

箱体震荡等待预期好转

民生精品---策略周报

2011 年 6 月 6 日

报告摘要:

● PMI 回落，经济增速温和走低

在紧缩政策下，5 月 PMI 继续温和走低。其中新订单指数回落幅度超出生产指数，产成品库存仍然处于历史高位，显示经济正处于去库存周期。经济与购进价格双双回落，符合调控预期，预计短期政策将维持偏紧基调，微调为主，在经济平稳回落的同时，实现物价“软着陆”。

● 高翘尾叠加天气灾害，二季度 CPI 维持破五格局，三季度回落

5 月以来，国内外自然灾害致使通胀再增变数，前期快速下跌的部分蔬菜价格再现反弹，猪肉、水产品 and 蛋类价格涨幅明显；近日南方部分地区出现旱涝转换，短期物价走势的不确定性仍然存在；预计 5 月 CPI 继续破五，由于高翘尾的存在，6 月 CPI 存在继续上行的风险。

● 货币市场利率将进一步回落，但下行空间不大

随着准备金缴款、月末考核等因素淡去，上周五 Shibor-隔夜和 Shibor-7day 回落至 2.5% 和 3.5%，分别较前一周下降 33bp 和 89bp。本周受节日备付金回流、公开市场连续净投放等有利因素推动，货币市场利率将进一步回落，但紧缩预期的存在，资金利率中枢跌回 5 月之前水平的可能性不大。

● 市场运行判断：短期内将维持箱体震荡

当前的市场已经反映了对经济、通胀以及政策的忧虑，进一步下跌的空间较为有限，但趋势性行情的出现仍需要看到通胀的回落以及货币基调转向等信号。因此在通胀预期改善之前，短期市场将维持箱体震荡格局。从估值来看，市场的长期投资价值已经显现，只是估值的修复还需要等待预期的好转。建议投资者关注盈利增速继续维持高位食品饮料、商贸板块，以及受益于生猪价格维持高位的畜禽养殖板块。

● 上周重点推荐报告汇总

重点推荐 6 月 A 股策略月报，中国建筑、远兴能源深度研究报告，中化岩土等 5 篇上市公司调研及点评，以及民生基金仓位定期报告。

民生证券研究所

策略分析师：张琢

执业证号：S0100210110002

电话：(8610)8512 7665

邮箱：zhangzhuo@mszq.com

联系人：赵丽娜

电话：(8610)8512 7665

邮箱：zhaolina@mszq.com

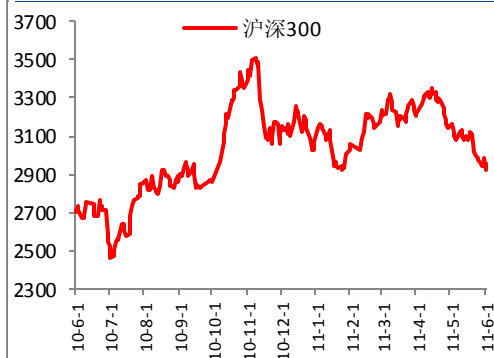
联系人：孙洪湛

电话：(8610)8512 7661

邮箱：sunhongzhan@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

沪深 300 收盘价走势



A 股市场数据

总市值 (万亿)	29.75
流通市值 (万亿)	19.50
市盈率 (TTM)	16.93
市净率 (MRQ)	2.46

目 录

一、箱体震荡，关注商贸、食品饮料和农产品板块.....	3
(一) PMI 回落，经济增速温和走低.....	3
(二) 高翘尾叠加气候灾害，二季度 CPI 维持破五格局，三季度回落.....	4
(三) 资金利率将进一步回落，但下行空间不大.....	4
(四) 市场估值逼近历史底部，长期投资价值凸显.....	5
(五) 市场运行：箱体震荡，关注商贸、食品饮料和农产品板块.....	6
二、上周宏观策略重点报告.....	6
(一) 5 月 PMI 简评：短期处于去库存阶段.....	6
(二) 4 月工业企业效益简评：行业严重分化，存货居高不下.....	7
(三) 2011 年 6 月 A 股策略月报：低位震荡，在通胀预期改善之前.....	8
三、上周行业重点报告.....	9
(一) 煤炭行业周报：动力煤继续走强，炼焦煤小幅调整.....	9
(二) 传媒战略周报：关注三网融合进展.....	10
(三) 金融行业周报：投资策略以防御为主.....	10
四、上周公司深度报告.....	10
(一) 中国建筑（601668）深度研究报告：“一最两跨”，再创宏基伟业.....	11
(二) 远兴能源（000683）深度研究报告：十二五煤炭翻两番，甲醇迎来业绩拐点.....	11
五、上周公司调研及点评报告.....	12
(一) 中化岩土（002542）调研简报：积极储备，或将成为行业整合者.....	12
(二) 华东医药（000963）调研简报：产品线优秀的高端专科药企.....	15
(三) 合肥三洋（600983）调研简报：等待变频洗衣机的春天.....	15
(四) 雄震矿业（600711）点评报告：收购风驰 再展雄心.....	17
(五) 奥飞动漫（002292）简评报告：改善渠道短板 优化大动漫产业生态系统.....	17
六、民生基金仓位报告.....	19
(一) 民生基金仓位日报（2011-5-30）：股票型 79.82%，偏股型 72.09%，平衡型 66.19%.....	19
(二) 民生基金仓位日报（2011-5-31）：股票型 79.98%，偏股型 72.09%，平衡型 65.67%.....	19
(三) 民生基金仓位日报（2011-6-01）：股票型 80.04%，偏股型 72.24%，平衡型 65.75%.....	19
(四) 民生基金仓位日报（2011-6-02）：股票型 79.90%，偏股型 71.99%，平衡型 64.93%.....	19
(五) 民生基金仓位日报（2011-6-03）：股票型 81.37%，偏股型 73.85%，平衡型 66.17%.....	19
(五) 民生基金周报（2011-6-06）：基金小幅主动加仓，平均仓位增至 76.40%.....	20
(六) 民生证券基金资产配置指数周报（2011-6-6）：基金持续小幅增配消费类行业，上周减配农林采掘金属.....	20

5月主要经济数据将于14日公布，本周进入经济数据公布前的空档期。从最新公布的PMI先行指标来看，去库存周期下，经济增速将继续温和走低；受高翘尾和突发气候因素影响，5、6月份CPI将维持破五格局，三季度通胀回落；本周受节日备付金回流、公开市场连续净投放等有利因素推动，货币市场利率有望进一步回落。在通胀预期改善之前，短期市场将维持箱体震荡格局。关注盈利增速维持高位食品饮料、商贸板块，以及受益于生猪价格上涨的畜禽养殖板块。

一、箱体震荡，关注食品饮料、商贸和农产品板块

（一）PMI回落，经济增速温和走低

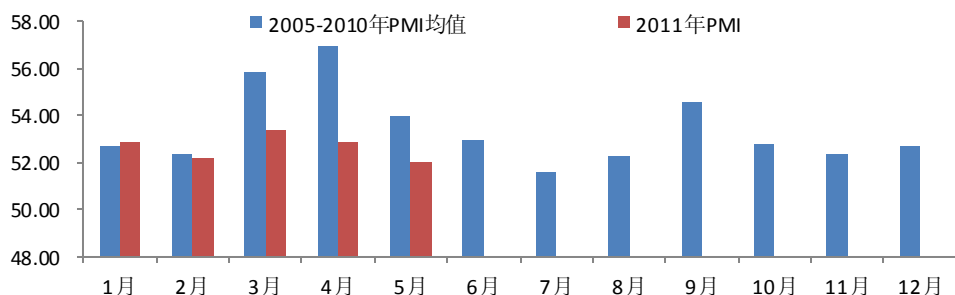
在紧缩政策对需求的抑制作用下，5月PMI继续温和走低。其中新订单指数回落幅度超出生产指数，产成品库存指数仍然处于历史高位，显示经济正处于去库存短周期。经济增长与通胀预期双双回落，符合政策调控预期。预计短期内政策将维持偏紧基调，微调为主，在经济平稳回落的同时，实现物价“软着陆”。

1、5月PMI继续走低，但回落幅度好于预期

6月1日，中国物流与采购联合会公布今年5月份PMI数据：CFLP中国制造业采购经理指数（PMI）为52.0%，创2010年9月以来新低，显示我国经济增速继续放缓。

5月PMI环比4月回落0.9个百分点，好于市场预期的1.9%。根据PMI历史数据，过去6年（2005-2010）5月PMI指数环比4月均会出现季节性回落，平均回落幅度为3.02%。其中受五一黄金周影响，2005-2008年回落幅度较大，平均回落3.98%，2009年和2010年黄金周取消后，回落幅度变小，分别为0.4和1.8%。

图1：5月PMI环比4月回落0.9个百分点，好于市场预期及历年回落均值



资料来源：Wind, 民生证券研究所

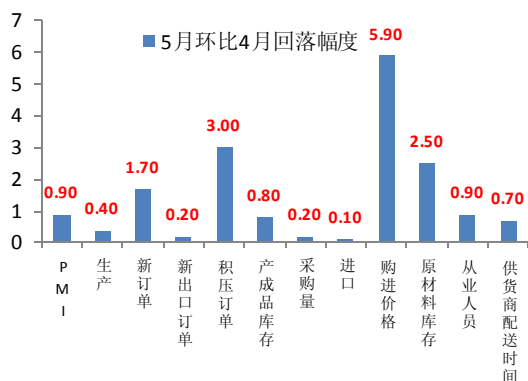
2、需求走缓，经济正处于去库存短周期

5月PMI各分项指数环比4月均出现下滑。其中，购进价格指数、积压订单、原材料库存和新订单指数降幅较大。

5月新订单指数为52.1，较上月回落1.7个百分点，创2005年以来历史同期最低；5月生产指数为54.9，环比4月下降0.4%。相比生产指数，新订单回落幅度更加明显，意味着经济正处于去库存阶段。5月PMI产成品库存指数为50.0，比上月回落0.8个百分

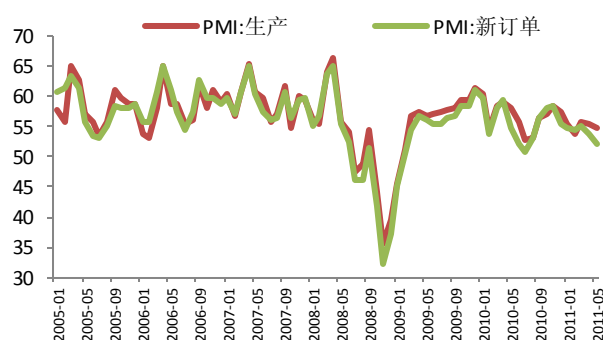
点，明显高于 2010 年 8 月到 2011 年 2 月，存在较大的去库存压力。

图 2：5 月 PMI 各分项指数环比 4 月均出现下滑



资料来源：wind，民生证券研究所

图 3：相比生产指数，新订单回落幅度更加明显



资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）高翘尾叠加气候灾害，二季度 CPI 维持破五格局，三季度回落

5 月份以来，国内外自然灾害致使通胀演变再增变数，前期快速下跌的部分蔬菜价格再现反弹，猪肉、水产品和蛋类价格涨幅明显；近日南方部分地区出现旱涝转换，短期物价走势的不确定性仍然存在；预计 5 月 CPI 同比增速继续破五，由于高翘尾因素的存在，预计 6 月 CPI 存在继续上行的风险。

1、南方出现旱涝转换，短期物价走势的不确定性仍然存在

从 6 月 3 日开始，长江中下游旱区结束了少雨局面，大部分地区迎来强降雨天气。据中央气象台 5 日介绍，目前湖北东南部、湖南北部、江西北部、安徽南部、浙江大部等地降雨偏少的状况得到不同程度缓和。不过强降雨在缓解旱情的同时，也让江西、湖南部分地区出现罕见的旱涝急转现象。预计 6 月 6 日-12 日，南方地区继续以降雨为主，江淮、江南北部和西部、华南西北部以及湖北、贵州等地部分地区降雨量将有 120--150 毫米。若强降水持续，南方部分地区将面临较为严峻的防汛形式，短期物价走势的不确定性仍然存在。

2、5、6 月 CPI 将继续破五格局

5 月份以来，国内外自然灾害致使通胀演变再增变数，前期快速下跌的部分蔬菜价格再度反弹，猪肉、水产品和蛋类价格涨幅明显；由于居住和国内能源价格的相对刚性，非食品价格高位企稳。预计 5 月 CPI 同比增速继续维持破五格局，由于高翘尾因素的存在，预计 6 月 CPI 将继续上行。

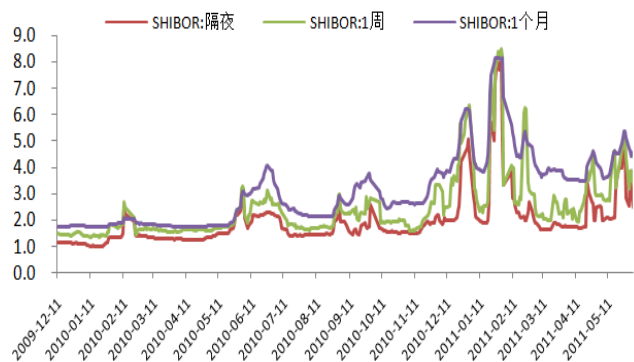
（三）资金利率将进一步回落，但下行空间不大

伴随着准备金缴款、月末考核等因素的褪去，上周货币市场资金利率继续下行。截至上周五，Shibor-隔夜和 Shibor-7day 分别回落至 2.5%和 3.5%，较前一周分别回落 33bp 和 89bp。本周受节日备付金回流、公开市场连续净投放等有利因素推动，货币市场利率有望进一步回落。但紧缩预期的存在，将限制资金价格的下行空间，资金利率中枢跌回 5

月之前水平的可能性不大。

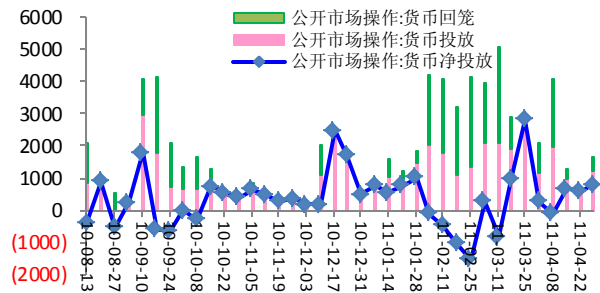
上周公开市场到期资金 1220 亿元，央行全周共发行央票 410 亿元，最终向市场净投放资金 810 亿元。为缓解此次准备金缴款引发的利率大幅攀升现象，央行连续三周净投放资金累计达 2070 亿元。后续的紧缩政策将视通胀形式而变化，在 5、6 月份通胀维持破五的格局下，货币政策将继续维持偏紧基调。上周各期限央票发行利率继续与前期持平。

图 4：短期资金利率有望进一步回落



资料来源：wind，民生证券研究所

图 5：央行连续三周公开市场净投放资金 2070 亿元



资料来源：Wind，民生证券研究所

（四）市场估值逼近历史底部，长期投资价值凸显

经过近期市场的连续调整，目前全部 A 股的动态市盈率回落至 16.93，市净率回落至 2.46 左右，估值指标已经低于去年 6 月底的估值水平，甚至接近于 08 年 11 月份的历史低点。上周 A-H 股溢价指数基本维持在 96 水平左右浮动，周五上升至 98.5；从估值指标来看，市场的长期投资价值显现，只是估值的修复还需要等待预期的好转。

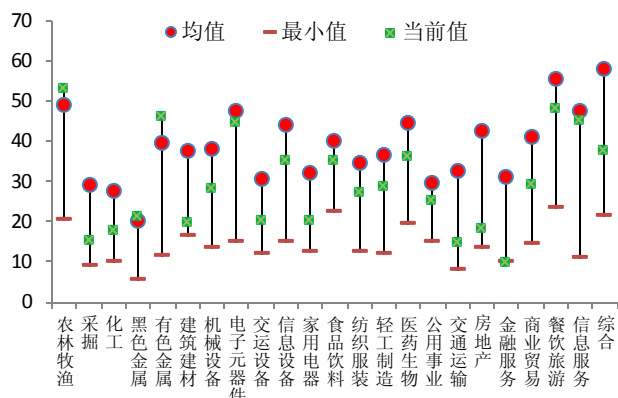
表 1：A 股主要指数估值逼近历史底部，长期投资价值凸显

主要指数		全部 A 股	上证指数	沪深 300	创业板	中小板
PE(TTM)	历史估值中枢	37.77	34.55	26.94	66.55	38.65
	当前水平	16.93	14.33	13.3	43.48	34.47
	2010 年最低水平	17.3	15.25	14.25	57.39	35.22
	2008 年最低水平	13.36	13.25	12.34		16.20
PB(MRQ)	历史估值中枢	3.37	3.29	3.18	6.07	4.54
	当前水平	2.46	2.19	2.12	3.47	3.93
	2010 年最低水平	2.44	2.25	2.23	4.11	4.19
	2008 年最低水平	1.97	1.99	2.05		2.2

资料来源：wind，民生证券研究所

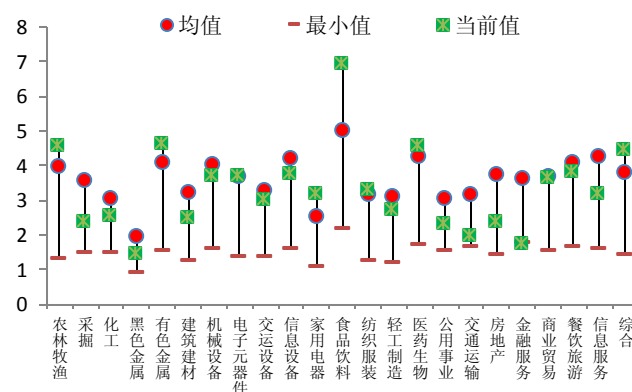
从各行业估值来看，除农林牧渔、有色金属的当前估值高于历史均值以外，其余行业的目前估值已降至历史均值以下，其中金融服务、交通运输和房地产的估值已接近甚至低于历史最低水平。总体来看，目前各行业的估值水平已经具备相对吸引力。

图 6: 全部 A 股 PE (TTM)



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 7: 全部 A 股 PB (MRQ)



资料来源: Wind, 民生证券研究所

（五）市场运行：箱体震荡，关注食品饮料、商贸和农产品板块

在紧缩政策对需求的抑制作用下,5 月 PMI 新订单指数较生产指数出现更大幅度的回落,同时产成品库存仍处于历史高位,显示经济正处于去库存短周期,市场对于经济下滑的担忧进一步延伸。在高翘尾因素和自然灾害推高通胀预期影响下,5、6 月份 CPI 将维持破五格局。历史上看,货币政策的实质性转向发生在通胀下行趋势确立之后,预计短期紧缩政策将继续维持偏紧基调。

我们认为,当前的市场已经反映了对经济、通胀以及政策的忧虑,进一步下跌的空间较为有限,但市场悲观预期的改变仍需要看到通胀的回落以及货币基调转向等信号,在信号没有出现之前,市场存在超跌反弹的可能,但难以走出趋势性行情。因此在通胀预期改善之前,短期市场将维持箱体震荡格局。此外从估值来看,市场的长期投资价值已经显现,只是估值的修复还需要等待预期的好转。建议关注盈利增速继续维持高位的食物饮料、商贸板块,以及受益于生猪价格维持高位的畜禽养殖板块。

二、上周宏观策略重点报告

（一）5 月 PMI 简评：短期处于去库存阶段

5 月 PMI 生产指数较上月回落 0.4 个百分点,新订单指数较上月回落 1.7 个百分点,短期处于去库存阶段。购进价格指数回落 5.9 个百分点,经济增长预期与通胀预期双双回落,符合调控预期。

5 月 PMI 生产指数回落幅度较小而新订单指数回落幅度较大,产成品库存指数仍然较高,短期处于去库存阶段。经济增长预期与通胀预期双双回落,符合宏观调控“稳增长”和“控物价”的预期。当前制造业面临成本增加、电力供应紧张、融资难、库存增加四大困难,增长速度存在下行压力。我们预测未来宏观调控将以微调为主,在保持平稳增长的基础上,实现物价“软着陆”。

（1）5月 PMI 回落到9个月新低

5月我国制造业采购经理指数（PMI）为52.0%，继续保持在50%以上，显示经济继续呈现增长扩张态势。5月PMI比上月回落0.9个百分点，创自2010年9月以来的新低，显示出经济增长速度平稳回落。

（2）生产指数小幅回落

2005年-2010年，5月份PMI生产指数均比4月回落，2005-2008年回落幅度较大，最近3年虽有回落，但幅度减弱，2009年回落0.5个百分点，2010年回落0.9个百分点，今年回落0.4个百分点，这表明，最近3年制造业步入平稳增长的景气区间，波动明显减小。

（3）5月购进价格指数继续回落，通胀预期有所缓解

5月购进价格指数为60.3，较4月回落5.9个百分点，比3月回落8.0个百分点，比2月回落9.8个百分点，购进价格指数持续回落表明，5月通胀预期有所缓解。

与往年相比，2005年和2010年，5月购进价格指数回落幅度分别有11.7个百分点和13.7个百分点，对6月物价回落影响较大。今年5月购进价格指数回落5.9个百分点，对物价影响将小于2005年和2010年。

（4）去库存过程仍将持续

5月新订单指数为52.1，较上月回落1.7个百分点，是自2010年8月以来的最低值，相比生产指数，回落幅度明显较大，这意味着短期仍处于去库存阶段。

5月PMI新出口订单指数为51.1%，比上月回落0.2个百分点；5月PMI进口指数为50.5%，比上月回落0.1个百分点，均保持稳定，进口和出口对存货的总体影响不大。

5月PMI产成品库存指数为50.0，比上月回落0.8个百分点，明显高于2010年8月到2011年2月，存在较大的去库存压力。

（二）4月工业企业效益简评：行业严重分化，存货居高不下

4月规模以上工业企业利润增速继续回落，行业严重分化。消费和出口需求增速放缓已明显影响到工业品的销售，产成品库存和应收账款增速均处于较高水平，受此影响，部分下游行业利润增速会进一步走低，二季度工业生产增速和工业品出厂价格将回落。

（1）利润增速继续回落

表面看，今年前4个月规模以上工业企业利润增速维持29.7%的较高水平，但4月利润增速继续下行，前4个月利润累计增速为29.7%，比一季度回落2.3个百分点。基本上处于2003年到2007年的平均水平。

自去年以来，工业企业利润增速持续下行。去年前2个月利润增速高达119.7%，前5个月为81.6%，前8个月为55.0%，前11个月为49.4%。今年前4个月比去年前5个月回落51.9个百分点，比去年前11个月回落19.7个百分点。

（2）行业利润严重分化

前4个月行业利润增速分化严重，石油开采、铁矿开采、化工、有色金属等上游行业

利润增速较高，电力、石化、交通运输等下游行业利润增速下降。

（3）产成品库存增速略有上升

4月末工业产成品库存产成品资金 24363 亿元，同比增长 23.2%，比前 3 个月提高 0.05 个百分点。相比去年四季度和今年一季度产成品库存增速快速上升相比，4 月产成品库存增速比较平稳。

（4）应收账款增速略有回落

4 月末，规模以上工业企业应收账款 62614 亿元，同比增长 24%，比前 3 个月回落 0.6 个百分点，略低于 2010 年前 5 个月 26.1% 的水平。

目前产成品库存和应收账款增速均处于较高水平，主要受到需求放缓影响。前 4 个月三大需求实际增速均比去年一季度有较大幅度的回落，消费和出口实际增速比去年四季度也有较大幅度的回落，最终需求增速放缓必然影响到产品销售上。

产成品库存和应收账款增速处于较高水平，会产生二个方面的影响，一是工业生产减速，二是工业品出厂价格回落。

（三）2011 年 6 月 A 股策略月报：低位震荡，在通胀预期改善之前

1、国内外自然灾害推高通胀预期

5 月份以来，国内外自然灾害致使通胀演变再增变数，前期快速下跌的部分蔬菜价格再度反弹，猪肉、水产品和蛋类价格涨幅明显；由于居住和国内能源价格的相对刚性，非食品价格高位企稳。预计 5 月 CPI 同比增速继续维持破五格局，6 月存在继续上行的风险。

2、经济增速减速，企业盈利面临下调风险

4 月经济增速放缓，消费减速、借贷资本成本高企已明显影响到工业企业利润增速。在企业去库存的背景下，PPI 和 PPIRM 之差缩小显示企业成本转嫁能力下降，企业盈利能力面临向下调整的风险。5 月份汇丰 PMI 初值创 10 个月以来新低，经济将延续回落态势。

3、通胀推高政策放松门槛，资金面压力难以明显缓解

在通胀看不到明显回落之前，货币政策不会出现明显的转向，政策紧缩力度还将保持。

4、5 月份紧缩政策对资金面的累积效应开始体现，短期资金利率中枢已经出现上移，中长期利率出现趋势性上涨。在银行开始按日考核存贷比的预期下，6 月整体资金面转向谨慎。

4、多重压力下欧债危机加剧，资金避险情绪升高

原本日渐平静的欧洲主权债务危机，随着希腊、意大利信用级别的下调，以及西班牙的执政党在地方选举中遭遇惨败，而再度出现恶化迹象。加之通胀压力迫使欧洲央行选择加息，欧债危机恶化程度或加剧，短期资金避险情绪升温。

5、市场估值逼近历史底部，长期投资价值凸显

目前全部 A 股的动态市盈率已经低于去年 6 月底的估值水平，甚至接近于 08 年 11 月份的历史低点，市场的长期投资价值显现，只是估值的修复还需要等待预期的好转。

6、市场运行：低位震荡，在通胀预期改善之前

市场悲观预期的改变需要看到通胀的回落以及货币基调转向等信号，在信号没有出现之前，市场存在短期的超跌反弹的可能，但难以走出趋势性行情。短期市场将维持低位震荡，关注农产品和发电板块。

7、股票组合

重点关注 6 月份股票组合：森源电气、鑫龙电器、用友软件、软控股份、东华科技、奥飞动漫、中色股份、格力电器、大禹节水、雏鹰农牧、华夏银行、西藏旅游、远兴能源、泸州老窖、贵州茅台、中国化学、延长化建、西单商场、天虹商场、南方航空。

三、上周行业重点报告

（一）煤炭行业周报：动力煤继续走强，炼焦煤小幅调整

1、近期观点

行业基本面仍然值得期待：钢材库存持续下滑，焦炭、焦煤价格总体稳定；受需求旺盛、国际煤价高企、水电低于预期等影响，动力煤持续紧张，在保电煤供给的影响下，炼焦煤产量也将受到一定影响，未来随着 6、7 月份用煤高峰的到来，煤价上涨预期强烈。成本方面由于煤炭行业销售净利率较高，业绩对人工、原材料等成本上涨敏感性最低，而在通胀压力下，资源税改革继续延续从量计征，税负增加有限且短期较难出台，因此对于未来行业业绩我们仍比较乐观。

尽管受政策紧缩的系统性风险影响，行业难有趋势性投资机会，但作为最上游的能源行业，煤炭显著受益通胀，行业盈利确定性高，在行业 2011 年动态 PE 16 倍的偏低估值下我们继续看好通胀高企下煤炭股的相对收益，但需警惕美元及国际能源价格走势对煤炭股的影响。

2、一周行业数据概述

5 月中旬全国粗钢日均产量 198.38 万吨，环比上涨 1.91%，保持高位。5 月 27 日，主要城市钢材库存 1461.23 万吨，继续延 3 月以来持续下滑的态势，国内钢材价格指数为 135.93，环比小幅下跌。上海热轧板卷 4880 元/吨，螺纹钢 4800 元/吨，维持平稳。5 月 30 日，莱钢、昆钢、邯钢等煤炭到厂价基本平稳，淮北 1/3 焦精煤小幅下跌 20 元/吨，为 1430 元/吨，宿州 1/3 焦精煤下跌 70 元/吨至 1330 元/吨。

5 月 30 日，秦皇岛煤价保持稳定，库存小幅下降 10 万吨至 575.6 万吨。5 月 27 日，广州港煤炭库存为 245.8 万吨，环比小幅回升，价格平稳。产地来看，朔州气煤上涨 5 元/吨，大同及大同南郊动力煤同时上涨 10 元/吨，赤峰烟煤上涨 5 元/吨；安徽地区，宿州动力煤和烟煤同时上涨 70 元/吨，淮南动力煤上涨 35 元/吨，气混煤上涨 40 元/吨。煤炭海运费小幅上涨，5 月 26 日 BDI 指数环比上涨 138 个点，5 月 25 日中国沿海煤炭运价指

数环比小幅上涨至 1787.67 点；国际方面，5 月 26 日，澳大利亚 BJ 煤炭 119.40 美元/吨，小幅上涨。RB、RAR 分别为 117.80 美元/吨、120.27 美元/吨，小幅下跌；NEWC 为 119.47 美元/吨，小幅上涨。

无烟煤上周基本平稳。尿素价格纷纷上涨，5 月 27 日，华鲁恒升、河南心连心、云天化、兰花科技分别上涨 30 元、140 元、50 元、50 元至 2160 元/吨、2170 元/吨、2280 元/吨、2100 元/吨。

推荐组合为远兴能源、大有能源、兰花科创、盘江股份、潞安环能。

3、风险提示

流动性紧缩的系统性风险。

（二）传媒战略周报：关注三网融合进展

（1）策略组合：

本周推荐策略组合如下：“奥飞动漫+乐视网+博瑞传播”。

（2）投资逻辑：

1、奥飞动漫（002292.SZ）：公司有望加快成为“中国儿童与家庭娱乐产品和服务产业领军者”。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.50 元、0.68 元与 0.87 元，给予公司 30 元第一目标价，维持“强烈推荐”评级。

2、乐视网（300104.SZ）：依靠“Hulu+Netflix”商业模式挖掘网络视频用户价值，从而实现公司持续盈利。按照最新股本，预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.70 元、1.08 元和 1.53 元。给予公司 42 元第一目标价，维持“强烈推荐”评级。

3、博瑞传播（600880.SH）：公司战略执行力强，能够有力保障公司增长的持续性 & 确定性，且新媒体发展战略被证明行之有效，目前正持续推进新媒体业务发展，存在强烈收购预期。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.65 元、0.79 元及 0.90 元，维持“强烈推荐”评级，推荐目标价为 26 元。

（三）金融行业周报：投资策略以防御为主

上周金融行业整体受市场流动性紧张和国际板预期影响跌幅较大。虽然 5 月 CPI 有所回落，但预计 6 月 CPI 将继续上行。未来资金面仍有担忧，投资策略仍以防御为主。

近期监管政策出台较为密集，考虑到贷存比月度日均考核预期逐渐增强等因素影响，关注流动性较为充裕、负债端压力小的大型商业银行推荐工商银行与农业银行；考虑到中期业绩预期，推荐息差上行的民生银行。

证券行业走势与大盘联系紧密，鉴于近期震荡走势，推荐历史业绩优良的中信证券、海通证券。保险行业近期隐现持续下行风险，建议配置经营优势突出防御性较强的中国平安。

四、上周公司深度报告

（一）中国建筑（601668）深度研究报告：“一最两跨”，再创宏伟伟业

1、房屋建筑业务助力公司实现量的突破

房屋建筑业务是“中国建筑”品牌的核心力量，分部营业收入占比 70%以上。公司是我国最大的房屋建筑承包商，市场份额由 08 年的 4.15%稳步提升到 10 年的 5.50%。随着公司“突破高端、兼顾中端、放弃低端”经营战略、“大市场、大业主、大项目”营销策略的深入推进，房建业务市场份额有望进一步提高，助力公司实现量的突破。

2、依托地产、基建等非房建业务，实现效益的提升

地产、基建、设计勘察等非房建业务，将实现公司效益的提升。2010 年，公司地产、基建、设计勘察分部利润率分别为 24.8%、4.9%、11.9%，房建业务仅为 2.3%。公司规划，房建、基建、地产收入比为 6:2:2，这一比例已经由 2008 年的 8:1:1 调整到 2010 年的 7.3:1.4:1.3，非房建业务比重提高将实现公司效益的提升。公司海外业务值得关注，公司规划到 2015 年跨国指数达到 20%，海外营业收入 1180 亿元。

3、保障房建设或将成为公司新亮点

十二五期间，我国保障房市场规模巨大，将达到 5 万亿。预计每年为公司提供约 500-600 亿的订单，约占当年新订单的 10%。《基本住房保障法》的即将出台，保障房在中国将是一个长期稳定的业务领域，也将成为公司的一个稳定的业务板块。随着公司保障房市场份额和盈利水平的进一步提高，保障房建设或将成为公司的新亮点。

4、“四位一体”的城市综合开发模式，公司有望成为行业经营模式转变的引领者

“四位一体”的城市综合开发模式有望推动公司实现由“建筑地产一体化集团”到“城市综合开发商”的二次转型，发挥全产业链优势，进一步提升公司盈利能力。

5、财务状况良好，经营效率逐步提高

公司财务状况逐步优化，经营效率逐步提高。资产负债率由上市前的 80%-90%下降到 70%左右；三项费用率由上市前的 4.5%降至 3%左右，有望进一步降低。

6、盈利预测及估值

我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.40 元、0.51 元、0.61 元，同比增速分别为 28.3%、26.2%、26.2%，股权激励将使业绩稳定增长。6 个月目标价在 4.8-5.6 元之间，相当于 11 年 EPS 的 12-14 倍，专业化调整或将进一步提升公司估值。

7、风险提示

公司保障房项目中，承包模式占比过大，全产业链条优势无法充分发挥，盈利能力有待进一步提升。

（二）远兴能源（000683）深度研究报告：十二五煤炭翻两番，甲醇迎来业绩拐点

1、煤炭业绩高增长，十二五权益产能增长 300%

公司在产湾图沟矿 2010 年产量 240 万吨，我们业绩今年将达到 350 万吨，明年有望达到 450 万吨左右，未来随着第二个工作面的建成将最终达到 600 万吨的产能。该矿产能大幅增长的同时，吨煤净利也增长迅速。2009、2010 年吨煤净利分别为 83、92 元，今年随着西北动力煤价格的大幅上涨以及配套选煤厂投运后煤炭的全部入洗，吨煤净利将同比大幅增长 50% 至 140 元左右，未来随着该矿平硐的建成，生产成本有望进一步降低，盈利进一步提升。公司参股的纳林河二号矿建设顺利，计划于 2013 年投产，该矿实际产能 1000 万吨左右，当年有望贡献 450 万吨的产量。

我们预计 2011—2014 年公司权益产量年均复合增长率 36%，高于所有煤炭上市公司。

2、公司资源优明显

公司吨煤市值为 5 元，仅次于国投新集。考虑到公司 140 元左右的吨煤净利、而国投新集吨煤净利不足 90 元、露天煤业更不足 40 元，远兴能源资源优势更加突出。

3、资源整合、集团注入值得期待

3 月份《内蒙古自治区煤炭企业兼并重组工作方案》的 32 号文件下发，煤炭资源整合驶入快车道。计划到 2013 年全区地方煤炭企业将由现有的 353 户减少到 80-100 户之间，在规模上，地方企业中将形成 1-2 户亿吨级、5-6 户五千万吨级、15-16 户千万吨级的大型煤炭企业，其中 20 户营业收入要超百亿元。公司有望借整合东风实现资源扩张。此外，远兴能源母公司博源集团与中煤能源共同投资的母杜柴登煤矿有设计产能 800 万吨，预计实际产能在 1000 万吨以上，煤种为优质动力煤，望在 2013 年投产，届时有望注入上市公司。

4、甲醇业务盈利大幅改善，为业绩提供高弹性

天然气占公司甲醇成本 85% 左右，年内公司气价上调可能性不大，甲醇成本基本稳定。当前价格 2500 元/吨，较 1、2 月份上涨 20%，盈利大幅改善。甲醇与油价高度相关，在高油价背景下，甲醇价格仍将维持高位。目前发展石油替代产品如火如荼，山西、浙江、河南、贵州、陕西等省份纷纷开展甲醇汽油试点，M15 甲醇汽油国标也有望近期出台，甲醇作为汽油替代燃料需求将进一步放大。公司甲醇权益产能近 70 万吨，经我们测算，若甲醇价格每上涨 100 元，公司业绩增厚 0.06 元左右。

5、盈利预测及投资建议

预计公司 2011—2013 年 EPS 分别为 0.41 元、0.64 元和 0.94 元，未来三年业绩年均复合增长率在 80% 以上，对应 2011—2012 年 PE 分别为 21 倍、13 倍。鉴于公司未来煤炭业绩的稳定高增长以及甲醇盈利大幅改善带来的业绩弹性我们给予公司“强烈推荐”的投资评级，给予 12 元的目标价，对应 2012 年 20 倍的 PE。

五、上周公司调研及点评报告

（一）中化岩土（002542）调研简报：积极储备，或将成为行业整合者

1、核心观点

(1) 一季度新签合同额同比增长 40%以上，预计今年净利润增长可达 60%

今年一季度，公司新签合同额 3500 万元，预计二季度新签合同额 5500 万元，同比增长率均在 40%以上。我们了解到，公司新签合同基本不受季节性影响，预计三、四季度公司新签合同额仍会保持较高增幅。公司 10 年结转至今年的合同额为 1.2 亿元，预计公司全年在手合同额将在 3 亿元以上。

一季度，公司营业收入 6603 万元，同比增长 43%。其中，强夯业务占比有所下降，约为 50%以上，主要是公司主动增加强夯、桩基复合业务量所致。过去公司一般只做强夯业务，不做量大、毛利率低的桩基业务，目前公司发展出强夯、桩基复合工艺，毛利率高于单纯的桩基项目，有利于提高公司的综合效益。根据公司的经营目标，11 年营业收入增幅为 30%-50%，即达到 2.9 亿-3.4 亿。我们预计，11 年公司净利润将增长 60%左右，达到 7000 万元以上。

(2) 技术研发持续稳步推进，高能级强夯领域保持绝对领先，提升施工效率的技术研发取得阶段成果

公司非常重视技术研发，技术领先优势明显，主要体现在设备和工艺两方面。公司在高能级强夯领域依然保持绝对领先地位，CGE1800A、CGE1800B 强夯机将国内强夯能级从 10000kN m 提高到 18000kN m，公司起草的《10000kN m-18000kN m 高能级强夯施工工法》(GJYJGF100-2008)属于“国家一级工法”，是我国第一套高能级强夯施工工法。公司技术研发储备丰富，已公告的有 4 项，其中正在研发的是 2 项提高施工功效的技术，计划研发的是自动化施工技术和施工方案预设计技术。公司在探索地基处理和回填复合工艺。除了自主研发，公司还和高校进行联合研发，主要是大连理工大学。

公司提升施工效率的技术研发取得了阶段性成果。公司于今年 5 月 6 日公告的发明专利，即是一种能够提升强夯施工效率 3-5 倍的技术。

(3) 公司是我国高能级强夯市场的开拓者，在国内市场鲜有竞争对手，具有强大的行业整合能力

公司是我国高能级强夯市场的开拓者，一直引领着国内高能级强夯市场的发展。目前，国内能够从事高能级强夯施工的企业共有 4 家，除了公司外，还有中国石油华东勘察设计研究院岩土公司、山西省机械施工公司和中石化北京东方新星工程公司。事实上，山西机施主要做 12000kN m 的施工，不做 12000kN m 以上的；因为是中石油、中石化系统内公司，中石油华东院和中石化新星公司主要承接中石油、中石化项目，但是其通常会将高能级强夯业务交由公司进行施工，公司和它们是一种长期合作关系。另外，我们了解到，中石油华东院的主要业务是勘察；中石化新星公司已经从中石化系统分离出来，但有 3-5 年的业务量保证。因此，可以说，三家竞争对手的业务领域主要还是中低能级强夯，在国内高能级强夯市场，无论是设备、技术研发还是作业能力，公司都鲜有竞争对手。2008 年，10000kN m 以上高能级强夯市场，公司占有大约 60%的份额，其中占有 15000kN m 以上能级强夯市场 100%的份额。

对于门槛低、竞争激烈的中低能级强夯业务，公司正在进行提高施工功效和施工效率的技术研发，拟通过施工效率的大幅提升获得相对竞争优势。目前，我国中低能级强夯市场集中度很低，有 300 多家企业，接近完全竞争状态，导致价格偏低，仅 7-8 元/m²，毛

利率在 5% 左右，与高能级强夯 40% 的毛利率相差甚远。中低能级业务在公司业务结构中占有相当比重，每个高能级项目实际上都是高能级与中低能级的组合，例如，一个总量为 10 万 m² 的项目，高、中、低能级分区可能为 2 万、3 万、5 万，因此，中低能级的设备需求量要远大于高能级的设备需求量。公司认识到，中低能级的作业能力和作业效率可能成为公司发展的制约瓶颈，并正在采取相应措施。公司今年将采购 18 台设备，其中 10 台是中低能级设备。技术方面，如前所述，公司本月公告的发明专利就是提高施工效率的技术，并且正在研发 2 项提高施工功效的技术，计划研发自动化施工技术。公司拟通过施工功效、施工效率的提高以及自动化施工，降低成本、提升在中低能级市场的竞争力、扩大市场份额、增强市场定价权，进而提升毛利率。

由上可知，凭借在高能级强夯市场的绝对竞争优势和中低能级作业能力、施工效率的提升，公司对整个行业的强大整合能力显而易见。目前，公司未采取整合措施，在高能级市场，主要考虑竞争对手的体系和地方性问题；在低能级市场，主要是公司尚无明确整合意向，如果有意向，公司甚至可以随时对中低能级市场进行整合。

（4）未来战略：时机成熟时将进军海外市场，提高设计能力、完善业务链条、做总承包，在营业地设立子公司以降低成本

时机成熟时，公司会进军海外市场。公司认为海外市场容量很大，尤其看好海湾市场。强夯在海湾地区的认可度、普及率极高，200 万、300 万方的项目整个都使用强夯，普通住宅项目也使用强夯，市场非常大。国际市场主要竞争对手是法国梅纳公司，该公司长期以来占据国际市场较大份额。梅纳公司的主要优势在于自动化程度高、施工效率高，大约是公司的 3 倍。但其以 6000kN m 的能级为主，高能级强夯设备不足。公司曾经与梅纳公司接触过，梅纳公司希望与公司合作，但公司没有同意，公司认为，一是其条件过于苛刻，二是国内业务已经足够公司承接，没有大规模承接国际业务、承担国际风险的必要。公司尚没有大规模进军国际市场的主要原因在于施工效率低于梅纳公司太多，另外，公司作业能力、对国际标准也不太熟悉。但是，公司正逐步通过技术研发缩小效率差距，通过采购设备提升作业能力，通过沙特、安哥拉项目积累国际市场经验。我们预计，时机成熟时，公司很有可能大规模抢占国际市场。

目前，公司业务主要集中于沿海地区，西南、西北市场尚在拓展过程中。公司正在实施子公司战略，即在各业务密集地区设立子公司，以降低设备运输等经营成本。根据公告，今年已经有两家公司完成了工商注册登记。

未来，公司可能通过收购一家设计院，来提高设计能力，完善公司的业务链条，争取做项目总承包。

2、盈利预测

（1）公司将极大受益即将出台的现代煤化工“十二五”战略，将促使公司持续稳定增长。

现代煤化工项目动辄几十亿上百亿，所带来的强夯业务市场空间巨大，鉴于公司在强夯市场无可撼动的强大市场地位，我们认为，随着现代煤化工十二五规划的出台，公司将极大受益。

（2）维持公司谨慎推荐评级，目标价 25.3 元

预计公司 2011 年、2012 年、2013 年基本每股收益分别为 0.70 元、1.01 元、1.44 元，同

比分别增长 60%、44%、43%。维持公司 谨慎推荐评级，目标价 25.3 元。

（二）华东医药（000963）调研简报：产品线优秀的高端专科药企

1、分析与判断

（1）优秀的产品线决定医药工业的长远发展前景

我们认为产品对于制药企业的重要性将与日俱增,公司的优秀产品线决定公司的长远发展前景。公司免疫抑制剂产品线丰富,覆盖了市场的主要品种。这些品种中他克莫司潜力最大,公司产品有望实现进口替代。此外,百令胶囊作为辅助性用药,与其他品种可以联合用药,这一独特的品种也为公司不断赢得了免疫抑制剂的市场份额。公司 2010 年进行了营销改革,百令胶囊从去年下半年开始快速增长。公司的糖尿病用药系列产品丰富。公司下一步计划开发胰岛素,以实现成为国内糖尿病产品最全的厂家之一。此外,公司将进一步拓展超级抗生素、肿瘤领域和心血管领域。

（2）医药商业发展前景略有不明朗

一方面,商业的发展需要资金的支持,而公司由于股改遗留问题暂时不能够再融资,其医药商业规模受到资金约束。另一方面,浙江省基药很可能需要重新招标,考虑上省级增补品种,基药占到公司销售收入的 40%左右,因此如果重新招标降价,公司的销售额和毛利率都会受到较大的影响。最后,当前市场关注的抗菌药使用管理办法对医药商业也会造成一定的负面影响。

（3）财务费用及人力成本压力加大

由于贷款的增加和利率的提高,公司今年的财务费用会明显增加,预计全年超过 7000 万元。同时,公司今年进行了人力资源改革,预计下半年开始实施,人工成本增幅会大于往年 8%左右的增速。

（4）股改遗留问题争取今年解决

该遗留事项导致上市公司不能够二级市场再融资,大股东股份不能够流通。大股东代表表示,争取今年年底前解决。大股东与公司利益一致,该事项不解决,其持有的股份也不能够流通。力争在年底前拿出一个能够让管理层和其他股东认可的方案。

2、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2011-2013 年分别实现每股收益 0.90 元、1.14 元和 1.40 元,以 27 日收盘价计算,对应动态市盈率分别为 26 倍、21 倍和 17 倍,我们看好公司的优秀产品线,看好公司的长远发展潜力,暂时给以公司“谨慎推荐”的投资评级。

3、风险提示

股改遗留问题解决进度低于预期。

（三）合肥三洋（600983）调研简报：等待变频洗衣机的春天

1、分析与判断

（1）变频洗衣机和滚筒洗衣机占比双提升

2011 年公司计划内销波轮洗衣机 240 万台，滚筒洗衣机 50 万台，并实现 1/3 波轮和全部滚筒洗衣机的变频化，合计变频洗衣机内销达 130 万台。这与公司非公开发行募投项目对产品结构进行战略性调整（普通洗衣机年产 400 万台降至 100 万台，变频洗衣机年产 100 万台提升至 400 万台）的计划相一致。此外，在 2010 年内销 28 万台的基础上，滚筒洗衣机计划销售增长近 80%。目前公司滚筒洗衣机内销占比约为 15%，我们判断，未来三年这一比重将达 50%。

（2）变频电机技术和产能将保持国内领先

公司作为直流变频电机自主研发厂商，变频电机技术国内领先。目前产能 200 万台，除自配用变频电机 130 万台，外销变频电机 70 万台。目前变频洗衣机市场尚在培育期，未来 3 年内将进入高速发展期，届时公司变频电机产能将达至少 600 万台，产能扩张将充分满足市场增长。

（3）出口将加速贡献

随着冰箱产能向我国的转移相继完成，我们看好因日本灾后重建，公司对日本地区的洗衣机出口增长态势（10 年返销日本近 10 万台，11 年计划达 30 万台），以及欧美和东南亚地区订单的需求增长。此外，出口 OEM 订单中，产品档次也有较大提升。2011 年一季度公司出口洗衣机 13.3 万台，我们预计全年出口量可望达 60 万台，增幅不低于 80%，出口收入占比也将有所提升。

（4）冰箱项目今年进入投入期

目前冰箱一期 100 万产能项目处于土地建设期，在生产投入上，新建生产线与原有生产线技改的投入水平相差不大，公司具有一定的后发优势。冰箱一期项目将于 2012 年 3 月投产，公司在今年对冰箱产品的渠道建设进行一定投入（包括共享与洗衣机渠道的相关投入）。

（5）期待经销商经营质量有改善

目前公司经销商数量超过 1,000 个，市场终端约 1.5 万个。我们判断，公司经销商经营质量还有改善空间，三四级市场经销商的销售规模也有较大提升空间。考虑到洗衣机的市场推广和冰箱的渠道投入，以及对智能洁身器、空气净化器等生活电器的渠道整合，我们预测，公司 2011 年销售费用增速将不低于收入增速。

2、盈利预测与投资建议

我们短期内看好洗衣机出口订单的高增长，长期对公司在变频技术上的领先优势保持理性乐观，维持对公司的“谨慎推荐”评级。我们基于 2010 年报表调整盈利预测，预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.73 元、0.96 元与 1.24 元，对应当前股价 PE 为 15、12 与 9 倍，目标价格为 13 元。

3、风险提示

出口订单转移低于预期，变频电机对外销售中对国内厂商的开拓进展缓慢。

（四）雄震矿业（600711）点评报告：收购风驰 再展雄心

1、事件概述

公司 5 月 31 日公告：公司总计支付 1.57 亿元(支付原股东 1.11 亿元补偿放弃认购增资款，支付 4540 万元增资风驰矿业)收购内蒙古克什克腾旗风驰矿业 70% 股权。公司位于内蒙古克什克腾旗，拥有一个 1.44 平方公里的采矿权和一个 5.11 平方公里的探矿权。采矿权范围内矿石量 497.12 万吨，铜金属量 6.47 万吨（品位 1.77%）；锡金属量 2.39 万吨（品位 0.47%）及钨、银、金、铅、锌等。

2、分析与判断

（1）公司资源收购再进一步

公司近三年来资源收购动作不断，继 2007 年收购云南玉溪鑫盛矿，2010 年收购内蒙古银鑫矿后，本次收购的风驰矿业铜金属品位高达 1.77%，属我国非常少见的富矿。公司不断持续加快外延式扩张，进一步增强公司核心竞争力，矿业新星冉冉升起。

（2）产能、回收率有望大幅提升

风驰矿业目前年出矿 6 万吨，公司计划根据探获的储量情况，拟新建选厂一座，将产能提升至 20 万吨。另外，公司也正在新增一条白钨矿浮选线，提高钨的生产能力，将钨的回收率提高至 70% 以上。

（3）找矿前景光明

风驰矿区一直未系统细致探矿，尤其距地表 200 米深度以下区域基本未进行探矿。根据雄震初步取样化验，矿区已揭露的主要矿体都不同程度含有白钨金属。雄震矿业认为矿区未探区域及深部有较好的找矿前景。结合该区域位于中国最有潜力的成矿带大兴安岭南成矿带上，紫金矿业地勘总院院长苏建平加盟并负责地勘业务，预计该区域找矿前景光明。

（五）奥飞动漫（002292）简评报告：改善渠道短板 优化大动漫产业生态系统

1、事件概述

近期，奥飞动漫公司发布《关于与民生银行汕头分行开展交易融资合作的公告》。此次合作由民生银行汕头分行向公司提供 1 亿元人民币的综合授信额度，银行在额度内向公司所推荐的经销商进行授信，经销商通过民生银行向公司开具电子银行承兑汇票（期限三个月）用以发货，如经销商到期未付完款则由奥飞动漫公司进行差额回购。

2、分析与判断

（1）开展交易融资合作实质是向部分优质经销商提供进货担保，意在改善渠道短板

1、公司此举是对“木桶短板”管理理论的深刻理解，即：一只木桶盛水的多少，并不取决于桶壁上最高的那块木块，而恰恰取决于桶壁上最短的那块。同时，大动漫产业生态系统的构建，必须以“合作分享、共同进化”为基础的。

2、我们认为，与国际一流动漫公司（迪斯尼、孩之宝等企业）相比，深入人心的原

创动漫形象及发达的渠道销售体系是制约公司当前发展的最为重要的两块短板。而此举旨实质是向部分优质经销商提供进货担保，意在改善渠道短板。具体而言，就是帮助优质经销商（负债率低于 70%）解决资金瓶颈问题，扶植经销商发展，改善公司销售渠道的短板，有利于公司迅速扩大市场规模。

3、从财务角度来看，可减轻公司库存压力，加速资金回笼，控制呆坏账风险，进一步降低公司财务成本。

（2）渠道体系建设与新剧播放相互匹配，动漫产业生态系统进一步得以优化

1、在此前的报告中，我们对公司全年动漫新剧播放策略进行了全面判断：（1）一季度公司主打《铠甲勇士刑天》、《火力少年王 3》真人版；（2）二季度公司主打《机甲兽神 2》、《超兽武装之仁者无敌》、《巴啦啦小魔仙之彩虹心石》；（3）三季度主打《翼飞冲天》、《火力少年王 4》（动画版）；（4）四季度主打《火力少年王 4》（真人版）、《果宝特攻 2》，同时《铠甲勇士刑天》（电影版）会形成市场预热；（5）全年辅以《幽冥归来之绝地反击》、《巴啦啦小魔仙》舞台剧进行机动巡演。

2、值得注意的是，《超兽武装之仁者无敌》是公司今年全新推出的动漫形象，目标收视人群向 16~18 岁延伸。4~5 月份，《仁者无敌》除在嘉佳卡通播出外，还在央视少儿、金鹰卡通、卡酷动漫等频道，以及优酷、土豆等视频网站播出，超炫的 3D 动画特效吸引了广大观众。奥迪双钻《超兽武装》系列——幻麟兽、龙战兽、凤羽兽等动漫玩具已经在全国开售，同名主题社区《超兽武装 OL》也实现同期上线。《超兽武装 OL》是由上海游贝公司运营的一款专为中国 6-15 岁少年儿童设计的机甲类科幻题材主题社区。“仁者无敌”相关动漫玩具及衍生产品有望成为公司业绩超预期的明星项目。

3、《超兽武装之仁者无敌》一改此前新剧播放策略，在“嘉佳卡通”频道尚未实现全国落地覆盖的情况下，采取了在央视少儿、北京卡酷等频道同步播放的策略，实现了动漫新剧及时全国落地覆盖。在此播放策略推动下，势必需要加快渠道销售体系的全国布局，以配合动漫玩具的全面销售。年初公司在“全国经销商会议”上明确提出，“渠道下沉至县，加强零售系统建设、推广样板示范”与“进一步提升媒体合作深度和广度”，从这个角度来看，我们认为，开展交易融资合作在于落实公司年初制定的工作重点，而且，渠道体系建设进度与新剧播放的节奏相互匹配，将有助于进一步优化公司持续打造的动漫产业生态系统。

3、盈利预测与投资建议

再次重申，公司打造的“跨内容跨媒体跨产业的大动漫产业生态系统”轮廓日益清晰；“嘉佳卡通”频道与奥飞“十大核心内容形象”的产业合作已显示出正向反馈效应；公司有望加快成为“中国儿童与家庭娱乐产品和服务产业领军者”。我们判断，随着公司产业布局逐渐完善，以及各项业务协同效应逐步释放，公司“大文化、大娱乐、大动漫”的经营脉络将为越来越多的投资者所认可。同时，我们建议对于公司的价值判断采取模糊估值方式。

按照最新股本，预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.50 元、0.68 元与 0.87 元，对应当前股价 PE 分别为 36 倍、26 倍与 20 倍。近期公司股价被动进行了回撤，股价较前期有一定下跌。我们认为，在当前股价下，公司已经兼具短期及中长期投资价值，给予公司 30

元第一目标价，维持“强烈推荐”评级。

4、风险提示：

1、短期项目业绩波动风险；2、版权保护不力风险；3、核心创意人才流失风险。

六、民生基金仓位报告

（一）民生基金仓位日报（2011-5-30）：股票型 79.82%，偏股型 72.09%，平衡型 66.19%

根据民生证券基金仓位及行业配置系统（MS-PAM）监测数据，截至5月30日主动型股票方向基金平均仓位为75.04%，与前一日（5月27日）的平均仓位75.15%相比，下降0.11个百分点，其中主动减仓0.06%。其中，股票型基金仓位下降0.07%至79.82%，偏股型基金仓位下降0.19%至72.09%，平衡型基金仓位下降0.08%至66.19%。

（二）民生基金仓位日报（2011-5-31）：股票型 79.98%，偏股型 72.09%，平衡型 65.67%

根据民生证券基金仓位及行业配置系统（MS-PAM）监测数据，截至5月31日主动型股票方向基金平均仓位为75.03%，与前一日（5月30日）的平均仓位75.04%相比，下降0.01个百分点，其中主动减仓0.28%。其中，股票型基金仓位上升0.16%至79.98%，偏股型基金仓位维持72.09%，平衡型基金仓位下降0.52%至65.67%。

（三）民生基金仓位日报（2011-6-01）：股票型 80.04%，偏股型 72.24%，平衡型 65.75%

根据民生证券基金仓位及行业配置系统（MS-PAM）监测数据，截至6月1日主动型股票方向基金平均仓位为75.13%，与前一日（5月31日）的平均仓位75.03%相比，上升0.10个百分点，其中主动减仓0.04%。其中，股票型基金仓位上升0.06%至80.04%，偏股型基金仓位上升0.15%至72.24%，平衡型基金仓位上升0.08%至65.75%。

（四）民生基金仓位日报（2011-6-02）：股票型 79.90%，偏股型 71.99%，平衡型 64.93%

根据民生证券基金仓位及行业配置系统（MS-PAM）监测数据，截至6月2日主动型股票方向基金平均仓位为74.84%，与前一日（6月1日）的平均仓位75.13%相比，下降0.29个百分点，其中主动减仓0.04%。其中，股票型基金仓位下降0.13%至79.90%，偏股型基金仓位下降0.25%至71.99%，平衡型基金仓位下降0.82%至64.93%。

（五）民生基金仓位日报（2011-6-03）：股票型 81.37%，偏股型 73.85%，平衡型 66.17%

根据民生证券基金仓位及行业配置系统（MS-PAM）监测数据，截至6月3日主动型

股票方向基金平均仓位为 76.40%，与前一日（6 月 2 日）的平均仓位 74.84%相比，上升 1.56 个百分点，其中主动加仓 1.30%。其中，股票型基金仓位上升 1.47%至 81.37%，偏股型基金仓位上升 1.86%至 73.85%，平衡型基金仓位上升 1.24%至 66.17%。

（五）民生基金周报（2011-6-06）：基金小幅主动加仓,平均仓位增至 76.40%

1、上周基金仓上升 1.25%至 76.40%，其中主动加仓 0.89%

根据民生证券基金仓位及行业配置系统（MS-PAM）监测数据，截至 6 月 3 日主动型股票方向基金平均仓位为 76.40%，与上周（5 月 27 日）的平均仓位 75.15%相比，上升 1.25 个百分点，其中主动加仓 0.89%。其中，股票型基金仓位上升 1.48%至 81.37%，偏股型基金仓位上升 1.57%至 73.85%，平衡型基金仓位下降 0.11%至 66.17%。

2、六成以上基金上周主动加仓

根据测算，上周 21 只基金（占比 6.1%）主动减仓 5%以上，110 只基金（占比 31.7%）主动减仓 5%以内，180 只基金（占比 51.9%）主动加仓 5%以内，36 只基金（占比 10.4%）主动加仓 5%以上。上周共 216 只基金（占比 62.3%）主动加仓。

3、资产规模前十大基金公司平均主动加仓 1.45%

根据测算，资产规模前十大基金公司主动加减仓幅度分别为：华夏(1.01%)、嘉实(1.91)、易方达(-0.64%)、南方(-0.39%)、博时(0.19%)、广发(2.25%)、大成(3.51%)、银华(1.64%)、华安(2.79%)、富国(2.21%)。

3、股票型、偏股型、平衡型基金仓位均低于一季报仓位

（六）民生证券基金资产配置指数周报（2011-6-6）：基金持续小幅增配消费类行业，上周减配农林采掘金属

根据测算，上周食品、医药、机械、木材出现明显增配迹象；基金基本维持批零、电子、纺织、造纸等行业配置；减配石化、农林、采掘、金属等行业；8 周以来部分基金增配消费类行业，其中食品、批零增配强度明显逐渐变大，医药相对较不明显。

分析师及联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。2007 年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010 年 9 月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

孙洪湛，北京师范大学经济学硕士，大连理工大学计算数学学士，东北财经大学辅修精算学。2010年加盟民生证券研究所，主要负责进行自上而下的主题投资和大类资产配置研究。具有深厚的数学、经济学理论基础，擅长政治、经济理论研究及企业价值分析。

赵丽娜，中央财经大学金融工程硕士，材料物理系学士。2010年加盟民生证券研究所，主要负责自下而上的行业比较研究和资产配置，精于金融工程理论与实践，擅长数据挖掘、统计分析。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层，100005；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。