

策略研究团队

执笔: 陈文招 王晶晶 苏舟

86-21-68407567

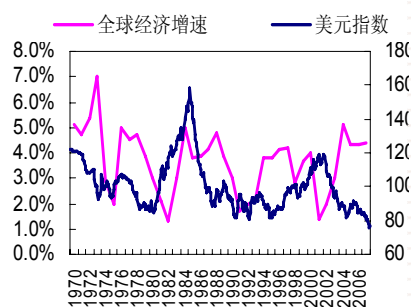
chenwz@cmschina.com.cn

2009年3月26日

从流动性推动到基本面支持的依据和路径

——A股2009年二季度投资策略报告

在全球经济衰退至复苏初期美元一般较强



相关报告

1. 从流动性推动到基本面支持的转变有所明朗, 2009年3月13日
2. 从流动性推动到基本面支持的可能性、风险和演变路径, 2009年2月
3. 透过货币缺口看经济周期和股市波动, 2008年8月20日
4. 财政刺激和内生调节: 经济筑底过程的产业景气轮动, 2008年11月

- 行情从流动性推动向基本面支持的转变正在逐步明朗。去年四季度货币缺口扭转后, 流动性释放推动股市好转。但流动性行情必须得到基本面支持才能更具延续性, 从流动性推动向基本面支持转变的过程已经历了去库存化后环比数据好转、固定资产投资反弹(决定总需求增长能否加速的唯一希望)两个阶段。我们已有证据证明未来不久将看到国际贸易解冻, 这将会把行情由流动性推动向基本面支持转变再推进一步。
- 人民币不贬值的情况下, 工业产出的复苏力度会弱于投资, 但这很可能意味着国际贸易开始解冻。工业增加值的复苏力度明显弱于投资, 这被视为利空。但我们认为在人民币汇率不贬值的背景下, 内需复苏势必会通过一部分进口来满足, 从而压抑了国内工业产出的复苏力度, 并有可能延缓钢铁、煤炭等少部分行业的复苏时间, 但这却意味着金融危机以来国际间贸易恶性互动过程行将告一段落, 并有望开始进入微弱的良性互动期, 国际贸易可望解冻, 而且这一趋势会随着美国去库存化的结束更加明朗。
- 作为未来行情延续的必要条件, 宽余的货币正缺口仍然健在。在出现明显通胀势头之前, 中央收紧货币信贷的可能性微乎其微, 贸易顺差的缩小不会改变货币正缺口的宽余局面。在全球经济衰退期, 美元持续恶性贬值的可能性不大, 大宗商品价格反弹仍主要依赖于需求和全球经济启稳的预期, 我们预计下半年通缩压力趋于缓解而通胀有望回升, 但在出现显著通胀拉高名义GDP并导致货币缺口由正转负之前, 流动性对市场的支持作用都会存在。
- 产业景气轮动规律仍是作出正确配置方案的依据。根据我们对产业景气轮动规律的把握和持续跟踪, 二季度配置建议如下: 继续超配地产、汽车、家电等先导型行业和经济筑底背景下的有色等大宗商品、金融等。阶段性的主题投资机会建议关注两个: 一是国际贸易解冻相关的航运、机电、纺织服装等; 二是国家科技支撑计划相关的新能源新材料、机械装备、通信电子、生物医药等。钢铁、煤炭等是周期里的滞后行业, 复苏时间和产业轮动一般相对靠后, 仍需得到经济好转的进一步检验; 基础消费品、零售等是经济周期里最滞后的行业, 仍保持谨慎。

正文目录

一、序：从流动性推动到基本面支持的逻辑框架	4
二、从流动性推动到基本面支持:依据和路径	5
1. 去库存后的经济筑底形态：固定资产投资的意义	5
2. 产出、汇率以及国际贸易解冻的希望	6
3. 美国去库存化过程中的风险和机遇	7
三、货币缺口的延展：贸易顺差、通胀预期的影响	8
1. 贸易顺差与货币缺口	8
2. 美元汇率、通胀预期和货币缺口	9
四、产业轮动和行业配置	11
1. 产业景气轮动和行业配置思路：先导行业+大宗商品+贸易解冻	11
2. 主题投资：“保增长”与“调结构”兼顾	13
3. 行业配置	15

图表目录

图 1: 市场的演变逻辑以及我们的思路	4
图 2: 假定出口-25%、消费 13%，若投资保持 20%以上可望使总需求增速向右上走 ...	5
图 3: 未来两三个季度经济大致走 V 形右半边的可能性很大	5
图 4: 1998 年前后由于汇率不贬值导致了工业增加值的反弹力度弱于投资的反弹力度 ..	6
图 5: 2 月份进口先于出口出现好转显示中国或许正在帮助国际贸易解冻	6
图 7: 煤炭国内外价差引起煤炭出口萎缩而进口增加	7
图 8: 钢铁出口萎缩而进口有所反弹	7
图 9: 美国制造业库存可能处在筑顶过程	7
图 10: 存货销售比一旦回落美国进口增速就可能回升	8
图 11: 存货销售比一旦回落美国进口增速就可能回升	8
图 12: 中国贸易逆差现象通常出现在季节因素或者内需非常强大的时候	9
图 13: 1999 年中国贸易顺差和 98 年相比出现明显收缩但 99 年货币供应增速却上升 ..	9
图 14: 在世界经济衰退和复苏初期美元通常具有避险功能而不至于进入恶性下跌	9
图 15: 我们对通胀的预期	10
图 16: 货币正缺口依然宽余，流动性这一必要条件仍然健在	10
图 17: 居民消费支出增速滞后 GDP 增速 1 年左右的规律正在得到验证	11
图 18: 钢铁、煤炭行业景气周期一般分别滞后于房地产一个季度和半年左右	12
图 19: 原材料类中，有色周期复苏一般较早	12
图 20: 日本制造业结构变化	14
图 21: 日本机械类制造业结构变化	14
图 22: 韩国制造业结构变化	14
图 23: 韩国机械制造业结构变化	14
表 1: 科技支撑计划相关行业的投资机会分析	14
表 2: 2 季度行业配置	16

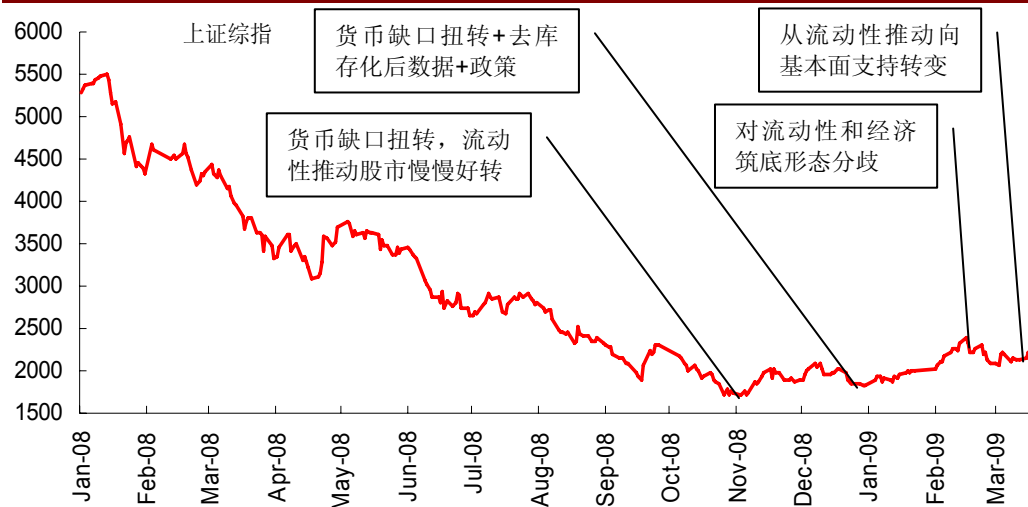
一、序：从流动性推动到基本面支持的逻辑框架

去年四季度以来，在逆周期货币政策和财政政策的作用下，股市出现了慢慢的好转；从市场的投资机会来看，却明显体现在顺周期的特征，尤其是先导型的周期类行业和与政策相关的行业。这些事实基本验证了我们去年四季度以来关于货币缺口、产业轮动、流动性推动向基本面支持转变等方面的逻辑判断。

详细的说，逆周期政策和顺周期投资的事实反映了市场从流动性推动到基本面支持的演绎过程，也反映了经济周期里产业轮动的基本规律。这可以从去年四季度以来股市的几段历程反映出来：

第一阶段，去年四季度开始，货币缺口（M2 增速—名义 GDP 增速）由负转正，流动性释放推动市场慢慢筑底；第二阶段，今年初至 2 月中旬，在流动性释放的背景下，去库存化后经济数据好转和各项刺激政策促成市场加速上升；第三阶段，2 月中旬至 3 月中旬，市场对流动性和经济数据是否会持续好转的疑问、分歧导致了 2400 点后出现快速调整。第四阶段，3 月中旬以来，在中国固定资产投资和美国一些利好数据的支持下，市场在分歧中出现震荡向上。

图 1：市场的演变逻辑以及我们的思路



数据来源：WIND，招商证券研发中心

上述过程显示，市场在经历着从流动性推动向基本面支持转变过程中的刺激、分歧和理性。对于未来市场的判断，关键在于分析流动性推动向基本面支持转变的下一个基点，我们有证据证明，基本面的支撑点很可能在遵循和检验了去库存、启动内需后，迎来国际贸易的解冻，下文我们将详细论证从流动性推动到基本面支持转变的依据和路径。

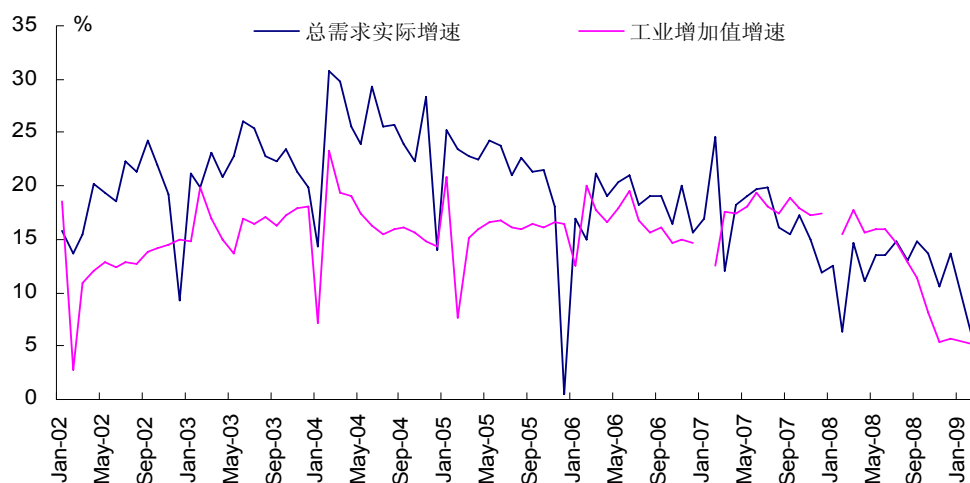
二、从流动性推动到基本面支持:依据和路径

1. 去库存后的经济筑底形态: 固定资产投资的意义

固定资产投资数据已率先暗示行情从流动性推动向基本面支持的转变正在明朗。流动性这一必要条件仍然健在的情况下,但流动性的边际效果其实取决于实体经济的走势。我们在 2-3 月份策略报告里明确指出决定行情能否从流动性推动向基本面支持转变的首要因素是固定资产投资,原因在于投资是决定总需求增速能否上升的唯一希望。

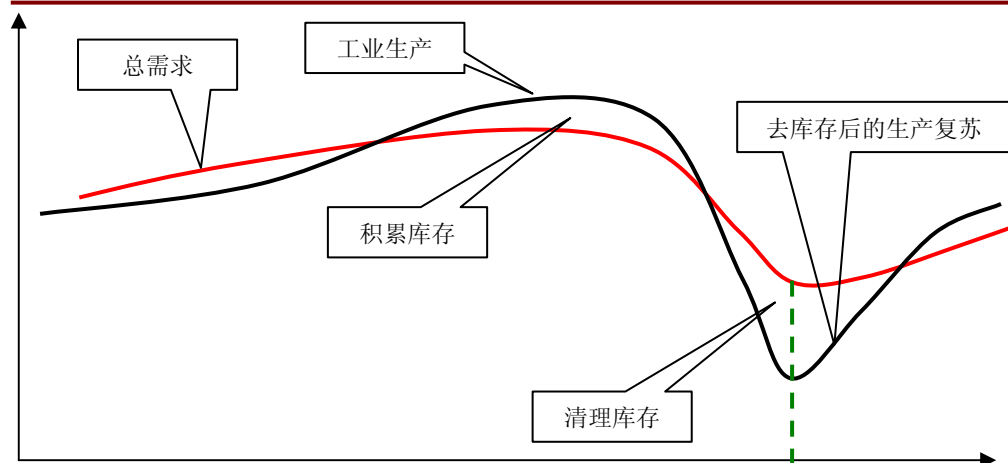
我们根据之前的数据估算,假定出口-25%、消费 13%,若固定投资保持 20%以上,便有望使当前的总需求增速向右延伸而不至于再次下滑,经济和相关行业环比数据好转走势便可延续。当前固定资产投资数据高达 26.5%,实际增速超过 30%,因此,尽管近期市场可能会出现震荡调整,但我们仍然认为不能将其界定为恶性调整的开始,而实际上行情由流动性推动向基本面支持转变反而正在逐步明朗。

图 2: 假定出口-25%、消费 13%,若投资保持 20%以上可望使总需求增速向右上走



数据来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 3: 未来两三个季度经济大致走 V 形右半边的可能性很大



资料来源: 招商证券研发中心

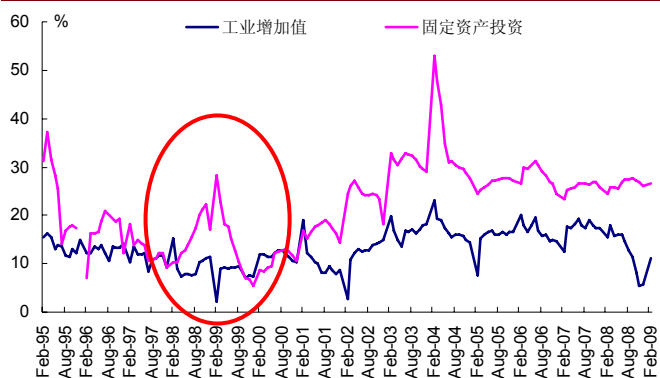
当然，我们不否认中长期内（譬如未来两三个季度之后）如果外部经济尤其是美国经济仍不能筑底复苏、国内财政刺激政策一旦后继乏力，那么经济筑底态势有从中期的 V 型转变成长期的 W 型风险，这是中长期内经济和股市演变路径中曲折之所在。但未来两三个季度经济走 V 型右半边的可能性较大，尽管 V 的右半边高度会明显低于过去几年的高点。

2. 产出、汇率以及国际贸易解冻的希望

工业增加值低估了需求的恢复，但暗示经济危机以来的国际贸易有望开始解冻。1-2 月份工业增加值为 5.2%，这一增速低于预期，但是我们认为工业增加值低估了总需求的恢复，原因在于人民币汇率不贬值而周边国家汇率持续贬值的情况下，总需求的恢复会有一部分体现在进口增多上，从而会造成国内工业生产的受损。

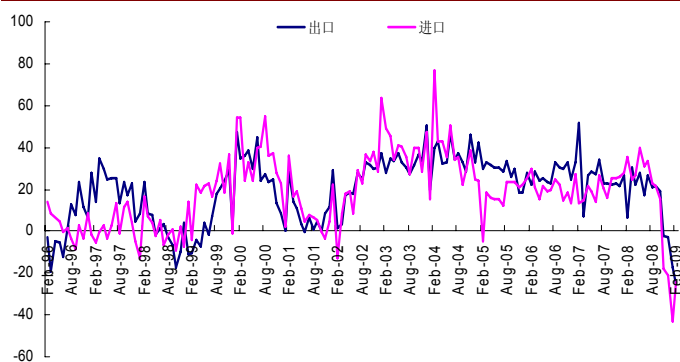
这种情况跟中国 1998 年前后比较类似，当时人民币汇率不贬值、启动固定投资拉内需，结果工业增加值增速反弹的力度明显弱于固定资产投资，原因固然在于出口恶化抵消了一部分投资反弹对工业生产的拉动作用，但是另一个很重要的原因在于汇率不贬值的背景下国内需求会有一部分通过更便宜的进口来满足从而压抑了国内生产。

图 4: 1998 年前后由于汇率不贬值导致了工业增加值的反弹力度弱于投资的反弹力度



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 5: 2 月份进口先于出口出现好转显示中国或许正在帮助国际贸易解冻

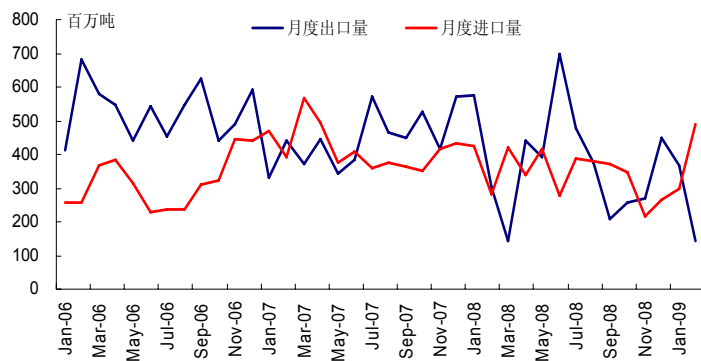


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

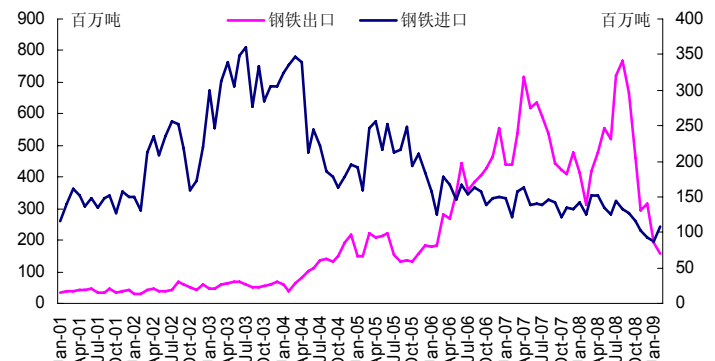
这一逻辑下的启示：

一是在经济危机的中后期，一个汇率不贬值并能有效启动内需的国家，有希望率先帮助世界经济和国际贸易解冻，并有可能领先于世界经济见底。这意味着经济危机以来国与国之间经济恶性传导的逻辑过程可能正在告一段落，并有希望看到良性互动的迹象。

二是从行业景气角度看，进口对国内生产所产生的压抑作用可能延缓部分行业如钢铁、煤炭等的筑底复苏时间，这种压抑固然会对国内经济产生影响。但是不能基于这些受到抑制的行业来判断内需的启动，以及需求端行业的投资价值；大国需求端的启动开始带动国际大宗商品价格的恢复也有可能逐步成为事实，有色、石油等大宗商品仍有望继续成为关注的焦点。

图 6: 煤炭国内外价差引起煤炭出口萎缩而进口增加


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 7: 钢铁出口萎缩而进口有所反弹


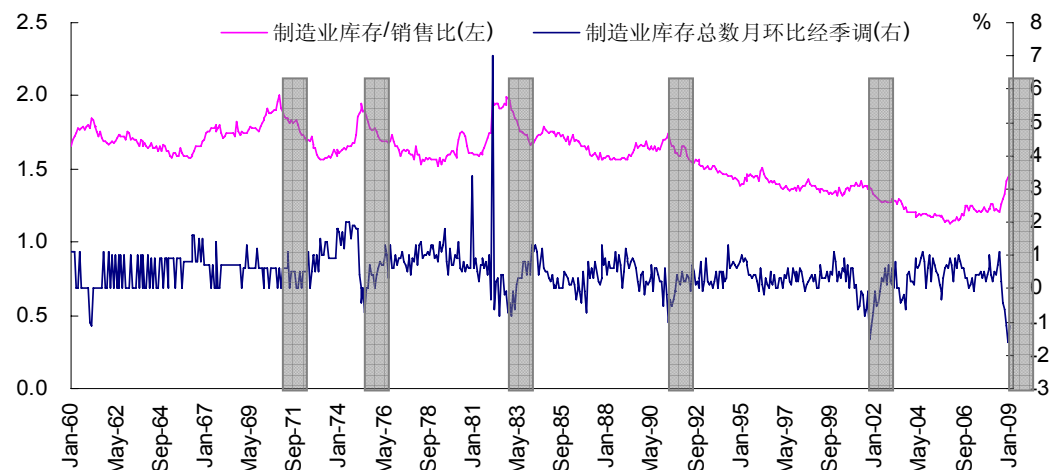
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

3. 美国去库存化过程中的风险和机遇

美国金融领域的风暴最近有稳定下来的迹象，但实体经济领域的需求仍然未见好转，我们认为，在金融风暴和实体经济层面需求企稳恢复之前，首先看到的将是美国去库存化后的一些经济数据好转。

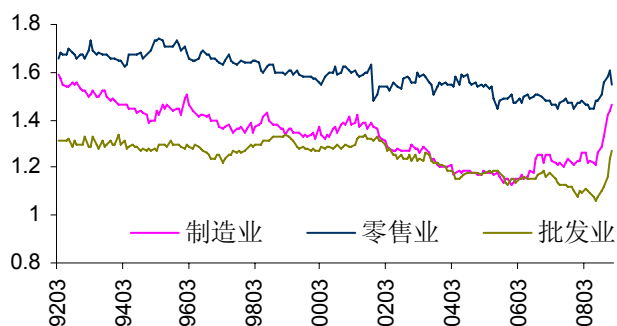
我们简单分析了美国制造业库存销售比和制造业库存月环比数据，发现美国当前的制造业库存已经连续四个月出现负增长，但是库存销售比仍处于上升过程，这意味着美国仍在经历着痛苦的去库存过程，并在通过抛售库存试图降低库存销售比。但根据历史经验，若库存环比见底回升趋势能够持续，库存销售比有望逐步见顶回落。最近，美国库存环比已有见底回升之势，而且零售业的库存销售比已经见顶回落，预计制造业去库存过程在不久后将告一段落，2 季度美国经济环比数据有望好转并给市场带来支撑。而且，我们观察了美国库存销售比和美国进口的关系，一旦美国库存销售比见顶回落，其进口转暖；再加上美国政府对银行业的救助已经有望使金融业转暖，金融对贸易的抑制作用也可能缓解，这意味着中国出口可能正处于黎明前的黑暗阶段，不久将有望好转。

上述的分析表明，无论是从国内还是国外情况看，国际贸易都有可能逐步解冻，这意味着危机以来国家间实体经济恶性传导的循环过程很可能正在告一段落，并有望开始转向良性循环，这将成为行情由流动性推动向基本面支持转变的下一个关键点。

图 8: 美国制造业库存可能处在筑顶过程


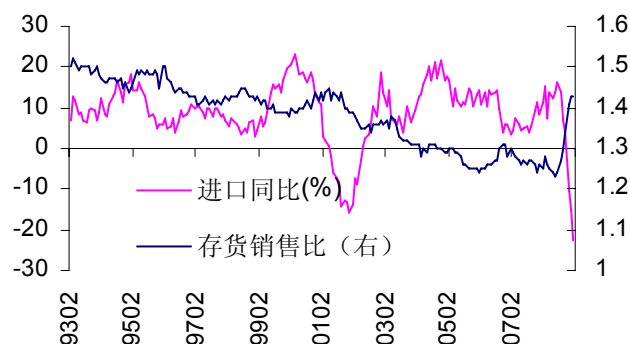
数据来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 9：存货销售比一旦回落美国进口增速就可能回升



资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

图 10：存货销售比一旦回落美国进口增速就可能回升



资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

三、货币缺口的延展：贸易顺差、通胀预期的影响

流动性推动的行情正在向基本面支持转变，但流动性依然是未来行情演绎的必要条件，所以此部分我们回过头来再分析流动性的影响因素和趋势。

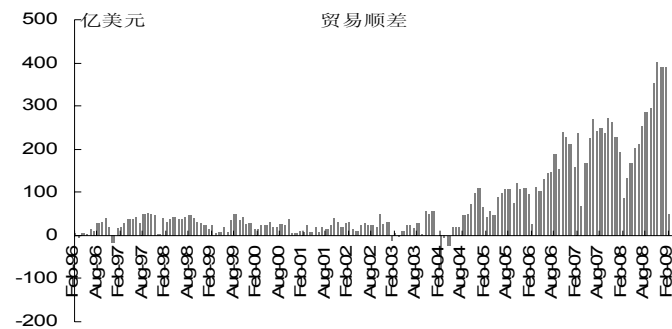
1. 贸易顺差与货币缺口

近期，中国贸易顺差大幅缩减，市场担心对流动性、人民币汇率和资产价格产生压力。我们不否认这一逻辑，2008 年一季度底后美元见底反弹，亚洲国家如韩国、菲律宾、马来西亚、印尼、印度、越南等国的货币依次出现贬值，股市大幅下跌，人民币也在去年年中之后停止升值。也就是说，这一逻辑在现实中已经发生但到目前为止并未对国内产生冲击，长期内我们仍有必要关注贸易顺差的演变趋势及其对经济增长和流动性的影响，但是中短期货币当局仍有足够的空间保证比较宽松的货币信贷政策，贸易顺差缩小对流动性压力尚不足惧。

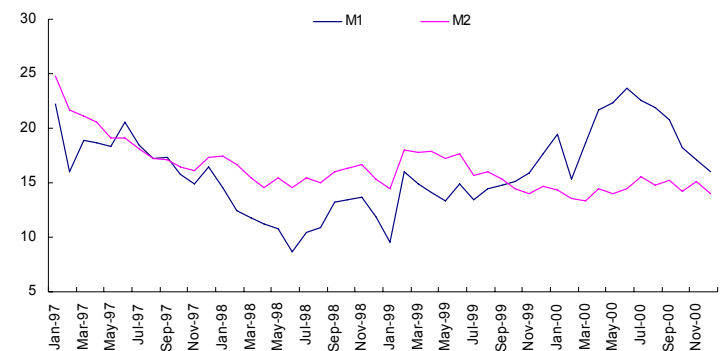
我们可以举一个例子。1998 年人民币汇率坚持不贬值、外需大幅下降出口增速曾下降近 20%、国内采用财政支出增加固定资产投资，这几个方面均不利于贸易顺差积累，但尽管如此，中国 1998 年仍取得贸易顺差 435 亿美元，1999 年中国的贸易顺差的确出现了明显收缩，当年为 292 亿美元，但是恰恰相反的是，1999 年中国货币供应量都比 1998 年明显上升，而且 1999 年货币缺口仍然为正，股市也出现上涨。

可见，贸易顺差尽管是影响基础货币的一个因素，但不是决定流动性趋势的根本或者唯一变量，更不是决定股市走势的根本变量，甚至和股市波动一样，都是其他宏观经济变量的共同结果。事实上，如果考虑到最近美欧等国通过购买国债进一步压低利率、向市场注入资金，人民币贬值和资本外流的可能性很小。而且，几乎可以肯定的是，在出现明显通胀之前，保增长是不容置疑的核心问题，中期内收紧货币信贷的可能性微乎其微。

图 11: 中国贸易逆差现象通常出现在季节因素或者内需图 12: 1999 年中国贸易顺差和 98 年相比出现明显收缩但 99 年货币供应增速却上升



资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心



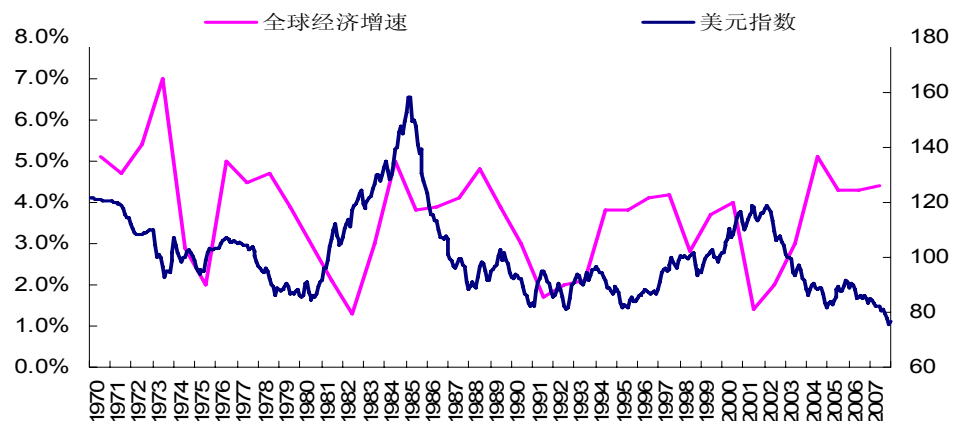
资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

2. 美元汇率、通胀预期和货币缺口

另一个影响未来货币缺口的因素是通胀。近期, 由于美联储通过购买国债对经济体注入货币, 从而市场产生了美元贬值、大宗商品价格上升, 进而通胀甚至滞胀的预期。

事实上, 从 70 年代以来的历史看, 美元大幅贬值多发生在世界经济繁荣期, 在世界经济衰退期和经济复苏的初期, 美元很少出现大幅度恶性贬值的现象, 相反通常是维持区间震荡或者明显升值。其原因在于经济衰退期美元通常具有避险的功能, 由于美国是世界经济的龙头, 所以世界经济复苏的初期美元也通常较强。

图 13: 在世界经济衰退和复苏初期美元通常具有避险功能而不至于进入恶性下跌



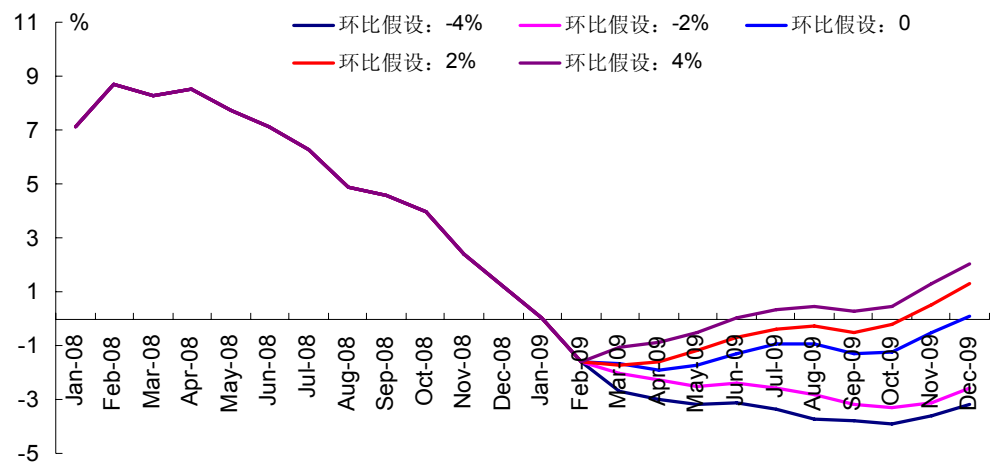
数据来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

基于此判断, 我们认为美元恶性贬值的可能性或持续性较小。而单纯由美元贬值推动大宗商品价格上升而造成世界经济滞胀的可能性也不大, 历史上的滞胀通常是由政治、战争、自然灾害等外部冲击引起供给约束造成的, 当前经济的压力仍然在于如何走出通缩和衰退。

值得一提的是, 尽管我们认为中期内美元重现大幅贬值趋势的可能性较小, 但并不否认大宗商品筑底反弹、下半年通胀水平能够持稳回升的可能性, 但我们更愿意将此理解为需求和经济企稳回升的结果。从流动性角度看, 在再次出现恶性通胀、货币政策收缩从

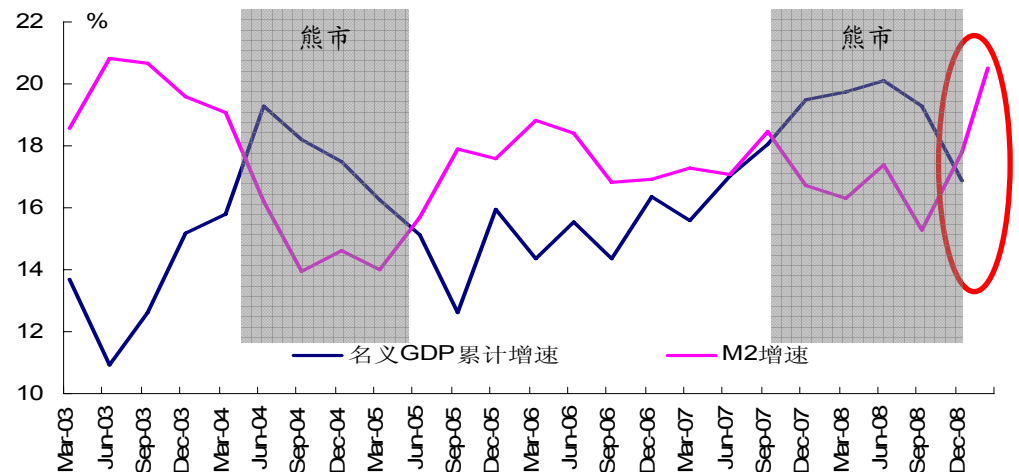
而导致货币缺口再次由正转负之前，流动性对市场而言总体上是宽松的，适度宽松的货币政策仍然是未来判断流动性趋势的关键因素。

图 14: 我们对通胀的预期



数据来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 15: 货币正缺口依然宽余，流动性这一必要条件仍然健在



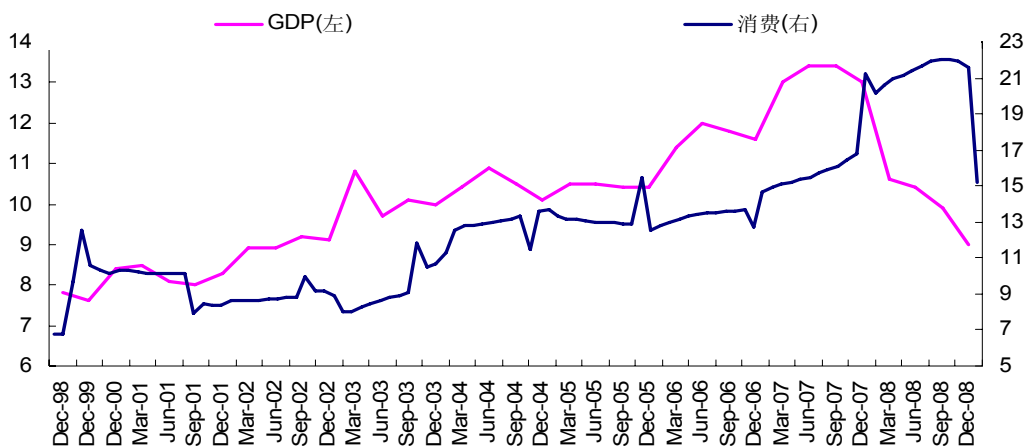
数据来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

四、产业轮动和行业配置

1. 产业景气轮动和行业配置思路：先导行业+大宗商品+贸易解冻

第一，今年的大多数投资机会集中在周期性行业，而不是基础消费品行业。这一判断我们在2月初发表的一季度策略报告《从流动性推动到基本面支持的可能性、风险和演变路径》里已经分析过，今年是财政政策帮助经济周期筑底的过程，从而也是周期类行业尤其是先导型周期类行业寻底的过程，但由于基础消费品行业滞后经济周期一年左右回落，所以2009年将是基础消费品行业趋势回落的过程。这一点正是逆周期政策、顺周期投资的涵义之所在。

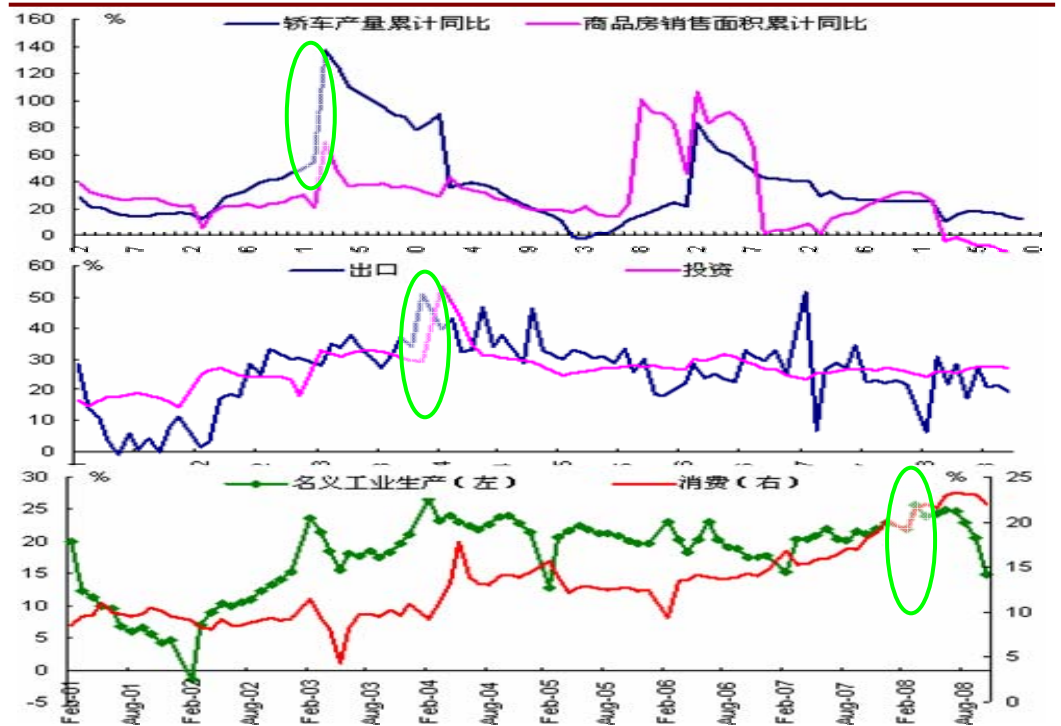
图 16：居民消费支出增速滞后 GDP 增速 1 年左右的规律正在得到验证



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

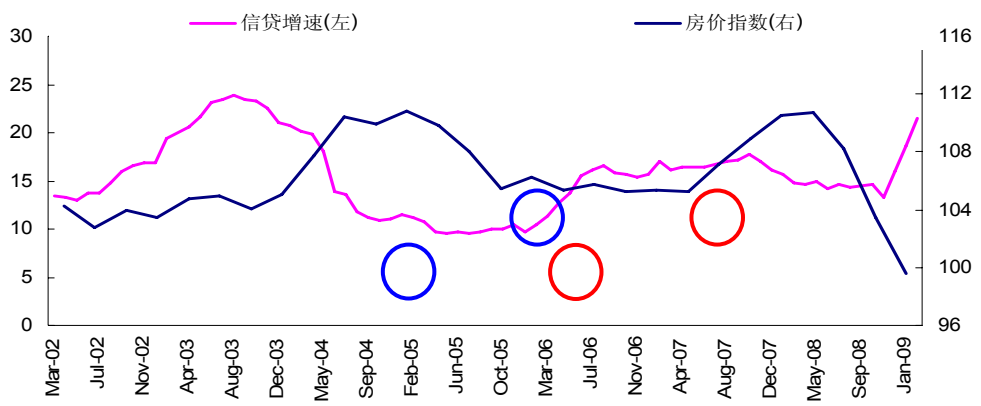
第二，在周期类行业里，地产、汽车、有色等先导性行业已有解冻迹象；钢铁、煤炭、基础消费品、商业零售等是经济周期里的滞后型行业，原因在于，经济周期里的产业轮动遵循“地产汽车和出口—投资品—生产要素—消费”这样的规律。依同比数据看，房地产业有望在年底进入筑底阶段，原因在于房价指数滞后于信贷波动一年左右；原材料类里面，有色金属周期复苏较早，而钢铁和煤炭复苏通常较晚，滞后于地产约 1 和 2 个季度。我们依然坚持前期我们的判断：从同比数据看，房地产价格指数可能在年底至明年初进入筑底阶段，钢铁和煤炭则大约要在明年一季度和二季度前后。

图 17: 地产汽车-投资品-生产要素-消费的繁荣过程依次显现



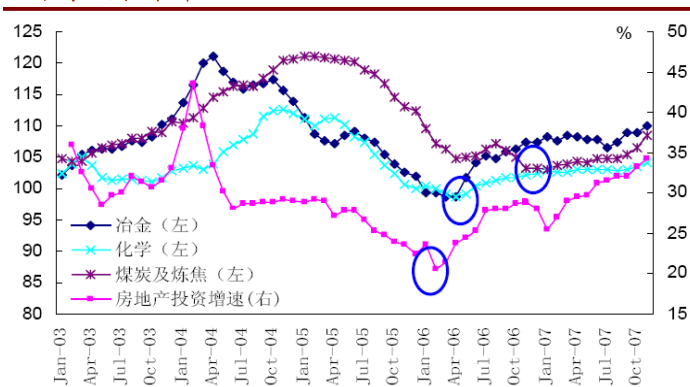
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 18: 信贷底部一般超前于房价指数底部一年左右



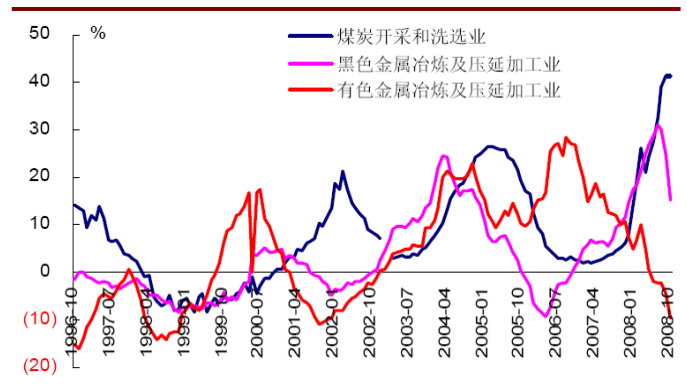
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 17: 钢铁、煤炭行业景气周期一般分别滞后于房地产一个季度和半年左右



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 18: 原材料类中, 有色周期复苏一般较早



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

基于上述的产业景气轮动逻辑，我们对行业景气趋势和行业基本配置的观点重申如下：

看好地产、汽车和有色等先导型行业，这些行业也是未来经济好转和通胀预期下受益的行业；坚持持有由政策或自身因素带来的确定性行业如建材、电力设备、交通运输设备（重卡等）、化肥农药、医药等；钢铁、煤炭等是周期里的滞后行业，复苏时间和表现机会一般相对滞后，需要进一步得到经济好转的验证；零售、基础消费品等谨慎。

另外，按照我们前文的分析，随着 2-3 季度美国去库存化告一段落，以及国际贸易的解冻，部分出口相关行业如航运、机电、纺织服装等可能会有阶段性投资机会。

2. 主题投资：“保增长”与“调结构”兼顾

我们一直认为，中国经济的本质问题不在于资源约束而在于技术约束，在技术水平从而产业水平受到约束的情况下，中国的产业结构便只能停留在低端并通过低成本来获取国际竞争力，从而才有了所谓的资源和成本问题。所以，解决中国经济问题的根本出路在于调整产业结构，所谓的保增长其实是保一时之增长，而调结构才是真正的保长远之增长。

日韩等国的工业化过程显示世界加工厂阶段只是工业化的积累过程，工业化的成功与否则取决于第二阶段即技术进步和产业升级阶段，生产要素价格上升带来的成本压力是工业化进入第二阶段的根本动力和标志。如果技术进步和产业升级能够顺利展开，则意味着经济发展、工业化程度以及生产要素和资产价格等都能够更高的水平上达到均衡，否则则意味着一个时代的结束和工业化的半途而废。

目前我们正处在类似于日本七十年代中期和韩国八十年代中期的局面，金融危机以及中国前期出台的科技支撑规划有望成为促进中国迈向工业化新阶段的机遇，引导中国技术进步和产业结构升级。我们观察了日韩工业化第二阶段产业结构变化的规律，有如下几个类似特点：

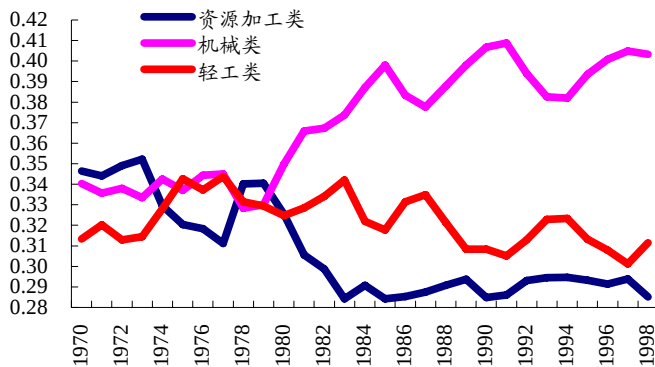
首先，机械制造业在工业化中后期持续上升，而轻工类基本保持稳定或下降，以石油化工、金属非金属为原料的资源加工类产业也出现下降或平稳趋势；

其次，在机械类产业内部，通用机械保持平稳略有上升的长期态势，电气机械保持明显上升势头，交通设备先上升并达到顶点之后开始下降，精密仪器基本保持稳定；

最后，在资源加工类制造业中，医药、石油天然气、精细化工、化纤等石化资源加工类制造业趋于上升，金属矿类趋于下降，非金属矿制品业保持平稳。

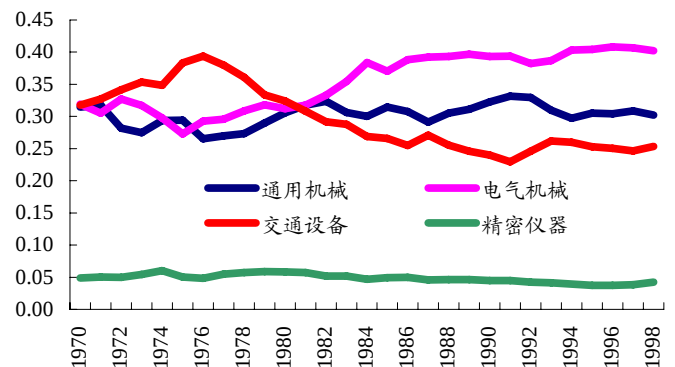
结合日韩的产业结构变化规律，并结合中国政府科技支撑规划的重点内容，我们列举了值得我们关注的重点投资机会包括：新能源、装备工业、通信电子、金属化工建材等新材料、生物医药。

图 19: 日本制造业结构变化



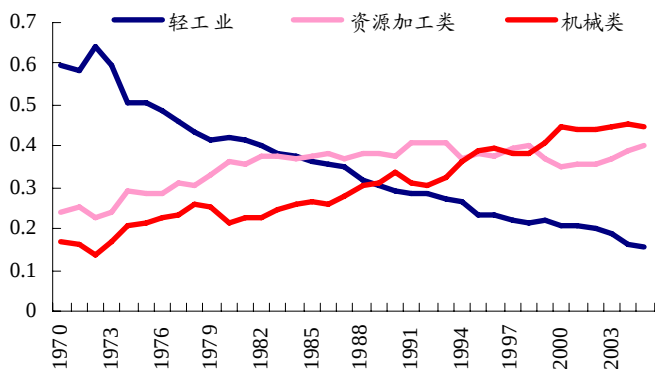
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 20: 日本机械类制造业结构变化



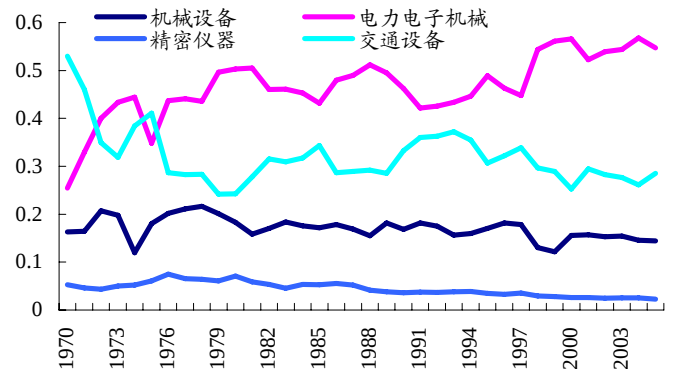
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 21: 韩国制造业结构变化



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 22: 韩国机械制造业结构变化



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

表 1: 科技支撑计划相关行业的投资机会分析

项目领域	细分行业	产业化程度
新能源	光伏产业	- 多晶硅产业链及非晶硅产业链具有成熟的工艺,技术上相对成熟,特别是在多晶硅(包括单晶硅)中下游产业,非晶硅产业国内部分公司具有较好的竞争力,具备规模化生产的可能性。 - 对于铜铟硒、碲化镉以及其他创新类薄膜电池,国内在量产上的技术突破仍然需要观察。
	农林生物质工程	- 生物柴油及生物乙醇的生产方面。技术上相对成熟,但由于缺乏足够的生物质能原材料,规模化生产的可能性较小。 - 生物塑料,量产技术相对落后。
	混合动力及动力电池方向	- 混合动力量产技术逐渐走向成熟,短期内以镍氢电池为主,长期来说锂离子电池为发展方向。短期内由于成本等问题,1年内量产的可能性较小,但量产化是重要的发展趋势。 - 在零部件的生产商,涉及到镍氢电池的生产以及锂电池的生产,主要包括资源类及中间产品、终端产品生产企业,但由于市场推广原因,1年内难以在动力电池方面取得实质性的业绩,发展是未来重要趋势。
机械装备	燃料电池	由于成本及技术上的原因,短期内量产的可能性为零
	数控机床	早已实现产业化,现在处于提高数控化率、精度、可靠性、稳定性的阶段,重型数控落地镗铣床、数控车床国内市场占有率已经达到70%以上,进口比较多的还是高精度的加工中心。
	铁路设备	- 自2003年底铁道部正式实施“技术引进消化吸收再创新”的战略以来,我国在轨道交通、高速运输技术上有了一定层次的突破,大功率机车、动车组和城轨地铁内需高速增长 - 核心零部件(空心轴、轮对等)都还没有实现国产化,高速磁悬浮、高速轮轨等关键技术也需要突破
	航空航天	- 大飞机制造领域,我国的技术只能说开始走向成熟,大型涡扇支线客机制造顺利,发动机领域开始进入严防阶段 - 航天发射,卫星研制等技术基本成熟,可以走向运用

(续表 1)

项目领域	细分行业	产业化程度
	电力设备-特高压与风电	- 第一条特高压示范线已经开始商业运行 2 兆瓦风机已有投产
	电力设备——智能电网	产业化。国家电网计划未来三年内投资 800 亿元用于下属 27 个省网公司的用电信息采集系统建设,其中除了电缆等设备外,用电信息采集系统的建设资金预计将达 680 亿元。采购数据采集终端及电能管理系统的资金达 230 亿元,载波表为 270 亿元左右。未来 3-5 年我国将更新和安装 1.5 亿只载波表。
通信电子	通信	TD-SCDMA 已开始商用
	软件	基础软件与交通管理领域大型软件,产业化
	(一)集成电路产业技术水平和产能提升	支持“909 工程”升级,建设 12 英寸,65-45 纳米的集成电路生产线”(上海华虹 12 英寸生产线项目)
	(二)平板产业升级和彩电工业转型	支持骨干企业建设 6 代以上液晶屏(TFT-LCD)生产线。
		支持骨干企业建设等离子(PDP)生产线。
		支持骨干企业开展大尺寸 OLED 工艺技术开发,建设试验生产线
		扶持平板显示配套产业
新材料新技术	钢铁	高速铁路用钢、高强度轿车用钢、高档电力用钢
	化工	化肥产品结构调整、高端产品生产、节能材料
	建材	- 水泥窑余热发电技术。节能减排效果非常明显,水泥余热发电是发改委确定的十大重点节能工程之一。未来 10-20 年时间,国家将会大规模推广使用。 - 脱硫石膏生产制造石膏板。07 年起,我国开始电厂的强制脱硫工作,每年产生大量的脱硫石膏,属于对环境有污染的废弃物。用脱硫石膏制造石膏板,作为新型墙体材料,获得了发改委、科技部的大力支持。 - 中空玻璃与 Low-E 玻璃。国外建筑物基本上都使用中空玻璃,其中约一半为 Low-E 玻璃,具有良好的节能效果。属于国家十大节能工程之一,获得了发改委、科技部的大力支持。
	清洁生产与循环经济关键技术研究及示范	重点突破 15~20 项发展循环经济的共性技术、重污染行业清洁生产关键技术和工艺以及绿色产业链构建技术等
生物医药	医药生物	- 抗肿瘤的化学药 - 抗肿瘤的基因重组生物药 - 特异性诊断试剂:艾滋病和肝炎诊断、肿瘤早期诊断 - 新型疫苗 - 数字化医疗设备

资料来源:招商证券研发中心

3. 行业配置

根据我们对产业景气轮动规律的把握和持续跟踪,对二季度配置建议如下:仍然超配地产、汽车、家电等先导型行业和经济筑底背景下的有色等大宗商品、金融等。阶段性的主题投资机会建议关注两个:一是国际贸易解冻相关的航运、机电、纺织服装等;二是国家科技支撑计划相关的新能源新材料、机械装备、通信电子、生物医药等。因受益于政策等原因而增长确定的行业如电力设备、建材、化工、医药等仍值得坚持持有;钢铁、煤炭等是周期里的滞后行业,复苏时间和产业轮动一般相对靠后,仍需经济进一步好转的检验;基础消费品、零售等是经济周期复苏时最滞后的行业,保持谨慎。

表 2：2 季度行业配置

行业	初始权重	配置比例	状态
石油石化	3.57%	3.57%	平配
煤炭	3.28%	3.78%	超配
钢铁	4.84%	4.84%	平配
基础化工	4.66%	5.00%	超配
建材	2.34%	3.50%	超配
有色	4.19%	6.00%	超配
造纸	0.81%	0.31%	低配
汽车	2.82%	3.50%	超配
电力设备	2.27%	2.57%	超配
机械	3.45%	3.45%	超配
军工	0.50%	0.50%	平配
建筑	1.66%	1.06%	低配
综合	0.80%	0.30%	低配
家电	1.64%	2.25%	超配
零售	3.87%	2.38%	低配
旅游	0.93%	0.93%	平配
纺织服装	1.55%	1.05%	低配
医药	4.64%	5.00%	超配
农业	2.21%	1.21%	低配
食品饮料	3.08%	2.97%	低配
保险	3.51%	4.41%	超配
银行	12.89%	13.00%	超配
证券	4.73%	4.73%	平配
房地产	7.60%	9.24%	超配
计算机	1.71%	1.21%	低配
电子	1.59%	1.59%	超配
传媒	1.22%	1.00%	低配
通信	0.96%	0.46%	低配
航空机场	0.97%	0.97%	平配
水陆运输	4.74%	2.74%	低配
通信设备	1.20%	1.20%	平配
电力	5.00%	5.00%	平配
公用事业	0.78%	0.28%	低配

数据来源：招商证券研发中心

分析师简介

陈文招：南开大学经济学硕士。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。

苏舟：上海交通大学经济学硕士，2008 年加盟招商证券研发中心从事策略研究。

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

免责条款

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。