

把握估值切换及主题投资机会

策略月度报告

◆ 震荡格局依旧，中期内略偏乐观

我们认为，中期内市场走势仍以震荡为主，向上的可能性大于向下，而空间均相对有限。我们相信外汇占款回落对市场冲击不大，未来三个月政策和流动性的边际改善将发挥更大的力量。但在更长的期限内，估计宏观经济将延续次贷危机以来的运行模式，随着政策的进退而呈现出小周期特征，并且振幅将进一步缩窄。对于投资者而言，这当然不是什么激动人心的消息——我们即将迎来的可能是相对平淡的一年。

◆ 均衡配置，守正居奇

在中期内，市场的运行方向可能不同于宏观经济，因而行业轮动的主要逻辑未必完全来自基本面，我们推荐估值切换、政策利好和超跌反弹三条行业遴选思路；在长期内，投资机会则可能来自经济增长中为数不多的几个亮点——战略性新兴产业和基础设施投资，其中前者更有可能成为主题投资的标的。

建议投资者采取“守正居奇”的投资策略。其中，“守正”又包含两方面的含义。其一，组合在大类配置上应保持大致均衡，以求在市场震荡过程中不要来回折腾、陷入被动。其二，略偏向基本面平稳、确定性较高的稳定成长类和估值存在较大安全边际的金融类，作为长期战略性配置。“居奇”主要是指根据政策面和市场情绪的变动，阶段性加仓各种投资主题，以取得超额收益。我们估计相关机会可能存在于环保、信息服务（计算机）、机械（高端装备制造、水利、军工）、农业等领域。

◆ 适当超配稳定成长类，小幅低配周期类

本期我们建议适当超配稳定成长类，小幅低配周期类。其中，稳定类受经济下滑冲击较小，估值水平亦处合理区间，在窄幅震荡的市道中是攻守兼备的品种。成长类政策利好还在释放，有丰富的催化因素；虽然部分行业三季度业绩略低于市场预期，但相关风险已经得到反映，且四季度旺季表现依然可期。而综合考虑基本面的下行风险和组合均衡配置的需求，我们建议小幅低配周期类。

具体而言，本期我们最看好的六个行业包含五个稳定成长类和一个周期类行业。我们通过自下而上选股和次要行业配置来实现组合的相对均衡。与上期相比，我们用医药和农业替代了建材和家电，以规避地产投资下行/家电政策退出、销售数据低于预期的风险。而农业受益于部分子行业进入旺季以及即将到来的政策利好，是主题投资和跨年行情的理想标的。

◆ 首推食品饮料、银行、医药

建议投资者重点配置食品饮料、银行、医药、信息服务、农业、餐饮旅游等行业。自上而下最看好五粮液、洽洽食品、民生银行、华夏银行、江中药业、汤臣倍健、天玑科技、东方海洋、峨眉山，自下而上最看好南方泵业、桑德环境、宝通带业。

分析师

冯钦远 (执业证书编号：S0930510120014)
021-22169119
fenggy@ebsecn.com

开文明 (执业证书编号：S0930510120012)
021-22169160
kaiwm@ebsecn.com

薛俊 (执业证书编号：S0930510120022)
021-22169045
xuejun1@ebsecn.com

熊伟 (执业证书编号：S0930511060001)
021-22169110
xiongwei@ebsecn.com

范敏 (执业证书编号：S0930510120021)
021-22169039
fanmin@ebsecn.com

刘名斌 (执业证书编号：S0930511100003)
021-22169170
liumb@ebsecn.com

联系人

徐彪
021-22169120
xubiao@ebsecn.com

一、历史回顾：上期表现总结

1、市场判断

上期（11月1日-11月30日）我们的市场观点略偏乐观。我们认为，虽然中期内受到欧债危机、地产调控和企业甩库的负面影响，经济增长存在下行风险，企业基本面尚处于下行通道内；但在当前的估值和位置上，估值层面的正向变动有望成为更加主要的力量，我们判断政策微调及由此引发的流动性边际改善将带来估值的小幅修复，从而使得反弹阶段性延续。

从市场短期变动看，始自10月下旬的反弹遭遇了波折，当月市场冲高回落，沪深300较月初下挫了6.45%。显然，问题仍然出在估值端：一方面，报告期间资金面发生了扰动和反复，当月外汇占款出现了2007年12月以来首次负增长，引发市场对热钱流出的担忧；而月中资金价格亦开始小幅反弹。另一方面，欧洲和国内市场的负面消息触动了投资者紧张的神经，暂时损伤了本就不甚扎实的估值修复基础。期间欧债危机继续深化，先是希腊总理帕潘德里欧抛出全民公投的重磅炸弹，欧洲市场一片哗然，再有意大利10年期国债收益率突破7%的警戒线，最后是欧元区火车头德国国债拍卖几近失败，欧元区可谓屋漏偏逢连夜雨，令人难以安心。而恰恰在此时，国内又传出国际板即将推出的流言，虽很快被证伪，但至少在中小投资者中又引起了一定的恐慌。

如果抛开上述短期和事件性扰动，当期经济/政策演绎实际上基本符合我们的预期。当月工业生产平稳下滑，投资、消费数据可谓中规中矩，出口数据虽下滑较大，但相关风险应已在市场预期之内。而通胀方面，当月CPI/PPI均显著下行，通胀回落趋势更为明朗，这为政策微调的加快创造了条件。报告期间政府在舒缓中小企业财税负担及融资困境方面动作频频，并明确指出将对差别准备金率参数适度调整，在央票发行利率方面也发出了积极的信号。

除了上文提到的负面因素，当月超预期的因素主要是信贷数据反季节增长。受到月末大行放贷提速的推动，10月份新增信贷5868亿元，大幅超出了我们/市场的预期和9月份发放额。如果在未来3个月信贷持续超预期投放，我们可能需要上调对经济及市场的看法。

2、行业配置

虽然市场短期走势与我们中期判断并不相符，但我们的组合仍取得了良好的收益。当月我们的月度金股/光大30/行业配置分别跑赢基准5.49、4.25和1.76个百分点。实际上，虽然我们上期看好中期内走势，但仍然坚持了6月份以来提出的震荡市操作策略，在配置上相对均衡且略偏向稳定成长类。在上述期间的大多数月份里我们都跑赢了市场，并且取得了较好的累计相对收益。

具体而言，上期稳定类和成长类压倒性地跑赢了周期类。相对排名居前的6个行业分别为食品饮料、医药生物、农林牧渔、餐饮旅游、公用事业、电子元器件，其中有5个属于稳定成长类。实际上，我们上期行业配置和金股对前四个行业都有配置，而我们重点推荐的信息服务业也录得较好的相对收益，组合取得较好的表现也就是自然而然了。从基本面/政策面看，报告期间营业税改增值税试点方案及上海营业税减免的传闻对科技类（尤其是信息服务）有明显的提振作用，农林牧渔则受益于部分产品提价和利好政策预期，而三季度和“十一”期间游客数量的良好表现继续支撑餐饮旅游股价走高。当然，期间经济基本面/市场面整体有利于稳定成长类是相关行业录得良好相对收益的根本原因。

我们上期看好的银行、建材、家电表现不佳，特别是后两个行业，跌幅都超过了 10%。我们配置上述行业主要是基于资产配置和应对可能的反弹的目的，在市场下行过程中行业表现不佳当然可以理解。考察其基本面/政策面变动，报告期间水泥价格小幅下跌，但股价已处低位，如果出于做反弹的角度仍存在一定的配置价值；而当月家电销售数据令人失望，再考虑短期内政策面临退出，我们暂时下调对该行业的看法。

图表 1：上期业绩表现（11 月 1 日 - 11 月 30 日）

	收益率	201101	201102	201103	201104	201105	201106	201107	201108	201109	201110	201111
		当期	当期	当期	当期	当期	当期	当期	当期	当期	当期	当期
沪深 300	绝对	-1.65%	5.30%	-0.50%	-0.95%	-6.34%	1.24%	-1.95%	-2.17%	-9.32%	4.41%	-6.45%
月度金股	绝对	-11.20%	10.46%	0.01%	-8.31%	-9.99%	2.49%	-1.20%	6.50%	-8.60%	3.85%	-0.95%
	相对	-9.55%	5.16%	0.51%	-7.36%	-3.65%	1.25%	0.75%	8.67%	0.73%	-0.56%	5.49%
光大 30	绝对	-9.07%	10.66%	-1.98%	-6.60%	-9.26%	1.96%	-0.13%	4.57%	-8.09%	4.76%	-2.20%
	相对	-7.42%	5.36%	-1.48%	-5.66%	-2.92%	0.72%	1.82%	6.74%	1.24%	0.34%	4.25%
行业配置	绝对	-6.56%	9.70%	-3.26%	-2.78%	-7.64%	1.00%	0.01%	-0.11%	-9.32%	4.61%	-4.69%
	相对	-4.91%	4.40%	-2.75%	-1.83%	-1.30%	-0.24%	1.97%	2.06%	0.00%	0.20%	1.76%

资料来源：光大证券研究所、wind

图表 2：上期行业配置表现（11 月 1 日 - 11 月 30 日）

一级行业	二级行业	配置比例	行业表现	对组合的贡献
采掘		5%	-7.41%	-0.37%
家用电器		10%	-10.23%	-1.02%
建筑建材		15%	-10.20%	-1.53%
	银行	15%	-6.02%	-0.90%
	证券	5%	-13.10%	-0.66%
食品饮料		15%	3.14%	0.47%
信息服务		15%	-3.09%	-0.46%
信息设备		5%	-3.05%	-0.15%
医药生物		5%	0.76%	0.04%
餐饮旅游		10%	-1.02%	-0.10%
行业配置收益率				-4.69%
沪深 300				-6.45%
超额收益				1.76%

资料来源：光大证券研究所、wind

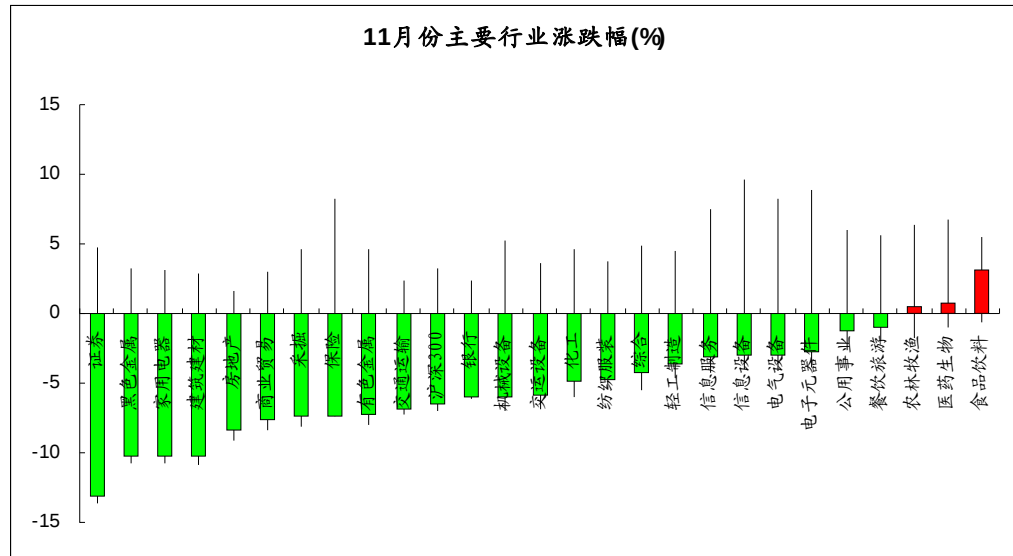
图表 3：上期月度金股表现（11 月 1 日 - 11 月 30 日）

股票简称	10 月 31 日	11 月 30 日	收益率
远光软件	21.23	21.00	-1.08%
广电信息	14.31	15.76	10.13%
海螺水泥	20.16	16.30	-19.15%
华新水泥	19.98	16.17	-19.07%
五粮液	36.69	37.53	2.29%
酒鬼酒	21.98	28.65	30.35%
华夏银行	11.10	10.39	-6.40%
峨眉山 A	17.60	18.56	5.45%
海信电器	12.90	11.57	-10.31%
中国神华	26.98	25.39	-5.89%
东方海洋	15.25	15.80	3.61%

桑德环境	29.11	28.71	-1.37%
月度金股平均收益率			-0.95%
沪深 300 收益率			-6.45%
相对收益率			5.49%

资料来源：光大证券研究所、wind

图表 4：上期主要行业表现（11 月 1 日 - 11 月 30 日）



资料来源：光大证券研究所、wind

二、市场趋势判断：震荡格局依旧，中期内略偏乐观

我们认为，中期内市场走势仍以震荡为主，向上的可能性大于向下，而空间均相对有限。我们相信外汇占款回落对市场冲击不大，未来三个月政策和流动性的边际改善将发挥更大的力量。但在更长的期限内，估计宏观经济将延续次贷危机以来的运行模式，随着政策的进退而呈现出小周期特征，并且振幅将进一步缩窄。对于投资者而言，这当然不是什么激动人心的消息——我们即将迎来的可能是相对平淡的一年。我们估计，未来三个月主要指数的运行区间为：

--上证指数（2200，2600）

--沪深 300（2400，2850）

--中证 500（3600，4300）

整体上看，我们相信未来三个月市场的运行方向更有可能向上，其主要驱动力量包括政策微调带来的情绪修复、资金价格高位回落以及前期市场超跌所积聚的反弹势能。我们认为，上述因素在当前的估值和位置上推动市场上行 10% 左右都是合理的。但需要强调的是，正如我们在近期一系列报告中强调的，现阶段任何可能的上攻行情只能算作“跌出来”的机会，赚的是“心动的钱”，因而在操作上建议采取相对谨慎的策略。

就 2012 年全年来看，我们对市场的看法略偏中性。一方面，在发达经济体复苏乏力、地产调控持续、民间部门去库存加速的背景下，经济增长内生的动力孱弱，我们很难指望在 2012 年看到经济触底后能够出现超预期的强劲回升；相反，经济触底时点晚于预期的风险倒是不能完全排除。另一方面，考虑到通胀水平存在反身向上的风险、地产泡沫未除以及 2008/2010 年不愉快的调控经历，政策放松亦存在较大掣肘，支持力度将相对有限。因而，我们估计 2012 年市场恐怕仍将以震荡为主，缺乏方向性的大趋势。

具体而言，**中期内支持市场上行的因素主要包括：**

通胀持续回落。10 月份通胀水平显著下行，其中 PPI 更是环比大幅回落 0.7 个百分点，远超市场预期，通胀阶段性下行的趋势得到了再一次确认。考虑到总需求持续下行、货币供给已处低位、输入性通胀压力减小以及同期基数较高等原因，我们相信通胀中期回落的趋势相当确定，预计未来两个月内 CPI 水平将在 5% 以下运行，四季度 CPI 整体水平将回落到 4.7% 左右。

政策重心向“稳增长”微调。随着通胀这一掣肘因素的缓解，近期政策利好频频施放，市场得以一窥“预调微调”之轮廓。在货币政策方面，10 月份新增信贷的超预期投放使投资者相信信贷管控（制约今年流动性的首要因素）已经有所放松；同时，央行明确指出将对差别准备金率系数动态调整，并且下调了部分农信系统机构的准备金率。在财政政策方面，相关部门连续出台了一系列减免小企业税费、提高起征点的政策，并启动了营业税改增值税试点。我们预计中期内政策微调的手段将包括加大基建投资力度、信贷增速向常态回归、公开市场操作以及差别准备金率/准备金率调整。

资金价格震荡下行。在周期末端，资金价格受到经济内生需求下行和逆周期货币政策的双重影响，趋势性下行本是应有之义。但 10 月份外汇占款超预期下行却为上述判断带来了一丝变数。如果热钱持续撤离国内，中长期流动性供给格局都将发生深刻的变化。但在目前时点上，我们相信热钱流出更有可能属于中期扰动，对市场冲击相对有限。第一，外汇占款短期波动性向来较大，在外围市场波诡云谲、恐慌情绪蔓延的当下发生一两个月的扰动实属正常；第二，综合考虑决策当局的表态和 NDF 市场的表现，人民币在 2012 年升值预期不改，热钱趋势性撤离的条件尚不成熟；第三，货币政策的微调和财政存款的下拨在中期内足以对冲热钱流出的风险，市场流动性基础犹在。

估值和位置蕴含较大安全边际。目前全部 A 股 PE (TTM) 水平仅 14.1 倍，较 08 年 10 月至今均值低估了 34%，相当于 1.2 倍标准差。根据我们的测算，上述估值水平对应的是经济硬着陆的情境，而实际情况将好于这样的悲观预期。此外，4 月以来市场最大跌幅已达 25% 左右，即使从技术角度分析，中期内市场都存在反抽的势能。

而**长期内阻滞市场反转的因素**则包括：

经济增长表现弱于预期。虽然我们相信政策、流动性和市场情绪的改善有可能推动市场阶段性上行，但在市场估值水平得到部分修复之后，投资者最终还是会将注意力转到经济基本面上。遗憾的是，目前看来 2012 年经济增长的驱动力并不强劲，上市公司基本面很难有超（改善后）预期的良好表现。首先，在欧债危机、地产调控、资金价格高企等因素的共同作用下，短期内经济增长存在加速下行的风险，这可能导致经济触底反弹的时点晚于预期。事实上，这样的现象在周期末端颇为常见，而三季度末以来投资、出口月度数据的大幅下行显示上述担忧并非完全是杞人忧天。其次，考虑到发达国家黯淡的经济前景、政府在地产调控方面的坚决态度，以及经济结构性调整的复杂程度，我们认为 2012 年经济触底后将面临缺乏内生动力的窘境，市场期盼的“新周期”启动还有待时日。

政策放松空间有限。在内生动力受到压制的情况下，我们预计 2012 年政策支持下的基建投资将成为增长的重要推动力量，同时货币政策也将有所放松。然而，上述政策放松的力度估计将较为有限，亦难以推动经济强劲增长。第一，虽然通胀水平中期内处于下行通道，但总需求逐步回升、发达经济体新一轮量化宽松出台概率较大以及长期劳动力成本上行等因素的共振很有可能导致通

胀水平保持在相对较高的平台，并在年中前后反身向上，从而制约政策进一步放松的空间。第二，2008 年和 2010 年下半年不愉快的调控经历显然给决策层留下了深刻的印象，在换届之年决策层调控时一定会更加审慎，以免重蹈覆辙。

欧债危机“黑天鹅”事件频发。“黑天鹅”一说发源于欧洲，何曾想如今用来形容欧债危机再贴切不过。虽然我们一贯认为欧元区大规模解体的可能性极小，且记入欧债危机影响后 2012 年外需下滑对经济的冲击也并不可怕，但我们认为亦须重视小概率事件出现的风险，尤其是对投资者心理可能带来的负面影响，本月希腊总理提议全民公投后市场的动荡就是最好的注脚。

图表 5：影响市场走势的主要因素小结

	我们的看法/实际情况	与市场预期的比较	影响
经济政策	政策微调，适时启用量化工具	我们与市场一致	负面因素，边际影响正面
	财政支出力度加速	我们与市场一致	正面因素
宏观经济	经济平稳回落	我们对经济的判断较乐观	负面因素
	发达国家复苏乏力，欧债危机长期化	市场对欧债危机非常担忧	负面因素
通货膨胀	中期内阶段性回落	我们与市场一致	负面因素，边际影响正面
企业盈利	平稳下行	我们好于市场预期	负面因素
股票供求	货币供给将触底回升，资金价格震荡下行	M2 增速持续低于市场预期	负面因素，边际影响正面
	全年实际融资规模在 8000 亿左右	实际供给增长好于市场预期	中性因素
估值水平	目前沪深 300PE (TTM) 仅 11.0 倍	市场对估值偏低相当认同	正面因素

资料来源：光大证券研究所

图表 6：生产如期下行，通胀低于预期

		12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
CPI:	同比	4.6	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	5.5
	环比	0.5	1.0	1.2	-0.2	0.1	0.1	0.3	0.5	0.3	0.5	0.1
PPI:	同比	5.9	6.6	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3	6.5	5.0
	环比	0.7	0.9	0.8	0.6	0.5	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.7
M2:	同比	19.7	17.2	15.7	16.6	15.3	15.1	15.9	14.7	13.5	13.0	12.9
工业增加值:	同比	13.5		14.9	14.8	13.4	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.2
	环比			1.0	1.2	0.9	1.0	1.4	0.9	1.0	1.2	0.9
		2010Q4			2011Q1			2011Q2			2011Q3	
GDP:	同比	9.8			9.7			9.5			9.1	
	环比	2.4			2.0			2.4			2.3	

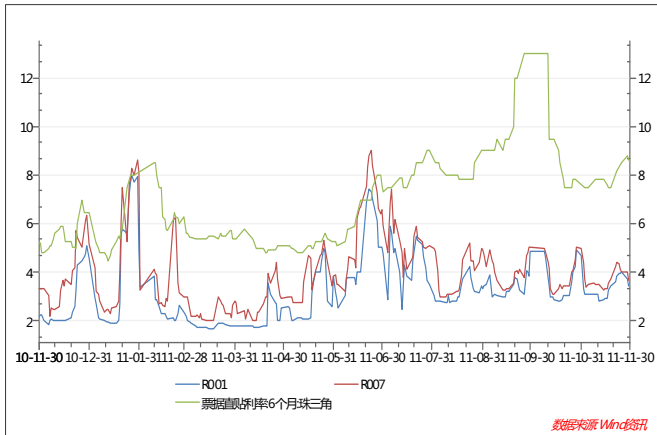
资料来源：光大证券研究所、wind

图表 7：外汇占款下降对资金面构成冲击

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
公开市场到期资金	5,480	4,150	6,870	9,110	5,410	6,010	3,720	3,520	4,810	4,870	3,250	800
回笼资金	-940	-740	-9580	-6150	-3350	-1,850	-3,830	-1,850	-2,450	-3,980	-1,670	
净投放资金	4,540	3,410	-2,710	2,960	2,060	4,160	-110	1,670	2,360	890	1,580	
新增外汇占款	5,016	2,145	4,079	3,107	3,764	2,773	2,196	3,769	2,473	-249	?	
保证金缴存准备金									-1,513	-2,201	-2,201	-826
提高准备金	-3,500	-3,500	-3,500	-3,600	-3,600	-3,600						
综合资金投放	6,056	2,055	-2,131	2,467	2,224	3,333	2,086	5,439	3,320	-1,560	?	

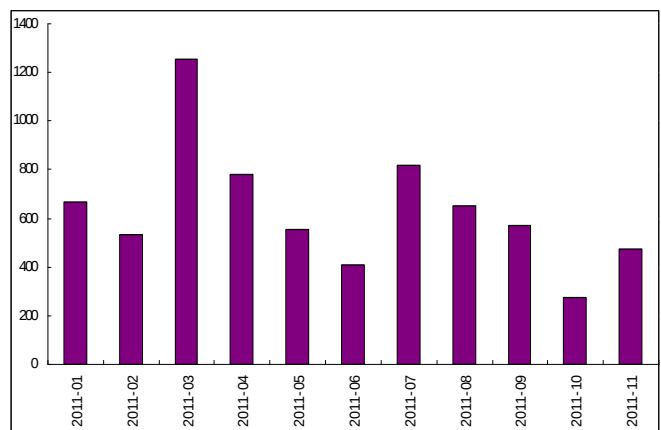
资料来源：光大证券研究所、wind

图表 8：资金价格有所反弹



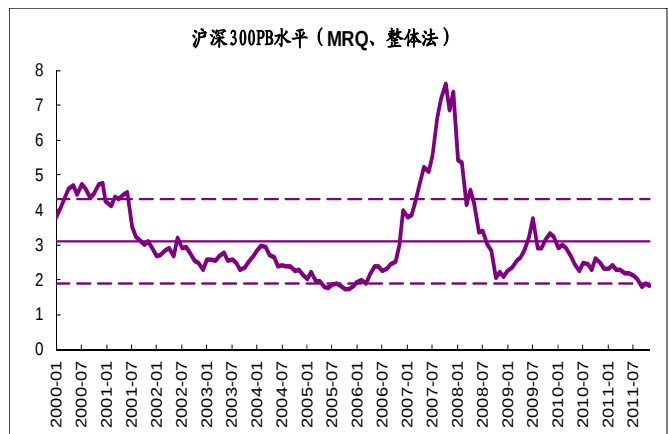
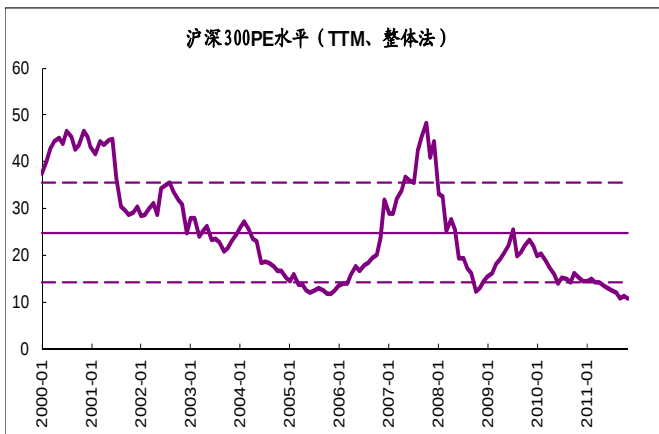
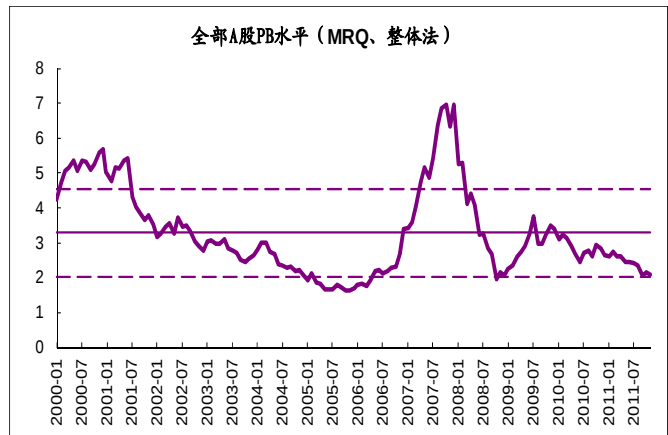
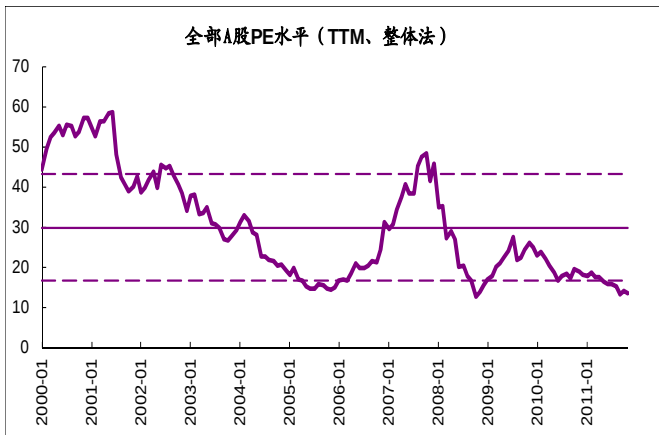
资料来源：光大证券研究所、wind

图表 9：今年实际融资规模低于预期



资料来源：光大证券研究所、wind

图表 10-13：估值水平处于历史底部



资料来源：光大证券研究所、wind

三、行业配置策略：把握估值切换及主题投资机会

1、均衡配置，守正居奇

中期行业配置的难点与要点

按照我们的框架，如果立足未来 3 个月，行业配置的难点显然在于经济和市场运行方向的异化。即在经济下行的过程，如何规避行业基本面的风险，并取得好的相对/绝对收益。

简而言之，我们认为当下行业轮动可能的促发逻辑包括：

估值切换。我们知道，跨年行情存在的基础为业绩确定性增长。如果来年盈利存在较大的下行风险，估值切换推动股价上行的逻辑当然无从谈起。在当前的经济环境下，稳定成长类行业的业绩确定性相对更高。

政策利好。在基本面缺乏亮点的情况下，政策因素的重要性无疑大为提升。加之不少行业“十二五”规划即将出台，这方面的投资机会应当较为充裕。

超跌反弹。如果市场如我们预期的那样小幅震荡上行，估计前期跌幅较大的行业会有更多的表现机会。

长期行业配置的难点与要点

如果立足未来 12 个月，困扰投资者的主要问题则在于经济缺乏趋势性上行的内生动力。从结构上看，最大的亮点还是来自于政策刺激的两大着力点——科技类和基础设施投资。其中，科技类（尤其是战略性新兴产业）显然是政策长期鼓励和经济转型的重要方向，很有可能成为阶段性甚至更长期的投资主题；而基础设施建设投资就整体而言是为了对冲民间投资下行的风险，因而更多的属于脉冲式的行情以及部分受益程度较高的细分子行业的机会。此外，消费估计也能够保持相对平稳的增长，从而具有较强的配置价值。

行业配置思路

我们建议投资者在操作过程中综合考虑中期与长期的配置要点，采用“守正居奇”的投资策略。

具体而言，“守正”又包含两方面的含义。其一，组合在大类配置上应保持大致均衡，以求在市场震荡过程中不要来回折腾、陷入被动。其二，略偏向基本面平稳、确定性较高的稳定成长类和估值存在较大安全边际的金融类，作为长期战略性配置。

“居奇”主要是指根据政策面和市场情绪的变动，阶段性加仓各种投资主题，以取得超额收益。我们估计相关机会可能存在于环保、信息服务（计算机）、机械（高端装备制造、水利、军工）、农业等领域。

图表 14：10 月宏观经济结构

	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
固定资产投资完成额：累计同比	24.5		24.9	25.0	25.4	25.8	25.6	25.4	25.0	24.9	24.9
环比			1.3	2.1	2.6	1.0	-0.4	1.4	1.7	0.2	1.3
固定资产投资本年新开工项目计划总投资额：累计同比	25.6		-23.6	-12.7	-1.1	6.3	14.9	19.3	23.1	23.4	24.1
房地产开发投资完成额：累计同比	33.2		35.2	34.1	34.3	34.6	32.9	33.6	33.2	32.0	31.1

社会消费品零售总额：	当月同比	19.1	19.9	11.6	17.4	17.1	16.9	17.7	17.2	17.0	17.7	17.2
	环比			1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	1.3
贸易顺差：	亿美元	126.1	58.5	-78.0	-1.6	112.7	130.0	222.1	303.9	177.6	144.8	170.3
出口金额：	当月同比	17.9	37.6	2.4	35.8	29.8	19.3	17.9	20.5	24.5	17.1	15.9
	环比	-4.4	0.1	-23.0	27.4	12.3	-4.4	4.2	5.4	-3.3	1.6	-1.4
进口金额：	当月同比	25.9	51.6	19.9	27.5	21.9	28.4	19.3	23.9	30.2	20.9	28.7
	环比	3.0	10.8	-7.0	4.9	7.4	-4.5	-2.6	1.5	0.0	8.0	3.2

资料来源：光大证券研究所、wind

图表 15：10 月物价指数结构

	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
CPI： 同比	4.6	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	5.5
环比	0.5	1.0	1.2	-0.2	0.1	0.1	0.3	0.5	0.3	0.5	0.1
食品： 同比	9.6	10.3	11.0	11.7	11.5	11.7	14.4	14.8	13.4	13.4	11.9
环比	0.9	2.8	3.7	-1.0	-0.4	-0.3	0.9	1.2	0.6	1.1	-0.2
非食品： 同比	2.1	2.6	2.3	2.7	2.7	2.9	3.0	2.9	3.0	2.9	2.7
环比	0.3	0.2	0.1	0.2	0.4	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
PPI： 同比	5.9	6.6	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3	6.5	5.0
环比	0.7	0.9	0.8	0.6	0.5	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.7

	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
生产资料	6.7	7.5	8.2	8.2	7.5	7.5	7.9	8.4	8.0	7.1	5.2
采掘工业	12.6	13.8	14.3	16.8	17.4	17.1	16.7	18.1	18.8	17.2	15.1
原材料工业	8.9	10.0	10.6	10.5	9.9	9.9	11.1	12.1	11.6	10.7	7.9
加工工业	4.9	5.9	6.6	6.4	5.5	5.4	5.6	5.9	5.4	4.6	3.1
生活资料	3.5	3.8	4.1	4.4	4.6	4.6	4.7	4.8	4.8	4.6	4.2
食品类	5.9	6.6	7.3	8.0	8.4	8.3	8.5	8.6	8.3	8.3	7.4
衣着类	3.3	3.8	3.9	4.1	4.5	4.4	4.4	4.5	4.6	4.5	4.5
一般日用品类	3.9	4.2	4.3	4.5	4.4	4.4	4.2	4.5	4.7	4.4	3.9
耐用消费品类	-0.3	-0.8	-0.8	-0.9	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.3	-0.6	-0.3

资料来源：光大证券研究所、wind

2、风格/大类板块：适当超配稳定成长类，小幅低配周期类

本期我们最看好的六个行业包含五个稳定成长类和一个周期类行业。我们通过自下而上选股和次要行业配置来实现组合的相对均衡。

与上期相比，我们用医药和农业替代了建材和家电，以规避地产投资下行/家电政策退出、销售数据低于预期的风险。而农业受益于部分子行业进入旺季以及即将到来的政策利好，是主题投资和跨年行情的理想标的。

本期我们在风格上略偏向中、小盘。在市场面上，虽然近期大盘股持续跑赢中、小盘股，但我们仍继续略看好后者。我们相信，无论从基本面、市场面，抑或是资金面考虑，市场反转的条件都尚不成熟，因而大盘股很难持续跑赢中、小盘股。而经过近期的调整，中、小盘股与大盘股间位置的差异有所缩小，大盘股跑赢的理由正在削弱。

在基本面上，中、小盘股也相对更加受益一些。首先，稳定类行业多属于中、小市值公司，这些行业受经济下滑冲击较小，相对受益于当前的经济环境。其

次，战略性新兴产业是下半年政策的发力点之一，而成长股亦多为中、小盘股。第三，即使在周期类板块中，中、小公司的弹性也相对更大，在市场反弹的过程中，这些公司更占优势。

在大类板块上，本期我们建议适当超配稳定成长类。总体而言，稳定成长类受经济下滑负面影响较小，在不确定性较强的市场中具备更高的配置价值；而在当前的经济环境下，全面加仓周期股风险依然较大。

稳定类配置价值凸显

虽然稳定类位置依然偏高，但其基本面相对受益于当前的经济环境，建议予以超配。

在稳定类中，我们继续看好食品饮料和餐饮旅游。上市白酒企业拥有不可复制的品牌资源，护城河宽广，业绩持续高速增长可期；从估值水平看，行业 2011 年 PE 水平在 20 倍左右，具备较强的长期投资价值。旅游公司的景点资源同样极为稀缺，而从市值角度考虑，更是具有极高的配置价值；重点公司三季度及“十一”期间游客数量强劲增长，这样的基本面表现在当下实属不易。此外，本期我们还加入了医药和农业。前者估值已经包含了药品降价、抗生素管控等负面因素，业绩有望平稳增长；后者属于“守正居奇”中的“奇兵”，是阶段性配置的品种。

主题投资瞄准科技类

在基本面上，这类行业受到新兴产业政策的推动，相关利好消息频频出现，业绩也有望维持高位/显著反转。在市场面上，即使考虑到近期较好的相对表现，成长类板块仍是今年以来下跌较多的板块，在位置上具有优势。

在成长类中，我们相对看好信息服务，该行业不少重点公司收入来自于政府/大型国企，受经济下行影响较小；从数据看，软件行业年初以来保持了较快的业绩增长，虽然三季度整体业绩略低于市场预期，但考虑到淡旺季以及增值税退税的影响，估计全年业绩偏离市场预期的可能性较小。在政策方面，近期软件行业增值税退税细则和营业税改增值税的颁布以及国家对文化产业给与空前力度的支持均提供了较强的催化剂，而未来 3-6 个月内更多利好因素的出台将为行业上行提供强劲支撑。

小幅低配周期类

综合考虑基本面的下行风险和组合均衡配置的需求，我们建议小幅低配周期类。

我们看好金融板块。这一板块估值足够低估，各种负面因素大多得到了长时间的反映，只要短期内没有显著超预期的利空，就可能有所表现。在金融板块中，我们目前首推银行。

3、首推食品饮料、银行、医药

和往常一样，本期我们依旧选出 6 个在未来 3 个月最有可能取得超额收益的行业。目前我们最看好的 3 个行业包括食品饮料、银行、医药，次看好的 3 个行业包括信息服务、农林牧渔、餐饮旅游。行业主要的推荐理由如下：

食品饮料（白酒）

- 四季度和一季度均为行业销售旺季，且短期存在较强提价预期，行业业绩增长高度确定。
- 二线白酒受益于产品结构调整，盈利能力处于上行通道。
- 行业基本面确定性强，2012 年估值水平在 22 倍左右，存在跨年行情机会。

银行

- 业绩确定性高增长，预计全年增速在 25%-30%之间。考虑更严厉的监管要求/平台贷款拨备计提后，未来 2 年仍有望实现 15%-20%的稳健增长。
- 估值和位置极低。行业 2011 年 PE 在 6.9 倍左右，PB 在 1.38 倍左右，较 2008 年以来均值低估了 30%以上；行业已经过长期的调整，股价水平已创出 2 年以来的新低，对各种负面因素进行了充分的反映。
- 监管政策/表态显示，投资者对资本要求提高/资产质量风险的担忧过于悲观，实际情况很有可能沿着好于预期的路径发展。
- 在当前的估值和位置上，银行板块可看作攻守兼备的品种，具有较高的配置价值。

医药

- 估值合理，已对药品降价、抗生素管控等负面因素进行了反映。
- 未来 3 年行业稳定增长可期，长期受益于经济转型和人口老龄化。

信息服务（计算机）

- 二季度起政府/大型国企 IT 支出显著上行，拉动行业业绩高速增长。剔除增值税退税延迟的影响后，前三季度行业业绩增长近 30%，基本符合预期。
- 增值税退税细则、营业税改增值税试点方案已经公布，短期内“十二五”行业发展规划、免征营业税、IT 服务标准提高相继出台将提供更多上涨催化剂。

农林牧渔

- 四季度水产养殖和种子进入销售旺季，价量提升推动相关子行业业绩确定性增长。
- 包括“一号文件”在内的政策预期强烈，短期内催化因素较多。

餐饮旅游

- 三季度及“十一”期间游客增长超出市场预期，行业基本面驱动力量强劲。
- 长期看，重点公司景区资源极度稀缺，并且从市值考量价值亦被低估。

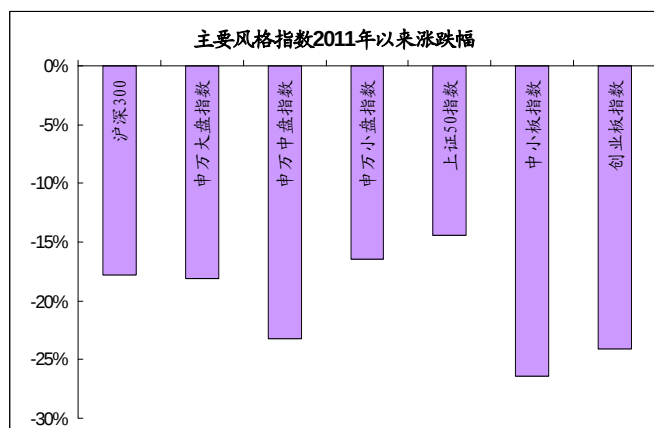
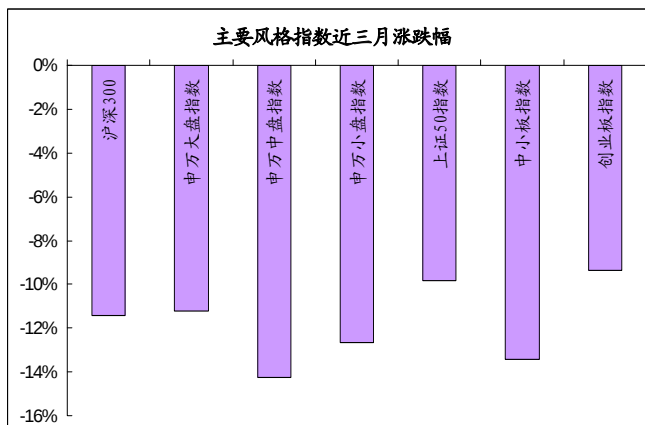
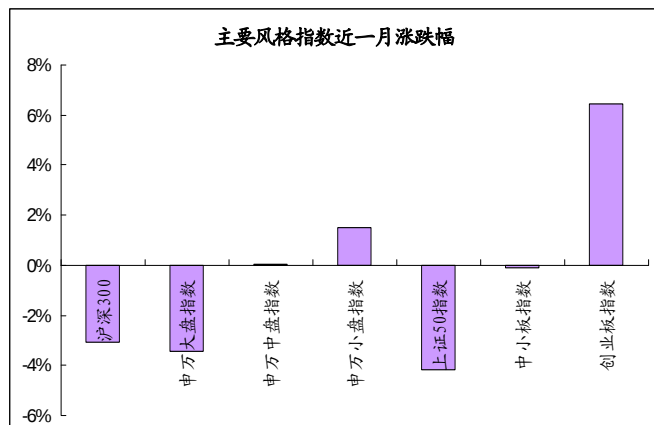
除了上述 6 个行业外，我们还建议投资者适当配置采掘、环保、专用设备（除工程机械）、证券。具体配置比例建议和推荐理由如下：

图表 16：行业配置建议

一级行业	二级行业	本期建议配置	上期建议配置	调整幅度	推荐及调整理由
	煤炭开采	5%	5%	0%	短期景气维持高位
	环保	5%	0%	5%	受益政策利好，主题性投资
	专用设备（除工程机械）	5%	0%	5%	利好政策多；适当配置周期类
家用电器		0%	10%	-10%	10月行业销售数据低于预期；政策年前逐步退出
	水泥	0%	15%	-15%	市场情绪依旧低迷，规避地产投资风险
	银行	20%	15%	5%	估值低，有配置价值
	证券	5%	5%	0%	位置低；受益于转融通、新三板等政策利好
农林牧渔		10%	0%	10%	部分子行业提价；存在政策利好
食品饮料		15%	15%	0%	业绩受经济波动影响小，且保持较快增长
	传媒	0%	5%	-5%	短期涨幅较大；电视剧禁止插播广告有一定负面影响
	计算机应用	10%	10%	0%	政府/大型企业IT支出平稳；存在政策利好
信息设备		0%	5%	-5%	运营商2012年投资前景不乐观；适当控制稳定成长类仓位
医药生物		15%	5%	10%	位置低；业绩平稳，受经济下滑影响小
餐饮旅游		10%	10%	0%	游客数量超预期，基本面趋动强劲
总计		100%	100%	0%	

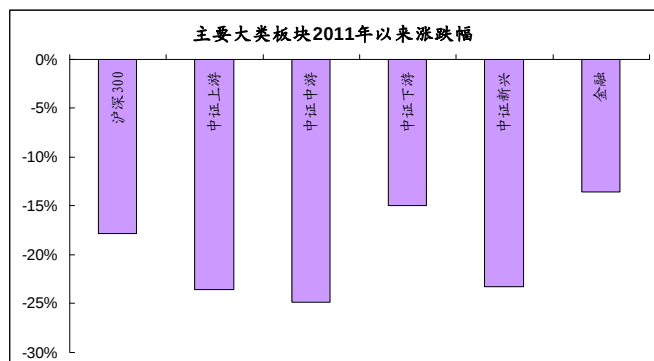
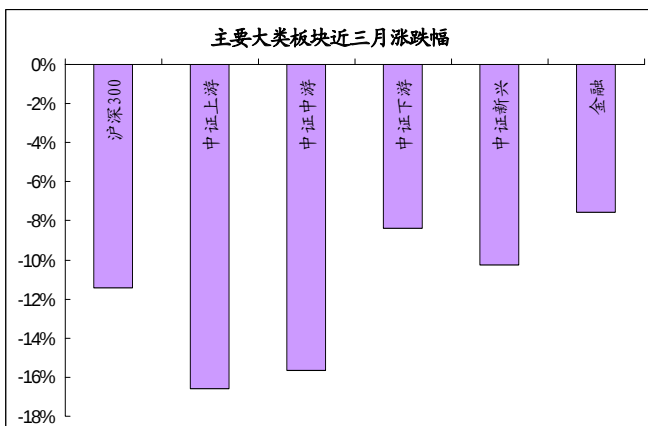
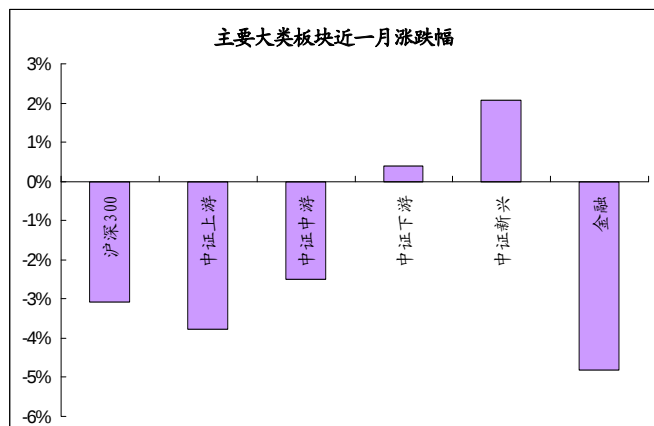
资料来源：光大证券研究所、wind

图表 17-19：风格指数位置



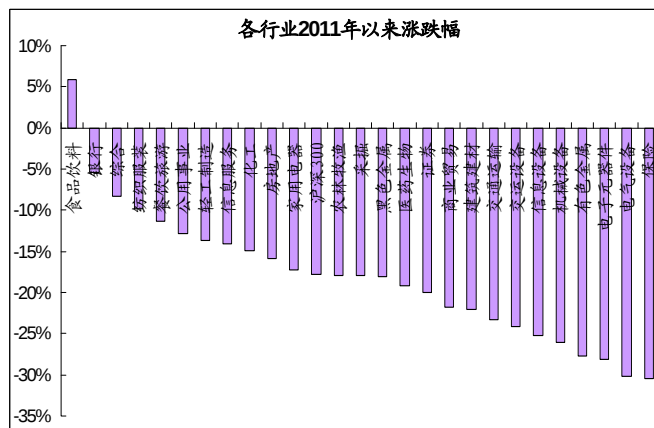
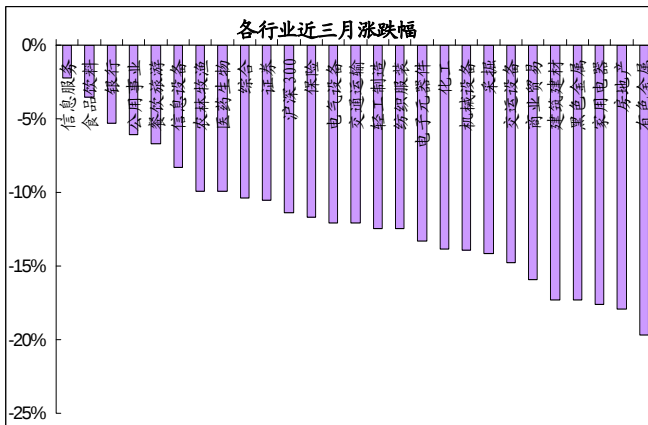
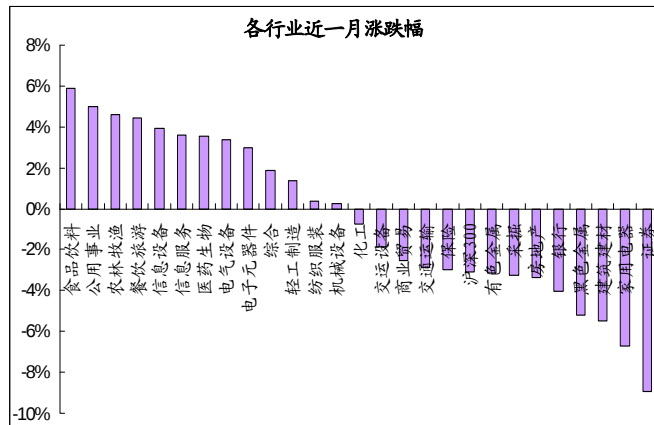
资料来源：光大证券研究、wind

图表 20-22: 大类板块位置



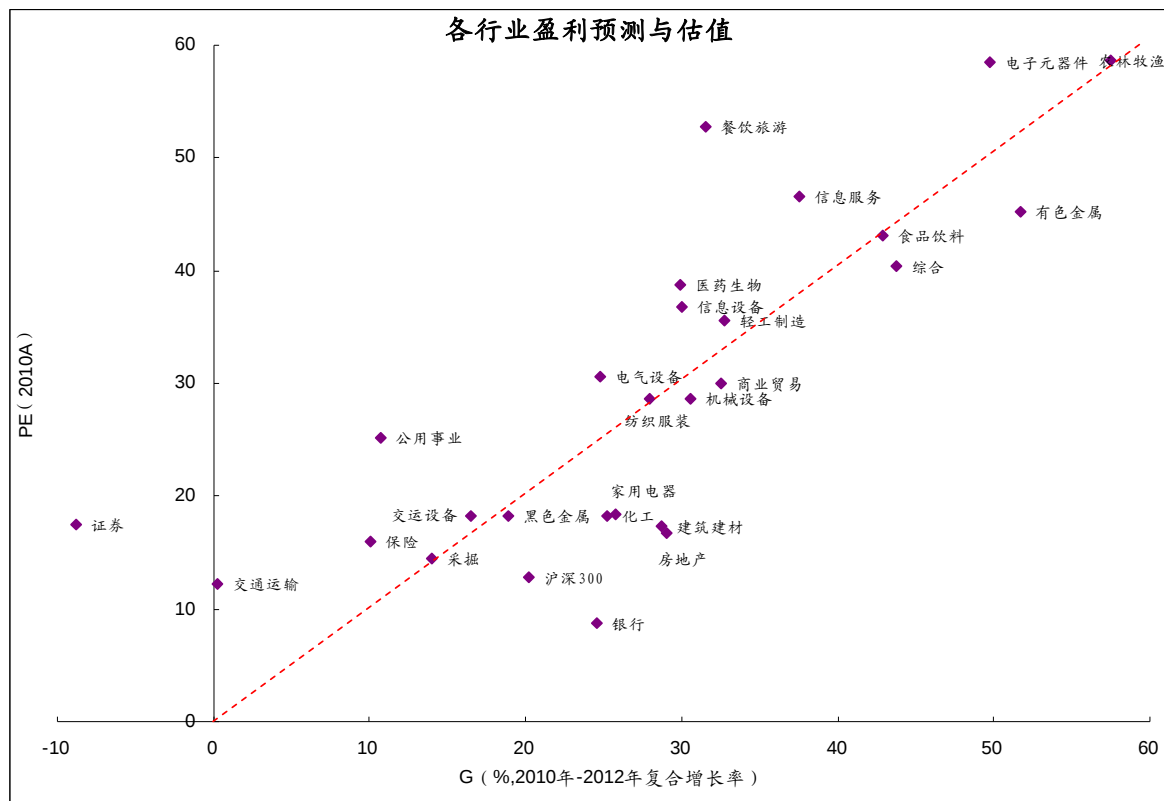
资料来源: 光大证券研究、wind

图表 23-25: 行业位置



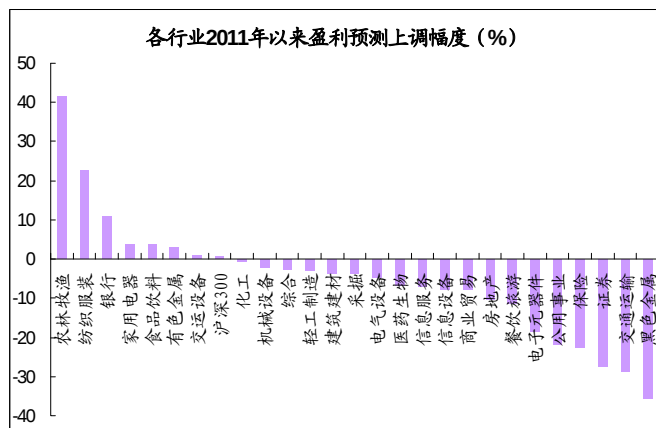
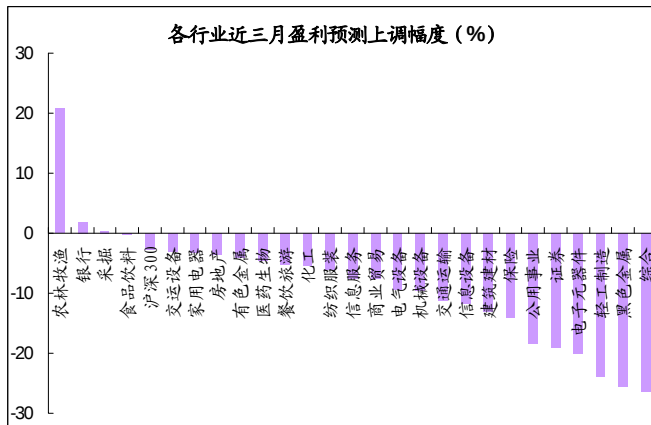
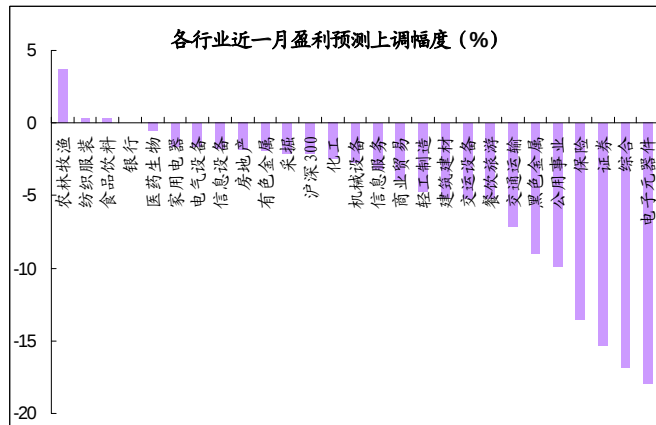
资料来源: 光大证券研究、wind

图表 26：行业盈利预测与估值



资料来源：光大证券研究、wind

图表 27-29：行业一致预期盈利预测调整



资料来源：光大证券研究、朝阳永续

图表 30：12 月份各行业历史涨跌幅

行业	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	平均值	中值
信息服务	-2.84	-10.72	-6.93	3.59	-3.74	4.62	18.09	23.05	4.49	7.15	-1.33	3.22	3.59
有色金属	3.17	-6.40	-5.66	13.83	-8.40	6.85	6.80	15.70	0.90	-1.08	8.16	3.08	3.17
采掘	-3.23	-3.12	-4.77	12.75	-9.00	11.48	12.63	5.85	2.83	-1.84	3.10	2.43	2.83
金融服务	-4.95	-7.80	-11.88	8.61	-5.48	5.06	36.06	2.60	2.20	4.51	-1.22	2.52	2.20
家用电器	-3.78	-5.37	-6.52	-0.98	-13.39	2.82	5.30	20.79	5.65	5.52	2.09	1.10	2.09
餐饮旅游	2.28	-8.58	-4.06	-8.22	-8.12	9.60	10.39	10.93	10.64	1.93	-3.72	1.19	1.93
食品饮料	1.57	-2.51	-2.62	1.43	-5.65	4.81	22.19	25.86	1.91	2.82	-6.98	3.90	1.57
黑色金属	-1.44	-4.48	-5.06	6.10	0.71	3.58	18.46	23.81	-7.65	6.54	1.43	3.82	1.43
交运设备	0.54	-5.96	-2.83	1.41	-9.19	3.41	10.36	17.32	4.23	4.96	-6.55	1.61	1.41
机械设备	-0.47	-5.53	-4.53	2.36	-8.13	3.92	10.51	19.33	4.60	1.36	-0.71	2.07	1.36
电子元器件	2.41	-4.88	-6.65	0.31	-10.86	5.33	1.00	17.17	7.33	6.46	-0.52	1.55	1.00
化工	0.94	-6.60	-4.83	5.01	-7.93	6.56	8.16	19.96	-4.73	9.23	-2.27	2.14	0.94
纺织服装	0.90	-6.74	-5.05	-2.64	-7.99	1.96	12.56	18.13	3.32	2.34	-3.87	1.17	0.90
建筑建材	0.86	-6.94	-6.14	0.27	-8.36	3.79	11.57	23.36	-0.38	1.42	2.96	2.04	0.86
交通运输	0.67	-5.37	-5.62	6.31	-3.49	4.96	8.82	15.33	-4.46	1.29	-0.48	1.63	0.67
医药生物	1.10	-3.13	-1.93	-3.36	-6.90	1.01	7.54	23.96	12.62	0.57	-7.04	2.22	0.57
信息设备	-0.10	-8.91	-7.76	-2.41	-8.31	1.49	1.99	23.86	18.67	10.88	-2.21	2.47	-0.10
轻工制造	-0.14	-6.20	-3.32	-1.59	-7.65	2.13	8.92	21.03	5.99	4.99	-4.42	1.79	-0.14
农林牧渔	-0.50	-7.14	-5.31	-4.03	-8.62	6.45	8.18	24.78	5.01	2.41	-0.54	1.88	-0.50
商业贸易	-0.65	-6.99	-5.56	-3.33	-6.87	4.62	11.05	21.77	8.95	3.88	-3.27	2.15	-0.65
公用事业	-1.06	-5.63	-4.11	12.47	-8.26	2.51	10.20	20.31	-2.45	-1.30	-2.72	1.81	-1.30
综合	-1.29	-6.77	-5.65	-2.75	-10.48	1.01	4.97	20.12	4.59	-2.15	-4.21	-0.24	-2.15
房地产	0.45	-7.21	-5.47	-2.73	-5.30	6.20	14.59	3.59	-4.09	-8.62	0.68	-0.72	-2.73

资料来源：光大证券研究、wind

四、月度金股和光大 30

按照惯例，我们的月度金股由 12 只左右的股票组成。其中，6 只股票来自我们当期最看好的 3 个行业，3 只股票来自次看好的 3 个行业，另外 3 只股票则主要通过自下而上遴选得到。本期月度金股的详细情况如下：

图表 31：12 月份月度金股情况

公司名称	推荐理由	股价	EPS			PE		
		2011-11-30	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
五粮液	中低档酒营销改革成效显著，业绩持续高增长	37.53	1.16	1.61	2.20	32	23	17
洽洽食品	原材料价格下降带动毛利率提升	27.23	0.59	0.88	1.15	47	31	24
民生银行	业绩持续高增长，息差高位回升	5.80	0.66	0.96	1.24	9	6	5
华夏银行	随着经营管理上的改善，公司各项盈利指标未来仍有提升空间	10.39	0.87	1.23	1.65	12	8	6
江中药业	逆境中转型，公司正在走出最困难时期	30.23	0.84	0.73	1.07	36	42	28
汤臣倍健	销售规模快速扩张，膳食营养补充剂市场前景广阔	83.49	0.84	1.60	2.35	99	52	36
天玑科技	跨地域+跨行业，公司稳定增长可期	29.95	0.65	0.91	1.28	46	33	23
东方海洋	产品价格中枢上移，量增驱动	15.8	0.30	0.44	0.67	53	36	24

峨眉山 A	客流大增业绩超预期，低估值兼具潜在利好酝酿投资良机	18.56	0.47	0.60	0.80	40	31	23
南方泵业	产品结构优化提升毛利，积极稳健布局未来	18.19	0.47	0.67	0.93	39	27	20
桑德环境	获垃圾处理项目大单，政策利好，保持高速增长势头	28.71	0.50	0.70	1.00	57	41	29
宝通带业	募投投产股价下跌，四季度迎来双拐点	17.68	0.44	0.41	1.26	40	43	14

资料来源：光大证券研究、wind

我们光大 30 的遴选规则与月度金股类似。其中，最看好的 3 个行业中各自挑选 5 只股票；次看好的 3 个行业中各自挑选 3 只股票；自下而上得到 6 只股票。本期光大 30 的详细情况如下：

图表 32：12 月份光大 30 情况

	2011-11-30	EPS			PE		
	股价	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
五粮液	37.53	1.16	1.61	2.20	32	23	17
洽洽食品	27.23	0.59	0.88	1.15	47	31	24
酒鬼酒	28.65	0.24	0.42	0.82	117	68	35
贵州茅台	210.06	4.87	7.65	10.79	43	27	19
泸州老窖	41.66	1.58	2.10	2.74	26	20	15
民生银行	5.80	0.66	0.96	1.24	9	6	5
华夏银行	10.39	0.87	1.23	1.65	12	8	6
浦发银行	8.50	1.03	1.41	1.78	8	6	5
招商银行	11.21	1.19	1.62	2.07	9	7	5
南京银行	8.77	0.78	1.08	1.43	11	8	6
江中药业	30.23	0.84	0.73	1.07	36	42	28
汤臣倍健	83.49	0.84	1.60	2.35	99	52	36
康缘药业	16.36	0.43	0.57	0.73	38	29	22
千金药业	11.67	0.28	0.34	0.46	41	34	25
通化东宝	9.14	0.23	0.12	0.17	40	78	55
天玑科技	29.95	0.65	0.91	1.28	46	33	23
海隆软件	18.29	0.40	0.63	0.85	45	29	22
航天信息	25.16	0.98	1.26	1.52	26	20	17
东方海洋	15.80	0.30	0.44	0.67	53	36	24
好当家	11.96	0.20	0.32	0.46	61	37	26
新希望	19.75	0.33	1.52	1.67	59	13	12
峨眉山 A	18.56	0.47	0.60	0.80	40	31	23
中青旅	15.65	0.64	0.75	0.92	24	21	17
ST 张家界	9.95	0.06	0.30	0.37	159	33	27
南方泵业	18.19	0.47	0.67	0.93	39	27	20
桑德环境	28.71	0.50	0.70	1.00	57	41	29
宝通带业	17.68	0.44	0.41	1.26	40	43	14
水晶光电	38.23	0.81	1.21	1.85	47	32	21
北方创业	18.09	0.33	0.62	0.77	55	29	23
中国人寿	17.13	1.19	0.95	1.18	14	18	14

资料来源：光大证券研究、wind

前三季度业绩持续高增长

公司研究简报

◆事件:

公司发布三季报,公告显示公司前三季度营收 156.49 亿元,较去年同期增长 36.41%,其中单季度营业收入为 50.54 亿元,较去年同期增长 29.75%。公司前三季度净利润为 48.18 亿元,较去年同期增长 41.91%,而第三季度单季度净利润为 14.56 亿元,较去年同期增长 28.32%。公司对应的 Eps 为 1.269 元。

◆中低档酒营销改革成效显著:

公司近些年采用收缩品牌战略,对中低端价格的白酒品牌进行重新定位,目前公司主推的中低档产品为五粮醇。公司半年报就显示公司中低档酒销售收入增长了 46.74%,而公司三季报显示公司的综合毛利率为 65.79%,较中报下降 0.33 个百分点,我们认为综合毛利率的下滑主要来自于中低端酒销售的持续向好。

◆控量促使预收账款略有下滑:

公司三季报显示 78.99 亿元,较中报 82.42 亿元略有下滑,预收账款的小幅下滑主要原因在于 8 月前经销商对五粮液提价预期较强,提前打款对五粮液进行购买,导致了中报的预收账款出现较大幅度上涨。为控制经销商手中的五粮液的数量,公司 8 月份全面暂停了经销商的打款,从而使得三季报的预收账款略有下滑。从目前公司的销售情况来看,公司全年完成 13.5 万吨的销售目标难度不大。

◆估值与评级:

我们预计公司 2011、2012 和 2013 年的净利润分别为 61.17 亿元、83.69 亿元和 104.38 亿元,对应的 eps 分别为 1.61 元、2.20 元和 2.75 元,维持“买入”评级,目标价位 48.30 元。

◆风险提示:

政策性风险、中档酒销售情况低于预期等。

买入 (维持)

当前价/目标价: 39.87/48.30 元

目标期限: 6 个月

分析师

石磊 (执业证书编号: S0930511010009)

021-22169154

shilei@ebsecn.com

联系人

于青青

021-22169165

yuyq@ebsecn.com

市场数据

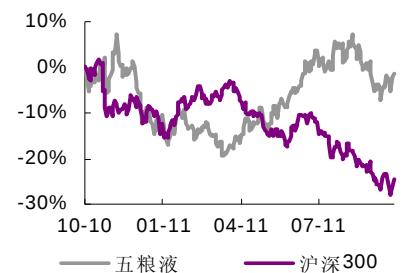
总股本(亿股): 37.96

总市值(亿元): 1513.45

一年最低/最高(元): 30.00/41.48

近 3 月换手率: 29.20%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.78	8.43	22.55
绝对	2.11	-2.23	-1.27

相关研报

提价推动业绩增长

..... 2011-08-30

中档白酒放量,提价预期犹存

..... 2011-08-29

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11,129	15,541	21,138	28,542	34,903
营业收入增长率	40.29%	39.64%	36.01%	35.02%	22.29%
净利润(百万元)	3,245	4,395	6,117	8,369	10,438
净利润增长率	79.20%	35.46%	39.17%	36.82%	24.72%
EPS(元)	0.85	1.16	1.61	2.20	2.75
ROE(归属母公司) (摊薄)	22.73%	24.28%	26.50%	28.03%	27.38%
P/E	47	34	25	18	14

毛利率回升带动业绩大幅上涨

公司研究简报

◆事件:

公司发布三季报,公告显示公司前三季度营收 19.02 亿元,较去年同期增长 32.46%,其中单季度营业收入为 7.60 亿元,较去年同期增长 32.28%。公司前三季度净利润为 13.65 亿元,较去年同期增长 32.54%,而第三季度单季度净利润为 6.43 亿元,较去年同期增长 55.67%。

◆产品提价上涨带动毛利率上涨:

公司三季度综合毛利率为 26.54%,较二季度上涨了 2.79 个百分点,公司今年上半年受困于原材料价格上涨压力,使得公司毛利率一直低于正常水平。公司为了缓解原材料上涨压力,与 3 月份对旗下所有产品进行了不同程度的提价,经过 2 个多月的时间,提价前销售渠道和终端的货品已经消化,价格上涨带来的毛利率上涨已然显现。

◆土豆价格的持续下滑将会带动四季度毛利率的再次提升:

由于去年土豆价格的大幅上涨,从而调动了种植户的种植热情,导致今年内蒙古、陕西、甘肃、宁夏土豆种植面积都有所扩大,产量出现大幅增加。2 月以来我国土豆价格整体呈下降走势,5 月初至 7 月上旬下降较快,10 月以后降速再次加快,与 2 月初相比,10 月全国土豆均价下降 35.3%,其中北京、黑龙江等地降幅甚至超过了 58%。除此之外,公司 5 月份开始正式向市场推广“脆脆熊”薯片系列,该系列产品的毛利率达到 40%左右,目前该产品正在逐步推广,随着推广区域的增加,从而有可能进一步带动薯片综合毛利率上移。

◆财务费用大幅下滑也是业绩增长的主要原因之一:

公司三季度财务费用为-1561.46 万元,较去年同期减少了 1521.85 万元,贡献了 0.06 元的 eps,占三季度整体 eps 的 25%

◆盈利预测:

预计公司 11 年、12 年和 13 年营业收入分别为 28.79 亿元、39.05 亿元和 49.43 亿元,对应 eps 分别为 0.76、0.99 和 1.35 元,维持“买入”评级。

◆风险提示:

新产品推广低于预期,原材料价格大幅上涨

买入 (维持)

当前价/目标价: 23.79/29.70 元

目标期限: 6 个月

分析师

石磊 (执业证书编号: S0930511010009)

021-22169154

shilei@ebcn.com

联系人

于青青

021-22169165

yuyq@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股): 2.60

总市值(亿元): 61.85

一年最低/最高(元): 20.91/40.00

近 3 月换手率: 13.62%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.16	-3.08	0.00
绝对	-6.81	-17.50	0.00

相关研报

金秋又迎旺季到

..... 2011-09-25

上半年业绩符合预期,下半年进入销售旺季

..... 2011-07-27

成本压力缓解,盈利能力回升

..... 2011-07-11

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,649	2,144	2,879	3,905	4,943
营业收入增长率	-18.58%	29.98%	34.30%	35.61%	26.59%
净利润(百万元)	101	152	196	257	351
净利润增长率	-2.64%	50.08%	29.13%	30.72%	36.69%
EPS (元)	0.39	0.59	0.76	0.99	1.35
ROE (归属母公司)	27.07%	28.95%	7.25%	8.84%	11.05%
(摊薄)					
P/E	61	41	31	24	18

民生银行 (600016.SH) 银行业

民生银行：业绩持续高增长，息差高位回升

公司研究简报

民生银行前三季度实现收入 602 亿元，净利润 214 亿元，收入和净利润同比分别增长 **50.4%和 64.4%**，每股收益 **0.80**，其中三季度收入和净利润环比变动**-1.6%和-3.1%**。净利息收入同比增长 **41.4%**，息差高位继续回升。手续费及佣金净收入同比增 **83%**，非息收入占比提升至 **22.44%**。成本收入比同比回落，3 季度拨备支出同比环比均减少。

◆具体来看：

(1) 总资产和负债较年初分别增长 **16.3%和 16.2%**，其中存、贷款分别增长 **8.35%和 9.66%**。零售存贷款增长明显快于公司业务。报告期末“商贷通”余额达到 **2142 亿元**，较年初增加 **552 亿元**，增速达到 **34.7%**。新增信贷中 **54%**投向商贷通业务。

(2) 受益于三季度相对偏紧的信贷供求环境，以及商贷通业务较高的定价能力，息差高位继续回升。前三季度披露的净息差为 **3.04%**，较上半年的 **3.00%**继续回升。根据我们的测算，三季度单季息差高达 **3.3%**，环比继续高位回升 **15BP**，前三季度息差达到 **3.12%**。

(3) 前三季度手续费及佣金净收入同比增长 **83%**，三季度单季环比下降 **22%**。理财、信用卡、顾问咨询以及贸易金融业务是中间业务的主要增长点。此外，其他非息收入同比增长 **205%**，主要由于票据买卖价差收入今年纳入非息收入核算。整体非息收入占比已提升至 **22.44%**。

(4) 资产质量指标表现平稳。不良贷款 **0.62%**，较中期小幅回落 **0.01 个百分点**。拨备覆盖率继续提升至 **355%**，贷款拨备率达到 **2.19%**，达标压力小。未披露关注和逾期贷款的变动情况。三季度拨备支出同比环比均减少，三季度减值损失支出 **14.8 亿元**，同比环比分别减少 **25%和 42%**；前三季度减值损失资产同比增加 **37.2%**。

(5) 业务及管理费同比增加 **39%**，成本收入比 **34.9%**，较去年同期回落 **2.83 个百分点**。

◆我们的看法：

公司再融资方案(H 股增发和 A 股转债的融资方案)已获银监会批复，目前正在实施中，我们预计年内可完成。届时将提升公司资本充足率 **1.95 个百分点**，可转债转股前提升核心资本充足率 **0.64 个百分点**左右。再考虑资本的累积，可满足 **8.5%和 10.5%**的资本监管要求。

公司在事业部改制、商贷通领域的转型已卓有成效，目前正在向财富管理领域拓展。我们看好公司的转型潜力和成长前景，预测公司 **11/12 年净利润 273 亿元和 352 亿元**，调升公司 **11/12 年 EPS (融资摊薄后) 至 0.96/1.24 元**，目前股价对应 **11/12 年 PE 为 6.3 倍、4.9 倍**，静态 **PB 1.3 倍**，**2011 年 PB1.2 倍**，价值低估，重申“买入”评级。

业绩预测和估值指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	42,060	54,768	80,718	102,797	130,182
营业收入增长率	20.11%	30.21%	47.38%	27.35%	26.64%
净利润(百万元)	12,108	17,688	27,318	35,182	45,736
净利润增长率	53.40%	46.09%	54.44%	28.79%	30.00%
EPS (元)	0.54	0.66	0.96	1.24	1.61
ROE	13.75%	16.89%	19.72%	20.91%	22.10%
P/E	11	9	6	5	4

买入(维持)

当前价/目标价：6.07/7.20 元

目标期限：6 个月

分析师

沈 维 (执业证书编号：S0930510120026)

021-22169121

shenwei@ebcn.com

联系人

何益臻

021-22169329

heyz@ebcn.com

市场数据

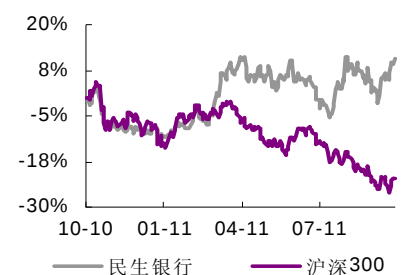
总股本(亿股)：267.15

总市值(亿元)：1434.58

一年最低/最高(元)：4.92/6.29

近 3 月换手率：29.53%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.26	23.00	32.83
绝对	8.00	11.59	10.91

华夏银行：业绩同比增 44%，存款增长压力较大

公司研究简报

华夏银行前 3 季度实现收入和净利润分别为 245.8 亿和 65.4 亿，同比分别增长 38.7% 和 44.4%，EPS1.09 元，其中三季度收入同比/环比分别增长 41.5%/2.9%，净利润同比/环比分别增长 49.4%/-11.3%，EPS0.33 元。前三季度净利息收入同比增 35.7%，净手续费收入同比增 88.2%。三季度单季净利息收入和净手续费收入环比分别变动 4.9% 和 -21.0%。

◆具体来看：

(1) 三季度由于买入返售金融资产的大幅压缩，资产和负债总额较今年中期下降了 5.3% 和 5.8%，较年初仅增长 3.8% 和 1.4%。买入返售金融资产余额 1649 亿元，较中期减少了 930 亿元。此外，贷款和存款分别较年初增长 9.3% 和 3.2%；三季度贷款增长放缓，较中期仅增长 1.1%；存款较中期负增长 3.1%，减少 257 亿元。期末贷存比 71.12%，较年初上升 4.12 个百分点。

(2) 我们测算前三季度净息差为 2.69%，较年初增长 23BP，较二季度上升 4BP。息差环比回升主要是因为存贷利差的改善和同业业务占比大幅下降所致。

(3) 前三季度手续费和佣金净收入同比增长 88.2%，其中三季度同比/环比增长 82.9% 和 -21.0%。手续费及佣金收入的环比回落与三季度监管层对票据和理财业务监管加强有关。期末非息收入占比 9.5%，较年初上升 2.4 个百分点。

(4) 资产质量方面，不良率较年初下降 0.22 个百分点至 0.96%。拨备覆盖率为 300.57%，比上年末提高 91.53 个百分点。前三季度，资产减值损失同比上升 19.34%，三季度环比增长 54.7%。期末贷款拨备率达到 2.89%，超过 2.5% 的行业监管标准。

(5) 业务及管理费同比增长 39.0%。成本收入比 42.24%，同比上升 0.08 个百分点。

◆我们的看法：

上半年定增完成后（募集资金 202 亿元），中期内暂无融资压力。报告期末，资本充足率 13.06%，核心资本充足率 9.58%，比年初分别上升 2.48 和 2.93 个百分点。近年来公司资产回报水平持续改善，但目前较业内前列公司还有一定差距；随着经营管理上的改善，公司各项盈利指标未来仍有提升空间。预测公司 2011 年和 2010 年净利润 84.5 亿元和 113 亿元，对应 11/12 年 EPS 至 1.23/1.65 元，目前股价对应 11/12 年 PE 为 9.3 倍、6.9 倍，2011 年 PB 为 1.25 倍，维持“买入”。

买入（维持）

当前价/目标价：11.45/15.00 元

目标期限：6 个月

分析师

沈 维 (执业证书编号：S0930510120026)

021-22169121

shenwei@ebsecn.com

联系人

何益臻

021-22169329

heyiz@ebsecn.com

市场数据

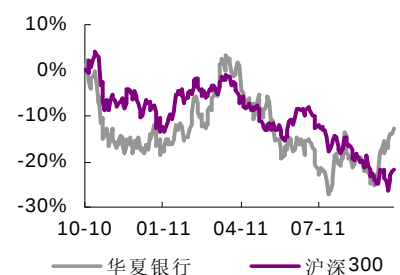
总股本(亿股)：68.50

总市值(亿元)：784.29

一年最低/最高(元)：9.35/13.93

近 3 月换手率：25.42%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	14.57	23.38	9.31
绝对	15.32	11.96	-12.62

业绩预测和估值指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	17,130	24,479	33,133	42,437	54,116
营业收入增长率	-2.74%	42.90%	35.35%	28.08%	27.52%
净利润(百万元)	3,760	5,990	8,450	11,298	14,944
净利润增长率	22.45%	59.29%	41.07%	33.70%	32.28%
EPS(元)	0.75	1.20	1.23	1.65	2.18
ROE	12.44%	16.87%	13.46%	15.79%	17.98%
P/E	15	10	9	7	5

销售规模快速扩张，维持“买入”评级

公司研究简报

◆中期业绩增长 64%，业绩符合预期

2011 年中报显示，公司销售收入 2.8 亿元，同比增长 73%，归属于上市公司股东的净利润 8948 万元，同比增长 64%，eps0.82 元，业绩符合预期。从单季度业绩看，公司 2 季度销售收入 1.5 亿元，同比增长 97%，环比增长 15%，显示出了公司销售规模强劲的增长势头。公司中期毛利率 63.6%，略低于去年，主要是上半年原材料和人工成本上升所致。公司销售费率 24%，虽然签约姚明，增加了广告品牌推广费，但是随着收入规模扩大，销售费用率还略低于去年。

截至 2011 年 6 月 30 日，公司拥有 39 项营养素补充剂和保健食品批准证书，较 2010 年底增加 11 项。另外在途申请待批的新产品还有 50 多项。公司销售终端数量达到 16,000 多个，较 2010 年年底增加 3000 多个。公司连锁营养中心已有约 296 家，较 2010 年底增加 73 家。

◆上调公司 2011-12 年 eps 至 1.60、2.35 元，维持“买入”评级

我们预计 2011 年底公司终端数扩张到 1.9 万家（略超我们原来 1.8 万家的预测）。基于公司上半年业绩高增长趋势确立，我们上调公司 11-12 年 eps 至 1.60、2.35 元（原盈利预测为 1.45、2.27 元）。公司兼具医药长期增长+消费品品牌成长：2011-2013 年公司销售终端分别达到 1.9、2.4、2.9 万家。以公司 11 年业绩 50xPE 估值，目标价格 80 元，维持“买入”评级。

◆演绎膳食营养补充剂王者的故事：我们坚定看好公司发展前景，安利在中国做了十多年市场教育，国内消费者已经普遍接受膳食营养补充剂。国内膳食营养补充剂市场具有可持续性发展的基础。“汤臣倍健”是最终的王者：①传统渠道购买更符合消费者购买习惯。预计到 2015 年，传统渠道销售占比由目前的 15%提升到 33%，非直销龙头汤臣倍健是最受益的公司。②公司品牌和渠道战略非常具有前瞻性：战略性签约姚明、快速终端扩张、布局连锁营养中心、建立原料专供基地。公司在传统渠道竞争中先发优势明显，已经显露王者之相。③年轻、睿智、有激情的管理团队。我们预计 2015 年，公司在传统渠道市场占有率由目前的 14%提升到 28%。更长期看，汤臣倍健将有可能超越安利（中国），成为国内膳食营养补充剂第一品牌。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	205	346	585	871	1,237
营业收入增长率	44.72%	68.58%	69.00%	49.00%	42.00%
净利润（百万元）	52	92	175	257	364
净利润增长率	95.37%	76.54%	90.50%	46.66%	41.49%
EPS（元）	0.48	0.84	1.60	2.35	3.33
ROE（归属母公司） （摊薄）	48.76%	5.67%	10.05%	13.20%	16.28%
P/E	130	74	39	26	19

买入（维持）

当前价/目标价：62.20/80.00 元

目标期限：6 个月

分析师

姚杰（执业证书编号：S0930510120006）
021-22169153
yaoj@ebsecn.com

联系人

姜恩铸
021-22169319
jiangenz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：1.09

总市值(亿元)：64.96

一年最低/最高(元)：45.01/165.65

近 3 月换手率：22.05%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	18.82	26.51	0.00
绝对	17.91	19.36	0.00

相关研报

演绎膳食营养补充剂王者的故事

..... 2011-05-30

收入增长稳健，跨行业和跨地域支撑未来增长

公司研究简报

◆事件：

公司发布 3 季报，实现营收 1.54 亿元，增长 33.2%，归属母公司股东净利润 3920 万元，增长 34.5%。其中，三季度营收增长 20.2%，净利润增长 17%。

◆收入增长稳健，毛利率有望回升

公司今年以来收入增长稳健，每季度收入环比增速均在 10% 左右，我们认为这符合公司签完合同后逐月或逐季进行收入确认的特点，而 3 季度收入同比增速较上半年有所降低，则主要是受到去年同期基数较高的影响。净利润增速也较前 6 月有所下降，主要是因为公司毛利率与净利率均下降 2 个百分点左右，我们认为这很可能是与公司三季度新增人员较多带来成本上升所致。我们预计随着公司上市工作的完成，管理层将有更多的精力放在业务开拓方面，未来收入增速有望小幅提升，而客户规模增加也将带来人员复用度的提高，公司毛利率有望恢复到原有水平。

◆跨地域+跨行业，公司稳定增长可期

我们看好公司未来长期稳定增长的前景。一方面，国内 IT 基础设施第三方服务市场正处于快速发展期，与原厂商相比，第三方服务商拥有跨平台与服务方面的优势，与系统集成商相比，这些企业没有原厂商对其的掣肘，并在专业化方面更胜一筹。另一方面，公司正不断加强布局，进行跨行业与跨地域的拓展。行业方面，公司将由此前的以电信市场为主向金融、政府、制造、商业零售等领域进行扩张；地域方面，公司此前收入主要集中在华东地区，现在开始向全国进军，其中北京地区是公司开拓的重点，因为大量央企总部及其数据中心均集中在北京。我们认为公司良好的销售能力和管理能力均支持其进行相应扩张。

◆维持买入评级，目标价 38.4 元

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.91 元、1.28 元和 1.73 元，我们认为公司质地优良，未来将保持稳健增长，因此维持买入评级，目标价 38.4 元。

买入（维持）

当前价/目标价：27.1/38.4 元

目标期限：6 个月

分析师

周励谦 (执业证书编号：S0930510120024)

联系人

浦俊懿

021-22169117

pujunyi@ebsecn.com

符健

021-22169112

fujian@ebsecn.com

市场数据

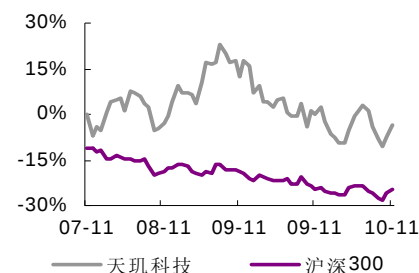
总股本(亿股)：0.67

总市值(亿元)：18.16

一年最低/最高(元)：24.24/35.45

近 3 月换手率：145.62%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.13	7.24	0.00
绝对	-4.78	-4.31	0.00

相关研报

业务发展格局良好，有望受益于行业整合

..... 2011-08-22

领先的第三方 IT 基础设施服务商

..... 2011-07-06

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	124	169	230	320	446
营业收入增长率	33.32%	36.80%	35.96%	38.90%	39.39%
净利润(百万元)	30	44	61	86	116
净利润增长率	38.15%	46.06%	40.39%	39.67%	35.37%
EPS(元)	0.45	0.65	0.91	1.28	1.73
ROE(归属母公司)	41.58%	37.80%	11.86%	14.66%	17.19%
P/E	61	42	30	21	16

为什么看好东方海洋

公司研究简报

◆在创新创业、转型中谋求做强：

相比守业型公司，我们认为创业型公司应该享有高估值。东方海洋从水产加工到海参养殖到胶原蛋白再到三文鱼，无不体现了公司一直致力于创业，致力于转型，一直成功。

成长穿越周期，农业中也有成长、稳健型公司。东方海洋作为农业中的消费品公司，从2003年到2010年，东方海洋保持净利润每年递增。

◆长期看法：

作为中长期的投资标的选择，盈利模式和盈利能力、稳定性和成长性至关重要。我们认为东方海洋就是一家具备这样品质的公司。

公司目前盈利主要来自于海参业务，未来两年仍然保持30%以上的量增长。海参业务得益于稀缺海域资源所具备的排他性使公司获得较高盈利能力，而资源瓶颈难以匹配下游的需求增长，价格中枢不断上移。

同时三文鱼等新业务又成为公司增长的新动力。

◆短期看法：

短期来说，海洋具备一定吸引力，无论是从估值角度还是从可见催化剂而言。从估值看，海洋11年35倍，12年22倍，作为一家成长性颇好的消费品公司不贵。

在可预见的3个月内，海参价格因需求旺季来临确定性涨价，涨幅在20%左右，如果考虑减产因素，不排除大涨可能性。

◆有别于市场的看法：

我们从去年下半年坚定推荐海洋开始，就一直坚持认为，海洋应该享有4方面溢价：管理层溢价、产品溢价、成长溢价和创业溢价。

◆估值与评级：

看好东方海洋的逻辑在于公司华丽转型，由加工转向养殖。加工型向资源性转型，对应估值提升。

我们预测东方海洋11-13年EPS分别为0.47、0.75和0.99元，给予目标价22.5-26.25元，对应12年30-35倍PE。

◆风险提示：

污染风险。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	474	624	681	899	1,059
营业收入增长率	-15.46%	31.76%	9.16%	31.94%	17.87%
净利润(百万元)	55	73	115	184	241
净利润增长率	20.54%	32.65%	56.45%	60.37%	30.77%
EPS(元)	0.23	0.30	0.47	0.75	0.99
ROE(归属母公司) (摊薄)	5.09%	6.32%	9.00%	12.77%	14.55%
P/E	72	54	35	22	16

买入(维持)

当前价/目标价：16.24/26.25元

目标期限：6个月

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

联系人

刘晓波

021-2216 9177

liuxb@ebscn.com

市场数据

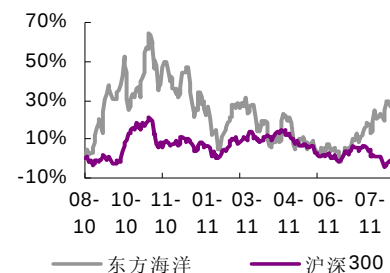
总股本(亿股)：2.44

总市值(亿元)：39.60

一年最低/最高(元)：13.28/23.30

近3月换手率：138.60%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	12.17	20.99	22.64
绝对	2.08	10.43	18.22

相关研报

中报符合预期，三季度海参价格反弹在即
..... 2011-07-28
聚焦海参、三文鱼和胶原蛋白，中长期看好
..... 2011-04-10
海参价格有望大涨
..... 2010-09-30
农业中消费品公司，长短皆相宜
..... 2010-09-17
景气超预期，干海参全面提价
..... 2010-09-06
白海参与三文鱼比翼齐飞
..... 2010-08-26
华丽转型，海参第一梯队 2010-08-19

客流大增业绩超预期，低估值兼具潜在利好酝酿投资良机

公司研究简报

◆事件：公司发布 2011 年三季度业绩

1-9 月实现营业收入和归属于母公司所有者的净利润分别为 7 亿元和 1.2 亿元，同比增速分别为 26%和 34%，实现 EPS0.49 元，其中，第三季度实现营业收入和归属于母公司所有者的净利润分别为 3.1 亿元和 8034 万元，贡献 EPS0.34 元，三季度业绩表现符合我们预期但好于市场预期。

◆点评：

业绩好于市场预期主要因为景区客流超预期大幅增长、重新享受 15%优惠所得税率及费用增速得到控制：

(1) 购票进山人次达到 203 万人次，超过 2010 年全年 201 万人次的水平，比 2010 年同期增加 48.5 万人次、同比增长达到 31.4%，该增速水平在国内一线景区中表现也相当抢眼，高增速主要源自同期低基数和自驾游客的持续快速增长。

(2) 1-9 月实际所得税率为 15.07%，比中期降低 10 个百分点！虽然公司未公布继续获得西部大开发 15%的优惠所得税率的公告，但从实际税率来看，应该已经获得认可，与我们中期关于“公司将继续获得优惠税率的判断”一致，而且获得时间提前于我们的预期。

(3) 期间管理费用同比增速 27%，与营业收入增长水平相匹配，好于中期期间费用同比增速（25%）显著超出营业收入增速（19%）的情况，有效化解了市场对费用规模、增速持续扩大的担忧，印证了我们中期对费用规模将得到有效控制的判断。

◆超预期增长强化长期投资信心，业绩释放或再燃融资预期：

三季度业绩强化了我们对公司长期发展的信心，我们进一步提升 2011 年全年进山客流增速至 20%，而 2012 年 7 月成绵乐城际铁路开通后，成都双流机场至天下名山牌坊仅 45 分钟车程，届时，峨眉山景区对铁路沿线的川北游客、沿海发达地区乘坐飞机出行的游客和休闲度假游客的吸引力将显著提升，我们预计 2012-2013 年的客流增速为也将维持在 20%附近的水平。此外，结合此次三季度业绩的超预期增长与 10 月中改造金顶客货两用索道的议案和 2010 年以来一直积极运作的扩大茶叶产业链的规划，令我们猜测公司启动再融资意愿应该进一步加强、步伐也可能加快。

◆对盈利预测、投资评级和估值的修正：

维持公司 2011-2013 年的盈利预测，即 11-13 年 EPS 分别为 0.60 元、0.80 元和 1.06 元。经历前期的大幅市场调整后，当前股价对应的动态估值仅 27 倍、20 倍和 15 倍，远低于行业平均水平。作为成长型的一线景区公司，公司尚存在管委会和公司利益趋同下门票提价动力充足、重启二道桥-生态猴区索道项目和进一步整合集团环保车的资产等多重潜在利好，建议投资者积极介入，目标价 26.4 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：

受自然灾害、大规模流行性疾病等因素影响景区客流大规模下降；发生不可控的景区安全事故的风险；证券市场系统性大幅下滑风险。

买入（维持）

当前价/目标价：16.00/26.40 元

目标期限：6 个月

分析师

林玉红（执业证书编号：S0930511060002）

021-22169115

linyh@ebscn.com

市场数据

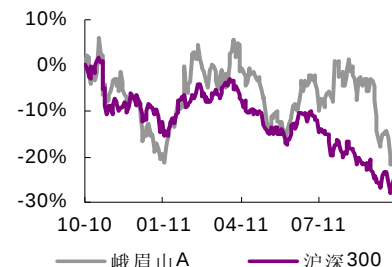
总股本(亿股)：2.35

总市值(亿元)：37.63

一年最低/最高(元)：14.83/21.80

近 3 月换手率：36.65%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-16.00	-0.51	4.42
绝对	-16.67	-11.18	-19.40

相关研报

拨开短期费用上升迷雾，坚守客流超预期增长的长期投资机会

..... 2011-08-02

业绩符合预期，关注估值优势和潜在多重利好

..... 2011-03-30

应休闲度假之势、兼具内外增长机遇的低估值景区

..... 2011-03-22

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	604	736	905	1,075	1,269
营业收入增长率	53.15%	21.83%	23.04%	18.80%	18.04%
净利润（百万元）	84	110	142	189	249
净利润增长率	275.57%	31.52%	28.74%	32.77%	32.02%
EPS（元）	0.36	0.47	0.60	0.80	1.06
ROE	12.16%	14.04%	15.79%	18.54%	21.25%
P/E	45	34	27	20	15

产品结构优化提升毛利，积极稳健布局未来

公司研究简报

◆事件:

公司 2011 年前三季度实现营业收入 6.12 亿元，同比增长 40.27%，归属上市股东利润 6494 万，同比增长 42.49%。公司目前订单饱满，全年业绩确定。公司三季度营业收入 2.5 亿，同比增加 33.84%，归属上市公司股东利润 2797 万，同比增长 37.71%

◆点评:

- 1) 三季度业绩同比增速略低于上半年，主要是去年同期基数较高所致。
- 2) 产品结构继续优化，大流量、高品质、高附加值泵产品占比稳步上升。三季度毛利率创新高达到 37.82%。公司三季度营业利润率和净利润率 13.85% 和 11.57%，稳步上升，达过去 6 个季度新高。
- 3) 公司三季度销售费用上升较快，达到 15.63%，主要是销售规模扩大和销售网络建设。

◆对公司长期看法:

公司不锈钢冲压离心泵在多领域替代传统铸造泵是大势所趋，市场空间巨大，且需求稳定，将有效消化未来新增产能。我们预计公司业绩增速将维持在 30% 以上。

1) 公司上市募投 20 万台产能今年已基本都达产，在此基础上，公司 8 月份公告设立子公司杭州南泵流体技术有限公司，新立项 30 万台不锈钢离心泵产能，为未来业绩增长打下基础。

2) 公司立足不锈钢冲压焊接技术，不断拓展应用领域：公司 8 月份增资湖南南方长河泵业，此布局将拓展水利泵市场，并有利于降低大中型中高端泵产品的生产成本；成立中山润枝机械有限公司，进军润滑油注油泵领域，此领域基本为外资占有，前景可观。上半年增资南丰铸造，产业链整合迈出第一步，有利于降低成本，增强竞争力。

◆盈利预测:

我们预计公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.67、0.93、1.18。给予 2012 年 25 倍估值，6 个月目标价 23.25 元，给予买入评级。

◆风险提示:

经济下滑超预期，竞争加剧。

买入 (上调)

当前价/目标价: 16.16/23.25 元

目标期限: 6 个月

分析师

陆洲 (执业证书编号: S0930511010007)
021-22169322
luzhou@ebsecn.com

联系人

张齐嘉
021-22169235
zhangqj@ebsecn.com

市场数据

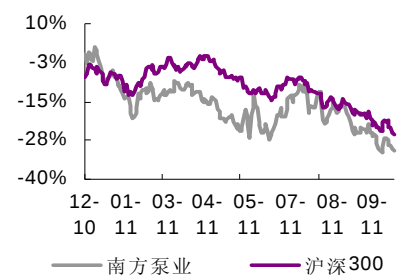
总股本(亿股): 1.44

总市值(亿元): 28.74

一年最低/最高(元): 15.75/46.02

近 3 月换手率: 32.18%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.19	-2.33	0.00
绝对	-7.24	-20.59	0.00

相关研报

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	397	636	760	1,002	1,335
营业收入增长率	-1.62%	60.14%	19.57%	31.84%	33.26%
净利润 (百万元)	46	67	96	134	170
净利润增长率	66.37%	47.07%	42.93%	39.45%	26.90%
EPS (元)	0.32	0.47	0.67	0.93	1.18
ROE (归属母公司) (摊薄)	30.58%	7.43%	9.76%	12.19%	13.70%
P/E	63	43	30	21	17

桑德环境 (000826.SZ) 电力、煤气及水等公用事业

靓丽业绩迎接环保新纪元

公司研究简报

◆一季度实现靓丽业绩：

2011 年一季度公司实现营业收入 26274 万元，同比增长 72.1%，营业利润 5555 万元，同比增长 46.7%，归属于上市公司股东的净利润为 4770 万元，同比增长 47.7%，每股收益为 0.115 元，符合预期。

公司实现营业收入大幅增长的主要原因是固废业务工程和设备集成收入增加、部分水务项目投入运营所致；但由于成本增长幅度稍高于收入增幅，一季度毛利率比去年同期下降 2.5 个百分点；以及业务量增加及管理激励费用增加导致管理费用大幅增长 181%，使得公司净利润率增幅低于营业收入增幅。

◆固废处理空间广阔 政策支持蓄势待发：

近日，国务院下发《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作的意见》，明确了垃圾处理的发展目标——到 2015 年全国城市生活垃圾无害化处理率要达到 80% 以上；并提出基本原则是综合利用，变废为宝，推进垃圾分类，加强资源利用。政策支持将带动固废处理行业继续快速增长。

◆固废处理龙头率先受益行业增长：

公司作为我国固废处理行业的龙头，具有强大的先发优势，将受益于政策继续高速发展。

公司除原有的固废工程、污水处理和自来水供应以外，还在垃圾综合处理、餐厨垃圾处理、电子垃圾处理、废旧轮胎回收及利用等多个领域进行技术储备，并获得重庆南川垃圾焚烧 BOT 项目、湖南长株潭静脉产业园项目、西安固废处理等项目，保障了公司在未来几年内的高速增长。

◆股价调整带来投资良机，维持“买入”评级：

我们预测公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.70 元、1.0 元和 1.36 元，三年复合增长率近 40%。近期，公司的股价随着大盘调整，目前公司的动态市盈率为 2011 年 35 倍、2012 年 24 倍，投资价值凸现，维持“买入”评级，目标价 35 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	684	972	1,370	1,830	2,394
营业收入增长率	30.83%	42.01%	40.91%	33.58%	30.86%
净利润(百万元)	146	207	288	415	563
净利润增长率	30.91%	42.04%	39.21%	43.96%	35.78%
EPS(元)	0.35	0.50	0.70	1.00	1.36
ROE(归属母公司) (摊薄)	13.45%	16.24%	18.94%	22.10%	23.90%
P/E	69	49	35	24	18
P/B	9	8	7	5	4
EV/EBITDA	43	33	24	18	14

买入(维持)

当前价/目标价：24.47/ 35.00 元

目标期限：12 个月

分析师

崔玉芹 (执业证书编号：S0930510120016)

021-22169159

cuiyq@ebsecn.com

陈俊鹏

021-22169041

chenjunpeng@ebsecn.com

市场数据

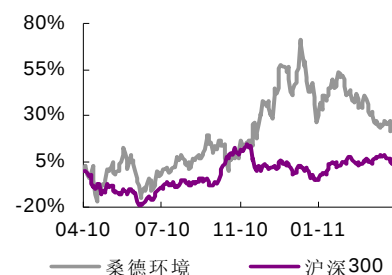
总股本(亿股)：4.13

总市值(亿元)：101.15

一年最低/最高(元)：18.00/37.58

近 3 月换手率：

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-15.21	-22.08	10.74
绝对	-19.24	-17.61	12.46

相关研报

宝通带业 (300031.SZ) 基础化工

募投投产胶价下跌，四季度迎来双拐点

公司研究简报

◆事件：

公司发布三季报，前三季度实现销售收入 3.15 亿元，同比增长 29.61%，归属母公司股东净利润 2149.9 万元，同比下降 35.9%。

◆前三季度天胶、合成胶先后大涨，公司产品年初定价被动挨打

公司三季报业绩同比继续下降，符合我们预期，主要原因在于公司产品年初定全年指导价，期间产品价格维持稳定，而一季度天胶价格的暴涨暴跌以及合成胶二、三季度的发力上攻（期间涨幅达 10000 元/吨），使公司处于被动的局面，但近期随着天胶和合成胶的大幅下跌，公司周期拐点已现。

◆合成胶仍将继续下跌，天胶供过于求、经济下行风险受压制，公司四季度迎来原材料下降周期景气拐点

我们在前期橡胶制品行业动态报告中指出，合成胶由于和天胶的比价关系，以及原材料大幅下跌对合成胶的下拉作用，合成胶短期下跌趋势明显，而天胶未来几年供过于求以及经济下行风险加大未来产品价格受压制。公司目前一个月合成胶用量在 550 吨左右，天胶在 150 吨左右，合成胶较最高点已下跌近 10000 元/吨，而公司产品价格一年之内总体保持稳定（近期仅有微调），因此理论上，胶价每下跌 10000 元/吨，公司单月利润将增厚 600 万元，我们预计四季度公司受益胶价下跌的利润增厚至少在 1000 万元以上。公司四季度单季度盈利预计在 0.2 元以上。

◆本轮胶价下跌，下游普遍谨慎，库存周期短，四季度即迎来业绩拐点

根据我们行业调研了解，本轮胶价下跌，橡胶制品企业普遍较为谨慎，原材料库存最短只有一周的库存水平，因此不会存在高位库存的问题，我们判断受益胶价下跌，相关橡胶制品企业的盈利情况将在四季度大幅改善，整个橡胶制品板块有望盈利景气拐点。

◆四季度摆脱胶价五指山，公司处于经营和周期景气双拐点，维持“买入”评级，目标价格 25 元。

宝通带业在橡胶输送带领域竞争优势明显，产品高端和差异化保证其稳定而高于同行的盈利水平，公司三季报披露募投项目叠层阻燃带四季度投产，一旦公司进入到神华等大型煤炭企业供货体系，市场将迅速打开，超募项目高强度钢丝绳芯带明年下半年投产，这两个新项目将带来业绩的大幅提升，近期推出现股权激励提升员工积极性，目前公司原材料库存低，能避免跌价带来的存货损失，而近期胶价大幅下跌，公司四季度业绩将超预期。我们略调整 11 年业绩，预计 11-13 年 EPS 分别为 0.41、1.26 和 1.68 元，公司处于经营和周期景气双拐点，维持“买入”评级，目标价格 25 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	277	334	417	834	1,103
净利润（百万元）	48	44	41	126	168
净利润增长率	59.22%	-8.51%	-6.89%	206.39%	33.50%
EPS（元）	0.48	0.44	0.41	1.26	1.68
P/E	34	37	40	13	10

买入（维持）

当前价/目标价：16.48/25.00 元

目标期限：6 个月

分析师

王席鑫（执业证书编号：S0930511020001）

021-22169077

wangxixin@ebsecn.com

张力扬（执业证书编号：S0930511010005）

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

程磊（执业证书编号：S0930510120003）

021-22169157

chenglei@ebsecn.com

联系人

孙琦祥

021-22169123

sunqx@ebsecn.com

市场数据

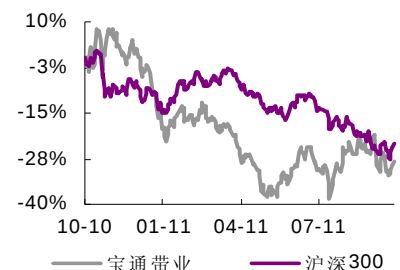
总股本(亿股)：1.00

总市值(亿元)：16.48

一年最低/最高(元)：13.18/25.33

近 3 月换手率：49.56%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.44	14.19	-4.96
绝对	-5.88	3.24	-28.46

相关研报

募投项目贡献在即，股权激励催化成长

..... 2011-09-26

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。现任策略分析师，此前任银行业分析师，再之前就职于瑞银证券。目前主要从事行业比较和行业配置研究，注重自上而下和自下而上相结合进行组合配置，所负责光大月度金股和行业配置历史表现优秀。

开文明，复旦大学经济学院世界经济专业硕士，2008年第六届新财富最佳分析师评选交通运输行业共同入围，曾担任交通运输行业、环保水务行业、建筑工程行业分析师，目前负责光大策略研究团队。

徐彪，吉林大学载运工具运用工程学士，复旦大学国民经济专业硕士，曾在招商银行负责个金条线宏观与策略研究，擅长自上而下研究市场。目前负责光大策略部市场策略。

薛俊，日本埼玉大学金融学硕士，策略研究团队成员。此前先后在长江证券和中信证券研究部从事策略研究，分获新财富策略第三名和第四名。擅长国际比较，特别是对中外产业发展动态有深入研究。

熊伟，浙江大学经济学硕士，策略研究团队成员。此前从事宏观经济研究经验，经济学基础扎实。

范敏，西安交通大学金融学学士，上海财经大学证券方向硕士，策略研究团队成员，此前从事传媒行业研究。擅长财务分析和数据处理，善于从事物运行表状发现其背后深层次原因。

刘名斌，中国科学技术大学理学硕士、学士，2007年开始从事期货套利策略研究与交易，2009年加入光大证券策略团队，目前从事市场策略研究。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com