

季度策略

2011 年 3 月 29 日

经济下滑先防守，放松预期后进攻

——2011 年二季度 A 股投资策略

相关研究

《审慎灵活政策舵——2011 年度策略报告》 2010.12
《经济下滑担忧提前于政策放松预期，中线判断先跌后可能涨，低点考验 2750，3 月重防守 4 月再布局》 2011.03
《蜕变期也会有惊喜——2010 年中期 A 股策略》 2010.6

策略高级分析师

陈瑞明

SAC 执业证书编号：

S0850209080673

电话：(021) 23219197

Email: chenrm@htsec.com

策略高级分析师

吴一萍

SAC 执业证书编号：

S0850203100093

电话：(021) 23219387

Email: wuyiping@htsec.com

策略分析师

单磊

SAC 执业证书编号：

S0850208070553

电话：(021) 23219428

Email: shanl@htsec.com

联系人：

汤慧

电话：(021) 23219733

Email: tangh@htsec.com

王旭

电话：(021) 23219396

Email: wx5937@htsec.com

1、“政策大逻辑”与“经济中逻辑”，二季度演绎三段式路径。2008 年底至今影响 A 股市场的最主要因素是政策，其次是经济，“政策大逻辑”与“经济中逻辑”是我们的分析框架。根据政策与经济预期的力量强弱变化，预测二季度三段式演绎路径：1) 过去式：“通胀→紧缩政策”链条冲击力在弱化——2) 现在式：“紧缩政策→经济下滑风险”链条冲击力正在显现——3) 将来式：“经济下滑风险→政策放松预期”链条逻辑隐约可见。

2、过去式：“通胀→紧缩政策”链条冲击力在弱化。通胀方面，由于“新涨价因素”贡献率减至 30%，以及市场高度关注，CPI 超预期冲击的可能性减弱。政策方面，“政策加码”和操作手法“出其不意”的可能性降低，紧缩政策的额外冲击力将比去年 4 季度减弱。我们判断，二季度“通胀→紧缩政策”链条冲击力将弱化。

3、现在式：“紧缩政策→经济下滑风险”链条冲击力正在显现。经济出现下滑信号，需求减弱，中游去库存。我们的担忧不在于“季度数据波动”，而在于政策收缩后的“环比增长力量减弱”。目前市场对经济下滑风险未充分反应，未来 1 个月其风险将逐渐显现。

4、将来式：“经济下滑风险→政策放松预期”链条逻辑隐约可见。经济形势正逐步从“通胀压力 + 经济增长无忧”转向“通胀可控 + 经济下滑风险”，政策首先具备了放松的可能性。然而，是否真正放松，取决于管理层对“通胀”与“增长”2 个容忍度的权衡，提示 4 月份中旬前后是观察政策信号的关键时间窗口。纵使事后验证政策不放松，但 A 股已具备投资价值：1) 二季度政策加码概率很小，市场隐约可见“政策放松预期”，彼时市场环境偏暖；2) 从“风险收益比”角度度量，二季度某个时点，市场将对通胀的政策紧缩利空，和经济下滑风险的利空反应充分。彼时 A 股已具备战略投资机会。

5、政策放松的主基调将是“稳增长”与“促民生、调结构”相结合。我们倾向认为，政策会向“稳增长”适度倾斜，放松的主基调将是“稳增长”与“促民生、调结构”相结合的“新型财政政策”形式。但实际操作中，可能还会伴随着“传统周期政策”的“明紧暗松”。

6、市场判断：二季度先跌后涨，拐点可能在 5 月份。上证指数低点考验 2750。

7、其他方面：资金、供给、海外市场对 A 股只是波动影响，不构成系统性影响因素。

8、二季度投资建议：先防守后进攻。防守选择估值偏低，受经济下滑波及小或有确定项目支撑的行业，如：零售、食品饮料、水泥、高铁设备。进攻分两类：1) 短期 β 顺周期策略，选择顺周期、弹性大行业，如：煤炭、化工、银行。2) 长期 α 转型高成长股策略。长期看好：中西部零售、品牌中药、新一代信息技术、新能源设备、环保、物流及冷链、高端装备制造、安防和军工。高成长区域来自新疆、西藏，看好其基建和能源板块，以及重庆，看好其民生消费板块。

目录

1、市场分析逻辑.....	4
1.1 “政策大逻辑”与“经济中逻辑”.....	4
1.2 政策与经济演绎路径：过去式 - 现在式 - 将来式	5
1.3 资金、供给、海外市场，不构成A股系统性影响因素	5
2、过去式：“通胀→紧缩政策”的冲击，在弱化.....	5
2.1 新涨价贡献率减至 30%，CPI超预期冲击的可能性减弱	6
2.2 “政策加码”和“出其不意”的可能性降低，紧缩政策冲击力减弱	7
2.3 市场关注点逐步转向经济下滑风险和可能的政策放松预期	8
3、现在式：“紧缩政策→经济下滑风险”冲击，逐渐显现	8
3.1 经济出现下滑信号：需求减弱，中游去库存	8
3.2 经济风险不在于“季度同比数据波动”，而是“环比力量减弱”	11
3.3 经济下滑风险尚未被市场充分反应	11
4、将来式：“经济下滑风险→政策放松预期”，隐约可现	12
4.1 二季度政策放松预期隐约可现	13
4.2 政策放松的主基调将是“稳增长”与“促民生、调结构”相结合	13
4.3 “经济下滑担忧”将优先于“政策放松预期”，成为市场主导因素	14
5、市场判断：先跌后涨.....	14
6、资金、供给、海外市场不构成A股系统性影响因素	14
6.1 信贷增速变化不构成系统向下压力	14
6.2 减持压力平稳，扩容压力体现在波段式冲击	15
6.3 海外市场对A股冲击不大	16
7、二季度投资建议：先防守后进攻.....	17
7.1 二季度投资建议：先防守后进攻.....	17
7.2 风险提示	19
8、寻找转型中的高成长行业.....	19

8.1 高成长行业的 3 要素：迎合时代主题、政策鼓励、盈利能力	19
8.2 未来 5 年中国最大的时代主题是“转型”，寻找转型中的高成长行业.....	20

图目录

图 1 政策经济双波动影响A股市场演绎路径	4
图 2 政策和经济演绎路径：过去式 - 现在式 - 将来式	5
图 3 2011 年上半年新涨价因素只贡献 30%左右，CPI 大数已定	6
图 4 CRB 指数自 2010 年以来与 CPI 相关性不显著	6
图 5 二季度去库存小周期缓解劳动力成本上升压力	6
图 6 多种消费品均出现同比增速（%）回落	9
图 7 房地产成交量进入 1 月份以来下滑显著	9
图 8 汽车销量进入 1 月份以来同比下滑超预期	9
图 9 通用设备产量同比下滑	10
图 10 基础化工产品价格（千元/吨）下行	10
图 11 秦皇岛煤炭库存处在一年内的相对高位	10
图 12 铁矿石库存处在高位	10
图 13 钢材库存明显攀升	10
图 14 流通企业生产资料订单指数环比显著下滑	10
图 15 存货周期滞后 GDP 周期 2 - 3 个季度	11
图 16 2009 年下半年-2011 年 2 月市场演绎图	12
图 17 “通胀”与“增长”两个容忍度权衡	13
图 18 信贷增速对股市冲击有拐点冲击和短期心理冲击两方面	15
图 19 我国存量流动性充裕对 A 股形成支撑	15
图 20 中小板和创业板二季度减持压力相对突出	16
图 21 扩容对股市的冲击是波段性的，随着股指的高低而变动	16
图 22 对美国出口同比（1-2 月合并）及美国 PMI	17
图 23 对欧盟出口同比（1-2 月合并）及欧盟 PMI	17
图 24 高成长性行业的 3 要素完整链条	20
图 25 成本收益倒逼中国经济转型	20

图 26 城镇居民可支配收入落后于 GDP 增速且占比持续下降	22
图 27 中药行业的销售利润率维持高位并且上升趋势明显 (%)	22
图 28 新疆西藏 GDP 增速低于其他西部地区 (%)	25
图 29 新疆投资增速低于其他西部地区 (%)	25

表目录

表 1 去年以来“政策加码”及政策“出其不意”调控市场	7
表 2 新一代信息技术主要相子行业的发展分析	14
表 3 政策执行阶段	18
表 4 2000~2009 年涨幅前 50 位个股的行业分布及其时代背景	19
表 5 3 要素选择高成长行业	21
表 6 我国食品冷藏运输率未来将大幅提高 (%)	24

1、市场分析逻辑

影响 A 股市场的最主要因素是政策和经济。根据政策与经济预期的力量强弱变化，预测二季度三段式演绎路径：1) 过去式：“通胀→紧缩政策”链条冲击力在弱化——2) 现在式：“紧缩政策→经济下滑风险”链条冲击力正在显现——3) 将来式：“经济下滑风险→政策放松预期”链条逻辑隐约可见。

1.1 “政策大逻辑”与“经济中逻辑”

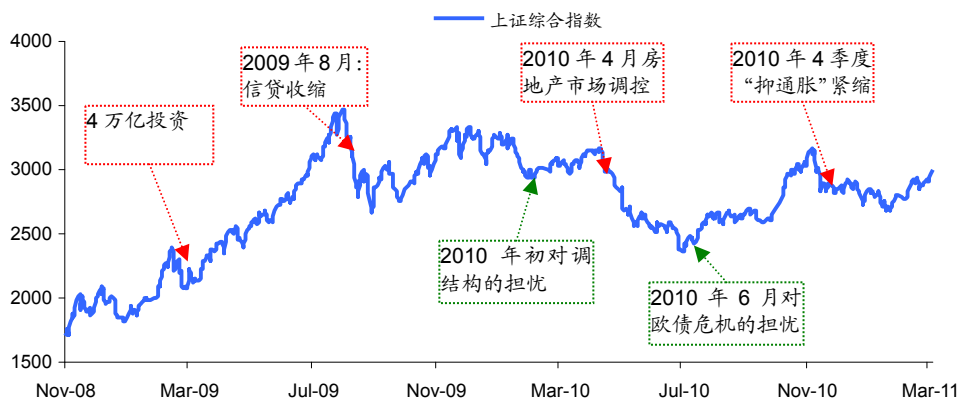
回顾 2008 年底至今的股市，主导市场的最重要因素一是“政策”，二是“经济”。政策的影响体现在几个拐点和大的波段，如：2008 年底 4 万亿投资打出市场向上拐点；2009 年 8 月的信贷收缩打出市场拐点；2010 年 4 月房地产严厉调控造成市场下跌；2010 年 4 季度抗通胀政策造成市场下跌。经济的影响体现在中波段冲击，如：2010 年初对调结构的经济前景的担忧导致市场疲弱、2010 年 6 月对欧债危机引发经济二次探底的担忧引发市场进一步下跌。

2011 年，A 股仍将承接上述影响因素，因此我们的分析框架中，政策是大逻辑，经济是中逻辑。

按此逻辑框架，我们年度策略报告《审慎灵活政策舵》曾提过“经济预期和政策预期的双波动，主导 2011 年上半年市场”。当时我们判断：1) 经济方面，由于 2010 年政策的全面紧缩，2011 年上半年经济面临下滑风险，相较于去年的“经济过热”，经济预期将出现波动。2) 政策方面，2011 年面对多重宏观目标是“抑通胀、稳增长、调结构”，政策将依据经济形势变化做审慎权衡，不同经济形势下主要矛盾不同，从而侧重目标也会不同。我们提到，去年底，“抗通胀”之所以是首要政策取向，前提条件是“经济增长无忧”，然而，这个前提在 2011 年将面临挑战，经济增速存在下滑风险，随着矛盾转变，政策需要在“抑通胀”和“稳增长”2 个目标之间重新权衡，这将导致政策预期波动。

目前的形势发展正逐步验证我们年会的判断，总的来说，经济形势正从“高通胀 + 经济增长无忧”组合逐步转向“通胀可控 + 经济下滑风险”。经济预期出现波动，随着矛盾的转变，政策预期出现波动。

图 1 政策经济双波动影响 A 股市场演绎路径

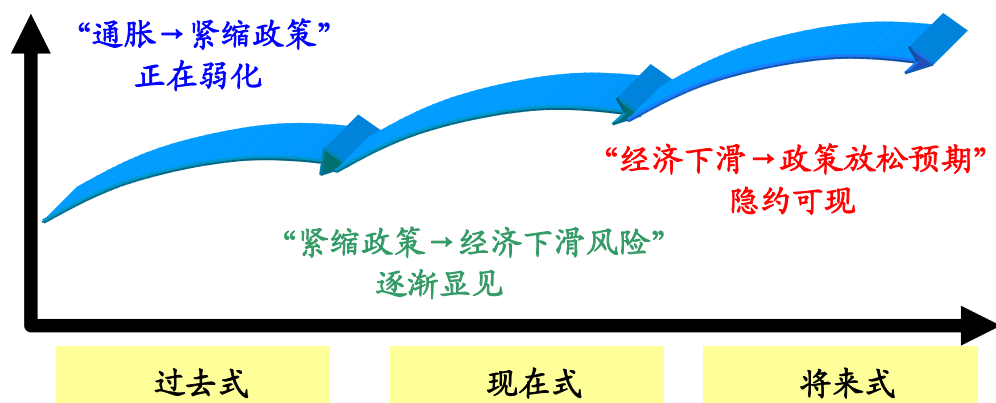


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

1.2 政策与经济演绎路径：过去式 - 现在式 - 将来式

进入二季度，随着经济预期和政策预期力量对比的消涨，我们在年度观点“经济预期与政策预期的双波动”的基础上，进一步细化为 3 步演绎路径：1) 过去式：“通胀→紧缩政策”链条冲击力在弱化——2) 现在式：“紧缩政策→经济下滑风险”链条冲击力正在显现——3) 将来式：“经济下滑风险→政策放松预期”链条逻辑隐约可见。

图 2 政策和经济演绎路径：过去式 - 现在式 - 将来式



资料来源：海通证券研究所

1.3 资金、供给、海外市场，不构成A股系统性影响因素

至于资金、供给、海外市场方面，我们认为是扰动项，不成为市场系统性影响因素。理由是：

1) 资金对股市的系统性影响主要在信贷拐点的影响（如 2008 年 11 月和 2009 年 8 月），二季度不存在信贷拐点（若有也是向上拐点，但这取决于政策预期，根源还是在政策逻辑）。

2) 今年加大直接融资会增加供给，但 2009 年以来的规律是“股指相对高位时供给量大，反之小”，所以供给对市场的冲击犹如“稳定器”的波动冲击，不会造成类似 2008 年的系统冲击。

3) 由于资本管制原因，A 股与全球资本流动的关联度并不高，另外在经历次贷、欧债危机之后，大家发现中国市场最主要的问题还是在于政策的波动，与海外股指关联度并不高。

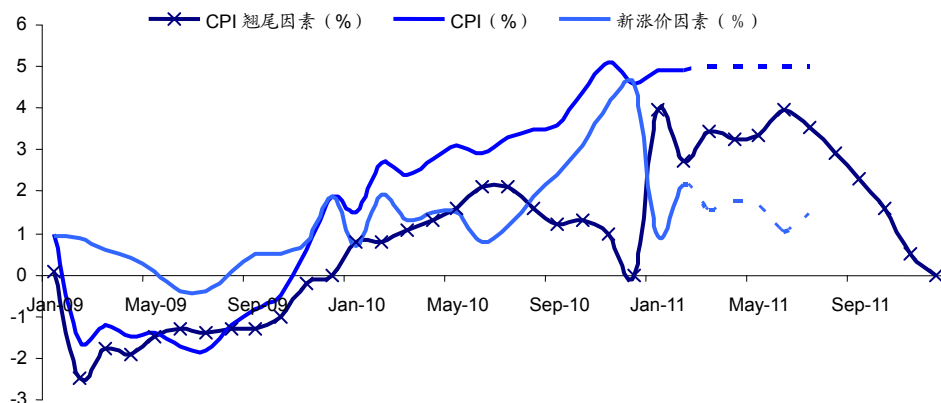
2、过去式：“通胀→紧缩政策”的冲击，在弱化

通胀方面，由于“新涨价因素”贡献率减至 30%，以及市场高度关注，CPI超预期冲击的可能性减弱。政策方面，“政策加码”和操作手法“出其不意”的可能性降低，紧缩政策的额外冲击力将比去年 4 季度减弱。我们判断，二季度“通胀→紧缩政策”链条冲击力将弱化。

2.1 新涨价贡献率减至 30%，CPI 超预期冲击的可能性减弱

对比今年 1、2 季度和去年 4 季度，CPI 的构成有显著不同：去年 4 季度 CPI 贡献主要来自“新涨价因素”，9-12 月分别达到 2.4%、3.1%、4.1%、4.6%，对 CPI 的贡献率在 70-100% 之间。而今年 1-2 季度，CPI 的贡献主要来自“翘尾因素”，按市场普遍预计的 CPI 5% 计算，翘尾的贡献达到 70%，新涨价因素贡献在 30% 左右。这种构成就决定了，上半年即便有环比上涨冲击，但 CPI “大数” 已定，不会有太大的波动。

图 3 2011 年上半年新涨价因素只贡献 30% 左右，CPI 大数已定

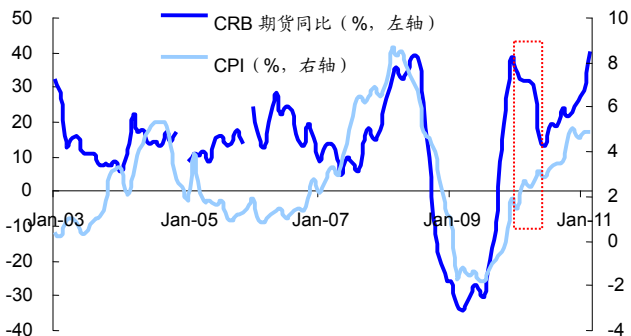


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

剩下的问题就是考虑 30% 的新涨价因素的冲击。现在主要关注点有两点：1) 油价上涨的输入性通胀；2) 劳动力成本上涨问题。首先来看输入性通胀的问题，我们从代表大宗商品价格走势的 CRB 指数与 CPI 过往的相关性可以看出，在 2007 年之前国际大宗商品市场变动与 CPI 的联动性还不显著，CRB 和 CPI 在 2007 年-2008 年的一轮通胀中虽然显示出一定的相关性，但是自 2010 开始的本轮通胀却显示了和 CRB 指数变动的不一致性，这主要是由于本轮通胀主要是由国内货币超发所引起的，输入性通胀对本轮通胀的影响力在下降。对于劳动力成本的问题，我们认为劳动力成本的走高是一个相对长期的行为，但就短期而言，二季度是个去库存的小周期，劳动力成本上升的压力会由历史成本对冲而相对较轻，所以我们判断在二季度劳动力成本的上升不会对通胀压力形成爆发式的冲击。

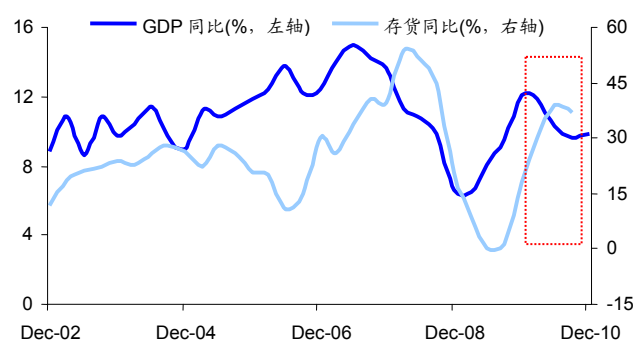
综上我们认为油价和劳动力成本上升的新涨价冲击未必会像想象的那么大。我们总体判断，只要不出现异常天气气候和突发事件，CPI “新涨价” 高点已过。

图 4 CRB 指数自 2010 年以来与 CPI 相关性不显著



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 5 二季度去库存小周期缓解劳动力成本上升压力



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

此外，自去年 4 季度以来，市场对 CPI 高度关注，不仅是宏观分析师在研究 CPI，行业分析师加入进来。研究数据不仅是月度 CPI，还渗透到周度农产品、食品价格、天气和粮食产量预测。这些反映出市场对 CPI 研究远比去年 4 季度充分透彻，这样超预期的概率也在下降。

再有，从 1、2 月份 CPI 数据可见，似乎有“平滑数据、稳定预期”的意味在其中。这同样预示 CPI 超预期可能性降低。

综合 CPI 构成、新涨价因素分析、市场研究的深度、“数据平滑稳定预期”几个角度分析，我们认为 CPI 对市场超预期冲击的可能性在减弱。

2.2 “政策加码”和“出其不意”的可能性降低，紧缩政策冲击力减弱

去年以来，紧缩政策对市场的冲击主要源自两点：一是“政策加码”，如 4 月份调控楼市的“新国十条”、6 月份的《加强地方政府融资平台公司管理通知》、11 月份打击农产品炒作的 16 项稳定物价措施。二是政策手法“出其不意”，如本轮第一次、第二次加息时点、房地产限购和房产税推出时点、CPI 调整权重（虽然造成市场向上冲击，但也是出其不意）。

表 1 去年以来“政策加码”及政策“出其不意”调控市场

政策法规	颁布机构	时间	内容点评
二套房首付不得低于 50%	国务院	2010-4-14	二套房首付比例提高至 50%，抑制投资性住房需求
关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知（新“国十条”）	国务院	2010-4-17	对购买首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以贷款首付款比例不得低于 30%；二套住房贷款首付款不低于 50%，贷款利率不低于基准利率 1.1 倍
《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》	国务院	2010-5-4	提出逐步推进房产税改革
《加强地方政府融资平台公司管理通知》	国务院	2010-6-10	要求地方政府清理核实并妥善处理融资平台公司债务，并且对旗下融资平台公司清理分类，并且要求各省级政府在今年年底之前向国务院报告清理情况。
《关于规范银信合作理财合作业务有关事项的通知》	银监会	2010-8-11	所有表外资产在今明两年全部转入表内，并按 150%的拨备覆盖率计提拨备
银监会建议重点城市停止三套房贷	银监会	2010-8-15	银监会再次建议商业银行暂停北京、上海、深圳、杭州的第三套房贷，而且还要求进行新一轮压力测试，将房贷最低下跌 60%的恶劣情况纳入考虑
《关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》	国务院	2010-11-21	要求各地部门采取 16 项措施稳定物价，打击农产品炒作
“新国八条”	国务院	2011-1-26	限购政策全面铺开，二套首付提高至 60%，不满 5 年房产转让全额征营业税。
房产税在上海、重庆试点	地方政府	2011-2	房产税试点出炉，重庆、上海首批试点公布细则。

资料来源：海通证券研究所整理

我们认为，进入二季度，“政策加码”和“出其不意”的概率将大大降低。随着房地产政策进入平稳观察期、信贷增量在可控范围、CPI“新涨价因素”高点过去、而经济开始出现下滑风险，经济形势正逐渐从此前的“高通胀 + 经济增长无忧”转化到“通胀可控 + 经济下滑风险”。只要不出现房价大幅上涨、地方融资平台债务风险爆发的情形，政策加码的可能性大幅下降，从目前形势看，出现这两种情形的可能性不大。

在具体政策操作上也不太会再现“出其不意”。今年春节后，本轮第 3 次加息如市场预期到来，政策操作手法已转向“常规化”。后期虽然还会有存款准备金率、公开市场操作、甚至加息等动作，但已属于技术操作层面，市场预测准确性将比去年 4 季度大为提高，对

市场的额外冲击力度也会比去年 4 季度小的多（3.18 提高存款准备金率之后，市场反应平淡也验证了这一点）。

由于“政策加码”和手法“出其不意”的概率大为降低，我们认为二季度，紧缩政策不会对市场造成额外的冲击。

2.3 市场关注点逐步转向经济下滑风险和可能的政策放松预期

虽然我们判断“通胀→紧缩政策”链条的冲击力在弱化，但我们尚不能直接推导出市场上涨，除非马上出现政策拐点预期。

在我们“政策大逻辑”和“经济中逻辑”的分析框架中，我们即需要考虑政策波动，也需要考虑经济波动对市场的影响，前者解决长期拐点问题，后者解决中期波动问题。

我们提示，市场的关注点将逐渐从“通胀→政策紧缩”，转向现在的“政策紧缩→经济下滑风险”的中期冲击，以及未来的“经济下滑风险→可能的政策放松预期”的长期拐点。

3、现在式：“紧缩政策→经济下滑风险”冲击，逐渐显现

经济出现下滑信号，需求减弱，中游去库存。我们的担忧不在于“季度数据波动”，而在于政策收缩后的“环比增长力量减弱”。目前市场对经济下滑风险未充分反应，未来 1 个月其风险将逐渐显现。

3.1 经济出现下滑信号：需求减弱，中游去库存

就经济走势而言，海通宏观总体判断“经济软着陆，中期向好”。而从市场策略角度而言，二季度，我们侧重关注“政策收缩→经济下滑风险”对市场的影响。

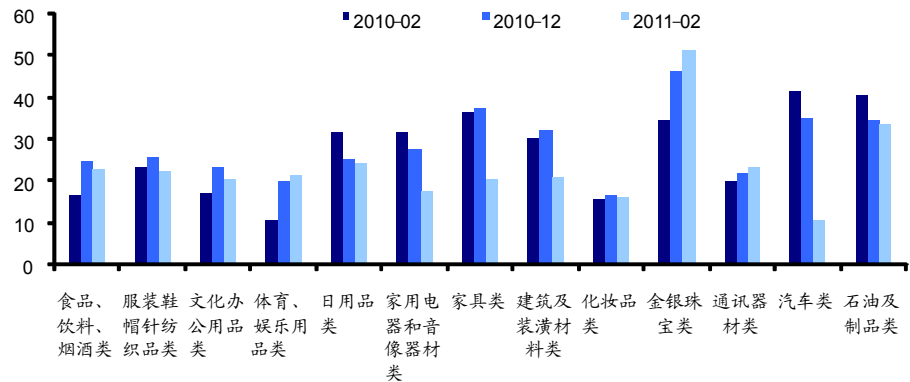
目前经济出现下滑信号。从国内消费情况来看，2 月份的消费数据下滑大幅低于预期，同比增速仅有 11.6%，即使合并 1 月数据统一考虑，也较去年 12 月下降 3.3 个百分点。分项来看，汽车类消费下滑幅度最大，由去年 12 月的同比增长 34.8% 下滑至 2 月份的 10.9%，根据海通行业分析师调研的结果显示，3 月份经销商调研显示销售仍不容乐观。家用电器和音响器材类、家具类和建筑及装潢材料类下滑幅度紧随其后，下滑均超过 10 个百分点。

这种消费增速的大幅下滑主要由两个原因造成。其一，由于今年国家取消汽车消费的 1.6 排量以下的购置税减征政策，同时从今年起，北京等城市开始实施汽车上牌采取摇号等限制性措施，致使汽车销售量大幅下滑；其二，房地产调控政策持续严厉，房产交易量已经有明显下滑，带来房屋装修、家具、家电等产品消费的下滑。这显示了汽车刺激政策退出、房地产调控的影响。

日常消费品分项数据同比增速也出现了下滑。服装鞋帽针纺织品类同比增速由去年 12 月同比增长 25.8% 下滑至 22.2%；食品、饮料、烟酒类同比增速由 24.5% 下滑至 22.9%；文化办公用品类同比增速由 23.5% 下滑至 20.7%。

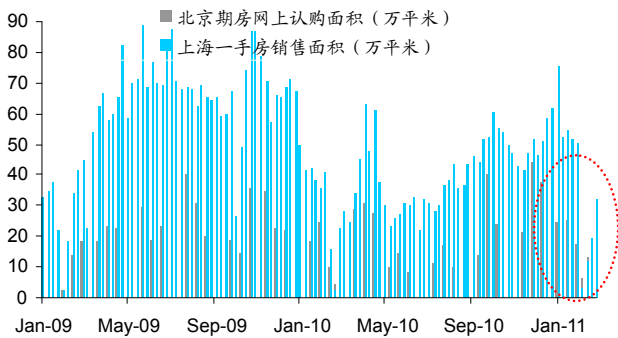
这些反映了通胀压力加大，消费者预期恶化的情况下，消费者已开始消减开支，国内的终端需求正在悄然减弱。

图 6 多种消费品均出现同比增速 (%) 回落



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 7 房地产成交量进入 1 月份以来下滑显著



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 8 汽车销量进入 1 月份以来同比下滑超预期



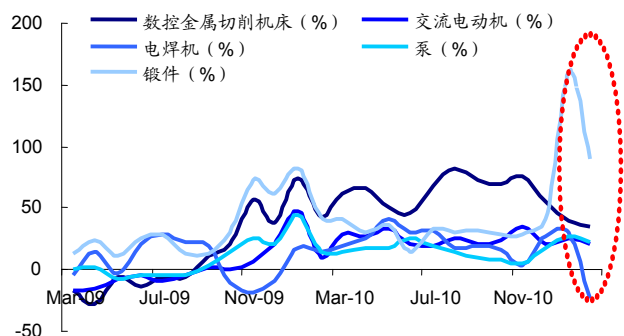
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

出口方面，中国海关公布的 2 月出口金额为 967.4 亿美元，同比增长仅为 2.4%，大幅低于市场预计的 24.6%，当月贸易逆差达到 73 亿美元。虽然由于春节因素造成 2 月工作日大幅缩短，从而影响了 2 月的出口数据，特别是劳动密集型出口产品的出口，但即使将 1-2 月的出口数据合并，剔除掉春节带来的影响因素，1-2 月依然存在逆差 8.9 亿美元，同比增长仍处于 21.34% 的较低水平，低于 2010 年年初的 31.29%，也低于 2010 年月均 31.93% 的增速。根据草根调研，出口下降原因在于，劳动力成本上升使得外贸企业不敢轻易接单，问题出在我们国内供给层面，而非外部需求。虽然预计外部经济回暖对中国出口有中期促进作用，但二季度短期内，劳动力成本上升的供给面原因还将拖累出口增速回升。

需求端的下滑已部分传导到中游的库存、产量、价格行为。

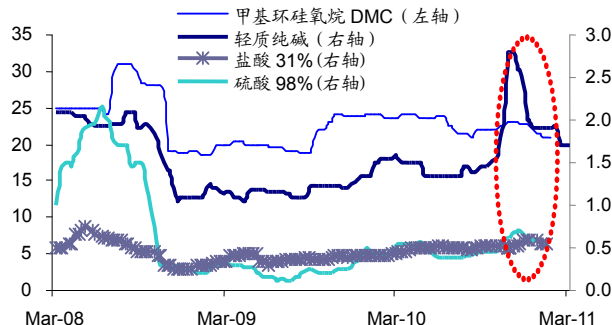
终端需求的减弱已经部分的反应到中游行业的产量和价格上：通用设备金属切削机床、数控机床、交流电动机、泵和锻件等通用机械设备产量的同比增速均有大幅下滑，而电焊机的产量变动最为明显，由一月的同比上升 30% 下滑至同比减少 23.92%。这种需求的减弱也反映在一些重要化工产品的价格变动上。纯碱的价格从去年年底以来持续下滑，已经由年底的 1900 元/吨下滑至 1700/吨元。其他重要原料类产品如黄磷、硝酸等，价格也均处于下降通道。

图 9 通用设备产量同比下滑



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

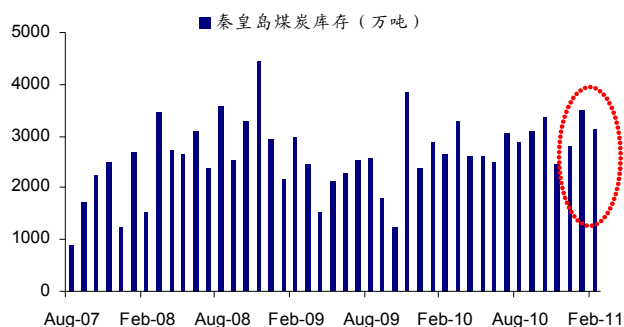
图 10 基础化工产品价格（千元/吨）下行



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

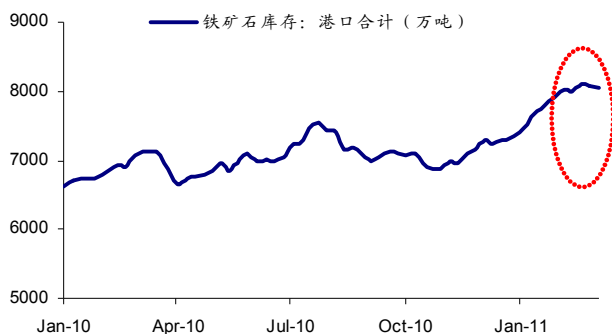
从煤炭、钢材、铁矿石的库存数据来看，煤炭和铁矿石的库存均处于高位。流通企业对钢材、煤炭、化肥的生产资料订单数出现显著下滑。

图 11 秦皇岛煤炭库存处在一年内的相对高位



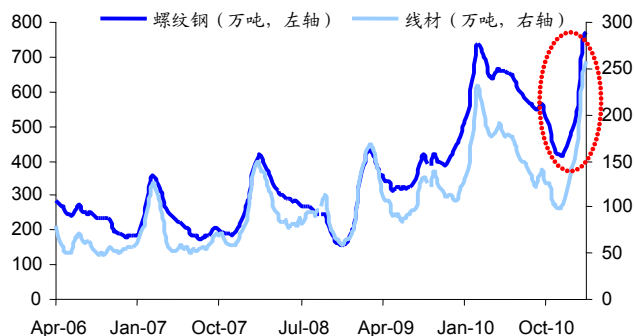
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 12 铁矿石库存处在高位



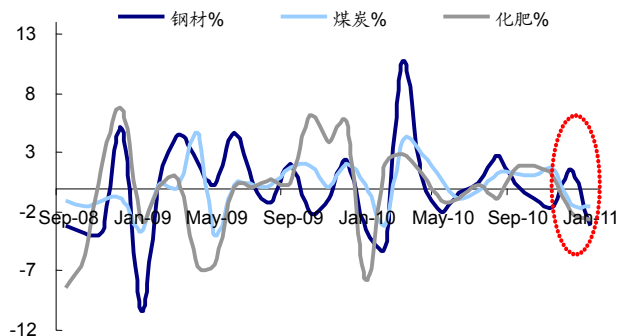
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 13 钢材库存明显攀升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

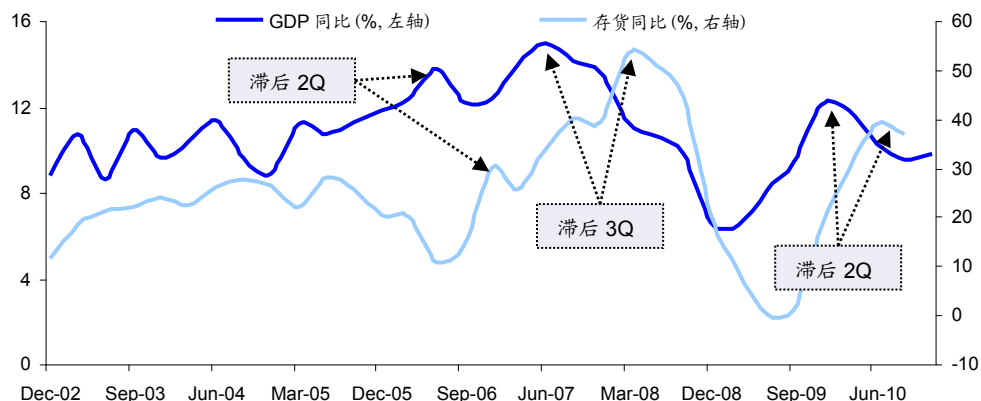
图 14 流通企业生产资料订单指数环比显著下滑



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

我们去年年度策略报告曾经提到，今年上半年制造业将面临“去库存”进程，目前情况正验证我们的判断。

图 15 存货周期滞后 GDP 周期 2-3 个季度



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

3.2 经济风险不在于“季度同比数据波动”，而是“环比力量减弱”

有人认为，经济增速下滑可以遇见，因为自去年开始市场普遍预测“GDP 同比数据 1 季度触底，之后回升”。我们赞同这样的判断，但我们揭示的风险不在于“同比数据的季度波动”，而在于对“环比增长力量的减弱”的担忧。

这种担忧是源自于政策全面收缩效应。2010 年的固定资产投资收缩、房地产调控、汽车家电刺激政策退出，都是针对拉动 2009 年经济复苏的主要引擎，伴随信贷紧缩、劳动力成本上升，我们判断在政策全面紧缩背景下，经济环比增长动力在下降，经济增长不确定性在提高。

“政策全面紧缩对环比增长力的减弱”，我们视同与“调结构对经济增长的不确定性”同等重要地位。当时大家对调结构的经济前景不能确定，同样的，这次我们也无法评估全面紧缩的后果究竟会怎样。这成为我们真正担心的风险点。

3.3 经济下滑风险尚未被市场充分反应

在阐述完经济下滑风险之后，我们有必要思考，这个风险是否已被市场消化。有人认为已消化，有人认为未充分反应。观点见仁见智，而我们参照市场的历史表现，认为当前市场并未对经济下滑的风险给予充分反应。

回顾 2007 年至今，市场对经济下滑风险或经济不确定风险主要有 3 个反应点：一是 2007 年 3Q 开始，宏观经济出现趋势性下滑，股市自 10 月开始下跌，市场反应稍显滞后。二是 2010 年初，出于调结构前景的不确定性，市场表现赢弱。三是 2010 年 6 月份，基于欧债危机引发经济二次探底的担忧，市场继续下跌。

图 16 2009 年下半年-2011 年 2 月市场演绎图



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

可以看出，经济风险的冲击会在市场“留有痕迹”。或者滞后反应，如 2007 年 3Q，原因在于市场受大牛市亢奋情绪干扰，忽视经济下滑信号；或者是同步、提前反应，如 2010 年初和 2010 年 6 月份，原因是当时市场高度关注经济面问题。

然而我们发现，目前市场尚未对本轮经济不确定风险有“留痕反应”。回顾去年 4 季度，多数看法还是“经济过热”，市场下跌主要原因在于通胀超预期、“政策加码”、和政策手法“出其不意”（如果幅度本身不能说明问题的话，看看市场节奏就清楚了）。而经济下滑的担忧并没有成为市场共识，行业分析师报告亦未广泛提及经济下滑风险。正是由于市场关注点高度集中在 CPI 与紧缩政策，从而使得经济下滑风险被相对忽视。从“被忽视”的角度说，这一点和 2007 年 10 月的滞后反应类似，只是原因不同罢了。

我们认为，“被忽视”的经济下滑风险将逐步显现出来影响市场。未来 1 个月，其可能演绎路径是：下滑信号强化 - 1 季度宏观数据确认 - 上市公司盈利预测下调，在此过程中，股市将经历“杀业绩”的压力。

4、将来式：“经济下滑风险→政策放松预期”，隐约可现

经济形势正逐步从“通胀压力 + 经济增长无忧”转向“通胀可控 + 经济下滑风险”，政策首先具备了放松的可能性。然而，是否真正放松，取决于管理层对“通胀”与“增长”2 个容忍度的权衡，提示 4 月份中旬前后是观察政策信号的关键时间窗口。

纵使事后验证政策不放松，但 A 股已具备投资价值：1）二季度政策加码概率很小，市场隐约可现“政策放松预期”，彼时市场环境偏暖；2）从“风险收益比”角度度量，二季度某个时点，市场将对通胀的政策紧缩利空，和经济下滑风险的利空反应充分。彼时 A 股已具备战略投资机会。

我们倾向认为政策会向“稳增长”适度放松。放松的主基调将是“稳增长”与“促民生、调结构”相结合的“新型财政政策”形式。但实际操作中，可能还会伴随着“传统周期政策”的“明紧暗松”。

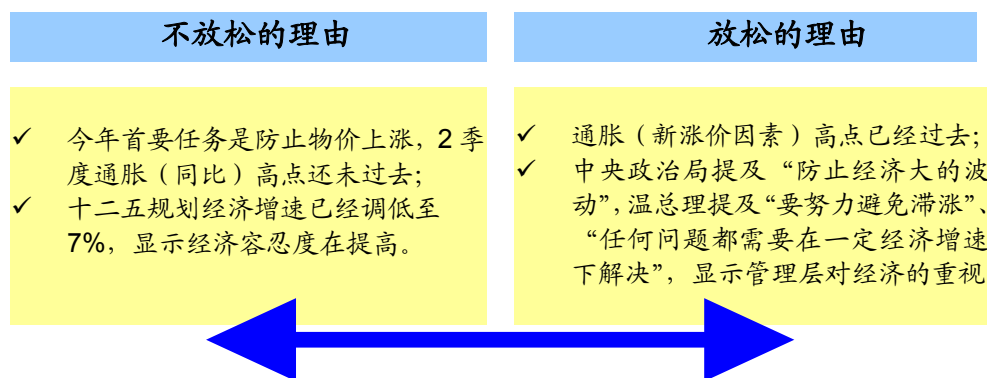
4.1 二季度政策放松预期隐约可见

如上分析，经济形势正逐步从“通胀压力 + 经济增长无忧”转向“通胀可控 + 经济下滑风险”，随着矛盾转化，政策首先具备了放松的可能性。

然而，是否真正放松，取决于管理层对“通胀”与“增长”2 个容忍度的权衡。认为不放松的理由在于：今年首要任务是防止物价上涨，二季度通胀（同比）高点还未过去，十二五规划调低经济增速目标至 7%，显示经济增速下降的容忍度在提高。认为可能放松的理由在于：通胀压力（新涨价因素）高点已过，中央政治局提及“防止经济大的波动”，温总理提及“要努力避免滞胀”、“任何问题都需要在一定经济增速下解决”，显示管理层对经济的重视。

我们提示，关注政策是否出现放松信号的关键时间窗口，在 4 月份中旬前后，因为彼时 1 季度宏观数据发布，一般而言，政策调整的最小频率数据是季度数据。

图 17 “通胀”与“增长”两个容忍度权衡



资料来源：海通证券研究所

我们认为，即便事后验证政策不放松，但 A 股同样具备了投资机会。因为：

- 1) 就投资而言，有时候“市场预期”比“政策本身”更重要。随着经济形势转变，二季度政策加码概率很小，市场隐约可见“政策放松预期”。无论之后是否兑现，彼时良好的预期会造成偏暖的市场环境。
- 2) 从“风险收益比”角度度量，二季度某个时点，市场将对通胀的政策紧缩利空，和经济下滑风险的利空反应充分。此时，无论政策是否放松，从风险收益比看，A 股已具备战略投资机会。

当然，我们倾向认为，政策会向“稳增长”适度倾斜（自年度报告以来一直坚持此观点）。因此我们有必要分析政策可能的放松方向，为投资决策做铺垫。

4.2 政策放松的主基调将是“稳增长”与“促民生、调结构”相结合

如果政策放松，我们认为，主基调将是“稳增长”与“促民生、调结构”相结合的“新型财政政策”形式，而非 2008 年的“传统周期”类形式，原因在于当前的主要社会和经济矛盾、海外政局、通胀货币压力和当初不同（见下表）。所谓“新型财政政策”是指诸如，减税、收入分配制度改革、完善社会保障和医疗、实质性鼓励民间投资、发展新兴产业等。

但在实际操作中，可能还会伴随着“传统周期政策”的“明紧暗松”。原因在于周期类政策容易推行，以及地方政府惯有冲动。

政策放松方向将成为投资线索，我们在后文还将分析。

表 2 2008 年传统周期政策不完全适用于目前形势

	2008 年	当前
经济风险来源	“百年一遇”金融危机	国内政策主动收缩
经济主要矛盾	“断崖式”下跌， 周期性问题掩盖结构性问题	小周期问题与结构性问题并存 大规模刺激后结构性问题更突出
社会主要矛盾	房价高、分配问题、民生问题	更加突出
货币	M2 48 万亿	M2 70 万亿，增长 50%，全球之冠
通胀	通胀回落	通胀高位 通胀的货币压力长期存在
海外政局	G20 一致救市，关注点在经济	外围动荡

资料来源：海通证券研究所

4.3 “经济下滑担忧”将优先于“政策放松预期”，成为市场主导因素

基于前述分析，当“经济增速下滑的担忧”和“政策放松预期”都成为二季度市场影响因素时，我们有必要考虑哪个更先成为市场主导因素。若是前者那么市场有下跌压力，若是后者有上涨动力。我们的判断是：“经济增速下滑的担忧”先将成为市场主导因素，然后才是“政策放松预期”。理由是：1）从时间节点看，经济数据信号在政策信号之前出现，1 季度宏观数据，以及上市公司业绩调整将在未来 1 个月体现，而宏观政策调整往往要在季度数据公布之后，最快也在 4 月份中旬。2）从市场预期角度看，经济下滑的担忧会是越来越远、越来越实在（现在有部分行业分析师开始调降盈利预测了），而政策放松预期短期内还在模糊猜想中。

5、市场判断：先跌后涨

二季度预计 A 股“先跌后涨”，拐点可能在 5 月份。上证综指低点考验 2750。

根据我们“政策大逻辑”和“经济中逻辑”的分析框架，以及“紧缩政策→经济下滑风险”的中波段冲击在前，“经济下滑风险→政策放松预期”的长期拐点在后的结论。我们判断，二季度 A 股很可能运行轨迹是“先跌后涨”，拐点可能出现在 5 月份。

预计上证 A 股指数底部在 2750 点，对应 16.5 倍 TTM 和 13.4 倍 2011 年预测估值。这与去年的 2319 点估值水平相当，当时市场反应的是紧缩政策压力之后，叠加了经济二次探底担忧，而二季度的低点也将反应的是，在前期紧缩政策压力之后，叠加经济不确定性的担忧。

6、资金、供给、海外市场不构成 A 股系统性影响因素

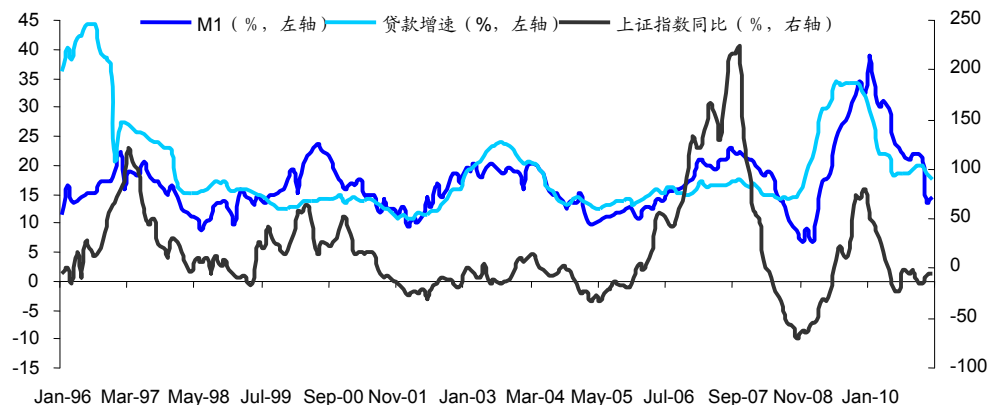
资金方面，二季度不存在向下的信贷拐点。供给方面，扩容压力大，但主要是波段冲击。海外资金方面，A 股与国际资本流动关联度不大，海外经济方面，对 A 股的冲击在减弱。

6.1 信贷增速变化不构成系统向下压力

信贷增速对股市的冲击主要两个方面：一是拐点冲击，如 2007 年 10 月、2008 年 11 月、2009 年 8 月，信贷增速拐点意味货币政策拐点，引发市场转向。二是短期心理冲击，即拐点冲击之后，信贷数据变化主要对市场造成短期影响，不再构成系统性冲击，例如我

们看到，2010 年至今，M2、M1 与股指的相关性大幅下降，显示信贷增速对 A 股市场的解释力在下降。

图 18 信贷增速对股市冲击有拐点冲击和短期心理冲击两方面

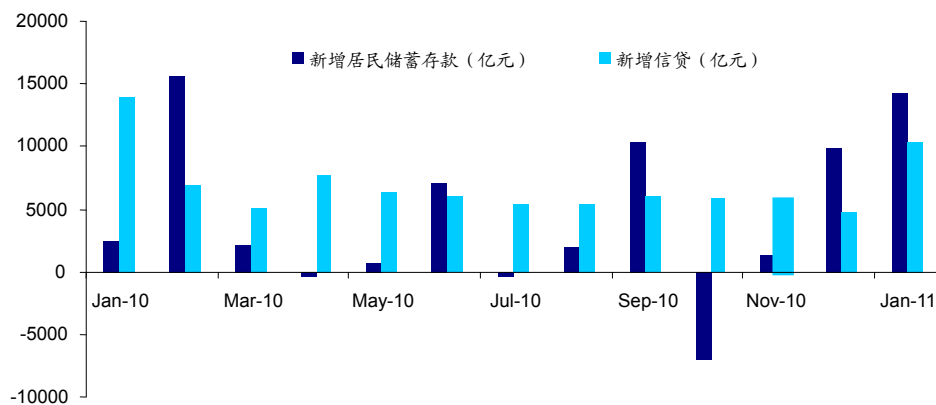


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

我们认为二季度，紧缩拐点的冲击已消化充分，信贷数据的变化主要是影响短期波动，不造成系统向下压力。同时，政策可能放松，信贷增速重新回升，引发向上拐点冲击。但这个根源在于政策变量，信贷增速只是衍生指标，究其影响仍来自政策。

除了新增信贷以外，存量资金的变动也可能带来股市扰动。中国目前存量货币高达 70 万亿居全球之冠，从数量级看，存量货币转移的规模甚至要比新增信贷规模大，一个显见的例子就是，最近几个月，居民储蓄存款每月变动动辄万亿，规模远超五、六千亿元的每月新增信贷量。我们认为，中国经济总体稳定增长、居民理财意识上升、当前遭遇实际负利率，在此背景下，充裕的存量流动性将对 A 股市场构成支撑。

图 19 我国存量流动性充裕对 A 股形成支撑

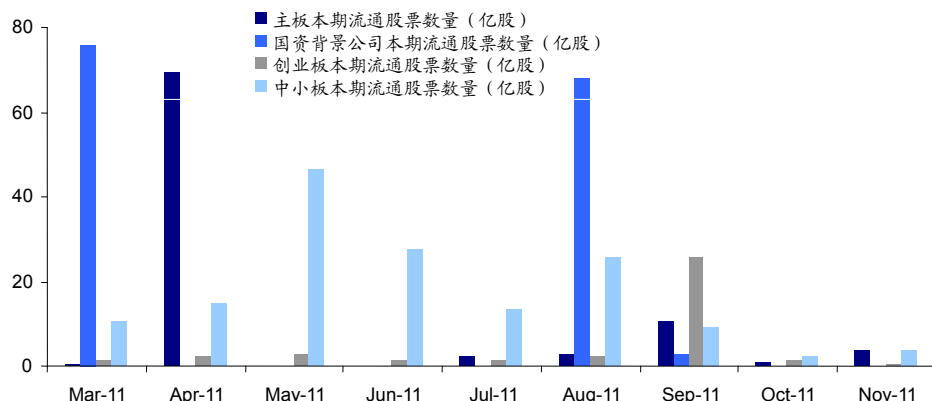


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

6.2 减持压力平稳，扩容压力体现在波段式冲击

由于中小板的减持程度已经比较高，主板也渡过了解禁高峰，所以二季度整体（解禁）减持压力不大，较 1 季度还会略低。但中小板和创业板的减持压力会突出一些。

图 20 中小板和创业板二季度减持压力相对突出

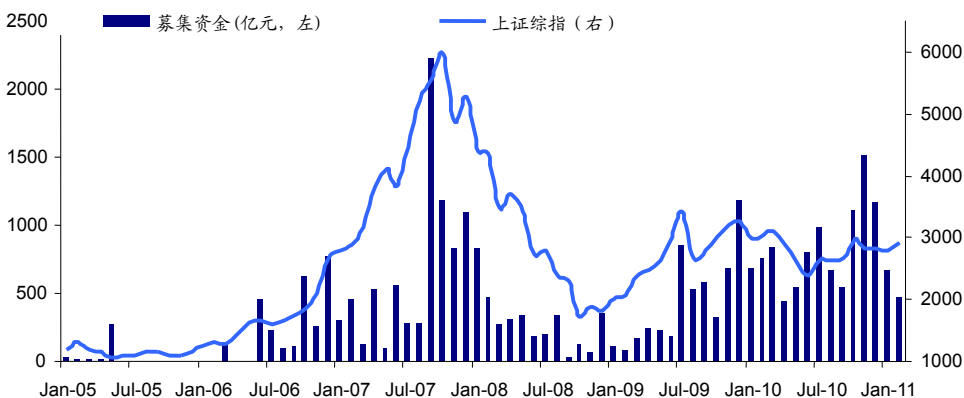


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

今年扩容压力会加大。今年的政府工作报告明确提出，要提高直接融资比重，发挥好股票、债券、产业基金等融资工具的作用，更好地满足多样化投融资需求。中国的问题是，长期依靠间接融资推动经济，造就 70 万亿货币居全球之冠，通胀压力巨大。未来可以在 70 万亿存量货币做文章，提高股市融资比例，不仅满足企业资金需求，还能减少货币创造，并有助减轻通胀压力，“一举多得”。因此我们预计今年来自未来几年，股市的扩容压力会加大。在大部分有条件的国有企业上市之后，扩容主要体现为上市公司再融资以及新三板和创业板的融资需求。

扩容对股市的冲击主要是波段性的。在 2008 年限售股解禁对市场系统性冲击的经验教训之后，A 股市场扩容行为“有所节制”，2009 年至今，扩容压力主要在股指相对高位时体现，而股指低位时扩容规模相对小。我们判断这个规律还将延续，二季度股指相对高位时，扩容压力会对市场有阶段性冲击，而股指低位时，冲击不大。

图 21 扩容对股市的冲击是波段性的，随着股指的高低而变动



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

6.3 海外市场对 A 股冲击不大

近期海外事件频出：中东局势动荡引发油价上涨、日本地震和核辐射、欧债危机局部爆发、美国经济逐步复苏，各种事件交织扰动全球资金流向，汇市股市大宗商品市场波动加剧。

我们认为，海外事件总体对 A 股影响不大。

从全球资金流动看，2010 年美元指数与发达国家股指、新兴市场股指、大宗商品价格有密切相关度，但与 A 股相关度很低。原因在于我国的资本项目管制，全球资金不能直接冲击 A 股市场。一个明显的证据就是“热钱”问题，据香港金管局介绍，香港目前囤积了 3700 多亿 RMB，但无法有效流入国内，很多投资者即便“绕道”最终仍无法入市，“热钱”对 A 股的冲击远比媒体渲染的小得多。

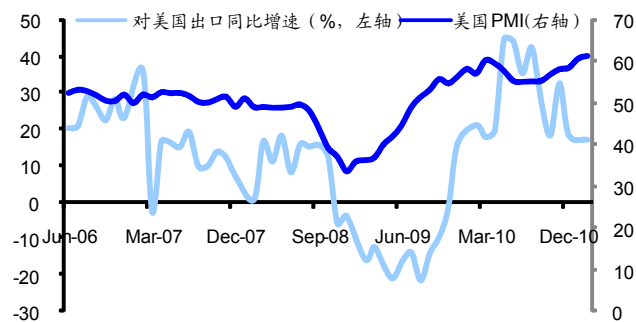
从经济面看，海通宏观预计美国下半年由于房地产去库存结束，将加快复苏进程，二季度仍不加息，下半年加息预期逐渐升温；欧元区自去年下半年以来经济温和复苏，生产和零售数据向好，消费者信心修复，失业率高点已现，劳动力成本仍处于相对低位，今年的欧债危机冲击力度也小于当时的希腊债务危机，通胀水平高涨是欧元区首要考虑的问题，预计欧元区今年 4 月份加息的概率较大。

我们认为，主要发达国家复苏固然对中国经济有好处，但影响力在下降。最近的中国出口数据下滑，显示了出口并没有受益于欧美日经济的回暖，草根调研表明，劳动力成本上升使得不敢轻易接外贸订单，这表明中国当前的主要问题在于供给层面，而非外部需求。放在更大维度看，经历了次贷、欧债危机后，大家发现中国经济波动的问题主要还是在自身的政策波动。这些都说明海外经济的冲击力在减弱。

高油价问题，我们否认输入性通胀压力，但我们同时认为对通胀的冲击力不大，一是因为油制品在 CPI 构成中占比并不高，二是本轮通胀主要是货币原因，去年 2-3 季度的“PPI 与 CPI 的一跌一涨”就说明了问题。油价上涨的影响主要体现在制造业成本上升，表现为企业盈利下滑的风险。

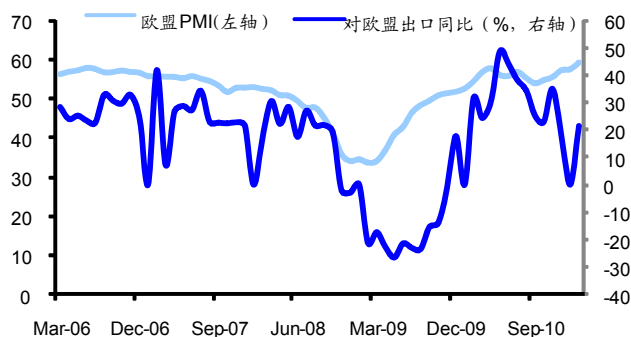
日本事件短期主要是心理冲击，长期影响尚难评估。

图 22 对美国出口同比（1-2 月合并）及美国 PMI



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 23 对欧盟出口同比（1-2 月合并）及欧盟 PMI



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

7、二季度投资建议：先防守后进攻

先防守后进攻，防守选择估值较低、受经济波及小或有确定项目支撑的行业。进攻分两类：短期 β 顺周期策略，长期 α 转型高成长股策略。

7.1 二季度投资建议：先防守后进攻

基于“先跌后涨”的市场判断，我们总体建议“先防守后进攻”。防守主要是规避经济下滑的风险，而进攻的理由是：政策放松预期隐约可见。即便没有放松预期，市场在经历了政策紧缩和经济下滑风险之后，主要利空基本反应，A 股已具备战略投资机会。

防守时选择估值便宜、受经济下滑波及小或是有明确项目支撑成长的行业，如零售、食品饮料、水泥、铁路设备。

零售当前估值 2011 年预测 PE 值 21 倍，处于 5 年来 18%估值低位水平；食品饮料 2011 年 27 倍，处于 5 年来 25%估值低位；水泥 2011 年 17 倍，处于 5 年来 23%估值低位；铁路设备 2011 年 21 倍，处于 5 年来 8%估值低位。

进攻时，分两类：

- 1) 短期 β 顺周期策略：选择顺经济周期、业绩弹性大，股价弹性大的周期类板块，典型代表如煤炭、化工、银行。
- 2) 长期 α 转型成长股策略：看好中西部区域零售、传统中药、新一代信息技术、新能源设备、环保、物流及冷链、高端装备制造、安防和军工。高成长区域来自新疆、西藏，看好其基建和能源板块，以及重庆，看好其民生消费板块。具体理由见后。

表 3 各个行业估值对比

板块名称	2011 年 PE (至 2011-3-18)	2011 年估值分位点
非银行金融	17.22	0.74%
银行	7.72	1.11%
建筑工程	13.55	1.49%
房地产	11.61	4.85%
铁路设备	21.21	8.20%
交通运输	13.87	10.07%
石油化工	12.53	12.68%
商贸零售	20.86	17.91%
汽车及零部件	14.76	20.14%
水泥	17.02	23.13%
家电	17.65	24.62%
电力设备(含新能源设备)	27.64	25.00%
食品饮料	27.06	25.00%
电力水务等公共事业	21.74	27.23%
社会服务	31.93	28.73%
物流	29.88	31.71%
工程机械	16.52	33.95%
农林牧渔	29.95	35.82%
建筑材料	20.03	36.56%
信息设备	27.06	36.94%
纺织服装	20.42	41.41%
造纸印刷	19.64	42.16%
医药生物	28.18	43.65%
煤炭	15.34	46.26%
电子元器件	37.46	47.38%
钢铁	13.52	47.76%
环保	33.15	48.88%
TMT	34.93	49.25%
水利工程	22.43	55.38%
机械	23.64	55.97%
基础化工	25.59	58.58%
有色金属	33.12	61.56%

注：图中提到的 PE 分位点是指一种相对估值方法，它借用统计学分位点概念将行业自 2006 年 1 月 6 日起每周的 PE 估值从高到底排序，最高 PE 用分为点 1（100%）表示，最低 PE 用分位点 0（0%）表示。分位点 30% 就表明 A 股目前估值在自 2006 年起的所有估值水平中处于 30% 的地位。
资料来源：海通证券研究所整理

7.2 风险提示

我们市场判断和投资建议的风险在于：

- 1) 房价下跌幅度过大，经济下滑风险加剧，上证指数跌破 2750。
- 2) 市场提前强化政策放松预期，盖过经济下滑风险的担忧，指数不调整直接上行。

8、寻找转型中的高成长行业

3 要素选择转型中成长股：迎合时代需求、政策鼓励、盈利能力。看好中西部区域零售、传统中药、新一代信息技术、新能源设备、环保、物流及冷链、高端装备制造、安防和军工。高成长区域来自新疆、西藏，看好其基建和能源板块，以及重庆，看好其民生消费板块。

8.1 高成长行业的 3 要素：迎合时代主题、政策鼓励、盈利能力

回顾过去 10 年，A 股市场的牛股主要诞生在几个行业：地产、工程机械、二次电气设备、有色、煤炭、医药、家电汽配。

表 4 2000 ~ 2009 年涨幅前 50 位个股的行业分布及其时代背景

行业	股票	时代主题
房地产	华侨城、万科、金融街、云南城投、中粮地产	1998 年房地产市场化
工程机械	中联中科、三一重工、柳工、天地科技	房地产市场化、城市化进程
二次电力设备	置信电气、天威保变、特变电工、思源电气、	国家电网改造投资
有色	山东黄金、中金黄金、中金岭南、吉恩镍业、驰宏锌锗、	重工业化进程
煤炭	神火股份、西山煤电、国阳新能、兰花科创	重工业化进程
医药生物	云南白药、双鹭药业、华兰生物、科华生物、恒瑞医药、	1998 年城镇职工医保、2003 年新农合
家电	苏宁电器、格力电器、美的电器	消费升级
摩托车汽车配件	宗申动力、福耀玻璃、宁波华翔	消费升级
其他	盐湖钾肥、烟台万华、海油工程、中国船舶、中信证券	
事件型	海通证券、辽宁成大、东北证券、吉林敖东	

注：收益率按股息再投资计算，2000 年之后上市股票按上市次日开始计算涨幅
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

这些行业的成功关键在 3 要素：

1) 首先在于迎合了过去 10 年的时代发展主题，如：1998 年房地产市场化、城市化进程（地产、工程机械）；国家电网改造投资（二次电力设备）；重工业化进程（有色、煤炭）；1998 年城镇职工医保、2003 年新农合（医药）；消费升级（家电汽配）。迎合时代主题的意义在于其行业可望获得巨大需求空间，这个需求可以来自政府如电网改造，可以来自私人如商品房需求。

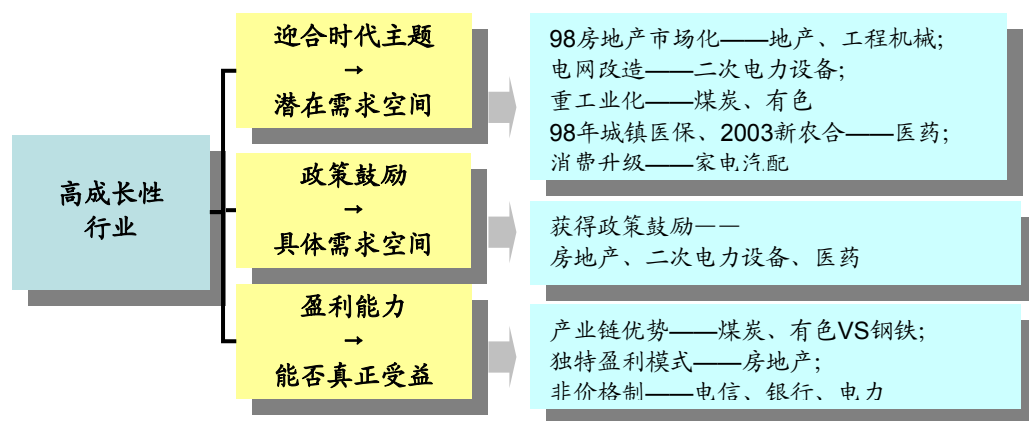
2) 获得政策鼓励，如：房地产、二次电力设备、医药。

3) 行业盈利能力：不仅“赚吆喝”还“赚买卖”。行业盈利能力往往取决于：一、产业链优势地位，如重工业化进程中，具备相对垄断资源优势和议价能力的上游煤炭、有色金属

行业，就比产能过剩的钢铁行业获益多。另一个反例就是纺织服装行业，虽然它受益 WTO 出口激增，但行业充分竞争，盈利能力弱。二、独特盈利模式，如与“地方财政”捆绑获益的房地产行业。三、非价格制例如，中国的电信、银行、电力等行业虽然在国民经济、产业链中具备优势地位，但价格受政府管制，所以其“优势”主要体现在内部员工薪资，而无法充分体现在行业利润和股东回报。

综合我们认为，高成长行业需要具备 3 要素。这 3 个要素构成了行业成功的完整链条：迎合时代主题决定了潜在需求空间——政策鼓励决定了具体需求空间——行业盈利能力决定了能不能真正受益。

图 24 高成长性行业的 3 要素完整链条



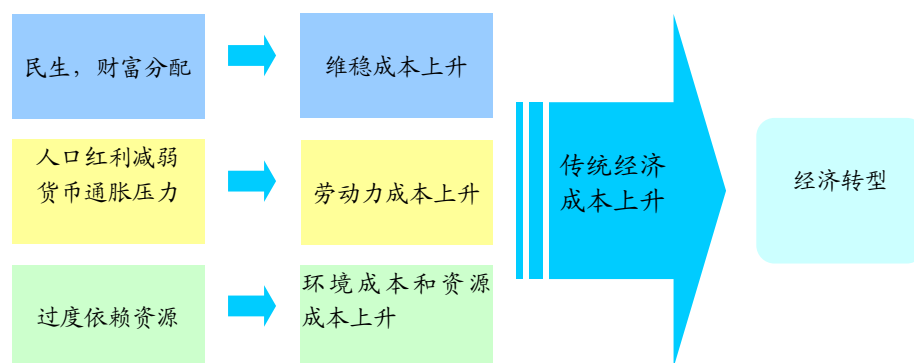
资料来源：海通证券研究所

8.2 未来 5 年中国最大的时代主题是“转型”，寻找转型中的高成长行业

未来 5 年中国最大的时代主题是“转型”，这是由中国经济的“成本收益对比”决定的。民生和财富分配问题使得维稳成本上升、人口红利减弱和货币通胀压力使得劳动力成本上升、过度依赖投资使得资源成本和环境成本上升，这些都使得传统经济增长的代价越来越昂贵，成本收益权衡之后，倒逼中国经济必须转型。

中国的转型需要政府主导，转型路径包括：增长引擎从侧重出口和投资转向内需，区域发展更侧重中西部民族地区。

图 25 成本收益倒逼中国经济转型



资料来源：海通证券研究所

我们根据 3 要素链条：时代主题、政策鼓励方向、行业盈利能力进行分析，综合认为，转型中高成长性行业可能来自：中西部区域零售、传统中药、新一代信息技术、新能源设备、环保、物流及冷链、高端装备制造、安防和军工。高成长区域来自新疆、西藏，看好其基建和能源板块，以及重庆，看好其民生消费板块。

表 5 3 要素选择高成长行业

	迎合时代主题	政策鼓励	盈利能力
中西部区域零售	促内需是经济转型的主要内容	居民收入水平上升受益于民生政策，中西部地区受到区域规划政策扶持	中西部居民收入增速有望超过全国，其消费空间弹性更大；零售具备渠道优势比其他消费行业更具盈利竞争力
传统中药	促内需	医疗保障体系建设	群众基础大，类资产属性受到部分投资者的追捧；议价能力强，独家配方药品具有垄断优势
新一代信息技术	国家战略新兴产业、信息化国防	战略新兴产业	消费结构升级，电子消费需求巨大；市场规模巨大，由于其技术壁垒强，技术垄断行业具有议价能力
新能源设备	传统能源资源匮乏和能耗污染大需要新能源的开发利用	我国承诺到 2020 年碳减排 40%-50%	能源价格被政府管制，但是能源设备价格具有议价空间
环保	节能环保迎合可持续发展需求	政府项目的需求巨大	预计环保产业在十二五期间投资额将超过 3 万亿元，未来较长时间保持 15%-20% 增速
物流及冷链	食品卫生和食品安全问题日益受到重视	《农产品冷链物流发展规划》	我国计划到 2015 年将全国冷库总容量在现有的 880 万吨基础上增加 1000 万吨，行业有巨大的盈利空间。
高端装备制造	产业结构升级的需要	战略新兴产业	符合进口替代的需求；高技术壁垒锁定行业的盈利能力
安防和军工	国内外稳定和谐的需求	十二五规划建议：“加强国防和军队现代化建设”、“加快军队机械化信息化复合发展”等	国防建设现代化，军工产品民用化推动行业内需求；军工行业受到政策保护处于垄断地位
新疆、西藏民族区域建设基建	深入实施西部大开发的需求	区域振兴计划，新疆、西藏地区的基础设施建设，发展地区经济	新疆和西藏地区预计受到财政政策的大力扶持，建设总规模可观

资料来源：海通证券研究所

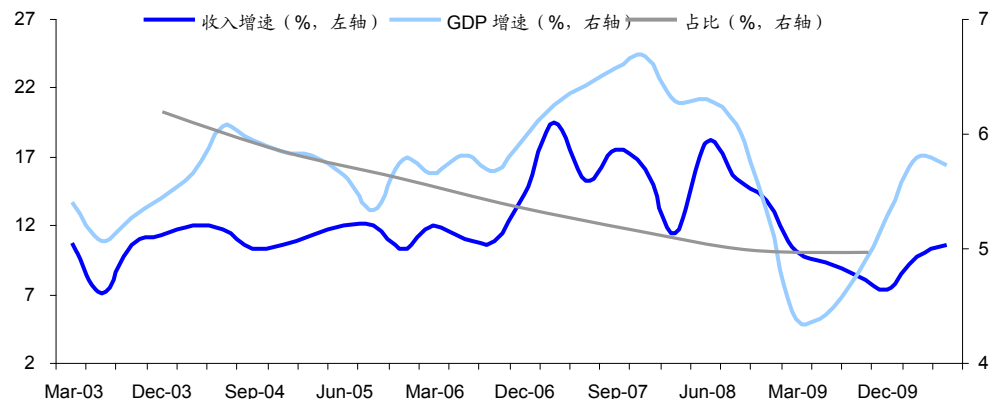
中西部零售

大消费里的中西部区域零售：促内需是经济转型的重要内容，“十二五”规划明确表示“不断增强内需特别是消费需求对经济增长的拉动作用，最终消费率将从 2010 年的 48.6% 提高到 2015 年的 55% 左右，远期目标是到 2020 年，最终消费率达到 65% 左右”。今年的两会亦透露出多项“保民生促消费”举措，如保障性住房建设、加入医疗、教育、三农投入、减税等。

具体实施层面，商务部正牵头编制关于国内贸易的“十二五”发展规划，这项规划提出了要在“十二五”期末使我国社会消费品零售总额、生产资料销售总额、批发、零售、住宿、餐饮等重要消费品市场的经营规模比“十一五”期末翻一番。而服装、百货、超市、家电等子行业对收入增长的敏感性更大，增速应该高于整体零售。

过去，居民没有充分受益经济发展，居民收入/GDP 占比持续下滑，居民消费类从 53% 下降到 35%。未来，我们相信促内需政策的落实将利好大消费行业。

图 26 城镇居民可支配收入落后于 GDP 增速且占比持续下降



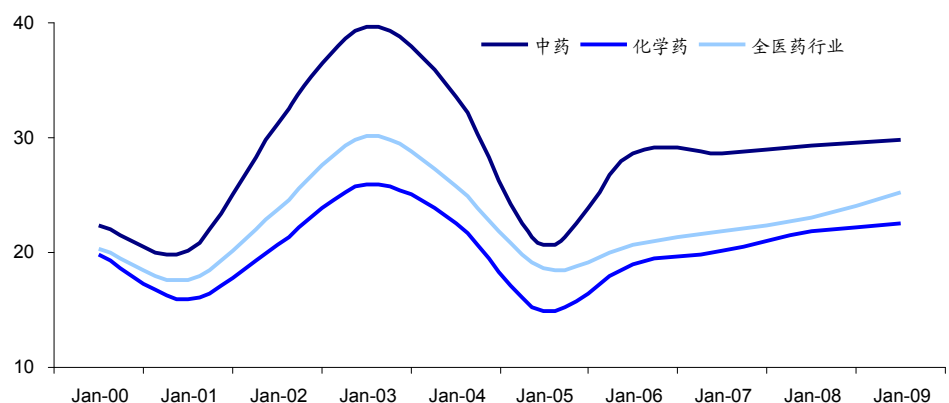
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

在大消费行业中，我们更看好中西部区域的零售，原因在于一是产业转移过程中中西部地区劳动力成本也逐渐抬升，居民收入提升、中西部收入增速有望超过全国，其消费空间弹性更大，而相较于其他消费行业，零售由于渠道优势更具备盈利竞争力，且受食品安全、食品价格管制的影响小。二是中西部的区域政策优势将逐渐显现，消费类企业的并购重组等外延式扩张将获得政策支持，更有利于其发展。

品牌中药

看好理由有几个方面：一是中药的消费呈上升趋势，在中国品牌中药一直不缺乏群众基础，促内需将打开其消费空间，品牌也具有向其他产品延伸的潜力，随着中药企业产品链的不断丰富和延伸，其空间的拓展也将得以发现。二是中药的价格优势明显，相对于西药，品牌中药的议价能力较强、特别是独家配方的药品更具价格垄断优势，在医保药品降价的冲击下中药由于是非必须药品，受价格管制风险小。三是中药的“类资产”性质在通胀压力下显露得越来越充分，尽管去年中药随同白酒、贵金属、玉石以及农产品等都有了较为可观的涨幅，但是从长期来看供求比的失调使得绝大部分的中药难以有效释放出供应量来，加上天气等自然因素的制约，有望维持价格的高位运行。

图 27 中药行业的销售利润率维持高位并且上升趋势明显 (%)



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

新一代信息技术

随着消费结构的逐步升级,手机支付、移动上网、智能终端等逐步融入人们生活的方方面面,电子化时代的全面来临正是新一代信息技术发展的时代契机。作为七大国家战略新兴产业之一的新一代信息技术,在政策上明确的得到了国家的扶持。《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中指出:加快建设宽带、泛在、融合、安全的信息网络基础设施,推动新一代移动通信、下一代互联网核心设备和智能终端的研发及产业化,加快推进三网融合,促进物联网、云计算的研发和示范应用。这正是我们看好新一代信息技术细分行业中的三网融合、物联网和云计算的原因。预计 2010 年射频识别(RFID)预计收入约 120 亿;到 2015 年,中国物联网产业市场规模将达到 7500 亿,五年内复合增长率超过 30%。三网融合的试点工作及税收优惠;三网融合规划分为两个阶段,2010 年至 2012 年为试点阶段,以推进广电和电信业务双向阶段性进入为重点;2013 年至 2015 年为推广阶段,全面推进三网融合,宽带通信网、数字电视网、下一代互联网的网络承载能力进一步提升。此外,新一代信息技术由于其技术特质和行业尚处于初步发展阶段,行业内缺少统一的政策管制,在这方面受到的限制较少。

新能源设备

传统的能源方式一方面面临资源逐渐匮乏的窘境,另一方面又受到污染和能耗的限制未来发展空间十分有限,而新能源的开发利用目前已经是国际共识。作为尚在经济发展阶段的中国,能耗问题一直受到发达国家的诟病,节能环保的新型能源的发展已经刻不容缓,在《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中明确提出非石化能源 2020 年占比低至 15%,碳减排 40%-45%。在新能源中,我们看好风电,太阳能光伏发电以及广义新能源概念上的水电。这些行业从未来政策规划的内容上确保了其发展的空间巨大,而处于政策扶持期的新能源行业受到政策管制的可能性也较小。

环保

节能环保产业被列为七大战略新兴产业之首,已经提升到前所未有的高度。中国承诺 2020 年单位 GDP 碳排放比 2005 年下降 40%-45%。节能环保产业涵盖较广,目前为止包括余热利用,垃圾焚烧发电,脱硫脱硝、固废处理。预计环保产业在十二五期间投资额将超过 3 万亿元,未来较长时间内保持 15-20%的增速。

环保需求主要来自政府约束性目标,企业的自主需求并不强烈,因此我们看好的是有政府推动的环保项目。

冷链物流

劳动力成本上升后,物流有成本的替代需求。

物流中,我们认为,冷链物流的发展空间更清晰。我国果蔬等农产品在物流环节的损耗率达 25%~30%,损耗的果蔬可满足近 2 亿人口的基本营养需求,损耗量居世界首位,而发达国家的果蔬损失率则控制在 5%以下。

与欧、美、日等国相比,我国的食物冷藏运输率只有 10%,而欧美日国家达 80%~90%,冷链的缺失,造成了某些食品零售价居高不下,推高 CPI 上涨。一些易腐食品售价中甚至有高达 7 成是用来补偿物流过程中损失的货物价值。而按照国际标准,易腐物品物流成本最高不超过其总成本的 50%。

国家发改委于 2010 年 7 月 28 日发布了《农产品冷链物流发展规划》,我国计划到 2015 年将全国冷库总容量在现有 880 万吨的基础上增加 1000 万吨,大幅度提高冷藏运输率。

表 6 我国食品冷藏运输率未来将大幅提高 (%)

	果蔬	肉类	水产品
目前	15	30	40
2015E	30	50	65

资料来源：海通证券研究所

高端装备制造

产业结构升级需要中国从劳动密集型的简单装备加工向资本和技术密集型的高端装备制造转型，由于高端装备制造的高附加值特点也为这个行业锁定了未来稳定的盈利空间，而实现进口替代的迫切需求则是国家大力扶持高端装备制造业发展的重要动力之一。

安防与军工

中国作为人口大国，稳定对治国重要程度不言而喻。不论是出于在国际外交政策地位上的发言权考虑，还是出于国内安定团结减少不和谐因素的发展考虑，军工安防都是国家的重中之重。“十二五”规划建议中则提出了加强国防和军队现代化建设、全面加强军队革命化、现代化、正规化建设，加快军队机械化信息化复合发展，提高以打赢信息化条件下局部战争能力为核心的完成多样化军事任务能力。国防白皮书提出加紧构建中国特色现代化武器装备体系，坚持自力更生、自主创新、优先发展适应一体化联合作战需要的信息化武器装备，有重点有选择地改造升级现有装备。这都体现了管理层对安防维稳的重视。未来随着军工企业的证券化，民用化以及现代化建设，盈利的空间也非常大。

新疆、西藏民族区域的基建板块，重庆的消费板块

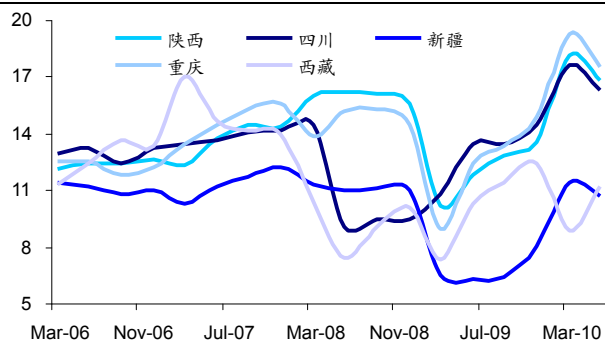
从经济角度考虑，随着劳动力成本抬升以及资源成本上升，西部开发的力度将在“十二五”期间进一步加强。国家初步规划到 2015 年，西部地区经济生产总值比 2008 年翻番，今后数年西部地区经济年增速都保持在 10% 以上。西部中，新疆、西藏的经济增速和固定资产投资增速都相对于其他西部地区要低，因此国家政策倾斜的受益程度更大，以新疆为例，预计“十二五”期间 GDP 年均增长 14.5%，FAI 增速预计年均 25% 以上。西部开发，尤其是民族区域开发，有助缓解民族矛盾，促进社会和谐。“两会”特别提到支持革命老区、民族地区、边疆地区发展。

看好新疆、西藏的基建、能源板块。

重庆是中国综合配套改革的桥头堡，战略地位堪比改革开放时期的深圳、和市场经济时期的上海。

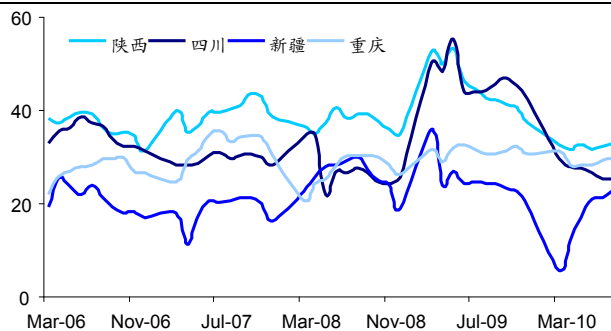
看好重庆地区的民生消费板块。

图 28 新疆西藏 GDP 增速低于其他西部地区 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 29 新疆投资增速低于其他西部地区 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

海通策略研究团队 陈瑞明、吴一萍、单磊

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。