

## 晨会纪要

### 责任编辑:

丁文

☎: (8610) 6656 8797

✉: dingwen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020004

### 今日视点:

#### 10月债券投资报告: 曲线陡峭重在短端

- 政策着力点不是“促增长”仍是“控通胀”。宏观调控政策“微调拐点”或延至四季度之后方会出现。当然,宏观调控政策在年内不作“微调”的可能性也不能排除,果真如此,则经济放缓和通胀回落的周期会相应延长。
- 通胀走势还需关注政策组合。经济发展阶段和社会结构不同,通胀预期的变化、物价传导的运行机制也会截然不同。就我国的当前形势而言,除了关注利率政策以外,汇率政策、财政政策和产业政策的重要性正日益突出。虽然通胀继续上升缺乏动力,但是财政政策和拉动内需的转型模式决定了通胀的回落幅度总是低于预期。
- 货币政策预计延续9月格局。从央行三季度的操作情况看,政策保持稳定的概率较大。由于“控通胀”超过“稳增长”继续作为当前政策首要目标,货币政策难以放松,而民间借贷后续风险问题最终将归属法律问题,并不会撼动货币政策基调。我们认为,从时间窗口看,至少在四季度全国经济工作会议之前,货币政策将保持现有格局。
- 投资建议: 在通胀长期化的基本判断下,衡量下一阶段债券市场的投资价值已经分化为: 保值工具还是增值手段,前者更加倚重于品种配置,后者则强调波段操作。从经济层面看,“下台阶”的价值已经基本体现,而“台阶的高度”成为新的博弈焦点。当前通胀和经济很难在短期出现大幅度改变的情况下,资金市格局仍将持续。关键看公开市场操作,如果10月份前两个继续维持净投放,短期品种会得到一次较为显著的修复,收益率曲线陡峭化将有利于市场后期操作。

### 国际市场 2011.09.29

道琼斯	11153.98	+1.30%
NASDAQ	2480.76	-0.43%
FTSE100	5196.84	-0.40%
香港恒生	18011.10	-0.66%
香港国企	9277.49	-0.18%
日经指数	8701.23	+0.99%

### 国内市场 2011.09.29

上证综指	2365.34	-1.12%
深证成指	10287.90	-0.79%
沪深300	2588.19	-0.86%
上证国债	129.74	+0.01%
上证基金	3902.82	-0.77%
深圳基金	4986.95	-1.15%

### 期货、货币市场 2011.09.29

NYMEX 原油	82.14	+1.2%
COMEX 黄金	1617.30	-0.1%
LME 铜	7174	+3.60%
LME 铝	2242	+1.91%
BDI 指数		
美元/人民币	6.3665	+0.07%

## 一、报告精选

### 环保行业：重点关注桑德环境

#### 核心观点：

1、重申对环保行业长期看好。A股大部分环保公司2011年中报业绩明显低于预期，整个环保板块也是大幅下跌，我们认为主要原因是成长型的环保公司业绩受投资的影响很大，今年是“十二五”元年，很多环保项目还处于前期规划阶段，上半年的宏观经济形势不好，环保投资落实速度也放慢了。随着环保减排硬指标监管力度的加大，“十二五”环保开工项目将大幅增多，环保公司业绩增长将进入快车道。我们认为大家不应为环保行业增长速度太担心，根据我们测算，“十二五”期间我国环保投资有望同比翻3倍，重点细分行业还会有更高的增速。从长期来看，环保行业作为战略新兴产业之首的优势将逐渐显现。

2、看好环保行业4季度行情。我们看好主要原因是跌无可跌还有催化剂，当前A股环保运营公司的平均动态市盈率已经不足20倍，环保设备公司的估值在30倍左右，我们认为这就是环保板块的底部，除非出现大幅系统性风险。另外，《“十二五”节能环保产业发展规划》将近期出台，下月十七届六中全会召开有望激发环保行情，本次会议将讨论“十二五规划”重点议题中的节能环保产业，将进一步明确国家对环保行业的投资力度，每次相关政策出台都将是其发展的重要催化剂。

3、重点关注3个细分行业。我国固废处理设施严重不足，未来5年将进入建设高峰期，固废处理设备和运营投资机会巨大。膜技术应用将是污水处理最具发展前景的细分产业。大气污染治理产业主要投资机会在除尘设备更新换代、非电力行业脱硫、电力行业脱硝。

4、重点关注桑德环境。我们建议投资具有业绩支撑、成长性明确和估值安全边际较高的上市公司，同时行业整合及资产注入有望带来超预期的业绩增长，可以给予重点公司估值溢价。我们重点推荐：桑德环境（000826）、碧水源（300070）、龙源技术（300105），分别给予50%、25%和25%的投资权重。

5、主要风险因素：宏观经济形势下滑和国家环保相关政策执行不力。

（分析师：冯大军）

### 棕榈园林：参股国际知名设计企业，设计与施工的协同效应将加速释放

公司发布公告，将支付对价6亿港币，通过香港全资子公司收购贝尔高林国际（香港）有限公司30%股权。

#### 我们的分析与判断：

1、收购完成后公司将在地产园林的设计环节占据从中端到高端的全面市场领导地位。贝尔高林国际（香港）有限公司是国内高端园林设计市场的主导者，在高档酒店及住宅市场的占有率达到2成左右。2010年，贝尔高林实现设计收入3.67亿港币，相当于公司同期设计收入的3倍；凭借高端市场的良好口碑及定价能力，贝尔高林设计业务的销售净利率也稳定在30%以上，居于行业前

列水平。此次收购完成后，公司在国内园林设计领域的业务能力将大大加强，形成从中端到高端设计的全面竞争优势。

2、公司与贝尔高林之前已有一定合作基础，协同效应容易发挥，将主要体现于两方面：拉动公司工程量、增强公司对工程原料的指定能力。公司在过去几年中凭借良好的施工能力，已有 5-10% 的施工项目系从贝尔高林的设计项目转化而来，双方在工作衔接、互信程度方面已有相当合作基础。高端园林项目设计开支一般仅占全部工程造价的 3-5%，保守计算贝尔高林设计项目每年对应的施工价值量在 65 亿元，我们按 2012-2014 年每年 15-20% 的潜在转化率计算，公司平均每年新增的工程收入将在 10-13 亿元之间。同时，随着公司设计-施工一体化项目的占比提高，公司将大大增强项目执行中对特定工程材料（如公司自有苗木品种）的指定使用能力，公司毛利率有望稳定在 25% 以上的高位水平。

3、收购对价支付合理，业绩增厚效应明显。此次股权转让对价为对应贝尔高林国际（香港）2010 年净利润（PE 值）16.5 倍，远低于装饰园林行业目前 25-30 倍的 PE 估值水平。收购完成后，公司每年新增的设计利润将在 0.3-0.4 亿元；同时，按新增设计项目的潜在工程转化率计算，公司每年新增施工利润也将在 1.25-1.60 亿元。剔除此次现金收购支付完成后公司为弥补运营资金的其他资金占用成本，预计 2012-2013 年公司净利润将分别增加 1.10、1.50 亿元，较各年原先盈利预测值的增厚都将在 20% 左右。

4、公司行业龙头地位更为巩固，维持推荐评级。我们上调公司 2011-2013 年 EPS 为 0.85、1.49 和 2.09 元。按明年 30 倍 PE 估值，公司合理价值为 45.0 元，维持“推荐”评级。

（分析师：罗泽兵）

## 王府井（600859 SH）：中西部增长迅猛，北京市场仍具潜力

### 核心观点：

#### 1、滚动开店推升增长动力

公司拥有门店异地扩张的完善体制和成熟经验，预计 2011 年将新开鄂尔多斯店和成都二店，未来仍将保持每年 3-5 家的开店节奏。双安店由于装修将不会对公司 2011 年业绩产生实质性贡献，扩建升级后预计将于年底全面开业。双安店新增面积 1 万平米，并与邻近当代商城形成档次错位，为公司业绩增长重新注入动力。长沙、包头和洛阳等门店 2011 年上半年增速较快，而处于培育期的门店，公司通过调整经营定位和销售策略，大都减亏效果明显。

#### 2、北京区域市场仍具潜力

作为国内最大城市消费市场的北京仍具发展潜力，王府井大街扩建后将新增总建筑面积 80 万平方米并增添多元消费体验，这将推动百货大楼实现跨越式发展。北京中心城区核心商圈由于成本原因开店难度较大，但“多中心”商圈格局的形成拓展了郊区区域的市场空间，火神庙店经营符合预期，因此北京郊区有望继续成为公司开店的目标区域。大钟寺 HQ 店由于交通问题亏损较大，可能延缓公司年轻时尚百货的复制进度。

#### 3、提升毛利率水平

公司毛利率略低于行业平均水平，这主要是由于公司中西部门店所占比例较高。国内现有的多级分销代理体制提高了中西部分销商成本，进而压低了百货门店的毛利率水平。我们预计通过供应链整合等措施，公司毛利率水平将稳步提升。

### 投资建议：

我们预计预计 2011-2013 年公司营业收入复合增速为 22.90%，归属于母公司净利润复合增速为 31.58%，EPS 分别为 1.31 元、1.83 元和 2.28 元，对应市盈率为 30X、22X、17X。公司具备跨区域扩张的丰富经验，网络布局合理，滚动开店策略为公司业绩提供了源源不断的动力。主力门店受益于北京高端消费市场的爆发以及中西部消费的快速增长，其余门店大多处于业绩加速提升期，业绩弹性空间巨大。而公司毛利水平处于行业均值之下，盈利能力仍具备较大提升空间。投资西安和郑州商业地产以提高自有物业比例将有效抵御租金上涨的压力。此外，管理层激励的最终落实也将成为业绩释放的催化剂。公司目前股价已低于 41.21 元的大股东现金增持价格，提供安全边际，我们维持对公司“推荐”的投资评级。

(分析师：陈雷、卞晓宁)

## 二、当日政策经济、行业及个股要闻

### 经济要闻

央行 9 月净投放资金 2360 亿元

证监会发布基金销售结算资金管理暂行办法

三季度数据 10 月中旬公布 全年经济定局

重庆市长黄奇帆：房产税明年可能全国推广

农业部：农民去年人均纯收入增幅高于 GDP

白酒涨价助推 CPI 已高于蛋类影响

德国国会批准扩大欧元区援助基金规模

美国原油库存增幅大于预期 国际油价 28 日大跌

纽约黄金期货收盘下跌 0.1% 报 1617.30 美元

### 行业动态

银监会提高容忍度 小微企业贷款不良率可达 5%

温州政府要求银行不抽资不压贷应对跑路潮  
铁路工程仅三成施工正常 资金压力倒逼改革机制  
新政周年房价拐点渐显 五大调控利器降温楼市  
商务部：促进进口指导政策近期出台  
四省市或自主发债 251 亿 正等待财政部批复  
两大电力辅业巨头挂牌 主辅分离改革向前一小步  
铁矿石供需关系逆转预期渐强  
稀缺煤种开发将实行总量控制  
五部委急令合抑PX冲动

### 三、最近一个月行业研究员推荐个股市场表现一览

代码	名称	评级	自推荐日 累积涨幅	报告日	分析师
601857	中国石油	谨慎推荐	-0.67%	2011-8-26	裘孝锋、王强
000698	沈阳化工	推荐	-14.19%	2011-8-26	裘孝锋、王强
000876	新希望	推荐	2.99%	2011-8-25	董俊峰
601288	农业银行	推荐	-6.82%	2011-8-25	叶云燕
600322	天房发展	推荐	-16.78%	2011-8-25	潘玮
002110	三钢闽光	谨慎推荐	-6.22%	2011-8-25	王国平
002554	惠博普	谨慎推荐	-13.04%	2011-8-25	裘孝锋、王强
601009	南京银行	谨慎推荐	-5.59%	2011-8-25	叶云燕
002294	信立泰	谨慎推荐	-12.13%	2011-8-25	陈雷
002251	步步高	推荐	-12.64%	2011-8-25	陈雷、卞晓宁
601808	中海油服	推荐	2.23%	2011-8-24	裘孝锋、王强
002430	杭氧股份	推荐	-6.30%	2011-8-24	鞠厚林、邹润芳
600031	三一重工	推荐	-8.36%	2011-8-24	鞠厚林、邹润芳
002484	江海股份	推荐	-17.59%	2011-8-24	王家炜、王莉
000666	经纬纺机	推荐	-11.32%	2011-8-23	马勇
300084	海默科技	推荐	-28.77%	2011-8-23	裘孝锋、王强
600226	升华拜克	谨慎推荐	-24.60%	2011-8-23	裘孝锋、王强
600008	首创股份	推荐	-7.50%	2011-8-23	冯大军
000729	燕京啤酒	推荐	-14.82%	2011-8-23	董俊峰
601003	柳钢股份	谨慎推荐	-10.15%	2011-8-23	王国平
601798	蓝科高新	推荐	-13.11%	2011-8-22	鞠厚林
601718	际华集团	推荐	-3.84%	2011-8-22	马莉
002269	美邦服饰	推荐	-17.73%	2011-8-22	马莉
002550	千红制药	谨慎推荐	-11.55%	2011-8-22	陈雷
002503	搜于特	推荐	-12.82%	2011-8-22	马莉
300148	天舟文化	推荐	-13.94%	2011-8-22	许耀文
002573	国电清新	推荐	-4.12%	2011-8-22	冯大军
600485	中创信测	推荐	-17.03%	2011-8-22	王国平
000568	泸州老窖	推荐	-18.54%	2011-8-19	董俊峰
300113	顺网科技	谨慎推荐	-8.84%	2011-8-19	许耀文
000811	烟台冰轮	推荐	-3.12%	2011-8-19	鞠厚林
002238	天威视讯	推荐	-6.45%	2011-8-19	许耀文
600054	黄山旅游	谨慎推荐	-9.19%	2011-8-19	许耀文
000895	双汇发展	推荐	-12.99%	2011-8-19	董俊峰
601328	交通银行	谨慎推荐	-4.47%	2011-8-18	叶云燕

代码	名称	评级	自推荐日 累积涨幅	报告日	分析师
601318	中国平安	推荐	-17.15%	2011-8-18	叶云燕
000596	古井贡酒	推荐	-15.82%	2011-8-18	董俊峰
002564	张化机	推荐	-15.87%	2011-8-18	鞠厚林
600737	中粮屯河	谨慎推荐	-17.62%	2011-8-18	董俊峰
000001	深发展 A	推荐	-4.12%	2011-8-18	叶云燕
300005	探路者	谨慎推荐	-13.70%	2011-8-17	马莉
300058	蓝色光标	推荐	-9.28%	2011-8-17	许耀文
600016	民生银行	推荐	-2.26%	2011-6-17	叶云燕
300056	三维丝	推荐	-20.51%	2011-8-17	冯大军
000837	秦川发展	推荐	-13.36%	2011-8-17	鞠厚林
600031	三一重工	推荐	-13.31%	2011-8-17	鞠厚林
300229	拓尔思	推荐	-11.82%	2011-8-16	王家炜、王莉、吴砚靖
300136	信维通信	推荐	-18.08%	2011-8-16	王家炜、王莉、吴砚靖
002122	天马股份	推荐	-16.20%	2011-8-16	鞠厚林
002293	罗莱家纺	推荐	-5.69%	2011-8-16	马莉
600000	浦发银行	谨慎推荐	-9.63%	2011-8-16	叶云燕
600809	山西汾酒	推荐	-15.28%	2011-8-16	董俊峰
000858	五粮液	推荐	-9.46%	2011-8-16	董俊峰
000978	桂林旅游	推荐	-20.44%	2011-8-16	许耀文
600600	青岛啤酒	推荐	-16.40%	2011-8-15	董俊峰
300079	数码视讯	推荐	-20.58%	2011-8-15	许耀文
600549	厦门钨业	推荐	-17.66%	2011-8-13	孙勇
600118	中国卫星	推荐	-12.26%	2011-8-12	鞠厚林
002583	海能达	推荐	-14.75%	2011-8-12	王国平
600636	三爱富	谨慎推荐	-25.32%	2011-8-12	裘孝锋、李国洪
300126	锐奇股份	推荐	-8.05%	2011-8-12	鞠厚林
000415	ST 汇通	推荐	-8.26%	2011-8-12	马勇
600015	华夏银行	推荐	0.81%	2011-8-11	叶云燕
002397	梦洁家纺	推荐	-16.45%	2011-8-11	马莉

## 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。

**丁文，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](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171

上海地区：于淼 021-20257811

深广地区：詹璐 0755-83453719

[fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

[yumiao\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn)

[zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)