

2009-08-12
策略动态报告

市场短期陷入调整，中期仍然看涨

——主要行业最新投资策略汇总

◆市场短期陷入调整，中期仍然看涨

市场近期持续下跌，8月12日上证A股指数再次下跌了4.66%，从最高点下跌接近10%左右。市场行情是否就此结束？未来的投资机会何在？在市场存在较大分歧之际，我们整理了我们关于市场的看法以及各个行业分析师关于行业的看法，供投资者参考。

我们认为，由于市场前期的快速上涨，从最低点上涨已经翻番，市场本身具有调整的压力。从经济面来看，市场从犹豫经济是否能够走出低谷，到经济复苏，到经济全面复苏，预期业绩大幅改善，市场部分透支了未来的业绩，例如化工、钢铁等按照目前业绩乘以12来考虑估值本来就偏于乐观，这也导致市场调整。市场前期已经开始调整，8月11日公布的部分数据低于市场预期，加剧了投资者的获利了结。

但是我们认为这样的调整是一个短期的调整，从3-6个月的中期来，市场的主要因素仍然较好，因此我们中期仍然看涨。主要理由是：宏观经济的全面复苏仍然在持续，我们仍然认为三季度的GDP将达到9%，四季度将达到10%，10年的GDP在10%以上。目前的数据低于预期并不是宏观经济转向，仅仅是一个波动而已。从流动性来看，M1在加速上涨，存款下降意味着储蓄搬家，同时存款活期化的趋势越来越明显。由于货币流通速度的回升，贷款增量的回落并不意味着整体流动性的丧失。另外，我们认为国外资金的流入也将增加国内的流动性。从企业盈利看，企业盈利，尤其是受金融危机影响比较大的出口企业的盈利正在改善，处于逐步恢复的过程中。我们认为今年上市公司的盈利增速将保持在20-25%的区间以上。从政策来看，由于经济并没有快速的过热，物价水平仍然低迷，出口增速仍然为负，因此国家对经济进行大幅调控的可能性较低，尤其是讨论加息为时过早。股票市场的政策来看，严格限制基金发行和信托发行的概率也很低，但是融资和IPO节奏较快可能对市场有一定负面影响。从估值的角度来看，目前沪深300的估值水平仍然在25倍附近，并没有明显的脱离基本面，考虑到盈利能力的上升，这样的估值水平还存在下调的可能。因此我们认为估值水平仍然处于合理的范围。

◆行业配置的建议

我们在8月初就提出了由于市场大幅震荡，市场风格和行业将发生改变，我们建议投资者将配置转向盈利确定和增长稳定的行业，显然市场的走势验证了我们的判断，现在仍然坚持这样的判断。

我们最看好的三个行业板块依次是：工程机械、3G板块、汽车；其次看好的三个板块是：出口相关板块、化工、水泥。至于采掘、有色、钢铁等板块，由于前期涨幅过大，因此虽然近期有所调整，但是我们认为这些板块未来持续震荡的概率较大，只有新的催化剂重新出现，才会出现新的一波上涨，即价格超预期的新一波上涨。

详见我们8月3日的报告《行业比较、行业配置和投资组合》以及之前的相关报告。

◆各行业的投资策略汇总：

工程机械：固定资产投资拉升行业前景，维持买入评级
3G：行业增长确定，估值优势明显，维持增持评级
汽车：静候金九银十
化工：看好需求复苏，超配石化和化工，维持买入评级
水泥：房地产新开工增加，增持
煤炭：涨价预期兑现，寻找新的催化剂
钢铁：基本面无忧，调整后进入上涨“下半场”
房地产：中场休息，请别走开，维持增持
电力：寻找超预期和主题性投资机会，维持中性评级
银行：业绩提升将进一步彰显估值优势，维持中性评级
非银行金融：买入保险和券商，等待股市强劲反弹
农林牧渔：关注产品涨价带来的机会，维持增持评级
医药：看8、等9、不过10月，维持增持评级
电子元器件：需求复苏带来行业转暖，维持增持评级

策略分析师：

郭国栋

021-22169168

guogd@ebsecn.com

黄学军

021-22169107

huangxj@ebsecn.com

开文明

021-22169160

kaiwm@ebsecn.com

寇文红

021-22169110

kouwh@ebsecn.com

大盘表现(12个月)



相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

一、市场陷入短期调整，中期仍然看涨

市场近期持续下跌，8月12日上证A股指数再次下跌了4.66%，从最高点下跌接近10%左右。市场行情是否就此结束？未来的投资机会何在？在市场存在较大分歧之际，我们整理了我们关于市场的看法以及各个行业分析师关于行业的看法，供投资者参考。

我们认为，由于市场前期的快速上涨，从最低点上涨已经翻番，市场本身具有调整的压力。从经济面来看，市场从犹豫经济是否能够走出低谷，到经济复苏，到经济全面复苏，预期业绩大幅改善，市场部分透支了未来的业绩，例如化工、钢铁等按照目前业绩乘以12来考虑估值本来就偏于乐观，这也导致市场调整。市场前期已经开始调整，8月11日公布的部分数据低于市场预期，加剧了投资者的获利了结。

但是我们认为这样的调整是一个短期的调整，从3-6个月的中期来，市场的主要因素仍然较好，因此我们中期仍然看涨。主要理由是：宏观经济的全面复苏仍然在持续，我们仍然认为第三季度的GDP将达到9%，四季度将达到10%，10年的GDP在10%以上。目前的数据低于预期并不是宏观经济转向，仅仅是一个波动而已。从流动性来看，M1在加速上涨，存款下降意味着储蓄搬家，同时存款活期化的趋势越来越明显。由于货币流通速度的回升，贷款增量的回落并不意味着整体流动性的丧失。另外，我们认为国外资金的流入也将增加国内的流动性。从企业盈利看，企业盈利，尤其是受金融危机影响比较大的出口企业的盈利正在改善，处于逐步恢复的过程中。我们认为今年上市公司的盈利增速将保持在20-25%的区间以上。从政策来看，由于经济并没有快速的过热，物价水平仍然低迷，出口增速仍然为负，因此国家对经济进行大幅调控的可能性较低，尤其是讨论加息为时过早。股票市场的政策来看，严格限制基金发行和信托发行的概率也很低，但是融资和IPO节奏较快可能对市场有一定负面影响。从估值的角度来看，目前沪深300的估值水平仍然在25倍附近，并没有明显的脱离基本面，考虑到盈利能力的上升，这样的估值水平还存在下调的可能。因此我们认为估值水平仍然处于合理的范围。

总之，我们认为市场短期陷入调整属于正常，宏观数据低于预期带来市场调整仅仅是市场调整的一个由头而已，但是中期我们仍然坚定的看涨。

（二）对行业配置的建议

我们在8月初就提出了由于市场大幅震荡，市场风格和行业将发生改变，我们建议投资者将配置转向盈利确定和增长稳定的行业，显然市场的走势验证了我们的判断，现在仍然坚持这样的判断。

我们最看好的三个行业板块依次是：工程机械、3G板块、汽车；其次看好的三个板块是：出口相关板块、化工、水泥。

至于采掘、有色、钢铁等板块，由于前期涨幅过大，因此虽然近期有所调

整，但是我们认为这些板块未来持续震荡的概率较大，只有新的催化剂重新出现，才会出现新的一波上涨，即价格超预期的新一波上涨。

详见我们 8 月 3 日的报告《行业比较、行业配置和投资组合》以及之前的相关报告。

二、各行业的投资策略

工程机械：固定资产投资拉升行业前景，维持买入评级

我们认为，未来固定资产投资将提升工程机械行业估值空间，继续维持买入评级。

7 月份，规模以上工业增加值同比增长 10.8%，比上年同月回落 3.9 个百分点，比 6 月份加快 0.1 个百分点，为连续三个月同比增速加快；1-7 月份，同比增长 7.5%，比上年同期加快 0.5 个百分点。城镇固定资产投资同比增长 32.9%，略低于市场预期，其中房地产投资同比增长 11.6%，比 1-6 月份高 1.7%。其中 1-7 月，全国完成房地产开发投资同比增长 11.6%，增幅比 1-6 月提高 1.7 个百分点，比去年同期回落 19.3 个百分点。1-7 月，全国房地产开发企业房屋施工面积同比增长 12.5%，增幅比 1-6 月回落 0.2 个百分点；房屋新开工面积同比下降 9.1%，降幅比 1-6 月缩小 1.3 个百分点；房屋竣工面积同比增长 24.7%，增幅比 1-6 月提高 2.4 个百分点。1-7 月，全国房地产开发企业完成土地购置面积同比下降 25.8%；完成土地开发面积 12789 万平方米，同比下降 13.4%。我们预期下半年固定资产投资将仍然维持在比较高的水平，房地产投资、开工也将继续好转，这都会带动对工程机械产品的需求。

在短期内，出口占比高的公司业绩弹性大；出口最坏的时候为 2009 年一季度，未来季度环比将逐渐向上，出口占比（含海外公司）高的公司为山推股份、徐工科技、中联重科、安徽合力、山河智能，高峰期出口占比接近 30%，预计 2010 年将恢复到出口高峰。在中长期内，各上市公司的竞争优势仍然是投资考虑的首要因素。

我们推荐中联重科、徐工科技、三一重工。增加组合：厦工股份、上海机电。行业推荐逻辑是：短期：房地产、出口复苏，增长空间打开；中长期：中国的城镇化、产业转移、附加值高的领域：融资租赁、再制造。目前行业估值水平不到 09 年 20 倍，未来将上升到 09 年 25 倍，2010 年 20 倍。

表 1 工程机械行业重点上市公司的出口占比和主要产品

证券代码	公司名称	收入出口占比			主要产品
		2006	2007	2008	
000680	山推股份	12.67%	24.78%	27.78%	推土机、配件、挖掘机、压路机
600761	安徽合力	25.23%	27.03%	31.32%	叉车产品、装载机
000157	中联重科	4.68%	11.36%	20.43%	起重机械、混凝土机械
600031	三一重工	10.42%	18.13%	25.20%	混凝土机械、履带起重机、搅拌机

600815	厦工股份	0.50%	3.48%	5.94%	装载机、挖掘机
000528	柳工	9.99%	13.05%	13.09%	装载机、挖掘机、压路机
002097	山河智能	13.45%	24.07%	18.56%	挖掘机、旋挖钻机、压桩机

数据来源：光大证券

3G：行业增长确定，估值优势明显，维持增持评级

◆受益于国内 3G 和宽带建设投资拉动，行业 09 年整体迎来高增长

受益于国内 3G 建设大规模的启动，以及国家宽带战略实施的投资拉动，通信设备行业 09 年整体盈利增长预计超过 30%以上。在若干子行业中，09 年业绩增速最快的又尤属跟光通信相关的上市公司，如中天科技、亨通光电、烽火通信等。

◆中兴通讯综合实力全面提升，产品盈利整体增强，是投资标的的首选

以 3G 设备为代表的无线产品，以光通信为代表的有线产品，以 3G 手机为代表的终端产品实力全面提升，使中兴通讯市场份额不断扩大，盈利能力整体增强。

上半年，中兴通讯国内订单同比增长 90%以上，海外市场从 5 月份以后恢复增长明显，使得整个上半年海外订单同比增长 18%左右，无论国内和海外订单增长都超出了市场的预期。展望 2010 和 2011 年，从国内来看，公司在 3G 三种产品上都有很好的市场份额，3G 在国内综合排名第一，这必将带动配套的传输、数据、电源以及业务等产品的进入。从海外看，随着未来全球经济的复苏，以及中兴整体市场份额的提升，将成为业绩增长新的引擎。

◆光通信设备未来仍有较好增长，光纤光缆行业 2011 年可能供过于求

未来大规模的 3G 无线基站都需要配置相应的传输设备，另外，与 2G 相比，3G 数据业务的传送明显增加，随着用户数和数据应用量不断增多，必将引发运营商不断增加传输设备投资。宽带接入方面，当前高带宽的数据、媒体、语音混合业务对带宽的需求在不断提高，未来 xPON 产品都应有良好的发展。这对烽火通信这一专注于光通信设备的厂商将迎来高速增长的时期。

光纤光缆整体行业目前都是供不应求，出现了产销两旺和毛利率较大提升。随着业内厂商都在扩大产能，我们认为 2011 年行业可能重新出现供过于求，但 2010 年年行业景气度仍有望继续。2009 和 2010 年将是中天科技和亨通光电业绩增长最快的两年。

◆ 行业估值优势明显，维持增持评级

从目前全行业的估值看，相比 09 年行业整体盈利增长超过 30%，行业估值平均 27 倍左右。从历史估值分析，行业平均估值相比沪深 300 平均市盈率还有一定的涨幅空间，我们维持对行业的增持评级。

我们对通信设备行业的投资顺序，依次是中兴通讯、中天科技、亨通光电、烽火通信、武汉凡谷和中创信测。

表 2 通讯行业重点上市公司估值与评级

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			2008A	2009E	2010E	
000063	中兴通讯	36.22	0.91	1.38	1.81	买入
600522	中天科技	21.73	0.46	0.92	1.1	增持
600487	亨通光电	24.10	0.64	0.97	1.13	增持
600498	烽火通信	20.88	0.43	0.75	0.92	增持
002194	武汉凡谷	18.00	0.59	0.73	0.90	增持
600485	中创信测	15.96	0.42	0.57	0.76	增持

数据来源：光大证券

汽车：静候金九银十

◆ 销量无忧，下半场比上半场更好：

1-7 月汽车行业产销率累计大于 100%，补库存过程尚未完成。1-7 月汽车产销 710.09 万辆和 718.44 万辆，同比增长 20.23%和 23.38%。其中乘用车产销 526.97 万辆和 536.64 万辆，同比增长 25.56%和 30.91%；商用车产销 183.12 万辆和 181.80 万辆，同比增长 7.14%和 5.74%。渠道库存 33 天，离正常的库存 40 天差距甚远；从订单来看，乘用车厂商取消 8 月的例常设备检修，继续满负荷生产，显示短期订单情况良好。中高级轿车从四月份开始同比正增长，并且增速开始加快，7 月已经达到 30%的同比增速，结构改善明显，盈利能力显著提升。从时间窗口来看，汽车旺销的金九银十近在咫尺，投资时间窗口来临。

◆ 维持前期的观点，乐观看轿车，寻找卡车投资机会：

从乘用车和货车行业的累计增速来看，乘用车 1-7 月累计增速 30.91%，货车 1-7 月累计增速 22.33%，随着宏观经济的好转和以旧换新的地方政策的推出，我们继续看好这两个子板块，继续维持原来的买入评级。

◆ 短看江铃，中看上汽，长看一汽轿车：

8 月看江铃，短期催化剂是中报和销量超预期。我们预计中报 0.51 元，全年 1.1 元，潜在催化剂：成长性最好的、市盈率最低的和市场最有分歧的汽车股，我们维持前期的买入评级，六个月目标价 30 元。

9 月看上汽，我们认为其短期催化剂是三季度超预期，我们预测中报 0.23 元，全年 0.9 元，潜在催化剂：2010 年 1 月 7 日的 26.91 元的权证行权价，我们维持买入的评级，六个月目标价 25 元。

年底看一汽轿车，我们认为其催化剂是整体上市，我们预测中报 0.28 元，全年 0.7 元，维持买入的评级。

表 3 汽车行业重点上市公司的估值与评级

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			08A	09E	10E	
600104	上海汽车	17.61	0.10	0.90	1.30	买入
000550	江铃汽车	18.86	0.91	1.10	1.49	买入
000800	一汽轿车	17.85	0.67	0.70	1.00	买入

数据来源：光大证券

化工：看好需求复苏，超配石化和化工，维持买入评级

◆ 看好后续需求复苏，整体看好化工行业：

我国的主要出口目的国欧美日经济企稳，促使出口导向型企业基本面好转，我们首先关注单位价格较高的全球定价品（如氨纶、粘胶、TDI、MDI等）在国外需求改善下的价格上涨趋势。建议配置业绩弹性较大和具有资源优势的公司。超配石化和化工。

◆ 子行业以及具体标的：

子行业选择逻辑如下：第一安全边界较高，第二业绩弹性较大，第三开工负荷较高。

基础化工子行业推荐次序：氨纶；粘胶；TDI；PVC；MDI；纯碱。

综合考虑业绩弹性与资源优势，我们推荐如下：氨纶（华峰氨纶、友利控股），TDI（沧州大化），粘胶（山东海龙、澳洋科技），PVC（中泰化学、湖北宜化），MDI（烟台万华），纯碱（双环科技、山东海化、三友化工），资源类（兴发集团、盐湖钾肥），中国石化，中国石油。

◆ 关注粘胶、氨纶、TDI、PVC等全球定价化工品的趋势有望向好：

该类产品单位价格较高，运费占比较低，产品价格对下游需求复苏反应更为迅速，相比之下单位价格较低的化工品价格传导受到运费的影响而比较缓慢。上周TDI价格上涨，沧州大化股票涨幅较高，我们对行业内其他TDI厂商进行了调研，目前一致的看法是国庆前TDI价格趋势向上，国庆后比较难判断。未来的均衡价格有望维持在2.4万/吨。建议特别关注沧州大化的投资机会（按照此均衡价格2.4万元/吨计算，假设其6.5万吨的权益产能明年能全部释放，其EPS在2010年有望达到1.4元。粘胶和氨纶详见上周我们发出的两篇行业深度报告。

◆ 买入兴发集团、盐湖钾肥等资源类公司获得超额受益的概率增大：

资源类上市公司具有较高的安全边界，同时随着经济复苏，处于盈亏平衡点附近的业务弹性也较大，相关公司的经营拐点已经出现。买入兴发集团、盐湖钾肥等公司获得超额受益的概率增大。我们认为原油价格三季度将维持震荡走势，但中长期上涨趋势不改，资源类化工股的介入时点已经到来，可以逐渐加大对中国石油的配置比例。

表4 化工行业重点上市公司的估值和评级

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			08A	09E	10E	
002172	澳洋科技	13.65	-0.80	0.32	0.86	买入
002064	华峰氨纶	15.90	0.44	0.31	1.18	买入
000677	山东海龙	9.01	-0.21	0.24	0.63	买入
000584	友利控股	9.84	0.20	0.11	0.65	买入
002092	中泰化学	18.55	0.23	0.18	0.91	买入
600141	兴发集团	17.69	0.98	0.50	0.83	买入
000683	远兴能源	14.18	0.21	0.09	0.60	买入
000792	盐湖钾肥	58.10	1.78	2.0	3.69	买入
000422	湖北宜化	16.60	0.49	0.80	1.24	增持

数据来源：光大证券

水泥：房地产新开工增加，增持

对于水泥行业，我们的基本观点是：政府和开发商的博弈结果将体现在新开工的持续环比增长上，新增需求明确。

1-7月国内房地产投资累计完成1.77万亿元，投资增速11.6%，较1-6月提高1.7个百分点；单7月完成投资3215亿元，同比增长19.62%，较5月增速提高1.6个百分点。房地产行业占水泥行业下游需求30%，其持续复苏将进一步推高水泥行业的景气程度；1-7月全国商品房销售面积同比增长37.1%，竣工面积同比增长24.7%，均较1-6月明显提高；受此因素带动，土地购置面积、新开工面积等指标增速均保持稳定回升，分别同比下降25.8%和9.1%，降幅较1-6月继续缩窄。

6月份以来的房地产新开工数据，验证了光大建材研究员前期的“销售-购置土地-新开工”的逻辑主线，市场风格的转变也符合其在建材行业中期策略中的判断。

预期下半年，房地产投资复苏和基建投资下半年规模放量给行业带来需求增量；发改委可能出台的水泥行业投资限制政策对行业供给带来减量；新增供求格局的改善将引至行业盈利能力的提高。

对东部地区（含华东、东南区域），我们更看好其下半年受益于房地产投资复苏的业绩增长能力。原因在于目前东部地区水泥行业盈利能力因房地产投资的负面作用明显。

至于投资标的，根据业绩敏感性原则，我们重点推荐海螺水泥、天山股份、塔牌集团。海螺水泥和塔牌集团产能主要集中在华东、东南地区，受益房地产投资复苏业绩敏感性高；天山股份新疆产能受益地区旺盛水泥需求，江苏产能也会受益房地产投资复苏提高盈利能力。

表5 水泥行业重点上市公司评级与估值指标

证券代码	公司名称	流通A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	上次	本次

600585	海螺水泥	1022	47.38	50.00	1.48	1.96	3.05	32.1	24.2	15.5	3.38	3.00	2.66	增持	增持
000877	天山股份	309	14.85	17.40	0.62	0.87	1.15	24.1	17.1	12.9	5.45	4.79	3.71	增持	增持
002233	塔牌集团	120	16.90	17.44	0.49	0.66	0.88	34.7	25.5	19.2	3.78	3.19	2.80	增持	增持
000401	冀东水泥	1212	15.20	18.60	0.37	0.65	0.97	41.3	23.4	15.7	3.11	2.61	2.28	增持	增持
600801	华新水泥	89	25.73	27.90	1.14	1.05	1.55	22.6	24.5	16.6	2.55	2.28	2.01	增持	增持
600449	赛马实业	140	28.66	32.40	1.40	1.80	2.10	20.5	15.9	13.6	3.35	3.08	2.73	增持	增持
600425	青松建化	245	12.36	13.25	0.33	0.53	0.67	38.0	23.3	18.4	3.33	2.87	2.25	增持	增持
600720	祁连山	396	13.66	13.60	0.37	0.68	1.01	36.8	20.1	13.5	6.12	4.20	3.29	增持	增持
000012	南玻 A	567	18.79	19.38	0.34	0.62	0.78	54.7	30.3	24.1	5.06	3.99	3.42	增持	增持

资料来源：光大证券研究所

煤炭：涨价预期兑现，寻找新的催化剂

◆ 基本面：供需基本平衡、煤价温和上涨

供给方面，国家出于煤炭安全政策的考虑，山西煤矿复产不可能大幅增加供给。内蒙由于运距、煤质与山西相比劣势明显，再加上成本上升，下半年产量环比将逐渐减少。由于目前国内外煤炭价差消失，预计进口煤将逐月下降。

从需求方面看，由于国内经济持续复苏，国内需求将稳中有升。从国际上看，最坏时刻已过，银行恐慌性惜贷情绪消除，资金逐渐进入实体，各国经济刺激计划的投资需求逐渐显现，对于煤炭的需求会逐步恢复。

总体而言，我们认为下半年煤炭行业供需维持基本平衡，煤价将温和上涨。

◆ 涨价预期兑现，短期内难有超额收益

从估值上看，经过上半年的快速上涨，目前国内煤炭行业 09-10 年度的平均市盈率水平已经达到 25 倍和 21 倍，高于香港市场 18 倍和 16.5 的平均市盈率水平，以及国外市场 13 倍和 11 倍的平均市盈率水平。

但从短期看，我们认为过去半年煤炭股的快速上涨，已经反映了涨价预期，按照目前分析师的一致预期，煤炭板块没有明显低估，短期内由于估值的压力，很难有超额收益。

◆ 行业盈利增长（下半年环比回升，预计下半年焦煤比上半年增长 10%）

动力煤开始进入旺季，预计 8 月份将呈现小幅上涨的态势。最近一个月秦皇岛煤炭库存持续减少，8 月 7 日为 505 万吨，动力煤价格也维持在年初以来反弹高点。我们分析，随着房地产投资回升，下游的钢铁、火电、建材、化工产量也将回升，这将拉动煤炭需求。

从焦煤情况来看，在钢铁价格走高的带动下，焦煤价格也有望继续走强。由于钢铁业的强劲复苏，目前钢材纷纷涨价，大型钢厂基本满负荷生产，由于钢铁价格领先焦煤价格大约 2~3 个月，预计 3 季度炼焦煤价格将保持相对强势，有望上调 10% 左右。

◆ 投资建议：寻找新的驱动因素

由于通胀预期和政策面未变，而下游需求拉动煤价温和回升，煤炭行业基本面继续向好行业基本面向好，并不是增持的理由，股价上涨的动力在于“超预期”的催化剂。未来的催化因素可能包括：1、山西上市公司的资源整合进度快于预期；2、供需弱平衡下的突发性事件（重大煤矿事故再次引发大面积停产整顿）；3、国庆前9月份的全国安全生产大检查令煤炭供给收紧（主要是除山西以外的产煤大省，如：河北、河南、贵州、陕西）；4、国际煤炭需求旺盛，拉动国际价格大幅上涨。

◆ 公司推荐

我们看好的公司排序依次：西山煤电、中国神华和煤气化。

表 6 煤炭行业重点上市公司的估值与评级

名称	代码	评级	股价	EPS				PE				PB			
				08	09	10	11	08	09	10	11	08	09	10	11
西山煤电	000983	买入	37.38	1.44	1.18	1.93	1.8	25.7	33.9	23.2	19.9	7.3	6	4.8	3.8
目标价格			45					31.3	41.3	28.3	24.2	8.9	7.3	5.8	4.7
中国神华	601088	买入	35.65	1.34	1.6	1.9	2.1	27.6	24.7	22.2	21.1	3.7	3.2	2.8	2.5
目标价格			44					32.8	29.3	26.3	25.1	4.5	3.9	3.4	3
煤气化	000968	买入	23.05	1.33	0.85	1.44	1.6	17.29	27.1	16	14.4	4.6	4	3.2	2.7
目标价格			32					23.5	36.8	21.7	19.5	6.4	5.6	4.5	3.8

数据来源：光大证券

钢铁：基本面无忧，调整后进入上涨“下半场”

◆ 钢铁股将在调整后继续上涨：

截止8月12日收盘，钢铁股从4日的高点下跌17%左右，市场上对钢铁股悲观情绪加温。我们认为，钢铁股目前只是短期调整，调整后将进入“上涨下半场”，：1）钢价将继续上涨；2）估值不高。

◆ “上半场”——“低估值+配制”行情：

上轮行情的实质是一轮“低估值和配置”行情，特别是随着钢价上涨带来的业绩预期加大了配置的力度。近期随着“股价涨幅过快，获利盘+仓位较重”、“钢价出现短期调整”、“大盘出现调整”三个因素的影响，钢铁股出现下跌。

◆ 供需基本面未改，钢价将继续上升：

我们认为钢价在短期调整后将继续攀升，原因是目前钢价并没有完全反应供需关系。供应方面，粗钢产量已经连续两个月年化产量6亿吨，在库存没有大幅增加的情况下，考虑到前面生铁工序的制约，钢铁产能甚至已经处在产业链的产能瓶颈环节。

需求方面。我们认为现在的钢价并没有完全反应未来的需求：1）市场已

经预期的需求——没有完全反应。举例说明，市场对房地产新开工的钢材需求预期一直存在，但事实情况是这部分需求还未释放，6月份新开工的面积8月份初才开始大量拿货，我们认为这部分需求将8月中下旬释放；2) 市场预期之外的新增需求。两个方面：一是基建投资，6月份基建投资额为4125.47亿元，同比增长56%；而7月份将突破5000亿元，同比增加100%以上；二是间接出口，世界经济的好转将使钢铁下游产品如汽车、家电、机械、造船的出口大幅增加，拉动10%左右的钢材需求。钢材价格有望8月底再次上涨。

◆ 估值水平并不高：

我们首先认为年化EPS具体一定的合理性，原因是其后面的逻辑业绩不低于当月的水平，目前来看业绩“7月>6月”、“8月>7月”，“9月>8月”问题不大，业绩并不存在大跌下降的可能性。将当月业绩和当月平均股价进行对比，7月份的行业估值15倍左右，8月份仅为10倍左右。

同时，目前钢铁PB估值为2.35倍，而同期大盘的PB估值3.69倍。

◆ “下半年”——价格持续上涨+业绩对现：

在钢材价格上涨后，加之估值水平并不高，我们认为钢铁股有望在短期盘整进入“下半场”。与“上半场”对应的是，此次上涨将是“价格持续上涨+业绩对现”的行情。同时我们还判断是此次上涨整体性机会，特别推荐“低估值+长协矿”。而在钢铁股调整的“中场休息”中，主题性投资或将成为主要的投资机会。

房地产：中场休息，请别走开，维持增持评级

◆ 中场休息，请别走开

受二套房贷政策的收紧，地产股率先出现调整；近期统计出来的全国各大城市商品住宅成交量数据，又提示楼市也有降温迹象。难道，行业的拐点又一次来临了？对此，我们的答案是否定的：两次调整所处的经济周期阶段和宏观背景的不同，决定了07年是中期拐点，而现在只是上升周期中的“中场休息”。

◆ 楼市成交的萎缩是区域性和结构性的

7月份，全国房地产市场确实出现成交萎缩的迹象，一线城市尤为明显。根据我们的统计，杭州环比下降37%、深圳下降16%、北京下降13%、上海下降9%。我们认为，这既与二套房贷收紧有关，也和前期房价涨幅过大有关。相比之下，二三线市场表现比较平稳。因此，当前的市场调整具有区域性和结构性的特点，这与07年也有所不同。

◆ 房贷政策有所收紧，但总体仍旧宽松

从8月份起，商业银行的二套房贷确实有所收紧，但宏观层面总体宽松的货币供应格局没有根本改变。政策是房价的应变变量，当前继续出台紧缩政策可能性不大。

◆ 下一个催化剂是什么？

在对过于乐观的预期进行修正之后，市场正在等待下一个催化剂的出现。从影响股价的两大因素看，政策方面要关注的是契税减免优惠一年到期之后能否延续；市场方面，要关注的是，9、10月份楼市的成交量能否止跌回升、房价能否继续显著上升。另外，上市公司的业绩也有继续超预期的可能。

◆ 估值向可接受水平回归

当前，开发类公司的今明两年的预测 PE 降至 28、20 倍左右，NAV 的溢价率在 80% 左右，估值水平正向合理水平回归。我们建议投资者逢低买入。个股推荐次序为：保利、招商、新湖、中企、滨江、亿城和福星。

表 7 房地产行业重点上市公司估值和评级

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			08A	09E	10E	
600048	保利地产	25.99	0.64	0.93	1.67	买入
000024	招商地产	30.68	0.71	1.08	1.40	买入
600208	新湖中宝	12.69	0.30	0.41	0.56	买入
600675	中华企业	18.37	0.43	0.43	0.44	买入
002244	滨江集团	15.77	0.45	0.52	0.73	买入
000402	金融街	13.86	0.42	0.42	0.54	增持
000002	万科 A	12.67	0.37	0.51	0.67	增持
600383	金地集团	16.44	0.39	0.62	0.77	增持
000616	亿城股份	6.80	0.30	0.38	0.42	买入
000926	福星股份	10.00	0.47	0.50	0.62	买入

数据来源：光大证券

电力：寻找超预期和主题性投资机会，维持中性评级

◆ 基本面向好 盈利逐步恢复

在电价上涨的翘尾因素和煤价回落双重因素的影响下，2009 年电力行业将扭亏为盈，盈利大幅恢复。统计局公布的数据——1~5 月份发电行业盈利 251 亿，以及部分上市公司公布中期业绩预报已经印证了这一点。

我们预计下半年电力行业盈利继续向好，原因是：（1）用电需求回升，发电小时下滑幅度将收窄；（2）煤价将保持稳定。

◆ 上半年跑输大盘 短期有补涨需求

2009 年上半年电力板块远远跑输大盘，目前估值具有一定的优势。目前沪深 300 的平均市盈率为 30 倍，而主要电力公司的市盈率为 20-25 倍。从市净率来看，目前电力板块的平均市净率约为沪深 300 的 94%。

短期来看，在补涨和良好中报业绩的推动下，电力板块有望出现补涨。但

长期来看，我们认为电力行业的属性——防御性和价格受管制将影响其估值提升的高度。

◆ 维持“中性”评级 看好业绩超预期、具有主题性投资机会的个股

鉴于电力板块的特性，我们认为电力板块存在短期的投资机会，但长期难以超越大盘，因而维持电力行业“中性”。

我们看好业绩超预期，并有主题性投资机会的公司。推荐以下股票：

申能股份（600642）：主业盈利能力快速恢复，具有超预期的可能。上海国资整合提速，控股股东有望整体上市。

国电电力（600795）：水电开始投产，资产注入预期明确。

文山电力（600995）：垄断经营，高载能行业复苏带动区域用电需求增长，期待销售电价上调。

表 8 电力行业重点上市公司评级与估值指标

证券代码	公司名称	流通 A (百万)	当前股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	上次	本次
601991	大唐发电	4413	10.93	-	0.07	0.18	0.25	156.5	59.2	44.6	4.97	3.96	3.65	中性	中性
600027	华电国际	4590	6.14	-	-0.42	0.22	0.28	-14.5	27.6	21.8	3.36	2.19	2.00	中性	中性
600995	文山电力	313	8.98	-	0.31	0.36	0.46	29.0	24.7	19.6	5.23	4.39	3.69	增持	增持
600900	长江电力	4909	14.99	-	0.42	0.65	0.71	35.9	23.1	21.0	3.76	2.69	2.54	增持	增持
600886	国投电力	1055	11.78	-	0.12	0.37	0.46	100.1	31.6	25.5	3.02	1.96	2.83	中性	中性
600795	国电电力	4133	7.88	-	0.03	0.28	0.35	240.0	27.8	22.7	3.03	2.04	1.86	增持	增持
600236	桂冠电力	806	8.15	-	0.02	0.22	0.30	389.5	37.5	27.3	3.02	2.39	2.26	增持	中性
600011	华能国际	2878	8.90	-	-0.31	0.33	0.38	-29.0	26.9	23.5	2.96	2.40	2.22	中性	增持
000690	宝新能源	1128	10.04	-	0.31	0.55	0.55	32.1	18.3	18.3	4.82	3.83	3.25	增持	增持
000539	粤电力 A	1987	8.63	-	0.01	0.36	0.38	791.9	24.1	22.7	2.72	1.88	1.76	增持	增持
000027	深圳能源	599	13.45	-	0.47	0.88	0.81	28.6	15.2	16.6	2.62	1.95	1.77		增持
600642	申能股份	2890	13.70	-	0.21	0.64	0.67	66.8	21.5	20.5	3.01	2.02	1.86	增持	买入
600396	金山股份	283	10.42	-	0.03	0.35	0.60	312.4	29.9	17.4	3.60	2.08	1.77	增持	增持

资料来源：光大证券研究所

银行：机会大于风险，业绩提升将进一步彰显估值优势

◆ 货币政策微调背景下息差上行空间打开

2008 年下半年货币政策急速转向带来的净息差下行是造成银行 2008 年 4 季度以来业绩压力的最主要原因。我们认为，银行净息差在 2009 年 2 季度已基本见底，3 季度将步入反弹上升通道。未来净息差反弹将包含两个主要的阶段：第一阶段是在加息以前，货币市场利率和银行自身资产负债结构调整带来的净息差向上修复。目前主要货币市场利率已经连续两个月上行，在近期货币政策出现微调背景下，我们判断货币市场利率中期上行趋势可以延续。此外，下半年中长期贷款对票据融资的置换、流动性弱化

情况下银行溢价能力修复、民间投资启动贷款向中等风险客户的转移以及存款活期化趋势的确立都将促使净息差上升；第二阶段是加息，从历史经验看，加息周期中，净息差上升对银行业绩有显著提升效果。目前中长期加息预期已经存在。息差上升带来的银行盈利增速上行确定性高。

◆ 前期贷款基础已奠定，贷款质量暂无忧

下半年贷款增速的回落对银行业绩无明显负面影响：首先，上半年大规模信贷投放已奠定了全年净利息收入的基础；其次，信贷供给的减少也有利于银行溢价能力的修复和贷款收益率的提高；

贷款质量中期无显著压力：第一，经济复苏大背景下企业盈利改善提升还款能力；第二，资产价格上涨尤其是房价上涨提升银行抵押品价值；第二，银行业风险管理有所加强，根据监管要求，年内银行拨备覆盖率保持在 150% 以上，部分银行拨备较高，尚有释放空间。

此外，随着储蓄搬家迹象显现，资本市场活跃以及通货膨胀预期的产生，银行与资本市场相关的中间业务收入将快速增长。

◆ 2010 年盈利增长有望达 30 %

根据我们的测算，净息差上升以及生息资产平均余额增长有望带来净利息收入 22% 的增长，此外，非息收入仍将延续低基数下的高增长态势，营业收入增速有望达到 25 % 左右增速。在营业费用增速慢于利润增速以及信用成本率维持稳定的假设下，2010 年盈利增速有望达到 30 %。

◆ 机会大于风险：业绩提升进一步彰显估值优势

银行股目前估值水平仍具备相对优势，且下半年业绩改善的确定性较高，估值优势将进一步体现。我们维持对银行业增持的投资评级。股票选择将主要围绕着息差弹性以及非息收入超预期因素。

我们的推荐次序为民生、招行、兴业、浦发、华夏以及宁波。民生和华夏业绩对息差弹性较大，而招行、兴业以及浦发后期净息差修复空间较大。宁波银行的投资逻辑是看好下半年出口复苏前景。

表 9 银行业重点上市公司估值表

	8 月 11 日	P/E(X)			P/B(X)		
	股价	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
工商银行	5.10	15.5	13.7	10.4	2.82	2.47	2.11
建设银行	6.00	15.0	13.4	10.6	3.01	2.67	2.32
中国银行	4.36	17.4	15.3	11.5	2.36	2.13	1.87
交通银行	9.85	17.0	15.9	12.8	3.32	2.92	2.51
招商银行	17.85	12.5	13.4	10.0	3.30	2.82	2.32
中信银行	6.23	18.3	18.7	12.9	2.55	2.39	2.13
民生银行	7.94	18.9	13.2	12.0	2.77	2.35	2.03
兴业银行	38.05	16.7	15.1	11.9	3.88	3.09	2.53
浦发银行	24.34	11.0	10.3	7.3	3.31	2.82	2.26

华夏银行	12.30	17.5	18.1	12.4	2.24	2.07	1.84
深发展 A	23.08	115.4	16.3	12.3	4.37	2.65	2.25
北京银行	16.92	19.4	19.2	14.6	3.12	2.88	2.57
南京银行	18.30	23.2	21.9	15.4	2.98	2.78	2.49
宁波银行	13.58	25.6	24.1	19.7	3.86	3.57	3.22
上市公司平均	14.56	24.53	16.33	12.42	3.14	2.69	2.32

数据来源：光大证券

表 10 银行业重点上市公司盈利表

	股本(亿)	EPS (元)			BVPS (元)		
		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
工商银行	3,340	0.33	0.37	0.49	1.81	2.06	2.42
建设银行	2,337	0.40	0.45	0.57	1.99	2.24	2.59
中国银行	2,538	0.25	0.29	0.38	1.84	2.05	2.33
交通银行	490	0.58	0.62	0.77	2.96	3.38	3.93
招商银行	191	1.43	1.33	1.78	5.41	6.33	7.70
中信银行	390	0.34	0.33	0.48	2.44	2.60	2.92
民生银行	188	0.42	0.60	0.66	2.86	3.38	3.92
兴业银行	50	2.28	2.52	3.20	9.80	12.32	15.02
浦发银行	79	2.21	2.37	3.33	7.36	8.62	10.78
华夏银行	50	0.70	0.68	0.99	5.49	5.93	6.68
深发展 A	31	0.20	1.41	1.88	5.28	8.72	10.24
北京银行	62	0.87	0.88	1.16	5.43	5.87	6.59
南京银行	18	0.79	0.83	1.19	6.15	6.59	7.36
宁波银行	25	0.53	0.56	0.69	3.52	3.80	4.22

数据来源：光大证券

非银行金融：买入保险和券商，等待股市强劲反弹

◆ 率先调整，也将率先反弹：

在经历了前期的快速上涨之后，保险和券商都出现了比较大的调整，其中保险更是率先调整，成了本次大盘调整的排头兵，迄今调整已经接近 1 个月。调整幅度已经接近 20%，我们认为从时间和空间上来看，保险的调整都已经接近尾声。

◆ 保险：下半年新业务价值依然可稳健增长，明年将加速上升

从保险行业的基本面来看，下半年依然会保持稳健的增长。上半年，保险业通过调整保费结构，标准保费取得了较快的增长，受到债券收益率的反弹，新业务价值也因此受到提振。预计上半年新业务价值的增长在 15% 左右。从下半年来看，货币政策已经露出趋紧的苗头，利率必将进入上升通道，保费收入的增速虽会受到基金等理财产品的竞争，但核心业务仍会稳健增长。我们预计下半年新业务价值仍可维持 15% 左右的增速。

明年利率上升将是大概率事件，而保费经历了今年的调整之后，明年也会出现更快速的增长。因此我们对明年的新业务价值更加乐观，增速将会超过 20%，甚至接近 30%。

◆ 证券：下半年利润将环比增长 30%以上，明年业绩尚不确定

上半年证券行业的业绩表现良好，主要是受益于市场交易活跃和股指上涨。展望下半年，我们认为业绩仍会高速增长，主要经纪业务和投资业务仍会有较好的表现。从经纪业务上来看，7 月份日均成交量达到 3090 亿，远超过上半年。我们预计下半年日均成交量可达到 2500 亿，这将保证下半年经纪业务比上半年增长 30%以上。投资业务上，我们认为投资收益可能会与上半年持平，因为下半年的平均仓位将明显高于上半年，这可以抵消收益率的下降。总体上来看，我们证券行业下半年利润将环比增长 30%以上，这可导致行业估值显著下降。

但券商的问题在于明年业绩尚存在不确定性，因为明年交易量和股指表现都看不清楚。值得说明的是，我们认为这并不足以成为抛弃券商股的理由。因为一旦市场表现不佳，那所有的股票都会下跌，不仅仅是券商股在下跌。相反，券商股倒可能比较抗跌。在 07-08 年的暴跌中，券商的下跌幅度并不大，主要是因为存在各种积极的政策预期。这种状况在未来仍有可能延续。

◆ 买入保险和证券，等待股市的强劲反弹：

根据我们先前的测算，保险和券商对股市的弹性很大。基本上股市上涨 10%，保险公司净资产可增加 5%，证券公司净资产可增加 3%；换句话说，股市上涨 10%，保险和券商的 ROE 可增加 3-5 个百分点，带来的实际利润空间非常大。

我们对于中期股市的看法依然是非常积极的，无论是经济、政策、盈利和估值上来看，都没有阻止股市继续上涨的因素。可能会有风格方向上的转向，但上涨的趋势没有变，是比较确定的。

经过此轮调整之后，我们认为市场仍有强劲的上涨机会，不排除上证指数突破 4000 点的可能。在调整中，正是买入保险和证券的机遇，然后安心等待股市的强劲反弹。

◆ 两条选股思路，看好平安和中信、国寿和宏源：

我们有两条选股思路。一条是基于基本面的，我们依然看好保险和券商中的龙头公司，分别是平安和中信。另一条是基于弹性的，我们看好中国人寿和宏源证券，两者分别是保险和券商中弹性最大的。

下面是我们对主要公司 09 年的盈利预测表。这里的盈利是实际的盈利，包括未实现的投资收益。我们主要的假设是下半年股票市场仍能上涨 30%，所有公司的投资能取得 24%的收益率。在上述假设下，按 09 年实际盈利来测算，目前最便宜的几只股票分别是太保、平安、中信、海通、宏源和国寿。

从基本面的角度来看，我们依然长期看好中国平安和中信证券在行业中的领导地位。

从弹性的角度来看，我们认为中国人寿和宏源证券的弹性最大，在股市上涨中获利最多。

表 11 非银行金融主要公司 09 年盈利预测及估值

股票代码	公司名称	09Q1	09Q2 A/E	09H1 A/E	09H2 E	09E	P/E	09 BVPS	P/B	股价
601318	中国平安	0.55	0.82	1.37	1.28	2.65	21	12.88	4.31	55.47
601628	中国人寿	0.39	0.43	0.81	0.53	1.34	22	6.12	4.87	29.80
601601	中国太保	0.25	0.44	0.69	0.57	1.27	20	7.45	3.34	24.89
600030	中信证券	0.28	0.47	0.74	0.88	1.63	21	9.95	3.47	34.54
600837	海通证券	0.17	0.20	0.37	0.43	0.80	22	5.46	3.27	17.86
000783	长江证券	0.17	0.25	0.42	0.48	0.90	27	3.67	6.61	24.24
000686	东北证券	0.36	0.45	0.81	0.98	1.79	24	5.42	7.84	42.51
000562	宏源证券	0.38	0.19	0.57	0.55	1.12	22	4.89	5.07	24.80
000728	国元证券	0.10	0.22	0.32	0.40	0.72	33	4.07	5.86	23.84
600369	西南证券	0.16	0.17	0.33	0.29	0.62	32	2.36	8.49	20.02
600109	国金证券	0.05	0.20	0.26	0.36	0.62	38	2.78	8.50	23.64
601099	太平洋	0.07	0.08	0.16	0.17	0.32	61	1.24	15.90	19.72

资料来源：光大证券，以上标为灰底的数据为实际值，其他为预测和测算结果。

农林牧副渔：关注产品涨价带来的机会，维持增持评级

◆ 农业股存在全面看多的基本逻辑

市场近期对周期和弹性的行业关注似乎已经覆盖了所有的公司，而农业正属于有些周期、有点弹性的范畴。在滞涨、弹性、周期等多个因素的综合下，农业股存在全面看多的基本逻辑，所缺乏的是催化因素。

◆ 低位农产品价格存在更多上涨可能性

6 月份国际农产品几乎跌到去年油价 30 多美元的位置。而在持续的通胀预期下，低位的农产品价格上涨 20% 显然比高位的工业商品继续上涨 20% 来得容易，而这极有可能成为农业股上涨的催化剂。在我们前面所说的滞涨、弹性、周期等因素的刺激下，一旦农产品涨价催生农业股全面上涨，显然整个行业将有一波整体性的机会。

◆ 推荐种子、糖、棉花、水产、油脂，首推敦煌种业、南宁糖业、中粮屯河以及开创国际

过往来看，农业股的产品价格-业绩弹性并不是很强，我们试图从过往的农业股行情中寻找弹性最大者，当时涨幅居前的典型的行业特征是种子、番茄酱、棉花。种子行业季节性的财务表现也容易给人留下丰富的想象空间，我们认为三季度是投资种子业的最佳时机，在看好农产品价格的背景下建

议买入敦煌种业及登海种业。

我们注意到本轮涨价中糖行业一个显著变化：过去 30 年，国际糖市从未出现过库存消费比连续两年低于 20% 水平的情况。我们预计较长时间的短缺为糖价上涨打开了时间之门和空间之门，这将是 30 年来的一个超级牛市，50 年来的第三次超级牛市，堪比 1974 年及 1980 年的那两次（国际糖价高点分别为目前价位的 3 倍和 2 倍）。因此国内糖价也将在未来的半年多时间内维持强势的表现，我们强烈看好糖价上涨带来的趋势性投资机会，首选南糖和屯河。

部分重组农业股中，开创国际和广州冷机分别属于远洋捕捞和油脂压榨行业，由于自身特殊的行业及公司属性也存在一些结构性的机会。如开创国际面临捕捞产能扩张及鱼产品涨价双重刺激使得业绩有望达到年初预计的 0.9 元。广州冷机随着大豆压榨资产的注入将有利润稳定和产能外向扩张两个基本面有利因素。

我们推荐种子、糖、棉花、水产、油脂五个子行业中的九支股票，具体的公司排序分别为“敦煌种业-南宁糖业-中粮屯河-开创国际-新农开发-新赛股份-好当家-登海种业-广州冷机”。

表 12 农林牧副渔行业重点上市公司估值与评级

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			08A	09E	10E	
600097	开创国际	20.00	0.78	0.90	1.09	买入
600354	敦煌种业	13.76	0.07	0.34	0.69	买入
600737	中粮屯河	15.65	0.31	0.52	0.57	买入
000911	南宁糖业	21.90	0.09	0.37	0.66	增持
600467	好当家	8.92	0.20	0.19	0.29	增持
002041	登海种业	24.22	0.01	0.45	0.75	增持
600467	好当家	8.92	0.20	0.19	0.29	增持
002200	绿大地	22.89	0.57	0.72	0.91	增持

数据来源：光大证券

医药：看 8、等 9、不过 10 月，维持增持评级

◆ 催化剂是：泡沫小、有补涨需求、医改细则出台

预计医药行业 09 年盈利增长 25-28%，目前 09 年估值 30x，预计 2010 年盈利增长 20%。

行业远跑输大盘，截止 8 月 11 日，沪深 300 涨幅 91%，医药行业涨幅 59%（倒数第二）。

行业相对估（TTM）值处于历史低位，相对大盘溢价 38%。

左右医药未来表现的两大因素：大盘走势（外部）、“医改”细则出台（内部）

◆ 三季度出台医改细则是大概率事件，医药看 8、等 9、不过 10 月：

我们重申中期策略报告《潜伏：独家基本药物=中国式“重磅炸弹”》对于医药行业的判断：下半年医药股跑赢大盘是大概率事件。我们的逻辑是：“新医改”细则出台（预计是未来3个月内），不确定的靴子落地，盈利重回确定增长轨道，受益企业盈利预期向上修正。

◆ 重点推荐独家基本药物主题：确定性成长+基本药物催化剂

中药板块中独家基本药物概念，排序为：千金药业（600479）、中恒集团（600252）、天士力（600535）、康缘药业（600557）、东阿阿胶（000423）、中新药业（600239）、三九医药（000999）

同时我们维持对于医药商业看好的观点，重点推荐南京医药（600713）

表 13 医药行业重点上市公司的估值与评级

	评 级	收 盘 价(元)	总 市 值 (百万)	每股收益(元)			PE(X)		
				2008	2009(E)	2010(E)	2008	2009(E)	2010(E)
上海医药	增持	12.18	6,933	0.14	0.30	0.37	85	41	33
南京医药	买入	8.44	2,540	0.10	0.22	0.28	84	39	30
国药股份	增持	18.69	8,949	0.40	0.52	0.67	46	36	28
一致药业	增持	21.84	6,293	0.54	0.71	0.88	41	31	25
三九医药	增持	17.22	16,857	0.51	0.66	0.77	34	26	22
康缘药业	买入	15.51	4,959	0.44	0.56	0.70	35	28	22
天士力	增持	17.92	8,745	0.52	0.64	0.80	34	28	22
千金药业	买入	19.03	4,143	0.60	0.63	0.83	32	30	23
中新药业	增持	20.43	7,552	0.49	0.68	0.80	41	31	26
金陵药业	中性	9.54	4,808	0.16	0.40	0.45	58	24	22
东阿阿胶	增持	20.57	13,453	0.44	0.57	0.73	47	36	28
双鹤药业	买入	22.11	12,640	0.67	0.91	1.05	33	24	21
太极集团	增持	10.31	3,386	0.07	0.30	0.37	144	34	28
华兰生物	减持	33.27	11,981	0.52	0.75	1.00	64	44	33
上海莱士	增持	28.79	4,606	0.65	0.94	1.25	44	31	23
科华生物	中性	18.28	7,499	0.40	0.54	0.71	45	34	26
恒瑞医药	增持	37.87	23,508	0.68	1.08	1.34	56	35	28
华东医药	买入	14.29	6,203	0.39	0.58	0.69	37	25	21

数据来源：光大证券

电子元器件：需求复苏带来行业转暖，维持增持评级

当前国内电子产品的需求已开始复苏，全球需求也呈现出强烈的反转迹象。从终端消费品的数据来看，手机、PC 等产品的出货量二季度环比均开始回升。传导到中上游，2009 年初以来，semi 公布的北美半导体设备 BB 值已连续 5 个月反弹，而 IPC 公布的北美 PCB 值亦已连续 5 个月上行。这些数字均表明行业需求正在回暖，均有效拉动了电子制造业的复苏。

2009 年第二季度末以来许多厂商接单量均有所恢复，大部分企业收入及利润出现不同程度好转。整体来看，二季度企业利润环比大幅回升，同比虽

有所下滑，但下降幅度相较第一季度已大幅收窄，预期第三季度盈利有望达到去年同期水平。

从行业角度出发，我们可以认为行业最糟糕的时候已经过去，行业景气度已经走到拐点右侧。

行业需要关注的风险

1. 许多厂商二季度虽然订单量有所回暖，但仍以小单为主，且大部分元器件产品价格并未显著回升，订单量也并不稳定；
2. 近期由于石油、铜等大宗商品价格有所反弹，诸多厂商面临成本上升压力，企业未来的盈利能力将接受考验；
3. 市场普遍对需求回暖的预期很高，一旦需求出现反复，目前的股价今年将难有业绩支撑；
4. 电子制造业的B值通常较高，需警惕系统性风险。

总之，我们对下阶段的投资方向看法是：

1. 可关注业绩复苏（增长）明确，股价有业绩支撑的企业，如广州国光、华天科技、大立科技、证通电子等企业；
2. 可关注在前期出口预期回暖的过程中涨幅相对较小的出口型企业，如横电东磁等；
3. 可关注有望受益于相关政策（3G、家电下乡）的企业，如超声电子、拓邦电子等；
4. 关注因行业不景气导致股价在低位徘徊了很久，估值明显偏低的企业，如莱宝高科、航天电器等。

表 14 电子元器件行业重点上市公司的估值与评级

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			08A	09E	10E	
002045	广州国光	11.75	0.43	0.47	0.59	买入
600360	华微电子	6.42	0.11	0.18	0.30	增持
002056	横店东磁	12.99	0.36	0.38	0.48	增持
002185	华天科技	6.99	0.26	0.28	0.41	增持
002197	证通电子	20.16	0.50	0.68	0.85	增持
002106	莱宝高科	16.24	0.64	0.60	0.79	增持
002214	大立科技	19.08	0.40	0.54	0.70	增持
000823	超声电子	8.17	0.25	0.25	0.35	增持
002025	航天电器	11.90	0.30	0.37	0.45	增持
600183	生益科技	9.43	0.14	0.23	0.29	增持

数据来源：光大证券

食品饮料：期待第三季度的继续向好，维持增持评级

◆ 行业目前基本面以及预期:

目前食品饮料板块的 TTM 的 PE 估值与深证综指相差无几, 都是 40 倍左右, 与大盘的相对估值水平已经大大缩小, 相对估值在 1~1.5 倍左右。若按照 TTM 的方式计算, 目前估值水平已然不低, 但 2 季度食品饮料的行业情况不错, 预计 3 季度的业绩水平也能够有较好表现, 在业绩推动下, 未来的估值将会有所下降。我们仍然看好 3 季度的食品饮料行业。

◆ 先行指标预期未来白酒行业复苏增长:

由于大盘风险的累积, 白酒板块短期可能会有所调整。目前其 TTM 的 PE 达到了 38.6 倍, 但由于马上将进入销售旺季, 3 季度盈利将增长, 因此还有进一步走强的动力。

另外, 上半年啤酒行业的增速符合市场的预期, 自 4 月份逐步进入啤酒销售旺季以来, 啤酒行业增速持续快速增长。而且因为今年没有了 08 年奥运等因素的影响, 预计啤酒行业的数据在 7-9 月份会继续有上好表现。而且行业中龙头啤酒企业的增速更是超越行业的表现, 根据近期青岛啤酒中报, 公司以 12% 的销量增速远远超越了行业 6% 的增速。考虑到青岛啤酒的基本面积极向好以及公司在 10 月份的认购权证即将行权, 我们继续看好青岛啤酒。

◆ 投资建议:

白酒类: 推荐弹性较大、涨价预期强烈、议价能力强的泸州老窖和贵州茅台。尤其目前推出了消费税从严征收的管理办法, 这必然将加强对于白酒企业涨价的预期。而其中品牌能力强的公司涨价能力也强。贵州茅台的涨价预期相较其他公司更强。

另外, 我们提议关注目前估值较低的葡萄酒; 啤酒板块的青岛啤酒在 10 月份认购权证行权期到期; 燕京啤酒在 12 月份将迎来去年定向增发的解禁。这些有可能带来交易性机会。

表 15 食品饮料行业重点上市公司估值和评级

	代码	公司	EPS		PE		投资评级
			08A	09E	08A	09E	
白酒	600519	贵州茅台	4.03	4.77	37.23	31.45	买入
	000858	五粮液	0.48	0.61	49.31	38.84	增持
	000568	泸州老窖	0.91	1.30	35.11	24.58	买入
	600779	水井坊	0.64	0.72	26.97	23.97	增持
	600809	山西汾酒	0.57	0.85	58.50	38.98	增持
啤酒	000729	燕京啤酒	0.42	0.56	37.38	27.93	增持
	600600	青岛啤酒	0.53	0.72	51.77	38.42	买入
黄酒	600059	古越龙山	0.26	0.30	31.73	27.50	中性
	600616	金枫酒业	0.57	0.59	30.25	29.22	中性
葡萄酒	000869	张裕 A	1.70	2.08	32.18	26.30	增持
其他饮料	600962	国投中鲁	0.41	0.30	31.54	43.10	中性

	000848	承德露露	0.58	0.70	29.45	24.40	中性
食品	000895	双汇发展	1.15	1.43	34.00	27.33	增持
	002216	三全食品	0.87	1.39	21.62	13.53	增持

资料来源：光大证券

造纸行业：行业景气环比回升，维持增持评级

◆行业景气复苏超出预期，纸张市场量价齐升

造纸板块的景气复苏正在超出我们的预期。7月造纸业 PMI 57.3，较上月 53.6 大幅上升，其中新订单指数达到了 62.4，创出年内新高。6月机制纸产量 852.59 万吨，同比增长 15.65%，创我国纸产量的历史新高；纸浆 6月产量 191 万吨，同比增长 12.2%。

在产量和产能利用率大幅提升的同时，景气回升也表现在价格上。根据光大的统计数据，各纸种相对年初价格均有上涨，其中涨幅最高的为白板纸，目前均价 4070 元/吨，较年初提价 12%以上；其次是白卡纸，目前均价 6167 元/吨；铜版纸均价 5914 元/吨；双胶纸均价 5961 元/吨。

◆纸张提价是股价提升的催化剂

造纸行业的整体性回暖是宏观经济回升的行业性体现。宏观经济回升——纸张需求回升——厂商盈利能力好转是此次纸张市场回暖的逻辑主线，我们预计随着下半年宏观经济的进一步好转，纸张市场仍存在 10%左右的提价空间，而纸张提价则将成为股价提升的催化剂，建议投资者予以关注。

◆继续推荐弹性较大的白板纸和白卡纸板块

微观调研发现，大多数企业已经达到满产状态，纸张存在强烈的提价预期，而且部分提价预期已经兑现。子板块中，推荐各纸种中产能集中度较高的白卡/白板纸，特别推荐提价预期逐渐兑现的太阳纸业和博汇纸业。预计下半年白卡、涂布白卡出厂价存在 500 元/吨上调空间，太阳纸业、博汇纸业产能利用率已经全面超过 100%。

随着经济的逐渐转暖，工业用纸的需求弹性正在回暖。白板纸、白卡纸和铜版纸价格提升很有可能是趋势性而非暂时性，我们认为未来三个月仍有 100%左右的提价空间。

表 15 造纸行业重点上市公司评级与估值指标

证券代码	公司名称	流通 A (百万)	当前股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	上次	本次
002078	太阳纸业	163	17.32	-	0.46	0.67	0.72	38.0	25.9	24.1	3.34	2.45	2.17	增持	增持
600966	博汇纸业	370	10.74	-	0.50	0.44	0.58	21.4	24.4	18.5	2.18	1.86	1.67	增持	增持
600963	岳阳纸业	506	9.48	-	0.21	0.19	0.34	44.3	49.8	27.7	2.11	2.03	1.89	中性	增持
600356	恒丰纸业	87	10.89	-	0.33	0.49	0.51	33.5	22.3	21.3	1.96	1.83	1.73		增持
600308	华泰股份	370	14.52	-	0.66	0.60	0.90	21.8	24.2	16.1	2.13	1.83	1.64	中性	增持
600069	银鸽投资	328	9.46	-	0.06	0.64	0.67	158.9	14.9	14.1	4.03	2.14	1.86	增持	增持

000815	美利纸业	115	11.12	-	0.43	0.35	0.49	25.6	31.8	22.8	1.85	1.73	1.63	中性
000488	晨鸣纸业	809	9.35	-	0.52	0.52	0.59	17.9	18.1	15.9	1.57	1.27	1.17	买入 买入

资料来源：光大证券

百货零售：行业处于回暖之中

整个行业目前仍处在回暖过程中，二季度增速较一季度有明显回升，但因为一季度业绩占比较大，所以整个上半年的业绩增速仍不够理想。未来随着消费的进一步回暖，下半年同比增速将大幅提升。

预计全年行业利润增长在 15% 以上，我们看好明年零售行业整体业绩，预计增速可以达到 20% 以上。行业未来的催化因素有：

1. 环比来看，业绩回暖在二季度得到了很好体现，从一季度的零增长到二季度 10% 以上的增长。
2. 考虑到去年下半年基数较低，下半年业绩增速将大幅提升
3. 目前行业平均 09 年 25-30 倍的 PE 水平严重低估，而 10 年可以实现 20% 左右的增长。

就投资策略而言，我们认为：板块上涨来自于业绩预期的改善和相对大盘估值的严重低估，应该关注业绩较快回暖，估值有优势的公司。推荐的公司见下表：

表 16 百货零售行业重点公司的估值

证券代码	证券简称	8 月 11 日 股价	EPS			PE		
			2008	2009 (E)	2010 (E)	2008	2009 (E)	2010 (E)
600785.SH	新华百货	19.23	0.63	0.80	0.93	30.8	24.0	20.7
600859.SH	王府井	28.98	0.88	1.07	1.30	33.1	26.3	22.3
000501.SZ	鄂武商	11.98	0.36	0.48	0.58	33.7	25.0	20.8
600327.SH	大厦股份	10.44	0.33	0.47	0.57	31.4	22.2	18.3
002024.SZ	苏宁电器	15.18	0.48	0.59	0.75	47.1	25.6	20.3

数据来源：光大证券

传媒：短期有压力，关注长期价值改善，维持中性评级

◆行业基本面：关注长期价值提升的公司

传媒板块目前最大的问题在于估值偏高，业绩难释放以缓解估值压力。从业绩层面看，主要影响因素包括宏观经济面及政策面。这两者对业绩影响传导链较长，持续时间也较长。因此，投资传媒更关注的是其长期价值。

下半年宏观经济复苏，对子行业的广告、报纸经营有正面影响。近期政策频出，对提振有线电视行业基本面有重要的指导意义，数字电视增值业务的瓶颈期有望在 1 年之后结束。另外还应关注行业内重大资产重组状况，重点关注行政推动下的行业重组机会。

◆行业盈利增长：10%~15%

报纸经营在宏观经济复苏，报纸发行及广告投放量有望趋向稳定微幅增加，预期未来报纸传统经营可望回复 10% 的增速；有线电视近期还将继续受益整转推进及提价，行业将维持 15% 左右增速；出版业盈利相对稳定，虽然出版传媒以实验性质的引入民营出版力量取得成功，但对整体业绩提振作用不明显，维持对行业净利润 10% 增速预测。

◆对行业的投资建议：低配

迫于估值压力以及政策的不明朗，我们建议低配传媒股。近期板块内投资价值存在于对公司长期价值较为明朗的判断，例如，数字电视增值业务突破瓶颈、明确的整合预期等。

◆最看好的公司排序：博瑞传播、北巴传媒、歌华有线、天威视讯

我们在细分行业中，仍然首推有线电视板块；公司里优选基本面较好、有明确增长预期的企业。首推博瑞传播，北巴传媒，受益宏观经济面回暖，业绩增长明确，风险较小；其次推荐歌华有线、天威视讯。这两者代表我国数字电视行业内处于较高发展阶段的企业，将最先受益于未来政策面改善；出版行业重点关注行业整合机会，但不确定性较大，暂不予推荐。

表 17 传媒行业重点上市公司评级与估值指标

证券代码	公司名称	流通 A (百万)	当前股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	上次	本次
002238	天威视讯	103	16.66	13.91	0.28	0.25	0.21	58.7	67.4	79.4	3.74	4.33	3.92	中性	中性
600037	歌华有线	1060	12.82	8.89	0.31	0.21	0.25	41.3	59.9	52.3	3.16	2.74	2.37	中性	中性
601999	出版传媒	148	11.19	7.96	0.21	0.22	0.22	53.4	51.8	50.9	4.52	4.22	3.95		中性
600551	时代出版	150	16.25	18.30	0.55	0.61	0.68	29.6	26.4	23.9	3.65	2.99	2.71	增持	增持
600880	博瑞传播	242	20.90	21.75	0.51	0.66	0.74	40.9	31.9	28.2	7.70	7.52	5.15	增持	增持
600386	北巴传媒	403	12.75	25.00	0.22	0.41	0.51	57.3	30.7	20.1	5.87	3.42	2.91		增持

资料来源：光大证券

分析师介绍

郭国栋，北京大学中国经济研究中心经济学硕士，2005 年加盟光大任煤炭行业分析师，目前任策略分析师。

黄学军，上海交通大学管理学博士，于2007年11月加入光大证券研究所，目前任策略分析师。此前供职于太平洋人寿保险股份有限公司资产管理部。

开文明，2007 年11 月加盟光大证券研究所。2007 年复旦大学经济学院硕士毕业，2001 年获得上海交通大学国际航运专业学士学位。曾担任毕马威华振会计事务所风险咨询部顾问和IT 行业咨询顾问等职。2008 年新财富交通运输行业共同入围。

寇文红，北京大学经济学院2008 届金融学博士，曾翻译出版美联储主席Ben S. Bernanke 的著作《大萧条》等书，2008 年9 月加盟光大证券研究所。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。