

动态报告

投资策略

国信证券核心资产配置策略报告

2009年09月07日

策略月报

先抑后扬 关注出口复苏与地产销量变化

一年上证综合指数走势



相关研究报告:

《金融挑梁，关注中游与并购重组》-09年6

月份核心资产配置报告，09年6月8日

《季节性整固带来布局机会》-09年中期核心

资产配置报告，09年7月2日

《全球复苏力挺中上游行业》-09年8月核心

资产配置报告，09年8月10日

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：“先抑后扬”不改中长期上升趋势

全部A股08年静态PE约23倍，若09年上市公司业绩同比增长18%，则09动态为19.5倍。目前市场明显超跌，合理点位应在3100点左右。在房地产开发投资、出口持续复苏的背景下宏观经济向好趋势不改，且上市公司业绩增速持续改善及当前市场估值偏低，我们认为9月份市场走势“先抑后扬”。虽然目前主要风险释放完毕，但在房地产行业销量环比趋势没有明朗之前，我们认为市场短期进入一个平衡震荡期。

2. 行业配置：把握出口复苏行业的确定性 静待地产销量明朗

本月最看好的行业依次为银行、汽车、家电和化纤，在地产环比销量回升明确后，积极超配地产及产业链相关行业；关注出口复苏、新兴能源以及中报业绩超预期、景气度回升及估值相对较低的行业投资机会。主要理由与逻辑：

（1）Q3-Q4 全球经济复苏的态势日益明确，周边市场有望回升；未来房地产开发投资的持续恢复、消费的稳步回升及出口恢复增长有望成为推动我国经济全面回升的合力，在经济复苏及繁荣期可逐步加大周期性行业的配置比例；

（2）央行对上半年过度宽松货币政策进行的微调并不等于紧缩，未来政府要保八成功，维持投资的强力拉动作用依然必要，因此央行在下半年仍将保持资金合理偏宽松。银行对信贷资金的自查于9月初全部完成，违规信贷资金的集中退出对市场的冲击已经结束。此外，国家外管局对QFII获批额度增至150亿以及基金“一对多”闪电发行大大充裕了市场资金面。随着4季度固定资产投资旺季到来，价格催化剂类行业的催化剂将逐渐全面转为正面，而地产、汽车、工程机械、家电等行业9月份开始销量将开始环比上升。

（3）9月中上旬房地产板块将重新启动，并在其他行业的催化剂负面因素逐渐减弱的背景下在9月中下旬带领市场走出低谷并重新上升。

（4）随着上市公司中报业绩公布收官，中期业绩增长较高及估值相对较低的行业在短期震荡中可以适当配置，包括石化、电力、建筑建材、医药生物、家用电器、地产等行业。

主要催化剂：1）房地产：9月份房屋销量环比上升 + 房屋价格上升；2）汽车：出口复苏受益的商用车 + 轿车淡季不淡之后销量再次环比上升；3）家电：出口受益的小家电 + 相对估值偏低；4）化纤：纺织消费旺季8-10月份将带动化纤价格持续上升；5）银行：息差未来几个月上升幅度有可能超过预期 + 相对估值偏低。

3. 个股选择策略与重点推荐组合

自上而下并结合国信行业分析师自下而上的推荐，我们建议9/10月份重点推荐组合为：一汽轿车、上海汽车、潍柴动力、鲁泰、瑞贝卡、山东海龙、格力电器、美的电器、苏泊尔、工商银行、浦发银行、山东黄金、辰州矿业、江西铜业、华泰股份、中天城投、云南城投、贵州茅台、山东药玻、新华都。

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
工业生产涨幅三季度放缓	4
投资增速已见顶, 房地产投资下半年将快速跟进.....	4
目前市场流动性情势分析	4
全球经济.....	5
美国国内需求有望跟进 支持经济持续复苏.....	5
投资策略.....	6
市场走势判断.....	6
行业配置建议: 把握出口复苏行业的确定性 静待地产销量明朗.....	6
主题投资建议: 地产销量季节性回升、出口复苏与新能源.....	7
投资组合.....	7
行业研究最新观点汇总.....	8
银行业: 建议超配, 推荐充足率较高、息差弹性大及估值安全银行	8
房地产: 地产股阶段性调整、整固有利于后续行情的演绎.....	8
钢铁: 宏观政策趋势不变, 行业盈利明显改善, 维持“推荐”评级	9
石化: 调价风险不改战略看多	10
煤炭: 等待四季度投资机会的来临	10
机械: 景气趋势仍无根本变化, 重点关注优势企业	11
建材: 推荐行业复苏迹象开始显现的公司.....	11
化工: 继续看好纺织上游化学品行业投资前景.....	12
有色金属: 建议九月重配资源类黄金股	12
电力: 等待市场企稳后的配置机会	13
电力设备: 估值基本合理, 主题投资或会持续.....	13
建筑工程: 维持“谨慎推荐”, 建议适度增加重点一线公司配置.....	14
汽车: 重卡复苏趋势明确, 轿车旺销趋势不改.....	15
交通运输: 继续超配干散货运输, 首选BDI相关度高的中国远洋	16
交运—航运行业: 维持谨慎推荐评级, 继续关注中国远洋	16
交运—港口: 维持谨慎推荐评级, 出口业务占比大的港口有望补涨	16
交运—铁路物流: 维持铁路谨慎推荐评级、上调物流评级至谨慎推荐.....	16
交运—航空机场: 维持谨慎推荐评级, 国际航线出现较快复苏.....	17
交运—高速公路: 震荡调整中的避风港.....	18
造纸: 继续关注复苏领先公司	18
家电: 产出口复苏带动+防御品种受关注程度上升	19
计算机: 未来 1 个月可能获得相对收益	20
军工: 关注资产重组和行业催化剂	20
通信: 3G用户数将阶段性推高股价	20
纺织服装: 推荐品牌零售与粘胶棉花等原材料.....	21
农业: 防御优势凸现, 选择业绩保障股	21
食品饮料: 关注“消费旺季和成本低位运行”带来的投资机会	22
医药: 避风港功能凸显, 活跃度刚开始	22
保险: 九月份有望迎来一轮上涨.....	24
证券: 周期性峰值已过, 震荡特征或显现.....	24
零售: 提前布局、享受消费复苏	25
旅游: 继续关注重组机会及确定性增长的景区.....	25
传媒: 建议配置“确定性增长”的子行业.....	26

投资摘要

主要结论及投资建议

1、全部 A 股 08 年静态 PE 约 23 倍，若 09 年上市公司业绩同比增长 18%，则 09 动态为 19.5 倍。目前市场明显超跌，合理点位应在 3100 点左右。在房地产开发投资、出口持续复苏的背景下宏观经济向好趋势不改，且上市公司业绩增速持续改善及当前市场估值偏低，我们认为 9 月份市场走势“先抑后扬”，虽然主要风险目前释放完毕，但在房地产行业销量环比趋势没有明朗之前，我们认为市场短期进入一个平衡震荡期。

2、行业配置：本月最看好的行业依次为银行、汽车、家电和化纤，在地产环比销量回升明确后，积极超配地产及产业链相关行业；关注出口复苏、新能源以及中报业绩超预期、景气度回升及估值相对较低的行业投资机会。

3、本月最看好的 20 只股票组合：一汽轿车、上海汽车、潍柴动力、鲁泰、瑞贝卡、山东海龙、格力电器、美的电器、苏泊尔、工商银行、浦发银行、山东黄金、辰州矿业、江西铜业、华泰股份、中天城投、云南城投、贵州茅台、山东药玻、新华都。

核心假设或逻辑

1、央行对上半年过度宽松货币政策进行的微调并不等于紧缩，未来政府要保八成功，维持投资的强力拉动作用依然必要，因此央行在下半年仍将保持资金合理偏宽松。银行对信贷资金的自查于 9 月初全部完成，违规信贷资金的集中退出对市场的冲击已经结束。此外，国家外管局对 QFII 获批额度增至 150 亿以及基金“一对多”闪电发行大大充裕了市场资金面。随着 4 季度固定资产投资旺季到来，价格催化剂类行业的催化剂将逐渐全面转为正面，而地产、汽车、工程机械、家电等行业 9 月份开始销量将开始环比上升。

2、全球经济复苏趋势不改，至少可持续至明年 Q1：8 月份美国 PMI 指标升至 52.9，19 个月以来首次突破 50，意味着自 07 年底开始的本轮制造业衰退周期宣告结束，经济开始步入扩张期。新订单的大幅上升预示美国经济在 Q3 走出衰退后，内外需共同启动的经济回升趋势在 Q4 仍将延续。全球经济复苏和周边市场上涨将在一定程度上封杀 A 股下跌空间，并对金融、地产、有色等板块构成利多。

重要事件关注：

1、新兴能源振兴规划政策出台：该项政策的出台一直是业界关注的焦点，核心内容可能在于对于风电、太阳能、核电的发展目标有大幅度的调高，将激发新能源和低碳经济主题投资机会。

2、党的十七届四中全会即将召开，党内民主建设将是推动我国金融深化的必要保障。

3、美联储 9 月 22-23 日货币政策会议，关注其对未来央行紧缩的观点。

宏观经济判断

中国经济

分析师:

杨建龙、林松立、周炳林

工业生产涨幅三季度放缓

对工业生产的判断，我们之前强调过，7、8月份，随着先导行业——房地产业和汽车业经历了过去两个季度的高速增长后出现短期回调，投资增长将相应地高位调整态势，工业生产也相应地随之短期进行整固，因此，经济增长态势将难于维持二季度的回升态势，我们预计三季度经济将进入短期的平台调整期。然而至四季度，各相关宏观与产业模型的预测和情境分析均显示出明显的回升态势，这种回升态势将至少延续到2010年上半年。从而经济走势勾画出“W”型周期底部的第二个“不甚像样”的V型，最终完成整个经济的“W”型周期谷底的调整。

投资增速已见顶，房地产投资下半年将快速跟进

下半年，在政府投资相对衰减的情况下，房地产投资将是未来两个季度经济持续向上的最重要原因，房地产行业的复苏将是下半年经济增长的主要推动力，也是民间资本跟进的首要产业。单从房地产业的情况来看，新开工面积和施工面积的的单月同比增速在6月出现了明显的反弹后，7月份继续增长。从房地产开发投资的明细指标来看，房地产的投资相对于销售有着明显的滞后，房地产投资强劲反弹并非昙花一现，下半年房地产投资将快速稳定的增长是必然的，我们预计房地产业投资在全年有望超过07年的增速。

房地产业的投资跟进，将有助于平滑政府的投资所引起的大起大落。今年上半年，中央项目和地方项目的投资总体较为稳定，但是地方项目投资受“整改”政策效益明显，第一批中央投资资金落实100%的考察期5月过后，6月的投资增速下降明显。

我们判断投资增速已经见顶，原因就在于政府投资在三季度开始将略微放缓，政府计划投资资金在三季度预计投入为700亿元，而在四季度预留约2000亿元，以确保民间投资无法及时跟进时能确保经济反弹夭折。目前来看，上游行业，也即第一产业，由于原材料价格在预期作用下涨幅巨大，因此第一产业投资增长较快；而第三产业投资1-7月份增长36.5%，但我们认为其主要投资为金融业信贷投放量巨大所致，实际终端消费品产业的投资还未有太大启动。

目前市场流动性情势分析

第一，微调并不等于紧缩

我们一再强调，央行和银监会担忧未来通胀风险，以及天量信贷投放暗藏的信贷风险，对上半年的过度宽松的货币政策进行微调，但微调并不等于紧缩，央行在下半年仍将保持银行体系资金合理偏宽松水平。

从央行的公开市场来看，以8月份为例，截止8月25日，8月份央票到期4800亿元，正回购到期2350亿元，合计7150亿元；而8月份以来央行正回购2650亿元，票据发行3580亿元，合计6230亿元，因此，央行8月至今是向市场净投放了约900亿元。而这并没有考虑到外汇占款向市场注入的资金。08年月均外汇占款3300亿元，09年1-4月月均1300亿元，但是到了5月份升至2500亿元，6月份回落至1300亿元，而7月份外汇占款又升至2200亿元，8月份变化不大，

预计超 2000 亿元，总体而言，流动性并未因央行的微调而相应收缩。

其次，流动性已从过剩回归至合理偏宽松水平

四大行和股份制银行的超额存款准备金率从年底的 3.9%和 5.7%下降到 6 月末的 1.1%和 0.95%，即使央行不对此“窗口指导”，商业银行考虑各方面因素亦会对下半年信贷投放进行结构调整和优化，而不会一味地追求数量。M2 和信贷增速 7 月份开始持续放缓，货币供应超额比例（M2-GDP-CPI）持续回落，短期利率已经快速回升，银行的主动货币创造的快速放缓也就意味着流动性下半年将从过剩回归到合理水平。但必须强调的是我们认为下半年银行信贷仍将超出市场预期，所以流动性年内到明年一季度都不会遭遇第二个拐点，将一直维持合理偏宽松的水平。

全球经济

6 月份 OECD 先行指标继续上扬，4 月份为该指标本轮衰退以来首次出现向上拐点，OECD 国家经济复苏确立。经修正后该指标环比上升 1.2 个点，同比下降 5.0 个点，降幅较前几个月明显缩小。其中，意大利、法国和德国指标改善最为明显；“金砖四国”指标均出现改善。全球制造业进入 Q3 仍保持强劲回升态势：JP 摩根全球制造业采购经理人 PMI 指数 7 月份再次大幅回升 3.0 个点至 50.0，为 09 年以来连续七个月回升，制造业于 09 年中期摆脱衰退基本确立。国际贸易量 7 月份也出现首次增长。产出的先行指标—动态订单/库存比率升至纪录新高，预示制造业扩张未来数月可持续。从各国指标来看，指标超过 50 临界值的有中国、印度和土耳其；发达国家中的日本和英国指标业回升较快。全球制造业 09 年 Q3 摆脱衰退基本确立，这一趋势至少可持续至明年 Q1。

美国国内需求有望跟进 支持经济持续复苏

美国经济于 09Q3 告别衰退已无争议，但其国内消费需求一直很疲弱，从而引发经济复苏是否可持续的质疑。综合各项数据来看，Q3-Q4 美国消费需求的复苏无大碍。主要原因有三：1）房地产开工营建 Q2 如期筑底 Q3 回升，销售量持续回暖：7 月份新屋开工同比降幅由前月 45.5%大幅缩小至 37.7%，营建许可同比降幅由 51.4%缩小至 39.4%；6 月新屋销售环比大幅增长 11%，远高于市场预期，库存降至需 8.8 个月；成屋销售环比增长 3.6%，同比降幅由 3.5%缩小至 0.2%；2）就业市场超预期改善：7 月份美国失业率见顶回落至 9.4%，考虑到本轮衰退对失业率长期化和兼职化趋势以及季节性调整的影响，劳动力人口的变化只能部分解释失业率的下滑，就业市场的确在以超乎预期的速度恢复；3）实际购买力（平均时薪）稳步增长：7 月份平均时薪增长 3 美分，即 0.2%，高于市场预期，其中制造业时薪增幅达 0.8%，高于其他行业。近几个月来，美国居民消费支出的改善幅度并没有 PMI 那么鲜明，部分说明经济在政府加杠杆化的刺激下 Q1-Q3 出现强劲复苏，而民间需求暂时还没有大幅回暖，但预计在房地产市场、就业和实际平均时薪改善的背景下实际 PCE 的回升非常明确，经济复苏的趋势至少可持续到明年上半年。

我们维持观点：美国经济自 09 年 Q3 起实现环比正增长，08 年 Q4 和 09 年 Q2 分别是实际 GDP 环比和同比增速最差时刻；09 年 Q3-Q4 各季环比增速依次为 0.2%和 1.0%，09 全年经济下滑 2.6%；到 2010 年 Q2 有可能恢复到接近 3%的增速，2010 全年实现增长 1.5%。

投资策略

市场走势判断

分析师:

汤小生、廖喆、崔嵘、赵谦、
黄海培

8月份市场在多重因素作用下迅速调整,近期呈现略显震荡态势。虽然未来包括政府投资、信贷、房地产销售面积等宏观数据继续超预期的可能性较小,但维持高位基本可行,在房地产开发投资、出口渐近恢复的情况下宏观经济向好趋势不改,且上市公司业绩增速持续改善及目前市场估值偏低,我们认为9月份市场有望在经历短期震荡后缓步抬升。行业选择上,我们认为房地产开发投资、出口两条线依然值得遵循,中期业绩增长确定及估值相对较低的行业可以适当配置。

截至目前上证综指、沪深300指数调整幅度均超过20%。全部A股08年静态PE约23倍,若09年上市公司业绩同比增长18%,则09动态为19.5倍。我们认为,当经济回归到长期潜在增长率时,A股公司长期对应的ROE水平应至少在13%-14%范围,若按35%的分红率水平测算,A股的合理估值水平大体为09年动态PE为23倍左右,市场明显超跌,合理点位应在3100点左右,若考虑10年的盈利能力及业绩增长,市场还有较大的上涨空间。

市场经过短期震荡后,重拾升势可能的“催化剂”:1、9月份房地产销量的季节性回升,房地产开发投资稳步回升;2、固定资产投资增长依旧强劲、外围经济复苏带动出口环比持续增长、信贷依旧较高;3、CPI、PPI转升,将使得上市公司名义盈利增速提升,且实际利率下降将提升实体经济的活跃度及促使储蓄搬家,股票等资产的吸引力进一步提升等。

行业配置建议:把握出口复苏行业的确定性 静待地产销量明朗

在基本面向好趋势不改的背景下,市场经历过8月份快速调整,价值重现,我们认为目前点位是较好的建仓位置,建议波动中加仓。建议继续**超配**银行、地产、汽车、家电和化纤;**标配**医药、电气设备、纺织服装、交通运输、造纸印刷、传媒、信息技术、农业、能源、有色、钢铁、化工、机械设备、建筑建材等行业;**低配**旅游休闲、商业贸易、食品饮料。

行业选择逻辑:

1、Q3-Q4全球经济复苏的态势日益明确,周边市场有望回升;未来房地产开发投资的持续恢复、消费的稳步回升及出口恢复增长有望成为推动我国经济全面回升的合力,在经济复苏及繁荣期可逐步加大周期性行业的配置比例;

2、央行对上半年过度宽松货币政策进行的微调并不等于紧缩,未来政府要保八成功,维持投资的强力拉动作用依然必要,因此央行在下半年仍将保持资金合理偏宽松。银行对信贷资金的自查于9月初全部完成,违规信贷资金的集中退出对市场的冲击已经结束。此外,国家外管局对QFII获批额度增至150亿以及基金“一对多”闪电发行大大充裕了市场资金面。随着4季度固定资产投资旺季到来,价格催化剂类行业的催化剂将逐渐全面转为正面,而地产、汽车、工程机械、家电等行业9月份开始销量将开始环比上升。

3、9月中上旬房地产板块将重新启动,并在其他行业的催化剂负面因素逐渐减弱的背景下在9月中下旬带领市场走出低谷并重新上升。

4、随着上市公司中报业绩公布收官,中期业绩增长较高及估值相对较低的行业在短期震荡中可以适当配置,包括石化、电力、建筑建材、医药生物、家用电器、

地产等行业。

主要催化剂:

1) 房地产: 9月份房屋销量环比上升 + 房屋价格上升; 2) 汽车: 出口复苏受益的商用车 + 轿车淡季不淡之后销量再次环比上升; 3) 家电: 出口受益的小家电 + 相对估值偏低; 4) 化纤: 纺织消费旺季 8-10 月份将带动化纤价格持续上升; 5) 银行: 息差未来几个月上升幅度有可能超过预期 + 相对估值偏低。

主题投资建议: 地产销量季节性回升、出口复苏与新能源

9月份市场出现“先抑后扬”的可能较大,而在指数风险得到阶段性释放之后,围绕周期性行业和出口复苏行业布局。建议关注:

- 1、全球经济复苏,外需逐步回暖将给出口型企业带来机会;
- 2、9月份房地产销量的季节性回升,房地产开发投资稳步回升;
- 3、新能源政策将在国家发展战略中摆在突出的地位,也是未来创新主题和经济结构调整的重点方向;
- 4、中期业绩超预期/景气度回升及估值相对较低的行业。

投资组合

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9月份重点推荐组合为:一汽轿车、上海汽车、潍柴动力、鲁泰、瑞贝卡、山东海龙、格力电器、美的电器、苏泊尔、工商银行、浦发银行、山东黄金、辰州矿业、江西铜业、华泰股份、中天城投、云南城投、贵州茅台、山东药玻、新华都。

表 1: 国信 9 月份投资组合

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
000800.SZ	一汽轿车	16.28	14.12	17.25	4.02	4.70	0.33	0.67	20.54	0.81	21.37
600104.SH	上海汽车	65.51	32.76	19.37	5.69	3.41	0.22	0.10	28.48	0.66	29.13
000338.SZ	潍柴动力	8.33	2.81	42.46	11.11	4.25	1.47	2.32	14.14	2.79	15.24
000726.SZ	鲁泰 A	9.95	4.53	9.16	3.63	2.52	0.26	0.60	17.36	0.54	16.98
600439.SH	瑞贝卡	6.16	6.16	8.58	2.06	4.17	0.10	0.47	24.26	0.39	22.16
000677.SZ	山东海龙	8.64	8.04	8.30	1.46	5.70	0.03	-0.21	-	0.21	39.11
000651.SZ	格力电器	18.79	18.51	20.58	4.38	4.70	0.66	1.68	15.91	1.22	16.83
000527.SZ	美的电器	20.80	20.78	16.07	2.79	4.31	0.61	0.55	19.78	0.81	19.76
002032.SZ	苏泊尔	4.44	1.05	17.15	4.43	3.87	0.28	0.54	23.80	0.66	25.85
601398.SH	工商银行	3340.19	149.50	4.80	1.85	2.60	0.20	0.33	13.61	0.37	13.14
600000.SH	浦发银行	79.26	79.26	20.17	5.91	3.42	0.86	2.21	-	1.64	12.27
600547.SH	山东黄金	7.12	3.46	55.47	3.69	15.05	0.68	1.81	34.62	1.28	43.29
002155.SZ	辰州矿业	5.47	3.06	20.80	3.24	6.41	0.07	0.13	52.44	0.30	69.45
600362.SH	江西铜业	30.23	3.53	35.41	7.21	4.97	0.40	0.76	33.66	0.82	42.97
600308.SH	华泰股份	5.49	3.70	12.36	7.01	1.76	0.25	0.67	13.01	0.63	19.66
000540.SZ	中天城投	5.71	2.53	15.34	1.50	10.20	0.22	0.57	21.57	0.54	28.64
600239.SH	云南城投	6.33	2.17	25.07	4.43	5.66	0.08	0.20	16.59	1.85	13.55
600519.SH	贵州茅台	9.44	9.44	155.37	13.71	12.37	2.96	4.03	31.00	5.13	30.27
600529.SH	山东药玻	2.57	2.57	12.69	5.90	2.15	0.29	0.55	19.21	0.66	19.21
002264.SZ	新华都	1.07	0.37	29.13	4.92	5.93	0.38	0.71	36.63	0.72	40.48

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所, 截至 9 月 4 日

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、钢铁、石油化工、化纤、黄金、汽车、造纸、家电、纺织、交运、农业、医药、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，推荐充足率较高、息差弹性大及估值安全银行

主要结论及投资建议：货币政策调整初期有利于息差收入，银行业息差和季度业绩环比回升的趋势较为明显，加上相对估值偏低，我们认为未来三个月银行板块跑赢大盘的概率较大。未来市场将进一步关注资本金充足率较高、息差弹性较大的银行，我们的推荐标的，包括工商银行、建设银行、中国银行等大型银行和因为融资下跌较多、估值便宜的浦发银行，以及 2010 年 P/B 仅有 1.5 倍，业绩对于息差弹性大的华夏银行。

核心假设或逻辑：

1、下半年息差将出现回升：（1）从微观看，随着经济的复苏，企业和资本市场对资金的需求都明显回升，有利于银行的议价，推高贷款的收益率；（2）短期通胀的预期正在上升，货币政策也在逐步微调，资金供给增速下降，使流动性过剩的局面有所缓和，债券市场利率会有所上升，这有利于全部资产产生息率的提高；（3）资本市场的活跃带来了存款的活期化，负债成本趋于下降；（4）货币政策调整不等于转向，银行资产质量的压力还不会显现。

2、估值处于较低区间。目前银行股估值受政策面影响回落幅度较大，此外银行板块相对大盘的估值差距仍处于历史高位水平，银行股估值目前较具有优势。

3、从中报业绩上看，由于息差处于从历史低位回升阶段，下半年业绩的主要分化将来自于息差。货币政策和银行信贷政策正在发生较明显的调整，可能使得经济复苏的动能减弱，长远看是有益的政策调整，目前板块的跌幅也基本上反映了这些政策调整压力。我们认为从基本面和估值水平看目前银行板块较有吸引力，选股逻辑主要基于两方面：一个是银行在经济不同阶段，息差变化的幅度；另一个是息差变化对于业绩影响的敏感性，且息差扩大。

行业表现的催化剂：监管层对资本金的约束力度低于原有预期，货币政策调整压力消化、未见过度紧缩；新增贷款回落但经济数据和息差回升持续。

主要风险：息差的风险来自于可能对息差不利的不对称加息，资产质量的风险来自于，通胀上升超预期，政府被迫收缩流动性且力度较大，这将带来不良资产的大幅暴露。两者的风险均较小。

分析师：

方焱、欧瑞明

房地产：地产股阶段性调整、整固有利于后续行情的演绎

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、目前地产股调整主要受“银监会严格执行二套房贷政策”影响

2、年初至今地产股连续上涨较多、获利盘较丰厚，所以，在3季度销售环比下滑、房价涨幅趋缓、收紧房贷的背景下，投资人阶段性对地产做出谨慎的举动是正常的

3、“二套房贷政策”：心理影响重于实际

4、房贷是各商业银行最优质的资产，不会出现美国次贷危机情况，仍将是争夺的焦点，

5、在房地产投资未恢复至正常速度前，政策总体偏暖，但3季度销售环比下滑已无悬念

6、下半年仍是地产股投资的黄金期，建议进一步解放思想，做多地产股

7、地产股阶段性调整、整固有利于后续行情的演绎，

8、预计8月仍将以调整为主，9月份可重新加仓地产股，4季度机会较大。

分析师：

郑东、秦波

钢铁：宏观政策趋势不变，行业盈利明显改善，维持“推荐”评级

主要结论与投资建议：近期大盘在整体经济及地产业出现不确定因素后大幅波动，钢铁板块首当其冲，跌幅约30%，同时伴随着钢材价格也大幅回落，市场完全充斥悲观及恐慌情绪。对钢铁行业的后续发展，我们认为目前整体行业仍处于快速复苏阶段，下游需求整体良好，行业效益明显改善。而未来的发展重点取决于宏观政策导向。宏观政策上，尽管政府处两难的境地，但我们坚持认为大的政策不会发生根本性变化，快速实现经济复苏是国家的首要目标，而只有继续实施适度宽松货币政策才有利于经济的向好趋势，特别是房地产对经济的拉动更为重要，提高地产投资即有助于增加供给，有助于平抑房价，更有利于刺激需求。与此同时国家又严控产能过剩，这对行业发展非常有利。我们继续看好钢铁行业，特别是钢铁板块在恐慌性下跌中又重新跌出应有的上升空间，又将会有很好的投资机会，维持“推荐”评级。重点关注武钢、鞍钢、唐钢、酒钢、八一钢铁等。

核心假设或逻辑：

1、宏观政策导向不出现大的变化，保增长仍然是政府的首要目标：宏观政策上，一方面目前我国经济处于底部回升尚不巩固阶段，宏观政策的导向将不会出现大幅度的调整，国家也反复强调积极财政政策和适度宽松的货币政策等宏观经济政策取向不会改变。另一方面，大量的货币供应在一定程度上会有一定通胀的可能。因此目前政府处两难的境地。但我们认为大的政策不会发生根本性变化，快速实现经济复苏是国家的首要目标，而只有继续实施适度宽松货币政策才有利于经济的向好趋势，特别是房地产对经济的拉动更为重要，提高地产投资即有助于增加供给，有助于平抑房价涨得过快，更有利于刺激钢铁需求。

2、产业发展政策有利于钢铁行业发展：行业发展上，国家一直在扩大需求的同时，又严控钢铁产能过剩，通过各种手段限制新项目的实施并加强落后产能的淘汰，这对行业发展非常有利。

3、产能利用率达到90%以上：目前钢铁行业产能利用率已经达到90%以上，而且是在出口仍然低迷的情况下出现，如果保经济增长、促地产发展、抑制产能过剩能够顺利实施，那么行业盈利改善的基础仍然是存在的。

行业表现的催化剂：向上的催化剂在于季度行业盈利确实得到明显改善；投资继续保持环比增长、新房开工面积持续增长、钢价启稳回升、中间库存下降；**风险**在于宏观经济政策出现反复，带来钢材价格的大幅波动，业绩状态不稳定。

石化：调价风险不改战略看多

分析师：
李晨、严蓓娜

主要结论及投资建议：维持石化行业“推荐”评级，短期压力不改战略看多。一体化石油公司较为确定的业绩表现，在弱势市场中具有较强的安全边际；油价稳定的状况下，调价未执行也无需对机制过于悲观；上游油气兼并收购加快，带来成长机会。推荐：中石化、中石油和广汇股份。

核心假设或逻辑：

1、原油价格振荡，由于原油需求虽然在恢复，但节省能源和经济结构改变，需求恢复低于预期；但是OPEC的油价心理底价维持在60-70美元，有效的产量控制保证原油价格大幅下跌可能并不大。

2、成品油定价机制也不应过于悲观，虽然短期内调价不到位，但3季度的一体化石油公司的盈利仍然较佳，因此安全边际仍然较好。

3、中石化10月全流通，其在沪深300的权重将增加4倍以上，会吸引指数基金增持，如果市场调整到位将会有较好的表现。

行业表现的催化剂或风险：原油价格暴涨。

煤炭：等待四季度投资机会的来临

分析师：
李然、苏绍许

主要结论及投资建议：煤炭板块的估值已经不高，09年PE普遍在20倍以下，考虑到未来产能释放和资产注入的普遍性，这一估值已经较低。目前，煤炭板块处在非理性下跌的通道中，若板块继续大幅跑输大盘，长期投资者可以逢低开始逐步战略性加仓。我们依然维持煤炭行业的推荐评级。建议投资者关注：平煤股份、国阳新能、大同煤业、开滦股份，密切关注存在超预期可能的煤气化、中油化建。

核心假设或逻辑：

1、我们之前判断煤炭板块的八月份行情将以事件性冲击为主，从煤炭板块后来的运行态势来看，基本符合我们的预期，但跌势之惨烈超出我们的预期。重点企业二季度业绩环比的巨大降幅，下游钢铁行业暴涨之后的暴跌，房地产销量的环比下滑，以及信贷政策收紧带来的未来投资增速怀疑，沉重打击了市场之前对煤炭行业的高预期。拥有巨大积累涨幅的煤炭板块，在预期转向，同时市场整体开始系统性调整时，成为了下跌的重灾区。我们认为，煤炭板块目前处于非理性下跌的通道中，市场对煤炭板块的悲观预期很难在短期之内扭转。

2、如果九月份板块暴跌延续，长期投资者可以逐步开始战略性加仓。尽管二季度业绩普遍较差，但是二季度的业绩将成为主流企业年内的低点。

3、**九月份煤炭价格将保持稳定。**动力煤：目前迎峰度夏临近尾声，北方冬储煤季节还未来临，工业用电量环比仍不会有十分显著的增长，因此我们判断9月份动力煤的市场需求会有所回落。在供给面不会发生明显变化的情况下，动力煤价格会保持基本稳定的运行态势，而且可能会出现阶段性的回落，但回落幅度应不大，保持在5-10元/吨左右。炼焦煤：由于钢材价格的持续回落，我们认为钢铁行业将会进入一个周期性的盘整阶段。炼焦煤价格在三季度结束之前可能还会有“最后一涨”，涨价时机应在9月中上旬，涨幅应在50元/吨左右，涨后价格应稳定在1300元/吨。

4、煤炭板块系统性的机会将在四季度。一方面，届时煤炭价格会有一定幅度的上涨。根据国信宏观预计，四季度，宏观经济将逐步转暖，工业全面回升，煤炭行业需求将得到很大的拉动。同时季节性因素也将对煤炭价格形成支撑。另一方面，煤炭行业整合及资产注入等相关事宜将趋于明确。在四季度，无论是进行资源整合

的煤炭企业还是预计整体上市的煤炭公司，最终方案都会相对明确，前期市场对于企业资产预期的不确定得以验证，会带来较大的行业投资机会。

行业表现的催化剂或风险：房地产销量环比出现较大增长；钢材价格企稳回升；煤炭板块若继续大幅超跌，行业机会将提前到来。

机械：景气趋势仍无根本变化，重点关注优势企业

分析师：

余爱斌

主要结论及投资建议：我们认为行业景气向上趋势仍无根本性变化，维持行业的“谨慎推荐”评级；建议重点关注一线工程机械龙头，如三一重工、徐工科技、中联重科、安徽合力以及独立成长的海陆重工、太原重工等专用设备龙头企业。

核心假设或逻辑：

1、工程机械行业在 7、8 月的销售情况表现相对平淡属于淡季的正常情况，虽然环比有所下降，但同比趋势改善仍非常显著，因此行业整体销售情况仍在预期之中，而部分产品如叉车、混凝土机械等销售情况更是明显好于预期。我们预计经过 3 季度的淡季后，行业销售仍可能在 4 季度或明年初再度放量。

2、近期地产市场销量持续回落，有再度走向低迷的趋势，从而对工程机械产品未来市场需求也增加了不确定性。但我们认为，地产市场目前的调整尚不足以影响开发商近一年左右时间增加新投资项目的意愿和能力，地产投资的复苏仍值得期待。

3、信贷政策的调整力度是影响行业趋势的最大不确定性因素，我们预期信贷政策调整将是微调并以结构性调整为主，不会出现急刹车状况，因此行业趋势不会根本性改变。

股价变化的催化因素：

- 1、行业月度销售情况超预期
- 2、季度业绩表现好于预期
- 3、地产投资以及地方政府项目启动快于预期

核心假设或逻辑的主要风险：

- 1、信贷政策调整力度超出预期
- 2、地产投资以及其他实体经济领域投资回暖低于预期

建材：推荐行业复苏迹象开始显现的公司

分析师：

杨昕、徐蔚昌

主要结论及投资建议：玻璃纤维行业已经由上半年的库存持续增加转为开始逐步消化库存的阶段，建议关注中国玻纤。

主要逻辑：

1、上半年玻璃纤维的需求主要来自风电、运输等行业，随着房地产市场的复苏，其对玻璃纤维需求将起到明显的拉动作用；

2、预期中国玻纤的资产整合进程会加快，将对 EPS 有明显的提升，将是公司发展进程中的一个关键点；

3、当前玻纤价格处于相对底部运行，有利于中国玻纤进一步挤压竞争对手及尽快消化库存。一旦海外需求开始回升，则公司的盈利能力将显著提升，EPS 对价格的敏感性很强，利润弹性大。

分析师:

邱伟、陆震、张栋梁

化工：继续看好纺织上游化学品行业投资前景

主要结论及投资建议：继续看好纺织上游化学品行业投资前景。9月份国内纺织服装出口增速变化将是09年整体行业出口状况的重要风向标，从而决定上游纺织化学品（氨纶、粘胶、纺织助剂、染料）企业4Q09以及10年业绩，建议持续关注，上市公司建议重点关注华峰氨纶、烟台氨纶、友利控股、澳洋科技、传化股份、德美化工。

出口复苏将拉动化纤需求：

1) 4Q09中国纺织服装出口继续复苏，拉动上游纺织化纤产品需求；

2) 8月底经氨纶行业会议协调，国内多数氨纶企业商定上调产品报价2000-3000元/吨，原则上氨纶40D最低售价（东洋纺）在48000元/吨，连续纺49000元/吨，日清纺在52000元/吨，氨纶20D最低在68000元/吨，氨纶30D维持58000元/吨及以上水平。本次氨纶产品提价早于我们之前9月初提价的预期。

未来纺织化学品价格与销量存在超预期可能：

1) 产品提价幅度高于预期，同时原材料价格低于预期；

2) 相关公司产销量高于预期；

纺织化学品下游需求复苏幅度可能低于预期，形成潜在风险：

1) 中国纺织服装出口复苏时间晚于预期，或者回升幅度小于预期；

2) 下游客户抵制相关纺织化学品大幅提价。

分析师:

彭波、李洪冀

有色金属：建议九月重配资源类黄金股

主要结论及投资建议：7月上旬，以电解铝板块领涨为特征的有色板块今年以来的第五波反弹行情开始。此波反弹中，铜、铝、铅锌、锡、镍和黄金等重要子板块的涨幅分别为：41.24%、71.88%、37.83%、55.11%、47.96%和10.93%，板块整体反弹幅度达到35.32%。8月初，第五波反弹结束，板块随大盘下跌而进入调整期。截止8月31日，铜、铝、铅锌、锡、镍和黄金等重要子板块的调整幅度分别为：-29.51%、-27.02%、-28.43%、-33.66%、-18.84%和-23.42%，板块整体调整幅度达到25.39%。从7-8月的表现来看，子板块表现按强弱势排序分别为：电解铝、镍、锡、铜、铅锌和黄金。个股方面，江西铜业、中金岭南、宏达股份、山东黄金、中金黄金、紫金矿业及辰州矿业调整较为充分。

从中报业绩来看，唯一一家在09年第二季度的销售毛利率、营业利润及净利润指标上均超过08年第二季度的公司是山东黄金。在主要产品金属价格尚未回升至前期高点的情况下，江西铜业、云南铜业、辰州矿业2009年第二季度的销售毛利率已分别高于08年第二季度销售毛利率4.23、7.74、7.64个百分点。行业综合运营状况与我们判断的上半年铜和黄金的基本面最为坚挺相符合。

九月，国内正面临宏观“微调”、四季度流动性变化有待观察、美元走势动荡加剧、有色板块估值也不具备优势。市场不明朗的情况下，投资者的风格可能从前期的趋势投资回归价值投资。从稳健的角度出发，综合考虑各大宗金属价格九月走势、上市公司两个月以来的二级市场表现及预期第三季度上市公司的经营状况，我们建议九月重配资源类黄金股：山东黄金、辰州矿业首选，中金黄金和紫金矿业其次；而对于第二季度销售毛利率回升速度加快同时二级市场调整较为充分的公司如江西铜业、中金岭南也可以作为9月的重点配置。

核心假设或逻辑：

1、九月宏观经济形势继续不明、大盘走势仍以震荡探底为主基调，作为强周

期性行业的有色板块将面临持续调整，而作为避险保值的最佳品种的黄金，在沉寂了两个月以后将重现强势。

2、四季度流动性变化有待观察、美元走势动荡加剧，趋势性投资继续退潮。

行业表现的催化剂或风险：

流动性充裕、金属价格上涨及国内外宏观数据的持续好转是行业上涨的催化剂，反之则是行业调整的风险所在。

电力：等待市场企稳后的配置机会

主要结论和投资建议：维持行业 6 个月的中性评级，但我们认为未来 3 个月存在阶段性跑赢市场的机会，建议市场企稳后增加华南、华东的火电股配置。本月重点关注公司：宝新能源、粤电力、国电电力、中能股份。

核心假设及逻辑：

- 1、发电增速连续 2 个月为正，用电回升开始向高耗能地区转移；
- 2、装机投产分化明显，火电开工率持续回升，水电则下降；
- 3、煤价：稳中略降利好火电

电煤库存月内骤降，主要源于季节性因素。7、8 月为火力发电夏季高峰，7 月份发电环比 6 月增长约 10.2%（01-07 年均值），09 年该值为 8.3%。截至 8 月中旬，用电高峰已过 3/4，但煤价仍只较 7 月初略涨，由此可见电煤供大于求的压力。火电公司 3 季度将直接受益于开工率的回升。

4、火电三季度业绩改善仍值期待

火电业绩 2Q09 同比大幅增长主要源于 08 年下半年电价上涨和 09 年煤价回落带来的毛利率提升；环比大幅增长则主要源于发电量的提升。重工业进一步复苏和高温天气将使 3 季度下半段维持前期各旬发电正增长的势头，加上电煤价格趋稳因素，3 季度业绩增长超预期概率大。

5、建议市场企稳后配置优势地区的火电股

近期市场大幅调整，一方面是市场大幅上涨后的正常调整，另一方面也反映之前市场对经济的复苏过分乐观，应该说 7 月份的电量数据是略低于市场此前预期的，但我们认为恰恰是这样温和的经济复苏对电企最为有利，这意味着动力煤根本不可能出现缺口，煤价不但不像激进派预测的上涨反而可能回落，那么电量恢复、煤价微跌的局面将带来火电业绩的超预期，而恰恰近期市场全面回落进一步降低了电力公司的估值，意味其未来的投资机会。

股价变化的催化因素：

宏观经济走势大幅偏离目前市场的普遍预期。

核心假设或逻辑的主要风险：

- 1、经济复苏出现较大波折；
- 2、煤炭行业政策的变化。

电力设备：估值基本合理，主题投资或会持续

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、平高电气，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。

分析师：

徐颖真、谢达成

分析师：

彭继忠 皮家银

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、电网方面, 尽管2009年上半年投资力度仅有微弱增长, 但国网公司2009、2010年2600、3300亿的投资计划仍属历史新高。我们认为电网公司通过努力, 这些计划将基本得以实现。完全没有理由对输变电行业过于悲观, 事实上所有的输变电类公司2009、2010年业绩仍将持续增长。特高压、超高压仍是电网投资的重要方向, 相关公司仍将充分受益。

2、发电设备方面, 尽管火电新增订单出现较大程度下滑, 但企业在手订单仍可维持2~3年的正常生产。目前很难预料2011年后的电力供需状况, 不排除届时再度出现电力供应紧张的局面。行业内企业也在积极拓展诸如风电、核电等业务, 行业整体盈利仍可在高位维持, 甚至有小幅增长。

3、光伏、风电等行业整体上均出现产能过剩局面, 未来会有部分企业淘汰出局, 只有龙头企业才有投资价值。尽管如此, 诸如毛利率类的盈利指标会在一段时间内保持较低水平, 而龙头企业则会通过市场份额的扩大维持净利润绝对额的增长。

4、中国版的智能电网不会创造新的行业、新的公司, 而只是以特高压骨干网架的建设为核心, 因此仍是传统电力设备公司受益。

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。而且国网目前正在推进主副分离、副业整合做大的方针, 相关重组、资产注入板块也值得关注。

建筑工程: 维持“谨慎推荐”, 建议适度增加重点一线公司配置

分析师:

邱波、李遵庆

结论 1: 我们预计未来一个月行业整体表现与指数大致相当, 主要理由与逻辑:

通过对主要关联行业和本行业景气指标的动态监控, 以及对结转合同“消化”速度、新订单 PMI、在手订单 PMI 等先行指标进行综合分析, 我们判断, 随相关先行指标的止跌趋稳及下游关联行业的渐趋复苏, 建筑工程行业阴霾渐散, 曙光初现。但考虑到相关一致性指标尚处低位, 且由于回暖指标样本空间较为狭小, 出于严谨的态度, 我们暂仍维持行业“谨慎推荐”的评级, 并会密切跟踪行业景气变动趋势以便及时做出相应调整。

结论 2、市场估值渐趋理性, 有实质业绩支撑、增长确定性较高的公司将是较好的选择, 建议适度增加对行业内重点一线公司的配置, 可选品种: 中国建筑、中国中铁, 主要看点如下:

1、中国建筑: 公司的突出优势在于其较为独特的复合型优势, 通过“一流地产”与“优质建筑”的优化组合, 以及旗下“中海地产”、“中建地产”在多方面的互补, 各分部业务发挥着较为显著的协同效应, 一体化规模优势突出。从属性上来讲, 公司是攻守兼备的投资品种。经详细测算, 我们判断中建地产即将步入规模回报期, 有望成为公司 10 年业绩超预期的核心要素。1H09 公司营收状况符合预期, 运营效率改善明显, 高利润业务增长迅速, 综合毛利率水平稳步提升。随公司一体化发展战略的持续推进, 下半年高利润业务占比有望进一步提升, “推荐”。

2、中国中铁：结合公司业务发展趋势、战略转型方向以及资本投向结构等因素综合判断：未来 5~6 年时间内，公司利润 CAGR 将保持 30%~50%左右的稳定增长；前几年的增长主要靠收入规模扩张以及成本费用压缩来驱动，而后几年的增长则主要靠“一体化”高利润业务的规模效应驱动。09H1 利润增幅高于收入增幅，营收增长略超预期；基建投资大规模扩张的拉动效应开始真正体现；毛利率有望在下半年见底回升，内部改进效率提升显著。公司在手订单充裕，在汇兑损益有望锁定的情况下，业绩释放的确定性较强。公司估值优势凸显。我们看好公司在铁路建设提速背景下的长期成长，“推荐”。

汽车：重卡复苏趋势明确，轿车旺销趋势不改

分析师：
李君、左涛

主要结论及投资建议：经历 8 月份的市场调整，汽车股跟随下跌，从目前下半年汽车行业基本面情况和估值水平看，我们认为所跟踪的重点汽车公司股份已具备安全边际。重卡和轿车仍是我们目前最为看好的细分子行业。重卡：建议买入潍柴动力、银轮股份。二季度以来的销售数据在持续印证我们“物流用牵引车需求将迅速回暖”的判断，预计 2009 年全年重卡销量将同比小幅正增长，达 55 万辆以上，行业 3、4 季度整体盈利水平将不会低于 2 季度。轿车：重点推荐上海汽车、一汽轿车。8 月销量将与 7 月接近，仍表现为“淡季不淡”，随 9、10 月份旺季的到来，厂商和渠道库存或将再度面临短缺，厂商产能将充分利用，我们认为 3、4 季度行业盈利水平将高于 2 季度，4 季度将会达到年内高点。

核心假设及逻辑：

1、重卡：行业复苏趋势明确。【1】物流用车回暖趋势确立：体现物流需求的公路货运周转量、国内主要港口货物吞吐量等指标自 4 月起环比大幅改善，前期积累的过剩运力基本消耗殆尽，物流用半挂牵引车销量自年初至今连续 7 个月环比改善，且改善幅度呈加大趋势，7 月半挂牵引车 2.3 万辆的销量已远超过去年 1.6 万辆的平均水平，预计这种趋势在 3Q09 可以得到持续；【2】工程用车仍有上升空间：1H09 全国固定资产投资增速在基建项目、房地产工程的推动下创近几年新高，预计 2H09 新开工项目仍会保持高增长态势，工程用车仍有一定上升空间。预计 2009 全年销量有望达到 55 万辆，与 2008 年销量基本持平。建议买入潍柴动力和银轮股份。潍柴动力：维持公司 2009-2010 年 3.00（13.8x）、3.29（12.6x）元的 EPS 预测，目前估值水平具备较高吸引力，建议目前价位买入。银轮股份：预计公司 2009-2011 年 EPS 预测为 0.65（16.7x）、0.83（15.4x）、0.92（13.9x）元。其中，预计 2H09 公司将实现 0.48 元 EPS，即单季度 EPS 在 0.24 元以上。

2、轿车：3Q09 销量、盈利仍将持续改善。2Q09 起，轿车销量、销售结构持续改善，盈利能力较强的中高端车型销量回升，在鼓励汽车消费相关政策刺激力度放缓、汽柴油价格经过数次上调处于高位的情况下，7 月轿车销售呈现出淡季不淡的特点，8 月前三周轿车销售 40 万辆，预计全月销量有望达到 55 万辆以上，车市热度不减。7 月厂商、经销商回补了部分库存，但库存水平仍处于历史低位，3Q09 仍将面临“补库存”的局面，预计每月回补库存约 5-6 万辆，而轿车出厂数将能维持在每月 55-60 万辆的水平，预计 3Q09 轿车行业销量同比增幅将在 50%以上，行业利润有望创下新高。重点推荐上海汽车、一汽轿车。上海汽车：2009-2010 EPS 0.95（18.8x）、1.09（16.4x）元。一汽轿车：2009-2010 EPS 0.84（20.7x）、1.13（15.4x）元。

交通运输：继续超配干散货运输，首选 BDI 相关度高的中国远洋

分析师：
唐建华

交运—航运行业：维持谨慎推荐评级，继续关注中国远洋

主要结论及投资建议：四季度随着中国房地产投资的加速以及国际钢厂开工率的上升，再加上四季度是干散货运输的传统旺季，我们预计四季度 BDI 将重新走高，从而给中国远洋带来投资机会。

核心假设或逻辑

尽管由于三季度传统需求淡季以及中国进口铁矿石需求的趋弱，导致 BDI 大幅下滑，但我们认为随着四季度粮食运输和工业生产的重新加速，以及国际钢厂开工率提升以及库存填补需求，四季度 BDI 有望重拾上涨趋势。

由于全球经济的复苏，我们认为海运需求将有望快速回升，而供给方面由于大量订单的取消和推迟、部分船厂融资困难甚至倒闭以及旧船大量拆解，供需的缺口并没有想象中的那么大。而 BDI 具有的强类似大众商品的金融属性，在全球流动性泛滥的情况下，并且由于供需缺口不大，不排除 BDI 具有大幅走高的可能。

集运市场在国外经济回升、库存回补的情况下，其运价有望在四季度继续走高，虽然在行业运力供给过剩的背景下全年实现盈利可能性较小，但阶段性趋势向好，建议关注中海集运的交易性机会。

行业表现的催化剂及风险提示

催化剂：BDI 重拾上涨趋势。风险：全球经济未如期实现复苏。

分析师：
唐建华 孙菲菲

交运—港口：维持谨慎推荐评级，出口业务占比大的港口有望补涨

主要结论和投资建议：

看好天津港、上海港、营口港。7 月发电量和铁路货动量，均转为正增长，预计港口的煤炭吞吐量将恢复性上升；前期进口略好但出口差，伴随外围经济逐步走出低迷，三季度一般是集装箱的旺季，预计将拉动集装箱港口补涨，预计相关公司三季度盈利趋势性好转，维持天津港的推荐评级、营口港的谨慎推荐，上调上港集团的投资评级至谨慎推荐。

核心假设或逻辑：

1、天津港 09PE 现为 27 倍，10PE 为 23 倍，估值及涨幅均低于港口整体，二季度业绩环比提升 100%，但中报中体现出 H 股的外贸箱下降较少，但 A 股码头下降更大；三季度伴随煤炭及集装箱吞吐量的上升，预计三季度业绩将环比继续增长；且天津港发展(3382,HK)与 A 股整合存在预期，同业竞争问题将基本解决，且 A 股、H 股均有新投产或未投产的码头，未来 ROE 将不断提升，盈利黄金期未到，补涨空间最大。

2、三季度为集装箱港口的传统旺季，上海港及深赤湾的出口箱量占比约为 50%，二季度上港集团业绩环比增长 33%，三季度可望环比继续增长。上港集团未来有二大亮点在于航运中心的不断推进及地产项目收益在 2012 年不断贡献。与宁波港的竞合可能有所改善。

风险提示：

整合时间有一定的不确定性；7 月上海港受台风影响，可能箱量略受影响。

分析师：
唐建华、孙菲菲

交运—铁路物流：维持铁路谨慎推荐评级、上调物流评级至谨慎推荐

主要结论和投资建议：铁路装车量连续 7 个月环比增长，7 月份日均装车 14.59 万车，与去年低谷时同比增长 14.5%，下半年我国铁路货物发送量目标定为 16.3

亿吨，计划全年完成 32.2 亿吨，力争超年计划 1 亿吨；出口复苏的预期将拉动上半年持续低迷的物流股补涨，且物流业的各项优惠仍然预计在年内可能出台，可能有一定的行业性投资机会。建议关注顺序为大秦铁路、怡亚通、飞马国际、中储股份。

核心假设或逻辑：

铁路

1、铁路装车量连续 7 个月环比增长，7 月份日均装车 14.59 万车，与去年低谷时同比增长 14.5%，今年前 7 个月，国家铁路运输总收入同比增长 2.1%，全路请求车比年初上升了 80%。7 月份，全路货物发送量 2.83 亿吨，实现了自去年 11 月以来首次同比增长，煤炭、矿建、水泥、棉花等 9 个品类物资运量同比增长，其中金属矿石增长达 19.8%。下半年，我国铁路货物发送量目标定为 16.3 亿吨，计划全年完成 32.2 亿吨，力争超年计划 1 亿吨；

2、经济回暖有望拉动货运量及客运量增长；大秦铁路及广深铁路的公司债发行能够降低成本；国铁的客运、货运在 09 年分别提价 30%和 8%存在可能性；大秦铁路的资产注入预计年内完成；广深铁路的注入事宜料将跟进。

物流

1、出口复苏预期将拉动物流股补涨，未来出口如确实复苏，供应链公司的出口业务净利润占比约为 30%，业绩提升弹性约为 1:1；内、外围经济回暖带动业务量提升，由于物流股普通资产较轻，毛利率及盈利能力提升更快。

2、下半年物流业的税收优惠有可能密集出台，物流收入占比大的企业弹性更大。

行业表现的催化剂或风险：物流业：出口是否真正复苏；物流业的优惠政策的能否出台；铁路的资产注入存在不确定性。

交运-航空机场：维持谨慎推荐评级，国际航线出现较快复苏

主要结论和投资建议：我们判断经济将继续向好，作为强周期性行业，我们维持航空“谨慎推荐”投资评级，建议继续配置中国国航。我们认为业绩具有确定性增长的机场仍有配置价值，我们继续推荐厦门空港，是未来几年流量和业绩增长最快的机场。

核心假设或逻辑：

尽管从短期来看，随着航空旺季的结束，未来几个月航空数据可能环比会逐月走低，但我们判断由于国内、尤其是国际经济的好转，使得航空景气程度同比仍将好转。

作为强周期性行业，未来一年航空景气程度取决于经济好转的程度。从我们目前的判断看，未来一年半内航空业可能是供需基本平衡的局面，但大量货币投放可能导致未来通胀的产生，可能导致航空煤油价格的持续上涨，我们认为商务旅客占比更高的航空公司具有较强的成本传导能力，需求的相对旺盛有望带动公司盈利的增长，因此我们建议在航空业中继续积极配置商务旅客占比最高的中国国航。

在四季度中，休闲旅客占比高的航空公司其票价水平可能会下滑比较厉害，但如果明年经济实现快速增长，并带动航空需求的快速增长，那么这类航空公司将拥有更大的业绩弹性，但目前尚不能得出这样的判断，需要进行持续跟踪。

机场虽然难有爆发性增长，但受益于国内航线的高增长以及国际航线的复苏，作为业绩有确定性增长的品种仍有配置价值，厦门空港正处于旅客增速和建造周期的黄金期，未来盈利较高增长可期，是目前机场中的估值洼地。上海机场收益于国

分析师：
黄金香

际航线的复苏，从估值上可能并不很便宜，但国际航线的快速复苏可能将给公司带来一定交易性机会。

行业表现的催化剂及风险提示：

催化剂：航空公司获得政府的进一步注资；燃油附加费的重新征收。风险：甲型流感四季度可能重新出现大流行。

分析师：
高健

交运—高速公路：震荡调整中的避风港

主要投资结论及投资建议：当前宏观经济处于企稳回升阶段，主要公司经营数据出现改善，下半年经济增速将进一步提升，因此行业基本面向好趋势较为确定。在当前震荡调整的市场格局中高速公路板块有望成为资金的避风港，具备良好的配置价值，我们相对看好估值合理、业绩确定、分红收益率高的宁沪高速和具备明确资本整合预期的锦江投资。

核心假设及逻辑：

1、宏观经济总体企稳回升态势明显，7月外贸进出口月度降幅环比6月略有扩大，但相比年初的降幅仍显著改善，工业增加值增速10.8%，环比增速继续上升。预计下半年经济向好趋势仍将延续，作为反映经济活跃程度的重要指标，收费公路车流量和路费收入将同步回暖。

2、行业整体业绩确定性较高，09动态估值水平仅17倍左右，低于市场平均水平，分红收益率高于银行定期存款水平，在市场调整格局中具备良好的防御性，有望获得相对超额收益。

行业表现的风险：实体经济恢复进程低于预期，持续恶劣天气

分析师：
李世新

造纸：继续关注复苏领先公司

主要结论与投资建议：下半年经济增长预期加快成为纸业复苏加速的基本需求端动力，各纸种提价动力均将增强，行业盈利预期于三季度快速上升，维持行业“谨慎推荐”的投资评级。重点推荐太阳纸业和华泰股份两家复苏领先公司，积极关注博汇纸业、晨鸣纸业盈利改善并估值偏低的公司。

核心逻辑及假设：

1、纸业需求与经济增长强相关，在供需关系好转并进入产品提价初期的第二季度，纸业已取得了环比三成的收入增长和两倍的盈利增长。预计第三季度行业毛利率由上季度的19%提高到21%，收入再增一成，盈利则大幅增七成。

2、主要纸种景气趋势：（1）铜版纸尽管随浆价上涨出口可能下降，但APP金海浆项目推迟令该纸种在明年中期以前处于高景气状况；（2）新闻纸供需关系已经在二季度走出谷底，目前处于上升趋势并于明年景气登顶，景气高位可持续至2011年；（3）白卡纸景气基本稳定在较高位置，明年初博汇纸业35万吨项目投产可能带来阶段性供给压力，但预期至下半年可以消化；（4）文化纸新增产能有所增加但环保力度增强将予以对冲而总体向好；（5）箱板纸供给减弱受预期的出口改善拉动景气谷底缓慢回升。

3、特别提示新闻纸行业正进入整合阶段，外资及国有纸企的退出已经不可阻挡，行业整合的主导者将是华泰股份。

4、我们同时建议关注盈利稳定增长、估值水平较低的劲嘉股份，其市场弱势下或具有良好防御性。

行业表现的催化剂或风险：纸价将进一步上调；部分公司月度盈利超预期；

9~10 月份国家环保部对造纸行业的环保普查预期形成进一步的产能关闭。

家电：产出口复苏带动+防御品种受关注程度上升

分析师：
王念春

主要结论及投资建议：我们认为行业在 3 季度已经出现部分子行业出口恢复，进一步的出口复苏将带动业绩提升；同时在市场震荡格局当中，其防御特性将受到更多关注。维持对白电子行业的“谨慎推荐”评级。

核心假设或逻辑：

- 1、小家电、电视、白电等品种出口已经出现恢复，接下来的半年将在旺季带动下进一步复苏提升；
- 2、更换需求上升，导致产品消费结构升级在国内市场进一步深化；
- 3、全球对节能家电消费的政策导向不断加强，将有利于研发实力更为强势的一线家电上市公司。

对应上市公司，我们主要推荐：

1. 业绩出现持续向上：格力电器、美的电器、苏泊尔、海信电器；
2. 内生及外延成长性同时带动：合肥三洋；
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. 销售数据公布
2. 出口销售进入底部回升的趋势阶段

电子：行业景气持续温和复苏

分析师：
王俊峰

主要结论及投资建议：行业景气会持续改善，但未来的景气复苏主要依靠欧美终端需求的拉动，企业盈利的改善也主要在于海外需求的改善。从公司的反馈来看，复苏仍在继续，但转好的幅度大小以及海外市场回暖的力度公司目前还难以判断。基本面的向好趋势仍会对股价形成一定的支撑，但上涨的空间则需是企业盈利复苏能够超预期。在投资标的的选择上注重：（1）行业景气改善中，企业盈利能力改善弹性大（莱宝高科、生益科技）；（2）公司在行业低谷期产能、客户改善或技术积累，预期2H09或2010年带动业绩增长（歌尔声学、得润电子、顺络电子）；（3）并购重组主题（彩虹股份、长城系（长城电脑、长城开发）中电系（华东科技））。推荐的投资组合为：莱宝高科+歌尔声学+得润电子+顺络电子+长城开发。

核心假设及逻辑：

- 1、行业景气持续改善。由于行业仍会向好，在基本面上并不会对趋势性投资产生重大的负面影响。
- 2、欧美经济不会二次探底。

行业表现的催化剂或风险：我们认为，产能利用率的持续提升、产品价格上涨、欧美终端需求恢复好于预期将成为行业表现的催化剂。风险在于欧美经济复苏出现反复；系统性风险释放时IT制造业Beta更高。

计算机：未来 1 个月可能获得相对收益

分析师：

凌晨

主要结论及投资建议：国信计算机板块在过去一个月中累计跑赢上证综指 5 个百分点，我们认为未来在 1 个月内，计算机板块的投资逻辑是估值驱动+趋势投资，即在与大盘股指相对合理的范围内选择未来趋势好转的品种，基于以上逻辑，我们本月推荐东软集团与用友软件。

核心假设及逻辑：

1、由于软件股业绩的确定性与基本面相对的稳定性，我们认为在市场调整阶段，资金流出软件股的速度将慢于流出其他行业，因此我们认为在未来 1 个月内，计算机板块将继续获得相对收益。

2、未来在软件公司中，趋势明显好转的是东软集团，在上半年不利局面下公司外包录得 20% 收入增长，难能可贵。此外，我们的策略研究小组认为未来信贷资金将从股市流入实体经济，实际上支撑实体经济在未来的进一步转好，因此我们也看好用友软件未来 1 年的表现。

行业表现的催化剂或风险：

海外经济二次探底，外包复苏情况不如预期，可能导致公司业绩复苏速度放缓。

分析师：

李筱筠

军工：关注资产重组和行业催化剂

主要结论及投资建议：

我们认为军工行业确定性重组和相对独立于经济周期的特征，在市场对未来经济走向较为迷惘时，军工行业是最快恢复信心的板块。此外在国庆阅兵的催化剂下，军工板块在未来一个月中有望超越大盘的表现，维持行业“谨慎推荐”评级。

核心假设及逻辑：

我们认为秋季军工板块的投资可以遵循两条线主线：

第一，若行业催化剂和板块交易性机会出现时，可选择军工业务比重较大和流通盘较大的代表性公司。这主要因为军工个股盘子普遍较小，在板块性的机会中资金更青睐于概念明确并且进出自如的标的。此时建议关注西飞国际（谨慎推荐）、哈飞股份（谨慎推荐）、中兵光电、航空动力、洪都航空等。

第二，选择军工板块中成长性突出、或者成长性良好且具备重组概念的估值洼地，比如海特高新（推荐）和成飞集成（推荐）。

行业表现的催化剂或风险：

1、诸如乌鲁木齐 7.5 事件等局部动荡发生时，军工板块将成为资金避险的去处；2、国庆阅兵将会成为板块股价变动的催化因素。

通信：3G 用户数将阶段性推高股价

主要结论及投资建议：

结论 1：通信运营公司：3G 用户数将阶段性推高股价，建议波段操作

结论 2：通信设备公司：关注“后 3G”、中小型设备公司

核心假设及逻辑：

分析师：

严平、程峰

1.运营: 09Q4-10Q1 除了三季报, 将会是较长的业绩真空期。在新增用户数正面刺激, 短期业绩潜在压制的情况下建议: 波段操作。直至度过季度盈利低点后, 联通可能摆脱“振荡”走势而趋势性走强。

2.设备: 在行业投资触顶临近的情况下, 我们建议逐步关注“后 3G”、中小型设备公司。网络优化、增值业务子行业景气程度将持续提升。

推荐公司: 中国联通、三维通信、拓维信息。

行业表现的催化剂或风险:

运营: WCDMA 用户数低于预期、短期业绩是下行风险; WCDMA 用户数增速低于预期, 将延缓联通收入和利润提升的进程; 运营商为争夺 3G 用户使得竞争加剧; 短期业绩下降将对股价形成下行压力。

设备: 投资高于预期是上行风险、竞争加剧是下行风险; 3G 规模迅速扩张, 运营商随之追加网络建设导致行业投资超预期; 国内设备厂商竞争加剧, 抑制毛利率水平, 进而影响行业利润表现。

纺织服装: 推荐品牌零售与粘胶棉花等原材料

分析师:
方军平

主要观点及投资建议: 行业重点公司 2009 PE20-25 倍, 我们维持纺织服装行业“谨慎推荐”评级。品牌服装业绩主要集中在下半年, 国内服装消费信心逐步恢复推动加盟商开店速度回升, 品牌服装公司 2010 年增速将稳步上行。国际棉花种植面积低于预期和全球纤维消费总量微弱下滑将带动纺织纤维供求总体紧平衡, 纺织纤维价格将继续坚挺上行, 8 月下旬主要纺织原料或迎来新一波上涨行情, 继续看好棉花和粘胶。随着外围市场服装消费的逐步企稳, 部分龙头出口企业订单价格有望回升, 下半年业绩将迎来较大幅度的环比提高。

股票推荐:

内销品牌服饰推荐顺序为美邦服饰、七匹狼、报喜鸟、伟星股份、飞亚达。粘胶类公司主要推荐山东海龙、南京化纤、澳洋科技和新乡化纤, 棉花价格上涨将提振新赛股份、新农开发等棉花种植公司的资产重估价值。出口龙头主要关注鲁泰、瑞贝卡、大杨创世。

行业表现的催化剂或风险: 人民币 2010 年可能重新进入升值轨道。

分析师:
张如

农业: 防御优势凸现, 选择业绩保障股

主要结论及投资建议: 上调农业行业评级至“推荐”。当市场转向防御阶段之时, 农业板块安全边际凸现, “粮食、肉制品价格上涨”带来“通胀预期”的主题投资机会显现。我们建议超配中报业绩超预期的新希望, 同时关注登海种业等上游股票。

核心假设或逻辑:

1、北方地区的旱灾已经明确将会影响今年秋粮产量, 南方湖南地区的干旱蔓延势头很快, 作为中国最重要的两大商品粮基地, 持续性的干旱将会成为催生新粮价格上涨的一个重要催化因素, 进而带动农业板块出现整体性的投资机会。相关受益的行业主要集中在上游。东北玉米产区干旱带动国内玉米价格出现上涨, 预计华北地区玉米种植热情将会再一次提升, 看好以华北市场为新

产品推广重点的登海种业。同时其他种业公司、种植业公司可能也会出现交易性机会。

2、猪肉价格连续 10 周回升，引发市场对未来半年出现通胀的担忧。我们从绝对的生猪存栏数量趋势和相对的母猪存栏占比率来考虑，未来 2 月猪肉价格进一步上涨的空间有限。同时，预计随着生猪存栏数量的增加将会提升饲料的消费量，带来饲料行业景气好转。我们建议超配中报业绩大幅超预期的新希望。根据我们的业绩预测，公司 09 年动态 PE 仅 21 倍，属于市场中安全边际较高的“估值洼地”。

行业表现的催化剂或风险：1、催化剂：短期行业的催化剂在于干旱天气的持续；2、风险：新希望肉制品加工业务的减亏任务仍然存在很大的不确定性。

分析师：

黄茂、谢鸿鹤

食品饮料：关注“消费旺季和成本低位运行”带来的投资机会

主要结论：维持对食品饮料行业整体“谨慎推荐”。我们认为市场的风险偏好正在转向保守，有稳定收益前景重新受到市场追捧。而原材料成本的低位运行为大众消费品的利润增长带来了可观的空间。我们重点推荐“ST 伊利”、“双汇发展”和“贵州茅台”。

核心假设和逻辑：

行业整体运行情况良好，保持上升态势。从 1-7 月份累计产品产量数据来看，白酒业和肉制品继续保持高位增长，分别录得 21.5%和 39%；啤酒业同比增长 6.6%，葡萄酒同比增长 8.2%，处于恢复期的乳制品业也取得了 0.3%的微增。我们认为 9 月份主要在于“消费旺季和成本低位运行”带来的投资机会。

(1) 乳业已基本恢复到正常水平，费用率下降空间大，对利润有决定性影响；中国将迎来新一波婴儿潮，奶粉市场可能会有爆发性增长，关注配方奶粉业务占比较大的企业；

(2) 猪肉价格反弹或将结束，中长期大幅上升基础不明显，随着传统节日的临近，下游肉制品加工企业会继续受益。数据显示，生猪存栏量处于近 10 年来的历史高位，7 月份又出现小幅回升，而猪粮比回升至 6 以上，养殖户补栏较为积极，我们认为生猪价格近期会显著上涨的观点缺乏依据；

(3) 旺季将至，高端白酒走量能力将受到检验。建议关注边际较高的“贵州茅台”。我们认为茅台通过产能释放会实现市场份额的显著提升。

核心假设或逻辑的主要风险

1、如果中国宏观经济进入滞胀，将导致消费尤其是高端消费增长不能达到预期；2、严查酒后驾车，对短期消费可能会有较显著的影响。

医药：避风港功能凸显，活跃度刚开始

主要结论及投资建议：

我们在年初提出“医药股的成长、轮动演绎逻辑”并明确提出：09 年一线医药股的投资机会主要在于 1 季度和 4 季度（参见《从防御到进攻——09Q1 医药行业投资策略》，20090112）；下半年策略则建议“耐心布局，积极防御”（20090629）。目前 A 股市场存在对防御性板块的明显需求，而医药板块中期业绩增长势头良好、估值优势突出、外部政策刺激不断，具明显的“攻守兼备”

分析师：

贺平鸽、丁丹、陈栋

特征。因此，内生性和外部因素的合力可能促动我们年初预期之中的 4 季度医药板块行情提前启动。我们判断始于 8 月中旬的医药板块的活跃才刚开始，估计会间断性地持续未来 2-3 个月。

投资建议:

1、增持各细分领域龙头品种:

- 品牌中药股: 云南白药 (10PE28X);
- 现代中药股: 天士力 (10PE22X)、中恒集团 (10PE22X)、金陵药业 (10PE21X)、益佰制药 (10PE21X)、亚宝药业 (10PE22X)、三九医药 (10PE23X);
- 化学制药股: 恒瑞医药 (10PE29X)、哈药股份 (10PE20X)、海正药业 (10PE25X)、华东医药 (10PE19X)、丽珠集团 (10PE21X);
- 医药商业股: 国药股份 (10PE29X)、一致药业 (10PE28X);
- 生物制药股: 双鹭药业 (10PE23X)、科华生物 (10PE25X)、天坛生物 (10PE41X)。

2、关注有短期或阶段性刺激因素的个股:

- 国药控股香港上市对相关个股一致药业、国药股份(国控核心子公司); 复星医药(持有国药控股 49% 股权)有所刺激, 关注国控在香港 IPO 的市盈率水平, 炒作热度将与国控发行 PE 成正比。
- 秋季和初冬甲流感疫情可能加剧, 有实质性产品涉及的个股可能再度被热潮: 华兰生物、天坛生物(甲流疫苗); 科华生物、达安基因(甲流诊断试剂); 海正药业(达菲中间体供应商)。

核心假设及逻辑:

1、不断累积的估值相对优势: 09 年至今医药板块滞涨, 在各行业板块中涨幅排名末位。这期间医药板块持续积累估值的相对优势, 7 月末相对大盘的 PE 溢价率仅为 11%, 为历史最低区位。在连续跑输大盘 7 个月之后, 8 月, 医药板块上涨 4.5%, 而同期沪深 300 下跌 14.9%。8 月底, 医药板块 09PE29X, 相对沪深 300 的溢价率为 45%, 仍相对不高。

2、行业基本面仍保持相对景气: 09 年 1~7 月, 医药工业累计工业增加值增速 13.4%, 7 月份单月工业增加值增速 12.2%。和其他主要消费品制造业的横向比较来看, 1~7 月医药工业增加值增速排第 3, 远高于全部制造业 5.9 个百分点。从单月来看, 09 年 7 月医药行业工业增加值增速在消费类制造业中排名第 4, 保持了相对较高景气。

3、政策面利好不断: 继 7 月出台《关于巩固和发展新型农村合作医疗制度的意见》、《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》, 8 月出台基本药物目录后, 后续可能出台的新医改配套政策可能还包括: 1) 09 版医保目录, 产品是否进入以上两个重要目录对企业十分关键, 政策明朗后也将打消上半年企业经营中的观望情绪, 因此行业下半年医药增速相对乐观。2) 公立医院改革试点等政策也有望年底或者明年年初出台。

4、上市公司动态运营良好: 而 8 月已披露的中报显示, 各子行业和细分领域多数龙头企业业绩符合甚至超出预期, 业绩超预期至 50% 以上增长的公司也较多, 这些公司的业绩增长均主要来自产品销售收入的增长和营运效率的提升, 显示行业内生性运营良好。

行业表现的催化剂或风险:

- 1、医改的配套政策的推进和出台，但速度可能低于预期，或者利好的程度低于预期：如基本药物目录产品可能遭遇较大幅度的降价；
- 2、疫情等外部因素刺激的过度炒作，但也可能提前透支一些优质股的股价。

保险：九月份有望迎来一轮上涨

分析师：

武建刚

主要结论及投资建议：

- 1、从投资角度来看，央行尚未开始加息，欧美的经验告诉我们，央行加息的初期对保险股应有较强的刺激作用，同时债券收益率逐渐走高，下半年这种趋势预计将持续；
- 2、从保费角度来看，虽然部分公司保费增速同比下滑，但行业公司新业务价值增速迅猛，保单结构不断优化。
- 3、从政策面来看，下半年未上市公司股权投资可能率先开闸，保险资金投资渠道再次放宽。
- 4、养老险的发展也为行业提供了快速发展的契机。所以当前行业基本面发展势头良好，非常有利于公司价值的提升；
- 5、从估值角度来看，经过前期的调整行业目前估值已经不高，预计将为投资者提供了良好的投资机会。

行业的主要风险：

鉴于当前流动性过剩从而引发资产价格普遍上涨，央行可能的紧缩政策将使得股市产生巨大负面影响。

证券：周期性峰值已过，震荡特征或显现

分析师：

王一峰

主要结论及投资建议：8月份，证券市场交易额接近历史最高水平，由此使得全年交易量更加乐观，支撑了证券公司全年业绩的高位运行。8月光大证券上市和中期业绩披露可能再次形成券商类股票投资的热点，考虑到估值优势，相对推荐可比证券公司中信证券。

核心假设或逻辑：

- 1、8月份，证券交易量随市场下行快速回落，但由于上半年的高基数效应，我们维持09年全年市场日均股票交易额1800~2000亿元的假设，证券经纪业务将维持高位，但过高的换手率水平将得到修正；中报显示证券公司自营投资中权益类资产比例有所增加，市场快速下行将对自营业务打击较大。
 - 2、在中期策略中我们曾指出，下半年流动性呈现总量乐观而增速不足的特征。当前市场以较为激烈的方式反映了对于政策调整和流动性的担心，使得在流动性和估值两方面对经纪业务构成压力，预计随着风险的快速释放，券商股有望呈现出震荡特征。
 - 3、光大证券以相对较高的定价发行，股价运行对其他证券股构成压力，若仅就估值水平而言，中信、海通证券股价已步入长期可持续区间，而经纪业务弹性较大的公司可能面临更大冲击。目前市场下行时证券股周期性更加明显，仅有投资银行业务增长确定，建议关注创业板上市可能出现的阶段性机会。
- 行业表现的催化剂或风险：**1、证券公司各业务线受市场波动呈现收缩；2、光大证券估值对行业构成持续影响。

分析师:

胡鸿轲、吴美玉

零售：提前布局、享受消费复苏

主要结论及投资建议：我们认为，行业景气走出低迷，缓慢进入景气上升阶段的趋势基本上确立，考虑到零售行业流通市值相对较小，流动性相对较弱，策略上需要提前布局，享受消费复苏，因此，行业评级由“谨慎推荐”上调至“推荐”。

核心假设及逻辑：

零售行业的价格指标是CPI，量的指标是零售总额增速，从这两个指标的趋势看：

1、CPI 四季度转正的概率较大。7月，CPI继续低位运行，但是，根据商务部监测的实用农产品价格指数可以看出，近几个月，蔬菜、肉类、蛋类等主要食品价格有所回升，因此，我们判断CPI四季度转正的概率较大。

2、零售总额保持良好增速。7月，我国实现社会消费品零售总额9937亿元，同比增长15.2%，增速较6月上升0.12个百分点，与一、二季度比，增速有回升的趋势，随着出口形势不断好转，居民收入增长获得较强的基础支撑，再考虑到股市、楼市形成的财富效应在不断积累，预计零售总额将保持良好的增速。

3、重点推荐公司。第一，连锁超市方面，我们推荐既有外延扩张性，又有刚性生活需求支撑的区域连锁超市，重点公司有：新华都、武汉中百、步步高；第二，连锁家电方面，我们推荐龙头地位显著、具有长期投资价值的苏宁电器；第三，百货方面，我们认为，其特征是“区域为王”，一旦行业步入景气回升阶段，百货的反弹力度较大，因此我们建议在行业景气回升阶段，将区域龙头百货进行组合配置，相当于配置了一个“全国性百货公司”，如银座股份、家润多、成商集团、东百集团等，另外，还有世博概念的上海本地股，如百联、新世界等。

行业表现的催化剂或风险：我国出口增长、居民收入增速提升、CPI转正、消费者信心恢复等是主要催化剂。

分析师:

廖绪发，刘智锦

旅游：继续关注重组机会及确定性增长的景区

主要结论及投资建议：继续旅游行业“中性”的投资评级。我们继续看好行业内的重组机会，以及具有确定性成长的景区：1、重组机会，激进型投资者可选择东方宾馆、华天酒店、世博股份，稳健型投资者可以选择首旅股份、桂林旅游、丽江旅游、峨眉山等公司，另外，虽然锦江股份在长时间停牌之后股价下行压力较大，但鉴于我们对经济型酒店行业的长期看好，继续关注锦江股份在价格下跌之后的估值优势恢复；2、确定性成长的景区，关注黄山旅游（推荐）、桂林旅游（谨慎推荐）以及峨眉山（谨慎推荐）等核心景区。

核心假设及逻辑：

1、虽然同比仍然未完全复苏，但旅游行业的相关子行业，如入境游、星级酒店等子类业务环比继续改善，并有望在下半年实现全面复苏；

2、上半年旅游板块受H1N1、金融危机的影响，估值一直没有大的提升，但现在看来，H1N1的影响越来越弱，而海外经济的逐渐复苏也使得投资者信心将有所恢复。

行业表现的催化剂：

美国公布确定性的、乐观的经济数据。

分析师：
廖绪发，陈财茂

传媒：建议配置“确定性增长”的子行业

主要结论及投资建议：目前传媒行业09年平均PE44倍（剔除赛迪传媒和粤传媒），相对大盘存在120%以上的溢价，处于历史估值溢价的中高端，内生增长无法支撑这一估值水平，维持“中性”评级，9月份建议配置“确定性增长”的子行业进行防御，包括有线网络（09年PE48倍）、图书出版（09年PE35倍），我们的推荐组合仍然是“天威视讯+时代出版+博瑞传播”。主要理由是：

1、粗略将A股传媒划分成三大类：有线、图书和广告，广告行业是典型的周期性行业，目前并未看到行业复苏的迹象，而有线网络和图书出版则是典型的防御行业，能够逆经济周期实现确定性增长。

2、图书出版和有线网络也并非没有进攻性，国家对这两个行业的跨区域整合的思路非常明显，并且有加速的迹象，北方联合出版已经取得实质性进展，而年内有线网络的整合也有可能取得进展。

在网络整合的背景下，受益最大的是天威视讯（市网、省网的整合）、其次电广传媒、广电网络和歌华有线（均存在跨区域整合的可能）。

总体来看，9月份我们的推荐组合仍然是天威视讯（推荐，市网、省网的整合），时代出版（推荐，存在整合安徽新华发行集团的可能），博瑞传播（推荐，户外资产的收购，圣斗士OL和新侠义道运营的超预期），同时，建议投资者重点关注北巴传媒（谨慎推荐，北京公交媒体资源的整合方案可能出台）。

行业表现的催化剂国家相关政策的出台以及整合的任何重大进展，而**风险**表现时点和影响幅度存在很大的不确定性。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

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

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			计算机		
邱志承	021-68864597		方 焱	0755-82130648		凌 晨	021-68866233	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		电子元器件		
谈 焯	010-82254212		黄道立	0755-82130833		王俊峰	010-82254205	
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			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		邱 伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆 震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
			张栋梁	0755-82130532				
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	
						陈 栋	021-68866235	
通信			造纸			家电		
严 平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
程 峰	021-68864599							
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨 昕	021-68864596		廖绪发	021-68866237	
			徐蔚昌	021-68866233		刘智景	021-68866233	
中小股票			食品饮料			农业		
高芳敏	021-68864586		黄 茂	0755-82133476		张 如	021-68866233	
陈爱华	0755-82133397		谢鸿鹤	0755-82130646				
煤炭			建筑			固定收益与基金		
李 然	0755-82130681		邱 波	0755-82133390		李怀定	021-68866233	
苏绍许	0755-82133476		李遵庆	0755-82133343		张 旭	010-82254210	
						杨 涛	0755-82133339	
金融工程			金融工程			金融工程		
葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297		焦健	0755-82131822	
董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532		赵学昂	0755-82131822	
戴 军	021-68864585		林晓明	021-68866946				

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 13923401205 wancs@guosen.com.cn		盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn		马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn		王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn		郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn		刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		李锐	010-82254212 13691229417 lirui@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn		叶琳菲	021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn		徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn							