



把握经济复苏中量价上行行业

——东吴基金 2009 年下半年投资策略报告



(2009 年 6 月 30 日)

主 笔 刘元海

宏观经济 徐 嵩
杨庆定

行业研究

金融 刘元海

房地产 水泥 薛和斌

化工 王少成

机械 刘 辉

商业 饮料 邹国英

有色钢铁 王 强

煤炭 姜 霄

策略协助 戴 斌

监 审 徐建平

王 炯

黎 瑛

地址：

上海浦东源深路 279 号

邮编：200135

客服热线：021-50509666

网址：www.scfund.com.cn

把握经济复苏中量价上行行业

自 2008 年全球遭遇金融危机以来，在各个国家和地区政府积极努力下，各主要经济体先后出现经济企稳和复苏迹象。同时，全球宽松货币政策导致货币对实物资产贬值推动资产价格上涨。经济复苏预期和宽松流动性双重推动全球股市上涨。

我们认为，下半年 A 股市场整体运行环境相对乐观：(1) 中国经济复苏迹象明显，正步入复苏之路；虽然有通胀预期，但年内积极财政政策和宽松货币政策仍然有望延续；(2) 在货币对实物资产贬值背景下，储蓄存款活期化将继续，从而带来新增流动性。从历史经验看，IPO 规模将视市场行情而定，IPO 对市场资金需求冲击不是很大。因此，对于下半年市场流动性仍然可以乐观；(3) 外部环境：美元区间振荡和大宗商品价格振荡上行有利 A 股市场。

虽然剔除银行股，A 股市场整体估值水平偏高，有些行业股价已经甚至过度反应了 09 年业绩好转预期，但在经济复苏过程中，随着经济总量扩张，量价上行行业业绩存在超预期可能，而当前股价尚未反映业绩惊喜，量价行业将有望稳定和引领市场。我们认为，下半年，在业绩增长和估值提升双重作用下，A 股市场有望波浪式前进。但我们要密切关注经济复苏波动和宽松货币政策拐点风险。

我们认为，在经济复苏过程，那些在总量扩张的同时，价格能够保持稳定甚至上行的行业其利润增速有望加速上行，这些行业可能是下半年 A 股市场行业轮动对象。对于下半年投资主线，在经济复苏中寻找量价上行的行业，重点关注以下四条主线的投资机会：

- 第一条投资主线是房地产主线。重点关注房地产行业以及受益于房地产投资加速增长的行业，如：水泥、机械、钢铁、化工和家电等。
- 第二条投资主线是金融主线，重点关注：银行、保险和证券。
- 第三条投资主线是受益于通胀预期及下游需求回暖的大宗商品原材料行业，重点关注：煤炭、有色。
- 第四条投资主线是受益于收入预期转好和物价指数从底部回升的一般消费服务行业景气：食品饮料、商贸零售等。



目 录

一、经济复苏预期和宽松流动性驱动股市上涨	3
(一) 2 季度美股继续反弹	3
(二) A 股延续强势，行业轮动特征明显	4
二、中国经济走向复苏之路	5
(一) 宏观经济分析	5
(二) 积极刺激政策有望延续	7
三、经济复苏驱动 A 股波浪前进	8
(一) 业绩触底回升，估值随利润加速增长而提升	8
(二) 存款活期化带来新增流动性	9
(三) 美元和大宗商品价格走势判断	10
(四) 2009 年下半年 A 股走势判断	12
四、把握经济复苏中量价上行行业	13
(一) 经济周期中美国股市行业轮动规律	13
(二) 2008 年 11 月 A 股反弹以来行业轮动格局和驱动因素	15
(三) 行业轮动持续性	16
(四) 下半年 A 股市场行业轮动格局	17
(五) 下半年投资主线	19
(六) 重点行业	21
东吴基金管理有限公司旗下基金：	32

一、经济复苏预期和宽松流动性驱动股市上涨

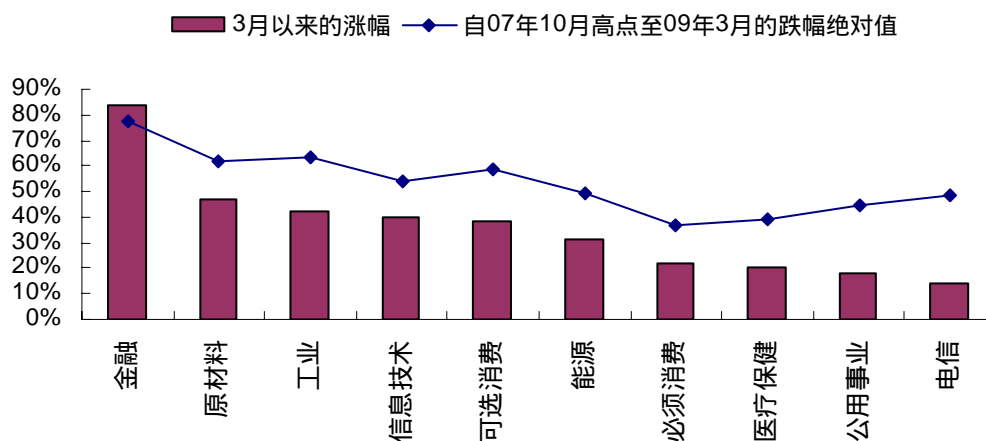
自 2008 年全球遭遇金融危机以来,在各个国家和地区政府积极努力下,各主要经济体先后出现经济企稳和复苏迹象,经济需求有好转趋势。同时,全球宽松货币政策导致货币对实物资产贬值推动资产价格上涨,如年初以来,原油、有色等大宗商品价格上涨。经济复苏预期和宽松流动性双重推动全球股市上涨。

(一) 2 季度美股继续反弹

自 2009 年 3 月 6 日标普 500 指数创下 12 年以来新低后至 1 季度末,标普 500 快速反弹 20%。进入 2 季度后,市场呈波浪式前进,整个 2 季度标普 500 指数上涨 15.22%。驱动本轮美股大幅反弹主要动力是:(1) 金融股 1 季报业绩好于市场悲观预期,同时金融机构度过了生存危机;(2) 宏观经济数据企稳回升,包括房屋、工业、消费和每星期申请失业救济人数等一系列数据出现企稳上升或跌幅减小的趋势,美国经济出现复苏绿芽。

从行业表现看,自本轮反弹以来,涨幅居前的行业是:金融、原材料、工业、信息技术和可选消费品。其中,金融股反弹幅度最大达 83.43%,原材料、工业、信息技术和可选消费类行业涨幅也在 40%以上。电信、公用事业、医疗保健和必须消费类防御型行业涨幅居后。这与历史上历次熊市反弹所呈现出行业表现基本是一致的,即在熊市中跌幅大的周期型行业在反弹行情中反弹幅度一般是居前的;反之,在熊市中相对抗跌的防御型行业在反弹行情中反弹幅度一般居后。

图表 1 反弹中周期型行业表现好于防御型行业



数据来源: Bloomberg, 东吴基金。

但近期标普指数出现了 5%左右的调整,调整的原因有:(1) 短期股市反弹幅度大,从技术角度看,市场有调整需要;(2) 市场对经济复苏时点判断出现分歧,最新世行报告认为全球经济最快可能到 2010 年才会有所起色,给市场心里蒙上了一层阴影;(3) 对于未来通胀的担忧引发对联储数量放松工具的退出,甚至是加息的猜想,也对大盘形成了一定的压力。

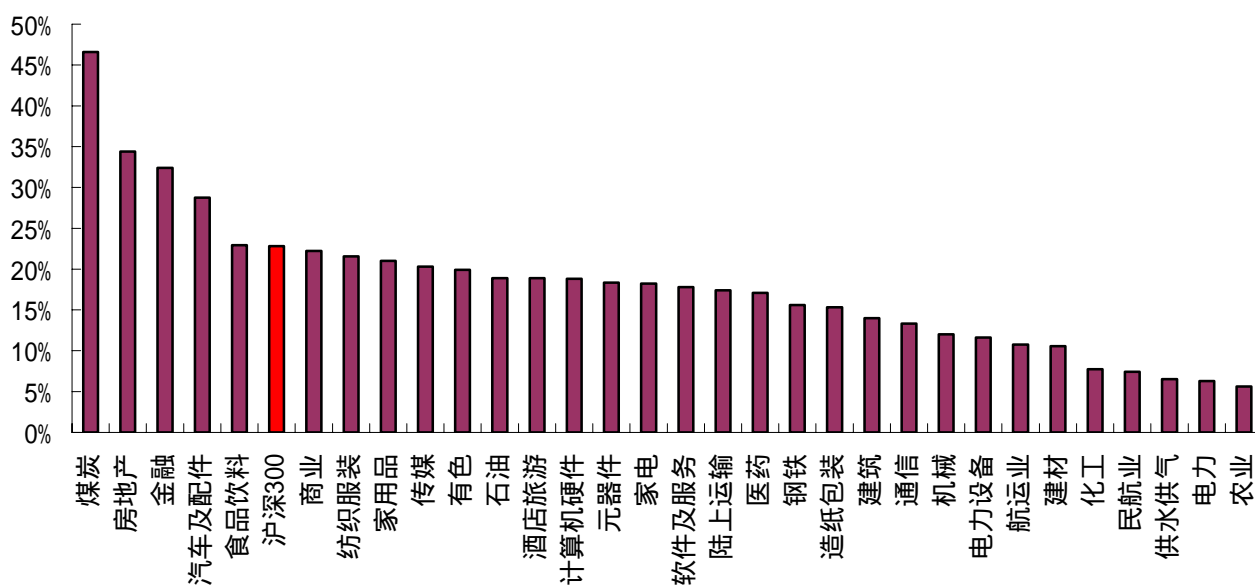
对于美股后续走势判断,我们认为,虽然美国经济触底已经明确,但复苏尚需时日。从流动性看,在经济仍处于企稳复苏和低水平通胀阶段中,预计美联储近期收紧流动性动力还不足。我们判断,美股短期可能区间振荡。随着经济复苏趋势明朗,中期有望走高,从而为 A 股下半年走势创造稳定的外部环境。

（二）A 股延续强势，行业轮动特征明显

在“积极政策+趋于好转经济数据”推动下，2 季度 A 股市场呈波浪式前进，该季度上证指数上涨 24.7%。期间大盘仅在 4.21-28 日和 5.20-26 日出现过两次小幅调整，调整幅度分别为-5.3%和-2.4%，每次调整时间和幅度趋于缩短和收窄，盘面上呈现出强势特征。

从行业表现看，2 季度煤炭、房地产、金融、汽车及配件和食品走势强于大盘，而农业、电力、供水供气、民航、化工等行业走势相对较弱。

图表 2 2009 年 2 季度 A 行业表现



数据来源：Wind，东吴基金。

根据行业表现，2 季度 A 股市场呈现出以下四条明显投资主线：（1）地产主线。在通胀预期和宽松货币政策刺激下，房地产量价齐升，刺激地产股从 4 月份开始走强。同时，房地产投资增速的加速，带动与房地产相关的上下游产业如：家电、建材、工程机械、钢铁等行业有良好表现；（2）金融主线。银行信贷快速增长，息差见底回升，估值低；随着股票市场上涨和权益资产配置比例提高，保险股投资收益率有上行趋势；A 股成交量放大，带动券商股经纪业务快速增长。（3）受益于流动性推动大宗商品价格上涨的行业，如煤炭、有色表现良好；（4）有提价能力和估值低的食物饮料行业也有良好表现。以上四条投资主线良好表现其背后内在原由是，这些行业量价有上行趋势。

从当前市场驱动因素看，未来一段时间内 A 股市场走势仍将取决于经济复苏持续性和宽松流动性发生拐点。在经济复苏、需求恢复和流动性催生资产价格泡沫背景下，量价上行的行业有望继续成为市场投资热点。



二、中国经济走向复苏之路

（一）宏观经济分析

2008年美国次贷危机引发的金融风暴席卷全球，全球各国政府相继推出大规模财政刺激计划，各国央行也持续向市场注入流动性，短期内对经济产生了较为显著的拉动作用，2009年以来各主要经济体先后出现经济企稳的迹象。

2009年上半年受翘尾因素下降、需求放缓导致新涨价因素逐步减少等原因影响，通胀水平一直在低位徘徊。随着各国持续向市场注入流动性，下半年通胀水平将较上半年有所上升，总体水平仍将保持在低位区域，但未来需密切关注通胀风险。

中国随着政府积极财政政策以及宽松货币政策的有利影响下，一些经济先行指标开始有明显回暖迹象，经济最困难时期已经过去，经济增速将进一步回升，复苏势头基本确立。

1、全球经济展望

美国近期将第一季度GDP增长由此前-6.1%上调至-5.7%，萎缩幅度已较去年第四季度-6.3%明显收窄。与此同时5月份消费者信心指数也大幅回升至54.9，自2月份见底以来，这一指数已经连续3个月大幅回升。而住房市场近期也出现企稳迹象，新房销售连续三个月取得环比增长，二手房销售也止跌回升，种种迹象均显示美国2季度的经济情况将比1季度有所好转。不过失业率的持续攀升将可能对目前住房和消费市场的继续复苏带来一定压力，5月份9.4%的失业率达到25年的新高，预计美国经济已接近底部区域，但其完全恢复仍将会是一个较为缓慢的过程。

欧洲经济也出现企稳迹象，虽然09年一季度欧元区经济同比下滑4.55%，但欧洲央行近日称将通过首次举行的一年期再融资操作向银行借出4422亿欧元，向市场注入相当规模的流动性，此举将有助于欧元区经济的恢复。而作为欧洲经济核心，德国6月商业景气指数连续3个月上升，也进一步证明了欧洲经济已逐渐进入触底阶段。

日本经济仍处于下降区域，09年一季度经济同比下滑8.8%，净出口是导致经济下滑的最主要因素。5月贸易数据显示，贸易盈余同比下降12.1%，出口额下降40.9%，进口额下降了42.4%，经济仍然面临一定压力。

2、通胀走势判断

2009年上半年受翘尾因素下降、需求放缓导致新涨价因素逐步减少等原因影响，通胀水平一直在低位徘徊。但随着各国持续向市场注入流动性，以美联储为例，2008年12月16日，美联储降息至零利率，2009年3月18日美联储又决定，将增加购买最多7500亿美元抵押贷款支持证券，1000亿美元机构债，并在未来六个月内买入最多3000亿美元长期国债，一系列举措虽然对经济起到了较大的刺激作用，但也提高了未来可能出现通货膨胀的概率，长期来看随着原油和大宗商品价格以及农产品价格的反弹，通胀压力极有可能随之而来，预计国内09年下半年通胀水平将较上半年有所上升，总体水平仍将保持在低位区域，但未来需密切关注通胀风险。

3、中国经济走向复苏之路

1) 09年上半年中国经济回顾

09年上半年固定资产投资增速加速上扬，而消费增长则继续维持稳定。进出口增速有所放缓，但趋势回



暖。二季度工业增加值较一季度有了稳步的改善，工业企业利润增速有望逐步启稳。

2) 经济复苏的重要引擎 ---- 固定资产投资

现阶段消费短期内很难成为促进经济增长的主要因素，而上半年出口增速虽然趋势回暖，但考虑到海外经济的恢复仍是一个较为缓慢的过程，对下半年经济的拉动作用也将是逐步的加大，短期内国民经济的复苏将主要依靠投资来拉动。

09年1-5月累计城镇固定资产投资53520亿元，同比增长32.9%，超过市场预期，而投资的主力也由中央投资向地方投资转换。未来随着政府投资对经济增长的拉动更加明显，企业盈利状况将逐步改善，并进一步增强企业投资的动力，进而带动民间投资的加速。而投资的领先指标施工项目和新开工项目的继续攀升则显示了未来数月投资将仍会维持在较高水平。

投资方面的另一个积极因素是房地产投资的快速回升，1-5月房地产开发投资同比增长6.8%，其中销售面积同比增长25.5%，而新开工面积则下降16.2%。两者差距的扩大，显示了未来供给并非十分宽松，将会进一步带动投资的加速增长。而房地产投资与制造业投资有着较高的关联，因此房地产投资的回升也将极大拉动内需的增长。

3) 经济复苏的其他动力 ---- 稳定的消费增长与触底回升的进出口

稳定的消费增长

2009年5月份社会消费品零售总额同比增长15.2%，增幅比4月份提高0.4%，剔除价格因素，实际增长率为16.6%，1至5月份社会消费品零售总额累计增长达到15%。尽管受到全球经济放缓的影响，但由于前期高速发展过程中的积累，居民的财富水平已相应提高，使得消费呈现出较强的稳定性。而随着积极财政政策以及宽松货币政策对经济刺激作用的不断显现，投资将会加速增长，也将极大拉动内需的增长，从而使得居民对经济的预期也发生改变，预计未来的消费仍将保持平稳增长并将维持在较高的水平。

触底回升的进出口

09年5月份我国进出口同比增速为-25.9%，比4月份降幅扩大3.1%。其中出口同比增速为-26.4%，比4月扩大3.81%，进口同比增速为-25.2%，比4月降幅扩大2.15%。然而经季节因素调整后出口环比增长0.2%，进口环比增长4.4%，显示进出口形势已开始企稳，但仍需继续观察，不过随着海外经济体的筑底恢复，预计09年下半年进出口增速降幅将继续收窄并趋势性回暖。

4) 经济复苏的领先指标 ---- 发电量、PMI 领先反弹

发电量

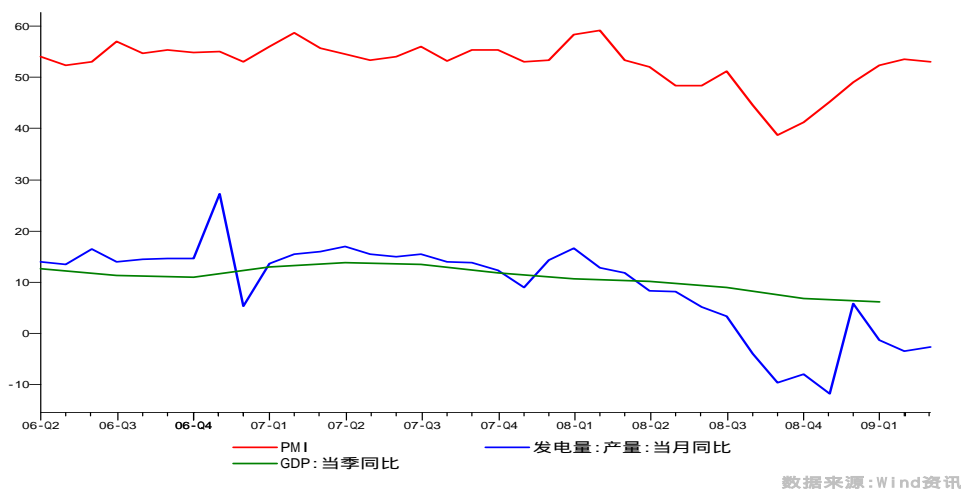
5月份发电量同比下降3.5%，比4月份3.55%的降幅继续放缓。6月1至20日全国累计发电量1968亿千瓦时，同比增长1.82%，出现一定增长势头，随着夏季的到来以及经济的持续复苏，预计下半年发电量将趋势改善，同时也反映了下半年工业增加值的方向。

PMI

5月份制造业PMI为53.1%，比4月下降了0.4%，仍高于判断经济水平的50%的分水岭。考虑到季节性因素后，发现今年5月的跌幅要明显低于历史平均水平，显示今年5月份PMI仍呈现强劲反弹趋势，这也与同期发电量数据走势保持一致，由此可以判断二季度GDP环比将大幅回升。



图表3 发电量、PMI 指数领先反弹



5) 09 年下半年中国经济展望

预计 09 年下半年固定资产投资作为拉动经济增长的重要引擎将保持加速增长,而消费增长则继续维持稳定,进出口增速降幅将继续收窄并趋势性回暖。作为经济复苏的领先指标,发电量以及 PMI 指数仍需要重点关注和密切跟踪。中国经济正展现出越来越多的积极因素,预计下半年经济增速较上半年继续回升,中国经济已全面走向复苏之路,全年 GDP 预计能达到 8%左右的较高水平并维持向上趋势。

(二) 积极刺激政策有望延续

中国随着政府积极财政政策以及宽松货币政策的有利影响下,一些经济先行指标开始有明显回暖迹象,经济最困难时期已经过去,经济增速有望进一步回升,复苏势头基本确立。

1、继续保持适度宽松的货币政策

目前实体经济虽然已大幅好转,但仍需坚持巩固,且海外经济仍在筑底过程中,预计 09 年下半年仍会保持适度宽松的货币政策,利率水平也会维持在低位,信贷投放可能较上半年有所收敛,但仍处在较高的水平。

2、坚持较为积极的财政政策

09 年我国计划财政赤字约 9500 亿元,占 GDP 比重有所上升,但预计随着经济的逐步向好,财政收入将会不断改善,09 年下半年将继续维持较为积极的财政政策,促进经济进一步回暖。

3、保持房地产市场稳定发展

发挥房地产作为支柱产业以及其在扩大内需中的作用,下半年的货币政策和财政政策将继续维持宽松的环境,保持房地产市场的稳定发展。

4、促进出口恢复增长

在海外经济不断好转的同时,继续坚持维护贸易稳定的发展,并可能会提出多种扩大出口的措施,促进出口尽快恢复增长。

5、关注长期通胀风险



09年下半年随着中国经济的进一步回升，将逐渐走出通缩压力，目前来看担忧通胀还略微为早，但随着各国持续向市场注入流动性，未来通货膨胀极可能随之而来，需关注长期的通胀风险。

三、经济复苏驱动 A 股波浪前进

随着中国政府积极财政政策以及宽松货币政策刺激效果体现，以及全球各主要经济体先后出现经济企稳的迹象，中国经济最困难时期已经过去，复苏势头基本确立，中国经济正步入复苏之路。在中国经济复苏道路上，企业业绩有望触底回升，A 股估值压力将随着利润加速增长得以缓解。

在出口尚未恢复情况下，下半年央行仍会保持适度宽松的货币政策。并且在通胀预期下，存款活期化趋势有望继续延续。宽松流动性将继续催生资产价格泡沫和为 A 股市场提供更多流动性。

美元和大宗商品价格走势也是影响下一阶段 A 股市场走势的重要因素之一。美元走势影响大宗商品价格走势，影响全球资金流动方向。市场担心，大宗商品价格下跌会拖累相关股票走势，从而带动股票市场的调整。美元走势波动会导致资金在全球流向变化，从而带动这些国家和地区资产价格波动。我们判断，短期美元区间振荡概率较大，在全球各主要经济体先后出现经济企稳背景下，大宗商品价格走稳向上可能性也比较大。

以上这些正面因素对 A 股市场走稳将起到积极促进作用。

（一）业绩触底回升，估值随利润加速增长而提升

1-5 月份，全国规模以上工业企业利润同比下降 22.9%，比 1-2 月份同比下降收窄了 14.4 个百分点。行业看，除部分行业如煤炭开采业利润增速从 1-2 月份的 15.0% 下降到 1-5 月份的 4.2% 外，大部分行业 1-5 月份利润增速较 1-2 月份有所提高。石油加工及炼焦业由去年同期净亏损 449 亿元转为盈利 448 亿元，利润增速从 1-2 月份的 160% 提高到 1-5 月份的 200%，建材行业增长从 -3.6% 提高到 8.6%，电力行业增长从 -77.0% 提高到 14.6%，石油和天然气开采业从 -86.1% 缩窄到 -75.8%，化工行业从 -49.3% 缩窄到 -25.4%，电子通信设备制造业从 -96.3% 缩窄到 -46.0%，专用设备制造业从 -13.4% 缩窄到 -0.9%，交通运输设备制造业从 -40.4% 缩窄到 -7.3%，钢铁行业下降 97.2%，有色金属冶炼及压延加工业下降 77.9%，化纤行业利润下降 34.7%。总体来看，工业企业利润增速已呈现出触底回升趋势。

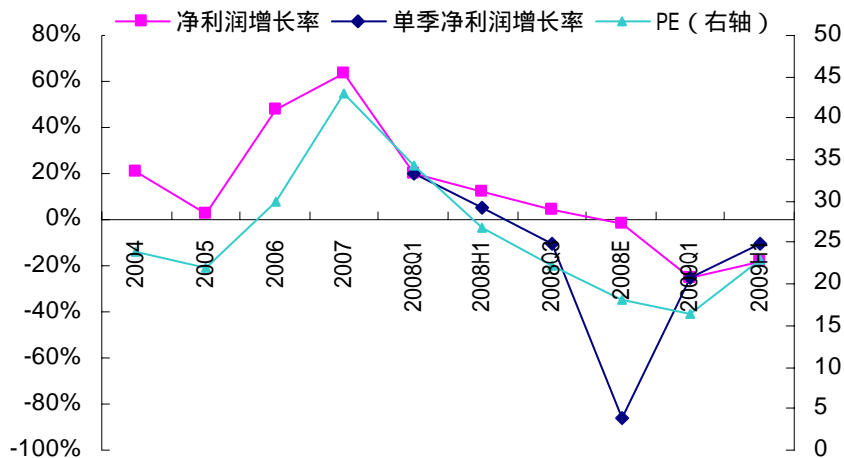
2008 年 1-4 季度以及 09 年 1 季度 A 股上市公司单季净利润同比增速依次为 20%、5.35%、-10.64%、-85.8% 和 -25%，预计 09 年 2 季度单季同比增长 -10% 左右。从单季净利润增速走势看，A 股上市公司净利润增速在 08 年 4 季度已见底，09 年 1、2 季度将逐季回升。目前研究员一致预期 09 年 A 股上市公司净利润增速为 10% 左右增长，也即下半年 A 股上市公司净利润同比增速会更快。A 股上市公司利润增速回升趋势也很明显。

从历史经验看，A 股估值水平走势与 A 上市公司净利润增长率呈现出显著正相关。当 A 股上市公司净利润增速处于加速上升阶段时，市场愿意给更高估值水平。如从 2005 年至 2007 年，A 股上市公司净利润增长率从 2.5% 加速上升到 63.88% 时，同期 A 股 PE 从 22 倍上升到 43 倍，估值水平提升了近一倍。

我们对中国经济相对乐观，认为中国经济已步入复苏之路，中国工业企业利润增速下降幅度将收窄，A 股上市公司净利润增速已触底回升。在上市公司利润增速加速上升背景下，从历史经验看，届时投资者会愿意给市场更高估值水平。在业绩增长和估值提升双重作用下，A 股市场有望波浪式前进。



图表 4 A 股上市公司净利润增速触底回升，估值随利润加速增长而提升



数据来源：Wind，东吴基金。

(二) 存款活期化带来新增流动性

宽松流动性是推动本轮 A 股大幅上涨重要推动力之一。宽松流动性不仅继续催生实物资产价格泡沫，从而带动相关股票价格上涨，而且也为 A 股市场提供资金供给。从历史经验看，宽松流动性一般会经历两个阶段：第一阶段是，央行主动放贷带来充裕流动性；第二阶段是，在货币对实物资产贬值背景下，为实现货币保值增值，储蓄存款活期化带来新增流动性。

今年上半年，为刺激经济增长，央行实施宽松货币政策，贷款增速创出历史新高。假设全年新增信贷规模 8 万亿，信贷增速拐点可能要到 4 季度才出现。因此，由央行主动放贷带来充裕流动性可以维持到今年 3 季度。

在货币对实物资产贬值背景下，储蓄存款呈现出明显活期化趋势。年初以来，反映储蓄存款活期化趋势指标 (M1 增速-M2 增速) 呈现出向上趋势，存款活期化趋势正在发生。从各大银行了解信息看，也正是如此。

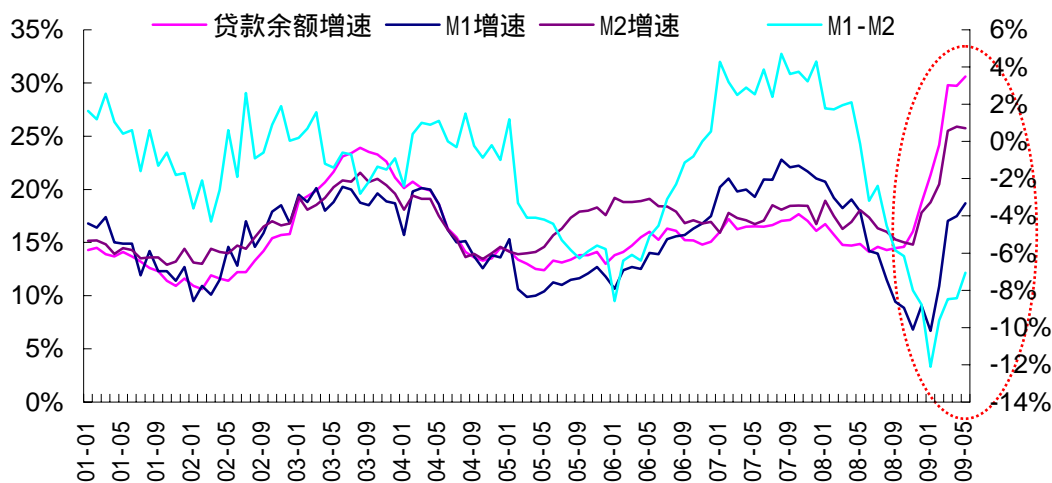
下半年，我们认为存款活期化趋势仍然会继续，理由有：(1) 在货币对实物资产贬值背景下，储蓄存款有动力去寻找高收益资产实现货币保值增值，目前这一行为正在发生；(2) 从数理角度看，目前 M2 增速已超过历史高点，并且随着下半年新增信贷规模的减少，M2 有掉头下行趋势，但 M1 增速仍然低于历史高点，还有继续上行潜力，因此，下半年 (M1 增速-M2 增速) 指标值仍然会表现出向上趋势。存款活期化将为市场带来新增流动性。

从历史经验看，特别是从 2006 年开始，(M1 增速-M2 增速) 指标与上证指数走势呈现显著正相关性。当 (M1 增速-M2 增速) 指标值呈现向上趋势时，即定期存款向活期存款转换，市场流动性增多，从而推动股票市场上涨；反之，当 (M1 增速-M2 增速) 指标值呈现向下趋势时，即活期存款向定期存款转换，市场流动性减少，从而带动股票市场下跌。

虽然短期内我们不用太担心适度宽松货币政策取向的转变，并且存款活期化将带来新增流动性，但是随着经济逐步复苏，央行收紧放贷速度将是迟早事情，届时可能会给市场流动性带来冲击。至于时间点，我们可以关注年底的中央经济工作会议精神。



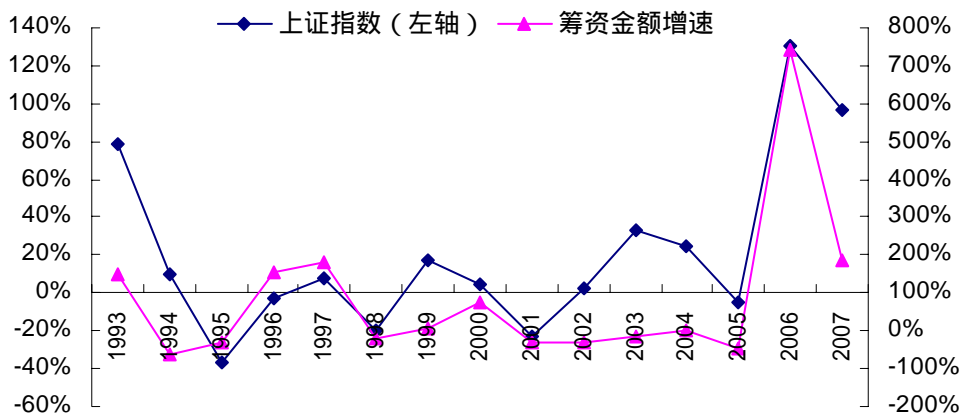
图表 5 存款活期化趋势将继续



数据来源：Wind，东吴基金。

市场担心，IPO 将会给市场带来资金需求冲击。历史上看，中国股市扩容速度与市场表现呈现出明显的正相关性。即当市场表现良好时，市场扩容速度会加快；当市场低迷时，扩容速度会降下来，甚至停止扩容。当前新股发行、增发审批权仍然集中在证监会手上，管理层会视市场情况调整扩容速度。

图表 6 中国股市扩容速度与市场表现正相关



数据来源：Wind，东吴基金。

(三) 美元和大宗商品价格走势判断

1、美元短期振荡

2008 年以来金融危机对美国的影响逐渐加剧，当年各季度 GDP 增长率分别为 0.9%、2.8%、-0.5%和 -6.3%，08 第四季度创 82 年来 GDP 最大季度降幅。因而市场对于未来经济情景较悲观，TED 利差创 15 年来新高，风险厌恶偏好明显提高。这种情绪一直延续到 09 年一季度，标普指数创近期新低 676、债券收益率上行，基于避险需求美元指数延续 08 年 7 月以来对主要货币升值的趋势。

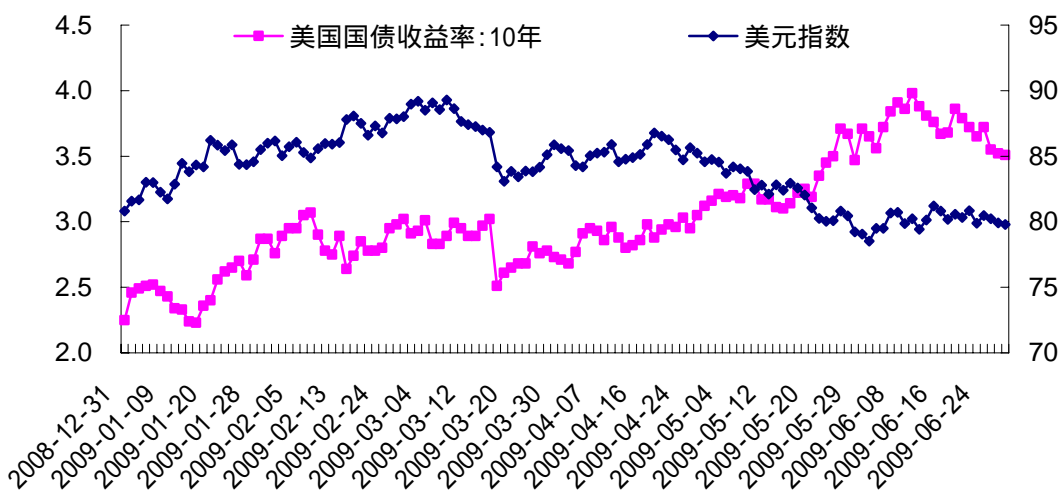


2009年1季度GDP增长率为-5.5%，优于市场预期-5.7%。同时，成屋销售、耐用品订单月率和ISM制造业指数等指标开始稳健上行，市场预期美国经济最坏的时期或许已经过去。二季度TED利差降幅达90%，风险倾向偏好提高，标普500指数反弹幅度达37%，美元受到抛售，美元指数下跌幅度达6.4%。

当前从基本面看，第一，美国经常账户逆差持续改善，油价处于近年低位，美国的经常帐户余额将进一步收窄，利于美元走强。第二，美国经济放缓对主要发达国家的负面影响，欧洲、日本及新兴市场经济复苏滞后于美国，成为美元走强的重要支撑。此轮金融危机显示美元的储备货币地位未受动摇。相反，在危机中全球资金流向美国、避险情绪高涨使美元升值。尽管美国政府需不断发债为其财政刺激筹资，2009年6月份以来不同期限的国债收益率水平却不断下滑，显示了全球投资者对美国国债仍有需求。

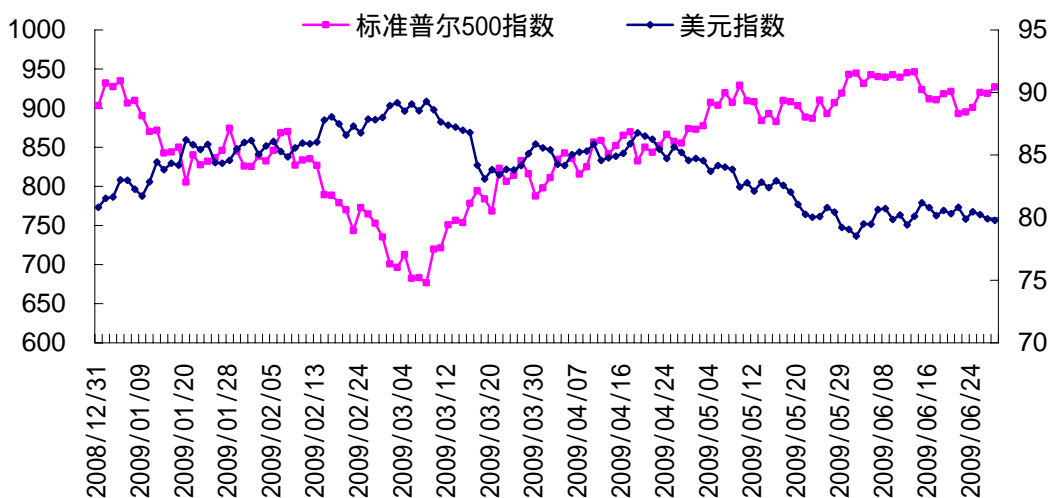
我们预计，尽管无法削减预算赤字和巨量国债供给（09年约2万亿）给美元带来的沉重压力，近期美元走弱。但是近期美元贬值是美元汇率回归均衡价值的调整过程，随着基本面的不断改善，下半年美元对一揽子货币大幅度贬值的可能性不大，将呈振荡微升走势。

图表7 美元指数和美国国债收益率



数据来源：Wind，东吴基金。

图表8 美元指数与标普500指数呈负相关性



数据来源：Wind，东吴基金。



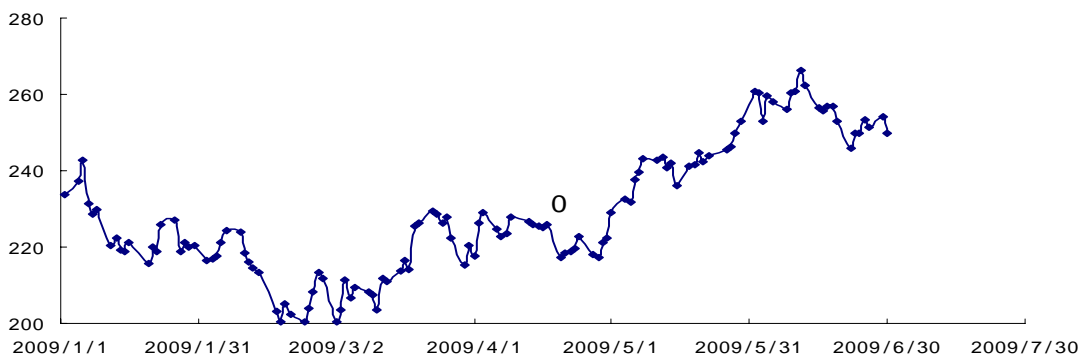
2、大宗商品价格振荡上行

大宗商品价格相关实证分析表明，长期而言世界经济的景气程度是大宗商品价格走势的决定因素，其次是市场趋势、流动性和美元，各因素对大宗商品价格波动的贡献度分别为 45%、40%、10% 和 5%。2009 年 1 季度市场避险需求及经济前景不明朗的预期，致使商品价格反复震荡。4 月份以来，市场对于经济复苏的预期增强，加之 3 月份美元指数见顶，推动原油、铜等大宗商品快速反弹。

基于近期公布的宏观数据可见，全球发达经济体的指标均或多或少体现了部分领先指标向好、同步及滞后指标仍然低迷的迹象。我们认为当前全球主要经济体美国、欧洲和日本渐次见底迹象较显著，而全球宏观经济的发展趋势是大宗商品价格走势的决定因素，近期在全球需求回暖的预期下，风险偏好显著改善，流动性对大宗商品价格产生较大的推动作用，同时美元作为避险资产的作用逐渐丧失，美元近期贬值也促使大宗商品价格向上适应性调整。

因实证分析表明经济增长是其决定因素，目前大宗商品价格基本反映了经济复苏的预期，在经济复苏持续性确定之前，不排除市场过于乐观的情绪带动流动性、美元贬值等因素将大宗商品价格推向不合理区域。如果没有需求进一步改善或者供给约束的支持，大宗商品价格可能出现调整。因此下半年大宗商品的价格趋势取决于宏观经济复苏的持续性和复苏的力度，在各因素交互作用下，会使得大宗商品价格振荡上行。

图表 9 CRB 商品指数



数据来源：Bloomberg、东吴基金。

（四）2009 年下半年 A 股走势判断

由于我们对中国经济走向复苏之路充满信心，因此对下半年 A 股市场运行环境相对乐观：（1）中国经济复苏迹象明显，正步入复苏之路；虽然有通胀预期，但年内积极财政政策和宽松货币政策仍然有望延续；（2）在货币对实物资产贬值背景下，为实现货币保值增值，储蓄存款活期化将继续，从而带来新增流动性。从历史经验看，IPO 规模将视市场行情而定，IPO 对市场资金需求冲击不是很大。因此，对于下半年市场流动性仍然可以乐观，但我们要关注流动性的收紧；（3）外部环境：美元区间振荡和大宗商品价格振荡上行有利 A 股市场。

虽然剔除银行股，A 股市场整体估值水平偏高，有些行业股价已经甚至过度反应了 09 年业绩好转预期，但在经济复苏过程中，但在经济复苏过程中，随着经济总量扩张，量价上行行业业绩存在超预期可能，而当前股价尚未反映业绩惊喜，量价行业将有望稳定和引领市场。我们认为，下半年，在业绩增长和估值提升双重作用下，A 股市场有望波浪式前进。但我们要密切关注经济复苏波动和宽松货币政策拐点风险。

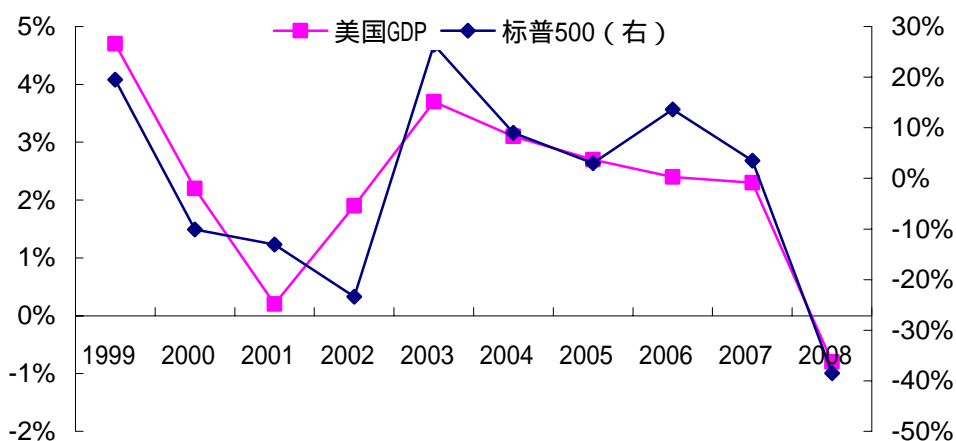
四、把握经济复苏中量价上行行业

我们判断，中国经济已步入经济复苏之路。那么，经济从复苏到扩张，乃至重新回到滞胀、衰退这一完整经济周期，股票市场中行业是如何轮动，如何去把握这种轮动规律？研究历史经济周期中行业轮动规律，从而为我们下一阶段行业资产配置提供思路。

（一）经济周期中美国股市行业轮动规律

2001 年互联网经济泡沫破灭导致美国经济快速下滑，随后在宽松货币政策刺激和房地产投资拉动下，2002 - 2006 年，美国经济出现新一轮景气周期。但 2007 年美国房地产泡沫破灭，次贷危机致使美国经济进入新一轮衰退周期。从美国经验看，在一轮完整经济周期中，股市周期与经济周期呈现出明显的一致性，其中经济需求回升是驱动市场上涨的主要动力。同时，股市中也表现出明显的行业轮动规律。

图表 10 美国股市周期与经济周期呈现明显一致性



数据来源：Bloomberg、东吴基金。

在 2003 年美国复苏阶段，信息技术、原材料、工业、可选消费品和金融行业先行跑赢标普 500。

- 信息技术行业需求对宏观经济敏感性高，在经济衰退时，需求会快速下滑；在经济复苏时，需求会迅速反弹，反映在股价上具有暴涨暴跌特征。因此，在经济复苏阶段信息技术股价会先期走好。但如果没有出现杀手级应用，随后信息技术行业股价整体表现偏弱。
- 原材料类行业以有色为主，这类行业股价表现更多跟随有色期货价格走势。在经济复苏初期，金融市场流动性相对充裕，过剩流动性会推高大宗商品期货价格，因此，在经济复苏阶段原材料股价会先期走好。
- 工业类行业包括生产资料、商业服务和交通运输，工业类行业在预期未来需求上行和上游原材料成本相对较低，工业类行业股价表现也会先期走好。
- 可选消费品包括汽车及配件、耐用消费品及服装、零售等，这些行业对经济预期和可支配收入等因素非常敏感，当预期经济逐步见底，可选消费品行业的估值开始提升。
- 经济衰退通常给金融系统带来重大冲击，而金融业通常会随着经济复苏而基本面见底回升，如银行业信贷增速加快，净息差见底回升，因此，在经济复苏期，金融行业股价也会率先起来。



- 在 2009 年 3 月份至今美股反弹行情中，金融、原材料、信息技术、工业和可选消费品行业也是先行跑赢标普 500，历史又再次上演。

图表 11 中下游与金融行业轮动规律

	熊市阶段		牛市阶段					熊市阶段	反弹
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008M1-09M3	09M3-M6
强势行业	原材料	必须消费	信息技术	能源	能源	公用事业	原材料	医疗保健	金融
	能源	原材料	原材料	公用事业	原材料	电信	能源	必须消费	原材料
	必须消费	能源	工业	工业	工业	原材料	公用事业	公用事业	信息技术
	可选消费	金融	可选消费	原材料	公用事业	金融	电信	电信	工业
	标普-13%	公用事业	金融	金融	金融	可选消费	必须消费	能源	可选消费
	医疗保健	医疗保健	标普 26%	电信	医疗保健	必须消费	信息技术	信息技术	标普 36%
	工业	可选消费	公用事业	可选消费	信息技术	工业	工业	标普-54%	能源
	金融	标普-23%	能源	必须消费	必须消费	能源	标普 4%	可选消费	必须消费
	公用事业	工业	电信	标普 9%	标普 3%	标普 14%	医疗保健	原材料	医疗保健
	电信	电信	医疗保健	医疗保健	可选消费	医疗保健	可选消费	工业	公用事业
弱势行业	信息技术	信息技术	必须消费	信息技术	电信	信息技术	金融	金融	电信

数据来源：Bloomberg，东吴基金。

在 2005 - 2007 年经济扩张后期以及滞胀阶段，经济活动的过热以及较高的通货膨胀，会加速上游能源和原材料价格的上涨，因此，在这一阶段，上游能源和原材料行业股价表现相对较好。由于上游成本上升，因此在经济扩张后期以及滞胀期，工业、可选消费品等行业股价表现要弱上游能源和原材料。

图表 12 上游行业轮动规律

	熊市阶段		牛市阶段					熊市阶段	反弹
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008M1-09M3	09M3-M6
强势行业	原材料	必须消费	信息技术	能源	能源	公用事业	原材料	医疗保健	金融
	能源	原材料	原材料	公用事业	原材料	电信	能源	必须消费	原材料
	必须消费	能源	工业	工业	工业	原材料	公用事业	公用事业	信息技术
	可选消费	金融	可选消费	原材料	公用事业	金融	电信	电信	工业
	标普-13%	公用事业	金融	金融	金融	可选消费	必须消费	能源	可选消费
	医疗保健	医疗保健	标普 26%	电信	医疗保健	必须消费	信息技术	信息技术	标普 36%
	工业	可选消费	公用事业	可选消费	信息技术	工业	工业	标普-54%	能源
	金融	标普-23%	能源	必须消费	必须消费	能源	标普 4%	可选消费	必须消费
	公用事业	工业	电信	标普 9%	标普 3%	标普 14%	医疗保健	原材料	医疗保健
	电信	电信	医疗保健	医疗保健	可选消费	医疗保健	可选消费	工业	公用事业
弱势行业	信息技术	信息技术	必须消费	信息技术	电信	信息技术	金融	金融	电信

数据来源：Bloomberg，东吴基金。



在 2008 年经济下滑或衰退阶段，必须消费品、医疗保健、公用事业和电信等防御型行业跑赢大盘，这些行业通常在经济滞胀期和衰退期有较好的表现，而在经济复苏和扩张期，通常要跑输大盘的。在经济衰退期，能源、原材料、工业、可选消费和金融通常表现较差。

图表 13 消费、服务和公用事业行业轮动规律

	熊市阶段		牛市阶段					熊市阶段	反弹
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008M1-09M3	09M3-M6
强 势 行 业	原材料	必须消费	信息技术	能源	能源	公用事业	原材料	医疗保健	金融
	能源	原材料	原材料	公用事业	原材料	电信	能源	必须消费	原材料
	必须消费	能源	工业	工业	工业	原材料	公用事业	公用事业	信息技术
	可选消费	金融	可选消费	原材料	公用事业	金融	电信	电信	工业
	标普-13%	公用事业	金融	金融	金融	可选消费	必须消费	能源	可选消费
弱 势 行 业	医疗保健	医疗保健	标普 26%	电信	医疗保健	必须消费	信息技术	信息技术	标普 36%
	工业	可选消费	公用事业	可选消费	信息技术	工业	工业	标普 -54%	能源
	金融	标普-23%	能源	必须消费	必须消费	能源	标普 4%	可选消费	必须消费
	公用事业	工业	电信	标普 9%	标普 3%	标普 14%	医疗保健	原材料	医疗保健
	电信	电信	医疗保健	医疗保健	可选消费	医疗保健	可选消费	工业	公用事业
	信息技术	信息技术	必须消费	信息技术	电信	信息技术	金融	金融	电信

数据来源：Bloomberg，东吴基金。

从美国经验看，在一个完整经济周期内，行业轮动的次序是：金融、原材料、信息技术、工业和可选消费品行业 能源和原材料 必须消费品、医疗保健、公用事业和电信等防御型行业。其中，行业轮动的驱动因素主要是行业量和价走势或对其预期。

(二) 2008 年 11 月 A 股反弹以来行业轮动格局和驱动因素

为了具有可比性，我们选取采用 GICS 全球行业分类标准编制的 Wind 行业指数分析本轮反弹以来 A 股行业轮动规律。从 2008 年 11 月 6 日 4 万亿投资计划方案出台至今，A 股市场表现最好的行业是：可选消费、信息技术、金融、材料和工业。与美国经验类似，在经济复苏初期，可选消费、信息技术、金融、材料和工业行业股价会先期表现。本轮中国经济复苏以来 A 股行业轮动规律，基本与美国股市经济复苏周期中行业轮动规律一致。

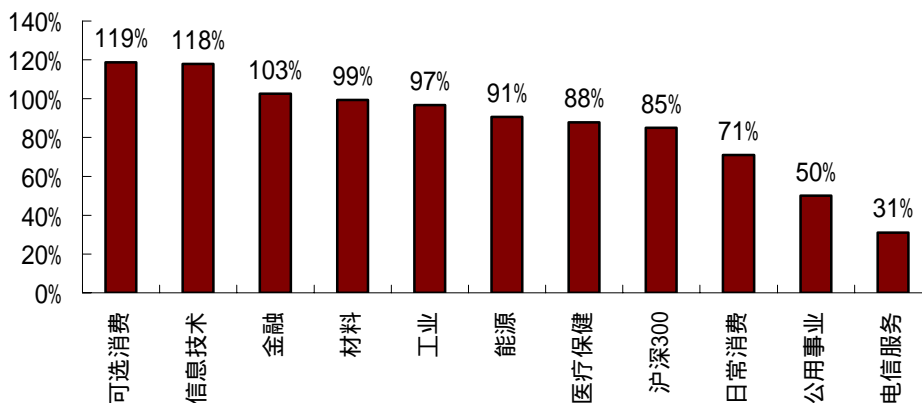
二级市场股价表现良好的行业基本上都有量和价上行趋势或预期。比如可选消费中汽车和家电行业，在汽车购置税等推动下，年初以来汽车行业销量快速反弹。家电下乡政策大规模开展，令市场看好家电行业销量回升。信息技术中元器件行业受益于库存回补，订单反弹明显。大金融板块中地产和金融，在通胀预期下，国内房地产行业量价齐升的趋势比较明显。银行信贷快速增长，2 季度净息差见底并有回升趋势。保险投资收益率也有上升趋势。在流动性和经济复苏预期推动下，有色期货价格大幅反弹。

在经济复苏周期中，不同月份表现强和弱的行业是不同的，其中主要原因是行业量和价上行的时间点不同。比如，在 2008 年 11 月份建筑建材和机械行业表现最好，主要原因是市场预期 4 万亿投资将拉动建筑建材和机械行业需求快速回升。08 年 12 月份表现最好的是信息设备，主要因为受 3G 牌照发放预期，市场预期通信设备行业需求有望爆发式增长。09 年 3 月份全国房地产销量慢慢回暖，从而刺激房地产行业上涨一波，进到 5、6 月份，随着房地产量价上行趋势愈加明显，地产股股价出现脉冲式上涨。由于银行股到 5、6 月份净息差见底回升趋势才相对明确，所以银行股直到 6 月份才开始大幅上涨。本轮反弹以来，有色股票一直都

有良好表现，主要原因是在此期间有色期货价格总体趋势向上。4 月份原油期货价格出现一轮上涨，从而推动采掘业股价上涨。

从本轮反弹中，我们可以得出以下结论：（1）在经济复苏初期，可选消费、信息技术、金融、材料和工业行业股价会先期表现的概率比较大，主要原因是在经济复苏期这些行业量价上行趋势相对比较早；（2）行业量价上行时间点差异是影响行业轮动的重要因素。

图表 16 从 2008 年 11 月 6 日反弹至今 Wind 行业指数收益率表现



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 17 2008 年 11 月反弹以来每月表现最好和最差的 5 名行业

	2008-11	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	2009-04	2009-05	2009-06-30
月度表现最好前 5 名行业	建筑建材	信息设备	有色金属	有色金属	有色金属	家用电器	采掘	金融服务
	机械设备	医药生物	采掘	家用电器	房地产	采掘	餐饮旅游	房地产
	农林牧渔	餐饮旅游	交运设备	交运设备	元器件	商业贸易	有色金属	食品饮料
	信息设备	商业贸易	机械设备	食品饮料	餐饮旅游	信息服务	房地产	黑色金属
	有色金属	元器件	纺织服装	农林牧渔	纺织服装	信息设备	交运设备	有色金属
月度表现最差后 5 名行业	食品饮料	公用事业	信息服务	化工	公用事业	金融服务	交通运输	信息设备
	化工	房地产	公用事业	金融服务	黑色金属	公用事业	信息设备	化工
	交通运输	交通运输	商业贸易	信息设备	医药生物	黑色金属	信息服务	交运设备
	采掘	化工	家用电器	黑色金属	农林牧渔	有色金属	建筑建材	电子元器件
	金融服务	黑色金属	食品饮料	采掘	食品饮料	农林牧渔	医药生物	机械设备

数据来源：Wind，东吴基金。

（三）行业轮动持续性

在本轮中国经济复苏周期中，经过一波上涨后，先期表现好的可选消费、信息技术、金融、材料和工业行业其股价表现可持续性如何？

从美国经验看，可选消费行业良好股价表现可持续性相对要短些，主要集中在经济复苏阶段，信息技术也有类似特征。工业行业良好股价表现可持续性相对要长些，而金融和原材料行业股价在经济复苏、扩张和滞胀时期都有较好表现，也即这两个行业良好股价表现可持续性要更长。能源行业良好股价表现主要集中在



经济扩张和滞胀阶段，期间受油价波动影响大。

从股价表现可持续时间长度背后机理看，由于可选消费和信息技术行业需求对宏观经济波动敏感性高，在经济衰退时，需求会快速下滑；但在经济复苏时，需求会迅速反弹；而在经济扩张时期，需求相对平稳。因此，在经济下滑末端和经济复苏开始，这些行业需求弹性很大，因此，股价波动也会比较大。但经过经济下滑和复苏周期后，如果行业没有出现新的爆发性需求，随后这些行业业绩增长和股价表现整体偏弱。

在经济扩张后期和滞胀期，由于上游成本上升，工业行业面临毛利率下降压力，因此在经济扩张后期和滞胀期工业行业股价相对较弱。

经济复苏和扩张，通常伴随着信贷的扩张和净息差回升，同时银行资产质量压力也会降低，因此，除了经济衰退期外，银行景气基本贯穿整个经济周期，股价表现可持续性也更长。

从历史经验看，在一轮完整经济周期中，原材料，特别是有色股价基本是跟随期货价格走势，而在经济上升期有色金属期货价格通常会有两波上涨：第一波，流动性泛滥与经济复苏预期推动；第二波，经济需求恢复上升推动。而在经过流动性推动上涨之后和真实需求尚未恢复情况下，有色金属期货价格盘整概率比较大。

从历史行业轮动持续性经验看，我们认为，下半年金融、原材料和工业类行业股价继续表现良好的概率偏大。另外，从下半年中国经济增长动力看，也支持这种可能性。

（四）下半年 A 股市场行业轮动格局

中国经济正展现出越来越多的积极因素，预计下半年经济增速较上半年继续回升，中国经济已走向复苏之路。在经济复苏过程，那些在总量扩张的同时，价格能够保持稳定甚至上行的行业其利润增速有望加速上行，这些行业可能是下半年 A 股市场行业轮动对象。

从下半年中国经济增长动力看，固定资产投资作为拉动经济增长的重要引擎将继续保持加速增长，消费维持稳定增长，进出口增速降幅收窄并趋势性回暖。因此，受益于投资拉动的行业，其总量扩张可能性比较大，如果产能过剩压力不大的话，甚至价格有上行趋势，这类行业二级市场股价良好表现概率较大。另外，在经济复苏和通胀预期下，金融、地产、煤炭和有色量价有上行趋势。

截至 5 月份，今年以来，交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 60.8%，增速比 2008 年底提高了 41.1 个百分点；水利、环境和公共设施管理业投资同比增长 60%，增速比 2008 年底提高了 27.8 个百分点。两者占城镇投资比重约为 20% 左右，拉动城镇投资增长 9 个百分点左右，是城镇投资快速增长的重要力量。我们认为，在经济仍处于复苏阶段，以政府主导的基础设施建设仍然有望保持快速增长。基础设施快速增长，有望继续推动受益投资拉动行业总量的扩张。

图表 18 主要行业固定资产投资增速

行业名称	投资占比	2008 年 12 月	2009 年 05 月
全国	100%	26.1%	32.9%
农林牧渔业	1.71%	54.5%	79.7%
采矿业	3.73%	31.5%	27.7%
制造业	31.82%	30.6%	29.9%
非金属矿物制品业	3.15%	46.6%	55.5%
黑色金属冶炼及压延加工业	1.81%	23.8%	0.2%



有色金属冶炼及压延加工业	1.19%	43.1%	28.1%
通用设备制造业	2.47%	38.3%	47.6%
专用设备制造业	1.77%	34.1%	42.4%
交通运输设备制造业	2.78%	39.1%	38.1%
电气机械及器材制造业	1.95%	45.1%	60.6%
电力、燃气及水的生产和供应业	6.66%	15.4%	25.2%
交通运输、仓储和邮政业	10.68%	19.7%	60.8%
房地产业	22.64%	23.0%	12.7%
水利、环境和公共设施管理业	9.22%	32.2%	60.0%

数据来源：Wind，东吴基金。

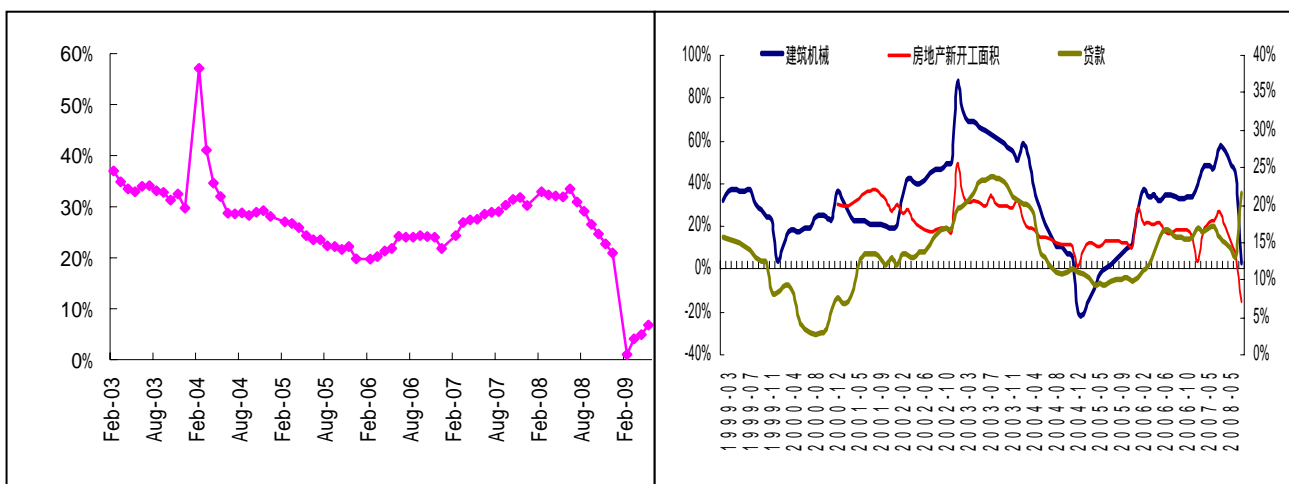
年初各大机构对 09 年房地产投资极其悲观，但今年以来，房地产投资增速开始触底反弹。截至 5 月份，今年以来房地产累计投资 10165 亿元，同比增长 6.8%。对于全年房地产投资增速预测，可以通过以下方法测算。2004 年以来，前 5 个月房地产投资占全年比例平均为 29.29%，假定今年前 5 个月房地产投资占全年比例为 30%，那么今年房地产投资增速至少有 10.8% 的增长。我们预计，今年全年房地产投资增速甚至有可能接近 15%。

由于房地产投资与上下游 60 多个行业相关，根据我们测算，房地产投资增速与制造业投资增速相关系数接近 60%，因此房地产投资回升将带动内需的全面上升。具体到行业上，根据中信测算，房地产投资将消耗 50% 的钢铁产量、25% 的水泥产量、50% 的玻璃产量、20% 的铜产量和 10% 的铝产量。而随着钢铁、水泥、铜和铝开工率的提升，电力和煤炭需求也会提升。

从历史数据看，建筑机械与房地产新开工面积显著正相关，随着房地产投资增速回升和新开工面积的增加，建筑机械需求也有望恢复。

图表 19 房地产投资增速触底反弹

图表 20 建筑机械与房地产新开工面积显著正相关



数据来源：Wind，东吴基金。

另外，从机械行业投资增速趋势看，与 08 年比较，今年以来通用机械、专用机械和电气机械及器材投资增速都出现加速上升，这在一定程度上也说明机械行业需求已经开始回升。今年前 5 个月，黑色金属冶炼及压延加工业投资增速只有 0.2%，远远低于 08 年全年的 23.8%，产能扩张的放缓将在一定程度上缓解钢铁行业产能过剩压力。今年以来有色金属冶炼及压延加工业投资同比增长 28.1%，增速比 08 年下滑了 15 个百分点。也即，产能扩张速度也有所放缓。



总体来看，基础设施投资快速增长以及房地产投资复苏，将会拉动钢铁、建材、机械、有色等中游行业需求的回升，从而带来新一轮投资机会。

在通胀预期下，国内房地产行业量价齐升的趋势比较明显，从而将提升地产股盈利预期和估值水平。

A 股上市银行股全年信贷增速有望达到 30% 左右，并且 2 季度净息差将见底回升，银行股是比较典型的量升价平或升的行业。

保险股将受益于股票市场上涨和债券利率上升。经济复苏利好股票市场，从而提高保险股股票投资收益率。在通胀预期下，债券利率有上升趋势，在保单资金成本相对稳定情况下，对保险公司利差收入构成利好。

受益于 A 股成交量持续放大，以及佣金率有望触底回升，今年券商股业绩可能超预期。

小煤矿关闭以及传统旺季来临，煤炭行业供需相对紧张。随着全球经济复苏以及宽松流动性推动，有色金属价格上涨是一个大概率事件。

高端白酒是经济复苏预期下首选的高弹性品种，在消费旺季到来及通胀预期下，高端白酒公司将由“控量保价”回归“量价齐升”。

到 4 季度商业零售将进入消费旺季，并且行业逐渐回归消费升级发展主线。

根据历史国内外行业轮动规律以及下半年经济增长动力，以上这些量价上行行业有望是下半年 A 股市场行业轮动对象。

（五）下半年投资主线

对于下半年投资主线，在经济复苏中寻找量价上行的行业，重点关注以下四条主线的投资机会：

第一条投资主线是房地产主线。重点关注房地产行业，以及受益于房地产投资加速增长的行业，如：水泥、机械、钢铁、化工和家电等。

- **地产：**下一阶段影响房地产行业最大的因素仍然是政策，其中货币政策是最主要的影响因素。我们判断，在经济尚未企稳，房地产复苏仍不太明朗的情况下，下半年出台紧缩的货币政策的可能性也不太大。因此在全球通胀的预期下，房地产行业景气度提升将得到持续。行业景气持续将使得上市公司盈利增长和提升行业估值水平，地产股有望继续上涨！
- **水泥：**下半年在房地产投资回升和基建投资加速的拉动下，预计水泥需求将超预期。由于新增需求超过新增产能，水泥价格可能出现快速上涨。并且煤炭价格回落，水泥上市公司的生产成本将因此下降约 3%，从而扩大水泥公司毛利率。
- **机械：**机械行业作为典型的投资品行业，其行业景气受整个经济大环境的影响较为直接，目前我国经济正逐步进入到复苏的进程，根据我们对于各个细分子行业的判断，大部分行业如造船、机床等的景气程度还未见明显好转，因此维持机械行业整体“中性”的投资评级。但是我们预计，下半年伴随着房地产新开工面积数据的同比好转，工程机械产品的需求则有望超出市场预期，进而推动股价上涨。因此，我们重点推荐受益于地产投资向好的工程机械板块。
- **钢铁：**7、8 月份是传统消费淡季，加上前期钢价上涨导致钢厂产能利用率提高，钢价面临调整，我们预计 9 月份钢价可能迎来新的一波上涨。首先，房地产销售面积增长率呈现加速态势，PMI 指数也已持续 5 个月处于改善状态中，外需方面在逐渐好转之中，我们给予行业“推荐”的投资评级。



- **化工**：化工板块行业轮动特征未来依然受出口，地产和原油三条主线的交互影响。由于宏观背景已经较上一轮经济上升周期发生了很大的变化，我们判断是短期化工板块的投资主线仍是原油。基于这样的判断，建议超配大农化板块，结合原油价格走势和成品油调价的预判超配石油石化板块。

第二条投资主线是金融主线，重点关注：银行、保险和证券。

- **银行**：在经济上升期，是投资银行股的良好时机。目前 A 股上市银行股基本面已见底回升：(1) 09 年全年贷款增速 30% 左右，2010 年有望达到历史平均水平 15%；(2) 净息差有企稳回升趋势；(3) 信用成本率有望回落，高拨备覆盖率为 2010 年净利润上调提供空间；(4) 从净利润增速看，09 年同比增长 5% 左右，2010 年同比增长有望达到 20% 左右，净利润呈现加速上升趋势；(5) 从估值看，目前银行 PE 与全部 A 股 PE 比值只有 0.67 倍，处于历史中枢水平 0.7 - 0.85 倍的下限，估值安全并有上涨空间。
- **保险**：保险股将受益于股票市场上涨和债券利率上升。经济复苏利好股票市场，从而提高保险股股票投资收益率。在通胀预期下，债券利率有上升趋势，在保单资金成本相对稳定情况下，对保险公司利差收入构成利好。
- **证券**：虽然在业绩基数相对较高背景下，今年券商股业绩很难再现 06、07 年爆发式增长，但随着 A 股成交量放大和佣金率触底回升，并且前期股价涨幅落后于大盘，股价存在补涨可能。短期股价催化剂是券商股上市带来整个行业估值水平提升、中报显示股票配置比例提高，中长期催化剂则是创新业务的推出，如融资融券、股指期货等，新业务的推出，从而带来收入快速增长。

第三条投资主线是受益于通胀预期及下游需求回暖的大宗商品原材料行业，重点关注：煤炭、有色。

- **煤炭**：在目前流动性和全球通胀预期下，只要煤价预期没有转变，煤炭股行情将持续，但较大幅超越大盘的可能性小（目前行业估值 09 年 PE 已达 25 倍）。如果小矿复产的量导致市场对煤价预期转变（如 7 月底至 8 月出现旺季不旺），煤炭股行情就将提前终止。资源税改革不是问题关键，它将是加速器（上涨中将被认为利空出尽，下跌中加速下跌）。所以看涨情况下，就应该买最贵的股票（西山煤电、国阳新能），以及煤价上涨预期（冶金煤）业绩弹性最大的股票（潞安环能，平煤股份，金牛能源）。
- **有色**：由于有色股前期涨幅过大，三季度金属价格面临调整，我们给予行业“中性”的投资评级，长期看，随着全球经济逐步走出低谷，需求将恢复，全球消费和储蓄结构的不平衡也将继续压制美元的走势，美元长期走势仍然震荡向下，金属价格将进一步上涨，我们对行业仍然看好。

第四条投资主线是受益于收入预期转好和物价指数从底部回升的一般消费服务行业景气：食品饮料、商贸零售等。

- **商业零售**：受本轮经济减速及同比基数较高影响，我国零售行业最坏的时期在 09 年 1 季度已经过去，自 4、5 月以来出现明显好转。预计行业景气恢复在下半年尤其是消费旺季的第 4 季度将得以持续，行业将逐渐回归消费升级的发展主线。我们首选竞争优势突出、成长性较好的个股，资产注入以及世博会等主题性投资的品种也值得重点关注。
- **食品饮料**：受白酒行业的拖累，食品饮料板块自年初以来的涨幅远落后于大盘走势。由于我国白酒除了跟历史文化形成的消费习惯密切相关而表现出的需求刚性以外，作为经济和政务活动的润滑剂，与宏观经济走势关联度高。因此，高端白酒是经济复苏预期下首选的高弹性品种，在消费旺季到来及通胀预期下，高端白酒公司将由“控量保价”回归“量价齐升”，建议超配，我们重点看好贵州茅台和泸州老窖。



（六）重点行业

1、房地产——行业景气提升将持续，超配地产股

行业评级：推荐

下半年房地产销售将持续景气，预计全年住宅销售面积同比增长35.42%，住宅销售金额同比增长63.26%，商品房销售面积同比增长33%，商品房销售金额同比增长57%。在国家下调房地产项目资本金比例，上半年房地产销售持续回升的情况下，下半年房地产企业可能加大房地产投资力度，预计房地产投资全年同比增长14.63%。

下半年重点城市房价继续上涨为大概率事件。从北京住宅成交热度指标来分析，06年以来，正常的市场热度指标处于0.4%~0.6%之间，3月份以来的市场热度指标已经达到这一水平，可售住宅套数下降明显，表明市场存货去化情况出现明显改善，根据历史经验，如果市场可售住宅套数下降到80000套以下，而市场热度指标达到0.6%的水平，北京房价可能大幅上涨。下半年这种情况出现的可能性非常大。从深圳住宅成交热度指标来分析，07年以来，正常的市场热度指标处于0.4%左右，09年3月份以来的市场热度指标已经达到这一水平，可售住宅套数开始明显下降。根据历史经验，如果市场可售住宅套数下降到40000套以下，而市场热度指标达到0.5%的水平，深圳房价可能大幅上涨。下半年这种情况出现的可能性也非常大。根据前面对全年商品房销售额和销售面积的分析，预计全年商品房销售均价将达到4567元，同比上涨17.8%。而5月份全国房屋销售价格指数同比降幅缩小，环比已出现上涨。

受美国金融危机影响以及中国房地产行业自身调整的要求，2008年中国商品房市场成交量出现了10年来首次的大幅萎缩，部分前期涨幅过大的城市如深圳等房价出现了深幅调整。在此背景下，为了避免中国经济出现硬着陆以及保增长和保就业，针对房地产行业的政策也出现了明显的转向，转而从抑制房价过快上涨变化到促进住房消费上来。但随着2009年1-4月连续4个月的房地产成交持续回暖，政府对又开始担心房价可能会过快上涨，于是又抛出拟研究开征物业税来抑制投资和投机性购房需求。我们认为，近一阶段的主要矛盾仍然是如何维持经济的平稳持续增长，而防通胀和实施房地产的宏观调控抑制房价过快上涨则不是当前的主要矛盾。我们认为下一阶段影响房地产行业最大的因素仍然是政策，其中货币政策是最主要的影响因素。我们判断，在经济尚未企稳，房地产复苏仍不太明朗的情况下，下半年出台紧缩的货币政策的可能性也不太大。因此在全球通胀的预期下，房地产行业景气度提升将得到持续。

从美国、香港和日本的历史数据看，地产股走势与行业景气指数表现非常一致，不一致的情况主要出现在行业出现拐点时，地产股可能提前发生反转。另外，从较短的时间周期来看，由于地产股可能受其它因素的影响，短期波动更大，但改变不了趋势。行业景气持续将使得上市公司盈利增长和提升行业估值水平，地产股有望继续上涨！

2、水泥——房地产投资将大幅回升，带来行业投资机会

行业评级：推荐

回顾一下水泥行业和水泥股的历史，我们发现水泥行业的投资机会和固定资产投资增速高度正相关，和房地产新开工面积和施工面积增速也关系紧密。我们预计2009年主要基建子行业投资新增幅度47%，预计09年新农村建设拉动农村固定资产投资增速为20%，下半年房地产新开工将可能出现大幅增长，预计全年房地产投资增速为14.63%从而预计全年水泥需求增长率将到达14.73%，约为2.03亿吨。而09年1~5月，水泥行业固定资产投资增速仍有70%，处于较高水平。但是我们从水泥协会了解到的数据并不支持产能快速增长的结论。水泥协会提供的数据显示，目前在建的水泥熟料生产线有200条左右，新增水泥产能2亿吨。如果考虑今年落后产能淘汰0.6亿吨，09年产能净增1.4亿吨，相当于10%增长幅度。按照我们对水泥需求量的预计，行业将出现供小于求的局面，下半年水泥价格可能出现快速上涨。



从产量上来看，09年1-5月水泥产量增长率远远高于08年第四季度，水泥需求有所恢复。由于水泥需求受固定资产投资的影响，基建投资对水泥需求的带动效应在数据上有了明显体现。下半年在房地产投资回升和基建投资加速的拉动下，预计水泥需求将超预期。

从价格上看，水泥价格在08年10月开始见顶回落，目前已经企稳回升，6月份的全国销售均价已经基本达到08年6月份的水平。由于新增需求超过新增产能，水泥价格可能出现快速上涨。

水泥行业毛利率维持在较高水平。09年上半年煤价却一直处于较低水平，当前煤炭价格已与2008年初持平，相比于08年6月份最高点下降了约40%。我们预期2009年煤炭均价将低于2008年约10%，水泥上市公司的生产成本将因此下降约3%。

我们认为，下半年水泥行业将有较大投资机会，给予推荐评级，但要警惕水泥新增产能扩张超预期，水泥价格下降的风险。

3、机械——行业景气复苏尚需时日

行业评级：中性

机械行业作为典型的投资品行业，其行业景气受整个经济大环境的影响较为直接，因此对于机械行业整体的景气状况不能脱离对于宏观经济的展望分析。2008年的金融危机后，我国的GDP累计同比增速在1季度已经下降到了6.1，预计2季度数据可能在8左右，下半年经济的回暖趋势将会比较明显，这对于机械行业经营的回暖有着重要意义。然而，我们同时也看到，从机械细分行业复苏的顺序来看，工程机械靠前，铁路设备、机床行业居中、而造船及港口机械则有赖于甚至全球经济的回暖，行业景气度的上升尚需时日，因此，我们重点推荐工程机械板块，同时维持机械行业整体“中性”的投资评级。

图表 21 中国 GDP 数据



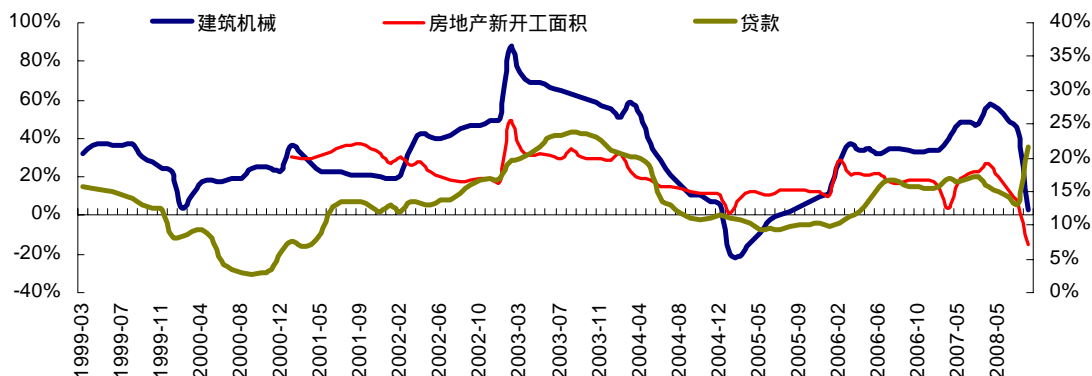
数据来源：Wind，东吴基金。

(1) 工程机械行业：关注房地产复苏带来的业绩增长——推荐

受益于基建投资的带动，09年国内固定资产投资的高增长，尽管1~5月份工程机械主要产品销量同比仍是负增长，但相比1~4月，降幅有所收窄。此外，从近些年工程机械的销售数据来看与房地产新开工面积的增速高度相关，从5月份的地产新开工数据来看，同比仍-16%，预计下半年随着地产行业景气度的进一步提高，新开工面积数据有望超出市场预期，进而导致工程机械产品需求亦超预期。因此，我们建议重点关注工程机械行业，给与“推荐”的投资评级。



图表 22 建筑机械销量增速与地产新开工面积增速相关性较高



资料来源：申万研究所。

(2) 维持其它细分子行业“中性”的投资评级

由于 2009 年机械行业整体盈利不佳，加之产能过剩，传统机床需求下降明显，并且出现价格战。虽然四、五月份销量环比略有回升，但是由于价格下降，毛利率同比下降明显。机床行业整体投资机会不明显，给与“中性”的投资评级。

1~5月，全球造船行业持续低迷，受其影响，中国造船厂新签订单继续在谷底徘徊，合计新签订单量下降99%。由于目前交船量相对稳定，导致中国造船厂手持订单数量不断下降。从08年9月至今，全球三大船型新船成交价格继续走低，09年5月，船价降幅虽然趋缓，但由于年初以来全球新船订造市场几乎陷入停顿，因而该价格走势的指标意义较为有限。因此维持造船行业“中性”的投资评级。

受铁路货运需求低迷影响，铁路货车产量同比大幅下降，5月降幅为76.5%；在铁道部以客补货的战略下，客车产量大幅增长，增幅达287.7%。机车方面，由于南北车机车产品上半年处在产品换代阶段，产量相对较少。6月份，铁道部货车招标已经开始，南北车机车也逐渐进入交付阶段，预计3季度和下半年货车和机车将逐步好转。虽然铁路设备行业盈利预期还是值得期待的，但是从估值的角度来看，30倍的PE水平制约了股价大幅上涨的空间，因此给与行业“中性”的投资评级。

4、钢铁——期待外需与地产投资回暖

行业评级：推荐

由于巨大的产能压力和需求尚未全面回暖，我们认为09年全年，钢铁股只有交易性机会，投资方面，我们可以通过对钢价的预判，做出投资决策。上半年钢铁股的走势和钢价相当吻合，1月至2月初，由于下游补库存，钢价反弹，钢铁股尤其是建材类的公司迎来了一波上涨，2月底，由于实际需求尚未恢复，而钢铁产量已经环比大幅增加，钢价开始回落，一直到4月下旬，钢价下探前期低点，由于流动性的充裕以及对后期良好的预期，钢铁股表现为横盘整理，5月至6月底，钢价一直处在上升趋势中，同时出现了，产量增长、库存下降，表明下游需求的确开始恢复，钢铁股又迎来了一波上涨，依然是建材股表现较好。

国内钢材市场价格从4月中旬开始反弹至今，已经2个月，短期来看接近尾声。我们判断钢价7月面临调整，但调整幅度不会太大。第一，近几周钢材库存下降速度趋缓。第二，淡季风险。按照以往的惯例，梅雨季节是建筑钢材市场的淡季。1998-2008年的11年间，有7年7月份钢价是下跌的。第三，新增产能风险。6月上旬中国粗钢日均产量达149.8万吨，这一数字高于5月下旬的148.5万吨，接近2008年6月日均产量达156万吨的历史高点。第四，进口钢材的风险。目前国内价格与国际钢价已经有明显的价差，5月份我国进口钢材165万吨，较4月份增3万吨。第五，前期被套高成本资源释放的风险。一旦价格上涨到高位之后，这些资源将获得解套



的机会，则市场上流通资源将大为增加。综合以上因素可以看到，7月钢价可能出现调整。

随着淡季过去，我们预计9月份钢价可能迎来新的一波上涨。首先，房地产销售面积增长率呈现加速态势，由于有个传导的过程，目前房地产新开工面积仍呈现同比负增长，我们相信新开工面积加速将会在未来一段时间看到，这将会拉动钢铁的消费。PMI指数也已持续5个月处于改善状态中，表明在国内投资需求回升的推动下，经济开始呈现比较确定的复苏迹象。其次，外需方面在逐渐好转之中，只不过时间上难以把握，而2008年中国钢铁的直接出口和间接出口占钢产量的25%左右，出口的好转也将拉动钢材的需求。

我们给予行业“推荐”的投资评级，建议从以下几方面把握投资机会，一是长材占比比较大的公司。二是关注资源概念股。三是关注业绩改善高弹性股。四是由于重组或资产注入带来的交易性投资机会。

5、化工——受益原油价格上涨，超配大农化板块

行业评级：推荐

石油和石化板块。对原油价格中长期走势保持乐观。由于2000年以后大的供需格局的变化（原油峰值预期，中国因素，去货币化等），原油价格本身已经具有很强的内生的通胀属性。原油上涨趋势中期的阻力还不小。原油产品价格上涨本身对各国CPI的影响不大，即使到80-90美元（国内的炼油企业炼油毛利刚刚开始压缩），也不会产生明显的通胀压力。农产品会随原油上涨，随后猪肉等产品也会涨价，但是这需要一个较长的传导过程。石油和石化类上市公司的盈利水平和原油价格走势呈正相关关系。基于我们对原油价格的判断，在结合对国内成品油调价的预判上，推荐买入，中石油和海油工程。

大农化板块：原油价格驱动行业景气。目前国际原油价格已经进入了与粮价高敏感价格区间（70-80美金），和2007年下半年类似，目前美国玉米乙醇生产商已经开始盈利。乙醇消费占美国玉米产量30%左右，如果油价稳步上升必然会拉动以玉米为首的国际农产品价格，进而提升农业、农化相关行业景气预期。推荐买入：云天化、盐湖钾肥，扬农化工，湖北宜化。

- 磷肥。具有资源属性。目前国际磷肥开工率在从底部逐步回升，未来基本面运动方向肯定是逐步向好。云天化目前的估值偏高，股价弹性大（未来基本面改善幅度大），是农化板块里面进攻性最强的品种。云天化中期预亏后，最后利空消失（化肥用气价格预计2010年才可能调整）。可以逐步配置。湖北宜化中报2毛钱左右（硫磺和二铵的库存都已经消化完毕，二铵业务开始赚钱），全年6毛业绩，2010年公司开始整合集团资产和少数股东权益，目前整合思路已经日渐清晰。
- 钾肥。具有鲜明的资源属性。目前国内钾肥成交萎靡，价格没有经过成交量的充分确认，未来还是存在降价风险。但如果国际农产品价格上涨到一定程度，不排除市场各方对钾肥价格预期发生变化，钾肥交易量放大确认价格底部或折价格掉头向上。盐湖钾肥的动态PE估值合理（09年20倍），和国内煤炭股差不多。中长期来观察，这个定价肯定是错误的。考虑到钾肥板块在农化板块中不可忽视的市场认同度，盐湖钾肥应当作为大农化板块的配置品种。
- 农药。农药相关子行业杀虫剂和除草剂未来行业基本面确定性逐步向好。近期农药行业标志性事件包括：全球第二大农药市场巴西对低毒菊脂农药放开登记，预计市场需求大增；麦草畏酝酿爆发增长机遇（先正达开始推广抗麦草畏的转基因种子，买断了BASF在美国的麦草畏销量），原料乙氰价格再次进入上升通道。推荐扬农化工。09年不到20倍估值（中报业绩1-1.1元/股），低估。扬农化工年初以来涨幅30%左右（短期受困环保门事件，管理层希望冷处理此事，6月底会组织充分交流，公司预计8月份完成定向增发），未来股价会受到基本面驱动很强的驱动。

基础化工品和其他化工子行业（塑料橡胶，化纤等）历史上主要受两条主线驱动：地产和出口。相关化工子行业景气回升都明显落后出口和地产行业，显示出明显景气自下（地产和出口）而上的传导特征。目前情况来看，地产对基础化工品的需求拉动是确定的，出口的拉动目前仅仅停留在预期的阶段。下面我们按地产（内需）和出口主线分别叙述。



(1)、地产相关的投资主线

三季度预计国内地产投资回升，关注前期价格滞涨相关化工子行业。我们预计，PVC、纯碱价格在未来2-3个季度会逐步走出低谷。受益于地产主线的投资品种，推荐买入，山东海化、英力特，海螺型材。

- 纯碱产业链。国内纯碱行业已经连续7个月亏损，目前企业整体开工率保持稳步回升的态势，行业盈利水平整体趋于好转。另外，由于纯碱的原料原盐和焦炭价格预计未来会稳中有升，成本上涨对未来也会对产品价格产生一定推动作用。纯碱40%的需求来源于玻璃行业，而玻璃行业70%的需求受到地产拉动。由于纯碱进出口量都不大，房地产开发投资的增长会有效的拉动纯碱的需求。相关的投资品种，山东海化，双环科技，三友化工。
- PVC产业链。国内PVC产能过剩，目前整体产能接近2000万吨，电石法产能预计超过1500万吨。考虑到电石法PVC出口受到一定的限制，未来电石法路线的PVC成本变化将决定国内PVC的价格走势。PVC下游需求40%的比例集中在房地产。未来房地产投资的启动会拉动国内PVC需求，提高行业整体开工水平，企业盈利有望环比逐步回暖。相关的投资品种：英力特，新疆天业，神马实业。二季度电石法PVC行业整体还处于亏损状态，一体化的英力特PVC产品已经开始盈利，但公司财务费用太大，侵蚀利润。预计三季度电石法PVC相关上市公司盈利逐步好转。
- 其他细分产品。有机硅产品下游应用于地产，相关品种，新安股份。建筑保稳用聚氨酯材料的使用还不广泛，因此MDI受房地产的拉动有限。相关品种烟台万华。

(2) 出口产业相关的投资主线

受出口驱动的化工子行业可以分为两类：一类是直接受益出口的化工子行业，包括塑料制品和橡胶制品，另一类是间接受益的，产品的下游需求受相关出口产业影响较大的，比如纺织品，家电等，这些子行业包括，MDI，TDI，DMF，染料，化纤等。我们目前看好染料子行业。从企业微观层面了解，染料行业6月份好转明显。推荐买入。

6、银行——受益经济复苏

行业评级：推荐

2季度A股银行股股价上涨28%，跑赢同期沪深300指数13个百分点。2季度A股银行股明显跑赢大盘主要原因是：(1) A股银行股净息差在2季度见底基本确立；(2) 随着中国经济复苏迹象愈来愈明显，市场对银行资产质量担忧逐渐消除；(3) 估值与大盘相比处于历史低点，估值有修复需要。经过2季度大幅上涨之后，A股上市银行股是否还有上涨空间？我们的观点是：近期银行股上涨只是估值修复的结果，随着经济复苏继续，银行股仍会良好表现。

从美国经验看，在整个经济上升周期，美国银行股股价都有良好表现。其背后原因是：(1) 经济从衰退进入复苏周期后，银行信贷增速会快速上升；(2) 较高拨备覆盖率能够使银行在经济恶化时快速核销不良资产，同时信贷的快速增长，有利于信用成本下降。信贷的扩张以及信用成本下降，有利于利润增长的恢复。

目前，A股上市银行也面临相同良好局面：

(1) 在宽松货币政策背景下，今年A股上市银行信贷有望保持25%左右的快速增长，2010年的贷款增速也有望达到15%左右的历史平均水平。

(2) 随着经济复苏，银行资产质量压力将减轻，信用成本在08年底达到高峰之后，有下降趋势。此外高拨备覆盖率为2010年净利润上调提供空间。

(3) 净息差2季度触底并有回升趋势，理由有：高息资产——贷款占比逐步提升，而票据占比逐步降低；



定期存款活期化，(M1 增速-M2 增速)年初以来触底回升，预计这一趋势将会继续；贷款重定价早于存款重定价。并且一旦经济从复苏期进入扩张期，加息可能性加大。在加息周期中，银行的净息差将随着存贷款利率上升而显著上升，例子 2006 - 2008 年，净息差从 2006 年的 2.6% 上升到 2008Q1 最高点 3.14%。

(4) 从净利润增速看，09 年同比增长 5% 左右，2010 年同比增长 20% 左右，净利润呈现加速上升趋势。

(5) 虽然 2 季度银行股涨幅很大，但是从本轮反弹以来，银行股指数上涨 97%，只跑赢沪深 300 指数 10 个点，远远落后 A 股大部分行业。从估值看，目前 A 股上市银行 09 年动态 PE 为 15.4 倍，PB=2.8 倍，是同期全部 A 股的 0.67 和 0.84 倍。虽然银行 PB 与全部 A 股 PB 比值已经接近历史中枢水平，但是银行 PE 与全部 A 股 PE 比值仍然处于历史中枢水平 0.7 - 0.85 倍的下限。从历史经验看，当行业趋势向好时，投资者更愿意以 PE 给银行定价，如果银行 PE 与全部 A 股 PE 比值达到历史中枢水平上限 0.85 倍时，那么短期银行股股价还有 25% 左右的上涨，当然在市场极其乐观时，也不排除银行 PE 与全部 A 股 PE 比值上升到历史高点 1.2 倍。

在经济复苏预期下，对银行股选择我们更偏好于业绩弹性大的股份制银行和城商行。短期股价催化剂是中报银行资产质量好于市场预期。

7、证券——等待催化剂

行业评级：中性

目前国内券商股收入增长仍然取决于经纪业务和自营业务，经纪业务取决于股票交易金额和佣金率，自营业务则取决于股票投资规模和收益率。因此，在短期内创新业务难有突破性进展、投行业务增长存在瓶颈背景下，A 股股票交易金额和券商股票投资规模将是驱动公司业绩增长的主要驱动力。

在今年剩余交易日内，如果 A 股日均成交金额能够保持在 1800 亿，那么全年 A 股成交金额同比增长将达到 68%，要高于今年前 5 个月的同比增速 15%，但仍远远低于 2006 和 2007 年的 187% 和 410%。另外，由于现在券商平均佣金率 0.12% 也要低于 2006 年和 07 年佣金率，所以，09 年经纪业务收入增速要超过 2006 和 07 年 5 倍左右增速很难。

9 家上市券商在 09 年 1 季度实现自营业务收入 11.36 亿元，同比下滑 25%。其中，大小券商自营操作策略和风格差异比较大，中信和海通这些大券商由于操作策略相对保守，股票配置比例非常低，致使自营业务收入占比 10% 都不到。而中小券商则由于相对积极的自营操作策略致使 1 季度获得不俗的自营收益，如东北证券 1 季度公允价值变动达到 8200 万，大幅超预期。

从券商 EPS 对经纪业务和自营业务敏感性看，小券商 EPS 对经纪收入弹性更大；而大券商对自营业务投资收益率弹性更大些。

在业绩基数相对较高背景下，虽然今年券商业绩很难再现 06、07 年爆发式增长，但在 A 股成交量持续放大背景下，今年券商股业绩超预期可能性比较大。短期券商股价催化剂是券商股上市带来整个行业估值水平提升，中报显示股票配置比例提高、业绩超预期。中长期催化剂则是创新业务的推出，如融资融券、股指期货等新业务的推出，从而给券商股带来收入的爆发点。

8、煤炭——小矿复产挑战供求平衡

行业评级：中性

在目前流动性和全球通胀预期下，只要小矿复产的量没能使煤价预期转变，煤炭股行情将持续。目前行业估值 09 年 PE 已达 25 倍，所以再度大幅超越大盘的可能性较小，未来继续上涨的理由在于整体上市故事以



及可能出现的冶金煤价格上涨预期的兑现。

整体上市预期：目前，上市公司已经有三个（盘江股份、金牛能源、恒源煤电）已经实现或正在实施整体上市，上市公司的集团基本上都承诺未来要实现整体上市，山西省也已推出了未来的整体上市时间表。预期未来 1-2 年内，国阳新能和开滦股份有可能最先实现整体上市。

煤价预期决定煤炭股估值。按煤炭行业估值水平的历史经验数据：预期煤价下跌只能给 10 倍以下的 P/E；预期煤价稳定可以给 15-20 倍左右的 P/E；预期煤价上涨可以给 20 倍以上的 P/E。

图表 23 煤炭股业绩对煤价敏感性

	煤价变动					
	-20%	-10%	-5%	5%	10%	20%
对净利润影响	-88%	-44%	-22%	22%	44%	88%

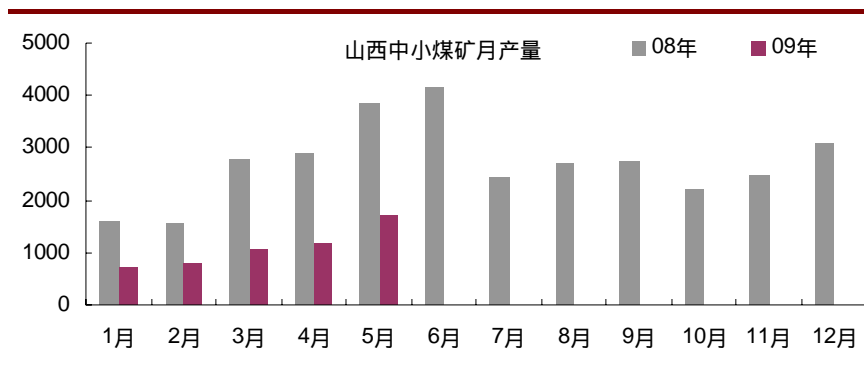
资料来源：东吴基金。

如果小矿复产的量导致市场对煤价预期转变(如 7 月底至 8 月出现旺季不旺),煤炭股行情就将提前终止。但这种情况应是小概率事件,10 月份将举办 60 年国庆,在这之前小矿环比大规模复产的可能性不大。

7 月底 8 月初是个比较重要的观测点：小矿复产导致的供给增加与旺季需求增加的幅度和时间表决定近期煤价。

旺季来临，复产新增月产量 1050 万吨。目前山西省 30 万吨以下煤矿仍旧一律关闭，30 万吨以上机械化开采且拟与大矿进行整合的，经验收合格后可以复产。09 年 5 月，在统计数据内，山西省国有地方和乡镇煤矿产量合计 1705 万吨（4 月份产量为 1165 万吨），接下来，应有 750 万吨（月产能）的复产释放空间。此外，未在统计数据中的煤矿，符合复产条件的保守估计有 300 万吨（月产能）。

图表 24 山西中小煤矿月产量



资料来源：东吴基金。

进口需求转向国内的量和时间点决定旺季的供需平衡。根据历史数据，7-8 月份是煤炭的传统旺季，新增煤炭需求大约 800 万吨/月左右。同时目前国际煤价已经高于国内煤价，前期大量进口国际煤炭的格局有可能在 7-8 月份得以扭转。如果 4 月份进口煤炭 916 万吨的 50% 转向国内，将新增国内煤炭需求大约 450 万吨，就能覆盖复产的产能。

资源税改革将是个加速器：上涨中将被认为利空出尽，下跌中加速下跌。

9、有色金属——三季度面临调整

行业评级：推荐

2009年上半年有色板块涨幅130%，位列第一，我们认为09年上半年基本金属的上涨主要是由于以下原因：



中国收储、减产效应、废杂金属产量减少导致阶段性的供应不足以及各国执行极其宽松的货币政策，导致市场对流动性再次扩张的预期和美元贬值。

目前来看，由于金属价格的大幅上涨，收储不会再继续执行，部分企业也会恢复生产，废杂金属产量减少导致阶段性的供应不足也不复存在，美元由于持有美国国债的主权国各自发表对美元走势比较有利的言论和美联储官员暗示市场将不会进一步放松货币政策短期也难以大幅贬值。需求方面，虽然OECD领先指标、全球PMI以及ECRI经济领先指标等数据都显示出全球经济活动可能进一步改善。但是，从六月中旬开始至八月中旬消费进入淡季，因此我们预计三季度金属价格可能有所回调。长期看，随着全球经济逐步走出低谷，需求将恢复，全球消费和储蓄结构的不平衡也将继续压制美元的走势，美元长期走势仍然震荡向下。

各子行业后势判断：对于铜，由于较高的全球供应集中度，中国进口的刚性是我们长期看好的主要原因。对于黄金，美国量化宽松货币政策导致美元信心下降以及通胀的预期等都是对将支撑金价。对于铝，由于全球供应集中度不够高，资源的稀缺性不足，同时下游需求领域的分散导致只有全球经济真正复苏，才能带来铝价的扎实回升。未来2年电解铝行业40%的过剩产能和接近历史新高的库存将成为未来铝价上涨的障碍。对于锌和铅，由于其全球供应集中度较低，无法像铜一样控制供给从而产生寡头垄断溢价，基本面比铜略差。未来中国50-60万吨锌矿产能的复产将给锌的供需带来一定的冲击。对于镍和钼的价格上涨，需要等待国外钢铁产能利用率提高。

由于有色股前期涨幅过大，三季度金属价格面临调整，我们给予行业“中性”的投资评级。

10、食品饮料——高端白酒有望重回“量价齐升”

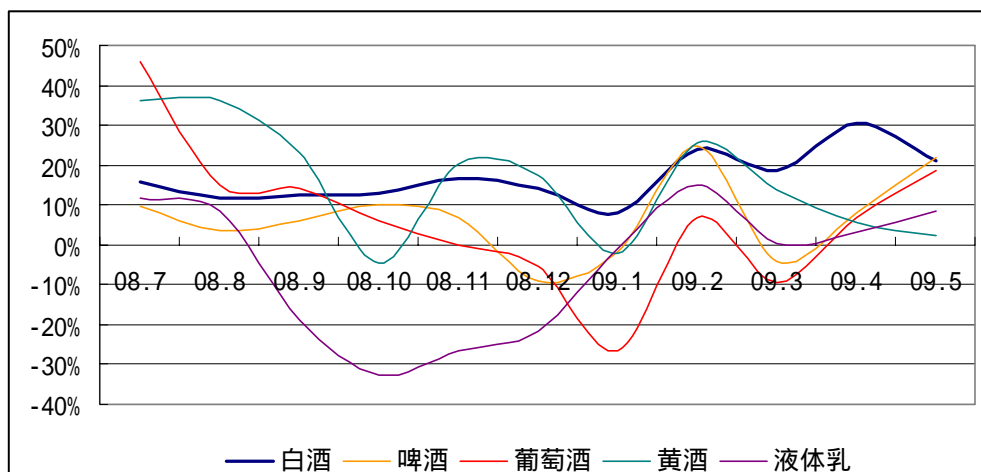
行业评级：推荐

(1) 高端白酒行业受本轮经济减速冲击最大，目前仍处于估值洼地

受本轮经济危机的影响，我国食品饮料行业景气度自08年10月份开始出现明显下滑。其中，白酒行业虽然因中低档酒增长较好，整体产量维持平稳增长的态势，09年1季度同比增速甚至回升至20%以上，但由于高端酒销量的下滑，行业收入同比增速由近4年来的30%左右下滑至18~19%；利润由40~60%下滑至20%左右——绝对增速仍较高；啤酒行业受气候等因素，销量自09年1季度逐渐回升；肉制品行业受益于国内猪价下跌，毛利率回升较高，但因产品价格的下调使得收入有所下降；乳制品行业自08年9月“三聚氰胺”事件发生以来恢复情况较好，行业改善趋势较为明显。

正是由于占比大的白酒行业——占A股食品饮料板块流通总市值近65%——受经济危机冲击较大，食品饮料板块自年初以来涨幅落后于沪深300指数30%左右，重点白酒公司当前09年PE平均在26倍左右，与市场30倍的平均估值折价近15%（市场平均估值剔除银行）。

图表 25 食品饮料主要产品产量的增速



数据来源：东吴基金。

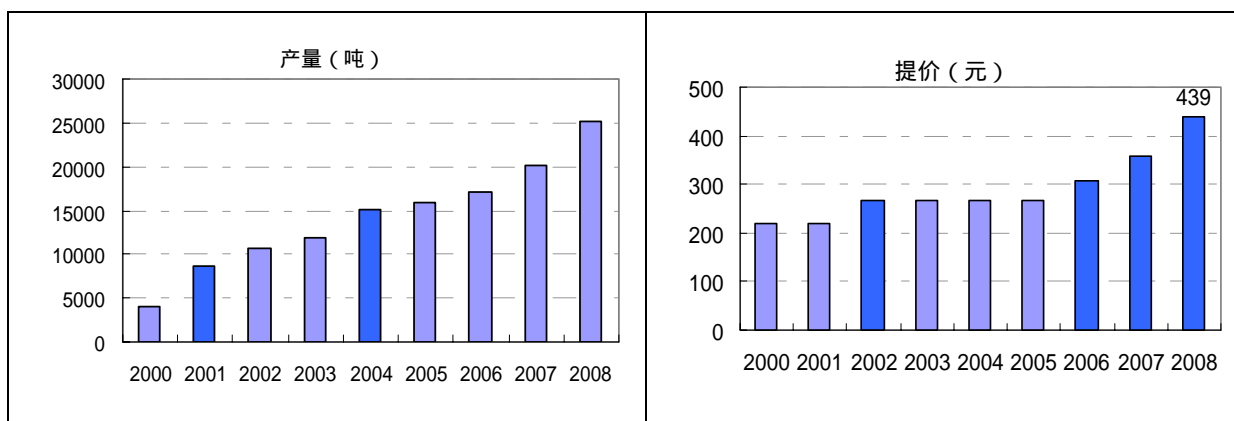
(2) 经济复苏及通胀预期带来价升量增，重点看好贵州茅台、泸州老窖和双汇发展

当前，在加大投资、促进内需等强有力的政策作用下，我国经济已经出现好转迹象。下半年乃至2010年，在我国经济逐步复苏的预期下，我们给予行业“推荐”的投资评级，重点看好业绩和估值弹性均较大的高端白酒行业。

我国白酒除了跟历史文化形成的消费习惯密切相关而表现出的需求刚性以外，作为经济和政务活动的润滑剂，与宏观经济走势关联度较高。在上一轮我国经济自2003年走出低迷期，白酒行业收入及利润增速迅速回升，较好的宏观经济增长环境、产品高端化发展过程中的规模上升以及提价因素综合在一起，使得重点白酒公司整体业绩自2006年出现爆发式增长，也使投资者获得了远超大盘的丰厚投资回报。在经济复苏的良好预期下，我们认为06年促使高端白酒公司业绩大幅增长的“量价齐升”因素依然存在。

以贵州茅台为例：由于其特殊生产工艺的原因，公司在01、02年的产能扩张使得06年销量大增，期间还通过几次提价，53度茅台的出厂价格在08年达到439元。而公司在04年的产量比上年增加了27%——即使考虑产品结构问题，高端产品的产量仍增长可观，此后产量每年均稳定上升，这也预示公司自09年及以后年份可供出售的量有较大增长；此外，从提价能力来看，目前53度茅台的出厂价与终端零售价的价差在近60%左右，为行业内最高水平，提价能力突出。

图表 26 贵州茅台 2000 年以来的年产量以及提价情况



数据来源：公司公告。

事实上，各高端白酒企业采取的“控量保价”措施已经取得明显效果，批发价格止跌回升，渠道库存明

显下降。预计在3、4季度销售旺季中，销售量有望出现明显增长，而提价的权利将视供求关系、通胀水平以及消费税政策的实际变动情况来折机实施。由于一线白酒公司的品牌基础扎实，销售平台也是完善和成熟的，因此利润对“量、价”提升的敏感性更高，业绩弹性进而带动的估值弹性均较大。

个股选择上，我们重点看好贵州茅台和泸州老窖。同时，山西汾酒、酒鬼酒和古井贡酒等“困境反转”类二、三线品种也值得关注。除此之外，我们也看好在生猪价格低位锁定原料成本、未来受益价格和消费量上升的双汇发展。

11、商业——经济复苏预期下回归消费升级的发展主线 行业评级：推荐

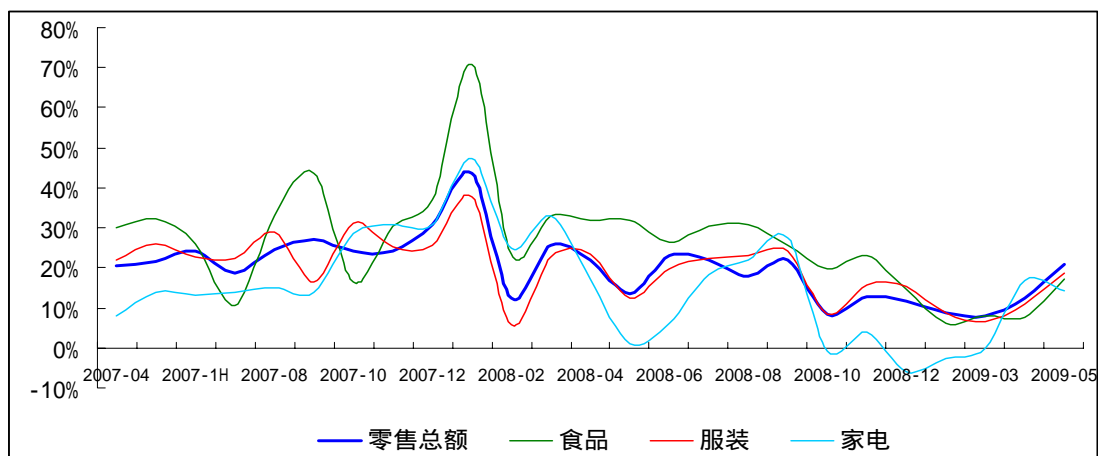
(1) 刚性需求释放带来我国零售业步入恢复性增长

受本轮经济危机的影响，我国消费品零售业自08年10月份以来也受到了冲击。因基数较高，09年1季度全国重点零售企业的零售额同比增速由上年同期的20%以上下滑至8%左右，各类零售企业均出现了同店负增长，其中销售耐用消费品的家电连锁，因受经济波动性影响更大，同店负增长达到了两位数。

同时我们也看到，零售业本身具有的弱周期性，加之零售企业新开店带来的增量，大部分零售企业及行业的销售额仍保持了同比正增长。并且，由于此次经济危机为海外输入性的，因此内地经济受冲击较小，内地零售企业的经营业绩增速放缓的程度也要明显好于沿海地区。

自3月底以来，我国零售企业的销售情况出现了明显好转的迹象，主要表现在同店增长由负变正，进而带动整体收入增速的上升：全国重点零售企业的零售额4、5月份同比增长分别回升至12.6%、20.9%。由于零售业在08年表现为前高后低的走势，预计行业景气恢复在下半年尤其是作为消费旺季的第4季度将得以持续。

图表 27 全国重点零售企业的分类商品零售额同比增速情况



数据来源：中华全国商业信息中心。

(2) 我国目前总体上仍处于消费升级阶段

分析我国消费品零售业走势背后的根源，主要从影响居民购买力最根本的两个因素来看：一方面，我国居民一贯的低负债高储蓄使得存量财富在本轮经济危机受损较小，而股市和楼市等资本品市场的回暖加强了财富效应；第二，从居民收入这一财富流量来看，由于我国失业率在本轮经济危机中并未明显上升，并且由于CPI的大幅下降，我国城镇居民可支配收入在09年1季度名义增速同比和环比均下降了1.2和3.6个百分点，但实际增速则分别上升了7.8和2.8个百分点。这两方面因素产生的收入效应，加上预期的好转，使得我国居民的刚性消费需求在经过短期的抑制之后逐步释放，从而带来零售业的好转。



从影响我国消费及零售业的长期因素来看，城市化较快发展、人口红利以及经济增长方式由投资为主导的拉动型向以消费为主导的推动型逐步转变，这些因素将在较长时期内推动我国居民消费率由目前的35%左右向发达国家60~80%的水平提升。因此，我国仍处于消费升级阶段。若我国经济在投资的拉动下在09年下半年甚至明年能重归高增长，则居民收入持续增长的预期将更加明朗，消费品零售业会逐渐恢复至高景气水平。

此外，对于未来通胀的预期，我们认为CPI的回升将带来商品售价的上涨，而零售门店因物业长期租赁合同租金较为稳定或为自有物业，这对于盈利模式以销售额扣点为主的各类零售企业而言，业绩具有一定弹性。不过，零售企业的盈利主要是以销售量为驱动的，经济若为滞涨对其并不有利，但若为市场所预期的经济良性复苏下的温和通胀，则将刺激居民消费，从而带来零售企业销售商品的量价齐升，不排除在2010年出现业绩超预期。

（3）行业为“推荐”评级，看好成长性良好和具有资产注入类的个股

我国零售企业的投资价值在于消费升级阶段下表现出的兼备防御性和成长性特征，成长性越高给予的估值溢价也越高。同时，行业竞争激烈的特征又要求投资标的企业在门店选址、规模和经营管理等方面具有竞争优势。因此，下半年在消费复苏预期下，我们给予行业“推荐”的投资评级，首选竞争优势突出、成长性较好的个股，资产注入以及世博会等主题性投资的品种也值得重点关注。

从主要零售子行业来看：

- 百货作为可选消费品行业，销售收入弹性相对较大，与供应商联营的经营模式也使得其毛利率波动更为平缓一些。我们重点看好**鄂武商 A、广百股份、王府井、百联股份、成商集团及新华百货**等；
- 超市业因经营生活必需品为主，对CPI的敏感性更高。尽管一些优势超市企业在4、5月份CPI仍为负的情况下，通过加大促销，同店增长出现了正增长，但这是以牺牲毛利率为代价的。未来CPI的回升，有望提升销售毛利率。我们重点看好扩张性较好、物流配送体系逐渐完善带来经营规模效应提升，并且具有资产整合预期的**武汉中百**；
- 家电连锁行业经过近几年的快速扩张和行业整合，加上平板电视等大件商品价格大幅下降对销售额的影响，增速虽有所下降，不过中高档家电普及率的提升和更新换代需求仍使行业具备长期成长性，加上房地产市场的回暖对家电市场的拉动作用，我们重点看好经营及扩张稳健的**苏宁电器**。

此外，在消费回暖的预期下，我们也看好以内销为主的**品牌服装零售商**，重点看好**美邦股份**。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，东吴基金管理有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。本报告仅向特定客户传送，仅供参考。据此投资，盈亏责任自负。未经东吴基金管理有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。



东吴基金管理有限公司旗下基金：

1、东吴嘉禾优势精选基金

基金类型： 混合型基金

基金经理： 魏立波

基金代码： 580001

基金托管人： 中国工商银行

东吴嘉禾基金自 2005 年 2 月 2 日成立以来,业绩表现良好。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,2006 年东吴嘉禾基金净值增长率为 128.15%,在同类 39 只偏股混合型基金中排名第 7。截至 2007 年 12 月 28 日,基金单位净值为 1.0484 元,2007 年以来嘉禾净值增长率为 99.35%,在所有偏股型基金中过去两年排名第 12。截至 2008 年 12 月 31 日,嘉禾基金累计净值为 2.2772 元,2008 年以来在所有 59 只偏股混合型基金中排名第 18 位。2009 年上半年,嘉禾基金的净值增长率达到 30.37%。嘉禾基金自成立以来,累计分红 7 次,每 10 份单位累计分红为 17.20 元,为投资者带来丰厚回报。

2、东吴双动力基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 王炯

基金代码： 580002 (前端); 581002 (后端)

基金托管人：中国农业银行

东吴双动力基金自 2006 年 12 月 15 日成立以来,业绩表现优异。荣获新民晚报、东方财富网联合评选的“2007 年十大最具潜力基金”。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴双动力基金累计单位净值为 1.4250 元,2008 年以来在所有股票型基金中排名第 13。2009 年上半年,双动力基金净值增长率为 23.10%。

3、东吴行业轮动基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 任壮

基金代码： 580003

基金托管人：华夏银行

东吴行业轮动基金自 2008 年 4 月 23 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴行业轮动基金单位净值为 0.7344 元,成立以来净值增长率为-26.56%。2009 年上半年,行业轮动基金净值增长率达到 27.51%。

4、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 徐嵩

基金代码： 582001

基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金于 2008 年 11 月 5 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴优信稳健基金单位净值为 1.0244 元,成立以来净值增长率为 2.44%。2009 年上半年,优信稳健基金的净值增长率为 0.28%。



5、东吴进取策略灵活配置基金

基金类型： 混合型基金

基金经理： 王炯

基金代码： 580005

基金托管人：中国农业银行

东吴进取策略灵活配置基金于 2009 年 3 月 31 日开始发售，募集期间本基金共募集 10.49 亿份。本基金为混合型基金，在适度控制风险并保持良好流动性的前提下，以成长股作为投资对象，并对不同成长类型股票采取不同操作策略，追求超额收益。投资理念是以成长为导向，策略操作提高投资收益。目前运作良好。