



国信证券：四大主题引领下半年 A 股投资

◎本报记者 屈红燕

国信证券表示，下半年 A 股投资应采取积极防御政策。国信证券认为，资源禀赋、创新主题、铁路与轨道交通、股市基本制度完善（融资融券引入）等四大主题存在投资机会。

国信证券首先认为，美国等发达国家的流动性收缩力度可能相对有限，资源价格高企现象可能成为常态，因此资源禀赋类企业存在投资机会，石油煤炭是首选。但只有那些能获得供求关系基本面向上的，而且是可耗竭性资源品种才是首选。按此逻辑，首先选择石油、煤炭，其次是农林产品。

在资源禀赋主题下，国信证券还认为 PPI 推动行业存在机会。除了上

游能源品持续受益外，一些中游原材料和资本品行业也存在机会，应选择具备资源禀赋的煤化工板块和农业资源类公司，其次看好钢铁、水泥、造纸和基础化工等行业。

国信证券给出的另外一大主题是“掘金轨道线”。国信证券认为，工业化城市化与运输进化理论说明铁路是重工业化时期的第一产业，这在美国与日本铁路“大发展—洗牌—改革—重生”的经历中得到印证。中国目前处于重工业化加速时期，“中国铁路成为全球负荷之最，进行‘补课式’跨越发展是必由之路，而通过体系改革促进运营效率和效益的提高，从而改善投融资体系则是先决条件。

第三个主题是“创新主题”，国信证券认为，在经济降温同时通胀高企的宏观背景下，企业只有通过

创新才有能力创造需求，并转嫁成本，保持理想的利润率。在经济结构升级和转型的过程中，国家鼓励创新的政策取向将越来越鲜明，围绕创新主题看好以下 4 个方面：新能源与节能、先进制造业、生物医药、创业板推出带来的机会。

最后一个主题是在股市基本制度完善过程中，诸如融资融券、股指期货与并购重组带来的机会。国信证券认为今年下半年，融资融券进入试点阶段的可能性很大，而 4 季度和明年 1 季度，股指期货的推出概率也很大。围绕这些市场政策热点，预计估值合理的权重蓝筹板块和公司将迎来未来。银行保险、钢铁、煤炭、水泥、造纸、医药、机械和信息设备与服务等行业中的大市值蓝筹股存在较好的投资机会。



医药 产业链理性向好

医药经济运行趋势良好。改革开放 20 多年中，中国医药行业高速增长，持续实现利润增速大于收入增速。2007 年在政策趋势明朗的背景下，行业效益大幅恢复性增长，中国成为全球医药增速最高的市场，2008 年景气态势延续，未来医药行业有望继续维持 GDP 的 2 倍左右增速。

医疗体制改革是未来 10 年行业发展“牵引力”。人口红利、经济发展等因素做为推动医药行业增长景气内在动力长期存在；行业政策则是决定效益景气的�外部力量，2008 年行业政策对于优势企业而言相对宽松。新医改备受关注：2010 年实现全民医保的目标将刺激需求、蛋糕扩大；而改革焦点——医药分家，将刺激合理需求和“蛋糕”分配，一旦实施将对上游的医药产业现有结构和流通模式产生巨大冲击力，但改革一发动而全身——在解决分家后医院生存问题上，需要国家财政大力投入并需要产业链上中下游的系列配套措施，因此医改蛋糕的分配必将是一个漫长的过程。目前不确定的是具体操作方式，但只可能影响进程，并不能改变整个医药产业链理性向好的趋势。

医药上市公司竞争力逐步增强。目前合资企业占据国内第一终端（医院）市场份额超过 50%，已成为中国医药市场高速增长的重要推动力。相对而言国内医药上市公司整体代表性仍较弱，规模实力处于逐步提高过程中。

农业食品饮料 从“阳春白雪”到“下里巴人”

国信证券策略投资报告认为，2006 年以来高端消费的崛起和大众消费的平淡形成了明显的反差。宏观经济的流动性过剩和资产价格膨胀，使得名义社会财富快速膨胀，另外财政收入的大幅增长，都是支撑本轮高端消费热潮的经济基础；收入的两极分化则是高端消费的社会基础。

随着人民币升值逐步兑现和全球经济的放缓，出口放缓、顺差减少和货币政策的收紧，导致资产价格泡沫的破灭和经济增速的回落。国信证券认为，经过半年到一年的时滞，上述因素将会对社会消费增长产生结构上乃至总量上的一些不利影响。而 2007 年下半年以来的食品价格上涨，受到政府价格管制和进口控制的影响，未来会进入稳步增长阶段，对企业业绩的冲击将会显著减小。国信证券判断下半年或者到 2009 年行业发展的主导因素会发生交替。由于大众消费品在本轮消费升级中受益较小，而且相关行业的波动也显著小于宏观经济。根据中国台湾经济衰退的经验来看，食品饮料行业总体基本不受影响。

国信证券在行业子板块中更看好速冻食品、肉制品。

交通运输 风物长宜放眼量

国信证券策略投资报告认为，工业化加速发展、产业向内陆转移的内在要求决定了铁路业处于补课式发展期，铁路改革势在必行。改革的方向一定是市场化，改善服务水平、壮大市场份额、提升盈利水平。国信证券看好铁路运输股，催化剂是资产注入与运价提升，运价长期顺应是趋势和必然。

另外，自 2003 年起，中国迈入轿车和石油时代，高度的原油对外依存令“囤运”货源充足，巨大的运力增长和处于历史低位的运价为油运企业利润增长提供了足够幅度和弹性。以美国为首的全球经济放缓首先拖累集装箱运输业，滞后半年左右的散货运输市场必然降温；2008 年、2009 年集装箱运力供给与需求增速差距为 2%、4%，散货运力供给与需求增速差距为 5%、12%，BDI 指数已高位回落，周期下降风险已现。

国信证券同时认为，国内港口普遍为腹地型，环渤海湾地区承接了国内外转移的产业，其周边综合性港口普遍好于东部和南部港口。

造纸 景气在 机会在

国信证券策略投资报告认为，纸业景气将至少持续至 2010 年，并可抵御经济下滑：自 2007 年下半年开始的节能减排力度加大正在实现对造纸存量产能的缩减，而“造纸产业发展政策”的颁布则形成对增量产能的控制，这导致“一五”期间供给年增长 5.2%，明显低于需求年增长 6.5%至 7.5%，供求关系持续向好。由于纸业消费增长与 GDP 水平基本一致，上述采用较低的需求增速假设以包含对宏观经济下滑的预期，纸业开工率仍表现为持续上升，并至少持续至 2010 年。即市场化的纸业周周期行业，但此次政策性景气可以抵御经济下滑。

林业景气预期 2009 年跳跃而制浆景气仍处高位：近年来国内木材高达 35%至 50%缺口一直依赖进口补足，木材价格过往表现为持续上涨，林业种植的盈利能力处于高位。全球制浆产能 2008 年以后有较大增长，但总体供求平衡。

银行 仍具长期投资价值

国信证券策略投资报告认为，银行业的各项收入和成本受公司外部宏观经济因素的直接影响较大，特定的宏观经济与货币环境是 2007 至 2008 年银行业业绩高速增长的主要原因。国信证券认为 2008 至 2009 年宏观经济调整是一次较温和的阶段性调整，而不是一轮中长期增长周期的结束，中国经济的持续成长空间仍然是银行业长期投资价值的根基所在。

国信证券表示，2008 至 2009 年银行业收入驱动因子将经历一个增速放缓减弱并趋稳的过程，行业业绩增速将逐步回到一个相对温和但却更加可持续的水平。银行在过去几年的贷款策略和贷款行业结构使得信贷资产质量周期的总体波动幅度较小，局部的信贷资产质量可能出现一定挑战，对银行业绩表现构成短期小幅扰动。

房地产市场风险向银行体系的传导值得关注，但由于贷款政策和管制制度的改进，该领域的风险小于过去，其贷款资产质量目前仍在可控范围之内，而且国信证券倾向于认为未来政府对房地产市场的调控力度和房市回落幅度都将会是适度的。净利息收入仍将保持温和增长，但息差的收窄压力会在 2008 年下半年开始显现。由于银行在拓展非利息收入成效比较显著，使得其对资本市场的依赖度降低，预期非利息收入预期仍将保持较快增长。

银行业仍然是一个与宏观经济共同成长的行业，短期波动过后其中长期成长空间依然巨大。未来一段时间由于经济处于下行周期，市场估值可能会维持较低水平，但基于相对和绝对估值的判断，国信证券认为银行股存在较好地获取相对收益的机会；但由于经济基本面和资金面的压力，在未来一到两个季度，获取绝对收益的方式仍主要是把握围绕价值中枢的波段性机会。此外应关注非基本面股价刺激因素，如融资融券、股指期货和利好性政策的推出。

钢铁 强势企业盈利能力较强

国信证券策略投资报告认为，虽然在全球通胀趋势下，经济出现放缓，但在工业化、城镇化及雪灾、地震灾后重建的驱动下，目前国内固定资产投资依然保持高位，钢铁下游行业需求依旧旺盛。

今年 1 至 5 月，我国固定资产投资累计 4.026 万亿元，同比增长 25.6%，较去年同期略下降 0.3 个百分点，依旧高位运行。其中作为用钢大户的房地产行业在宏观紧缩的背景下投资依旧持续上升，1 至 5 月累计投资 9519 亿元，同比上升 31.9%，较去年同期上涨 2.2 个百分点。其他行业方面，从目前已经公布的 1 至 5 月的数据来看，也有平均 35%左右的增长。但进一步的从紧货币政策，将对下游需求形成一定抑制。

国内受成本上涨、落后产能淘汰等因素的影响，钢铁产量增速趋缓依然，而国外也同样受产能限制，钢材产量增长困难，钢铁供给不足已是全球共同面临的问题。1 至 5 月我国粗钢产量 2.16 亿吨，同比上涨 9.4%，较去年同期下降 10.6 个百分点；而就 1 至 4 月来看，除我国外其他国家和地区粗钢产量 2.861 亿吨，较去年同期增长 1294 万吨，增幅 4.7%，较去年同期只增加 1.2 个百分点。此外全球性的矿石、煤炭等原燃材料、环保和资金成本的增加，都将有力地支撑钢材价格下半年高位运行。

在行业整体供需形势偏紧的大背景下，国信证券强调调行业内部分化。2008 年以来，铁矿石、煤炭和海运费等原材料价格仍然出现较大幅度的上涨，在原材料成本大幅上涨的条件下，通过长期协议获得原材料、产业链比较完善的优势钢铁企业，2008 年的成本上涨幅度将明显低于落后的钢铁企业。强势企业目前的钢材价格上涨幅度已完全覆盖了成本的上升，盈利能力依然很强，而落后的全部靠外部采购原料的企业，必然遭遇亏损的风险，将被迫关闭。因此，大部分上市公司预计全年利润仍可保持 20%以上增长。

寻找能源危机下的投资机会

◎本报记者 刘意



国际油价持续运行于牛市轨道之中，高油价使得不少市场人士惊呼“能源危机”来临。对此，国信证券石化首席分析师李晨表示，能源危机并不可怕，面对能源危机，国信看好在提高能效、节能减排领域的投资机会。

我们鼓励资本市场充分发掘能源危机主题下的投资机会，希望借助资本市场资源配置的功能，更有效率地支持中国整个产业结构与能源消费结构的调整与优化。在现有的分工条件下，人口增长，经济发展，特别是加工业制造业蓬勃发展，需要更多的有效能源。提高能源效率，不仅有利于中国长久发展，也是对世界的伟大贡献”李晨这样表示。

具体到行业方面，李晨看好以下四类行业。首先是铁路，这是运输节能的首选。中国的运输能源消耗仅占终端能源消耗的 14%，而美国运输能耗占比几乎接近 50%，但是日本仅为 20%，考虑到各国国土面积因素、人口居住密度以及汽车人均保有量等因素以外，在各国运输能源与主要依赖的交通方式影响巨大。从国土面积与运输总量上考虑，中国未来运输能耗无疑将向美国接近，日本与美国运输能耗差异的关键在于大量使用铁路与轨道交通系统，大量减少了能源消耗。中国必须大力发展铁路与公共轨道交通系统，才能遏制中国中长期运输能耗的上升趋势。”李晨表示，铁路运输是节能与减排效率最优的运

煤炭 后石油时代进入黄金发展期

国信证券策略投资报告认为，持续的高油价宣布全球进入后石油时代，煤炭凭借其低廉的价格和相对丰富的储量，保持并仍将成为增速最快的能源品种，资源的枯竭性限制和供给调整的滞后已经引发全球范围内的煤炭短缺。

供给增速与消费增速的不匹配是造成国内煤炭短缺的直接原因，煤炭产量增长率 2005 至 2007 年连续 3 年低于消费增长率。根本原因是需求高速增长背景下的供给结构调整所致，此外运力瓶颈、成本上升、油价高位也为煤炭供给和价格推波助澜。由于上述驱动因素

化工 全行业谨慎看好

国信证券策略投资报告表示，谨慎看好全行业，但部分子行业周期见底回升。

国信证券表示，随着 2008 年初俄罗斯、美国等国天然气价格快速上涨，中国煤化工企业的国际比较优势在增强。对比煤化工的几类主要产品：合成氨、PVC、甲醇、BDO 的煤化工成本与石油、天然气路线的成本，煤化工路线均体现了较为明显的优势。高油价下，向上拥有煤炭资源、向下生产与石油产品同

的资产重组或者资产重估，因此给予一定溢价是合理的。

从细分行业看，国信证券认为输变电行业景气周期至少持续到 2010 年，2011 年后谨慎看可能是高位维持或小幅回落。国信证券是基于现实的电网公司投资数据和电网发展规划的理论分析而得到这个结论。

2008 年对于发电设备行业是近期较为糟糕的一年，2009 年应该可以走出阶段性的盈利低谷。主要的逻辑在于包括钢材价格的回落、订单价格和实际生产时原材料价格的不匹配、产量下降导致产能瓶颈的缓

方式，在高油价的背景下，中国乃至全球的铁路行业将迎来复苏，最看好铁路设备制造业、其次为铁路建设与运营领域的投资机会。

其次是大功率高效率的发电设备制造。李晨表示，煤炭到电能的转换损失率是能效的关键因素，提高电力装机中大功率高效发电设备的比重是中国可行的提高能源效率、节能减排的途径。一次能源向二次能源转化的过程中，火电的热损失比例是最高的。”因此，对于大规模推进普及使用大功率的发电机组，热电联产，提高转化效率，将成为提高中国能源效率最有快的方法。扩大使用超超临界和高温超超临界机组的市场份额，将极大地减少供电煤耗，单位的煤可以发出更多的电。”

第三是石油天然气行业。李晨认为，在石油资源消耗完之前，石油公司仍将享受油气耗费前的高价盛宴。天然气，作为开发成本更低，储量更丰富，更环保干净的能源，具有广泛的替代性，天然气在中国的广泛运用将成为潮流。石油在化石燃料中储量比最低，稀缺性最为突出，天然气属清洁高效能源，油气的长期均价将不断上升。”我们看好中石油与中石化的油气资产的长期价值。”

最后，李晨表示在替代能源与节能材料领域具有广泛的投资机会。他认为可以关注核能开发、风能太阳能以及煤化工、节能材料（建筑节能与汽车节能）、以及高效储能材料等方面广泛的投资机会。

胀的宏观环境和国内外煤价倒挂是煤价高位的 4 大支撑。资源整合对产量的释放仍有 2 年左右的滞后，煤炭高价仍将维持，上市公司的集团资产注入必成行业趋势，这是煤炭板块的两大业绩驱动。

我国煤炭行业进入黄金发展期：后石油时代煤炭的重新崛起、有利的供需环境决定的价格高位是煤炭板块业绩提升的重要内生动力；国内资源整合即将展开为以大型煤炭企业为主的煤炭板块提供外延的、持续的增长动力。在这两种趋势下，煤炭板块仍存在整体性投资机会。

减小，利润率向上的弹性将会很强。

国信证券全面看好支农行业。首先看好农药，环保和农产品牛市将导致龙头企业优势更加突出。以我们历年来对国家化肥政策的跟踪，我们认为：国家的产业政策对化肥行业整体是中性偏利好的。随着全球化肥行业向资源富集地集中的趋势越来越明显，中国对全球化肥价格的影响力越来越大，终会导致加征关税的影响向全球传导。”

电力设备 景气不受宏观经济减速影响

国信证券策略投资报告认为，尽管投资者普遍担心宏观经济可能发生减速并影响到上市公司的业绩，但就电力设备行业而言，未来 2 至 3 年内上市公司业绩仍普遍表现出稳定增长或者高位维持，某种程度上表现出一种阶段性的防御型的色彩。

在当前较为疲弱的市场中，电力设备公司尤其是部分优秀的上市公司估值略高于市场平均水平，但国信证券认为这些公司未来的增长将会降低其估值比率。更为重要的是，优秀公司具备较强的核心竞争力，业绩的增长主要是主营业务的推动，而非非上市所谓

解并导致外包比重的减少、关键原材料国产化程度的上升和产能的扩张等多个因素的正向影响。

新能源行业如光伏、风电目前呈现旺盛需求，尤其是上游行业，盈利非常丰厚。但国信证券同时也认为国内光伏行业发展有一定不确定性，主要在于市场需求和进入壁垒的问题。风电产业虽然国内需求较为旺盛，同样也面临竞争壁垒问题。估计未来两年这两个行业都会出现“大浪淘沙”的局面，少数企业会幸存下来，盈利能力也会回落到一个相对正常的水平。