楼市成交出现回升的原因主要有：1、09 年三、四季度加大新开工带来的新增供应，将在 10 年三季度逐步进入市场，再加上新推楼盘定价较为合理，成交回升在预期之内。2、政策面并未变的更严厉，使得此前部分观望需求开始入市。

土地市场总体低迷：一线略有回升，二线除天津武汉外依旧低迷。一线城市如北京、上海和广州，土地成交面积环比均有所增加，其中上海住宅类土地溢价率 30%，市场活跃度有所回升。原因在于，一线城市土地供给不足，造成土地竞争相对激烈。同时，目前土地市场降温明显，楼面地价有所下降，开发商拿地更为安全。二线城市中，除天津和武汉外均其余城市成交低迷。总体而言，上半年的调控政策使土地市场明显降温，下半年随着调控的影响逐步加深和房价的逐步回落，地价下调的压力将会逐渐增大。

判断政策短期内将维持平稳。月中发改委表示部分城市房价过快上涨的势头得到遏制，政策调控已初见成效。央行在发布的《2010 年上半年金融机构贷款投向统计报告》中表明，房地产贷款增速和个人消费贷款增速均明显回落，调控效果符合预期。诸多迹象显现出管理层对政策调控效果的认可，短期内政策维持目前的调控力度是大概率事件。同时我们判断，在房价无实质性回落之前，如果政策出现显著放松将会致使房价报复性反弹，损害政策公信力的同时也将加大未来调控的难度，因此在保增长的前提下对地产行业持续调控将是年内政策的大基调。

农业：当前价格推荐油脂行业

近期，市场基于对通胀的预期热炒农业股，具体可以基本上分为种子、畜禽、水产品、油脂四条主线，当前价格我们更加推荐其中的油脂行业，无论是从市场预期、成长空间和估值这几方面都更具优势。

市场预期看，市场预期豆类将在今年将保持弱势震荡，主要是由于南美大幅增产原因 2010 年大豆产量可能增加 19%，从而改变 08、09 年供不应求、库存不断下降的状况。但由于近期俄罗斯小麦减产带动国际小麦价格大幅上涨，进而带动国际农产品价格的全面上涨，市场有可能形成新的预期，豆类（包括豆油）的价格出现大幅上涨的可能。

其次，从行业成长空间看，我们的食用油行业增速仍将保持年均 10%，而细分的玉米油行业也仍将数倍于这一增速。

最后，从估值上看，金德发展和东凌粮油目前都处在 2010 年业绩 30 倍左右的 PE 水平，未来都面临 2-3 年业绩翻倍的增长预期，因此，我们推荐估值和增长能力都更具优势的这两个股票。

三、行业推荐个股评价

安泰科技 (000969): 传统业务增速明显，非晶带材蓄势待发

公司 2010 年上半年实现收入 15.97 亿元，同比增长 36.5%，实现净利润 0.85 亿元，同比增长 51.05%。

公司业绩的增长主要来自于传统业务的快速恢复。在经历了 09 年金融危机之后，公司的各项主营业务均出现了不同程度的增长。其中，金刚石锯片同比增长 63.4%，达到 1.25 亿元；而高速工具钢业务同比增长 71.8%，达到 3.6 亿元。公司 2010 年上半年非晶带材 4,000 余吨。但是我们判断，由于交货周期等原因，公司上半年非晶带材的销量约为 2,000 吨，我们对全年产量达到 1.35~1.5 万吨的判断并没有改变。在 CIS 薄膜太阳能电池方面，虽然 Odersun 的转换效率仍不能达到 7%，但我们判断此项目预计在年底将会正式启动。

公司非晶纳米晶项目的扩产，将进一步提高公司的盈利能力。公司申报的《高性能纳米晶超薄带及其制品产业化》国家重大科技成果转化项目，已获得财政部和工信部的立项支持。由于非晶纳米晶具有出色的高饱和磁感、高磁导率和低损耗特性，所以在智能电网、光伏并网发电系统，以及新能源汽车电池与电机管理系统都有着广泛的应用空间。报告期内，公司“年产 6 万吨非晶带材高技术产业化示范工程”项目、“年产 4 万吨非晶变压器铁芯高技术产业化示范工程”项目、“新型薄膜太阳能电池高技术产业化示范工程”等多个项目都获得了国家发改委中央预算内投资补助的批复，这为公司未来产业发展提供动力。

公司未来看点仍在非晶带材，维持“增持”评级。随着发改委要求取消县级供电企业代管体制，将地方财政支持的县供电企业划归到国网体系内，这解决了农村电网无线改造的尴尬局面，也为非晶变压器大规模推广提供了条件。我们依然维持前期的判断，预计公司 2010~2012 年分别实现 EPS 0.33、0.51、0.82 元。

包钢稀土 (600111): 稀土龙头 剑指南方

业绩略超预期，行业景气如期而至。公司发布中报，1-6 月实现营业收入 23.3 亿元，同比增长 157.3%；扣除非经常性损益后净利润 3.49 亿元，同比上涨 512.3%；实现每股收益 0.44 元/股，符合我们此前预估，但略超市场一致预期。稀土行业在经历了长时间的无序和低迷之后，依靠下游需求的强劲增长、国家政策的扶持和行业自身力行整顿，现已破茧而出，走出了新一轮景气行情，公司业绩 V 型反转如期而至。

单季度业绩持续好转，创历史新高。二季度单季度盈利为 2.26 亿元，环比增长 75.7%，并创历史新高。主要源于：1、二季度稀土价格继续上涨，公司产销量增加；2、公司对内降本增效，管理效率明显提升，三项费用率从一季度的 12.35%进一步降至 8.7%。

横向整合：挺进南方，参与江西稀土整合。公司公告称，将投资赣州信丰新利、全南晶环、赣州晨光三家中重稀土分离企业，推进产业联合重组。此次投资将使公司合计控制南方中钇富铈矿冶炼分离能力 1.15 万吨/年，约占当地 1/3 产能，高于五矿稀土。由于此次投资对象主要是冶炼分离企业，毛利相对较低，短期对公司业绩贡献并不明显，但其长远意义在于：通过布局南方中重型稀土市场，公司将拓展市场空间，完善稀土产品线，在资源价值更高的中重型稀土市场占据一席之地。

上半年通过统购统销经营和开展稀土储备，公司已经巩固了其在北方轻稀土行业的垄断地位。而此次挺进南方后，我们预计公司将更有效调控和影响市场。同时，基于五矿等企业也在加强对南方市场整合，稀土行业集中度未来将继续提升，行业持续高盈利可期，这与我们此前判断一致（详见《江西稀土行业调研纪要》（2010/04/15））。

纵向拓展：发展深加工，延伸产业链。在积极进行横向扩张的同时，公司在下游稀土深加工方面动作频频。通过在建的年产 300 台稀土永磁核磁共振项目、1.5 万吨高性能磁性材料二期工程、3000 吨高性能抛光粉异地扩建，以及稀奥科电池公司转型改造等项目，公司有望在稀土下游产业获得更多机会，拓展其纵向发展空间。

登海种业 (002041)：淡季实现盈利，业绩符合预期

公司 7 月 31 日公布业绩快报，预告上半年实现营业收入和净利润分别为 4.87 亿元和 1.48 亿元（EPS 为 0.84 元），同比增幅分别达到 48%和 129%，中期业绩维持了一季报的增幅。公司在作为生产经营淡季的二季度单季度实现净利润 3800 万元（折 EPS 为 0.21 元），是历史上同期的最好业绩（07-09 年公司二季度的业绩分别为-1112 万元，476 万元和 1660 万元）。

种子行业经过 2006 年以来的多年低迷和调整重新进入景气周期，而公司也充分利用这一机遇，凭借自有“超试”和外部“先玉”双拳出击，实现快速扩张。公司上半年业绩大增的原因主要来自两个方面：第一，随着登海 662 等“超试”系列的上市热销，自有种子业务进入快速增长期。第二，登海先锋公司的优势品种先玉 335 的销量和价格同比均有较大幅度提高，盈利水平大幅增长。而玉米种子产量在 2006 年到达高点后行业经过了长达 2-3 年的调整，目前库存已经基本去化完毕，种子行业重新进入了景气周期。根据全国农技中心今年一季度末的调查统计，玉米种子价格同比涨幅在 15%以上。公司在玉米种子业务上迎来了“量价齐升”的良好局面。

公司今年抓住行业机遇大幅扩张了产能规模，预计公司 2010 年玉米种制种面积达 13 万亩以上，同比增幅达 70%以上。分品种看，先玉 335 品种自 2006 年导入市场以来，实现了快速稳步的扩张，2009 年全国推广面积超过了 2000 万亩（包括敦煌先锋）。先玉 335 今年的制种面积达 6.5 万亩，销量将达 1900 万公斤。对公司的权益 EPS 贡献为 0.72 元。自有的“超试”品种方面，公司在 09 年有 1 个品种通过了国家审定（DH662），2 个品种（DH661 和 DH701）通过了省级审定，后续还有超试 3 号、5 号、6 号、7 号等多个品种在新品种认定过程中，未来发展潜力巨大。预计“超试”系列今年的制种面积及产量将分别达到 5.5 万亩和 2000 万公斤。若按销售 1/3 当年产量以及上年存量计算，超试业务的 EPS 贡献有望达到 0.45 元。

我们预测公司 10-12 年的 EPS 为 1.24 元、1.86 元和 2.13 元。目前股价对应 10-12 年的 PE 分别为 44 倍、29 倍和 26 倍。目前估值比较合理，维持对公司的“增持”评级。

电子城 (600658): 另类城市更新

公司前身为兆维科技, 2009 年完成重大资产重组, 更名为北京电子城投资开发股份有限公司, 主要负责科技园区的开发和经营。截至 2009 年末公司未结权益建筑面积为 103.5 万平方米, 包括建面积为 99 万平方米的科研办公及工业厂房项目, 和建面积为 4.5 万平方米的住宅开发项目。园区地产主要包括建面积为 49 万平方米的 IT 产业园和建面约 50 万平方米的国际电子总部。

由于公司的土地储备绝大多数由老工业用地升级改造而来, 受益于城市化进程的推进和北京市 CBD 东扩及中关村科技园区建设国家自主创新示范区的实施, 公司的土地储备具备突出的区位优势。更重要的是公司项目的前期成本较低而预计销售均价较高, 我们预测 IT 产业园和国际电子总部的销售均价将分别达到 8000 元/平米以上和 18000 元/平米以上, 综合来看, 考虑到地价、建安成本的变化以及目前的市场销售价格, 我们预测公司开发项目储备的平均毛利率将达到 45%以上。

除电子城的园区开发之外, 公司已与平谷区政府签订了关于“北京电控(马坊)科技产业园”的合作开发协议。预计将可获取马坊科技产业园 700 亩产业、科研用地和 200 亩配套住宅用地。此外根据实际控制人北京电控在公司重组上市时的承诺: 若北京电控下属企业总建面 79.5 万方的旧厂房出租业务存在转型的情况, 并适宜注入电子城的, 在电子城的要求下将以公平、公正、合理的价格优先注入该公司。

电子城作为中关村科技园区的重要组成部分, 销售对象大多为国内外电子信息类高科技企业, 其入驻园区企业享受电子信息产业政策支持。园区地产的开发受政策支持, 楼市调控对公司基本无影响。随着产业向中西部转移, 以及旧厂房向城市郊区转移, 我们认为电子城通过老工业基地改造而形成的以发展电子信息产业为主导的科技园区的成功复制将可能成为公司未来的最大看点。使得公司异地外延式扩张和复制具备可能。

预计公司 2010 年的结算收入约为 13.2 亿元, 归属母公司净利润 4.91 亿元, EPS 为 0.85 元, 2011 年的结算收入约为 18.4 亿元, 归属母公司净利润 5.67 亿元。EPS 为 0.98 元。NAV 为 9.3 元/股, 首次覆盖给予增持评级。

峨眉山 A (000888): 业绩符合预期 驶入高增长轨道

2010 年上半年公司景区累计接待旅游人数 84.4 万人次, 较去年同期增长 12.6 万人次, 同比增长 17.59%; 实现营业收入 3.3 亿元, 同比增长 33.24%; 实现净利润 3471 万元, 同比增长 149.87%, 折合 EPS 0.148 元/股, 基本符合我们预期。

09 年净利润大幅增长的主要原因在于: 1、游客人数的稳定增长带动各项业务收入的提升。2、公司索道价格在 09 年 8 月提价, 提价带动索道收入的大幅提升, 索道收入同比增长 71.6%。3、由于景区的成本具有较强刚性, 景区成本上升的幅度小于游客的增速, 进而推动门票毛利率水平逐步恢复至 07 年水平。4、由于贷款减少, 财务费用较上年同期下降 34.32%。

上半年销售费用较上年同期增长 1722 万元, 上升 86.23%, 主要系公司调整营销策略, 广告宣传费用大幅增加 1500 万元所致。我们预计随着景区经营的逐步改善, 广告费用支出有下降的空间。

游客的增长和索道提价的增厚效应是 2010 年上半年业绩增长的主要动力，下半年索道的同比增厚效应在下半年将减弱，我们维持此前的盈利预期不变。预计景区 2010 年全年接待游客将 216 万人次，同比增长 18.5%；实现销售收入 7.3 亿元，同比增长 20.5%。我们预计 2010-2012 年 EPS 为 0.48/0.59/0.68 元，对应 2010 和 2011 年 PE 为 33.1 和 27.2 倍，维持“买入”投资评级。

江淮汽车 (600418): 借力仰融谋新能源汽车突破

2010 年 8 月 3 日，安徽江淮汽车股份有限公司与天津正道股权投资管理有限公司签署了《关于节能环保新能源汽车项目合资合作意向书》，双方有意在节能环保新能源汽车及其动力总成等产品方面开展合资合作。

我们对此合作持偏乐观态度，但不可否认以目前正道所公布的技术能力来看，仍难以支撑其规划目标，未来仍需借助仰融历来出色的运作能力，以期获得更多的资源与技术支持。

江淮在新能源汽车领域，既不具备类似上汽、一汽这样的合资背景以实现技术引进，在自主研发上又远落后于长安、奇瑞这样的同级别自主品牌。因此，本次合作无疑是江淮谋求新能源汽车突破的重要手段。

正道在一系列关于新能源汽车的运作后，其下一步的主要任务是通过合作获得轿车目录，为其在国内生产新能源汽车获取准生证。因此，正道与江淮的合作无疑是其国内计划的重要一环，双方合作属于各取所需。

从正道过去公布的新能源汽车技术路径和其技术储备来看，在国家明确重点发展的新能源汽车主流技术的电动汽车领域，其技术储备和资源仍明显不足。特别是首期投资总额不少于人民币 20 亿元，主要投资于节能环保新能源汽车动力总成及核心零部件的规划，更令我们认为该项目未来仍需引入更多的技术与资源。

仰融过去一系列的成功运作，包括华晨项目引入宝马、北美造车项目，均展现了其在资源、资本运作上独到的能力，因此对于未来正道在合资项目上引入更多的资源，我们觉得是可以期待的。

我们上调公司 2010、2011 年 EPS 预测至 0.77 元及 1.03 元，对应 PE 分别为 11.4 倍和 8.6 倍，估值水平仍然较有吸引力，同时考虑到短期内该事件有望成为股价催化剂，因此仍然维持“增持”评级。

路翔股份 (002192): 锂业务蓝图展现

路翔股份今日发布董事会决议公告，审议通过了《关于甘孜州融达锂业有限公司启动扩产、深部矿权获取和深加工项目的议案》就锂业务现状及未来蓝图给出了较明晰的答案。

关于竣工验收：公司锂业务子公司融达锂业已完成水土保持、消防、环保、档案的单项竣工验收，待安全和土地单项验收完成后，甘孜州政府将组织召开综合竣工验收大会。

关于扩产，已向甘孜州经济委员会进行了项目备案，计划扩建采矿规模至 110 万吨/年（折合 3014 吨/天×365 天，通过保温、防冻设施实现全年生产），选厂规模扩建

至 3500 吨/天；项目建设年限为 2010 年 8 月至 2011 年 6 月，符合此前我们的预期。

关于深部矿权的申请：甘孜州国土资源局正在进行深部矿权的评估工作，并已向四川省国土资源厅申请“将 134 号脉 4405 米标高以下锂辉石资源配置给 134 号脉现采矿权人”。融达锂业正着手进行深部矿权申请的相关准备工作。据我们实地调研中了解到，按“自上而下”的科学开采方式，只要公司符合安全生产规定，深部矿权的获取属顺理成章。

关于冶炼、深加工项目：选址初步选定为甘孜州泸定县，已完成锂盐厂名称工商预核、完成选址并正在开展地形图测量和工程地址勘察等工作。已委托开展 2 万吨碳酸锂及锂电材料可研工作。项目将分三期建设，计划到 2014 年完成，形成具有锂盐化工、锂电材料一体化的锂业材料产业基地。

公司此次公告的碳酸锂产能为 2 万吨/年，较此前预期的 1.5 万吨/年有所提高，若按 110 万吨/年的原矿的采矿规模计算，约可实现 2.3 万吨/年碳酸锂生产的原材料自给。我们判断项目可能在产能规模和产品类型上分期实现，具体规模要看公司对下游市场需求的判断，而公司或将不止步于电池级碳酸锂的生产，“锂电材料一体化产业基地”的构想昭示着公司在锂业务上的雄心，目前从外部政策环境、到内在的生产运行状况均良好，管理层踏实做事的意愿及能力均令人满意，我们认为，公司前景明朗、趋势乐观，未来有巨大潜力尚待挖掘，维持“买入”评级。

秦川发展 (000837): 订单新品双突破

上半年收益略低于预期：报告期公司实现营业收入 6.67 亿元，同比增加 33.49%，归属母公司净利润 5568 万元，同比增加 6.74%，对应基本每股收益 0.16 元。

三大原因导致毛利率降低：上半年收入同比增速较高，但归属母公司净利润增速较低是由于公司主营机床类产品毛利率同比降低了 2.41 个百分点。我们认为，机床毛利率降低主要有以下两大原因：一是二季度钢材价格提升；二是上半年生产经营任务饱满，“抓交付”是工作的重点，在产能受限的情况下，公司加大了外协产品的占比；三是在经济逐步好转的情况下，公司降低产品价格争取市场订单。

下半年增长有保障：上半年随着宏观经济的回暖，机床市场恢复超预期，特别是在南京、北京机床展的推动下，公司二季度订单持续增长。这从公司预收账款可见一斑，上半年公司预收账款增加了 51.39%。充足的订单，将是公司下半年收入的有力保障。

不断推陈出新确保公司长期稳定发展：公司研制的 YK73200 外齿轮磨齿机和 YK75200 内齿轮成形砂轮磨齿机分别进入到了样机生产考核和样机调试阶段。“五轴联动叶片数控磨床项目”完成 QMK50A 研制，已进入用户工件加工试验阶段。QMK 主要用于飞机发动机叶片磨削，叶片不仅对发动机的安全性有着重要影响，而且也是发动机上的易耗损部件之一，要定期检修或更换。随着我国自主研发发动机的逐渐列装，对发动机叶片的需求也将不断提升，QMK 型机床也将迎来广阔的市场空间。上述新产品将成为公司未来新的利润增长点，是公司长期稳定发展的保障。

集团整体上市进入关键阶段：2010 年是陕西省国资委提出的集团整体上市的最后期限，目前已到 10 年下半年，从时间上看，秦川集团整体上市已经进入关键阶段。

维持盈利预测及“增持”投资评级：我们预测，2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.42、

0.60 和 0.76 元，维持“增持”投资评级。

世联地产 (002285): 外延增长收获期来临

公司 31 日发布公告，以 2400 万元收购收购武汉经天纬地兴业地产经纪有限公司 100% 的股权，该公司 2009 年营业收入为 2854 万元，公司今年 3 月收购了青岛济南信立怡高物业顾问有限公司，两家被收购公司 09 年营业收入合计为 1.02 亿元，占公司 09 年营业收入的比值为 10%，以保守 20% 的增长率及 23% 的净利润率计算，两收购项目本年度将可为公司贡献归属母公司净利润 1573 万元，增厚公司 EPS0.07 元。我们一直认为公司在全国性外延扩张中收购将是有效弥补当地销售能力不足的有效方式，而收购能力的持续性和可收购资源的获取性将是关键的决定因素，目前公司在外延收购上表现出的决心和效果十分积极，可部分消除投资者对收购模式可持续性的担忧。

公司目前拥有的 35 个分公司，其中大部分新设立的分公司已基本度过 2 年的过渡期进入首个收获期，公司今年对北京、天津、西安、合肥、南京、广州、武汉 7 个城市进行城市升级，今年预计将有多家分公司实现收入大幅增长，从分公司的成熟周期分析，公司将在今明两年迎来首个全国性扩张的业绩收获期，多个外地分公司业绩首次实现的大幅增长将可有效对冲公司珠三角地区受调控影响带来的业绩成长压力，推动公司整体业绩大幅提升，从而保障公司今明两年的业绩贡献。

在增加公司今年新收购两家公司青岛信立怡高、武汉经天纬地兴业合并收入以及上调合肥、西安、武汉、天津分公司 10 年营收预测后，我们上调了公司 10、11 年业绩到 0.9 元和 1.25 元，由于公司大量外地分公司开始进入业绩收获期，外延式扩张呈现出持续性，且经过上一轮的股价调整公司估值已经从近 50 倍 PE 附近回落到目前的 34X 左右，考虑公司近年的高成长性及在 A 股市场特殊的商业模式地位，目前估值已进入相对合理区域，本次上调公司评级至增持。

顺络电子 (002138) : 横向与纵向扩张并举

首先从行业看，市场空间广阔。我们认为，片式被动器件因其具有体积小、精度高、一致性好的特点，在下游消费电子产品“轻薄短小”的需求推动下，将保持持续的高速增长。

从公司看，我们认为，公司已经具备和全球顶级竞争对手在广阔舞台同台竞技的实力。公司在片式电感这一被动器件的重要分支领域，其产品性能已经和 TDK、村田等日本元器件巨头比肩，而在大陆与台湾地区处于领先地位；服务上又具有响应速度快的优势，因此在行业内具有良好的口碑，尤其对质量和服务要求严苛的国际大厂，是其稳定的客户，并且保持较快的销售增长。片感广泛应用于通信、消费电子等电子行业的各个分支，尤其是，随着 LED 等高效能产品的快速普及，绕线式功率片感迎来了高速发展期。

公司目前正在进行的产业扩张可以从两个维度来看：相近领域的横向扩张和向下游的纵向扩张。前一个扩张策略下，公司进入片式钽电容、压敏电阻等其他高端片式被动器件领域；后一个扩张策略下，公司进入 LTCC 领域。片式电感是公司的成熟产品，技术领先，市场也占有优势，公司通过进入与之工艺相近、市场重叠度高的高端片式电阻、电容市场，实现产业的横向扩张；而 LTCC 作为高密度的集成射频系统，随着 3G 手机、物联网的广泛应用，其优势将愈发明显，而公司无疑是国内技术和市场最

为成熟的企业。

通过技术、装备、市场三大平台的连续性和公用性，最大程度降低扩张风险。技术上，公司对材料工艺的研发长期以来形成了深厚的积累；装备上，片式器件很大部分生产设备可以共用；市场上，传统强项片式电感和敏感器件、钽电容、LTCC 等新产品下游重合度高，加快新产品导入进度。

我们预测，公司 10、11、12 年的 EPS（当前股本摊薄）为 0.84、1.23、1.54 元，对应目前股价的 PE 为 33.8、23.1、18.4 倍，明显低于被动器件行业以及整个电子元器件行业的平均水平，给与增持评级。

天山股份 (000877): 抓住历史性机遇进行新的扩张

公司上半年实现收入 20.47 亿元，同比增长 16.04%，归属于上市公司股东的净利润 1.53 亿元，同比增长 6.01%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 1.51 亿元，同比增长 18.83%（去年同期有 2300 多万元公允价值变动收益），全面摊薄 EPS0.39 元，略低于预期。业绩低于预期的最主要原因是上半年新疆寒冷天气持续时间较长，转暖后雨水又较多，影响了建筑工程的施工进度，导致水泥需求增长放缓。1-6 月新疆水泥产量同比增长 11%，增速比去年同期下降 2.2 个百分点。

需求放缓导致上半年大部分时间里新疆水泥价格和去年同期持平，虽然 6 月初随着需求转旺出现了 20-40 元/吨的涨幅，但对公司上半年经营影响不大，加上煤炭价格同比上涨超过 30%（涨幅 50 元/吨以上），使得公司水泥毛利率率同比下降 1.8 个百分点至 27.41%。

上半年公司在加强管理方面取得明显进步，销售费用率和管理费用率分别比去年同期下降 0.93 和 0.56 个百分点；定向增发募集 15 亿元使得财务费用压力有所减轻，财务费用率同比下降 0.21 个百分点，资产负债率也从去年中期的 80.7%下降到目前的 64.8%，资本结构明显优化。

新疆即将进入经济社会快速发展阶段，水泥需求将迎来新一轮高增长。公司及时抓住这一历史机遇，计划新建阜康 3X2500T/D 电石渣熟料线一期、喀什 4000T/D、叶城 4000T/D、伊犁 4500T/D 熟料线、喀什和昌吉各 40 万方商品混凝土生产线项目。预计 2012 年这些项目将全部建成，届时公司水泥总产能将从 09 年底的 1850 万吨（1150 万吨在新疆）增至 3000 万吨（2300 万吨在新疆）。

下半年新疆水泥供应偏紧格局明确，价格将高位运行，甚至继续上涨。6 月初提价将对下半年公司业绩产生显著拉动，维持 2010-2011 年 EPS 分别为 1.17 和 1.83 的盈利预测。虽然公司 2010 年 PE 为 19 倍，高于行业平均水平，但由于新疆水泥将进入新的高景气阶段，未来价格可能出现大幅上涨，公司产能规模又迅速扩张，因此成长性良好，可以享受高估值，维持“买入”评级并重点推荐。

西部牧业 (300106): 专业化的生鲜乳供应商

公司概况：公司是新疆石河子地区的专业生鲜乳供应商，拥有种畜良种繁育、饲料加工、奶牛养殖、牲畜屠宰、鲜奶收购及冷链配送的完整畜牧业产业链。其中公司主营业务为优质生鲜乳的供应，2009 年公司拥有存栏奶牛 3300 头，并控制石河子地区 4 万头奶牛所产牛奶的购销（总量为 5 万吨），公司外购生鲜乳和自产生鲜乳的销量分

别为 8.3 万吨和 0.81 万吨。从收入来看，外购生鲜乳占总收入比例达 73%，而自产生鲜乳仅占 9%。但由于外购生鲜乳业务的很大部分毛利由奶牛养殖户获取，因此自产生鲜乳的毛利率相对较高，达到 36%，相比而言外购毛利率仅为 10%。公司其他业务还包括了种畜销售、饲料、牧草收割等奶牛养殖相关业务。

天山北坡主要的生鲜乳供应商。公司目前的收入和毛利主要来自生鲜乳业务，其中外购生鲜乳业务的占比更高。07-09 年公司外购生鲜乳业务的收入占比分别达到 35%、78%和 72%，毛利额占比达到 50%左右。自产生鲜乳业务的收入和毛利占比分别为 9%和 22%，毛利率达到 35%以上，是公司盈利能力最强的业务。公司未来的看点主要在自有生鲜乳业务方面，公司目前拥有 6 个规模化奶牛养殖场，存栏奶牛近 3300 头。随着募投项目 6000 头高产奶牛标准化养殖的投产以及现有存栏奶牛的种群繁育扩大，公司自有奶牛存栏规模将快速扩张，2012 年末将达到 15000 头。公司自产生鲜乳业务收入和利润将在未来 3 年将快速提升。

募投项目将使公司自产生鲜乳比例稳步提高。公司拟募集资金 1.5 亿元用于 3 个项目，分别为 6000 头高产奶牛标准化养殖基地建设项目等 3 个项目。其中 6000 头高产奶牛养殖项目旨在扩大公司自产生鲜乳的规模，公司将通过引进和自繁新增存栏奶牛 6000 头（外购 3000 头，自繁 3000 头），其中能繁母牛 4200 头，成年母牛单产将达到 7.5 吨。该项目的建设期需要 2 年，预计新增奶牛将在 10-12 年分批到位，而新增产量将在 2011-2013 年分批体现。

建议询价区间 10.26-11.54 元：根据我们的假设，公司未来 3 年的营业收入增长率和净利润增长率分别可达到 29%和 30%。我们对公司 10-12 年的 EPS 预测为 0.32 元、0.43 元和 0.55 元。参考 7 月发行的创业板公司估值以及公司的增长状况，我们给予公司 09 年摊薄后 EPS 的 40-45 倍 PE 作为发行价，目标区间为 10.26-11.54 元。

中海集运 (601866): 乍暖还寒，景气在望

集运行业在 2010 年二季度结束了漫长的亏损期，实现盈利。我们对行业的盈利前景展望是“乍暖还寒，景气在望”。简而言之，短期内我们认为行业的盈利可能在四季度因出口增长低迷而出现波动，但在更长的时间范围上将因供需的优化而持续好转。

根据我们在中期策略中提出的行业分析框架，库存周期可以用来解释航运业在 3-5 年周期范围内的景气变化。在不存在制度性的外力作用的前提下，集运业的库存调整自 2007 年三季度开始，运力增长 2010 年 3 月触底至 5.4%。此轮库存调整持续进行了 33 个月，我们认为从时间长度到调整深度而言，都相对较为充分。

依据截至 2010 年 8 月初的订单数据，我们预测 2010-2012 年行业的供给增长将达 8.9%，8%和 8.1%。而需求的增长则为 12.5%，9%和 10%。我们对需求增长的预期是基于 IMF、World Bank 和 CPB 对全球贸易增长的假设 6.3%-7%，加上 2%-3%的集运需求结构性增长构成的。

历史经验证明，集运需求增长长期高于全球贸易增长 2%-3%，我们理解其源于以集装箱化为代表的结构性增长动力。我们判断这一增长动力不会骤然消失。

中海集运是中国集运企业双雄之一。公司历史上几次成功的时机判断助其以低成本迅速实现了市场占有率的提升。2007 年，公司明确提出将战略方向由追求市场份额转向追求盈利，从以往的“圈地”转向行业“深耕”。我们认为这一战略方向上的转变

有利于中海集运通过服务质量的提升和竞争壁垒的巩固提高竞争力。

我们预测中海集运 2010 年中期业绩 0.06 元，全年业绩 0.14 元。2011 年，行业的景气程度若略有提升，则将实现盈利 0.30 元。目前公司的股价约相当于 13 倍的 2011 年 PE 和 1.5 倍的 2011 年 PB。基于对周期方向的判断，我们给予中海集运“增持”的首次评级。

卓翼科技 (002369): 专注 ODM 模式，迎来高速增长

选择 ODM+EMS 模式是公司的战略选择，是公司综合考虑企业发展阶段，权衡了风险收益之后作出的选择。OBM 模式自主性、盈利能力更强，但面临的风险较大，OEM 确定性较高，风险小，但盈利能力较差。与之相比，ODM 模式各方面较为适中。

OEM/ODM 厂商的价值在于快速响应客户需求的能力和成本控制能力。客户的选择对代工厂商而言至关重要，通过对盈利稳定、高速增长客户的绑定，代工厂商得以分享客户成长的蛋糕。具体而言，我们判断一家代工厂是否具备持续成长的潜力时，最关注的因素应该是其下游客户所处的行业和相对竞争地位。公司的大客户是华为、中兴通讯。

公司网络通讯终端类产品增长的动力来自四个方面：（1）宽带接入终端设备市场逐步回暖，未来两年稳步增长；（2）华为、中兴在接入终端市场份额持续扩大；（3）ODM/EMS 渗透率进一步提升；（4）订单转移，公司在客户供应体系中的地位进一步提升。

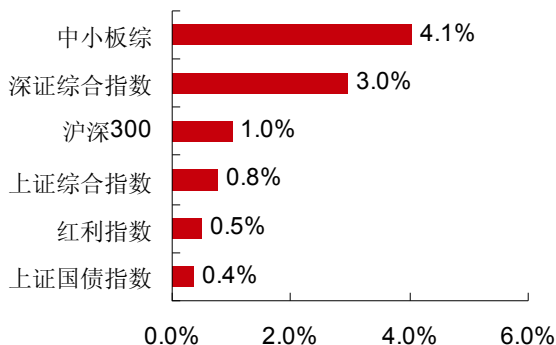
代工模式存在正反馈机制，即代工厂商选择具有潜力的行业和优秀的客户，并获得大量订单，而订单的增多使得规模效应得以发挥，单位产品的成本不断降低，代工厂商相对竞争优势进一步加强。一旦正反馈机制起效，代工厂商将迎来持续、快速的增长。我们判断公司目前正处于快速增长的初期，未来 3 年是公司规模迅速增长的关键时期，年复合增长率有望达 50%以上。

预计 2010—2012 年公司收入分别为 8.63 亿、13.5 亿和 19.9 亿元，净利润分别为 0.85 亿、1.26 亿和 1.76 亿元，每股收益为 0.85、1.26 和 1.76 元。目前价格距公司内在价值尚有 25%的空间，首次给予“买入”评级。

四、市场回顾与数据监测

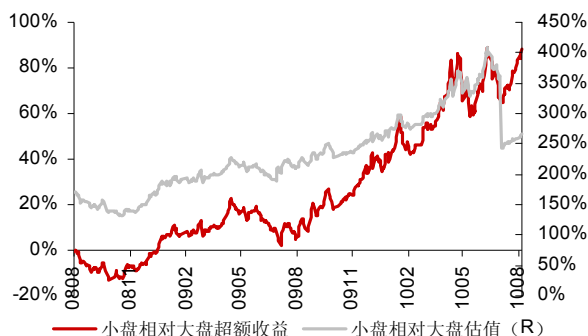
A股市场、行业表现指数回顾

图 11 一周 A 股市场指数表现



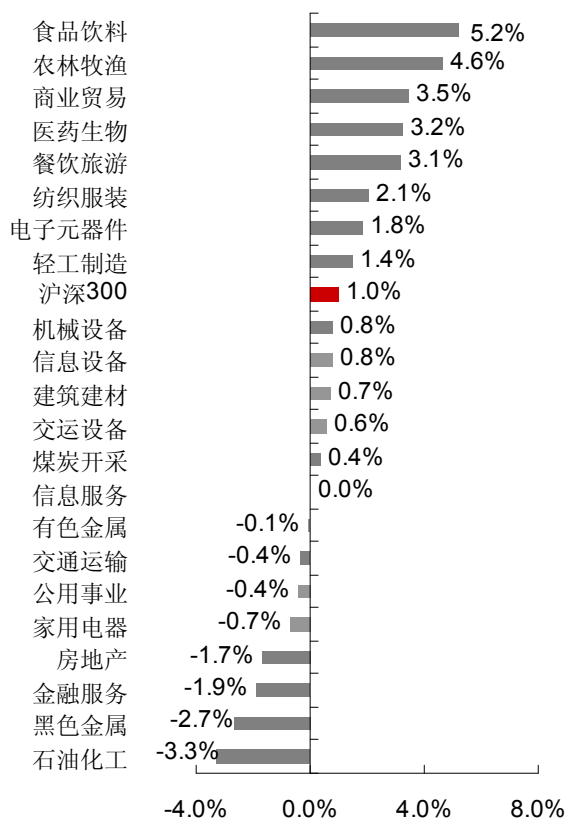
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 12 大小盘股收益及估值对比



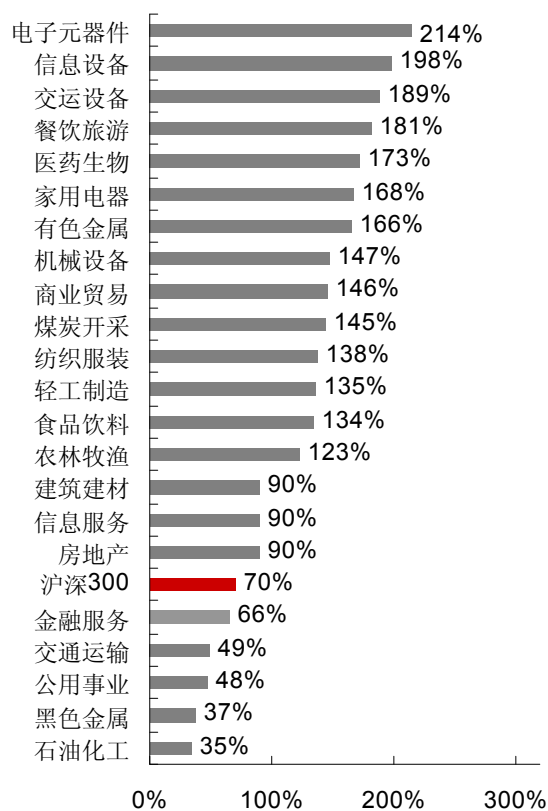
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 13 一周行业涨幅



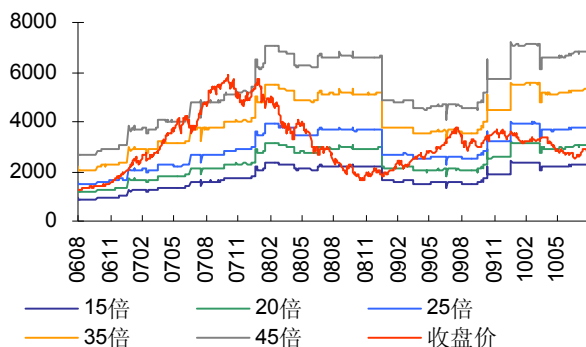
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 14 1664 点以来行业涨幅



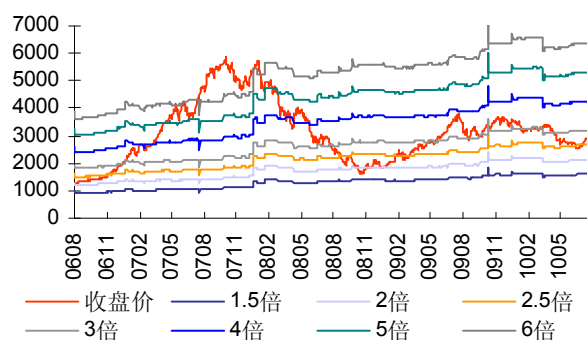
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 15 上周沪深 300 TTM PE 位于 16.2 左右



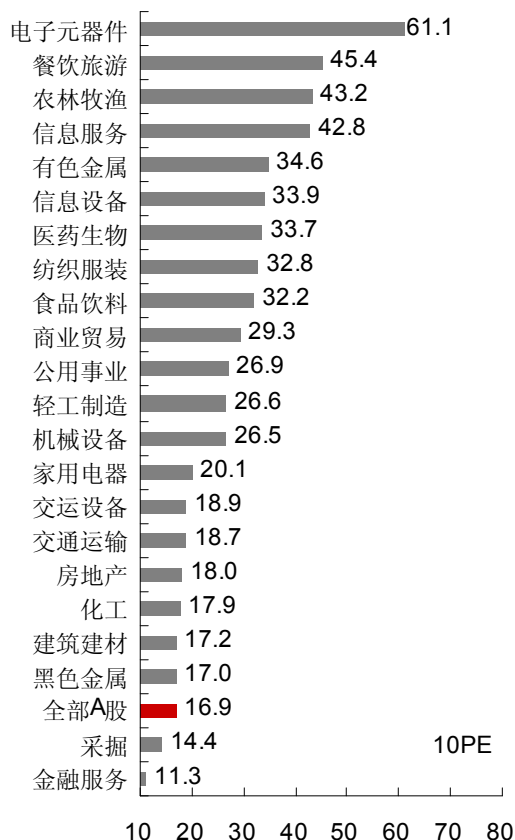
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 16 沪深 300 静态 PB 位于 2.4 左右



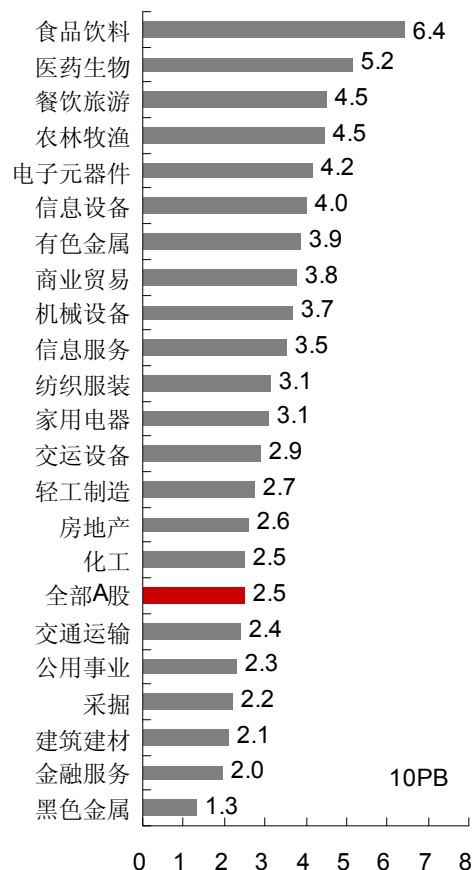
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 17 2010 年一致预期各行业的 PE 分布



资料来源: 朝阳永续一致预期, 华泰联合证券研究所

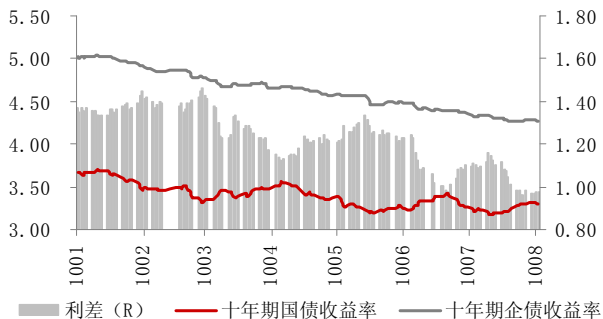
图 18 2010 年一致预期各行业的 PB 分布



资料来源: 朝阳永续一致预期, 华泰联合证券研究所

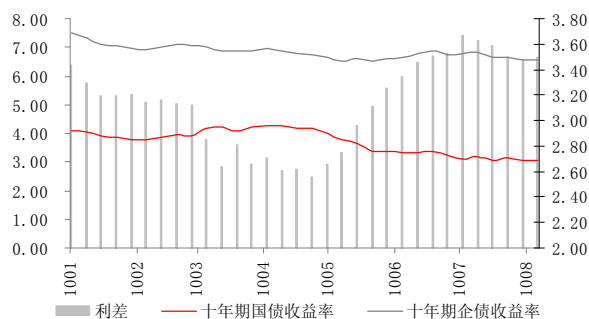
A股市场情绪跟踪

图 19 中国企债与国债利差上周持平



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 20 美国企债与国债利差维持高位



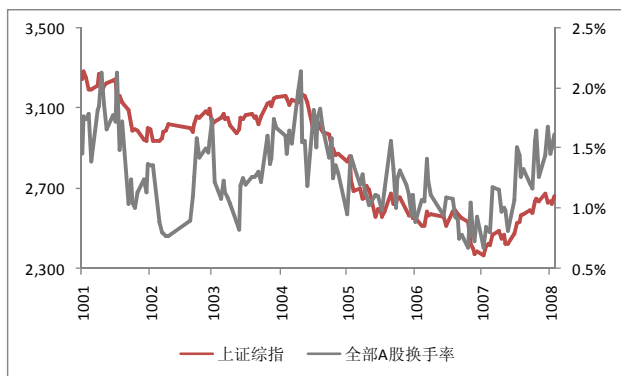
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

表 6 大行业内周期性行业超额收益显示中国市场情绪相比上周有恶化

实时监控指标	美国市场	美国市场（上周）	中国市场	中国市场（上周）
半导体/信息技术	↓	→	↑	→
汽车/可选消费品	↑	↑	↑	↑
机械/工业	→	↓	↑	↑
个人用品/核心消费品	↑	↑	↓	↓
金属采掘/原材料	↓	↓	↓	→
非银行金融/金融	↓	↓	↑	↑
资本品/工业	↓	→	→	↑
小盘股/大盘股	↓	↓	↑	↓

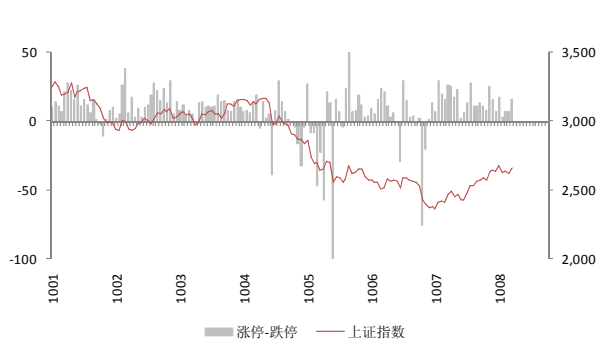
数据来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

图 21 上证 A 股日换手率



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

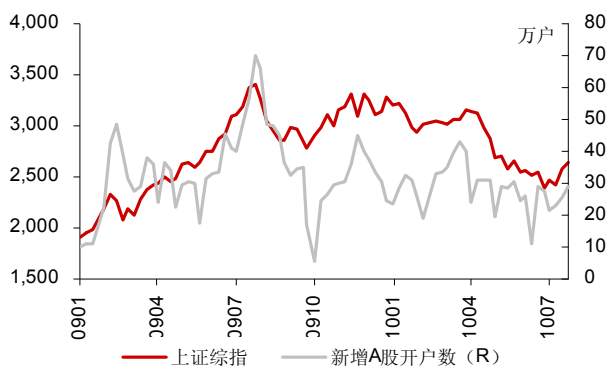
图 22 涨跌停个数显示市场情绪持续好转



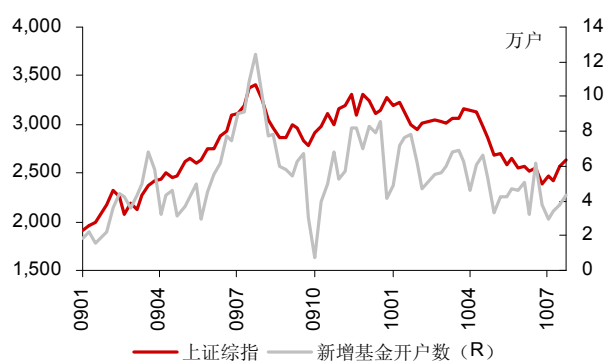
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 23 A 股新开户数增加

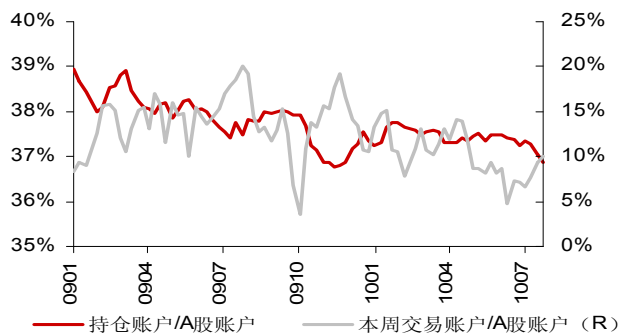
图 24 新增基金新开户数增加



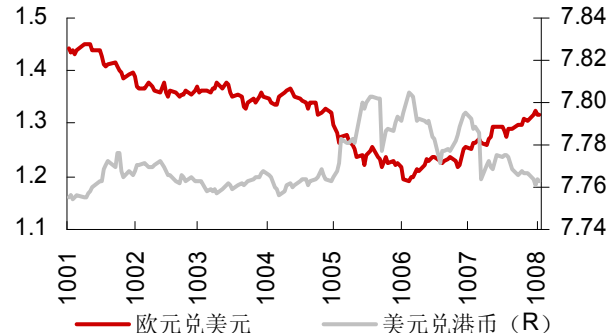
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

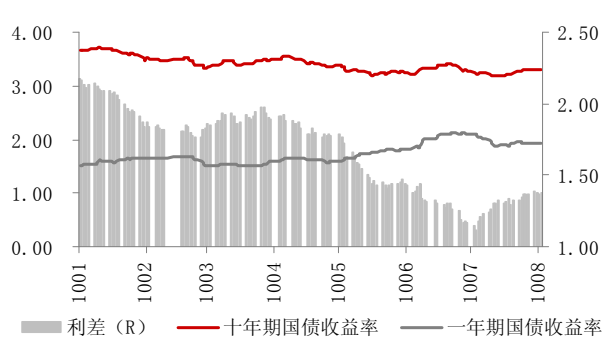
国内重要经济指标跟踪

图 27 央行公开市场操作上周净回笼 20 亿



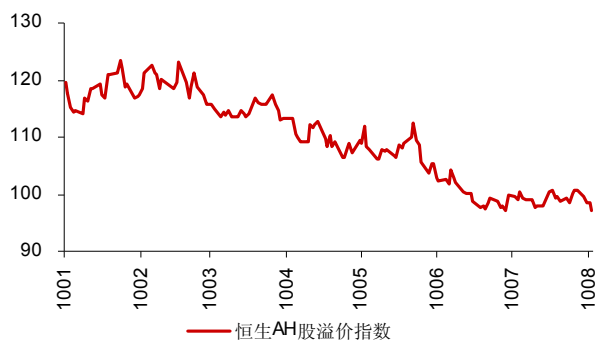
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 28 中国长短期国债收益率



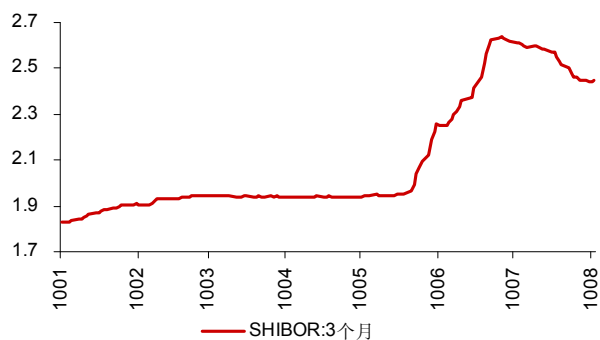
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 29 恒生 A-H 溢价指数



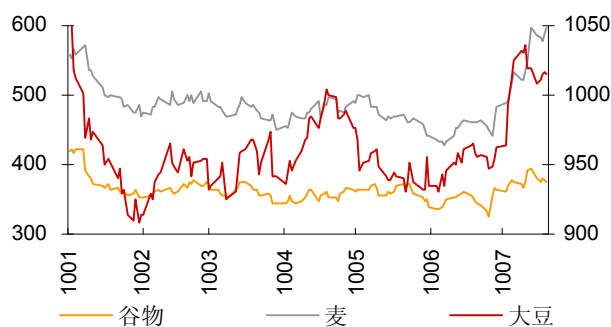
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 30 Shibor3 月利率



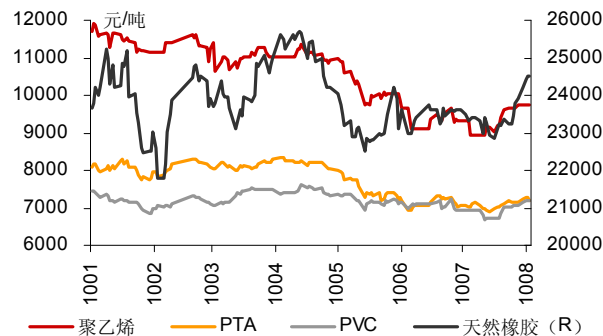
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 31 全球主要农产品期货价格



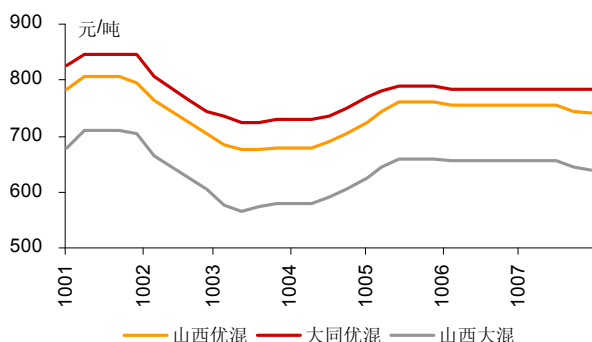
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 32 主要化工品期货价格



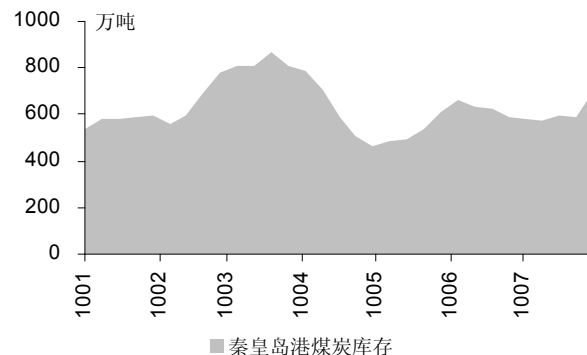
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 33 煤炭价格



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

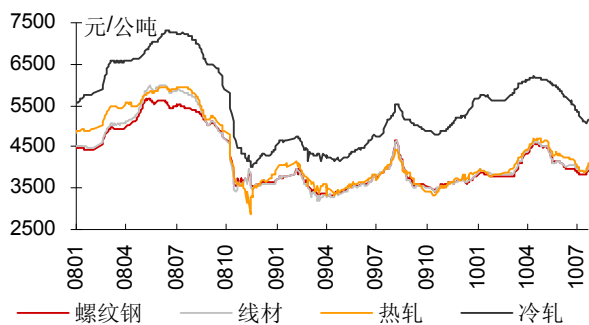
图 34 秦皇岛煤炭库存



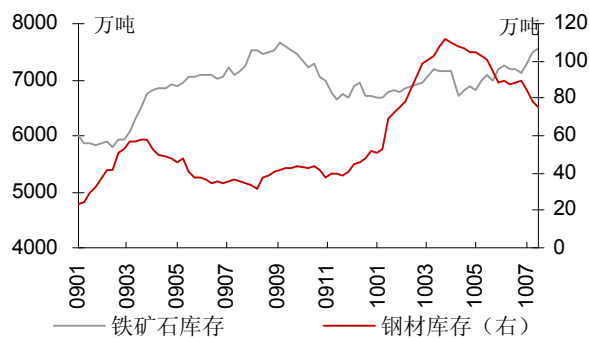
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 35 钢材价格

图 36 全国钢材、铁矿石库存



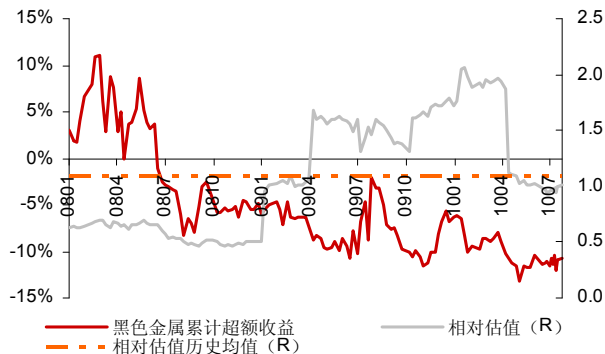
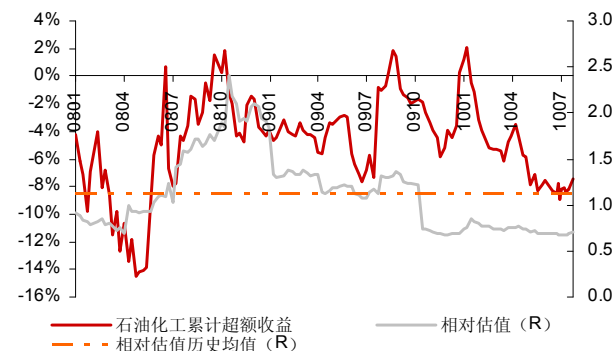
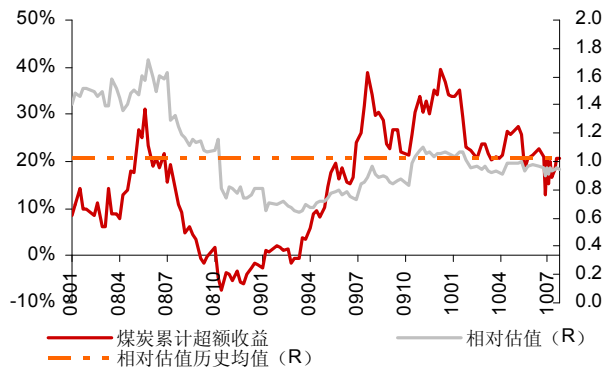
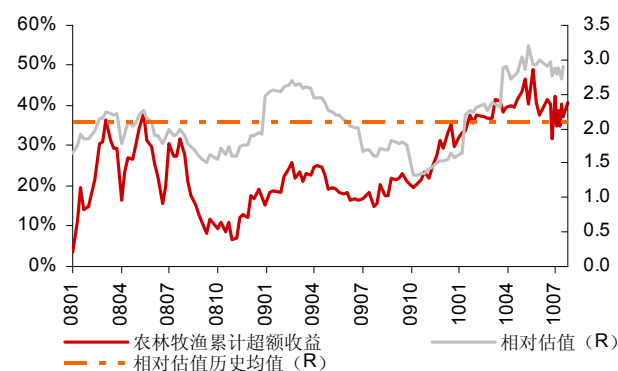
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

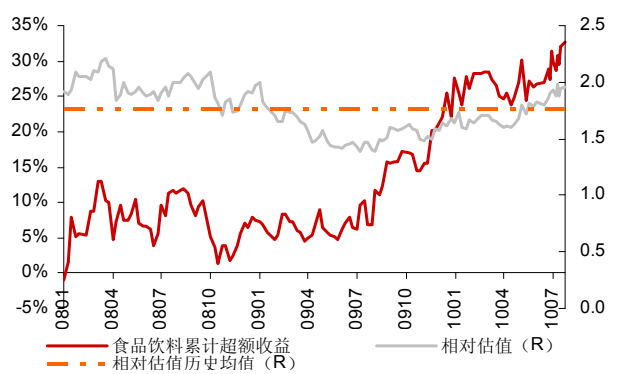
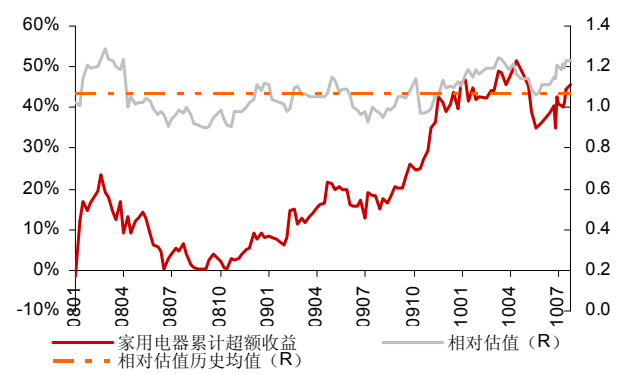
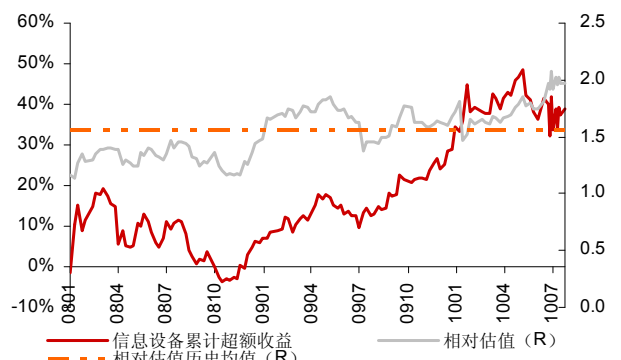
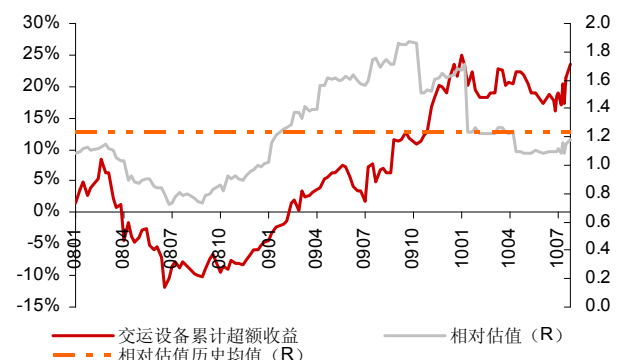
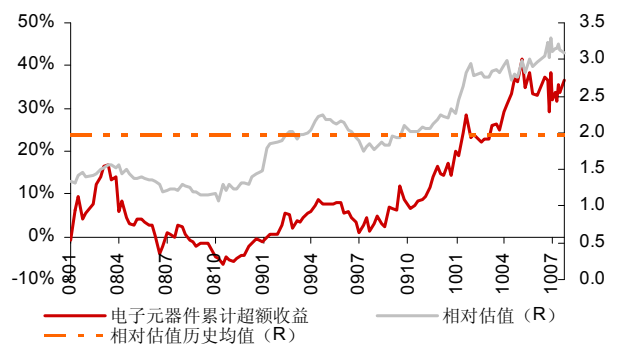
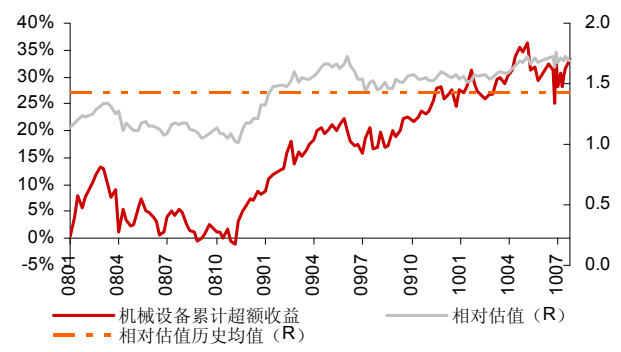
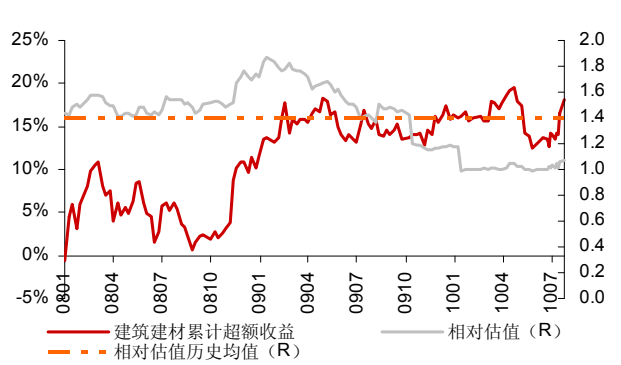
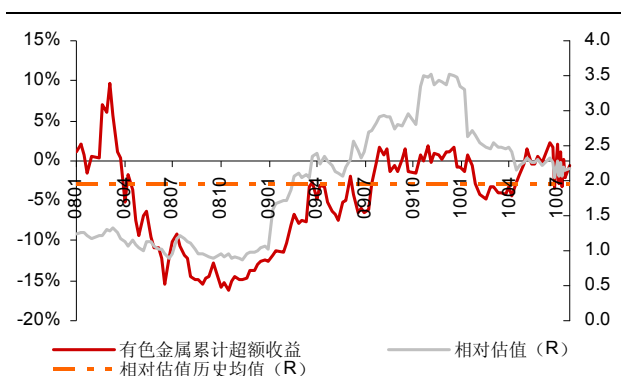


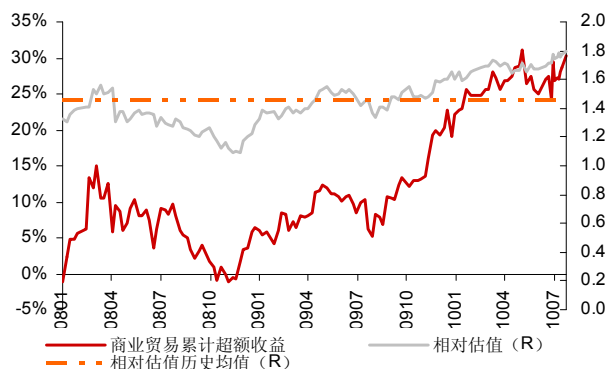
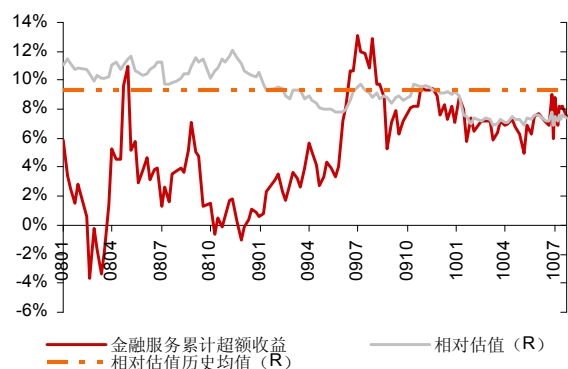
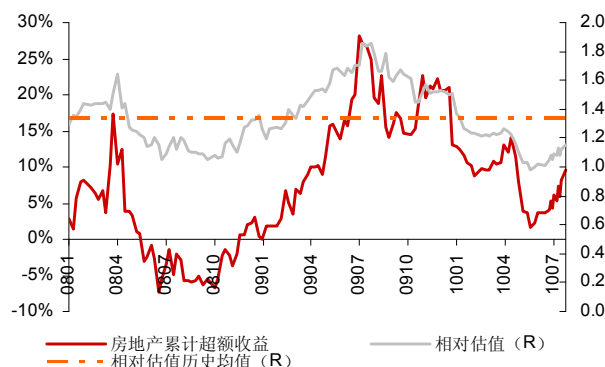
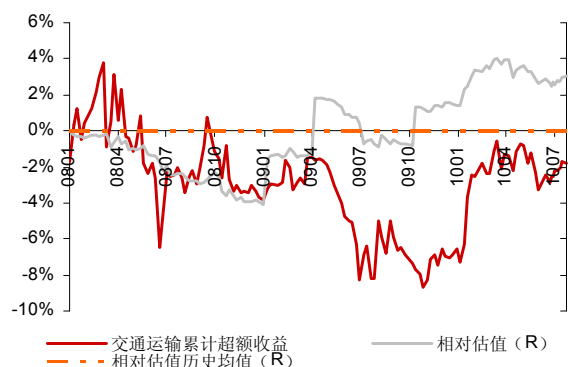
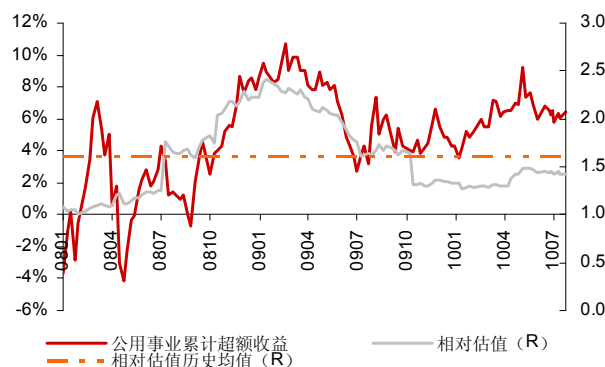
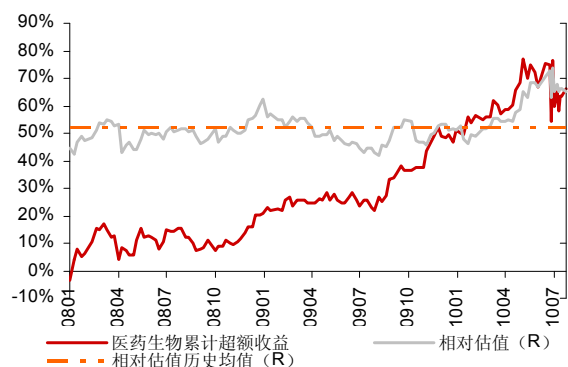
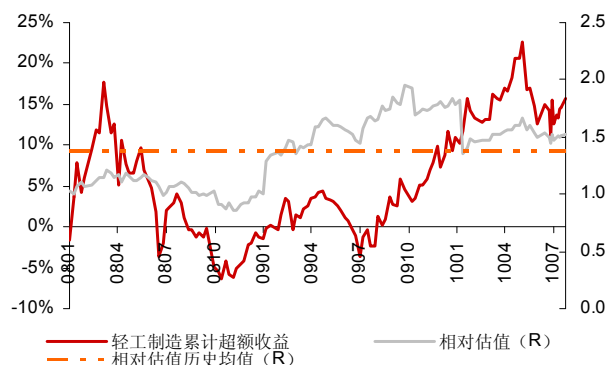
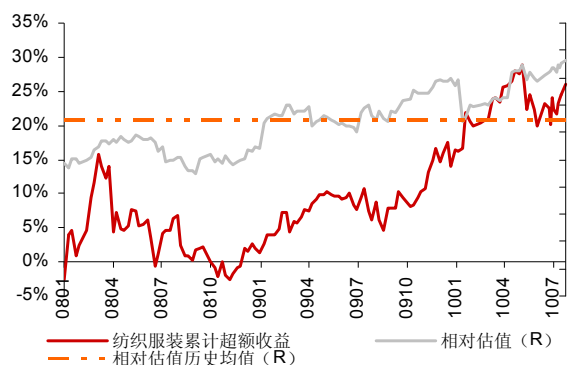
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

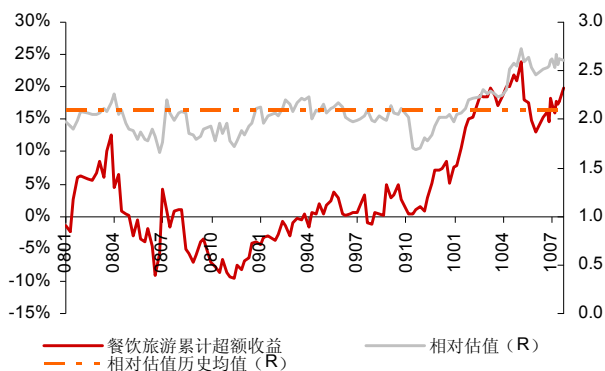
A股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值

图 37 各行业相对大盘超额收益和估值 (图中虚线为相对 PE 的历史均值)

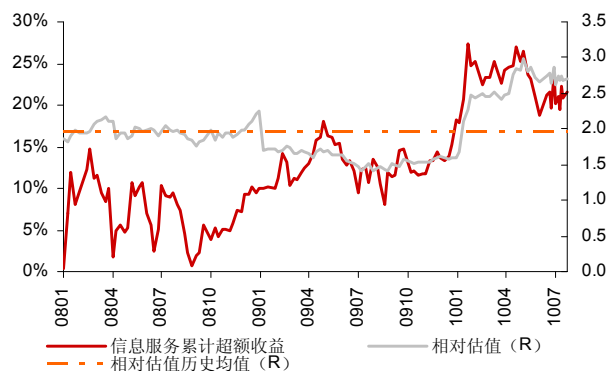








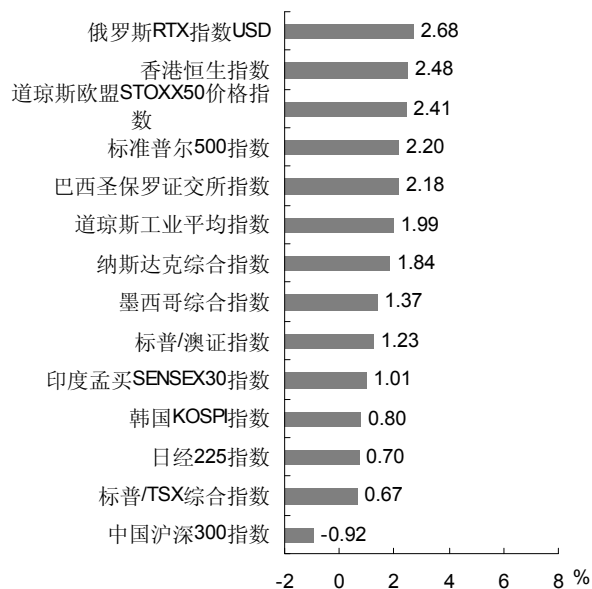
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

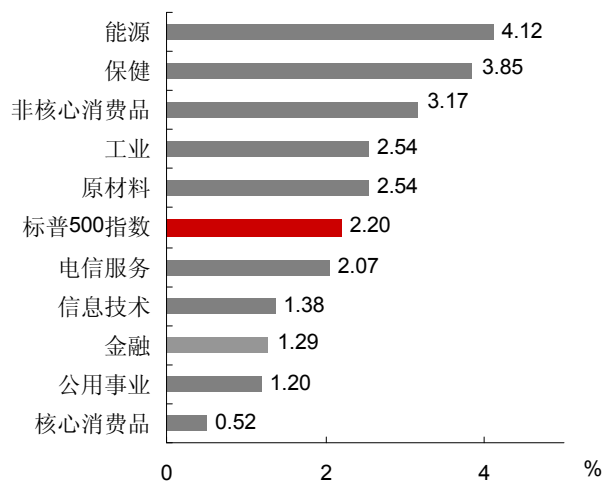
全球重要经济指标跟踪

图 38 全球主要股市一周涨跌幅



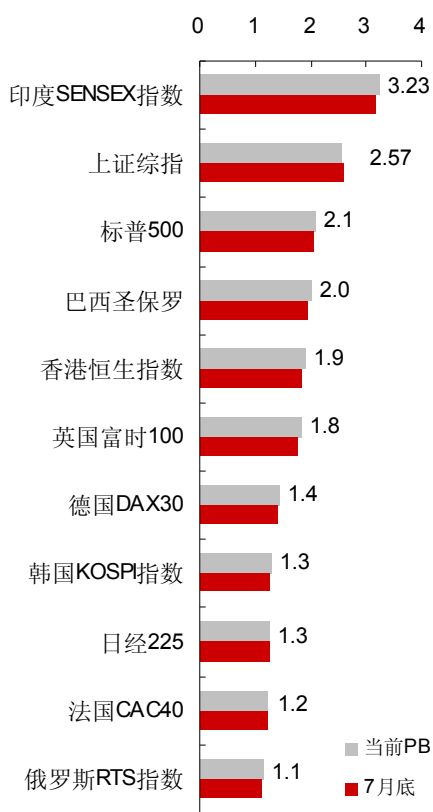
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 39 美股行业一周涨跌幅



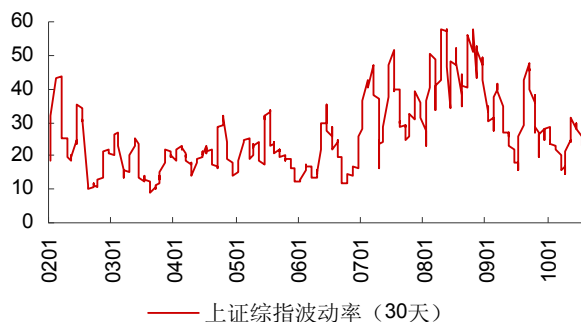
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 40 全球主要市场估值对比（左图为市盈率，右图为市净率）



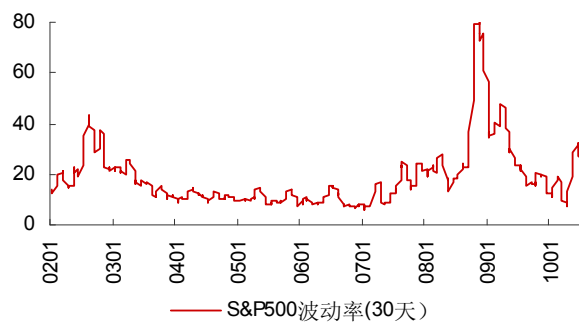
数据来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所整理

图 41 上证综指波动率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

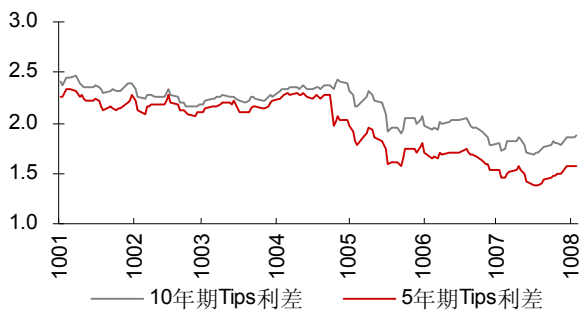
图 42 标普 500 波动率



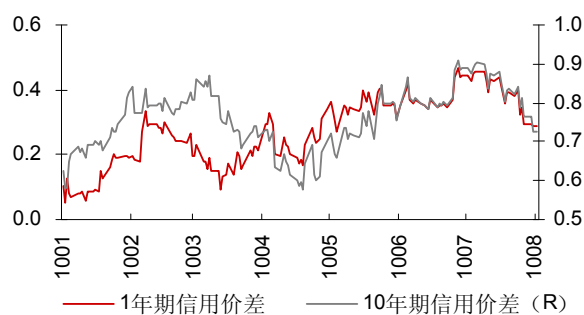
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 43 长短期 Tips 利差

图 44 长短期信用价

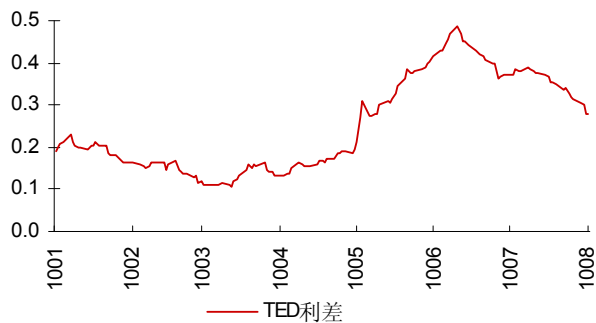


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所



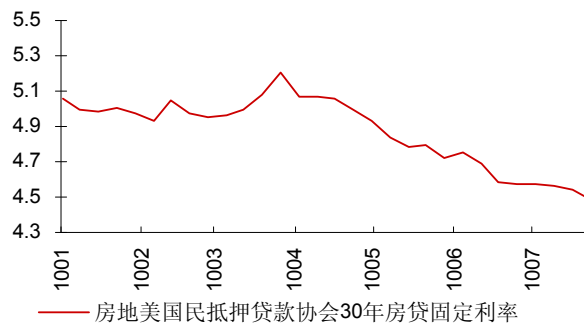
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 45 Ted 利差（3 个月伦敦银行间市场利率与 3 个月美国国债利率差）



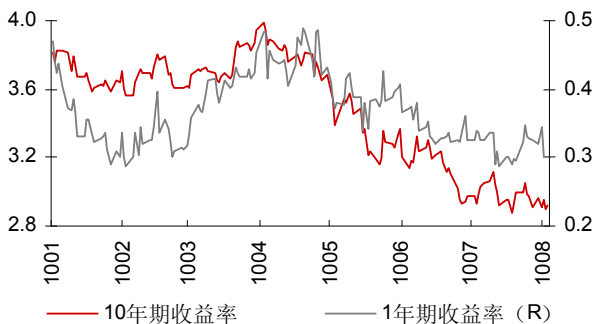
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 46 美国房地美国民抵押贷款协会 30 年房贷固定利率



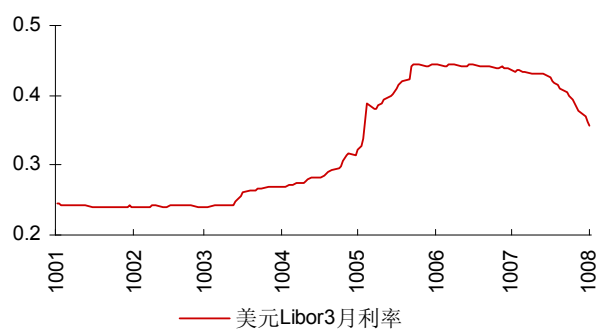
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 47 美国国债收益率



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

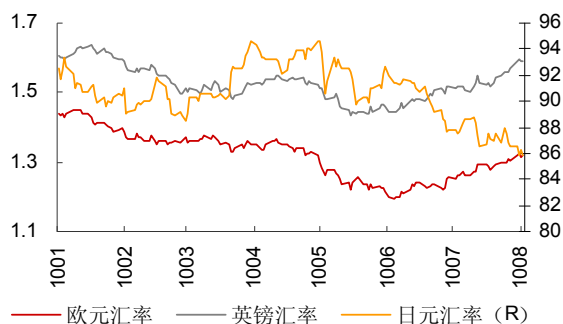
图 48 三月中旬以来 Libor 美元利率 (3 个月)



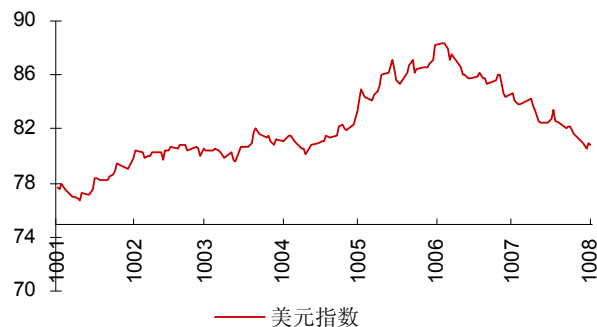
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 49 汇率走势

图 50 美元指数

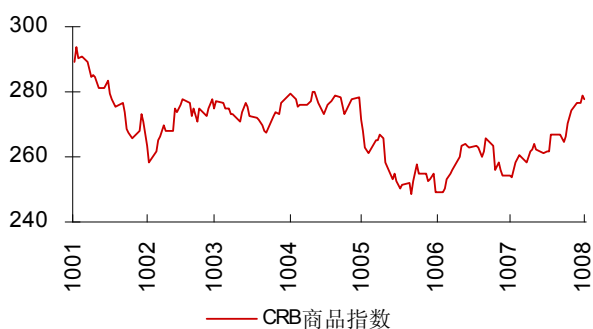


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所



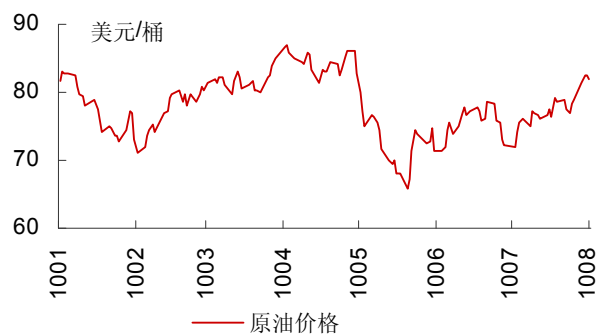
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 51 CRB 商品指数



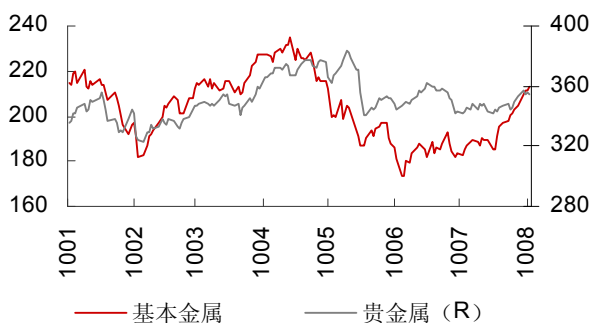
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 52 原油价格



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 53 基本金属、贵金属指数



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 54 运价与谷物指数

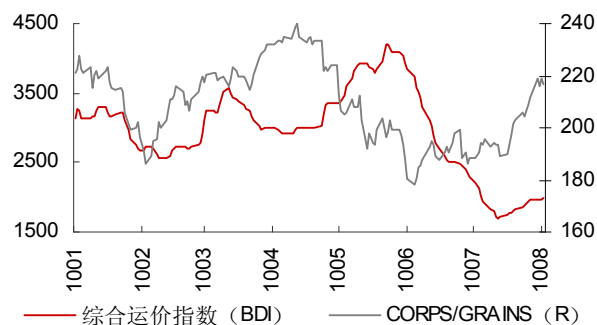
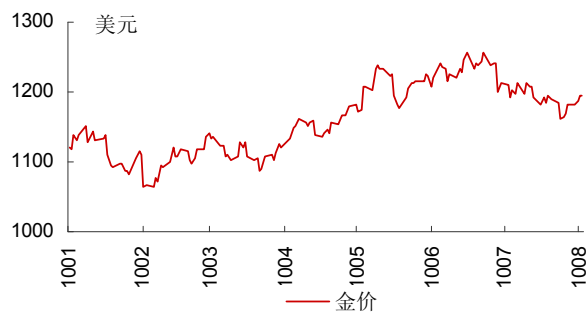


图 55 国际铜价

图 56 金价

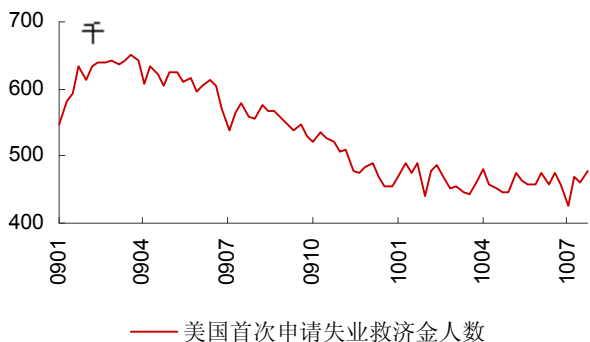


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所



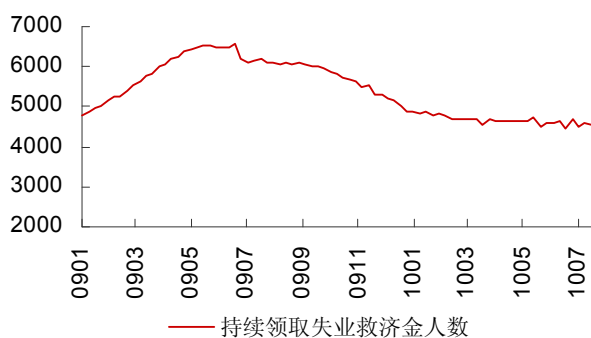
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 57 美国首次申请失业救济金人数 (7月30日 479)



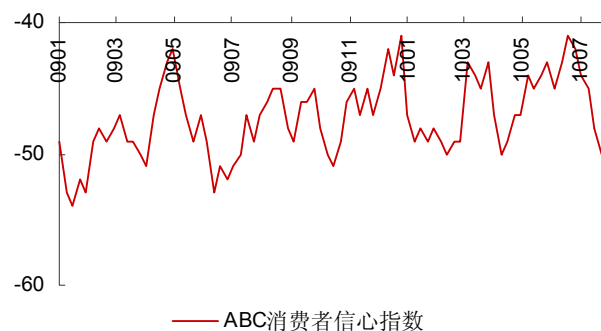
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 58 持续申请救济金人数 (7月23日 4537)



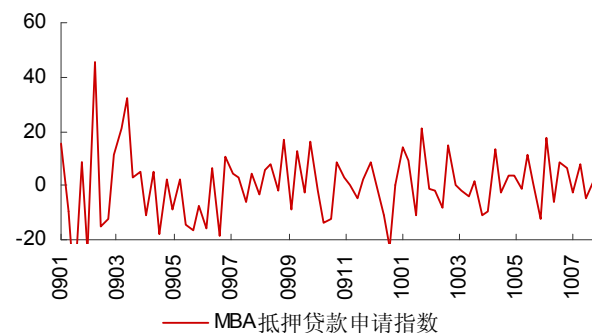
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 59 美国 ABC 消费者信心指数



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

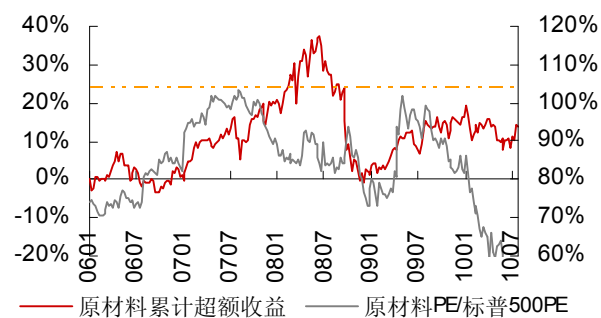
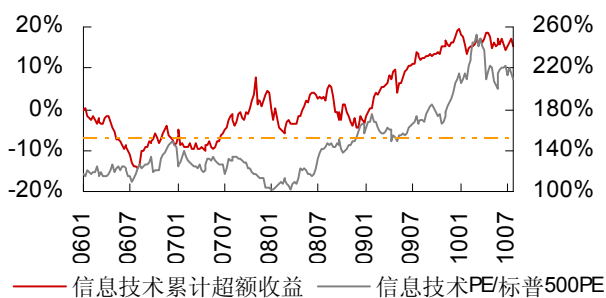
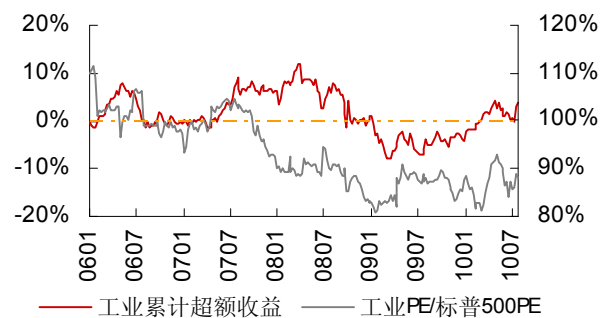
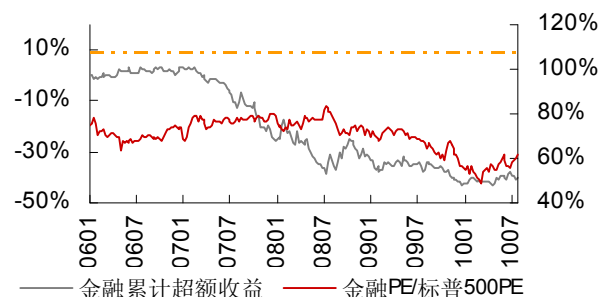
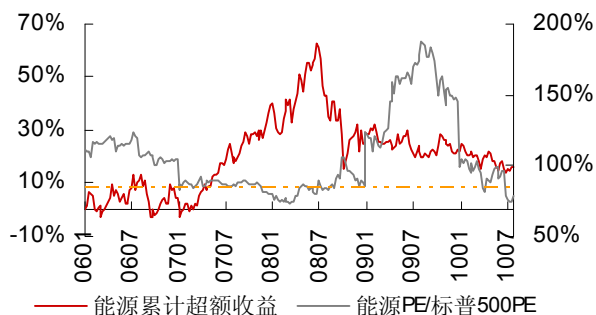
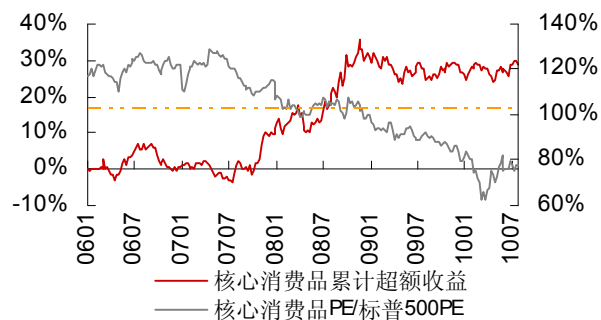
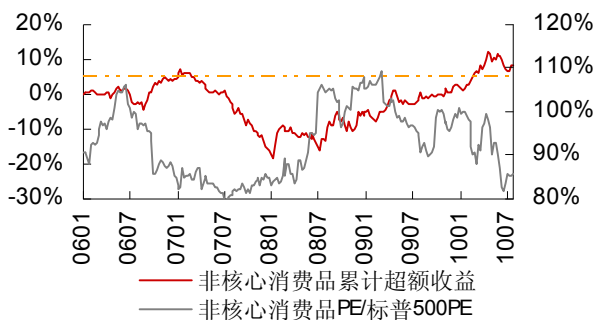
图 60 MBA 抵押贷款申请指数

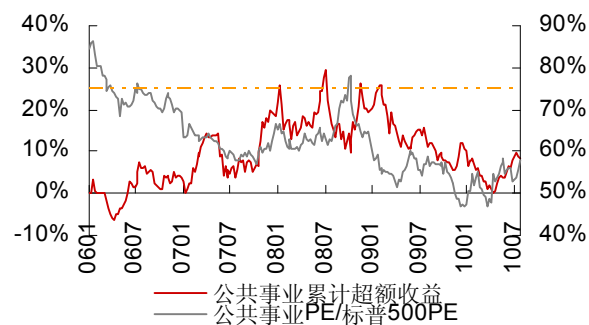
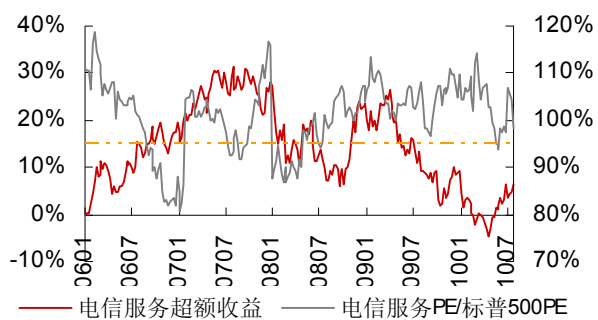


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

美股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值

图 61 各行业相对大盘的超额收益和相对估值 (图中虚线为相对 P/E 的历史均值)





资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

注：报告中所国际数据的最新更新时间为当地时间 2010 年 8 月 5 日星期四
；中国数据更新时间为北京时间 2010 年 8 月 6 日星期五

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhq.com