

## 杨忱

晨会编辑

021-38565915

yangchen@xyzq.com.cn

## 兴业研发晨会纪要

2011年10月19日

## 股票市场

指数	收盘	涨跌幅(%)	
		1日	1周
<b>海外成熟市场</b>			
道琼斯指数	11577.05	1.58	1.41
标普500指数	1225.38	2.04	2.50
纳斯达克指数	2657.43	1.63	2.88
日经225指数	8741.91	-1.55	-0.36
香港恒生指数	18076.46	-4.23	-0.36
香港国企指数	9340.43	-5.21	0.90
英国 FTSE	5410.35	-0.48	0.27

<b>海外新兴市场</b>			
巴西圣保罗指数	55031.93	2.08	3.30
印度孟买指数	16748.29	-1.63	1.28
俄罗斯 RTS 指数	1427.26	0.00	5.32
台湾加权指数	7359.48	-1.36	-0.53
韩国 KOSPI100	3904.45	-1.48	2.04

<b>国内市场</b>			
上证综合指数	2383.49	-2.33	1.49
上证B股	239.30	-2.27	2.15
深证成份指数	10226.93	-2.73	1.60
深圳B股	568.49	-2.70	3.57
沪深300指数	2592.21	-2.80	1.58
中小板指数	5769.80	-2.54	2.49
上证国债指数	130.22	0.06	0.19
上证基金指数	3898.36	-2.34	1.02

## A股行业涨幅前五

食品饮料指数	2486.41	-0.98	4.63
传播文化指数	617.04	-1.50	6.89
农林牧渔指数	813.73	-1.92	4.25
批发零售指数	1317.45	-1.95	2.79
信息技术指数	698.96	-2.24	3.33

## 大宗商品

品种	收盘	涨跌幅(%)	
		1日	1周
纽约期油	88.34	2.27	2.95
纽约棉花期货	100.18	-0.18	-3.18
新加坡纸货市场	#N/A N/A	#N/A	#N/A
NYBOT 糖	27.85	0.22	7.36
芝加哥大豆	1250.75	-0.18	1.23
芝加哥玉米	644.00	0.55	-0.16
伦敦铜	7448.00	-0.63	2.17
伦敦铝	2208.00	-0.36	-1.03
伦敦锌	1882.00	-1.21	-1.48
波罗的海干散货	2136.00	-1.11	1.42
现货金	1657.98	-0.77	-0.26

## 货币市场

汇率/利率	中间价	涨跌幅(%)	
		1日	1周
美元/人民币	6.38	0.16	0.07
欧元/人民币	8.75	-1.13	0.63
欧元/美元	1.38	0.11	0.82
美元/日元	76.82	-0.01	0.22
日元 LIBOR7 日	0.12	0.00	0.00
美元 LIBOR7 日	0.19	0.00	-0.87
SHIBOR7 日	3.49	4.59	-16.7
CHIBOR7 日	3.77	12.54	-10.0

数据日期:

2011年10月18日

## 概览

## 兴业证券研发视点

- 弱市反弹更显曲折 时间窗口尚有可为

## 分析师观点

## 【信息点评】

- 凌钢股份11年三季报点评：“铁”九月拉低季度业绩
- 博云新材三季报点评-募投项目逐渐达产拉动收入高速增长
- 1-9月全国房地产运行数据点评
- 中国太保2011年三季报点评：业绩平稳增长，大量投资浮亏待消化
- 保险行业2011年9月份保费收入点评：寿险增速续创新低，产险增速平稳
- 老板电器2011年三季报点评：收入维持快速增长，盈利能力依旧突出

## 宏观财经

- 3季度经济小幅放缓 或将在4季度延续---3季度及9月宏观数据点评

## 10月推荐个股

股票代码	当前价	11EPS	12EPS	13EPS	收益率
格力电器 000651	19.56	2.08	2.53	3.01	-2.15%
中信证券 600030	11.42	1.12	0.00	0.00	1.51%
上海汽车 600104	15.39	1.81	2.13	2.62	-3.69%
用友软件 600588	22.66	0.72	0.95	1.16	2.12%
五粮液 000858	36.60	0.00	0.00	0.00	0.83%

## 兴业证券研发视点

● 策略研究员 蒋仕卿 (021-3856 5959)

**弱市反弹更显曲折 时间窗口尚有可为**

周二市场大幅下跌。上证指数下跌 2.33%，深成指下跌 2.73%，中小板指下跌 2.49%，创业板指下跌 3.09%。两市总成交 1276 亿。板块方面，食品饮料、银行、计算机相对抗跌，非银金融、有色、建材是杀跌主力。

周二的下跌来自于多方面原因：（1）德国财长的表态打击了对于欧债危机解决的乐观情绪，隔夜海外市场大跌；（2）中国水电上市的高开高走超市场预期，吸引了市场活跃资金，同时对于未来大盘股上市的预期带来了负面影响，正如我们 4 月份提出的“大河无水小河干，小河干成了池塘，村长还拼命搞养殖搞成富氧化”；（3）悲观情绪笼罩市场且挥之不去，恰是底部区域的典型人性，多次“黑天鹅”式利空轰炸之后，投资者对于利好无反应，而对中性措施则视为利空。以三季度经济数据为例，符合我们的预测，反应了宏观调控的效果。如果市场在牛市，这组数据肯定导致被正面解读，会认为反映出中国经济增长的韧性，但是，很不幸，现在是熊市，这组数据就被负面解读为，经济还行、政策放松的可能性下降。

周二市场大跌，并不影响我们对市场短、中期的看法，我们仍然维持，2011 年大盘年内的低点极限位置就在 2300 点附近，而在此位置附近将反复出现反弹、不断折腾筑底。

展望：反弹喝汤行情在投资者的疑虑中震荡前行

（1）宏观调控下一阶段从“加力”、“观察”进入“维稳”、“纠偏”。通胀同比增速逐步回落，政策边际改善条件具备；10 月、11 月、12 月 CPI 翘尾因素分别为 0.6%、1.1% 和 0.5%，通胀有望年内逐步回落。持续的量化紧缩导致高利贷危机、中小企业日子难过、股市低迷等负面效果已经引起管理层的相当重视，温总调研温州、广东，国务院发布支持微小企业政策，汇金增持等，政策回暖信号明显，政策开始局部“纠偏”。

（2）流动性环比改善，有助于 A 股超跌后演绎“喝汤”行情。随着名义 GDP 和通胀的回落，政策逐步进入纠错、微调阶段，宏观流动性最困难的日子已过去；资金价格明显回落：国庆前后连续两周千亿元以上资金到期，SHIBOR 平均降幅超过 50bp，票据直贴、转贴利率降幅均在 300bp 以上。银行间回购利率持续处于低位。预计 10 月份资金面阶段性改善的状况有望延续。高利贷危机的两波冲击（第一波针对中小企业资金链断裂已经爆发，第二波在春节前后针对中小房地产开发商）之间是博弈 A 股反弹的时间窗口。

（3）相对估值优势渐渐具备。当前权重股估值和分红相比正规投资渠道收益率已具安全性。上证 50、上证综指 PE 对应收益率约 11%、8.8%；随着民间高利贷和房地产风险的释放，理财产品和信托产品的风险增加，实际收益率下降；产业资本增减持指标显示估值渐趋安全，特别是国资增持趋于积极，A 股“爹不疼娘不爱”局面有所改变。

（4）海外危机有所缓和，欧美经济偏弱而不崩盘的情景，对当前中国经济和 A 股都是好事情。欧债方面，希腊大概率将在 11 月初获得第六笔贷款，无序违约的可能性不大。欧元区已开始着手准备让希腊债务重组，并同时为其他债务国家以及银行注资，来应对希腊债务重组对私人及公共部门造成的损失。相对于单边依靠外部资金的援助来说，银行资本重组以及 EFSF 均是相对长期的举措。而美国经济方面，汽车销售引领 9 月零售数据大超预期反弹以及高频数据均显示美国经济是弱复苏而非衰退。美国月度度和周度数据均指向美国就业市场并未恶化且有所改善；美国消费信心和制造业 PMI 超预期回升显示企业及居民的悲观情绪有所修复。

（5）有投资者问我们何时反弹结束？对于反弹的高度，衡量的标准是整体估值的改善程度 PK 民间资金价格的改善程度，若民间资金能超预期回落，反弹高度可能随之更高；而反弹的时间，关键性时间点可以关注 11 月中旬之前。在此之后，到期资金量急剧的减少，而补缴存款准备金带来的时间差会对资金面造成扰动。同时，民间高利贷第二波冲击，即对中小房地产商风险的释放开始考验市场。

策略建议：防守反击，进一步演绎跌深反弹

(1) 我们依然坚持跌深反弹的这条主线，因为核心逻辑就在于政策、流动性、民间资金价格、管理层对股市的态度等因素的边际改善。在这种逻辑下，反弹更多是博弈性的机会，关注即使偷鸡不成也没有蚀啥米的机会：1、跌深——下跌的时间和空间都比较充分，有安全边际；2、多杀多压力小；3、个股流动性较好，进得去出的来；4、反弹契机可能是板块里面有新股上市、央企大股东增持等。

(2) 进取型投资者可以继续围绕“中字头”超跌类股稳扎稳打；交易型投资者可趁行情维稳用“游击战”博弈超跌股反弹的新故事，如三季报超预期、跌破发行价或增发价、行业或区域新刺激政策等。

(3) 谨慎型投资者趁反弹逢高时调整仓位及持仓品种。当前经济从普林格周期角度来看，正从滞胀期走向衰退期，在这一阶段，大类资产配置中债券的配置价值显著提升，依照债市的反弹次序，优先配置国债、高等级信用债；股票市场上可配置类债券（分级基金优先份额、金融、“中字头的央企”等权重蓝筹）；收缩持股，精选消费和真成长，等待明年更好的机会。

## 分析师观点

### 【信息点评】

#### ● 钢铁行业研究员 兰杰 (021-3856 5960)

#### **凌钢股份 (600231, 推荐, ¥7.06) 11年三季报点评: “铁”九月拉低季度业绩**

事件: 凌钢股份公布 2011 年三季报, 公司 11 年前三季度实现营业总收入 114.36 亿元, 同比增加 20.5%, 归属于上市公司净利润 4.05 亿元, 同比减少 11.1%, 基本每股收益 0.50 元, 三季度单季每股收益 0.17 元。

##### 主要经营数据:

1. 2011 年前三季度实现营业总收入 114.36 亿元, 同比增加 20.5%; 实现利润总额 5.2 亿元, 同比下降 15.7%; 实现净利润 4.05 亿元, 同比减少 4%。上半年销售毛利率 9.01%, 同比下降 2.36 个百分点。三费比率 3.64%, 同比下降 0.9 个百分点。

2. 公司三季度单季度实现营业收入 38.17 亿元, 环比下滑 13.6%, 实现净利润 1.43 亿元, 环比下降 25.5%。三季度单季基本每股收益 0.17 元, 11 年前三季度单季毛利率分别为 7.85%, 10.12%, 8.7%。

##### 事件点评:

1. 9 月下旬钢价急跌造成公司单季业绩低于我们预期。产量方面, 公司上半年钢材产量 178 万吨, 3 季度单季 93 万吨, 同时我们了解铁矿石产量环比二季度并无明显变化。价格方面, 7, 8 月份行业层面运行基本稳定, 长材价格维持在 4900-5000 元/吨含税价, 而 9 月下旬钢价快速下滑 (以沈阳 HRB335 为例, 9 月上半月均价为 4924 元/吨, 下半月为 4707 元/吨) 从而导致公司 9 月份经营情况不理想。11 年三季度单季 EPS 0.17 元, 同比 10 Q3 的 0.23 元下滑 22%, 季度环比下滑 25.5%。

2. 公司今明两年资本支出较大, 未来产品战略较为合理。公司三季度公布: 淘汰中宽冷带生产线后拟建设两条棒材生产线。一条年产 80 万吨小棒材线和一条年产 110 万吨大棒材生产线及其配套设施等, 同时拟建设两套方坯连铸机, 合计投资 12.6 亿元, 计划 2012 年 12 月底完成。8 月份公司债券融资 8 亿元, 可解决部分资金需求。从产品结构看, 未来公司除少量中宽热带外, 其余均为长材, 主要为建筑及机械用钢。由于公司地处辽西山区, 当地板材需求不好, 同时交通相对不便, 走长材精品路线更能切合当地需求及公司优势。

3. 铁矿石资产仍有扩张可能。三季度公司公告集团以朝阳龙山资产管理有限公司为平台收购的建平县荣田矿业有限公司将开始向股份公司供货, 下半年预计供货合计 10 万吨。该矿是国内较为优质的磷铁矿体, 从公开资料看, 该矿体盈利能力较强, 净利率在 25% 左右。未来该矿产能仍有扩张可能。预计全年铁精粉产量略低于 10 年, 但 12 年有较大增量。我们预计下半年公司铁精粉产量在 45 万吨左右, 全年产量将略低于 2010 年 87.30 万吨水平。我们仍看好公司未来铁精粉增量, 随着 2011 年底边家沟矿投产及 2012 年铁蛋山矿井改造工程竣工后, 公司铁精粉产量将有望提高到 120 万吨左右。

4. 考虑行业需求继续下滑, 我们下调公司全年盈利预测。受宏观调控影响, 行业需求继续下滑, 回暖周期拉长。我们下调公司 2011-2013 基本每股收益为 0.62, 0.81, 0.94 元, 但我们仍看好公司未来在铁矿方面的扩张, 同时维持我们矿价 12 年高位盘整的判断, 维持对公司“推荐”评级。

## ● 交通运输行业研究员 朱峰 (021-38565939)

博云新材 (002297) 季报点评 - 募投项目逐渐达产拉动收入高速增长

事件:

公司第三季度实现收入 9401 万元, 归属股东净利润 940 万元, 同比分别增长 92.43% 和 103.2%, 合 EPS0.04 元。前三季度累计实现收入 23566 万元, 归属股东净利润 2533 万元, 同比分别增长 49.59% 和 28.47%, 合 EPS0.12 元。

点评:

(1) 募投项目逐渐达产, 产能释放拉动业绩高速增长。公司麓谷基地建设进展顺利, 在建工程同比增长 72.73%。随着募投项目的实施, 公司产能逐渐释放, 第三季度销售收入大幅增长 92.43%。年底新厂区完全建成后将使公司炭/炭复合材料和刹车材料的生产能力得到大幅提升, 刹车片产能将由 2010 年的 800 万片增至 2500 万片, 供给瓶颈得到根本缓解。

(2) 收入结构的变化使得毛利率略有下降。公司炭/炭复合材料和刹车片业务的毛利率低于飞机刹车片业务, 前者收入规模的迅速扩大使得公司综合毛利率有所降低, 从去年第三季度的 29.8% 降至 26%。

(3) 盈利预测与估值: 公司三季度业务发展态势符合我们在前期深度报告《立于技术之巅, 俯瞰广阔蓝海》中的预测, 我们认为从 2011 年开始公司收入和利润进入爆发增长期。暂不考虑未来公司可能进入的机轮刹车系统和高铁刹车片市场, 预测 2011~2013 年公司 EPS 为 0.19、0.32、0.49 元, 给予 2012 年 EPS 60X 估值, 估值 18.6 元, 维持推荐评级。

(4) 风险提示: 原材料价格大幅波动、市场需求风险、存货风险

## ● 房地产研究员 虞淼 (021-3856 5969)

1-9月全国房地产运行数据点评

事件:

2011 年 10 月 18 日, 国家统计局公布 2011 年 1-9 月国民经济主要指标数据, 同时公布了全国房地产市场运行的有关数据。

简评:

1-9 月全国商品房销售面积 7.1 亿平米, 同比上升 12.0%, 升幅较 1-8 月下降 0.7 个百分点, 累计销售额 3.93 万亿。其中, 1-9 月住宅销售面积 6.36 亿平米, 同比上升 12.1%。9 月份当月住宅销售面积同比增长 7%, 销售额增幅 5.6%, 较 8 月份 24.1% 的增幅明显回落。从城市情况来看, 9 月统计的 15 个主要城市销售总面积同比下降约 23%, 较 8 月份约 10% 的降幅有所扩大。一线城市销售面积同比降幅约 50%, 二线城市约 25%, 限购的一二线城市降幅明显大于全国整体水平, 大致测算 9 月份三、四线城市的同比增幅在 15% 左右, 增幅相比 8 月略有下降。从环比情况来看, 9 月份各城市新房销量有升有降, 波幅在 15% 左右, 各城市新房库存继续上升且升幅较为明显, 整体去化并不乐观。9 月二手房销量环比小幅下降, 绝对量仍在低位, 各城市二手房同比降幅都在 40% 左右。

9 月份新房价格环比基本持平, 同比涨幅继续趋缓。9 月份新房价格平均环比与 8 月持平, 70 个城市中新房价格环比 8 月上升的城市数量为 24 个, 与 8 月基本持平; 其中一线城市房价连续 3 个月持平, 温州、重庆、天津等城市环比跌幅居前。二手房方面, 9 月份二手房价格平均环比略有下降, 环比涨幅为 -0.1%, 而 7、8 月份环比基本持平, 9 月份 70 个城市中上涨的城市数量为 24 个, 数量连续三个月下降。9 月新房价格平均同比涨幅为 3.8, 涨幅从 2010 年 4 月以来逐月下降, 今年 4-8 月维持在 4.4 左右, 9 月份涨幅下降较为明显。

9 月当月新开工面积 1.58 亿平米, 同比上升 8.9%, 较 7 月份 32% 的增速明显回落, 基本符合预期。1-9 月全国商品房新开工面积 14.8 亿平米, 同比增长 23.7%, 增幅较上个月下降 2.1 个百分点。由于保障房开工的拉动, 今年以来新开工增速始终维持在高位, 7、8 月份单月增速均超过了 30%, 但由于新建商品房的销售情况不佳影响开工, 9 月当月开工增速明显下降符合预期。

投资增速继续回落, 1-9 月全国商品房开发累计投资额 4.42 万亿, 同比增长 32%, 较 8 月下降 1.2

个百分点。8月单月投资额同比上升25%，增速较8月下降6.6个百分点，增速下滑幅度较前几个月更为明显，但尚未出现类似08年增速明显下台阶的情况。全国商品房施工面积增速持续回落，从年初的39%降至9月份的29.7%，同时从地产上市企业的中报来看，企业在二季度已经明显收缩了投资支出，上市地产公司购买商品支出累计同比从1季末的17%降到了2季度末的5%，考虑到全国统计数据可能存在的滞后性，9月投资增速回落符合预期，预计未来增速将继续回落。

开发企业资金来源增速回落。1-9月房地产开发企业资金来源6.2万亿，同比增长22.7%，较上月下降0.7个百分点，资金来源增速连续三个月上升后开始回落。其中贷款资金增幅为3.7%，增速较前一个月继续回落；由于销售增速回落，1-9月其他资金来源增幅20.7%，增速较8月下降0.8个百分点；9月份自有资金增速高位回落，增速为33.5%。

● **保险行业研究员 曾素芬 (021-3856 5598)**

**中国太保 (601601, ¥19.31, 推荐) 2011年三季报点评: 业绩平稳增长, 大量投资浮亏待消化**

事件:

中国太保披露2011年三季报, 实现营业收入1223.74亿元, 同比增长16.4%, 净利润70.18亿元, 同比增长43.1%, 每股收益0.82元, 每股净资产8.68元。

点评:

产险支撑公司承保业务收入平稳增长。中国太保2011年前三季度实现营业收入1223.74亿元, 同比增长16.4%, 若不考虑投资收益, 承保业务收入为1066亿元, 同比增长15.5%, 在年内寿险业务增速大幅下降的背景下公司承保业务收入依然保持较快增长的主要原因在于产险业务实现平稳较快增长: 前三季度, 太保寿险保费同比增速为8.2%, 而同期产险保费同比增长19.5%, 且呈现持续好转的态势, 可见, 是产险业务支撑了公司整体承保业务的稳定增长。

投资收益率略有下降, 大量投资浮亏待消化。前三季度公司实现投资收益158.11亿元, 经测算后年化投资收益率为3.93%, 较上年同期下降0.2个百分点。前三季度资本市场下跌17.3%, 其中第三季度下跌14.6%, 导致公司投资浮亏继年中呈现持续扩大之势, 经测算, 第三季度投资浮亏近65亿, 从而使前三季的累计投资浮亏接近超过98亿元。

从支出端看, 除退保率上升外, 其他业务成本率保持稳定。我们计算了主要业务成本比率指标, 在银根紧缩背景下, 保险产品相对吸引力下降, 从而导致太保退保率同比增长了117%, 退保率提升了近5个百分点。产品结构特征使公司寿险业务赔付支出和准备金计提差没有出现大幅提升, 其他成本比率指标基本保持稳定。

分季度看三季度是业绩低谷, 四季度环比改善空间大。2011年前三季太保实现净利润70.18亿元, 其中第三季度为12.02亿元, 为年内业绩的低谷, 随着第四季度资本市场的回暖和寿险评估利率的显著边际改善, 我们判断第四季度公司业绩将有较大幅度的提升。

投资建议: 年内中国太保股价下跌19.3%, 第三季度单季下跌17.4%, 基本反映了对公司第三季度业绩的预期, 我们期待公司四季度业绩的表现, 维持之前的业绩预测: 2011-2013年EPS分别为1.3元、1.59元和1.97元。当前股价所隐含的2011年PE为14.9倍, 新业务价值乘数为5.4倍, 估值水平低。根据兴业策略的判断, 11月中旬之前股市将反弹, 持续喝汤行情, 鉴于保险股的高弹性, 有望在反弹行情中启动估值修复。

**保险行业2011年9月份保费收入点评: 寿险增速续创新低, 产险增速平稳**

事件:

中国人寿、中国平安和中国太保公布2011年1-9月保费收入数据, 中国人寿今年前9个月保费收入为2642亿元; 中国平安寿险保费收入939.46亿元, 产险保费615.86亿元, 健康险0.8832亿元, 养老险40.52亿元; 中国太保寿险保费收入745亿元, 产险保费收入467亿元。

点评:

寿险业务未现好转之态, 增速再创年度新低。2011年1-9月, 中国人寿、平安寿险和太保寿险累计保费增速分别为2.8%, 32.0%, 8.1%, 保费增速较上月进一步下降, 均创年内累计保费增速新低。国寿9月单月保费同比下降6.9%, 太保寿险单月保费同比亦出现负增长, 可见寿险业务增长的颓势依然尚未终结。我们认为年内寿险业务增长的僵局除与银保新政、个险渠道增员难等渠道因素有关之外, 最主要在于银根紧缩宏观经济环境下, 其他可替代理财渠道产品收益率的上升, 而与此同时资本市场的波动使得保险股权投资成绩较差, 使得投资型寿险产品难以给予客户满意的投资回报率(以万能险为例, 主要寿险公司万能险结算利率近几个月来没有出现提升, 能维持不变还主要是依靠历年账户投资盈余的平滑,

若保险投资环境不出现改善，未来平滑的能力也将不断耗费），从而导致寿险产品收益率相较之下较低，缺乏竞争力。

随着汽车销量的企稳回升，产险业务增速表现平稳。2011年1-9月平安财险和太保财险累计保费分别同比增长35.5%和19.4%，基本与上月保持平稳。根据汽车工业协会统计数据，9月全国汽车销量达164.6万辆，同比增长5.7%，较上月有所上升，为从6月份以来第四个增速逐步提升的月份，年内汽车销量增速呈现企稳回升的态势，汽车销售状况的好转将有利于车险业务的发展，因此我们维持全年产险保费超20%增长的判断。在年内产险行业和公司基本面尚未出现大的变化的情况下，我们判断年内上市保险公司产险业务依然处在景气周期当中。

投资建议：保险估值来到历史底部，未来修复空间较大。年内保险股大幅跑输市场，致使国寿、平安和太保股价隐含新业务价值倍数分别仅为5.2倍、2.6倍和5.4倍，基本处于历史底部，结合公司基本面看股价被严重低估，行业上市公司未来估值修复空间巨大。就个股而言，国寿下半年环比改善空间最大，平安业绩增长确定，产险和银行利润双轮拉动集团利润的高增长，太保产寿险盈利能力领先同行。鉴于当前的估值水平，均予以推荐评级，但需关注平安再融资和员工股减持风险因素。

● **家电行业研究员 姚永华 (021-3856 5940)**

**老板电器 (002508) 2011年三季报点评：收入维持快速增长，盈利能力依旧突出**

事件：

公司发布2011年三季报，报告期内，公司实现营业收入10.67亿元，同比增长23.22%，实现归属于上市公司股东净利润1.23亿元，合EPS0.48元，同比增长31.06%。公司三季度实现营业收入3.55亿元，同比增长23.43%，实现归属于上市公司股东净利润0.43亿元，同比增长30.16%。

点评：

房地产严厉调控下的增长，实属不易

公司主营业务——油烟机、燃气灶、消毒柜与房地产销量的相关性极大，在今年严厉的地产调控背景下，公司仍取得了营业收入同比增长23.22%的业绩，实属不易。参考中怡康的统计数据（主要代表一二线城市的监测数据，与全国数据略有差异），2011年1-8月份，油烟机和燃气灶行业的内销量均出现了约4%的同比下滑，销售额约有4%的同比上升。在行业增速并不快的情况下，公司营业收入仍取得较快增长，也验证了公司一直强调的深化多元化渠道建设的成功。公司一方面巩固了一二级市场KA渠道；另一方面加大了三四级市场专卖店的拓展；同时，加大了与房地产开发商（恒大、招商）等的直营合作，从渠道的拓展上提升了公司的市场占有率。

分季度来看，公司2011年前三季度收入的同比增速分别为28.7%、19.3%和23.43%，收入的同比增速整体呈下降趋势。随着地产调控的进一步深化，公司明年收入的同比增速存在一定的压力。

盈利能力依旧稳定，利润增速快于收入增速

由于公司会计结算方式的改变，我们用“毛利率—销售费用率”这一指标反映公司的销售盈利情况，可以发现，公司仍然维持良好的盈利能力，没有明显变化。在2011年原材料成本处于历史高位的情况下，公司通过加强品牌建设、加强成本控制等手段依旧保持了稳定的盈利能力。

公司2011年1-9月份的利润增速高于收入的增速同时也源于管理费用率和财务费用率的下降。一方面是公司收入扩大后规模经济的效果，另一方面得益于公司对管理费用的控制，管理费用率相比较于2010年下降两个百分点；同时，公司上市后超募资金所引起的利息收入也改善了公司的盈利情况。

销售费用计提较为充足，全年盈利能力有保证

基于稳健的会计政策，公司会对相应已经发生但尚未入账的销售费用进行计提。从前三季度资产负债表的递延所得税资产和其他应付款这两个科目来看，公司预提的销售费用较为充足，这也为公司四季度良好的盈利能力提供了基础。从公司往年的销售费用率变化趋势来看，公司四季度的销售费用率有望维持在一个相对较低的水平。

盈利预测及投资建议：

我们看好公司所处行业的发展机会以及公司在所处行业中的品牌、产品优势。公司凭借其有序的渠道多元化，将逐步推动其营业收入的增长。随着渠道结构的改善，公司的盈利能力有望继续提升。

我们维持对公司的盈利预测，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.7 元、0.89 元、1.04 元，维持对公司的“推荐”评级。

风险提示：房地产调控导致行业销量进一步下滑，行业竞争加剧

## 宏观财经

● 宏观研究员 卢燕津 (021-3856 5965)

### 3季度经济小幅放缓 或将在4季度延续——3季度及9月宏观数据点评

3 季度 GDP 同环比增速均有所回落，但季环比仍超预期，显示经济运行较为平稳。预计在外需、投资增速缓慢放缓，工业及零售低位企稳的共同作用下，4 季度经济增速将小幅回落至 8.5%。近期政府对温州民间借贷，中小企业以及铁道债处理方式表明，4 季度源自于国内的矛盾激化的可能性在降低。而我们对欧美经济的判断也意味着外需不会出现显著回落。在这个环境下，政策很难出现全面放松，更有可能的是有针对性的选择性放松。

工业增加值同环比均升显示工业生产低位企稳，行业增速分化明显，预计近期疲弱的内外需及结构性去库存仍然延续将导致工业生产小幅回落。9 月工业增加值同比、环比分别为 13.8%、1.2%，高于上月的 13.5%、1.0%。分行业来看，黑色金属冶炼及压延加工业同比增速上升较快，或与去年同期节能减排缩减产能造成的基数较低所致。另外，季调后的产销率回落以及 PMI 数据一致指向需求疲弱，叠加结构性去库存仍然延续，将导致工业生产小幅回落。

整体固定资产投资增速平稳，第二、三产业投资减速拖累其略微下行。房地产开发投资增速回落，在商品房销售额增速放缓且竣工面积增速上升的情况下，预计未来房地产投资增速将继续回落。1-9 月固定资产投资累计同比增速由上月的 25.0%略降至 24.9%，环比由上月 1.5%降至-0.2%。其中，占第二产业 80%左右的制造业投资依然维持在 30.0%以上的高位。而房地产开发投资和新开工面积的累积同比均有所回落。

消费在通胀逐步回落的背景下有所恢复。CPI 同比在 7 月创新高 6.5%后逐步回落，8 月消费者信心仍然处于低位，但 9 月银行卡消费者信心指数继续回升，支持零售销售增速回升。从限额以上商品来看，房地产相关行业，如家具、建筑及装潢材料等零售销售处于较高水平，但金银珠宝等抗通胀商品增速回落较快。另外，汽车销售继续回升。

## 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)
002627	宜昌交运	3350.00	0.00
300272	开能环保	2750.00	0.00
601028	玉龙股份	7950.00	0.00
002624	金磊股份	2500.00	11.20
002626	金达威	2300.00	35.00
601100	恒立油缸	10500.00	23.00
002625	龙生股份	1933.80	0.00

002629	仁智油服	2861.00	0.00
300273	和佳股份	3335.00	20.00
601669	中国水电	300000.00	4.50
002622	永大集团	3800.00	20.00
002628	成都路桥	4200.00	0.00
300275	梅安森	1467.00	0.00

## 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
卢燕津	3 季度经济小幅放缓 或将在 4 季度延续		-	2011-10-18
秦冲	兴业证券晨会视点 2011-10-18	机构客户部通用报告	-	2011-10-18
朱峰	山重水复疑无路，柳暗花明又一村——中国空铁竞争实证量化分析	航空运输 III	无评级	2011-10-18
赵钦	USDA10 月供需预测数据：饲料原料需求旺盛，我国玉米进口依赖程度上升	农林牧渔	无评级	2011-10-18
毛伟	三友化工：三友化工(600409)：莫代尔通过鉴定，三季度延续良好盈利	纯碱	推荐	2011-10-18
项军	海正药业：业绩符合预期，期待四季度的惊喜	化学原料药	推荐	2011-10-17
王爽	宜昌交运：公车运营和港站盈利能力强，区间在 11-15		无评级	2011-10-17
韩林	东软载波：业绩持续高增长，龙头地位进一步巩固	集成电路	推荐	2011-10-17
毛伟	金发科技：金发科技(600143)：生物降解塑料项目成功打开公司发展新空间		推荐	2011-10-17
韩林	顺络电子：营收创新高，但旺季不旺态势难改——2011 年 3 季报点评		推荐	2011-10-17
雒雅梅	旺季不旺，纸价仍存在下跌空间	造纸 II	无评级	2011-10-17
秦冲	兴业证券晨会视点 2011-10-17	机构客户部通用报告	-	2011-10-17
任瞳	基金产品线瞭望双周报(9 月 26 日-10 月 9 日)		-	2011-10-17
李明杰	信维通信：信维通信(300136)：业绩增长开始加速、跨年度行情有望展开——2011 年 3 季报预告点评	终端设备	推荐	2011-10-17
龚里	航运数据周报(111010-111016)：BDI 继续上涨，油轮运价反弹，集运运价连续下滑	航运 III	无评级	2011-10-16
朱峰	南方航空：南航 A380 国内首飞，昂首迈向国际竞争	航空运输 III	推荐	2011-10-16
兰杰	需求持续低迷，钢厂检修频繁	钢铁	无评级	2011-10-16
向涛	行业大幅反弹，关注三季报超预期的超跌个股	零售	无评级	2011-10-16
刘曦	元力股份：元力股份(300174)：	其他化学制品	推荐	2011-10-16

	行业景气稳步上行，产能快速提升 将确保未来增长			
龚里	交运兵法，运筹帷幄：拨云见日， 云起龙骧-20101017	交通运输	无评级	2011-10-16

## 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
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
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
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
自然景观	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
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
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](http://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。