

联讯证券投资研究中心 www.lxzq.com.cn

联讯投资月刊

2009年10月号

把握市场机遇 洞察投资导向



联讯证券

诚信 · 规范 · 创新 · 和谐

联讯证券 2009 年第四季度投资策略报告

投资指南——股市操作策略

.....经历调整，已到再度崛起时

——2009 年第四季度操作策略要点

我一直认为 2009 年中国股市已经进入一场牛市，上半年的持续上涨是这个牛市的第一阶段。8 月 4 日以后市场的迅速下跌，是这轮牛市的一种理性调整，其幅度已经基本完成，下一轮行情何时启动取决于中国股市各种主要影响因素的和谐程度，但从全球的市场环境来看，10 月份开始的可能性偏大。总体上，我们看好第四季度的 A 股市场，这一时期选择持股比例在 70-100%.....

宏观经济——解读与展望

.....积极财政政策潜力有限

货币政策退出为时尚早

- 1、从财政收支结构看，收入增速远低于支出增速；在不考虑举债因素前提下，政府实际运用财政支出支持经济增长的潜力不足。
- 2、从财政收入结构看，税收收入增速低于财政收入增速；税收收入占财政收入比例下降，反映出经济增长的疲弱表现带给财政收入的直接影响，对政府继续采取积极的财政政策形成掣肘.....

行业研究——有色金属行业

.....牛气冲天也要谨慎收尾

——有色金属四季度投资策略

本文的写作逻辑是以下表为概览，我们把可能影响到有色金属股票投资的多重影响因素和他们之间的内在联系标示出来。分析这些风险点在四季度对有色金属股票投资带来的影响，我们着重以下几个要素的分析.....

行业研究——煤炭行业

.....煤炭股投资不确定性中的“确定性”

——煤炭四季度投资策略报告摘要

我们在前期发布的《有色金属四季度投资策略——牛气冲天也要谨慎收尾》中分析了目前 A 股市场上存在系统性风险，这里主要包括流动性减弱、市场扩容以及大小非减持压力等不确定因素，使得股市上升动力较弱缺乏阶段性资金推动。这样一个不确定的环境中，前期涨幅积累过大的煤炭股遭受市场获利卖空的压力较大……

行业研究——钢铁行业

.....四季度仍可介入

——钢铁行业四季度投资策略

一、钢材价格：9 月份钢材价格继续低位震荡，形成阶段性底部之后，四季度有望走升。1、9 月份钢材价格上涨动力不足 1) 产量数据：供给压力增大，尤其在下游需求放缓或推迟的情况下。2) 进出口数据：出口态势正逐渐好转，主要源于境内外价差扩大，中国钢材具备一定的价格优势；境外需求有所好转，但长期仍存在不确定性，因此中国钢材出口状况不确定性也较大。但我们可以初步判断，出口最坏时期已经过去……

行业研究——医药行业

.....利用优势，把握个股行情

——四季度医药行业投资策略

季度医药行业的投资思路，主要通过比较医药板块目前所具备的优劣势来寻找。一、劣势：估值优势减弱，高估值修复压力下医药板块难有整体表现。按天相统计口径，2009 年 1-9 月 25 日，医药行业指数累计涨幅 61.35%，同期上证指数和中证流通指数涨幅分别为 54.88%和 70.53%，医药指数超越上证指数，但跑输中证流通指数。整体上，医药板块同步于大盘……

行业研究——通信设备

.....投资结构调整下的机会

——四季度通信业投资策略

一、移动用户数增速放缓，宽带用户增速保持较快增长。截至到2009年8月，我国移动用户数累计到达7.1亿户，同比增长15.3%（图表1）。如果按全国人口13.3亿人计算，其中0-14岁的少年和80岁以上的老人占总人口大约20%的比例。假设这20%的人口为非“有效”移动用户，那么全国有效移动用户容量为10.6亿人。理想状态下，未来移动用户增长还有30%-50%的增长空间，趋近饱和.....

行业研究——家电行业

.....多方因素推动家电行业成长

——四季度家电业投资策略

一、经济复苏与房地产回暖是“充分条件”1、居民收入提高为市场带来流动性。从国家统计局公布的城镇/农村居民可支配收入来看，季度累计收入较以往3年均保持稳定增长（图表1，图表2）。而截至今年7月消费品价格指数一直保持着负增长，居民收入保持着稳定增长，但商品价格却有所下降，变相说明人们的口袋有钱了，这也为家电市场带来了充分的流动性。.....

投资指南——股市操作策略

经历调整，已到再度崛起时 ——2009 年第四季度操作策略要点

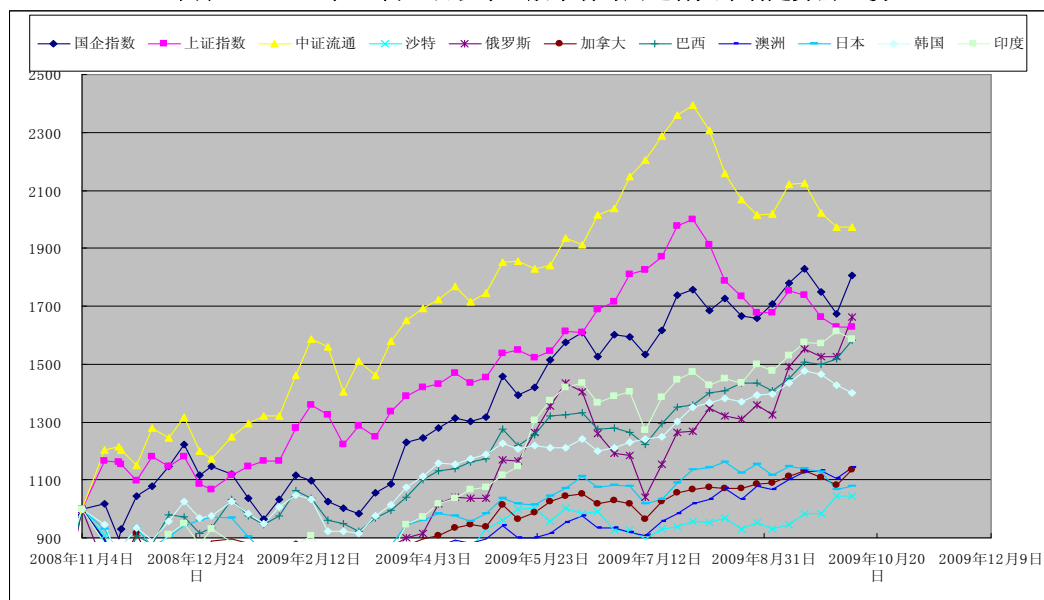
一、基本观点

我一直认为 2009 年中国股市已经进入一场牛市，上半年的持续上涨是这个牛市的第一阶段。8 月 4 日以后市场的迅速下跌，是这轮牛市的一种理性调整，其幅度已经基本完成，下一轮行情何时启动取决于中国股市各种主要影响因素的和谐程度，但从全球的市场环境来看，10 月份开始的可能性偏大。总体上，我们看好第四季度的 A 股市场，这一时期选择持股比例在 70-100%。

二、国际比较

在全球经济、金融体系重新洗牌的时代，研判中国的股市运行，必须基于全球市场的背景。中国股市的复苏是从 2008 年 11 月 4 日开始，而全球股市的回暖则始于 2009 年 3 月 10 日，二者相差大约 4 个月，从这个角度说，中国股市是全球市场的先行指标，从下面图表 1 中可以明显看出这一点。

图表 1 2008 年 11 月 4 日以来 A 股市场与周边各大市场走势的比较

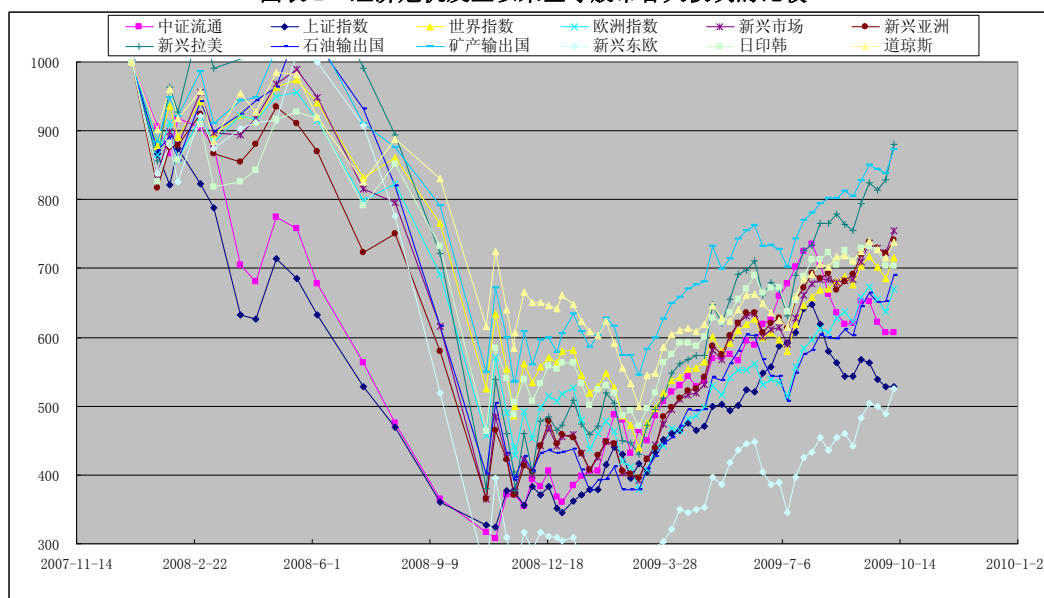


资料来源：联讯证券投资研究中心

从图中可以看出，我国市场领先于全球市场启动，从时间上看大约 4 个月，从幅度上看，上证指数最大超越道琼斯指数 87 个百分点，超越巴西里约指数 40 个百分点。但是，随着 8 月 4 日以后中国市场率先进入技术性调整，这种领先幅度逐渐缩小，截止 10 月 8 日，上证指数领先道琼斯指数 60 个百分点，与巴西里约指数几乎持平。与俄罗斯、印度相比，上证指数也一度大幅度领先，但在 10 月 8 日，金砖四国的指数几乎处在同一水平线上了。可以认为，即使从短期市场的横向比较看，上证指数的下行空间已经被封杀了。

我们再从更长的比较期间和世界各大板块的角度看问题，可以参照图表 2。由于危机期间中国股市呈现超跌状态，11 月 4 日以后的上涨不足以反映我国股市的估值状态，我们用 2008 年 1 月 1 日作为基期，对全球各大板块进行比较。

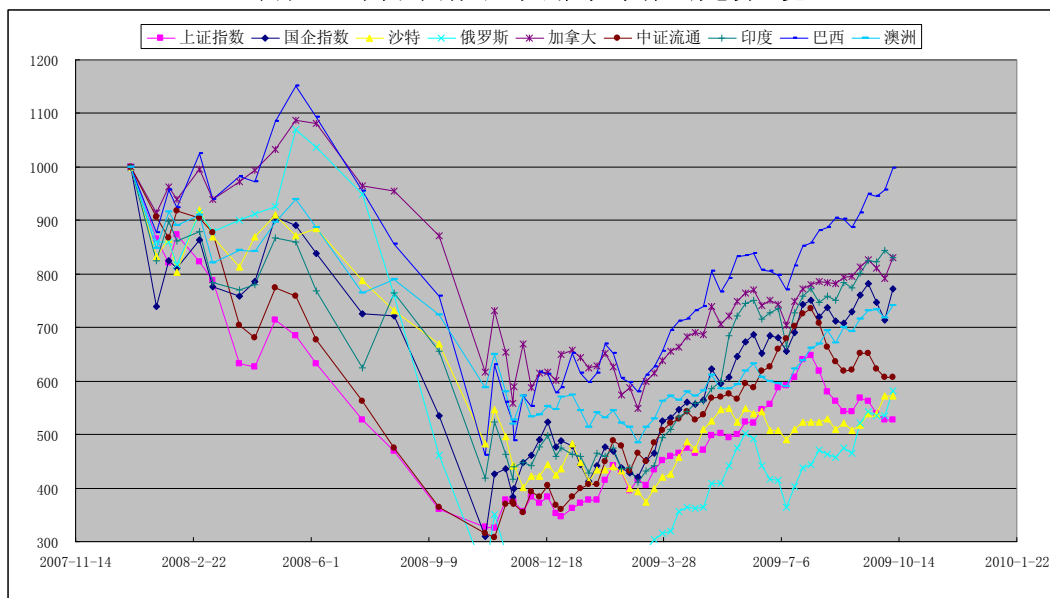
图表 2 经济危机发生以来全球股市各大板块的比较



资料来源：联讯证券投资研究中心

从图表 2 的对比中我们可以看到，中国股市的相对位置不但远远低于巴西为代表的矿产输出国和拉美新兴市场国家，明显低于整个新兴市场，低于欧美成熟市场，也低于石油输出国和亚洲平均水平，与最落后的东欧新兴市场旗鼓相当。

图表 3 与中国具有可比性的几大市场运行态势一览



资料来源：联讯证券投资研究中心

结合图表 3 的比较我们可以看出，以巴西代表的拉美市场已经基本恢复到危机前的水平，其他市场的恢复也基本上超过危机前的 70%，只有中国还处在 60% 以下。

三、8 月份以来中国股市调整的技术性质

从全球股市比较和经济运行比较看，A 股市场并不存在转势下跌的可能，8 月份开始的回调属于一种因短线获利盘过大而产生的纯技术性调整，这种技术性调整通过沪深 300 指数的周线分析可以清晰显现出来，请看图表 4。

图表 4 沪深 300 指数中长期技术分析



资料来源：联讯证券投资研究中心

从图表 4 中可以看出，沪深 300 指数的运行受制于 2005 年以来的长期技术阻力位制约，其压力位在 3800 点，而 A 股市场的这一轮中级调整也就是在沪深 300 指数 3803 点遇阻后开始的。经历了两个月的调整之后，市场受制于多条技术压力线的状态得到缓解，特别是 10 月中下旬，市场有望突

破沪深 300 指数 3187 这一短期阻力位，并以此为支撑震荡上行，在 11-12 月期间创出近年新高并冲击沪深 300 指数 4100 点。与沪深 300 点指数运行相适应，上证指数也会创出年内新高并冲击 3800 点的阻力。由于上证指数受非流通股变动影响失真度太高，对上证指数的预测很难做到精确。

四、可能成为热点的板块

1、资源类板块

鉴于世界各大资源国脱离美元的倾向日趋严重，而中国央行对人民币汇率的态度出现松动，美元指数存在大幅下行的可能性。一旦美元指数破位下行，资源类股票会出现新一轮的汇率驱动型牛市。参见图表 5-8。

图表 5 美元出现崩溃趋势



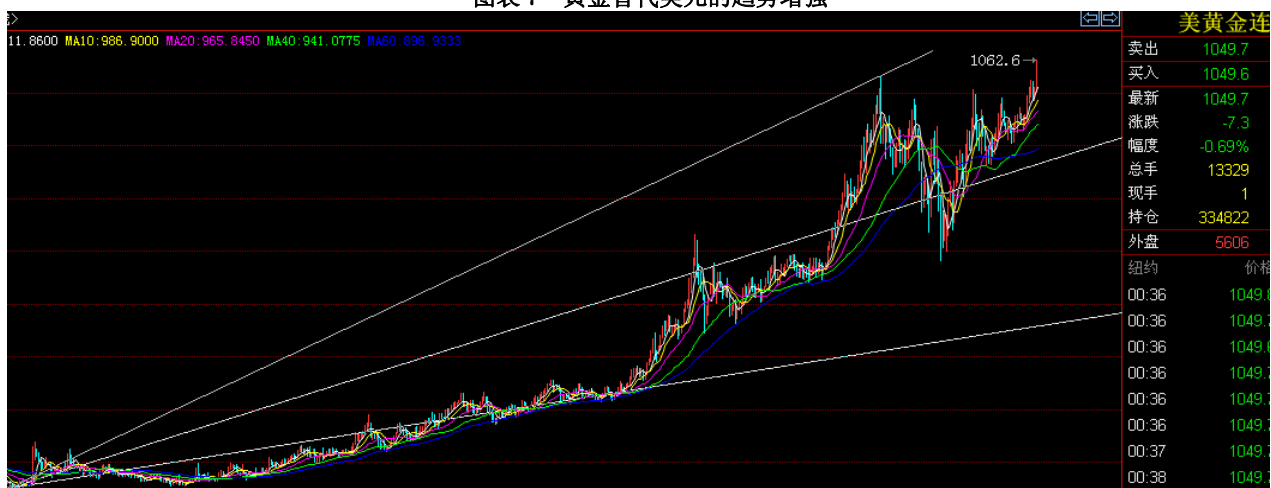
资料来源：联讯证券投资研究中心

图表 6 原油再度走强



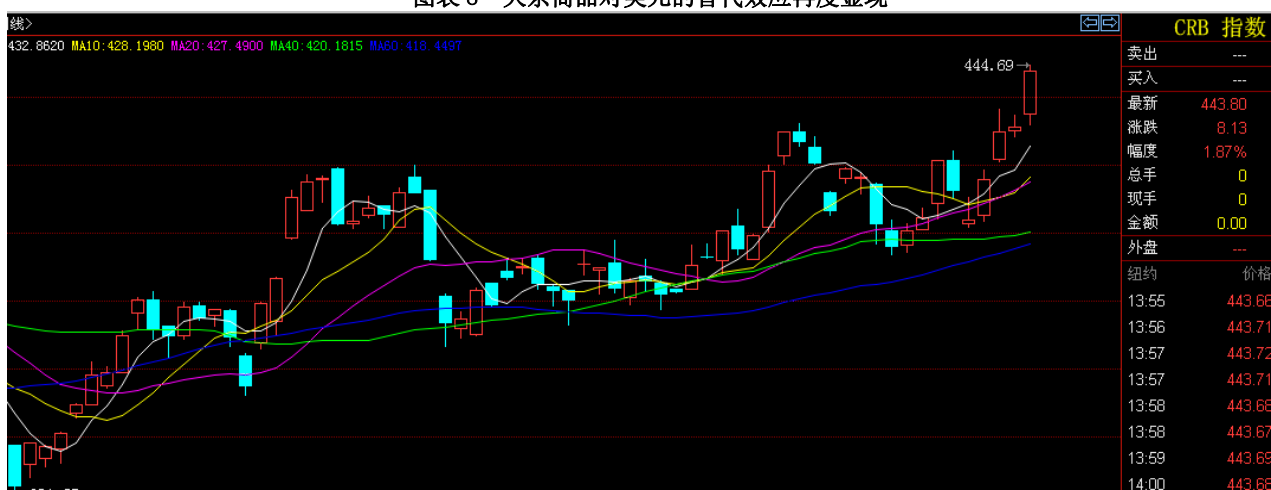
资料来源：联讯证券投资研究中心

图表 7 黄金替代美元的趋势增强



资料来源：联讯证券投资研究中心

图表 8 大宗商品对美元的替代效应再度显现



资料来源：联讯证券投资研究中心

由于美元可能崩溃，黄金和大宗商品的货币替代效应再度显现，从而导致黄金、有色、煤炭等资源类股票再次成为市场热点。现阶段资源类板块的行情不同于其他股票，其运作模式属于暴涨暴跌型，它们的涨幅与产业需求的关系较小，与对于美元体系崩溃的担忧程度成正比，因而更多地受投资者的情绪制约。

2、创业板

创业板的推出曾经是 A 股市场加速下跌的诱因之一。鉴于 10 月下旬该板块股票几十只股票一齐上市，可能存在阶段性的炒作机会。在这一板块中，第一批上市的 30 只股票是最有可能遭到爆炒的，其中特性鲜明的行业龙头股会受到意外的追捧。

3、资产重组类股票

此类股票是牛市第二阶段涨幅最大的品种，尤其以资源和地产类资产注入类股票为甚，前一轮牛市中泛海建设（000046）、苏宁环球（000718）和驰宏锌锗（600497）的经验值得借鉴。

4、地产类股票

由于地产股是中国股市的灵魂，是中国扩大内需的归宿所在，无论何时都不可轻视。但鉴于某些政治性因素，这一板块的启动时间可能稍晚，在 10 月和 11 月，机会较大的品种是一级土地自营商和大规模资产重组类公司。

5、金融类股票

由于金融股在整个市场的估值体系中处于最低端，这一板块是市场中最安全的，对于风险厌恶投资者而言，银行股可能是最佳选择。

五、重点关注个股

1、包钢稀土(600111)、厦门钨业(600549)、五矿发展(600058)。

这三只股票均受益于我国的稀土发展战略。在看好资源股中，我们认为真正具有本土优势的品种是稀土金属和煤炭。在稀土板块中，这三只股票受益于政府对行业的集中化管理，其业绩增长的想象空间最大。

2、大同煤业(601001)。

鉴于我国大量关闭小煤窑，将导致煤炭供需的失衡，加上全球大宗商品的看涨，煤炭再次成为我们关注的重点。该股的最大看点将是集团资产可注入量 5 倍于股份公司。

3、华谊兄弟。

创业板中我们最关注的股票，关注的最主要原因在于该公司的行业龙头地位、品牌效应和行业整合能力。由于该股市场定价尚未出现，我们将在该股上市后进行专题评析。

4、宗申动力(001696)、ST 九发(600180)。

两只股票均属于资产重组类股票。宗申动力现在介入机会已经成熟，而 ST 九发还需要观察重组计划最终是否会得到证监会批准。

5、中天城投(000540)、云南城投(600239)。

我们最看好的房地产股票，其行情会先于一般房地产公司。

6、九龙山(600555)。

我们长期看好的旅游地产股，较佳的投资机会可能在 11 月中下旬。

7、片仔癀(600436)。

我们长期看好的国宝级医药股，该股将屡创新高，但没有明显的短线进出机会。

8、龙净环保(600388)。

小盘、绩优环保股，业绩高增长而且高送转的可能性极大。我们长期看好该股并屡次推荐，我们依然认为它是四季度值得投资的精品股票。

9、重庆啤酒(600132)。

业绩适中，乙肝疫苗的成功将是该股的最大看点。随着二期B临床数据的不断披露，其股价弹性远远大于创业板股票。

(文国庆)

宏观经济——解读与展望

积极财政政策潜力有限 货币政策退出为时尚早

要点：

1、从财政收支结构看，收入增速远低于支出增速；在不考虑举债因素前提下，政府实际运用财政支出支持经济增长的潜力不足。

2、从财政收入结构看，税收收入增速低于财政收入增速；税收收入占财政收入比例下降，反映出经济增长的疲弱表现带给财政收入的直接影响，对政府继续采取积极的财政政策形成掣肘。

3、从税收收入结构看，主力税种大多增幅为负；其中，占当期税收收入三分之一的增值税月度增幅仍为负增长，该税种的征收情况，很大程度上反映了经济体的活跃程度，是我们观察判断经济复苏进程的重要参考。

4、由于全球经济的复苏进程相对复杂，外需对中国经济的拉动作用在明年的恢复恐将有限，考虑到保持一定经济增长速度的需要，以及财政政策运用潜力的有限性，过早退出货币政策的全面支持，对于维系国内经济的恢复态势可能会产生破坏作用。

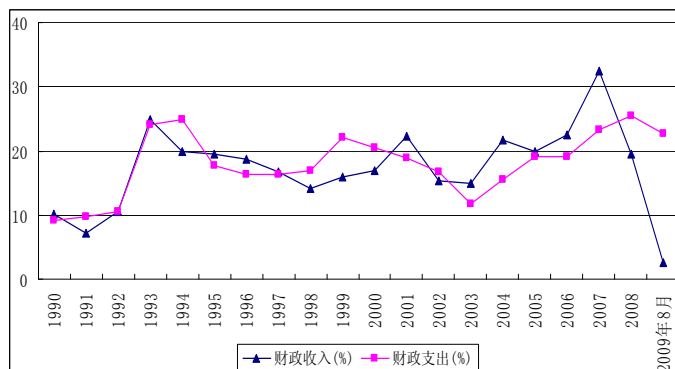
注：本文所论及之财政收入，不含债务收入；所论及之财政支出，不含债务还本。

为应对全球金融危机，我国政府实施积极的财政政策与宽松的货币政策已近一年，观察主要经济数据，宽松的宏观经济政策效果初步显现。由于年内货币供应增速维持高位，且CPI跌幅出现快速收敛迹象，全社会通胀预期不断增强，有关宏观政策转向的推测四起，不断在A股市场引发波动。通过数据分析，我们认为，除非大举举债，积极的财政政策空间有限；考虑到保持一定经济增长速度的需要，货币政策全面退出为时尚早。

一、财政收入增速显著低于财政支出

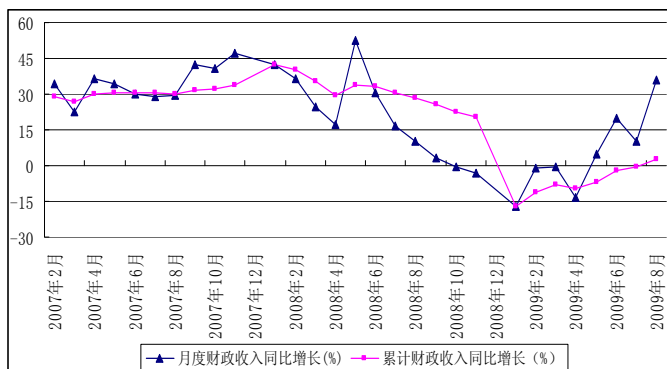
财政收入是国家参与国民收入分配的主要形式，是国家实现职能的财力保障；财政支出则反映了政府对收入的实际使用情况。图表1显示出，2008年及今年前8个月，财政收入增速与财政支出增速出现巨大落差。

图表1 近年财政收入及财政支出同比增速



数据来源：财政部，天相，联讯证券投资研究中心

图表2 近年月度及累计财政收入增速



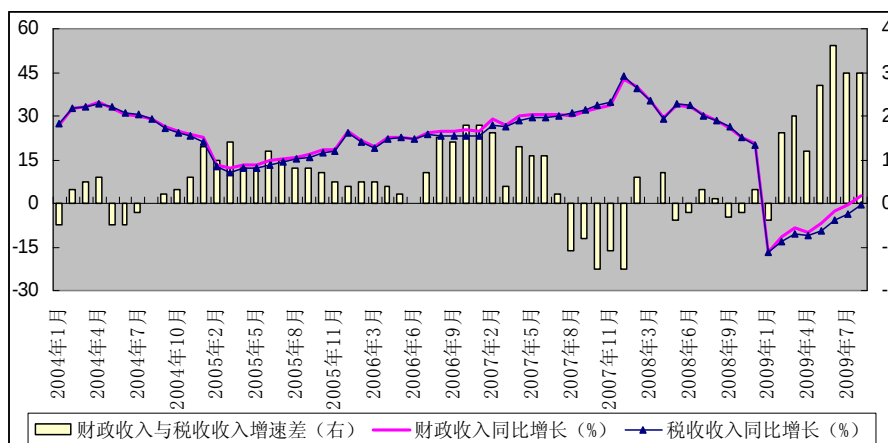
数据来源：财政部，天相，联讯证券投资研究中心

由于同比基数较低，以及目前中国经济呈现出的复苏势头，年内剩余四个月财政收入同比增速有望反弹，届时与财政支出增速的落差不至如此惊人。不过，鉴于一系列扶持出口、消费等方面的财政政策力度不会有大的减弱，所以整体而言，弥合幅度有限。图表2显示，尽管5月以来月度财政收同比增速回升迅速，但累计财政收入增速回升相对迟缓，年内，财政收入增速明显低于财政支出增速的态势难以出现显著改观，说明在不考虑举债措施的情况下，政府实际运用财政支出支持经济增长的潜力不足。

二、税收收入增速明显低于同期财政收入增速

根据财政部披露的2008年全国财政收入情况数据，财政收入主要分为税收收入和非税收入。在现代市场经济条件下，税收是财政收入的主要来源，我国税收收入占财政收入的90%左右。近年我国财政收入与税收收入增速数据显示，二者互有高下，最大差值未超过2%；但2009年以来，税收收入增速低于财政收入的差值明显放大——至8月，累计财政收入同比已由负转正，但税收收入累计同比增速仍为负值——2009年，全国税收增长目标为8%。

图表3 财政收入及税收收入增速

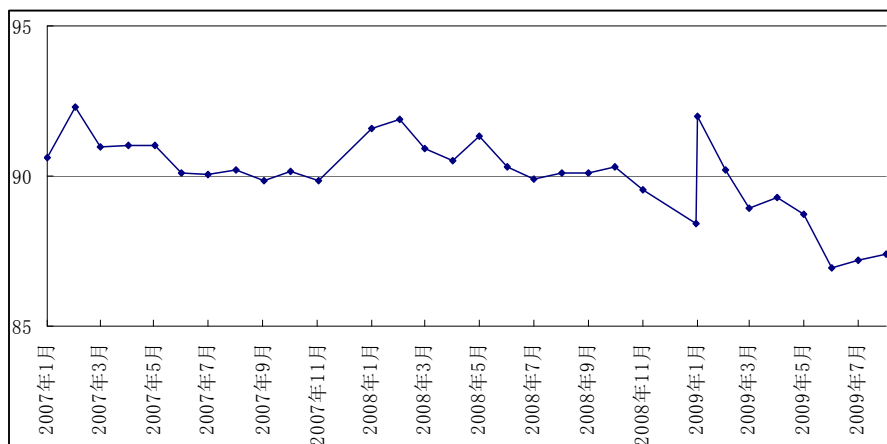


数据来源：财政部，天相，联讯证券投资研究中心

非税收入是指各级政府、国家机关、事业单位、代行政府职能的社会团体及其他组织依法利用政府权

力、政府信誉、国家资源、国有资产或提供特定公共服务、准公共服务取得的财政资金——由该定义可知，非税收入具有一定的强制性和刚性，与经济发展的关联度相对较低。

图表4 税收收入占当期财政收入比例



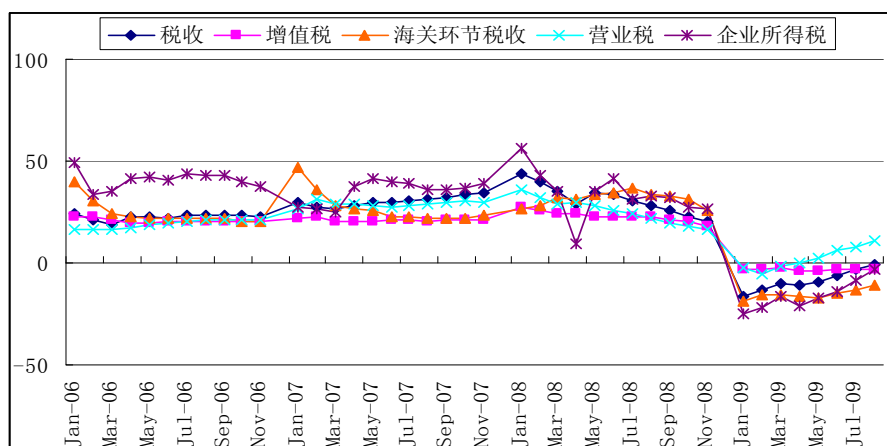
数据来源：财政部，天相，联讯证券投资研究中心

观察图表4，我们不难看出，今年以来税收收入占财政收入的比例一直处于下降通道，至最近两月才略见企稳，这从另外一个角度说明，相对刚性的非税收入对财政收入的支撑力度更大。财政收入的增长来源经济发展，税收收入占财政收入比例下降，反映出经济增长的疲弱表现带给财政收入的直接影响，对政府运用积极的财政政策形成掣肘。

三、主力税种同比多为负增长

分析税收收入结构，可以看到增值税、企业所得税、营业税、进口环节税收为主力税种，其绝对值合计占历年税收收入80%左右，还是税收增收的主要税种。如果这几个税种表现羸弱，势必影响当期税收——截至今年8月，除营业税累计同比增幅为正，增值税、企业所得税、进口环节税收累计同比增幅仍未转正，这也是同期税收收入增幅为负的主要原因。

图表5 主要税种同比增速



数据来源：财政部，天相，联讯证券投资研究中心

值得关注的是，在同比基数效应作用下，几大主力税种月度增幅先后转正，但是占当期税收收入三分之一的增值税月度增幅仍为负增长。由于增值税的课税对象是在我国境内销售货物或者提供加工、修理修配劳务以及进口货物的单位和个人，因此增值税的征收情况，很大程度上反映了经济体的活跃程度，是我们观察判断经济复苏进程的重要参考。

今年以来，我国房地产、汽车销售相当活跃，A股市场涨幅巨大，但这部分经济活动所反映的税收，有部分体现在企业所得税、营业税、消费税等方面，难以拆分；部分比较明确的，反映在车辆购置税、契税、证券交易印花税方面，根据财政部披露的1-8月累计数据，证券交易印花税同比下降63.7%，车辆购置税同比下降0.2%，只有契税同比涨幅超过10%。

综上所述，我们认为，由于全球经济的复苏进程相对复杂，贸易磨擦频繁发生，外需对中国经济的拉动作用在明年的恢复恐将有限，考虑到保持一定经济增长速度的需要，以及财政政策运用潜力的有限性，过早退出货币政策的全面支持，对于维系国内经济的恢复态势可能会产生破坏作用。

（汪婉婷）

行业研究——有色金属行业

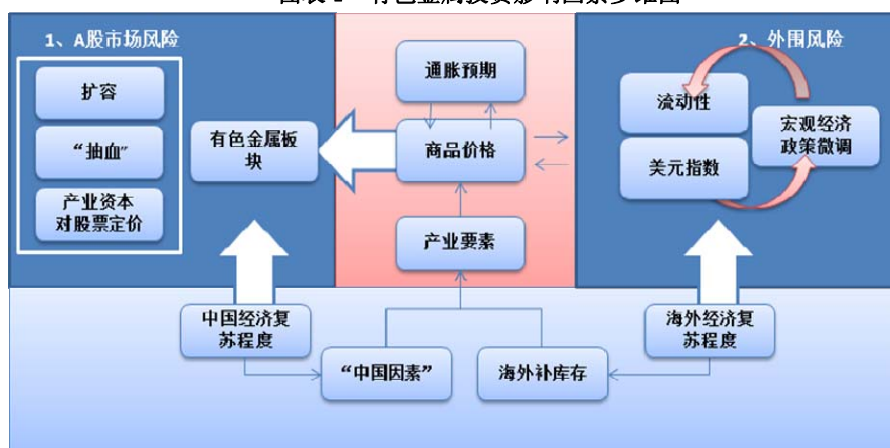
牛气冲天也要谨慎收尾

——有色金属四季度投资策略

一、四季度投资有色股，我们关注什么？

本文的写作逻辑是以下表为概览，我们把可能影响到有色金属股票投资的多重影响因素和他们之间的内在联系标示出来。分析这些风险点在四季度对有色金属股票投资带来的影响，我们着重以下几个要素的分析：1) A股资本市场的“抽血”与“扩容”，2) 商品价格的阶段性风险，3) 美元指数的不确定性，4) 政策风险加剧。这些因素共同作用使得四季度内的有色股投资风险加大。

图表 1 有色金属投资影响因素多维图



数据来源：WIND, 联讯证券投资研究中心

1、四季度风险点之一：A股资本市场的“抽血”与“扩容”

1) A股资本市场“抽血”效应。国内新增贷款发放向来都有前高后低的趋势，四季度人民币新增贷款下滑已成定局，而储蓄搬家和外汇流入暂时接续不上，导致短期内的资金动量减少，很大程度上限制了股市的上升空间。

2) 市场扩容“再融资风潮”与马不停蹄的IPO。据统计目前已经公布实施和拟实施的再融资计划将近1800亿左右，创业板批次过会也比市场预期中提前。同时，传闻国际板也在筹划之中，红筹回归仿佛也为期不远，管理层对待IPO态度非常果决。以当前的扩容速度来看在短期之内将成为制约市场向上的一个重要因素。

3) 大小非减持显示产业资本对股票的定价。大小非其实就是代表了产业资本，这是参与股票市场定价的一股重要力量。他们比券商研究员、投资者更了解行业价值和股票价值。他们的减持一方面说明产业资本可能在实体经济中寻获了比股票更有价值或稳健投资路径，另一方面也说明从产业角度看当前股票的泡沫化已经超出产业资本家的预期或者承受能力。大小非与投资者对市场的估值水平差异最终会达到均衡，这个时候市场才有可能成为一个底部区域。

2、四季度风险点之二：商品价格的阶段性风险

对于有色金属及黄金价格长期看多的判断我们并没有改变，这是基于全球经济复苏、通胀回升以及资源供需结构转化等因素判定，这些基础要素我们都是建立在长期趋势上，但有色金属价格的长期走势对于指导四季度内的投资参考意义不足。短线上我们不排除商品价格的波动性，尤其是在阶段性影响商品价格波动要素发生转变之后。在衰退到复苏这个阶段，流动性与经济复苏预期决定了大宗商品方向选择和波动的空间。

流动性与经济复苏预期这是四季度“全球”最不确定的因素。上半年资产价格飙升，通胀预期回暖，这已经为全球各国政府提出一个“流动性难题”，如何收回流动性，收回多少以及何时收都存在较大不确定性。在衰退向真实复苏阶段，经济预期成为投资者选择股票一种指标，既然是预期，说明无法用统计数字衡量，这很大程度上依据于市场心理的变化。只有当经济从外力作用下的弱势均衡转化为内生增长下的复苏，商品价格才会跳脱出流动性与经济复苏设定的怪圈，与实体经济真实复苏相匹配，进入一个新的台阶。

从产业层面看中国进口滑落以及美国补库存周期仍未到来。中国作为全球有色金属最大消费国之一，近两个月进口持续下降，阶段上将打压有色金属上涨的信心。目前有色金属价格交易所库存均处于高位，也佐证了市场对需求预期正在回暖的判断有些过于乐观。另外，美国目前只能说处于去库存化的末期，但在四季度何时开始真正补库存仍不确定。

3、四季度风险点之三：美元指数的不确定性

近期美元指数、商品价格波动的无序性显示出汇期市场交易商对全球经济解读的混乱性，由此导致操作策略不具有持续性，在短线上很难定义美元指数与有色金属价格、黄金价格关联度。只有汇期市场通过三季度数据重新评估目前及未来的经济走势，形成较强的一致性，美元指数、商品价格在四季度的趋势性才能较为明朗。

4、四季度风险点之四：政策风险加剧

前三个季度亚洲国家不断上涨房价以及全球基础商品价格的大幅度反弹，通胀预期的加强，使得流动性成为迫切解决的一个问题。既要收紧流动性抑制通胀预期，同时要保持经济复苏的可持续性，使得政策取向越发谨慎，犯错的概率也在加大。最乐观的情况就是各国政府“适时、合理”回收流动性，资产价格得以平抑，同时经济恢复性增长由外生推力向内生力转换成功。如果各国政府退出政策“粗暴或者不合时宜”，很可能导致资产价格暴跌，经济二次探底，通缩再现。

二、多种风险因素下，做短线不如为 2010 年进行战略性建仓

1、仅从四季度看，股市趋向箱体震荡，有色股短线投资机会难把握

从积极面来看，经济已然进入到复苏周期，宏观数据上好转已逐步反映在企业利润的回升，多数分析师预计所辖板块业绩将在三季度实现业绩同比增长，A股市场预期市盈率也呈现下滑趋势，估值压力有所减缓。经济的好转已经大幅抬高了股市底部，但是流动性减弱、市场扩容以及大小非减持压力不确定因素，使得股市上升动力较弱缺乏阶段性资金推动力。预计A股市场在四季度呈现宽幅震荡走势，在这样的市场环境中，有色金属板块固有的商品价格的风险将会被放大，板块走势将呈现大起大落，波动更为剧烈。因此，短线投资非常难操作，机会稍纵即逝，踏错节奏的风险加大。

2、如着眼2010年1季度，2009年四季度是战略建仓期

经历2009年四季度的调整，国内外三季度经济数据出台将更会清晰地勾画出全球经济的复苏程度和面临的问题。混沌的局面得以分解，期汇市场及股票市场重新洗牌后，新的资金介入，形成新的投资逻辑，市场预期也会逐步统一，形成一股较强的上升动力。影响市场中短期运行的流动性因素在2010年也重新得到缓解，国内信贷前高后低投放节奏将重新为市场带来活力，同时伴随实体经济复苏带来的企业业绩增长，估值压力将逐步释放。因此，如我们把视野放在2010年，那么四季度箱体震荡行情实际上是在为2010年上半年的行情打基础。2010年上半年具备产生大行情的条件，从这个逻辑来看，四季度是中线投资者的战略布局阶段。

3、四季度相对安全的品种

如果着眼为2010年进行战略布局，有色金属股仍是我们关注的重点。但仅就四季度震荡行情进行资产配置，我们重点放在安全性相对较高并具备一定的资源稀缺性及成长性股票上。

黄金股仍是我们的首选（山东黄金、中金黄金及辰州矿业），基于对四季度经济不确定性，即使美元阶段性走强，黄金的避险功能也会使得价格回调的空间较小。同时四季度黄金企业充足的现金流使其资源并购事件相对活跃，企业业绩也是。

其次是资源稀有具有一定资源定价权公司（包钢稀土、厦门钨业）。由于这两家企业资源对国内稀土及钨价格具有一定的话语权，因此受国际商品价格波动的影响相对较小。另外两家公司均涉足新能源材料开发，可归为低碳概念，这是四季度相对具有防御性的板块。

图表 2 四季度有色金属股票池

投资顺序	组合品种	公司	分类	12个月目标价	评级
四季度相对安全的品种	中线品种	山东黄金	黄金	81.3	买入
	中线品种	中金黄金	黄金	76.5	买入
	短线品种	辰州矿业	黄金	32.0	买入
	中线品种	包钢稀土	低碳概念	38.0	买入
	短线品种	厦门钨业	低碳概念	31.0	买入
着眼于2010年1季度，四季度逢大调整可长期建仓品种。具体增持时机，我们将再提示。		吉恩镍业	镍	42.0	
		锡业股份	锡	38.0	
		中金岭南	铅锌	39.9	
		宏达股份	铅锌	28.6	
		江西铜业	铜	55.5	
		云南铜业	铜	41.8	
		中国铝业	铝	25.0	
		中孚实业	铝	-	

数据来源：WIND, 联讯证券投资研究中心

(王文静)

行业研究——煤炭行业

煤炭股投资不确定性中的“确定性”

——煤炭四季度投资策略报告摘要

一、四季度煤炭行业可能遇到的不确定因素

1、从A股市场的系统风险看：四季度不确定性因素较大

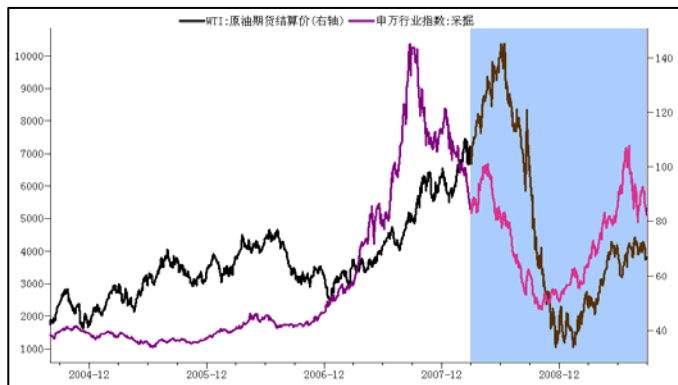
我们在前期发布的《有色金属四季度投资策略——牛气冲天也要谨慎收尾》中分析了目前A股市场上存在系统性风险，这里主要包括流动性减弱、市场扩容以及大小非减持压力等不确定因素，使得股市上升动力较弱缺乏阶段性资金推动。这样一个不确定的环境中，前期涨幅积累过大的煤炭股遭受市场获利卖空的压力较大。

其次，目前市场缺乏一个清晰可持续的投资逻辑。换句话说，上半年市场从3月份开始投资逻辑是从煤炭股的低估值概念-业绩预期-通胀预期概念逐步推进。这个逻辑是由市场对流动性和经济复苏预期所主导的，在上半年完全可以说的通。但是，8月份释放的部分经济数据显示出流动性趋紧，经济复苏进程并不如预期中那么快以及真正通胀的到来仍需时日，这种尚不明朗经济背景使得上半年的投资逻辑无以为继。市场需要新的主题延续上半年的投资热情，煤炭板块也需要新的数据去验证经济复苏的可持续性，以及作为强周期行业煤炭板块产业面的趋势向好。

2、从商品价格影响看：一定程度上受制于国际油价、国际煤炭价格的波动

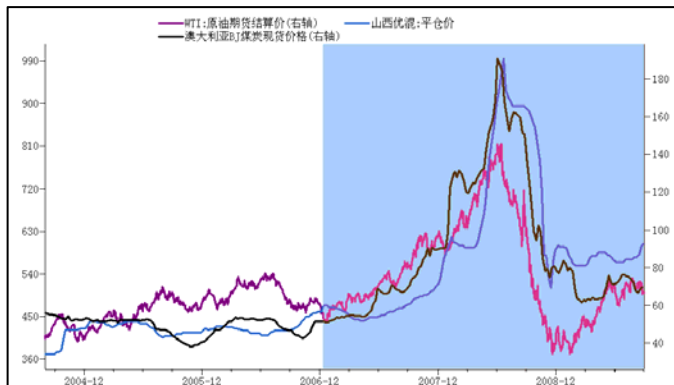
煤炭作为亚洲地区的主要能源消费产品，中国主导了亚太地区的煤炭的供给和需求。因此，国内煤炭价格主要定价权取决于国内供需双方的博弈，这与大部分资源价格受制于海外市场不同。但是作为大宗商品，煤炭仍具有一定的金融属性，国际大宗商品价格的波动性也会影响到国内煤炭价格的波动。目前，全球对低碳经济、节能减排的提倡，使得煤炭与石油的替代效应加强，国际石油价格的波动一定程度将会影响到国内煤炭价格。另外，A股市场上的煤炭股投资者也仿效有色金属股的趋势投资交易，以国际商品价格波动来把握资源股的操作。我们可以从国际油价与煤炭指数走势相关性发现这种趋势。因此，基于这种交易策略来看，如果四季度国际石油价格、煤炭价格出现较大的波动，一定程度上会影响煤炭股的短线投资机会。

图表 1 国际油价与国内煤炭指数对比



数据来源：WIND，联讯证券投资研究中心

图表 2 国际油价与国内煤炭价格对比



数据来源：WIND，联讯证券投资研究中心

从目前的数据来看，商品价格在四季度面临供需格局偏弱，同时影响到商品价格的其他因素，如美元目前正处于较为尴尬的时期。多国政府正试图削弱美元在商品价格的主导货币性地位，这表明一旦真正操作起来，美元对商品价格的波动影响将减弱。但事实上，美元作为全球主要结算货币地位并不如我们想象的脆弱，在这样一个尴尬的时期，美国政府、美联储会不会实施一些特别举措来挽救美元的颓势这很难预料。因此，四季度商品价格的不确定性较大。

我们单看石油价格，投机资金、美元、地缘政治（海湾地区）、供需结构以及黄金价格这些综合因素决定石油价格的走向。进入三季度石油价格一直在 70 美元/桶上下震荡，近期伊朗问题使得石油价格自 65 美元重回 70 美元/桶附近。目前来看需求已逐渐回暖，供给在受到如地缘政治以及飓风影响下出现阶段性的供给短缺预期。在供需面向好的情况下，美元指数成了石油价格的一大不确定影响因素。未来四季度，石油价格在 60-80 美元/桶之间波动的几率较大且波动频繁，煤炭股的短线投资面临较大的风险。

二、面对 2010 年 1 季度，煤炭股不确定性中的“确定性”

1、两种假设下，煤炭行业 2010 年 1 季度投资机会存在确定性

国内外 8 月份的经济数据显示出经济复苏进入一个瓶颈，我们也可称为复苏平台期，各项指标显示出环比增速趋缓，9、10 月份数据很可能也是如此。三季度经济数据出台，将为管理层今年四季度乃至 2010 年上半年的财政政策以及货币政策提供一个决策背景。我们可以做这样的设想，如果数据显示实体复苏正在突破一个平台，有望在复苏期之后进入持续经济增长期。那么实体需求真实回升，作用在产业面将使得煤炭行业趋势向好，业绩进一步提升，产业并购加快。无论从估值水平还是主题投资方面煤炭板块都可以获得一定的市场溢价。

另一种假设，即三季度经济数据并不如预期中好，或者说统计数字上的复苏并没有反映实体中的复苏。国际甚至于国内经济都可能面临着“二次探底”，如果这种可能成为现实，何时重新回归经济复苏通道实在难以预料。因此，在面临“可能的二次探底”之前，各国政府尤其是中国很可能将不遗余力再次推行经济刺激计划。以上半年的政策逻辑和具体效果来看，拉动房地产投资与建设仍将是未来可能的刺激方向。因此，2009 年 4 季度将是一个观察期，如果有二次刺激计划，那么时点很可能在四季度末至 2010 年 1 季

度初期。

在两种假设下，可以预期 2010 年仍具备一波行情，强周期行业煤炭板块存在较大的估值提升空间。而目前四季度所有的不确定因素都可理解为下一波行情筑底。尤其是 1-3 季度上涨幅度较大的煤炭股在四季度可以通过箱体震荡，消化宏观层面及微观层面的风险。

2、供给侧看：煤炭产业整合必将改变 2009-2011 年的煤炭供求格局

2009 年前三几个季度，山西、河南等主要产煤大省主导的“国进民退”、“关闭小煤矿”的产业整合深刻影响了全年的煤炭供给，起到了稳定全国煤炭价格的作用。从今年以来山西省煤炭生产情况来看，整合政策对小煤矿生产影响巨大。数据显示，2009 年 1-7 月，主要煤炭调出省山西、河南产量同比下滑明显，分同比增长分别为-16.8%和-8.59%。继山西、河南主动性收缩产量之后，产煤大省内蒙古也在 8 月份开始主动控制产量。另外，近期神华、同煤及中煤三大集团联手提价一定程度上也达到控制供给与提振价格的效果。通过以山西为首的产煤大省积极实施整合政策，资源向优势国有企业集中，加速落后产能关闭，未来两三年国内煤炭供需将从局面性平衡到全局性平衡。

3、需求侧看：稳定与回暖成为 2009 年四季度及 2010 年 1 季度确定性因素

未来两个季度影响需求层面的因素未发生根本变化，稳定与回暖仍是主基调。电煤需求已显示拐点，冬季储煤高峰来临后，很可能进入需求加速上升的阶段。炼焦煤需求方面，由于房地产投资带动的钢铁需求超预期，全年焦煤需求将保持旺盛。同时，海外粗钢进入回升通道，补库存需求将在四季度中后期提升国际焦煤需求及价格。无烟煤在四季度中后期将面临化肥生产的旺季，对无烟煤价格有较大的支撑。

三、为明年 1 季度，今年四季度后期中线建仓煤炭股

1、震荡中提升煤炭股的安全边际

从横向比较而言，煤炭股为强周期行业中估值最低。前三季度上涨使得强周期行业估值水平显著回升，对于有色金属、化工、钢铁等强周期行业，煤炭股以其较好的业绩消化了部分估值压力，具有较大的安全边际。从纵向比较来看，煤炭股目前的动态市盈率水平处于历史上平均水平的下方区间。从市场整体看，当前的估值相对于整个市场而言估值水平是合理。四季度可能出现的震荡行情将逐步提升煤炭股的安全边际。

2、为了明年 1 季度，今年四季度后期中线建仓煤炭股

我们前文中分析了煤炭板块面临的不确定性和确定性。从投资策略看，四季度的不确定性较为煤炭股带来较大的短线投资风险，对于中线投资者而言这是极佳的建仓机会。明年 1 季度的确定性将为煤炭股投资者带来较大的回报。从产业面看，基于供给稳定和国内下游行业在今年四季度及明年 1 季度走势逐步明朗的判断我们看好中长期煤炭价格，关注价格稳定且产量增长确定同时具有一定估值优势的企业如中国神华、西山煤电、潞安环能及兰花科创，短线上关注资产注入预期较确定的公司如开滦股份及国阳新能。

图表 3 四季度煤炭股票池

投资组合	公司	煤种	12个月目标价	评级
中线品种	西山煤电	炼焦煤	51.6	买入
短线品种	金牛能源	炼焦煤	48.2	买入
短线品种	平煤股份	炼焦煤	46.8	买入
中线品种	中国神华	动力煤	53.4	买入
短线品种	大同煤业	动力煤	53.6	买入
中线品种	潞安环能	喷吹煤	57.9	买入
短线品种	国阳新能	喷吹煤	50.8	买入
中线品种	兰花科创	煤炭+化工	54.3	买入
短线品种	神火股份	煤炭+铝	50.0	买入
短线品种	开滦股份	炼焦煤+焦炭	33.7	买入

(王文静)

行业研究——钢铁行业

四季度仍可介入 ——钢铁行业四季度投资策略

一、钢材价格：9月份钢材价格继续低位震荡，形成阶段性底部之后，四季度有望走升。

1、9月份钢材价格上涨动力不足

1) 产量数据：供给压力增大，尤其在下游需求放缓或推迟的情况下。2) 进出口数据：出口态势正逐渐好转，主要源于境内外价差扩大，中国钢材具备一定的价格优势；境外需求有所好转，但长期仍存在不确定性，因此中国钢材出口状况不确定性也较大。但我们可以初步判断，出口最坏时期已经过去。3) 库存数据：这部分数据传递出的信息最不乐观，钢厂、经销商、社会库存均明显上升，去库存压力增大。4) 下游需求数据：下游行业仍在回暖之中，但从钢铁行业 PMI 分类指数看，下游需求有放缓或者推迟的迹象。

2、后期钢材价格跌势趋缓，下跌空间缩小

从各钢材品种毛利看，基本上又回到了亏损边缘。在成本线附近，钢厂可能会有减产，供给端压力减小。同时，国内即将进入钢材需求旺季，料钢材价格跌势趋缓，下跌空间缩小。

二、投资建议：四季度仍可再次介入钢铁股：

1、四季度钢材价格有望回升，钢铁股将再现趋势性投资机会

预计9月份钢材价格会在去库存压力下继续低位徘徊，但进入四季度后，去库存化将接近尾声，钢材价格走升阻力逐渐消失。未来，随着下游需求释放、钢铁行业可能采取的减产措施等等，钢材价格有望探底回升。

2、四季度将公布钢铁上市公司三季报，三季度扭亏为盈成为大概率事件

三季度，尽管8月份钢材市场价格下跌、9月份仍有可能低位徘徊，但厂家的出厂价格其实是不断上调的，因此我们预计三季度扭亏为盈成为大概率事件。

3、钢铁股估值正向合理区间靠近

经过近一个月的调整，钢铁股前期较高的估值风险正在逐步释放，以PB计，目前全部A股/钢铁板块之值在1.7附近，正向合理区间靠近。

三、风险提示

- 1、大盘下跌带来的系统性风险增大；
- 2、行业基本面恶化；
- 3、信贷紧缩导致流动性紧张；
- 4、国际及国内经济继续恶化。

图表 1 钢铁股股票池

股票名称	09EPS	评级	3-6个月目标价
三钢闽光	0.45	买入	23-25
莱钢股份	0.29	买入	18
八一钢铁	0.42	买入	16.5
宝钢股份	0.31	买入	11-13
鞍钢股份	0.33	买入	20
济南钢铁	0.27	买入	8.5
唐钢股份	0.37	买入	13
华菱钢铁	0.27	买入	12
马钢股份	0.16	买入	8.5
酒钢宏兴	0.39	买入	20
武钢股份	0.62	买入	14
新兴铸管	0.7	买入	18

数据来源：WIND，联讯证券投资研究中心

（纪键）

行业研究——医药行业

利用优势，把握个股行情 ——四季度医药行业投资策略

四季度医药行业的投资思路，主要通过比较医药板块目前所具备的优劣势来寻找。

一、劣势：估值优势减弱，高估值修复压力下医药板块难有整体表现

按天相统计口径，2009年1-9月25日，医药行业指数累计涨幅61.35%，同期上证指数和中证流通指数涨幅分别为54.88%和70.53%，医药指数超越上证指数，但跑输中证流通指数。整体上，医药板块同步于大盘。分月度看，上半年医药板块跑输大盘，前三季度之所以能够与大盘基本同步，主要是9月份生物制品类股票上涨所带动。

9月生物制品的上涨，使得医药板块估值优势减弱，至9月25日，医药板块同大盘溢价率已经超过了2004年以来的平均水平，处于6年来相对高点。医药板块面临估值修复的压力。

二、医药板块目前优势：利于行业发展的政策、事件较多，为个股提供了表现机会

前文，我们认为目前医药板块劣势主要是估值较高，将妨碍医药板块整体启动。但是，这部分的优势分析中我们会发现，虽然医药股整体启动行情难现，但其所具有的优势会使板块内出现分化，个股行情精彩。

1、优势之一：A股市场震荡整理，凸显医药板块防御能力

医药板块的防御性虽是老生常谈，但在目前的市场环境下，其实正是其获得资金关注的关键基础和最主要的理由。

2、优势之二：新医改进行时——基本药物目录扩展、药品定价

（1）药品定价

据媒体报道，零售指导价、相关配套文件，在2009年年底之前都会陆续出台，意味着基本药物制度实施启动。过程中，药品定价成为核心。此处定价分为两部分，一是基本药物零售指导价出台之后影响药品的市场价，二是基本药物制度实施之后，在各地招标采购过程中确定的价格，这会直接影响到药品的出厂价。但药品定价背后，其实就是纳入基本药物目录的药品降价。能够防御降价冲击的，首先是独家进入基本药物目录的产品，其次是大型普药龙头。药品定价的启动，给这两类股票创造了相应的投资机会。

（2）基本药物目录扩展

8 月份公布的是基本药物目录的基层版，作为完整的基本药物目录，除基层版外，还有扩展版及其他部分，收纳主要的抗肿瘤药、胰岛素等。基本药物目录扩展版有望于 11 月份面世，将催生一些抗肿瘤药物生产企业的投资机会，比如恒瑞医药、海正药业等等。

3、优势之三：行业内重组大幕拉开

主要关注国药集团对医药资产的整合。国药集团同中生集团的联合重组，最大的受益者我们认为天坛生物，因为两家联合重组，将加快原中生集团下辖优质资产整合进天坛生物的进程。另外一个值得关注的就是现代制药，市场预期国药集团将入主医药工业研究院，现代制药恰恰是上海医工院旗下的上市公司。

4、优势之四：苦中作乐，甲流疫情给相关品种提供了表现机会

9 月初至今，疫苗类股票已经有很不错的表现。四季度我们预计甲流疫情发展态势依然不乐观，因为（1）四季度恰逢十一黄金周，人员流动压力大，增大了甲流传播和感染的几率；而且甲流已经有了从城市向农村转移的迹象，防控难度进一步增大。（2）四季度恰逢秋冬，为流感多发季；（3）疫苗类品种效果怎样，仍存在不确定性。

在这样的环境配合下，“甲流股”仍有表现的机会。从品种上看，9 月份，疫苗类已经很风光，短期估值较高，面临调整风险；同期，甲流相关的诊断、检测试剂、仪器类股票涨势稍弱，后期存在补涨的要求。

5、优势之五：原料药价格上涨

从近一个月的情况看，受消费旺季来临以及寡头意愿一致推动，VE 价格持续上涨，月内累计涨幅超过 10%；四季度，在消费旺季带动下，在各主要厂商停产检修，以及一致联合提价行为影响下，VE 价格仍有望上涨；VC 方面，量价继续保持高位稳定，预计后市，只要厂商之间保持稳定一致的联盟，价格仍有望高位运行。继续关注浙江医药、新和成、东北制药、华北制药。

三、投资建议：认准优势，把握个股行情

通过上述分析，我们可以得出四季度投资医药股的思路：

- 1、不奢望医药股整体启动，重在把握个股行情
- 2、从医药板块优势出发，挑选有潜力个股：

- （1）新医改进行时，首要关注独家进入基本药物目录品种，其次为即将入选扩展版的抗肿瘤类药物，再次为普药龙头。首选股票：天士力、中新药业；其次为云南白药、千金药业、恒瑞医药
- （2）行业重组中，重点关注天坛生物，其次为现代制药
- （3）甲流题材中，重点关注天坛生物、华兰生物，其次为达安基因，科华生物
- （4）化学药中，重点关注浙江医药、新和成，其次为东北制药、华北制药。

图表 1 四季度医药行业股票池

代码	股票名称	所属子行业	3-6个月目标价（元）	评级
600535	天士力	中药	22.5	增持
600329	中新药业	中药	23-25	增持
600216	浙江医药	化学原料药	31-35	增持
002001	新和成	化学原料药	45-50	增持
000597	东北制药	化学原料药	26-30	买入
600812	华北制药	化学原料药	9.7-12	买入
600161	天坛生物	生物制品	28-33	增持
002007	华兰生物	生物制品	55-60	增持
600529	山东药玻	医疗器械	15.6-18	买入
600055	万东医疗	医疗器械	11.5	买入
002223	鱼跃医疗	医疗器械	30	买入
600587	新华医疗	医疗器械	14.5-16	买入

数据来源：天相，WIND，联讯证券投资研究中心

四、风险提示

大盘继续下跌，市场系统性风险进一步增大；目录内药品降价幅度超出预期；原料药价格大幅走低。

（纪键）

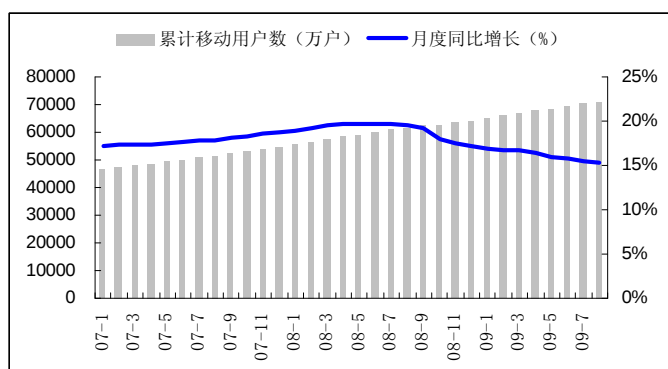
行业研究——通信设备

投资结构调整下的机会 ——四季度通信业投资策略

一、移动用户数增速放缓，宽带用户增速保持较快增长

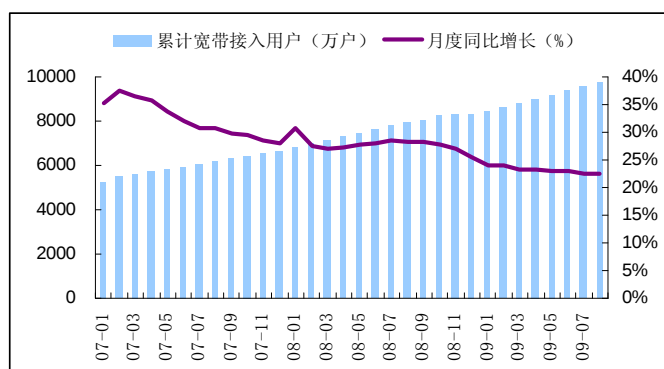
截至到2009年8月，我国移动用户数累计到达7.1亿户，同比增长15.3%（图表1）。如果按全国人口13.3亿人计算，其中0-14岁的少年和80岁以上的老人占总人口大约20%的比例。假设这20%的人口为非“有效”移动用户，那么全国有效移动用户容量为10.6亿人。理想状态下，未来移动用户增长还有30%-50%的增长空间，趋近饱和。

图表1 累计移动用户数



数据来源：WIND，联讯证券投资研究中心

图表2 累计宽带接入用户数



数据来源：WIND，联讯证券投资研究中心

截至到2009年8月，中国宽带接入用户数累计达到9700万户（图表2），月度同比增长保持在22%以上。如果按一家7口人（4个老人1个孩子1对夫妇）计算，全国宽带接入用户的总容量为1.9亿户。也就是说宽带接入市场至少还有70%-90%的增长空间，与移动用户市场相比，其发展潜力更为巨大！

二、四季度投资结构调整下带来的机会

1、3G市场将在四季度全面启动

目前3G用户数总共273.8万左右：中国移动108.8万、中国电信130万，试商用的中国联通用户35万左右。然而，3G市场全面启动取决于两个关键因素：高速全面的3G网络和多元化的3G终端。由于中国移动和中国电信在3G终端上的不成熟，导致3G市场迟迟不能全面启动。而消费者也处于观望阶段，等待中国联通WCDMA的全面正式商用。

目前GSM（2.5G）的使用用户总数约为6.4亿户，其中包括中国移动的5亿用户，联通的1.4亿用户。如果中国联通能在价格和产品内容上，提供有别于中国移动GSM的“差异服务”，那么中国移动的GSM用户

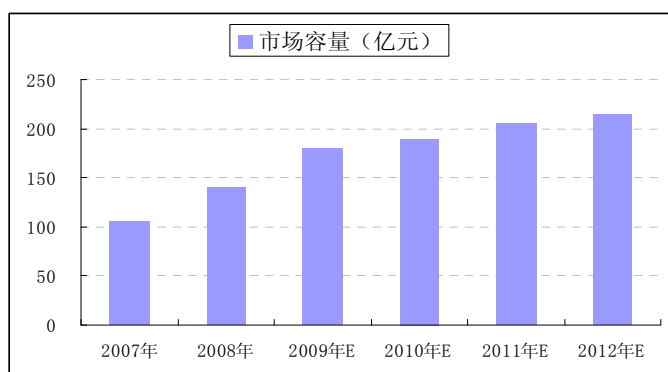
将逐渐流失，转而成为联通的 3G 用户。今年 8 月份中国联通宣布与苹果公司战略合作，独家代理苹果手机 3 年。苹果公司放弃与运营商分成的合作模式，而采用每部苹果手机补贴 2000 人民币的方式，这无疑是中国联通捡了个“大便宜”。中国联通宣布首次将代理 500 万部苹果手机，以苹果手机在全球市场的销售状况来看，我们认为联通将在 09 年 4 季度和 10 年 1 季度销售完毕。加上其他主流品牌的手机：诺基亚，三星，摩托罗拉，索爱等，预计第四季度中国联通的 3G 用户将达到 300-400 万户，占整个 3G 市场的五成左右。

2、FTTx 驱动光通信业高速增长

目前我国还是以 DSL 为主要的宽带接入方式，用户占比达 64.6%，而 FTTX 用户渗透率仅为 1.3%。DSL 接入存在的问题是：铜缆时间久后容易老化，影响数据传输质量。另外铜缆承载量最多为 2M，已不能满足网络视频，P2P 等高速传输的互联网业务，而光纤的承载量可以达到上百兆，因此铜退光进是大势所趋。此外，随着技术的不断成熟，以及运营商对 FTTx 设备的集中采购，FTTx 的建设成本已大幅降低，使得光纤接入的优势将愈加明显。我们认为未来选择 FTTX 的用户将保持 30%-50% 的高速增长。

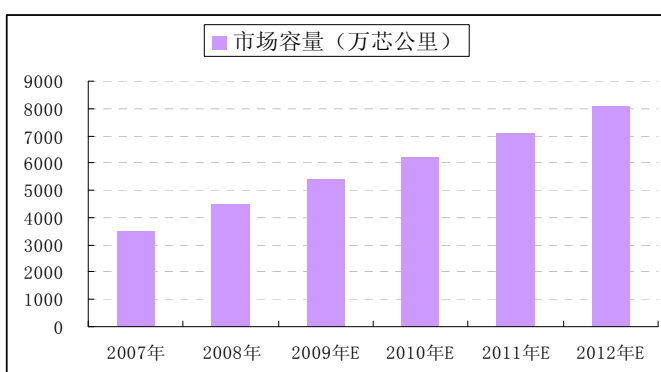
据统计 2008 年中国光传输设备市场规模已经达到 133 亿元，同比上升 27%，根据 3G 网络投资和 FTTH 扩张的规模判断，我们认为 2009 年中国光传输设备市场有望达到 30% 的增长（图表 3）。光纤市场方面，2007 年为 3500 万芯公里左右，2008 年中国的光纤需求量超过 4500 万芯公里，2009 年作为光通信建设的高峰时期，我们认为中国光纤光缆的需求将保持 20% 左右的增长速度（图表 4）。与光纤光缆相比，光传输/接入系统因为存在技术壁垒，市场进入门槛较高，因此国内光通信的系统设备市场基本由华为，中兴和烽火三家垄断，垄断的市场份额高达 90%。

图表3 中国光传输设备市场容量



数据来源：公司报告，联讯证券投资研究中心

图表4 中国光纤光缆市场容量



数据来源：公司报告，联讯证券投资研究中心

三、重点关注股票

1、中国联通

公司于 8 月 28 日与苹果公司就未来三年内与 iPhone 手机合作销售达成协议，并将于今年第四季度在中国大陆市场推出 iPhone 手机。预计到 2010 年 9 月，iPhone 在中国的销量有望超过 300 万部，占 iPhone 全球销量的 1/10。我们预计在 3G 业务的拉动下，联通下半年移动业务收入有望达到 400 亿元，环比增长

10%左右。宽带业务方面，中国联通最近启动了 100 亿元宽带升级提速工程，在全国范围内推进 FTTx 项目建设。届时公司 4M 带宽覆盖率有望达到 85%，北方十省的覆盖率将达到 95%。宽带升级一方面能大幅提升原有的宽带用户结构比例，收入相对应也将大幅增长。在优质的宽带网络基础上公司新增宽带用户数将保持原有的快速增长，也为未来产品升级和多样化的增值服务打下基础。

2、中兴通讯

公司受益于国内 3G 投资建设，以及金融危机对海外老牌设备商的打击，使得公司在海外市场，特别是新兴国家的市场份额大幅提升。从国内市场来看，公司在三种 3G 标准的无线设备上都有很好的市场份额，3G 在国内综合市场占有率排名第一，这将带动公司配套的传输、数据、电源以及业务等产品的进入。从海外市场来看，公司的主设备产品，如 WCDMA、GSM 等产品在跨国运营商突破已是为时不远，随着这些主流运营商的进入，公司在海外的收入有望成倍增长。手机终端方面，国内市场上中兴三种 3G 制式的手机均有较好市场前景。在电信 CDMA 手机招标及移动 TD 手机招标中，中兴都获得了不错的成绩，优势地位可以保持，未来两年 3G 手机可能会成为公司业绩超预期的机会点。

3、烽火通信

烽火背靠武汉邮科院，产品线覆盖光网络设备、光接入设备、光纤光缆和数据网络安全产品等，具有一定的研发优势。光传输网络未来面临大量增量需求，考虑到国内 3G 大规模建设刚刚起步，未来大规模的 3G 无线基站都需要配置相应的传输设备，这本身就是一个很大的增量。公司在主流 EPON 产品上有很强的技术积累，在近期招标中获得了较大市场份额，拟定向增发募投项目中亦将大大增加 EPON 产品的自供能力。光纤光缆业务光纤光缆方面，公司亦拥有很强的生产能力，是国内仅次于长飞的第二大光纤光缆厂商。09 年受益行业需求爆发，公司产品亦享受量价齐升的局面。

代码	公司	子行业	EPS			9月29日	6个月	评级
			2008	2009E	2010E	收盘价(元)	目标价(元)	
600050	中国联通	电信运营商	0.93	0.28	0.31	6.45	9.2	增持
002093	国脉科技	系统运维	0.29	0.42	0.59	13.49	15.5	持有
000063	中兴通讯	主系统设备	1.24	1.65	2.06	36.90	50.0	增持
600498	烽火通信	光通信, 设备	0.43	0.58	0.72	19.16	23.2	增持
002194	武汉凡谷	辅助设备	0.77	0.95	1.17	15.82	16.7	持有
002179	中航光电	光/电连接器	0.63	0.78	0.98	17.16	15.8	持有
600522	中天科技	光通信, 缆线	0.54	0.70	0.90	21.19	21.9	持有

数据来源：WIND，联讯证券投资研究中心

四、风险提示

系统性风险：由于未来对宏观政策的不确定性，市场可能会选择宽幅震荡。

(韩旭)

行业研究——家电行业

多方因素推动家电行业成长

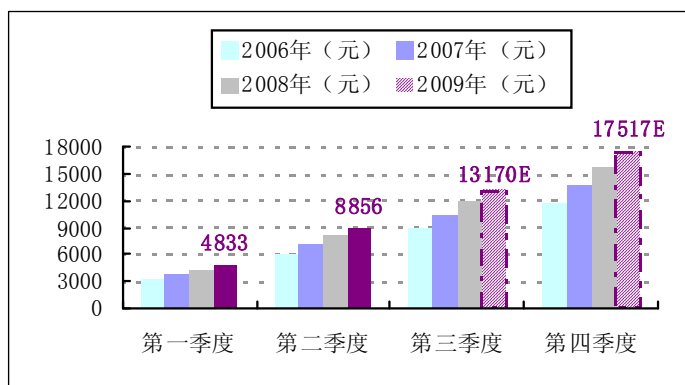
——四季度家电业投资策略

一、经济复苏与房地产回暖是“充分条件”

1、居民收入提高为市场带来流动性

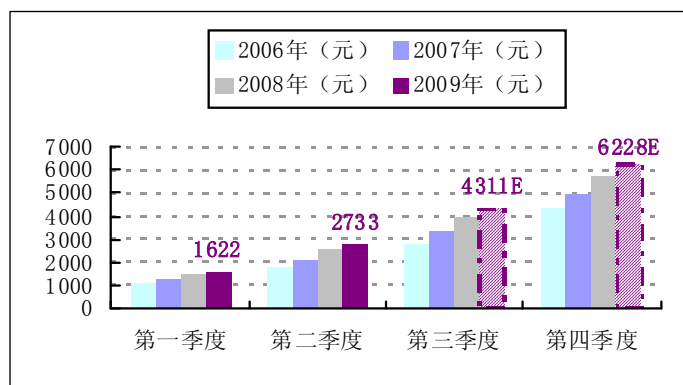
从国家统计局公布的城镇/农村居民可支配收入来看，季度累计收入较以往3年均保持稳定增长（图表1，图表2）。而截至今年7月消费品价格指数一直保持着负增长，居民收入保持着稳定增长，但商品价格却有所下降，变相说明人们的口袋有钱了，这也为家电市场带来了充分的流动性。

图表1 城镇居民人均可支配收入



数据来源：国家统计局, 联讯证券投资研究中心

图表2 农村居民人均可支配收入

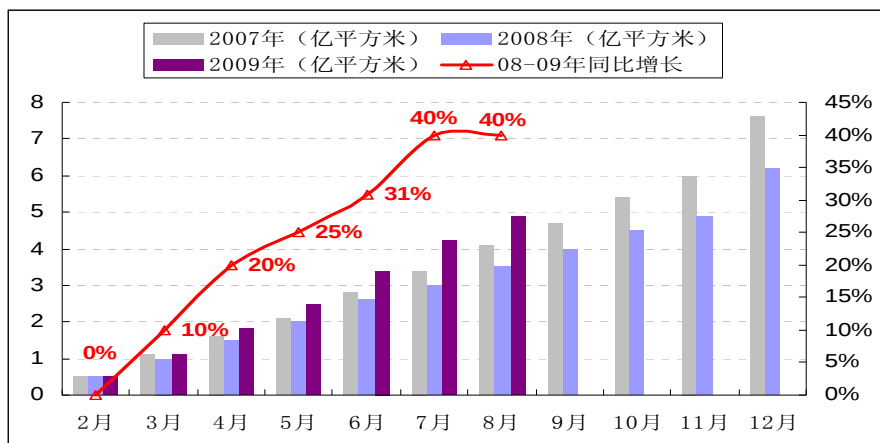


数据来源：国家统计局, 联讯证券投资研究中心

2、房地产回暖为家电市场扩容

国家统计局的数据显示，自1999年起10年间，城镇百户家庭家电普及率趋于饱和，并且增速大幅放缓。以彩电为例百户城镇家庭普及率在2003年超过130%。如果中国家电市场仅靠旧家电更新换代的需求，而得不到有效扩容的话，产业很难有所发展。而今年上半年，中国火爆的房地产业恰恰为家电市场扩容起到重要作用。

图表3 全国商品房销售面积（年度累计）



数据来源：WIND，联讯证券投资研究中心

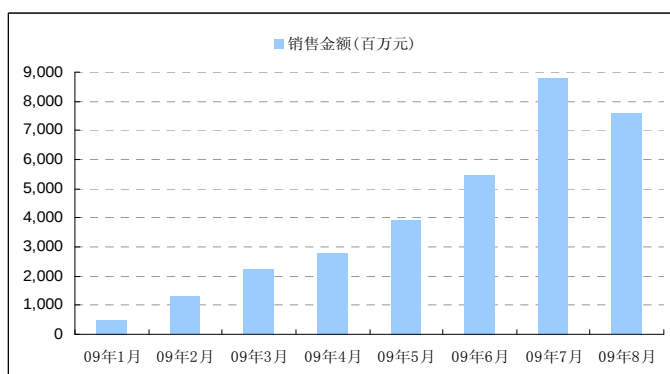
如果把家电市场比作一个木桶，居民收入比作水，在市场饱和的情况下就算有水也无法注入。而房地产业就好比木板，发展地产业就好象变相将木桶扩容。在居民收入充裕的条件下，木桶（家电市场）才能注入更多的水。因此，我们认为居民收入增长和房地产业回暖是家电产业发展的充分条件，但不具有明显的必然性。而真正能影响人们往桶里注水，注多少水的是，扩大内需刺激消费的政策。

二、扩大内需的政策是产业发展“必要条件”

1、“家电下乡”青岛海尔成最大赢家

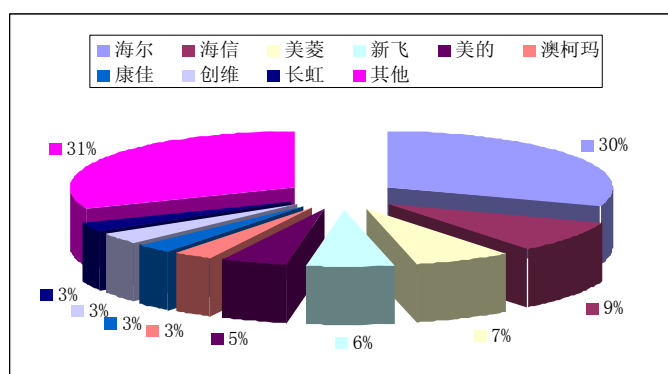
根据家电下乡网公布的最新数据，自今年年初起，家电下乡月度销售额持续保持快速增长（图表4）。如果将家电下乡的销售额按企业分类排序，青岛海尔1-6月的累计销售额为49.15亿元，占总销售额的30%（图表5），同时也占公司中期营业收入的30%。由此可见，家电下乡在发展初期，对整个家电市场的影响力较为有限，但是市场集中度明显倾向于国内的几个龙头企业，青岛海尔明显成为本轮政策最大的赢家。

图表4 家电下乡月度销售额



数据来源：家电下乡网，联讯证券投资研究中心

图表5 家电下乡企业分类占比（销售额）



数据来源：家电下乡网，联讯证券投资研究中心

2、“以旧换新”彩电更新需求强劲

如果说“家电下乡”刺激了农村人口的消费热潮，那么家电“以旧换新”政策又一次引爆了城市居民

对家电产品升级的需求。国家统计局的数据显示,自1999年起城镇居民家电普及率已趋于饱和,增速大幅放缓。冰箱、洗衣机、彩电等家电目前已经进入更新换代的阶段,而未来每年更新换代的需求将远远超过新增的购买需求。配合目前的家电“以旧换新”政策以及“十一黄金周”的催化,下半年城镇家电市场的销售需求将得到集中释放。

据新华网报道,北京自启动家电以旧换新工作以来,一周内15家家电销售企业共销售新家电2112台。参与以旧换新的各类家电所占比例分别为:电视机46%、冰箱17%、电脑和洗衣机各占14%、空调9%。从北京,上海,长沙等地区的销售情况来看,彩电的更换需求最为强劲。这表明城镇居民更注重生活享受与改善,而彩电的技术发展和产品更新也远远快于其他类家电。根据这一明显的消费倾向,我们认为在第四季度彩电业将成为家电业增长亮点。

三、重点关注股票

1、青岛海尔

公司09年上半年实现营业收入163.5亿元,同比下降了11.7%,主要由于外围经济持续走弱、出口萎缩等因素影响。但是实现净利润6.65亿元,同比增长21.3%,主要由于原材料价格大幅下降,公司经营成本得到有效控制,综合毛利率得到提升。在报告期内,公司通过“家电下乡”的政策机会,积极拓展农村市场。据家电下乡网统计,公司1-6月家电下乡累计销售额达到49.15亿元,占整个家电下乡总额的30%,同时也占公司营业收入的30%。随着“家电下乡”政策的不断深入,以及中国出口复苏,公司下半年收入有望同比正增长。

2、海信电器

公司09年上半年,公司实现电视业务收入68.66亿元,同比增长23.79%;实现净利润1.67亿元,同比增长87.90%。主要原因是LCD电视销售同比大幅增加,高毛利率产品占比增加,使得公司的盈利能力大幅提升。另一方面,2008年下半年受经济危机影响,上游面板价格大幅下降,成本下降,毛利率得到提升。下半年公司计划通过非公开发行募集资金15亿元,重点投向液晶电视模组与整机一体化设计制造,新建5条液晶模组一体化生产线和5条LED背光生产线,每年新增模组产能500万台。产品升级以及产能放大,将推动公司下半年的收入增长。

代码	公司	子行业	EPS			9月30日	6个月	评级
			2008	2009E	2010E	收盘价(元)	目标价(元)	
600690	青岛海尔	白色家电	0.57	0.68	0.88	15.59	17	增持
000527	美的电器	白色家电	0.55	0.85	1.03	17.3	18	持有
000651	格力电器	空调	1.68	1.4	1.65	21.8	21	持有
600060	海信电器	白/黑家电	0.46	0.65	0.7	13.67	16	增持
600839	四川长虹	黑色家电	0.02	0.09	0.16	4.66	6	持有

数据来源:WIND, 联讯证券投资研究中心

四、风险提示

1、原材料价格上涨：随着全球经济开始复苏，石油、铜、钢板等主要原材料价格将会出现一定幅度的上涨，原材料价格的持续上涨将增加企业生产成本，降低 ROE 水平。

2、系统性风险：由于对未来宏观政策的不确定性，市场可能会选择宽幅震荡。

（韩旭）

责任编辑：边枫

免责声明：

本报告所采用数据均来源于已公开的资料，我公司力求本报告内容可靠，但对其所引用信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成相关证券买卖的出价或进价的依据，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。在作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。本报告版权为我公司所有，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、发表或引用。

各地营业部一览表

北京外馆东街证券营业部

通讯地址：北京外馆东街 51 号凯景铭座大厦
咨询电话：010-64408900、64408901、64408902
委托电话：010-64408488
深圳席位号：233900
邮政编码：100011

北京西直门北大街证券营业部

通讯地址：北京西直门北大街 42 号节能大厦
咨询电话：010-62271748、62271749、62271750
委托电话：010-62233355
深圳席位号：233900
邮政编码：100082

上海长宁路证券营业部

通讯地址：上海市长宁路 1200 号
咨询电话：021-52418801
委托电话：021-32224700
深圳席位号：233900
邮政编码：200051

南通工农路证券营业部

通讯地址：南通市工农路 245 号 邮政编码：226007
咨询电话：0513-83586518
委托电话：83588888
深圳席位号：233900
总机：0513-83578888

惠州下埔路证券营业部

通讯地址：广东惠州市下埔路 14 号
咨询电话：0752-2119399、2119389
委托电话：0752-2107666
深圳席位号：233900
邮政编码：516001

惠州江北证券营业部

通讯地址：广东省惠州市江北中心区云山路双子座
星国际商务大厦 B 座二楼
咨询电话：0752-2896906
委托电话：0752-2107666
邮政编码：516003

惠州麦地南路证券营业部

通讯地址：广东省惠州市麦地南路华侨新村 F 栋
咨询电话：0752-2380000、2380001
委托电话：0752-2277111
深圳席位号：233900 邮政编码：516001

惠州惠阳体育路证券营业部

通讯地址：广东省惠州市惠阳区淡水镇体育路昶晓大厦
咨询电话：0752-3828300、3828308
委托电话：0752-2277111
邮政编码：516211

沈阳大西路证券营业部

通讯地址：沈阳市沈河区大西路 237 号
咨询电话：024-22940990、22941022
委托电话：024-22943133
深圳席位号：233900 邮政编码：110014

沈阳杨士证券服务部

通讯地址：沈阳市于洪区沈辽路 165 号
咨询电话：024-25282400、25282390
委托电话：024-22943133
邮政编码：110014

成都西月城街证券营业部

通讯地址：成都市西月城街 118 号
咨询电话：028-86275588、86270088
委托电话：028-86632288
深圳席位号：233900
邮政编码：610031



联讯证券
诚信 · 规范 · 创新 · 和谐

(2009 年 10 月 9 日出版)