



国海富兰克林 2008 年三季度投资策略报告 摘要

一. 宏观分析

2008 年 1-5 月，城镇固定资产投资累计同比增长 25.6%，5 月同比增长 25.4%，扣除通胀因素，固定投资实际增速已大幅下降，输入型通胀还将持续，这将导致投资品价格继续上升。在通货膨胀状况没有明显好转的情况下，国内反通胀政策难以放松，因此政策还将在一段时间内保持紧缩状态，在成本积压和政策控制的双重夹击下，真实的固定投资将保持较低增速。2007 年以来，央行开始采取紧缩货币政策，连续 14 次上调存款准备金率，6 次提高贷款利率，加大公开市场力度，降低了货币增速，加强了对房地产市场信贷政策的调控，对贷款数量严格按照额度管理。这些政策大大加强了企业投资的流动性约束，也大大增大了企业的融资成本，对投资的积极性也有一定的抑制。

5 月份，全国社会消费品零售总额名义同比增速 21.6%，剔除价格因素后实际增速约为 13.1%，比 4 月份的 12.9%略有上升。在今年 5 月份节假日比往年少 3 天，且发生大地震的局面下，实际消费增速依然攀高，显示内需强劲。涨价幅度较高的肉蛋与粮油等食品实际消费增长继续放缓，家具、建筑及装潢材料增速反弹，金银珠宝类消费增速放缓。从环比数据来看，汽车消费依然疲弱。展望全年，伴随居民收入继续保持较快增长和奥运效应，消费实际增速有望继续保持强劲。

5 月份中国出口同比增长 28.1%，进口同比增长 40%，分别较上月的 21.8%和 26.3%大幅反弹。当月实现贸易顺差 202.1 亿美元，比去年同期下降 9.9%。剔除五一黄金周缩短因素，出口增速则为 10.4%，比 1-4 月份的 11.1%进一步放缓。1-5 月进口名义值同比增长 32.7%，远高于去年 20.8%的增速，但这主要反映了进口商品特别是国际原材料价格的高涨。剔除价格因素，中国今年以来实际进口增速 8.9%，比去年有所放缓。进口价格高涨带来的贸易条件恶化抑制了贸易顺差增长：



5 月份贸易顺差 202.1 亿美元，同比下降 9.9%。出口结构升级趋势不减，继续向高附加值的产品转移。今年以来，机械及运输设备产品占中国总出口的比重由去年的 47.5% 进一步上升至 49%；而附加值相对较低的杂项消费品和原料类制品所占比重则分别由去年的 24.4% 和 18.1% 下降至今年的 22.4% 和 17.6%，显示出口结构升级趋势继续。我们预期出口增速将继续放缓，外需放缓和国内成本上升对出口的影响将进一步显现。

08 年 1 季度，美国 GDP 环比增速为 0.9%，连续 2 个季度低增长。与 07 年 4 季度相比，08 年 1 季度的私人消费、投资及净出口贡献增速均大幅下滑。5 月份美国的失业率飙升至 5.5%，非农就业人数再次减少近 5 万人，显示经济仍在继续恶化。美国个人实际消费增速降至 2%，为 93 年以来的最低值。从历史经验来看，美国经济步入衰退已无悬念。由于经济衰退，美国将减少从中国进口产品，尤其是消费品。

价格指数方面，5 月 CPI 同比上升 7.7%，PPI 同比上升 8.2%。食品价格下降是 CPI 增速下降的主要因素，食品价格环比下降 1.3%，其中肉类、蔬菜、油脂等价格已经进入下降周期。由于翘尾因素，6 月开始食品价格还将下降。PPI 持续上升，主要是原材料、燃料、动力价格上升推动生产资料价格上升所导致。由于国际价格上升，国内能源与原材料价格也持续上升。这是显著的输入性的成本推动型通货膨胀特征。

5 月份 PPI 首次超越 CPI 涨幅。PPI 上行的主要推动力是原材料及动力购进价格。煤炭开采、黑色金属冶炼同比分别上涨 24.1% 和 26.7%，带动 5 月份原材料及动力购进价格同比上涨 11.9%。生产资料出厂价格涨幅上升（5 月同比上涨 9.2%，4 月 9.0%），生活资料出厂价格涨幅放缓（5 月份同比上涨 5.1%，4 月 5.4%）。下半年，PPI 还将高企，但 CPI 通胀将回落，CPI 与 PPI 分歧走势强化。PPI 超过 CPI 将使上游企业利润受益，但下游利润将进一步受挤压。

国家发展改革委员会近日发出通知，决定自 6 月 20 日起将汽油、柴油全国平均零售基准价分别由每吨 5980 元和 5520 元提高 1000 元为 6980 元和 6520 元，涨幅分别为 16.7% 和 18.1%；航空煤油价格每吨提高 1500 元，涨幅 25.2%；自 7 月 1 日起，将全国销售电价平均每千瓦时提高 2.5 分钱，涨幅为 4.7%。



此次能源价格改革显示了政府理顺能源价格的决心，有利于缓解炼油和电力企业的盈利压力。长期而言有利于理顺经济活动中的价格体制，有利于发挥价格传导机制。但是短期而言能源通胀压力将向中下游行业传导，总需求和经济增速将会加速放缓，高能耗的行业（例如交通运输、有色、钢铁、化工、水泥、造纸、纺织等）盈利将会受到挤压；短期通胀上升压力增加，我们预计紧缩性货币政策将持续。实际上人民银行行长周小川也再次强调了坚持紧缩货币政策的基调，这将对金融、房地产行业产生较大的负面影响。政府对发电用煤实施临时价格干预的措施将在一定时期内压制煤炭行业的赢利增长。此次能源价格上调以及未来可能采取的进一步理顺能源价格的措施，对中国经济构成中长期利好，有助于控制未来的恶性通胀。

中国经济的长远发展，有赖于经济结构的转型，增长动力出口必须让位于内需，同时加快发展第三产业，转向能源节约型经济。

二. 投资策略

市场回顾

二季度，美国经济一度显示出好转的迹象，但是随着国际原油价格出乎意料的大幅攀升，国际通货膨胀形势一下严峻起来，尤其是在季末，通货膨胀在越南的失控甚至引发了亚洲金融危机再度来临的担忧。本来国内的经济形势随着CPI的冲高回落似有走出阴霾的迹象，但是随着大地震的发生及其影响逐渐显现，再加上PPI的连创新高，国内的通货膨胀形势越来越不容乐观，宏观经济的未来走势也开始变得越来越不确定了。政策利好消耗殆尽，市场重新回到下跌通道。四月份，在政策利好的刺激下，市场走出了探底回升的走势，且反弹势头十分强劲，成交量急剧放大。但是此后，随着四川大地震的发生，以及国际油价的大幅上涨所引发的全球通胀疑虑，市场在5月份震荡下行的基础上，进入6月份后阴跌不止，近期更是受央行突然提高存款准备金率1个百分点的影响，出现了大幅下挫的情况。经过连续大



幅下跌，目前市场的估值中枢已经进一步下移，市场整体静态市盈率水平已经降低到 22 倍左右。

从未来业绩的情况来看，08 年业绩增速的大幅下降是肯定的，但是继续保持增长也是很有把握的。因此，从估值来看，目前市场的市盈率水平进入到了比较合理、甚至相对较低的水平。目前市场的主要担忧还是 09 年的宏观经济形势和上市公司业绩方面存在的不确定性。我们认为在目前的时间和点位上，对未来过分悲观和乐观都是不可取的。在目前的弱市格局下，“防御”将是现阶段比较现实的投资策略，而精选个股将是跑赢市场的不二法门。

投资策略分析

综合之前的市场回顾，结论已经比较清楚，全球经济正面临低增长、高通胀也即“滞胀”的风险。历史的经验告诉我们，处于高油价和高通胀的威胁之中时，应对滞胀采取的投资原则是，重商品、债券和现金而轻股票，重视投资的安全性而轻投资回报。因此，08 年投资者对股票市场的未来走势的判断要保持相对谨慎，在回避风险的大前提下适当获得投资回报。

从目前国内股票市场的走势来看，国内经济也面临着增长速度放缓和通货膨胀率上升的双重压力，出于投资者对预期的恐惧，上证综合指数也从年初的 5300 点一口气跌到目前在 2800 点左右徘徊，投资者情绪由 2008 年初的过度乐观急速转变为极度悲观。我们认为上半年的市场大跌是对前期“股价泡沫”的初步纠正，整体估值的高溢价已经基本消除，从估值水平来看，对应 2800 点，沪深 300 股票的 07 年静态市盈率已经下跌到 24 倍左右，08 年的动态市盈率已经下跌到 17 倍左右，已经基本与国际市场接轨。

因此，在目前时点上，影响市场走势的关键因素已经不是股票整体估值的问题，而是 08 年下半年乃至 09 年宏观经济和上市公司的盈利能力。前瞻性地看，影响全球股市表现和通货膨胀的最主要因素，将是能源价格。这其中有两种可能：

第一种可能是在未来三个月时间内，油价和通胀都将见顶。油价与通胀之后的回落对中国经济摆脱滞胀是非常有利的。随着通胀状况有所舒缓，中国的宏观经济紧缩才有放松的可能，同时受到高通胀和



经济紧缩伤害的固定资产投资和消费才有可能再度高速增长。在这种乐观情况下，09年中国的企业盈利仍会保持持续增长，国内证券市场仍值得看好，上证综合指数2800点附近将是底部区域。

第二种可能是在未来三个月时间内，油价和通胀都将持续上升。而通胀的演进是动态博弈而非静态单向过程。在预期价格持续上涨的情况下，增加存货是理性的选择（包括农民屯粮），这将导致需求增加或者供应减少，进一步推高通胀。再次强化通胀预期，通胀失控以后，宏观政策的目标只有一个，那就是全力抑制通胀。货币政策将剧烈紧缩，需求持续减少，对价格变化预期转变。为了消化存货，生产规模将大幅度下降。通胀恶化引起经济硬着陆的风险。一旦这种情况出现，08年下半年和09年中国的宏观经济不容乐观，企业盈利将出现大规模负增长。则国内证券市场仍有相当大的下行压力，上证综合指数2800点只是下跌中继。

综合来看，我们认为三季度股票市场进入横盘震荡阶段。投资者需要高度重视油价和通货膨胀率等关键指标，随着油价和通胀情况在三季度逐渐明朗，证券市场将作出方向性选择。而在趋势明朗之前，建议在战略上保持低仓位，适当参与阶段性反弹。

行业配置和投资机会分析

2008年下半年，市场缺乏整体性机会，主题投资将大行其道，建议投资组合立足防守。建议投资者重点关注的行业为：煤炭、化工部分子行业、含新能源、通信及相关设备制造业、食品饮料、批发零售业、医药生物制品、农林牧渔业、铁路设备、造纸等行业。建议重点关注四大投资主题：资源重估及价格改革、消费驱动与服务升级、国资整合与资产注入、产业升级与技术创新。

从行业配置和投资标的的选择来看，建议投资者回避以下几个行业：

一，回避周期性品种。在宏观紧缩和通胀上升期间，投资增速将快速下降，周期性行业和企业盈利形势不容乐观。建议投资者抛售机械，钢铁，有色，房地产等行业。



二，回避物价管制行业。由于物价管制，企业正常的盈利能力受到约束，而且将贯穿整个通胀阶段，在此背景下，我们建议对于石油石化电力等行业保持谨慎。

三，对中游制造业保持谨慎。中游制造业受到双重压力，既有通胀带来的上游成本压力，又有宏观经济紧缩带来的下游需求放缓压力。双重压力下，企业盈利存在大幅下滑的可能。

三 行业分析

金融业

银行业

下半年银行板块在中报推出前后强劲的业绩增长对股价形成短期的刺激，然而除此以外，似乎很难再从其他方面找到支持板块上涨的理由。首先，宏观调控的预期不会改变，近日 1% 的准备金上调就是一个很好的例子，无论是哪种调控，银行通常都会是央行与市场之间博弈的“夹芯板”，市场通常给以负面的反应。其次，资产质量是否恶化目前仍有待观察，房地产市场资产质量的恶化反映在银行的报表中通常有半年左右的滞后。也就是说如果 07 年的房地产市场存在问题，那么在 08 年下半年有可能开始逐步暴露。这一风险是我们最为担忧的一面。再次，今明两年金融行业上市公司的解禁市值在 1.5 万亿以上，是现有该行业流通 A 股市值的 1.19 倍，这一部分股票的大量供给将对二级市场的股价构成强大的压力。

就中期业绩来说，我们仍维持原先对行业整体利润 40% 以上增长、部分股份制银行 100% 以上增长的判断。但我们认为业绩增长对市场股价的表现已退居次位，资产质量才是第一位的要素。虽然年初市场担心紧缩政策将影响到贷款规模，进而影响到行业利润的增长，但贷款规模的增幅说到底是通过当年的业绩来影响股价表现，在业绩增长已退居次要地位的情况下，我们预计即使央行未来放松信贷，对市场的影响已没有先前预期的要大，更何况在目前 CPI 走高的环境下，放松紧缩的可能性较小

综上所述，我们继续维持行业“中性”的评级

保险业



我们对 08 年保险行业给予中性评级。主要原因有以下几点：（1）2007 年股票市场的大幅上涨是保险行业利润大幅上升的主要原因，整个保险行业投资收入是税前利润的 2.5 倍以上，其中权益投资收入占到整个投资收入的 70%。由于股票市场从年初以来大幅下挫，2008 年保险行业整体利润将会出现下降。（2）前两个季度保费的上涨对利润的增长贡献不大，因为其中利润率低的银行保险业务占了主要比例。（3）雪灾和地震对保险公司的影响不大，整体来说偏负面，灾害的发生在短期内并不能促进保险业务的大幅上升。（4）结合交强险的大幅降价，财险市场的恶性竞争加剧，财险业务的利润今年很不乐观。（5）传统寿险业务由于受到 2.5%定价利率的限制，在高利率的环境下没有多大的发展空间，但是如果实行费率市场化，可能会对寿险市场带来更多的恶性竞争。投连险和万能险等业务如果能够降低实际的费用率，则其业务发展对利润的增长能够产生一定的贡献。（6）目前保险股的估值已逐步进入合理区域，但是由于公司利润和股票市场之间的杠杆联系，资本市场的风险将制约保险行业利润的发展。长期来说，保险行业所需要的稳健的投资收益和我国高波动性的资本市场之间还需要一定时间的磨合。

证券业

我们对 08 年证券行业给予中性评级。主要原因有以下几点：（1）由于上半年的日均交易和市场行情较前期已出现大幅度回落，我们认为不可能期望全年证券行业会有超出市场预期的表现。（2）就全年来看，创业板、融资融券和股指期货的实施的可能性较低，监管机构在目前的宏观环境下，为保证现有市场产品稳定顺利运行，不愿为推新产品承担太多风险。（3）近期不少上市证券公司所发生的问题，进一步促使监管部门会加强对于证券行业上市或开展新业务的审查，加强风险控制。

房地产行业

估值已经到位，上涨路途漫漫

我们对 08 年地产行业给予中性评级。截止至 08 年 6 月第三周，重点城市商品住宅累计成交量同比下降 18%，北京、杭州、苏州、深圳、武汉同比下降 40%，上海下降 22%，沈阳、青岛同比有增长。预计销售疲弱的情况将持续到 8 月底。鉴于 07 年 4-8 月基数较高，预



计 08 年全年重点城市成交同比下滑 20 - 25 %。

珠三角房价有明显回落，其中深圳回到 2007 年 1 月水平，广州回到 2007 年 6 月水平；武汉、北京价格开始松动，其余城市依然处于价格僵持状态。鉴于 5 - 6 月旺季销售数据不理想，开发商选择降价销售的概率提高，10 月之前是房价下降的高危时期。

不同产品的销售率出现分化，小户型公寓供销两旺，豪宅和高档别墅市场受影响不大，中档住宅和经济型别墅滞销。表明房屋总价抑制需求的效应明显。上述三类产品的价格趋势也会分化，小户型公寓价格向上，豪宅和高档别墅市场持平略降，中档住宅和经济型别墅价格压力较大。

我们对本轮调整的总结没有变化：（1）长周期还没结束；本轮属于长周期下的中等级别调整；（2）一线城市存在房价泡沫（高估 30 % 左右），全国整体比较健康；（3）在财富效应和供求关系逆转后，房价高估区域存在降价压力；（4）改善需求被信贷政策抑制，首次置业需求被房价抑制，是本轮房价调整的根本原因；（5）房价重回上升通道至少需要 1 年半时间，如果通胀不能被有效抑制，则需要 2 - 3 年；（6）大型开发商的资金压力缓解，房价硬着陆可能性不大，消除 30 % 的房价高估部分，极可能采取时间换空间的方式达到。

我们认为地产股触底回升的催化剂包括：（1）放开再融资，缓解房地产上市公司的资金链；（2）放开开发贷款，缓解中小企业的资金链；（3）第二套房信贷政策放松；（4）房地产企业开始买地；（5）CPI 受到阶段性控制。在三季度，情况（4）可能发生，但全部发生的概率没有。

股票市场提前做出反应。当前股价对应 RNAV 折价 30 %，相当于房价在未来 3 年下跌 15 %。已具备长期投资价值，可择股买入，但跑赢大市概率不高。即反弹会有，反转无望。

从公布月报的上市公司销售数据分析，中报实现销售面积将达到全年预期的 35 - 40 %。08 全年销售面积将达到预期数的 75 - 80 %，券商下调 09 年盈利预测成为必然。

我们挑选 4 家公司推荐，分别是华发、万通、万科和招商地产。选择这四家公司遵从了几个指标，（1）执行了反周期策略；（2）资金压力小；（3）业绩保障性高；（4）PE、RNAV 估值低；目标价按照 09



年 PE12X (沪深 300 估值水平的 6 折), 08RNAV 溢价 0%, 万科给予 20 % 的溢价。有 30 % 的估值空间。

与住宅行业相反, 商务地产的景气程度还在提升, 目前估值已回落到合理水平, 但几家标的公司都存在硬伤, 我们将继续观察。

商业零售行业

5 月份, 全国社会消费品零售总额名义同比增速 21.6%, 剔除价格因素后实际增速约 13.1%, 比 4 月份的 12.9% 略有上升。在今年 5 月份节假日比往年少 3 天, 且发生大地震的局面下, 实际消费增速依然攀高显示内需强劲。

消费升级是我国现阶段经济发展的主要趋势。由于我国各区域经济差别较大, 城乡居民收入差距仍然明显。现阶段消费升级呈现的阶梯形特征明显: 一线城市奢侈品消费成为热点; 二线发达城市中高档百货蓬勃发展; 城镇及农村市场中超市、家电连锁业态成为发展趋势。

我们预计下半年通胀将有所缓和, 温和通胀将推动零售业销售收入以较大幅度增长。同期零售业销售总额增速也随之带动, 并有较高增长。百货行业增长将受益于温和通胀, 超市行业则与消费增速相关度高。

总体而言, 我们认为在资本市场走弱的情形下, 零售行业股票具有较好的防御性, 重点关注家电卖场和连锁超市。

家电行业

不确定性增加

我们对 08 年家电行业给予中性评级。通胀背景下耐用消费品在需求、成本两端受到压力。实证显示在通胀初期, 因涨价预期将造成提前消费, 而通胀中后期, 更新需求将受到抑制, 农村初次消费也受到较大影响。同时, 通胀给家电企业带来的成本压力, 必须通过产品售价上涨来转移, 这势必造成行业整合的加速, 但整合的过程是痛苦的。在 70 年代美国股市, 耐用消费品、可选消费品板块均跑输大盘。

出口局部乐观。今年以来家电对美出口仍在下降通道; 对欧出口各产品冷热不均, 空调增长 34%; 对新兴市场出口增长超过 50%, 其



中产油国超过 70%。欧洲持续需求不确定，但新兴市场（尤其是产油国）的高增长值得期待。

国内家电制造业属于劳动密集型，掌握核心技术、产品升级缓慢、竞争结构稳定、需求空间明确的子行业具备长期投资价值。目前来看，只有空调具备上述特点。小家电行业未来具备稳健成长趋势和较大的产品差异化创新空间，是消费升级的领先行业，具备阶段性投资机会。

空调行业分析：（1）内销受到天气影响，终端销售缓慢。7 月天气至关重要，如果不能有效恢复，则全年内销将在 5% 的范围内低速成长。房地产对空调销售的影响自下半年开始显现。（2）外销优于预期，成长点来自欧洲和中东。（3）库存影响提价能力，预计全年提价幅度低于去年，勉强覆盖成本上升。（4）新能效标准影响，09 年 3 月前空调价格存在下降压力，之后小企业将被加速淘汰，集中度再次跃升。

小家电行业分析：（1）参考美国经验，未来 15 年，我国小家电消费占个人支出比例持续提高，意味着行业将保持持续景气。（2）进入壁垒低、集中度不高，这些原因导致公司胜出难度很高，盈利模式至关重要。（3）理想盈利模式：通过品牌、技术提升攻占高端市场，同时品牌输出占领低端市场。

整体来看，08 年家电行业面临的不确定性因素多于往年。目前的家电行业估值水平低于整体 A 股，空调行业估值已到达 03-06 熊市估值中枢水平，在估值上具备吸引力。

推荐格力电器，关注苏泊尔。

煤炭行业

供需关系仍然比较紧张，行业长期保持较高景气。下游行业需求稳定，铁路投资短期内难以见效，运力瓶颈限制了产能提高的有效性，预计短期偏紧的供需关系仍将持续。二季度虽然是煤炭行业的淡季，然而焦煤价格却大幅上涨。在政府对 08 年电煤价格进行限制而电力企业全面亏损的背景下，预计三季度煤炭价格会维持高位运行的态势。明年如果宏观经济继续保持良好，并且下游需求保持旺盛，则煤价仍有望继续攀升。



板块整体估值较高，短期风险在加大。目前沪深300的平均PE在17倍左右，而煤炭板块的平均PE在24倍左右，煤炭板块较高的景气预期在股价上已经得到比较充分的释放，短期股价继续上涨的触发因素在减少，下个季度该行业的研究和投资主要围绕两个主线展开：一是煤价走势，二是资产注入与整合。

（一）煤价走势

经过前期的价格暴涨，我们对下个季度的煤价走势不再像上季度那么乐观，未来需要密切关注以下几个变量：宏观经济运行对煤炭下游各行业的影响，国际油价的变化以及国内煤炭产量的增长情况。未来如果需求出现下滑、煤炭产量增速加快或者国际油价出现回调，则煤价和煤炭板块的股价都有向下调整的压力。分煤种来看，资源更稀缺、供需关系更紧张且市场化程度更高的炼焦煤板块比较安全，而电煤受制于国家限价和电力企业的普遍亏损，承压较大。

（二）资产注入与整合

很多煤炭上市公司都以大集团，小上市公司的模式存在，资产注入空间较大。而目前正是煤炭行业的景气高点，资产注入的动力也比较充足。我们看好集团本身盈利能力强、采矿权问题障碍小的企业。另外，我们认为中长期还应关注大型企业整合地方煤矿的进程。

总体来说，煤炭行业仍处于景气高点，供需关系保持稳定偏紧格局，资产注入提供外延式增长动力。但由于估值偏高，未来短期风险加大等原因，第三季度的操作不宜过度乐观。给予煤炭行业“谨慎乐观”的投资评级，看好炼焦煤板块，产业链向下延伸的煤化工相关公司以及未来最能够抵御行业周期波动的动力煤龙头。

IT 行业

受需求放缓及通胀前景制约，给予行业“中性”评级

三季度，受人民币升值、美国次债以及全球通胀形势等宏观因素影响，电子类企业将继续受到压力；软件和服务类企业可以作为较好的防御型品种；通讯行业则受益于电信重组和3G牌照的发放，将迎来较好的投资机会。



电子元器件：受人民币升值和原材料上涨压力大

由于发达国家需求放缓以及行业内无突破型产品出现，有关机构对于2008年全球半导体行业增长率预期不断向下调整。同时，人民币升值和金属等原材料价格在高位盘整，电子元器件企业仍面临需求疲软和成本上升的双重压力。我们给予电子元器件类企业整体“中性”评级，并且建议密切关注行业景气可能出现的反转。

一些从事先进制造设备和金融IT设备等生产企业值得关注。这类企业受益于我国信息技术向传统行业扩展应用的趋势，市场需求比较明确，其产品主要用于进口替代，属于软硬结合的较复杂系统。公司的固定资产比重低，资本开支相对较少，生产经营弹性高。

重点关注公司：大族激光，广电运通，生益科技

计算机软硬件：硬件仍难有起色，软件保持快速增长

由于行业的并购未使得竞争环境得到改善，需求减缓，计算机硬件企业很难提升自身的盈利水平，利润增长有限，我们认为投资机会较少。在计算机软件中，我们依然看好软件外包企业和专业软件企业，国内人力成本的优势明显，未来增长空间大。

重点关注公司：东软股份，航天信息、用友软件

通讯行业，看好电信设备供应行业

电信重组和3G牌照的发放将给行业带来一定的投资机会。从运营商层面来看，电信重组将给弱势运营商带来一定机会。但行业整体竞争程度无疑将加剧，并且重组过程的顺利程度和外部因素、非对称管制措施出台的时机以及具体内容都给各运营商的前景带来不确定性。

相比而言，通讯设备厂商的前景则更为明确，将受益于运营商三年内的一个资本开支高峰，以及对自主创新技术大力扶持的国家政策。我们看好已经具有较强的技术实力和历史业绩的通信设备制造商。

建议关注：中兴通讯

交通运输行业

港口 - 给予“中性”评级

吞吐量增长趋缓。外贸吞吐量受人民币升值、发达国家经济走弱的影响，增速下降明显。内贸吞吐量的国内经济依赖度较高，增速总



体稳定。

关注散货业务为主的港口，煤炭水运发运量受沿海电厂、钢厂等需求拉动，增长势头强劲；原油、铁矿石国内需求量大、资源相对不足，进口长期旺盛。

相关上市公司毛利率下降，利润增长趋缓。码头扩能超过吞吐增速，产能利用率下降，短期内折旧较大，加上能源动力和工资支出刚性上涨，导致毛利率逐步下降。在毛利率下降下，小幅的吞吐量增长导致利润增长缓慢。

推荐具备外延增长同时景气无明显变化的日照港、天津港。

航运 - 减持

BDI短期维持强势，中长期步入下降通道，面临需求减少和供给放量的不利局面。08年世界贸易增速将从6.8%降到5.6%，出口普遍受到影响；进口市场发达地区下降较大，发展中地区影响较小。集装箱贸易增速下降会较为明显；干散货增速下降幅度小些，且对经济增速下降的影响会有所滞后。

油运市场景气取决于世界经济放缓是否导致原油需求下降。单壳轮退出导致的供求失衡程度要远好于干散货市场，2008年的油轮运力增速降到3%左右，小于需求4.4%的增速。亚洲航线已提前触底。

建议回避强周期股票，持有弱周期的中远航运、中海发展，关注长航油运。

航空机场 - 增持机场，减持航空

需求阶段性下降，（1）政府缩减开支和负财富效应导致商务活动和大众旅游消费降温；（2）奥运会导致国内航班大面积延误，缩减签证数量导致来华旅游人数降低；（3）四川地震影响区域市场。需求恢复要等到奥运之后。

航空运输业：客座率下降、油价高企、估值方法转化，使航空公司失去中线投资机会，建议减持。

机场行业：行业属性使其具备良好防御性，需求短期下降将带来买入机会。重点公司估值水平具备较强吸引力，推荐深圳机场、上海机场。

公路铁路 - 增持

1、行业景气平稳，铁路运价和公路收费标准受到严格管制，公司业绩增长主要来自于外延式收购。

2、公路公司业绩确定性较高，油价提升影响不大。部分公司09年PE已降低到10-12X，PEG0.7，分红收益率4-5%，具备较高的安全边际。但行业成长性明显低于05-06年，上涨空间不大。推荐具有良好的地理和经济环境、自身业绩稳定增长的公司，适当关注具有资产注入的题材。

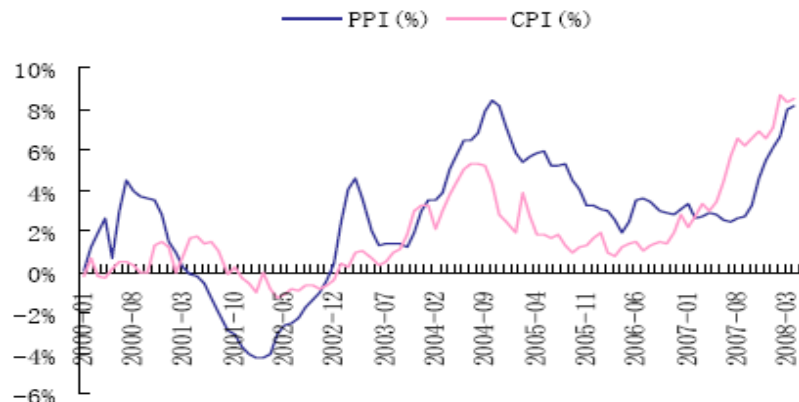
3、铁路的机会来自资产注入，铁道部缺乏资金来源将推动以大秦、广深为平台的资产整合速度加快。推荐大秦铁路。

汽车行业

关注景气回落周期中的资产整合品种

在油价上涨，物价上涨，居民实际可支配收入下降的背景下，汽车行业增速整体下滑不可避免。加之汽车行业难以把原材料价格上涨带来的成本增加传导出去，在多个不利因素叠加下，行业盈利整体步入下降周期，行业整体性投资机会不复存在。

图：CPI/PPI走势图



资料来源：国家统计局

对于商用车行业，我们依然坚持年初以来的观点：在经济增速放缓下，商用车难以实现07年的辉煌，也就是商用车行业最佳的投资时机已经过去了。

对于乘用车行业，行业外部环境的恶化速度超过我们在第二季度策略报告中的预期。特别是在多种不利因素共同作用下的需求端，其



向坏速度更是超乎我们的设想。目前来看，行业周期向下已经得到近3个月来销售数据的确认，企业盈利下滑是必然趋势。所以我们认为，汽车行业下半年最佳的投资策略是寻找存在外延式增长可能的投资品种，从而获得超预期的“ α ”收益+“ β ”收益。

依照上述策略，我们下半年看好的公司是：一汽轿车、金龙汽车和宁波华翔。

化工行业

08年化工行业在两头受挤的情况下压力较大，一方面，煤，油，电等原材料成本在上升；另一方面，下游由于受到人民币升值和宏观调控等方面原因造成需求下降。同时依靠廉价的能源和资源获得出口优势的产业，受到了国家关税政策的严厉调控，如化肥和磷化工行业。下半年，摆在化工行业面前的主要问题是需求的下滑，而产能的投放仍在继续供过于求的矛盾将逐步显现，成品油和电力价格的上调对化工行业的成本是巨大压力。所以对整体化工而言，08年行业运行不确定程度高，产品价格波动大，我们下半年保持谨慎。

虽然我们对行业保持谨慎，但其中仍不缺少值得投资的品种。我们看好两类公司，一类是钾肥资源公司，另一类是煤基替代能源类公司。中国钾肥进口依存度高达73%，国家鼓励开发西部资源，调控政策难以干预钾肥价格；进口价格主导国内市场的定价模式决定国内供需也难以影响钾肥价格，我们认为钾肥价格未来仍有空间。另一类机会为煤基替代能源，从能源战略安全角度考虑，国际能源价格高企推动我国煤基替代能源发展。国际原油和天然气价格均创新高，各个主要经济体都大量发展替代能源，尤其是生物质能源，我国由于粮食安全短期无法大规模开发生物质能源，资源禀赋决定了煤基替代能源是未来20~30年的重要替代能源。

医药行业

在通货膨胀的背景下，医药行业相对受通货膨胀影响较小。同时今年医药行业景气度持续高涨，所以2008年上半年医药行业是市场上表现最好的行业之一，这也符合我们的预期。目前板块2008年估值在

30 倍左右，处于合理区间，未来估值分化不可避免；一些拥有长期核心竞争力制药企业的持续成长未来依然可以预见，我们认为这些股票未来仍然能给投资者带来较好的回报。

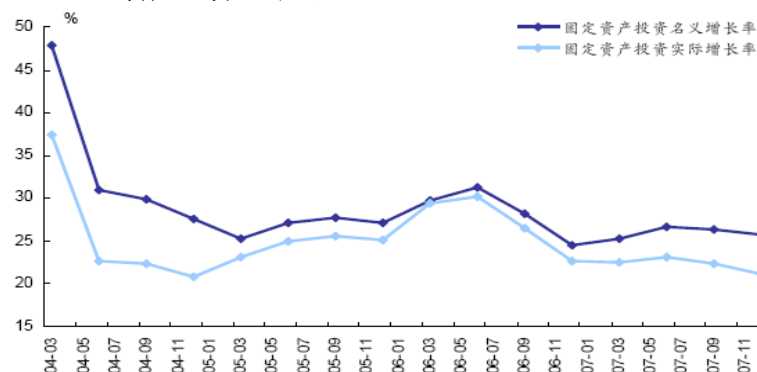
我们继续看好商业流通领域中的分销龙头公司。它们一方面受益于行业整体规模变大和市场集中度提高，另一方面是国家医改的最大受益者。在“集中招标，统一配送”的大趋势下，分销龙头公司必将享受更大的市场份额；我们同时继续看好医药专科用药企业，我们认为这些企业能享受医改并且能维持可持续性增长。

水泥行业

考验逐步到来 区域景气高者为首选

我们在二季度策略报告中指出：2008年固定资产投资增速虽然可能有所下降但只要维持20%以上的水平，在产能增加放缓和落后产能淘汰加速的对冲下，行业供需结构将继续得到改善。从目前经济运行数据来再度考察我们观点的前提假设，我们发现，固定资产投资下行风险正在加剧：由于物价上涨，尽管固定资产投资名义增速尚未见到明显放缓的迹象，但是实际投资增速已经开始放缓。这个趋势已经在06年下半年开始形成，进入08年以后有加速的迹象。特别令我们担心的是，FAI中占比接近30%的房地产投资增速在开发商资金趋紧下，下半年将见到比较大的下滑（从当前的32%下滑到20%）。尽管我们对FAI增速的态度变得更加谨慎，但需要指出的是在落后产能淘汰加速的对冲下，水泥行业重现04~05年大规模宏观紧缩后的故事是小概率事件。

图：固定资产投资下降增速加快



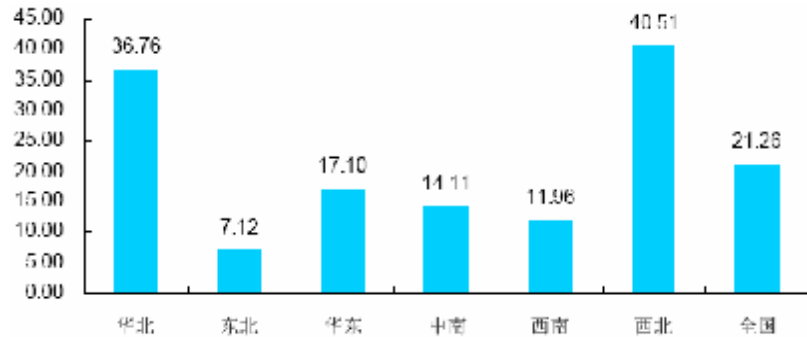
资料来源：CEIC

进入 08 年，所有水泥企业都面临煤炭和原材料价格加速上涨的



问题。而要把上升的成本有效的转嫁出去，最重要的前提就是所覆盖市场区域需要具有良好的供需关系，从而能提供水泥涨价的空间。

图：前5个月各区域水泥价格同比涨幅（%）



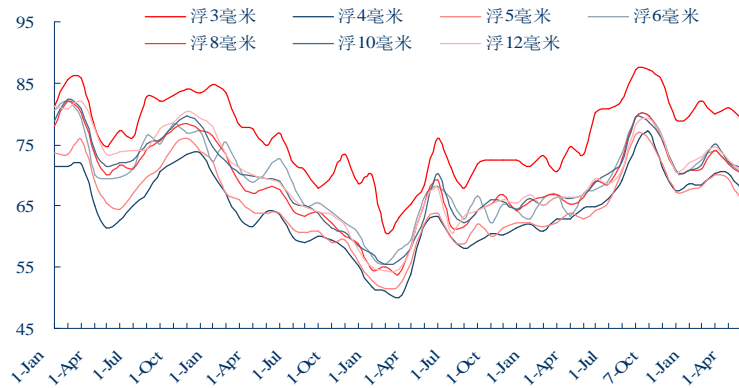
按照此逻辑框架，我们最为看好的区域是西北和环渤海区域。看好的投资品种依次是赛马实业、冀东水泥和青松建化。

玻璃行业

抗周期性的深加工企业依然是玻璃行业的首选

正如在年度策略报告中所提到的那样，我们对普通浮法玻璃生产企业依然持谨慎的态度。主要原因是普通浮法玻璃毛利率在去年的回升将带动企业扩大产能的冲动，并且新增产能在8~10个月内就能正式投产，从而导致浮法玻璃价格迅速回落。从目前玻璃价格走势来看，我们的观点正在逐步的得到印证；而目前的宏观经济调整又使玻璃行业今后的需求走向存在更大的不确定性，更让我们担心的是成本端价格的上涨。占浮法玻璃成本比例60~65%的纯碱和重油，其价格已经比去年同期上涨了30%左右，从而使玻璃企业的利润空间受到进一步的压缩。

图：全国重点联系企业玻璃价格走势



资料来源：中国建材信息总网

相反，我们非常看好抗周期性较强并具有核心竞争优势的玻璃深加工企业。因为它们可以利用产品差异来获得溢价，从而能把成本上升传导出去，这类的企业有：南玻 A 和福耀玻璃。主要理由是：南玻 A 是我国建筑节能玻璃的龙头公司，其良好的全国基地布点和领先的产能优势，将是我国建筑节能政策的最大受益者；至于福耀玻璃，一方面得益于其高效的精益管理从而获得成本竞争优势，另一方面其高速发展的海外业务又为其打开业绩增长空间。

造纸行业

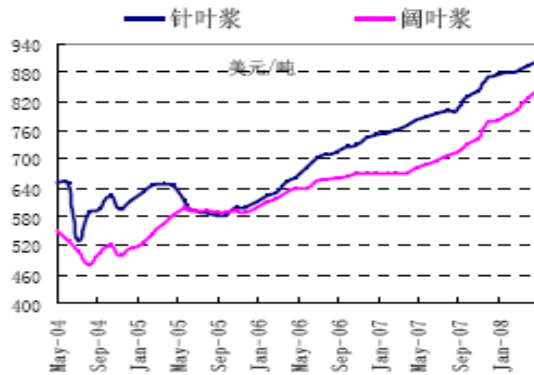
上游决定价值，拥林者为王

目前来看，此轮始于02年由成本、供求关系和美元贬值等因素共同推动的浆价上涨走势，依然还没有看到停顿或者掉头的迹象；另外，主要产品价格在经历了上半年的超预期上涨之后，进一步涨价的空间和潜力已经衰减，下游用户的承受力、库存的上升及需求洪峰的度过对价格上涨的制约效应将逐步显现。我们认为白卡纸、铜版纸的价格顶将依次到来，而文化纸受益于淘汰小产能，强势价格将持续至09年上半年。

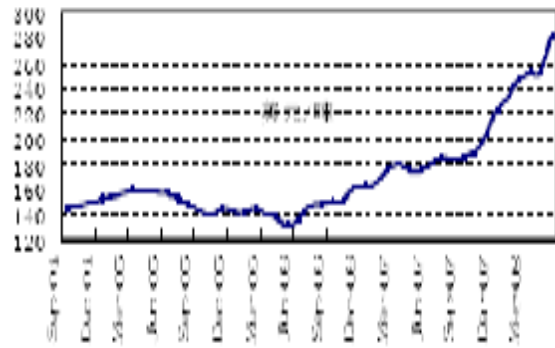
在成本转移能力逐步衰减下，我们的选择目标无疑是那些能通过一体化，综合降低产品成本的先行者，例如岳阳纸业。岳阳纸业实际上一直致力于“林—浆—纸”产业链中长期供不应求的林业环节，那是纸业真正的价值所在，也是纸业估值“贵族”生长之处——木材的长期供不应求决定了岳纸的强盈利能力；木材因供不应求形成的价格上涨带来了岳纸内生性的盈利增长。更需强调的是，所有这些要素形成的公司价值又将随其外延式的林浆扩张而跳跃。



图：针叶浆和阔叶浆价格走势



图：美国8#废纸价格走势



资料来源：Bloomberg

钢铁行业

对 08 年钢铁行业给予中性评级。主要原因有以下几点：（1）在预期国内经济增速放缓的背景下，钢铁需求的增长速度相应放缓，尤其是建筑用钢市场。尽管钢铁行业产能总量增长受到限制，但赚钱的中厚板等品种产能扩张偏快，会导致钢铁企业盈利能力的下降；（2）由于钢铁行业属于高耗能，高污染型行业，国内会继续限制钢材出口，从而增大国内钢铁供需压力。（3）由于铁矿石，煤炭等价格持续大幅上涨，钢材生产成本持续提高，进一步压缩钢铁企业盈利空间。（4）钢铁价格的传导已经在某些区域出现问题，下游产品对于钢铁涨价的接受能力有限，钢价有可能在下半年持平或走弱。

选股方面：（1）在铁矿石、焦炭资源价格上涨的背景下，看好集团拥有铁矿石、煤炭资源的钢铁企业。（2）看好 08 年有明显产能扩张的钢铁企业。

有色金属行业

对 08 年有色金属行业给予中性评级。主要原因包括：（1）在世界经济增长速度放缓的背景下，有色的金属全球市场需求增速放缓。有色金属全球供需出现弱平衡的可能性较大，大品种价格下跌的可能性大；（2）由于去年有色金属股价的大幅上升，目前有色金属的估值处于历史高点，泡沫较大；目前虽然估值泡沫已经消除，但由于公司业绩的同比下滑，股价依然没有进入价值投资区间。（3）由于电价，煤炭等价格持续大幅上涨，有色金属生产成本持续提高，进一



步压缩有色金属企业的盈利空间。

选股方面：（1）相对看好锡，黄金，稀土等有色金属小品种，因为小品种供应量较少，价格保持在高位相对容易。（2）随着有色金属价格逐渐平稳甚至回落，看好有色金属深加工企业。特别是宝钛股份等公司值得长期看好。

电力行业

行业景气谷底有望触底回升，但拐点尚难把握。

在二季度的策略报告中我们曾指出可能会成为电力板块止跌反弹触发点的关键点——煤电联动和资产注入，这两点都在二季度兑现：销售电价上浮0.025元使第三次煤电联动近在咫尺，而长江电力的突然停牌事实上宣告了资产注入进程的启动。正是这两个因素导致市场预期电力拐点已现，二季度后期电力板块表现不俗。

但是从基本面来看，电力行业风险仍然很大：（1）成本方面由于电煤价格的上涨幅度超出之前的预期，CPI、PPI依旧较高，煤电联动的提价空间不大，已经无法弥补电煤价格的飙升；（2）供给方面，持续到09年的新建产能集中释放过程导致“利用小时”处于低位。因此，预计煤电联动和电煤限价只能在短期内缓解电煤价格逼人的升势，给电力企业短暂的喘息机会，无法改变电力行业的基本面。作为周期性行业，景气低点似乎正是行业探底回升前的买入时机，但必须寻找合适的机会等待拐点出现和反弹时机。

三季度需要密切关注以下有可能刺激电力股上涨的因素：

（一）煤价企稳：煤价企稳甚至回落会带来行业生存环境根本性的改善。

（二）资产注入：小公司、大集团模式的上市公司更值得看好，建议重点关注有明确资产注入承诺或者可操作性较强的电力公司。

由于二季度策略报告中提出的两大关键点已经兑现，市场也给予了足够的追捧，目前估值已经偏高，未来行业能否走出拐点，要看煤炭价格升幅是否能够走弱和电力需求是否继续保持旺盛。然而站在目前这个时点，这两个因素是否出现尚难判断。因此，我们对整个行业给予中性评级。三季度建议采取保守的策略，重点配置受电煤价格影



响较小的水电公司、电网公司和受益于资产注入的公司。

机械行业

工程机械行业:

作为高周期性行业,在国民经济偏热的大背景下,工程机械面临宏观紧缩的风险日益加大。从工程机械销售数据来看,销售增长速度逐月下滑。另外,特别是在行业供需矛盾逐步加大的背景下,钢材价格的大幅上升也压低产品毛利率。我们给予该行业中性评级。

重型机械行业:

中国目前正处于重工业阶段,重型机械生产企业处于较长的景气周期。而且由于资本投入较大,相应上市公司均是行业内垄断型企业,能够充分分享行业增长带来的利润增长。我们继续给予重型机械设备增持评级。秦川发展,沈阳机床,太原重工等仍然是较好的投资标的。

船舶和港口机械行业:

世界经济增长放缓导致船舶和港口机械行业的运行趋势得到逆转,07年的高估值难以维持。另外船舶和港口机械都是签订的闭口订单,在钢材价格大幅上涨的情况下,企业盈利空间会大幅下滑。我们给予船舶和港口机械行业中性评级。

军工行业:

军工行业仍然是未来国内需要政府大力支持的行业。汶川地震也暴露出国防装备严重落后的状况。从整个行业来看,主要是重组和集团上市等资本运作事项带来的投资机会,可把握性不强。但仍然有个别品种具有较强的投资价值,给予军工行业增持评级。洪都航空,火箭股份等公司值得长期投资。

电力设备行业:

相对于发电设备企业,我们更加看好输配电设备企业。目前电网建设投资正处在高峰时期,并且设备开始进入大量交货期,收入将得到确认,因而企业业绩表现比较明确。

重点关注:特变电工、平高电气、置信电气

食品饮料行业

受今年自然灾害的影响,食品饮料行业内部子行业的消费将受到不同程度的影响,其中以白酒类消费受影响最为明显。四川为我国中低端白酒的第一大消费省份,也是五粮液、国窖 1573 等高端白酒品牌



的重要消费省份。为支援抗震救灾工作，政府部门经常性预算支出的缩减将减少公款吃喝行为的发生，从而直接削弱了高端白酒的消费市场。地震虽然没有对这些生产企业产生直接影响，但从消费角度间接产生的影响将导致企业盈利的增速低于市场先前的预期。因此接下来我们会对这一板块更加谨慎。

在经济增长不确定性加大的环境下，我们认为下游的消费品行业需求会受到负面影响，食品饮料板块内高端消费品的提价能力将受到一定程度的抑制，因此下半年我们的投资策略是选择上游享有资源优势或政策优势，产业链上价格传导顺畅的公司作为投资标的。我们继续推荐动物疫苗行业，国家对养殖业投入力度的不断加大和对食品安全问题的日益重视都将使政府加大在兽用疫苗方面的采购量，龙头企业无疑将从中受益；我们长期看好肉制品行业的龙头双汇发展，公司向上游养殖业的拓展未来将显著降低原材料涨价的波动，卓越的终端销售渠道的控制力也使得公司产品的价格传导机制较为顺畅，同时我们判断今年1季度的生猪价格可能成为阶段性的高点，如果猪肉价格缓慢步入下行空间，双汇的产品结构是目前同类公司里最受益的；我们仍然看好番茄酱加工领域，目前1000美元的大桶酱价格足以支撑上市公司08、09年业绩的稳定。下半年我们会密切关注乳制品行业，产业政策的发布将在未来几年逐步淘汰落后产能，为龙头企业的产量扩张打开空间，政策对奶牛养殖的扶持可能促使原奶价格的回落时间早于市场之前的预期。