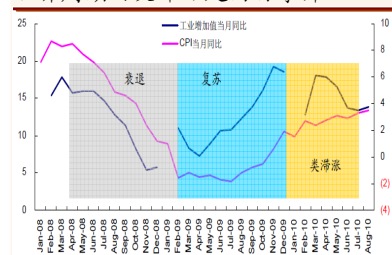


定期报告

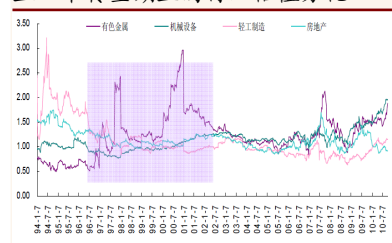
2010年10月10日

A股2010年四季度投资策略
从类滞涨到经济周期再攀升

经济周期由类滞涨走向再攀升



上一个转型期里的行业估值分化


相关报告

- 1、《咬定青山不放松》2010/9/13
- 2、《以不变应万变》2010/9/6
- 3、《从全面反弹到结构分化》2010/8/9
- 4、《复苏退潮 等待转型》2010/6/11

陈文招

 021-58825833
 chenwz@cmschina.com.cn
 S1090208060218

苏舟

 021-68407142
 suzhou@cmschina.com.cn
 S1090210040003

张权

 021-68407937
 zhangquan@cmschina.com.cn
 S1090210050004

经济周期波动正在摆脱类滞涨状态并进入再攀升过程，这为市场和传统周期性行业的反弹创造了较为有利的环境；但经济周期的攀升也孕育了远期内通胀再创新高的风险，行情的空间和持续时间将决定于通胀达到政府容忍上限的进展；建议提高周期性行业的配置，但在中长期内仍保持消费品和战略新兴产业的超配。

- 在中期投资策略报告《复苏退潮等待转型》中，我们指出投资策略的逻辑建立在转型的路径之上：劳动力价格上升—居民收入增长加速—消费加速；另一方面，劳动力价格上升—企业成本上升—产业升级和效率提升。因此，转型期的行业特征将体现为结构性萧条和结构性繁荣，产业轮动很可能向结构性持续分化延展：基础消费和产业升级、战略型新兴产业等有可能持续向好。
- 回过头来看，这种结构性分化特征在三季度得到了充分的体现，但是也造成了大盘股和中下盘估值的持续分化，而如何理解这种结构分化的演变是判断下一阶段市场趋势和投资机会的关键。
- 经济周期的再次攀升与传统行业阶段性反弹。我们认为二季度以来经济回落、通胀上升所组成的类滞涨阶段已经结束，最近的数据显示经济正在进入再次攀升过程，经济的攀升将给传统周期性行业带来反弹的机会，宏观经济环境的改善意味着估值分化可能发生阶段性的收敛。
- 当然，经济周期再次攀升也会孕育远期内通胀再创新高的风险，未来行情的空间和持续时间将取决于通胀攀升至政府容忍上限的进度。
- 三季度的结构分化行情可以概括为：消费品的整体性机会和个别周期性行业的个股机会，这种结构分化是宏观环境和转型背景纠结在一起的产物，而投资风格或者结构分化能否持续最终要得到业绩增长或驱动因素的检验，我们比较各个重点行业后认为：

1) 交运设备、建筑建材、机械设备和电子元器件等中游行业由于盈利增速预期不断上调，未来仍有可能受益于结构性行情，但黑色金属、化工、轻工制造等行业的盈利增速则面临继续下滑的风险；2) 有色金属行业的盈利预期一直处于下调过程中，但受益于国际金属价格上涨以及产业政策等因素；3) 餐饮旅游行业的盈利预期在不断下调，但市场对这种变化的反映并不充分，未来可能面临下行风险；4) 三季度农林牧渔和商业贸易行业的盈利增速预期均有较大幅度的上调，下一步继续上调的空间不大，食品饮料和医药生物行业的盈利增速基本保持稳定，但这些行业仍将受益于市场对通胀趋势和国民收入分配改革的预期；5) 交通运输行业和家电有良好的盈利预期前景却似乎被市场所遗忘，这值得重视。

- 我们建议提高传统周期性行业的配置，但仍保持消费品、战略新兴产业的超配。

正文目录

引言：中期策略思路回顾及其延续	4
一、从类滞涨到周期的再次攀升	5
1、从类滞涨到周期的再次攀升	5
2、经济周期的再次攀升与传统行业阶段性反弹	5
3、经济周期再次攀升的远期风险	6
4、我们对房地产及其产业链的理解	7
三、结构分化的短期收敛与中长期延续	8
1、结构分化的行业和个股特征	8
2、结构性行情的推动因素	10
3、结构性行情的前景	11
四、结论及配置	13

图表目录

图 1: 三季度各行业涨跌幅比较	4
图 2: 类滞涨阶段到小周期上升	5
图 3: 转型过程中不同行业之间的估值趋势变化	6
图 4: 最近两轮食品价格波动周期在 2 年左右	6
图 5: 中国储户通胀预期领先实际通胀两个季度	6
图 6: 房地产投资存温和下滑风险, 极端下滑情形仅在 97 年和 08 年危机阶段出现...	7
图 7: 三季度市场行业表现分化: 消费类行业总体强于周期性行业	8
图 8: 周期类中小盘股涨幅更大	9
图 9: 各行业在结构性行情中的表现	9
图 10: 中小板相对估值已经超出历史波动区间	10
图 11: 投资风格的生命周期	10
图 12: 盈利预期调整与行业表现 (以市值占比衡量)	11
图 13: 通胀预期与行业表现的相关性	11
图 14: 与食品饮料相关性较强的行业	11
图 15: 中游行业盈利预期持续上调	12
图 16: 上游行业盈利难以乐观	12
图 17: 消费类行业盈利上调空间有限	12
图 18: 交通运输与家电是被遗忘的行业	12
表 1: 未来各地区房地产供应量展望	7
表 2: 3 季度优异个股的市值分布	8
表 3: 行业配置建议	13

引言：中期策略思路回顾及其延续

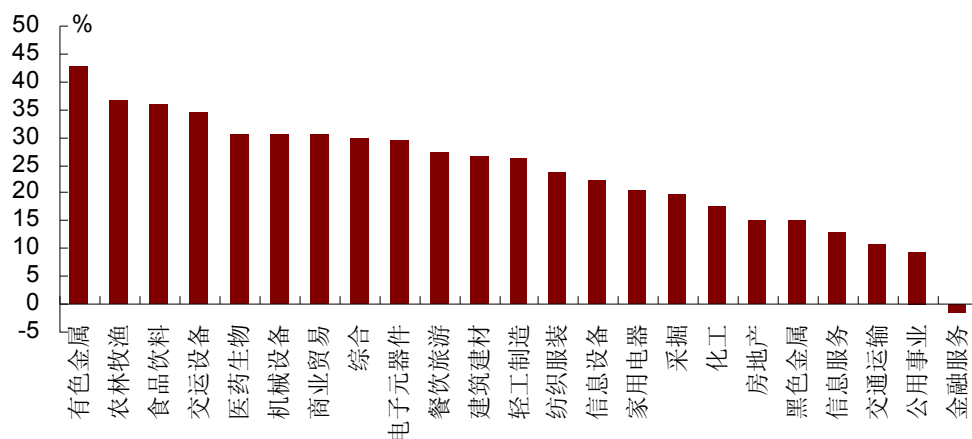
在中期投资策略报告《复苏退潮等待转型》中，我们指出投资策略的理论逻辑基础，即转型的路径：劳动力价格上升—居民收入增长加速—消费加速；另一方面，劳动力价格上升—企业成本上升—产业升级和效率提升。因此，转型期的行业特征将体现为结构性萧条和结构性繁荣。结构性萧条行业通常起因于外需下降、经济繁荣时产能过度扩张、成本压力上升等，这些行业实质上是那些在调结构过程中被抑制的行业；而结构性繁荣行业通常是收入分配制度改善受益的消费品行业或者技术进步较快的行业以及政府支持的新兴产业、产业升级等。

对于市场，我们在报告中指出“下半年若宏观调控政策放松，市场会有反弹但不是反转。上半年是经济见顶回落和通胀回升的类滞胀阶段，股市表现往往不佳；下半年如果宏观政策随着经济和通胀回落而小幅放松，流动性状况会有所改善，市场也会出现反弹，但反转的条件仍需等待。”

对于市场的行业结构表现我们明确指出在下半年市场筑底反弹的情况下，产业轮动将向结构性分化延展。上半年资本市场对医药、TMT、新兴产业的热衷和对传统行业的抛弃既反映了经济周期中的产业轮动规律，又反映了投资者对经济转型期的一种布局和战略性投资选择。我们认为，当周期波动遭遇经济转型，产业轮动很可能向结构性持续分化延展：基础消费和产业升级、战略型新兴产业等有可能持续向好。

回过头来看，尽管三季度市场反弹的来临比我们预期的要快，但总体上而言，市场演化的逻辑过程、尤其是市场的行业表现结构并未超出我们的预计：以消费品、产业升级为代表的中小盘股票在结构上远远战胜了大盘的整体表现，而部分的周期性行业如机械表现亦不错，也并未超出我们在中期策略中明确指出的机器替代人力、提升劳动生产率的思路。

图 1：三季度各行业涨跌幅比较



资料来源：WIND，招商证券研发中心

对于四季度的投资策略报告，关键是如何理解当前的传统行业和消费品、战略新兴产业之间的估值分化，这一问题可以从两个角度看。我们认为，对于传统行业，其决定因素关键在于宏观经济环境，对于后者我们则从投资风格理论角度提供一种理解。

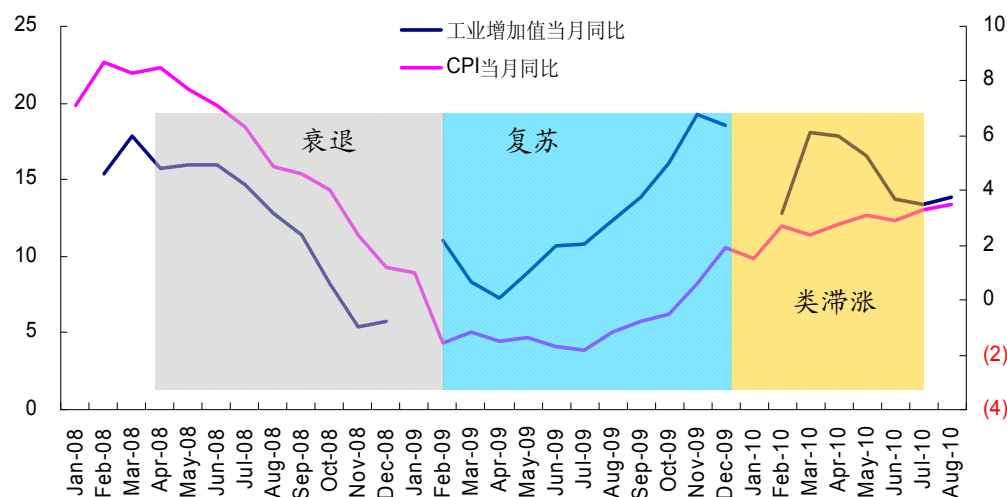
一、从类滞涨到周期的再次攀升

1、从类滞涨到周期的再次攀升

我们一直沿着经济周期波动的脉络、以及经济周期波动所带来的流动性等诸多方面的特征来分析资本市场的演进，虽然某些时候因为逻辑前提的变化会比较突兀（如宏观政策调控的突发性和程度）而超出我们的预期，但从近几年以来的情况看，此逻辑依然在潜移默化主导着股市的波动规律。

站在目前这个时点回过头看，我们可以清楚的看到始于 2009 年的经济复苏过程到来今年的一季度之后明确的演变成了类滞涨状态，这种环境仍是导致二季度市场迅速下跌的重要原因，尽管我们可以在表面上找到很多直接因素如房地产调控、控制通胀预期等。然而，现在结合七八月份的经济数据、以及最近两个月的 PMI 数据看，我们可以大体判断经济周期的波动正在走出类滞涨，而再次进入经济周期的攀升。

图 2：类滞涨阶段到小周期上升



资料来源：招商证券研发中心

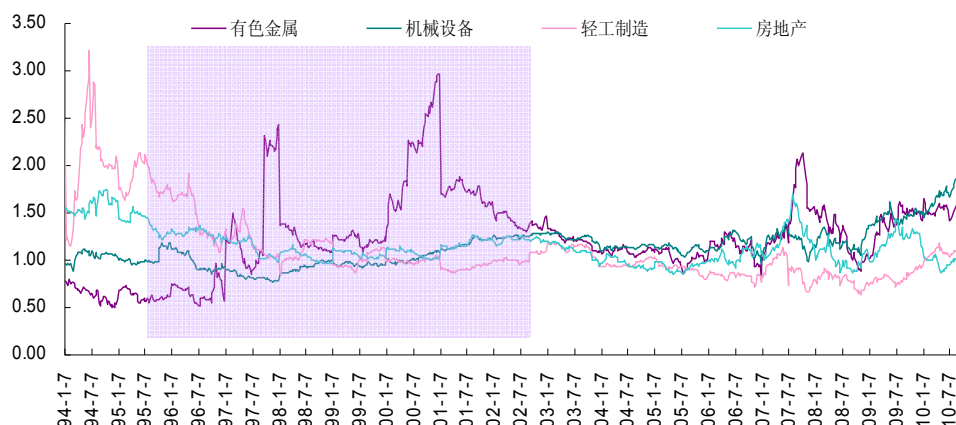
也就是说，短期内经济从小周期滞涨过渡到小周期上升也意味着从二季度以来经济增速回落、通胀攀升所主导的类滞涨状态正在告一段落，而进入经济企稳反弹、通胀略微回落的组合阶段。主要体现在：其一，7、8 月份工业增加值等决定宏观经济趋势的数据开始企稳反弹；其二，去库存周期最激烈的阶段正在接近尾声；其三，过渡刺激经济的后遗症，诸如高房价、高通胀以及经济回落已在三季度集中显现。

2、经济周期的再次攀升与传统行业阶段性反弹

从经济趋势上看，经济的同比低点将在明年 1 季度出现，因此，未来我们能看到的局面是，4 季度宏观经济开始企稳，明年 1 季度后开始新一轮小周期的上升。

相应的对于传统周期性行业而言，我们认为随着经济波动的见底回升，将迎来相应的投资机会，但是，经济的回升总体仍延续了经济转型期的宏观波动特征，未来经济反弹的高度在经济增速上并不能与 05-07 年相提并论，而且经济转型的总体思路方向并没有改变，因此，我们认为比较适合将未来一阶段的周期性行业反弹界定为估值修复。

图 3: 转型过程中不同行业之间的估值趋势变化



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

3、经济周期再次攀升的远期风险

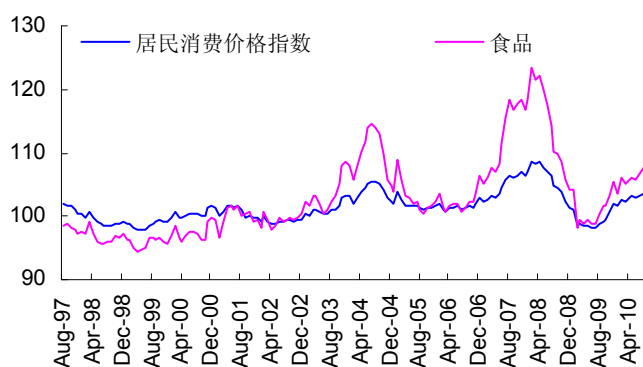
如上所述, 当经济波动从类滞涨走向再次攀升的背景下, 市场也已进入筑底反弹过程。这一过程是以流动性的释放作为市场的识别标志而展开的, 在四季度通胀阶段性回调整固的背景下, 会使经济环境呈现出经济反弹、通胀回落的有利格局, 所以市场四季度向上展开突破是大概率。

然而, 这并不意味着经济和市场远期的风险已得到全面化解, 事实上, 未来的逻辑演化过程很简单明了: 如果经济再次进入攀升过程, 那么远期的风险就在于通胀很可能于四季度在新的平台上整固一段时间后在明年上半年进入新的攀升、再创新高过程, 届时经济攀升所带来的通胀风险将再次集中显现。

从通胀的具体成因来看, 根据 2002 年以来的经验, 食品价格的波动周期大约为 2-2.5 年, 以此推断, 此轮因农产品价格上涨所引发的 CPI 波动上行周期可能在明年三季度之前尚难以结束; 央行公布的储户通胀预期领先实际通胀水平约两个季度, 而目前这一指标仍处于高位攀升过程。

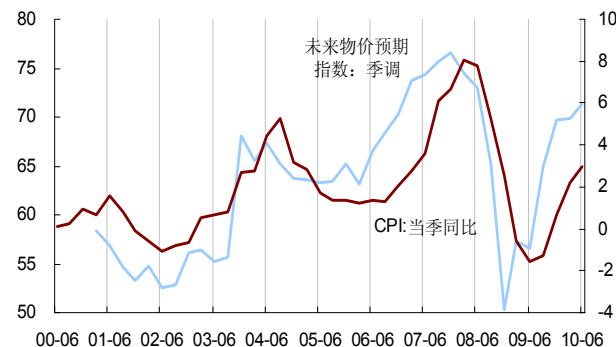
但我们目前尚不能完全确定的是, 中期内通胀上行的速度会如何, 如果经济和通胀攀升过程较为平缓, 那么市场的美好时期会相对较长, 否则市场的上涨只是一个短暂过程。

图 1: 最近两轮食品价格波动周期在 2 年左右



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 2: 中国储户通胀预期领先实际通胀两个季度



资料来源: 中国人民银行, CEIC, 招商证券研发中心

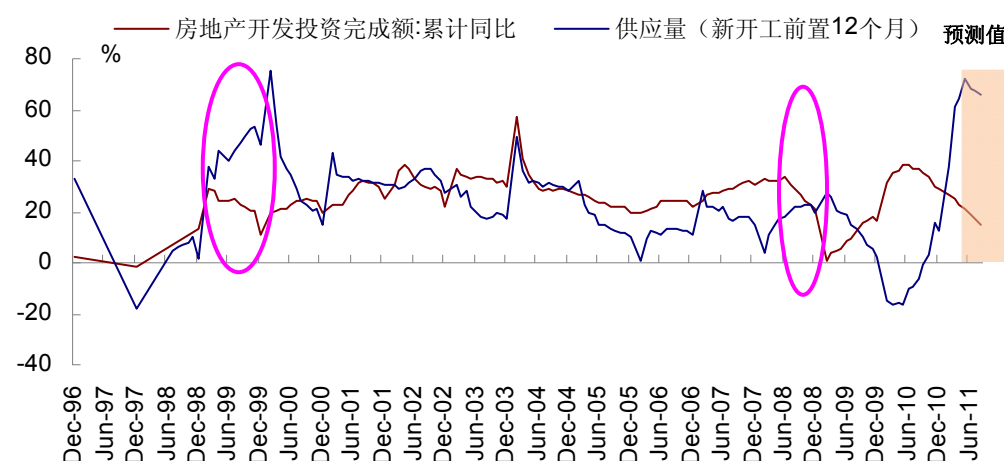
4、我们对房地产及其产业链的理解

大体上我们可以将过去 12 个月以来的房屋新开工理解为未来一年的房屋供给，从历史数据显示的规律看，当某一阶段房屋供给量大幅增长时，同期的房地产开发投资增长就很可能放缓，由于去年下半年以来房屋开工迅速上升，这意味着未来一年的房屋供给量将会大幅增长，所以我们预计明年的某一个时点房地产开发投资增速会明显的放慢。这意味着对于房地产产业链而言，短期大幅的开工投资是利好但远期会面临后继乏力的可能。

对于地产本身来说，随着房屋供给的释放、对投机投资需求的抑制，房价上升速度放慢甚至出现一定的回调都将是大概率，这意味着房地产的估值水平将受到抑制。

根据上述逻辑，我们总体上对房地产及其产业链的看法是宏观环境的变化会促成短期反弹，但空间则受制于远期的风险或者估值水平。

图 6：房地产投资存温和下滑风险，极端下滑情形仅在 97 年和 08 年危机阶段出现



资料来源：Wind，招商证券研发中心

表 1：未来各地区房地产供应量展望

区域		供应量							供应增幅
		2010			2011				
		10M	11M	12M	1Q	2Q	3Q	4Q	
一线城市	上海								一般
	北京								较大
	广州								很大
	深圳								一般
二线城市	杭州								较大
	天津								一般
	合肥								较大
	南京								很大
	重庆								很大
	成都								很大
	武汉								一般
	南昌								较大
	济南								较大
三线城市	石家庄								较大
	太原								很大
	呼和浩特								很大

乌鲁木齐								较大
大连								一般
哈尔滨								较大
无锡								很大
苏州								很大

资料来源：招商证券研发中心。阴影部分表示房地产供应释放时间

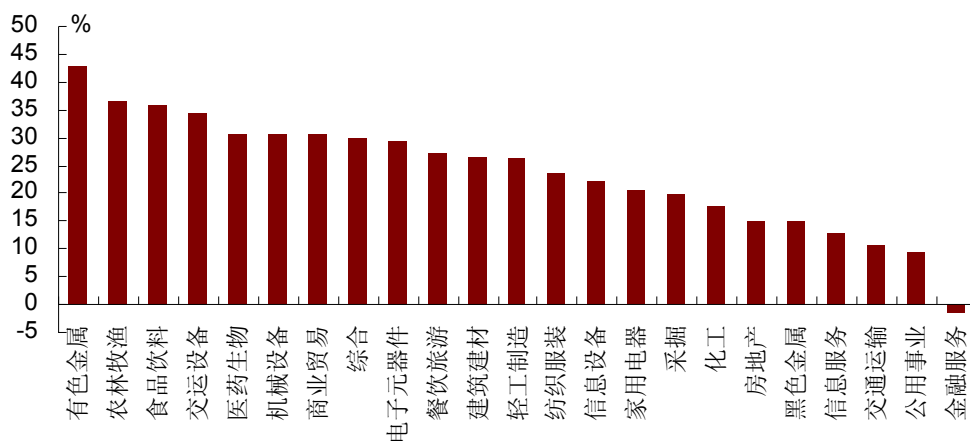
三、结构分化的短期收敛与中长期延续

1、结构分化的行业和个股特征

结构性分化是三季度市场行情的最大特点，我们本部分先从行业和股票角度对结构分化的特征做些总结。

从行业角度看，农林牧渔、食品饮料、医药、商业零售等消费品行业总体表现远远优于采掘、化工、地产、钢铁、金融等强周期性投资品行业。这一点与我们在中期策略报告中的推断基本完全一致。

图 7：三季度市场行业表现分化：消费类行业总体强于周期性行业



数据来源：WIND，招商证券研发中心

从股票特征角度看，中小盘股成为领涨的主要力量，三季度中小板指数累计上涨约 30%（统计截至 9 月 27 日，下同¹），而同期上证指数涨幅仅为 9.6%。为了更好地刻画这种股票的结构性分化特点，我们筛选了除新股外涨幅超过 30% 的个股作为研究样本，样本股中的绝大多数为中小市值股。其中流通市值低于 20 亿元的个股有 308 只，占全部数量的 45.5%；低于 50 亿元的个股数量则超过 80%。

表 2：3 季度优异个股的市值分布

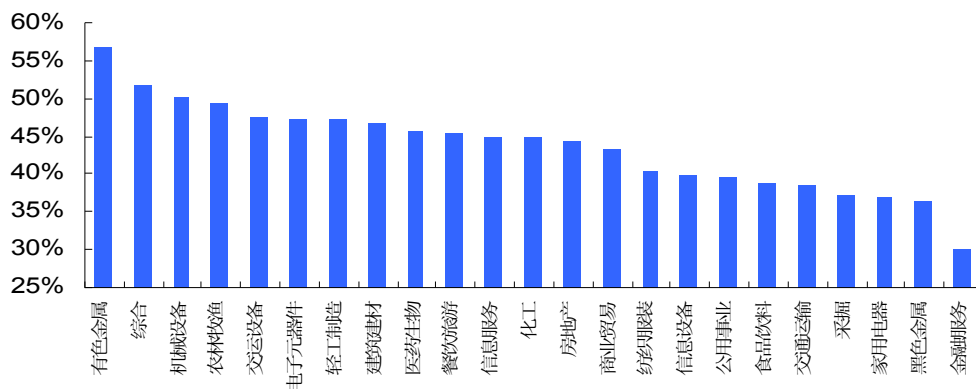
	20 亿以下	20-30 亿	30-50 亿	50-100 亿	100-200 亿	200 亿以上	总数量
数量	308	129	112	79	33	16	677
占比	45.5%	19.1%	16.5%	11.7%	4.9%	2.4%	100%

资料来源：招商证券研发中心

¹ 考虑到 3 季度最后三个交易日基金普遍买入权重股，市场行情结构与此前有较大差异，我们因此忽略了相关数据。

在上述样本股中，周期类中小盘股是三季度结构性行情中最为活跃的部分。在以流通市值为权重计算的涨幅榜上，有色金属、机械设备、交运设备、电子元器件、建筑建材等行业内的中下盘股票表现跻身前列；农林牧渔、医药生物以及餐饮旅游等消费类行业表现则其次。

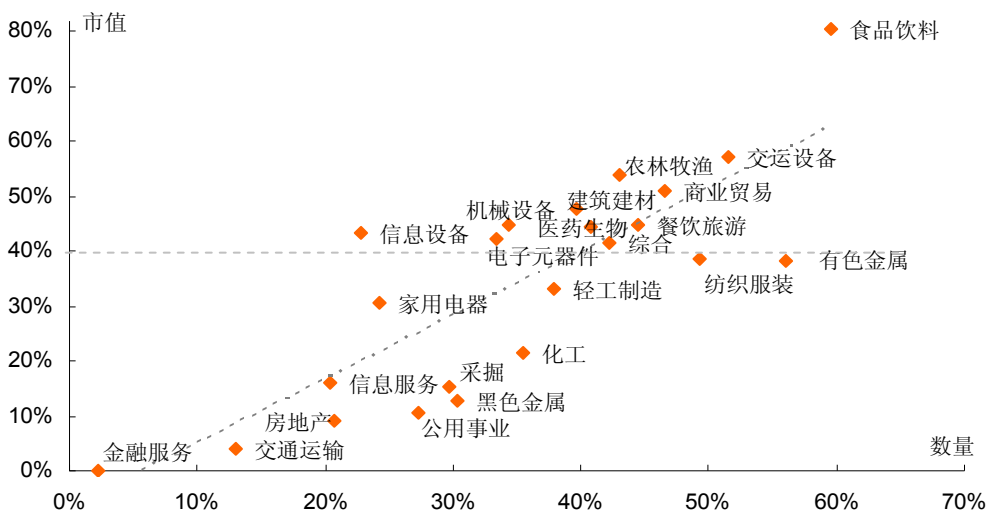
图 8：周期类中小盘股涨幅更大



资料来源：wind，招商证券研发中心

但是从样本股占所在行业的比重看，消费品的入选面积最大。由于不同行业入选样本股的数量差异较大，我们用市值占比和数量占比来进一步考察各行业在这一轮结构性行情中的表现。统计数据显示，食品饮料以 60%的成分股数量和 80%的市值入选样本股，是结构性行情中表现最好的行业。除此之外，消费类行业如商业贸易、餐饮旅游、农林牧渔和医药生物等行业在成分股数量和市值占比上均超过 40%，而周期类行业中交运设备行业表现最好，其次是建筑建材、机械设备等。

图 9：各行业在结构性行情中的表现



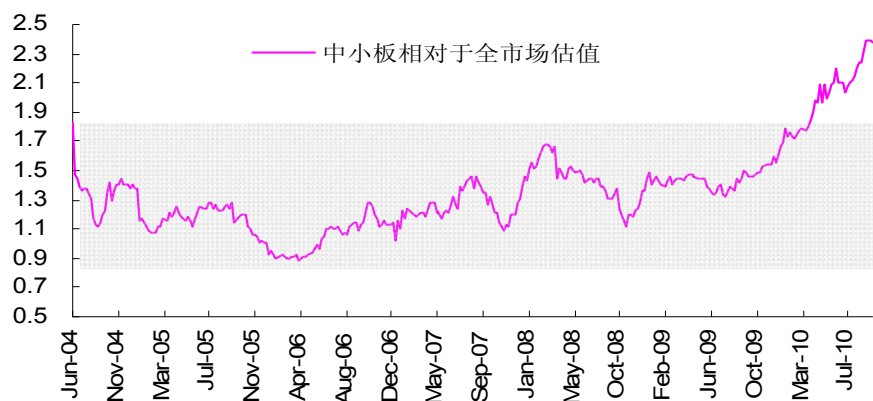
资料来源：wind，招商证券研发中心

综上所述，我们可以这么概括：三季度结构性行情给周期类行业带来的主要是少数个股机会，但活跃度较高；而消费类行业则享受到的是整体的行业性机会，但活跃度略次。

2、结构性行情的推动因素

毫无疑问，中小盘股在本轮结构性行情中的优异表现，已经超出了估值与盈利等基本面因素所能解释的范围，因此，我们倾向于从投资风格的角度来分析这一现象。

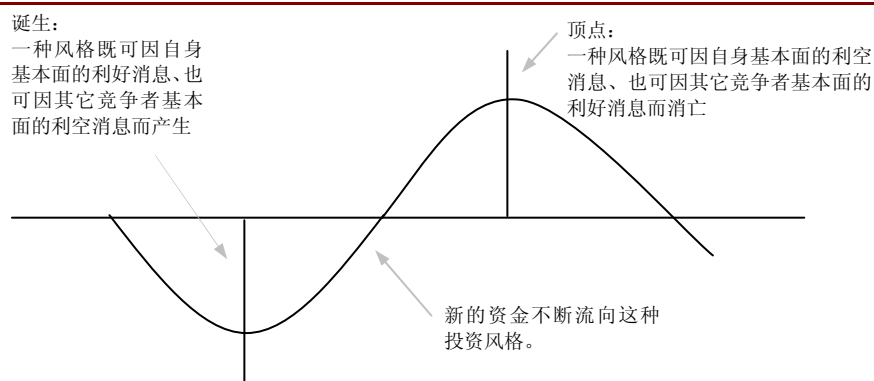
图 10：中小板相对估值已经超出历史波动区间



资料来源：wind，招商证券研发中心

我们将中小盘股的这种超预期上涨称之为一种投资风格。从本质上讲，任何投资风格的兴起都源于基本面的变化，这些变化包括自身的利好消息及其竞争者的利空消息（外部效应），随着变化的不断积累，越来越多的资金开始流向这一方向从而形成一种投资风格，此后这种投资风格将在自我加强中发展到顶点，但最终，由于自身的利空消息或者竞争者的利好消息传来而慢慢走向消亡，这就是所谓投资风格的生命周期。

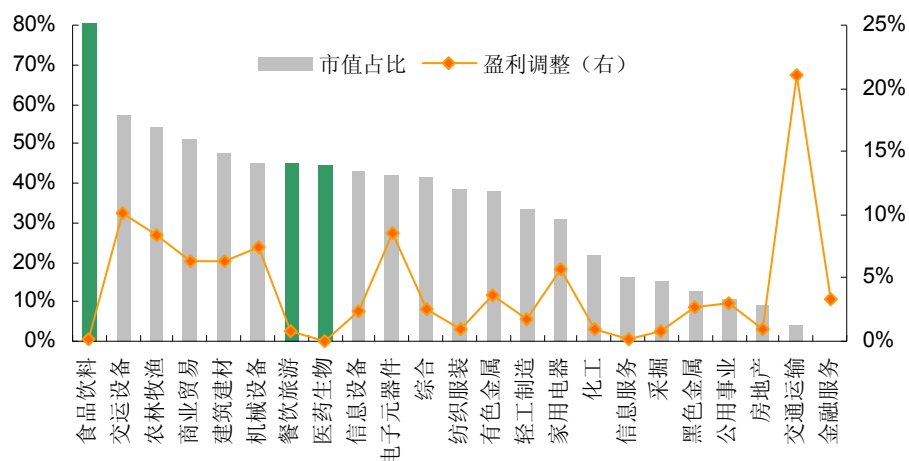
图 11：投资风格的生命周期



资料来源：招商证券研发中心

按照这一逻辑，盈利预期的调整或者主题性投资是决定投资风格是否要发生变化的根本因素。当某一行业的盈利前景持续改善时，股市并不一定能及时反映，但累积的变化终究会在行情中反映出来。我们给出了各个行业 2010 年净利润增速预期从年内低点至三季度末的调整幅度及其对应的行业表现，很明显，农林牧渔、商业贸易、建筑建材、交通运输设备、机械设备等行业盈利增速预期的大幅上调与其良好表现相吻合。

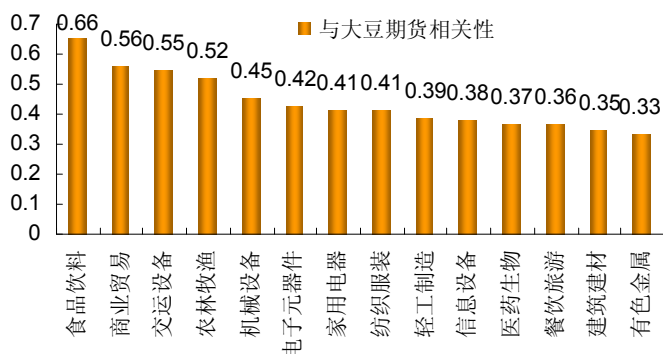
图 12: 盈利预期调整与行业表现 (以市值占比衡量)



资料来源: 朝阳永续, 招商证券研发中心

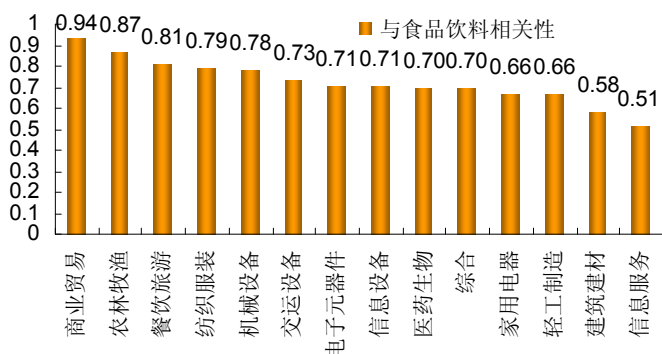
但对于食品饮料、餐饮旅游及医药生物等行业而言, 却没有看到这种规律, 我们认为, 这是受风格投资的第二种因素即通胀、国民收入分配改革预期等主题性外部效应所驱动。在考察通胀对相关行业的影响时, 我们用国内大豆期货价格作为衡量通胀预期的指标。通过相关性分析, 我们发现, 食品饮料是通胀受益程度最高的行业, 也就是说, 当市场开始担忧通胀前景时, 食品饮料往往是行业配置的首选。除此之外, 商业贸易、农林牧渔、餐饮旅游以及纺织服装等行业与食品饮料有着较高的相关性, 也成为受益于通胀的行业。

图 3: 通胀预期与行业表现的相关性



资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 4: 与食品饮料相关性较强的行业



资料来源: wind, 招商证券研发中心

总的来说, 三季度以来, 在经济转型的背景下, 由于宏观经济尤其是房地产市场调控的不确定性, 市场资金对大市值的银行、地产以及上游行业始终持有疑虑, 但部分中游和下游行业因盈利前景好于预期仍然吸引了市场的关注, 与此同时, 对通胀的担忧、对经济转型的预期等原因则为部分有色、消费品股票带来了整体性机会, 从而形成了这种追逐中小盘股的投资风格。

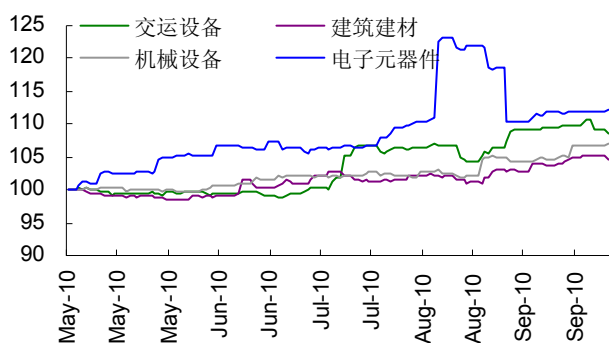
3、结构性行情的前景

跟踪投资风格的最好办法是密切关注其驱动因素的变化。对于当前的中小盘股投资风格而言, 盈利前景的预期变化和通胀的发展趋势是重要的观察指标。

我们认为，四季度风格投资面临的风险将主要体现在未被市场反映的那部分盈利预期变化。原因如前所述，预期的变化可能不会被市场及时反映，但累积的变化终究会被市场所反映。

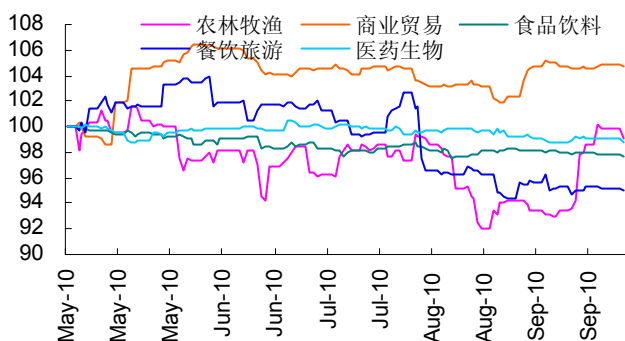
- 交运设备、建筑建材、机械设备和电子元器件等中游行业由于盈利增速预期不断上调，未来仍有可能受益于结构性行情；但黑色金属、化工、轻工制造等行业的盈利增速则面临较大的下滑风险。
- 有色金属行业的盈利预期一直处于下调过程中，但三季度受益于国际金属价格上涨以及产业政策等因素，个股性机会较多，在经济周期攀升的背景下，这种格局有可能延续；
- 餐饮旅游行业的盈利预期也在不断下调，但市场对这种变化的反映并不充分，主要受到通胀和产业政策效果的抵消，未来可能面临一定的下行风险。
- 三季度农林牧渔和商业贸易行业的盈利增速预期均有较大幅度的上调，但目前来看，继续上调的空间并不大；食品饮料和医药生物行业的盈利增速基本保持稳定。但这些行业仍将受益于市场对通胀趋势、国民收入分配改革的预期。
- 交通运输行业和消费领域中的家电行业，二者良好的盈利前景却似乎被市场所遗忘，这一现象值得我们关注。

图 5：中游行业盈利预期持续上调



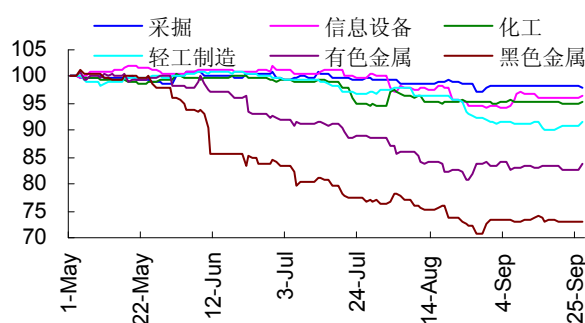
资料来源：朝阳永续，招商证券研发中心

图 7：消费类行业盈利上调空间有限



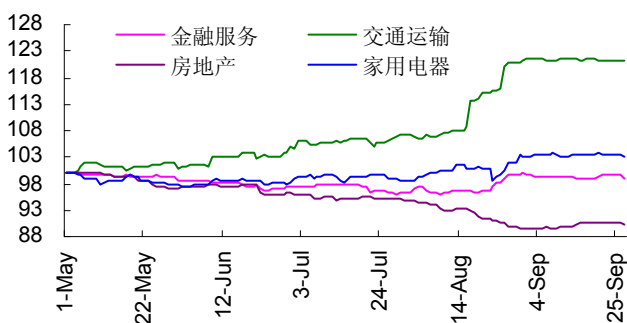
资料来源：朝阳永续，招商证券研发中心

图 6：上游行业盈利难以乐观



资料来源：朝阳永续，招商证券研发中心

图 8：交通运输与家电是被遗忘的行业



资料来源：朝阳永续，招商证券研发中心

四、结论及配置

宏观环境从类滞胀向再次攀升的转变，很可能给市场带来一定的上升空间，使大盘股和传统周期性行业产生阶段性的估值修复行情；但是经济周期的再次攀升也孕育了远期内通胀再创新高的风险，我们认为把周期性行业当作反弹更加合适，而中长期内沿着经济转型的思路对消费品、产业升级、战略新兴产业等进行战略配置的主导思路没有变化。因此，建议四季度提高周期性行业的配置，但仍保持消费品、战略新兴产业的超配。

表 3：行业配置建议

	基准权重	建议配置	状况	重点公司
批发零售	2.50%	超配	4.50%	天虹商场、广州友谊、新华百货、人人乐、武汉中百、苏宁电器、南京新百
食品饮料	3.60%	超配	6.50%	安琪酵母、伊利股份、双汇股份、贵州茅台、泸州老窖、老白干酒、沱牌曲酒、顺鑫农业、张裕 A、洋河股份、山西汾酒、水井坊、古井贡酒
医药	4.00%	超配	11.90%	华北制药、双鹭药业、浙江医药、信立泰、东阿阿胶、一致药业、爱尔眼科、鱼跃医疗、恩华药业、贵州百灵、南京医药
航空机场	1.50%	超配	2.60%	南方航空、东方航空、中国国航、厦门空港、白云机场、中信海直
机械	4.20%	超配	5.00%	安徽合力、潍柴重机、中国一重、中集集团、三一重工、中国北车
建材	1.70%	超配	2.30%	祁连山、天山股份、青松建化、海螺水泥、太行水泥、南玻 A、中航三鑫、中国玻纤、中材科技、北新建材、伟星新材
农林牧渔	1.40%	超配	2.20%	新希望、登海种业、敦煌种业、圣农发展、獐子岛、好当家、开创国际、海大集团、通威股份、南宁糖业
煤炭	4.60%	超配	4.90%	山煤国际、兰花科创、西山煤电、盘江股份、国投新集、山煤国际、国阳新能、大同煤业、潞安环能、开滦股份、郑州煤电、煤气化、太工天成
有色金属	4.50%	超配	5.00%	锡业股份、山东黄金、西藏矿业、中色股份、金钼股份、东方钽业、宝钛股份
电力	2.60%	超配	3.50%	京能热电、川投能源、长江电力、国电电力、金马集团、金山股份
电力设备	2.40%	超配	3.00%	长园集团、百利电气、湘电股份
电子	1.50%	超配	2.10%	乾照光电、莱宝高科、海康威视、水晶光电、生益科技
纺织服装	1.40%	超配	2.10%	罗莱家纺、富安娜、美邦服饰、伟星股份、七匹狼、星期六、梦洁家纺
航天军工	0.60%	超配	1.50%	中国卫星、航空动力、ST 昌河、中航重机、中航精机、银河动力
传媒	0.60%	超配	1.40%	博瑞传播、歌华有线、天威视讯、武汉塑料、华谊兄弟、奥飞动漫、蓝色光标、省广股份
保险	4.70%	标配	4.70%	中国平安、中国人寿、中国太保
房地产	4.00%	标配	4.00%	世联地产、中国国贸、金融街、世茂股份、首开股份、华业地产、冠城大通
公用事业	0.70%	标配	0.70%	桑德环境、兴蓉投资
家电	1.30%	标配	1.30%	格力电器、华意压缩
建筑施工	2.50%	标配	2.50%	中工国际、金螳螂、中材国际
汽车	2.90%	标配	2.90%	威孚高科、中鼎股份、天润曲轴、云内动力、松芝股份、福耀玻璃、上海汽车、一汽轿车、广汽长丰、潍柴动力、佛塑股份、佛山照明、中国宝安
综合	1.20%	低配	0.00%	
钢铁	2.40%	低配	1.50%	八一钢铁、三钢闽光、凌钢股份、大冶特钢、新兴铸管
化工	3.50%	低配	2.60%	兴发集团、盐湖钾肥、海利得、尤夫股份、华西村、传化股份、浙江龙盛、新纶科技、普利特、烟台氨纶、鼎龙股份、多氟多、诺普信
计算机	1.80%	低配	1.00%	长城电脑、科大讯飞
旅游	0.60%	低配	0.50%	三特索道、锦江股份、丽江旅游、中青旅、湘鄂情、桂林旅游、丽江旅游、黄山旅游、华天酒店、金陵饭店
石油石化	10.90%	低配	5.90%	中国石油、中国石化、中海油服、沈阳化工、英力特
水陆运输	3.10%	低配	1.60%	铁龙物流、大秦铁路、广深铁路、珠海港、海峡股份、中远航运
通信服务	0.60%	低配	0.30%	中国联通
通信设备	1.10%	低配	0.60%	中兴通讯
银行	18.60%	低配	9.60%	兴业银行、浦发银行、民生银行、北京银行
造纸印刷	0.50%	低配	0.40%	岳阳纸业、博汇纸业、太阳纸业、晨鸣纸业
证券信托	2.40%	低配	1.40%	广发证券、海通证券、华泰证券、宏源证券、辽宁成大

数据来源：招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈文招：南开大学经济学硕士。曾工作于国家发改委经济运行局。2004 年来在长江证券等公司从事宏观经济、投资策略、产业比较和选择等方面的研究。2007 年 9 月加盟招商证券研发中心，目前负责策略研究，2009 年新财富最佳策略分析师入围。

苏舟：上海交大经济学硕士，2008 年加盟招商证券，任策略分析师，从事行业比较和组合研究。

张权：武汉大学经济学硕士，2 年宏观研究经验，目前从事宏观策略研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。