

晨会纪要



今日观点

- 招商银行：压缩规模 调整巩固；维持买入
- 浦发银行：规模仍然保持较快增长；维持买入
- 兴业银行：下一阶段应致力于化解财务指标压力；维持买入
- 华东医药：商业业务增速开始加快；维持买入
- 卓翼科技：业绩符合预期，静待手机产品产能释放；维持买入
- 伊利股份：销售费用率继续下降，业绩大超预期；维持增持
- 云南白药：第三季度收入增速加快；维持买入
- 金融街：12年业绩基本锁定，估值安全可靠；维持买入
- 中信证券：经纪份额上扬 投行收入回升；维持买入

最新报告

- 青岛啤酒：大众消费品的首选投资标的；维持买入
- 上海医药：医药分销保持良好增长势头；维持买入
- 新华都：业绩进入快速释放周期；维持增持
- 海通证券：Q3业绩远好于同业；维持买入
- 报喜鸟：渠道扩张和毛利率提升双轮驱动业绩增长；维持增持
- 华夏银行：不良双降 负债承压；维持增持
- 交通银行：贷款质量高度稳定；维持增持
- 东方园林：期权费用影响公司第三季度净利润增速；维持买入
- 碧水源：业绩提升待四季度；维持买入
- 特变电工：三季报低于预期，静待行业拐点；维持买入
- 九龙电力：脱硫合同略超预期，四季度盈利有望改善；维持买入
- 恒生电子：费用压力仍大，期待来年突破；维持买入
- 康美药业：业绩基本符合预期，存货大增；维持买入
- 老凤祥：三季报业绩再超预期；维持买入
- 美邦服饰：盈利增长符合预期 等待进一步消化；维持买入
- 美克股份：加速向国内家居零售企业转型，盈利能力提升；维持买入
- 美盈森：费用率上行吞噬企业盈利；维持增持
- 青岛海尔：业绩符合预期 前三季稳定增长；维持买入
- 森马服饰：低于预期的三季报；维持买入
- 天地科技：收购采矿权加固未来高增长；维持买入
- 伟星股份：明年经营形势会逐步好转；维持买入
- 伟星新材：市场开拓力度突显 营销网络建设进展顺利；维持买入
- 悦达投资：三季度业绩符合预期；维持买入
- 民生银行：正确的战略结出硕果；维持买入
- 中国联通：3G收入高速增长，业绩同比已经转正；维持买入
- 中国人寿：业绩继续下滑，未见好转；维持增持
- 中国重工：业务结构持续优化；维持买入
- 中兴通讯：国内业务渐入佳境，拉动整体毛利率回升；维持买入
- 鲁泰A：下半年业绩增速如期放缓；维持买入

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	2473.41	1.55
深证成指	10561.99	2.31
沪深300	2709.02	1.94
上证180	5735.24	1.86
深圳中小板	5884.89	2.11
上证B股	253.59	2.09
上证基金	4059.09	1.88
国债指数	130.21	-0.01

海外市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
香港恒生	20019.20	1.68
香港国企	10625.16	0.56
道琼斯	12231.10	0.18
S&P500	1285.09	0.04
NASDAQ	2737.15	-0.05
日经	9050.47	1.39

东方行业指数涨幅前5名

行业指数	收盘	涨幅%
采掘	5442.56	3.31
房地产	2456.12	3.09
有色金属	3922.77	2.69
公用事业	1746.26	2.46
机械设备	3926.31	2.27

东方行业指数跌幅前5名

行业指数	收盘	跌幅%
交通运输	1922.62	1.28
金融服务	2127.41	1.34
食品饮料	5857.46	1.59
餐饮旅游	2653.41	1.59
医药生物	3846.57	1.63

资料来源：东方证券研究所

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

今日观点

1 招商银行：压缩规模 调整巩固；维持买入

事件：

招商银行前3季度实现营业收入702.90亿元，同比增长37.02%；实现净利润283.88亿元，同比增长37.91%，完全符合我们的预期。

研究结论

息差反弹构筑业绩快速增长坚实基础。归因来看，今年招行前3季度的快速增长主要驱动因素分别是息差反弹（20.44%）、规模增长（15.66%）和成本收入比的被动下降（7.76%）。

3季度息差继续上升但利好打折。3季度招行净息差有超出预期且好于同业的扩大。根据我们的测算，单季度息差从2.85%扩大至3.06%。若根据公司公布的数据，前3季度累计净息差3.03%，比上半年的2.99%扩大4BP，其中3季度净利差和净息差分别比2季度上升5和12BP。为什么净利差升幅远小于净息差？因为负债的3季度增速-0.8%远小于所有者权益的增速5.8%。这反映的是3季度净息差的提高一部分来自于结构调整，即同业资产的压缩（比季度初下降38.6%）和贷款占比的提高（占生息资产比重从59.54%提高到61.52%）。另一方面，我们看到3季度净息差的提升，是在收益端和成本端同时大幅上升背景下发生的，据我们的测算，生息资产收益率和负债成本率分别比2季度提高44和26BP，联想到3季度招行存款环比下降27.54亿元即-0.13%，3季度招行息差超预期反弹的利好因此打了折扣。

不良继续双降，拨备计提力度略有下降。3季度招行继续实现双降，不良余额从95.06亿元小幅下降至94.2亿元，不良率降至0.59%。同时，拨贷比从2.13%提高到2.16%，未来达标压力不大。基于此，招行3季度拨备力度略有下降，单季计提资产减值损失15.09亿元，而此前两个季度都分别在20亿元左右。

高ROE继续推动核心资本充足率环比上升。3季度招行的核心资本充足率从7.81%继续提高至8.10%，这一方面基于前3季度26.3%的高ROAE，另一方面由于资产规模增速显著放缓。3季度贷款净额环比增速只有2.75%，生息资产环比增长-0.53%。虽然高成本负债导致银行规模增长放缓，但资本状况因此改善，算是一个好的副效应。

长期看好招行的零售战略。虽然我们认为，招行下一阶段的配股将在短期内对股价构成一定的制约，但中长期内，凭借灵活的市场化机制、良好的渠道品牌和产品先发优势，以及旺盛的原创型创新能力，招行仍然会是中国最好的零售型银行。在未来配股完成后，2012年招行规模增长动力将得到恢复，今年息差的单边小幅上行态势也保证了明年的息差升幅好于行业平均，而拨备亦无压力，因此2012年仍将维持高于平均的净利润增速。维持公司“买入”评级。

证券分析师 金麟(S0860510120026) 021-63325888*6084 jinlin1@orientsec.com.cn

联系人 姚栋 yaodong@orientsec.com.cn

2 浦发银行：规模仍然保持较快增长；维持买入

研究结论

前3季度浦发银行实现营业收入493.07亿元，同比增长37.38%；实现归属于上市公司股东净利润199.10亿元，同比增长34.19%，基本符合预期。

3 季报少有的规模保持扩张的银行。与其他银行规模增速下降、息差贡献上升的增长结构相比，浦发的增长仍然主要体现为规模扩张，贡献了 35.29 个百分点的增速，而息差反弹仅有 0.71 个百分点。这主要是由于在 3 季度其他银行大多压缩了同业资产规模，再加上存款普遍负增长，因此资产增速显著放缓。但浦发 3 季度存款和同业负债仍环比增长 1.07% 和 6.23%，因此贷款 3.54% 的环比增幅为上市银行第三快，仅次于南京和工行。

息差小幅反弹但利好有限。3 季度，浦发银行净息差从 2.51% 提高到 2.54%，有小幅上升。但这是以负债成本的快速上升为代价的：3 季度该行生息资产收益率和计息负债成本率都分别比 2 季度提高了 35BP。净利差并未扩大，而净息差的扩大来自于增量净资产的投入。另外，3 季度贷款占生息资产也从 50.71% 提高到了 51.31%，因此 3 季度息差反弹的实质性利好有限。

不良贷款双降。在 2 季度不良余额微幅反弹之后，3 季度浦发实现了不良贷款的双降，不良贷款余额从 52.38 亿元下降至 51.74 亿元，不良率进一步下降至 0.40%。我们判断，3 季度浦发可能提高了核销力度，原因在于虽然该行 3 季度加大了拨备计提力度（3 季度资产减值准备 18.90 亿元，而 1、2 季度分别为 8.18 和 10.10 亿元），但拨贷比延续 2 季度环比 1BP 的升幅，因此可能是核销消耗了拨备。

核心资本充足率略有超预期下降。3 季度浦发银行的核心资本充足率从 9.16% 下降至 9.01%，这一下降略超预期。前 3 季度浦发的 ROAE 为 20.22%，单季度能支持 5% 左右的规模增长，而 3 季度浦发的贷款和生息资产规模环比增幅分别为 3.53% 和 2.33%，都不高于内生增长速度，按此估计，该行的核心资本充足率本来应略有环比上升。

继续维持买入评级。浦发仍然是下次最少的弹性品种之一。其资本较充足，拨贷比压力较小，存款压力也不太大。今年表面上净息差无反弹，但这是在浦发明显做大同业业务的基础上发生的，实质的存贷利差还是有较明显提升的。预计这种息差提升态势，对于明年增长也有帮助。判断 2012 年浦发会维持高于平均水平的增长，维持公司买入评级。

证券分析师 金麟 (S0860510120026) 021-63325888*6084 jinlin1@orientsec.com.cn

联系人 姚栋 yaodong@orientsec.com.cn

3 兴业银行：下一阶段应致力于化解财务指标压力；维持买入

事件：

兴业银行前 3 季度实现营业收入 410.87 亿元，同比增长 29.23%；实现净利润 187.88 亿元，同比增长 38.19%，基本符合预期。

研究结论

增长动力较分散。同比归因来看，38.2% 增长的主要推动力来自于规模（24.36%）、拨备力度下降（8.16%）、手续费收入增长（4.98%）、成本收入比下降（3.99）和息差反弹（3.24%），增长动力非常分散。

“双回购”力度下降，息差稳定。3 季度，兴业银行买入和卖出返售规模分别比季度初下降 31.0% 和 36.9%，双回购力度开始下降。与此相对应，贷款占生息资产比重从 45.72% 上升到 46.78%。与此同时，3 季度净息差稳定在 2.50%，与 2 季度基本相当。若考虑到上述结构性变化，存贷利差可能略有下滑。3 季度兴业银行存款规模增幅比同业好，季度增幅为 3.59%，我们认为该行可能因此承担了偏高的负债成本。

不良微升，拨贷比压力有所体现。3 季度兴业银行不良贷款微幅反弹 0.5 亿元，不良率则稳定在 0.34%。决定该行信用成本率的最短桶板仍然是拨贷比达标压力而非不良生成率。3 季度该行

的拨贷比压力开始有所体现,单季度计提了 5.1 亿元资产减值准备,相当于上半年计提规模的 78%。不过拨贷比虽然从 1.31%小幅反弹到 1.34%,仍处于明显偏低水平。估计前 3 季度兴业银行的信用成本率为 17BP,仍远低于覆盖增量贷款拨贷比要求的 35BP 这一下限。而根据我们的测算,兴业银行要在 2016 年实现拨贷比达标的年均信用成本率下限是 47BP,且这以未来该行不进行任何核销为前提。

资本充足率下滑超预期。3 季度末,兴业银行核心资本充足率为 8.08%,比季初下降 16BP。前 3 季度该行的 ROAE 为 25.2%,单季度本应能支持 6%以上的规模增长,但 3 季度该行贷款仅增长 1.35%,而生息资产增幅为-0.9%,故而资本充足率的下滑是超预期的。对比监管要求,兴业银行存在再融资需要。

下一阶段仍应降低增长预期、积极改善财务指标。兴业银行目前面临的问题还是监管要求提高后多项财务指标的达标压力,包括资本充足率和拨贷比。若如我们所猜想,3 季度该行的存款业务承担了较高成本,未来该行存款仍面临压力。特别是基于信用成本率提高的要求,我们认为 2012 年兴业银行的净利润增速将低于行业平均。此外,战略选择也是公司无法回避的问题。考虑到公司拥有上市银行中最灵活之一的经营机制和原创创新力,仍然值得长期看好,维持公司买入评级。

证券分析师 金麟(S0860510120026) 021-63325888*6084 jinlin1@orientsec.com.cn

联系人 姚栋 yaodong@orientsec.com.cn

4 华东医药：商业业务增速开始加快；维持买入

事件

华东医药公布 2011 年三季报,今年 1-9 月份公司实现营业收入 81.95 亿元、比去年同期增长 25.51%,营业利润为 4.61 亿元、比去年同期增长 27.05%,利润总额为 4.66 亿元、比去年同期增长 26.34%,归属于上市公司股东的净利润为 2.93 亿元、比去年同期增长 24.43%,基本每股收益 0.68 元。

研究结论

医药主业继续保持较高增长。因公司 2010 年 1-9 月份报表中包含原控股子公司杨歧房产销售收入 5826 万元及净利润 1150 万元,扣除该部分因素影响,公司 2011 年 1-9 月份合并报表销售收入和归属于上市公司股东的净利润分别同比增长 27%和 31%左右,医药主业继续体现出较高成长性。

第三季度收入快于利润增速。第三季度实现销售收入 29.74 亿元,同比增长 31.99%,主营业务利润 5.60 亿元,同比增长 33.47%,营业利润 1.58 亿元,同比增长 32.89%,归属于上市公司股东的净利润为 1.00 亿元,同比增长 29.34%。

医药商业增速开始加快。我们估算商业业务同比增长 25%,增速开始加快,工业业务同比增长 26%,保持稳定增长;几个主要品种中,预计百令胶囊和卡博平的增速分别在 50%和 30%,其中百令胶囊市场需求旺盛态势不变。

商业业务推动毛利率水平提升。前三季度公司综合毛利率为 19.5%,同比上升 0.6 个百分点,预计主要得益于商业业务毛利率水平的良好维持,商业片区一方面成功的控制了费用上升幅度,另一方面配送产品中,医疗器械和中药的增速更快,两者业务的毛利率水平要高于西药制剂。公司商业走的是精细化管理道路,重视收购企业的品质、不盲目扩张、深度开发与医院的合作,同时避免了其他企业大规模扩张造成费用上升过快、净利率下降的困局。

投资建议：我们预计公司 2011、2012、2013 年每股收益为 0.95 元、1.17 元、1.45 元，在目前 2011 年动态市盈率不到 30 倍的情况下，业绩增长成为主旋律，股改承诺有望贡献催化剂，在目前价位建议投资者积极关注，维持公司买入评级。

证券分析师 李淑花 (S0860510120034) 021-63325888*6088 lishuhua@orientsec.com.cn

联系人 田加强 021-63325888*6087 tianjiaqiang@orientsec.com.cn

5 卓翼科技：业绩符合预期，静待手机产品产能释放；维持买入事件

公司公布三季报：2011 年前三季度公司实现营业收入 90,509 万元，同比增长 52.80%，实现净利润 6,889 万元，同比增长 42.11%。2011 年第三季度公司实现营业收入 33,879 万元，同比增长 44.86%，实现净利润 2,627 万元，同比增长 42.48%。公司预计 2011 年净利润同比增长幅度在 40%-60%之间。

研究结论

营业收入大幅增长，毛利率略有下滑。前三季度公司营业收入同比增长 52.80%，毛利率同比下滑 5.72%。作为华为、中兴的战略合作伙伴，前三季度来自于华为、中兴等客户销售订单大幅增加，同时导入新客户，致使公司前三季度的营业收入较大幅度的增加。我们认为，随着产品面加宽，未来公司在大客户中相对份额将会进一步上升，伴随着客户的成长而成长。

移动终端产品明年有望由 EMS 阶段过渡至 ODM 阶段。公司凭借垂直整合的业务模式和突出的性价比优势，于今年三季度开始切入中兴手机整机组装产业链，未来公司将通过与核心客户的深入合作，产品数量稳步提升，最终达成移动终端产品生产模式由 EMS 阶段过渡至 ODM 阶段。深圳松岗网络通讯产品扩产项目建成后，将形成年产手持终端设备 300 万套的生产规模，预计明年将贡献部分利润，移动终端产品将成为公司明年新的利润增长点。

公司预计全年净利润 40%-60%增长，对应 EPS 为 0.52-0.59 元。公司自上市以来，产能迅速扩张，再融资后公司产能还将有大幅提升，预计将新增收入 28.10 亿元，新增净利润 2.30 亿元，相当于公司 2010 年收入和净利润规模的 3.2 倍和 3.1 倍，新增产能将奠定公司未来的快速发展。未来公司面临：扩产能→高增长→再融资的循环，将给公司带来持续高增长，有望复制代工巨头富士康的快速成长之路。

我们维持预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.55 元、0.83 元、1.14 元（增发完成后，EPS 摊薄为 0.44 元、0.66 元、0.91 元）。维持公司“买入”评级，目标价 22.0 元。

风险因素：公司可能存在大客户集中的风险和业务规模扩大导致的管理风险。

证券分析师 王天一 (S0860510120021) 021-63325888*6126 wangtianyi@orientsec.com.cn

联系人 郑青 021-63325888*6092 zhengqing@orientsec.com.cn

6 伊利股份：销售费用率继续下降，业绩大超预期；维持增持事件：

伊利股份公布 2011 年三季报业绩 1-9 月实现营业收入 292 亿元，同比增长 24.1%，实现归属于上市公司股东净利润 14.2 亿，同比增长 157.5%。公司 1-9 月基本每股收益 0.89 元，公司销售费用率的持续下行是业绩大幅超预期的重要原因。

研究结论：

销售费用率持续下行，净利润率稳步提升

报告期7-9月实现营业收入102.5亿，同比增长16.9%，归属于上市公司股东净利润6亿，本报告期比上年同期增长192.32%。业绩继续大幅增长的原因主要来自于销售费用率的持续下降。报告期内公司的销售费用率为16.6%，相对于公司一季度的25.6%，第二季度的23.7%分别下降9和7.1个百分点。从而使得公司1-9月的净利润率已提升至4.9%，与竞争对手蒙牛接近。

我们认为由于规模效应和市场地位的确立，伊利销售费用中占比最大的广告费用下降弹性较大。

公司现金流情况良好

公司年初至报告期经营活动产生的现金流量净额32.8亿，同比增长100.49%，每股经营活动产生的现金流量净额2.05元，远高于每股收益。同时公司应收账款周转率及存货周转率均大幅增长，体现本年度营运能力提高。

产品毛利率略有下滑，随着四季度高端产品进入旺季将有所提升

公司三季度毛利率有所下降，为27.8%，相对一二季度分别下降4.1和3.5个百分点。我们认为随着四季度节日的频繁来临，伊利的高端产品将迎来旺销期，毛利率有望回升。

公司从“跑马圈地”进入盈利提升阶段，上调公司盈利预测

伊利是目前国内食品饮料企业中为数不多的品牌，渠道，终端综合实力均衡的投资标的，且公司适时从规模扩张转型为优质增长的轨道上来，费用率持续下降将带来业绩的大幅提升。我们上调预测公司2011年-2013年EPS分别为1.12, 1.34, 1.60元，维持公司增持评级。

若70亿定增明年通过，12-13 EPS摊薄后分别为1.04, 1.25元，目前股价对应12年PE仅为20倍，建议投资者关注。

证券分析师 李淑花(S0860510120034) 021-63325888*6088 lishuhua@orientsec.com.cn

联系人 陈徐姗 021-63325888*7041 chenxushan@orientsec.com.cn

7 云南白药：第三季度收入增速加快；维持买入

事件

云南白药公布2011年三季报，今年1-9月份公司实现营业收入77.42亿元、比去年同期增长16.23%，营业利润为9.82亿元、比去年同期增长31.60%，利润总额为10.07亿元、比去年同期增长35.80%，归属于上市公司股东的净利润为8.59亿元、比去年同期增长31.26%，基本每股收益1.24元。

研究结论

第三季度收入和利润增速略微加快。第三季度实现销售收入26.68亿元，同比增长23.60%，主营业务利润7.72亿元，同比增长20.26%，营业利润3.27亿元，同比增长37.06%，归属于上市公司股东的净利润为2.95亿元，同比增长32.16%，其中推测牙膏业务增速开始加快、透皮业务继续保持较快增长、药品和商业业务稳定增长不变。

毛利率水平上升和费用的节省带动公司整体盈利水平。公司净利润增速显著快于收入增速，主要原因在于毛利率水平的提升和费用的节省，今年1-9月份公司整体毛利率为31.02%，同比上升1.03个百分点，其中医药工业毛利率推测提升明显，在整体收入中的占比也进一步提升。另外1-9月份销售费用率为15.50%，同比下降0.5个百分点，管理费用率为2.60%，同比上升0.33个百分点，搬迁工作可能产生一定的管理费用支出。

应收票据增加导致经营性现金流减少。经营性现金流入增幅较小，主要是因为期末应收票据比期初增加 6.69 亿元，增加 101%，鉴于目前贴现率较高，公司有足够的现金能够支付到期的债务，因此没有进行贴现，另外支付其他与经营活动有关的现金比期初增加 3.39 亿元，增加 35%；购买商品支付的现金比期初增加 12.17 亿元，增加 23%。

养元青系列推广工作正如火如荼。从 9 月份开始，健康产品事业部历史上最大的一场联动线上线下的户外推广活动即养元青“我要上封面”达人秀在云南等地开展，从新闻报道来看效果较为理想，其中 9 月初活动开启时养元青两天销售两千支，突破全国历史月销售记录，而 9 月底在昆明国贸沃尔玛的活动，则帮助沃尔玛突破全国卖场单店销售记录，获得两天销售养元青 486 支的优异成绩。养元青未来的发展值得期待。

盈利预测：今年公司搬迁到新的生产基地，产能释放对业绩的贡献可能要等到 2012 年，因此 2011 年云南白药的业绩增长点仍是白药牙膏和透皮业务，我们维持原有盈利预测，预计公司 2011、2012、2013 年每股收益为 1.81 元、2.41 元、3.13 元，给予 2011 年 45 倍市盈率，对应目标价 81.5 元，维持公司买入评级。

证券分析师 李淑花(S0860510120034) 021-63325888*6088 lishuhua@orientsec.com.cn

联系人 田加强 021-63325888*6087 tianjiaqiang@orientsec.com.cn

8 金融街：12 年业绩基本锁定，估值安全可靠；维持买入

事件：

公司公布 2011 年三季报：2011 年 1-9 月共实现营业总收入 73.35 亿元，同比增长 124.4%；归属母公司所有者净利润 18.1 亿元，同比增长 174.33%；摊薄每股收益 0.60 元。

研究结论：

三季度收入及利润同比大幅上升。三季度单季实现营业收入 26.87 亿，同比增长 111%；单季实现归属母公司净利润 5.41 亿，同比增长 251%。

剔除预收款的负债率进一步下降。三季报剔除预收款的负债率为 46.7%，较 11 年中报下降 2.4 个百分点；现金虽有下降，但仍足以覆盖一年内到期的长短期负债。三季报显示公司持有货币资金 100.6 亿，较中报下降 23%，但货币资金对一年内到期的长短期负债覆盖率仍高达 157%，短期偿债压力不大。

公司 1-9 月销售商品、提供劳务收到的现金为 111 亿，较 09 年同期增长 96%，前 9 个月公司销售金额应在 100 亿左右，截至年底预计公司可售货量应在 90 亿以上。10 月底至 11 月，北京通州金融街园中园项目预计推出 30-40 套约 3 万平米房源，均价 16000 元/平米；天津大都会项目预计推出 500 套共 5-6 万平米住宅，货值约 16 亿；天津大都会三栋写字楼共 12 亿货值今年有望售出；重庆金融街融景城预计 11 月开盘，推出 4 栋合计 6-7 万平米，货值约 7 亿；惠州项目预计 11-12 月也将推盘。另外考虑北京金融街金色漫香林、漫香郡、通州园中园、天津大都会、重庆金悦城、惠州金海湾已推未售房源，预计到年底公司可售货量合计应在 90 亿以上。11 年全年销售额保平或增长的突破点可能来自北京通州金融街园中园大客户定制、天津大都会写字楼整售等。

投资建议：我们维持预测公司 11 年 EPS 0.73 元，预测 12、13 年 EPS 为 0.93 元和 1.18 元。目前股价对应 11 年 PE 仅 8.8 倍，维持公司“买入”评级。以 2010 年末已售未结金额及 11 年截至目前销售额测算，2012 年业绩 90%已锁定；NAV 较目前股价折让 31%；11 年 PB 目前已达 1，长期投资价值突出。

风险提示：北京金融街漫香林项目销售低于预期。

证券分析师 杨国华 (S0860510120009) 010-66210585 yangguohua@orientsec.com.cn

联系人 周强 010-66210621 zhouqiang@orientsec.com.cn

9 中信证券：经纪份额上扬 投行收入回升；维持买入

事件：

中信证券发布 2011 年三季报。报告期内，公司实现营业收入 94.5 亿元，同比下降 23.9 %；实现归属于母公司的净利润 33.3 亿元，同比下降 17.1 %。

研究结论

公司业绩降幅仍小于行业平均：公司此次公布的三季报低于我们预期，成本收入比上升较快是主要原因。不过总体而言，17%左右的业绩下滑仍总体好于同业。归因来看，由于中信建投剥离，经纪业务对公司前三季度业绩形成了 48%的拖累。而费用也是净利润下滑的主要助推因素，幅度达到-6%。尽管三季度市场走弱，自营收入对净利润的正面贡献仍达到 8.7%。

经纪业务市占率继续提升，佣金率小幅波动：公司前三季度经纪业务市场份额为 5.49%，其中第三季度为 5.61%，较二季度继续上升 2.1 个百分点，作为大型券商实属不易。公司三季度单季佣金率较二季度下滑 2%左右至 0.0755%，但仍高于今年一季度的低点。由于以沿海地区营业部为主，我们继续维持中信证券经纪佣金率趋势将好于同业的判断。

投行业务收入环比增长较快：三季度中信证券先后承销方正证券、以岭药业等公司 IPO，单季 IPO 承销额接近 100 亿元，远好于二季度 35 亿元的水平。由于当期环比回升明显，三季度公司投行业务收入劲升 5.4 亿元，环比增幅达到 57%。前三季度投行业务收入下滑幅度也由之前的 42%降至 21%。

自营收入略有下滑，Q3 浮亏较多：公司前三季度实现 16.8 亿元自营收入（公允价值变动+投资收益），其中三季度单季亏损 6.6 亿元。同时公司三季度产生 23 亿元左右的浮亏。三季度自营收入下滑主要是当期市场表现趋弱、公司近年来自营弹性显著加大（截至上半年，公司所持有的权益资产达到 230 亿元左右）且公司前期已基本兑现全年的直投业务浮赢所致。

我们维持前期看法，中信证券是当前上市券商中最有希望依靠战略和业务优势突围“红海”的券商之一。在今年四季度股基日均成交额 2000 亿元、沪深 300 指数走平的假设下，我们下调公司 2011 年净利润增速至-59%，预计合 EPS 0.45 元（H 股融资摊薄后）。目前公司股价对应 2011 年 PE 为 26.9X，PB 为 1.69X，维持公司“买入”的投资评级。

证券分析师 王鸣飞 (S0860511040001) 021-63325888*6085 wangmingfei@orientsec.com.cn

最新报告

1 青岛啤酒：大众消费品的首选投资标的；维持买入

事件：

公司发布三季报，2011年1-9月公司实现营收191亿元，同比增长17%，营业利润21.8亿元，同比增长15%，净利润16.6亿元，同比增长11%，每股收益1.23元。其中三季度单季度收入71亿，同比增长11%；净利润6.7亿，EPS为0.499元，同比下降0.9%。

研究结论

销量略低于预期，啤麦成本下降值得期待

公司在1-9月实现啤酒销售量604万千升，同比增长14.5%；其中主品牌青岛啤酒实现销售326万千升，同比增长17.7%。三季度单季度实现主品牌销售123万千升，同比增长9.8%，增速较前两个季度有所放缓，主要因为上半年提价前经销商囤货导致上半年增速明显偏高。最近进口大麦价格略有下降，未来啤麦价格持续下降或是股价的催化剂。

未来或并购以加速扩大规模

公司提出以搬迁扩建、并购、新建等方式不断扩大规模、使公司市场销售实现持续快速的成长。并确定了2014年力争实现啤酒销售1000万千升、保持和提高行业领导者地位的宏伟目标。

从美国的历史经验来看：只有行业集中度提高到一定程度后，啤酒价格尤其是企业的利润率才会有明显提高。

美国啤酒行业CR4集中度达到85%之前，税前利润率基本在9%以下，在1996年之后，伴随着其集中度提高到90%左右的是行业利润率提高到12%以上。我们预计在未来5年中国啤酒行业或将决定最后的座次排名，2017年左右我国啤酒行业CR4或将达到89.5%，行业集中度接近美国，届时行业利润率水平也将明显提高。详见深度报告《规模利润兼备的行业龙头》

估值与投资建议

考虑到销量小幅放缓，我们下调公司今年盈利预测至1.33元（原预测为1.39元）我们看好青岛啤酒的长期前景：1）在啤酒行业集中度进一步提高后，行业利润率将逐步提高；2）公司较早的进入高端市场，随着消费升级，未来主品牌和纯生等高端品种的销量占比将继续提高，从而提升盈利水平。通过中美行业比较，我们认为目前阶段公司规模比利润更重要。维持公司买入的投资评级。

风险提示：食品安全问题；原材料价格波动风险

证券分析师 徐卫(S0860510120019) 021-63325888*6093 xuwei1@orientsec.com.cn

证券分析师 李淑花(S0860510120034) 021-63325888*6088 lishuhua@orientsec.com.cn

2 上海医药：医药分销保持良好增长势头；维持买入

事件：

上海医药公布2011年三季报，今年1-9月份公司实现营业收入402.69亿元、比去年同期增长44.37%，营业利润为24.02亿元、比去年同期增长46.81%，利润总额为24.80亿元、比去年同期增长41.49%，归属于上市公司股东的净利润为17.13亿元、比去年同期增长55.01%，其中扣除因广东天普不再纳入合并报表范围产生的一次性投资收益后的营业利润为19.23亿元、利

润总额 20.01 亿元、归属于上市公司股东净利润 13.79 亿元，比上年同期分别增长 12.20%、8.75%、17.06%。

动态点评：

医药工业重点品种增速达到两位数。1-9 月医药工业销售收入 67.22 亿元，相比去年同期同口径增长 5.38%，集团重点产品增长达到两位数，其中制药业务毛利率 45.14%，扣除两项费用后的营业利润率为 12.76%，相比去年同期同口径上升 0.21 个百分点，报告期内集团正加快制造业务结构调整，进一步实施优化聚焦。

上药科园继续保持快速增长。1-9 月医药分销及供应链解决方案业务实现销售收入 338.40 亿元，同比增长 55.26%，毛利率 6.61%。报告期内集团根据现有的产品结构、业务模式及战略导向投资控股收购了位于长江三角区域的上药山禾无锡医药股份有限公司，位于珠江三角区域的广东中南药业有限公司、佛山市大翔医药有限公司、珠海康拓医药有限公司，并对部分下属企业如黄山华氏有限公司等进行了增资，以更好的拓展集团分销网络的全国化布局。另外上药科园继续快速增长，1-9 月份实现营业收入 62.59 亿元，同比增长 43.4%，归属于母公司净利润 14120 万元，同比增长 31.6%，毛利率 6.95%。

零售业务积极开拓新领域。1-9 月药品零售业务实现销售收入 16.65 亿元，同比增长 33.1%；毛利率 22.59%，未来公司实施零售药妆转型、探索电子商务新领域等措施，拓展零售业务新空间。

投资建议：我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.81 元（扣非后每股收益 0.72 元）、0.91 元、1.11 元。公司未来充分受益于我国医药行业集中度提升的大历程，无论从工商兼备医药公司进行估值比较还是从排名前十市值医药公司进行估值比较，目前股价均存在明显低估，维持公司买入评级。

证券分析师 李淑花(S0860510120034) 021-63325888*6088 lishuhua@orientsec.com.cn

联系人 田加强 021-63325888*6087 tianjiaqiang@orientsec.com.cn

3 新华都：业绩进入快速释放周期；维持增持

事件

公司公告 2011 年三季报，前三季度实现收入 42.2 亿元，同比增长 34%；归属于上市公司股东的净利润 1.13 亿元，同比增长 72%。EPS0.35 元。同时公司预增 2011 年业绩同比增幅 70%-100%。

研究结论

高增长符合预期：我们在 9 月 15 日的点评报告中指出，随着公司年度销售规模快速提升接近 60 亿元，门店网络超过 100 家，公司已经渡过超市类企业一个规模效应逐步显现的临界点，从我们过去定义的“基数小、增长快”进入一个真正意义上基于规模的、可持续较快增长的发展阶段，区域龙头超市连锁的体量和气质开始显露。从三季报的情况来看，公司净利润增速仍然显著高于收入增长，基本印证我们对公司规模效应开始显现，带动业绩增长的判断。

规模效应推动费用率仍有下降空间：由于次新门店的快速成长，以及可比门店的同店增长较快，公司经营费用率持续下降，前三季度同比下降 0.72%至 16.38%，此为规模效应的典型表现。随着行业景气持续上升，同店数据仍有小幅上升空间，此外加上新门店培育期有望缩短，我们预计年内公司整体费用率仍有下降空间。

毛利率显著提升之后趋于稳定：中报公司毛利率同比上升 0.28%，三季度这一增幅得以维持，综合毛利率达到 20.17%，为近年最高水平。我们预计全年公司毛利率有望维持在目前水平。

投资建议：我们预计 2011–2012 年公司 EPS 分别增长 87%和 38%至 0.45 和 0.62 元，公司三季报也预增全年业绩增长 70%–100%，基本符合我们的预期。这一增速也使得公司有望成为全年业绩增长最快的零售企业之一。维持公司增持评级，目标价 14.5 元。

证券分析师 郭洋(S0860510120033) 021–63325888*6073 guoyang@orientsec.com.cn

4 海通证券：Q3 业绩远好于同业；维持买入

事件：

海通证券发布 2011 年三季报。报告期内，公司实现营业收入 69.5 亿元，同比增长 2.1%；实现归属于母公司的净利润 27.3 亿元，同比下降 0.9 %。

研究结论

海通证券前三季度业绩微降，远好于行业平均：海通证券 2011 年前三季度业绩增速明显好于行业平均。归因来看，海通证券业绩的正面贡献因素主要有利息收入和投行业务收入，分别对净利润产生 12.5%和 7.1%的正面贡献。而经纪业务下滑（-24%）则是净利润的主要负面影响因素。

Q3 佣金率环比降幅小幅收窄，经纪业务市占率继续稳定：海通证券三季度佣金率环比下降 4%至 0.0841%，环比降幅有所收窄。从前三季度情况看，公司佣金率较年初下滑 11%左右，仍好于同业。前三季度海通证券股基交易额达到 2.89 万亿元，同比持平。公司经纪业务市占率为 4.12%，其中 Q3 环比微升至 4.14%，继续保持稳定。我们判断，未来包括在约定式回购等新业务的推进下，公司的经纪业务有望受益。

投行业务收入增长 22%，三季度再融资承销爆发：海通证券 2011 年前三季度实现投行业务收入 7.4 亿元，同比增长 22%。我们判断主要是因为公司三季度增发项目发行较多，其先后承销了中天科技、九龙电力等公司的再融资。同时去年同期基数较低，因此海通证券的投行业务收入增速明显快于同业。

受益紧缩货币环境及新业务，利息收入同比大增：海通证券前三季度录得 15 亿元的净利息收入，较去年同期增长 61%。我们认为，这主要是因为：1、紧缩环境下，公司自有资金收益率明显提升。2、融资融券业务有效提升了公司资金利用效率。预计随着其他资本中介业务的推出，公司的自有资金利用效率有望进一步提升。

自营业务受制于疲弱市场环境，但仍将好于同业：海通证券前三季度投资业务收入（投资收益+公允价值变动）合计达 8.4 亿元，其中三季度当季亏损近 2 亿。其主要原因在于当期市场环境疲弱。当然较之同业，公司下半年尚有直投项目可供兑现，同时公司已通过套期保值进行风险对冲，且上半年收益良好，因此我们判断公司下半年自营情况当好于行业整体。

作为金融股中为数不多的“进可攻、退可守”的品种，海通证券仍是我们首推品种之一。在今年四季度股基日均成交额 2000 亿元、沪深 300 指数走平的假设下，我们下调海通证券 2011 年净利润增速至-3%，合 EPS 0.43 元，但仍明显好于行业。目前公司股价对应 2011 年 PE 为 20.9X，PB 为 1.6X，维持公司“买入”的投资评级。

证券分析师 王鸣飞(S0860511040001) 021–63325888*6085 wangmingfei@orientsec.com.cn

5 报喜鸟：渠道扩张和毛利率提升双轮驱动业绩增长；维持增持

研究结论：

公司 2011 年前三季度实现营业收入和净利润分别较上年同期增长 49.06%和 55.53%。其中，第三季度营业收入和净利润分别同比增长 40.83%和 50.42%。公司前三季度实现每股收益 0.42 元。公司预计 2011 年全年归属于上市公司股东净利润比上年同期增长幅度为 35%~55%。

公司前三季度营业收入高速增长主要是来自渠道的扩张和同店运营效率的提升。公司主品牌报喜鸟今年启动区域巨人计划，理顺了和加盟商的利益分配，鼓励加盟商开大店，一人多店，加大了对优秀加盟商的赊销信用额度，有效的激发了加盟商的二次创业激情，终端网点稳步增加，推动公司营业收入实现高速增长。同时，部分货品的提前发货也使得公司得以在去年的高基数水平上（去年第三季度是公司销售的高点），第三季度单季营业收入继续保持 40%以上的增速。

公司前三季度毛利率较上年增加 3.83 个百分点。我们认为毛利率的提升主要是来自公司品牌价值的不断提升、零售价格的提高和供应链管理持续改善所致。同时，第三季度由于原材料成本下降，公司毛利率同比和环比大幅提升了 3.3 个百分点和 13.42 个百分点，进一步拉高了公司前三季度整体的毛利率。如果第四季度原材料价位维持目前水平，我们认为公司全年的毛利率有望进一步提升。

公司前三季度期间费用率较上年增加 1.65 个百分点，资产减值损失同比增长 236%。季报显示期间费用的增加主要来自管理费用率的增加，公司前三季度管理费用率同比增加 2.55 个百分点。主要是公司新购买自用办公楼的维护费用支出、薪酬增加和研发费用支出大幅增加等，资产减值损失的增加主要来自存货跌价和应收帐款减值准备。报告期由于对加盟商信用额度和帐期的一定放宽，公司应收帐款比期初增加很多，也导致前三季度经营活动净现金延续中报的负值。我们认为适度加大对经销商的信用支持是公司当前的战略选择，在风险可控的情况下可以调动经销商的积极性从而更好地促进公司收入的增长。

我们看好公司未来在主品牌基础相对稳固、产品系列进一步丰富的基础上适度加快渠道的策略，对其较快的新品牌多元化业务将保持跟踪观察。经过多年的品牌运营和内部产品结构日益完善、品牌逐步丰富的情况下，公司未来的增长将更多地通过渠道适度加快扩张和毛利率稳步提升带来的双轮驱动，而未来再融资也可以更好地推动公司渠道适度加快策略的实施。

盈利预测和投资评级：根据前三季度的情况和 2012 年春夏订货会的情况，我们维持之前的盈利预测，预计公司 2011—2013 年每股收益的分别为 0.60 元、0.78 元和 1.00 元，维持公司“增持”评级。

风险因素：宏观经济波动对消费的可能影响、原始股股东的解禁压力等。

证券分析师 施红梅(S0860511010001) 021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

联系人 糜韩杰 021-63325888*6119 mihanjie@orientsec.com.cn

6 华夏银行：不良双降 负债承压；维持增持

事件：

前 3 季度华夏银行实现净利润 65.38 亿元，同比增长 44.42%，与我们此前的预期完全相符。
研究结论

规模、息差与拨备是三大主要增长动力。同比来看，前 3 季度华夏银行生息资产平均余额增速达到 19.71%，而息差的同比反弹进一步贡献了 16.03 的增速。此外，拨备力度的相对下降也贡献了 8.35 个百分点的增速，这三个因素是华夏银行实现快速增长的主要动力。

存款仍有压力，息差提升来自于压缩“双回购”。根据我们的测算，3季度华夏银行净息差比2季度上升17BP至2.89%。但我们认为，该行净息差的提升主要来自于结构调整，即压缩“双回购”行为导致的贷款占生息资产比重上升。3季度，华夏银行的卖出返售和买入返售规模分别比季度初下降64.95%和36.07%。正由于压缩了高成本的卖出返售，3季度华夏银行的计息负债成本率环比2季度下降了10BP之多。而就存贷业务来说，虽然根据披露数据无法测算具体的存贷利差，但我们看到3季度华夏银行存款环比减少257.18亿元，降幅为3.15%，这表明严峻的存款形势仍然从成本端对当前银行的存贷利差构成压力。

不良继续双降，拨贷比优势明显。3季度华夏银行继续保持双降，不良余额从56.08亿元下降到55.31亿元，不良率则进一步下降到0.96%。同时该行的拨贷比继续从2.67%提高到2.88%。3季度华夏银行提取了13.16亿元资产减值准备，高于前两个季度的平均水平。基于生息资产的信用成本率为48BP，高于上半年的43BP。也就是说，不良双降（风控表现不错）+高拨贷比（达标压力小）+高信用成本率（未来反哺利润的空间），在资产质量和拨备方面，华夏银行处于相对优势地位。

看好小企业贷款业务。我们认为，华夏银行是上市银行中少数几家可能成功转型中小企业信贷的银行。我们期待新的管理层能够继续推动华夏银行为将来投资，大力做好包括小企业转型在内的战略转型。基于这一点，我们长期看好华夏银行，维持公司增持评级。

证券分析师 金麟 (S0860510120026) 021-63325888*6084 jinlin1@orientsec.com.cn

联系人 姚栋 yaodong@orientsec.com.cn

7 交通银行：贷款质量高度稳定；维持增持

研究结论

前3季度，交通银行实现归属于上市公司股东的净利润384.16亿元，同比增长30.06%，增速基本符合预期。

规模、息差和拨备释放提供主要增长动力。交行前3季度的生息资产平均余额同比增速为16.67%，在此基础上，净息差的同比提升贡献了6.72个百分点的增速。此外，信用成本率的同比下降贡献了7.06个百分点的增长。

贷款收益率提升推动息差反弹。前3季度交通银行的累计净息差为2.49%，比上半年的2.45%高出4BP。其中，前3季度的存贷利差为4.17%，比上半年扩大了7BP，这是净息差扩大的主要动力。同业往来利差则仅有1BP的改善。而存贷利差的扩大，主要基于贷款收益的提升。根据公司公布的累计平均余额和平均利率测算，3季度单季存贷款平均利率分别为2.07%和6.37%，而2季度分别为1.67%和5.91%。3季度交行的存贷款平均利率分别提高了40和46BP。与已经披露季报的其他银行相比，交行3季度负债成本上升幅度高于平均，并看起来因此避免了其他银行普遍出现的存款环比负增长（交行3季度存款增长55.53亿元，增幅为0.18%）。

贷款质量表现良好。3季度交行仍然能维持不良贷款的双降，不良率已经降至0.94%。同时，关注类贷款也比季初下降，从616.55亿元下降至546.98亿元。另外，前述的信用成本率同比下降，主要是由于去年3季度交行将信用成本率从上半年的53BP提高到了88BP所致。而今年来看，3季度交行的信用成本率并未下降，而是比上半年仍提高了8BP至59BP。该行的拨贷比因此继续小幅提高5BP至2.15%。按目前节奏，未来拨贷比达标应不成问题。

资本仍存在压力。3季度末，交行的核心资本充足率为9.24%，对比银监会对大银行的监管要求，仍然有再融资的压力。

估值优势明显。目前交行的估值水平 PB 处在上市银行最低水平，而我们仍然看好该行比较合理的综合经营+零售的业务架构，我们认为当前的估值水平已经明显偏低。维持公司增持评级。

证券分析师 金麟 (S0860510120026) 021-63325888*6084 jinlin1@orientsec.com.cn

联系人 姚栋 yaodong@orientsec.com.cn

8 东方园林：期权费用影响公司第三季度净利润增速；维持买入

研究结论：

公司 2011 年前三季度实现营业收入和归属于上市公司股东净利润分别同比增长 109.05%和 96.65%。其中，第三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 96.93%和 62.31%。公司前三季度实现每股收益 2.29 元。公司预计 2011 年全年归属于上市公司股东净利润比上年同期增长幅度为 60%~90%。

第三季度净利润增速慢于营业收入增速主要是新增期权费用所致。虽然公司第三季度毛利率较去年基本持平，但公司当季新增期权费用 7547 万元，使管理费用率较去年同期大幅攀升 4.79 个百分点（还不包括今年被划分出去的 0.09%的销售费用率），直接导致净利润增速慢于营业收入增速。而对于第四季度，我们认为如果公司股价维持近期水平，结合前三季度公司共提取超过 1.22 亿期权费用，则第四季度当季摊销有限，净利润增速有望和公司营业收入增速接近。

公司前三季度营业收入继续保持高速增长。从公司披露的信息看，主要施工项目，如株洲神农城和大同文瀾湖工程进展情况良好，新项目不断开工，如山西宁武项目和锦州世园会项目，保证了公司的业绩。同时公司前三季度毛利率较去年同期增加 2.75 个百分点。毛利率的增加主要系公司优化项目成本管理及规模效应所致。

公司前三季度现金收入比为 0.51，较去年同期提高 0.15。其中，第三季度同比和环比均有明显的改善。但从具体比值看，难言良好。根据公司披露的信息，以今年施工的最大的两个项目，株洲神农城和大同文瀾湖为例，前者今年实现营业收入 3.51 亿，累计收款 0.58 亿，回款进度 16.52%；后者今年实现营业收入 7.53 亿，累计收款 2.16 亿，回款进度 28.69%。均远低于公司公告的 50%工程进度款比例。回款慢一方面增加了公司的风险，另一方面加重了公司现金流的压力，从公司三季报看，前三季度短期借款大幅增长 879.43%，为补充流动资金，公司累计向银行借款 5.68 亿。当然公司后续非公开发行募集资金有望缓解公司的资金压力，但是回款风险依然没有降低，需要公司从根本上不断采取各种措施加大回款力度。

盈利预测和投资评级：根据三季报情况，我们小幅调整了公司管理费用率水平和营业外收入，将公司 2011-2013 年每股收益分别由 3.58 元、5.55 元和 9.40 元调整为 3.42 元、5.55 元和 9.38 元，未来三年盈利复合增长率为 76.10%。给予公司 2012 年 25 倍市盈率，对应目标价 138.75 元，维持公司“买入”评级。

风险因素：公司承接项目的协议书金额不能最终落实的风险。甲方履约能力受限不能正常履约的风险。应收账款不能及时收回的风险等。

证券分析师 杨宝峰 (S0860510120005) 021-63325888*6099 yangbf@orientsec.com.cn

联系人 糜韩杰 021-63325888*6119 mihanjie@orientsec.com.cn

9 碧水源：业绩提升待四季度；维持买入

事件：

碧水源发布 2011 年三季度报告：2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 3.68 亿元，同比增长 66.17%，归属于母公司净利润 0.81 亿元，同比增长 28.62%，实现 EPS 0.25 元。

研究结论：

全年净利润或将低于市场预期。从目前所获各主要项目进展情况来看，我们认为，净利润低于市场预期的主要原因源自综合毛利率下降：新拓展区域尚未形成实质订单，高毛利的 MBR 设备及安装业务增速低于预期，新增业务集中于较低毛利的市政施工和污水处理厂 BT 项目。

四季度将集中确认收入。受市政施工进度影响，公司收入确认具有明显的季节性。2011 年将尤为明显，根据施工计划，昆明第九、第十污水处理厂 BT 项目建设期主要集中于 2011 年下半年，我们预计，四季度该 BT 项目完工进度或可达 60% 以上，带动公司四季度营业收入大幅增长。

资产减值准备或现大幅上涨，对业绩形成拖累。2011 年中报以来，公司应收账款呈现同比大幅上涨趋势。我们认为，受地方政府支付能力影响，应收账款上涨趋势或将持续，受此影响，全年资产减值准备或将出现大幅上涨，拖累全年业绩拖累。

期间费用大幅上升，超出预期。前三季度，公司营业费用较上年同期增长了 216.17%，管理费用较上年同期增长了 204.21%，主要原因是：1、期权费用摊销；2、公司规模扩张，并表子公司增加。

滇池模式能否成功复制是未来主要看点。公司利用资金优势先后与云南、江苏、湖南等地搭建了合资平台。但从目前项目进展来看，云南模式较为成功。区域合作如何顺利落实到 MBR 项目是碧水源能否持续高速成长的关键。

业务横向拓展、膜产业链上下游进一步延伸值得期待。2010 年以来，公司先后布局膜法净水器、工业水处理、污泥处置和市政施工领域，有望形成新的增长点。

盈利预测和投资评级：我们下调碧水源 2011 年 EPS 至 0.94 元（原预测为 1.19 元）、维持 2012-2013 年盈利预测分别为 1.64 和 2.12 元，当前股价下对应 2011 年 PE 分别为 45、26 和 20 倍，给予 2012 年 30 倍 PE 的估值，对应目标价为 49 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：主要项目工程进度不达预期导致收入确认不达预期的风险；新区域新增项目订单不达预期的风险。

证券分析师 杨宝峰 (S0860510120005) 021-63325888*6099 yangbf@orientsec.com.cn

联系人 陈少杰 021-63325888*1132 chenshaojie@orientsec.com.cn

10 特变电工：三季报低于预期，静待行业拐点；维持买入

研究结论

三季报业绩低于市场预期。今年前三季度，公司实现营业收入 127.18 亿元，同比降低 1.26%，利润总额 11.51 亿元，同比降低 27.43%，归属于上市公司股东的净利润 10.2 亿元，同比降低 25.56%，前三季度净利润率为 8.06%，对应的 EPS 为 0.3872 元，第三季度实现营业收入 45.17 亿元，同比上升 9.56%，归属于上市公司净利润 3.31 亿元，同比下降 19.4%，三季度净利润率为 7.03%。低于市场预期。

光伏景气下行、组件和多晶硅价格下跌是业绩低于预期的首要原因。三季度，公司综合毛利率 20%，环比下降一个百分点。我们认为公司变压器的毛利率在三季度触底，维持在第二季度的水平，但是光伏组件价格在三季度下降约 10%，多晶硅价格下降约 20%，而公司光伏业务的收入占比为 15% 左右，是三季度毛利率环比下降的首要原因。展望四季度和明年一季度，光伏行业仍在寒冬中徘徊，给公司带来一定的压力。

变压器和电缆业务仍在底部徘徊，等待特高压推进。公司传统优势业务变压器招标价格从今年第二批开始企稳，公司变压器业务毛利率也开始企稳，预计变压器毛利率将保持相对稳定。公司变压器实力国内第一，特高压推进将对公司构成利好，且将可能有效提高变压器业务的利润率水平。

销售费用和管理费用同比上升，而财务费用大幅减少。报告期内，公司销售费用和管理费用分别为 8.17 亿和 7.03 亿，同比分别增长 18.4%和 31.18%，由于销售收入同比下降，销售费用率和管理费用率分别为 6.42%和 5.52%，同比分别增加 1.07%和 1.37%。销售费用同比增加 1.27 亿，主要是运输费用增加。管理费增加 1.67 亿主要是人工成本、研发和折旧等增加较多。财务费用 7834 万，同比下降 30.2%，绝对额减少 3389 万，主要是公司收到苏丹项目买方贷款利息及汇兑损失较上年同期减少所致

受宏观经济影响，现金流紧张变差，增加贷款，财务费用有所上升。报告期内，公司经营性现金流入为 118 亿元，而经营性现金流出为 144 亿元，经营性现金净额为-26 亿元，是历史最高水平，而历史上公司经营性现金流很少为负。公司客户用户工程占比超过 70%，受宏观经济影响，工矿企业客户回款难度加大，报告期末公司应收账款 43 亿元，同比增长 44%。公司因此在三季度增加了 5.7 亿短期借款和 4.7 亿长期借款，预计财务费用将有所上升。

维持公司买入评级。我们小幅调低公司的盈利预测，预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.54、0.65、0.76 元，参考可比公司估值，并考虑到特变的龙头地位和盈利低点，给予 2012 年 20 倍 PE，对应目标价 13 元，维持公司买入评级。

风险因素：电网投资持续低于预期、光伏产品价格超预期下跌

证券分析师 曾朵红 021-63325888*6089 zengduohong@orientsec.com.cn

11 九龙电力：脱硫合同略超预期，四季度盈利有望改善；维持买入

事件：

九龙电力发布 2011 年三季度报告：2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 28.83 亿元，同比增长 19.51%；实现归属于母公司净利润约 1886 万元，同比减少 36.33%；基本每股收益 0.0504 元。

公司公告：新签关联脱硫合同 3 项，合同总金额约 2.55 亿元。

研究结论

发电业务亏损局面难改。

受煤炭价格上涨影响，公司发电业务继续亏损。受此影响，三季度仅实现营业利润 34.88 万元，前三季度营业利润为-27.22 万元。预计四季度发电业务亏损局面难以扭转。

电煤补贴力度超预期，弥补发电业务部分亏损。

前三季度，公司电煤补贴等营业外收入约 3161 万元，同比增长 411%，其中，电煤补贴力度超过我们的预期，四季度电煤补贴额度有望保持，预计全年营业外收入可达约 4200 万元，部分弥补了发电业务造成的亏损。

新投运脱硫项目将改善四季度盈利状况。

根据我们对公司脱硫特许经营项目进展的跟踪，四季度公司有望新增脱硫特许经营收入约 2 亿元，受此影响，公司营业利润有望大幅改观。

脱硫合同略超预期，四季度脱硝合同有望起步。

前三季度，公司新签脱硫合同近 11 亿元，合同金额略超我们的预期，为 2012 年脱硫业务奠定坚实基础。目前 2011 版《火电厂大气污染物排放标准》已正式颁布，脱硝市场 2012 年全面启动成定局，我们预计九龙电力脱硝合同有望在四季度起步，并于 2012 年贡献业绩。

维持对九龙电力的“买入”评级

我们调增 2011 年营业外收入，调增九龙电力 2011 年盈利预测至 0.11 元(原预测为 0.07 元)，维持九龙电力 2012-2013 年盈利预测分别为 0.69 和 0.83 元，目前股价下，对应 2011-2013 年 PE 分别为 120、20 和 17 倍，维持公司“买入”评级，目标价 20 元。

风险提示：

电厂剥离不顺的风险

脱硝、脱硫特许经营业务盈利不达预期的风险

证券分析师 杨宝峰(S0860510120005) 021-63325888*6099 yangbf@orientsec.com.cn

联系人 陈少杰 021-63325888*1132 chenshaojie@orientsec.com.cn

12 恒生电子：费用压力仍大，期待来年突破；维持买入

事件

公司发布 2011 年三季报，2011 年前三季度共实现营业总收入 5.58 亿元人民币，较去年同期同比增长 9.42%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.07 亿元，较去年同比下降 11.62%。其中 7-9 月单季度收入 1.88 亿元，同比下降 12.69%，单季度归属上市公司股东的净利润 3774 万元，同比下降 43.56%

研究结论

收入受到市场低迷影响，同时多项费用快速增长拖累公司业绩。公司作为国内资本市场金融服务的领先者，业绩与资本市场的景气度仍然有较大关系。公司前三季度毛利率为 78.59%，基本正常。导致公司收入和利润增速不匹配的原因是管理费用、财务费用、资产减值损失以及营业外支出都大幅上升，其中管理费用同比上升 44.66%、财务费用同比上升 172.42%、资产减值损失同比上升 50.33%、营业外支出同比上升 50.08%，均大幅超过收入增速。同时软件增值税退税暂停也是一个重要的负面因素。我们之前在半年报点评中预期下半年甚至明年公司在管理费用上的压力仍然较大，对管理费用的控制将是公司业绩能否超预期的关键。从三季报来看，短期内控制费用的难度很大。

金融创新业务的不断推出使得 1.0 业务未来空间仍然广阔。融资融券范围有望进一步扩大，转融通也即将推出，中国金融市场的不断创新将进一步拓展公司证券业务的前景。而机构理财业务方面，信托公司和私募基金市场的开拓将给公司带来一个不亚于公募基金市场规模的新增市场。总体来看，公司 1.0 业务未来仍然有广阔的前景，且随着公司有意识的降低低毛利的硬件业务的比例，预期未来公司整体毛利率仍然将有所提升。

2.0 业务仍处于培育期，期待来年突破。目前“算法交易系统”已经在 6 家基金公司正式上线，目前基于该算法的交易量也在开始逐步增加。上海聚源员工数量较去年同期增长 100%以上，“聚源投资终端”目前也已经在几家基金公司正式上线使用，目前已经获得多家订单。基础的金融数据库产品则借助恒生电子 1.0 业务的其它应用系统整合和对接的优势，也开始被业界越来越多的客户所接受和使用。预期明年上海聚源有望能达到盈亏平衡，而明年基金销售牌照的可能放开和数米基金的增资扩股都为数米网的未来发展打开了空间。

公司目前仍然处于从 1.0 业务向 2.0 业务的转型期中。今明两年 2.0 业务仍然需要大量投入，人力成本的不断上升也将给公司带来费用上的压力。由于四季度是公司传统旺季，我们维持公司 2011 年和 2012 年的盈利预测为 0.46 和 0.62 元，维持公司“买入”评级，目标价 18.2 元。

证券分析师 周军(S0860510120007) 021-63325888*6127 zhoujun@orientsec.com.cn

联系人 张乐 021-63325888*6098 zhangle@orientsec.com.cn

13 康美药业：业绩基本符合预期，存货大增；维持买入

事件

康美药业公布 2011 年三季报，今年 1-9 月份公司实现营业收入 42.73 亿元、比去年同期增长 85.50%，实现归属于母公司所有者的净利润 6.41 亿元，比去年同期增长 26.35%，摊薄后每股收益 0.299 元。

研究结论

1-9 月所得税率偏高，调整后业绩基本符合预期。三季度单季度公司实现归属于母公司股东的净利润 2.05 亿元，同比增长 26.35%。由于所得税还未实现先征后返，因此 1-9 月所得税率为 24.13%，其中三季度所得税税率偏高为 25.43%，我们预计四季度可以实现所得税返还，届时公司所得税率将较目前大幅降低，但由于并非所有子公司都可以得到减免，实际税率可能略微高于之前水平。如果所得税返还，实际税率与去年同期相同达到 14.37%，前三季度每股收益可以增加 0.012 元，调整后前三季度每股收益为 0.311 元，基本符合我们之前的预计，由于四季度是公司旺季，我们预计全年业绩可以达到我们之前的盈利预测。

存货增加较多。公司报表显示存货目前 17.40 亿，增加 5.96 亿，同比增长 52.11%，主要与公司采购较多贵细药材有关，鉴于公司新开河目前尚无法实现大量原料供应，我们认为存货增加部分可能与公司采购人参作为原材料加工红参有关。

成都产能已经开始释放。受制于产能公司的中药饮片收入增长近年来较慢，目前成都的产能已经开始释放，我们认为随着成都、北京、亳州等地中药饮片产能的逐步建成和释放，配合旺盛的需求，饮片的收入增速四季度有望加速，明年有望实现 40%左右的增长。

年底开始销售商铺，明年搬迁后市场产生有规模可持续收入。我们预计 11 月公司将开始销售亳州的商铺，年底有望实现较大规模的预收款。明年 9 月市场搬迁后，开票费、增值服务等将提供另一可持续收入，随着新市场人气的提升，交易额的上升以及管理力度的加强，可持续性收入的规模将逐步增加。

维持公司“买入”评级。维持 11-13 年盈利预测 0.52 元、0.75 元、1.00 元。公司上下游一体化完成，药材交易市场和新开河红参两块业务完全围绕主业，此两项业务均呈现高速稳定增长态势，3-5 年内都可能实现 10 亿左右收入规模，成都产能已经开始逐渐释放，考虑到明年商铺销售收入逐步结算，市场搬迁后 13 年可在较高交易金额基数上收取费用，维持公司“买入”的投资评级，目标价 18.2 元。

证券分析师 江维娜 021-63325888*6005 jiangweina@orientsec.com.cn

证券分析师 李淑花(S0860510120034) 021-63325888*6088 lishuhua@orientsec.com.cn

14 老凤祥：三季报业绩再超预期；维持买入

事件：

2011 年前三季度，公司实现营业收入 170.07 亿元，比上年同期增长 51.93%；归属上市公司股东净利润 4.31 亿元，比上年同期增长 130.92%；实现摊薄后每股收益 0.99 元，超出我们的预期。

研究结论：

受益于行业景气，公司业绩增长再超预期。今年以来，我国珠宝首饰消费需求持续旺盛，1-9 月限额以上金银珠宝类零售额的同比增速达 50.88%，其中第三季度增速略降，同比增速 44%，而老凤祥第三季度实现营业收入 53.29 亿元，同比增长 70.28%，超过同期行业增速。值得一提的是，9 月份举行的秋季订货会现场火爆，公司备货被各地前来采购的经销商一扫而空，销售额预计近 26 亿元，较去年同期接近翻番，再创历史新高。

期间费用控制良好，毛利率保持稳定。报告期内，公司销售费用率和管理费用率为 1.78%和 1.13%，分别下降 0.5 和 0.4 个百分点，综合毛利率 8.57%，与去年基本持平；而公司净利润率则提高 0.7 个百分点至 3.32%，盈利能力大幅增强。我们认为，这是老凤祥作为行业龙头企业，品牌影响力和议价能力不断提高的表现。此外，近期消费者对“翠、珠、玉、宝”新四类产品需求急剧上升，公司及时调整产品结构比例，提高高毛利率产品的销售占比也是公司盈利能力上升的另一个重要原因。

连锁专卖店扩张有望加速，盈利能力将进一步提高。2001-2010 的十年间，老凤祥的销售规模从 7 亿元成长为 140 亿元，同时门店数量也大幅增加，预计今年年底将拥有近 600 家连锁专卖店，共计 2300 多个销售网点。我们认为，未来公司批发业务的发展重点将放在连锁专卖店，其占比将从目前的 50%逐步提高至 70%，未来几年公司将保持每年新开 120-150 家专卖店的速度，到 2015 年有望实现千店规模。我们认为，销售渠道的转型将进一步奠定公司国内珠宝首饰业的龙头地位。

维持公司的“买入”评级，考虑到近期黄金价格波动较为剧烈，行业增速有一定下降，维持公司 11-13 年摊薄后每股收益至 1.21 元、1.52 元和 1.85 元的预测值，目标价 40.6 元。

风险因素：黄金价格持续大幅下跌。

证券分析师 杨春燕(S0860510120004) 021-63325888*6080 yangy@orientsec.com.cn

联系人 吴繁 021-63325888*5010 wufan@orientsec.com.cn

15 美邦服饰：盈利增长符合预期 等待 进一步消化；维持买入

研究结论：

公司 2011 年前三季度实现营业收入和净利润分别较上年同期增长 40.01%和 132.54%。其中，第三季度公司实现营业收入和净利润分别同比增长 29.78%和 31.72%。公司前三季度实现每股收益 0.74 元。公司预计 2011 年全年归属于上市公司股东净利润比上年同期增长幅度为 50%~80%。

公司前三季度营业收入快速增长主要是由于以下三方面原因。首先，渠道扩张和平效增长，我们预计公司全年净开店速度维持在 20%以上，同时，品牌价值的稳步提升、品类的日益丰富、供应链效率的提高使得公司平效取得了很大的提升。其次，公司加大了对一批信用良好的加盟商的信用支持，也在一定程度上促进了公司营业收入的增长。最后，公司第三季度一定程度的降价促销（前期存货的融入式销售）也带动了公司第三季度的淡季依然实现了营业收入的快速增长。

公司前三季度毛利率较去年同期增加 0.76 个百分点。毛利率的同比增加主要是由于去年一季度公司由于经营波动，采取了大幅折扣让利市场的策略，造成当季毛利率大幅下滑至 37%，虽然之后及时调整策略扭转了毛利率下滑的局面，但依然大幅拉低了去年整体的基数。

公司前三季度期间费用率控制较好。同比去年下降 4.33 个百分点。期间费用率的下降主要是由于公司销售费用率大幅下降 4.16 个百分点。一方面是由于公司去年开设较多直营大店，导致销售费用率很高。另一方面，公司今年整体营业收入保持快速增长，更是进一步摊薄了销售费用的增长。

公司三季度末存货金额 29.82 亿元，经营活动净现金转为正值。虽然存货较中期还增加了 0.92 亿元。但是考虑到通常第三季度行业内公司会因为秋冬备货，导致存货有明显的上升，从这方面看，公司存货第三季度环比仅微增显示出实际存货消化情况还是比较好的。我们预计公司第四季度存货会有一定的下降，2010 年的高货值秋冬存货有望基本在今年秋冬处理完毕。

我们认为公司未来的增长来自品牌（产品）和做深做精和供应链管理能力的提升，公司相对同行的优势主要在于优秀的品牌设计运营能力和相对庞大而规范的直营体系，未来 MB 品牌在成熟的品牌运营基础之上，2012 年起将着力通过品牌延伸、消费者延伸和渠道延伸战略进一步延续快速发展的态势。而 MC 品牌在经历过波折后，目前正在逐步成熟，明晰了定位，2012 年下半年有望放开加盟并逐步产生盈利。

盈利预测和投资评级：目前我们维持对于公司 2011–2013 年的盈利预测分别为 1.22 元、1.65 元和 2.18 元。维持公司“买入”评级。给予 2012 年 25 倍估值，对应目标价 41 元。

风险因素：存货消化和 MC 品牌未来拓展可能存在的不确定性。

证券分析师 施红梅(S0860511010001) 021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

联系人 糜韩杰 021-63325888*6119 mihanjie@orientsec.com.cn

16 美克股份：加速向国内家居零售企业转型，盈利能力提升；

维持买入

事件

公司三季度实现营业收入 580,585,758.15 元，同比下滑 1.98%，1–9 月营收为 1,762,266,296.19 元，同比增长 7.18%；三季度归属上市公司股东的净利润为 41,950,483.23 元，同比增长 100.82%，1–9 月净利润为 32,761,555.42 元，同比增长 118.60%；三季度基本每股收益 0.07 元，1–9 月每股收益 0.21 元。

研究结论

业绩略低于预期，国内零售业务大幅增长提升公司盈利能力。受制于公司三季度营业收入同比下滑 1.98%，三季度业绩略低于预期，但仍实现翻番，毛利率水平由去年同期的 39.5%提升至 46.9%，我们判断，公司盈利能力大幅提升主要收益于毛利水平较好的美克美家零售业务的高速增长，而海外业务由于欧美市场持续低迷有所收缩。

公司加快零售门店扩张，期间费用上升。今年三季度公司销售费用率及管理费用率较去年有所提升，分别为 27.4%和 9.6%，去年同期为 22.5%和 8.9%，我们认为这是由于今年门店扩张幅度较高所致。

今年以来，家具零售保持 30%的增长。国家统计局数据显示，2011 年 1–8 月，限额以上家具企业零售额同比增长 30.6%，其中 6–8 月同比增速分别为 35.8%、33.1%和 29.5%。在房地产调控力度持续升级的背景下，家具零售仍保持高速增长，我们认为原因之一是家具行业在中国仍处于快速成长期，2010 年我国人均家具消费金额不足 30 美元，而德、日、美人均家具消费金额分别高达 371、

236 和 255 美元。随着我国人均可支配收入增加、城市化进程稳步推进，我们认为未来 5 年我国家具消费将保持 20%以上的高增长。

维持公司买入评级。鉴于国内家具市场持续保持高增长而欧美市场持续低迷，我们判断，公司将加速向国内家居零售企业转型，零售业务占比提升或超预期，公司盈利能力亦相应改善。我们调整公司 2011-13 年的盈利预测分别为 0.31 元、0.47 元和 0.59 元（原预测为 0.34 元、0.42 元和 0.52 元），目标价为 15.50 元，对应于 33 倍的 2012 年市盈率。维持公司买入评级。

风险提示。新房成交下滑对家具销售的冲击。我们对卖场家具终端店调研显示，虽然房地产调控对实际销售产生的负面影响暂未显著表现出来，但有店员反馈客流量有明显下降。

证券分析师 郑恺 (S0860510120016) 021-63325888*6079 zhengkai@orientsec.com.cn

联系人 陶林杰 021-63325888*8502 taolinjie@orientsec.com.cn

17 美盈森：费用率上行吞噬企业盈利；维持增持

事件：

美盈森前三季度实现营业收入 6.15 亿元，同比增长 10.11%，实现净利润 1.18 亿元，同比增长 0.46%，对应 EPS0.66 元。其中第三季度收入实现 2.2 亿元，同比提升 21.2%，净利润为 3981 万元，同比下降 6.6%。

研究结论

业绩低于预期，收入增加加速，毛利率维持稳定，公司 1~3 季度业绩为 0.66 元，低于我们前期 0.80 元的预期，从三季度报告看，我们认为公司销售收入开始大幅增长，这与公司募投项目产能达产有关，公司固定资产大幅增长到 2.4 亿元，而在建工程尚有 5.2 亿元未结转，我们认为随着未来公司苏州、重庆、东莞等项目逐步投产，收入将随产能利用水平提高而加速增长。

销售、管理费用大幅增长影响企业业绩。公司前三季度销售费用和管理费用达到 5500 万和 5400 万元，分别增长 41%和 91%，远超收入增长水平，兵马未动，粮草先行，费用增加我们认为主要源自公司增加了苏州、重庆、东莞的子公司，而子公司的开办需要增加人员开支；另一方面，随着在建工程转固，折旧费用将开始影响当年业绩，我们认为公司三、四季度将面临大规模固定资产转固，届时预计将形成折旧费用 1000 万元左右。

公司预计全年-10~30%增长，对应预测 EPS 为 0.71~1.04 元。公司对全年业绩做出预测，预计 2011 年业绩在 0.71 到 1.04 元之间，我们认为四季度经营情况较为复杂，有利的方面是目前上游箱板纸价格已经出现 200 元的松动，这将使得企业成本压力减轻，毛利率有望提高；但另一方面，公司产能投产后需要时间磨合，折旧等各项费用将开始影响四季度盈利，综合评估我们认为四季度盈利应偏向预测区间的下限。

略下调业绩预测，维持公司增持评级。公司三季度业绩仍没达到我们预期，四季度费用率预计仍在高位，我们下调 2011，2012 年盈利预测为 0.88，1.35 元（原预测为 0.96，1.44 元），维持公司增持评级。

风险因素：产能释放过程中，订单增长不达预期。

证券分析师 郑恺 (S0860510120016) 021-63325888*6079 zhengkai@orientsec.com.cn

联系人 陶林杰 021-63325888*8502 taolinjie@orientsec.com.cn

18 青岛海尔：业绩符合预期 前三季稳定增长；维持买入

事件

青岛海尔公布 2011 年三季报：2011 年 1-9 月，公司实现收入 568.31 亿元，同比同口径增长 16.85%；实现归属于母公司的净利润 22.5 亿元，同比同口径增长 22.92%，报告期内实现基本每股收益 0.84 元。

研究结论

新收购公司并表处理 业绩符合预期 海尔在第三季度对收购的海尔模具等 10 家公司办理了产权转移手续，在三季报中进行并表处理。11 年前三季度，公司实现收入 568.31 亿元，对 11 年新合并的海尔模具等 10 家公司追溯调整后，实现同比同口径增长 16.85%；报告期内，公司净利率为 5.19%，同比略有提升，实现了收入利润较为平衡的增长，增速基本符合市场预期。

毛利抗波动能力较强 费用率稳定 海尔报告期综合毛利率 24.44%，前三季度毛利率水平较为稳定，高于同行，我们认为公司在推行卡萨帝品牌等高端化战略下，公司产品毛利在原材料价格波动及行业波动下显示出较强的周期能力。公司第三季度延续了 11 年上半年来的费用控制力，报告期内管理费用率 5.13%，销售费用率 13.19%。我们认为公司自年初以来近期不断进行的资源整合，降低采购平台费用，收购家电上游资产等一系列措施，都显示出公司在改善公司治理方面的努力，我们认为公司有能力将全年的费用率控制在较稳定的水平。

老牌龙头焕发新活力 作为冰、洗龙头，公司注重“质”的竞争，通过提升产品竞争力来稳固龙头地位。公司 07 年推出卡萨帝高端子品牌冰箱，目前已拓展到冰箱、洗衣机、空调等 9 大品类。卡萨帝品牌产品均价为海尔品牌的 2-3 倍，目前销售收入占比在冰箱品类中不足 4%，其他品类更低，未来卡萨帝高端品牌的进一步推进将提升海尔在高端市场的竞争力。公司在二三级市场依靠高端产品提升竞争力，三四级市场依托旗下日日顺的渠道优势带动农村市场销售。从中报情况来看，日日顺渠道增长迅速，拓展情况良好。另外，公司注重提升管理及生产效率，近年来实施的零库存、模块化制造等战略最终将体现为竞争力的提升。

维持公司买入评级。根据我们的预测，预计公司 11-13 年的按新股本摊薄后的 EPS 分别为 0.98、1.18 和 1.46 元，参考可比公司 2011 年 PE 的取值范围和均值，并考虑公司的成长性，对应目标价 17.73 元，维持公司买入评级。

风险因素：资产注入不确定性风险 房地产调控风险

证券分析师 郭洋(S0860510120033) 021-63325888*6073 guoyang@orientsec.com.cn

联系人 唐思宇 021-63325888*6082 tangsiyu@orientsec.com.cn

19 森马服饰：低于预期的三季报；维持买入

研究结论：

公司 2011 年前三季度实现营业收入和归属于上市公司股东净利润分别同比增长 30.24%和 26.17%。其中，第三季度营业收入和净利润分别同比增长 22.47%和 22.86%。公司前三季度实现每股收益 1.25 元。公司预计 2011 年全年归属于上市公司股东净利润同比增长的幅度为 20%~50%。

公司前三季度营业收入快速增长主要来自渠道的扩张和店铺平效的提升。公司两大品牌渠道保持持续增长，同时店铺运营水平的提高促进了店铺平效的提升。另外公司为配合快速发展的市场策略，相应增加代理商信用额度，也促进了销售收入的增长（三季度末公司应收帐款比期初增加了近 6 个亿）。

公司前三季度综合毛利率较上年同期增加 1 个百分点。其中，第三季度毛利率较上年同期增加 1.62 个百分点。毛利率的上升我们认为除了来自公司品牌价值的提升、新产品的推出和供应链的

整合外，第三季度原材料价格的下跌导致第三季度毛利率同比增幅较大，拉高了整体前三季的毛利率水平。

公司前三季度期间费用率较上年同期增加 2.16 个百分点。期间费用率的上升主要来自销售费用的增长，公司前三季度销售费用较去年同期增长 51.63%。主要由于公司营业网络的不断拓展和新设子公司导致租金、折旧、人员薪酬的大幅增长，同时广告费用也在一定程度上推升了公司的销售费用。

从公司目前的经营情况和前期召开的 2012 年春季订货会的信息看，森马品牌未来的增长目前面临一定的挑战，巴拉巴拉品牌的发展态势要明显好于森马品牌。森马品牌产品开发能力的提升，终端渠道层面货品的消化以及如何应对国内外休闲品牌的挑战。

盈利预测和投资建议：根据三季报情况，我们小幅下调了森马品牌的销售收入增长，同时小幅上调了公司的销售费用比率，将公司 2011—2013 年盈利预测由之前的 2.04 元、2.78 和 3.66 元分别下调为 1.94 元、2.65 元和 3.48 元，未来三年盈利的复合增长率为 33%，考虑到成人休闲和童装两个子行业不同的发展阶段、竞争态势、增速和容量，以 2012 年每股收益为参考（成人休闲和童装的盈利比重分别为 70%和 30%左右），分别给予两块业务 20 倍和 30 倍的估值，对应目标价 61 元，维持公司“买入”评级。

风险因素：休闲服务业务拓展速度低于预期，自购大店策略的积极推进对经营的可能影响。

证券分析师 施红梅(S0860511010001) 021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

联系人 糜韩杰 021-63325888*6119 mihanjie@orientsec.com.cn

20 天地科技：收购采矿权加固未来高增长；维持买入

事件：

2011 年 1—9 月实现归属于上市公司股东的净利润 6.25 亿元，同比增长 3.34%；基本每股收益 0.62 元；业绩低于我们预期。

本公司控股子公司中煤科工能源投资有限公司的控股子公司山西中煤科工沁南能源有限公司受让山西裕丰实业有限公司拥有的山西省沁水县沁南井田煤矿精查勘探探矿权，交易金额为 31054.59 万元。

研究结论

收购采矿权具有很强的可复制性。收购采矿权有望成为业绩成长新亮点。根据公告披露：达产后洗选产品后折算成原煤不含税价格为 545 元/吨，年销售收入 65400 万元。固定资产投资 103676.79 万元，无形资产—土地使用权投资 1946.88 万元，后续勘查投资 102.28 万元。单位总成本费用为 282.55 元/吨，单位经营成本为 242.85 元/吨，毛利率与现有煤矿销售业务持平。如果按照折现现金流法，假设折现率为 10.07%，估算“山西省沁水县沁南井田煤矿（上组煤）精查勘探探矿权”于 2011 年 3 月 31 日所表现的评估价值为 66096.84 万元。传统建设期为 3—4 年，公司在矿井设计和管理的丰富经验可加快工程进程。正如预期，小煤矿整合给公司整个产业链拓宽带来新的机遇，收购采矿权事件将有很强的复制性。

煤机行业拐点或已来临，业绩成长初现端倪。煤炭开采行业固定资产投资 8 月开始触底回升，今年或有明显的前低后高现象。从公司报告期数字分析，预付款项本报告期末比年初的余额增加了 62239 万元，增幅 153.37%；在建工程本报告期末比年初的余额增加了 21824 万元，增幅 135.30%；预收款项本报告期末比年初的余额增加了 41172 万元，增幅 36.72%。一系列财务指标预示着：公

司新签合同显著增加，多个在建项目的按计划在建中，同时经营规模扩大，采购增长。我们认为公司未来高成长的潜力已经显现。

资源税或成公司发展催化剂。煤炭生产大省相继出台新行业发展计划，安全标准得到了地方政府的重点关注。地方政府重新采集行业数据，例如行业的在建项目、机械化率等，规划有望在年内开始实行。我们认为地方政府对行业监管力度强意味着：一、煤矿机械的旺销态势可持续性较强，二、市场规模超过 2000 亿元的概率高。

风险因素：营业外收入对业绩贡献的不确定性；新进入者带来的竞争风险。

盈利预测与投资评级。由于采矿权转让未来的进程不可测，我们维持之前的盈利预测，预计未来三年公司的 EPS 分别为：1.02；1.34 和 1.73 元。运用相对估值，给予公司 2011 年 30 倍的市盈率，对应目标价为 30.6 元。公司现在股价低估，维持公司买入评级，建议长期关注。

证券分析师 周凤武 (S0860200010048) 63325888*6100 zhoufw@orientsec.com.cn

联系人 胡耀文 021-63325888*6103 huyaowen@orientsec.com.cn

21 伟星股份：明年经营形势会逐步好转；维持买入

研究结论：

公司 2011 年前三季度营业收入和归属于上市公司股东净利润分别同比增长 11.65%和 0.66%。其中，第三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 3.08%和-4.78%。公司前三季度实现每股收益 0.74 元。公司预计 2011 年全年归属于上市公司股东净利润比上年同期增长幅度为 0~30%。

我们认为公司今年以来营业收入增长一直不如人意的主要原因来自国内外消费需求的低迷。首先，受市场无序竞争影响，公司人造水钻业务营业收入大幅下滑。其次，2011 年公司下游品牌服装企业的增长结构有所变化（更多来自产品的提价，销量增速相比以往有所放缓），一定程度上也影响了公司订单的增长。公司作为上游辅料供应商，业绩增长更多有赖于下游需求数量的增长。最后，人民币汇率的持续升值，特别是第三季度的加速升值导致公司占比 15%左右的出口业务受到负面影响。

公司前三季度净利润增速大幅低于营业收入增速主要由于以下原因（1）主营毛利率由于受原辅材料和劳动力成本上升，人民币汇率上升和水钻业务降价较去年同期下降 1.35 个百分点。（2）在销售收入增长不快的情况下，公司期间费用特别是管理费用增长明显超过收入增长也在一定程度上影响了公司盈利。（3）报告期公司营业外收入较去年同期减少 85.95%，主要原因系去年同期公司位于台州市经济开发区通化路上的两宗工业土地被台州经济开发区土地储备开发中心收储，产生 816.48 万元土地处置税前收益，今年未有此类项目收入。

从公司基本面的发展看，我们认为更好的投资机会在于明年。首先，随着公司下游品牌服饰企业的原材料价格持续维持在低位，其 2012 年的价格增长幅度将更为平缓而销量的增长将逐步恢复——已经结束的品牌服装企业 2012 年春夏订货会也佐证了这一点，这将直接带动公司订单的增长。其次，公司于 2011 年 2 月完成配股，募集资金主要用于纽扣和拉链的技术改造和产能扩张，粗略预计项目完成后纽扣和拉链的产能至少扩张 22%和 52%以上。配股募集资金项目的提前建设和逐步建成投产将成为公司未来几年业绩增长的重要来源之一。

盈利预测和投资建议：根据公司前三季度的情况，我们小幅下调了公司营业收入，上调管理费用比率，将公司 2011—2013 年的每股收益预测由 1.15 元、1.52 元和 1.94 元分别调整为 1.07 元、1.37 元和 1.69 元，维持公司“买入”评级。给予 2012 年估值 15 倍，对应目标价为 21 元。

风险因素：原材料价格波动、人力成本上升和人民币汇率波动对业绩的可能影响。

证券分析师 施红梅(S0860511010001) 021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

联系人 糜韩杰 021-63325888*6119 mihanjie@orientsec.com.cn

22 伟星新材：市场开拓力度突显 营销网络建设进展顺利；维持 买入

事件：

伟星新材公布 2011 年三季度报显示公司前三季度实现营业收入 11.99 亿元，同比增长 40.98%；实现净利润 1.79 亿元(已扣除少数股东损益)，同比增长 33.02%，实现每股收益 0.70 元。

我们的看法：

三季度业绩增长符合预期。公司第三季度营业收入为 4.99 亿元，同比增长 44.52%，净利润为 0.74 亿元，同比增长 23.52%，符合我们的预期，公司综合毛利率同比基本保持稳定，营业收入的大幅提高主要得益于工程项目的市场大力开拓。

新增产能 8.7 万吨管件管材项目开展有序、营销网络建设进展顺利。募投及超募项目主要包括新增 PPR 管材管件年产能 3.2 万吨、PE 管材管件 4 万吨、HD-PE 管材管件 1.5 万吨以及全国营销网络投放建设，目前新增的产能项目正有序开展，预计 2011 年可释放新增产能 30%以上，2012 年释放 70%左右；公司目前正在加深渠道管理的精细化，力图通过扁平化的管理方式完善公司营销网络体系，预计公司将全面铺散开营销网点，对目前业务较为薄弱的华南等地区进行销售网点投放。

公司未来将受益于 PP/PE 管材技术替代金属水泥等传统管材和 PVC 管材的趋势。国家大力支持发展新型塑料管材，在目前塑料水管产品消费结构中，PVC 管材占比 40%，但 PVC 管材耐冲击性较差，且加工过程中会添入某些有毒物质，长期使用对人体有害，而 PPR 和 PE 管材则不会出现这样的问题。我们认为，随着未来对管材物理性能标准和健康要求的提高，PVC 管材将逐步被 PE 和 PP 管材取代，而公司作为 PP 和 PE 管材管件的领先生产商，必将从中受益。

股权激励改善公司治理结构，保障公司长远发展。2011 年 7 月 5 号公司披露股权激励计划草案。公司拟向 13 名激励对象授予 1000 万份股票期权，行权价为 17.39 元。行权条件为：以 2010 年净利润为基数，2011 至 2013 年净利增幅分别不低于 15%、30%和 45%。股权激励方案的提出，有益于公司长期稳定的发展。

投资建议： 基于公司的业绩表现，我们维持 2011 年、2012 年、2013 年每股收益为 0.91 元、1.23 元和 1.40 元，看好公司未来的长期发展，维持公司的“买入”评级。

主要风险： 保障房建设低于预期导致地产投资快速下滑的风险，原油价格快速上涨对毛利率构成负面影响的风险。

证券分析师 罗果(S0860511010004) 021-63325888*6070 luoguo@orientsec.com.cn

联系人 沈少捷 021-63325888*5023 shenshaojie@orientsec.com.cn

23 悦达投资：三季度业绩符合预期；维持买入

事件

悦达投资发布 2011 年三季度报告：3 季度公司实现营业收入 6.39 亿元，同比增长 9.2%，投资收益 2.85 亿元，同比增长 22.0%，实现归属母公司净利润 2.92 亿元，同比增长 36.8%，折每股收益 0.41 元。1-9 月公司共实现营业收入 18.84 亿元，同比增长 25.1%；投资收益 9.02 亿元，同比增长 32.9%，实现归属于母公司净利润 8.66 亿元，同比增长 56.6%，每股收益 1.22 元。公司 3 季度业绩基本符合预期。

研究结论

三季度汽车业务依然快速增长，但业绩环比有所下降。我们判断 3 季度来自东风悦达起亚的投资收益依然是公司业绩增长的主要推动力：在智跑 SUV 不断放量、新车 K5、K2 上市的推动下，东风悦达起亚今年以来销量表现持续好于乘用车行业整体增长：1-9 月累计销售汽车 30.1 万辆，同比增长 26.5%，其中 3 季度销售汽车 11.1 万辆，同比增长 44.1%；销量快速增长是推动公司业绩同比快速增长的主要原因，但由于促销因素及原材料价格上涨，我们推测 3 季度东风悦达企业的业绩环比 2 季度有所下降。

三季度毛利率提升显著，主营业务呈逐步向好趋势。3 季度，包括高速公路、纺织、煤炭在内的合并范围内营业收入依然保持了 9.2% 的增长，综合毛利率为 34.6%，同比、环比分别上升了 1.0 与 3.6 个百分点，我们推测毛利率的上升与纺织业务的好转、以及毛利率较高的煤炭业务占比导致的结构性变化有关；整体而言，在扣除投资收益后，公司及旗下各子公司 3 季度整体实现了 695 万的盈利，而去年同期及今年前 2 个季度均为亏损。我们认为，随着煤炭业务的快速增长和纺织业务的持续好转，公司未来主营业务将呈现进一步向好趋势。

盈利预测与估值。我们认为，公司旗下东风悦达起亚汽车的产品竞争力已得到消费者的广泛认可，随着产品线的继续拓宽，未来两年销量表现将持续好于行业，预计盈利水平依然能以较快的速度增长，带动推动公司投资收益稳定增加；同时，合并范围内主营业务煤炭业务快速增长、纺织业务持续向好、公路业务稳定增长；我们维持对公司 2011、2012 年 1.85 元、2.22 元的盈利预测，给予 15 倍的 2011 年 PE 估值，对应目标价 22.2 元，维持公司买入评级。

风险提示。（1）乘用车行业景气程度显著下降；2）公司新产品销量显著低于预期；3）钢铁、棉花等主要原材料价格出现大幅上涨。

证券分析师 秦绪文 (S0860510120032) 021-63325888*6097 qinxuwen@orientsec.com.cn

联系人 王轶 021-63325888*6129 wangyi1@orientsec.com.cn

24 民生银行：正确的战略结出硕果；维持买入

事件：

前 3 季度，民生银行实现净利润 213.86 亿元，同比增长 64.42%，略好于我们的预期。

研究结论

收入项的快速提升带来净利润显著增长。民生银行前 3 季度升息资产的平均增速为 30.47%，不仅贷款有 16.55% 的同比增长，同业资产的同比增速更达到 37.66%。在此基础上，虽然贷款占生息资产比重下降，但净息差仍然上行，因此贡献了 10.97 的增速。此外，手续费收入和其他非息收入增速也非常之快，都有不同程度的正贡献。正因此，民生银行前 3 季度营收同比增长了 50.39%，这是今年快速增长的最主要原因。

判断民生银行在实现高增长的同时还继续大力隐藏利润。3 季度民生银行的应付工资增加了 18.21 亿元，而通常这是银行在利润好的年份储藏利润的手段之一。此外，估计前三季度民生银行的信用成本率在 71BP 左右，高于大部分银行同业。

手续费收入延续爆发式增长。前 3 季度，民生银行手续费及佣金净收入同比增长 82.68%。民生银行解释原因是“理财业务、信用卡业务、顾问咨询业务以及贸易金融业务手续费收入增长较快”。我们认为这反映了通过“商贷通”业务锁定了一批优质客户之后，民生银行针对这些优质客户的收费服务业务正在取得明显进展。此外，判断手续费收入中也有大量的利息收入变相体现。

风控表现稳定。3 季度民生银行实现“双降”，不良贷款余额比季度初小幅下降 3400 万元，不良率降低至 0.62%。此外，拨贷比达到 2.19%，比季度初上升 9BP。鉴于民生高于平均的信用成本率水平，拨贷比达标不成问题。怎么看民生银行未来的风险？我们认为（1）小微贷款目前是蓝海，民生仍在挑选最好的客户来做；（2）商贷通是无限责任，这两点保证了民生的贷款质量。

继续长期看好民生银行的战略竞争优势。我们继续长期看好民生银行在未来银行业战略转型过程中的比较竞争优势。小微贷款将是中资银行最佳的战略转型方向之一，而由于风险偏好、激励机制和业务能力等护城河，小微业务能真正做出来的上市银行不过 4-5 家。民生银行今年的高速增长，就是小微贷款巨大发展潜力的一个重要例证。同时，预计 2012 年民生银行的净利润增速仍将是上市银行中最高之一，原因有二：（1）今年民生银行多提了拨备和应付工资，前三季度已经储藏了 60 亿左右的利润（应付工资近 50 亿，拨备约 10 亿）。（2）今年民生的息差持续上行，据我们测算 3 季度息差已经达到 3.31%，比前 3 季度平均高出约 20BP，这也保障了明年息差的表现。维持公司“买入”评级。

证券分析师 金麟 (S0860510120026) 021-63325888*6084 jinlin1@orientsec.com.cn

联系人 姚栋 yaodong@orientsec.com.cn

25 中国联通：3G 收入高速增长，业绩同比已经转正；维持买入

事件：

2011 年前三季度，公司实现净利润人民币 41.47 亿元，比上年同期增长 4.3%，其中归属于上市公司股东的净利润 14.1 亿元，基本每股收益为人民币 0.0663 元。EBITDA3 为人民币 485.58 亿元，比上年同期增长 3.8%。

研究结论：

3G 通信服务收入高速增长，业绩同比已经转正。公司三季度单季度实现 3G 通信服务收入 93.03 亿元，比二季度增加 15.63 亿。3G 通信服务收入的高速增长，得益于公司 3G 用户数的快速发展，和 3G ARPU 值保持稳定，公司 3G 业务的 ARPU 值为 115 元，仅比半年报下降 2 元，依然维持在高位。得益于 3G 通服收入的高速增长，公司业绩同比明显改善，公司目前业绩已经同比转正，说明公司业绩迎来了同比的拐点（环比拐点已经于今年一季度看到）。

补贴费用环比持平，用户补贴效益进一步提升。公司三季度补贴支出约为 11 亿，与二季度持平，而公司三季度的净增用户数要高于二季度，这说明公司的补贴效益进一步提升。

西班牙电信分红及成本上升导致业绩环比有所下降。公司持股的西班牙电信一般于二四季度进行分红，二季度由于分红 4.45 亿，而三季度无这部分投资收益，且人工成本、折旧成本等的提升，抹平了通信服务收入增长的正面贡献，从而使得业绩环比二季度有所下滑。

预计联通 10 月用户数环比增长势头不减。纯粹从数学角度看，10-12 月三个月中，只要联通的 3G 用户数环比增长 12%，即可完成全年 2500 万的目标。根据我们对于渠道走访和草根调研情况，我们估计联通 10 月份的新用户发展情况符合这一增速，若离网率保持不变，则净增用户数也将保持此增速。

公司近期股价走强，反映了公司基本面逐步好转的态势。但从三季报情况来看，公司的成本超出了我们此前的预期，我们调高公司的人工成本及折旧水平，并根据最新的公告数据更新了对于公司 ARPU 值的预测，从而调低 2011 年与 2012 年的盈利预测至 0.10 元和 0.24 元，调高 2013 年的盈利预测至 0.50 元（原预测为 0.15、0.29、0.41 元），每股净资产分别为 3.42 元、3.58 元和 3.93 元。鉴于我们此前依据 2.4 倍 PB 水平对联通进行估值，而联通每股净资产变化不大，维持公司买入评级，目标价 8.18 元。

风险因素：大盘系统性风险，3G 用户发展低于预期

证券分析师 周军(S0860510120007) 021-63325888*6127 zhoujun@orientsec.com.cn

联系人 张杰伟 021-63325888*6118 zhangjiawei@orientsec.com.cn

26 中国人寿：业绩继续下滑，未见好转；维持增持

事件

中国人寿公布 2011 年三季报，公司实现净利润 167.17 亿元，同比下降 33.0%，每股净利润 0.59 元；期末净资产 1760.91 亿元，较上年末下降 15.6%，每股净资产 6.23 元。

研究结论

保费下降及减值增加是当季利润大幅下滑的主要原因

7-9 月当季保险业务收入同比下降 45.25 亿，降幅 6.2%。当季新增资产减值损失 17.59 亿。保费下降及减值增加是第三季度利润大幅下滑的主要原因。

投资收益低迷，综合收益为负

根据财务报表推算，9 月末投资资产为 14,238.38 亿，略低于 6 月末；总投资收益 429.92 亿。未年化的总投资收益率为 3.12%，

前三季度可供出售金融资产产生浮亏 380.72 亿、减值损失 59.96 亿，考虑 A 类浮亏后的投资净值增长仅为 0.4%。

偿付能力短期无忧

受资本市场波动影响，今年中期公司偿付能力由 212.0% 下滑至 164.2%。公司及时发行 300 亿次级定期债务，偿付短期无忧。

投资建议：

当前股价隐含 2011 年 NBV 和 P/EV 分别为 5.3 倍和 1.4 倍，相对估值重回 2008 年底股市最低时水平。维持中国人寿“增持”评级。

风险提示：新业务价值增速低预期，可供出售金融资产浮亏进一步扩大。

证券分析师 金麟(S0860510120026) 021-63325888*6084 jinlin1@orientsec.com.cn

联系人 陈红霞 chenhongxia@orientsec.com.cn

27 中国重工：业务结构持续优化；维持买入

事件：

公司发布了 2011 年三季报，第三季度公司实现销售收入 125 亿元，同比增长 10.14%，归属于母公司净利润 10.32 亿元，同比下降 14.6%，每股盈利 0.11 元。公司 1-9 月实现销售收入 410 亿元，同比增长 14.22%，归属于母公司净利润 43.37 亿元，同比增长 13.31%，每股盈利 0.47 元。

研究结论：

公司三季度收入稳定增长，而民船结算的产品结构变化带来的毛利率下滑是净利润同比下降的主要原因。公司前三季度实现销售收入 410 亿元，同比增长 14.22%，保持了稳定增长。从订单来看，前三季度公司新增订单 409.7 亿元，订单状况良好；截止 9 月底，公司手持订单量为 971.4 亿元，未来增长可期。第三季度公司实现毛利率 14.28%，比上年同期下降了 4.8 个百分点。究其原因，我们认为这是由于公司三季度交付的船舶产品中毛利率较低的产品占比提高的原因。

前三季度新增订单 410 亿元，公司业务结构持续优化。从新增订单情况来看，公司非船业务占比不断提升，有利于公司抵御船舶行业波动的风险。前 9 个月新增订单中，能源交通装备及其他板块订单占总订单的比例达到 31.44%、海洋工程板块新增订单占总订单的比例达到 11.15%，而上半年的收入结构中这两块业务占比仅为 10%和 2%。9 月下旬，公司在核电装备领域取得重大突破，大船重工获得了美国 ASME 核级 N 钢印授权证书，打通了进入国际核电市场道路。而在海洋工程装备领域，截止上半年，公司手持海洋工程合同额度已超过 117 亿元，还有超过 100 亿元签订了意向合约的订单待确定。

10 月签订 6 艘万箱级集装箱船合同，高价值船舶业务再有斩获。大船重工将为中海集运建造 6 艘万箱级集装箱船（其中 2 艘为附选择权合同），合同总价 5.6 亿美元以上（该项合同待买方股东大会批准后正式生效）。近年来，集装箱船大型化、高速化成为趋势，超大型集装箱船已成为高技术、高附加值船中需求量最大、最稳定的船型，因此，万箱级集装箱船被船舶工业公认为四种最具代表性的高技术产品之一，目前世界上只有韩国等少数国家能够建造。此次合约的签订，标志着公司船舶制造技术实力的提升，也为公司在高价值民用船舶业务的拓展奠定了基础。

投资建议：由于传统民用船舶业务经营情况低于我们预期，下调公司 2011—2013 年盈利预测分别为 0.62、0.77 和 0.95 元，给予公司 2011 年 25 倍 PE，对应目标价 15.55 元。考虑公司海军装备、海洋工程、交通与新能源等战略新兴产业业务的良好发展前景，集团雄厚的科研资源支持，以及集团围绕公司推进整体上市的承诺，维持公司买入评级。

证券分析师 王天一 (S0860510120021) 021-63325888*6126 wangtianyi@orientsec.com.cn

联系人 肖婵 021-63325888*6078 xiaochan@orientsec.com.cn

28 中兴通讯：国内业务渐入佳境，拉动整体毛利率回升；维持 买入

事件：

2011 年 1—3 季度，中兴通讯实现营业收入 582.85 亿元人民币，同比增长 26.53%；实现归属于母公司股东的净利润为 10.69 亿元人民币，同比下降 21.51%；基本每股收益为 0.31 元人民币。

研究结论：

国内运营商结算渐入佳境，拉动整体毛利率回升。我们认为，公司三季度增加较快的主要是中国地区。中国市场 1—9 月份增长了 20.38%，增长主要是智能终端的发展，和运营商网络，包括无线产品，如 GSM 产品和 W 产品。由于国内业务的毛利率高于整体毛利率水平，因此，国内业务的上量也拉动了公司 3 季度单季度的毛利率水平回升了约 5 个百分点。

汇兑等非经常性损益拖累净利润水平。公司 3 季度财务费用为 10.2 亿，环比 2 季度增加 8 亿，主要系汇率波动造成的汇兑损失。若去除这部分的影响，预计中兴 1—3 季度的净利润水平将同比增长 20%。

预计四季度情况将继续好转。我们认为，去除汇兑等非经常损益的影响，公司基本面情况在三季度已经有所好转，而四季度是公司收入确认的高峰期，预计随着国内业务的放量，毛利率的回升，汇兑等非经常性损益的恢复正常，公司四季度经营情况将进一步好转。

4G 投资带动设备行业进入新一轮景气周期，是中兴通讯面临的长期机遇。公司在 LTE 上的技术积累深厚，占 TD LTE 基本专利的 7%，LTE 商用网及实验网的市场份额 21%，有望充分享受到 4G 投资带来的新一轮行业景气周期，LTE 建设时中兴面临的长期发展机遇。

股价回调充分，三季报不达预期的利空已经释放。公司三季报不达预期已经在前期的股价中反映，我们认为公司三季报的风险因素已经充分释放，考虑到四季度国内业务收入的确认，以及 LTE 建设的长期机遇，我们认为中兴目前股价是中长期来看非常好的买点。

鉴于公司海外业务正处于拓展期，其毛利率水平有所下滑，我们下调公司欧洲及大洋洲地区的毛利率至 22%，下调非洲地区的毛利率为 41.5%，预计 2011—2013 年公司的 EPS 分别为 1.00 元，1.26 元和 1.56 元（原预测为 1.21、1.56 和 2.01 元）。考虑到公司成长性和历史估值水平，给予公司 11 年 30 倍 PE 的估值水平，对应目标价 30 元，维持公司买入评级。

风险因素：大盘系统性风险，运营商资本开支低于预期

证券分析师 周军(S0860510120007) 021-63325888*6127 zhoujun@orientsec.com.cn

联系人 张杰伟 021-63325888*6118 zhangjiawei@orientsec.com.cn

29 鲁泰 A：下半年业绩增速如期放缓；维持买入

研究结论：

公司 2011 年前三季度实现营业收入和净利润分别同比增长 23.53%和 24.98%。其中，第三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 8.52%和 8.93%。公司前三季度实现每股收益 0.72 元。

相比上半年，第三季度公司营业收入增速和毛利率环比都有明显下滑，我们认为最主要的原因是欧美经济不景气、人民币升值和棉花价格自二季度以来的大幅下降。我们在中报分析中就指出从三季度开始公司将面临棉花价格下跌带来的订单价格下调和仍使用前期相对高价棉带来的盈利能力环比下滑。我们判断公司前期采购的棉花原料将于四季度内消化完毕，未来公司主营毛利率水平仍取决于棉花价格的市场走向。

季报显示，在 2011 年前三季度收入增长的情况下，公司管理费用增长明显超过收入增长（主要是薪酬增加和研发费用增长），同时营业外净收入也低于上年同期，对公司前三季度业绩也有一定的影响。

远期结售汇有效的控制了公司的汇率风险。作为出口型公司，在当前人民币汇率不面临较大升值压力下，公司面临很大的汇率风险，公司一直以来通过自有资金开展远期结售汇业务有利于规避人民币汇率的变动风险，特别是在今年，在人民币加速升值的背景下，使公司面临较大的压力，但公司年初至今远期结售汇产生 5 千多万的收益，很好保障了经营业绩的稳定。

公司未来产能扩张好仍然保持一定的增速，长期的发展取决于行业洗牌后作为龙头公司分享到的竞争态势改善。前期公司对于控股子公司鲁丰织染进行 1.65 亿元的追加投资，将新增 5000 万米批染面料产能，我们认为已经进入盈利提速期的匹染布业务将成为公司后续量能扩张的一个重要亮点。粗略预计公司未来 2—3 年之内，面料（色织布加匹染布）的产能扩张在 40%以上，衬衣产能扩张速度在 24%以上。

盈利预测和投资评级：我们始终认为公司是国内纺织制造行业不可多得的企业之一，公司的核心竞争力主要表现在产业链的完善度、强大的技术研发实力，优异的内部管理能力、对行业系统性风险超强的抵抗能力等。根据前三季度的经营情况，我们对公司营业收入和管理费用比率进行了

小幅调整，将公司 2011—2013 年每股收益预测由之前的 0.95 元、1.13 元和 1.34 元分别调整为 0.90 元、1.06 元和 1.21 元，给予公司 2012 年 12 倍的估值水平，对应目标价为 12.72 元，维持公司“买入”评级。

风险因素：棉花价格继续下调的风险，欧美经济低迷对公司出口业务的影响等。

证券分析师 施红梅(S0860511010001) 021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

联系人 糜韩杰 021-63325888*6119 mihanjie@orientsec.com.cn

宏观财经要闻

- 人民币对美元中间价首破 6.33 关口 3 天内两创新高

受益于欧元区首脑峰会就欧债危机解决达成重要协议，隔夜美元大幅跳水、欧元强劲反弹，人民币对中间价昨天(10月28日)大幅升值近 200 个基点，3 个交易日两次创 2005 年汇改以来新高，标志着中间价正式步入 6.32 区间。

- 专家预计四季度 GDP 回落至 9% 以下

北京大学国家发展研究院 29 日最新发布的“北大 CMRC 朗润预测”预计，2011 年四季度经济需求将有所收缩，GDP 增速回落至 9% 以下；四季度 CPI 同比涨幅为 5.0% 左右，通胀压力趋缓。一些专家在“朗润预测”发布会上表示，随着经济需求回落以及通胀形势的初步好转，未来宏观政策可能将进行一定的微调。

- 统计局：前 9 个月工业利润 36834 亿元 增速下滑

- 世贸组织专家组：欧盟对华皮鞋反倾销举措有误

10 月 28 日，世贸组织向成员散发了中国诉欧盟皮鞋反倾销措施世贸组织争端案专家组报告。专家组报告裁定，欧盟《反倾销基本条例》第 9(5) 条违反了世贸组织相关规则，欧盟反倾销主管机关在对华皮鞋反倾销原审调查中适用该条款是错误的。同时，欧盟反倾销主管机关在原审和复审调查中还违反了世贸组织《反倾销协定》有关透明度等方面的要求。

- 美国债务危机闹剧重演在即

美国国债收益率在国会 7 月削减财政赤字的计划获得通过后继续下降，摆在美国面前债务问题的僵局仍然没有明显的进展，金融市场可能很快再次将注意力转移到美债危机上来。目前国际市场的焦点主要集中在欧债危机的进展情况上。然而，还有不到一个月就需要联合减赤委员会对未来十年削减财政赤字 1.5 万亿美元做出具体的行动方案，金融市场可能很快再次将注意力转移到美国的债务危机上来。

行业

- 国内航油 11 月价格将下调 224 元/吨

对航空公司来说，航油价格调整的频率增加，也意味着国内航段的燃油附加费的调整频率将增加。有分析师预计，各大航空公司燃油附加费随后几日也将相应下调，估算幅度为 20~30 元。

- 三季度上海等地木材进口数量下滑

日前，加拿大、马来西亚等国数据显示，三季度出口中国木材均出现了下滑。与此同时，上海等地三季度进口木材数据也显示，我国木材进口出现下跌，这与上半年增长态势形成鲜明对比。量跌的同时，价格也出现了倒挂。业内人士认为，房地产调控进入深度阶段或是主因。

- “家电下乡”将落幕 家电业“晴转阴”

东方证券近一周发表的研究报告：

日期	文档/行业类别	股票代码	简称	评级	标题	作者
2011/10/28	固定产品	——	——	——	本周重点报告回顾20111024-20111028	东方证券
2011/10/28	公司研究/纺织服装	000726	鲁泰A	买入	鲁泰A：下半年业绩增速如期放缓（季报点评）	施红梅、糜韩杰
2011/10/28	行业研究/机械	——	——	看好	工程机械行业：进入高基数阶段，行业在纠结中前进（月报）	周凤武、王东冬
2011/10/28	公司研究/纺织服装	002003	伟星股份	买入	伟星股份：明年经营形势会逐步好转（季报点评）	施红梅、糜韩杰
2011/10/28	公司研究/计算机	600570	恒生电子	买入	恒生电子：费用压力仍大，期待来年突破（季报点评）	周军、张乐
2011/10/28	公司研究/纺织服装	002154	报喜鸟	增持	报喜鸟：渠道扩张和毛利率提升双轮驱动业绩增长（季报点评）	施红梅、糜韩杰
2011/10/28	衍生品研究	——	——	——	海外衍生品：缓解压力 VIX出头（动态跟踪）	孟卓群、高子剑
2011/10/28	行业研究/机械	——	——	——	机械行业：机械设备营养早餐20111028（动态跟踪）	刘金林、胡耀文、王东冬、方重寅、赵越峰
2011/10/28	公司研究/纺织服装	002563	森马服饰	买入	森马服饰：低于预期的三季报（季报点评）	施红梅、糜韩杰
2011/10/28	公司研究/通信	600050	中国联通	买入	中国联通：3G收入高速增长，业绩同比已经转正（季报点评）	周军、张杰伟
2011/10/28	公司研究/通信	000063	中兴通讯	买入	中兴通讯：国内业务渐入佳境，拉动整体毛利率回升（季报点评）	周军、张杰伟
2011/10/28	公司研究/家电	600690	青岛海尔	买入	青岛海尔：业绩符合预期 前三季稳定增长（季报点评）	郭洋、唐思宇
2011/10/28	公司研究/银行	600015	华夏银行	增持	华夏银行：不良双降 负债承压（季报点评）	金麟、姚栋
2011/10/28	绝对收益研究	——	——	——	高管增持的红利——最新股票组合推荐2011-10-28（动态跟踪）	胡卓文、周军、楼华锋
2011/10/28	公司研究/银行	601328	交通银行	增持	交通银行：贷款质量高度稳定（季报点评）	金麟、姚栋
2011/10/28	公司研究/纺织服装	002269	美邦服饰	买入	美邦服饰：盈利增长符合预期 等待进一步消化（季报点评）	施红梅、糜韩杰
2011/10/28	策略研究	——	——	——	欧盟迈出实质性步伐——评欧盟峰会救助希腊的决定（动态跟踪）	策略团队
2011/10/28	公司研究/轻工	002303	美盈森	增持	美盈森：费用率上行吞噬企业盈利（季报点评）	郑恺、陶林杰
2011/10/28	公司研究/轻工	600337	美克股份	买入	美克股份：加速向国内家居零售企业转型，盈利能力提升（季报点评）	郑恺、陶林杰
2011/10/28	公司研究/公用事业	600292	九龙电力	买入	九龙电力：脱硫合同略超预期，四季度盈利有望改善（季报点评）	杨宝峰、陈少杰
2011/10/28	公司研究/食品饮料	600600	青岛啤酒	买入	青岛啤酒：大众消费品的首选投资标的（季报点评）	徐卫、李淑花
2011/10/28	公司研究/电力	600089	特变电工	买入	特变电工：三季报低于预期，静待行业拐点（季报点评）	曾朵红
2011/10/28	公司研究/军工	601989	中国重工	买入	中国重工：业务结构持续优化（季报点评）	王天一、肖婵
2011/10/28	公司研究/环保	300070	碧水源	买入	碧水源：业绩提升待四季度（季报点评）	杨宝峰、陈少杰
2011/10/28	公司研究/机械	600582	天地科技	买入	天地科技：收购采矿权加固未来高增长（季报点评）	周凤武、胡耀文
2011/10/28	公司研究/汽车	600805	悦达投资	买入	悦达投资：三季度业绩符合预期（季报点评）	秦绪文、王轶
2011/10/28	公司研究/建筑	002310	东方园林	买入	东方园林：期权费用影响公司第三季度净利润增速（季报点评）	杨宝峰、糜韩杰
2011/10/28	公司研究/商业	002264	新华都	增持	新华都：业绩进入快速释放周期（季报点评）	郭洋

日期	文档/行业类别	股票代码	简称	评级	标题	作者
2011/10/28	公司研究/化工	002254	泰和新材	买入	泰和新材：芳纶助力，泰和新材向特纤龙头迈进（首次报告）	王晶、杨云、赵辰、虞瑞捷
2011/10/28	公司研究/医药	600518	康美药业	买入	康美药业：业绩基本符合预期，存货大增（季报点评）	江维娜、李淑花
2011/10/28	固定产品	——	——	——	晨会纪要20111028	东方证券
2011/10/28	公司研究/证券	600837	海通证券	买入	海通证券：Q3业绩远好于同业（季报点评）	王鸣飞
2011/10/28	公司研究/保险	601628	中国人寿	增持	中国人寿：业绩继续下滑，未见好转（季报点评）	金麟、陈红霞
2011/10/28	公司研究/可选消费	600612	老凤祥	买入	老凤祥：三季报业绩再超预期（季报点评）	杨春燕、吴繁
2011/10/28	公司研究/建材	02372	伟星新材	买入	伟星新材：市场开拓力度突显 营销网络建设进展顺利（季报点评）	罗果、沈少捷
2011/10/28	公司研究/银行	600016	民生银行	买入	民生银行：正确的战略结出硕果（季报点评）	金麟、姚栋
2011/10/28	公司研究/医药	601607	上海医药	买入	上海医药：医药分销保持良好增长势头（季报点评）	李淑花、田加强
2011/10/28	公司研究/医药	600276	恒瑞医药	买入	恒瑞医药：单季度收入呈环比上升趋势（季报点评）	李淑花、田加强
2011/10/28	公司研究/银行	002142	宁波银行	增持	宁波银行：息差继续大幅反弹（季报点评）	王鸣飞、金麟、姚栋
2011/10/28	公司研究/医药	002099	海翔药业	买入	海翔药业：三季度增速低点 四季度开始回升（季报点评）	庄琰、李淑花
2011/10/28	公司研究/银行	601009	南京银行	买入	南京银行：小风险释放 大机会在前（季报点评）	王鸣飞、金麟、姚栋
2011/10/27	宏观研究	——	——	——	企业盈利回落，库存压力凸显——1-9月规模以上工业企业效益数据点评	闫伟、周科
2011/10/27	固定收益研究	——	——	——	债市宏观环境每周预测：政策微调不改变短期债市运行环境（周报）	冯玉明、高子惠
2011/10/27	公司研究/计算机	600271	航天信息	买入	航天信息：税控业务有喜有忧，仍然看好长期前景（季报点评）	周军、张乐
2011/10/27	公司研究/医药	600535	天士力	买入	天士力：产品线丰富化，加强成本质量控制（动态跟踪）	江维娜、李淑花
2011/10/27	公司研究/纺织服装	002486	嘉麟杰	中性	嘉麟杰：毛利率延续下降拖累公司盈利增速（季报点评）	施红梅、糜韩杰
2011/10/27	公司研究/保险	601318	中国平安	买入	中国平安：当季投资收益大幅下滑（季报点评）	金麟、陈红霞
2011/10/27	公司研究/有色	600459	贵研铂业	买入	贵研铂业：费用增长过快导致业绩大幅下滑（季报点评）	杨宝峰、徐建花
2011/10/27	公司研究/化工	002165	红宝丽	买入	红宝丽：利润处于低谷 布局新材料战略转型（季报点评）	杨云、王晶、谢建斌
2011/10/27	公司研究/食品饮料	600779	水井坊	增持	水井坊：业绩强劲回升（季报点评）	施剑刚、李淑花
2011/10/27	公司研究/食品饮料	000858	五粮液	买入	五粮液：前三季度业绩增长42%，单季增速下滑（季报点评）	施剑刚、李淑花
2011/10/27	公司研究/有色	002167	东方锆业	增持	东方锆业：毛利率仍维持高位（季报点评）	杨宝峰、徐建花
2011/10/27	公司研究/机械	002444	巨星科技	增持	巨星科技：逐渐趋近底部，刚性需求保增长（季报点评）	周凤武、胡耀文
2011/10/27	公司研究/计算机	300229	拓尔思	买入	拓尔思：舆情服务和传统业务共促明年业绩高增长（季报点评）	周军、曹松
2011/10/27	公司研究/电力设备	600268	国电南自	买入	国电南自：三季报基本符合预期，全年增长可期（季报点评）	曾朵红
2011/10/27	公司研究/钢铁	000932	华菱钢铁	买入	华菱钢铁：管理改善提高三季度业绩（季报点评）	杨宝峰、董亮
2011/10/27	行业研究/机械	——	——	——	机械行业：机械设备营养早餐20111027（动态跟踪）	刘金钵、胡耀文、王东冬、方重寅、赵越峰、
2011/10/27	公司研究/房地产	600325	华发股份	买入	华发股份：财务稳健，估值安全（季报点评）	杨国华、周强
2011/10/27	公司研究/煤炭	600123	兰花科创	买入	兰花科创：三季度良好，四季度盈利更加优异（季报点评）	吴杰
2011/10/27	公司研究/商贸	002277	友阿股份	买入	友阿股份：淡季不淡，内生性增长较快（季报点评）	王佳

日期	文档/行业类别	股票代码	简称	评级	标题	作者
2011/10/27	公司研究/建材	000401	冀东水泥	增持	冀东水泥：区域水泥价格仍上涨乏力（季报点评）	罗果
2011/10/27	公司研究/通信	002313	日海通讯	买入	日海通讯：竞争优势+行业繁荣推动稳健高速增长（季报点评）	吴友文、周军
2011/10/27	公司研究/旅游	600258	首旅股份	买入	首旅股份：业绩符合预期（季报点评）	杨春燕、吴繁
2011/10/27	公司研究/汽车	002454	松芝股份	买入	松芝股份：三季度业绩符合预期（季报点评）	秦绪文、王轶
2011/10/27	公司研究/建材	000786	北新建材	买入	北新建材：加速全国产业布局（季报点评）	罗果、沈少捷
2011/10/27	公司研究/银行	601988	中国银行	中性	中国银行：存款面临压力 息差微幅下降（季报点评）	金麟、王鸣飞
2011/10/27	固定产品	——	——	——	晨会纪要20111027	东方证券
2011/10/27	公司研究/旅游	000888	峨眉山A	增持	峨眉山A：业绩超预期（季报点评）	杨春燕、吴繁
2011/10/27	公司研究/医药	300015	爱尔眼科	增持	爱尔眼科：三季度利润维持高速增长（季报点评）	庄琰、李淑花
2011/10/27	公司研究/建筑建材	002431	棕榈园林	买入	棕榈园林：公司第三季度营业收入大幅增长145%（季报点评）	杨宝峰、糜韩杰
2011/10/27	公司研究/银行	601288	农业银行	买入	农业银行：继续证明自身风控已显著改善（季报点评）	金麟、姚栋
2011/10/27	公司研究/医药	600763	通策医疗	买入	通策医疗：销售收入继续快速增长（季报点评）	庄琰、李淑花
2011/10/26	行业研究/机械	——	——	看好	机械行业：2011年9月起重机产销月报——9月销量中规中矩，同比跌幅收窄	刘金钵、王东冬
2011/10/26	行业研究/机械	——	——	看好	机械行业：2011年9月压路机产销月报——需求低迷，行业继续高速下滑	刘金钵、王东冬
2011/10/26	行业研究/机械	——	——	——	机械行业：机械设备营养早餐20111026（动态跟踪）	刘金钵、胡耀文、王东冬、方重寅、赵越峰
2011/10/26	公司研究/钢铁	600581	八一钢铁	买入	八一钢铁：三季度业绩小幅增加 良好安全边际（季报点评）	杨宝峰、董亮
2011/10/26	公司研究/食品饮料	002557	洽洽食品	买入	洽洽食品：销售给力 超预期或延续（动态跟踪）	徐卫、李淑花
2011/10/26	公司研究/通信	300002	神州泰岳	买入	神州泰岳：收入高增长，期权成本拖累净利润增速（季报点评）	周军、张杰伟
2011/10/26	公司研究/轻工	002228	合兴包装	增持	合兴包装：收入增长快于盈利，毛利率拐点隐现（季报点评）	郑恺、陶林杰
2011/10/26	公司研究/钢铁	000708	大冶特钢	买入	大冶特钢：三季度业绩依然强劲 增长前景不变（季报点评）	杨宝峰、董亮
2011/10/26	公司研究/银行	000001	深发展A	增持	深发展A：两行正式迈入实质性整合阶段（季报点评）	金麟、姚栋
2011/10/26	公司研究/纺织服装	002397	梦洁家纺	增持	梦洁家纺：淡季不淡的三季报（季报点评）	施红梅、糜韩杰
2011/10/26	公司研究/电力设备	002028	思源电气	增持	思源电气：三季度毛利率环比下滑，今年经营压力大（季报点评）	曾朵红
2011/10/26	公司研究/医药	002223	鱼跃医疗	增持	鱼跃医疗：业绩基本符合业绩（季报点评）	江维娜、李淑花
2011/10/26	公司研究/军工	300114	中航电测	增持	中航电测：上海耀华带来业绩大幅增长（季报点评）	王天一、肖婵
2011/10/26	公司研究/建材	000012	南玻A	增持	南玻A：多晶硅价格下跌拖累公司业绩（季报点评）	罗果、沈少捷
2011/10/26	公司研究/纺织服装	002327	富安娜	买入	富安娜：第三季度盈利翻番（季报点评）	施红梅、糜韩杰
2011/10/26	公司研究/医药	600993	马应龙	买入	马应龙：主业较平稳，四季度更好（季报点评）	李淑花、宋敏
2011/10/26	公司研究/轻工	002078	太阳纸业	买入	太阳纸业：业绩符合预期，四季度经营不乐观（季报点评）	郑恺、陶林杰
2011/10/26	公司研究/轻工	002572	索菲亚	买入	索菲亚：业绩符合预期，营业收入保持快速增长（季报点评）	郑恺、陶林杰
2011/10/26	公司研究/电子	002484	江海股份	增持	江海股份：收入稳定增长，毛利率仍有提升空间（季报点评）	王天一、郑青
2011/10/26	公司研究/有色	600362	江西铜业	买入	江西铜业：PB估值逼近08年金融危机低位（季报点评）	杨宝峰、徐建花

日期	文档/行业类别	股票代码	简称	评级	标题	作者
2011/10/26	公司研究/建材	*600585	海螺水泥	买入	海螺水泥：预计第四季度价格环比有所回升（季报点评）	罗果
2011/10/26	固定产品	——	——	——	晨会纪要20111026	东方证券
2011/10/26	公司研究/环保	000826	桑德环境	买入	桑德环境：营业收入增速超预期，管理费用率提高是净利润增速相对较低的	杨宝峰、陈少杰
2011/10/26	公司研究/电子	000050	深天马A	买入	深天马A：国际客户开拓导致毛利率下滑（季报点评）	周军、张乐
2011/10/26	公司研究/机械	002111	威海广泰	买入	威海广泰：增长明确、前景广阔（简评）	刘金钵、赵越峰
2011/10/26	公司研究/建筑建材	300197	铁汉生态	买入	铁汉生态：生态修复和园林绿化工程带动公司营业收入实现高增长（季报点	杨宝峰、糜韩杰
2011/10/25	公司研究/电子	300130	新国都	买入	新国都：销售费用和退税暂停继续拖累业绩（季报点评）	周军、张乐
2011/10/25	行业研究/煤炭	——	——	看好	煤炭行业：秦港库存上涨，电厂储煤积极性不高（周报）	吴杰
2011/10/25	公司研究/纺织服装	300005	探路者	增持	探路者：全年高增长基本确定（季报点评）	施红梅、糜韩杰
2011/10/25	行业研究/机械	——	——	——	机械行业：机械设备营养早餐20111025（动态跟踪）	刘金钵、胡耀文、王东冬、方重寅
2011/10/25	公司研究/军工	600893	航空动力	买入	航空动力：重组中止不改长期整合趋势（季报点评）	王天一、肖婵
2011/10/25	公司研究/电力设备	300124	汇川技术	买入	汇川技术：三季报符合预期，高增长值得期待（季报点评）	曾朵红
2011/10/25	公司研究/煤炭	601699	潞安环能	买入	潞安环能：收入环比下滑，估值已经便宜（季报点评）	吴杰
2011/10/25	公司研究/汽车	600066	宇通客车	买入	宇通客车：三季度盈利超预期（季报点评）	秦绪文、朱达威
2011/10/25	公司研究/医药	600535	天士力	买入	天士力：主产品收入增长基本符合预期（季报点评）	江维娜、李淑花
2011/10/25	公司研究/电子	300076	宁波GQY	增持	宁波GQY：业绩正逐渐好转（季报点评）	王天一、郑青
2011/10/25	公司研究/化工	002250	联化科技	买入	联化科技：逆境中续写高成长故事（季报点评）	王晶、杨云、赵辰
2011/10/25	公司研究/医药	300039	上海凯宝	买入	上海凯宝：新增生产线认证工作进展顺利（季报点评）	李淑花、田加强
2011/10/25	公司研究/医药	600479	千金药业	增持	千金药业：营销改革导致主业增速提升（季报点评）	李淑花、宋敏
2011/10/25	公司研究/钢铁	600005	武钢股份	增持	武钢股份：业绩低于预期 取向硅钢拖累业绩（季报点评）	杨宝峰、董亮
2011/10/25	公司研究/纺织服装	600439	瑞贝卡	增持	瑞贝卡：期间费用增长超预期影响第三季度盈利增速（季报点评）	施红梅、糜韩杰
2011/10/25	公司研究/医药	000028	一致药业	买入	一致药业：成本下降保障利润增速（季报点评）	李淑花、田加强
2011/10/25	公司研究/医药	600422	昆明制药	买入	昆明制药：天然植物药系列继续高增长（季报点评）	庄琰、李淑花
2011/10/25	公司研究/电子	300065	海兰信	买入	海兰信：收入大幅增长，毛利率略有下滑（季报点评）	王天一、郑青
2011/10/25	公司研究/食品饮料	000596	古井贡酒	买入	古井贡酒：前三季度业绩增长145%（季报点评）	施剑刚
2011/10/25	固定产品	——	——	——	晨会纪要20111025	东方证券
2011/10/25	公司研究/医药	002294	信立泰	增持	信立泰：收入与利润增速回升（季报点评）	庄琰、李淑花
2011/10/25	公司研究/医药	000423	东阿阿胶	增持	东阿阿胶：业绩增长较快，四季度是旺季（季报点评）	李淑花、宋敏
2011/10/25	公司研究/家电	000527	美的电器	买入	美的电器：收入增长放缓 盈利能力环比提升（季报点评）	郭洋、唐思宇
2011/10/25	公司研究/轻工	002012	凯恩股份	买入	凯恩股份：业绩略超预期，2012年增长点明确（季报点评）	郑恺、陶林杰

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn