

策略研究部

赵建兴、周勇、陈文招、王晶晶

86-0755-82943202

zhaojx@cmschina.com.cn

2008年04月16日

行业配置表 (08年2季度)

板块名称	配置状态
能源	标配
石油	低配
煤炭	超配
材料	低配
化工	标配
建材	标配
金属、非金属与采矿	低配
纸与林木产品	超配
工业	低配
建筑与工程	超配
电气设备	标配
机械	低配
运输	低配
可选消费	标配
汽车与汽车零部件	标配
家庭耐用消费品	低配
纺织品、服装与奢侈品	低配
消费者服务	超配
媒体	超配
零售业	超配
日常消费	超配
饮料	超配
农业食品	标配
医疗保健	超配
金融	超配
银行	超配
多元金融	标配
保险	标配
房地产	超配
信息技术	超配
软件与服务	超配
通信设备	超配
计算机硬件及设备	低配
电子元器件	标配
电信服务	超配
公用事业	低配
电力	低配
燃气和水务	标配

经济波动中的盈利调整与估值接轨

——08年2季度策略报告

内容摘要:

- **我们正在经历第二次估值国际接轨。**促使估值国际接轨的是盈利预期的下调，一季度估值已有较大幅度修正，但并不意味着估值已经与国际接轨。二季度我们不但继续处在估值接轨的浪潮之中，同时也将面临企业盈利的向下调整。
- **宏观层面的策略分析显示盈利冲击正在形成。**外部经济最坏的时期仍然没有到来，而且一旦外需放缓，预计内需无法弥补，从而出口类企业和成本压力较大的行业可能出现盈利的向下修正。
- **中观层面的行业比较进一步证实成本将成为不可承受之重。**一方面，要素成本的上升带来三费比率的提升；另一方面，资源进口成本的上升也导致毛利率下滑。如此成本压力最终体现为需求回落，制造业景气高点将渐次到来。
- **周期性制造业景气高点将渐次出现，估值有待进一步向国际接轨。**预计二季度企业利润向原材料行业集中，原材料行业将保持相对景气，装备制造业继续承受较大成本压力，而能源和公用事业受制于价格管制；下半年利润有望向能源和公用事业集中，相应地原材料行业的景气高点渐次出现。
- **消费及服务行业景气处于高位，估值接轨正逐步展开。**其中旅游、传媒、零售和医药等服务业在估值接轨后值得重点关注，汽车、家电和纺织服装等可选消费则受制于出口放缓和成本上涨，日常消费相对看好高端（白酒）消费品。
- **本轮牛市中被几乎遗忘的 TMT 产业，08 年值得重点关注。**电子信息产业的产能周期有独立于经济周期的趋势，经济放缓对投资的抑制可能超过其对需求的抑制，从而电子元件、通信设备及电子专用设备 08 年行业景气有望回升。
- **在估值接轨和盈利调整的双重冲击下，2 季度 A 股市场将演绎震荡反弹走势。**经历一季度的大幅调整，市场估值风险已大幅释放，考虑政策支持与减持压力，预计 2 季度市场有望企稳，但长期走势仍取决于企业盈利增长的趋势。
- **我们建议在一季度深幅调整的基础上，二季度可以适度参与反弹，但更重要的是为下半年做准备，从而在行业配置方面需要做到以下两点：一、重归价值发现，规避盈利调整；二、立足产业布局，迎接估值接轨。**
- **二季度超配的子行业包括：煤炭、造纸、建筑与工程、旅游、传媒、零售、医药、饮料、银行、地产、软件与服务、通信及设备，其中大市值的行业有银行、煤炭、零售、医药和饮料。**

正文目录

一、估值体系：准备第二次估值国际化	4
1、A股市场正在经历第二次国际估值接轨	5
2、A股接轨路径：四类股东之间的估值博弈	6
3、影响估值接轨的因素：全球估值与成长性溢价	7
二、宏观策略：外生冲击进入第二阶段	10
1、从估值冲击到业绩冲击	10
2、外部经济：最坏的时期仍未到来	11
3、外需若减速，内需无法弥补	12
三、行业比较：从成本压力到需求回落	13
1、周期性制造业：景气高点可能渐次出现	14
2、消费及服务行业：可选消费品景气放缓，服务业景气向好	17
3、TMT产业：08年可能有惊喜	20
四、行业配置：迎接估值接轨、规避盈利调整	21
1、投资思路：规避盈利调整，迎接估值接轨	21
2、行业配置：超配最上游（煤炭）和最下游（消费服务、TMT）	23

图表目录

图 1: S&P500 市盈率与 CPI、基准利率	8
图 2: 日本 CPI 与市盈率	8
图 3: 印度市盈率、CPI、利率	9
图 4: 巴西市盈率、CPI、利率	9
图 5: 出口增速大体上决定中国工业利润增速	10
图 6: 中国对美国的机电设备出口已经零增长	10
图 7: 美国现房销售量季调折年率 2 月出现回升	11
图 8: 美国现房销售的供需差和价格同比增速负相关	11
图 9: 美国消费者信心急剧下滑	11
图 10: 美国工业生产可能很快会进入负增长	11
图 11: 07 年四季度中国对亚欧和对北美出口走势的背离可能不具有持续性	12
图 12: 欧元区先行指标迅速下降暗示未来经济增长趋势回落	12
图 13: 通胀往往滞后于经济增长 1-2 年左右	12
图 14: 外需的作用内需无法弥补	12
图 15: 工业利润增速波动影响次年的固定资产投资	13
图 16: 工资增长波动滞后于 GDP	13
图 17: 煤价的中外对比	14
图 18: 油价的中外对比	14
图 19: 我国的能源生产结构 (1985-2006)	14
图 20: 能源和电力消费弹性系数 (1985-2006)	14
图 21: 中国固定资产投资结构	17
图 22: 主要行业固定资产投资增速	17
图 23: 纺织服装制造业销售利润率分解	18
图 24: 纺织业销售利润率分解	18
图 25: 医药行业销售利润率拆解	19
图 26: 医药行业利润增速	19
图 27: 食品制造业销售利润率分解	19
图 28: 饮料制造业销售利润率分解	19
图 29: TMT 产业 (除媒体和通讯) 基本是本轮牛市中被遗忘的角落	20
图 30: TMT 固定资产投资增速对比	20
图 31: 中国主要出口产品增速近来出现不同程度下降	22
图 32: 经济波动和产业轮动图谱	22
图 33: 分行业国际估值比较 (2008 年 4 月 8 日)	23
表 1: 主要原材料行业的产能状况	15
表 2: 基础原材料行业对成本控制能力分析	15
表 3: 工业品行业的成本转嫁能力分析	16
表 4: 周期性行业的景气评价	17
表 5: 部分消费品行业的成本转嫁能力分析	18
表 6: 2008 年 1-2 月份汽车和家电行业景气跟踪	18
表 7: 电子器件和电子元件的行业利润增速对比	20
表 8: TMT 子行业景气跟踪	21
表 9: 行业资产配置表 (2008 年 2 季度)	24
表 10: 行业研究员观点汇编	25

估值无疑是当前市场的核心问题，深幅的调整让原本被忘却的国际比较又成为市场关注的焦点，我们自然也不能免俗。温故而知新，透过对 A 股估值历史的回顾，我们发现中国可能正处在第二次国际估值接轨的浪潮之中，而经济增长的微观体现——企业利润是驱动国际估值接轨的根本动力。概括起来，估值问题因盈利而生，终将因盈利而亡。

回到盈利分析的轨道上来，宏观基本面的分析自然是第一位的，我们认为外部经济最坏的时期依然没有到来，而一旦外需放缓，预计内需无法弥补，最终估值率先于盈利而调整，换句话说，因盈利而亡的估值冲击是第一步，接下来可能是实实在在的业绩冲击。

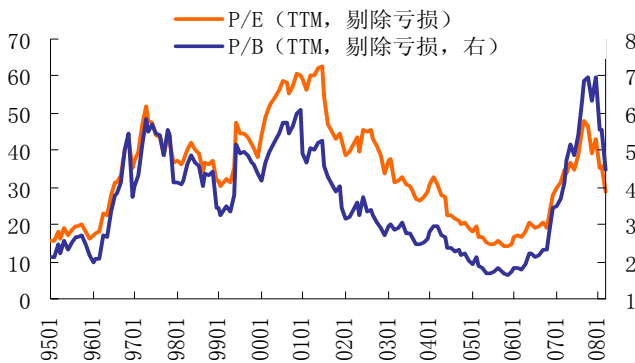
中观层面的行业比较进一步验证宏观层面的判断，成本或将成为中国制造业不可承受之重：一方面，要素成本的上升，带来三费比率的提升；另一方面，资源进口成本的上升也导致毛利率继续下滑。如此，对大多数工业企业而言，成本压力最终将表现为需求回落，制造业景气高点将渐次到来。

估值接轨和企业盈利的分析，让我们的二季度投资策略得以细化。我们建议在一季度深幅调整的基础上，二季度可以适度参与反弹，但是更重要的是为下半年做准备。在行业配置方面，需要做到两点：一、立足产业布局，迎接估值接轨；二、重归价值发现，规避盈利调整。

一、估值体系：准备第二次估值国际化

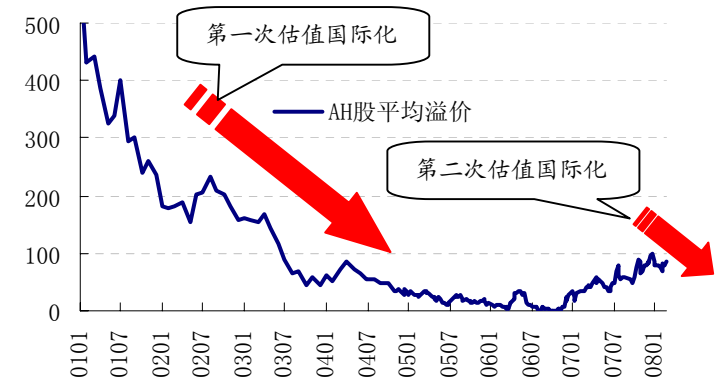
温故而知新。回顾一下 A 股估值的历史，资深投资者都不会淡忘 01-05 年 A 股市场全面的估值国际化，而眼下，我们则可能处于第二次估值国际化浪潮之中。

图1: A股估值水平



资料来源：天相，招商证券研发中心

图2: A-H股平均溢价



资料来源：天相，招商证券研发中心

95-01 年 A 股市盈率从 15 倍提升到 60 倍，期间并没有获得上市公司业绩增长的支撑，主要是降息背景下大量投机性资金入市的推动。

从 2001 年开始，A 股市场经历了一轮长达四年的估值回归，到 2005 年中终于因盈利增长部分消化压力而完成了第一次的估值国际化。02 年后估值与盈利增速同向变动，这其中反映是投资理念的变化：高估值必须要有高增长支撑。04 - 05 年宏观调控导致的盈利增速下降同样带动了估值的下降，股改造成的全流通预期最终促成了估值接轨。05 年中 A 股估值基本上与发达国家相当，A-H 股平均溢价缩小至零。

从 05 年下半年至 07 年，A 股市场出现了一轮波澜壮阔的超级牛市，估值一路上扬直至出现理性泡沫。A 股市盈率从 15 倍又一次提高到 50 倍，A-H 股差价重新扩大到 50-100% 之间。除了股改这一特定时期的附加推动力之外，估值上升两个最重要的推动力在于：

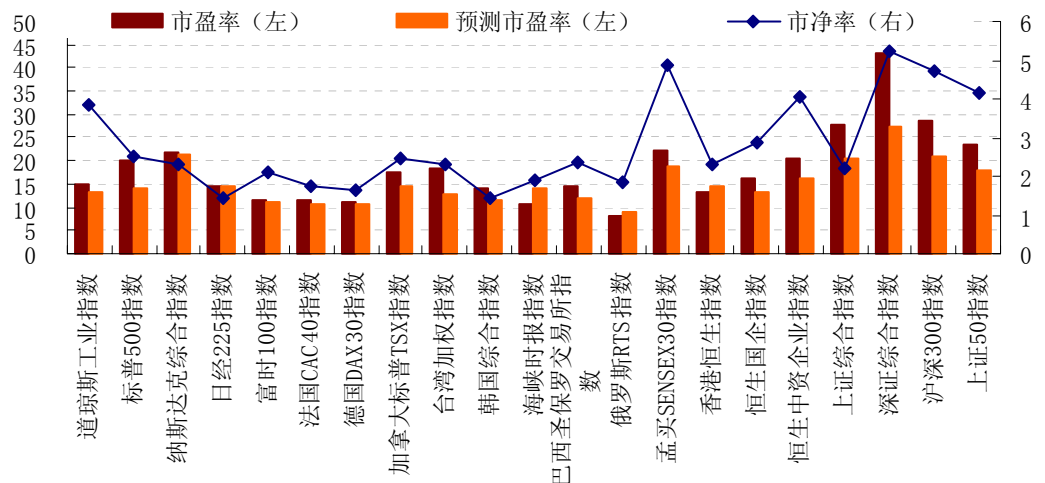
宏观经济持续向好支持下的上市公司盈利超预期增长，以及流动性过剩与居民入市潮支撑下的股票资产供不应求。

我们在 2008 年策略报告中曾预期：上述两大动力仍将发挥作用，A 股市场的理性繁荣将在 08 年得以延续甚至步入全面沸腾。但形势的演变使我们日益认识到这两大动力实际上在 2008 年都面临着巨大的考验：次贷危机与宏观紧缩对中国经济高增长的持续性构成挑战，通胀加速使得政策紧缩将持续甚至进一步加强，名义总需求的回落与要素成本的上升为企业盈利增长蒙上阴影；高估值背景下大小非解禁压力、再融资需求集中体现，表明产业资本也进入了定价博弈的范围，居民入市潮在市场步入宽幅震荡阶段之后即迅速放缓，股票资产供需关系由原先的供不应求转为供过于求。这两大动力的变化使 A 股市场在 08 再次面临巨大的估值回归压力，我们称之为“第二次估值国际化”。

1、A 股市场正在经历第二次国际估值接轨

即使已经经历了大幅度的调整，近期 A 股市场的高估值在国际视野下显得十分不和谐。第二次估值国际化势在必行。从主要国家股市定价水平看，新兴市场与成熟市场估值水平基本相当，即便是同样以增长受到广泛关注的印度，其估值水平也不过与美国纳斯达克市场相当。一个可能的原因是，虽然新兴市场的净资产回报率高于发达国家，但股息率较低。无论如何，A 股市场的高估值是一个特例，而其估值中枢正在快速的下降过程中，但何处是均衡点？

图 3：主要市场定价水平比较（PE、PB）



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心。取自 2008.3.28 的数据。

我们认为，国际估值接轨并非简单的国际估值比较，A 股第二次估值国际化的深刻程度，根本上将取决于经济的调整模式以及四类股东之间的博弈。

首先，经济景气影响投资者预期从而估值水平。实际上，通过对历史估值表现的考察，我们不难发现在经济景气持续向上的时候，投资者共同的乐观情绪往往使其抛却国际估值的束缚，寻求各种依据来解释高估值的合理性；而在经济景气下滑的时候，乐观情绪开始退却，国际估值成为悬在市场上方的一把利剑，时刻提醒着投资者向国际估值回归，甚至当悲观情绪主导市场时，估值可以处于一种极低的状态。

其次，投资者结构变化影响估值水平。向国际估值回归，并非就是别人 15 倍，我们就是 15 倍。在资本管制未来几年尚不可能放开的情况下，A 股估值的均衡点主要由境内投资者所决定。因为估值从本质上来讲是投资者愿意给予资产价格的一个期望，所以投

投资者结构的变化将对估值产生重要影响。当投资者结构出现极其剧烈的变化时，不难想象估值水平也将出现重大变化。而国际估值的合理性在于国际上的资本市场都是全流通市场，其定价由产业资本和金融资本共同决定，这也就是为什么大多数国家市盈率长时间在 10-20 倍的区间之内运行是常态的原因。在 A 股市场的后股改时代，大小非逐步流通，产业资本作为一个新的市场进入者，拥有着近乎“无限”的供给，开始在原先缺位的市场中担当起一个重要的角色。

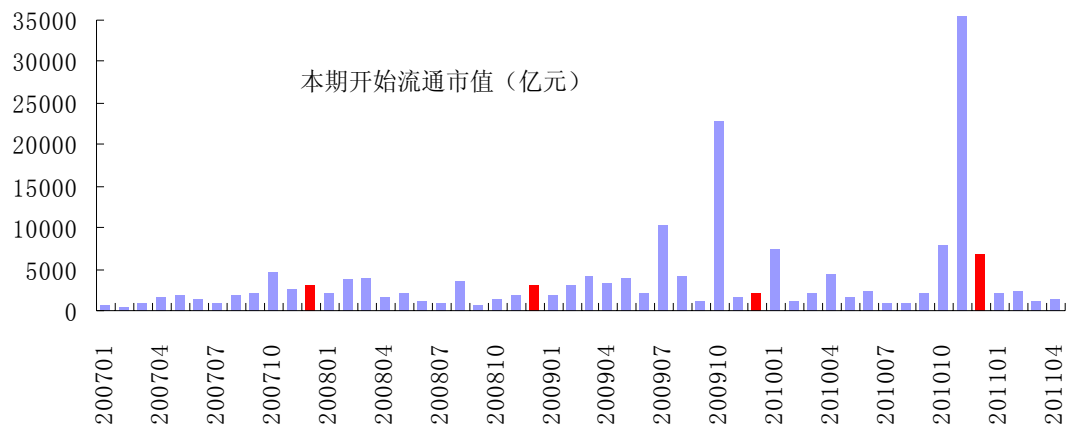
从理论上讲，影响估值的因素包括风险溢价、无风险利率和盈利增长预期。影响风险溢价的因素很多，只要可以对投资者预期产生变化的因素都是，包括通胀预期、利率、汇率等宏观变量、资产供需状况等市场情绪影响变量，进而最后落脚到盈利增长。

盈利是估值的本源，投资者结构是制度性外因，短期来看后者引发的估值恐慌是 A 股估值向国际接轨的触发因素，以下的分析我们首先从分析投资者结构变化开始。

2、A 股接轨路径：四类股东之间的估值博弈

一个必须重视的问题是，从前股改时代到后股改时代以至全流通时代，大小非逐渐流通并转变为大比例控股股东与小比例非控股股东，参与到市场的定价过程中。最大的解禁高峰将在 09-10 年到来，09 年限售股解禁规模预计将超过 6 万亿，与目前已流通市值规模几乎相当，10 年规模甚至更大。

图 4：限售股解禁规模



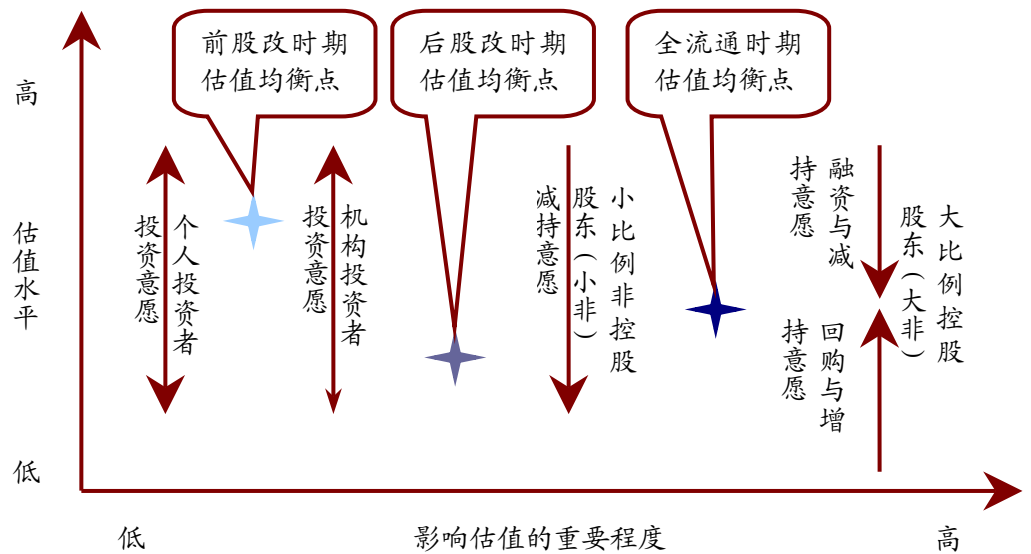
资料来源：wind，招商证券研发中心

市场投资者结构在后股改时代到全流通时代发生剧烈变化，市场估值博弈格局也将相应的由个人投资者与机构投资者之间的博弈，转变为流通股东与非流通股东（虽然此说法并不准确）之间的博弈。或者按照更为流行的说法：金融资本与产业资本之间的博弈；相应的，定价权重心也将经历由个人投资者-机构投资者-小比例非控股股东-控股股东转移的过程。

➢ 前股改时期时代的估值均衡由金融资本决定。机构投资者主导市场估值体系，个人投资者被动接受。有限的资产供给，相对充裕甚至过剩的资产需求，使市场有能力将估值维持在较高水平，甚至在盈利加速增长阶段持续推高估值。

➢ 后股改时代的估值均衡由金融资本和产业资本的博弈决定。大小非将主导市场估值体系，机构投资者的投资意愿难以抵消大小非的融资减持压力。相比较与金融资本，大小非拥有近乎无限的供给与近乎零的成本，只要市场估值偏高，大小非的融资与套现就有着极其强烈的动机。

图 5：四类股东之间的定价博弈



资料来源：招商证券研发中心

对于小非而言，共同存在的减持意愿在股价下跌趋势中不断得到自我强化，甚至可能导致市场出现阶段性估值严重偏低的局面；也只有在出现价值严重低估的局面时，小非减持意愿才可能得到有效抑制。对于大非而言，无论政府如何调控，即使只是为了补充资本金，只要估值偏高，上市公司仍将首选股权融资而非债权融资，即使后者并不利于公司价值最大化，同时这些交易有可能损害中小股东利益，从而导致股价剧烈下跌。

➢ 当全流通时代真正到来后，估值均衡将由控股股东与非控股股东之间的博弈决定。在全流通时代，A股市场定价权的主导者不会再是个人投资者，也不会是机构投资者包括境外投资者，甚至不会再是小非（此时则意味着小比例非控股股东），而是拥有公司控制权、对股价关心程度最高的大股东！控股股东既可以在金融资本推高估值时选择融资与减持，也可以在小非减持压低估值时选择回购与增持，其对盈利前景、资产供需关系乃至股价波动的控制能力决定了他们才是真正的定价者。当这一时代到来时，估值均衡反而可能高于后股改时代。

3、影响估值接轨的因素：全球估值与成长性溢价

分析A股估值接轨的演变前景，首要的是分析国际估值的演变状况，其次才是讨论A股的成长性溢价。以下我们将首先从风险溢价和通货膨胀的两个角度探讨全球市场的估值中枢，其次，通过A-H股价差讨论A股的成长性溢价。

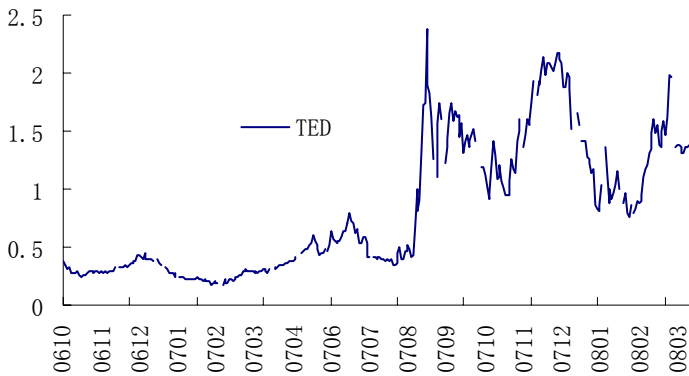
(1) 风险溢价影响全球市场估值

全球的资本市场目前正遭受着由风险溢价上升所带来估值下移的系统性风险。从本质上讲，风险溢价的上升来自于不确定性的增加。次贷危机，以及由此带来的流动性坍塌掣肘各国央行压制通胀的决心，导致了投资者对未来经济走势判断不明朗化。

金融机构因次级债所暴露的亏损还在进一步扩大中（最新的数据是2450亿美元，两周之前的数据是2080亿美元，目前标普评级调降比例逼近网络泡沫破裂水平），最坏的时期可能还没有过去（08年前2个季度皆是次贷利率reset的高峰）。由此带来的不确定性具体表现在，美联储的降息尚未降低抵押贷款的利率，TED（3个月美元Libor利

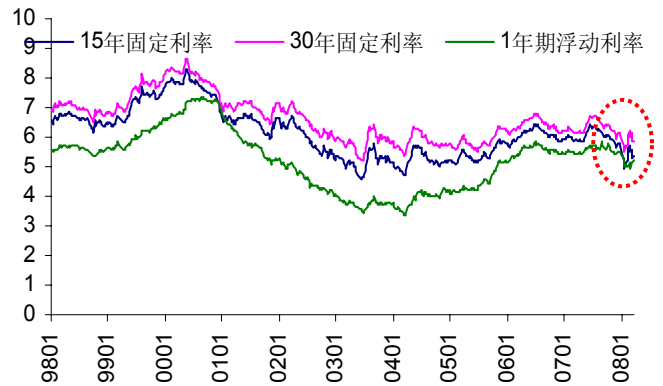
率与3个月美国国债收益率的利差)仍然在扩大,表明银行不愿意借出贷款。风险溢价的上升超过了无风险利率的下降,由此带来相应的估值下移压力。

图 6: TED利差扩大



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

图 7: 抵押贷款实际利率仍处在高位



资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心

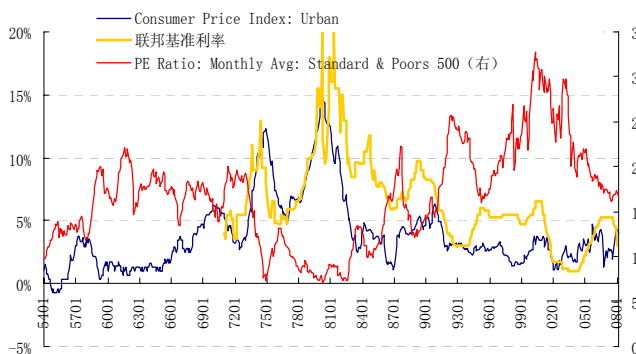
(2) 高通胀往往终结高估值

各国的历史数据表明,高通胀环境下对应的往往是紧缩货币政策、特别是高利率,后者则对应着低市盈率。许多投资者直观地认为升值有助于提升本国市场估值,但实际上其中机理在于,升值通过降低进口产品价格从而抑制了本国通胀,从而利率,从而资产估值;当升值幅度有限而无法抑制通胀时,逐步提高的利率仍将对估值形成强烈抑制。

标普 500 指数在过去 60 年间的估值与 CPI 和利率显著负相关,5%以上的通胀水平往往使得 S&P500 的市盈率下降到 15 倍之下。典型的,在通胀快速提高的 78-82 年期间,联邦基准利率上升到 10%以上,标普 500 市盈率持续低于 10 倍。

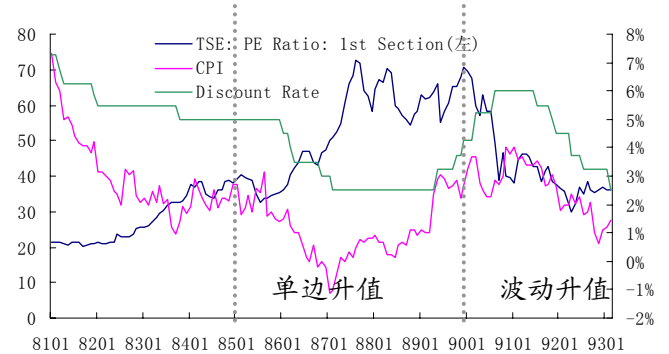
日本 80 年代中后期在单边升值期间市盈率保持在一个平均 50-60 倍左右的水平,但这离不开当时的低利率政策——当 89 年末通胀上升、利率提升后,估值就开始迅速下降,90 年后的估值中枢下降 50%,更多的是与高利率相关,而非汇率。台湾的情况与日本也非常相似。

图 1: S&P500 市盈率与 CPI、基准利率



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

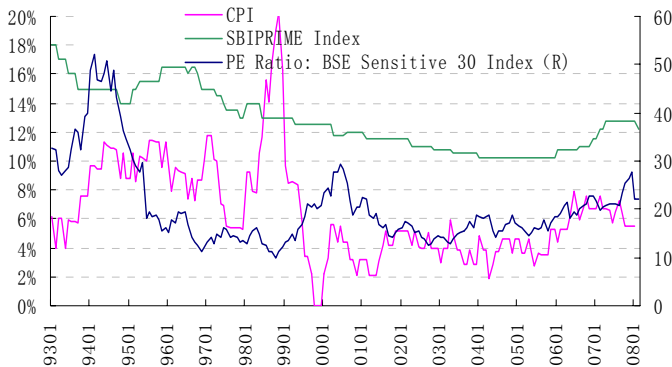
图 2: 日本 CPI 与市盈率



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

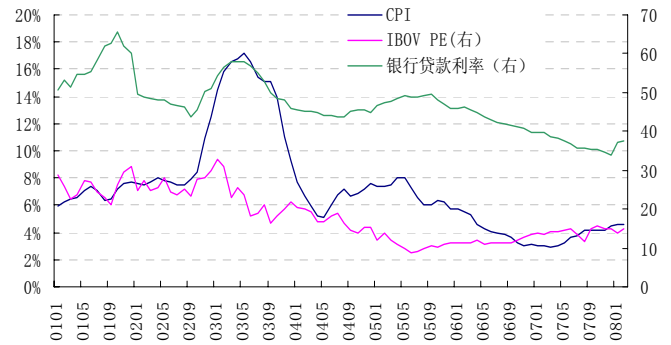
若政府未对高通胀及时采取紧缩政策,或许在短期内可以使估值和通胀一起保持在一定高位,但随着后续措施的出台,估值将是以一种剧烈、快速的方式下跌来实现反应。这种情况在新兴国家较为常见,如印度(94-97年,50-15倍的回归),巴西(30-10倍的回归)。

图3: 印度市盈率、CPI、利率



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图4: 巴西市盈率、CPI、利率



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

综上所述, 升值未必带来估值的提升, 但通胀所带来的加息往往终结高市盈率。这不仅是因为宽松的货币环境的终结, 通胀的出现也代表了劳动生产率的快速提升告一段落, 需要一定时间的调整之后才可能重新为企业盈利快速增长提供动力, 这又意味着市场对基本面预期的转变。

(3) 从 A-H 价差看 A 股成长性溢价

根据我们的观察和经验, 不同市场对于同一资产的定价差异应当主要来自于不同投资者对盈利前景预期的差异。能够及时、准确了解到上市公司盈利前景变化的投资者容易趋于过度自信, 当将这些变化外推时, 即带来某类资产估值在经济繁荣期的成长性溢价, 以及在经济衰退期的折价。我们认为A-H价差主要产生于境内外投资者对中国经济与企业盈利前景预期的差异, 换句话说, 盈利预期是估值博弈的根本。从下图中我们可以显而易见的发现, A-H价差与利润增速正相关。在经济景气向下导致利润增速下降时, A-H价差迅速缩小(03年, 04年下半年至05年上半年), 而在经济景气向上导致利润增速上升时, A-H价差迅速扩大(04年上半年, 06年下半年至07年)。从历史数据看, 25%以上的盈利增速才能支撑50%的溢价, 20%的左右的盈利增长可以支撑20-40%的溢价; 当盈利增速不足10%时, 溢价将下降到20%以下, 部分亏损公司甚至出现阶段性的折价。

图 8: A-H 价差与净利润增速



资料来源: wind, 招商证券研发中心

显然, 境内投资者对中国资产的盈利前景具有更强的前瞻性和准确性, 在经济繁荣期与资产需求旺盛的阶段倾向于把盈利高增长趋势外推, 从而在境内市场形成成长性溢价,

而相对来说折价较难出现，除非上市公司盈利出现严重衰退甚至亏损。典型的，07年关于经济长周期繁荣的思路曾一度占据市场主导地位，周期类行业因景气持续繁荣预期而获得了很高的估值水平，机械、汽车、家电、煤炭、化工等强周期行业上几乎普遍以30倍动态市盈率作为估值标准，甚至一度包括中国石油这样的巨型公司。

从A-H股价差产生于境内投资者对盈利增速外推这一机理出发，不难理解07年高达50倍的静态市盈率同样来源于投资者对07年上市公司50%盈利增速的外推，08年30倍动态市盈也正是建立于上市公司长期盈利增速保持30%的预期基础之上。但可以预期的是，一旦盈利增速回落到25%甚至更低的水平，A股面临的估值压力将逐步增大，PEG进而PE的估值模式都将面临较大调整空间。因此问题将回到经济前景下上市公司盈利增速的预期上来。

二、宏观策略：外生冲击进入第二阶段

回到盈利分析的轨道上来，宏观基本面的分析自然是第一位的，我们认为外部经济最坏的时期依然没有到来，而一旦外需放缓，预计内需无法弥补，最终估值率先于盈利而调整，换句话说，因盈利而亡的估值冲击是第一步，接下来可能是实实在在的业绩冲击。

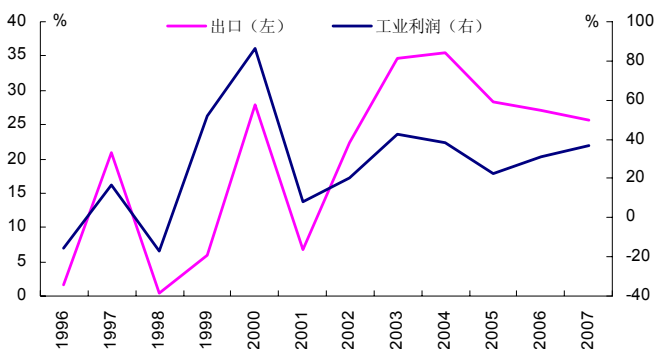
1、从估值冲击到业绩冲击

如果说过去一个季度中国股市的下跌主要是在次按危机等因素的冲击下出现的估值水平的恐慌性下跌，那么我们认为，未来外部冲击的影响将进入第二阶段，即从估值冲击到业绩冲击。这一阶段将从恐慌回归到理性，我们将看到外部冲击对相关领域的风险，同时，又会看到没有受到外部冲击的领域可能具有价值。

前一阶段次按危机、大小非解禁导致股市估值水平大幅下降，接下来一阶段将会看到外部经济下降对经济增长、对行业和公司业绩的影响；外部冲击第一阶段的影响是恐慌，是估值水平的大幅下跌，第二阶段是业绩下跌；第一阶段是泥沙俱下的阶段，第二阶段是寻找价值和规避风险的阶段。价值体现在于前期估值水平大幅下跌但业绩受影响不大的领域，风险体现在于业绩将受到影响但估值水平还没下降或者即使已经下降了领域。

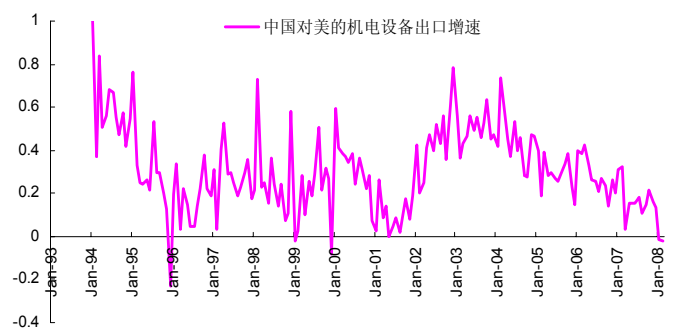
这样判断的原因是中国出口和工业利润之间的关系相当密切。出口能够在边际上明显地影响供需和价格，所以中国的工业利润增速一直跟出口之间的关系相当密切。

图5：出口增速大体上决定中国工业利润增速



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图6：中国对美国的机电设备出口已经零增长



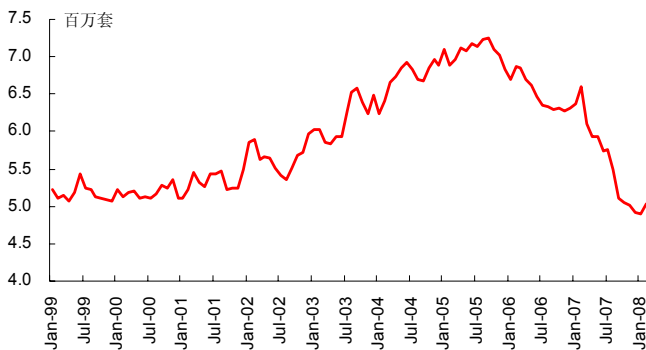
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

随着美国经济的显著放缓，中国对美国的出口正在明显减慢，尤其是机电设备出口增速已经达到负增长。毫无疑问，这种形势会逐步影响到相关诸多行业的成长和未来业绩。因此，我们判断，未来一段时间，外部冲击的影响将从第一阶段的估值冲击逐步进入到第二季段的业绩冲击。所以，外部经济的趋势仍将是我们的分析起点。

2、外部经济：最坏的时期仍未到来

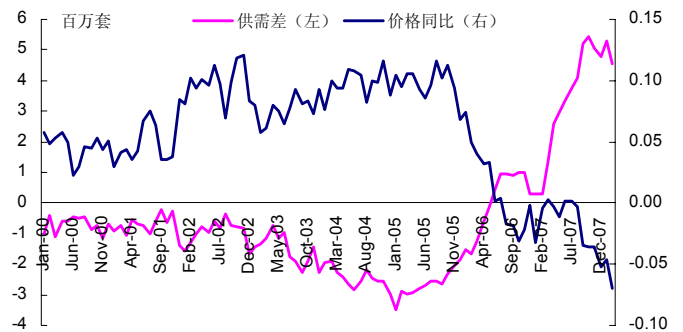
尽管二月份美国现房销售折年率达到 503 万套，环比上升 2.9%，出现了七个月来的首次温和上涨，也是 07 年十月份以来的最高水平。但是未售出的房屋库存仍有 403 万套，这意味着按照当前销售增速，仍然需要将近 10 个月的时间消化。由于现房供需差对房价的影响很大，这意味着至少在未来两三个季度之内，美国房地产价格仍面临比较大的下跌压力。可见，消化次贷危机还有很长的路要走，而信贷紧缩的过程仍将持续。

图7：美国现房销售量季调折年率2月出现回升



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

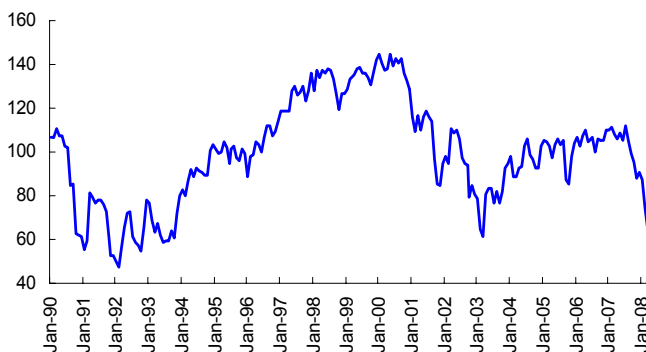
图8：美国现房销售的供需差和价格同比增速负相关



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

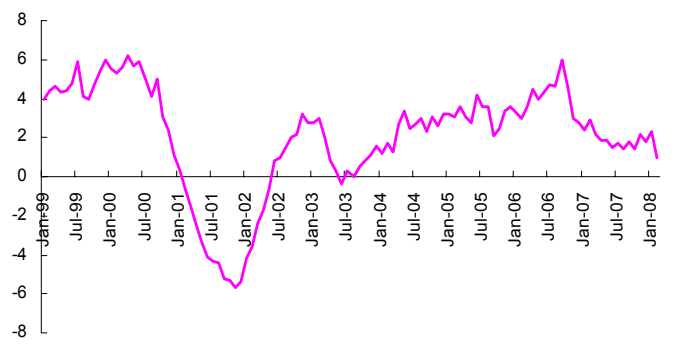
资产价格的下跌和信贷紧缩仍在使美国经济形势进一步恶化。美国消费者信心近几个月来急剧下跌，在消费下滑的影响下，预计美国工业生产很有可能进入负增长，失业率将进一步受到拖累。显然，美国经济和股市最坏的时期仍然没有到来，当美国经济衰退成为不可辩驳的事实时，近期似乎已经启稳的美国资本市场会以什么方式表现呢？我们拭目以待。

图9：美国消费者信心急剧下滑



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图10：美国工业生产可能很快会进入负增长

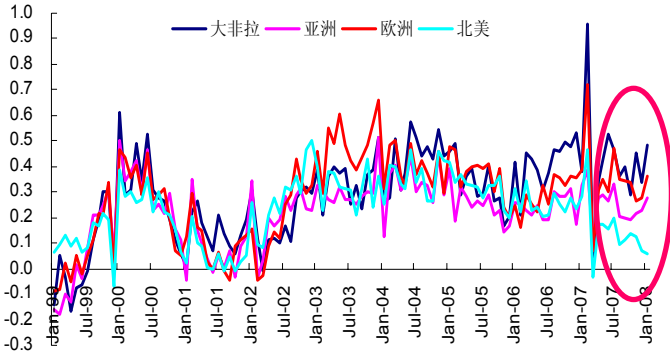


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

短期内美国已经不值得我们寄予希望，欧洲却需要关注。欧元区的情况同样不乐观，美国经济放缓对欧洲的影响将日益显著，欧元区先行指标也仍在快速下滑，未来数月我们很可能将看到欧洲经济增长的进一步回落。

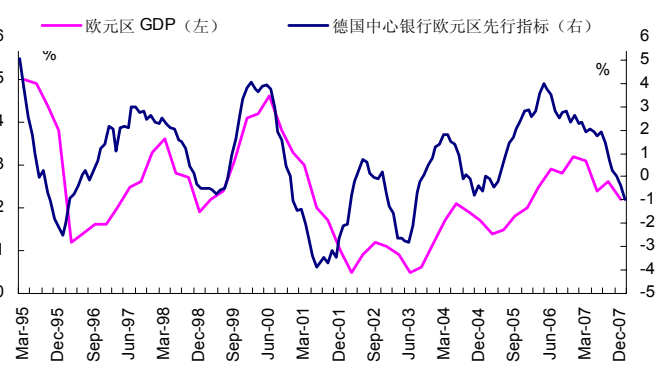
但是，去年四季度以来，中国对欧洲的出口走出了与美国相背离的走势，我们相信这种趋势不具有长期可持续性。

图11: 07年四季度中国对亚欧和对北美出口走势的背离可能不具有持续性



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图12: 欧元区先行指标迅速下降暗示未来经济增长趋势回落



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

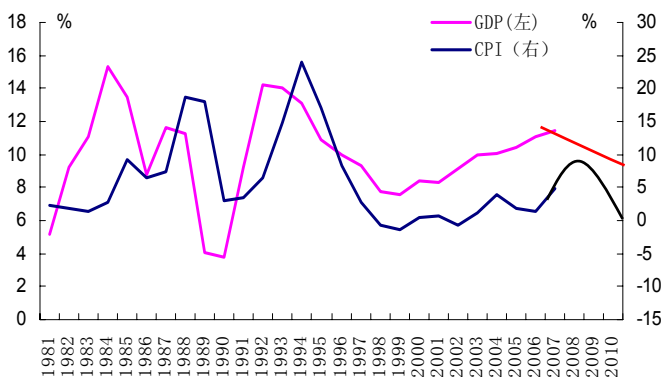
3、外需若减速，内需无法弥补

(1) 外需若减弱，内需无法弥补

另一个分歧比较大的问题是，如果外需放缓了，能不能通过启动内需来弥补外需放缓的影响。我们认为，如果外需减弱，内需无法弥补。

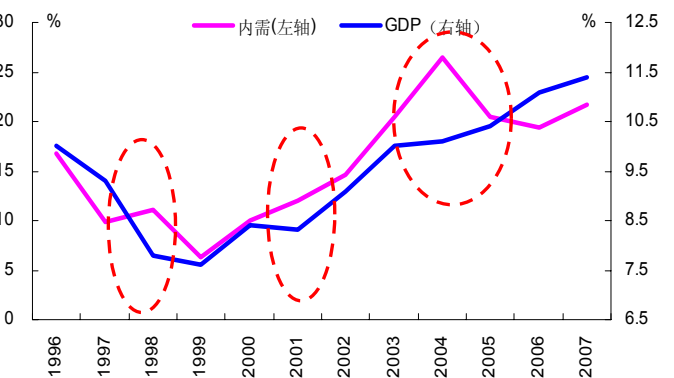
其一，通胀压力限制政府放松调控政策的空间，内需不但无法启动，甚至还会受到抑制。我们前面提到过，通胀滞后于经济增长 1-2 年，所以通胀形势不仅会限制政策放松，而且控制通胀可能使本已面临减速的经济进一步承受调控压力，80 年代、90 年代经济周期出现拐点时无不如此。

图13: 通胀往往滞后于经济增长1-2年左右



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图14: 外需的作用内需无法弥补



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

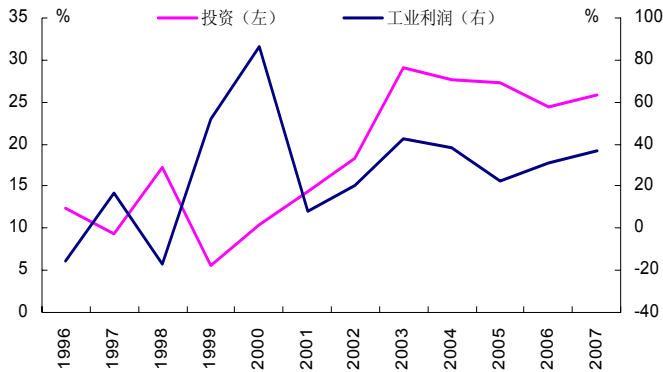
其二，即便下半年通胀压力消失了，启动内需也无法弥补外需下降对经济增长的影响。以 1998 年和 2001 年为例，这两年因为亚洲金融危机和美国经济衰退的原因，中国的出口受到影响而下滑，当年中国政府确实通过加大固定资产投资等措施来启动内需，内需增速确实也出现了加速。然而，从这两年的经济增长速度看，GDP 并没有因为内需的加速而提高反而出现下降，这说明内需加速不能弥补外需减速对经济增长的打击。

上述的事实说明，在中国经济增长波动中，外需似乎起着异常重要的作用。这也提示我们，对经济增长的理解，可能不仅仅要局限于数字，造成事物质变的未必一定是数量，还有可能是结构变化，有时候结构的变化是无法用数量来弥补的。

(2) 出口左右利润，利润影响投资

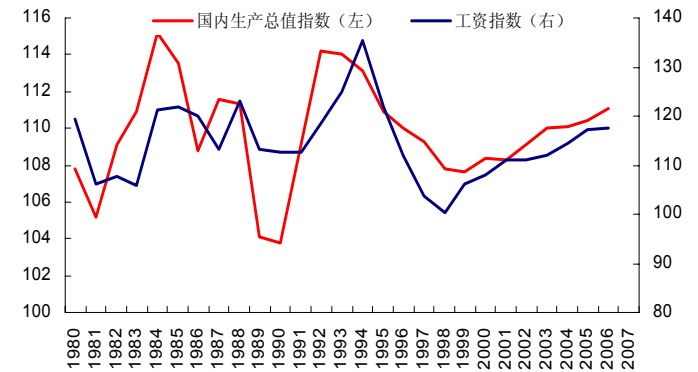
外需之所以在中国经济增长波动中起着至关重要的作用，原因在于出口在边际上能够明显地影响供需，以及企业利润增速的波动，而企业利润波动又会影响企业固定资产投资。从时间上看，出口和企业利润增速大约同步波动，而投资滞后于利润波动约一年。

图15: 工业利润增速波动影响次年的固定资产投资



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图16: 工资增长波动滞后于GDP



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

根据上述逻辑，今年一旦出口出现明显下滑，今年的工业利润增速也将出现同步明显下滑，这意味着明年固定资产投资增速将出现明显减速。但需要指出的是，去年企业利润比较高的增速决定了今年投资增速不会出现明显放缓。

我们顺便再来看看消费的波动特征。消费取决于收入，从工资指数和 GDP 指数之间的关系看，工资指数波动往往滞后于 GDP 一年左右。所以，按照我们上文的判断，如果今年出现经济增长拐点的话，那么意味着今年工资增长和消费增长是个高点，明年将出现回落。

按照这个逻辑：出口增长年内可能出现明显回落，利润增速很可能伴随出口而明显放缓；受利润波动影响，投资明年可能出现显著放缓但是今年不可能出现明显回落；消费景气年内出现新高。显然，今年很可能是经济周期调整过程中的过渡年，消费类行业的景气总体滞后于经济周期波动，但是出口类消费制造业会受到出口放缓的影响景气拐点会提前出现；原材料、能源类滞后于投资和出口，受投资直接影响，受出口间接影响。今年不会是最坏，机会仍然存在。

三、行业比较：从成本压力到需求回落

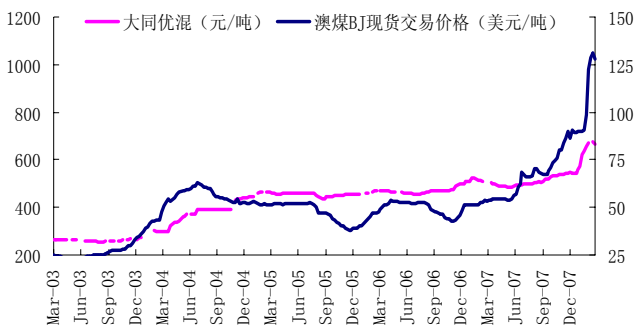
中观层面的行业比较进一步验证宏观层面的判断，成本或将成为中国制造业不可承受之重：一方面，要素成本的上升，带来三费比率的提升；另一方面，资源进口成本的上升也导致毛利率继续下滑。如此，对大多数工业企业而言，成本压力最终将表现为需求回落，制造业景气高点将渐次到来。以下我们将对各个大类产业逐一展开分析，以求对2008年上游制造业的产业景气有一个全面而系统的跟踪和预判。

1、周期性制造业：景气高点可能渐次出现

(1) 能源及公用事业：价格管制的悖论

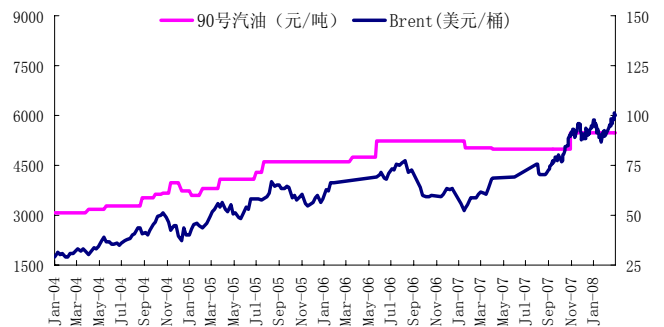
随着能源领域价格管制的愈演愈烈，国际国内价差进一步扩大。首先，国际原油价格近一年以来从 50 美元上涨到 100 美元/桶以上，国内成品油价格仅仅上调了 800 元/吨，石油化工行业景气大幅下滑；其次，近期澳煤现货价格飙升至 125 美元/吨以上，国内大同优混煤价仅 600 元/吨左右，国际国内煤价价差急剧攀升，这说明国内的煤炭价格也是相对低估的；第三，通胀压力下，煤电联动无法实施，也不存在分地区的联动。因此，除煤炭之外，石油和电力行业景气受制于价格管制，在宏观紧缩周期中的防御价值被大打折扣。

图17：煤价的中外对比



资料来源：Wind，招商证券研发中心

图18：油价的中外对比

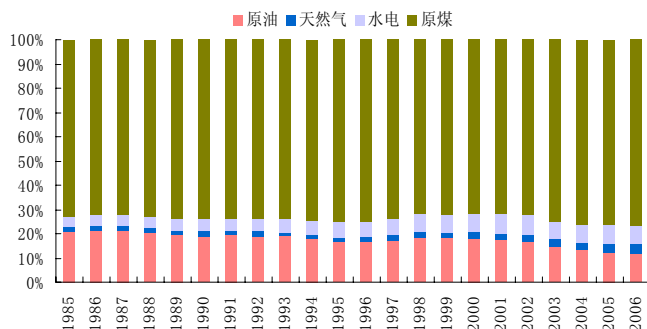


资料来源：Wind，招商证券研发中心

我国的能源生产结构显示煤炭作为中国的主要能源，近几年依赖度有所上升，06 年原煤在能源生产总量中的占比高达 76.68%，为 1985 年以来最高水平。主要能源——煤炭价格的低估和石油电力的价格管制带来的阻断作用，实际是在纵容国内的高投资，反过来通过成本推动又引发全球高通胀，所以最终政策本身可能陷入一种悖论：试图通过价格管制抑制高通胀，却又引发了高通胀。

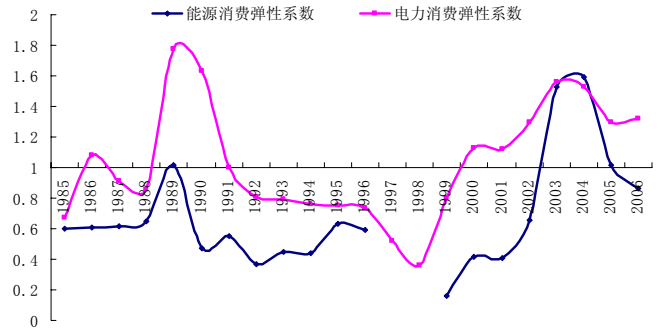
当然高投资并不必然引发高通胀，当前能源价格政策的一个潜在风险是，能源低估刺激了上游重化工业行业的高投资，短期内起到延缓全球性商品牛市的作用，但是一旦新增产能大幅释放，消费（内需加出口）不能跟上，通货膨胀可能快速演变为通货紧缩，国内制造业存在毛利率急剧恶化、利润率大幅下滑的风险。我们认为中国的能源价格体系必将进行调整，国际能源价格的持续高位可能迫使国内调整政策思路，那或许预示着国内高投资的终结。

图19：我国的能源生产结构（1985-2006）



资料来源：Wind，招商证券研发中心

图20：能源和电力消费弹性系数（1985-2006）



资料来源：Wind，招商证券研发中心

(2) 原材料：暂时的商品牛市的受益者

供给和需求的波动决定了行业的景气周期，一方面，从需求层面来看，提价之后下游需求是否受到抑制是原材料行业景气发生转折的关键，另一方面，从供给层面来看，产能扩张速度和成本控制能力决定行业景气滑落的先后次序。以下我们先重点分析各原材料行业产能供给状况和成本控制能力。

表 1：主要原材料行业的产能状况

行业	淘汰落后产能状况	最新一轮产能扩张期	产能周期	预计产能释放期
钢铁	2007年淘汰落后炼铁能力3000万吨，炼钢能力3500万吨，2010年前淘汰落后炼铁能力1亿吨，炼钢能力5500万吨。	07年	3-5年	09-10年
水泥	“十一五”时期淘汰落后水泥产能2.5亿吨。	07年	1-2年	08年底，09年
有色	“十一五”时期淘汰小型预焙槽电解铝65万吨	07年	1-2年	08-10年
化工	“十一五”时期淘汰6300千伏安以下炉型电石产能200万吨。	07年	1-2年	纯碱09年，草甘膦09年，钾肥全球基本平衡，但有部分产能未开启
造纸	2006年至2010年，全国淘汰落后造纸产能的年度目标分别为210.5万吨、230万吨、106.5万吨、50.7万吨和52.3万吨，合计减排化学需氧量(COD)47万吨。	07年	1-1.5年	08年底，09年

资料来源：招商证券研发中心

就原材料行业的成本控制能力而言，考虑到投资反弹的速度、淘汰落后产能的状况以及各行业的产能周期略有不同，我们判断钢铁和造纸供需较为偏紧，建材供需紧张状况开始缓和，景气短期内有望维持上升趋势；而有色、化学原料、化学纤维 08 年底、09 年初产能过剩有所显现，景气可能最先滑落。

表 2：基础原材料行业对成本控制能力分析

	主要原材料	上游进口依赖度	上游集中度	成本控制能力	成本结构	
钢铁	铁矿石	54%	三大（BHP、CRVD、Rito Tinto）占 70%	一般	铁矿石与运价占 55-60%	
有色	铝	铝土矿	60%	五大（Rito Tinto Alcan、Alcoa、UC Rusal、BHP、Alumina）占 50%	一般	冶炼原材料占 90%左右
	铜	精铜矿	60%	四大（BHP、Freeport、Codelco、Anglo American）占 60%	弱	
	锌	精锌矿	30%	前五大占 20-30%	一般	
	锡	精锡矿	低	中国、印尼和秘鲁三国储量占 85%	强	
	钨	钨精矿	低	中国储量占 49%	强	
建材	水泥	石灰石	低	低	强	煤占 62%，原材料占 21%，制造费用占 11%，人工占 2%（以海螺水泥为例）
	平板玻璃	纯碱	低	一般	一般	纯碱 20%，重油 30-45%
造纸	造纸	纸浆	46%	高（俄罗斯、北美）	强	原材料纸浆占 70%-80%
化工	钾肥	光卤石		高（俄罗斯、加拿大）	强	光卤石占 60-70%
	氮肥	煤、天然气	低	低	一般	煤电占 70-80%
	磷肥	磷矿石、硫酸	硫磺进口依赖高	高（加拿大、中东和俄罗斯）	一般	品种较多，原材料占 60-70%
	纯碱	原盐	低	低	一般	原盐占 40%左右
	化纤	石油、棉短绒	高	低	一般	

资料来源：招商证券研发中心，注：由于产品差异性，表中数据更多是数量级概念，定性指标分为低（弱）、一般、高（强）3个级别。

就原材料行业的成本控制能力而言，原材料、海运费、燃料动力是大宗原材料加工业的主要成本所在，中国在钢铁、基本有色品种上资源匮乏，缺乏话语权，且这些上游资源大多为在全球范围内的垄断企业，因此我们对上游缺少议价能力，往往只能被动接受成本涨价，其后果一是毛利率下降，二是向下游转嫁。上游资源最典型的代表是铁矿石高达 65% 的涨价和铜加工费 21% 的下降（取消价格分享条款）。

相对而言，建材、化工和造纸这三个行业，大部分龙头公司均是一体化公司，具有一定的资源优势，相应地在成本大幅上涨的过程中，企业能够充分享受低成本、高价格带来的业绩增长。

（3）工业品：多重成本压力下的利润求解

在这新一轮的原材料价格上涨过程中，处于中游的工业品毫无疑问是成本压力的最大承担者。而化解成本压力的手段归纳起来无外乎以下三种：一是产品提价、毛利提升，二是收入扩张、三费节省，三是技术创新、节支增效。

第一种方法演变的结果是成本推动型通货膨胀，根据我们前文的分析，短期会影响高估值，长期会影响需求，并不可取；第二种方法，在要素价格重估（利率上升、工资上涨）的背景下，已经很难实现。因此，从长期来看唯有依靠技术创新、节支增效。

从实际情况看，工程机械行业中，柳工、厦工和龙工在 2008 年已经提高装载机价格 3%-5%，可以消化部分成本压力。汽车行业中，影响较大的是商用车和低附加值的轿车，对于上市公司中利润占比较大的高附加值轿车产品影响较小。家电行业中，白电行业由于集中度的提高，已经具备较强的成本转嫁能力，钢成本占比最大的洗衣机首先提价，整体提价在 5% 左右，可以覆盖成本上涨幅度。电力设备行业中，其材料主要为钢、铜、铝，原材料的上涨以及合同成本的锁定特点，只会导致毛利率的稍微下滑，但由于其产能利用率和集中度的高度化，提价能力强。

表 3：工业品行业的成本转嫁能力分析

子行业	产量占全球比例	产能利用率	集中度	钢材成本占营业成本比例	提价能力	出口比例	国际价差
船舶	22%	100%	高	15% - 20%	合同订价（封闭性）	70%	无
工程机械	30%	70-75%（过剩）	低	8-20%不等	提价幅度小于成本上升幅度	15%	15%-40%
集装箱	90%	60%（过剩）	高	40% - 50%	低	90%	无
发电设备		100%	高	不同产品差异大	一般若原料上涨 5% 以上，订单价格可以调整	较少	
输变电设备		各产品不一	二次设备较高		一般	较少	

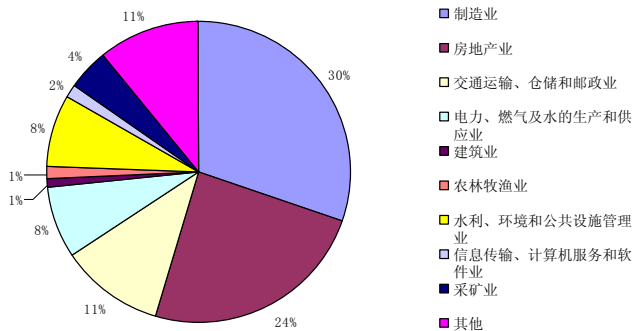
注：由于各行业的产品差异性，表中数据更多是数量级概念，定性指标分为低、一般、高 3 个级别。
资料来源：招商证券研发中心

工业品子行业中除船舶、发电设备产能利用率较高外，其它的子行业大都存在产能过剩的局面，并且集中度不高，因此提价能力不足，提价幅度也较难覆盖成本上升的成本（当然我们也不排除其中蕴含的个别具有高附加值的子行业的机会）。销售额的增长取决于下游需求（内需加出口）的旺盛程度。由于外需出现一定幅度的回落，我们认为，当前机械板块的需求更多的是取决于内需固定资产投资的情况。

对于目前饱受成本压力的中游机械装备行业而言，我们判断短期内稳定的投资需求将是化解成本压力的关键，从长期来看，寻求产业的有序升级，依托技术创新和产业升级，发展对能源、上游原材料依赖度较低的技术密集型产业将是唯一出路。在出口下降、而消费的真正启动尚需时日的情况下，我们判断 08 年的投资增速会维持在与 07 年相当的水平，至少不会出现明显下降，这将对机械装备行业的需求形成较强支撑。目前投资

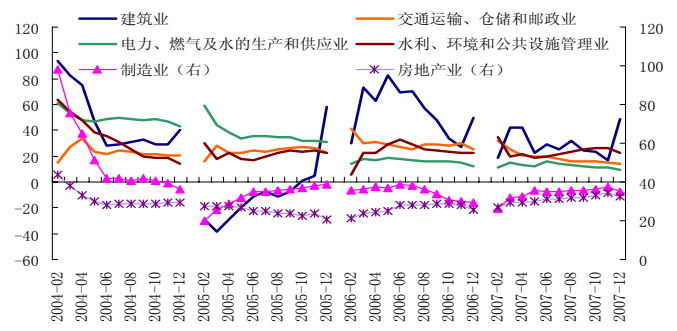
品的需求更多取决于政策的调控措施，由于国家对电力投资的相对确定性，电力设备优于工程机械；从已有盈利水平看，专用设备优于通用设备。

图21: 中国固定资产投资结构



资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图22: 主要行业固定资产投资增速



资料来源: Wind, 招商证券研发中心

综上所述，我们对上游周期性制造业的未来景气做如下总结：

- 就 08 年而言，国内投资“无近忧有远虑”，今年上半年利润继续向原材料行业集中，原材料行业将保持相对景气，处于产业链终端的装备制造业继续承受较大的成本压力，通胀下的价格管制继续抑制能源和公用事业的景气；到了下半年，利润有望向能源和公用事业集中，相应地原材料行业的景气高点渐次出现，装备制造业则有望在技术创新和产业升级中迎来底部复苏。
- 而从中长期角度来看，我们坚持认为，高投资的终结对上游制造业影响将非常深远，尤其原材料行业在高投资过后，景气可能大幅下滑，其投资机会则更多依靠产业整合，具有资源和高附加值产出的龙头公司将从中受益。

表 4: 周期性行业的景气评价

行业	行业	产业集中度	供需状况	资源(原材料) 进口依赖度	提价能力	毛利率趋势	未来三至六个月景气
能源及公用事业	石油化工	高	偏紧	低	弱(价格管制)	下降	景气下降
	煤炭	低	偏紧	低	强	上升	景气上升
	电力	高	平衡	低	弱(价格管制)	下降	景气下降
原材料	钢铁	一般	改善	高	较强	略微上升	高位震荡
	有色(铜、铝)	高	略有过剩	高	一般	下降	景气下滑
	建材	高	改善	低	较强	略微下降	持续景气
	造纸	高	改善	高	较强	上升	景气上升
	钾肥	高	供不应求	低	强	上升	持续景气
	氮肥	低	过剩	低	弱(价格管制)	下降	景气下降
	磷肥	低	过剩	高(硫酸)	弱(价格管制)	下降	景气下降
工业品	工程机械	低	平衡	低	提价幅度小于成本涨幅	下降	高位震荡
	电力设备	高/一般	良好	高	产品差异大	略微下降	持续景气
	造船	高	平衡	中	合同定价	高位震荡	景气下降
	集装箱	高	略有过剩	低	低	下降	景气下降

资料来源: 招商证券研发中心

2、消费及服务行业：可选消费品景气放缓，服务业景气向好

我们将消费及其服务业分成可选消费品、消费服务业以及日常消费品三类，比较而言，

可选消费品面临出口放缓和成本上涨压力，景气可能放缓；消费服务业整体景气状况良好，传媒和旅游龙头公司的业绩下调压力不大，在估值接轨后值得重点关注；而日常消费品继续看好高端消费品，低端消费品仍将受制于价格管制，提示农业板块补跌风险。

(1) 可选消费品：尽管已开始提价，但遭遇出口放缓和成本上升

可选消费品行业以汽车、家电和纺织服装为主，从我们跟踪的数据来看，汽车和家电跟我们前面分析的机械装备一样，在钢价等原材料价格大幅上涨的背景下，目前正在承担较大的成本压力。

表 5：部分消费品行业的成本转嫁能力分析

子行业	产量占世界比例	产能利用率	集中度	直接采购钢材成本/营业成本	提价能力	出口比例
汽车	12%	80%	前三占 15%	10%-20% (商用车)	低 (高端品影响小)	7%
家电	空调 70%，冰洗 40-50%	空调较高	空调最大 (前 1 占 30%，前 3 占 60%)；冰洗次之 (前 1 占 20%-30%)	洗衣机 20%，空调 15%，冰箱 15%	白电高，可以覆盖成本，上涨幅度	空调 40%，冰箱 40%，洗衣机 30%

资料来源：招商证券研发中心

注：由于各行业中产品的差异性，表中数据并不表示精确的数字，更多的是数量级的概念。

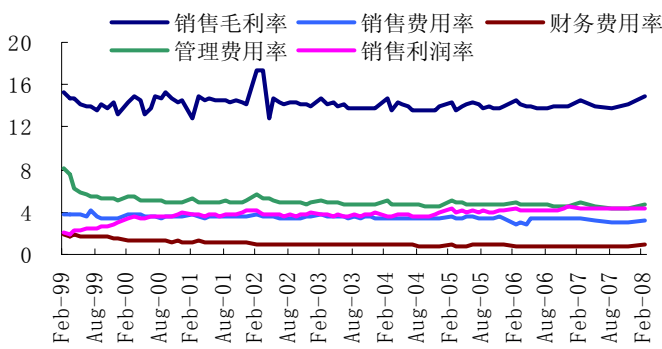
最新的 2008 年 1-2 月的行业效益数据也可以反映汽车和家电行业景气正面临下滑的风险，汽车行业毛利率下滑趋势明显，家电因提价毛利率继续居于高位，但是三费比率在上升，因此销售利润率两者都是明显下滑的。

表 6：2008 年 1-2 月份汽车和家电行业景气跟踪

细分子行业	景气判断	时间	销售毛利率	销售费用率	财务费用率	管理费用率	销售利润率	收入增速	利润增速
汽车	下降景气	Feb-07	15.61	3.27	0.40	5.14	5.53	33.32	71.97
		Nov-07	15.34	3.29	0.58	4.80	6.31	31.47	64.86
		Feb-08	15.04	3.17	0.54	4.90	5.57	28.29	29.24
家电	持续景气	Feb-07	14.28	6.42	0.72	3.74	1.93	25.96	22.50
		Nov-07	13.92	6.39	0.72	3.29	3.06	29.73	64.26
		Feb-08	15.07	6.91	0.87	3.94	2.69	24.36	75.81

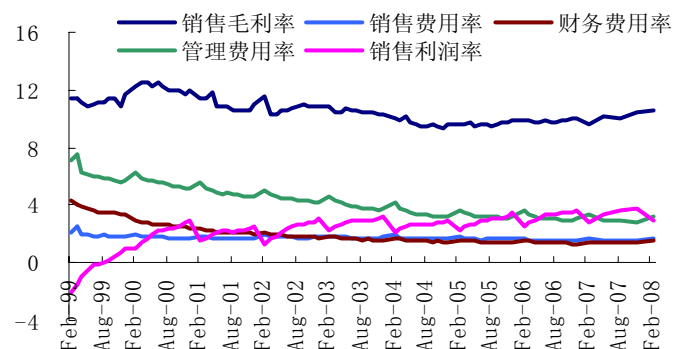
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 23：纺织服装制造业销售利润率分解



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 24：纺织业销售利润率分解



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

(2) 消费服务业：行业景气向好，估值接轨后值得关注

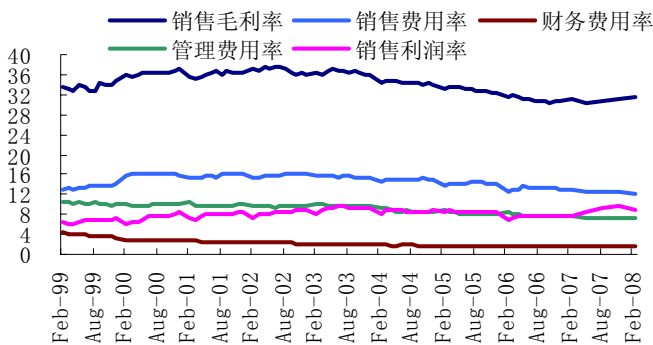
消费服务业整体景气状况良好，传媒和旅游行业龙头公司的业绩下调压力不大，在估值接轨后值得重点关注。

我们的旅游行业分析师苏平认为，旅游行业继续加速增长，雪灾对全年影响可以忽略。旅游板块相对估值处于合理水平，目前 A 股重点旅游公司 08 年 PE 大多介于 30-40 之

间，为市场的 1.5-2.0 倍。发达国家旅游公司市盈率约为大盘的 1.4 倍。东南亚旅游公司平均市盈率约为大盘的 1.6 倍。维持行业推荐评级，重点推荐华侨城、丽江旅游和黄山旅游。

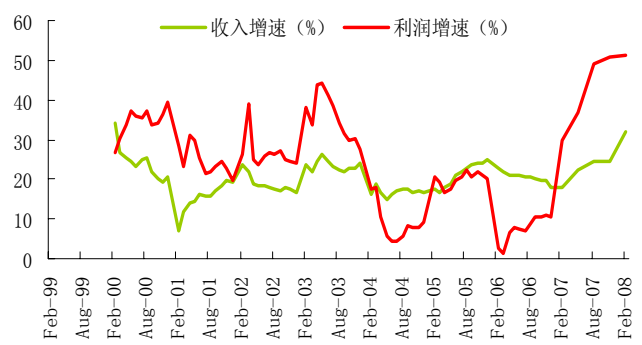
我们的医药行业分析师张明芳认为，三大因素继续支持医药板块高景气度。1、医改方案将于4月向社会公布，预计讨论2月之后，将出台9个配套实施细则。08年药品消费市场扩容将超过1000亿元。2、国家基本药物目录有望在6月公布，国家对基本药物实行“定点生产”将促使市场份额向品牌西药和品牌中药集中，实行“集中配送”将促进商业份额向区域性商业龙头集中。3、新的《药品注册管理办法》07年10月以来新药获批的数量大幅度上升。我们预计08年新药批件量较07年有明显增加。

图25：医药行业销售利润率拆解



资料来源：Wind，招商证券研发中心

图26：医药行业利润增速



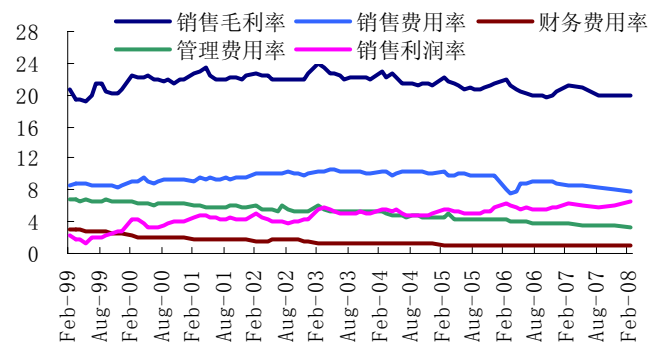
资料来源：Wind，招商证券研发中心

(3) 日常消费品：继续看好高端消费品

日常消费品行业中，我们继续看好高端消费品，低端消费品仍将受制于价格管制，提示投资者谨慎农业板块的补跌风险。我们的食品饮料分析师朱卫华认为，高端品需求拉动仍显著，大众品成本推动待化解，看好高端品的总体方针没有改变。高端品三子行业白酒、红酒、黄酒业由于二季度都处于销售淡季，它们的上下波动幅度小于大盘，尤其是业绩高增长、且确定性强的茅台、张裕、泸州老窖、水井坊，抗跌性非常好，预计高端品板块四季度才能获得绝对回报。

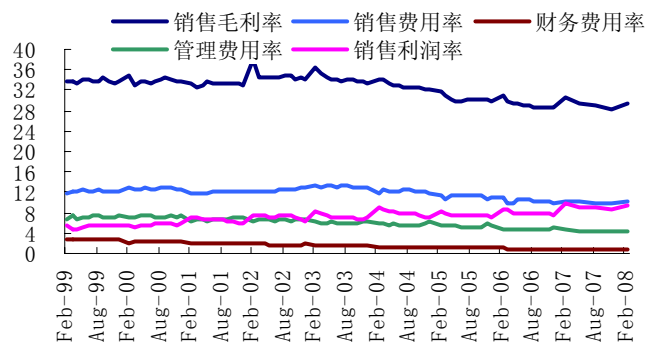
对于农业板块，我们的农业分析师黄璐提醒投资者谨慎农业板块补跌风险。我国农业基础薄弱，农业类上市公司实力一般较弱，从以披露的 07 年年报可见，绝大部分农业公司业绩都低于市场预期，加之 3 月份农业股未随大盘调整，整体估值定位不低，有向国际估值得接轨的需求。

图27：食品制造业销售利润率分解



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图28：饮料制造业销售利润率分解



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

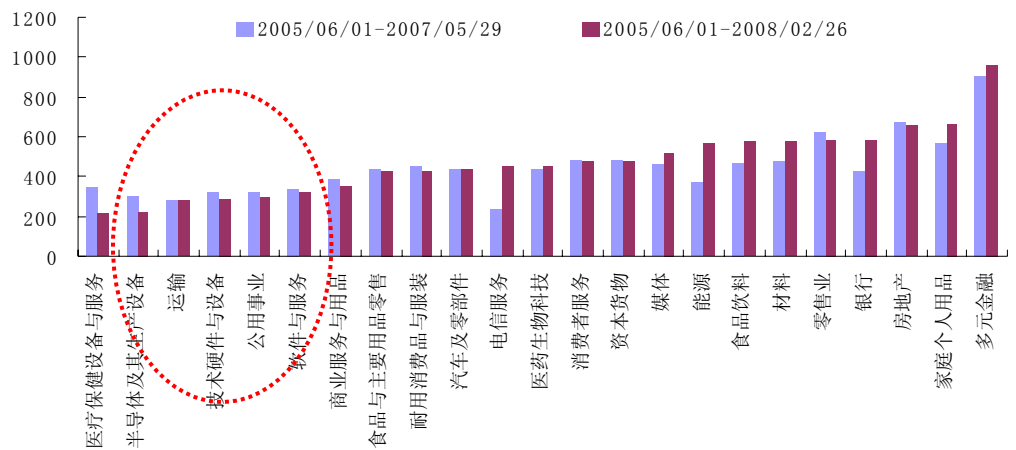
3、TMT 产业：08 年可能有惊喜

TMT 产业主要涵盖信息技术、通讯和传媒三大行业，在 05-07 年这一轮牛市中基本成为被遗忘的角落，那么如今是否会在弱市爆发，这是我们单独作重点分析的初衷。

(1) 牛市被遗忘的原因：传统制造业的崛起

本轮牛市 TMT 产业中除了传媒和通讯行业表现较强以外，其他如电子元器件、软件和服务、技术硬件和设备等行业表现都明显弱于大盘。我们认为其主要原因在于本轮中国经济的繁荣是中国传统制造业的崛起过程，依靠的是中国低廉的生产要素，包括劳动力、土地和电力、煤炭以及环境等，而并非依靠科技进步，因此从中观层面来看，原材料、工业品等行业由于利润高速增长，估值也快速提升，而 TMT 产业要么是由于并购整合刺激，估值提升推动股价上涨（如通信、传媒），要么是业绩增长缓慢，表现不是很强（如半导体、软件和服务、硬件及设备）。

图 29：TMT 产业（除媒体和通讯）基本是本轮牛市中被遗忘的角落

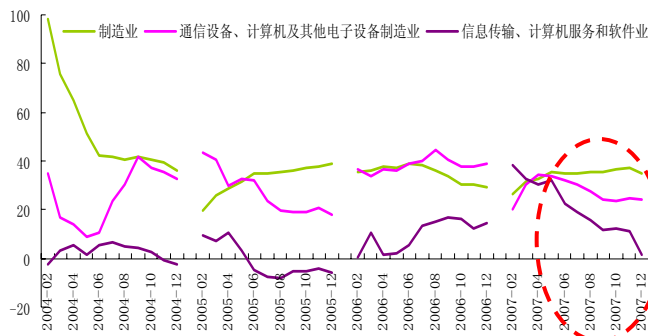


数据来源：Wind，招商证券研发中心

(2) 08 年可能有惊喜：经济下滑对投资的抑制超过对需求的影响

电子信息产业的产能周期有独立于经济周期的趋势，经济滑落对需求的正面影响不及投资滑落对供给的正面影响，07 年行业不景气，08 年行业可能会相对景气，在传统产业面临景气下滑的背景下，科技产业的相对优势可能会在 08 年有个集中体现。近两年器件行业投资较快，处于景气周期中，但是景气波动比过去有所平滑。预计器件行业景气 07 年可能是高点，相反元件行业景气可能比 07 年要好，投资增速已经有很大放缓。

图 30：TMT 固定资产投资增速对比 (%)



资料来源：Wind，招商证券研发中心

表 7：电子器件和电子元件的行业利润增速对比

	电子元件		电子器件	
	06 年上半年	07 年上半年	06 年上半年	07 年上半年
投资增速	66.6	13.6	31.9	55.7
利润增速	47.6		61.7	

资料来源：信息产业部，招商证券研发中心

(3) 重点子行业的景气判断

根据以上分析，TMT 产业在二季度乃至下半年都是值得关注的，具体子行业景气跟踪如下表，我们认为，偏硬产业中电子元件、通信设备以及电子专用设备 08 年行业景气有望向好，值得重点关注。

表 8：TMT 子行业景气跟踪

	子行业	景气评价	细分子行业	重点公司
偏软产业	软件与服务	软件景气良好，外包更胜一筹，宽带互联网呈现高速增长态势。	软件外包 宽带互联网	东软股份 鹏博士
	传媒	景气持续向好，出版业走在体制改革前列，数字化加速释放有线电视产业投资价值。	传媒	博瑞传播 歌华有线
	通信服务	3G 和重组提升公司价值	通信	中国联通
偏硬产业	电子元件	元件相对单一，07 年产能扩张较慢，08 年可能复苏。	覆铜板 PCB 制造 元件及组件制造	生益科技 超声电子 顺络电子 法拉电子
	电子器件	下游技术较为成熟，短期景气较强，但 07 年投资增速较快。	LCD 激光器件 硅材料 光电子器件 集成电路 分立器件	京东方 莱宝高科 大族激光 有研硅谷 联创光电 华微电子 长电科技 华微电子
	计算机及电子专用设备	计算机硬件行业没有行业性投资机会，电子设备行业存在部分机会。	ATM 设备 电子标签	广电运通 御银股份 远望谷 恒宝股份
	通讯设备	08 年国内通讯行业整合及 3G 的推出将带来设备投资的高增长。	电信设备	中兴通讯

数据来源：招商证券研发中心

四、行业配置：迎接估值接轨、规避盈利调整

A 股市场的第二次估值国际化不会一次到位，新旧估值理念的冲突必将引发市场的剧烈震荡。估值压力阶段性充分释放后，考虑政策支持与减持压力，预计二季度 A 股市场将震荡反弹；但长期走势仍取决于经济调整的实现方式和盈利回落的剧烈程度。

我们建议在一季度深幅调整的基础上，二季度可以适度参与反弹，但更重要的是为下半年做准备，从而在行业配置方面需要做到以下两点：一、重归价值发现，规避盈利调整；二、立足产业布局，迎接估值接轨。

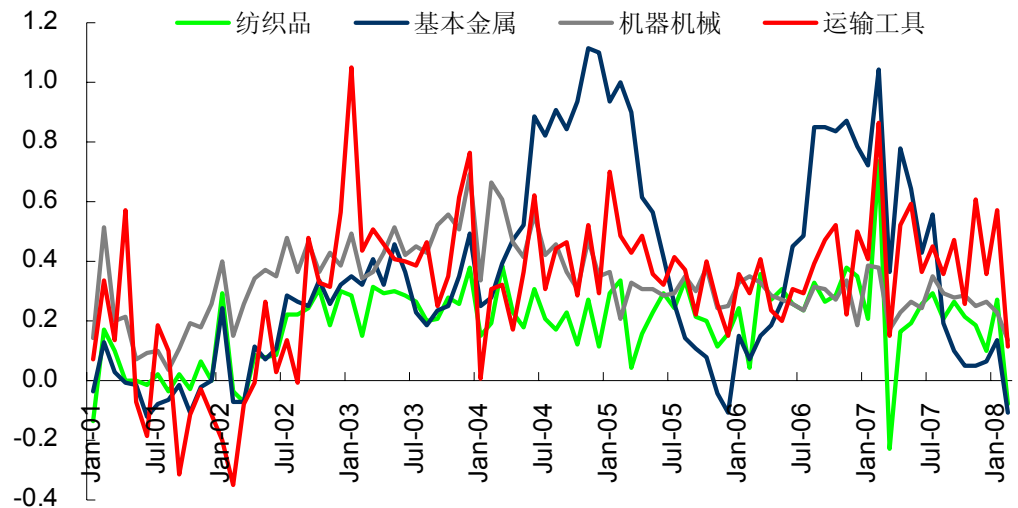
1、投资思路：规避盈利调整，迎接估值接轨

(1) 重归价值发现，规避盈利调整

正如前文所述，外部冲击的第二阶段是寻找价值和规避风险的阶段，价值体现在于前期估值水平大幅下跌但业绩受影响不大的领域，风险体现在于业绩将受到影响但估值水平还没下降或者即使已经下降了领域。

从中国出口的主要类别看，纺织、基本金属都已经出现负增长，而机电和运输工具的出口增速也在明显下降，显然这些贸易品行业会首先受到业绩冲击。间接地，这些出口行业的影响也会传导到相应的原材料和投资品行业，而不可贸易型的消费品行业将最后受到冲击。

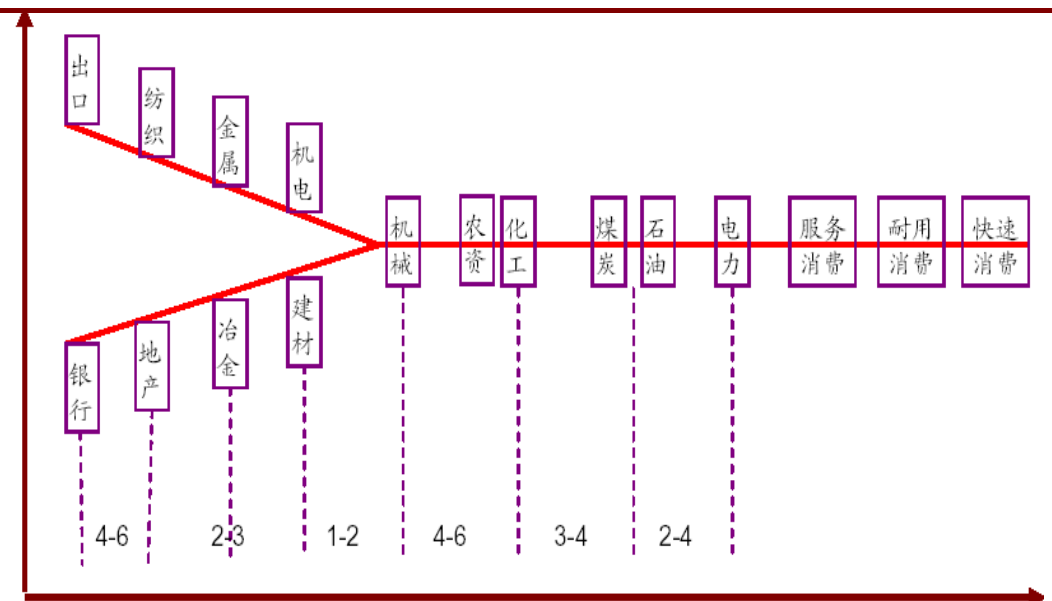
图 31：中国主要出口产品增速近来出现不同程度下降



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

从行业景气传导角度看，景气传导较慢的行业主要是上游的采掘类和下游的消费品类，因此，从重归价值发现、规避盈利调整的角度来看，我们建议关注非贸易型的消费品和景气仍没有走完的采掘类行业。相比较而言，中游原材料行业可能出现不温不火的局面，而下游的制造业目前仍面临着需求下滑和成本上升的双重压力。同时，我们关注货币政策是否松动及其对金融地产的影响，但同时我们也关注通胀局面下货币政策松动是否具有可持续性。

图 32：经济波动和产业轮动图谱



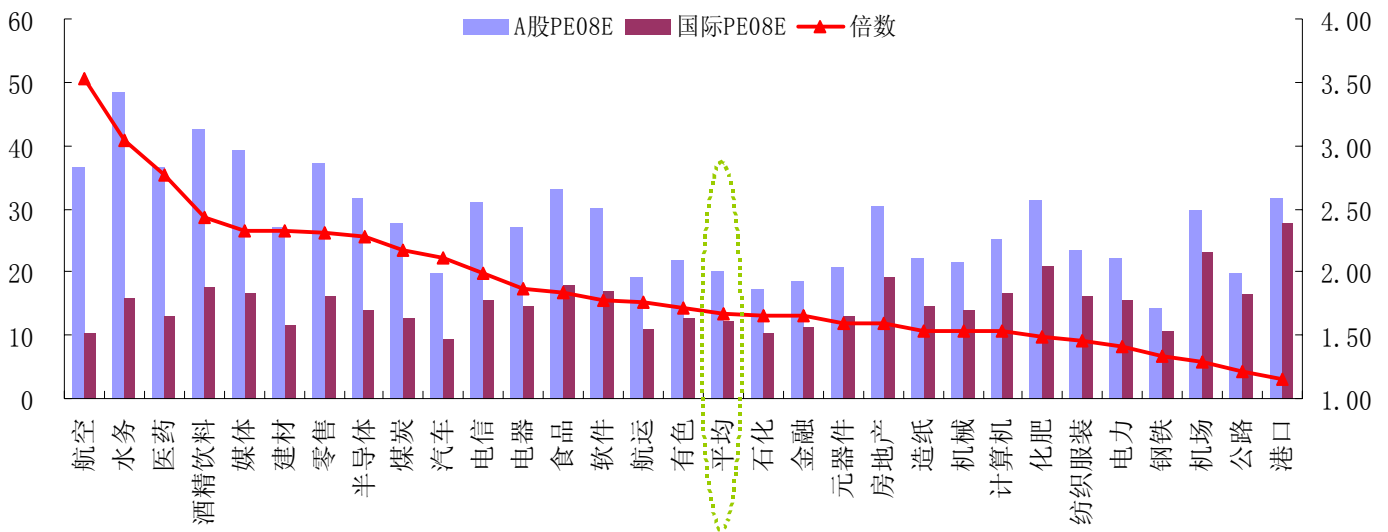
注：横轴的数字表示两个产业景气高点的时间间隔，以月为单位。

资料来源：招商证券研发中心

(2) 立足产业布局，迎接估值接轨

分行业的国际估值比较显示，部分行业例如机械、房地产、金融已经开始与国际估值接轨，但是医药、汽车、电器与国际估值差距依然较大，这说明第二次国际估值接轨仍然没有结束，部分行业才刚刚开始，因此在二季度我们建议在规避盈利调整的同时，必须立足产业布局，行业配置的重点应该更加倾向于产业结构调整中符合产业发展趋势的行业，对景气高点尚未形成但估值仍需接轨的行业需要保持谨慎，这也是我们前面在分析周期性制造业时难以回避的一个问题，原材料行业二季度或将面临估值冲击，机械装备则面临盈利冲击，从而整体而言，周期性制造业将失去持续性的行业机会。

图 33: 分行业国际估值比较 (2008 年 4 月 8 日)



资料来源：招商证券研发中心

2、行业配置：超配最上游（煤炭）和最下游（消费服务、TMT）

在以上投资思路的指导下，我们对出口相关的行业以及遭受成本压力的行业，继续予以低配；而能够享受价格上涨的周期性制造业予以标配；估值已非过去的高高在上，同时业绩调整压力不大的消费类予以超配，景气相反处于回升期的 TMT 产业，也予以超配。

具体行业配置见下表 9，二季度我们超配以下 12 个子行业：**煤炭、造纸、建筑与工程、旅游、传媒、零售、医药、饮料、银行、地产、软件与服务、通信及设备**，其中大市值的行业有银行、煤炭、零售、医药、饮料。

表 9：行业资产配置表（2008 年 2 季度）

板块名称	流通市值(亿元)	标配比例(%)	建议比例(%)	比例变化(%)	配置状态
能源	5063.32	6.7	6.8	0.1	标配
石油	2301.69	3.05	2.95	-0.1	低配
煤炭	2761.63	3.65	3.85	0.2	超配
材料	12374.24	16.38	15.48	-0.9	低配
化工	3904.85	5.17	4.97	-0.2	标配
建材	885.35	1.17	1.17	0	标配
金属、非金属与采矿	6922.4	9.16	8.36	-0.8	低配
纸与林木产品	661.64	0.88	0.98	0.1	超配
工业	13959.85	18.47	17.17	-1.3	低配
建筑与工程	1499.12	1.98	2.03	0.05	超配
电气设备	1423.25	1.88	1.78	-0.1	标配
机械	2765.71	3.66	3.16	-0.5	低配
运输	5278.41	6.99	6.24	-0.75	低配
可选消费	8290.19	10.97	11.07	0.1	标配
汽车与汽车零部件	1712.89	2.27	2.17	-0.1	标配
家庭耐用消费品	1453.64	1.92	1.82	-0.1	低配
纺织品、服装与奢侈品	1388.35	1.84	1.74	-0.1	低配
消费者服务	641.51	0.85	0.95	0.1	超配
媒体	458.42	0.61	0.71	0.1	超配
零售业	2586.57	3.42	3.62	0.2	超配
日常消费	4372.15	5.79	6.09	0.3	超配
饮料	2069.18	2.74	3.04	0.3	超配
农业食品	2090.35	2.77	2.77	0	标配
医疗保健	2547.24	3.37	3.5	0.13	超配
金融	20719.66	27.42	28.92	1.5	超配
银行	9969.58	13.19	14.19	1	超配
多元金融	2071.81	2.74	2.74	0	标配
保险	3183.04	4.21	4.21	0	标配
房地产	5495.24	7.27	7.77	0.5	超配
信息技术	3195.9	4.23	4.4	0.17	超配
软件与服务	607.92	0.8	0.9	0.1	超配
通信设备	769.27	1.02	1.12	0.1	超配
计算机硬件及设备	417.13	0.55	0.5	-0.05	低配
电子元器件	1401.57	1.85	1.87	0.02	标配
电信服务	797.86	1.06	1.26	0.2	超配
公用事业	4243.02	5.62	5.32	-0.3	低配
电力	3268.41	4.33	4.03	-0.3	低配
燃气和水务	974.61	1.29	1.29	0	标配
全部 A 股	75563.43	100	100		

资料来源：Wind，招商证券研发中心

表 10: 行业研究员观点汇编

行业/领域	分析师	行业观点
石化	袁孝峰	<p>国际原油供求紧张的局面并没有改变,国际金融形势也相当有利。在全球通胀加剧、美元贬值并且经济进入衰退的背景下,大宗商品成了资金最佳的去处(本来还有个房地产,次贷危机之后显然缺少了吸引力)。并且存在正反馈效应。我们预期至少会有1-2年的超高油价时期来抑制需求。</p> <p>国内政策必须做出调整。当前中国石化已经进入亏损局面,随着国内成品油需求高峰出现,国内油荒开始蔓延,国家的政策必须做出调整,考虑到通胀,当前最有可能最快会出的政策是进口原油增值税先征后返,来补贴中国石化。如果高油价再延续,石油特别收益金起征点也可预期,但会来得迟一点。我们认为短期还很难看到行业趋势的逆转,最多只是有所改善。</p>
基础化工	张志宏	<p>1季度行业整体景气度有所回落,但子行业间冷暖不均。农用化工、纯碱等行业景气度仍在不断走高。煤化工仍需关注竞争优势。在近年高油价的大背景下,煤化工的成本优势凸显,煤化工得到了蓬勃的发展。我们看好中国的煤化工,但是,由于国内煤化工常常集中在相同的产品结构上,部分煤化工产品如甲醇、二甲醚、DMF等的产能投放速度较快,因此,建议仍需细致考察这些煤化工企业的竞争能力。</p> <p>给予行业中性评级。我们认为多数化工行业的发展同宏观经济的发展状况高度相关,二季度国内从紧的宏观调控仍在继续,全球经济有放缓趋势,行业需求增速减缓不可避免,同时,行业内不少上市公司还面临着大小非解禁的问题,目前行业的估值水平已基本合理,建议以防守为主导思想,适度配置行业景气超预期、有优质资产注入、能较好抵御高油价及受益节能减排的优质成长股,如:成长性较好的新材料个股金发科技、新安股份、烟台万华、蓝星新材等;竞争优势明显的部分煤化工个股如山西三维;行业景气超预期的钾肥、纯碱等行业个股如盐湖钾肥;受益节能减排的染料龙头浙江龙盛;优质资产注入的个股如云天化等。</p>
钢铁	张士宝	<p>行业景气持续。钢材价格上涨绝对额度大于成本上涨额度,规模增长、产品结构优化及行业技术改造令行业总体利润同比增速25-30%,在07年长材价格创出历史新高后板材价格可能在08年二、三季度再创出历史新高。</p>
煤炭	卢平	<p>淡季来临,山西动力煤坑口价、中转地秦皇岛煤价、国际煤价回调,但炼焦煤价仍大幅度上涨。08年以来,各炼焦煤上市公司持续大幅提升炼焦煤价格,相应的推动08年业绩大增。我们尤其看好炼焦煤行业各上市公司。</p>
有色	赵春	<p>资源股将回归国际估值,黄金最高、铜铝其实、锌镍等估值最低。有色深加工应享受中国成长估值溢价。深加工的企业通过改进产品结构,进口替代等方式,将获得远高于国际同行的发展速度,所以我们认为有色深加工应该给予中国成长性溢价。</p> <p>资源价格走向分化。看好垄断性较强的铜、铝土矿的价格,铝土矿将成为下一个铁矿石,看好美元金价,但对人民币金价相对谨慎;对锡、稀土价格相对谨慎;看淡镍和锌价格。维持中性评级。</p>
造纸	王旭东	<p>造纸工业景气持续上升。主要由于受益于政府环保措施对产能扩张限制、需求刚性和成本推动等原因,加上人民币每升值5%,相应毛利也提高约2%左右。主要纸品价格稳中有升:环保限制行业总产能;受成本推动向下传导;刚性需求也有自然增长。</p> <p>给予推荐评级。</p>
汽车	汪刘胜	<p>整体看08年需求增长20%左右,不会出现明显下降。乘用车贡献整个行业利润70%左右,钢价上涨影响6%左右,但由于龙头上海汽车08年业绩不乐观,加上行业集中度较低,提价能力弱。商用车中大中客车主要由出口拉动,人民币升值和钢价上升影响大,重卡成本压力大(如中国重汽净利率只有5%)</p>
家电	毕岩	<p>需求:1-2月出口表现不佳,但内销增长基本可以弥补出口的下滑,总量增长上虽不理想,但空调、冰箱在全部工业产品中表现居上。</p> <p>成本:上游钢材价格上涨对洗衣机、冰箱的影响大于空调。</p> <p>行业相对大盘给予标配策略,配置顺序空调、冰箱、电光源、厨电、清洁电器、灯具、影视设备。</p>
机械	刘荣	<p>工程机械未来三到六个月的毛利率虽然可能小幅下降,但是国内需求依然旺盛,国际市场份额仍将提高,因此景气度将高位震荡;造船行业的国际市场份额和毛利率仍将走高,但是新订单出现下降,因此景气度略有下降;集装箱:短周期行业,受出口政策和全球经济的影响波动较大,行业产能过剩,景气度将下降;港口机械订单周期长,因此景气度相对滞后于集装箱;大飞</p>

行业/领域	分析师	行业观点
		<p>机项目将促进航空制造业的资源整合。</p> <p>二季度我们相对看好重型数控机床、工程机械、航空制造业，建议选择超跌的价值股进行投资。维持行业中性评级。</p>
电力设备	王鹏	<p>国家电网投资力度加大，2008 年加强农村电网的建设力度2008 年1-2 月份电网建设新增220 千伏及以上变电容量1368 万千伏安、线路长度1110 公里。在此次冰雪灾害中农村地区大面积的断线、倒塔情况表明，农村基层电网升级换代已经迫在眉睫。我们认为输变电行业在“十一五”期间的成长性是比较确定的。在输变电行业中，又以GIS 高压开关和节能产品的增长性最强。</p> <p>电力设备企业有能力应对原材料价格上涨的影响。电力设备的主要原材料为铜、铝、硅钢和从国外进口的特种钢材。为维持毛利率的稳定，各生产企业一方面合理安排生产和原材料采购计划，另一方面努力将成本向下游转移。维持行业推荐评级。</p>
建筑	王小勇	<p>建筑行业面临一个新的投资高峰的到来，行业持续景气：随着我国“十一五”规划交通基础设施建设投资渐入高潮，我国出口减少引发我国固定资产投资建设加速，我国政府换届基本完成各个地方政府投资冲动蓄势待发；雪灾成为二季度我国建筑投资需求加速的一个重要诱因；我们预计二季度中国建筑工程总公司将会拉开余下4 家建筑央企在A 股上市的大幕，建筑板块从此将迎来大市值时代。给予推荐评级。</p>
食品饮料	朱卫华	<p>高端品需求拉动仍显著，大众品成本推动待化解，看好高端品的总体方针没有改变。高端品三子行业白酒、红酒、黄酒业由于二季度都处于销售淡季，我们认为它们的上下波动幅度小于大盘，尤其是业绩高增长、且确定性强的茅台、张裕、泸州老窖、水井坊，抗跌性非常好，预计高端品板块四季度才能获得绝对回报；大众品三子行业啤酒、乳业、肉制品业的波动随大盘，龙头品种青岛啤酒、燕京啤酒、伊利股份可能有奥运题材炒作机会，不过我们不将这种不确定机会作为推荐重点，我们认为龙头公司双汇值得战略性关注，如果六月份后猪价有所下跌，双汇有投资机会。</p>
农林牧渔	黄珺	<p>我们提醒投资者谨慎农业板块补跌风险。我国农业基础薄弱，农业类上市公司实力一般较弱，从以披露的07年年报可见，绝大部分农业公司业绩都低于市场预期，加之3月份农业股未随大盘调整，整体估值定位不低。</p> <p>次贷危机造成的流动性风险和阿根廷等国限制大豆、豆油或其它农产品出口使国际农产品期货价格暴跌暴涨。为保证粮食供应，国家三农补贴资金同比增加30%，但农产品价格上涨因素并未消除。2008年中央财政预算安排用于“三农”各项支出资金5625亿元，增长30.3%，一定程度上刺激了粮食生产，但通胀（包括农业生产资料价格上涨）、国际粮价不断上扬等刺激因素短期内无法改变。</p>
旅游	苏平	<p>旅游行业继续加速增长，雪灾对全年影响可以忽略。旅游板块相对估值处于合理水平，目前，A股重点旅游公司08PE大多介于30-40之间，为市场的1.5-2.0倍。发达国家旅游公司市盈率约为大盘的1.4倍。东南亚旅游公司平均市盈率约为大盘的1.6倍。维持行业推荐评级，重点推荐华侨城、丽江旅游和黄山旅游。</p>
医药	张明芳	<p>三大因素继续支持医药板块高景气度。1、医改方案将于4月向社会公布，预计讨论2月之后，将出台9个配套实施细则。08年药品消费市场扩容将超过1000亿元。2、国家基本药物目录有望在6月公布，国家对基本药物实行“定点生产”将促使市场份额向品牌西药和品牌中药集中，实行“集中配送”将促进商业份额向区域性商业龙头集中。3、新的《药品注册管理办法》07年10月以来新药获批的数量大幅度上升。我们预计08年新药批件量较07年有明显增加。</p> <p>本季度我们主要推荐成长性和防御性兼备却严重低估的投资组合：1、通化东宝：唯一国产胰岛素大扩产在即，09年业绩显著爆发；2、东阿阿胶：自主定价的强势滋补保健品牌，业绩增速上行之中；3、康美药业：品牌中药饮片产能扩张，组合盈利模式驱动快速增长。</p>
服装纺织	王薇	<p>通胀环境下，优胜劣汰，龙头公司提价5%-20%不等；品牌服饰成长性超预期，预计08年40-50%；即使与香港品牌服饰上市公司相对比，08在30多倍左右的估值亦不算高。</p>
电子元器件	张良勇	<p>下游缺乏杀手级应用是行业增长缓慢的主要原因。2008年奥运召开、数字电视和3G等应用的共同推动下市场需求有所回暖，从而在2008年形成一个增速高点。但经过多年的全球电子制造业产业转移，我国电子整机产品产</p>

行业/领域	分析师	行业观点
		量占全球比重已经达到一个很高的程度，而周边国家如越南、印度等投资环境的改善，进一步放缓了全球产业继续向我国转移的趋势；从而降低了国内市场的集成电路需求增速。
通信设备	曾斌	07年电信业失衡继续加剧，重组在即。作为重组中变动最大的运营商，联通将从一个弱势运营商，变为一个在北方市场、数据业务市场上的强势运营商。重组给联通带来的是基本面的改变，联通原有的大量问题都将解决。
传媒	赵宇杰	受益于2008年奥运眼球经济，及企业广告费税前抵扣比例提高到15%，这将极大的刺激全国性广告收入的提升，中国传媒行业将迎来一场广告的盛宴；在目前通胀背景下，现有传媒公司中拥有广告资源，并依托大股东品牌影响力而具有广告提价能力的上市公司业绩具有超预期的可能性。我们看好其中的博瑞传播、新华传媒、北京巴士。我们看好受益于数字技术、网络技术，从而实现商业模式由产品经营升级到平台运营的上市公司。其中有线数字电视产业就是通过数字化从而构建了开放的数字化产业平台，实现盈利模式的重大拓展和产业空间的极大拓宽。目前歌华有线就是其中的典型公司。结合我们2008年年度策略报告观点，给予博瑞传播、新华传媒强烈推荐-A的投资评级，给予歌华有线、北京巴士审慎推荐-A的投资评级。
银行	李珊珊	信贷略有放缓对盈利动态影响可能较小。一方面银行能够通过理财产品、信托等方式变相放贷，银行能够主动进行信贷结构调整，另一方面银行进一步提高中长期贷款占比，提高低风险行业和优质企业贷款占比，降低票据贴现占比等 经济小幅波动不影响资产质量变化趋势，只有在经济出现大幅波动时，资产质量才会出现明显恶化 关于估值：中国银行业高杠杆的盈利模式和07年上市银行盈利的非正常高增长导致07年上市银行ROE普遍偏高，从而导致PB短期内相对偏高，应以PE估值为主。
保险证券	罗毅	保险：投资收益面临不确定性。中国人寿和平安07年的投资收益与保费收入的比值超过了国际保险公司平均值，08保费收入总量虽然激增，但新型保险产品比重增大使得对投资收益要求仍然较高，新型产品占比的迅速上扬可能会加大保险公司支付红利的压力。 证券：交易量下滑威胁券商盈利水平。假设维持当前费用水平，市场交易量和指数均下跌20%，推算出的证券行业的利润较07年的水平下跌近30%。在交易量下降和股市低迷的情况下，那些过度依赖经纪和自营业务、缺乏创新机制和项目储备的证券公司将面临较为恶劣的生存环境，但优质券商依然可以通过创新业务寻找新的增长点。 维持保险和证券行业中性评级。
房地产	贾祖国	鉴于当前主要城市房价依然同比有30%-50%的涨幅，央行第二套房的信贷政策抑制了绝大部分的投资，因此我们判断今年全年的成交量会比去年有所下降，估计全年的成交量约为去年的70-80%左右。目前全国主要城市的销量总体在上升我们预计随着2、3季度传统销售旺季的到来，全国主要城市商品房的销量将继续上涨，我们判断房地产行业的“严冬”基本已经结束，未来房价下降的概率很小。
公路港口	纪敏	公路：因为受经济波动影响小，盈利增长明确和现金流状况良好，行业的防御性本质或将逐步显现。中国公路的运输需求更大程度上来自于内需驱动，受外贸影响较小。事实上，只要中国经济不出现剧烈的波动，公路运输需求将得以稳定增长，我们预计2008-2010年的年均增速预计在10%左右。维持推荐评级。 港口：外贸增速放缓将影响港口行业整体增长水平。港口行业与GDP和外贸具有很高的相关度，15-20%的盈利增长被视为常态。随着外贸的逐步放缓，行业的内生性增速难现惊喜，而提价和资产整合预期则是重要的外部推动力。环渤海区域港口，具有相对的防御性和较好的发展潜力，关注环渤海区域港口的提价和资产整合预期。
航空水运	罗雄	航运整体景气仍在高位，国际干散货市场BDI在3月的平均值达8062点，比2月平均值大幅上扬了17%展望今年的国际干散货市场，我们认为由于新兴经济体对大宗货物旺盛需求暂时没有根本性的改变，铁矿石、煤炭和谷物仍然是市场需求增长的主要货种同时全球海运运距加大趋势未变，澳洲和美洲压港问题不能在短期内很好解决，中国因素等影响依然存在，因此整体判断2008年干散货市场供需基本平衡。集装箱运输市场淡季特征明显，预计随旺季的来临，运价有望逐步回升；国际油轮运输市场震荡上扬。

行业/领域	分析师	行业观点
电力	彭全刚	由于CPI上涨尚未得到有效控制，煤电联动在二季度实施的可能性减小。如果宏观经济减速，用电增长不确定性也会加大。煤价持续上涨可能会有一些火电企业扛不住而出现亏损。建议仍然采取防守型的投资策略，重点推荐长江电力。维持行业中性评级。
供水供气	王旭东	水务行业处于前述的诸多正负面因素交织状态，长期正面因素（长期价格呈上升趋势，市场增量巨大）、中短期负面因素（受CPI高位压力影响，短期难以快速提价、投资成本、人员工资等在上升、外资对本土水企业市场份额进行侵蚀、持续加息增加企业财务费用）中，目前中短期因素占主导地位。对供气行业，我们看好产业上游，同时看好天然气、二甲醚等清洁能源行业的成长前景和价格上升空间。

资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

赵建兴：厦门大学管理学硕士，四年证券从业经验。目前为招商证券研发中心副董事，策略小组负责人。《做多中国崛起，穿越理性繁荣》在 2007 年深交所第九届会员单位研究成果评选中获投资研究类一等奖。

周勇：复旦大学经济学硕士，拥有证券从业资格。2004 年起在长江证券研究所从事策略研究工作，先后负责宏观经济、行业配置与主题投资等方面的专题研究，2007 年 9 月份加盟招商证券研发中心。

陈文招：南开大学经济学硕士，拥有证券业从业资格。2004 年来在长江证券等公司负责宏观经济、产业比较和选择、投资策略等方面的研究。曾工作于国家发改委经济运行局。2007 年 9 月份加盟招商证券研发中心。

王晶晶：华中科技大学管理学硕士，2007 年 7 月加盟招商证券研发中心。

分析师承诺

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

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

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

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 ±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

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

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

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