

2009 年 6 月行业配置报告

联系人

桑俊

电话：0755-83707385

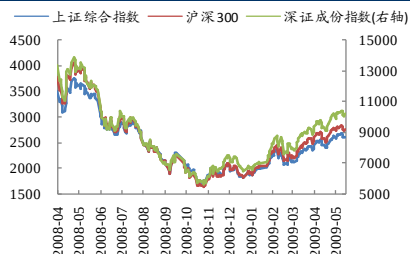
邮件：sangji@ghzq.com.cn

李军

电话：0755-83706353

邮件：lij06@ghzq.com.cn

市场走势



相关报告

《关注相对估值洼地与消费潜力组合》

——2009年5月行业配置报告

2009 年 4 月

《追寻政策倾斜下的好转预期》

——2009年二季度行业配置报告

2009 年 3 月

《关注长期利好政策，区别对待行业轮
动》——2009年3月行业配置报告

2009 年 2 月

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 进入 5 月份以来，美国、日本和欧盟众多宏观经济数据陆续公布，缓解了市场对于发达国家经济继续大幅下滑的忧虑。随着世界经济收缩的趋势好转，日本和欧盟二季度经济增速跌幅有望显著收窄，出口、消费和工业生产都将有所改善。
- 我们判断近期相关经济数据的反复不会改变经济增长的大趋势，同时考虑到同比的高基数效应，进入下半年之后，工业增加值将重新回到较高的增长水平。另外，我们还预计政府“保增长”相关政策会进一步出台，可能会通过推动垄断部门改革增加民间投资的活跃程度，深化居民保障和调整收入分配政策来引导消费稳定增长。
- 按照我们对居民中长期政府贷款以及住房按揭贷款的分析和测算，我们认为在央行适度宽松的货币政策以及居民消费杠杆增大的趋势下，2009 年房地产销售额有望超过 2007 年。出于对今年房地产销售额较快增长的预期，我们认为房地产下游的家具、建筑及装潢材料、家电及音像器材等行业以及房地产投资加快带来的建材、机械、钢铁等行业的销售增长可能会超出市场预期。
- 尽管研究员纷纷上调盈利预测，但是连续 5 个月的上涨已经比较充分反映了宏观经济反弹的预期，估值水平上升动力略显不足，市场分歧的存在导致证券市场维持高位震荡格局。
- 我们认为 6 月份的证券市场将呈现宽幅震荡的市场格局，建议投资者关注政府政策和房地产销售可能存在的超预期，逢低买入金融和房地产及相关行业优质上市公司。

经济数据喜忧参半，主要股指高位震荡

进入 5 月份以来，美国、日本和欧盟众多宏观经济数据陆续公布，缓解了市场对于发达国家经济继续大幅下滑的忧虑。不论美国银行业压力测试的结果是否存在水分，但是优于市场预期的测试结果加上近期经济领先指标的好转信号出现，市场对下半年美国经济触底反弹的信心明显加强。美国经济领先经济指标（LEI）由 3 月的 98% 上升至 99%，取得了自 2005 年 11 月以来的最高升幅，其 10 个成份指标中有 7 个指标出现了好转，周平均工作时间和周平均首次申请失业救济人数呈现的向好趋势。历史数据证实，如果经济领先指标能够实现连续三个月的持续回升，那么美国经济有望最早于下半年触底反弹。同时，随着世界经济收缩的趋势好转，日本和欧盟二季度经济增速跌幅有望显著收窄，出口、消费和工业生产都将有所改善。

当前，市场对美国、日本和欧盟经济触底回暖的预期在不断增强，避险资金开始不断流出美国国债。美元走弱的背后是原油和大宗商品价格的快速上行，货币增加和资金充裕的背后是市场通胀预期不断抬高，而商品价格的资本化加剧了这一作用，但是我们认为短期内商品价格仍将面临实际供需格局的制约。

按照我们二季度策略的判断，证券市场趋势是震荡向上，而盈利预期与企业盈利现实的差异可能会导致小幅调整。但是 5 月份证券市场走势要略超出我们的预期，我们认为主要有两个原因，一是政府政策密集出台，题材轮动特征明显；二是市场阶段性的过度反应房地产行业的回暖。

对于 6 月份的证券市场趋势，我们认为证券市场的基本格局为宽幅震荡。市场主要的下行风险：1. 经济增长趋势在二季度可能存在的反复；2. 企业盈利增速低于市场预期（金融行业企业盈利的同比增速高点普遍在去年一季度，而制造业企业盈利的同比增速高点普遍在去年二季度）。市场主要的上行风险：1. 继续超预期的政府政策出台，我们最近已经观察到政府有意放开部分垄断行业以活跃民间投资；2. 房地产销售超预期带来市场对房地产投资超预期的憧憬。

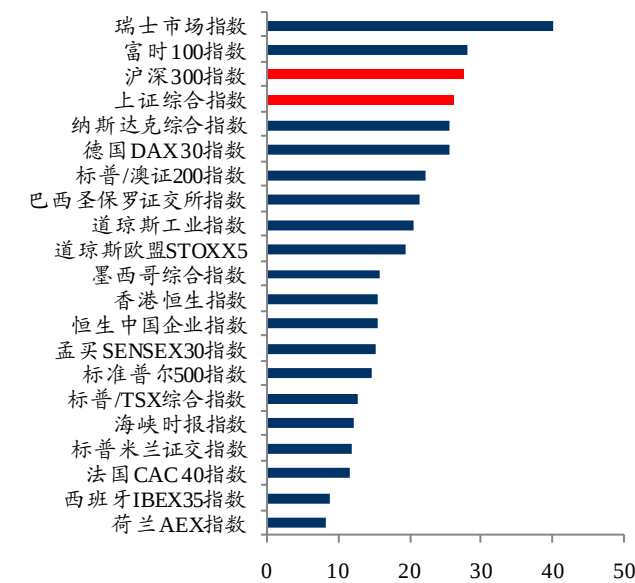
表 1 全球证券市场表现

	市场表现		
	本月	YTD	2008
孟买 SENSEX30	19.17%	40.86%	-52.45%
俄罗斯 MICEX	13.10%	68.01%	-67.20%
台湾证交所	11.52%	45.56%	-46.03%
巴西证交所	9.62%	38.06%	-41.22%

恒生指数	9.47%	18.10%	-48.27%
深证综指	5.83%	58.56%	-61.76%
日经 225	5.47%	5.09%	-42.12%
德国 DAX30	4.53%	3.65%	-40.37%
上证综指	4.48%	42.17%	-65.39%
标准普尔 500	4.30%	0.78%	-38.49%
英国富时 100	3.96%	-0.51%	-31.33%
道琼斯工业	3.74%	-3.45%	-33.84%
沪深 300	3.69%	49.62%	-65.95%
法国 CAC40	3.49%	1.62%	-42.68%

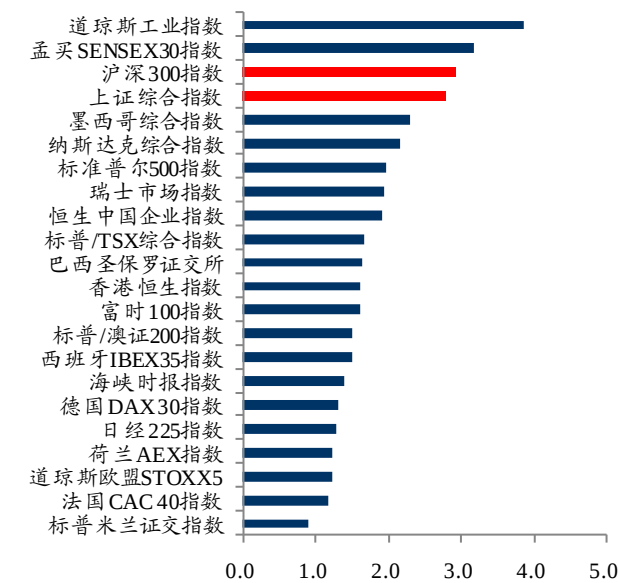
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 1 全球主要市场估值水平（动态市盈率）



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 2 全球主要市场估值水平（市净率）



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

表 2 主要行业市场表现

	市场表现			
	本月	年初至今	预测市盈率 (整体法)	市净率 (整体法)
有色金属	9.3%	99.7%	51.21	4.1
交运设备	9.7%	88.9%	24.08	3.3
采掘	15.3%	88.4%	20.91	3.08
综合	8.7%	83.0%	27.05	5.06
房地产	12.4%	83.0%	24.53	3.66
餐饮旅游	13.8%	73.4%	34.49	3.71
电子元器件	7.8%	72.1%	44.06	3.23
机械设备	10.1%	66.0%	27.14	4.49
家用电器	4.0%	61.6%	20.4	3.4
纺织服装	5.8%	61.5%	22.82	2.97
信息设备	3.1%	58.1%	26.95	3.69

轻工制造	3.2%	54.0%	23.98	2.43
化工	5.0%	50.4%	19.89	2.94
金融服务	3.2%	48.4%	14.14	2.41
商业贸易	3.8%	46.3%	23.87	3.57
交通运输	1.1%	46.1%	30.84	2.6
信息服务	1.3%	46.0%	29.12	3.33
建筑建材	1.8%	40.3%	21.35	2.92
黑色金属	5.9%	35.1%	19.68	1.55
医药生物	-0.4%	34.6%	23.42	4.32
农林牧渔	2.4%	32.2%	34.63	4.37
公用事业	4.5%	32.2%	26.06	2.79
食品饮料	1.1%	28.2%	26.16	5.34

资料来源：WIND、国海证券研究所

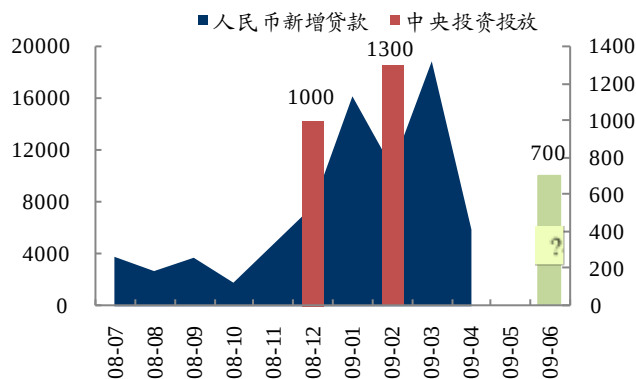
经济数据近期可能有所反复，但不改长期向好趋势

2009 年前五个月经济增长结构基本没有发生大的变化，固定资产投资的超预期增长贡献了经济增长的最大增量，而且这一趋势我们在 6 月份会得到进一步的确认；虽然主要发达国家经济呈现出渐次企稳的态势，但是考虑到居民资产负债表修复所带来的耐用品消费收缩短期难以好转，以机电产品为主的外需恢复艰难仍将制约我国出口回升的幅度；消费保持持续稳定增长，政府“促消费”相关政策的实施以及居民对经济增长和收入改善的预期将成为未来消费快速增长的重要推动力。

当前市场密切关注 5 月 PMI 数据的变化趋势，认为经济增长近期可能会出现反复，而作为领先指标的 PMI 数据将会有所回落，从历史趋势来看 PMI 的确存在着明显的季节因素。另外，考虑到与基础设施建设相关的钢铁、有色、水泥、专用设备和电力设备等行业 PMI 指数在 4 月都呈现出明显的回升态势，我们认为这些行业回暖的基础并不稳固，重工业生产经营活动的反复将会体现于 PMI 数据的波动。另外考虑到前 5 个月经济增长增量主要来源于固定资产投资的大幅增长，因此固定资产投资增速与中央投资投放进度有着一定的相关性，第三批 700 亿中央投资投放的推迟也在一定程度上影响了严重依赖于投资拉动的重工业的生产经营活动。

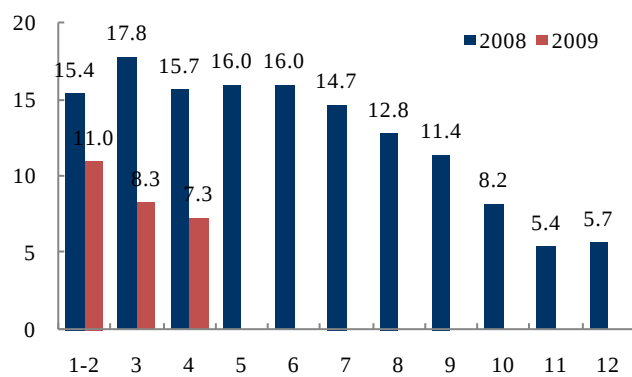
因此，我们判断近期相关经济数据的反复不会改变经济增长的大趋势，同时考虑到同比的高基数效应，进入下半年之后，工业增加值将重新回到较高的增长水平。另外，我们还预计政府“保增长”相关政策会进一步出台，可能会通过推动垄断部门改革增加民间投资的活跃程度，深化居民保障和调整收入分配政策来引导消费稳定增长。

图3 人民币新增贷款余额与中央投资投放节奏



资料来源：WIND、发改委、国海证券研究所

图4 工业增加值同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

产能过剩——行业回暖的机会与挑战

2009年前5个月，我们能够观察到很多数据都超出市场预期，尤其与终端消费相关的房地产销售额、汽车销售额以及象征高端消费的百货销售额，政府政策推动是一方面，另外也证实度过了去年的经济恐慌之后，居民收入预期有所好转。但是这些终端消费的利好并没能有效传导到基础生产领域，第二产业中钢铁、有色、化工等行业仍然陷于困境；建材行业中的水泥景气度良好，但是也面临局部产能过剩的压力；相对生产经营状况较好的煤炭行业，也主要依赖于大幅关停小煤矿以及大型煤炭企业的限产措施。

因此，制造业中的重工业普遍面临着产能过剩的压力，这是制约终端产品价格上行的主要压力，也是我们之前对有色金属行业、钢铁行业和化工行业相对谨慎的主要依据。尽管由于相关行业产业振兴规划出台引发一些交易性机会，但是我们重点仍然关注超预期的需求增加（如下游房地产和汽车消费的超预期）和供给减少（主要是政府淘汰落后产能以及企业重组的进程）。

图5 螺纹钢0909合约与钢铁行业指数走势

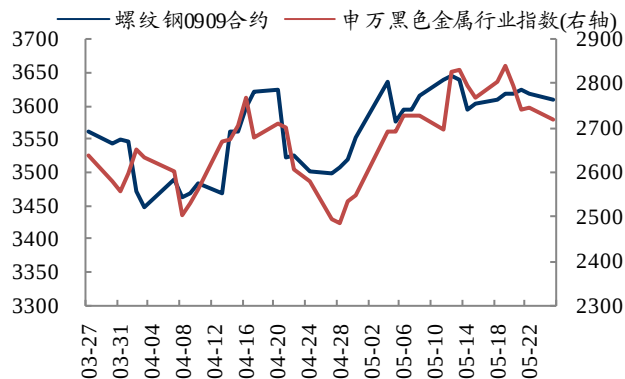
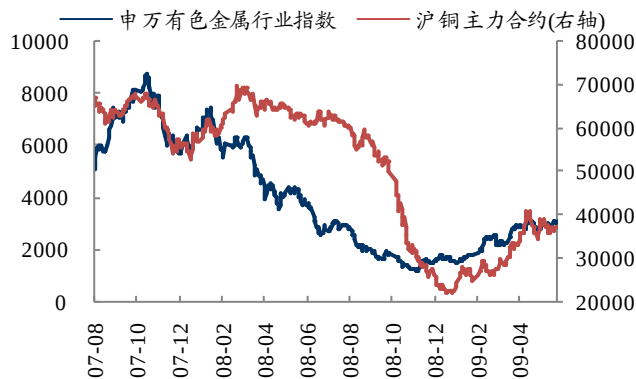


图6 沪铜主力合约与有色金属行业指数走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

消费再杠杆趋势明显，房地产销售额有望超过 2007 年

在美国消费者仍然在依赖储蓄加快资产负债表的修复不同，中国充足的国际储备以及居民相对较高的储蓄率都决定了中国经济的未来增长将明显依赖于“消费驱动”。因此，政府政策倾斜和经济好转预期下的居民消费的杠杆化趋势明显，我们上月就曾分析过的房地产和汽车行业的高度景气仍将持续。

居民房地产消费再杠杆趋势明显

2009 年前 4 个月房地产销售额远超市场预期，政府去年以来陆续出台的房地产利率优惠和税费优惠利好，加上经济好转预期下居民消费倾向的提高，直接导致了今年依赖房地产销售市场的显著回暖。目前市场的主流观点在于，房地产市场当前的量价齐升的态势不可持续，未来价升量跌会使得房地产销售的未来趋势存在一定变数。

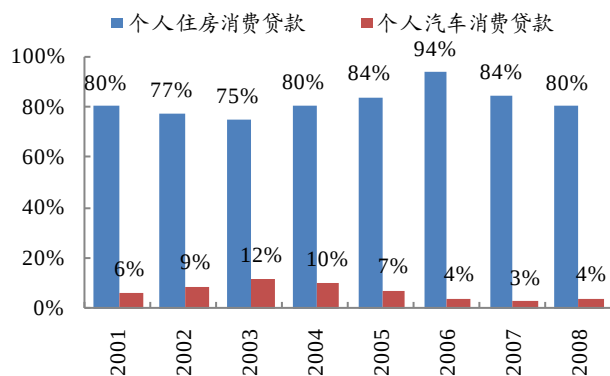
相对而言，我们认为由于房地产一级、二级、三级市场都开始次第活跃，政府土地出让的进程将逐步加快，但是考虑到 2007 年以来房地产企业的拿地规模和房地产开发周期，房地产市场供给的加快将有效抑制房价的上涨空间，使得未来房地产销售相对稳定。

我们对房地产销售量的预判主要是建立于对居民消费贷款分析的基础之上。从目前居民资产负债表来看，我国居民消费的杠杆主要来自于对住房和汽车的消费，其中汽车消费主要以短期贷款为主。根据央行定期公布的按部门分类的金融机构人民币信贷收支表的数据来看，我国居民消费贷款存在着以下几个特点：

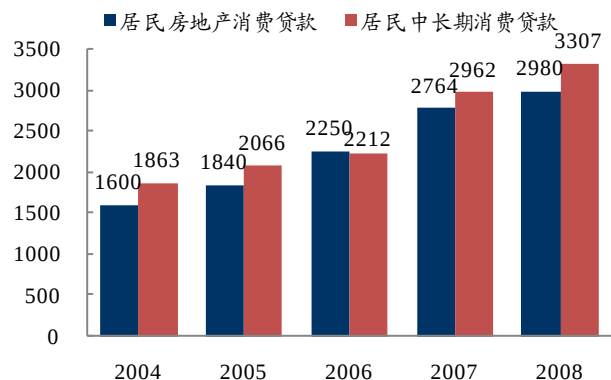
1. 在居民消费贷款中，房地产和汽车消费贷款占据了接近 90% 的比重，仅在 2008 年略微下滑至 85% 左右。但是考虑到汽车消费贷款和房地产消费贷款的不同贷款期限，其中居民汽车消费贷款主要集中于短期消费贷款，而住房消费贷款主要集中于中长期消费贷款。我们预计居民中长期贷款中房地产消费贷款的占比超过 90%。

图 7 居民住房和汽车贷款占居民消费贷款比重

图 8 居民住房消费贷款与居民中长期贷款余额



资料来源：CEIC、中国人民银行、国海证券研究所



资料来源：CEIC、中国人民银行、国海证券研究所

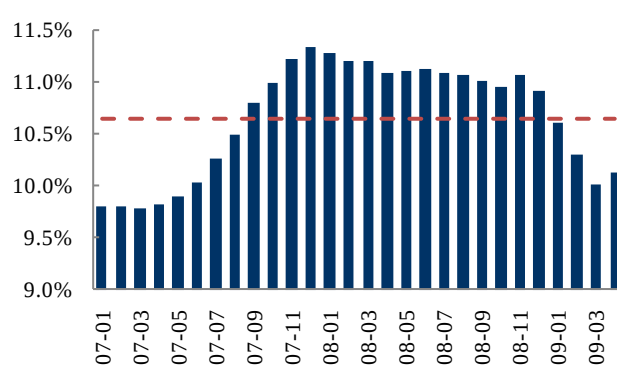
2. 居民中长期消费贷款在全部贷款余额比重保持稳定。从2007年至今，尽管房地产市场出现了大幅调整，并且其间央行还对商业银行信贷投放进行了窗口指导，但是居民中长期消费贷款占比保持稳定，均值为10.65%。

图9 住宅销售额与居民中长期贷款

图10 居民中长期消费贷款占贷款余额保持稳定



资料来源：WIND、中国人民银行、国海证券研究所



资料来源：CEIC、中国人民银行、国海证券研究所

3. 居民中长期新增贷款要远小于房地产新增销售额。依据政府对房地产贷款首付比率和贷款利率下浮比率的政策，我们假定2007、2008和2009年居民购置住房时平均首付比例分别为40%、35%和30%，另外假设一次性现金购房比例为10%，以此计算出来的新增房地产消费贷款仍然远大于居民中长期贷款增量。

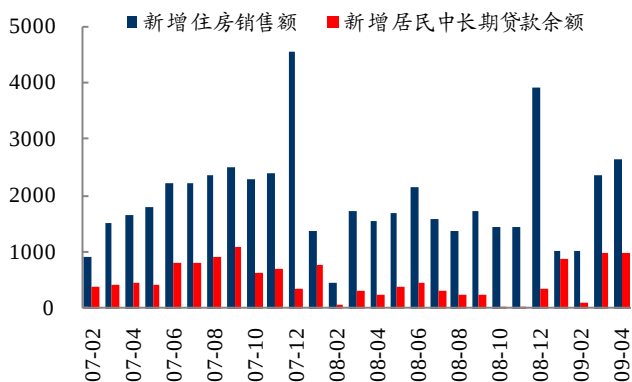
因此，尽管按照房价收入比和房价租金比所计算的水平要远高于国际平均水平，但是我国居民房地产贷款的还款速度要远高于市场预期。从当前房地产新增销售和居民中长期贷款的比例来看，居民每个月旧房贷还款能够覆盖绝大部分的新增住房贷款。

4. 经济和收入好转预期下，居民住房消费还旧房贷的速度放缓，而新增房贷的速度大大加快。

(1) 考虑到去年下半年以来消费者对未来经济增长和收入增速预期的大幅恶化，因此纷纷降低住房消费贷款的杠杆，直接导致新增中长期消费贷款的降幅远大于房地产销售贷款的降幅，我们认为主要是由于消费者在经济预期不明朗的情况下加快了按揭还款的力度。

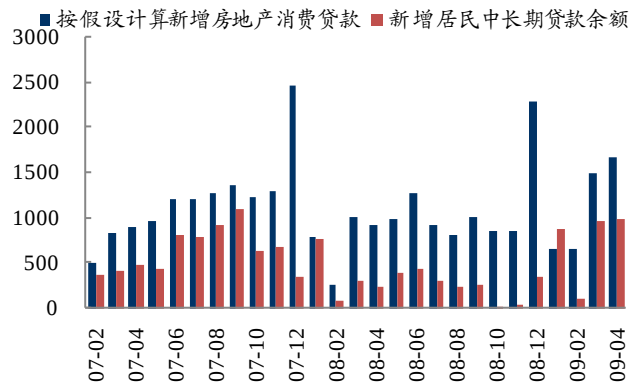
(2) 进入 2009 年之后，随着消费者对经济复苏信心的增强，房地产销售额在前 4 个月超过 2007 年达到历史新高，同时居民中长期消费贷款也呈现出明显的加速扩张趋势。因此，我们判断经济低迷时居民降低消费杠杆，而经济复苏后提高消费杠杆的趋势仍将持续，以此支撑未来房地产销售额的持续。

图 11 新增住房销售额与新增居民中长期贷款余额变化趋势



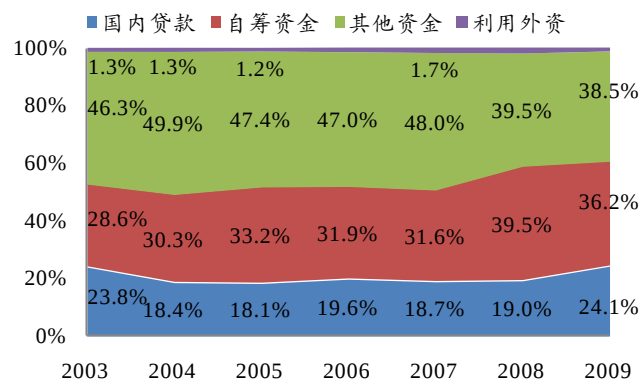
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 12 假设条件下的新增房地产消费贷款变化趋势



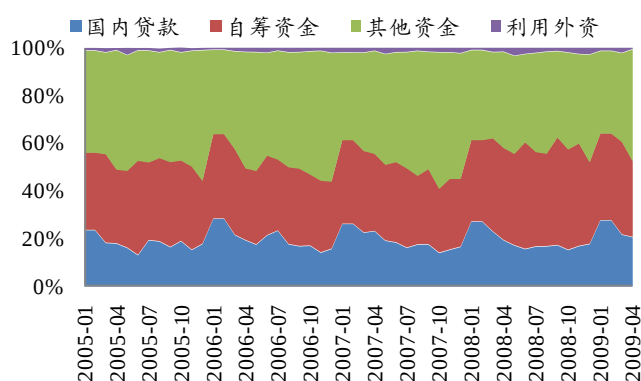
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 13 房地产开发贷款资金来源年度累计占比



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 14 房地产开发贷款资金来源月度占比



资料来源：WIND、国海证券研究所

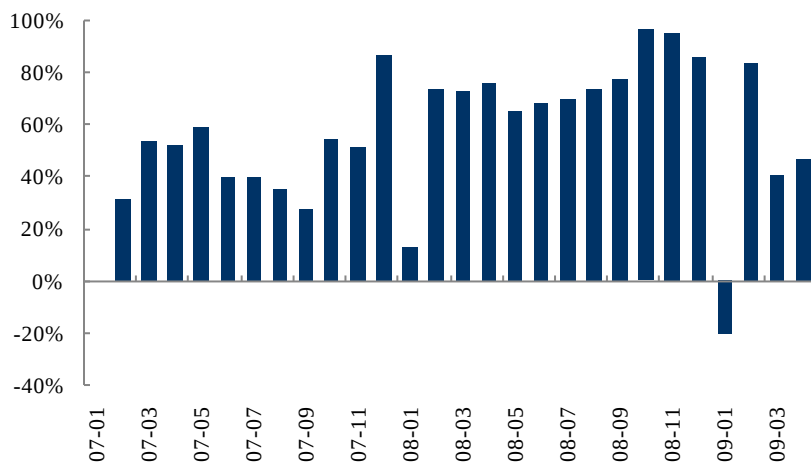
房地产销售额有望超过 2007 年

我们继续上文的假设，同时假设居民住房贷款占居民中长期贷款的比重为 90%。另外，央行按照既定的货币政策目标不变，即 2009 年新增信贷投放 8 万亿。那么，根据居民中长期贷款占贷款余额的比重以及居民还旧房贷占新增房贷的比例来进行敏感性分析，其结果证实在央行

适度宽松的货币政策以及居民消费杠杆增大的趋势下,2009 年房地产销售额有望超过 2007 年(2.5 万亿)。

出于对今年房地产销售额较快增长的预期,我们认为房地产下游的家具、建筑及装潢材料、家电及音像器材等行业以及房地产投资加快带来的建材、机械、钢铁等行业的销售增长有望超出市场预期。

图 15 居民还旧房贷占假设条件下新增房贷的比例



资料来源: 国海证券研究所

表 3 2009 年房地产成交额的敏感性分析

		居民中长期贷款余额占全部贷款余额比重					
		10.50%	10.60%	10.70%	10.80%	10.90%	11.00%
旧房贷还	35%	17425	18361	19297	20233	21170	22106
款占假设	40%	18289	19303	20317	21332	22346	23360
条件下应	45%	19310	20417	21523	22630	23736	24843
新增房贷	50%	20536	21753	22970	24188	25405	26622
的比重	55%	22034	23387	24739	26091	27444	28796

资料来源: 国海证券研究所

美元走弱会带来大宗商品超配的机会?

我们 5 月份对于大宗商品等受益于通胀预期的行业保持谨慎,6 月份我们将延续这一观点。近期美元的走弱在我们的预期之内,但是我们并不认为近期美元会大幅贬值。当前美国金融部门和居民资产负债表的修复还需要很长时间来消化,企业和居民消费收缩已经体现为美国经常账户逆差的逐渐收窄。另外,我们的宏观小组也判断美国经济可能会先于日本和欧盟复苏,相对于美元,日元和欧元未来可能的贬值压力会更大。随着大宗商品的高涨和美元的走弱,人民币汇率出现升值趋势,尽管可能对出口再次构成压力,但是有助于制造业在需求不振的情况下缓解进

口大宗商品带来的成本压力。

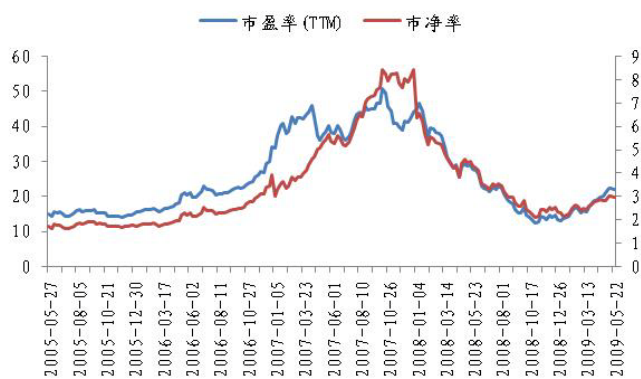
在近期美元大幅度贬值不可持续而终端需求仍然不振的情况下，证券市场相关行业的投资机会主要还是来自于相关政府政策刺激下的交易性机会。

估值水平上升动力略显不足

5 月证券市场总体上呈现出冲高回落、高位震荡的态势。尽管研究员纷纷上调盈利预测，但是连续 5 个月的上涨已经比较充分反映了宏观经济反弹的预期，估值水平上升动力略显不足。截止至 5 月 25 日，整个 A 股市场的市盈率（TTM）为 22.15 倍，市净率（按 2009 年 1 季报）为 2.88 倍。行业中 PE 高于市场平均水平的有 20 个行业，其中 PE 在 30 倍以上的行业为 16 个。PE 最低的分别是金融服务、信息服务和采掘，其 PE 水平分别为 15.23 倍、15.92 倍和 20.75 倍，PE 最高的三个行业为有色金属、综合和电子元器件，其 PE 水平分别为 49.48 倍、48.77 倍、48.38 倍。PB 最低的分别是黑色金属、轻工制造和金融服务，其 PB 水平分别为 1.57 倍、2.27 倍和 2.44 倍，PB 最高的三个行业为食品饮料、综合和机械设备，其 PB 水平分别为 5.18 倍、4.9 倍、4.44 倍。

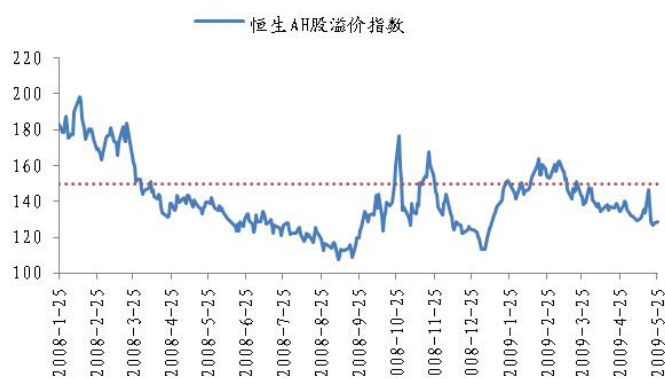
随着证券市场的持续反弹，证券市场的高位震荡也证实投资者分歧也在逐步加大，这也是导致市场近期震荡调整的重要原因。不过，恒生 AH 溢价指数持续下降趋势，有助于部分缓解证券市场的估值压力。

图 16 上证综指历史估值水平



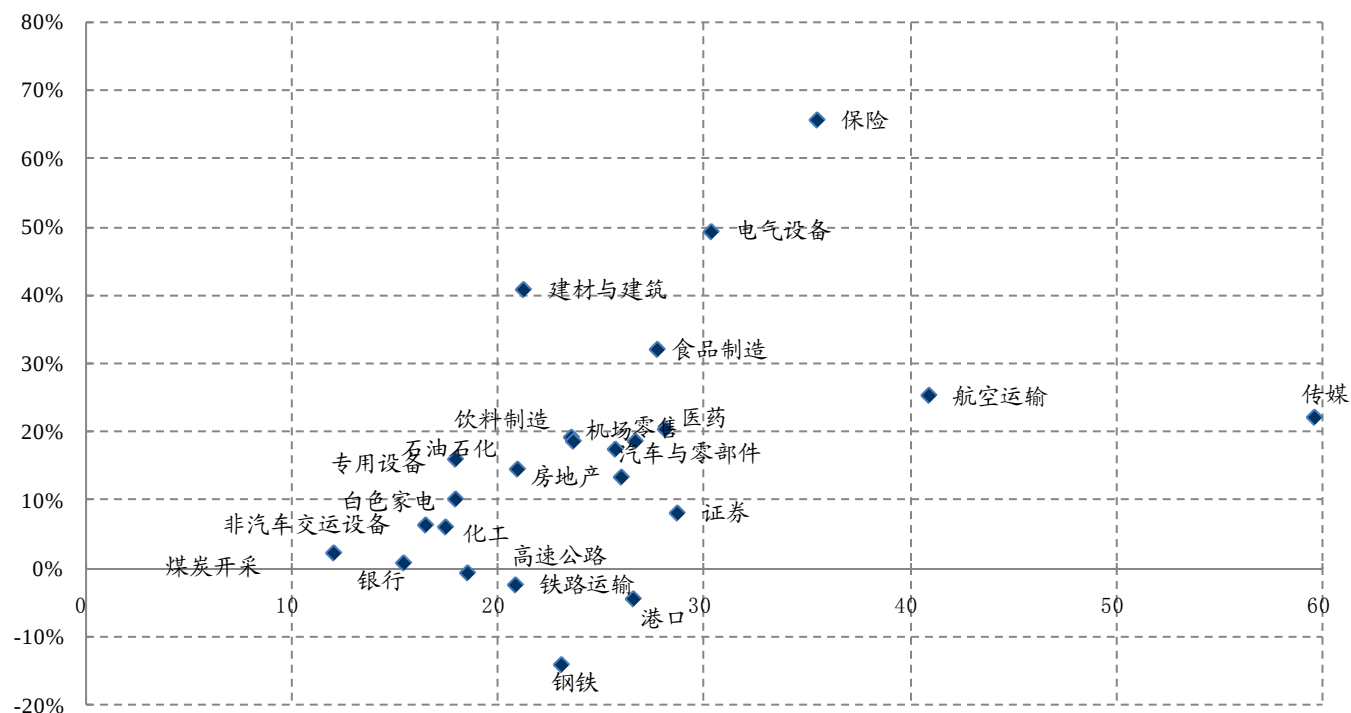
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 17 恒生 AH 溢价指数



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 18 沪深 300 重点行业 2009 年市盈率与近两年复合增长率



资料来源：WIND、国海证券研究所

重点行业分析

商业零售——行业逐步进入整体复苏阶段

（栾雪飞，0755-83716973）

□ 二季度销售有望超出市场预期：一季度是行业最差阶段，名义消费增速很可能已经见底，预计二季度整体将有所回升。内生增长部分，伴随同比基数的逐渐降低，企业有望在5月份以后实现同店正增长；外生增长部分，行业回暖也会通过缩短新店培育时间缩短新店盈利时间。6月份的投资机会将存在于09年下半年整体行业基本面好转的预期能否兑现，以及将更多存在于依据基本面进行的个股选择方面，如基本面较好、同店销售恢复迅速的广州友谊，有资产注入预期的广百股份、新世界，受益于家电下乡、家电进城、以旧换新政策的苏宁电器，同时存在多种题材的上海本地商业股百联股份、豫园商城，还有从4月份开始同店增长开始摆脱同店负增长、估值低、受益于电费下调的武汉中百；鉴于09年下半年行业整体向好预期及去年同期基数下降带来的同比增长压力缓解，维持行业“强于大市”评级。重点关注百联股份（600631）、豫园商城（600655）、苏宁电器（002024）、武汉中百（000759）。

通信——设备行业景气延续、3G业务摸索前行

（蒋传宁，0755-83706290）

通信设备景气延续。在国内各大运营商加大移动设备投资拉动下，

2009 年国内电信设备行业景气高涨。移动设备投资增长将带动光通信设备、光纤光缆、辅助设备、支撑系统、优化设备景气上升。随着中国联通 5 月 17 日推出 3G 试商用服务，国内三大电信运营商 3G 业务均已展开。我们相信，随着 3G 服务的探索、内容逐步丰富以及 3G 用户规模的上升，2010 年国内电信服务有望恢复增长。通信设备景气背景下，未来增长确定的设备厂商逢低可继续介入，分享行业成长，如中兴通讯、新海宜等。中国联通短期业绩虽然缺少动力，但长期来看，随着其竞争地位的逐步提升，3G 业务的开展，未来潜在发展空间较大，逢低可作为投资选择。

电气设备——政策助力促行业持续发展

（孙林，0755-83716909）

□ 近期种种政策及未来将出台的行业细则，使我们保持相信，未来行业仍可享受国家的扶持和投资的所带来的高成长。目前两网公司对于特高压电网重点投资化、电网自动化和智能化的发展更加重视，二次设备的需求将日益增长。我们认为输变电一、二次设备，水电设备景气度仍将保持景气，风电设备可能在 2010 年就出现有一定过剩，可能会出现一定洗牌，光伏发电产业处于内部整合和需要政府政策扶植的阶段，仍将值得关注。核电的发展将继续稳健的发展，火电设备在中短期内仍面临需求下降的局面。目前的估值处于一个相对高但仍较合理，由于目前规划拟定了产业调整和振兴框架，实质性的细则未来将逐渐清楚，表明了国家对于装备制造业升级和新能源，电气节能环保设备的重点支持的决心和投资方向。我们调高整个电气设备行业为“强于大市”。个股仍推荐特变电工，许继电气，东方电气。

煤炭——会计政策、资源税对煤炭行业构成“隐形利空”

（张晓霞，0755-83716754）

6 月份，煤炭行业继续运行在供求平衡中。运输方面，大秦铁路在 5 月 15 日结束检修，煤炭的铁路运力和海运运力相对宽松。煤炭产量方面，山西等地的小煤矿复产进度仍较为缓慢，这在一定程度上减轻了内蒙等地的煤炭产量大幅增加带来的产量压力。煤炭需求仍较低迷：夏季用电高峰到来使得用电量有所增加，但工业用电受金融危机影响，尚不能有效恢复，电力用煤需求在低位徘徊；钢铁仍在亏损边缘运行，焦煤需求、焦炭需求仍十分低迷。我们判断在供需平衡状态下，煤炭价格走势将较为平稳。会计政策调整、资源税等两项对煤炭股构成一定压力，但并不值得特别担心，是隐形利空。最新的关于安全费用的会计政策的

征求意见稿将安全费用全额在税前扣除，这将减少会计报表中的税后净利润，进而减少煤炭股的每股收益，但不影响所有者权益，并不影响煤炭企业的企业价值。因此，我们认为此项利空是隐形的。另外，资源税征收又风生水起，在目前煤炭行业仍处不景气中、煤炭企业税费负担较重的背景下，煤炭资源税推出的时间将推迟，同时，资源税征收比例将小于传闻中的 10%，如果征收比例定在 5%，考虑到同时现有的一些费用将被合并入资源税中，我们认为资源税对行业的影响并不很明显，也是另一个隐形利空。维持对 6 月份煤炭行业的中性投资建议，但考虑到中国神华具有稳定的业绩增长、较低的估值、明确的 A+H 股回购预期，推荐买入中国神华。

房地产——成交持续旺盛保证 09 年业绩，警惕“价升量跌”

(赵铎, 0755-83703307)

□ 本轮周期领先表现的深圳近期出现“价升量跌”，这很可能成为下一阶段全国市场的共同趋势。而由于当前购买力提升空间有限，需求的价格弹性应该较高，“价升量跌”对行业持续盈利是不利的。随着销售大幅好转和银行对开发贷款的放松，开发企业资金实力得到明显提高，而可售面积的迅速减少产生加大开发力度的需求，因此预计未来房地产投资增速有望回升。但我们认为当前仍不是开发企业大规模增加土地储备的适当时机，主要原因在于：第一，全行业的潜在存货压力仍较大；第二，许多上市公司自身储备项目数量并不少；第三，全国土地交易价格实际并未出现明显下降。政府近期表现出的态度并不认同房价上涨，而货币政策持续放松的力度和时间不能太过乐观，因此我们预计政策对行业的影响将由积极偏向中性。基于对 6 月成交量冲高回落和政策支持转中性的判断，我们维持行业“中性”评级，对全国市场地位不断提升的万科、保利、招商、金融街，以及受益区域规划提升的陆家嘴、张江高科、深振业维持“增持”评级。

食品饮料——大众消费品龙头公司成本压力持续减轻

(刘金沪, 0755-83704943)

□ 从近期产量和 2009 年一季度上市公司表现来看，食品饮料上市公司业绩全年可望平稳增长。消费税严格征收会影响到白酒公司短期业绩，其中五粮液和泸州老窖影响相对较大，而山西汾酒由于目前避税程度较小而基本无影响。生猪价格下跌符合预期，将减轻肉类加工子行业的成本压力，对盈利能力有提升，相关肉制品上市公司会持续受益。□ 乳业仍然处于恢复期，以伊利为代表的国内乳制品龙头公司在以奶联社

为主要形式的新型乳业生产关系探索上迈出了可喜的一步。维持行业“中性”评级，个股依旧推荐配置“泸州老窖”和“双汇发展”，同时建议关注正处于营销改善途中并受预期消费税调整不利影响较小的山西汾酒（600809），以及受益于成本压力减轻的乳制品行业龙头公司的投资机会。

农林牧渔——政策调控价格走向

（孙霞，0755-83706347）

□ 未来价格走势主要看政策。稳定农业生产、促进农民增收是今年农业的重点工作。在我国粮食供过于求下，国家采取最低粮食收购价及国家临时收储措施稳定农产品价格。而若需求增加带来农产品价格上升，反弹至一定程度，国家就有可能通过抛储而抑制农产品价格的上升。

继续看好制糖行业。09/10 榨季广西甘蔗收购价的出台，有利农民控制糖料种植面积，及使农民与糖企利益更关联。国家抛储或将抑制棉价的上调。随着生产有所恢复，纺织企业开始集中补充棉花库存，棉花价格出现上涨行情。面对资源可能紧张，中国储备棉管理总公司拟抛出 150 万吨储备棉。而根据储备棉出库预案，将会择机投放储备棉，稳定棉花市场价格。我国生猪养殖企业仍处于低谷，《调控预案》即将启动，但以何种方式、何时进行收储，尚不明确。我国生猪养殖业仍处于低谷，但收储将平抑猪肉的下滑速度。在国家政策下，农产品价格将保持稳定。农业板块静态市盈率、市净率分别为 44.72、3.64，分别是沪深 300 的 2.25、1.3，估值不具优势，下调行业评级至“中性”。继续推荐制糖和种子行业，建议关注南宁糖业（000911）和敦煌种业（600354）。

医药——新流感潮头涌动 新医改耕耘明天

（张伟，0755-83707451）

□ 发改委最新公布的医药制造业经济指标显示，受新医改带来医药消费增长的效应持续推动以及化学原料药产品出口出现回升刺激，医药行业生产与销售继续保持稳定增长，3 月份出口出现明显反弹。4 月底至今，新型 A/H1N1 流感在全球的暴发和蔓延增加了公众对流感防治相关医药产品的即时需求与预期期待，同时给资本市场上医药板块投资带来涌动。继受到全球金融危机以及行业周期性影响，化学原料药行业景气持续下滑后，近期化学原料药出口出现止跌回升迹象，但化学原料药行业景气复苏能否持续仍待观察。尽管新医改的推行中仍然面临公共投入尚未完全确定、制度改革尚需进一步深化等问题，医药行业未来继续保持稳定向好的总趋势仍然值得期待。目前医药板块估值的相对优势并

不突出，基于 6 月份的医药行业投资策略，给予医药行业“中性”的投资评级。继续给予具有长期稳定增长前景，以及相对估值具有一定吸引力的恒瑞医药（600276）、益佰制药（600594）“增持”的投资评级；同时，考虑到化学原料药温和反弹可望带给相关企业重归上升的推动以及企业快速扩张带给公司业绩的增长前景，给予浙江医药（600216）、人福科技（600079）“增持”的投资评级。

有色金属——有色金属板块调整的风险加大

（黄皓，0755- 83704850）

近期美元的短期急剧下挫不会导致美元的崩溃。美元的急剧下滑也是 5 月引发 LME 基本金属价格上涨的重要因素，基于对美元短期下挫原因及基本面的分析，我们认为美元崩溃的可能性太小，继续对美元走势的悲观判断也需斟酌。国务院决定实施汽车、家电“以旧换新”政策试点。基于我们的粗略估算，此政策拉动的铜消费量为 3.8 万吨，仅占我国 4 月精炼铜产量与进口量之和 65.6 万吨的 5.8%，对拉动我国金属需求的作用有限。仍维持行业弱于大市的投资评级。尽管 5 月 A 股有色金属板块在 4 月调整后表现较好，但基于我们的判断，仍维持二季度策略 A 股有色金属板块弱于大市的投资评级。我们下调了部分重点公司的投资评级，目前未有重点公司处于增持以上评级。

6 月行业配置

我们认为 6 月份的证券市场将维持宽幅震荡的市场格局。经济增长相关数据的反复以及企业盈利增速放缓可能会在短期影响市场预期，与不太具有吸引力的估值水平一起制约证券市场的继续上行。

不过今年以来，政府政策在证券市场中的作用不可忽视，如果政府如期放开部分垄断行业以活跃民间投资，那么石油、铁路、电力、电信、市政公用设施等传统垄断行业相关上市公司值得关注。我们建议投资者关注证券市场震荡期间的买入机会，逢低增持金融和房地产行业相关企业，我们认为房地产销售超出市场预期可能会带来市场对房地产投资的快速增长以及房地产下游行业企业盈利增长。

表 4 6 月份行业配置

超 配	标 配	低 配
银行	煤炭	有色金属
商业零售	家电	钢铁
房地产	农林牧渔	
电气设备	食品饮料	
通信	汽车	
	医药	
	建材	
	电力	

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。