

提准为紧俏资金面推波助澜，市场继续筑底

民生精品---策略周报

2011 年 6 月 19 日

报告摘要:

● 经济增速继续温和走低

5 月经济数据进一步验证了我们对于未来经济：去库存周期下，经济增速进一步温和走低的判断。5 月工业增加值同比增长 13.3%，在 4 月 13.4% 的基础上低位趋稳，除投资需求依然旺盛外，消费和出口增速明显回落，差于市场预期。由于三季度紧缩政策不会出现明显的转向，经济将延续回落态势。

● 上调存款准备金率进一步为紧俏资金面推波助澜

6 月 14 日央行再次提高存款准备金率，进一步为紧俏的宏观资金面推波助澜，至 6 月 17 日货币市场主要利率指标 Shibor-7day 已经飙升至 6.68%，创今年 2 月以来新高。基于对银行半年报考核、超额存款准备金降至临界水平等因素考虑，6 月底之前宏观资金面压力维持高位，短期资金利率波动加大。

● 物价拐点或于 6、7 月份出现，进一步紧缩政策趋于谨慎

在翘尾因素影响下，CPI 在 6、7 月份有望再创本轮通胀新高，但之后物价缓慢回落，预计 11 月和 12 月 CPI 同比涨幅将回落至 4% 左右。基于物价拐点将现、紧缩政策导致的经济下行风险和资金压力考虑，预计通胀环比下降将是政策拐点的催化剂，从时间上看，2011 年七八月份紧缩政策有望趋于谨慎。

● 市场运行：6 月资金压力维持高位，市场继续筑底

5 月数据进一步验证了我们对于经济回落，物价维持高位的判断，6-8 月将是确认物价回落、政策转向的重要时间窗口。6 月宏观资金压力将维持高位，在物价回落、政策转向信号出现之前，短期市场继续筑底。投资者可逢低布局大消费、业绩确定的成长股和航空板块。

● 上周重点推荐报告汇总

重点推荐 3 篇宏观深度报告、中期 A 股策略报告、包括计算机、建筑建材在内的 11 篇下半年行业策略报告，包括华业地产、红日药业在内的 3 篇上市公司调研及点评报告，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

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)	28.85
流通市值 (万亿)	18.97
市盈率 (TTM)	16.41
市净率 (MRQ)	2.38

目 录

一、资金压力维持高位，市场继续筑底.....	3
(一) 经济增速继续温和走低.....	3
(二) 上调存款准备金率进一步为紧俏资金面推波助澜.....	5
(三) 物价拐点或于 6、7 月份出现，内部紧缩政策趋于谨慎.....	5
(四) 市场运行：资金压力维持高位，市场继续筑底.....	6
二、上周宏观策略重点报告.....	6
(一) 民生证券首席经济学家滕泰发表物价报告：食品绝对价格下半年稳定，同比涨幅回落.....	6
(二) 民生证券首席经济学家滕泰发表宏观报告：从 PPI 透视投资、库存及行业盈利能力变化.....	7
(三) 民生证券首席经济学家滕泰发表宏观报告：投资驱动与消费拉动：PPI 对 CPI 的传导.....	7
(四) 2011 年中期策略报告：政策紧缩趋于谨慎，市场进入筑底阶段.....	8
三、上周行业重点报告.....	9
(一) 计算机行业 2011 年中期投资策略：B2“C”，成就王者之路.....	9
(二) 建筑工程行业 2011 年中期投资策略：煤化工工程“五朵金花”绽放，“建筑四小龙”将再飞舞.....	10
(三) 商业零售行业 2011 年中期投资策略：寻找业绩超预期的公司才是王道.....	11
(四) 农林牧渔行业 2011 年中期投资策略：寻找农业股的反转机会.....	11
(五) 医药行业 2011 年中期投资策略：行业景气维持，盈利略有波动，趋势向好.....	12
(六) 通信行业 2011 年中期投资策略：行业结构性变化将带来中兴净利润超预期增长.....	13
(七) 电气设备与新能源行业 2011 年中期投资策略：机会大于风险.....	13
(八) 传媒行业 2011 中期投资策略：“支柱性产业”目标指引传媒业发展.....	14
(九) 电子元器件行业 2011 年中期投资策略：连接器市场高端化，技术强者价值凸显.....	15
(十) 煤炭行业 2011 年中期投资策略：盈利增长确定，看好通胀下煤炭收益.....	16
(十一) 传媒行业深度报告：有多少童年可以重来——“战略_传媒”系列之动漫产业投资.....	17
(十二) 房地产行业昆明楼市调研纪要：土地财政高压下的成交结构改善.....	18
四、上周公司调研及点评报告.....	19
(一) 红日药业（300026）调研简报：立足朝阳产业，业绩迅速增长.....	19
(二) 中国化学（601117）重大合同点评——新签合同进入爆发期，或将达 1000 亿.....	20
(三) 华业地产（600240）对外投资公告点评-涉足金矿，迈出多元化扩张第一步.....	21
六、民生基金仓位报告.....	22
(一) 民生基金周报（2011-6-20）：基金小幅加仓，股票型基金仓位升至 85.24%.....	22

5 月经济数据进一步验证了我们对于经济增速温和回落，5、6 月份物价继续上行的判断。6-8 月将是确认物价回落、政策转向的重要时间窗口，上周央行年内第六次上调存款准备金率，致使 6 月资金压力进一步增大。在物价回落、政策转向信号出现之前，短期市场继续筑底。投资者可逢低布局大消费、业绩确定的成长股和航空板块。

一、资金压力维持高位，市场继续筑底

（一）经济增速继续温和走低

5 月经济数据进一步验证了我们对于未来经济：去库存周期下，经济增速进一步温和走低的判断。5 月工业增加值同比增长 13.3%，在 4 月 13.4% 的基础上低位趋稳，除投资需求依然旺盛外，消费和出口增速明显回落，差于市场预期。由于三季度紧缩政策不会出现明显的转向，经济将延续回落态势。

1、5 月工业增加值增速低位趋稳，趋势增速继续回落

1-5 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.0%，较 1-4 月回落 0.2%；5 月规模以上工业增加值同比增长 13.3%，较 4 月降低 0.1 个百分点，同比增速在 4 月比 3 月回落 1.4 个百分点基础上趋于稳定。

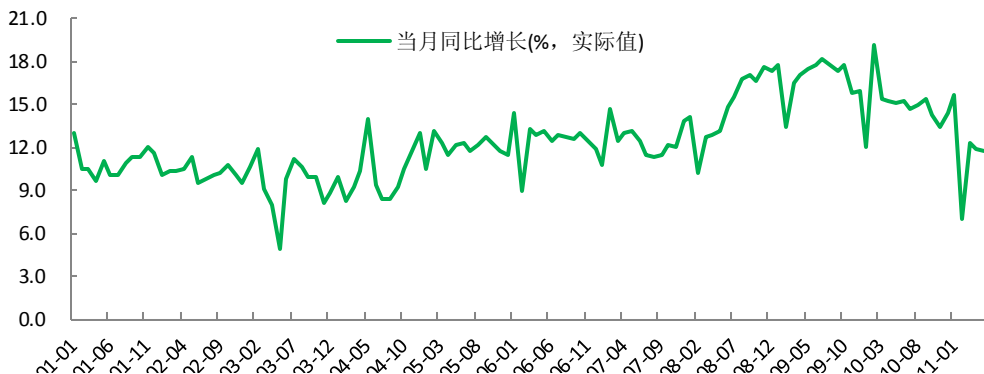
但由于三季度物价水平仍然较高，紧缩政策难以明显放松，同时在企业去库存未结束的背景下，从趋势上看，工业增加值增速将延续小幅回落态势。

2、投资需求旺盛，终端消费增速继续放缓

（1）消费增速小幅回落，低于市场预期

5 月份，社会消费品零售总额同比增长 16.9%，低于市场 17.4% 的同比增速预期，较 4 月回落 0.2 个百分点。按照 4 月商品零售价格指数计算，5 月消费品零售总额实际增长 11.8%，较 4 月回落 0.2 个百分点，比 2005-2010 年平均涨幅约低 2.1 个百分点。其中汽车和家电销售数据依然处于下降通道。

图 1：5 月社会消费品零售总额实际增长速度较低



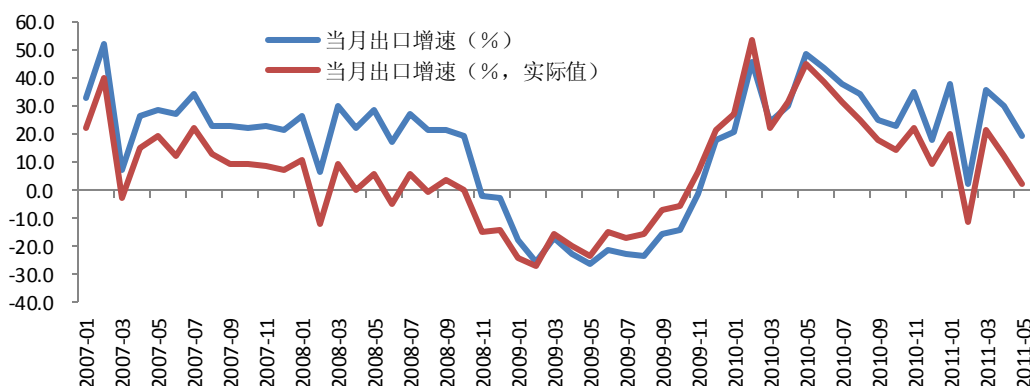
资料来源：Wind，民生证券研究所

（2）实际出口增速大幅回落

5 月出口增长 19.4%，比 4 月低 10.5 个百分点，扣除出口价格提高和人民币升值影

响，5月出口实际增长2.5%，比4月回落9.5个百分点。

图2：5月出口增速回落较大



资料来源：Wind，民生证券研究所

(3) 5月投资增速加快，投资需求依然旺盛

5月投资增长26.7%，比4月提高0.6个百分点。剔除投资价格上涨因素，5月投资实际增长19.0%，比4月提高0.6个百分点，同比回落2.1个百分点。

1-5月份，全国房地产开发投资同比增长34.6%，比1-4月提高0.3个百分点。5月房地产投资增长35.4%，比4月提高0.8个百分点。剔除投资价格上涨因素，5月房地产投资实际增长27.2%，比4月提高0.8个百分点，同比回落11.3个百分点。

表1：5月投资增速比4月提高

	名义增速 %			实际增速 %		
	总投资	房地产投资	非房地产投资	总投资	房地产投资	非房地产投资
2010/02	35.9	31.1	37.4	33.4	28.6	34.8
2010/03	19.1	39.0	14.5	16.9	36.4	12.4
2010/04	25.4	38.5	22.5	21.0	33.7	18.3
2010/05	25.4	43.5	21.7	21.1	38.5	17.5
2010/06	24.9	37.9	22.2	20.5	33.1	17.9
2010/07	22.3	33.0	20.1	18.2	28.5	16.1
2010/08	23.9	34.1	21.4	19.7	29.6	17.3
2010/09	23.2	35.0	20.4	19.0	30.4	16.3
2010/10	23.7	37.0	20.6	17.4	30.0	14.4
2010/11	29.1	36.7	27.3	22.5	29.7	20.8
2010/12	21.5	12.3	23.7	15.3	6.5	17.4
2011/02	24.9	35.2	21.9	17.3	27.0	14.5
2011/03	25.1	33.2	22.8	17.5	25.1	15.3
2011/04	26.1	34.6	24.0	18.4	26.4	16.4
2011/05	26.7	35.4	24.6	19.0	27.2	17.0

资料来源：Wind，民生证券研究所

5月非房地产投资增长24.6%，比4月提高0.6个百分点。剔除投资价格上涨因素，5月房地产投资实际增长17.0%，比4月提高0.6个百分点。

（二）上调存款准备金率进一步为紧俏资金面推波助澜

5月中旬上调准备金率以来，银行体系流动性持续偏紧，6月14日央行再次提高存款准备金率，进一步为紧俏的宏观资金面推波助澜。本次调准后货币市场资金利率再次大幅走高，并带动国债收益率上行。至6月17日货币市场主要利率指标 Shibor-7day 已经飙升至 6.68%，创今年2月以来新高，Shibor-隔夜利率也再次上升至 3.99% 的高位。

基于以下因素考虑，6月底之前宏观资金面压力不会减轻，短期资金利率波动加大。

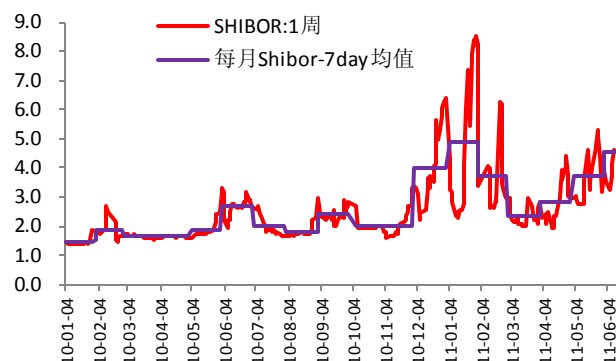
（1）由于6月份是银行半年度报表考核的关键时期，因此本身就是传统的资金需求旺季；
 （2）商业银行实施日均存贷比考核意味着银行月末季末冲存款和腾挪表内外资产的策略失效，日均存款规模的增加将增强提准回笼资金的力度。（3）一季度末金融机构超储率为 1.5%，预计此次提准后银行超储率将降至 1% 以下的临界水平，再次调准不仅意味着累积效应增加，边际影响更会明显放大。（4）由于上一次提准造成的流动性的紧张局面还未得以缓解，此次存准的上调无论是从实际资金量还是心理预期角度都将进一步放大短期资金利率的波动。

图 3：Shibor-隔夜再次上升至 3.99% 的高位



资料来源：wind，民生证券研究所

图 4：Shibor-7day 飙升至 6.68%，创今年 2 月以来新高



资料来源：Wind，民生证券研究所

（三）物价拐点或于 6、7 月份出现，内部紧缩政策趋于谨慎

5 月 CPI 同比上涨 5.5%，创下 34 个月以来的新高。其中，食品类同比上涨 11.7%，居住类上涨 6.1%，再次成为拉动 CPI 上涨的主力。但从环比数据来看，物价走势出现了一些积极的变化，其中 CPI 环比上涨 0.1%，与上月持平；PPI 环比上涨 0.3%，较 4 月环比回落了 0.2%，此外原材料购进价格也出现了 0.5% 的环比回落。

在翘尾因素影响下，CPI 在 6、7 月份有望再创本轮通胀新高，但之后物价缓慢回落，四季度有望明显回落，预计 11 月和 12 月 CPI 同比涨幅回落至 4% 左右。

从通胀走势来看，如前所述下半年通胀压力将得到有效缓解，物价走势下行也将是大概率事件；从经济下行风险来看，目前阶段实体经济已经出现了经济下行的迹象，且微观调研数据表明实体经济的需求也已呈现出下行迹象；从货币紧缩的程度来看，准备金率上调和预期内的一次加息对经济的调控作用将边际递增。综上，我们预计通胀环比下降将是政策拐点的催化剂，从时间上看，2011 年七八月份紧缩政策有望趋于谨慎。

（四）市场运行：资金压力维持高位，市场继续筑底

5 月经济数据进一步验证了我们对于经济温和回落，5、6 月份物价继续上行的判断，6-8 月将是确认物价回落、政策转向的重要时间窗口。上周央行年内第六次上调存款准备金率，致使 6 月资金压力进一步增大，短期市场继续筑底。

市场趋势性行情的出现需要看到通胀回落以及货币政策转向等信号。目前，5 月 CPI 同比上涨 5.5%，受翘尾因素影响，6 月 CPI 存在继续上冲的风险，但食品价格将于下半年趋稳，同比涨幅回落，预计物价将于 6-7 月见顶、8 月份回落。在通胀拐点可期、经济回落的背景下，下半年紧缩政策的进一步实施趋于谨慎。在通胀回落没有得到数据验证之前，市场对通胀的压力仍然难以释怀，短期市场继续筑底。

8 月以后市场迎来反转行情，全年演绎“N”型走势。

8 月份以后，通胀回落趋于明朗，政策的核心将由控物价转向稳增长、促转型，宏观经济也将于三季度触底。届时，投资者预期向好，制约市场的力量将显著减轻，八月份以后市场有望迎来趋势性反转行情。

看好经济结构转型背景下的食品饮料、商贸、家电等大消费板块、以计算机信息服务为代表的新兴成长板块、受益于人民币加速升值、即将进入旺季的航空板块，建议积极布局。

二、上周宏观策略重点报告

（一）民生证券首席经济学家滕泰发表物价报告：食品绝对价格下半年稳定，同比涨幅回落

1、粮食的价格波动基本遵循“蛛网模型”

粮食的供求缺口决定价格波动方向，价格弹性决定价格波动幅度，生长期决定价格波动周期。我国小麦和大米消费稳定，玉米消费持续增加，供给主要受天气、库存、投机等因素影响，且生长期内供给弹性为零。粮食需求稳定、供给大幅波动且生长周期较长的特点，决定了主要粮食的价格呈现出典型的“蛛网模型”特征。

2、猪肉的价格波动遵循“弱蛛网模型”

与粮食相比，猪肉也具有生长期内供给弹性为零的特点，但是其需求增长速度较高，生产周期也 longer，供给主要受到库存、疫病和生产成本等因素的制约。供求缺口、价格弹性和生长期对猪肉价格的影响更为明显。猪肉价格波动具有“弱蛛网模型”的特点，主要原因是猪肉需求还处于增长过程中，并非粮食那样早已保持稳定。

3、其他食品价格波动特点

其他食品特别是蔬菜、奶类和蛋类食品，需求高增长后增速有所放缓，供给波动较大，供求缺口、价格弹性和生长期对价格的影响也较为明显，具有弱蛛网模型特征。大豆、植物油、棉花和食糖进口量大，蛛网模型特征不明显，主要受制于国际市场价格。

4、下半年食品价格将趋于稳定，同比涨幅回落

根据上述三类食品下半年的供求缺口、价格弹性、生产周期的特点，我们预测国内的粮食价格将保持稳定，生猪价格将维持相对高位，蔬菜价格绝对价格继续走低。下半年食品绝对价格稳定，同比涨幅回落。

（二）民生证券首席经济学家滕泰发表宏观报告：从 PPI 透视投资、库存及行业盈利能力变化

1、PPI 与 CPI 走势组合反映宏观经济周期不同发展阶段

PPI 上行/CPI 上行、PPI 上行/CPI 下行、PPI 下行/CPI 上行、PPI 下行/CPI 下行四种组合，分别对应经济复苏→经济过热、企业盈利能力提升、滞胀及经济增速减缓→经济周期四个阶段。

2、PPI 是衡量投资的温度计

投资需求旺盛推高购进价格指数 PPIRM 及出厂价格指数 PPI，投资需求回落及企业过度竞争抑制 PPIRM 及 PPI 上涨。

3、从 PPI 变化透视投资驱动下的行业获利能力

从工业产业链角度看，上游行业产出品构成下游行业生产要素投入。在上游行业产出或供给能力保持稳定的情况下，下游行业投资增速加快必然导致对上游行业出厂产品价格的提高。在 PPI 上升的初期和中期阶段，企业销售收入及利润特别是上游资源类企业，PPI 增长显著。PPI 传导系数可发现不同行业盈利能力。

4、投资驱动与库存调整决定 PPI 走势

货币政策连续紧缩的滞后效应持续，企业面临的资金压力增大，再次去库存过程必然导致 PPI 回落，有助于进一步消弱 PPI 对 CPI 的传导推涨。

5、当前 PPI 回落：投资增速减缓，企业去库存，盈利收窄

以 PPI/CPI 组合判断当前经济发展态势，经济增速减缓，产业链下游企业产品出厂价格回落，对上游行业 PPI 消化能力减弱，导致企业盈利能力下滑。

（三）民生证券首席经济学家滕泰发表宏观报告：投资驱动与消费拉动：PPI 对 CPI 的传导

1、PPI 和 CPI 由生产市场和消费市场分别决定

投资驱动型经济具有推动 PPI 持续上升的动能。PPI 由生产市场的供求状况决定，在供给水平保持稳定的情况下，对原材料、中间产品的投资需求的上升将推高 PPI。在消费市场上，货币供给、消费品及服务供给保持稳定的情况下，只有消费需求旺盛才会导致 CPI 的高涨。

2、结构差异致 PPI 向 CPI 传导效果有限

长期内 PPI 与 CPI 走势一致，短期内二者不存在一致的领先滞后关系。70%以上的 PPI 生产资料与 CPI 无直接上下游关系，70%以上的 CPI 项目仅与 PPI 生活资料有关。

3、PPI 生产资料向 CPI 传导需经过三层过滤

原材料进入生产环节到产出产品并进入最终消费，需要经过全产业链劳动生产率提升、生产环节竞争导致的生产者利润挤压及流通环节利润弹性的过滤，最终导致生产环节原材料价格上涨并不必然导致上涨的成本向最终消费价格传导。

4、2010 年以来 PPI 推动 CPI 上涨上限值为 2.675%-2.825%

2010 年以来，PPI 生活资料对 CPI 最高直接推动 CPI 上涨 1.945%，PPI 生产资料对 CPI 间接推动 0.73%-0.88%，2010 年以来 PPI 对 CPI 推动的上限值为 2.675%-2.825%。

5、投资驱动与库存调整决定未来 PPI 走势

需求回落抑制 PPI 对 CPI 的传导推涨，投资驱动下的去库存将导致 PPI 回落。

（四）2011 年中期策略报告：政策紧缩趋于谨慎，市场进入筑底阶段

1、当前阶段对经济下滑的担忧超过通货膨胀

连续三个季度的紧缩政策后，通过信贷控制和资金价格等工具控制需求、抑制通胀的效果初现。现在来看，通胀拐点将现，下半年回落已是大概率事件，而经济下行迹象已非常明显。当前阶段，经济下滑的担忧超过通胀。

2、超调隐忧下，内部紧缩趋于谨慎

与 07 年-08 年的紧缩政策周期相比，本轮紧缩存款准备金上调幅度已远超出上轮 17.5% 高点，且实际资金成本带给企业的压力已与前期高点大致相同。进一步紧缩所带来的边际影响或将逐步加大，08 年的紧缩政策超调是前车之鉴。历史上货币政策的实质性转向发生在通胀拐点前后，预计 8 月通胀环比下降将是政策拐点的催化剂，七、八月份紧缩政策有望趋于谨慎。

3、加息、提高存准率 VS 升值

简单加息效果不及预期，加息政策趋于谨慎，未来或有一次不对称加息；大、中小银行的存准率不断创出新高，下半年公开市场到期资金大幅降低，未来存准的使用空间继续收窄、必要性降低；人民币升值能够有效改变外汇持续流入局面，是解决失衡问题的关键。

4、产业资本增持潮再现，市场估值底部来临

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，同时以中石油为代表的产业资本增持潮的再现意味着估值底部的来临，市场长期投资价值显现。

5、市场进入筑底阶段，布局消费、成长、航空板块

CPI 将于 6-7 月见顶，8 月回落，因此 6-8 月将是确认物价回落、政策转向的重要时间窗口。下半年 GDP 实际增速在 9.3% 左右，全年企业盈利增长 20%，资金面随政策“跟

进式”调整，下半年前紧后松。在物价回落未得到数据验证之前，短期市场进入筑底期；8月以后预期兑现，市场将迎来反转行情。看好经济结构转型背景下的食品饮料、商贸、家电等大消费板块、以计算机信息服务为代表的新兴成长板块、受益于人民币加速升值、即将进入旺季的航空板块，建议积极布局。

6、股票组合

关注民生精选股票组合：森源电气、鑫龙电器、用友软件、汉得信息、东华科技、奥飞动漫、中色股份、格力电器、大禹节水、雏鹰农牧、深发展 A、西藏旅游、远兴能源、泸州老窖、中兴通讯、中国化学、华业地产、西单商场、天虹商场、南方航空。

三、上周行业重点报告

（一）计算机行业 2011 年中期投资策略：B2“C”，成就王者之路

1、中国 IT 公司难以做大之痛——B2“C”将实现客户数量几何倍数增长

纵观国内外的 IT 公司，拥有广泛的客户基础才拥有长久的生命力。作为大众消费市场的王者，苹果利用 15 年的时间，完成了从小众饕餮到大众盛宴的华丽转身，市值由 25 亿美元飙升至 3000 亿美元。国内 IT 公司难以做大是因为还停留在 B2B 阶段，聚焦在特定行业的大中型企业。但是很多公司正在积极寻求突破：据我们估计，如果从大型企业向中小型企业渗透，即从 B2B 向 B2b 转变，客户数量将扩大 300 倍；从企业向家庭拓展，即从 B2b 向 B2C 转变，客户数量将扩大 60 倍；从家庭向个人渗透，客户数量还将扩大 3.5 倍。B2b 和 B2C 都实现了广泛意义的 B2“C”。

2、B2B 走向 B2“C”的外部环境已经趋于成熟

政策扶持由普惠型转向支持企业做大做强，为行业集中提供了良好的政策环境。云计算及物联网的兴起为 B2“C”提供了成熟的技术保障。竞争压力的增加、人力成本的上升以及管理层信息化意识的提高等增加了企事业单位的信息化需求；收入水平的提高和城市化进程的推进增加了个人对 IT 产品的需求，信息化广阔的市场空间也有利于企业做大做强。此外，知识产权保护日益完善也为软件行业向 B2“C”发展保驾护航。

3、B2“C”是当前形势下中国 IT 企业做大的更优途径

国内企业 ARPU 值提升目前还缺乏激增的现实条件，是一个逐渐而较为平缓的长期过程。而客户数的增加，尤其是 B 到“C”的转移，是扩大销售规模的另一种方法，比通过提升 ARPU 值拓展市场空间更有效。考虑渠道下沉，每下沉一级，客户数量都增加约 10 倍；考虑行业拓展，每增加一个行业，市场容量可能增加一倍。在 B2“C”过程中，通用性、粘性和商业模式开放度决定市场空间拓展的高度。

4、推荐向“C”转型的公司

国内公司正在积极寻求突破，力求进入大众通用市场。途径一：直接到 C，借助个人或家庭已有的各类硬件终端实现 B2C。典型的代表厂商包括：四维图新、启明信息、易联众、东软集团等。途径二：B2B2C，借助政府、电信运营商、商超连锁或者网络购物等各

类媒介将产品和服务传递到个人，从事民生信息化、服务大众的公司拥有天然的优势。典型的代表厂商包括：万达信息、东软集团、数字政通等。途径三：B2b，利用云计算的租赁服务模式，向中小企业渗透。典型的代表厂商包括：用友软件、东华软件、超图软件、榕基软件、美亚柏科、广联达等。

5、投资策略

结合公司成长性与当前估值情况，我们推荐的公司包括：用友软件（超过 100 万中小企业用户，为 50 万用户提供 SaaS）、东华软件（为大企业提供数据中心建立和运维服务，为中小企业提供 SaaS）、广联达（通过 SaaS 提供建筑行业工具及管理软件）、启明信息（交通信息服务、车联网）、美亚柏科（通过搜索云向企事业单位提供信息安全搜索服务）、万达信息（民生信息化）、数字政通（民生信息化）、四维图新（服务大众出行）。

（二）建筑工程行业 2011 年中期投资策略：煤化工工程“五朵金花”绽放，“建筑四小龙”将再飞舞

1、业内一致预期下半年 CPI 见顶，建筑行业将演绎 2010 年下半年行情。

我们认为在 GDP 增速放缓、CPI 见顶回落以及我国新兴产业“十二五”规划陆续出台的大背景下，2011 年下半年建筑行业将演绎 2010 年下半年大幅上涨的行情，而这波行情将由国家新型产业密切相关的子行业如新型煤化工产业等来演绎。

2、煤化工“十二五”规划最快 6 月底 7 月初出台，煤化工工程板块将爆发，“五朵金花”（中国化学、东华科技、延长化建、三维工程、中化岩土）将有一波非常可观的行情，我们重点推荐中国化学、东华科技，看好延长化建、三维工程、中化岩土的行业性投资机会。

我们推测，被市场视为煤化工行业“十二五”规划的《煤炭深加工示范规划》正在由国家发改委和能源局、工信部等部门联合制定，相关文件已经完成，正在征求各方意见，很快就会发布。预计最快 6 月底 7 月初出台。

从公开资料的情况显示，煤化工行业“十二五”规划的重心将集中在煤制烯烃、煤制乙二醇以及煤制气上，与我们此前《现代煤化工工程行业专题投资策略——“十二五”规划呼之欲出，将促行业整体业绩爆发》预期基本一致。根据不完全统计，“十二五”期间各省煤化工投资规划总额将超过 2 万亿元。

我们重点推荐中国化学、东华科技，目标价分别为 14 元、36 元。实际上，我们了解到的情况煤化工工程企业在 2011 年新签订单将急剧增加，预计中国化学、东华科技新签订单将可能翻倍，尤其是东华科技，预计 2011 年新签订单在 100 亿元以上。

3、战略性新兴产业“十二五”规划进入密集发布期，成长股机会将来临，“建筑四小龙”再将飞舞。

结合最新消息，我们维持二季度策略报告观点，即 6、7 月份将是战略性新兴产业“十二五”规划的密集发布期，五年和十年后新兴产业实际增加值分别将较目前增长 3.49 倍和 13.20 倍，复合增长率达 29%，与战略性新兴产业相关的成长股机会将来临。

我们依然维持我们《建筑工程行业 2010 年中期投资策略—建筑四小龙, 共享高成长》中“建筑四小龙”组合(东华科技、金螳螂、中工国际、东方园林)强烈推荐的投资评级。

(三) 商业零售行业 2011 年中期投资策略: 寻找业绩超预期的公司才是王道

1、受益通胀, 行业增速高

继 3 月重点零售企业销售同比增长 19.5% 后, 4 月 3000 家重点零售企业销售同比仍增长 19.2%。去掉异常值, 一季度百货类上市公司行业收入平均增速为 24.09%, 其中 28 家增速在 20% 以上, 28 家中有一半以上的公司是同店增长。超市与专业连锁类公司一季度同店增长也在双位数。高同店增长中固然有价格因素, 但最终毛利额增长的好处仍然落实到零售商头上

2、冰火两重天, 行业增速高, 股市涨幅不高

行业的繁荣兴旺景象与零售个股在资本市场上的表现天上地下。从单月与累计涨跌幅看, 商贸零售行业连续 5 个月跑输沪深 300。1-5 月商贸零售累计涨幅-9.52%, 在 23 个子行业中排名 15, 位置相对靠后

3、市场到底在担心什么?

从网络零售, 到通道费到购物卡, 行业今年不断有利空, 但实际经营数据并不差, 后续对于估值压制以及通胀等的担心只有等公司净利润增速超预期才能最终获得释放

4、投资建议: 下半年仍然看好商贸, 维持“推荐”评级

综合各方面因素, 个股中, 我们首先推荐估值便宜, 成长性好的西单商场, 重庆百货。其次是估值合理成长性好, 以及作为长期品种仍有投资价值的天虹商场, 鄂武商, 友好集团和王府井。最后弹性较大的大商股份, 南京新百, 渤海物流, 津劝业, 长百集团和东百集团也值得关注。

(四) 农林牧渔行业 2011 年中期投资策略: 寻找农业股的反转机会

1、农业板块整体承压, 挖掘子板块投资机会

因 2010 年农业板块业绩及政策预期透支, 今年上半年 CPI 走高、猪价飙升、CBOT 玉米价格创新高均未推动农业指数跑赢大盘。目前农业板块不具备相对估值优势, 板块整体承压, 但部分子板块仍具有投资机会。

2、生猪养殖高景气度有望延续至明年 5 月

二元母猪价格虽于今年 4-5 月明显回升, 但母猪大规模补栏尚未出现, 生猪养殖高景气度有望延续至明年 5 月, 继续看好畜禽养殖板块, 推荐雏鹰农牧、圣农发展和华英农业。畜禽饲料景气度滞后畜禽养殖数月, 今年四季度仔猪存栏量的明显增加将拉动畜禽饲料销

量快速提升，推荐新希望和大北农。

3、食用油企业盈利已在最差时点

我国豆油供给以进口大豆压榨为主，豆油进口为辅。目前大豆与玉米比价已降至1.8-2.0的强支撑位，全球植物油和豆油库存比均已跌破95/96年以来最低水平，看涨大豆和豆油价格。国内食用油企业在限价政策影响下，盈利能力已处于最差时点，反转只是时间问题，推荐西王食品。

4、静待秋季捕捞期海参价格上扬

在餐饮业景气度平稳，核辐射担忧逐步缓解的情况下，秋季捕捞期海参价格将出现一波上涨行情，关注好当家和东方海洋跌出来的机会，并耐心等待壹桥苗业500亩大苗秋季产出情况。

（五）医药行业 2011 年中期投资策略：行业景气维持，盈利略有波动，趋势向好

1、行业维持高景气度，盈利能力略有波动，但趋势向好

收入保持高速增长，利润增速继去年下半年下滑后略有回升。从单季环比数据来看，10年至今，收入增速较为稳定，毛利水平与利润增速分别于去年三四季度见底回升。工业增加值增速创新高但PMI数据不太乐观，整体而言我们推断行业趋势向好，但短期增速难以大幅回升。

2、医药股经过长达半年的调整后，估值水平已经明显降低

医药行业绝对估值水平处于相对较低位置，明显低于行业历史平均水平，幅度大约为25%。横向来看，医药股的估值溢价率已经较年初高点降低了约30个百分点，降低比例为1/5，虽然溢价率明显降低，但是纵向来看仍高于历史平均水平，原因是银行、地产的估值过低。

3、长期发展前景得到确认，短期行业处于变局

近期公布的第六次人口普查数据显示人口老龄化加速，人口的城镇化也在高速进行中，这说明医药行业长远发展的根基牢固。从中短期来看，我们认为行业目前处于变局当中，多种因素将促使医药行业内部发生结构性变化。我们重点关注了基本药物招标政策和中标情况、抗菌药管理方案的实施、县级医院改革和产业结构调整等政策。我们发现，目前来看，基本药物招标中独家品种的优势很明显，抗菌药的使用将会受到较大影响，县级医院的改革有望带来投资机会。

4、投资策略与重点公司

我们维持行业“推荐”的投资评级。我们认为从长期的角度来看重点关注品种储备丰富，研发实力较强的制药企业，如恒瑞医药、海正药业、誉衡药业等；随着公立医院改革的推进及基本药物制度的推进，我们看好基层医药市场，看好鱼跃医疗在基层健康领域的放量增长，看好爱尔眼科、通策医疗等社会资本在医疗服务领域的开拓；同时，目前基本

药物独家品种招标情况较好,随着基层医疗机构补偿机制改革的推进,基层用药积极性提高后,基本药物独家品种有可能取得超预期增长。当前,我们重点推荐爱尔眼科和红日药业。

(六) 通信行业 2011 年中期投资策略: 行业结构性变化将带来中兴净利润超预期增长

1、通信行业投资今年不会超预期

2011 年,无论是无线网络、光通信还是网络优化,运营商的投资都不会超预期;因此,我们只能从通信行业的结构性变化中寻找投资机会。

2、SDR 软基站的发展将使得软件收入在通信设备行业收入中的占比大幅上升

SDR (即软件定义无线电)指在同一硬件平台上,通过软件配置来实现对多种标准、多种制式的灵活配置及转换,有利于多制式的兼容共赢和提升资源利用率。而且,SDR 能实现网络的平滑演进,从 GSM 升级到 WCDMA,从 HSPA 升级到 HSPA+甚至 DC-HSPA+,都只需简单的软件升级;未来需要时,也只需直接插入 LTE 基带板,加上软件升级就可将网络升级为 LTE。SDR 软基站正成为运营商网络发展的必然趋势;随着通信设备商卖出的 SDR 基站越来越多,未来对软件升级的需求就会越来越大,必将带来软件收入的爆发式增长。

3、软件收入爆发将带来中兴净利润超预期增长

作为 A 股最大的通信设备公司,中兴通讯自然将极大地受益于上述行业趋势的变化。中兴是全球首家引入 SDR 基站平台的厂商,同时也是率先实现 SDR 商用的厂商。据了解,中兴新出货基站中 SDR 软基站占比超过 90%,而且软基站在中兴已有存量基站中的占比也已经在 50%以上。这必将支持中兴的软件收入在未来大幅增长,从而带来净利润的超预期增长。

4、下半年重点推荐中兴通讯

我们预计中兴 2011-13 年 EPS 分别为 1.45、2.01 和 2.59 元。公司股价近期随大盘下跌,使得公司的估值优势更加明显(不到 18 倍);鉴于中兴在 2012-13 年的复合增长率仍将保持约 35%,我们给予中兴 30 倍市盈率,维持 6 个月目标价 43.5 元。我们相信,我们预测的趋势在未来将会得到进一步印证。重申对中兴“强烈推荐”的投资评级。

(七) 电气设备与新能源行业 2011 年中期投资策略: 机会大于风险

1、淡季缺电拉响“电荒”警报,行业投资机会凸显

4 月份以来的“淡季”电力紧缺凸显出我国电力供给链条中的诸多矛盾:(1)市场煤、计划电的矛盾;(2)局部缺电与总量平衡矛盾;(3)火电投资下降、新能源有效供应不足的矛盾。用电“旺季”即将来临,电力供给矛盾将更加突出,解决“电荒”困境,最有效途径是:(1)提高电力调节能力—加快特高压、配网建设进程;(2)提升电力有效供应—增加新能源投入;(3)加强用电需求侧管理—增加节能设备需求;解决“电荒”,增加设

备需求，行业投资机会凸显。

2、特高压招标有望加速推进

前期，特高压招标一度陷于僵局，受“电荒”压力，哈密—郑州线提前拿到路条，锡盟—南京也得到核准，特高压招标重启在即。根据国家电网规划，“十二五”特高压投资额将达到 5000 亿元以上，比“十一五”期间同比增长 12 倍以上，由于目前特高压推进速度低于国网预期，要完成“十二五”建设规划，特高压招标或将加速推进。

3、配网年均投资约 1,500 亿元，超预期可能性大

根据两网公司规划，预计在 2009-2020 年间两网在配电环节投资将达到 16,257 亿元，年均投资约 1,500 亿元；日前国务院已经批准农网改造升级，农网改造升级上升到国家战略层面，农网改造升级加速将推进城网改造进程，预计配网投资在“十二五”期间年均投资将超过 1,500 亿元，总投资额或将达到 1 万亿以上。

4、加强电力需求侧管理，节能设备迎来发展契机

加强电力需求侧管理，节约用电、降低用电需求是解决“电荒”最容易实现、成本最低的途径。在电荒压力下，节能设备迎来发展契机：预计 2011 年，高、低压变频器行业市场容量将分别达到 70 亿元、160 亿元，增速超过 30%、15%；有源滤波装置行业增速将超过 100%，进入放量期；无功补偿装置（SVC）年均市场容量将在 56 亿元以上，保持快速增长。

5、提升电力有效供应，清洁能源仍然大有可为

核电是最具竞争优势的清洁能源，长期看好，短期风险仍存；风电装机将步入稳定增长长期，预计 2011-2020 年年均增速约为 12%；风电变流器是提升风电有效供应的关键设备，未来若能实现进口替代，市场规模将达到 56 亿元以上，空间巨大；太阳能：上下游产品均呈现下降趋势，有利于降低发电成本，长期前景看好，聚光太阳能最具发展潜力。

6、重点公司推荐

淡季电荒，将加大设备需求，根据受益行业，我们重点推荐：森源电气（有源滤波即将放量）、鑫龙电器（受益农网改造升级）、荣信股份（二次设备龙头，估值已处于底部）、合康变频（行业处于景气周期）、积成电子（配用电自动化产品迎来业绩增长高峰期）、拓日新能（薄膜电池龙头）。

（八）传媒行业 2011 中期投资策略：“支柱性产业”目标指引传媒业发展

1、预计“十二五”期间传媒业复合增速超 20%

过去五年传媒产业复合增长率为 18.6%，预计“十二五”期间传媒产业复合增长率超 20%。传媒产业的每一次大发展，均伴随着文化管制政策的松动及扶持政策的推动。随着文化产业被定义为“支柱性产业”，它将是中国经济发展的重要引擎。

2、政策发力预期强烈，下半年给予行业“推荐”评级

1) 今年以来传媒板块较大盘回落程度较大,整体下跌幅度达到 12.9%,而同期沪深 300 下跌为 4.3%。当前,传媒行业平均动态市盈率为 51X,2011 年全年预测市盈率为 30X,处于板块历史较低水平,估值具备一定的吸引力。

2) 下半年有望出台的相关产业政策包括:(1)《文化产业“十二五”规划》;(2)《战略性新兴产业规划细则》。在这种背景下,文化产业体制改革有望加快,这对传媒产业构成实质性利好。

3) 可重点关注的板块性催化事件有:(1)12 个试点城市三网融合方案正式获批;(2)有线电视国家总公司挂牌成立。预计将给传媒板块股价走强提供充分的刺激。

4) 政策发力预期强烈,给予行业“推荐”评级。在以独特视角挖掘优质个股的同时,也建议把握主题投资机会。

3、“平台为王”将是未来传媒业发展的主导逻辑

1) 传媒行业的每一次革命性发展,均表现为新的媒介形态大行其道。而媒介形态的更新对应着“平台”的演变。传媒产业具有“双边市场”的结构特征,是典型的平台型产业。

2) 未来的传媒企业必须打破单一运营模式,实现跨媒体、经行业、跨业务领域、跨地域经营,为用户提供全方位的传媒产品与服务。由此我们判断,未来传媒发展的主导逻辑将由“内容为王”、“产品为王”向“平台为王”转变。

4、“平台为王”主导逻辑下,挖掘传媒优质个股

1) 传媒企业的价值取决于其所拥有的“平台”的竞争实力。因此,“平台”型企业具有更高的投资价值。主要原因是:“平台”型企业具有网络优势,更容易打破所在的行业边界,实现跨界(跨媒体、经行业、跨业务领域、跨地域)经营,因而带来更多的市场机会与成长机会。

2) 我们重点推荐“平台”型企业个股组合:奥飞动漫+电广传媒+乐视网+博瑞传播。

(九)电子元器件行业 2011 年中期投资策略:连接器市场高端化,技术强者价值凸显

1、下半年电子产业进入需求旺季,行业景气度回升

2009 年后电子行业进入新一轮的景气周期,2011 年电子行业将保持较为平稳的增长,增长幅度预计将保持在个位数。随着下半年销售旺季的到来,全年整个电子行业将呈现前低后高的趋势。连接器细分行业与电子行业总体增长高度相关,下半年表现也将好于上半年。

2、下游市场热点频出,连接器业绩增长确定性高,未来 5 年 CAGR 可达 15%

以智能手机、平板电脑为代表的消费电子呈爆发性增长态势,预计智能手机未来 5 年的复合增长率可达 34.1%,平板电脑 2011 年增长率可达 284.5%;“十二五”规划助力农村市场,家电下乡及加快农村地区宽带网络建设的产业政策将继续推动 PC 在农村市场的普及;汽车连接器市场规模巨大,且呈不断增长态势,目前国产化程度很低,发展潜力

巨大；预计未来 5 年国内连接器市场复合增长率可达 15%。

3、国内连接器产业集中度提升趋势明显，未来将形成强者更强局面

过去 10 年全球连接器市场产业集中度不断提升，国内连接器市场随着产能的转移成为全球第一大市场，中国连接器企业将面临产业集中度提升的重大机遇。国内连接器产业集中度低，2010 年前五大公司占市场份额 6.65%，提升潜力巨大。未来能够紧密跟踪新产品、有实力进行技术研发快速跟进的强者，将会拥有更多的市场和更为强劲的增长动力。预计未来 5 年前五大公司的增长幅度将远远高于国内连接器市场的增幅，复合增长率可达 40% 左右。

4、产能转移从成本驱动的中低端产品转变为技术驱动的中高端产品

以成本驱动的中低端连接器产能转移将逐步放缓，我们预计取而代之的是技术驱动的中高端连接器市场，未来的市场将更有利于技术驱动型公司的发展壮大。

5、看好注重技术研发，紧密跟踪下游厂商发展的连接器强者

从技术研发实力、紧密跟踪下游厂商发展和市场开拓三个方面进行对比，我们依次推荐：得润电子（开发出难度最高的 PC 连接器 CPU、DDR 产品，进入泰科供应链，高速增长确定）、中航光电（以军用产品技术优势开发工业产品，实现进口替代，市场潜力巨大）、立讯精密（收购博硕，收购联滔，加快公司国际化战略布局）

（十）煤炭行业 2011 年中期投资策略：盈利增长确定，看好通胀下煤炭收益

1、行业过剩无忧，煤价中长期依然看涨

假设未来 5 年中国 GDP 年均增速为 9%，单位 GDP 能耗下降达到十二五的约束性指标 16%，且煤炭在一次能源中的占比下降到 63%，我们预计到 2015 年国内煤炭需求将达到 39 亿吨左右，考虑到煤炭进口，与能源局规划的煤炭产能相当，未来供需基本平衡。若按照各省规划来看，到 2015 年产能将达到 44 亿吨，市场因此担忧未来过剩，但我们认为受资源管制、运力制约、产能集中度提高、国际煤价上涨等因素，使得有效供给远低于规划产能，过剩无忧，未来煤价依然看涨。

2、煤炭行业业绩对成本增长敏感性小

资源税改革仍将从量计征，税负增长有限，好于预期。煤炭行业盈利能力良好，近年销售净利率均保持在 17% 以上。相对于其他生产性行业来说，较高的销售净利率使得煤炭行业盈利对于人工、原材料等成本的增长弹性最小。因此未来行业业绩受成本增长侵蚀程度最小。

3、历史经验看，通胀期煤炭股盈利显著受益

作为最上游的资源，煤炭行业盈利情况显著受益通胀。2004 年煤炭行业无论从净资产收益率、总资产收益率还是销售毛利率均有大幅提升，显著好于 A 股平均水平。2007、2008 年在整个 A 股上市公司资产收益率、毛利率均有回落的情况下，煤炭行业仍实现了

明显上涨。在煤价上涨的大背景下，行业的盈利增长无需担忧。

4、行业估值渐入安全区域，高通胀下看好相对收益

目前煤炭行业 PE17 倍左右，相对于 09 年以来 20 倍均值估值较为安全，与 A 股估值比较来看也处于 2009 年以来的平均水平。与其他行业横向比较来看，煤炭估值水平较低，仅次于金融、交运及化工。观察以往可以看到，实际利率与小盘股估值呈高度负相关关系，6 月份 CPI 更有可能创出年内新高，预计利率未来还可能进一步上调且年内高通胀还将延续，我们继续看好大盘低估值股票，尤其是煤炭的投资机会。

5、重点公司推荐

由资源与市值角度，看好国投新集、盘江股份、远兴能源、恒源煤电。

由未来产能增长情况，看好远兴能源、神火股份、山煤国际、盘江股份。

由业绩对煤价弹性角度，看好平煤股份、恒源煤电、国投新集、潞安环能。

同时关注外延空间广阔的潞安环能、西山煤电、平庄能源、开滦股份、盘江股份等

（十一）传媒行业深度报告：有多少童年可以重来--“战略_传媒”系列之动漫产业投资

1、我们为何需要动漫？

经典的动漫形象历经 80 余年的时光仍能经久不衰，这是因为人类存在对勇敢、正义、善良等高尚品质的永恒追求。人生无处不动漫，我们需要动漫，是因为它：1、能以独特的表现方式承载文明；2、能以幽默含蓄、潜移默化的方式感染大众；3、能以聚集产业的方式创造“大消费”链；4、能以输出形象的方式表征国家软实力。

2、我们为何看好动漫产业的发展？

（一）巨大的市场需求待挖掘：1、国内人均 GDP 收入和人均可支配收入逐年上涨，文娱消费比重增加；2、动漫产业主要消费群 4~14 岁青少年数量稳定；另有 20~45 岁成年人市场可供开发；3、大额青少年网民基数为网络动漫兴起做强力支撑；4、动漫衍生品市场需求旺盛，针对儿童娱乐开发的生活用品市场前景广阔。

（二）产业寻求向上突破，产值有望井喷：2010 年我国动漫总产值为 208 亿元，播映市场收益（电视台、影院、手机、互联网等渠道播放动漫片的总收益）达到 55 亿元；预计未来 5 年平均复合增长率超过 24%。2015 年计划总产值达到 2000 亿元。

（三）动漫产业政策大力扶持：平均每 1~2 年便有出台一项新政策鼓励动漫业发展；“中央+地方”政府双重支持，从设立产业基金，减免税收，金融机构协助融资等方面协助之。例如近期财政部、海关总署、国家税务总局会同文化部共同制定、发布了《动漫企业进口动漫开发生产用品免征进口税收的暂行规定》。

3、哪些个股值得我们投资？

我们重点推荐奥飞动漫、拓维信息、华谊兄弟、中南传媒。

（1）奥飞动漫有望加快成为“中国儿童与家庭娱乐产品和服务产业领军者”；（2）拓维信息占据手机动漫市场绝对优势，是手机动漫龙头；（3）华谊兄弟依托影视品牌优势，

实现动漫业务的跨界投资；（4）中南传媒利用“全介质、全流程”优势，积极推动动漫内容出版。

4、板块催化剂：（1）《文化产业“十二五”规划》；（2）《战略性新兴产业规划细则》。在这种背景下，文化产业体制改革有望加快。

5、风险提示：盈利模式不清晰；产业链构建不全；原创内容形象不足；国外动漫对国内市场的抢占。

（十二）房地产行业昆明楼市调研纪要：土地财政高压下的成交结构改善

1、限购令执行严格，成交量显著放缓

我们在调研中了解到，目前的限购令执行较为严格，且首套房的利率优惠在春节后也已基本取消，政策的收紧对楼市成交的抑制作用明显。在2月限购令出台后，新推盘去化速度明显下降，部分高端楼盘（如七彩俊园）每月经售出2-3套。我们认为以本市户籍的投资需求和外地户籍的改善及投资需求为主要调控对象的限购令，持续至年末的概率较大，将对全年购房需求产生明显的抑制。

2、供给释放和刚需恢复将促使成交温和复苏

2010年新开工面积较2009年上升18%，达到创历史新高的1016万平米，较高的新开工面积保证了2011年市场的充足供应。在限购和限贷的双重抑制下，成交量有望随着推盘和刚需的恢复而温和复苏，房价的涨幅则将趋于放缓，中央政策的平稳和地方政府略有放松的预期将进一步确保成交量的温和回升。

3、政府高度垄断是地价飙升的本质原因，融资平台还款压力导致土地供应放量

昆明市2007年和2010年地价涨幅均居全国首位，至2011年一季度绝对地价已升至全国第11位。城市超速发展导致对土地财政的过度依赖，而政府的一系列限制供给的行为最终导致地价和房价的暴增。自2011年开始，融资平台还款压力隐现，为了还贷政府必然加速推进土地出让，从去年12月份政府已经开始加快土地出让，今年5月23日，政府又一次性推出270宗地，土地供应放量仍将会持续至下半年。

4、本地房企领跑，外地开发商进入缓慢

昆明市地产开发主要以本地开发商为主，外来开发商项目较少且位置偏远。供地少和政策多变是外地开发商进入昆明市场步伐缓慢的主要原因。2009年基本上没有真正的净地出让，多为城中村改造用地，2010年公开招拍挂地块仅有2宗，而外来开发商因拆迁补偿不可控和资金压力较大等因素，较少参与城中村改造。政府在土地开发环节的政策多变，使开发商无法形成稳定预期，也是外地房企谨慎进入昆明的一个重要原因。

聚焦刚需的外地房企市场地位将稳步提升。践行普通住宅高周转模式的开发商，将享受到刚需温和复苏所带来的市场红利，逐步提升当地的市场占有率。

5、需求结构改善致高端盘滞销，刚需盘去化良好

在限购和限贷的双重高压下，需求结构中的刚性需求占比逐步提升，这使得不同类型楼盘的销售速度差异巨大。从我们调研的情况看，位于一环内的高端楼盘七彩俊园在 2 月份开始限购后销售速度显著放慢，3-5 月每月经售出 2-3 套，而在北二环外的刚需盘万科金域缙香则出现热销，6 月 5 日二期推出 400 套，现已售罄，带精装均价 10500 元/平方米，与 2010 年底推售的一期价格基本持平。

四、上周公司调研及点评报告

（一）红日药业（300026）调研简报：立足朝阳产业，业绩迅速增长

1、配方颗粒市场仍处于培育期，但潜力巨大

公司判断配方颗粒市场整体仍处于培育期，在临床上不少医生倾向于将配方颗粒定位为传统饮片的补充，往往在病人无法煎药时建议使用。从消费者角度配方颗粒也有一个接受过程。公司产品已经覆盖了北京 90% 以上的目标医院，但是这些医院的销售量还远远未饱和，同时公司估计二级医院以下小型中医医疗机构的饮片消费量比综合性大医院还要大。

2、受药材价格影响，但产品定价有空间

康仁堂受到中药材价格上涨的影响。但公司在产品定价上比较灵活，一来配方颗粒产品属于企业自主定价，二来配方颗粒主要是替代传统饮片，中药材涨价对二者成本有相同的传导机制，消费者易于接受。公司方面认为中药材价格不会长期暴涨暴跌，现在一些大品种价格已经在回落。

3、公司注重经营质量，追求稳步发展

康仁堂在中药配方颗粒领域耕耘了十多年，经验十分丰富，目前无论是新产能的建设还是市场的拓展，公司都在按部就班的运作。公司现阶段重点仍是放在京津市场，京津以外地区的开拓则要视市场机遇而定。现有销售人员 100 多人，其中一线学术专员 40 多人，对医生开展产品宣讲。

4、一体化解决方案和全成分概念有较强的竞争力

相比同类配方颗粒企业，康仁堂的竞争优势一是在于对单位药材“全成分”的提取，而不仅仅是已知有效成分；二是提供包括配药机和自动化中药房在内的一体化解决方案。康仁堂的自动化中药房可与医院 HIS 系统链接，药剂师无需考虑剂量换算和手动称量，全程由计算机控制，很受药房工作人员欢迎。

5、我们观点

我们认为中药配方颗粒属于朝阳产业，也是红日药业重要的利润增长点。配方颗粒业务的快速成长既有整个中药配方颗粒市场景气度的因素，也有公司入主康仁堂后对其销售能力提高的原因，我们预计今后公司的配方颗粒业务将保持 40% 以上的收入增长率。预计

公司 2011-2013 年对应的 EPS 分别为 0.93 元、1.27 元和 1.71 元，公司具有业绩弹性充分和成长性好的特点，且估值合理。维持“强烈推荐”评级，目标价格为 34.5 元，对应 2011-2013 年的 PE 分别为 37 倍、27 倍、20 倍。

(二) 中国化学 (601117) 重大合同点评—新签合同进入爆发期，或将达 1000 亿

1、事件概述

6 月 15 日公司公告，近日公司所属全资控股公司中化二建、赛鼎、五环，分别与山西金色长风房地产公司、中煤鄂尔多斯能源化工公司、瓮福达州化工公司签订了山西金色长风南上庄城中村改造项目合同、中煤鄂尔多斯能源化工有限公司 200 万吨/年合成氨 350 万吨/年尿素项目（一期工程）气化、净化标段项目承包合同，以及瓮福达州磷硫化工基地 15 万吨/年磷酸净化装置工程总承包及设备委托采购合同。三个合同总额为 53.2 亿元人民币，约占公司 2010 年营业收入的 16.3%。

2、分析与判断

(1) 工程公司、建设公司齐发力，预计公司全年新签合同额或将达 1000 亿元

此次公告的合同既有工程公司的，也有建设公司的，说明公司工程、建设业务均保持良好发展态势。2010 年 6 家工程公司新签合同额 302 亿元，占比达到 59%，其中五环公司签约 82 亿元，名列工程公司第一，天辰、成达超过 50 亿元，赛鼎达到 32.82 亿元。

我们预计公司全年新签合同额或将达 1000 亿元左右，其中，赛鼎、东华两家公司新签合同额将超过 200 亿元，预计 6 家工程公司合计新签合同总金额 600 亿元以上；7 家建设公司新签合同额，预计也可以达到 400 亿元以上。我们估计截至目前公司新签合同总额已经在 400 亿元左右。—

(2) 公司在国内煤化工工程建设领域处于技术领先地位，与同类大型建筑上市公司相比市场化程度最高，具有市场定价权

我们一再强调，公司通过技术的引进、集成和自主研发，几乎掌握了全部的世界煤气化技术，形成或即将形成一批具有自主知识产权的煤化工工艺和专利，涉及煤气化、煤液化、煤制天然气、煤制甲醇等。公司在煤化工领域占据了我国绝大多数工程设计和施工承包的市场份额，先后设计或 EPC 总承包了神华集团、云天化、兖矿煤业等煤化工项目，完成了近 300 个涉及煤气化、煤液化、煤制天然气、煤制甲醇的项目。由于公司的业主主要是企业，而且现代煤化工领域公司具有不可替代的领先优势，公司具备市场定价权。

(3) 预计煤化工“十二五”规划 6 月底 7 月初出台，将加速公司业绩爆发，预计中报业绩将达 0.17-0.2 元左右，全年有望达到我们基本每股收益 0.5 元的预期

根据公开资料，我们推测，被市场视为煤化工行业“十二五”规划的《煤炭深加工示范项目规划》正在由国家发改委和能源局、工信部等部门联合制定，煤化工行业“十二五”规划的重心仍然是煤制气、煤制烯烃和煤制乙二醇。据不完全统计，“十二五”期间各省煤化工投资规划总额将超过 2 万亿元。根据最新媒体消息，相关文件已经完成，正在征求

各方意见，很快就会发布，预计最快6月底7月初出台。

再次强调，公司将是煤化工“十二五”规划的最大受益者，该规划的出台将加速公司业绩爆发。预计公司中报业绩将达0.17-0.2元，全年有望达到我们基本每股收益0.5元的预期。

(4) 维持公司强烈推荐评级，目标价14元

预计公司2011-2013年基本每股收益分别为0.50元、0.70元、0.95元，同比分别增长47%、40%、36%。维持公司强烈推荐评级，目标价14元，对应2012年EPS、20倍PE。

(三) 华业地产(600240)对外投资公告点评-涉足金矿，迈出多元化扩张第一步

1、事件概述

华业地产于6月15日晚发布公告称，拟以货币资金出资在新疆塔城地区托里县设立全资子公司，华业地产持股100%。公司正积极与相关资源方进行接洽，商谈包括但不限于金矿等矿产资源的采矿权、探矿权收购及矿业公司股权收购等事宜，总投资额不超过人民币3.5亿元。

2、分析与判断

(1) 跨行业寻求新的盈利增长点体现管理层积极进取的经营理念

2010年4月地产调控出台，至今已取得一定成效，住宅成交增速明显放缓，北京作为调控重灾区，去化速度显著下降。在这种背景下，公司改变房地产单一业务的经营模式，投资矿产谋求新的盈利增长点，体现了管理层积极进取的经营理念。

(2) 盈利模式多元化将有效提升公司估值

金融危机之后国际货币体系不稳定，黄金充分发挥了其金融属性，价格一路上扬。目前欧洲债务危机及美国经济的不确定性依然支撑金价有上涨预期。目前黄金板块2011年动态市盈率为22倍，明显高于地产行业。盈利模式的多元化将有效提升估值。

(3) 参与矿产资源的开发对地产业务的资金链条影响较小

公司计划投资额不超过3.5亿元，以自有资金投入。一季度公司财报显示拥有货币资金7.06亿元，扣除预收账款后的资产负债率为59%，属于正常水平，负债结构中以长期负债为主。公司今年计划新开工项目已获得银行授信，建设资金基本通过开发贷解决。整体资金状况良好，参与矿产资源的开发对公司地产业务的资金链条影响较小。

(4) 地产业务提供了较高的安全边际

公司通州东方玫瑰均为小户型，首期开盘16000元，主要面对首置刚需客户。首期开盘840余套首月去化率60%以上，因首次开盘销售的房源为较差户型，预计后期销售速度将好于首期。大连、武汉、长春、深圳等项目均按期开工，进展顺利。

3、盈利预测与投资建议

仅考虑地产业务，预计公司未来三年每股收益分别为0.80元，1.17元和1.45元，对

应 2011-2012 年的 PE 分别为 11X 和 7X，净利润年均复合增长率为 47.70%。RNAV 估值为 12.12 元，公司目前股价折价 15%，地产业务具有较高的安全边际，维持公司“强烈推荐”的评级。

4、风险提示：金矿储量低于预期；矿产业务收购失败。

六、民生基金仓位报告

（一）民生基金周报（2011-6-20）：基金小幅加仓，股票型基金仓位升至 85.24%

1、上周基金仓上升 2.39%至 80.25%，其中主动加仓 2.72%

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 17 日主动型股票方向基金平均仓位为 80.25%，与上周（6 月 10 日）的平均仓位 77.86%相比，上升 2.39 个百分点，其中主动加仓 2.72%。其中，股票型基金仓位上升 2.44%至 85.24%，偏股型基金仓位上升 2.56%至 77.93%，平衡型基金仓位上升 1.89%至 69.45%。

2、八成以上基金上周主动加仓

根据测算，上周 2 只基金（占比 0.6%）主动减仓 5%以上，67 只基金（占比 19.3%）主动减仓 5%以内，193 只基金（占比 55.6%）主动加仓 5%以内，85 只基金（占比 24.5%）主动加仓 5%以上。上周共 278 只基金（占比 80.1%）主动加仓。

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。

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。