

最后一个加仓季：蓝筹修复ING

---2011 年二季度 A 股市场策略报告

民生精品---策略深度研究报告

2011 年 3 月 28 日

报告摘要:

● 2011 年经济“软着陆”，A 股“龙抬头”

一季度通胀走势与市场运行与我们年初的判断高度一致，远远好于普遍的悲观预期。全年经济“软着陆”：上半年增速回稳、通胀回落，下半年转型加速，经济进入新周期；A 股“龙抬头”，正向预期差将推动市场估值中枢全面上移，全年上证综指有望上冲 4000 点，A 股春色倍还人。

● 正向预期差在二季度继续兑现

一季度通胀和流动性最坏的时候已经过去，预期差推动市场获取 6% 的整体收益。我们认为 3 月份 CPI 在 5% 以下，低于市场普遍预期；经济短期下滑无需过度担忧，上半年低位复苏；紧缩政策进入尾声，当前市场已充分吸纳未来加息预期；流动性继续改善，资金价格维持在历史均值附近。二季度正向预期差将继续推动市场上行。

● 二季度上证指数冲击 3500 点，蓝筹修复全面展开

二季度是最后一个加仓季。4 月中旬宏观数据披露期将是市场重要的观察窗口，通胀、经济运行以及宏观政策均将趋于明朗，正向预期差将驱动指数估值中枢全面上移，上证指数将在二季度挑战 3500 点，蓝筹修复将全面展开。

● 看好金融、地产、航空、黄金、建筑建材和工程机械

看好金融品中的金融、黄金板块、可选品中的地产与航空板块、资本品中的建筑建材和工程机械板块。

● 二季度股票组合

辰州矿业、山东黄金、西藏旅游、保利地产、华业地产、中国化学、中材国际、大禹节水、中国国航、华夏银行、兴业证券、中国联通、远兴能源、森源电气、柳工、步步高、雏鹰农牧、益衡药业、奥飞动漫、美亚柏科。

民生证券研究所

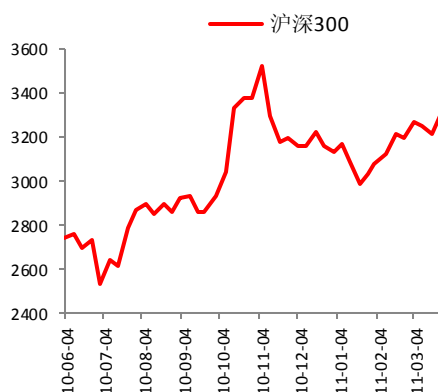
策略分析师：张琢
执业证号：S0100210110002
电话：(8610)8512 7665
邮箱：zhanghuo@mszq.com

联系人：赵丽娜
电话：(8610)8512 7665
邮箱：zhaolina@mszq.com

联系人：孙洪湛
电话：(8610)8512 7661
邮箱：sunhongzhan@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

沪深 300 收盘价走势



A 股市场数据

总市值 (万亿)	32.48
流通市值 (万亿)	20.97
市盈率 (TTM)	20.53
市净率 (MRQ)	2.96

目 录

一、2011 年，经济“软着陆”，A 股“龙抬头”	3
（一）经济“软着陆”：增速回稳、通胀回落、转型加速	3
（二）A 股“龙抬头”：春色倍还人	4
二、正向预期差在二季度继续兑现	4
（一）3 月份 CPI 低于预期，或在 5%以下	4
（二）经济短期下滑无需过度担忧，上半年低位复苏	5
（三）上调准备金率晚于预期，当前市场已充分吸纳未来加息预期	5
（四）流动性继续改善，资金价格维持在历史均值附近	6
（五）海外市场趋于平稳	7
三、二季度上证指数冲击 3500 点	7
（一）预期差驱动指数估值中枢上移	7
（二）低估值封锁下跌空间，大盘股延续估值修复行情	7
四、二季度看好金融、地产、航空、黄金、建筑建材和工程机械	8
（一）行业上下游关系形成的产业链逻辑	8
（二）产业链视角下的行业轮动规律	9
（三）二季度看好金融、地产、航空、黄金、建筑建材和工程机械	11
五、股票组合	12
插图目录	14
表格目录	14

年初以来，我们一直坚定认为本轮通胀将于二季度部分回落，下半年显著回落，经济增长将于二季度回稳，实现软着陆，下半年转型加速。正向预期差将驱动 A 股“龙抬头”，估值中枢全面上移。从一季度经济现状来看，通胀与经济的运行趋势与我们的判断高度一致，并远远好于市场的悲观预期。目前市场核心问题仍然聚焦于 3 月 CPI 是否创出新高、经济回落的程度和幅度以紧缩政策是否继续加力三个方面，我们认为 4 月中旬是宏观数据重要的观察窗口，随着数据的公布，紧缩政策进入尾声，正向预期差将驱动指数估值中枢全面上移，二季度上证指数将挑战前期高点 3500 点。建议重点配置金融、地产、航空、黄金、建筑建材和工程机械板块。

一、2011 年，经济“软着陆”，A 股“龙抬头”

目前来看，一季度通胀走势和市场运行与我们年初的判断高度一致。重申年度策略报告观点，2011 年经济“软着陆”：上半年增速回稳、通胀回落，下半年转型加速，经济进入新周期；2011 年 A 股“龙抬头”，正向预期差将推动市场估值中枢全面上移，大盘有望上冲 4000 点，市场总回报率 35%，A 股春色倍还人。

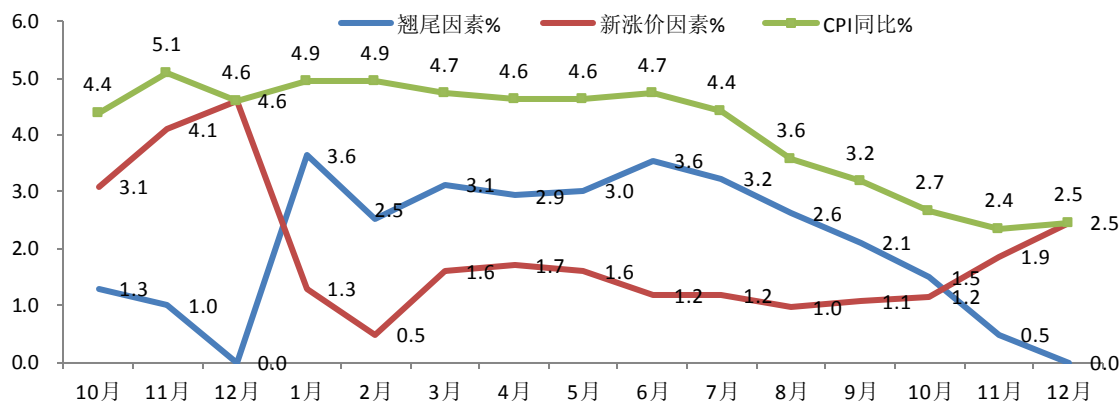
（一）经济“软着陆”：增速回稳、通胀回落、转型加速

2011 年是“十二五”开局元年，也是上一轮经济周期结束与新一轮经济周期开始的切换年，宏观经济将先后呈现通胀回落、经济回稳、转型加速的特征。

我国经济规模在最近两年已上新台阶，现有的资源和环境不支持 2011 年经济继续保持高增长、低通胀。2011 年上半年，受四万亿投资退出、货币政策紧缩、商品房和汽车销售减速、出口增速回落等因素影响，GDP 同比增速将回落到 8.9% 附近企稳；下半年，政策的核心将从“抑物价”重归“促转型”，着力点是促消费、促中西部发展和大力发展战略性新兴产业，GDP 增速将回升到 9.5%，进入新一轮经济增长周期的过渡期。

去年四季度以来，颇为市场关注的通胀压力将随着经济减速和宏观调控在上半年部分缓解，下半年有效缓解。总体来看，本轮通胀是由通胀预期主导的食品价格上涨，货币发行、劳动力成本上升和输入原材料价格上涨对物价的影响被夸大，实际影响有限（详见民生证券宏观组关于物价的四篇系列深度报告），本轮通胀具有结构性和阶段性的特点，综合各方面，上半年 CPI 增速为 4.77%，下半年将回落至 3.12%。

图 1: 2011 年 CPI 走势预测



资料来源: 民生证券研究所

(二) A股“龙抬头”: 春色倍还人

预期差是决定市场走向的核心因素。自 2010 年四季度以来, A 股市场一直在物价忧虑、经济隐忧和估值诱惑中徘徊前行。过滤掉海外因素对 A 股的阶段性影响, 实质而言, 经济增长、通胀运行与市场预期的落差依然是决定市场的运行方向与节奏的核心因素。

目前市场对物价与经济运行的判断已是足够悲观, 我们坚持 2011 年宏观经济将先后呈现通胀回落、经济回稳、转型加速特征。通胀压力将于二季度部分缓解, 下半年显著缓解; 上半年经济短期走势回稳, 经济实现软着陆, 下半年转型加速, 经济中长期增长动力的逐渐明晰, 2011 年股市融资压力也将显著减轻。

2011 年无论是通胀、经济增长还是政策力度都会好于预期, 正向预期差将引导全市场风险溢价下行, 推动整体估值中枢全面上移, 预计 2011 年 A 股市场回报率将达到 35% 左右, 上证指数有望突破 4000 点。

二、正向预期差在二季度继续兑现

近期我们与很多买方的策略分析师进行了密集的沟通, 大多数机构仍然持较为谨慎的态度, 大家担心的核心问题集中在三个方面: 一是 3 月份 CPI 是否会创出新高, 二是在前期消费数据低于预期、地产投资下滑背景下经济回落的程度和幅度, 三是紧缩政策是否继续加力。此外, 也有部分投资者担心海外市场需求的变化和流动性是否重回紧张格局。我们的判断是无论是通胀、经济增长还是政策力度都会好于预期。一季度通胀和流动性最坏的时候已经过去, 预期差推动市场实现了超过 5% 的整体收益, 二季度正向预期差有望继续推动市场上行并带来更为可观的收益。

(一) 3 月份 CPI 低于预期, 或在 5% 以下

我们对 3 月份的通胀数据看得比较乐观, 主要基于两个理由:

一是食品同比涨幅低于去年 11 月和今年 2 月。根据农业部的数据, 3 月份农产品批发价格指数同比上涨 10.1%, 低于去年 11 月的 16.1% 和今年 2 月的 11.5%。按食品在

CPI 中 30% 的权计算，食品将拉动 CPI 上涨 3.0%。

二是需求增速放缓下非食品价格回落。2 月需求增速明显放缓，非食品价格同比涨幅从 1 月的 2.6% 回落到 2.3%。目前汽车销售增速难以大幅反弹、房地产销售放缓迹象明显、3 月出口增速将低于 1 月、供应层面减排力度明显放缓，我们判断 3 月非食品价格同比涨幅可能在 1 月的 2.6% 与 2 月的 2.3% 之间，也有可能低于 2.3%。按非食品价格占 CPI 70% 的权数计算，非食品价格拉动 CPI 同比上涨在 1.6% - 1.8% 之间。

因此，从食品价格和非食品价格两方面来看，3 月 CPI 很可能在 5% 以下，不会再创新高。

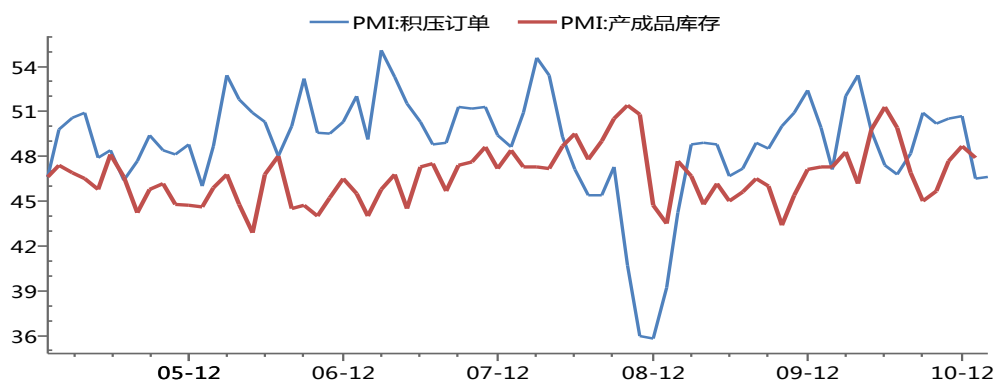
（二）经济短期下滑无需过度担忧，上半年低位复苏

前两个月消费数据大幅下滑和地产调控政策加码，经济增速呈现小幅下滑态势。我们认为经济短期下滑无需过度担忧，上半年低位复苏，下半年明显回升。

一是经济的短期下滑已经能够反映在市场的普遍预期中。我们进行沟通的几乎所有买方策略都看到了经济下滑的问题，由于去年一季度高基数、四季度汽车和房地产市场销售非常火爆、前期紧缩政策带来的经济增长抑制，市场上已经普遍观察到了经济增速下滑的态势。我们在年度宏观报告中就提出，今年上半年经济维持低位复苏态势，一季度和二季度 GDP 增速维持在 8.9%，较去年四季度明显下降。

二是从短期来看，目前产成品库存指数和积压订单指数已经处于较低位置，持续下滑的可能性较小。二季度保障房投资加快增长，房地产开发投资保持较快增长；世界经济稳健复苏，国际需求继续好转，出口将保持较高增速。消费增速仍保持平稳，预期二季度经济增长速度在一季度回落后趋稳。

图 2：产成品库存指数和积压订单指数较低，持续下滑的可能性较小



资料来源：Wind，民生证券研究所

三是从中长期来看经济增长无需过度担忧。经过了 2010 年中对于经济二次探底的过度担忧后，我国经济增长内生动力充足、政府调控经济增长政策的有效性再次得到了验证。

（三）上调准备金率晚于预期，当前市场已充分吸纳未来加息预期

最近一次准备金率上调，再次引发了部分机构对于紧缩政策再次加力的担忧。我们对

此持乐观态度，认为这一措施在市场预料之中，主要目的在于对前期央票回收流动性功能失效的替代，并且时间上来临的更晚一些。3、4月份大量央票集中到期、票据发行困难、外汇占款居高不下，直接对冲过剩的流动性是上调的主要目的，也有助于巩固前期调控成果。

未来再次加息已经成为市场的一致预期，并被当前市场运行所吸收。加息的出发点是控通胀，从通胀的节奏看，一季度CPI处于高位、二季度缓慢回落，下半年物价明显回落紧缩政策已无必要。

在目前经济低位复苏态势下，我们坚持今年最多再加息一次的判断，因此如果加息的话，二季度尤其是4月份的可能性较大。目前各方对于加息预期已经是非常强烈，这也意味着加息预期已经蕴含在当前市场运行中，加息或正是市场上涨时。

（四）流动性继续改善，资金价格维持在历史均值附近

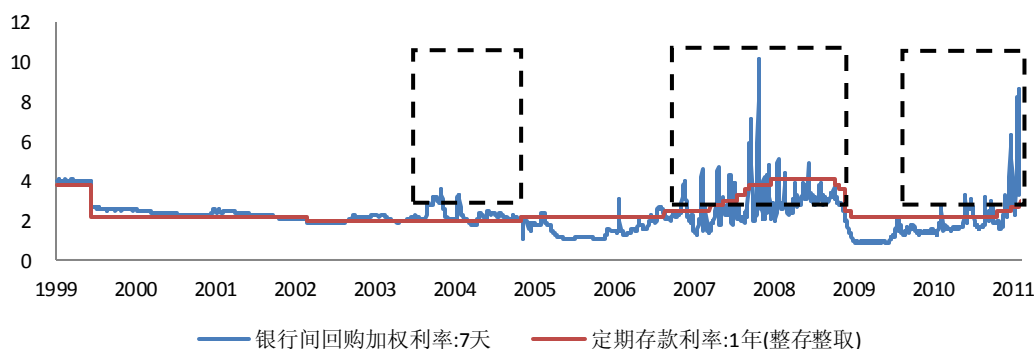
前两个月流动性趋紧成为制约市场运行的重要原因，尤其是短期资金利率短期内迅速飙升至历史次高水平引发了投资者的担忧。

经过前两个月的超调和过度反应以后，短期资金价格有望继续维持在历史均值附近。即使再有上调存款准备金率和加息等政策出台，资金面维持较为宽松的局面，流动性继续改善。

在过去十二年间，我国银行间7天回购加权利率出现过三次明显的波动：（1）2003年底至2004年初，在2个星期内从2%提高到3.5%；（2）2007年10月，在1个星期内从2.5%提高到历史最高值10.1%，主要原因是中石油新股申购与存款准备金上缴；（3）2011年年初，在2个星期内从1月14日的2.5%提高到8.6%。

从历史对比来看，当前存量流动性过剩、新增贷款保持平稳，宏观经济处于低位复苏阶段，流动性并没有想象的那么紧张，未来几个月资金价格继续下降、流动性回归常态是大概率事件。

图3：银行间回购加权利率的三次大幅度波动



资料来源：Wind，民生证券研究所

（五）海外市场趋于平稳

全球资本市场波动已经反映了日本地震对全球经济冲击的预期。日本 GDP 占全球 GDP 约 2.2%，地震损失对全球经济增长冲击有限。欧美经济继续复苏，加上日本震后重建进口需求增加，国内出口增速有望继续保持稳定。

全球流动性过剩压力将得到部分缓解。日本央行对市场注资 40 万亿日元，对日本震后中短期内流动性紧张和海外资金向日本回流导致流动性逆转起到显著缓解效果。美联储 QE2 后进一步推进 QE3 的可能性进一步降低，利于全球流动性过剩缓解。

我们对油价的判断也相对乐观。近期国际原油价格的快速上涨已经反映了对利比亚及中东局势不稳定的预期，地缘政治风险是国际原油价格上涨的主要原因，利比亚产油量仅占全球原油产量的 2%，在全球原油需求保持稳定及各国原油库存稳定增长的背景下，短期内原油价格不具备大幅上涨条件。

三、二季度上证指数冲击 3500 点，蓝筹修复全面展开

目前市场在通胀忧虑、经济隐忧以及估值诱惑的共同作用下胶着前行。我们认为 4 月中旬宏观数据披露期将是市场重要的观察窗口，届时，通胀、经济运行以及宏观政策均将趋于明朗，正向预期差将驱动指数估值中枢全面上移，上证指数将挑战前期 3500 点，市场期待已久的大小盘风格转换也将来临。

（一）预期差驱动指数估值中枢上移

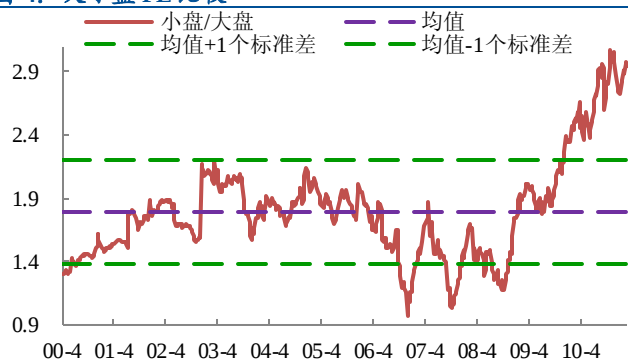
二季度正向预期差将继续推动市场上行。我们测算的 3 月份 CPI 在 5% 以下，低于市场普遍预期；经济短期下滑无需过度担忧，上半年低位复苏；紧缩政策进入尾声，当前市场已充分吸纳未来加息预期；流动性继续改善，资金价格维持在历史均值附近。

四月中旬是 3 月及一季度宏观数据的重要披露期，届时将对市场最关心的问题做出解答。我们坚持认为，3 月份 CPI 将环比回落，通胀最严重的时刻已经过去，二季度通胀压力继续缓解；同时二季度宏观经济将触底企稳，下半年转型加速，开启新一轮经济周期，无论是通胀还是经济运行都将好于市场预期。因此，二季度将是最后一个加仓季，蓝筹修复将全面展开，上证指数有望挑战 3500 点。

（二）低估值封锁下跌空间，大盘股延续估值修复行情

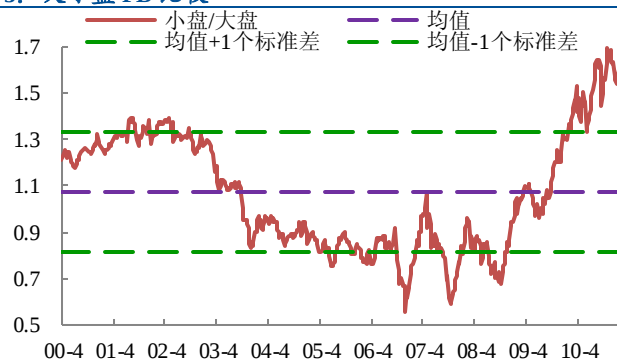
目前 A 股大小盘估值水平的差距已经突破波动上限，大盘蓝筹估值修复还将延续。从近 10 年大小盘的估值比较来看，小盘股与大盘股的相对估值呈现周期性波动，波动幅度大致在 20% 左右，目前小盘股相对大盘股的估值溢价更是超过历史中枢 60% 以上，从估值修复的动力来看，大盘股向历史均值回归的要求要强于小盘股。

图 4: 大小盘 PE 比较



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 5: 大小盘 PB 比较



资料来源: Wind, 民生证券研究所

从经济周期的角度，经济回稳、通胀回落后大盘股机会更大。目前，越来越多的迹象表明经济增长已经在紧缩政策的作用下降温、触底企稳，根据拉斯特维德的研究发现，大盘股在经济回稳时会有相对出众的表现，小盘股在经济复苏和扩张阶段的表现更为抢眼，而当经济处于狂热阶段，大小盘将处于普涨格局。因此从经济周期的角度，大盘股的估值修复同样存在合理性。

综合估值与经济周期的考虑，我们认为大盘股估值修复仍将延续，在大盘股的推动下，二季度指数或有 15% 以上的反弹幅度。

四、二季度看好金融、地产、航空、黄金、建筑建材和工程机械

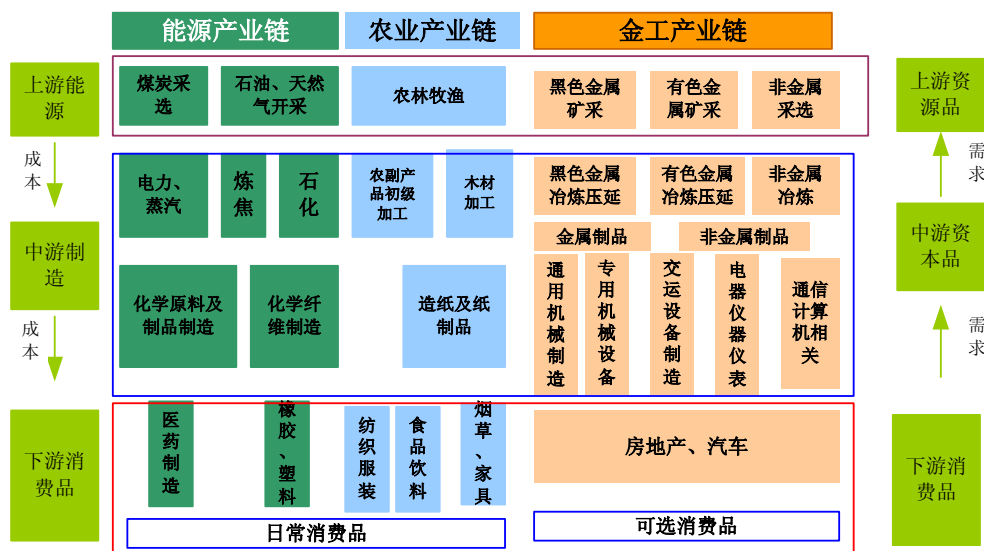
A 股市场板块的轮动与经济周期的波动密切相关。二季度经济增速回稳，通胀压力部分缓解，宏观经济实现“软着陆”，下半年转型加速，经济开始新周期。由于股市往往提前反映，基于以上判断，看好金融品中的金融、黄金板块、可选品中的地产与航空板块、资本品中的建筑建材和工程机械板块。

（一）行业上下游关系形成的产业链逻辑

各行业间的上下游关系指明了产业链形成的逻辑。行业景气的轮动依赖于上游与下游之间的需求因素和成本因素来双向驱动。

按照传统的产业链划分方法，我们把主要的工业企业划分为纵向三条产业链和横向三条产业链。三条纵向产业链分别为：资源能源产业链、农业产业链和金属加工产业链；三条横向产业链分别为：上游资源品、中游资本品和下游消费品。

图 6：行业上下游关系形成的产业链逻辑



资料来源：民生证券研究所

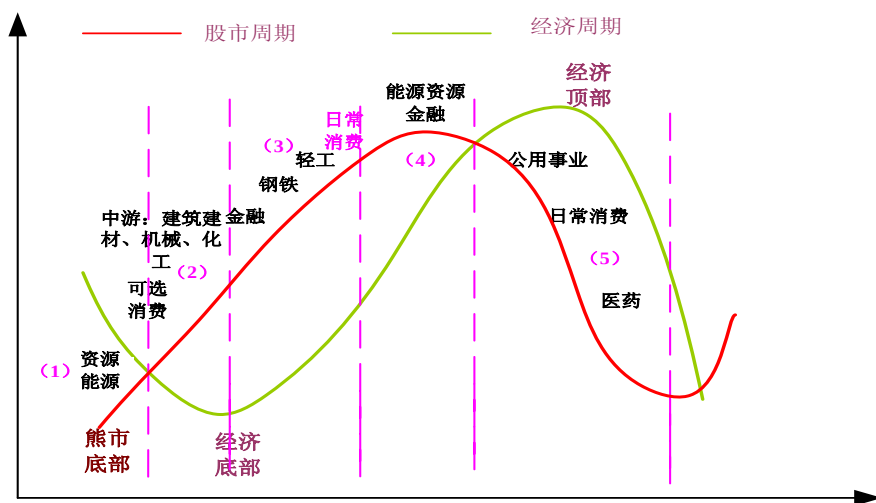
按照传统的逻辑，产业链下游需求的恢复将推动利润自下而上逐级传导，但由于不同行业的特殊产业特性，成本与收入的传导往往并不同步，因此各条产业链的传导逻辑并不相同。具体来讲：

- 1) 能源产业链：上游煤炭、石油由于具备商品属性，行业的收入与盈利对价格高度相关。虽然能源产业链的收入复苏先从下游开始，但由于成本的增加与收入并不同步，利润的改善先从上游开始，上游景气先行。
- 2) 农业产业链：收入和利润的恢复均从下游开始，下游的盈利能力大于上游。景气自下而上传导。
- 3) 金工产业链：金属加工产业链中游的资本品与下游房地产、汽车需求密切相关，利润自下而上传导。不过对于上游有色金属板块而言，板块的金融属性和商品属性使得其对价格敏感，行业景气先行。

（二）产业链视角下的行业轮动规律

从股市周期的角度来看，板块的轮动与经济循环的景气周期密切相关。我们总结了每次股市周期中各个阶段的景气传导和行业轮动规律。在经济触底回升的过程中，经济预期改善，终端需求复苏，股市往往提前 3-5 个月反映，能源产业链的上游煤炭，金工产业链的下游地产、汽车等可选消费、中游资本品和金融板块率先受益。

图 7：股市周期内的板块轮动



资料来源：民生证券研究所

产业链视角下的行业轮动规律：

阶段（1）：在经济触底回升的过程中，终端需求开始复苏，对经济敏感的能源价格反弹，由于有色、煤炭的产品价格与行业收入乃至盈利能力高度相关，且股市往往提前 3 至 5 个月反映，因此上游的有色、煤炭等资源板块最先启动。由于很多资源行业过剩产能尚未消化，此时整个产业链的需求端口尚未被打开。

阶段（2）：资源股经过一段时间反弹出现冲高回落，房地产、汽车和基建的需求周期开始发酵，并带动中游的建筑建材、机械、化工等周期性行业走强。值得注意的是，因为市场的转好，投资类的板块投资收益增加，保险、证券等金融板块随之受益。

阶段（3）：随着经济复苏的进一步推进，中游重工业加速消化库存，此时，扩张性的货币和财政政策开始全面启动，钢铁、消费、出口、轻工制造业等行业表现出色。

阶段（4）：中游重工业经过库存消化，开始进入扩张阶段，乐观的情绪鼓励着人们重新把新周期中的财富投入到虚拟资产之中，这反过来加强了资源、能源和金融行业的泡沫。

阶段（5）：随着经济进入顶部，股市开始进入下降通道，医疗保健、公用事业、日常消费等防御性行业表现较好。

针对当前市场对经济运行出现的明显分歧，我们认为，经济增长最坏的时刻正在过去，下半年转型加速，保障性住房、新兴产业投资将为经济提供新的经济增长点。基于上述行业轮动规律以及下半年经济触底回升的预期，对经济复苏反应敏感的有色、煤炭，终端需求复苏较快的地产、航空、汽车等可选消费，需求敏感型的建筑建材、工程机械等中游资本品以及金融板块存在获取超额收益的可能。但除黄金外，有色煤炭板块均受制于价格上涨空间及估值制约，汽车受到销售低于预期等负面因素影响。

（三）二季度看好金融、地产、航空、黄金、建筑建材和工程机械

在上述经济复苏驱动行业轮动的基础上，我们需要进一步结合行业基本面来加以判断。综合来看，二季度看好金融品中的金融、黄金板块、可选品中的地产与航空板块、资本品中的建筑建材和工程机械板块。

1、金融：估值修复正当时

银行：平台贷款等长期扰动因素低于市场预期，业绩是行情的催化剂；全年 CPI 高点已经过去，紧缩政策见底，银行估值修复正当时。

保险：板块估值处于历史底部，具有很强的安全边际；3 月有望迎来业绩拐点。

证券：券商业绩中期拐点将现。新三板业务有望年内推出，参与者门槛的降低和做市商制度的引入将给券商带来丰厚回报；券商集合理财产品由审批制改为备案制，资管业务将进入加速增长期；转融通公司成立前后存在扩展标的的要求，融资融券余额有望暴增。

2、房地产：最坏的时候正在过去

1) 土地财政会越来越成为各级政府关注的重点，部分高度依赖土地财政的地方政府对地产的调控力度会朝着有利于行业发展的方向进行，是板块估值修复行情的催化剂。

2) 目前的股价已经充分反映了当前政策下房地产销量大幅下滑的预期，地产调控最严厉的时刻正在过去，4 月销售量有望环比回升，是地产估值修复行情的又一催化剂。

3、航空：高铁分流效应好于预期，京沪高铁通车催化航空上涨行情

1) 二季度随着天气转暖，以及清明假期、五一假期的来临，航空进入旺季，行业基本面向好；

2) 铁依旧是压制航空估值的关键性，据我们测算，2011 年高铁的分流比例仅 2.01%，至 2016 年高铁网建设基本完成，累计分流率也不足 10%，远远好于市场预期。

3) 2011 年航空运输的最大分流压力来自京沪高铁的提前开通。经测算，2011 年京沪高铁开通对航空市场的分流率在 1.08%-2.48%之间。二季度京沪高铁开通，分流效应好于预期或将成为航空股上涨的催化剂。

4、黄金：维持 2011 年黄金上冲 2000 美元/盎司的判断

维持 2011 年黄金上冲 2000 美元/盎司的判断。黄金牛市格局在国际大背景下已经形成，在不同历史阶段的各种资产轮涨周期中，我们认为未来十年是黄金的“舞台”。在黄金供给有限，但国际储备需求、工业用金需求以及国际金融市场风险引致投资避险需求大幅增加的背景下，黄金子板块仍旧保持强势。

5、建筑建材：攻防兼备，景气高升

(1) 受保障房政策促进，旺盛的保障房建设将给予建筑建材行业有力支撑；

(2) 水泥行业：供需状况持续改善，行业景气持续上行，业绩预期提升；

(3) 新型建材：受益于十二五规划。

6、工程机械：二季度开工旺季延续行业高景气

(1) 工程机械是需求敏感性行业，二季度是开工旺季，保障性住房、水利建设、铁路建设和出口复苏将为行业发展提供新的需求动力，带动行业高景气；

(2) 工程机械行业的高资本、高技术、高服务特性使得行业呈现寡头垄断特征，使得企业对与上游钢价的上涨具备一定成本转嫁能力，因此具有很好的成长属性。

五、股票组合

建议重点关注民生证券研究所 2011 年二季度股票组合：辰州矿业、山东黄金、西藏旅游、保利地产、华业地产、中国化学、中材国际、大禹节水、中国国航、华夏银行、兴业证券、中国联通、远兴能源、森源电气、柳工、步步高、雏鹰农牧、益衡药业、奥飞动漫、美亚柏科。

表 1: 民生证券研究所 2011 年二季度股票组合

证券代码	公司名称	行业	股价	EPS-10	EPS-11	PE-10	PE-11	推荐理由
002155	辰州矿业	有色金属	39.97	0.51	1.00	79.13	39.82	1000 万套保障房建设拉动梯新增需求 19%，梯供需缺口继续扩大，公司自给率 70%以上，受益最大。
600547	山东黄金	有色金属	53.41	0.90	1.19	59.01	44.83	集体公司支持力度空前增加，地缘政治危机有望使金价进入 1500 美元以上新纪元。
600048	保利地产	房地产	13.80	1.05	1.46	13.10	9.44	2010 年销售超预期，锁定 11 年业绩，军工血脉，看好公司管理体系。
600240	华业地产	房地产	7.40	0.44	0.84	16.99	8.78	通州大盘即将推出，保证公司未来两年业绩，是股价强有力的催化剂。
601117	中国化学	建筑建材	8.19	0.31	0.43	26.12	19.01	现代煤化工十二五总投资预计超 2 万亿，预计煤化工工程板块将是一波大行情
600970	中材国际	建筑建材	46.35	1.79	2.45	25.88	18.92	十二五全国城市生活垃圾无害化处理率提高至 80%以上，公司城市垃圾水泥窑焚烧业务面临发展契机
000683	远兴能源	煤炭	9.39	0.10	0.25	93.61	38.23	煤矿产能迎来释放，近年高增长，甲醛业务扭亏，盈利预期向好
002358	森源电气	电气设备	40.02	1.05	1.59	38.10	25.18	特高压具备交易性机会，核电存在反弹机会，风电基本平稳，智能电网具和太阳能具备长期投资价值
000528	柳工	机械设备	42.97	2.05	2.71	20.96	15.85	一季度盈利大幅增长，且需求未见翻转迹象，预计会启动一季报行情
601111	中国国航	航空运输	11.33	0.92	1.02	12.38	11.10	行业景气度上升，高铁影响被高估，人民币升值延续，估值修复空间大
600015	华夏银行	金融服务	12.49	1.17	1.51	10.70	8.27	年报披露期，小行 15%-20%，大行 5%-10%
601377	兴业证券	金融服务	17.70	0.35	0.45	51.10	38.97	公司注重创新业务发展，借助海西经济区的高速发展，业绩有望反弹
600749	西藏旅游	餐饮旅游	17.45	0.16	0.22	106.30	81.06	旅游行业进入旺季对行业基本面形成有效支撑；二季度后半段随着多项政策兑现、主题炒作到头，二季度行情先扬后抑。4 月份维持“推荐”评级，延续到五一黄金周之后。
002251	步步高	商业贸易	24.95	0.69	0.83	36.01	30.18	二三线城市消费升级，百货收入提高，超市业务值得期待
002477	雏鹰农牧	农林牧渔	58.30	0.89	1.57	65.75	37.25	公司扩充母猪群，产能释放超预期，预计 2011 年净利润增长 87%

300021	大禹节水	农林牧渔	27.40	0.36	0.66	99.05	41.52	超大型订单值得期待，预计 2011 年净利润增长 120%
002437	誉衡药业	医药生物	70.26	1.29	1.73	54.64	40.55	公司销售能力突出，看好公司后续的产品储备
002292	奥飞动漫	信息服务	31.60	0.47	0.62	67.47	50.94	中国儿童以及家庭娱乐产品和服务产业的领军者
600050	中国联通	信息服务	5.74	0.11	0.19	54.41	30.97	3G 用户数据暴增刺激股价上涨
300188	美亚柏科	信息服务	55.70	0.81	1.19	69.03	46.87	公司在信息安全行业具有独特优势

资料来源：wind, 民生证券研究所

插图目录

图 1: 2011 年 CPI 走势预测	4
图 2: 产成品库存指数和积压订单指数较低, 持续下滑的可能性较小	5
图 3: 银行间回购加权利率的三次大幅度波动	6
图 4: 大小盘 PE 比较	8
图 5: 大小盘 PB 比较	8
图 6: 行业上下游关系形成的产业链逻辑	9
图 7: 股市周期内的板块轮动	10

表格目录

表 1: 民生证券研究所 2011 年二季度股票组合	12
----------------------------------	----

分析师及联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。2007 年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010 年 9 月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

孙洪湛，北京师范大学经济学硕士，大连理工大学计算数学学士，东北财经大学辅修精算学。2010 年加盟民生证券研究所，主要负责进行自上而下的主题投资和大类资产配置研究。具有深厚的数学、经济学理论基础，擅长政治、经济理论研究及企业价值分析。

赵丽娜，中央财经大学金融工程硕士，材料物理系学士。2010 年加盟民生证券研究所，主要负责自下而上的行业比较研究和资产配置，精于金融工程理论与实践，擅长数据挖掘、统计分析。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	
联系人	栾晓莎		
电话	010-85127892		
手机	13811313398		
E-mail	luanxiaosha@mszq.		

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。