

晨会纪要



东方证券
ORIENT SECURITIES

今日观点

- 精华制药：迎来业绩拐点、成长值得期待；上调买入
- 汤臣倍健：细分行业高成长，药店转型拉动；首次买入
- 光明乳业：产品结构优化，业绩有望大幅提升；维持增持
- 国电清新：创新驱动国电清新高速增长；首次增持
- 电力设备行业：国网11年第五批智能电表招标点评：全年增长超预期，集招范围再次扩大；维持看好
- 电子行业：利好：白炽灯淘汰路线图正式发布；维持看好
- 电力设备行业：二次设备和电力电子企业三季度报相对靓丽；维持看好

最新报告

- 海外宏观经济：降息恰当其时，世界经济迈入新一轮政策宽松期
- 通信行业：3G和宽带是强心针——电信运营商定量前瞻；维持看好
- 汽车行业：盈利水平创两年内最低点——汽车与零部件行业2011年三季度报总结；维持看好
- 申科股份：特种轴承制造商，进口替代演绎高增长

财经要闻

- 10月外贸或现环比下降 四季度出口可能回落
- 人民币对美元年内累计升幅已达5%
- 内贸“十二五”规划敲定 计划消费额五年翻番
- 专家预计明年GDP增速或将降至8.5%
- 中国成沙特石油8月最大出口目的地国
- 美国游说机构反对立法施压人民币升值
- 铁道部被曝向国家求援8000亿 财政与发债各一半
- 前三季度中国矿业投资达2.60万亿 同比增27.9%
- 我国再次进入铜冶炼投产高峰期
- 白炽灯“隐退” 点亮LED光明前途
- 前三季度我国医疗健康领域投资额创新高
- 全国四季度或缺电4000万千瓦 华中难逃拉闸限电

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	2528.29	0.81
深证成指	10699.49	0.71
沪深300	2763.75	0.71
上证180	5848.65	0.75
深圳中小板	6112.68	0.51
上证B股	257.05	0.11
上证基金	4137.44	0.64
国债指数	130.37	0.02

海外市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
香港恒生	19842.80	3.12
香港国企	10705.48	3.99
道琼斯	11983.20	-0.51
S&P500	1253.23	-0.63
NASDAQ	2686.15	-0.44
日经	8801.40	1.86

东方行业指数涨幅前5名

行业指数	收盘	涨幅%
有色金属	4041.05	1.91
综合	1965.84	1.62
农林牧渔	2102.49	1.50
房地产	2490.26	1.18
机械设备	4099.71	1.08

东方行业指数跌幅前5名

行业指数	收盘	跌幅%
信息服务	1819.46	-0.15
医药生物	4010.63	0.23
食品饮料	5983.49	0.24
电子	1572.53	0.43
交通运输	1953.85	0.43

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 精华制药：迎来业绩拐点、成长值得期待；上调买入

研究结论

精华制药主要从事中药、原料药的研发、生产和销售，公司实际控制人为南通市国资委。2011年公司基于公司多个独家产品，开始营销改革，有望带来业绩拐点，迎来一轮快速增长期。

营销改革，有望带领拳头品种走向全国。营销之前是公司的弱项，且集中在江苏地区。公司2011年开始下大力度进行营销改革，落实营销人员的考核机制；部分二线品种代理制；大柴胡颗粒全国代理+区域自主销售相结合的方式进行市场开拓，以求快速增长。营销改革有望带动王氏保赤丸，金荞麦片和大柴胡饮颗粒三个重点品种销售收入的快速增加。

重点品种之王氏保赤丸：国家中药保密品种。10年销售收入5400万，毛利率高达82%，适应症有望从治疗小儿消化不良，腹泻扩展到治疗高血脂用药，扩大的市场容量在5亿元左右。

重点品种之大柴胡颗粒：潜力重磅品种。大柴胡颗粒已经被列入国家医保目录清利肝胆剂乙类，为专治急、慢性胆囊炎的特效良药，目前由公司独家生产，享有四年行政保护期保护。大柴胡颗粒的推广工作进展顺利，2009年11月被列入国家医保目录，2011年在全国十多个省中标，且中标价格较高，足够的利润空间有利于学术推广和招商工作。以目前唯一的医保目录清利肝胆剂甲类消炎利胆片来估算，保守市场容量17.5亿元。

重点品种之季德胜蛇药片：开拓日化领域。公司于今年已经收购了季德胜在日化上的品牌，尝试在该产品的基础上做一些衍生品种，如花露水、止痒喷雾剂、涂膏等，定位在高端领域。我们认为，拥有季德胜蛇药片的保密配方，衍生品种会有不错的发展，预计品牌培育和产品获得许可证需要2-3年的时间，潜在市场容量15-20亿元。

明年中药材价格有望下降、提升毛利率水平。目前公司中药材主要使用的品种包括北柴胡、川贝等，为两年生植物，随着收购价格最近两年一直较高，农户的种养热情高涨，因此我们判断12年价格下降将成为大概率事件，这将重新提升毛利率水平。

风险提示：新药投放进程低于市场预期，原料药价格大幅波动

盈利预测：展望2012年业绩，关键因素在于中药材价格的回落程度以及主要中药品种的增速提快到何种程度，为此我们进行敏感性分析，其中中性预计下，2012年主业的每股收益为0.63元，同比增长70%，乐观预计下，2012年主业的每股收益为0.73元，同比增长97%。暂以中性预计为准，我们预计2011-2013年每股收益为0.51元（主业为0.37元）、0.78元（主业为0.63元）和0.98元，2012-2013年主业的复合增速在50%以上，产品中王氏保赤丸，大柴胡饮，季德胜系列未来市场容量超过40亿元，市值有望达到200-300亿规模，对应11年24亿元市值，还有10倍的成长空间。公司11年业绩拐点清晰，具有较明确的长期发展潜力，公司历史估值水平一直稳定在50倍左右，因此按2012年主业50倍市盈率给予目标价31.5元，上调公司评级至买入。

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

2 汤臣倍健：细分行业高成长，药店转型拉动；首次买入

研究结论

汤臣倍健是创业团队核心暨董事长梁允超控股的上市公司，专营膳食营养补充剂，其中蛋白质/维生素/矿物质系列类产品占比较高，达到 2010 年收入的 35%。公司 2008–2010 年收入和利润复合增长率分别为 56%和 86%，2010 年底上市后，高成长性继续在 2011 年中报和三季度中延续，受益于细分行业高成长和药店转型拉动，我们认为公司的业绩增长未来仍然有充足的动力：

消费升级，带来成长空间。未来随着居民消费和教育水平的提高，以及老龄化趋势的加剧，我们预计膳食营养补充剂将真正的为国民所接受，整个行业将迎来大发展时代，参照 1987–2000 年美国国民健康问卷调查结果，我们发现越来越多的消费者频繁使用营养补充剂，同时老龄人口和高等教育阶层更容易接受营养补充剂的消费方式，走在前面的美国为我们提供了很好的启示。

非直销市场份额有望上升。参照全球主要地区的膳食营养补充剂市场渠道分布可以看出，直销占比在发达国家并不高，部分地区低于 30%，而其随着当地社会经济的发达程度提高，直销占比逐步下降。因此我们有理由相信，未来随着国内居民自主购买膳食营养补充剂的意识增强，非直销渠道的市场占有率将从现有的 20%水平逐渐上升，汤臣倍健作为非直销领域的领军者，无疑将受益明显。

与渠道利益共享的盈利模式。公司目前采取的销售模式主要为区域经销模式，占 2010 年销售收入的 80%，我们认为这种模式较好地整合了渠道的力量，进口原料以及明星代言可以让产品定位中高端、获得较高价位，而把更多利润空间交给下游可以明显推动经销商和终端的销售热情，目前来看公司与经销商已经形成了较为理想的合作关系。

盈利预测：公司三年内的成长依靠两个方面；首先，**同店销售额有足够成长空间，远低于我们了解的样本店情况**，其次，**在药店必须转型和连锁药店发展速度加快的背景下，进入药店终端的速度预计将继续快于预期**。同时公司如果成功树立起品牌形象，**将为未来十年的成长建立起牢固的护城河**。

我们预计公司 2011–2013 年每股收益分别为 1.82 元、2.76 元和 3.80 元，同时预计 2012–2014 年复合增长率有望在 35%–40%左右，按 PEG=1 给予 2012 年 37 倍市盈率，对应目标价 102.1 元，近期涨幅较大，但我们仍看好公司未来的中长期发展，首次给予公司买入评级。

风险提示：经营管理难以跟上业务增长 保健食品安全性风险。

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 光明乳业：产品结构优化，业绩有望大幅提升；维持增持

研究结论

我们分析认为，光明乳业已具备长期投资价值。目前公司净利润率为 2%左右，低于蒙牛、伊利约三个点，随着公司产品结构的优化，预期其净利润率提升将是大概率事件，分析理由如下：

常温奶品类结构调整，莫斯利安的超预期增长是最大亮点

常温奶一直都是光明最大的软肋，一方面上海及华东地区原奶价格远高于全国平均，一方面光明在常温奶终端没有定价权，上下夹击使得占公司 40%份额的常温奶一直处于亏损或微利状态。我们认为这一局面有望扭转，逐步减少低毛利常温奶产品的推广，集中资源做产异化的高毛利产品是当前公司常温奶品类的经营战略。莫斯利安的销售收入今年有望同比增长 300%达到 8 亿，从而在常温奶中的占比将从 5%上升到 17%，12 年悲观，中性，乐观情景下将分别突破 10,13,20 亿元。该产品毛利率达到 50%，将极大改变公司常温奶增收不增利的局面。

巴氏奶销售加速超预期

今年上半年公司巴氏奶同比增长 25%，远超此前市场 10% 的增速预期。我们认为巴氏奶增长加速并非偶然事件，三聚氰胺，乳制品新国标倒退等引发消费者对于乳品的认知度提高，收入水平的上升以及上海、华东地区更前沿的消费理念都将是支持巴氏奶快速增长的可持续因素。巴氏奶的毛利率为 40% 左右，这一品类的“重获新宠”也将提高光明的整体盈利水平。

因此，目前光明储备的以及正在大力推广的都是高毛利，符合乳业发展方向的产品，公司的新品经营策略也主要围绕差异化，高毛利，代表新品类的产品展开，9 月新推出的糙米浆及维娜农庄奶酪都可以清晰的看到这一思路，未来随着这批新品的逐渐成熟及低毛利产品的淘汰，公司的毛利率水平有望进一步提升，第三季度的毛利率相对二季度提升 1.4 个百分点就来自于公司今年产品结构调整的效果，由于公司目前净利率水平较低，毛利率提升对于业绩的弹性很大。

定增为短期催化剂。公司之前在资本市场认知度低，目前定增在即，我们认为公司将可能会以更积极的态度，让市场了解光明是一个什么样的企业以及未来的发展战略和前景。

我们看好公司的长期增长空间，预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.23, 0.32, 0.49 元，考虑到其较好的成长性，给予 12 年 35 倍 PE，对应目标价 11.2 元，维持公司增持评级。

风险因素：

莫斯利安 12 年增速不达预期

食品安全问题

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

4 国电清新：创新驱动国电清新高速成长；首次增持

研究结论

国电清新是我国脱硫环保行业少有的创新型企业，我们看好国电清新未来的发展前景和投资价值，主要基于以下研究结论：1、能源、环保政策催生工业烟气治理新市场；2、国电清新在技术创新和业务模式创新上处于国内领先地位；3、当前市场环境下，技术和业务模式上的创新给国电清新带来高速成长良机。

能源、环保政策催生工业烟气治理新市场：我国能源、环保政策下，在我国工业烟气治理市场上，干法脱硫、脱硫脱硝脱汞综合净化等新型烟气治理技术市场机会涌现，环保设施第三方特许经营等新兴业务模式市场规模将进一步扩张。

国电清新在技术创新和业务模式创新上处于国内领先地位：和竞争对手不同，国电清新带有浓厚的创新基因。通过自主研发和引进，国电清新在干法脱硫、综合治理等烟气治理新技术市场占据领先地位。公司率先投入脱硫特许经营这一创新业务模式，积累了丰富的运营经验，在我国脱硫特许经营业务的推广中占据先发优势。

当前市场环境下，技术和业务模式上的创新给国电清新带来高速成长良机：在目前市场环境下，获得充沛上市资金支持后，依靠在技术创新和业务模式创新带来的诸多优势，国电清新将在我国烟气治理市场获得高速成长良机。我们预计：（1）2012~2013 年，锡林郭勒煤电基地建设促国电清新干法脱硫业务开始确认收入并保持高速增长；（2）依托创新技术和上市募集资金，和竞争对手相比，国电清新在传统湿法脱硫市场具有技术适应性强和业务模式多样化等优势，公司湿法脱硫业务有望实现稳定增长；（3）国电清新脱硫特许经营业务有望高速增长，至 2013 年，脱硫特许经营项目总规模有望达当前 3 倍以上至 1600 万千瓦。

盈利预测和投资评级：预计 2011~2013 年国电清新将分别实现 EPS 0.35、0.80 和 1.31 元，归属于母公司净利润同比增长 57.4%、130.4%和 64.4%。利用 DCF 估值法，我们评估认为公司的合理价位应为 29.60 元，对应 2011~2013 年动态 PE 分别为 86、37 和 23 倍。目前价位下，存在约 20% 上涨空间，首次给予公司“增持”评级。

风险提示：

脱硫业务毛利率不达预期的风险

干法脱硫建造业务收入不达预期的风险

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

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

5 电力设备行业：国网 11 年第五批智能电表招标点评：全年增长超预期，集招范围再次扩大；维持看好

研究结论

招标量增长超预期，全年增速预计 30%以上。此次招标 2 级单相智能电表共 1422.2 万个，占 10 年全年的 34.3%；1 级三相智能电表共 133.3 万个，占 10 年全年的 39.4%；0.5S 级三相表共 9.6 万个，占 10 年全年 21.6%；0.2S 级三相表共 2460 个，占 10 年全年 21.6%。今年五标合计招标中，2 级单相智能表共招 5408.3 万台，较 10 年增长 30.3%；1 级三相智能表共招 507.9 万台，较 10 年增长 50%；0.5S 级三相表共招 52.5 万个，较 10 年增长 17.8%；0.2S 级三相表共招 1.53 万个，较 10 年增长 34.1%。根据国网此前的规划，11 年原计划招标的智能电表总量为 5500 万台，而 11 年实际的招标总量为 5970 万台，高于此前市场预期约 10%。

招标范围再次扩大，终端产品也被纳入集招体系。此次招标将终端类产品的集中器、采集器和专变采集终端也首次纳入了集中招标体系。其中，集中器、采集器共招标 48.24 万台，专变采集终端共招标 10.9 万台。我们认为，国网招标后的终端产品将会呈现两大趋势：第一，受国网推动，体量上受益国网推动会出现较大增长；第二，国网会对所有资格厂商进行统筹考虑，从而使份额分散化。

市场集中度下降已成招标特点。从智能电表招标来看，进入 11 年后，智能电表行业的市场集中度分别较此前有较大幅度的下降，其中，2 级单相表（前十厂商份额之和）由 10 年第三批之前的平均 70%以上降至此后的 40%-50%；1 级三相表（前五厂商份额之和）由 10 年第四批前的 65%以上降至此后的 55%左右。而今年第三批的市场集中度又开始出现较明显的下降，2 级单相由 50%降至 48.8%，1 级三相由 56.3%降至 52.6%。因此我们判断，第五次招标仍将延续这种份额分散的趋势，而对于新进入体系的终端产品，集中度也将有所下降。

进入集招体系后，终端产品招标不会重演“价格战”。由于去年的低价中标规则以及此后导致的一系列事故，今年国网招标已由去年的单一价格标准转而更重视产品的质量。通过改变招标规则，电表价格在今年前四标均有较为明显的回升。根据我们的测算，11 年的年平均价格已高于 10 年约 5%左右。因此我们认为，在“二次平均价中标”的模式下，终端产品的价格在首次纳入集招体系后出现价格竞争的可能性并不大。

相关上市公司：预期从事智能电表生产的厂商将会在今年获取较多订单，进而推至明年生产，如科陆电子（未评级）、三星电气（未评级）、林洋电子（未评级）、浩宁达（未评级）等。从事载波芯片生产的东软载波（未评级）也会随着下游的需求扩张而保持较高的增速。从事终端产品的厂商预计在份额和价格上由于其个体情况差异而受到不同的影响，代表厂商有科陆电子（未评级）、威胜集团（未评级）、三星电气（未评级）等

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

联系人 方重寅 021-63325888*7500 fangcy@orientsec.com.cn

6 电子行业：利好：白炽灯淘汰路线图正式发布；维持看好

事件：

2011年11月1日，国家发展改革委、商务部、海关总署、国家工商总局、国家质检总局联合印发《关于逐步禁止进口和销售普通白炽灯的公告》（以下简称《公告》），决定从2012年10月1日起，按功率大小阶段逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯。

我们的观点：

利好LED发展，催化LED照明加速渗透。白炽灯的禁止进口和销售将对整个节能照明产品起推动作用，加快节能照明产品的推广，近期收益的有荧光节能灯、LED照明产品等。长久来看由于LED相较荧光节能灯更为节能，未来将持续有利于LED照明产品的渗透，也将促使LED照明产品加速走进大众市场。

加速促进LED相关标准及政策的制定。根据《公告》可知，2011.11.1-2012.9.30期间为过渡期，预计在此期间，LED各厂商及相关部门将协同加快LED照明产品相关标准的制定，为实现LED照明产品快速标准化更换、替代奠定基础；同时为推动更加节能的LED照明快速普及，中央及各地方政府将出台相关补贴政策，加快LED照明应用产品推广。

中国“禁白”的开始，标志全球进入“禁白”时期，2012年全球将是“禁白”第二波高峰期的开始，LED相关照明产品将受益。2008-2012年西方发达国家已开始禁止白炽灯的销售和使用，此期间对节能灯的需求大幅增加，其中主要来自中国生产制造，2012年第二波的“禁白”高峰将刺激节能照明产品的需求的进一步增长。时至2012年，LED照明相关产品在价格和光效方面相较2008年已大幅改善，在一些局部照明、商业照明等领域已经完全可以与节能灯相媲美，并且更加节能，在第二波“禁白”的高峰期间，LED相关照明产品将为主要受益产品。

中国不仅是全球最大白炽灯、节能灯生产出口国，也将是最大的LED照明产品生产、出口及消费大国。据相关统计2010年中国节能灯产量约42.6亿只，占全球的80%，2010年1-11月从出口金额方面来看（主要前20出口地区，含白炽灯、放电灯管、弧光灯、各类灯具及照明装置）约107亿美元（其中灯具及照明装置约72亿美元），目前中国LED照明灯具依然以出口为主，中国市场的渗透晚于西方市场。结合目前中国LED照明产业相关现状来看，未来中国必然成为全球最大的LED照明生产和使用大国。

建议关注：一类是LED相关受益企业德豪润达（未评级）、鸿利光电（未评级）、瑞丰光电（未评级）、国星光电（未评级）、洲明科技（未评级）、奥拓电子（未评级）等；一类是往年都获得政府节能灯采购补贴的阳光照明（未评级）、佛山照明（未评级）、雪莱特（未评级）等。

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

联系人 黄盼盼 021-63325888*6077 021-63325888*6077 huangpanpan@orientsec.com.cn

7 电力设备行业：二次设备和电力电子企业三季报相对靓丽；维持看好

研究结论

电气设备和新能源板块前三季度收入小幅增长，利润同比负增长。我们在选取了 118 家上市公司进行分析，全行业 1—9 月累计实现收入 2458.42 亿元，同比增长 14.32%，累计实现净利润 193.57 亿元，同比下降 3.29%，1—9 月份收入同比增长增幅为负的公司共有 19 家，增幅为 0—30% 的公司共有 59 家，增幅为 30% 以上的公司共有 40 家。净利润 1—9 月份同比增长增幅为负的公司共有 50 家，增幅为 0—30% 的公司共有 34 家，增幅为 30% 以上的公司共有 34 家。

二次设备企业业绩表现最为优异。二次设备统计的公司有 13 家，1—9 月收入 103.32 亿元，同比增长 32.67%，净利润 9.48 亿元，同比增长 38.5%。净利润同比增长为负的有 6 家，增幅 30% 以上的有 4 家。国电南瑞（未评级）、四方股份（未评级）、国电南自（未评级）、许继电气（未评级）等综合型的二次设备龙头企业表现优异，但许继电气净利润增长幅度较小，由于智能配电网、用电端智能化等领域逐步兴起，行业增速依然可期。我们看好二次设备龙头企业。

电力电子板块保持高增长，但三季度增速有所下滑。电力电子板块统计 13 家公司，1—9 月收入 70.29 亿元，同比增长 38.63%，净利润 12.11 亿元，同比增长 28.31%，与半年报相比增速下滑。净利润增幅为负的公司有 2 家，增幅 0—30% 的有 5 家，增幅为 30% 以上的有 8 家。符合市场预期的有汇川技术、合康变频（未评级），而英威腾（未评级）、荣信股份则低于预期。

一次设备企业收入总体保持增长，但利润同比降低 27%。一次设备板块统计 43 家公司，1—9 月实现累计收入 706.48 亿元，同比增长 11.03%，实现累计净利润 45.65 亿元，同比降低 27.53%，其中特高压板块收入同比降低 2.3%，净利润同比下滑 44.5%，电线电缆公司由于铜价上涨使得收入同比增长 33%，但利润同比下滑 11%。中压电气受益于城农网改造及固定资产投资增长，收入和利润均实现 20% 以上的增长，而智能电表板块总体保持增长，上游芯片企业业绩增长较快。

光伏板块前三季同比增长较快，但单季度环比收入和利润均负增长。光伏板块共有企业 15 家：光伏板块 1—9 月实现累计收入 258.94 亿元，同比增长 46%，实现累计净利润 33.42 亿元，同比增长 40%。

风电板块同比负增长，还在探底过程中。风电板块 1—9 月份实现累计收入 323.98 亿元，同比下降 11.17%，实现累计归属于母公司股东的净利润 25.28 亿元，同比下降 45.48%。利预计整个行业还在探底过程之中。

核电、水电和火电设备保持稳步增长。核电、水电和火电共统计 11 家公司，实现累计收入 897.03 亿元，同比增长 14.05%，实现累计归属于母公司股东的净利润 46.09 亿元，同比增长 26.62%。行业保持稳步增长。

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

联系人 方重寅 021-63325888*7500 fangcy@orientsec.com.cn

最新报告

1 海外宏观经济：降息恰当其时，世界经济迈入新一轮政策宽松期

事件

11月3日，欧洲央行宣布将基准利率(主要再融资操作利率)下调25个基点，至1.25%；新任行长德拉吉随后在新闻发布会上发表讲话。

研究结论

实体经济濒临新一轮衰退是欧央行果断降息的主要原因，彰显了保增长的决心

自2010年5月欧债危机爆发以来，欧洲金融市场动荡不已，为实体经济的复苏形成较强的掣肘；周边国家经济危机至今几乎还处在持续的衰退状态（希腊今年以来衰退加剧），核心国家持续对周边国家输血，目前已经快输到自己都要休克，数据方面显示，2010年以来经济“一枝独秀”的德国，10月以来经济显示出衰退迹象（10月PMI为49.1%，为2009年10月以来首次降到荣枯线以下），这意味着欧洲经济的“发动机都快要熄火了”。

另外，从结构上看，7月以来，欧洲消费显著下降，消费者信心指数几乎直线式回落，从6月的-9.7下滑至10月的-20，对于消费驱动型的经济体，这对实体经济的负面冲击较大；伴随经济的下滑，失业率又站上了高位（10%）。

当然，这次降息之所以让市场感到突然的主要是当前欧元区通胀水平处于危机以来的高位，处在政策控制目标水平上（3%）；但是考虑到过去一段时间大宗商品价格的回调，未来通胀下行的概率较大，这就一定程度上消除了欧央行的通胀之忧。

希腊公投事件使得欧债危机再掀波澜，“维稳”市场信心使得降息有必要

世界经济迈入新一轮政策宽松期，继续恢复、增长仍是大势

印尼、土耳其、巴西、澳大利亚这些国家近期纷纷降息，中国也进入政策放松期，美联储继续维持目前宽松的货币政策，加上欧央行的降息，这意味着世界经济进入新一轮政策宽松时期。对于未来的世界经济增长，我们总体不悲观：

1) 在“国际博弈”和现实经济困境的压力下，希腊较快接受救助方案可能性较大，这利于短期欧债危机的缓解；欧央行降息将缓解市场忧虑，利于消费信心的恢复和投资增长，为经济增长注入动力。

2) 美国经济未来增长的内在动力较强，这从耐用品消费和非住宅投资上得以显现，房地产市场拐点的临近，也将强化其经济增长的动能；另外，美国经济的增长将对欧洲，特别是欧元区核心国家的增长形成拉力。

3) 中国经济将在增速适度回调下继续增长：在外围政策放松的情况下，中国未来出口环境进一步显著恶化可能性减弱；消费在经济增长的贡献中呈现逐步增加的状况、这对投资的下降形成一定对冲；投资内部，中下游制造业投资、水利投资等将对地产投资增速下滑形成一定弥补。

在主要经济体增长的带动下，世界经济将继续恢复、增长。

证券分析师 闫伟 (S0860511060001) 010-66210681 yanwei@orientsec.com.cn

联系人 孙付 010-66210619 sunfu1@orientsec.com.cn

2 通信行业：3G 和宽带是强心针——电信运营商定量前瞻；维持看好

前言：

中国电信行业的收入增速于 2011 年 2Q 开始再次超过了同期 GDP 增速，这究竟是昙花一现，还是预示着电信行业收入再次迎来了高速增长阶段？本篇报告旨在应用自上而下的角度，预测电信行业的收入状况，对电信服务行业的前景进行定量化的前瞻。我们认为，3G 和宽带业务是强心针！根据我们的测算，这两大业务将拉动我国电信运营商在十二五前期增速再次超过 GDP，但后续电信运营商能否继续高增长，取决于其能否通过增加用户粘性、提升服务水平以减缓 ARPU 值的下降。

研究结论

3G 和宽带业务足以拉动电信业务收入在十二五前期增速再超 GDP，后续动力尚待观察。2011 年—2012 年电信业务收入增速将分别达到 10.28% 和 11.61%，预计将超过不变价格计算的 GDP 增速水平。3G 数据业务的高速发展，是推动移动业务收入高速增长的主要因素。而宽带业务则处于“价稳量升”的态势：用户数快速增长，而 ARPU 值则随着带宽的进一步提升保持稳定或小幅下降，从而驱动宽带业务收入快速增长。预计十二五前期电信收入增速将超过 GDP 增速水平，但之后由于基数逐渐增加，电信服务收入整体将进入稳定增长期，能否超越 GDP 的增长，取决于运营商能否通过增加用户粘性，提升服务水平以减缓 ARPU 值的下降。

移动业务：3G 业务带动移动收入高速增长，复合增长达到 8.25%（剔除移动该值为 20.87%）。我们预计截止到十二五末，我国移动用户的渗透率会从目前的 64.12% 进一步提升到 88.97%，3G 用户在移动用户中的渗透率则会从目前的 5.48% 快速提升到 72.92%。移动用户，尤其是 3G 用户的迅速增加，带动移动通信服务收入高速增长。

固网业务：宽带增长（十二五 CAGR 为 14.18%）抵消固话下滑（十二五 CAGR 为 -16.75%）。我们预计，十二五期间，宽带用户数将以 17.9% 的复合增长率持续快速增长。相对于语音业务，宽带业务的 ARPU 值下降较为平稳。宽带业务抵消了固话语音业务用户数和 ARPU 值的“双降”带来的冲击，使得固网业务收入总体上保持增长的态势。

投资建议：给予中国联通、中国电信买入评级，给予中国移动增持评级

中国联通：3G 业务步入快速发展的通道，3G 业务将使得其企业价值翻番。首次给予联通红筹买入评级，目标价 21.83 港元。

中国电信：电信 CDMA 移动业务今年起盈利，明年若购买母公司 C 网资产将进一步提高盈利能力。首次给予公司“买入”评级，目标价 6.94 港元。

中国移动：移动作为中国最大的运营商，不可避免的受到运营商行业整体下行的影响。首次给予公司增值评级，目标价 80.73 港元。

风险因素：宏观经济风险、汇率风险大盘、系统性风险。

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

3 汽车行业：盈利水平创两年内最低点——汽车与零部件行业

2011 年三季报总结；维持看好

研究结论

乘用车整车企业增量不增利。在日系车集体降价的带动下，乘用车企业在三季度大多采取了以价换量的销售策略。虽然大部分车企三季度的营业收入同比增速快于二季度，但是盈利能力并没有提升，毛利率水平环比、同比普遍出现下滑，直接影响了整车公司的净利润率水平，大部分乘用车企业的净资产收益率同比、环比均有所下降，盈利增速进一步放缓甚至负增长。

卡车企业盈利能力继续下滑。由于产品销售规模继续下降，规模效应有所下降，产品售价走低，导致毛利率显著下降，营业收入和毛利水平的双重下滑驱动卡车类上市公司三季度的盈利水平同比大幅度下滑，盈利能力比二季度更差，依然处于持续下滑的通道。

大中型客车企业增量又增利。受益于公交车市场和通勤车市场需求的持续景气，三季度大中型客车产品继续旺销，同、环比增速均达到两位数增长，分别为 15.53% 和 13.5%，行业景气程度较二季度明显提高，也明显好于乘用车与卡车行业。同时，产品销售结构持续上移，行业内大部分企业营业收入同比高增长，而且增长的幅度明显高于二季度的同比增速。大部分客车企业的毛利率、净利润率水平出现小幅下滑，但是由于营业收入的快速增长，半数客车企业的盈利增速快于二季度，盈利能力处于上升通道。

汽车零部件企业盈利能力依然处于下降通道。乘用车零部件作为乘用车整车的上游行业，其景气程度与乘用车行业相辅相成，经历了二季度的低迷以后，三季度产品销量同比增速有所加快，但是由于下游整车企业的降价压力，超过半数的公司的营业收入同比增速反而较二季度增速有所下滑。同时，由于受到人工及原材料成本上升，下游车企压价影响，部分有出口业务的企业还受到人民币升值的冲击，多数企业的毛利率、净利润率与去年同期相比出现不同程度的下滑，盈利增速显著放缓。

由于可比基数的原因，三季度商用车零部件企业的营业收入同比增速高于二季度，但是由于毛利率同比显著下降，三费占比提升，大部分商用车零部件企业三季度的盈利同比增速显著放缓甚至大幅度负增长。

投资评级。我们研究认为，今年三季度汽车行业的盈利水平是近三年以来的低点。从四季度开始到 2012 年，汽车行业的盈利水平有望逐步回升。结合汽车行业上市公司的基本面以及目前的估值水平，我们建议投资者积极关注汽车行业内上市公司超跌反弹的投资机会。建议重点关注各个细分行业的龙头公司。

风险因素。1) 宏观经济景气程度持续下降，对汽车产品需求进一步放缓；2) 行业竞争进一步加剧，汽车产业链的各个环节上盈利能力进一步受到压缩；3) 汽车行业的固定资产的折旧规模快速加大，而需求增速放缓，汽车产业链的盈利空间进一步被压缩。

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

联系人 朱达威 021-63325888*6024 zhudawei@orientsec.com.cn

4 申科股份：特种轴承制造商，进口替代演绎高增长

研究结论

厚壁滑动轴承专业供应商，领军进口替代。申科股份主要产品为厚壁滑动轴承及其部套件，产品广泛应用于大中型电动机、大型机械设备、大型发电设备等机械设备。厚壁滑动轴承是重要的机械基础零部件，系国家工业和信息化部提出重点发展行业之一。国内滑动轴承行业，海外知名企业市场份额较高，如德国 RENK（伦克）轴承、美国 KINGSBURY（金斯佰利）轴承、英国 MICHELL（米歇尔）轴承、美国 GBB 轴承等四家厚壁滑动轴承生产商。2010 年，公司国内厚壁轴承市场份额达到 4.95%，领军内资制造商的进口替代进程。

主机厂商配套市场国产化加速，公司稳步增长有保障。近几年来，主机厂商自制生产和进口比例不断降低，国内专业供应商市场份额不断提高。主要原因是主机厂商受技术能力与生产能力限制，更倾向于将轴承及其部套件等部件外包给专业厂商协作生产。而随着管理理念和界定标准上不断规范，下游客户更加注重合理节约成本。我们预计厚壁滑动轴承及其部套件业务将实现较快增长。厚壁滑动轴承市场规模约 42.03 亿元，增速约 10%；部套件市场规模约 38 亿元，为新拓展领域，增速远高于轴承增速，部套件业务将成为公司未来业绩快速增长点。

未来两年高速滑动轴承有望成为公司新的增长极。募投项目志在开拓高速滑动轴承领域。据统计，目前进口高速滑动轴承可替代市场规模约为 10 亿元，仅西气东输二线工程需求保守估计就达 5 亿元，明后两年为国内天然气管网建设中增压站的大幅建设期，对高速滑动轴承的需求有个集中拉动。申科股份借此契机，凭借现有客户资源与产品性价比优势，有望创造第二个业绩快速增长点。

客户粘性是公司的核心竞争优势：高端工业轴承有着定制化、转换成本高的产品特征，所以客户粘性较强。公司在三大下游领域，拥有优质而稳定的客户资源优势、领先的技术与研发优势、完整的产品系列优势以及突出的定制化制造能力优势。长期来看，公司的经济护城河较强，行业地位有望在技术的不断积累中稳步提高。

风险提示：高速轴承市场开拓的不确定性，公司的客户集中度高，下游路径依赖。

公司合理价格区间在 14.80 – 18.50 元。预测 11–13 年公司 EPS：0.50 元，0.74 元和 0.96 元。根据公司所处行业的平均估值，以公司 2012 年合理市盈率范围在 20–25 倍计，对应合理价格区间为 14.80 – 18.50 元。

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

宏观财经要闻

- 10月外贸或现环比下降 四季度出口可能回落

本周五海关总署将发布10月进出口数据。此前业内普遍认为，考虑到当前的国际国内经济形势，中国出口很有可能在四季度出现回落。因此，作为今年四季度第一个月的外贸数据，无论是反映进出口的最新趋势，还是为政策方向提供把脉依据，都显得尤为关键。

- 人民币对美元年内累计升幅已达5%

进入11月的第一周，人民币对美元汇率三次创汇改以来新高，并破6.32关口。截至11月4日，年内人民币已经升值5%。业内专家预计，到年底，人民币仍有升值空间，但升值空间有限。

- 内贸“十二五”规划敲定 计划消费额五年翻番
- 专家预计明年GDP增速或将降至8.5%
- 中国成沙特石油8月最大出口目的地国
- 美国游说机构反对立法施压人民币升值

这家游说机构认为，过去十年中国在金融开放方面取得了巨大进展，但依然还有很多很多工作要做。过去一些年，利益集团的说客们大量接触中美政界高层，希望中国进一步开放金融市场。

行业

- 铁道部被曝向国家求援8000亿 财政与发债各一半

据铁路系统人士初步估算，停工的1万公里和保住在建的13000公里，大致需要万亿资金。有专家透露，不排除铁道部拟定更庞大的融资计划，以解决当前铁路建设资金紧张危机。

- 前三季度中国矿业投资达2.60万亿 同比增27.9%
- 我国再次进入铜冶炼投产高峰期
- 白炽灯“隐退” 点亮LED光明前途
- 前三季度我国医疗健康领域投资额创新高

日前召开的2011中国医疗健康投融资高峰论坛上，清科集团发布的统计数据显示，2010年中国医疗健康领域投资金额共计达到13.03亿美元，投资金额和案例数都达到历史新高，而2011年前三季度的投资金额则达到35.24亿美元，是2010年全年的2.7倍。

- 全国四季度或缺电4000万千瓦 华中难逃拉闸限电

权威人士预测，全国缺电形势将进一步严峻，其中华中将尤为突出，今冬或将难避免拉闸限电。

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
2011/11/4	行业研究/汽车	——	——	看好	汽车与零部件行业：盈利水平创两年内最低点（动态跟踪）	秦绪文、朱达威
2011/11/4	行业研究/机械	——	——	——	机械行业：机械设备营养早餐20111104（动态跟踪）	胡耀文、王东冬、赵越峰
2011/11/4	公司研究/机械	002633	申科股份	——	申科股份：特种轴承制造商，进口替代演绎高增长（新股定价报告）	周凤武、胡耀文
2011/11/4	固定收益研究	——	——	——	债市宏观环境每周预测：法定存款准备金率可能需要下调（周报）	冯玉明、高子惠
2011/11/4	宏观研究	——	——	——	海外宏观：降息恰当其时，世界经济迈入新一轮政策宽松期（动态跟踪）	闫伟、孙付
2011/11/4	行业研究/通信	——	——	看好	通信行业：3G和宽带是强心针——电信运营商定量前瞻（深度报告）	周军、张杰伟
2011/11/4	固定产品	——	——	——	晨会纪要20111104	东方证券
2011/11/4	公司研究/交运	600548	深高速	买入	深高速：宜连高速通车有望带来业绩快速增长（首次报告）	杨宝峰、赵俊
2011/11/3	宏观研究	——	——	——	海外宏观：维持前期政策，未来经济继续增长，通胀压力不大，失业问题化	闫伟、孙付
2011/11/3	行业研究/食品饮料	——	——	——	食品饮料行业：“洽好想你”——不仅是成本下降（简评）	徐卫、李淑花
2011/11/3	行业研究/机械	——	——	——	机械行业：机械设备营养早餐20111103（动态跟踪）	刘金钵、胡耀文、王东冬、方重寅、赵越峰
2011/11/3	衍生品研究	——	——	——	沪深300指数期货：睽违一年的高升水（动态跟踪）	孟卓群、高子剑
2011/11/3	固定产品	——	——	——	晨会纪要20111103	东方证券
2011/11/3	行业研究/通信	——	——	看好	通信行业：政策利好+用户规模或双轮驱动通信设备行业机会（简评）	吴友文、周军
2011/11/3	公司研究/旅游	601888	中国国旅	买入	中国国旅：三亚店即将进入销售旺季（动态跟踪）	杨春燕、吴繁
2011/11/2	公司研究/日常消费	600315	上海家化	买入	上海家化：未来三年佰草集仍将保持快速增长（动态跟踪）	施红梅、朱元
2011/11/2	公司研究/化工	601678	滨化股份	买入	滨化股份：循环经济氯碱产业链 打造行业龙头企业（首次报告）	杨云、王晶、谢建斌
2011/11/2	宏观研究	——	——	——	预期导致价格加速下行——对10月经济数据的预测（动态跟踪）	闫伟、周科、孙付
2011/11/2	固定产品	——	——	——	晨会纪要20111102	东方证券
2011/11/2	行业研究/机械	——	——	——	机械行业：机械设备营养早餐20111102（动态跟踪）	刘金钵、胡耀文、王东冬、方重寅、赵越峰
2011/11/2	公司研究/环保	300272	开能环保	——	开能环保：国内全屋水处理设备的领军企业（新股定价报告）	王天一、郑青
2011/11/2	行业研究/房地产	——	——	看好	房地产行业：《公司微观察》第4期（动态跟踪）	杨国华、周强
2011/11/2	公司研究/家电	000651	格力电器	买入	格力电器：9月变频份额45.6% 霸主优势尽显（动态跟踪）	郭洋、唐思宇
2011/11/2	宏观研究	——	——	——	海外宏观：美国四季度经济增速仍可能在2%以上；新兴市场经济体政策纷纷	闫伟、孙付
2011/11/1	宏观研究	——	——	——	外贸不容乐观，物价压力缓解——10月份PMI数据点评	闫伟、周科
2011/11/1	行业研究/医药	——	——	增持	医药行业：稳定成长是季报主旋律（双周报）	李淑花、田加强
2011/11/1	行业研究/证券	——	——	看好	证券行业：佣金率止跌趋势确立——上市证券公司三季报总结（深度报告）	王鸣飞

日期	文档/行业类别	股票代码	简称	评级	标题	作者
2011/11/1	行业研究/银行	——	——	看好	银行业：三季度银行存款断流而贷款质量稳定（深度报告）	金麟、姚栋
2011/11/1	公司研究/机械	002559	亚威股份	增持	亚威股份：短期业绩承压（季报点评）	刘金钵、赵越峰
2011/11/1	公司研究/机械	002526	山东矿机	增持	山东矿机：短期业绩承压（季报点评）	刘金钵、赵越峰
2011/11/1	行业研究/煤炭	——	——	看好	煤炭行业：政策略有松动，反弹仍需基本面支撑（周报）	吴杰
2011/11/1	行业研究/轻工	——	——	看好	轻工制造行业：三季报回顾，大部分企业符合预期（深度报告）	郑恺、陶林杰
2011/11/1	行业研究/军工	——	——	看好	东方军情周刊第8期：北斗二号应用之门开启（周报）	王天一、肖婵
2011/11/1	行业研究/电子	——	——	看好	LED行业：LED照明增长显示积极信号（周报）	周军、黄盼盼、张乐、郑青、施敏佳
2011/11/1	行业研究/机械	——	——	——	机械行业：机械设备营养早餐20111101（动态跟踪）	刘金钵、胡耀文、王东冬、方重寅、赵越峰
2011/11/1	公司研究/家具制造	002631	德尔家居	——	德尔家居：复合木地板领先企业（新股定价报告）	郑恺、陶林杰
2011/11/1	固定产品	——	——	——	晨会纪要20111101	东方证券
2011/11/1	行业研究/房地产	——	——	看好	房地产行业：基本面寻底过程中——上市房企2011年三季报财务指标分析（	杨国华、周强
2011/11/1	公司研究/保险	601318	中国平安	买入	中国平安：深发展并表基本不增厚平安2011年EPS——中国平安并购深发展：	金麟、陈红霞
2011/11/1	公司研究/计算机	600271	航天信息	买入	航天信息：增值税起征点提高不影响公司税控业务（动态跟踪）	周军、张乐
2011/11/1	公司研究/有色	000060	中金岭南	买入	中金岭南：房地产项目结算导致三季度业绩同比大增（季报点评）	杨宝峰、徐建花

分析师申明

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