

2010-10-19
策略专题报告

资源资产板块上涨的持续性

◆ 宽松货币政策转好下的投资主题

10月以来我们转向全面看好市场，认为在国际货币定量宽松的背景下我国的货币政策也将维持宽松，财政政策再次出台的可能性增大。在此基础上，我们认为上证指数在四季度将会持续上扬，建议继续增持以资源资产为主的板块。

◆ 发达国家宽松的金融政策还将持续

次贷危机以来，以美国为首的发达国家不断出台宽松的金融财政政策来刺激经济增长。至今为止，虽然经济二次探底的可能性较小，但我们认为发达国家将在长期内受到居高不下的失业率和不断下滑的物价水平的困扰，而这又将迫使现任政府不得不在中短期内出台政策来对应，相对于大举出动财政政策，维持宽松的金融政策更为现实，且成本更小、收益更大，且具有较长的持续性。

◆ 中国将维持宽松的金融政策和出台持续的财政政策

在外围宽松货币背景下，中国还将继续宽松的金融政策。就算是央行采取对冲方式吸收流动性以及定向打击方式提高银行存款准备金等手段，只要人民币不出现大幅升值，央行维持目前的货币政策，那么中国的流动性将是非常充裕的。对于通胀和地产价格的上涨，我们认为将用行政手段来进行调控。同时，考虑到12.5规划和打压房地产带来的负面效应，国家有可能出台相匹配的财政政策。

◆ 中期行情的持续性

我们认为未来将是一个持续上扬的中期行情，大类板块配置将全面转向周期类，风格偏大盘股，资源资产成为四季度最为重要的主题。由于对宏观政策和宏观经济判断的变化，先前困扰周期类板块的业绩下滑压力完全化解，其估值和位置都处于低位，周期类存在全面爆发的动力。

◆ 推荐六大资源资产行业

我们持续推荐煤炭、有色、航空、保险、银行和农业六大板块。十大金股为山煤国际、兰花科创、山东黄金、江西铜业、南方航空、中国国航、中国平安、浦发银行、东方海洋、大冷股份和浙江龙盛。

行业	公司名称	EPS(元)			PE(X)		
		2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)
煤炭	山煤国际	0.82	1.15	1.66	32.84	23.42	16.22
	兰花科创	2.22	2.27	3.15	15.00	14.67	10.57
有色	山东黄金	1.05	0.90	1.20	61.32	71.41	53.58
	江西铜业	0.78	1.09	1.31	55.48	39.74	32.80
航空	南方航空	0.04	0.70	0.55	240.33	15.36	19.55
	中国国航	0.41	0.90	0.97	37.03	16.89	15.67
保险	中国平安	1.89	2.19	2.95	33.17	28.60	21.24
银行	浦发银行	1.50	1.22	1.50	10.19	12.46	10.17
农业	东方海洋	0.23	0.32	0.55	75.79	53.06	31.52
	大冷股份	0.22	0.44	0.57	48.07	24.39	18.81
	浙江龙盛	0.51	0.72	0.93	22.24	15.69	12.14

策略分析师：

开文明（执业证书编号：S0930210020002）

021-22169160 kaiwm@ebsecn.com

薛俊（执业证书编号：S0930210090001）

021-22169045 xuejun1@ebsecn.com

联系人：

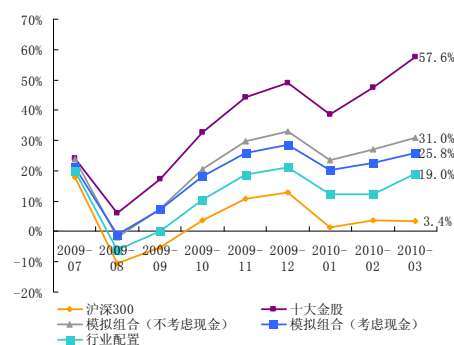
刘名斌（执业证书编号：S0930110012944）

021-22169170 liumb@ebsecn.com

范敏（执业证书编号：S0930209110229）

021-22169039 fanmin@ebsecn.com

光大策略行业配置累积收益率



相关报告：

一、前言

我们在10月10日发布了题为《政策转向，全面看好市场，首推资源资产》的策略报告，对市场的看法发生了重大的改变，转向全面看好市场。我们认为上证指数四季度将大幅上扬，建议投资者增加仓位；看好的板块是煤炭、有色、航空、保险、银行和农业。支持市场上扬的理由是：1. 国际上主要国家再次放松货币政策，2. 我国的宏观政策也将重新转向宽松，3. 经济企稳迹象明显。

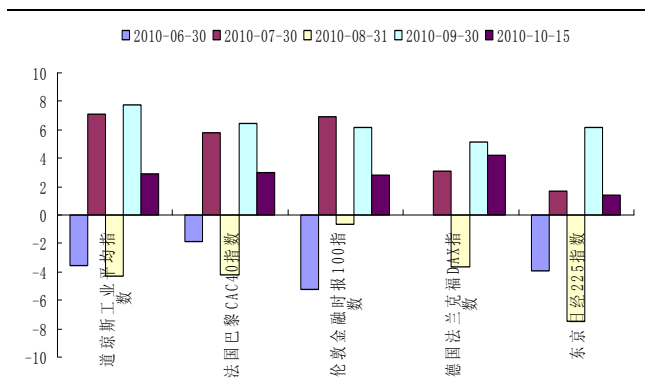
自报告发出到10月15日为主，一周内上证指数涨幅已超过了8%，其中有色、煤炭、金融等板块涨幅居前，正好印证了我们首推资源资产的逻辑分析。

不过我们也发现市场对于这波上扬还存在较多的疑虑。实体经济中，不确定因素是否消除，地产调控的压力犹在，需求的疲软和通胀的预期所带来的政策的两难性等；在行业配置中，行业上涨的持续性是主要的焦点所在。本篇报告就针对以上这些问题进行分析，同时也是对前期报告的一个补充。

二、发达国家宽松货币政策引发全球资产资源价格上涨

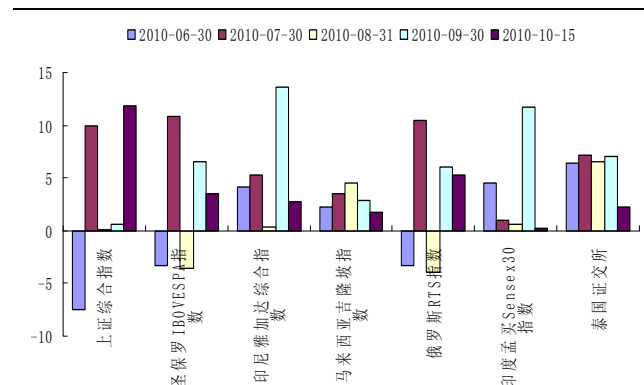
不可否认，本次股市的大幅上扬和美、日两国的货币政策有着直接的关系。9月21日美联储利率决议继续维持基准利率在0-0.25%区间不变，保持贴现率在0.75%不变，并重申将在将长期内维持利率低位；10月5日日本央行决定将利率目标从0.1%降低至0-0.1%区间，同时决定创建规模为5万亿日元的基金用于购买日本公债和其他资产。美、日两国金融政策的发布进一步加深了全球流动性的泛滥，和货币相关的资源以及资产品种都出现了较大幅度的上扬。在宽松的货币政策的刺激下，近期无论是发达国家还是新兴国家的股市都出现了不同程度的上涨，黄金和棉花的期货价格更是创出了历史新高。货币泛滥的影响随处可见。

图1 发达国家股市涨跌幅（%）



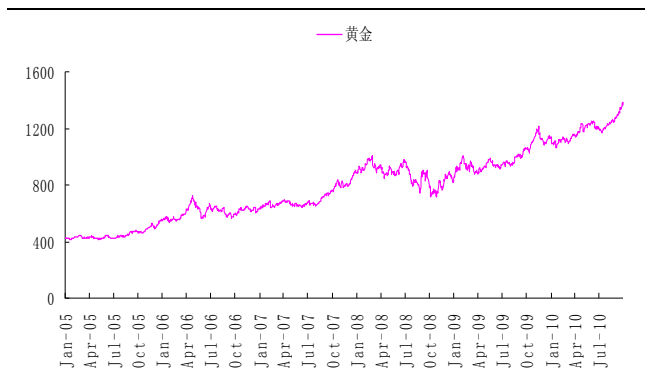
数据来源：Wind，光大证券

图2 金砖四国及东南亚国家股市涨跌幅（%）



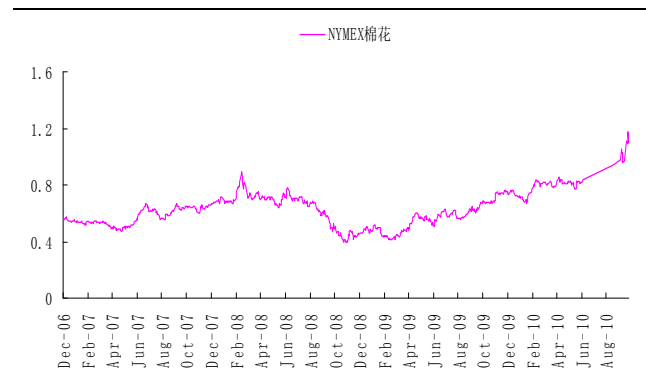
数据来源：Wind，光大证券

图3 黄金期货价格



数据来源：Wind，光大证券

图4 棉花期货价格



数据来源：Wind，光大证券

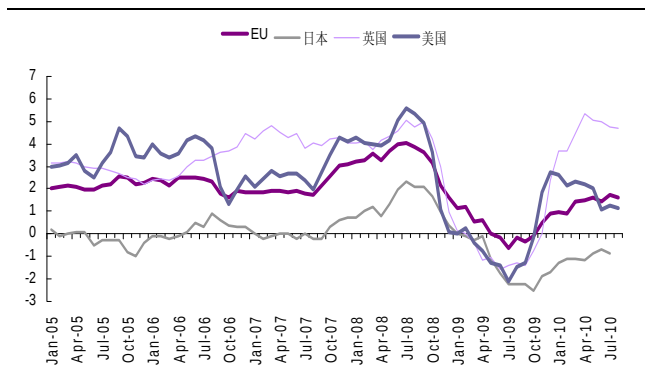
从上面可以看出，上证指数的大幅上涨和国际货币市场具有相当的联动性，即发达国家的货币超发通过商品期货市场、周边股票市场逐步波及到中国内地，在全球流动性泛滥的影响下中国股市也不可避免。

既然日美货币超发成为导致中国A股上扬的一个主要因素，那么从目前来看，外围国家政策的持续性、对中国的影响途径以及中国的应对，将是来自上而下的投资角度需要重点关注的。

三、发达国家宽松的金融政策还将持续

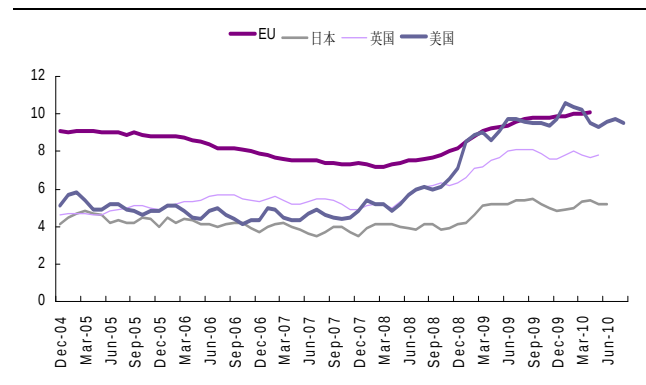
次贷危机以来，为了挽救失速的实体经济，以美国为首的发达国家不断出台宽松的金融财政政策来刺激经济增长。至今为止，虽然经济二次探底的可能性较小，但我们认为发达国家将在长期内受到居高不下的失业率和不断下滑的物价水平的困扰，而这又将迫使其政府不得不在中短期内出台政策来对应，相对于大举出动财政政策，维持宽松的金融政策更为现实，且成本更小、收益更大。

图5 发达国家CPI不断下滑



数据来源：CEIC，光大证券

图6 发达国家失业率居高不下



数据来源：CEIC，光大证券

各国央行维持宽松的金融政策来刺激经济。以美国为例，从近期美联储会议既要来看，美联储并不担心货币的增发带来物价的上涨，反而是担心短

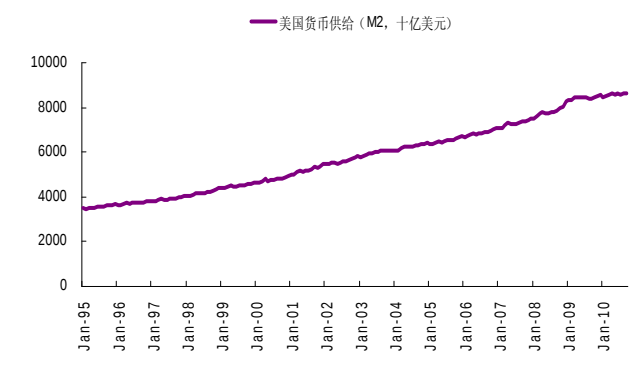
期物价水平的下滑导致实际利率的上扬从而抑制总需求，所以美联储明确提出提高目标通胀率来降低实际利率，从而刺激经济。而采用的手段是降低利率和购买长期政府债券。日本央行也采取了类似的政策。

图 7 美国联邦基准利率不断下滑



数据来源：CEIC，光大证券

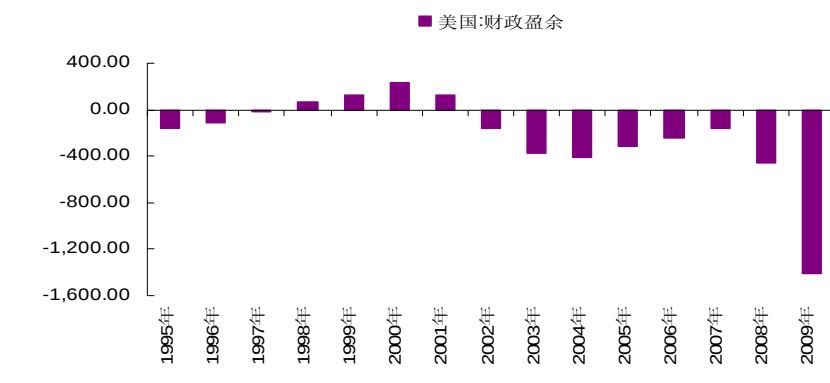
图 8 美国货币供给持续增加



数据来源：CEIC，光大证券

从财政政策来看，同样以美国为例，我们认为奥巴马政府还将会持续出台大型财政政策，但会越来越捉襟见肘。从 9 月 8 日奥巴马的演讲来看，奥巴马将对公共事业投资 500 亿美元（到 2015 年），对研究开发投资的减税共计 1000 亿美元（恒久措施），设备投资减税供给 2000 亿美元（至 2011 年末），延长将要在 2010 年末到期的布什减税政策。虽然这些将是中期选举中进一步争论和妥协的焦点，但美国的财政赤字已经到达了历史高点，奥巴马政府也不可能无限制透支。同时从历史来看，金融危机之后扩大的财政赤字将会引发新一轮的财政危机，这已经在日本 90 年代的经济史中得到印证。

图 9 美国财政赤字大幅增长（十亿美元）



数据来源：Wind，光大证券

通过上面的分析可以看出，目前还很难说以美国为首的发达国家已经走出经济衰退的阴影，虽然实体经济指标还不错，但这更多的是这些国家通过增加货币发行量和透支财政赤字来维持的。我们之所以要分析以美国为主的发达国家的经济情况，就是为了说明目前这一现象将会对中国产生何种影响。

四、中国将维持宽松的金融政策和出台持续的财政政策

在发达国家不断依靠增发货币和投资财政来维持经济增长的背景下，我们认为中国也将会出现政策转暖。特别是在11月2日的美国中期选举和11月11-12日G20峰会即将来临之际，无论是外压还是中国承担的责任都将会使中国政府需要有所作为；同时，2011年作为12.5规划第一年也将会针对性地出台产业政策。

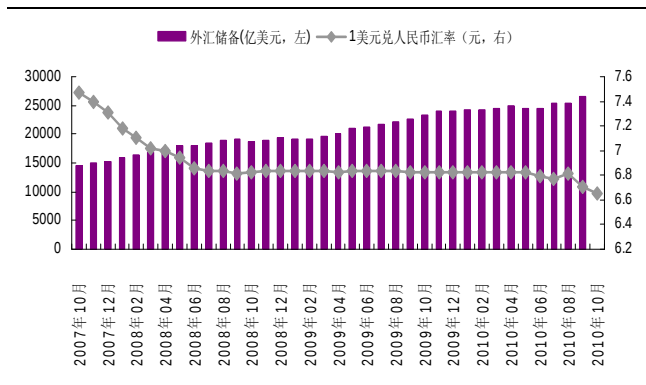
（一）金融政策仍将维持宽松

从金融方面来看，美国目前维持宽松货币政策并在未来还将持续，这一政策直接导致美元贬值、美股上扬和利率下降。对中国而言意味着外围流动性剧增（以美元标价的资源品的价格上升）、人民币升值预期上升，利率水平相对提升。但从目前来看，中国面临的是通胀、资产价格上升和人民币升值，这正好和国外情况相反。

光大宏观组分析认为，对CPI而言，通过控制占CPI比重较大的食品价格的上涨来达到控制通胀的目的，在短期内似乎通过行政的手段（即通过发改委来调控）更能见到效果，而海外资源商品价格的上涨似乎主要还是欧美等国极度的货币宽松所致；对资产价格而言，国家将会持续出台对房地产囤地的打击，随着房地产调控的延续，快速上升的地产投资在未来很难具有持续性，未来的投资将面临下降的压力。

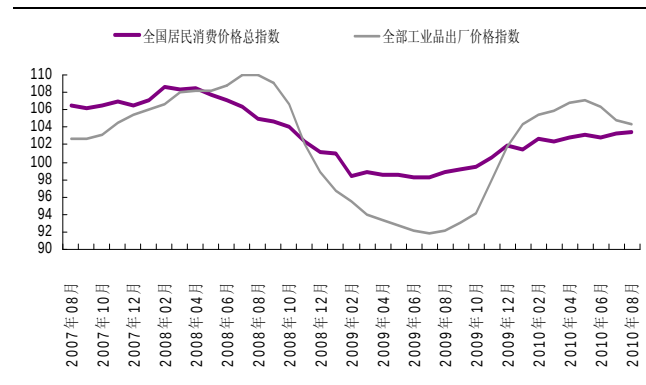
对于人民币升值而言，在对外贸依赖度仍然较高的中国经济来说，人民币的缓慢升值将会是常态，一方面不会对中国实体经济造成较大的打击，另一方面也增加了热钱的持币成本。但不得不承认，在中国外汇储备不断增长的背景下，就算是央行采取对冲方式吸收流动性以及定向打击方式提高银行存款准备金等手段，只要人民币不出现大幅升值、央行维持目前的货币政策，那么中国的流动性将是非常充裕的。

图 10 人民币汇率及外汇储备



数据来源：WIND，光大证券

图 11 CPI 和 PPI 水平



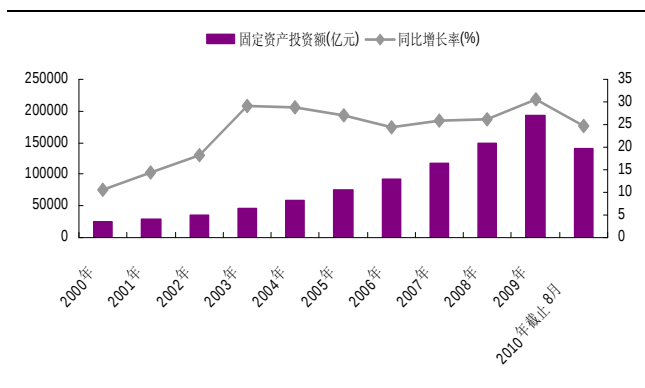
数据来源：WIND，光大证券

（二）刺激性的财政政策还将出台

“政策转暖，经济向好”是我们看好这轮行情的主要理由。光大宏观组认

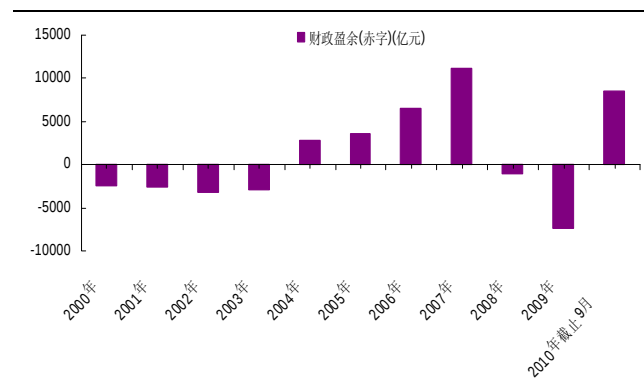
为，短期内经济运行走势更多的受决策当局经济政策的影响。出于对房地产调控和人民币升值对经济增长的忧虑，预计决策当局会在政府投资方面会有所放松，随着中央投资的下拨和地方政府的配套，预计未来的投资增速仍将维持较高水平，而且明年是十二五规划的第一年，因此，尽管明年房地产投资会面临较大的困境，但整体的投资增速仍将较为可观。根据以上推测，光大宏观组修改了之前的观点，认为今年的 GDP 增速预计会达到 10% 左右，明年的 GDP 增速仍将保持 9.5% 左右。

图 12 固定资产投资及增速（累计值，亿元，%）



数据来源：WIND，光大证券

图 13 财政盈余（累计值，亿元）



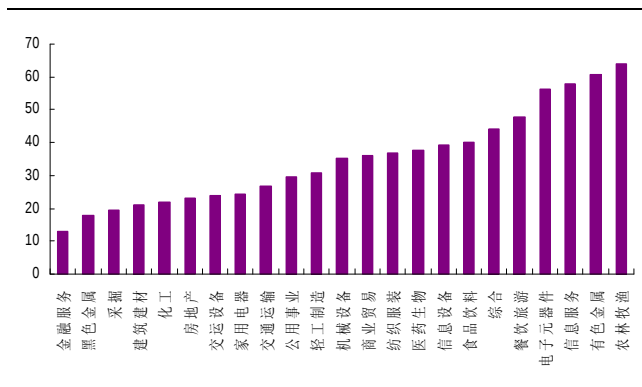
数据来源：WIND，光大证券

五、中期行情持续下的投资策略

对于目前的行情，我们认为目前不仅仅是一反弹，而是一个较为持久的中期行情，这已经在前期报告中有过详细说明。同时，我们认为大类板块配置将全面转向周期类，风格偏大盘股，资源资产成为四季度最为重要的主题。由于对宏观政策和宏观经济判断的变化，先前困扰周期类板块的业绩下滑压力完全化解，其估值和位置都处于低位，周期类存在全面爆发的动力。而从投资主题上来看，由于全球政策的再次放松，通胀预期将再次全面爆发，资源资产类行业会成为引领四季度的崭新主题，这是完全不同于大消费和新兴产业的旧主题。

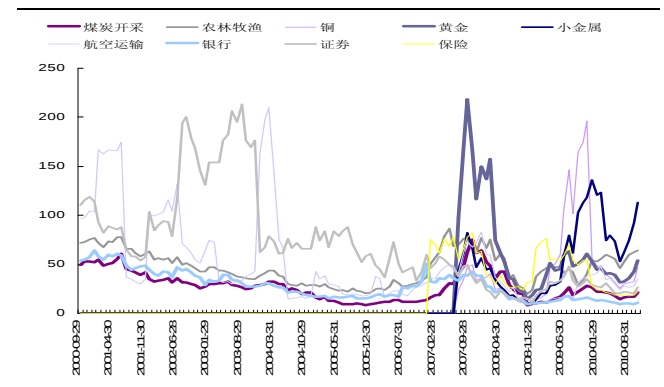
从估值来看，金融、黑色金属和采掘板块处于相对低位，分别为 13.0、17.8 和 19.3 倍；信息服务、有色金属和农林牧渔处于最高位，分别为 57.9、60.5 和 64.0 倍。金融和煤炭具有较大的估值优势，有色金属中和稀土等相关的小金属涨幅较大，而铜和黄金的估值分别为 47.2 和 54.1 倍。

图 14 各个板块的市盈率（TTM，整体法）



数据来源：WIND，光大证券

图 15 推荐板块 PE 均处于历史中低部（TTM，整体法）



数据来源：WIND，光大证券

从 A+H 股的最新价格来看，银行、保险、煤炭等股票价格倒挂现象严重，这也反映出 A 股资产类股票被相对低估，在未来人民币升值预期上升和流动性过剩的推动下，资产类股票的估值回归将会持续。

表 1 A+H 股价格

名称	A 股代码	最新价格	H 股代码	最新价格	A 股/H 股	H 股/A 股
招商银行	600036.SH	15.23	3968.HK	23.1	0.77	1.3
海螺水泥	600585.SH	24.3	0914.HK	35.25	0.8	1.24
建设银行	601939.SH	5.2	0939.HK	7.44	0.82	1.23
交通银行	601328.SH	6.66	3328.HK	9.43	0.82	1.21
中国人寿	601628.SH	25.59	2628.HK	35.25	0.85	1.18
鞍钢股份	000898.SZ	10.01	0347.HK	13.7	0.85	1.17
农业银行	601288.SH	2.95	1288.HK	4.04	0.85	1.17
工商银行	601398.SH	4.67	1398.HK	6.38	0.85	1.17
中国铁建	601186.SH	7.95	1186.HK	10.58	.88	1.14
中国平安	601318.SH	62.7	2318.HK	83.5	0.88	1.14
民生银行	600016.SH	5.69	1988.HK	7.28	0.91	1.1
青岛啤酒	600600.SH	35.67	0168.HK	44.75	0.93	1.08
马钢股份	600808.SH	3.92	0323.HK	4.89	0.94	1.07
中国银行	601988.SH	3.65	3988.HK	4.57	0.93	1.07
中国神华	601088.SH	28.46	108.HK	35.35	0.94	1.06
中国中铁	601390.SH	4.77	0390.HK	5.9	0.94	1.06
中国南车	601766.SH	6.39	1766.HK	7.82	0.95	1.05
中兴通讯	000063.SZ	25.69	0763.HK	31	0.97	1.03
中国太保	601601.SH	26.98	2601.HK	31.8	0.99	1.01

数据来源：Wind，光大证券

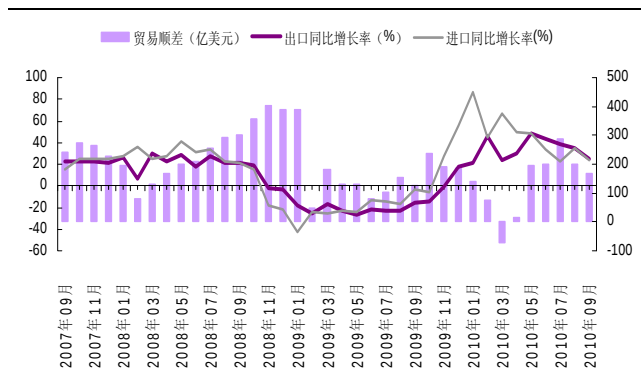
从近期的宏观数据来看，人民币升值幅度加大、外汇储备创出新高。而贸易顺差虽然出现了下滑，但这主要是由于进口金额的增加导致了，这一方面反映了中国国内需求的旺盛，同时也可能是国家为了避免贸易摩擦而采

取的短期的突击进口，从总体来看顺差维持高位增长。

同时，从9月PMI数据来看，光大宏观组认为各行业特别是设备、消费品行业的需求环比继续回升，产量进一步增加，库存进一步下降。购进价格指数显示8、9月份生产成本压力再度增加。这一方面是由于农产品等生产生活资料在目前的经济环境下受到资金的追捧而价格高涨，另一方面是由于部分原材料行业落后产能的淘汰造成了供给突然的减少，而同时政府补贴进行新产能的建设又增加了投资需求，这一减一增造成了工业材料行业价格的上涨。

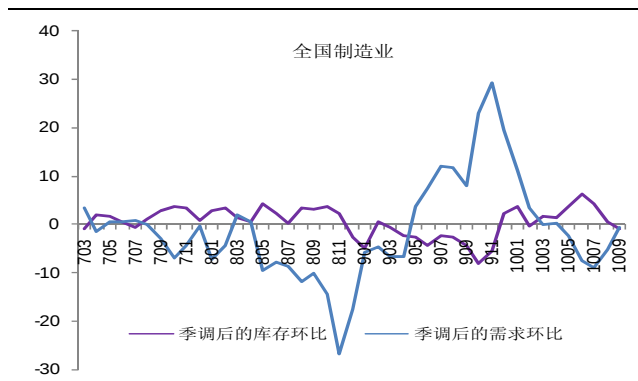
这些都表明，流动性的泛滥导致商品价格的上升将会有持续性，而这也将为相关板块的上扬提供较大的支持。

图 16 进出口增速（左）及贸易顺差（右）



资料来源：WIND，光大证券

图 17 全国制造业需求与库存趋势图



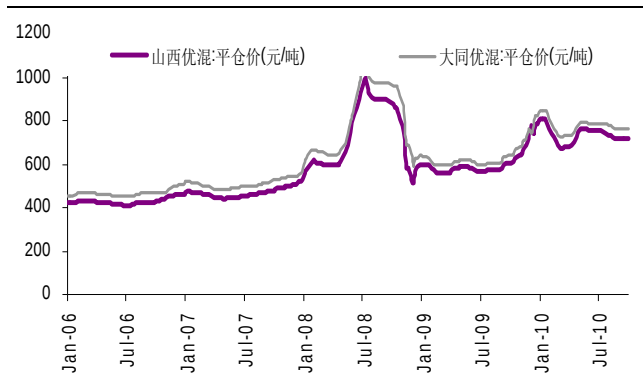
资料来源：CFLP，光大证券

六、行业推荐逻辑

1. 煤炭—价格上扬+需求转好+资源整合

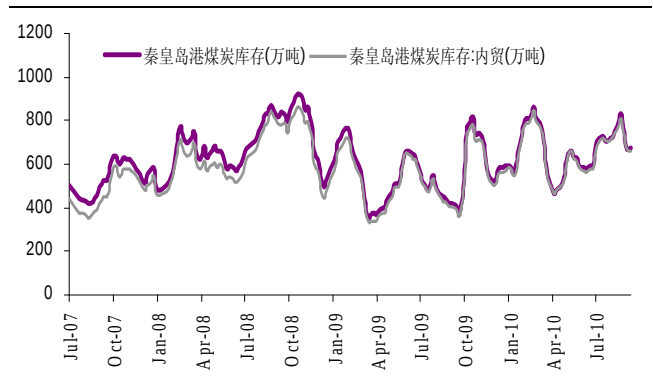
不可否认，前面分析的流动性过剩是对煤炭行业的最大利好，而原油价格的上扬又间接拉动了煤价。而从煤炭行业本身的情况来看，我们认为主要有 3 点促发煤炭行业持续向好。首先，从供需角度来看，天气的转冷将逐步拉动对动力煤的需求，在极端天气下不排除煤炭供给的紧缺；其次，从价格角度来看，国际煤价在油价的拉动下出现平稳上涨，考虑到海运费及增值税等因素海外煤价助推国内煤炭价格，而差别电价实施和铁路运力紧张等将导致的合同煤价上涨；第三，山西省政府强势整合煤炭行业。

图 18 秦皇岛煤炭价格



资料来源：WIND，光大证券

图 19 秦皇岛煤炭库存



资料来源：WIND，光大证券

表 2 煤炭行业重点上市公司基本情况

证券代码	证券简称	流通 A 股 (亿股)	最新价 (10/15)	市盈率	市净率	每股收益 (2010 中期)
600123.SH	兰花科创	5.7	42.0	18.4	4.0	1.2
600188.SH	兖州煤业	3.6	28.2	30.1	4.6	0.5
600348.SH	国阳新能	24.1	26.5	28.7	8.6	0.5
600395.SH	盘江股份	2.7	27.5	24.8	5.4	0.6
600508.SH	上海能源	7.2	29.4	14.7	3.8	1.3
600546.SH	山煤国际	1.8	31.7	23.7	8.4	0.5
600971.SH	恒源煤电	1.3	44.1	19.2	4.7	1.3
600997.SH	开滦股份	7.2	18.6	27.4	4.3	0.3
601101.SH	昊华能源	1.1	39.9	31.6	3.6	1.1
601666.SH	平煤股份	18.2	22.6	21.7	4.4	0.7
601918.SH	国投新集	10.5	15.3	28.6	4.4	0.4
900948.SH	伊泰 B 股	0.0	6.3	13.9	4.9	1.7
000552.SZ	靖远煤电	1.0	18.2	49.6	6.8	0.2
000780.SZ	平庄能源	3.9	15.5	27.3	4.7	0.4
000933.SZ	神火股份	10.5	28.4	26.6	7.4	0.7
000937.SZ	冀中能源	7.9	35.6	18.1	3.8	1.1
000968.SZ	煤气化	5.1	19.6	23.2	3.4	0.3
000983.SZ	西山煤电	14.7	27.4	32.8	7.3	0.5
002128.SZ	露天煤业	13.3	25.7	25.9	9.1	0.6
601001.SH	大同煤业	16.7	21.9	26.3	4.2	0.8
601088.SH	中国神华	163.1	28.5	17.2	3.2	0.9
601699.SH	潞安环能	11.5	47.8	22.6	5.3	1.3
601898.SH	中煤能源	15.2	12.5	21.9	2.3	0.3

资料来源：WIND，光大证券研究所

2. 有色金属——经济复苏+宽松的货币政策助推金属价格上升

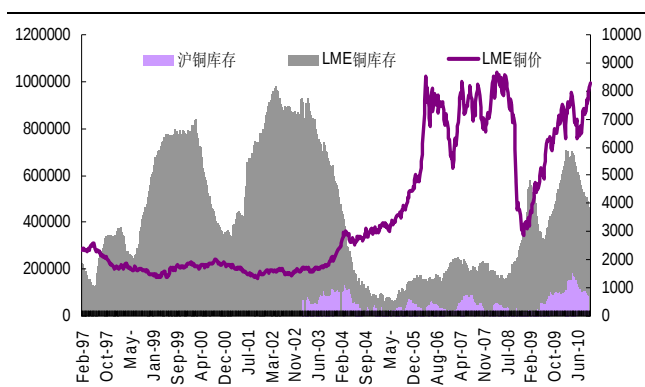
在经济周期上升阶段，金属作为工业原材料，其需求将持续上升，在宏观

经济指标上表现为工业品产量指数（或工业增加值）增速上升，目前外围经济脆弱复苏，国内楼市调控不会使整体固定资产投资增速继续下滑，对金属的需求上升。另外，由于基本金属都是期货交易品种，在商品属性之外还存在金融属性，目前各国宽松的货币政策将导致全球流动性泛滥，激发金属的金融属性，甚至可能使金属价格“泡沫化”。光大有色组调高基本金属评级至“买入”。最看好铜、锡，其次是镍、锌、铝。

从铜的库存看，LME 和上海期货交易所铜库存已持续下跌，远远低于历史最高水平。具体到股票，首推资源最丰富的江西铜业。锡虽然也列为基本金属，但其下游涉及面较窄，主要是电子元器件行业，受电子行业景气度影响较大。而且最近供应方面的消息也推动锡价上涨。具体到股票，只有锡业股份。镍、锌、铝、铅将可能跟随性上涨，但过高的库存将拖累涨幅。具体到股票，看好中金岭南、吉恩镍业、焦作万方。

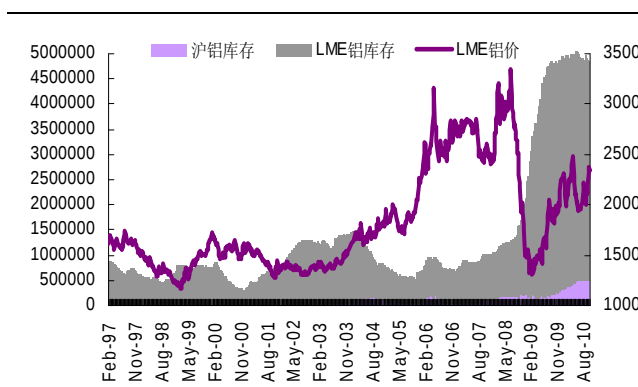
看好黄金的逻辑在于宽松的货币政策导致纸币过度供应，目前为了刺激经济只有货币政策，彻底终结本轮金价涨势的就是出现一次大的技术创新。从中线看，如果数量宽松一直持续，推高通货膨胀，当通胀超出央行的容忍范围，开始紧缩货币，只有紧缩到一定程度，金价才会回调，但仅仅是回调，趋势不变。总之，目前这种宽松的货币政策还会维持相当长一段时间，金价上涨趋势还会持续，维持黄金“买入”评级，按照业绩弹性大小排序：推荐山东黄金，中金黄金，恒邦股份，辰州矿业和紫金矿业。

图 20 铜价与库存



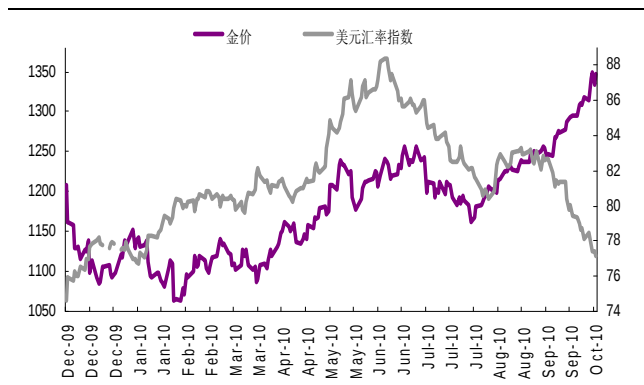
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 21 铝价与库存



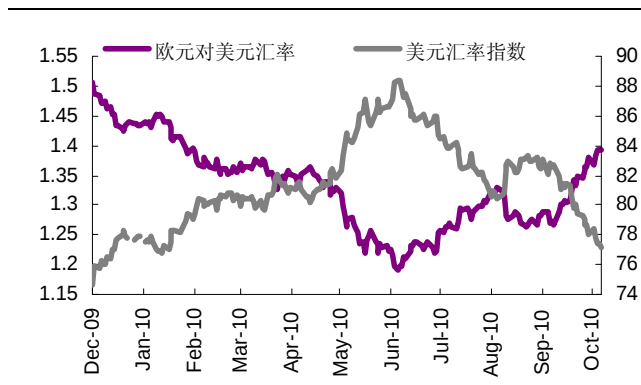
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 22 金价创下历史新高，美元下跌



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 23 美元下跌突破 80 关口



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

表 3 有色行业重点上市公司评级与估值指标

公司名称	评级	EPS(元)			净利润增长率(%)			PE(X)			ROE(%)		
		2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)
山东黄金	买入	1.05	0.90	1.20	0.17	71.72	33.29	61.32	71.41	53.58	0.26	0.18	0.20
中金黄金	买入	0.66	0.71	0.90	0.09	93.70	26.80	70.67	65.67	51.79	0.13	0.18	0.18
恒邦股份	买入	0.78	0.88	1.62	(0.20)	11.92	84.52	72.12	64.44	34.92	0.12	0.12	0.18
江西铜业	买入	0.78	1.09	1.31	0.03	59.97	21.13	55.48	39.74	32.80	0.10	0.00	0.15
锡业股份	买入	0.21	0.47	0.73	4.25	180.40	55.32	185.84	81.66	52.58	0.05	0.13	0.17
中金岭南	买入	0.40	0.38	0.53	0.20	46.06	38.84	56.06	59.49	42.85	0.11	0.13	0.16
辰州矿业	增持	0.18	0.42	0.38	0.43	128.24	(9.53)	214.85	94.13	104.05	0.05	0.11	0.10
包钢稀土	增持	0.07	0.71	1.05	(0.67)	927.86	47.89	1246.60	121.28	82.01	0.03	0.25	0.27
焦作万方	增持	0.40	1.30	1.90	(0.42)	223.04	46.15	66.05	20.45	13.99	0.10	0.34	0.68
厦门钨业	增持	0.31	0.45	0.55	0.05	44.20	22.22	131.10	90.91	74.38	0.09	0.12	0.13

资料来源：光大证券研究所

3. 航空——业绩高增长+人民币升值

航空股具有如下亮点：

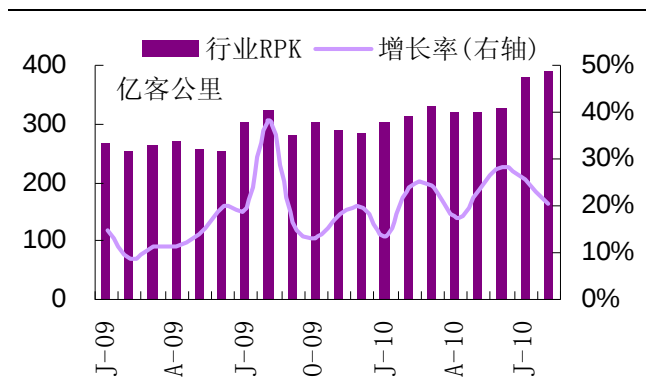
(1)、2011 年需求将保持两位数增长，需求仍大于供给，客座率仍将保持高位；(2)、估值相对较低：2010 年 PE 为 16 倍，2011 年 PE 为 15 倍，处于历史较低位置；(3)、人民币升值速度有望加快：美国中期选举的日益临近（11 月 2 日）、温总理访欧时欧洲的不断要求以及我国出口增速的居高不下（外贸顺差已经连续 3 月突破 200 亿美元）。人民币兑美元升值 1%，2010 年国航、东航、南航 EPS 分别增加 0.03、0.03、0.04 元。(4)、三季度业绩有望同比高增长：10 月下旬航空股三季报将相继公布，我们预计国航净利润同比增长超过 1 倍，东航净利润有望同比增长 4 倍左右，南航净利润更是有望同比增长 13 倍之多。(5) 国航、南航正在进行定向增发。

从 8 月数据来看，行业正值暑期旺季，加之上海世博会对商务客和旅游客的拉动效应，旅客量同比增长 16.2%；行业客座率达 84.2%，创近年来单月新高，同比提升 4.3 个百分点；行业客公里收入同比增长超过 15%，座公里收入同比增长约 20%；预计 8 月行业营业收入增长超过 40%，利润总额增

长2倍多,创历年月度新高;行业毛利率同比提升8.6个百分点左右至31%。

图 24 月行业 RPK 同比增长 20.3%

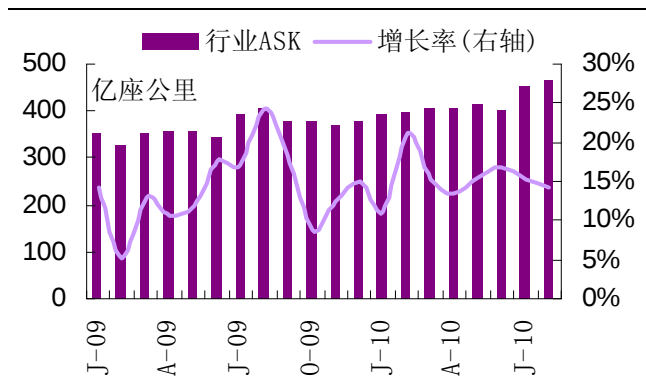
2009-2010 年各月行业 RPK 及增长率比较



资料来源：CAAC，光大证券研究所

图 26 月行业 ASK 同比增长 14.1%

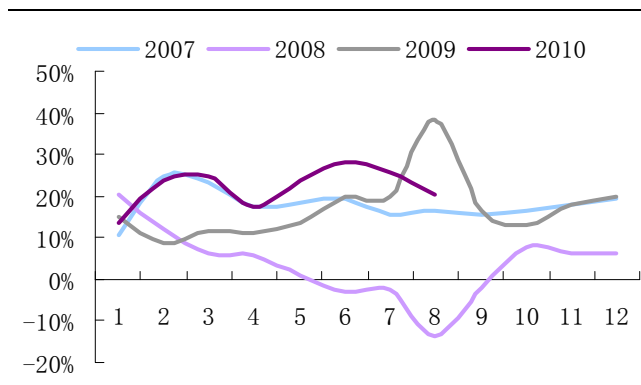
2009-2010 年各月行业 ASK 及增长率比较



资料来源：CAAC，光大证券研究所

图 25 月行业 PRK 增速有所下降

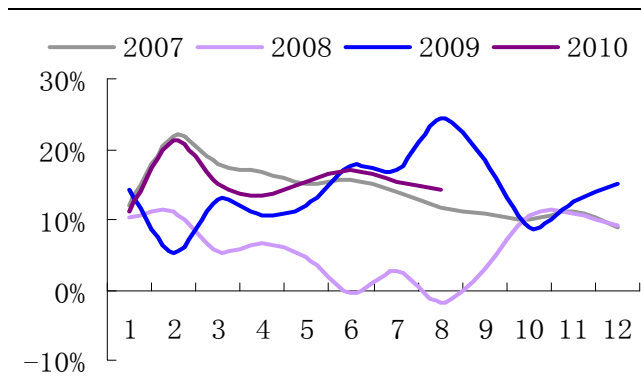
2007-2010 年各月行业 PRK 增长率比较



资料来源：CAAC，光大证券研究所

图 27 月行业综合 ASK 增速高于 2007 年同期

2007-2010 年各月行业综合 ASK 增长率比较



资料来源：CAAC，光大证券研究所

表 4 航空行业重点上市公司评级与估值指标

公司名称	评级	EPS(元)			净利润增长率(%)			PE(X)		
		2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)
中国国航	买入	0.41	0.90	0.97	(1.55)	119.23	7.77	37.03	16.89	15.67
南方航空	买入	0.04	0.70	0.55	(1.07)	1464.25	(21.43)	240.33	15.36	19.55
东方航空	买入	0.06	0.52	0.57	(1.04)	983.85	10.00	157.46	17.10	15.54

资料来源：光大证券研究所

4. 保险——股市回升+业绩回升

光大保险研究员判断保险股三季度业绩将表现不错，净资产将重回高速上行通道，主要依据有两点，一是由于三季度股市表现良好，为保险公司带来可观的投资收益；二是保费收入仍然保持了较快速度的增长。

从保费收入来看，受到汽车销量高速增长的驱动，今年产险保费高速增长，1-8 月累计同比增长 30%。预测全年产险保费增速约为 28%，高于去年的 23%；从承保业绩来看，上半年产险承保利润显著改善。综合成本率和综合费用

率双双大幅下降。产险业实现盈利 74.65 亿元，同比增加 80.06 亿元。业绩改善主要来自承保利润 39.64 亿元，同比增加 117.10 亿元。

同时，从中长期的角度来看，光大保险研究员认为在此轮上升周期中，行业业绩改善可持续至少两年，依据是：

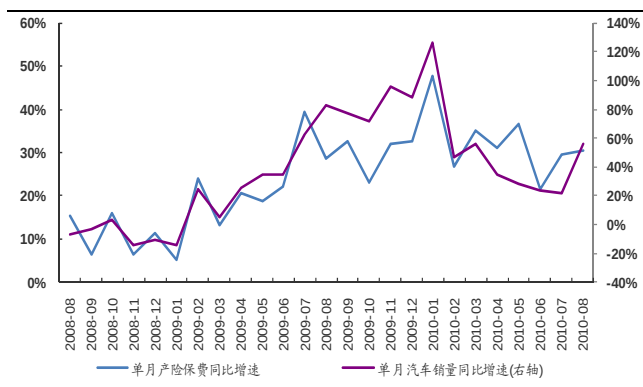
首先、促使本轮产险行业好转的两个根本因素至少两年内不会逆转。一是从紧的监管政策；二是多年价格战中资本消耗殆尽的中小保险公司，至少三年内都不具备二次价格战的能力。

其次、结合成熟市场的经验和我国的实际情况，此轮上升周期将至少持续两年。承保周期长短受到市场监管政策、产业资本自由进出和市场充分竞争程度的影响。在竞争充分，资本进出自由的欧美市场，承保周期一般在 6-8 年。我国产业资本进出受到严格的限制，在寡头垄断竞争的市场格局下，承保周期应该更长。

第三、车险联合信息平台将在现已建立 14 个省（市区）的基础上向全国范围内推广。车险联合信息平台对车险业绩的改善作用显著，导致占车险约 1/3 的车损险业务赔付率大幅下降 10% 以上。全国推广该平台将进一步挤压理赔水分，降低车损险赔付率。

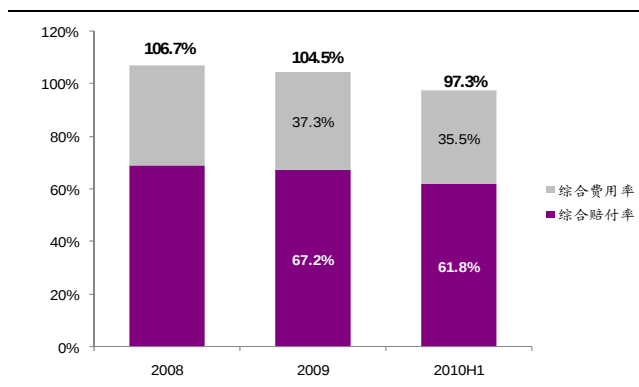
第四、当前的良好业绩是在交强险大面积亏损的前提条件下取得的。根据财产保险监管部主任李劲夫在今年上半年全国产险监管通报会上的讲话精神，监管重点工作包括积极推进交强险实行区域差别费率，这将有望进一步加大车险的盈利空间。

图 28 产险保费在汽车销量的驱动下高速增长



资料来源：保监会，WIND，光大证券研究所

图 29 2008-2010H1 产险行业综合成本率情况



资料来源：保监会，光大证券研究所

表 5 保险行业重点上市公司评级与估值指标

公司名称	评级	EPS(元)			净利润增长率(%)			PE(X)			ROE(%)		
		2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)
中国平安	买入	1.89	2.19	2.95	19.97	20.69	34.66	33.17	28.60	21.24	0.16	0.15	0.18
中国太保	买入	0.87	1.06	1.43	4.49	24.09	34.82	31.11	25.42	18.85	0.10	0.11	0.13
中国人寿	增持	1.16	1.11	1.34	2.27	(4.81)	20.57	22.00	23.11	19.17	0.16	0.15	0.16

资料来源：光大证券研究所

5. 银行——资产重估+估值修复+业绩提升

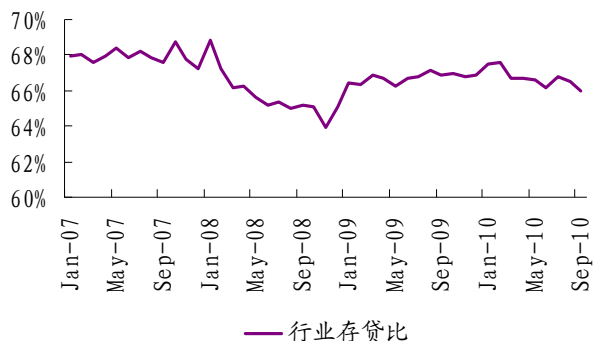
首先，市场资金面趋好。全球量化宽松延续，人民币外升内贬趋势进一步确认。一方面，发达国家持续的低利率和货币贬值，将促使短期国际资本以多种形式进一步流向新兴市场；另一方面，国内货币政策将难以持续收紧，并可能伴随财政刺激出现有限放松，A股市场偏低的估值和赚钱效应初显将吸引新增资金入场。此外，银行板块的低估值及极佳的流动性，成为低风险的理想加仓和投资标的，并受到相当部分资金的青睐。

其次，对经济增长预期有所改善。从近两个月的数据来看，宏观经济下滑幅度好于预期，主要表现为投资增速下滑的幅度低于预期，PMI和工业增加值仍在回升。四季度开始相关中央和地方投资项目的跟进可能部分弥补房地产投资和部分基础设施投资的下降，并缓解此前市场对经济环比回落的担忧。

第三、地产调控短期靴子落地。后续政策如何跟进仍需观察地产市场量价的变化。

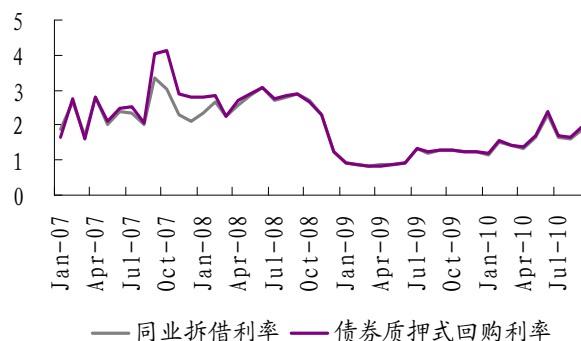
第四、当前银行板块估值偏低，并已持续对诸多宏观、市场及行业面的负面因素进行了较长时间和空间上的反映。我们此前提示的多项估值回补促发因素（市场资金面向好、地产市场走向及调控预期明朗化、对经济增长预期改善）均开始显现。关注10月中下旬开始的银行三季报披露期。

图 30 行业存贷比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 31 银行间市场利率



资料来源：WIND，光大证券研究所

表 6 银行行业重点上市公司评级与估值指标

公司名称	评级	EPS(元)			净利润增长率(%)			PE(X)			ROE(%)		
		2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)
深发展 A	买入	1.62	1.74	2.30	7.19	20.56	32.00	11.82	11.00	8.34	0.25	0.19	0.21
宁波银行	买入	0.58	0.82	1.11	0.09	64.77	35.00	24.48	17.41	12.90	0.15	0.14	0.17
浦发银行	买入	1.50	1.22	1.50	0.06	26.73	22.50	10.19	12.46	10.17	0.19	0.13	0.14
民生银行	买入	0.54	0.58	0.72	0.54	28.35	23.00	10.47	9.78	7.95	0.14	0.16	0.18
招商银行	买入	0.95	1.12	1.41	(0.13)	32.81	25.67	15.97	13.57	10.80	0.20	0.18	0.20
兴业银行	买入	2.66	2.83	3.58	0.17	27.80	26.30	10.60	9.94	7.87	0.22	0.19	0.21
建设银行	买入	0.46	0.53	0.63	0.15	23.52	19.50	11.38	9.86	8.25	0.19	0.19	0.20

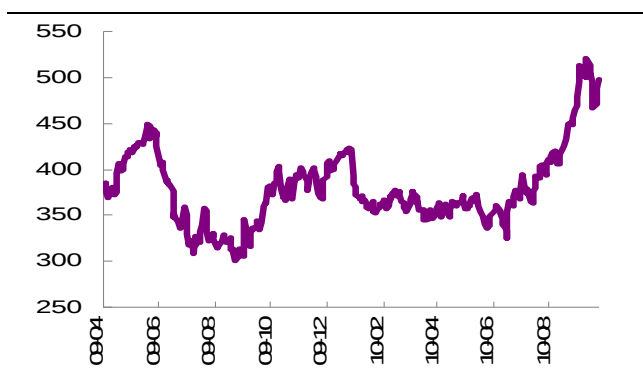
中国银行	增持	0.32	0.35	0.41	0.27	21.41	18.60	11.46	10.48	8.84	0.16	0.15	0.16
中信银行	增持	0.37	0.50	0.51	0.08	35.79	25.00	16.82	12.39	12.09	0.14	0.17	0.15
交通银行	增持	0.61	0.65	0.78	0.06	22.23	18.90	10.85	10.21	8.58	0.18	0.17	0.18
工商银行	增持	0.39	0.44	0.53	0.16	22.24	19.00	12.13	10.52	8.84	0.19	0.20	0.21
南京银行	增持	0.84	0.75	0.95	0.06	44.23	27.90	15.32	17.27	13.50	0.13	0.12	0.14
华夏银行	增持	0.75	0.77	0.93	0.22	40.48	21.11	17.24	16.84	13.91	0.12	0.10	0.11
北京银行	增持	0.90	1.17	1.50	0.04	29.43	27.80	15.74	12.16	9.52	0.15	0.17	0.19

资料来源：光大证券研究所

6. 农业—农产品价格的持续高涨+供给紧缺

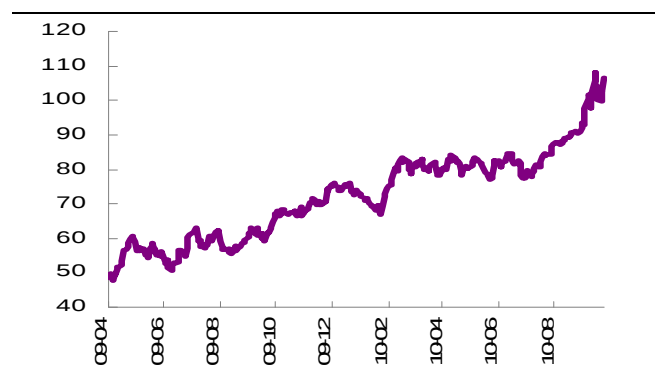
农产品板块的投资机会主要还是由于价格上涨所导致的。由于农产品价格的主导权在海外，在货币超发的背景下只有出现一点供需异常的消息，就能带来价格的暴涨，加上气候的异常导致各种农作物的歉收，以棉花为主的已经连续上扬。同时，以海参为主的高端消费品本身属性决定其内在价值，表观现象在于需求端的旺盛，同时受制于适养海域资源的稀缺，供给端出现瓶颈，不能满足需求，这也是未来投资农业板块的重要着眼点。

图 32 玉米期货价格



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 33 棉花期货价格



资料来源：WIND，光大证券研究所

表 7 农业行业重点上市公司评级与估值指标

公司名称	评级	EPS(元)			净利润增长率(%)			PE(X)			ROE(%)		
		2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)
东方海洋	买入	0.23	0.32	0.55	0.21	42.85	68.35	75.79	53.06	31.52	0.05	0.07	0.10
新希望	买入	0.54	0.47	0.52	0.79	23.69	10.66	31.65	36.37	32.86	0.12	0.11	0.11
海大集团	买入	0.69	0.78	1.14	0.19	45.66	47.35	43.85	39.13	26.56	0.08	0.10	0.13
大北农	买入	0.70	0.91	1.27	0.94	31.51	38.87	65.71	49.97	35.98	0.33	0.11	0.14
通威股份	买入	0.21	0.23	0.35	0.39	5.98	56.65	44.13	41.64	26.58	0.12	0.11	0.15
益生股份	买入	0.75	0.86	1.13	0.14	14.59	31.18	40.26	35.13	26.78	0.35	0.10	0.11
好当家	增持	0.12	0.25	0.32	(0.40)	109.74	29.66	109.50	52.21	40.27	0.06	0.10	0.11
登海种业	增持	0.53	1.06	1.50	34.98	99.03	41.66	126.71	63.66	44.94	0.12	0.20	0.24

综上所述，从策略的角度我们推荐十大金股，基本贯彻了10月开始投资资

源资产类股票。我们继续推荐煤炭、有色、航空、保险、银行和农业六大板块。十大金股为山煤国际、兰花科创、山东黄金、江西铜业、南方航空、中国国航、中国平安、浦发银行、东方海洋、大冷股份和浙江龙盛。

表 8 光大十大金股

公司 名称	EPS(元)			净利润增长率(%)			PE(X)			ROE(%)		
	2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)
山煤国际	0.82	1.15	1.66				32.84	23.42	16.22			
兰花科创	2.22	2.27	3.15				15.00	14.67	10.57			
山东黄金	1.05	0.90	1.20	0.17	71.72	33.29	61.32	71.41	53.58	0.26	0.18	0.20
江西铜业	0.78	1.09	1.31	0.03	59.97	21.13	55.48	39.74	32.80	0.10	0.00	0.15
南方航空	0.04	0.70	0.55	(1.07)	1464.25	(21.43)	240.33	15.36	19.55	0.03	0.00	0.00
中国国航	0.41	0.90	0.97	(1.55)	119.23	7.77	37.03	16.89	15.67	0.21	0.00	0.00
中国平安	1.89	2.19	2.95	19.97	20.69	34.66	33.17	28.60	21.24	0.16	0.15	0.18
浦发银行	1.50	1.22	1.50	0.06	26.73	22.50	10.19	12.46	10.17	0.19	0.13	0.14
东方海洋	0.23	0.32	0.55	0.21	42.85	68.35	75.79	53.06	31.52	0.05	0.07	0.10
大冷股份	0.22	0.44	0.57	(0.38)	97.12	29.68	48.07	24.39	18.81	0.05	0.09	0.10
浙江龙盛	0.51	0.72	0.93	0.42	57.84	29.28	22.24	15.69	12.14	0.17	0.14	0.16

资料来源：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	lix1@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、交易人员和其它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。