

动态报告

投资策略

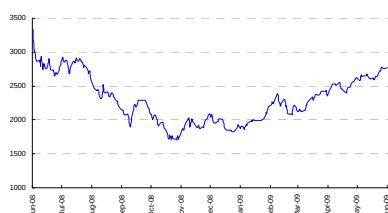
国信证券核心资产配置策略报告

2009 年 06 月 09 日

策略月报

银行挑梁，关注中游与并购重组

一年上证综合指数走势



相关研究报告:

宏观策略部

股票研究部

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1. 市场判断：加速上涨后的调整

6 月份市场在银行等权重板块推动下存在加速上涨可能，进而则可能引发真正的一轮调整，建议从补涨思路选择板块与个股，从而兼顾到策略性防御。

2. 行业配置：银行挑梁，关注中游

本月最看好的三个行业依次为金融（银行、券商、保险）、钢铁、石油化工；前瞻性的看好钢铁、电解铝、化工、航运、造纸等中游行业中受益经济复苏、景气回升的行业。主要理由与逻辑：

（1）息差拐点、估值洼地、流动性再泛滥、欧美经济与股市回升等利多因素将支撑金融尤其是银行板块上涨，进而推动指数繁荣。

（2）前瞻性看好钢铁、电解铝、化工、航运、造纸等中游行业景气回升。因为这是实体经济真正复苏的重要判据。汽车地产两大先导性产业的复苏拉动经济走出谷底，2 季度工业生产将持续回升，市场对于经济复苏的信心增强最终会引发资金增配钢铁等中游板块。

（3）看好油价，谨慎对待煤炭、有色。欧美经济复苏态势基本确立，避险需求降低下的美元汇率走低推高商品市场，加上季节性因素，油价在 3 季度可相对乐观，有望推动化工等中游行业的产品价格。虽然我们对煤炭仍然看好，但在基金普遍超配和经历大幅上涨之后，新的机会需要等待到 4 季度，我们看好的大同煤业、平煤股份、盘江股份、中油化建则需要视资产注入事件的时点。有色板块业绩支撑较弱，不具备安全边际，建议逢高减持。

（4）市场风格转换本质上是补涨行为，这也是提高投资组合防御性的一个重要因素，我们认为补涨的主要板块将集中在中游行业（钢铁、电解铝、化工、造纸、交通运输等）、消费品领域（食品饮料、商业）。

3. 个股选择策略与重点推荐组合

自上而下，以及结合国信行业分析师自下而上的推荐，我们建议的 6 月份重点推荐组合为：建设银行、工商银行、招商银行、中国平安、辽宁成大、酒钢宏兴、鞍钢股份、中国联通、青岛海尔、华泰股份、辰州矿业、鑫科材料、云南城投、中天城投、山西三维、柳化股份、福耀玻璃、国阳新能、中国远洋、五粮液。

内容目录

投资摘要	3
主要结论及投资建议	3
核心假设或逻辑	3
重要事件关注:	3
宏观经济判断	4
中国经济	4
GDP增长动力下阶段演化: 投资贡献率有所加大	4
通胀预期的强度与进程在 6 月初面临全面重估	4
关注房地产物业税的立法进展、舆论与预期变化	5
全球经济	5
大宗商品	5
投资策略	6
市场走势判断	6
行业配置建议: 银行挑梁, 关注中游	6
风格投资建议: 关注补涨	6
主题投资建议: 并购重组正当其时	7
行业配置与投资组合:	7
行业研究最新观点汇总	9
银行业: 建议超配, 重点推荐大型银行	9
房地产: 房价看涨, 仍坚持“超配地产股”判断	9
钢铁: 重点推荐资源与成本优势公司	10
石化: 油价冲高推升资源盈利	11
煤炭: 重点推荐有资产注入及整体上市预期的公司	11
工程机械: 短期难有超额收益, 重点关注出口导向型公司	12
建材: 推荐主业快速复苏的公司	12
化工: 关注经济复苏与油价上涨下的投资机会	12
有色金属: 维持有色金属行业“中性”投资评级, 强推辰州矿业	13
电力: 维持行业中性评级, 水电公司有相对优势	14
电力设备: 估值基本合理, 主题投资或会持续	14
建筑工程: 短期难有超额收益, 关注需求提速实质性受益公司	15
汽车: 轿车由结构性复苏走向全面复苏, 重卡正走出底部	15
交通运输: 超配干散货运输, 首选BDI相关度高的中国远洋	16
交运—干散货运输: 由中性提升为谨慎推荐, 趋势性机会正当其时	16
交运—油轮运输: 建议标配, 短期缺乏安全边际	17
交运—港口: 维持中性评级, 重点关注存在重组预期的公司	17
交运—铁路: 维持谨慎推荐评级, 重点关注货运、客运价格及定价机制变化	18
交运—航空机场: 维持谨慎推荐评级, 流感短期仍有负面影响	18
交运—高速公路: 建议标配, 存在补涨机会	19
交运—物流: 维持中性评级, 重点关注外贸复苏、振兴规划细则	20
造纸: 推荐提价后盈利能力再提升的品种	20
家电: 需求回暖持续显现、节能政策导向加快产业升级	21
电子: 行业温和复苏, 维持“中性”评级	21
计算机: 关注个股投资机会	22
军工: 持续关注中航工业重组进程	22
通信: 设备行业面临审视, 运营行业寻找并关注真正先行指标	22
纺织服装: 维持评级, 重点关注品牌零售与粘胶氨纶等原材料	23
农业: 关注通胀预期下的上游资源品的价值重估	23
食品饮料: 否极泰来 白马奔腾	24
医药: 关注“甲流”相关公司, 逐步吸纳绝对估值已显优势的一线股, 提前“防御”	25
保险: 通胀预期+估值洼地构成推动股价新一轮上涨坚实动力	25
证券: 交易量持续高位, 关注经营业绩中期超预期公司	26
零售: 建议关注通胀预期下连锁超市的投资机会	26
旅游: 下调评级, 重点关注并购重组类公司	27
传媒: 关注文化产业振兴规划带来的交易性机会	27

投资摘要

主要结论及投资建议

1、6 月份市场在银行等权重板块推动下存在加速上涨可能，进而则可能引发真正的一轮调整，建议从补涨思路选择板块与个股，从而兼顾到策略性防御。

2、**行业配置：**本月最看好的三个行业依次为金融（银行、券商、保险）、钢铁、石油化工；前瞻性的看好钢铁、电解铝、化工、航运、造纸等中游行业中受益经济复苏、景气回升的行业。

3、**本月最看好的 20 只股票组合：**建设银行、工商银行、招商银行、中国平安、辽宁成大、酒钢宏兴、鞍钢股份、中国联通、青岛海尔、华泰股份、辰州矿业、鑫科材料、云南城投、中天城投、山西三维、柳化股份、福耀玻璃、国阳新能、中国远洋、五粮液。

核心假设或逻辑

1、市场结构性高估现象显著增强，息差触底之后，09 年动态 PE 处于 12 倍的银行板块回升到 15 倍以上的态势基本确立，推动指数繁荣，为 IPO 重启营造良好的市场氛围。

2、汽车、地产等下游先导性产业的复苏以及上游资源价格的回升发出了经济复苏的信号，下一阶段必将体现在中游行业的景气回升；如果认同经济复苏，则需要密切关注累计涨幅偏小的钢铁、电解铝、化工、航运、造纸等中游行业的趋势性机会。

重要事件关注：

- 1、**房地产物业税：**长期来看必然推行，但短期内可能性很小。利空地产股，如果率先有地区试点，该利空进程超预期，将影响整个市场。政府推行物业税的根本动机在于稳定房价预期，并不会阻碍房地产投资，经济复苏的趋势不改。
- 2、**新能源领域的扩大投资政策：**6 月份出台的可能性偏大，但基本已经被市场所预期。
- 3、**IPO 开闸与创业板的推出：**6 月份相关的政策出台完毕，最快 6 月中下旬开闸，市场对此已经有充分的预期。

宏观经济判断

中国经济

GDP 增长动力下阶段演化：投资贡献率有所加大

分析师：

杨建龙、周炳林、林松立、任泽平

季节因素已成为判断当前宏观经济形势的关键所在。由于 GDP 核算方法上的差异，虽然二、三季度投资增长速度可能出现回落，但由于季节因素的影响以及投资对 GDP 增长贡献率的提高，可能导致在消费和净出口不发生变化的情况下，出现投资增速的回落与 GDP 增速的回升并存的局面。

进出口复苏趋势不改。4 月份进出口环比继续增长，出口名义同比降幅扩大，进口则继续收窄。但进出口不改复苏趋势，进口实际量甚至短期可期待正增长。另外，近期由于进出口价格指数下降幅度较大，相比名义价值，观测进出口形势应更加关注实际量。

短期投资维持高位，动力切换日显关键。短期内，在出口和内需没有明显恢复的情况下，民营投资依然维持疲软，投资仍以政府为主导。如果短期内不能刺激民营资本进行投资，而是继续以政府投资为主导，那么在如今财政紧张（4 月财政收入下降 13.6%）的情况下，投资动力的切换日显关键。

信贷投放回落反而有助于经济的平稳增长。4 月份贷款增量下降到 5918 亿元，恢复到正常水平，有利于经济的平稳增长。我们认为未来每月新增 4000-5000 亿元更加有利于经济的稳定增长，同时可以消除信贷高速增长中的不可控的风险因素。但是必须注意到金融数据中发出的一些不和谐音，其中最需关注的是快速增长的货币信贷与相对缓慢的实体经济存在较大的反差。

通胀预期的强度与进程在 6 月初面临全面重估

端午节后，NYMEX 原油、LME 铜、LME 铝、CBOT 玉米、BDI、1/美元指数、澳元汇率（商品货币）、沪钢等 8 大通胀预期的核心先行指标快速上涨，不断创出反弹新高，可以观察到，在前述指标的刺激下，6 月初之后，通胀预期正在变得强度更大、进程更早。

上述趋势发生的原因在于，过去四五个月，不管是外围、还是中国内地经济确实存在逐步改善的局面：1、越来越多的区域陆续报出利好经济数据，不仅中国、美国、其他新兴市场，就连原先预期复苏步伐最慢的欧洲，5 月份的经济数据也不乏亮点；2、越来越多的要素、资产市场“由绿翻红”，从大趋势上看，继 2 月份的铜、原油、房地产、汽车，3 月份的煤，4 月份钢铁、BDO、氨纶等之后，5 月份交运、棉花等越来越多的分类市场加入趋势向上的行列。

在通胀趋势确立之时，资本市场必将对此做出强烈反应，很多行业的盈利前景面临重估，因为毛利率、产能利用率提高，明确受益于此的行业包括：**采掘、有色、钢铁、房地产、农业；新能源**也可能会重新趋热，作为通胀典型载体的替代品，新能源吸引的长期投资或者国家扶持资金将更多，损益情况也会有所改善；**银行业**在通缩转向通胀期间也是具有较大吸引力的行业，在通胀预期加强、加快之后，息差见底乃至明年 1 季度开始发生加息将逐渐为市场所预期，银行业盈利预期上升的幅度和速度将因此而增加：09 年 1 季报已非常明确，息差对中国银行业中期盈利仍然是决定性的，1 季报中，一些银行息差对盈利负增长的贡献率超过了 100%；经济交易逐步活跃之后，**交通运输**的价格与运量的反弹趋势也将逐渐形成，其中，价

格的波动上升发生的时间可能要比运量要快、要大。

关注房地产物业税的立法进展、舆论与预期变化

本周另一核心经济事件，开征物业税预期的升温存在极其深远影响，龙头行业不确定性有所增大。对于该事件，已有的市场假设是：1、长期的角度物业税开征势在必行；2、短期开征可能性不大；3、部分市场假设将其视为行业利好或者中性政策，4、“短期不开征”形成实质性影响不强。

我们认同第 1、2 点，但不认同第 3、4 点。按照一些地方物业税“空转”的征税标准（房屋价值 70%为税基，物业税率 1.2%），采用中长期贷款利率 5.94%作为折现率，将未来支出折现，该税收负担对于现时房价的负向压力为 13.9%，效果也等同于一次性加息 232 个基点；若以中长期存款利率 3.87%作为贴现率，物业税对房价的负向压力更大，达 16.4%，效果也等同于一次性加息 439 个基点。为此，物业税不可能成为行业利好。以上数量关系是市场隐隐之中感觉该项信息影响重大的深层次原因。“以短期不开征推测实质性影响不强”的观点也是草率的。我们认为，未来征收草案的征求意见稿，个别城市先行试点等节点事件都会成为预期加强的“催化剂”，若由此逐渐引发地产成交的下滑，则确认影响负面，并可能引发一轮自加强机制。

全球经济

美国楼市酝酿“半个中国式反弹”。将中美两个房地产市场的运行轨迹一对比，一个大胆的“假设”是，美国房地产市场可能会走出一条类似中国房地产市场的曲线，即“从冰点下滑，到谷底盘整，再到强劲反弹”。我们认为，这一因素非常可能构成下一步美国经济复苏的一条重要主线。过去 50 年，按照 5 年的平均数据，美国新屋营建许可和新屋开工套数（按月年化）均在 130-150 万套之间，而 1-3 月年率套数仅为 40-50 万套，下跌幅度达到 70%，2-4 月份出现的迹象只是止跌，未见可观的反弹。美国房地产市场内生酝酿的反弹力量可能已非常强。即使反弹至 50 年来 5 年移动平均水平的 50%，那么按月年化的新屋开工套数也将达到 65-75 万套，相当于从现有的 40-50 万套的水平反弹 50%。由于不存在重大制度变革的要求，美国楼市在家庭负债水平重新恢复至正常之后，复苏路径的波动性将小于中国楼市，除了信心之外，外围经济（如美国）非贸易品领域（房地产）的复苏对于中国经济的实质性影响将主要作用于外贸出口上。

大宗商品

美元走弱是近期支撑商品市场的主要因素，且美国面临主权评级下调的威胁，美元可能进一步走弱。1、原油虽然经历了大幅上涨，但短期内不太可能大幅下跌，60-70 美元区间振荡为主。2、受石油成本推动，中游的甲醇和纯碱近期可能反弹，明确受下游需求拉动的 BDO 和化纤类商品值得关注 3、同属于中游行业的钢铁价格在投资拉动下初见成效，长材优于板材。4、黄金在连续冲高至 950 美元一线附近，受益于美元，未来可能振荡上行。5、瘦猪价格虽然可能被错杀，但价格反弹还要看疫情发展程度。

投资策略

市场走势判断

货币信贷相对于实体经济较快增长为 A 股市场带来充裕的流动性，与未来政府出台各类刺激经济政策的预期一道构成市场继续上涨的动力。

在大盘银行股的支撑下，我们判断 6 月份市场运行区间在 2650-2900 点，6 月中下旬 IPO 开闸短期内将对市场造成震荡，一旦指数加速冲高建议减仓防御。从宏观角度来看，7-8 月份多数行业处于季节性淡季，可能会加大市场的担忧情绪。

分析师：

汤小生、崔嵘、赵谦、

黄海培、廖喆

行业配置建议：银行挑梁，关注中游

行业选择逻辑：本月最看好的三个行业依次为金融（银行、券商、保险）、钢铁、石油化工；前瞻性的看好钢铁、电解铝、化工、航运、造纸等中游行业中受益经济复苏、景气回升的行业。主要理由及逻辑如下：

1、息差拐点、估值洼地、流动性再泛滥、欧美经济与股市回升等利多因素将支撑金融尤其是银行板块上涨，进而推动指数繁荣。

2、钢铁、电解铝、化工、航运、造纸等中游行业的运行是实体经济真正复苏的重要判据。汽车地产两大先导性产业的复苏拉动经济走出谷底，2 季度工业生产将持续回升，市场对于经济复苏的信心增强最终会引发资金增配钢铁等中游板块。

3、低利率环境下的量化宽松政策促使流动性再泛滥，欧美经济复苏态势基本确立，避险需求降低下的美元汇率走低推高商品市场，加上季节性因素，油价在 3 季度可相对乐观，可望推动化工等中游行业的产品价格。

4、虽然我们对煤炭仍然看好，但在基金普遍超配和经历大幅上涨之后，新的机会需要等待到 4 季度，我们看好的大同煤业、平煤股份、盘江股份、中油化建则需要视资产注入事件的时点。有色板块业绩支撑较弱，不具备安全边际，建议逢高减持。

5、有必要思考“非地产领军的通胀行情”的可能性。从长期的角度看，物业税改革对于中国经济健康发展具有重大意义，“低持有成本”是中国收入房价比长期系统性高于美国等地的深层原因之一，也是中国市场投机性相对较强的原因。该项改革长期均衡的结果将是收入房价比降低而持有成本上升，此列现金流变化的结果很类似于一种“消费信贷”，在一定程度上可起到刺激消费的作用。但政策动态平衡以及通胀预期的逐渐升温，可能使得地产的成交与价格对于物业税改革的敏感度有所降低，这本身会减少进行改革的动态阻力。为此，在新一轮经济复苏和预期通胀行情下，物业税改革推进的可能会被增大，而改革所形成的中短期破坏力却有所降低。地产行业可能跟随大盘温和波动，不再领涨，也不致于落后大盘许多。即存在一次“非地产领军的通胀行情”的可能性。

风格投资建议：关注补涨

市场风格转换本质上是补涨行为。比较历史上市场风格转换、大盘股相对小盘股具备相对持续超额收益主要集中在两段时期：2002.5~2003.12 年、2006.8~2007.10 年。分析其原因，主要表现为在经济调整期，大盘股由于其相对稳定的收益，较中小盘股更具抗风险性；另外，在宏观经济景气向上并持续高增长的态势下，大盘蓝筹股有业绩超预期增长的基本面支撑，具备相对持续的超额收益。5 月上旬，

银行等前期涨幅滞后的权重板块领涨大盘，行情演绎似乎有了风格转换的迹象，但考虑到经济持续回升及高增长的态势并不明显，企业盈利逐季恢复但超预期的可能性相对较小，我们认为市场风格转换本质上是补涨行为。

补涨的主要板块将集中在中游行业（钢铁、电解铝、化工、造纸、交通运输等）、消费品领域（食品饮料、商业）、涨幅偏小的中小市值重组题材股。这与前面的行业趋势判断与主题投资方向十分吻合。

主题投资建议：并购重组正当其时

并购重组主题投资有望成为 09 年市场的重要热点之一。这是因为并购重组面临良好的经济、政策与股市环境。

1、从上市公司收购与重大资产重组管理办法等法规制度的改善，到前期的鼓励行业整合、发放并购贷款、财税减免等实质性扶持政策，企业并购重组迎来了极佳的政策环境。在经历了熊市大跌之后，利用资本市场进行并购重组的成本大幅降低；

2、与此同时，股市资产定价的结构性泡沫诱发着未上市资产证券化进程的加速。在直接融资相对困难，IPO 的进程缓慢的制约条件下，并购重组成为资产证券化的主要路径。

3、全球金融危机和经济衰退本质上是产能过剩问题，这对于中国而言更是如此，通过行业并购整合是必经之路。

4、“保增长、调结构”政策取向下的行业与区域振兴规划密集展开，区域经济一体化、打造优势产业集群、促进产业升级，进一步丰富了并购重组主题投资的内涵。

5、随着私募基金与券商理财规模的增大，基金“一对多”专户理财也即将开闸，这些以追求绝对收益为主要目标的机构理财队伍的扩容，加大了投资目标的选择多样化需求，

并购主题投资组合构建策略。建议以组合投资分散风险。重点关注市场估值弹性大甚至定价泡沫化的资产领域，例如新能源、新材料、节能环保、军工、IT、文化传媒、能源与矿产资源、土地房产、先进制造业等；除非有“蛇吞象”式的借壳与资产注入，尽量避免选择估值水平低、资产定价想象空间不大的行业，如电力与公用事业、交通运输及基础设施、钢铁、造纸、建筑、纺织等行业。

6 月份行业配置与投资组合：

自上而下的，同时结合行业分析师自下而上的观点，6 月份我们建议超配：金融、钢铁、石油化工、通信、医药；

建议标配：地产、煤炭、商业、信息服务、家电、食品饮料、交通运输、造纸、汽车、机械、电器设备、建筑建材、公用事业；

建议低配：纺织服装、电子、有色、农业、文化传媒、旅游休闲。

自上而下，以及结合国信行业分析师自下而上的推荐，我们建议的 6 月份重点推荐组合为：建设银行、工商银行、招商银行、中国平安、辽宁成大、酒钢宏兴、鞍钢股份、中国联通、青岛海尔、华泰股份、辰州矿业、鑫科材料、云南城投、中天城投、山西三维、柳化股份、福耀玻璃、国阳新能、中国远洋、五粮液。

表 1: 国信 6 月投资组合

证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	流通股本 (亿股)	P	BV	PB	EPS09Q1	EPS08A	EPS09E 国信预测	EPS09E 市场综合	PE09E
601939	建设银行	2336.89	90.00	4.84	2.11	2.43	0.11	0.40	0.42	0.42	11.5
601398	工商银行	3340.19	150.00	4.47	1.91	2.48	0.11	0.33	0.36	0.35	12.7
600036	招商银行	147.07	120.00	19.20	5.59	3.55	0.29	1.43	1.24	1.31	14.6
601318	中国平安	73.45	39.30	45.10	11.27	4.21	0.22	0.09	1.20	1.20	37.7
600739	辽宁成大	9.00	9.00	30.61	5.94	5.56	0.34	1.05	NA	1.06	28.8
600307	酒钢宏兴	8.74	8.74	12.10	5.26	2.30	0.01	0.05	0.25	0.21	57.1
000898	鞍钢股份	72.35	18.10	12.09	7.34	1.65	0.00	0.41	0.21	0.37	32.7
600050	中国联通	211.97	211.97	6.41	3.33	1.93	0.06	0.93	0.23	0.25	25.6
600690	青岛海尔	13.39	7.56	12.81	5.14	2.53	0.08	0.57	0.86	0.68	18.9
600308	华泰股份	5.49	3.70	10.59	6.87	1.55	0.06	0.67	0.87	0.61	17.3
002155	辰州矿业	5.47	3.06	19.34	3.26	5.90	-0.01	0.13	0.95	0.23	84.1
600255	鑫科材料	4.50	3.21	7.33	2.37	3.13	0.01	0.02	NA	0.11	68.0
600239	云南城投	4.22	1.44	26.97	2.71	14.74	0.05	0.20	3.15	2.78	9.7
000540	中天城投	5.71	2.53	11.16	1.38	8.34	0.10	0.36	1.00	0.37	30.3
000755	山西三维	4.69	4.69	7.97	4.44	1.73	-0.17	0.03	0.19	0.18	43.4
600423	柳化股份	2.66	2.66	9.93	5.06	1.95	-0.05	0.34	0.41	0.50	19.7
600660	福耀玻璃	20.03	10.00	8.94	1.68	5.48	0.05	0.12	0.27	0.32	27.6
600348	国阳新能	9.62	9.62	25.47	5.15	5.30	0.36	1.51	1.15	1.27	20.0
601919	中国远洋	102.16	47.43	14.08	4.91	2.76	-0.33	1.06	NA	-0.21	NA
000858	五粮液	37.96	37.96	17.86	3.33	5.96	0.33	0.48	0.59	0.65	27.3

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

行业研究最新观点汇总

本月国信证券行业分析师自下而上最看好的行业包括：银行、保险、钢铁、石油化工、地产、通信、医药、造纸、食品饮料、连锁超市等。

分析师：

邱志承、黄飙、谈煊、戴志峰

银行业：建议超配，重点推荐大型银行

主要结论及投资建议：银行业息差改善趋势明显。从估值上看，我们认为未来三个月银行板块跑赢大盘的概率较大。继续推荐建设银行和工商银行等受益“国进民退”的大型银行。

主要假设或逻辑：

1、影响息差的因素偏于正面：（1）未来企业盈利逐季回暖，会对银行息差带来一定的正面影响；（2）通胀预期对息差也有一定正面作用；（3）流动性过剩的局面仍会对银行息差带来较大的压力，但流动性过剩对于银行的资产质量有明显的正面作用，企业现金流动的相对宽裕可以防止不良资产的暴露。（4）未来如果出现通胀，在通胀温和阶段，息差有可能有明显的回升，银行资产盈利能力也会因此有所上升，但如果通胀率较高，央行进而加息，那么银行资产质量的风险有可能明显暴露，这将完全抵消息差上升对盈利的正面影响。不过，未来3个月还不需要担心这一情景的出现。

2、估值有提升空间。目前银行股相对其他板块估值的差距处于历史较高水平，同时海外资金流动性的泛滥对于香港市场的内地银行H股估值有很大的提升，这进而也会对银行A股估值带来明显的支撑。

3、从业绩上看，主要的分化将来自于息差。主要原因是，我们认为在经济调整期，私人部门的投资需求较低，总需求较多的依赖政府投资来拉动，总是会出现所谓的“国进民退”，由于国有大型银行在基建项目和政府关系方面优势，会从中获益。大型银行的市场份额会逐步上升。目前大型银行的估值要低于板块平均的水平，没有反映经济调整期市场份额的变化，也没有反映在经济恢复期大型和中型银行的估值比价。

行业表现的催化剂：香港的内地银行股上涨将成为行业表现的催化剂。

主要风险：息差的风险来自于可能的减息，资产质量的风险来自于，通胀上升超预期，政府大幅加息或收缩流动性，这将带来不良资产的大幅暴露。

分析师：

方焱、欧瑞明

房地产：房价看涨，仍坚持“超配地产股”判断

主要投资建议与观点：仍坚持年度策略“超配地产股”判断，继续推荐中天城投、云南城投、苏宁环球、华发股份等项目储备较多的公司。

主要假设或逻辑：

1、未来房地产政策总体处于“偏暖”的状态。虽然近期有一些偏利空政策，但由于房地产行业对经济的影响巨大，短期不会有实质性利空政策出台，物业税仍处于研究讨论阶段，真正推出仍需要较长时间。

2、房地产复苏可持续。近几个月房地产销售情况显示房地产复苏是真实的，虽然，未来几个月销售环比下降的可能性较大，但同比增长仍会保持较高水平。目

前中国城市化率只有 45%，每年城市化率在 1 个百分点左右，城镇每年新增住宅需求非常大（6 亿平米左右），加上改善性需求、城市基础设施建设带来的刚性需求，每年总的住宅需求接近 10 亿平米。

3、房地产价格看涨。首先，主要西方国家采取超宽松的货币政策，特别是美国启动“印钞机”，势必导致大宗商品价格和不动产价格的上涨，而我国信贷增长也是惊人的，现在新增信贷已超过 5 万亿，预计全年达 8 万亿元；其次，08 年房价下跌后，开发商信心受挫，新开工从去年二季度开始急剧萎缩，到现在才有点恢复，直接影响 09 年下半年开始的供给，而住宅消费依然很旺盛，所以，下半年开始，房价将有较明显的上涨，主要城市下半年将出现“量跌价升”的局面，而地价则上涨更快。

4、上市公司 09、10 年业绩增长将超预期。多数城市前 5 个月累计销量已达 08 年全年销售的 80%，销售的好转将直接带动房地产公司业绩的改善，考虑到 1-5 月销售更多降价促销的结果，地产公司 09 年业绩超预期的幅度不会太大，但 2010 年业绩将大大超预期，房价上涨将导致地产公司盈利成倍增长。价格上升将大幅修复企业毛利率、盈利水平以及估值水平。

综合以上几个方面的原因，我们认为目前地产股股价已经包含了部分房价上涨预期，但还不充分，仍坚持年度策略“超配地产股”判断。

推荐思路：推荐两类公司，一类是土地储备丰富的公司，如中天城投、云南城投、苏宁环球、华发股份，拥有大量优质、低成本土地，公司价值将受益于房价和地价的快速上扬；另一类是，资产重组和资产注入的公司，房地产行业证券化率低，90%以上的资产和公司未上市，而地产公司 IPO 一直限制较多，资产重组和资产注入是地产板块永恒的主题，看好大股东土地多、重组方实力强的公司，如，广宇发展、中航地产、ST 万杰、ST 东源。

分析师：

郑东、秦波

钢铁：重点推荐资源与成本优势公司

主要结论及投资建议：维持钢铁行业谨慎推荐评级。前期我们建议抓住消费旺季长材类公司钢价上涨的投资机会。目前，在矿石价格逐步确认以及通胀的形势下，我们将推荐重点转到具备资源优势和成本优势明显的公司，以及在经济复苏的形势下，估值洼地产生的钢铁板块的整体性投资机会的即将来临，如鞍钢股份、酒钢宏兴、唐钢股份、太钢不锈、武钢股份、包钢股份、八一钢铁、西宁特钢等。此外，国家提出对进口取向硅钢实施反倾销调查，对稳定和支撑国内硅钢片价格将形成利好，武钢股份最受益。

核心假设或逻辑：

1、目前钢铁板块整体 PB 在整个行业最低，只有 1.63 倍，与 A 股 PB 的比值也只有 0.54 左右，仍然低于历史平均水平。

2、1-4 月 FAI 增速已超过 30%，房屋新开工面积同比降幅已经从-16.15%收窄到-15.68%，显示出反弹迹象。如果房地产的新增开工率能进一步超过我们的预期，则我们有理由相信钢材特别是长材类产品的需求会超出预期。而板材方面，尽管国内钢铁过剩产能主要集中在板材，但随着经济的复苏，板材的需求也将上升，加之成本推动，也将使板材类价格逐渐走出低谷。

3、新日铁与力拓率先达成 09 年铁矿石协议价，虽然结果未达到中钢协先前的预期，并已发表声明表示拒绝。但当前国内旺盛的产量增长以及价格的回升态势，加上未来全球通胀的预期，这样的结果已在预料之中，如果这一价格成为最终各国遵守的协议价，国内拥有矿山的钢铁企业将优势明显。

行业表现的催化剂：铁矿石谈判结果；长材价格继续上涨、板材价格触底反弹。

分析师：

李晨、严蓓娜

石化：油价冲高推升资源盈利

主要结论及投资建议：维持石化行业谨慎推荐评级。6月原油价格可能冲高盘整，成品油有望进一步提价，这将推动上游盈利持续回升，炼油毛利略有缩窄；天然气调价方案出台将进一步提升油气开采的盈利预期，因此上游更具优势的中石油仍有一定上升空间；中期原油价格可能盘整，将有助于恢复炼油毛利，中石化的表现将有所改善。石油服务和机械板块在中期可能有所表现。

核心假设或逻辑：

1、原油价格冲高后，进入盘整阶段。在美元流动性的情况下，原油价格突破70美元的问题不大，但是上涨空间短期内不会太大。首先OPEC可能在此油价下，产量控制的同盟有所松动，产量开始增加；需求会逐步受抑制，美国的汽油价格持续高于柴油价格将近2月，说明终端消费者的承受能力比一般中游企业要强一些，但如原油价格继续上涨，对中游的企业压力会逐步增加，进而遏制全球经济复苏的脚步。75美元以下会有个盘整阶段。

2、成品油调价还不明确，炼油毛利会逐步受到挤压，5-6月的原油价格上涨幅度加快，政府已经推迟了本应在4月底进行的调价，因此7月初的调价的不确定性仍然存在。炼油毛利会逐步受到挤压，但在80美元以下(WTI对应油价在90美元)，炼油还不会陷入亏损。

3、天然气调价政策出台。上调幅度可能会低于0.4元/立方，虽然调价幅度比原先的方案有所下降，但对中石油仍然是利好。

行业表现的催化剂：油价突破80美元，天然气调价政策出台，成品油调价预期增强。

分析师：

李然、苏绍许

煤炭：重点推荐有资产注入及整体上市预期的公司

主要结论及投资建议：维持煤炭行业推荐评级。前期我们重点推荐下游行业复苏带来需求明显回暖、煤价走势看涨的公司。目前，在煤炭价格基本稳定的前提下，我们将推荐重点转到具备相对确定资产注入预期的公司，如大同煤业、平煤股份、西山煤电、国阳新能。

核心假设或逻辑：

1、目前煤炭行业的估值水平相对其他资源性行业仍旧较低，考虑到目前部分煤炭公司有释放业绩的动力，而且行业基本面健康，给予其20倍-25倍的估值，目前股价仍有成长空间。

2、煤炭价格下行空间较小。随着煤炭行业整体控制能力的不断加强，供给侧放开的可能性较小，但需求侧在逐步回暖，虽然目前下游需求仍相对一般，但随着迎峰度夏的来临和钢铁行业的逐步复苏，煤炭需求正在缓慢上升。我们认为，在前期需求侧极差的情况下，煤炭价格能够保持相对坚挺，接下来下游回暖，煤炭价格也会基本维持稳定，若下游行业全面好转，煤炭价格甚至会全面上行。

3、我们关注煤炭公司除了关注其目前的煤炭销售情况外，更多的是公司未来的成长性，对煤炭公司来说集中在有无新增优质产能来增厚公司业绩。目前，伴随着煤炭资源整合步伐的加快，山西省内各大煤炭企业都参加到这一进程中，省外煤炭企业也在积极扩张产能，注入优质资产。动力煤行业以大同煤业为代表，正在积极进行山西北部地区煤炭资源整合，未来2年内企业新增优质产能明显；平煤股份

集团资产注入预期明确；西山煤电兴县矿区投产将显著增厚 09 年业绩；国阳新能收购进程值得期待。

行业表现的催化剂或风险：钢铁行业持续转暖、中小煤矿复产、资源税开征。

工程机械：短期难有超额收益，重点关注出口导向型公司

分析师：

余爱斌

结论 1：工程机械率先复苏后，短期进入休整，未来一个月板块整体难获明显超额收益，但中期趋势仍然向好。主要基于以下理由与逻辑：

1、工程机械销售旺季 09 年提前于 2 月份启动，经过 3、4 月的集中放量后，后续销售情况将环比回落，预计 2 季度行业销售情况都难创新高。

2、政府积极财政政策和宽松信贷政策效应初现，随着宏观经济走出低迷，资产价格开始呈现膨胀趋势，通缩压力缓解，通胀担忧抬头，预计政府继续加大基建投资的动力将衰减，信贷扩张政策也可能适度微调，对政府投资和信贷政策极度敏感的工程机械行业缺乏继续超预期的推动力。

3、如地产持续向好，地产投资再度启动增长，加上其他实体经济领域投资回暖，工程机械将迎来第二春，我们预计这个时点应在 09 年 4 季度左右。

结论 2：在刺激内需政策告一段落，政府对出口形势关注加大，而国际经济也开始显现触底回升迹象的背景下，我们建议投资者重点关注板块中出口导向型的公司，如中集集团、安徽合力等。

1、出口导向型的板块如集装箱、叉车等仍处于景气低部，基本面预期改善的空间最大。

2、相关公司如中集、安徽合力等估值处于历史底部，基本面一有向好的迹象，股价具备充分的弹性。

建材：推荐主业快速复苏的公司

分析师：

杨昕、徐蔚昌

主要结论及投资建议：浮法玻璃原片行业受产能关闭和成本降低的双重影响会表现为盈利扭亏为赢（估计行业维持微利局面），而汽车玻璃等深加工业务的盈利能力会较明显回升。建议关注福耀玻璃。

主要逻辑：

1、预期国内汽车产量增速会持续良好态势，福耀玻璃将继续保持销量增速会略快于行业增速的发展态势。福耀玻璃的汽车玻璃业务自 3 月份起快速复苏，目前国内业务已经恢复到 08 年同期的较高水平，而海外 OEM 业务仍继续保持较快的增长势头，海外 OEM 的长期增长潜力不变。

2、预期福耀玻璃 09 年汽车玻璃业务的净利润将达到 7 亿元，增长原因在于重油和纯碱等原材料成本降低因素导致的毛利率回升，另建筑浮法玻璃业务对公司的利润损害已经降低到最小限度。预期 3 和 4 季度的单季业绩会表现为同比大增。

3、福耀玻璃关停的福清建筑级浮法线存在改造升级的可能，有助于公司拓展玻璃新产品及强化深加工能力，不排除介入太阳能玻璃领域的可能性。

化工：关注经济复苏与油价上涨下的投资机会

分析师：

邱伟、张栋梁、陆震

主要结论及投资建议：维持化工原材料行业中性评级，维持特殊化学品行业推

荐评级。我们认为当前化工行业应该把握的重点是关注经济复苏与油价上涨下的投资机会，建议重点关注下游需求复苏态势确定/受益于油价上涨的上市公司，包括柳化股份、山西三维、广汇股份、红宝丽、兴化股份。

关注经济复苏与油价上涨下的潜在投资机会：

1、1Q09 开始，我们注意到化工行业的主要下游需求汽车行业持续回暖，房地产消费持续回升，带动汽车以及家电用塑料行业开工率、利润率双双提升；而纺织行业逐步复苏也带动上游化纤产品价格大幅提升；农业政策的稳定预期、持续提升的最低农产品收购价格、病虫害中等或偏重发生也对于农药行业形成利好。

我们建议未来关注房地产投资与消费拉动下有机硅、纯碱、PVC 行业复苏带来的潜在投资机会；同时，随着基建项目逐步开工，将会带动上游炸药与铵铵行业需求持续向上。

2、国际油价接近 70 美元，包括煤化工在内的部分行业潜在投资机会显现。油价上涨受益的主要是石油替代行业，特别是国外以石油为原料生产，而我国以煤炭或其他产品为原料生产的产品，如：乙二醇、醋酸、甲醇、BDO、TDI、PVC、DMF 等。如果未来国际油价持续反弹，相对受益的顺序依次为煤化工（醋酸、甲醇、二甲醚、PVC）、农药化肥、化纤等。

3、我们依然坚持看好化工新材料与农药行业的长期投资机会：从历史经验来看，未来经济复苏往往可能伴随着新技术与产品的大规模应用。国内的特殊化学品行业，已经在新产品开发以及产业化方面积累了一定程度的经验，而经济低谷期也给予了具备一定实力的化工新材料企业充分的时间与低成本空间，将技术成熟化，规模化生产。

长期来看，国内领先化工企业，包括金发科技、新安股份、烟台万华等，有望实现周期性成长，而包括诚志股份、江苏国泰在内的新兴企业有望在新产品、新技术领域实现突破。

需求变化将成为业绩催化剂，高油价下成本转嫁能力是关键：

1、化工行业下游需求的变化将成为一把双刃剑，不少化工企业在经济复苏时具有的较大弹性，在经济下滑时同样适用，例如我们看到 4Q08 宏观经济低迷引起包括 MDI、改性塑料等特殊化学品的下游需求下降超出预期。

2、油价上涨背景下，沿石油化工产业链向下的化工企业通过提价转嫁成本能力成为判断企业利润率变化的关键因素，这也是企业核心竞争力的外在体现之一。

有色金属：维持有色金属行业“中性”投资评级，强推辰州矿业

主要结论及投资建议：鉴于板块估值已相当不便宜，维持对有色金属行业“中性”的投资评级。投资品种方面，基于黄金价格今年以来持续稳健的走势以及未来黄金价格维持在高位振荡的理由依旧十分充分，我们继续强推具备内生性增长的资源类黄金股。但山东黄金和中金黄金短期涨幅过高，所以我们首推无论是在资源储备，还是在业绩上，2010年都将面临重大突破而涨幅落后的辰州矿业（002155）。

核心假设或逻辑：

1、从供需面分析，我们对接下来两个月的基本金属走势并不乐观。从年初的低点计算，LME所有基本金属价格均累计反弹30%以上，价格涨幅已经超前于基本面的变化。前5个月的价格强劲反弹很明显是受中国因素推动，中国的大量进口被认为是需求强劲。但目前国内进口趋势趋缓，市场开始要面对真实需

分析师：

彭波、李洪冀

求的审视。而消费淡季的来临加上国内闲置产能正在恢复，除非西方需求也好转，市场基本面才能继续保持良好的发展趋势。

2、各国救市可能造成的流动性过剩引起再通胀担忧下的美元持续下跌及原油持续上涨的推动能更好地解释在并不乐观的下游需求及闲置产能蠢蠢复苏之下近期工业金属价格的强劲反弹。完全不排除预期通货膨胀加强下资金继续涌入推高黄金及工业金属价格从而推动市场持续炒作有色金属板块的可能性。

电力：维持行业中性评级，水电公司有相对优势

分析师：

徐颖真、谢达成

主要结论和投资建议：维持行业中性评级，火电整体仍缺乏趋势性机会，水电公司有相对优势，建议关注：国电电力（瀑布沟电站投产后水电占比加大，且近期有资产注入的可能）、长江电力（股价处于我们预计期间偏下位置）。

核心假设及逻辑：

1、随着夏季用电高峰的临近，用电环比有所上升，但同比仅是下降幅度收窄。部分地区高耗能产业优惠电价取消的影响仍将持续，下游钢铁等行业也刚露出复苏迹象，短期内导致用电需求大幅上升的可能性不大。火电开工率大幅回升在未来3个月内难以预期。

2、煤价、电价仍保持相对稳定。支撑动力煤价上升和下降的因素各半，但考虑到关键决定因素用电需求恢复的程度，煤价在未来一个月内仍将保持相对稳定。电煤谈判随着用电高峰临近亟待解决，加大了政府进一步理顺电价机制的可能性，但对火电而言用电需求上升情况下电价上调将可能导致煤价一定程度的上升。另一方面由于一季度合同煤占比较高的公司均以较低的预估价入帐二季度存在追溯调整的压力，因此中报业绩差强人意。

电力设备：估值基本合理，主题投资或会持续

分析师：

彭继忠 皮家银

主要结论及投资建议：维持行业“推荐”的投资评级。价值长线投资品种建议重点关注特变电工、东方电气、思源电气，主题投资品种建议国电南瑞、思源电气、荣信股份、天威保变、金风科技。

绝大部分公司估值我们认为已经较为合理。新能源、智能电网、核电和重组及资产注入等主题投资或将继续持续一段时间。

核心假设及逻辑：

1、行业景气仍在高位维持，但电网公司不佳的盈利状况有可能对短期电网投资的力度形成制约，细分行业公司因此可能有所分化。

2、主要设备企业手头存量订单仍充裕，尽管新增订单状况不甚理想。高价订单和相对较低的原材料成本将推高今年的毛利率水平，因此业绩表现仍然可观。

3、由于经济减速，用电量下滑，中低压配网压力减小，超高压电网获得更大投资机遇。

4、新能源、智能电网、核电从长期看是发展方向，龙头相关公司受益程度最大。

行业表现的催化剂或风险：

国家新能源产业振兴规划即将出台，国网公司智能电网规划也在进行中，虽然短期内影响不大，但会继续强化主题投资的热情。

国家电网今年盈利恶化，相关企业订单数量下降，将对 2010 年及之后的业绩有不利影响。

建筑工程：短期难有超额收益，关注需求提速实质性受益公司

分析师：

邱波

结论 1：我们认为未来一个月行业很难取得明显超额收益，主要基于以下理由与逻辑：

1、房屋建筑业占比在 60% 以上，作为长周期行业的房地产行业的投资增速低下，其对房屋建筑业的需求将形成较长时间的抑制，从而影响建筑工程行业整体景气状况的提升。预计短期内其对整个建筑工程行业的“负向”拉动仍将持续。（09 年前 4 个月，房地产开发投资增速、商品房新开工面积增速、土地购置面积增速同比均呈现大幅下降，且无明显企稳回升趋势）

2、尽管基础设施投资不断“升温”，但因占据更高比例的房地产投资的低下以及产业部门投资的不畅，在它们的综合作用下，行业的总体需求可能更多地表现为下滑，预计建筑工程行业的整体景气状况短期内仍将面临一定的下行压力。股价表现整套缺乏催化剂。

结论 2、行业内的“结构分化”更为突出。可适度关注受因需求提速而有实质性受益公司，如中国中铁、浦东建设等。主要基于以下理由与逻辑：

1、受投资导向变动影响，09 年前 4 个月，行业内各细分领域的外需及景气程度进一步分化，来自于与房屋建筑相关的需求继续回落，而来自于基建领域的需求则受扩张性财政的拉动而呈现“扩张”。

其中，铁路投资增长最为显著。09 年 1~4 月的铁路建设投资增速超出我们的乐观预期，铁路基建累计投资同比增长 167%，若按目前投资进度及历史铁路投资额月度比例分布进行简单推算，全年基建投资额则有可能超 7000 亿。

2、尽管目前中国中铁、浦东建设等重点关注公司市场表现不强，我们依然看好它们的未来成长。

中国中铁：铁路投资规模的大幅膨胀对铁路建设公司收入拉动的效应随时间推移将逐步显现；公司资源储量丰富、将贡献较高利润和有效提升估值；且与铁建相比公司有更优的主营盈利能力及管理改进成效；澳币强劲反弹或会带来意外收益。

浦东建设：盈利模式转型而推动盈利能力不断增强，且能获取同行难以企及的综合性超额收益；BT 模式运作顺应地方政府的投资需求，未来需求广阔；路桥施工等传统业务收入 2009 年同比增长 51.6%，2010 年起 BT 项目投资收益大幅提升，能对 10 年以后的利润产生大幅驱动。

汽车：轿车由结构性复苏走向全面复苏，重卡正走出底部

分析师：

李君、左涛

主要结论及投资建议：预计轿车行业利润将由一季度的“量增利不增”走向“利润回升阶段”，轿车股中，上海汽车（谨慎推荐）、一汽轿车（推荐）是我们的首选；预计重卡 2H09 仍有明显的上升空间，建议关注潍柴动力（谨慎推荐）、银轮股份（谨慎推荐）。维持汽车行业“谨慎推荐”的投资评级。需要强调的是，目前汽车股股价中已反映了相当乐观的预期，除非未来销售表现进一步超出市场预期，否则

跑赢市场不易，我们当前的建议是，减少超配的力度。。

核心假设及逻辑:

1、轿车销售从一季度“小排量井喷、中高端疲弱”的结构性复苏，走向二季度“各细分车型均改善”的全面复苏，前者的推动力来自于燃油税改革、养路费和二三级公路过路费的取消、小排量乘用车购置税优惠等，我们认为这一结构性改变并非短期，将在未来维持多年，后者推动力来自于宏观经济、资本市场、房地产的回暖，消费者对未来财富、收入的预期发生改变。二季度起，由于销售结构改善、高盈利能力的中高端车型复苏，预计行业利润将由一季度的“量增利不增”走向“利润回升阶段”。

2、2009年3月以来，在工程用车拉动下，重卡销售已有所改善，根据重卡的用途分类看，工程用车销售已达到接近上轮周期的高点，但物流用牵引车仍非常低迷，销售同比大幅下滑50%以上。我们预计2009年重卡销售下半年将优于上半年。未来重卡反弹力度和时点要看物流用车，外需反弹和国内过剩运力的消化将是关键催化剂，我们认为，外需仍具不确定性，但国内物流企业过剩运力正在明显改善。

行业表现的催化剂或风险: 1、销售表现会否进一步超预期；2、汽车股PB周期波动，大致随行业景气在1-3倍之间，目前2.5倍的PB水平已属较高位置，任何低于预期的销售都会导致股价向下修正。

分析师:
唐建华

交通运输：超配干散货运输，首选BDI相关度高的中国远洋

交运—干散货运输：由中性提升为谨慎推荐，趋势性机会正当其时

主要结论及投资建议: 行业处于复苏进程，供需剪刀差继续缩窄或供过于求继续改善，预计相关公司二、三季度盈利趋势性好转，行业评级由“中性”提至“谨慎推荐”。建议重点关注中国远洋(推荐)、中远航运(谨慎推荐)和中海发展(谨慎推荐)。

核心假设及逻辑:

1、4万投资拉动长材增长10%左右，加之现货价与谈判价差引发国产矿石份额下降、贸易商抢运囤积外矿货，使1-5月份铁矿石进口超预期增长，国内外煤价差也使进口煤炭大幅上升，前半年旧船拆解量几乎抵消新船下水量、因炒作封存运力致使近期闲置运力上升，供需剪刀差逐步收窄推动了BDI数年内上涨369%，5月底日韩首发价确定后抢运加速，BDI上涨加快，目前收于4100点左右。

2、5、6月份是钢铁消费旺季，成交量持续超预期放大、通胀预期渐起、资本金比例下调后，下半年的房地产投资加快成必然，继续带动钢铁业复苏；加上谈判未果，澳大利亚的铁矿石到岸价仍在首发价以下，抢运外矿以替代国内低品位矿的行动就不止，铁矿石需求仍然强劲；日照港场存量持续同比下降10~18%，说明出港量大于进港量，消化的比进来的多，表明铁矿石超预期进口有需求作支撑；而近期全国各接卸港锚地待泊船舶数持续高位；需求上升、运力消耗有利于推动BDI继续上涨。

3、实证分析表明，多年来干散货运输股价走势跟随BDI走势，而与当期业绩关联度不大。年初以来，投资人普遍患得患失心态，空头思维一时难以扭转，目前仍有部分投资人对宏观经济继续好转、钢铁业能否超预期复苏抱怀疑态度，导致干散航运股严重滞涨于BDI走势和大盘走势，我们认为这正好给风险偏好高的投资人提供了趋势性投资机会，建议重点关注干散收入比重占比大的中国远洋，其次是中远航运、中海发展。

行业表现的风险：钢铁业复苏不如预期；长协矿谈判价若短期内结束，且价格相比去年下调 40%，抢运囤货因素消失后的进口需求下降；外矿到岸价超过 80 美元后国产矿大增，进口量下降；大量闲置运力可能于谈判结束后重新进入运营市场造成 BDI 指数大跌。

交运—油轮运输：建议标配，短期缺乏安全边际

分析师：

唐建华

主要结论及投资建议：6 月油轮运输业处于筑底阶段，供需剪刀差收窄或供过于求状况略有改善，维持行业“谨慎推荐”的投资评级，行业整体趋势性机会不大，成品油运输为主的长航油运值得适度关注，维持谨慎推荐评级。

核心假设及逻辑：

1、近期美国原油库存持续多周减少，增加了对自 1990 年 9 月份以来的最高库存将继续被削减的希望，全球经济正在逐渐好转、全球石油需求复苏、美元持续贬值的预期推动投资者买进大宗商品及其他高风险资产，推动了石油价格上涨，石油期货价格月涨幅是自从纽约商交所 1983 年开始交易原油期货以来任何原油期货合约最大的美元上涨数字，并且是自从 1999 年 3 月份以来任何月份最大的百分比涨幅。

2、石油需求虽企稳回升，用作浮动储油库的 VLCC 和苏伊士型船数目也持续增加，但大型船运输市场中的运力过剩局面改善不大，反映原油运输市场运费走势的波罗的海 BDTI 指数 5 月份不升不跌，其中 VLCC 原油船运输市场仍在底部徘徊、SUEZMAX 型船运输在低位波动、AFRAMAX 船运输市场维持弱势，预计 6 月份三种船型市场仍需筑底。成品油运输市场总体转旺，运费持续回升，反映成品油运费走势的波罗的海 BCTI 综合运价指数 5 月份上涨 19.4%，预计 6 月份仍处消费旺季，支持 BCTI 继续回升。

3、由于原油需求更多的取决于欧美日等外围经济的复苏，年内国内储油进程加速、4 月份原油进口加速，但国内石油消费量不到全球石油消费的 7%，占增量的 33%左右，中国因素对 BDTI、BCTI 影响远低于对 BDI 的影响；国内虽有国油国运政策和运输量的保证，但运价对业绩的敏感性远大于运量，故原油运输业的发展趋势性机会窗仍未到来，成品油运输市场则相对看好，适度关注长航油运的趋势性机会。

交运—港口：维持中性评级，重点关注存在重组预期的公司

分析师：

唐建华 孙菲菲

结论 1：我们维持港口行业的“中性评级”。认为未来一个月行业很难获得明显超额收益。主要基于以下理由与逻辑：

1、集运港口过度依赖于外围经济和国内出口，未来一个月外围经济和国内出口应该处于筑底阶段，超预期回升的可能性小。1-4 月份全国规模以上港口集装箱吞吐量比降 10.8%，单月降速虽呈缩小趋势，但趋势性机会并不存在。

2、北方港口整体货物吞吐量普遍稳定或有正增长，主要得益于铁矿石和煤炭进口量大增，天津港还得益于内贸集装箱和汽车、油品等货种的正面贡献，但其它货种普跌。即便天津、日照、营口三港货物吞吐量稳定或低速增长，但离今年目标均有距离，整体收入和利润是下降的，主要原因是三港过去几年新建泊位较多，折旧费增大，建设期财务费用过大，倒运费上升，预计今年上半年是上述 3 公司业绩最差的时候，全年业绩也仅持平或个位数增长，新的盈利增长长期应从明年开始。值得关注的是天津港腹地经济抗危机的能力较强，有起飞迹象，天津市一季度生产总值增长 16.0%，滨海新区增长 22.3%，实际直接利用外资增长 23.9%，5 月上旬京

津唐地区日均用电量的降幅也由 7.8% 缩至 1.8%。

3、从估值来看，干散货港口的 09PE 估值为 19X-24X 之间，集箱港口 09PE 在 20X-38X 之间，估值不具备优势。

结论 2：在维持行业评级的同时，我们建议投资者重点关注板块中有重组预期公司。建议关注天津港及北海港，主要基于以下理由与逻辑：

1、行业基本面难以获得超预期的背景下，唯一超额收益的机会恐怕只有来自超预期的并购重组。

2、天津港集团在控股了天津港发展(3382,HK)后，由于国家 06 年就给予了滨海新区金融改革先行先试的特权，预计天津市近期最有可能将红筹股-天津港发展回归国内 A 股市场并与天津港 A 股融合到一起的事作为突破口以推进天津的金融改革，不过时间点较难把握。

3、北部湾区域经济发展规划已经上升为国家战略，实施细则估计很快批准，由北海港、防城港、钦州港整体在一起的北部湾国际港务集团借北海港整体上市后，吞吐规模增长十几倍，且在北部湾区域内具有独占性，建议采取埋伏策略，静候新的更好方案公布。

行业表现的催化剂或风险：美国、欧洲等外围经济复苏走稳超预期；天津港、北海港重组事项进度加快，方案对流通股东有利。

交运—铁路：维持谨慎推荐评级，重点关注货运、客运价格及定价机制变化

结论 1：我们维持铁路的“谨慎推荐”评级，关注顺序为大秦铁路、广深铁路和铁龙物流，主要基于以下理由与逻辑：

1、铁路客运稳定增长，货运持续低迷。铁道部内部曾动议提高国铁客运基价，但并未形成决议，传了 2 个月仍见实质消息，但广深铁路的股份前期已经反映此预期，导致估值偏高。

2、大秦铁路 2 季度的日均运量由年初的 75 万吨提升至目前的 95 万吨，预计季度平均运量逐步提高，但大秦铁路 09 年的支出增大，且新增财务、折旧及其他费用增多，二季度运量环比增长并不能体现在业绩上，趋势投资无安全边际。

行业表现的催化剂或风险：国铁客运提价方案是否出台，是简单提价还是定价机制变化；货运是否在高峰期涨价。

交运-航空机场：维持谨慎推荐评级，流感短期仍有负面影响

主要结论和投资建议：继续看好航空机场，短期流感仍有负面影响，但我们倾向于流感的影响将于 6 月得到遏制，从而不会对三季度的航空旺季产生影响，重点关注 中国国航，机场板块虽然弹性较小，但具有确定性的业绩增长，目前估值水平远低于大盘水平，推荐 深圳机场和厦门空港，并建议在流感影响趋于结束时关注 上海机场。

核心假设或逻辑：

1、流感仍是影响行业的最核心因素，甲型流感的流行趋势渐趋明朗，病毒毒性大幅下降，病死率低于普通季节性流感，而且传播速度在趋缓，此次流感对航空业的影响将远低于 SARS，但流感仍有出现国内小范围流行的可能性，对航空股股价可能还会有抑制，但流感的影响有望在 6 月得到遏制，从而可能不会对三季

分析师：

唐建华 孙菲菲

分析师：

黄金香

度的航空旺季产生影响;

2、航空在6月高考之后的暑假通常会迎来旺季,再叠加去年受到奥运影响需求受到抑制,今年7-10月份航空有望实现高速增长,增速、客座率和票价指数均有望得到大幅提升,但同时面对通胀预期下油价的高涨,我们建议集中配置行业中成本传导能力最强的中国国航;

3、机场目前的市净率和市盈率低于市场水平,机场平均09年动态市盈率仅21倍,市净率为2.23倍,均低于A股平均水平(26倍和3.1倍),我们认为机场业绩弹性相对较小,但目前的价格存在一定低估,建议继续关注以国内航线为主的深圳机场和厦门空港,两者的管理水平和成本控制能力均位于国内机场前列,业绩增长具有较大确定性(尤其是厦门空港),估值也不高,并且厦门空港作为海西概念股,而港深机场可能进行资本合作事宜的推进,使得两者并不缺乏股价上涨的催化剂。上海机场的盈利主要取决于国际航线的恢复,但目前国际航线受影响很大,所以在流感影响结束时也可以重点关注。

行业表现的催化剂或风险:

流感流行趋势、世卫和中国对流感的态度是否转变即是行业表现的主要催化剂,也是目前主要的风险。

分析师:

唐建华 高健

交运—高速公路: 建议标配, 存在补涨机会

主要结论及投资建议: 行业车流量数据处于改善过程中,随着外贸进出口的逐步企稳,沿海地区高速公路项目车流量结构有望改善,货车占比有望提高,维持行业谨慎推荐“投资评级”。

当前高速公路板块整体PE18倍左右,低于市场平均水平30%以上,仍处于历史底部区间。行业09年业绩相对确定,分红收益率3%以上,6月份存在一定补涨空间,如果市场出现阶段性调整,高速公路行业也将是较好的防御性品种。重点关注中部地区受外需影响较小、政府支持力度大的赣粤高速(维持“谨慎推荐”评级)和区位优势明显、分红收益率高的宁沪高速(维持“谨慎推荐”评级)。

1、赣粤高速: 中部地区受国际金融危机冲击较小,政府支持力度大,全年业绩有望实现5%以上增长,估值偏低,09年动态PE仅12.5倍。

2、宁沪高速: 区位优势显著。车流量同比保持连续增长,随着工业生产恢复,车流量结构将继续改善,分红比例高,4.5%分红收益率,未来无显著分流威胁。

3、我们建议投资者继续关注锦江投资和五洲交通。锦江投资作为世博会最大受益者之一,2010年将迎来新的发展起点,大股东物流、货站等优质资产注入将值得期待,我们将对此保持跟踪。五洲交通将是北部湾经济区开发的重要承载者,国有股权的划转也是未来优质资产注入的明确信号。

核心假设及逻辑:

1、我国宏观经济已经出现复苏迹象,二三季度工业增加值增速将上升,由此带动公路货运需求上升,高速公路车流量进一步改善,同时车流量结构中货车占比有望上升。

2、高速公路行业估值偏低,充裕的流动性在继续寻找估值洼地的过程中,行业有望受到资金关注,未来存在补涨需求,但由于行业已步入平稳发展阶段,因此估值水平相对市场的折让可能会长期存在,补涨空间较为有限。

行业表现的催化剂或风险: 北部湾经济区规划细则的出台有望成为五洲交通短期表现的催化剂; 锦江集团宣布向锦江投资注资或成为短期表现的催化剂。

分析师:

孙菲菲

交运—物流：维持中性评级，重点关注外贸复苏、振兴规划细则

主要结论与投资建议：维持物流行业的“中性评级”。认为未来一个月行业很难获得明显超额收益。主要基于以下理由与逻辑：

1、行业仍处于基本面底部企稳阶段。5月中国制造业 PMI 指数基本平稳，其中新出口订单指数、产成品库存指数和购进价格指数上升，反映物流行业目前仍处于底部走稳阶段。

2、估值优势不明显。物流公司央企 09PE、PB 分别为 28X、1.8X，民营企业 09PE、PB 分别为 44X-50X、4.5X 以上，民营供应链管理公司的估值不具备优势。

在维持行业评级的同时，我们建议投资者重点关注板块中的大型国企，建议关注外运发展及中储股份，主要基于以下理由与逻辑：

1、已出台的物流业调整振兴规划涉及 50 多个政策点，其中营业税统一调低至 3%、统一物流业发票等优惠政策估计率先推出，而仓储业的土地使用费优惠、购买物流设施费用抵扣等优惠政策估计稍后出台，这些优惠政策的推出对市场份额高、营业规模大的大型国有物流企业有利。我们认为政策中可能存在一些超预期的因素。

2、物流业调整振兴规划明确提出到 2011 年将培育一批具有国际竞争力的大型综合物流企业集团，预测大型国有物流企业专业物流、行业整合、相互持股方面将获得更多支持，从而提升大家对其长期增长率的预期。大型央企物流企业的估值存在提升空间。

造纸：推荐提价后盈利能力再提升的品种

分析师:

李世新

主要结论及投资建议：行业处于复苏过程，供需改善的纸种可持续提升盈利能力，维持行业“谨慎推荐”的投资评级。建议重点关注华泰股份（维持推荐）和太阳纸业（推荐）。

核心假设及逻辑：

1、在 5 月中下旬铜版纸、涂布白纸板和双胶纸尝试性提价获得部分下游用户初步响应后，国内主流厂商将联手于 6 月份继续这一过程，纸业正在初步获得定价能力，佐证行业处于复苏过程，而提价的主要驱动因素包括：浆价上涨、各纸种去库存陆续完成、下游库存回补需求以及市场需求缓慢回升。

2、预计浆价在较低水平范围内波动。全球浆价上涨正在从亚洲到欧洲再到北美蔓延，但浆价的进一步上涨可能引发关闭和停产产能复产，同时低成本的南美地区仍在扩充产能，浆价在中长期可能受到抑制。部分纸种如铜版纸、新闻纸等国际竞争优势会得到较持续体现。

3、供需改善的纸种或可持续提升盈利能力。关注浆价上涨形成纸价成本推动型上涨的同时，我们更强调供需关系预期改善的纸种，它包括新闻纸、铜板纸和文化纸。我们预计这些纸种的盈利能力将提高。

行业表现的催化剂或风险：国内主流厂商将联手于 6 月份继续提价部分纸种，新闻纸和箱板纸提交预计三季度开始；落后产能淘汰力度或加大；废纸来料加工贸易可能恢复，以及相关纸种出口退税率恢复。

家电：需求回暖持续显现、节能政策导向加快产业升级

分析师：
王念春

主要结论及投资建议：我们认为未来家电内外需回暖持续显现。维持对白电子行业的“谨慎推荐”评级。

核心假设或逻辑：

1、我们认为前期国内房地产销售的持续回暖和未来政策刺激耐用品消费的累积效用会逐步体现出来，即便 6-10 月房地产出现环比销量回落，也是消费的季节性因素起主导作用，同比增速预期仍然表现较好。

2、耐用消费品出口销售虽然仍有反复和波动，但在美国经济二季度见底的趋势判断下，不会出现进一步的恶化。

3、国家已经出台和酝酿中的刺激内需政策体现出非常明显的节能导向，将加快家电行业的产业升级，这将在 3-4 季度政策的不断深化推进中体现出来。通过财政补贴引导对节能家电的消费比率增加的同时，将带给相关上市公司更好的盈利空间。

对应上市公司，我们主要推荐：

1. 业绩出现持续向上或扭转趋势：格力电器、美的电器、苏泊尔
2. 内生及外延成长性同时带动：合肥三洋、拓邦电子
3. 治理结构改善带动的盈利调整上升：青岛海尔

股价变化的催化因素

1. 5-6 月份销售数据的好转带动业绩超预期。
2. 出口销售进入底部回升的趋势阶段
3. 资产重组、整合因素
4. 以旧换新、节能家电补贴销售等政策的深化推进

电子：行业温和复苏，维持“中性”评级

分析师：
王俊峰

主要结论及投资建议：

补库存所带来的景气反弹行情结束，未来行业温和复苏，维持行业“中性”的投资评级。建议关注广电运通（谨慎推荐）、莱宝高科（中性）。

核心假设及逻辑：

1、**基于库存回补的景气反弹已经结束。**北美半导体设备 Book-to-Bill 值从 1 月份的 0.47 反弹至 4 月份的 0.65，主要是由于产业链厂商库存回补带来的景气反弹，而 6 月份之后，产业链库存水平相对合理，补库存进程基本结束。

2、**未来行业景气将基于欧美需求复苏而温和恢复。**从终端产品来看，计算机和手机拉动了半导体 60% 的销售，据 SIA 预测，计算机销量将下滑 6%，手机销量下滑 7%；09 年全球半导体销售额将下滑 21.3%。

3、我们看好基于本土需求高速增长的 ATM 领先企业广电运通，以及随着行业复苏提升产能利用率从而减少新项目亏损的莱宝高科。

行业表现的催化剂或风险：我们认为，目前估值水平已反应了对于欧美经济复苏的预期，因此短期内无催化剂。风险在于欧美经济见底反弹力度好于预期；3Q 的季节性需求超出预期。

计算机：关注个股投资机会

分析师：
凌晨

主要结论及投资建议：计算机板块在前几个月受政策刺激之下有较好表现，也契合了之前主题性投资的风格。不过对于整体板块未来的表现，我们认为可能会相对弱于大盘，主要原因是：1）板块整体已经出现较大涨幅。未来的上涨将不会呈现普涨格局，而更多会落实到有实质性利好预期的个股上去。2）大盘的风格转变。

我们建议未来把握以下 3 条投资主线：1）09 年增长前景稳定和明确的品种，如青岛软控；2）基本面长期看好的品种，如恒生电子、石基信息、东软集团、科大讯飞；3）未来业绩可能有较大弹性的品种，如川大智胜。

分析师：
李筱筠

军工：持续关注中航工业重组进程

主要结论及投资建议：军工中首推航空制造业，投资机会仍来源于军费稳定增长和中短期将频现的并购重组。但是股价已较高，需以时间换空间，因此我们的观点是长期推荐、中期谨慎推荐、短期中性；公司方面建议重点关注成飞集成（谨慎推荐）、西飞国际（谨慎推荐）。

核心假设及逻辑：

1、近10年来军费以15%的速度恢复性增长，我们预计未来10年增速仍高达13%，航空制造作为军工的制高点年均增速将为15%以上。随着三代机技术成熟、军用发动机国产化率的提高，以及各型民机适航取证的获得，我国航空制造将迎来前所未有的发展机遇。

2、中航工业十大业务板块相关子、分公司相继建成，未来三年将迎来持续资产整合的步伐。但是目前09年航空制造平均PE已超过50倍，估值上已较为充分地反映业绩增长及重组预期，未来的投资将以时间换空间。

行业表现的催化剂或风险：

1、中航工业重组大方向虽已确定，但是在具体实施上还会有超出市场预期的可能。2、确定性重组和稳定增长的业绩有助于板块在市场调整时最快恢复信心。

通信：设备行业面临审视，运营行业寻找并关注真正先行指标

分析师：
严平

结论 1：通信设备公司：行业投资顶峰临近，配置比重面临重新审视，主要基于以下理由与逻辑：

截至 5 月 25 日通信设备行业估值充分：行业平均 PE（取国信重点跟踪的 10 家通信设备公司均值）为 09 年 27.8 倍、10 年 21.7 倍；行业平均 PB（净资产取 08 年底）为 4.6 倍。随着 3 大运营商的 3G 业务纷纷进入试商用，预示着行业投资的陡峭增长阶段接近尾声。我们认为，虽然 09 年通信设备行业依旧处于景气阶段，但是随着行业景气顶峰的临近，投资者有必要开始逐步思考何时降低配置比重，调整配置方向（转向明后两年增长明确的细分子行业）。

结论 2：通信运营公司：寻找并关注真正的先行指标，维持联通“推荐”投资评级。主要基于以下理由与逻辑：

短期用户数放缓可能带来介入良机，维持联通“推荐”投资评级。4 月联通 2G 新增用户数据放缓可能在短期内对股价形成压力，这将为投资期限相对较长的投资

者带来良好介入时机。近期我们通过实地走访调研，感受到在 3G 业务领域（特别是 3G 手机领域）中国联通 WCDMA 手机及新业务的优势已经开始显现。我们维持前期判断：随着国内 3G 消费市场的启动、联通 WCDMA 业务的发展，公司自身对于未来盈利增长的信心也会逐步增强，国内资本市场也将逐步上调目前处于低位的谨慎预期。

行业表现的催化剂或风险：WCDMA 试商用效果、2G 新增用户数量

纺织服装：维持评级，重点关注品牌零售与粘胶氨纶等原材料

分析师：

主要观点及投资建议：

方军平

我们维持纺织服装行业“谨慎推荐”，国内服装消费信心逐步恢复和我国纺织业在主要出口地区国际竞争力的进一步提高，下游品牌服饰和纺织原料粘胶、氨纶仍将获得一定的超额收益。

股票推荐：

美邦服饰、七匹狼、报喜鸟，基于出口环境转暖瑞贝卡和鲁泰下半年定单价格有望回升，粘胶类公司主要推荐山东海龙、澳洋科技、南京化纤，氨纶主要推荐华峰氨纶，资本市场和房地产回暖给雅戈尔、东方市场带来投资机会。

行业表现的催化剂或风险：人民币可能重新进入升值轨道。

农业：关注通胀预期下的上游资源品的价值重估

分析师：

主要结论及投资建议：维持农业行业谨慎推荐评级。前期大宗原料价格上涨挤压粮食加工业、畜牧业利润空间，我们建议关注农业上游产业的投资机会。目前，在全球性的通胀预期下，大宗资源品的价格都面临重估的过程。我们仍然推荐农业上游行业的公司，但重点转向大宗商品股，如南宁糖业、中粮屯河等。此外，甲型H1N1流感疫情的扩散将会给中牧股份等动物疫苗股带来持续性的主题性投资机会。

张如

核心假设或逻辑：

1、在通胀的预期下，国际大宗农产品的价格连续上涨，“低利率环境+美元进一步贬值的预期”给大宗农产品带来与其他资源品一样的价值重估的机会。国内市场的背景略有不同，经过连续6年的丰产之后，丰富的国家储备带来的实质意义是中央政府对于国内粮食市场的全“控盘”。小麦、水稻等大宗原粮的09年最低收购价将继续上涨是早前就已确定的了。目前国内CPI指数在猪肉的引领下仍处于下降周期，我们预期猪肉价格走出底部还有数月的时间，这一时间段，农产品上涨的安全很高。相比之下，我们更看好一些政府“控盘”性较弱的经济型农产品，比如食糖、番茄酱等。一旦通胀形成预期，上涨的空间将更大，系统性风险也较小。

2、甲型H1N1流感疫情的扩散在短期内带给市场的关注焦点在于适用于人的流感疫苗的研发。长期内带给社会的思考将在动物卫生、人畜卫生防范如何改善与提高之上。

行业表现的催化剂或风险：1、催化剂：市场对于下半年经济通胀的预期增强；2、风险：下半年猪肉价格触底回升，带动 CPI 超预期表现，中央政府出

于控通胀的目的，加强粮食市场的调控力度。3、与其他板块相比，农业板块估值优势并不明显，警惕估值风险。

食品饮料：否极泰来 白马奔腾

分析师：
黄茂

主要结论：重点推荐“双汇发展”，并建议逐渐增加对白酒双杰“泸州老窖”和“贵州茅台”的配置。

投资逻辑：（1）老窖特曲提价 10 元，到 128 元，成为阶段性行情的催化剂；（2）随着茅台酒的控量，一批价格回到 600 元以上，以及房地产销量的回升，都在表明高端白酒的销售和外围的消费环境都有一定的触底回升态势；（4）如果经济出现滞胀特征，成本相对稳定而定价能力较强的高端白酒和肉制品受益更多；（3）食品饮料，尤其是白酒和肉制品估值低廉，目前比较集中在 20-25 倍 PE，处于历史低位；

主要子行业观点：

（1）高端白酒：房地产回暖是高档商务消费需求回暖的一个重要指标；白酒的价格回升也是积极的信号，同时经销商库存也下降到低位；但我们认为高端白酒的真正复苏，仍然在于销量的明显增长而不是价格；同时有报道说中纪委 10 月份可能会检查各地公款消费，我们判断销量的显著复苏可能要到年底。目前的行情我们更多的理解为市场估值提升带来的阶段性行情，而不是对盈利预期显著改善所带来。如果行业估值中枢从 25 倍提高到 30 倍，有 20%的空间。扣除周五的上涨，我们认为空间还有 10-15%左右。

（2）葡萄酒：4 月份小包装葡萄酒进口量增长 52%，1-4 月累计增长 33%；而同期国内葡萄酒产量分别是 1.6%和 7.24%。国内消费有复苏信号，但进口量增长远快于产量增长，未来只有行业内龙头企业才有可持续发展空间。

（3）啤酒：高价大麦基本消化完毕，销售价格维持稳定，二、三季度将会看到毛利率的显著提升。同时，青岛啤酒和燕京啤酒等主要龙头企业通过抢占市场份额和并购，09 年销量有较大概率出现两位数增长。不过，最近美元的大幅贬值所带来的影响也需要密切关注。

（4）肉制品：生猪存栏量过剩，确保中短期内生猪价格会维持低位，同时屠宰量将会上升。肉制品行业集中度高，定价能力强；屠宰行业也有一定品牌和定价能力，而且整合空间巨大。双汇有资产注入概念，估值低廉。同时，军队增加肉食消费量，也会拉动各类肉制品的消费。

（5）乳制品：行业景气会持续转好，但是 4 月份奶粉进口量增长 208%，1-4 月累计增长 131%，增速逐月提升。进口价格下降环比下降了 5%，同比下降 44%。奶粉市场的竞争正在不断加剧。同时，三元收购三鹿产能和蒙牛 4 月份都出现显著恢复，国内厂商间竞争加剧。国家收储可能会推升原奶价格。我们仍然认为乳制品的一个投资亮点在于如果重新出现资产价格膨胀，各厂商巨大的奶粉库存可能会带来巨大的重估收益。

医药：关注“甲流”相关公司，逐步吸纳绝对估值已显优势的一线股，提前“防御”

分析师：

贺平鸽、丁丹

主要结论及投资建议：医药行业稳定成长，但由于医药上市公司在 A 股市场总是处于估值“高地”，因此对于正常经营的公司而言，理论上其每年带给投资者的收益率=每年的业绩增长率。我们年初提出观点认为医药板块的市场机会主要在于 1 季度和 4 季度，1 季度为二三线股行情、4 季度为一线股行情，而 2-3 季度将处于“平衡市”。目前我们仍维持这样的观点。就本月而言，我们认为医药板块整体行情偏弱，难以跑赢大盘，主要关注来自题材、重组等事件性交易机会；而我们中长期看好的一线股可能继续处于平盘“蓄势”状态——将在 3 季度末显示出绝对何相对估值优势，至年底有望取得 20% 左右绝对收益。因此我们建议 2 种选择：1) 择机把握和参与事件性交易机会；2) 人弃我取——逐步吸纳绝对估值已显优势的一线股，提前“防御”。

核心假设及逻辑：

1、行业稳定成长，企业强者恒强趋势更显著，各细分领域龙头公司长期看好；而在各子行业中，现阶段我们更看好疫苗、诊断试剂、抗肿瘤、现代中药领域优秀公司，代表型公司包括天坛生物、恒瑞医药、天士力；

2、突发事件驱动：“甲流”疫情相关股票。政府秋季可能潜在的“甲流”第三波非常重视；防控措施及其可能相应产生较大需求的环节主要分布在以下三方面：

1) 需要诊断试剂对病例和潜在病例进行高效诊断；2) 在世卫组织（WHO）确定甲流病毒毒株之后，需要尽快研制出甲流疫苗；3) “达菲”是目前唯一证明对甲流患者有效的治疗性药，政府需要一定量的“达菲”作为战略性储备；因此相关的诊断试剂企业（达安基因、科华生物）、疫苗企业（天坛生物、华兰生物）、化学制药企业（海正药业）有可能伴随“甲流”持续成为市场关注点。

3、政策性事件驱动：基本药物目录随时可能出台，对核心品种能够进入目录、降价可能性又比较小上市公司必然带来利好，其中重点可留意天士力。

4、重组事件驱动：关注国药股份、天坛生物。

行业表现的催化剂或风险：基本药物目录及相关政策细则出台，将带来对预期的明朗化。

保险：通胀预期+估值洼地构成推动股价新一轮上涨坚实动力

分析师：

武建刚

主要结论及投资建议：我们认为利好保险行业基本面的因素已经完全具备，股价具备全面上涨的坚实动力。当前保险板块估值相对较低，保险行业 09 年增长趋势明朗且有望超预期。强烈建议投资者积极配置保险股，重申维持保险行业“推荐”评级。

核心假设或逻辑：

1、行业利好因素具备：（1）M2 的高速增长使得通胀的预期越来越强烈。（2）09 年内加息的预期并不强烈，但债券收益率会有所提前反应；（3）充裕的流动性和不断改善的各行业基本面推动权益类金融资产收益率不断超出预期。

2、内含价值有提升空间。同时由于保险公司属于负债经营，具有较高财务杠杆，业绩弹性很大。因此资产价值的增加在当前负债成本（分红利率以及结算利率）并未上升的情况下直接计入股东权益从而计入内含价值。

3、当前保险板块估值相对较低，以 6 月 4 日收盘价计算中国平安，中国太保和中国人寿 P/EV（类似于其他行业的 P/B）分别为 2.28、1.78 和 2.52 倍，三家公

司的 NBM（类似于其他行业的 P/E）分别为 15.21、16.55 和 25.72 倍。和其他行业相比保险股构成明显的估值洼地，即使和银行股相比估值也不高。

从个股来看我们推荐的顺序为中国平安、中国太保和中国人寿，主要理由如下：

中国平安业绩弹性在三家公司中最大。（1）较高的负债成本、交易类金融资产占比最大令利润增长显著。（2）、个险渠道占比最高，从而新单利润率业内领先。3、个险代理人产能显著高于同行，促使 09 年公司新业务价值有较大的增加，从而当前新业务乘数相对较低；（3）、公司费用管控能力很强，除利差外能够通过费差和死差为公司贡献利润。

中国太保的主要优势在于 P/EV 较低；受益于上海两个中心建设、个税递延型养老险产品的试点以及最近公司以较低价格收购长江养老险之后，公司预计在养老险方面将有较快发展，发展潜力巨大。

中国人寿虽然能充分享受到保险行业增长的益处，但从估值来看在三家上市保险公司中仍相对较高，相对机会较小。

证券：交易量持续高位，关注经营业绩中期超预期公司

分析师：

王一峰

主要结论及投资建议：证券市场交易量持续高位，提升了证券公司 09 年中期和全年的业绩预期，并通过股价同步反应市场估值变化。市场的持续上行减弱了自营的不确定性，东北证券因持有积极股票投资策略的证券公司业绩中报将超预期；而中信、广发证券估值较低，自营业务风格转换将更大程度上提升估值空间。

核心假设或逻辑：

1、1~5 月份，随着证券市场资金持续流入、市场信心改善和估值水平提升影响，市场股票日均交易额达 1790 亿元。进入 6 月份，交易额继续维持高位动力不减，预计 09 年上半年将达到日均 1800 亿元。4 月份以来，新增信贷资金投放放缓，未来市场反映为“总量乐观而增量下降”的流动性状况，中性判断，全年日均股票交易额 1500 亿元。

2、市场持续向好刺激了自营业务股票投资的良好表现，其中东北、宏源证券因股票投资较大而可能获取更大收益；中信证券 4 月份增持了部分股权投资，加上原有减值准备回冲，存在中期业绩超预期的可能。

3、企业债和中期票据发行继续维持高位；而新股 IPO 改革和创业板推出日益临近，预计 09 年以中小市值公司上市为主，短期内对证券公司投资银行业务影响有限，可关注拥有较多已过会项目和中小投行项目的广发证券。

行业表现的催化剂或风险：1、证券经纪业务佣金率水平继续超预期下滑；2、公司出现不恰当的自营业务操作，使得自营业绩超出或低于预期。

零售：建议关注通胀预期下连锁超市的投资机会

分析师：

胡鸿轲、吴美玉

主要结论及投资建议：从 4 月至今跟踪情况看，零售企业销售开始好转，但利润受打折促销等影响，还不是很乐观，真正的行业景气回暖还有待观察。建议重点 CPI 企稳回升预期下连锁超市的投资机会，以及具有重组概念的公司：新华都（推荐）、步步高（上调评级至推荐）、银座股份（上调评级至推荐）。

核心假设及逻辑：

1、**行业景气回暖有待观察。**从跟踪情况看，零售企业 4、5 月销售开始好转，一方面是由于商家打折促销等推动；另一方面消费者信心开始企稳，但真正的行业

景气回暖还有待观察。

2、连锁超市有望逐步走出景气低谷。CPI 下滑是影响连锁超市内生收入增速的主要原因，目前，CPI 已经处于较低水平，预期未来继续大幅下跌可能性不大，我们认为，我国仍处于长周期通胀之中，随着 CPI 的企稳、回升，连锁超市业态有望逐步走出景气低谷。

3、关注重组概念公司。银座股份增发预案公布，集团资产注入预期再次兑现，进一步提升公司区域市场份额，公司核心价值是区域垄断优势明显，业绩长期增长预期明确，因此具有较高的长期投资价值。

行业表现的催化剂或风险：关注我国出口、农村和城市零售总额增速差异、消费者信心指数、海外经济形势等指标。

旅游：下调评级，重点关注并购重组类公司

主要结论及投资建议：我们将旅游行业的投资评级从“谨慎推荐”调低到“中性”。认为未来一个月行业很难获得明显超额收益。主要基于以下理由与逻辑：

1、甲型 H1N1 流感疫情在中国有扩散迹象，其已经对出境游、入境游构成一定负面影响，若感染人数进一步突增，后续恐对投资者情绪产生明显影响。基于以上担忧，我们认为旅游行业存在明显的抑制因素。

2、年初以来各地相继实行的旅游消费券等促销活动边际效应递减，而国内游市场的稳步复苏已经为市场基本消化。我们认为就经营基本面而言，旅游行业 09 年、10 年平均 20% 的总体业绩增速，进一步超预期的可能较小。而目前行业平均 PB 为 3.52 倍、09 年平均 PE 为 35 倍，已经反映较为充分。

在调低行业评级的同时，我们建议投资者重点关注板块中日益活跃的并购重组。激进型投资者可关注东方宾馆、华天酒店、世博股份，稳健型投资者可关注峨眉山、桂林旅游、首旅股份。主要基于以下理由与逻辑：

1、行业基本面难以获得超预期的背景下，唯一超额收益的机会恐怕只有来自超预期的并购重组。

2、5 月份东方宾馆、首旅股份等股权变更或收购行为，可能激发更多的旅游公司效法。旅游板块的并购重组可能趋于活跃。后续几个月可能存在股价表现的催化因素。

行业表现的催化剂或风险：1、甲型 H1N1 流感进一步扩散，引发市场恐慌；2、出现一两例成功的并购重组。

传媒：关注文化产业振兴规划带来的交易性机会

主要结论及投资建议：我们维持行业“中性”的投资评级，6 月份建议重点关注即将出台的文化产业振兴规划带来的交易性机会。主要理由如下：

1、目前传媒行业平均近 40 倍的 PE，估值压力明显，内生成长无法支撑这一估值水平，短期内，并购重组也看不到明显的进展，6 月份行业跑输市场的可能性很大。可重点关注估值较低的品种，包括博瑞传播（推荐，关注梦工厂收购进程及户外广告的收购意向）、时代出版（推荐，关注与安徽新华发行集团的整合）。

2、6 月份，主要应寻找事件驱动型的交易性机会，最可能的事件就是文化产

分析师：

廖绪发，陈财茂

分析师：

廖绪发，陈财茂

业振兴规划的出台，鉴于出版行业前期已出台相关政策，超预期可能性不大，未来的几个焦点可能是**（1）鼓励有线网络整合**，可重点关注天威视讯（推荐，市网、省网整合）；**（2）税收优惠**，可重点关注广电网络（谨慎推荐，减免所得税）；**（3）报业改制的提速**，可重点关注粤传媒（中性，关注广州日报整合）、新华传媒（谨慎推荐，可能整合上海媒体资源）。

行业表现的催化剂来自于文化产业振兴规划出台以及后续相应的配套政策，而**风险**表现在产业振兴规划可能过于宽泛而无实质性内容。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔 嵘	021- 68866202		高 健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖 喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵 谦	021-68866295				
银行			房地产			基础化工		
邱志承	021-68864597		方 焱	0755-82130648		邱 伟	0755-82133263	
黄 飙	0755-82133476		陈 林	0755-82133343		陆 震	0755-82130532	
谈 焯	010- 82254212		区瑞明	0755-82130678		张栋梁	0755-82130532	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭 波	0755-82133909		李 君	021-68866235		郑 东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左 涛	021-68866253		秦 波	010-82252922	
商业贸易			电子元器件			非银行金融		
胡鸿轩	021-68866206		王俊峰	010-82254205		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911					王一峰	010-82250828	
石油与石化			电力设备			传媒		
李 晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021- 68866253		皮家银	021- 68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁 丹	0755-82130678	
通信			造纸			家电		
严 平	021- 68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨 昕	021-68864596		陈财茂	021-68866236	
						廖绪发	021-68866237	
中小股票			食品饮料			计算机		
高芳敏	021-68864586		黄 茂	0755-82133476		凌 晨	021-68866233	
陈爱华			谢鸿鹤	0755-82130646				
农业			煤炭			建筑		
张 如	021-68866233		李 然	0755-82130681		邱 波	0755-82133390	
固定收益与基金			金融工程			金融工程		
皮 敏	021-68864011		葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297	
张 旭	010-82254210		董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532	
杨 涛	0755-82133339		戴 军	021-68864585		林晓明		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑 毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
庞 博	0755-82130818		黄胜蓝	021-68866011		焦 骥	010-82254209	
	0755-82133343			13761873797			13601094018	
	pangb@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
祝 彬	0755-82133456		刘 塑	021-68866236				
	15814403667			13817906789				
	zhubin@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn				