

杨忱

晨会编辑

021-38565915

yangchen@xyzq.com.cn

兴业研发晨会纪要

2011年10月31日

股票市场

指数	收盘	涨跌幅(%)	
		1日	1周
海外成熟市场			
道琼斯指数	12231.11	0.18	3.58
标普500指数	1285.09	0.04	3.78
纳斯达克指数	2737.15	-0.05	3.78
日经225指数	9050.47	1.39	4.28
香港恒生指数	20019.24	1.68	11.06
香港国企指数	10625.16	0.56	15.24
英国 FTSE	5702.24	-0.20	3.89
海外新兴市场			
巴西圣保罗指数	59513.13	0.41	7.71
印度孟买指数	17804.80	2.98	5.12
俄罗斯 RTS 指数	1610.32	1.09	10.54
台湾加权指数	7616.06	0.67	4.98
韩国 KOSPI100	4105.62	0.51	5.15
国内市场			
上证综合指数	2473.41	1.55	6.74
上证B股	253.59	2.09	8.84
深证成份指数	10561.99	2.31	8.92
深圳B股	610.20	3.16	11.21
沪深300指数	2709.02	1.94	8.02
中小板指数	5884.89	2.11	7.48
上证国债指数	130.21	-0.01	-0.03
上证基金指数	4059.09	1.88	6.57

A股行业涨幅前五

指数	收盘	1日	1周
社会服务指数	893.03	3.73	12.09
房地产业指数	1162.26	3.72	11.45
传播文化指数	670.52	3.46	15.59
采掘业指数	2997.62	3.36	9.79
建筑业指数	1218.47	2.90	9.78

大宗商品

品种	收盘	涨跌幅(%)	
		1日	1周
纽约期油	93.32	-0.68	6.77
纽约棉花期货	104.37	0.05	7.49
NYBOT糖	26.15	-2.64	-1.25
芝加哥大豆	1217.00	-1.46	0.39
芝加哥玉米	655.00	0.54	0.89
伦敦铜	8175.00	0.37	14.42
伦敦铝	2242.00	-0.58	5.51
伦敦锌	1985.00	2.06	9.97
波罗的海干散货	2018.00	-3.49	-6.27

现货金

汇率/利率	中间价	1日	1周
美元/人民币	6.36	0.10	-0.37
欧元/人民币	6.36	0.00	-0.37
欧元/美元	9.02	1.27	2.91
美元/日元	1.41	-0.30	1.81
日元 LIBOR7日	75.82	-0.17	-0.62
美元 LIBOR7日	0.12	0.00	0.00
SHIBOR7日	0.19	0.00	-1.16
CHIBOR7日	4.98	9.63	44.99

数据日期:

2011年10月

31日

兴业证券研发视点

- 反弹行情将在犹豫中延续

分析师观点

- 兴业零售行业周报: 守得云开见月明, 零售反弹行情仍有空间可为
- 首商股份: 三季报符合预期同比增 69.63%
- 苏宁电器: 费用大幅增长拉低盈利增速
- 友谊股份: 业绩符合预期, 单季度盈利下滑源于投资收益同比减少
- 王府井: 费用增速低于收入增速提升三季度盈利能力
- 钢铁行业数据周报 2011/10/22-2011/10/28: 产业链主动去库存继续
- 风险资产全面反弹--有色金属行业周报
- 深圳机场三季报点评-时刻资源逐渐释放, 扩建工程有序开展
- 中信海直三季报点评-海上业务相对稳定, 陆航业务等待春风
- 航空机场10月月报-国际航线边际改善, 定增解禁如鲠在喉
- 兴发集团: 磷矿石业务高景气带动业绩增长, 长期发展前景良好
- 湖北宜化: 三因素推动1-9月业绩大幅增长
- 华鲁恒升: 前三季度盈利快速增长, 装置检修影响7-9月业绩
- 华东医药2011年三季报点评: 增长良好, 等待治理结构的改善
- 阳光照明3季度业绩靓丽, 增发价调整保障顺利实施-2011年3季报
- 大连港2011年三季报点评: 油品业务V型反弹, 利润拐点尚需时日
- 发展2011年三季报点评: 成本激增吞噬利润, 3季报低于预期
- 航运数据周报: BDI回调, 油轮运价反弹, 集运延续颓势
- 通信行业周报: 海外运营商业绩普遍下滑, 全球资本开支增长不明朗
- 同仁堂: 2011年3季报点评: 百年贵族 增长加速
- 云南白药2011年3季报点评: 优质白马 业绩靓丽
- 方正证券2011年三季报点评: 业绩低于预期
- 华泰证券2011年三季报: 自营亏损拉低业绩, 经纪市占率连续下滑
- 中信证券2011年三季报点评: 经纪业务份额上升
- 保利地产2011年三季报点评: 财务压力继续缓解
- 金融街2011年三季报点评: 业绩确定性高
- 卓翼科技2011年3季报: 手机代工模式转变助高增长, Q4或为起点
- BB值下探, 整体景气度下滑, 高端PCB板亮眼——PCB行业2011年10月月报
- 化工周报: 甲醇期货正式推出, 11月份MDI挂牌价发布
- 宝钢股份2011年三季报点评-随行业探底, 汇兑收益缓解盈利压力
- 鞍钢股份2011年三季报点评-四季度将随行业探底

宏观财经

- 通胀进入下行通道 政策微调显现实化---中国宏观经济周报
- 欧债缓和意料之内, 美国复苏情理之中

兴业证券研发视点

● 策略研究员 吴峰 (021-3856 5957)

反弹行情将在犹豫中延续

回顾：虽经风暴终见彩虹，反弹完全符合我们的判断

——和年初或者3月底《敦刻尔克大撤退》时不同，现在比那时乐观。诸多风险因素已充分释放，如高利贷、通胀、经济回落、海外危机；有些风险虽尚未完全兑现，但一定程度已反映在股价中，如盈利下调、房地产风险等。

——反弹完全符合我们判断。《勇敢者的游戏》《底部区域的反弹和煎熬》提示市场过度悲观，而政策微调、流动性改善、预期修复将驱动行情反弹。

展望：行情在犹豫中延续，在矫枉过正的情绪下冲高，在验证时回撤

——政策实质性“预调微调”，引发更多的憧憬：政府对小企业信贷支持的落实；允许4个地方政府自行发债和政府背书铁道债；“增值税制度改革试点”等，政策利好频率远超市场预期，引发更多对于货币政策放松的期待。

——通胀、房价下行，有助于政策改善空间增加。结合翘尾因素与农产品价格快速回落，通胀有望在年内持续下行；而房价松动也显示出调控的成果。

——宏观流动性改善，最糟糕的日子已过：票据直贴、转贴利率维持低位；银行间资金价格虽受月末扰动影响涨幅较大，预计本周资金面将重回宽松。

——海外因素对A股投资者情绪的影响短期偏正面：欧债危机如期“崩不了”，私人部门减记希腊债务，提高银行核心资本充足率；美国经济弱复苏，企业投资、汽车消费与美联储扭曲操作，推动美国经济三季度环比加速增长。

——博弈的角度：投资者情绪分歧仍较大，“惊弓之鸟”派更多，有助于行情延续、甚至矫枉过正，直到预期被证伪。此前关于喝汤行情的系列报告中曾提示，第一个验证点在11月中旬，第二个在12月初，验证实质性政策放松能否如期展开？能否对冲基本面下行压力？能则继续反弹，不能则回撤。

底部区域策略建议：留一半清醒留一半醉

——短期：可以“主题”一点。底部区域的跌深反弹，板块强弱较难从基本面入手，此时经济仍处于衰退、个股业绩“沼泽地”频出，建议进取型投资者关注：（1）强势板块，特别是政策利好带来的主题投资机会，可重点关注传媒、物流、餐饮旅游、神八带动的航天军工、种业、券商等。（2）继续按我们此前推超跌蓝筹的思路，关注金融、通信设备、交运设备、电力等。（3）自救行情，机构投资者可波段操作自己重仓股，并在反弹中优化持股。

——中期：战略上可乐观，战术上仍秉承防守反击。耐心寻找经济复苏的驱动力，深挖掘受益于政策放松或经济转型的行业；但是，经济周期确立复苏之前，债券的中期趋势更明朗，而股市底部区域的反弹仍有反复。

分析师观点

【信息点评】

● 商业零售行业研究员 向涛 (021-3856 5942)

兴业零售行业周报 (20111024-20111028): 守得云开见月明, 零售反弹行情仍有空间可为

1、本周兴业零售行业指数上涨 8.38%，跑赢上证指数(6.74%)；各子业态中，百货、超市、家电及IT、珠宝首饰、专业市场分别上涨 7.43%、7.60%、9.33%、12.36%、8.64%；

2、消费各子行业来看，除零售行业外，食品饮料、纺织服装、家电、农业、餐饮旅游分别上涨 6.60%、7.51%、8.52%、7.10%、9.91%；

3、个股方面，深国商、海印股份、老凤祥、新华都、成商集团分列涨幅榜前 5 位，分别上涨 17.76%、17.25%，南宁百货、兰州民百、文峰股份、爱施德、东百集团居涨跌幅后 5 位，涨跌幅为-0.69%、0.49%、2.72%、3.37%、3.47%；

4、目前百货、超市、专业市场、珠宝首饰相对 A 股剔除银行后的相对溢价率（静态）分别为 1.75、2.57、1.79、1.56，较 2000 年以来均值分别溢价-0.6%、127.4%、20.1%、-4.3%。

5、行业公司陆续公布三季报，目前看大部分零售公司三季报均复合甚至略超预期，行业整体继续维持高增长格局，配合现阶段市场反弹做多气氛以及国家政策在消费上给予的支持态度，零售股的反弹行情有望延续，建议投资者积极参与此轮行情。

下周重点推荐组合：首商集团、大商股份、豫园商城

首商股份（600723，¥12.45，强烈推荐）：三季报符合预期同比增69.63%

公司发布 2011 年三季报，2011 年前三季度公司实现营业收入 85.04 亿元，同比增长 24.20%，实现营业利润 5.86 亿元，同比增长 42.10%，实现归属母公司净利润 2.86 亿元，同比增长 69.63%，基本每股收益 0.43 元，单季度基本每股收益 0.14 元。

点评：

公司业绩符合预期，我们维持对公司“强烈推荐”的投资评级。

1) 三季度单季维持营收盈利高增长。公司单季度营收 26.50 亿元，同比增 21.65%，营业利润同比增 56%，归属母公司净利润同比增 77.60%；

2) 毛利率同比下降。公司前三季度综合毛利率 21.08%，同比下降 0.89 个百分点，其中三季度综合毛利率 21.24%，同比下降 2.55 个百分点；

3) 单季度费用增长低于收入增幅，使得盈利大幅增长。公司前三季度销售费用同比增 13.98%，其中三季度同比增 16.51%；公司前三季度管理费用同比增 4.87%，其中三季度同比增 2.52%；公司前三季度财务费用同比增长 23.80%，其中三季度同比下降 62.79%；费用增速要低于收入增速，我们认为主要是两家公司合并后没有更多的新店开出，费用开支增长放缓；

4) 维持“强烈推荐”的投资评级。我们维持公司盈利预测不变，预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.60 元、0.74 元、0.87 元，目前对应 PE 分别为 21X、17X、14X，维持“强烈推荐”的投资评级。

苏宁电器（002024，¥11.25，强烈推荐）：费用大幅增长拉低盈利增速

公司发布 2011 年三季报，2011 年前三季度公司实现营业收入 676 亿元，同比增长 24.54%，实现营业利润 46.62 亿元，同比增长 24.20%，实现归属母公司净利润 34.22 亿元，同比增长 21.03%，基本每股收益 0.49 元，单季度基本每股收益 0.14 元。

点评：

1) 前三季度保持高速开店态势。公司 1-9 月新开店 244 家，关店 18 家，净增门店 226 家，其中 7-9 月新开店 92 家，关店 6 家，净增点 86 家，截止报告期末公司在大陆地区共计拥有门店 1537 家（常规店 1390 家，县镇店 132 家，精品店 15 家），建筑面积 613.76 万平米，其中自有门店 34 家；此外公司在香港、日本拥有门店 29 家和 9 家；

2) 三季度可比店面销售增速略有回升。公司前三季度可比店面销售同比增长 3.43%（今年前三个报告期分别为 4.12%、3.14%、3.43%），三季度可比门店销售较二季度略有回升；

3) 营收维持高增长。公司单季度营收 234 亿元，同比增 28.21%（1-3 季度分别增长 23.16%、22.26%、28.21%），三季度公司营收增速为今年最高，主要得益于新开店贡献收入；单季度营业利润同比增 14.04%（1-3 季度分别增长 27.54%、29.22%、14.04%），归属母公司净利润同比增 10.94%（1-3 季度分别增长 27.05%、24.05%、10.94%）；营业收入中网购收入 40.79 亿元（含税）（上半年 25.69 亿元），扣税后预计占总收入比重在 15%左右；

4) 毛利率增长维持。公司前三季度综合毛利率 18.70%，同比增 1.42 个百分点，其中三季度综合毛利率 18.81%，同比增 1.07 个百分点（1-3 季度综合毛利率分别为 18.07%、19.14%、18.81%，同比持续提升）；毛利率增长仍源于供应链的持续优化，自营商品经营能力不断提升；

5) 新店培育和人工成本上升带来费用增长压力。公司前三季度销售费用同比增 37.68%（费率 9.88%，同比提升 0.94 个百分点），其中三季度同比增 50.40%；公司前三季度管理费用同比增 64.46%（费率 2.05%，同比提升 0.50 个百分点），其中三季度同比增 66.15%；两项费用大幅增长主要还是新开店培育期长于以往且开店成本上升，此外公司员工薪酬上升幅度较大，拉高管理费用增幅；公司前三季度财务费用同比下降 9.89%（费率-0.46%，同比提升 0.06 个百分点），其中三季度同比增长 15.36%；

6) 投资收益同比大幅上升。公司投资收益同比增加 4 倍到 1.42 亿元, 主要是公司对日本 LAOX 的投资从 34.28% 上升到 51%, LAOX 由原来的联营企业变为公司控股子公司。在合并财务报表中, 公司对于购买日 (2011 年 8 月 31 日) 之前持有的 LAOX 的 34.28% 的股权, 按照该股权在购买日的公允价值进行重新计量, 公允价值与账面价值的差额计入当期投资收益。由此, 投资收益本期比上年同期增长了 4475.43%; 若不考虑此项投资收益影响, 公司前三季度营业利润同比增长 20.52%, 单季度同比下降 1.50%;

7) 维持“强烈推荐”的投资评级。我们维持公司盈利预测不变, 暂不考虑增发摊薄, 预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.74 元、0.92 元、1.16 元, 对应动态 PE 分别为 15X、12X、10X, 维持对其“强烈推荐”的投资评级。

友谊股份 (600827, ¥16.39, 强烈推荐): 业绩符合预期, 单季度盈利下滑源于投资收益同比减少

公司发布 2011 年三季报, 2011 年前三季度公司实现营业收入 353 亿元, 同比增长 8.39%, 实现营业利润 20.85 亿元, 同比增长 30.86%, 实现归属母公司净利润 11.74 亿元, 同比增长 39.84%, 基本每股收益 0.68 元, 其中三季度单季度 0.14 元。

点评:

公司业绩符合预期, 我们维持对公司“强烈推荐”的投资评级。

1) 公司吸收合并百联股份后前三季度 eps0.68 元, 其中包含转让建配龙股权获得一次性收益贡献 EPS0.13 元, 扣除该非经常性损益后公司的 EPS 为 0.55 元;

2) 单季度盈利下滑源于投资收益同比减少。公司单季度营收 110 亿元, 同比增 5.88%, 营业利润 4.39 亿元, 同比下降 13.77%, 归属母公司净利润 2.43 亿元, 同比下降 10.59%; 三季度单季度营业利润及归属母公司净利润同比下滑, 主要是去年同期百联和友谊分别有转让可出售金融股权投资收益, 今年三季度该项收益较小, 若不考虑投资收益, 三季度单季度公司营业利润同比增长 20.70%;

3) 毛利率基本持平。公司前三季度综合毛利率 22.64%, 同比增 0.08 个百分点, 其中三季度综合毛利率 23.29%, 同比增 0.01 个百分点;

4) 销售费用略增, 管理及财务费用同比下降。公司前三季度销售费用同比增 10.15% (费率 13.96%, 同比提升 0.22 个百分点), 其中三季度同比增 10.26%; 公司前三季度管理费用同比下降 2.24% (费率 3.73%, 同比下降 0.41 个百分点), 其中三季度同比下降 5.33%; 公司前三季度财务费用同比下降 496.48% (费率 -0.29%, 同比下降 0.36 个百分点), 其中三季度同比下降 332.05%; 费用总体在可控范围内, 重资产培育成熟降低公司财务杠杆及利息收入增加使得公司财务费用同比大幅下降;

5) 实际所得税率小幅提升。公司前三季度实际所得税率 24.72%, 同比提升 0.24 个百分点; 其中三季度实际所得税率 28.05%, 同比提升 0.86 个百分点;

6) 维持“强烈推荐”的投资评级。我们预测吸收合并后公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.88 元 (其中主业 0.75 元, 转让地产影响损益 0.13 元)、0.90 元、1.10 元, 公司目前股价对应动态 PE 分别为 22X、18X、15X, 维持对公司“强烈推荐”的投资评级。

王府井 (600859, ¥40.37, 强烈推荐): 费用增速低于收入增速提升三季度盈利能力

公司发布 2011 年三季报, 2011 年前三季度公司实现营业收入 121.85 亿元, 同比增长 22.70%, 实现营业利润 6.87 亿元, 同比增长 38.90%, 实现归属母公司净利润 4.53 亿元, 同比增长 39.92%, 基本每股收益 1.08 元 (按最新股本摊薄后 0.98 元), 其中三季度单季度 0.33 元 (摊薄后 0.30 元)。

点评:

公司业绩符合预期, 我们维持对公司“强烈推荐”的投资评级。

1) 三季度营收增长稳健, 盈利增长显著。公司单季度营收 38.29 亿元, 同比增 20% (1-3 季度分别增长 26.38%、20.84%、20.00%), 营业利润同比增 61.49% (1-3 季度分别增长 36.66%、24.28%、61.49%), 归属母公司净利润同比增 70.95% (1-3 季度分别增长 39.83%、15.26%、70.95%); 三季度盈利增长显著;

2) 毛利率得以维持并提升。公司前三季度综合毛利率 18.72%, 同比增 0.21 个百分点, 其中三季度综合毛利率 18.72%, 同比增 0.30 个百分点 (1-3 季度综合毛利率分别为 18.42%、19.13%、18.72%, 同比均有上升); 王府井近年来开始尝试开创特色经营, 尽可能回避打折价格战的营销手段, 维持公司毛利率水平;

3) 单季度费用增长低于收入增幅, 使得盈利大幅增长。公司前三季度销售费用同比增 23.70% (费率 8.81%, 同比提升 0.08 个百分点), 其中三季度同比增 15.70%; 公司前三季度管理费用同比增 11.39% (费率 2.89%, 同比下降 0.29 个百分点), 其中三季度同比增 1.67%; 公司前三季度财务费用同比下降 25.71%

(费率 0.41%，同比下降 0.27 个百分点)，其中三季度同比下降 27.41%；三季度单季度费用增幅显著低于收入增幅，主要是单季度没有新开门店，同时年终奖等大额开支在上半年体现；

4) 实际所得税率提升。公司前三季度实际所得税率 29.37%，同比提升 5.75 个百分点；其中三季度实际所得税率 25.71%，同比提升 5.27 个百分点；公司实际所得税率提升主要是成都地区所得税从按 15% 提升至 25% 计征，同时部分新开门店培育期所致；

5) 资产负债表方面，在建工程较年初同比增加 3 倍到 3.11 亿元，主要是双安商场停业装修及部分门店改造，此外还引起长期待摊费用大幅增长；公司资产负债率 54.06%，较年初略降 1.09 个百分点；

6) 现金流量表方面，经营活动现金流同比增长 9.47%；投资活动现金流同比增加一倍到 4 亿元，主要是双安商场等重装所致；筹资活动现金流同比增加 8 千万，主要是可转债转股后负债下降；

7) 维持“强烈推荐”的投资评级。我们维持公司盈利预测不变，考虑增发摊薄，预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.34 元、1.69 元、2.00 元，对应动态 PE 分别为 30X、24X、21X，维持对其“强烈推荐”的投资评级。

● 钢铁行业研究员 兰杰 (021-3856 5960)

钢铁行业数据周报2011/10/22-2011/10/28: 产业链主动去库存继续

周报要点:

1. 国内钢材市场: 本周国内钢材市场震荡整理，成交略有起色，随着铁矿石价格下跌，钢厂出厂价频繁下调。同时由于资金面紧张，下游采购积极性并不高，市场对后市担忧，出货意愿较强。虽然部分钢厂公布了检修的计划，但目前影响的产量还不多，供过于求依旧比较突出。

2. 国际钢材市场: 本周国际钢市保持疲软。CRU 国际钢价综合指数为 199.9，与上周持平，比上月下滑 2.2%，比去年同期上涨 12.5%。欧洲市场保持疲软，欧元持续升值，薄板进口压力增加。美国薄板价格继续下滑，季节性需求下滑导致供过于求。亚洲市场继续下滑，铁矿石价格连续暴跌，各国钢价普遍下跌。总体上判断短期内国际钢材市场将持续疲软。

3. 库存情况: MySteel 统计的全国 26 城市长材和 23 城市板材库存总和为 1,434 万吨，周环比下降 3.6%。上周螺纹钢库存为 567 万吨，周环比下降 4.6%，同比增幅为 11.8%。热轧库存 457 万吨，周环比下降 1.4%。线材库存 112 万吨，周环比下降 11.9%。冷轧库存 153 万吨，周环比下降 1.3%。中板库存小幅下滑。

4. 原材料市场: 铁矿石现货市场继续大幅下跌。淡水河谷 3 季度产量创新高。淡水河谷 3 季度铁矿石产量增长 6.4% 至创纪录的 8790 万吨，季比增 9.5%。在澳大利亚，力拓认为矿价下跌或加速短期定价机制形成。在印度，现货铁矿石价格继续大幅下跌。现货市场继续下跌，63.5% 印粉到中国价格降至 132-134 美元/吨 (CFR)，较上周降 22 美元/吨，与 9 月末相比降幅达 45 美元/吨。利润情况测算: 从上周利润测算情况看 (现货)，虽然国内各品种钢材价格稳中有升有降，但铁矿石和废钢等原料价格大幅下降，导致各种钢材利润均有一定幅度有升: 螺纹钢的吨毛利周环比上升 195 元/吨; 线材上升 89 元/吨，热轧上升 147 元/吨，中板上升 137 元/吨，冷轧上升 139 元/吨。

5. 行业基本面仍在低位反复，停产检修已在炼铁缓解逐渐扩散，但随着上周钢价小幅反弹，小部分检修高炉复产。我们认为货币和宏观紧缩政策的累积效应仍会趋势行业下行一定空间。随着季报披露完毕，业绩环比下滑预期已兑现，尽管四季度景气依旧低迷，但在政策底已出端倪的市场解读下，上周二级市场钢铁行业随大盘反弹。从中期配置看，我们认为前期深跌但中期竞争优势没有变化的个股已具备投资价值。配置上: 1. 推荐八一钢铁、新兴铸管、凌钢股份深跌优势股。2. 继续推荐河北钢铁，随增发截止日期接近，公司资本诉求意愿会更加强烈。3. 维持前期对大型钢厂的中长期投资观点，推荐宝钢、马钢、武钢。

● 有色金属行业研究员 罗人渊 (021-38565964)

风险资产全面反弹--有色金属行业周报 (11/10/23-11/10/28)

基本金属大幅反弹。本周欧盟峰会取得阶段性成果，而汇丰中国制造业 PMI 也创出 5 个月新高，全球市场风险偏好情绪略有恢复，风险资产均大幅反弹。美元指数下跌 1.71% 至 75.089。LME 金属指数上涨 10.47%，其中，铝价上涨 5.51% 至 \$2242，铜价上涨 14.42% 至 \$8175，锌价上涨 9.97% 至 \$1985，铅价上涨 9.14% 至 \$2090，镍价上涨 4.79% 至 \$19700，锡价上涨 1.96% 至 \$22100。

上交所铝库存再次大幅下降，本周大幅下跌 28.80% 至 24095 吨; 上交所铜库存大幅下跌 40% 至 11717 吨。LME 金属库存也大多有所下跌: 铝、铜、锌、铅、镍、锡库存分别下跌 0.30%、下跌 3.44%、下跌 0.85%、

下跌 0.01%、上涨 0.26%、下跌 5.43%。

市场已逐步接受欧洲的现有解决方案，至少短期内欧债应没有进一步蔓延的风险；另一方面，国内也有调控政策放松的迹象，而资金价格也逐渐走低。我们认为，上述两点共同促成了本轮金属的大幅反弹。然而，欧债问题依然未有根本解决方案，而国内实体经济依然受地产调控的重要影响，较难出现明显的环比改善。因此，基本金属继续大幅上涨冲击前期高点的可能性并不大。维持行业评级“中性”。

黄金重启涨势。本周在美元下跌以及全球资产价格上涨的带动下，黄金也大幅反弹，国际现货金价上涨 6.17% 至 \$1743.75，SPDR 黄金 ETF 持仓上涨 1.31%。我们认为本次金价大幅反弹，更多体现的是资金配置的推动，考虑全球经济复苏依然风险重重，黄金显然是更优于工业基本金属的配置选择，因而相较于基本金属，我们对于黄金更为乐观。个股方面，继续重点推荐估值偏低，增长确定的紫金矿业。国际现货银上涨 12.54% 至 \$35.3225，铂上涨 8.76% 至 \$1645.75，钯上涨 8.29% 至 \$666。

稀土继续下跌。本周上涨的有：中国铟上涨 12.78%，LME 钴上涨 0.85%，另一方面，中国钨精矿下跌 4.70%，长江锰下跌 3.53%，包头氧化镨下跌 2.86%，国际铬下跌 2.73%，包头氧化钕下跌 2.44%，长江铋下跌 2.15%，长江钴下跌 1.85%，中国钨精矿下跌 1.77%，欧洲钒下跌 1.46%，国际钛下跌 1.31%，长江镁下跌 0.54%。

● 交通运输行业研究员 朱峰 (021-38565939)

深圳机场三季度报点评 - 时刻资源逐渐释放，扩建工程有序展开

事件：

深圳机场第 3 季度收入 5.04 亿，归属股东净利润 1.76 亿，同比增长 6.3% 和 2.3%，合 EPS 0.10 元。1~9 月公司累计实现收入 15.07 亿，归属股东净利润 5.28 亿，同比增长 7.7% 和 -2.0%，合 EPS 0.31 元，符合我们预期。

点评：

(1) 受深圳住房公积金新政、非航业务发展迅速、加强主业拓展、T3 建设等因素影响，公司主营成本、营业税金及附加、销售费用和管理费用增幅超过收入增幅。2010 年 12 月 20 日起深圳开始实行住房公积金缴存制度，公司人力成本有所增加；非航业务发展迅速，广告收入重拾升势，使得营业税金增加；在大力建设 T3 的同时，公司还积极拓展航空主业，完善航线网络，继续发展“经深飞”服务品牌，增建异地城市候机楼，使得销售费用和管理费用有所增长。1~9 月公司主营成本、营业税金及附加、管理费用、销售费用分别增长 7.8%、18.9%、35.5%、20.8%，快于主营收入的增速。

(2) 第二跑到顺利启用，时刻资源有所释放。7 月 26 日深圳机场第二跑道正式启用，至此深圳机场正是迈入双跑道运行时代，时刻资源紧张的现状得到部分缓解。在经历 8 月份大运会的压抑之后，9 月份公司旅客吞吐量同比增长 10.1%，飞机起降增长 6.4%，远高于 1~8 月累计 5.1% 和 1.9% 的增速。

(3) T3 建设进展顺利，并将增建南货运区代理人仓库和向集团购置 B 号候机楼扩建土地。7 月份深圳机场 T3 航站楼钢结构已顺利封顶，截至 2011 年 9 月 30 日公司在建工程达 26.5 亿元，较年初增加 12.4 亿元，T3 建设工程进展顺利，预计 2012 年底能顺利启用。同时 10 月 29 日公司公告，为提高 T3 新货站的货物吞吐能力，节约有限的临空土地资源，公司将投资 2.29 亿元建设南货运区代理人仓库（一期）项目。该项目将有助于进一步加强深圳机场货运枢纽的地位和竞争能力，2.29 亿的投资约合公司现有固定资产和在建工程的 4.4%，资本开支不大，对公司未来的盈利不会产生明显的负面影响。另外，公司将出资 954 万元向集团购置 2003 年 B 号候机楼扩建时增加的土地面积，按候机楼使用年限分摊计入成本后，对公司盈利无实质性影响。

(4) 盈利预测和估值：2011 年 8 月的大运会，航空客流受到压抑，公司提升安检水平从而带来额外成本；2012 年底扩建工程的启用会带来额外新增的开办费用，2013 年扩建工程折旧和财务费用增大成本，我们估计公司 2011~2012 年业绩难以大幅提升，2013 年业绩降至谷底，2014 年起产能利用率和业绩将进入爬升阶段。考虑到二跑道启用后，时刻资源紧张的情况有所缓解，航班数量和客流增速将有所提高，我们上调公司 2011~2013 年 EPS 预测为 0.44、0.49、0.33 元。未来关注港深机场股权合作的可能性，以及非航收入的快速成长。

(5) 风险提示：国内宏观调控使经济增速下滑致使航空旅客增速下降，2012 年沪杭甬深高铁全线贯

通产生分流，T3 扩建预算超预期

中信海直三季度报点评 - 海上业务相对稳定，陆航业务等待春风

事件：

中信海直第 3 季度收入 2.34 亿，归属股东净利润 0.39 亿，同比增长 9.2%、9.8%，合 EPS 0.08 元。1~9 月累计实现收入 6.69 亿，归属股东净利润 1.04 亿，同比增长 8.7%，合 EPS 0.20 元，符合我们预期。

点评：

(1) 应收账款骤增提高公司垫资成本。由于公司海上石油飞行商务合同价格正在洽谈中，飞行收入款回笼减少，截至 9 月 30 日公司应收账款达 2.63 亿元，较年初大幅增长 72%，凸显了石油公司的强势地位。在海上石油直升机服务已经形成寡头 VS 寡头（中信海直、南航珠直、东方通航 VS 中海油、中石油、中石化）的竞争格局下，如何提升公司的地位和话语权是一个值得讨论和期待的问题。

(2) 人民币升值贡献大额汇兑收益，但也显示出通航运营企业较为脆弱的盈利能力。受欧美债务危机影响，今年 1~9 月人民币兑美元升值 4.04%，有望带来约 3000 万元汇兑收益，贡献 EPS 约 0.04 元。若扣除汇兑收益和垫资成本，我们预计公司主业盈利小幅增长，与公司主业平稳增长相吻合。中信海直在我国通用航空运营企业当中算是佼佼者，但盈利能力仍然较为脆弱，从侧面反映了我国通航运营企业艰难的生存环境。这些经历艰苦磨难、千锤百炼并且存活下来的企业，一旦等到低空开放、通航腾飞的春天，或将爆发出无限的生命力。

(3) 后续购机计划重新调整。由于欧直公司大型机产能不足，故公司保留购买尚未完成交付的 4 架中型机 EC155B1 的购机合同，拟用 2 架中型机顶替 1 架大型机以缓解大型机运力不足的矛盾。从长期来看，中型机在海上和陆上均有广阔的市场前景，需求问题无需担心。但为了满足深海油田开发的需要和稳定市场份额，研究和购置大型机对公司而言刻不容缓。

(4) 盈利预测与估值：我们预测公司 2011~2013 年 EPS 为 0.27、0.35、0.46 元。鉴于通用航空未来可能出现的爆发性增长，我们给予公司 2012 年 35X PE，目标价 9.45 元，维持推荐评级

(5) 风险提示：油价大跌致使海油开发减速，低空开放和陆上通航发展低于预期，飞行安全事故

航空机场10月月报 - 国际航线边际改善，定增解禁如鲠在喉

(1) 主业盈利环比回落，同比依然增长。预计 9 月航空业收入 318 亿元，同比+18%，环比-12%；毛利率 21%，同比-0.8 个 PT，环比-5 个 PT；行业盈利 37 亿元，同比-39%，环比-44%。预计 1~9 月累计收入 2647 亿元，同比+19%；毛利率 20%，同比-1.6 个 PT；行业盈利 294 亿元，同比+9%。

(2) 国内景气环比降同比升，国际景气呈现边际改善。9 月我国全民航综合、国内（含地区）、国际和地区的运输总周转量（RTK）分别为 49.81、32.99、16.81、1.00 亿吨公里，同比增长 5.90%、9.30%、-0.2% 和 5.7%，环比下降 3.2%、4.1%、1.4% 和 9.7%。暑期旺季过后，航空市场环比季节性回落，但同比增速却出现上升，充分显示了国内航空市场需求依然旺盛，增长速度保持强劲势头。

(3) 飞机增速持续降低，运力供给受控。9 月我国民航飞机 1709 架，同比和环比分别增长 9.62% 和 0.9%。飞机日利用率 9.3 小时，同比增加 0.2 小时，环比下降 0.3 小时。

(4) 航空运营效率维持高位，票价水平依然坚挺。9 月综合、国内（含地区）、国际和地区客座率（PLF）分别为 82.1%、83.1%、78.3% 和 74.8%，同比上升 1.0%、1.3%、-0.2% 和 1.5%，环比下降 2.9%、2.8%、3.2%、8.6%。国内客座率同比微升，国际客座率同比持平。预计 9 月我国民航客公里票价约 0.73 元，同比提高 8.0%，吨公里收入约 6.2 元，同比提高 11%，票价水平虽然环比季节性回落，但同比依然坚挺。

(5) 人民币长期有望继续升值，油价短期不具备大幅上涨基础。长期来看，欧美国家凯恩斯式救助碰到天花板，宽货币的“央行救政府”将使得欧美货币面临长期贬值压力，多因素的“连推带拉”致使人民币长期面临“被走强”压力。油价 8 月以来宽幅震荡并有所下跌。若欧债危机得到缓解，美国经济

呈现复苏势头，则油价可能会温和上涨。但以全球经济整体疲弱现状来看，强劲复苏尚需时日，故我们认为油价短期内不具备大幅上涨的基础，国内航空公司业务毛利率有望保持一个较为稳定的水平。

(6) 机场：航空需求相对稳定，非航需求快速提升。国内市场高度景气使得各上市机场航空业务快速增长。同时非航业务的不断发展将改善机场收入结构，机场业务的消费属性日渐增强，抗通胀特性明显，机场业绩增长的确定性带来大盘震荡过程中的防御性。

(7) 风险提示：高铁成网之后对航空业冲击超预期，油价大幅上涨，欧美债务危机加剧使国内外经济陷入二次衰退，A380 即将引进带来的运营亏损和航线竞争，航空股估值高企与大盘系统性风险，发生突发性疾病、灾害或不可抗力等。

(8) 行业评级及投资策略：在市场资金面紧张的情形下，国航和南航 11 月定增解禁短期或对股价会造成一定冲击，冲击程度取决于解禁时股价与定增价的价差，以及价差相对大盘的超额收益幅度。鉴于 9 月份航空基本面依然良好，国内和国际航线旅客同比增速均呈现明显回升态势，国际航线前景逐渐向好，我们推荐对国际经济复苏弹性最大的中国国航，进入旅游旺季和航空主业整合的海南航空，京沪航线占比最大的东方航空（高铁冲击低于预期），国内航线占比较大能充分享受国内场景气的南方航空。机场航空与非航业务比翼齐飞，业绩提升的确定性带来大盘震荡过程中的防御性。我们推荐商业价值日益凸显、收入结构持续改善的上海机场，空域时刻逐步释放、海西经济融合拉动旅客需求的厦门空港。通航产业长期发展空间巨大，但短期内不可能一蹴而就，业绩难以快速释放。盈利能力较强，现有业务有明显发展空间的公司值得重点关注。我们推荐民用炭/炭材料市场发力、产能即将释放的博云新材，空管系统订单在“十二五”开始爆发的川大智胜；关注航空维修稳步增长、航空研发和制造厚积薄发的海特高新，陆航业务有望跨越式发展的中信海直

● 化工行业研究员 刘曦 (021-3856 5754)

兴发集团 (600141, ¥20.96, 推荐): 磷矿石业务高景气带动业绩增长, 长期发展前景良好

事件:

兴发集团公布 2011 年三季报, 1-9 月实现营业收入 50.39 亿元, 同比增长 48.1%, 实现营业利润 2.52 亿元, 同比增长 21.7%, 实现归属于母公司的净利润 1.92 亿元, 同比增长 23.9%。按 3.65 亿股的总股本计, 实现 EPS 0.53 元, 每股经营性现金流为 0.96 元。

其中 7-9 月实现营业收入 17.65 亿元, 同比增长 37.8%; 实现归属于母公司的净利润为 7906 万元, 同比增长 25.9%, 实现 EPS 0.22 元 (扣除非经常性损益后 EPS 为 0.24 元)。

公司同时发布公告, 拟以宜都兴发化工有限公司为主体投资新建 200 万吨/年磷矿选矿工程项目, 以刘草坡化工厂为主体投资新建 5 万吨/年甲酸钠项目, 并拟以全资子公司保康楚烽化工有限责任公司为主体与兴山县水电专业公司 (持有兴发集团股份 2196 万股, 占比 6.01%) 共同投资设立襄阳兴发化工有限公司。

点评:

兴发集团前三季度业绩与我们前期 EPS 为 0.54 元的预测基本一致, 磷矿石业务景气提升是公司业绩增长的最主要原因。

磷矿石业务景气提升是公司业绩增长的最主要原因。报告期内公司收入和净利润分别增长 48.1%、23.9%, 结合公司中报公布的分业务增长情况, 我们判断贸易业务仍是公司收入增长的最主要部分, 公司的综合毛利率的下降属于贸易业务占比提升的正常反映。

公司磷化工产品价格均有不同程度的上涨, 根据我们的统计, 1-9 月磷矿石 (30%)、五钠的均价分别为 446、6032 元/吨, 同比分别上涨 40.2%、24.4%, 同时磷矿石销量也有所增长, 结合公司中报和三季度报信息, 我们判断磷矿石业务景气提升是公司业绩增长的最主要原因, 而有机硅业务目前盈利情况难言理想。

排除贸易业务占比提升的影响, 报告期内公司管理费用和财务费用实际上较去年同期增长较多, 主要原因分别为兴瑞公司业务并表和借款规模增加、贷款利率上升; 此外, 公司收到的政府补助增加对业绩增长有一定正面影响。

新建项目符合行业长期发展趋势, 前景良好。公司拟以宜都兴发化工有限公司为主体投资新建 200

万吨/年磷矿选矿工程项目，该项目建设期为19个月，主要为宜都“836”及后续项目（主要产能包括2×80万吨硫酸、2×30万吨磷酸、60万吨磷酸一铵、30万吨普钙）提供配套，并有望通过对中低品位磷矿的高效利用实现资源价值的最大化。

黄磷行业产能过剩情况较为严重，而未来伴随国家环保和行业准入标准的提升，行业落后产能将被逐步淘汰，通过尾气深度净化利用（余热发电，或生产甲酸、甲酸钠等产品）完善产业链将是大型磷化工企业提升竞争力的重要手段。公司新建5万吨/年甲酸钠项目符合行业发展趋势。

维持“推荐”评级。我们在10月23日的磷化工行业深度报告《磷矿资源价值面临提升，看好一体化企业发展前景》中指出：伴随资源整合的强力推进，未来3-5年国内磷矿石面临资源价值提升的良好机遇，磷化工行业产能将迅速向拥有资源的一体化企业集中。

作为资源价值突出的国内磷化工领先企业，兴发集团坐拥丰富的磷矿和水电资源，且后续的资源储备和生产能力仍将不断提升。公司整体发展思路清晰且符合行业趋势，其磷矿石业务目前景气仍有提升空间，磷肥项目则为后续利润增长和磷矿石业务规模的扩大奠定了基础。我们维持公司2011-2013 EPS分别为0.70、1.18、1.50元的预测，维持“推荐”的投资评级。

湖北宜化（000422，¥21.29，推荐）：三因素推动1-9月业绩大幅增长

事件：

湖北宜化公布2011年三季报，1-9月实现营业收入125.87亿元，同比增长52.3%，实现营业利润12.61亿元，同比增长69.3%，实现归属于母公司的净利润7.70亿元，同比增长71.6%。按5.42亿股的总股本计，实现EPS 1.42元，每股经营性现金流为0.93元。

其中7-9月实现营业收入52.6亿元，同比增长61.8%；实现归属于母公司的净利润为3.05亿元，同比增长153.1%，实现EPS 0.56元。

点评：

湖北宜化前三季度业绩与于公司前期业绩预告（1-9月归属于上市公司股东的净利润同比增长65%-75%）一致。产品价格上涨、PVC销量增加，以及完成收购子公司剩余股权是公司业绩同比大增的主要原因。

1-9月业绩同比大幅增长。今年前三季度由于需求恢复和原料价格上涨，尿素、磷酸二铵、PVC等产品价格有不同程度的上涨。以华东价格为例，尿素、磷酸二铵、PVC（电石法）1-9月均价分别为2176、3369、7834元/吨，同比分别上涨28.7%、23.9%、7.3%；

内蒙宜化和青海宜化（PVC产能均为30万吨）分别于去年4月和7月建成投产，因此1-9月公司PVC销量同比有显著增长；公司于去年8月完成对子公司贵州宜化、宜化肥业剩余各50%股权的收购，实现了对二者的完全控股（二者去年上半年对应的少数股东损益分别约为0.28、0.99亿元）。

以上三点是公司1-9月业绩大增的主要原因，公司1-9月整体所得税率提升主要是由于联合化工和太平洋化工（今年所得税率为12.5%）业务占比下降。

维持“推荐”评级。当前化工下游整体需求较为平淡（有一定季节性因素），尿素、PVC等产品价格均将有不同程度的调整，但小型企业成本提升较多有望为上述产品价格提供支撑，而磷肥价格则有望伴随磷矿资源收紧呈现稳中有升局面。公司在资源富集地区持续扩张的战略符合行业趋势，可望获得较为理想的回报，拟建磷肥项目盈利前景良好。我们维持公司2011-2013年EPS为1.67、1.93、2.30元的预测（未考虑增发对公司盈利能力和总股本的影响），维持“推荐”的投资评级。

华鲁恒升（600426，¥9.89，推荐）：前三季度盈利快速增长，装置检修影响7-9月业绩

事件：

华鲁恒升公布2011年三季报，1-9月实现营业收入38.45亿元，同比增长14.5%，实现营业利润3.25亿元，同比增长93.4%，实现归属于母公司的净利润2.77亿元，同比增长90.5%。按9.54亿股的总股本计，实现EPS 0.29元，每股经营性现金流为0.21元。

其中7-9月实现营业收入10.67亿元，同比下降0.6%；实现归属于母公司的净利润为1626万元，同比增长169.5%，实现EPS 0.02元。

点评：

华鲁恒升三季报业绩低于我们前期EPS为0.39元的预期，行业景气提升下的产品价格上涨和毛利率提升是公司前三季度净利润增长的主要原因，但公司三季度生产线检修对于其单季度业绩影响较大。

主要产品盈利能力提升带动前三季度业绩增长。今年1-9月公司主要产品尿素、醋酸、DMF价格同比均有所上涨，以华东市场价为例，尿素、醋酸、DMF 1-9月均价分别为2176、3499、6459元/吨，同比分

别上涨 28.7%、21.3%、21.1%，相应盈利水平有不同程度提升，进而带动公司前三季度业绩增长。

装置检修影响 7-9 月业绩。公司于 8 月 1 日-9 月 3 日对生产装置进行全系统停产检修，并利用检修时间为新项目开车做好相关准备。该次检修对公司 7-9 月业绩影响较大。具体而言，公司单季度收入减少约 4 亿元（相应营业成本也有减少），但折旧、人工和部分期间费用仍正常确认（财务费用还有所增加），因此公司三季度综合毛利率和净利率均有明显下降，业绩环比下滑较多。

维持“推荐”评级。由于当前化工下游整体需求较为平淡（有一定季节性因素），尿素、醋酸等产品价格均将有不同程度的调整，但小型企业成本提升较多有望为上述产品价格提供支撑。公司作为国内大型综合性化工企业内生式扩张的代表，依托先进的煤化工生产技术构建多联产平台，后续醋酸、乙二醇、醋酸等项目可望获得较为理想的回报。结合三季报信息，我们小幅调整公司 2011-2013 年 EPS 预测至 0.50、0.75、1.05 元（按照最新股本计算），维持“推荐”的投资评级。

● **金融行业研究员 张颖 (021) 38565970)**

方正证券(601901, ¥6.80, 推荐)2011年三季度报点评: 业绩低于预期

方正证券公布三季度业绩，单季度收入 3.33 亿元（同比减 58.56%），净利润-0.68 亿元（同比减 118.13%），EPS -0.01 元。前三季度营业收入 12.99 亿元（同比减少 27.41%），净利润 2.2 亿元（同比减少 68.87%），EPS 0.05 元。因 IPO 募集 60 亿元资金，期末净资产 143.23 亿元，较年中上升 61.41%。

公司前三季盈利低于预期，与自营亏损有关；且 2011 年佣金率降幅达 16%、投行表现也出现下滑。经纪业务：单季度来看，三季度市场份额 1.79%，环比上升 1.31%；佣金率 0.71%。累计来看，2011 年前三季市场份额 1.74%，与 2010 年持平；平均佣金率 0.76%，较 2010 年全年下降 16%。投行承销保荐业务：本季度未承销。自营业务：前三季累计亏损 1.82 亿元，其中第三季度亏损 1.86 亿元。前三季度自营收益率-6.78%，全年累计综合收益率（考虑浮盈或浮亏）-13.54%。

假设 2011、2012、2013 年日均股票成交量分别为 1800 亿元、2000 亿元、2200 亿元的情况下，预计未来三年 EPS 为 0.06、0.12、0.19 元。维持公司推荐评级。

华泰证券(601688, ¥10.56, 中性)2011年三季度报点评: 自营亏损拉低业绩, 经纪市占率连续下滑

华泰证券公布三季度业绩，单季度收入 9.47 亿元（环比减 36.38%），净利润 1.89 亿元（环比减 57.98%），EPS 0.04 元。前三季度营业收入 43.42 亿元（同比减少 24.16%），净利润 13.32 亿元（同比减少 44.54%），EPS 0.24 元。期末净资产 330.9 亿元，较年中下降 0.15%。

公司三季度业绩略低于预期，与自营业务拉低公司业绩有关。经纪业务：经纪业务市占率连续下滑。单季度来看，三季度市场份额 5.39%，环比下降 2.91%；佣金率 0.78%，环比上升 2.82%。累计来看，2011 年前三季市场份额 5.5%，较 2010 年全年下降 5.21%；平均佣金率 0.74%。投行承销保荐业务：三季度完成承销额 7 亿元，其中再融资项目 1 个。自营业务：前三季累计亏损 3.63 亿元，其中第三季度亏损 4.69 亿元。前三季度自营收益率-1.86%，全年累计综合收益率（考虑浮盈或浮亏）-3.32%。

假设 2011、2012、2013 年日均股票成交量分别为 1800 亿元、2000 亿元、2200 亿元的情况下，预计未来三年 EPS 为 0.30、0.39、0.53 元。维持公司中性评级

中信证券(600300, ¥12.20, 推荐)2011年三季度报点评: 经纪业务份额上升

中信证券公布三季度业绩，单季度收入 19.42 亿元（环比减 52.19%），净利润 3.6 亿元（环比减 77.73%），EPS 0.04 元。前三季度营业收入 94.5 亿元（同比减少 23.92%），净利润 33.33 亿元（同比减少 27.75%），EPS 0.34 元。期末净资产 656.26 亿元，较年中下降 3.02%。

公司前三季度业绩下滑较大，与合并口径变化有关（今年起不再合并中信建投）；总体看来，前三季度业绩运行平稳。经纪业务：市场份额上升，佣金率略降。单季度来看，三季度市场份额 5.69%，环比上升 4.65%；佣金率 0.76%，环比下降 1.43%。累计来看，2011 年前三季市场份额 5.49%，较 2010 年同口径测算有所上升；平均佣金率 0.76%。投行承销保荐业务：债券发行能力出色。三季度完成承销额 216.59 亿元，其中 IPO 项目 4 个，债券项目 7 个。自营业务：前三季累计盈利 16.41 亿元，其中第三季度亏损 7.02 亿元。前三季度自营收益率 3.51%，全年累计综合收益率（考虑浮盈或浮亏）-3.21%。

假设 2011、2012、2013 年日均股票成交量分别为 1800 亿元、2200 亿元、2200 亿元的情况下，假设华夏基金 31%股权在今年 4Q 完成交割、剩余 20%股权在 2012 年 1Q 完成交割，全面摊薄后预计未来三年 EPS 为 0.48、0.47、0.66 元。维持公司推荐评级。

● 房地产行业研究员 虞淼 (021-38565969)

保利地产 (600048, ¥10.17, 推荐) 2011年三季报点评: 财务压力继续缓解

事件:

保利地产公布 2011 年三季报。公司前三季度实现营业收入 218.14 亿元, 同比增长 26.19%; 实现归属母公司净利润 34.67 亿元, 同比增长 51.33%, EPS0.58 元。

点评:

公司前三季度销售面积 499 万平米, 销售额 572 亿元, 同比上升 38.4%。公司前三季度 38.4% 的销售增幅略与万科的 36% 基本相当, 高于 21% 左右的全国累计增速, 预计去化情况好于整个市场。前三季度销售面积同比增幅约 3.4%, 由于结构性因素, 销售均价大幅上升导致今年销售额同比增速较高。三季度公司销售面积 158 万平米, 销售额 178 亿元, 比去年同期下降约 9%, 市场平淡项目去化情况一般是销量下降的主要原因。前三季度销售商品现金流入 499 亿元, 可能由于贷款发放速度较慢导致现金流入略低于合约销售额。

三季度土地投资略有增加, 新开工尚未调整, 现金流出平稳。三季度公司新增加开发项目 7 个, 容积率面积约 294 万平方米, 土地投资额 99.5 亿元, 平均楼面地价约 3,379 元/平方米。二季度土地投资明显谨慎仅 25 亿元, 三季度公司适当增加了土地投资, 投资额约为销售额的 56%, 仍略低于历史平均水平。前三季度公司实现新开工面积 1,061 万平米, 高于去年全年 1,000 万平米的开工面积, 公司的新开工计划尚未调整。三季度公司购买商品现金流出 134 亿元, 较二季度的 118 亿元略有增加, 同比下降约 21%, 主要由于土地款支付同比下降, 三季度公司经营性现金流净额为 15 亿元。

前三季度结算综合毛利率为 39.9%, 较上半年的 42.5% 正常回落。公司前三季度竣工面积 227 万平米, 约为去年全年的 49.5%, 预计今年的竣工结算主要集中在四季度。前三季度的综合毛利率为 39.9%, 高于去年全年的 34.1%, 预计由于结算得结构性因素导致毛利率较高, 四季度结算毛利率将继续小幅回落。

费用率略有回升。前三季度结算销售费用率 3.4%, 高于去年全年的 2.2%; 结算的管理费用率为 2.4%, 高于去年全年的 1.6%。以实际销售额计算的费用率则略有上升, 前三季度实际销售费用率为 1.3%, 略高于去年同期的 1.1%; 实际管理费用率为 0.9%, 略高于去年同期的 0.8%, 相比其他地产企业公司的费用率依然在低位。

财务压力继续缓解。公司三季度末有货币资金 220 亿, 较二季度末增加了约 45 亿元; 短期借款和一年内到期的长期负债 124 亿, 较二季度末增加 7 亿元, 同时长期有息负债 567 亿元, 较二季末增加 10 亿元。公司的经营性现金流连续两个月为正, 使得财务压力得以继续改善, 三季度公司的现金比率为 11.3%, 较中报上升了 1.6 个百分点, 净负债率为 125%, 较二季度末的 146% 有所下降, 同时由于公司的有息负债主要为长期借款, 短期偿债压力相对较小。

公司截止三季度末的账面预收款 795 亿元, 高于我们预计的约 459 亿元的全年结算收入, 业绩确定性高。公司有未结算面积约 5,000 万方, 折算每股 NAV 为 12.2 元, 目前股价折价约 17%。预计 2011-2013 年 EPS 为 1.19 元、1.51 元、1.81 元, 继续维持公司的“推荐”评级。

金融街 (000402, ¥6.32, 推荐) 2011年三季报点评: 业绩确定性高

事件:

金融街公布 2011 年三季报。公司前三季度实现营业收入 73 亿元, 同比增长 144%; 实现归属母公司净利润 18.1 亿元, 同比增长 174%, EPS0.60 元。

点评:

公司此前预告前三季度归属母公司净利润 15.2-18.5 亿元, 业绩基本符合预期。

三季度营业收入 26.9 亿元, 实现归属母公司净利润 5.4 亿元, 同比增幅为 254%。由于去年结算集中在四季度, 前三季度地产业务结算收入增加导致业绩大幅增加。另外, 上半年天津津塔写字楼和金融街中心转入以公允价值计价的房地产, 贡献公允价值变动损益约 6.1 亿元。截止三季度末公司有预售楼款 128 亿元, 而去年营业收入为 81 亿元, 公司近两年的业绩确定性较高。

三季度销售商品现金流入 30.2 亿元, 同比增加 28%。公司前三季度累计流入为 111 亿元, 由于去年销售集中在四季度, 同比增幅达到了 96%, 公司前三季度销售商品现金流入约为去年全年的 78%。三季度现金流入相比前两个季度的 47 亿和 34 亿有所回落, 预计三季度销售回款情况较为平淡。

三季度购买商品现金流出约 41 亿元，较前两个季度有所增加。前两个季度土地和工程款支出分别为 29 亿元和 14 亿元，由于上半年公司仅在 6 月份进行了土地投资（中信城项目），7 月份公司获取了天津商业地块（总价约 23 亿元），预计三季度支出环比增加主要由于支付的土地款有所增加。公司三季度经营性现金流净流出 18.7 亿元，前三个季度累计流出约 13.4 亿元。

结算毛利率有所上升，费用率平稳。前三季度结算毛利率为 47%，较上半年的 44.7% 有所上升，也高于去年全年 44.5% 的毛利率，近两年综合毛利率维持在 45% 左右的水平。前三季度综合销售费用率为 3.1%，管理费用率为 4.9%，略低于 2010 年全年的 3.4% 和 5%。由于销售额同比增幅明显，前三季度销售费用绝对额比去年同期上升 63%，管理费用绝对额上升 19%，管理费用平稳。

财务状况较为良好。公司三季度末有货币资金 100.6 亿，较二季度末减少了 31 亿元；短期借款和一年内到期的长期负债 64.3 亿，较二季末增加了 25.6 亿元，主要由于三年期债券将于一年到期同时增加了 4.4 亿元的短期借款，三季末长期借款 147 亿元，较年初减少了 40 亿元。公司的现金比率较二季度有所下降，但 17% 的现金比率仍然高于地产公司平均水平，三季末净负债率为 60.6%，虽然短期有息借款偿付压力略有增加，但财务状况依然较为良好。

预计 2011-2013 年 EPS 为 0.70 元、0.83 元、1.01 元，每股 NAV 约 9.5 元，目前股价折价 32%，维持“推荐”评级。

● 医药行业研究员 项军 (021-38565838)

华东医药 (000963, ¥26.49, 推荐) 2011 年三季报点评: 增长良好, 等待治理结构的改善

事件:

华东医药公布了 2011 年三季报, 公司实现营业收入 819,494 万元, 同比增长 25.51%; 归属上市公司股东的净利润为 29,330 万元, 同比增长 24.43%, 每股收益 0.68 元。

点评:

公司的业绩符合我们的预期。

1、第三季度公司实现营业收入 29.74 亿元, 同比增长 31.99%; 归属母公司股东的净利润为 9,968 万元, 同比增长 29.24%, 单季度实现 EPS0.23 元。与上半年相比, 公司的收入和利润增长均有所加速 (中期收入增长 22.1%, 净利润增长 22.09%)。分产品方面, 我们预计, 百令胶囊增长 50% 左右, 糖尿病用药增长 30% 左右, 免疫抑制剂系列保持 10% 左右的平稳增长。在此前的一季度点评中 (华东医药: 一季度为今年业绩增速最低点), 我们明确指出, 公司一季度的业绩增速已见底, 后续将不断加速增长, 公司的表现印证了我们的判断, 如扣除财务费用大幅上升的影响, 公司的增速将更高。

2、报告期间公司的综合毛利率为 19.5%, 同比上升 0.56 个百分点, 延续了中报毛利率提升的趋势。销售费用率为 9.13%, 同比上升 0.4 个百分点; 管理费用率为 3.30%, 同比下降 0.8 个百分点。

3、前三季度公司的财务费用达到了 7,262 万元, 同比大幅上升 68.1%, 主要原因是公司的贷款继续增加而银行贷款利率不断提高。截止 9.30 日, 公司的短期借款高达 16.97 亿元, 同比上升 57.7%, 环比二季度末也增加了 2.5 亿元。每股经营活动产生的现金流为 -1.25 元, 同比下降 52.5%。公司由于股改承诺问题迟迟得不到解决, 无法从资本市场融资, 在货币紧缩、贷款利率上升的宏观环境下, 压力越来越大, 巨额财务费用不断吞噬净利润。展望明年, 如果股改承诺问题继续得不到解决, 公司的财务费用将继续上升, 经营层面的压力更大, 优化治理结构从而尽快实现融资已成了公司迫在眉睫的大事。

我们预估公司 2011-2013 年的 EPS 分别为: 0.93、1.15 和 1.42 元, 公司是质地优异的化学药企业, 产品线齐全, 增长确定, 如果股价承诺能顺利解决, 将带来较大的弹性, 维持“推荐”的投资评级。

● 电子行业研究员 韩林 (021-38565605)

阳光照明 (600261, ¥19.21, 推荐): 3 季度业绩靓丽, 增发价调整保障顺利实施-2011 年 3 季报点评

事件:

公司 10 月 30 日公布 2011 三季报, 1-9 月公司营业收入为 16.94 亿, 同比增长 9.82%; 营业利润 7862 万元, 同比下滑 28.8%; 归属于上市公司股东净利润 1.79 亿, 同比增长 23.53%。其中, 第三季度营收 6.33 亿, 同比增长 10.6%, 环比增长 9.57%; 归属于上市公司净利润 1.06 亿元, 同比增长 121.8%, 环比增长 313.2%。1-9 月 EPS=0.48 元, 三季度 EPS=0.28。

点评:

主要财务指标: 公司 3 季度营收 6.33 亿元, 实现环比增长, 但增长幅度低于我们此前的预期, 毛利

率 18.1%，较去年同期增长 2.95 个百分点，季度环比上升 0.86 个百分点，毛利率企稳回升，符合我们的预期。3 季度公司三项费用率 11.6%，同比下降 0.54 个百分点，环比下降 1.85 个百分点。存货周转天数 120 天，库存仍维持在较高水位。

3 季度营收未达预期，毛利率企稳回升：3 季度营收同比增长 10.55%，环比增长 9.57%，3 季度为公司传统经营旺季，历史上除 08 年外均有环比增长，但考虑到公司由于成本上涨原因在 Q2 末 Q3 初进行了两次提价，提价整体幅度在 15% 以上，因此 Q3 实际产品销售量可能并未实现环比增长，与节能灯行业整体景气低迷情况相符合。3 季度公司毛利率 18.1%，毛利率已经实现连续 4 个季度环比上升，我们分析主要原因为公司已经顺利与客户建立起产品价格与稀土荧光粉价格联动机制，通过提价转嫁了荧光粉价格上涨带来的成本压力，同时荧光粉价格已经从高位的 3000 元/公斤回落至目前的 1800 元/公斤左右，此前影响公司毛利率的成本上升问题出现了边际改善。

三项费用控制得当：3 季度公司三项费用占营收比例为 11.60%，同比下降 0.54 个百分点，环比下降 1.85 个百分点。其中销售费用率 4.08%，环比下降 0.41 个百分点；管理费用率 5.75%，环比下降 1.3 个百分点；财务费用率 1.78%，环比下降 0.12 个百分点。3 季度公司整体费用处于近年来较低水平，费用控制得当，也为 3 季度利润大幅增长创造了良好条件。

营业外收入大幅增长是 3 季度业绩超预期的重要原因：在节能灯行业整体景气度低迷的大环境下，公司 3 季度净利润同比增长 121.8%，环比增长 313.2%，业绩大幅增长的原因包括毛利率的企稳回升、三项费用控制得当、资产减值损失环比下降、投资收益增长、营业外收入增加等，营业外收入大幅增长是业绩超预期的主要原因。公司 3 季度营业外收入 8162 万元，同比增长 127%，环比增长 412%，公司营业外收入的主要来源为国家节能补贴项目，政府采购补贴在公司报表中以营业外收入来体现，同时由于政府采购补贴到帐时期存在不确定性，部分项目跨年度跨季度确认收入，因此表现为营业外收入在季度和年度间分布不均，个别季度确认较多。

4 季度营业外收入确认可能减少，业绩增长或有所回落：公司连续多年中标国家高效照明产品推广项目，从绝对量来看，2010 年公司承担高效照明产品推广任务总量为 925 万只，2011 年任务总量为 912 万只，基本持平。2010 年全年确认营业外收入 1.21 亿，2011 年前 3 季度确认营业外收入 1.35 亿，4 季度营业外收入可能环比降幅较大，但毛利率企稳回升、费用率控制得当等有利因素有望持续。基于对 4 季度行业景气度和公司经营情况的判断，我们预计公司 4 季度营收约为 6.80 亿左右，净利润约为 4918 万元。

发行价格调整保障增发顺利实施：公司同时发布非公开发行股票发行预案修订版，从此前的非公开发行股票不超过 4800 万股，发行价格不低于 19.24 元/股，调整为非公开发行股票不超过 5900 万股，发行价格不低于 15.72 元/股，募集资金总额不变，仍为不超过人民币 91,750 万元。我们认为，公司此次调整发行预案，主要为下调发行价格以确保增发顺利实施，目前 A 股整体行情震荡，公司股价存在不确定性，下调发行价格可以保证增发项目的顺利实施，尽早投入微汞环保节能灯产业化项目和 LED 节能照明产品项目建设，抢占市场先机。

盈利预测及投资评级：公司是国内节能灯行业龙头企业，短期内受到行业景气度下滑影响，但长期看公司将在行业的整合中受益，进一步扩大其市场份额，未来增发项目的顺利实施将使公司加速拓展微汞灯、LED 灯等高端产品，逐步向高附加值、自有品牌为主的综合性照明企业转型。我们调整公司 2011 年至 2013 年每股收益至 0.60、0.74、0.94 元（此前为 0.54、0.76、1.01 元），维持对公司“推荐”的评级。

● 交通运输行业研究员 龚里 (021-38565596)

大连港 (601880, ¥3.17, 中性) 2011年三季报点评：油品业务V型反弹，利润拐点尚需时日

事件：公司公告三季报，前三季度营业收入 27.0 亿元，同比增长 15.26%，营业利润 6.85 亿元，同比下滑 11.37%，实现归属上市公司股东的净利润 5.23 亿元，同比下滑 17.54%，EPS 0.118 元，其中三季度 EPS 0.042 元，符合我们的预期。

点评：

油品吞吐量实现 V 型反弹。三季度公司油品吞吐量为 967 万吨，同比增长 2.24%，环比二季度增长 39.9%，在连续四个季度同比下滑后实现 V 型反弹，主要原因为 1) 去年 716 事件受损的中石油储罐设施已经完全恢复投产，中油国际等客户在港中转业务恢复正常，2) 腹地主要炼厂停产大修完毕，炼厂开工率逐步攀升，港口原油进口稳步回升。公司四季度原油吞吐将继续回升：1) 腹地两大炼厂在年度炼油计划压力下将开大马力弥补上半年检修导致的产量减少，2) 近期投产的 40+60 万方原油中转库在四季度

发挥作用，3) 8月份投入使用的中油国际420万方原油商储库陆续注油可带来一次性的吞吐量增量。

集装箱吞吐量快速增长，冲量牺牲短期利润目标。三季度公司集装箱吞吐量为196.7万TEU，同比增长18.5%，前三季度箱量541.3万TEU，同比增长17.2%，集装箱吞吐量增速加快势头明显。公司集装箱吞吐量增长的核心动力在于三年内冲击1000万标箱的政治任务，主要措施如1) 给予货主直接补贴以争取其他港口优势腹地货源，2) 加大与中远、中海等主要船公司的合作，2) 省内协调，强化枢纽地位，加大临近

港口通过大连港的转水货量，3) 完善物流体系，加强海铁联运等综合运输服务，4) 加大“杂改集”、“散改集”力度，提高集装箱化率。公司大力发展集装箱业务的措施中带有较强的行政色彩，不可避免将以损失商业利益为代价，比如长期维持低包干费率、挤占其他业务部门资源和货源，因此我们认为公司短期内集装箱吞吐量的增长并不能带来收入和利润同比例的增长，利润的拐点需在吞吐量达到预计目标之后。

铁矿石业务的天平向营口港倾斜。前三季度公司铁矿石吞吐量为2293万吨，同比增长7.1%，低于营口港同期12%的增长，因鞍钢鲅鱼圈项目的投产和低毛率下钢厂对物流成本管控的日趋严格，离腹地更近的口营港矿石吞吐优势愈加明显，大连港在东北地区进口铁矿石的市场份额从07年的43%下滑到今年上半年的34%，铁矿石装卸的天平正在向营口港倾斜。大连港是国内三家仅有的具备吞吐40万吨级矿砂船的港口之一，并且在上半年也已完成40万吨级专业化矿石码头的改造，但因中国政府对淡水河谷40万吨级矿砂船靠泊的限制，使大连作为东北亚矿石中转基地的设想无限期拖延，港口的水深优势近期内还无法发挥。

估值和盈利预测。借助大连这一北方重要的炼化基地，公司油品业务在事故导致的短暂滑坡后前景依然广阔。十二五末，大连长兴岛将新增4000万吨炼化产能（当前大连本地为3050万吨产能），但考虑近三年大连本地无新增炼化产能，仅以转水增长和商业储备注油并不能带来油品吞吐量的快速增长，而集装箱业务以冲量为目标导致利润拐点尚需等待，铁矿石业务则继续面临着营口港的竞争分流。综上所述，我们预计公司未来三年利润将平稳增长，2011-2013年EPS分别为0.16、0.18、0.20元，对应PE分别为20.0、17.3、15.7倍，公司估值略高于港口平均估值，给予“中性”评级。

中海发展(600026, ¥7.36, 推荐) 2011年三季报点评: 成本激增吞噬利润, 3季报低于预期

事件: 公司公告三季报, 1-9月份实现营业收入93.05亿元, 同比增长9.72%, 实现营业利润8.28亿元, 同比下滑50.60%, 归属于上市公司股东的净利润8.15亿元, 同比下滑44.05%, 摊薄后EPS0.24元, 其中三季度EPS0.038元, 同比下滑72.7%, 环比二季度下滑56.8%, 低于我们的预期。

点评:

燃油成本和折旧上升致毛利下滑。前三季度, 公司营业成本同比增长23.5%, 高于营业收入增长14个百分点, 远洋运输不景气的环境下, 燃油价格大涨以及公司大量新船交付导致的折旧增长是毛利下滑的主要原因。前三季度新加坡380CST燃油均价为640美元/吨, 同比上涨39.72%, 油价占公司总成本的40%以上, 公司业绩对燃油价格敏感度极大。2011年公司约有36艘, 320万DWT的船舶交付使用, 其中大部分在前三季度交付使用, 导致折旧额大幅上升。

财务费用飙升, 三季度净利环比下滑。2010年9月份以来公司新签订单金额达130亿元, 这些船已经开始建造, 为满足新增的大额资本开支, 公司三季度新增长期借款44.48亿元(一季度、二季度分别新增0.59、11.5亿元), 并发行可转债募集39.5亿元, 导致公司三季度财务费用高达1.6亿元, 同比上涨301.1%, 环比上涨72.6%。

COA合同保护下, 运价下跌幅度较小, 但12年面临下调风险。公司通过COA锁定了大部分内贸运输和以及VLOC运输的外贸铁矿石。前三季度, 公司内贸运输单位运输收入较去年同期上涨2.5%, 外贸铁矿石单位运输收入较去年同期下跌20.5%, 远低于市场运价跌幅(同期BDI下跌50.5%), 而市场定价的外贸油品单位运输收入较去年同期下跌15.9%, 与市场运价下跌幅度基本一致(同期BDTI下跌15%)。公司外贸铁矿石与货主签订了10年以上的合约(这些订单内部回报率约在8.5%左右), 因此运价基本无下调风险, 但公司内贸运输COA合同将在每年3月份签订一次, 今年以来国际干散货运价的大幅下跌, 以及沿海煤炭运价的下滑(4月初以来下滑32%), 内贸煤12年COA合同运价下滑风险较大。

公司处于运力快速交付期。若现有订单全部按期交付, 公司2011和2012年运力增幅将分别达28.1%和29.8%, 其中散货轮将分别交付258.2万载重吨和361.9万载重吨, 占当年总交付量的80.8%和83.5%。其中与货主签订长期COA合约的VLOC是交付的主要部分(2011年6艘, 2012年4艘)。

估值和建议: 公司收入主要来自COA合同, 其中内贸煤炭COA合同收入占公司运输收入近30%, 一年来国内紧缩政策以及国际经济低迷导致沿海煤炭需求疲弱, 我们判断四季度煤电旺季运价反弹空间有限。12年COA合同运价存在下滑风险, 但国际油轮运价同比将有所反弹。我们下调公司11-13年EPS至0.3、0.32、0.4元, 对应PE 24.9、23.2、18.4倍, 考虑公司当前PB仅为1.1倍, 且无亏损风险,

股价几无下跌空间，维持“推荐”评级。

航运数据周报(111024-111030): BDI回调, 油轮运价反弹, 集运延续颓势

沿海散货市场: 内外煤价倒挂致沿海运输需求下滑

本周中国沿海运价综合指数报收于 1264 点, 较上周环比下跌 2.38%, 其中煤炭指数环比下跌 3.01%。秦皇岛-上海煤炭运价下跌 1 元/吨至 37 元/吨、秦皇岛-广州煤炭运价下跌 3 元/吨至 48 元/吨。秦皇岛港煤炭本周日均调入量 73.1 万吨/天, 环比微跌 0.06%; 日均吞吐量 65.76 万吨/天, 环比跌 6.06%。环渤海动力煤综合平均价为 853 元/吨, 创 09 年以来的新高, 国内煤价持续走高, 而国际煤价小幅下滑, 造成内外煤价格倒挂, 在一定程度上遏制了沿海电厂对内煤的需求。

干散货市场: 铁矿石缺真实需求, BDI 回调

上周 BDI 下跌 6.27% 至 2018 点, 其中 BCI、BPI、BSI 分别下跌 8.19%、4.29%、3.86%。结束连续上涨势头。巴西图巴朗、西澳-北仑/宝山铁矿石运价分别为 29.57 美元/吨和 11.71 美元/吨, 分别环比下跌 0.93% 和 5.2%。本周 Capsize 型船平均 TCE 为 29037 美元/天, 较上周跌 9.31%, Panamax 型船平均 TCE 为 12494 美元/天, 环比下跌 5.26%。前期 BDI 大幅上涨和两拓的大力推盘关系密切, 而矿石价格的大幅下滑(10 月份累计下滑 23%) 显示了国内真实需求羸弱, 且因季节性因素使得基建投资在四季度将大幅放缓, 前期矿石库存的消化还需时日, 因此明年开春之前 BDI 调整将是大概率事件。

油轮市场: 欧债危机暂缓, 油价上涨促运价反弹

本周 BDTI 报收 781 点, 环比下跌 8.01%, BCTI 报收 731 点, 环比上涨 6.56%。中东-日本航线 WS 值环比上涨 2.5 点至 52.5 点。本周 VLCC 平均 TCE 上涨 35.68% 至 14032 美元/天, Suezmax、Aframax 和 Panamax 平均 TCE 分别下跌 49.72%、42.75% 和 5.1%。成品油方面, MR 平均 TCE 为 6720 美元/天, 环比上涨 37.76%。受国际经济利好消息, 特别是欧债解决方案出台的影响, 国际原油价格上涨, 在油价的带动下, 运价反弹。

集运市场: 市场延续疲态, 运价持续下滑

10 月 14 日 SCFI 报收于 932.62 点, 环比微跌 0.7%。欧洲航线运价报 649 美元/TEU, 环比下跌 4.14%; 美西航线运价报收于 1494 美元/FEU, 环比上涨 0.54%。市场延续此前不景气态势, 主要航线运价持续下滑。欧线传统淡季来临, 船公司开始调整该线运力; 美西舱位受圣诞节出货高峰影响, 舱位利用率在 90% 以上; 美东货量下降, 运价疲弱。

● 通信行业研究员 李明杰 (021-38565934)

通信行业周报(10.24-10.30): 海外运营商业绩普遍下滑, 全球资本开支增长不明朗

上周(10.24-10.28)通信设备和通信运营板块分别上涨 8.29% 和 6.41%, 同期沪深 300 指数上涨 8.02%。通信设备跑赢沪深 300 指数, 而通信运营则跑输, 超额收益分别为 0.27% 和 -1.61%。

海外运营商 sprint、软银、韩国 SK 电讯、法国电信、英国 EE 公布了三季报, 除软银外, 其他运营商均出现了不同程度的盈利下滑, SK 电讯盈利同比下滑达 18%, 法国电信下滑 6%, 英国 EE 营收下滑 4%, sprint 仍处于净亏损状态。运营商受经济不景气、互联网应用和终端厂商争夺利润的影响, 盈利能力正逐年下降, 我们对于 2012 年全球电信运营商资本开支偏谨慎, 而资本开支形势不明将增加明年全球通信设备市场增长的不确定性。我们维持之前观点, 建议关注通信设备行业中确定的结构性增长机会, 推荐子行业包括: 光通信、终端设备、WLAN 设备、广电设备、网优测试服务等。

维持通信设备和通信运营“推荐”投资评级。1) 推荐受益光通信行业景气, 烽火通信、日海通讯、光迅科技、中兴通讯(光通信+终端); 2) 通信运营商进入 3G 盈利期, 中国联通; 3) WLAN 设备, 三元达; 4) 受益广电设备投资启动, 数码视讯。

通信行业重要动态跟踪:

【监管层】工信部: 我国 3G 用户突破一亿

【海外政策】未来五年印度电信业投资额达 1490 亿美元

【运营商】专访王建宙: TD-LTE 万事俱备 再不上就要落后了

【运营商】中国联通前三季度净利 42.28 亿 同期微增 4%

【运营商】中电信前三季盈利增 138.6 亿增长 10.1%, 3G 渗透率达 24.3%

【海外运营商】法国电信第三季少赚 6.2% 逊预期

【海外运营商】英国 EE 第三季度营收 27 亿美元 降 4.3%

【海外运营商】软银第三季度净利润 1224.6 亿日元 增幅超一倍

【终端】ABI: Q3 全球手机出货量诺基亚仍第一 中兴 LG 并列第三

● 医药行业研究员 邓晓倩 (010-66290201)

同仁堂 (600085, ¥14.63, 推荐): 2011年3季报点评: 百年贵族 增长加速

事件:

同仁堂公布 2011 年 3 季报: 2011 年前 3 季度公司实现销售收入 37.30 亿, 同比增长 27.93%; 实现净利润 4.80 亿同比增长 27.43%, 其中归属于母公司的净利润为 3.45 亿, 同比增长 26.51%, EPS 为 0.265 元。

点评:

1、2011 年前 3 季度公司销售收入同比增长 27.93%。我们预计 2011 年前 3 季度公司各块业务的增长概况为: 1)、医药工业同比增速预计在 25%-30%之间, 其中作为工业的主要平台母公司实现销售收入为 15.24 亿, 同比增长 21.11% (未排除作为商业平台的北京同仁堂药店的收入); 同仁堂科技实现销售收入 15.71 亿, 同比增长超过 30% (未排除作为商业平台的海外药店及北京南三环药店收入)。2)、医药零售的同比增速预计在 20%-25%之间。

2、2011 年前 3 季度公司净利润同比增长 27.43%。2011 年前 3 季度, 公司净利润增速与收入增速基本相当: 整体毛利率同比略降 0.49 个百分点, 销售费用率略升 0.29 个百分点, 管理费用率同比略降 0.89 个百分点。

3、公司收入增速再次印证我们之前低观点: 随着营销方向的确立及深入, 公司药品收入将获得稳定的、高于以往的增速。1)、在我们之前的深度报告《同仁堂: 百年贵族的新生》中, 我们对公司的营销改革历程和现状进行了深入的剖析——我们认为公司自 2003 年至今的营销改革历程, 已经不断抓住了其价值链上的短板, 步入向上的良性轨道: 不断完善销售人员绩效激励机制、加强与经销商的合作深度、调动其积极性; 增加空白区域地覆盖和广告投放; 加强对渠道价格地监控 (这几项改革措施在 2011 年上半年的费用数据中一一体现。步入 2011 年第 3 季度公司销售费用率延续了这一增长态势——母公司第 3 季度单季度销售费用率较上半年上升 2 个百分点)。伴随公司营销方向的确立及深入, 为公司产品的获得高于以往增速奠定了坚实的基础。2011 年前 3 季度, 母公司收入同比增速超过 20%, 同仁堂科技收入同比增速超过 30%, 高于以往的增速。我们预计公司药品收入增长的这一趋势将得以延续。

4、公司把握药材周期波动的能力较强, 维系公司毛利率的相对稳定。母公司作为公司医药工业的主要平台, 2011 年前 3 季度母公司毛利率为 46.68%, 较 2010 年前 3 季度下降 2 个百分点。在 2010-2011 年部分中药材价格急剧高涨的情况下 (可以参看我们发布的《兴业重点中药材价格月报》) 公司工业毛利率仍能表现出如此优秀的表现, 我们认为主要由以下三方面的因素: 1)、公司作为一家历史悠久的中成药企业, 公司在对中药材周期的把握能力上具备优势——公司会对原材料进行有针对性的, 适时的采购储备, 在近两年原材料涨价幅度较高的情况下, 公司会在价格进入相对低谷期的时候进行采购; 2)、公司的一些拳头产品 (如安宫牛黄丸、牛黄清心丸、大活络丸等) 使用贵细药材较多, 而 2010 年至 2011 年中药材价格大幅上涨的背景下, 这些贵细药材的价格并未上涨很多, 所以从这个角度看, 公司的核心品种受药材价格影响相对并不大。

5、盈利预测。我们维持之前对公司的盈利预测, 预计公司 2011-2013 年实现 EPS 分别为 0.34、0.44 和 0.54 元。我们看好公司产品未来的发展空间、考虑公司战略不断清晰、营销变革带来积极变化, 我们认为公司未来业绩增速有望加快, 维持“推荐”评级。

云南白药 (000538, ¥56.51, 推荐) 2011年3季报点评: 优质白马 业绩靓丽

事件:

云南白药公布 2011 年 3 季报: 公司 2011 年前 3 季度实现销售收入 77.42 亿, 同比增长 16.23%; 实现净利润 8.59 亿, 同比增长 31.27%; EPS 为 1.24 元。

点评:

1、公司 2011 年前 3 季度销售收入同比增长 16.23%。1)、公司 2011 年第 3 季度单季度实现销售收入 26.68 亿, 同比增长 23.60%, 快于 2011 年上半年销售收入 12.70% 的增速。2)、2011 年上半年, 医药工业实现销售收入 18.70 亿 (收入占比为 36.85%), 同比增速为 16.66%; 医药商业实现销售收入为 31.97 亿 (收入占比为 63.15%), 同比增速为 10.70%。考虑公司的医药商业主要以旗下控股 100% 的“云南省医药有限公司”为平台, 医药工业主要以母公司及旗下其余子公司为平台 (2011 年上半年母公司为医药商业贡献了超过 82% 的收入), 2011 年第 3 季度, 母公司同比增速为 91.41%, 大大超过 2011 年上半年母公司整体 34.26% 的增速, 我们判断, 公司医药工业在 2011 年第 3 季度取得了超越上半年的表现, (这可能与公司“透皮产品”及“健康事业部产品”采取订单制的生产模式有一定关系: 在该种模式下, 公司“回款”速度要快于“发货”速度, 不排除有一部分上半年销售产品的收入在第 3 季度确认的可能)。

2、2011年前3季度公司净利润同比增长31.27%。2011年前3季度公司净利润增速超过收入收入增速主要由两方面的因素造成：1）、2011年前3季度公司综合毛利率同比上升1.03个百分点。我们预计这与公司2011年前3季度医药工业增速快于医药商业增速导致工业占比有所提升，以及医药工业中高毛利产品（例如健康事业部的牙膏等）收入占比不断提升有关。2）、2011年前3季度，公司销售费用率同比下降0.51个百分点，管理费用率同比下降0.33个百分点。

3、“药品事业部”普药及中央产品增速平稳，透皮产品增速恢复。2011年上半年公司正式将“透皮事业部”纳入“药品事业部”，至此，公司药品事业部的业务可以划分为三块：云南白药中央产品（包括云南白药酊剂、散剂、喷雾剂、胶囊）、透皮产品（包括云南白药膏、创可贴、急救箱等）和普药。针对这三块业务，“药品事业部”分三个销售团队来进行销售，分别是针对中央产品的销售一部、针对普药的销售二部和针对透皮产品的透皮部。在公司仅对“药品事业部”进行统一考核的背景之下，公司将“透皮事业部”纳入“药品事业部”有利于优化整合两者内部的资源，合力打造药品事业群。我们预计2011年“中央产品”及“普药”将维系20%左右的增速，“透皮产品”将恢复20-30%的增速。

4、“健康事业部”牙膏增速趋稳，洗发水有序布局。1）、公司目前针对牙膏将逐步在现有渠道上深耕、做精，并不断丰富其品类，以维系其规模及增速。我们预计公司牙膏系列2011年全年同比有望维系30%的增速，其在2010年超过12亿的销售规模下，增速趋稳。2）、公司针对“养颜清”洗发水，进行了一系列的布局，从“借助牙膏渠道铺货”——“在央视等主要媒体投放广告”——“培育自己针对洗发水的终端销售队伍”同时“建立与经销商的良好合作关系”——“由自己终端销售队伍深入终端监控、拉动终端”，目前公司借助牙膏原有的销售渠道，已经完成全国主要大城市的铺货，同时其终端销售队伍已开始着手建立。公司推出“养颜清”洗发水系列，是实现十二五大健康战略的一个重要举措。公司为此进行了一系列布局，目前尚处起步阶段，其进度值得持续观察和期待。

5、盈利预测。我们维持之前对公司的盈利预测，预计公司2011-2013年的EPS分别为1.79、2.29和2.92元。作为医药行业的领军企业，我们看好云南白药内部已经建立起的激烈竞争体系、已经树立的良好品牌知名度、不断扩展的产品线，继续给予公司“推荐”评级。

● 电子行业研究员 秦媛媛 (021-38565937)

卓翼科技 (002369, ¥17.55, 推荐) 2011年3季报点评: 手机代工模式转变助高增长, Q4 或为起点

事件:

公司10月28日公布2011三季报, 1-9月公司营业总收入为9.05亿元, 同比增长52.80%; 营业利润8114万元, 同比增长60.89%; 归属于上市公司股东净利润6889万元, 同比增长61.65%。其中, 第三季度营收3.03亿元, 同比增长55.43%, 环比增长15.35%; 归属于上市公司净利润2627万元, 同比增长42.48%, 环比增长33.63%。1-9月EPS=0.34元, 三季度EPS=0.13元, 大幅低于我们此前的预期。

点评:

主要财务指标: 公司3季度营收3.03亿元, 大幅低于我们此前预期, 毛利率13.30%, 较去年同期上升0.45个百分点, 较我们预计的低1个百分点。3季度公司三项费用率3.59%, 同比环比基本持平。存货周转天数34天, 较去年同期增加1天, 较2季度减少10天, 保持在正常水平。

业绩低于预期主要源于手机代工业务: 此前我们预计手机代工将在Q3放量, 毛利率略有提升。加上代工模式由来料加工逐渐向代工代料及ODM转变, 营收环比将有较大幅度提升。从3季度实际环比增长15.35%来看, 手机代工订单并没有大规模放量, 且代工模式没有出现明显改变, 我们预计这个时点将是4季度。

毛利率及费用率稳定, 运营良好: Q3毛利率13.30%, 环比基本持平, 三项费用率3.59%, 同比环比也持平, 相当稳定。预计全年的三项费用率将较去年略有下降, 体现了公司较强的成本控制和能力。

4季度前瞻: 我们预计的手机代工放量时点推迟到4季度, 而4季度环比增长将体现在两个维度: 1) 订单量增长 2) 代工模式逐渐向代工代料转变。4季度是转变的一个起点, 但可能仍以来料加工居多, 所以毛利率要高于纯代工代料或ODM。预计营收5.2-5.3亿元, 净利润3900万元。

盈利预测及投资评级: 我们维持之前手机代工模式转变带来高增长的逻辑, 并判断放量时点将发生在Q4至明年年初。由于较我们之前预计的推迟了1个季度左右, 略微下调公司2011年至2013年每股收益预测0.56、0.96、1.71至0.54、0.96、1.67元, 维持公司“推荐”评级。

BB值下探, 整体景气度下滑, 高端PCB板亮眼——PCB行业2011年10月月报

北美PCB订单出货比(BB值)有所下降: 9月北美PCB订单出货比(行业先行指标)为0.99, 较上

月有所下降，主要源于订单量下降幅度较大，显示行业景气度有进一步下滑的风险。其中，硬板 BB 值由 1.00 降至 0.99，软板 BB 值由 1.14 降至 0.97。软板 BB 值大幅下滑是由于出货量环比上升幅度远大于订单量，后续有待观察。

美国计算机和电子产品新订单数略有回升：美国 EMS 出货量指数连续 4 个月下滑。半导体出货量 8 月略有上升，PCB 出货量微升。计算机和电子产品新订单数略有回升，但仍维持在低位。

9 月中上游厂商营收走低，下游维持高位：PCB 中上游全面走低。主要系欧美经济复苏疑虑尚未消除，电子产品的通路商持续消化库存中，致使下游客户补货相当谨慎，业者普遍认为 4 季度需求不明朗。受益于智能手机、平板电脑新品推出，在 HDI 板和软板支撑下，下游厂营收仍然维持在高位。尤其软板厂商又创新高。铜价下降，也是下游 PCB 厂佳绩的一个贡献因素。

行业动态及点评：iPhone4S 热卖，软板、HDI 板、IC 载板供应商均大涨。HDI 和软板产能进一步扩张，沪电、欣兴、金像电、耀华、松下均投入 HDI 板扩产行列，软板方面全球 No.1 的 MFLEX 和国内领先的厦门弘信电子均加大投资。

行业投资评级及投资建议：PCB 大厂纷纷积极扩产 HDI 和软板，并定位于智能手机、平板电脑。在整体行业景气度不佳的背景下，国内 PCB 公司 Q3 多数不达预期；而观察台湾厂商不难看出，顺应电子产品轻薄化趋势，拥有高端 PCB 生产能力的厂商仍能在弱市下获益于结构性机会。而国内在高端领域罕见身影，因此，未来在任意层互连 HDI、软板、IC 载板领域能够取得突破的国内厂商值得关注。当前，我们仍维持 PCB 行业“中性”投资评级。

● 化工行业研究员 刘刚 (021-38565870)

化工周报：甲醇期货正式推出，11 月份 MDI 挂牌价发布 (11/10/24-11/10/30)

1. 本周涨幅较大的产品：苯酚（华东），7.4%；WTI 原油，6.8%；液氨（山东），6.7%；甲醇（华东），5.1%；天然橡胶（标准胶 1#，华东），4.7%。

本周跌幅较大的产品：丁基橡胶（1751，华东），-15.5%；丁二烯（韩国 FOB），-8.7%；丁苯橡胶（1502，齐鲁石化），-7.6%；尿素（46%，长三角），-6.5%；腈纶短纤（1.5D，38 毫米），-6.5%。

2. 甲醇期货正式推出。本周五甲醇期货正式在郑商所挂牌交易，这将有利于生产企业规避现货价格变动风险，增强我国甲醇定价权。本周甲醇价格涨跌互现，其中华东地区甲醇价格反弹 5.1% 至 3120 元/吨。近期由于下游需求疲软导致全国甲醇价格持续下滑，而在进口甲醇价格向好的带动下华东地区甲醇价格反弹。我们预计下游需求仍将持续疲软，但在进口甲醇价格相对向好和国内部分企业即将停产检修等因素影响下，短期内将震荡运行。

3. PVC 价格持续低迷。本周长三角地区乙烯法 PVC 价格下降 3.5% 至 6950 元/吨，而电石法 PVC 价格小幅上涨 0.2% 至 6520 元/吨，近三个月来乙烯法和电石法 PVC 价格下跌幅度累计分别达到 20.6% 和 17.1%。近期由于宏观经济疲软及房地产市场持续低迷，PVC 下游需求较弱，价格持续下滑。目前房地产调控政策短期难以松动，下游需求仍将持续低迷。由于主要原料电石价格目前已接近企业生产成本，下跌空间有限，因而在电石成本支撑下，PVC 价格将有望保持相对稳定，但行业回暖的具体时点还有待于宏观经济及房地产行业的复苏。

4. 烟台万华发布 11 月份 MDI 挂牌价。本周五烟台万华发布 11 月份 MDI 挂牌价，其中纯 MDI（桶装）11 月份挂牌价下调 200 元/吨至 20000 元/吨，聚合 MDI 挂牌价和上月持平为 15500 元/吨，这是聚合 MDI 挂牌价在连续两个月下调后首次持平。目前 MDI 价格及盈利水平均已处于历史底部，在成本支撑下下跌空间有限，但下游需求仍较疲软，价格短期难以复苏，未来复苏具体时点取决于宏观经济和下游需求复苏进展。

5. 短期投资视点：本周化工品价格总体上呈现上下游价格分化的局面，上游石化产品价格原油价格强势反弹下总体上涨；而基础化工品方面，由于宏观经济低迷导致终端消费对化工品需求疲软，因而偏消费端的化工品价格仍呈下跌态势，其中尿素价格有所走弱，聚氨酯、PVC、化纤等产品价格持续下滑，但下跌幅度已略小于前两周。子行业方面，预计短期内化工品价格因需求持续疲软而难有起色，但从中长期上看，仍可重点关注具备资源属性的磷化工上游产业链以及行业开始有所回暖的农药行业。投资观点上，重点关注蓝筹股中的兴发集团（磷化工）、烟台万华（MDI）、盐湖股份（钾肥）、湖北宜化、云天化（磷、氮肥）、浙江龙盛（染料）等。

● 钢铁行业研究员 郭毅 (021-38565540)

宝钢股份 (600019, ¥5.36, 推荐) 2011年三季度点评-随行业探底, 汇兑收益缓解盈利压力

事件:

宝钢公布 2011 年三季度, 公司上半年实现营业总收入 1673 亿元, 同比增加 12.2%, 归属于上市公司净利润 63.2 亿元, 同比下滑 40.3%, 基本每股收益 0.36 元, 同比下降 0.25 元。三季度单季每股收益 0.07 元, 低于市场预期。

主要经营数据:

2011 年前三季度公司实现营业总收入 1673 亿元, 同比增加 12.2%; 实现利润总额 80.8 亿元, 同比下滑 40.4%; 实现净利润 63.2 亿元, 同比下滑 40.4%。前三季度销售毛利率 8.2%, 同比下降 4.8 个百分点。三费比率 3.3%, 同比下降 0.4 个百分点。

公司三季度单季度实现营业收入 560.8 元, 环比下降 1.7%, 实现净利润 12.4 亿元, 环比下降 38.2%。三季度单季基本每股收益 0.07 元, 低于二季度的 0.11 元。近 4 季度毛利率分别为 5.3%, 8.2%, 11.3%, 9.44%。

事件点评:

1. 营业收入基本稳定, 毛利率大幅下降。三季度公司营业收入较二季度基本维持稳定, 但单季毛利率却大幅下滑到 5.3%, 仅高于金融危机影响最严重的 2008 年 4 季度和 2009 年 1 季度。宝钢利润主要来源于汽车行业的需求, 而今年汽车行业增速的调整, 致使宝钢盈利水平大幅下滑。虽然, 宝钢在 9, 10 月份分别小幅上调了出厂价, 且在全行业都大幅下调出厂价的 11 月份保持平盘, 但 12 月份出厂价格下调的概率很大, 四季度的盈利仍将继续下滑。

2. 吨钢收入下滑致使毛利率下滑。三季度公司吨钢销售收入较上半年下滑了 436 元, 而吨钢成本仅下滑 45 元, 致使吨钢毛利大幅下滑 391 元。三季度成本端的稳定, 需求端减弱而导致吨钢售价的大幅下滑, 是公司毛利率下滑的主要原因。

3. 汇兑收益和减值准备冲回缓解盈利压力。由于人民币的持续升值公司前三季度汇兑收益大幅增加 (上半年为 7 个亿, 三季度具体金额尚无法拆分) 导致财务费用同比减少 7 亿元。而资产减值损失较去年减少 3 亿, 公司解释主要为三季度冲回存活跌价准备 1 亿元 (考虑到公司三季度吨钢售价的大幅下滑, 三季度冲回存活跌价准备的处理还需进一步跟踪)。两项非经营性项目使税前利润同比约增 10 亿元, 缓解了主业盈利的压力。

4. 行业仍将继续探底: 虽然矿价仍在加速下跌, 但成本端的改善仍难弥补钢价大幅下跌的影响, 且钢厂仍然持有部分前期高价矿石库存, 全行业基本都处于亏损状态。高炉的检修也进一步增加, 但目前还没有出现高炉“闷炉”的情况。由于本次需求的下滑已部分被预期, 且行业的抗风险能力也在增强。总的来看行业面对这次危机可能更多采取边打边撤的战术, 而不是 08 年的瞬间倒下, 需要经历一个漫长的“磨”和“忍”的筑底过程, 危机的周期被拉长。

5. 盈利预测及投资建议: 我们认为, 虽然公司优势在削弱, 但综合实力仍旧优于同行。2012 年公司有两点值得关注, 一是公司矿石供应为 100% 的进口矿, 进口矿价的大幅下跌对公司成本端得改善带来利好, 二是中国汽车行业发展的空间仍然较大, 在经历今年的调整之后增速有望逐步恢复, 对公司需求端带来利好。预计公司 2011-2013 年的基本每股收益为 0.40, 0.65, 0.87 元, 维持公司推荐评级。

鞍钢股份 (000898, ¥5.38, 推荐) 2011年三季度点评-四季度将随行业探底

事件:

鞍钢股份公布 2011 年三季度, 公司前三季度实现营业总收入 697 亿元, 同比增加 2.6%, 归属于上市公司净利润 2.4 亿元, 同比下降 91%, 基本每股收益 0.03 元, 同比下降 0.32 元。三季度单季每股收益 0.003 元, 低于市场预期。

主要经营数据:

2011 年前三季度公司实现营业总收入 697 亿元, 同比增加 2.6%; 实现利润总额 0.68 亿元, 同比下降 97.9%; 实现净利润 1.22 亿元, 同比下降 95%。前三季度销售毛利率 7.2%, 较上半年下降 0.6 个百分点。三费比率 6.6%, 较上半年下降 0.2 个百分点。公司三季度单季度实现营业收入 233.8 亿元, 环

比下降 1.5%，实现净利润-0.22 亿元。三季度单季基本每股收益 0.003 元，低于二季度的 0.02 元。近 4 季度毛利率分别为 5.99%，8.2%，7.4%，5.4%。

事件点评：

1. 产量环比增加，毛利率下降。三季度公司钢材产量为 541 万吨，环比增加 8.7%，主要由于公司上半年 1 号 3200m³ 高炉出现故障导致产量有所减少。前三季度公司吨钢销售收入较上半年下降 107 元，吨钢销售成本较上半年下降 71 元，导致吨钢销售毛利下降 36 元，毛利率由上半年的 7.8% 下滑到 7.2%，而吨钢净利仅为 8 元/吨。

2. 集团供矿合同预计将导致公司成本高企。更具与集团的供矿合同，铁精矿定价为不高于调整之前的前一半年度中国铁精矿进口平均价加上从鲅鱼圈港到本公司的铁路运费再加上品位调价后的价格。随着矿价的大幅下跌，预计上半年的进口均价将明显高于四季度现货价格从而加大公司四季度的成本压力。

3. 调整固定资产折旧年限，增厚全年利润：公司决定从 2011 年 10 月 1 日起调整固定资产年限，预计将影响公司 2011 年度固定资产折旧额减少 5.18 亿元，所有者权益及净利润分别增加 3.88 亿元。而前三季度公司净利润仅为 1.22 亿，四季度钢铁主业亏损可能性较大，公司全年净利润主要来源于固定资产年限的调整。

4. 钢企检修潮，行业继续探底。随着 10 月份钢材价格大幅下跌，行业基本面继续探底，钢企检修明显增多，而且检修逐步从轧材线延伸到了高炉。10 月中旬重点企业粗钢日产量 158.5 万吨，较上月环比下降 4.8%。最新统计全国有 39 座高炉检修（我们认为实际数据要比这个更大），公司也在 10 月份对其一座 3200m³ 的高炉进行检修，影响产量 32 万吨。

5. 盈利预测与投资建议。由于需求不振，公司相继下调了 10 月、11 月的出厂价格，预计 12 月出厂价格也降继续下调，四季度公司业绩可能继续下滑。预计公司 2011-2013 年的基本每股收益为 0.08, 0.17, 0.27 元，维持公司推荐评级（盈利预测中考虑了调整固定资产折旧年限影响影响净利润 3.88 亿元）。

宏观财经

● 宏观研究员 卢燕津（021-38565965）

通胀进入下行通道 政策微调显现化——中国宏观经济周报（2011.10.24-2011.10.30）

10 月汇丰制造业 PMI 预览值指向中国经济或将温和下滑，部分缓解市场对经济的过度担忧。随着通胀进入下行通道，政策微调显露，尽管短期内经济下行方向不变，但政策微调对经济将产生托底的效果。10 月汇丰制造业为近 4 个月以来首次进入扩张区间，近期统计数据显示 3 季度中国经济小幅放缓，同时美国 3 季度 GDP 季环比折年率大幅回升至 2.5%，解决欧债危机的总体框架也趋向清晰。在这种组合下，预计 4 季度中国经济增速将小幅回落至 8.5%。随着通胀进入下行通道，政策的取向也将逐步从通胀回归增长。温总理近期表态要适时适度进行预调微调，政策微调开始显现化，使得局部放松可期。但我们认为，什么都能放松，就是不能放松房地产。

商务部、农业部数据一致指向食品类价格继续回落，生产资料价格弱势格局延续，10 月 CPI 将下滑至 5.4%。商务部肉类价格连续 4 周回落，预计本轮猪价回落将较为温和：1）猪农在经历了 08 年的肉价暴涨暴跌之后，补栏行为更为理性；2）养猪成本明显提高，猪价超过 08 年高点的同时猪盈利并未超过 08 年水平。

本周央行继续实现资金净回笼，短期资金价格上升。考虑到通胀未明显下滑且经济增速在可接受的范围内，近期货币政策不会全面放松，央行仍主要依靠公开市场操作来维护银行间流动性。由于央行净回笼，叠加本周企业集中上缴利税、小盘股密集发行和银行月末贷存比考核等短期因素冲击，本周资金面明显较上周紧张。另外，本周暂停 3 年期央票发行，显示央行主观上大幅收缩流动性的意愿并不强，之前 3 年期央票的重启与上周发行利率下调或由于市场需求旺盛所致。

● 宏观研究员 贾潇君（021-38565751）

欧债缓和意料之内，美国复苏情理之中

请阅读最后一页信息披露和重要声明

3 季度美国 GDP 数据如期反弹, 验证了我们长期以来坚持的判断。3 季度美国 GDP 较上半年明显回暖符合我们前期关于美国下半年经济不衰退, 弱复苏的判断。个人消费支出和固定资产投资是拉动 GDP 整体反弹的主要因素。库存拖累经济增长, 但主要是受信心过度恶化的影响, 随着悲观情绪的逐渐修复, 在 4 季度有望回升。另外, 3 季度经济的回暖并非全部完全得益于供应链修复导致汽车行业的回暖, 投资和消费的回升或将在在 4 季度持续。

美国经济 4 季度有望继续复苏。1) 随着企业投资优惠减免将于年底结束以及信心的回暖, 企业可能在 4 季度提前消化明年企业投资, 近期资本品订单逐渐上升预示企业投资在 4 季度或将维持; 2) 周度失业金申请人数、商业信贷以及汽车生产等高频数据指向经济依然趋势复苏; 3) 配合联储在 9 月会议推出的扭曲操作将进一步降低借贷成本, 有利于经济复苏。

联储会议仍将以讨论为主, 难以作出重要决定, 短期内推 QE3 依然是小概率事件。我们认为短期内推 QE3 依然是小概率事件, 当前联储应会偏重通过言辞指导, 提高会议透明度来干预市场预期, 稳定市场信心。

解决欧债三大目标明朗短期提振市场信心, 但欧债问题尚未完全解除, 后期曲折在所难免。10 月 26 日的欧盟二轮峰会取得重大突破, 公布了中期解决欧债危机的 3 个目标: 1) EFSF 将扩容至 1 万亿欧元; 2) 希腊债务减记 50%; 3) 欧元区银行核心资本充足率提高至 9%。中期三大目标的达成将重塑市场对欧元区解决危机的信心, 也为之后执行长期目标赢得时间。然而, 由于德法关于如何提高 EFSF 杠杆仍然存在分歧, 意大利的财政紧缩的执行力度仍存疑问, 以及主要国家间政治博弈仍将持续, 银行筹资也面临不确定性。中长期来看, 欧债波折风险仍未完全消除。

重点报告

新股信息

新股发行

代码	简称	发行数量 (万股)	发行价 (元)
601028	玉龙股份	7950.00	10.80
002631	德尔家居	4000.00	0.00
002592	八菱科技	1890.00	17.11
002632	道明光学	2667.00	0.00
002625	龙生股份	1933.80	11.18
002629	仁智油服	2861.00	15.00
601100	恒立油缸	10500.00	23.00
002624	金磊股份	2500.00	11.20
002628	成都路桥	4200.00	20.00
300275	梅安森	1467.00	26.00
002626	金达威	2300.00	35.00
300274	阳光电源	4480.00	30.50
300276	三丰智能	1500.00	0.00
300271	紫光华宇	1850.00	30.80
300272	开能环保	2750.00	11.50
002630	华西能源	4200.00	0.00
002627	宜昌交运	3350.00	13.00
300273	和佳股份	3335.00	20.00

附件一：兴业近期研究报告一览

研究员	报告名称	行业	投资评级	日期
吴峰	资金价格小幅回升——兴业证券资金价格周报（兴业证券策略组张忆东吴峰 20111029）		-	2011-10-30
朱峰	中国国航：屋漏偏逢连夜雨，根深叶茂待春光	航空运输III	推荐	2011-10-28
秦冲	兴业证券晨会视点 2011-10-28	机构客户部通用报告	-	2011-10-28
贾潇君	美3季度经济如期反弹		-	2011-10-28
李明杰	中兴通讯：营收增长加速和毛利率回升是亮点，乐观看待海外扩张进程	通信传输设备	推荐	2011-10-28
朱峰	海南航空：毛利率提升和三项费用率下降使盈利超预期	航空运输III	推荐	2011-10-28
朱峰	白云机场：业务保持较快增长，盈利略微低于预期	机场III	推荐	2011-10-28
朱峰	南方航空：收入强劲增长，业绩符合预期	航空运输III	推荐	2011-10-28
毛伟	金发科技：金发科技(600143)：在宏观经济调整周期下保持经营业绩稳定	改性塑料	推荐	2011-10-28
刘曦	烟台万华：烟台万华(600309)：MDI销量增加和毛利率提升推动业绩增长	聚氨酯	推荐	2011-10-28
龚里	中国远洋：中国远洋(601919)2011年三季报点评：集运续亏，散货业绩改善滞后BDI反弹	航运III	推荐	2011-10-28
邓晓倩	以岭药业：业绩靓丽 长期看好	中药III	无评级	2011-10-28
项军	新华医疗：业绩环比加速增长，坚定看好长期发展	医疗器械III	推荐	2011-10-27
项军	恒瑞医药：符合预期的平稳增长	化学制剂	推荐	2011-10-27
邓晓倩	华润三九：品类规划继续完善 原材料价格牵动公司业绩	中药III	无评级	2011-10-27
沈怡	海隆软件：大客户战略进入收获期 全年增长确定	软件开发及服务	强烈推荐	2011-10-27
季文华	新和成：稳健增长的精化龙头	化学原料药	推荐	2011-10-27
王挺	广田股份：避开成长诱惑：主动 or 被动？	装饰园林	强烈推荐	2011-10-27
王挺	延长化建：启航，延长无限	专业工程	推荐	2011-10-27
王爽	日本铁路：客流密度是盈利的决定性因素	铁路运输II	无评级	2011-10-27

附件二：兴业研发核心股票一览

行业	股票	研究员	盈利预测 (EPS)			投资评级
			2011E	2012E	2013E	
啤酒	重庆啤酒	王晞	0.40	0.41	0.44	强烈推荐

晨会纪要

化学原料药	新和成	王晞	2.00	2.34	2.70	推荐
	浙江医药	王晞	2.87	3.20	3.53	推荐
	海正药业	王晞	0.98	1.31	1.69	推荐
化学制剂	恩华药业	王晞	0.46	0.65	0.90	推荐
	科伦药业	王晞	2.07	2.90	3.76	推荐
	翰宇药业	王晞	0.83	1.28	1.62	推荐
	人福医药	王晞	0.60	0.81	1.09	强烈推荐
	恒瑞医药	王晞	0.82	1.02	1.24	推荐
	现代制药	王晞	0.42	0.54	0.72	推荐
	哈药股份	王晞	0.82	1.00	1.11	推荐
中药III	东阿阿胶	王晞	1.27	1.75	2.33	推荐
	云南白药	王晞	1.79	2.29	2.92	推荐
	华润三九	王晞	0.90	1.11	1.32	推荐
	同仁堂	王晞	0.34	0.44	0.54	推荐
	广州药业	王晞	0.36	0.48	0.59	推荐
	天士力	王晞	0.76	0.92	1.10	无评级
	江中药业	王晞	0.80	1.14	1.38	推荐
生物制品III	华兰生物	王晞	1.11	1.09	1.32	推荐
	科华生物	王晞	0.53	0.69	0.85	推荐
	双鹭药业	王晞	1.57	1.45	1.77	推荐
	沃森生物	王晞	1.00	1.61	2.42	无评级
医药商业III	九州通	王晞	0.26	0.35	0.44	无评级
	上海医药	王晞	0.60	0.71	0.84	推荐
医疗器械III	新华医疗	王晞	0.80	1.20	1.75	推荐
医疗服务III	爱尔眼科	王晞	0.43	0.64	0.92	推荐
煤炭开采III	神火股份	刘建刚	1.28	1.46	1.09	推荐
	冀中能源	刘建刚	1.50	1.65	1.75	推荐
	西山煤电	刘建刚	1.22	1.69	2.10	推荐
	露天煤业	刘建刚	1.03	1.28	1.45	推荐
	兰花科创	刘建刚	3.10	3.78	4.30	强烈推荐
	兖州煤业	刘建刚	1.95	2.20	2.56	强烈推荐
	阳泉煤业	刘建刚	1.35	1.52	1.75	强烈推荐
	盘江股份	刘建刚	1.68	1.98	2.35	强烈推荐
	恒源煤电	刘建刚	1.17	1.34	1.47	推荐
	大同煤业	刘建刚	1.15	1.34	0.00	推荐
	中国神华	刘建刚	2.20	2.48	2.85	强烈推荐
	昊华能源	刘建刚	1.43	1.59	1.75	推荐
	潞安环能	刘建刚	1.80	1.95	2.26	强烈推荐
	国投新集	刘建刚	0.65	0.98	1.25	推荐
冶金矿采化工设备	天地科技	刘建刚,陈德静	0.97	1.21	1.45	强烈推荐
造纸III	晨鸣纸业	雒雅梅	0.68	0.87	0.00	推荐
	太阳纸业	雒雅梅	0.86	1.06	0.00	强烈推荐
	华泰股份	雒雅梅	0.43	0.63	0.00	推荐
	岳阳林纸	雒雅梅	0.35	0.41	0.53	推荐
	博汇纸业	雒雅梅	0.63	0.74	0.00	推荐
家具	宜华木业	雒雅梅	0.25	0.31	0.36	推荐
石油开采III	中国石油	郑方镛	0.96	0.00	0.00	推荐
油气钻采服务	中海油服	郑方镛	0.96	0.00	0.00	推荐
石油加工	中国石化	郑方镛	0.83	0.00	0.00	推荐
纯碱	双环科技	郑方镛	0.33	0.00	0.00	推荐

晨会纪要

农药	诺普信	郑方镛	0.53	0.83	1.16	推荐
民爆用品	兴化股份	郑方镛	0.85	0.00	0.00	推荐
纺织化学用品	德美化工	郑方镛	0.63	0.00	0.00	推荐
其他化学制品	丹化科技	郑方镛	0.61	0.00	0.00	推荐
维纶	云维股份	郑方镛	0.34	0.00	0.00	推荐
聚氨酯	烟台万华	郑方镛	0.81	1.06	0.00	推荐
	东华科技	郑方镛	0.40	0.00	0.00	推荐
贸易Ⅲ	中化国际	郑方镛	0.84	0.00	0.00	推荐
自然景点	峨眉山 A	刘璐丹	0.56	0.70	0.83	推荐
	桂林旅游	刘璐丹	0.20	0.24	0.30	推荐
	丽江旅游	刘璐丹	0.77	1.00	1.20	推荐
	黄山旅游	刘璐丹	0.61	0.78	0.96	推荐
酒店Ⅲ	华天酒店	刘璐丹	0.24	0.00	0.00	推荐
	锦江股份	刘璐丹	0.52	0.66	0.89	推荐
	金陵饭店	刘璐丹	0.28	0.32	0.37	推荐
旅游综合Ⅲ	三特索道	刘璐丹	0.37	0.43	0.57	推荐
	中青旅	刘璐丹	0.59	0.74	0.81	推荐
	首旅股份	刘璐丹	0.60	0.75	0.96	推荐
	中国国旅	刘璐丹	0.80	1.13	1.42	强烈推荐
餐饮Ⅲ	全聚德	刘璐丹	0.93	0.00	0.00	推荐
公交Ⅲ	大众交通	王爽	0.27	0.32	0.00	推荐
高速公路Ⅲ	赣粤高速	王爽	0.77	0.80	0.75	推荐
	山东高速	王爽	0.44	0.47	0.52	强烈推荐
	宁沪高速	王爽	0.71	0.79	0.86	强烈推荐
	四川成渝	王爽	0.43	0.48	0.55	推荐
铁路运输Ⅲ	铁龙物流	王爽	0.40	0.46	0.55	推荐
	大秦铁路	王爽	0.93	1.08	1.10	强烈推荐
物流Ⅲ	中储股份	王爽,纪云涛	0.44	0.55	0.00	强烈推荐
贸易Ⅲ	建发股份	王爽	1.13	1.40	1.92	强烈推荐
种子生产	登海种业	赵钦	0.76	1.00	1.28	推荐
粮食种植	北大荒	赵钦	0.25	0.32	0.39	中性
水产养殖	东方海洋	赵钦	0.30	0.42	0.55	推荐
	好当家	赵钦	0.31	0.42	0.58	推荐
果蔬加工	中粮屯河	赵钦	0.19	0.54	0.74	推荐
其他农产品加工	南宁糖业	赵钦	1.10	1.08	1.17	中性
	顺鑫农业	赵钦	0.80	1.01	1.32	推荐
	超声电子	刘亮	0.53	0.69	0.99	推荐
	生益科技	刘亮	0.60	0.73	0.93	推荐
	法拉电子	刘亮	1.44	1.76	2.08	推荐
	广州国光	刘亮	0.34	0.53	0.69	强烈推荐
	得润电子	刘亮	0.58	0.77	0.00	推荐
乘用车	长安汽车	李纲领	0.45	0.53	0.61	中性
	比亚迪	李纲领	0.63	0.87	1.05	中性
	上海汽车	李纲领	1.81	2.13	2.62	推荐
商用载货车	江铃汽车	李纲领	2.36	2.89	3.51	强烈推荐
	江淮汽车	李纲领	1.94	2.33	2.85	推荐
商用载客车	宇通客车	李纲领	2.01	2.26	2.62	强烈推荐
汽车零部件Ⅲ	松芝股份	李纲领	1.10	1.28	1.62	中性
	福耀玻璃	李纲领	0.90	1.15	1.32	强烈推荐
	华域汽车	李纲领	1.21	1.43	1.67	推荐

晨会纪要

计算机设备Ⅲ	南天信息	张英娟	0.41	0.50	0.62	中性
	广电运通	张英娟	1.45	2.03	2.63	强烈推荐
	新北洋	张英娟	0.55	0.76	1.04	推荐
软件开发及服务	远光软件	张英娟	0.71	0.98	1.38	推荐
	海隆软件	张英娟	0.63	0.83	1.15	强烈推荐
	启明信息	张英娟	0.36	0.63	0.95	推荐
	用友软件	张英娟	0.72	0.95	1.16	推荐
	东软集团	张英娟	0.45	0.56	0.70	推荐
	宝信软件	张英娟	0.85	1.03	1.25	推荐
系统集成	东华软件	张英娟	0.83	1.10	1.43	推荐
	软控股份	张英娟	0.77	1.09	1.48	推荐
	科大讯飞	张英娟	0.61	1.03	1.77	中性
	航天信息	张英娟	1.18	1.45	1.80	推荐
	华胜天成	张英娟	0.45	0.60	0.79	推荐
	恒生电子	张英娟	0.48	0.67	0.83	强烈推荐
百货零售	合肥百货	向涛	0.74	0.83	1.02	推荐
	通程控股	向涛	0.32	0.42	0.50	推荐
	鄂武商 A	向涛	0.72	0.86	1.08	推荐
	广州友谊	向涛	1.08	1.30	1.58	推荐
	天虹商场	向涛	0.80	1.10	1.40	强烈推荐
	欧亚集团	向涛	1.00	1.30	1.70	强烈推荐
	首商股份	向涛	0.37	0.46	0.54	强烈推荐
	友好集团	向涛	0.77	0.92	1.16	推荐
	银座股份	向涛	0.58	0.70	0.95	推荐
	王府井	向涛	1.48	1.87	2.22	强烈推荐
专业连锁	中百集团	向涛	0.44	0.54	0.64	推荐
	苏宁电器	向涛	0.74	0.92	1.16	强烈推荐
	新华都	向涛	0.44	0.57	0.75	推荐
	友谊股份	向涛	0.21	0.25	0.30	强烈推荐
普钢	宝钢股份	兰杰	0.89	0.00	0.00	推荐
铝	云铝股份	罗人渊	0.10	0.42	0.49	推荐
	南山铝业	罗人渊	0.38	0.68	0.73	推荐
黄金	紫金矿业	罗人渊	0.33	0.57	0.61	强烈推荐
机场Ⅲ	上海机场	朱峰,曾旭	0.80	0.94	1.12	强烈推荐
氮肥	华鲁恒升	刘曦	0.57	0.81	1.17	推荐
农药	扬农化工	刘曦	0.73	0.95	1.20	推荐
聚氨酯	红宝丽	刘曦	0.52	0.80	1.03	推荐
	兴发集团	刘曦	0.70	1.18	1.50	推荐
石油加工	沈阳化工	张弛	0.68	0.83	0.98	推荐
证券Ⅲ	华泰证券	张颖	0.53	0.55	0.00	中性
房地产开发Ⅲ	万科 A	虞淼	0.89	1.07	1.27	强烈推荐
	金融街	虞淼	0.69	0.81	0.93	推荐
	中南建设	虞淼	0.84	1.07	1.21	推荐
	保利地产	虞淼	1.37	1.64	1.93	推荐
	冠城大通	虞淼	1.05	1.33	1.79	推荐
	鲁商置业	虞淼	0.61	0.81	1.00	推荐
	金地集团	虞淼	0.69	0.81	0.93	推荐
啤酒	青岛啤酒	陈宇	1.33	1.51	1.78	无评级
肉制品	双汇发展	陈宇	2.60	6.13	7.36	推荐
银行Ⅲ	招商银行	吴畏	1.55	1.77	2.12	强烈推荐

	工商银行	吴畏	0.53	0.63	0.68	推荐
保险Ⅲ	中国平安	曾素芬	2.78	3.62	4.52	推荐
	中国太保	曾素芬	1.20	1.43	1.75	推荐
	中国人寿	曾素芬	1.20	1.38	1.61	推荐
港口Ⅲ	日照港	龚里,纪云涛	0.18	0.21	0.27	强烈推荐
航运Ⅲ	中远航运	龚里,纪云涛	0.20	0.33	0.45	强烈推荐
机床工具	秦川发展	陈德静	0.37	0.44	0.51	推荐
	华东数控	陈德静	0.61	0.80	0.89	中性
	昆明机床	陈德静	0.42	0.56	0.72	推荐
工程机械	中联重科	陈德静	0.99	1.27	1.53	强烈推荐
	徐工机械	陈德静	1.86	2.39	2.87	强烈推荐
	柳工	陈德静	1.79	2.26	2.62	推荐
	山推股份	陈德静	1.10	1.35	1.68	推荐
	三一重工	陈德静	1.35	1.75	2.28	强烈推荐
	安徽合力	陈德静	1.08	1.41	1.71	中性
冶金矿采化工设备	林州重机	陈德静	0.24	0.35	0.44	无评级
	尤洛卡	陈德静	0.51	1.23	1.58	强烈推荐
航空航天设备	航空动力	陈德静	0.27	0.39	0.00	推荐
水泥制造	冀东水泥	陈文	1.73	2.87	3.93	推荐
	海螺水泥	陈文	2.58	3.04	3.66	推荐
电子零部件制造	春兴精工	李明杰	0.00	0.00	0.00	无评级
通信传输设备	日海通讯	李明杰	1.54	2.28	3.30	强烈推荐
	盛路通信	李明杰	0.45	0.57	0.74	推荐
	大富科技	李明杰	1.15	1.54	2.03	强烈推荐
	亨通光电	李明杰	0.00	0.00	0.00	无评级
农药	新安股份	毛伟	0.45	0.75	1.04	推荐
改性塑料	金发科技	毛伟	0.78	1.01	1.29	推荐
其他化工新材料	回天胶业	毛伟	1.13	1.56	2.11	推荐
纺织化学用品	浙江龙盛	刘刚	0.89	1.03	0.00	推荐
水泥制造	金隅股份	系统	0.00	0.00	0.00	无评级

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
- 推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
- 回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与

晨会纪要

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。