

研究观点

【大市分析】

呈现分化走势发展

【公司研究】

安踏体育 (2020, 卖出): 业绩基本符合预期, 但前景仍具不确定性, 维持 6.50 港元目标价, 卖出评级

百度 (BIDU US, 买入): 4Q 业绩符合预期, 依然看好百度在互联网的优势

东江环保 (895, 买入): 2011 年盈利增长 31%, 政策、储备项目和资金支撑业绩增长

【行业评论】

房地产周报: 上周各大城市的成交量呈现出逐步回暖的态势

环球市场概况

最新资料简评

评级变化

公司	代码	评级		目标价(港元)			2011年EPS(港元)			2012年EPS(港元)		
		新	旧	新	旧	变动	新	旧	变动	新	旧	变动
东江环保	895	买入	买入	39.6	36.9	7%	1.944	2.136	-9%	2.292	2.796	-18%
百度(美元)	BIDU	买入	买入	175	175	0%	3.020	3.010	0%	4.470	4.170	7%
安踏	2020	卖出	卖出	6.5	6.5	0%	0.841	0.817	3%	0.768	0.816	-6%

【大市分析】

首席策略师

叶尚志

852-25321549

Linus.yip@firstshanghai.com.hk

呈现分化走势发展

2月20日，港股出现冲高后回吐的走势，内地人民银行在周末期间下调了存款准备金率，但是消息未能对大盘整体带来进一步的推升动力，市况呈现出分化走势发展。目前，基于全球央行继续推出放宽政策，在流动性依然充裕的环境下，股市可望享有较强的承接力，而对于港股后市展望，我们仍然持有中性偏好的态度看法，估计港股大盘将继续高位运行的态势。

恒生指数在昨日出现高开低走的行程，以全日最高位21760点开盘后，走势逐步反复向下，资金趁高获利回吐，对市况构成压力。恒生指数收盘报21425点，下跌67点，主板成交量录得有705亿多元。目前，由于港股出现先升后跌的走势，市场气氛受到影响并且转为相对的谨慎。但是，在恒生指数仍能守稳21000点支持关口的形势下，相信大盘盘面未会出现严重破坏，估计市况暂时将以分化走势来发展。

盘面上，受到内地二度调降存款准备金率的消息刺激，内地金融股表现相对坚稳，在昨日的跌市当中，普遍都能出现逆市靠稳的走势。尤其是内地保险股方面，由于内地A股的往上空间已出现打开，上证综合指数有朝着预期中的2400至2450点区间来进发的机会，内地保险股的投资收益有望提升，是刺激股价走强的因素。在昨日，中国财险(2328)涨了0.91%，中国平安(2318)和中国人寿(2628)都涨了有1.06%，中国太保(2601)的涨幅最大，涨了有1.86%。

至于石油化工股方面，昨日出现了全面跌势。有报导说，虽然发改委在本月8日调高了成品油价格，但是未能扭转炼油业务的亏损，消息对于已冲高了的石油化工股，带来高位急速回吐的压力。以炼油业务为主的中石化(0386)，受到了最直接的打击，股价放量急挫了5.45%。而中石油(0857)和中海油(0883)都出现了回整，股价分别下跌了1.37%和1.33%。

【公司研究】

李雪晶

86-0755 3336 7015

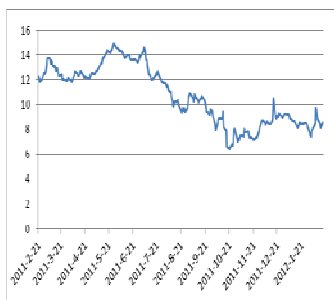
852-2532 1915

Christina.lie@firstshanghai.com
.hk

行业 体育服饰
 股价 8.27 港元
 目标价 6.50 港元
 (-21.4%)

市值 206.3 亿港元
 已发行股本 24.94 亿股
 52 周高/低 14.98 港元/6.22 港元
 每股净现值 3.42 港元

股价表现



安踏体育 (2020, 卖出): 业绩基本符合预期, 但前景仍具不确定性, 维持 6.50 港元目标价, 卖出评级

公司昨日公布 2011 年业绩, 收入同比增 20.2%至 89.1 亿元, 净利润同比增 11.5%至 17.3 亿元, 每股盈利 0.69 元, 全年每股派息 52 港分。业绩基本符合预期。但公司四季度零售同店进一步下滑至负数, 目前处于门店网络减速拓展及调整期, 公司亦通过削减 12 年三季度订单来应对零售端增速放缓及渠道库存积压问题, 结合行业反转曙光未现, 及公司前景较具不确定性, 我们相应调低 12-13 年盈利预测约 4.75%-5.30%, 并维持 6.50 港元目标价, 相当于 12 及 13 年每股盈利的 8.2 及 7.7 倍市盈率水平, 较昨日收市价有 21.4%的下跌空间, 维持卖出评级。

净利润同比增长 11.5%至 17.3 亿元人民币, 全年业绩基本符合预期

安踏昨日公布 2011 财年业绩, 全年业绩基本符合预期。其中营业额同比增长 20.2%至 89.05 亿元 (人民币, 下同), 经营利润同比增长 15.8%至 20.12 亿元, 净利润增长 11.5%至 17.30 亿元, 每股盈利 0.69 元, 每股派息 52 港分。

图表 1: 业绩简评

	2010实际	2011实际	2011预测	同比	差异	原因
收入	7,408.3	8,904.8	8,484.9	20.2%	4.9%	受年内产品单价提升, 产品组合丰富及零售门店拓展带动
销售成本	(4,237.8)	(5,142.4)	(4,878.8)	21.3%	5.4%	
毛利	3,170.6	3,762.4	3,606.1	18.7%	4.3%	受2010年底中国政府征收城建税及教育附加税影响, 对平均售价影响约负0.8-0.9%
其他收入	44.6	75.6	53.6	69.5%	41.2%	主要由期内政府补贴带动, 期内录得7千万元人民币政府补贴, 同比增110%
其他净亏损	(0.9)	(1.2)	(1.0)	34.1%	16.6%	
销售分销成本	(1,186.8)	(1,452.1)	(1,357.6)	22.3%	7.0%	同步于收入增速, 其中人工开支占比降低0.4%至8.5%, 研发费用占比提升0.5%至3.7%
管理成本	(290.6)	(373.2)	(322.4)	28.4%	15.8%	
经营盈利	1,736.8	2,011.5	1,978.6	15.8%	1.7%	期内费用增速快于收入增速
应占联营公司收益	0.0	0.0	0.0	n.a	n.a	
净融资收入	106.3	148.6	128.7	39.8%	15.4%	主要得益于期内新增存款, 利息收入同比增73.3%
除税前盈利	1,843.1	2,160.1	2,107.3	17.2%	2.5%	
税收	(296.6)	(436.0)	(432.0)	47.0%	0.9%	期内附属公司税收优惠到期, 及征收利息税, 有效税率同比上升约4.1%
税前利润	1,546.4	1,724.1	1,675.3	11.5%	2.9%	
净利润	1,551.1	1,730.1	1,680.4	11.5%	3.0%	受(1)毛利率微降(2)费率提升及有效税率上升等综合影响, 期内净利润同比提升11.5%至17.3亿元人民币
少数权益	(4.7)	(6.0)	(5.1)	28.9%	18.9%	
利润率变化情况				百分点		
毛利率	42.8%	42.3%	42.5%	-0.5	-0.2	主要受城建税及教育税影响
经营利润率	23.4%	22.6%	23.3%	-0.9	-0.7	市场推广开支占比有所提升
有效税率	16.1%	20.2%	20.5%	4.1	-0.3	部分附属公司优惠税收到期
净利润率	20.9%	19.4%	19.8%	-1.5	-0.4	全年净利润率同比下跌0.4个百分点

资料来源: 公司资料、第一上海预测

服装类产品快速增长带动收入提升, 毛利率同比下降 0.5%

在收入构成上, 服装类产品收入增长较快, 同比增 28.7%至 42.88 亿元, 鞋类及配饰则同比增 13.3%至 46.16 亿元人民币。至 2011 年底, 服装类产品的收入占比提升至 48.2%, 主要得益于公司有意加大服装品类销售。而期内由于 2010 年底征收

的城镇建设税及教育附加税，拉低平均售价约 0.8-0.9%，影响整体毛利率提升，期内毛利率同比降 0.5%。

2H11 同店销售增速进一步放缓，公司削减订单以应对行业整合期

根据管理层表示，公司 11 年三、四季度同店增长由上半年的中高单位数下滑至单位数及负增长。现时零售端折扣率维持在 7.5 折的水平，而库销比为 4.5 倍，较 2010 年 4 倍有所上升。为促进零售端同店增长改善，及渠道库存保持在合理水平，公司主动削减今年三季度订单出货，订单金额同比下降高单位数，ASP 及销量皆同比录得负增长。结合公司大众市场定位，当前环境下 ASP 提升乏力，加之行业供给过剩，渠道库存面临压力，因此预计公司未来 1-2 年内收入提升动力欠佳。

调整区域拓店策略，进入扩张减速期

公司 2011 年底共有安踏品牌门店 7778 间，较 2010 年底增加 229 间，但门店主要集中在去年上半年开出，下半年安踏品牌门店净减少 66 间；而就地区而言，安踏于华东地区门店数年内净减少 141 间，未来公司表示将侧重于华东及东北地区进行门店拓展。

此外，安踏生活系列年内新增 138 间，而儿童系列新增 249 间，预计 2012 年安踏品牌门店新增 200 间左右，而安踏生活系列将持平，安踏儿童计划新增 300 间门店。

行业反转曙光未现，调降 12-13 年盈利预测 4.75%-5.30%

我们对 12-13 年盈利预测进行调整，下调幅度约为 4.75-5.30%，包括：（1）行业反转曙光未现，短期内不确定性较高，价量提升乏力，相应调降公司收入增长预测；（2）行业库存过剩，预计产品及批发折扣率有可能加大，使得毛利率进一步受蚀；（3）基于 11 年政府补贴增加，我们相应提高 2012-13 年的其他收入，使经营利润率及净利润率有轻微提升。综合而言，我们将 12-13 年净利润下调约 4.75-5.30%。

维持目标价 6.50 港元及卖出评级

我们认为行业反转曙光未现，加之公司近期营运情况不断下滑，我们认为未来前景不确定性较大，因此维持 6.50 港元目标价，相当于 12 及 13 年每股盈利的 8.2 及 7.7 倍市盈率水平，较昨日收市价有 21.4% 的下跌空间，维持卖出评级。

图表 2: 盈利摘要

截止12月31日财政年度	2010历史	2011历史	2012预测	2013预测	2014预测
收入（百万人民币）	7408	8905	8584	9018	9474
变动（%）	26.1%	20.2%	-3.6%	5.1%	5.1%
净利润（百万人民币）	1546	1724	1600	1696	1810
基本每股收益（人民币）	0.62	0.69	0.64	0.68	0.73
变动（%）	24%	11.5%	-7.2%	6.0%	6.7%
基于8.27港元的市盈率（倍）	10.8	9.7	10.4	9.9	9.2
每股派息（人民币）	0.39	0.42	0.39	0.41	0.44
息率（%）	5.75	6.30	5.74	6.09	6.50

资料来源：公司资料、第一上海预测

蔡浩
86755-33331812
simon.tsoi@firstshanghai.com.hk

百度 (BIDU US, 买入): 4Q 业绩符合预期, 依然看好百度在互联网的优勢

行业 互联网
股价 136.9 美元
目标价 175.00 美元
(+27.8%)

4Q 业绩符合我们预期, 股东应占溢利同比增 76.9%

2011 年 4Q 公司的收入和净利润分别为 44.7 亿和 20.5 亿元人民币, 分别较 2010 年同期增 82.5%和 76.9%, 摊薄 ADS 为 5.87 元人民币。总体来看, 收入位于 3Q 时同比增长 79.9%-85%的指引区间, 摊薄 ADS 好于市场的平均预期 5.69 元人民币, 但低于我们 5.99 元的预测, 主要是销售成本、销售费用和研发费用的增长幅度超过我们的预期。

市值 477.97 亿美元
已发行股本 3.48 亿股
52 周高/低 165.96 美元/94.33 美元
每股净现值 7.39 美元

单个广告主平均营收增长是整体收入增长的主要动力

从运营数据上看, 百度 4Q 在线营销客户数为 31.1 万, 同比增长 12.7%环比上升 2.3%, 单一客户平均营收为 1.44 万元, 同比增长 61.8%环比上升 5.1%, 广告主在百度平台上的平均支出增加是百度收入高速增长的主要动力。

股价表现



2012 年投资逻辑

百度是我们在互联网的首选标的之一, 主要逻辑为: 1) 百度搜索仍然是传统互联网的主要入口之一, 是网民获取信息的主要途径, 短期内面临冲击的可能性不大, 从 alexa 的流量数据看, 百度排名全球第五中国第一; 2) 用户在使用搜索引擎时明确的搜索需求, 对于广告主更有吸引力且变现能力更强, 据 iResearch 的数据显示, 2011 年的搜索引擎的广告收入占整体互联网广告的收入比重为 36.7%, 且呈逐年扩大的趋势; 3) 移动搜索将面临整合, 目前百度移动搜索占据行业 30%的市场份额, 且占自身流量的 15%, 我们认为, 移动搜索刚刚起步, 百度未来的市占率将会持续扩大。4) 百度搜索引擎界面的优化包括框计算、个性化主页等以及相关的社交产品能吸引用户的流量。

风险

1) 宏观经济大幅下滑导致广告主广告支出下降; 2) 行业竞争加剧, 包括腾讯、搜狐、奇虎等 2012 年在搜索引擎的投入将会加大; 3) 基础设施、研发投入等的支出对短期业绩有压力; 4) 移动搜索货币化时间滞后。

目标价 175 美元, 买入评级

我们维持百度 175 美元的目标价不变, 相当于 2012 年 39.5 倍的 P/E, 亦相当于 2011 年-2014 年 EPS 复合增长率 40%的 1 倍 PEG, 维持买入评级。

图表 1: 盈利预测表

截至12月31日止财政年度	10年历史	11年历史	12年预测	13年预测	14年预测
总营业收入 (人民币千元)	7,915,074	14,500,786	22,181,464	31,050,414	41,914,726
变动	78.0%	83.2%	53.0%	40.0%	35.0%
净利润 (人民币千元)	3,525,168	6,620,318	9,836,543	13,817,624	18,637,289
每股盈利 (美元)	1.61	3.02	4.47	6.28	8.47
变动	136.4%	88.1%	48.2%	40.5%	34.9%
136.9美元的市盈率 (估)	85.3	45.4	30.6	21.8	16.2
每股派息 (人民币元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司资料、第一上海预测

张智斌

86755-33367018

852-25321957

zb.zhang@firstshanghai.com.hk

东江环保 (895, 买入) : 2011 年盈利增长 31%, 政策、储备项目和资金支撑业绩增长**2011 年收入和净利润同比增长 30.3% 和 30.7%**

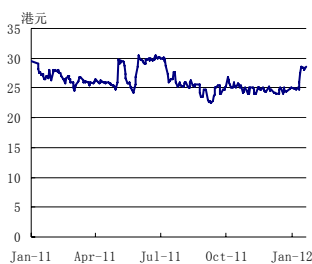
期内公司收入和净利润为人民币 (下同) 15.01 亿元和 2.04 亿元。毛利率维持稳定为 34.8%，EPS 为 1.62 元，不派发末期股息。回归 A 股已获证监会审核通过，拟发行不超过 2500 万 A 股，预期公司将募集到充足的资金，以推进在建项目发展进度。

行业	环保
股价	28.50 港元
目标价	39.60 港元
	+38.95%

图表 1: 2011 年业绩点评

流通市值	10.15 亿港元
已发行 H 股	0.356 亿股
52 周高/低	33.00 港元/20.20 港元
每股净现值	9.20 港元

股价表现



	人民币千元	2011年	VS	2010年	变化	评述
营业额		1,501,074		1,152,358	30.3%	主要是资源化产品、工业固废收入同比增长53%、13%
销售成本		(978,389)		(750,037)	30.4%	分部业务毛利率稳定，成本
毛利		522,685		402,321	29.9%	毛利率基本稳定，为34.8%
销售及分销成本		(56,398)		(35,532)	58.7%	拓展市场，及业务量增长所致
行政费用		(179,153)		(154,541)	15.9%	主要系研发投入增加，此外
财务费用		(19,641)		(22,169)	-11.4%	减少银行贷款
资产减值损失		(25,796)		161	-	为符合回归A股财务要求对
应占联营公司利润		5,561		(4,285)	-	主要为东江威立雅和廊坊
营业外收支净额		21,163		16,881	25.4%	财政补贴及退税
税前利润		256,660		196,871	30.4%	与收入毛利同步增长
所得税		(37,468)		(32,686)	14.6%	实际税率14.6%，较上年1
税后利润		219,191		164,185	33.5%	所得税率降低所致
少数股东权益		(15,466)		(8,329)	85.7%	贡献利润之公司少数股东
净利润		203,725		155,856	30.7%	与收入毛利同步增长
每股盈利 (人民币元)		1.620		1.240	30.6%	
每股派息 (人民币元)		-		-		
毛利率(%)		34.8		34.9		分部业务毛利率均保持较稳
净利润率(%)		13.6		13.5		毛利率稳定，费用有效控制

资料来源：公司资料，第一上海

资源化产品收入增长 52.8%，政策利好 2012 年利润增长

期内资源化产品收入约 10.36 亿元，占收入比重约 69%，收入增长得益于产品量价均有增长。因产品价格有所回落，预期该业务 2012 年收入与 2011 年持平，毛利率维持在 30% 以上，收购废液报价模式能够锁定毛利率。2011 年末国家出台资源综合利用企业增值税退税 50% 的利好政策，预期公司 2012 年增值税退税额将由目前 1000 多万增至约 5000 万的水平。

工业固废处理收入增长 13.3%，新项目投产带来增长动力

期内工业废物处理收入约 1.49 亿元。与威立雅合作的广东省危险废物综合处理示范中心 2011 年获最后审核认证，业务量增长 57%；龙岗工业危废处理基地已全面开工建设，预期 2012 年底可投运，处理危废 1.94 万吨/年；清远 1 万吨废电器拆解及综合利用示范项目已建成运行，二期 8 万吨扩建项目预期 2012 年开建；粤北危险废物处置中心一期水淬渣综合利用项目已进入试生产阶段，项目二期达产后危废处置能力将达 60 万吨/年，是目前公司 20 万吨/年处理能力的 3 倍。

市政废物处理和再生能源收入变动-3.9% 和 53.3%

期内市政废物处理和再生能源业务实现收入分别为 1.16 亿元和 0.47 亿元。未来湖南邵阳生活垃圾填埋（700 吨/天）和昆明建筑垃圾项目（100 万吨/年）预期将成为新增长点。2011 年公司 14 台沼气发电机组均投入运营，未来三年预期还会新增 4 台机组，上网电量增长和青岛小溪涧项目上网电价提升至 0.594 元/吨，以及 CDM 收益兑现都将贡献盈利增长。

目标价 39.60 港元，买入投资评级

预期 2012-2014 年 EPS 为 1.91、2.38 和 3.11 元，给予公司 12 个月目标价 39.60 港元，相当于同期 17.0、13.7 和 10.5 倍 P/E，买入投资评级。

图表 1：盈利摘要

截止 12 月 31 日	10 年历史	11 年历史	12 年预测	13 年预测	14 年预测
营业额（人民币百万）	1,152	1,501	1,547	1,947	2,460
变动(%)	38.0%	79.8%	3.1%	25.8%	59.0%
净利润（人民币百万）	156	204	263	358	467
每股摊薄盈利(人民币元)	1.24	1.62	1.91	2.38	3.10
变动(%)	43.9%	30.7%	17.6%	24.6%	30.5%
市盈率 @28.50港元(倍)	18.81	14.39	12.24	9.82	7.53
每股股息（人民币元）	0.00	0.00	0.57	0.71	0.93
股息现价比率(%)	0.00	0.00	2.48	3.09	4.03

资料来源：公司资料、第一上海

【行业评论】

房地产周报：上周各大城市的成交量呈现出逐步回暖的态势

柯学锋

852-25321958

86755-33367898

Michael.ke@firstshanghai.com.hk

图表 1：各城市 12 年第 7 周成交及销售价格变动

区域 城市	2012年2月13日 至 2012年2月19日						12第7周		年初至今累计			可售套数 去化时间 (周)
	周成交 (万平方米)			均价(元/平方米)			累计销量 (万平方米)	累计销量 /11全年	可售套数 (套)			
	12第7周	同比变动	环比变动	12第7周	同比	环比			12第7周	同比	环比	
北京	6.8	-42.9%	19.6%				71	9%	78801	22.5%	-1.2%	48
环渤海	10.0	-13.3%	25.9%	9925	8.4%	-1.9%	67	6%				
天津	12.3	253.6%	90.9%				55	6%	110078	82.2%	-0.4%	82
青岛		65.8%	45.5%					7%		52.3%	-0.8%	
平均					8.4%	-1.9%						
上海	25.4	125.4%	-2.6%				173	10%	66297	53.2%	0.2%	26
长三角	10.4	296.1%	63.1%				48	12%	53372	79.6%	-2.1%	76
南京	7.0	59.5%	214.3%				43	8%	80566	95.7%	-0.2%	125
杭州	18.3	524.6%	138.3%				92	15%	35936	91.0%	-1.1%	29
苏州	2.3	-67.1%	-17.4%	11288	-27.8%	-2.0%	41	12%	117218	21.0%	-0.3%	1415
宁波		251.4%	103.2%					12%		68.1%	-0.7%	
平均					-27.8%	-2.0%						
深圳	3.7	-11.0%	6.8%	17503	-10.0%	1.3%	33	11%	36955	13.3%	-0.4%	68
珠三角	-								59933	60.0%	-2.2%	54
广州	2.0	-36.2%	-5.7%				13	8%				
福州	3.1	36.6%	15.2%				17	8%				
厦门		-3.5%	5.4%					8.8%		24.4%	-0.9%	
平均					-10.0%	1.3%						
重庆	33.8	137.2%	7.7%				230	15%				
其他	1.0	130.4%	223.9%	5525	41.4%	-6.6%	8	9%				
兰州	24.3		30.2%				157	12%				
武汉	21.0	-48.9%	58.5%				118	11%				
成都	12.8	108.6%	-12.3%				63	10%				
昆明		81.8%	61.6%					11%				
平均					41.4%	-6.6%						
总体平均		106.3%	57.5%		3.0%	-2.3%		10%		47.1%	-0.7%	
总体中值		84.0%	25.9%		-0.8%	-2.0%		10%		53.2%	-0.4%	
一线城市		23.8%	7.9%		-10.0%	1.3%		10.0%		37.2%	-0.9%	
二线城市		115.1%	64.0%		7.3%	-3.5%		10.2%		52.8%	-0.6%	

资料来源：第一上海，搜房网、Winds 咨询，各地房管所

国家统计局 18 日发布“2012 年 1 月份 70 个大中城市住宅销售价格变动情况”，数据显示，新建商品住宅方面，与上月相比，70 个大中城市中，价格下降的城市有 48 个，持平的城市有 22 个。与去年 12 月份相比，1 月份环比价格下降和持平的城市增加了 2 个。作为房地产市场风向标的北京，1 月份新建价格指数，同比上涨仅为 0.1%。从同比看，70 个大中城市中，新建商品住宅价格下降的城市有 15 个，比去年 12 月份增加 6 个。1 月份，同比涨幅回落的城市有 50 个，涨幅均未超过 3.9%。二手房，除分别为贵阳、济宁、襄阳、韶关、遵义环比均仅上涨 0.1%外，54 个城市环比下降，11 个城市环比持平。北京二手房方面，从去年 8 月环比价格停涨之后，进入下跌通道，至 1 月份，已经连续 5 个月环比下跌。

于 2 月 16 日，上海市房管部门出台新标准，可享受优惠政策的普通住房，应同时满足三个标准：五层以上（含五层）的多高层住房，以及不足五层的老式公寓、新式里弄、旧式里弄等为普通住房；单套建筑面积在 140 平方米以下；实际成交价格方面，应低于同级别土地上住房平均交易价格 1.44 倍以下，坐落于内环线以内的低于 330 万元/套，内环线与外环线之间的低于 200 万元/套，外环线以外的低于 160 万元/套。

2012 年以来房企股权交易势头不减。据统计，截至 2 月 6 日，今年以来挂牌公开出售的房地产行业股权超过 30 宗，涉及金额 100 多亿元。今年房地产宏观调控力度不减，房企经营面临更多困难，并购整合大潮将延续。

福建省住房和城乡建设厅在近日召开的新闻发布会上指出，福建今年将落实首套房的首付款比例和贷款利率优惠政策，合理引导促进住房消费。

财政部网站 14 日发布的《2011 年税收收入增长的结构分析》显示，2011 年全国税收总收入完成 89720.31 亿元。房产税实现收入 1102.36 亿元，同比增长 23.3%。房产税收入占税收总收入的比重为 1.2%。2011 年全国税收总收入中与房地产相关的税种增速明显回落。房地产营业税和契税同比分别增长 14.9%和 12.1%，比上年增速分别回落 17.5 和 30 个百分点。分季度看，第 4 季度房地产销量下滑，导致与房地产交易额密切相关的契税、房地产营业税增速逐季回落。

据国土资源部数据，2011 年，全国住房用地计划 21.8 万公顷，计划供应量和实际供地量同比分别增加 18%和 72.6%；其中保障性安居工程用地计划 7.74 万公顷，占住房用地计划的 35.5%，计划和实际供地同比分别增加 17.6%和 138.9%。今年，全国将建设 700 万套保障性住房。此前，国土资源部相关负责人曾表示，今年建设用地指标的投放领域已经确定，其中保障性住房是必保内容。国土资源部要求，国务院批准用地城市必须在 2 月底前，对保障性住房用地单独组卷申报，审查通过的用地由国土资源部安排计划指标，4 月底前完成用地审批。

上周各城市成交量环比普遍呈现出震荡上行的态势；从成交量周环比来看，一线城市呈现出环比上行的态势；北京市上周期房共签约面积为 7 万平米，环比上行 20%；上海市上周新房签约面积为 25 万平米；环比下行 3%；深圳市上周新房成交面积为 4 万平米，环比上行 7%；所覆盖二三线城市的成交量也总体呈现出上行的态势。

基本面维持调整的趋势，但中短期行业的限贷和限购政策开始出现微调。随着走出传统的行业淡季和步入正常的行业时段，各大城市的成交量会呈现出逐步的回暖。我们预期宏观面限贷的定向放松和地方政府政策上的微调将给房地产企业的销售带来销售量的回升。在中央政策依然从紧，而且芜湖救市新政被叫停的情况下，接下来数月，房地产企业将会借有限购和限贷政策的适度微调，加大促销活动；继去年 10-11 月那次促销潮后，第二轮促销活动将很快展开，预计促销楼盘数量将会大幅增加。2012 年上半年，房价将继续保持下跌态势，下半年才有可能趋于企稳，预期内房股的波动性将会逐步加强。

图表 2: 覆盖上市公司 NAV 折让排序

股票	代码	现价 (港元)	目标价 (港元)	每股净资产 (港元)	折让 (%)	评级	10PE (倍)	市盈率 11PE (倍)	12PE (倍)	10息率 (%)	息率 11息率 (%)	12息率 (%)	10-12EPS AGR (%)	市值 (亿港元)
宝龙地产	1238	1.23	0.90	6.47	-81%	持有	1.3	2.9	2.0	6.36	7.08	10.58	(18.9)	47
卡森国际	496	1.15	1.27	5.43	-79%	持有	36.4	2.5	1.4		6.87	12.82	403.3	15
花样年控股	1777	0.88	1.00	3.90	-77%	买入	3.7	3.1	2.4	6.43	8.04	10.45	23.7	36
绿城中国	3900	5.48	3.95	24.02	-77%	持有	3.7	2.2	1.5	13.69	17.85	20.83	56.7	67
融创中国	1918	2.61	1.90	9.25	-72%	买入	2.1	1.6	1.0	5.88	8.33	12.87	44.2	48
越秀地产	123	1.51	1.35	5.04	-70%	买入	9.4	7.6	5.3		3.91	5.65	33.1	107
盛高置地	337	1.61	1.07	5.32	-70%	卖出	1.5	1.4	1.3	13.91	14.68	15.45	8.5	16
保利香港	119	4.50	3.92	14.62	-69%	买入	5.6	5.5	5.1	4.94	3.25	3.89	4.4	114
合景泰富	1813	4.14	2.82	13.16	-69%	持有	5.5	3.7	3.0	4.53	5.35	4.72	36.5	84
建业地产	832	1.93	1.96	5.60	-66%	买入	5.2	4.0	3.2	5.88	7.53	9.18	26.2	44
宝业集团	2355	4.21	4.25	12.03	-65%	买入	4.2	2.5	1.7	7.14	16.07	17.85	58.8	27
深圳控股	604	1.86	1.45	5.28	-65%	持有	4.3	5.5	4.8	8.75	12.50	13.75	(5.6)	57
瑞安房地产	272	3.01	2.90	8.25	-64%	买入	3.4	7.3	5.5	5.92	5.38	4.11	(21.6)	130
五矿建设	230	1.05	0.80	2.51	-58%	持有	4.9	5.2	3.6	1.08			17.0	31
中海宏洋	81	8.80	7.32	20.43	-57%	买入	3.9	3.9	1.9	2.59	3.70	4.26	42.7	55
雅居乐地产	3383	9.91	5.95	21.31	-53%	持有	2.9	4.0	3.4	5.81	6.17		(7.3)	213
SOHO中国	410	5.44	7.21	10.30	-47%	买入	6.4	7.6	5.5	4.74	3.92	5.47	7.9	263
龙湖地产	960	11.52	9.97	18.13	-36%	买入	9.3	8.4	6.8	1.34	2.99	3.63	16.7	458
华润置地	1109	14.94	15.10	23.23	-36%	买入	8.6	10.1	7.4	3.03	3.46	4.72	7.7	518
远洋地产	3377	4.48	3.27	6.88	-35%	持有	6.7	6.4	6.0	4.82	4.08	5.47	6.1	182
中国海外	688	15.98	18.00	22.51	-29%	买入	8.7	8.9	7.5	2.06	2.45	2.75	7.3	1069
越秀房托	405	3.97	4.90	5.44	-27%	持有	14.5	10.0	9.7	6.88	10.06	9.46	22.3	37

资料来源: 第一上海, 公司资料

【环球金融市场概况】

最新资讯简评

欧洲财长会议正在比利时的布鲁塞尔举行, 虽然直至目前为止仍未有确实消息, 但部份官员认为希腊获得第二轮 1, 300 亿欧元的援救机会较高, 加上中国降低存款准备金的消息, 欧洲股市涨至 8 个月以来的高位, 英国 FTSE-100 指数升 0.7%, 收报 5945.25 点; 德国 DAX 指数升 1.5%, 收报 6948.25 点; 法国 CAC-40 指数升 1%, 收报 3472.54 点。昨日为美国总统日, 金融市场休市一天。

在强日圆的打击出口的影响下, 日本公布的贸易赤字创下有纪录以来的最高, 3 月日圆期货先跌后回升, 收报 0.012573 点, 跌 0.000016 点。伊朗石油部宣布终止向英法出口原油, 刺激 3 月期油在电子盘时段曾高见 105.44 美元的 10 个月高位。

图表 1: 周一公布的重要经济资料

时间	国家	经济资料	月份	预测值	实际值	前值
5:45	纽西兰	生产者物价指数-投入(季比)	第4季	0.40%	0.50%	0.60%
5:45	纽西兰	生产者物价指数-产出(季比)	第4季	0.50%	0.10%	0.20%
7:50	日本	贸易收支总额	1月	-¥1456.3B	-¥1475.0B	-¥205.6B
8:01	英国	Rightmove房屋价格(月比)	2月	-	4.10%	-0.80%
8:01	英国	Rightmove房屋价格(年比)	2月	-	1.40%	0.40%
16:30	香港	综合消费物价指数(年比)	1月	5.80%	6.10%	5.70%
17:00	意大利	工业订单 经季调(月比)	12月	0.40%	5.50%	0.20%
17:00	意大利	工业订单 未经季调(月比)	12月	-5.60%	-4.30%	-0.70%

数据来源: 彭博

图表 2: 周二将公布的重要经济资料

时间	国家	经济资料	月份	预测值	前值
21:30	美国	芝加哥联储全国活动指数	1	0.22	0.17
21:30	加拿大	零售销售月率	12	-0.10%	0.30%
21:30	加拿大	核心零售销售月率	12	0.10%	0.30%
23:00	欧元区	消费者信心指数初值	2	-20.1	-20.7

数据源: 彭博

图表 3: 主要商品及外汇期货表现

2012/2/20	最高	最低	收市	变动幅度
道琼斯指数	休市			
10年期国债期货	休市			
美元指数	79.208	78.812	78.997	-0.334
3月欧元期货	1.3279	1.3182	1.3239	0.0080
3月日圆期货	0.012603	0.012519	0.012573	-0.000016
3月英镑期货	1.5895	1.5831	1.5840	0.0002
3月澳元期货	1.0783	1.0705	1.0706	0.0023
COMEX 4月期金	休市			
NYMEX 3月期油	休市			
LME3月期铜	8396.50	8203.00	8235.50	60.50
VIX 指数	休市			

数据源: 彭博

图表 4: 道琼斯指数



数据源: 彭博

图表 5: 美元指数



数据源: 彭博

图表 6: 欧元期货



数据源: 彭博

图表 7: 纽约 4 月期金



数据源: 彭博

图表 8: 纽约 WTI 3 月原油期货



数据源: 彭博

图表 9: 伦敦 3 个月期铜



数据源: 彭博

图表 10: VIX 恐慌指数



数据源: 彭博

股票	代码	现价	目标价	评级	10PE	11PE	12PE	11息率	12息率	10-12EPS	每股净资产	市值
		(港元)	(港元)		(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	CAGR (%)		
公用事业												
粤海投资	270	4.85	5.40	买入	12.5	11.5	10.9	3.51	3.71	7.2	3.07	302
新奥燃气	2688	25.10	22.44	持有	21.3	17.7	14.6	1.67	0.00	20.8	5.30	258
东江环保	895	28.30	39.60	买入	19.0	14.6	12.3	0.00	2.20	24.1	9.20	10
中国电力	2380	2.10	2.17	买入	13.5	11.7	10.3	3.49	3.89	14.4	2.40	107
中国燃气	384	3.67	3.70	买入	22.9	18.4	14.1	1.63	2.18	27.5	2.08	161
大唐电力	991	3.02	3.76	持有	12.0	12.6	10.5	2.78	3.18	6.9	2.51	100
华润电力	836	15.36	15.07	持有	14.6	13.7	12.2	2.15	2.41	9.5	8.93	728
北京控股	392	48.10	59.49	买入	20.0	17.6	14.7	2.27	2.58	16.8	25.58	547
北控水务	371	2.06	2.35	持有	15.8	18.7	14.7	0.00	0.00	3.8	0.85	141
光大国际	257	3.51	3.00	持有	20.8	17.0	14.3	1.17	1.40	20.4	1.46	129
中油燃气	603	0.70	0.84	买入	21.2	17.1	12.1	0.00	0.00	32.6	0.49	35
华润燃气	1193	11.26	13.90	买入	22.1	20.1	15.6	0.98	1.24	18.8	3.10	206
桑德国际	967	4.05	4.86	买入	15.1	11.6	8.9	1.58	2.07	30.2	1.50	52
中华煤气	3	18.54	16.32	持有	23.8	25.8	23.5	1.89	1.94	0.6	5.22	1465
商品原材料												
湖南有色	2626	2.37	3.10	买入	658.3	14.1	10.4	3.04	3.54	695.8	1.43	39
江西铜业	358	21.50	18.70	持有	13.2	10.8	9.0	2.79	0.00	21.0	9.42	298
中化化肥	297	2.33	2.88	买入	16.2	12.1	9.7	2.58	0.00	29.1	2.03	163
玖源集团	827	0.14	0.24	买入	不适用	6.9	4.9	5.14	6.86	不适用	0.16	10
伊泰B股(美元)	900948	5.35	8.00	买入	10.0	8.4	7.8	3.57	3.83	12.8	1.51	78
深圳中航	161	3.36	4.10	持有	9.7	12.2	6.5	2.14	3.93	21.8	3.57	9
新鑫矿业	3833	2.49	3.00	买入	13.0	23.1	9.9	3.23	5.16	14.6	2.84	19
首钢福山资源	639	3.28	3.90	买入	9.6	8.4	7.3	5.00	5.88	15.0	3.51	176
东岳集团	189	7.33	9.30	买入	17.5	5.9	7.1	7.37	8.68	56.8	2.40	154
阜丰集团	546	3.85	5.20	买入	5.5	7.5	6.4	6.23	7.79	(7.2)	2.39	66
中粮控股	606	6.29	9.60	买入	14.6	7.9	6.0	2.54	3.34	55.5	5.83	254
中国玉米油	1006	3.72	4.20	买入	11.3	8.5	7.2	0.00	0.00	25.5	2.85	20
西王糖业	2088	1.24	2.10	买入	5.2	4.8	4.3	8.06	8.87	9.9	1.82	12
中国铁钛	893	2.03	2.40	买入	7.0	7.3	6.8	2.96	3.45	1.7	1.68	42
大成生化	809	1.89	3.44	买入	15.8	4.4	3.8	4.76	5.29	104.1	3.29	62
大成糖业	3889	1.01	1.50	买入	12.6	5.6	3.9	2.97	4.95	80.3	1.81	12
招金矿业	1818	15.02	16.00	持有	30.5	22.8	19.6	1.46	1.73	24.9	3.59	131
灵宝黄金	3330	3.56	5.00	买入	8.5	7.1	5.9	4.79	5.83	19.5	3.34	11
大明国际	1090	1.64	3.20	买入	5.9	9.1	3.5	5.85	8.05	30.2	1.64	17
齐合天地	976	4.32	7.50	买入	10.5	7.2	5.8	2.78	4.40	35.3	2.12	46
三江化工	2198	2.82	3.52	买入	6.7	6.4	5.4	3.19	3.90	11.3	1.66	28
叶氏化工	408	6.08	6.80	买入	12.7	13.5	8.9	2.96	4.44	19.0	4.15	34
中信大锰	1091	1.24	1.90	买入	9.5	7.5	7.3	0.00	0.00	14.0	1.38	38
中海石油化学	3983	6.13	6.70	持有	19.8	12.0	10.9	2.12	2.28	34.4	2.94	109
中国宏桥	1378	5.13	5.46	买入	5.1	3.9	3.2	1.64	2.11	26.2	3.35	302
工业制造和基建												
第一拖拉机	38	8.98	5.98	持有	11.7	15.3	11.3	2.00	2.81	1.6	3.94	76
比亚迪	1211	24.70	18.40	持有	18.5	49.0	37.4	0.39	0.53	(29.6)	8.81	581
上海电气	2727	4.12	3.00	持有	15.6	14.3	12.7	2.04	2.33	10.8	2.12	122
东方电气	1072	22.60	30.00	持有	18.3	14.3	12.2	2.76	0.00	22.3	10.68	453
中国自动化	569	2.46	2.75	买入	7.3	8.2	5.7	2.44	3.50	13.6	1.62	25
南车时代电气	3898	19.10	22.00	持有	20.1	13.0	11.9	2.95	3.27	30.2	5.52	207
威胜集团	3393	3.63	3.33	买入	15.1	11.2	9.2	2.98	3.64	28.5	2.91	34
天能动力	819	4.14	4.89	买入	10.8	6.5	5.4	4.64	5.51	41.4	1.15	45
阳光能源	757	0.95	0.93	持有	6.8	7.2	5.7	3.79	5.05	8.0	2.21	21
威灵控股	382	1.27	1.81	买入	6.6	5.6	5.0	3.72	4.20	15.5	0.78	36
志高控股	449	0.23	0.25	买入	3.4	10.1	4.6	2.97	6.57	(13.8)	0.36	18
天大石油管材	839	1.77	1.38	卖出	10.5	11.3	30.7	0.34	0.81	(41.4)	2.76	18
中国风电	182	0.40	1.11	买入	6.9	5.8	5.2	0.00	0.00	15.2	0.59	30
兴达国际	1899	4.03	4.95	买入	6.1	7.5	5.8	3.57	4.47	2.7	3.67	61
创维数码	751	3.78	3.71	买入	8.6	8.0	7.1	4.23	4.76	9.8	2.88	99
TCL多媒体	1070	3.25	3.00	买入	不适用	7.6	9.6	0.00	0.00	不适用	3.26	35
中集安瑞科	3899	3.77	3.66	买入	20.9	10.5	8.7	1.91	2.23	54.9	1.75	70
长城汽车	2333	14.64	15.40	买入	12.4	9.8	9.7	1.60	1.88	13.0	3.15	160
中国联塑	2128	4.58	4.89	买入	9.1	9.5	8.1	2.62	3.14	5.8	1.56	137
广汽集团	2238	8.18	9.12	买入	9.7	9.6	7.3	1.61	1.61	15.3	4.92	503
畅丰车桥	1039	1.64	1.43	买入	3.1	3.4	2.8	7.32	8.78	5.5	2.14	13
中升控股	881	15.74	16.00	买入	23.4	15.8	10.3	1.22	1.91	50.6	4.88	300
正通汽车	1728	9.50	8.25	买入	57.4	24.2	11.7	0.62	1.28	121.4	3.45	209
阳光纸业	2002	0.96	2.86	买入	3.8	3.3	2.2	6.25	8.75	30.9	2.04	8
兴业太阳能	750	4.42	6.59	买入	8.4	5.8	4.6	0.00	0.23	35.4	2.13	23
大昌行	1828	10.44	12.45	买入	13.4	13.4	11.0	2.20	2.59	10.4	5.18	190
福和集团	923	1.37	2.43	买入	6.5	6.2	5.3	2.92	3.65	11.3	1.70	34
庆铃汽车	1122	2.44	2.40	买入	16.9	13.6	9.2	5.90	8.85	35.4	3.49	61
三一国际	631	6.51	7.59	买入	25.0	19.7	15.1	0.92	1.08	28.6	1.53	202
敏实集团	425	9.25	8.45	买入	10.3	9.5	7.8	2.59	3.24	14.9	6.99	100
中国龙工	3339	3.21	3.60	买入	6.4	6.6	6.0	3.12	3.43	2.9	1.22	137
信义玻璃	868	4.87	4.66	持有	11.1	11.1	9.9	4.31	4.93	5.5	2.17	179
华晨汽车	1114	9.45	9.00	持有	34.2	21.3	16.1	0.00	0.00	46.0	1.95	473
山水水泥	691	6.90	6.24	买入	16.4	6.6	6.2	5.39	5.74	63.0	2.95	195
华润水泥	1313	6.63	5.94	持有	21.4	10.4	10.0	1.51	1.96	45.9	2.95	432
医药												
华瀚生物制药	587	1.39	1.90	买入	8.7	6.0	7.3	2.88	2.88	9.0	1.40	28
利君国际	2005	1.12	2.21	持有	10.2	10.2	9.3	3.04	3.21	4.4	0.96	27
联邦制药	3933	5.61	6.90	持有	7.2	10.6	7.2	3.76	5.35	0.0	3.93	73
神威药业	2877	13.12	11.00	持有	11.0	10.6	10.1	4.21	4.48	4.4	3.91	109
创生控股	325	2.29	4.25	买入	11.9	10.6	8.7	2.62	3.14	17.3	1.23	18
东瑞制药	2348	2.04	3.40	买入	8.1	7.4	6.1	5.39	6.86	15.5	1.05	16
中国生物制药	1177	2.31	3.32	买入	19.8	18.0	14.6	3.15	4.15	16.4	0.74	114
四环医药	460	3.05	4.10	买入	19.6	16.0	11.3	2.20	3.11	31.6	1.28	158
国药控股	1099	21.05	23.00	买入	33.1	26.9	19.3	1.12	1.55	30.9	5.17	174
同仁堂科技	1666	9.19	10.40	买入	7.6	15.6	13.0	3.13	3.92	(23.6)	2.54	24

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人传阅。未经批准,不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向,财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠,但第一上海不能担保其准确性或完整性,而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2012第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。



第一上海证券有限公司
 香港中环德辅道中 71 号
 永安集团大厦 19 楼
 电话: (852) 2522-2101
 传真: (852) 2810-6789
 网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)