

震荡攀升延续，投资聚焦“两会”——2011年3月投资策略

报告日期：2011年3月2日

相关报告：

《紧缩风险释放，投资机会渐近》——2011年2月投资策略 2011年2月9日
《业绩增长引领估值修复》——2011年1月投资策略 2011年1月5日
《新增长·新价格》——2011年度投资策略 2010年12月8日
《产业景气催生投资热情》——2010年11月投资策略 2010年11月1日
《纠偏行情进入正轨》——2010年四季度投资策略 2010年10月10日
《估值修复引导行情向强势转化》——2010年9月投资策略 2010年9月1日
《纠偏行情推动股市回归价值中枢》——2010年8月投资策略 2010年8月1日
《失衡·和谐》——2010年中期投资策略 2010年6月30日
《卧虎藏龙》——2010年二季度投资策略 2010年4月1日
《退与进—寻找强势产业》——2010年度策略 2009年12月21日

证券分析师：周荣华

执业证书编号：A0140511010004

021-58824282-835 zhourh@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

投资要点：

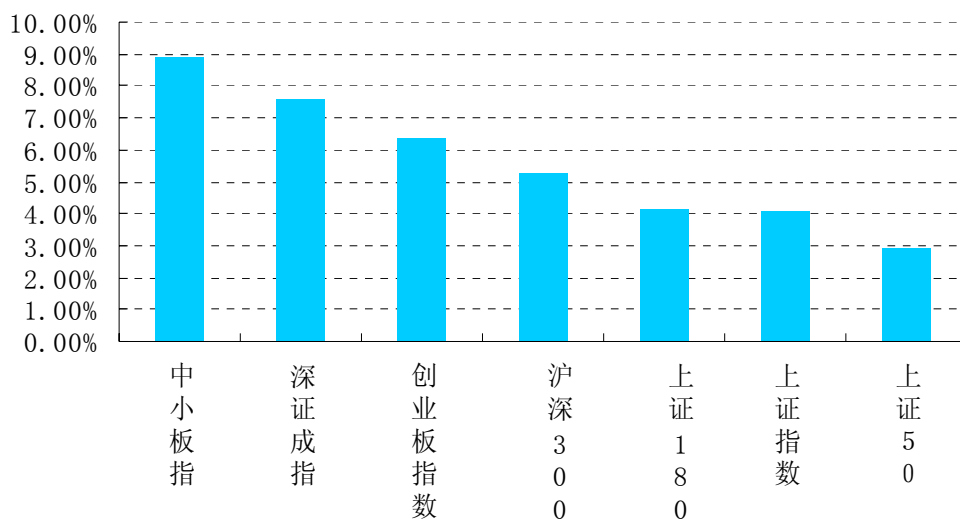
- 在经历了一月份的震荡下跌之后，二月份的A股市场整体呈现了震荡反弹的格局。市场结构方面，小盘股的再度活跃，主要是围绕事件和政策的主题投资推动，以及大宗商品的价格上涨催生的具备资源和替代资源属性的行业板块的投资机会。
- 在我们的二月策略报告中，我们就提出，股市要摆脱调整进入反弹，需要两个条件，一是利空因素的消化，也就是物价压力以及对应的紧缩政策的逐步缓解，二是积极因素的发挥作用，也就是上市公司业绩增长预期的逐步明朗。目前来看，这两个条件正在日渐清晰，从而推动股市走出调整转入震荡反弹的格局。
- 宏观层面来看，在1月份的CPI数据低于市场预期，显示通胀压力有所缓解之后，2月份的CPI涨幅预计将继续回落，从而使得政策紧缩的必要性在降低。同时，从PMI连续三个月回落的情况来看，将会带来经济增速下滑过快的担忧，结合此前的中央政治局会议“防止经济出现大的波动”的要求，政策基调有望从控制通胀转入到保持经济平稳运行中来，从而为股市营造较为稳定的环境。
- 微观层面来看，综合分析业绩、估值、流动性三个基本要素，可以发现，当前股市受到估值和业绩的支持，很难具备系统性的风险，反而是在业绩增长的预期下具备估值修复的空间，不足之处在于股市的流动性不足，供求关系偏紧制约了股市的向好表现，但是类似于鼓励大股东增持、增加企业年金入市比例等政策的出台，使得资金层面出现了好转的迹象。
- 综合宏观、微观的基本要素来看，我们认为，在物价压力渐趋缓和，经济增速出现放缓迹象的背景下，政策紧缩的压力有望较前期有所减弱，而股市在业绩稳定增长、估值处于历史低位，且流动性最紧张的时间正在过去，供求关系呈现向好迹象的背景下，有望在三月份呈现延续二月反弹的震荡攀升格局。
- 3月份的投资策略重点围绕“两会”展开。围绕“两会”的焦点，需要关注的投资机会包括：传统产业的节能减排、并购重组，包括：建材、钢铁、有色、造纸包装等。新兴产业的发展规划，重点是：节能环保、高端装备制造、新材料。发展现代农业和粮食价格上涨受益的板块：节水灌溉、建筑、建材、化肥等。降低税负调节收入分配的受益行业：食品饮料、家电、汽车及配件、商业、传媒、酒店旅游等。医疗体制改革的受益行业：生物医药、医疗器械。保障房建设的受益行业：建材、建筑、家电、机械。资本市场的体制变革的受益行业：证券、园区土地开发、创投板块。

1. 二月回顾：整体反弹伴随风格轮转

在经历了一月份的震荡下跌之后，二月份的 A 股市场整体呈现了震荡反弹的格局，股市反弹的推动力主要来自于两点，一是对于影响市场的利空因素的消化，也就是对于通胀形势和政策压力的担忧有所缓解，1 月 CPI 低于预期成为市场反弹的主要催化剂。二是随着年报披露的展开，对于业绩增长的预期渐渐稳定，具备业绩高增长的行业板块以及年报高送转的股票成为了股市的主要热点，呈现了结构性的投资机会，同时主题投资在二月份的活跃也营造了股市的赚钱效应，市场的活跃也有助于提升投资者的投资热情。

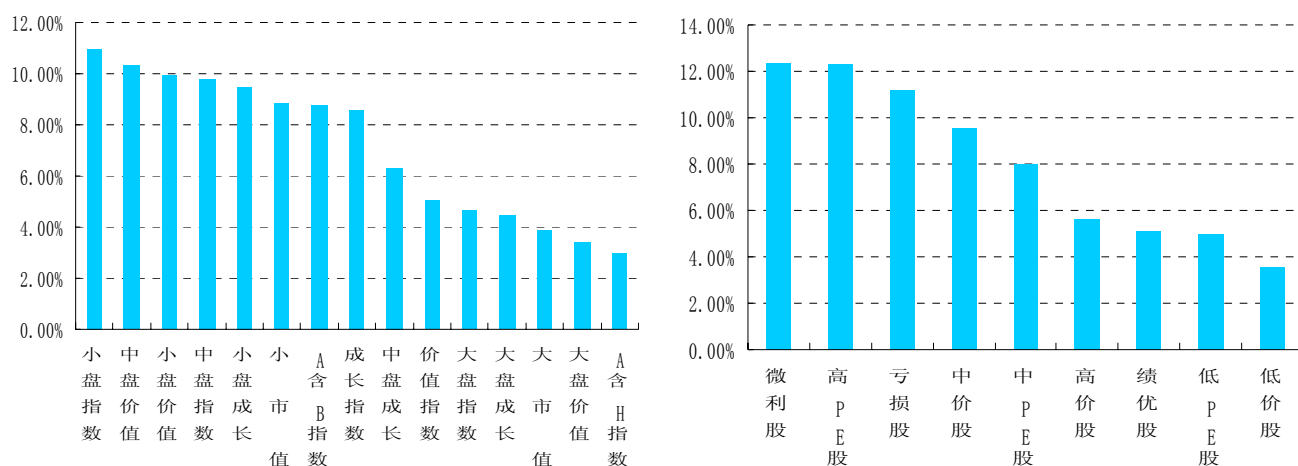
从主要指数的表现来看，中小板指数、深证成指、创业板指数表现强于上证 50、上证指数、上证 180 指数。从风格指数、特征指数的表现来看，小盘指数、成长指数表现强于大盘指数、价值指数，微利股、高 PE 股表现强于绩优股、低 PE 股。二月份小盘股的再度活跃，主要是得益于主题投资的再度活跃，而引领主题投资的主线，主要是基于即将召开的“两会”所涉及的新兴产业以及“新三板”等制度创新的预期推动。

图表 1：主要指数全部上涨并呈现深强沪弱



资料来源：天相分析系统

图表 2：风格指数、特征指数显示小盘股再度活跃

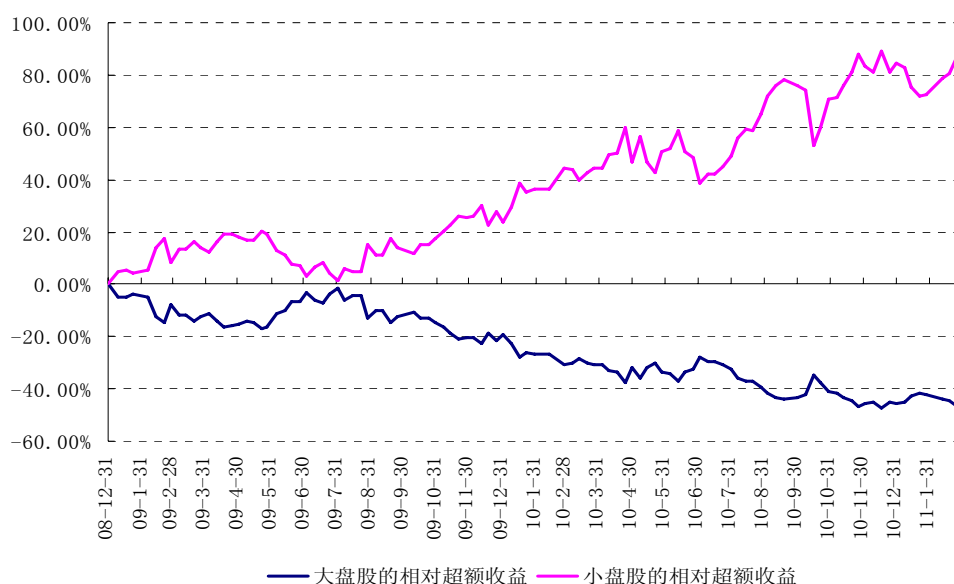


资料来源：天相分析系统

从大小盘股的相对超额收益比较来看，自 2008 年底以来，小盘股的相对超额收益始终处于剪刀差不断扩大的状态，在经历了今年 1 月份的持续回落之后，于 2 月初再度上升，整个二月份持续上扬，2 月底时小盘股的相对超额收益达到了 87.22%，接近了去年年底时的历史高位。

按照我们的年度策略对于市场风格的分析，当前不存在使得小盘股泡沫崩溃的事件，而大盘股整体走强的牛市环境尚需要时间的等待，因此当前很难形成明显的风格转换，主要的表现形式还是阶段性的风格轮动，在业绩披露期内，尤其是在防御思维偏重的市场环境下，中大市值的个股由于其业绩的稳定性和低估值，从而受到的偏好会强一点，因此导致大盘股的相对超额收益呈现阶段性的回升。但是持续性从去年的 7 月、10 月来看就是欠缺的，也就是业绩披露期内的阶段性的估值修复导致的回升，在业绩披露期之后以及宏观形势趋于缓和之后，并且在事件、政策的推动下，中小市值的个股就会再度表现活跃，从而使得小盘股的相对超额收益再度回升，由此就形成了市场风格特征的阶段性轮动。

图表 3：大小盘股的相对超额收益剪刀差再度扩大



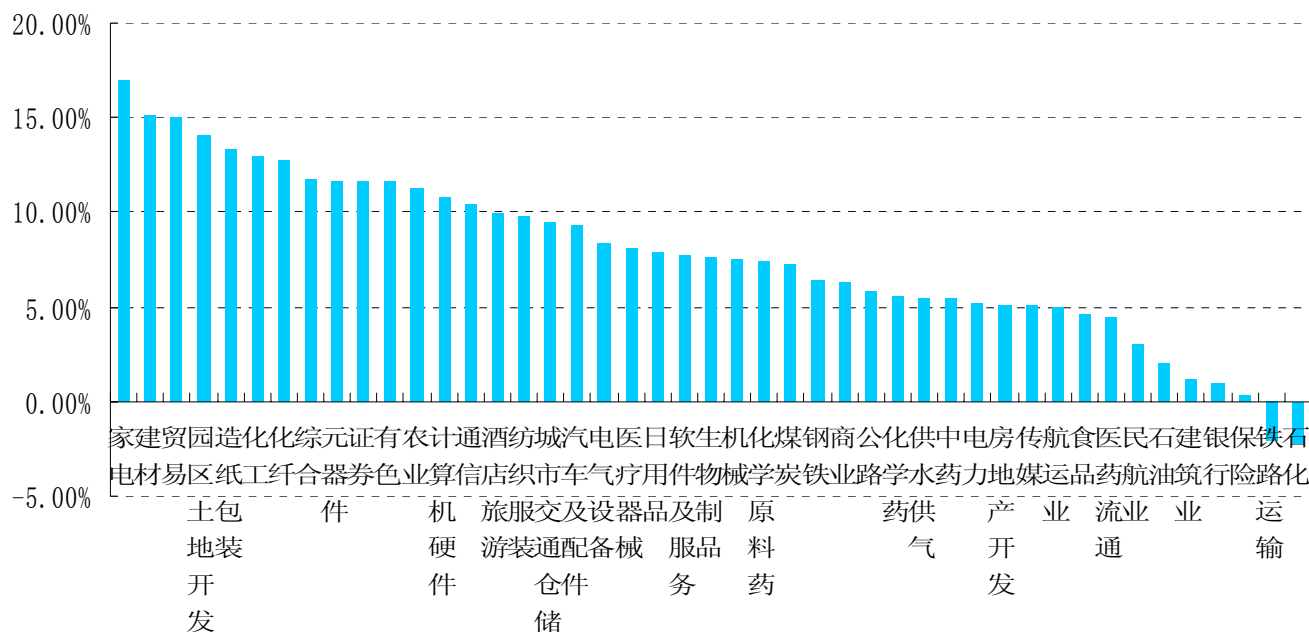
资料来源：天相分析系统

从行业板块的表现来看，二月份只有铁路运输和石化行业下跌，其余行业指数全部上涨，其中家电、建材、贸易、园区土地开发、造纸包装、化工等行业涨幅居前。

行业板块的表现也充分体现了市场风格的阶段性轮动，铁路运输和石化行业均是在1月份的调整市中逆势上涨，并且涨幅居前的行业，其当时上涨的动力就是在于估值的修复，而估值修复持续性明显欠缺。除了铁路运输和石化，银行、建筑业、石油等低估值的行业在1月份同样逆势上涨且涨幅居前，而在2月份虽没有下跌，但是涨幅排名处于末端，同样也显示了估值修复的阶段特性。

从涨幅居前的行业来看，其上涨动因主要都是来自于政策、事件触发的主题投资，家电行业主要是受益于家电行业的“十二五”规划，建材行业主要是受益于1000万套保障房的建设需求以及供给端的产能限制导致的供需形势向好，贸易、园区土地开发这两个行业的上涨主要是受到“新三板”预期的推动，造纸包装的上涨主要是受到淘汰落后产能特别是棉花价格持续上涨提升了粘胶纤维的原材料溶解木浆的需求，化工行业的上涨主要是受益于在粮食安全的背景下农药、化肥等子行业的需求提升以及石油价格上涨背景下的煤化工的替代效应推动。综合来看，在“两会”即将召开的时间段内，围绕事件和政策的主题投资再度活跃，而大宗商品的价格上涨也催生了具备资源和替代资源属性的行业板块的投资机会。

图表 4：行业板块的表现显示估值修复的阶段性和主题投资的卷土重来



资料来源：天相分析系统

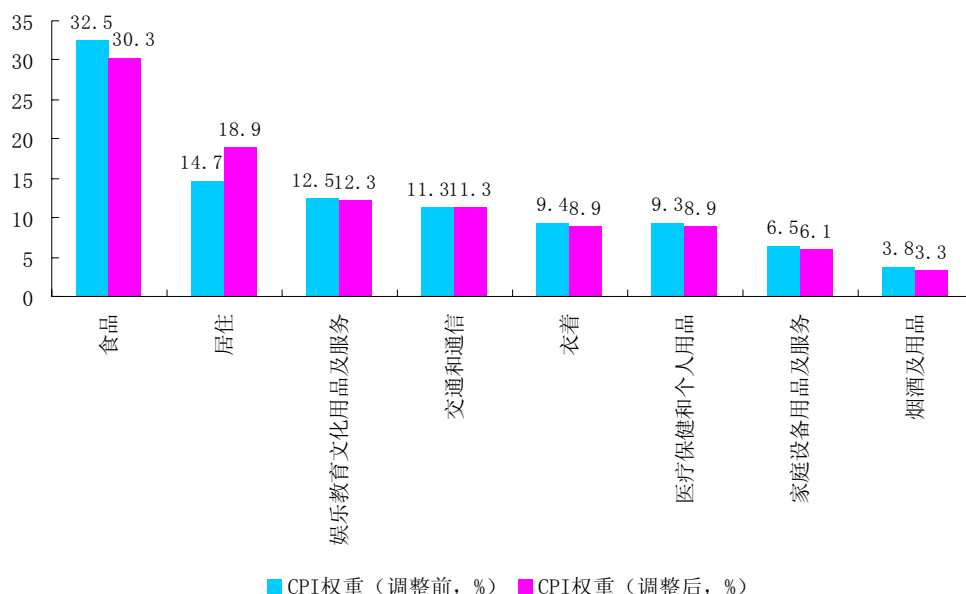
2. 三月展望：国内因素支持震荡攀升

在我们的二月策略报告中，我们就提出，股市要摆脱调整进入反弹，需要两个条件，一是利空因素的消化，也就是物价压力以及对应的紧缩政策的逐步缓解，二是积极因素的发挥作用，也就是上市公司业绩增长预期的逐步明朗。目前来看，这两个条件正在日渐清晰，从而推动股市走出调整转入震荡反弹的格局，二月份的股市反弹有望在三月份得到延续。尽管外围因素存在不确定性，但是从国内的宏观、微观因素来看，将会支持三月份股市继续呈现震荡攀升的格局。

宏观层面来看，在 1 月份的 CPI 数据低于市场预期，显示通胀压力有所缓解之后，2 月份的 CPI 涨幅预计将继续回落，从而使得政策紧缩的必要性在降低。同时，从 PMI 连续三个月回落的情况来看，将会带来经济增速下滑过快的担忧，结合此前的中央政治局会议“防止经济出现大的波动”的要求，政策基调有望从控制通胀转入到保持经济平稳运行中来，从而为股市营造较为稳定的环境。

对于 2 月份的股市反弹，1 月份的 CPI 低于预期起到了催化剂的作用，由此引发了通胀压力和紧缩政策压力缓和的预期，从而引发了股市的持续反弹。据国家统计局公布，2011 年 1 月份，CPI 同比上涨 4.9%，明显低于此前市场的预期。值得注意的是，国家统计局对 CPI 权数构成进行了相应调整。其中，居住提高 4.22 个百分点，食品降低 2.21 个百分点，烟酒降低 0.51 个百分点，衣着降低 0.49 个百分点，家庭设备用品及维修服务降低 0.36 个百分点，医疗保健和个人用品降低 0.36 个百分点，交通和通信降低 0.05 个百分点，娱乐教育文化用品及服务降低 0.25 个百分点。权数调整对 1 月 CPI 数据的影响是：同比数据增加 0.024 个百分点，可见 CPI 低于市场预期并不是由权重调整所导致的。CPI 低于市场预期表明，市场可能对今年的通胀预期作出修正，对于货币政策的预期（例如加息次数、信贷控制的程度）也可能发生相应变化。

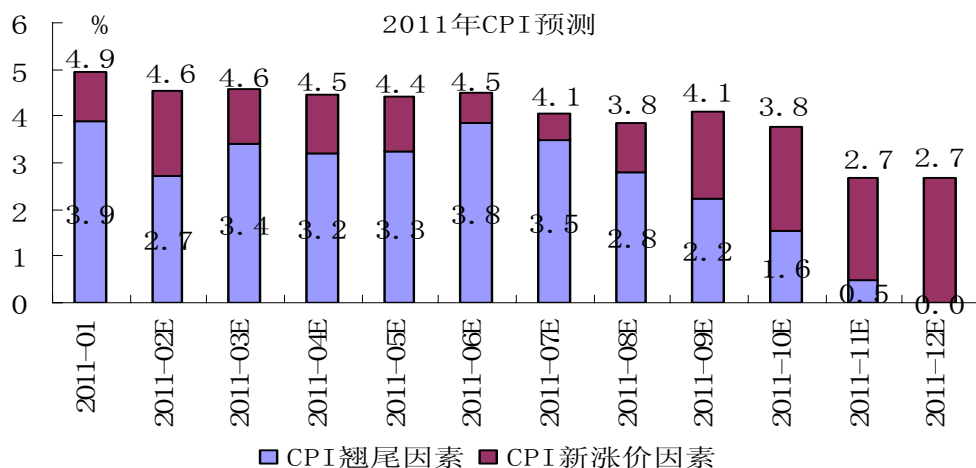
图表 5：2011 年 CPI 权数调整



资料来源：国家统计局，天相宏观研究

对于今年的通胀形势，我们认为，影响物价走势的主要因素包括货币因素（流动性）、经济增长（尤其是投资）、粮食生产、国际大宗商品价格等方面。综合各方面因素考虑，我们预计 2011 年全年物价总体走势为“前高后低”。受翘尾因素影响，上半年，CPI 月同比涨幅总体维持在 4-5% 左右的高位；下半年，随着翘尾因素的减弱，CPI 涨幅会逐步回落，1 月份 CPI 涨幅（4.9%）估计接近全年高点。预计全年 CPI 涨幅为 4% 左右。随着翘尾因素的回落（1 月份为 3.99%，2 月份为 2.78%），预计 2 月 CPI 同比涨幅回落至 4.4%-4.6%。与 1 月份相比呈现继续回落。

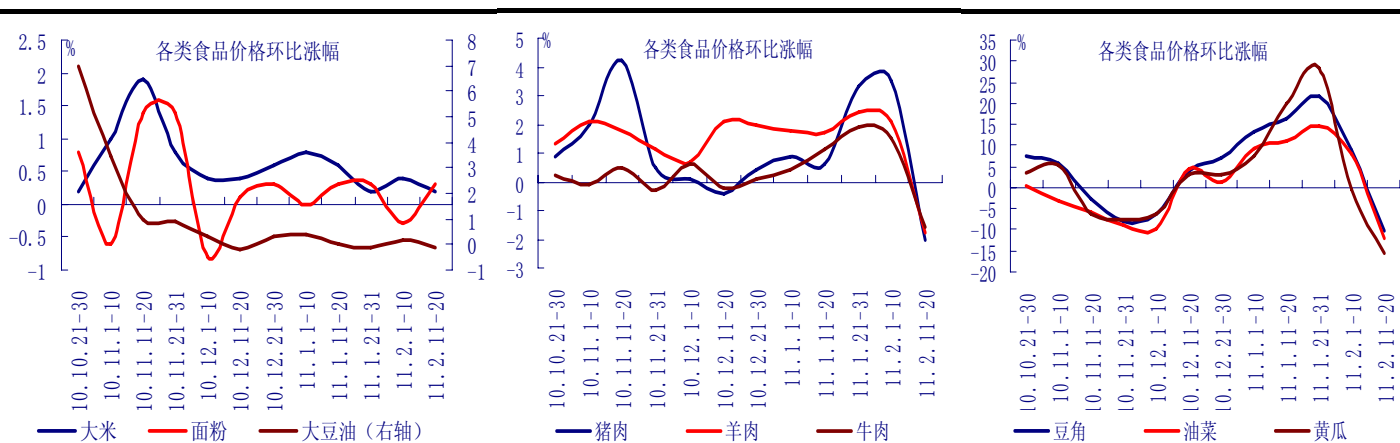
图表 6：预计 2011 年 CPI 呈现前高后低的走势



资料来源：国家统计局，天相宏观研究

从国家统计局公布的 50 个城市主要食品平均价格变动情况来看，2011 年 2 月 11 日至 20 日主要食品价格有所回落。除粮食价格仍有小幅上涨外，肉、蛋价格均有所回落，蔬菜价格降幅较大，其中，油菜、芹菜、黄瓜、西红柿、豆角价格与环比下降 10% 以上。食品价格出现了今年以来首次回落，究其原因是因为春节消费将各类食品价格推至一个高峰，节后消费需求恢复正常，而供应仍然充足所致。虽然蔬菜价格下降幅度较大，但由于春节期间涨幅较大，因此，与节前正常价格相比，仍处于高位，未来仍有下降的空间。肉类价格也维持在较高水平。随着需求淡季的到来，猪肉价格面临进一步下降的压力，但是下降的幅度还需要取决于生猪补栏的情况。

图表 7：各类食品价格的环比涨幅



资料来源：国家统计局，天相宏观研究

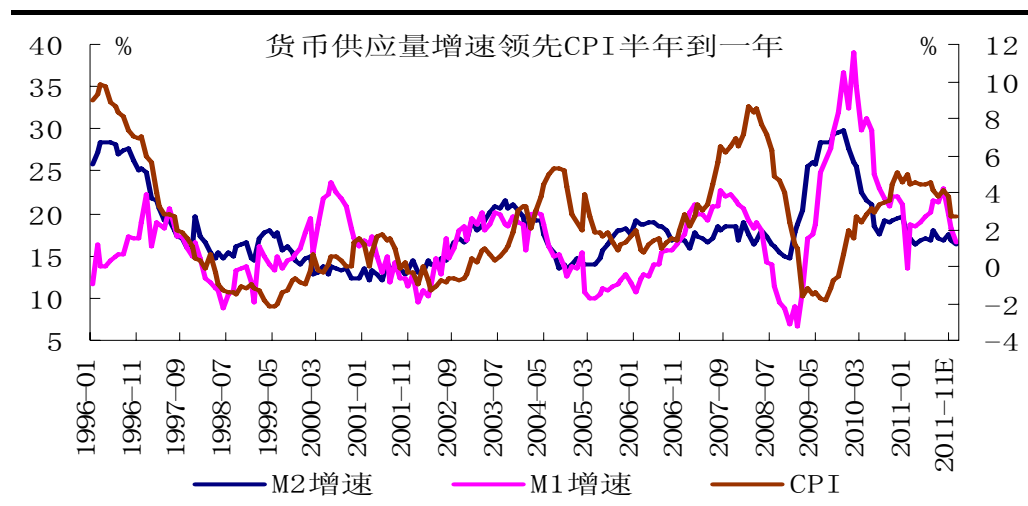
近期北非主要产油国利比亚由于局势动荡而导致部分石油生产中断，推动国际油价大幅上涨。国际油价的大涨增加了国内的输入型通胀风险。我国的原油对于进口的依存度较高，国家发改委公布我国今年1月份原油产量1748万吨，原油进口2296万吨。原油进口占比约为56%。国际原油价格的大幅上涨，将增加国内成品油价格进一步上调的压力。国内成品油价格的上调将直接导致非食品价格的上涨，从而推升CPI。

总的来看，国际油价的上涨对于我国造成一定的输入型通胀压力。但是，这种影响是短期并且有限的。国际油价的波动对于国内通胀而言是一种外部冲击，相对而言，流动性对国内通胀影响更大。由于国内对于流动性的严控，货币供应量增速持续回落，这是主导通胀走势的主要因素。

根据央行公布的数据，2011年1月人民币贷款余额同比增长18.5%，1月末M1同比增长13.6%，比上年末和上年同期分别低7.6和25.4个百分点。M2同比增长17.2%，比上年末和上年同期分别低2.5和8.9个百分点。M1增速大幅下降的主要原因有两个：一是年终奖集中发放导致大量企业活期存款转为储蓄存款；二是临近春节，企业部门在月底将大批活期存款转为通知存款或协定存款。2月份M1增速可能出现一定反弹，但是货币供应量增速总体回落的趋势将一直延续到年底。M1增速回落的幅度略超出我们的预期，这预示着下半年通胀压力将进一步减轻。

根据历史经验，货币供应量增速的变动领先CPI半年到一年左右。2010年下半年以来物价的快速上涨主要是2009年末和2010年初货币供应量高速增长滞后反映。由于2010年初以来M1和M2增速持续回落，这一回落的趋势将持续到2011年末，因此CPI涨幅也将在2011年呈现前高后低的趋势。

图表 8：货币供应量增速回落预示未来通胀压力减轻



资料来源：中国人民银行，天相宏观研究

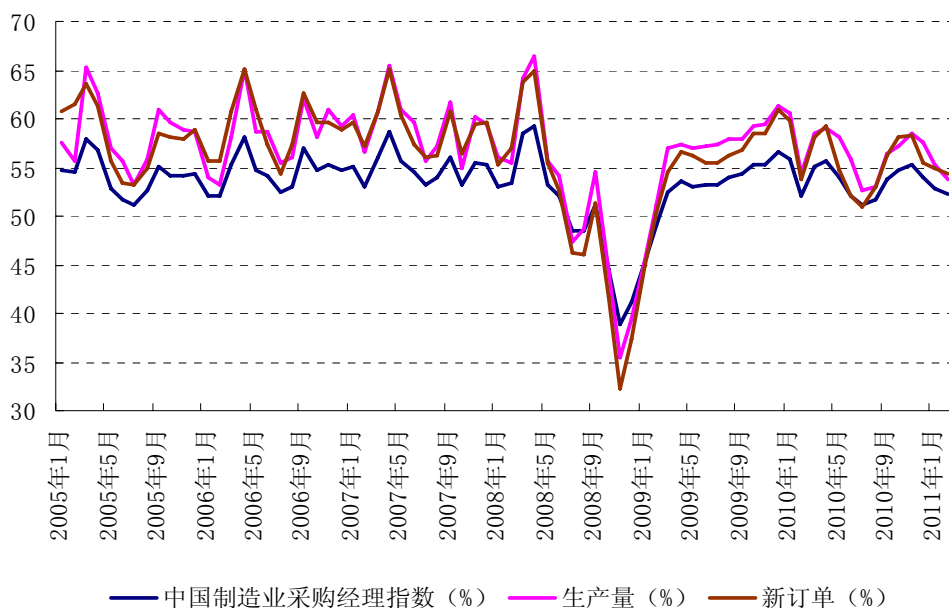
由于目前央行的货币政策操作主要指向当前的通货膨胀，而不是未来的经济走势，因此，当前的调控很有可能因物价持续处于高位而出现紧缩过度。如果果真如此，那么此轮调控很可能重蹈2007~2008年宏观调控的覆辙。考虑到货币政策操作与货币供应量的变化基本同步，而与物价变化之间有较长时滞，因此，当前货币政策操作应主要参照货币供应量的变化，而不是物价的变化，即货币政策要有一定的超前性。由于目前货币供应量增速已经接近中性增速水平（16%），因此，货币政策的紧压力

度应当适当放松而不是继续从紧，甚至变本加厉。

从目前央行的货币政策操作来看，已经有过度紧缩的苗头。尽管目前频繁上调存款准备金率的政策操作在很大程度上是对央票发行和国债正回购操作的替代，政策实际收紧的力度并不如人们感受的那么大，但也应警惕管理层的信贷调控政策和投资调控政策有过度收紧的趋势。中共中央政治局 2 月 21 日召开会议，会议强调，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，防止经济出现大的波动。

从最新的经济数据来看，3 月 1 日，中国物流与采购联合会 (CFLP) 发布了 2 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 52.2%，环比回落 0.7 个百分点。连续三个月下滑的 PMI 将带来经济增速下滑过快的担忧，从目前货币政策的使用空间上看，央行剩余的货币政策空间已不太大。同时伴随着 CPI 的逐步回落，政府将逐步的从一季度的控通胀逐步的转入到二季度的稳定经济增速，保持经济平稳运行。不过目前新涨价因素依然存在，政策着力点从“控通胀”向“保增长”转移，可能还需要一个过程。在“两会”召开前期，强调对国内民生问题的关注，促进经济结构调整，是政策调整的主要方向。整体来看，通胀数据和 PMI 数据的阶段性回落，可能使管理层开始关注经济复苏的稳定性，尤其在中东地区出现动荡的情况下，“防止经济出现大的波动”可能对政策决策形成微妙影响。

图表 9：PMI 连续三个月下滑



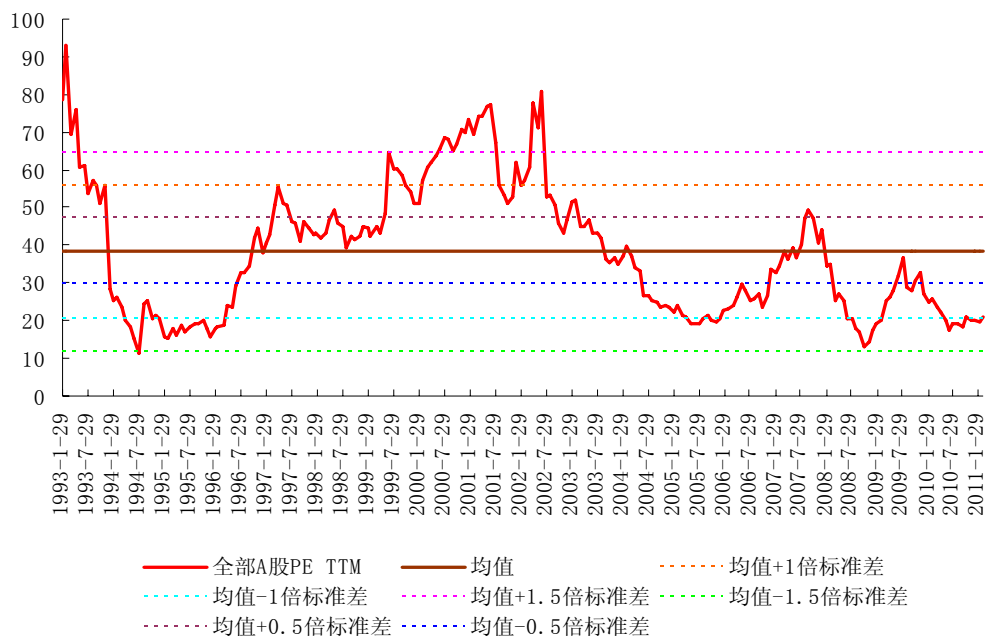
资料来源：中国物流与采购联合会、天相策略研究

微观层面来看，综合分析业绩、估值、流动性三个基本要素，可以发现，当前股市受到估值和业绩的支持，很难具备系统性的风险，反而是在业绩增长的预期下具备估值修复的空间，不足之处在于股市的流动性不足，供求关系偏紧制约了股市的向好表现，但是资金层面出现了好转的迹象。

股市的估值方面，二月底的全部 A 股滚动市盈率为 20.9 倍，与历史数据比较可见，处于历史的低位。从根据估值水平与十年期国债收益率比较得出的隐含股权风险溢价 (ERP) 来看，二月底的全部 A 股隐含 ERP 为 0.83%，与历史数据比较可见，处

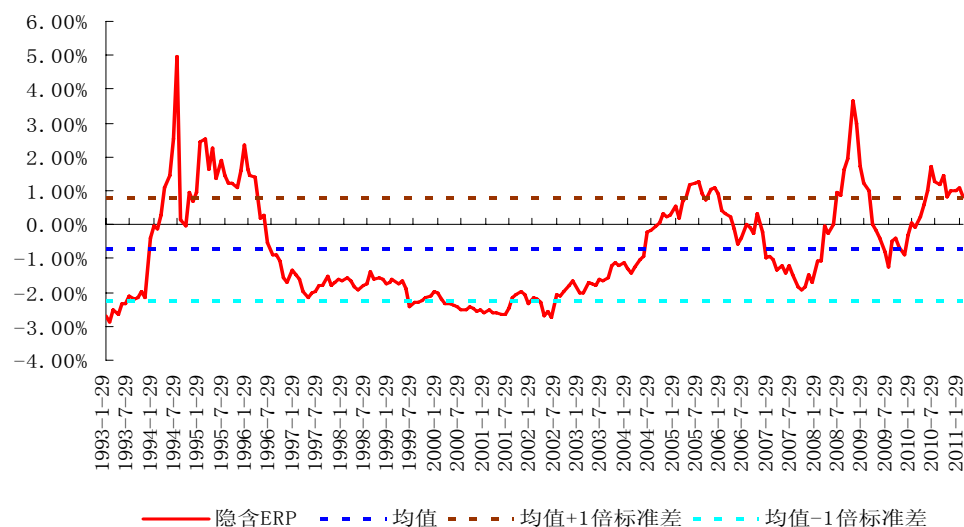
于历史的高位。由此可见，股市的估值偏低、隐含 FRP 高企，显示了当前股市具备投资价值，相对债券更具吸引力。

图表 10：全部 A 股滚动市盈率处于历史的低位



资料来源：天相分析系统

图表 11：全部 A 股隐含 ERP 处于历史的高位

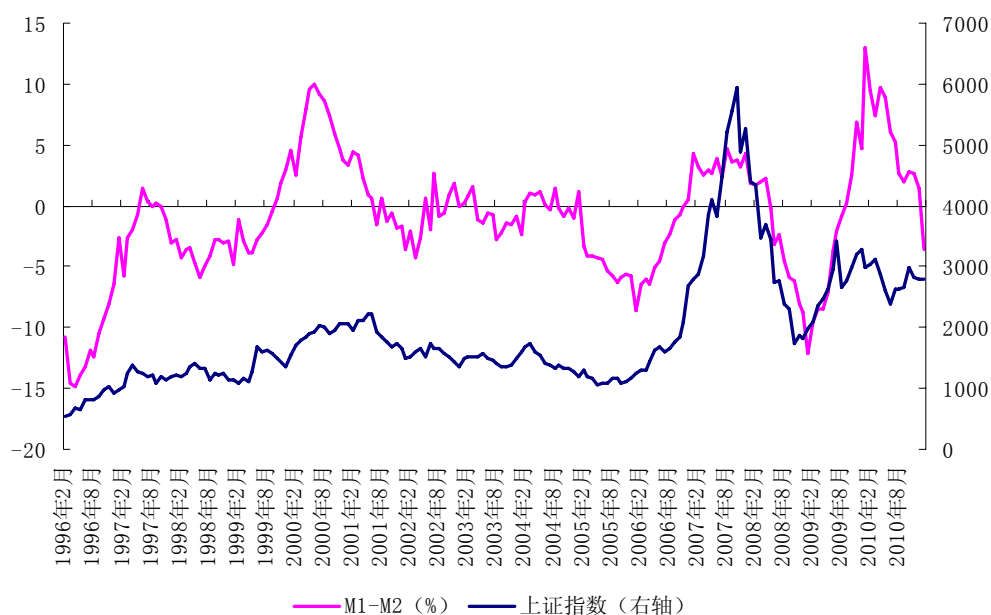


资料来源：中国债券信息网、天相分析系统

进一步考虑上市公司的业绩增长，则股市的动态估值将会进一步下降，从而更增强了当前股市的安全边际。按照天相行业研究员的盈利预测汇总，2011 年的全部上市公司的净利润增长率为 23.12%，参考朝阳永续的沪深 300 一致预期的净利润增长率为 22.68%，由此可见目前全部 A 股的 2011 年动态市盈率仅为 16 倍，这一估值水平按照历史比较来看，已经接近衰退期的估值水平，对应的隐含 ERP 达到了 2.29%，呈现了明显的投资价值。

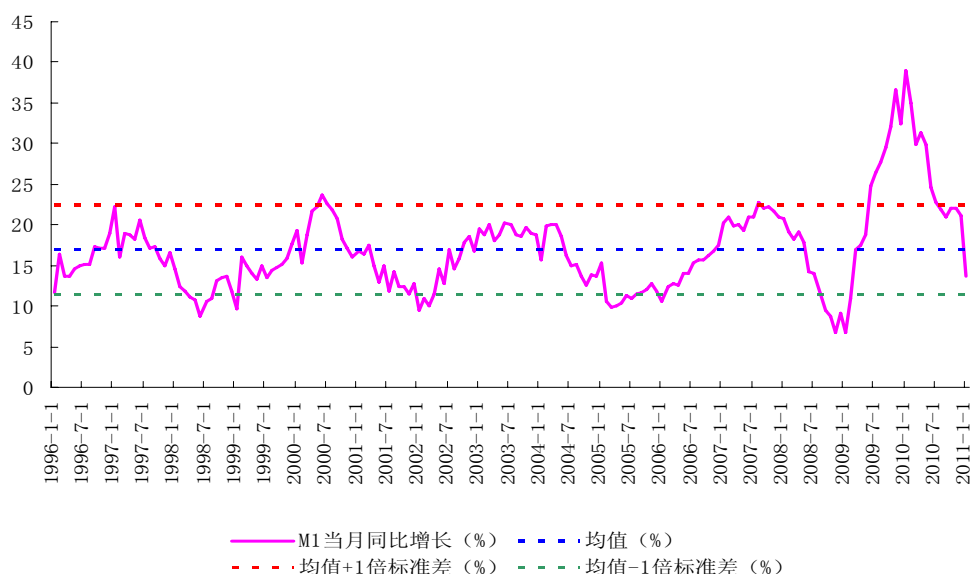
供求关系方面，股市的流动性不足是当前股市的突出特征。根据央行公布的数据，2011年1月，M2同比增长17.2%，M1同比仅增长13.6%，M1-M2增速差为-3.6%，这是自2009年9月以来14个月内的首次负值，这意味着现金和活期存款流动性减弱，这也是股市的反弹格局缺乏强势特征的主要原因。当然，M1-M2增速差再现负值，主要是由于季节性因素，如果后续政策紧缩压力缓和、经济增长保持稳定，M1增速有望再度走高，从而带动货币活化，也能使得资本市场保持活跃。从M1增速的运行趋势来看，当前也已经跌破历史平均水平，处于历史低位，经历了过去一年的持续下跌之后，未来有望呈现企稳反弹，从而为股市带来流动性的支持。

图表 12: M1-M2 增速差自 2009 年 9 月以来 14 个月内的首次负值



资料来源：中国人民银行、天相策略研究

图表 13: M1 增速跌破历史平均水平处于低位



资料来源：中国人民银行、天相策略研究

此外，从目前的部分政策文件来看，对于股市的资金供给正在形成正面支持。中国证监会日前发布了 5 条并购重组法律适用意见，就市场参与主体对《上市公司收购管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》有关法律理解上可能存在不一致的问题加以明确。其中，部分法律适用意见体现了鼓励大股东增持上市公司股份的含义。为明确《收购办法》有关规定，证监会在相关法律适用意见中明确：收购人通过集中竞价交易方式增持上市公司股份的，当收购人最后一笔增持股份登记过户后，视为其收购行为完成。自此，收购人持有的被收购公司的股份，在 12 个月内不得转让。前一段时间，市场多次出现大股东增持。这一条法律意见书明确了收购人最后一笔增持股份登记过户作为收购行为完成的时间点，并据此确认锁定期限的起止时间，实际上是鼓励了大股东增持。因为最后一笔增持时间越早，解禁时间就会相对提前。

人社部、银监会、证监会、保监会 23 日联合公布了新修订的《企业年金基金管理办法》，5 月 1 日正式实施。与 2004 年版的《企业年金基金管理办法》相比，新《办法》未对股票等权益类产品及股票基金、混合基金等的投资比例上限（30%）作调整，但是取消了对股票投资比例上限为 20% 的限制。这就意味着，未来股票投资比例上限最高可放宽到投资组合的 30%。数据显示，2000 年底，我国还只有 1.6 万多家企业建立企业年金，基金积累 191 亿元。到 2009 年底，我国已有 3.35 万家企业建立了企业年金，基金规模达 2533 亿元，9 年时间基金积累额增长了 1226.18%，年均增长率达到 33.27%，大大高于我国 GDP 的增长率。按照年均 33% 的增速计算，2010 年底企业年金规模已达 3368 亿元，按照 30% 的股票投资上限计算，今年可入市企业年金将超过 1000 亿元。尽管企业年金的投资风格比保险资金更保守，更强调稳健性，但这能对缓解当前 A 股流动性紧张的局面有一定帮助。

由此可见，在“社会融资总量”成为国内宏观经济调控重要决策依据的大背景下，证券市场今后将承担越来越重要的为经济增长直接融资的角色。而要实现上述重大使命，没有源源不断的资金供应及一个良性发展的市场运行格局是难以想象的。资金面与股票供给的双向扩容，将是贯穿今后几年的主要政策基调。鼓励大股东增持、增加企业年金入市比例在短期内会起到鼓舞市场信心的作用，有利于维持当前股市的稳定。

综合宏观、微观的基本要素来看，我们认为，在物价压力渐趋缓和，经济增速出现放缓迹象的背景下，政策紧缩的压力有望较前期有所减弱，而股市在业绩稳定增长、估值处于历史低位，且流动性最紧张的时间正在过去，供求关系呈现向好迹象的背景下，有望在三月份呈现延续二月反弹的震荡攀升格局。

3. 投资策略：“两会”焦点营造投资机会

全国“两会”即将召开，今年两会的最大看点是审议“十二五”规划纲要草案，由此将对今年乃至今后五年的经济运行和产业格局产生重大影响，因此，3月份的投资策略重点围绕“两会”展开。从“两会”对股市的影响来看，主要体现为整体的影响和结构的影响两个方面。

整体的影响方面，由于两会重在为当年各项工作定调并且会后各个部委便会着力出台各项措施，历史上2月份的市场涨跌可能与市场对两会期间可能出台的经济政策的预期有关，两会期间及3月份的涨跌可能与市场对两会政策的解读有关。

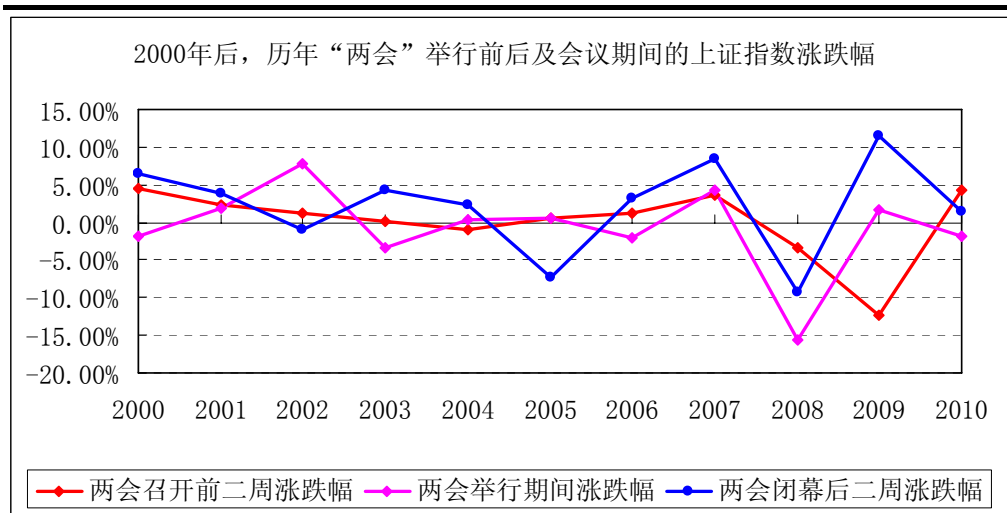
从历史数据来看，2000年至2010年两会召开前与闭幕后两周上涨概率都为72.73%，而两会举行期间上涨概率仅为54.5%。这说明市场对两会能够出台相关利好政策有一定预期，而闭幕后的上涨概率同样超过7成，这是因为人大和政协讨论的相关议题以及未来出台的政策预期在两会后对市场的表现更为充分。

从涨跌幅度来看，两会前行情，2000年和2010年都上涨超过4%，而2009年两会前二周交易行情跌幅高达12.39%，主要是因为美国次级债，导致2009年初世界金融危机的全面爆发。对于两会举行期间，上涨最高的年份出现2002年，涨幅为7.88%，而跌幅最大的是2008年，超过15%，主要是08年2月，南方地区遭受了罕见的大雪灾，从而市场下跌来担忧雪灾遭受的损失和带来的后续效应。

从市场处于牛熊市阶段来看，2006年至2007年，由于股权分置改革后，带来的牛市盛宴，使得上证指数创出历史新高，达到6124.04点，而此时的两会行情比起其他处于熊市的两会行情，无论是上涨幅度，还是两会召开，举行以及闭幕这三个时间阶段，都表现的更为淋漓。

纵观2000年—2010年两会召开前二周，两会举行期间和两会闭幕后二周涨跌幅，我们发现两会闭幕后二周涨幅往往要高于另外2个时间阶段，这可能是因为两会闭幕后，会陆续出台两会期间讨论的议题以及相关的产业政策，从而刺激股市有好的表现，带来市场的交易性机会。

图表 14：2000 年后历年“两会”举行前后及会议期间的上证指数涨跌幅



资料来源：天相策略研究

结构的影响方面，主要体现在产业调整和体制改革两个方面，产业调整方面又可以分为传统产业的结构调整和新兴产业的发展规划，体制改革方面可以分为民生改革层面的发展现代农业、收入分配制度改革、医疗体制改革、保障房建设等，以及资本市场层面的转融通、“新三板”等。

“两会”关注的焦点将会成为股市投资机会的主线。随着未来相关支持政策与扶持措施的逐步到位并落实，相关行业的盈利确定性会得到强化，市场有望对此做出积极反应，实质受益公司的股价表现将具备一定的可持续性。

对于传统产业，目前的政策重心主要是强调结构调整，包括加强节能减排、加强落后产能的淘汰、鼓励产业升级、鼓励兼并重组等方面。例如水泥行业，“十一五”期间累计淘汰水泥落后产能 4 亿吨，2011 年《水泥行业准入条件》正式实施，对新型干法水泥熟料年产能超过人均 900 公斤的省份，原则上停止核准新建扩大水泥（熟料）产能生产线项目，新建水泥熟料生产线项目必须严格按照“等量或减量淘汰”的原则执行。由此限制了水泥的供给增加，而在需求端，由于保障房大幅增加、水利建设投资增加、建材下乡全国推开等因素的推动，使得水泥行业的供需环境得到改善。

新兴产业方面，日前，国家发改委审议并原则通过了《战略性新兴产业发展“十二五”规划（框架）》，同时要求有关部门抓紧起草《战略性新兴产业发展“十二五”规划》初稿并尽早报送国务院审批。发改委近期还要求加快推进节能环保等七大领域专项规划编制工作。这意味着，“两会”之后，一组由战略性新兴产业担纲的产业政策群将密集出台。节能环保、新能源、新材料、高端装备制造等七大新兴产业面临结构性的投资机会。新兴产业里面值得重点关注的是装备制造。其中，比较突出就是工程机械。近日三一重工、山东重工、徐工集团、中联重科、广西柳工集团等均提出“千亿集团”（销售收入）的发展目标。从关联上市公司的总市值角度看，三一重工、中联重科、徐工机械、柳工、山推股份的市值梯队明显，加上估值合理，在龙头品种估值不断提升下，二三线企业特别是相应基础件包括零配、部件企业，容易形成良好的比价关系。海洋工程、智能电网等类似，相关品种如中集集团、海油工程、振华重工、中国西电、东方电气等值得关注。

农业方面，2011 年的一号文首次聚焦于水利建设，是新中国成立 62 年来首次全面部署水利工作的指引性文件。文件提出，从土地出让收益中提取 10% 用于农田水利建设，力争今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍。这表明未来 10 年的水利投资将逾 4 万亿元。从行业角度来看，这将主要有利于我国建筑、建材等与水利基础设施建设有关的行业发展。此外，在粮食价格持续上涨之后，其上游化肥价格自然也会水涨船高。粮价的大幅上涨，已开始传导至上游的化肥行业，近期国内外化肥价格都出现了普涨的情况。要解决农产品的价格问题还是应当通过解决粮食供给，扩大农产品种植面积，提高粮食产量来解决，而这将直接带来对化肥需求的增长。事实上，国际油价近期的大幅上涨，也助推了化肥价格的进一步上涨。化肥三大主要品种为氮肥、磷肥、钾肥。其中氮肥生产企业的主要原料为煤炭，而煤炭价格与国际原油价格具有一定的相关性；而磷肥的主要原料硫磺则大多由炼油厂回收制取，也受制于原油价格。而美国乙醇汽油对化肥价格的影响也备受关注。由于国际油价连续多年上涨，乙醇汽油因价格优势而受到青睐。三大肥料中，氮肥与磷肥过去都有产能过剩的情况，而钾肥在我国则依赖进口，比较稀缺。近期氮肥与磷肥类公司股价跑赢钾肥公司，一方面是氮肥有季节性因素，而磷肥则因为世界磷矿资源丰富的地区近期发生骚乱，导致价格有所上升。

收入分配制度改革方面，为加强税收对收入分配的调节作用，进一步减轻中低收入者的税收负担，有必要对个人所得税方法进行修改，提高工资薪金所得减除费用标准，调整工资薪金所得税率级次级距，并相应调整个体工商户生产经营所得和承包承租经营所得税率级距。国务院总理温家宝 1 日主持召开国务院常务会议，讨论并原则通过《中华人民共和国个人所得税法修正案（草案）》。会议决定，《中华人民共和国个人所得税法修正案（草案）》经进一步修改后，由国务院提请全国人大常委会审议。个税起征点上调，对食品饮料、家电、汽车及配件等消费品行业以及商业、传媒、酒店旅游等消费服务业而言，将带来一定的拉动利好效应。

医疗体制改革方面，当前城乡和区域医疗卫生事业存在发展不平衡、资源配置不合理的问题，需要强化政府责任和投入，完善区域卫生发展规划，注重老年护理院建设，提高基层医疗机构服务能力，充分发挥高校医疗机构优质资源作用，发挥健康档案引导分级就诊的作用。由此将会提升生物医药、医疗器械等行业的需求。

保障房建设方面，2011 年保障房的建设目标是 1000 万套，几乎相当于去年全年商品住房的销售总量，相比于 2010 年的 580 万套，今年保障房建设规模将实现 72% 的爆发性增长。保障房建设将带动相关产业链的需求上升，最直接受益的无疑是建筑建材类企业，保障房的建设对水泥、玻璃以及其他类型建材产品的未来需求的影响较大，从子行业来看，建材中的管桩、型材、水泥及混凝土产业链等子行业的上市公司受益会更为明显。此外，家电、工程机械等行业的需求也有望得到提升。

资本市场的体制变革方面，转融通业务将择机推出，目前监管层正在积极推进证券金融公司的筹建工作，准备就绪后，正式设立证券金融公司。同时，待转融通业务所需的各项工作准备成熟之后，将择机推出该项业务，并进一步完善融资融券交易制度。转融通业务是指证券金融公司借入证券、筹得资金后，再转借给证券公司，为证券公司开展融资融券业务提供资金和证券来源，包括转融券业务和转融资业务两部分。从海外市场的经验可以看出，转融通业务对整个券商行业及资本市场具有巨大的促进作用。推出转融通业务后，由于券商可以向证券金融公司融入资金或证券，其融资融券规模将会大幅提高。转融通业务推出后，将使得融资融券业务成为券商行业新的盈利点。

此外，“新三板”扩容成为了近期资本市场的一大热点。“新三板”市场特指中关村科技园区非上市股份有限公司进入代办股份系统进行转让试点，因为挂牌企业均为高科技企业而不同于原转让系统内的退市企业及原 STAQ、NET 系统挂牌公司，故形象地称为“新三板”。今年“新三板”将在原有中关村科技园区试点的基础上向全国高新科技园区进行推广，预计在“两会”之后正式公布扩容方案，首批受惠的园区为 15-20 家。“新三板”扩容一旦启动，受益的不仅仅是这些高新园区公司，创投公司、券商也将分到一杯羹。受益板块之一：“风投”性园区类公司。目前我国共有 54 家国家级高新技术园区，以往其主要职能多为商业物业出租，虽然带有“高新”的帽子，但只能享受商业地产的平均估值。此次“新三板”试点资格的标准或有两项关键指标：一是园区的综合实力，二是对“新三板”挂牌的准备情况，如拟挂牌企业的数量和质量等。在 A 股市场的高新园区类上市公司里，如张江高科等不仅仅是经营管理园区场地，更是参股了不少园区内的高新技术公司，这些公司一旦能登陆“新三板”，这些园区类公司将受益匪浅。倘若能够成功转板，想象空间更大。首批进入“新三板”的高新园区中，符合两项验收指标的上市公司主要有张江高科、东湖高新、苏州高新等。受益板块之二：持有“新三板”股权的公司。目前从“新三板”成功转板中小板和创



业板的分别有久其软件、北陆药业、世纪瑞尔。鉴于创业板、中小板去年下半年以来的高市盈率发行，“新三板”公司价格远低于创业板、中小板公司，而其成长性并不亚于中小板和创业板公司，因而其对于投资者来说无疑具有吸引力，也将更具财富效应。从战略层面考虑，“新三板”的定位是企业通向创业板、主板的桥梁，通俗讲未来中小企业登陆资本市场将分“先上柜，后上市”两步走。因此随着“新三板”的扩容，创投企业将获得“新三板”以及“转板上市”两个不同层面的投资机会。目前持有新三板股权较多的有紫光股份、北新建材、中国宝安等。根据低碳、新兴产业的政策导向来看，持有环保类、生物技术类三板公司股权的上市公司机会更大，其中最为突出的当属紫光股份。受益板块之三：高新园区所在地券商。此次“新三板”将引入做市商制度（即以提供买卖报价为金融产品制造市场），海外的做市商收入的利润贡献达到全部利润的40%以上。对于以渠道提供为主的内地券商而言，做市商制度带来了改变业务结构和盈利预期的希望。外加保荐承销费、直投公司参股“新三板”的资本利得、“新三板”向个人投资者开放带来的佣金收入等，券商无疑又多了一条盈利渠道。由于股份托管的地域限制，“新三板”园区所在地的券商将受益明显，如张江高科所在地的海通证券、东湖高新科技园区所在地的长江证券、长春高新区所在的东北证券、苏州高科技园区所在地的华泰证券等。

综合来看，围绕“两会”的焦点，需要关注的投资机会包括：传统产业的节能减排、并购重组，包括：建材、钢铁、有色、造纸包装等。新兴产业的发展规划，重点是：节能环保、高端装备制造、新材料。发展现代农业和粮食价格上涨受益的板块：节水灌溉、建筑、建材、化肥等。降低税负调节收入分配的受益行业：食品饮料、家电、汽车及配件、商业、传媒、酒店旅游等。医疗体制改革的受益行业：生物医药、医疗器械。保障房建设的受益行业：建材、建筑、家电、机械。资本市场的体制变革的受益行业：证券、园区土地开发、创投板块。

图表 15：3 月份投资组合

公司名称	股票代码	天相行业	投资评级	EPS（元）			PE		
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
特变电工	600089	电气设备	增持	0.85	0.88	1.08	22.83	22.15	17.98
卧龙电气	600580	电气设备	买入	0.46	0.58	0.78	34.93	27.71	20.6
徐工机械	425	机械	买入	2.01	2.86	3.26	25.78	18.13	15.92
山推股份	680	机械	增持	0.56	1.12	1.31	33.07	16.58	14.17
三一重工	600031	机械	买入	1.32	1.08	1.35	17.48	21.38	17.13
美的电器	527	家电	增持	0.97	1.04	1.19	18.81	17.55	15.34
格力电器	651	家电	买入	1.55	1.43	1.78	11.86	12.86	10.33
海螺水泥	600585	建材	增持	2.01	1.54	2.14	15.52	20.26	14.58
中材国际	600970	建筑业	增持	1.86	1.77	2.36	24.77	26.03	19.53
华域汽车	600741	汽车及配件	增持	0.69	0.83	-	18.54	15.37	-
凌云股份	600480	汽车及配件	增持	0.61	0.74	0.92	27.21	22.43	18.04
东百集团	600693	商业	买入	0.24	0.35	0.48	46.63	32.17	23.46
贵州茅台	600519	食品	增持	4.57	5.5	7.61	40.47	33.62	24.3
五 粮 液	858	食品	买入	0.86	1.22	1.56	39.88	27.95	21.86
山东药玻	600529	医疗器械	增持	0.56	0.86	1.17	29.13	18.97	13.99

资料来源：天相策略研究

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-83234800 邮编: 518040