

经济结构调整直接受益者

-2011年大消费板块投资策略

消费将是十二五期间拉动经济的最重要动力

《十二五规划建议》提出十二五期间主要目标为着眼提高经济社会发展质量，将致力于调整经济结构、居民收入较快增长，坚持扩大内需和消费需求。宏观经济稳定向好的背景下，消费市场将出现整体的消费升级和部分区域快速发展的格局。

影响消费的宏观因素

作为拉动 GDP 的三家马车之一，消费受整体经济增长状况和居民收入影响较大。社会消费品零售总额增长率与 GDP 正相关。消费受物价水平影响明显，在物价较为稳定的情况下，CPI 上涨初期，社会消费品零售总额同比增长。在 CPI 到达顶峰时，社会消费品零售总额受到明显抑制。

大消费板块的市场表现

以 2005 年 1 月 31 日作为基准日，传统消费板块市场表现整体体现了防御性特征，具体体现为初期弱于大市，中期跑赢大市，下跌初期相对抗跌，在后期表现为补跌；科技消费板块则部分呈现较强的进攻性，如计算机应用软件行业在 07-08 年初以外表现持续强于大市。

2009 年 8 月开始，市场在不确定性中寻找相对确定性，大消费板块持续表现强于上证综指。

从生命周期视角看大消费板块

在产品生命周期不同阶段，影响估值的驱动因素不同。

通过对相关行业业绩驱动因素分解分析，大消费板块驱动因素不同。如，食品饮料行业主要靠高销售净利率推动，行业内公司具有较高的成本转嫁能力；商业贸易行业作为渠道，资产运营效率和财务杠杆运用能力较强。

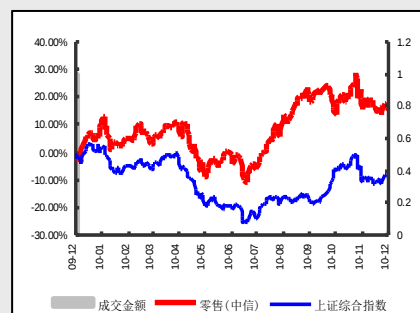
目前大消费板块估值已经包含了部分未来增长预期。在当前的估值下对大消费板块进行投资，需要寻找超预期的萌芽。短期内，建议寻找业绩驱动因素的积极变化。同时，中长期建议关注行业或公司更具战略意义的动态。

大消费板块投资策略

假设 2011 年到 2015 年 GDP 年增速在 9%，我们推算 2011 年至 2015 年，居民收入增速将由低十位数提升至中十位数。由于我国居民收入存在地区和城乡差异，因此，中西部和农村居民收

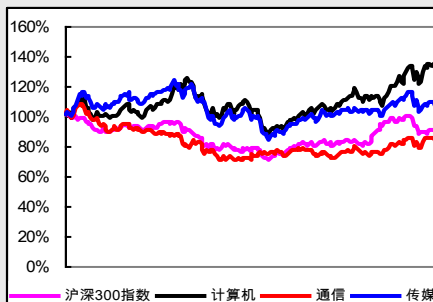
市场表现

截至 2010.12.17



市场表现

截至 2010.12.17



分析师 李振宇

执业证书号: S1490210030001

电话: 010-58568200

邮箱: lizhenyu@hrsec.com.cn

分析师 郑及游

执业证书号: S1490110040004

电话: 010-58568096

邮箱: zhengjiyou@hrsec.com.cn

入增速有望达到更高增速。

宏观上，预计 2011 年我国经济增长速度略低于 2010 年，GDP 实际增长 9.7%左右，总体上呈前低后高走势。CPI 同比增长 3.6%，趋势上呈前高后低走势。

在宏观层面景气的预期下，按照行业所处生命周期，我们梳理了目前值得关注的业绩驱动因素。结合目前的估值，我们建议选择成长性较明确或空间较大的公司。

TMT 消费领域：在扩内需、促消费、推 3G、信息化推动下，2011 年全国数字娱乐消费料迎来更快速增长，除 3G 用户爆发增长，推动手机游戏、视频、移动阅读、电子阅读市场的更快速增长外，物联网、云计算、卫星系统终端等的关键技术突破，也将推动应用在更大范围内铺开；同时，在三网融合、“三跨整合”背景下，传媒行业整合愈演愈烈，从而带来更多投资机会；给予该领域“看好”评级。

零售：2011 年整体经济呈现平稳增长，物价水平见顶回落。相关提振消费，特别是拉动收入增长的政策有望出台。基于我们所做的假设，我们预计在此背景下，零售行业的持续较快增长可期。中长期，我们给予行业“看好”评级。

食品饮料：居民收入的增加将提升对大众消费品的需求，食品饮料的需求弹性更大。物价的上涨最终会体现为终端产品价格的上涨。在行业成长性较为确定的情况下，食品饮料行业相对大盘的估值溢价回落可能是较好的介入机会。

纺织服装：品牌零售板块的价格转嫁能力较强，在国内消费稳定增长的预期下，板块业绩稳定增长。在行业推荐对品牌和渠道建设都比较成熟，具有较好成长能力的公司。

家用电器：在海外经济逐步复苏继续带动外销需求，同时国内 1、2 级市场的更新换代和 3、4 级市场的普及动力仍十足的大背景下，白色家电市场的前景依旧明朗；而对黑色家电领域，尽管库存积压料将导致该市场的整体价格走低，LED 电视替代的加速仍给相关厂商带来很大机会；LED 照明也将同时受惠全球 LED 产能增加和国内 LED 技术突破带来的成本下降；小家电市场则因更具消费品属性，将更受益居民收入水平提升。

酒店旅游：行业估值目前已经回归历史均值，受益消费升级和整体经济形势向好，看好行业的长期投资价值。

目录

前言	5
一、消费将是十二五期间拉动经济的最重要动力	5
1、建议提出主要目标着眼提高经济社会发展质量	5
2、坚持扩大内需战略，扩大消费需求	5
二、本文中大消费的定义及涵盖行业	6
1、消费的定义	6
2、本文中大消费所涉及行业	6
三、影响大消费的宏观因素	7
1、GDP 的三家马车之一	7
2、消费受整体经济增长和收入状况影响较大	8
四、大消费板块的视角	10
1、需求端的变化是决定消费的最根本因素	10
(1) 收入端存在城乡、地域差	10
(2) 改善需求和新增需求前景广阔	12
2、衡量大消费板块的视角	13
(1) 产品生命周期	13
(2) 影响估值的因素	14
五、大消费板块的市场表现	15
1、整体表现体现防御性	15
2、整体不确定情况下，防御性表现为进攻性	16
4、大消费板块的财务分析	17
5、从历史估值看现在估值信息量	18
六、大消费板块投资策略	19
1、十二五期间收入增长可期	19
2、具体行业选择和公司选择	21
3、影响大消费板块走势的宏观因素	22

图表目录

表格 1: 大消费板块涉及行业	7
表格 2: 消费、投资和净出口对 GDP 贡献率	8
表格 3: 社会消费品零售总额与 GDP 增长率正相关	8
表格 4: 社会消费品零售总额与 CPI 走势统计	9
表格 5: 社会消费品零售总额（剔除 CPI 后）与 CPI 走势统计	9
表格 6: 社会消费品零售总额与人均可支配收入统计	10
表格 7: 城镇居民人均可支配收入同比增长率	11
表格 8: 农村居民人均现金收入同比增长率	11
表格 9: 2009 年城镇各省市人均可支配收入	12
表格 10: 2007-2009 年城镇人均收入复合增长率排名	12
表格 11: 2007 年至今城乡人均收入增速差距缩小	13
表格 12: 2010 年 1-9 月份城乡社会消费零售额增速差异	13
表格 13: 产品生命周期	14
表格 14: 消费品二维分析图	15
表格 15: 大消费板块与上证综指比较	15
表格 16: 大消费板块表现统计	16
表格 17: 2009 年 8 月以来大消费板块相对表现	16
表格 18: 2007 年至 2010 年前三季度大消费板块收入增长率	17
表格 19: 2007 年至 2010 年前三季度大消费板块 ROE	17
表格 20: ROE 驱动分解分析	18
表格 21: 市盈率与增长率、ROE	18
表格 22: 2010-2012 净利润同比增长率	19
表格 23: 大消费板块市盈率与预期盈利增速	19
表格 24: 居民收入增速预测	20
表格 25: 居民收入增速与大消费板块收入增速对比	20
表格 26: 2007 年至今大消费板块市盈率	21
表格 27: 大消费板块市盈率相对上证综指溢价率	21

前言

十二五期间国内经济将以内需为主，最终体现为消费率提升和内需消费市场的活跃。与此配套，人均可支配收入以及相应社保、医疗等方面的新政出台又会进一步印证消费市场的进一步活跃。宏观经济稳定向好的背景下，消费市场将出现整体的消费升级和部分区域快速发展的格局。

虽然大消费板块整体上体现防御性特征，但如何在大消费板块持续较高景气的情况下寻找合适的投资标的，寻找支撑公司业绩的驱动因素就显得至关重要。我们对所属行业及公司业绩驱动因素的梳理，以期对相关行业公司投资有所帮助。

一、消费将是十二五期间拉动经济的最重要动力

10 月 18 日，中国共产党第十七届中央委员会第五次全体会议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十二个五年规划的建议》。建议指出，十二五期间，是全面建设小康社会的关键时期，是深化改革开放、加快转变经济发展方式的攻坚时期。经过全国人民共同努力奋斗，要使我们转变经济发展方式取得实质性进展，综合国力、国际竞争力、抵御风险能力显著提高，人民物质文化生活明显改善，全面建成小康社会的基础更加牢固。

1、建议提出主要目标着眼提高经济社会发展质量

综合考虑未来发展趋势和条件，今后 5 年经济社会发展的主要目标是：

—经济平稳较快发展。价格总水平基本稳定，就业持续增加，国际收支趋向基本平衡，经济增长质量和效益明显提高。

—经济结构战略性调整取得重大进展。居民消费率上升，服务业比重和城镇化水平提高，城乡区域发展的协调性增强。经济增长的科技含量提高，单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放大幅下降，主要污染物排放总量显著减少，生态环境质量明显改善。

—城乡居民收入普遍较快增加。努力实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步，低收入者收入明显增加，中等收入群体持续扩大，贫困人口显著减少，人民生活质量和水平不断提高。

—社会建设明显加强。覆盖城乡居民的基本公共服务体系逐步完善，全民受教育程度稳步提升，全民族思想道德素质、科学文化素质和健康素质不断提高。社会主义民主法制更加健全，人民权益得到切实保障。文化事业和文化产业加快发展。社会管理制度趋于完善，社会更加和谐稳定。

—改革开放不断深化。财税金融、要素价格、垄断行业等重要领域和关键环节改革取得明显进展，政府职能加快转变，政府公信力和行政效率进一步提高。对外开放广度和深度不断拓展，互利共赢开放格局进一步形成。

2、坚持扩大内需战略，扩大消费需求

坚持扩大内需特别是消费需求的战略，必须充分挖掘我国内需的巨大潜力，着力破解制约扩大内需的体制机

制障碍，加快形成消费、投资、出口协调拉动经济增长新局面。

建立扩大消费需求的长效机制。把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，进一步释放城乡居民消费潜力，逐步使我国国内市场总体规模位居世界前列。要积极稳妥推进城镇化，大力发展服务业和中小企业，增加就业创业机会。要完善收入分配制度，合理调整国民收入分配格局，着力提高城乡中低收入居民收入，增强居民消费能力。要增加政府支出用于改善民生和社会事业比重，扩大社会保障制度覆盖面，逐步完善基本公共服务体系，形成良好的居民消费预期。要加强市场流通体系建设，发展新型消费业态，拓展新兴服务消费，完善鼓励消费的政策，改善消费环境，保护消费者权益，积极促进消费结构升级。要合理引导消费行为，发展节能环保型消费品，倡导与我国国情相适应的文明、节约、绿色、低碳消费模式。

二、本文中大消费的定义及涵盖行业

1、消费的定义

消费是社会再生产过程中的一个重要环节，也是最终环节。是指利用社会产品来满足人们各种需要的过程。消费又分为生产消费和个人消费。前者指物质资料生产过程中的生产资料和生活劳动的使用和消耗。后者是指人们把生产出来的物质资料和精神产品用于满足个人生活需要的行为和过程。通常讲的消费，是指个人消费。

按照国家统计局对居民消费指出的划分，居民消费支出分别为：食品、衣着、居住、家庭设备用品与服务、交通通信、文教娱乐、医疗保健、金融保险服务以及杂项商品与服务支出。

2、本文中大消费所涉及的行业

消费定义比较宽泛，所涵盖行业众多，具体哪些行业应该纳入其中，很难有一个明确而统一的范围划定。从产业链的角度看，消费行业处于产业链的最下游，下游需求来自消费者，上游则是原材料或者产成品。按照尽量接近消费者这一量度，参考申万、中信行业分类，本文中大消费涵盖：计算机、通信、传媒、家用电器、食品饮料、纺织服装、商业贸易、餐饮旅游八个行业。

表格 1：大消费板块涉及行业

一级	二级
通信	电信运营 通信终端及配件 增值服务
家用电器	白色家电 黑色家电 小家电
食品饮料	食品加工 食品制造 饮料制造
纺织服装	纺织 服装
商业贸易	零售 贸易
餐饮旅游	餐饮 景点 酒店 旅游综合
计算机	PC 和服务服务器 专用 PC 设备 行业应用软件
传媒	平面媒体 广播电视 电影动画 互联网

数据来源：Wind、华融证券

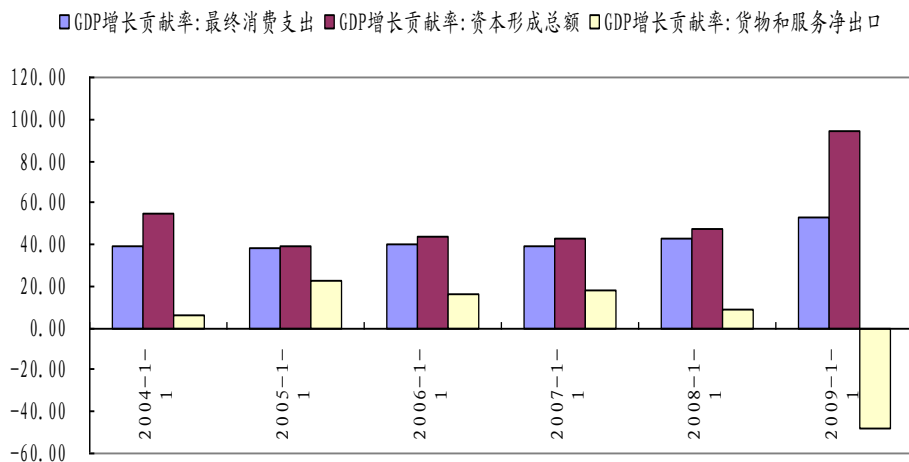
在三级分类上，有些子行业并不直接面对终端消费者。此外，有些子行业出口比重较大，受国外需求影响明显。本文的重点在国内需求的变化对消费的拉动，对外向型及产业链延伸这两个维度，涉及有限。

三、影响大消费的宏观因素

1、GDP 的三家马车之一

按支出法核算 GDP 由最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口构成。从对 GDP 的贡献率看，投资形成贡献率高于最终消费，尤其在 2009 年。在十二五期间，这种状况将得到改变，最终消费的贡献率将进一步提高，从而与投资的贡献率更协调。

表格 2：消费、投资和净出口对 GDP 贡献率

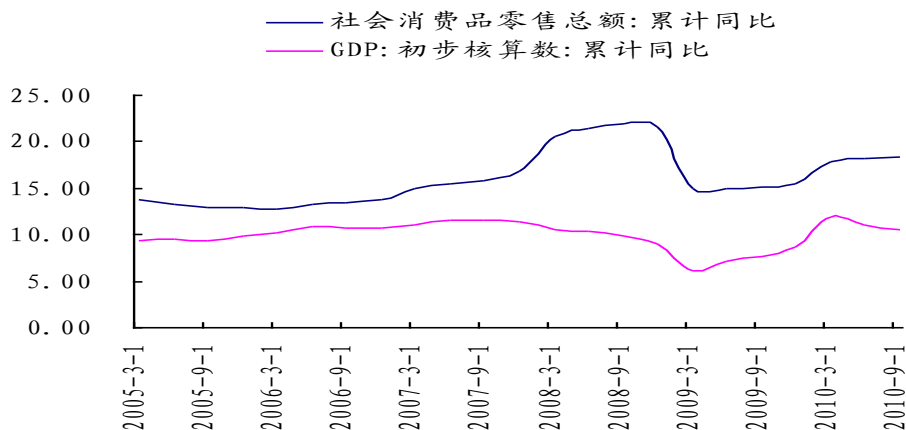


数据来源：Wind、华融证券

2、消费受整体经济增长和收入状况影响较大

消费受整体经济运行影响明显。经统计 2005 年至 2010 年 9 月 GDP 和社会消费品零售总额累计同比增长率数据，两者具有明显正相关关系。

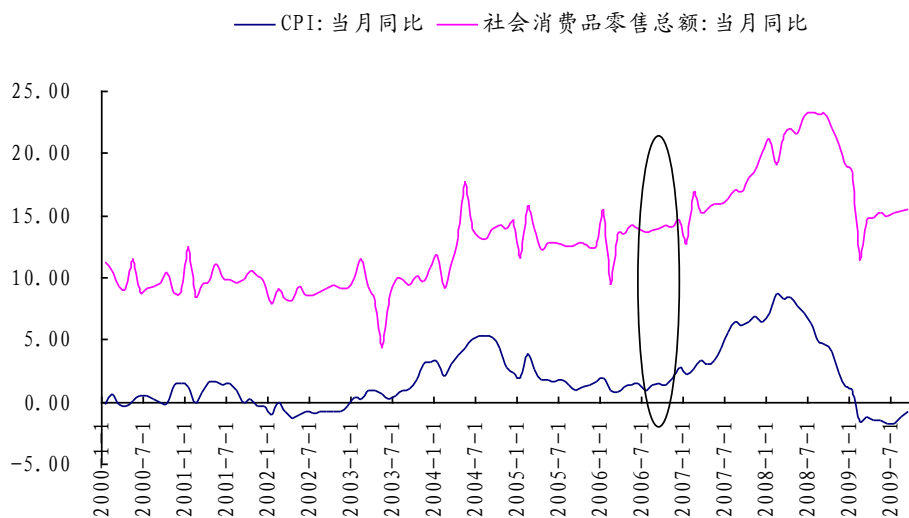
表格 3：社会消费品零售总额与 GDP 增长率正相关



数据来源：Wind、华融证券

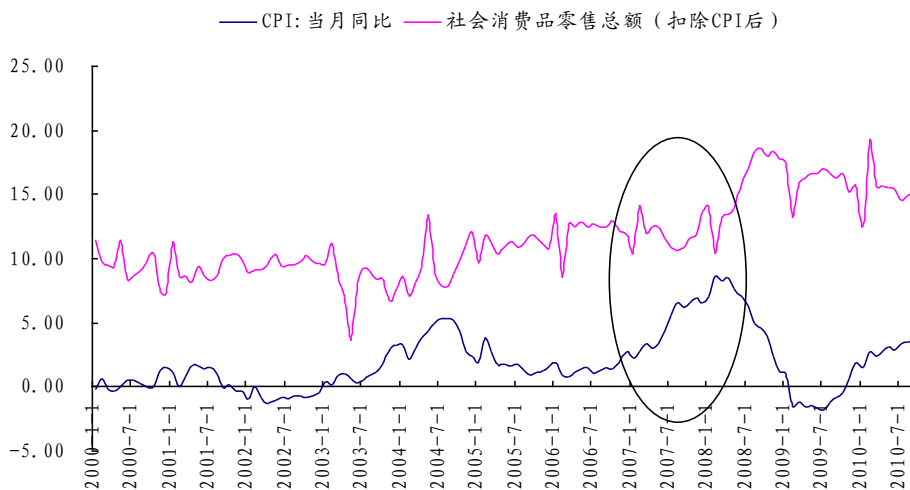
消费受物价水平影响明显，在物价较为稳定的情况下，CPI 上涨初期，社会消费品零售总额同比增长。在 CPI 到达顶峰时，社会消费品零售总额受到明显抑制。在剔除 CPI 影响后，上述情况依然存在。

表格 4：社会消费品零售总额与 CPI 走势统计



数据来源：Wind、华融证券

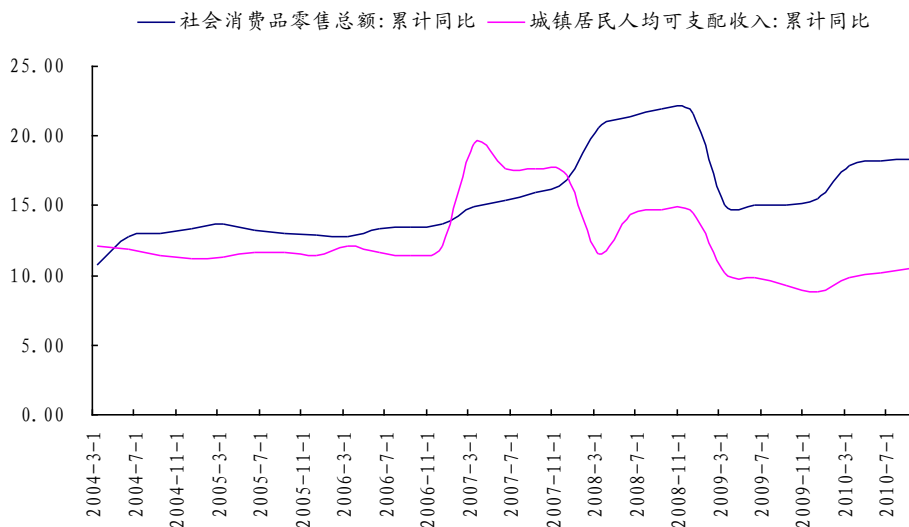
表格 5：社会消费品零售总额（剔除 CPI 后）与 CPI 走势统计



数据来源：Wind、华融证券

消费受收入水平影响明显。通过统计发现，收入增长率提升后，社会消费品零售总额增速加快。收入增长率下降后，社会消费品零售总额增长率也出现波动。

表格 6：社会消费品零售总额与人均可支配收入统计



数据来源：Wind、华融证券

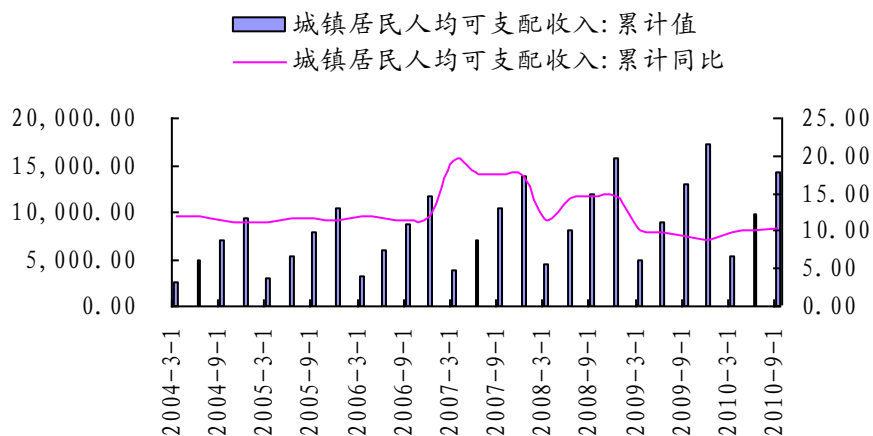
四、大消费板块的视角

1、需求端的变化是决定消费的最根本因素

(1) 收入端存在城乡、地域差

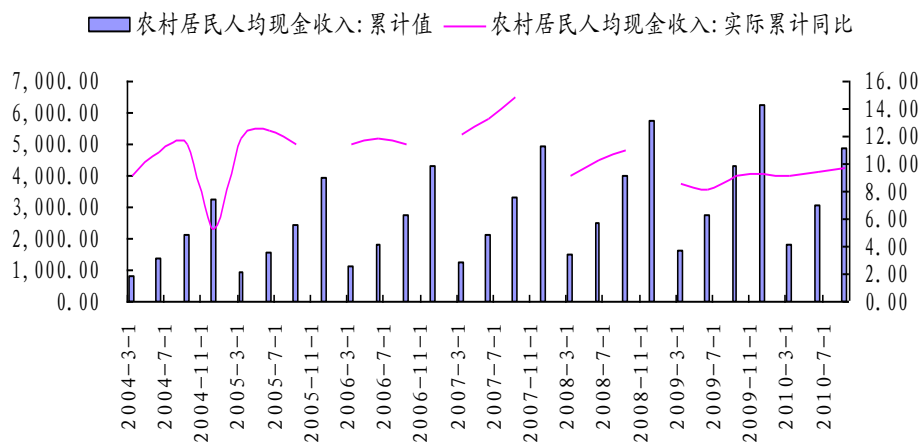
大消费板块基本处于产业链的末端，下游需求的变化决定了具体产品的发展以及更新换代。全国情况看，2009 年末城镇居民人均可支配收入 17174 元，同比增长 8.8%，农村居民人均现金收入 6270 元，同比增长 9.3%。从绝对的水平看，农村收入仅为城镇居民的 36%，农村居民收入的增加将增加其对消费品的需求，而其中有些消费品在城市的保有率已经较高。另一方面，城镇居民收入的提高也促进新的需求产生。

表格 7：城镇居民人均可支配收入同比增长率



数据来源：Wind、华融证券

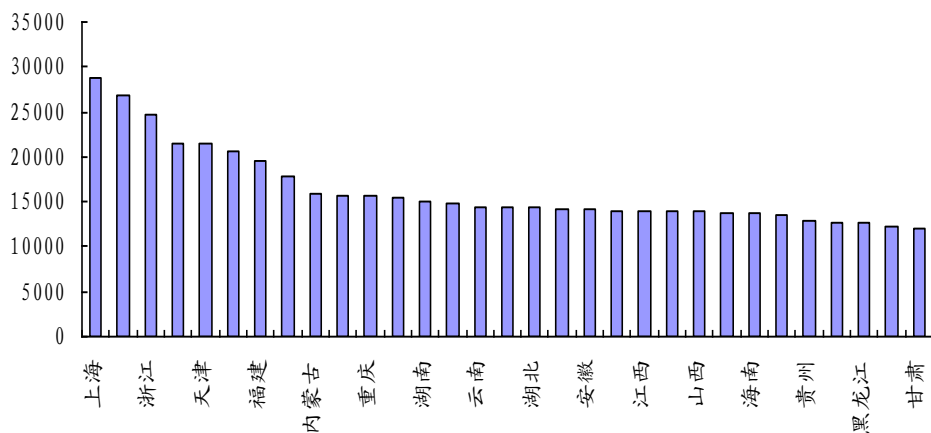
表格 8：农村居民人均现金收入同比增长率



数据来源：Wind、华融证券

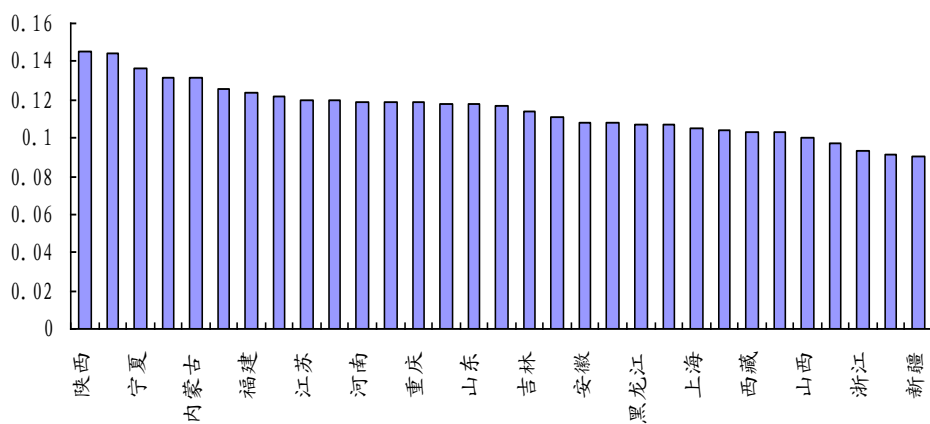
全国范围内，城镇人均可支配收入差距也比较大。2009 年排名前五位省市分别为上海、北京、浙江、广东和天津，人均可支配收入均超过 2.1 万元。而排名后 5 位的省份，人均可支配收入不足 1.3 万元。按照 2007-2009 年的复合增长率，陕西、宁夏、内蒙和福建等省收入增长较快。

表格 9：2009 年城镇各省市人均可支配收入



数据来源：Wind、华融证券

表格 10：2007-2009 年城镇人均收入复合增长率排名

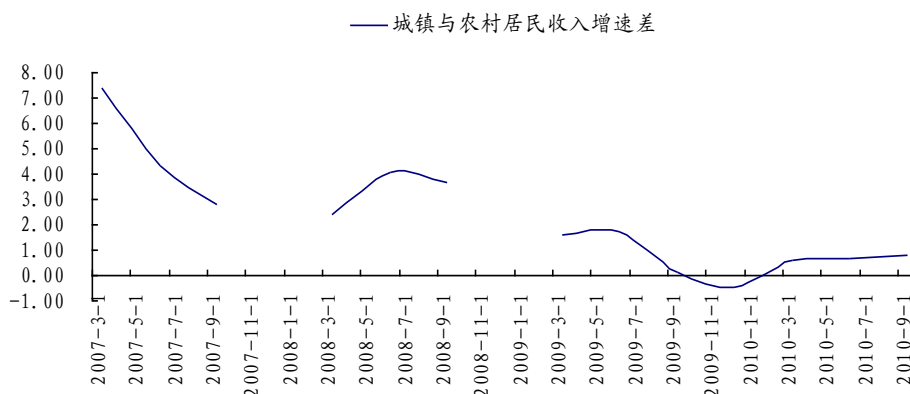


数据来源：Wind、华融证券

(2) 改善需求和新增需求前景广阔

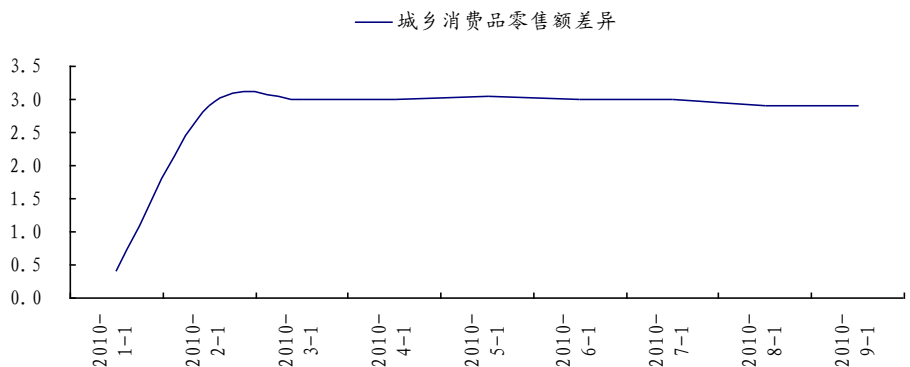
农村人均收入与城镇居民差距较大，未来提升空间较大。从 2007 年开始，城镇人均收入与农民人均收入增速差不断缩小。目前农村社会消费品零售总额增长仍慢于城镇，预计未来这种情况将会扭转。和城市相比，农村在诸如家电、服装等许多消费品上市场增长潜力巨大。

表格 11：2007 年至今城乡人均收入增速差距缩小



数据来源：Wind、华融证券

表格 12：2010 年 1-9 月份城乡社会消费品零售额增速差异



数据来源：Wind、华融证券

同样出台的区域振兴规划以及产业转移，中西部地区的社会消费品零售额复合增长率已经超过了东部地区。随着区域经济发展的进一步深化，预计这种趋势仍将持续。

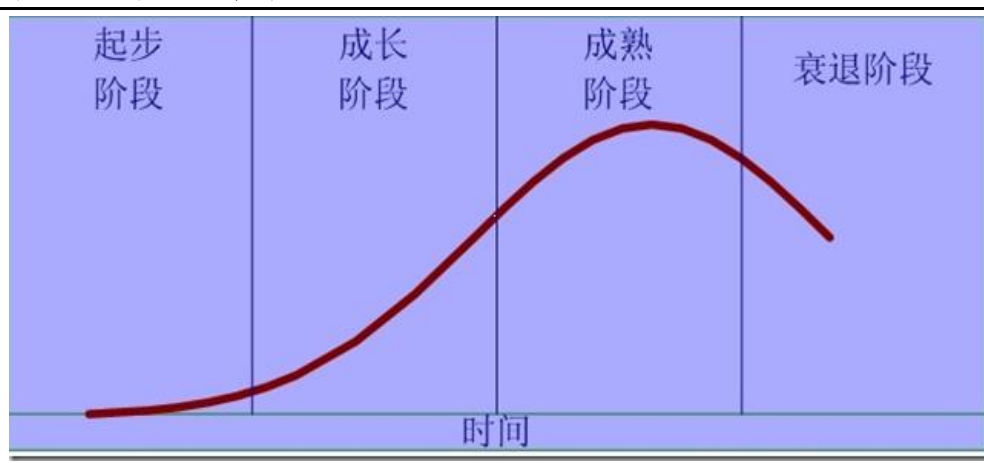
此外，全社会整体收入水平的提升，也将提升整体消费需求的升级。

2、衡量大消费板块的视角

(1) 产品生命周期

衡量消费板块的第一个维度是产品生命周期，无论产品是有形还是无形的，均会经历一个从起步、成长、到成熟最终衰退的阶段。有些产品通过升级或者改造，从而为新的发展打开空间。

表格 13：产品生命周期



数据来源：华融证券

（2）影响估值的因素

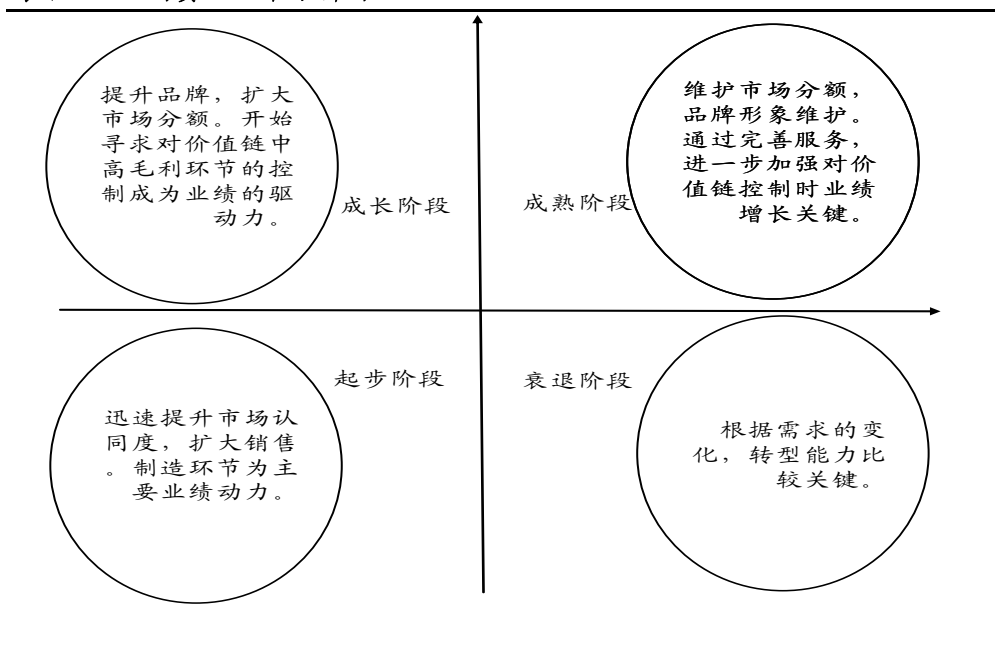
生命周期中不同的阶段，影响和驱动公司业绩的因素不同。同样以生产型公司为例：

在产品的起步阶段，市场竞争少，市场前景广阔。在这个阶段，提升产品的市场认同度，扩大销售较为关键。因此，在这一阶段，生产制造环节是价值链的着力点。资本市场对产能释放最为关注，生产制造环节毛利率较高，成为公司业绩驱动的最主要动力。

在产品成长阶段，市场竞争增加，产品毛利率下降。在这个阶段，进一步提升产品品牌，稳定或者扩大市场份额较关键。对价值链中壁垒高，毛利率高的环节的转移或者控制能力，决定了成长期产品的业绩动力。由于国内的制造业技术较好，或者技术进步较快，产品可能面临的竞争更为激烈，成长阶段可能时间短于预期，这样研发、渠道以及品牌等环节就显得更为重要。

产品成熟阶段，市场竞争格局趋于稳定。在这一阶段，市场份额基本稳定，通过完善服务，加强对渠道的控制和品牌形象维护及提升成为业绩增长的主要驱动力。

表格 14：消费品二维分析图



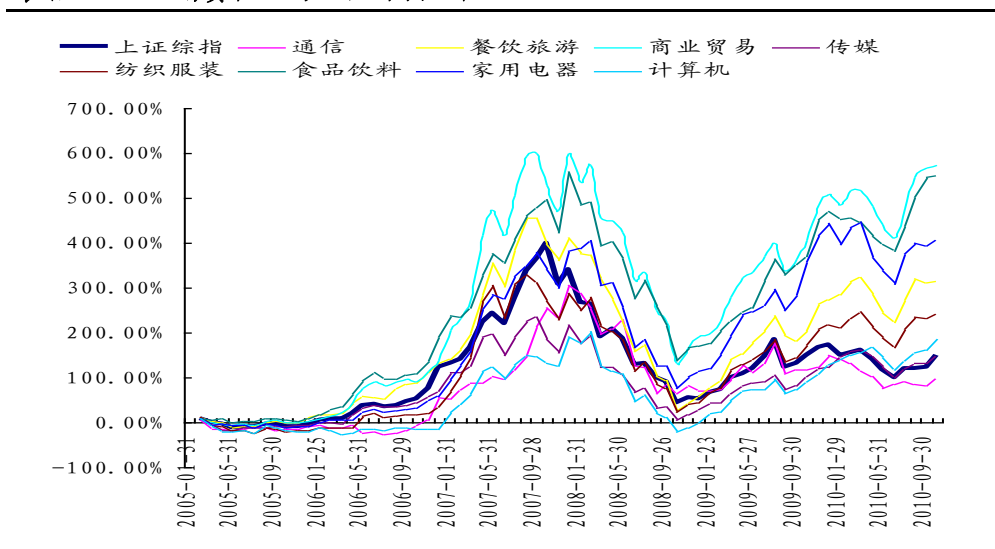
数据来源：华融证券

五、大消费板块的市场表现

1、整体表现体现防御性

以 2005 年 1 月 31 日作为基准日，商业贸易、食品饮料、纺织服装、餐饮旅游、家用电器、计算机表现强于上证综合指数。传媒走势与大盘走势相近，通信表现弱于上证综指。

表格 15：大消费板块与上证综指比较



数据来源：wind，华融证券

在上升初期，大消费板块走势弱于上证综指。在上升预期已经形成后，大消费板块开始跑赢上证综指。在乐观情绪进一步扩大时，大消费板块再次超越上证综指。在下跌初期，大消费板块相对抗跌，但在后期，则表现为补跌。

表格 16：大消费板块表现统计

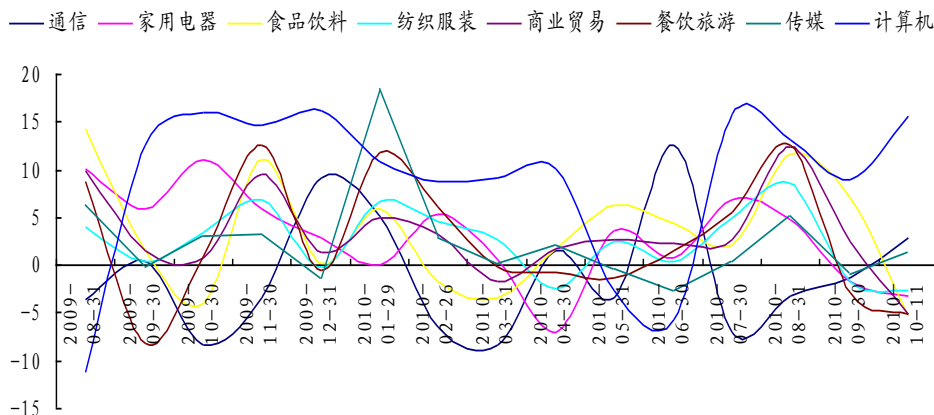
日期	上证综指	通信	食品饮料	商业贸易	传媒	纺织服装	食品饮料	家用电器	计算机	
2006-04-28	10.9%	5.6%	17.7%	10.7%	20.1%	1.1%	21.4%	0.0%	0.0%	在大盘稳步上升中，消费行业跑赢大盘
2006-05-31	14.0%	-16.5%	10.4%	22.5%	12.8%	30.7%	14.5%	14.0%	12.1%	
2006-12-29	27.4%	40.7%	10.4%	11.0%	7.6%	12.6%	22.2%	5.7%	0.0%	
2007-01-31	4.1%	-1.7%	4.7%	28.5%	23.2%	25.4%	15.4%	24.1%	41.9%	在乐观情绪进一步扩散时，超越大盘
2007-02-28	3.4%	13.9%	8.0%	8.5%	0.5%	20.1%	-0.9%	15.7%	16.6%	
2007-03-30	10.5%	7.6%	14.2%	12.2%	6.5%	21.7%	6.0%	14.4%	15.0%	
2007-04-30	20.6%	0.4%	28.1%	30.7%	24.2%	49.4%	20.6%	34.4%	31.1%	
2007-05-31	7.0%	7.4%	14.4%	10.9%	1.8%	9.5%	10.8%	9.5%	3.0%	
2008-08-29	-13.6%	-26.1%	-25.7%	-19.6%	-24.1%	-21.6%	-14.0%	-20.1%	-25.4%	防御品种补跌
2008-09-26	-4.7%	12.1%	-4.8%	-7.2%	2.5%	-5.1%	-12.1%	-0.7%	-7.2%	
2008-10-31	-24.6%	-11.0%	-34.0%	-27.9%	-21.7%	-29.1%	-24.6%	-22.2%	-29.7%	

数据来源：wind，华融证券

2、整体不确定情况下，防御性表现为进攻性

2008 年 10 月以来，4 万亿投资首先带动强周期品种上涨。2009 年 8 月开始，市场在不确定性中寻找相对确定性的大消费板块，大消费板块持续表现强于上证综指。

表格 17：2009 年 8 月以来大消费板块相对表现

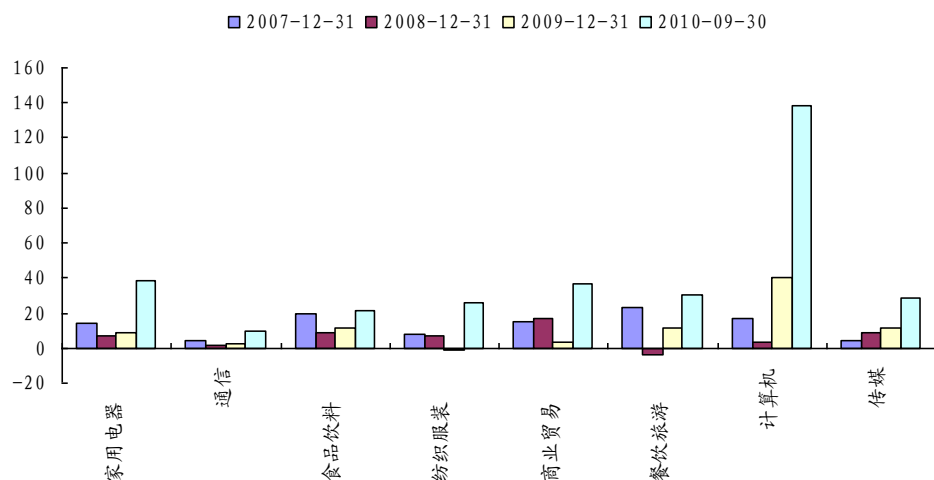


数据来源：wind，华融证券

4、大消费板块的财务分析

从大消费板块收入同比增长看，2008 年和 2009 年各行业均不同程度受金融危机影响，收入增速下滑。2010 年，在整体经济好转以及部分行业政策支持的背景下，各行业同比收入增长较快。

表格 18：2007 年至 2010 年前三季度大消费板块收入增长率

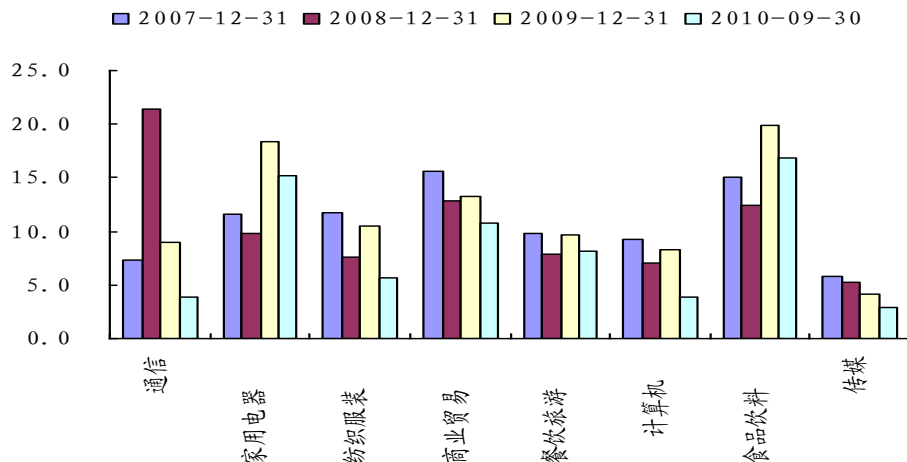


数据来源：wind, 华融证券

其中，家电 2010 年的高增长主要是家电下乡和以旧换新政策的推动作用。计算机 2009 年和 2010 年的高增长则受益于投资拉动。其他几个行业的增长率则主要体现了消费的内生增长。

从 ROE 看在上证综指中，大消费板块属于中等水平。其中，食品饮料、商业贸易、家用电器该指标相对较好。

表格 19：2007 年至 2010 年前三季度大消费板块 ROE



数据来源：wind, 华融证券

将 ROE 进行分解，各行业业绩驱动因素不同。食品饮料行业主要靠高销售净利率推动，行业内公司具有较

高的成本转嫁能力，预计这种优势仍可持续。商业贸易行业作为渠道，资产运营效率和财务杠杆运用能力较强。而出于投资期的传媒和通信行业未来盈利能力将获得提升。

表格 20：ROE 驱动分解分析

	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
通信	偏低		√	√
家用电器	中上		√	√
纺织服装	中等			√
商业贸易	中上		√	√
餐饮旅游	偏低	√		
计算机	中等	√		
食品饮料	中上	√	√	
传媒	偏低			√

数据来源：华融证券

5、从历史估值看现在估值信息量

结合 2007 年初至今市盈率（整体，TTM 法）均值和公司财务表现，家电行业复合增长率主要受家电下乡和以旧换新政策支持，政策具有实效性，因此估值较为保守。纺织服装行业主要受纺织类公司影响，估值和财务表现存在差异。餐饮旅游和信息服务估值中含有对未来增长的一定预期。

表格 21：市盈率与增长率、ROE

	平均市盈率	增长率	ROE
家用电器	28	16.6	中上
食品饮料	47	15.2	中上
纺织服装	33	9.6	中等
商业贸易	39	17.6	中上
餐饮旅游	50	14.6	偏低
通信	39	4.6	偏低
计算机	50	49	中等
传媒	60	13	偏低

数据来源：华融证券

选择 wind 中对大消费板块有覆盖个股的一致预测数据，通过比较各行业净利润增长率，目前市场对各行业的预期不同：

家电行业：受政策刺激目前估值较低，但对其未来增长较为谨慎；

食品饮料：净利润保持较高同比增长率；

纺织服装：2010 年整体盈利一般，预计未来两年增长逐步恢复；

商业贸易：同比保持较高增长；

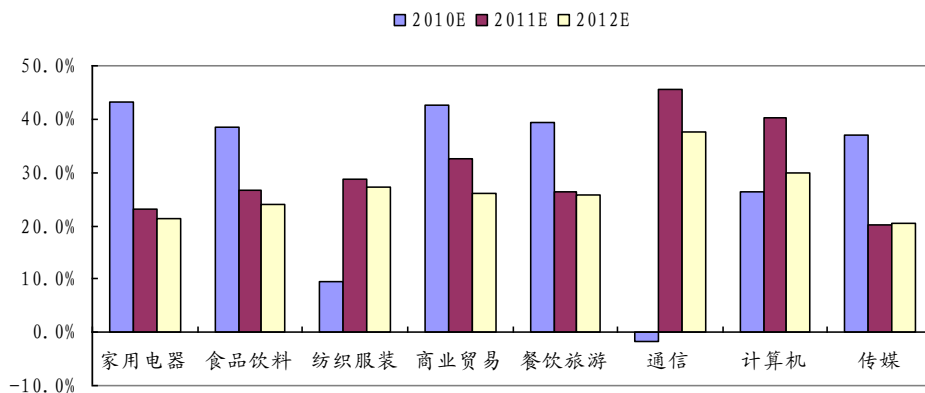
餐饮旅游：同比增长加速；

计算机： 将保持较高增长率；

通信： 通信设备和增值服务前景较好；

传媒： 对成长性和投资回报率改善具有一定预期。

表格 22：2010-2012 净利润同比增长率



数据来源：wind, 华融证券

表格 23：大消费板块市盈率与预期盈利增速

	当前市盈率	净利润增长率		
		2010E	2011E	2012E
家用电器	22.4	43.1%	23.0%	21.3%
食品饮料	39.5	38.5%	26.8%	24.1%
纺织服装	37.4	9.7%	28.7%	27.3%
商业贸易	37.8	42.7%	32.6%	26.2%
餐饮旅游	47.1	39.5%	26.4%	25.6%
通信	48	-1.6%	45.5%	37.7%
计算机	61	26.4%	40.1%	30.0%
传媒	52	36.9%	20.1%	20.3%

数据来源：wind, 华融证券

六、大消费板块投资策略

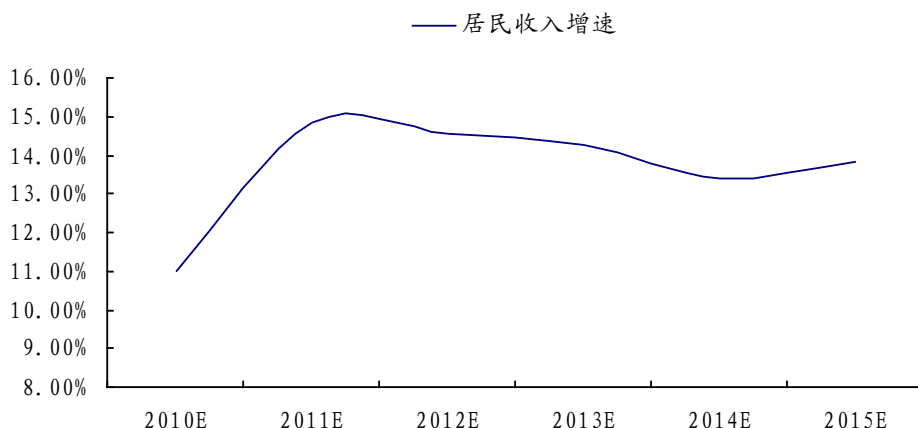
1、十二五期间收入增长可期

国家已经明确了十二五期间是我国经济结构调整的关键时期，而扩大内需是调整结构的立足点。因此，后续促进消费、扩大内需的政策将陆续出台。

逐步提高职工工资占要素收入的比重，提高劳动报酬占 GDP 的比重，预计 2012 年劳动者报酬占 GDP 比重达到 41.25%。按此增速 2015 年该比例预计将达到 45%。我们保守假设 2011 年到 2015 年 GDP 年增速在 9%，我们推算 2011 年至 2015 年，居民收入增速将由低十位数提升至中十位数。

由于我国居民收入存在地区和城乡差异，因此，中西部 and 农村居民收入增速有望达到更高增速。

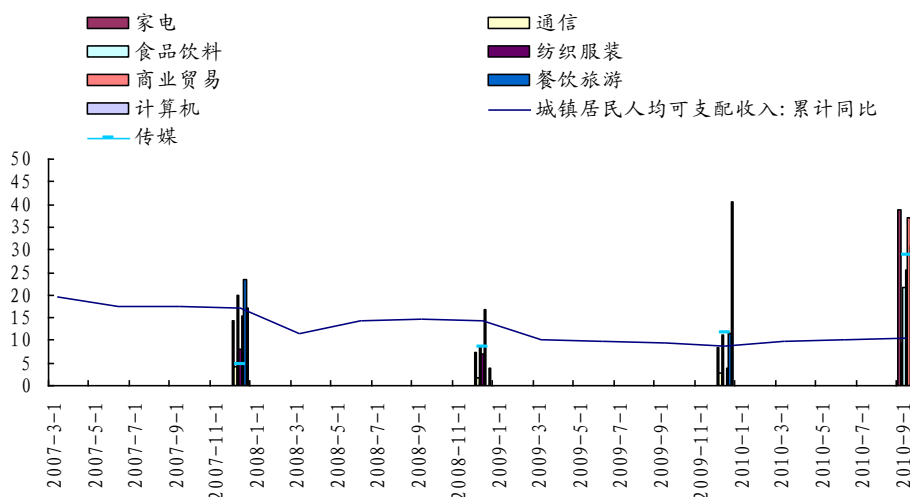
表格 24：居民收入增速预测



数据来源：wind, 华融证券

通过对比历史数据，在 2007 年城镇居民收入同比增长较快，对大消费板块收入拉动明显。2010 年大消费板块收入普遍增长迅速，一方面是政策支持，另一方面也由于 2008、2009 年基数较低。在一个稳定的收入增长预期下，我们认为，边际消费倾向也会提高，从而带动收入增速进一步提高。

表格 25：居民收入增速与大消费板块收入增速对比



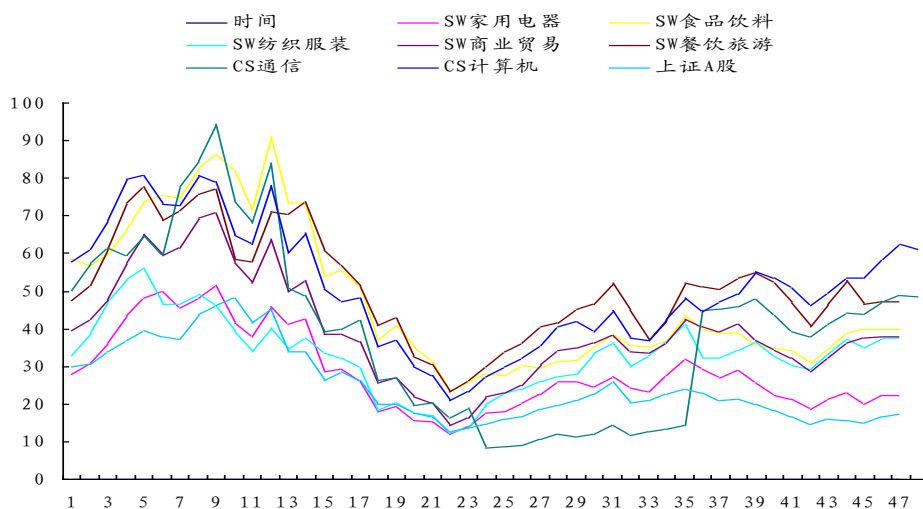
数据来源：wind, 华融证券

以 wind 市盈率统计 (TTM, 整体法)，从 2007 年初至今，家用电器、食品饮料、纺织服装、商业贸易、餐饮旅游、通信、计算机和传媒行业平均市盈率均值分别 28、47、33、39、50、39、50 和 60 倍。2010 年 11 月 1 日

各行业估值分别相当于均值的 79%、84%、113%、96%、92%、124%、123%和 88%。相对大盘市盈率均值分别 1.15、1.9、1.4、1.61、2.14、1.56、2.12 和 2.53。从过往估值看，家电、食品饮料和传媒相对历史高点估值较低。相对过往平均市盈率溢价，家电、食品饮料、传媒和餐饮旅游当前市盈率溢价较低。

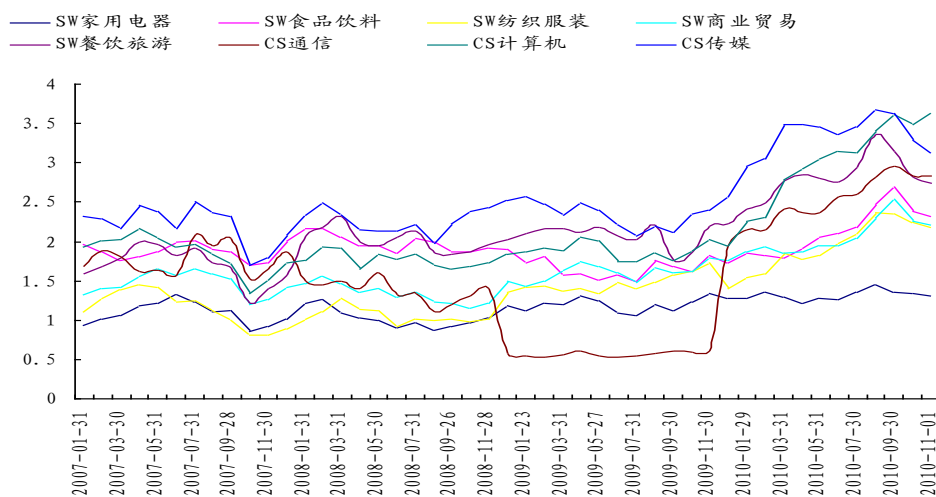
按照上述收入假设，结合目前市盈率情况，大消费板块仍然存在投资价值。

表格 26：2007 年至今大消费板块市盈率



数据来源：wind，华融证券

表格 27：大消费板块市盈率相对上证综指溢价率



数据来源：wind，华融证券

2、具体行业选择和公司选择

按照行业所处生命周期，我们对大消费板块各行业进行了梳理。每一阶段的行业关注重点不同。在前面的框

架下，短期内，我们寻找业绩驱动因素的积极变化。同时，中长期我们关注行业或公司更具战略意义的动态（具体见分行业报告部分）。

3、影响大消费板块走势的宏观因素

按照我们宏观策略组观点，预计 2011 年我国经济增长速度略低于 2010 年，GDP 实际增长 9.7% 左右，总体上呈前低后高走势。分季度来看，预计一季度 GDP 增长 9.1%、二季度 9.6%、三季度 9.9%、四季度重回两位数增长，有望达到 10%。

从外部环境来看，世界经济还未进入稳定增长的良性循环，主要经济体自主增长能力尚没有全面恢复。多数机构预测，2011 年世界经济增速可能低于 2010 年。其中，全球最大的经济体——美国仍受高失业率和低通胀率的困扰，但新兴经济体复苏势头仍较强劲。2011 年，世界各国经济表现和货币政策将继续分化。

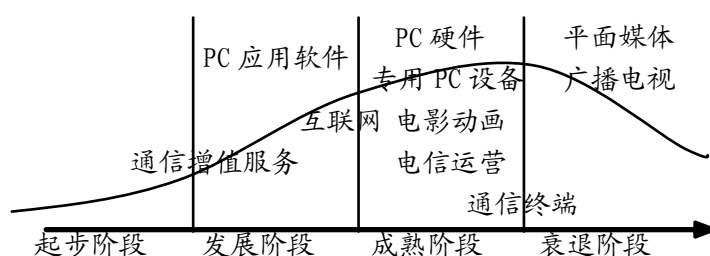
2011 年我国 CPI 同比增长 3.6%，趋势上呈前高后低走势。其中，一季度可能达到 4%、二季度 3.8%、三季度 3.5%、四季度回落到 3.1%。

大消费板块之 TMT

TMT
投资评级：看好

/// TMT 所处生命周期

TMT 作为通信、传媒和 IT 行业未来将出现融合的一个概念，整体跨越了整个生命周期，其中通信增值业务处于起步至发展阶段之间，PC 应用软件处于发展阶段，互联网处于发展至成熟阶段之间，PC 硬件、专用 PC 设备、电影动画和电信运营处于成熟阶段，通信终端处于成熟和衰退阶段之间，平面媒体和广播电视则已处于衰退阶段。



/// 通信增值服务行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	3G、4G 和光纤技术推升网络传输带宽，移动终端屏幕增大、电池续航时间增长，共同令更多增值服务的实现成为可能，市场规模因此将不断扩大； 3G 用户数量将加速增长，推动市场需求快速增大； 电信运营商分成模式陆续确定，盈利模式因此也将逐步确立； 电信运营商统一平台建设或加剧竞争，全产业链优势被削弱，企业向专精尖发展； 报刊图书出版等领域数字化增加内容供应； 优势品牌逐渐确立，行业集中度提高。
ROE	增值税优惠料延续，较高销售净利率将维持； 电信运营商建设统一平台，企业开发、营销、和管理成本等将下降，毛利率因此将提升。

/// PC 应用软件行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	知识产权保护力度逐渐加大，改善行业发展环境； 信息化、移动化推动信息安全等需求来源增多；
ROE	新 18 号文料延续税收优惠政策，较高销售净利率将维持； 子行业巨头横向扩张，中小企业面临着或被收购或营收恶化困境。

互联网行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	网络游戏： 自主研发实力逐渐提升，在行业巨头全产业链延伸带来内容资源增多背景下，同质化现象将逐步得到解决； 移动化、网页游戏带来新的发展空间； 电子商务： 移动化将加快移动支付、商务平台的使用习惯形成，进而逐渐扩大；
ROE	增值税优惠料延续，较高销售净利率将维持； 网络游戏： 强者恒强局面形成，中小竞争者若资金力量不足，将难以吸引到用户，营收因此承压；

PC 硬件行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	经济复苏推动企业 IT 支出增加； 技术升级、应用发展推动硬件升级要求； 同质化推动并购整合增加；
ROE	云计算理念或拖累企业需求，营收环境恶化； 技术升级过快，易导致库存积压，降低资产周转率； 核心技术确实，拖累毛利率水平难以提升。

专用 PC 设备行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	导航设备： 自主北斗二号将助降低设备成本，推高需求； 使用习惯逐渐建立及成本降低推动应用往中低端发展，整体市场规模因此扩大；
ROE	导航设备： 北斗二号投入使用后，芯片/板卡将逐渐国产，成本因此下降，毛利率提升； 手机装载导航软件迫使向高附加值发展，从而推高研发费用。

/// 电影动画行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	无线和有线网络带宽提升带来新的盈利渠道； 网络文学、网络游戏等内容产业带来更多开发素材； 院线建设正在加快，电影市场规模将继续增大； 高清互动将加大电视剧吸引力；
ROE	院线集中度提高易导致强势企业的影片票房恒强； 横向扩张令影视素材得以在多个领域得到重复利用，增加盈利渠道同时毛利率相对将得到提升。

/// 电信运营行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	4G 技术若隐若现，新一轮大规模资本开支或随之而至； 增值应用增多提升带宽要求，迫使设备升级和传输优化，推高资本开支； 三网融合政策偏向广电方，竞争加剧；
ROE	3G 开拓导致资本开支增加，推高折旧成本； iPhone 排他合作期限届满后，销售费用或进一步增长； 本地电话用户持续萎缩，拖累营收。

/// 通信终端行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	触摸屏、节能、高电容、3G 等技术推动终端更多应用，进而推升终端（升级）需求； 苹果等公司加入加剧市场竞争；
ROE	技术快速升级提高研发成本，但零部件国产化范围扩大降低生产成本； 山寨机负面影响拖低毛利率水平。

/// 平面媒体行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	数字化对传统企业是危与机并存，在带来新盈利渠道、更多作家的同时，对传统载体有很强替代作用，且更易遭盗版； 教材和一般图书对数字化接受程度仍较低，专业图书、教辅的数字化已开始，报刊数字化则已到来；

	政府推动跨行业、跨所有制、跨区域、跨媒体整合，行业集中度将提高，业务收入将出现外延式增长； 新兴传媒企业涌现，电纸书等阅读设备出现，加剧竞争；
ROE	互联网、房地产调控打击广告收入； 网络文学盈利模式已有成功案例，有助推动营收； 凭借内容优势切入电子书、凭借原有销售、投递渠道开展新业务，均有望带来新的增长点。

/// 广播电视行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	三网融合带来竞争，但初期偏向广电企业； 有线电视用户数量增长空间有限； 省级网整合；
ROE	高清、双向技术要求设备改造、升级，推升折旧成本，但同时获得政府补助； 服务内容增多有助提升收视费，进而提升营收水平； 高清、互动、宽带接入等带来更多收入渠道。

/// 行业及个股配置建议：

在扩内需、推 3G、信息化推动下，2010 年数字娱乐消费延续快速增长，3G 用户亦持续稳步攀升，物联网、云计算建设则如火如荼地进行；展望“十二五”的开局之年，经济增长动力转向内需、战略新兴产业发展的更具体规划料将陆续出台，这将推动信息消费产业的持续快速发展，在核心技术将取得突破的卫星等领域，产业整体更将获得飞跃发展，因此给予该领域“看好”评级。

对通信增值服务，全国 3G 用户料将在 2011 年步入 1 亿大关，推动增值服务需求进入爆发增长，在该背景下，服务供应及盈利模式反而或成制约因素，而在该两方面有优势的企业则有望最大受益；此外，国家对软件产品税收优惠政策料将延续，相关企业较高净利率仍有望得到维持；建议关注北纬通信、拓维信息、神州泰岳、华谊兄弟、四维图新、科大讯飞。

对 PC 应用软件，移动网络创造了手机用户的信息安全等需求，对应信息安全软件企业因此有望受益，同样，将出台的新 18 号文料甚至加大软件企业的优惠鼓励力度，建议关注亿阳信通、卫士通、三五互联。

对互联网，在 3G 用户增长及网页游戏市场逐渐打开的同时，网络游戏产品同质化现象仍未得到很好解决，在该背景下，资金实力较强，从而能够在营销和团队扩张上进一步提高的企业，才有望脱颖而出或维持强势；此外，移动商务平台也有望在移动应用飞速增多背景下获得实质发展；建议关注中青宝、乐视网、博瑞传播。

对 PC 硬件，技术升级和软件配置要求提升带来了个人电脑升级需求，尽管如此，该行业更多的机会仍来自经济复苏带来的企业 IT 支出增加和云计算带来的品牌优势淡退，建议关注华东电脑、华胜天成。

对专用 PC 设备，车载导航和手机 GPS 等的标配正推动导航使用习惯的更快建立，在北斗二号逐步投入使用背景下，国内企业掌握顶层算法和技术参数将带来导航设备成本的下降，毛利率和市场需求有望因此双升；建议

关注合众思壮、四维图新。

对电影动画，该行业近年收入呈持续快速增长，且民营企业、国产影片、动画片占比正不断提升，资金实力强的企业在品牌、艺人、导演、院线、与各电视台关系方面均存在发展优势；同时在高清互动建设推动下，传统电视剧的吸引力将提升；建议关注华谊兄弟、奥飞动漫、华策影视、中视传媒。

对电信运营，在 09 年固定资产开支大幅增长导致未来数年内折旧成本大增背景下，目前电信运营商的业绩表现处历史低位，未来随 ARPU 值较高的 3G 用户增长，运营商的业绩状况才有望改善；此外，三网融合政策令宽带接入业务领域竞争加剧，电信运营商业绩受进一步影响。

对通信终端，在 3G 网络建成、移动视频等增值业务需求快速增长推动下，移动智能终端市场规模正迅速扩大，预计未来五年全球智能手机销量年均复合增速将达 20%，中国至 2015 年销量有望达到 1 亿部，为 09 年的约 5 倍，建议关注中兴通讯。

对平面媒体，在数字化开始大行其道背景下，传统平面媒体似已步入夕阳，尽管如此，教材教辅的特殊性决定其传统形式仍将在未来相当一段时间内主导，专业书刊的数字化运营模式则已较成熟，因此该两个领域仍存在投资机会；同时，在国家推动跨行业、跨所有制、跨媒体、跨地区整合背景下，还将出现收购、整合题材性机会；建议关注博瑞传播、时代出版、出版传媒。

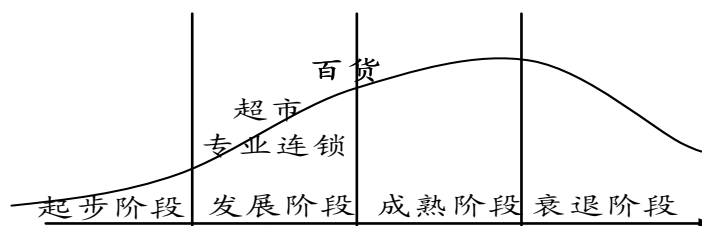
对广播电视行业，在此前数字化、双向化、高清互动等改造导致资本开支剧增影响下，未来数年折旧成本将高企，在用户增长空间有限背景下，业绩增长将主要来源于收视维护费提升（仅少数企业）、增值业务和三网融合带来的宽带接入业务发展，以及政府补助，建议关注歌华有线、武汉塑料、天威视讯、广电网络。

大消费板块之零售行业

零售行业
投资评级：看好

零售行业生命周期

零售行业作为渠道，目前处在成长期中后期。其中百货业处于发展中后期，超市和专业连锁处于发展阶段中期。



百货业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	平效随整体消费市场回暖出现回升，但随物价的走高，平效进一步提升可能受其影响； 外延式扩张，通过品类调整和装修改造，巩固核心商圈的优势。同时，布局新兴商圈或异地； 在业态细分上，商业已经较为发达城市购物中心和奥特莱斯逐步成为新贵。同时，距离客户更紧的社区百货也逐步兴起；
ROE	新开店面积占比增加以及老店促销活动增加会影响整体折扣率； 费用控制压力整体不大； 作为渠道商，商业信用利用处于强势

超市主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	SSSG 随物价和消费回暖走升； 在新兴商圈和省内外布局，省外策略布局；
ROE	食品价格上涨对前台毛利率影响偏负面，但后台毛利率可能提高，商品品类增加有利于前台毛利率提升； 租金和人工成本上涨使得管理费用上涨； 自建物流和配送中心提高上游议价能力并提高商品周转率； 内部管理和信息系统建设提高供应链管理能力和效率

专业连锁主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	家电连锁： 2010 年 SSSG 受益政策推动高增长，2011 年基数提高使得增速会下降； 渠道下沉和新建店面的定位细分，渠道更贴近消费者。
ROE	家电连锁： 通过买断和定制包销以及和生产厂商的深度合作，毛利率进一步改善； 折旧和租金占比逐步上升，收入增速将决定费用率高低； 应付账款周转率下降，商业信用利用能力增强。

行业及个股配置建议：

2010 年前 10 个月社会消费品零售总额增速，增长略超此前的预期。行业内上市公司前三季度的业绩也呈现较快增长。宏观层面我们预计 2011 年整体经济呈现平稳增长，物价水平温和可控。作为十二五的开局之年，相关提振消费，特别是拉动收入增长的政策有望出台。基于前面的假设，我们预计在此背景下，零售行业的持续较快增长可期。中长期，我们给予行业“看好”评级。

相比而言，百货销售的主要商品可选性较强，特别是在线上零售的冲击下，商品涨价后可能在一定程度上抑制消费。此外，对于扩张较快的百货业上市公司，收入和利润增速不同步的情况也将延续。

受益物价上涨，连锁超市的 SSSG 和综合毛利率均将有所提升，从而抵消人力成本上升的不利影响。在跨区域店的经营商，超市类上市公司普遍不太理想。主战场仍是区域市场的情况下，供应链的整合和管理、营运能力的提升仍是长期看点。

对家电连锁公司，家电下乡和以旧换新政策红利仍将延续，但增速将放缓。在整体景气度较高背景下，2009 年和 2010 年次新门店的培育期有望缩短。此外 2011 年新开店面仍将保持较快速度，预计业绩仍将保持较快速度。

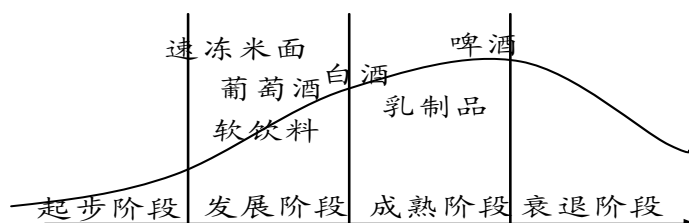
对于黄金饰品销售，2010 年营业收入高增长主要受金价不断走高刺激。2011 年预计金价涨幅将趋缓，黄金销售增长将下降。在内部管理以及外延扩展方面，上市公司的改进并不显著。

行业配置上我们建议首选业绩增长稳健的百货和区域连锁超市。重点推荐：广州友谊、武汉中百和苏宁电器。

大消费板块之食品饮料

食品饮料
投资评级：看好

食品饮料行业生命周期



白酒行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	个人需求和商务需求增加对中端及中高端白酒拉动作用大于高端白酒，收入将保持较高增速； 在高端品牌提价后，跟进能力以及销量体现了品牌的价值； 多品牌营运能力，销售渠道管控，激励机制完善和新市场扩展都将决定公司的成长速度。
ROE	高端白酒零售价和批发价上涨给出厂价格上涨带来空间，出厂价上涨提升毛利率水平； 2009 年 8 月开始对白酒行业消费税从严征收，从而导致 10 年前三季度主营业务税金率同比上升，2011 年开始预计消费税影响将趋稳。

啤酒行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	啤酒行业前四名市场占有率 55.52%，原料价格上涨和行业增速放缓给行业并购带来新的机遇，行业集中度将进一步提升； 收入增加将改变对啤酒的消费结构，纯生啤酒占比提升将提高吨单价； 限酒令会降低终端消费需求，对行业增长速度产生影响； 多品牌的运营以及分地区推广将提高公司的增长速度。
ROE	作为快速消费品，产品不具备完全的成本转嫁能力。国内外大麦价格上涨以及包装物成本提升，会拉低公司毛利率水平； 收入增长关系到费用率占比，经营杠杆的变动会导致利润增速的变动。

葡萄酒行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	2010 年进口酒进口量同比增速明显超过国内产量。虽然进口酒尚未形成规模，且品牌和渠道商不占优势，但目前趋势下会对国产酒造成冲击； 高端产品增长速度将影响吨酒单价； 新建酒庄和酿酒基地为未来发展提供产能。
ROE	自建葡园有利于成本的控制，稳定毛利。

速冻米面行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	速冻食品符合现代人生活方式，随国内居民收入提升，速冻米面市场发展空间广阔； 品牌意识的提升有利于行业龙头企业市场占有率的提高。
ROE	面粉、糯米及肉价格上涨导致毛利率下降； 终端市场的扩展将使费用率上升，费用控制。

乳制品行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	行业内事件对收入增长产生较大影响； 农村市场的开拓以及城市市场消费升级促进不同层次乳制品的需求；
ROE	寡头竞争下不具备完全转移定价能力，原奶收购价格上涨降低毛利率； 事件或活动结束后，三项费用率将下降。

行业及个股配置建议：

十二五期间居民收入的增加将提升对大众消费品的需求，食品饮料的需求弹性更大。物价的上涨最终会体现为终端产品价格的上涨。在行业成长性较为确定的情况下，食品饮料行业相对大盘的估值溢价回落可能是较好的介入机会。

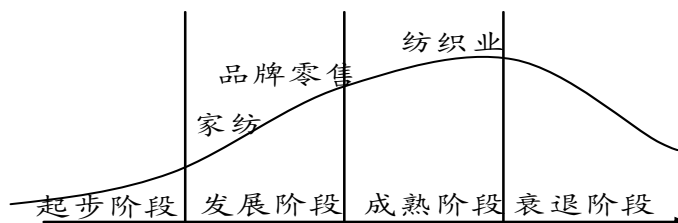
从具体行业配置上，首选具有较强价格转嫁能力的品牌白酒公司。一方面高端白酒虽然短期增速放缓，估值相对较低，属于价值型稳健投资品种；另一方面中高端白酒增长迅速，但估值相对较高。建议关注贵州茅台、五粮液、洋河股份和金种子酒。其次关注啤酒公司，预计产品的提价和节日效应给公司带来盈利的提升。建议关注燕京啤酒和青岛啤酒。

大消费板块之纺织服装

纺织服装
投资评级：看好

纺织服装行业生命周期

纺织服装行业涉及纺织业和品牌零售。纺织业主要为上游加工制造，纺织业大部分属于成熟阶段，部分原料在国内属于发展阶段。品牌零售主要处于发展阶段。



纺织业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	高棉价时代，纺织企业成本转移能力将导致企业分化，拥有资源的优势企业市场份额将上升； 出口仍然存在不确定性，欧盟和美国占比较大，上述地区的经济恢复仍需时日，在 2010 年需求有所恢复后，预计将进入平台期； 在国际比较上，我国纺织业基础雄厚，配套能力强，国际比较优势上升； 中期看在外销压力加大情况下，纺织企业的内销拓展和策略性品牌建设将提升其竞争力。
ROE	棉价高企使得企业成本上升，毛利率承压； 粘胶、涤纶等化纤作为棉花替代品仍将受益棉花价格高企，毛利率上升，受益幅度上涤纶大于粘胶； 人民币汇率的波动加大、棉价高企，对纺织业公司的管理能力和风险控制能力提出了更高的要求； 订单趋向小批量、短周期，要求企业提升营运效率，库存水平降低，周转率上升；

品牌零售业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	随国内消费水平的提升，居民品牌意识越来越强，目前已经形成从奢侈品到中低端的完整体系。随消费者消费观念的成熟，居民对产品价格与需求的追求，给品牌零售商带来稳定的发展机遇； 品牌服装的渠道一般主要为专卖店和百货店，渠道分自建和加盟。渠道扩展速度有望保持，但单店销量可能增速回落； 在不断提升品牌价值过程中，设计、研发和品牌营销环节将继续取得进展，其中也包括通过收购

	等方式，提升品牌整体价值；
ROE	原料端价格的上涨推动终端产品价格上涨将影响后续毛利率； 商品终端价格的上涨会使得订货商在订货商较为谨慎，订单规模变小将促进品牌商的应对能力提升； 多品牌战略使市场的广度和深度都进一步得到挖掘，单品营运能力和整体协调能力提高。

/// 行业及个股配置建议：

鉴于 2011 年外需增速较慢，同时棉花等原料端价格仍将维持高位。对于纺织业整体来说，价格转嫁能力有限，预计销售额的增长和毛利率下降，整体给予“中性”评级。但拥有上游资源、产业链完整的公司以及棉花替代品生产企业，表现将超越纺织业平均水平。

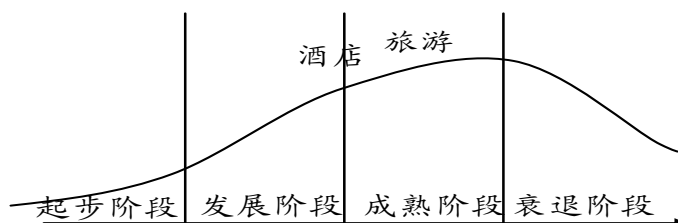
品牌零售板块的价格转嫁能力较强，在国内消费稳定增长的预期下，板块业绩稳定增长。在行业推荐对品牌和渠道建设都比较成熟，具有较好成长能力的公司。

大消费板块之酒店旅游

酒店旅游
投资评级：看好

酒店旅游行业生命周期

旅游行业处于成熟期前期，酒店行业处于发展期后期。



旅游业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	入境游人数增长缓慢，境内游人数增长，整体收入增速平稳增长； 长期看，随交通便利和区域一体化的进展，境内短途旅游将保持较快增长； 免税旅游、邮轮旅游等新资源的开发为外延发展的主要方式。
ROE	季节性因素和特殊事件影响 ARPU，进而影响利润率； 资本性支出对短期业绩具有影响。

酒店业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	高端星级酒店和经济型酒店发展迅速。高星级酒店数量增长速度以及高端酒店入住率均高于星级酒店平均水平；经济型酒店增长迅速。
ROE	入住率和平均房价对盈利影响较大。

行业及个股配置建议：

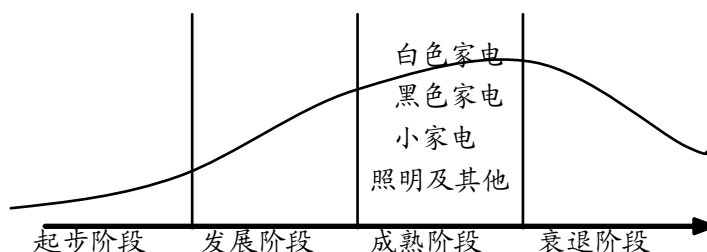
行业估值目前已经回归历史均值，受益消费升级和整体经济形势向好，看好行业的长期投资价值。

大消费板块之家电行业

家电行业
投资评级：看好

/// TMT 行业生命周期

家电行业的三级子行业包括白色家电、黑色家电、小家电、照明及其他，均处于行业生命周期的成熟阶段。



/// 白色家电行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	海外经济复苏提振外需，同时全球产能正向中国转移，但人民币升值带来负面影响； 国内城镇居民消费升级推升中高端产品需求； 农村居民收入提高推升市场需求规模； 家电下乡推动效果逐渐减弱，将于 2012 年底到期，而以旧换新则到 2011 年底，空调节能推广补贴幅度已缩小； 保障房建设高峰缓解房地产调控导致的购房需求降温，从而维稳市场需求； 竞争加剧将推动市场集中度进一步提升；
ROE	劳动力价格提升、原材料成本高企、龙头企业扩产或拖累毛利率走低，但洗衣机等价格持续小幅上涨或缓冲影响。

/// 黑色家电行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	三网融合及高清互动等推升升级换代需要； 能效要求推动 LED 电视占比提升； 一、二级市场更新需求和三、四级市场加速普及推升整体需求； 保障房建设缓解房产调控带来的负面冲击； 人民币升值削弱外销需求；

ROE	面板价格持续走低，及通胀预期下，毛利率有望走高。
-----	--------------------------

/// 小家电行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	居民收入提升、以旧换新等政策将促进内需增长； 海外经济复苏推动外销需求逐渐回升，但人民币升值将带来负面影响；
ROE	原材料价格高企拖累毛利率； 三、四级市场开拓将推高营收规模。

/// 照明设备行业主要驱动因素

驱动因素	影响事件
g	《半导体照明节能产业发展意见》将推动国内节能灯产业快速发展；
ROE	LED 产能增加、产业上游芯片、外延片技术逐渐被国内企业攻克，将降低照明应用相关企业成本，推升 LED 灯需求和毛利率。

/// 行业及个股配置建议：

对白色家电，海外经济逐步复苏将继续推动外销需求，同时国内 1、2 级市场的更新换代和 3、4 级市场的普及仍能带动需求，且后者将成重点发展区域；建议关注格力电器、美的电器。

黑色家电方面，12 月 1 日《平板电视能效限定值及能效等级》国家标准将正式实施，LED 电视替代因此将加速；但同时，目前积压的较高库存消化或将导致整机价格下降；建议关注海信电器、四川长虹；

小家电方面，因单价较低，更具有消费品属性，将较受益居民的收入水平提升，建议关注苏泊尔、九阳股份；

照明设备方面，《半导体照明节能产业发展意见》将继续推动 LED 照明的发展，同时全球产能增加将降低 LED 成本，推动国内封装、引用发展，国内企业正攻克 LED 上游技术也将降低 LED 成本，加快 LED 照明市场发展；建议关注浙江阳光。

苏宁电器：稳健成长的理想标的

苏宁电器（002024）
投资评级：强烈推荐（维持）

/// 店面分类和外延增长并重

公司店面细分精品店、传统店和县镇店。精品店重视顾客体验，加大了 3C 产品比重，适合大城市作为购物中心店中店。传统店细分为旗舰店、中心店和社区店，更好的覆盖了城市细分市场需求。县镇店面向农村市场，满足未来城镇化和农村收入提高后新增需求。

2010 年 1-3 季度，新开传统店 185 家，县镇店 95 家（低于预期），精品店 7 家（低于预期）。

总体上公司店面扩张保持了较高速度，但在较为看重的县镇和精品扩展上低于预期。

/// 供应链整合和经营能力提升

公司通过定制、包销，以及与生产商开展深度合作，增加对供应链的控制力。通过试水香港市场和收购日本公司，学习并提高多品类产品的经营能力。

多品种的经营能力提升将给公司内生增长打开新的空间。

/// 业绩稳健增长

采用三因素模型对公司 2008 年和 2009 年收入增长动因贡献进行分析，发现 89% 的收入增加来自于店面数增加。对 2010 年上半年和 2009 年半年报数据同样进行上述分析，平效增长的贡献率明显上升。

以 2009 年作为对比基数，假设平均单店面积不变，以期末店面数计算的平效增长率和店面增长率分别取 10%、15% 和 20% 三个值，在店面增长率对收入拉动作用更为明显。考虑到公司 2010 年和 2011 年外延式增长率较为确定，因此收入增长也相对有保证。

/// 业绩预测

我们预计公司 2010 年-2012 年公司实现营业收入分别 784.4 亿元、1004.7 亿元和 1270.9 亿元，归属母公司股东净利润 41.7 亿元、52.9 亿元和 64.5 亿元，每股收益 0.61 元、0.76 元和 0.92 元。公司目前股价对应 2010 年动态市盈率 25.4 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

合众思壮：车联网、大消费概念

合众思壮（002383）
投资评级：推荐（首次）

公司卫星导航定位产品涵盖专业和大众两大市场

合众思壮是专业的卫星导航定位产品研发、生产、销售和服务提供商，技术涵盖 GPS、北斗、GLONASS 及多系统组合导航定位的硬件、软件及各类算法。主要产品分为两大类，一是专业市场产品，包括专业手持机、数据采集器、高精度测量产品和车辆监控调度产品，占公司销售收入 70% 左右，毛利占比 80% 左右；二是大众市场产品，主要是 PND 产品系列，占公司销售收入比例不到 30%，毛利占比则不到 20%。

导航应用普及及募投项目将推动专业市场业务稳定增长

数据显示，目前我国卫星导航应用中，车辆监控和导航占比超过 50%，而通信、测绘等其他专业领域应用占比却不到 10%，相比全球 36% 的比例，有非常大的发展空间。公司专业市场产品中，数据采集产品市占率多年保持第一，高精度测量产品的市占率也呈稳步上升态势，在较高进入门槛作用下，未来有望获得行业成长的多数成果。此外，公司 IPO 募投的卫星导航数据采集产品研发生产基地和卫星导航兼容系统应急装备与减灾应用服务平台项目，将进一步加强公司在专业市场的竞争优势，公司预计项目达产后将带来逾 1.4 亿元/年的净利润。

PND 出路在中低端及存量汽车市场，自主品牌将提升毛利率

公司此前解除了与 Garmin 的合作，推出自主品牌 PND，意味着该项产品的毛利率提升，今年中该项业务毛利率同比即提升 9.18 个百分点，至 38.39%；此外，目前 PND 在精度及计算速度等方面大幅超越手机导航系统，因此在对性能有一定要求，但又无法前装导航系统的中低端汽车市场和存量汽车市场，仍存在很大市场空间；年中该项业务营收同比增长了 43.22%。

同时受益车联网、导航卫星系统建设和大消费概念

国家规划至 2012 年建成覆盖亚太区的北斗卫星导航系统，导航设备芯片/模块的国产化因此已近在眼前，而导航芯片/模块在公司主材和辅材成本中的占比超过 12%，在国产化带动导航芯片/模块价格走低情况下，公司导航产品毛利率势必得到提升。

同时，公司的车辆监控和导航产品是车联网的必要组成部分之一，未来将随车联网建设获得更大发展。

给予首次评级“推荐”

预计公司 2010-12 年将实现营收 5.55、7.54 和 10.53 亿元，对应基本每股收益 0.85、1.21 和 1.58 元，对应 11、12 年的预测市盈率为 45.87 和 34.80 倍，给予首次评级“推荐”。

四维图新：手机导航市场前景无量

四维图新（002405）
投资评级：推荐（维持）

公司是国内导航电子地图制作领域的寡头垄断企业

公司是国内极少数拥有电子地图制作资质的企业之一，主要产品包括车载导航和消费电子类产品的电子导航地图，占比分别达55%和35%，及互联网地图、动态交通信息服务等。2009年在前装车载导航、手机和PND业务的市场份额分别达到69.29%、71.71%和14.39%；今年前三季度营收和净利分别达到5.05和1.70亿元，同比增长83.67%和95.39%。

中国导航电子地图市场发展空间巨大，且竞争格局难以改变

目前我国北斗卫星导航系统正逐步投入，这必将带来我国导航设备成本的逐渐走低，从而推动导航应用更快发展。分领域看，目前我国车载导航渗透率仍不到10%，相比日本的85%和欧美的25%，仍有很大发展空间；手机导航系统标配则已渐成趋势，诺基亚、摩托罗拉和三星已先后在部分型号手机装载导航系统；此外，在车联网建设等推动下，动态交通信息服务也有望迎来快速发展。

出于地理信息安全等因素考虑，目前我国地图制作仅对中国企业开放，且拥有测绘资格的企业仅11家，其中又仅有7家具备电子地图测绘能力；同时，导航电子地图行业具有自然垄断特征，先入企业往往占据数据、客户等多方面优势；目前国内电子地图领域的最大五家企业市占率超过80%，且该种态势料将延续。

绝对领先地位将助公司获得行业成长的最多数成果

公司09年车载导航市场份额为69.29%，未来目标是维持已有份额，同时，尽管公司亦在涉入低端产品，目前主要仍为中高端系列，根据使用年限、属性等，价格在500-1,000元之间；预计10-12年国内前装导航汽车销量将达70、95和130万辆，公司对应业务收入因此有望达到4.11亿、5.22亿和6.78亿元。

消费电子产品方面，长期而言，PND由于功能相对单一，料将被性能不断提升的智能手机和其他移动终端替代；至09年底，公司PND与GPS手机产品市场份额分别为14.39%和71.71%；我们预计10-12年国内PND和标配导航系统手机的销量将分别达到180万、230万、260万部与1,500万、3,000万和6,500万部，从而给公司带来2.20亿、3.50亿和6.26亿元收入。

维持盈利预测与“推荐”评级

预计公司2010-12年营业总收入将达到6.70亿、9.24亿和13.77亿元，基本每股收益分别为0.591、0.833和1.219元，对应2011和12年的预测市盈率为62.87和42.96倍，维持“推荐”评级。

博瑞传播：稳定中潜伏爆发机会

博瑞传播（600880）
投资评级：推荐（维持）

■ 垄断四川省报业服务产业的综合性媒体企业

公司是在四川报业服务产业具有一定垄断地位的综合性媒体企业，战略定位是“传统媒体的运营商、新兴媒体的内容提供商和文化产业的战略投资者”，主营业务包括以印刷和广告等为主的收入稳定的传统业务，以及以网络游戏为代表的收入有望很快迎来爆发增长的新媒体业务。

■ 印刷、广告等传统业务带来稳定增长的现金流入

公司印刷业务包括报印和商印两部分，其中报印业务主要是成都商报的印刷，收入占印务整体的约60%，作为当地最主流报纸，成都商报近年持续增加版面数量，推动公司该项业务收入持续稳定增长，未来预计将维持稳定；商印方面，随技改项目完成推动产能释放，上半年业务收入同比大增76%，预计未来将持稳。

公司广告业务包括平面广告和户外广告两部分，平面广告主要是代理成都商报的广告，得益于该报在成都的强势地位，平面广告业务收入一直维持稳定增长；户外广告方面，公司在成都春熙路和城南高速路的广告牌收入稳定，未来随成都通报刊亭改造完成，及武汉广告业务进一步渗透，将有望获得进一步成长。

■ 明后年至少将有5款新网游正式运营，新媒体业务或因此爆发

公司网游业务由两家公司构成——全资子公司梦工厂和合资公司博瑞梦工厂，目前正式运营的游戏产品共4款。根据收购时订立的协议，梦工厂2009-11年的目标是净利润年增长30%以上，意味着明年将在1.27亿元以上，目前公司已推出《侠义世界》和《圣斗士2》的内测，预计明年3季度推出《侠义道3》；博瑞梦工厂是网游业务的资源整合平台，目前已组建多支新网游团队，开发中的项目包括《幻世OL》和《九剑》等，预计明年底前推出；这意味着至明年将至少有两款新游戏投入运营，至后年再新增3款，该项业务收入因此有望大幅增长。

此外，以聚集文化传媒创意企业和资源为目标的“创意成都”项目，目前已累计投入约2.09亿元（总投资计划为3.95亿元），预计将于明年中开始贡献利润。该项目建筑面积9万平方米，定位为甲级写字楼，因此将以租为主，以售为辅，每月租金预计为85-90元/平方米。

■ 维持盈利预测与“推荐”评级

维持2010-12年基本每股收益为0.506元、0.614元和0.740元的盈利预测，对应2011-12年预测PE为28.99和24.05倍，仍维持“推荐”评级。

中青宝：数量带来胜局

中青宝（300052）
投资评级：强烈推荐（上调）

以民族特色游戏为主的专业化网络游戏企业

中青宝是具有自主研发、运营和代理能力的专业化网络游戏公司，主要产品包括大型网络游戏和正处起步期的网页游戏；根据2010年中报数据，公司的营收有97.66%来自MMORPG产品，2.34%来自网页游戏及其他产品。目前公司正式运营产品主要有4款，均为红色或历史题材的2DMMORPG，另有红色、玄幻和历史题材2DMMORPG各一款正内测。

网游行业同质化问题给二、三梯队企业带来加速发展机会

数据显示，目前国内网络游戏行业正面临增速持续下降问题，2010年前三季度规模增速仅22.1%，同比下降7.4个百分点，主要原因是网络游戏产品的同质化现象严重；在该问题远未能得到解决情况下，我们认为，第二、三梯队企业恰可加大产品推广力度，获取更大的用户基础；数据显示，前三季度网游行业前三大企业市场份额持续下滑，由今年一季度的61.1%下降至第三季度的57.5%。

公司业绩已见谷底，2011年将是业绩爆发增长的开始

目前公司正式运营产品共有4款，但除《抗战英雄传》仍较活跃外，新作品《亮剑》运营表现逊于预期，同时在线人数仅1万左右，《天道》和《新战国英雄》则已步入夕阳，从而导致公司前三季度净利润同比仅增长4.63%，预计四季度业绩表现也仍维持疲弱。

尽管如此，我们认为，公司的业绩已见底，因1）已投入不删档内测的《天朝》和《梦回山海》料将在明年上半年投入正式运营；2）计划明年一季度之前展开封测的2.5DMMORPG《新宋演义》和《三国游侠》，亦有望在明年底前贡献收入；3）《梦幻东游》和《前线》的开发进展顺利，预计将在明年投入测试；4）IPO成功推动公司加大产品广告推广费用及运维费用，《盟军》等4款募投游戏的广告推广费用均达到1200万，运维费用平均达到130万左右。

维持盈利预测，上调评级至“强烈推荐”

维持公司2010-12年将实现营收8,654万元、1.43亿元和2.23亿元的预测，基本每股收益分别为0.398元、0.669元和0.994元，对应2011-12年的预测PE为32.11和21.60倍，上调评级至“强烈推荐”。

广州友谊：区域百货龙头

广州友谊（000987）
投资评级：推荐（维持）

核心门店具有优势

环市东店作为成熟门店，定位高端。通过品类调整，目前销售中奢侈品占比30%，服装略低于40%。环东南馆定位男装门店，9月已开业，商业营业面积1.5万平方米。核心门店的优势得到进一步巩固。预计环东南馆在2011年即可实现盈利1100万元。

外延扩张有喜有忧

目前国金店已经开业。该店营业面积1.8万平方米，位于广州珠江新城广州国际金融中心。珠江新城商圈整体氛围形成尚需时日，公司采取了现开业再逐步提升品牌档次的做法。预计该店2011年亏损2500万元左右。

南宁店作为跨区域门店，盈利增速较快。预计2011年该店仍将保持较快的增长率。

奥特莱斯的后来者

长隆奥特莱斯项目位于广州番禺地区，定位生态休闲型主题公园。项目周边配套齐全。项目计划营业面积5万平米，保底年租金3000万元。公司具有很强的渠道优势，预计奥特莱斯项目的培育期会较短。

业绩预测

作为在稳健扩张的区域百货龙头企业之一，我们维持对公司的盈利预测，预计2010年-2011年EPS分别0.9元、1.2元。维持公司“推荐”评级。

武汉中百：稳健的区域超市龙头

武汉中百（000759）
投资评级：推荐（维持）

扩张主要在省内

公司以湖北省内为主要市场，采取仓储和便民超市两种规模划分。便民超市单店投资小，基本不需要培育期。公司异地扩张中超市综合体的业态，采取了百货+超市+家电的组合方式，满足消费者一站式购物需要。

精耕细作提升内在增长空间

武汉中百生鲜物流配送中心项目位于武汉江夏经济开发区大桥新区，为连锁提供蔬菜、肉类、水产和冷冻食品加工及配送。项目建设期 18 个月。一期工程为蔬菜配送中心，投资 1.5 亿元，日水果和蔬菜配送能力分别 350 吨/天和 470 吨/天；二期冷链中心，库容 8000 吨，预计 2011 年 5 月完工；三期为食品加工中心。通过配送中心项目，公司在生鲜产品上的能力进一步加强，这也是公司精耕武汉市场的重要一步。

同店增长受物价影响明显

公司销售主要为生活必需品，同店增长率受物价的影响。从历史经验看，同店增长率与 CPI 走势正相关。

业绩预测

公司 2010 年-2011 年 EPS 预测分别 0.4 元、0.53 元。维持公司“推荐”评级。

丽江旅游：禀赋优良，看点较多

丽江旅游（002033）
投资评级：强烈推荐（首次）

/// 优良的资产禀赋

作为云南滇西北地区旅游集散地，地理位置优越。公司拥有的经营性资产玉龙雪山景区内玉龙雪山索道 100% 股权、云杉坪索道 75% 股权和牦牛坪索道 100% 股权，白鹿旅行社 47% 股权和和府皇冠假日酒店。另外，证监会正在审批向大股东定向增发收购 51% 股权事宜。

/// 业绩提升预期明确

玉龙雪山索道改造以后，载客能力大幅提升至 1200 人/小时，同时营运成本也有提高。现行票价 160 元，票价上升预期较为明确。此外，公司拟 2.1 亿元收购丽江印象 51% 股权。演出票价 190 元和 260 元两档，09 年上座率 88%。按照玉龙雪山景区投资公司的承诺，2011-13 年净利润不低于 5900 万元、6100 万元和 6350 万元。

/// 新股上市提升行业估值

宋城股份主业同为旅游资源经营和旅游文化演艺，定价对应 2011 年市盈率超过 40 倍。而在考虑印象丽江并表后，公司市盈率 32 倍，有明显折让。

/// 业绩预测

预计公司 2011 年和 2012 年 1 元和 1.12 元，给予公司“买入”评级。

罗莱家纺：受益行业快速成长

罗莱家纺（002293）
投资评级：推荐（维持）

多产品定位不同市场

公司“帝馨”品牌专供超市渠道，针对电子商务“LOVO”和针对三四线城市的“优家”品牌。公司自有核心品牌“罗莱”，代理国外多个品牌。通过招商力度加大，销售区域迅速扩大，营业收入取得高增长。

毛利率受上游原料影响

公司毛利率受棉花、坯布等价格影响，表现为毛利率短期波动。公司产品认可度较高，可以通过提价转移部分成本压力。公司三季度毛利率同比下降一方面由于上游原料价格上涨，另一方面也有新品上市、促销力度加大的影响。后续产品提价能力将成为一个关键指标。

未来业绩较确定

2011年上半年订货会上，罗莱单品订货金额超过5亿元，整体订货金额增速近30%，业绩增长的基础扎实。

业绩预测

在消费升级背景下，品牌家纺行业正处在快速成长期。预计公司2010和2011年每股收益分别1.4元和1.8元，给予公司“推荐”评级。

美邦服饰：快速成长的品牌服饰

美邦服饰（002269）
投资评级：推荐（维持）

/// 多品牌营运能力显现

时尚休闲服饰强调品牌塑造能力，多品牌的营运能力决定公司的竞争能力。今年随投入的加大，通过产品研发、质量提升、店面形象的提升，公司 MB 收入实现高速增长。MC 品牌稳步推进，MC 童装已经开始加盟，成人装将在调整定位后稳步推进。

在产品推出上，公司采用丰富产品品类策略，MB 旗下 MTEE、MJeans、MPolar 系列推广较为成功。

/// 扶持优质加盟商

公司对核心加盟商加大了授信，有效推广了新货品结构。2011 年春、夏订货会同比增长预计可达 40%。

/// Bang-go 网购潜力值得关注

公司成立了邦购事业部，负责邦购网站。网站定位为时尚门户网站，主要销售为现有品牌和相对标准化的 AMPM。目前网购快速发展，公司的产品定位符合网购群体的需求，邦购网将提升公司整体品牌知名度，同时对扩大销售也将有拉动作用。

/// 业绩预测

我们维持对 MB 品牌高增长性看法，同时对 MC 品牌看法乐观。给予公司 2010 年和 2011 年每股收益 0.76 元和 1.1 元的预测，维持公司“推荐”评级。

五粮液：优质高端白酒企业

五粮液（000858）
投资评级：强烈推荐（首次）

■ 高端白酒销售良好，酱酒定位超茅台

公司高档酒持续旺销，52 度五粮液销量 2011 年销量有望达到 1.4 万吨。秋季糖酒会推出的永福酱酒定位超茅台，计划今年销售 500 吨，3-5 年的目标位 3000-4000 吨，有望成为公司新的盈利增长点。2010 年 1 月出厂价上调了 8.5%-10.3%，9 月提高了团购价 40 元。目前普通装终端指导价 798 元，瓷瓶装 1618 为 839 元。出厂价和零售价差给进一步提价提供了空间。

■ 市值考核有利于业绩释放

国资委今年开始对公司实施市值考核，公司高管薪酬与公司市值增速挂钩。市值考核会使公司与股东利益更一致，也有利于公司与投资者的沟通和交流。

■ 中低端将放量

目前公司中低端白酒销量 9 万吨，按照公司高端白酒占整体产量 10%测算，中低端白酒销量提升空间较大。

■ 业绩预测

2011 年公司高档白酒量、价仍有提升空间，预计公司 2011 年和 2012 年每股收益分别 1.5 元和 1.7 元，给予公司“强烈推荐”评级。

张裕 A：葡萄酒行业龙头

张裕 A (000869)
投资评级：推荐（首次）

/// 产能扩张稳步推进

公司在烟台经济技术开发区购置土地建设张裕工业园区。未来将结合老厂区老旧设备的淘汰逐步转移生产能力，最终形成 10 万吨以上的产能。此外，新疆、宁夏、陕西和北京的新增产能也在建设中。

/// 销量将较快增长

配合新增产能，公司在烟台、新疆、宁夏和陕西扩大了原料基地。按照公司的五年发展规划，5 年公司总产量将达到 25 万吨，其中酒庄酒扩大到 1 万吨，解百纳扩展到 5 万吨。公司推进的“细分市场、分类营销”工作取得进展，白兰地、香槟酒和保健酒都扭转了之前的局面，实现增长。

/// 行业稳健增长

2004 年至今，葡萄酒行业年增速在 20% 以上，其中涨价因素年均贡献在 5%-10%。随着消费升级以及产品认知度的提高，预计未来行业增速仍有望保持 20% 左右。目前张裕、长城和王朝的市场占有率约 33%，进口酒份额上升较快。由于公司具有品牌优势和渠道优势，市场份额并未受到影响。

/// 业绩预测

预计公司 2011 年和 2012 年每股收益分别 2.8 元和 3.4 元，给予公司“推荐”评级。

苏泊尔：中高端小家电龙头

苏泊尔（002032）
投资评级：推荐（首次）

■ 定位于中高端市场的小家电龙头企业

公司是定位于中高端市场的小家电龙头企业，主要产品包括炊具产品及厨房电器，占比均约 50%，目前公司炊具系列的压力锅、炒锅、不锈钢锅市场占有率第一，厨房电器系列的电饭煲、电磁炉、电压锅、电水壶市场占有率居第二。2004 年上市以来，公司持续维持高速增长，营业收入复合增长率高达 34%，归属母公司净利润复合增长率达 38%。

■ 居民收入提升及消费升级确保小家电行业市场快速增长

统计数据显示，中国 2009 年炊具市场规模为 192 亿元，小家电市场规模则高达 1175 亿元。尽管如此，小家电行业仍存在很大发展空间，此前有调查显示，中国大中城市每户家庭小家电拥有量仅为发达国家的 1/4；在农村居民消费能力提升、城镇居民消费升级大背景下，该种差距将逐渐缩小；预计 2010 年全国小家电行业收入将增至逾 2600 亿元，其中厨房电器行业收入至逾 1300 亿元。

■ 公司对三、四级市场的渠道建设将推动炊具业务收入持续稳增

公司炊具业务收入近年持续稳步增长，07 年以来年均复合增速为 7.76%，至 09 年达到约 20 亿元，毛利率亦维持稳中有升，目前约为 31%。尽管如此，根据 GFK 数据，公司在全国炊具市场的占有率仅为 7%，主要原因在于中小城镇及农村市场渠道欠缺（公司中高端炊具产品在城市市场占有率高达 32%）。为此，公司积极推动开拓三、四级市场，至 2010 年三季度已建设苏泊尔生活馆 600 家，预计全年将增至 700 家，从而令炊具业务的增长得到确保。

■ 控股股东 SEB 厨电订单或推动公司营收实现跨越式增长

公司控股股东 SEB 是全球最大的小型家电企业之一，2009 年销售规模达 32 亿欧元。出于中国的制造优势，SEB 在过去几年持续将小家电订单转移至苏泊尔，至 2010 年，公司承接的 SEB 订单规模达到 7.2 亿元，但仍只是 SEB 在中国厨电订单规模的约三分之一，预计随公司厨电产品、产能的不断增长，SEB 将继续加大向苏泊尔的订单转移，从而推动公司厨电业务收入的跨越式增长。

■ 给予“推荐”评级

预计公司 2010-12 年将实现营收 56.38、70.28 和 85.51 亿元，对应基本每股收益为 0.74、0.95 和 1.22 元，给予“推荐”评级。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn