

信贷控制继续抑制市场

证券分析师： 郭艳红
执业编号： S0360210030002
Tel: 010-59370855
Email: guoyanhong@hczq.com
联系人： 胡国鹏 姜丕军

投资要点

短期看，政策面对需求的抑制持续提高，市场对政策以及流动性的担忧加强，在三率齐发政策组合措施（汇率、存款准备金率和利率）完全出台之前，市场将延续弱势格局。中期看，较高的存款准备金率将使社会融资需求继续由间接融资向直接融资转变，从而继续压制市场整体估值水平，决定今年市场仍将以结构性机会为主，随着此轮下跌的持续，部分具备业绩基础的行业建议逐步关注，其估值水平正逐步进入投资区间，如医药、食品等，未来存在实质性政策鼓励的部分新兴行业同样值得关注。

- **政策对需求的抑制持续增强。**投资需求冲动与海外经济复苏带动的外需扩张，使得政策面对此关注不断提高。从政府目前采取的措施来看，由于汇率制度天然的残缺，汇率制度的变动受到多部门的掣肘，使得汇率调整的效果和实效折扣。目前政策只好更加依赖抑制内需的措施，在短期政策未起到显著效果情形下，很可能出现担忧用药过猛的情形，短期看，一季度应对需求过旺的三率齐发仍未完全出台，市场将难以扭转对政策担忧。
- **间接融资需求向直接融资需求的切换将继续压制市场整体估值。**就总融资渠道看，目前处于较高水平的存款准备金率使得间接融资日益受到限制，而为了支持结构调整以及新兴产业发展，部分行业的融资需求理应得到保证，此种背景下将延续10年情形，融资需求由间接融资向直接融资转变，2010年已经出现近1万亿的融资，且首发市盈率普遍较高，将对市场造成显著负面影响。从该角度看，2011年仍将以结构性机会为主，不具备系统性机会的流动性条件。
- 本周市场，政策担忧无法完全消除，市场对三率齐发政策中之利率政策仍存担忧，此种背景下将延续弱势格局，对于部分具备业绩支撑的行业，随着估值水平逐步进入投资区间，建议开始关注。

目 录

一、	短期等待三率齐发兑现，中期关注融资水平	4
1、	政策对需求的抑制持续增强.....	4
➤	政策立足于抑制需求。	
2、	间接融资需求向直接融资需求的切换将继续压制市场整体估值.....	5
二、	海外市场乐观与国内悲观市场迥然不同	7
1、	海外市场乐观情绪延续.....	7
2、	海外发达经济体股指维持上行趋势.....	8
3、	港股维持强势，继续上涨.....	9
三、	A 股市场将进入个股分化阶段	10
1、	个股风险开始释放.....	10
2、	A 股业绩及估值预期.....	11
四、	行业变化与市场热点：偏周期类相对强势	13

图表目录

图表 1 高频度调整存款准备金率反映政策面对信贷需求抑制决心	4
图表 2 外需有可能继续好转	5
图表 3 10 年出口增速超预期	5
图表 4 十二五开局之年的国内投资需求旺盛	5
图表 5 直接融资规模日益庞大	6
图表 6 发行市盈率普遍较高不利于市场持续性发展	6
图表 7 劳动力成本持续提高	7
图表 8 海外市场乐观情绪延续	7
图表 9 美元指数区间震荡	7
图表 10 中国债券指数反弹受阻	7
图表 11 CRB 综合指数维持高位	8
图表 12 主要市场小幅上行	8
图表 13 新兴市场近 5 个交易日表现落后	8
图表 14 恒生 AH 溢价指数接近近期低点，国企指数大幅上行	9
图表 15 港股资讯科技股大幅飙升	10
图表 16 港股估值水平处中值水平	10
图表 17 沪深 300 指数 PE 处中值附近	11
图表 18 沪深 300 板块小幅反弹	11
图表 19 经济上行周期中，股市投资机会理应优于债市	11
图表 20 沪深 300 估值与标普 500 相对比较	11
图表 21 A 股估值水平相对恒指	11
图表 22 沪深 300 业绩预测---动态 PE 为 12.2 倍	12
图表 23 主要指数业绩及估值预期	12
图表 24 偏周期类个股相对强势	13
图表 25 各行业估值变化及相对 A 股估值水平	14
图表 26 华创证券近期重点推荐公司	15

一、 短期等待三率齐发兑现，中期关注融资水平

1、 政策对需求的抑制持续增强

- **需求持续旺盛。**从外部经济来看，美国经济的持续复苏以及欧元区债务问题的进一步缓解使得外部经济好转，2010 年我国出口保持了 30%左右的增速，充分证明了海外经济尤其是欧美发到国家的复苏超预期。从国内来看，我们经济进入了一个新的周期，今年既是“十二五”元年，也是第四个政治周期开始之前，从历史上看，每次五年经济的开局和政治周期的开局，都存在加速投资的冲动；另外企业的投资需求也非常强劲，2011 年第一周新增贷款 5000 亿充分证明了这一点。
- **政策立足于抑制需求。**从海外需求抑制的措施来看，目前采取的措施主要是加速人民币升值的步伐，近期人民币持续升值便是证明。从国内需求的抑制措施来看，目前采取的措施主要是控制流动性，主要包括差别准备金以及法定存款准备金率，不排除加息的可能。上周央行宣布上调金融机构的法定存款准备金率，这是央行自 2010 年 2 月份以来第 7 次上调，此次上调后，我国大型金融机构存款准备金率将高达 19.5 的历史高位，对银行的控制已是非常严厉。
- **目前政策仍未到位，后续将延续。**从政府目前采取的措施来看，由于汇率制度天然的残缺，汇率制度的变动受到多部门的掣肘，使得汇率调整的效果和实效折扣。目前政策只好更加依赖抑制内需的措施，在短期政策未起到显著效果情形下，很可能出现担忧用药过猛的情形，短期看，一季度应对需求过旺的三率齐发仍未完全出台，市场将难以扭转对政策担忧。

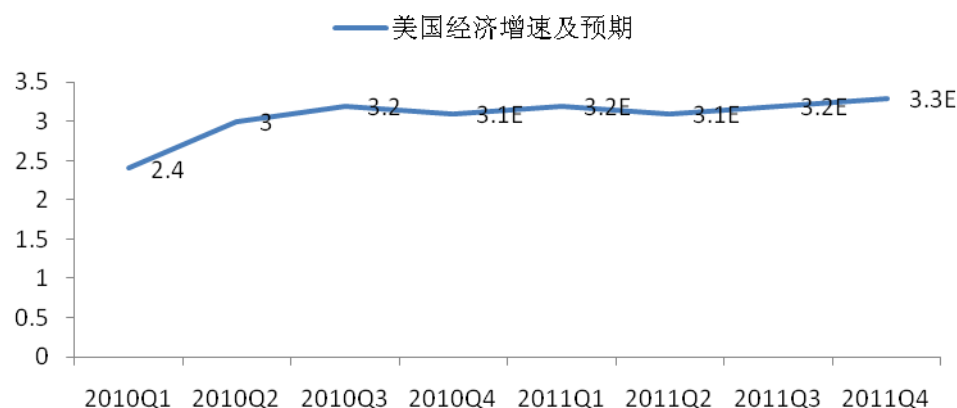
综合看，一月份相对充裕的流动性环境正在被政策面改变，从抑制需求的角度看，所谓的三率齐发政策将逐步兑现，在三率齐发完全出台之前，市场将呈弱势状态。

图表 1 高频度调整存款准备金率反映政策面对信贷需求抑制决心

时间	调整前准备金率	调整后准备金率
2011. 1. 20	19	19.5
2010. 12. 20	18.5	19
2010. 12. 10	18	18.5
2010. 11. 29	17.5	18
2010. 11. 16	17	17.5
2010. 5. 10	16.5	17
2010. 2. 25	16	16.5

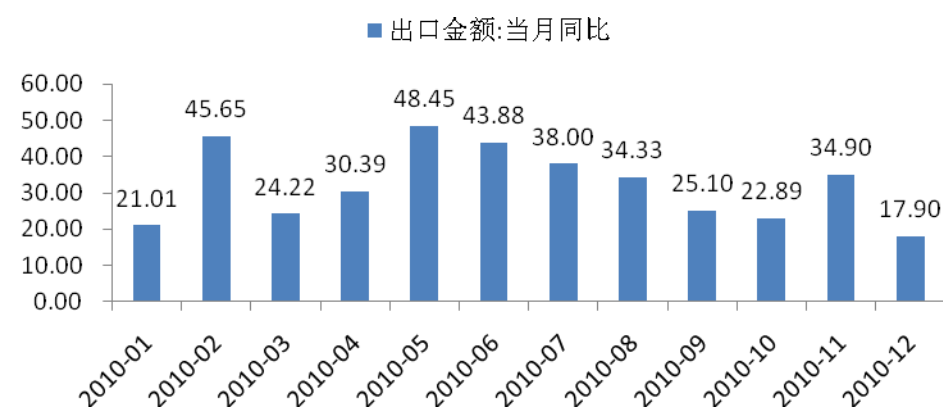
资料来源：华创证券

图表 2 外需有可能继续好转



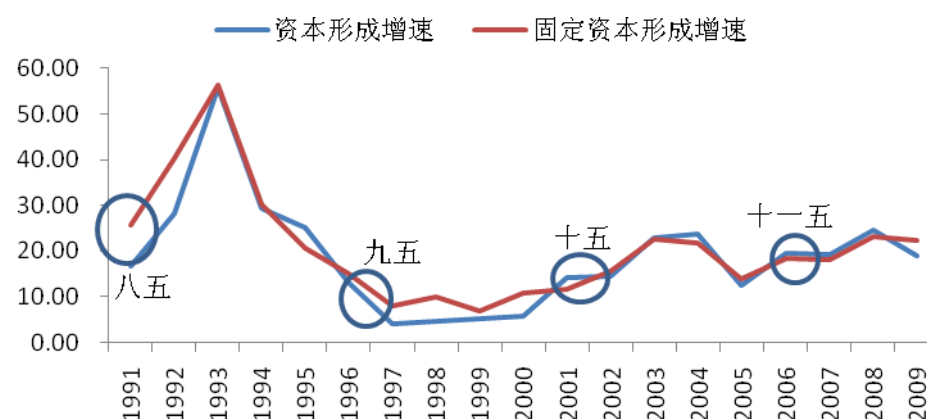
资料来源：WIND

图表 3 10 年出口增速超预期



资料来源：WIND

图表 4 十二五开局之年的国内投资需求旺盛



资料来源：WIND

2、间接融资需求向直接融资需求的切换将继续压制市场整体估值

政府抑制需求的措施使得企业间接融资比较困难，尤其是战略性新兴产业，如果在信贷上没有得以支持，那么资本市场上将会给予较多的倾斜，企业的融资需求将由间接融资需求向直接融资需求转换，直接融资将会继续加大力度，这样就会压制估值。

➤ **融资渠道切换。** 上周央行提出监控社会总融资额的提法，就总融资渠道看，间接融资

目前已经受控，且目前的控制为一刀切式的调控，对实体经济有损害。直接融资很可能与 10 年类似继续承担更大压力，10 年融资近 1 万亿左右，且 10 年 10 月份之后，由于间接融资的严格控制，使得直接融资急剧上升，且首发市盈率远远高于市场的平均市盈率，是杀鸡取卵式的发行，未顾及后续影响。同样在今年信贷收紧的背景下直接融资也有较大压力，这么大规模的融资对系统性估值的压力是相当明显的。

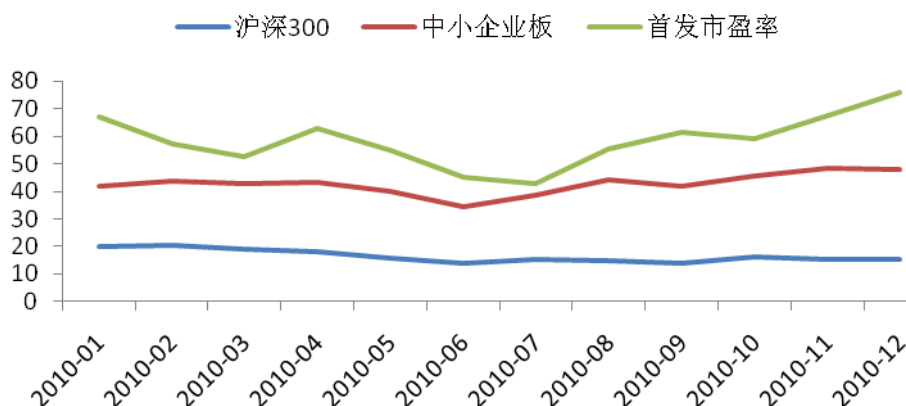
- **通胀隐患未除**。目前的措施主要在于抑制需求，但对成本推动型的通胀无能为力，也没有做出举动，需求下降后的通胀回落，很可能不是终止。包括劳动力、原材料和资金成本上升带来的通胀趋势上行没有终止迹象。而目前的调控是抑制投资需求为主，很可能造成中期供给的下降，为下一轮通胀埋下隐患，泛通胀受益类行业在此次下跌后必须关注。

图表 5 直接融资规模日益庞大

日期	实际募集资金	首发募集资金	增发募集资金	配股募集资金
2010-01	799.69	405.62	394.08	0.00
2010-02	809.21	383.55	406.55	19.11
2010-03	621.89	295.58	146.75	179.56
2010-04	428.69	331.69	97.00	0.00
2010-05	538.40	417.50	120.90	0.00
2010-06	798.10	198.11	253.08	346.91
2010-07	999.21	839.53	131.50	28.18
2010-08	597.08	479.01	118.07	0.00
2010-09	452.89	343.86	93.05	15.98
2010-10	1256.38	275.38	975.03	5.97
2010-11	1430.36	342.88	264.91	822.57
2010-12	1116.37	396.81	708.81	10.74
总共	9848.27	4709.51	3709.74	1429.02

数据来源：wind

图表 6 发行市盈率普遍较高不利于市场持续性发展



资料来源：WIND

图表 7 劳动力成本持续提高

就业人员报酬总额	2009 (亿元)	2010 (亿元)	增长率%
1 季度	294.3888147	344.6139417	17.06
2 季度	289.8765953	341.5170813	17.81
3 季度	309.457746	373.659732	20.75

数据来源: wind 华创证券研究所

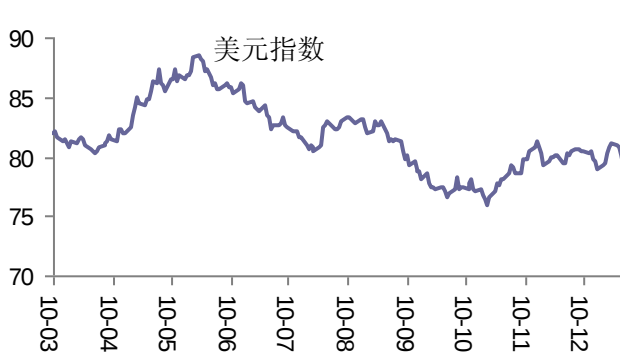
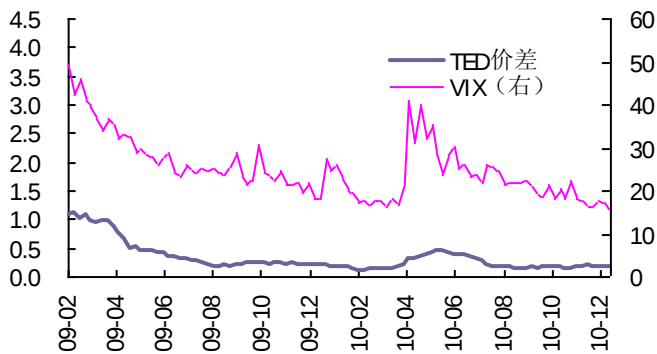
二、 海外市场乐观与国内悲观市场迥然不同

1、 海外市场乐观情绪延续

- **海外市场风险因素继续降低。**近期海外市场持续处于极度乐观之中，此种情形持续获得主要经济体经济数据的支撑。其中欧债风险因为债券发行成功有所降低，美国经济数据继续支持经济复苏判断。与前一周略有不同，大宗商品市场继续走强，但美元和黄金价格下行，可能反映风险情绪正在下降。中国债券市场上周表现较差，出现小幅下滑，反映上周 A 股下跌并非跷跷板效应，为整体偏谨慎的结果。

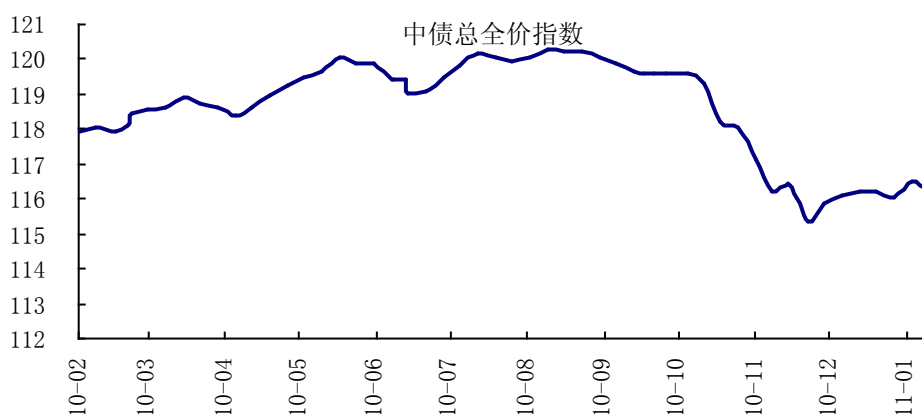
图表 8 海外市场乐观情绪延续

图表 9 美元指数区间震荡



资料来源: Bloomberg

图表 10 中国债券指数反弹受阻



资料来源: Bloomberg

图表 11 CRB 综合指数维持高位

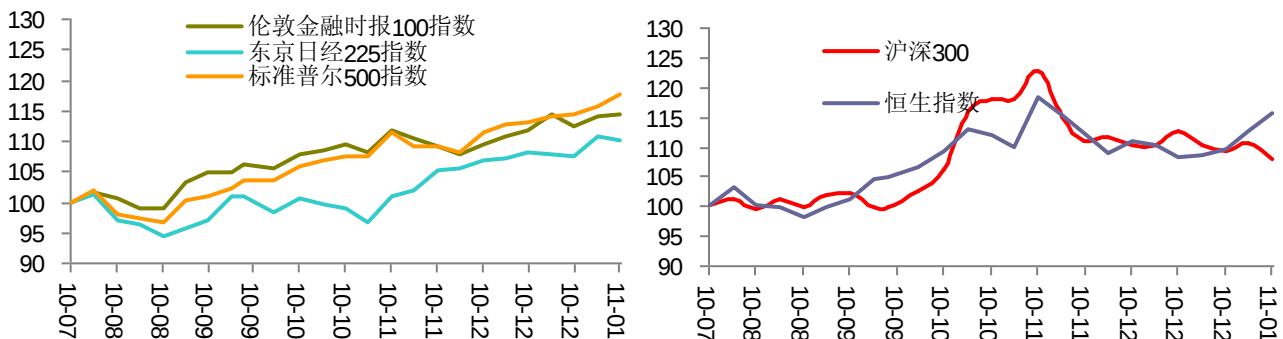


资料来源: Bloomberg

2、海外发达经济体股指维持上行趋势

- **主要股票市场继续上行。**上周主要市场延续升势，其中标普 500 指数创下 08 年 6 月份以来高点，欧洲市场因为葡西债券发行顺利也表现较好。上周韩国央行再次意外加息，市场关注其他新兴市场经济体将跟进，从市场表现看，发达经济体股指表现相对较好，而新兴市场因担忧政策紧缩普遍表现较差。中国的紧缩措施对海外影响看，主要发达市场受此影响较小，与前几次基本类似，说明中国政策对国内市场影响的独特性。另外的担忧在于发达经济体经济复苏，导致资金回流，从而对新兴市场构成巨大冲击。

图表 12 主要市场小幅上行



资料来源: Wind

图表 13 新兴市场近 5 个交易日表现落后

指数	收盘	剔除亏损 PE	剔除亏损 PE-E	PB	5 个交易日 涨跌 (%)	本月以来 涨跌 (%)	本季以来 涨跌 (%)	今年以来 涨跌 (%)
法国 CAC 40	3983.28	13.41	10.42	1.31	3.04	4.69	4.69	4.69
恒指	24283.23	14.83	13.15	2.03	2.52	5.42	5.42	5.42
台湾加权	8972.51	14.14	12.97	2.00	2.16	0.00	0.00	0.00
澳大利亚 AS30	4908.60	16.03	13.55	1.92	2.01	1.27	1.27	1.27
NASDAQ	2755.30	19.32	16.12	3.05	1.93	3.86	3.86	3.86
德国 DAX 30	7075.70	13.95	11.13	1.57	1.84	2.34	2.34	2.34
香港国企股	13152.14	13.76	11.23	2.26	1.75	3.62	3.62	3.62
S&P500	1293.24	15.53	13.53	2.28	1.71	2.83	2.83	2.83
中国海外	69.25	14.70	12.26	2.44	1.57	3.99	3.99	3.99

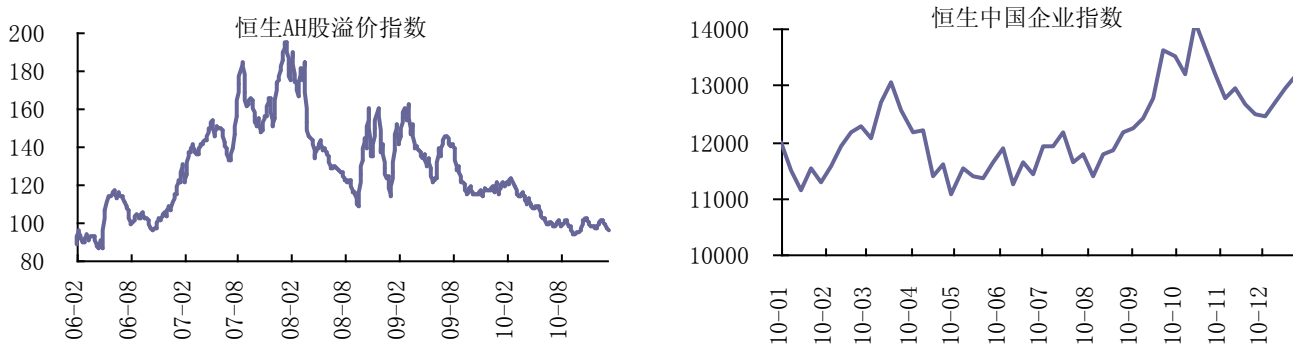
指数	收盘	剔除亏损 PE	剔除亏损 PE-E	PB	5 个交易日 涨跌 (%)	本月以来 涨跌 (%)	本季以来 涨跌 (%)	今年以来 涨跌 (%)
巴西圣保罗	70940.22	13.50	11.23	1.85	1.26	2.36	2.36	2.36
道琼斯	11787.38	14.09	12.52	2.71	0.96	1.81	1.81	1.81
韩国 KOSPI50	1810.65	11.93	10.59	1.55	0.92	2.33	2.33	2.33
英国富时 100	6002.07	13.64	10.79	1.99	0.30	1.73	1.73	1.73
香港中资股	4270.93	16.57	14.16	1.94	-0.10	2.42	2.42	2.42
日经 225	10499.04	18.16	17.71	1.38	-0.29	2.64	2.64	2.64
泰国 SET	1032.26	13.77	12.32	2.05	-0.40	-0.05	-0.05	-0.05
菲律宾综合	4132.04	13.21	13.57	2.44	-1.68	-1.64	-1.64	-1.64
沪深 300	3091.86	18.33	14.14	2.78	-2.36	-1.16	-1.16	-1.16
印度 NIFTY	5654.55	17.57	16.68	3.20	-4.23	-7.82	-7.82	-7.82

数据来源: Bloomberg 业绩计算基准: 最近 4 个季度;

3、港股维持强势，继续上涨

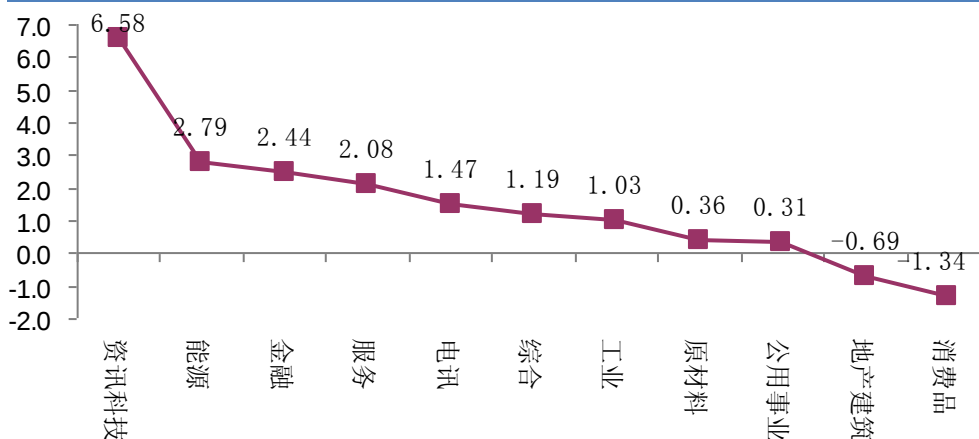
- **港股重获资金青睐。**港股市场主导权近期一直较低，要么受 A 股市场影响，要么受海外市场影响，前期看主要受 A 股市场影响，但最近两周主要跟随海外市场，上周同样出现较大涨幅，资金重回香港市场成为重要推动力，板块上，资讯类涨幅巨大。
- **恒指估值处均值附近。**估值水平上，近期恒指估值一直维持在均值附近，等待进一步的方向选择。经济周期角度看，世界经济继续缓慢复苏港股估值应当进一步上移，从最近两周看，基本按此逻辑演进。

图表 14 恒生 AH 溢价指数接近近期低点，国企指数大幅上行



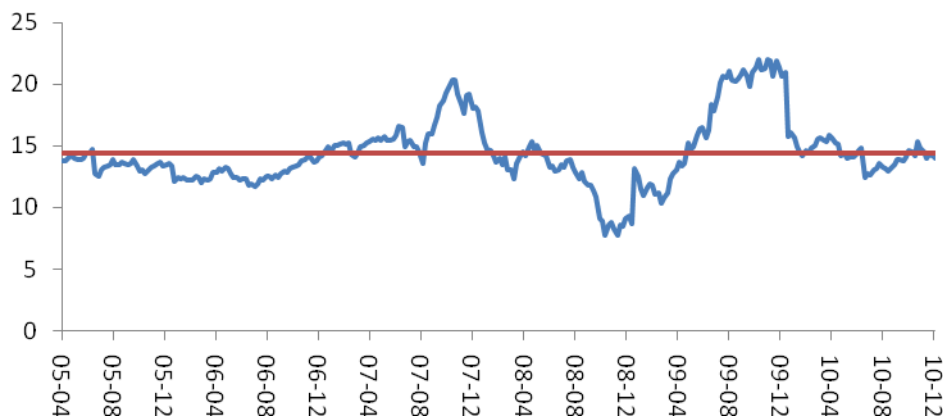
资料来源: Wind

图表 15 港股资讯科技股大幅飙升



资料来源: wind

图表 16 港股估值水平处中值水平



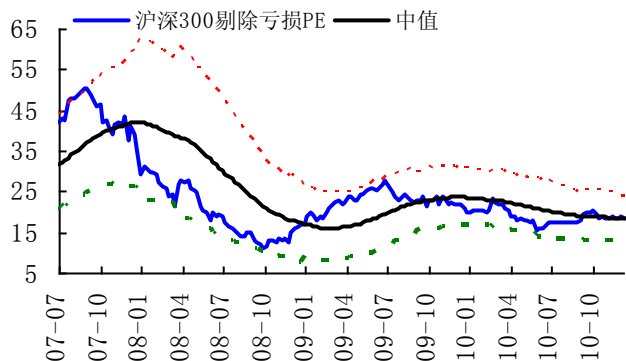
资料来源: wind

三、 A 股市场将进入个股分化阶段

1、 个股风险开始释放

- **沪深 300 估值水平处中值附近。**上周沪深 300 板块指数估值水平小幅回落，目前为 15.3 倍，与趋势线中值水平接近。其他板块延续前一周趋势，创业板和中小板指数估值水平继续小幅下行，反映信贷紧缩预期对高估值板块的冲击仍在继续，从未来机会上，部分业绩可以兑现的成长股值得跟踪，从 09 年看主要为系统性机会，10 年为行业性结构机会，11 年投资将更多依靠自下而上投资，行业内个股可能也将分化。
- **股市与债市长期比价关系。**上周中债总全价指数反弹受阻，反映上周股市的下跌还并非资金避险情绪。从目前股市和债市的相对投资价值看，中长期建议两条线索：1、要么沪深 300 板块整体上处于中长期投资期间；2、要么因为经济转型，使得中国市场估值下移，系统性机会较少，而目前整体合理的水平下，将更多以结构性机会为主，直到经济进入繁荣区间，出现系统性估值上移，目前仍处第二种可能的前期阶段，系统估值处区间震荡过程。

图表 17 沪深 300 指数 PE 处中值附近



资料来源: Bloomberg

图表 18 沪深 300 板块小幅反弹

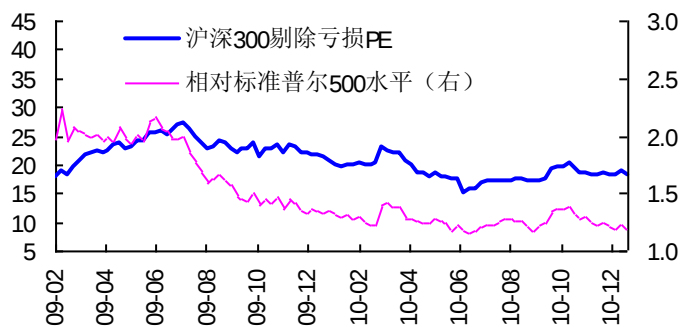
板块名称	市盈率	市盈率 (一周前)	变化
上证 A 股	16.08	16.24	-1.0%
沪深 300	15.31	15.47	-1.0%
全部 B 股	16.04	16.26	-1.4%
全部 A 股	18.88	19.26	-2.0%
深证 A 股	34.7	36.3	-4.4%
中小企业板	44.92	47.43	-5.3%
创业板	66.27	70.42	-5.9%

图表 19 经济上行周期中, 股市投资机会理应优于债市



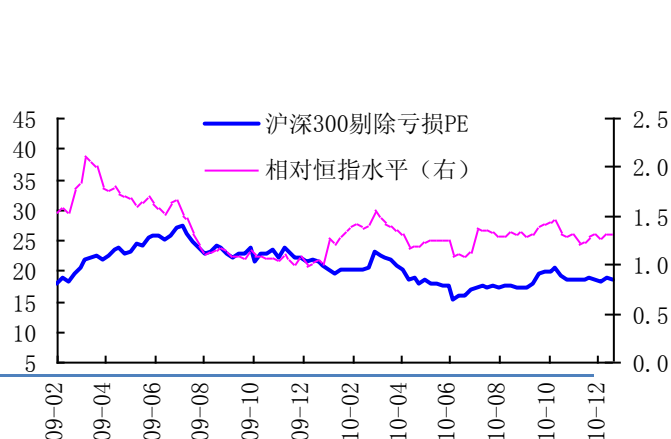
资料来源: Bloomberg

图表 20 沪深 300 估值与标普 500 相对比较



资料来源: Bloomberg

图表 21 A 股估值水平相对恒指

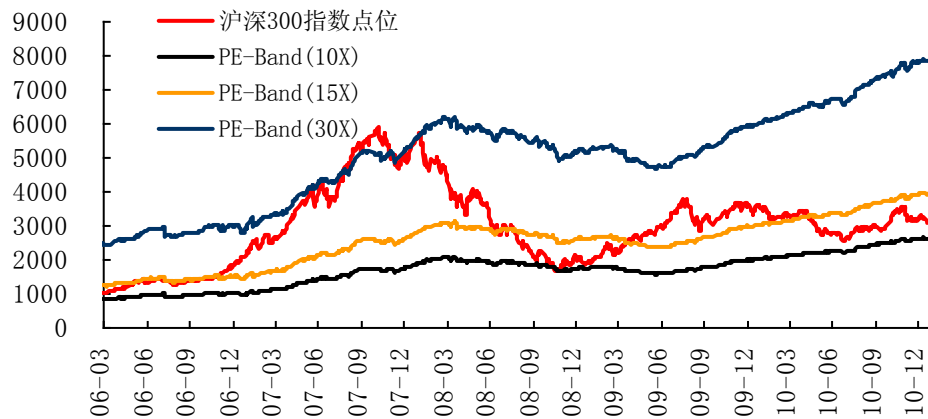


2、A 股业绩及估值预期

- **沪深 300 估值出现短暂修正契机。**近期市场试图修正权重板块低估值状况, 主要在于全球经济复苏愈发明确, 全面反映实体经济的大公司将逐渐转好。由于 A 股权重公司多为传统周期类行业, 均受到政策抑制, 此类行业投资机会可能仅仅存在业绩和估值修复性机会, 持续性相对较差, 上周看, 仅有部分行业延续相对强势, 注意防范风险。
- **A 股业绩稳定为市场机会呈现奠定基础。**从业绩与估值角度看, 市场出现巨幅下挫的可能也不大, 目前看中小板 2011 年动态 PE29 倍, 上证指数 12.7 倍, 沪深 300 板块 12 倍左右。分行业看, 2011 年非日常消费品、原材料 20 倍, 医疗保健和日常消费 29 倍、

信息科技 34 倍、能源 13 倍、金融 10 倍，并无显著高估，因此出现系统性熊市可能不大。

图表 22 沪深 300 业绩预测——动态 PE 为 12.2 倍



资料来源: Wind

图表 23 主要指数业绩及估值预期

指数名称	净利润增长率			09A	PE	
	10E	11E	两年复合		10E	11E
上证综合指数	35.73	22.36	28.87	21.15	15.58	12.73
上证 A 股指数	35.79	22.20	28.82	21.30	15.68	12.84
上证 B 股指数	29.38	39.80	34.49	5.10	3.94	2.82
上证 180 指数	34.37	19.91	26.94	18.13	13.49	11.25
上证 50 指数	31.86	18.56	25.04	16.09	12.20	10.29
新综指	35.65	21.98	28.64	21.18	15.62	12.80
沪深 300	35.65	20.80	28.01	19.85	14.63	12.11
中证 100	35.03	19.45	27.00	17.82	13.20	11.05
深证成份指数	45.24	26.16	35.37	29.79	20.51	16.26
深证 100 指数	44.03	27.15	35.33	31.06	21.57	16.96
深证新指数	50.63	36.47	43.38	50.23	33.35	24.44
中小板综	41.47	39.22	40.34	57.38	40.56	29.13
深证综合指数	51.83	35.15	43.25	48.28	31.80	23.53
深证 A 股指数	50.85	36.17	43.32	50.37	33.39	24.52
深证 B 股指数	61.00	26.27	42.58	28.79	17.88	14.16
富时 A 指	37.17	23.41	30.11	23.23	16.94	13.72
富时 A200	35.42	20.43	27.71	19.37	14.30	11.88
富时 A400	46.65	38.35	42.44	44.55	30.38	21.96
富时 A600	36.43	22.16	29.09	21.63	15.85	12.98
富时 A50	30.84	18.13	24.33	16.35	12.50	10.58
万得全 A 指数	37.88	24.35	30.94	25.52	18.51	14.88
万得蓝筹 280 指数	35.22	20.58	27.69	19.26	14.25	11.81
道中指数	37.86	23.19	30.32	23.22	16.84	13.67
道中 600 指数	35.84	21.59	28.51	21.28	15.67	12.89
道中 88 指数	31.41	18.84	24.97	17.25	13.13	11.05

资料来源: WIND

四、 行业变化与市场热点：偏周期类相对强势

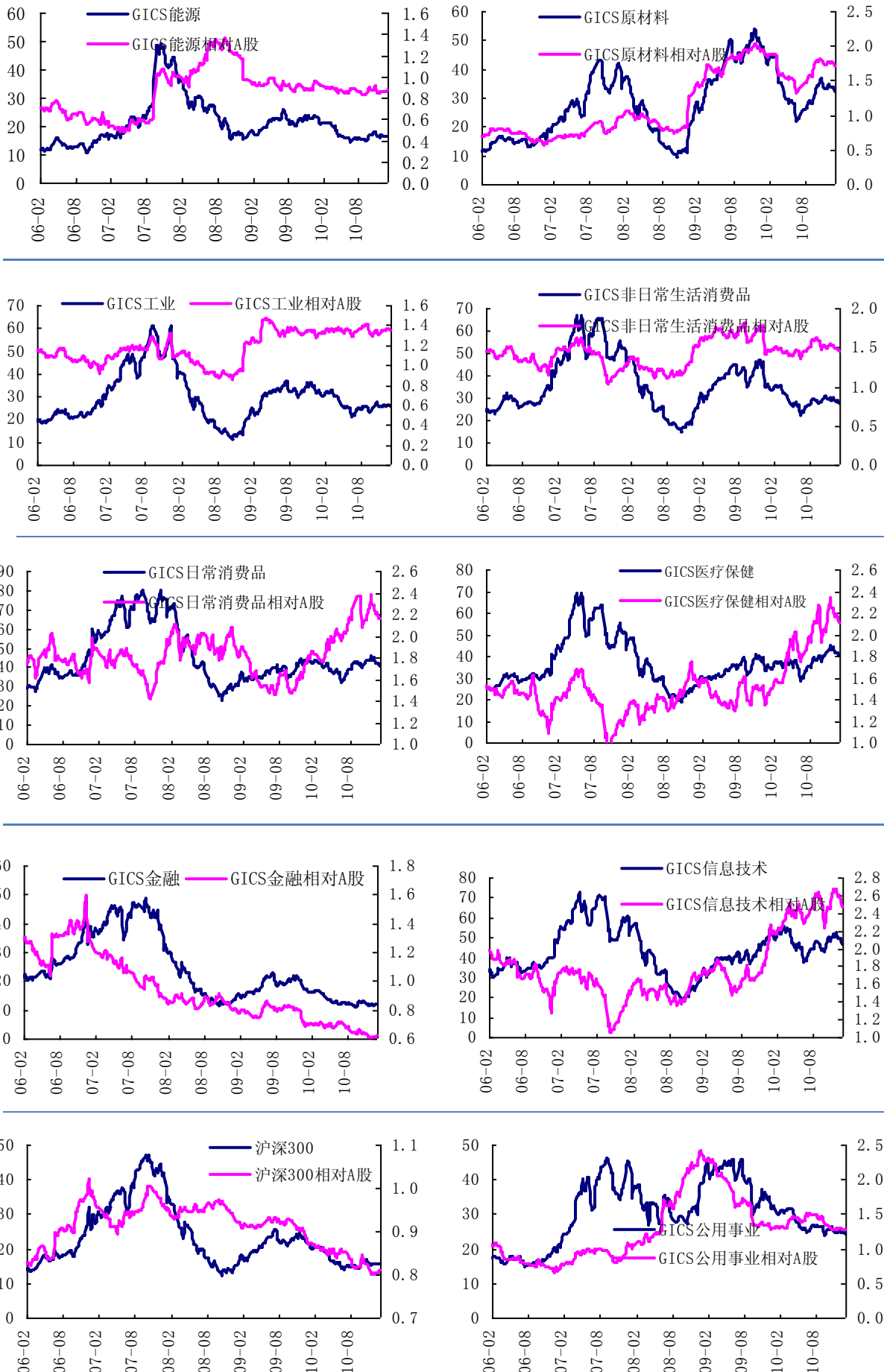
- **多数个股回调，部分偏周期类相对强势。**上周基本延续前一周风格，前期强势的中小类个股继续下挫，而地产、银行、能源、运输等板块相对强势，跌幅极小。因即将进入业绩披露期，部分前期强势的中小个股面临业绩检验，无法兑现业绩的公司将持续被纠正，注意防范风险。
- 本周市场，投资冲动进而带来的放贷冲动继续受到政策面抑制，信贷政策对股指的抑制作用短期难以好转。随着市场的继续下行，部分具备支持的行业逐步关注，如食品、医药、家电、交运设备等；同时对于有实质政策支持的新兴产业个股逐步关注。

图表 24 偏周期类个股相对强势

周期性	板块名称	周涨幅	月涨幅	季度涨幅	半年涨幅
能源（上游）	GICS 能源 II	0.7	-2.3	-4.1	23.2
原材料（上游）	GICS 原材料 II	-4.8	-7.7	-4.3	32.2
工业（中游）	GICS 资本品	-4.2	-7.6	7.9	35.1
	GICS 商业服务与商业用品 II	-5.1	-8.2	-5.9	11.5
	GICS 运输	-0.2	-3.4	-6.3	8.0
非日常消费品（下游）	GICS 汽车与汽车零部件	-2.7	-9.7	-9.1	20.5
	GICS 耐用消费品与服装	-3.6	-6.7	0.8	21.6
	GICS 消费者服务	-3.3	-9.1	-4.8	10.6
	GICS 媒体 II	-3.9	-10.7	-8.5	6.4
	GICS 零售业	-3.5	-10.1	-9.0	11.7
金融（同步周期）	GICS 银行	-0.1	0.4	-3.9	-1.7
	GICS 综合金融	-3.6	-9.5	-11.0	3.9
	GICS 保险 II	-1.2	-10.1	-12.6	0.4
	GICS 房地产	-0.9	2.2	-2.2	11.4
日常消费品（非周期）	GICS 食品与主要用品零售 II	-4.0	-12.8	-10.6	13.0
	GICS 食品、饮料与烟草	-2.5	-10.1	4.4	33.3
	GICS 家庭与个人用品	-4.1	-9.1	4.9	29.8
医药（非周期）	GICS 医疗保健设备与服务	-5.3	-12.8	4.9	25.4
	GICS 制药、生物科技	-4.2	-9.0	6.3	32.8
公用事业	GICS 公用事业 II	-2.3	-7.4	-6.5	4.5
信息技术	GICS 软件与服务	-5.6	-12.0	10.2	30.9
	GICS 技术硬件与设备	-5.7	-12.9	5.9	25.7
	GICS 半导体产品与设备 II	-6.8	-9.0	7.1	29.0

资料来源：WIND

图表 25 各行业估值变化及相对 A 股估值水平



资料来源: WIND

图表 26 华创证券近期重点推荐公司

股票名称	投资评级	华创证券 PE-E			市场一致预期 PE			行业一致预期 PE		
		PE10E	PE11E	PE12E	PE10E	PE11E	PE12E	PE10E	PE11E	PE12E
福星股份	强推	17.25	16.18	0.00	20.11	15.64	11.17	17.02	12.36	9.10
	理由	质地优良，估值偏低								
东华软件	强推	39.47	29.70	21.90	38.46	28.57	21.13	46.81	34.45	25.73
	理由	快速稳定的增长速度，恰当的经营模式将使公司规模不断扩大成长为中国软件巨头								
好当家	推荐	68.70	32.71	25.92	65.43	40.41	31.95	51.25	31.47	24.39
	理由	处在业绩上升周期的起始阶段，业绩增长极具弹性；计划定向增发，具备各方面向好机制；资源属性强、高档品刺参消费需求加速走旺，系农产品通胀预期下的布局性优选品种								
贵州茅台	推荐	36.36	25.50	17.56	33.23	26.51	21.89	34.95	26.94	21.17
	理由	无可匹敌的品牌价值、高于行业的增长期。是通胀受益、价值投资的双优品种								
双鹤药业	强推	28.15	23.73	18.76	29.00	23.53	19.01	33.81	24.96	20.35
	理由	华润入主有助于改善激励机制和管理机制，资产注入预期								
圣农发展	推荐	54.69	33.22	27.77	54.69	35.55	27.35	29.34	22.15	16.10
	理由	公司是唯一一家自养自宰肉鸡肉提供商，产品不愁销路，是鸡价上涨的首选标的								
英威腾	强推	58.73	40.12	22.99	62.72	41.33	28.50	36.82	27.41	21.13
	理由	传统业务增速稳定，新业务快速发展，一体化解决方案将拓展公司市场空间，提升公司产品毛利								
白云山 A	强推	33.50	25.38	20.18	33.84	27.19	21.75	29.34	22.15	16.10
	理由	增长明确，存在整合预期								
国星光电	强推	57.96	37.02	23.43	59.53	40.41	30.25	57.70	35.96	25.68
	理由	产品品质国内领先，大幅扩产								
普利特	推荐	63.87	28.53	21.40	49.76	31.70	22.52	38.86	26.64	19.44
	理由	年底产品将大幅提价，明年会不断上调盈利预测，预计 2011 年 EPS 在 1.5 元以上；高性能工程塑料 TLCP 独家生产企业，前景巨大								
天康生物	强推	41.88	21.83	15.78	41.54	24.14	17.06	37.62	29.22	22.30
	理由	2011 年疫苗新产品贡献增量利润，通胀至饲料业务盈利能力弹性加大								
亨通光电	强推	29.24	24.24	20.37	31.39	26.41	21.68	34.32	26.11	20.00
	理由	FTTH 明年将“大跃进”建设，对光缆光纤利好明显，加上公司明年光纤预制棒规模量产，业绩开始释放								
海南航空	推荐	17.06	13.54	11.81	17.54	15.29	16.12	15.19	13.88	15.81
	理由	运力增速 25%，远高于行业平均。免税、海南岛旅游开发利好，配合大新华港股上市增添公司业绩改善动力								

资料来源：华创证券 WIND

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层
邮编：100036
传真：010-59370801