

# 投资时钟逐步转向经济复苏与通胀预期

## ——第 22 周策略报告

**穆启国**(021) 5010 6020  
muqg@lhq.com**朱俊春**(0755) 8249 2203  
zhujc@lhq.com**戴爽**(0755) 8249 2172  
daishuang@lhq.com

### 投资时钟逐步转向经济复苏与通胀预期

**流动性：**流动性宽松的三个阶段：（1）央行向银行体系和经济注入资金；（2）居民和企业风险偏好增强，使得资金从储蓄逐步转向风险资产；（3）人民币升值导致境外资金开始不断流入。目前处于一、二阶段的交界，即仍以政策驱动的流动性为主，但企业、居民储蓄活期化开始有回升的迹象。

**经济增长与利润：**中国经济从快速下滑逐步走向回暖，（1）3月以来，固定资产投资的民间投资开始有所恢复；虽然民间投资持续性仍待观察，但市场对需求回暖的分歧在逐步减小。（2）房地产投资开始逐步回升。（3）工业生产有望回升。（4）微观企业在经历“去库存”、“补库存”，“二次去库存”反复后，利润开持显现企稳回升迹象。

**通胀：**通胀预期强烈，实际通胀仍较低。这也使得经济政策导向短期不会发生转变。

### 政策真空期没有如期出现：由应急政策逐渐转变为战略布局

5月份政策真空期并没有如市场预期的出现。政府从4万亿投资的应急政策逐渐转向区域经济一体化的战略布局。审视中国改革30年经验教训，制度变革带来的大规模生产要素重新配置是经济发展的主要动力。目前东部、南部、中部、西部地区已经各自赋予国际化、产业承接、基础建设的使命，有望推动经济持续回升。

### A股市场上升趋势没有改变，估值有望向均值回归

在经济回升与流动性维度下四个象限中，只有经济增速回落与从紧货币政策区域A股市场历史收益率为负，其他的区域均为正。并且随着经济增速的逐步回暖，市场收益率逐步在增加。A股市场的投资时钟正在向宽货币、经济企稳、通胀预期转变。虽然目前估值和换手率出现了高位迹象，市场也开始处于反复震荡的均衡阶段，但我们认为经济增速回升带来市场预期的新变化将打破这种震荡均衡，估值向历史均值回归。

### 行业配置主线：复苏、通胀、政策

（1）**收益率曲线陡峭化受益的行业：金融、地产。**流动性进入中期，收益率曲线陡峭化，往往带动金融行业的业绩改善。（2）**需求回升初期选择供给曲线陡峭化的行业：汽车、水泥；煤炭、有色。**需求恢复的初期，供给曲线陡峭的行业能够有更大的价格和利润弹性。陡峭的供给曲线来源于两个方面：其一是产能使用率较高的行业（如可选消费的汽车、资本品的水泥）；其二是固定成本占比较小，营运杠杆较大的行业（如煤炭、水泥）。对于目前市场关心的钢铁来说，自身固定成本占比较高，并且现有产能利用率仍偏低，因此销量的上升还难以导致价格上升空间，当然我们也在密切关注4月房地产投资增速回升是否持续，带动产能利用率的快速回升。（3）**政策带动的行业选择：**定价机制促发的石油石化、文化产业振兴计划催化的传媒。

## 目 录

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>一、投资时钟转向经济复苏与通胀预期 .....</b>     | <b>3</b>  |
| 流动性：货币供给增速上升、风险偏好增加 .....          | 4         |
| 央行的货币供给持续宽松.....                   | 4         |
| 居民和企业的风险偏好逐渐好转.....                | 4         |
| 资金的流动：人民币升值预期（NDF）仍未形成趋势.....      | 5         |
| 经济增长与利润：复苏迹象显现，逐步好转 .....          | 5         |
| 经济复苏进程开始启动.....                    | 5         |
| 利润增速环比开始好转.....                    | 6         |
| 通胀：通胀预期强烈，实际通胀仍较低 .....            | 7         |
| 通胀预期强烈.....                        | 7         |
| 实际通胀仍较低.....                       | 8         |
| <b>二、市场趋势观点：上升趋势没有改变 .....</b>     | <b>8</b>  |
| 高估值和技术超买的担忧：震荡但不是中级调整 .....        | 8         |
| 油价上行对股市冲击担忧：需求回升带动油价与股市同步上行.....   | 9         |
| 政策真空期没有如期出现：由应急政策逐渐转变为战略布局 .....   | 10        |
| <b>三、行业配置观点：复苏、通胀、政策 .....</b>     | <b>10</b> |
| 收益率曲线陡峭化受益的行业：银行、地产 .....          | 10        |
| 需求回升中寻找供给曲线陡峭的行业：汽车、水泥；煤炭、有色 ..... | 10        |
| 政策变化带来的机会：定价机制转变利于石油石化.....        | 11        |
| <b>四、市场回顾与数据监测 .....</b>           | <b>11</b> |
| A股市场、行业指数表现回顾 .....                | 11        |
| 全球主要市场及行业指数表现回顾.....               | 12        |
| <b>五、一周宏观策略、行业数据、政策及点评 .....</b>   | <b>13</b> |

## 一、投资时钟转向经济复苏与通胀预期

A 股市场经历了暴跌后的大幅上涨，估值和换手率出现了高位迹象，市场整体处于战略相持的均衡阶段。打破均衡需要经济增速回升带来市场预期的新变化。我们在上周投资策略报告《大幅调整催化剂仍未显现，风格向大盘股轮换》中提出了市场出现中级调整的三个催化剂。本文我们希望从更为宏观的视角来看未来 3 个月的行情趋势。我们认为：从流动性、经济增长、通胀预期、政策的视角来看，投资时钟逐步转向了经济复苏与通胀预期。

“投资时钟”是一种将经济周期与资产配置联系起来的方法，从周期的角度来分析策略，能够相对较为准确的把握一个中长期的市场方向。传统的投资时钟往往是两个维度：经济增速与通货膨胀。考虑央行货币政策的影响下，周期可以分成三个维度：流动性、经济增长、通货膨胀。由于政府的逆周期政策，流动性往往提前于经济增速、利润增速、通胀的变化。这个视角也可以根据费雪交易方程式  $MV=PQ$  发现，货币供给增加 (M)，利率下降，从而刺激了经济回升 (Q)，进而企业利润逐步好转。生产的恢复和商业信用和信心的恢复使得资本支出增加，促使通胀预期和通胀的回升 (P)。

图 1：投资时钟与资产配置策略

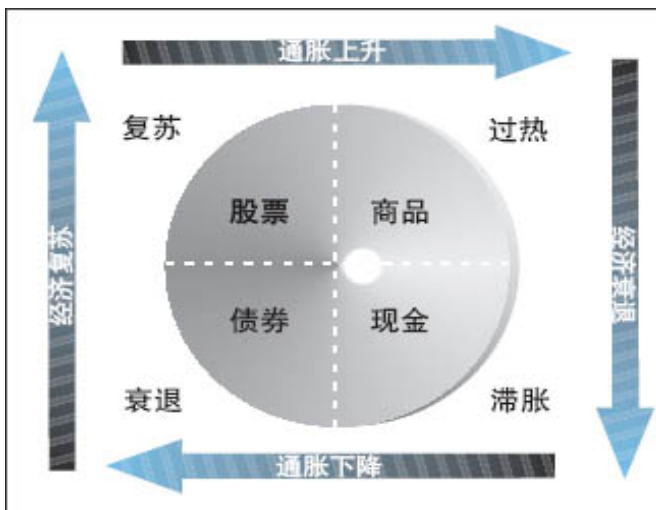
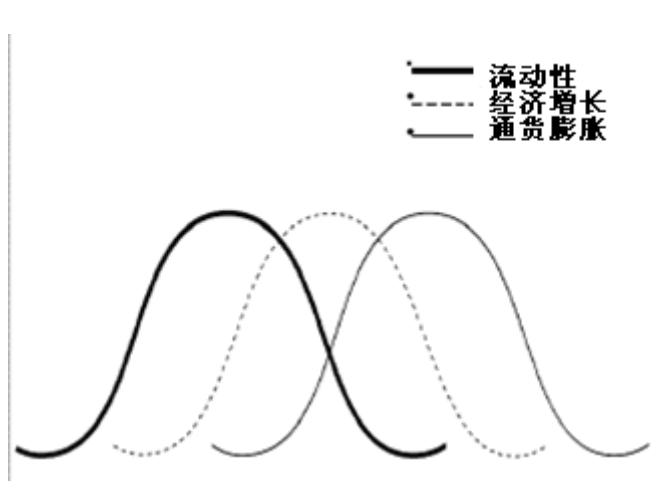


图 2：经济周期中的细分周期



资料来源：联合证券研究所

回顾中国 A 股市场，我们采用 VisionGain Capital Limited 中的统计表，可以发现，在经济回升与流动性维度下四个象限中，只有经济增速回落与从紧货币政策区域 A 股市场历史收益率为负，其他的区域均为正。并且随着经济增速的逐步回暖，市场收益率逐步在增加。从目前 A 股市场所处的背景来看，一季度 A 股市场处于经济增速回落和较为宽松的货币政策；而二季度逐步过渡为经济增速回升和相对宽松的货币政策。很明显，市场的投资环境正在从第四象限向第三象限跨越。

表 1：中国股票市场的投资时钟

| A 股市场历史收益率统计 | 经济增速上升 | 经济增速回落 |
|--------------|--------|--------|
| 从紧的货币政策      | 39.5%  | -27%   |
| 宽松的货币政策      | 38%    | 17.4%  |

资料来源： VisionGain Capital Limited 联合证券研究所

### 流动性：货币供给增速上升、风险偏好增加

动态来看，经济从底部逐步回升的过程中，流动性的变化一般要经历三个阶段，其一是逆周期政策促使央行向银行体系和经济注入资金；第二阶段是随着经济回升和通胀预期企稳，居民和企业风险偏好增强，使得资金从储蓄逐步转向风险资产，进而出现储蓄的活期化；其三是随着经济的高涨，境外资金开始不断流入，并且出现人民币升值预期，推动流动性进一步充裕。尽管目前的流动性仍以政策驱动为主，但是企业、居民的活期储蓄比例开始有回升的迹象，有望接力政府的流动性注入，成为未来的流动性充裕的主要原因。当然从汇率预期的表现来看，很难与 06、07 年时期相比，目前人民币升值预期仍未形成，所以外部资金的流入并不是一个主导的方向。

### 央行的货币供给持续宽松

无论是从全球的视角，还是从国内的视角，目前政策导向仍是应对经济危机。中国较国际市场更为有利的是银行信贷渠道更为通畅。

图 3：美国、欧洲、中国的国债收益率

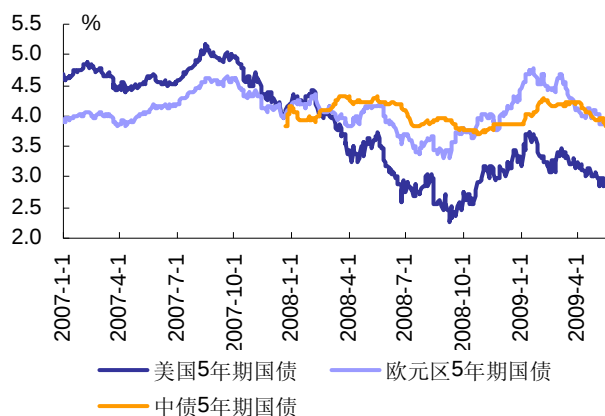
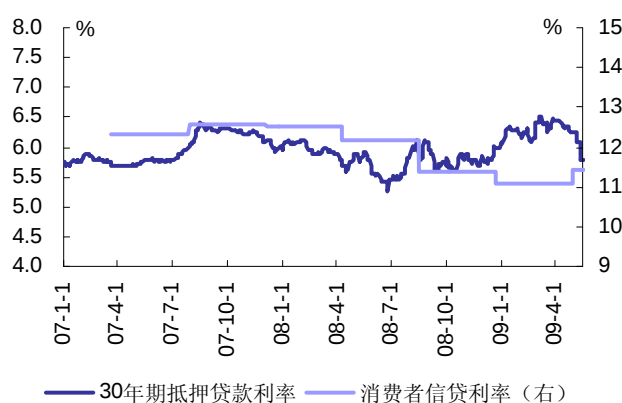


图 4：美国抵押贷款利率和消费信贷利率



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

### 居民和企业的风险偏好逐渐好转

从债券市场来看，投资者的风险偏好逐步增强。此外随着 CPI 触底回升，实

际利率的下降, 居民和企业存款活期化趋势企稳回升, 居民和企业储蓄活期化有望接力政府的流动性注入。

图 5: 中国企业债与国债信用风险溢价

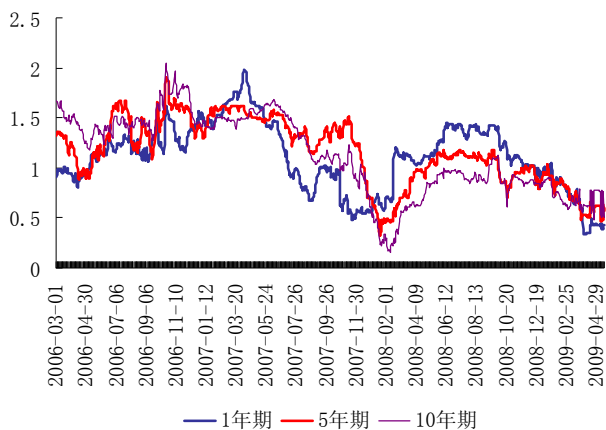
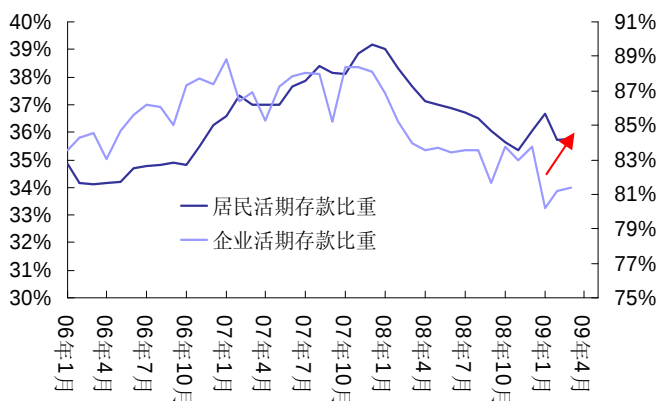


图 6: 居民储蓄和企业储蓄定期化趋势(中国)



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

### 资金的流动: 人民币升值预期 (NDF) 仍未形成趋势

从境外对中国的预期来看, 人民币 NDF 区间震荡, 人民币没有形成趋势性上升的态势。此外 4 月份中国吸收实际外商直接投资金额 (FDI) 再度恶化。4 月全国新批设立外商投资企业 1687 家, 同比下降 33.6%; FDI 为 58.9 亿美元, 同比下降 22.5%, 这是自 2008 年 10 月以来, FDI 连续第 7 个月同比出现下降。所以外部资金大幅流入中国应该还看不到。

图 7: 香港的货币供给增速和利率

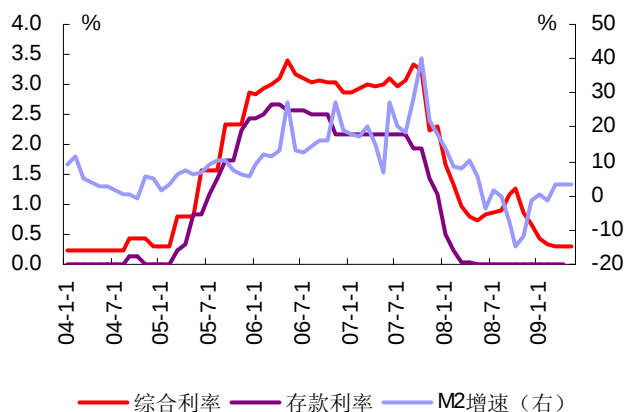
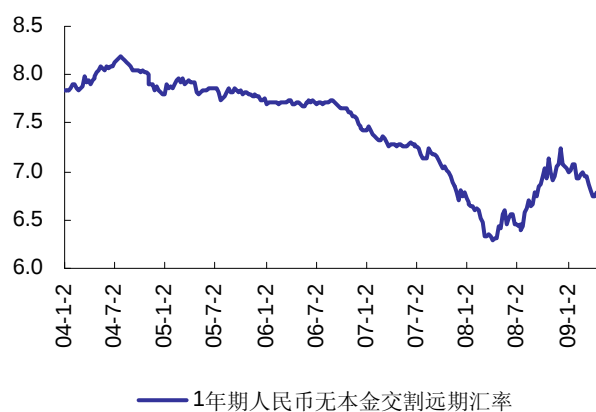


图 8: 人民币 NDF



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

### 经济增长与利润: 复苏迹象显现, 逐步好转

#### 经济复苏进程开始启动

中国经济从快速下滑逐步走向回暖, (1) 3 月以来, 固定资产投资的民间投资开始有所恢复; 虽然民间投资持续性仍待观察, 但市场对需求回暖的分歧在逐

步减小。(2) 房地产投资开始逐步回升。(3) 工业生产有望回升。(4) 微观企业在经历“去库存”、“补库存”，“二次去库存”反复后，利润开始显现企稳回升迹象。但目前出口形势依然严峻：从5月7日闭幕的本届广交会来看，出口成交额262.3亿美元，同比（与去年春季广交会相比）下降31.4%，降幅扩大15.6个百分点；环比（与上期秋季广交会相比）下降16.9%，降幅缩小0.6个百分点。

图 9：私人企业和个体经营固定资产投资增速企稳

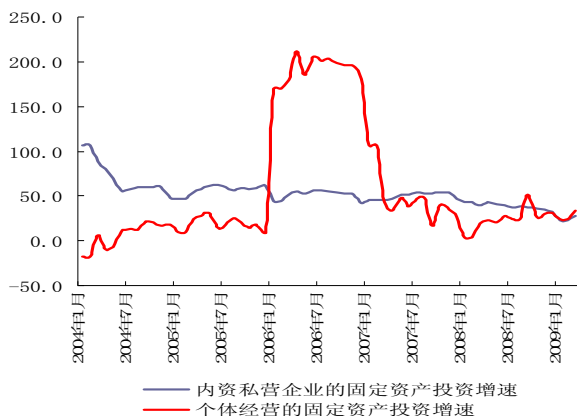
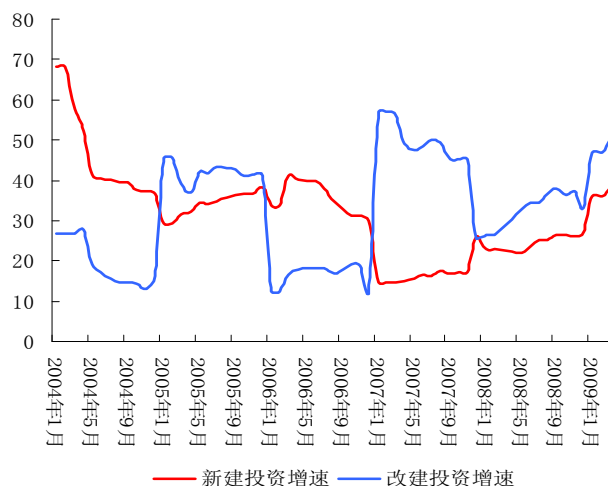


图 10：固定资产投资增速上行



资料来源：联合证券研究所

图 11：房地产开发投资和预收款增速企稳回升

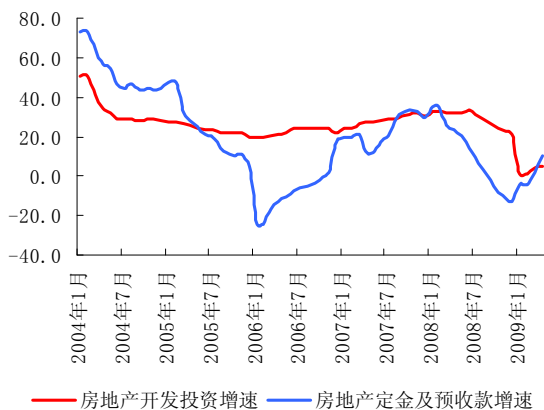
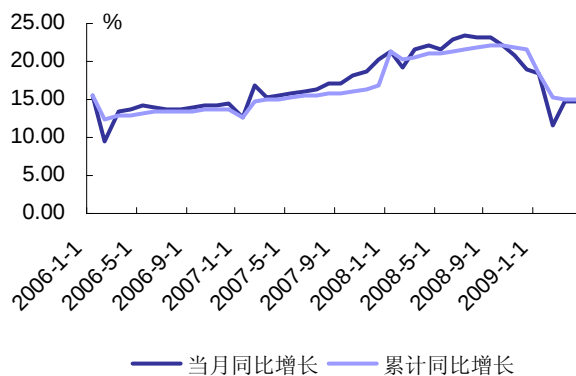


图 12：社会消费品零售总额近三个月增长稳定



资料来源：联合证券研究所

### 利润增速环比开始好转

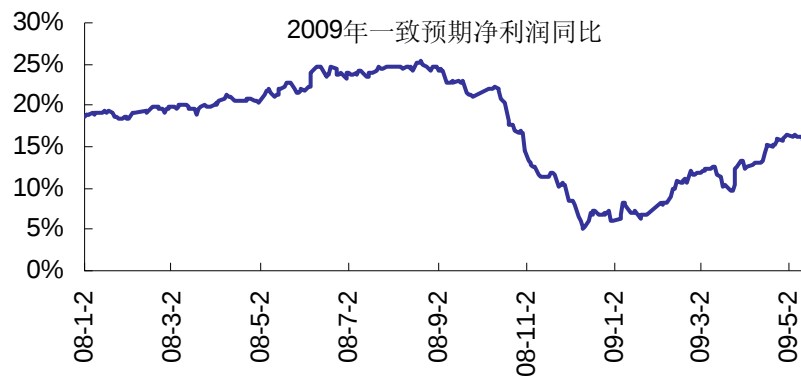
一季度，全国 22 个地区（除北京、内蒙古、湖南、广东、安徽、海南、重庆、云南、西藏以外的 22 个省、区、市的规模以上工业企业，主营业务收入占 77.2%，利润总额占 78.6%）工业实现利润 3227 亿元，同比下降 32.2%，降幅比 1-2 月份减小 7.3 个百分点，工业利润有所回升。

在 39 个工业大类行业中，18 个行业利润增幅回升（或降幅减小）。其中，有色金

属冶炼及压延加工业由 1-2 月份亏损 9.4 亿元转为盈利 11.1 亿元, 石油加工及炼焦业盈利继续大幅增加, 利润由 1-2 月份 81.9 亿元增加到 173.9 亿元 (去年同期为净亏损 216.4 亿元), 化纤行业由 1-2 月份亏损 1.6 亿元转为盈利 2.3 亿元, 电力行业比 1-2 月份减亏 6.5 亿元, 纺织服装业利润增幅由 1-2 月份 17.6% 上升到 24.4%, 专用设备制造业利润由 1-2 月份下降 5.6% 转为增长 0.6%, 交通运输设备制造业由 1-2 月份下降 41.9% 缩减为下降 28.4%。钢铁行业利润下降 99.2%。22 个地区工业实现主营业务收入 78267 亿元, 同比下降 0.7%, 降幅比 1-2 月份减小 2 个百分点。

3 月末, 22 个地区工业应收帐款 29773 亿元, 同比增长 7%, 增幅比 1-2 月份回落 0.4 个百分点。产成品资金 15462 亿元, 同比增长 10.4%, 增幅比 1-2 月份回落 3.6 个百分点。

图 13: 盈利一致预期的变化



资料来源: 朝阳永续, 联合证券研究所

## 通胀: 通胀预期强烈, 实际通胀仍较低

### 通胀预期强烈

通胀仍在低位徘徊, 但是通胀预期明显升温。从债券市场变化来看通胀预期比较明显。

图 14: 美国通胀预期 (TIPS 与国债的价差)

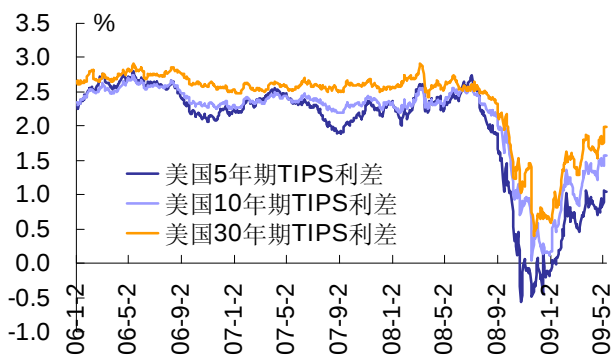
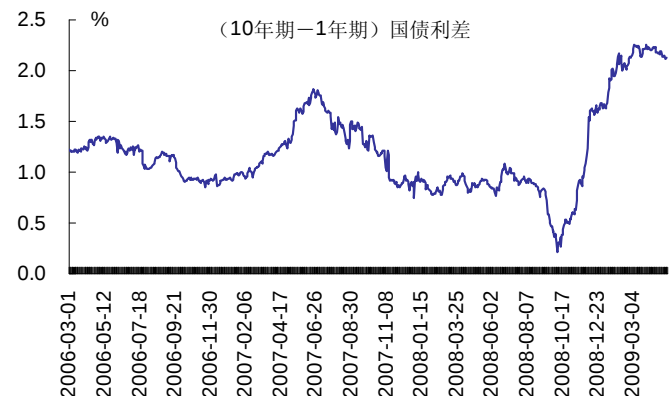


图 15: 通胀预期在上升 (期限价差)



资料来源: 联合证券研究所

图 16: 大宗商品价格走势

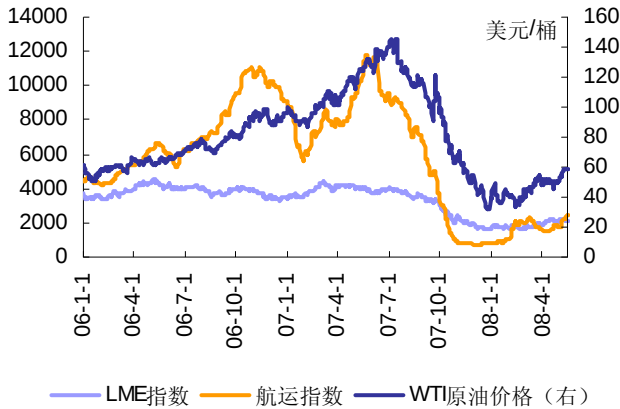
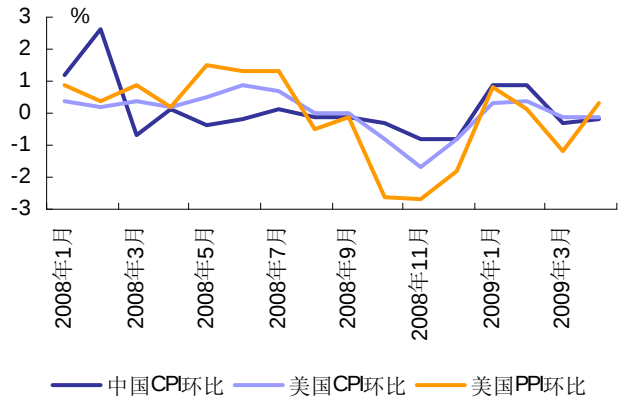


图 17: CPI 环比好转



资料来源: 联合证券研究所

### 实际通胀仍较低

实际通胀的回升仍需要得到工业生产的支持, 美国历史经验数据表明产能利用率往往是CPI同比变化的先行指标。目前产能利用率偏低, 并且CPI同比增速仍处于负值区域。

图 18: 美国的产能利用率

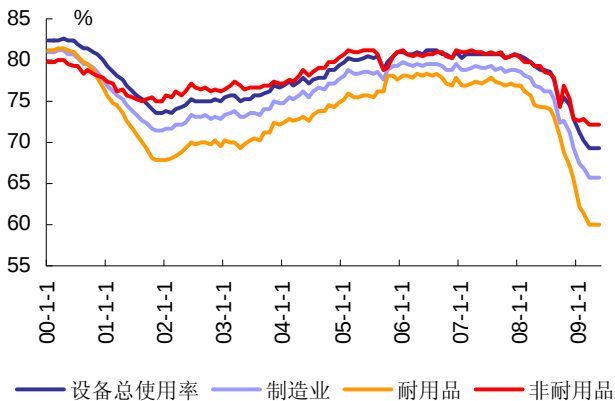
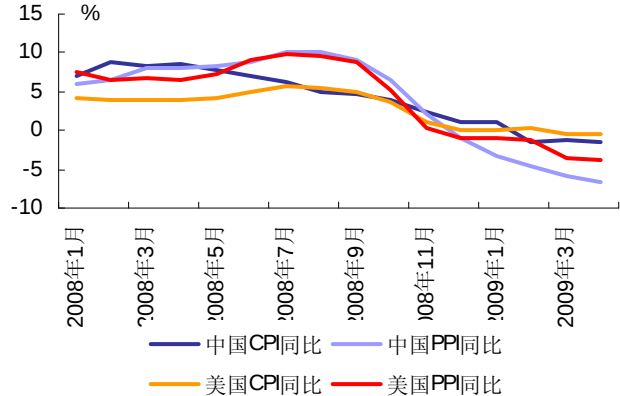


图 19: cpi 同比仍较低



资料来源: 联合证券研究所

## 二、市场趋势观点: 上升趋势没有改变

### 高估值和技术超买的担忧: 震荡但不是中级调整

随着市场的强势上涨, 估值越来越成为市场关注的主要焦点。目前沪深 300 静态市盈率为 22.47 倍, 09 年 PE 为 18.52 倍, 整体估值虽然低于历史平均, 但从绝对涨幅和估值的结构来看, 2008 年 11 月 7 日以来, 至今 64% 的个股涨幅超

过了 100%; 29% 的个股涨幅超过了 150%; 63% 的个股 08 年 PE 超过了 30 倍。  
具体图表和数据请参见上周周报。

图 20: 市盈率的历史均值与趋势

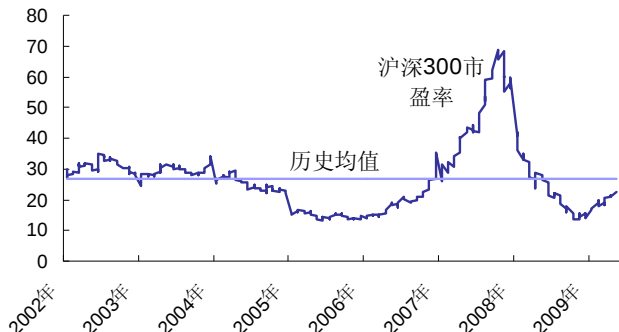
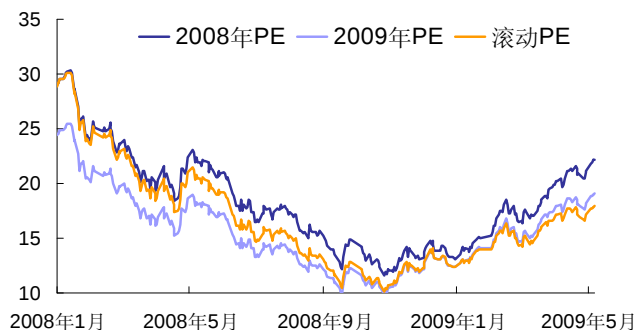


图 21: 预期市盈率的变化



资料来源: 朝阳永续 联合证券研究所

图 22: 市场换手率

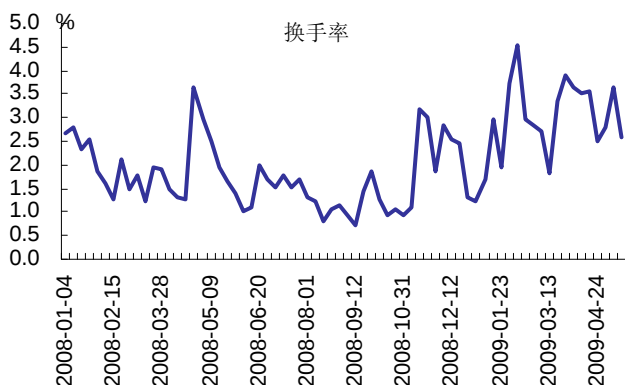
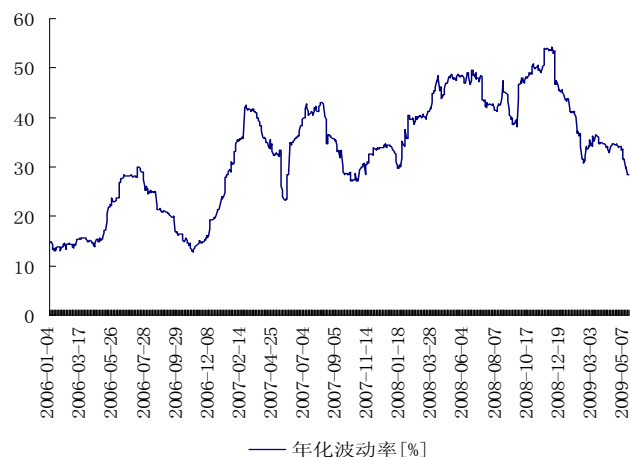


图 23: 市场指数波动率



资料来源: Wind, 联合证券研究所

但我们认为:结构性高估是以震荡方式来,而不是以中级调整方式进行的。原因在于,中级调整往往存在三个催化剂:(1)市场对于经济复苏进程开始担忧和怀疑;(2)即使对经济复苏进程没有怀疑,但是部分好转的先行指标又开始超市场预期的大幅下跌;(3)投资者过度热情使得估值全面抬升,政策导向开始发生变化,如通胀引发的经济政策变化,或者股票供给政策的变化,如IPO开闸。目前这些催化剂仍未显现。随着经济逐步回暖,估值有望向均值回归。

### 油价上行对股市冲击担忧: 需求回升带动油价与股市同步上行

原油期货已经上涨到略高于每桶 57 美元的水平,较年初时飙升了 28%,市场也开始逐步担忧油价上升对于股票市场的冲击。本人于 2008 年 7 月份的深度报告《石油冲击对股票市场 and 行业影响的国际启示》中,通过统计分析,论证了供给

冲击和需求冲击下油价变化对股市的影响不同。如果石油价格上升是由于实体经济需求上升导致的，那么油价上升初期往往表示实体经济需求强劲，而会使得股票市场趋于上升。如果石油价格上升是由于石油供给减少导致的，那么油价上升对于整体经济利润和股票市场会形成较大的冲击。我们认为目前油价上涨对于股市是有利的，一方面是由于原油绝对价格仍处于低位；另一方面是原油价格的反弹主要原因在于中国需求的提升。

### 政策真空期没有如期出现：由应急政策逐渐转变为战略布局

5 月份政策真空期并没有如市场预期的出现。政府从 4 万亿投资的应急政策逐渐转向区域经济一体化的战略布局。审视中国改革 30 年经验教训，虽然储蓄率提高引起的国内投资增长，以及 90 年代以来外资投入大量增加对经济增长的加速起到了重要作用，但市场化的制度变革带来的效率提高所起的作用更为重要。制度变革带来的大规模生产要素重新配置，特别重要的是农村劳动力和其他资源从农业向乡镇企业和城市的第一二产业的转移和非国有经济的迅速发展。区域经济一体化能够更好的促使要素流动。目前上海两个中心建设、深港五个中心、海峡西岸经济区、天津滨海新区、成渝特区、武汉城市圈等已经形成了一批“特区”。区域经济一体化可能已经成为带动全国经济发展的主要模式，也将改变中国现有的市场和资本分配格局。

## 三、行业配置观点：复苏、通胀、政策

### 收益率曲线陡峭化受益的行业：银行、地产

**金融：**流动性进入中期，收益率曲线陡峭化，往往带动金融行业的业绩改善。逻辑在于（1）收益率曲线陡峭化意味着金融行业的利润率提升；（2）经济增速企稳回升将使得坏账率下降，信用成本下降；（3）企业层面以及坏账预期已经反映到金融的股价；（4）流动性充裕使得信贷增速较高。

**房地产：**流动性充裕使得利率下降，CPI 触底回升有望降低实际利率，经济回暖预期有望促进地产销量。目前北京、上海和深圳等地的可售商品房存量在 4 月份继续回落，一季报显示预售帐款增速回升，房地产投资增速也开始企稳回升，说明了需求在逐步回升。

### 需求回升中寻找供给曲线陡峭的行业：汽车、水泥；煤炭、有色

需求恢复的初期，供给曲线陡峭的行业往往能够有较大的价格和利润弹性，这样能够带来较大的价格变化和利润增速。从逻辑上看，陡峭供给曲线来源于两个方面：（1）**产能利用率高的行业，供给弹性较小。**产能利用率较高，并接近充分就业的水平时，需求微小增长都能转化为价格的快速上涨。而产能利用率比较低，企业存在未被利用的生产能力，供给的价格弹性高，这样一方面价格少量上升会使得企业利用这种闲置的生产能力有利可图，增加供给；另一方面需求增加导致的价格回升幅度较小。（2）**固定成本占比较小，营运杠杆较大的行业。**需求回升带动价格变化的弹性较大。

从产能利用率处于较高的角度来，我们选择可选消费品中的汽车、和资本品中的

水泥。经济逐步回暖带动可选消费品的回升。(1) 2009 年 4 月份汽车销量 115.3 万辆, 同比增长 24.97%, 单月销量再创历史新高。乘用车销量同比增长 37.4%; 销商用车市场销量同比增长 1.4%。(2) 虽然产量大幅度提升, 但由于需求持续增长, 4 月份的产量仍然小于销量, 库存进一步降低。(3) 不仅仅是政策鼓励的小排量车型销量提升, 而且中高端排量在内的各车型在过去几个月中均持续出现产销缺口, 这说明汽车市场的整体需求复苏迹象。

从营运杠杆较大的角度, 我们选择煤炭、有色。

对于目前市场关心的钢铁来说, 自身固定成本占比较高, 并且现有产能利用率仍偏低, 因此销量的上升还难以导致价格上升空间, 当然我们也在密切关注 4 月房地产投资增速回升是否持续, 带动产能利用率的快速回升。

图 24: 需求曲线变化, 供给弹性小的价格变化大

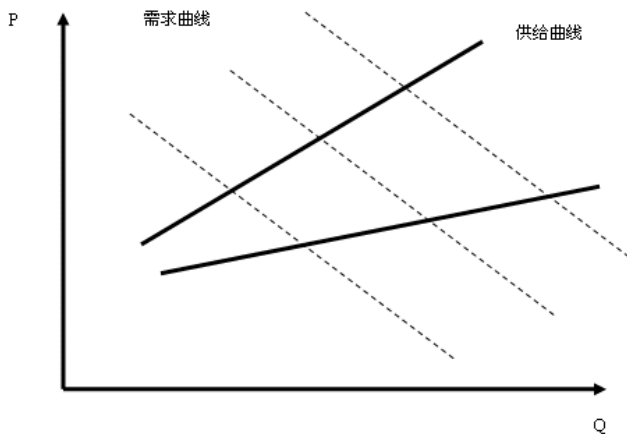
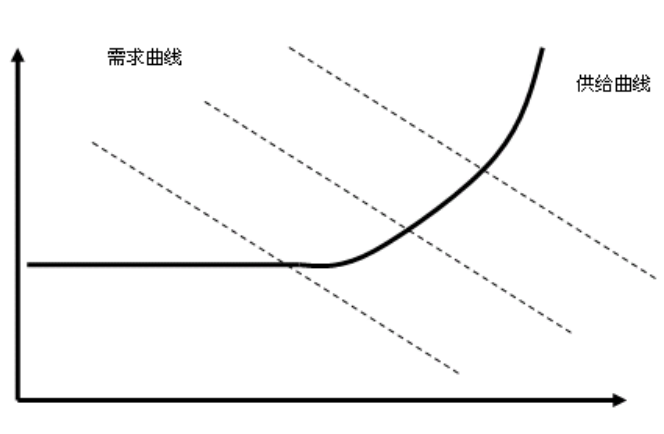


图 25: 产能利用率高的行业供给弹性小



资料来源: 朝阳永续 联合证券研究所

### 政策变化带来的机会: 定价机制转变利于石油石化

石油石化: (1) 从价格来看, 目前美国原油和北海布伦特原油价格均在每桶 60 美元附近, 低于开始扣减炼油利润的 80 美元临界点。22 日移动平均价同期涨幅约 10%, 上调油价的条件基本具备; (2) 库存下降和需求回升表明业绩有望超市场预期。中石油和中石化集团成品油库存连续二个月下降, 4 月成品油库存下降 15%, 至 1,200 万吨以下, 汽油库存下降 5.3%, 柴油下降 21.6%.; 3 月库存下降 6.1%。两家油企 4 月汽油销量较 3 月增长 6.6%, 柴油增长 7.4%。成品油产量较 3 月环比升 1.7%。

## 四、市场回顾与数据监测

### A 股市场、行业指数表现回顾

图 1: 一周 A 股市场指数表现

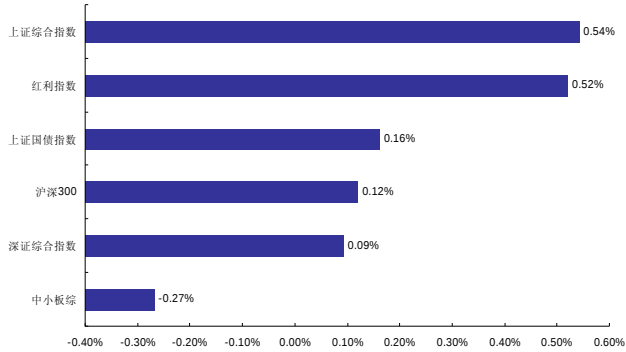
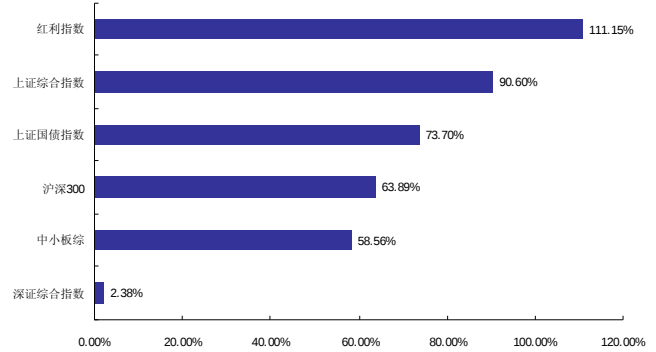


图 2: 市场指数自 1664 点以来的表现



资料来源: 联合证券研究所

图 3: 一周各行业市场表现

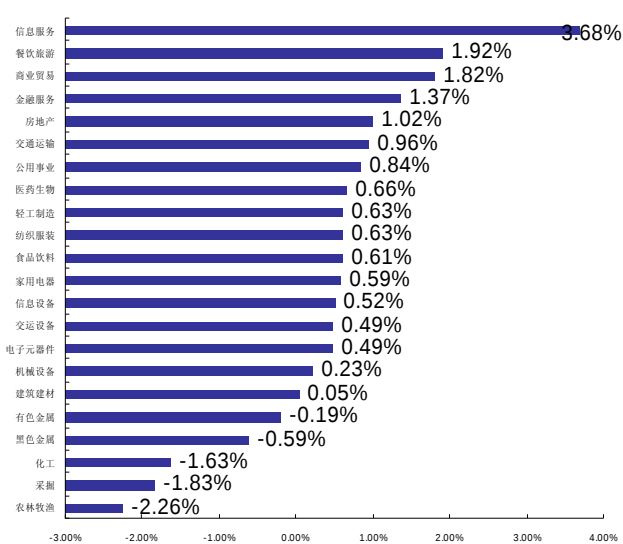
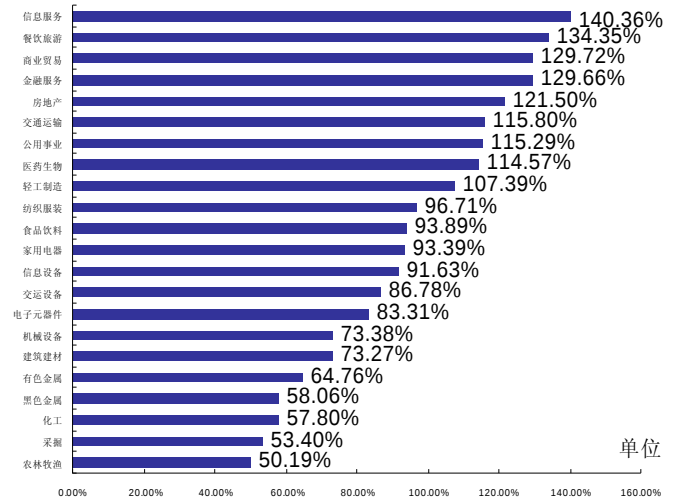


图 4: 自 1664 点以来各行业的表现



资料来源: 联合证券研究所

## 全球主要市场及行业指数表现回顾

图 5: 全球主要股市

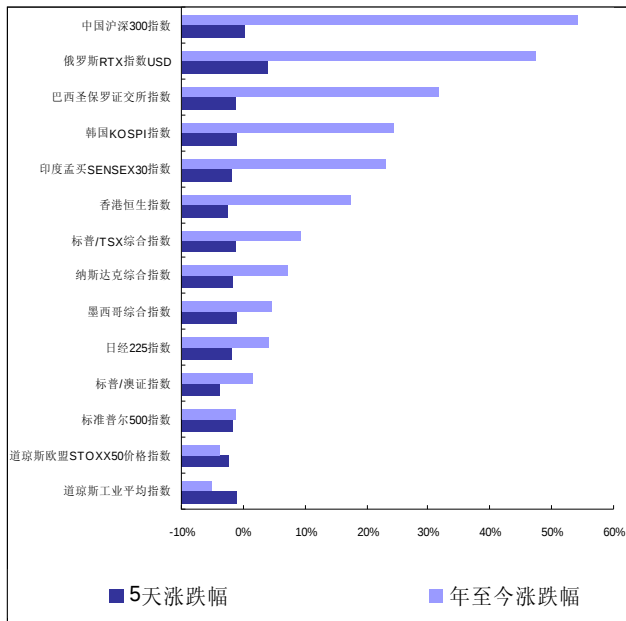
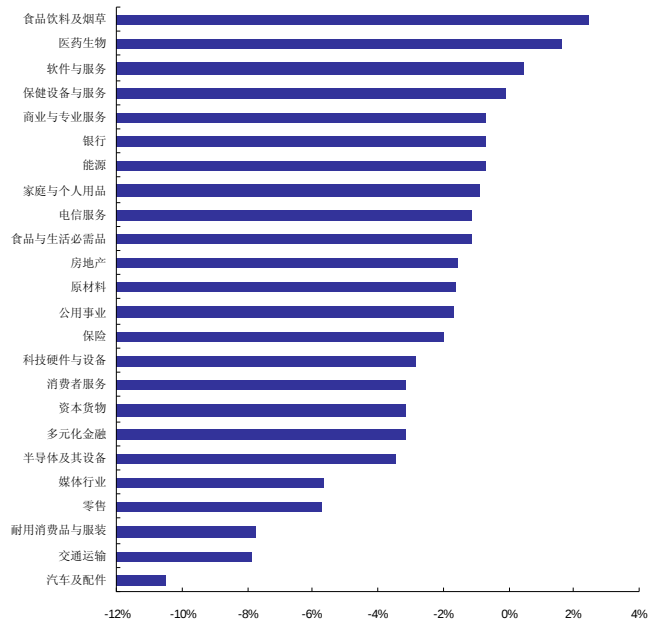


图 6: 美股行业一周表现



资料来源: 联合证券研究所

## 五、一周宏观策略、行业数据、政策及点评

### 智能卡行业面临拐点 恒宝股份将迎来高速增长期

【卢山】

公司所处智能卡行业当前具有三大驱动因素: 3G 的驱动、EMV 迁移的驱动、以及 MI 被破解带来 CPU 芯片卡替代的驱动。MI 的破解使我国使用中的 1.4 亿张卡处在不安全的状态, 财务安全隐患以及主管部门的督促, 使得使用 MI 卡的用户迫切寻找解决办法。

解决办法是用 CPU 卡替代。替代的方法有两种: 一种是与供应商合作, 一种是与银行合作。我们认为, 银行将为此担当主要角色。一者是金融 IC 卡有成熟的 CPU 卡标准, 即便出现问题也把风险转嫁给了银行; 二者是供应商解决问题的能力存在一定质疑; 三者是时间紧迫。与银行对 EMV 迁移不甚积极态度不同, 银行对 MI 迁移有动力。比如使用 MI 卡的交通运营部门, 其沉淀资金对银行颇有吸引力, 而且交通卡大多也是由用户买单, 我们预计, EMV 迁移的进程将由此启动。EMV 迁移市场空间巨大。如果 MI 卡选择金融 IC 卡作为替代主流, 按 50% 的替代量来看, 市场空间为 10 亿元; 磁条卡迁移以 18 亿张存量计算, 市场空间将是 200 亿元。公司将是 EMV 迁移的最大受益者。至 09 年一季度, 公司在金融行业的市场份额已占 27%。

我们预计, 行业景气度将能维持 3-5 年以上。即便不考虑 EMV 迁移的贡献, 我们认为 09、10、10 年公司业绩也会有接近 30% 的增长, 给予增持评级。

### 美国住房及零售数据低于预期

【刘湘宁】

超过 34 万人收到了与取消赎回权有关的通知, 这意味着每 374 个美国家庭就有 1 家人失去他们的房屋, 这是 2005 年有此数据统计以来的最高值。令人忧虑的是, 此部分丧失赎回权的住房最终会进入二手房市场, 成为成屋销售的一部

分,抑制美国房价的回升以及新屋开工。2 月底奥巴马政府已经宣布动用 750 亿美元去应付房屋止赎,希望避免多达 900 万美国人失去自己的家园,4 月份的止赎数据从乐观角度可以认为是美国官方效率不高,或者在与贷款人谈判方面仍然还有些问题,

如果上述假设不成立,那么悲观地来看,奥巴马的 750 亿美元并没有有效地遏制美国人失去他们的房屋。美国零售数据方面,在 1、2 月份反弹后,3、4 月连续两个月下跌,我们一直不相信失去房屋和工作的美国人有兴趣大把花钱,因此一直对美国的消费者支出能够很快复苏表示悲观。结合最近中国的出口数据来看,我们认为,今年大部分时间里的投资主线可能还是投资和消费。

#### 4月粗钢产量达到144.7万吨

##### 【黄静】

自 09 年 2 月同比增速达到新高点后,生铁、粗钢与钢材产量同比增速在 3、4 月间又出现一致性的回落。我们认为产量增速升高回落首先是受到价格因素的影响,中钢协钢材价格指数同样呈现出 2 月升高,3、4 月回落的态势。而钢材库存的波动是需求方面更深层的主导因素,钢材产品库存在 2 月中由低位迅速回补,拉动产量与价格齐升,但随库存数量很快恢复至历史高位,存在二次去库存趋势,从而抑制了产量在 3、4 月份的进一步攀升。对于钢铁业未来的走向,仍需密切关注下游终端需求,特别是房地产开工量与出口的发展趋势。

#### 家电下乡全国推广招标结果点评:需求成长和竞争加剧同步

##### 【陈伟彦】

1、大品牌中标情况理想。此次家电下乡招标将中标型号从之前的 15 个提升至 30 个。

2、限价提升,中高端产品下乡,大尺寸液晶电视成为彩电下乡主流,农村彩电需求成长空间巨大。

3、下乡品牌继续增加,市场竞争加剧;彩电企业更受益。此次家电下乡中标品牌进一步增加:空调中标品牌从 09 年 3 月的 20 个增至 23 个,尤其值得关注的是彩电中标品牌从 08 年 11 月的 10 个增至此次的 26 个。

4、家电下乡提升行业估值水平,环比数据持续向好将提升市场信心。家电下乡政策刺激农村家电需求成长,虽然短期内面临市场竞争加剧的压力,但从中长期看,家电大品牌可明显受益于该政策,行业的估值水平可提升。

家电下乡在全国的推广是逐步实施、逐步见效的过程,销量的环比数据将持续好转,这也将提升市场对家电行业成长的信心,尤其是在目前宏观经济和诸多行业的成长面临较大不确定性的背景下。

#### 区域经济一体化彰显国家战略布局——深港地区的五大中心建设点评

##### 【穆启国】

1、政策导向逐步由应急方案走向战略布局。金融危机爆发以来,政府连续出台了 4 万亿投资、十大产业振兴规划等,目前一个月之内又相继公布了“上海两个中心”和“深圳五个中心”建设布局。从政策出台的顺序,我们可以发现目前政策不再局限于保增长,而是逐步通过调整结构进行战略布局。

2、以区域经济一体化带动全国。目前上海两个中心建设、深港五个中心、海峡西岸经济区、天津滨海新区、成渝特区、武汉城市圈等已经形成了一批“特区”。区域经济一体化可能已经成为带动全国经济发展的主要模式,也将改变中国现有的市场和资本分配格局。

3、深圳面临重大机遇。深圳在已有的经济特区基础之上，又成了名副其实的“国家综合配套改革试验区”。这是深圳1980年8月被全国人大常委会批准设立经济特区后，又一重大发展机遇。

长期来看，在深港地区五个中心建立的进程中，金融、商贸、酒店旅游、房地产、交通运输方面均面临较大的发展机遇。

## 联合证券股票评级标准

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上         |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上       |

## 联合证券行业评级标准

|     |               |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘    |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘  |

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。