

策略研究员

刘浩波

0755-82026839
liuhaobo@cjis.cn

许应涛

010-66276935
xuyingtao@cjis.cn

曹雪锋

010-66276925
caoxuefeng@cjis.cn

相关报告

3 月 16 日《宽幅震荡 适度防御》

3 月 11 日《似曾相识燕归来 去库存未脱钩》

3 月 2 日《3 月震荡为主 两会政策或低于预期》

策略二季度报告

顺势而为 善用“市场先生”的力量

本报告深入分析了二季度股指运行的可能趋势，提出了行业配置分析框架和建议。

投资要点：

- 一季度股指上演了乐观预期推升的行情：股指大幅反弹，但估值并无优势。虽然经济数据分化，但是在流动性充裕环境下的乐观预期成为了主导一季度行情的主要动力，而主题投资相当盛行。
- 我们认为在二季度前段，乐观预期仍是推动股指上涨的重要动力，但是随着基本面负面因素的叠加作用，乐观预期的作用将开始显著下降；进入二季度中段，乐观预期与谨慎预期将交替主导股指的运行趋势；到了二季度末段，随着海内外宏观数据的逐步明朗和市场对三、四季度预期的形成，单边预期因素可能重新成为影响股指运行的主要因素。
- 我们做出上述预测的依据在于：流动性因素、政策利好预期和持续的投资热点、以及风险溢价下降导致的估值预期提升等积极因素仍然存在，对股指形成较强的支撑。与此同时，制约上涨的因素增加，如三大需求在二季度继续下滑、企业盈利下降、大小非减持压力增大等，将令乐观预期推升效果减弱。
- 二季度充裕的流动性、强烈的政策预期和逐渐增加的基本面压力将共同对股指运行产生影响。在投资策略上，我们建议顺势而为、善用“市场先生”的力量。基于这一判断，在二季度行业配置中，我们对与预期推升相关的因素（景气度）给予较高的配置权重（60%）。另外我们认为二季度单边预期推升的动力在逐步减弱，因此与估值相关的基本面因素以及相对涨跌幅等技术面因素也应该在行业配置中占据一定的权重（40%）。
- 行业配置：盯住景气度、兼顾基本面、技术面：三大需求在二季度都不容乐观，相对而言，我们认为受益政府投资拉动的行业景气度仍然较高。在分析了已经出台的政策和市场预期即将出台的政策对行业景气度的影响后，我们从政府需求-民间需求以及内需-外需两个维度对行业做了景气度划分；我们同时从基本面和技术面对行业进行了正态分布排序打分。综合景气度和基本面、技术面两个维度的分析结果，我们得出的行业配置建议如下：石油设备和服务、工程机械、房地产、煤炭、医药、银行、券商、和公用事业。
- 我们认为对于 6 月和以后的行业配置思路存在多种可能性。在 6 月及以后的行业配置中，建议投资者更关注国内政策刺激引发的预期推动效果。对于 6 月以后的行业配置，我们给出了不同情景下的配置建议。

风险提示：国内流动性充裕超预期、海内外经济数据和复苏进程超出预期。

目录

第一部分 一季度市场回顾	6
一、股指率先反弹 估值并无优势	6
二、流动性充裕是根本的驱动因素	8
三、乐观预期主导一季度行情	9
1、一季度经济数据喜忧参半	9
2、乐观预期主导一季度行情	10
四、主题投资盛行	11
第二部分 二季度展望	14
一、股指运行路径预测	15
二、支撑股指上涨的因素仍在发挥作用	16
1、流动性因素依然重要	16
1.1 美国股市反弹与流动性充裕有关	16
1.2 历史数据显示国内股市反弹也与流动性充裕有关	18
1.3 企业债利差显示目前国内流动性充裕	20
2、政策利好预期仍强、投资热点未退	20
2.1 短期治标、长期治本	21
2.2 中央政府下一步的政策措施	错误！未定义书签。
2.3 地方政府下一步的政策措施	错误！未定义书签。
2.4 产业振兴计划细则	22
3、估值预期略有提升	23
三、制约上涨因素增加、预期推升效果减弱	24
1、三大需求在二季度都将继续下滑	24
1、外需恶化拖累出口	24
2、二季度消费将呈回落态势	25
3、民间投资下滑抵消政府投资增长	26
2、盈利增长继续承压	28
2.1 去产能背景下的去库存仍在持续，对企业盈利增长压制明显	28
2.1.1 需求下滑是“去库存”的根本原因	28
2.1.2 “去库存化”导致价格下跌	32
2.1.3 “去库存化”导致盈利下滑	33
2.1.4 企业博弈压制盈利	35
2.2 自下而上的数据也表明，企业盈利增长仍然不乐观	36
2.3 2009 年企业盈利增长预测下调（自上而下）	37
2.4 需求实质性回暖之前 盈利难以持续增长	38
3、大小非减持压力显现	39
3.1 近期限售股减持加剧	39
3.2 未来大小非减持制约股指持续上涨	41
四、风险因素	43
1、突破上限的风险因素	43
2、突破下限的风险因素	43
第三部分 行业配置：盯住景气度、兼顾基本面、技术面	43

一、盯住景气度	43
1、从三大需求的角度看，各相关行业的景气度各不相同:	44
1.1、外需继续恶化、低配出口相关行业	44
1.2、消费难有起色、标配消费行业	44
1.3、投资要看政府、超配政府需求拉动行业	44
1.3.1 制造业投资存在大幅下滑风险	44
1.3.2 地产投资在二季度仍处低位	45
1.3.3 政府投资仍将主导二季度投资	45
2、盯住政策	45
2.1、国内政府政策驱动	46
2.1.1 已经出台政策的影响	46
2.1.2 政策预期的影响	46
2.2 海外政府政策影响	46
2.3 二季度主题投资建议	46
2.4 行业景气综合判断	48
二、兼顾基本面、技术面因素	49
三、投资建议	50
1、4-5 月份行业配置建议	51
2、6 月以后行业配置不确定性增大	53
3、行业分析师观点汇总	55
附录	58

图表

图 1: 上证综指与全球主要发达及新兴经济体走势比照	6
图 2: 全球主要发达与新兴经济体估值比较	6
图 3: 我国主要行业当前 PB 与历史 PB 中位数比照	7
图 4: M2 及新增贷款余额走势	8
图 5: M2,M1 与 M2-M1 剪刀差走势	8
图 6: m2 增速与上证指数走势	9
图 7: 上证指数一季度走势图	10
图 8: A 股成交量	11
图 9: 中登公司公布的 A 每周新增开户数及参与交易账户数	12
图 10: 09 年风格指数涨跌幅比较	12
图 11: 09 年一季度行业指数涨跌幅比较	13
图 12: 股指运行路径预测	15
图 13: 道琼斯指数与流动性的关系 (1970 年代危机)	16
图 14: 道琼斯指数与流动性的关系 (2000 年危机、当前危机)	17
图 15: 道琼斯指数与美国工业生产同比变化	18
图 16: 01 年 7 月至 05 年 7 月熊市中的流动性行情	19
图 17: m2, 新增贷款余额与熊市中的反弹	19
图 18: 中国 AAA 企业债利差仍然处于低位	20
图 19: 政府政策导向	22
图 20: 标普 500 指数和恒生指数近期出现反弹	23
图 21: 标普 500 指数和 VIX 指数	23
图 22: 中投证券研究所出口增速预测	24
图 23: 消费者信心指数降至谷底	25
图 24: 2008 年居民收入实际增速降至 05 年来新低	25
图 25: 1-2 月投资大幅增长主要是政府投资与制造业投资贡献	26
图 26: 政府投资快速上升, 房地产业投资大幅下滑, 制造业投资开始下降	26
图 27: 1998 年新开工项目投资存在前高后低走势	26
图 28: 1998 年政府投资支撑整体投资增长	27
图 29: 中投证券研究所主要经济指标预测	28
图 30: 美国新订单变化与消费者信心变化程度高度相关	28
图 31: 美国新订单变化领先库存变化 6 个月	29
图 32: 美国发货变化领先库存变化 5 个月	29
图 33: 日本制造业发货同比增长 (%)	30
图 34: 德国、美国订单同比增长率	30
图 35: 美国库存和产能利用率的变化关系	31
图 36: 央行 5000 户工业企业设备利用率发散指数	31
图 37: 美国新订单变化与耐用品价格变化存在明显相关性	32
图 38: 美国发货变化与耐用品价格变化相关性高	32
图 39: 美国库存变化与耐用品价格变化相关性高	33
图 40: 美国企业盈利变化与新订单变化的关系	34
图 41: 美国企业盈利变化与发货变化的关系	34
图 42: 美国企业盈利变化与耐用品价格变化相关性高	34

图 43: 囚徒困境下的企业博弈	35
图 44: 央行 5000 户工业企业利润率 (%)	36
图 45: 央行 5000 户工业企业利润率发散指数与国内订货水平指数、出口产品订单指数高度相关 ..	37
图 46: 非金融业上市公司的盈利增速测算	38
图 47: 金融业上市公司的盈利增速测算	38
图 48: 整体上市公司的盈利增速测算	38
图 49: 消费者需求尚未实质性回暖	38
图 50: 发布减持公告公司的减持量与沪深 300 指数走势图	39
图 51: 国有股东、非国有股东减持占比与上证综指走势图	40
图 52: 大宗交易成交量与上证综指走势图	40
图 53: 重要股东二级市场减持行为 (股) 与上证综指走势图	41
图 54: 重要股东二级市场减持行为 (金额) 与上证综指走势图	41
图 55 2009 年限售股月度解禁情况 (亿股)	41
图 56 2009 年限售股月度解禁情况 (除开中行、工行和中石化后, 亿股)	42
图 57 2009 年限售股月度解禁情况 (亿元)	42
图 58 2009 年限售股月度解禁情况 (除开中行、工行和中石化后, 亿元)	42
图 59: 我国政府支出占 GDP 比重 (%)	43
图 60: 制造业投资与出口走势相关性高	44
图 61: 1-2 月, 制造业投资开始低于整体投资增速	44
图 62: 二季度主题投资机会	47
图 63: 二季度各主要行业受益景气判断	48
图 64: 从基本面和技术面进行的正态分布打分排序	50
图 65: 综合行业配置建议	51
图 66: 4-5 月份行业配置建议	52
图 67: 二季度数据引发不同预期下的多种行业配置选择	53
图 68: 二季度行业分析师观点汇总 (1)	55
图 69: 二季度行业分析师观点汇总 (2)	56
图 70: 二季度行业分析师观点汇总 (3)	56
图 71: 二季度主题投资机会对应的重点上市公司	58

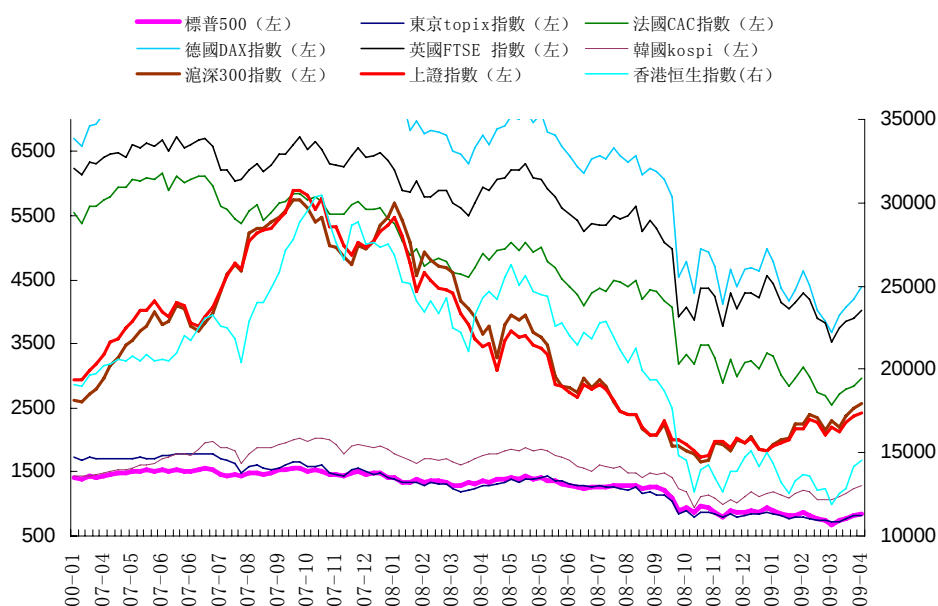
第一部分 一季度市场回顾

自 2008 年 11 月低点上涨至 3 月 31 日，上证指数反弹幅度已逾 42.5%，而一季度上证指数（截止 3 月 31 日收盘）涨幅为 30.3%

一、 股指率先反弹 估值并无优势

2008 年 A 股的调整首先源于估值体系不能承受之重的背景下，经济出现调整后估值体系的崩塌，先于欧美股市开始剧烈下跌。在 9 月份雷曼兄弟轰然倒下之后，即使估值泡沫得到修正后，欧美外围股市的拖累也一直影响 A 股的走势。然而今年一季度，A 股走势逐步与外围走势脱钩并明显强于外围股市，走出了一波相对强势的反弹行情。

图 1：上证综指与全球主要发达及新兴经济体走势比照



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

无论是与欧美日等发达经济体，还是与巴西、印度、俄罗斯等其他新兴市场相比，目前我国 A 股并不具备估值优势。因此从估值的角度看，估值水平并不支持股指的反弹。

图 2：全球主要发达与新兴经济体估值比较

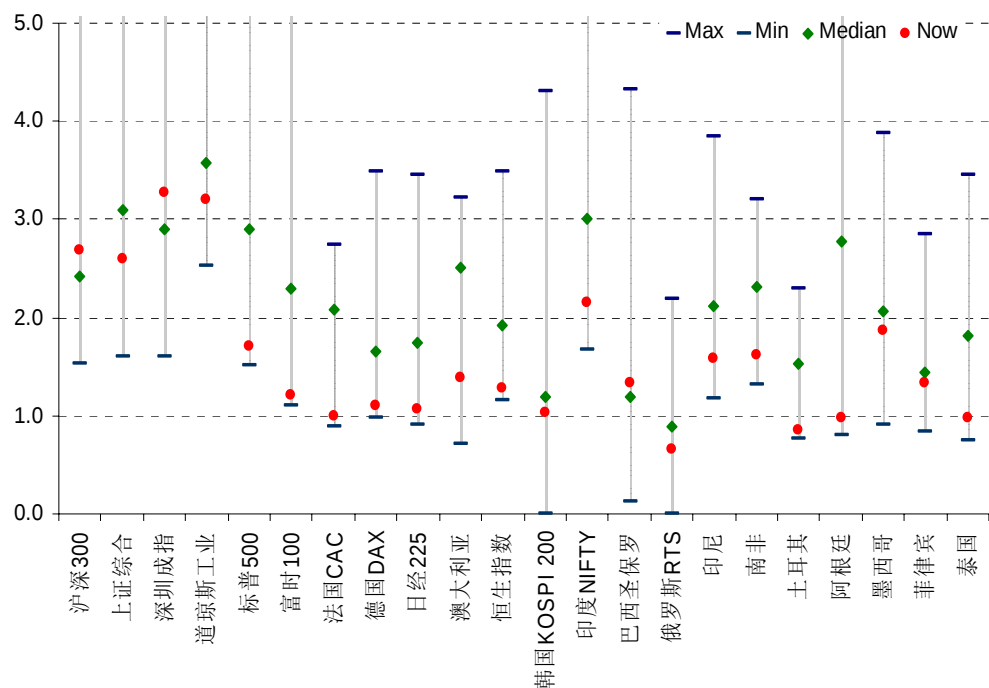
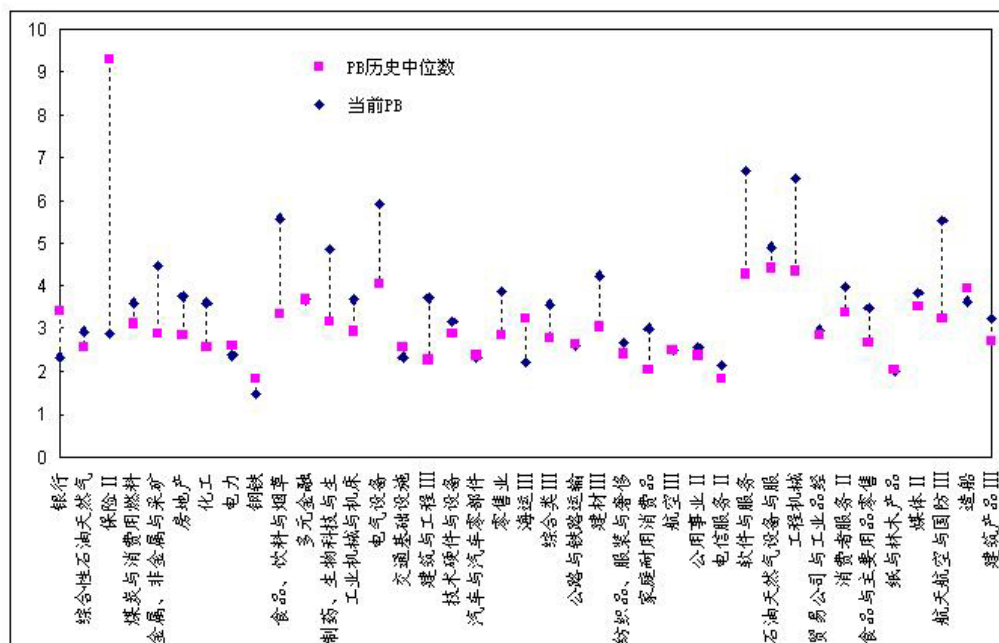


图 3：我国主要行业当前 PB 与历史 PB 中位数比照



资料来源：wind, 中投证券研究所

在资本市场低迷时，PB 一般是较为常用的估值指标。在图 2 中，我们将 HS300，上证综指和深成指分别与一些发达经济体，新兴经济体作横向比较。A 股的 PB 水平，基本维持在全球最高位。

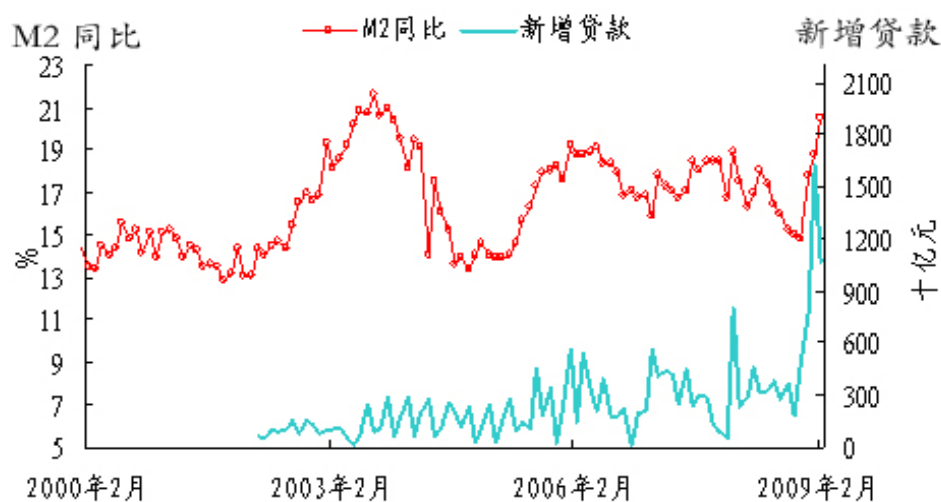
同样，如图 3 所示：我们将 A 股的一些板块与自身历史中位数 PB 进行比较，除了银行、保险、电力、钢铁、交通基础设施、海运 PB 明显低于历史中位数以外，多数行业 PB 仍然处于历史中位数之上，历史纵向对比估值优势也不是特别明显。

二、流动性充裕是根本的驱动因素

自 2008 年三季度央行货币政策出现拐点以来，为了应对复杂且艰难的经济形势，央行的货币政策主基调变得宽松。09 年全年 17% 的 M2 增速，及 5 万亿新增信贷的目标，充分表明了政府保增长的决心。

虽然央行宽松信贷的主基调已经被广为认知，但 1 月份和 2 月份释放信贷的规模，仍然超出了当时的市场预期：1 月份新增 1.62 万亿贷款，M2 和 M1 增速分别为 18.79% 和 6.68%；2 月份新增信贷 1.05 万亿，M2 及 M1 增速分别为 20.48% 和 10.87%。而最新的三月份贷款增速预测已经从原先的 5000 亿元左右调高的 1 万亿到 1.3 万亿的水平。

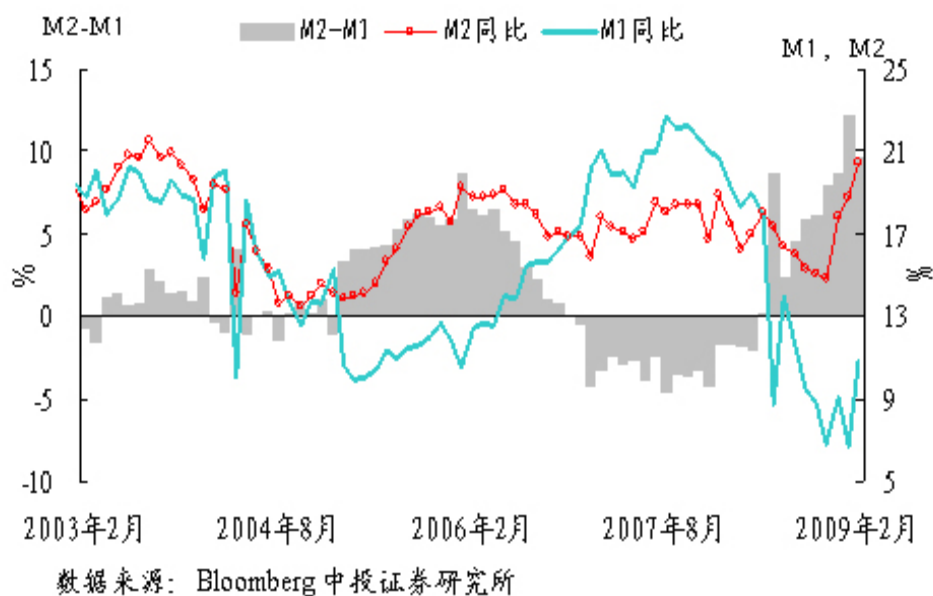
图 4：M2 及新增贷款余额走势



数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

1 月份 2 月份新增信贷中，票据融资较中长期贷款增加幅度较高，说明新增流动性进入企业生产经营环节还需要进一步传导。另一方面，M2-M1 剪刀差 1 月份出现背离，2 月份虽然有所缓解但处于次高点，表明这些新释放的流动性定期存款化仍然比较严重。因此新增信贷进入实体经济的数量和作用可能会打折扣。从这个角度看，新增流动性的一部分有可能进入资本市场推高资产价格。

图 5：M2, M1 与 M2-M1 剪刀差走势



从历史的经验来看，流动性（M2 增速）与股指存在明显的联动关系。

图 6: m2 增速与上证指数走势



三、乐观预期主导一季度行情

1、一季度经济数据喜忧参半

1 季度宏观经济的主要特点之一是，相关经济指标出现一定分化。我们研

究体系中的 PMI, 发电量, 信贷等先行指标有所好转, 环比向好或者跌幅收窄。但 2 月份工业增加值, 房地产投资增速, 消费零售总额, 出口, CPI 及 PPI 等经济的同步指标则有所恶化。

2、乐观预期主导一季度行情

一季度行情发展可以分为几个阶段:

第一阶段: 震荡上行: 1 月 5 日到 2 月 17 日, 涨幅 28%。

政策方面: 1 月 22 日的全国经济形势新闻发布会和领导层春节出访发表信心讲话都为市场带来利好预期。

基本面方面: 1 月 4 日公布的 12 月 PMI 数据构成利多; 2 月份宏观数据公布较少, 而 2 月初公布的 1 月信贷数据、PMI 数据都好于市场预测, 极大刺激市场的向好预期。

股指在向好预期的推升下, 独立于海外股市上涨;

第二阶段: 快速回调, 2 月 18 日到 3 月 3 日, 跌幅 15%。

政策方面基本处于真空期。市场担心美国经济救援政策效果。

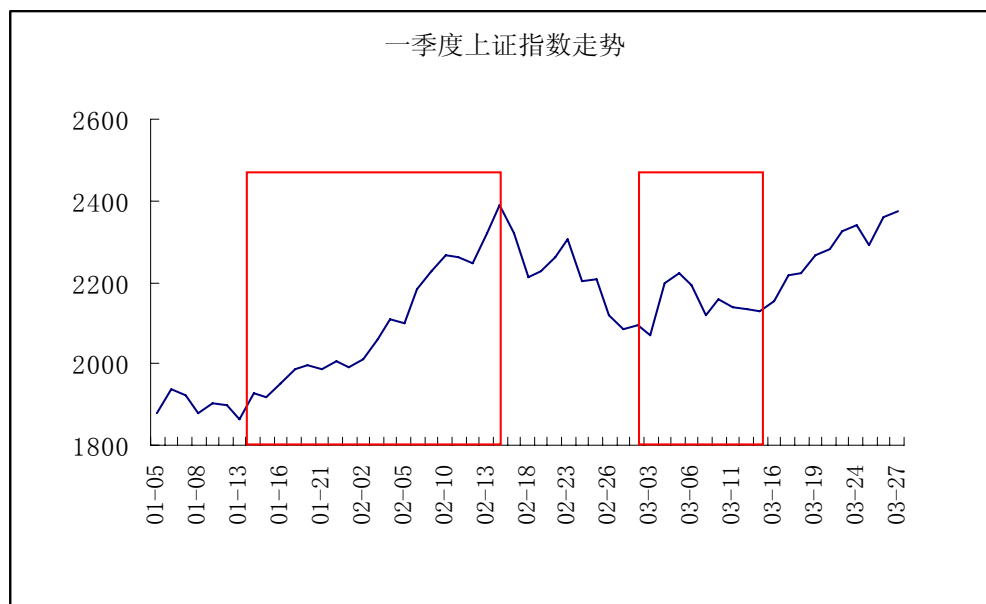
基本面方面: 预期发生了一定的改变。2 月中旬后, 钢铁价格出现连续下跌。虽然发电量和用电量数据显示经济下滑势头趋缓, 但是广东、浙江 1 月份发电量下滑超过 20%。市场对“去库存”是否结束产生分歧; 随着东欧经济体出现动荡, 市场开始担心“金融海啸第二波”和出口严重下滑。

第三阶段: 重拾升势, 3 月 4 日到 3 月底, 涨幅 15%。

政策方面: 3 月 4 日媒体误报李德水讲话, 引发市场“8 万亿”预期, 股指大幅上涨 6%; 但是随后李德水出面澄清, 股指迅速回调, 但跌幅小于先前 6% 的涨幅; 产业振兴计划细则陆续出台; 而市场再度预期有新的刺激政策出台: 3 月 23 日: “新刺激计划预期” --媒体误报贾康讲话, 股指当日上涨接近 2%; 3 月 26 日: 市场传闻 3 月份新增贷款预期超 8000 亿元、央行不对称降息、国务院降低出口退税和推进上海金融、贸易和航运中心意见出台, 股指上涨 3%; 3 月 27 日: 财政部关于太阳能产业补贴政策被市场广泛关注, 新能源板块大涨。

基本面方面, 3 月初的 2 月信贷支撑股指向上, 17 日公布发电量数据稍好于预期, 海外股市出现回暖、因为美元贬值大宗商品价格出现上涨, 引发市场对大宗商品短期内持续走强的预期, 有色板块大涨。虽然 3 月 11 日和 12 日公布的出口数据和工业增加值数据大幅低于市场预测, 3 月 27 日的工业利润数据低于市场预期, 但是股市没有做出过度的负面反应, 股指震荡后选择上行。

图 7: 上证指数一季度走势图



数据来源：wind，中投证券研究所

在宏观数据出现分化的情况下，市场对政策和包括信贷、PMI、发电量、价格等在内的先行指标的持续向好预期不断加强，推升股指上涨。同时，市场对工业增加值、销售和利润等指标的负面影响相对不敏感。（3月11日、12日出口和工业增加值数据公布后，3月27日利润数据公布后，市场都没有出现过度负面反应。）

另一方面，虽然市场对政策仍然抱有较高的期望，但是从李德水到贾康的媒体误报事件看，股指涨幅在逐步减小（分别为6%和2%），市场对预期推升的弹性在变小。

与此同时，市场对基本面数据超预期的利好弹性也在下降：进入一季度下半段（2月中下旬）后，虽然信贷、Pml等数据继续超预期，但是股指上涨（3月4日到3月底，15%）已经小于一季度上半段（28.9%）。

四、主题投资盛行

一季度市场的震荡反弹隐含一定的交易性机会，带来了一定的财富效应。市场信心有所恢复，一方面成交量和成交金额较去年持续调整时有大幅度提升，另一方面从中登公司公布的新增A股开户数资料可以看出市场参与热情正在提高。

图8：A股成交量

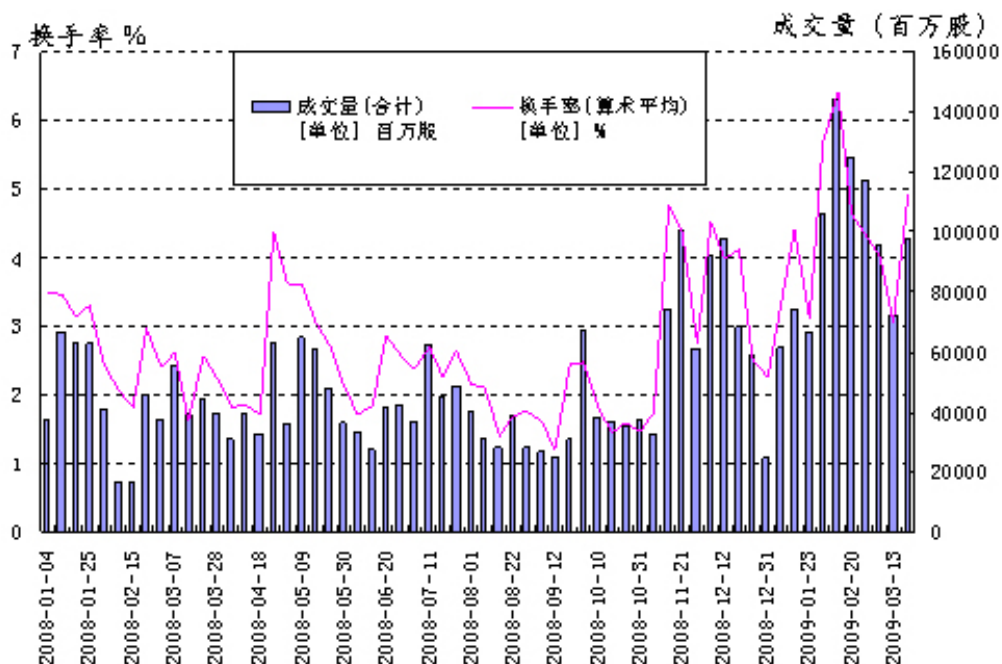
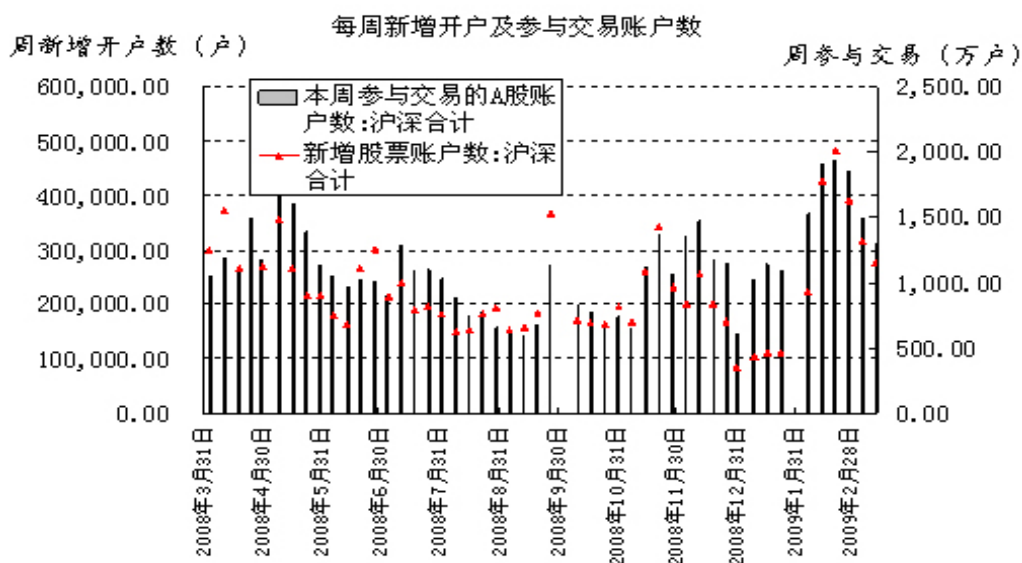


图 9：中登公司公布的 A 每周新增开户数及参与交易账户数



数据来源：wind，中投证券研究所

由于宏观经济低迷，除了少数弱周期型企业及政府投资收益型企业之外，其他企业盈利恶化在市场的预期之中。A股的震荡反弹格局并未遵循相对估值洼地回归的路径。主题投资，概念炒作成为第一季度市场结构性交易性机会的热点。风格轮动和行业轮动这两条主线几乎同时进行着，市场投机性很强。

一方面，从一季度整个市场的表现来看，风格指数和板块指数的涨跌幅如下图所示：

图 10：09 年风格指数涨跌幅比较

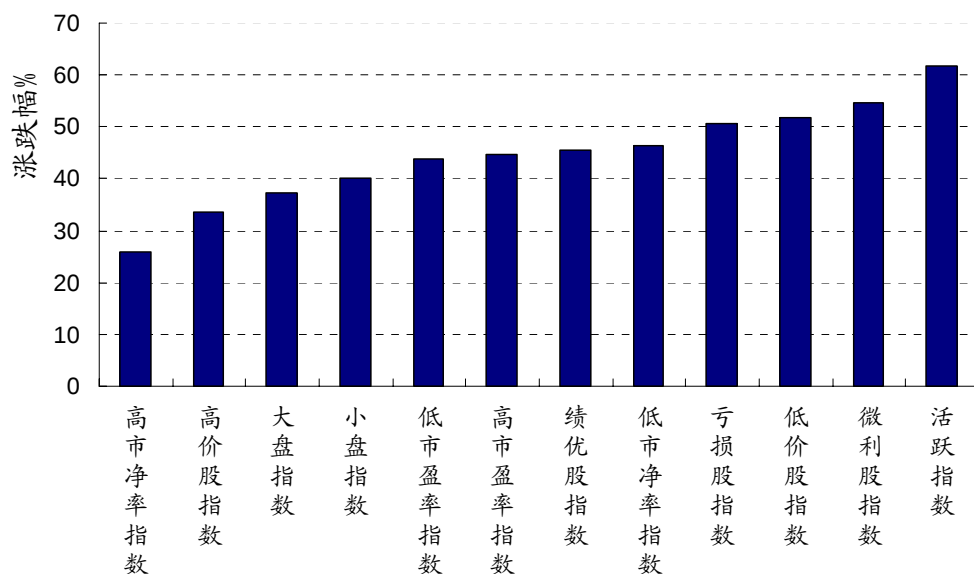
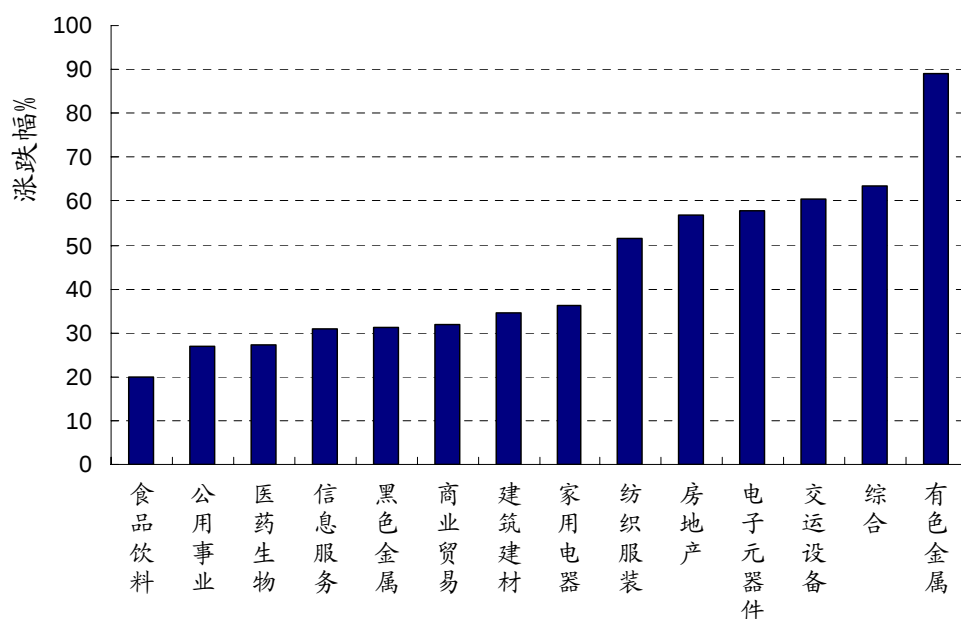


图 11：09 年一季度行业指数涨跌幅比较



资料来源：wind, 中投证券研究所

从上表可以看出，我们可以清楚的看出，一季度涨幅居前的风格指数为，活跃指数（股价波动剧烈，股性较活的属性，一般为题材股和概念股），微利指数（公司盈利微小），低价指数（股票价格较低）。行业指数涨幅居前的有：有色金属，综合、交通设备和电子元器件。微利股、活跃股、低价股的表现要好于低市盈率、绩优股和大盘股。行业上来看，盈利状况并不理想的有色金属要好于业绩波动较小的食品饮料类。题材股的表现强于绩优股，反弹幅度上并未遵循价值洼地回归的路径。

另一方面，我们将一季度板块轮动做一个统计和排序，力图找出近期市场轮动的规律。我们选取申银万国一级行业指数每周的涨跌幅作为行业轮动的排序，选择申银万国风格指数每周的涨跌幅作为风格轮动的排序。每周涨跌幅排名前三的板块分别如下表所示：

表：申万风格指数和一级行业指数每周涨跌幅前三名

日期	风格涨幅前三	行业涨幅前三
1月5日至9日	活跃股，小盘股，中盘股	采掘，有色，地产
1月12日至16日	低市盈率，绩优股，低市净率	有色，金融服务，纺织服装
1月19日至23日	低市盈率，绩优股，中市净率	化工，采掘，金融服务
2月2日至6日	亏损股，低价股，微利股	有色，电子元器件，轻工制造
2月9日至13日	低价股，微利股，高市盈率	家用电器，有色，房地产
2月16日至20日	亏损股，活跃股，低市净率	黑色金属，机械设备，建筑建材
2月23日至27日	中市净率，高价股，低市盈率	金融服务，食品饮料，公共事业
3月2日至6日	中价股，低市净率，低价股	房地产，交运设备，餐饮旅游
3月9日至13日	小盘股，中市净率，亏损股	信息设备，餐饮旅游，综合
3月16日至20日	活跃股，新股，高市盈率	有色金属，采掘，商业贸易

资料来源：wind,中投证券研究所

从上表可以看出我们市场热点切换较快，风格轮动和行业轮动这两条主线几乎同时进行着，市场投机性很强。

从风格轮动的角度来看：除了1月16日和1月23日对应的交易周低市盈率和绩优股持续走强以外，其余交易周走强板块几乎都在不停的切换。并且活跃股，亏损股，低价股的走强的交易周数量明显多于低市盈率、低市净率股票和绩优股。绩优股甚至只有2周位居涨幅榜前三。

从行业轮动的角度来看：除了有色金属板块持续强势明显之外，其余交易周走强板块轮换也较快。其中，表现较为强劲的金属等板块，也并非基于盈利预期的相对好转。而是受产业振兴，行业扶持，输入性通胀概念，期价反弹等题材因素驱动。

因此，目前的反弹格局并没有遵循“价值回归”的格局，市场参与者调仓频繁，热衷于主题投资。市场参与者的这种心态，和宏观经济整体不佳，流动性推动估值的反弹行情的大环境是相吻合的。

总体上看，A股一季度强于外围股市的主要原因并非由于大幅下跌后估值水平的自我修复。其主要原因在于中国政府逆周期性调控下中国经济先于欧美经济复苏的预期，以及流动性充分释放等因素。其中流动性因素是一季度A股强于周边市场的重要原因。

第二部分 二季度展望

我们认为二季度股指的运行趋势将由乐观预期主导转变为乐观预期与谨慎预期交替主导，股指的运行趋势也将由震荡向上、底部逐步抬高演变为宽幅震荡：上证指数的运行空间上限为 2600 点左右，下限为 1900 点到 2000 点左右。

一方面，政策刺激的预期、流动性因素等对股指所起的作用虽然将有所减弱，但是其对股指的支撑作用仍然较大。另一方面，二季度的部分宏观数据，如出口和工业增加值等与前期市场的预期相比变得更加负面、企业盈利增长下滑以及大小非在当前点位附近出现大幅减持等因素都对股指的上升将起到较大的压制作用。

一、股指运行路径预测

图 12：股指运行路径预测

	1季度国内数据				上证指数		4万亿刺激效果	美国复苏	上证指数	国内政策刺激预期	可能性
	低于或符合预期	预期推动因素减弱	宽幅震荡（2000点到2600点）				符合预期	符合预期	震荡向上、底部逐步提高（2000点到2600点）	细化既有政策，不会有新的大规模刺激计划出台	高
1-4月上旬预期推动的上涨行情	4月中下旬--5月				6月		符合预期	低于预期	剧烈震荡（在2000点到2600点）	继续出台刺激出口政策	
							符合预期	好于预期	震荡向上、底部提高的速度加快（2400点--2600点）	细化既有政策，不会有新的大规模刺激计划出台	
	好于预期	预期推动因素加强	有效突破2400点后在2400点到2600点区间震荡		6月		好于预期	符合预期	进入2600点到2800点区间	细化既有政策，不会有新的大规模刺激计划出台	中
							好于预期	低于预期	震荡向上、底部逐步提高（2400点到2600点）	细化既有政策，不会有新的大规模刺激计划出台	
							好于预期	好于预期	展开新一轮预期推动的大幅上涨行情	细化既有政策，不会有新的大规模刺激计划出台	
							低于预期	符合预期	宽幅震荡	出台新的财政刺激政策，偏重刺激内需	
							低于预期	低于预期	向下突破1900点，寻找新的估值中枢	出台更大规模的全面刺激经济政策	
							低于预期	好于预期	围绕2152点估值中枢震荡	出台新的财政刺激政策，偏重刺激内需	低

资料来源：中投证券研究所

上图浅红色部分是我们预测的二季度股指运行路径：

在二季度前段，乐观预期作为推动近期股指上涨的重要动力，仍将发挥明显作用，但是随着基本面负面因素（主要是国内经济数据，如工业增加值、企业销售和利润数据等）的不断叠加，乐观预期的作用将开始显著下降。

从 09 年 2 月中旬股指结束单边上涨行情以来，股指呈现出反复震荡的走势特征，股指运行不再像一季度上半段那样受乐观预期的单边影响。在一季度市场回顾中我们认为此轮行情的主要力量是预期推升。股指和基本面经过 2008 年的大幅下跌，其趋势趋缓在底部徘徊的时候，预期推升最容易引爆市场反弹行情。

目前支撑预期的因素主要有政策预期与信贷等宏观数据预期。从去年 11 月的“4 万亿”到“10 大产业振兴计划”再到“两会”的政策低于预期，我们可以看到实际出台的政策与高涨的预期相比，力度在减弱。

一季度信贷的高增长大大超出市场预期，构成了乐观预期的另一个重要因

素。但是在今年计划的 5 万亿信贷的框架之内，后续的信贷高增长是否可持续成为了市场关注的焦点，也是投资者产生分歧的地方。另外，如此高的信贷增速如果不能对二季度的实体经济产生明显刺激（在后续章节中我们认为二季度三大需求仍不容乐观），也会令市场对信贷高增长的效果产生疑虑。

因此进入二季度，支撑乐观预期背后的两大因素的作用将有所减弱。预期对股指的推动作用也会下降。

进入二季度中段，乐观预期与谨慎预期将交替主导股指的运行趋势：市场在消化了基本面负面因素的冲击之后，乐观预期因素将对股指起到支撑作用（2000 点）；

到了二季度末段，随着海内外宏观数据的逐步明朗和市场对三、四季度预期的形成，单边预期可能重新成为影响股指运行的主要因素：如果到时候的信息显示国内外经济体筑底迹象符合预期的话，那么股指可能重归震荡向上、底部逐步抬高的走势；如果到时候经济数据仍然低于预期，那么股指有可能出现向下突破的情况；而如果到时候经济数据好于市场预期，那么股指将展开一轮大幅上涨行情。因此二季度末期将成为股指向上或向下突破或者延续震荡走势的重要时间窗口。

二、支撑股指上涨的因素仍在发挥作用

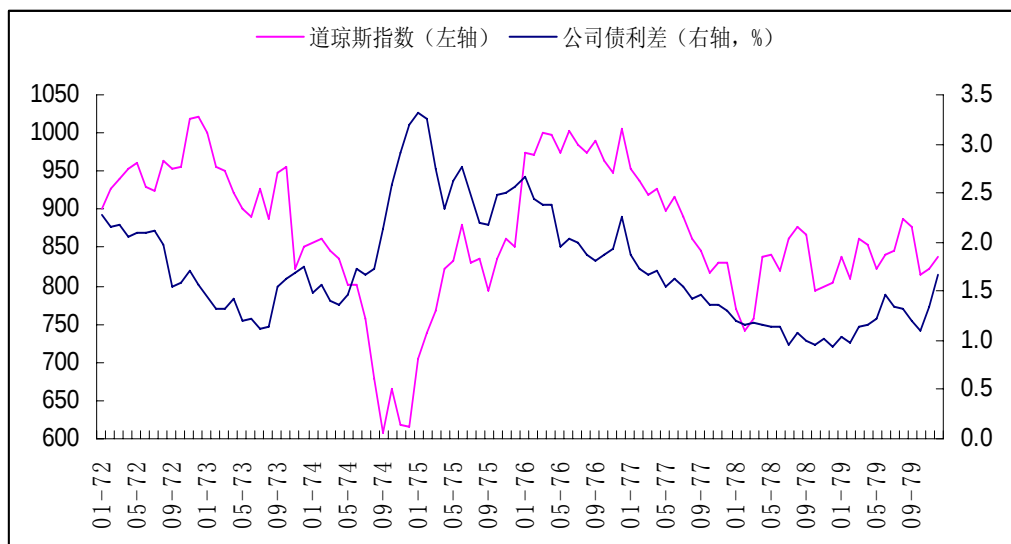
1、流动性因素依然重要

1.1 美国股市反弹与流动性充裕有关

通过 1970 年代石油危机和 2000 年互联网泡沫危机后美国股市触底反弹的情况来看，美国股市的那两次反弹首先都与流动性充裕有关。（我们在研究中使用美国公司债利差来衡量美国实体经济的流动性状况。）

从 1970 年代和 2000 年代的两次美股大反弹中可以看到，美国道琼斯指数的反弹与美国公司债利差大幅缩小几乎同时发生。

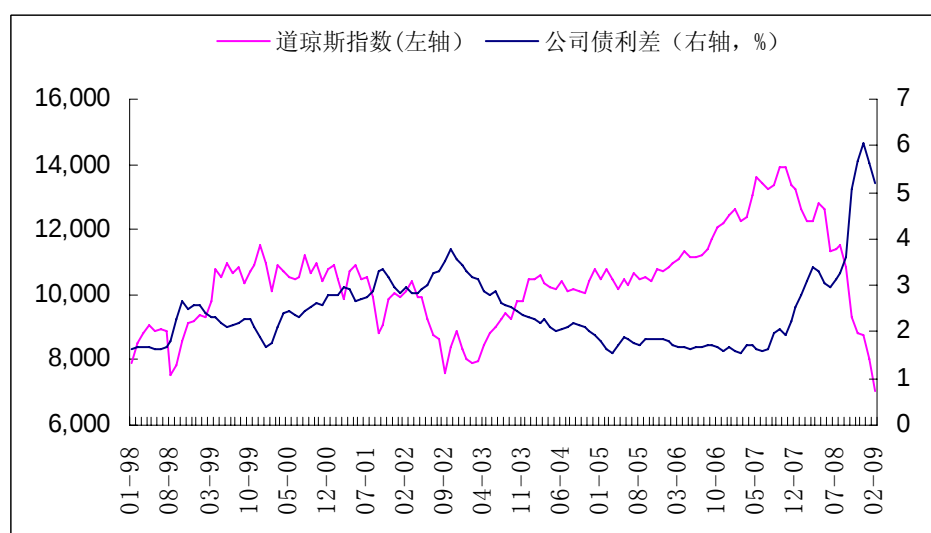
图 13：道琼斯指数与流动性的关系（1970 年代危机）



资料来源：中投证券研究所

1975 年 1 月美国公司债利差达到 3.31% 后持续回落，而道琼斯指数也从此时开始持续反弹 6 个月，涨幅为 43%。其后随着公司债利差的进一步回落，道琼斯指数经过调整后继续大幅反弹，触底后 16 个月内的反弹幅度最高达到 62%。

图 14：道琼斯指数与流动性的关系（2000 年危机、当前危机）

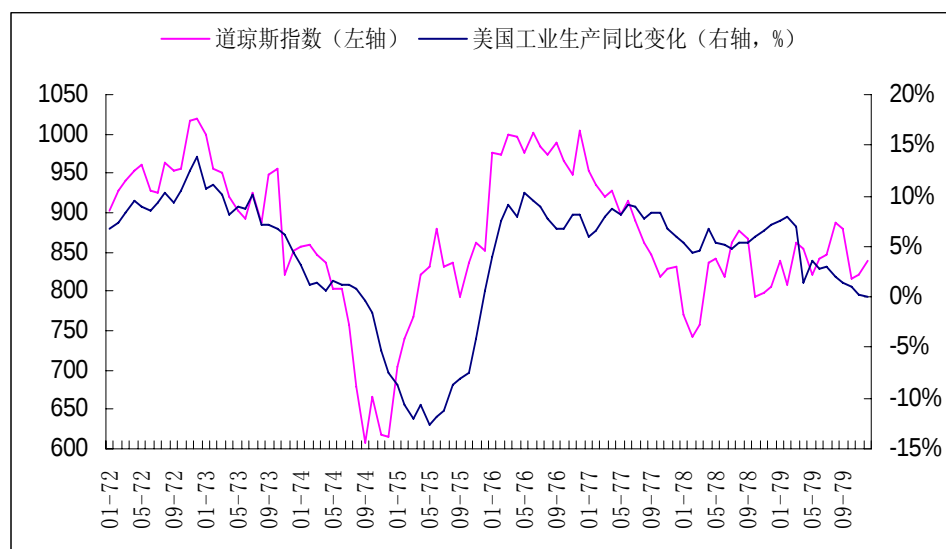


资料来源：中投证券研究所

从 2002 年那次公司债利差见顶回落后道琼斯指数的走势来看，道琼斯指数反弹了 12 个月，幅度为 32%，其后进入横盘震荡阶段。

然而流动性泛滥并不能持续支撑美股反弹。从 1970 年和 2000 年美国的例子来看，美国公司债利差大幅收缩的第一年，道琼斯指数都出现大幅反弹。但是在接下来的时间段内，虽然美国公司债利差继续收缩，道琼斯指数却失去了继续大幅上涨的动力，指数进入盘整阶段。

图 15：道琼斯指数与美国工业生产同比变化



资料来源：中投证券研究所

与道琼斯指数反弹到高位后横盘震荡相对应，美国工业生产同比增长率也在同一时间触及高点，并出现高位震荡。

1.2 历史数据显示国内股市反弹也与流动性充裕有关

我们再来统计一下国内股市 01 年 7 月至 05 年 7 月大熊市中较大级别的反弹，反弹时间一般在 1 月份至 4 月份，幅度大约在 25% 左右。反弹基本上都伴随这流动性充裕的背景，即一方面 M2 增速处于相对高位。另一方面由于银行放贷的季节性因素，一季度新增贷款余额一般处于相对高位。

从这四次反弹的领涨板块来看，每次反弹领涨的行业和风格板块各不相同。这是因为流动性充裕引发的预期推升行情中，每次市场都是根据当时国内外宏观经济环境和政策的具体情况做出不同的预期，因而导致不同行业和风格的板块在这四次反弹中出现领涨的情况。

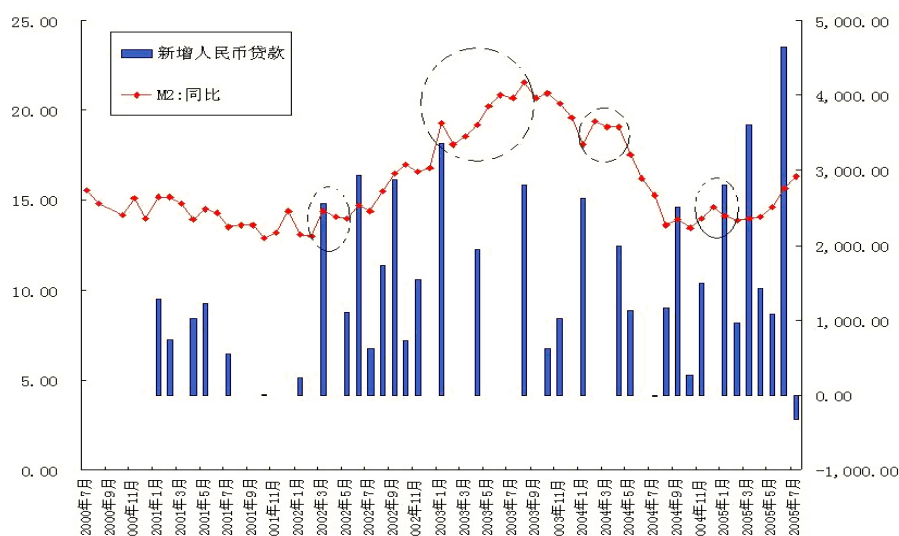
本轮流动性充裕推升的行情中，情况也比较类似：先是水泥板块受“4 万亿”的利好预期和地产板块在利率下降和贷款条件放松政策的刺激下出现反弹，随后其它板块在各种各样的政策预期和题材刺激下轮番上涨。行业和风格领涨板块与以往的流动性充裕引发的预期推升行情也有所不同。

图 16：01 年 7 月至 05 年 7 月熊市中的流动性行情

反弹时间	上证指数最大 反弹幅	行业及风格领涨板块
02 年 1 月下旬-02 年 4 月底	26.5%	综合，房地产，餐饮旅游 配股，亏损，活跃
03 年 1 月初-03 年 7 月	25.8%	黑色金属，交运设备，金融服务 大盘，绩优，低市盈率
03 年 11 月中旬-04 年 4 月上旬	36.4%	采掘，电子元器件，信息服务 绩优，中市净率，高价
05 年 1 月底-05 年 3 月中旬	12%	采掘，有色金属，食品饮料 配股，绩优，高价

资料来源：wind,中投证券研究所

图 17：m2，新增贷款余额与熊市中的反弹



资料来源：wind,中投证券研究所

在指数触底反弹的最初阶段，宽松的流动性不但给投资者注入了信心，而且对实体经济中的企业来说，宽松的流动性帮助它们缓解了危机时期紧绷的资金链条，使得它们的生产活动逐步恢复正常。

随着企业生产活动逐步恢复正常，进一步宽松的流动性已经不能成为推动企业继续加大生产的动力：在生产恢复正常后，后续增加生产的动力来自于需求的增加和利润的提高，而不是单纯的资金成本的降低。因此上面所述的美国的两次危机后一年左右的时间，即使流动性继续宽松，道琼斯指数受流动性持续推高的动力却明显减弱。

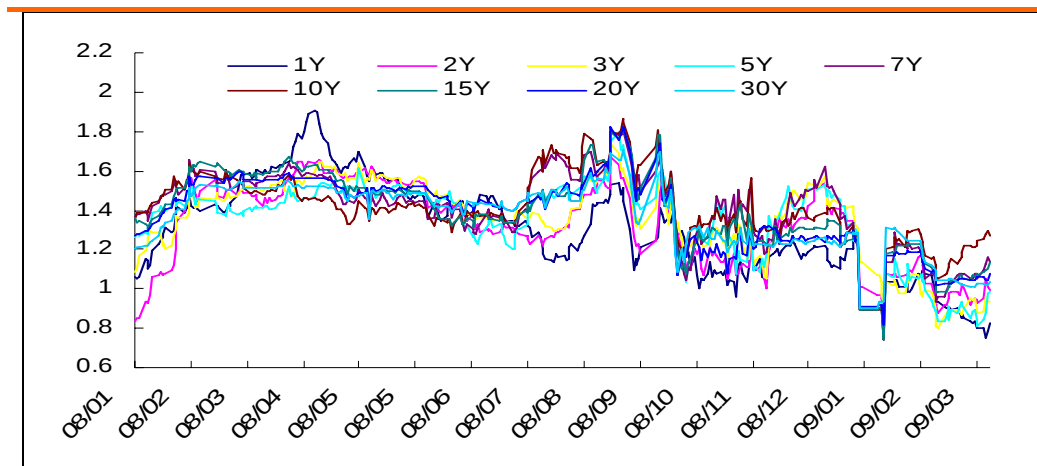
从中期的角度看，宽松的流动性对股指的推动作用有限，但是从短期的角度看，宽松的流动性对股指的推动作用还是相当明显的。

1.3 企业债利差显示目前国内流动性充裕

与美国市场类似，我们也用中国企业债利差作为流动性的衡量指标。鉴于国内资本市场的实际情况，比如利率非市场化、投资非理性化等因素的影响，国内企业债利差与股指的关系并没有美国市场那么明显。

但是与 08 年 9 到 10 月份的水平相比，目前企业债利差仍然低于当时的水平。

图 18：中国 AAA 企业债利差仍然处于低位



资料来源：中投证券研究所

我们认为目前的流动性状况好于 08 年 9 到 10 月的状况，因此虽然我们认为是未来股指将出现宽幅震荡的走势，但是考虑到宽松的流动性对实体经济和股指的刺激作用，我们认为沪深 300 指数跌破前期 1612 点的可能性比较小。

2、政策利好预期仍强、投资热点未退

虽然“两会”前后政府没有出台实质性的加码刺激经济措施，但是领导层在不同场合暗示如果海外经济危机加剧，中国仍有持续刺激经济的能力。近期媒体对李德水和贾康的言论报导失实，但是从市场对该两则误报新闻的反应看，预期推升的信心基础仍然相当强劲。

展望二季度，中央进一步财政刺激计划、资本市场改革、区域经济合作与一体化、地方政府加大地产行业扶持力度、新能源、世博会、亚运会以及收购兼并/央企注入/整体上市等政策预期将不断出现，并可能成为阶段性和结构性行情的主导力量。与此同时，十大产业振兴计划实施细则也将在 2 季度陆续出台，这些实质性的政策措施的出台将给预期推升的行情带来较强的信心基础。

这些政策利好预期将给市场带来众多投资热点。我们把这些投资热点统称为主题性的投资机会。为更好把握主题性投资机会，我们认为应该从短期和中期两个阶段把握利好政策预期带来的主题性投资机会。

2.1 短期治标

目前政府的政策导向，短期是扭转经济下滑趋势，2009年“保八”；中长期是推动经济增长结构转型。短期政策对市场预期的影响效果明显；而中长期政策的效果相对小些。

从“两会”前后国家领导层的表态来看，由于去年经济形势突变，政府应对措施稍显仓促，因此前期出台的政策以短期目标为主。“两会”期间中央政府对已出台政策的“扭转经济下滑趋势、2009年保八”的效果是有一定的信心的，因此“两会”前后没有再出台新的大规模经济刺激计划。

从目前来看，各级政府短期政策已经基本出台完毕。虽然一季度经济数据会比较差，但是基本在政府决策部门预期范围之内，因此经济政策在二季度早段和中段出现方向性改变的可能性较小。二季度政府短期政策将在前期短期政策框架下进一步完善。具体的政策将继续围绕基建投资、税收和补贴展开。即便在二季度早段和中段出台市场传闻的新的财政刺激计划，我们认为其也是在原来“4万亿”基础上的延续。

但是到了二季度尾段，“4万亿刺激计划”的效果和海外经济复苏的情况将会初露端倪，如果那时候的情况低于或好于政府决策部门的预期，不排除政府将对现行政策做出重大调整：如果那时候的情况低于预期的话，在新的财政刺激计划的基础上，各级政府可能进一步刺激房地产；如果那时候的情况好于预期的话，流动性泛滥和通胀有可能成为政府关注的重点。

2.2 长期治本

在“长期治本”方面，我们对政府中长期政策的预期是，政策中长期的重点将集中在经济结构转型方面。而民生和消费将是政府需要重点投入的领域。（“两会”期间，领导层透露的信息，包括医保、退税和保障房等方面的投入是我们做出此判断的基础。详细请参考我们“两会”政策专题系列报告）。另外，改良现有体制以进一步释放生产力，也是中长期政策的重点。其中资本市场制度改革和区域经济一体化是两个最值得关注的领域。

资本市场制度改革一直是政府重点推进的领域。但是由于我国新兴加转轨的经济体制的特点，政府在这方面的改革一直以稳妥推进为主。而资本市场制度的每一次完善，除了能给资本市场本身带来大的投资机会外，对国民经济的发展也起到明显的促进作用。一般来说，涉及资本市场的改革以渐进的方式为主。

在区域经济一体化方面，我们认为中国经济发展到目前阶段，继续大幅提高生产力和推动经济结构转型的一个重要途径是制度改良。而在经济危机的压力之下，区域经济一体化是一个很好的制度改良的突破口，中央政府为了刺激经济有下放权力的动机，而地方政府为了经济的可持续发展（不衰退）或者为了经济更上一个台阶，在危机之下更有动力打破原有的地方利益的割据，两级政府都会出台有利于区域经济和一体化措施。这对相关区域的企业将带来制度红利。近期国务院通过上海发展成为国际金融、航运和贸易中心的事情极大地刺激了上海本地股的做多热情。而环渤海、粤港澳、川渝和海西都将是未来区域经济一体化进程中的亮点。

对中长期政策，我们建议重点关注医保、社保体系完善、生产方式和能源结构改变以及区域经济一体化等制度改良带来的结构性变革的投资机会。

图 19：政府政策导向

	短期--治标	长期--治本
目标	保八、扭转经济下滑趋势	经济增长结构转型
手段	政府拉动为主、市场参与为辅	1) 政府拉动、 2) 政府推动与市场参与相结合
政策主题	刺激出口	医保
	扩大基建	社保
	发放短期消费券	新能源
	稳定就业	十大产业振兴
	稳定低收入人群预期 增加低保	农业产业升级
	救活中小企业	节能
		环保
		保障房
		自主创新
		水库、灌溉、乡村公路、电信、 互联网等基础设施升级换代
		体制改良 解放生产力 (区域经济一体化、资本市场制 度改革等)

资料来源：中投证券研究所

2.3 产业振兴计划兼顾长短

随着产业振兴计划细则的出台，产业振兴也是二季度主题投资的重要方向。从工业和信息化部披露的信息来看，我们认为产业振兴计划细则将围绕四个方面展开规划：详细情况请参考中投证券行业研究员的相关行业报告。

一是推进产业结构调整。首先用高新技术、先进实用技术改造提升传统产业，促进信息化和工业化的融合；振兴装备制造业，夯实工业发展的基础；发展高新技术产业群，支持新能源、新材料、信息、生物、医疗、节能环保等新兴产业的发展，培育新的经济增长点；加快发展生产型服务业，支持发展具有比较优势的劳动密集型产业；改善工业投资结构，防止重复建设，淘汰落后产能。

二是调整区域结构调整。引导沿海地区发展面向国际市场竞争的产业群；支持内地发展特色优势企业；加快东北地区等老工业基地改造。坚持从全球产业分工和国内区域布局全局出发，加强工业园区的建设，引导企业集聚发展。

三是推动产业组织结构的调整。推进企业兼并重组，培育一批行业的龙头骨干企业，提升产业的集中度；鼓励中小企业向专、精、特、新的方向发展；支持优势企业并购落后企业和困难企业；鼓励引导外商投资符合中国产业政策发展要求的产业，鼓励国内企业走出去。

四是推进产品结构的调整，提高产品的技术含量和附加值，提升产品品牌价值。推动工业节能减排和循环经济的发展。提高自主创新的能力。

中国的工业化目前在向工业化和信息化同时推进的阶段。产业振兴内涵广

泛。从产业振兴规划及其细则来看，政府不但希望在金融危机冲击之下的中国产业能够实现生存下来的短期目标，而且希望中国的产业发展也能把握住工业化和信息化时代的发展潮流这一长期战略目标。

我们的行业研究员认为，目前市场普遍预期新能源和节能环保技术将是推动美国下一轮经济增长的引擎。鉴于国内能源供给的现状和未来经济发展的潮流趋势，新能源将是国内产业振兴计划中的一个值得重点关注的领域。

3、风险溢价下行、估值预期略有提升

虽然金融工程组根据宏观预测数据下调了上市公司盈利增长预期，但是综合考虑流动性和风险溢价等因素后，略微上调了估值中枢到 2152 点（上证指数）。

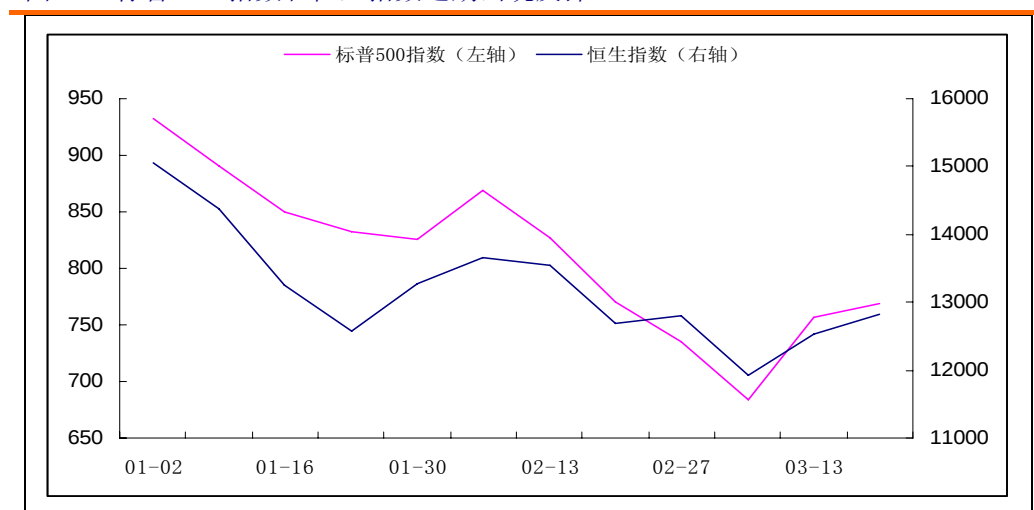
低利率、宽松的货币供应形成明显的看跌期权效果，显著对各项投资品价格起到支撑作用，比如房地产、股票市场等。自从去年 11 月以来，市场一直保持一定的热度，从换手率、市场波动性看投机性较强，这与较宽松的货币供应是匹配和呼应的。预期流动性对股票估值强支撑效果依然会持续，从估值的视角看，市场会在 DDM 中枢上方震荡。

而从各种估值方法来看，

a) 国际比较估值：国际市场反弹打开近期 A 股反弹的空间；

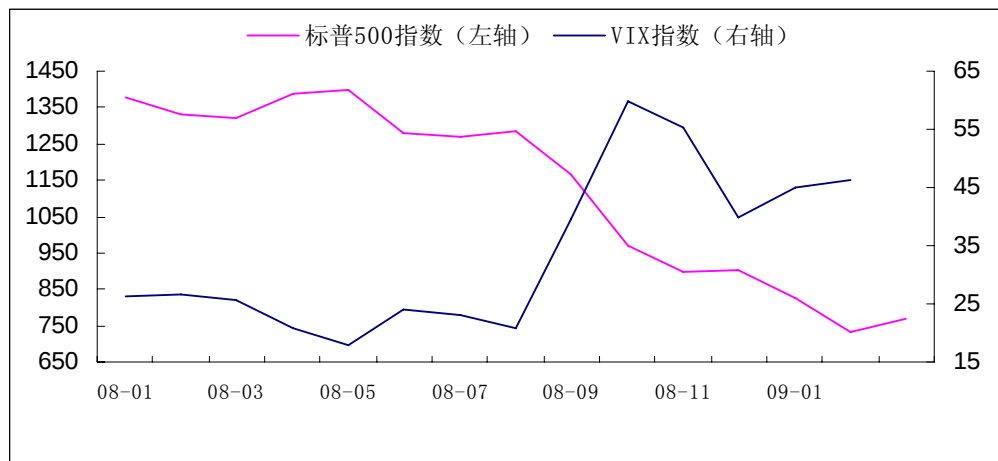
虽然国内股市受海外股市的影响暂时还不明显，其传导途径主要在投资者心理影响方面，但是近期海外股市的回暖对国内投资者的信心有一定的正面影响。

图 20：标普 500 指数和恒生指数近期出现反弹



资料来源：中投证券研究所

图 21：标普 500 指数和 VIX 指数



资料来源：中投证券研究所

b) FED 模型来看仍支持股票价格的反弹;

三、制约上涨因素增加、预期推升效果减弱

1、三大需求在二季度都将继续下滑

我们宏观团队将 2 季度经济下调至 6%，低于彭博预测中值（7.5%），也低于 Wind 预测（6.6%）。

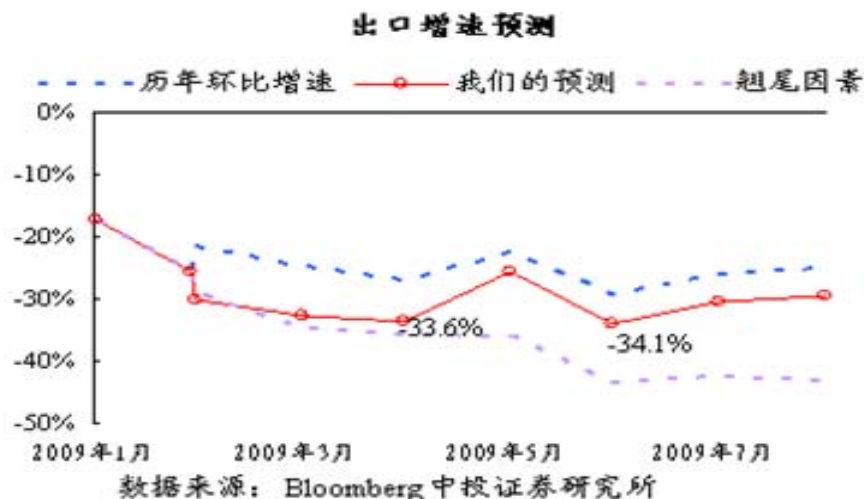
1、外需恶化拖累出口

我们预计二季度美国 GDP 环比下降 0.5%（折年率）。由于美国国内零售销售领先中国对美国出口 5 个月左右，从去年 9 月到 2009 年 2 月份美国零售销售连续 6 个月同比下滑，因此上半年中国对美出口增速将持续为负，最差月份在 4 月份。我们预计今年上半年对美国出口增速将下滑 23%。对美国出口上半年最差月份在 4 月，全年最差在 7 月。

预计二季度欧元区 GDP 环比下降 1.5%，经济形势继续恶化。欧元区零售销售领先中国对欧元区出口也在 5 个月左右，由于欧元区经济继续恶化与汇率结算因素，我们预计上半年中国对欧盟出口增速将由 08 年的 15% 下滑为 -30%。上半年对欧盟出口增速最差在 3 月，全年在 7 月。

09 年上半年，在对美国出口下跌 23% 与欧盟下跌 30% 的预测下，中国出口增速在上半年来下滑 27%，个别月份可能出现 30% 以上降幅。上半年最差的月份可能在 5 月份（-33.6%）。全年最差的可能在 7 月份（-34.1%）。

图 22：中投证券研究所出口增速预测



资料来源: 中投证券研究所

此外, 由于我国转口贸易的特性, 进口通常是出口的先行指标, 因此, 在出口降幅见底前, 进口降幅将先见底 (发生在二季度可能性增大), 加上大宗商品价格已止跌回升这两个因素共同决定进口降幅将趋缓, 未来三到四个月内可能出现贸易逆差。

对于出口增速的低点, 3 月份对欧盟的数据 (4 月份公布)、4 月份对美国的数据 (5 月份公布) 和 5 月份全国的出口数据 (6 月份公布), 以及 7 月份到达最差的预期将对二季度的市场预期产生一定影响。这是我们判断股指二季度初段乐观预期推升的动力显著减弱、而在末段市场有可能重归预期主导的重要原因之一。

如果未来三到四个月内 (即 6 月份或 7 月份) 出现贸易逆差, 其对市场的预期也将形成较大的负面影响。

2、二季度消费将呈回落态势

我们宏观和行业研究员都对 2 季度汽车业需求进一步增长表示担忧, 初步判断 2 季度单季销售增速同比下滑 3%, 汽车类消费可能再次低迷, 这也使得石油制品消费再次走弱; 二季度通缩态势可能抑制居民的非耐用品消费。因此, 我们初步判断, 二季度社会消费品零售总额名义增长 11%, 实际增速在 13%。

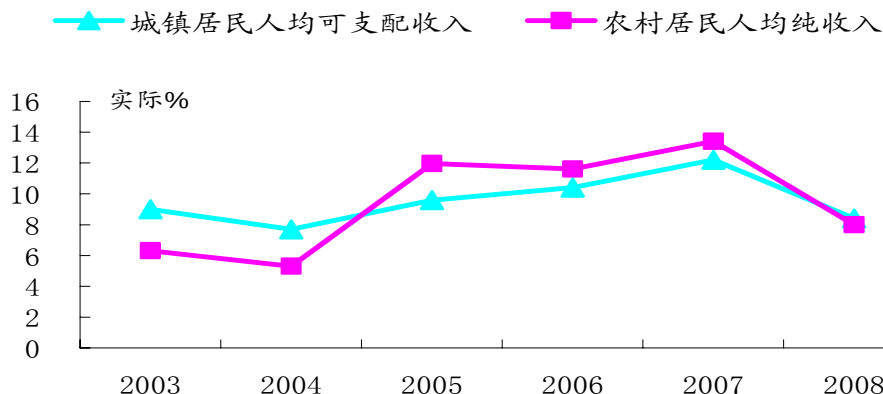
与此同时, 从消费预期和消费能力上看, 目前消费者信心指数和居民收入增速都在低位徘徊, 其对二季度的消费构成负面影响。

图 23: 消费者信心指数降至谷底

错误! 链接无效。

资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 24: 2008 年居民收入实际增速降至 05 年来新低



资料来源：CEIC、中投证券研究所

3、民间投资下滑抵消政府投资增长

二季度，民间投资需求存在大幅下滑风险：受外需恶化影响，制造业继续“去产能”，其固定资产投资需求将快速下滑；同时尽管房地产成交量在一季度回暖，但开发商资金紧张与较高的存货水平将导致房地产投资需求继续下滑。

图 25：1-2 月投资大幅增长主要是政府投资与制造业投资贡献

错误！链接无效。

资料来源：Wind、中投证券研究所

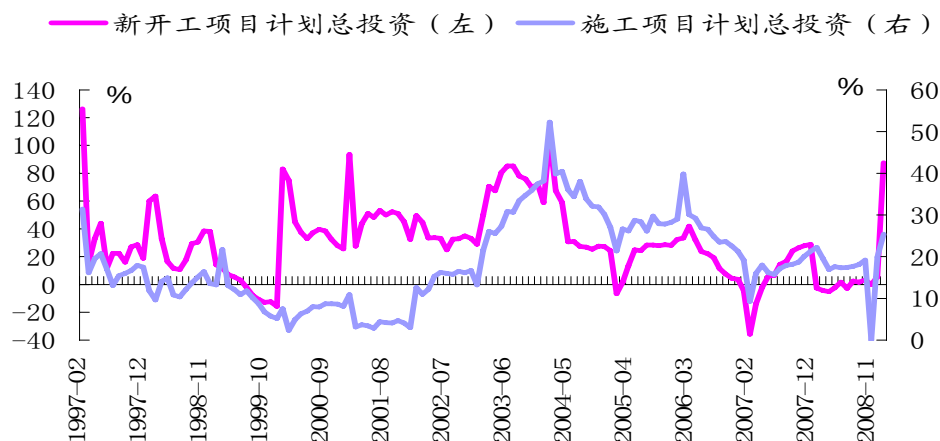
图 26：政府投资快速上升，房地产业投资大幅下滑，制造业投资开始下降

错误！链接无效。

资料来源：中经网、中投证券研究所

预计未来 6 个月内，虽然政府投资将继续保持高速增长，但是在政府不扩大“4 万亿元投资”的情况下，政府投资可能存在“前高后低”。今年 1-2 月新开工项目投资大幅增长 87.5%，是 05 年来的最高水平，这可能说明经济低谷时，政府投资存在“前高后低”的可能，因为新开工项目前期投入较高。同样的情形也发生在上轮经济低谷，1998 年一季度新开工项目投资增速达到 63.5%，是年中最高增速，二、三季度持续下降，年底回升至 38.2%。如果到 6 月份，政府投资“前高后低”的预测将得到初步验证，而这将对市场预期产生负面影响。

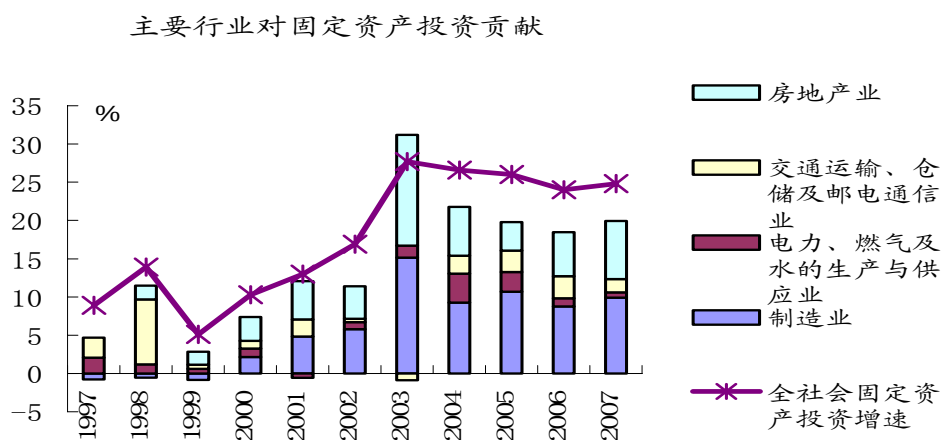
图 27：1998 年新开工项目投资存在前高后低走势



资料来源：Wind、中投证券研究所

另一方面，随着制造业“去产能”导致投资增速大幅降至5%、同时房地产投资加速下滑至-15%，整体投资增速反弹不可持续，预计投资会在3或4月份再转为下降态势。二季度城镇固定资产投资增速将比一季度明显回落。在中游资本品行业中，与民间投资需求关联度大的行业将承受逐步加大的压力。

图 28：1998 年政府投资支撑整体投资增长



资料来源：Wind、中投证券研究所

三大需求在二季度都不容乐观。

出口数据较差虽然市场有所预期，但是如果出口数据持续超预期恶化，其对市场的渐进式负面影响有可能累积爆发。

消费短期内难有起色基本被市场消化，如果汽车等耐用消费品下滑幅度超出预期，虽然其对全市场影响相对有限，但是对相关行业的冲击会比较明显。

在二季度，变数最大的将是投资的情况。虽然目前政府投资增速很高，但是其是否可持续、以及其对民间投资的拉动作用仍然不明朗。从目前的市场反

应来看，对投资数据有较高的预期。在二季度末段，如果相关数据低于市场预期，将对市场造成结构性的冲击。另一方面，如果包括新的财政刺激计划在内的新的刺激经济计划出台，那么投资也可能出现超预期的增长，并对市场预期形成正面推升作用。

图 29：中投证券研究所主要经济指标预测

		2008		2009				2008	2009E	2010E
(%)		Q3	Q4E	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E			
中国	实际 GDP (yoy)	9	6.8	5.5-6	6	7.7	8.5	9	7	8
	工业增加值	15.2	12.9	6-7	7	8-10	11-12	12.9	8-9	11-12
	社会消费品零售总额*	22	21.6	11-12	11	13	13	21.6	12	13
	城镇固定资产投资	27.6	26.1	20	14	14	16	26.1	14-15	16
	出口*	18	17.2	-25	-30	-10	-5	17.2	-15	8
	进口*	25	18.5	-20	-20	0↓	5	18.5	-7.5	10
	CPI	7	5.9	-1.5	-2	-1	0	5.9	-1	1.5
	PPI	8.3	6.9	-4	-3	-1	-0.5	6.9	-2	1
	M2*	15.29	17.82	17.5	16	15	15.5	17.82	15.5	15
	人民币贷款增速*	14.48	18.76	20	16	14.5	15	18.76	16	14.5
	1 年期存款利率*	4.41	2.25	1.44	1.44	1.44	1.44	2.25	1.44	2
	1 年期贷款利率*	7.56	5.31	5.07	4.5	4.5	4.5	5.31	4.5	4.5
	存款准备金率*	18	15.5	14	12	12	11	15.5	11	10
	人民币对美元汇率*	6.85	6.83	6.9	6.92	6.95	6.9	6.83	6.90	6.8

资料来源：中投证券研究所

2、盈利增长继续承压

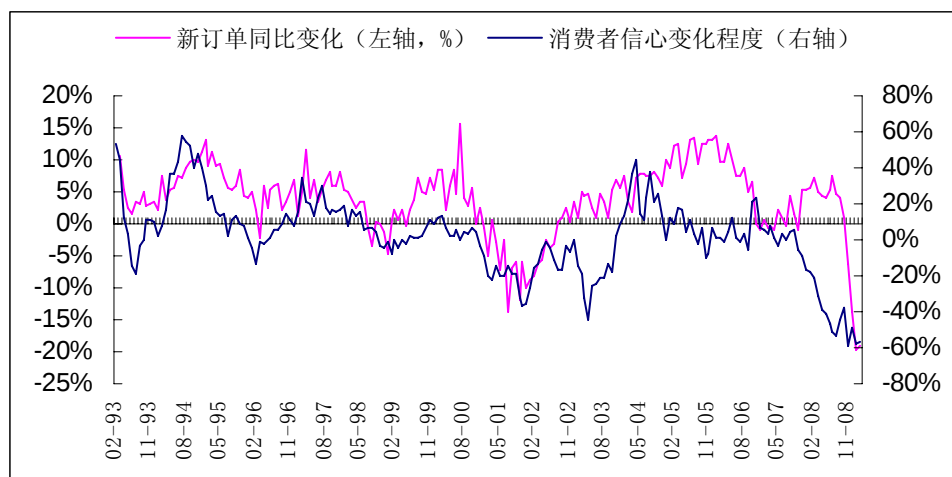
2.1 去产能背景下的去库存仍在持续，对企业盈利增长压制明显

2.1.1 需求下滑是“去库存”的根本原因

在前期推出的系列“去库存化”报告中（《似曾相识燕归来——去库存未脱钩》），我们指出：

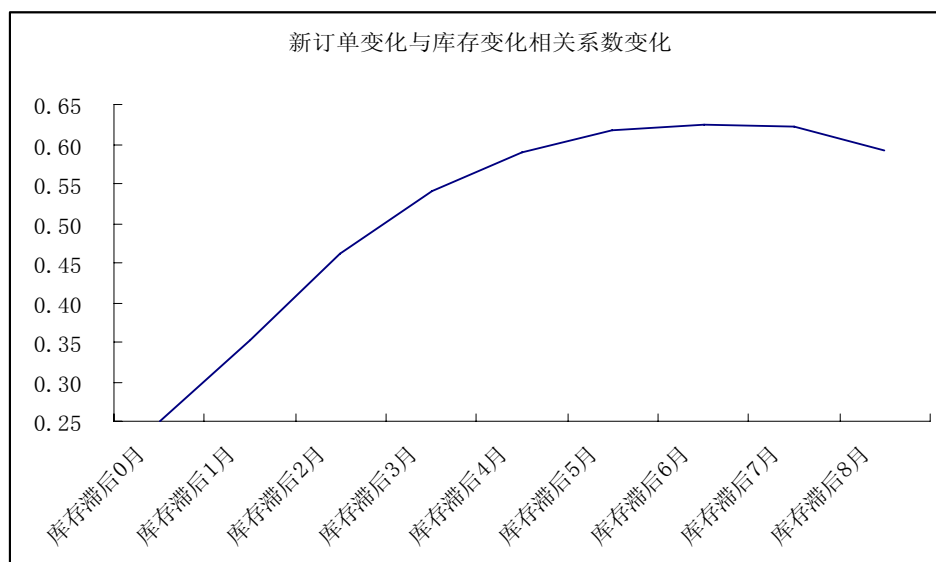
- 1、“去库存”首先源于需求的下滑和随后出现的订单和发货的减少。

图 30：美国新订单变化与消费者信心变化程度高度相关



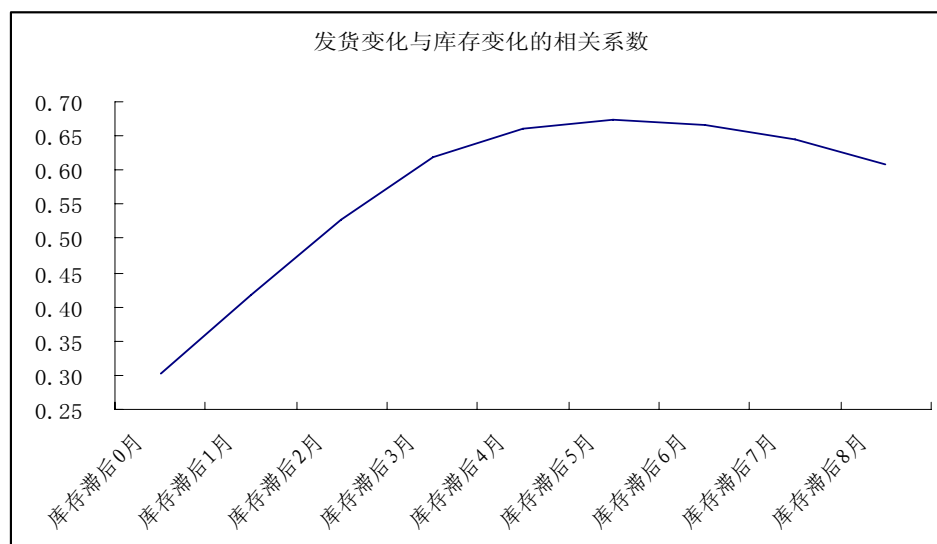
资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 31：美国新订单变化领先库存变化 6 个月



资料来源：CEIC、中投证券研究所

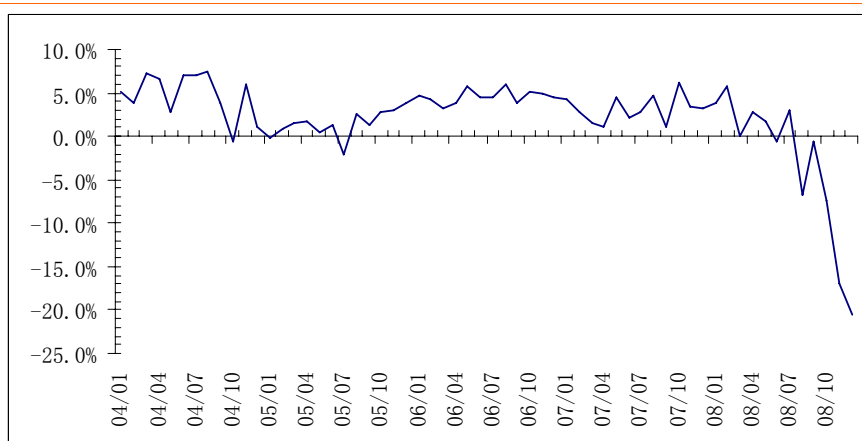
图 32：美国发货变化领先库存变化 5 个月



资料来源：CEIC、中投证券研究所

2、而包括中国在内的海内外经济体的订单、发货和库存都处在历史上比较严峻的形势之中，它们的“去库存化”过程仍在持续。

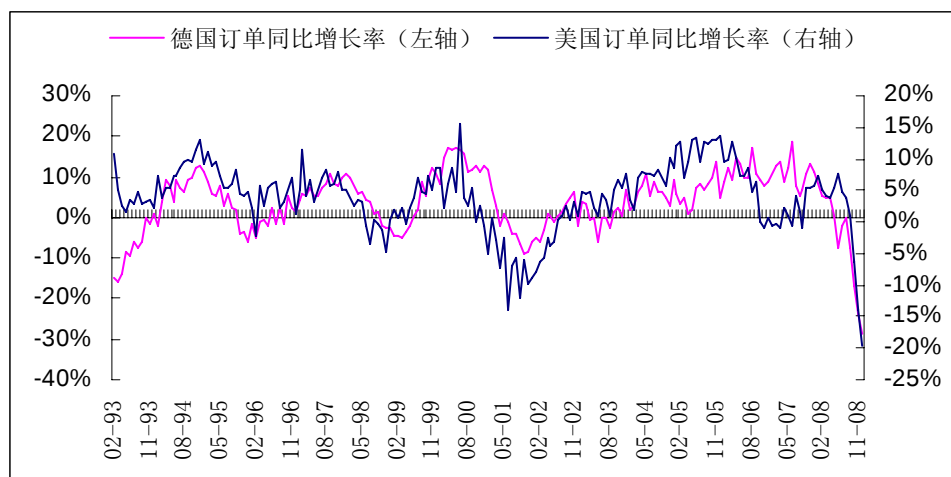
图 33：日本制造业发货同比增长（%）



数据来源：CEIC，中投证券研究所

3、在全球经济一体化浪潮的推动之下，各经济体在订单、发货和库存的变化趋势上也存在着明显的联动关系。它们的“去库存化”过程也在发生联动效应。

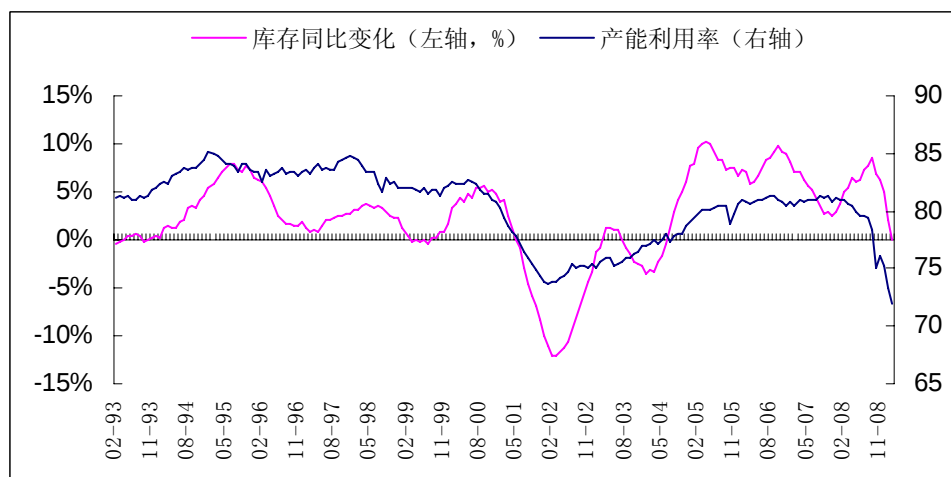
图 34：德国、美国订单同比增长率



资料来源：CEIC、中投证券研究所

4、我们认为此轮“去库存”是发生在大规模经济危机、“去产能”背景下的“去库存”，其持续的时间和幅度要比一般经济周期下的“去库存”更严重。

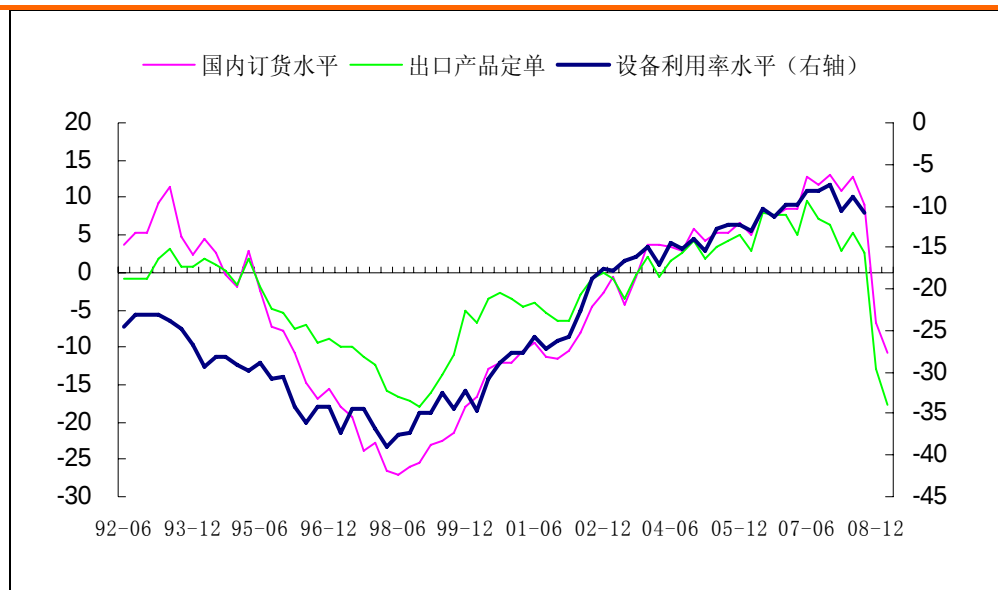
图 35：美国库存和产能利用率的变化关系



资料来源：CEIC、中投证券研究所

从央行 5000 户工业企业设备利用率扩散指数的历史数据来看，其与国内订货水平指数和出口产品订单指数高度相关。目前出口产品订单指数已经低于 1997 年的水平。根据我们对二季度三大需求的判断，外需将会恶化；国内需求方面政府投资可能出现前高后低的情况，而其它需求的形势也不容乐观。因此我们认为国内订货水平指数在二季度延续下跌的可能性比较大。从这个角度看，我国的“去产能”阶段仍将持续。

图 36：央行 5000 户工业企业设备利用率扩散指数



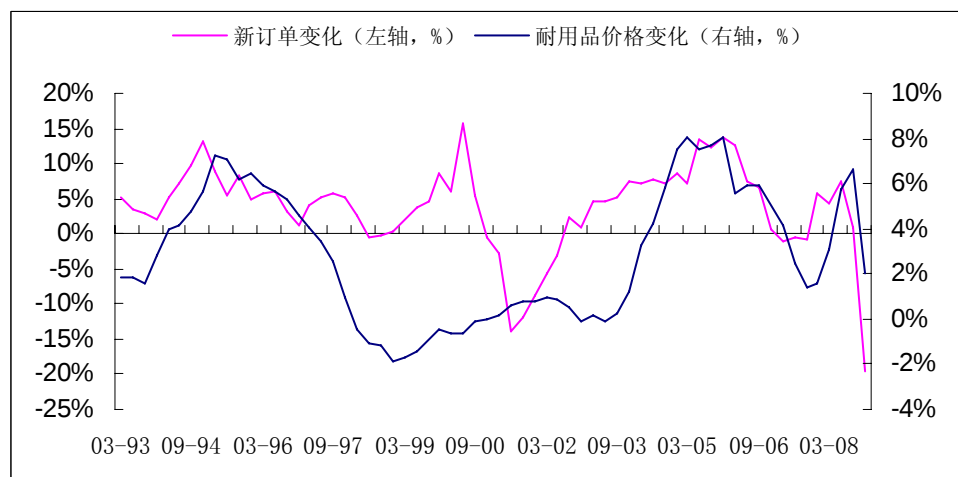
资料来源：CEIC、中投证券研究所

5、各经济体自身的严峻环境加上相互之间的传导和联动作用，令我们认为全球经济的“去库存化”过程远没有结束。

2.1.2 “去库存化”导致价格下跌

从企业运作的角度看，企业营销部门在发现新订单和发货出现下降趋势后，他们首先采取的手段将会是在授权范围内降价或加大营销费用。

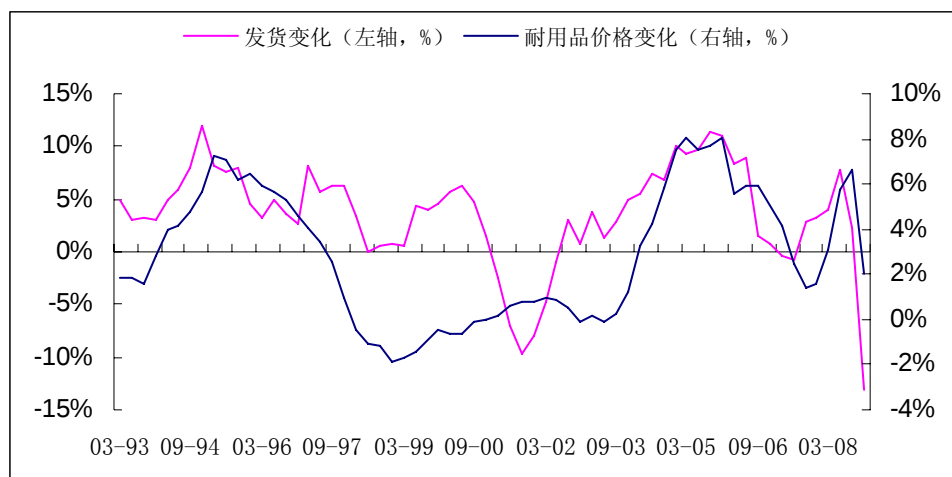
图 37：美国新订单变化与耐用品价格变化存在明显相关性



资料来源：CEIC、中投证券研究所

从 1993 年到 2008 年的数据显示，美国新订单变化与耐用品价格变化相关性高，两者的 R2 值为 0.17，新订单一般领先价格变化约 3 个月左右。

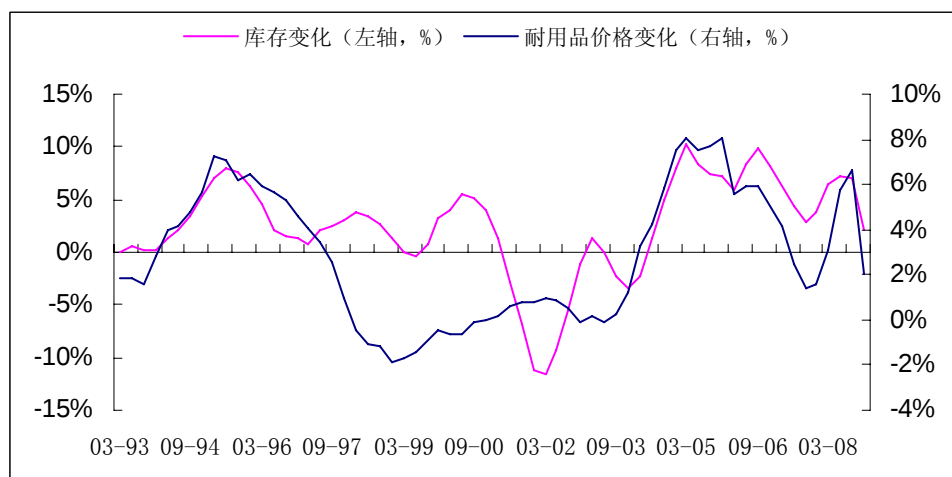
图 38：美国发货变化与耐用品价格变化相关性高



资料来源：CEIC、中投证券研究所

从1993年到2008年的数据显示，美国发货变化与耐用品价格变化相关性更高，两者的 R^2 值为0.27，发货变化一般领先价格变化约3个月左右。

图 39：美国库存变化与耐用品价格变化相关性高



资料来源：CEIC、中投证券研究所

从1993年到2008年的数据显示，美国库存变化与耐用品价格变化相关性很高，两者的 R^2 值为0.33，两者的趋势变化几乎是同时发生的。

当订单和发货减少后，企业需要一定的时间去判断这种减少是趋势性的还是波动性的，如果是趋势性的，那么企业将采取降价措施以清理库存和保住市场份额。从美国的数据来看，这个决策过程大概需要3个月左右。在新订单和发货减少的同时，库存开始增加。当企业发现库存增加后，为降低库存其必须马上采取降价行动。从美国的数据来看，降价和降低库存几乎同时发生。

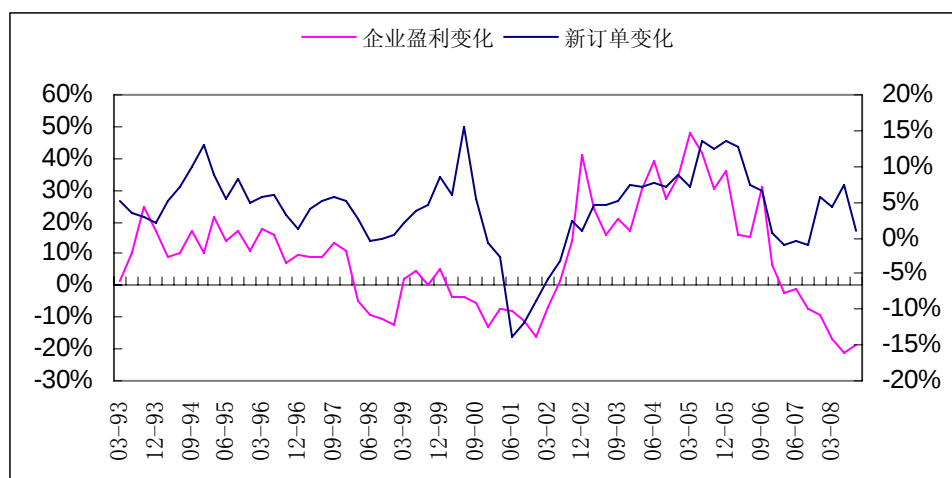
2.1.3 “去库存化”导致盈利下滑

在“去库存化”过程中，企业的盈利增长受到了两方面的压力：订单和发货的减少从降低了企业的收入，而价格的降低压缩了企业的毛利率。

从美国的数据看，企业盈利增长受到新订单变化、发货变化和价格变化的共同影响。

我们通过对美国 1993 年 1 季度到 2008 年 3 季度企业盈利变化与新订单变化的数据进行回归分析发现，两者关联关系较大， R^2 值为 0.276。

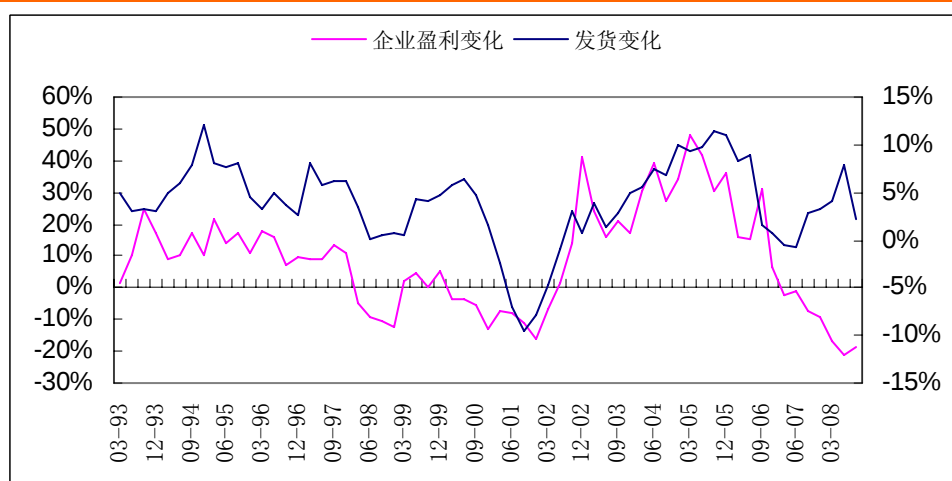
图 40：美国企业盈利变化与新订单变化的关系



资料来源：CEIC、中投证券研究所

美国企业盈利变化与发货变化的数据回归显示，两者关联关系也较大， R^2 值为 0.285。

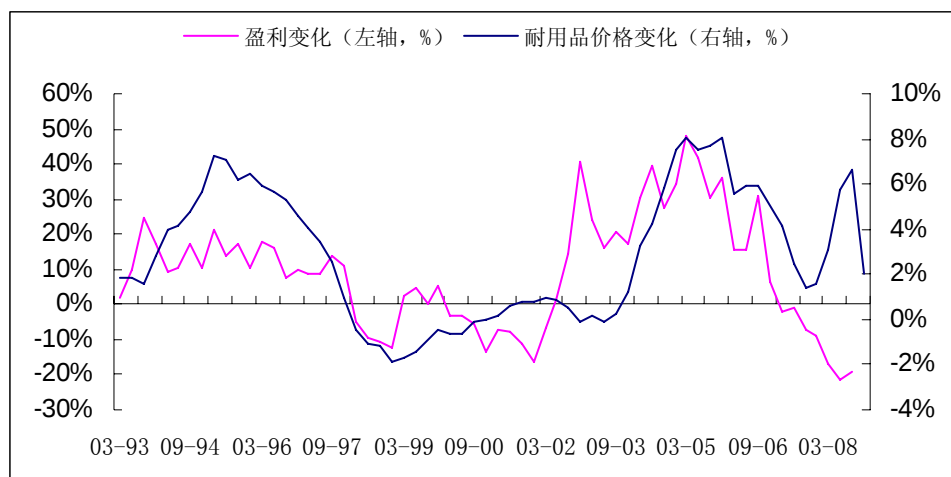
图 41：美国企业盈利变化与发货变化的关系



资料来源：CEIC、中投证券研究所

我们通过对美国 1993 年 1 季度到 2008 年 3 季度企业盈利变化与耐用商品价格变化的数据进行回归分析发现，两者关联关系较大， R^2 值为 0.24。

图 42：美国企业盈利变化与耐用商品价格变化相关性高



资料来源：CEIC、中投证券研究所

从美国的数据看，企业盈利增长受到新订单变化、发货变化和价格变化的共同影响。

2.1.4 企业博弈压制盈利

在需求没有有效恢复之前，即使各经济体完成了“去库存化”的过程，从博弈的角度看，我国企业的销售和盈利状况仍难以迅速出现逆转趋势。

我国大多数制造业都处于充分竞争的市场环境中，在未来需求仍然低迷的预期下，对于它们而言，从博弈的角度看，下一阶段理性的竞争策略将是压缩毛利率保住市场份额，并等待时机扩大市场份额，以度过这个“寒冷的冬天”。

图 43：囚徒困境下的企业博弈

		未完成“去库存化”企业	
		压缩毛利率	不压缩毛利率
完成“去库存化”企业	压缩毛利率	(保持市场份额, 保持市场份额)	(扩大市场份额, 失去市场份额)
	不压缩毛利率	(失去市场份额, 扩大市场份额)	(保持市场份额, 保持市场份额)

资料来源：中投证券研究所

上图是一个典型的“囚徒困境”的环境。图中两类企业分别是完成“去库存化”的企业和未完成“去库存化”的企业，它们面临的两种策略选择是压缩毛利率和不压缩毛利率，而它们的不同策略组合将产生四种不同的经营结果（图中括号部分，逗号左边是完成“去库存化”企业的经营结果，逗号右边是未完成“去库存化”企业的经营结果）

在一个竞争相对充分的行业环境里，如果企业预期未来需求仍然持续疲弱，那么不管是已经完成了“去库存化”的企业还是未完成“去库存化”的企业

业，其最优的选择也只能是压缩毛利率来保持市场份额：

对于已经完成“去库存化”的企业来说，如果其不压缩毛利率而未完成“去库存化”的企业也不压缩毛利率的话，那么两者都可以既保持市场份额又维持稳定的毛利率水平，从理性的角度看，这是一个双赢的策略（图中浅蓝色区域对应的策略）。

但是从未完成“去库存化”的企业角度看，清理库存、回笼现金是其迫切的任务，因此压缩毛利率尽量扩大销售是其最优的策略。而且如果其采取了不压缩毛利率的策略，但是完成“去库存化”的企业采取了压缩毛利率扩大市场份额的策略的话，那么其将处于更加不利的竞争态势之中。因此压缩毛利率是其最优的策略，也是其必须采取的策略。

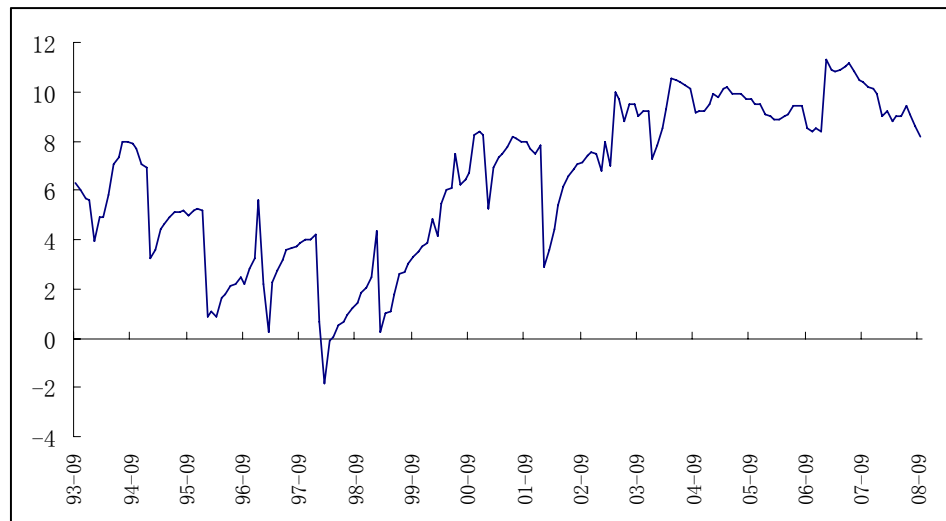
这样一来，对于已经完成“去库存化”的企业，从理性的角度看，其将预期未完成“去库存化”企业的策略将是压缩毛利率，那么已经完成“去库存化”的企业采取的策略也只有压缩毛利率来保住市场份额。（图中浅红色区域对应的策略）

在短期内不考虑新技术和生产制度变革带来的影响的前提下，各种行业（大多数竞争性行业）和企业下一阶段的竞争策略共同作用的结果，将是企业盈利能力的继续下降。这个下降的过程将持续到新的纳什均衡的产生，即企业都预期对方会压缩毛利率而主动压缩自己的毛利率，直到各方因为成本和现金流等原因无法继续压缩毛利率。在实现新的供求均衡的过程中，我们将看到不少企业因为竞争而退出市场，或者成为被收购的对象。这一过程也是“去产能”的过程。

2.2 自下而上的数据也表明，企业盈利增长仍然不乐观

央行 5000 户工业企业调查的历史数据显示，与 1997—98 年亚洲金融危机（-2%）和 2003 年非典时期（2%）相比，目前企业利润率仍然处于较高水平（8%左右）。企业利润率的下调仍然具有一定的空间。如果需求难以有效恢复、销售持续低迷的话，降价让利是企业保住市场份额的重要手段。而销售和利润率的下降将给企业盈利增长带来负面压力。

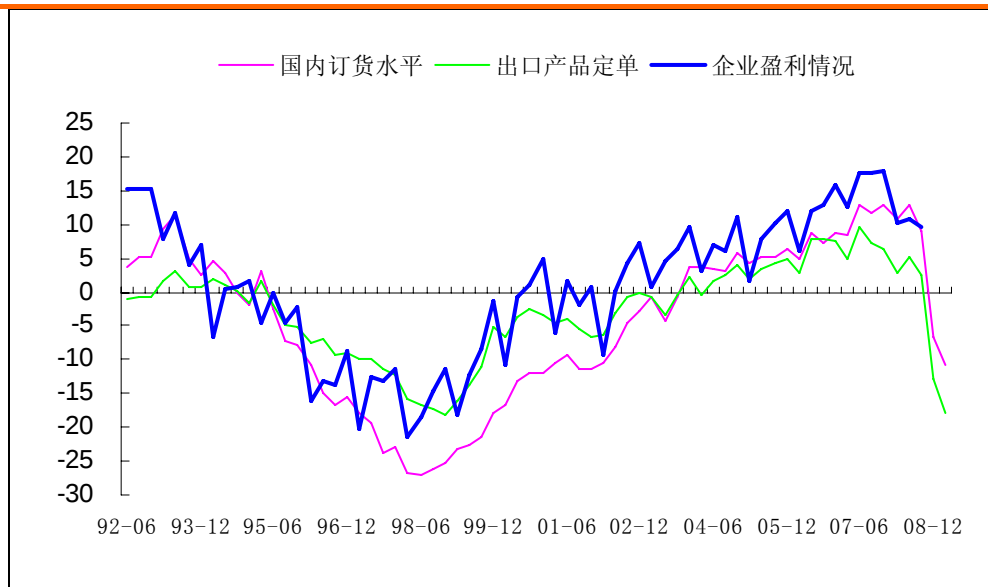
图 44：央行 5000 户工业企业利润率（%）



资料来源：CEIC、中投证券研究所

从央行 5000 户工业企业盈利扩散指数的历史数据来看，其与国内订货水平指数和出口产品订单指数高度相关。目前出口产品订单指数已经低于 1997 年的水平。根据我们对二季度三大需求的判断，外需将会恶化；国内需求方面政府投资可能出现前高后低的情况，而其它需求的形势也不容乐观。因此我们认为国内订货水平指数在二季度延续下跌的可能性比较大。从这个角度看，二季度企业盈利不容乐观。

图 45：央行 5000 户工业企业利润率发散指数与国内订货水平指数、出口产品订单指数高度相关



资料来源：CEIC、中投证券研究所

2.3 2009 年企业盈利增长预测下调（自上而下）

根据宏观团队的最新预测数据，中投证券金融工程组最近下调了上市公司

09 年业绩增长预测。与 2008 年底的预测相比，最新的 09 年上市公司盈利增长由-15.4%下调到-25.57%。

图 46：非金融业上市公司的盈利增速测算

	2007年A	2008年E	2009年E	2010年E
真实GDP增速 /%	11.9	9	7.4	8
GDP平减指数 /%	105.22	106.49	100.67	102.68
ROE /%	16.3	11.1	5.5	7.1
盈利增速 /%	40.8	-17.8	-45.5	36.2

资料来源：中投证券研究所金融工程组

图 47：金融业上市公司的盈利增速测算

	2008年盈利增速E	2009年盈利增速E	2010年的盈利增速
银行	35.00%	0.00%	15.00%
保险	-60.00%	10.00%	5.00%
券商	-45.00%	-25.00%	10.00%

资料来源：中投证券研究所金融工程组

图 48：整体上市公司的盈利增速测算

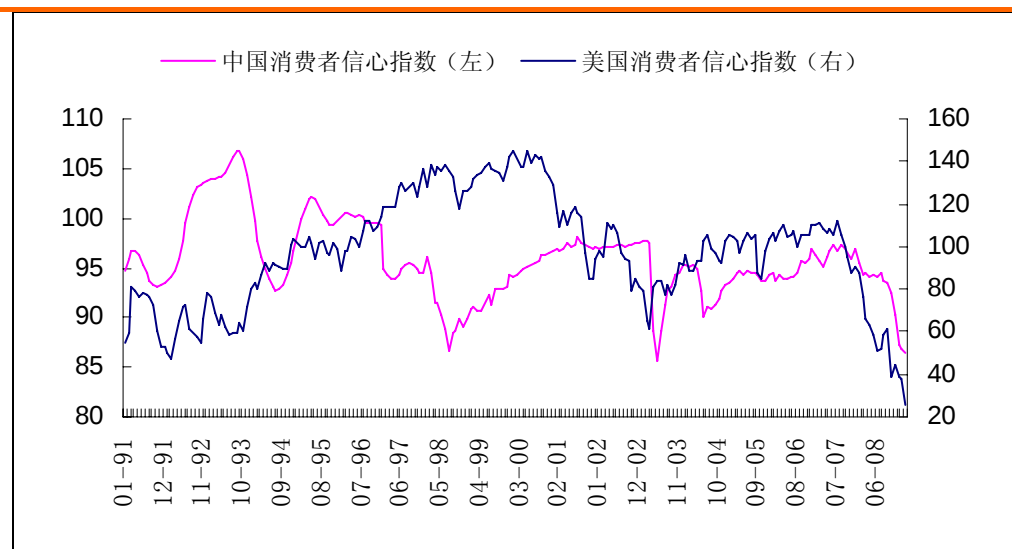
	2008年盈利增速E	2009年盈利增速E	2010年的盈利增速
整体市场（本次预测）	-5.73%	-25.57%	23.26%
整体市场（上次预测）	-3.30%	-15.40%	13.80%

资料来源：中投证券研究所金融工程组

2.4 需求实质性回暖之前 盈利难以持续增长

从上面的分析来看，“去库存”的原因是需求下滑导致的订单和发货下降。而“去库存”的结果是价格和盈利的下滑。在没有看到需求出现实质性回暖之前，我们认为企业盈利难以出现持续增长。

图 49：消费者需求尚未实质性回暖



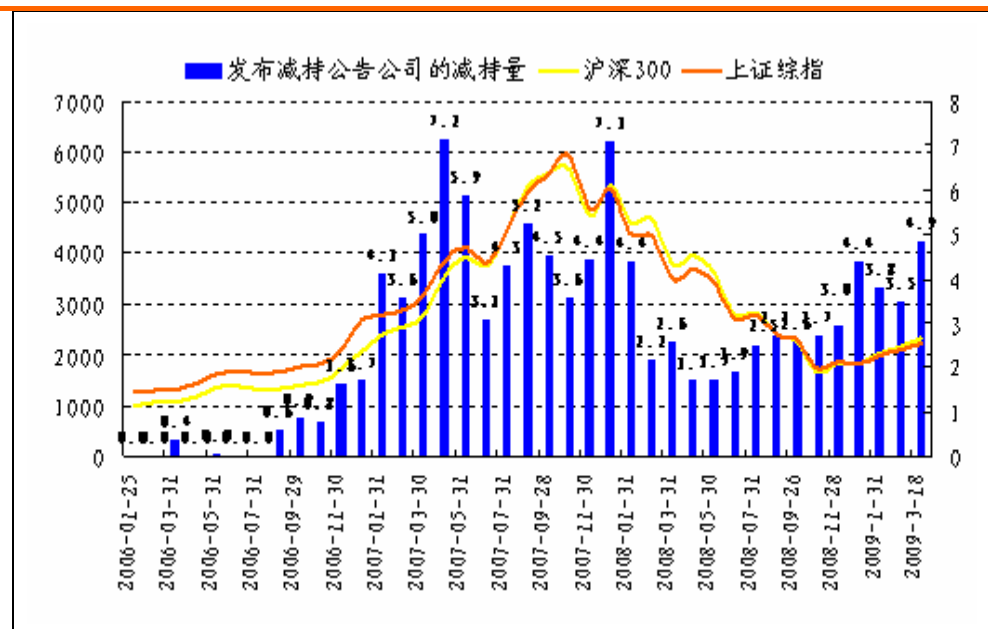
资料来源：CEIC、中投证券研究所

3、大小非减持压力显现

3.1 近期限售股减持加剧

根据中投证券研究所金融工程组的研究分析，按照均匀减持模型，近期随着大盘底部的不断抬高，减持活动加剧；尤其以 3 月以来减持活动增多，已经超过了前几个月的月度减持量，

图 50：发布减持公告公司的减持量与沪深 300 指数走势图

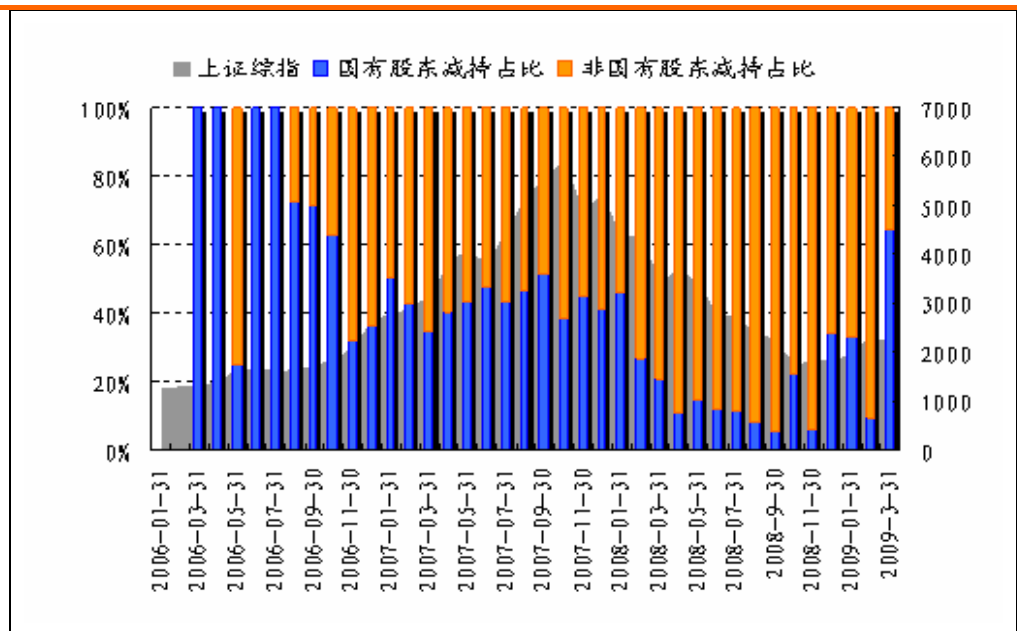


资料来源：中投证券研究所金融工程组

我们还发现 3 月份以来国有股东减持占比居多，约 6 成，超过了非国有股

东。

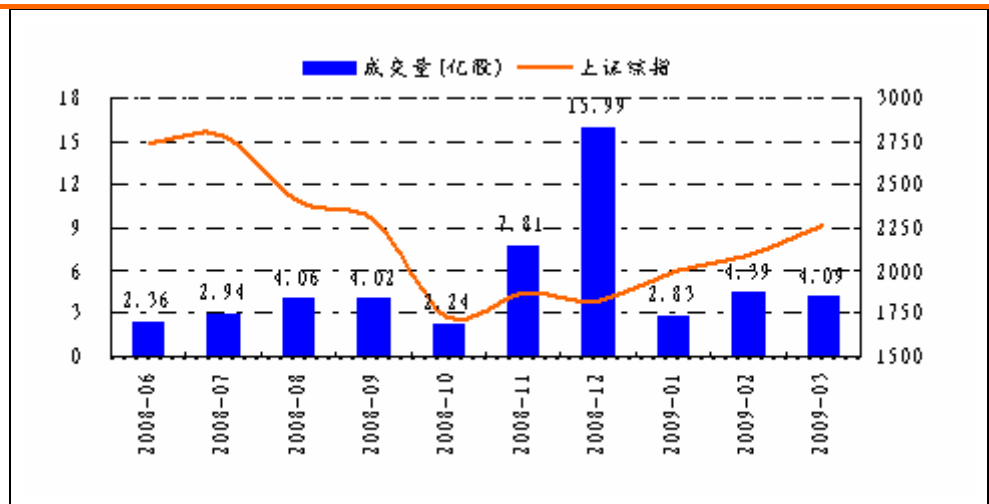
图 51: 国有股东、非国有股东减持占比与上证综指走势图



资料来源：中投证券研究所金融工程组

大宗交易平台的数据也显示，3月以来通过大宗交易平台成交的数量显著上升，有超过2月的趋势；

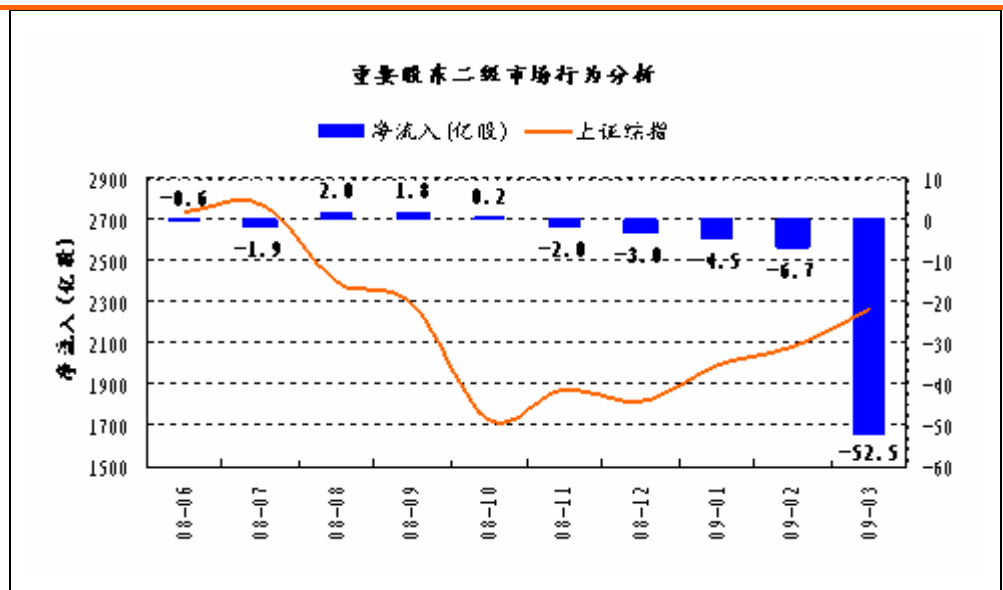
图 52: 大宗交易成交量与上证综指走势图



资料来源：中投证券研究所金融工程组

通过重要股东二级市场交易行为的分析可知，近几个月，随着估值底部的抬升，重要股东二级市场行为呈现出减持活动大于增持活动的特点。

图 53：重要股东二级市场减持行为（股）与上证综指走势图



资料来源：中投证券研究所金融工程组

图 54：重要股东二级市场减持行为（金额）与上证综指走势图

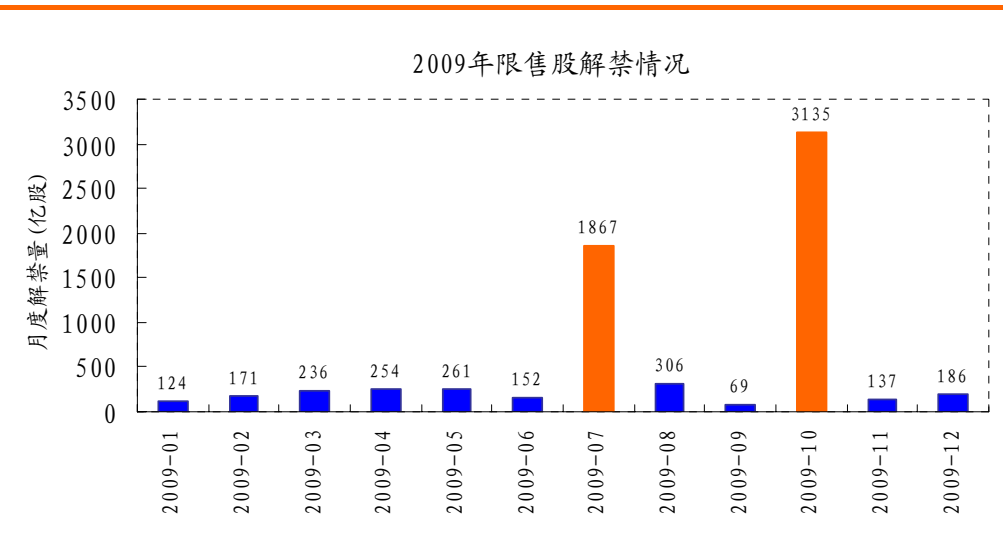
错误！链接无效。

资料来源：中投证券研究所金融工程组

3.2 未来大小非减持制约股指持续上涨

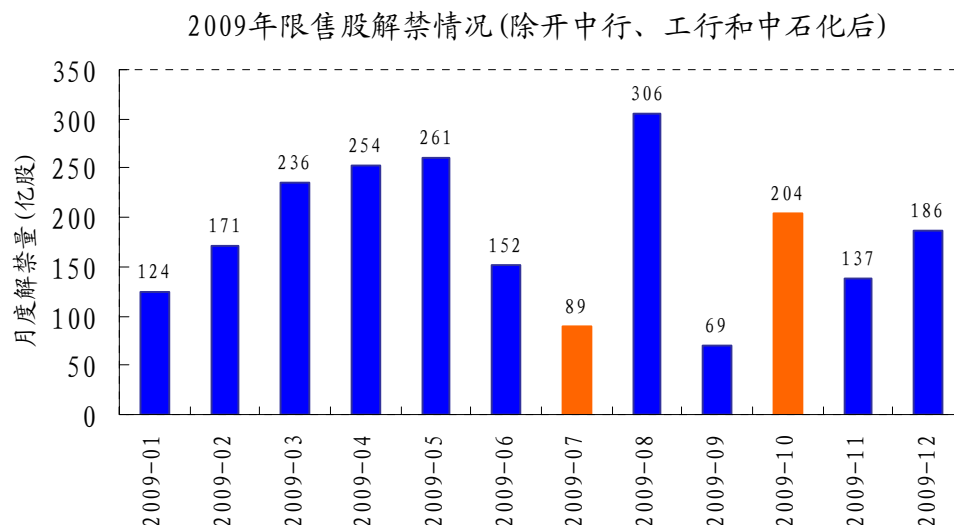
中投金融工程组预计，在经济形势还不太明朗，底部不能确定的时期，大盘有可能反复振荡，不能排除大非有可能在现金流不太充裕的情况下，加大减持其所持其它上市公司股份的行为。

图 55 2009 年限售股月度解禁情况（亿股）



数据来源：中投证券研究所, wind

图 56 2009 年限售股月度解禁情况 (除开中行、工行和中石化后, 亿股)



数据来源: 中投证券研究所, wind

图 57 2009 年限售股月度解禁情况 (亿元)

错误! 链接无效。

数据来源: 中投证券研究所, wind

图 58 2009 年限售股月度解禁情况(除开中行、工行和中石化后, 亿元)

错误! 链接无效。

数据来源: 中投证券研究所, wind

今年是面临大非解禁的年份, 7 月份和 10 月份, 分别迎来中国银行和工商银行的全流通。恰逢财政部颁布《金融企业国有资产转让管理办法》之际, 市场呈现两个明显特点: 1) 大宗交易平台的交易情况较前期更加活跃, 金融服务行业的股票成交额较高; 2) 根据上市公司发布的被减持公告, 自 2008 年 1 月以来, 国有股东的减持占比第 1 次明显超过非国有股东的减持占比; 截至 3 月 18 日, 国有股东 3 月以来减持占比已超过 6 成。

而《办法》的出台在一定程度上规范并约束了上市金融企业的大非的减持行为。

但是如果非金融企业以及小非预期未来相关监管政策会进一步加强的话, 其减持行为有可能加大。

综合以上分析, 我们认为在目前点位大小非减持的压力在逐步增加, 这对股指的持续上涨构成一定的压力。

四、风险因素

1、突破上限的风险因素

如果企业盈利、出口、工业增加值和信贷增长等数据以及政府刺激政策好于预期，上证指数可能有效突破 2400 点的上限。

2、突破下限的风险因素

如果海外经济体衰退幅度超出预期、美元贬值幅度和时间超出预期，上证指数有可能突破 1900 点到 2000 点的下限。

如果资本市场制度改革（新股发行）启动阶段信息不对称，叠加大小非减持数据超预期造成的市场恐慌也可能令股指出现大幅波动。

第三部分 行业配置：盯住景气度、兼顾基本面、技术面

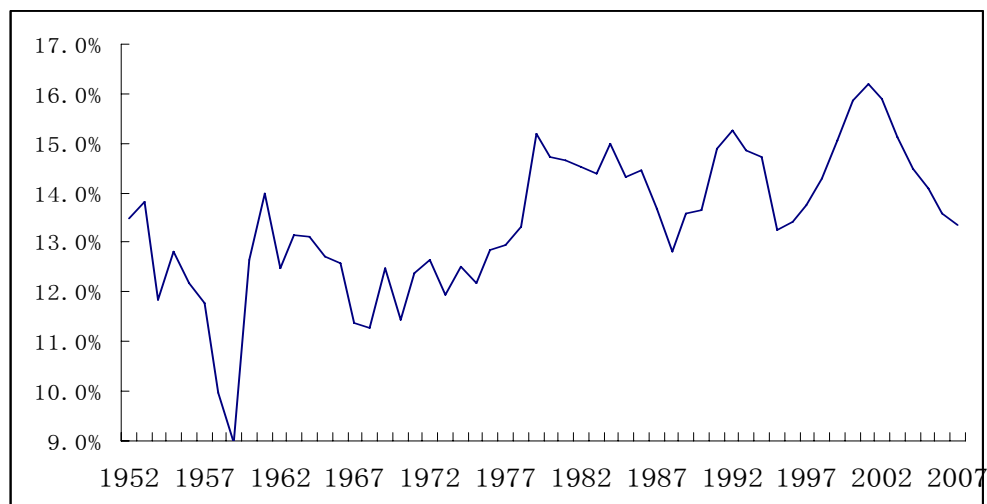
二季度充裕的流动性、强烈的政策预期和逐渐增加的基本面压力将共同对股指运行产生影响。我们判断二季度股指将以震荡为主，行情演绎由乐观预期推升到乐观预期与谨慎预期交替主导，然后进入新一轮单边预期主导的状态。四至五月份上证指数在 2000 点到 2600 点震荡的可能性比较大。六月份后股指有可能存在方向性突破。

基于这一判断，在二季度行业配置中，我们对与预期相关的因素（景气度）给予较高的配置权重（60%）。另外我们认为二季度乐观预期推升的动力在逐步减弱，因此与估值相关的基本面因素以及相对涨跌幅等技术面因素也应该在行业配置中占据一定的权重（40%）。

一、盯住景气度

在经济逐步见底、缓慢复苏阶段，与预期高度相关的因素更多地来自于对行业景气的预期。而在这一阶段，对行业景气的预期主要来自于政府政策驱动，而非盈利增长驱动。因此我们建议二季度的投资主线仍然是“盯住景气度”。

图 59：我国政府支出占 GDP 比重（%）



资料来源：CEIC、中投证券研究所

1、从三大需求的角度看，各相关行业的景气度各不相同：

1.1、外需继续恶化、低配出口相关行业

从出口的预测数据看，二季度的外需将继续恶化。外需暴露度高的行业的景气度在二季度仍将处于低迷状态。而为外需暴露度高的行业提供原材料的中上游行业的景气度也将持续承受压力。

1.2、消费难有起色、标配消费行业

我们预测二季度汽车消费可能再度低迷；通缩态势可能抑制居民的非耐用品消费。从消费预期和消费能力上看，目前消费者信心指数和居民收入增速都在低位徘徊。二季度消费类行业景气度难以出现实质性跃升。

1.3、投资要看政府、超配政府需求拉动行业

1.3.1 制造业投资存在大幅下滑风险

2009 年出口需求继续低迷将导致制造业投资存在大幅下行的风险。国内制造业固定资产投资与当期出口增速相关性较高，在全年出口同比下跌 14% 下，制造业投资将出现同比下降 5-10%。与此对应，为制造业、尤其是外需导向的制造业提供资本品的中游设备制造业，如通用设备和机床等行业在二季度也将开始承受压力。

图 60：制造业投资与出口走势相关性高

错误！链接无效。

资料来源：中经网、中投证券研究所

图 61：1-2 月，制造业投资开始低于整体投资增速

错误！链接无效。

资料来源：Wind、中投证券研究所

1.3.2 地产投资在二季度仍处低位

一季度，商品房成交量出现回暖。其中，今年前2月商品房销售面积同比下降0.3%，比08年底-19.7%的跌幅明显收窄，是08年来的最小跌幅。由于住宅成交量领先于房地产投资有6个月左右的时间，一季度成交量的回暖将体现于下半年房地产投资增长。而且住宅成交量回暖能否持续仍需要进一步观察。因此，二季度，受开发商资金紧张与商品房较高存货水平影响，房地产开发投资仍存在进一步下滑风险。

从成交量回升的角度判断，房地产行业的景气度渡过了最差的时期。我们建议超配走出景气低谷的地产行业。

而从地产开发投资仍处低位的角度判断，与房地产行业相关的上游建筑、建材和相关建筑设备行业距离进入景气状态还有一段时间。

1.3.3 政府投资仍将主导二季度投资

二季度在制造业和地产投资未能启动的情况下，基于逆周期的政策考虑，政府投资仍将是投资的主导力量。因此与政府投资密切相关的行业仍将处于景气度较高的水平。

根据三大需求在二季度的情况来看，我们认为投资需求中的政府投资部分是拉动相关行业景气度的最重要动力。而消费需求相对好于出口需求。

2、盯住政策

从1998年的经验看，政府投资有前高后低的趋势，这对1999年的经济增长造成一定的负面影响。如果此次政府吸取了上次的经验的话（从目前的情况来看，我们认为这种可能性比较大），政府有可能通过两种手段去改变过于极端的“前高后低”的情况，以保证2010年的经济不至于出现1999年时的状况。

手段一：进一步的财政刺激计划。我们判断在6月份左右：如果“4万亿刺激计划”的效果不明显，那么政府可能出台进一步的财政刺激计划。而从市场预期的角度看，除了前期投资者对“李德水讲话”和“贾康讲话”存在积极预期外，目前市场预期4月份政府有可能就会根据一季度的经济数据对新的财政刺激计划做出安排。

如果政府出台进一步的财政刺激计划，我们认为除了基础设施建设外，民生和医保方面的投资将在新的刺激计划中占有比较大的比重。这是因为，如果政府出台新的财政刺激计划，其直接原因是原有的“4万亿”计划效果未如理想。而效果不理想的原因，除了数量上的因素之外，结构也是很重要的一个因素：因为基础设施建设的投资本身并不创造最终需求。因此政府未来的进一步刺激经济计划将会把更多的权重放在最终需求的刺激上。

手段二：其它经济刺激计划。我们认为在进一步的政府财政刺激计划之外，在其它的经济刺激计划中，对房地产投资的刺激计划对经济的拉动效果最为明显。这和我们在上面的判断的逻辑相同：下一步的刺激经济需要启动最终需求，而房地产是当前居民最为刚性的需求之一。因此我们判断在6月份左右，如果“4万亿刺激计划”的效果不明显，那么政府可能在出台进一步财政刺激计划的同时，也出台进一步的其它经济刺激计划，而房地产投资有可能是重点之一。

因此，在二季度的行业配置上，“盯住景气度”的关键是要“盯住政策”。而政府政策驱动来自国内政府政策驱动和海外政府政策驱动两个方面。

2.1、国内政府政策驱动

国内政府政策驱动对行业景气度的影响又分为两个层面，一是已经出台政策的影响；二是政策预期的影响。

2.1.1 已经出台政策的影响

已经出台的政府政策包括“4 万亿”以及“10 大产业振兴计划”等将在二季度对相关行业产生即期影响，而其影响主要表现为对行业收入和利润的正面贡献上。我们认为除了民生重点医保将有重大机会外，这些政策效果最显著的仍然是基建投资领域。与政府政策拉动相关的设备制造和服务行业将是明显受益的行业。

2.1.2 政策预期的影响

预期影响包括市场通过各种信息渠道形成的政策预期以及政府已经出台相关规划但尚未细化的政策形成的预期。这些预期在二季度对行业景气度尚未构成实质性利好影响，但是在市场情绪高涨的时候，这些预期会成为主导阶段性行情的重要力量。我们将这类预期影响归结为主题投资带来的机会。

2.2 海外政府政策影响

海外政府政策对国内资本市场的影响主要体现在其货币和财政政策对资本市场的影响，主要是股票市场和大宗商品期货市场的影响；以及其实体经济刺激政策对国内实体经济的传导作用。

在二季度，我们认为海外政府货币财政政策对大宗商品期货市场的影响，将是其影响我们资本市场的最重要的因素。我们宏观团队认为，今年中期可能出现美元和原油、大宗商品同涨的情况：在信贷危机稳定和经济露初好转迹象的期间，过剩的流动性会推高大宗商品价格直至通胀压力形成；另一方面，欧盟和日本经济复苏滞后美国。在美国下半年出现复苏迹象后，美联储下半年内将回收流动性，甚至年底内加息，这些都是推动美元走强的因素。由于缺乏经济增长动力而流动性又相对宽松，未来几年或重现 70 年代的反复滞涨，只不过程度要轻

这些预期在短期内将给相关大宗商品上市公司带来股价上涨的催化剂（虽然暂时没有看到明显的大宗商品需求反转迹象），并形成交易性机会。但是其持续时间和波动幅度难以从基本面角度去做可靠的分析预测。

而从中期的角度看，反复滞涨将给投资者带来很大的负面预期。而美元的走强也将令包括中国在内的新兴市场资金向美国回流，对股票市场形成一定的负面心理预期。这些因素都对股指构成向下压力。

2.3 二季度主题投资建议

具体到二季度的主题投资机会，经过宏观策略、行业和销售（市场）部门的深入讨论，我们认为主题性事件的确定标准为对市场的影响、推出的时间

顺序和对实体经济的影响。由于使用 3 个标准进行打分排名，因此主题投资机会的选择不会按照单一顺序进行排序。

我们分别给予市场影响、时间顺序和对实体经济效果 60%、25%和 15% 的权重。

市场影响方面，主要考虑市场是否已经充分预期该类投资机会。由于本课题以主题投资机会为标的，因为我们给予较高的权重：60%。市场对进一步财政刺激政策在消费、民生方面的投入的预期还不是非常充分，我们将其列为市场影响之首。其它事件市场均或多或少有所预期。

事件发生的时间顺序对市场预期和主题性投资机会的影响也较大，我们给予 25%的权重。

对实体经济的效果在主题性投资机会中的权重较小：15%。

收购兼并作为资本市场永恒的话题，在我国更多地体现为央企整合和整体上市；该主题投资贯穿牛熊市，因此我们觉得必须将其加入 2 季度投资主题之中。同时由于对该主题市场早有预期，因此在市场影响上我们给予较后排名；而基于自下而上的特点，我们对该主题的实体经济效果和时间顺序也给予较后的排名。但是从自下而上的角度看，个股的并购预期及其实施带来的超额收益不容忽视。

我们对主题投资机会进行了打分排名，并在该主题投资机会项下按照受主题影响程度从高到低进行行业排序，最后由行业研究员给出对应上市公司资料。（具体上市公司名单请参考附录）

图 62：二季度主题投资机会

	主题性投资机会及理由	相关的主要行业（按各行业受主题影响程度从高到低）	总体得分	市场影响	时间顺序	实体经济效果
			100%	60%	25%	15%
1	进一步财政刺激： 如果海外经济持续恶化而中国经济复苏趋势不明朗，那么在4月份G20峰会、胡锦涛奥巴马会面前我国政府可能出台新的财政刺激计划；如果4月份没有出台相关刺激经济政策，下一个时间窗口将是6月左右。到6月份，将能看到4万亿财政刺激的实际效果，与此同时，海外经济体能否如期复苏也可见端倪。 如果4万亿刺激的效果到6月份仍然不明显，那么政府将启动市场一直预期的新的大规模财政刺激计划。与4万亿刺激计划相比，我们认为新的刺激计划在包括新的基建投资规划的基础上，会将资金运用的比例更多地放在民生和消费的刺激上面。	消费、民生（医药）为重点，同时关注财政投资拉动	1.00	1.00	1.00	1.00
2	资本市场制度变革：钢铁期货推出、新股发行、创业板、融资融券和股指期货	券商、期货经纪商 金融软、硬件行业	2.30	2.00	2.00	4.00
3	地方政府促进区域地产发展	区域地产（地产、建材）	3.45	4.00	3.00	2.00
4	创业板推出	创投公司	3.55	3.00	4.00	5.00
5	自主创新：政府工作报告在4万亿投资计划中加大了该项投入	科技、通讯（3G）、节能环保、 新能源（如聚光太阳能）、 生物科技（如胚胎干细胞）	5.80	6.00	7.00	3.00
6	上海世博会、迪士尼建设	区域建设（地产、建材）	7.00	7.00	7.00	7.00
7	国庆阅兵	军工	6.50	5.00	8.00	10.00
8	区域经济一体化（粤港澳）	区域金融、 区域建设（地产、建材）	7.45	8.00	7.00	6.00
9	与台湾更紧密经贸关系	区域交通、区域建设	8.50	9.00	7.00	9.00
10	广州亚运会建设	区域建设（地产、建材）	8.95	10.00	7.00	8.00
11	央企整合	金融、钢铁、有色、机械等占国民经济主导地位的行业	10.25	11.00	8.00	11.00
12	整体上市	自下而上寻找标的公司	11.00	12.00	8.00	12.00

资料来源：中投证券研究所

2.4 行业景气综合判断

基于上述分析，在二季度行业配置上，我们从政府-民间、内需-外需两个维度对 GICS 二级行业进行景气度划分如下：

图 63：二季度各主要行业受益景气判断



资料来源：中投证券研究所

上图中第一象限是明显受益于政府政策拉动和内需拉动的行业。第四象限是主要受益于内需拉动的象限，这个象限中的行业虽然受到一定程度的政府政策支持，但是其需求的主要动力仍然来源于民间需求。第三象限中的行业受外需的影响最大。

在对政府未来财政拉动的预期中，我们认为政府将更大比例地把资金用于民生和消费方面。因此在二季度我们继续看好医药行业。

根据盯住政府财政拉动这一投资主线，投资者需要重点关注上图中第一象限内的行业以及第四象限中接近第一象限的行业，即浅红色区域内的行业。

对于第四象限中的浅黄色区域内的行业，我们认为其受外需冲击的程度较小，如果政府财政刺激对内需启动的效果逐步显现，而其行业估值相对合理的话，也值得投资者关注。

对于上图中浅蓝色区域内的行业（除航空外）都在较大程度上受到外需减弱的冲击。由于二季度的出口形势严峻，我们认为这些行业在二季度外需减弱的冲击下，行业景气度受到负面影响较大，建议投资者规避相关行业。而对于航空行业，我们认为其虽然属于内需拉动的行业，但是在经济低迷的情况下，它是内需启动的晚周期行业，因此在二季度我们也建议低配。

二、兼顾基本面、技术面因素

我们预计二季度行情仍将以预期为主导，因此在行业配置上，对行业景气度的因素给予了较高的权重因子。但是考虑到预期推升的作用减弱后，基本面和技术面的因素的作用有可能加强，因此在行业配置考虑上，我们建议必须关注基本面和技术面因素。

从我们对各行业进行的基本面和技术面正态分布打分排序的情况来看，周期性行业（除金属、非金属和采矿业外）的得分相对较高，而内需导向的行业得分相对较低。从基本面和技术面正态分布打分排序的角度，我们把排名前 20% 的行业列为超配，后 20% 的行业列为低配，中间的行业列为标配。

这种排序的结果与我们前面提到的以行业景气度的排序结果形成了一定的背离。我们的最终的行业配置建议是建立在两种分析维度的综合判断上做出的结论。

图 64：从基本面和技术面进行的正态分布打分排序

GICS_二级分类	基本面、技术面正态分布打分排序	配置建议
纺织品、服装与奢侈品	2.293	超配
造船	2.290	超配
航空Ⅲ	1.892	超配
钢铁	1.572	超配
海运Ⅲ	1.400	超配
公路与铁路运输	1.398	超配
石油天然气设备与服务	1.383	超配
建筑与工程Ⅲ	1.369	超配
电信服务Ⅱ	1.331	标配
多元金融	1.204	标配
家庭耐用消费品	0.839	标配
银行	0.809	标配
工业机械与机床	0.724	标配
纸与林木产品	0.687	标配
工程机械	0.644	标配
交通基础设施	0.635	标配
食品与主要用品零售Ⅱ	0.539	标配
电气设备	0.419	标配
食品、饮料与烟草	0.373	标配
综合性石油天然气	0.048	标配
汽车与汽车零部件	0.003	标配
房地产	-0.026	标配
电力	-0.179	标配
制药、生物科技与生命科学	-0.237	标配
零售业	-0.513	标配
煤炭与消费用燃料	-0.528	标配
公用事业Ⅱ	-0.561	标配
保险Ⅱ	-0.734	标配
建材Ⅲ	-0.826	标配
贸易公司与工业品经销商Ⅲ	-1.087	标配
技术硬件与设备	-1.158	低配
化工	-1.638	低配
综合类Ⅲ	-2.097	低配
媒体Ⅱ	-2.451	低配
消费者服务Ⅱ	-2.548	低配
软件与服务	-2.826	低配
航天航空与国防Ⅲ	-3.434	低配
金属、非金属与采矿	-4.556	低配

资料来源：中投证券研究所

三、投资建议

预期就像本杰明-格拉厄姆在《聪明的投资者》一书中形容的“市场先生”，其情绪变幻莫测、容易陷入极度乐观或者极度悲观的氛围中。这与二季度的行情存在着相似性：我们认为二季度股指以震荡为主，行情演绎由乐观预期推升到乐观预期与谨慎预期交替主导再到单边预期主导。

二季度充裕的流动性、强烈的政策预期和逐渐增加的基本面压力的综合作用将给股指运行带来明显的震荡。因此我们建议在投资策略上，要顺势而为、优化“市场先生”的力量。

在6月份左右，市场对国内“4万亿”财政刺激效果和海外复苏迹象的逐步明朗化，市场存在变盘的可能性。因此我们在行业配置建议上也分为两个阶段去考虑：4-5月份和6月份以后的配置建议。

1、4-5月份行业配置建议

综合景气度和基本面、技术面两个维度的分析结果，我们得出的行业配置建议如下：石油设备和服务、工程机械、房地产、煤炭、医药、银行、券商、和公用事业。由于行情反复震荡的特点，我们会根据行业估值情况每月调整一次行业配置建议。

图 65：综合行业配置建议

行业	景气度维度	基本面、技术面维度	综合
石油天然气设备与服务	超配	超配	超配
工程机械	超配	标配	超配
房地产	超配	标配	超配
煤炭与消费用燃料	超配	标配	超配
制药、生物科技与生命科学	超配	标配	超配
银行	超配	标配	超配
多元金融	超配	标配	超配
公用事业 II	超配	标配	超配
保险 II	标配	标配	标配
电力	标配	标配	标配
食品、饮料与烟草	标配	标配	标配
综合性石油天然气	标配	标配	标配
食品与主要用品零售 II	标配	标配	标配
建筑与工程 III	标配	超配	标配
电信服务 II	标配	标配	标配
公路与铁路运输	标配	超配	标配
家庭耐用消费品	标配	标配	标配
工业机械与机床	标配	标配	标配
零售业	标配	标配	标配
纸与林木产品	标配	标配	标配
交通基础设施	标配	标配	标配
电气设备	标配	标配	标配
钢铁	标配	标配	标配
汽车与汽车零部件	标配	标配	标配
媒体 II	标配	低配	标配
建材 III	标配	标配	标配
贸易公司与工业品经销商 III	标配	标配	标配
技术硬件与设备	低配	低配	低配
航天航空与国防 III	超配	低配	低配
化工	低配	低配	低配
综合类 III	低配	低配	低配
消费者服务 II	低配	低配	低配
金属、非金属与采矿	低配	低配	低配
软件与服务	低配	低配	低配
纺织品、服装与奢侈品	低配	超配	低配
造船	低配	超配	低配
海运 III	低配	超配	低配
航空 III	低配	超配	低配

资料来源：中投证券研究所

对于在基本面和技术面正态分布打分中排在后 20%区间的行业，我们建议给予谨慎的态度。因此对航天航空和国防行业，虽然从景气度的维度分析，其属于超配范畴，但是考虑到其基本面和技术面因素，我们还是在最终的综合建议上给予了低配的建议。

另外一个分歧较大的行业是金属、非金属和采矿行业，虽然从景气度（需求）的角度和基本面、技术面的角度来看，其都属于低配的范畴，但是从近期美元走强后市场对该行业的追捧力度来看，其表现更像是超配的范畴。我们从 3 月 16 日以来的配置跑输基准权重配置的主要原因也在于低配了该行业。结合自上而下的景气度判断和自下而上的行业分析师判断，我们在二季度仍然维持该行业“低配”的建议，但是出于短期内市场对该行业的预期可能持续强势的原因，减少了其低配的比例。

图 66：4-5 月份行业配置建议

行业	总市值(亿元)	流通市值权重	相对超/减配比例	组合权重
石油天然气设备与服务	1090.15	0.66%	24.87%	0.82%
工程机械	1048.55	1.37%	21.20%	1.66%
房地产	7306.56	7.00%	10.00%	7.70%
煤炭与消费用燃料	8643.43	3.30%	9.38%	3.61%
制药、生物科技与生命科学	4148.90	4.37%	7.82%	4.71%
银行	43279.39	12.67%	3.38%	13.10%
多元金融	4166.70	4.00%	2.13%	4.08%
公用事业Ⅱ	1260.19	1.24%	1.50%	1.26%
保险Ⅱ	9840.47	3.38%	0.00%	3.38%
电力	5744.33	4.41%	0.00%	4.41%
食品、饮料与烟草	5423.83	4.67%	0.00%	4.67%
综合性石油天然气	28779.33	2.52%	0.00%	2.52%
食品与主要用品零售Ⅱ	775.92	0.69%	0.00%	0.69%
建筑与工程Ⅲ	3306.42	1.80%	0.00%	1.80%
电信服务Ⅱ	1175.07	0.91%	0.00%	0.91%
公路与铁路运输	1982.88	1.22%	12.94%	1.38%
家庭耐用消费品	1836.61	1.87%	0.00%	1.87%
工业机械与机床	3878.01	2.59%	0.00%	2.59%
零售业	2591.07	2.93%	0.00%	2.93%
纸与林木产品	766.93	0.67%	0.00%	0.67%
交通基础设施	3467.57	2.39%	0.00%	2.39%
电气设备	3490.37	2.41%	0.00%	2.41%
钢铁	5644.45	4.66%	0.00%	4.66%
汽车与汽车零部件	2752.71	2.20%	0.00%	2.20%
媒体Ⅱ	715.07	0.85%	0.00%	0.85%
建材Ⅲ	1952.25	1.78%	0.00%	1.78%
贸易公司与工业品经销商Ⅲ	877.12	0.91%	0.00%	0.91%
技术硬件与设备	3278.71	3.40%	-5.75%	3.20%
航天航空与国防Ⅲ	632.34	0.49%	-8.04%	0.45%
化工	6026.77	4.57%	-8.13%	4.20%
综合类Ⅲ	2100.11	2.43%	-10.41%	2.18%
消费者服务Ⅱ	874.21	0.73%	-12.65%	0.64%
金属、非金属与采矿	7855.54	4.60%	-12.97%	4.00%
软件与服务	1117.44	0.89%	-14.03%	0.76%
纺织品、服装与奢侈品	1935.57	1.63%	-14.22%	1.40%
造船	430.82	0.17%	-18.63%	0.14%
海运Ⅲ	2520.35	1.46%	-23.05%	1.12%
航空Ⅲ	1376.41	0.44%	-31.66%	0.30%

资料来源：中投证券研究所

2、6月以后行业配置不确定性增大

由于市场普遍预计一季度经济数据不乐观，而把二季度数据（投资者可能重点关注 GDP、工业增加值、工业企业利润、销售以及就业等数据）作为未来经济趋势判断的重要指标。从目前来看，这种预期存在不确定性。与此相应，对于6月和以后的行业配置思路也存在多种可能性。

我们认为，与海外经济体复苏预期相比，国内投资者更关心国内经济在6月左右是否显示明显的复苏预期，尤其是4万亿刺激的具体效果，以及政府对国内经济复苏的判断和进一步的政策措施。因此在6月及以后的行业配置中，建议投资者更关注国内政策刺激引发的预期推动效果。

图 67：二季度数据引发不同预期下的多种行业配置选择

4万亿刺激效果	美国复苏	上证指数	国内政策刺激预期	可能性
符合预期	符合预期	震荡向上、 底部逐步提高（2000点到 2600点）	细化既有政策，不会有新 的大规模刺激计划出台	高
符合预期	低于预期	剧烈震荡（在2000点到 2600点）	继续出台刺激出口政策	
符合预期	好于预期	震荡向上、 底部提高的速度加快 （2400点--2600点）	细化既有政策，不会有新 的大规模刺激计划出台	
好于预期	符合预期	进入2600点到2800点区间	细化既有政策，不会有新 的大规模刺激计划出台	
好于预期	低于预期	震荡向上、 底部逐步提高（2400点到 2600点）	细化既有政策，不会有新 的大规模刺激计划出台	中
好于预期	好于预期	展开新一轮预期推动的 大幅上涨行情	细化既有政策，不会有新 的大规模刺激计划出台	
低于预期	符合预期	宽幅震荡	出台新的财政刺激政策， 偏重刺激内需	
低于预期	低于预期	向下突破1900点， 寻找新的估值中枢	出台更大规模的全面刺激 经济政策	
低于预期	好于预期	围绕2152点估值中枢震荡	出台新的财政刺激政策， 偏重刺激内需	低

资料来源：中投证券研究所

由于我国金融业基本没有遭受冲击，政府对经济刺激政策的决策和实施相对比较及时有效，内需仍有很大的提升空间，因此我们对国内经济复苏预期的可能性从高到低的排序是：符合预期、好于预期、低于预期。

在此轮经济危机冲击程度大、波及范围广，在“去杠杆”、“去产能”和“去库存”的大环境背景下，海外市场内生需求难以迅速恢复，而政府支出的可持续性有待观察。因此我们对海外市场复苏预期的可能性从高到低的排序是：符合预期、低于预期和高于预期。

我们认为对国内资本市场而言，国内复苏预期的影响力要大于海外复苏预期的影响力，国内因素是主导因素。

因此在上图的9种可能的行业配置选择中，我们认为第一种（浅红色区域）是基本的情景假设。

为及早对“黑天鹅事件”有所准备从而把握未来可能出现的投资机会，我们建议投资者必须关注海内外经济增长低于预期、政府进一步财政刺激政策对市场预期和实际走势的影响。

同时我们建议投资者密切关注海内外宏观数据，不断修正对未来经济形势的判断，从而对上图的各种情景假设做出预判，进而确定行业配置思路。

3、行业分析师观点汇总

图 68：二季度行业分析师观点汇总（1）

行业	要点	推荐公司
机械	工程机械一季度环比上升，同比有所下降，超配，机床标配。 船舶：低配	中联重科、三一重工
房地产	1季度各大城市楼市成交持续活跃，多个城市成交量创出08年来新高，被压制1年半的刚性需求在逐步释放，春季销售旺季已拉开序幕，各地春季房展会将进一步促使成交量释放。我们维持3月份-5月份楼市成交量同比和环比持续向好的判断。行业先行指标资金来源增速已从08年10月的-25%快速回升到1-2月份的6.9%，超出预期，此前我们在09年年度策略报告中预计房地产行业资金来源增速和投资增速将在09年2季见底，现在调整房地产资金来源增速08年10月已见底，2009年1季度房地产投资增速将见底的判断。考虑3000亿元保障性住房新增投资后，我们预计上半年房地产投资增速为7.6%，下半年30.4%，全年20.6%。二季度房地产板块在行业数据持续向好的背景下仍有超额收益，维持超配。	泛海建设、苏宁环球、冠城大通、中华企业
煤炭行业	受行业减产、停产和需求回升，一季度煤炭行业供求基本平衡，煤价由去年四季度低位出现小幅度回升，煤炭股价“折价”明显下降，预期二季度，受中小煤矿复产进程和国外进口煤炭影响，二季度煤炭行业供求关系存在较大的不确定性，煤价存在下行压力，考虑二季度煤炭行业估值水平和行业基本面的不确定性，给予二季度煤炭行业“中性”评级。考虑下半年煤炭行业基本面将好于下半年，二季度将中长线投资者是建仓的重要时期。	西山煤电、开滦股份、大同煤业、国投新集
医药	坚持需求释放以及产业集中的主线，抓住三大投资机会：1、医改带来的机会，尤其是受益于基本药物目录的公司；2、创新型药物可能有突破，不受估值限制的生物制药板块；3、关注产业整合所带来的机会。	长期配置恒瑞、恩华、一致、云南白药、天坛等，短期参与上实、万东、太极等。
银行	从行业基本面看，生息资产规模的超预期扩张很难抵补息差收窄对净利息收入带来的影响，2009年中间业务的正增长也面临不确定性，在营业费用刚性增长的前提下，拨备前利润很难获得正的增长；唯一可以欣慰的是，贷款的放量投放增加了市场流动性，在整体货币政策宽松的背景下，企业的资金链紧张程度得到缓解，不良贷款率的上升或许将低于我们的预期，我们预计上市银行一季度业绩同比将是数个位数的负增长。从行业估值看，行业的平均PE与PB估值水平均是最低的板块之一，因此我们认为在整体流动性充裕的条件下，银行业存在阶段性的投资机会，特别是二季度基本面数据有良好表现的话，行业的估值有进一步提高的机会。	建行、交行、浦发、深发展、招行、华夏
证券	由于券商具有强周期的特征，关注的资金较多，我们认为，二季度券商股仍有交易性机会。而这波交易性机会或将由创业板、融资融券、股指期货等事件驱动，因此建议关注资本实力比较强、受益比较大的券商，首选中信证券，海通证券次之。	中信证券、海通证券

资料来源：中投证券研究所

图 69：二季度行业分析师观点汇总（2）

通讯设备	因为capex支撑，业绩有保证，全年20%以上增长。	中兴通讯、三维通信、中天科技
石油、天然气	油价2季度由于需求调整阶段性平衡以及投机因素加强和美元贬值3个原因，阶段性上涨，好于1季度，均价在50-55之间，从08-11的大周期来看，石化处于从周期底部向上走的阶段，具有长期投资价值，推荐在大周期中Beta大于1的中石化和辽通化工。	中石化、辽通化工
电讯运营	依推荐排序：中国电信、中国联通>中国移动，目前估值在20-25X。虽然中国移动业绩没有问题，但更加看好中国电信和中国联通，主要原因3G网络推广，股价有催化剂作用，中国移动没有。	中国联通
保险	预计09年低息环境持续，寿险公司的成本大幅下降，业务趋于收缩，盈利能力将会显著改善。因此，09年寿险股作为防御配置的股票十分合适。但由于寿险公司内含价值的长期利差假设的实现与业务策略能否跟随债券市场变化进行调整有关，我们也建议投资者高度关注寿险公司在09年可能采取扩张业务策略带来的风险。目前我们对三只保险股的投资排序具体为：国寿（推荐）>平安（推荐）>太保（中性）。	中国人寿、中国平安
汽车	09年前一季度销售量虽然大有增加，但一季度是积累了抑制的需求，是政策刺激所致，担心二季度的销量有可能受到一季度的透支问题，而且原油价格的上升可能会压制销售。 重卡方面,3-6月份是销售旺季，投资上基于对政策的预期。	中国重汽、潍柴动力
旅游	09年10%增长，关注主题性投资机会：世博会、海南、国民休闲旅游计划	黄山、锦江、中青旅
钢铁	钢材价格击穿前期低点，部分品种回落到5年水平。预计2季度钢价在需求逐步提升的带动下将会在震荡中缓慢回升，钢铁企业盈利能力会有一定程度的改善，2季度钢企业绩依然微利，下半年在国家巨额投资和国外需求好转带动下，供需状况会得到改善。	新兴铸管、宝钢、武钢、鞍钢、唐钢
建筑建材	我们认为在“去产能化”完成以前，水泥行业盈利明显回升的难度较大，而“去产能化”阶段有望在上半年完成。目前市场的预期过于乐观，所以在水泥价格短期内低于市场预期预期的情况下，水泥板块出现持续性的上涨较难，建议标配。 建筑类企业市场预期比较充分，可标配。	海螺型材、*st双马、南玻A
食品饮料	二季度关注啤酒，长期看好高端消费品	青啤、燕啤、茅台、张裕
电力设备	整体二季度和一季度差不多，行业没有超预期的因素出现，一季报业绩在预期之中，行业机会不多。关注由于主题投资带来的个股机会。行业事件关注五月份特高压行业会议以及国网第三、四次招标情况。	思源电气、国电南瑞
新能源	风电相对确定增长，未来三年30%的复合增长率，估值合理。光伏国内政策面支持力度加大，相对有机会。	天威保变
零售贸易	消费者信心指数持续下滑、消费信心的恢复需要一个过程，行业景气仍处下行周期。房地产成交回升有望使苏宁电器的09上半年内生增长超过大家原先悲观预期。	南京中商、苏宁电器、新世界。
家电	需求受制，大宗原材料价格下降带动下毛利率可能上升，关注至下而上的机会，关注小天鹅及海信盈利改善带来的机会，持有龙头公司	小天鹅A、海信电器、格力电器
农业		广州冷机

资料来源：中投证券研究所

图 70：二季度行业分析师观点汇总（3）

传媒	有线数字电视行业-看好：各地区数字整转继续推进，ARPU值增长不会太大，有线数字电视用户规模扩大推动行业收入增长。	博瑞传播、广电网络、北巴传媒
	广告行业-中性：宏观经济下行，广告业整体投放量有下降压力，预计增幅为8%左右，各地区各类不同形式广告情况差异较大。	
	出版行业-中性：行业内生性增长不大，跨区域并购、打造大规模出版集团将是未来行业发展的必然趋势，政策如何有效推动行业发展将是关注重点。	
	投资策略：防御为主，关注主题。	
	增长确定的公司，推荐：博瑞传播、广电网络、北巴传媒。天威视讯估值已较高，暂不推荐。	
	主题投资（资产注入、并购重组、世博会）：电广传媒、东方明珠、出版传媒。	
电子	总体不乐观不悲观，等待调整机会下的行业成长空间大、未来1-2年增长确定性相对高的公司。	远望谷
军工	主题性投资机会，整合概念	哈飞股份、航空动力、中国卫星、火箭股份
化工	大宗化工产品将面临二次去库存化压力，期待石油等上游大宗原材料价格回落，盈利方面仍然看精细化工。由于一季度化工产品的销售和价格都是超预期的，是非正常的需求拉动，因此二季度化工板块或将出现回调行情，二季度应该是布局精细化工领域的又一良机。首推蓝星新材，一季报虽还不会理想，但下半年产能集中释放，成长性很强，并集团整体上市资产重组概念。	蓝星新材、沙隆达、金发科技
有色		
软件/特种材料	需求低迷、成本上升，计算机硬件尚未走出低谷：2008年，我国规模以上计算机行业实现销售收入17134亿元，同比增长7.3%，计算机产量占全球比重超过四成。2008年规模以上计算机行业实现利润同比下降0.9%，比1-8月增速下滑8.7个百分点；亏损企业亏损额从年初同比下降40%转为年末同比增长47.7%，主要原因是成本上升，需求显著放缓、产品价格大幅下调，国际金融危机对计算机市场冲击很大，外部需求减少导致产业发展后劲不足，我国计算机产业在全球产业分工中以加工组装为主，产品出口比重很大，08年四季度订单金额平均下跌20%，月均产量同比下降30%，振兴计划为产业发展带来难得的机遇，为国内企业结构调整和市场拓展提供了有利条件。预计2009年我国计算机行业发展将有所放缓，全年收入增长6%。	宏图高科、安泰科技、用友软件
	软件行业关注行业应用需求和企业整合。我国软件企业主要面对应用市场，政府、金融、电信等领域占据市场需求50%左右，这些行业的应用需求将保持我国软件企业的稳定增长，我国软件企业规模远逊色于国外软件巨头，1000人以上的软件企业则非常少，我们预计软件企业收购兼并及整合是未来5-10年的行业发展特征。	
纺织服装	二季度，国外纺织服装有去库存接近尾声的趋势，外销型企业有望订单增加，需密切关注。目前仍看好大型纺织服装企业（纺织振兴细则出台有望获得更多实惠），如：鲁泰A、伟星股份。但是整个行业仍为中性。	鲁泰A、伟星股份
交通运输	铁路分铁路装备制造和铁路运营两个板块。相比货运，客运业绩增长有保证，防御性较强，货运的大秦铁路一季度同比下滑20%。铁路装备中的中国南车和晋西车轴增长前景都比较明确，市场也已充分反映这一共识，估值水平合理，考虑到可预期性比较强，仍维持推荐。高速公路/机场/航空/港口/海运暂时没有覆盖。海运总的来说周期性较强，波动性大，低配。	广深铁路、铁龙物流、中国南车、晋西车轴

资料来源：中投证券研究所

附录

图 71：二季度主题投资机会对应的重点上市公司

	主题性投资机会及理由	相关的主要行业（按各 行业受主题影响程度从 高到低）	具体细分行业	受主题影响较大的公司（按 受影响程度从高到低）	
				公司	09EPS
1	进一步财政刺激： 如果海外经济持续恶化而中国经济复苏趋势 不明朗，那么在4月份G20峰会、胡锦涛奥巴 马会面前政府可能出台新的财政刺激计划； 在继续财政投资拉动的同时，新刺激计划可 能将重点放在民生和医保上	医药	医药主题投资主要集中在 三类：1、医改；2、基 本药物目录；3、创新药 物。以上主题将涉及50 个以上医药上市公司，这 里不一一列出。	鱼跃医疗	0.80
				复星医药	0.70
				康恩贝	0.37
	进一步财政刺激： 如果海外经济持续恶化而中国经济复苏趋势 不明朗，那么在4月份G21峰会、胡锦涛奥巴 马会面前政府可能出台新的财政刺激计划； 在继续财政投资拉动的同时，新刺激计划可 能将重点放在民生和医保上	消费	(农村农资服务体系的建 立，农民增收是大问题， 农资连锁模式是降低农资 成本的最有效途径，农民 不仅仅需要低成本的农资 资料，还需要科学的技术 服务，国家肯定会大力支 持，中化集团、中农化有 可能会得到国家大力支 持)农药、化肥	ST协和	0.20
				沙隆达	0.40
				江山股份	0.95
	进一步财政刺激： 如果海外经济持续恶化而中国经济复苏趋势 不明朗，那么在4月份G22峰会、胡锦涛奥巴 马会面前政府可能出台新的财政刺激计划； 在继续财政投资拉动的同时，新刺激计划可 能将重点放在民生和医保上	基础设施建设：水泥、建 材、钢铁	钢铁	诺普信	0.85
				新兴铸管（最大的 球墨铸铁管龙头， 收益城市化建设）	0.50
				冀东水泥	0.49
2	资本市场制度变革：新股发行（含创业板）	券商	券商	华新水泥	1.17
	资本市场制度变革：钢铁期货推出	期货经纪商、有期货经纪 业务的券商、钢铁	钢铁	海螺水泥	1.52
	资本市场制度变革：融资融券和股指期货	券商	券商	中信证券	0.70
	资本市场制度变革：融资融券和股指期货	券商	券商	中信证券	0.70
3	地方政府促进区域地产发展	区域地产（地产、建材）		唐钢股份（长材占 比40%，产品结构 灵活）	0.44
4	创业板推出	创投公司		中信证券	0.70
5	自主创新：政府工作报告在4万亿投资计划 中加大了该项投入			中信证券	0.70
	自主创新--科技：	软件			
	自主创新--3G：	通讯设备制造	通讯设备制造	中兴通讯	1.75
	自主创新--新能源：	新能源	新能源	天威保变	0.92
6	自主创新--生物科技：	生物科技			
	上海世博会、迪士尼建设	区域建设（地产、建材）			
	国庆阅兵	军工	军工	航空动力	0.34
				西飞国际	0.35
				哈飞股份	0.33
				中兵光电	0.39
7	区域经济一体化（粤港澳）	地区性银行	地区	北方创业	0.22
				沙河股份	1.14
				华发股份	1.20
				招商地产	1.16
				保利地产	1.35
8	与台湾更紧密经贸关系	港口、航运		万科	0.58
9	广州亚运会	地产	地产	保利地产	1.35
10	央企整合	金融、钢铁、有色、机械 等占国民经济主导地位 的行业	钢铁	深振业	-
11	整体上市	自下而上寻找标的公司	汽车	宝钢股份	0.46
				一汽轿车	0.79
				中化国际	0.55
				600500	
				重庆百货（6007	0.87
				沙河股份	1.14
12			地产	广宇发展	0.16
				渝开发	0.22

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

分析师简介

刘浩波, 中投证券资深策略分析师, 不列颠哥伦比亚大学 MBA, 12 年实业投资、风险投资、股权投资和二级市场投资经验。

许应涛, 中投证券策略分析师, 中国人民大学经济学硕士。擅长证券市场的基本面及技术面分析; 具有丰富的股票和期货投资经验。通过深入的策略分析, 深度挖掘国内 A 股市场中的投资机会。

曹雪锋, 中投证券策略分析师, 经济学博士, 主要研究宏观策略, 产业配置。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434