

周期为主 消费为辅

——2012年2月份投资组合报告

核心要点:

- 1月份组合收益率-2.72%，同期沪深300指数4.9%，大幅跑输基准指数的原因是行业判断出现较大差错，对个股的选择也不算成功。
- 2月份市场将经受资金与获利盘的双重考验，股指有震荡整固的需求，但外围环境较好、国内经济较为稳定以及长期资金入市预期对A股具有向上的推动作用，A股在震荡后延续回升趋势的概率较大。
- 2月份的投资可适度稳健、适度积极。以业绩和估值作为重要的参考标准；品种以周期为主、消费为辅，周期品种以金融、资源为主，消费以食品饮料和商业为主；在风格选择上以大盘蓝筹股为主，中小盘股为辅。
- 本月组合选所行业包括金融（3只）、有色（1只）、煤炭（1只）、电力（1只）、水泥（1只）、机械（1只）、食品饮料（1只）、零售（1只）。
- 本月股票组合（不分先后）：华夏银行（600015）、海通证券（600837）、中国太保（601601）、山东黄金（600547）、中国神华（601088）、大唐发电（601991）、海螺水泥（600585）、蓝科高新（601798）、贵州茅台（600519）、友阿股份（002277）。

表：银河证券2月份投资组合（注：股价取2012年1月31日收盘价）

公司代码	公司名称	EPS（元）			PE（X）		
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
600015	华夏银行	1.28	1.55	1.86	9.30	7.68	6.40
600837	海通证券	0.44	0.49	0.55	19.00	17.06	15.20
601601	中国太保	1.01	1.1	1.35	20.80	19.10	15.56
600547	山东黄金	1.48	1.84	2.06	23.57	18.96	16.9
601088	中国神华	2.2	2.46	2.78	12.20	10.91	9.66
601991	大唐发电	0.1	0.34	0.5	52.00	15.29	10.40
600585	海螺水泥	2.17	2.37	2.66	8.00	7.33	6.53
600519	贵州茅台	7.71	13.18	18.3	24.18	14.14	10.2
002277	友阿股份	0.8	1.1	1.3	18.63	14.56	11.69
601798	蓝科高新	0.5	0.7	0.9	28.88	20.63	16.04

资料来源：中国银河证券研究部

分析师

研究销售投资组合专业委员会指导

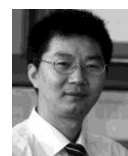


孙建波 博士

☎: (8610) 83571306

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511040002



秦晓斌

☎: (8610) 6656 8746

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511030001

特别鸣谢

杨岚

✉: yanglan@chinastock.com.cn

对报告的编制提供信息

一、上期投资组合回顾

本报告投资回顾部分参考日期为 1 月 1 至 1 月 31 日。

(一) 上月投资组合收益率-2.72%，同期沪深 300 指数 4.90%。

1 月份沪深两市呈现震荡回升格局，结构调整剧烈，小盘股的惨烈下跌与超级大盘股的企稳反弹形成了鲜明的对比。月初在政策期望屡屡落空和紧张的资金约束下，A 股市场整体表现弱势，在连续九周下跌后，1 月上旬 A 股市场终于迎来了三日反弹，但其后指数重归震荡。在国内经济数据好于预期的推动下，春节前最后一周 A 股震荡回升。回顾整个报告期，上证综指上涨 3.89%，深证成指上涨 3.99%，沪深 300 指数上涨 4.90%。风格指数方面，大盘股很小盘股分化明显；上证 50 指数上涨 7.74%，中小板指数跌下 2.59%，创业板指数跌幅达 10.73%。

1 月份，我们建议的股票配置组合获得了-2.72%的投资回报，大幅跑输沪深 300 指数 7.62 个百分点。在我们选出的十只股票组合中，五只上涨五只下跌，涨幅居前的股票依次是：中国太保（涨幅 9.89%）、招商银行（涨幅 6.99%），长城汽车（涨幅 6.35%）；对股票组合拖累最大的三只股票是：百事通（跌幅 24.72%），川大智胜（跌幅 11.30%），峨眉山（跌幅 9.55%）。

图 1：上期（2012 年 1 月）行业、股票组合回报



数据来源：中国银河证券研究部 wind

(二) 上期投资组合讨论：行业配置与个股选择均不成功

1 月份组合投资收益低于预期的主要原因，在于我们对于行业和风格的把握存在较大偏差，个股的选择也不算成功。

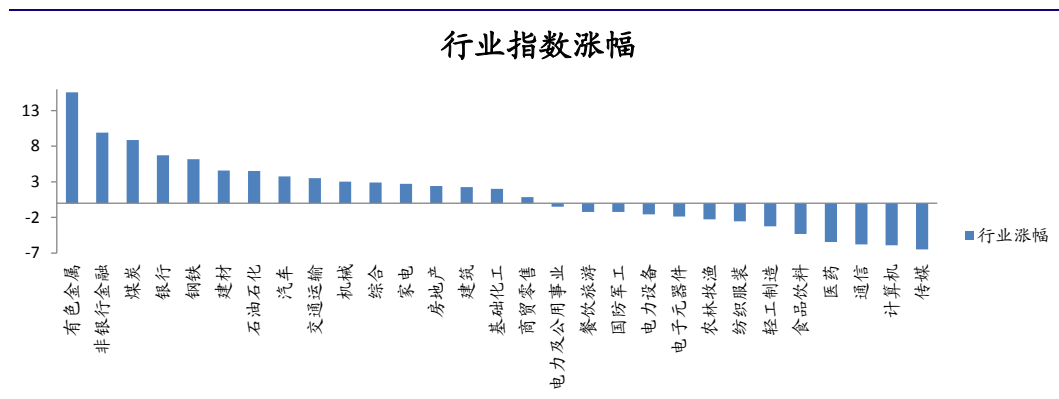
在 1 月份的 A 股策略报告中我们指出，1 月份虽有反弹需求，但欲振乏力，整体维持震荡的概率大。即便有反弹，对高度也不能给予太高期望。基于对市场维持震荡或有小反弹的判断，我们认为 1 月份投资组合的构建要合理控制仓位，注重投资稳健性与灵活性。总体上我们的判断偏于保守，实际运行强于预期。

对于行业和风格的把握，我们在 1 月份出现了较大偏差。在风格上，1 月份的股票组合中

有八只来自主板市场，两只来自中小板市场。尽管回避了创业板的小股票，但超级大盘股并不多，选择的多是中盘股。事实上，以上证 50 为代表的超级大盘股大幅领先其他指数，这是导致业绩不好的重要原因。

在行业上，没有选择涨幅最靠前的有色金属和煤炭行业，但下跌最多的传媒和计算机行业却未能规避。行业配置的失误是导致业绩不好的最重要原因。上个月组合的行业包括金融、电力、传媒、计算机、汽车、农业、旅游、机械。从行业指数的表现来看，在 1 月份，周期类板块涨幅靠前，月度涨幅最大的行业依次为有色金属（15.55%）、非银行金融（9.90%）、煤炭（8.87%）、银行（6.71%）和钢铁（6.17%）。上述五个行业我们只配置了非银行金融和银行两块，而跌幅较深的计算机行业、传媒行业却未能规避。

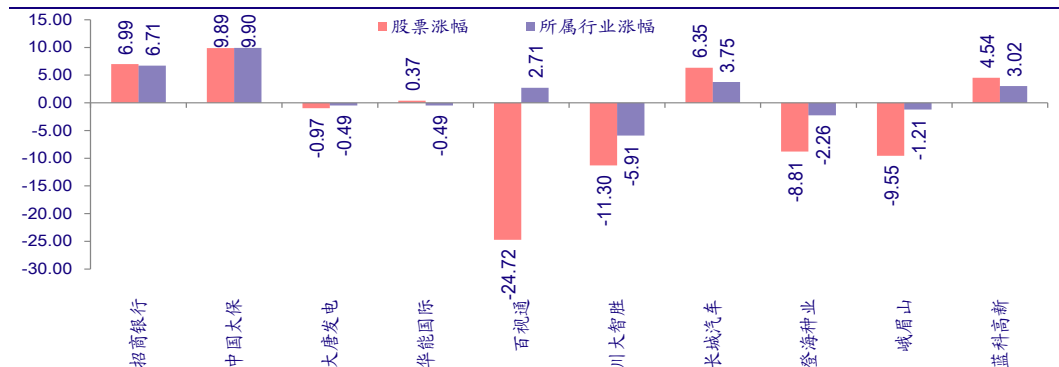
图 2：上期（2012 年 1 月）各行业指数表现



数据来源：中国银河证券研究部 wind

最后，对个股的选择也不理想，有四只股票显著跑输行业指数。上月投资组合中的 10 只股票中 5 只下跌，5 只上涨。从相对收益看，10 只股票中仅 4 只跑赢了对应行业指数，个股选择成功率较低。跑赢对应行业指数最多的长城汽车，但也只跑赢 2.6 个百分点，而跑输对应行业指数最多的是百事通（跑输 27.4 个点），对整体组合的拖累非常大。川大智胜、峨眉山、登海种业都大幅度跑输行业指数，使得在行业配置出现偏差的同时个股选择雪上加霜，需要认真加以总结提高。

图 3：上期（2012 年 1 月）股票组合中个股表现与各自所在行业表现的对比



数据来源：中国银河证券研究部 wind

二、2012 年 2 月份投资思路

(一) 2 月份市场趋势判断：整固回升概率较大

1 月份 A 股市场震荡回升，根本原因有三个，从国际看货币宽松趋势较为明显，从国内看则主要是经济增长超预期和长期资金入市进展超预期。展望 2 月份，延续震荡回升概率较大，场外资金入市的力度决定股指回升的幅度。总体看，2 月份的走势可能不如 1 月份强，但仍然有可能维持震荡回升趋势。

1、全球流动性宽松趋势明显，为 A 股提供良好外部环境

近期国际市场风险偏好明显提升，为 A 股提供了一个良好的外部环境。国际股市、大宗商品普遍上涨，美元指数跌回 80 以下，黄金则重上 1700 美元以上，这说明国际投资者的风险偏好已经明显提升。尽管惠誉下调了意大利、西班牙等国的评级，但欧洲股市基本没受影响，而意大利国债拍卖顺利也反映投资者情绪的改善。

风险偏好提升的原因，在于宽松货币预期大为增强。从美欧两大经济体来看，美国经济没有那么好，欧洲作为一个整体经济没有那么坏。之前一些投资者看到美国部分短期经济指标明显改善，就认为美国经济阳光一片，但最新的数据反映了美国经济复苏的曲折复杂，房地产市场依然低迷，新增失业人数回到 37 万以上。从欧洲来看，虽然希腊等较为糟糕，但德国经济增长强劲，从整个欧元区来看，并非暗无天日。在这种情况下，美欧央行也在释放货币宽松的预期。美联储表示将把超低利率的时间从原定的 2003 年中期延长到 2014 年中期，继续进行国债卖短买长的扭曲操作。投资者对 QE3 的预期有所提高。正如我们一直强调的那样，货币宽松是解决发达经济体债务困境和刺激经济的必然手段。

从发展中国家看，印度、巴西、泰国、菲律宾等国家纷纷下调利率或存款准备金率，表明新兴国家在通胀压力减缓的情况下把更多注意力集中到经济增长上来。

因此，在全球经济基本面较为平稳的前提下，各国央行释放流动性成为助推市场的重要力量，这为 A 股市场提供了一个良好的外部环境。

近期以有色金属、煤炭为代表的资源类股票走势强劲，就反映了投资者对国际流动性宽松的预期，这种情绪有望在 2 月份得以延续。

2、中国经济超预期是推动股指的重要力量，缓解了业绩压力

之前投资者对于中国经济增长非常担忧，但去年四季度 GDP 增长 8.9% 打消了这一顾虑，成为推动股市的重要力量。

去年前三个季度 GDP 增速分别为 9.7%、9.5%、9.1%，市场普遍预期经济呈加速下行态势，对四季度增速普遍预期在 8.7% 左右，但实际增速达到 8.9%，大大减缓了投资者对于经济快速下行的担忧。这显示中国经济仍有较强的韧性，虽然东部沿海地区的经济增速有大幅放缓趋势，但中西部增长势头仍较为强劲。

从货币政策迟迟没有下调存款准备金率一事来看，管理层对经济增长似乎胸中有数，并没有急着大幅放松货币来刺激经济，这一方面可能是调控经济的理念和方式有所变化的原因，另

一方面也可能是经济还没有到需要大幅刺激的程度。

受去年四季度经济的影响,年报业绩披露将对大盘股形成支撑。民生银行、华夏银行超过50%增长的优异年报业绩将对大盘股,尤其是金融股形成有力推动。去年四季度GDP增速8.9%超出市场预期,有助于上市公司业绩的基本稳定。年报业绩的披露或将是大盘蓝筹股的重要推动力量,但对于小盘股而言,可能是促使其分化的照妖镜,风险与机遇需要仔细衡量。

3、长期资金入市预期有助于夯实底部区域,减小不确定性

正如我们在年度策略报告中指出的那样,资本市场制度创新将成为2012乃至更长时间的股市驱动力量。

就短期而言,QFII审批加速开闸放水,RQFII面世迅速推进,而更受关注的养老金入市进展也明显快于市场预期,并非远水不解近渴。

去年12月份新审批QFII达到14家,与前11个月的15家基本持平,创2003年QFII审批以来单月之最。

RQFII从无到有,迅速放行。截至到1月20日,9家基金公司和12家证券公司各共获得100亿人民币额度,虽然总量并不大,但预期后续额度有望持续增加。

与此同时,投资者对于养老金的入市进展更为关注,鉴于养老金入市的复杂性和重要性,投资者短期并没有给予太多的指望,远水不解近渴是大家普遍的心理。但是,从媒体报道情况看,实际进展速度快于投资者预期,南方某省委托全国社保基金理事会投资运作的消息刺激了投资者的神经。虽然还存在人社部、财政部、地方政府、中央政府、全国社保等多方博弈,但养老金入市已提上议事日程,并向前推进。

我们认为,由于长期资金入市进展迅速,将夯实股市的底部区域。资金入市预期将减小底部的下探空间,也会大大减小股指运行的不确定性。

4、市场将受到资金与获利盘的双重考验

从风险因素看,资金是市场面临的第一大考验。1月份市场指数涨幅较大,但成交量并不理想,场外资金入市不明显,场内资金运作迹象较为明显,说明场外投资者心态的谨慎。由于国际环境的好转和资金压力的减轻,预计场外资金入市情况要好于节前,但市场回升的力度要看场外资金入市的力度。

1月份信贷数据、存准率是否下降以及公开市场操作都将影响资金供应,成为观察货币政策实施情况的重要窗口。如果1月份新增贷款数量较多,比如超过1万亿元,则有望给市场带来动力,但如果新增信贷显著低于预期,则可能拖累市场。

此外,春节前央行实施的大量逆回购也将在节后到期,如何平衡资金的供给与需求是对节后资金面的考验。

技术上的压力是市场面临的第二大考验。1月份市场上涨较快、涨幅较大,一批股票的涨幅超过了20%,个别股票达到40%,因此,市场有一定的获利盘兑现要求,可能带来较大压力。

其次，上证综指在 2300-2500 点一带是密集成交区，股指继续向上突破面临较大的技术阻力。

国际市场方面的风险因素可能在于中东局势的不稳定，但这很难准确预测。

因此，综合来看，2 月份 A 股市场有一定的震荡整固需求，但之后延续回升格局的概率较大，股指休整可能提供了增仓机会。

（二）2 月份组合构建思路：绩优、蓝筹、周期为主要配置方向

基于对市场震荡回升的判断，我们认为 2 月份投资组合的构建应注意以下几点：

一是绩优低估值。随着年报业绩的逐渐披露，业绩对股票表现的影响将日益明显，从稳健的角度，将绩优低估值作为组合构建的重要参考依据。

二是周期性股票为主。周期类股票多具有超跌、低估值和高业绩的特征，消费品的补跌难以判断是否已经结束，成长类股票可能存在业绩考验，因此，周期类股票是配置的主要方向。

三是以大盘蓝筹股为主。在风格选择上，从稳健的角度以大盘蓝筹为主要配置方向。小盘股前期表现明显弱于大盘股，存在超跌反弹的可能性，但从较长期看小盘股的整体风险还没有释放完毕，因此，还是建议以大盘股为主。

（三）2 月份金股：周期为主，消费为辅

基于对市场整固回升的判断，我们认为在配置上以周期为主，消费为辅，周期则以金融和资源为主，消费则以食品饮料和商业为主。

我们所选组合的行业，包括金融（3 只）、有色（1 只）、煤炭（1 只）、电力（1 只）、水泥（1 只）、机械（1 只）、食品饮料（1 只）、商业（1 只）。

本月股票组合（不分先后）：华夏银行（600015）、海通证券（600837）、中国太保（601601）、山东黄金（600547）、中国神华（601088）、大唐发电（601991）、海螺水泥（600585）、蓝科高新（601798）、贵州茅台（600519）、友阿股份（002277）。

表 1：银河证券 2 月份投资组合 （注：股价取 2012 年 1 月 31 日收盘价）

公司代码	公司名称	1.31 股价 (元)	EPS (元)			PE (X)		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
600015	华夏银行	11.91	1.28	1.55	1.86	9.30	7.68	6.40
600837	海通证券	8.36	0.44	0.49	0.55	19.00	17.06	15.20
601601	中国太保	21.01	1.01	1.1	1.35	20.80	19.10	15.56
600547	山东黄金	34.88	1.48	1.84	2.06	23.57	18.96	16.9
601088	中国神华	26.85	2.2	2.46	2.78	12.20	10.91	9.66
601991	大唐发电	5.2	0.1	0.34	0.5	52.00	15.29	10.40
600585	海螺水泥	17.37	2.17	2.37	2.66	8.00	7.33	6.53
600519	贵州茅台	186.41	7.71	13.18	18.3	24.18	14.14	10.2

002277	友阿股份	16.02	0.86	1.1	1.37	18.63	14.56	11.69
601798	蓝科高新	14.44	0.5	0.7	0.9	28.88	20.63	16.04

资料来源：中国银河证券研究部

目 录

华夏银行 (600015):	经营持续改善, 向同类前列看齐.....	8
海通证券 (600837):	估值优势明显, 新业务起步.....	9
中国太保 (601601):	产险利润稳健, 寿险营销转型见成效.....	10
山东黄金 (600547):	金价上涨的高安全性标的.....	11
中国神华 (601088):	资源扩张与资产注入促公司高速发展.....	12
大唐发电 (601991):	火电盈利显著回升 天然气业务进入收获期.....	13
海螺水泥 (600585):	产能扩张夯实公司龙头地位.....	14
贵州茅台 (600519):	跨越发展再超预期, 情人节玫瑰大绽放.....	15
友阿股份 (002277):	内生式增长推升公司业绩.....	16
蓝科高新 (601798):	稳健成长的石化节能装备龙头.....	17

华夏银行 (600015): 经营持续改善, 向同类前列看齐

投资评级: 推荐

马勇☎: (8610) 6656 8238 ✉: mayong@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511070005

特此鸣谢: 黄斌辉☎: (8610) 83574031 ✉: huangbinhui@chinastock.com.cn

驱动因素、关键假设及主要预测:

预计公司 2011-2013 年贷款年均增长 15.7%, 生息资产年均增长 13.4%。同时, 我们预计公司未来资产质量保持稳定, 拨备计提压力将显著下降, 因此信贷成本下降有望成为贡献公司盈利增长主要的驱动因素。

在此基础上, 我们预计公司 11/12/13 年净利润 CAGR 达到 29%, 分别为 88/106/127 亿元。对应 EPS 为 1.28/1.55/1.8。

我们与市场不同的观点

- 目前市场对公司经营效率的提升的信心仍然不足。我们认为, 管理层对公司的定位认识清晰, 且措施得当, 未来管理效率和盈利能力将会显著提升 to 行业平均水平。

公司估值与投资建议

- 以 11.46 元的价格计算, 对应 2011/2012/2013 年的 PE 为 9.0x/7.5x/6.2x, 对应年末 PB 为 1.2x/1.1x/0.9x, 给予推荐评级。

股价表现的催化剂

- 紧缩政策出现放松的积极信号, 将增加市场对公司盈利的信心。

主要风险因素

- 通胀进一步上升, 加剧紧缩预期, 并增加贷款恶化风险。

关键财务关键财务指标及预测

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	17130	24479	3 166	36800	42183
增长%	-2.7%	42.9%	31.4%	14.4%	14.6%
净利润(百万元)	8188	12240	15997	18581	21553
增长%	-8.3	4 .5%	30.7%	6.2%	16.0%
摊薄 EPS(元)	0.75	1.20	1.28	1.55	1.86
PE	14.1	8.8	9.3	7.68	6.4

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

海通证券 (600837): 估值优势明显, 新业务起步

投资评级: 谨慎推荐 马勇: (8610) 6656 8238 ✉: mayong@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511070005

公司是一家综合性的大型券商。公司三季度经纪业务、投行业务和资产管理业务表现较好。公司在融资融券业务上的市场占有率高居市场前列, 随着转融通政策的出台及具体业务实施的逐渐临近, 公司在该项业务上的收入将得到大幅度提升。目前, 公司市净率仅为 1.7 倍, 估值优势明显。

驱动因素、关键假设及主要预测:

自四季度以来, 二级市场交易活跃, 证券经纪业务将会有所改善; 随着二级市场行情向好, 自营业务浮亏将减少。此外, 行业整体佣金水平结束过去 2 年来的大幅下滑局面。预计公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.44、0.49、0.55 元。

我们与市场不同的观点

- 经纪业务收入下滑主要是源于今年以来日均股基交易量的下滑, 而佣金价格水平基本保持稳定。
- 新型营业部政策推出将晚于预期, 对行业的影响也不会很大。

公司估值与投资建议

- 预计公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.44、0.49、0.55 元, 当前股价对应 2011、2012、2013 年的市盈率分别为 21、19 和 17。公司合理估值区间为 11-13.2, 给予“谨慎推荐”评级。

股价表现的催化剂

- 融资融券业务快速推进, 大盘强势上涨。

主要风险因素

- 市场行情进一步下滑是目前行业面临的最大的风险。

关键财务指标及预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万)	9768	9622	12298	14596
营业收入增长率	-1.7%	-1.5%	28%	19%
净利润 (百万)	3686	3621	4032	4525
净利润增长率	19%	-1.8%	10%	12%
EPS	0.45	0.44	0.49	0.55
PE	17.8	19.00	17.06	15.20

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

中国太保 (601601): 产险利润稳健, 寿险营销转型见成效

投资评级: 推荐

马勇☎: (8610) 6656 8238 ✉: mayong@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511070005

特此鸣谢: 唐子佩 ☎: (8610) 83574030 ✉: tangzipei@chinastock.com.cn

驱动因素、关键假设及主要预测:

产险板块, 2012 年产险保费规模增速趋缓, 综合成本率因车险费率放开而上行, 但总体上仍将稳定贡献利润。全国寿险市场明年上半年仍无显著起色, 但太保寿险业务稳定性最强, 公司目前主导的“聚焦期缴、聚焦营销”策略符合目前市场保障型需求转型方向, 施行结果令人期待; 预期个税递延养老保险上海试点获批首先利好太保。

2012 年分渠道新保保费增速预测: 银保在年中见底, 全年呈零增长, 营销新保在 15%-20% 之间, 团险在 10% 左右, 电销会在 100% 以上。整个占比趋势是团险维持, 银保继续下降, 营销和电销会下降。

预计在未来三年, EPS 将达到 1.0/1.2/1.4 元, 在 2011 年 12 倍新业务价值倍数假设下, 合理估值区间 25-26 元。在 2011-2013 年, 每股内含价值估值为 7.7/9.2/10.5 元, 隐含 PE 分别为 18.9/16.6/14.1x。维持之前作出的推荐评级。

我们与市场不同的观点

- 市场对保险营销渠道保障型需求转型认识不足。而在结构变化和业绩改善幅度两方面, 太保都将顺应此趋势。

公司估值与投资建议

- 预计在未来三年, EPS 将达到 1.0/1.2/1.4 元, 在 2011 年 12 倍新业务价值倍数假设下, 合理估值区间 25-26 元。在 2011-2013 年, 每股内含价值估值为 7.7/9.2/10.5 元, 隐含 PE 分别为 18.9/16.6/14.1x。维持之前作出的推荐评级。

股价表现的催化剂

- 预期个税递延养老保险上海试点获批首先利好太保。

主要风险因素

- 政策利空持续出台, 二级市场持续低迷。

关键财务关键财务指标及预测

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
保险业务收	9,342	139,555	159,238	173,285	196,522
投资收益	19,389	21,067	21,041	31,431	36,976
EPS	0.95	1.00	1.01	1.1	1.35
NB	0.73	0.88	0.99	1.10	1.24
内含价值倍数	3.2	2.3	2.5	2.1	.8

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

山东黄金 (600547): 金价上涨的高安全性标的

投资评级: 推荐

孙 勇 ☎: (8610) 6656 8780 ✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511010003

特此鸣谢: 张一凡 ☎: (8621) 2025 2682 ✉: zhangyifan@chinastock.com.cn

张 迪 ☎: (8610) 66568757 ✉: zhangdi_zb@chinastock.com.cn

公司的低估值水平, 以及我们对金价上涨的预期, 促使我们给予公司推荐的投资评级。我们认为在有色金属行业战术性机会中, 山东黄金是黄金子行业中较为安全的投资标的。

驱动因素、关键假设及主要预测:

公司主要黄金价格近期出现持续性反弹。

公司管理层管理水平优异, 公司信息较为透明。

我们的观点

- 我们认为黄金价格在 2012 年或 2013 年可能出现新周期的历史转折点, 但在转折点到来之前, 金价将有明显的持续性大幅上涨机会。
- 黄金子行业上市公司在金价上涨的预期中存在相对收益机会。
- 黄金子行业公司在欧债危机阶段性缓解导致风险偏好上升的过程中存在绝对收益机会。

股价表现的催化剂

- 金价上涨空间超预期。

公司估值与投资建议

- 在黄金子行业上市公司中, 公司具有较强的盈利能力和较低的估值水平。
- 长期看, 公司管理水平优秀, 出现黑天鹅事件的可能性较行业内其他公司显著偏低。

主要风险因素

- 金价表现不及预期。

关键财务指标及预测

(百万元, 元)	2010A	2011E	2012E
销售收入(百万元)	31515	39635	48540
EBITDA(百万元)			
净利润	1297	2186	2715
摊薄 EPS(元)	0.86	1.48	1.84
PE(X)	39.60	23.57	18.96
EV/EBITDA(X)	21.14	13.82	11.02
PB(X)	10.56	8.11	6.29
ROIC	20.0%	34.2%	34.4%

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

中国神华 (601088): 资源扩张与资产注入促公司高速发展

投资评级: 推荐

赵柯 ☎: (8610) 6656 8707 ✉: zhaoke@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511070001

我们继续给予公司推荐的投资评级。基于对公司的估值假设及与同行业上市公司的对比, 我们认为公司具备良好的长期绝对投资价值。

驱动因素、关键假设及主要预测:

公司 09 年提出“科学发展, 再造神华, 五年实现经济总量翻番”目标, “十二五”将是公司高增长的又一黄金发展时期。内蒙古鄂尔多斯新街项目未来规划亿吨级产能, 集团仍有近亿吨产能未来待注入上市公司, 未来 5 年公司煤炭产量可有翻番空间; 在铁路等运输业务的支撑下, 公司外购煤业务持续扩大, 且毛利相对较高。公司在海外的资源扩张也稳步推进, 蒙古国的 TT 焦煤项目将为公司提供未来又一大发展动力。

我们预计 2011-2013 年中国神华 EPS 分别为 2.20 元、2.46 元、2.78 元, 复合增速达 26%。以 13X-15X 动态 PE 对公司进行估值, 6-12 个月合理估值为 31-37 元。

我们与市场不同的观点

- 市场普遍认为公司体量太大, 未来增长空间有限, 利润增速可能低于预期。我们认为, 煤、电、路、港、航一体化的产业模式有助于公司不断做大做强, 十二五期间仍是高速发展的黄金时期, 未来五年公司煤炭产量可实现翻番。

公司估值与投资建议

- 预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 2.20 元、2.46 元、2.78 元, 复合增速达 26%。以 13X-15X 动态 PE 对公司进行估值, 6-12 个月合理估值为 31-37 元。维持公司推荐评级。

股价表现的催化剂

- 公司外部资源扩张获得突破、集团资产注入启动。

主要风险因素

- 煤炭价格大幅下跌。

关键财务指标及预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	152,063.0	200,132.0	231,012.0	256,714.7
收入增长率%	25.35%	31.61%	15.3%	11.13%
EBITDA (百万元)	69,565.0	74,485.3	82,005.6	90,399.2
净利润 (百万元)	37,187.0	43,698.6	49,015.3	55,362.2
摊薄 EPS (元)	1.87	2.20	2.46	2.78
PE	14.6	12.20	10.91	9.66
EV/EBITDA	7.38	6.45	5.33	4.26
ROIC	15.15%	15.63%	15.48%	15.39%
ROE	18.88%	18.99%	18.64%	18.39%

资料来源: 中国银河证券研究部

大唐发电 (601991): 火电盈利显著回升 天然气业务进入收获期

投资评级: 推荐

邹序元 电话: (8610) 6656 8668 邮箱: zouxuyuan@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511020009

驱动因素、关键假设及主要预测:

受益于上网电价上调、煤价回落,我们预计 2012 年公司火电业务盈利将显著回升。我们假设 2012 年公司平均结算电价上涨 8% (仅保守的考虑 2011 年三次电价调整后的翘尾因素增厚 6.5%、区域发电结构变化对结算电价的增厚 1.5%); 度电燃料成本因翘尾因素上涨 2%; 发电机组利用率同比上升 5%。预计 2012 年发电业务贡献的 EPS 为 0.34 元。

公司掌握天然气资源,受益于天然气价格改革。克旗煤制气项目于 2012 年中期投产,消纳地为北京。阜新煤制气项目于 2013 年中期投产,消纳地为沈阳及周边地区。煤制天然气业务从 2013 年开始贡献收益,预计 2013-2015 年天然气业务贡献的 EPS 分别为 0.1 元、0.3 元和 0.5 元。

近看火电复苏,远看天然气发力。我们预计 2012-2014 年公司综合每股收益分别为 0.34 元、0.5 元和 0.75 元。

我们与市场不同的观点

- 市场认为公司发电业务业绩弹性偏低。我们认为公司火电占比高,可以分享火电行业复苏的收益。
- 市场认为公司在发电公司中估值偏高。我们认为应当充分重视天然气业务的利润贡献。公司业绩的持续成长性突出。

股价表现的催化剂

- 2012 年第二季度天然气提价。
- 2012 年中期克旗天然气项目投产。

公司估值与投资建议

- 我们预计 2012-2014 年公司综合每股收益分别为 0.34 元、0.5 元和 0.75 元,动态市盈率分别为 15 倍、10 倍和 7 倍。
- 公司火电盈利回升,天然气业务贡献丰厚利润。给予公司“推荐”的投资评级。

主要风险因素

- 煤价涨幅超预期。

关键财务指标及预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	60 72	3161	87463	101106
收入增长率%	27%	21%	20%	16%
EBITDA(百万元)	16886	17607	24319	28 99
净利润(百万元)	3740	1907	6097	8243
摊薄 EPS(元)	0.19	0.10	0.34	0.50
PE(X)	28	52	15.29	10.4
PB(X)	2.10	1.32	1.25	1.15

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

海螺水泥 (600585): 产能扩张夯实公司龙头地位

投资评级: 推荐

洪亮 ☎: (8610) 66568750 ✉: hongliang@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511010005

产能扩张夯实公司在行业中的龙头地位, 公司业绩进入增长通道, 2011-2013 年业绩值得期待。

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) 公司在目标市场具有一定的定价权, 并对上游煤炭供应商有一定的议价能力, 公司所有水泥生产线皆为新型干法, 而且已经或正在配备余热发电装备, 公司的盈利能力是国内水泥企业中最高的。

(2) 公司的资本运作能力较强。

(3) 公司每年保持新建 10 条左右日产 5000 吨的新型干法水泥生产线。预计 2012~2014 年公司依旧保持较优的财务投资能力, 而财务投资收益可以保证公司业绩持续增长。

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.17 元、2.37 元和 2.66 元, CAGR10-13 大于 31%。

我们与市场不同的观点

- 随着海螺水泥经营规模迅速扩展, 市场对公司驾驭企业的能力产生了怀疑。
- 我们始终认为: 公司规模大, 市场议价能力与资本运作能力强, 经营的规模效应明显。公司在行业整合中将会有效把握投资时机, 提高公司行业地位。规模的扩大将进一步降低公司的经营成本, 提高公司的盈利能力。因此, 公司应享有较高的估值水平。

股价表现的催化剂

- 未来 3 年公司将进一步加大对目标市场的投资力度, 产能扩张将构成公司内在价值加速体现的催化剂。

公司估值与投资建议

- 我们预计 2012~2013 年公司每股收益分别同比增长 9.22% 和 12.20%; 动态市盈率分别为 7.49 倍和 6.68 倍; EV/EBITDA 分别为 4.76 倍和 3.93 倍; 投资回报率分别为 16.31% 和 14.94%

主要风险因素

- 公司面临的最大风险是在建新建项目不能如期投产。持续的高速发展考验公司的管理能力。能源价格的上涨是公司必须面对的课题, 人民币升值和出口退税率下降也给公司出口影响。

关键财务指标及预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	24998.01	34508.28	51531.11	63265.82	71335.64
EBITDA(百万元)	6254.94	10127.61	19064.07	20987.94	23645.05
净利润(百万元)	3544.37	6171.40	11521.13	12583.50	14119.19
摊薄 EPS(元)	2.01	1.75	2.17	2.37	2.66
PE(X)	8.87	10.18	8.00	7.33	6.53
EV/EBITDA(X)	6.06	7.40	5.48	4.76	3.93
PB(X)	1.07	1.76	1.98	1.56	1.26
ROIC	9.59%	12.62%	19.14%	16.31%	14.94%
总资产周转率	0.56	0.64	0.76	0.74	0.67

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

贵州茅台 (600519): 跨越发展再超预期, 情人节玫瑰大绽放

投资评级: 推荐

董俊峰 ☎: (8610) 66568780 ✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511010002

在内外力量交织下, 公司将实现跨越发展, 经营性方面重返业绩高速增长通道, 明年初大幅提价概率相当大, 2011-2013 年业绩将远超市场普遍预期。

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) 2012 年直营店供应量超市场预期, 价差为 480 元, 新增产能团购价按 959 元、明年第一季度供经销商出厂价提价 20% 以上; 年份酒比例继续上升;

(2) 十一五期间的万吨茅台扩产能逐渐进入放量期, 可供销售量十二五期间复合增长率可达 15%;

(3) 系列酒销售稳定发展等。

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 7.7 元、13.18 元和 17.1 元, CAGR10-12 大于 60%。

我们与市场不同的观点

- 市场仍然对公司业绩释放和总市值提升存在疑虑。
- 我们认为, 直营店将成为未来若干年业绩增长的主要驱动力, 前两年年均贡献 EPS 高于 2 元, 明年初大幅提价概率相当大, 新增产能量价齐升再超预期, 2011-2013 年业绩再超市场普遍预期, 特别是即使是明年不提价, 2012 年 EPS 也将超过市场一致预期。

公司估值与投资建议

- 2011-2012 年 PE 分别为 28 和 16 倍, 维持推荐评级。我们延续 2011 年情人节以来的推荐观点, 继续维持 2011-2012 年 EPS 为 7.71 元和 13.18 元(摊薄后)判断, 维持推荐评级。

股价表现的催化剂

- 管理层继续释放积极信号
- 公司再次提价;
- 各季度报告超市场预期。

主要风险因素

- 受宏观经济特别是 CPI 影响的产品量价关系变化有可能超过我们的预期, 从而影响对公司的盈利预测;
- 高端白酒消费市场环境发生巨大转变。

关键财务指标及预测

项目	2010A	2011E	2012E
销售收入(百万元)	11633.28	17622.62	28370.57
EBITDA(百万元)	7266.36	11524.38	19434.38
归属母公司净利润(百万元)	5051.19	8008.23	13683.56
摊薄 EPS(元)	4.87	7.71	13.18
PE(X)	43.1	24.18	14.14
PB(X)	67	43	25
EV/EBITDA(X)	11	8	5
ROIC	42	26	16

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

友阿股份 (002277): 内生式增长提升公司业绩

投资评级: 推荐

卞晓宁

☎: (8610) 6656 8482

✉: bianxiaoning@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511060003

驱动因素、关键假设及主要预测:

- (1) 2011-2013 年收入复合增长率为 22.87%;
- (2) 2011-2013 年毛利率水平维持在 19% 的水平;
- (3) 2011-2013 年期间费用率年均下降 0.5-0.8%。

我们与市场不同的观点

- 市场普遍认为公司门店主要集中于长沙地区,市场占有率达到 40%,因此业绩提升空间受到限制。
- 我们认为公司立足于长沙地区,依托长沙向省内二三线城市扩展。友谊商城等门店通过品牌结构调整不断挖掘内生增长的潜力,充分显示了公司的内部管理能力和市场控制能力。我们预计 2011-2012 年现有门店仍将保持较高增速。长沙“奥特莱斯”主题购物广场和天津滨海“奥特莱斯”将成为公司重要的利润增长点。

股价表现的催化剂

- (1) 公司同店增速维持高增长;
- (2) 长沙奥特莱斯业绩增长超出预期。

公司估值与投资建议

- 公司 2011-2013 年市盈率为 18.4X, 12.1X 以及 11.5X, 处于同行业中的较低水平,具有较高的安全边际。此外,公司股票期权激励计划覆盖的管理层非常全面且力度很大,这是公司业绩稳步提升的有力保证,我们给予“推荐”评级。

主要风险因素

- (1) 奥特莱斯项目经营低于预期;
- (2) 春天百货扩建未能如期完成。

关键财务指标及预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2747	3564	4953	6117	7478
EBITDA(百万元)	219	296	423	561	665
净利润(百万元)	150	216	299	384	477
摊薄 EPS(元)	0.77	0.62	0.86	1.10	1.37
PE(X)	25.5	31.7	18.63	14.56	11.69
EV/EBITDA(X)	10.6	18.9	12.0	8.3	6.3
PB(X)	2.5	3.9	3.1	2.7	2.2
ROIC	9.8%	11.8%	14.7%	16.5%	16.4%

资料来源: 中国银河证券研究部

蓝科高新 (601798): 稳健成长的石化节能装备龙头

投资评级: 推荐

邱世梁 ☎: (8621) 2025 2602 ✉: qiushiliang@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511080004
邹润芳 ☎: (8621) 2025 2629 ✉: zourunfang@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511080003
鞠厚林 ☎: (8610) 6656 8946 ✉: juhoulin@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511010007
特此鸣谢: 王华君 ☎: (8610) 6656 8477 ✉: wanghuajun@chinastock.com.cn

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) 油价机制调整拉动炼油用换热器设备需求。成品油价格机制有望明年调整, 现在亏损的炼油业务未来几年可能成为中石油、中石化、中海油重要盈利来源, 目前三大油和山东等地区民营炼油厂正加大炼油布局。参考: 中国一重重型压力容器业务 (主要为炼油用加氢反应器) 今年新增订单翻倍增长, 以往每年新增 20 亿元左右, 今年 1-10 月度新增 40 亿元, 全年有望达到 50 亿元; 炼油大型化和三大油加速布局促进炼油投资增长。

(2) 节能减排驱动板壳式、板式替代管式换热器。板式换热器节能效果明显, 大型板壳式换热器几乎是“买一台赚一台”, 部分企业一年就收回投资成本, 板式替代管式趋势明显。

(3) LNG 球罐业务可能是公司业绩超预期源泉。今年公司球罐订单 2 亿元左右。如果明年二季度西北地区煤制天然气、煤制烯烃等新型煤化工示范项目集中上马, 公司球罐业务不排除出现爆发式增长的可能性, 有可能超预期。

我们与市场不同的观点

- 我们看好公司长期成长性 (高技术、高壁垒、好产品、新领域)。
- 高利润率: 2010 年综合毛利率高达 39%; 2011 年 1-9 月净利润率超过 20%; 检测业务毛利率保持 70% 左右高水平。
- 好产品: 板壳式换热器、板式空冷器、板式空气预热器等 3 大产品节能、节水、节空间效果明显, 受益节能减排。
- 新领域: 电力、船舶、环保、光伏。

股价表现的催化剂

- 石化换热器大额订单
- LNG 球罐大额订单
- 海外市场重大进展

公司估值与投资建议

- 高管增持增强市场信心: 近期高管集体购入股票, 坚定看好。
- 预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.50 元、0.70 元、0.90 元。
- 维持“推荐”评级, 合理估值区间: 16-20 元。

主要风险因素

- 下游炼油等行业投资波动
- 中东地区紧张局势可能对公司海外订单造成不利影响。

关键财务指标及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	645.28	843.33	1,114.06	1,467.16
收入增长率%	-2%	31%	32%	32%
净利润(百万元)	112.16	160.12	223.60	288.20
增长率(%)	-7%	43%	40%	29%
每股收益(元)	0.35	0.50	0.70	0.90
毛利率(%)	39%	39%	39%	39%
P/E	37.8	28.88	20.63	16.04

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

孙建波，秦晓斌，策略证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn