

2010.09.20

消费制造向消费服务转型

本周不得不知的数据:

伐谋周刊 (9C)

6.7171



国泰君安专项组

张晗

021-38676675

zhanghan@gtjas.com

S0880209110648

王欣艺

021-38676640

wangxinyi@gtjas.com

人民币兑美元周五创下汇改新高，但美国财政部长盖特纳表示美国会与其他国家联手向中国施压，并暗示本轮人民币升值幅度至少应达到 20%。

摘要:

消费品的产业链大致也就是品牌营销——生产制造——渠道管理。品牌营销和渠道管理是竞争优势的重要来源。但从消费制造转向品牌和渠道建设未必一定成功，08年一批出口企业想在国内做品牌和渠道纷纷失败，落得倒闭的下场。曾经辉煌的春兰空调在97年建立星威连锁店，导致渠道混乱，最后导致经销商甚至专卖店倒戈。

所以，从消费制造向消费服务转型是一个带刺的玫瑰，看起来很好，因为有生存者偏差，但其中蕴含着风险。我们认为成功的关键在于费舍所说的“幸运且能干”。

冠福家用原有业务主营陶瓷、竹木、玻璃等家具用品。是国内中高档日用陶瓷行业的龙头企业之一。08年开了第一家“一伍一拾”连锁，目前已有门店50家左右，大部分集中于上海及周边地区，定位为时尚年轻的人群，与屈臣氏的定位相似。

从现在“一伍一拾”团队构成来看，许多高管拥有家居零售业的成功经验，而从冠福家用过往历史来看，具有成功地品牌和渠道建设经验，从“五天分销”开始，公司就将产业链拓展到家居用品的分销，现在的“一伍一拾”是向家居零售业的延伸。我们认为公司的核心竞争力就在于抢占核心商业地点，区分于商超的日用品竞争，与店铺周围的休闲品牌互补。

此外，公司在青浦徐泾镇拥有110亩工业用地及11万平米厂房，位置优越，板块为大虹桥概念，紧邻徐泾别墅区，未来可能被拆迁。该部分工业用地获取时间较早，账面成本极低，我们预计土地及厂房重估值约6-7亿元。

由于新开门店需要一定时间的培育期。如果按我们的假设在新开门店大约6-12个月后开始超越1.75-2W的盈利线后开始盈利，则公司在快速扩张的一年内对公司的盈利会造成比较大的压力，在第一年内不但没有业绩的大幅增长而甚至造成不增长或是负增长让投资者失去信心。所以，暂时加入卫星股票池。

宜华木业是中国生产木制家具、实木地板和实木复合地板的龙头，07年在汕头开设体验馆，10年广州宜华家居体验馆开张，上半年即实现收入1367.85万元，占上半年内销收入4343万元比重的30%左右。参考美克股份，国内零售业务增速和毛利都高于出口业务，但销售费用率的随之上升抹杀了高毛利，使得净资产收益率一直被压在5%以下。

宜华木业现在管理费用率要远低于美克股份，控制好销售费用则能获得更高的净资产收益率，考虑到10年开始之前新增产能正式投入使用，预计10和11年净利润分别为4亿和5.2亿元对应目前市值仅为10年的18x和11年的13.8x具有一定的安全边际。我们将其加入卫星组合。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

46.7%

1-8 月，国有企业累计实现利润12644.7 亿元，同比增长 46.7%。

相关报告

《站在拐点上的 EMC 行业》	2010.09.13
《宽带建设、光纤接入和物联网》	2010.09.06
《能源战略下的内蒙板块》	2010.08.30
《儿童消费的投资机会》	2010.08.23
《北斗群星》	2010.08.16

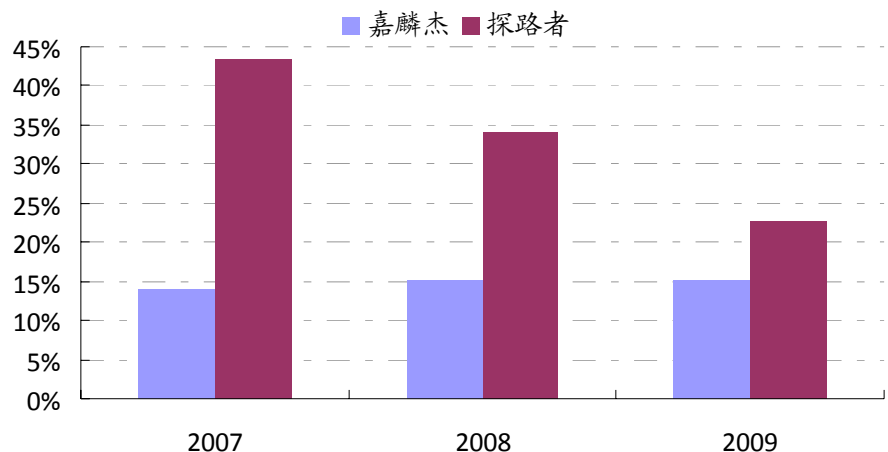
消费品行业的传统赚钱方式是制造产品，然后通过超市、零售商、便利店、专卖店等消费服务公司将产品卖给消费者。例如，我们在沃尔玛这样的大超市里面能够买到冠福品牌的碗，如果要买耐克鞋，我们会去耐克的专卖店。

这一大行业中的公司如何取得竞争优势，帕特·多尔西在《股市真规则》认为竞争优势主要来源于规模经济、强大的品牌和分销渠道与关系。规模经济可以降低成本，但低成本策略不一定只有规模经济，中国大多数出口制造企业就是靠短期可获得，但长期难以持续的人口红利来执行低成本竞争。强大的品牌必须得是给消费者提供了差异化的感觉，并且能够确实提高了公司的资本回报，例如男士衬衫行业品牌众多，许多纺织业公司都有自己品牌的衬衣，并且也有专柜，但资本回报率依然不高，这个行业品牌的作用并不大。你对于衬衣品牌就难有很高的忠诚度，在商场里挑选的款式面料不错，价格便宜的衬衣。但如果是去买烟酒，品牌的挑选就相当重要。研究白酒行业的都知道渠道管理的重要性，没有了渠道，酒香也怕巷子深。渠道的本质是使得消费者能够方便地在任何时间、任何地点，以任何方式购买到他们想要的产品和服务。渠道可以在某一区域创造出进入壁垒。

消费品的产业链大致也就是品牌营销——生产制造——渠道管理。品牌营销和渠道管理关键就在于更好地吸引消费者，而生产制造这一环节可以获得竞争优势的地方就在于规模经济推动低成本或者是产品的差异化。但是国内的消费制造公司极难在技术和创意上赋予产品差异化的特征，所以更多地是集中在低成本代工上，没有竞争优势，但如果公司管理层能够锐意进取地拓展公司的产业链，就有可能取得品牌和渠道上的竞争优势。

例如新股嘉麟杰是国内少数专业从事户外运动功能型面料及成衣生产的企业，主营包括起绒类、纬编羊毛类和运动型功能面料。所处的户外运动服装是服装行业增速最快的子行业，公司产品在高端户外运动市场有绝对领先地位，尤其是纬编羊毛和起绒面料是最早推出纯羊毛户外运动品牌的 Icebreaker 全球唯一批量供应商和 Polartec 除美国本土外唯一供应商，这一领先地位来源于其技术优势。但比较同为户外运动服装行业的探路者，拥有品牌和渠道的探路者净资产收益率要比嘉麟杰高出许多。

图 1 嘉麟杰净资产收益率明显低于探路者



所以，现在嘉麟杰也开始由传统制造企业转向自有品牌的内销渠道建设，自有品牌 Korceus 已有日本 4 家店，预计今年可以在国内开到 15 家店面，明年开 80 家，全部采用直营模式。

同样拥有品牌和营销渠道的家纺行业上市公司，以罗莱家纺为例，净资产收益率也在 30% 以上，而纺织行业的净资产收益率却在 20% 以下。所以，品牌和渠道是消费品行业最重要的生命线。

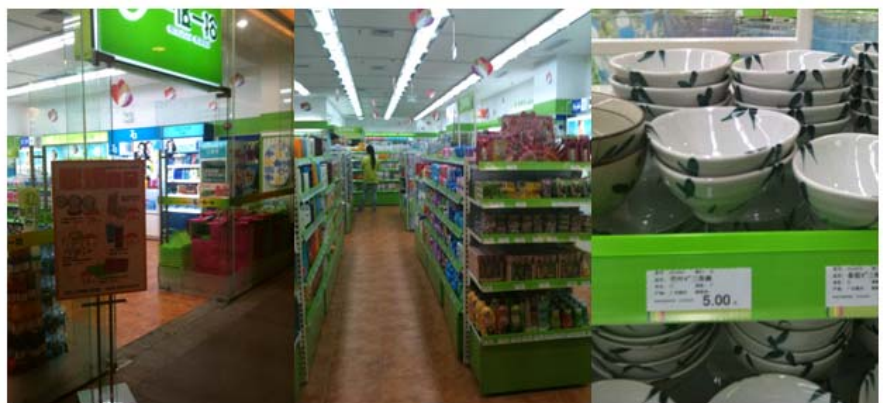
但也不是想抓住生命线，获得竞争优势就能成功的，08 年一批出口企业想在国内做品牌和渠道纷纷失败，落得倒闭的下场。曾经辉煌的春兰空调在 97 年建立星威连锁店，导致渠道混乱，最后导致经销商甚至专卖店倒戈，现在只剩下 st 春兰了。

所以，从消费制造向消费服务转型是一个带刺的玫瑰，看起来很好，因为有生存者偏差，但其中蕴含着风险。我们认为成功的关键在于费舍所说的“幸运且能干”。下面我们就分析冠福家用和宜华木业是不是即能干又幸运。

冠福家用原有业务主营陶瓷、竹木、玻璃等家具用品。是国内中高档日用陶瓷行业的龙头企业之一。08 年开始了产业转型的第一步，开了第一家“一伍一拾”连锁。公司想转型做类似于屈臣氏的家居用品连锁经营店，目前已有门店 50 家左右，大部分集中于上海及周边地区，定位为时尚年轻的人群，与屈臣氏的定位相似。

通过我们在“一伍一拾”店面实地考察的感受，销售商品以家居，生活用品为主占 60-70%，附带一些低端个人护理产品和休闲食品。我们认为从行业来看，家居，生活用品属于消费升级，将充分受益于未来城镇化建设所带来的新增城市人口增加。

图 2 一伍一拾



作为和公司业态形式十分相近的屈臣氏 10 年在上海计划将开 40 家左右门店，这较之公司增发项目之后在上海的布局，我们将发现“一伍一拾”的出现频率将不亚于亚洲最大的个人用品连锁。上海久光百货超市与其类似，但所销售的进口日用消费品但价格大约是其 5-10 倍左右。而“一伍一拾”与屈臣氏是错位竞争，屈臣氏定位在个人护理用品，我们看到无论在欧洲还是北美，类似于 WalGreen、CVS、Boots 这样的全国性连锁医药+个人护理+日用消费品连锁店是十分普遍的业态而中国除了屈臣氏比较接近此业态，而医药，护理和日用还处在分立存在的阶段，而其中医药，护理品的

竞争已经很激烈，而日用品相对竞争较小。从 4P 理论具体分析：

Price（产品定价）：目前的商品定价为 5、10、15 和 20 等，大部分在 15 和 20；这对应年轻时尚人群，学生和租房者是有很大吸引力。而公司销售商品的定价在一线城市中是具有竞争力的。我们在实体店内随机采访了几位正在购物的消费者，包括年轻白领和退休人员，均表示虽然不熟悉此品牌连锁店，但对公司的定价和销售商品的接受度十分肯定。

Product（产品）：实地调研公司门店，我们认为公司产品与宜家、特力屋这样的家具产品大卖场和大型商超是错位竞争的。特力屋、宜家家居这样的卖场应对应更有消费能力的人。特力屋和宜家的定价基本在类似公司产品定价的 5-10 倍，他们所对应的消费人群应是更有消费能力的有房一族，较之公司产品，似乎更为考究，耐用。但较之家乐福、沃尔玛超市这样的低价超市来看设计更为人性化，品质更高一些。同时由于不论是大型家具和商超，由于其规模原因，“一伍一拾”架上商品的易得性也是大大超过他们。我们在调研其门店时也碰巧看到店长对货物摆放对店员进行详细培训，可见公司对运营管理的重视。

Place（地点）：“一伍一拾”所选地点多在交通便捷，人流量大的交通枢纽和核心商圈，一方面捕捉大人流量，同时占据核心位置，抬高竞争对手竞争壁垒。同时我们认为公司采用便利店模式，采用闪电布局模式，迅速出现在对应人群休闲或是出行必经之地，降低消费者搜索成本。公司此次增发募投项目预计投资 2 亿 5 千多万，如果按照一家 200 平米的门店开办费在 250 万左右，如增发成功则预计将在 1-2 年内迅速扩张 100 家门店。我们认为公司对选址基本上是得当的，并且是果断的。这给后进入者提高了不少壁垒。与屈臣氏贴身战略，我们认为具有战略眼光的。

Promotion：公司的产品都是一些比较人性化的小物件，从日韩学来的，所以相较于传统的家居用品，比较实用时尚，具备一定的差异化特性，比较受到年轻女性的欢迎。同时通常促销手段例如：特定打折商品，网络消费促销等手段也均被采用，公司网购网站 www.1510.com.cn 目前已经建设完工，对公司品牌宣传与实体店互相映衬互为加强。

据悉目前在上海的门店，新开门店的首日营业额大都能达到 3W，有些位置好的甚至能达到 8W，平均日销售额在 1-1.2W 之间，比较好的门店有 1.5-2W，面积大概都是 200 多平米的。我们在其一家人气度一般的浦东一商业中心的新开 3 个月的门店在下午 4 点左右人流（10 人左右）应是低谷时期观察发现店内人数已是此中心人气度最高的一家门店。与店员交流，我们得到的信息是次门店日销大约是每日 6-7 千元，而 10% 左右日子可以超过万元日销。我们认为对应一个开业 3 月的新门店已经十分可观。

据公司新开的门店计划，新门店都在 500 平米左右，租金价格有 2 种方式：1）固定的 3.5-4 元/平米/天；2）8%-12% 的扣点。一个 500 平米左右的门店开办费用（房租、装修、押金和铺底的费用）大约在 200W 左右，按照 500 平米门店和略高于便利店的 20% 的毛利来看，日销需要达到 1.7w 才能盈利，我们认为这个目标从我们现场观察的情况来看通过一段时间的培育期是符合逻辑的。

此外，公司在青浦徐泾镇拥有 110 亩工业用地及 11 万平米厂房，位置优越，板块为大虹桥概念，紧邻徐泾别墅区，未来可能被拆迁。该部分工业用地

获取时间较早，账面成本极低，我们预计土地及厂房重估值约 6-7 亿元。

我们认为公司的核心竞争力就在于抢占核心商业地点，区分于综超的日用品竞争，与店铺周围的休闲品牌互补。在本地市场从 08 年开始探索学习日韩的时尚和人性化的家居用品而非类似于电子产品这样完全标准化无差异性的产品连锁来看具有更高的成功率和品牌效应。同时利用先发优势开出一定数量的门店，利用合理的价格吸引高人流量，在初期开出门店开始盈利时采取大投入，迅速扩展战略迅速提高行业进入门槛是此逻辑的核心。

从现在“一伍一拾”团队构成来看，许多高管拥有家居零售业的成功经验，而从冠福家用过往历史来看，具有成功地品牌和渠道建设经验，从“五天分销”开始，公司就将产业链拓展到家居用品的分销，现在的“一伍一拾”是向家居零售业的延伸。五天实业 08 年净利润同比增长了 46%，但 09 年净利润下滑主要是拓展“一伍一拾”终端所致。

如果按 11 年底开出 200 家门店来看，将会新增 10 亿以上营收，也就是在目前基础上翻番。而假设净利率为 5%，则此业务净利为 5 千万，加上原有业务大约 2 千万的收入，对应目前市值 21 亿为 30X。我们认为公司计划到 15 年开 1000 家门店，外延式增长比较确定，我们认为 30X 估值没有考虑其快速发展溢价，同时也未考虑公司拥有的产业园区的重估值。我们给与 11 年 45X 估值加上重估价值，目标价为 21.6 元/股。

我们观察到由于新开门店需要一定时间的培育期。如果按我们的假设在新开门店大约 6-12 个月后开始超越 1.75-2W 的盈利线后开始盈利，则公司在快速扩张的一年内对公司的盈利会造成比较大的压力，在第一年内不但没有业绩的大幅增长而甚至造成不增长或是负增长让投资者失去信心。所以，暂时加入卫星股票池。

宜华木业是中国生产木制家具、实木地板和实木复合地板的龙头。其中以木制家具业务占比居高，09 年收入占比接近 90%，产品 99% 用于出口，70% 针对美国市场。目前公司拥有汕头澄海总部、宜华木业城、梅州汇胜、汕头濠江、广州南沙五大工厂，总占地面积为 817,770.17 m² (约 1,226.66 亩)，2010 年募投项目完全投产后公司的总产能将达到年产实木家具 100 万套、实木门窗 10 万套、木地板 380 万 m²。

我们注意到公司在 2007 年年报中已经介绍了加大国内市场开发力度，并且在汕头开设体验馆。公司前期披露的 2010 年中报中看到了内销的增长的主要动力：今年三月份广州宜华家居体验馆开张，主要销售卧室、酒店及办公家具；实现收入 1367.85 万元，占上半年内销收入 4343 万元比重的 30% 左右，这是一个可喜的信号。虽然外销收入的基数相当高，但在体验馆开张后，内销收入的增长开始加速，从绝对数值上，内销收入的增量也不输外销收入，我们认为公司在巩固出口市场稳定增长的同时，内销产品在 2-3 年后也有望成为公司业绩的主要增长点。

此次公司计划非公开发行不超过 1.3 亿股，募集资金 84991 万元，在主要一、二线城市建立 14 家体验馆。以解决产能释放后的市场拓展，以及对海外市场的过度依赖性。体验中心计划覆盖全国七大区域：华南、华北、华东、华中、东北、西南、西北，选择 16 个城市——广州、汕头、深圳、北京、香河、天津、上海、苏州、武汉、郑州、沈阳、大连、重庆、成都、西安、乌鲁木齐。其中，规划 11 个 5,000-7,000 m² 体验中心和 5 个

2000-3000 m²体验中心，在各区域中形成主辅配合。

家具制造公司受益于国内销售渠道的快速发展是有较为成功的先例的。美克股份在国内市场开拓时间更早。观察公司开展国内渠道初期营收变化：2007 年度，美克股份国内营业收入 6.04 亿元，比上年增加 71%，而国外营业收入为 13.84 亿元，比上年减少 1.26%。美克股份国内营业收入主要源于家具零售业的发展，2007 年实现销售收入 5.90 亿元，较上年增长 71%。而近年来零售业务和出口业务的营收已基本接近。同时我们看到美克的国内零售业务较之出口业务有明显的毛利优势，并且出口业务受到北美及欧洲经济周期影响较为明显，而国内零售业务增速一直持续快速增长。2010 年中报零售家具业务同比增长 28.3%。而出口业务增长为 15.4%，美克的业绩增长重心已经成功转移至零售业务。

	2010 中报	2009 年报	2009 中报
零售商品营收(元)	453,583,617.60	831,343,246.05	353,612,259.46
零售商品成本(元)	175,691,827.08	340,913,194.96	137,952,895.27
毛利率	61.3%	59.0%	61.0%
出口产品营收(元)	481,447,549.86	852,191,916.22	417,155,591.50
出口产品成本(元)	389,912,522.91	668,758,053.09	337,601,566.33
毛利率	19.0%	21.5%	19.1%

但我们也看到美克股份内销上的发力并未使收益率更高，净资产收益率在 5% 以下，较高的毛利被更高的营业费用与管理费用侵蚀殆尽。美克股份奇高的管理费用率一直如此，在 03 年创办美克美家之前就是 10% 左右，但销售费用率是逐年上升，从 02 年的 6% 上升到 09 年的 20%，这和零售线比重上升有关。

我们认为国内家居消费市场需求旺盛，市场空间广阔，建立国内销售渠道，提升品牌知名度和美誉度，可以直接规避北美市场的制肘，同时零售业务毛利明显高于生产业务出口业务，公司实现从制造到渠道销售的转变可以有效提高公司整体盈利水平。同时公司已经运营汕头体验馆两年多，并成功复制到广州并在 10 年上半年获得不错表现，我们对公司加快扩张速度十分期待。另外公司 10 年开始之前新增产能正式投入使用总产能可以达到年产实木家具 100 万套，实木门窗 10 万套，木地板 380 万平米，公司测算当全面产能投产后可以新增产值 27.8 亿元，考虑机器，人员配合等因素，我们保守估计新增产值为全部开工的 1/3 即 9.2 亿我们预测出口业务 10 年营收在 30.7 亿左右，同比增长 31%，而 11 年新增产能可以充分释放，预计营收可达到 45 亿左右，毛利水平下半年到 11 年持续回升到 26.5% 及 28%。期间费用率将随营销网络的扩张有所提高，净利润分别为 4 亿和 5.2 亿元对应目前市值仅为 10 年的 18x 和 11 年的 13.8x 具有一定的安全边际。我们将其加入卫星组合。

截止 2010.9.17 收盘，我们的虚拟帐户持仓状况如下：（单位：元，%，万股，万元）

配置类型	首次买入日期	股票代码	股票名称	平均成本	当前价格	收益率	持仓股数	持仓市值	买入成本	分红收益
------	--------	------	------	------	------	-----	------	------	------	------

核心	2010/5/7	600778	友好集团	10.84	15.44	42.4%	80	1235	867	0.0
核心	2010/5/20	002024	苏宁电器	11.77	14.64	24.4%	200	2928	2354	
核心	2010/5/20	300074	华平股份	70.83	69.05	-4.4%	55	3960	3895	0
核心	2010/5/28	600125	铁龙物流	14.99	12.37	-17.5%	100	1237	1499	0
核心	2010/5/28	002042	华孚色纺	22.30	23.30	4.5%	80	1864	1784	0
核心	2010/5/28	000829	天音控股	14.01	16.51	17.8%	70	1156	981	0
核心	2010/6/4	600276	恒瑞医药	37.43	48.14	28.6%	40	1926	1497	0
核心	2010/6/25	000869	张裕 A	79.40	106.00	35.0%	5	530	397	6
核心	2010/7/2	600827	友谊股份	15.48	16.88	10.3%	60	1013	929	12
核心	2010/7/16	600765	中航重机	11.73	18.00	53.5%	200	3600	2346	0
核心	2010/7/23	600068	葛洲坝	8.73	8.90	1.9%	400	3560	3492	0
核心	2010/8/27	600863	内蒙华电	8.65	8.09	-6.5%	250	2023	2163	0
核心	2010/9/3	000063	中兴通讯	25.50	28.02	9.9%	50	1314	1275	0
核心	2010/9/3	600498	烽火通信	34.45	35.59	3.3%	50	1673	1722	0
核心	2010/9/3	600522	中天科技	23.87	24.18	1.3%	50	1180	1193	0
卫星	2010/5/14	600267	海正药业	24.38	40.45	65.9%	50	2023	1219	0
卫星	2010/5/14	000790	华神集团	13.03	17.58	34.9%	100	1758	1303	0
卫星	2010/6/4	600521	华海药业	13.00	19.42	49.4%	60	1165	780	0
卫星	2010/6/18	002163	中航三鑫	12.64	16.48	30.4%	50	824	632	0
卫星	2010/6/25	002326	永太科技	52.60	55.56	6.2%	10	556	526	3
卫星	2010/6/25	600360	华微电子	7.82	8.34	7.3%	60	500	469	3
卫星	2010/6/25	002184	海得控制	13.83	13.41	-2.7%	40	536	553	2
卫星	2010/6/25	600553	太行水泥	10.16	11.74	15.6%	100	1174	1016	0
卫星	2010/8/6	000978	桂林旅游	11.33	12.22	7.9%	80	978	906	0
卫星	2010/8/20	300043	星辉车模	44.83	29.24	-2%	9	263	269	0
卫星	2010/8/20	300086	康芝药业	58.19	68.79	18.2%	6	413	349	0
卫星	2010/8/20	000915	山大华特	13.48	15.62	15.9%	30	469	404	0
卫星	2010/9/3	002089	新海宜	20.52	20.90	1.9%	50	1019	1026	0
卫星	2010/9/3	002313	日海通讯	43.03	43.35	0.8%	25	1027	1076	0
卫星	2010/9/3	002281	光迅科技	35.71	36.20	1.4%	10	350	357	0

本周调入冠福家用和宜华木业，买入价格为上周五均价，卖出内蒙华电、星辉车模、铁龙物流。

调整后股票池如下:

配置类型	操作类型	首次买入日期	股票代码	股票名称	平均成本	当前价格	收益率	持仓股数	持仓市值	买入成本	分红收益
核心	维持	2010/5/7	600778	友好集团	10.84	15.44	42.4%	80	1235	867	0.0
核心	维持	2010/5/20	002024	苏宁电器	11.77	14.64	24.4%	200	2928	2354	
核心	维持	2010/5/20	300074	华平股份	70.83	69.05	-4.4%	55	3960	3895	0
核心	维持	2010/5/28	002042	华孚色纺	22.30	23.30	4.5%	80	1864	1784	0
核心	维持	2010/5/28	000829	天音控股	14.01	16.51	17.8%	70	1156	981	0
核心	维持	2010/6/4	600276	恒瑞医药	37.43	48.14	28.6%	40	1926	1497	0
核心	维持	2010/6/25	000869	张裕 A	79.40	106.00	35.0%	5	530	397	6
核心	维持	2010/7/2	600827	友谊股份	15.48	16.88	10.3%	60	1013	929	12
核心	维持	2010/7/16	600765	中航重机	11.73	18.00	53.5%	200	3600	2346	0

核心	维持	2010/7/23	600068	葛洲坝	8.73	8.90	1.9%	400	3560	3492	0
核心	维持	2010/9/3	000063	中兴通讯	25.50	28.02	9.9%	50	1314	1275	0
核心	维持	2010/9/3	600498	烽火通信	34.45	35.59	3.3%	50	1673	1722	0
核心	维持	2010/9/3	600522	中天科技	23.87	24.18	1.3%	50	1180	1193	0
卫星	维持	2010/5/14	600267	海正药业	24.38	40.45	65.9%	50	2023	1219	0
卫星	维持	2010/5/14	000790	华神集团	13.03	17.58	34.9%	100	1758	1303	0
卫星	维持	2010/6/4	600521	华海药业	13.00	19.42	49.4%	60	1165	780	0
卫星	维持	2010/6/18	002163	中航三鑫	12.64	16.48	30.4%	50	824	632	0
卫星	维持	2010/6/25	002326	永太科技	52.60	55.56	6.2%	10	556	526	3
卫星	维持	2010/6/25	600360	华微电子	7.82	8.34	7.3%	60	500	469	3
卫星	维持	2010/6/25	002184	海得控制	13.83	13.41	-2.7%	40	536	553	2
卫星	维持	2010/6/25	600553	太行水泥	10.16	11.74	15.6%	100	1174	1016	0
卫星	维持	2010/8/6	000978	桂林旅游	11.33	12.22	7.9%	80	978	906	0
卫星	维持	2010/8/20	300086	康芝药业	58.19	68.79	18.2%	6	413	349	0
卫星	维持	2010/8/20	000915	山大华特	13.48	15.62	15.9%	30	469	404	0
卫星	维持	2010/9/3	002089	新海宜	20.52	20.90	1.9%	50	1019	1026	0
卫星	维持	2010/9/3	002313	日海通讯	43.03	43.35	0.8%	25	1027	1076	0
卫星	维持	2010/9/3	002281	光迅科技	35.71	36.20	1.4%	10	350	357	0
卫星	买入	2010/9/17	002102	冠福家用	12.81	12.68	1%	100	1281	12.81	0
卫星	买入	2010/9/17	600798	宜华木业	7.18	7.18	0%	200	1436	7.18	0

(账户总资产¥107383 万元, 其中持仓市值¥42595 万元, 现金¥64788 万元, 仓位 39.7%)

国泰君安策略产品系列

全球策略周报

SIGNAL in Noise

定位于洞察与辨别
影响全球资产配置
的主要变量



每日酷图

每日酷图

定位于从多种角度
观察宏观经济与市
场背景



A 股季度策略

定位于为 A 股市场
趋势、投资主题和行
业配置提供远见



A 股伐谋周刊

定位于寻找短期交
易性机会



策略专题系列

定位于宏观经济和
证券市场某一面的
最深度研究



行业配置月报

定位于详细连贯的
行业配置方法、线索
和方案



小盘股策略

定位于中小板和创
业板公司的成长发
现者



对话

定位于与行业研究
员一起探讨行业投
资真规则



分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		