

库存高峰扰动仍看主题配置

报告要点

■ 资本市场的阶段性反弹

二季度资本市场将会迎来反弹，对于反弹的力度和时间，预计都不会很强，5 月份前后市场会达到反弹的高点。市场反弹的根本原因是因为二季度的 GDP 仍保持上行，同时政策利空的因素逐渐被消化，加息预期在逐渐减弱，当加息始终兑现不了成为市场的共识之时，市场将会纠正过去错误的判断。在反弹的过程中，蓝筹股尤其是金融和能源股凭借低估值优势和良好的基本面，将成为反弹的中坚力量，但由于流动性通过票据和准备金率的形式在缩减，因此蓝筹股行情只是脉冲阶段性行情。

■ 真实周期下的行业配置

从实体经济来看，2 季度我们主要认为在政策不明朗的前提下，企业盈利的复苏仍旧在持续，行情的支撑更多依靠经济真实周期的运行轨迹，无论从实体经济和流动性看，单边的趋势性向下的行情并无依据，复苏过程中固定资产投资增速回归正常增长轨道上的过程下，我们推荐关注周期性的中游行业，包括农林牧渔，化工，食品制造等，以及沿着房地产开工这条主线的建筑建材、家用电器，和具备防御性品种的金融，对上游资源品公司应保持谨慎态度，投资增速的下滑对应 PPI 环比增幅的放缓值得关注。

■ 主题投资进入深化阶段

在全年调结构主题下的主题投资而言，我们也必须把握这种“调结构”所带来的机会。在区域经济的扩散策略选择上，一方面是增长所带来的实质受益，另外一个则是国资整合所带来的机会，如重庆和湖北的国资整合。对于消费的投资，我们可以从目前中国人口结构中所正在发生的变化中去选择方向。而创新经济的发展，我们认为对于资本市场而言，这些机会主要体现在 3G、数字电视、移动支付、三网融合等领域。

■ 二季度解禁压力较小

与历年解禁季度分布高峰期一样，2010 年也不例外，仍主要集中在第四季度，解禁流通市值达 33923.88 亿元，占全年的 59%，而第二季度解禁市值为 7036 亿元，同比也下降 1.38%，解禁压力较小，仅占全年解禁市值的 12%，相对来说面临的资金面压力也有限。

相关研究

《大盘股何去何从？》，陈开伟，张凡，2010 年 3 月

分析师：

张凡

(8621)68751691

zhangfan@cjsc.com.cn

执业证书编号：

联系人：

陈烨远、陈开伟

(8621) 68751589

yeyuan_chen@hotmail.com

图表目录

图 1: 固定资产投资增速面临回落.....	5
图 2: 流动性仍然充裕.....	5
图 3: CPI,PPI 同比.....	5
图 4: CPI,PPI 环比.....	5
图 5: PPI 向下游传导过程中周期性行业企业利润（单位：%）.....	6
图 6: 加息周期重启前后金融股表现好于大盘（单位：%）.....	6
图 7: 房地产固定资产投资累计同比增速.....	7
图 8: 支撑美国经济的三大因素在二季度释放.....	7
图 9: 出口恢复强劲.....	7
图 11: 货币供给变化与大盘股行情关系（红色椭圆为大盘股行情产生时间）.....	10
图 12: 上海和内蒙古 GDP 增长与上市公司主营收入增长对比（%）.....	12
图 13: 中部六省位置及地形图.....	12
图 15: 2010 年限售流通市值季度分布.....	15
图 16: 2010 年限售流通市值月度分布.....	15
图 17: 2010 年二季度限售流通市值月度分布.....	17
图 18: 二季度解禁压力较轻.....	17
 表 1: 二季度行业配置.....	 8
表 2: 大盘股行情区间划分.....	9
表 3: 中部六省基础条件评价表.....	13
表 4: 2010 年限售股解禁月度分布（亿股 亿元）.....	16
表 5: 4 月份为二季度的解禁高峰月（亿元，亿股）.....	17

绪论

回首一季度的行情，波澜不惊而又暗流涌动，两会是一个比较明显的热点转换标志。两会之前，市场热点集中在区域板块上，而在两会之后市场热点更多地转向了新兴产业和产业结构调整等领域。如果从投资策略上来看，传统行业的配置实际上很难有理想的超额收益，一方面传统行业经过中国经济高速发展后，已经成为 A 股市场的蓝筹品种，渡过了它们发展最快的高速成长期，因此在股价表现上更多的是随整体经济波动而波动，在大的行业轮动未明显到来之际，这些品种只具有平均收益。

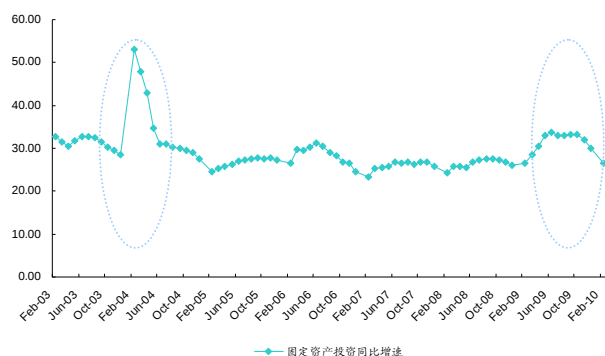
从获得超额收益的角度来看，新的 IPO 股票是不错的选择。新 IPO 的股票都是符合国家产业政策方向的品种，沿着这条主线我们可以看到政府导向何在，因此也就不难选择市场热点。至于热点能不能热起来，还需要看流动性是否充足。从全年来看，一二季度可能是全年流动性最充裕的阶段，这一方面得益于信贷在上半年的大量投放，另一方面也得益于金融危机后政府在收缩流动性方面较为谨慎。虽然 M1 以及 M1 与 M2 的差值都正在从高位回落，但是相较历史而言，还是处于一个比较高的水平，根据我们的判断，在这种状况下会呈现出结构性流动性充足的局面，所谓结构性流动性，意旨蓝筹泡沫很难出现，流动性流向更多符合政策方向，创新性方向的产业。在这个过程中，我们就不能忽略科技股的要素。从历史上来看，经济进入衰退或者萧条时，人类的创新活动是最强烈的，而创新结果的出现往往会带动经济走出底部，开始新一轮周期。从道理上也是如此，劳动生产率的提高远比纯粹的资产价格泡沫来得更有意义，这就是我们的政府以及全世界的政府为什么都在这个时代强调创新要素的重要性。对于资本市场，我们也不能忽略其重要影响。

从市场方向的选择上来看，股市二季度很可能冲高回落，这是由外部经济决定的，我们在《美国库存高峰下的货币政策退出》一文中分析到，5 月份美国的库存达到高峰后会随之回落，经历和中国经济在 2009 年 8 月份以后类似的市场状况，而对于中国经济真正具有短期实际意义的外需也会随之回落。在这个过程里，新兴产业和区域经济的深化是我们关注的焦点，金融创新的股指期货和融资融券刚开始的时候对市场影响并不显著。

经济真实周期下盈利改善驱动的行市

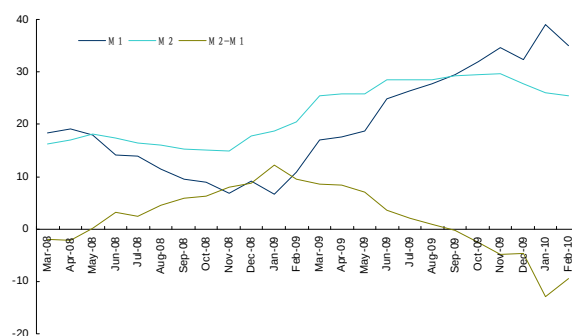
从实体经济来看，2 季度我们主要认为在政策不明朗的前提下，企业盈利的复苏仍旧在持续，行情的支撑更多依靠经济真实周期的运行轨迹，无论从实体经济和流动性看，单边的趋势性向下的行情并无依据，一方面固定资产投资增速虽然有放缓趋势，但和 04 年的政策紧缩不同的是宏观经济背景不是民间投资过热，而当前固定资产投资只是复苏过程中固定资产投资增速回归正常增长轨道上的过程。从外需上看，二季度的恢复保证了宏观经济复苏的连续性，而流动性方面，虽然随着货币政策的调整，货币供应量同比增速面临回落，目前来看，流动性仍然充裕，流动性的趋势性改变要等到下半年才能显现。而且在民间投资仍未真正起色的背景下的央行流动性调控和加息时点的选择将更为谨慎。因此，我们仍然维持二季度市场区间震荡的判断。

图 1：固定资产投资增速面临回落



资料来源：WIND，长江证券研究部；

图 2：流动性仍然充裕



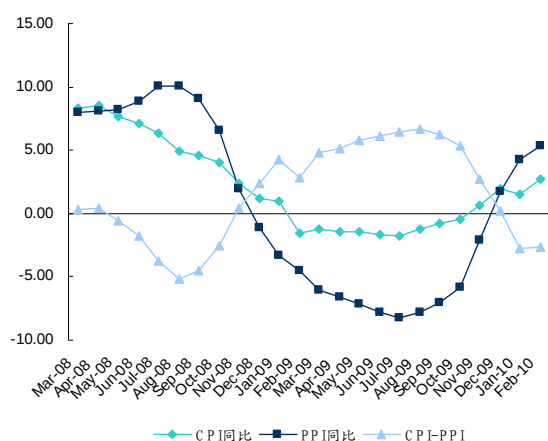
资料来源：WIND，长江证券研究部；

通胀预期实现及向下游传导

从同比上来看 PPI 和 CPI 同比数据来看，似乎是成本端上涨更加迅速，但考虑去年的翘尾因素之后，首先对于投资增速的回落必然导致 PPI 环比数据的增幅收缓，而 CPI 环比数据的脉冲性上涨在接下去一个季度是大概率事件，而 PPI 向从上游向中下游调整的过程将是未来三个月的主要特征。PPI 的环比增速的放缓的调整主要原因在于央行危机时的特殊宽松货币政策逐步退出，其影响成本端价格上涨的货币因素正在逐步消失。

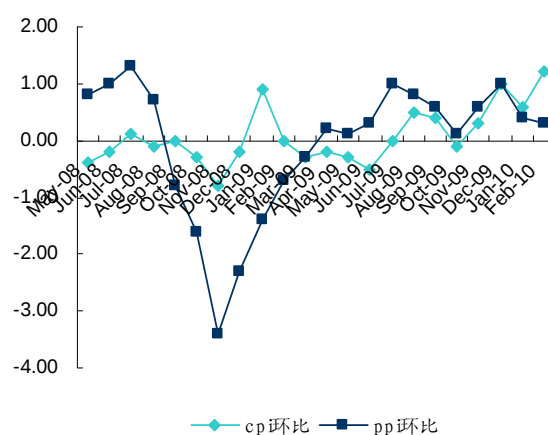
在通胀前期，对于资源性品种的盈利改善的强烈预期必然导致其股价的上涨，但是这种上涨在经济复苏进程中的后半程中往往表现并不强劲，其原因在于通胀预期的兑现和通胀向下游传导的过程使得资源品公司的盈利恢复性增长已经完成，而之后的盈利恢复只能是取决于经济内生周期的恢复。

图 3：CPI,PPI 同比



资料来源：WIND，长江证券研究部；

图 4：CPI,PPI 环比

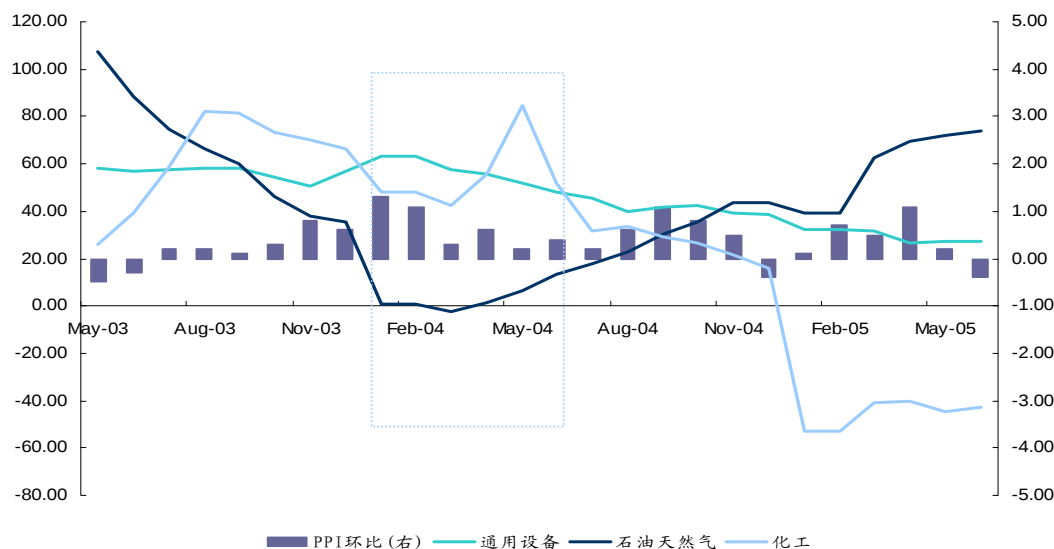


资料来源：WIND，长江证券研究部；

与 03 年底 04 年初相类似的宏观政策表象来看，在经历了央行针对通胀高点出现前后两次调高准备金率，PPI 同比数据虽然依旧高位维持，不过环比高点的出现以及随后的窄幅波动使得中游受到来自于成本端的压力并没有想象的那么大。从 PPI 传导角度说，上游行业的业绩

在经历过资源品价格恢复性上涨后的盈利改善主要来源于中游企业在价格弱势均衡中对需求量的增加，因此上游行业的盈利真实再改善要滞后于中游企业，所以从行业配置上来说，我们首选周期性的中游行业，理由在于成本端的利润压缩正在减缓，盈利相应好转。

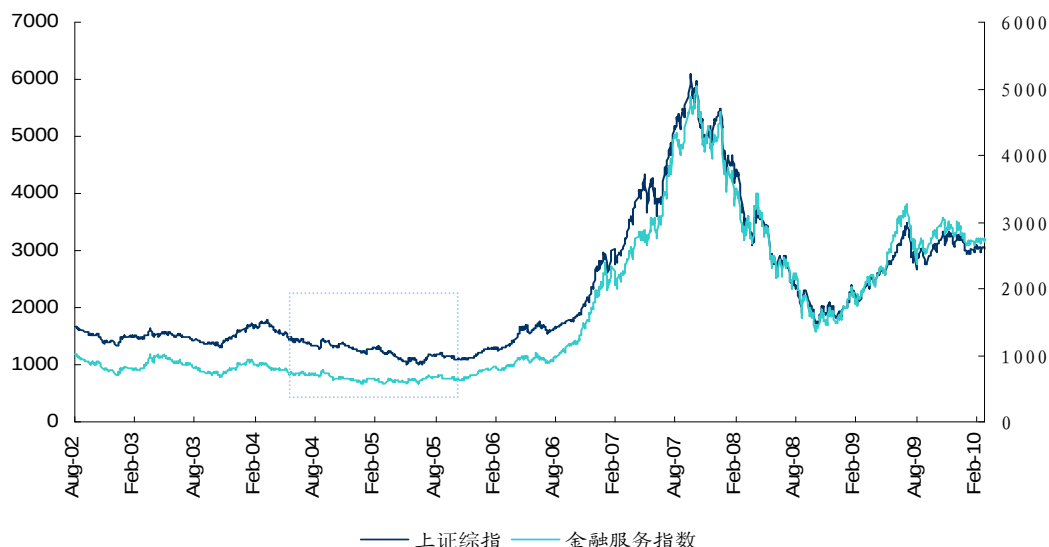
图 5: PPI 向下游传导过程中周期性行业企业利润 (单位: %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

市场普遍担心的加息时点，我们的判断主要是在二季度末和三季度初，我们认为 CPI 脉冲上行至 2 季度末 4% 以上，同时由于央票在二季度的大量到期，以及对于外需阶段性复苏带来的外汇占款增加，二季度末至三季度初加息的可能性较大。我们建议关注金融行业，加息本身并不意味着银行盈利的减弱，利差很可能维持不变，随着加息预期的逐步实现，前期对于金融行业的政策担心正逐步被市场消化，而加息时点得明朗也决定了金融行业的反弹性起点。

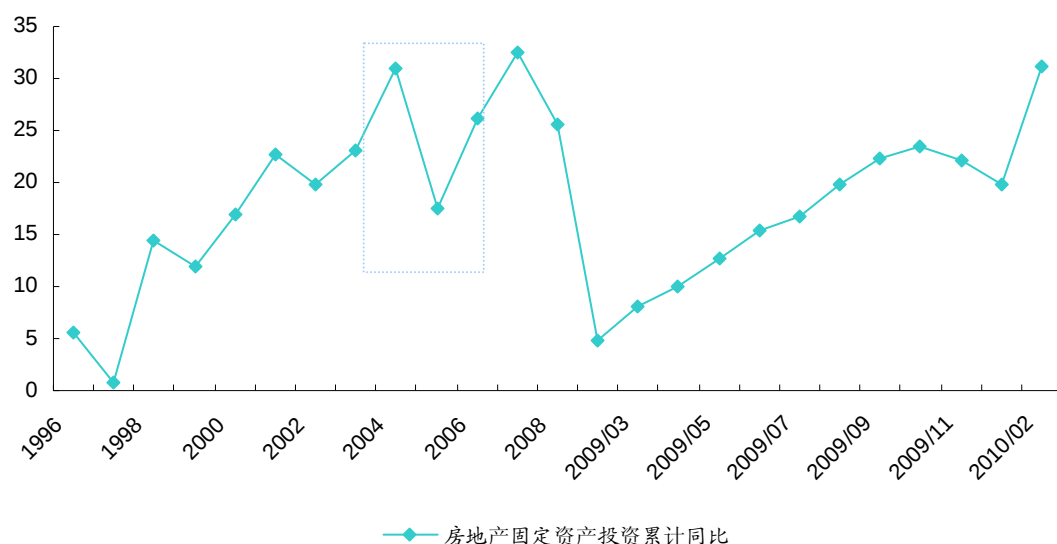
图 6: 加息周期重启前后金融股表现好于大盘 (单位: %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

同时我们建议关注加息和升值预期下的房地产行业，二级市场对于房地产调控的情绪宣泄也比较充分，行业估值水平已经具有吸引力。虽然随着调控政策陆续出台，房地产市场成交量出现下滑，但是房地产固定资产投资增速在并不会出现 08 年底的大幅下滑，从历史上来看，房地产投资在 2004 年宏观政策调控后确实出现了调整，而本轮房地产调控的政策效应的消化仍待观察，但考虑到房地产前期跌幅较深，我们将房地产行业由低配调整到标配。

图 7：房地产固定资产投资累计同比增速

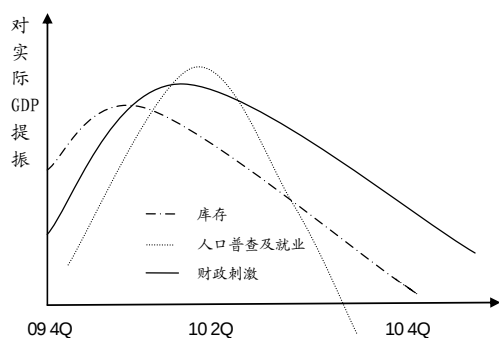


资料来源：CEIC，长江证券研究部

阶段性的外需复苏

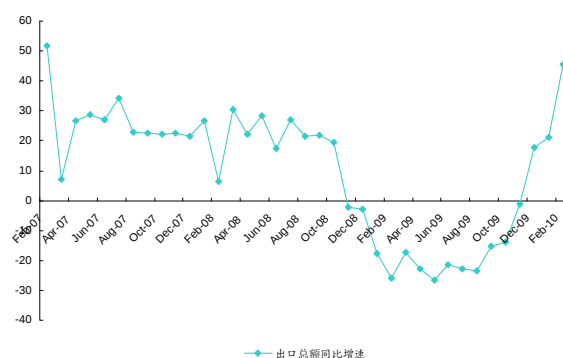
对于外需，我们仍然认为下一个季度为阶段性复苏。从美国经济来看，三大短期刺激因素支撑的美国经济复苏将在二季度集中释放。但作为美国经济的主导因素私人部门的真正复苏回暖还有待观察，就业数据的改善明显缓慢，而从就业改善至消费的持续增长，仍需要经历较长的去杠杆化过程。同时，考虑升值预期，我们仍然维持对于出口和外需阶段性恢复的判断。而下半年的外需恢复仍然取决于私人部门的恢复，仍有待进一步观测。

图 8：支撑美国经济的三大因素在二季度释放



资料来源：WIND，长江证券研究部；

图 9：出口恢复强劲



资料来源：WIND，长江证券研究部；

行业配置思路

如前文所述，在政策仍不明朗的情况下，我们推荐关注周期性的中游行业，包括农林牧渔，化工，食品制造等，以及沿着房地产开工这条主线的建筑建材、家用电器，和具备防御性品种的金融，对上游资源品公司应保持谨慎态度，投资增速的下滑对应 PPI 环比增幅的放缓值得关注。

表 1：二季度行业配置

板块名称	流通 A 股市值亿元	标配比例	建议比例	配置建议	推荐个股
农林牧渔	2196.86	1.45	2.14	超配	
采掘	5166.04	3.42	1.68	低配	
化工	15042.05	9.95	9.95	标配	烟台万华
黑色金属	4476.53	2.96	1.57	低配	
有色金属	4777.31	3.16	1.24	低配	
建筑建材	5252.70	3.47	4.77	超配	
机械设备	7410.46	4.90	4.90	标配	
电子元器件	2515.11	1.66	1.66	标配	
交运设备	6164.75	4.08	1.80	低配	
信息设备	2789.13	1.84	0.98	低配	
家用电器	2162.83	1.43	1.98	超配	
食品饮料	5211.10	3.45	5.24	超配	双汇发展、安琪酵母、泸州老窖、五粮液酒、鬼酒、驼牌曲酒、恒顺醋业
纺织服装	1677.22	1.11	1.11	标配	
轻工制造	1655.29	1.09	1.09	标配	
医药生物	6448.06	4.26	2.30	低配	
公用事业	5665.90	3.75	3.75	标配	
交通运输	8132.45	5.38	6.07	超配	日照港、ST 东航、国航、宁沪高速、楚天高速、大秦铁路、长航油运、中远航运
房地产	7893.72	5.22	5.22	标配	ST 东源、冠城大通
金融服务	45067.08	29.81	36.80	超配	华泰证券、广发证券、光大证券、银行板块
商业贸易	4663.69	3.08	2.46	低配	上海九百、益民商业
餐饮旅游	750.65	0.50	0.73	超配	豫园商城、交运股份、海博股份、锦江股份、
信息服务	4534.95	3.00	1.54	低配	三网融合、长城开发、青岛软控

综合

1535.60

1.02

1.02

标配

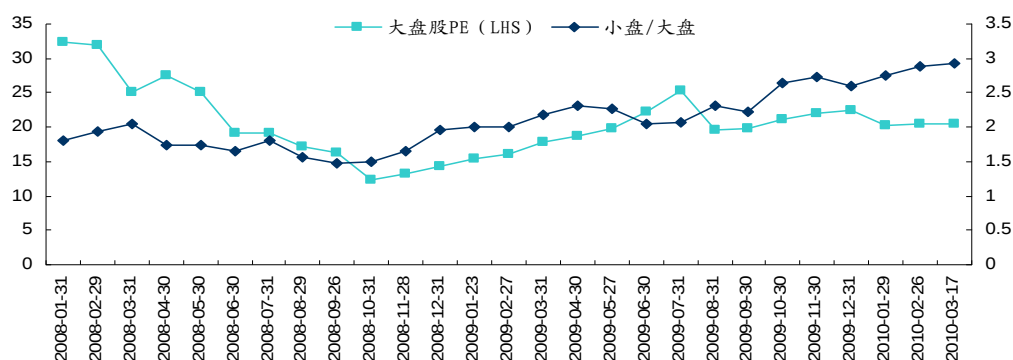
资料来源：Wind, 长江证券研究部

主题投资的策略选择

关于大小盘风格转换的问题

对于二季度而言，大盘股的走势仍然非常关键。目前，大小盘估值差异已经拉得很开了。然而，市场一直所期待的大小盘风格转换并没有实现。那么，大盘股在什么样的条件下才会趋势性的上涨呢？或者说集中性的大盘股行情在什么样的条件下才会发生呢？这是我们首先需要解决的问题。

图 10：大小盘估值情况



资料来源：Wind, 长江证券研究部

预测未来的唯一方法是研究历史。历史上，集中性的大盘股行情有 6 个时期。我们通过研究这 6 个时期的内外条件，我们发现决定大盘股行情是否能够到来的主要因素在于三个方面：流动性充裕、大小盘估值差异被拉大、实体经济或政策利好的持续刺激。在这三方面的条件中，利好的持续刺激最为根本。流动性和估值差异是基础条件，但不能从根本上推动大盘股行情的到来；在这两个条件具备的情况下，实体经济或政策利好的刺激则往往会成为大盘股集中性行情的引爆点。

表 1：大盘股行情区间划分

周期	起始点	终止点	持续时间	大盘股取得绝对收益？
1	1996 年 4 月	1996 年 6 月	3 个月	获得
2	1997 年 2 月	1997 年 6 月	5 个月	获得
3	1999 年 5 月	1999 年 6 月	2 个月	获得
4	2001 年 6 月	2003 年 12 月	19 个月	不连续
5	2006 年 9 月	2007 年 10 月	14 个月	获得
6	2009 年 5 月	2009 年 7 月	3 个月	获得

资料来源：长江证券研究部

以 2009 年 5 月—7 月的大盘股集中性行情为例，这期间大小盘指数收益率分别为 41.54%，25.31%。这是一段集中性的大盘股行情。然而在此之前，流动已经大幅释放了，在估值上大

小盘之间的收益也已经明显拉大了，那么为什么大盘股行情在 5 月份才爆发了，这其实是有原因的。

上证指数在 10 月见底的原因在于“四万亿”刺激计划的出台。但实际上经济并没有在此见底，领先指标 PMI 指数和工业增加值在随后的两个月仍然出现了下滑，经济是否见底在此刻仍然是未知数。因此，在这一时间段，与经济联系最为紧密的大盘股并没有出现多大的涨幅，而是在底部徘徊。涨幅领先的是中小盘股。在估值上，大盘股在 09 年 2 月份的时候几乎没发生什么变化。随着流动性的不断释放，以及在 PMI 指数触底回升的态势下，市场出现普涨格局，但大盘股远远落后于小盘股，大盘-小盘收益差也不断减小。在这段时间内，市场仍然充满了疑虑，对于经济是否触底仍然不敢确认，因此周期性的大盘品种并不能无所顾忌的上升，从市场走势上来看也是磕磕绊绊，并随着海外市场的波动以及领先指标的波动而波动。

然而随着复苏进程的不断推进，经济企稳回升的信号不断发出。一季度经济数据的公布应当说对于经济底部的确认有了较为明确的指向：第一，同比 6.2% 的增速是 90 年底以来的最低值了，比这一数据更坏的情况出现的概率较低了；第二，一季度固定资产投资同比大幅度上升对于经济增长会有很大的刺激。因此，四月份的市场已经开始往上走了。

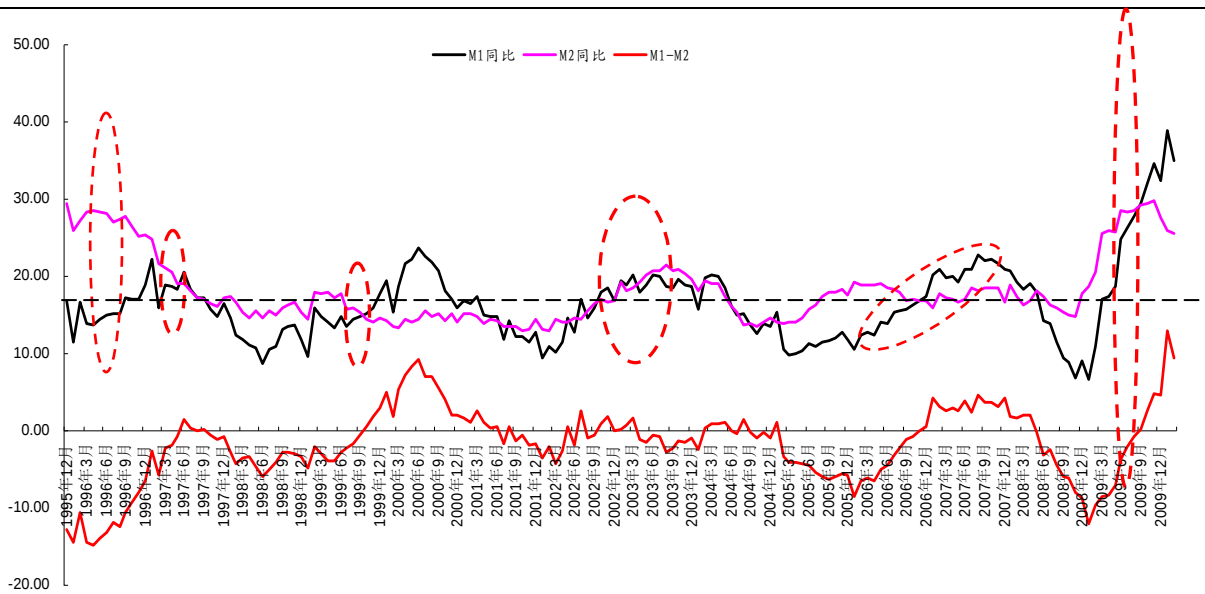
但是，在这个时间段，海外市场成为了最不确定的因素。与中国 PMI 指数强劲反弹不一样的是，美国 PMI 指数在经过 1 月份的上升之后出现了疲态，能否持续上升值得怀疑。然而当 4 月 30 日美国物流与采购联合会晚间公布了 4 月份的制造业 PMI 指数之后，最后一只靴子落脚了。40.4 的数据也大幅度超出预期。由于 5 月 1 日 A 股市场休市，因此，市场对于最后一个不确定因素的确定报以了热烈的回应。5 月 4 日，上证综指大幅上涨 3.32%，这也是大盘股集中行情的开始。

在对大盘股运行的内在机理做出揭示之后，对于二季度大盘股走势的判断也就有了方向。

首先，从估值上看，目前小盘-大盘 PE 比约为 2.9，这是 2008 年 1 月以来的新高。因此，就估值差异上来看，大小盘之间存在一种内在估值调整动力。

其次，在流动性上，我们首先关注的是 M1 同比增速以及 M1、M2 剪刀差的变化。在下图中我们可以看到，每一次大盘股行情的产生都伴随着 M1 同比增速的上升。而 M1-M2 之差的变化实际上是跟随者 M1 同比的变化而变化的。大盘股行情的产生必须要伴随着 M1 增速的上升，而从目前的情况来看，M1 同比增速已经达到了一个极限，拐头向下已经成为了一件大概率事件。在下图中，M1 同比始终围绕着一根轴线在波动，这根轴线几乎就与货币供给设定目标 17% 相近，上限在 25% 左右，下限在 10% 左右。这实质上是跟货币政策的取向有关。当流动性运行到上限的时候，大盘股行情基本上都得到了终结。去年，在大规模流动性释放的环境下，M1 同比大幅增长，这也使得同比增速已经远远超过了上限，其下行的空间也是比较大的。另外，M1 同比增速的最低点在 2009 年 1 月份，因此 2010 年 M1 同比增速的最高点也可能就在 1 月份了；其后，随着基数的不断增加，M1 增速的不断下滑成为了一个大概率事件。虽然，M1 仍然可以保持一个较高的同比增速，但同比趋势向下的过程中，历史上还没有出现过大盘股行情，这主要还是跟市场预期相关。因此，对于大盘股行情而言，流动性并不是其推升因素。

图 11：货币供给变化与大盘股行情关系（红色椭圆为大盘股行情产生时间）



资料来源：长江证券研究部

第三，经济基本面的判断。根据我们的分析，第二季度的 GDP 虽然从同比上来讲低于一季度，但可能因为房地产的开工而超预期。在上述三个因素的决定下，我们认为，整体性大盘股行情的到来还需要一段时间的等待。而投资中所蕴含的超预期因素所能带来实质受益的，也只是与投资结构相关的部分行业。大盘股估值上的优势使其具备一定的防御价值，但估值并不能成为进攻的决定性因素。大盘股整体性向上并获得超额收益必须是在上述三个因素都具备的情况下才可能发生。在结构上，与下游投资相关的部分中游行业如机械、化工的具备一定的潜在机会。而像房地产、资源品等受政策面或国际因素影响较大的行业趋势性的机会还没有显现出来。同样，在上述三个因素的交织影响下，大盘股的走势不会一帆风顺，震荡中的结构性机会是主题；股指期货等金融创新所带来的机会可能更多的是一种交易性机会，但这种没有明确方向性的博弈很难左右一个市场的根本走势。在这样的条件下，中小盘股的机会仍将反复出现，主题投资仍然具备一定的价值。但是，在目前的市场环境下，中小盘、主题投资也到了一个需要甄别的时候，也就是已经进入了深化阶段。

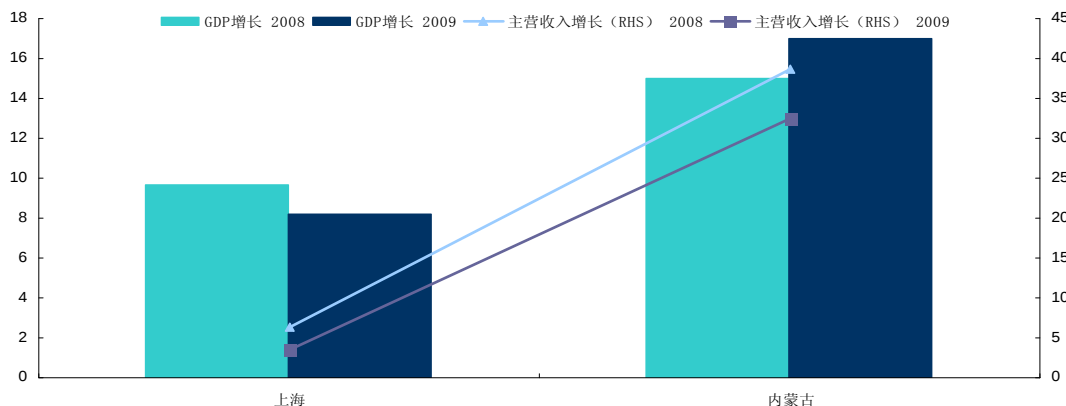
主题投资进入深化阶段

在 2009 年末以及刚刚过去的一季度是主题投资的盛宴。但是主题投资在目前面临的重大问题则是高估值的束缚，于是这其中的甄别就显得尤为重要。主题投资往往形成于激发性事件，发掘主题投资机会往往紧随事件的进程而不断调整，这其中并没有多么复杂的逻辑性可言。化解高估值的方式无所谓股价跌或者业绩上，当然我们更愿意寻找业绩上对高估值的持续支撑。如何在当前这种主题投资走向迷茫的时候去甄别机会是一个必须要解决的问题。我们认为，在全年调结构主题下的主题投资而言，我们也必须把握这种“调结构”所带来的机会。于是，我们把方向转向中国经济内部正在发生着的一系列变化。那么中国经济内部正在经历着哪些悄然的变动呢？

首先，是区域经济的扩散。对于目前的区域开发我们必须做出一点的说明，区域增长格局正在发生着重大的变化，而且这种增长的实质性已经逐步体现出来了，增长与上市公司之间的业绩之间存在着明显的关系。我们以今年经济增长较慢的上海和经济增长较快的内蒙古为

例，内蒙古上市公司主营业务收入的增长在整体上远远超越了上海的上市公司。这实质上就是区域增长给资本市场所带来的机会。

图 12：上海和内蒙古 GDP 增长与上市公司主营收入增长对比（%）



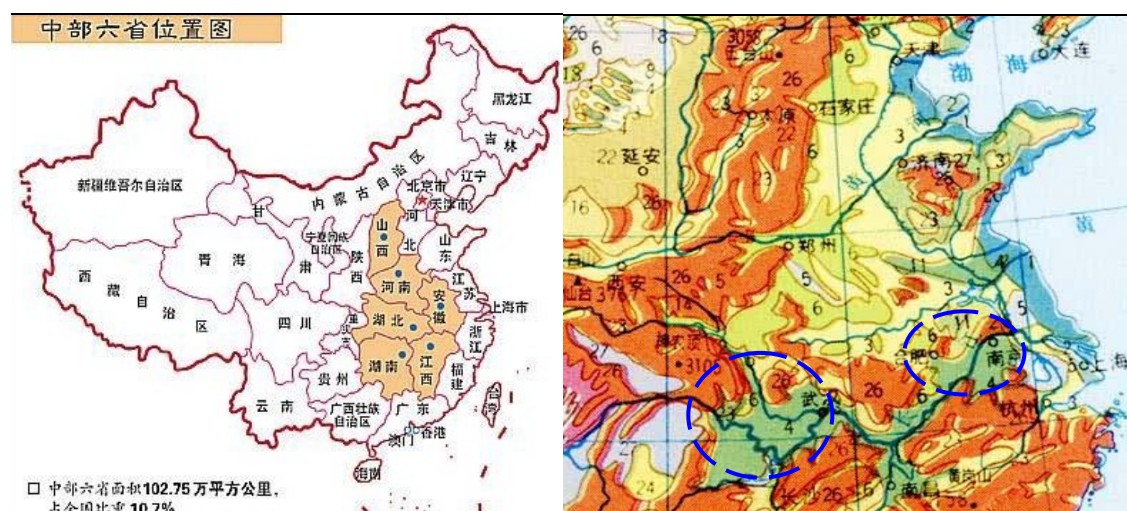
资料来源：Wind, 长江证券研究部

区域增长与上市公司业绩增长之间的逻辑不用多讲。但是这里需要说明的是，从区域经济的角度去发掘投资机会并不应当囿于当地的上市公司，视角可以适当扩大。举个例子，在发掘上市公司的应当从这个上市业务的区域布局去思考。如果这家上市公司业务布局于增长较为迅速的区域，那么即使这家上市公司不再当地，那么上市公司也可以获得较好的增长。这方面的典型有水泥类上市公司，如冀东水泥每年营业收入能保持 30% 左右的增速，这与其主要市场内蒙古、吉林地区的高速增长密不可分。

在区域增长带动公司增长的模式下，我们的方向就在于选择在未来最有增长前景的公司了，这就是区域增长格局变动下的选择了。区域经济投资在目前这个时候也应当从概念炒作阶段转向实质受益阶段了，而产生实质受益的起点必须是一个区域增长的实现和产业的转移。中西部地区已经接过了中国经济增长的大旗了，对于这些地方而言，投资仍然是驱动经济增长的主要动力。因此，在如此多的区域功能规划区中，我们必须做出选择，而选择的标准则是投资与产业转移。至于在增长过程中的城市化问题，我们认为也必须纳入到工业化的范畴中。只有在工业化进程背景下的城市化才是可持续的城市化。这实质上还是要落实到产业转移的问题。

对于西部地区而言，极具政策优势和区位条件的重庆以及在此基础上的成渝经济区是西部地区的成长极，也是产业转移的重要目的地，其未来的增长也值得期待广西北部湾经济区具备沿边、沿海的优势，在政策的推力下，增长同样会比较迅速。对于中部地区而言，六省之中在区位优势 and 自身基础条件较好的湖北和安徽增长前景相对较好，尤其是湖北，其规划的 12 万亿的投资对于打造长江中游经济带的核心圈意义深远。

图 13：中部六省位置及地形图



资料来源：长江证券研究部

表 2：中部六省基础条件评价表

指标	山西	安徽	江西	河南	湖北	湖南
经济规模	6	4	5	1	3	2
增长速度	6	3	4	5	1	2
结构增长潜力	4	1	4	4	1	3
产业层级	3	2	3	5	1	5
城市化率	2	5	4	6	1	3
对外开放度	5	1	3	3	1	5
综合得分	26	16	23	24	8	20
综合排名	6	2	4	5	1	3

资料来源：长江证券研究部

在策略选择上，一方面是增长所带来的实质受益，另外一个则是国资整合所带来的机会，如重庆和湖北的国资整合。更多详细内容请参考我们前期的专题报告。

第二，是消费的升级。对于消费的投资，我们可以从目前中国人口结构中所正在发生的变化中去选择方向。在年龄构成上，老龄化正在不断加强，80 后逐步步入社会，这给消费形式和消费文化带来了不小的冲击。老龄化经济中受益最大应该算是保健医疗类的相关行业了；随着拥有新一代消费习惯的年轻人进入社会，他们收入的提高对于属于前沿消费类（时尚、品牌等）行业所带来的影响不容小视。

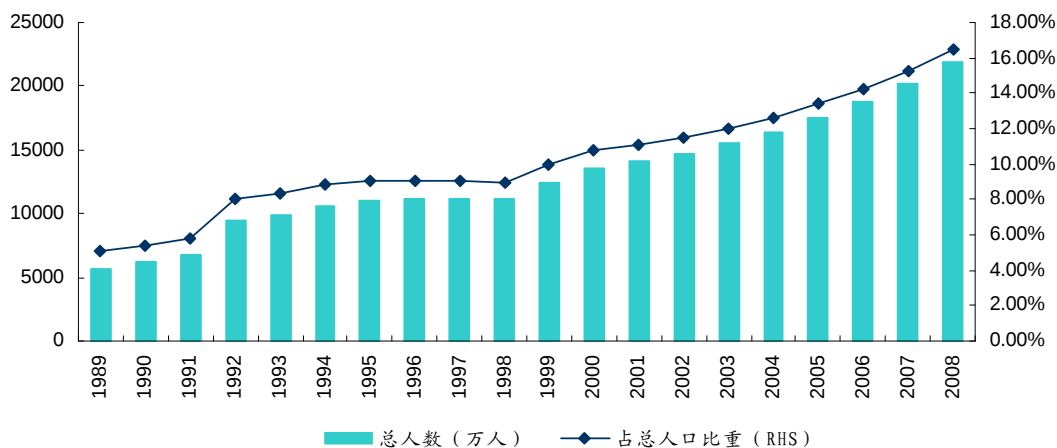
收入水平整体上升所带来的消费升级主要体现在对高端性与品牌性产品需求的扩大。举个例子，在家电下乡的过程中，国家招标了众多厂商的众多品牌，在价格和质量上也给与了农民朋友们很大的选择空间。但结果却是，有品牌和质量保证的最受农民朋友们欢迎；那些价格低廉，质量稍逊，没有品牌影响的产品很多都是无人问津的。另外，中国现在是世界上奢侈品消费增长最快的国家，然而奢侈品市场目前基本上还是被国外品牌垄断了。而国内的上市公司若能分享这块蛋糕，其成长性也值得期待。目前涉足高端消费的行业如海参养殖、黄金

加工、名表等都应当成为未来关注的对象，这方面的上市公司有獐子岛（海参养殖）、东阿阿胶（保健品）、潮宏基（珠宝首饰）、飞亚达（表类）、老凤祥（珠宝首饰、黄金交易）、贵州茅台、张裕等。

在城乡结构变化上，我们认为消费增长潜力最大的是农村市场。2009 年，在家电下乡政策的刺激下，农村社会消费品零售总额超过了城镇的增长。农村市场的潜力也保证了某些产品生命周期的延长，除了冰箱空调等传统耐用消费品外，电子信息产品在农村的扩张速度也是较为迅速的。随着农村新打工一族的形成，他们将城市消费文化带到了农村，这种趋势将更加明显。

投资驱动的经济增长是不稳定，也是不可持续的，提升消费对经济增长的贡献是结构调整的重中之重。要解放消费，我们认为高房价和社会保障问题是一个绕不开的问题。扩大保障性住房供给是今年调控房市的重要手段，这对于释放消费力有重要意义。在社会保障上，覆盖范围的扩大也能不断提升消费力，尤其是近两年对于农村社会保障的加大推进值得关注。

图 14：全国参加基本养老保险人数及占总人口比重变化



数据来源：国家统计局，长江证券研究部

第三，则是创新经济的发展。创新经济是一个比较大的概念，其涉及的范围包括新技术、新产品、新模式等。创新对于经济发展的意义不言而喻，每一次大的创新的出现往往都能带来经济一轮长期增长。战后，世界经济出现过两次比较大的创新：以微电子、计算机为代表的电子革命和以 Internet 为代表的互联网革命。然而，2001 年纳斯达克网络泡沫的破灭就已经宣告该轮创新周期的完结。目前，世界经济迫切需要一次技术创新来形成新的产业链来拉动经济的增长。但是以创新来带动产业又谈何容易？但是，我们不能低估人类的智慧。在资金、技术和政策的推动下，新的技术革命似乎已经初现曙光。据美国研究机构 Forrester 预测，物联网所带来的价值要比互联网大 30 倍，将会形成下一个万亿元级别的通信业务。物联网是一个全新的产业链，其对产业的拉动不可小视。在技术上，物联网涉及的领域也非常广，如芯片技术、封装技术、识别系统、传感技术等，并衍生出如云计算，IPv6 等概念。目前，物联网的核心技术成本还较高，并不支持社会性的大规模应用。降低成本以实现规模性商用是首要任务。而能够实现规模化应用的可能就在于城市交通系统、物流运输系统以及大型建筑系统等领域。综合来看，新兴产业的核心在于“智能”。对于智能化的新兴产业，中国面临着双重机会。首先，互联网革命在中国还没有真正实现，我们可以借助互联网技术来真正发挥我们的后发优势。其次，全球正在萌生着的新技术革命对于中

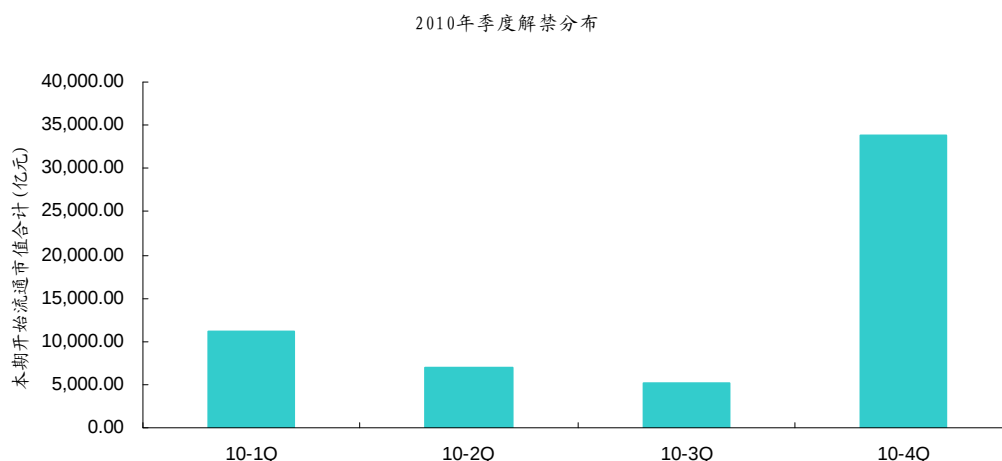
国来讲也是一个千载难逢的机会。我们可以将这两类区分为传统的新兴产业和创新的新兴产业。传统新兴产业以网络为核心，以联通为目的，其衍生出来的产业就是信息技术、微电子、网络服务等。对于资本市场而言，这些机会主要体现在 3G、数字电视、移动支付、三网融合等领域。

在投资策略选择上，我们认为中小板和创业板的创新类公司仍然具备投资价值。而目前所存在的估值压力在高增长面前也并不会成为真正的压力。我们坚信，创新对于中国来说使一次巨大的机会；同时，中国也是创新经济的肥沃土壤。近年来，创新技术在中国的迅猛发展，相关企业盈利增长迅猛的事实已经说明了这一问题。估值是相对，成长却是实在的。已经披露了年报预告的创业板公司的平均净利润增长率为 77.83%。在新经济浪潮之下，这种增长速度在 2010 年有相当大的希望能够维持。高成长化解高估值应当是中小板和创业板众多新兴产业公司的未来之路。

二季度解禁压力较轻，主要集中在 4 月份

与历年解禁季度分布高峰期一样，2010 年也不例外，仍主要集中在第四季度，解禁流通市值达 33923.88 亿元，占全年的 59%，而第二季度解禁市值为 7036 亿元，同比也下降 1.38%，解禁压力较小，仅占全年解禁市值的 12%，相对来说面临的资金面压力也有限。

图 15：2010 年限售流通市值季度分布



资料来源：Wind, 长江证券研究部

如果从月度上看，11 月为全年的解禁高峰期，解禁市值达到 22,850.01 亿元，占全年的 40%，届时将是市场资金需求压力最大的时刻。

图 16：2010 年限售流通市值月度分布

2010月度解禁分布



资料来源: wind 长江证券研究部

表 3: 2010 年限售股解禁月度分布 (亿股 亿元)

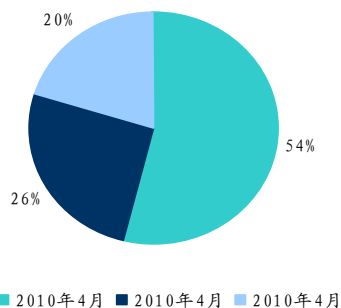
	本期开始 流通市值 合计	本期开 始流通 股数	无限售 条件股 份	无限售条 件股份市 值	限售 流通 股份 数量	限售流 通股份 市值	A 股总股 本	A 股总市 值
2010-1-31	7,026.19	292.98	624.72	12,356.98	260.85	4,034.67	885.57	16,391.64
2010-2-28	1,314.71	82.45	384.37	7,124.65	387.31	6,828.78	771.68	13,953.44
2010-3-31	2,732.75	189.47	1,526.74	19,978.55	351.18	4,923.04	1,877.92	24,901.60
2010-4-30	3,798.12	368.66	627.33	7,370.35	172.55	2,849.53	799.89	10,219.89
2010-5-31	1,804.70	166.03	538.32	6,445.88	204.49	3,251.49	742.80	9,697.37
2010-6-30	1,433.19	119.23	381.45	5,833.36	165.56	3,204.27	547.01	9,037.63
2010-7-31	995.63	62.91	207.65	3,330.25	64.23	989.69	271.87	4,319.94
2010-8-31	1,477.96	79.21	293.98	4,827.56	63.09	1,369.34	357.07	6,196.90
2010-9-30	2,667.11	162.16	499.79	8,097.62	177.54	1,507.06	677.33	9,604.68
2010-10-31	4,727.09	186.83	309.83	6,776.08	31.15	586.50	340.99	7,362.57
2010-11-30	22,850.01	1,704.60	1,908.30	26,309.32	55.42	1,973.56	1,963.72	28,282.88
2010-12-31	6,379.82	537.95	1,297.97	15,034.64	375.89	2,880.69	1,673.86	17,915.33

资料来源: wind 长江证券研究部

而二季度的解禁高峰期是即将到来的4月份, 解禁市值占整个二季度的54%, 不过就全年来看, 4月份解禁市值远低于平均水平, 并且同比下降1.38%, 市场资金面受到的影响也相对有限。

图 17: 2010 年二季度限售流通市值月度分布

4 月份解禁股本占二季度 50% 以上



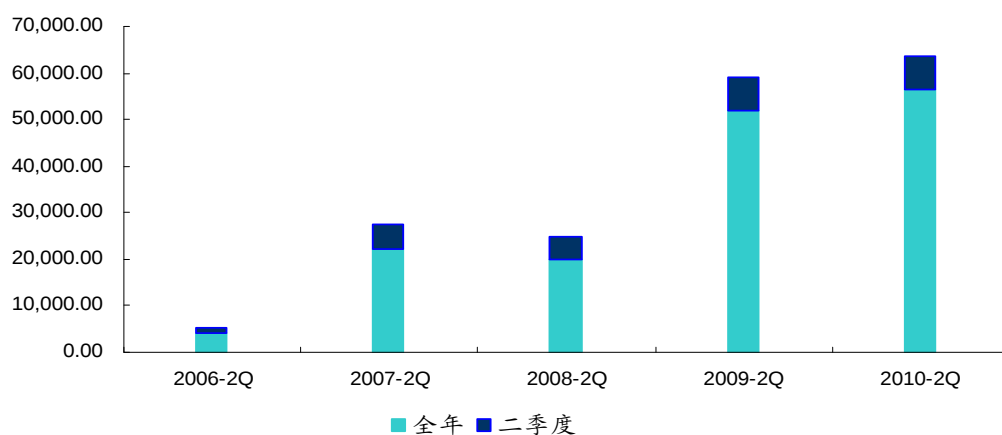
资料来源: wind 长江证券研究部

表 4: 4 月份为二季度的解禁高峰月 (亿元, 亿股)

	本期开始流通市值合计	本期开始流通股数	无限售条件股份	无限售条件股份市值	限售流通股份数量	限售流通股份市值	A 股总股本	A 股总市值
2010-4	3,798.12	368.66	627.33	7,370.35	172.55	2,849.53	799.89	10,219.89
2010-5	1,804.70	166.03	538.32	6,445.88	204.49	3,251.49	742.80	9,697.37
2010-6	1,433.19	119.23	381.45	5,833.36	165.56	3,204.27	547.01	9,037.63

资料来源: wind 长江证券研究部

图 18: 二季度解禁压力较轻



资料来源: wind 长江证券研究部

小结

从前文的观点来看，二季度资本市场将会迎来反弹，对于反弹的力度和时间，预计都不会很强，5月份前后市场会达到反弹的高点。市场反弹的根本原因是因为二季度的GDP仍保持上行，同时政策利空的因素逐渐被消化，加息预期在逐渐减弱，当加息始终兑现不了成为市场的共识之时，市场将会纠正过去错误的判断。

在反弹的过程中，蓝筹股尤其是金融和能源股凭借低估值优势和良好的基本面，将成为反弹的中坚力量，但由于流动性通过票据和准备金率的形式在缩减，因此蓝筹股行情只是脉冲阶段性行情，在这个过程中前期上涨过大的部分题材股是需要回避的，但是对于题材马上将要兑现的品种比如上海本地股等等，则仍会保持强势。

创业板蕴涵较高的风险，在二季度面临着一个整固的过程，但如果一季报仍然出色，前期炒作的品种会反复走强。创业板公司的分化已然开始，这里面颇具特色的公司为数不少，而且往往都是行业龙头公司，可以在二季度调整之时做长期布局。

创新要素是贯穿全年的热点，二季度也不例外，尤其是在二会之后新兴产业政策的落实会进一步加快，创新要素包括技术的创新（比如3G、物联网）、新的产业创新（比如文化产业）以及消费的创新（比如流通领域的创新、电子商务、电子支付等），这些创新要素仍值得关注。

分析师介绍

张凡，北京航空航天大学数学学士，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部首席策略分析师，研究领域为市场策略与选股策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398 13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 68751916 13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕洁	华东区客户经理	(8621) 68751926 13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区客户经理	(8621) 68751863 13817196202	julei@cjsc.com.cn
易敏	华南区客户经理	(8621) 68755178 13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 68751860 13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。