

劣中选优，位置为王

策略月度报告

◆ 反弹或可持续，宜谨慎参与

面对 1 月份的大涨，投资者必须回答以下两个问题：反弹能否延续？反弹能否进一步演化为反转？对应到投资上，就是做出继续观望、适当参与或大搞一场的决策。

我们认为，短期内经济数据处于真空期，基本面方面不会有显著的负面冲击，情绪和估值依然是决定市场运行的主要力量。在政策持续微调、流动性季节性宽松和估值处于历史低位等因素的作用下，当前反弹延续的可能性较大，投资者仍可持略积极的市场态度。

但需要警惕的是，本轮反弹有较高的博弈成分，基础并不牢靠。随着市场的演进，上述正面因素的边际贡献也在不断下降。短期内投资者应该密切关注上市公司业绩地雷和欧债危机可能对市场情绪造成的影响。而从中长期看，在地产投资拖累下投资增速的显著下行和热钱大规模流出的风险依然难以排除，市场反转仍有待时日。

◆ 劣中选优，位置为王

在经济见底回升之前，中观层面基本处于泥沙俱下的状态，行业配置的重点在于寻找已接近景气周期底部、下行风险较小的标的。综合考虑行业库存周期和盈利能力的情况，我们发现以煤炭为主的偏上游行业和以家电、汽车为主的早周期行业基本面位置更低。考虑到前者涨幅已经较大以及市场反转条件尚不具备，我们建议以早周期行业作为进攻的首选。另外，金融地产业绩高度确定，估值提供的安全边际相当充分，短期内具有可攻可守的特性。

本月组合的另一个调整在于加大了大盘股的配比。我们认为虽然中小盘在下跌之后位置稍优，但可能依然难以扭转颓势。而大盘股受到极低的估值支撑，在投资者情绪略有恢复的环境中下行风险较小。

◆ 首推家电、地产、食品饮料

具体而言，本期我们最看好的六个行业包括四个周期类、一个稳定类和一个成长类行业。与上期相比，我们调出了四季度业绩不达预期比较普遍的农业和信息服务，并代之以确定性更强的食品饮料和基本面初现反弹端倪的电子。同时，为了维持组合的平衡性，我们下调了对汽车的看法，而加入攻守兼备的地产。

本期我们最看好的三个行业是家电、地产、食品饮料，次看好的三个行业是银行、保险、电子。我们的月度金股包括美的电器、青岛海尔、万科、冠城大通、五粮液、贵州茅台、招商银行、中国太保、通富微电、川投能源、友好集团和中国石油。

分析师

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

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

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

薛俊 (执业证书编号：S0930510120022)
021-22169045
xuejun1@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：上期表现总结与反思

1、市场走势及我们的应对

在经历了 2011 年的煎熬后，2012 年第一个交易月份向投资者展现了振奋人心的“开门红”。报告期间（1 月 1 日-1 月 31 日）沪深 300 在触底后强劲反弹，并创出了 11 个月来最高涨幅（5.05%）。而就在一个月前，市场刚刚以 6.97% 的年度第二大月度跌幅告别了 2011 年，阶段性底部似乎还遥不可及。这使我们不得不感叹市场的波诡云谲，并由衷地生发敬畏之心。

回过头看，上期市场的强势反弹确实得到了基本面/资金面/政策面的有力支撑。无论是生产法、支出法、中观层面还是领先指标均显示 12 月增长强于市场预期，虽然我们对本轮下行周期已经触底依然存疑，但上述数据在很大程度上打消了悲观投资者对经济失速的担忧。

同时，12 月主要流动性指标均发生反弹，10 月下旬政策转向时隔一个多月后始见成效；而央行及时暂停央票发行/正回购操作并重启逆回购操作保证了节假日的资金需求，从银行间市场和票据市场观察，1 月节假日效应小于 2011 年，资金价格短暂冲高后均很快回到较低水平。

可能对市场情绪更为重要的是，上期决策层发出了再直白不过的救市信号。温家宝在金融工作会议上明确指出：“要……促进一级市场和二级市场协调发展，提振股市信心。”同时，以中国石化、中国神华、中国联通为代表的大盘蓝筹股获得大股东增持；RQFII 审批也落实到操作层面；而戴向农对地方养老金入市的表态更是一度引发市场无限遐想。

难能可贵的是，海外市场在报告期间亦相当配合。虽然标普大规模下调欧元区国家和欧洲金融稳定基金信用评级，但由于早在市场预期之内，并没有在债券市场引起大波澜。相反，在债务偿付高峰到来之前，当月欧元区整体表现较为平静。倒是大西洋另一端的美国传来好消息，美联储宣布将延长零利率政策至 2014 年下半年，而伯南克的表述更使投资者相信 QE3 或许就在咫尺之外。

在看到上述超预期流动性/基本面数据，以及明确的救市信号后，我们在 11 日相应调整了对市场的看法。我们当时指出：1、目前行情为反弹而非反转，但反弹可能可持续；2、虽然上行空间相对有限，但存在结构性行情，建议投资者适当参与。

2、行业轮动及组合表现

上期市场结构性分化极其鲜明。在大类板块方面，周期类压倒性地战胜了稳定成长类。除零售外，其余稳定成长类行业均录得负收益，并跑输所有周期类行业。这样的情景在 2011 年从未出现过。而在大类板块方面，大盘股一边倒地打败了中小盘股。在市场和大盘股大幅上涨的同时，中小盘指数/风格指数大多显著下挫，沪深 300 再一次成为强指数。

具体而言，报告期内上游板块和金融板块涨幅遥遥领先。其中，涨幅最大的六个行业分别是有色、证券、保险、采掘、银行、钢铁。虽然从中观层面考察，上述行业有一些各自上涨的理由，例如金属期货价格上涨、补库存似已启动；阳泉煤业无烟煤提价、以及在弱势中市场传言地方政府或降低煤企相关税费；保险、证券直接受益于市场反弹，而银行业绩继续鹤立鸡群，表现出超强的稳定性，等等。但归根结底，这些强周期行业的强势自然应该归结于投资者对政策利好和市场上涨本身的期冀和信心。

我们上期最看好的6个行业中，除银行、保险外，家电、汽车也录得较好的收益，但信息服务、农业表现糟糕，当月跌幅较大。从基本面/政策面变动看，12月汽车销量明显回升，超出市场预期；在刺激消费的政策大方向下家电、汽车出现了政策利好/利好传言。而另一方面，部分计算机和种子企业四季报低于市场预期；传媒行业则受到影院限价和电视限娱、限广告的负面影响。当然，信息服务和农业的大幅下跌主要是受到中小盘走弱的拖累。

整体来看，由于中小盘股暴跌、沪深300保持强势和市场反弹早于我们的预期等原因，上期我们的组合表现令人失望，月度金股、光大30、行业配置均跑输基准。我们希望在调整配置思路后，能够踩准市场的节奏，维持去年下半年以来良好的相对收益。

图表1：上期业绩表现（1月1日 - 1月31日）

	收益率	201102	201103	201104	201105	201106	201107	201108	201109	201110	201111	201112	201201
		当期	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	5.30%	-0.50%	-0.95%	-6.34%	1.24%	-1.95%	-2.17%	-9.32%	4.41%	-6.45%	-6.97%	5.05%
月度金股	绝对	10.46%	0.01%	-8.31%	-9.99%	2.49%	-1.20%	6.50%	-8.60%	3.85%	-0.95%	-6.91%	-1.42%
	相对	5.16%	0.51%	-7.36%	-3.65%	1.25%	0.75%	8.67%	0.73%	-0.56%	5.49%	0.06%	-6.47%
光大30	绝对	10.66%	-1.98%	-6.60%	-9.26%	1.96%	-0.13%	4.57%	-8.09%	4.76%	-2.20%	-7.64%	-0.60%
	相对	5.36%	-1.48%	-5.66%	-2.92%	0.72%	1.82%	6.74%	1.24%	0.34%	4.25%	-0.67%	-5.65%
行业配置	绝对	9.70%	-3.26%	-2.78%	-7.64%	1.00%	0.01%	-0.11%	-9.32%	4.61%	-4.69%	-9.98%	1.47%
	相对	4.40%	-2.75%	-1.83%	-1.30%	-0.24%	1.97%	2.06%	0.00%	0.20%	1.76%	-3.01%	-3.59%

资料来源：光大证券研究所

图表2：上期行业配置表现（1月1日 - 1月31日）

1月1日-11日				1月12日-31日				合计
行业	比例	行业表现	贡献	行业	比例	行业表现	贡献	收益
煤炭开采	5%	9.09%	0.45%			0.60%	0.03%	0.49%
电力	5%	1.88%	0.09%			0.03%	0.00%	0.10%
专用设备	5%	3.14%	0.16%			2.47%	0.12%	0.28%
铁路运输	10%	0.56%	0.06%	家用电器	15%	-0.27%	-0.04%	0.02%
保险	5%	4.28%	0.21%			5.59%	0.28%	0.49%
银行	20%	4.06%	0.81%			2.55%	0.51%	1.33%
证券	5%	5.18%	0.26%			4.74%	0.24%	0.50%
农林牧渔	10%	-0.49%	-0.05%			-2.00%	-0.20%	-0.25%
食品饮料	5%	-0.25%	-0.01%	汽车整车	10%	-0.50%	-0.05%	-0.06%
传媒	5%	3.40%	0.17%			-7.50%	-0.38%	-0.21%
计算机应用	5%	-0.98%	-0.05%			-7.50%	-0.37%	-0.42%
通信运营	5%	1.86%	0.09%			-8.32%	-0.42%	-0.32%
医药生物	15%	-1.46%	-0.22%		5%	-4.58%	-0.23%	-0.45%
行业配置收益率			1.98%				-0.50%	1.47%
沪深300			3.83%				1.18%	5.05%
超额收益			-1.85%				-1.68%	-3.59%

资料来源：光大证券研究所、wind

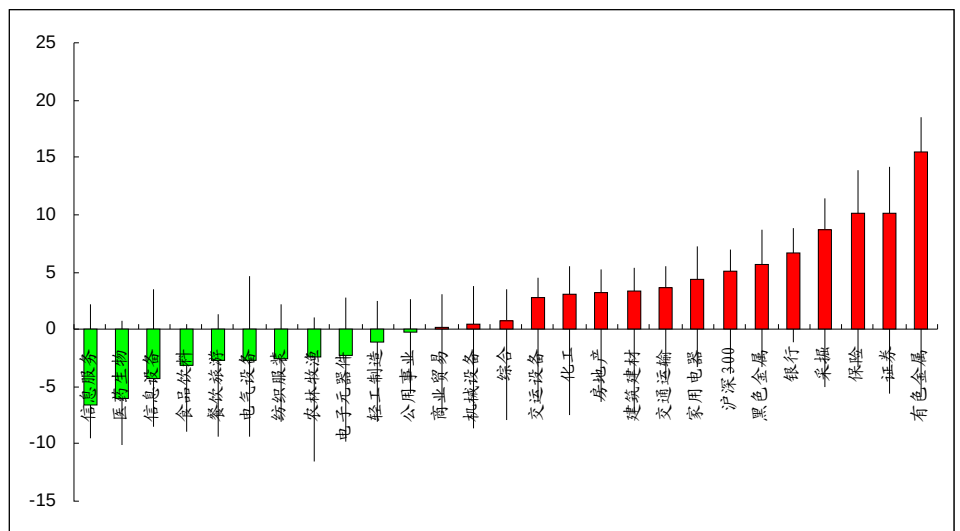
图表3：上期月度金股表现（1月1日 - 1月31日）

1月1日-11日		1月12日-31日		合计
股票简称	收益率	股票简称	收益率	收益率
华夏银行	3.74%		2.23%	6.06%

招商银行	5.22%		1.28%	6.57%
千金药业	0.95%	美的电器	-0.39%	
天士力	-4.20%	青岛海尔	-0.54%	
中国联通	1.91%		-8.61%	-6.87%
海隆软件	5.28%		-9.14%	-4.34%
敦煌种业	-3.82%		-13.41%	-16.72%
大秦铁路	2.41%	江铃汽车	5.89%	
中国太保	5.15%		4.01%	9.37%
南方泵业	-2.39%		-9.34%	-11.51%
平均收益	1.43%		-2.80%	-1.42%
沪深 300	3.83%		1.18%	5.05%
相对收益	-2.41%		-3.98%	-6.47%

资料来源：光大证券研究所

图表 4：上期主要行业表现（1 月 1 日 - 1 月 31 日）



资料来源：wind

二、市场趋势判断：反弹或可持续，宜谨慎参与

面对 1 月份的大涨，投资者必须回答以下两个问题：反弹能否延续？反弹能否进一步演化为反转？对应到投资上，就是做出继续观望、适当参与或大搞一场的决策。

我们认为，短期内经济数据处于真空期，基本面方面不会有显著的负面冲击，情绪和估值依然是决定市场运行的主要力量。在政策持续微调、流动性季节性宽松和估值处于历史低位等因素的作用下，当前反弹延续的可能性较大，投资者仍可持略积极的市场态度。

但需要警惕的是，本轮反弹有较高的博弈成分，基础并不牢靠。随着市场的演进，上述正面因素的边际贡献也在不断下降。短期内投资者应该密切关注上市公司业绩地雷和欧债危机可能对市场情绪造成的影响。而从中长期看，在地产投资拖累下投资增速的显著下行和热钱大规模流出的风险依然难以排除，市场反转仍有待时日。

1、经济增长：仍处下行通道，但短期处于真空期

12 月公布的生产法和支出法数据均超出投资者预期。特别是工业增加值同比增速较 11 月回升了 0.4 个百分点，而其季调环比增速已连续两个月回升。并且，当月经济的超预期表现也可以通过发电量、PMI 指标的交叉验证得到确认。对于上述宏观经济中最重要变量的显著变化，我们倾向于做两方面的解读。

一方面，月度增长数据的反弹显示经济运行确实处于可控范围，10 月下旬以来政策的微调（包括货币政策放松和财政资金大规模下拨）对迄今为止经济内生的力量起到了有效的对冲作用。在看到上述数据后，有关经济硬着陆的担忧似可基本解除。

另一方面，由于存在季节性因素和节假日因素的扰动，上述数据也很难作为经济已经触底的证据。实际上，考虑到地产调控延续、欧债危机继续演绎以及热钱抽离的前景，我们更相信经济仍处于下行通道之中。此外，相对略强的数据本身还降低了政策对冲（尤其是在基建投资领域）的紧迫性，从而削弱了反弹的推动力量。就稍长远的期限而言，在经济触底之后，内生增长力量依然孱弱，而政策刺激力度有限，又可能面临通胀水平掉头向上、美联储启动 QE3、资产价格蠢蠢欲动等因素的制约，未来上行动力相对有限，甚至不排除上行乏力的风险。因而，我们认为目前时点上战略性看好市场的条件还不具备。

但值得庆幸的是，由于统计局不会公布 1 月份工业增加值和投资数据，在未来一个多月内我们将处于重要宏观数据的真空期内，如果没有重大“黑天鹅”事件，经济增长应该不会成为短期内制约市场的拦路虎。

2、流动性：资金价格回落，关注国际资金流向

12 月包括 M1、M2、信贷在内的流动性指标同比增速均发生反弹。虽然短期内上述指标的变动趋势很有可能还有反复，但由于决策层对流动性的管控更为直接和有效，我们对流动性向好的信心较经济增长更高一些。事实上，四季度信贷反季节明显回升就是上述判断最好的注脚。而从 2011 年始终处于紧平衡状态的票据利率观察，企业资金成本自四季度以来呈下降态势。我们相信，随着货币政策持续向常态回归以及对实体经济特别是中小企业的支持力度不断加强，企业资金成本将震荡下行，从而对市场估值修复起到支撑作用。

当然，在展望 2012 年流动性前景时，热钱流向是绝不可忽略的一大隐忧。12 月外汇占款连续第三个月下降，降幅达 1003 亿元。从全年来看，受到人民币升值趋缓、国内以地产为代表的资产价格高位回落以及经济增长模式面临转型等因素影响，外汇占款增速有所回落的可能性较大。所幸的是，在短期内，1 月以来人民币现货/远期市场和美国投资者情绪相关指标均显示前几个月热钱大规模流出的趋势可能显著减缓，而美联储货币政策放松也意味着近期热钱流出的首要促发因素——全球流动性将有所改善。

3、估值：处于底部区间，受到政策提振

一个显而易见的事实是，当前市场处于历史低位，长期来看估值提供的安全边际较为充裕。从整体看，全部 A 股 PE (TTM) 水平在 13.3 倍左右，较 2008 年 10 月至今低估了 37%，相当于 1.3 倍标准差。从结构上看，即使是受质疑较多的中小盘，虽然估值绝对水平依然较高，但相对于各自在上述期间的历史平均水平也低估了 30%-40% 左右。

较低的位置和估值意味着政策利好所带来的提振效应可能更为明显。如前文所

述，1月以来决策层频频通过多种途径为市场背书，从温总理要求提振股市信心、央企大股东增持到授权更多资金入市，这些举措不免让人联想起历史上曾反复上演的一出出激动人心的故事。我们相信，从中期看，只要市场仍在底部震荡，相关的政策利好就不会少。

虽然我们认为短期内市场情绪仍有望维持在向好的区间，但也应该看到，政策利好的边际贡献通常是递减的。并且，随着越来越多的上市公司披露四季度业绩，投资者的关注点可能转移到大量上市公司业绩不达卖方分析师预期上；而2月起“欧猪五国”进入债务偿付高峰期也可能引发市场风险偏好的下降。上述因素为我们的判断带来了一定的不确定性，投资者需要时刻保持警惕，谨防反弹中途夭折。

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	货币政策向中性回归，但预调微调意味浓厚	我们与市场一致	正面因素
	财政支出力度加速，基建投资引而待发	我们与市场一致	正面因素
宏观经济	经济平稳回落	我们的判断较乐观，实际情况亦略超市场预期	负面因素
	发达国家复苏乏力，欧债危机长期化	欧债危机是短期风险点	负面因素
通货膨胀	趋势性回落	通胀（尤其是 PPI）回落速度超出市场预期	正面因素
企业盈利	预计 11/12 年上市公司业绩增速为 17%、12%	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	12 月流动性指标回升，超出市场预期	负面因素，边际影响正面
	一季度股票供给压力不大	供给端不是当前的主要矛盾	中性因素
估值水平	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：月度增长意外反弹，通胀低于预期

		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
CPI:	同比	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	5.5	4.2	4.1
	环比	1.0	1.2	-0.2	0.1	0.1	0.3	0.5	0.3	0.5	0.1	-0.2	0.3
PPI:	同比	6.6	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3	6.5	5.0	2.7	1.7
	环比	0.9	0.8	0.6	0.5	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.7	-0.7	-0.3
M2:	同比	17.2	15.7	16.6	15.3	15.1	15.9	14.7	13.5	13.0	12.9	12.7	13.6
	工业增加值: 同比		14.9	14.8	13.4	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.2	12.4	12.8
	环比		1.0	1.1	0.9	1.0	1.4	0.8	0.9	1.1	0.9	0.9	1.1
				2011Q1			2011Q2			2011Q3			2011Q4
GDP:	同比			9.7			9.5			9.1			8.9
	环比			2.1			2.3			2.3			2.0

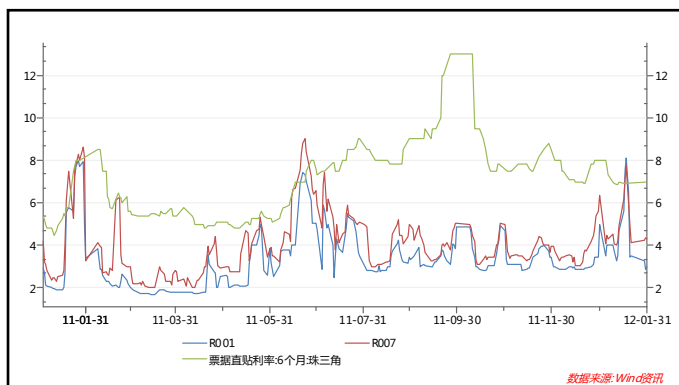
资料来源：wind

图表 7：外汇占款连续第三个月负增长

	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月
公开市场到期资金	9,110	5,410	6,010	3,720	3,520	4,810	4,870	3,250	800	4,780	120	2,120
回笼资金	-6150	-3350	-1,850	-3,830	-1,850	-2,450	-3,980	-1,670	-2,540	-1,690	-1,830	
净投放资金	2,960	2,060	4,160	-110	1,670	2,360	890	1,580	-1,740	3,090		
新增外汇占款	3,107	3,764	2,773	2,196	3,769	2,473	-249	-279	-1,003	?		
保证金缴存准备金						-1,513	-2,201	-2,201	-826	-1,101	-1,101	
准备金变动	-3,600	-3,600	-3,600						4,000			
综合资金投放	2,467	2,224	3,333	2,086	5,439	3,320	-1,560	-900	431	?		

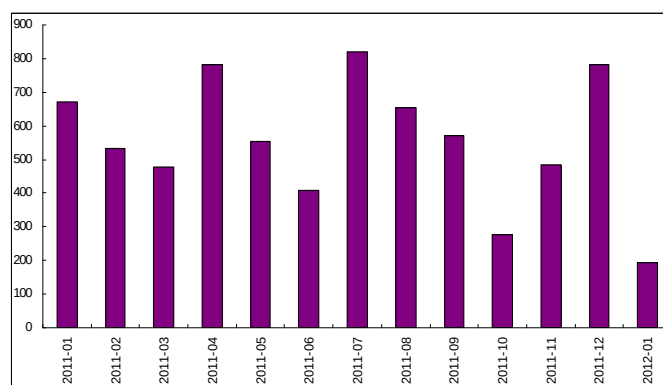
资料来源：wind

图表 8：资金价格短暂冲高后回到低位



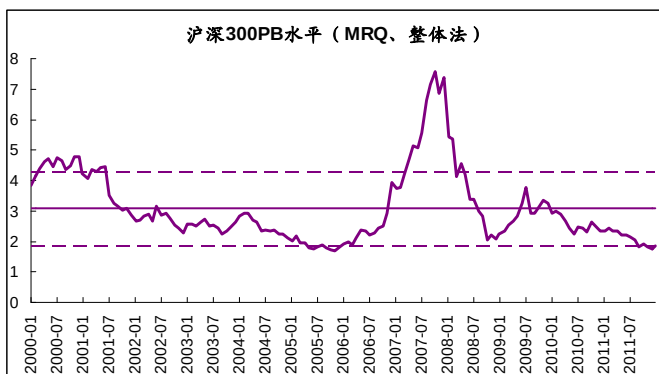
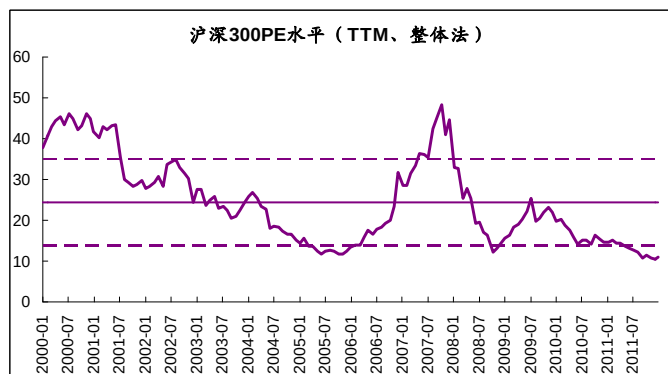
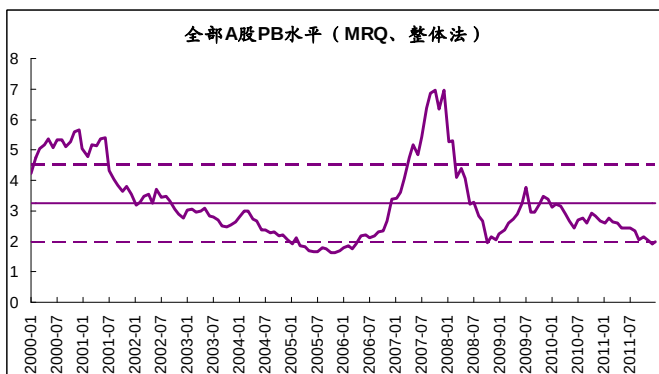
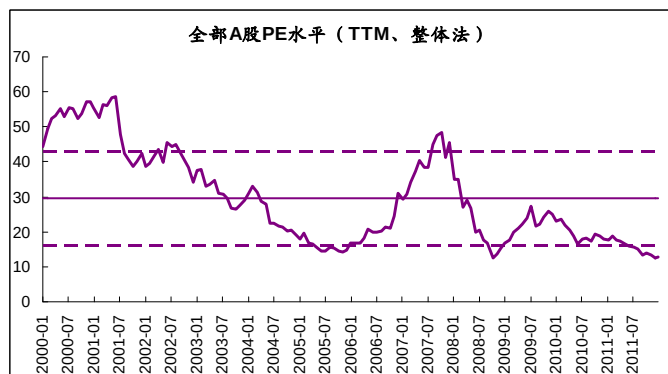
资料来源：wind

图表 9：股票供给尚未放量



资料来源：wind

图表 10-13：估值水平处于历史底部



资料来源：wind

三、行业配置策略：劣中选优，位置为王

1、配置思路

寻找景气即将见底的行业

如果我们对经济仍处于下行阶段的判断是正确的，那么当前行业配置的核心任务之一在于寻找进一步下行风险较小的行业。通俗地说，就是“在矮子中挑高个”。在此过程中，我们主要借助于两种位置的力量。

库存的位置刻画了短期内行业景气继续下行的直接风险。整体上看，靠近上游行业的库存水平已经过较为充分的调整，库存增速接近历史底部；可选消费位置略高，但也在历史均值附近；而必须消费和偏下游制造业库存仍然较高，去库存风险犹存。

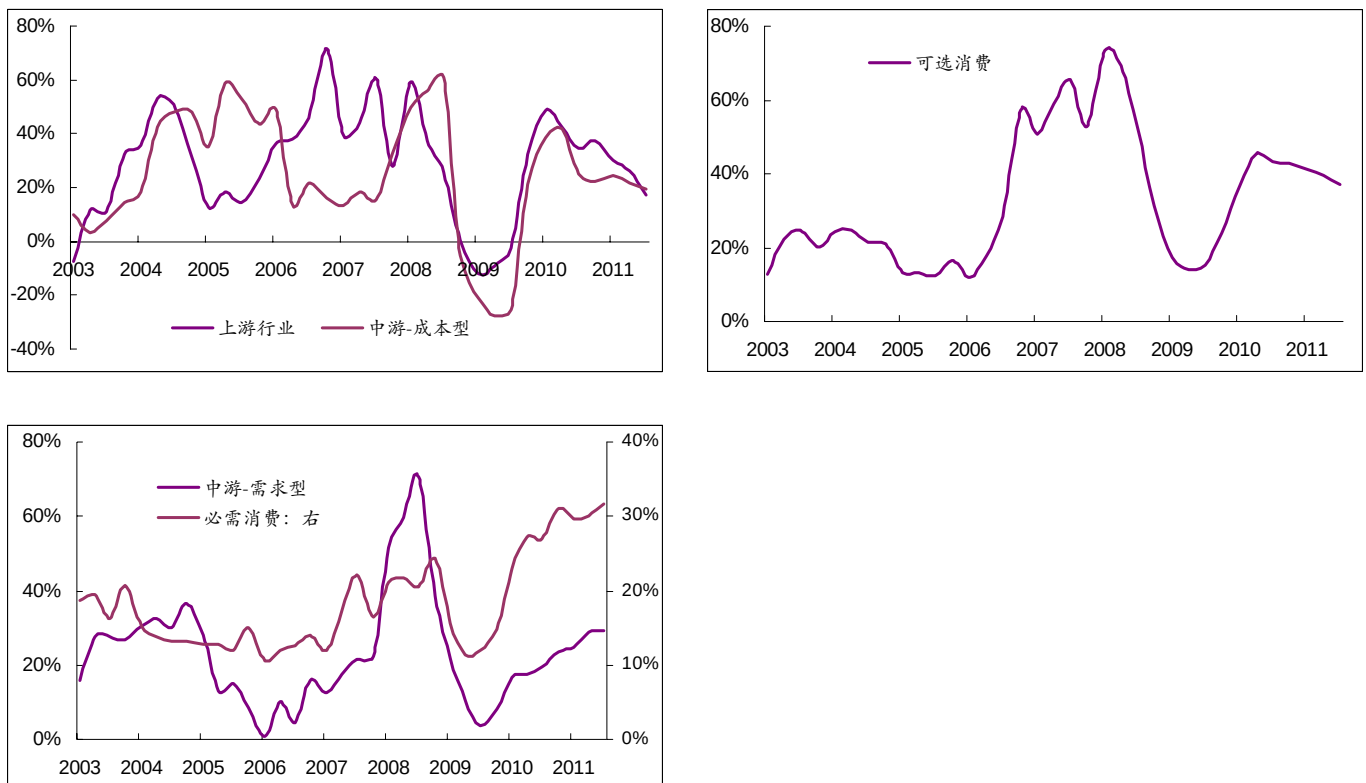
盈利能力和业绩的位置则更为全面地展示了行业在周期中所处的阶段。综合考虑各行业业绩和收入增速、ROE 和毛利率的情况，我们估计接近景气低点的行业包括交运设备、家电、煤炭、食品加工、电子等。

总体上看，以煤炭为主的偏上游行业和以家电、汽车为主的早周期行业在基本面位置方面更占优势。在这两者的权衡中，我们目前更偏向后者。这主要是考虑到市场反转的条件尚不具备，并且流动性虽有所改善，但也难以支撑上游板块持续上行。因而，在有色、煤炭前期涨幅亦相当可观的前提下，我们决定不将其作为配置的重点。

能攻能守的金融地产

本期组合的另一个要点在于适当保持攻守均衡，防范反弹中途夭折的情况发生。这一点上，我们寄希望于银行、地产。虽然上述行业基本面并不符合我们对于低位置的定义，但其 2011 年/2012 年业绩高度确定，估值提供的安全边际相当充分，短期内具有可攻可守的特性。

图表 14-16：大类板块库存水平



资料来源：wind

The graph illustrates the economic cycle with the following stages and associated industries/products:

- 复苏初期 (Initial Recovery):** 食品加工制造 (Food Processing & Manufacturing)
- 加速上升 (Accelerated Growth):** (No specific industries listed)
- 稳定增长 (Stable Growth):** 景点 (Scenic Spots), 服装 (Clothing), 家纺 (Home Textiles), 白酒 (White Wine)
- 高位震荡 (High Volatility):** 中药 (Traditional Chinese Medicine), 黄金 (Gold), 银行 (Banks), 饲料 (Feed), 零售 (Retail), 百货 (Department Stores), 水泥 (Cement), 房地产 (Real Estate)
- 开始下滑 (Beginning Decline):** 化学原料 (Chemical Raw Materials), 橡胶 (Rubber), 塑料 (Plastic), 铜 (Copper)
- 加速下滑 (Accelerated Decline):** 元件 (Components), 分立器件 (Discrete Components), 集成电路 (Integrated Circuits), 化纤 (Chemical Fiber), 铅锌 (Lead/Zinc), 玻璃 (Glass), 通信设备 (Communication Equipment), 计算机设备 (Computer Equipment), 原料药、制剂 (Raw Materials, Formulations)
- 低位调整 (Low Adjustment):** 石油加工 (Petroleum Refining), 交运服务 (Transportation Services), 乘用车 (Passenger Vehicles), 电力 (Electricity), 造纸 (Papermaking), 电力设备 (Power Equipment), 煤机 (Coal Machinery), 白电 (White Appliances), 啤酒 (Beer), 交运设备 (Transportation Equipment), 纺织 (Textiles), 重卡 (Heavy Trucks), 保险 (Insurance), 证券 (Securities), 钢铁 (Steel), 工程机械 (Engineering Machinery), 机床 (Machine Tools), 煤炭 (Coal)

图表 18: 自下而上行业盈利预测

年度业绩（累计）	2008	2009	2010	2011	2012
农林牧渔（亿元）	41.15	56.21	73.19	95.39	109.81
增速(%)	-16.94	36.60	30.22	30.32	15.12
采掘	1820.85	1684.88	2256.68	2449.09	2655.25
	3.28	-7.47	33.94	8.53	8.42
化工	347.33	763.09	1015.86	1175.71	1284.43
	-56.02	119.70	33.13	15.73	9.25
黑色金属	216.96	97.59	289.45	235.69	211.94
	-59.61	-55.02	196.60	-18.57	-10.08
有色金属	105.91	91.11	233.25	375.82	264.06
	-70.40	-13.98	156.03	61.12	-29.74
建筑建材	248.75	460.65	606.45	798.76	886.41
	-11.87	85.18	31.65	31.71	10.97
机械设备	351.20	462.67	644.72	718.64	779.84
	0.23	31.74	39.35	11.47	8.52
电子	32.19	15.41	90.58	92.62	92.92
	-52.41	-52.12	487.70	2.25	0.33
交运设备	224.39	404.52	644.91	661.72	696.83
	-20.34	80.27	59.43	2.61	5.31
信息设备	60.41	101.65	121.56	122.21	131.37
	11.21	68.27	19.59	0.54	7.50
家用电器	59.16	112.03	161.09	199.29	223.21
	6.37	89.39	43.79	23.71	12.00

食品饮料	97.52	186.77	252.80	335.16	408.64
	-0.03	91.52	35.36	32.58	21.92
纺织服装	63.86	93.76	120.27	157.82	188.91
	-14.72	46.82	28.28	31.22	19.70
轻工制造	47.17	65.91	77.50	83.27	87.51
	-30.47	39.73	17.59	7.43	5.10
医药生物	152.15	250.31	292.55	349.27	409.10
	32.95	64.51	16.88	19.39	17.13
公用事业	-10.86	266.13	326.87	289.91	313.44
	-103.53	2551.36	22.82	-11.31	8.12
交通运输	229.76	250.23	832.60	659.51	685.42
	-66.68	8.91	232.73	-20.79	3.93
房地产	270.64	433.80	559.74	668.15	747.59
	8.95	60.29	29.03	19.37	11.89
金融服务	4649.16	5981.00	7761.57	9534.03	11109.80
	7.99	28.65	29.77	22.84	16.53
商业贸易	125.75	146.74	201.45	263.69	319.96
	-1.31	16.69	37.29	30.89	21.34
餐饮旅游	13.69	19.35	24.69	32.23	38.39
	-16.70	41.38	27.57	30.54	19.13
信息服务	278.17	134.93	167.07	216.27	259.81
	109.70	-51.50	23.82	29.45	20.13
综合	-17.04	3.04	25.89	53.28	45.69
	-271.58	117.85	751.14	105.79	-14.24
全部 A 股	9409.98	12084.50	16784.00	19567.51	21950.34
	-12.79	28.42	38.89	16.58	12.18

资料来源：光大证券研究所

2、偏向大盘股和周期类

本期我们最看好的六个行业包括四个周期类、一个稳定类和一个成长类行业。与上期相比，我们调出了四季度业绩不达预期比较普遍的农业和信息服务，并代之以确定性更强的食品饮料和基本面初现反弹端倪的电子。同时，为了维持组合的平衡性，我们下调了对汽车的看法，而加入攻守兼备的地产业。

虽然我们一直对中小盘股大幅补跌的风险有所警觉，也主张在配置时倾向大盘股，但上月大小盘走势的显著分化还是让我们很受伤。本月我们的组合较上期更偏向大盘股，我们认为中小盘虽然在大幅下跌之后位置稍优，但可能依然难以扭转颓势。而大盘股受到极低的估值支撑，在投资者情绪略有恢复的环境中下行风险较小。

在大类板块上，本期我们建议投资者重点配置早周期和金融地产。

稳定类偏重确定性

虽然本月稳定类惨败于周期类，但我们认为真正具有品牌价值和稀缺性的优质稳定类品种能够穿越周期，这方面的佼佼者即部分品牌白酒和专利药企业。此外，白酒企业 2011 年业绩高度锁定，经过近期调整后估值水平也更具吸引力，

即使在保守假设下 2012 年整体 PE 水平也已在 20 倍以下。而医药受到药品降价和抗生素管控等行政因素的影响，目前处于景气周期的中间位置，下行空间有限，符合我们行业遴选的要求。

成长类看好电子

在注意到台积电、英特尔等行业龙头企业对未来景气展望发生明显转变，以及领先指标连续回暖后，我们开始相信期待已久的行业底部可能将在未来 3-6 个月内浮出水面。作为过去一年中跌幅最大的行业之一，我们认为行业风险收益比已进入合理区间，可以开始加以配置。

适当加大周期类配比

在周期类中，我们建议重点配置家电、汽车等早周期行业和金融地产板块。其中，家电、汽车 2011 年受到政策调控、前期刺激政策退出和需求下行的影响，基本面已经进行了较为充分的调整，目前行业景气水平偏低。而展望 2012 年，这些行业又是政府除基建投资之外为数不多的政策发力点和受益者，并且对这些行业的扶持也符合经济转型的长期需要。实际上，商务部已在着手研究家电下乡和以旧换新的接续政策；而对于汽车行业的扶持政策也是近期媒体报道和猜测的热点。当然，主要由于基数原因，上述行业未来 1-2 期公布的月度销售增速可能仍不尽如人意，但我们相信这些变化已在预期之内，对行业扰动不大。

3、首推家电、地产、食品饮料

和往常一样，本期我们依旧选出 6 个在中期内最有可能取得超额收益的行业。目前我们最看好的 3 个行业包括家电、地产、食品饮料，次看好的 3 个行业包括银行、保险、电子。行业主要的推荐理由如下：

家电

2011 年受政策陆续退出影响，行业基本面经历了显著的调整，目前已处于景气水平偏低位置，下行空间有限。

在刺激消费的指导思想下，商务部已经明确表示将研究家电下乡和以旧换新的接续政策，政策利好还有想象空间。

行业强者恒强的格局在 2011 年不断强化。由于未来利好政策更有可能针对高科技产品，行业龙头市场影响力有望继续提升。

目前行业估值水平较 2008 年以来低估 30% 左右。在我们保守的情景假设下，行业 2012 年仍能够实现 12% 左右的增长。

地产

行业经过长时间调整，目前估值水平已体现房价大幅下跌的情景，除非市场出现崩盘，否则基本面难以构成新的风险点。

北京、上海上调普通住宅认定标准以及北京开放居住证等举措表明地方政府明紧暗松的变化正在悄然发生，随着地产投资增速的持续下行，市场对政策放松的预期可能有所提升。

在目前状况下，地产可作为攻守兼备的品种，有较强的配置价值。

食品饮料

白酒行业 2011 年业绩高度确定，业绩地雷不会出现。

从中长期看，品牌价值和结构提升决定了未来 2-3 年白酒行业仍可以实现 20%-30% 的增长。

经过近期调整后估值水平也更具吸引力，即使在保守假设下 2012 年整体 PE 水平也已在 20 倍以下。

银行

2011 年行业业绩保持高速增长。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。

估值极低。行业 2011 年 PE 在 6.9 倍左右，PB 在 1.33 倍左右，较 2008 年以来均值低估了 25% 以上，对各种负面因素进行了充分的反映。

利率市场化有远虑无近忧。另外，在逆周期监管的思路下，2012 年部分监管要求可能放松/暂缓施行，从而对冲利率市场化对市场情绪带来的负面影响。

保险

估值和位置低。行业 2011 年 PE 在 19.0 倍左右，PB 在 2.4 倍左右，较 2008 年以来均值低估了 20% 以上。

次级债发行放开缓解了此前市场对行业偿付能力的担忧。

随着政策/流动性的转向，市场对股、债的预期有所改善，这有望逐步反映到行业估值中。

电子

库存经过半年多消化，已处于较低水平，短期看补库存需求对行业构成支撑。从领先指标观察，北美、日本半导体设备 BB 值已连续三个月显著提升，其中日本半导体设备 BB 值已突破景气均衡值。

台积电、英特尔、TI、ST 等国际半导体巨头前景展望转向乐观，行业景气低点可能临近。

作为近一年来跌幅最大的行业之一，极低的位置为反弹创造了条件。

除了上述 6 个行业外，我们还建议投资者适当配置煤炭、电力、汽车整车、医药。具体配置比例建议和推荐理由如下：

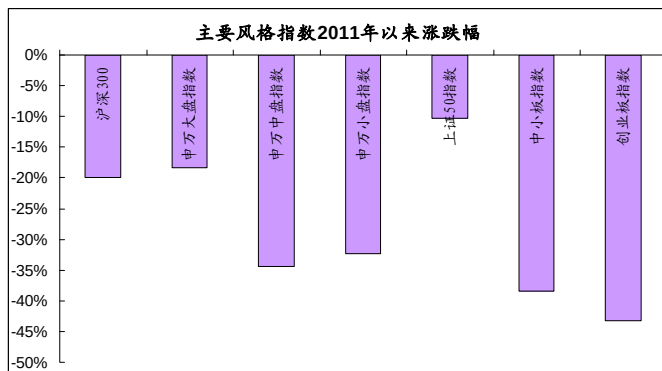
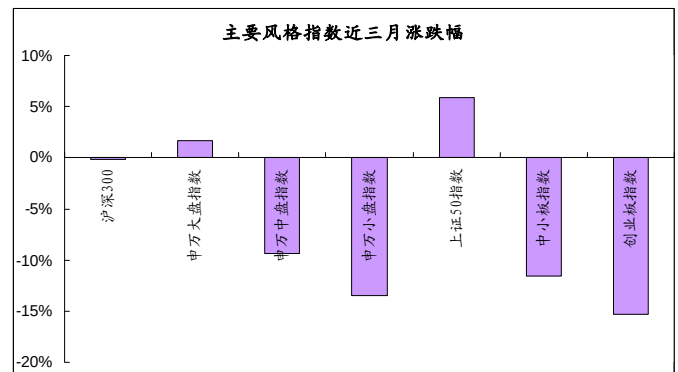
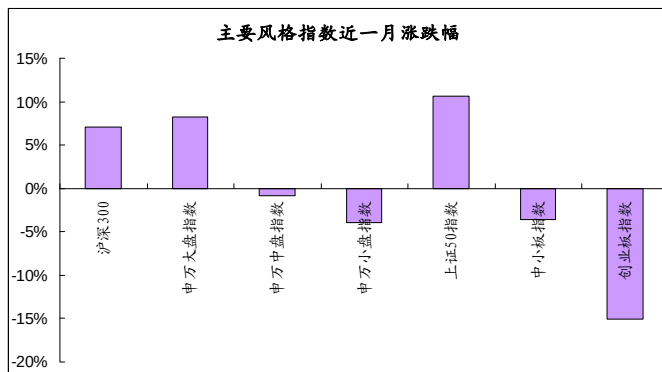
图表 19：行业配置建议

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%	煤价下行空间不大，短期基本面无虞；目前阶段行业有一定的进攻价值
电子元器件		10%	0%	10%	近期海外库存数据显示行业已近景气低点；位置偏低
房地产		15%	0%	15%	短期基本面没有超预期恶化风险，反倒是政策放松预期较为普遍；估值提供较高安全边际，攻守兼备
	电力	5%	5%	0%	基本面向下行空间有限，受益于电价上调等利好；位置偏低
	专用设备	0%	5%	-5%	适当控制周期类仓位
家用电器		15%	15%	0%	基本面已处低位；存在政策扶持利好
	汽车整车	5%	10%	-5%	基本面已处低位；存在政策扶持预期；但略减仓以控制周期类仓位
	保险	5%	5%	0%	位置低，受益于市场上行
	银行	15%	20%	-5%	估值低，有配置价值；但在连续取得相对收益及利率市场化渐成热点后适当降低配置比例

	证券	5%	5%	0%	位置低；受益于市场上行
农林牧渔		0%	10%	-10%	部分公司业绩大幅低于预期；政策利好已过
食品饮料		15%	0%	15%	行业 2011 年业绩确定；前期下跌后估值更趋合理，为组合提供防御性
	传媒	0%	5%	-5%	电影限价、电视限娱、限广告等政策短期内构成风险
	计算机应用	0%	5%	-5%	部分公司业绩低于预期
	通信运营	0%	5%	-5%	组合调整
医药生物		5%	5%	0%	位置低；业绩平稳，下行空间有限
总计		100%	100%	0%	

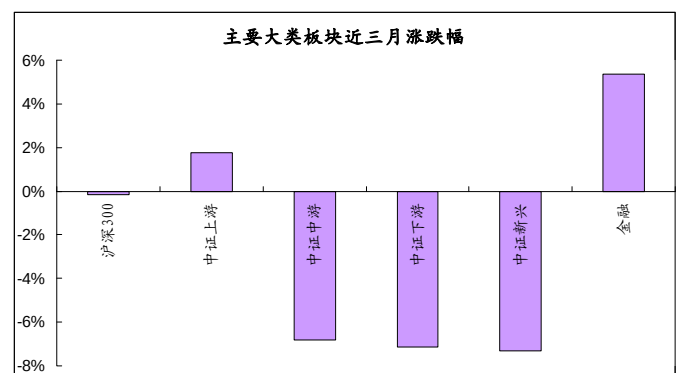
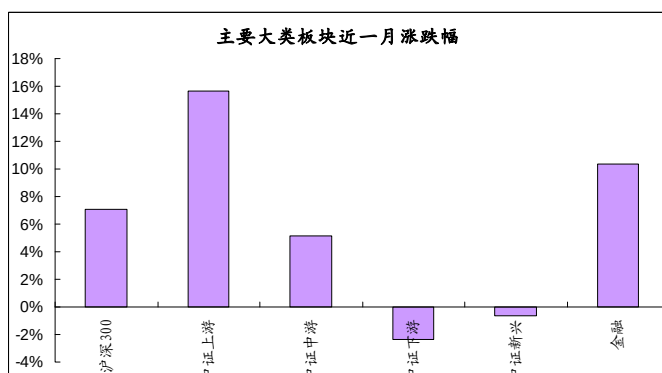
资料来源：光大证券研究所

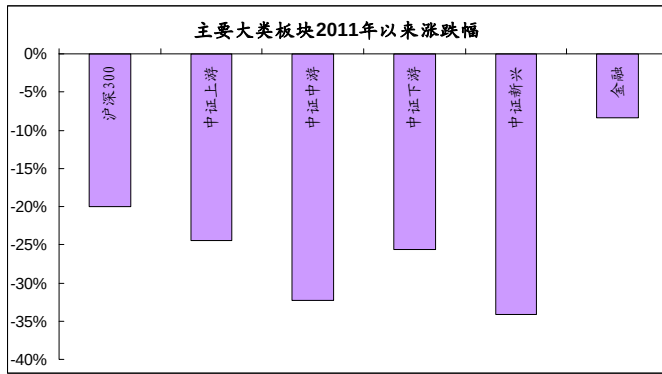
图表 20-22：风格指数位置



资料来源：wind

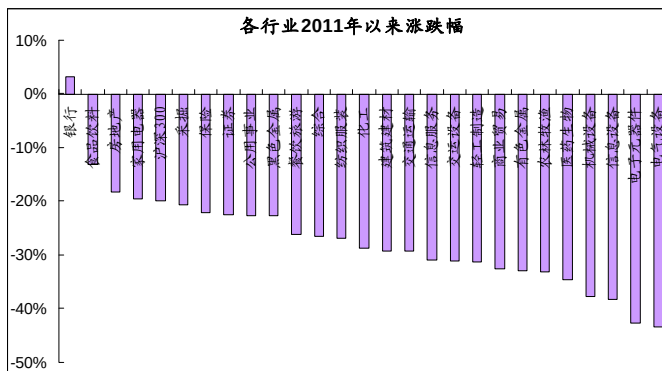
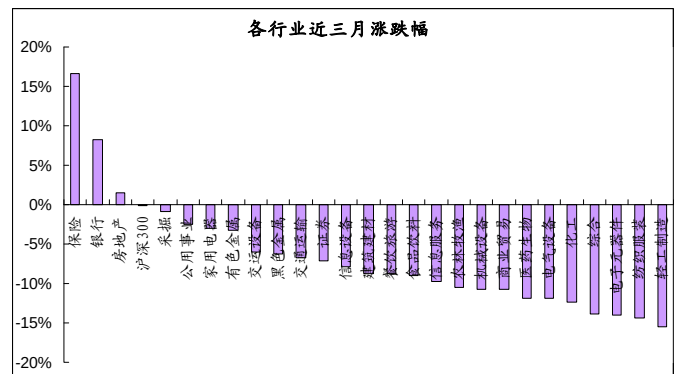
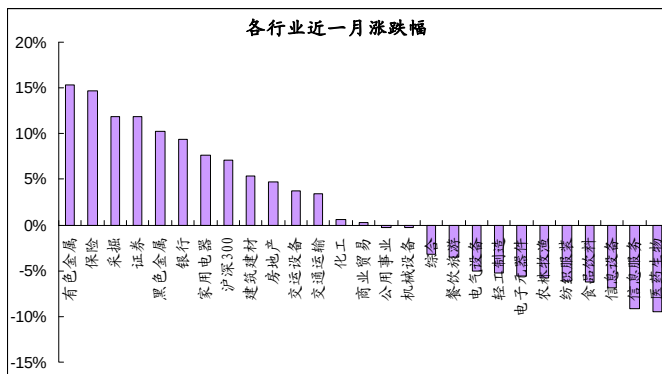
图表 23-25：大类板块位置





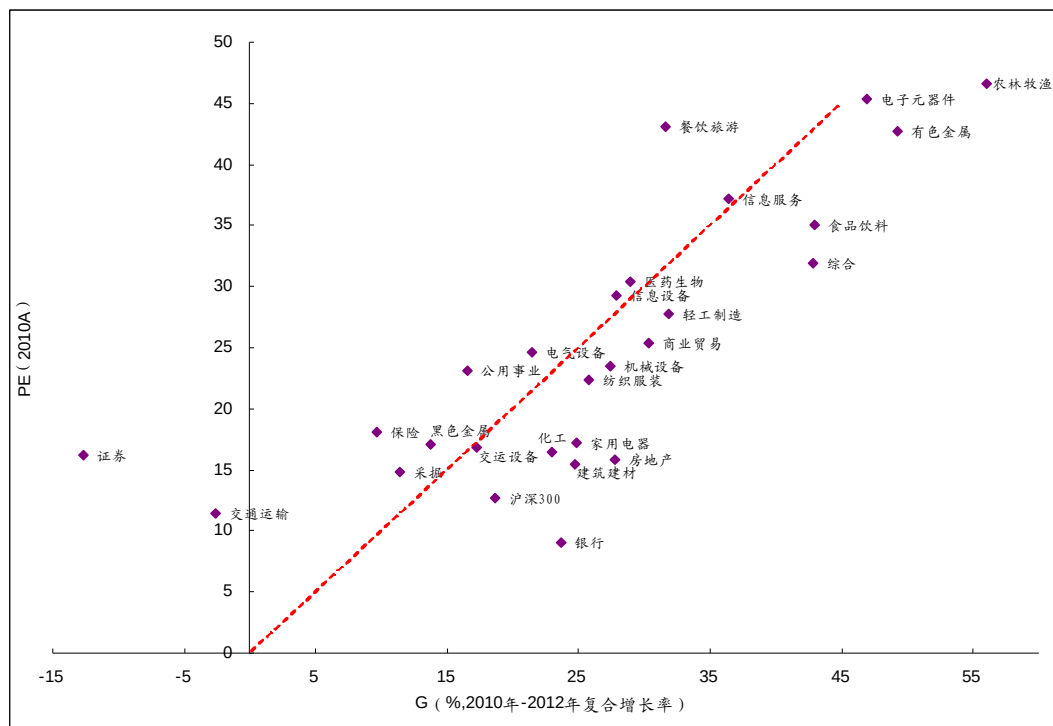
资料来源: wind

图表 26-28: 行业位置



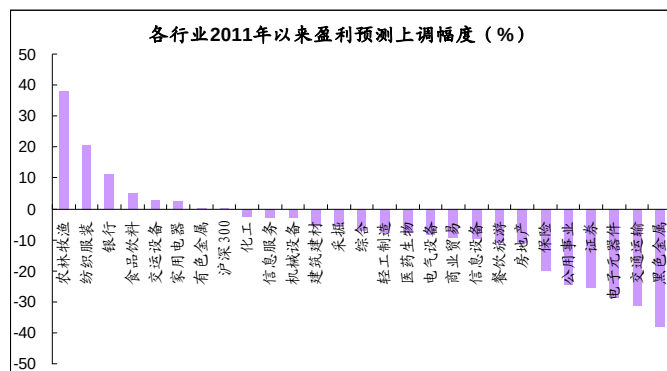
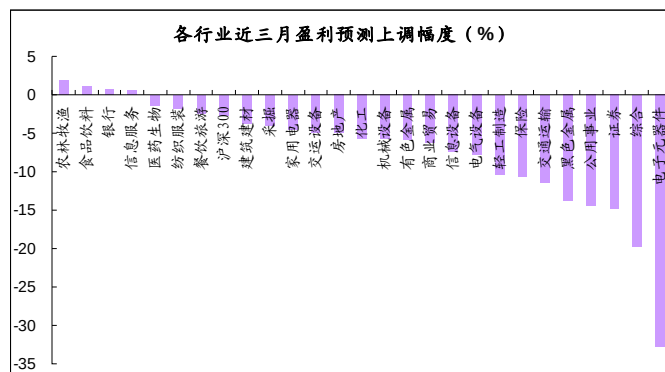
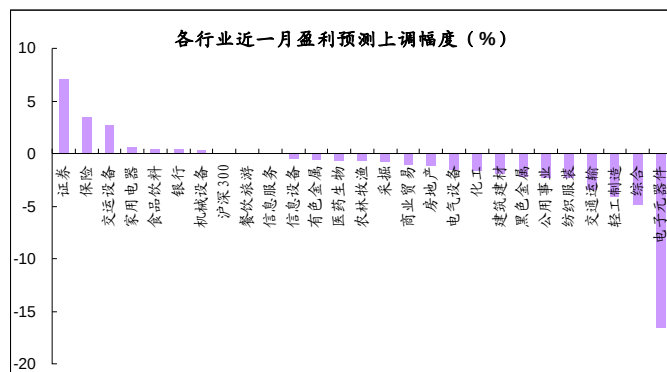
资料来源: wind

图表 29：行业盈利预测与估值（朝阳永续一致预期）



资料来源：朝阳永续

图表 30-32：行业一致预期盈利预测调整（朝阳永续一致预期）



资料来源：朝阳永续

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，其余股票则主要通过自下而上遴选得到。

本期我们的月度金股包括：美的电器、青岛海尔、万科、冠城大通、五粮液、贵州茅台、招商银行、中国太保、通富微电、川投能源、友好集团、中国石油。

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 包括：美的电器、青岛海尔、格力电器、海信电器、合肥三洋、万科、冠城大通、保利地产、招商地产、华业地产、五粮液、贵州茅台、泸州老窖、酒鬼酒、洽洽食品、招商银行、南京银行、中国银行、中国太保、中国人寿、兴业证券、通富微电、华天科技、长信科技、川投能源、友好集团、中国石油、中国神华、江铃汽车、东方海洋。

三季度增长动力放缓，盈利指标环比有改善

公司研究简报

◆事件:

公司第三季度收入 198 亿，同比增长 9%，归属母公司所有者净利润 9 亿，（关联方并购导致对同期报表调整后）同比增长 2%。

◆收入增长动力放缓，公司规模难逃行业制约

公司收入前期经历粗放式的突飞猛进增长，但随着家电行业景气度的下降，公司增长动力也明显放缓。第二季度公司收入增长 34%，已经出现增长率放缓迹象，第三季度收入增长 9%，低于市场预期。作为家电行业规模最大的企业，行业趋势对公司的制约也越来越明显。

◆盈利能力同比不理想，环比有改善

由于去年第三季度净利润率偏高，净利润同比基数偏高，因此第三季度同比数据并不理想。但部分盈利指标环比有改善趋势，公司毛利率和净利润率环比都有提升。

此外，公司应收账款余额相比二季度末出现明显下降。公司的会计制度要求应收账款至少计提 5% 的减值准备，因此第三季度有大额资产减值损失冲回。年底前应收账款余额预期会继续下降。

◆财务费用增加

前三季度，公司财务费用逐季增加，第三季第达到 3 亿元。同时公司短期借款和长期借款余额也明显增加。前三季度“公司经营活动产生的现金流量净额/净利润”这一指标仅 0.56，可以看出公司凭借盈利获得的现金流偏紧，因此需要更多的通过融资方式获得现金流。

◆预期第四季度盈利能力环比继续改善

公司上半年执行“上规模、保利润”的发展战略，下半年战略调整，更加强调盈利能力的增长，第三季度盈利能力指标环比略有改善。预期第四季度环比将继续改善。因此虽然公司第三季度略低于预期，但维持公司的盈利预测。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	47,278	74,559	103,347	124,266	149,318
营业收入增长率	4.34%	57.70%	38.61%	20.24%	20.16%
净利润（百万元）	1,892	3,127	3,864	4,882	5,968
净利润增长率	83.14%	65.29%	23.56%	26.34%	22.25%
EPS（元）	0.56	0.92	1.14	1.44	1.76
ROE（归属母公司） （摊薄）	20.02%	25.35%	19.14%	19.85%	19.92%
P/E	24	14	12	9	8

买入（维持）

当前价/目标价：13.28/18.00 元

目标期限：6 个月

分析师

何伟 (S0930511100002)

021-22169108

hewei@ebscn.com

市场数据

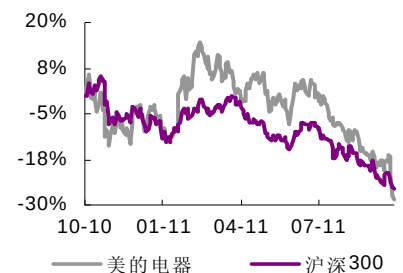
总股本(亿股)：33.84

总市值(亿元)：449.44

一年最低/最高(元)：12.78/21.40

近 3 月换手率：21.06%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.97	-10.00	-4.47
绝对	-10.45	-26.02	-28.21

相关研报

当前收入维持快速扩张，未来海外扩张将加速

2011-03-10

收入增长超想象，快上规模争龙头

2011-04-28

收购开立拉美地区业务，海外扩张正在加速

2011-08-06

收入增长优势明显，盈利潜力有待挖掘

2011-08-31

青岛海尔 (600690.SH) 家电行业

模式特点凸显，业绩增长稳健

公司研究简报

◆事件：

公司第三季度收入 188 亿，同比增长 20%，其中 5%来自于资产注入。归属母公司净利润 7.2 亿，同比增长 40%，其中 8%来自资产注入。该表现略超预期。

◆独特运营模式，增长稳定性特点显现

第三季度家电行业整体业绩低于预期，大量企业出现业绩拐点。但海尔业绩依然维持稳定的增长，是公司独特的运营模式特点的体现。海尔始终强调有质量的增长，业绩增长向来稳健。在行业景气时期，公司业绩增长速度常因稳健而低于竞争对手，但在行业不景气时期，公司业绩增长速度也因稳健而高于竞争对手。

◆有攻有守，总体业务稳定性强

在终端零售市场，公司各产品有攻有守。热水器和小家电业务的增长明显较好。第三季度冰箱和洗衣机的零售额市场份额环比是略有提升的。洗衣机主要竞争对手小天鹅出现战略收缩。冰箱主要竞争对手美菱电器和海信科龙也在收缩。在空调市场，公司还处于守势，环比看，公司暂时守住了市场份额。对于大家所担心的海外市场，由于公司坚持自主品牌出口，稳定性要强于 OEM 企业。

◆得益于产品领先战略，毛利率缓慢提升

公司坚持产品领先战略，虽然高端产品的开发以及市场的培育无法立竿见影，但公司整体毛利率呈现缓慢提升态势。第三季第公司综合毛利率达到 25.1%，同比提升 3.4 个百分点，环比二季度提升 1.2 个百分点。

◆业绩稳步增长将带动公司股价

略调高公司盈利预测，预计 2011-2013 年 EPS 为 1.07 (+0.02) /1.33/1.65 元。虽然 2011 年公司估值出现大幅下滑，但当前估值已经同格力电器和美的电器接轨。因此，预计未来估值下跌可能性很小，利润的稳步增长将带动公司股价的增长。维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	32,979	60,588	74,599	91,092	110,383
营业收入增长率	8.46%	83.72%	23.13%	22.11%	21.18%
净利润（百万元）	1,149	2,035	2,876	3,573	4,429
净利润增长率	49.64%	77.00%	41.33%	24.26%	23.93%
EPS（元）	0.43	0.76	1.07	1.33	1.65
ROE（归属母公司） （摊薄）	14.89%	28.98%	29.46%	29.28%	28.96%
P/E	24	13	10	8	6

买入（维持）

当前价/目标价：10.20/15.75 元

目标期限：6 个月

分析师

何伟（执业证书编号：S0930511100002）

021-22169108

hewei@ebsecn.com

市场数据

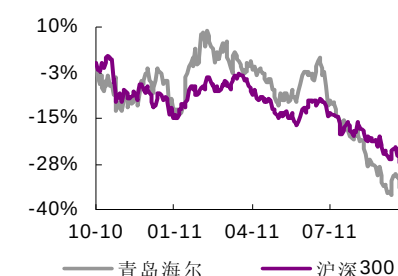
总股本(亿股)：26.80

总市值(亿元)：273.35

一年最低/最高(元)：8.88/31.63

近 3 月换手率：29.38%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.04	-8.74	-4.91
绝对	7.82	-19.49	-28.24

相关研报

家电领袖型企业

2011-03-17

业绩全面提升，未来增长明确

2011-03-31

产品竞争力塑造有质量的增长

2011-04-27

小步快跑，家电配件资产首先注入

2011-06-17

现有业务稳步增长，资产注入助推业绩快速增长

2011-08-31

五粮液 (000858.SZ) 食品饮料

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

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

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

yugq@ebsecn.com

市场数据

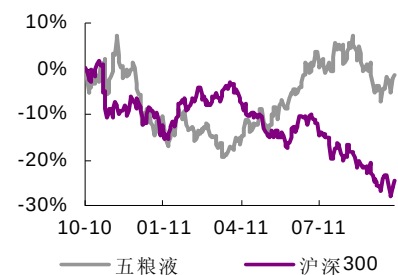
总股本(亿股): 37.96

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

招商银行 (600036.SH) 银行业

招商银行：业绩符合预期，息差环比继续回升

公司研究简报

招商银行前三季度实现收入 703 亿元，净利润 284 亿元，收入和净利润同比分别增长 37.0% 和 37.9%，每股收益 1.32，其中三季度收入和净利润环比变动 2.11% 和 -0.02%。净利息收入同比增长 36.1%，规模稳健增长，息差环比继续回升。手续费及佣金净收入同比增 45.7%，在营收中占比为 16.9%。成本收入比同比下降，信用成本率同比上升。

◆具体来看：

(1) 三季度规模增速放缓，环比息差继续回升。集团总资产和负债较年初分别增长 9.6% 和 9.3%，其中存、贷款分别增长 10.2% 和 11.6%。三季度存贷款增速明显放缓，分别较二季度末变动 -0.13% 和 2.75%。活期存款占比 52.27%，较中期继续回落 2.73 个百分点。集团前三季度息差 3.03%，三季度单季息差 3.12%，环比 2 季度回升 12BP。而公司前三季度息差达到 3.11%，三季度单季达到 3.20%，环比回升 12BP。

(2) 前三季度手续费及佣金净收入同比增长 45.7%，三季度单季环比下降 13%。银行卡、代理业务、财务顾问及托管受托业务是主要增长点。此外，其他非息收入同比增 22.5%，主要来自投资收益。整体非息收入占比为 20.86%。

(3) 三季度不良贷款继续双降。不良贷款率 0.59%，较中期回落 0.02 个百分点，不良贷款余额继续下降。拨备覆盖率继续提升至 367%，贷款拨备率达到 2.16%，达标压力小。未披露关注和逾期贷款的变动情况。三季度资产减值损失支出 15.1 亿元，环比 2 季度有所减少，但前三季度减值损失支出同比增加了 87%，信用成本率同比提升，显示拨备政策较为审慎。此外，业务及管理费同比增加 24%，成本收入比 33.3%，同比回落下降 3.43 个百分点。

(4) 永隆银行前三季度实现税后盈利 13.48 港元，同比增长 41.8%。

◆我们的看法：

期末核心资本充足率和资本充足率为 8.1% 和 11.39%。目前公司已启动 A+H 配股融资方案，融资不超过 350 亿元用以补充核心资本，使 2015 年底前一级资本和总资本充足率分别达到 9.5% 和 11.5% 的目标规划值。公司经营稳健，资产回报率高。预计公司 11/12 年净利润分别为 350 亿元和 446 亿元，EPS 1.62/2.07 元，目前股价对应 11/12 年 PE 为 7.6 倍、6.0 倍，静态 PB 1.7 倍。基本面稳定，买入评级。

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：12.34/15.00 元

目标期限：6 个月

分析师

沈 维 (执业证书编号：S0930510120026)

021-22169121

shenwei@ebcn.com

联系人

何益臻

021-22169329

heyz@ebcn.com

市场数据

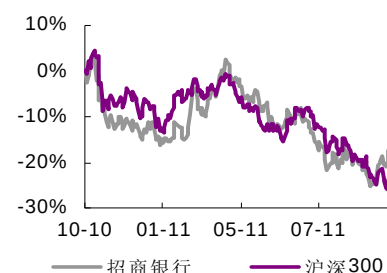
总股本(亿股)：215.77

总市值(亿元)：3040.14

一年最低/最高(元)：10.83/15.85

近 3 月换手率：14.27%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.72	11.54	4.81
绝对	12.49	2.41	-15.46

业绩略超预期，成长门店发力推动业绩增长

公司研究简报

◆公告梗概：

公司公告，经公司财务部门初步测算，预计2011年度实现归属于母公司所有者的净利润将比上年同期增长30%—50%。

◆成长门店逐渐完善是业绩增长主要驱动力：

按公司2010年净利润1.05亿元（折合EPS 0.337元）计算，2011年净利润预计可达1.37亿元-1.58亿元（折合EPS 0.439元-0.506元），4Q2011单季度的净利润在0.58亿元-0.79亿元之间，同比增长20.83%-64.58%，超出之前我们的预期。

我们认为公司四季度在零售行业整体增速下滑的大背景下，仍能维持强劲增速，主要有以下两点原因：1) 公司作为新疆零售企业龙头，长期受益于西部大开发等倾斜性政策扶持和区域垄断优势2) 库尔勒、独山子、美美等成长门店逐渐成熟，有超预期表现。公司以首府乌鲁木齐为核心，辐射南北疆，目前已经实现四城七店的格局，并拥有18家超市，规模优势渐显。3) 公司奖金费用2011年采取按季平摊法则，而2010年集中于4Q2010年体现，因此4Q2011年相应费用率将较往年同期有所下降。

◆借力新疆消费增长趋势，以店养店快速扩张

乌鲁木齐圣诞和春节重点百货店的同比增速分别为71.38%和31.61%，增速均在全国各省市中名列前茅。我们认为新疆在未来2-3年内将成为消费增长较快的省份之一，而友好集团在同时间段内扩张计划积极，2012-2015年分别计划开设3家、3家、2家以及1家门店，恰好可借力这波消费增长。公司店龄梯队将逐渐完善，成熟门店产生的贡献可部分对冲新开门店的亏损，最终实现以店养店，在业绩受新店冲击较小的情况下，实现快速扩张。

◆公司外延店积极，维持增持评级：

不考虑地产业务，我们调整公司2011-13年EPS分别至0.46/0.40/0.47元（之前为0.37/0.39/0.45元），其中主业分别为0.43/0.40/0.47元（之前为0.41/0.39/0.45元），认为公司合理价值在11.91元（含地产业务1.92元），对应2012年主业25倍市盈率。公司作为新疆零售龙头企业，中长期的零售连锁发展依然被我们看好，但短期新开门店较多，因此2012年零售主业我们认为爆发性增长较为困难，维持增持评级。

◆风险提示：

公司新门店培育期过长，规模扩张时管理风险。

业绩预测和估值指标 (2012/2013 仅为主业)

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2,000	2,917	3,833	5,529	7,052
营业收入增长率	27.43%	45.82%	31.41%	44.25%	27.56%
净利润（百万元）	60	105	145	124	147
净利润增长率	26.05%	73.92%	37.68%	-14.32%	18.18%
EPS（元）	0.19	0.34	0.46	0.40	0.47
ROE（归属母公司）	6.44%	10.11%	12.38%	9.93%	10.79%
P/E	49	28	21	24	20

增持（维持）

当前价/目标价：9.59/11.91元

目标期限：6个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebcn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjiz@ebcn.com

感谢李坤为本报告编制所提供的帮助

市场数据

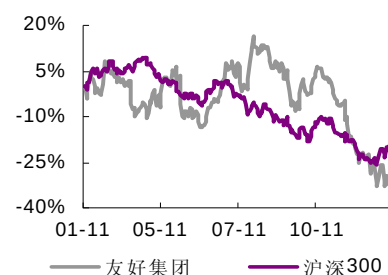
总股本(亿股)：3.11

总市值(亿元)：29.87

一年最低/最高(元)：8.44/15.27

近3月换手率：42.94%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.04	-25.59	-12.77
绝对	-6.58	-34.76	-31.74

相关研报

友好集团：积极拓展购物中心，乌鲁木齐再添一店

.....2012-01-11

友好集团：剥离中友公司，逐步聚焦商业主业

---公司公告点评

.....2011-12-24

友好集团：加速超市网点拓展，实现全业态发展

---公司公告点评

川投能源 (600674.SH) 电力、煤气及水等公用事业

即将拉开高增长的序幕

公司深度调研

◆公司简介:

公司是水电板块最具成长性的公司之一。公司持有 48% 股权的二滩水电拥有雅砻江流域梯级电站的开发权, 目前仅有二滩水电投产, 2012-2015 年将有锦屏一级 (360 万千瓦)、锦屏二级 (480 万千瓦)、桐子林 (60 万千瓦)、官地电站 (240 万千瓦) 相继投产, 装机容量将从 330 万千瓦增加到 1470 万千瓦, 增长 345%。

◆看好公司的几大理由:

- 1、受益于二滩水电的增长: 公司的权益容量将由目前的 282 万千瓦到 842 万千瓦, 增长 200%, 使得公司的业绩大幅增长。我们预计到 2015 年公司的每股收益将达到 1.89 元, **2010~2015 年均复合增速超过 40%**。
- 2、公司业绩超预期概率大: 田湾河 2 个 CDM 项目已获得 EB 注册, 若获得收益将带来惊喜 (EPS 增加 0.09 元); 二滩公司独家开发雅砻江, 联合调度有优势, 上游电站投产将为下游电站带来超发收益, 锦屏一级投产后, 二滩将获得 20 亿度电的枯期电量, **川投能源每股收益增加 0.26 元**。我们对锦屏电站的测算按照四川省标杆电价 0.288 元/kwh (含税), 事实上四川省对于具有年调节能力的电站上网电价比标杆电价高 0.03 元/kwh, **川投能源每股收益增加 0.15 元**。
- 3、股东支持, 四川省电力开发公司股权注入可期。根据控股股东川投集团承诺, 在公司可转债发行一年内注入四川省电力开发公司股权, 公司已于 2011 年 3 月发行可转债, 目前已开启注入时间窗口。
- 4、公开增发为二滩在建项目桐子林、官地提供资金保障。

核心要素分析: 公司是二滩水电装机容量快速增长的最佳投资标的

◆盈利预测与投资评级: “买入”评级

我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.50 元、0.65 元和 1.1 元, 按照 2011 年市盈率 35 倍计算, 公司的合理股价为 17.5 元, 我们认为目前的股价被低估, 未来公司的股价将随着二滩公司电站投产日期的临近而逐步上涨, 12 月的目标价是 17.5 元, 上涨空间是 56%。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	902	1,095	1,273	1,436	1,523
营业收入增长率	73.88%	21.40%	16.30%	12.75%	6.12%
净利润 (百万元)	172	340	470	710	1,202
净利润增长率	-52.12%	98.27%	38.11%	51.04%	69.16%
EPS (元)	0.18	0.36	0.50	0.65	1.10
ROE (归属母公司)	3.31%	6.17%	7.89%	8.10%	12.24%
P/E	62	31	22	17	10

买入 (维持)

当前价/目标价: 11.20/17.50 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

联系人

陈俊鹏

021-22169041

chenjunpeng@ebsecn.com

市场数据

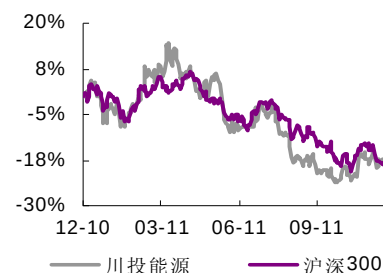
总股本(亿股): 9.33

总市值(亿元): 106.82

一年最低/最高(元): 11.37/18.08

近 3 月换手率: 19.22%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.90	2.04	-4.93
绝对	-11.42	-5.12	-25.06

可转债之后等待承诺兑现

.....2011-04-1

长期增长可期 可转债为短期催化剂

.....2011-02-1

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的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。

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。

特别声明

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

上海市新闻路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	李立志	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	lix1@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	zh Rui@ebsecn.com