

等待风格根本转换的预期拐点

——2010年下半年行业比较分析



朱安平 A0230203100026 夏钦
2010. 6. 11



申银万国 · 2010年下半年投资中国论坛
Shenyin & Wanguo Securities Forum • Investing in China in 2H10

2010年春季行业比较主要观点（2010.3.19）

- 根据宏观判断，A股二季度盈利能力可能回落，从而导致分析师阶段性持续下调2010年盈利预测，我们预计A股重点公司2010年一季度和全年利润增速分别为48%和27%
- A股估值将总体维持高发散状态，二季度行业风格根本转换不会发生，传统行业分类下的行业超额收益差异将相对缩小
- 周期类行业因政策转型力度加大、需求后续回落、成本压力上升导致不良景气预期，压制估值提升；
- 结构性的零售、中药、食品饮料等行业将显示出业绩推动和估值提升兼具的超额收益机会
- 移动互联网、新能源、节能减排等新兴需求将推动电子、信息、设备制造、材料等行业相关公司获得估值提升为主的超额收益机会

春季报告会推荐行业效果（2010.3.19-2010.6.11）

春季报告推荐行业大部分继承了2009年11月报告的重点推荐

完全区间测算，期间无调整

行业比较行业	起始日期	结束日期	代码	区间涨跌幅	区间超额收益	评级
中药	2010-3-19	2010-6-11	801155.SI	9.0	24.5	看好
零售	2010-3-19	2010-6-11	801201.SI	(6.0)	9.6	看好
食品饮料	2010-3-19	2010-6-11	801120.SI	(2.3)	13.3	看好
家电			801110.SI	(12.5)	3.1	看好
新兴行业						看好
电子元器件	2010-3-19	2010-6-11	801080.SI	1.3	16.8	
通信设备	2010-3-19	2010-6-11	801102.SI	(15.0)	0.6	
电气设备	2010-3-19	2010-6-11	801071.SI	0.6	16.2	
计算机应用	2010-3-19	2010-6-11	801222.SI	(3.4)	12.2	
传媒	2010-3-19	2010-6-11	801221.SI	(15.2)	0.4	

本次行业比较最新观点:

- 下半年，在结构调整、政策调控的背景下，市场对低估值的周期类行业持续悲观和对高估值的稳定类行业持续乐观总体延续，市场估值体系可能从此转向在更大分散程度上震荡
- 现实继续证实我们前期对业绩趋势的判断，市场一致预期将继续下调2010年盈利预测。我们再次下调2010年重点公司利润增速至24%
- 从中长期看加速城镇化将使周期类行业仍有较快增长机会，但中短期房地产调控、经济回落、节能减排配套措施等悲观预期未完全释放，业绩面临下调，有待稍后经济回落见底；节能减排政策出尽、落后产能淘汰坚决；加速城镇化出现明确政策信号等因素出现后将会出现显著上涨的超额收益机会
- 消费类行业景气趋势总体继续向好，总体相对估值仍然不高。部分行业短期偏高的估值在阶段性调整后仍有业绩增长推动的超额收益机会。继续看好零售，食品饮料等行业
- 继续看好新兴行业的前景，但相关公司总体估值偏高，可能会受到创业板估值泡沫破裂的负面影响，重在自下而上选择公司
- 综合各类因素，我们看好零售、航空运输、食品饮料、铁路运输、软件等行业三季度甚至下半年的表现，密切关注水泥、造纸、钢铁、保险等行业可能因扭转市场悲观预期的拐点出现而导致的大幅反弹（或反转）带来的超额收益机会

资料来源：Wind, 申万研究

年度关键假设：二季度宏观预期基本稳定

- 二季度以来我们对主要经济指标预期平稳；
- 2010年主要调整：上调出口增速；下调房地产新开工增速；加息预期淡化

		最新预测	2010-6-17	本次调整相对于		2010-6-3	
经济指标（6月17日）	2009F	2010F	2011F	2012F	2010F	2011F	2012F
世界经济指标							
全球GDP增速（%）	-0.9	3.8	4.0	4.3	0.0	0.0	0.0
美国GDP增速（%）	-2.4	3.0	3.2	2.3	0.0	0.0	0.0
世界贸易量增速（%）	-10.8	3.0	4.8	6.0	0.0	0.0	0.0
国内经济指标							
GDP：实际（%）	8.7	10.2	9.6	10.5	0.3	-0.1	0.0
工业增加值增速（%）	11.0	16.0	15.5	16.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资增速（%）	30.5	25.0	23.6	28.0	0.0	-1.4	0.0
房地产投资增速（%）	16.1	27.8	11.5	15.0	0.0	0.0	0.0
社会消费品零售总额增速（%）	15.5	18.5	18.0	19.0	0.0	-0.5	0.0
进出口总额增速（%）	-13.9	28.1	15.1	23.9	0.0	0.0	0.0
出口（%）	-16.0	28.5	15.5	22.9	6.6	0.0	0.0
进口（%）	-11.2	35.5	14.6	25.0	0.0	0.0	0.0
房地产销售面积增速（%）	50.9	-15.0	10.0	12.0	0.0	0.0	0.0
房地产新开工面积增速（%）	12.5	13.9	-2.8	10.0	0.0	0.0	0.0
汽车整车销量增速（%）	38.0	17.6	11.2	11.8	0.0	0.0	0.0
发电量增速（%）	7.0	10.3	11.5	12.5	0.0	0.0	0.0
居民消费价格指数（CPI）	-0.7	3.2	3.0	4.0	0.0	-0.5	0.0
生产资料价格指数（PPI）	-5.4	5.5	3.0	5.0	0.0	-1.0	0.0
人民币贷款余额增速（%）	31.3	20.1	16.0	15.0	0.0	0.0	0.0
M2（%）	27.7	17.8	16.6	16.1	0.0	0.0	0.0

季度关键假设：下半年经济持续回落

- 下半年经济持续回落，出口回落最快
- 流动性指标后续将持续回落

季度经济指标	2009E	1Q10E	2Q10E	3Q10E	4Q10E	2010E
美国GDP增速 (%)	-2.4	3.2	3.8	2.0	2.5	3
GDP：实际 (%)	8.7	11.9	10.5	9.7	9.1	10.2
工业增加值增速 (%)	11.0	19.6	16.8	15.3	14.0	16
固定资产投资增速 (%)	30.5	26.4	25.4	25.2	23.8	25
房地产投资增速 (%)	16.1	35.1	38.0	28.0	16.0	27.8
出口 (%)	-16.0	28.8	37.1	28.0	18.0	28.5
居民消费价格指数 (CPI)	-0.7	2.2	3.1	3.8	3.3	3.2
生产资料价格指数 (PPI)	-5.4	5.2	7.0	5.7	5.2	5.5
人民币贷款余额增速 (%)	31.3	21.8	18.6	19.3	20.0	20.08
M2(%)	27.7	22.5	19.3	18.8	17.8	17.8

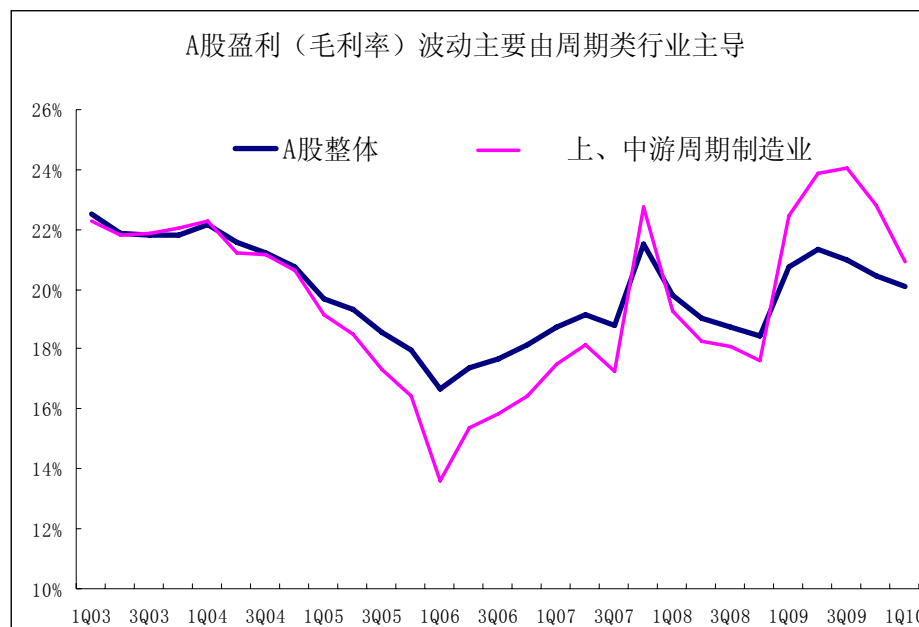
资料来源：CEIC, 申万研究

主要内容

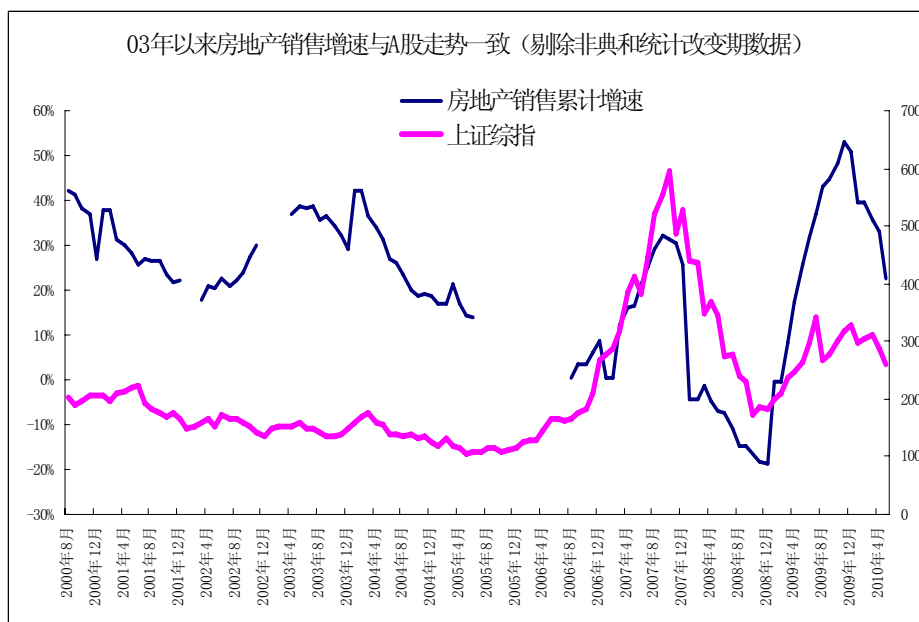
1. 中短期与中长期矛盾预期使A股估值体系转变
2. 盈利预期：整体继续下调，下游稳定
3. 周期类行业：短期盈利恶化，期待预期改变
4. 消费类行业：中长期向好预期支撑高估值
5. 新兴行业：自下而上看个股机会
6. 推荐行业总结

1.1 过去10年A股市场业绩主要由周期类行业主导

- A股业绩波动主要受到周期类行业的影响;A股可流通市值的主体也是周期类行业
- 房地产产业链构成了上市公司周期类行业的主要部分
- 房地产行业预期成为A股市场的重要预期主导因素



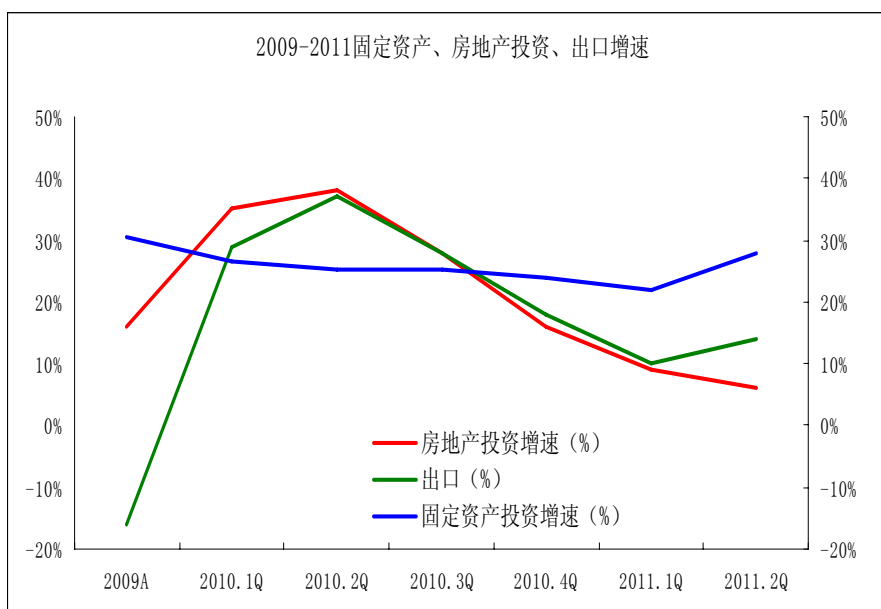
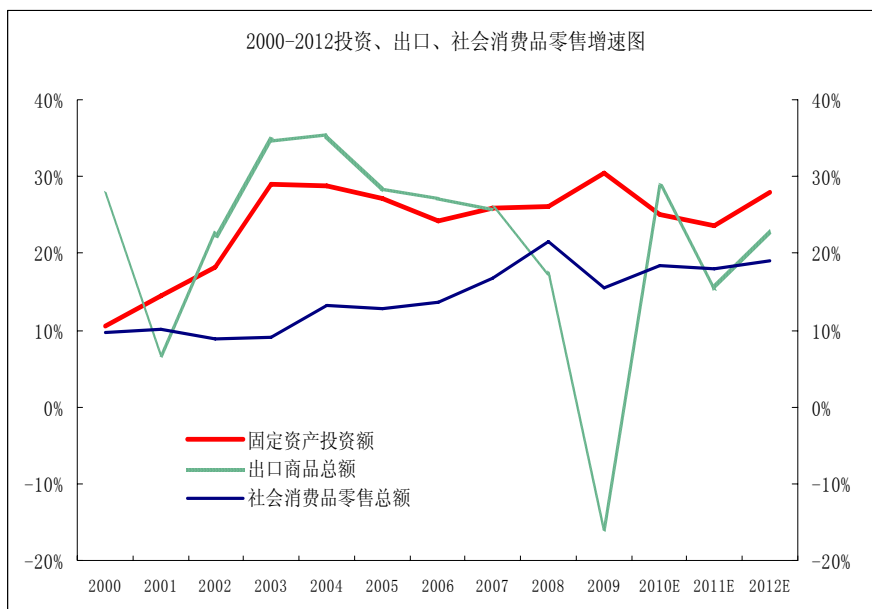
资料来源：CEIC, 申万研究



资料来源：CEIC, 申万研究

1. 2周期类行业预期：中短期偏淡，中长期不悲观

- 周期类行业总体景气与固定资产投资和出口增速高度相关
- 中短期看，实际固定资产投资增速将在下半年有所回落，并将短期维持低位
- 稍长期看，认为投资和出口增速会在2012年显著回升



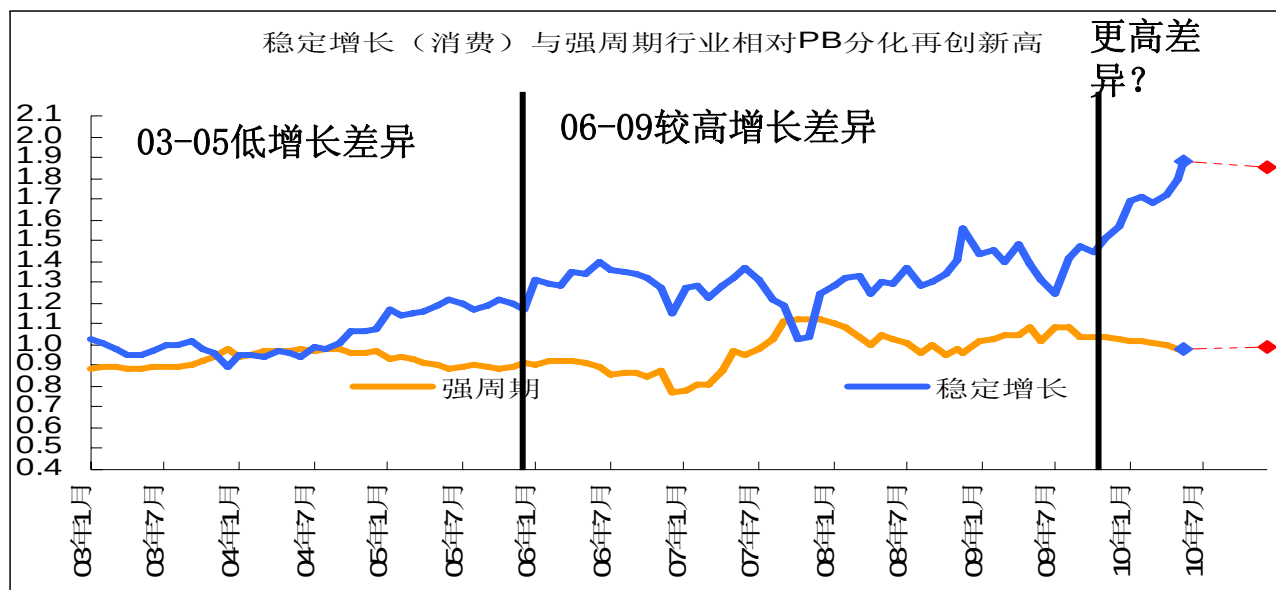
资料来源：CEIC, 申万研究

1.3消费维持高增长预期有较多依据

- 中西部低收入区域投资与经济增长加快，城乡一体化加快推进
- 收入分配改革继续深入推进
 - 最低工资标准大面积提高
 - 工资集体协商制度
 - 收入分配改革方案即将出台
- 抑制房价过快上涨
- 继续完善社会保障，转移支付力度加大

1. 4估值结构继续分化主要受短期情绪影响？

- 历史证明，A股估值差距与增长差异有显著相关性
- 2010上半年稳定增长（消费服务）行业与强周期行业估值差距已创新高，反映了两类增长继续分化的预期
- 但实际上，未来三年周期类与稳定类行业的增长差异并未有进一步扩大

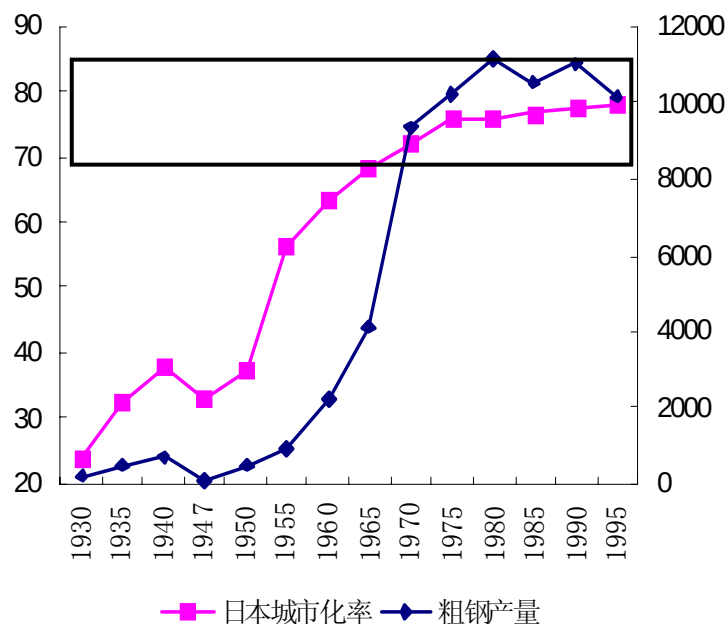


复合增长（总股本）	03-05年	06-09年	2010-2012年（分析师） 其中2010年	
金融服务业	31.9%	36.0%	14%	19.9%
强周期	34.8%	3.1%	24%	49.3%
弱周期	15.5%	27.4%	21%	33.1%
稳定增长	14.1%	27.0%	26%	31.5%

1.5 未来几年城镇化仍大

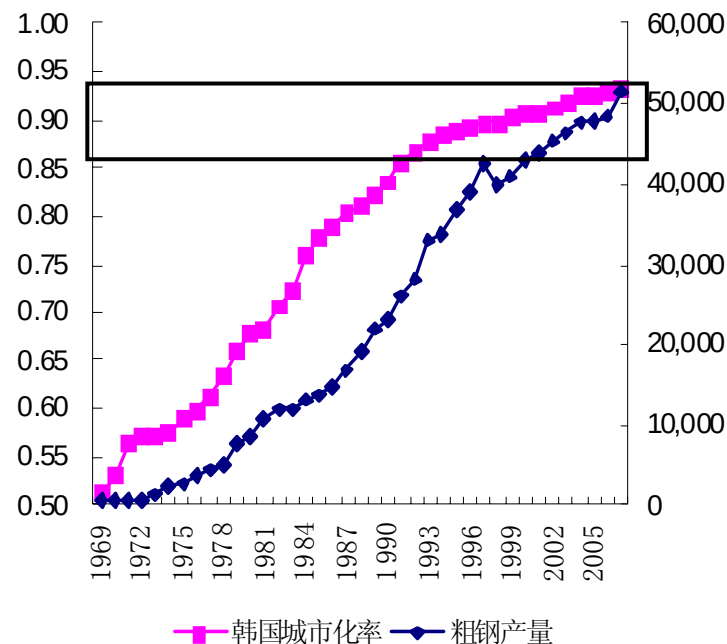
- 在城市化接近极限（最后10个百分点），钢铁（重化工行业）需求增速显著减缓
- 未来中国城市化率未来空间还有15个百分点左右（46%→60%）
- 加速城镇化如以新的政策机制启动，重化工行业未来几年仍有较大增长空间

日本城市化率和粗钢产量变化



资料来源：日本钢协，CEIC，申万研究

韩国城市化率和粗钢产量变化



资料来源：韩国钢协，CEIC，申万研究

1.6高能耗的重化工类行业长期估值应会更低

- 发达国家周期类传统行业的低估值可能因为城镇化结束，行业增长停滞

静态PE	市场整体	汽车和零件	银行	基础资源	化工	建筑 and 材料	金融服务	石油和天然气
中国	17.6	13.6	10.7	22.4	32.1	15.0	22.3	15.0
美国	16.5	9.9	28.2	19.2	18.9	21.9	14.5	14.7
英国	11.4		8.2	16.6	18.6	8.1	20.1	12.0
日本	20.0	33.9	13.3	34.6	25.3	21.5	6.0	23.5
与发达国家比		次高	次低	次高	最高	次低	最高	次高
印度	20.6	17.5	15.2	23.8	45.1	16.3	41.4	17.1
巴西	15.0		12.5	22.4	10.0	31.6	15.6	10.8
与类似国家比			最低	最低		最低		
静态PB	市场整体	汽车和零件	银行	基础资源	化工	建筑 and 材料	金融服务	石油和天然气
中国	2.6	2.9	2.0	2.6	4.3	2.0	3.0	2.2
美国	2.0	5.3	0.9	2.3	2.8	2.0	1.3	1.8
英国	1.4	2.1	0.9	2.6	3.6	1.5	0.8	0.7
日本	1.2	1.1	0.8	1.1	1.2	0.9	0.8	0.9
与发达国家比	最高	次高	最高	最高	最高	最高	最高	最高
印度	3.5	6.8	2.3	4.3	3.0	4.3	7.3	2.5
巴西								

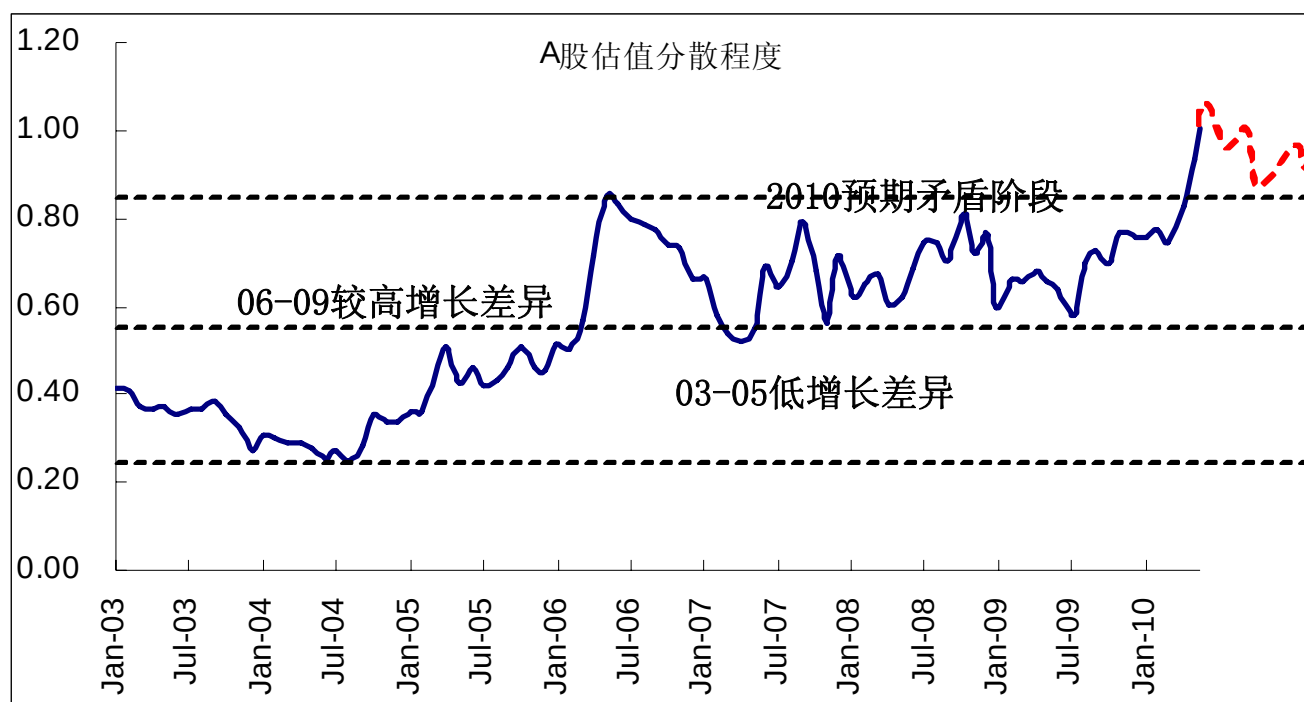
1.7从估值隐含的远期增长看，周期类行业确高估

- 估值模型不能提供实际有用的绝对估值，但可以在同等假设下比较估值相对高低的合理性
- 我们假设目前估值合理，倒推隐含的长期增长率
- 显然，在未来城市化接近极限时，强周期类行业很难有与消费类行业同等的高增长
- 对比显示，目前周期类行业估值远期看有高估，金融服务则可能有低估！

重点公司 行业	2010PE	BETA	2010-2011 复合增长	半显性阶段 利润增长	半显性阶段 分红率	稳定阶段 增长率	稳定阶段 分红率
金融服务	10.5	0.77	14.2%	2.7%	45%	2.0%	91%
强周期	14.9	1.09	23.9%	11.9%	40%	1.0%	94%
稳定增长	25.4	0.85	25.8%	11.4%	45%	1.5%	92%
弱周期	17.6	0.89	21.1%	10.0%	40%	1.5%	90%
整体	13.6	0.89	18.9%	8.5%	43%	1.5%	92%

1.8总结：下半年市场估值分散度在更高水平上震荡

- 周期类行业中长期仍有机会，远期估值偏高，估值重心可能就此中长期下移
- 消费服务类行业相对增长预期提升，行业相对估值重心可能就此中长期上移
- 在转变有待确认的转型阶段，低估值的周期类行业和高估值的稳定类行业可能会表现出较敏感的短期风格转换波动
- 目前A股估值分化程度加剧是合理的，后续周期类行业和消费服务类行业风格转换将在更高估值重心差距下发生

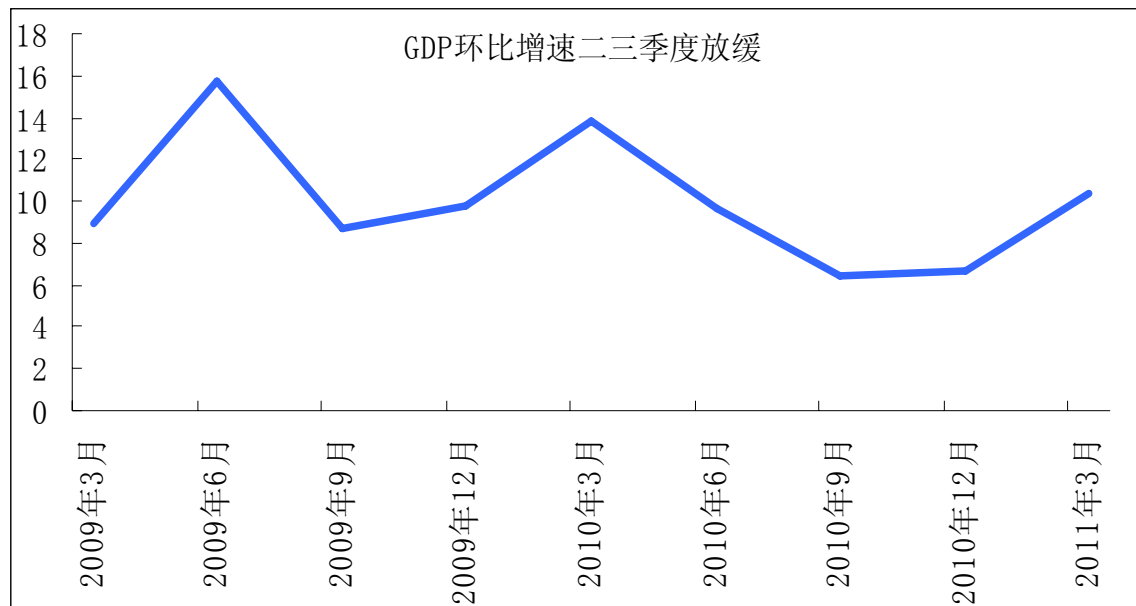


主要内容

1. 经济转型可能使A股估值体系转变
2. 短期盈利预期：三季度总体下调，下游稳定
3. 周期类行业：短期盈利恶化，期待预期改变
4. 消费类行业：中长期向好预期支撑高估值
5. 新兴行业：自下而上看个股机会
6. 推荐行业总结

2.1 预期三季度总需求环比回落

- 现在行业面同比增长总体并不差，主要是下滑预期
- 根据宏观测算，季节调整后的二季度GDP环比回落



行业（月度增速）	2010年1月	2010年2月	2010年3月	2010年4月	2010年5月
钢铁 产量增速	28.3%	22.5%	22.5%	27.0%	
全国水泥产量增速	49.0%	4.8%	12.1%	16.1%	18.0%
空调总销售量增速	64.8%	9.6%	42.9%	42.2%	
航空客运周转量增速	13.5%	24.0%	24.5%	17.6%	23.8%
挖掘机内外销量增速	251.1%	2.4%	126.3%	105.7%	
轿车销量增速	111.8%	45.9%	55.6%	28.5%	21.8%
商品房新开工面积增速（累计同比）		38.1%	60.8%	64.1%	72.5%

2.2.1 成本压力：铁腕节能减排使上中游行业中短期预期悲观

- 资源价格改革已经开始：电、天然气、水
- 资源税开始讨论：矿产品从从量税率改为从价税率，税额显著提升
- 人工成本上升压力继续加大

政府主导要素定价改革涨价	2009/2010	涨幅
天然气	可能再次提价接轨	
电力	煤电联动	销售电价,0.028元;上网电价整体平均0.01元左右
水	提高资源价格,鼓励节约	25%左右
环保成本	严格执法,环境补偿费	

矿产品	现有资源税率	现有资源税相当于目前价格(11月15日)	调整后从价税率	其他国家资源税率
煤炭	煤3-5元/吨 焦煤8元/吨	动力煤0.9%,焦炭0.8%	3%-5%	美国12.5%; 南澳大利亚为2.5%
原油	14-30元/吨	3%-6%	3-5%	
天然气	0.007-0.015元/立方米	0.9%-1.9%	5%	
铝土矿	4-10元/吨	2.5%-5%	3%	美国、澳大利亚5%
铜矿	4-8元/吨	5%不到	3%	澳大利亚5%

行业	资源税上升静态对利润影响	实际影响
煤炭	减少15%-20%	全额转移,无影响
采油(气)	减少毛利润8.5%左右	全球定价,不能转移
铝土矿	减少利润276元/吨	全球定价,不能转移
铜矿	减少利润533元/吨	全球定价,不能转移

资料来源：申万研究

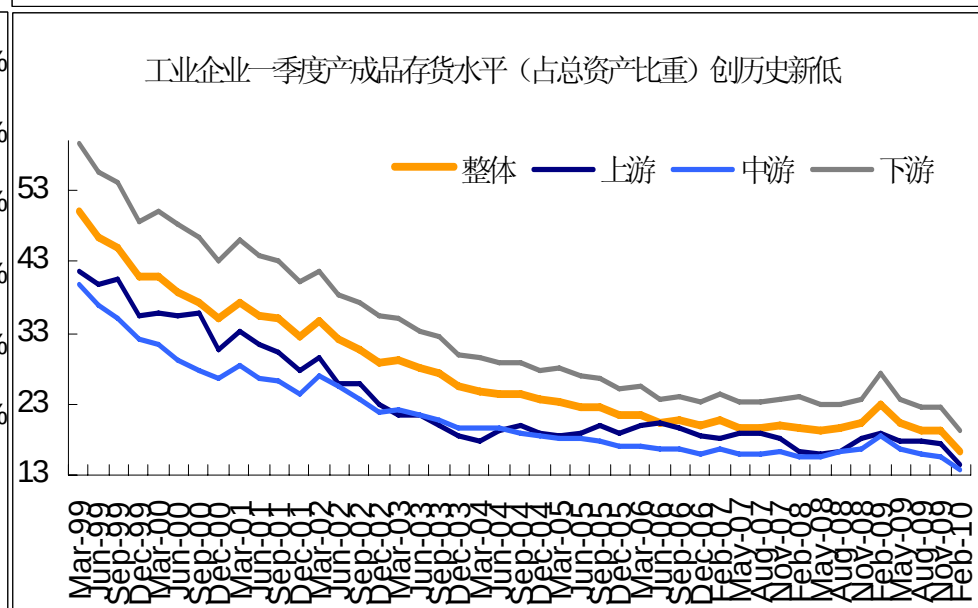
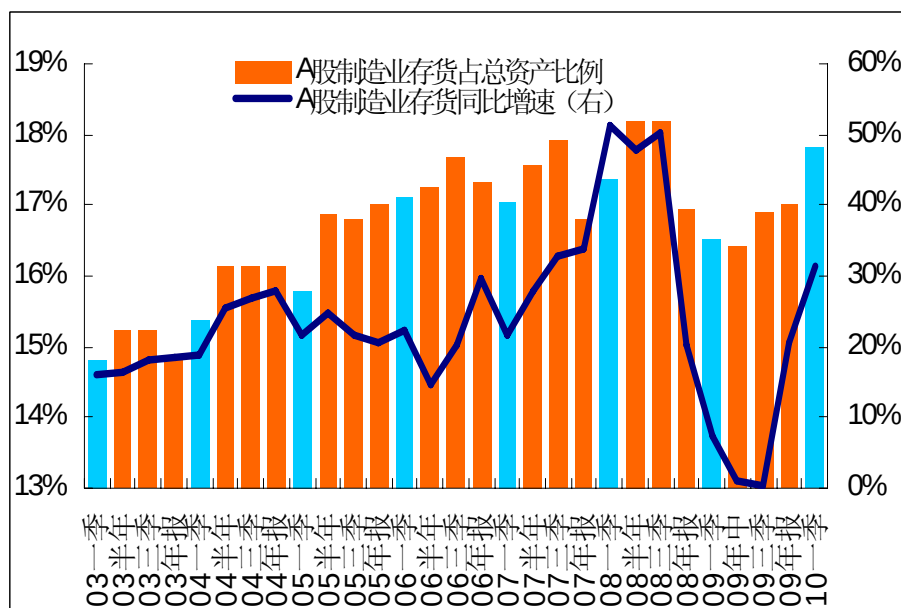
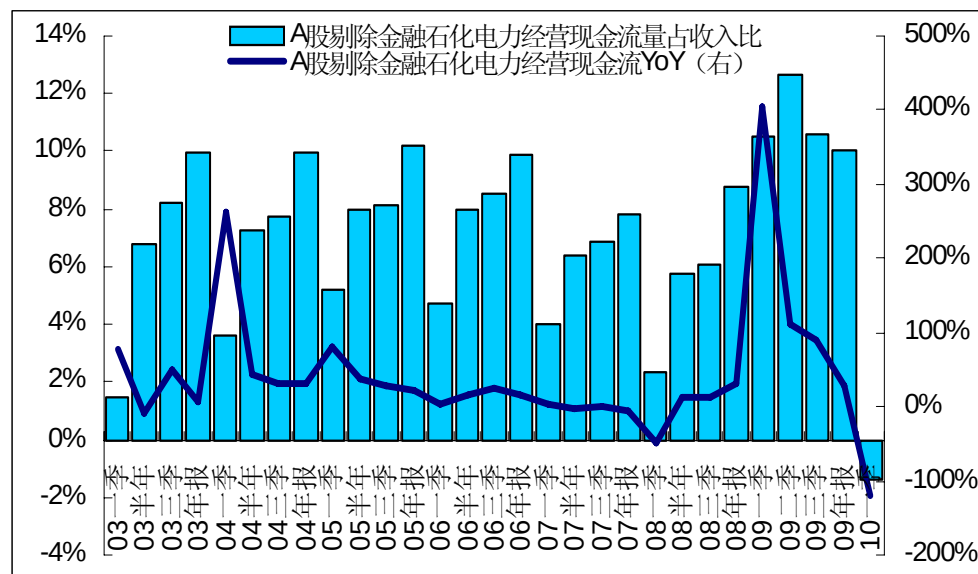
2.2.2成本压力：下游行业受益于原材料价格相对稳定

- 需求回落使上中游原材料价格保持相对平稳
- 原材料价格平稳，对需求相对旺盛的下游行业可能是利好

主要能源原材料	1Q10E	2Q10E	3Q10E	4Q10E	三季同比涨幅	四季同比涨幅	三季环比涨幅	四季环比涨幅
原油（美元）	75	80	78	75	14.7%	1.4%	-2.5%	-3.8%
澳大利亚BJ现货	95	98	92	95	16.5%	23.4%	-6.1%	3.3%
秦港6000大卡大同优混	788	760	740	765	20.3%	8.1%	-2.6%	3.4%
加权钢价	4196	4901	4649	4541	23.7%	16.6%	-5.1%	-2.3%
25 螺纹	3966	4499	4401	4291	27.6%	14.9%	-2.2%	-2.5%
5.5 热卷	3910	4611	4472	4383	29.7%	20.4%	-3.0%	-2.0%
铜	58000	60000	60000	62000	25.0%	24.0%	0.0%	3.3%
铝	16800	16500	16800	17500	12.0%	18.2%	1.8%	4.2%
销售电价（元）上海	0.707	0.707	0.707	0.707	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
上网电价（元）上海	0.4618	0.4618	0.4618	0.4618	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

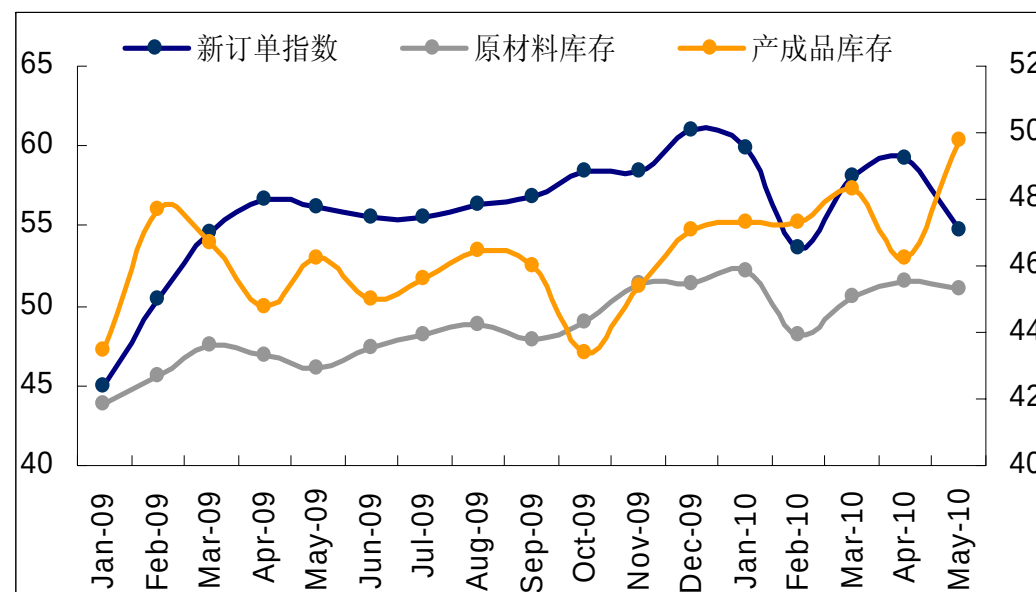
2.3.1 一季度制造业囤积原材料严重

- 一季度上市公司现金流罕见为负，同时存货占比创同期历史新高
- 从工业企业产成品库存创历史新低推算，上市公司的大规模存货增长主要是囤积原材料



2.3.2 原材料库存开始转变为成品库存—警惕需求回落风险

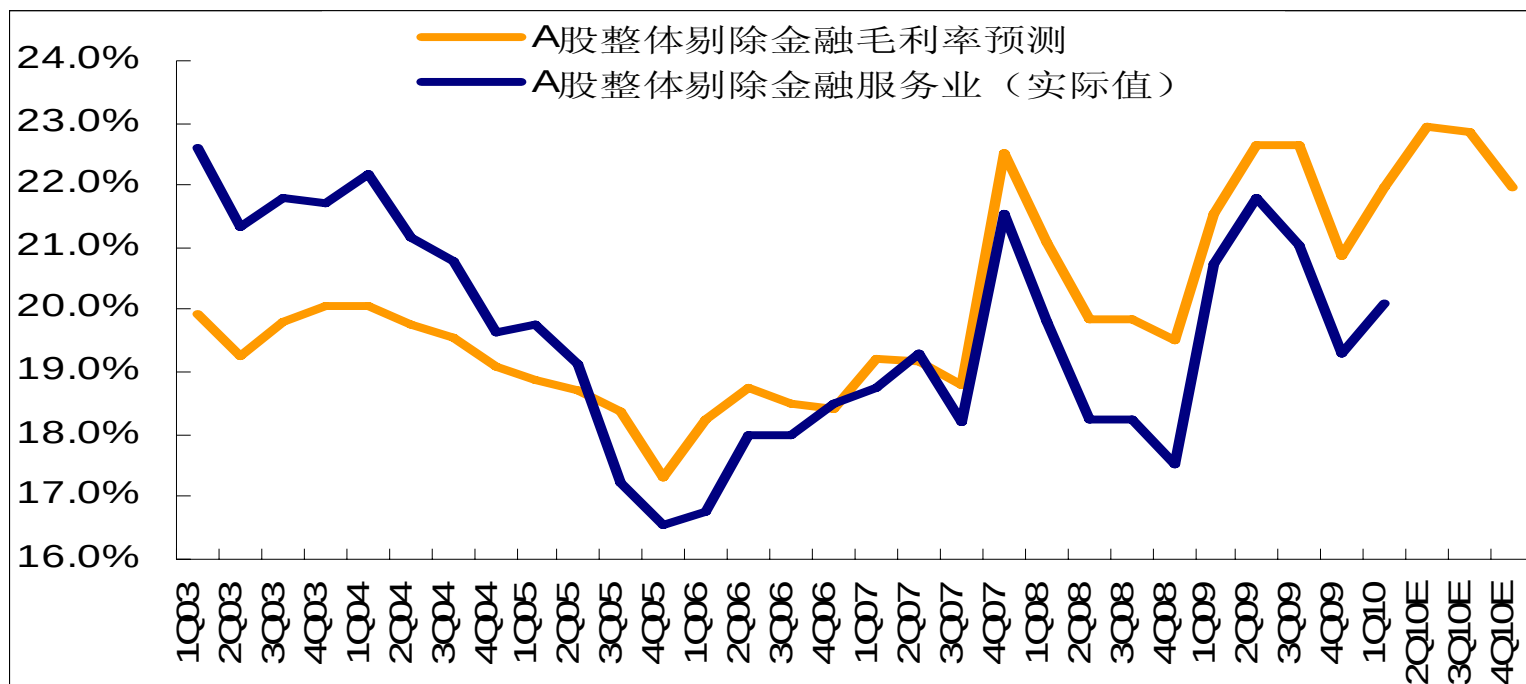
- 5月份原材料库存已经开始转化为成品库存
- 5月的PMI新订单指数却出现了显著下降
- 上中游行业原材料囤积非常显著



	库存占总资产比					经营净现金流占收入比				
	4Q09	1Q10	MAX	MIN	AVERAGE	4Q09	1Q10	MAX	MIN	AVERAGE
钢铁	16.2%	17.1%	19.8%	11.3%	16.0%	7.4%	1.6%	15.6%	1.6%	8.4%
建筑材料	8.9%	10.1%	10.1%	8.6%	9.5%	20.8%	-11.8%	14.3%	-11.8%	0.5%
煤炭开采	3.3%	3.9%	7.1%	3.7%	5.1%	28.1%	20.5%	35.0%	1.8%	20.2%
普通机械	19.1%	19.0%	19.1%	14.8%	17.3%	4.9%	-5.2%	3.0%	-6.8%	-2.4%
石油化工	16.4%	17.2%	18.1%	11.8%	14.9%	11.6%	6.5%	24.1%	1.1%	9.2%
石油开采	7.9%	8.0%	8.7%	6.7%	7.8%	26.3%	23.7%	34.6%	12.6%	23.6%
有色金属冶炼	19.4%	20.0%	23.8%	15.2%	20.1%	4.2%	-2.0%	10.1%	-7.5%	1.9%
专用设备	19.4%	19.2%	26.9%	19.2%	22.7%	9.3%	-2.3%	1.1%	-13.8%	-5.6%

2.4 三季度上市公司盈利能力将趋于回落

- 由于二季度原材料价格低于预期，而出口和投资好于预期，上市公司盈利二季度继续有所回升
- 三季度需求放导致A股毛利率回落，幅度取决于出口和投资回落的幅度，以及大市值的石化电力行业毛利率变动

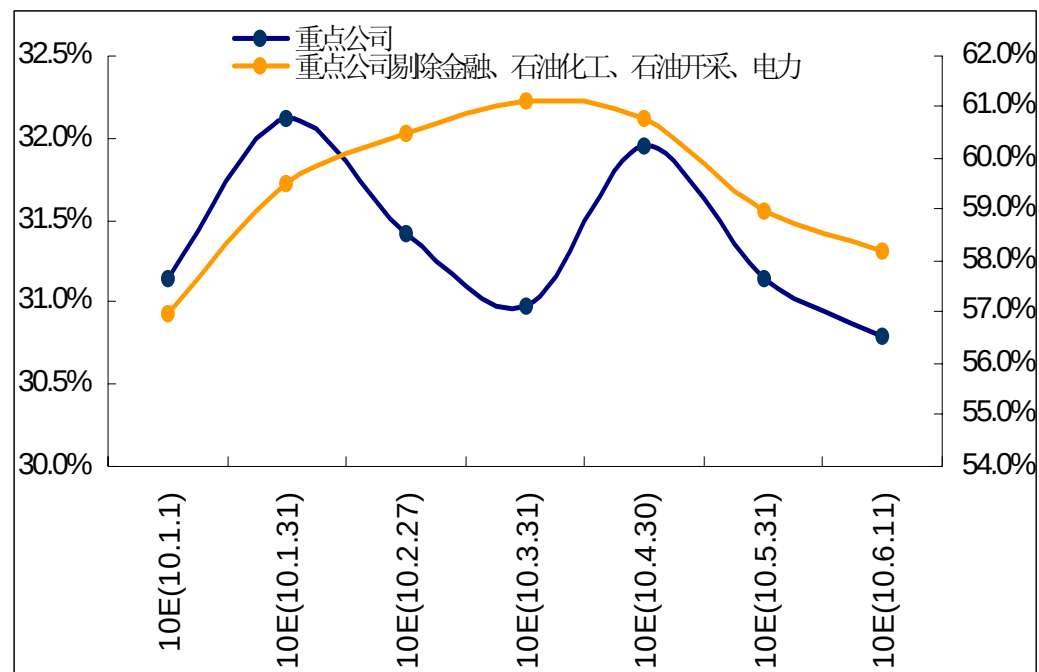


资料来源：Wind, 申万研究

资料来源：Wind, 申万研究

2.5 下调2010年重点公司利润增速至24%

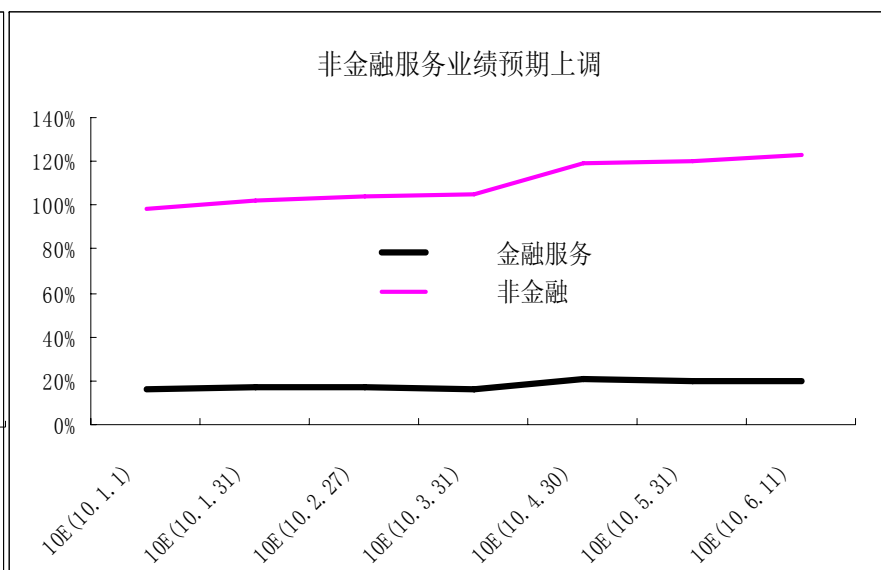
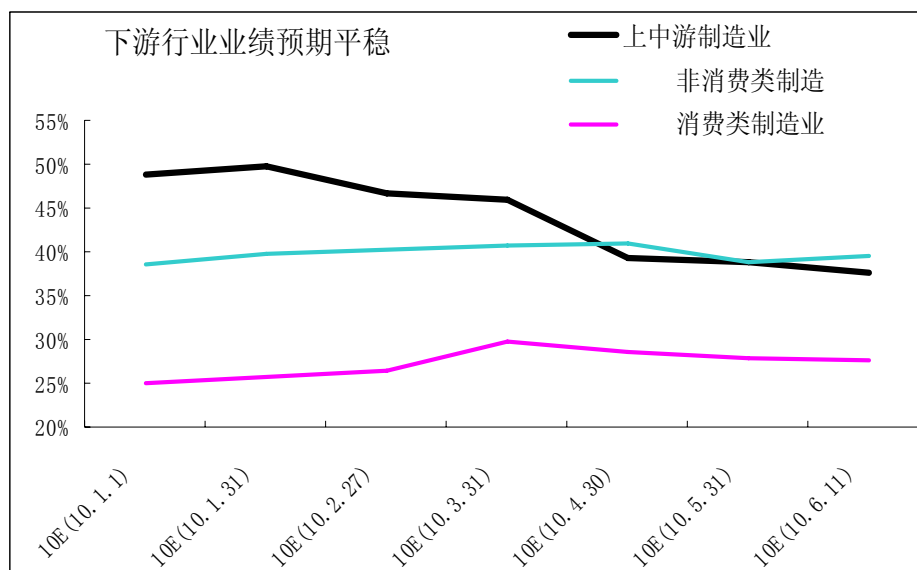
- 从历史上一季度盈利占全年比重推算的10年盈利来看，10年剔除金融、石油、石化、电力后净利增长仅37.1%，远低于研究员以及一致预期60%左右的预测
- 我们认为未来上市公司盈利的一致预期将会继续下调，尤其是周期性行业
- 我们自上而下下调2010年重点公司利润增速至24%



		根据占比推导		10研究员	10一致	自上而下	10年自上	11年自上
10净利增速预测		09年	10净利YOY	预测	预期	原预测	而下	而下
重点公司整体		18.5%	30.7%	32.3%	30.9%	25.1%	24.3%	17.0%
重点公司剔除石化石油、电力		14.0%	31.0%	33.8%	32.8%	25.4%	24.7%	18.6%
重点公司剔除金融、石化石油、电力		-0.3%	37.1%	61.4%	58.6%	35.5%	33.4%	20.4%

2.6制造业下游和消费服务业绩预期稳定甚至上调

- 下游消费制造和设备制造业业绩预期稳定
- 非金融服务（消费服务为主）行业业绩持续上调
- 消费相关需求旺盛以及预期成本稳定可能是主要因素

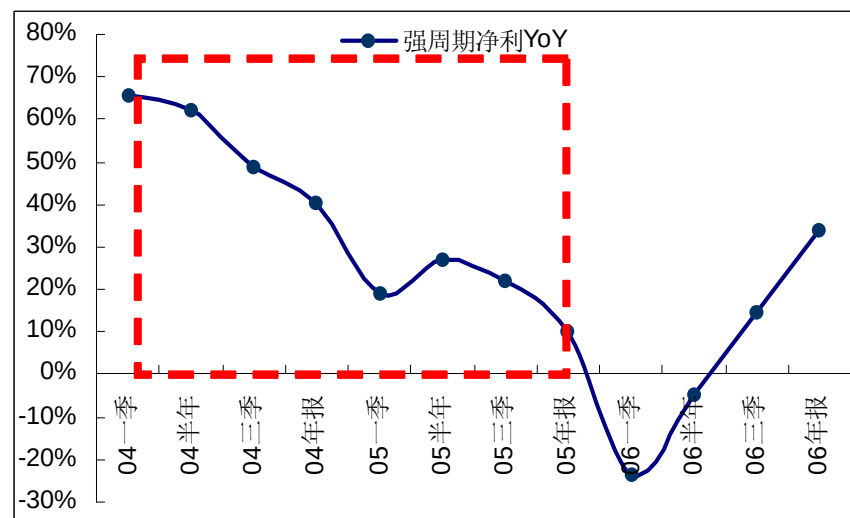
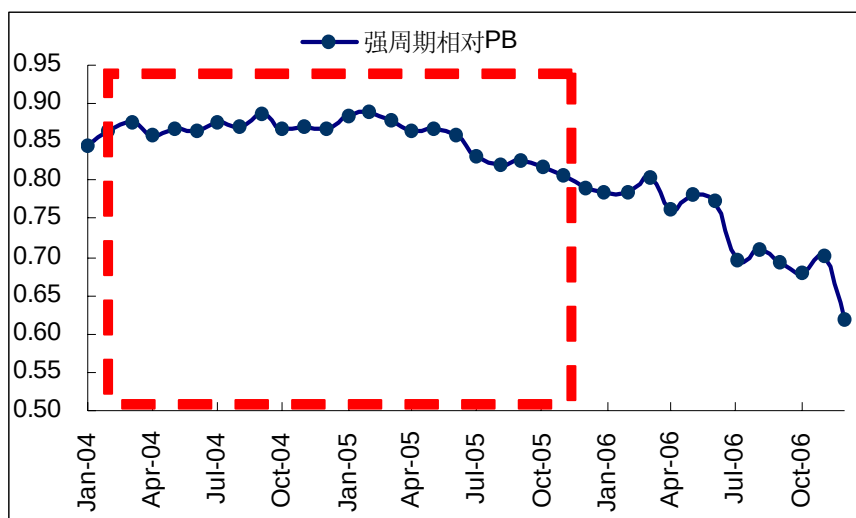
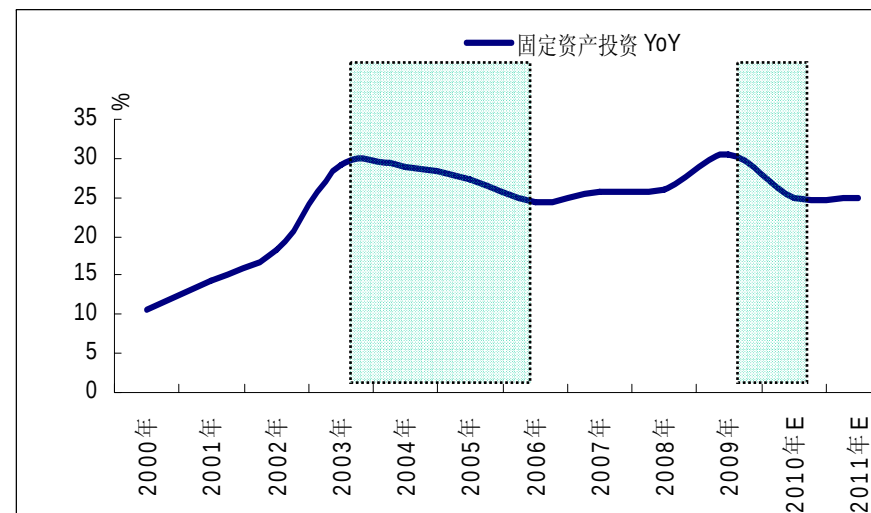


主要内容

1. 中短期与中长期矛盾预期使A股估值体系转变
2. 盈利预期：整体继续下调，下游稳定
3. 周期类行业：短期盈利恶化，期待预期改变
4. 消费类行业：中长期向好预期支撑高估值
5. 新兴行业：自下而上看个股机会
6. 推荐行业总结

3.1 预期对周期类行业估值和走势影响巨大

- 2004年中期到2005年的固定资产投资增速预期与目前有一定类似
- 虽然当时周期类行业利润增速仍然可观，但是市场表现却是负超收益



资料来源: Wind, CEIC, 申万研究

3. 2周期类行业中短期预期不佳，景气最坏时间尚未到来

- 三季度可能是对周期类行业景气预期最坏的时候
- 实际景气低点可能在三季度末或四季度
- 预期拐点可能早于实际景气拐点，而预期拐点可能来自于政策信号或利空出尽

周期类行业	预期	现状	有部分预期, 但未出台利空	景气最坏时点
需求	投资, 出口显著回落	投资开始回落; 出口未回落	房产税; 对两高一资出口限制; 升值	三季度后期到年底
成本	上升	人工和原材料成本上升开始显现	资源税; 电价上调; 收入分配改革; 升值; 加息; 节能减排举措	下半年到明年一季度
上市公司业绩	2010年业绩下调			三季度

资料来源: wind, 申万研究

3.2.1 部分高能耗行业重新陷入亏损减产状态

■ 短期再次去库存和成本上升使部分上中游行业重新陷入亏损

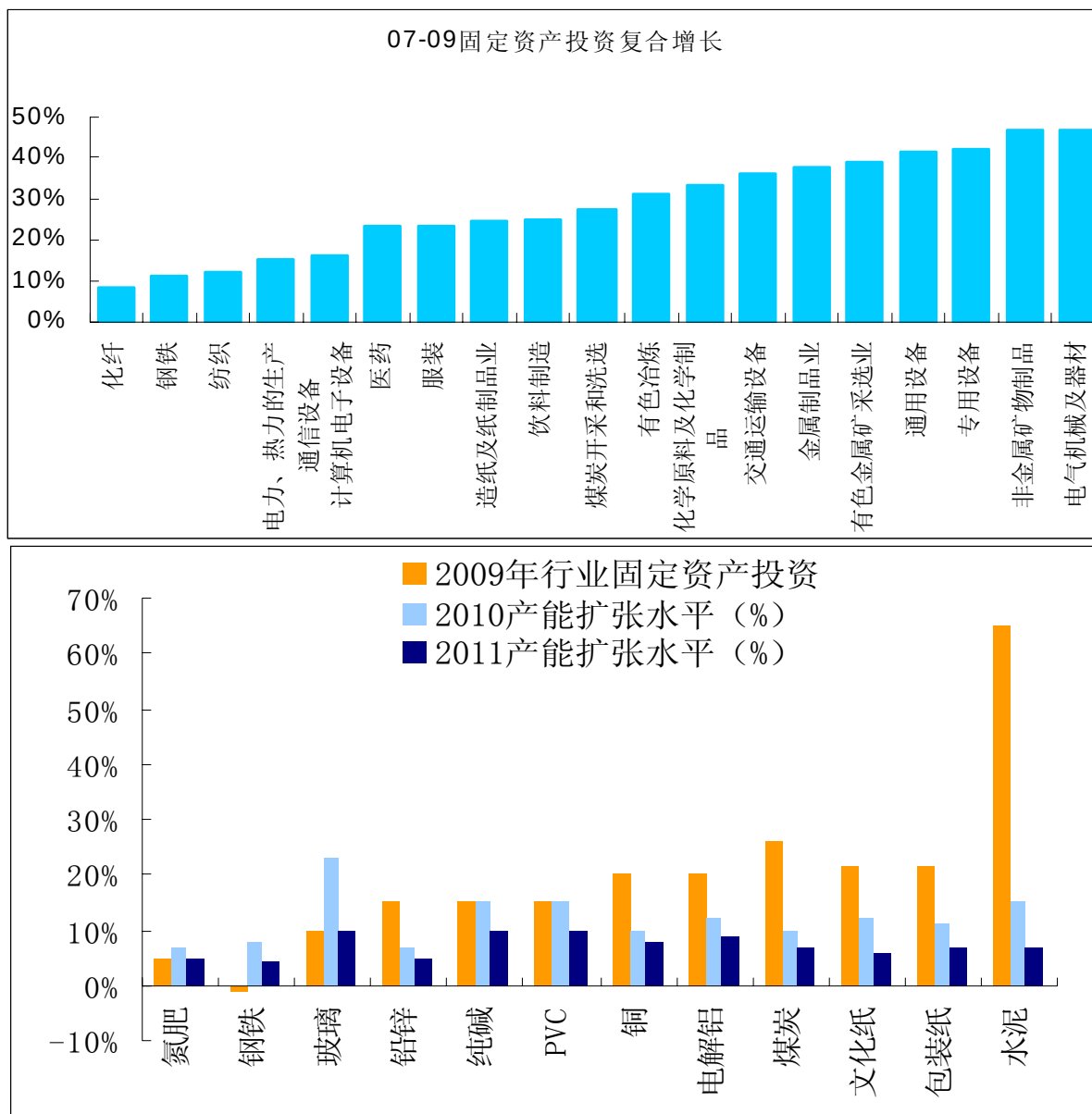
	原材料目前库存	下游行业 目前库存	目前成品价格	现金成本 /完全成本	目前产能利用率/ 3月数据	正常产能 利用率
螺纹钢	1-2个月 (环比变化不大, 略高)	正常 (环比略有上升)	3560	3280/3680	85%/92%	90%
铜	1.5-2个月 (环比略有上升)	正常 (环比略有上升)	50000	19000/24000	92%/95%	95%
电解铝	1.5-2个月 (环比略有上升)	正常 (环比略有上升)	14000	10450/15000	90%/90%	95%
铅锌	1.5-2个月 (环比略有上升)	正常 (环比略有上升)	铅13000 锌13400	铅6880/9500 锌8540/11500	86%/92%	95%
氮肥	正常	少	1550-1600	1550/1700	85%/90%	90%
纯碱	正常	正常 (环比略有上升)	1200	1000/1300	85%/90%	95%
PVC	正常	正常 (环比变化不大)	7200	6400/7000	75%/75%	95%
动力煤	正常	16天, 正常库存天数	567	250/350	90%/90%	100%
水泥	10-20天 (环比变化不大)		347	200/240	80%/80%	83%
玻璃	1个月 (无太大变化)		100元/重量箱	51/65(元/重量箱)	75%/75%	95%
文化纸	2个月左右 (环比小幅下降)	略低于正常水平 (环比略有下降)	6300	5600/5900	91%/93%	95%
包装纸	2个月左右 (环比小幅下降)	略低于正常水平 (环比略有下降)	5900	5500/5750	90%/95%	95%



3.2.2 产能过剩短期难改，2011年部分行业好转

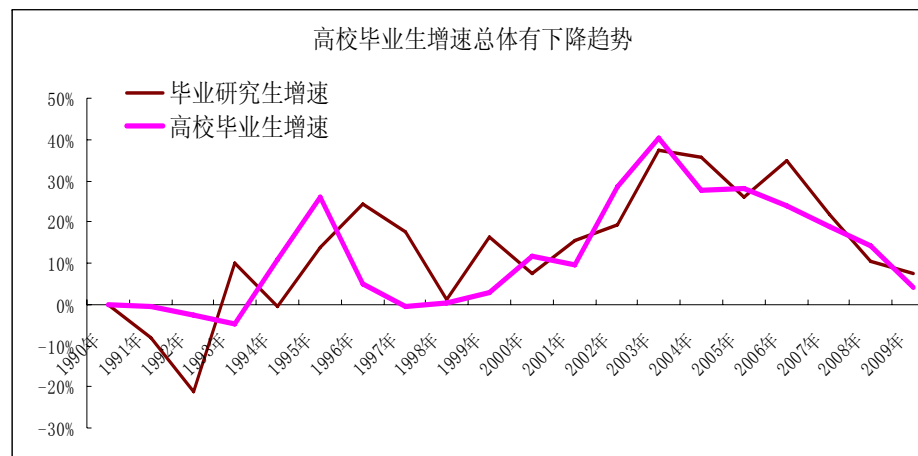
- 大部分周期类制造业2010年新产能投入比例都在5%以上
- 节能减排举措和经济结构调整增强了部分行业过剩预期
- 2011年水泥、钢铁、煤炭、造纸、有色、化肥等大部分行业产能扩张水平较低

资料来源：CEIC，申万研究



3.2.3 劳动力成本压力目前主要影响低端产业

- 低收入阶层收入提升主要影响劳动密集型低端产业：机械制造、农业、轻工等相关行业
- 成本传导、中高端人才增长放缓将缓慢影响到中高端劳动力的成本上升



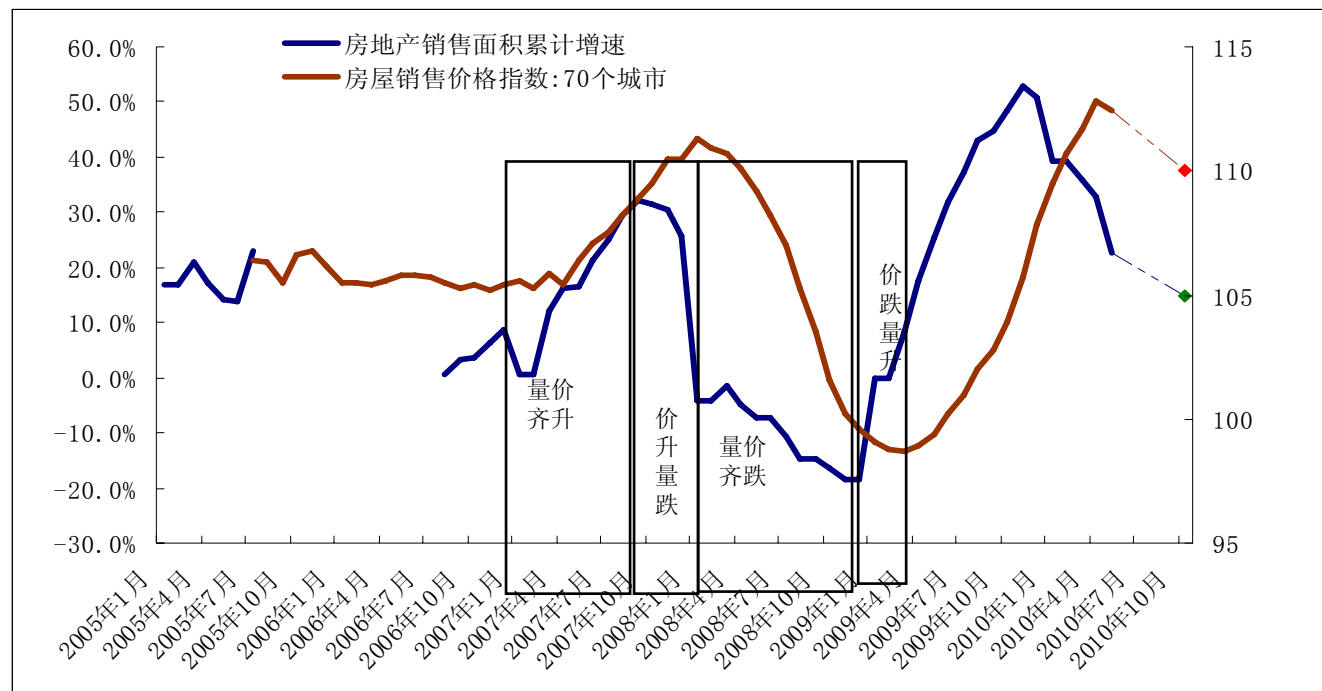
二级行业	07-09年利润/工资平均	2009年人均企业支出	调整后的人均名义收入	二级行业	07-09年利润/工资平均	2009年人均企业支出	调整后的人均名义收入
普通机械	1.5	5.00	3.75	化学原料	2.2	4.33	3.24
白色家电	1.3	4.97	3.73	元件	1.8	4.25	3.18
显示器件	1.9	4.91	3.68	金属制品	1.5	4.00	3.00
包装印刷	1.0	4.88	3.66	化学纤维	1.2	4.00	3.00
化学制药	1.0	4.78	3.58	服装	0.9	3.76	2.82
旅游综合	1.7	4.67	3.51	仪器仪表	4.0	3.71	2.78
建筑材料	0.8	4.66	3.50	造纸	0.9	3.70	2.77
橡胶	1.5	4.65	3.49	餐饮	2.7	3.53	2.65
医疗器械	1.1	4.47	3.36	医药商业	2.2	3.50	2.63
金属新材料	1.8	4.45	3.34	林业	1.7	3.33	2.50
渔业	0.9	4.42	3.32	公交	1.9	3.22	2.41
景点	1.1	4.42	3.32	农业综合	1.1	2.91	2.19
农产品加工	1.9	4.39	3.29	纺织	2.3	2.73	2.05
视听器材	4.2	4.36	3.27	种植业	1.5	2.00	1.50
工资压力较大							

3.3.1 房地产：相对于预期，目前估值基本合理

■ 房地产目前1倍RNAV隐含了20%的房价下跌预期，已经没有明显泡沫

■ 房地产销售刚刚进入量价齐跌阶段，即使空间可能接近底部，但时间未到（房价未跌），可能在三季度末或四季度

■ 如果刚性需求存在，房地产明年回升幅度仍可乐观



2010销售面积增速		假设潜在需求增速				
	2011销量预测	22.0%	20.0%	16.0%	13.0%	10.0%
	15.0%	56.6%	46.6%	28.0%	15.3%	3.5%
	5.0%	71.5%	60.6%	40.2%	26.3%	13.4%
	0.0%	80.1%	68.6%	47.2%	32.6%	19.0%
	-5.0%	89.6%	77.5%	55.0%	39.5%	25.3%
	-15.0%	111.9%	98.3%	73.2%	56.0%	40.0%
		乐观	中性		悲观	

3.3.2 房地产估值超前反应房价下跌预期

- 假设房价从最高点下跌20%, 目前房地产上市公司P/RNAV也已经明显折价

		假设房价下跌20%	
公司	2010PE	P/RNAV	2010PB
金融街	12	0.90	1.22
陆家嘴	26	1.27	3.20
张江高科	12	0.79	2.23
浦东金桥	20	0.72	2.08
开发类平均	11	0.86	2.21
园区类平均	17	0.92	2.18
重点公司平均	12	0.87	2.21

		假设房价下跌20%	
公司	2010PE	P/RNAV	2010PB
泛海建设	36	0.60	2.21
深振业A	12	0.67	1.75
中华企业	14	0.68	2.23
冠城大通	6	0.68	2.59
上实发展	9	0.69	2.64
亿城股份	7	0.69	1.30
北京城建	9	0.77	1.96
苏宁环球	8	0.79	4.05
深长城		0.79	1.50
福星股份	10	0.82	1.48
保利地产	7	0.83	1.72
华侨城A	13	0.83	4.12
招商地产	10	0.83	1.44
华业地产	7	0.83	1.37
新湖中宝	14	0.91	3.18
栖霞建设	11	0.98	1.78
中粮地产		1.01	3.40
万科A	9	1.03	1.76
金地集团	12	1.04	2.32

3.3.3 汽车：轿车政策透支与周期回落叠加

- 轿车销量回落是行业自身周期回落和政策透支叠加的后果
- 2009和2010年的汽车优惠政策对后续销量有明显透支作用
- 即便以2011年22%的潜在需求，2010年20%的保守销量预测，2011年轿车销量增长仍会放缓

		假设潜在需求增速				
2010汽车销量增速	2011销量预测	22.0%	19.4%	17.0%	15.0%	13.0%
	25.0%	14.3%	5.0%	-3.3%	-9.8%	-15.9%
	20.5%	18.6%	8.9%	0.3%	-6.4%	-12.7%
	17.6%	21.5%	11.6%	2.8%	-4.1%	-10.6%
	15.0%	24.2%	14.1%	5.1%	-1.9%	-8.6%
	12.0%	27.6%	17.2%	7.9%	0.7%	-6.1%
		乐观		中性		悲观

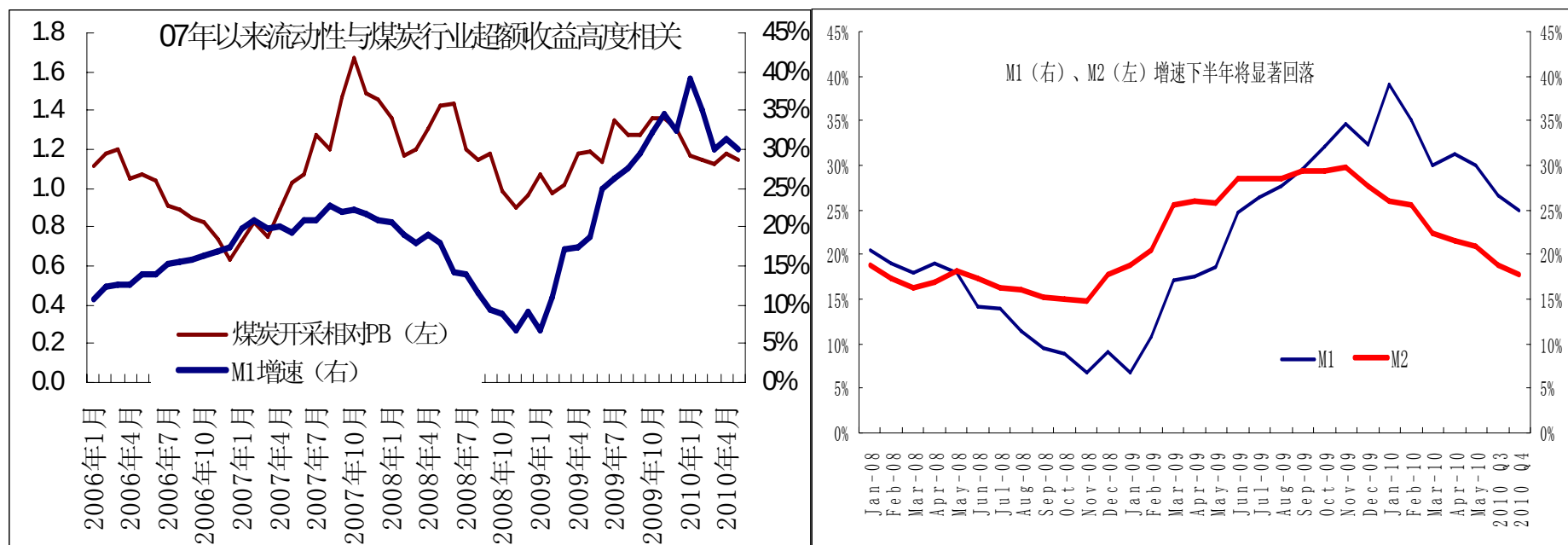
3.3.4 投资产业链：钢铁、水泥中长期乐观

- 在成本和需求放缓的作用下，投资产业链下半年面临现在放缓的过程
- 根据2011年宏观预测，主要投资品需求将重新加速，而产能投放将更小
- 中期看，钢铁由于铁矿石定价能力丧失，盈利能力可能趋于下滑，而水泥相对会略好

行业	2007	2008年	2009年	2010E	2011E
粗钢产量增速	15.0%	2.2%	13.8%	12.0%	11.0%
钢铁表观消费量增速	11.9%	4.1%	23.5%	10.0%	12.5%
钢铁 产能增速	16.0%	9.4%	10.9%	2.8%	4.1%
水泥销量增速	10.0%	5.2%	17.9%	11.6%	12.2%
水泥产能增速	4.6%	6.1%	18.8%	13.2%	7.0%
工程机械销售收入增速	48.0%	43.1%	18.6%	15.3%	13.3%
工程机械出口增速	61.2%	49.0%	-38.5%	30.0%	20.0%

3.3.5 煤炭、有色：价格预期平稳，金融属性淡化

- 煤炭、主要贱金属品种价格预期平稳，节能减排力度加大带来阶段性需求放缓
- 电价上调(优惠取消)、资源税等成本上升有预期，未显现
- 流动性回落，一般资源性产品的金融属性淡化



3.4 金融服务：银行相对更安全，但弹性不足

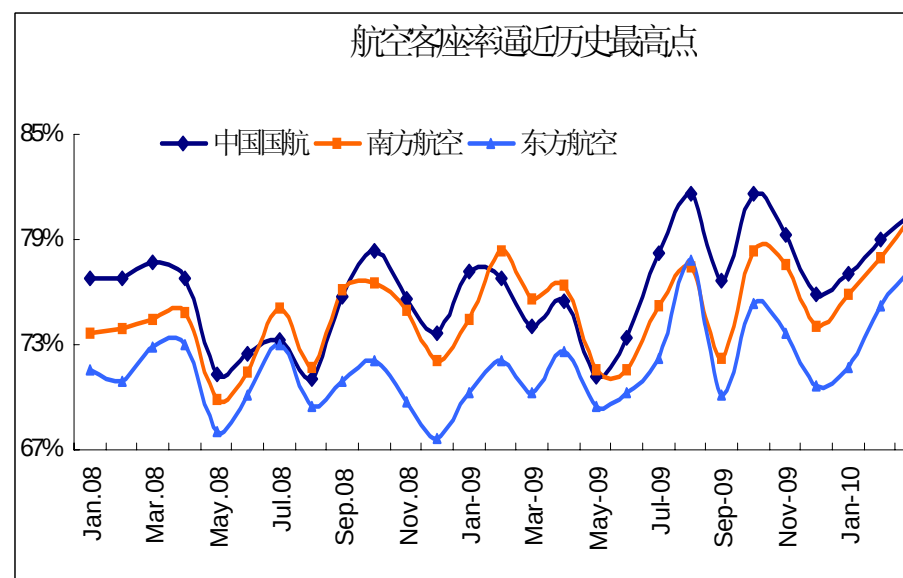
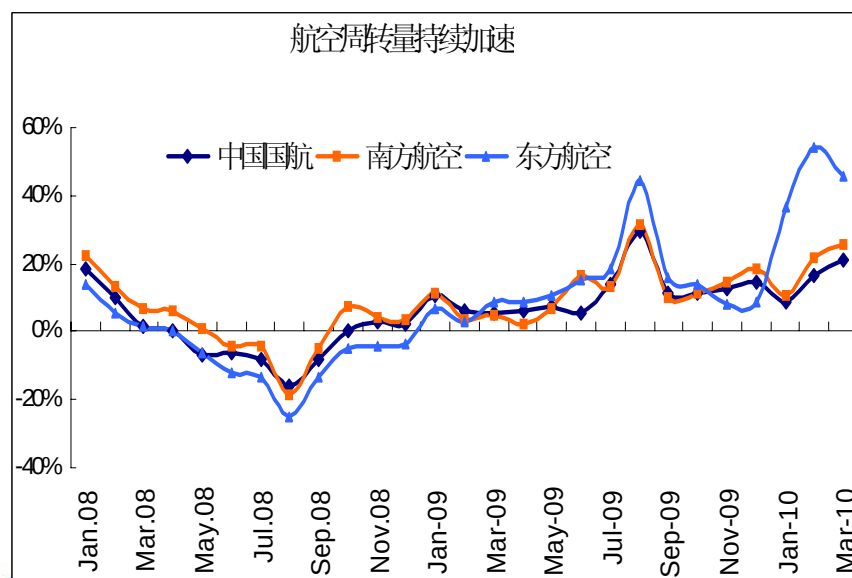
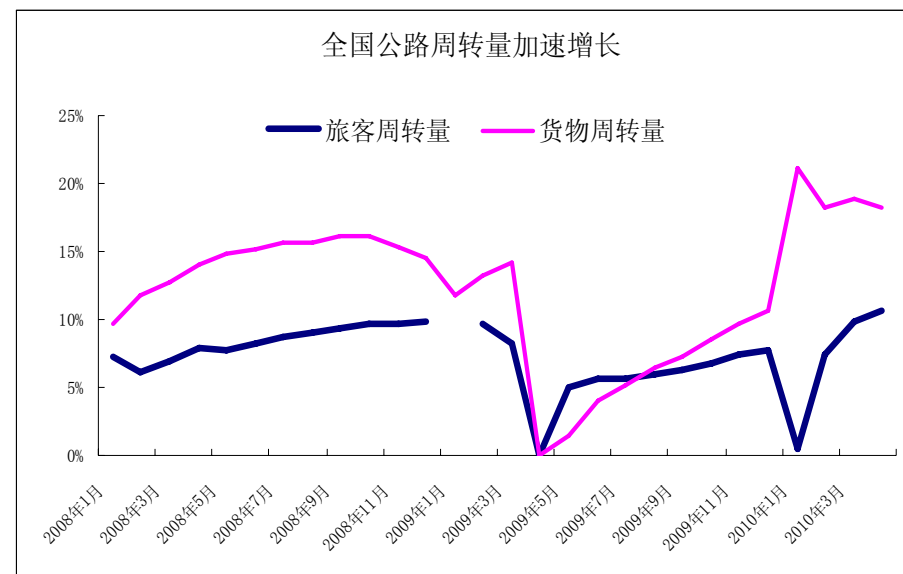
- 银行：估值已不高，问题在坏预期——地方融资平台、房地产、高能耗行业风险未完全释放；利差继续扩大预下降期；银行2010年业绩后续可能下调
- 证券：佣金战进行中，负面影响尚未完全显露
- 保险：加息预期近期减弱，等待市场投资收益预期回升

	2010年NIM同比回升	2010年上市银行利润增速
乐观假设	20BP	25%
中性假设	11BP	20%
悲观假设	0BP	14%

	新增房地产相关贷款不良率	新增地方融资平台贷款不良率	新增信贷成本	2010上市银行信贷成本	2010上市银行利润增速
乐观假设	0.10%	1%	0.07%	0.31%	33%
中性假设	0.50%	5%	0.36%	0.60%	20%
悲观假设	1.50%	10%	0.79%	1.03%	0%

3.5 交通:航空景气向好特别显著

- 旅游消费增长和社会车辆保有量激增在交通客运领域有显著体现
- 中西部公路车流增长加速显著
- 航空运输未到旺季, 客座率已经接近历史高点, 景气向好特征显著
- 新的人民币升值预期带来航空利好



3.6 从较悲观预期角度：周期类行业向下仍有空间

- 2004-2005年对固定资产投资的悲观预期下，周期类行业出现了很低估值（经济上不是最坏情形）
- 目前的周期类行业估值距离当时还有较大差距，接近当时估值水平的行业很少

二级行业	04年报增速	05年报增速	04-05最低PE	04-05最低PB	2010PE	2010PB	2010PE/最低	2010PB/最低
银行（不可比）	37%	28%	12.4	2.0	9.1	1.7	0.7	0.9
航运	95%	49%	6.7	1.7	23.2	1.9	3.5	1.1
证券	-15%	54%	23.2	1.9	19.3	2.1	0.8	1.1
钢铁	47%	14%	5.7	1.0	11.5	1.1	2.0	1.2
化工新材料	68%	56%	13.5	3.4	23.2	4.0	1.7	1.2
石油化工	78%	14%	8.0	1.4	11.1	1.7	1.4	1.2
房地产开发	42%	78%	11.6	1.5	12.4	1.9	1.1	1.2
金属制品	250%	12%	5.4	1.7	17.0	2.1	3.2	1.2
电力	-2%	-8%	14.2	1.5	20.1	2.0	1.4	1.3
建筑装饰	29%	35%	15.2	1.3	13.0	1.7	0.9	1.3
造纸	-7%	28%	9.0	1.0	14.5	1.4	1.6	1.3
汽车零部件	38%	-6%	13.7	1.8	10.1	2.4	0.7	1.4
服装	35%	4%	10.7	1.5	17.0	2.2	1.6	1.5
医疗器械	8%	9%	15.1	1.5	20.3	2.3	1.3	1.5
建筑材料	38%	-34%	14.8	1.3	13.4	2.1	0.9	1.6
煤炭开采	124%	12%	8.8	1.5	13.6	2.5	1.5	1.7
园区开发	-8%	10%	18.8	1.5	20.0	2.7	1.1	1.8
普通机械	5%	7%	21.7	1.6	20.0	2.9	0.9	1.8
化学纤维	75%	12%	18.3	1.5	16.1	2.7	0.9	1.8
化学制品	97%	44%	10.7	2.1	17.7	3.8	1.7	1.8
专用设备	17%	14%	12.2	1.6	16.0	3.0	1.3	1.8

3.7 从二次探底角度，哪些行业更有安全边际

- 银行，石化，房地产，保险，建筑等行业PB估值已经接近甚至达到08年四季度最低估值水平

二级行业	2008年最低PE	2008年最低PB	2010PE/08最低	2010PB/08最低	二级行业	2008年最低PE	2008年最低PB	2010PE/08最低	2010PB/08最低
建筑装饰	26.8	2.0	0.5	0.9	化学纤维	94.8	1.2	0.2	2.2
石油开采	16.4	2.4	0.8	0.9	信托	57.2	4.1	0.2	1.0
化学制品	16.5	4.1	1.1	0.9	保险	64.3	3.0	0.3	1.0
银行	9.9	1.8	0.9	1.0	石油化工	26.3	1.8	0.4	1.0
石油化工	26.3	1.8	0.4	1.0	建筑装饰	26.8	2.0	0.5	0.9
保险	64.3	3.0	0.3	1.0	包装印刷	25.7	1.3	0.5	1.7
证券	17.0	2.1	1.1	1.0	汽车整车	18.1	1.1	0.6	2.0
信托	57.2	4.1	0.2	1.0	房地产开发	15.7	1.8	0.8	1.1
电力		1.9		1.1	有色金属冶炼	31.2	1.8	0.8	2.3
房地产开发	15.7	1.8	0.8	1.1	石油开采	16.4	2.4	0.8	0.9
园区开发	23.0	2.3	0.9	1.2	园区开发	23.0	2.3	0.9	1.2
普通机械	18.7	2.4	1.1	1.2	汽车零部件	11.1	1.7	0.9	1.4
钢铁	11.8	0.9	1.0	1.2	银行	9.9	1.8	0.9	1.0
电气设备	19.0	3.7	1.4	1.3	钢铁	11.8	0.9	1.0	1.2
煤炭开采	10.2	1.9	1.3	1.3	普通机械	18.7	2.4	1.1	1.2
航运	8.2	1.3	2.8	1.4	化学制品	16.5	4.1	1.1	0.9
汽车零部件	11.1	1.7	0.9	1.4	建筑材料	12.2	1.2	1.1	1.7
专用设备	11.1	2.0	1.4	1.5	证券	17.0	2.1	1.1	1.0
造纸	10.4	0.9	1.4	1.5	元件	20.1	1.8	1.2	2.5

3.8 从市场角度：下次反弹哪些行业技术空间更大

■ 金融服务及主要上中游强周期行业均超跌显著

下跌过程	09.8.3-10.6.11	09.8.3-10.6.11	本伦行情	08.11.1-10.6.11	08.11.1-10.6.11
二级行业	实际超额收益	超涨/超跌幅度	二级行业	实际超额收益	超涨/超跌幅度
通信运营	-19.5	-24.0	证券	-63.9	-100.7
钢铁	-23.5	-21.5	铁路运输	-91.5	-73.9
石油化工	-20.3	-21.0	信托	-45.9	-67.4
石油开采	-12.9	-20.1	钢铁	-54.8	-65.0
证券	-27.0	-20.1	航运	-53.3	-63.2
房地产开发	-19.9	-20.0	通信运营	-82.7	-59.2
航运	-21.8	-20.0	建筑装饰	-55.9	-53.9
银行	-10.4	-13.4	电力	-57.9	-49.5
保险	-10.9	-12.1	石油化工	-51.9	-48.6
建筑装饰	-10.1	-10.4	石油开采	-84.6	-46.2
煤炭开采	-12.3	-9.8	化学制品	-53.1	-45.2
港口	-7.2	-9.7	机场	-63.1	-43.2
电力	-7.4	-9.0	港口	-47.5	-34.3
铁路运输	-5.0	-8.4	房地产开发	-14.5	-13.8
有色金属冶炼	-8.4	-3.1	高速公路	-29.2	-12.5
机场	1.9	-1.9	银行	-22.5	-6.8
化学制品	7.0	5.5	保险	-10.6	-4.4
专用设备	7.2	8.6	农业综合	6.6	-2.5
建筑材料	6.1	8.7	公交	19.3	7.2
汽车整车	8.0	9.3	传媒	7.1	13.1

3.9 周期类行业总结

- 预期拐点出现是周期类行业出现根本性风格转换的关键因素
- 造纸，航空可能面临人民币升值的额外利好
- 共同预期（之一或兼具）：经济回落见底；节能减排政策出尽或明确，落后产能淘汰坚决；加速城镇化出现明确政策信号

	三季度景气趋势	四季度及以后景气趋势	预期拐点信号	2010PB/2008最低	股价超跌程度	A-H溢价	评价
钢铁	回落	见底或回升	共同预期	1.2	-23%	5%	可关注
建材	回落	见底或回升	共同预期	1.6	6%		可关注
造纸	平稳	见底或回升	共同预期，人民币升值	1.3	18%		可关注
工程机械	略回落	不确定	共同预期，海外经济无忧	1.8	7%		
石油化工	略回落	见底或回升	共同预期，油价企稳	1.2	-20%	61%	
房地产开发	回落	见底或回升	成交量见底，共同预期	1.2	-20%		可关注
银行	回落	见底	经济回落见底，利差回升	0.9	-10%		
煤炭开采	回落	不确定	共同预期，海外经济无忧	1.7	-12%	-5%	
有色金属冶炼	回落	不确定	共同预期，海外经济无忧	2.7	-8%		
证券	回落	不确定	市场反弹	1.1	-27%		
保险	略回落	见底或回升	市场反弹	1.0	-11%	-19%	可关注
轿车	回落	回落	销量加速	2.0	8%		
铁路运输	上升	平稳或上升	经济见底更利好	1.0	-5%		可关注
公路	上升	平稳或上升	经济见底更利好	1.0	15%	19%	可关注
航空运输	上升	平稳或上升	人民币升值更利好	4.2	27%	89%	可关注

主要内容

1. 中短期与中长期矛盾预期使A股估值体系转变
2. 盈利预期：整体继续下调，下游稳定
3. 周期类行业：短期盈利恶化，期待预期改变
4. 消费类行业：中长期向好预期支撑高估值
5. 新兴行业：自下而上看个股机会
6. 推荐行业总结

4.1 消费类行业总体继续维持景气向好预期

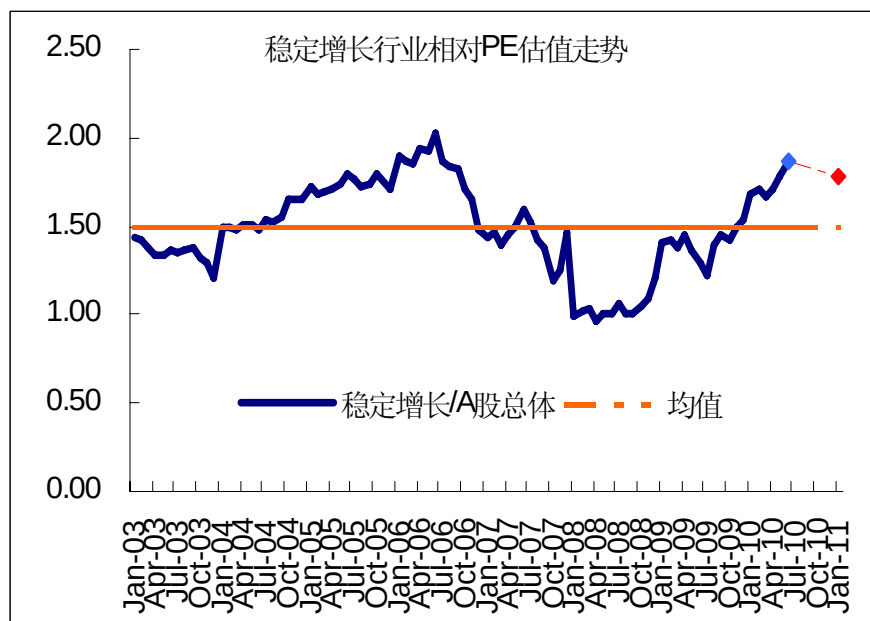
- 部分稳定类行业业绩持续上调现象继续
- 零售、中药、旅游、机场行业和部分食品饮料公司业绩超预期可能持续
- 与前期相比，稳定类行业业绩上调的广度在下降也是要注意的短期风险所在

二级行业	一致预期10年盈利预测调整			盈利超预期可能性
	近3个月	近1个月	近10天	
白色家电	5.1%	-0.3%	0.6%	高
视听器材	-0.8%	-1.4%	-1.0%	
传媒	-5.7%	0.8%	2.2%	
服装	10.4%	-3.4%	-3.7%	
化学制药	2.7%	-0.3%	-0.6%	
机场	2.9%	1.2%	1.3%	高
计算机应用	-1.1%	-0.2%	-0.2%	
景点	10.7%	2.1%	-0.3%	较高
零售	6.1%	2.7%	0.9%	高
旅游综合	-4.8%	3.9%	1.0%	较高
生物制品	13.3%	1.4%	0.1%	高
食品加工	4.7%	0.4%	5.0%	高
食品制造	-4.2%	-0.4%	-5.6%	
通信设备	-4.3%	-0.2%	0.2%	
通信运营	-44.6%	-17.1%	2.3%	
医药商业	-2.7%	-2.4%	-1.6%	
饮料制造	-3.7%	-0.9%	0.1%	
中药	5.0%	0.4%	0.7%	高

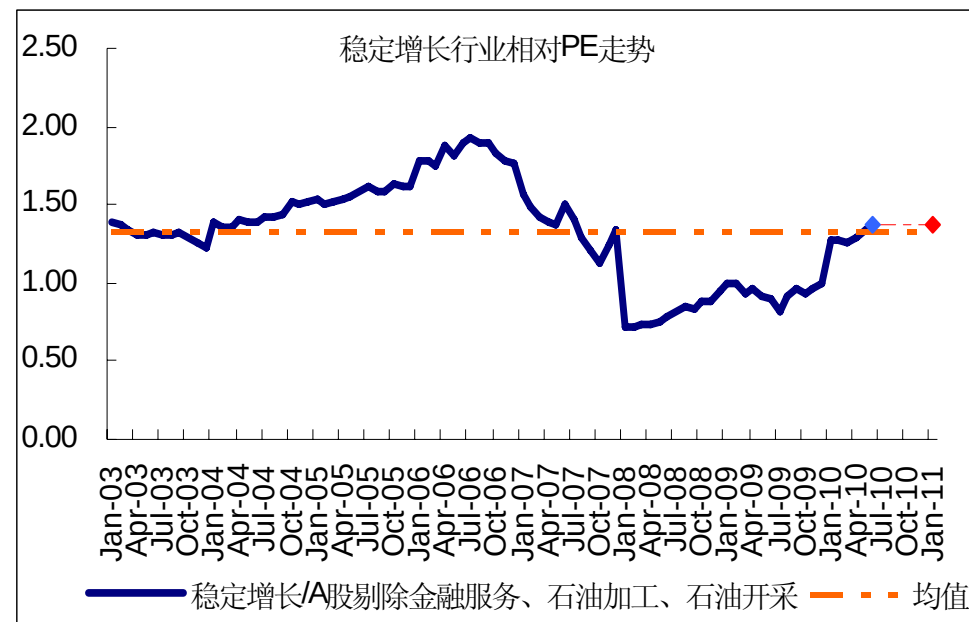
资料来源：申万研究

4. 2稳定类相对PE估值仍不太高

- 前期以消费行业为代表的稳定增长行业超额收益显著
- 稳定增长行业相对PB估值处于历史最高，但相对PE并不太高（左图）
- 如果考虑历史可比，相对PE估值就更低（右图）



资料来源: Wind, 申万研究



资料来源: Wind, 申万研究

4.3 市场对部分行业绝对估值有担心

- 可比相对估值看，零售，食品饮料估值仍偏低或合理；医药确略偏高

行业	2004-2005最高相对PE	2004-2005复合利润增速
港口	1.7	40%
中药	1.9	25%
零售	1.8	50%
白酒	1.9	35%
备注	相对剔除金融石油石化后	

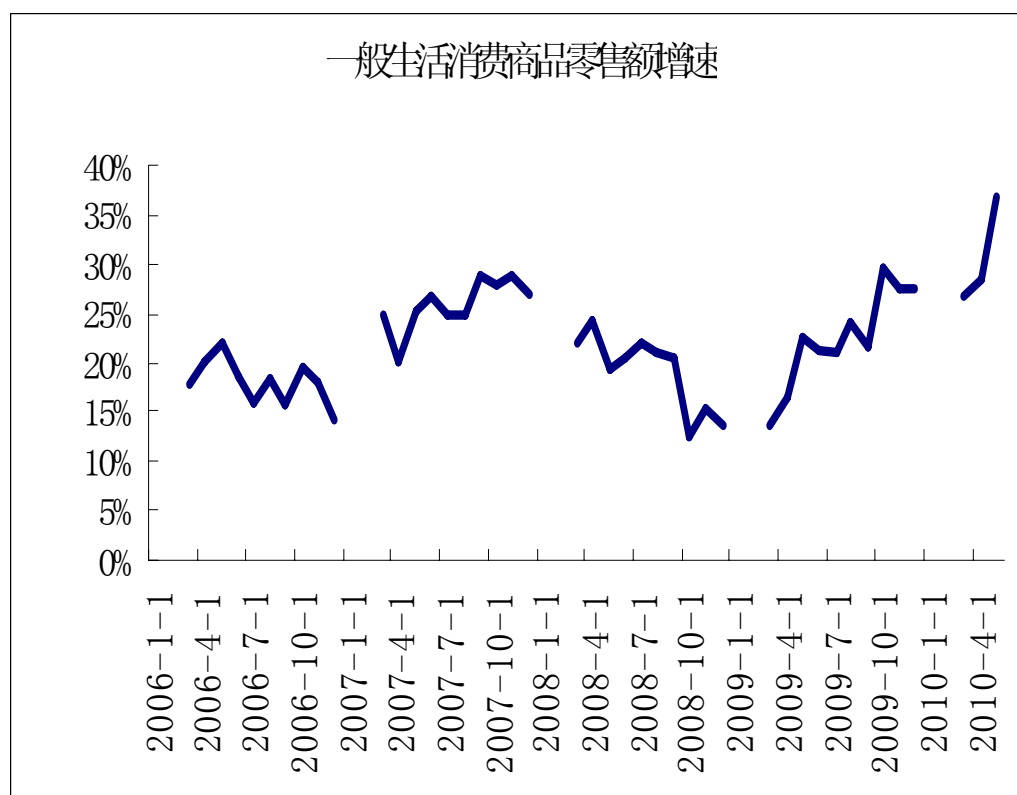
2010.6.15	10净利 YoY	11净利 YoY	10PE	11PE	10PB	PEG	2010PE/市场	2010PE/整体剔除石油金融	评价
白酒	29.9%	23.9%	23.5	19.0	6.6	1.06	1.68	1.31	偏低
计算机应用	23.8%	27.0%	27.5	21.6	4.7	1.37	1.97	1.53	业绩下调
传媒	25.9%	13.7%	42.9	37.1	4.1	3.30	3.07	2.39	
化学制药	58.2%	19.6%	34.2	28.7	6.0	2.67	2.44	1.90	略偏高
机场	16.9%	15.3%	21.1	18.4	1.9	1.50	1.51	1.17	
空调	32.9%	16.5%	13.7	11.7	3.2	0.54	0.98	0.76	
零售	40.6%	24.4%	25.5	20.3	4.1	1.22	1.82	1.42	偏低
旅游综合	2.6%	11.5%	30.1	27.0	3.5	1.87	2.15	1.67	
啤酒	34.8%	19.3%	29.7	24.9	4.4	1.06	2.12	1.65	合理
软饮料	78.6%	30.1%	30.8	23.7	9.7	1.27	2.20	1.71	合理
生物制品	-27.3%	23.1%	32.7	26.6	6.8	0.67	2.34	1.82	
食品加工	27.4%	21.2%	29.4	24.2	7.5	1.46	2.10	1.63	合理
食品制造	48.2%	19.1%	28.9	24.0	5.1	-0.21	2.06	1.60	业绩下调
通信设备	40.2%	21.3%	20.5	16.9	3.5	0.83	1.46	1.14	业绩下调
中药	39.8%	26.5%	39.9	31.6	7.3	1.87	2.85	2.22	略偏高
景点	46.0%	31.8%	42.6	33.0	6.2	2.18	3.04	2.37	略偏高

4. 4消费相关行业相对估值总体可以维持

- 调结构，促进内需政策力度有加大趋势，高增长信心前所未有
- 消费相关行业已经连续三个多季度有超额收益，需要阶段性调整消化负面信息和部分略偏高的估值
- 到四季度预期2011年增长时，预期的低估值会重新成为上涨动力

4.5零售：景气持续上升，估值不高

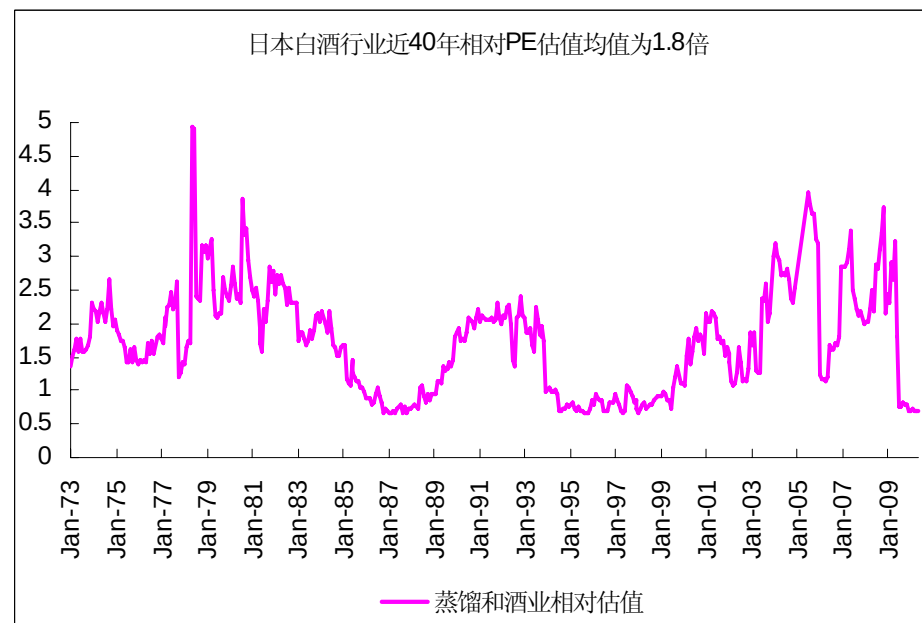
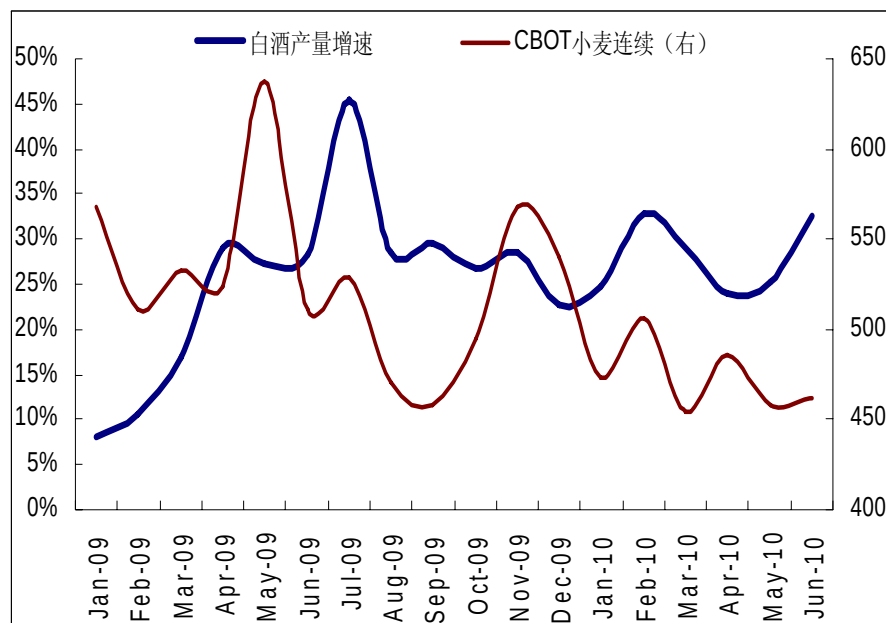
- 目前负利率持续对消费有较大现实促进
- 收入分配改革方案如近期公布对零售利好刺激
- 在流动性紧缩预期下，一般生活消费品零售额反而显著加速
- 仍有很多低估值公司存在，尤其看二三线



零售公司	2010 EPS	2011 EPS	2010 PE	2011 PE	分析师评级
兰州民百	0.63	0.76	14	12	买入
苏宁电器	0.57	0.69	20	16	买入
大厦股份	0.73	0.87	22	19	增持
广百股份	1.20	1.45	23	19	增持
小商品城	0.85	1.20	24	17	买入
鄂武商	0.61	0.75	25	21	增持
广州友谊	0.91	1.05	26	23	增持
新华百货	1.17	1.45	27	22	买入
宏图高科	0.50	0.56	27	24	增持
东百集团	0.38	0.50	28	21	增持
通程控股	0.34	0.48	28	20	买入
合肥百货	0.50	0.62	30	25	增持
王府井	1.15	1.35	30	26	增持
重庆百货	1.34	1.56	31	27	买入
飞亚达	0.44	0.57	32	24	增持
友阿股份	0.59	0.97	35	21	买入

4.6白酒：有低估值优势

- 酒驾对白酒负面影响不大，但白酒消费税问题对酒类带来短期利空
- 粮食价格低位稳定对我们看好的中低端酒类有利
- 同样爱喝酒的日本，白酒行业长期PE估值溢价均值是1.8倍，A股为1.57
- 白酒最大的优势就是估值低，成长确定，调整正好提供长期配置机会



4.7 继续看好结构性公司：中低端 中西部 二三线

- 相对未来高增长预期，结构性消费受益相关公司2010-2011年动态PE20-30倍，并不太高
- 品牌服装、零售、饮料等行业具有连锁经营、提价等高扩张的天然属性，最值得看好
- 下表所代表的公司见附录

	未来两年 CAGR	PEG	09PE	10PE	11PE	10PB
中低端消费	37.2%	1.0	36.8	24.1	19.5	4.4
低档轿车、轻卡农用车	49.9%	0.4	22.3	11.5	9.9	2.6
低端白酒	52.0%	1.2	64.1	39.2	27.8	6.6
低端食品	27.0%	1.4	38.0	29.3	23.5	6.9
二三线城市百货零售	37.8%	1.2	43.6	29.3	22.9	6.5
二三线城市布局的服装	28.3%	1.4	38.4	30.1	23.3	6.2
黑电	32.0%	1.0	33.4	24.0	19.2	2.0
啤酒	25.8%	1.5	39.4	29.7	24.9	4.6
软饮料	56.1%	1.0	57.6	30.8	23.7	8.8

资料来源：wind，申万研究

主要内容

1. 中短期与中长期矛盾预期使A股估值体系转变
2. 盈利预期：整体继续下调，下游稳定
3. 周期类行业：短期盈利恶化，期待预期改变
4. 消费类行业：中长期向好预期支撑高估值
5. 新兴行业：自下而上看个股机会
6. 推荐行业总结

5.1 新兴行业的景气向好预期总体不假

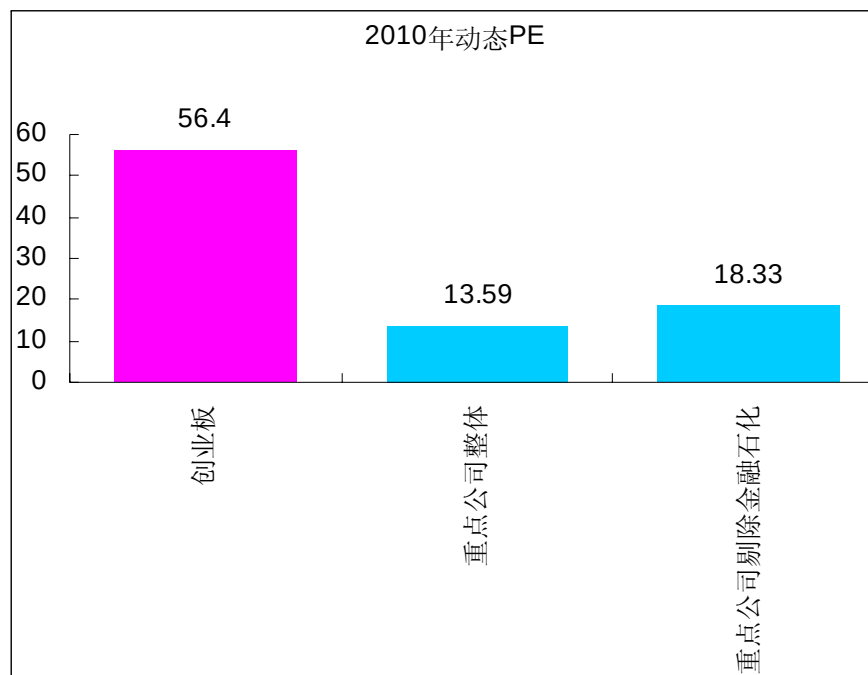
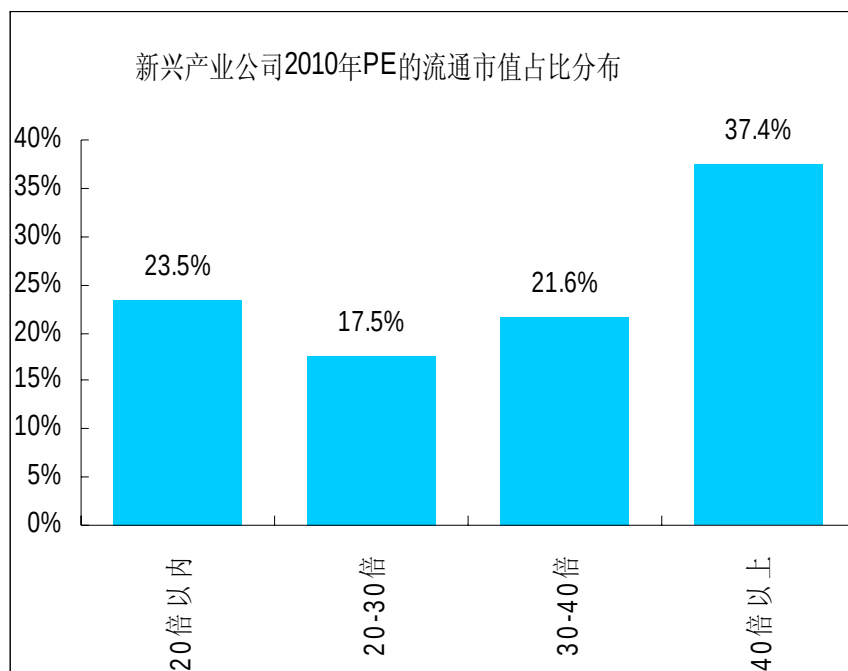
- 新兴行业业绩总体持续上调，说明已有相关行业需求不断提升支持
- 航空航天、海洋工程、生命科学、微电子、光电新材料等行业上调幅度可观
- 促进政策可能陆续出台，带来新的刺激

相关政策	
航空航天	卫星应用十二五发展规划、航空发动机振兴规划（下半年可能出台）
软件、集成电路	新十八号文（下半年可能出台）
电气设备	新能源规划（下半年可能出台）
智能电网	智能电网规划（下半年可能出台）
工业节能、建筑节能	十二五节能专项规划（下半年可能出台）

2010业绩一致预期调整	2010.2.1	2010.3.1	2010.4.1	2010.5.1	2010.6.1	2010.6.11	2月以来累计上调
传感网物联网技术	2.1%	2.0%	-0.4%	-2.1%	0.1%	-0.1%	1.7%
航空航天和海洋工程、地质勘探	17.9%	-2.2%	12.0%	-0.7%	6.1%	0.3%	44.8%
节能减排	2.7%	-2.5%	0.9%	3.5%	1.3%	0.4%	7.7%
生命科学（农业和医药）	2.6%	12.5%	1.1%	2.3%	0.0%	0.2%	19.5%
微电子、光电子等新材料	23.0%	19.6%	0.9%	13.6%	-0.7%	-1.3%	64.3%
新能源（低碳经济）	-0.3%	-3.5%	1.9%	-1.5%	-1.1%	1.7%	-4.0%

5.2 新兴行业公司估值确实高

- 新兴行业公司高估值除景气预期外，有很大程度受中小板和创业板高估值的影响
- 创业板的泡沫很难持续，其回落对新兴行业相关高估值公司将有负面影响



5.3 估值确实有点高，重点看个股

- 大部分新兴行业公司目前业绩都来源与传统产业，新兴业务比重还不高
- 虽然高增长新兴行业公司给予1.5-2倍的溢价也合理，但前提是业绩要主要来自新兴高成长行业

大分类	小分类	PEG	09PE	10PE	11PE	10PB	11PB	未来两年复合增速
传感网物联网技术		1.3	38.1	28.6	22.4	4.9	4.2	30.3%
	物联网	1.2	38.6	28.9	22.4	5.8	4.9	31.2%
	下一代互联网内容提供商、有线运营商	1.6	65.8	47.1	32.7	5.3	4.7	41.9%
	下一代互联网数据通信设备、服务器供应商	1.2	30.9	23.6	19.3	4.4	3.7	26.5%
	移动互联网	1.3	49.1	34.9	26.1	4.4	3.9	37.3%
航空航天和海洋工程、地质勘探		0.6	46.8	22.1	14.6	2.8	2.4	79.1%
	海洋工程	0.4	42.5	17.4	10.9	2.1	1.9	97.5%
	航空航天	1.7	55.5	38.0	31.2	5.3	4.7	33.4%
生命科学（农业和医药）		1.5	53.9	38.3	29.6	8.8	7.2	34.9%
	生物医药	1.3	45.2	32.2	25.0	10.2	7.8	34.4%
	医疗器械	2.3	44.9	41.4	31.4	6.5	5.6	19.6%
	转基因育种	2.1	111.2	62.4	48.0	7.6	6.8	52.2%
微电子、光电子等新材料		NA	-235.9	46.9	39.2	4.4	4.1	145.3%
新能源（低碳经济）		1.0	30.4	21.7	18.1	4.3	3.6	29.5%
	IGCC	0.9	28.9	21.2	16.7	8.0	5.9	31.7%
	风电设备	1.1	27.2	22.2	17.4	6.5	5.1	25.2%
	核电设备	1.0	21.9	17.4	14.5	3.5	2.9	22.7%
	节能LED	1.6	152.4	59.4	41.2	8.3	7.2	92.4%
	垃圾发电	1.3	50.3	31.1	26.0	4.7	4.1	39.2%
	汽车电池	1.7	82.4	52.9	36.8	6.2	5.5	49.7%
	太阳能发电设备	1.1	22.3	18.3	15.4	4.2	3.5	20.2%
节能减排		2.1	42.1	37.6	29.4	6.5	5.5	19.7%

主要内容

1. 中短期与中长期矛盾预期使A股估值体系转变
2. 盈利预期：整体继续下调，下游稳定
3. 周期类行业：短期盈利恶化，期待预期改变
4. 消费类行业：中长期向好预期支撑高估值
5. 新兴行业：自下而上看个股机会
6. 推荐行业总结

6.1 行业推荐总结

- 在经济回落预期，业绩下调，利空未尽，市场低迷阶段鲜有绝对正收益的行业
- 除必须配置外，因少跌获得超额收益意义不大
- 在悲观预期拐点之后，才是大显身手的时候
- 预期拐点信号（之一或兼具）：经济回落见底；节能减排政策出尽或明确，落后产能淘汰坚决；加速城镇化出现明确政策信号

看好或关注行业	理由	结构性	看好期间
商贸零售	低估值；景气上升；有政策刺激	二三线；中西部	下半年
航空运输	景气上升；油价稳定；人民币升值预期；业绩超预期		下半年
食品饮料	低估值；业绩超预期；	中低端品种	下半年
铁路运输	景气上升；估值低	铁路物流	下半年
计算机应用	新兴行业促进；估值合理		下半年
造纸	预期拐点出现；人民币升值预期		三季度后期预期拐点出现
钢铁	预期拐点出现；超跌严重		三季度后期预期拐点出现
建材	预期拐点出现；		三季度后期预期拐点出现
保险	预期拐点出现；超跌；PE估值接近最低		三季度后期预期拐点出现

6.2 各行业公司推荐

■ 按看好程度排序

行业	看好的公司	行业	看好的公司
商贸零售	友阿股份、通程控股、银座股份	化学制药	恒瑞医药、海正药业
航空运输	中国国航、南方航空	石油加工	中国石化
食品饮料	洋河股份、五粮液、山西汾酒、伊利股份	石油开采	中国石油
铁路运输	铁龙物流	化学纤维	海利得、烟台氨纶
计算机应用	用友软件、软控股份、数字政通	建筑施工	中工国际、隧道股份
造纸	太阳纸业、岳阳纸业、博汇纸业	信托	安信信托
钢铁	宝钢股份、太钢不锈、方大特钢、新钢股份	机场	厦门空港、白云机场
建材	冀东水泥、海螺水泥、南玻A	纺织服装	罗莱家纺、富安娜
保险	中国平安	乘用车	江淮汽车
商用车	福田汽车、宇通客车	电力	国电电力、九龙电力、长江电力
家电	海信电器、海尔电器	煤炭开采	潞安环能、冀中能源
电子元器件	中环股份、士兰微	工程机械	三一重工、安徽合力、山推股份
电力设备	卧龙电气、海陆重工	航运	中远航运
房地产开发	亿城股份、冠城大通	传媒	华谊嘉信
高速公路	宁沪高速	化工	浙江龙盛、烟台万华
银行	招商银行	有色金属	包钢稀土、新疆众和
中药	云南白药、东阿阿胶、江中药业、康美药业	网络服务	武汉塑料、电广传媒
生物制品	华兰生物	农林牧渔	獐子岛、中牧股份

附表1：关键假设表1

申万研究关键假设表-KAT	最新预测 2010-6-17					本次调整相对于 2010-6-2				
经济指标	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
世界经济指标										
全球GDP增速 (%)	-0.9	3.8	4.0	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
美国GDP增速 (%)	-2.4	3.0	3.2	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
欧盟GDP增速 (%)	-3.8	1.2	1.8	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
日本GDP增速 (%)	-6.0	1.4	1.5	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
OECD国家GDP增速 (%)	-3.5	1.1	1.9	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
金砖四国GDP增速 (%)	3.6	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
欧元/美元(年末)	1.4	1.4	1.5	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
美元指数(年末)	78.0	85.0	74.0	68.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
世界贸易量增速 (%)	-10.8	3.0	4.8	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
国内经济指标										
GDP: 实际 (%)	8.7	10.2	9.6	10.5	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.0	0.0
工业增加值增速 (%)	11.0	16.0	15.5	16.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资增速 (%)	30.5	25.0	23.6	28.0	0.0	0.0	0.0	-1.4	0.0	0.0
房地产投资增速 (%)	16.1	27.8	11.5	15.0	15.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
社会消费品零售总额增速 (%)	15.5	18.5	18.0	19.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.0
进出口总额增速 (%)	-13.9	28.1	15.1	23.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
出口 (%)	-16.0	28.5	15.5	22.9	0.0	0.0	6.6	0.0	0.0	0.0
进口 (%)	-11.2	35.5	14.6	25.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
贸易差额 (亿美元)	1960.7	1779.0	2178.0	2348.0	0.0	0.0	791.0	875.0	1075.0	0.0
直接利用外资增速FDI (%)	-2.6	5.0	8.0	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
全国平均房价涨幅 (%)	21.0	5.0	5.0	5.0	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
房地产销售面积增速 (%)	50.9	-15.0	10.0	12.0	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
房地产新开工面积增速 (%)	12.5	13.9	-2.8	10.0	9.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
汽车整车销量增速 (%)	38.0	17.6	11.2	11.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
发电量增速 (%)	7.0	10.3	11.5	12.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
用电量增速 (%)	6.0	10.2	11.2	12.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
建筑业产值增速 (%)	22.3	22.9	22.0	21.0	21.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
居民消费价格指数(CPI)	-0.7	3.2	3.0	4.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.0
生产资料价格指数(PPI)	-5.4	5.5	3.0	5.0	0.0	0.0	0.0	-1.0	0.0	0.0
人民币贷款余额增速 (%)	31.3	20.1	16.0	15.0	15.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
M2 (%)	27.7	17.8	16.6	16.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

附表2：关键假设表2

金融指标	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
工业企业净资产收益率(%)	9.0	9.8	10.4	11.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工业企业利润增速(%)	7.8	35.5	16.0	18.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
重点上市公司利润增速-自上而下(%)	18.5	24.3	17.0	0.0	0.0	0.0	-0.8	-3.4	0.0	0.0
重点上市公司利润增速-自下而上(%)	18.5	31.6	16.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
HSCEI指数净利润增速-自上而下(%)	21.7	20.3	14.0	9.5	0.0	0.0	-4.0	-4.0	0.0	0.0
HSCEI指数净利润增速-自下而上(%)	21.7	22.3	15.4	9.5	0.0	0.0	-4.0	-3.1	0.0	0.0
房地产租金回报率(%)	3.1	3.2	3.3	3.3	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
一年期存款利率(%)	2.3	2.5	2.5	3.1	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.8	0.0
一年期贷款利率(%)	5.3	5.6	5.6	6.1	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.8	0.0
人民币/美元(年末)	6.8	6.6	6.3	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存款准备金率(%)	15.5	18.0	18.5	19.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资风险溢价(%)	6.8	6.8	6.8	6.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资成本(%)	10.5	10.5	10.5	10.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
10年国债收益率(%)	3.5	3.2	3.5	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1年和10年国债利差(bp)	50.0	150.0	150.0	120.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
银行7天回购利率(%)	1.5	2.0	2.5	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5年企业债和国债利差(bp)	200.0	250.0	230.0	200.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
新增国债发行总量	14000.0	12000.0	8000.0	7000.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股票市场日均交易量	2100.0	2407.0	1350.0	1377.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
证券市场直接融资额	5148.0	5500.0	5800.0	6100.0	6500.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

附表3：关键假设表3

财政指标	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
财政总收入 (%)	11.9	21.8	21.5	20.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税收收入 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
国内增值税 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业税 (%)	15.0	13.5	17.8	18.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
企业所得税 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
消费税 (%)	80.0	20.5	17.0	17.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
个人所得税 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非税收入 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财政总支出 (%)	23.1	24.0	21.0	17.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
一般公共服务支出 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
国防支出 (%)	14.9	15.6	16.5	14.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
社会保障和就业支出 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
医疗卫生支出 (%)	38.2	34.0	33.0	22.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
教育支出 (%)	23.9	32.0	32.0	19.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
交通运输支出 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
农林水务 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

附表4：关键假设表4

产业指标	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
城镇职工人均工资增速（%）	13.5	15.0	15.4	18.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
农村人均收入增速（%）	8.5	11.0	13.0	15.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
国内成品油价格										
汽油（元/吨）	6228.9	6960.1	7182.9	6794.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
柴油（元/吨）	5515.1	6436.8	6659.7	6270.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
航空煤油（元/吨）	4442.6	5336.1	5558.9	5619.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
国内工业用电价涨幅（%）	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
土地价格涨幅（%）	25.0	10.0	10.0	10.0	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Brent原油（美元/桶）	60.6	77.0	85.0	90.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
国际煤价（美元/吨）（澳大利亚BJ动	70.0	95.0	92.0	95.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
国内市场煤价（元/吨）（秦皇岛动力	633.0	763.0	750.0	770.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
铁矿石价格（唐山现货干基66%）	688.0	998.0	935.0	982.0	1031.0	0.0	63.0	0.0	0.0	0.0
国内市场钢材综合价格指数	3871.4	4572.0	4622.0	5085.0	5339.0	0.0	176.0	0.0	0.0	0.0
螺纹钢（Φ12-25m）（元/吨）	3729.3	4289.0	4229.0	4568.0	4796.0	0.0	145.0	0.0	0.0	0.0
热轧卷板（5.5mm）（元/吨）	3626.3	4344.0	4463.0	4999.0	5249.0	0.0	194.0	0.0	0.0	0.0
铜价（元/吨）（长江现货市场）	41000.0	60000.0	65000.0	68000.0	0.0	0.0	-250.0	0.0	0.0	0.0
铝价（元/吨）（长江现货市场）	13500.0	17000.0	18000.0	19000.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
波罗的海干散货运价指数（BDI）	2700.0	3000.0	3000.0	3500.0	4500.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
中国出口集装箱运价指数	850.0	980.0	1050.0	1050.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
小麦（元/公斤）（批发白小麦普通三	1.85	1.99	2.15	2.25	2.35	0.00	0.01	0.15	0.15	0.0
大豆（元/公斤）	3.60	3.78	4.00	4.00	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.0

附表5：行业估值表1

更新日期:	加权利润增速	加权利润增速	PE	PE	一致预期PE	一致预期PE	PB	PB		
2010-6-11	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	息率	PEG
保险	16.4%	14.0%	18.8	16.5	20.0	17.0	2.94	2.60	1.38%	0.28
信托	504.8%	29.1%	13.9	10.8	52.3	47.1	4.29	3.10	0.19%	0.78
银行	21.6%	16.2%	9.3	8.0	9.3	7.7	1.76	1.54	3.70%	0.63
证券	-16.4%	58.6%	19.5	12.3	17.5	16.3	2.10	1.83	0.74%	0.88
金融服务业	19.8%	17.4%	10.8	9.2	10.9	9.2	1.71	7.45	3.00%	0.60

附表6：行业估值表2

更新日期：	加权利润增速	加权利润增速	PE	PE	一致预期PE	一致预期PE	PB	PB		
2010-6-11	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	息率	PEG
玻璃制造	37.7%	9.7%	20.9	19.0	19.8	15.9	4.14	3.80	2.81%	0.65
采掘施工	25.8%	23.4%	17.2	14.0	17.0	13.4	2.35	2.05	0.76%	1.50
电源设备	35.4%	20.4%	29.9	24.9	32.4	27.3	4.38	3.83	0.60%	1.94
房地产开发	37.7%	16.1%	12.8	11.1	13.2	10.7	1.97	1.72	1.36%	0.55
钢铁	177.2%	24.1%	10.7	8.6	12.2	9.7	1.10	1.03	4.23%	1.17
工程机械	17.1%	11.5%	16.0	14.4	13.0	10.6	3.78	3.04	0.56%	0.59
航空运输	-39.2%	9.4%	47.0	42.9	15.9	14.9	4.93	4.48	0.24%	-0.17
航运	238.7%	45.3%	22.2	15.3	22.2	15.2	1.79	1.64	1.02%	1.81
航运设备	58.9%	10.5%	15.5	14.0	18.1	14.6	2.13	1.90	1.24%	-8.97
化学纤维	251.6%	1.7%	16.6	16.3	19.4	15.7	2.67	2.35	0.78%	0.32
化学原料	156.4%	71.5%	40.2	23.4	40.0	25.5	2.31	2.13	0.33%	-1.08
黄金	75.7%	16.0%	24.6	21.2	26.4	22.1	6.64	5.37	1.00%	1.32
火电	18.2%	40.3%	20.4	14.6	24.0	18.9	1.97	1.81	1.75%	-0.09
铝	460.3%	57.4%	23.8	15.1	26.3	17.8	3.01	2.62	1.07%	-0.84
煤炭开采	36.3%	18.1%	14.8	12.5	14.6	12.2	3.17	2.66	1.64%	1.93
其他电子器件	83.2%	-1.4%	40.2	40.8	36.7	26.4	4.09	3.85	0.95%	5.58
铅锌	187.5%	40.8%	22.3	15.9	25.8	17.8	4.87	4.13	1.78%	0.35
商用载货车	39.0%	12.2%	11.6	10.3	11.2	9.7	2.54	2.11	1.54%	0.72
石油加工	10.8%	3.1%	10.7	10.4	10.4	9.8	1.69	1.50	2.06%	0.34
石油开采	37.7%	8.0%	13.8	12.7	14.3	12.7	2.05	1.83	1.89%	1.81
水泥制造	39.8%	17.6%	12.2	10.4	12.1	9.6	1.89	1.62	0.80%	0.49
饲料	79.3%	38.8%	28.5	20.5	29.2	21.6	4.08	3.44	0.24%	1.76
铜	118.0%	38.5%	23.2	16.8	26.7	20.1	4.39	3.67	1.12%	-0.24
小金属	216.1%	68.2%	39.1	23.2	41.8	27.6	5.81	4.83	0.52%	3.45
冶金矿采设备	6.1%	20.1%	20.6	17.2	19.1	15.3	3.81	3.14	0.23%	1.36
造纸	4.5%	19.2%	14.8	12.4	15.3	12.8	1.52	1.38	0.90%	0.65
强周期	43.0%	16.6%	14.7	12.6	14.6	12.3	1.88	8.69	1.66%	0.59

附表7：行业估值表3

更新日期：	加权利润增速	加权利润增速	PE	PE	一致预期PE	一致预期PE	PB	PB		
2010-6-11	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	息率	PEG
半导体	11406.1%	6.7%	40.1	37.6	44.6	27.5	3.98	3.67	0.58%	-181.14
包装印刷	15.9%	13.5%	13.6	12.0	13.9	12.2	2.31	2.11	3.93%	0.24
乘用车	61.8%	14.0%	10.9	9.5	11.4	9.9	2.27	1.91	2.05%	0.16
电子元器件	63.4%	9.5%	28.1	25.6	29.5	23.1	5.10	4.57	1.50%	1.32
纺织	22.1%	6.6%	12.3	11.5	12.6	10.9	1.94	1.73	2.35%	1.15
服装	-31.9%	15.1%	17.8	15.5	15.6	13.1	2.28	2.09	2.22%	0.85
航空航天设备	34.5%	24.7%	50.3	40.3	53.7	42.5	3.77	3.51	0.41%	3.38
化肥	88.7%	20.3%	16.9	14.0	18.1	14.2	3.46	3.00	2.49%	1.57
化工新材料	115.7%	46.1%	23.7	16.2	21.3	13.7	4.51	3.83	1.56%	2.76
化学制品	59.7%	21.2%	21.0	17.3	22.2	17.0	3.94	3.36	1.12%	6.68
机床工具	81.9%	37.5%	45.1	32.8	31.0	22.1	4.58	4.09	0.31%	2.81
计算机设备	42.5%	19.3%	40.1	33.6	36.7	27.2	3.59	3.34	0.76%	2.49
家具	51.5%	30.6%	19.3	14.8	18.7	14.0	2.11	1.87	0.49%	0.73
家用轻工	99.8%	27.4%	28.1	22.1	29.1	21.4	4.60	3.97	0.82%	3.40
建筑施工	33.3%	24.4%	15.4	12.4	15.0	12.0	2.65	2.27	1.40%	0.54
酒店	18.6%	21.5%	34.3	28.2	35.2	32.6	2.93	2.78	1.38%	2.46
其他	40.6%	13.3%	21.6	19.1	20.8	17.4	2.97	2.67	1.31%	1.39
汽车零部件	40.8%	13.1%	10.8	9.6	11.1	9.8	2.43	2.00	1.47%	0.20
商用载客车	36.9%	16.7%	12.0	10.3	13.5	11.8	2.79	2.52	5.09%	1.04
视听器材	46.6%	17.3%	19.7	16.7	19.9	15.5	2.16	1.96	1.19%	0.75
输变电设备	24.6%	22.1%	28.2	23.1	26.2	20.1	5.10	4.29	0.48%	1.15
水务	28.8%	2.2%	25.7	25.1	29.1	26.0	2.70	2.59	2.30%	1.38
网络服务	21.9%	62.1%	47.2	29.1	55.8	50.5	3.89	3.50	0.37%	1.96
港口	16.5%	10.0%	20.5	18.6	20.3	18.2	2.40	2.21	1.69%	19.37
铁路运输	11.3%	8.8%	16.0	14.7	14.4	13.2	2.07	1.93	2.88%	2.71
高速公路	-2.6%	13.8%	14.2	12.5	12.3	11.1	1.46	1.36	2.45%	2.17
物流	32.8%	33.6%	37.1	27.8	24.3	21.0	2.23	2.10	0.65%	3.20
新能源	145.0%	13.2%	18.0	15.9	27.3	21.6	4.86	3.85	0.80%	2.22
养殖	72.0%	25.1%	37.1	29.6	40.1	30.7	5.15	4.59	0.84%	1.86
种植与加工	33.6%	33.4%	49.3	37.0	42.2	33.6	4.35	4.07	0.81%	5.49
铁路建设	19.1%	18.2%	11.7	9.9	11.3	9.3	1.44	1.26	0.33%	0.23
铁路设备	49.2%	21.5%	32.9	27.1	25.1	16.7	2.89	2.67	0.67%	2.99
弱周期	33.8%	16.4%	18.5	15.9	18.1	15.2	2.42	16.27	1.57%	0.92

附表8：行业估值表4

更新日期：	加权利润增速	加权利润增速	PE	PE	一致预期PE	一致预期PE	PB	PB		
2010-6-11	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	息率	PEG
白酒	30.7%	23.9%	23.8	19.2	23.2	18.6	6.56	5.19	0.98%	1.05
计算机应用	22.1%	27.0%	28.5	22.5	28.7	22.8	4.79	4.15	0.97%	1.50
传媒	24.8%	13.7%	43.4	38.2	42.7	37.3	3.93	3.60	0.24%	3.59
风电	15.5%	25.4%	22.5	18.0	20.1	16.4	4.60	3.73	0.43%	0.92
化学制药	69.4%	19.6%	36.3	30.4	33.4	26.6	6.50	5.55	0.54%	2.94
黄酒	27.3%	19.5%	39.0	32.7	33.6	27.6	4.99	4.48	0.64%	16.88
机场	16.5%	15.3%	20.8	18.1	19.5	17.5	1.93	1.78	1.16%	1.59
空调	33.0%	16.5%	13.1	11.3	14.0	12.0	3.15	2.56	1.23%	0.50
零售	42.9%	24.4%	26.7	21.5	25.0	19.8	4.08	3.51	0.57%	1.36
旅游综合	3.6%	11.5%	28.8	25.8	28.3	23.2	3.48	3.18	1.06%	1.96
啤酒	35.9%	19.3%	29.8	25.0	29.4	24.3	4.02	3.64	1.15%	1.14
软饮料	78.6%	30.1%	30.8	23.7	33.8	26.2	9.69	7.83	1.37%	1.27
生物制品	-15.2%	23.1%	33.5	27.2	33.9	29.1	7.70	6.34	0.72%	0.72
食品加工	26.9%	21.2%	28.1	23.2	28.8	24.1	7.92	6.69	1.63%	1.39
食品制造	48.5%	19.1%	27.9	23.4	28.0	23.1	5.31	4.50	0.84%	-0.20
水电	57.8%	45.4%	20.6	14.2	19.1	17.8	2.52	2.43	3.85%	0.17
通信设备	38.9%	21.3%	20.3	16.8	20.6	16.3	3.43	2.93	0.79%	0.79
通信运营	48.6%	27.3%	23.3	18.3	46.0	26.5	1.45	1.36	0.60%	-1.05
医药商业	227.9%	23.7%	32.8	26.6	31.8	26.3	11.42	8.42	0.52%	1.38
中药	39.5%	26.5%	39.9	31.5	41.1	32.5	7.24	6.27	0.81%	1.85
景点	40.6%	31.8%	42.7	32.4	38.1	29.0	5.96	5.30	0.76%	1.74
稳定增长	33.0%	22.4%	25.2	20.6	26.0	20.9	3.50	26.22	0.81%	2.56
总计	28.2%	17.5%	13.9	11.9	14.0	11.7	2.28	2.00	2.06%	0.73

附表9：新兴产业公司估值表1

大分类	小分类	证券简称	09PE	10PE	11PE
传感网物联网技术	物联网	新世纪	68.9	55.3	45.8
传感网物联网技术	物联网	辉煌科技	95.7	54.1	33.5
传感网物联网技术	物联网	银江股份	81.2	51.3	33.9
传感网物联网技术	物联网	赛为智能	85.6	49.7	33.7
传感网物联网技术	物联网	川大智胜	81.8	43.8	27.6
传感网物联网技术	物联网	恒生电子	51.9	38.3	30.2
传感网物联网技术	物联网	石基信息	45.4	37.1	28.7
传感网物联网技术	物联网	东华软件	48.1	33.1	25.5
传感网物联网技术	物联网	浙大网新	36.5	31.6	26.8
传感网物联网技术	物联网	启明信息	51.6	31.2	23.1
传感网物联网技术	物联网	宝信软件	35.3	30.7	24.8
传感网物联网技术	物联网	青岛软控	38.9	27.9	21.6
传感网物联网技术	物联网	华胜天成	28.9	23.5	18.7
传感网物联网技术	物联网	东软集团	28.2	22.2	17.2
传感网物联网技术	下一代互联网内容提供商、有线运营商	华谊兄弟	148.6	78.9	57.0
传感网物联网技术	下一代互联网内容提供商、有线运营商	天威视讯	84.4	67.7	39.9
传感网物联网技术	下一代互联网内容提供商、有线运营商	广电网络	71.7	61.4	49.5
传感网物联网技术	下一代互联网内容提供商、有线运营商	电广传媒	127.5	54.0	44.1
传感网物联网技术	下一代互联网内容提供商、有线运营商	歌华有线	54.5	43.6	25.3
传感网物联网技术	下一代互联网内容提供商、有线运营商	博瑞传播	42.4	31.8	26.3
传感网物联网技术	下一代互联网数据通信设备、服务器供应商	浪潮信息	78.5	55.4	27.1
传感网物联网技术	下一代互联网数据通信设备、服务器供应商	神州泰岳	87.9	52.2	35.5
传感网物联网技术	下一代互联网数据通信设备、服务器供应商	光迅科技	58.9	42.4	30.5
传感网物联网技术	下一代互联网数据通信设备、服务器供应商	新海宜	48.0	30.9	22.4
传感网物联网技术	下一代互联网数据通信设备、服务器供应商	烽火通信	42.8	28.3	25.1
传感网物联网技术	下一代互联网数据通信设备、服务器供应商	华胜天成	28.9	23.5	18.7
传感网物联网技术	下一代互联网数据通信设备、服务器供应商	中天科技	22.3	18.6	15.5
传感网物联网技术	下一代互联网数据通信设备、服务器供应商	中兴通讯	24.1	18.3	15.1
传感网物联网技术	下一代互联网数据通信设备、服务器供应商	亨通光电	20.0	16.3	13.6
传感网物联网技术	移动互联网	东信和平	112.2	71.4	55.3
传感网物联网技术	移动互联网	卫士通	69.6	59.1	50.5
传感网物联网技术	移动互联网	三维通信	42.9	31.5	25.1
传感网物联网技术	移动互联网	证通电子	50.1	29.0	20.8
传感网物联网技术	移动互联网	南天信息	31.7	26.0	21.7

附表10：新兴产业公司估值表2

大分类	小分类	证券简称	09PE	10PE	11PE
低端消费	低档轿车、轻卡、微卡、农用车	一汽夏利	43.5	33.1	23.0
低端消费	低档轿车、轻卡、微卡、农用车	福田汽车	16.3	11.0	9.9
低端消费	低档轿车、轻卡、微卡、农用车	江淮汽车	25.4	10.3	8.3
低端消费	低档轿车、轻卡、微卡、农用车	长安汽车	21.1	8.9	7.9
低端消费	低端白酒	老白干酒	128.3	88.4	80.2
低端消费	低端白酒	伊力特	53.7	44.4	32.9
低端消费	低端白酒	金种子酒	85.0	42.0	26.3
低端消费	低端白酒	酒鬼酒	69.7	41.0	24.0
低端消费	低端白酒	古井贡酒	80.4	40.6	26.6
低端消费	低端白酒	沱牌曲酒	76.1	38.6	33.2
低端消费	低端白酒	山西汾酒	51.1	32.8	24.4
低端消费	低端食品	三全食品	59.5	49.7	41.1
低端消费	低端食品	保龄宝	71.2	43.7	24.9
低端消费	低端食品	恒顺醋业	70.4	41.6	30.8
低端消费	低端食品	安琪酵母	49.1	29.2	24.2
低端消费	低端食品	*ST伊利	34.7	28.6	22.6
低端消费	低端食品	双汇发展	33.2	26.6	21.9
低端消费	二三线城市百货零售	人人乐	48.0	37.5	29.8
低端消费	二三线城市百货零售	兰州民百	93.7	37.5	27.3
低端消费	二三线城市百货零售	家润多	47.3	35.1	24.7
低端消费	二三线城市百货零售	成商集团	42.9	31.2	20.7
低端消费	二三线城市百货零售	武汉中百	40.1	29.9	25.5
低端消费	二三线城市百货零售	鄂武商A	32.5	27.6	21.9
低端消费	二三线城市百货零售	合肥百货	37.4	26.2	21.4
低端消费	二三线城市百货零售	重庆百货	54.8	21.2	17.3
低端消费	二三线城市布局的服装	七匹狼	47.4	37.7	30.2
低端消费	二三线城市布局的服装	美邦服饰	36.6	28.8	22.1
低端消费	二三线城市布局的服装	报喜鸟	34.6	26.5	20.4
低端消费	黑电	四川长虹	97.9	47.9	39.5
低端消费	黑电	TCL集团	26.1	21.2	15.5
低端消费	黑电	海信电器	25.1	18.1	15.4
低端消费	啤酒	燕京啤酒	41.9	30.1	25.5
低端消费	啤酒	青岛啤酒	38.1	29.5	24.5
低端消费	软饮料	承德露露	57.6	30.8	23.7

附表11：新兴产业公司估值表3

大分类	小分类	证券简称	09PE	10PE	11PE
航空航天和海洋工程、地质勘探	海洋工程	中集集团	43.2	17.7	11.1
航空航天和海洋工程、地质勘探	航空航天	航天动力	169.4	116.0	91.5
航空航天和海洋工程、地质勘探	航空航天	中国卫星	69.0	47.3	36.7
航空航天和海洋工程、地质勘探	航空航天	贵航股份	31.9	22.8	19.0
节能减排	节能减排	国电南瑞	96.6	72.9	54.3
节能减排	节能减排	佛山照明	65.9	55.7	50.7
节能减排	节能减排	合康变频	86.0	53.7	35.4
节能减排	节能减排	荣信股份	69.4	48.1	34.7
节能减排	节能减排	合加资源	65.2	45.5	32.9
节能减排	节能减排	泰豪科技	74.5	41.6	29.9
节能减排	节能减排	烟台冰轮	56.6	35.6	27.1
节能减排	节能减排	思源电气	15.2	30.3	24.4
节能减排	节能减排	双良股份	36.5	24.3	17.7
节能减排	节能减排	龙净环保	23.6	21.7	17.0
节能减排	节能减排	凯迪电力	48.7	19.4	19.4
生命科学（农业和医药）	生物医药	上海莱士	58.8	38.4	30.1
生命科学（农业和医药）	生物医药	华兰生物	47.2	34.7	27.3
生命科学（农业和医药）	生物医药	科华生物	42.1	32.7	25.6
生命科学（农业和医药）	医疗器械	人福科技	45.3	39.7	30.6
生命科学（农业和医药）	转基因育种	隆平高科	119.4	68.1	48.1
生命科学（农业和医药）	转基因育种	登海种业	113.8	51.4	35.0
生命科学（农业和医药）	转基因育种	敦煌种业	136.0	48.8	25.8
微电子、光电子等新材料	微电子、光电子等新材料	中环股份	-72.3	64.0	48.4
微电子、光电子等新材料	微电子、光电子等新材料	长电科技	405.1	33.3	35.4

附表12：新兴产业公司估值表4

大分类	小分类	证券简称	09PE	10PE	11PE
新能源（低碳经济）	IGCC	海陆重工	53.4	41.2	31.6
新能源（低碳经济）	IGCC	华光股份	30.3	27.8	20.9
新能源（低碳经济）	IGCC	东方电气	27.8	20.5	16.1
新能源（低碳经济）	风电设备	湘电股份	47.6	29.3	22.1
新能源（低碳经济）	风电设备	金风科技	32.2	26.4	20.1
新能源（低碳经济）	风电设备	东方电气	27.8	20.5	16.1
新能源（低碳经济）	风电设备	特变电工	19.8	18.8	15.3
新能源（低碳经济）	核电设备	中核科技	100.7	67.4	47.0
新能源（低碳经济）	核电设备	久立特材	37.0	32.6	21.3
新能源（低碳经济）	核电设备	京能热电	26.1	23.8	18.1
新能源（低碳经济）	核电设备	东方电气	27.8	20.5	16.1
新能源（低碳经济）	核电设备	申能股份	13.6	18.0	16.7
新能源（低碳经济）	节能LED	三安光电	138.9	59.5	32.6
新能源（低碳经济）	节能LED	华微电子	153.9	48.4	35.9
新能源（低碳经济）	节能LED	长电科技	405.1	33.3	35.4
新能源（低碳经济）	垃圾发电	东湖高新	60.4	34.7	27.4
新能源（低碳经济）	垃圾发电	凯迪电力	48.7	19.4	19.4
新能源（低碳经济）	汽车电池	西藏矿业	666.6	121.5	79.9
新能源（低碳经济）	汽车电池	科力远	215.3	82.8	39.4
新能源（低碳经济）	汽车电池	包钢稀土	417.8	52.6	43.8
新能源（低碳经济）	汽车电池	厦门钨业	60.8	49.8	32.0
新能源（低碳经济）	汽车电池	中信国安	32.3	45.8	33.5
新能源（低碳经济）	汽车电池	江苏国泰	56.9	43.4	33.4
新能源（低碳经济）	汽车电池	中炬高新	82.4	40.8	20.9
新能源（低碳经济）	汽车电池	吉恩镍业	107.8	38.6	25.6
新能源（低碳经济）	汽车电池	杉杉股份	83.0	30.8	26.5
新能源（低碳经济）	水电	桂东电力	53.3	20.6	23.6
新能源（低碳经济）	水电	长江电力	25.9	16.8	16.5
新能源（低碳经济）	水电	国电电力	21.1	15.7	13.7
新能源（低碳经济）	太阳能发电设备	特变电工	19.8	18.8	15.3
新能源（低碳经济）	太阳能发电设备	天威保变	26.7	18.0	15.9
新能源（低碳经济）	乙醇汽油	万向德农	51.8	39.8	31.3
新能源（低碳经济）	乙醇汽油	丰原生化	28.2	19.9	15.8

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

申万研究 • 拓展您的价值

SWS Research • CHINA Value Revealed

上海申银万国证券研究所有限公司

朱安平

zhuap@swsresearch.com

夏钦

xiaqin@swsresearch.com