

光大保德信 投资策略报告

2011年下半年



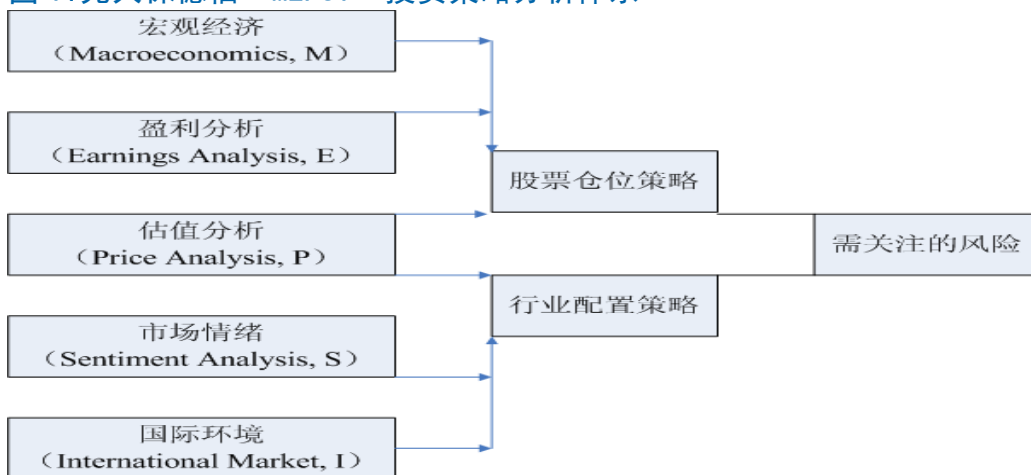
光大保德信投资策略报告

2011 年下半年

光大保德信投资研究部

第1部分 宏观及资产配置策略

图 1:光大保德信“MEPSI”投资策略分析体系



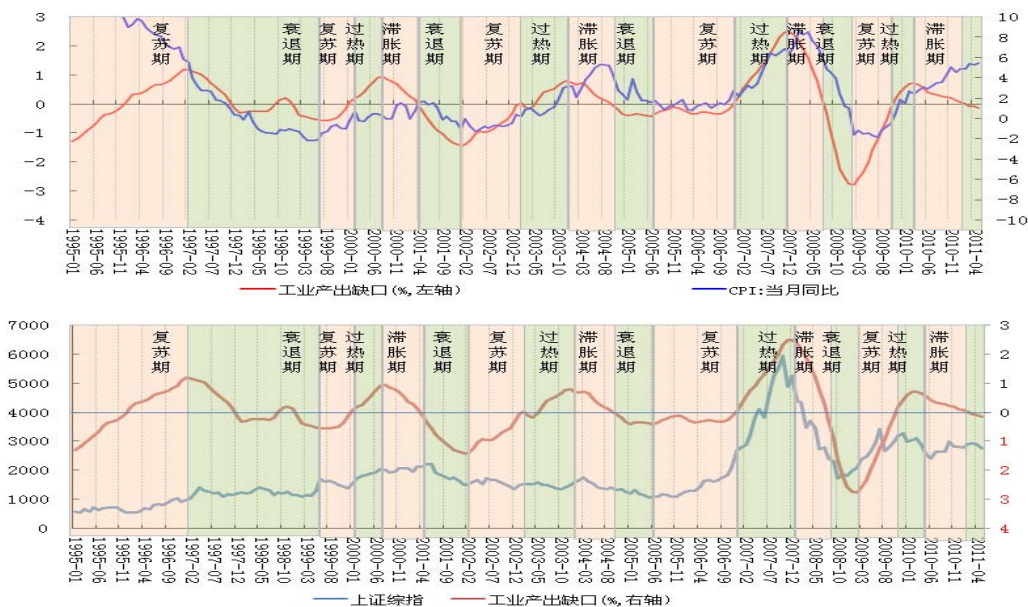
一、宏观经济

经济短周期向下的趋势不容易改变。我们这里可以给出一个粗略的经济短周期向下的解释：在我国，以房地产为代表的抵押品的价格在近两年不断上升，随着旧贷款的归还，新贷款的放出，虽然都是基于同一抵押品，但贷款的额度越来越大，也就是说银行贷款的杠杆越来越大，风险也在不断地累积。所以监管当局看到这种风险，就使用诸如日均存贷比、增加贷款风险权重等方法来进行约束。而银行应对之法，除了考虑再融资之外，就是压缩那些有投资收益而没有合适抵押品的贷款，而不是那些有合适抵押品但没有投资收益的贷款（包括靠“借新还旧”勉强维持流动性的贷款，这些贷款因仍能按时付息，反而被银行定义为优质贷款），但往往正是那些有投资收益的贷款对经济增长的贡献更大，我们可以将这种现象粗略地称为“劣质贷款驱逐优质贷款”。因此，随着监管新办法的不断出台，市场对银行盈利是否可以维持的争议也越来越大，而伴随其中的就是经济增速明显放缓。同时我们也认为，这是经济的正常波动，或者说属于经济自我修复的范畴。

我们一直认为，目前我国经济存在着一些结构性问题（上述银行信贷存在的问题就

是其中之一)，结构性问题是要依赖货币、财政等政策协调解决的，这些都需要时间，因此经济短周期向下的趋势不容易转变。但必须指出，股市是一个提前反映经济周期的复杂系统。例如，股市的底部往往提前于经济的底部。其实，我们并不想泥陷于长期经济与股市关系这种看不清、道不明、事倍功半的事，我们就是想找出一个稍微合理、有点实证的市场基准，以便于我们对比分析。因此，我们将我国的经济波动情况做了实证研究，结果请见图 2。从今年 3 月起，3、4、5 月份的产出缺口分别为-0.07、-0.09、和-0.15，下降趋势是明确的。根据以往经验，这一实证得出的经济周期趋势在短期内是不容易改变的。换句话说，它可以有效屏蔽那些原始月度数据增减变化对经济波动预期的困扰。

图 2：我国“经济周期”实证



数据来源：光大保德信研究

预期 6 月份 CPI 冲高至 6.3%，6、7 月份之后会震荡回落。我们预计 6 月份的 CPI 冲高至 6.3%。面对如此高的预期值，也就不难理解发改委、温总理都出来为之降温了。市场普遍预期，我们的实证也表明 CPI 在 6、7 月份冲高后大的趋势是回落（如图 2，但考虑到食品价格周期，CPI 也可能出现波动，但不改回落趋势），我们认为过高的通胀会引发市场对政策从紧的担忧，过低的通胀也会使市场担心上市公司的盈利会随之下降。因此，通胀处于拐点的时候，反而是市场最愿意接受的。

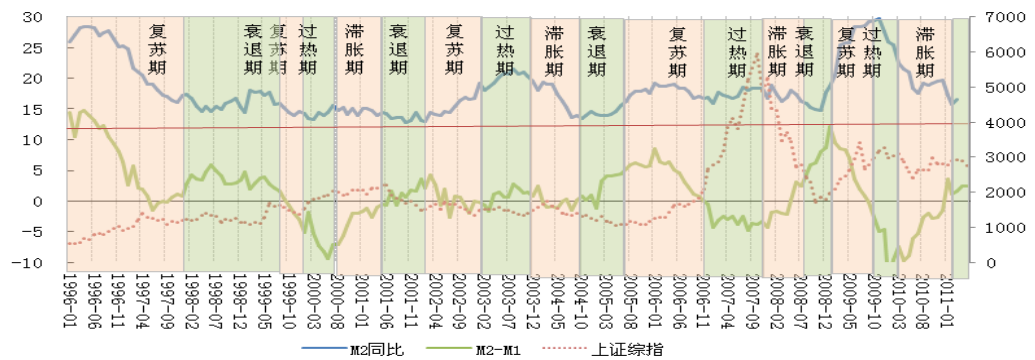
货币政策紧缩的节奏会根据经济数据进行调整，但即使 CPI 回落，货币政策仍会紧一段时间。CPI 的冲高震荡回落对应到货币政策上，就是货币政策进入观望期，央行紧缩的节奏会根据经济数据进行调整。反映到市场情绪上，即使 7 月份央行再加一次息，市场也会很容易解读为是靴子的落地。但我们判断即使 CPI 日后持续回落，货币政策仍

会紧缩一段时间。最根本的原因就是：需要货币政策的总量调控（即目前偏紧的控制）来解决我国经济存在的结构性问题创造条件。另外，仅就CPI来看，即使CPI冲高回落，货币政策通常还会紧一段时间，正如温总理提到的“CPI如猛虎，放易收难”，这也是我国宏观调控容易出现超调的原因之一。

流动性总量最紧张的时期或许即将过去。从总量上看，CPI震荡回落意味着资产价格下降，如果货币总量不变，显然全社会的流动性会因为资产总价格的瘦身而变得相对宽裕。根据我们上面对货币政策的分析，央行很可能不会对流动性的这种“瘦身宽裕”置之不理，但如果央行随之而动，我国经济就有进入“Deflation”通道的苗头，拿捏不好反而适得其反，对经济产生相对负面的影响，但我们判断这种可能性是比较小的。因此，从总量上看，随着CPI冲高回落，流动性总量最紧张的时期或许即将过去。而根据经验，流动性对股市的支撑可能比估值、甚至盈利都有大。

市场存在对流动性结构性改善的预期。我们可以粗略地期待资金在股市、债市、房市、实体经济之间进行流动，资金在这些市场间的流动动力是各市场的赚钱能力，而关键节点就是理财产品对房地产市场的融资支持。在这种资金流动中，银行信贷（M2）、实体经济、股市的流动性被理财产品和房地产市场吸走了，如果房价下降或市场形成房价下降预期，资金有回流到股市的可能性。因此，我们认为市场存在对流动性结构性改善的预期。

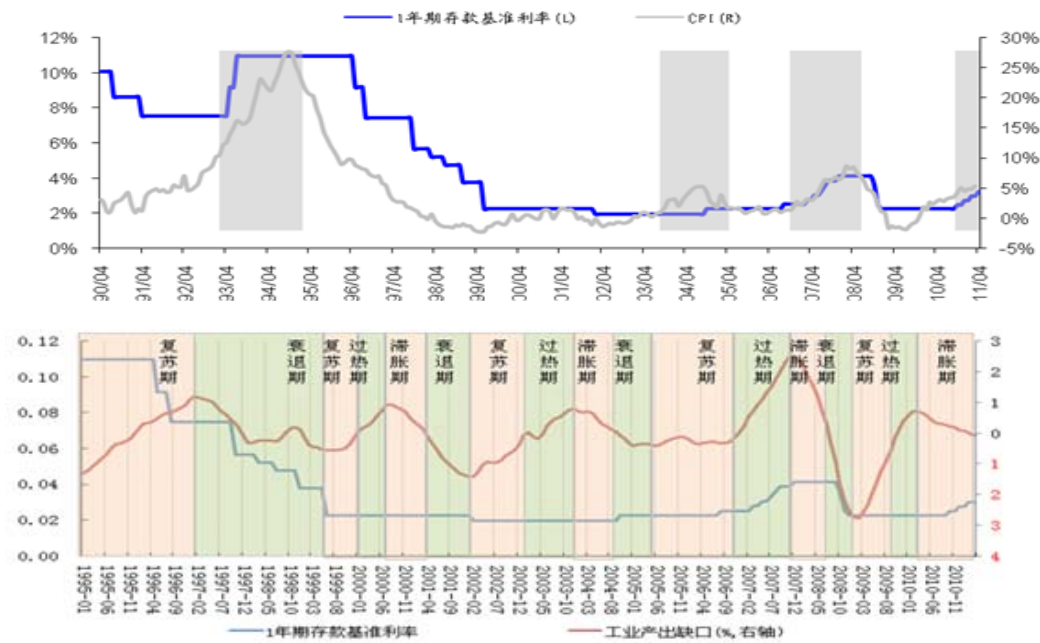
图 3：我国“流动性周期”实证



数据来源：光大保德信投资部

保障房建设必然是财政政策的亮点。我们对保障房建设深层次理解是这样的：国家并不想让房价跌，因为房价托起了地方政策的财政收入，托起了企业的资产负债表、托起了银行的盈利，托起了我国的经济。直到“物业税”代替“房价税”后，房价才会市场化地自由升降。在这之前，顾虑到民生等，国家采取的政策是将一部分收入不高人群从目前的房地产市场剥离出去，这就是保障房。所以保障房的历史作用是无需质疑的，保障房必然是今年财政政策的亮点。我们理解，目前保障房最大的难点是资金问题，但如果你对保障房的历史使命有足够的认识，你还会担心国家没有足够的“创造性”来解决资金问题吗。最近我们看到：地方债已开了口子；保障房统一采购平台也会节约大量资金等。我们有理由相信，下半年类似如此的正面信息会不断地被释放出来的。

图 4：我国“宏观调控周期”实证



资料来源：Wind、海通证券、光大保德信投资部

二、盈利分析

预期盈利增长已开始下修，预计随 CPI 回落，盈利会被加速下修。在图 5 可得，13 家主流卖方在 2 月 28 日、3 月 31 日、4 月 30 日、5 月 24 日和 6 月 26 日预期 2011 年 HS300 盈利增速同比分别为 23.13%、24.28%、24.93%、25.22% 和 25.15%，预期盈利增速已经开始下修。这符合我们的预期，因为经济增速的放缓必然会体现到微观个体——上市公司身上。我们预判，随着 CPI 出现真正回落，上市公司的盈利会被加速下修。根据 6 月可能为 CPI 年内高点的判断，7、8 月份为中报的公布期，可能是上市公司盈利风险最集中的时期。

图 5：众卖方在不同时点对 HS300 的预期

| 众卖方在不同时点对HS300的预期 | | | | | | | | | | |
|-------------------|-------------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 机构 | PE\2011 (E) | | | | | 净利润同比\2011 (E) | | | | |
| | 2月28日 | 3月31日 | 4月30日 | 5月24日 | 6月28日 | 2月28日 | 3月31日 | 4月30日 | 5月24日 | 6月26日 |
| 长江证券 | 12.021 | 11.982 | 11.83 | 11.171 | 11.146 | 25.17% | 25.97% | 26.80% | 26.59% | 26.62% |
| 申银万国 | 12.348 | 12.25 | 11.962 | 11.361 | 11.368 | 22.26% | 24.47% | 26.81% | 25.92% | 26.48% |
| 海通证券 | 12.361 | 12.202 | 12.159 | 11.495 | 11.482 | 21.24% | 22.64% | 23.35% | 23.91% | 24.32% |
| 招商证券 | 12.199 | 12.166 | 12.038 | 11.294 | 11.223 | 23.17% | 23.40% | 24.74% | 25.10% | 26.64% |
| 天相投顾 | 11.955 | 11.762 | 11.707 | 11.247 | 11.317 | 24.58% | 27.99% | 27.65% | 25.64% | 24.02% |
| 国金证券 | 12.551 | 12.197 | 12.161 | 11.512 | 11.594 | 19.58% | 23.04% | 23.76% | 24.22% | 23.50% |
| 国泰君安 | 12.328 | 12.09 | 12.134 | 11.384 | 11.435 | 21.55% | 24.08% | 24.44% | 25.73% | 24.97% |
| 国信证券 | 11.985 | 11.729 | 11.729 | 11.126 | 11.148 | 26.23% | 28.56% | 28.36% | 28.13% | 27.19% |
| 兴业证券 | 11.415 | 11.856 | 11.888 | 11.285 | 11.245 | 30.81% | 27.14% | 27.18% | 26.68% | 27.14% |
| 中金 | 12.718 | 12.402 | 12.387 | 11.478 | 11.57 | 18.28% | 21.23% | 21.51% | 23.63% | 22.95% |
| 中投证券 | 12.249 | 12.333 | 12.263 | 11.519 | 11.494 | 23.03% | 22.77% | 23.02% | 23.56% | 24.06% |
| 中信证券 | 12.294 | 12.305 | 12.216 | 11.563 | 11.451 | 22.67% | 22.35% | 23.15% | 23.17% | 24.83% |
| 中信建投 | 12.296 | 12.427 | 12.24 | 11.299 | 11.373 | 22.15% | 21.96% | 23.33% | 25.53% | 24.24% |
| 最大值 | 12.718 | 12.427 | 12.387 | 11.563 | 11.594 | 30.81% | 28.56% | 28.36% | 28.13% | 27.19% |
| 最小值 | 11.415 | 11.729 | 11.707 | 11.126 | 11.146 | 18.28% | 21.23% | 21.51% | 23.17% | 22.95% |
| 均值 | 12.209 | 12.131 | 12.055 | 11.364 | 11.373 | 23.13% | 24.28% | 24.93% | 25.22% | 25.15% |

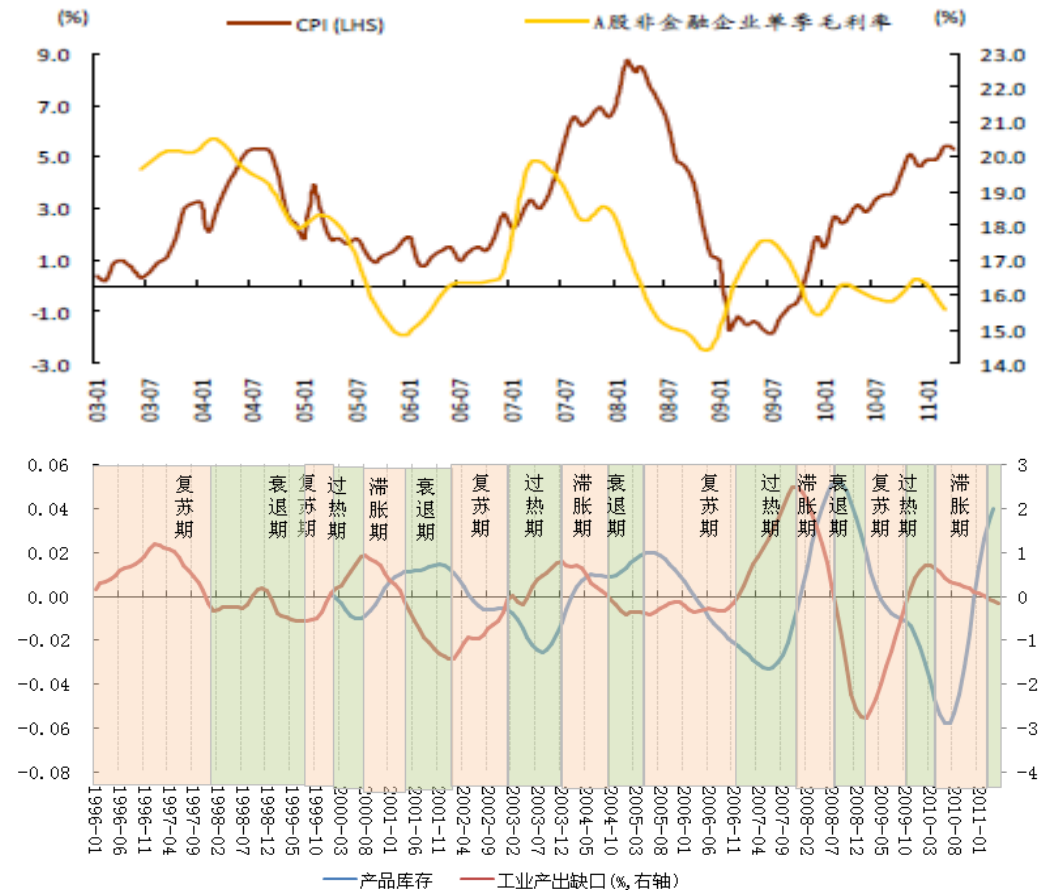
数据来源：朝阳永续

数据来源：光大保德信研究

目前我国股市盈利结构性差异应引起我们足够重视。目前市场流行的观点认为：以银行为代表的央企拿走了市场大部分利润。我们的问题还是：这样的盈利水平可以维持吗？这里就是想强调：目前股市盈利的结构性差异可能会使上面所说的股市盈利被下修的过程更加剧烈。

我们认可市场预期的“盈利软着陆”，但仍有些疑问。目前市场存在“盈利软着陆”的观点，其主要论据是“本论通胀中企业的毛利扩充期较短，在通胀较早的时期就开始压缩，并且一直在低位徘徊，因此未来的毛利继续挤压的空间有限（如图6上图所示）”。对这一论据我们还是比较认可的，但有所保留。即我们认为很多时候毛利率如同估值一样，是结果而不是原因。这一观点的另一个主要论据是“在短周期去库存条件下，A股难以出现盈利的大幅下滑”。我们用对产出缺口相同的处理方法来分析“库存周期”。我们发现，整体来看，本轮去库存还没有开始，目前的库存水平是仅次于2008年的第二高位（如图6的下图）。根据经验，随着经济短周期的向下，库存也会随之下降。

图6：中国“非金融企业毛利率周期”和“库存周期”实证



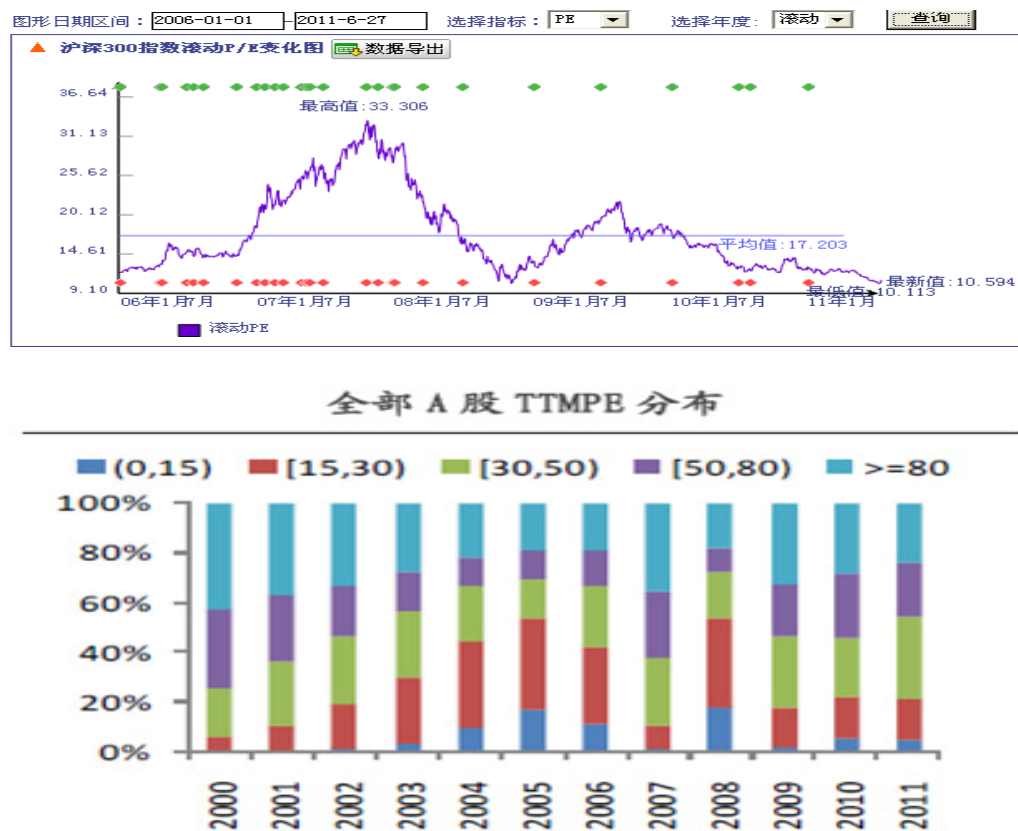
资料来源：Wind、中金、光大保德信投资部

三、估值分析

目前市场的估值水平并不像整体看起来那样便宜。如果我们仅看 HS300 估值水平的时间序列(见图 7 上图),我们可以得出目前的估值水平正处于历史低位(2005 年和 2008 年)的判断。但正如我们在上文“盈利分析”中所指出的,目前市场盈利结构性差异也使得市场估值存在结构性差异,这就使得目前市场的估值水平并不像整体看起来那样便宜。如图 7 下图所示:从 A 股市场结构来看,目前股票 TTMPE 小于 30 倍的股票占全部股票的比例不到 20%,而 2005 年、2008 年熊市底部时,TTMPE 估值小于 30 倍的股票占比接近 50%。

同时,我们判断未来市场流动性的宽裕会托住估值的底部,从而对大盘形成有力支撑的概率比较大。正如我们在前面所述,未来市场流动性继续收缩的概率在下降,同时,我们相信估值是结果而不是原因,因此,市场的估值高低很大程度上取决于盈利和流动性的博弈,并且我们倾向于流动性更加重要。因此,结合我们对未来上市公司盈利预期情况,以及对未来市场流动性的判断,我们认为目前的市场估值水平对大盘是有一定支撑的。

图 7: 我国股市估值情况



资料来源：朝阳永续、安信、光大保德信投资部

四、国际环境

中长期来看，美联储会继续通过大规模的资产购买来释放流动性，而流动性的充裕是有利于股票市场的。因为，目前美国经济增长不及预期的原因是消费不强，消费不强的原因是就业不好，而解决就业的关键是需要财政政策的支持，这就需要美联储从事“债务货币化”的工作。另外剔除食品和能源价格波动后的美国核心通胀率虽然在上升，但仍然是可控的。这是因为美国目前的就业不好，工资收入短期内不会成为通胀的推手，结合美国人中长期较低的通胀预期，这样就不会出现“物价收入螺旋上升”的情况，这也就为美联储持续释放流动性创造了条件。

但近期是美联储政策的真空期，而美国经济的疲软加上欧债危机的波动，会通过贸易等渠道对我们经济产生负面影响，从而对股市产生负面影响。考虑到 QE2 即将结束，但还没有结束，虽然长期看美联储会持续释放流动性，但目前可以说是美国货币政策的真空期，美联储的表态也比较模糊，加上欧债危机的波动，使得市场反而对美联储下一步政策的预期很不一致，所以近日欧美也波动的比较剧烈，也就是市场对美国下半年的经济情况信心不足。如果在日本地震影响消退后，美国经济仍显疲态，则对我国经济有着负面影响，从而对股市有着负面影响。

五、投资策略

我们预判下半年市场很可能处于一个震荡且底部不断抬高的态势，尽管上涨空间我们并不期望很高。

一方面，我们认为我国经济都存在着一些结构性问题，结构性问题是要依赖货币、财政等政策协调解决的，这些都需要时间，因此经济短周期向下的趋势不容易转变，所以从经济周期的层面来看，我们对市场持续上涨始终保持较为谨慎的态度。

另一方面，我们认为未来的通胀水平在 6、7 月份冲高后会震荡回落，也就是说，目前是通胀处于拐点的时期，这是市场乐于接受的。对应到货币政策上，就算央行在 7 月份加息，考虑到我们对通胀走势的判断，我们认为即使下半年的货币政策仍不会放松，但紧缩的节奏也应该会比上半年放缓。在财政政策方面，在深入分析，并认清了保障房的历史使命后，我们判断未来保障房方面的利好信息会不断释放出来。所以在对市场略谨慎的同时，结合前期有一定的跌幅，我们也认为存在值得参与的市场上涨机会。

此外，未来市场对盈利下修的担心也很可能被流动性宽裕的预期所冲销，这也会对市场上行形成有力支撑。同时我们认为，只有货币政策放松，或房价出现拐点，才更可能是市场流动性实质性、持续性充裕到来之时，通过我们上文的分析，目前市场只是存在着流动性宽裕的预期，所以流动性在支撑了市场上涨的同时，也限制了市场上涨的高度。

综合来看：我们预判下半年市场很可能处于一个震荡且底部不断抬高的态势，尽管上涨空间我们并不期望很高。

对于板块，考虑到大盘低点可能已现，非系统性的机会值得关注，因为它们在此时会有超过市场指数的表现，非系统性机会就是那些被错杀的优质成长股。相信未来两年由于各种要素价格的上升，各个行业的整合会加剧，集中度会上升，这给一部分优质的企业由大到强的机会。我们认为，这些优质公司更多集中在非周期以及弱周期成长性板块中。

与此同时，长期来看，我们始终关注中周期繁荣背景下主导产业的探索与战略性配置，可能包括先进装备制造业，新一代信息技术产业，化工新材料等。中期来看，在经济滞胀或经济衰退的背景下，核心配置应该主要包括防御性行业 and 低估值行业，如商业零售，医药等。短期来看，我们关注政策微调预期下的战术性配置。比如家电，地产等。6月下旬以来已有一定反弹的建材，有色和采掘等行业依然可以继续关注。

六、需关注的风险

在国内，通胀和房价走势继续上行超预期导致政策超调，另一方面CPI快速回落使上市公司的赢利大幅下修，都是需要我们密切关注的风险。另外在国际方面，美国国债收益率因缺乏足够的买家而大幅上涨，对股票市场也会产生较大负面影响，这也是需要我们关注的风险。

第2部分 行业策略

一、银行

- 6月份由于各种平台贷款和再融资的传闻影响银行板块跑输沪深300指数3个点，其中股份制银行跌幅均较大；但今年上半年银行板块整体依旧累计跑赢300指数7个点。
- 上半年我们一直在强调配置银行的核心逻辑在于寻找不确定性中的确定性（我们一向都认为银行股的表现与其基本面关系不大），不是因为有多好，而是基于上半年其他行业有多差？这个逻辑依然适用于7月份，因为我们觉得其他行业中报出现低于预期的概率依然较大。
- 展望下半年，我们维持此前5月份就说过的中报之后会有绝对收益但想同时再取得超额会比较难的观点。一方面，其他行业的不确定性会逐渐消除（我们不看经济硬着陆，而且我们是看通胀缓慢回落，所以我们不觉得企业盈利会再度大幅下修），中报之后其他行业的盈利预期只要打到底就行了，有不少是被错杀的优质成长股，那大家谁还会买银行呢；二是下半年市场的关注焦点将逐渐转向对明年的预期，关于银行平台贷款和再融资的噪音势必会不断干扰银行股的表现；三是银行在经历了上半年跑赢很多的情形下想继续大幅跑赢的概率也在降低。
- 另一方面，我们会时刻注意中报之后银行可能存在的催化剂：那可能就是在监管政策的进一步明朗和平台贷款可能出现的解决方案初步出台。
- 风险：政策超调；通胀超预期；经济硬着陆；房地产风险；平台贷款和再融资超预期等。

二、保险

- 今年上半年，保费增速不利，以及平安事件和后续大盘的带动下跑输沪深300指数7个百分点。展望下半年，同银行相比，保险获得超额收益的概率在提高。
- 下半年我们相对看好保险的逻辑在于基本面预期在改善，目前保险股来讲是估值低加上预期低，基本面改善包括保费增速，评估利率的预期等。保费方面，下半年保费数据会有所好转，主要来自于保险公司对政策利空的消化，以及销售和产品策略的调整，包括去年基数的原因，保费增速会逐渐回升；评估利率正向变动对于利润的积极影响下半年也将充分显现，预计9月份中下旬会回升。7月份，我们看好保险股不错的中报表现，预计至少有20%甚至更高的增长。之前市场主要关注寿险业务，而实际上今年上半年产险业务将继续超预期，为保险中报业绩确定增长提供了支撑。
- 风险：资本市场大幅波动。

三、家电业

- 上半年家电行业大幅跑赢大盘，TCL 和空调销售不断超预期的格力电器领涨，黑电行业中唯一质地较优的海信电器，以及规模较大，优势明显的美的电器、青岛海尔表现也不错。跑输行业的有受稀土涨价成本压力剧增的阳光照明。
- 从滚动 PE 来看，目前的估值为 15.8，比历史中值 20.05 低 21%，从 2010 年 5 月以来，家电的估值下了一个台阶，股价的上升完全来自于业绩的提升。目前相对滚动 PE 为 1.14，比历史中值 1.11 高了 2.7%，同时由于目前家电公司没有较大的业绩下调的风险，估值处在安全区间，股价向下的可能性不大，同时下半年估值将逐渐向 2012 年切换，向上空间将大于向下空间。
- 销售方面，1-5 月份冰箱内销同比增速在 21%，前 4 个月主要是由于去年的基数较高；5 月份冰箱增速为 46%，全年增速预计在 10-15% 左右。1-5 月份洗衣机内销同比增速在 23%，略高于去年同期增速；但 5 月份单月增速仅为 5%，预计全年增速在 15%-20% 之间；1-5 月份空调内销同比增长 31%，继续超出市场预期；预计全年增速在 20% 左右；家电下乡 1-5 月销售额累计同比增长 93%，4 月份由于标识更换等原因，销售额锐减，5 月份开始有所恢复；销售均价还是维持在高位。从目前调研反馈来看，山东的销售增速放缓，而河南的销售情况继续向好。
- 我们认为内销增速的维持主要来自于两个因素：从农村市场来看，其主要来自于保有量的加速提升；而从城镇市场看，其增长的动力则在于更新率的持续提升。可以看到，空间最大的是空调，其次是冰箱，最后是洗衣机。另一个因素是，家电公司通过产品结构的调整，刺激更新需求。以空调为例，随着补贴政策结束，变频空调与定速空调的价差进一步缩小，变频占比越来越大，以格力、美的为首的主要空调厂商均已将着力点放在变频上，主流厂商在技术上的优势得到凸现。
- 总体来看，在下半年，空调销售预计继续旺盛，冰箱销售由于去年下半年基数较低，下半年增速将有所恢复，洗衣机在冬季将会进入销售旺季，厨电/小家电行业的整合仍然在持续。家电产品在农村保有量与城市差距明显，未来随着农民收入的提升，家电消费习惯的形成，以及农村营销网络和售后服务网络的完善，用水用电条件改善，农村家电保有量还有较大增长空间，家电农村消费未来将成为重要的市场增量。

四、通用机械

- 上半年普通机械行业除制冷设备外大幅跑输大盘，涨幅领先的个股大都是没有业绩只有故事的题材股，除此之外，昆明机床和华中数控表现较好。
- 下游行业如果汽车和风电景气程度仍未好转，工程机械上半年较快增长的持续性有待观察，需求层面的薄弱将会抑制公司业绩的增长。普通机械的下游主要是汽车，电力设备，工程机械等，汽车和电力设备景气程度没有好转的迹象，而与工程机械

- 相关的房地产依然有 20% 的增速。从 PMI 指数来看，整体成回落趋势，需求仍然低迷。
- 机床行业从 PE 来看，目前的绝对估值和相对估值均高于历史中值，预示着如果业绩没有改善，股价有向下的可能。基础件行业从 PE 来看，目前的相对估值高于历史中值，绝对估值处在历史中值附近，相对机床风险较小。制冷行业从 PE 来看，目前的相对估值高于历史中值，绝对估值处在历史中值附近，相对机床风险也较小。

五、专用机械

- 基于流动性考虑，建议关注龙头企业，蓝筹股是重点。
- 缝纫机设备：增长预计放缓，估值合理。缝纫机设备行业在 10-11 年销量出现明显反弹，但我们认为大幅增长是需求受危机影响后重新启动所致，但该需求主要系一些客户业务转型带来的，服装加工的投资依然一般，因此需求持续性不强。我们认为，虽然有替代人工和进口的长期前景可供展望，但后续增幅下滑将是大概率事件。我们也认为目前该板块的估值还算合理。
- 工程机械：紧缩政策影响下游需求，股价调整后，政策松动预期将带来一波反弹行情；中长期看：工程机械是专用机械里的主流板块，不管是市值，销售还是高端装备/产业升级等概念上来看，都必须关注其潜在投资机会，主要理由：1) 十二五期间中国经济重点在转型创新，增速预期将放缓，但仍会保持可观速度，且主要驱动因素仍是投资，不过投资会跟之前的大规模基建有所不同的是，后续的投资会跟民生关联度更大，除了城镇化，农田水利，保障房，还有医疗/教育/文化设施等领域软设施的投资；2) 人工替代/机械化率提升/渠道下沉会是长期趋势；3) 地方信贷和融资租赁销售信贷都将逐步放松。短期看：板块压力明显，4 月开始产品销量同比增速下滑大于预期，6 月仍将持续；原因：1) 3 月份在部分厂商积极营销的拉动下销售火爆超出预期，透支部分需求；2) 宏观紧缩政策，影响大型项目开工进度和产家通过融资租赁方式销售的积极性；3) 地方政府缺乏土地财政和地方平台支撑，资金来源大幅下降影响其投资项目推出进度；4) 部分机械租赁专业户因工程回款紧张，也放缓了后续采购设备的动力。目前时点的投资建议：从基本面看，销量同比增速下滑趋势仍将持续（6-8 月份是传统的淡季），但一线龙头企业预计在 7 月销量见底；股价在 4 月中旬以来的时间段内基本回调了 25% 左右，我们认为该股价调整至少部分反映了行业面的负面因素，后续看销量增长还是依赖于政策松动，而股价预计会提前反应，因此从布局角度看，应在政策松动之时开始建仓；
- 农用机械：受惠于政策驱动日益明显，但是目前 11 年动态估值水平并不具有足够的吸引力，后续业绩增长能否兑现需要时间考察；
- 重型机械：关注个别品种的反转机会；年初以来重型机械除了振华外都跌了不少，关键还是负面因素较多：1) 核电政策不确定；2) 业绩不如预期，短期内也无法释放；3) 海工业务比预期进展慢等；

- 矿用机械：重点关注煤机。看好煤机基于：1) 煤机行业竞争虽然激烈但煤炭安全政策驱动产品需求；2) 根据当前的投资规模和投资规划预测，整体行业的煤机需求在未来3年保持18.7%的复合增长率；3) 煤炭企业不缺钱；
- 印包机械：应集中关注印后设备。印后设备服务于书刊印刷、报刊印刷、包装装潢印刷、票据印刷等行业，其中又以包装印刷行业为主。近年来国内包装装潢印刷市场发展迅速，2008年我国包装装潢印刷领域工业产值1,550亿元，占印刷工业总产值的32.6%，已超过了书刊和报刊印刷业之和。根据中国印刷技术协会预测，2010-2012年，包装印刷行业产值的增长将超过印刷行业总体。2009年印后设备的国内市场规模约为50亿元人民币，占全部印刷设备的比重为19%。我们按照20%的行业经验数据判断，全球市场内印后设备的市场规模约为320亿人民币。由于下游包装装潢市场总体增长乐观，行业协会预计未来3-5年内印后设备总体有望实现约20%的增长。另据协会不完全统计，印后设备领域，传统的手摆机仍然占据60%以上的国内市场份额，随着人工成本快速上升，这块市场将被自动化设备取代，因此我们关注具备核心竞争能力，产品及研发方向符合行业趋势，盈利能力较强的企业。
- 其他专用设备：比较杂，涉及多个细分领域，可主要关注跟消费相关，具备明显核心优势、较大行业空间的企业以及进行收购/产品/应用拓展的企业。
- 铁路设备：整车和配件（线上，线下配件）整体机会不大，但整机在市场向下的趋势下，受手头订单，股权激励以及增发事件支撑，继续向下的空间不大，向上的概率更大些，应该能够获得相对收益；大环境来看：在人事调整，投资总额下降，新建线路下降等因素内，因此往后2年可以判断整体超预期的因素不多。在估值上，整个板块不可能再次像今年1月份强势提升，因此整体机会不大。但必须看到的是：整车在手头订单，股权激励及增发事件支撑下，后续将进行动车/货车招投标，京沪高铁投入运营等事件刺激，我们认为股价继续向下的空间不大，而向上的概率更大些，在市场弱势震荡格局下，应该能够获得相对收益。

六、电子元器件

- 行业总体观点：反转信号尚未出现，行业建议维持低配。如果成本下降，可能在3季度出现行业整体性机会。
- 对6月底以来电子板块的行情，我们认为，由于今年以来板块下跌幅度最大，反弹动力较强，行业基本面转折的信号尚未出现。目前板块的压力主要体现在成本和费用压力。鉴于上半年行业整体处于淡季且经历了去年同期的高景气，需求的同比增速放缓是正常现象，需求减缓给板块带来的压力不如成本压力大。从1季报的主要数据也可以看出，尽管行业整体营收保持了两位数增长，但净利率下滑较大。根据近期调研电子行业公司获得的信息，每家企业今年都遇到了原材料成本、人力成本的上涨。其中，金价(同比上涨30%以上)、银价(上涨近一倍)大幅上涨，且在2季

度维持高位水平，人力成本平均上涨 10-30%，因此 2 季度成本压力预计与 1 季度持平。而营收方面，2 季度环比小幅上升。综上所述，上半年行业营收应能保持 20%-40% 的增长，但受成本及费用的影响，利润增速将低于营收增速。

- 在产能和仓库方面：我们的观点是产能扩充，库存高位，等待旺季到来。具体来看，多数电子企业在去年下半年即开始扩充产能，上半年新增产能已经开始到位，均在等待下半年行业旺季的到来。根据 iSuppli 的研究显示，由于产业重建库存和为预期中的需求增长做准备，第二季度芯片供应商的半导体库存水平预计连续第七个月上升。把波动较大的内存领域排除在外，第二季度所有半导体供应商的总体库存水平预计增至 81.5 天，比第一季度的 80.3 天上升 1.5%，将是 2009 年第四季度以来各季度库存的连续增长。对于整个电子供应链中的库存，包括半导体供应商、分销商、合同制造商和 OEM 厂商手中的库存，除了电脑生产商以外第一季度全面上升，电脑 OEM 厂商的库存下降逾 8%，可能是因为他们 2010 年第四季度销售旺季之后，把多数产品都发往了零售渠道，以便重新进货。相比之下，内存与模拟器件厂商的内部库存增长率最高，增长近 15%。无厂公司和分销商的库存增幅较小。
- 下半年旺季的拐点需要参考如下指标：覆铜板、PCB 量产企业订单接收情况；英特尔、三星、台积电等大厂运营预测；新产品推出市场反馈程度；对行业的利好之一是，根据 iSuppli 最新研究显示，电子产业供应链可望在第三季末从 311 日本大地震的冲击中完全恢复；该机构指出，在震央附近拥有营运据点、建筑与设备受到损害的电子厂商，预计可在震后半年的 9 月初恢复全线出货，可以赶上电子与半导体产业传统第三季旺季。

七、信息设备

- 行业总体观点：信息设备行业成本压力小，市场需求增长确定，下半年可超配，通信设备、安防、ATM 机行业可以重点配置。
- 营收增速减缓，成本压力增大。上半年，由于通信运营商投入放缓，体现在板块整体营收上就是增速放缓，由于成本压力加大，通信设备业 1 季度整体毛利率出现 1% 的下降，净利率下滑 0.64%。但下半年运营商密集投入，设备行业的景气确定性高。
- 安防行业市场规模大，高盈利能力稳定。2010 年中国安防行业总产值达 2300 多亿元，其中安防产品产值约为 1000 亿元，安防工程和服务市场约为 1300 亿元，全行业实现增加值 800 多亿元，比 2005 年增长 1.8 倍，年均增长 23% 以上。其中安防电子产品发展较快，年均增长 25% 左右。2010 年安防电子各类产品比重约为：视频监控系统 55%、出入口控制系统 15%、防盗报警系统 12%、其他类别的产品 18%。预计 2015 年国内安防总产值达到 5000 亿元，实现增加值 1600 亿元以上。
- 安防行业也是设备类行业中能够取得很高毛利率的行业，对比国外同行，可以发现安防行业高毛利率可以保持稳定。

八、电力设备

- 发电设备的总体观点：核电发展方向不会发生根本性变化，但是建设将更加注重安全性，建设进度会延缓，火电设备或超预期，水电开发将迎来高潮，光伏3季度（8-10月）安装量会明显上升，但全年出货量很难超越2010年，风电前景依然不容乐观。
- 核电：自福岛核电事件以来，德国、意大利、瑞士等国家相继选择了放弃核能的发展，而法国，英国，美国以及中国等国家也表态在核电发展上将采取更加审慎的态度。我们认为，在2020年碳排放较2005年下降40-45%的目标以及清洁能源占比15%的约束下，因水电规划已经打的比较足，而风电和光伏发电有固有的缺点（无法承担基荷，发电时间分布不均匀，并网难）而无法成为替代核电发展的主要方式，火电因排放和污染问题也无法大规模填补因不发展甚至关闭核电带来的装机缺口，因此核电的发展方向应当不会发生太大的变化。乐观预计，核安全规划将于年底前出台，在核电建设方面将继续推进，但会强调技术和选址的安全性，内陆地区核电站审批将非常审慎。
- 火电：在核电规划下调、建设放缓/负荷中心缺电/GDP增速和用电弹性不会迅速回落的情况下，十二五期间的火电建设或将超预期。在现有2015年的清洁能源规划下（水电3亿KW、风电9000万KW、核电4000万KW、太阳能500万KW），而按照能源局2015年的电力装机规划，十二五期间火电机组将新增2.78亿KW、达到9.85亿KW左右，年均装机增速6.7%。中性建设下，按照GDP年均8%，用电弹性1.2来测算（2010年为1.46，用电弹性定义为用电增速/GDP增速），2015年火电机组利用小时将高达6592小时，根据经验，火电机组平均利用小时超过5200小时就会出现缺电现象。如果倒推回来，中性假设下，十二五期间火电装机增量要达到3.5亿千瓦，才能保证全国不出现明显缺电现象，这可能导致十二五期间火电设备超越规划量的20%以上。
- 水电建设将加速：国际上由于福岛核电事故影响，有水电资源的国家开始考虑积极开发水电，包括韩国潮汐能、南亚水电的开发等。而中国“十二五”将新增7500万千瓦左右的水电装机，“十三五”新增1.1亿-1.4亿千瓦。未来十年，常规水电设备的规模将达到1230-1695亿元，抽水蓄能机组设备的规模将达到620-920亿元。预计国内水电招标下半年加速。
- 光伏：三季度德国或将出现一波安装小高潮，但全年出货量将较难超越18GW的水平。德国今年1-5月份仅安装1.5GW，而根据德国的补贴政策，3-5月份的年化安装值为2.8GW，小于3.5GW，因而今年7月份预计不会有光伏补贴下调。下一次光伏补贴下调时点在2012年1月，政策标准基于2011年6-9月实际安装量的年化值，具体削减幅度还取决于本次拟下调幅度和上一次拟下调幅度的差值。考虑到下半年补贴不会削减，且按照目前组件价格1欧/wp测算，内部收益率有望达到12%。因此，我们认为，下半年德国的实际安装量预计将较上半年有大幅度增长，全年或超

越 6GW，但因银行紧缩等原因，大幅超越去年的量（7.5GW）可能性依然不大。供给方面，进入门槛最高的多晶硅环节 2011 年有效产能为 15.6 万吨，按照 6.5 吨多晶硅生产 1MW 硅片计算，2011 年全球光伏供应量 24GW，超出需求约 5GW 以上，这部分超额供应形成了对光伏产品价格的较大压力。其他环节因投资和准入门槛较低，产能的弹性更大。光伏公司业绩方面，2011 年一季度毛利率明显下滑，考虑到 2 季度全产业链暴跌 30%以上，大型产商的毛利率将在 25%左右，而门槛较低的中小型组件硅片产商预计将出现亏损而退出。

- 风电：2010 年我国风机年度装机量达到历史高位，为 18.93GW，同比增长 37%，而风机价格则下滑严重，每 MW 风机价格约为 430 万元，同比下降 17.3%。随着国家上收风电项目审批权、国网出台严厉的风电并网标准，我们预计行业资源将加速向有技术优势和大规模生产有成本优势的企业倾斜，民营风机企业盈利更趋艰难。我们预计 2011、2012 和 2013 年新增装机容量分别为 20.4GW、21.5GW 和 21.9GW，增速较之前有较大幅度放缓。同时，因风机产能严重过剩以及风机出现的问题，风电行业仍需要承受时间长度未知的阵痛期。
- 输配电设备中一次设备或有反弹：我们判断传统一次设备公司盈利最艰难的时期即将过去，下半年要交付的订单价格上升，原材料压力减小，随着电网建设速度加快订单交货量也将上升，我们预计三季度盈利能力将向上反弹。但考虑到特高压进展仍不确定，输电一次设备尤其是 500kv 以上等级招标数量仍可能低于预期，而中低压等级的一次设备因电网投资倾斜可能将成为相对景气的子行业。
- 相较中高容量一次设备，中低压配电端（尤其是 35kv 以下配电端）因历史欠账较多以及用电范围和领域较大的优势，成长性相对较好。我们认为在未来 5 年内配网建设将长期保持稳定增长。另外在“十二五”期间我国将实施新一轮农网改造升级工程，具体包括：对未改造地区的农村电网进行全面改造；对已进行改造但仍存在供电能力不足、供电可靠性较低问题的农村电网实施升级改造。预计未来五年内，国家电网和南方电网将分别投入 4100 亿元和 1000 亿元用于配网建设和农网改造（年均 1000 亿左右），相较 2010 年国家电网 622 亿元的投资将有大幅增长。
- 目配电开关成套设备：市场规模约在 2000 亿元左右，但由于大多数生产企业采取核心元器件外购的生产模式，行业整体技术壁垒较低生产厂商数量众多，有超过 5000 家企业。另外由于配电成套设备销售普遍为项目制，因此市场地域分割情况明显，客观上也不利于市场集中度的提升。
- 智能电网建设下半年或加速。根据国家电网之前的目标与规划，智能电网建设将分为三个主要阶段：试点规划阶段，主要开展各项关键性、基础性技术研究以及进行应用试点；全面建设阶段，将加快特高压电网和城乡配电网建设，实现关键技术和装备的重大突破和广泛应用；引领提升阶段，届时智能电网已基本建成，技术和装备均达到国际领先水平。截止目前，我国智能电网建设仍主要集中在智能电表方面。

我国在 2010 年进行了四批智能电表招标，总计 5004 万只；今年已经进行了三批招标，总计 4279 万只，与去年同期相比，2011 年前三批电表集中招标增幅达到 36.66%。今年年初国家电网预计招标 5000 万只左右，目前来看全年招标总量将超过计划的 20%—30%。根据国家电网的规划，“十二五”和“十三五”期间电网年均投资额将分别达到 3000 亿和 2800 亿元，而智能化年均投资额将达到 350 亿元，智能化电网投资的比重将由规划试点阶段的 6.19% 分别提升到后两个阶段的 11.67% 和 12.50%。上半年智能电网领域的智能变电站建设明显低于预期，下半年预计有望加速推进。智能电网投资各个环节中，用电环节比重最高，达到 31%，主要是用电信息采集等项目的建设规模大。其次是配电环节占 23.2%，变电环节占 19.5%，主要由于配电自动化、智能变电站新建和改造等项目的建设规模大。2011 年 4 月 15 日，《智能变电站优化集成设计建设指导意见》与“2011 年新建变电站设计补充规定”发布，指导智能变电站进入全面推广阶段后的建设工作。另据了解，智能电网从发电、输配电、用电等各个环节的各项标准有望在 9 月召开的智能电网大会上发布，标准的发布将意味着智能电网建设（招标）的进度将被加速，届时板块将再度迎来较佳的投资机会，但中期内股票的分化将因公司招标份额和业绩的变化出现分化。

- 电力电子：电能质量管理+工业控制，行业景气持续。电力电子顾名思义，即是强电（电力）与弱电（电子）的结合，是用弱电去控制强电的一类设备和技术。电力电子技术分为两个方向，一类是电能质量管理，第二类是工业控制（变频、伺服和控制器）。受高端装备制造业大发展以及节能减排约束性要求，电力电子成为电力设备行业未来十年行业前景最为光明的细分领域。
- 电能质量管理方面：用于降低无功功率、提升功率因素的无功补偿(SVC, SVG)技术预计在未来三年仍将在工业用户和输电领域保持 20%-30%的增速(过去 5 年年均增速 40%以上，十二五期间年均容量 30 亿)，而电网的谐波污染因轨道交通和高铁的大量建设而日趋严重，因此用于电网谐波治理的滤波设备(FC, AFP)预计在未来几年伴随轨道交通和高铁的建设获得高速发展。据测算，目前仅有源滤波市场的年市场容量在 100 亿以上，而目前高端产品均为 ABB,施耐德等国际巨头占领，未来行业替代空间巨大。
- 变频：变频走向伺服在走向工业控制。目前变频器下游应用领域已扩展到 18 个行业，从市场规模较大的中低压变频器来看，从工厂的生产加工设备到中央空调、从重型机械到轻纺行业、从 0.4 千瓦的小功率到上千千瓦的大功率电机都已广泛使用。随着市场覆盖领域不断扩大和用户需求日趋多样化，中低压变频器已经具备较强的抵御下游单一行业需求波动风险的能力。在市场容量方面，变频器行业从 1993 年的不到 4 亿元，到 1999 年达到 28 亿元，2010 年接近 140 亿元。预计我国变频器市场潜力将达到 1200~1800 亿元，其中中低压变频器约占 65%。我们认为，中低压变频器行业未来三年都将保持 25%以上的增速（包括 15%-20%左右的行业增速和

5%-10%的进口替代)，持续看好行业发展前景。从市场竞争格局来看，在通用低压变频领域走在国内前端的上市公司也仅占据全市场 4%左右市场份额，而高端变频器市场仍然为国外厂商瓜分。

九、电力

- 截止 2011 年 5 月底，全国累计发电量 18162 亿千瓦时，同比增长 12.77%，该发电量数据基本符合我们 2 季度的预期。其中，火电增长 11.13%，水电因去年偏枯，今年来水恢复正常，同比大幅增长 16.8%，但较一季度 32.84%有明显回落，水电发电量的大幅增长为水电公司业绩的增长埋下了伏笔。
- 电价：从全国总体情况来看，全国平均上调 1.38 分。根据煤耗 327g/kWh 来测算，1.38 分对应的煤价涨幅在 42 元，而 4 月 1 日以来，环渤海动力煤（5500 大卡）综合煤价已经上涨 60 元，除了完全蚕食本次上调电价好处之外，还额外侵蚀了电厂的盈利。我们预计，在三季度水电出力期结束后，四季度将再度上调电价，至少会上演上调电价的博弈。此外，火电股已经回到了前上调电价前的起点，三季度可能是再度布局相关电力股的较好时期。
- 利用小时：确认大周期回升，但离历史均值依然有提升空间。2011 年前 5 月，全国发电设备利用小时 1937 小时，同比增 31 小时，合 1.6%，其中火电利用小时 2165 小时，同比增 1.3%，水电增长 3.2%。火电利用小时增长较快的省份有福建省（33%），海南省（24%）以及江西、浙江、安徽等，增幅都在 10%以上。11 年上半年利用小时的回升，是自 2009 年以来第二年出现利用小时的回升，我们预计全年用电量增速在 12.8%，超过装机增长 9%的增速，全年利用小时预计在 4800 小时（其中火电 5200，同比增 3.3%）。
- 利用小时回升的背景下，发电商在与煤电顶牛争取国家政策扶持中的谈判地位发生与 08 年完全不同的位势，加之 3、4 月份的电荒形势使得国家对于火电商亏损不发电的情形更加重视。实际上，国务院 5 月召开会议要求推进电力体制改革，其中电价改革也是未来推进的重要方向之一，如果看 2-3 年，上网端煤电联动等根本性的电价机制改革有望再度实施。
- 估值分析：电力行业绝对 PB 较低，相对估值合理。由于行业盈利状况受政策压制较为严重，PE 估值指标已经严重扭曲，我们这里使用绝对 PB 和相对 PB 来考察电力在历史纵向演变中的现今位置发现，绝对 PB 水平接近 08 年的底部，大幅低于历史平均水平，部分龙头公司的 PB 水平已经低于 08 年的水平，而相对 PB 则依然处于历史均值附近。

十、水务环保

- 目前市场上水务环保类公司大致可以分为两类，一类是运营类公司，以水务领域的运营商为主，第二类是设备和工程公司，以大气治理和固废治理为主。整

个板块下半年或在政策出台的预期下有所反弹，但因订单和业绩不如预期也存在进一步下跌的风险。

- 环保（水务）运营类公司：业绩稳健，目前整体估值水平大概在 25 倍左右，从水务运营行业的公用事业特性来看，估值水平还有一定的下降空间（20 倍以下），我们依然看好中西部地区水务龙头。
- 环保设备及工程：今年业绩或低于预期。虽然“十二五”大力强调环保建设，但宏观层面一方面各项环保政策依然未出台，使得对于促进行业发展意义重大的实质性政策迟迟未能落实（如垃圾处理的收费和补偿机制），另一方面也受制于政府资金紧缺，银根紧缩以及其他资源的约束（如固废的选址问题），所以今年来看，项目推进的进度并没有较过去有明显的增长，体现到上市公司层面，业绩和订单增速都出现了不同程度的低于预期，尤其是上市两年内的新股，因为本身预期就被打的很高，因此业绩和股价的跌幅也相当的大。
- 大气污染治理方面——虽然《火电厂大气污染物控制标准》即将发布，但脱硝电价预计很难在短期出台，一方面电厂自身经营陷入困境，无暇顾及脱硝，另一方面，电价调整设计通胀问题，上调必须考量综合因素。因此虽然市场对即将启动的电厂脱硝市场抱较高预期，但实际进展却不尽人意。
- 垃圾处理——焚烧领域进度有所放缓。据不完全统计，年初以来垃圾处理拟开工项目近 100 个，其中焚烧项目约 16 个，合计产能近 1.5 万吨/日；其余大部分为填埋项目，合计产能近 2.4 万吨/日。除已经开工外，焚烧项目大多处于环评、规划阶段，进入设计或施工准备相对较少。除开工季节性因素外，我们认为焚烧项目受多重因素影响将低于预期，包括选址问题，资金受信贷紧缩影响等。这一情况从部分垃圾焚烧设备商对 2011 年业务增长担忧中也可得到一定验证。
- 估值方面，整个环保板块 11 年估值依然高达 35 倍左右，较大盘估值溢价在 200% 附近，但已经从 10 年底的接近 400% 的估值溢价有大幅改善。在流动性收紧，行业进展不如预期，公司业绩分化情况下，市场对板块的估值很难再回到过去，我们预计未来一年总体的情况依然是估值溢价震荡下行的态势。
- 投资策略：作为政策驱动性非常强的环保产业，2011 年上半年国家发改委、住建部、环保部、工信部等部委相继发布了一系列环保政策。下半年，节能环保产业发展规划，环保“十二五规划”，节能环保装备规划等政策都有望出台，市场对政策出台的预期会刺激板块有一定反弹，但我们认为市场对于环保政策的敏感度在降低，且大环保规划还需要实施细则（尤其是刺激市场需求的环保补贴或者价格政策的落实），因此虽然我们认为下半年会有反弹，但总体来讲反弹空间和高度依然受限。明年也许是环保类公司可以真正发力的一年。今年暂时看不到大的行情。

- 另一个角度，在我们相对看好可支配现金（现金-短期负债）占比较高的环保类公司，这类公司在银根紧缩，政府推 BOT 模型的背景下，更容易凭借现金资源取得项目；另一方面，这类公司在加息背景下的财务压力也较小。

十一、化工

- 石化大周期。(1) 石化是周期性行业，一般周期长度 8 年左右。我们用初级产品对石脑油价差来模拟石化盈利。1993 年以来经历了 2 次高点，分别在 1997、2006 年，2 次低点分别在 2002、2009 年，当前处于景气上升周期。(2) 全球乙烯供需依然景气。乙烯属于大宗基础化工品，与 GDP 增速密切相关。一般乙烯的需求增速相对全球 GDP 增速略高 1-2 个百分点；我国乙烯对外依存度超过 50%，全球乙烯景气度将直接影响国内石化景气度。全球乙烯装置产能投放受 2008 年的金融危机影响，产能投放在 2010-2011 年遭遇低点，全球经济复苏进程不变，导致 2011-2012 年产生了供需不平衡。
- 我们选择持续景气的子行业、最低迷但依然存在转机的子行业、以及主业发生巨大改变的公司。选择景气的标准是下游投资扩张、成本传导顺畅的行业；低迷的标准是几乎全行业亏损；主业大幅好转的公司最好是新行业，容量巨大。
- 景气子行业：环氧丙烷持续景气。2011-2012 年国内无新增产能，2010 年缺口约 30 万吨，对外依存度 24%，下半年聚醚扩产新增 26 万吨 PO 需求，产能持续紧张。全球目前有 2 条工艺路线：共氧化法和氯醇法，其中国内以氯醇法为主。氯醇法规模小，投资小，但污染严重，尤其是氯污染，甚至发生爆炸，因此现在新建氯醇法基本是不批的，只会是关停或保持。共氧化法成为未来投资的重点，但该工艺需要依赖炼厂，投资金额巨大，一般至少要建设 30 万吨以上才有规模经济，建设周期一般在 1.5-2 年。从目前看，在 2013 年前，PO 的供给依然偏紧的格局不会发生变化。下游聚醚的传导作用明显，不会有需求受抑制的现象。
- 低迷但存在转机子行业：我们观察到有机硅单体和草甘膦行业持续低迷了近 3 年，目前行业几乎处于亏损的边缘。持续多年的行业盈利情况让那些在 2007-2008 年期间投资的企业遭遇致命的打击。由于当时的通胀严重，投资成本奇高，而盈利却很差。目前企业融资成本再次高企，资金链断裂最终让这些企业无法度过严冬。有机硅单体当前产量 110 万吨，2011 年一季度 24 万吨，今年产能 160 万吨；2013 年开始中国不再需要进口，规模小的单体将退出市场。草甘膦已经进入行业洗牌的尾声，其中 IDA 法已经亏损，甘氨酸产能占比 75%。其中 IDA 法与原油相关，因此高油价将 IDA 送上末路，有利于甘氨酸法工艺。国外基本都是 IDA 法，一旦市场启动，国内甘氨酸路径的企业将显著受益。
- 专业大幅好转子行业：重组或主业将发生巨大变化的企业我们另一个投资思路，特别是行业发生转换。不过，这类企业面临的风险是中间的过程比较曲折，

需要较长的时间等待。

十二、房地产

- 继续超配的理由：政策风险见顶趋势明显，只是斜率的问题：开支的大幅度提升以及地方融资平台的收紧，意味地方政府对于土地收支和融资渠道的依赖度提升。在目前房价没有明显上涨趋势的情况下，加码的概率不大。
- 在限购不变的假定下：博弈期达到峰值：开发企业的资金流入在持续下滑，在限购和加库存的背景下，只有两个选择：降价和停工。地方政府在政治任务 and 土地收入下滑时，要么让渡土地红利，要么加大负债。中央政府对开发商能控制的就是融资政策。房地产行业的具体投资逻辑见下图情景分析：

| 开发商 | 地方土地政策 | 融资政策 | 股价表现 | 可能性分析 |
|------|-----------|------|------|--|
| 房价不降 | 土地不降价 | 不放开 | 差 | 低：无论从政治角度和财务角度，都不是地方政府的最优选择 |
| 房价不降 | 土地不降价 | 适度放开 | 较好 | 中等： |
| 房价不降 | 土地供应增加，降价 | | | 不太可能：房地产市场是充分竞争的，当土地价格下降时，高周转类开发商会主导市场 |
| 房价下降 | 土地不降价 | | | 不太可能：在土地让利较少的情况下，开发商销售不佳的第一选择是降低周转 |
| 房价下降 | 土地供应增加，降价 | 不放开 | 较好 | 中等：在一段时间内可能出现这种情况，但是如果房价下降，融资政策变化是迟早的事 |
| 房价下降 | 土地供应增加，降价 | 放开 | 好 | 高：最理想的情况，在短期内有利于各方利益的均衡。 |

十三、农业

- 农业：超配饲料行业，中报之后阶段性看淡养殖行业。种子和水产三季度末可介入。
- 饲料：三季度之前养殖户赚钱，三季度之后传导到饲料商。去年7月之后，养猪行业走出盈亏平衡点，但母猪补栏上升发生在8月份之后，一般情况下，母猪饲养至初次配种大约要7个月，发情期一个月，初次配种后怀孕期大约114

天，此后大约 1 个月断奶，仔猪出栏总计产能周期在 12-13 个月，也就是 2011 年 8 月左右，商品猪存栏开始上升（仔猪先补）。因此，4 季度和明年一季度是饲料和存栏的高峰期。农业行业的具体投资逻辑请见下图：

十四、食品饮料

- 食品饮料行业在中报之前一线白酒值得关注，中报之后大众消费品值得关注。
- 行业整体驱动力：即驱动目前白酒行业产量 30% 增长的核心因素有：（1）经济增长，尤其是政府主导下的投资增长。（2）基尼系数的持续提高。行业内部结构变化的两大驱动力：腰部突起：二线白酒尤其是次高端白酒增长的本质是茅台提价给出的市场空间，短期增长无虑，长期增长空间有限。另一驱动力是以洋河、郎酒为主的渠道变革。

十五、纺织

- 纺织行业建议：开始看淡。主要原因在于，棉花下跌或者上上下下不稳定时，对纺织企业都是负面的。今年以来我们看跌棉花，对纺织行业尤其是中游企业，棉花价格下跌的影响较为负面，毛利率会下滑。去年棉价涨的时候，大的企业因为有储备棉，所以毛利率不断上升，小企业因为成本高，价格竞争不过大企业；今年棉花看跌时，也因为大企业有棉花储备，成本偏高，而小企业用即价棉花去接订单，价格可以报得更低，更有优势。另一方面，广交会数据也不好。
- 加工制造：运营压力逐步显现。棉纺类加工制造公司第三季度订单呈现压力，原因在于：棉价上涨过程中，下游下单积极；而棉价下跌过程中，下游下单谨慎，此趋势与我们之前判断相符。2011 棉花年度全球棉花产量增幅将大于消费量增长，“库存消费比”将上升至 40% 以上。另外部分“囤积惜售”的隐性供给也将增加棉花供给，棉花价格下降压力加大。若此趋势持续，加工制造公司产品价格将步入下降通道，企业收入和利润存在缩水风险。

十六、服装

- 上市企业中报大部分都非常不错，终端压力显现。5 月终端数据很差，内销销售量数据为同比负增长。如果延续，因为时间差，将对服装板块上市企业下半年尤其是明年订单产生负面影响。6 月不少企业反映销售转好。高端奢侈品和低端产品（民工级）基本不受影响，目前受影响最大的为中端品牌（如上班族）。我们认为可能有两点原因：1、通胀上升导致的挤出效应。2、5 月份监管部门严打“虚假打折”，商场回归实价销售，而多数产品价格已经是按往年打折给的虚价，导致消费不旺。
- 棉花价格对服装企业的影响有三个阶段：第一阶段，棉价涨，经销商都看多棉价，最开始会多下订单，带动公司提价，收入增速反而提高，表面受益。第二阶段：终端提价，如果消费者接受不了，量的增速下降，会影响公司的后期的

业绩增速。但如果消费者接受得了，到了第三阶段：服装企业将明显受益。第三阶段，棉价下跌，服装企业的终端价格一旦上去，是不会再降低的，而成本降低，从而毛利率提升。目前服装的一季报刚好在第一阶段，所以都特别好，服装的第二季度会在第一阶段末期。到了下半年，就到了服装非常关键的第二阶段。此时的消费者对价格的接受程度直接决定了第三阶段服装的毛利率走势。

- 服装行业建议：持有评级，因为订货会已开，数据不错，今年业绩增速有保证。观察3季度零售数据，终端数据非常重要，直接决定后续上市公司能否进入第三阶段。

十七、水泥

- 我们观察产销率与库存两个指标，来衡量行业供需与景气变化情况，发现不论是产销率还是库存情况，都反应水泥的景气有所下滑，其中产销率在下降，而库存水平在上升。具体来看，1Q2011 产销率为 97.70%，不但低于 4Q2010 的 99.40%水平，而且也低于 2010 年和 2009 年同期水平的 98.20%和 97.90%。而库存情况则正好相反，1Q2011 库存增速 22.30%，不但高于 4Q2010 的 5.40%，而且也高于 2010 年和 2009 年同期库存增速的 16.50%和 17.80%。
- 我们相信，随着宏观紧缩政策与信贷投放的抑制效应显现，总需求回落对于行业利润率水平的负面影响会逐步显现，并且其作用将超过产能供给控制带来的正面影响。
- 水泥价格走势判断：按照上面的数据与逻辑分析，就全国范围而言，水泥价格年内维持高位，到年底，首先是北京区域价格回落，然后是华东与华南地区价格回落。但此前的 8-11 月份，全国平均价格还有一个环比走高的过程。如果在此期间，新批产能放开，不论是等量置换还是分区域有条件放开，水泥价格都会明显受到冲击，即便是华东区域，在全年价格最旺的 8-11 月份亦如是。
- 下半年投资建议。就整个下半年而言，存在着一个将水泥配置从目前“标配”转向“低配”的减仓过程。在这一过程中，尤其建议对于单一水泥个股的持仓占比不要太大，可以分散至多个品种，同样可以保持水泥行业的整体仓位配置效果。品种选择建议：站在当下时点，以 11 年 12 月 31 日为限，水泥行业配置个股以取得超越板块指数走势的超额收益而言，可以选择拐点型公司，包括所在区域景气向上拐乃至公司自身主业盈利水平向上拐公司。

十八、建筑

- 定性来看，房地产受到压制，保障房这部分的口径已经由年内完成 1000 万套改为年内开工 1000 万套，证明房地产行业的需求有所下滑；铁公基项目，不论是前期的铁路、现在国家电网还是水泥农田建设，在“十二五规划”定稿之

前，其最终的投资规模与路径都是模糊不清的。所以，在总体需求收缩而通胀高位不退的情况下，行业原本有限的毛利率水平存在进一步下滑的可能。

- 下半年投资建议。建筑板块存在众多子行业，相互之间没有一个特别明显的板块效应。相反在部分子行业之间，还存在一定的差异性。如装饰园林行业与普通的市政工程类施工企业之间。根据其在沪深 300 的权重 3%，我们维持“标配”的建议。下半年，通过在各个子行业之间改变配置与品种，可以维持整个建筑板块的持仓水平。

十九、煤炭

- 基本假设：11 年 GDP 增速保持在 9.10%；一次能源消费强度同比下降 4%；煤炭消费占一次能源比重为 70%；吨煤产能投资平均 600 元；新增产能利用率为 70%；
- 行业供需判断：维持去年末的基本判断，即全年煤炭供需总体平衡偏紧（需求略多于供给）。新增需求：根据上述假设条件，我们测算 11 年新增煤炭需求量达到 3.4782 亿吨；新增供给：根据近三年煤炭行业固定资产投资增速测算，11 年可以形成新增产能 2.9-3.3 亿吨，新增原煤产量供给 2.2 亿吨左右。全年净进口约 1-1.1 亿吨。
- 煤炭价格走势判断：以秦皇岛 6000 大卡大同优质煤为标杆，我们认为年底该煤种价格在目前均价 853 元基础上，上涨 5%左右，达到 890-900 元水平的可能性很大。
- 驱动因素分析：供需平衡偏紧带来的长景气周期是煤炭股最基本的驱动力量；年度均价上涨与相对不完全的价格管制体制是煤炭股股价弹性的重要来源；事件联系与情绪投射等行为心理特征是煤炭股波段操作的重要基础；
- 下半年投资建议。目前煤炭行业在沪深 300 中的权重占比保持在 6%左右，下半年煤炭的仓位可以维持在 5%附近。在煤炭板块估值回落至 11 年 PE16 倍附近时，可以将煤炭仓位加至 10%左右；而在煤炭板块估值上涨至 11 年 EPS20 倍时，则可以将煤炭仓位减至 4%以下。
- 值得关注的风险因素有：总需求下滑与紧缩货币政策带来的滞后影响；通胀上行对于行业毛利润率水平的侵蚀；政策性成本刚性上升的消极影响。

二十、有色金属

- 投资思路：1) 政策放松背景下，把握估值修复行情；2) 寻找业绩增长确定，或基本面出现反转的行业性机会。
- 基本金属：高供给集中度+供给偏紧+低库存，相对看好铜、锡。二季度流动性紧缩预期和需求增速放缓导致基本金属大幅下挫，估值水平不断下修。下半年中国因素有望再次成为推动基本金属估值修复的动力，主要是基于 CPI 见顶，

紧缩预期下降，保障房，汽车等领域重新启动，厂商补库存推动需求上升的逻辑。基本金属中，铜、锡属于供需矛盾比较突出，而且供给集中度较高，库存水平较低，估值水平也较低，具有较为强烈的估值修复需求。此外电解铝因电力成本因素，价格获得支撑，具有成本优势的企业，盈利能力有望得到改善

- 贵金属：消费旺季+资产注入，相对看好黄金。三季度是中国、印度黄金消费的旺季、资本市场通常提前预期，此外黄金股均有资产注入的预期。
- 在深加工领域：消费升级、产能转移助推高景气持续的铝电极箔。铝电极箔行业受益于日本产能向国内转移，预计未来几年行业需求增速将达到，甚至超过10-15%，是有色金属行业中较少的行业持续增长的子板块。随着企业产能释放，业绩将逐步得到兑现。
- 小金属：关注行业景气度提升、业绩反转的钛行业。受益于全球航空制造业复苏，以及国内军备加速，钛行业下游需求强劲复苏；又因为钛白粉行业维持高景气度，抢占钛金属制品上游资源，钛行业景气度提升。

二十一、交通运输

- 展望下半年，我们认为交运板块应关注铁路和物流板块的长期机会，以及下半年航空板块的交易性机会。
- 铁路行业：过去二十年由于能力不足，体制落后，铁路在中国交通运输格局中所占比例逐年下滑，现在铁路行业整体正面临硬件和软件的“双拐点”，随着能力瓶颈被突破（高铁带来未来五年客货运能力翻倍），铁路机制改革也将提上日程。另外，下半年将召开的“全国铁路工作会议”或成为铁路行业热潮再次到来的催化剂，对板块维持“超配”建议。
- 物流行业：物流行业正处在经济发展阶段和宏观产业政策“双给力”的阶段：首先，目前制造业各项成本的上升和利润率的降低迫使企业转向物流这一“第三利润源”。另外，《“十二五”现代服务业发展规划》（预计近期出台）和未来的营业税改革都将对行业的发展起到积极的推动作用，对板块维持“超配”建议。
- 航空行业：短期博反弹，上半年航空板块大幅跑输大盘，主要是高铁分流的阴云笼罩在市场上方。随着6月底京沪高铁开通运营，若实际分流影响低于预期（直达车次太少、末班车时间太早、改签不便），国际油价环比不出现上涨，加之大盘反弹，下半年板块将存在交易性机会。即使分流符合甚至超过预期，由于今年供给有限，航空公司客座率和票价实际超过预期，也存在业绩提升带来的机会。中长期看空，目前航空业处在周期高点，随着12年高铁成网效应的体现，航空公司整体盈利能力存在较大压力。
- 航运行业：整体维持板块年内无大机会的判断。干散货依然受制于运力过剩压力，2013年前难有实质性反转，我们认为BDI将在1200-1800点之间维持震

荡，如若中国政策放松超预期，则四季度季节性反弹可能会超出预期，但目前尚看不到。集运行业今年受困于外部经济，货量增长有限，市场处于弱平衡阶段，下半年反弹高度有限。2012-2013 年供给增速预计与 2011 年持平，行业向上需待欧美经济实质性复苏。

- 公路行业：目前正处在政策与舆论的风口浪尖之上。为期一年的高速公路专项整治工作目前正处在前期的自查阶段，下一步将由中央派专项督查组进行进一步检查，预计仍会有实质性负面消息的放出，目前建议回避。
- 其他交通基础设施（机场、港口）：我们认为只有在大盘不断下行时，交通基础设施才可以跑赢大盘。自下而上分析，估值低、分红收益率高、具有区域性优势的个股具备一定的配置价值。

二十二、商业

- 商业今年上半年跑输沪深 300 指数 3.21 个点，除了 4 月份跑赢外，其余月份均跑输或跑平，这与历史上在通胀时期商业往往跑赢指数的规律不符。
- 下半年经济不会出现硬着陆，那商业业绩今、明两年稳定增长仍可保证，行业长期看仍处于稳定增长通道。原因之一是收入增长仍将继续；原因之二是经济增长从城镇化带来的消费升级持续；原因之三是中西部区域经济发展。另外，目前估值提供了安全边际，因此行业下半年值得关注。
- 风险：经济下滑超预期；购物卡新政实施超预期。

二十三、医药

- 下半年看好医药板块，尽管悲观情绪下政策可能还会导致股价最后一跌，但 3 季度可能是一个较好的建仓期。
- 估值已经安全，拿到明年年初，板块将有 25-28%左右的绝对受益。我们认为中报的增速比 1 季度增速有所提高，预期下半年增速比上半年高。仅将中报增速延伸至全年，除医疗器械板块外，11 年行业 PE 跌至 30 倍以内，整个板块 TTM 下的 PE 降至 35 倍。
- 从明年业绩看现在的估值提升空间。给予 12 年一线股 30 倍估值，二线股 28 倍估值，稳定成长股 25 倍估值，部分个股拿到明年可能有 40-50%的股价上涨空间。基金的医药持仓比重已经连续 3 个季度处于下降趋势。占基金股票投资市值比重已从 10 年 Q2 的高峰 11.76%一路下降至 11Q1 的 7.56%。占基金净值的比重也从 10Q3 的高峰 8.05%下降至 5.30%。
- 行业运行情况分析。医药制造业 1-5 月数据公布，收入增长 29.32%，利润增长 19.45%（1-4 月收入增速 28.95%，利润增速 19.55%）。各子行业中，化学原料药、生物制品、医疗器械利润增速有所提升，化学药制剂、中成药和中药饮片利润增速略有回落。主要原因为中药价格依然维持在高位。中药材价格对 OTC

企业的影响大于对处方药企业的影响。我们认为在 11 年的影响会逐季减弱，12 年在 11 年高基数的情况下，同比压力可能会减小。

- 政策的不确定性给我们带来我们买入机会。降价政策：部分券商预期今年仅还有一波降价，到年底将出台新的药价管理办法，7 波降价将宣告终结。我们预期第二波降价应该和第一波差不多，医保降价政策完全不用担心。第二波降价政策涉及神经类和激素类医保产品。
- 抗生素政策：7 月 1 日的时间截点已过，抗生素政策已经修改到第八版，仍未出台。可见出台阻力之大。该政策可预测性不强，但前波的股价下跌已经反映了目前市场的各种观点，如果该政策真的执行，蛋糕将变小并重新切割。
- 未来可能的政策变动：1、试点品种统一定价？2、年底出台新的药价管理办法？

二十四、营运商

- ICT 产业的变化。移动互联的实质是随时随处可接入。近两年移动互联的渗透正深刻地改变着整个 ICT 产业：首先，IT 和互联网正在融合，随时随处的连接使得终端不再需要那么“笨重”，手机和 Pad 大有取代 PC 的趋势，各种内容和应用随需下载，“云架构”的轮廓越来越清晰，“IT 如电”的时代渐行渐近；其次，通信和互联网也在融合，随时随处的连接带来了通信手段的创新和通信模式的转移，如移动 IM、VoIP，如各类 SNS 应用飞速发展，而语音通信已仅仅是满足人们社交需求的诸多手段之一。
- 换言之，IT、通信、互联网正在全面融合成一个整体，而流淌在其中的“血液”则是数据，海量移动数据的增长已不可阻挡。在这样的背景下，人们首先会有寻求一个较好的数据管道的动力，而三张不平等的 3G 牌照（移动 TD SCDMA/联通 WCDMA/电信 CDMA EVDO）对应的是三个差异化的数据管道，这是中国联通经营改善的最重要的基础。

二十五、软件与服务

- 国内软件产业有两个属性。（1）产业的发展远未饱和，长期仍将持续成长。从产业规模来看，中国的信息产业占 GDP 的比重在约 8%，而美国在 40% 以上。从产业结构来看，中国的 IT 支出中软件和服务的占比较低，仍处在发展中国家的阶段。产业远未饱和之下需求相对刚性，2000 年以来国内软件产业的增速一直远高于 GDP，行业呈一定防御性。中长期来看，在经济增长方式从高耗低效向低耗高效的转变的大背景下，信息化的需求还将逐步加大。（2）应用型研发+服务型业务是主要模式。国内软件公司的优势不在技术，而在于对本土客户的深入了解、快速交付和贴身服务。因而大多数国内公司做的是应用软件，一方面可以发挥竞争优势，另一方面可以贴近、进而引导用户需求。应用型研发+服务型业务的模式的实质是产品化率相对低，这决定了国内软件公司的成

长通常需要以人员的增长为基础，而人员通常要经过培训成熟的过程，因此成长的弹性相对小，以稳健增长为主。

- 1-5 月，我国软件产业实现软件业务收入 6237 亿元，同比增长 28.2%，行业稳健成长的趋势并未改变。1 季报低于预期的公司占 50%。从结构来看，收入增长 30%，管理费用增长 35%，销售费用增长 30%。1 季度的净利润一般仅占全年的 10-15%，尚不足以反映全年趋势，但收入和费用的变化趋势在向好。上市公司去年的投入若能持续被验证为有效投入，人员成本的上升将逐步得到消化，全年利润的快速增长可期，半年报将是一个检验时点。由于新 18 号文刚出台，今年上半年软件公司的退税未能到账，因此中报超预期的可能性较小。
- 经过上半年的调整，目前重点软件公司的估值水平在 11 年 30 倍 PE 左右，考虑行业 30% 的增速，属合理，但还不是非常具有吸引力。下半年随着上市公司盈利逐步得到确认，到 4 季度或许是超配行业的好时机。短期作为配置，可以逐步买入和持有那些成长路径清晰、成长的持续性较好、今明两年业绩确定性较高的公司。未来 1-2 年，由于中小板、创业板供给持续增加，加上大环境的不确定性，预计 IT 板块很难再现去年整体上涨的情况，但可关注行业热点主题，把握板块的交易性机会。
- 风险：下半年经济硬着陆，影响明年的行业需求。

二十六、传媒

- 传媒板块的成长性主要来自新媒体——影视内容、网络视频、营销服务等。今年以来新媒体公司的调整幅度比较大，高估值的风险得到了一定程度的释放。传统媒体，包括出版、报纸、有线网络等，成长性较差，主要靠整合发展，但整合的难度不小，进程不易把握。之前传统媒体一直是低成长、高估值，反映的是市场对其潜在整合机会有预期。但过去一个月传统媒体公司也有幅度不小的调整，一定程度反映了市场对成长的确信性更加偏好，这一成长与估值匹配的回归过程在下半年可能还会继续。
- 传媒板块上半年下跌 13.9%，跑输沪深 300 指数 11.2 个点。目前行业平均 11 年 33 倍 PE，相对估值 3.0 倍，与历史均值相当。短期新媒体公司的估值仍不算低，暂时也看不到有关传统媒体的行业政策和事件，下半年给予行业“标配”评级。此外我们将随时关注可能出现的行业事件催化剂。

二十七、汽车

- 总销售数据符合预期。我们维持 2011 年全年销量 0 增长的预估，总量将维持在 1800 万辆左右。我们按照过去的环比数据模拟了后 6 个月的月度同比数据。模拟的总销量略上升至 1825 万辆，与 10 年的数据基本也是持平。月度同比数据中，10 月和 11 月的同比数据是最差的，分别是-7%和-5.5%。同比增速见底

的月份是 10 月。

- 分类别中，乘用车表现优于商用车，主因商用车对宏观调控更为敏感。乘用车子分类中，轿车的表现略微突出，同比实现了 13.5% 的增速，似与日系产能复产有关。但同时需关注，轿车库存显著回升，日系的复产到底是增加销量还是恶化竞争环境，这是我们对接下来几个月汽车走势的主要担忧之一。SUV 的需求有所回升，必然与日系复产相关，但整体恢复情况不够理想，全月同比增速 5.8%，需继续观察 7-8 月的走势。另外两个板块，微客继续低迷，MPV 有所回升。
- 商用车这边细项还没有出来，商用车整体 1-6 月累计衰退了 3.19%，衰退幅度还在扩大。半挂牵引车销量在 3 月反弹后又迅速滑落，显示宏观调控的效应。半挂 6 月单月销量 1.6 万辆，环比下滑 24%，同比下滑 53%，1-6 月累计下滑 32%，是个相当夸张的下滑数据。商用车的转机需要看国家对物流行业支持的具体政策和宏观调控后续的动作。综合来看，6 月数据还是显示了需求下滑的趋势，而 7-8 月份是传统淡季，无论商用车还是乘用车。
- 对明年销量展望。首先，从中长期来看，我们判断汽车普及的阶段还没有结束，因此，汽车还起码应该有 3-4 年的相对较快的增速年头，我们预计年增速的中值在 15% 上下。对明年的展望中，今年四季度会是一个比较重要的窗口，如果四季度表现很弱，明年上半年销量还可能较疲弱，如果四季度已经出现需求恢复的态势，则 2012 年应该可以恢复到 15% 左右的销量增速。
- 对明年利润率走势的判断：明年是产能集中释放的年份，这其中，我们还需要特别关注，中高级车，或者说合资厂商有一个产能集中释放的过程，为首的代表为大众、通用、日产和长福马，单个企业的产能增幅都在 30% 以上。这表明未来（2012 年），中高级及合资品牌的产能利用率会有所下滑，市场竞争加剧，对行业利润率会形成致命打击（中高端及合资品牌对行业的利润贡献远大于销量贡献）。还需特别关注另一点，就是今年上半年大家集中抱团的中高端及欧美系可能会在明年发生变化，如果合资品牌集中释放产能，且欧美系为主的情况下，明年的市场竞争局面不容乐观。
- 投资建议：我们还是维持行业配置“低配”。我们的建议是：不可恋战，有赚及时走。从板块分析，下半年乘用车整车还是以规避为主的态度；商用车，尤其是重卡，处于见底的过程，可以逐步考虑建仓，只是时间点上还无法确定是三季度还是四季度；零部件，我们建议可以关注出口占比较高、或以商用车为主的公司；

二十八、钢铁

- 短期“中性”，中长期“看好”。
- 中长期看好的原因有二：一是这两年铁矿石供需的向下拐点出现；二是钢铁产

能增速未来逐渐放缓。

- 在矿石供给方面，国内外过去 3-5 年的高投资将逐渐转化为产能；我国过去 5 年原矿产量的复合增速是 20%，预计未来的产量增速将至少不低于这个数字；除中国外全球其他地区过去 5 年的矿石产量复合增速是 6%，我们预计未来会达到 10% 以上。需求方面，随着投资的减少，我国粗钢产量增速未来将逐步放缓，保守预计 11-13 年的增速是 8%、5% 和 5%；除中国外地区过去 5 年的粗钢产量基本没有增长，我们预计未来将缓慢增长，保守预计为 5%；综合来看未来全球粗钢产量/铁矿石需求增速在 5% 左右。综合考虑，我们认为今明两年是矿石供需的拐点，未来矿石将逐步进入过剩阶段，且过剩量逐渐放大。
- 由于行业盈利能力较低，行业固定资产投资增速近几年维持在 6-7% 的较低水平。我们预计未来几年产能增速低于需求增速，产能利用率会逐步上升。
- 短期中性的原因：目前产量仍维持在高位，高于我们预测的全年均值，且三季度是传统的需求淡季，未来随着需求向下，产量/价格将逐渐下行，三季度见底的概率较大。

二十九、造纸轻工

- “中性”，看好上游的林浆资产。
- 造纸是主要受供给波动影响的周期性行业，目前我国造纸行业整体面临供过于求的局面，我们判断未来两年行业仍以消化产能为主要任务，通过新建上游纸浆生产，以及加大林木资源的投资仍是发展的必然选择。11-12 年我国仍有大量新产能投产，预计年均产能增速在 10% 左右；全球来看，我国造纸产能占全球约 30%，除中国外其他地区新上产能较少，预计全球的年产能增速在 4-5%。
- 木浆的周期一般为 3-4 年，自 08 年浆价暴跌后，全球主要新增产能从 09 年开工，投产日期多在 12 年以后，预计 2011-2012 年全球商品产能将增加 200 万吨左右，年均新增 100 万吨左右，主要集中在中国；目前全球木浆产能 6000 万吨，年均产能增长在 1-2%，低于全球造纸产能 4-5% 的增速。从行业盈利情况的历史来看，造纸环节的利润率逐渐下滑而木浆环节利润率逐步上升是趋势。

本材料中的评论仅供参考，不可视作投资建议。本材料以公开信息、内部开发的数据和来自其它具有可信度的第三方的信息为基础。但是，并不保证这些信息的完全可靠。所有的观点和看法基于资料撰写当日的判断，并随时有可能在不予通知的情况下进行调整。本材料中的预测不保证将成为现实。以上数据仅供参考。未经光大保德信基金管理有限公司书面许可，不得复制或散布本材料的任何部分。所有出现的公司、证券、行业与/或市场均为说明经济走势、条件或投资过程而列举，光大保德信基金管理有限公司下属分支机构可能持有或不持有相关账户。本资料讨论的策略和资产配置并不代表保德信的服务或产品。所有的这些不能视为建议或推荐，不作为公开宣传推介材料，以及购买或销售任何证券的要约或邀请，也不能视为采纳任何投资策略的建议。该材料为内部培训使用，不得以任何形式向投资者分发，不视为宣传推介材料。