

步步惊心

基本结论

- 不是我不明白，是这世界变化快。如果你还在谈论 hold 住姐，那又不够 fashion 了。《步步惊心》已经成为时下最新流行的话题，而用这部剧的名字来描述我们对于四季度 A 股市场走势的判断，可谓是恰如其分。
- 当前大势研判的主流观点，基本还是在欧美债务危机、通胀、紧缩政策等因素中兜兜转转。与此不同的是，我们认为未来一个季度驱动市场的核心因素，在于影子金融与实体经济间的负向循环。通俗点说，就是需求萎缩与高利贷、信托和理财资金逃离实体经济的相互作用。
- 从 8 月中旬开始，我们已经开始看到越来越多的需求放缓信号，这意味着实体经济的收益率将下降，从而导致高利贷、信托和理财资金违约等泡沫破灭事件的不断引爆。出于对安全性的考虑，资金将逃离实体经济，这又会引起需求的进一步萎缩……这就是我们在四季度策略报告中所说的“向下的螺旋”。
- 货币环境将从上半年受政府压制的被动性收紧，演变成经济内生的主动性收紧——企业不要这么多钱了，资金也不敢往实体经济中投了。在这种情况下，即使央行开始放松，短期内也无法驱动货币的扩张——希望大家还没有忘记 08 年四季度的例子。
- 为什么我们判断这一现象出现的时间点在四季度？理由很简单：11 月开始中国经济将进入传统淡季；要过年了，“杨白劳”们该还钱了。
- 这一轮的下降周期，究竟是像 05 年还是 08 年？我们的答案是像 93-94 年。或许记忆有些久远了吧，但相信大家在这几个词还是有印象的：投资狂潮、非法集资、金融三乱、朱镕基铁腕治理。有兴趣的读者可以去翻阅 18 年前的资料。
- 企业盈利将受到更大的冲击，一方面来自于需求萎缩，另一方面来自不少企业都参与到了高利贷、信托和理财的游戏中——而现在，泡沫破灭了。继中期策略报告下调全年 A 股盈利增速至 19.6% 之后，我们再次下调至 14.7%。需要强调的是，四季度制造业盈利增长同比将为 -15%。
- 我们下调了上证综指的波动区间至（2100,2700）点，具体的下限是多少其实意义不大，需要警示的是向下空间的幅度。因此我们建议投资者继续降低仓位。行业配置方面，在周期下行中不要对基本面有所奢望，我们建议以相对收益为目标的投资者超配通信（运营和设备）、公用事业、石油石化、机场、铁路等防御+低估值的板块。大部分的周期性行业由于盈利不断下调，会重现越跌越贵的景象；高估值的消费和新兴行业将延续“退烧”的走势。
- 国金研究所本周重点推荐的个股包括：华帝股份、格力电器、鲁泰 A、中国联通。投资者请查看下文的国金一周重点报告汇总。

冯宇

分析师 SAC 执业编号：S1130511040007
(8621)61038262
fengyu1@gjzq.com.cn

徐炜

分析师 SAC 执业编号：S1130511030024
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

陶敬刚

分析师 SAC 执业编号：S1130511030030
(8621)61038296
taojg@gjzq.com.cn

9月19日	3
《动力电池行业研究——锂离子电池对铅酸电池的替代还有多远?》: 增持 (分析师: 张帅, 联系人: 葛兰)	4
《华帝股份公司点评——与百得厨卫等关联交易及现金激励方案的点评》: 买入 (分析师: 王晓莹)	4
《格力电器公司点评——行业放缓更显公司竞争力, 三季报有望更靓丽》: 买入 (分析师: 王晓莹)	5
9月20日	6
《鲁泰 A 公司研究——估值较低, 正是买入机会》: 买入	6
《中国联通公司点评——3G 用户创新高, 下月将是井喷拐点;》: 买入 (分析师: 陈运红)	7
9月21日	8
医药行业专题报告 (分析师: 李敬雷、黄挺、李龙俊)	8
9月22日	9
《2011 年 9 月 21 日宏观经济点评——涨幅如期缩小, 维持 CPI6.1-6.2%E》	9
《ICT 产业前景专题研究之二——中国将是云计算革命的最大受益者》 (分析师: 陈运红)	9
《火电行业点评——标准正式出台, 基本符合预期》: 买入	10

本周重点推荐报告

9月19日

《2011年4季度银行业研究——紧紧裤腰带就过去了!》：增持（分析师：陈建刚，分析师：张英）

基本结论

地方政府融资平台来自银行贷款部分规模余额为 8.2-8.5 万亿。审计署数据 10.7 万亿中 80%来自于银行贷款（8.5 万亿），银监会数据 9.09 万亿中 90%来自于银行贷款（8.2 万亿），二者数据大体上保持一致。

对地方政府收入及支出进行测算，我们认为地方政府 2011-2013 年需要压缩预算内支出，才能在偿还负债同时实现预算平衡；但 2014 年之后压缩预算内支出的压力并不大，即：整体来讲地方平台贷款 2011-2013 年存在流动性风险，但信用风险不大。

还款能力测算：1) 测算逻辑：地方政府以收定支，假定 09、10 年的地方财政盈余全部用于弥补 11 年的财政亏空，12-15 年地方财政收支保持平衡，从而推算出 11-15 年的收支平衡下的地方本级财政支出，并推断出需要压缩的预算内支出规模。2) 测算结果：假设 2012-2015 年财政收入增速 20%，中央转移支付比例保持稳定，预算外收入 0 增长，预算外支出与预算外收入比例保持稳定；测算结果 11-13 年地方本级支出的压缩压力较大，预算内支出分别要压缩至预算内收入的 73%、81%、89%；但 14-15 年地方本级支出压缩的压力明显减少，预算内支出占预算内收入比重上升至 90%以上。

还款意愿分析：1) 国务院最高级别高度重视，“谁家的孩子谁抱”表态进一步明确地方政府还款责任，平台贷款清理规范向良性发展；2) 地方政府欠债不还，一是会损害政府的形象和公信力，二是会影响当地的经济发展。考虑到政府加大公共财政支出仍然需要银行配套资金的支持，出于可持续合作考虑，新政府对前期贷款也不会轻易违约。

局部地方政府偿债压力较大。已公布地方负债的省份中：1) 西部地区和部分经济不发达地区偿债压力较大。如海南、宁夏、吉林全部政府债务/GDP 分别为 46.4%、37.9%、35.4%，湖南、广西全部政府债务率高达 111.5%和 90.6%，远超全国平均水平；2) 大部分平台公司自身经营收入不足偿还当年到期债务本息。吉林接近一半平台公司自身收入不足偿还当年到期债务本息，辽宁、山西这一比例则高达 84.8%和 83.1%。

上市银行平台贷款较行业整体质量更高。按照原口径上市银行平台贷款规模较年初均下降，且上市银行平台贷款份额占比低于总贷款份额 20 个百分点；其他如区域分布、层级分布、覆盖率分布等上市银行均较全行业情况要好。

中报显示，上市银行对平台贷款风险控制及拨备计提力度更大。风险控制体现在增加抵押物，提高现金流覆盖，四分类情况较年初继续改善；拨备计提力度体现在覆盖率及拨贷比，如工行、中行针对平台贷款的拨贷比达到 4%和 3.86%。

分析云南省公投、上海申虹事件，我们认为这种解决方法将为未来地方平台贷款问题解决提供参考，即对地方融资平台公司适当注入流动性，使地方政府有能力在更长的期限内逐步清偿债务。地方政府负债不会对资产负债表及净利润增速构成实质性影响，但对估值水平构成压制。

投资建议

上市银行 BVPS 并无水分，当前 7.4x11PE/1.26x11PB 具备足够安全边际。我们对未来平台贷款损失进行较为悲观测算，也不会影响到上市银行净资产。

估值存在修复空间，建议提高银行股仓位配置。较低的估值与确定业绩高速增长提供足够安全边际；行业外不确定性构成的压力对银行更小，银行股具备率先反弹的潜质；8月底央行紧缩货币政策风险已经得到释放，建议提高银行股仓位配置。推荐组合“民生，深发展，招行，华夏”。

《动力电池行业研究——锂离子电池对铅酸电池的替代还有多远？》：增持（分析师：张帅，联系人：葛兰）

行业观点

锂离子电池（动力/储能用）未来价格将持续下降：过去十年，消费电子类锂离子电池单位容量价格下降五倍，成功实现了对镍氢/镍镉电池的部分替代和出货量的成倍增长；未来无论是新能源汽车的发展，还是对现有二次电池的替代，主要的内生推动力都仍然是性能的提高和成本的持续下降。

我们认为锂离子电池成本下降的两个主要路径是技术的提高和产业转移。其中技术提高驱动的成本下降路径主要有材料性能提高和发展大型电池两个方面；产业转移主要为中国和韩国两个方向。

环保整治风暴下铅酸电池价格攀升：供给做减法带来铅酸电池终端价格较年初上涨 15%-30%（消费类电池）。

铅酸电池价格弹性排序为：电动自行车用蓄电池>汽车启动电池（维护市场）>汽车起动电池（配套市场）>通信用电池。

对于未来价格走势，我们的判断是中短期铅酸电池价格仍将维持在高位，但长期不会持续上涨。

替代转折点还有多远？目前储能/动力锂离子电池和铅酸电池的单位价格比在 6-7 之间，我们认为锂离子电池对铅酸电池的全面和实质性替代还言之过早；电动自行车用电池将是最早形成替代的领域。

汽车起动电池：车辆对于电池的重量和空间限制不大，对轻便性要求的紧迫性不高，我们认为 2 倍价格比为转折点，替代还很遥远。

电动自行车：轻便性对电动自行车重要，也更加符合环保和保障路面安全的政策方向，锂电池优越性明显，替代趋势确定，然而替代并不是一朝一夕的事情，我们判断 3-4 倍价格比为转折点，试探性替代已经开始，替代速度很大程度上取决于政策力度。

储能：不同技术路径的锂离子电池中磷酸铁锂更加适合储能，在新能源储能领域中或突出重围，UPS 电池领域 2-4 倍价格比为替代转折点。

小替代将带来大市场：铅酸电池市场容量是目前锂离子电池的 15 倍左右（按电池容量计）。当替代率达到 5% 的时候，锂离子电池将获得 80% ~100% 的新增市场空间，非常可观；替代持续概率高，潜在空间大。

投资建议

铅酸电池龙头或中期受益于行业整顿的持续进行：短期电池价格高位提高企业盈利能力；中长期环保整治、准入门槛提升将使行业向更有序、集中度更高发展，优势企业市场占有率将大幅提升。作为主题投资前期上涨较多，注意短期调整风险。

把握锂离子电池替代转折点：根据我们的判断，未来三年内出现锂离子电池在电动自行车和储能等细分领域对铅酸电池的替代转折点是大概率事件，建议密切跟踪这两种电池价格的动态变化情况。

《华帝股份公司点评——与百得厨卫等关联交易及现金激励方案的点评》：买入（分析师：王晓莹）

事件

华帝股份披露一系列公告，要点如下：

1、董事会审议通过与中山市百得厨卫有限公司（以下简称“百得厨卫”）、重庆一能燃具有限公司（以下简称“重庆一能”）等三家公司的日常关联交易事项。

2、董事会审议通过《中山华帝燃具股份有限公司 2011 年度管理层和经营层激励预案》、《中山华帝燃具股份有限公司高管业绩考核与薪酬激励管理制度》。

评论

建议关注关联公司百得厨卫：

股权结构：百得厨卫为中山华创投资有限公司（以下简称“华创投资”）独资控股企业，华创投资共有五名股东，分别为潘叶江（32.5%）、潘垣枝（22.5%）、潘锦枝（22.5%）、潘浩标（12.5%）、何伯荣（10%）。直接与间接合计持有华帝股份 4.68%的潘权枝（不担任华帝股份任何职务）与潘叶江是父子关系；与潘垣枝、潘锦枝为兄弟关系。（图表 1）

经营情况：百得厨卫有 800 万台厨卫电器的产能，1H11 收入 3.6 亿（华帝股份 1H11 收入 9.1 亿、2010 年收入 16.4 亿）、净利润 2505 万，净利率 6.94%（华帝股份 1H11 净利率 6.14%、2010 年净利率 7.43%），净资产 2.03 亿元。

关联交易情况：华帝与百得厨卫的日常关联交易主要是委托生产业务，2011 年度意向采购金额 2.7 亿，约占我们预计公司 2011 年成本的 20%。若按百得上半年净利率计算约能贡献 1800 万净利润。

现金激励方案基本延续前两年的方式，应能确保我们预期业绩的达成：

《2011 年度管理层和经营层激励预案》是今年的现金激励方案，与 2009、2010 年的方案大同小异：其中按 2011 年公司净利润的 5%计提奖金包的比例与前两年相同；奖金包的分配董事长本次未在内，但总裁和副总裁以外的经营层激励比率更高（图表 2）。尽管公告未披露具体的经营目标，但从公司与重庆一能（2010 年占华帝销售收入的 10%）的 2011 年关联销售金额预计为 2.3 亿（YoY+41%）来看，我们所预计的华帝全年销售收入实现 20.5 亿、增幅 25%应能达成。由于公司的销售费用和管理费用还有发挥规模效益的空间，因此在收入达成考核目标下期间费用率还能有所下降，应能确保 EPS 达到我们预期 0.745 元。

《高管业绩考核与薪酬激励管理制度》是公司聘请管理咨询公司所作的三年激励方案，该制度就高管的薪酬管理和绩效管理进行了详细阐述，对高管薪酬的考核周期、考核指标、考核程序及结果应用、申诉机制等作出了相应规定，有利于激励高管为公司长期发展献力献策，有利于持续激励高管的积极性。

投资建议

维持前期盈利预测：2011-2013 年收入分别为 20.5、25.1、30.8 亿元，收入增速 25%、22.7%、22.9%；净利润增速 64%（去年同期扣除卖地非经常性收益）、29%、27.6%；EPS 分别为 0.745、0.962、1.227 元。

维持 6-12 个月目标价 18-21 元不变：现价对应 15X11PE/12X12PE，估值比老板电器和万和电气都低，具备向上弹性。公司在股东要求、同行上市的压力、管理层激励需要下，在收入达成考核目标下期间费用率还有下降空间，因此改善利润率水平的动力和能力兼备。以本次披露与百得厨卫的关联交易为契机，未来更可期待公司治理的进一步改善。当前华帝具备“低估值+业绩确定+有催化剂”的特点，我们继续作为重点推荐品种，维持买入建议。

[《格力电器公司点评——行业放缓更显公司竞争力,三季报有望更靓丽》：买入（分析师：王晓莹）](#)

事件

格力电器 9 月 16 日临时股东大会，董事长朱江洪先生、董秘望靖东先生与到会投资者进行了问答交流。（纪要后附）

评论

行业放缓更显公司竞争力：下半年内外需行业增速确实放缓，但格力竞争力更加彰显，公司销售增速明显优于行业。新冷年以来格力的内销出货（提货和打款增速都很快）、终端零售（安装卡回收量）、出口量额增速均同比增长（出口额增长 40%以上）。

中央空调前景大好：格力中央空调业务今年 50%以上增长，净利率还在 10%以上。2013-2015 将是中央空调的黄金时期，因为 4 万亿投资很多是商业地产，竣工在 2013 年后；另外高铁、军队需求等也都支持增长。

核心技术继续提升格力竞争力：1）突出的例子就是铁氧体替代稀土永磁的进程（目前公司在 1.5 匹及以下采用替代稀土永磁技术的变频空调已批量生产。1.5 匹以上的替代技术连日企都还没突破，但格力已经找到了取代的办法，预计有望在 1.5 匹以上的大机实现替代）。2）另外公司在大型离心机和螺杆机上又取得了新的技术突破。

关于销售渠道管理在新冷年的变化：由于在相邻地区的销售公司之间存在有相互竞争、渗透、抢客等内耗现象。新冷年公司尝试在部分地区成立新的销售公司取代，目的是减少销售公司间内耗。经营地方和区域没有缩减。格力并没有持有新的销售公司的股权（认为媒体报道是格力的全资子公司有误）。这个变动重大，所以只能试点来做。新成立的公司都是原来人员管理。

我们依然预计三季报净利润增速有望超过中报：除前述的收入增长以外，对于盈利能力变化的展望，新冷年公司根据最新的原材料价格情况重新定价（内外销均如此）、出口上还放弃了不盈利的美国小窗机订单，因此我们预计新冷年利润率明显好转。

投资建议

维持前期盈利预测：预计 2011-2013 年收入分别为 874、1108、1342 亿元，增速 44%、27%、21%；EPS 分别为 2.01、2.40、2.89 元，净利润增速 32.2%、19.4%、20.6%。

短期看，公开增发估计 9 月底 10 月初有望实施，预计三季报将继续交出亮丽的业绩。长期看，公司在暖通空调及制冷领域还有很大空间（家用+商用），未来五年复合增速 17-18%完全可期。按增发可能扩大股本除权后 11EPS 预计约为 1.9 元，12 个月合理价位 28.4-29.4 元，对应 15X11PE-13X12PE。维持买入建议。

9 月 20 日

《鲁泰 A 公司研究——估值较低,正是买入机会》：买入

投资逻辑

公司是以出口色织布为主的传统制造型企业，其核心优势有三：

技术实力厚实，且有持之以恒的投入；

客户关系稳定，且公司技术优势能选择并保持优质大客户；

全产业链布局，强化成本控制的弹性，累积盈利点，保证产品品质。

公司的核心优势能够保证公司维持在相对较高的盈利水平上：

布局全产业链，累积各环节上的盈利点，公司毛利率相对较高；

领先的技术实力、稳定的客户关系，保障公司顺利执行定价机制，公司毛利率水平有望持续稳定；

在原材料价格剧烈波动、人力成本上升、人民币升值等背景下，公司的规模优势及全产业链布局能系统性抵御成本上行的压力。

预计棉价 4 季度企稳后，公司 2012 年出口将恢复平稳增长的态势。

长期来看，随着欧美服装需求的平稳增长（5%），鉴于公司具备选择优质客户的条件，公司未来在优质客户终端需求的拉动下，订单增速有望保持在 10%-15%，我们预计未来产能扩张（升级）速度为 10%；

高附加值的色织产品代表着棉纺行业未来升级的方向，中高端色织产能中短期内不具备转移出去的条件，同时欧美日中高端产能继续向中国转移，公司的龙头地位保证竞争优势，我们认为公司合理估值在 15-20 倍 PE；

通过分析纺织工业在全球制造中心的变迁原因，伴随着英美日三国纺织业产能升级，其中低端产能的全球化转移带来了中国制造业的崛起，中国目前处于由纺织业发展的第三阶段向第四阶段过渡时期，产业升级的方向必然是提高产品的附加值，高附加值的色织产品是棉纺织行业升级的方向；

公司作为色织行业的龙头企业，同时也受益于欧美日等中高端色织行业的产能转移（技术、客户）；

投资建议

考虑到公司未来产能平稳增长、相对稳定的高毛利率水平，我们给予公司 11-13 年 EPS 为 0.863 元、0.941 元、1.020 元，对应合理股价为 12.95-17.26，维持买入评级。

风险

欧美需求低迷的风险；棉价大幅波动的风险；人民币加速升值的风险。

《中国联通公司点评——3G 用户创新高,下月将是井喷拐点》：买入（分析师：陈运红）

事件

联通于 2011 年 9 月 19 日公布 8 月营运数据：移动业务中 2G 用户数新增 31.5 万，累计达到 1.582 亿，3G 用户新增 204.9 万，累计达到 2786.8 万，其中 3G 数据卡本月新增 17.1 万，累计达到 295.5 万；固定业务中本地电话用户数减少 26.8 万，累计达到 9469.9 万，宽带用户新增 76.7 万，累计达到 5375.8 万。

评论

3G 用户创新高，下月将是井喷拐点：中国联通 8 月新增 3G 用户数 204.9 万，环比增长 9.3%；2G 用户新增 31.5 万，环比增长 25%；宽带用户新增 76.7 万户，环比增长 14.6%。本月新增 3G 用户数又创新高，我们认为 9 月将是井喷拐点，主要原因有以下几点：1、学生贡献部分用户数：8、9 两月本就是运营商的传统旺季，尤其是 9 月份，新用户的贡献很大一部分来自于学生，高校一般都集中在 9 月份开学，因此本月相对来说增长并不明显，但已经说明增长势头良好，并且后续利好因素将持续出现，必将进一步拉动用户数；2、资费最为优惠：在 3G 发展初期，终端和资费无疑是快速拉动用户增长的有效武器，8 月底，9 月初为高校集中开学时间，我们进行了实地调研，从资费角度来看，联通是三家运营商中最优的，尤其是对于新生，赠 300 元话费，相当于每月月租仅 16 元（移动 26 元，电信 19 元），而且套餐内容也比其它两家更为优惠，对学生有着很大的吸引力（详细分析请见新增资费套餐情况）；3、“千元智能机”持续推出，拉动中、低端用户快速增长：8 月新推出的千元智能机为联想 A60（8 月 8 日），是继中兴 V880 之后联通又一主打“千元智能机”，在配置和体验感方面丝毫不输于前者，有些方面甚至还优于前者，但是价格一样，96 元便可 0 元购机。我们都知道中兴 V880 在这几个月中创造了神话，日最高销量达到 1 万台，三个月之内销量 100 万，按照 V880 成功的营销经验和较好的用户体验，联想 A60 再创神话也不无可能；4、9 月底 HTC 灵感、酷派 W770 即将推出，10 月可能推出 iPhone5，继续拓展高端用户市场：

9月15日，中国联通与 HTC 公司在北京联合举办发布会，在众多的果粉面前，HTC 因为卓越的用户体验和运营商良好的合作关系无疑为自己开拓了一条道路，在国内与联通合作，加之高额的补贴，势必也将引爆用户市场；而在 9月19日，联通又宣布推出首款双 3G 智能机酷派 W770，也是定位于高端用户市场，在双待机销售上，联通也获得过成功，三星 W579 曾经是中国销量最大的高端双待手机，因此值得关注；目前有关 iPhone5 何时出售一直都只是传言，但是比较可靠的消息是在 10 月份，联通引入 iPhone5 已是铁板钉钉，也将引来新一轮的销售热潮。

投资建议

再次强调联通面临行业和基本面的双重拐点：今年上半年，我们对联通偏谨慎，我们认为联通的投资机会将出现在 9 月份。7 月底，工信部公布电信主营业务收入，增速自 2006 年之后首次超过 GDP 增速，我们于 8 月 10 日和 9 月 13 日，陆续发表《行业拐点将至，上调行业评级》和《电信服务行业 9 月月报：投资策略偏向积极，关注联通 A 股》，首篇报告上调电信服务行业评级至“增持”，港股建议“买入”中国电信和联通红筹，A 股建议“买入”中国联通，第二篇报告投资策略转向积极，重点推荐中国电信和中国联通，特别强调联通 A 股价值严重低估，8 月 25 日电话会议中也强调“买入”联通 A 股。我们依旧维持前期观点，联通面临行业和基本面的双重拐点，合理价值在 6.38-7.53 元之间。

9月21日

医药行业专题报告（分析师：李敬雷、黄挺、李龙俊）

上集回顾

在我们上一篇《医药行业专题报告之一：投资核心要素》中，我们开创先河，从美欧日三国不同的医药指数走势出发，探讨了两个有趣的问题：为什么日本医药行业需求大增但股指表现不佳？为什么美国医药行业需求平淡但股指表现优异？从中我们引出了降价和创新两个话题。详细内容可见我们的报告。

本集提示

研究过程中我们发现，日本从人口结构、医保政策、药价政策等各方面都与我国具有惊人的相似性。本篇报告我们聚焦日本，希望通过研究日本，寻找适合中国当前医药行业发展阶段的投资逻辑。这是日本研究系列（上篇），侧重于日本医药行业基本面研究，探讨降价背景下日本医药企业的生存之道。

评论

日本医药行业特点：1988 年开始，日本通过严格的药品降价获得了巨大的民生成就（药品支出下降，公费医疗提升），但降价却牺牲了医药行业增长：日本医药行业经历了近 10 年的增速下滑，直到 2000 年后需求增长才抵消了降价的影响，重回增长轨道。这个过程导致的是惨烈的淘汰整合，行业集中度大幅提升。

降价背景下日本医药企业生存之道：创新药和普药企业的发展差异明显。

创新药企业能够战胜降价因素压制，海外扩张突围是另一出路：（1）虽然降价同样压制了创新药企业的收入增速（1988-2000），但是凭借不断推出高毛利新产品，企业的利润率逐步攀升。当利润率提高完全抵消了降价影响之后（1996 年），创新药股票有明显超额收益；（2）降价也促使了创新药企业走向国际化道路（2000 年至今），外延式的扩张给企业带来量的成长性，相应的股价走势持续向上。

普药企业经历降价阵痛，最终政策红包触发黄金十年：（1）普药企业的收入增速和利润率都受到药品降价的严重负面影响（1988-2000），普药板块表现不但大幅落后于医药指数，也落后于综合指数；（2）降价一定程度之后，2000 年价格低廉的普药等来政策红包，普药板块开始爆发，收入大增，利润率回升。相应的股价走势有明显超额收益。

我们得出结论：降价导致药企发展分化。要想生存，创新药通过新药努力提升利润率，通过国际化获得市场增量；普药等待政策红利！

在降价的背景下，具有研发实力并成功国际化的制药企业同时具备较好的弹性和成长性（弹性来自新药的刺激带来利润率提升，成长性来自于海外业务扩张带来量的增长），是值得坚守的板块。

普药会因为政策导致的降价倍受煎熬，但是生存下来的企业能够分享降价另一面带来的政策红包：放量的机遇，是可能超预期的板块。

下集展望：在本文基本面研究基础上，我们会侧重日本二级市场研究，寻找降价背景下股价强势的企业，从而获得对 A 股医药个股投资的经验。

9 月 22 日

《2011 年 9 月 21 日宏观经济点评——涨幅如期缩小,维持 CPI6.1-6.2%E》

事件

2011 年 9 月 21 日商务部公布上周（9 月 12 日至 18 日）食用农产品市场价格。

基本结论

食用农产品价格指数节后涨幅如期缩小，环比 0.55%

9 月第 3 周，商务部食用农产品价格指数环比上升约 0.55%，经测算后指数约为 153.84。9 月以来的测算指数分别为：151.74、153.00 以及 153.84，对应环比为 0.42%、0.83%、0.55%。

节后大部分农产品价格涨幅放缓

中秋节后，随着对各项农产品需求的放缓，综合价格指数涨幅如期出现回落。

商务部公布的 9 项农产品价格细项中，除蔬菜（3.7%）以及水产品（0.3%）价格出现符合季节规律的加速上涨外，其余农产品价格涨幅均出现了不同程度的收窄：

鸡蛋（0.4%）需求在节后有所下降，叠加气温回落后产量扩大，涨幅缩小 0.7 个百分点。

肉类（0.2%）、禽类（0.4%）涨价幅度也出现明显放缓，分别较前一周缩小 0.5、0.3 个百分点。近期，国家发展改革委、财政部发出《关于降低动物及动物产品检疫收费标准及有关问题的通知》，降低动物及动物产品检疫收费标准。随天气转凉，肉类进入需求旺盛期，检疫收费标准的调整将对后期各项肉禽类产品涨价的幅度起到一定程度的抑制作用。

9 月第 3 周涨幅缩小符合预期，维持 9 月 CPI 6.1-6.2%E

本周，食用农产品价格环比涨幅缩窄，符合我们之前对节后食品价格涨幅放缓的判断。

维持对 9 月 CPI 预测为 6.1-6.2%的估计。

我们将持续追踪商务部、统计局数据，以确认 9 月 CPI 最终预测值。

《ICT 产业前景专题研究之二——中国将是云计算革命的最大受益者》（分析师：陈运红）

投资逻辑

制造链：短期，云计算集中建设和集中采购的方式将给中兴、华为这种大型的国内设备商带来市场优势；中期，中兴华为将在云计算关键技术、融合性

的创新以及生产规模上的突破带来的综合竞争力优势；长期，云计算集中化、规模化、低成本的模式是中兴华为长期以来制胜的绝招，在全球通讯设备市场上演的中国设备商崛起大戏，将在云计算市场重演。对于国内行业应用/系统集成/运维服务厂商来说，其行业应用经验和本地化的服务优势将贯穿云计算变革的整个周期，能够抓住机遇迅速做大，提高自主关键技术比例、提高基于云架构的运营服务能力的厂商是优秀的投资标的。

服务链：IaaS 服务是电信运营商的机会；PaaS 服务是具有开放心态的互联网巨头的机会；SaaS 是小型的具有互联网基因的行业专家的机会。

投资组合

确定性组合：在云计算软硬件解决方案层面我们建议买入中兴通讯，在行业应用/系统集成/运维服务层面我们建议买入华胜天成，在 IaaS 服务层面我们建议买入中国电信。SaaS/PaaS 标的重点推荐用友软件。

弹性组合：云计算平台提供商重点推荐浪潮信息，在行业应用/系统集成/运维服务层面推荐中国软件和华东电脑。

基本结论

中国将是全球云计算革命的最大受益者：设备成本低、运营成本低将加速推进全球数据中心向中国转移，设备平台向中兴华为集中，同时云计算将加速推动我国软件产业从跟随到自主创新的跨越，系统集成及运维服务面临历史性机遇。

目前全球云计算已经由概念期进入导入期，受政策、行业标准、市场需求、重量级玩家和技术等多重因素的推动，国内云计算市场至 2013 年将超过 1000 亿元规模，年复合增长率高达 91%；全球未来十年云计算将进入爆发式增长，市场规模有望扩大 25 倍以上。

云计算制造链：软硬件方案提供商的竞争焦点在于多元化的技术、融合性的技术创新、规模成本和市场协同能力；云计算行业应用的竞争焦点是集成能力、行业应用经验和运维服务。

云计算服务链：IaaS 领域的竞争焦点是规模成本、运营能力、销售途径、带宽资源和股东背景，同时 IaaS 的成本终点是能源成本的，IaaS 服务商自身或者 IaaS 设备供应商进军新能源领域将成为趋势；PaaS 领域的竞争焦点是用户数量、开发者数量、开放性、互联网经验、稳定性、战略及执行力；SaaS 领域的竞争焦点是盈利模式、行业经验、细分行业选择、服务稳定性、创新能力和互联网基因。

《火电行业点评——标准正式出台,基本符合预期》：买入

【内容摘要】：

事件：环保部发布《火电厂大气污染物排放标准》

近日，环境保护部和国家质量监督检验检疫总局联合发布了新修订的《火电厂大气污染物排放标准》，新标准将自 2012 年 1 月 1 日起实施。

新标准区分现有和新建火电建设项目，分别规定了对应的排放控制要求：对于新建火电厂，规定了严格的污染物排放限值；对现有火电厂，设置了两年的达标排放过渡期，给企业预留了一定时间的机组改造。

1)2012 年 1 月 1 日起，新建火电机组（燃煤锅炉）NOX 排放限值为 100mg/m³。

2)2014 年 7 月 1 日起，重点地区所有火电投运机组 NOx 排放限值为 100mg/m³，非重点地区 2003 年底以前投产的机组达到 200mg/m³；2015 年 1 月 1 日起，汞及其化合物污染物排放限值为 0.03 mg/m³。

我们的点评与分析

标准符合预期，市场启动还待脱硝电价

本次正式发布《火电厂大气污染物排放标准》，内容和二次征求意见稿相比变化不大，排放标准也符合预期，但是在截止时间上，对于已投运的火电机组改造较之前延后了半年，我们认为这主要是由于脱硝电价没有配套出台，因此在目前煤价高企、火电企业普遍亏损的背景下，而为其预留一定时间进行机组改造。

新标准大幅收紧了氮氧化物、二氧化硫和烟尘的排放限值，针对重点地区制定了更加严格的污染物排放标准，并增设了汞的排放限值。

本次标准的出台将推动脱硝市场的正式启动，但是由于脱硝电价并没有随之出台，因此我们认为在目前煤价高企，火电企业普遍亏损的背景下，脱硝电价不出台的话很难调动火电企业投资脱硝设备的积极性，因此整个脱硝现实市场需求还要等待脱硝电价正式出台后才会大规模启动，届时脱硝产业也将引来爆发式增长。

因此对于脱硝产业，我们维持之前的判断，待脱硝电价落实后，将会正式启动一个巨大的脱硝存量市场，而巨大的存量市场带来的订单爆发式增长+相关标的稀缺性很有可能受到资本市场的追捧。

市场启动后，LNB+SCR 技术将为标配

参照目前已经明确脱硝政策的省份，以及从投资和运营的成本来看，我们认为随着脱硝市场的启动，前端脱硝和后端脱硝将同时受益，LNB+SCR 将为标配。

在目前已经明确脱硝政策的广东等省份，均要求前采用低 NOX 燃烧技术，后再进行烟气脱硝，以降低投资和运行费用。

低 NOX 燃烧技术一般能够使得锅炉氮氧化物排放浓度降低到 200mg/m³ 以下，而技术初始投资仅约为 SCR 的 1/2，运行成本仅为 SCR 技术的 1/20。

随着脱硝市场的启动，前端脱硝将会迎来爆发式增长，假设即将出台的脱硝方案全部采用低 NOX 点火技术，“十二五”期间，前端脱硝的市场容量将达到 210 多亿元。

采用低 NOX 点火技术的工程造价：对于 60 万千瓦机组，新建机组点火器售价为 2000 万元，对应单位造价 33 元/KW；改造机组点火器售价为 1200 万元左右，对应造价 20 元/KW。

随着脱硝市场的启动，后端脱硝会引发两个市场的爆发式增长：一是脱硝工程市场；二是脱硝催化剂市场。

脱硝工程市场：截至 2009 年，我国火电装机容量约 66200 万千瓦左右，其中已经安装脱硝装置的约 6100 万千瓦，未安装脱硝装置的 60100 万千瓦，并且按照我国未来十年的装机规划，“十二五”期间，将新增火电装机 28289 万千瓦，“十三五”期间将新增火电装机 22700 万千瓦，按照脱硝工程目前的投资成本 70-130 元/KW 测算（改造在“十二五”期间完成），未来存量脱硝市场规模为 420.70 亿元-781.30 亿元，“十二五”期间新增脱硝市场规模为 198.02 亿元-367.76 亿元。

脱硝催化剂市场：目前 SCR 是国内脱硝技术的主流，催化剂是 SCR 系统的核心，其成本占脱硝装置总投资的 30%-40%左右，并且其属于易耗品，需要定期更换，有助于形成稳定的催化剂市场。未来十年脱硝催化剂的市场规模，我们按照以下假设测算。

1)新建机组催化剂初装量：按照我国未来十年的火电装机规划，“十二五”期间，平均每年新增装机量 5658 万千瓦，“十三五”期间，平均每年新增装机量 4540 万千瓦，并且催化剂初装量按照 0.8m³/MW 测算。

2)老机组催化剂初装量：保守假设老机组改造将会在 8 年内完成，根据目前尚未改造的机组容量 60100 万千瓦测算，未来平均每年老机组改造量为 12020 万千瓦。

3)催化剂的更换量：催化剂在运行时活性会不断降低，按照国外经验，采用常规的“2+1”布置方案，即先安装 2 层催化剂，大约 3 年后，再加装第 3 层，3 层一起使用大概 4-5 年后，开始更换。

因此我们认为待脱硝电价落实后，脱硝产业的现实市场需求也将打开，届时巨大的存量市场启动将会带来订单爆发式增长，而相关标的稀缺性也很有可能受到资本市场的追捧，推荐龙源技术和九龙电力。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B