

2010年4月12日

——2010年第2季度投资策略

相关研究报告

《昨夜的金花，今天的金银草——市场环境、投资逻辑与主题比较研究 2003-04 vs 2009-10》2010/4/1

《投资于转型，取利于复苏——2010年度A股投资策略研究报告》2009/11/30

报告作者：

国联证券研究所宏观策略组

组长：张鹏

执业编号：S0590208070087

联系人：

吴汇川

电话：0510-82833243

E-mail: wuhc@glsc.com.cn

李斌

电话：0510-82833217

E-mail: lib@glsc.com.cn

独立性声明：

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，特此申明。

投资要点：

- 第二季度，流动性紧缩将超出市场预期，固定资产投资、出口与消费总体难以超越市场预期。市场情绪从麻木乐观转向绝望悲观。
- 市场下探全年V型走势的底部，由于期指和融资融券等因素，振幅加大。我们重申年度策略报告中提出的观点：2010年A股走势将呈“V”型，而“V”型的低点将在二季度产生，目标位2700-2800点。
- 机会是跌出来的，市场连续破位将是建仓良机。以存款准备金率再上调并加息、大型股招股完成以及指数连续破位将是资金建仓的三颗信号弹。
- “金角”——新经济元素、“银边”——区域经济振兴，上述两者估值已不便宜，有透支未来之嫌。投资重点转向“草肚皮”——“过剩”产能优化。鏖战“草肚皮”时，须积累三类劫材：第一，在产能优化中被并购整合的对象；第二，受益于产能优化的上游企业；第三，因市场超调导致被错杀的“金角”和“银边”。
- 长远看，社保基金将是融资融券和期指交易的最大赢家，权重股的交易价值将逐渐显现，同时交易风格更趋多元。而在起始阶段，事件性的配对交易值得关注。

目 录

策略回顾：我们击中了市场的要害	3
前言：“欧洲与太平洋”和“眼皮底下的事”	4
一 市场背景与趋势：利空增强 市场探底	4
（一）经济基本面，利好缺乏，利空增加	4
（二）投资者心理，惊恐悲观—麻木乐观—绝望悲观	8
（三）市场趋势，向下探底，振幅加大	9
（四）绝境逢生，连续破位可建仓	10
二 投资重点：鏖战“草肚皮”，积累“劫材”	10
（一）棋至中盘，鏖战“草肚皮”	10
（二）积累“劫材”，决胜全局	12
（三）“劫材”介绍	13
三 融资融券与期指：看社保、看权重股、看配对交易	20
（一）大趋势：社保大赢家，日内套利难行	20
（二）长期趋势：权重股交易价值渐现，市场风格趋于多元	21
（三）初期可能的交易策略，事件驱动型的配对交易	22

策略回顾：我们击中了市场的要害

过去五个月，市场走势、热点板块及行业印证了我们的预测和判断：

在 09 年 11 月底发布的 2010 年度投资策略《投资于转型 取利于复苏》中，我们率先提出：

——技术革新、产业升级、经济结构调整、内外需并重将是未来数年宏观经济的出发点及主要特征；

——“创新与转型”是 2010 年乃至未来数年的投资主题；

——应超配及重点关注新兴能源与节能环保、信息技术、面向内需的面向内需的新消费概念与主题、世博概念、海西概念、三通概念等；

——2010 年 A 股将呈现先高后低再高的走势——沪深 300 指数在 12 月 7 日创出了高点，随后震荡走低至今；

——整治地产泡沫将必然导致证券市场出现调整；

在 12 月底发布的《行情特征孕育变化 10 年仍有开门红》和 1 月底发布的《“跌”出来的春节行情》中，我们准确预测：

——市场极限低位为 2800 点；

——以流动性为衡量基准，市场运行进入下半场，应侧重业绩的防御性投资和主题性投资机会。

我们之所以能够做出准确预测，是因为我们击中了市场的要害——通过对战后科技创新、全球主要经济体发展史及大国博弈的过程的借鉴与分析，在去年 11 月提出了“‘创新与转型’是 2010 年乃至未来数年的投资主题”这一当时还并非主流的观点——这种逻辑已得到大多数投资者认同及策略分析师们的引用。之所以我们有这样的意识，是因为我们把握了当前宏观经济变化的本质：危机（Crisis），不是一般的衰退（Recession）。危机必然会导致衰退，但衰退却不一定由危机引起。导致危机的原因是长期的深层次的矛盾爆发，因此如同疾风暴雨，从时间上看是需要过很长时间才出现，发生频度上很低，从性质上是“质变”，因此分析框架和结论亦必须是全新的，不同以往的。而一般的衰退，是和缓的，每隔几年就会出现，经常发生，是一种量变，对它的分析框架与结论也比较传统。基于存货周期的分析框架其信息基础比较单一，一般是以 4 年为视角，基于货币流动性的分析框架其信息比较多元既有短期分析也有长期分析，就长期分析而言其参照系是日本崛起和泡沫，因此其视角不会超过 20 年。然而，既然投资者将 80 年前的大萧条设为次贷危机的参照系，那么显然，前两者的分析框架就显得不妥了。

前言：“欧洲与太平洋”和“眼皮底下的事”

赵刚：老李，说正事吧！你感觉到没有，今年一开始这势头不错，苏联红军和英美盟军从南北两个方向攻入德国本土，这希特勒快撑不住了。美军也在太平洋战场上频频得手，连日本本土也在美军轰炸机的航程内，我估计，战争有可能在今年结束。

李云龙：我对欧洲和太平洋不感兴趣，那不关我的事。我只对眼皮底下的事感兴趣。

——《亮剑》第18集

投资者就好象李云龙，“欧洲和太平洋战场”固然重要，但更需要洞悉“眼皮底下的事”。

在证券市场中，“欧洲和太平洋战场”就是次贷危机后的全球经济形势，就过去几个月来看，包括：欧洲五国的债务危机、美国医改方案的通过以及美国经济继续复苏，事很大，但很遥远，影响有限。

对于A股投资者，“眼皮底下的事”则只有两件：第一，市场怎么走，市场为什么这么走，第二，投什么，需要注意什么。

一 市场背景与趋势：利空增强 市场探底

市场运行趋势由两个因素决定，第一是经济基本面，第二是大多数投资者对这一基本面的看法。我们认为，首先，经济基本面缺乏超预期的利好因素，而利空因素则可能不断增强；其次，大多数投资者对更多更强的利空因素缺乏心理准备，导致悲观预期自我放大。以上两个因素导致市场下跌，同时，随着时间的推移，估值基础转向2010年以及其它原因，市场将探明底部。

（一）经济基本面，利好缺乏，利空增加

首先，流动性的收缩将超出预期，对房地产调控所造成殃及证券市场这一“池鱼”的效应继续扩大加深。

以2010年2月为界，过去九个月，流动性收缩经过超出预期和“符合”预期两个阶段。特别是流动性收缩的初期，主要标志是银行票据融资萎缩、

新增信贷出现环比下降——当时这一现实还未被大多数投资者所接受，因此市场以暴跌形式加以反应；而 2010 年 2 月后，CPI 的快速上升和资产价格的快速上涨“符合”了大多数人的预期，而对紧缩反应麻木，市场逐渐趋于平稳，主题概念热炒，小盘股、题材股开始走强，以神州泰岳为例，其正是在 1 月 25 日开始主升浪，在之后的九个交易周后翻番。

对此，我们有两个观点。

第一，在《投资于转型 取利于复苏——2010 年年度投资策略》中我们就提出，房地产价格——无论是泡沫继续扩大还是对其进行主动调控对证券市场而言都存在城门失火，殃及池鱼的效应。

第二，同样是在该篇报告中，我们提出了关于流动性逆转并导致市场出现上下半场的四个信号。并且在《三月主题投资，不能不 CCTV——2010 年 3 月投资策略》中认定，宏观调控信号已明确流动性拐点，宏观经济“紧信贷”与“融资冲动”夹击效应会更为明显。此外，早在 1 月 22 日《复苏无忧，过热有虑，A 股空间受压制-宏观数据点评及策略观点》中，我们就指出央行重启三年期票据的发行是升息的前兆。4 月 8 日三年期央行票据的发行已经印证了这一点。

现在，我们特别提醒投资者注意两个官方信号和一个民间信号：

两个官方信号——

3 月 29 日，国务院批准周其仁、夏斌和李稻葵担任货币政策委员会委员，樊纲离任；

3 月 30 日，国家统计局负责人接受记者采访时表示，2011 年将扩大居住类权重在 CPI 中的比例；

这两个信号传递了以下信息：

第一，货币政策将更加关注资产价格，统计局开始正视房价；

第二，对去年流动性过度释放进行纠正；

第三，在未来的国际经济博弈中，淡化比较优势理论（樊纲和林毅夫为代表人物），而大国战略（李稻葵）将得到更多重视。

一个民间信号——

自 3 月以来，对战后德国的经济增长研究和分析多了起来，主要集中在以下两个方面，为什么同样是汇率升值和拥有巨额的贸易顺差，德国没有象日本积累了庞大的外汇储备、资产价格大幅上升？为什么德国的房地产价格十分平稳？

这个信号显示了中国改革开放所参照的经验开始转移，这有利于中国避免日本的失误。

在此，我们对德国经验作简要阐述：

德国经验的理论基础是弗来堡学说，它形成于一战后德国恶性通胀时期，倡导的社会市场经济理论，核心内容包括：

认为社会市场经济要以实现“全民福利”为基本目标；

强调社会市场经济秩序要以自由市场机制的调节为主；

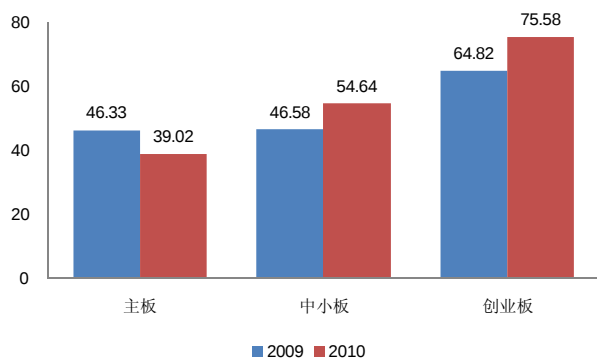
反对在社会市场经济中有任何垄断形式存在，提出自由原则和国家有限干预原则。

在货币政策方面，该学说认为，中央银行的目标为稳定币值，因为只有稳定币值才能稳定物价、稳定市场、稳定经济，因此稳定币值是社会市场经济的内在要求和基本条件。保证币值稳定实际也就是保证货币供应量与实际需要量相一致。其中介目标是供应量，控制重点是货币供应量和信贷总额。

我们发现，这些理论纲领与中国目前所倡导的“和谐社会”、加大国民社会保障有相似之处。其货币理论也为中国解决汇率上升和资产价格上升的死结提供了一种可能——但这种货币理论的核心是中央银行的目标为稳定币值，其手段是控制货币供应量和信贷总额，这意味着殃及池鱼的效应将进一步扩大加深。（在本报告完成之时，我们获悉：周小川在博鳌论坛上表示，中国央行首要的责任是币值的稳定，也就是说防止通货膨胀的出现，防止信贷的过度扩张。这番措辞与 2009 年底其在中国金融论坛所表示的“中国货币政策采用所谓四大目标综合平衡”大不相同。）

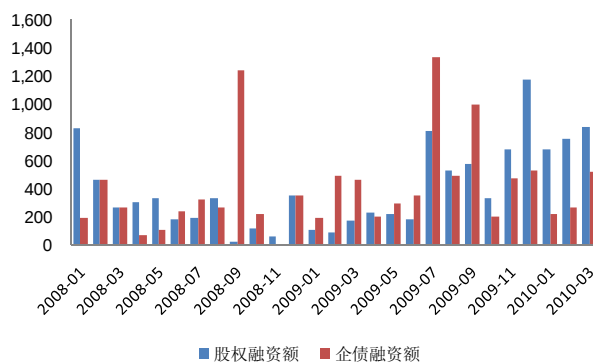
而在另一方面，证券供给又不断增加。截至 4 月 8 日，2010 年股票融资与再融资共 144 宗，总融资额 2370 亿，已接近 09 年全年股权融资额的一半；10 年平均发行市盈率 59.7 倍，其中上海 39 倍，中小板 54.6 倍、创业板 75.6 倍，除沪市主板发行市盈率相比 09 年略有下降外，其他市场发行定价水平继续上升，不断创造新的历史最高水平。此外，债券融资亦大幅扩张。

图表 1： 一级市场发行市盈率水平



数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 2： 股权融资与企债融资额（08.1-10.3）

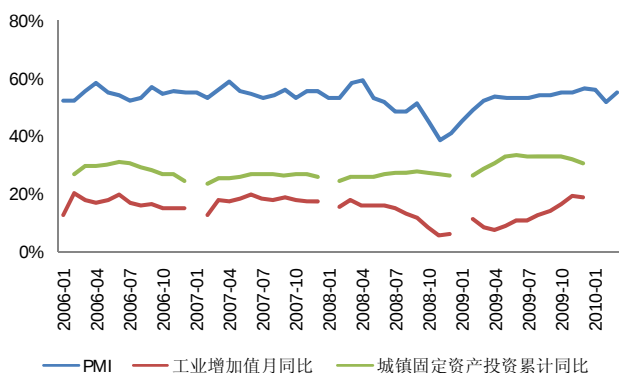


数据来源：国联证券研究所，Wind

其次，投资、出口和消费虽有个别亮点，但总体难以超预期。

固定资产投资将保持平稳。除非特殊事件，“转变经济发展方式、调整经济结构”是未来几年的经济方针，在此指导思想下，固定资产投资将平稳增长。

图表 3：固定资产投资增速、工业产值增速、PMI



数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 4：就业增长情况



数据来源：国联证券研究所，Wind

出口在第二季度前半段时期维持高速，这主要归因于，随着人民币升值预期的形成，贸易商提前出口所导致。但净出口即贸易顺差将有所收窄。

图表 5：出口金额月度同比增长



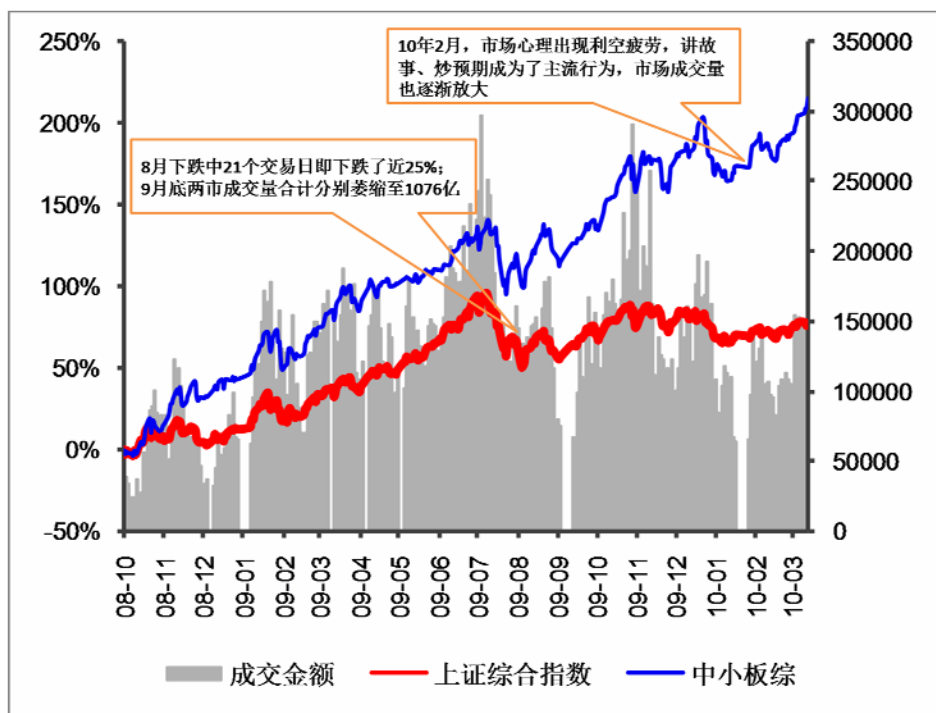
数据来源：国联证券研究所，Wind

消费增速维持稳定。但“世博”将使部分航空、交通运输、旅游、酒店、商业和餐饮类企业受益。

（二）投资者心理，惊恐悲观—麻木乐观—绝望悲观

与基本面相对应的是，在经济尚未完全复苏之时，流动性就出现收缩信号，这吓到投资者，并使其预期转向悲观。惊吓的标志就是市场在 09 年 8 月的 21 个交易日即下跌了近 25%；悲观则反映在成交量上面，在 09 年 9 月 30 日和 10 年 2 月 11 日，两市成交量合计分别萎缩至 1076 亿和 1111 亿，尤其是在 2 月 9-12 日，成交合计均在 1150 亿以下，是 1664-3478 点反弹峰值的 25.0-26.5%。（2009 年 11 月 24 日是 1664 点以来日成交量顶峰，达 4645 亿，并在 11 月 26 日和 12 月 4 日均超过 4000 亿，但市场大跌，不符合天量之后见天价的规律，因此不予比较。）而在 2010 年 2 月之后，市场心理出现利空疲劳，投资者情绪从惊恐悲观转向麻木乐观：讲故事、炒预期成为了主流行为，“金角”、“银边”、高送转等主题型股票受到热烈追捧，翻番股不断涌现，市场成交量也逐渐放大。

图表 6： 08 年市场见底反弹以来走势



数据来源：国联证券研究所，Wind

二季度，市场预期将重新转入悲观，并且这次悲观将呈现显著的自我放大的效应，绝望代替惊恐成为悲观的修饰词。这主要基于以下几个理由。

虽然，无论对于加息、提高存款准备金率、控制银行信贷等早有预期，但是，根据我们前文所述，这些手段的目标指向已经不仅仅是传统的 CPI，更会包括以房地产价格为代表的资产价格。因此，流动性的收缩将由量变转向质变。另一方面，以银行信贷为代表的间接融资的收缩将刺激以股权融资为代表的直接融资的增长，这在以下两点尤为突出。一是在严控信贷的环境下，拓宽中小企业的融资渠道的主要方向就是直接融资，另一个就是在银监会有可能修改贷款分级、控制面向地方政府信贷的情况下，各商业银行的核心资本充足率都可能面临不足而导致再融资不断——这正在发生。这将导致市场悲观预期重现。

经过暴炒，“金角”和“银边”的价格高企，已经透支了 2010 年乃至 2011 年的业绩，这将导致资金裹足不前或者撤退。

同时，由于期指做空亦盈利所导致的趋势投资加剧的情况，将会使市场更进一步下跌。

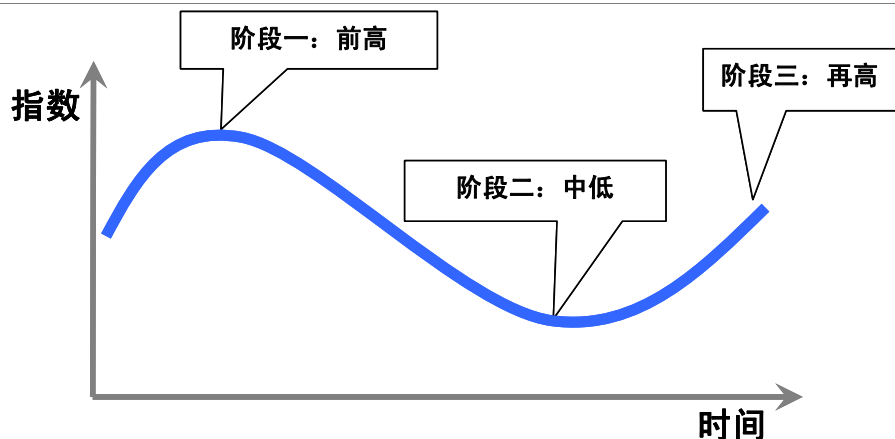
以上三点形成如下恶性循环：利好消息似是而非、利空信息不断——重拾悲观预期——期指做空催化——悲观预期加强，投资心理陷入绝望。

（三）市场趋势，向下探底，振幅加大

基于以上原因，市场即将进入我们年度策略中所预测的 V 字型的底部。与此同时，振幅加大是另外一个特征。虽然，融资融券和期指使投资者可以做空避险，亦提升了市场的有效性，但是市场振幅加大与之并不相悖。我们推测市场振幅加大的主要原因是，由于与融资融券和期指相关的交易，尤其是投机盘交易者主要采取技术分析，具有严格的止损和止盈位，因此主力资金将会通过击穿这些位置获得收益。并且在获得收益的基础上，降低持仓成本，提升主动权。

我们重申年度策略报告中提出的观点：2010 年 A 股走势将呈“V”型，而“V”型的低点将在二季度产生，目标位 2700-2800 点。

图表 7： 2010 年市场运行趋势预测



数据来源：国联证券研究所

（四）绝境逢生，连续破位可建仓

机会是跌出来的，关注建仓良机的三颗信号弹。我们认为，当汇率上升对宏观经济的影响充分显示和流动性紧缩再告一段落——以存款准备金率再上调并可能的加息、大型股招股完成以及指数连续破位将是资金建仓的三颗信号弹。这是因为，在这个时候，投资者可能将迎来真正的利好：美国经济复苏将可能更加确定，上市公司业绩中报预告开始发布使得投资者对于2010年业绩预期更加明确，汇率上升虽然对出口不利但对冲了原材料价格上涨对进口的负面影响。而且，我们预期，稳健型机构投资者如社保、保险资金已完成指数股建仓，此时市场上升，将使其在现货和期货市场取得双赢。这也有利于一般投资者形成并完善对期指的正确认识——对市场的正向刺激作用，即自我预期和现实的强化作用将是期指的最大特征，而不是所谓的做空避险。

二 投资重点：鏖战“草肚皮”，积累“劫材”

（一）棋至中盘，鏖战“草肚皮”

四个月前，我们在《投资于转型 取利于复苏——2010年年度投资策略》中率先提出新经济元素投资主题。今天，市场验证了我们的判断，同时它也成为卖方和买方最流行的策略主题。

在4月1日的专题策略报告《昨夜的金花，今天的金银草——市场环境、投资逻辑与主题比较研究 2003-04 vs 2009-10》中，我们指出，除了新经济元素外，今年还有两大投资主题，即“金角”——新经济元素、“银边”——区域经济振兴和“草肚皮”——“过剩”产能的优化，合称“金银草”。另一方面，我们认为，投资者须掌握好落子顺序才能获取绝对收益，一旦投资者预期一致则利润必然不存。因此，流行即意味着盛宴将散——我们暂时将棋局的重点从“金角”、“银边”转向“草肚皮”。

“草肚皮”投资具有明暗两条线索。其入手于明：在于上游产品价格上升导致上游原材料企业业绩的提升，同时由于消费需求复苏缓慢，下游企业难以转嫁成本，因此，投资上游企业成为不二的选择，其中以钢铁、有色、煤炭为代表——这也是目前部分策略分析师的逻辑。但我们更关注暗线索，即所谓取利于暗，它是投资“草肚皮”的基础、关键理由和核心思想。暗线索的核心就是遵循工信部于2009年12月24日发布的《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》和2010年4月6日国务院发布的《国务院关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》。在这两条线索中，其重点信息包括如下：

“过剩”和“落后”产能所在的行业：电力、煤炭、钢铁、水泥、有色金属、焦炭、造纸、制革、印染。

图表 8： 行业集中度目标

行业	国际竞争	国内竞争	其他
有色	1-2 家	5-8 家	
钢铁	1 家	2-3 家	
建材	1 家综合性集团	8 家区域性集团	年产能超千万吨
化工	10 家以上		年销售收入超百亿
重点区域			
山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南			

数据来源：国联证券研究所

图表 9：已明确定位的企业

定位	企业
超级买家	中国石化、中国化工、中国石油、中海油、武钢、中国铝业、中国五矿、中国黄金、中国建材、中材
大买家	江铜、铜陵有色、湖南有色、豫光金铅、大冶有色、晋煤、阳煤、太化、河南煤化、中平能化、淮化
小买家和二道贩子 (既买又卖)	宜化、兴发、洋丰、铜化、中盐、沙隆达、海螺、中国建材、中材、华新、天瑞、三峡新材、长利玻璃、马钢、太钢、华菱
卖家	安钢、新钢

数据来源：国联证券研究所

图表 10：各区域的资源整合重点

区域	资源
江西	稀土
河南	氮肥、钢铁、铝土
湖北	磷肥
湖南	水泥
山西	焦炉煤气节能环保改造
安徽	铜精矿

数据来源：国联证券研究所

图表 11：整合过程中主要题材故事

故事	题材	对象
搬迁改造	可视作公司重组题材	城市钢厂搬迁改造 中铝、鲁能晋北、新安等铝工业基地 江铜、铜陵、大冶有色铜工业基地 河南和湖南铅锌生产加工基地 赣南、湘中南钨锑稀土等稀有金属基地
生产基地 扩张加强	可视作公司资产注入、再融资题材	武汉乙烯生产基地 山西和河南煤化工基地 湖北磷化工基地 河南、湖北、安徽高档浮法玻璃原片生产及深加工基地 河南、山西耐火材料加工园区 江西、湖北陶瓷基地
淘汰、改造、升级	对于它的上游企业而言，可视作市场容量的增长；对于本身来说，可视作获得技改资金、财政补贴及重组或再融资题材	电力行业、煤炭行业、焦炭行业、铁合金行业、电石行业、钢铁行业、有色金属行业、建材行业、轻工业、纺织行业

数据来源：国联证券研究所

（二）积累“劫材”，决胜全局

行至中盘，战于草肚皮，棋手就会注意制造、积累劫材，为绞杀对

方的“大龙”乃至最后的“官子”决胜做准备。那么什么是“劫材”呢？

第一类劫材，拥有被整合预期的“过剩”产能。这类劫材通常有两种，一种是借壳式资产重组，另一种是被行业龙头收购——买的没有卖的精，参照历史，并购活动中，被卖的一方其股价往往有较大涨幅。

第二类劫材，受益于“过剩”产能的产业技术改造、升级，集中度提升而导致市场空间扩大的上游企业。与上一种劫材相比，这类劫材不引人注目，但其中有部分处于“金角”——新经济元素，如拥有节能低碳技术的公司，因此，其投资价值较第一类大。

第三类劫材，埋在“金角”、“银边”的伏笔是第三类劫材。伟大的棋手其之所以伟大，就是其在“金角”、“银边”布局的时候，漫不经心所下的一两手，一旦形成劫材，往往成为整盘棋局输赢的关键。我们认为，由于金角和银边整体估值已高，其业绩又不能在短时间内充分反映，因此一旦系统性风险释放，其股价就可能过度调整，这时正是买入良机。

（三）“劫材”介绍

有色金属、钢铁——第一类劫材

有色：抛却价格波动性，回归价值基本面

抛却金融波动性，回归价值基本面是有色金属行业二季度最有效的投资策略。金属价格在弱金融属性和强商品属性的作用下，短期仍将维持盘整的格局，但长期来看金属价格中枢将出现上移趋势。目前金属价格已经接近 2007 年的水平，由于成本相对的较为稳定，因此我们有理由相信，盈利回归即将实现。

二季度，我们关注盈利能力较强的基本属金属资源股；关注处于细分行业龙头地位的小金属股；受国家政策重点保护的行业以及根据区域振兴规划和产能调整筛选出来的投资标的。

图表 12：有色金属投资思路和个股

思路	个股
盈利能力较强的基本属金属资源	中金岭南（000060）、江西铜业（600362）、吉恩镍业（600432）
细分行业龙头地位的小金属	金钼股份（601958）、云海金属（002182）
受国家政策重点保护的行业	包钢稀土（600111）

数据来源：国联证券研究所

图表 13：有色金属区域振兴规划和产能调整

金属类别	个股	理由
铜	铜陵有色（000630）	安徽省内资源整合，海外购矿，未来可能被中国铜业重组
	江西铜业（600362）	铜业龙头，具有稀土、钨、锑、钼等稀有资源整合概念，未来可能被中国铜业重组
铝	关铝股份（000831）	五矿集团控股，未来可能存在资产注入可能性
	焦作万方（000612）	中国铝业控股，产品结构单一，整合的可能性较大
铅锌	豫光金铅（600531）	受益于河南省内淘汰铅锌落后产能，但自身也有被停产的风险
	株冶集团（600961）	国内最大的铅锌冶炼公司，五矿集团控股，未来五矿注入资源提升自给率和竞争能力，也可能因湖南有色回归 A 股被整合
锰	金瑞科技（600390）	五矿间接控股，未来可能有锰矿资源注入，也可能因湖南有色回归 A 股被整合

数据来源：国联证券研究所

钢铁：成本推动型价格上涨，寻找受益股

受铁矿石价格谈判的影响，铁矿石现货价格出现爆发式上涨。由于协议价和现货价在市场上往往互相论证，在上涨趋势中，甚至会出现互相强化，因此如果采用短期协议价的形式，将加剧铁矿石价格的波动，从而影响钢铁企业的正常运行。

铁矿石等原材料价格上涨推动钢价上涨，本质上来看，是不利于钢铁企业的盈利能力的改善，只有那些具有产品结构优势，具备高议价能力的企业或许能够从中获益。此外铁矿石受益股和根据区域振兴规划和产能调整筛选出来的投资标的也是关注对象。

图表 14：钢铁投资思路和个股

思路	个股
铁矿石受益	金岭矿业 (000655)、西宁特钢 (600117)、广东明珠 (600382)

数据来源：国联证券研究所

图表 15: 钢铁区域振兴规划和产能调整

个股	理由
新钢股份 (600782)	产能不足 1000 万吨, 被并购, 可能的重组方宝钢、华菱钢铁
太钢不锈 (000825)	产能规划 3000 万吨, 不锈钢龙头, 拥有资源优势, 并购方, 未来重组山西省内的钢铁企业
安阳钢铁 (600569)	产能不足 1000 万吨, 被并购, 重组方宝钢

数据来源：国联证券研究所

化工——第一类劫材

化工行业目前整体处于不温不火, 但是各子行业产业结构调整却在有序进行, 看到了一些好的现象, 也看到了未来的一些有希望的公司。此外 10 年纺织化纤行业中的粘胶、氨纶行业需求复苏, 产品价格处于上升通道, 我们认为, 10 年的市场将是在震荡中不断前行的市场, 需要耐心的跟踪和对价格、投资时机的把握, 4 月份是 09 年报陆续结束, 布局一季报的一个月, 建议关注一季报业绩有较大幅度改善的子行业, 例如化纤行业中的粘胶、氨纶和染料行业, 增长明确, 估值有优势。

图表 16: 化工投资思路和个股

思路	个股
湖北磷矿资源的整合	兴发集团 (600141)、湖北宜化 (000422)
云南焦炭行业整合	云维股份 (600725)
粘胶、氨纶、染料明确增长	友利控股 (000584)、新乡化纤 (000949)、浙江龙盛 (600352)

数据来源：国联证券研究所

电力行业——第一类劫材

2010 年将是电力行业融资和并购重组行为非常活跃的一年, 主要是资产注入的逻辑, 上大压小并非出发点, 因为上大压小一般操作思路是在关闭小机组的同时申请到大机组的批准, 不存在整合的逻辑。可以分为四类公司来考虑:

五大电力集团主体公司的资产注入：近期，五大发电集团陆续召开了年度工作计划会议。在工作计划中，各集团公司均将加强资本运作列为年度重要工作之一，同时突出了主要电力上市公司的融资平台地位；

大集团等央企控股的区域性电力公司：关注大集团下唯一的上市公司，或明确的资产整合平台；

地方性电力公司的并购重组：关注集团下资产整合空间大的平台；

电网所属公司的整合：主要是关注实际控制人均为四川电力的四家小公司的整合。

图表 17：电力行业整合思路和个股

思路	个股
五大集团等央企控股的区域性电力公司	内蒙华电（600863）、吉电股份（000875）
地方性电力公司的并购重组	粤电力（000539）
电网所属公司的整合	明星电力（600101）、西昌电力（600505）、岷江水电（600131）、乐山电力（600644）

数据来源：国联证券研究所

机械装备——第二类劫材

从历史估值来看，机械装备中的工程机械行业的估值中枢在 20 倍左右，目前大部分工程机械类上市公司 2009 年的静态市盈率在 18 倍左右，而中联重科、徐工机械 2010 年的动态市盈率已经约在 15 倍左右；2、受投资滞后和出口复苏的影响，2010 年上半年的增长较为明确；3、风险因素是，2010 年固定资产投资增速回落，工程机械的行业景气高峰可能过去；4、即使 2010 年不存在高速增长，但目前行业龙头的估值仍有优势。

三一重工（600031）：挖掘机增长势头非常迅猛，公司目前的挖机产销量国内第一，据从行业内了解，国内挖机目前已经与国外产品无太大差距，预计进口替代的速度会很快，三一重工灵活的模式将为公司挖机的快速扩张提供保障，我们预计三一很可能成为国内挖机的龙头。同时，2010 年仍有资产注入预期（汽车起重机），而这块业务是公司增长很快的业务。同时，公司的海外市场开拓可能超预期。

中联重科（000157）：尽管 2010 年混凝土机械不确定性较大（房地产市场不确定性较大），但是起重机械增长仍可期待，此外，定向增发完成，募投项目将成为公司新的增长点。

医药——第三类劫材

板块估值压力较大，精选优质个股

从医药行业的历史估值来看，随着大盘年初以来的弱势整理，使得板块 09 年有所提高的估值出现了下调，因此板块的估值目前仍处在历史低位。而从拉近距离的一年期与沪深 300 的比例来看，这两周由于大盘的反弹使得整体估值略有上升，而医药板块相对于沪深 300 的比例也有所提高，依然维持在高位，因此高估值使得板块进一步走强与大盘的压力加大，再考虑到大盘中期走弱的系统性风险，因此板块中期也不太可能走出独立行情，不过近期热点题材年报超预期和创业板优质个股以及区域受益个股仍有望延续强势，提醒投资者重点关注。而对于长期投资者，可以重点关注受益于医改政策的大病种龙头企业和医疗器械和商业企业以及受益于全球专利药到期带来良好机遇的仿制药企业。

二季度，继续关注如下标的：

医疗器械企业：乐普医疗（300003）、鱼跃医疗（002223）；

关注云南干旱使得三七价格暴涨的相关企业：康美药业（600518）。

内需消费——第三类劫材

饮料之黄酒：关注题材性机会。一直以来市场成长空间受限，并缺乏较为强势的企业。随着金枫酒业的资产重组以及古越龙山收购女儿红，黄酒板块目标主体已经明确。随着世博会的召开，将为黄酒打开想象空间。

饮料之乳制品：费用控制带来盈利回升。原奶价格上涨的压力将是乳品行业 2010 年的最大风险，将影响行业整体的毛利率水平，而随着乳业整体回归正常，乳品企业销售费用将同比有所下降，特别是上半年。整体来看 10 年行业利润增速要快于收入增速，而盈利能力将主要取决于各企业的费用控制情况。

区域性连锁业态：与全国连锁业态相比，区域性连锁业态的最大价值在于其产业并购价值。

城市服务业：订单雄厚概念，业绩保障明显。

图表 18：食品饮料投资思路和个股

子行业	思路	个股
黄酒	世博题材	金枫酒业 (600616)
乳制品	费用控制、世博题材	光明乳业 (600597)
区域性连锁业态	产业并购	人人乐 (002336)
城市服务业	订单概念	东方园林 (002310)

数据来源：国联证券研究所

电气设备及新能源——第三类劫材

电气设备：结构性的投资机会

受制于国网年度投资计划低于预期，整体性机会欠缺。我们认为结构性的机会是电气设备的投资重点，主要线索为：

核电：业绩 11 年开始集中体现

智能电网：带来的特高压及二次设备投资机会

节能政策：对于相关设备应用的推动

高铁：高铁用电气设备进入收入确认高峰期。

国网招标：中长期看，国网“二级招标”体制下，有利于市场集中度提高，重点关注市场份额的变化。

图表 19：电气设备投资思路和个股

思路	个股
核电	东方电气 (600875)
节能	荣信股份 (002123)
电气设备	许继电气 (000400)、特变电工 (600089)

数据来源：国联证券研究所

新能源：政策刺激带来板块效应、回归业绩寻找个股

二季度是新能源政策密集区，政策刺激下板块存在交易性机会，但难以复制 09 年上半年的行情，给予新能源汽车、光伏“推荐”评级。个股表现上会出现分化，作为新兴战略产业理应享受高市盈率，但公司价值的判断回归业绩层面。

新能源汽车：新能源汽车规划预期于 3 月底 4 月初出台，补贴将盯住减排量而非单纯的技术路径，这将惠及除电动、混合外的传统汽车技术升级、替代燃料等领域。除政策出台带来的板块交易性机会外，我们建议关注有业绩支撑的中长期投资标的。

光伏：光伏反转趋势确立，德国 FIT 调整已经消化，上半年需求增长确定无疑，中、日等新兴市场有望提供下半年新的增量，看好垂直一体化企业，另政策扶持开始惠及光热发电技术路径。

风电：风电行业增速趋缓，但从行业发展趋势和政策意图看，风电行业即将展开整合，上下游和纵向均有可能发生，我们建议关注有可能受益于整合预期的二线整机企业以及零部件龙头。

图表 20：新能源投资思路和个股

思路	个股
新能源汽车	中炬高新（600872）、江苏国泰（002091）
光伏	海通集团（600537）、天威保变（600550）
风电	天奇股份（002009）

信

数据来源：国联证券研究所

信息技术、互联网及新媒体——第三类劫材

我们认为，信息技术、互联网及新媒体如因系统性风险释放而超调，则值得重点关注。

东方财富：SNS 商业模式增加客户粘性，商业模式与腾讯最为类似，面向最终消费这市场。

拓维信息：具有移动互联网及手机媒体整合能力。

奥飞动漫：对动漫文化理解最为透彻，动漫商业模式最为熟捻，最具有潜力的动漫企业。

石基信息：下游市场空间受政策利好而扩大，并购又促进其市场占有率提升，新业务解决方案又增加了新的利润点，企业信息系统建立和所得税降低又提高了利润率。

国民技术：垄断 U-KEY 这一网上银行必备的芯片市场，处于微笑曲线的两端，是 A 股上市公司中竞争力最强的芯片设计企业，将是芯片业龙头。

中兴通讯：大市值而股价弹性差、下游市场空间模糊导致其估值分歧并被错杀，值得机构资金关注。

区域经济振兴——第三类劫材

我们认为，从四条线索挖掘区域经济振兴：

固定资产同比增长：新疆、安徽；

市场最为引人注目：海南；

大灾之后重建：贵州、云南、广西、重庆；

标的公司：大股东资产注入或定向增发中大股东同股同价参与。

新中基：新疆、定向增发大股东同股同价参与；

天康生物：新疆、定向增发大股东同股同价参与；

桂林旅游：广西，定向增发；

中鼎股份、国风塑业、合肥城建：安徽。

中工国际：大型水利工程承包商。

益佰制药：或有灾区税收优惠可能。

三 融资融券与期指：看社保、看权重股、看配对交易

（一）大趋势：社保大赢家，日内套利难行

至今为止，绝大多数分析人士对于融资融券和期指对于市场的影响以及盈利模式的分析参照的是海外市场，我们认为这是错误的和不切实际的。因为他们忽视了两个背景条件及影响：

第一，宏观上，我们提醒投资者注意去年 6 月 19 日出台的国有股转持社保基金政策。该政策与融资融券与期指的出台具有密切联系，它决定了各类投资者在融资融券市场的话语权的地位顺序，决定了各类投资者的博弈关系，影响市场特征的变化和市场长期趋势。

第二，微观上，需要关注到期现交易上不同的交易机制，期货市场是 T+0，现货市场是 T+1。这决定了海外市场的多数套利理论与模型的不适用，尤其对于当日短线套利非常不适用。

具体而言，我们认为：

宏观层面，社保基金将是融资融券、期指的最大受益者。我们认为，国有股转持社保基金政策的主要目的是为了填补巨额的社保缺口，但也是为国有股东减持国有股提供了便利——因国有股东直接减持国有股须向国资委事先申报，这可能造成证券市场非正常波动从而难以确保国有股东减持获利最大化。另一方面，社保基金作为流通股东，一方面享受红利，另一方面也有资本利得的需要，但前提是不影响红利收益——这就要求持股量保持稳健，“波段”不能做错。从这个角度来说，社保基金参与融资融券、期指就顺理成章了。而且社保基金具有天然的优势：

第一，在融资融券交易中，社保具有绝对优势。国有股转持完成后，社保是实际自由流通股的最大单一持有者，在融资与融券中处于绝对的主动地位，无论融资还是融券，其都将是在最大交易参与者。

第二，在融资融券交易中，社保的束缚最少，意愿较其它投资者更强。

从融资来看，社保可通过自有股票抵押之后买入与自有股票一致的品种，由于其是最大的单一持有者，因此，它的买入行为使得股价上扬成为大概率事件，这最终进一步推高社保的持股市值。从融券角度，社保的净值考核压力是所有机构投资者中最低的，因此较其它投资者更具有融券主动性。

第三，社保通过融资融券和期指来扩大收益的可靠性较其它投资者高。一方面，社保具有官方背景，信息量最为丰富，对于市场趋势判断最为准确，另一方面，由于社保在融资融券上最具有主动性，因此它通过融资融券和期指进行套利的可能比其它任何投资者更主动。

长远看，社保基金将是市场的领导者，它的交易行为指引着市场方向。社保基金的交易行为体现了政府对证券市场的间接调控，社保基金参与融资融券和期指市场将使调控更加有效。社保基金的交易行为将是市场趋势的指南针，与此相伴的，社保基金将成为市场的领导者。

微观层面，受制于期现市场交易制度差异，现货市场是T+1，期货市场是T+0，这将限制DAY-TRADE套利——这是与海外市场最大的不同点。这意味着，中国的期指运行模式更象中国的权证运行模式，远期合约与市场的关联度远小于近期合约与市场的关联度，而在合约临近交割时，其关联度迅速提升，同时，现货与期货市场的波动加大，多空博弈将更加激烈。

（二）长期趋势：权重股交易价值渐现，市场风格趋于多元

一，我们认为，未来数年中国经济更可能向好，因此期指将进一步促进市场对基本面形成正反馈。

二，交易风格方面，市场换手率总体趋于降低但在期指交割日前几日或当日换手率扩大。权重股的占成交总份额将增大，而小市值股票将占据换手率的绝对冠军的位置。

三，流动性与估值的关系方面，权重股将出现流动性溢价，成长性好的小公司，其股本拆细、增发的动力较以往更强，将更受到追捧；

四，投资逻辑及风格逐渐趋向两端，一方面，投资者尤其是大型公募基金机构投资者围绕权重股开发出多种的套利、套期交易策略，金融模型不断涌现，程序交易大行其道，指数化产品盛行；另一方面，小盘价值股，尤其是在一些“传统行业”，其估值降低甚至到“令人发指”，将成为部分私募基金和具有PE背景的投资者的选择对象。此外，国有股东、具有VC背景的投资者也对证券市场的投资风格及估值体系产生影响。

（三）初期可能的交易策略，事件驱动型的配对交易

事件驱动型的配对交易将成为融资融券制度下的第一种交易模式。我们认为，130/30 策略虽然是当前讨论得最多的涉及到融资融券的交易策略，但对于大多数本土投资者而言仍显得十分“高深”，因此在开始时应用将十分有限。而内地具有题材股炒作的传统，因此基于事件驱动的配对交易可能成为做空的第一步。

第二季度至少有三个配对交易机会。

第一的交易机会来源于西南旱灾。由于缺乏做空手段，西南旱灾投资主题并未被充分挖掘。我们认为这个配对交易首先是出现在电力股上。在融资融券的标的物中，共有三个电力股：国电电力、长江电力和深能源。显然，做多以火电为主的国电电力和深能源和沽空长江电力将是典型的配对交易。进一步，在电力股配置既定的情况下，可以买入华能国际，而若沽空长江电力成功，则可能进一步带动桂冠电力、大唐发电、华电国际等具有水电权重特别是在西南地区有水电业务的电力股的下跌。在电力股配置既定的情况下，通过这一组配对交易将获得比较稳定的收益。

第二个交易机会来源于铁矿石价格的上涨。铁矿石价格的上涨对钢铁企业的影响并不一致。母公司拥有矿石资源的鞍钢股份和拥有运力资源较多的宝钢股份以及矿石保障程度比较高的华菱钢铁所受到的负面影响较武钢股份、河北钢铁等轻。在融资融券标的物中，钢铁股及涉及铁矿石包括武钢股份、宝钢股份、河北钢铁、太钢不锈、华菱钢铁、鞍钢股份。投资者在钢铁股配置既定的情况下，可做多宝钢股份、鞍钢股份和华菱钢铁，沽空河北钢铁和武钢股份。

第三个交易机会来源于成份股的调整，特别是涉及到融资融券的上证 50 和深证成指的共计 90 个股票（以下简称“90”）。融资融券的推出，将提升权重股尤其是标的股的交易价值。特别是在指数股调整前后的一段时间，有可能晋身或被剔除出标的股价将进入敏感期，市场会逐渐发现这种交易价值，股价的上升或下降的程度会超过这种交易价值——尤其是在沽空制度刚刚推出的时候。以上因素将产生相关的配对交易机会。因此可以制定如下交易策略：在五月中旬买入有可能晋身“90”的股票并沽空可能被剔除出“90”的股票，而在 6 月 30 日前夕放空前者而买入后者。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。