

紧缩犹存 结构化布局

——2010年二季度A股投资策略

要点:

- 预期中的经济小周期回落,需要关注的投资与出口。自2009年初开始的本轮经济上升小周期将在今年1季度见到高点,但小周期的回落是市场预期之内的情景,需要关心的是投资和出口的后续趋势。我们认为年内房地产开发投资动力仍能保持,基建投资在地方投资的拉动下仍有望维持较高增速,投资总体降中趋稳。出口方面,欧美经济下半年并不乐观,年内出口增速前高后低概率较大。
- 通胀压力和紧缩预期最强的时间窗口应在年中。价格周期往往是落后于货币周期和经济周期的最后一个周期信号,我们判断年中将会出现CPI冲击4%,PPI超过6%的通胀高峰,下半年通胀指标有望逐步回落。因此二季度将成为货币紧缩压力最大的时间窗口,三季度以后政策紧缩的压力则会逐步减轻。
- 权重股引领市场短期冲高后,仍然面临紧缩预期考验与调整压力。国外经验显示,股指期货对标的指数短期影响总体中性,重要的是指数所处的估值水平。以银行和周期股为代表的权重板块相对估值较低,从而在股指期货和融资融券推出的刺激下存在阶段性机会,但是投资、出口的后续趋势并不支持周期性板块的持续上涨。A股短期冲高后仍然面临紧缩预期考验与调整压力。
- 下一次筑底回升的契机。2季度末紧缩预期逐步明朗,紧缩压力的释放有望带来真正的上涨契机。而加息兑现、人民币升值预期提升、调整幅度过大都可能成为市场提前筑底回升的催化因素。
- 长期配置围绕“内生增长、创新驱动”。配置周期股是短期的选择,从全年宏观经济基本面的角度,我们建议的配置方向是围绕“内生增长与创新驱动”,配置银行+消费+新兴产业。融资压力释放、估值具备优势的银行仍可作为基本配置,消费主题下重点关注家电、旅游、商业、医药、消费电子,战略新兴产业主题下重点关注节能减排、新能源汽车、三网融合、移动互联网。

分析师

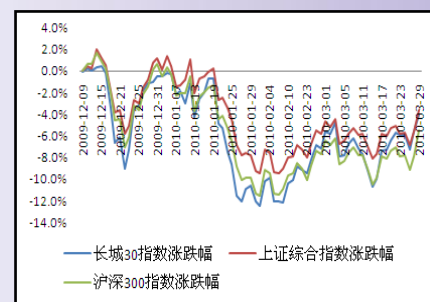
腊博: 吴土金:
☎0755-83516230 ☎0755-83516212
✉lab@cgws.com ✉wtj@cgws.com
PCN: S1070208070272 PCN: S1070109031294

高凌智: 但朝阳:
☎0755-83516242 ☎0755-83515597
✉gaolz@cgws.com ✉danzy@cgws.com
PCN: S1070208060266 PCN: S1070200010015

宏观经济指标预测

	2010Q1	2010Q2	2010Y
GDP	11.3	10.4	10.2
投资	26	24.3	23
消费	18.5	17.9	18.3
出口	30	35.2	26.6
CPI	2.3	3.7	3.2
M1	33.7	26.6	25
M2	24.4	19.9	18.5
利率	2.25	2.52	2.52
汇率	6.82	6.75	6.65

长城30股票池表现



相关报告

《两会后》行情造就三月震荡向上——2010年3月投资策略报告》

2010年03月08日

《紧缩预期前强后弱,调整底线不断临近——2010年2月投资策略报告》

2010年02月03日

《从强劲复苏到稳定增长——2010年度投资策略报告》

2009年12月09日

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。



目录

一、预期中的经济小周期回落.....	3
1、宏观经济小周期进入下滑阶段	3
2、投资高位回落，但总体降中趋稳	4
3、出口增速下半年弱于上半年	7
二、紧缩压力仍未消除	11
1、通胀压力和紧缩预期最强的时间窗口应在年中	11
2、人民币升值预期增强	13
三、2 季度 A 股展望：冲高，调整，筑底.....	15
1、股指期货与权重股上涨：阶段性行情	15
2、紧缩压力仍未消除	17
3、调整空间有限，紧缩压力释放带来上涨契机	18
四、配置策略：内生增长、创新驱动.....	19
1、消费具备持续增长动力	19
2、新兴产业进入政策出台期	21
3、寻找业绩飞跃的公司	25



一、预期中的经济小周期回落

1、宏观经济小周期进入下滑阶段

尽管 1-2 月的发电量、工业增加值、投资、出口等数据表现均较强劲，出现经济加速扩张的态势，但是 PMI 与工业增加值的背离显示这种扩张阶段即将结束。

图 1. 当月发电量季调值，亿千瓦时

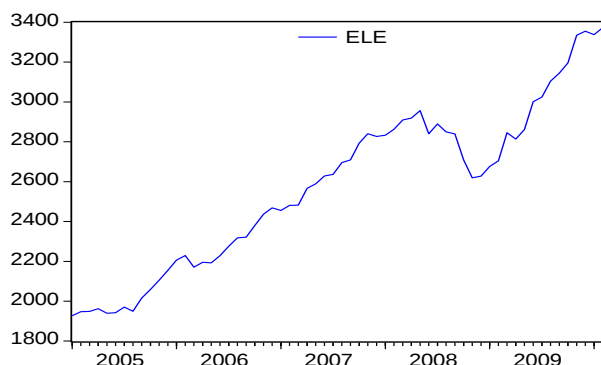
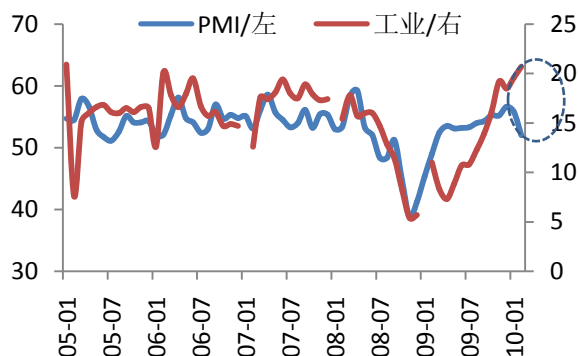


图 2. PMI 指数与规模以上工业增加值同比增速



数据来源：Wind，长城证券研究所

事实上，经济小周期在 1 季度末冲高回落已经成为预期中的情景。中国经济历来受到外需和政策调控的影响，大概存在一个以三年为时间单位的基本经济周期，在一个经典的经济小周期当中，存在着货币（领先指标）、经济（工业增加值和出口等同步指标）、物价（滞后指标）三位一体的基本周期，而由于资产价格对货币的高度敏感特征，使得股市波动与货币周期一致（领先于实体经济周期），因此往往可以观察到股市（货币）领先于实体经济，实体经济领先于物价的周期现象。从经济小周期的角度来看，当前宏观经济表现出货币（M1）扩张速度已有所放缓，经济景气度步入高峰区域（2 月份工业增加值增速 20.7%），通胀指标滞后攀升的周期特征，未来几个季度面临紧缩压力增大，经济小周期和货币周期边际回落，通胀指标年中冲高的宏观格局。

图 3. 三位一体的经济周期示意图

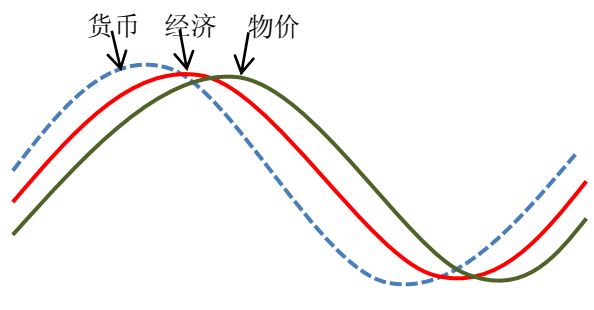
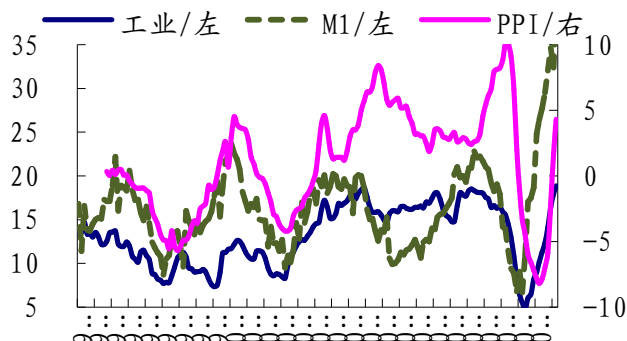


图 4. 工业增加值、M1 和 PPI 同比增速，%



数据来源：Wind，长城证券研究所

在经济小周期下行预期确立的背景下，投资和出口这两大增长引擎的后续趋势成



为需要关注的焦点问题。

表 1. 长城证券宏观预测体系（季度指标）

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010 年
GDP	6.1	7.9	8.9	10.7	11.3	10.4	10.2
CPI	-0.6	-1.5	-1.3	0.7	2.3	3.7	3.2
PPI	(4.6)	(7.2)	(7.7)	-2.2	5.4	6.3	5.0
工业	5.1	9	12.4	17.9	20.1	17.8	16.5
投资	28.6	35.7	32.9	24.7	26.0	24.3	23.0
消费	15	15	15.4	16.1	18.5	17.9	18.3
出口	-19.7	-23.6	-20.5	0.16	30.0	35.2	26.6
进口	-30.9	-20.6	-11.6	21	59.4	40.0	36.3
M1	11.4	20.3	27.9	33	33.7	26.6	25.0
M2	21.5	26.7	28.7	28.8	24.4	19.9	18.5
利率	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.52	2.52
汇率	6.83	6.83	6.83	6.83	6.82	6.75	6.65

注： 1、 除利率、汇率、月度投资外，其余指标为当期同比增长率。其中，GDP 和工业同比增长率按可比价格计算，投资和零售同比增长率按名义价格计算，出口和进口同比增长率按美元价格计算。

2、 工业指规模以上工业增加值，投资指城镇固定资产投资，零售指社会消费品零售总额。

3、 利率和汇率指标分别指最后一天 1 年期储蓄存款利率和人民币美元汇率。

2、投资高位回落，但总体降中趋稳

基建投资：地方投资接力？

对于今明两年投资增速下滑的担忧主要来自于 4 万亿基建投资计划接近尾声，另一方面产业投资回报率的逐年下行也使得民间投资动力难以维系。近几年产业投资回报率处在不断下降的趋势，单位固定资产投资的工业增加值、GDP 产出一直在不断下降，上市公司 ROA 近十年来一直稳定在 2%左右的较低水平，如果剔除金融、垄断国企等样本，实体经济的投资回报率可能还要更低。从行业景气度来看，上游资源性行业受到越来越多的准入限制，中游制造业产能较为充裕，在融资成本不变的情形下投资回报率的下降抑制了民间投资的扩张，除了房地产、汽车等部分行业之外，03、04 年宏观过热时期民间投资全面爆发的情景已经很难出现。

图 5. 单位投资对应的工业增加值、GDP，A 股 ROA

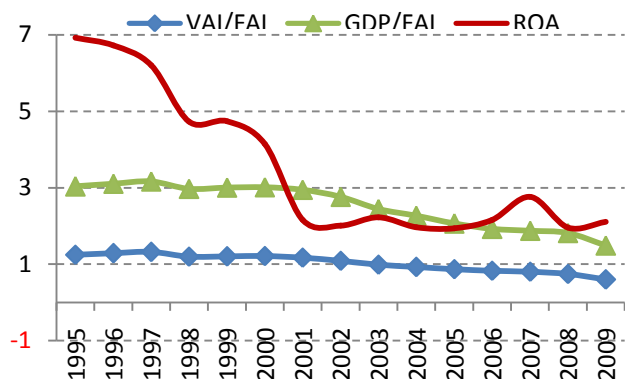
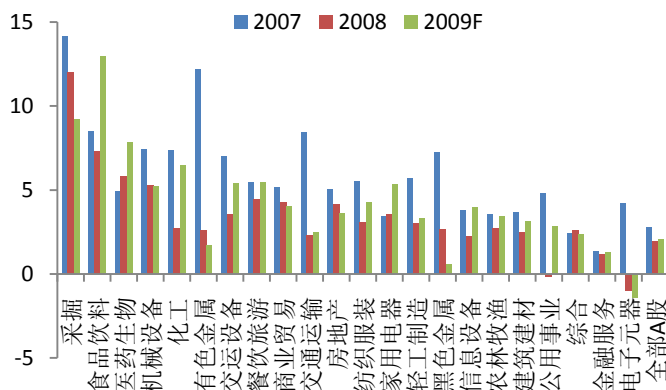


图 6. 近三年 A 股各行业 ROA 水平，%



数据来源：Wind，长城证券研究所 注：2009 年 ROA 按 1.33 倍的三季度业绩测算

但是地方投资冲动不减，则有望保持投资增速的总体平稳。近期湖北省提出了未来 6-7 年 12 万亿的固定资产投资计划，引起了市场的强烈关注，虽然“十二五规划”还在起草阶段，但我们认为从个别现象仍可以得出以下结论：（1）地方投资仍将保持稳定增长，大幅低于预期或超出预期的可能性不大；（2）投资仍可能成为拉动内需的主要动力；（3）投资带来的信用扩张压力和通胀压力将逐渐加大。

从湖北省的个别案例来看，12 万亿可实现的前提是未来 6 年投资增速继续保持 30% 的增长，从湖北省过去 6 年 31% 的固投平均增速来看，提出 30% 的目标比较合理，至少说明地方政府对投资仍然看得较重。

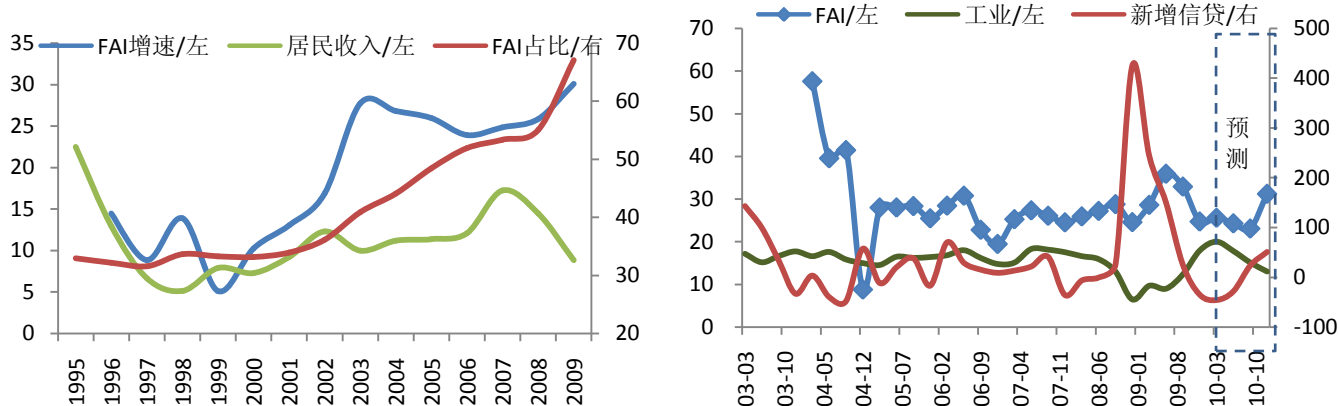
表 2. 湖北省历史固投增速与未来计划投资

	湖北省历史固投增速		假设未来继续保持 30%增速
2004	37%	2010	9,339
2005	21%	2011	12,140
2006	25%	2012	15,783
2007	29%	2013	20,517
2008	31%	2014	26,673
2009	40%	2015	34,674
平均增速:	31%	固投总计:	119,126

数据来源：Wind，长城证券研究所

湖北省虽然是个别现象，但放在全国的角度来看，投资仍可能成为未来 2 年拉动内需的主要动力。2009 年城乡居民可支配收入仅增长了 8.8%，依赖货币和资产价格膨胀带来的财富效应，国内的消费规模有望保持较高的名义增速，但由于劳动力相对价格较低（典型的是收入-房价比）和产出分配差距拉大，消费占经济规模的比例很难提高。另一方面，2009 年投资增速 30%，固定资产投资占 GDP 的比重高达 67%（生产法 GDP），钢铁、水泥等工业领域过剩的产能并没有在金融危机期间得到出清，投资仍然是消化工业过剩产能，拉动内需的天然选择，尤其是政府和国企部门，存在大举扩张公共投资和粗放投资的内在冲动，目前还很难说经济增长对投资的依赖度会有所减轻，目前高投资、低消费的格局短期内难以改变，尤其是在经济低迷时期，保持投资的较高增速始终是现行体制条件下最优的政策路径。

图 7. 投资、城镇居民可支配收入增速与投资占 GDP 比重 图 8. 投资、工业增加值与新增信贷同比增速, %



数据来源: Wind 长城证券研究所

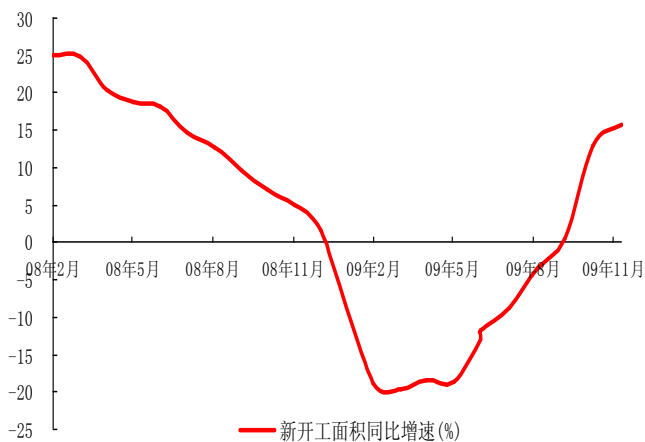
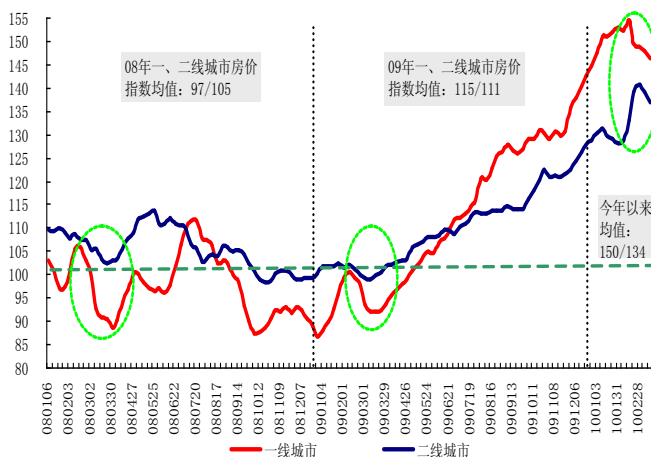
当然,投资继续维持高位无疑将带来持续的信用扩张压力和通胀压力。2010 年中央财政赤字 10500 亿,债务余额约占 GDP 的 20%,在地方政府债务这一块,官方提及的最高规模为 6 万亿,中金公司估计 09 年地方政府债务为 7.2 万亿,美国西北大学的史宗瀚 (Victor Shih) 认为 09 年底地方债务规模为 11.4 万亿,到 2011 年底将膨胀到 24.2 万亿。09 年底中国的 M2 规模约 60 万亿,考虑到政府支出日益膨胀,实体经济投资回报率下降,企业较难依靠利润积累进行投资的客观趋势,无论政府还是企业投资对信用扩张的依赖都会增强,根据 90 年代中期以来信贷平均增速略低于投资 2-3 个百分点的比例来看,如果未来投资继续保持近些每年大约 25% 的增速,中长期货币膨胀的速度很可能要高过过去 17% 的潜在水平,随着资源、劳动力等要素价格的提高,未来的通胀压力也会越来越大。

房地产开发投资: 年内动力犹存

目前房价处于历史高位,库存处于底部区域,开发商加大开工力度的意愿强烈;开发商 2010 年制定的新开工计划普遍较 09 年有 30%-50% 的增长。只要今年上半年销量不出现同比 20-30% 的萎缩,开发商不会大幅下调新开工计划。但是政策面的变数依然存在。行业调控政策在维持房地产开发投资积极性和调控高房价之间艰难徘徊,如果房价继续大幅上涨,不排除将有更严厉的调控措施出台的可能。

图 9. 一、二线城市房价指数 (取 07 年下半年均值为 100)

图 10. 08-09 年商品住宅新开工面积同比



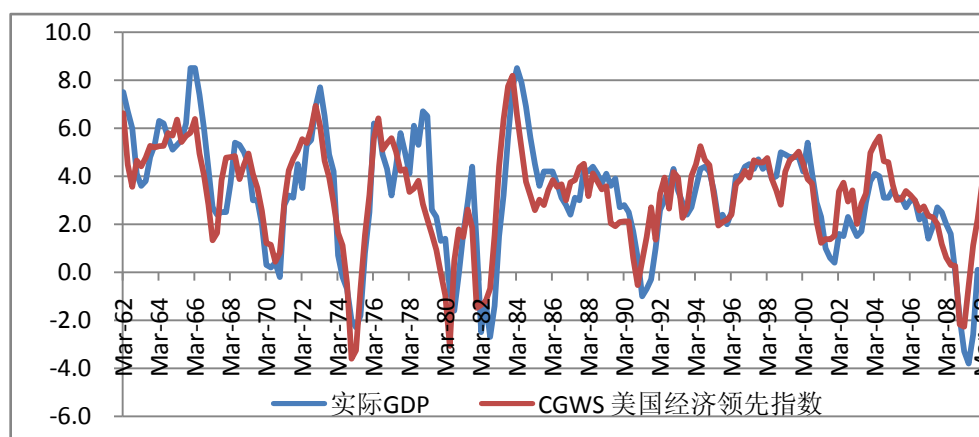
数据来源: Wind 长城证券研究所

3、出口增速下半年弱于上半年

美国经济前高后低

我们在年初编制的美国经济领先指数包含 6 项主要经济指标, 涵盖制造业、消费市场、房地产投资、货币政策、和利率政策对经济的综合影响。根据历史的检验, CGWS 美国经济领先指数对经济预测的领先性较为稳定 (1-2 个季度), 尤其在经济周期重要的拐点时期预测的准确性较高, 该指数也帮助我们提前确认了本轮的经济复苏。从 2010 年 1 月最新的数据可以看出, CGWS 美国经济领先指数仍处于上升趋势, 说明美国经济至少在 2010 年上半年维持较快增长的概率较大。同时我们也注意到, 该指数正在接近历史上限, 这在很大程度上预示美国经济增速会逐渐从以经济刺激政策为依赖的快速增长放缓到正常水平。

图 11. CGWS 美国经济领先指数一般领先 1-2 个季度



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

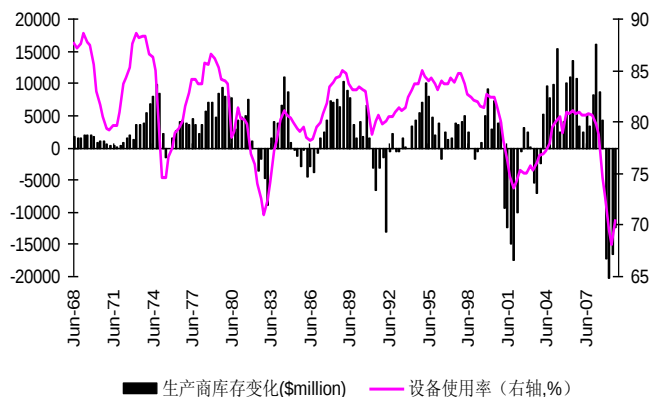
就上半年而言, 库存变化仍将对美国经济增长产生贡献。首先, 目前的库存已经接近合理水平。经历了前期的去库存阶段, 当前的库存水平已经回到基本合理的位置, 在消费市场不出现大幅萎缩的前提下, 设备使用率将继续回升, 生产商回补库存已经是大概率事件。其次, 从设备使用率和生产商库存的历史周期中可以看出, 美国国内设备使用率回升到 72%-75% 区间是库存显著增加的敏感区域, 而 1 月份美国设备使用率指标则已经回升至 72.6% 的水平。



图 12. 库存已经接近合理水平



图 13. 设备使用率持续回升



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

就下半年而言, 消费复苏是拉动美国经济增长的主要动力, 这主要来自于储蓄率的修复和就业情况的改善。首先, 美国国内储蓄率指标正在逐步修复、并接近 6%-8% 的历史正常水平, 从而孕育着消费信贷市场的缓慢复苏。其次, 就业情况下半年有望改善。从失业率和美国经济的滞后关系来看, 此次失业率转折点的滞后期将是 60 年代以来的最长时间, 虽然 2009 年四季度失业率稳定在了 10% 左右的水平, 而非农就业人数连续下滑的局面也已经结束, 但我们认为目前就业人数回升的力度还很弱, 间断性的下滑仍会发生, 所以失业率明显改善的时间窗口应该在下半年。

但是美国经济下半年的增长整体预计弱于上半年。一方面面临经济刺激政策的逐步退出, 另一方面企业库存回补已经结束, 对经济的拉动作用将逐渐衰减。

图 14. 储蓄率修复有利于消费信贷的回升

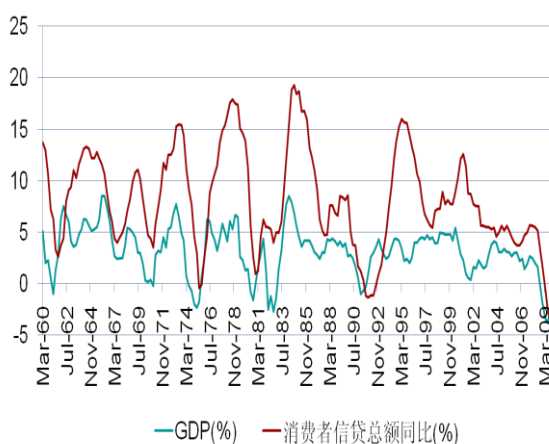
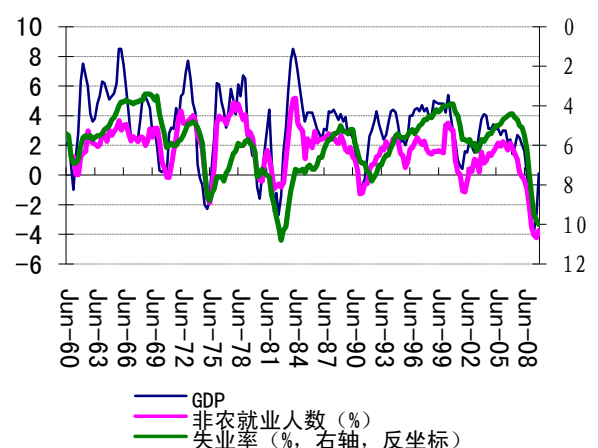


图 15. 失业率滞后于经济表现



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

表 3. 美国经济预测

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010Y
长城证券	3.00%	3.50%	2.50%	2.50%	3.20%
Barclays Capital	3.50%	4.00%	3.50%	3.50%	3.60%



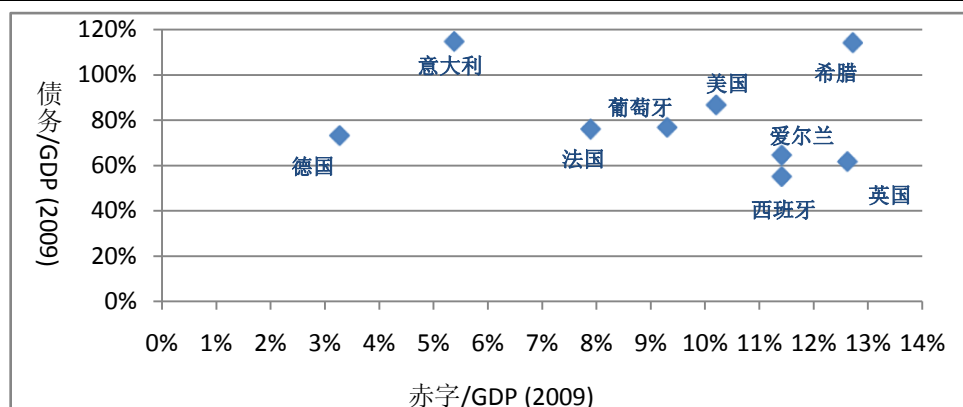
Bank of America Merrill Lynch	1.50%	3.50%	3.60%	3.60%	3.20%
Goldman Sachs	2.50%	2.00%	1.50%	1.50%	2.60%
JP Morgan	2.50%	4.00%	4.00%	3.50%	3.50%
Morgan Stanley	2.00%	4.00%	3.50%	3.40%	3.30%
UBS	2.50%	2.50%	3.00%	3.00%	3.00%

数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

欧洲经济复苏明显弱于美国

在过去的几个季度，欧洲经济也随着世界经济的复苏而走出了经济危机的阴影，虽然如此，但复苏的力度要明显弱于美国和日本。我们认为，欧盟经济的复苏主要来自于两个方面：政府的经济刺激政策和出口的拉动。但是，近期暴露出的欧盟债务问题将会迫使部分国家为增加财政收入而采取提早收回经济刺激政策、提高税收、降低公务员薪资等方法，从而影响到终端消费，而出口则成为决定未来经济能否持续复苏的唯一稻草。但根据欧盟各国的出口结构来看，出口也将受到终端消费萎缩的影响，未来欧洲经济的复苏存在较大的不确定性。

图 16. 欧盟主要成员国债务和财政赤字占 GDP 比均未达标



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

在欧盟经济体中，德国、英国、和法国占欧盟经济总量的一半以上，此次欧盟经济的复苏，德国和法国这两大经济体的表现最为突出，而德国和法国在去年 2 季度的提前回升更加深了市场对欧盟经济复苏的信心。从德国和法国经济复苏的特征可以看出，出口是带动经济回升的主要动力，这也比较符合欧盟的经济特征（在全球前十大出口国中，欧盟国家占据 6 个，其中德国和法国的出口比重位居前五）。

图 17. 英德法意西经济决定欧盟整体经济

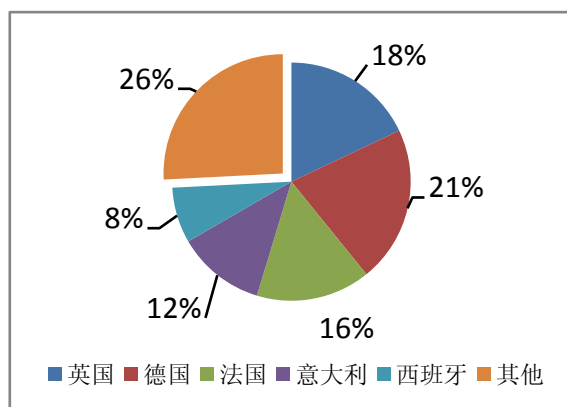
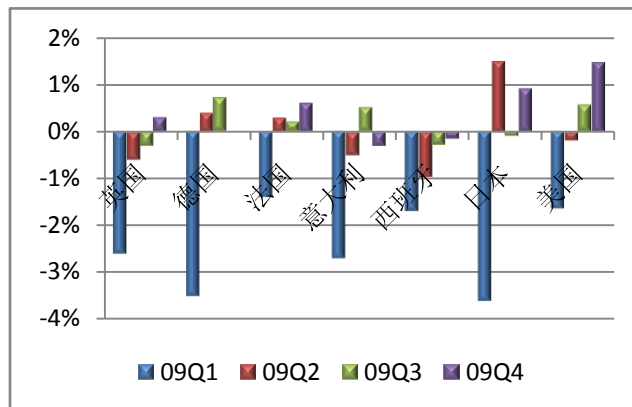


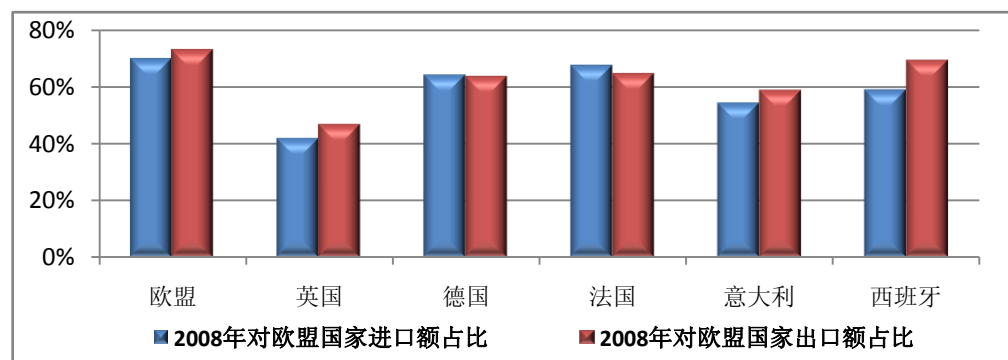
图 18. 德法复苏较早，但欧盟整体复苏比较微弱



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

由于欧盟主要成员国的债务占 GDP 比率和财政赤字占 GDP 比率均未达到欧盟要求的 60%和 3%的标准，未来的 2-3 年削减财政赤字将成为欧盟成员国的主要目标之一。而提早收回经济刺激政策、提高税收、降低公务员薪资等方案将成为提高财政收入和降低财政支出的主要手段，这将在很大程度上影响终端消费市场。根据欧盟主要国家的进出口结构来看，这些国家的进出口在很大程度上依赖欧盟的内部贸易，部分国家终端消费的下滑将产生“多米诺”效应。所以我们认为，出口的这根稻草将面临下滑的风险。相对与美国经济来说，欧洲经济的复苏会更加艰难，政府的财政政策仍将是影响欧洲经济的主要因素。

图 19. 欧盟国家在进出口贸易上严重依赖内部成员国



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

中国出口前高后低的趋势比较明显

在中国前两大出口国中，美国经济下半年弱于上半年，欧洲经济表现更是不如美国，我们判断中国出口上半年仍将保持较高的增速，但下半年回落的趋势比较明显。另外，汇率升值和贸易保护对外贸的负面影响也值得重视。近期奥巴马政府对人民币汇率问题的指责越来越强，国内已经在多个行业启动升值压力测试，二季度开始人民币升值速度很可能重新加快，贸易摩擦增多，对出口高速扩张都有一定的负面影响。我们预计一、二季度出口增速将达到 30%和 35.2%的较高水平，然后逐步回落，年出口增长预期为 26.6%。



图 20. 当月进出口总额 (季调), 亿美元

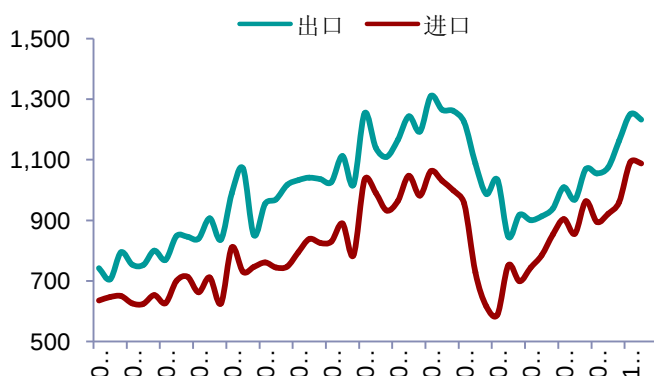
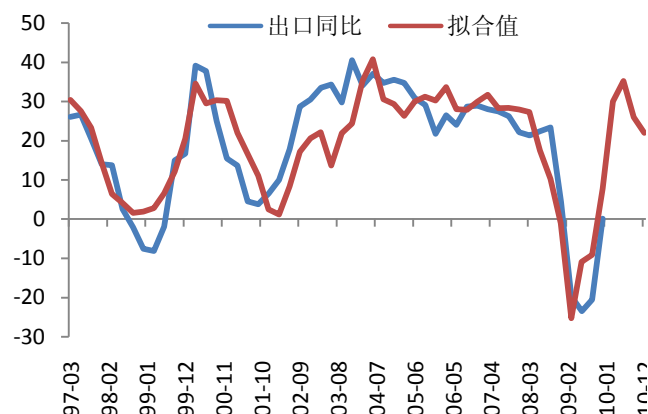


图 21. 根据五大出口国测算的中国出口增速, %



数据来源: Wind, 长城证券研究所

二、紧缩压力仍未消除

1、通胀压力和紧缩预期最强的时间窗口应在年中

二季度通胀压力最大, 下半年逐步回落

由于部分受到春节因素的影响, 2 月份食品价格超预期环比大幅上涨 3.3%, CPI、PPI 同比指标大幅回升至 2.7% 和 5.4% 的高位, 我们预计年中将会出现 CPI 冲击 4%, PPI 超过 6% 的通胀高峰, 但随着政策紧缩效应的显现, 下半年通胀指标有望冲高回落。从统计局目前的 CPI 指标来看, 食品价格变动主导着 CPI 的波动 (食品上涨可解释 90% 的 CPI 上升), 而自 09 年以来, 尽管国内粮油价格出现稳步回升, 但农产品价格实际上才刚刚回到 08 年雪灾时期的水平, 07 年曾引导食品上涨的生猪价格, 尚处在远低于高峰时期的价格水平 (目前 10 元/千克远低于高峰时期 17 元/千克的价格)。目前干旱已经对西南地区的粮食和一些经济作物种植形成了较大影响, 旱情的延续在一定程度上也会推高 CPI 指标, 但国内农产品储备丰富, 供需基本平稳, 相信局部地区的灾情对总体通胀形势的影响不会很大。

图 22. 农产品、粮油 批发价格及生猪价格走势

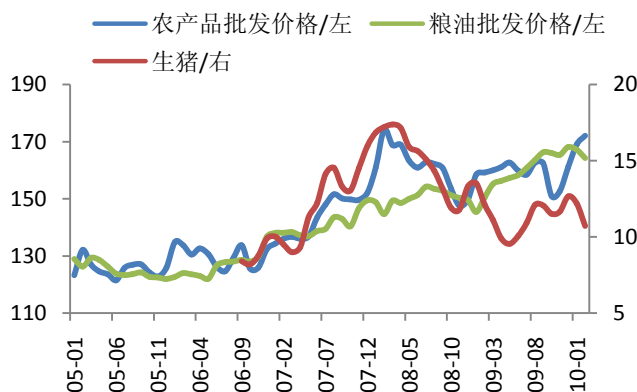
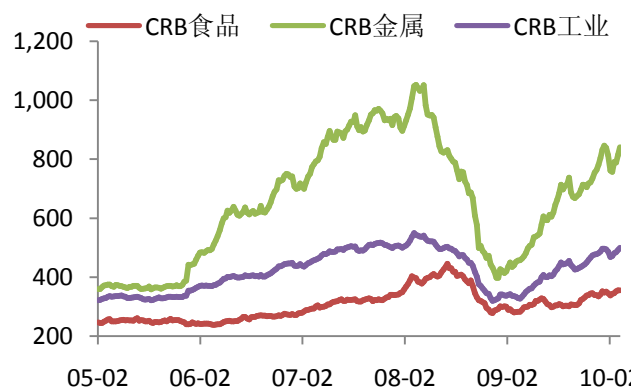


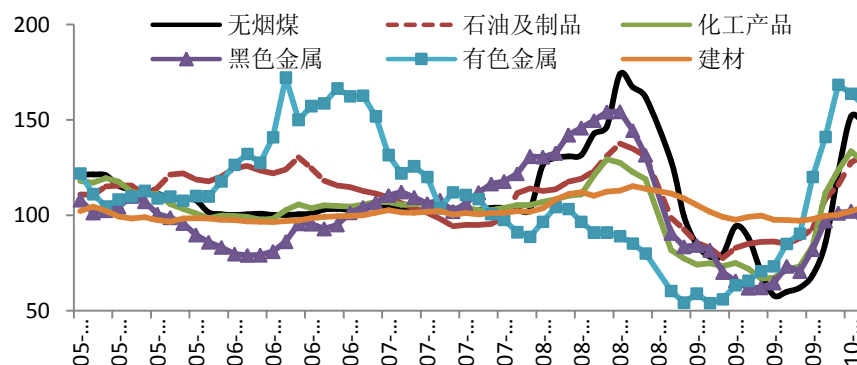
图 23. CRB 食品、金属和工业品价格指数



数据来源：Wind，长城证券研究所

与迟滞的农产品价格和CPI指标相比，工业原材料和制成品的价格能够更好地反映经济景气和货币周期波动的情况，金融危机以来，金属、原油等国际大宗商品价格出现大幅回升，而国内一些稀缺度和市场化程度较高的煤炭、有色金属原材料价格也出现了大幅度的上升，石油、化工产品价格回升也较为显著，只有钢铁、建材等部分工业生产资料价格相对平稳。由于工业领域普遍存在的产能过剩，产能过剩程度较高的中游行业将继续成为消化原材料成本压力的载体，原材料购进价格上升对终端耐用品和日常消费品价格的推动作用相对有限，但如果大宗商品价格继续攀升，再考虑到劳动力等其他要素价格的上升，成本上升对中游行业的利润侵蚀影响将进一步凸现。

图 24. 各类工业生产资料流通环节价格同比增速，%



数据来源：Wind，长城证券研究所

根据货币、经济和物价三位一体的周期特征，价格周期往往是落后于货币周期和经济周期的最后一个周期信号，因此，只要目前宽松政策相对收紧的态势如预期般得到延续，本轮物价上升带来的通胀压力总体仍处在可控范围，年中6、7月份之后CPI和PPI指标的回落趋势较为确切。

图 25. PPI、CPI 和狭义货币 M1 增速, %

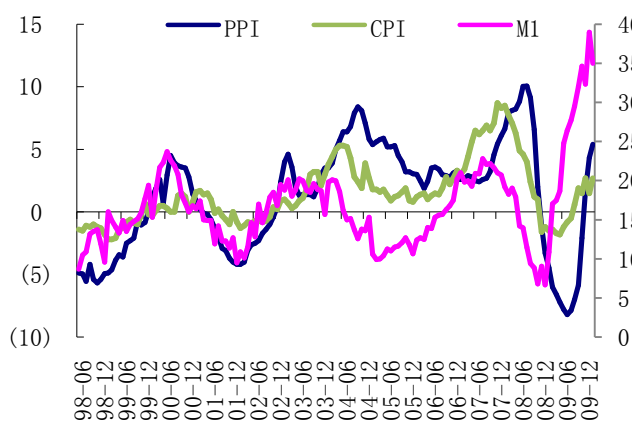
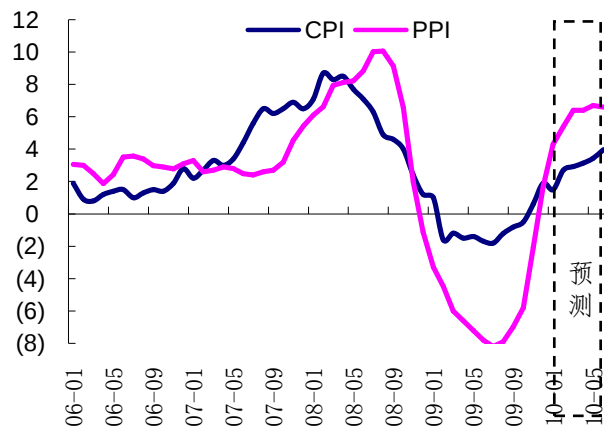


图 26. 当月 CPI、PPI 同比增速预期, %



数据来源: Wind, 长城证券研究所

政策紧缩压力增大

在经济增速回到高位、通胀指标不断攀升的条件下, 宽松政策进一步收紧的压力正在加大, 二季度将成为货币紧缩压力最大的时间窗口, 尤其是在 4 月上旬一季度宏观数据明朗之后, 央行很可能再次上调准备金率, 负利率很可能主导 2、3 季度, 三季度以后政策紧缩的压力才会减轻, 不排除 2 季度内加息的可能。

图 27. 季度 GDP、CPI 同比增速, %

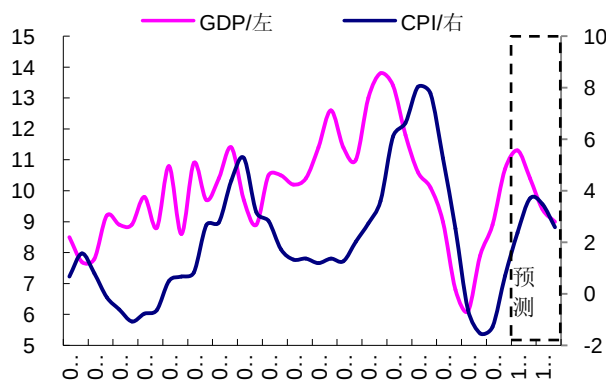
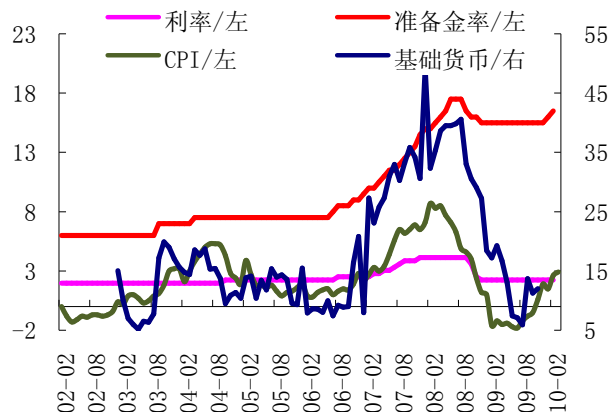


图 28. 一年期存款利率、准备金率、CPI 和基础货币增速



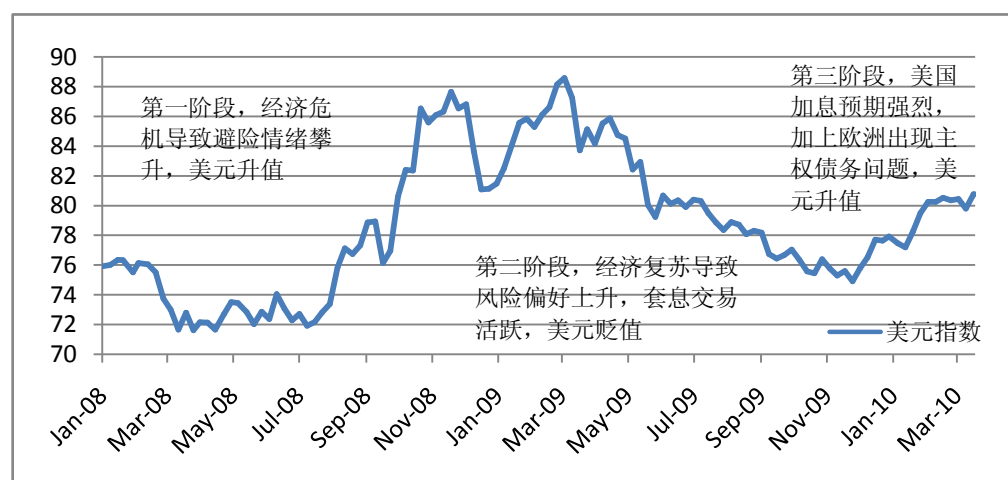
数据来源: Wind, 长城证券研究所

2、人民币升值预期增强

美元仍将保持升势

影响美元的因素很多, 这其中主要包括各国经济、货币政策、财政状况、风险偏好、套息交易等。但在不同时期, 不同的因素会通过影响市场对某种货币的偏好进而影响美元的走势。08 和 09 年的美元的三阶段走势能够较好的说明不同因素在不同时期对美元的综合影响。

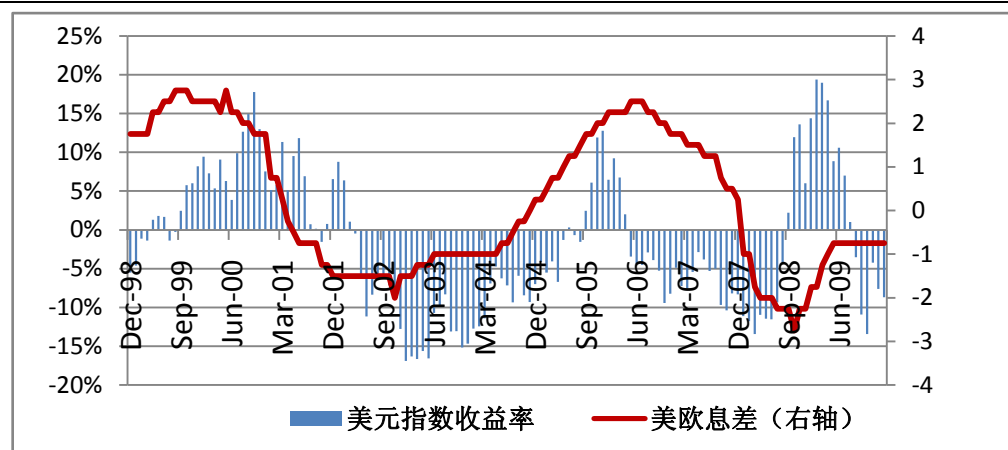
图 29. 08 和 09 年美元指数的三阶段走势



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

从历史数据来看，两个国家间的经济增长差异导致的息差变化是决定汇率长期走势的主要因素。由于欧元兑美元汇率在美元指数的占比近六成，所以欧美之间的息差变化往往是影响美元指数的主要因素。

图 30. 欧美息差是影响美元指数的长期因素



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

我们判断 2 季度美元升值的趋势仍将延续，主要基于以下理由：欧盟部分国家主权债务问题的解决将对欧洲近 3 年的经济增长形成负面影响；欧盟如果为控制通胀预期而采取加息措施，将会进一步加大欧盟国家的融资难度，这样非常不利于其平稳度过债务危机，所以市场预期欧盟加息的时间将会延后；美国经济复苏较为稳定，消费市场有望进一步复苏；随着就业情况在下半年逐渐好转，市场预期美国加息的时间将会提前。

改变 2 季度美元升值判断的情景则主要包括：由于欧盟内部贸易占贸易总额的 70% 左右，为保证欧盟经济不至于陷入二次危机，欧盟国家会相互自救，如果欧盟问题能够得到妥善解决，美元存在短期贬值的可能；如果美国就业情况和储蓄率修复情况不及预期，美元加息预期将被延后，美元存在短期贬值的可能，如果同时澳大利亚的经

济增长超出预期，套息交易再次活跃，美元贬值的幅度将会加大。

预计人民币年内小幅升值 3%

人民币升值问题老调重弹，再度成为中美经济领域的一大纷争，甚至世界银行、IMF 等国际机构也加入了对这个问题的表态。实际汇率升值则集中表现在两个方面：一方面是人民币兑美元名义汇率升值可能稍微加快；另一方面更多来自于国内相对较快的货币扩张和要素成本上升带来的高通胀，尤其是在大宗原材料价格上升，国内劳动力稀缺度提高的情形下，原材料和劳动力要素成本的上升将显著推高中国出口产品的价格，进而起到缩小国内外物价差距和实际汇率升值的效果。

现实上最有可能出现的升值路径应该是名义汇率缓步升值、国内货币和要素产品价格较快上升使得国内外物价差距继续缩小，从而实现实际汇率升值和国际收支“再平衡”的中期目标。

我们预计 2010 年人民币兑美元小幅升值 3%。在 2009 年内需政策的强劲拉动下，中国的总体顺差和对美国顺差都有显著下降，外汇储备和基础货币膨胀的压力不大，中美收益差相对稳定，以上因素决定了目前的升值压力要小过 07 年。此外，中长期来看通胀与升值之间存在先天的替代效应，国内资产价格和物价水平的上升，以及未来原材料和劳动力要素价格的加速上升，都会推高中国产品价格并使得国内外物价差距缩小，通胀正在化解人民币的中长期升值压力。

图 31. 总贸易顺差、RMB 升值、NDF 升值预期

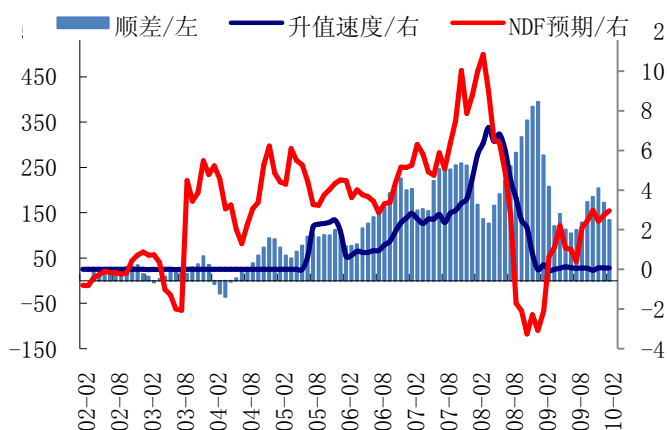
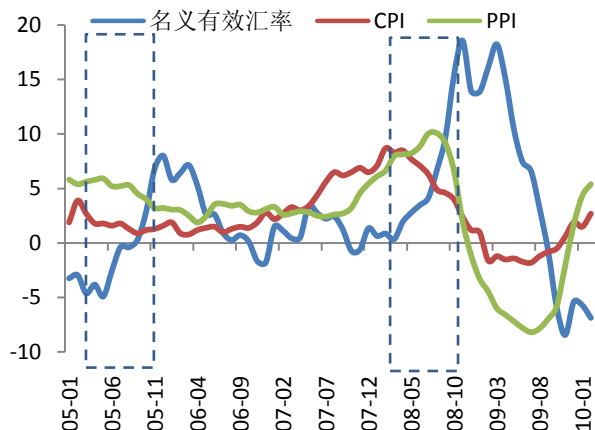


图 32. 中美贸易顺差、RMB 升值、NDF 升值预期



数据来源：Wind，长城证券研究所

注：贸易顺差单位为亿美元，RMB 升值速度=过去 6 个月人民币兑美元汇率升值幅度

三、2 季度 A 股展望：冲高，调整，筑底

1、股指期货与权重股上涨：阶段性行情

管理层宣布融资融券、股指期货在 4 月份相继推出后，基于对增量资金的憧憬，以及市场上涨风格转换的期盼，A 股市场摆脱 3000 点震荡中枢，震荡上行。考虑到下



述因素，我们认为 2 季度初的蓝筹权重股行情只是脉冲式上涨，尚不具备创新高的条件：

第一，6 家试点券商拟安排融资融券规模仅为 340 亿。融资融券保证金比率门槛较高，杠杆作用有限。为控制风险，试点初期初始保证金比例提高至 60%以上，有的券商甚至达到 80%。同时对十类高风险帐户进行重点监控。融资融券对市场的推动作用有限。

表 4. 融资融券规模有限

券商	09 年净资本 (亿元)	融资融券拟安排规模 (亿元)	占净资本比例
国泰君安	182.96	30	16%
国信证券	106.91	30	28%
中信证券	358.43	100	28%
光大证券	182.46	50	27%
海通证券	360.3	80	22%
广发证券	108.26	50	46%
合计	1299.32	340	

数据来源：WIND 系统，长城证券研究所

第二，海外市场经验表明，多数现货市场在股指期货推出前上涨，推出后下跌，现货市场的长期趋势不受这类金融创新事件影响。结合 A 股股指期货推出前，蓝筹股上涨累积出的回调压力，投资者对趋势性的转折要有所警惕。

表 5. 海外市场股指期货推出前后市场表现

国家	标的指数	推出时间	指数表现 (%)		
			前3月	后3月	后12月
美国	标普500指数	1982/4/21	-0.03	-3.71	38.31
英国	富时100指数	1984/5/3	7.72	-6.71	14.83
香港	恒生指数	1986/5/6	8.05	1.60	50.30
日本	日经225指数	1988/9/3	-2.53	8.91	247.94
韩国	KOSPI 200指数	1996/5/3	8.25	-17.94	-34.11
台湾	台湾加权指数	1998/7/21	-5.82	-16.81	-7.74

数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

第三，蓝筹股上涨的持续性仍需观察。目前大盘蓝筹股上涨，有着大小盘股 PE 溢价水平长期回落后的修复要求。但是上涨持续性却依赖于持续成长能力、市场流动性支持。A 股蓝筹权重股中上游行业占有绝对比重，在经济转型、小周期回落格局下，进一步上涨面临估值束缚。在流动性下行，限售股解禁规模持续放大的背景下，资金面难以支持股指创新高的走势。



图 33. 大小盘估值溢价逐步回落



数据来源：WIND 系统，长城证券研究所

2、紧缩压力仍未消除

在宏观经济平稳转型，强调结构调整的政策基调下，二季度政策面紧缩压力依然较大。主要表现在：第一，为了控制通胀形势，管理通胀预期。针对年中 CPI 有可能冲击 4%，PPI 超过 6% 的通胀高峰，管理层还会通过定向央票发行、控制信贷节奏、行政指导等方式，控制流动性。第二，对经济潜在过热，重回原来增长模式的控制。从 1-2 月份的工业增加值来看，重工业加速复苏，汽车等传统工业增速过快。而部分地方政府公布的“十·二五规划”，显示了地方投资冲动的问题依然存在。这些与强调调整经济结构的主基调存在背离。投资项目的控制，地方融资平台的进一步清理，提高资源税都有可能成为 2 季度逐步出台的紧缩政策表现。第三，房地产价格的调控。虽然一季度房地产领域出台了诸多调控政策，但是从我们地产研究小组的监测来看，重点跟踪城市的房价仍保持了震荡走高的态势，1-2 月成交均价较去年底有 5% 左右的攀升。以北京热点区域通州为例，位于通州新城核心区区位的京贸国际城，去年底的售价在 1.4-1.7 万，随着今年通州新城核心区规划初步方案亮相，1 月份售价升至 2 万，3 月份价格涨到了 2.4 万，短短 4-5 个月房价上涨了 50%-60%！而比较强烈的升值预期，对于房地产为代表的资产价格还有潜在推动力。若房价继续大幅上涨，不排除将有更严厉的调控措施出台的可能。

在投资者对于 09 年报业绩比较关注的情况下，我们认为需要警惕 10 年业绩下调的风险。由于 1 季报是 10 年全年业绩的开局，我们认为中上游行业的 1 季报有可能低于预期，进而导致对 10 年全年的业绩进行修正。当前投资者对 2010 和 2011 年全部 A 股利润增速的一致预期分别为 31% 和 20%，我们认为目前一致预期的利润增速仍处于最高点，并未包含下调预期。第一，年内投资增速的逐步回落将对中上游行业的利润形成一定的负面影响，这些行业主要包括有色、煤炭、钢铁、化工、建筑建材、和机械设备等权重行业；第二，调结构政策将对中上游行业的产能扩张构成负面影响；第三，货币政策的转向将降低上市公司的利润增速预期，其中包括信贷投放的缩减对企业投资的影响，和加息对企业财务费用和终端需求的影响。综合对以上三点因素的考虑，我们对 2010 年全部 A 股利润增速下调至 26%。

图 34. 主要权重行业占比

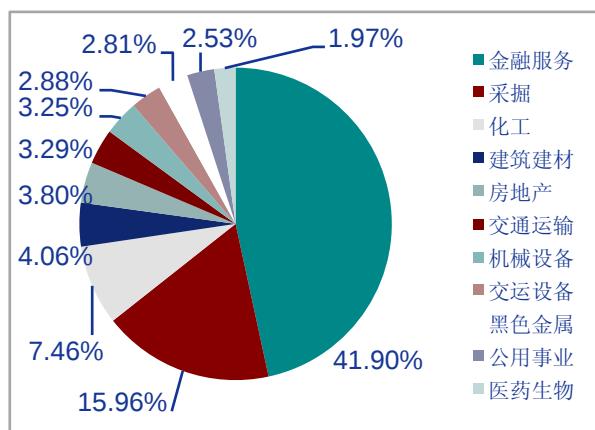
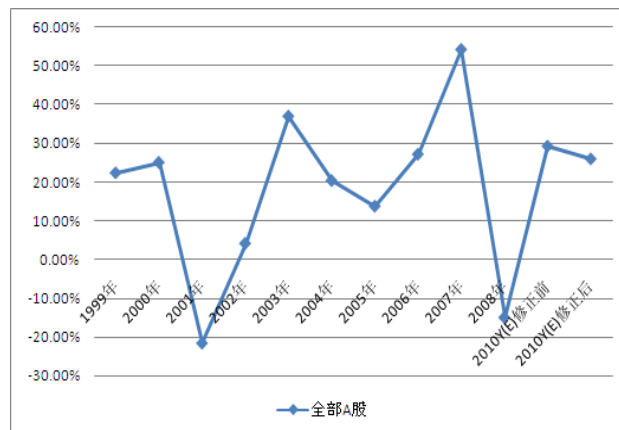


图 35. 我们对 2010 年 A 股利润增速下调至 26%



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

3、调整空间有限，紧缩压力释放带来上涨契机

目前沪深 300 指数滚动估值水平为 21.5 倍，位于历史均值水平（26.7 倍）下方，A 股对美股估值溢价自 09 年 8 月初创出阶段新高后，持续下降收敛，目前在 25% 左右。市场估值总体处于低风险区域。

图 36. 目前估值水平处于历史均值以下



图 37. A 股对美股的估值溢价正在缩小



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

对比 2005 年 6 月和 2008 年 10 月的两次市场历史底部的估值水平，A 股极限估值底部在上证综指 2200 点附近；考虑与历史底部宏观基本面差异，理论估值支撑应在上证综指 2400 点附近（我们认为以上两个点位均不会实现）；考虑综合动态业绩增速的体现后，我们认为实际估值支撑在上证综指 2800 点左右。



表 6. A 股历史底部位置的动态估值水平测算

指数	10年 长城预测PE (3100点, 10-03-30)	05年 预测PE (998点, 05-6-6)	08年 预测PE (1664点, 08-10-28)	估值相对 05年低点	估值相对 08年低点
全部A股	18.5	13.1	11.8	29.4%	36.2%
上证A股	17.2	12.5	11.9	27.1%	30.9%
沪深300	16.5	10.7	11.6	34.9%	29.8%

数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

随着 2 季度末紧缩预期逐步明朗, 紧缩压力的释放有望带来真正的上涨契机。而加息兑现、人民币升值预期提升、短期跌幅过大都可能成为市场提前筑底回升的催化剂。

四、配置策略: 内生增长、创新驱动

在经济小周期回落, 通胀预期较强的背景下, 2 季度 A 股市场依然存在调整风险。配置周期股是短期的选择, 从全年宏观经济基本面的角度, 我们建议的配置方向是“银行 + 消费 + 新兴产业”。融资压力释放、估值具备优势的银行仍可作为基本配置, 消费主题下重点关注家电、旅游、商业、医药、消费电子, 战略新兴产业主题下重点关注节能减排、新能源汽车、三网融合、移动互联网。

1、消费具备持续增长动力

消费对 2009 年 GDP 的拉动取得了瞩目成就, 按三大需求对 GDP 的推动作用来看, 消费贡献率达到了 52.5%, 推动 GDP 增长 4.6%。2010 年围绕扩大居民消费需求又相继出台了的系列政策措施, 其中最主要的是收入水平的提升。收入是消费的主要决定因素, 从城镇与农村人均收入增速变化来看, 增速下滑不断改善, 农村收入水平提升显著。在内需增长为主的转型背景下, 消费的持续推动作用还将延续。



图 38. 消费增速的推动作用显著上升

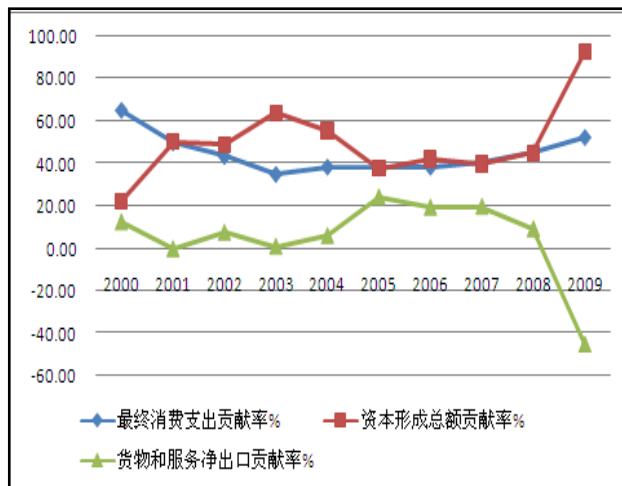
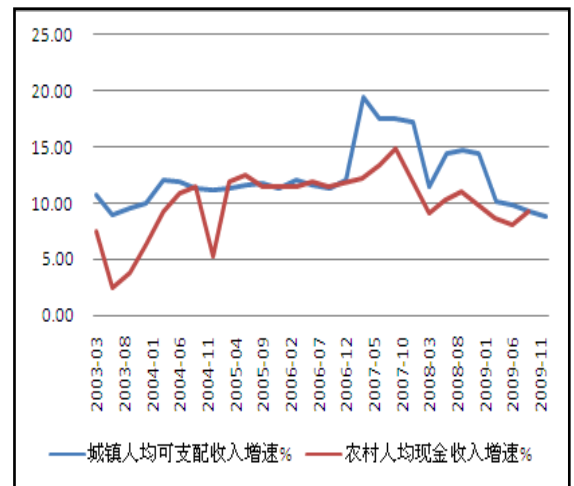


图 39. 农村人均收入增速显著提升



数据来源: Wind, 长城证券研究所

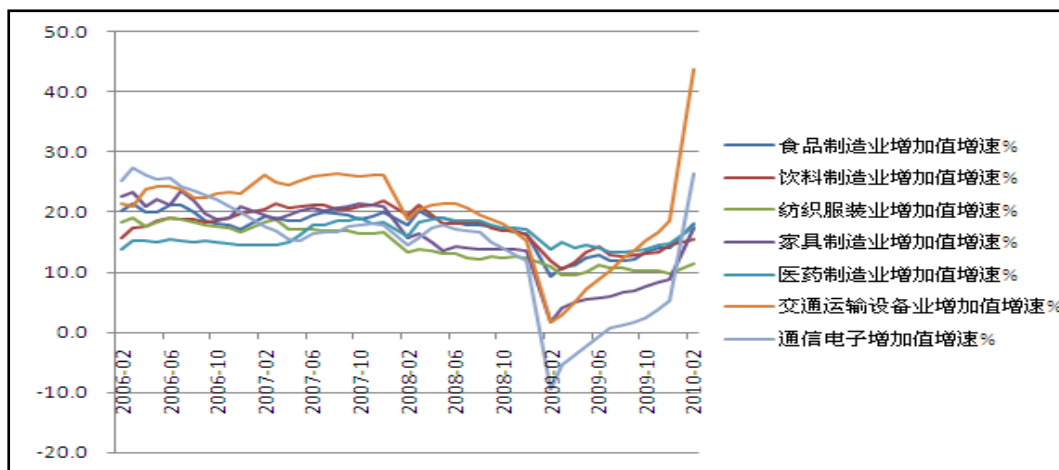
表 7: 2010 年扩大内需的各项政策

消费政策	内容
增强中低收入者消费能力	调整国民收入分配格局, 提高劳动报酬的分配比重
	上调最低工资标准
	加大强农惠农政策力度, 提高农民收入
	提高企业退休人员基本养老金、部分优抚对象待遇和城乡居民最低生活保障水平
	扩大消费信贷, 把部分未来收入合理地转为当前消费,
进一步拓展消费空间	巩固和扩大传统消费
	培育信息、文化、健身、培训、家庭服务等消费热点
	加快发展旅游业
	建立健全养老社会服务体系
实施和完善各项消费鼓励政策	对 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税实施减征优惠政策, 2010 年购置税从减按 5% 的税率征收调整为减按 7.5% 征收
	大幅度提高家电下乡产品最高限价, 增加品种和型号, 扩大补贴范围, 完善补贴标准和办法
	将“汽车下乡”政策延长实施至 2010 年 12 月 31 日, 摩托车下乡政策执行到 2013 年 1 月 31 日
	完家电、汽车“以旧换新”政策, 2010 年 5 月底试点结束后继续实施。
	实行农机具购置补贴政策
	实施促进节能产品消费的政策
改善居民消费预期, 增强消费意愿	加快包括养老、医疗、失业保险等在内的社会保障体系建设
	扎实推进新型农村社会养老保险试点
	积极稳妥推进医药卫生体制改革

数据来源: Wind, 长城证券研究所

年初以来,各消费品相关的工业增加值表现来看,汽车、食品、饮料、服装、医药、通讯电子等行业的景气表现良好,显示了持续回升的趋势。从上表政策鼓励方向来看,家电、汽车下乡,以旧换新的政策还在延续。按照农村每百户拥有的电冰箱、空调数量,我们判断家电产品的销售增长速度还将超出预期。

图 40. 各消费品相关的工业景气增速持续回升



数据来源: Wind, 长城证券研究所

图 41. 城镇与农村的电冰箱拥有量对比

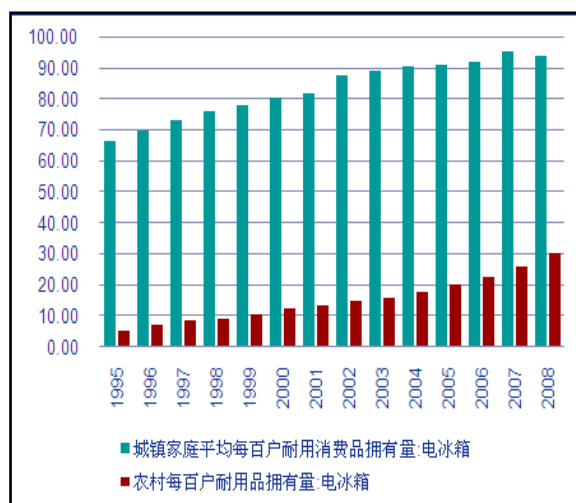
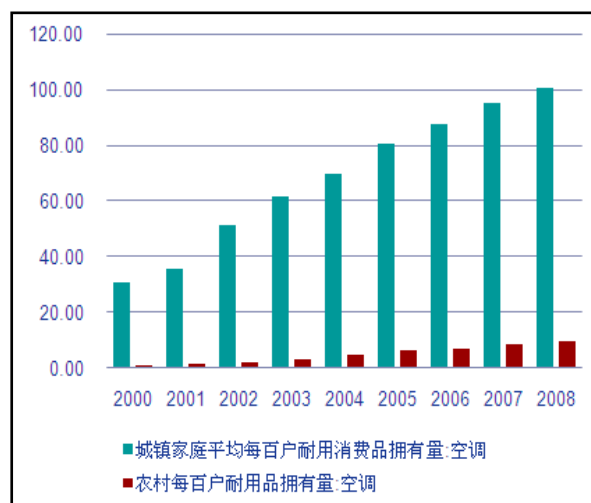


图 42. 城镇与农村的空调拥有量对比



数据来源: Wind, 长城证券研究所

2、新兴产业进入政策出台期

09 年“新兴战略性产业发展座谈会”提出新兴产业概念后, 相关公司受到资本市场的不断挖掘与追捧。10 年“两会”对新兴产业发展进行了战略规划, 步入二季度后, 新兴产业将从之前的战略层面转向政策层面, 在新能源汽车、三网融合、移动互

联网、节能减排、治污与废弃物循环利用、核电、生物育种等领域相继有鼓励政策出台。

表 8. 二季度新兴产业领域潜在政策

产业	内容
新能源汽车	1 财政部公布补贴标准。对公共交通、私人购置新能源车进行补贴。私人购买，政府的补贴标准有可能是：混合动力车型最高每辆补贴 5 万元，纯电动汽车每辆可补贴 6 万元，燃料电池汽车每辆补贴 25 万元。2 国家电网公司已经在上海、天津和西安等城市建设电动车充电站试点，天津将在年内再建 5 座充电站，北京也在筹划加快建设电动车充电站。3 国家发改委、科技部出台的新能源汽车规划要求，到 2020 年，我国新能源汽车的比例占全部汽车的二分之一，约为 6500 万辆。
三网融合	1 三网融合的具体政策还在探讨中，预计到 5 月底可以正式出台。2 中国移动和 CMMB 运营商中广传播、14 家手机厂商 3 月 23 日共同发布了 27 款 TD+CMMB 手机。3 广电总局和工信部今年会在 10 城市进行先期试点，其中包括上海、杭州和深圳等城市。
节能减排	拟出台《加快推行合同能源管理促进节能服务业发展的意见》，将在财政、税收等环节上给与合同能源管理以利好消息。
物联网	1 工信部将牵头成立一个全国推进物联网的部际领导协调小组。2 制订传感器网络标准，制定物联网技术标准，引导产业界积极投入物联网相关工作。

数据来源：长城证券研究所

从投资的角度考虑，二季度新兴产业逐步呈现下述特征：1 相关领域政策密集出台。2 创新产品与服务步入生活。3 业绩兑现的保障程度成为继续受追捧的前提。4 继续寻找普遍预期之外的亮点产业。利好政策的催化作用下，新兴产业高成长性与稀缺性，将在股价持续上涨中得到充分体现，股价进一步泡沫化难以避免。

新能源汽车产业链：新能源汽车按动力源的不同，主要有三种：混合动力汽车（Hybrid Electric Vehicle, HEV）、纯电动汽车（Electric Vehicle, EV）和燃料电池汽车（Fuel Cell Electric Vehicle, FCEV）。混合动力汽车与纯电动汽车，有商用基础，有望加速形成产业链。

表 9: 新能源汽车比较

	混合动力汽车	纯电动汽车	燃料电池汽车
储能系统	传统发动机+电池	电池	电池
能源补充	加油站/充电站	充电站	燃料
尾气排放	排放降低	零排放	零排放
优缺点	续航里程长，使用灵活	受充电站，电池稳定性限制	能效高，技术不成熟
商业化进程	已经商用，比较成熟	产量小，没有规模化	研发期

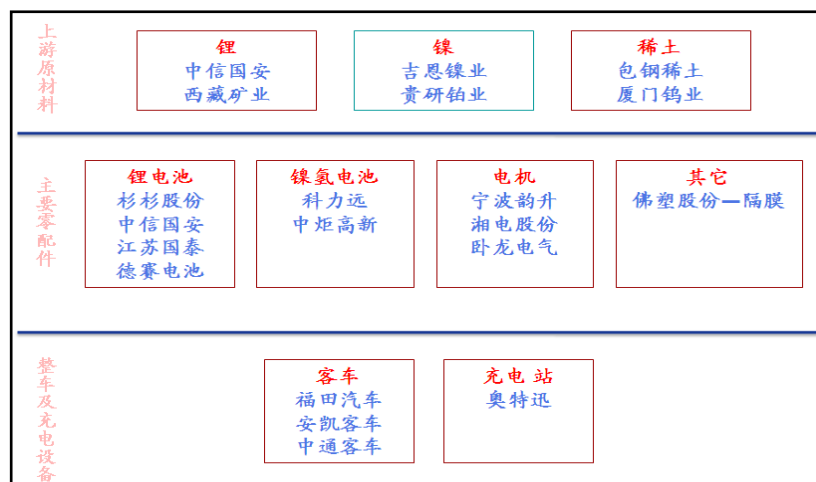
数据来源：长城证券研究所

围绕混合动力汽车、纯电动车的部件，划分投资标的，并依照相关公司介入相关



产品领域的成熟度，确定持续投资的风险。2 季度我们看好：锂电池领域具有一体化优势并具备较强研发能力、商用经验的“杉杉股份”。客车领域，直接受益于新能源汽车补贴，推广力度大的福田汽车、安凯客车。由于汽车充电站较为稀缺，对于最早进入汽车充电领域的奥特迅，也比较看好。

图 43. 新能源汽车产业链



数据来源：Wind，长城证券研究所

移动互联网（手机支付）：3 月 15 日，深圳移动公司宣布，正式在深启动“手机深圳通”业务的试用。基于 F R I D - S I M 这一先进技术的移动电子商务应用进入百姓生活；3 月 16 日，中国银联联合有关方面研发的新一代手机支付业务目前已进入大规模试点阶段，试点区域已扩展至上海、山东、宁波、湖南、四川、深圳等六省市。3G 为标致的移动互联网，最具商用价值潜力的手机支付，开始影响生活。

易观国际《中国手机支付市场趋势预测 2007-2009》研究表明，2009 年中国手机支付市场规模将达到 19.74 亿元，从 2006 年到 2009 年的年均复合增长率为 70.40%。此外，用户规模也将在 2009 年达到 8250 万人，从 2006 年到 2009 年的年均复合增长率为 25.24%。

手机支付具有两种技术标准，RF-SIM 手机卡（移动采用）和 NFC 手机芯片（电信、联通、银联）。从产业链上下游来看，分别涉及芯片制造商、设备供应商、运营与服务商。

图 44. 手机支付产业链

芯片设计、封装	•中兴通讯、长电科技、通富微电
手机卡	•东信和平、恒宝股份、大唐电信
RF-POS机	•南天信息、证通电子
支付运营	•拓维信息

数据来源：Wind，长城证券研究所

表 10: 日本 3G 十大应用服务

日本 3G 十大应用	简介
电子钱包	手机作为电子货币、信用卡、电子票卡、会员卡、机票等多种用途使用
音乐下载	通过手机下载各类音乐歌曲
定位导航	分为汽车导航和行人导航两种，在线服务，即时更新数据。提供所在地天气等服务
电子阅读	通过手机商阅读、下载电子报纸、杂志、漫画
手机购物	手机为终端的电子商务市场逐年扩大
社交网站	网站与手机的功能相结合，将手机作为浏览渠道、提醒和创造内容的工具
手机搜索	“随时随地的搜索”成为既实用又便捷的 3G 应用，接受范围增大
手机游戏	移动游戏从小游戏演变为大型化、网络化游戏。下载类份额较大，在线类成长迅速
信息类业	手机阅读各类信息，移动广告、新闻的推送业务发展非常迅速
手机电视	即时新闻类服务最受追捧

数据来源：长城证券研究所

对于市场普遍预期之外的新兴产业，两会后国务院在后续政府工作报告解读中，也进行了详细说明。根据下表，我们认为“环境保护”产业中的“固体废弃物防治技术与设备”、“资源再生利用”具有比较好的挖掘潜力。与之相对应的公司如格林美、万邦达已经在创业板相继上市。值得投资者重点跟踪。

表 11: 新兴产业战略规划与突破方向

新兴产业	突破方向	实施细节
新能源产业	推进可再生能源规模化发展	风电入大电网的标准\太阳能光伏电池组件技术与储输技术\沼气循环利用\生物燃料技术
	快研发和应用先进核能技术	研制具有自主知识产权的 CAP1400 机型
	煤炭合理高效清洁利用	
新材料产业	航天航空用高性能结构材料	铝镁钛轻合金\大块非晶和纳米晶材料\高性能复合材料\高温合金
	微纳电子材料和器件	12-18 英寸硅单晶\超大规模集成电路的器件设计和芯片制造技术



	光电子材料与器件	大直径单晶\高温、宽禁带半导体材料与器件\白光照明材料与器件
	材料与环境的协调技术	
节能环保产业	节能降耗	工业、交通、建筑三大领域节能
	环境保护	固体废弃物防治技术与设备\环保清洁产品\资源再生利用
生物医药产业	加强基础研究	生物研发技术\后基因组技术\再生医学技术\生物医学工程
	推进资源整合	
	推动国际合作	
	规范市场秩序	
	注重人才培养	
信息网络产业	加快实现三网融合	
	推进“感知中国”建设	物联网
	开展后 IP 时代技术研发	IPV6
高端制造产业	发展光机电一体化技术	微机电系统\机器人技术\数控机床技术
	重大成套装备制造技术	大飞机\新一代运载火箭\核电设备\海洋工程装备\新能源汽车\高铁
	重点经济区域率先发展。	珠三角、长三角和环渤海地区加快发展 展高端制造产业

数据来源：国务院 长城证券研究所

3、寻找业绩飞跃的公司

今年经济处于增长企稳期，调控政策与宏观经济形势的反复，导致投资者预期波动加大，股市长期内处于震荡格局，同时市场总体估值水平比较稳定。这种情况下，获取超额收益的关键，是关注上市公司业绩增长的空间。在 10 年业绩普遍进入市场预期预期的情况下，从超预期的角度出发，我们认为 11 年业绩取得飞跃的公司也将不断被认同。年初以来依据此思路，我们推荐配置的中兴商业、天威视讯等个股表现优异。

表 12：未来业绩大幅提升型公司表现优异

板块名称	预测 10 年增长%	预测 11 年增长%	10 年预测 PE (整体法)	11 年预测 PE (整体法)	年初以来涨幅%
上证 A 股	28.8	19.5	16.9	14.1	-6.9
沪深 300	28.3	0.2	16.2	13.6	-8.8
中兴商业	24.0	57.0	32.0	20.0	18.9
天威视讯	30.0	66.0	67.0	40.0	17.1

数据来源：Wind，长城证券研究所

目前对上市公司 10 年、11 年业绩增长的一致预期是 30%、20%左右。我们根据 11 年业绩预期增长 50%，动态估值水平低于 40 倍水平进行了初选，又参考行业研究员对



相关公司的覆盖频度，最终选出了业绩存在大幅提升空间的 35 家公司。从下述公司的基本面变化来看，业绩飞跃的原因都和产品创新、产能扩张、行业反转、商业模式变革等积极因素密切相关。

表 13：年业绩大幅提升的 35 家公司

证券代码	证券简称	股价 (元)	11 年业绩 (元)	11 年业绩 增长	11 年 PE	年初以来 涨幅%
600707.SH	彩虹股份	13.46	0.36	1311.63%	37.80	12.2
600299.SH	蓝星新材	12.49	0.92	319.66%	13.57	-6.8
002129.SZ	中环股份	12.13	0.38	250.70%	31.75	33.7
002043.SZ	兔宝宝	9.58	0.64	173.47%	15.05	32.6
000952.SZ	广济药业	14.64	0.84	136.24%	17.51	2.6
600256.SH	广汇股份	28.22	1.26	119.27%	22.48	24.8
002033.SZ	丽江旅游	19.03	0.72	116.97%	26.56	5.8
600478.SH	科力远	17.54	0.68	115.61%	25.68	0.8
600555.SH	九龙山	8.40	1.02	103.79%	8.20	-6.7
600872.SH	中炬高新	11.02	0.81	100.24%	13.65	3.7
002009.SZ	天奇股份	14.54	0.84	99.54%	17.39	11.2
002092.SZ	中泰化学	20.38	1.30	99.27%	15.64	-7.6
600063.SH	皖维高新	12.64	0.70	92.96%	18.06	3.6
002182.SZ	云海金属	14.69	0.71	91.93%	20.57	-9.5
600853.SH	龙建股份	5.68	0.20	90.53%	29.04	0.7
000830.SZ	鲁西化工	6.37	0.63	86.92%	10.14	2.9
600290.SH	华仪电气	17.21	1.06	82.27%	16.16	3.6
600491.SH	龙元建设	15.28	1.19	78.73%	12.83	-16.8
600302.SH	标准股份	8.12	0.39	75.98%	20.76	1.6
002238.SZ	天威视讯	25.80	0.64	74.39%	40.32	17.1
002274.SZ	华昌化工	18.50	0.82	73.03%	22.46	-7.0
600828.SH	成商集团	29.07	1.47	72.73%	19.72	32.7
002231.SZ	奥维通信	18.29	0.45	69.92%	40.37	-2.9
600571.SH	信雅达	12.43	0.34	69.92%	36.07	21.2
000862.SZ	银星能源	14.45	0.57	68.23%	25.36	-3.4
002240.SZ	威华股份	12.00	0.43	65.62%	27.92	0.5
000507.SZ	粤富华	10.74	0.87	63.78%	12.31	11.6
000683.SZ	远兴能源	15.30	1.66	63.52%	9.23	-10.2
002062.SZ	宏润建设	22.00	1.95	62.03%	11.25	10.4
002286.SZ	保龄宝	39.10	1.40	59.60%	27.90	-13.6
000893.SZ	东凌粮油	28.15	1.65	56.10%	17.02	-1.2
002256.SZ	彩虹精化	15.92	0.72	55.96%	22.23	12.3
000715.SZ	中兴商业	13.27	0.65	54.18%	20.54	18.9
600536.SH	中国软件	26.06	0.64	53.17%	40.85	7.6
002121.SZ	科陆电子	21.04	0.78	51.49%	27.11	3.2

数据来源：Wind，长城证券研究所

根据前述策略与配置结论，2 季度长城 30 股票池如下：

表 14：2 季度长城 30 股票池

代码	名称	行业	收盘价 (元)	流通市值 (亿元)	2009EPS (元)	2010EPS (元)	2011EPS (元)	2009PE	2010PE
601169	北京银行	银行	16.94	670.1	0.95	1.31	1.58	17.8	12.9
600036	招商银行	银行	16.30	2879.6	0.86	1.22	1.52	19.0	13.4
600000	浦发银行	银行	22.98	1821.4	1.62	1.89	2.32	12.2	12.2
601318	中国平安	保险	50.24	2404.7	1.38	1.62	1.78	36.4	31.0
600455	交大博通	地产	19.95	9.4	-0.07	0.60	1.44	-285.0	33.3
000999	华润三九	医药	24.80	88.1	0.72	0.92	1.17	34.4	27.0
600535	天士力	医药	25.72	125.5	0.65	0.84	1.05	39.6	30.6
000858	五粮液	食品饮料	28.89	1096.5	0.86	1.26	1.56	33.8	22.9
002024	苏宁电器	商业	18.50	581.4	0.64	0.83	1.03	28.9	22.3
600655	豫园商城	商业	27.98	223.4	0.62	0.84	0.96	45.3	33.3
000527	美的电器	家电	22.50	467.5	0.97	1.17	1.36	23.2	19.2
600690	青岛海尔	家电	21.05	159.1	0.87	1.19	1.41	24.2	17.7
600754	锦江股份	旅游	28.15	125.9	0.49	0.65	0.71	57.4	43.3
600054	黄山旅游	旅游	20.49	24.1	0.34	0.59	0.63	60.3	34.7
002238	天威视讯	传媒	25.91	26.7	0.30	0.33	0.64	86.4	78.5
600880	博瑞传播	传媒	30.35	73.3	0.75	0.91	1.08	40.5	33.4
600360	华微电子	电子元器件	9.04	37.1	0.04	0.32	0.43	226.0	28.3
600707	彩虹股份	电子元器件	13.40	55.1	-1.70	0.03	0.36	-7.9	446.7
600875	东方电气	电力设备	44.37	210.9	1.67	2.00	2.20	26.6	22.2
002091	江苏国泰	电力设备	28.70	53.8	0.61	0.77	1.02	46.7	37.4
002123	荣信股份	电力设备	42.70	75.25	0.85	1.20	1.60	50.2	35.6
000862	银星能源	电力	14.21	33.5	0.15	0.37	0.60	94.7	38.4
000602	金马集团	电力	23.94	35.6	0.07	0.60	1.44	363.3	39.9
600031	三一重工	机械	33.59	499.8	1.32	1.89	2.27	25.4	17.8
000425	徐工科技	机械	36.51	128.8	2.00	2.58	2.97	18.2	14.1
000933	神火股份	煤炭	31.53	236.4	0.74	1.91	2.00	42.6	16.5
000983	西山煤电	煤炭	35.44	401.34	1.05	2.30	2.39	33.8	15.4
000898	鞍钢股份	钢铁	11.80	213.4	0.09	0.73	1.00	131.1	16.2
600111	包钢稀土	有色金属	27.07	133.5	0.75	0.91	1.08	36.1	29.7
000792	盐湖钾肥	化工	51.86	202.6	1.60	2.43	2.89	32.4	21.3

数据来源：Wind，长城证券研究所

研究员介绍及承诺:

腊博: 新西兰梅西大学金融学学士 (Honours)、金融学硕士 (Distinction), 曾在新西兰金融机构任货币和股票策略分析师, 2008年5月加入长城证券研究所任策略分析师, 主要从事A股投资策略、欧美经济、汇率、和国际大宗商品市场的研究。

吴土金: 香港中文大学经济学硕士, 北京大学理学学士, 2008年加入长城证券, 任宏观、策略研究员。

高凌智: 策略研究员。香港中文大学金融财务 MBA。2004年进入长城证券, 就职于经纪业务管理总部。2007年初加入长城证券研究所, 从事投资策略研究、资产配置研究。

但朝阳: 武汉大学管理学硕士, 2001年加入长城证券研究所, 现从事宏观策略研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券从业资格, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司 (以下简称长城证券) 向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层
邮编: 518034
传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编: 100044
传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>