

防御为主，继续关注稳定增长行业

2005 年下半年行业景气趋势展望及投资策略

黄顺祥 86-755-82960074

贾祖国 86-755-82960304

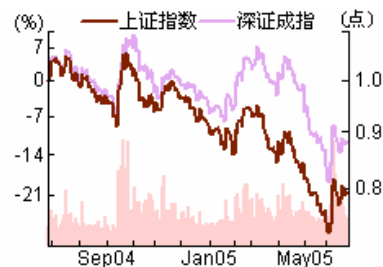
赵春 86-755-82943241

主要观点:

- 05 年行业策略报告提出的投资策略在上半取得了明显效果: 05 年上半年及 2 季度相对收益居前的行业大部分为稳定增长行业; 建议波段操作的行业振幅高于市场水平; 以 PEG 为主要指标的推荐行业组合超额收益比较显著。
- 05 年上半年的市场特征表现为: 行业间收益率的差异依然保持在中等水平, 从行业角度选择投资标的的方法依然具有较大效用; 大多数行业个股的分化程度有所降低, 但一些主流行业个股分化程度加剧。
- 宏观经济: 在投资和出口增速回落的影响下, 下半年经济扩张动力将继续减弱。预计经济温和减速态势将持续到 06 年下半年; 经济的持续减速将导致企业盈利增速回落, 预计 05 年规模以上工业企业利润将回落至 10-12 % 左右。
- 在宏观经济及企业盈利增速下降的背景下, 下半年行业景气状况将发生较大变化: 伴随着固定资产投资增速的回落, 周期性投资品行业的景气将继续回调; 在贸易摩擦等一系列负面因素的影响下, 出口导向型行业盈利将受到较大冲击; 消费对于经济的拉动作用将有所增强, 非周期性消费品行业、基础设施和公共服务类行业仍将保持稳定增长; 随着人民币汇率机制调整时机的日趋成熟, 人民币升值预期对相关行业景气的影响将在 05 年下半年逐步体现。
- 行业投资策略上以防御为主, 对周期性行业和受人民币影响较大的行业进行波段操作。我们的具体建议如下: 继续持有业绩稳定增长、估值合理的非周期性消费品、基础设施和公共服务类行业龙头公司; 适当增持有可能从上游价格回落过程中收益的行业或公司; 适当关注有望从人民币升值过程中受益的行业或公司; 对周期性行业采取波段操作, 总体减持的策略, 防范投资增速回落带来的行业周期见顶风险; 战略性减持出口导向型行业, 防范出口增速回落及人民币升值带来的风险。
- 对我们重点关注的行业进行分析, 包括: 公路、机场、旅游、零售、计算机软硬件及服务、电力、电力设备、家电等行业。对于个股选择建议继续以 PEG 为主要指标, 并在报告最后给出了投资评级为推荐和中性两类行业中, 重点公司的盈利预测和 PEG 排名。

上证指数: 1101.88

市场走势



市场走势

	6.24 收盘	今年涨跌
上证指数	1101.88	-13.00
上证 A 股	1157.19	-13.01
上证 B 指	66.19	-12.50
上证 180	2113.30	-10.53
上证 50	772.32	-8.35
深圳成指	2848.34	-7.15
成份 A 指	2956.76	-9.60
成份 B 指	1705.12	5.24
深证 100	876.43	-11.57
深圳综指	268.78	-14.89

行业涨跌幅

	股票数	今年涨跌
公路运输	19	7.31
机场	4	6.38
银行	5	6.13
饮料	29	3.94
港口	11	3.69
航空	6	-35.12
电子终端	19	-29.44
化纤	20	-29.21
电力设备	26	-27.11
纺织	39	-26.12

相关研究

2005 年二季度行业投资策略报告
04/20052005 年行业投资策略报告
12/2004

目 录

一、05 年上半年行业投资策略效果回顾.....	4
1. 行业投资策略主要观点.....	4
2. 上半年效果回顾.....	4
二、05 年下半年行业投资策略.....	5
1. 行业市场特征：变化不大.....	5
2. 宏观经济：调整趋势将持续到 06 年下半年.....	7
3. 05 年下半年行业景气趋势展望.....	7
4. 05 年下半年行业投资策略：防御为主，继续关注稳定增长行业.....	11
三、重点行业投资评级.....	12
四、重点行业分析.....	13
1. 交通运输行业：子行业出现分化.....	13
2. 旅游行业：继续平稳增长，子行业保持分化.....	15
3. 零售行业：增长最具吸引力.....	16
4. 计算机软硬件及服务行业：行业整体开始逐步复苏.....	18
5. 电力行业：毛利率止跌回升.....	19
6. 电力设备行业：依然面临巨大发展机遇.....	20
7. 家电行业：彩电有启动迹象，小家电市场成长空间大.....	22
8. 医药行业行业：淡化行业，把握公司.....	23
9. 食品饮料行业：子行业发展冷暖不均.....	23
10. 房地产行业：吹尽浮华始见金.....	24
11. 汽车行业：行业拐点尚未出现.....	25
12. 石化行业：行业景气继续回落.....	25
13. 有色金属行业：上中下游投资机会各不相同，子行业冷暖不均.....	26
14. 钢铁行业：景气回落趋势已然确立.....	27
15. 煤炭行业：宏观调控下煤炭供需增速减缓.....	28

图表目录

图表 1、2005 年上半年相对收益居前的 10 个行业	4
图表 2、2005 年 2 季度相对收益居前的 10 个行业	4
图表 3、2005 年上半年各主要行业振幅比较	5
图表 4、2005 年 2 季度推荐行业 PEG 组合收益	5
图表 5、行业间收益率分化程度以及 GDP 增速	6
图表 6、行业内收益率标准差历年变化情况	6
图表 7、主要经济指标预测（同比增长率）	7
图表 8、近几年周期性投资品行业利润所占比重不断增长（%）	8
图表 9、房地产开发投资占全社会固定资产投资的比重	8
图表 10、中国主要出口商品占比以及增长情况	9
图表 11、招商证券各行业推荐评级	13
图表 12、我国枢纽机场起降架次比例	13
图表 13、前 5 个月公路行业货运情况	14
图表 14、2000-2004 年我国旅游业发展走势图	15
图表 15、05 年春节及五一黄金周旅游统计数据与 04 年同期的比较	15
图表 16、部分省市 04-05 年酒店业经营概况	16
图表 17、零售行业上市公司成长性归类	16
图表 18、中国军费开支预测（单位：亿元）	18
图表 19、中国软件出口额预测图（单位：亿元）	18
图表 20、2002—2007 年装机容量及缺口示意图	19
图表 21、秦皇岛煤价走势图	20
图表 22、电力投资增长情况及预测	21
图表 23、我国发电结构变化趋势预测	21
图表 24、2005 年第 1 季度高端电视销售情况	22
图表 25、食品饮料主要子行业 2005 年 1—5 月份经济指标（单位：万元，%）	24
图表 26、上海市场销售速度明显放缓	24
图表 27、我国轿车产能利用率	25
图表 28、原油、成品油与主要石化产品价格变动	26
图表 29、有色金属行业重点公司分类表	27
图表 30、1993—2003 年重点钢铁企业利润和销售利润率	28
图表 31、煤炭及下游行业产量增长速度减缓	28
图表 32、推荐行业重点公司盈余预测、投资评级及 PEG 排名	29
图表 33、中性行业重点公司盈余预测、投资评级及 PEG 排名	30

一、05 年上半年行业投资策略效果回顾

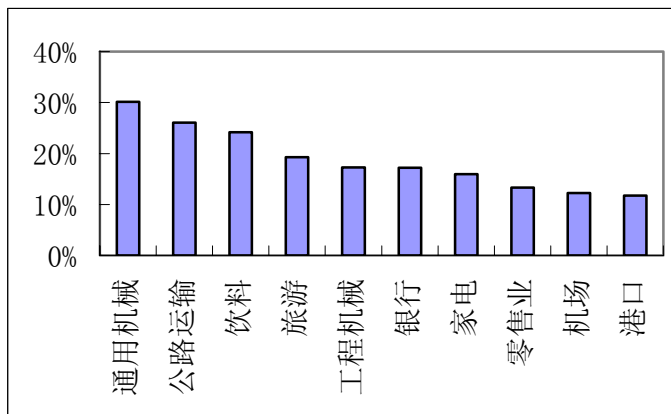
1. 行业投资策略主要观点

在年初的行业投资策略报告中，我们提出了以稳定增长的行业为核心资产，对于周期性行业、人民币升值及 3G 相关行业进行波段操作，并以 PEG 作为公司选择的主要指标；在 2 季度的报告中，我们继续坚持了年初的思路，认为仍应继续持有稳定增长的行业，并适当关注其他一些可能出现的投资机会。

2. 上半年效果回顾

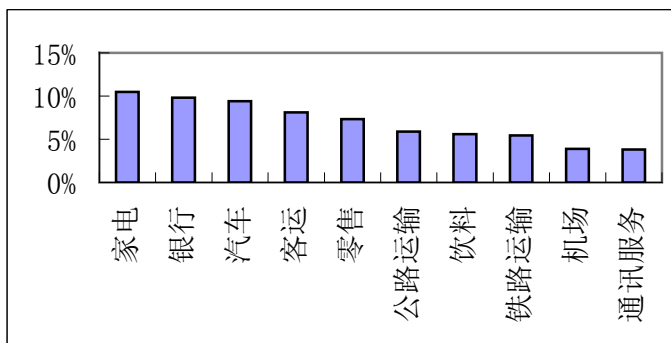
上半年投资策略取得明显效果。与大盘相比较，上半年及 2 季度相对收益居前的 10 个行业，大部分为稳定增长行业；我们建议波段操作的行业振幅高于市场水平；以 PEG 为主要指标的推荐行业组合超额收益比较显著。

图表 1、2005 年上半年相对收益居前的 10 个行业



资料来源：天相系统，招商证券研发中心

图表 2、2005 年 2 季度相对收益居前的 10 个行业

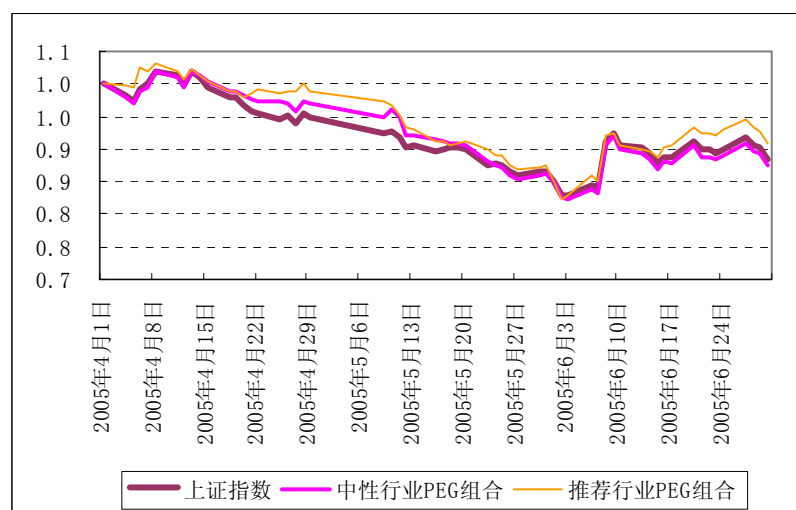


资料来源：天相系统，招商证券研发中心

图表 3、2005 年上半年各主要行业振幅比较

行业	上半年振幅	上半年涨跌幅
石化	31.97	-15.71
钢铁	36.58	-20.05
有色	37.03	-17.24
煤炭	37.94	-24.73
通信及广电设备	30.78	-15.47
航空	39.63	-33.58
造纸	31.84	-24.33
地产	36.22	-12.23
上证指数	26.08	-14.65

资料来源：天相系统，招商证券研发中心

图表 4、2005 年 2 季度推荐行业 PEG 组合收益


资料来源：天相系统，招商证券研发中心

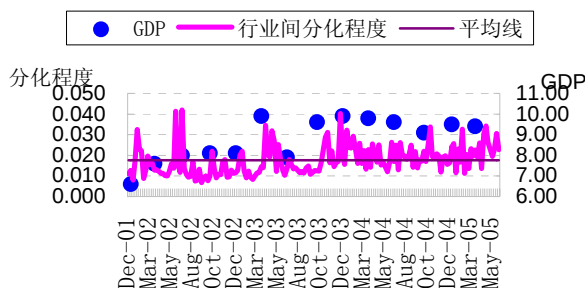
二、05 年下半年行业投资策略

1. 行业市场特征：变化不大

05 年上半年行业间的分化程度与 04 年 4 季度基本持平，仍高于历史平均水平。行业间收益的分化程度与 GDP 增速变化的正相关性仍然存在：当 GDP 增长率提高时，收益率差异变大；而当 GDP 增速降低时，差异变小。根据我们对季度 GDP 增长的预测（见图表 7），可以判断在 05 年下半年，行业间收益率分化程度将保持在中等水平，从行业角度选择投资标的的方法仍有较大效用。

行业内个股的分化程度有所降低,但一些主流行业个股分化程度加剧。05 年上半年行业内收益率标准差的数据分析表明,相比 04 年,尽管 05 年大多数行业内个股的分化程度有不同程度的减小,但是也有许多主流行业,如港口、化纤、水运、机场、石化、电力等,其分化程度在继续加大。我们仍然建议对分化程度较小的行业,采取指数化投资的方式;对分化程度较大的行业以 PEG 为核心指标,选择个股进行投资。

图表 5、行业间收益率分化程度以及 GDP 增速



数据来源: 招商证券研发中心

图表 6、行业内收益率标准差历年变化情况

行业	2002	2003	2004	2005	行业	2002	2003	2004	2005
医药	0.045	0.045	0.069	0.037	钢铁	0.025	0.03	0.036	0.031
仪器仪表	0.036	0.034	0.064	0.036	零售业	0.03	0.033	0.037	0.032
金属制品	0.026	0.022	0.054	0.028	生物制品业	0.03	0.033	0.037	0.032
通信及广电设备	0.033	0.048	0.059	0.033	旅游	0.03	0.034	0.04	0.035
电气机械	0.026	0.033	0.05	0.027	纸制品	0.029	0.038	0.041	0.037
建筑施工	0.03	0.047	0.054	0.031	房地产	0.032	0.034	0.042	0.038
软件及系统集成	0.033	0.053	0.06	0.038	专用设备	0.039	0.036	0.042	0.038
农业	0.08	0.045	0.062	0.04	电力设备	0.039	0.036	0.045	0.041
纺织	0.029	0.049	0.054	0.037	其他矿物质	0.03	0.051	0.039	0.036
电子元器件	0.036	0.046	0.052	0.035	汽车	0.027	0.036	0.043	0.04
有色金属	0.039	0.036	0.046	0.031	原油开采	0.015	0.01	0.011	0.009
服装	0.029	0.034	0.051	0.036	其他非金属矿物质	0.025	0.056	0.027	0.025
饮料	0.037	0.036	0.047	0.034	工程机械	0.028	0.071	0.043	0.041
通用机械	0.029	0.033	0.047	0.034	综合类	0.04	0.035	0.043	0.041
化工品	0.039	0.04	0.055	0.042	邮政服务业	0.04	0.035	0.043	0.041
箱罐与包装	0.023	0.027	0.042	0.03	*ST	0.033	0.038	0.041	0.04
传媒	0.027	0.034	0.04	0.028	餐饮业	0.033	0.038	0.041	0.04
汽车零配件	0.029	0.04	0.047	0.035	航天技术	0.029	0.033	0.036	0.036
物流	0.015	0.031	0.03	0.019	食品	0.031	0.043	0.04	0.04
建材	0.038	0.035	0.045	0.034	银行	0.018	0.017	0.019	0.02
家电	0.027	0.028	0.046	0.036	通信服务	0.021	0.025	0.03	0.032

电子终端	0.036	0.028	0.04	0.032	港口	0.023	0.033	0.033	0.035
其他交运设备	0.034	0.03	0.048	0.04	木材家具	0.019	0.023	0.032	0.036
客运	0.02	0.017	0.033	0.026	印刷	0.026	0.036	0.034	0.038
航空	0.023	0.025	0.038	0.031	化纤	0.026	0.034	0.033	0.038
贸易	0.029	0.035	0.044	0.037	水运	0.021	0.027	0.034	0.039
公用事业	0.029	0.027	0.046	0.039	机场	0.018	0.021	0.019	0.024
公路运输	0.025	0.027	0.036	0.029	石化	0.028	0.036	0.039	0.045
信托	0.019	0.017	0.026	0.02	电力	0.027	0.037	0.046	0.052
煤炭	0.02	0.03	0.037	0.031	铁路运输	0.016	0.014	0.027	0.035

注：表中给出 2002 年以来各行业收益标准差，数值小的行业内个股的分化程度小。排列顺序是按照 05 年上半年与 04 年的数据的差从小到大进行的。

资料来源：招商证券研发中心

2. 宏观经济：调整趋势将持续到 06 年下半年

中国经济目前的突出问题不在于增速放缓，而在于结构失衡，具体体现在：经济增长过度依赖外需；投资与消费结构失衡；投资内部结构失衡。因此 05 年下半年宏观政策的重点仍在于通过结构性调控实现经济结构的优化，其中又以应对巨额贸易顺差的政策选择（如调整汇率）为第一位。

受宏观调控的影响，投资增速将继续回落。另外，贸易摩擦的升温、人民币币值可能的重估以及出口退税和出口关税的调整等措施，将使得下半年出口增速有所减弱。因此总体来看，在投资和出口增速双双回落的情况下，05 年下半年经济扩张动力将继续减弱。我们预计经济温和减速态势将持续到 06 年下半年。

经济减速将导致企业盈利增速回落。05 年 1-5 月份，全国规模以上工业企业（全部国有企业和年产品销售收入 500 万元以上的非国有企业，下同）实现利润 4968 亿元，比去年同期增长 15.8%，增速下滑 27.9 个百分点。预计 05 年规模以上工业企业利润将回落至 10-12% 左右。

图表 7、主要经济指标预测（同比增长率）

指标	2004	2005Q1	2005Q2E	2005E
GDP	9.5%	9.4%	9.3%	9.1%
CPI	3.9%	2.8%	1.7%	2.7%
累计城镇固定资产投资	27.6%	25.3%	26.6%	20.0%
真实社会消费品零售额	10.2%	11.9%	11.8%	11.2%
工业增加值	16.7%	16.2%	16.2%	15.8%
出口	35.4%	34.9	30.0%	28.0%

资料来源：招商证券研发中心

3. 05 年下半年行业景气趋势展望

（1）伴随着固定资产投资增速的回落，周期性投资品行业作为拉动经济增长的主导力

量正在逐步减弱，其行业景气将继续回调。

近两年投资的高速增长，与前两年企业盈利的显著改善和信贷政策的松动是分不开的。但从目前情况看，企业盈利增速明显下滑，而信贷控制也相对偏紧，投资的两大资金来源——企业自有资金和银行信贷都将受到一定影响，后续投资增长必将受到一定制约。同时，政府近期明显加大了对钢铁、有色金属等高耗能产业以及房地产行业的调控，相关行业投资增速必将继续回落，这对投资的增长也将产生一定影响。我们预计全年固定资产投资增速将回落至 20% 左右，投资增速的回落必将继续对周期性投资品行业及与之相关的其他行业带来冲击。

首先，随着投资增速的回落以及政府对高耗能行业调控力度的加大，基础原材料的需求增速将出现回落态势；与此同时，近两年，基础原材料价格的持续上涨所产生的获利效应吸引了大量资本进入相关领域投资，这些投资所积累的产能在今后几年内将逐步释放，因此，石化、钢铁、有色金属、煤炭等周期性投资品行业供求不平衡的格局将发生逆转，这些行业的业绩将不可避免地逐步见顶回落。

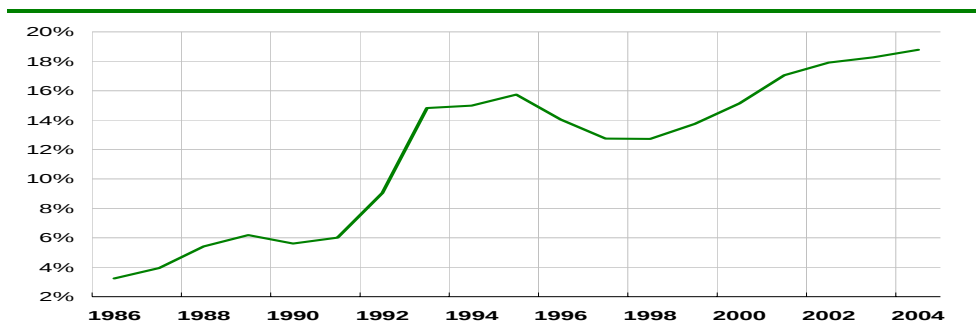
图表 8、近几年周期性投资品行业利润所占比重不断增长（%）

行业\年份	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年 1-4 月
采矿	18.78	18.11	20.42	27.64
精练和化工	8.81	10.00	12.35	10.78
金属和非金属	11.55	14.51	17.17	17.98
合计	39.15	42.62	49.94	56.40

资料来源：CEIC，招商证券研发中心

其次，从固定资产投资的结构来看，房地产投资占比最大，而且其比重呈逐年上升趋势。从当前情况看，稳定房价已成为宏观调控的重要内容，房地产业将面临一个较长的调整期。作为国民经济的先导性行业，房地产景气的收缩将带动建材、钢铁、建筑施工、工程机械、有色金属等相关行业景气的回落，并对电力、煤炭、银行等行业形成间接影响。

图表 9、房地产开发投资占全社会固定资产投资的比重



资料来源：CEIC

第三，上游基础原材料价格的高位回落，将减轻电力、电力设备、家电、汽车等下游行业的成本压力，这些下游行业的利润将出现一定的回升。但由于竞争激烈，成本的适度下降并不足以改变行业的景气状况。只有那些具有竞争优势和较强定价能力的行业龙头公司值得关注。

(2) 在贸易摩擦升温、出口退税调整、人民币升值及外需逐步放缓等因素的影响下，出口导向型行业的盈利将受到较大冲击。

近期中国与美国及欧盟的摩擦明显升温，我们预计贸易摩擦将在较长时间内存在，出口导向型行业的风险有所上升。

为了配合国内经济结构的优化和调整，近期中国的出口政策正在发生一些转变：一是大力抑制高耗能、高污染、资源性产品的出口，以缓解国内资源和环境压力；二是外贸政策从单纯追求扩大出口和外贸顺差，转向统筹内外需、追求外贸效益的方向，支持和培育具有高附加值、有自主知识产权和自主品牌的商品出口，如机电产品。在上述政策的主导下，中国政府近期针对部分高耗能、高污染、资源型产品，出台了一系列政策，其中包括从 05 年 5 月 1 日起，将部分钢材出口退税率下调到 11%；将煤炭、钨、锌、锡、锑及其制品出口退税率下调到 8%；取消稀土金属、稀土氧化物、稀土盐类、钼矿砂及精矿等的出口退税；从 2005 年 1 月 1 日起，对出口尿素加收 260 元/吨的暂定从量关税。2005 年 6 月 1 日至 10 月 31 日，出口尿素取消 260 元/吨从量关税，按 FOB 价格的 30%征收暂定关税。11 月 1 日至 12 月 31 日按 FOB 价格的 15%征收暂定关税等。这些政策的出台将增加相关行业的出口成本，对相关上市公司业绩带来一定的负面影响。

强劲的出口增长是目前经济处于高位的主要动力，但随着国际经济增速的逐步放缓、贸易摩擦升温、出口退税政策的调整及人民币的可能升值，出口增速必将回落。我们预计 05 年下半年出口增速将回落至 25%左右。

出口增速回落将导致出口导向型行业盈利受到一定影响。从我国主要出口商品的占比情况看，目前位居前列的主要是办公和自动数据处理设备、通讯录音设备、电力设备、衣物、纺织品、化工产品（含医药）、工业机械设备等，从理论上说，这些行业受出口增速回落的影响相对大一些，但在实际中应根据政府政策导向做具体分析。另外出口增速的回落对于港口、远洋航运、集装箱、港口机械等行业也将带来较大冲击。

图表 10、中国主要出口商品占比以及增长情况

	2004年占比	2005年1—3月累计占比	2005年1—3月累计增速 (%)
初级产品	0.07	0.07	34.98
食品和活动物	0.03	0.03	18.22
不可吃的原材料（除燃料）	0.01	0.01	50.40
矿物燃料、润滑剂	0.02	0.03	61.12
煤炭、焦炭	0.01	0.01	67.32
原油及原油产品	0.01	0.01	60.48
制造品	0.93	0.93	34.70
化工产品（含医药）	0.04	0.05	53.78
制成品	0.17	0.18	53.92
纺织纱线、织物及制品	0.06	0.05	24.61
非金属矿物制品	0.02	0.02	35.67
钢铁	0.02	0.03	328.08
有色金属	0.02	0.02	45.96
其他金属制品	0.04	0.04	39.52
机械运输设备	0.45	0.45	32.16
发电机械设备	0.01	0.01	37.08
通用工业机械设备	0.03	0.04	38.51
办公和自动数据处理设备	0.15	0.15	27.27
通讯录音设备	0.12	0.11	33.55
电力设备	0.10	0.10	27.87
公路运输工具	0.03	0.03	54.10
各类其他产品	0.26	0.24	24.05
家具和部件	0.02	0.02	33.63
衣物	0.10	0.09	16.03
鞋类	0.03	0.03	22.87
专业设备	0.02	0.02	52.38
其他各类制造业产品	0.06	0.06	31.41

资料来源：CEIC，招商证券研发中心

（3）在投资和出口增速回落的情况下，消费能否启动将是经济能否保持稳定增长的关键，加大对消费的刺激力度将是今后政策的着力点；同时为了缓解经济瓶颈，政府将继续加大对基础设施和公共服务行业的支持力度。因此非周期性消费品行业、基础设施和公共服务类行业仍将保持稳定增长。

05年下半年政府宏观调控的重点仍在于通过结构性调控来实现经济结构的优化，在投资和出口增速放缓的情况下，为实现经济平稳较快增长，政府将加大对消费的支持力度，提高城乡居民消费能力，增强消费对经济增长的拉动作用。目前居民消费和可支配收入增长势头良好，中国经济持续高增长所积累的购买力也将逐步释放，消费升级和扩展应属于长期趋势，消费品行业在未来几年内都将保持稳定增长。消费品行业能够有效抵御经济周期波动的风险。因此投资者可继续关注旅游、零售、食品饮料、医药等消费品行业中具有民族特色、品牌优势或市场定价权的龙头公司。

（4）随着人民币汇率机制调整时机的日趋成熟，人民币升值预期对相关行业景气的影响将在 05 年下半年逐步体现。

随着中国经济对外开放进程的加快，人民币汇率机制的调整是大势所趋。近年来，中国在完善人民币汇率形成机制方面做了大量的改革工作，其中包括国有商业银行改革

步伐加快；资本项目管制逐步放宽；资本市场的开放程度逐步扩大；金融市场准入及其业务限制不断放宽，金融市场的产品和范围不断扩大，稳步推进利率市场化改革进程；05 年 5 月 18 日我国银行间外汇市场又正式推出了外币买卖业务等。随着上述改革措施的出台，汇率机制调整的时机日趋成熟，预计 05 年下半年将有望成为现实。

人民币升值将对原材料或设备依赖外国采购为主，或拥有高流动性人民币资产的行业是长期利好；对有大额美元外债的行业将产生一次性汇兑收益；而对以出口型为主的行业以及产品国际定价的行业冲击较大。

具体来说，人民币一旦实现小幅度升值，航空、房地产、金融等行业将直接受益。尤其是受宏观调控、油价上升、估值国际接轨等因素影响，最近航空、房地产、金融等行业都出现大幅回落，为投资者博取人民币升值带来的投资机会提供了介入良机，我们建议激进投资者可选择其行业龙头公司适当介入。人民币升值对造纸、化纤等原材料进口比重较大的行业也较为有利。

但对以出口型为主的行业及上市公司而言，人民币升值将在一定程度上削弱产品的竞争优势，对公司业绩影响较大。如外贸、纺织服装、家电等行业。人民币升值对产品国际定价型的行业或部分收入以美元结算的行业也形成利空，如石化、有色金属、远洋航运等。

4. 05 年下半年行业投资策略：防御为主，继续关注稳定增长行业

在宏观经济增速放缓、周期性行业景气总体回落的大背景下，2005 年下半年我们的总体策略为：以防御型策略为主，将稳定增长行业作为核心资产，同时对周期性行业 and 受人民币影响较大的行业进行波段操作。

在具体行业投资策略方面，我们提出以下几点建议：

(1) 继续持有业绩稳定增长、估值合理的非周期性消费品、基础设施和公共服务类行业龙头公司。

具体包括公路运输、机场等公共服务类行业中的龙头公司，以及旅游、零售、食品饮料等消费品行业中具有民族特色、品牌优势或市场定价权的龙头公司。上述防御型品种近期随大盘出现了一定的调整，我们认为这些品种的估值水平逐渐趋于合理，投资价值开始呈现，这为投资者提供了低位介入的机会。

(2) 适当增持有可能从上游价格回落过程中受益的行业或公司。

上游基础原材料价格的高位回落，将减轻部分中下游加工或制造业的成本压力，使其利润出现一定回升。而前期在行业基本面及市场系统性风险的双重打击下，这些行业中的上市公司股价在都出现较大幅度调整，因此伴随基本面的好转，部分龙头公司投资价值开始呈现，投资者可重点关注电力、电力设备、家电、汽车等行业中竞争优势明显、

具有较强定价能力的行业龙头公司。

(3) 适当关注政策性博弈机会——有望从人民币升值过程中受益的行业或公司。

根据我们的判断，人民币汇率机制在 05 年下半年进行调整的可能性非常大。人民币升值将对原材料或设备依赖外国采购为主，或拥有高流动性人民币资产的行业是长期利好；对有大额美元外债的行业将产生一次性汇兑收益。因此，投资者在下半年可适当关注航空、房地产、金融、造纸、化纤等有望从人民币升值过程中受益的行业。需要注意的是，由于政策出台具体时机难以把握，这种政策性博弈机会具有很大不确定性，激进投资者可在调整过程中选择上述行业龙头公司适当介入。

(4) 对周期性行业采取波段操作，总体减持的策略，防范供求逆转带来的行业周期见顶风险。

随着投资增速的逐步回落及政府对房地产及高耗能行业调控力度的加大，石化、钢铁、有色金属、煤炭等上游行业供求将会发生逆转，其业绩也将逐步见顶回落；房地产、建材、建筑施工、工程机械等相关行业的景气也将逐步回落。对于上述周期性行业，我们建议投资者坚持波段操作、总体减持的思路。受市场短期供求和投机因素影响，上游基础原材料价格在回落过程中将存在一定反复，而周期性股票在市场上也很可能会反应过度，因此存在波段投资机会。在这些行业与股票上持仓水平较重的投资者应坚持逢高减持策略，而持仓水平较轻的投资者则可采取波段操作策略。

(5) 战略性减持出口导向型行业，防范出口增速回落及人民币升值预期带来的风险。

随着国际经济增速的逐步放缓、贸易摩擦升温、出口退税政策的调整，05 年下半年出口增速将明显回落，出口导向型行业盈利将受到一定影响。同时，05 年下半年人民币很可能会小幅升值，这对出口导向型行业也将产生不利影响。因此，对于外贸、纺织服装、远洋航运、港口、集装箱、港口机械等受出口影响较大的行业，投资者应做战略性减持，大幅降低其配置比例。

三、重点行业投资评级

在投资和出口增速下降，能源价格高企，上游原材料价格见顶回落，消费对经济的拉动作用有所增强的大背景下，结合各自行业的情况，我们对部分行业的投资评级进行了调整。这些调整包括：计算机软硬件及服务、家电由“中性”调高至“推荐”，外贸由“回避”调高至“中性”，港口、航运、航空、电信、化肥、煤炭由“推荐”调低至“中性”。其他行业投资评级保持不变。具体内容见下表。

图表 11、招商证券各行业推荐评级

推荐评级	行业
推荐	公路、机场、旅游、零售、电力、电力设备、计算机软硬件及服务（上调）、家电（上调）
中性	港口（下调）、航运（下调）、航空（下调）、电信（下调）、化肥（下调）、煤炭（下调）、化学制药、生物制药、中药、食品饮料、房地产、汽车、石化、有色金属、钢铁、纸业、建材、工程机械、文化传播、外贸（上调）
回避	纺织

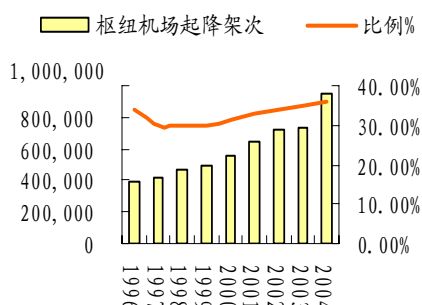
资料来源：招商证券研发中心

四、重点行业分析

1. 交通运输行业：子行业出现分化

机场展现了完美的防御性。随着机场属地化进程加速，机场运营自主权下放地方政府部门，机场在选择航空运营商上获得了巨大的自主权，而 2005 年国内机场相继打破了基地航空公司在地方机场的垄断经营权。枢纽机场的航空运营权一旦打破，枢纽机场的业务量将迅速放大，未来几大机场的前景将日益美好。从 2004 年运营来看，包括首都，浦东，虹桥，白云和深圳机场的业务量在全国机场业务总量中的比重已经在很大：客运量、货运量和起降架次大约分别占到总量的 46%，64%和 36%，在过去十年呈现出比例稳定上升的趋势；按照目前的发展趋势，未来骨干机场的业务量比例仍然会继续上升。

图表 12、我国枢纽机场起降架次比例



资料来源：招商证券研发中心

公路继续保持平稳增长，行业政策面偏暖。前 5 个月数据显示，公路运输行业增长

稳健，符合我们的预期。在保持长期稳定增长的同时，今年下半年乃至 2006 年公路行业仍将呈现较高速度增长的趋势；另外，根据交通部的专项统计，自去年 6 月 20 日七部委联合开展车辆超限超载运输集中治理以来，已经取得初步成效，超限超载严重势头得到有效遏制，公路通行效率明显提高；最后，5 月 11 日，财政部和国家税务总局发布了《关于公路经营企业车辆通行费收入营业税政策的通知》，《通知》规定，自 2005 年 6 月 1 日起，对公路经营企业收取的高速公路车辆通行费收入征收的营业税由原来的 5% 下调至 3%。本次税率调整一定程度上缓解了前期对公路上市公司收费标准再次下调的担忧，对整个行业是个利好。

图表 13、前 5 个月公路行业货运情况

	货运量（万吨）			货物周转量（万吨公里）		
	自年初	当 月	累计为去年	自年初	当 月	累计为去年
	累 计	完 成	同期（%）	累 计	完 成	同期（%）
总计	522,549	108,679	107.7	33,786,755	7,066,485	111.2
北 京	12,847	2,123	111.9	355,296	71,908	111.3
天 津	7,522	1,517	94	287,348	61,364	97.2
吉 林	10,683	2,276	101.1	390,024	80,398	99.3
黑龙江	17,669	3,713	103.1	775,649	173,482	110.4
上 海	12,803	2,790	103.3	290,615	64,230	103.5
江 苏	24,454	5,164	110.8	1,462,118	298,128	109.5
浙 江	32,520	6,472	108.8	1,504,437	298,976	115.1
安 徽	20,864	4,199	114.3	1,781,729	373,264	119.1
福 建	11,532	2,307	116.4	999,790	186,132	110.6
江 西	9,987	2,022	99.9	767,955	154,667	98.5
山 东	46,932	9,542	111.2	2,740,847	580,807	120.8
河 南	24,526	5,187	102.7	1,809,457	378,548	102
湖 北	13,654	2,867	105.4	996,331	211,671	108.3
湖 南	27,430	5,219	121.2	2,136,974	436,725	110.8
广 东	31,947	6,150	105.1	2,474,809	460,610	129.3
广 西	11,411	2,179	107.2	1,004,317	192,305	107.3
海 南	2,722	493	103.2	219,777	44,480	105.6
重 庆	13,659	2,805	103.8	585,263	119,842	110.7
四 川	20,818	4,535	100.3	977,993	207,823	102.6

资料来源：交通部

港口、航运则呈现出一定的周期性。在世界经济增速回落的背景下，06 年运力过剩可能难以避免，我们判断航运业在 05 年达到景气周期顶部。随着原油价格的持续上涨，航运业的燃油成本已经从当初的占总成本 25% 左右上升到了目前的 35% 左右，这大大增加了航运业的成本；外贸增速放缓的趋势和集装箱货物价值量的增加，使港口吞吐量

的增长低于预期。同时未来港口能力投放速度显著高于集装箱增速将导致整个集装箱装卸行业利润率出现下降。

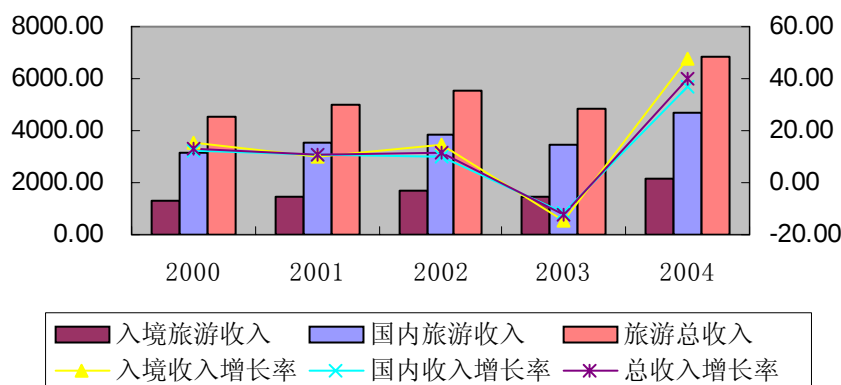
航空业受困油价重负。高昂的航油成本则使得航空公司利润下降。国际原油价格的一路走高已经接近 60 美元，而国内航油在今年上调约 10%（由 2004 年 8 月 4190 元/吨调至 4620 元/吨），目前国内外航油价格的溢价已经很小。航空业受困于油价的局面短期难以扭转。

我们继续给予公路、机场“推荐”的投资评级，将港口、航运和航空的投资评级由原来的“推荐”降为“中性”。给予上海机场“强烈推荐-A”的投资评级，给予深圳机场、现代投资、皖通高速、福建高速、赣粤高速、山东基建、深赤湾 A、上港集箱和天津港“谨慎推荐-A”的投资评级。

2. 旅游行业：继续平稳增长，子行业保持分化

旅游业继续平稳增长。2004 年，我国入境、国内、出境旅游规模分别达到 1.09 亿、11.02 亿、2885 万人次，分别比 02 年增长 11.4%、25.5%、73.8%。我国已经超过意大利，成为世界上第四大旅游目的地。2004 年全年旅游外汇收入 257.4 亿美元，国内旅游收入 4711 亿元，比 02 年增长 21.5%，旅游总收入 6840 亿元，比 02 年增长 22.94%；今年上半年我国旅游业继续保持良好的增长态势。黄金周旅游收入增长 14.8%。今年春节、五一黄金周，全国共接待旅游者 1.9 亿人次，同比增长 13.6%。实现旅游收入 780 亿元，同比增长 14.8%；预计全年旅游总收入 7860 亿元，同比增长 14.9%。在全球旅游业普遍增长的背景下、国内居民消费结构升级以及后 WTO 效应下，预计 2010 年前，我国旅游业年均增长速度将约为 10-15%。

图表 14、2000-2004 年我国旅游业发展走势图



资料来源：历年旅游统计公报

图表 15、05 年春节及五一黄金周旅游统计数据与 04 年同期的比较

	规模（万人次）	同比增长（%）	收入（亿元）	同比增长（%）
春节	6902.00	9.05	313.00	8.08
五一	12100.00	16.35	467.00	19.74
合计	19002.00	13.59	780.00	14.77

数据来源：黄金周统计公报

景区地区差异显现，部分景区接待规模下降。上半年各地景区经营状况出现分化，一些景区游客规模继续快速增长，另一些景区接待规模下降。桂林、井冈山、黄山等景区上半年分别取得了 10-30% 的增长，但四川省主要景区 1-5 月游客同比下降 1.21%，门票收入同比下降 5.55%。导致部分景区游客下降的主要原因在于上半年的异常气候以及“保先”教育所导致的政府机关旅游消费的抑制。长期来看，景区游客总体上将保持增长态势，新兴景区游客增长速度将超过成熟景区。

酒店维持高景气度。2004 年，全国酒店业景气度大幅提升。根据北京市旅游局的统计，04 年 1-11 月，全市旅游饭店实现营业收入 170.4 亿元，同比增长 39.2%；利润总额 19.2 亿元，是 2003 年的 10.5 倍，上海、广州星级饭店房价同比增长超过 10%。

图表 16、部分省市 04-05 年酒店业经营概况

城市	时段	出租率（%）	同比（%）	房价（元）	同比变动
深圳	1-5 月	59.44	0.55		
上海	1-4 月	64.88	-1.18	543.99	13.73
广州	1-3 月	58.01	0.78	287.82	16.08
四川	1-5 月	51.22	3.53	174.95	-2.9

资料来源：根据媒体资料整理

旅行社仍未走出低谷。根据国家旅游局对 14927 家旅行社的统计，2004 年度全国旅行社营业收入 1017.82 亿元，同比增长 55.92%，毛利率为 6.81%，净利率为 0.30%。在收入大幅增加的情况下，旅行社行业经营状况仍然未见好转。

在宏观经济增速回落的预期下，具有防御性特征的旅游板块成为了弱市中的避风港，板块走势有望继续超过大盘。我们给予旅游行业“推荐”的投资评级，给予华侨城 A “强烈推荐-A”的投资评级，给予桂林旅游“谨慎推荐-A”的投资评级。

3. 零售行业：增长最具吸引力

图表 17、零售行业上市公司成长性归类



资料来源：招商证券研发中心

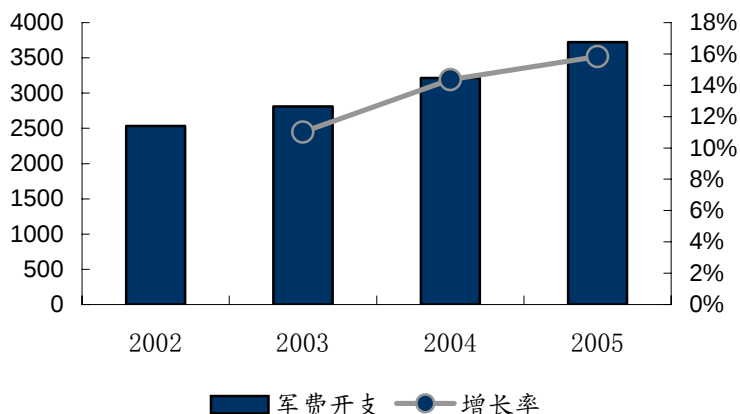
百货行业正处于恢复成长期。近期主要百货公司的平均收入同比均有 15% 以上的增长。影响百货公司销售增长的因素主要有行业内竞争、行业间竞争、居民收入三方面的因素。经过 10 余年的充分竞争，目前各主要城市的百货商之间已经形成比较稳定的竞争格局，行业内竞争继续恶化的可能性较小；并且大多数百货商已经将家电、家居等专业化商品让位于专业连锁商场，行业间竞争正逐步消除；同时居民收入每年均有约 10% 的增长速度。基于此，我们认为百货行业的收入增长将会跟上社会消费品零售总额 10% 的增长速度。

新型业态仍将快速增长。超市公司、专业卖场等新型业态在我国中西部地区、特别是二、三线城市发展的还相当不充分。随着店面总量的快速增长，新开店面对老店盈利增长的损耗在不断下降，规模效益正不断释放。新型业态的增长速度和赢利能力将继续保持较高水平。以苏宁电器为例，2001、2002、2003、2004 公司的净利率分别为 1.52%、1.66%、1.64%、1.99%，净利率的稳步提高表明公司扩张效率的稳步提高。

在未来消费对经济拉动力增强背景下，我国零售市场将得到更好的增长。我们给予零售行业“推荐”的投资评级，给予武汉中百“强烈推荐—A”的投资评级，给予苏宁电器、大商股份等公司“谨慎推荐—A”的投资评级。

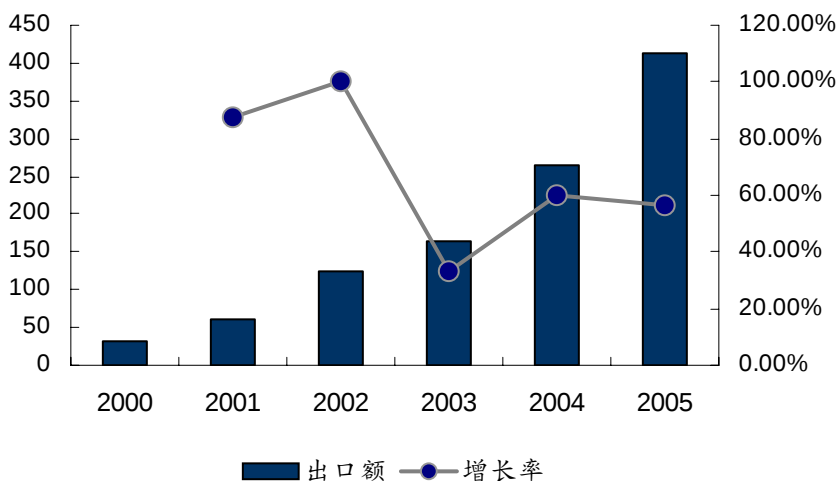
4. 计算机软硬件及服务行业：行业整体开始逐步复苏

图表 18、中国军费开支预测（单位：亿元）



资料来源：招商证券研发中心

图表 19、中国软件出口额预测图（单位：亿元）



资料来源：招商证券研发中心

行业除了受益于过去一贯强调的 3G，税控这两项外，还将受益于“军事工业”和“软件外包”。“军事工业”和“软件外包”近两年发展速度一直极为快速。目前来自军方的各种订单极为充足，软件外包收入也不断增长。

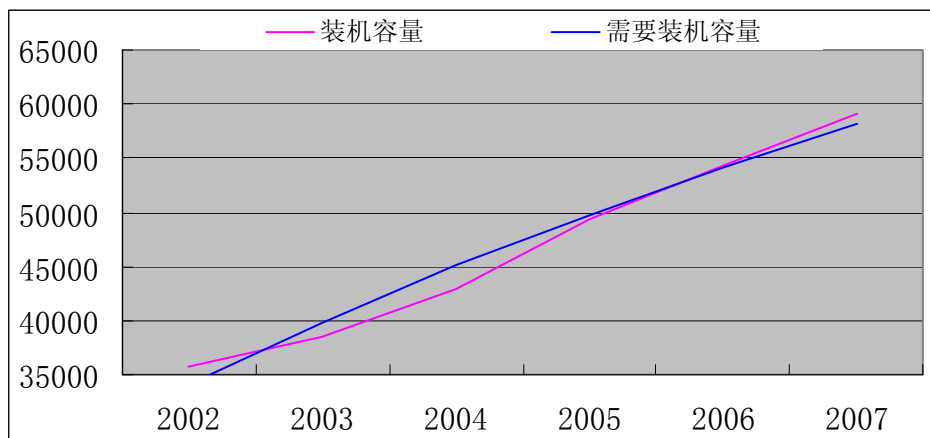
另外，在宏观调控的作用下，原材料价格也开始见顶回落，行业成本压力得以减轻。我们认为行业整体开始逐步复苏，已经具备了一定的投资价值，并可以规避整体经济减速带来的风险。

我们将整个行业的评级调高至“推荐”。给予华胜天成“强烈推荐”的投资评级，航天长峰、新大陆、航天信息、中国软件和用友软件“谨慎推荐”的投资评级。

5. 电力行业：毛利率止跌回升

随着电力需求增速的减弱以及装机容量的大幅增长，07 年以后电力行业基本达到供需平衡。在宏观调控的作用下，电力下游行业景气逐渐下降，电力需求的增长将受到了一定的影响。重工业是拉动电力需求增长的主要力量，电力、钢铁、有色、化工、水泥、机械六大重化工业的增长贡献为 51%。在宏观调控的作用下，这些行业的增长受到了明显的抑制，用电增速将趋缓；另外，经过治理整顿，在建装机规模将下降，07 年以后电力行业基本达到供需平衡。05 年投产有 6000-7000 万千瓦供求，加上 03 年新增装机 2793 万千瓦。04 年投产近 5000 万，05 年对在建项目进行了清理整顿，我们预测 05、06 和 07 年装机容量增加为 6300、5200 和 4900 万千瓦。我们预计 07 年电力总装机将达到 5.92 亿千瓦，比 03 年底增加 53%。按此趋势 06 年电力紧张缓解，07 年电力行业基本达到供需平衡。

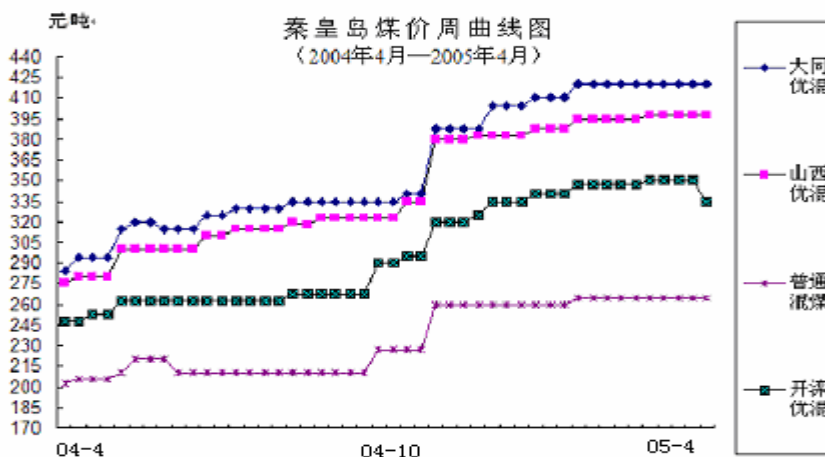
图表 20、2002—2007 年装机容量及缺口示意图



资料来源：招商证券研发中心

由于煤炭需求增速的下降，运力的改善以及运价的下降，煤炭库存的增加，**煤价已趋于平稳并呈现下跌苗头。**

图表 21、秦皇岛煤价走势图



资料来源：招商证券研发中心

电价上调。从05年5月1日（部分省市从5月15日）起，各省统调水、火电厂的上网电价有不同程度的调高，火电上网电价平均涨幅0.0213元/度。相应终端销售电价也有调高0.025元/度（海南除外）。同时取消大部分电厂的超发电价。超发电价并轨使得电价平均涨幅可能超过自04年5月开始计算的煤价上涨70%的成本。有超发电量的企业由于这部分电价大幅上涨而受益较多从05年5月1日起，火电上网电价平均涨幅0.0213元/度。

综合以上因素，我们预计电力行业毛利率在05年中期见底回升。我们给予整个行业“推荐”的投资评级。给予深能源A“强烈推荐-A”的投资评级，给予长江电力、华能国际等“谨慎推荐-A”的投资评级。

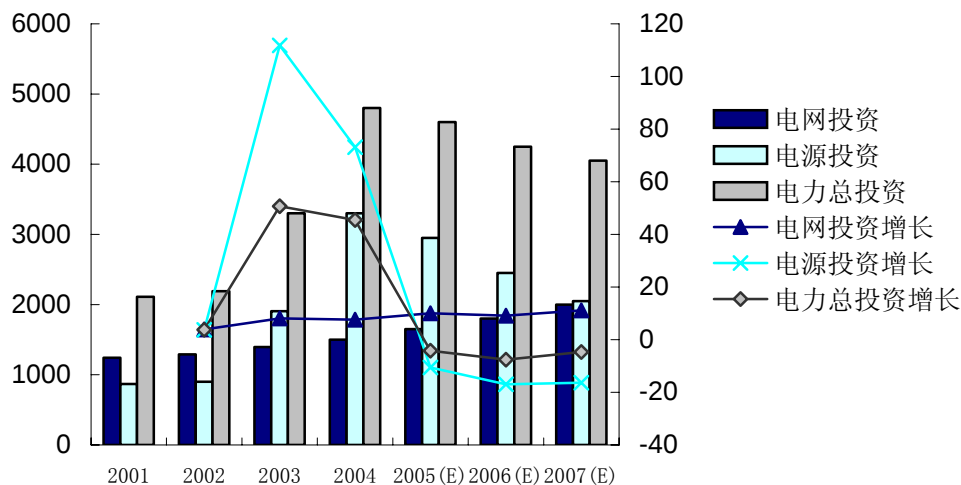
6. 电力设备行业：依然面临巨大发展机遇

电源投资在05-06年将达到峰值，之后趋于稳步回落。前期电力的紧张引发电源投资大幅增长。2004年总装机容量年增速超过12%，预计2005年增速超过15%。在宏观调控导致了电力需求增速下降，电源的大幅投资导致未来总装机容量大幅增长的共同作用下，我国的电力供应紧张将得到缓解，我们预计到2007年基本达到平衡。之后，电源投资规模将趋于稳定（预计年新增装机容量3500-4500万千瓦左右），年均增长速度维持在6-7%左右。

电网投资将保持较快速平稳增长。我国电网建设长期投入不足且发展滞后。“八五”，“九五”期间电网投资仅占电力投资的13.7%和37.3%。“十五”期间特别是近几年电源投资大幅度增加，而电网投资仍然增加不快。以2004年为例，2004年我国的电网投资约1500亿，仅占电力投资的31%。电源和电网比较均衡的投资比例应该在1:1左

右。加强电网建设是我国电网建设重中之重和当务之急。电力投资的重点将转移到电网上来。行业步入新一轮景气周期。我们预计电网投资可保持 10-15% 年均增速水平。

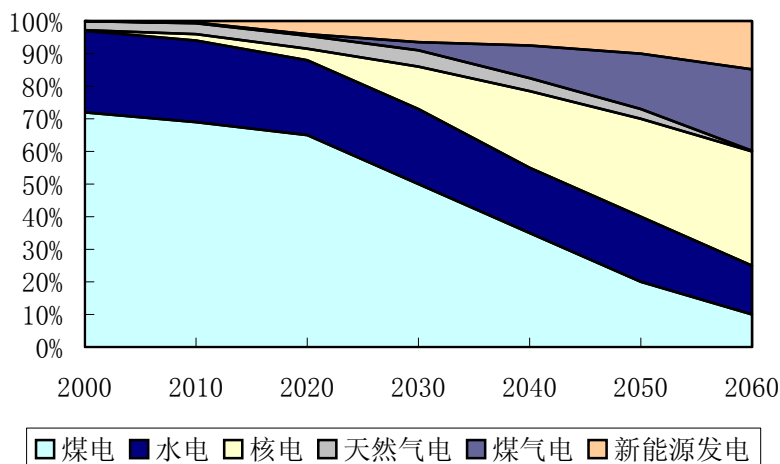
图表 22、电力投资增长情况及预测



资料来源：电力工业“十五”、“十一五”规划、招商证券研究中心

新能源行业长期快速发展。清洁、高效成为能源生产和消费的主流。2002 年全世界一次能源消费结构中，煤炭占 20.9%，石油占 40.3%，天然气占 23.1%，核电占 9.8%。而我国煤炭占 66.1%，石油占 23.4%，天然气占 3.8%。从长远开来，由于我国可开采煤炭及可利用水资源的有限性，要满足电力需求的长期持续增长，必须大力发展新型能源。新能源发电设备行业在我国刚刚起步，发展空间广阔。

图表 23、我国发电结构变化趋势预测



资料来源：中国能源战略中长期规划、招商证券研究中心

进入 2005 年 3 月以来，在宏观调控的作用下，钢、铜、铝等原材料价格短期内上涨的势头基本被抑制，部分原料价格已开始出现回落迹象。我们认为从中长期来看，原材料价格总体趋于下降，电力设备行业成本压力已然减弱。

我们给予整个行业“推荐”的投资评级，给予特变电工、天威保变、平高电气、国电南瑞、许继电气“谨慎推荐-A”的投资评级。

7. 家电行业：彩电有启动迹象，小家电市场成长空间大

空调旺季销售不理想，05 冷年颓势已定。1-4 月份空调销量微增 1.5%，增长的主要贡献来自出口，内销持续疲弱。行业库存虽然回落到 990 万台，但同比仍保持了 35% 以上的增长。2005 空调冷年只剩下两个月的时间，而迄今中国南方地区持续降雨，气温较往年同期低，内销前景不甚乐观。今年空调出口量增速回落徘徊在 10% 左右，出口高峰期已过，还看不到年内出现刺激性增长的可能性。总体而言，2005 冷年空调销售回升的机会不大。

高端彩电是指区别于传统显像方式的、采用新型显示技术的电视接收机。它包括背投电视（RP TV）、液晶电视（LCD TV）和等离子电视（PDP TV）。液晶电视和等离子电视又称平板电视。2005 年以前，国内高端市场一直由背投电视主导，从 2005 年第一季度开始，LCD TV 销售比重迅速上升。我们预计在经过前一两年的市场培育，居民消费结构的升级将使得平板电视市场进入高速成长期。

图表 24、2005 年第 1 季度高端电视销售情况

	销售量 (万台)	销售量比例		销售额 (亿元)	销售额比例	
		2005Q1	2004Q4		2005Q1	2004Q4
RP	25.31	40.11%	76.58%	26.45	37.40%	73.63%
LCD	31.34	49.67%	14.96%	27.91	39.46%	9.3%
PDP	6.45	10.22%	8.46%	16.37	23.14%	17.07
合计	63.10	100.00%	100.00%	70.73	100.00%	100.00%

数据来源：CCID

由于前期国内平板彩电尚处于市场导入和推进期，竞争格局未稳定，企业为占领市场非常重视工艺和技术改进型的新产品推出，老型号产品被淘汰很快，利润不佳。而且各企业普遍加大平板彩电销售投入，渠道和广告推广费用很大，所以相比技术和市场较为成熟的数字高清 CRT 彩电，大部分国内企业平板彩电的利润水平没有外界认为的高，甚至低于数字高清 CRT 彩电。我们判断，随着上游屏资源供应的稳定和价格持续下降，平板彩电市场规模将进一步扩大，优势企业将形成盈利意义的产销规模，推动利润提升。

小家电行业经营状况良好，取得收入、利润高增长。05 年 1-4 月份家用厨房电器行业 1-4 月实现收入 278 亿，同比增长 48%，毛利率 14.1%，上升 1 个百分点，

利润总额上升 314%；家用美容保健电器具（个人护理用品）行业实现收入 50.3 亿，同比增长 78%，利润总额 6.4 亿，同比增长 92%。

在宏观调控的作用下，近期钢、铜、铝等原材料价格短期内上涨的势头基本被抑制，部分原料价格已开始出现回落迹象。我们认为从中长期来看，原材料价格总体趋于下降，家电行业成本压力已然减弱。

在消费升级的拉动以及成本压力减轻的情况下，家电行业呈现出了较好的投资机会。我们将彩电行业的投资评级调高至“推荐”，维持小家电“推荐”的投资评级，给予白电“中性”的投资评级。给予厦华电子、格力电器和苏泊尔“谨慎推荐-A”的投资评级。

8. 医药行业行业：淡化行业，把握公司

药品降价、人民币升值预期、医院取消加价，使得今年以来医药行业利空不断。

随着今年 6 月 1 日，国家最新颁布的《疫苗流通和预防接种管理条例》的实施，我国传统的疫苗由疾控中心垄断经营的格局就此打破，这对疫苗生产企业是一大利好。对于新型治疗性乙肝疫苗和胃病疫苗，我们认为确证疫苗是否有效，必须待 III 期实验完毕；2004 年 5 月 17 日的国家四部委联手整治单采浆站，杜绝了非法采供血，直接导致了血浆供应紧张和血浆价格上涨。因此，全行业和相关生产企业的投浆量，预计会出现不同程度的萎缩。就整个行业来看，我们认为，**生物制药业当前仍面临供大于求的产业调整和医保目录产品降价的预期。**

今年 1-5 月，中药行业销售收入达 331 亿元，同比增长 18.9%。利润总额 32.5 亿元，同比增长 20.1%，增速快于去年。我们预计未来中药行业重要仍将保持较快增长。中药行业增长的动力来自中药现代化、连锁药店扩张以及农村市场的运作。但我们也注意到行业竞争的加剧、药品降价的预期将对中药行业的盈利水平产生较大的负面影响。

2005 年 1-5 月份化学原料药增长 26.84%，化学药制剂同比增长 23.69%。利润方面，医药制造业利润总额同比增长 20.93%。我们认为，从长期来看，化学药将会继续保持稳定增长。但是近期化学药行业面临的药品降价、维生素 C 反垄断诉讼、人民币升值因素对化学药行业产生了较大的负面影响。

我们对于该行业给予“中性”的投资评级。建议投资者关注那些成长性良好、自主定价能力较强的公司。我们对于天力士、云南白药、同仁堂、恒瑞医药、华海药业、海正药业等公司给予“谨慎推荐-A”的投资评级。

9. 食品饮料行业：子行业发展冷暖不均

在消费需求推动下，食品饮料行业业绩将保持稳定增长。回顾 05 年前 5 月份发展

情况，乳业、白酒、葡萄酒、黄酒、肉类加工等行业的利润总额同比增长速度都有不同程度提高。展望下半年，乳业遭遇郑州光明山盟“回收奶”事件所引发的行业性挫折，北方企业伊利、蒙牛受影响较小；啤酒行业受北旱南涝影响、企业也冷暖不均；白酒、葡萄酒、黄酒行业进入淡季，同比增长情况有望延续；肉类加工行业得益于生猪收购价格的下降，下半年业绩将继续有所提高。在经济增速回落的大背景下，稳定增长的食品饮料行业对投资者仍具有较强吸引力。我们给予整个行业“中性”的投资评级，给予贵州茅台、双汇发展和伊利股份“强烈推荐-A”的投资评级，给予五粮液“谨慎推荐-A”的投资评级。

图表 25、食品饮料主要子行业 2005 年 1—5 月份经济指标（单位：万元，%）

项 目	乳业	白酒	啤酒	葡萄酒	黄酒	肉类加工
销售收入	3169237	2923558	2547896	411722	166732.8	7778305
销售收入增长率	31.66%	22.09%	12.16%	29.79%	16.63%	43.19%
利润总额	175647	340544	88618	58154	15022.1	229706
利润总额增长率	25.77%	21.72%	4.00%	29.00%	8.02%	67.14%
主营业务利润率	23.03%	28.05%	24.75%	31.43%	28.09%	8.45%
同比变动（+/-）	-1.87%	0.80%	-1.18%	-1.63%	0.54%	-1.14%
营销费用/销售收入	13.33%	9.72%	11.94%	13.72%	10.62%	2.45%
同比变动（+/-）	-0.47%	0.29%	0.19%	0.71%	1.85%	-0.42%
管理费用/销售收入	3.77%	6.10%	7.70%	4.20%	7.27%	1.98%
同比变动（+/-）	-0.85%	-0.50%	-0.53%	-1.49%	-0.67%	-0.45%
销售利润率	5.54%	11.65%	3.48%	14.12%	9.01%	2.95%
同比变动（+/-）	-0.54%	0.53%	-0.65%	0.09%	-0.51%	0.29%

资料来源：国家统计局

10. 房地产行业：吹尽浮华始见金

自今年 3 月份以来，国家针对房地产市场过热问题出台了一系列宏观调控政策，这些政策对居民的心理和消费行为产生了较大的影响。这表现在：购房者持币观望氛围浓厚，商品房销售速度明显下降，上海、北京和部分二线城市商品房销售都受到了显著的影响。这直接影响了房地产开发企业的资金回流和盈利水平上。我们认为重估净资产值折价率相当给予了投资者一定的安全边际空间，折价率越大，投资也就越安全。由于行业调整压力的存在，我们维持对行业的“中性”的投资评级。通过市盈率和重估净资产值两种方法综合估值，我们维持对深万科、招商地产和金地集团的“谨慎推荐-A”的投资评级。

图表 26、上海市场销售速度明显放缓

商品房类型	销售变化
二手房	平均下降 60%—70%

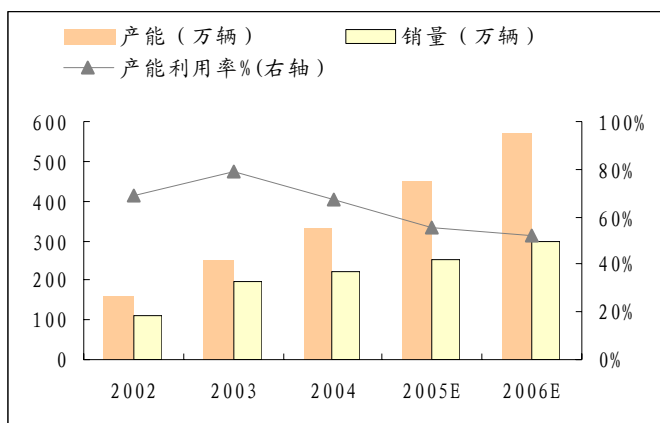
新盘开盘认购情况	由原来的约 85% 下降到 40% 以下
新盘后续销售情况	销售速度下降 40% 以上，看房者下降 60% 以上

资料来源：招商证券研发中心

11. 汽车行业：行业拐点尚未出现

近 3 个月来，轿车销售明显好转，月度销量超过 22 万辆，达到历史最好水平。汽车股价也相应出现反弹。但我们认为汽车行业拐点并未到来。首先，原材料价格尽管从高位有所回落，但幅度不大；其次，汽车的销量并未出现快速增长，销量的温和增长并不足以拉动利润增长。此外每年的 6 月 - 8 月份都是汽车传统的销售淡季，很多厂家会在这段时间进行设备检修，能否延续二季度较好的销售势头仍有待观察；最后较低的产能利用率仍将制约行业的盈利空间，目前我国轿车产能利用率只有 55% 左右，低于 72% 的全球平均值。维持行业“中性”的投资评级，给予宇通客车、江淮汽车、威孚高科、福耀玻璃和上海汽车“谨慎推荐 A”的投资评级。

图表 27、我国轿车产能利用率



资料来源：招商证券研发中心

12. 石化行业：行业景气继续回落

我们认为本轮景气的最高峰已于去年 9 月至今年 4 月出现。作为判断石化景气周期的重要指标乙烯价格和乙烯毛利已经再创新低，回到景气周期之前（即 2003 年初）的水平。乙烯毛利为 110 美元/吨，相对去年 9 月的最高峰下降了 800 美元/吨（88%）而言，已经处于底部区域了；而原油价格仍然处在历史最高位，这种状态对石化行业构成了较大的不利影响。目前石化行业的总体盈利水平已回落到最高峰时 60% ~ 70% 的水平，预计下半年的盈利将继续保持这一水平或略低。给予石化行业“中性”的投资评级。

DCF 绝对估值结果显示：齐鲁石化的价值区间在 5.39 ~ 6.52 之间，将投资评级上调至“谨慎推荐 - A”；中国石化的价值区间在 3.27 ~ 4.66 之间，我们认为中国石化股价略有低估，投资评级维持“谨慎推荐 - A”；扬子石化的价值区间在 8.38 ~ 10.74 之

间，投资评级继续维持“谨慎推荐-A”。

图表 28、原油、成品油与主要石化产品价格变动

	最新价	2005 至今	涨幅	2004	涨幅	2003
布伦特原油	58.41	50.25	32.17%	38.02	33.50%	28.48
WTI 原油	59.42	51.38	23.90%	41.47	33.82%	30.99
Cinta	50.86	45.93	26.49%	36.31	28.90%	28.17
Minas	52.38	48.57	31.27%	37.00	28.47%	28.80
Dubai 高硫油	53.42	44.32	32.46%	33.46	25.22%	26.72
乙烯（美元/吨）	730	872	-3.11%	900	99.56%	451
EG	7200	9780	1.96%	9592	41.58%	6775
PTA	7200	8390	7.73%	7788	27.80%	6094
PVC	6700	7286	-14.12%	8484	22.12%	6947
HDPE	10650	11240	14.83%	9788	41.40%	6922
LDPE	11000	11956	6.18%	11260	51.79%	7418
PP	11000	10946	14.56%	9555	31.16%	7285
丁苯橡胶	13450	13385	4.14%	12853	21.84%	10549
苯乙烯	10400	10680	0.10%	10669	49.80%	7122
汽油	4090	3924	16.47%	3369	11.34%	3026
柴油	3967	3753	12.43%	3338	20.07%	2780
石脑油	4130	4240	40.03%	3028	17.64%	2574

资料来源：Bloomberg、Oilchem.net

13. 有色金属行业：上中下游投资机会各不相同，子行业冷暖不均

尽管基本金属的供需缺口依然存在，但由于 2005 年全球经济增速将会放缓，以及中国宏观调控政策仍有进一步强化的可能，**有色金属的消费增速将会放缓**。随着基本金属价格的见顶，上游资源型公司未来的盈利达到高峰，未来增长有限，而下游加工型公司由于自身的核心竞争力和成本的降低，未来将会步入高速发展期，中游冶炼型公司由于价差的扩大，未来盈利也将步入恢复期。

就子行业来看，精铜供需缺口从 04 年的 87 万吨锐减至 05 年 5 月的 1.2 万吨，目前铜价创新高已经脱离基本面支持；原铝和氧化铝的供需逐渐趋于基本平衡，煤电联动政策进一步提高电解铝公司的电力成本；供需缺口扩大促使锌成为 05 年最看好的基本金属；金价短期受美元走强压制，长期仍然乐观；供需关系紧张推动钨价大幅上涨；钛行业步入二十年一遇的复苏期；钽行业继续复苏，复苏力度有待观察。

我们给予整个行业“中性”的投资评级。给予厦门钨业“强烈推荐-A”的投资评级，给予南山实业、锡业股份、宏达股份和山东黄金“谨慎推荐-A”的投资评级。

图表 29、有色金属行业重点公司分类表

公司名称	类型	公司在行业中的地位	所处子行业
厦门钨业	加工型	全球最大的钨制品生产企业。	钨/稀有金属
南山实业	加工型	国内最大的铝型材生产企业之一	铝/轻有色金属
宝钛股份	加工型	国内最大的钛制品生产企业	钛/稀有金属
东方钨业	加工型	全球三大钨制品生产企业之一	钨/稀有金属
新疆众和	加工型	国内最大的精铝及电子铝箔生产企业	铝/轻有色金属
金龙铜管	加工型	全球三大精密铜管生产企业之一	铜/重有色金属
高新张铜	加工型	国内最大的铜水管生产企业	铜/重有色金属
包头铝业	冶炼型	国内最大的铝合金生产企业	铝/轻有色金属
兰州铝业	冶炼型	国内重要的电解铝生产企业	铝/轻有色金属
焦作万方	冶炼型	国内重要的电解铝生产企业	铝/轻有色金属
中孚实业	冶炼型	国内重要的电解铝生产企业	铝/轻有色金属
云铝股份	冶炼型	国内重要的电解铝生产企业	铝/轻有色金属
关铝股份	冶炼型	国内重要的电解铝生产企业	铝/轻有色金属
锡业股份	资源型	全球最大的精锡生产企业	锡/重有色金属
宏达股份	资源型	亚洲资源储量最大的锌生产企业	锌/重有色金属
山东黄金	资源型	国内重要的黄金生产企业	黄金/贵金属
驰宏锌锗	资源型	国内资源品位较高的锌生产企业	锌/重有色金属
江西铜业	资源型	全球十大精铜生产企业之一	铜/重有色金属
铜都铜业	资源型	国内第三大的精铜生产企业	铜/重有色金属
中金岭南	资源型	国内第三大的铅锌生产企业	铅锌/重有色金属
山东铝业	资源型	国内重要的氧化铝生产企业	氧化铝/轻有色金属

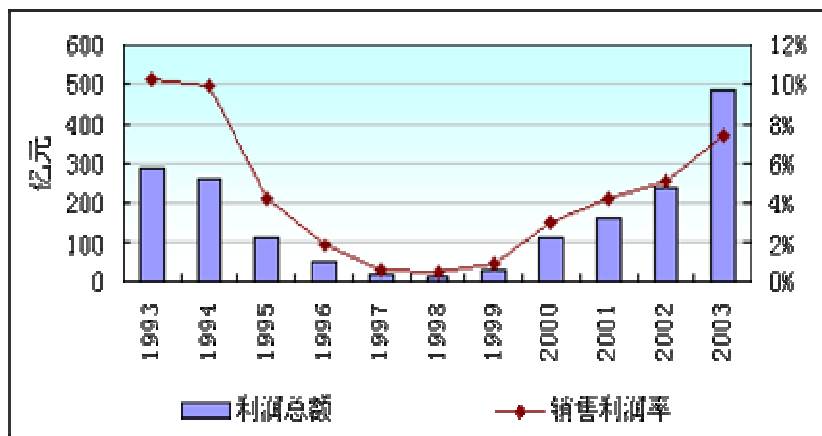
注：其中金龙铜管和高新张铜为拟上市的公司

资料来源：招商证券研发中心

14. 钢铁行业：景气回落趋势已然确立

随着产能的不断扩张及释放和需求的逐步回落，钢铁行业的供需关系也开始发生改变。从钢铁供给情况看，2001 年到目前基本维持在 20% 以上的增长。05 年 1-4 月份，全国生铁产量 9,998.94 万吨，同比增长 29.3%；粗钢产量 10,593.87 万吨，同比增长 24.8%；钢材产量 11,203.31 万吨，同比增长 23.3%，继续保持高增长的发展态势。而国内钢材的表观消费增幅呈下降态势，03 年为 25.9%，04 年回落到 17.4%，05 年 1-4 月进一步下降至 12.1%。我们判断 2005 年热轧板将达到供需均衡，2006 年冷轧板将达到供需均衡。在未来供需关系逐步逆转的背景下，未来几年钢材价格重心将不可避免地逐步下移，行业利润下滑也在所难免。1993 年宏观调控后钢铁行业的盈利情况，为我们揭示了行业盈利波动所蕴藏的巨大风险。我们给予钢铁行业“中性”的投资评级。

图表 30、1993—2003 年重点钢铁企业利润和销售利润率

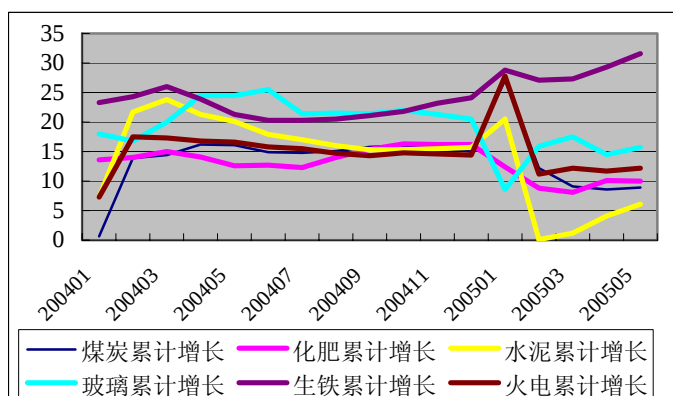


资料来源：国家统计局

15. 煤炭行业：宏观调控下煤炭供需增速减缓

在国家宏观调控政策的影响下，投资过热的重化工行业受到较大的影响。2005 年，煤炭下游行业除了生铁行业继续高增长外，其他的火电、化肥、水泥和玻璃行业的增长速度明显下滑，这相应减少了上游行业——以煤炭为主的能源需求增长速度。

图表 31、煤炭及下游行业产量增长速度减缓



资料来源：国家统计局

由于我国煤炭安全投入严重不足，煤炭生产存在较大的安全隐患，国家安全生产监督管理规定在 7 月 13 前必须办理安全生产许可证，对达不到煤矿安全生产标准的煤矿，必须停产整顿或立即关闭。受此影响，全国煤炭产量的增长速度也从 2004 年的 15% 下降到 2005 年前五月的 8.9%。

另外，2005 年，国家出台政策鼓励煤炭企业提取 15 元/吨的瓦斯治理专项基金，安全生产资金从 10 元/吨提升到上限 15 元/吨，提高煤炭资源税、将煤炭出口退税率从 11% 下调到 8%，这些措施在一定程度上增加了煤炭企业的成本，减少了煤炭企业的盈利。

在需求和供给增速减缓的情况下，煤炭行业未来供求将发生逆转。我们预计 2005、2006 年煤炭的产能分别为 20.1 亿吨和 22.9 亿吨；而同期煤炭的消费总量为 20.6 亿吨和 22.0 亿吨。我们认为煤炭行业目前处于周期性拐点，价格将会从目前的历史高位回调，煤炭企业的盈利能力将下降。

我们给予煤炭行业“中性”的投资评级。

图表 32、推荐行业重点公司盈余预测、投资评级及 PEG 排名

行业	代码	名称	本次评级	上次评级	04EPS	05EPS	06EPS	PEG 排名
公路	000900	现代投资	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.27	0.6	0.72	1
	600012	皖通高速	中性-A	中性-A	0.24	0.37	0.45	5
	600033	福建高速	谨慎推荐-A	强烈推荐-A	0.4	0.46	0.58	22
	600269	赣粤高速	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.47	0.6	0.73	20
	600350	山东基建	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.19	0.23	0.3	15
机场	600009	上海机场	强烈推荐-A	强烈推荐-A	0.67	0.81	0.92	30
	000089	深圳机场	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.32	0.43	0.52	11
	600004	白云机场	中性-A	中性-A	0.28	0.2	0.3	-
旅游	000069	华侨城 A	强烈推荐-A	强烈推荐-A	0.3	0.64	1.02	19
	000888	峨眉山 A	中性-A	中性-A	0.19	0.22	0.27	-
	000978	桂林旅游	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.21	0.29	0.38	45
	002033	丽江旅游	中性-A	中性-A	0.37	0.41	0.47	42
	600054	黄山旅游	中性-A	中性-A	0.22	0.3	0.37	-
	600258	首旅股份	中性-A	中性-A	0.26	0.3	0.34	36
	600754	锦江酒店	中性-A	中性-A	0.24	0.32	0.36	27
零售	000759	武汉中百	强烈推荐-A	强烈推荐-A	0.158	0.237	0.341	2
	002024	苏宁电器	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.973	1.827	2.436	34
	600361	华联综超	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.387	0.461	0.521	24
	600415	小商品城	谨慎推荐-A	中性-A	0.826	1.251	1.66	6
	600631	百联股份	中性-A		0.13	0.24	0.3	3
	600694	大商股份	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.528	0.697	0.786	8
	600729	重庆百货	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.365	0.379	0.392	39
	600824	益民百货	中性-A	谨慎推荐-A	0.326	0.78	0.471	-
	600825	华联超市	中性-A	中性-A	0.158	0.206	0.228	38
	600827	友谊股份	中性-A	中性-A	0.307	0.303	0.349	-
	600280	南京中商	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.35	0.46	0.502	25
	600327	大厦股份	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.329	0.368	0.409	16
计算机及软件服务	600410	华胜天成	强烈推荐-A	强烈推荐-A	0.67	0.8	1	23
	600855	航天长峰	谨慎推荐-A	首次	0.1	0.14	0.28	13
	000997	新大陆	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.18	0.29	0.39	14
	600271	航天信息	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.71	0.8	0.9	33
	600536	中国软件	谨慎推荐-A	首次	0.46	0.55	0.66	40
	600588	用友软件	谨慎推荐-A	中性-A	0.4	0.5	0.57	32
	600100	清华同方	中性-A	中性-A	0.2	0.24	0.29	44

电力	000027	深能源 A	强烈推荐-A	强烈推荐-A	0.56	0.64	0.8	12
	600900	长江电力	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.39	0.44	0.48	43
	600011	华能国际	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.45	0.48	0.6	35
	000539	粤电力 A	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.36	0.38	0.41	37
	600236	桂冠电力	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.18	0.3	0.37	47
	600795	国电电力	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.37	0.45	0.56	18
	600886	国投电力	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.58	0.7	0.78	10
	600642	申能股份	中性-A	谨慎推荐-A	0.41	0.51	0.55	26
	600098	广州控股	中性-A	谨慎推荐-A	0.38	0.37	0.4	-
电力设备	600089	特变电工	谨慎推荐-A	中性-A	0.319	0.382	0.516	21
	600550	天威保变	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.155	0.312	0.705	9
	600312	平高电气	谨慎推荐-A	中性-A	0.168	0.23	0.3	28
	600406	国电南瑞	强烈推荐-A	谨慎推荐-A	0.401	0.525	0.694	41
	000400	许继电气	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.381	0.382	0.41	46
	600875	东方电机	中性-A	中性-A	0.588	0.923	1.015	7
家电	000651	格力电器	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.78	0.91	1.06	17
	000527	美的电器	中性-A	中性-A	0.67	0.75	0.83	31
	000100	TCL 集团	中性-A	中性-A	0.18	-0.35	0.1	-
	600839	四川长虹	中性-A	中性-A	-1.7	0.19	0.21	-
	600870	厦华电子	谨慎推荐-A	中性-A	0.07	0.2	0.25	4
	002032	苏泊尔	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.47	0.61	0.73	29

资料来源：招商证券研发中心

图表 33、中性行业重点公司盈余预测、投资评级及 PEG 排名

行业	代码	名称	本次评级	上次评级	04EPS	05EPS	06EPS	PEG 排名
石化	600028	中国石化	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.372	0.396	0.418	52
	600688	上海石化	中性-A	中性-A	0.552	0.504	0.511	-
	000866	扬子石化	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	2.01	1.796	1.52	6
	600002	齐鲁石化	谨慎推荐-A	中性-A	0.66	1.078	0.891	-
文化传播行业	600880	博瑞传播	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.37	0.5	0.6	47
	600037	歌华有线	中性 A	中性 A	0.58	0.64	0.68	69
	600970	中材国际	中性-A	中性-A	0.43	0.56	0.64	63
	600585	海螺水泥	中性-A	中性-A	0.8	0.33	0.49	-
	000012	南玻 A	中性-B	谨慎推荐-A	0.33	0.37	0.43	49
	600176	中国玻纤	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.21	0.35	0.45	5
	600801	华新水泥	中性-A	中性-A	0.45	0.15	0.25	-
	000401	冀东水泥	中性-B	中性-B	0.15	0.08	0.12	-
	600716	耀华玻璃	中性-B	中性-B	0.09	0.15	0.19	48
	600819	耀皮玻璃	中性-A	中性-A	0.24	0.25	0.26	68
有色	600549	厦门钨业	强烈推荐-A	强烈推荐-A	0.46	0.55	0.83	29
	600219	南山实业	谨慎推荐-A	中性-A	0.51	0.72	0.85	10
	600456	宝钛股份	中性-A	中性-A	0.56	0.65	0.75	38
	000962	东方钨业	中性-A	中性-A	0.11	0.15	0.25	34
	000807	云铝股份	中性-A	中性-A	0.35	0.22	0.29	-
	000960	锡业股份	谨慎推荐-A	强烈推荐-A	0.62	0.72	0.68	-
	600331	宏达股份	谨慎推荐-A	强烈推荐-A	0.23	0.58	0.65	2
	600547	山东黄金	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.36	0.55	0.7	28
	000630	铜都铜业	中性-A	中性-A	0.4	0.55	0.5	-
房地产	000002	深万科	强烈推荐-A	强烈推荐-A	0.39	0.56	0.72	3
	000024	招商地产	强烈推荐-A	强烈推荐-A	0.58	0.67	0.83	30
	600383	金地集团	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.37	0.49	0.62	11

	000402	金融街	中性—A	谨慎推荐-A	0.45	0.65	0.88	72
	600007	中国国贸	中性—A	中性—A	0.26	0.3	0.35	40
工程 机械	000039	中集集团	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	1.185	1.51	1.35	-
	600150	沪东重机	中性—A	中性—A	0.328	0.5	0.7	14
	600320	振华港机	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.44	0.85	0.96	12
	600761	安徽合力	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.4	0.46	0.51	39
	600031	三一重工	中性—A	中性—A	1.36	1.2	1.3	-
	000157	中联重科	中性—A	中性—A	0.75	0.7	0.75	-
化肥	600096	云天化	强烈推荐-A	强烈推荐-A	0.936	1.25	1.3	26
	600423	柳化股份	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.36	0.534	0.798	4
	600426	华鲁恒升	中性—A	谨慎推荐-A	0.504	0.72	0.88	8
	000731	四川美丰	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.746	1.08	1.25	7
	000792	盐湖钾肥	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.384	0.7	1	20
	600470	六国化工	中性—A	谨慎推荐-A	0.29	0.37	0.52	21
	000422	湖北宜化	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.47	0.57	0.62	32
	000912	泸天化	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.46	0.7	0.75	18
	000059	辽通化工	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.206	0.366	0.48	1
汽车 行业	600066	宇通客车	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.54	0.67	0.73	50
	600418	江淮汽车	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.57	0.73	0.63	-
	000581	威孚高科	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.58	0.66	0.76	27
	600660	福耀玻璃	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.39	0.53	0.65	24
	600104	上海汽车	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.6	0.37	0.48	-
	000625	长安汽车	中性—A	中性—A	0.81	0.42	0.54	-
	000927	一汽夏利	中性—A	中性—A	0.03	0.09	0.2	-
	000550	江铃汽车	中性—A	中性—A	0.45	0.4	0.46	-
	000951	中国重汽	中性—A	中性—A	0.68	0.72	0.6	-
	600686	金龙汽车	中性—A	中性—A	0.5	0.5	0.55	-
	600166	福田汽车	中性—A	中性—A	0.47	0.45	0.5	-
医药	600161	天坛生物	中性—A	中性—A	0.15	0.17	0.19	56
	002007	华兰生物	中性—A	中性—A	0.41	0.49	0.56	58
	002022	科华生物	中性—A	中性—A	0.52	0.59	0.67	53
	002038	双鹭药业	中性—A	中性—A	0.38	0.43	0.49	60
	600276	恒瑞医药	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.48	0.59	0.7	42
	600521	华海药业	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.51	0.68	0.79	44
	600267	海正药业	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.48	0.49	0.66	66
	600420	现代制药	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.28	0.37	0.46	15
	002001	新和成	谨慎推荐-A	中性—A	0.64	0.68	0.85	57
	002019	鑫富药业	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.48	0.81	1.19	25
	600196	复星医药	谨慎推荐-B	谨慎推荐-B	0.26	0.36	0.43	23
	600535	天士力	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.6	0.7	0.85	59
	000538	云南白药	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.59	0.75	0.94	41
	600085	同仁堂	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.79	0.91	1.06	55
	000423	东阿阿胶	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.32	0.38	0.46	46
	600436	片仔癀	中性—A	中性—A	0.3	0.62	0.71	33
港口	000022	深赤湾A	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	1.08	1.5	1.67	37
	600018	上港集箱	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.64	0.71	0.74	67
	600717	天津港	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.2	0.33	0.44	31
海运	600026	中海发展	中性—A	谨慎推荐-A	0.57	0.91	0.83	-
	600428	中远航运	中性—A	谨慎推荐-A	0.8	0.93	0.85	-
食品 饮料	600519	贵州茅台	强烈推荐-A	强烈推荐-A	2.087	2.386	2.712	43
	000895	双汇发展	强烈推荐-A	强烈推荐-A	0.581	0.726	0.825	51
	600887	伊利股份	强烈推荐-A	强烈推荐-A	0.611	0.736	0.868	36
	000858	五粮液	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.305	0.338	0.377	45
	000869	张裕A	中性—A	中性—A	0.503	0.671	0.826	19
	000729	燕京啤酒	中性—A	中性—A	0.4	0.294	0.318	-

	600600	青岛啤酒	中性—A	中性—A	0.264	0.265	0.293	73
	600597	光明乳业	中性—A	中性—A	0.305	0.3	0.358	—
航空	600029	南方航空	中性—A	中性—A	0.02	0.14	0.22	—
	600115	东方航空	中性—A	中性—A	0.11	0.12	0.19	64
	600591	上海航空	中性—A	中性—A	0.24	0.14	0.31	—
造纸	000488	晨鸣纸业	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.37	0.58	0.62	17
	600308	华泰股份	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.9	1.01	1.3	13
	600966	博汇纸业	中性-B	中性-B	0.416	0.67	0.81	9
	600963	岳阳纸业	中性-B	中性-B	0.31	0.5	0.58	22
贸易	600500	中化国际	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.634	0.518	0.528	—
	600058	五矿发展	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.677	0.605	0.605	—
	600153	厦门建发	中性—A	中性—A	0.415	0.421	0.437	70
电信	600050	中国联通	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.117	0.126	0.135	65
	000063	中兴通讯	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	1.05	1.38	1.72	35
电子	000021	深科技 A	中性 B	中性 B	0.31	0.34	0.37	61
元	600183	生益科技	中性—A	中性—A	0.33	0.21	0.26	—
器件	600237	铜锋电子	中性—A	中性—A	0.23	0.25	0.29	54
	600563	法拉电子	中性—A	中性—A	0.52	0.35	0.36	—
	600584	长电科技	中性—B	中性—B	0.34	0.41	0.47	62
	600460	士兰微	中性—A	中性—A	0.17	0.2	0.26	71
	002025	航天电器	谨慎推荐-A	谨慎推荐-A	0.52	0.96	1.25	16
	002045	广州国光	中性—A	中性—A	0.74	0.55	0.66	—

资料来源：招商证券研发中心

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
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

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

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。本报告版权归招商证券所有。