



# 青山缭绕疑无路 忽见千帆隐映来

## ——2005 年二季度投资策略报告

### 研究策划部



定稿：2005 年 3 月 31 日

策划执笔：

穆荣存 许叶静

行业研究：

聂昕 许叶静 黎瑛  
唐志 贺炜 刘元海

相关研究：

《梅花枝上雪初融——2005 年投资策略》，2004 年 12 月 12 日

联系地址：

上海浦东源深路 279 号  
邮编：200135  
电话：021-50509888

### 摘要

- 本届政府确定了“科学的发展观”和“构建和谐社会”的执政思路。我们还面临着税制改革、利率市场化、汇率形成机制、能源、《反分裂国家法》等问题，这些都将会对社会发展、宏观经济和产业政策发生很大的影响，社会和经济发展的环境发生了变化。
- 投资增长速度仍然较快，贸易顺差扩大，国际能源和原材料价格上涨、公共服务品提价、居住价格上涨使今年通货膨胀的压力十分巨大。央行很有可能会在二季度宣布加息。
- 大盘股的发行将启动，二季度融资规模和融资节奏将明显快于一季度。
- H 股、B 股股价和法人股转让价超过 A 股现象的出现，说明资产价格在国际化的影响下统一的步伐在加快。股价结构调整还将继续。我们应当去寻找能获得溢价的公司进行投资。
- 政府高度重视保护投资者利益、制度性缺陷终将被解决、合规资金陆续入市以及市场进入有投资价值区域等因素的共同作用，我们相信近 4 年的市场调整已经进入尾声阶段，历史的大底就在眼前。
- 3 月中下旬市场出现的大幅度下跌已经释放了宏观调控和融资加速给市场带来的风险。随着加息、大盘股发行的兑现，市场会在出现短期冲击式下跌后展开反弹。
- 坚持价值投资的理念，选择优秀的公司投资。
- 抓住大盘股融资带来的机会。
- 我们在 2005 年投资策略报告中看好的行业如景区、饮料等一季度市场表现优异，大多数跑赢了大盘，并且有许多获得了正收益。在二季度，我们仍然建议重点关注这些消费扩张的行业。



## 目录

<b>第一章：发展环境发生了变化.....</b>	<b>3</b>
执政思路：科学的发展观与和谐社会.....	3
发展环境：金融、税收、能源...正在变革.....	3
<b>第二章：不确定的因素依然不确定.....</b>	<b>4</b>
宏观调控：加息的压力巨大.....	4
大盘股发行将扑面而来.....	12
何时做“手术”？.....	13
国际化：股价结构调整将走向深入？.....	13
<b>第三章：风物长宜放眼量.....</b>	<b>14</b>
历史的大底就在眼前.....	14
大幅下跌释放了风险.....	17
<b>第四章：抓住大盘股融资带来的机会.....</b>	<b>18</b>
仓位控制原则.....	18
抓住大盘股融资带来的机会.....	18
<b>第五章：知否，知否，应是绿肥红瘦.....</b>	<b>20</b>
投资建议为推荐的行业.....	21
投资建议为中性的行业.....	22
投资建议为回避的行业.....	34



## 第一章：发展环境发生了变化

### 执政思路：科学的发展观与和谐社会

2005年1月18日，国家环保总局在京宣布停建金沙江溪洛渡水电站等13个省市的30个违法开工项目，并指出要严肃环保法律法规，严格环境准入，彻底遏制低水平重复建设和无序建设。这些项目的建设单位包括中国长江三峡工程开发总公司、中国华电集团公司、中国石油天然气集团公司、福州市发展改革委员会等这样的单位。1月27日，国家环保总局又通报了“两控区”（酸雨控制区和二氧化硫控制区）“十五”计划重点火电厂脱硫项目的进展情况，公布了46家尚未启动脱硫项目的火电厂名单，要求加大对火电厂脱硫的监管力度，最大限度地削减二氧化硫排放量。这46家火电厂大多属于五大发电集团。

如今这两件事已经不再是新闻了，重提是因为它给了我们很多思索。结合温家宝总理在今年3月份召开的两会上做的政府工作报告，回顾本届政府执政以来采取的有关措施，我们发现，本届政府的执政思路已不同于以往。其中有两点值得我们关注，这就是“科学的发展观”和“构建和谐社会”。

经济发展和社会稳定是历届政府追求的两大目标。本届政府总结了改革开放20多年来我国经济发展的经验和教训，提出了“科学的发展观”这样的经济发展思想。在分析了我国社会各阶层生存状况的基础上，提出了“构建和谐社会”这样的社会稳定思想。我们不想在此展开讨论什么是“科学的发展观”以及“和谐社会”应该如何构建，只是想提醒投资者，政府执政思路的变化必然会导致宏观经济政策和产业政策随之而变化。认识到了这一点，我们就能够理解和预计宏观政策的动向。例如，两会一结束，人民银行就提高了房地产贷款利率和首付比例，就是因为房地产行业走向背离了政府的执政思路。房地产行业一方面成为导致经济过热的源泉，另外一方面，暴利使房地产开发商肆意侵害拆迁户的利益，全国很多地方不断出现拆迁纠纷，导致大量上访。更有甚者，今年1月份，上海出现了开发商纵火将拒迁户活活烧死这样令人发指的事件。这类事件的不断发生，社会能和谐吗？

### 发展环境：金融、税收、能源...正在变革

其实，不仅政府的执政思路发生了变化，而且经济发展环境的很多方面都在或将要发生变化，包括税收制度、利率、汇率、能源、价格形成机制、国际环境等等：

1) 2004年9月14日，国家税务局下发了《东北地区扩大增值税抵扣范围若干问题的规定》，东北老工业基地的八个行业实行消费型增值税，允许企业抵扣当期新增机器设备所含进项税金。这预示着我国增值税将从生产型向消费型转变。内外资企业所得税两税统一、提高个人所得税抵扣基数等都在热烈的讨论中。另外，温总理在政府报告中指出明年将在全国全部免征农业税，燃油税的征收也只是时间问题。

2) 近年来，央行一直致力于稳步推进利率市场化改革，尤其在2004年，利率市场化迈出了重要的两大步：1月1日，再次扩大了金融机构贷款利率浮动区间；10月29日，放开了商业银行贷款利率上限和存款利率的下限。这样一来，对利率的约束只剩下对人民币贷款利率设有下限和对人民币存款利率设有上限这两项了。利率市场化改革的总体思路确定为：先放开货币市场利率和债券市场利率，再逐步推进存、贷款利率的市场化，最终目标是2003年党的十六届三中全会《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》制定的“建立健全由市场供求决定的利率形成机制，中央银行通过运用货币政策工具引导市场利率”。

3) 汇率也是个热门话题。目前人民币汇率采取的是盯住美元的固定汇率制度，1994-1996年间是有管理



的浮动汇率，东南亚金融危机后，实行的是保持人民币币值相对稳定的汇率机制。这一制度是在外汇短缺时期制定的，目前经济背景已与那时发生了很大的变化。央行最近两年也采取了很多措施，例如，企业结售汇制度改革、放宽个人用汇额度、外汇交易做市商制度等等，使汇率能够反应真实的供需。虽然我们现在还无法判断新的汇率形成机制会是什么，但可以肯定的是，由市场来决定汇率是改革的方向。

4) 目前，我国已经成为世界第二大能源消费国。2003 年我国超过日本成为世界第二大石油进口国，2004 年石油进口大约为 1.2 亿吨，石油对外依赖度已经超过了 40%。对外依赖性的增强使得我国受国际市场的影响越来越大，能源安全显得非常重要。2004 年 6 月 30 日国务院批准了我国能源 20 年战略规划，基本方针是节能优先，效率为本，为经济发展提供稳定、经济和清洁的能源保障。2005 年 2 月 16 日，《〈联合国气候变化框架公约〉京都议定书》正式生效，我国是缔约国之一。这是人类历史上首次以法规的形式限制温室气体排放。

5) 2005 年 1 月，全球最大铁矿石供应商巴西 CVRD 与日本钢铁企业达成一致，自今年 4 月起将铁矿石出口价格提高 71.5%。虽然我国是铁矿石的主要进口国，但也只能被动地接受这一价格。我国也有大量的垄断性资源或占全球贸易量垄断地位的商品，例如焦炭、稀土等，由于竞争秩序混乱，都以极其便宜的价格出口。对这些商品，我们应该创造一个什么样的价格形成机制？

6) 《反分裂国家法》已获得通过生效，台海局势会怎样变化？中日在石油资源、领土方面的竞争和纠纷，会出现什么样的结果？这些会对影响中国发展的国际环境产生些什么样的影响？

我们在此提出的这些问题，每一个都值得洋洋洒洒写上万言，因此，我们不想在此全面展开。很多问题我们也在思考。我们提出这些问题的目的只是提示投资者，注意这些问题及其引起的变化，注意这些变化带来的机遇和风险。

## 第二章：不确定的因素依然未确定

在 2004 年 12 月 12 日定稿的《梅花枝上雪初融—2005 年投资策略》中，我们指出，宏观调控、制度改革、融资压力和国际化是影响今年市场的重大不确定因素。我们欣喜地看到，市场验证了我们判断的正确性和前瞻性。全面分析市场今年来的走势和各种影响因素的变化情况，我们仍然坚持这种判断。而在二季度，我们尤其需要关注的是加息和大规模融资给市场带来的压力。

### 宏观调控：加息的压力巨大

今年是宏观调控的第二年，“加强和改善宏观调控”成为今年政府工作的主要目标。温家宝总理在两会上提出：“今年经济社会发展主要预期目标是：国内生产总值增长 8% 左右；城镇新增就业 900 万人，城镇登记失业率控制在 4.6%；居民消费价格总水平涨幅控制在 4%；国际收支保持基本平衡。”根据这些目标，分析今年一季度公布的宏观经济数据，我们感受到政府出台进一步宏观调控措施的可能性在加大。温家宝总理 3 月 30 日主持召开的国务院常务会议强调“严格控制固定资产投资过快增长，特别是控制房地产和城市建设规模”，也说明了宏观经济形势面临严峻的局面。

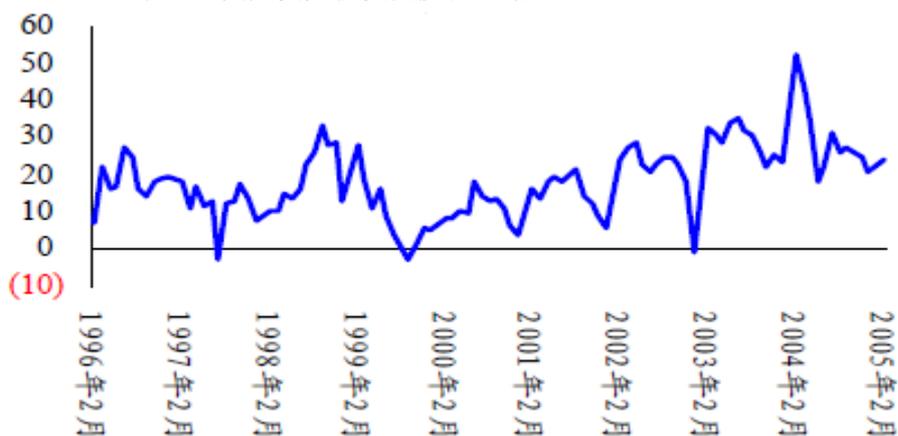


### 需求强劲，经济增长速度依然较快

2004年，国内生产总值达到13.65万亿元，同比增长9.5%；财政收入2.63万亿元，增长21.4%；固定资产投资7.01万亿元，增长25.8%；社会消费品零售总额5.4万亿元，增长13.3%；进出口贸易总额1.15万亿美元，增长35.7%，由上年居世界第四位上升为第三位。

2005年1-2个月，投资、消费和进出口增长依然较快。城镇固定资产投资累计完成4222亿元，同比增长24.5%，比2004年12月份提高了3.2个百分点。施工项目38676个，同比减少1319个，其中，新开工项目7583个，减少236个。虽然投资增幅在去年2月份见顶后一直处于回落中，项目数量也出现了下降，但考虑到去年同期50%以上的增幅，可以看出，1-2月份的投资增长出现了明显反弹。

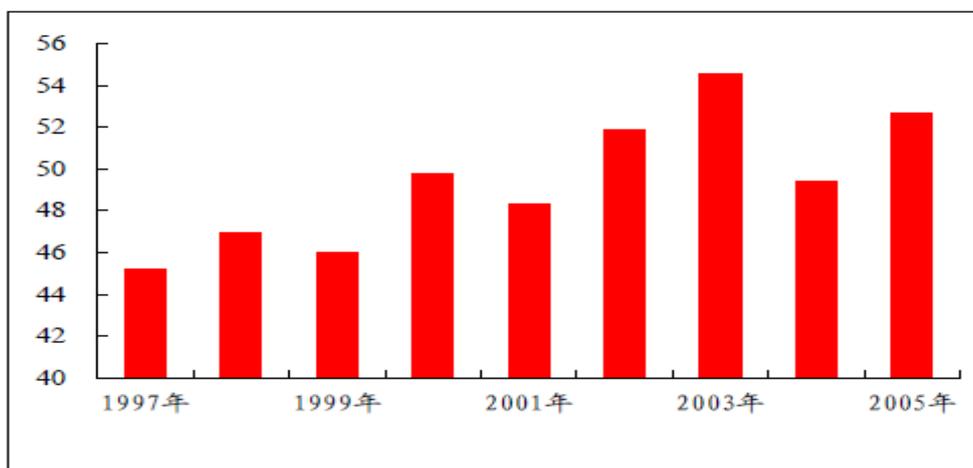
图1：固定资产投资月度同比增长（%）



数据来源：CEIC 光大证券

2005年1-2月，全国进出口总值为1794.6亿美元，同比增长21.7%，其中：出口952.8亿美元，增长36.6%；进口841.8亿美元，增长8.3%；进出口顺差111.1亿美元。居民消费保持了较快增长，比2004年春节期间的消费需求更为旺盛。1-2月份，社会消费品零售总额10313亿元，比上年同期增长13.6%，增幅比上年同期高出3.1个百分点，扣除价格因素实际增幅也高出近3个百分点。分月看，1月份增长11.5%，2月份增长15.8%。

图2：1997年以来工业生产1-2月与12月环比图



数据来源：CEIC 光大证券

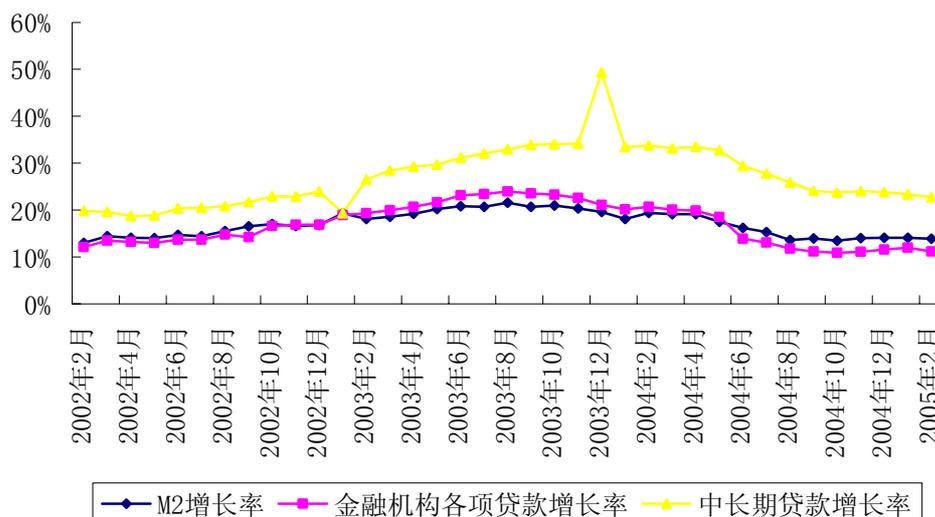


2005年1-2月份，规模以上工业企业(全部国有企业和年产品销售收入500万元以上的非国有企业)完成增加值9034亿元，同比增长16.9%，增速与上年同期基本持平，比2004年全年略高，比2004年四季度加快了2个百分点左右。由于2004年2月是闰年，因此可比的工业增长率将超过18%。对环比数据的检查也显示，1-2月的工业生产增长速度处于多年来少见的高水平，显示工业增长出现了加速迹象。产销衔接和效益仍然较好，规模以上工业产品销售率为97.24%，比去年同期提高0.57个百分点；实现利润1653亿元，比去年同期增长17.4%。

### 货币供应和信贷增长平稳

2月末，广义货币M2余额25.94万亿元，同比增长13.9%，增幅比上月末低0.2个百分点，比上年同期低5.5个百分点。狭义货币M1余额9.28万亿元，同比增长10.6%，增幅比上月末低4.7个百分点，比上年同期低9.2个百分点。由于央行2月公开市场操作净回笼货币1030亿，比1月多回笼了550亿，正好占到去年2月M2余额的0.2%左右，因此央行公开市场操作是M2增速下降的重要原因。

图3：M2、贷款和中长期贷款增长速度(%)



数据来源：Wind

2月末，人民币贷款余额18.20万亿元，同比增长13.4%，增幅比上月低0.8个百分点，比上年同期回落7.3个百分点。其中，中长期贷款余额7.23万亿元，同比增长23.8%，增幅比上月末低0.6个百分点，同比低9.9个百分点；短期贷款及票据融资余额为10.01万亿元，同比增长7.5%，增幅比上月末低1个百分点，同比低7.9个百分点。

2月末，人民币各项存款余额为24.88万亿元，同比增长15.9%，增幅比上月末下降0.8个百分点。其中，2月末居民储蓄存款余额12.78万亿元，同比增长15.5%，比上月增加3.6个百分点，比上年同期低3.7个百分点。

我们注意到，今年1-2月份，货币供应量和信贷增长平稳，但是中长期贷款增速长期以来明显大于同期贷款余额的增速，增加了投资反弹的可能。

### 物价指数出现反弹

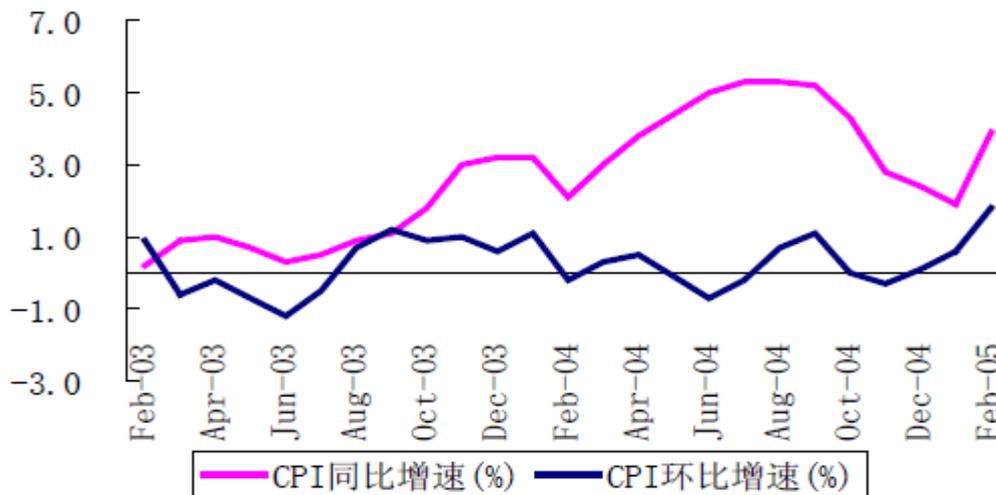
国家统计局发布的统计公报显示，2004年我国固定资产投资价格上涨5.6%，农产品生产价格上涨13.1%，



工业品出厂价格上涨 6.1%，原材料、燃料、动力购进价格上涨 11.4%，居民消费价格上涨 3.9%，商品零售价格上涨 2.8%。

2005 年 1-2 月份，CPI 同比上涨 2.9%。2 月 CPI 同比上涨了 3.9%，和 1 月的 1.9% 相比提升 2 个百分点。其中食品价格同比上涨 8.8%，成为 CPI 上涨的主要动力，贡献度为 76.7%。非食品价格同比上涨 1.4%，创出了近年来的新高，显示 CPI 上涨动力有新的因素在积累。我们注意到，非食品中有多项出现了下降，但其中居住价格 1、2 月份增长都在 5% 以上，看来这种新的因素与房地产价格的上涨有很大的关系。

图 4：CPI 同比与环比增长速度



数据来源：中经网 长城证券

表一、CPI 分项构成指标

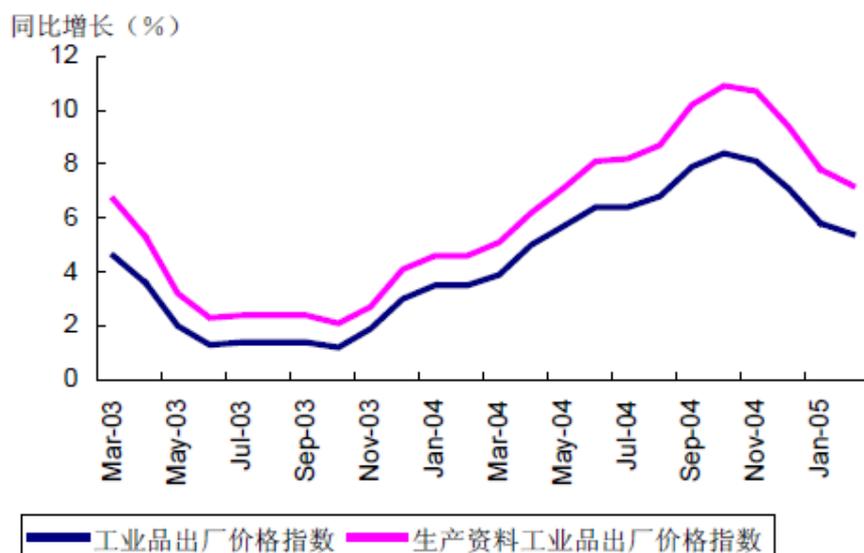
项目名称	2005 年 1 月份	2005 年 2 月份	2005 年 1-2 月份
居民消费价格指数	101.9	103.9	102.9
一、食品	104	108.8	106.4
粮食	114.2	111.6	112.9
肉禽及其制品	109.3	114.9	112.1
蛋	110.7	116	113.3
水产品	108.9	115.9	112.5
鲜菜	89.8	113.1	101.5
鲜果	92.8	97.4	95.1
二、烟酒及用品	100.5	100.6	100.5
三、衣着	98.4	98.1	98.3
四、家庭设备用品及服务	99	99.2	99.1
五、医疗保健及个人用品	99.2	99.3	99.3
六、交通和通信	97.4	99.4	98.4
七、娱乐教育文化用品及服务	101.7	103.3	102.5
八、居住	105.5	105.6	105.6

数据来源：国家统计局 东吴基金



1 月份，工业品出厂价格比去年同月上涨 5.8%，原材料、燃料、动力购进价格上涨 10.7%，比去年全年平均涨幅略有下降，比去年 12 月均下降 1.3 个百分点。1 月份，在工业品出厂价中，生产资料出厂价格比去年同月上涨 7.8%，涨幅比去年 12 月份下降 1.6 个百分点，影响工业品出厂价格总水平上涨约 5.7 个百分点。生活资料出厂价格比去年同月上涨 0.3%，涨幅比去年 12 月份下降 0.2 个百分点，影响工业品出厂价格总水平上涨约 0.1 个百分点。2 月份，工业品出厂价格与去年同月相比上涨 5.4%，涨幅比 1 月份回落 0.4 个百分点；原材料、燃料、动力购进价格上涨 9.8%，回落 1 个百分点。2 月份，在工业品出厂价中，生产资料出厂价格比去年同月上涨 7.2%，影响工业品出厂价格总水平上涨约 5.3 个百分点。其中，采掘工业产品出厂价格上涨 21.7%，原料工业上涨 10.5%，加工工业上涨 3%。生活资料出厂价格比去年同月上涨 0.4%，影响工业品出厂价格总水平上涨约 0.1 个百分点。其中，食品类价格上涨 2.4%，衣着类上涨 0.8%，一般日用品类上涨 2%，耐用消费品类回落 3.2%。

图 5：工业品出厂价格指数



数据来源：中经网 长城证券

## 今年通货膨胀压力十分巨大

2004 年，由于粮食价格上涨，推动 CPI 快速上涨，最高涨幅达到 5.3%，后来在政府采取了宏观调控、冻结政府提价项目等措施作用下，CPI 终于控制在了 3.9%。由于 2004 年全年粮食产量 46947 万吨，比上年增加 3877 万吨，增产 9.0%，使粮价涨幅逐渐回落。由于本届政府重视“三农”问题，“扶农”政策的作用将逐渐显现，今年粮食的供需基本能平衡，粮价不会成为未来通货膨胀的主要压力。新的通货膨胀的压力将主要来自上游能源和原材料涨价向下游转移、输入型通胀压力、公共服务品价格的上调和居住价格上涨等几个方面。

中国人民银行研究局 1 月份发表的研究报告认为，PPI 对 CPI 的滞后传导效应将逐步显现。在短期内，PPI 变动对 CPI 的传导不能及时而充分实现，但 90% 以上的价格传导将在 15 个月内实现，20 个月后会基本完成。因此，从 2003 年 9 月到 2004 年 10 月逐月上涨的 PPI 滞后效应的影响将传导给 CPI。从时间上看，距 2003 年 9 月 15 个月到 20 个月的时间正是今年 1 月和 5 月，因此，这种传导作用将在二季度内得到体现。当然，我们也看到，目前我国有 70% 左右的商品是供大于求的，这种传导可能会遇到一定的困难。

今年以来，国际大宗原材料和能源价格出现了大幅度上涨。铁矿石上涨了 71.5%，这一价格将从 4 月 1 日起执行，而国内几家大型钢铁企业如宝钢、武钢等都上调了产品价格。铜、锌、铝等有色金属也创出了十



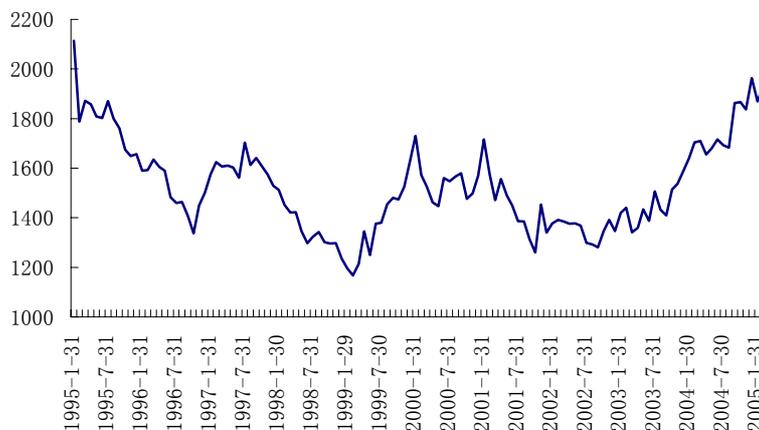
几年来的新高。石油价格大幅反弹，NYMEX 西德州轻质原油(期货)价格今年以来一直在 45 美元 / 桶以上，在 3 月中旬创出了 56.72 美元 / 桶的新高。受美元加息的影响，近期有所回落，但预计今年国际油价将继续维持高位震荡格局。由于我国石油对外依赖度已超过了 40%，也是大宗原材料的主要进口国，国际能源和原材料价格的大幅度上涨使我国必然面临较大的通胀压力。近期发改委将国内汽油出厂价格每吨提高 300 元，目的是为了应对国际石油价格的大幅上涨，减少国内炼油企业的亏损。事实上“如果与国际油价同幅增长，(每吨)将上涨 1000 元”(国家发改委副秘书长曹玉书)。国家信息中心经济预测部的研究表明，国际石油等初级产品价格持续上涨，将通过三个途径影响国内物价：一是直接推动国内物价上涨的“输入型通货膨胀”；二是因进口价格提高而产生的“成本推动型通货膨胀”；三是带动工资、利率、租金等上涨，引发产品价格全面上涨。

图 6: NYMEX 西德州轻质原油(期货)价格



数据来源: Bloomberg

图 7: 伦敦铝现货价格走势图 (单位: 元/吨)



数据来源: Bloomberg

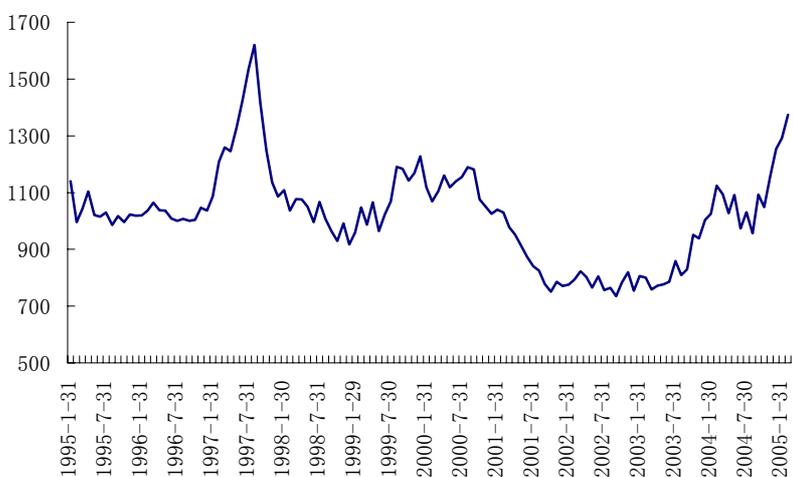


图 8：伦敦铜现货价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Bloomberg

图 9：伦敦锌现货价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Bloomberg

2004 年，为了给粮价的合理回归腾出空间，又要防止价格总水平过快上涨，在国家发改委的严令禁止下，先后有 26 个省份暂停出台政府提价项目，主要包括服务价格和公用事业价格，如水、电、燃料、城市交通、医疗服务费、旅游景点门票等。由于煤、电、油、运的持续涨价，这些公用事业和服务产品价格进一步扭曲，积累了不少矛盾，涨价压力较大。由于这些价格上涨将直接推动 CPI 上涨，因此，政府会根据情况进行控制。国家发改委副秘书长曹玉书 3 月 27 日表示，是否上调水、电以及汽油价格，要看 4 月和 5 月的物价涨幅，如果 CPI（居民消费价格指数）涨幅稳定在 2% 左右，“就可以适当地调一些，但涨幅如果超过 4%，肯定就不调了”。而原本在 4 月开始实施的煤电联动，也因此而延后了。但是，人为地控制并不能真实地反应通胀的压力，而且这种控制不能持久。



由于 CPI 设计时给予居住价格的权重较低，因此，连续多年的房价上涨并没有得到充分的反应，而事实上，居住支出目前已经成为城镇居民的一项主要支出。中金公司为了反应房价对物价上涨的影响，曾经设计了将房价考虑在内的模拟 CPI，结果表明 2004 年物价上涨在 6% 左右。今年 2 月份，由于居住价格上涨了 5.6%，对核心 CPI 上涨 1.4% 起了举足轻重的作用。因此，如果今年房价继续快速上涨，将会推动 CPI 及实际物价的上涨，增加通胀的压力。

## 二季度加息与否还要看房价

国家发改委主任马凯在说明目前宏观形势严峻时提到：“去年，因为经济过热而引发煤电油运紧张，全国有 24 个省市拉闸限电，而在今年 1 至 2 月，这个本应是用电淡季的时期，还是有 20 多个城市拉闸限电。”从目前披露的经济数据看出，宏观经济已经出现了短期反弹的迹象，全年物价上涨的压力非常大。由于季节因素和统计因素，我们尚不能仅就 1、2 月份的宏观数据得出反弹会持续的结论，因此，还需要观察 3、4 月份的宏观数据。

投资增长和通胀压力都和房地产密切相关。今年 1-2 月份，房地产完成投资 1200 亿元，同比增长 27%，增速高于投资增速，占投资的比重超过了 28%。从行业结构看，1-2 月份投资增长较快的是市场供需矛盾较大煤炭、石油、电力供应等能源产业，属于需要“保”对象。其中，煤炭开采及洗选业投资 31 亿元，同比增长 148.7%；石油和天然气开采业投资 89 亿元，增长 19.5%；石油加工、炼焦及核燃料加工业投资 28 亿元，增长 46.1%；电力、燃气及水的生产和供应业投资 475 亿元，增长 59.5%。而 2004 年初增长较快的钢铁、有色金属、非金属矿产品制造业等这些要“压”的对象，投资增幅显著减慢，有的甚至出现了下降。黑色金属采选、冶炼及压延加工业投资 160 亿元，下降 9%；有色金属采选、冶炼及压延加工业投资 34 亿元，增长 9.9%；非金属矿采选及矿物制品业投资 59 亿元，下降 7.7%。这样，通过调整行业结构来控制投资过快增长空间并不大。由于产业链较长，房地产投资的过快增长拉动了钢铁、铜、铝、水泥、玻璃等行业投资的快速增长，导致经济过热。因此，要想防止投资反弹，必须要控制房地产投资规模，防止房价的过快上涨。

央行 3 月 16 日出台了针对房地产行业加息 20 个基点并提高首付比例的政策。由于刚开始实行，效果如何尚不知道。因此，也需要继续观察 3、4、5 月份的情况。如果不能奏效，那么下一步只能加息了。

今年的通胀压力既有来自国内的需求因素，也有国际输入型因素。因此，利率、准备金率和汇率三种手段甚至是三者的组合都有可能动用。由于提高准备率主要作用于银行，收紧银行的流动性，只能间接地作用于需求，同时容易导致一些好的企业因借贷困难而陷入困境，结果会适得其反。汇率改革的重点是汇率形成机制，牵涉面较多，问题复杂，还需要充分的准备时间。加息提高了资金成本，通过价格杠杆直接作用于需要，效果要好于其它两种手段。事实上，如果央行在 2003 年时就能够主动加息，也许不会出现今天这样的紧张局面。美联储 3 月 22 日再次加息 25 个基点，联储基金利率已升至 2.75%，扩大了央行加息的空间，也给了央行加息的主动权。

图 10：美国联邦基金利率走势



数据来源：新浪财经



## 汇率将继续保持稳定

今年 1-2 月份，由于进口增长不到 9%，使贸易顺差超过了 110 亿美元，高于以往年份。虽然 2、3 月份间有些炒作人民币升值的“热钱”退了回去，但美元继续处于弱势地位，国际能源和大宗原材料价格的大幅度上涨，无论是国内，还是国际上，要求人民币升值的压力仍然很大。我们在前面指出，人民币汇率最终由市场决定这是改革的方向，但从目前情况看，二季度人民币汇率仍将保持稳定。

今年以来，我国高层领导人多次讲话，阐明了汇率制度改革的条件和进度安排。2005 年 1 月 31 日，国务院副总理黄菊在瑞士达沃斯论坛上指出，未来某个时候，中国将会让人民币在外汇市场上自由浮动。但这应该是在经济结构改革以及对银行系统改革之后。“我们需要一个稳定的宏观经济环境，良好的市场机制，以及健康的运作体系。”温总理在两会记者招待会上表示，目前要做的事情，是为汇率改革打下坚实的基础。第一，保持宏观经济的稳定和发展。第二，保持金融的健康运行。至于中国汇率的改变或者说人民币的升值，究竟会给中国经济、中国企业带来什么影响，究竟给周边国家以至世界其他国家带来什么影响，争议很大。坦率的讲，有些人强烈要求人民币升值，但并没有完全弄懂人民币升值以后会出现的问题。中国是一个负责任的国家，对人民币的升值和汇率机制的改革，我们不仅要考虑本国的利益，而且要考虑对周边国家和世界的影响。我可以告诉大家，这项工作我们正在制定方案，何时出台、采取什么方案，可能是一个出其不意的事情。周小川近日在接受有关媒体采访时指出：我国的人民币汇率政策主要考虑本国的对外经济、国际收支平衡等方面因素，而不是个别国家的贸易逆差或者顺差。从我国目前的国际收支平衡情况来看，未来的任务主要是要完善人民币汇率形成机制，而不是简单地调整人民币汇率水平。我们将积极稳妥、有计划分步骤地推进人民币汇率机制改革，并选择合适的时机出台。

从三位领导人的讲话中我们看出，汇率制度改革的方向是完善汇率形成机制，而不是简单地调整币值。因此，首先要分析清楚目前汇率制度的利弊，研究选择新的汇率机制及其对我国、对周边国家和世界的影响，最后才是选择适当的时机出台。这个时机包括内部做好了准备，外部压力较小。由于在汇率问题上顶住了压力，加上美联储连续加息，使大量炒作人民币升值的投机资金撤了回去。如果新的汇率机制没有明确之前，就迫于压力而选择人民币升值，就会使大量的投机资金逐腥而来，进一步加大通胀压力。所以，从目前的情况来看，二季度进行人民币升值的可能性并不大。

## 大盘股发行将扑面而来

虽然股市这些年一直疲弱，但始终承载沉重，担负着方方面面的期盼。在《梅花枝上雪初融—2005 年投资策略》中我们指出，2005 年市场融资压力之重将更盛于往年。一季度，由于春节、由于两会、由于新的询价发行办法初次运作等因素，新股发行数量不多。到 3 月 31 日，总共发行了 7 只，已完成募集有 4 只，正在招股中的有 3 只，加上再融资，总共融资 31 亿元左右。

一季度的轻松加剧了二季度发行的压力。目前坊间流传着一份 2004 年已过会 IPO 公司名单，共有 42 家，总募集股数为 46 亿股左右，需要大约 200 多亿元左右的资金。由于这些企业等待发行上市最短的也有七个月时间了，如果二季度不能发行上市，很多公司将面临发行材料将失效、需要重新制作的风险。更有甚者，由于长时间不能上市，一方面牵扯了企业大量的人力物力，另一方面有些项目也可能因资金迟迟不能到位而可能黄了或时过境迁。因此，已过会的企业不能再等了。除了已过会企业外，还有大量未过会的企业挤在发审会的大门口，也等得嗷嗷叫了。当然，不光是 IPO 首发，还有大量的可转债、增发、配股等再融资要求。宝钢的再融资早已获得了股东大会通过，就等批准实施了。可以想象，也许某一天，发行节奏会突然出其不意地加快了。

传说中的“大块头”交行、中行、建行、神华、中石油等等，A+H 也好，先 H 后 A 也好，说了已经很长时间了，版本众多，但何时发行始终得不到有关方面的证实。大块头会有大“智慧”，说不定哪一天它们又



出其不意地发行招股了。由于不透明，市场无法预期。

一方面是大量的企业等待上市，另一方面是市场的低迷，场内资金纷纷外撤。据申银万国对 3 月份市场资金做的一份分析报告：“沪深股市资金存量有 2300 多亿元，比上月中旬进一步减少，比去年同期减少近 1000 亿元。”保险资金、社保资金虽然都表示将加大投资股市，但力量还是单薄。基金的发行越来越困难了，近期新发行的基金，不管过往业绩怎样，都只有 4 个多亿，老基金面临被赎回的风险。期待中的炒作房地产的资金似乎并不对股市怎么感兴趣。

## 何时做“手术”？

股市长达 4 年的大幅度下跌，终于使地球人都知道了原因出在股权分置、上市公司质量差等问题上，也到了该解决这些问题的时候了。但是，市场的期望与政府的企图似乎很难形成一致。股市问题是“互联网点击率最高的问题，也是社会上比较关心的一个问题。（温家宝）”有家公司对包括 30 家开放式基金、25 家封闭式基金以及 8 家券商资产管理部门在内的 63 家机构进行了关于我国股市症结问题的相关调查，结果显示，75% 的机构认为现阶段股市低迷的最重要问题是没有解决股权分置这一制度问题。同时，有 85% 的受访机构认为应当采取尝试和逐步解决股权分置的思路进行改革。而且有 70% 的受访机构认为今年是解决股权分置的最佳时机。由此，市场的期望已经非常明显了。但是，政府的企图却让市场难以预期。先有去年底出台的《非流通股转让办法》，再有成思危的讲话、尚福林期望的共识，温总理答记者问时只字不提，种种迹象表现，管理层或另有所图，并不理会市场的期盼。也许是因为这个问题的复杂性难住了管理层，也许不解决本身就是最好的解决。

温总理在两会记者招待会说：“我每天都关心股市”，并承认“由于我们的知识和经验不足，制度等基础设施建设薄弱，市场不完善，因而造成了近些年来股市持续下跌。”说明证券市场存在的问题引起了高层的高度重视，也到了着手这些问题的时候了。原因已经找到了，剩下的就是如何解决和什么时候解决了。坊间也一直在流传着采取试点的办法解决股权分置问题的故事，但是总是只听楼梯响，不见人下来。由于对股权分置问题如何解决和何时解决无法预期，投资者采取了离场观望的策略。毕竟这只“靴子”没落地，怎么敢入睡啊？

我们依然坚持认为，在制度性问题没有解决前，市场不会出现牛市，获利机会来自于反弹。

## 国际化：股价结构调整将走向深入

华电国际新股询价发行让市场体会了国际化的深刻意义。在出现 H 股股价超过 A 股的现象后，最近又出现了 B 股股价、法人股转让价超过 A 股股价的现象。海航 B 股 3 月 21 日上涨 1.04%，报收 0.388 美元，折合人民币 3.21 元，而海南航空 A 股则下跌 4.48%，报收 3.20 元。这一涨一跌之间，使得海南航空 B 股的股价超越了 A 股。这是继万科 B 股股价超越万科 A 股股价后又一起案例。3 月 31 日万科 B 收盘 5.37 港元，折合人民币 5.70 元，高于万科 A 收盘 5.52 元的价格。华菱管线股价 3 月 17 日创出 4.26 元的最低价，3 月 31 日，华菱管线最高价 4.31 元，收盘 4.25 元，低于 1 月 14 日国际钢铁巨头米塔尔钢铁集团宣布按 4.3 元每股收购华菱管线 37.175% 的国有法人股的收购价。在国际化的背景下思考这些现象，它让我们越来越来深刻地认识到资产价格最终统一的步伐加快了。

国际化的意义并不仅仅表现在资产价格的统一上，更重要的是指明了今后 A 股市场股价结构的调整将走向深入。未来 A 股市场股价结构将分为三个层次：对于大多数资产质量和盈利能力都很差的公司，股价将大幅度低于净资产，垃圾就是垃圾，只能按垃圾定价。对于一些资产质量和盈利能力一般的公司，股价将徘徊在净资产附近。对于资产质量好、盈利能力强的公司，市场将会给予溢价，股价将是净资产的两倍、三倍或者更多。这些溢价，来自于良好的公司治理结构，来自于优秀的管理能力，来自于其卓越的盈利能力，来自



于长期对股东的回报。

据统计，仅3月23日一天，两市1349只A股中，有377只创下1999年以来的新低，占总数的27.95%，如果加上22日的80只，比例则超过三分之一。同时，两市有14只A股股价创出了1999年以来的新高。两市有7只A股跌破面值，有100只A股股价已经低于每股净资产，市净率在1-1.5倍之间的有330只。由此看出，股价结构调整的方向十分明显。

我们看到，目前市场股价结构已初步表现出这样的结构。但我们深知，调整还将继续。我们要做的是选择能够获得溢价的公司去投资。

## 第三章：风物长宜放眼量

在前面的分析中我们看到，社会和经济发展的环境正在发生变化，也看到了宏观调控、通货膨胀和大盘融资对市场造成的压力。市场也在这些压力之下，上证指数创出了2000年以来的新低点1162，距5.19前最低点1047仅百点之遥。从2001年6月14日到2005年3月31日，上证指数从2245下跌到1162，最大跌幅达48%。市场信心到了崩溃的边缘。导致市场下跌的原因目前也已是人人皆知。几年来，我们也一直认为，只要制度性缺陷问题不解决，市场就将处于一个长期的下跌趋势中。在继续坚持这一观点的同时，我们也看到了市场经过几年的下跌调整，出现了很多积极的因素，使这种调整开始进入尾声阶段。我们向前看，历史的大底就在眼前。

### 历史的大底就在眼前

从2001年6月以来，近四年的时间里，上证指数一泄千里般地下跌了近50%。与此同时，中国经济增长不断加速，一直走在一个上升通道中。导致股市与经济背离的原因是多方面的，归纳而言，问题主要出在股市自身：股权分置等制度性缺陷、公司治理不完善、以融资为导向的发展思路，这些问题导致投资者利益不能得到保护，上市公司造假、操纵市场等现象普遍。随着市场监管的加强，投资者结构从以散户为主转向以投资基金为主体的机构投资者为主，原来聚集在市场中的大量短期资金（如委托理财、借贷）、不合规资金（如挪用客户保证金、国债回购资金）退出了市场，在国际化的影响下，市场经历了近四年的大调整。

仔细分析近几年调整给市场产生的影响和变化，我们认为，调整已经进入了尾声阶段。做出这样的判断主要有以下理由：

#### 1、政策取向开始以保护投资者利益为重

政府前所未有地重视证券市场，并已认识到了问题的所在，目前正在寻找解决的方案。政府面临的社会稳定和全面开放的压力，促使政府尽快解决这些问题，以扭转经济的快速增长与股市不断下跌的矛盾。我们可以想象，不断创新低的股市，是“和谐社会”需要的吗？

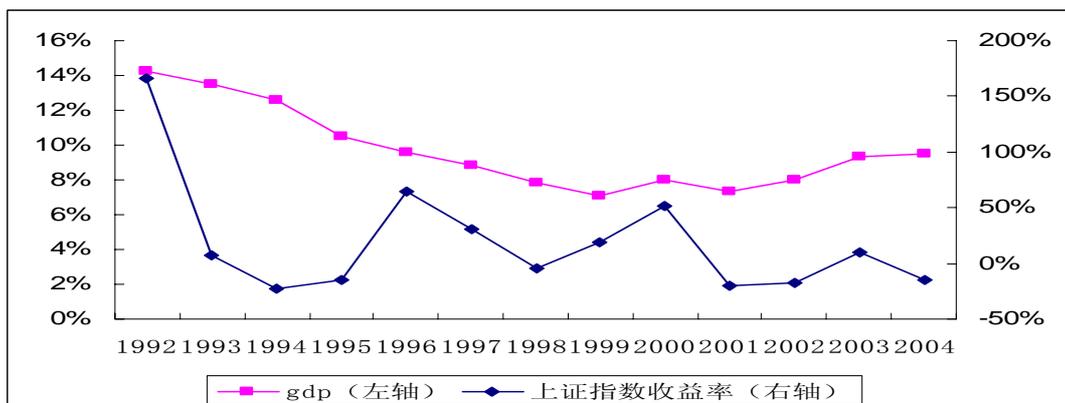
温家宝总理在两会上做的政府工作报告中表示要保护投资者，特别是公众投资者的利益。这说明管理层改变了以前以融资为导向、维护融资者利益的指导思想。

#### 2、制度建设正在走向完善

虽然股权分置等根本性问题尚未解决，仍将困扰市场。但是，近两年来管理层推行了一系列保护和维护投资者利益、提高上市公司质量等的制度措施，如保荐人制度、新股询价制度、分类表决制等。我们相信，股权分置这一问题的解决也只是时间问题了。等到困扰市场多年的制度性缺陷被解决后，在中国经济高速增长背景下，股市还有什么理由下跌呢？

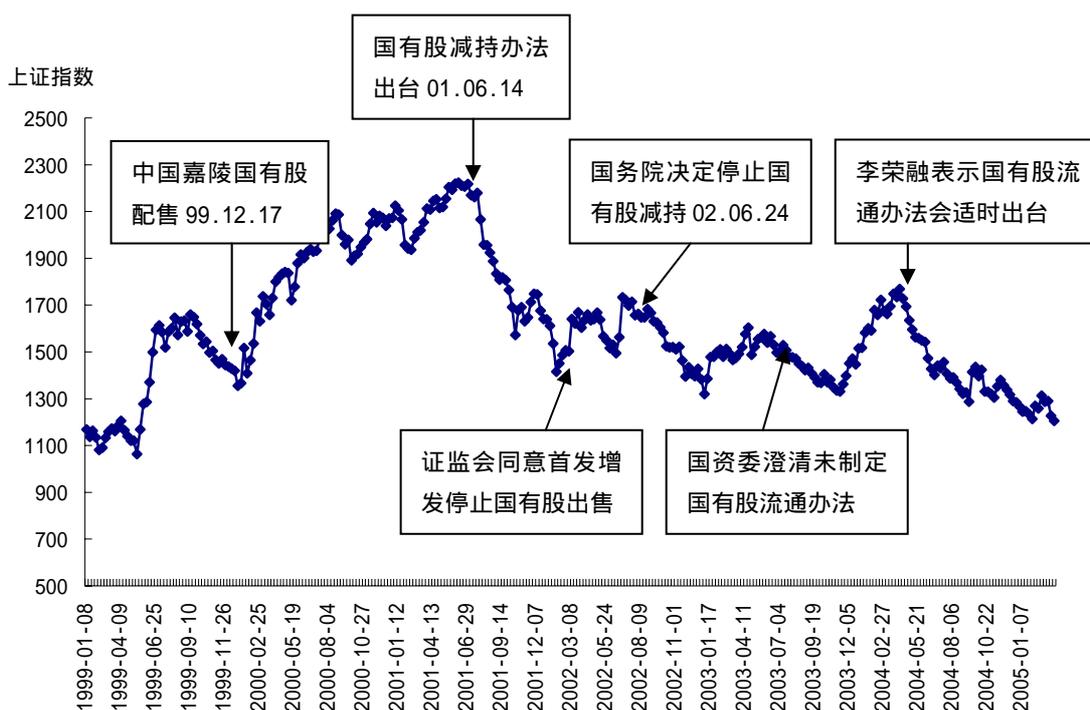


图 11: 上证指数收益率与 GDP 走势拟合表现



资料来源: 东吴基金整理

图 12: 历次“国有股减持对市场影响”



资料来源: Wind 资讯、东吴基金整理

### 3、合规资金陆续入市

近几年市场下跌,大量短期资金、不合规资金主动或被动地离开了市场。大量的庄股跳水、问题券商被接管和清盘,风险也大量地释放了出来。在这些资金退出的同时,大量的合规资金、长期资金如保险资金、企业年金、社保资金等被允许直接入市。加上基金、券商创新理财产品等,这类资金的规模在不断扩大。这些长线资金都是机构投资者或者委托专业基金公司进行投资,这将会对市场产生深远的影响。短期内,这些资金的数量可能并不足以带动市场大幅度上涨。长期看,这些资金将是今后市场资金的主要来源。随着这些资金的流入,市场资金的结构也将趋向合理和完善。这些长线资金在投资品种选择上也将以价值投资为主,



在目前市场低迷、股价便宜的时候，他们会选择优秀的公司长期投资。等到制度性缺陷解决了，市场信心增强后，大量的资金涌入市场时发现，这些优秀公司价格已经不便宜了，哪里还有“底”可抄了？

#### 4、市场进入有投资价值的区间

从中国证券市场平均市盈率变化图可以清晰地看到，目前 A 股市场的市盈率已进入国际市场市盈率波动区间。

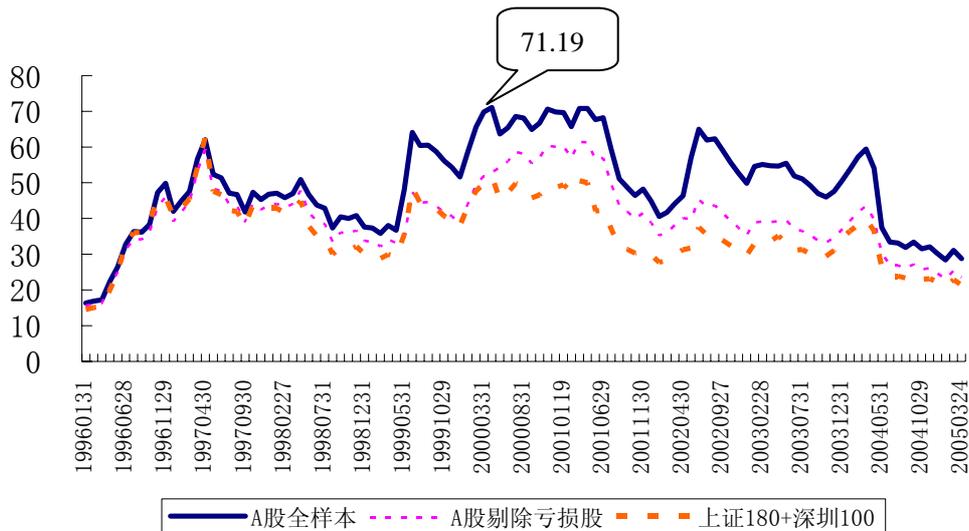
表二：2004 年以来 A 股市盈率情况

	A 股全样本	A 股剔除亏损股	上证 180+深圳 100
当前值	28.72	23.45	21.28
平均值	38.98	30.40	27.36
最小值	28.28	23.03	20.75
最大值	60.76	44.39	40.40

注：市盈率采用“五一规则”计算，PE=样本股总市值/样本股总净利润。

数据来源：Wind

图 13：国内证券市场平均市盈率变化



资料来源：Wind

表三：国际市场市盈率波动区间与 A 股市场的比较

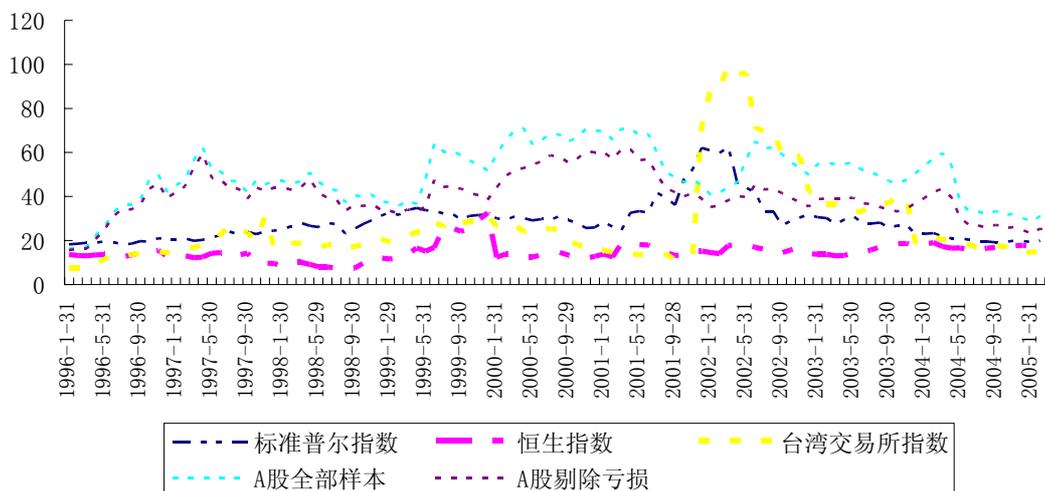
	SPX	HSI	TWSE	A 股全样本	A 股剔除亏损股	上证 180+深圳 100
目前 PE 值	20.05	17.48	15.21	28.72	23.45	21.28
PE 历史均值	28.52	14.85	27.16	48.99	40.40	36.22
PE 历史最大值	62.41	32.51	99.61	59.50	43.47	39.79
PE 历史最小值	18.29	6.89	7.38	28.35	<b>23.08</b>	<b>20.89</b>

注：SPX（标准普尔 500 指数）；HSI（恒生指数）；TWSE（台湾交易所指数）其中：A 股市盈率采用五一规则计算，PE=样本股总市值/样本股总净利润。历史月均值计算时间：1996.1-2005.2。



数据来源: Bloomberg WIND

图 14: 世界主要证券市场市盈率变化图



数据来源: Bloomberg Wind

根据以上四点理由，我们相信，市场正在进入一个大的历史性底部区域。当然，近 4 年的调整彻底结束是在 2005 年还是 2006 年、极限的低点是在 1000 点还是在 800 点，这些问题我们无法回答。因为这还取决于制度性缺陷等问题解决的时间表。我们在此提醒投资者，向前看，看清未来三、五年市场大的变化趋势，才能更好地制定投资策略。

## 大幅下跌释放了风险

受宏观调控、股权分置补偿预期落空、大盘股发行将启动等利空因素的影响，3 月份大盘从 1326 高点一路下跌至 1162，振幅达 12.37%，并连续创出近年来的新低。

在前面的分析中，我们已经感受到二季度市场面临着沉重的压力。但我们倾向于认为，经过 3 月中下旬的大幅下跌，这些风险得到了释放。除了以上因素外，二季度市场还会受到绩差公司年报集中披露、统一指数可能推出等因素的影响，这些因素的影响将是短暂的，不会对市场走势产生在的影响。

对二季度市场压力最大的是加息和大盘股的发行。如果二季度加息了，交行或神华正式发行，这些因素明朗了，市场可能会在出现短期冲击式下跌后展开反弹；如果依然不明朗，市场将会继续在揣测不安中寻找新的支撑。如果 3、4 月份的宏观数据好于预期，加息的压力减轻，同时在 4 月份公司年报和季报披露完毕，非系统性风险得到完全释放，大盘有可能在 5、6 月份出现较好的上涨行情。

在《梅花枝上雪初融—2005 年投资策略》中我们指出，融资规模与上证指数间存在很高的相关性。因此，管理层要想顺利完成今年的融资任务，就必然要想办法促进市场的活跃。这很有可能会促使政府加快解决市场根本性问题的步伐。二季度也许值得我们期待。



## 第四章：抓住大盘股融资带来的机会

在前面的分析中，我们分析了宏观方面影响市场的长期因素和短期因素，也看到市场正在进入一个大的历史性底部区域。面对眼前的二季度，在投资策略选择上，我们认为，依然要坚持在《梅花枝上雪初融—2005年投资策略》中提出的策略，坚持从价值出发进行投资。由于股权分置等制度性问题的解决仍有不确定性，市场的获利机会来自于反弹，因此波段操作有利于提高收益率，占据主动地位。

### 仓位控制原则

基于此，在仓位控制上，我们建议，在股权分置等问题没有解决前，根据不同市场点位进行灵活配置：在 1100 点左右，仓位控制比例可达 80% 以上；1150-1250 点区间，仓位控制比例在 80-60%；在 1250-1350 点，仓位控制比例在 60-40%；在 1350 点以上，仓位控制比例在 40% 以下。

### 消费扩张类行业仍是重点考虑的对象

在《梅花枝上雪初融—2005 年投资策略》中我们建议重点关注消费扩张类行业。这些行业在一季度都有较好的表现，大多数跑赢了大盘，并且有许多获得了正收益，例如景区、饮料等。当然，由于油价上涨，导致我们曾经看好的航空板块位列跌幅前列，因此，我们下调了航空板块的投资评级。尽管如此，在二季度，我们仍然建议重点关注消费扩张类行业。

### 坚持重点关注业绩增长的优势企业的理念

在《梅花枝上雪初融—2005 年投资策略》中我们指出：业绩增长始终是我们关注的重点。在二季度，我们要继续强调这一点，买入业绩增长的优势企业。

### 抓住大盘股融资带来的机会

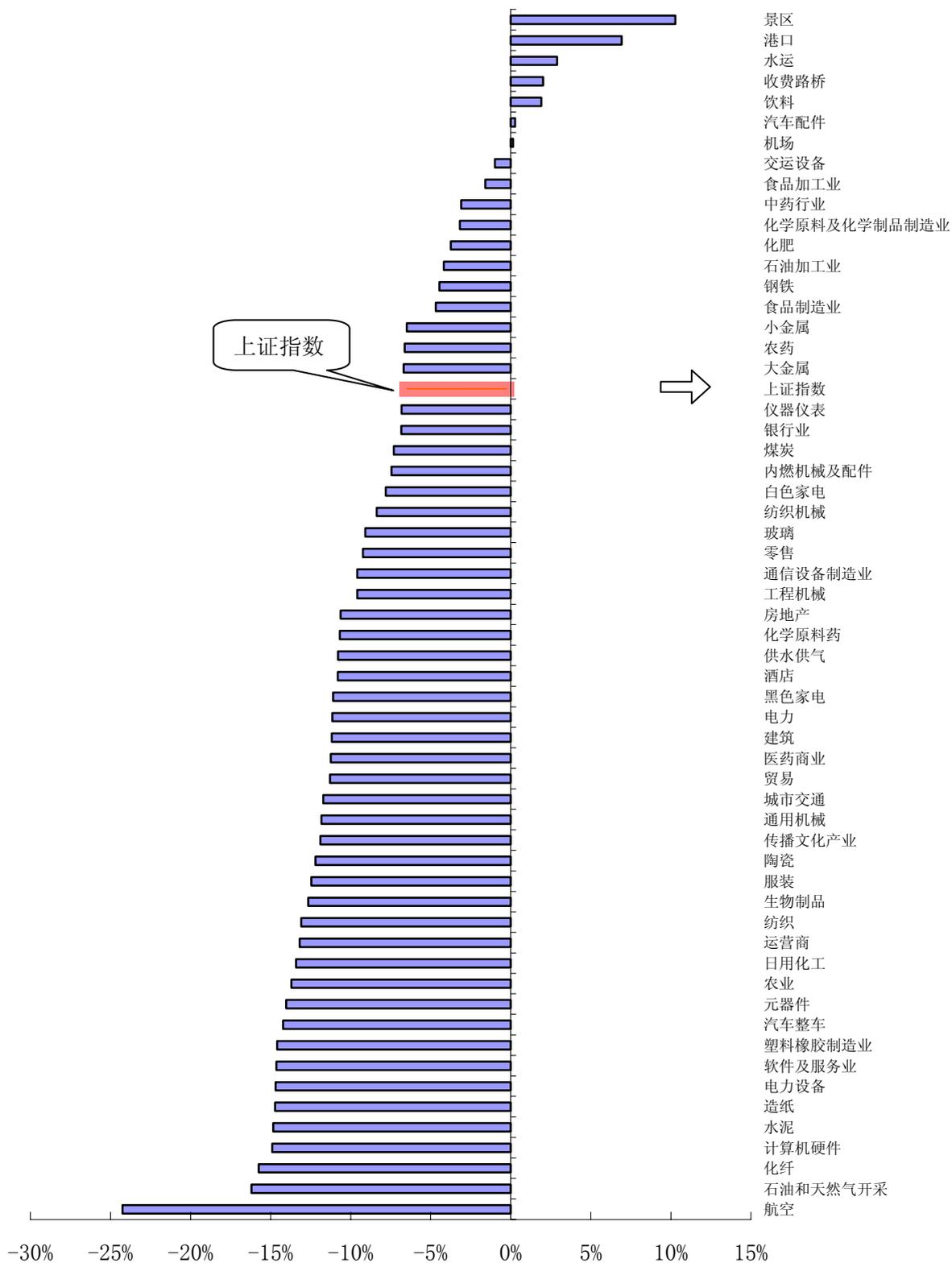
在前面的分析中我们指出，二季度大盘股发行将启动。大盘股发行可能会短期对市场产生冲击，随后可能会出现较大的反弹。大盘股发行时定价较低，选择优秀的公司低价买入。

### 实体经济与市场看法的偏差会产生波段机会

宏观调控使大多数行业的景气状况和盈利能力都出现了不确定性，使市场对这些行业的价值判断出现了迷惑，这种迷惑导致了股价的大幅度下跌。但实体经济的运行并不受市场股价下跌的影响，因此，过一段时间后，市场会发现实体经济的运行远没有担心的那样坏，很多行业在继续增长，可能只是速度放慢了一点而已。实体经济不断增加的价值与市场看淡而导致股价大幅度下跌产生的偏差产生波段性的获利机会。



图15：2005. 1. 1-2005. 3. 31东吴行业指数收益率





## 第五章：知否，知否，应是绿肥红瘦

根据行业估值水平、景气度、价值驱动因素、产业政策等因素的变化情况，我们对各行业进行了重新评级，有些行业投资建议发生了变化。在投资建议发生变化的行业中，调整为推荐的行业有电力行业，调整为中性的有港口水运业、电力设备、医药、银行、电子元器件、有色金属、家电和软件及服务，调整为回避的有航空业。

同时需要说明的是，在《梅花枝上雪初融—2005年投资策略》我们对行业投资建议体系采用的是增持、持有和减持三个级别。从本次投资策略报告开始，我们将投资建议体系调整为推荐、中性和回避三个级别。

表四：二季度行业投资建议一览表

经济部门	东吴行业名称	本次投资建议	上次投资建议	变动情况
消费品	食品业	中性	中性	O
	家电行业	中性	推荐	-
	纺织业	中性	未评级	O
	医药业	中性	回避	+
	房地产业	回避	回避	O
	汽车及配件	回避	回避	O
服务业	银行业	中性	推荐	-
	零售业	推荐	推荐	O
	旅游业	推荐	推荐	O
	传媒与文化业	中性	中性	O
能源	煤炭业	中性	中性	O
	石化行业	中性	中性	O
公用事业	电力行业	推荐	中性	+
原材料	化工行业	中性	未评级	-
	钢铁业	回避	回避	O
	有色金属	中性	回避	+
投资品	机械行业	中性	中性	O
	电力设备业	中性	推荐	-
	建材业	回避	回避	O
	造纸印刷业	中性	未评级	O
交通运输	水运业	中性	推荐	-
	航空业	中性	推荐	-
	高速公路业	中性	中性	O
信息技术	电子元器件	中性	推荐	-
	软件服务业	中性	回避	+
	计算机硬件业	回避	回避	O
	通信业	中性	中性	O

注：“+”表示本次行业评级调升；“O”表示本次行业评级保持不变；“-”表示本次行业评级下调。



## 投资建议为推荐的行业

### 旅游业

研究员：黎瑛	关注具有资源垄断优势的景点类公司和连锁经营的经济型酒店。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8625 E_mail:liy@scfund.com.cn		推荐	推荐

2005年1月，我国入境旅游人数同比增长15.99%，全月全国旅游外汇收入同比增长28.74%。数据显示，旅游行业继续保持了较高的景气度，但是对于国内的旅游企业来讲，由于拥有的资源和面对的竞争不同而出现了苦乐不均的现象。

总体来说自然景点类公司由于其资源垄断特性而可以直接分享行业景气上升带来的利益。酒店业从结构上讲是一种极弱的垄断竞争格局，虽然部分酒店由于管理和品牌因素从而具备了一定的竞争优势，但相对景区来讲，这种垄断力又是极其微弱的，主要的增长点还是顺应国内旅游业发展趋势的经济型酒店。旅行社行业则是完全竞争的市场格局，既缺乏垄断特征又没有品牌认知，价格成了最主要的竞争手段，因此，往往是收入大幅度增加了，但利润却无法同步增长。

我们看好景区类上市公司，虽然旅游板块在提价因素的影响下已有一定涨幅，但是从长期看该板块具有长期投资价值，目前仍然存在价值低估。因为景区作为一种垄断性资源，真正具备永续经营能力和提升票价能力，因此按现金流贴现对其估值理应享有更高的估值水平。重点关注：峨眉山、黄山旅游、桂林旅游。

在良好的经济环境下，目前酒店业具有较高的景气度，而且在世博会、奥运会以及其他会展业的蓬勃发展的带动下，这一高景气状况预计仍将维持，重点关注锦江酒店。

对旅行社行业采取回避的态度。

### 零售业

研究员：黎瑛	虽然看好行业，但是很难寻找到优秀公司进行投资	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8625 E_mail:liy@scfund.com.cn		推荐	推荐

零售行业属于非周期性行业，受宏观调控政策影响较小，受区域经济驱动较多，因此投资零售业股票更加具有防御性。中国连锁经营协会发布的《2004年连锁经营发展报告》指出：2004年百家连锁企业实现销售总额4968亿元，同比增长39%，连锁业态在2005年将继续保持高增长。

虽然该行业表现出了高成长性，但是我们确实很难找到好公司放心投资，可关注具备行业整合能力，具有网点垄断资源优势的企业和具有商业用地等要素资源垄断的企业。关注：友谊股份、小商品城和新世界。

### 电力行业

研究员：贺炜	水火两重天。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8626 E_mail:hew@scfund.com.cn		推荐	中性

2004年全国发电量增幅、新增装机容量规模以及机组利用小时均创历史新高。2005年1月份全国发电1941亿度，同比增长23.41%，但数据同时显示，用电量的增速回落幅度低于预期，全国仍有21个省级电网拉闸限电，预计2005年全年电力缺口在1200-2300万千瓦。我们认为，市场对未来两年电力过剩的担忧已反应过度，国内电力供需达到平衡未必就是坏事，因而，我们认为，对未来两年电力行业的供需形势不宜过于悲观。

由于国内铁路运力不足、海运费居居高不下，煤矿安全生产形势空前严峻以及全国煤炭社会库存仍明显



低于正常水平，2005 年国内煤炭价格仍将呈现出需求拉动型特征，预计全年原煤价格将同比上涨 10%以上，其中一季度原煤价格同比涨幅将超过 20%。煤炭持续涨价给火电企业带来非常大的成本压力，但随着煤电价格联动机制的正式实施，火电企业毛利水平持续下降问题将得到有效解决。不过，随着国内环保法规日趋严厉，火电企业的环保成本还将不断上升，亦将影响到相关公司的盈利水平。

总体上看，在煤炭价格高企、环保压力日增的大背景下，火电企业 2005 年仍将处于增收不增利的这样一种状况。不过，在全行业盈利空间继续受到压制的前提下，部分优势企业通过快速、优质的规模扩张利润仍能保持 15%以上的增长，这部分上市公司包括：国电电力、华能国际、申能股份、内蒙华电、深能源和国投电力，仍值得看好。

火电企业经营压力日增的同时，水电企业却因其现金流优势、成本优势、政策扶持优势、抗周期优势等利好因素，在煤炭采购成本高居不下、环保成本长期增长的大背景下，成为可以长期看好的优势品种，重点关注长江电力。

## 投资建议为中性的行业

### 化工业

研究员：贺炜	石油和化工行业中的“抗周期”行业。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8626 E_mail:hew@scfund.com.cn		中性	未评级

我们这里的化工行业是指石油和化工行业中除石化产业链（采油、炼油、石油化工、橡塑制品、合成纤维制品）之外的其它行业，主要包括化学原料及化学制品制造以及非石油化工路线的化学纤维制品。

2005 年一季度，化工行业保持高位运行的态势，全行业盈利继续呈稳定增长态势，其中化肥、农药两个大的子行业则继续保持快速增长。石油和化工行业产业链庞大而复杂，各方变动因素非常多，整体上表现为周期性行业，尤其是石化行业更是周期特征十分明显。但具体到各个子行业，它们在行业周期长度、行业周期运行的阶段性起点以及行业周期中的波动幅度等指标上往往存在着显著差异。在我们看来，化肥、无机化工以及以有机硅和 MDI 为代表的精细化工行业都具有与石化周期不同的波动周期，具体表现为在产能扩张和需求增长两方面与石化行业具有非常的不同属性和发展趋势，使得产业的高景气度能够在未来更长一段时间里维持。在当前市场为规避投资风险，努力发掘“抗周期性行业”的投资品种的时候，考虑到部分精细化工和无机化工行业上市公司的运行周期时间长、产能和需求在未来几年仍将持续扩张的与石化行业周期形成显著差异的发展特征，我们也可以将这一类上市公司看作“抗周期”的投资品种。

基于上述分析，我们发现，尽管石化行业周期何时见顶的问题在业内讨论日趋激烈，投资者针对石油和化工行业投资日渐谨慎的时候，不少化学原料及化学制品行业的上市公司的表现却能够远远强于大盘。

重点关注：山西三维、浙江龙盛、山东海化、三友化工、红星发展、烟台万华、兴发集团、巨化股份、三爱富、星新材料、传化股份、扬农化工、新安股份、六国化工、柳化股份、华鲁恒升、四川美丰、云天化、湖北宜化、泸天化、赤天化、盐湖钾肥、川化股份。

### 港口水运业

研究员：黎瑛	外贸增速放缓将影响港口吞吐量的增长，谨慎对待港口业；关注运力增长的水运企业。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8625 E_mail:liy@scfund.com.cn		中性	推荐

今年 1-2 月，中国外贸进出口总值达 1794.6 亿美元，比去年同期增长 21.7%，其中 1 月份进口同比增长



24%，出口同比增长 42%，2 月进口同比减少 5%，出口同比增长 31%，外贸有放缓迹象。全国规模以上港口 1—2 月集装箱吞吐量同比增长 26%，货物吞吐量同比增长 19%，其中 1 月份外贸同比增长 26%，港口集装箱吞吐量同比增长 37%，2 月份外贸同比增长 9.5%，港口集装箱吞吐量同比增长 15%，港口作业量增长放缓。

中国国家发展改革委员会主任马凯在提交全国人大的国民经济发展报告中预计，今年中国进出口总额增长 15%。去年我们对外贸易增长已经达到 35.7%，突破 1 万亿美元，今年确定 15% 的增长目标，是不是有点保守？从世界上看，贸易增长速度一般比经济增长速度高几个百分点，中国经济今年预计达到 8% 的增长速度，因此我们认为达到 15%、16% 的贸易增长速度是合适的，乐观估计可达 20% 所左右。

虽然港口的增速确实如我们预期下降了，但是由于 05 年其他周期性行业令主流资金不愿介入，而港口行业必竟仍能实现 15—20% 的增长，因此资金继续追逐该行业。我们建议继续持有该行业的龙头公司，重点关注盐田港、天津港和上港集箱。

今年 1—2 月水运业的主要运价指数较去年四季度有所回落，但是仍在高位运行。波罗的海干散货指数最低下探到 4000 点，近期又上涨到 5000 点附近的水平；大型油轮运价指数最低下探到 70 点，但近期又回升到 110 点左右。一季度航运业继续保持了较高的景气度，相关上市公司的一季度业绩将大幅上涨，预计将演绎季报行情。但是提请注意的是：由于航运业是典型的周期性行业，目前高运价的状况很难在 06 年继续保持，目前的股价没有考虑到这一负面因素。重点关注有收购题材的中远航运和电煤合同涨价和运力增加的中海发展。

## 煤炭业

研究员：贺炜	煤炭价格继续呈现高位运行格局，但安全费用的支出以及新股上市导致市场对煤炭上市公司预期下降。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8626 E_mail:hew@scfund.com.cn		中性	中性

2005 年 1-2 月份，全国煤炭产量为 24886 万吨，同比增加 6.83%，其中国有重点煤矿产量 15173 万吨，国有地方煤矿产量 4008 万吨，乡镇煤矿产量 5705 万吨，同比分别上涨 7.89%、1.39% 和 8.05%。煤炭行业产量继续保持快速增长，煤炭价格继续在历史高位稳步提升。

此前，出于统计口径上的原因，部分人得出一月份煤炭产量增长幅度过大的结论，从而做出了后市煤炭供求关系将发生逆转的判断。但事实上，一月份的煤炭订货会上，煤炭合同价格都普遍上涨，而且大部分都超过了发改委的指导价，反应出市场参与者普遍存在对未来煤炭供需形势偏紧的判断。此外，秦皇岛煤炭库存增加这一信息也被部分分析人士理解为供需形势发生了重大的变化。不过，我们认为国信证券研究报告中的观点更具建设性，即港口中转能力有限，海运疏散能力受到天气影响而形成煤炭积压；煤质下降导致销售难度加大，形成积压；煤电双方虽然已经在煤炭订货会上达成协议，但很多细节需要继续商讨等等都是煤炭积压港口的原因。

考虑到国内铁路运力的局限性，产能的适度增长难以根本改变当前的煤炭供求形势。此外，国际原油和天然气价格高企也对国内煤炭价格的后市走向提供了较强的支撑。因此，2005 年国内煤炭价格仍将在高位运行，其价格的适度回落可能在明年上半年发生。

2005 年一月份以来，煤矿安全生产事故层出不穷，不断刷新记录。国家对煤炭行业安全隐患的重视程度大大加强。由于煤炭企业在安全方面的投入严重不足，因而国家一方面安排大笔的建设资金支持国有煤矿的安全技术改造，同时，加快关闭小煤矿的步伐。虽然，供给的增速会有所下降，但供需双方对供应过剩的担忧不会成为市场的主流。同时，对安全方面投入的增大，也将有助于支撑现有的煤炭价格。

不过，就煤炭行业的上市公司而言，在增产能力十分有限、煤炭价格进一步上涨空间较小的前提下，大比例计提安全费用势以及征收环保费和风险抵押基金必影响到上市公司的业绩，导致其成长性低于市场原来的预期，从而影响到其股价的走势。另外，由于神华“A+H”模式发行在即，加上后续的大同煤业、潞安环能等新股发行在即，原先在现有煤炭股上做多的资金观望气氛较浓，从而引起煤炭股整体股价重心下移。



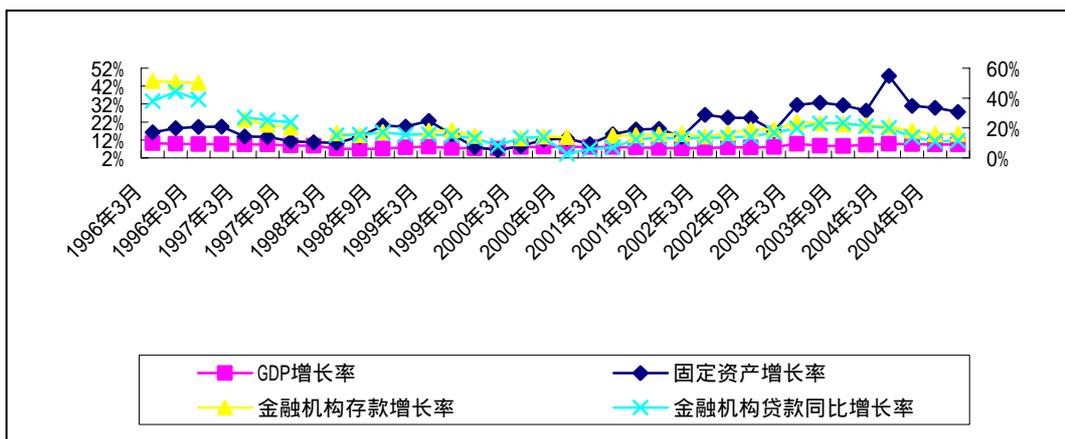
我们认为，未来神华上市结束后，煤炭股有望迎来一波强劲的反弹行情，从而实现其价值的回归。  
 重点关注：西山煤电、兖州煤业、兰花科创、恒源煤电、国阳新能、金牛能源、神火股份。

银行业

研究员：刘元海	业绩稳定增长，估值压力减小。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8638 E_mail:liuyh@scfund.com.cn		中性	推荐

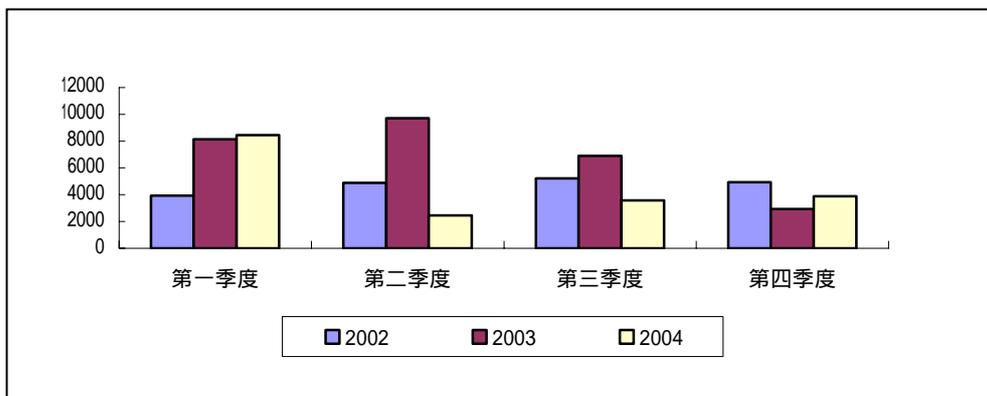
04年宏观调控显现效果，固定资产投资增长幅度从04年第1季度的47.80%大幅下降到第四季度的27.60%。金融机构存贷款增长率从04年第1季度开始出现大幅下跌，第4季度出现止跌迹象。04年第2季度人民币贷款增量大幅下降，第3、4季度反弹稳步增长。04年第3季度，不良资产余额和比例出现反弹，紧缩政策导致的资产质量问题开始暴露。05年宏观调控转向追求可持续高成长，预计05年经济增长在8.5%-9%之间。我们认为，在“有保有压”政策指导下，出台更为严厉的紧缩政策可能性较小，银行信贷会温和回升，景气将随宏观经济进入一个平稳增长周期，重点关注资产质量高、抗风险能力强的银行。

图16：宏观调控显现效果



资料来源：Wind

图17：人民币贷款增量反弹稳步增长



资料来源：Wind

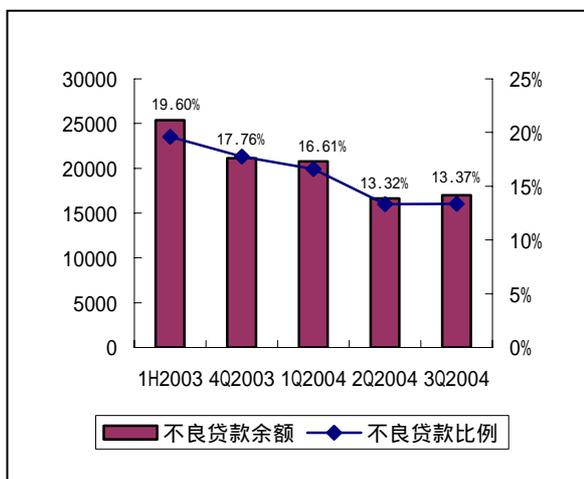


05年将是银行的上市年，而与即将上市的交行相比，从成长能力看，浦发和民生的成长性要高于交行，招行与其相当。从盈利能力看，招行、浦发盈利能力要高于交行，民生与其相当。从资产质量看，招行、浦发、民生不良贷款率要低于交行，而呆帐准备金覆盖率都大于100%，明显高于交行。在宏观紧缩背景下，资产质量良好、计提准备充分的银行在未来可以通过少计提呆帐准备金，从而使未来净利润保持平稳增长。可以看到，招行、浦发、民生在基本上并不劣于交行，甚至还优于交行。

美国银行股市市盈率在13倍到15倍之间，市净率在2.2倍到2.5倍之间；目前，香港银行股市市盈率为15.83倍。由于民生银行拟在香港发行H股，因此对于银行股估值水平合理与否的判断就看民生估值水平。目前民生市盈率为14倍，市净率为2.25倍，国内银行股估值压力明显减小。我们认为，民生H股的发行、或者交行的上市，将可能是银行股反弹的契机。

在现有银行股当中，从资产质量、盈利能力、以及成长性角度来看，可关注招商银行、民生银行和浦发银行。从综合优势来看，重点关注招商银行。

图 18：不良资产出现反弹



表五：上市银行基本面不劣于交行

	交行	招行	浦发	民生
总资产	10780	5663	4555	4454
总资产增速	13.20%	12.39%	22.70%	23.36%
存款增速	15.75%	14.93%	22.74%	36.54%
贷款增速	17.87%	16.30%	21.87%	42.91%
拨备前利润/总资产	0.83%	1.07%	1.12%	0.82%
不良贷款率	3.31%	2.72%	2.45%	1.31%
呆帐准备金覆盖率	约 70%	105.4%	117%	113%
资本充足率	9.80%	9.30%	8.03%	8.58%

注：由于年报未公布，交行和招行取的是 04 年前三季度数据；而浦发、民生取得是 2004 年年报数据。同时为了具有可比性，浦发、民生拨备前利润/总资产取的是 04 年前三季度数据。

资料来源：银监会资料来源：银行季报和年报

## 电力设备业

研究员：贺炜	原材料价格上涨削弱成长性。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8626 E_mail:hew@scfund.com.cn		中性	推荐

据有关资料显示，到 2010 年我国国内电力装机容量预计将达到 7.2-7.3 亿千瓦，据此推算 2005-2010 年 6 年期间平均年新增装机 5050 万千瓦，远高于此前的装机水平，装机规模的增长将拉动输变电规模的增长从而带动整个电力设备产品需求的增长，因而，可以预期，电力设备行业将继续维持景气，整体上将继续保持逐年稳步上行的发展态势。

随着电源规模的急速增加以及用电需求的高速增长，电网已经成为电力系统中的瓶颈。2004 年电网投资开始加速，国家拟投资千亿元对电网进行扩容。国家电网公司 2005 年计划的电网建设总投资将达 1070 亿元。

需求的增长，对应的本应是上市公司盈利的大幅提升，但是，2004 年原材料价格的上涨对电力设备行业的经营产生较大负面影响，导致全行业毛利率基本呈下降趋势。毛利率的下降抵消了部分需求增长带来的正向效应，使电力设备行业上市公司的增速放缓。进入 2005 年以来，原材料价格更是进一步大幅上扬，中厚板、冷轧薄板、期货铜、期货铝价格均较 2004 年全年平均价格出现了两位数的强劲增长，这使得企业生产成本大幅上升，利润空间进一步缩窄。此外，国家发改委于近期公布了《国务院办公厅关于电站项目清理及近期建



设安排有关工作的通知》，对电站设备企业的生产经营构成了一定的压力。

在此基础上，我们认为有必要调低电力设备行业的盈利预期，并调降部分该行业上市公司的投资评级。

重点关注：哈空调、特变电工、东方电机、华光股份、天威保变。

## 高速公路业

研究员：黎瑛	关注有新增路产、规范透明的企业	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8625 E_mail:liy@scfund.com.cn		中性	中性

与交运的其他子行业相比，高速公路行业增速相对较慢。但是由于其涨幅相对较小以及其良好的现金流状况，该行业仍然受到主流资金的关注。我们重点关注那些治理结构合理、运作透明并有新增路产的公司。

该行业最大的风险来源于收费下调风险和估值风险。目前皖通高速、宁沪高速和深高速的A-H股价差分别为50%、57%和71%。重点关注：宁沪高速、皖通高速和福建高速。

## 纺织业

研究员：黎瑛	纺织配额的取消带来了较大的行业机遇，但是人民币升值将给行业带来负面影响。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8625 E_mail:liy@scfund.com.cn		中性	未评级

2005年1月，中国纺织品服装出口额84.11亿美元，同比增长28.77%，进口额11.45亿美元，同比增长16.72%，实现贸易顺差70.65亿美元。由于近期对东南亚和欧盟的出口增长放缓，同时考虑到2004年1月份的春节因素，实际出口额没有出现爆发性增长。但是出口结构已开始显现变化的征兆，1月份我国对美国 and 欧盟出口同比分别增长65.25%和46.39%，对设限地区出口31.59亿美元，同比增长54.03%，对设限地区出口的比重由2004年的26.5%上升到37.6%，显示了配额放开带来的市场潜力。

但是该行业受到人民币升值带来的负面影响。如不考虑议价能力，人民币升值对纺织分行业的影响有较大的差异性，化纤行业和毛纺织行业原料和设备主要依赖于国外进口，基本不受影响；棉纺织行业由于国内外棉价接轨，生产成本受到的影响较小；服装行业由于出口依存度较高，而且人工成本比重较大，将受到较大的负面影响。

建议增持行业中以中高档面料为主、产品档次提升较快的企业以及在销售网络和品牌竞争上有明显优势的企业。重点关注：鲁泰A和雅戈尔。

## 医药业

研究员：聂昕	二至四季度医药行业的主题是 - 化学制剂药能否走向世界？中药是否会降价？生物制药的国家政策优惠花落谁家？医药商业何时与国外接轨？	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8635 E_mail:niex@scfund.com.cn		中性	回避

2004年医药制造业销售收入和利润总额同比增长达到16.80%和9.13%，增长放缓，主要原因归结为：国家频繁出台政策（主要是GMP认证和“双限令”）对制药业“重新洗牌”；部分化学原料药出口受限；国内药品价格不断降价削弱了全行业赢利能力；成本压力上升。

所以判断二季度医药行业景气水平，应该主要考虑最大的利空因素是否出尽，其中之一，是寻找药品价格长期下降通道的拐点。

### 1、政策面

总体上判断，政策面因素仍然是中性偏紧的，其中趋好的因素有：

1)GMP认证2004年告一段落，后面何时启动GSP、GAP、GCP认证，暂时还需要观察，有很多教训需要汲取，



核心是如何避免将巨大的社会资源投到过度的产能中。

2) 国家生物产业中长期规划课题本月已经结题, 将在税收上、融资条件上, 对部分高科技企业给与支持。偏紧的因素主要有:

1) -SFDA已经列出解除处方药“双轨制”的时间表, 对于医药商业, 以及抗感染药等处方药企业压力较大; 另外降价范围将从抗生素扩展到中药等其他类别。

2) 出口因素: 我国最有国际竞争力的大宗原料药, 在价格上基本是受制于人, 青霉素受制于印度药厂, 维生素类主要受制于美国、德国、荷兰的公司; 从2004年青霉素出口量大体不变, 年平均价格却只有03年的60%, 就说明了这一点。

表六: 部分大宗品种 04 年出口情况

	出口数量(吨)	金额(亿美元)	同比	05 年关键因素
青霉素	10400	1	下降 30%	华星与石药的扩产计划; 印度反倾销? DSM 酶法 ADCA 替代?
VC	67000	3.1	下降 5%	产能实现, 国际市场价格, 成本, 能源。
VE	28000	1.6		
地塞米松	25	约 0.4	持平	皂素价格, 成本下降, 产能扩张

资料来源: 东吴基金整理

制剂药的出口方面, 目前我国落后印度5—10年, 比10年前的差距更大了, 我们认为, 这方面的突破口在于头孢菌素、维生素; 如果早日实现相关制剂药的OEM, 甚至品牌药出口, 相关企业的毛利润率就会由目前在10—30%附近苦苦挣扎, 变成40—50%, 甚至更高。

上市公司中浙江医药、复星医药已经在制剂药出口上有了一些探索, 出口一些抗感染药物到欧洲; 后面其他化学药龙头公司的出口策略变化值得关注。05年看, 认为青蒿素类药是高附加值药物出口的最大看点。

## 2、药价水平

目前总体上药价水平偏高, 仍然是没有争议的问题, 解决问题的核心在于加大科研投入, 尤其是原始创新的投入, 降低毛利润率, 降低营销费用比例。

去年9月发改委发布的“原研药重新定价标准”, 目标是把过高的进口药品价格降下来, 最高零售价格将重新核定; 定价标准将下降部分药厂的“超国民待遇”, 预计会有一些定位于高端的企业撤出中国市场, 给国内企业留下空间。

今年三月, 国家发改委首次发布《药品差比价规则(试行)》; 对于分散片、缓释片、小容量注射剂的最高价格给与限制, 目前虽然还没有限制中药注射液, 但是预计普通中药将会面临一定的降价压力。

## 3、成本上升

04年由于上游化学产品和小麦、玉米等粮食价格持续上扬, 导致药品生产成本居高不下; 药品包装、储藏、运输成本压力增大; 都超出了多数药厂能承受的范围, 展望05年, 除了玉米等农产品的价格稳中有降外, 整体上看, 成本与费用下降空间很有限, 企业仍需要有转嫁成本压力的“内功”。

例如, 玉米目前的价格在1050元/吨附近, 如果继续攀升, 国内出口的三个优势品种VC、青霉素、柠檬酸, 由于都是发酵为主, 相关企业压力将增加。

企业方面, 我们继续看好有持续定价能力的公司, 市场将给予其25—30倍市盈率的高定价; 另外, 对于确实是仅仅是由于市场因素被忽略的二线蓝筹公司, 也是我们重点发掘对象。

从何种角度出发考虑投资医药上市公司; 一直是受到争议的问题。从产业面来看, 今年二至四季度医药行业的投资主题是: 城市医保与农村合作医疗对于产业的量化影响; 化学制剂药产能转移、能否走向世界;



中药是否会降价；优势企业持续高增长的动力；生物制药的国家政策优惠花落谁家；医药商业何时与现代物流业、连锁业实现接轨等。

我们认为，目前国内医药股价格整体上仍然偏高，除了极少数有溢价能力的企业，大多数医药股的市场表现还是需要与基本面相对应；所谓“优质优价”，长线寻找经营处于相对谷底的公司，短线参与市场热点的博弈，而对于估值明显高于行业水平的公司，如果基本面没有可以跟进的因素，则考虑离场观望；这样，应该是进可攻，退可守的策略。具体到行业，我们看好中药行业的二线公司。

从市盈率角度，复星、敖东、丽珠有吸引力，从市销率角度，复星、华北制药、丽珠有吸引力，他们的市净率也在安全范围内。

## 食品业

研究员：聂昕	投资主题仍然是消费升级与产业链整合；坚持每个子行业只重点关注 1 - 2 个品种，关注行业关键价值因素的变化。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8635 E_mail:niex@scfund.com.cn		中性	中性

在食品行业内，我们认为投资主题仍然是消费升级与产业链整合；由于有能力进行成功产业链整合的公司并不多，因此，坚持每个子行业只重点关注1-2个品种，因为行业的阶段谷底发生在2004年，目前价值发现的机会已经不多，05年的机会更多是估值方法的重新考虑；高附加值公司品牌获得的溢价可能会超出市场预期。

酒类行业中，我们继续看好处在行业周期成长前期的葡萄酒行业，这是中长期看被低估的食品子行业。

啤酒行业在非典后迎来了又一次发展机遇，尽管目前原料与运输成本上升仍有较大压力，一旦农副产品价格明显回落，低毛利润率的品种受益会明显；同时，还需关注汇率变化的不同影响；

白酒行业，制约行业发展4年多的从量消费税即将有变化，对于低档白酒的业绩将会有较大影响，高档白酒的价格控制能力强，品牌溢价将逐渐显现。

其他行业中，继续看好果蔬汁行业，特色调味品行业，对于乳品、肉制品行业、农副产品加工业，认为负面的因素较大，还需要观察。

乳品行业，随着鲜奶标识政策的即将出台，目标市场供应链的有效性将是决定企业成败的关键因素，可以预期乳品行业竞争将更加激烈，全行业利润将加速向少数行业龙头集中，中西部UHT奶发展仍快，巴氏奶将在政策扶植下占领发达地区市场，冰淇淋、奶粉等的增长也可能超出分析师预期。

肉制品行业，在强调供应链的贡献之外，关注关联交易、生猪价格大幅上涨、替代品竞争及行业管理政策调整等投资风险。

农产品初加工企业大多选择成本领先型盈利模式，因此农产品原料价格下行和产业链纵向延伸是这类企业最常见的盈利增长动力；其中，柠檬酸、赖氨酸、乳酸有一定的国际竞争力，政策扶植燃料酒精，将给相关企业带来丰厚的收入。另外，饲料与农药化肥行业的相关性，也是我们关注的对象。

从市盈率角度，双汇、伊利股份有吸引力，他们的市销率、市净率也在安全范围内。

## 造纸印刷业

研究员：聂昕	行业景气度继续维持高位，行业增长趋缓；产品结构失衡使得行业利润向高档产品集中，进口依赖性明显。关注人民币升值压力的双重影响。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8635 E_mail:niex@scfund.com.cn		中性	未评级

2004年造纸行业实现了平稳快速发展，是自02年以来连续三年增速超过15%。

1990-2003年，纸品进口依存度由7%提高到13%，纸浆进口依存度由5%提高到35%。一方面，造纸产品自给程度在进一步上升；04年纸浆进口量首次超过纸及纸板进口量；一方面，废纸进口量再创新高，同比增长31%，



说明我国造纸工业原材料对外依存度仍高。预计2004-2005年行业产需缺口增长率为10%，行业进口依存度仍较高。

预计2005年造纸行业进口原材料价格将在高位运行，由于2005年世界范围内木浆的供应情况依然比较紧张，因此进口木浆价格难以大幅度下降。2005年进口废纸的价格回落的可能性也不大，估计稳中有升。

我们认为05年造纸行业将表现出以下特征：行业景气度继续维持高位，产销增长10%左右，行业增长趋缓。产品结构失衡使得行业利润向高档产品集中，但产能大幅扩张使高档产品利润率下降，行业对于进口原料的依赖性将更加明显，必须关注人民币升值压力带来的双重影响。

行业的主要风险有：原料长期依赖进口、定价能力低、价格风险大。

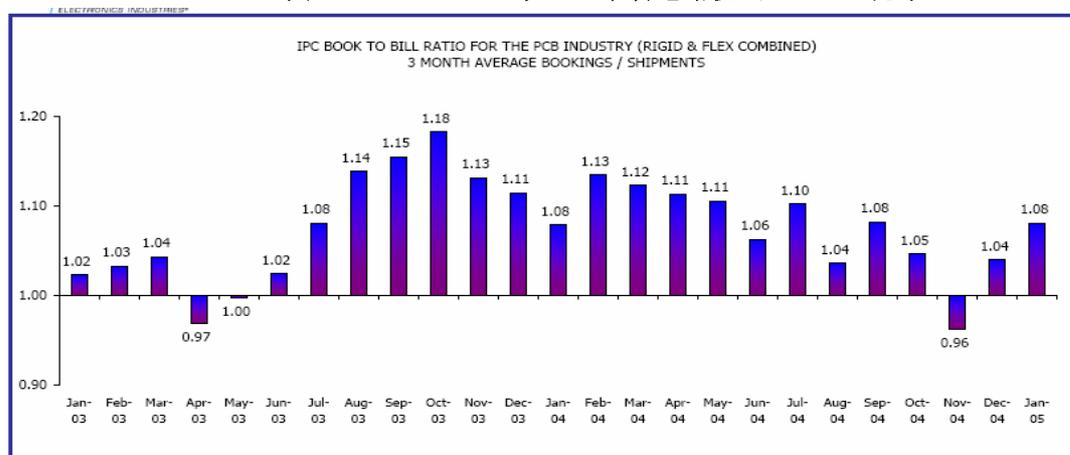
## 电子元器件业

研究员：唐志	全球电子元器件行业的增长态势有所放缓。因上游原材料涨价和下游需求增长放缓，电子元器件行业主要公司的业绩都受到不同程度的负面影响。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8639 E_mail:tangzh@scfund.com.cn		中性	推荐

2004年，在宏观经济发展的良好带动下，中国集成电路市场和产业蓬勃发展，分别实现了40.2%和55.2%的超高增长率。进入2005年，虽然全球半导体市场又将进入一个低增长年，但在国内信息产业持续快速稳定发展，全球电子制造业继续向国内转移，3G、数字电视等新兴市场将相继启动的带动下，中国市场仍将有可能保持30%左右的增长速度。

印刷电路板（PCB）的B/Bratio（订货/出货比）是整个电子元器件行业先行指标，当B/Bratio大于1时，表明供不应求，行业景气程度上升；而当B/Bratio小于1时，表明供大于求，行业景气程度下降。

图 19：2003-2005 年 IPC 印刷电路板 B/Bratio 统计



PERCENT CHANGE IN SHIPMENTS			
This Year	NOV '04	DEC '04	JAN '05
vs.	v.s	v.s	v.s
Last Year	NOV '03	DEC '03	JAN '04
	4.1%	8.7%	8.2%

PERCENT CHANGE IN BOOKINGS			
This Year	NOV '04	DEC '04	JAN '05
vs.	v.s	v.s	v.s
Last Year	NOV '03	DEC '03	JAN '04
	-27.0%	30.6%	21.8%

数据来源：IPC

尽管2005年中国电子元器件行业的外部需求有一定程度的增长，但由于可能会受到有色金属、石油、煤电的涨价、利息增加等因素的影响，电子元器件行业的上市公司业绩与2004年底所做的预测有一定程度的下调。从投资策略来看，精选个股更为重要。

面对上游原材料价格的不断上涨，对于上市公司而言，只有提高产品的价格才能维持公司的利润水平。



在竞争较为充分的电子元器件市场，提升自身产品的价格存在相当的难度。面对这种冲击，有两类公司可以重点关注。一类是电子元器件产业链上游公司，如覆铜板制造企业，其产业集中度较高而产品的可替代性较差，这些公司具有较强的成本转嫁能力。一类是调整产品结构能力较强的公司，这些公司可以通过产品结构的调整而将生产重点转移到高附加值的产品中去。

我们关注的重点公司有：赛格三星、安彩高科、深天马、华微电子、长电科技、京东方、生益科技等。

### 通信业

研究员：唐志	2005 年国内通信设备行业的投资规模比 2004 年有所下调，通信终端市场由于手机牌照的放开而竞争日益激烈，海外市场成为各家公司争夺的重点。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8639 E_mail:tangzh@scfund.com.cn		中性	中性

在通信运营方面，各运营商的竞争日趋激烈。一方面，电信客户的绝对增长量仍旧较大但增长速度放缓，另一方面，每个用户的月均电话费支出（ARPU）一直处于下降通道。这都给运营商带来了较大的经营压力。

在通信网络设备方面，随着 3G 牌照发放的日益临近，国内各家运营商在电信设备的投资方面日益谨慎。中国电信和中国网通在小灵通系统设备的投资出现了下降，中国联通在建设完第三期 CDMA 工程后其通信设备投资也出现了下降。整体而言，2005 年国内电信设备投资规模小于 2004 年，这对以国内市场为主的电信设备制造商而言是一个严峻的挑战。值得欣慰的是，目前一些公司通过大规模海外市场的拓展，已经可以充分抵消国内电信设备市场放缓的负面影响。如中兴通讯的海外市场就出现了大规模的爆发式增长，此类公司的 2005 年业绩还是有保障的。

在通信终端方面，随着手机牌照的放开，竞争本来就异常激烈的国内手机市场又迎来新的进入者，行业的竞争局面可能会更加惨烈。在手机市场竞争中，有两类公司可能会最终胜出。一类是通过大规模制造和严格的管理及成本控制，以低成本优势赢得市场的公司，如波导股份；一类是通过技术优势，以研发带动市场的公司，如中兴通讯。

我们关注的重点公司有：中国联通、中兴通讯、波导股份、夏新电子等。

### 家电行业

研究员：唐志	受上游原材料不断涨价，而下游经销商不断掀起价格战的影响，家电行业的整体利润率水平可能下滑。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8639 E_mail:tangzh@scfund.com.cn		中性	推荐

随着钢铁、铜、塑料等产品的大幅度涨价，中国家电行业的生产和经营受到较大的冲击。2004 年的部分上市公司年报显示，其主营业务利润率与 2003 年同期相比出现一定程度的下滑。

进入 2005 年，一方面，家电行业的主要原材料价格仍然大幅度上涨，这恶化了家电企业的外部环境。另一方面，以国美、苏宁为代表的家电连锁厂商通过大规模采购和低价销售来扩张市场，使得整个家电销售渠道的生态环境出现严重恶化，家电生产厂商的谈判议价能力大大降低，利润空间受到进一步的挤压。

我们趋向在空调为代表的白色家电领域选择上市公司。中国的家庭空调普及率较低，消费升级将带动该市场出现中长期的快速增长。此外，该行业的市场集中度较高，部分厂商具有较强的成本控制和市场营销能力。市场规模的扩张有望转化为上市公司利润的增长。

我们关注的重点公司有：格力电器、美的电器、佛山照明、TCL 等。

### 软件及服务

研究员：唐志	由于行业壁垒较低和知识产权保护等问题，该行业整体上呈现低水平上的过度	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8639		中性	回避



E_mail:tangzh@scfund.com.cn	竞争态势，行业的投资机会相对较少。		
-----------------------------	-------------------	--	--

由于核心的平台软件和数据库软件大部分都掌握在美国公司手中，国内的软件及服务行业厂商主要从事应用软件开发和系统集成工作。由于行业壁垒较低和知识产权保护等问题，该行业整体上呈现低水平上的过度竞争态势，行业的投资机会相对较少。

我们关注的重点公司有：用友软件、东软股份、亿阳信通等。

### 传媒与文化业

研究员：唐志	数字电视题材可能会被不断的炒作，但真正有投资价值且业绩不断增长的公司较少。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8639 E_mail:tangzh@scfund.com.cn		中性	中性

中国的传媒与文化产业受到过多的政策束缚和管制，市场化运作程度较低，上市公司的独立性较差，传统的分析方法很难适用于中国的传媒类上市公司群体。

国内数字电视迄今为止尚未探索出较好的盈利模式，这不仅影响数字电视的普及，也将影响投资于数字电视网络的上市公司的投资收益。

我们关注的重点公司有：东方明珠、歌华有线、博瑞传播等。

### 石化行业

研究员：贺炜	在周期性单位毛利下滑与绝对估值之间寻找平衡。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8626 E_mail:hew@scfund.com.cn		中性	未评级

进入 2005 年以来，国际原油价格在经历了两个多月的回调整理后重拾升势，并于近期迭创新高。我们看到，自 2004 年 4 月底以来，市场中的投机因素逐步主导了国际原油价格的走势，威胁到地区安全局势和原油稳定供给的各项因素被市场中的投机力量利用，成为推动国际原油价格上涨的主要动因。进入新年以来，欧佩克若干高官从幕后走到台前，公开“规定”原油的“合理价格”，成为投机力量的“靠山”，而俄罗斯则通过继续提高其原油出口关税来达到其“变相”调控国际原油市场的目的。同时，国际局势日趋复杂化，美国对伊朗动武可能性大增，美日对朝关系紧张以及美日企图染指我国的台海问题等等都加剧了市场各方的担忧，成为投机力量做多国际原油价格的重要“题材”。我们认为，年内布伦特原油期货价格突破 60 美元/桶大关已成定局，其主要波动区间应在 40-55 美元/桶范围，布伦特原油期货 2005 年平均价格将高于 45 美元/桶。

伴随着国际原油价格的持续上涨，整个石化产业的利润进一步向产业链上游集中，而国内市场的成品油定价机制却还要服从于国家宏观调控的需要令成品油价格涨幅明显落后于原油成本上升的速度，从而使我们看到原油开采业务盈利能力在上年的基础上进一步提升，炼油业务亦基本保本发展到亏损的边缘，石油化工行业则感受到越来越重的成本压力、单位产品的毛利水平开始回落。受不利影响最大的还是处于石化产业链下游的橡塑制品行业和合成纤维制造行业，这些行业处于充分竞争状态，产品定价能力较弱，难以将新增的成本压力向下游消费者传递，因而在油价上涨过程中，业绩呈显著下滑的态势。

基于上述分析，我们认为，投资应偏重于石化产业链的上游，即油气开采业，看淡炼油业，而处于中下游的石油化工业亦需谨慎对待。不过，目前市场上对油气开采类上市公司产能下滑因素高度看空，因而，对待辽河油田和中原油气时，同样需要加以谨慎对待。此外，考虑到中国石油即将登陆 A 股市场这一因素，未来市场还有可能会对有关联的石化股采取逼空行动，导致一批股票出现较大的跌幅，从而使其投资价值得以显现。我们认为，从超跌中寻找石化蓝筹股的投资机会将是在当前高油价背景下较为适宜的投资策略。此外，中国石化系的重组中亦将酝酿局部的投资机会，如中国凤凰、石炼化等。同时，对处于产业链末端的合成纤维制造和橡胶塑料制品行业需加以回避，仅对其中少数产能大幅扩张、企业经营仍处于较好水平的个股加以谨慎关注。



重点关注：中国石化、扬子石化、齐鲁石化、中国凤凰、海油工程、辽河油田、中原油气、金发科技、永新股份、风神股份、华联控股、美达股份。

图 20：2004 年以来英国伦敦 IPE 布伦特原油现货平均价格（US\$/bb1）走势



资料来源：中国化工在线

### 机械行业

研究员：许叶静	采取“自下而上”的原则，淡化行业属性，重视细分行业的优秀上市公司。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8623 E_mail:xuyj@scfund.com.cn		中性	中性

从机械业细分行业而言，工程机械受宏观调控影响较大，继去年下半年以来出现月度产量同比连续负增长后，今年一季度销售收入、利润等相关指标仍不乐观。我们预期二季度和全年工程机械行业整体仍将走弱，行业配置上以回避为主。通用机械中因产品用途广泛、通用性强，受不同下游行业此消彼涨的影响，对宏观调控的敏感度不强，其中粉末冶金业等仍处于从导入期走向成长期，值得看好。专用机械中港口机械、柴油机械、电力设备等，受下游行业景气程度较好，相关产品的需求仍十分看好，其中钢材价格上涨的不利因素可能会使专用机械个股股价在二季度回落，若其中企业对原材料价格上涨的不利因素能充分消化，这类企业股价的下跌将又是下一阶段投资的机会。

个股择取策略上，除工程机械子行业外，对于其他子行业的个股，我们采取“自下而上”的原则，淡化行业属性，重视细分行业的优秀上市公司。

我们重点关注的公司是：振华港机、宁波东睦、沪东重机、上海电气、天地科技、石油济柴等。

### 有色金属行业

研究员：许叶静	“资源为王”的时代已经到来。有色金属作为基础原材料的重要部分，行业利润从产业链上看已更多地向上游——矿石资源开采业靠拢。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8623 E_mail:xuyj@scfund.com.cn		中性	回避

一季度，受美元新一轮贬值影响，国际能源及基础原材料价格再次出现普涨。国内以期铜为首的各有色金属紧随国际市场价格上涨而上涨，“资源为王”的时代已经到来。有色金属作为基础原材料的重要部分，行



业利润从产业链上看已更多地向上游——矿石资源开采业靠拢。

从细分行业情况看，大金属品种中铜的供需缺口已接近，价格继续走高的可能性不大且不会维持较长时间，预计二季度及下半年呈现逐步回落；锌的供需缺口依然明显，受下游约占 50%比例的镀锌业持续发展需求，全球锌消费增长预计 4.5%达 1085 万吨，产量增长 4%达 1050 万吨，05 年锌供需缺口仍高达近 35 万吨。国内锌从 04 年起已由出口国变为进口国，从国内锌冶炼厂产能扩张分析，锌的产能基本上要到 06 年才能完全发挥，05 年供应偏紧的局面将使锌价短期继续走高，有望冲击 1500 美元/吨。中期维持在高位，全年价格波动在 1100-1500 美元/吨的水平；我们谨慎看好锡、电解铝、铅等；我们不看好氧化铝的价格走势。

小金属品种中，我们继续看好黄金、钛等，谨慎看好钼、钨、镍等，继续看坏稀土等。

个股选择上，我们仍然坚持在看好细分品种基础上，考虑原材料自给率高、产能扩张、成本控制能力强及矿山开采冶炼能形成完整体系的上市公司。

我们关注的重点公司是铜都铜业、兰州铝业、宏达股份、驰宏锌锗、厦门钨业、中科三环、宝钛股份、山东黄金、北科磁材等。

### 图 21: LME 黄金三月价格走势图



资料来源: BLOOMBERG

### 图 22: LME 锌三月价格走势图



资料来源: BLOOMBERG



## 投资建议为回避的行业

### 航空业

研究员：黎瑛	油价上涨的趋势尚未改变，国内航油涨价10%的事实将使航空公司05年业绩大幅下滑。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8625 E_mail:liy@scfund.com.cn		回避	推荐

一季度是国内航空公司的传统淡季，加上高企的航油成本，今年一季度航空公司将出现亏损。从行业季度变化趋势来看，二季度航空市场将逐步回暖，但是国家发改委从3月15日开始将航油价格由4190元人民币上调到4620元人民币，这使航空公司的成本进一步上升，全年业绩将大大低于预期。未来油价继续保持在高位震荡，是航空股的重大风险因素。虽然航空股已经跌幅较大，但是目前没有任何基本面的因素支持股价反弹。

此外，航空股的A-H股的比价仍很高，3月18日H股收盘价格显示，南航为2.675港元、东航为1.35港元，而南航和东航A股价格分别为3.93元和3.34元，分别高出H股39%和131%，存在估值风险。

基于以上分析，我们调低航空业评级，建议回避。未来的投资机会来源于人民币升值和油价下跌。重点关注南方航空。

机场行业受益于消费升级继续表现为较快的增长，高油价对其影响甚微，我们继续看好该行业的成长性。重点关注上海机场和白云机场。

### 计算机硬件业

研究员：唐志	国内企业在整个计算机产业分工上处于严重劣势，行业的整体投资机会较小。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8639 E_mail:tangzh@scfund.com.cn		回避	回避

在计算机普及率不断提高的大背景下，国内的计算机硬件行业整体上未能够充分分享到市场高速增长所带来的收益。导致这种结果有多方面的原因：核心技术为美国公司所掌握，主要零部件依赖进口；整体的技术含量不高，产品同质化严重，难以实现差异化竞争；管理水平较低，供应链和物流管理严重滞后。

我们关注的重点公司有：航天信息、新大陆等。

### 建材业

研究员：唐志	上游原材料价格上涨，下游需求受宏观调控影响有所抑制，建材业利润率空间受到较大挤压。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8639 E_mail:tangzh@scfund.com.cn		回避	回避

宏观调控将使固定资产投资速度下降，而主要建材品种的产能都处于过剩状态。2005年二季度煤炭、重油等能源价格都将保持在高位，并可能继续上涨，将使建材行业面临成本上升、价格下跌的境况。

我们关注的重点公司有：海螺水泥、耀皮玻璃、深南玻等。

### 房地产业

研究员：刘元海	政策风险加大，房价下跌可期。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8638 E_mail:liuyh@scfund.com.cn		回避	回避

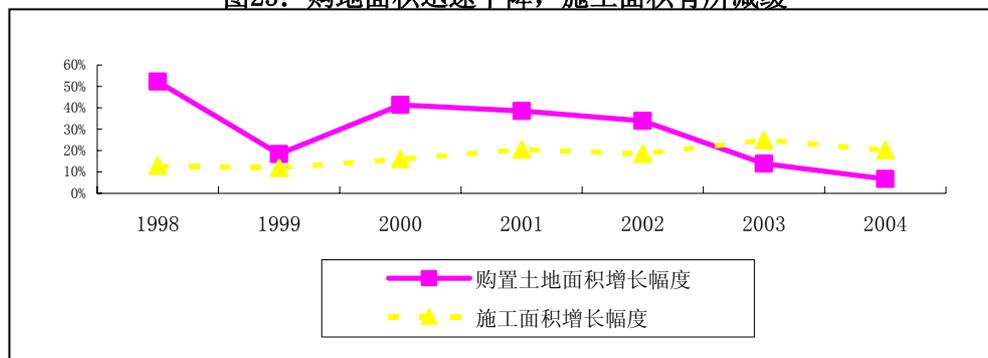
04年政府着手从信贷和土地两个方面来调控房地产行业的过度投资，目前已经对房地产行业的过热产生



了一定的抑制作用。房地产行业购地面积增长幅度迅速降低，04年底降到6.65%，作为未来房产供应规模的先行指标，购地面积增幅下降较好地控制了未来可能供求大幅失衡的风险。由于前几年购地面积保持较高增长速度，因此04年购地面积大幅下降对短期1-2年内供应量影响不大。04年施工面积增长速度虽然有所减缓，但仍然保持在20%的高位水平上。我们认为，短期内，国内房产供应不会有太大的变化。长期内，如果持续保持信贷和土地的紧缩，未来房产供应量肯定下降。

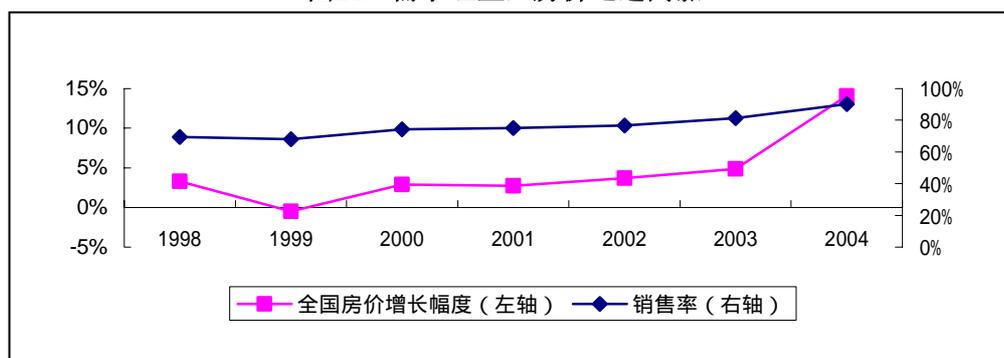
未来房产供应量下降预期，刺激短期需求的增加，反过来又刺激房价继续上涨。04年商品房销售率（销售面积/竣工面积）高达90%，全国房价涨幅14%。旺盛需求，推动房价迅速上涨。而房价上涨又拉动市场需求：一部分是消费需求；另一部分是投资需求。房价上涨使未来一部分潜在消费需求提前释放，其中居民收入的增加为房价上涨提供了一定支持。但04年房价涨幅超过城镇居民人均可支配收入增长幅度11.21%，我们认为这种状态持续时间越长，中国房地产泡沫程度将越重。高储蓄率、低利率、投资渠道缺少、以及人民币升值预期，使得当前房地产投资需求仍然异常强烈。

图23：购地面积迅速下降，施工面积有所减缓



资料来源：新华在线，东吴基金

图24：需求旺盛，房价迅速高涨



资料来源：新华在线，东吴基金

05年政府调控方式发生了一定变化，从抑制供给转向抑制需求对房地产进行调控。本次央行上调房贷利率，实际影响虽然不是很大，但是政策取向非常明显，通过抑制需求来减慢房价上涨幅度。如果房贷利率进一步上调，一方面，对于消费者，由于购房成本上升，可能导致购买面积较小的住房或者推迟买房；而对于投资/投机者，由于投资/投机成本的提高，再加上人民币升值不确定性风险，在担心投资收益下降预期下会减少投资需求。投资需求的减少，可能使原来投资性买入的住房出现抛售，致使供给增加。另一方面，对于房地产开发商而言，为了避免价格下跌风险，会加快竣工项目的销售速度，也会使供给增加。我们认为，市场对房价预期将会发生变化，目前部分地区的高房价下跌可期。



表七：月还款增加比例和房贷利率关系，按揭期限越长越敏感

按揭期限 \ 房贷利率	5 年		15 年		30 年	
	月还款额 (元)	每月多还比例	月还款额 (元)	每月多还比例	月还款额 (元)	每月多还比例
5.51%	6687	0.48%	2862	1.31%	1989	2.25%
6.12%	6786	1.97%	2976	5.37%	2126	9.24%
6.51%	6850	2.93%	3051	8.01%	2215	13.81%
7.51%	7015	5.41%	3247	14.94%	2450	25.90%
8.51%	7182	7.93%	3449	22.09%	2694	38.44%
9.51%	7352	10.48%	3657	29.46%	2946	51.38%
10.51%	7525	13.07%	3871	37.05%	3204	64.68%
11.51%	7699	15.69%	4091	44.83%	3469	78.27%

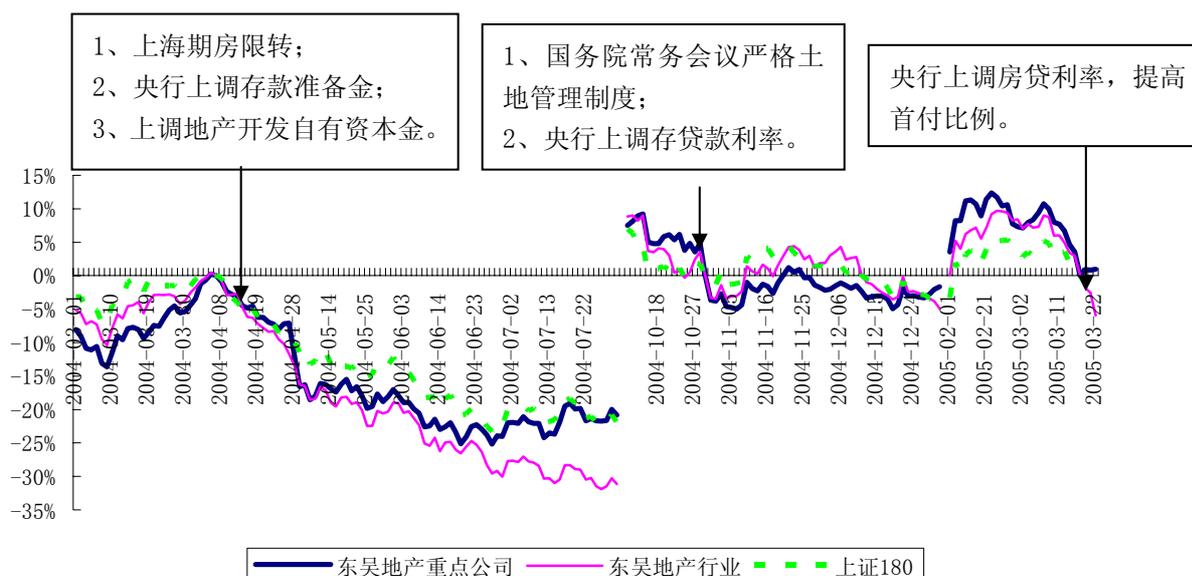
注：按 7 成按揭、房价 50 万元测算。资料来源：东吴基金

04年以来，几次重大关于房地产宏观调控政策的出台，都使房地产行业出现明显下跌，并且跌幅基本都大于大盘。从政策效应的作用时间来看，政策效应对东吴重点地产公司二级市场影响逐渐减弱，但对于东吴非重点地产公司二级市场影响仍然非常显著。从抗政策风险能力角度看，应重点关注房地产行业的优秀公司。

从估值水平上看，历史上全球重点房地产公司的市盈率在16倍到23倍之间波动，而目前东吴重点地产公司市盈率分布在14倍到23倍之间。与此同时，一些地产公司重估净资产值与二级市场价格差不多，有的甚至还低于二级市场价格。

从抗政策风险能力、以及估值水平角度判断，可重点关注万科A、金融街、招商地产和中华企业。

图 25：宏观调控政策对房地产行业二级市场影响



资料来源：东吴基金



钢铁行业

研究员：许叶静	虽然钢铁行业仍有成本转嫁能力,但却无力阻止行业利润的下滑局面,2005年钢铁工业很可能出现高价位下的低效益。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8623 E_mail:xuyj@scfund.com.cn		回避	回避

一季度铁矿石谈判价格(不含运费)上涨71.5%,使05年钢铁业原材料价格高企成为既成事实。虽然钢铁行业仍有成本转嫁能力,但却无力阻止行业利润的下滑局面。

我们预计,2005年钢铁工业很可能出现高价位下的低效益。即尽管钢材仍价位高居,但由于原材料价格上涨对生产成本的冲击太大,造成行业内的部分产品和企业难以承受,从而导致出现微利甚至亏损。

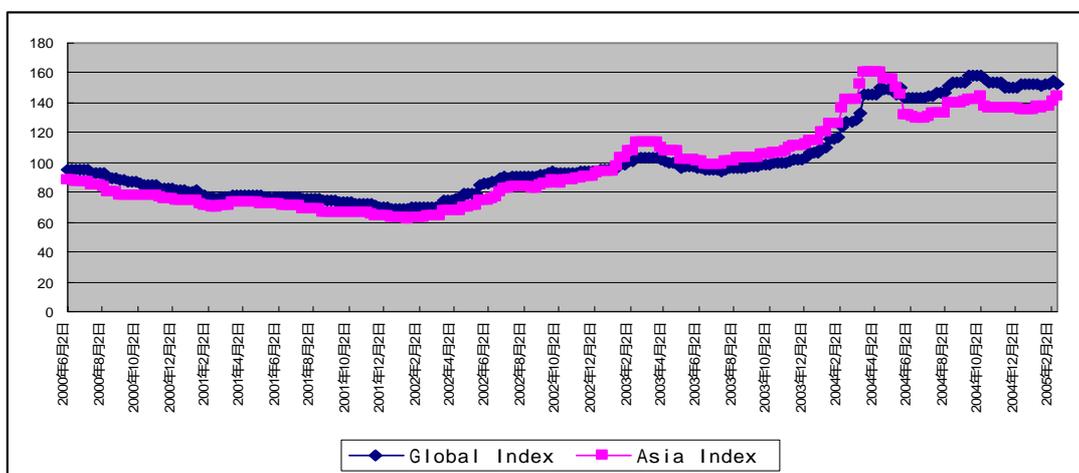
从短线看,我们认为这种利空影响对国内钢铁类上市公司二级市场价格走势造成普遍的压力,这种压力在二季度仍会非常明显。中期看,行业内细分品种供需结构矛盾仍突出的品种如冷轧板、不锈钢等品种仍可看好。

综合全年来看,对钢铁业上市公司的投资策略是:在国内执行宏观调控的背景下,我们应采取防御为主的投资策略。所以选取个股的策略主要是依据行业内有规模优势、品种优势、成本优势、国际竞争力优势、国际估值比较下低估的上市公司。

我们重点看好的公司是:武钢股份、宝钢股份、鞍钢股份、太钢不锈、新兴铸管、南钢股份、济南钢铁等。对这些公司介入的把握上以价格严重低估、行情低迷、二季度充分消化利空后介入,同时充分利用行情反弹之机择机抛售。

所以,从阶段性行情演绎角度看,目前对上述钢铁类上市公司的投资可以暂告段落,耐心地等待新的机会。

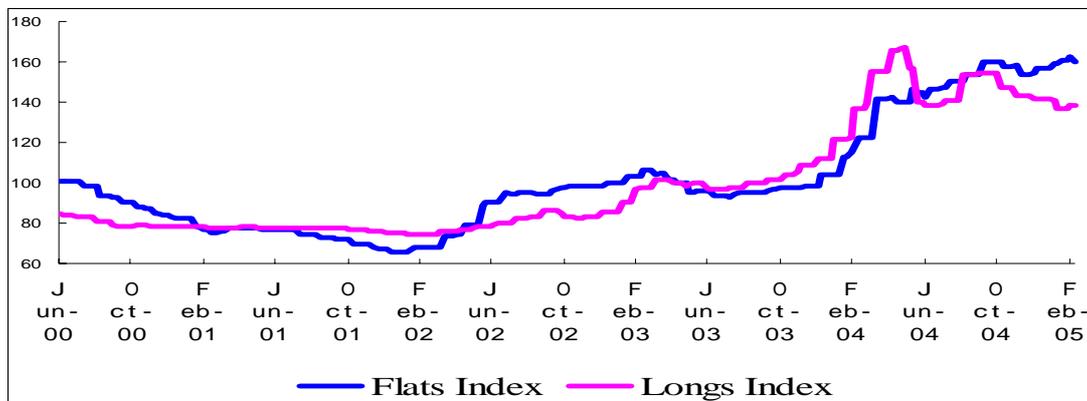
图 26: 全球钢材及亚洲钢材指数走势图



资料来源: 东吴基金整理

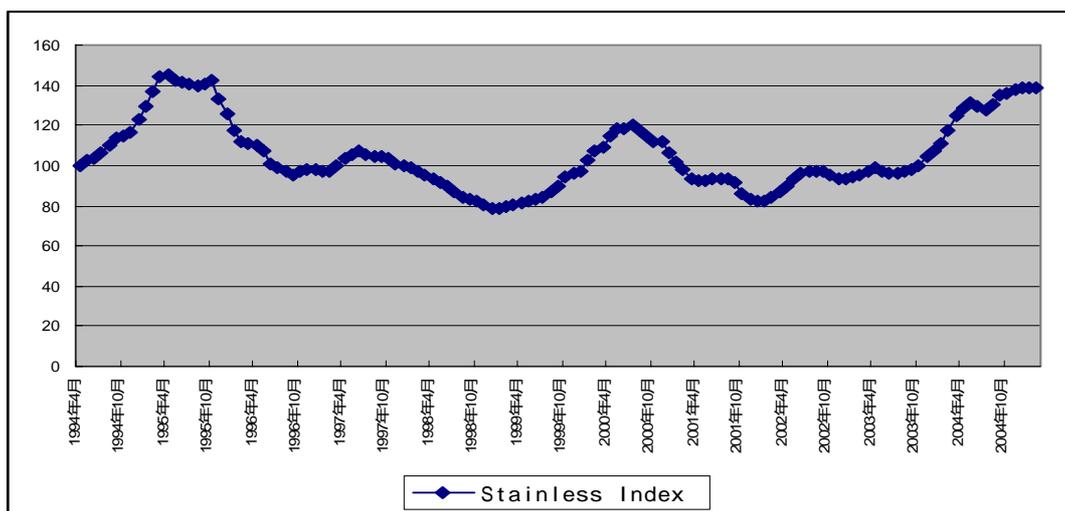


图 27：长材及扁平材价格指数走势图



资料来源：东吴基金整理

图 28：不锈钢价格指数走势图



资料来源：东吴基金整理

### 汽车与配件业

研究员：许叶静	当汽车降价成为消费者耐心等待的惯性思维时,这说明汽车价格仍没有见底的征兆。	本次投资建议	上次投资建议
Tel:021-50509888-8623 E_mail:xuyj@scfund.com.cn		回避	回避

当汽车降价成为消费者耐心等待的惯性思维时，这说明汽车价格仍没有见底的征兆。汽车与配件业过去的短暂爆发性行业增长更多是缘于人均 GDP 超过 1000 美元后带来的消费升级机遇。虽然从国际人均拥有汽车数看，我们可以认为中国汽车业未来前景仍很光明。但短期来看，至少 2-3 年内，宏观调控、高油价等不利因素已明显对整个行业景气度造成重大打击，更何况国内汽车企业从与国际合资过程中并未获得汽车企业的核心竞争力——自主开发技术的能力，而汽车价格不可避免地与国际接轨，这些因素使我们的汽车企业包括上市公司在内无力抗拒行业的弱势周期。我们继续认为汽车及配件业依然呈现弱势的景气度，并就行业投资给予回避的建议。



近期钢铁等原材料价格上涨引起该行业新一轮股价的下跌，这本身就预示着汽车及配件业在面对产品价格不断下降和成本上升压力时行业利润将会进一步下降。1-2 月份，汽车业累计销售量下降 6.9%，轿车同比下降 16%，商用车下降 3%，05 年预计汽车行业的利润可能会在去年基础上再下降 20-30%。

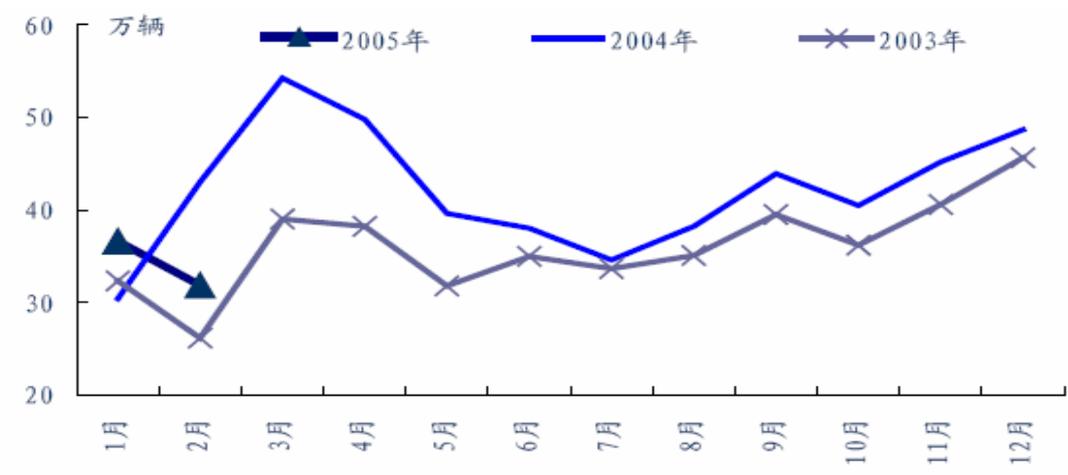
从细分行业看，商用车所受的冲击比乘用车小。其中重型卡车受去年打击超载、子行业需求的长期性、运输车型的结构性调整、运力紧张、高速公路路面质量提高、收费下降及路网连通后的效应，其景气度仍会维持 1-2 年，2 月份销售数据显示同比下降 33% 主要是春节原因所致，预计 3 月份会出现环比的显著增长。05 年预计重型卡车的增长速度为 15% 左右，我们仍然看好重型卡车业。

我们对个股的选择是基于细分行业下景气度仍然相对较高、有明显增长亮点的企业，同时结合股价及内在价值的评估因素。

就短期而言，各种利空因素使商用车公司股价价值有所低估，这正是二季度有可能的投资机会。

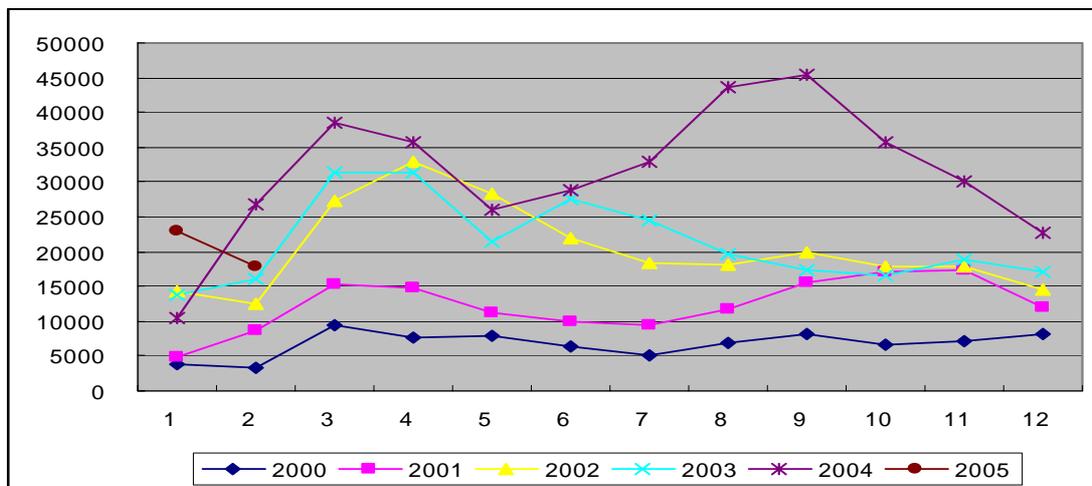
我们重点关注的个股是福田汽车、ST 重汽、长安汽车、江淮汽车、宇通客车、风神股份、威孚高科等。

图 29：2005 年 1-2 月汽车销量开局不利



资料来源：中国汽车工业协会、中信证券研究所

图 30：2000-2005 年分月度重型卡车销量图



资料来源：《汽车情报》、东吴基金整理



## 行业和股票投资建议说明

类别	投资建议	定义
行业投资评级	推荐	行业指数在未来6个月内表现优于市场指数
	中性	行业指数在未来6个月内表现基本与市场指数持平
	回避	行业指数在未来6个月内表现弱于市场指数
股票投资评级	推荐	股价表现在未来6个月内优于市场指数15%以上
	谨慎推荐	股价表现在未来6个月内优于市场指数5%-15%之间
	中性	股价表现在未来6个月内介于市场指数±5%之间
	回避	股价表现在未来6个月内弱于市场指数5%以上

**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，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户传送，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。