

策略研究员

署名人: 黄君杰

S0960206110118

010-63222932

huangjunjie@cjis.cn

张媛媛

S0960110080219

0755-82026746

010-63222583

樊学栋

S0960110080063

朱晔

S0960209060270

徐鹏

S0960209060281

相关报告

重点逐步转向看经济

周报 2011 年 3 月 21 日

地震加速市场预期分裂

周报 2011 年 3 月 13 日

通胀幻觉或生, 两会情绪仍存

周报 2011 年 3 月 7 日

两会情绪将渐去, 行情或前稳后抑

月报 2011 年 2 月 28 日

紧缩紧箍咒又起, 反弹或临分化

2011-2-21

野百合也有春天

2011-2-14

底部火候未到, 反弹仍是昙花

2011-1-22

又闻靴声, 转侧难眠

2011-1-16

市场先生没有做出艰难的决定

2011-1-10

迟到的加息, 不变的紧缩

2010-12-27

策略季报

淡化 Beta 配置, 重视 Alpha 配置

投资要点:

- 截至 3 月 25 日, 一季度上证指数涨幅 6.04%。一季度的主线主要是通胀预期的变化, 牵动着市场情绪快速切换, **从季初恐惧心理、季中投机心理、到季末的侥幸心理**。目前市场可能低估了通胀的复杂性。
- 由于目前紧缩的滞后性与渐进性, 通胀期拉长、紧缩期拉长、经济渐落的时间拉长, 经济将处于较长一段时间的“滞”胀态势。我们认为关注目前市场情绪的同时, **需要重视高通胀的复杂性, 紧缩的持久性, 经济缓落持续性, 预计经济缓落趋势可能呈现半年以上**。
- 就二季度而言, 将呈现消费稳, 投资稳中缓, 出口结构性乐观的经济格局。未来消费看消费者信心, 投资看开发商信心, 出口看美国需求。1、消费者收入信心平稳, 预计二季度消费者信心或探底回升; 2、开发商信心指标关键看 4 月底、5 月份初推盘高峰, 一线城市城郊量升低于预期或普遍的降价促销, 都有可能调低新开工预期。3、美国需求强劲将带动出口乐观预期。
- 我们认为, 经济缓落在政府预期之内, 不至于触发政策大幅度的反转; **若存在新的政策刺激, 更多的是去刺激代表转型方向消费需求**。
- 市场趋势预计震荡偏弱**。由于维持了资金成本及盈利预期的判断, 我们维持市场价值位在上证指数 2900 点观点。由于二季度经济呈现缓落的预期, 我们将市场形态修正为围绕价值中枢震荡。二季度上证 3000 点上方仍是压力位; 上证指数 2700 点-2800 点是支撑位。
- 需要重视结构性机会**。1、结构性的政策、产能、事件利空产生的困境“修复”弹性。2、结构性的供需紧平衡产生困境“反转” 3、消费由不太好到不太坏的变化。4、经济的结构性产生区域亮点

配置建议:

- 考虑到二季度市场仍以震荡为主, 而且伴随季中经济回落趋势的确认, 市场可能走低; **我们建议淡化 Beta 配置, 关注 Alpha 配置**。
- 从目前来看, 四个方面可能产生二季度的正 Alpha, 1、低估值板块。2、高景气度可持续的行业。3、稳定增长的行业。4、区域主题性阶段性的表现。
- 鉴于我们预计 4 月中下旬是权重驱动因素趋弱、经济落的预期增强的分水岭, 我们按时间分成三部分考虑配置, 详细见正文表 7。

风险提示: 经济下滑超预期。

目录

一、一季度市场回顾	4
1.1 通胀预期变化主导一季度行情	4
1.2 行情轮换快速，大型建设项目受益板块表现突出	4
1.3 整体市场估值基本合理，盈利预期相对稳定	6
二、二季度策略展望	10
2.1 通胀依然严峻	10
2.2 二季度要重视经济缓落的时间长度	11
2.3 预计二季度行情中枢震荡	15
三、行业配置	16
3.1 低估值板块，主要看银行、地产。	17
3.2 关注困境“反转”：高景气度的行业，主要在中上游	17
3.3 消费从不太好到不太坏：重视稳定增长的行业	24
3.4 区域主题配置。	25
附录	28

图表目录

图 1：一季度行业涨跌幅一览	5
图 2：一季度风格指数涨跌幅	5
图 3：中投行业金股指数累计超额收益率	6
图 4：中投金股指数	6
图 5：行业 PEG 情况	7
图 6：行业估值相比于历史估值高估/低估的程度	7
图 7：恒生 AH 溢价指数	8
图 8：一季度风格指数表现	9
图 9：风格指数估值状况	9
图 10：小盘股 PE/大盘股 PE	9
图 11：小盘股 PB/大盘股 PB	9
图 12：市场盈利预期变化微升，总体平稳	9
图 13：一季度我们看待市场的态度	10
图 14：各种通胀环境下的 $\Delta M2 / \Delta GDP$ 变化	10
图 15：居民资产配置更倾向于储蓄	13
图 16：未来收入信心走平	13
图 17：贴息方式建设 1000 万套保障房	14
图 18：美欧日的实际 GDP 增速预测	15
图 19：均衡价格模型	18
图 20：产能周期 5 阶段	18
图 21：目前水泥处于去产能后半段	19
图 22：水泥价格走势	19
图 23：玻纤行业过剩产能消化较为彻底	21
图 24：电力装机容量增长枪框	22
图 25：电力消费增速超过装机容量	23
图 26：目前钢铁处于去产能前半段	23
图 27：钢材的价格走势	23
图 28：工业增加值当月同比与正向变动的省份	25

图 29: 1-2 月累计工业增加值增速	25
图 30: 正向变化较大的省份中西部偏多	26
表 1: 主要行业一季度表现表现及最新估值情况	7
表 2: 2011 年 M2 增速与 M2/ GDP 的关系	11
表 3: 关注市场主要观察点	12
表 4: 各项经济数据预期	12
表 5: 资产配置意愿的相关性矩阵	13
表 6: 经济预期与市场反应模式的差异, 预计行情与 2010 年中期具有巨大的差异	16
表 7: 配置建议	16
表 8: 新一轮产能周期水泥供需增长	20
表 9: 新一轮产能周期 MDI 供需增长	21
表 10: 新一轮产能周期玻纤供需增长	22
表 11: 新一轮产能周期水泥供需增长	24
表 12: 享受型消费行业综合评价	24
表 13: 舒适型消费行业综合评价	25
表 14: 中投证券二季度配置建议与重点公司推荐	28
表 15: 钢铁行业限产和淘汰落后产能政策	33

一、一季度市场回顾

1.1 通胀预期变化主导一季度行情

截止 3 月 25 日收盘，沪指收于 2977 点，季度涨幅 6.04%，深成指收于 12942 点，季度涨幅 3.88%，创业板和中小板综指季度跌幅分别为 5.74% 和 0.11%。两市成交量和成交金额较前一季度显著萎缩，其中 A 股成交量 8895 亿股（其中上证 A 股 5825 亿股），成交金额 123294 亿元（其中上证 A 股 71755 亿元）。

一季度的主线主要是通胀预期的变化，牵动市场情绪快速切换，**从季初恐惧心理、季中投机心理、到季末的侥幸心理**。A 股一季度呈现了 V 型走势，1 月份由于高通胀预期，忧虑紧缩加码，上证指数大幅下挫至 2661 点的年内低位，**我们称之为 CPI 预期的恐惧心理**。春节前后，一方面是两会、春节节日因素，另一方面 CPI 预期上 2 月或现短暂回落，开始震荡上扬，在 3 月上旬创下 3012 点的年内高点，该段行情我们称之为**季中 CPI 预期的投机心理**。伴随着 2 月通胀数据超预期及之后的日本地震扰动，出现回落。在季末，一方面是日本地震及中东局势的多变，另一方面因保障房建设预期房地产融资或松，市场预期政策或松，权重走暖指数渐进上探，**我们称之为季末 CPI 预期的侥幸心理**。选择性的淡化政策压制，我们认为可能低估的 CPI 的复杂性。

从政策层面来看，物价和房价调控是一季度政策重点。一季度加息一次，三次上调准备金，并实施差别准备金调控，持续多次进行公开市场操作。准备金更多的是回收过剩的流动性；目前控制物价、房价最有效的是加息，一季度仅加息一次，力度较小，对物价控制和房价控制效果均不大。从物价和流动性状况走势来看，货币政策继续偏紧趋势仍将持续。在“新国八条”之后，重庆、上海先后出台房产税，地方调控细则以较强的力度陆续亮相，一季度末各地按要求陆续出台调控目标。目前“价平量滞”的局面持续多日，若局面持续，不排除继续细化和加码调控的可能性，但从目前政府的决心和力度来看，“不达目的不松手”的势头未减，靴子难言全部落地。

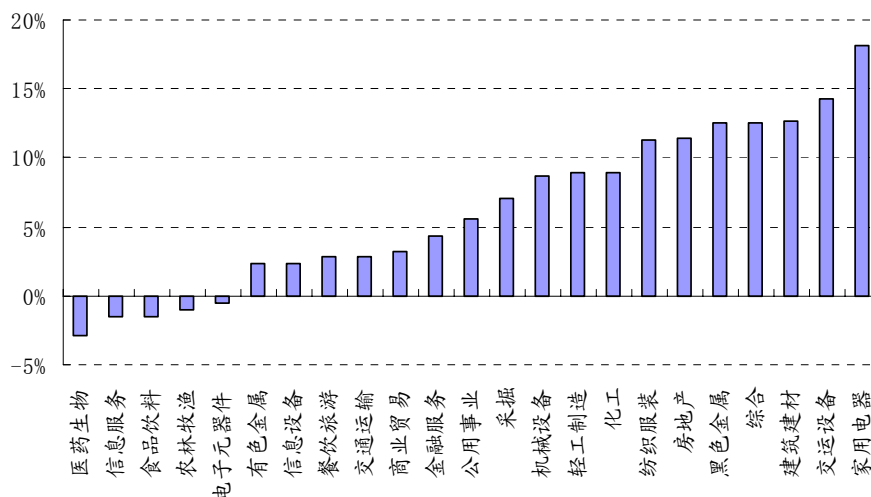
从国际环境来看，一季度国际局势动荡不安，扑朔迷离。季初欧洲成功发债以及美国就业好转等信息给投资者创造了短暂的海外好景，之后北非和中东战火打破了暂时的平静并一路带动避险资产和商品暴涨，促发“国际警察”联手应对，局势更加复杂。日本一场突如其来的地震海啸将全球带入核恐慌，造成市场情绪大幅度波动；伴随核危机逐步明朗，市场情绪逐渐平息。

1.2 行情轮转快速，大型建设项目受益板块表现突出

从行业表现来看，一季度市场众多行业轮转表现，节奏较快。先是机械设备、高端装备、高铁概念引领上扬，而后是水泥、有色、钢铁股强势补涨，之后新能源、新材料、新技术为题材的新兴产业类股超跌反弹，近期黄金类股、化工及能源替代等题材也不断表现，权重板块在 3 月底也是轮番表现。整个季度来看，保障房、水利等大型建设项目受益板块表现突出，家用电器、交运设

备、建筑建材等行业涨幅居前，而去年预期透支较明显的医药生物、信息服务、食品饮料、农林牧渔等行业处于跌势。

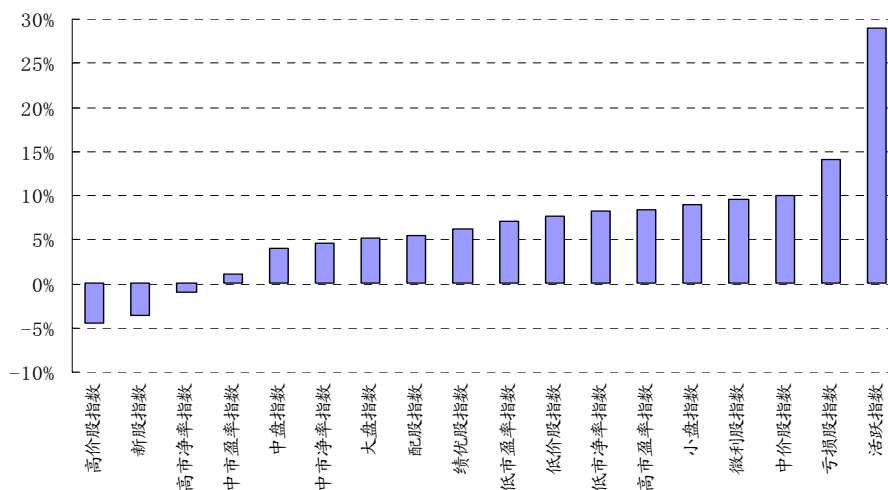
图 1：一季度行业涨跌幅一览



资料来源：wind，中投证券研究所

从风格指数来看，活跃股指数、亏损股指数、中价股指数居于涨幅前列，高价股指数、新股指数、高市净率指数呈现跌势。大小盘表现在一季度也出现多次轮换，总体上大盘指数表现弱于中小盘指数。

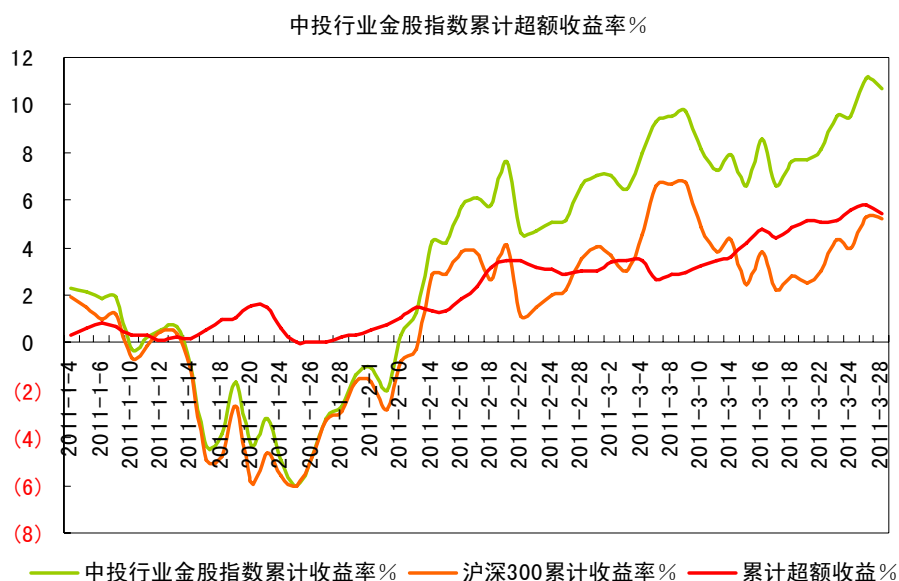
图 2：一季度风格指数涨跌幅



资料来源：Wind 资讯、中投证券研究所

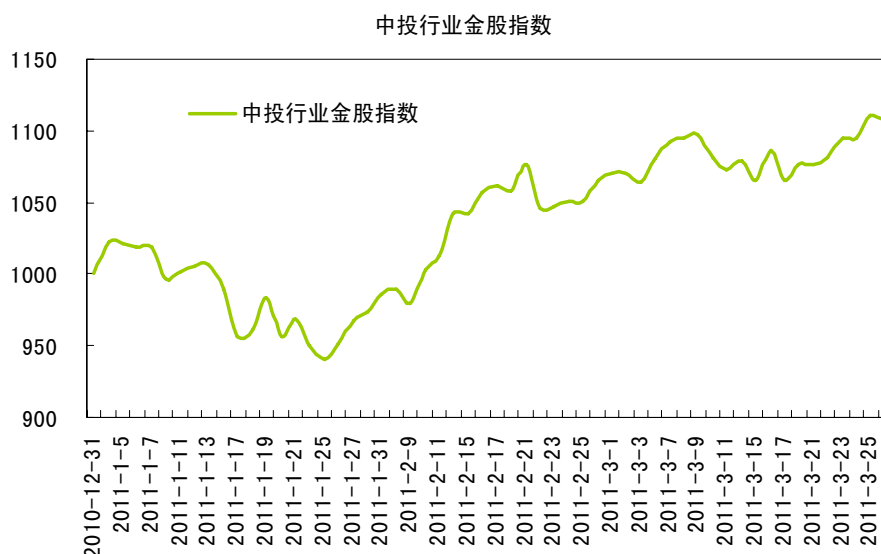
我们根据中投证券行业分析师每月推荐的组合，按照以各行业对应沪深 300 指数中每月最后一个交易日的市值权重作为下个月的行业权重进来加权配置的方法构建了“中投行业月度金股综合指数”。该指数自 2011.1.4 日至 2011.3.28 以来，累计收益率为 10.66%，同期沪深 300 指数累计收益率为 5.19%，大幅跑赢 5.47%。

图 3: 中投行业金股指数累计超额收益率



资料来源: Wind 资讯、中投证券研究所

图 4: 中投金股指数



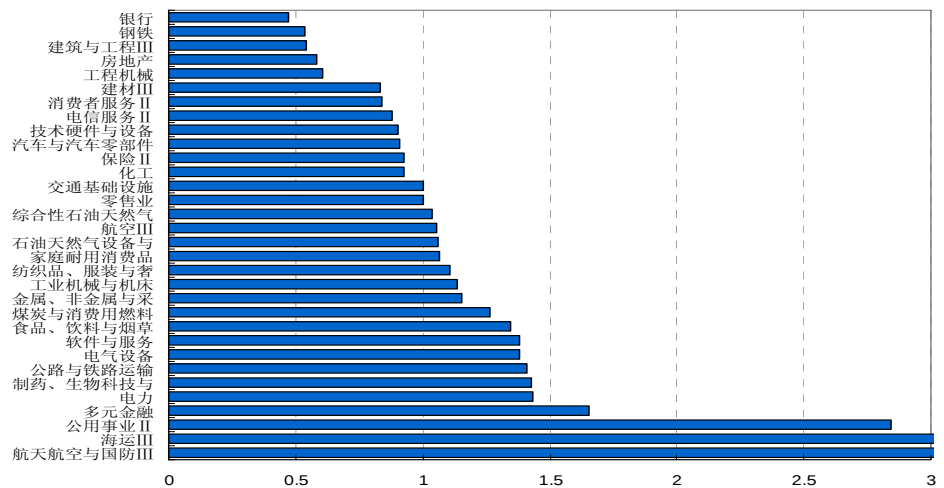
1.3 整体市场估值基本合理，盈利预期相对稳定

1、市场估值相对合理

截至上周末（3月25日）收盘，上证综指静态 PE (ttm) 17.5X，沪深 300 静态 PE(ttm)16.1X；上证综指静态 PB(mrq)2.6X，沪深 300 静态 PB(mrq)2.6X，相对合理。

若按照 2011 年行业动态 PE 看，动态 PE 较低的行业是银行、航空、综合性石油天然气、建筑与工程、房地产等板块；若从 2011 年 PEG 指标看，PEG 较低的行业是银行、钢铁、建筑与工程、房地产、工程机械等。

图 5: 行业 PEG 情况



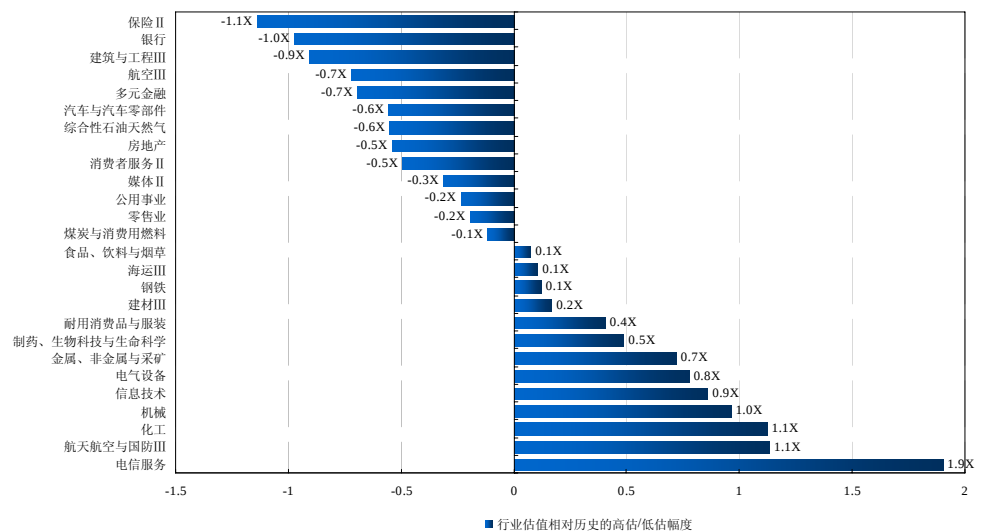
资料来源: wind, 中投证券研究所

注: PEG=PE(ttm)/2010 年行业增速一致预期

资料来源: Wind、中投证券研究所

从历史估值得比较看金融(保险、银行、多元金融)、建筑工程、航空、汽车与汽车零部件、综合性石油天然气、房地产估值较低。

图 6: 行业估值相比于历史估值高估/低估的程度



资料来源: Wind、中投证券研究所

从整个一季度各行业的表现上看, 涨幅超过 10% 的行业包括建材、工程机械、汽车及零部件、家庭耐用消费品、钢铁、化工、房地产。跌幅超过 5% 的板块仅有航空、软件与服务。

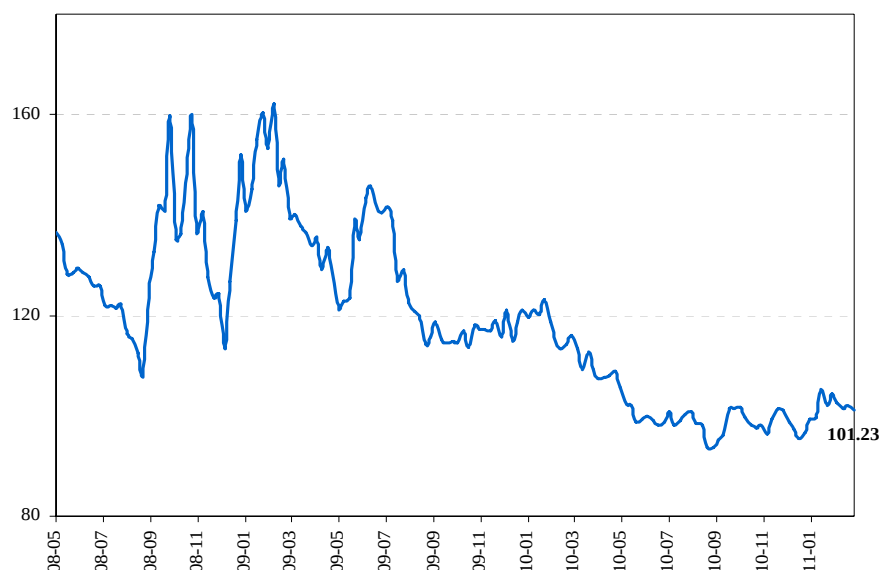
表 1: 主要行业一季度表现表现及最新估值情况

行业	流通市值 (亿元)	上周 涨跌幅	本月 涨跌幅	一季度 涨跌幅	市盈率 (2011E)	PB(MRQ)	预期 2011 年近一个月利润 盈利增速	预测趋势
银行	31809.76	4.4%	5.0%	6.3%	8.1	1.8	21%	0.0%
综合性石油天然气	25347.98	2.8%	3.9%	6.7%	12.3	2.2	14%	6.3%
煤炭与消费用燃料	11247.65	2.3%	7.7%	8.4%	16.1	3.7	17%	-2.4%

金属、非金属与采矿	10857.39	3.9%	2.2%	1.4%	34.1	5.8	53%	-1.0%
食品、饮料与烟草	10097.84	-1.3%	-0.1%	-0.9%	29.4	7.2	35%	-1.0%
房地产	8511.88	5.6%	7.6%	10.1%	13.8	3.0	40%	1.1%
保险Ⅱ	8214.17	1.9%	-0.1%	-3.9%	16.4	3.0	21%	4.1%
化工	7662.37	2.1%	3.6%	11.9%	26.4	4.8	64%	-2.6%
制药、生物科技与生命科学	7460.45	-0.5%	0.2%	-3.1%	27.9	6.1	29%	-1.0%
工业机械与机床	6788.95	0.8%	-1.7%	10.3%	25.5	4.7	38%	-2.5%
技术硬件与设备	6712.26	0.2%	-2.1%	1.0%	32.4	5.0	62%	1.5%
汽车与汽车零部件	5723.95	1.7%	1.2%	15.0%	14.6	3.8	22%	-1.1%
钢铁	4982.95	0.8%	3.3%	12.0%	15.3	1.6	43%	-0.7%
多元金融	4935.16	0.9%	-3.1%	6.7%	21.9	2.9	16%	-0.5%
电气设备	4755.26	0.7%	-0.4%	0.5%	28.4	5.0	32%	-0.5%
建筑与工程Ⅲ	4399.61	1.8%	-2.2%	7.6%	12.9	2.3	38%	3.5%
零售业	4138.89	0.3%	0.5%	0.7%	23.2	4.5	37%	-1.3%
电力	4047.05	1.4%	3.8%	7.2%	20.7	2.3	20%	-2.6%
建材Ⅲ	3453.74	7.8%	10.2%	25.4%	21.2	4.8	44%	1.9%
家庭耐用消费品	3380.94	4.0%	2.6%	14.0%	19.8	4.2	27%	-1.8%
工程机械	2888.18	2.0%	6.3%	20.1%	16.4	6.6	39%	4.0%
交通基础设施	2887.16	1.8%	-2.4%	7.0%	15.1	2.1	19%	-2.2%
纺织品、服装与奢侈品	2462.88	2.7%	5.3%	8.7%	25.4	3.9	35%	-0.7%
公路与铁路运输	2055.08	1.6%	1.4%	8.6%	14.8	2.7	12%	4.5%
软件与服务	1967.39	-0.2%	-2.1%	-7.5%	36.5	6.0	44%	0.0%
海运Ⅲ	1915.78	1.7%	-2.8%	8.1%	16.6	2.2	9%	-2.1%
航空Ⅲ	1741.94	2.3%	-2.9%	-13.6%	11.5	4.4	13%	-6.9%
电信服务Ⅱ	1377.76	0.1%	-2.7%	5.1%	34.1	1.9	109%	0.0%
公用事业Ⅱ	1341.34	1.3%	-0.7%	4.1%	33.0	4.3	15%	7.3%
航天航空与国防Ⅲ	1271.88	4.1%	2.7%	9.1%	63.9	5.2	17%	2.2%
石油天然气设备与服务	1199.09	1.9%	-5.0%	0.4%	26.2	4.5	33%	-2.0%
消费者服务Ⅱ	1177.62	2.3%	2.7%	8.3%	22.7	4.6	42%	-0.5%

数据来源: wind、中投证券研究所 注: 利润上调/下调趋势=(行业内利润调高家数-行业内利润调低家数)/预测机构家数。

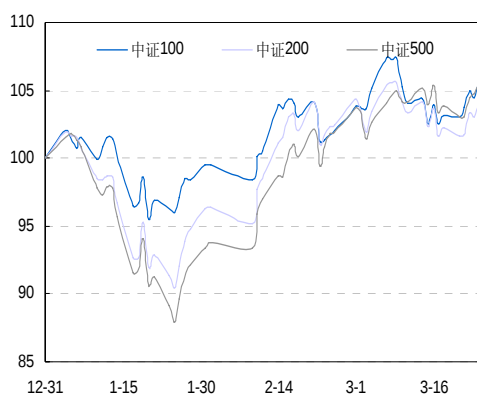
图 7: 恒生 AH 溢价指数



从整个一季度规模指数的表现上看, 中证 100 指数一季度表现更为稳健, 且略微跑赢中证 500 指数 (中证 100 指数涨幅 5.93%, 中证 500 指数涨幅

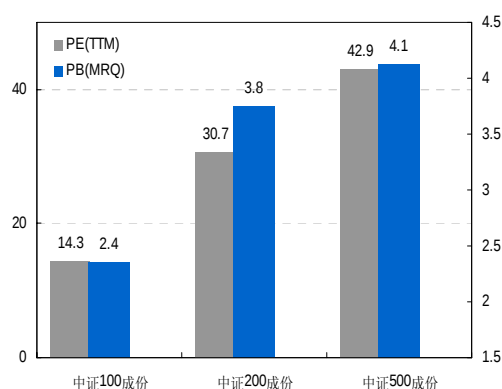
5.58%)，从风格指数的估值上看，大盘股相对估值优势明显，中证100指数的静态PE (ttm) 为 14.3X，PB 为 2.4X。

图 8：一季度风格指数表现



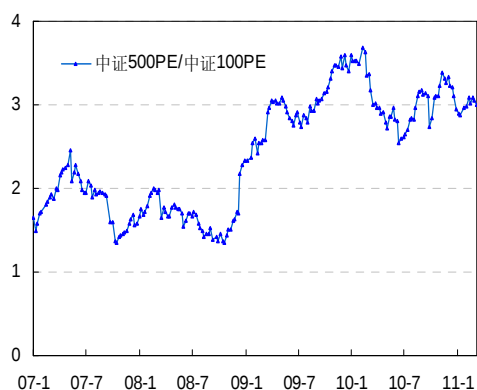
资料来源：wind，中投证券研究所

图 9：风格指数估值状况



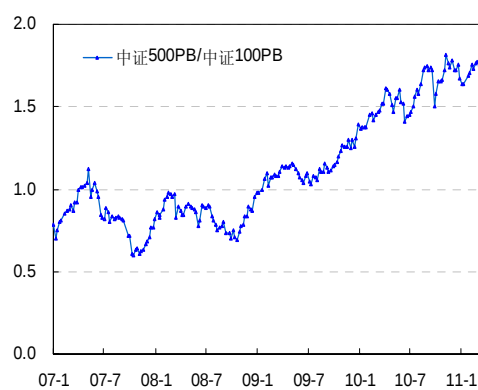
资料来源：wind，中投证券研究所

图 10：小盘股 PE/大盘股 PE



资料来源：wind，中投证券研究所

图 11：小盘股 PB/大盘股 PB

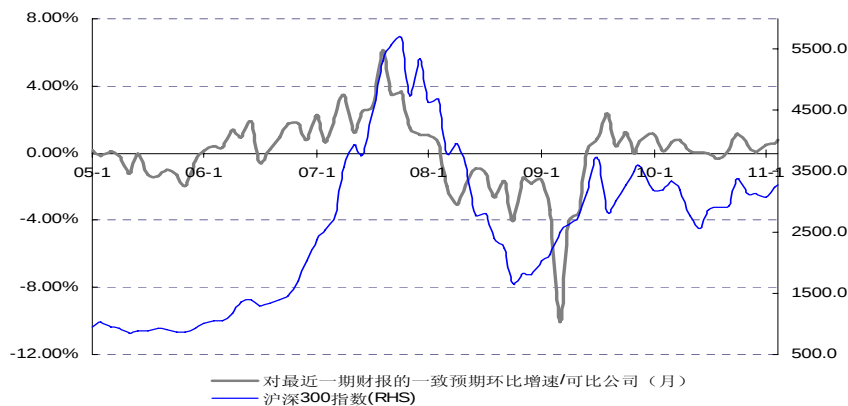


资料来源：wind，中投证券研究所

2、盈利预期相对稳定

一季度市场盈利预期的变化微升，总体平稳。从我们行业研究员自下而上的反馈看，也支持这样的结论。

图 12：市场盈利预期变化微升，总体平稳



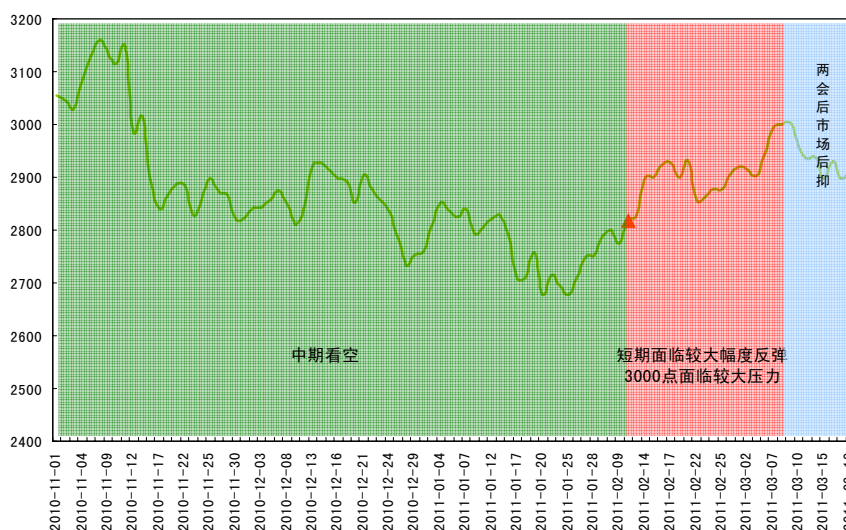
我们维持了 2011 年全年盈利的判断，预计 A 股 2011 年盈利增长为 19%。

二、二季度策略展望

从一季度的行情演绎看，虽然走势与我们年报的预期略有差异，但总体上并未脱离我们看市场的框架；我们盯住通胀预期变化，及时修正市场观点。

我们对市场季初市场恐惧心理、季中市场的投机心理、季末的侥幸心理均有及时的认识。我们认为目前市场选择性的低估了通胀的复杂性，紧缩持久度，经济缓落时间长度。

图 13：一季度我们看待市场的态度

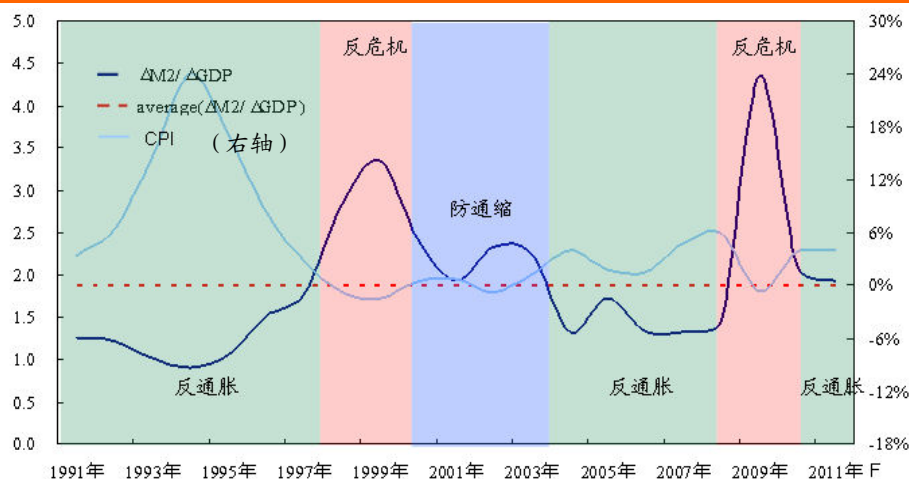


资料来源：wind 资讯，中投证券研究所

2.1 通胀依然严峻

虽然 1 月、2 月的 CPI 扰动了市场预期，我们认为看通胀是否缓解的逻辑仍然没有变，盯住政策紧的节奏和程度。目前通胀依然复杂，有货币因素也有成本因素，均不容忽视，我们沿用我们年报的观点，1、M2 增速在 16%，稳住通胀已是最佳，预计二季度仍将通胀逐级上升（3 月份 CPI 在 5.4%，5、6 将进一步上升至 5.7%与 6.1%）；通胀环比依然不容乐观。2、行政手段对中期通胀管理效果有限。目前的加息频率和幅度看，效果依然有限，对未来通胀控制的速度较为不利，将拉长通胀时间。

图 14：各种通胀环境下的 $\Delta M2 / \Delta GDP$ 变化



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所测算

表 2：2011 年 M2 增速与 $\Delta M2/\Delta GDP$ 的关系

M2 增速	$\Delta M2/\Delta GDP$
16%	1.92 (历史中轴水平)
14%	1.68
12%	1.44
11%	1.32 (2004 年水平)
10%	1.2
8%	0.96

资料来源：wind 资讯，中投证券研究所测算

保
增
长
压
力
增
大

2.2 二季度要重视经济缓落的时间长度

对于市场观察序列，我们的逻辑是，紧缩趋势没出来前，看通胀；紧缩趋势出来后看经济，不仅要看缓落的幅度，还需要看缓落的时间长度。由于目前紧缩的滞后性与渐进性，未来将面临三者高通胀、紧缩持续、经济缓落变化的叠加期，高通胀期拉长、渐进紧缩期拉长、经济渐落的时间拉长，面临较长一段时间的“滞”胀。

不要低估紧缩的时间长度。从加息频率看，目前政府还是谨慎的出台紧缩政策，我们预计政策的犹豫，会导致高通胀时间更长；目前的政策频率即使紧缩到了三季度，若政策边际略松，通胀的复发走高的可能也是很大的。目前从中期趋势上谈紧缩缓解为时尚早。

不要忽视经济缓落的时间长度。本轮通胀治理，政府在时间上滞后，在政策上缓进，降低了经济回落的速度，但拉长了经济缓落的时间。我们认为，经济缓落是政府预期之内，目前看不至于触发政策大幅度的反转；若存在刺激，更多的是去刺激代表转型方向的消费需求。

所以，我们认为未来从态度上仍可以偏空。但考虑到市场存在选择性理解的情绪，从操作策略上可以抓住这种情绪，利用经济渐变的特征，前期可以利用经济稳的结构性机会（市场的侥幸心理）；但需要重视市场敏感时点，关注

一季报（4月中下旬，一方面是兑现利好与利空，另一方面是观察生产资料成本、人力成本上升对企业经营的负面影响），5月份及之后的经济数据。

表 3: 关注市场主要观察点

	关键时点	敏感事件	可能的影响
4 月	4 月中下旬	1、跟进的房地产政策。2、通胀数据公布（预计方向负面）；3、一季报阶段性利空与利好兑现；重点看生产资料、劳动力成本上升对企业盈利的影响（预计方向负面）。	标志性的市场特征，周期龙头水泥面临周期高点，或现滞涨。热点分化，风格可能逐步转变。
5 月	-	4 月的经济数据、通胀数据。关注一线城市郊区楼盘的成交、价格变化。	消费预期若转稳，消费类可能有“修复”。
6 月	-	关注 5 月的投资增速（预计偏负面）。5 月的通胀数据（创出新高，偏负面）、观察消费数据的平稳性。	判断经济下滑的趋势是否形成，中游可能负面。若消费增长的平稳性、政策预期的转好，消费可能有机会。

资料来源：中投证券研究所

1、消费平稳、投资稳中缓落、出口相对乐观

我们宏观研究认为。二、三季度 GDP 环比将明显放缓，前三季 GDP 季调环比折年率分别 10.8%、9.2%与 8.8%。从结构上看，我们预计未来消费预期将从不太好不坏；投资正面预期目前体现的比较充分，投资缓落的趋势正在形成。出口受益于欧美良好的经济态势，可结构性的乐观。

表 4: 各项经济数据预期

		2010 年				2011 年					
	%	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F	2010F	2011F
实际 GDP		11.9	10.3	9.6	9.8	9.6	9.3	9.5	9.4	10.3	9.4
工业增加值		19.6	16	13.5	13.3	14	13	14	14	15.7	13.7
社会消费品零售		18	18.5	18.3	18.8	17	17.5	18	18.5	18.4	17.7
城镇固定资产投资*		26.4	25.5	24	24.5	24	22	20	20	24.5	20
出口		30.3	41	32	25.2	19	20	18	25	31.3	21.4
进口		65.4	44	25	29.6	25.1	15	18	10	38.7	17
CPI		2.2	2.9	3.4	4.7	5.1	5.6	4.6	3.4	3.3	4.7
PPI		5.2	6.8	4.5	5.7	7.1	8	6	4.5	5.5	3.4
M2*		22.5	18.5	18.8	19.7	17	16	15	15.5	19.7	15.5
人民币贷款增速*		21.8	18.2	18.4	19.9	17.6	16.3	14.9	14.6	19.9	14.6
1 年期存款利率*		2.25	2.25	2.25	2.75	3	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
1 年期贷款利率*		5.31	5.31	5.31	5.81	6.06	6.31	6.56	6.56	6.56	6.56
存款准备金率*		16.5	17	17	19	20	21	21	21	19	21
人民币对美元汇率*		6.83	6.79	6.70	6.60	6.56	6.50	6.45	6.43	6.62	6.43

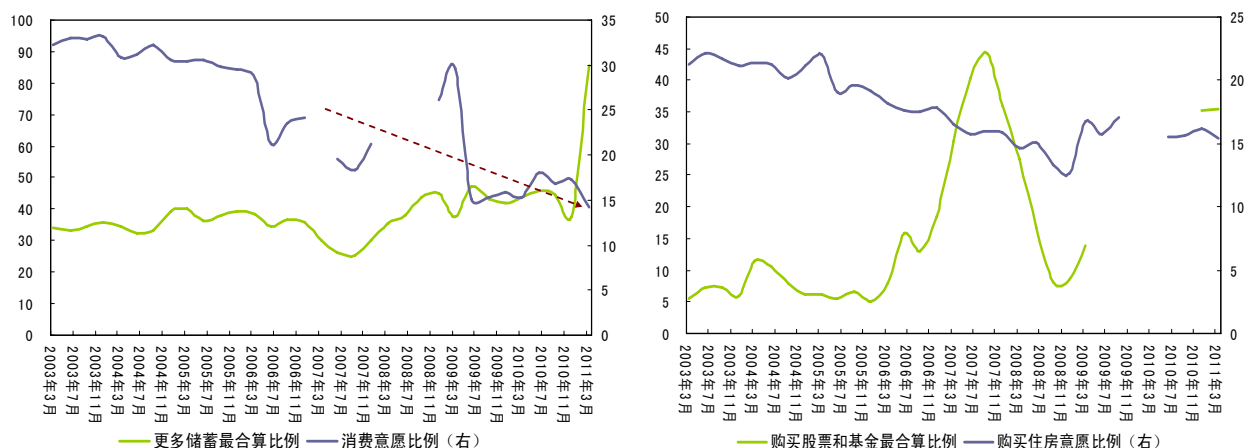
资料来源：中投证券研究所

2、消费关注消费者预期的变化

居民资产配置更倾向于储蓄。根据 3 月份公布的一季度储户问卷调查数据，从收入（资产）配置意愿看，目前居民储蓄意愿与消费意愿之间出现了明显的

替代现象，储蓄意愿出现大幅度的跃升创出历史高点，消费意愿创出历史低点；对股票和基金配置意愿相比于上个季度维持在相对高位，但边际变化不大，从配置意愿扩张看对市场影响为中性；购房意愿面对极其严厉的房地产调控政策仅略有下滑，这与近期政策贯彻执行低于预期有关系，也与购房的刚性需求有关。

图 15：居民资产配置更倾向于储蓄



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所

从历史储蓄意愿、证券投资意愿、消费意愿、购房意愿之间的关系看，呈现负相关；我们认为储蓄意愿是一种被动的最后选择，代表了短期证券投资意愿不强、短期购房意愿下降的反面。

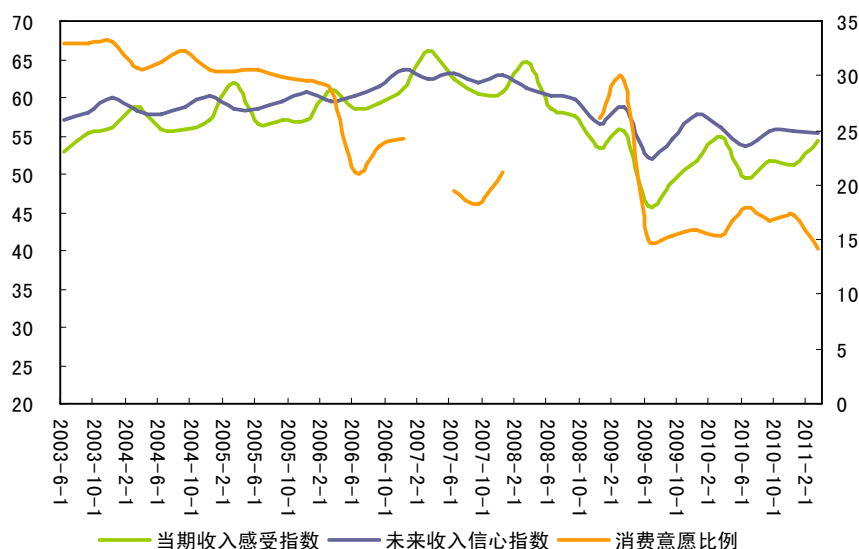
表 5：资产配置意愿的相关性矩阵

	储蓄意愿	证券投资意愿	消费意愿	购房意愿
储蓄意愿	1.00	-0.64	-0.36	-0.26
证券投资意愿	-0.64	1.00	-0.88	-0.54
消费意愿	-0.36	-0.88	1.00	0.79
购房意愿	-0.26	-0.54	0.79	1.00

数据来源：wind 资讯、中投证券研究所整理

储蓄代表了居民财富在时间上支配的意愿。未来收入信心指数在相对低位走平，表明从中期看居民将维持平稳的消费支出。一方面高通胀背景下未来收入增长的信心不足有关系；另一方面，政策力度依然偏弱（比如个税调整的幅度偏小，各项补贴优惠政策取消等），可能对民众消费信心有负面影响。微观层面的预期变化可能会持续影响到今年的消费预期，虽然可能要比我们年度预期值 20% 的增长率要低，但增长预计仍然平稳。在高通胀、经济渐缓的背景下，居民消费意愿再度呈现扩张式的上升，在经济稳中有落的预期下，需要进一步超预期消费政策刺激。

图 16：未来收入信心走平



资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所

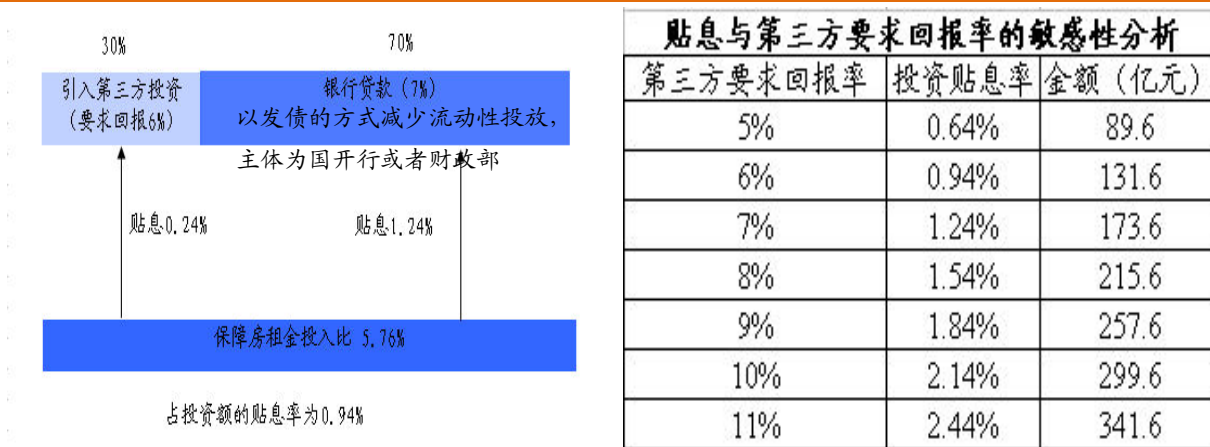
3、投资关注开发商预期的变化

关注房地产开发商的预期变化, 关键看一线城市郊区的价格变化。房地产价格可以认为是“通胀”的龙头股, 从资金面看, 是代表着通胀的方向; 从预期层面看, 代表经济的方向。当地产开发商资金面开始有从紧预期, 开发商首先是降低的拿地数量; 若资金面出现过紧的判断, 就会看到普遍的降价促销, 而背后也意味着开工项目预期也将明显降低, 放缓开发速度以降低资金压力。

从供需层面看, 资金面的压力首先会在一线城市的郊区、二三线城市反映。但考虑到地产调控政策呈现一线严, 二三线松的格局, 首先价格反映最先为一线城市的郊区的房价。后续需要跟踪观察一线城市郊区的房价、销量变化。郊区房价成交不及预期, 将调低开工预期; 若价格再出现普遍的折价促销, 将更加恶化新开工预期。

从保障房的建设的资金来源来看, 主要可能以发债、贴息的方式实现。我们认为今年完成任务的可能性还是比较大的, 对延缓投资增速放缓的速度有重要的作用, 但无法改变投资增速放缓的趋势与时间长度。

图 17: 贴息方式建设 1000 万套保障房



资料来源: 中投证券研究所整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

4、美国消费乐观支撑乐观出口预期

鉴于日本“核危机”被安全解决，日本大地震对全球经济影响可忽略不计。在经历短暂波动后，全球经济仍将按照原有轨道高速复苏。

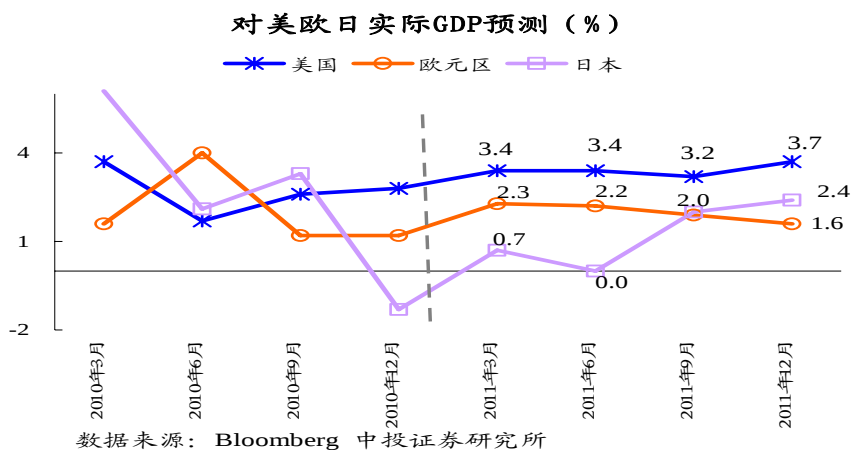
美国经济二次复苏：虽然美国政府的刺激政策消退，但由于就业的复苏，消费的增长将更可持续，受此影响美国企业投资也将保持高速增长。今年美国商业地产将随着经济活动的复苏而增长并带动建筑业复苏。

总体看，我们预计今年美国实际 GDP 将增长 3.2%，各个季度分布比较平均。欧洲经济温和复苏：受益于海外需求的复苏，2011 年欧洲出口将保持强劲，并带动经济温和增长，另外消费和企业投资复苏有望加快，预计全年经济增长 2%。

欧洲经济温和复苏：受益于海外需求的复苏，2011 年欧洲出口将保持强劲，并带动经济温和增长，另外消费和企业投资复苏有望加快，预计全年经济增长 2%。

日本受地震拖累低速增长：地震打击了日本能源系统，预计 2 季度日本经济将短暂衰退，下半年随着电力和运输网络的回复以及灾后重建的展开，日本经济将温和反弹。

图 18：美欧日的实际 GDP 增速预测



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所

2.3 预计二季度行情中枢震荡

由于对资金成本的预期、市场盈利预期均维持了年报的判断，我们维持了年报中市场价值位在上证指数 2900 点的判断。

由于我们年度报告中预期的市场走势的参照 2010 年政策力度假设及市场反应判断的，目前来具有较大差异，详见表 16。经济呈现稳落的形态，我们预计整体市场调整的幅度要比我们的预期小，可能呈现围绕价值中枢震荡的形态。

从形态上看，4 月中上旬权重银行受到季报超预期刺激，地产受到政策低

于预期刺激（但政策博弈仍存反复），大宗商品在日本核危机解除、利比亚危机升级后短期仍有支撑，市场相对仍稳。但到4月伴随着以下因素的变化，支撑可能逐步弱化：1、可能有跟进的房地产政策。2、通胀数据公布（预计方向负面）；3、一季报阶段性利空与利好兑现；重点看生产资料、劳动力成本上升对企业盈利的影响（预计方向负面）。4、经济落的预期增强。

我们认为，二季度上证3000点上方仍是压力位，是适合减持的位置；上证指数2700点-2800点是支撑位。

表6：经济预期与市场反应模式的差异，预计行情与2010年中期具有巨大的差异

	2010年6月	目前
经济预期	预期二次探底	经济稳中趋缓
通胀预期	通胀平稳且较低	通胀压力仍然存在，但不会失控；前提是紧缩持续，
政策	政策V形反转	温和的紧缩政策持续
市场估值	与价值中枢负偏离20%	价值中枢附近
市场反应模式	恐慌	情绪相对平稳，仍愿意参与结构性机会

资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

三、行业配置

考虑到二季度市场仍以震荡为主，而且伴随季中经济回落趋势的确认，市场可能走低；我们建议淡化Beta配置，关注Alpha配置。从目前来看，四个方面可能产生二季度的正Alpha，1、低估值板块。2、高景气度可持续的行业。3、稳定增长的行业。4、区域主题性阶段性的表现。

鉴于我们预计4月中下旬权重驱动因素趋弱、经济落的预期增强的分水岭，我们以此为分水岭，按时间分成三部分考虑配置；具体配置如下，供参考。

表7：配置建议

类型	板块	4月中上旬	4月中下旬	5月及之后
低估值板块	银行、地产	参与，地产注意政策的反复性	观望	关注地产政策博弈
高景气度可持续的行业	水泥、化工中的聚氨酯、玻纤、涂料、丙烯；煤炭，特高压电力电网设备。		参与	参与
稳定增长的行业	医疗保健、白酒、乳品、小家电、空调		观望	一季报后可观察，或可逐步参与
区域主题配置	西安、西藏和新疆的区域投资			注重阶段性

资料来源：中投证券研究所整理

3.1 低估值板块，主要看银行、地产。

目前 PEG 与行业估值历史比较看，相对具有优势的行业是银行、房地产。在经济缓落的背景下，我们建议重点关注负面预期消化较为充分的银行和地产。

银行在监管政策不确定性日渐减小、融资平台贷款风险余额基本得到控制的背景下，主要博取一季报赢利超预期的 Alpha。

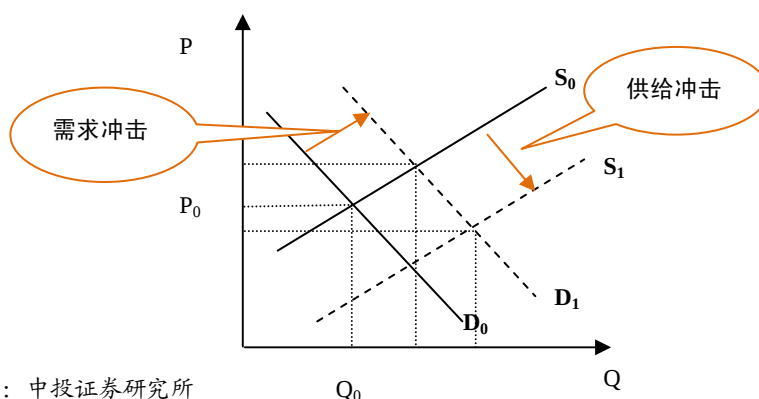
地产主要看政策博弈产生的正 Alpha。我们认为地产估值目前处于中长期的底部，而且一旦有机会，弹性较大；在政策、紧缩趋势未结束之前仍以震荡为主，二季度政策博弈的机会仍可能存在。**1、地产调控未到最严。**房地产从中央层面的调控政策来看，我们认为是到位的；近期消息称 40 地房价控制目标未提降房价，从地方层面的政策看，确是大打折扣。所以，看房地产政策是否是最严的时候，应当首先看效果，效果不行其次看执行，再次是看政策内容。目前至少在执行层面和效果层面都未达到可以判定为最严的时候。**2、我们认为近期保障房建设利好融资放松是市场选择性的理解。**放松仅是概念，保障房建设相关融资已经在年初纳入央行的 M2 的调控目标中，不存在额外的信贷投放。基于政治表现的保障房建设，符合开发商的长期利益，但短期利益有限。若占用企业资金参与建设，由于利润微薄、本金回收周期极长，将降低企业资金利用率。**3、注意政策博弈的反复性。**

3.2 关注困境“反转”：高景气度的行业，主要在中上游

水泥、钢铁、化工等大宗品的关键因素是供需关系，从产能的周期性看，前一轮快速扩张使上述大部分领域陷入产能过剩的困境，经过 09-10 年国家淘汰落后产能和节能限产政策的实施，有的行业去产能化已经取得明显进展，有的在近年甚至将出现供需缺口。但因缺乏权威数据，投资者难以准确把握上述行业的产能情况，为了解决这一问题我们提出了“量价倒推法”来寻找市场大致出清的点，然后以这一时点作为新一轮产能周期的起点来看这些行业现在及未来一年的供需状况。

用量价组合来倒推供需关系的理论基础是经济学中经典的均衡价格决定模型。供给冲击带来的是量升价跌，而需求冲击带来的则是量价齐升。通过量价表现就可以倒推历史时点上供需情况到底如何，从而绕过难以准确衡量的历史产能数据。

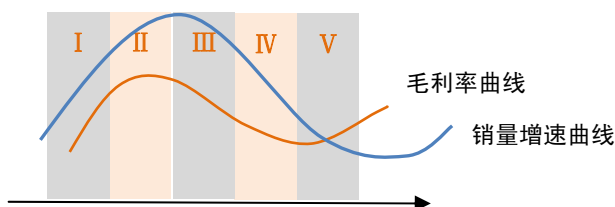
图 19: 均衡价格模型



资料来源：中投证券研究所

产能周期一般经历 5 个阶段：产能扩张>供给释放>产能过剩>去产能>闲置产能出清，在此过程中因为造成供需关系变化的决定因素不同，量价表现是不同的。产能扩张阶段，供不应求，需求是决定因素，因此表现为量价齐升，企业毛利率上升；随着新产能陆续释放，供需缺口变小，表现为量大幅上升，而价格提升和毛利率增长变平滑；若新增产能严重超过需求则出现产能过剩的情况，此时在供给冲击下毛利出现拐点，大幅下滑；去产能阶段，企业通过主动降价、减少供给去除过剩产能，表现为量价齐跌；在去产能的后半段，闲置产能经过一段时间的消化后，供需关系得到改善，企业盈利企稳回升，但是量仍然下降。我们要寻找的是市场大致出清的点，这要通过事后观察才能发现，在出清点之后会出现的是价和量的大幅回升。

图 20: 产能周期 5 阶段



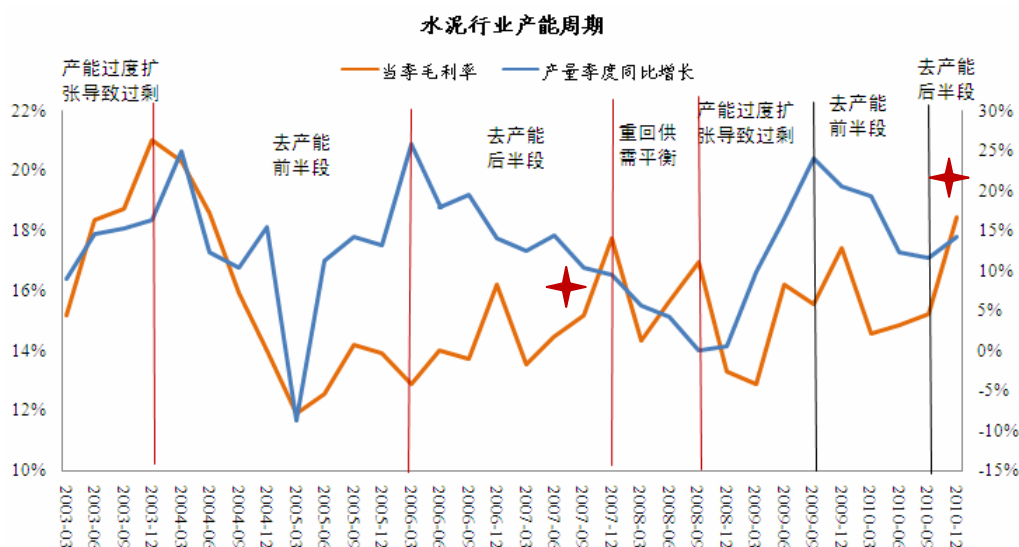
资料来源：中投证券研究所

通过分析可以发现，水泥、化工中的聚氨酯、玻纤、涂料、丙烯等领域在 2011-12 年产能过剩困境将出现反转，而钢铁虽然未来 2 年新增产能有限，但是去产能压力仍较大，处于去产能的前半段。

1、水泥：困境反转，2012 年将出现供不应求的局面

03-08 年是一个完整的水泥行业产能周期，目前水泥处于去产能的后半段。

图 21: 目前水泥处于去产能后半段



资料来源：中投证券研究所

图 22: 水泥价格走势



资料来源：中投证券研究所

（1）产能过度扩张阶段带来过剩（03年）

在产能周期的起点，供需处于紧平衡状态，供需平衡或供不应求。在外部因素的刺激下，企业盈利有所改善，此时企业扩产的动力被激发出来，产量快速扩张，毛利率因价格的上升而同步上升。作为中游原材料行业，这一过程会被循环放大，因此产能扩张的程度到后期会逐步超过需求的增速，此时毛利率的增长放缓。

03年产量和毛利同步快速上升，04年随着供给的释放毛利率开始有所回落，出现产能过剩端倪。

（2）产能严重过剩阶段（04-06年1季度）

随着第一阶段新增产能的投产，供大于需利润受损的形势变得严峻，企业只能通过降价来降低库存，此时可以看到销量增速仍保持在较高水平，但是毛利率大幅下滑。

（3）去产能取得一定成效阶段（06年2季度-07年底）

随着新增产能连续几年负增长或低增长，过剩的产能被强制淘汰或自然消

耗，产能过剩的情况得到明显缓解，此时价格将出现小幅回升，毛利率开始稳步回升。

(4) 重回供需平衡点 (2008 年上半年)

去产能末期，企业盈利状况大幅度改善，这时如果企业感受到产能不足就会有扩产能的意愿，因此这一阶段最明显的是新增生产线开始增加，销量触底或开始反弹，但因新增生产线短时间内不能达产，使得价格出现较为强劲的上涨，毛利率有所回升。我们认为 2008 年上半年是水泥产能周期重回供需基本平衡的时点，因为 (1) 价格在 2008 年 2 季度出现大幅上涨并超过前一轮周期高点，此前价格在低位维持了 4 年之久；(2) 2008 年新增产能较上年出现大幅反弹。

水泥行业已经处于去产能后半段，去年 4 季度至今相当于上一周期的 2007 年底 (价格小幅上涨)，今年下半年接近 2008 年上半年 (价格大幅上行)。

以 2008 年为起点，我们详细的统计了新开工产能，可以看到拉闸限电和大力度淘汰落后产能 (淘汰 1.07 亿吨) 使供需状况在 2010 年大幅改善，过剩产能相对周期最高点大幅减少，与 2007 年水平接近，水泥价格去年 4 季度在盘整 1 年多后出现大幅上涨与 2007 年也一致。

表 8: 新一轮产能周期水泥供需增长

(万吨)	2008	2009	2010	2011E	2012E
新增产能	19735	20754	14692	5170	4007
总产能	154765 (14.62%)	175519 (13.41%)	190211 (8.37%)	195381 (2.72%)	199388 (2.05%)
总需求	138285 (2.41%)	163725 (18.40%)	186390 (13.84%)	198390 (6.44%)	207390 4.54%
过剩产能	16480	11794	3821	-3009	-8002

资料来源：数字水泥，中投证券研究所

2011-12 年水泥价格上涨动力仍然强劲

需求增长: 2011 年房地产投资和交通基础设施投资会下滑，但保障性住房、农村农田水利、高铁等大型基建项目会拉动水泥需求，保守估计 2011 年水泥需求增长 6.44%，12 年下降至 4.5% 左右。

供给增长: 我们详细统计了 2009 年 6 月至 2010 年 12 月间新开工生产线，按照 12-18 个月建设周期，且假设今年讨来落后产能 7000 万吨，那么 11 年新增产能约为 1.2 亿。

那么 2011 年将会出现 3000 万吨的供需缺口。

统计今年以来新开工生产线的情况发现，2011 年 1 季度新开工产能仅为 10 年 1 季度的 27% 左右，可见在限产政策下新增产能在 2012 年将进一步减少，即使假设 12 年淘汰产能为 0，2012 年新增产能将降至 4000 万吨左右，那么 2012 年供不应求的缺口将进一步扩大至 8002 万吨。供需缺口出现加上行业集中度提高，企业协同定价能力增强都将带来水泥价格在未来 2 年有强劲的上涨动力。

2、部分化工子行业 (玻纤、聚氨酯、涂料、丙烯): 困境反转

通过自上而下筛选并结合中投化工行业研究员观点，这些子行业 2011 年供需关系明显改善，并将在未来可能出现供需缺口的细分领域有玻纤、聚氨

酯、涂料、丙烯。

虽然化工子行业众多，但大部分都经历了相同的产能周期演进：在“十五”期间都出现过产能的大幅扩张，随后的去产能过程持续至 2008 年左右，07 年底-08 年之间出现价格的明显上涨，我们将其定义为过剩产能基本出清的时点。新的周期开始于 2008 年，08-09 年产能再次扩张，10-11 年进入去产能阶段。

我们主要以玻纤行业为代表进行阐述。

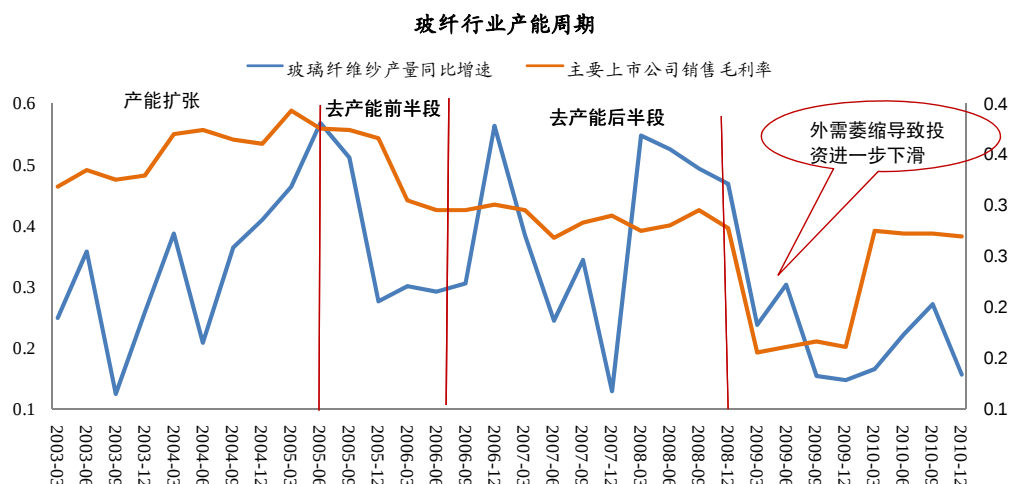
2008 年玻纤价格出现的上涨说明供需矛盾已经明显好转，加上 08-09 年因经济危机的影响外部需求大幅下滑，而玻纤行业出口占比达高 50%，导致国内企业投资新产能的意愿在这一阶段进一步下滑，因此玻纤行业过剩产能消化更为彻底。

表 9：新一轮产能周期 MDI 供需增长

	2008	2009	2010	2011E	2012E
国内产能(万吨)	79 57%	114 47%	114 28%	144 0%	144 0%
产量(万吨)	48 50%	80 67%	93 16%	123 22%	140 11%
进口量(万吨)	39	38	44	42	42
出口量(万吨)	8	17	22	26	28
表观消费量(万吨)	79 10%	101 28%	130 29%	152 17%	177 17%
产能利用率	61%	70%	82%	85%	97%
纯 MDI 均价(万元/吨)	2.3	1.7	1.8	1.9	2
聚合 MDI 均价(万元/吨)	2.1	1.5	1.7	1.8	1.9

资料来源：中投证券研究所

图 23：玻纤行业过剩产能消化较为彻底



资料来源：WIND，中投证券研究所

需求复苏快：当前外需复苏较好，加上内需在 11 年仍将保持 20%左右增

长，预计 2011 年总需求增长 11%。

供给弹性小：由于 09、10 年行业新增额大幅减少，而新增产能一般需要 12-18 个月才能投产，因此未来两年供给增长有限。中国玻纤网预计 2011 年产能将增长 6.55%与去年基本持平。

所以，玻纤行业 2011 年供需接近平衡，2012 年可能供不应求，行业景气度出现反转。

表 10: 新一轮产能周期玻纤供需增长

(万吨)	2008	2009	2010	2011E	2012E
国内	110	132	158	190	228
国外	270	216	276	296	317
需求合计	380	348	435	486	545
供给合计	420	430	458	488	520
供需缺口	40	92	23	2	-25

资料来源：中国玻纤网，中投证券研究所

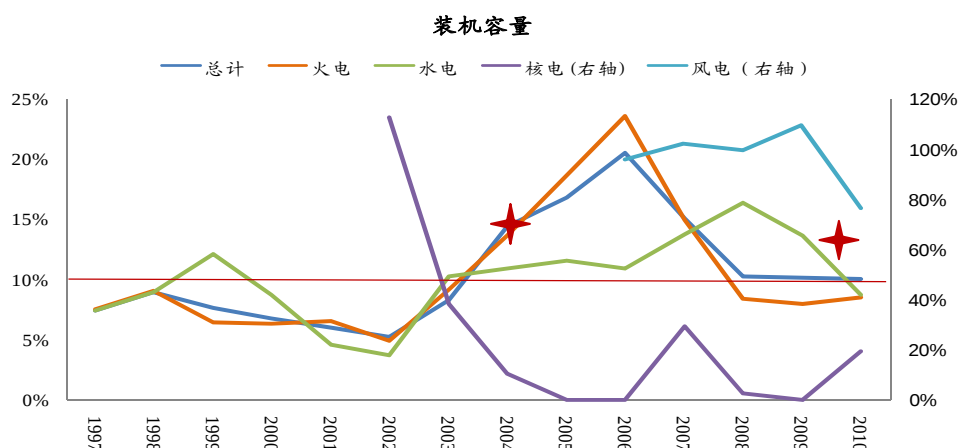
3、煤电

根据中电联 3 月底的数据，2011 年，我国经济将继续保持平稳较快增长，电力需求继续增加，预计今年全国全社会用电量达到 4.7 万亿千瓦时左右，同比增长 12%左右，增速较 2010 年有所回落。但局部地区、局部时段仍将出现电煤供应紧张情况，煤价预计仍将维持高位运行。

另外，我们海外宏观认为，生产性大宗商品在日本核危机解决、以及利比亚危机升级后将会经历一个月的报复性上涨，WTI 原油可能冲击 110\$/桶。短期对煤炭仍具有支撑，可以继续关注。

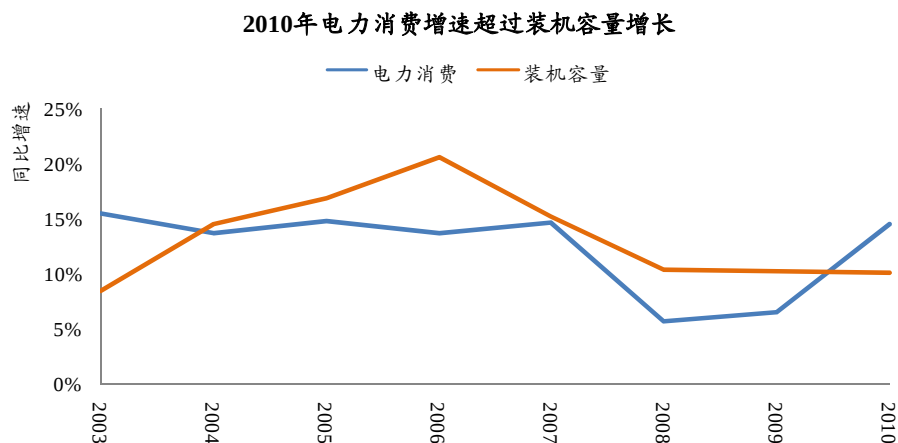
2010 年起电力消费速度超过装机容量增长，主要原因是绿色电力的增长显著慢于传统电力的萎缩。占发电量 80%以上的火电自 2006 年以来装机容量增速大幅下降，近 3 年均维持在 8%左右的水平，低于整体的 10%；且占比 12%的水电增速自 2008 年起也出现明显下滑，2010 年将至 10%以下，风电和核电虽然增速较高，但占比太小。预计特高压电力电网设备领域景气度将提升，建议关注。

图 24: 电力装机容量增长情况



资料来源：中投证券研究所

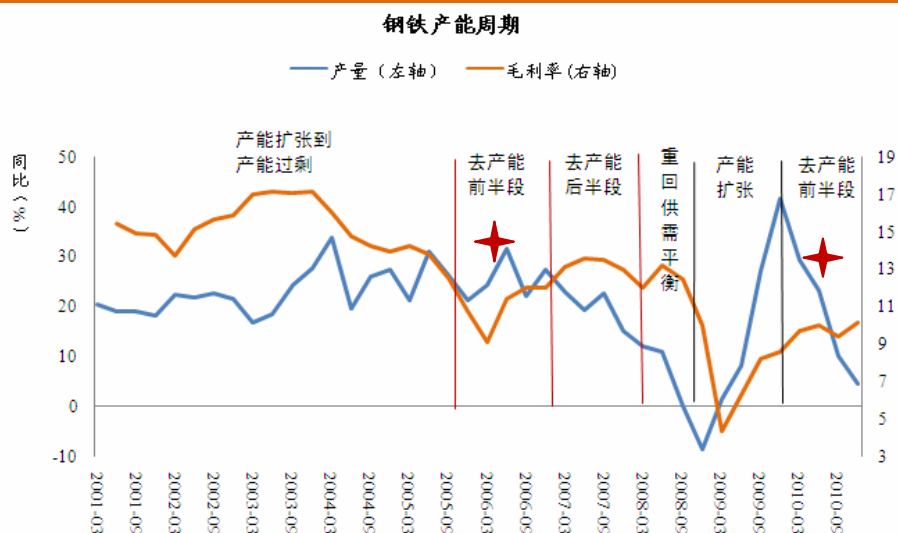
图 25: 电力消费增速超过装机容量



资料来源: 中投证券研究所

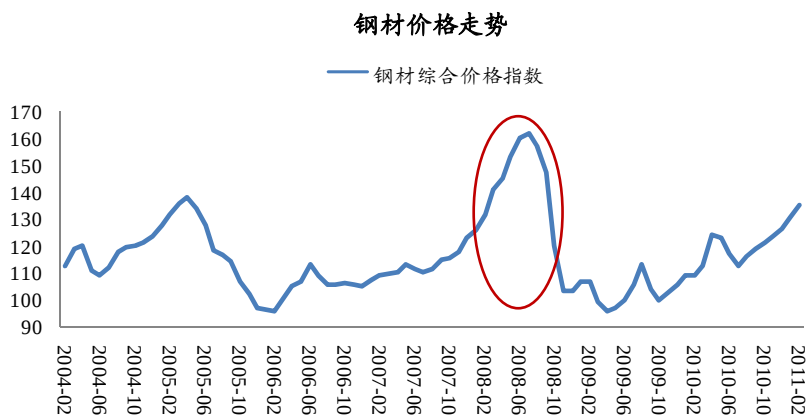
4、钢铁: 困境修复, 去产能任务依然艰巨

图 26: 目前钢铁处于去产能前半段



资料来源: 中投证券研究所

图 27: 钢材的价格走势



资料来源: 中投证券研究所

“十五”期间是我国钢铁行业投资的高峰时期，钢铁行业固定资产投资总额是“九五”期间的 3.3 倍，而“十一五”则迈入艰难的去产能阶段，2006 年发改委加大调控力度，要求“十一五”期间淘汰 1 亿吨落后炼铁产能和 5500 万吨落后炼钢产能。

钢铁与水泥行业的产能周期基本同步，2007 年底至 2008 年初行业产能过剩情况得到大幅缓解，钢材价格出现大幅反弹，因此也将这一时点作为新周期的起点。

与水泥不同的是，钢铁行业至今仍处于去产能的前半段。中投钢铁行业研究员预测 2010 年过剩产能虽有所下降，但相比 2009 年降幅不到 20%，2011 年仍有 8500 万吨过剩产能，而且 2012 年新增产能还可能反弹，去产能力度明显弱于水泥行业。这主要是因为（1）水泥不能长时间保存，库存低；（2）水泥出口少，因此受外需波动影响小；（3）水泥行业限产政策执行情况好于钢铁，因为炼钢生产线关停后重启成本大大高于水泥，因此关停的阻力大。

表 11：新一轮产能周期水泥供需增长

(万吨)	2009	2010E	2011E	2012E
总产能预测	70000	72500	74500	77500
新增产能预计	4000	2500	2000	3000
总产量预测	56793	62000	66000	70000
过剩产能	13207	10500	8500	7500

资料来源：中投证券研究所

3.3 消费从不太好到不太坏：重视稳定增长的行业

鉴于对消费的预期二季度可能从不太好转向不太坏，伴随经济缓落的趋势出现代表转型方向的消费政策刺激预期也会上升，二季度可能存在机会；一季报兑现利空后，5 月份及以后可以重点观察。

配置可以重点参照我们在年报中指出的中长期消费重点配置的领域，从城市（享受型）与农村（舒适型）两条线寻找标的。重点可跟踪医疗保健、白酒、乳品、小家电、空调。

表 12：享受型消费行业综合评价

细分行业	综合评级	综合打分 /100	成长空间	定价能力	资本密集度	周转速度	现金产生能力
			渗透率差距 (排名 15:1)	销售毛利率 (排名 15:1)	固定资产/总资产 (排名 15:1)	总资产周转率 (排名 15:1)	经营活动产生的现金流量 净额 / 营业收入 (排名 15:1)
医疗保健	★★★★★	71	15	11	7	7	9
白酒	★★★★★	68	10	12	11	5	13
家用纺织品	★★★★★	61	12	7	2	14	8
电子消费品	★★★★★	60	4	10	15	11	10
电影	★★★★★	60	14	8	8	6	4
百货商店	★★★★★	59	13	4	4	13	6
葡萄酒	★★★★★	58	11	9	12	2	7
酒店	★★★★★	56	7	15	6	1	14

专营零售	★★★★	54	9	1	14	15	1
餐饮	★★★★	53	5	14	5	8	11
汽车	★★★★	45	6	2	10	10	5
家庭装饰品	★★	41	8	5	9	4	3
景点	★★	40	2	13	1	3	15
休闲用品	★★	40	3	3	13	12	2
摄影用品	★★	36	1	6	3	9	12

资料来源：中投证券研究所

说明：成长空间指标权重 1/3，其余指标各占 1/6；

65 及以上为五星级、55-65 为四星级、45-55 为三星级、44 以下为二星级

财务指标为 2005-2009 年均值

电子消费品指个人计算机、智能手机、互联网等

表 13：舒适型消费行业综合评价

细分行业	综合评级	综合得分 /100	成长空间	定价能力	资本密集度	周转速度	现金产生能力
			渗透率差距 (排名 8:1)	销售毛利率 (排名 8:1)	固定资产/总资 产(排名 8:1)	总资产周转率 (排名 8:1)	经营活动产生的现金 流量净额 / 营业收入 (排名 8:1)
乳品	★★★★★	77	8	6	2	6	7
小家电	★★★★★	73	6	4	6	7	6
空调	★★★★★	71	7	3	7	5	5
洗衣机	★★★★★	63	4	7	8	3	4
啤酒	★★★★★	58	5	8	1	1	8
肉制品	★★★★	44	3	1	3	8	3
冰箱	★★	33	2	2	4	4	2
家庭与个人用品	★★	31	1	5	5	2	1

资料来源：中投证券研究所

说明：成长空间指标权重 1/3，其余指标各占 1/6；

65 及以上为五星级、55-65 为四星级、45-55 为三星级、40 以下为二星级；

财务指标为 2005-2009 年均值

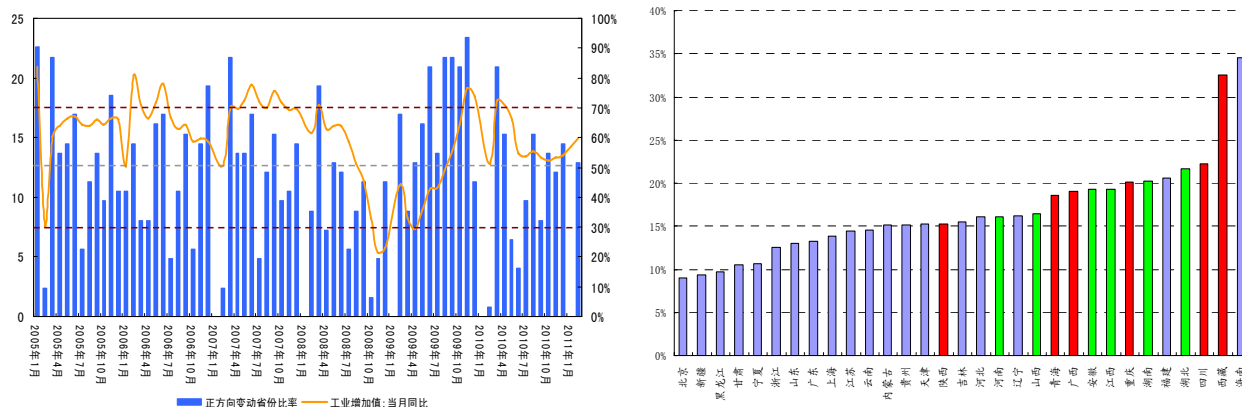
3.4 区域主题配置。

1、经济增长注重区域性。

从公布的 2 月工业增加值同比值来看，虽然出现温和回升，上升至 14.9%，但从正方向变动的省份数量比率依然平稳，预计总体趋势温和；但变化的结构性值得关注，中西部省份增速较快，部分中西部省份增速较快，且正向变化省份较多。

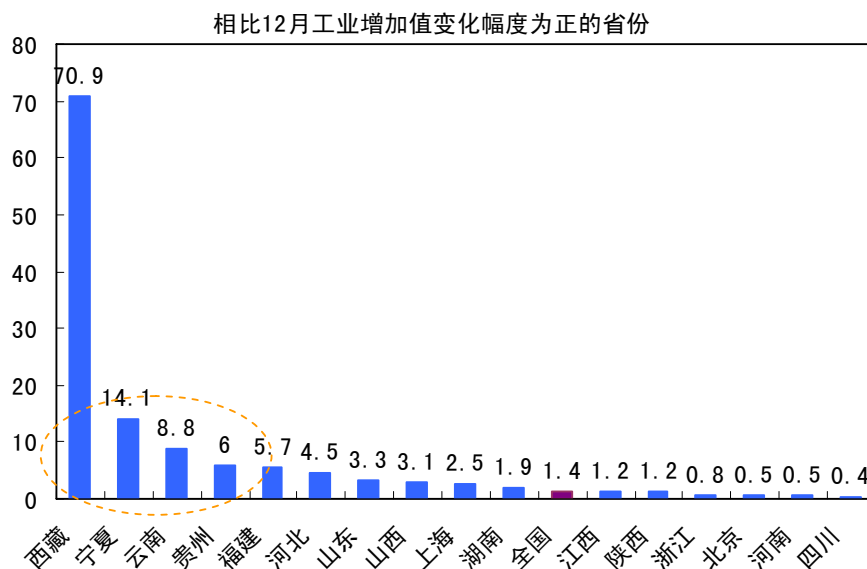
图 28：工业增加值当月同比与正向变动的省份

图 29：1-2 月累计工业增加值增速



资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所

图 30: 正向变化较大的省份中西部偏多



资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所

近年来, 西部地区第一产业增速降幅逐年快于东部地区, 中西部地区第一产业占 GDP 的比重依然显著高于东部地区; 中西部地区第二产业增速显著高于东部地区, 中西部地区第二产业占 GDP 的比重与东部地区第二产业占 GDP 的比重已经趋近; 中西部地区第三产业增速显著高于东部地区, 但中西部地区第三产业占 GDP 的比重显著低于东部地区比重。从产业结构看, 优先关注西部的第二、第三产业的发展。

2、重点关注西安、西藏和新疆的区域投资主题机会

基于以上对于市场和经济增长结构的基本判断, 我们认为区域投资可能是二季度相对确定的投资方向。我们建议**重点关注西安、西藏和新疆的区域投资主题机会**。同时也要密切注意陕甘宁振兴规划、内蒙区域规划、云南桥头堡规划、环首都经济圈规划等其他区域规划的进展情况。

西安世界园艺博览会投资主题: 西安园博会将于 4 月 28 日至 10 月 22 日

在西安市举行，会期 178 天，总投资 20 亿元，将有 100 多个国内外城市和机构参展，参观人数预计 1200 万人次。西安园博会主题投资概念已经并将持续带来大半年的投机机会。我们对比了昆明和沈阳园博会期间所属地区行业及个股的表现，发现部分行业和个股在园博会期间呈现多次的波段行情。结合西安园博会获批前后的板块、行业及个股表现，我们预计西安园博会举办前期和举办期间陕西省板块将会表现出活跃行情，表现较好的行业可能是旅游、餐饮和商贸零售行业。板块和行业的行情表现也可能会呈现多个波段性表现的特征。受益最为显著的个股可能是：**西安旅游、西安饮食、易食股份、开元控股、西安民生**。

西藏和平解放 60 周年主题：2011 年 5 月 21 日是西藏和平解放 60 周年纪念日，西藏自治区政府拟举行一系列庆祝活动。同时，2011 年也是西藏自治区政府“十二五”规划元年，西藏发展迎来新的历史机遇。西藏主题投资概念已经开始并将持续带来主题性的投资机会。以往五次西藏工作会议之后，西藏经济和产业都取得了巨大的进步，此次大庆期间可能会强化落实中央关于对口支援西藏政策延长到 2020 年的目标。西藏主题投资应该围绕西藏“十二五”规划重点发展方向来展开，看好西藏地区旅游行业、基建领域、矿产开发利用、藏药开发利用领域以及收入逐步改善带动的食品饮料消费领域的投资机会。**重点看好旅游行业的西藏旅游、基础设施建设领域的西藏天路、有色金属领域的西藏矿业、医药行业的西藏药业和奇正藏药以及食品饮料领域的西藏发展。**

新疆区域发展主题：新疆工作会议以来，新疆地区的主题投资机会已经有多次反复表现。新疆以其特殊的政治和地缘优势而具备了持续发展的潜力，新疆主题投资在未来将会继续活跃。在十二五时期，新疆在基础设施建设、能源开发、现代农业、观光旅游等领域将会得到长足发展，在项目规划、对口支援建设等方面将会有更多细化的内容，其中也蕴藏着长久的投资机会。**我们重点关注基建领域的新疆城建、天山股份，能源领域的特别电工和金风科技，金属和非金属领域的八一钢铁、新疆众和。**

附录

表 14：中投证券二季度配置建议与重点公司推荐

行业	研究员	主要观点	行业盈利预测		看好的上市公司
			盈利增速	预期变动方向	
建材	李凡、王海青、王钦	从去年 4 季度到今年 1 季度是东部水泥盈利周期的高点	20%	宏观调控措施显现，需求下滑超出预期	天山，北新建材
旅游	曾光	维持板块“看好”评级。历史上二季度偏向于跑输大盘，一季度偏向于跑赢大盘。但今年 1 季度板块跑输大盘，且目前旅游板块整体动态 PE 仅 33 倍，低于历史平均 40 倍的估值。	30%	1、消费升级带来的国内旅游需求超预期；2、区域振兴政策内容超预期；3、资产整合或者再融资加快带来的业绩释放超预期	中国国旅，峨眉山 A，宋城股份、首旅股份
医药	周锐	看好	28%	负面预期初步体现，1 季度业绩明确增长方向	爱尔眼科、尚荣医疗、华海药业、天康生物
建筑工程	罗泽兵	低估值、稳健增长的细分板块是行业配置的首选。目前建筑板块内我们着重看好西部铁路基建、海外工程等成长性与估值优势兼备的细分领域	25%	未来一旦国内货币政策收紧趋势缓解及海外局势趋稳，行业需求将显著加速	中铁二局、中材国际、葛洲坝、精工钢构；此外，中国中冶、中国建筑、中国中铁、中国铁建等大市值标的随盈利的释放也将迎来估值修复
计算机	崔莹	截止到 3 月 18 日，计算机应用和计算机设备板块相对沪深 300 估值在 3.2 和 3.5，2005 年以来最高点分别在 3.7 和 3.9，考虑到近年来板块发行新股较多，以及新三板的推出，我们认为相对估值压力仍大，维持行业“中性”的投资评级。		无	软控股份，广电运通，远光软件，众合机电
有色金属	杨国萍	整体行业观点： 持续看好。虽然不是金属消费大国的日本，其灾后重建预计对 2 季度金属需求有一定的拉动作用，更看好资源集中度更高的铜、锡、镍等品种；通胀、避险以及流动性使金价高位基础没有动摇；具有中国资源优势的品种依然是我们更看好的品种	50% - 80%	超预期因素：基本金属：日本灾后重建预期提前；小金属：政策调控更强烈；低于预期的因素：全球流动性紧缩预期出现	厦门钨业、云南锗业、中色股份、宝钛股份、中科三环
电子行业	王国勋	看好细分行业中的优质公司			力源信息、科大讯飞、雷曼光电、长信科技、深天马 A 和得润电子

公路铁路	欧阳俊	行业基本面稳定，目前估值处于低位；遵循“估值修复+刺激因素”的投资策略	15%	触发盈利预期变化因素：铁路改革进程加快（运价提升、资产注入），公路内生车流量（或诱增车流量）增长超预期。	深高速、皖通高速和大秦铁路
航运港口业	孙敏	二季度行业淡季，暂时下调投资评级	季度同比 1%	提价成功、动乱平息与重建进程加速，将促使行业重回上升通道	中远航运、中海集运
航空	谢红	估值低，看好	10%	油价下跌、人民币升值、整体上市	中国国航，南方航空，海南航空
机场	谢红	中性	15%	机场收费改革，资产注入	上海机场
新能源	马衡	光伏需求可能超预期，但行业内硅片电池片组件商盈利水平下滑，看好上游硅料和设备商。新能源汽车一方面等待政策催化剂，一方面关注行业爆发性拐点的到来。	30%	光伏：海外光伏补贴的变化，需求增速或可能超预期；新能源汽车，下游推广速度超预期，电池及其上游行业爆发式增长	光伏：海通集团、精功科技；新能源汽车：新宙邦、深圳惠程；风电：天晟新材
钢铁	初学良	行业 2 季度基本面预计将逐步好转，但超预期的可能性不大，行业仍然是阶段性交易机会，我们仍然重点挖掘的是高端化和资源化这条投资主线	10%-20%	没有，缓慢向上	投资策略两条线：1）优质长材：重点推荐新兴铸管、凌钢股份、八一钢铁；2）高端化和资源化：重点推荐常宝股份、鄂尔多斯、ST 钒钛。
化工	芮定坤	总体上不看好企业盈利，高油价影响成本，毛利率下降。看好成本传导能力强以及未来 1-2 年供需改善明显的企业。	-10%	油价大幅下跌、需求好转	沈阳化工、华峰氨纶、三友化工、天利高新
食品	蒋鑫	看好	30%	原材料价格增速放缓、产能释放、渠道铺货率提升	洽洽食品、金字火腿、伊利股份
酒类行业	柯海东	白酒行业仍具有良好投资价值，一线品种具有较为确定性的增长，二三线品种中不少公司具有从灰马变成白马的潜力	30%	龙头企业继续提价，带动行业盈利能力向上；政府收紧三公消费，或是曝出食品安全问题，则会打击行业盈利	酒鬼酒、山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台
纺织服装	孔军	2011 年国内纺织服装将处于曲折复苏过程中，人民币升值、劳动力成本压力严重影响行业的平均利润水平，产业结构升级和调整将继续成为行业发展的主基调。从整个行业	行业盈利预期 10%，龙头企业 28%	纺织服装行业需求处在复苏时期，订单向大企业集中更有利于龙头企业	鲁泰、华孚色纺、罗莱、梦洁、富安娜

		板块来看,我们整体给予“中性”投资评级,但是由于国内纺织消费市场的不断升级,我们看好国内“品牌”床上用品公司,另外由于低棉价时代的结束,订单向大企业集中,我们也看好具有棉花资源优势的纺织龙头企业			
机械	李勤	中性	20%	机床行业估值已经稍高,工程机械会保持较高增长,唯近期也较快,估值有一定压力,三一、山推仍是业内较好的两个公司,估值仍有上升空间,重卡与工程机械相关性以前可能被高估,重卡可能大部分用于物流。煤炭机械应长期保持较稳健增长	巨轮股份、三一重工、山推股份、郑煤机
农业	王义国	在农产品个类别中,食用油和猪肉的价格保持稳定向上,相关上市公司将受益,能找出管理良好的上市公司	一季报盈利增长都超过100%	价格同比大幅提高和销量同比上升形成	西王食品、东凌粮油、雏鹰农牧
传媒	冷星星	二季度板块及个股催化剂都不强,看平	5%-10%	传统媒体自然增长;内容领域重在布局发展业务 业绩增长亦不会太大 平均在5-10%	奥飞动漫
证券行业	陈剑涛	1、证券行业的景气度与资本市场的运行趋势息息相关。此轮资本市场的下跌调整,主要还是在近期央行动用数量型和价格型货币工具对通胀进行干预,以致引发紧缩预期所导致。但是我们认为,相关动作对于多年来央行超发货币 43 万亿的总体影响有限; 2、近期中东变局所引发的效应,将有利于国内地产调控进入实质性的阶段,如此,房地产市场中的投机资金和部分投资资金将流入股市的预期将会加强。投资建议:我们继续看好 2011 年券商股的整体投资机会,维持行业“看好”评级。	8.75%-17.27%		个股方面,我们继续建议重点关注,估值相对便宜安全边际较高,同时创新业务受益程度较大的大型券商,重点推荐标的为:海通、华泰、招商以及光大。

军工	真怡	作为高端装备制造业中不可缺少的军工行业具有国防和民用双重的成长空间.我们看好符合国防现代化发展方向、装备技术提升的军品业务,比如新一代的海军装备、航空装备、陆航装备及相应关键系统配套集成业务。我们特别关注未来 5-10 年具有较大成长空间的三个细分产业:直升机、航空发动机、卫星产业。	20%	新装备的技术突破及产品定型放量,低空开放政策进一步推进等,各大军工集团的整合进一步加速均会成为有利于行业的催化剂	哈飞,航空动力,中国卫星,中航重机,四创电子等
家电	郝雪梅	受原材料价格上涨影响,主要家电 1 季度成本压力较大。成本转嫁尚需一定时滞。同时加上去年 2 季度销售数据基数高企,预计今年 2 季度主要家电销量同比增速会收窄。依然推荐白电龙头。逻辑 1) 看好龙头企业较好的成本转嫁能力,如格力在去年三、四季度毛利率仍高达 25%。2) 高 CPI 时代,家电企业特别是白电龙头借款较少,加息、提高存款准备金对家电龙头影响小,盈利能力有保证。3) 白电特别是空调行业,格局已基本稳定,新进入者有限,竞争加剧迫使低盈利水平企业退出,让出更多市场份额。4) 家电以旧换新的持续,有望对一二级市场高端产品消费形成一定刺激,对冲高通胀下消费倾向的降低。5) 3600 万套保障性住房对冲商品房成交低迷对家电的负面影响。	15%-20%	家电涨价兑现,原材料价格出现回落	格力、海尔、美的
商业	徐晓芳	1、虽然 1-2 月社会消费品零售总额同比下滑 2.1%至 15.8%,低于预期,但结构性特征明显。汽车、家电类消费增速下滑,化妆品及金银珠宝,日用品、粮油食品和饮料烟酒等增速高于去年同期。高端百货、超市的收入增速将会高于一般的商业企业。2、政策上,提高城乡居民收入、扩大消费需求被提高到了前所未有的高度,家电下乡、以旧换新等刺激政策将持续,上调最低工资标准和最低保障水平、提高个人所得税起征点等政策将陆续出台。政策的落实将有效的扩大内需,促进消费增长。另一方面,商业类企业也有望在税收、物流、行业整合	25%-30%	(1)社会消费品零售总额增速超预期;(2)消费刺激政策出台的时间早于预期,力度高于预期。(1)(2)均利好于商业板块。(3)CPI 高于预期:有利于以销售生活必需品为主的超市业态;(4)加息幅度、次数超预期:增强居民储蓄意愿,抑制消费,利空商业板块。	(1)定位独特、管理能力突出,有序扩张:天虹商场、广州友谊;(2)受益于西部地区收入水平的提高:新华百货、王府井;(3)CPI 高企、各类生活必需品涨价带来的机会:永辉超市

		等方面得到政策的支持，经济效益不断提高。3、从估值上看，百货、超市、专业连锁类上市公司的估值均已到了历史低位，有向历史平均水平回归的内在动力			
银行业	林帆、张中阳	二季度基本观点：银行板块股价活跃度将提高，在波动中实现价值上升。1、监管政策不确定性日渐减小：资本充足率新监管标准与“拨贷比”监管指标获国务院批准，最终实施版本对银行利润负面影响很可能低于预期；2、融资平台贷款风险余额基本得到控制：截止 2010 年 11 月末，全国地方融资贷款余额约 9.09 万亿元，其中无覆盖类约 1 万亿，基本印证了市场之前的预期，未来主要任务将转化为存量风险的化解；3、通胀形势依然严峻，货币政策坚持从紧：在央行不断收紧流动性的情况下，市值较大的银行板块上行燃料仍显不足，不易一次性完成估值回升；4、投资策略：在基本面企稳向好而货币政策保持紧缩的环境下，银行板块二季度的活跃度将逐步提高，板块股价很可能呈现波动向上趋势，投资策略既可选择“持有”亦可选择“波段”操作。	30%	可能触发银行业绩高于预期的因素：进一步的对称加息、银行议价能力的继续提升	招行 兴业 民生 南京 中行 工行
房地产	李少明	看好。价值低估仍有修复基础，短期我们对板块的观点仍是看反弹。估值的进一步提升仍需进一步观察物价走势和行业的调控效果。如果物价超预期，行业调控难言放松。二季度主题投资，销售受调控影响小，受益于保障房建设的主流公司仍是市场的热点。	20%-30%	调控效果超预期的好，物价增长低于预期	北京城建、云南城投、招商地产、首开股份、万科、保利地产、滨江集团、南京高科、世茂股份、亿城股份、华业地产等
汽车	邓学	行业平稳增长，结构开始分化，个股重在挖掘，低估值和盈利超预期是投资重点	20%	温和的产销数据下，盈利增速超预期	一汽轿车
汽车零部件	邓学	深度挖掘产业升级题材，进口替代、全球分工和技术外溢是投资重点	30%	订单、合作等签署将推动相关公司的盈利预期和成长空间	亚太股份、中鼎股份、天润曲轴

资料来源：中投证券研究所整理

表 15: 钢铁行业限产和淘汰落后产能政策

时间	政策	主要内容	数量目标	部门
水泥				
2003	《关于防止水泥行业盲目投资加快结构调整的若干意见》	重点支持在有资源的地方建设日产 4000 吨及以上规模新型干法熟料基地项目,鼓励地方和企业以淘汰落后生产能力的方式,发展新型干法水泥。各地要根据水泥工业发展的实际情况,制定加快淘汰现有立窑及其他落后工艺水泥的目标和进度,并严格禁止新建和扩建机立窑、干法中空窑、立波尔窑、湿法窑水泥项目		发展改革委,财政部,国土资源部,建设部,环保总局,质检总局
2005	《当前部分行业制止低水平重复建设目录》	有 10 种行业的项目被列入了禁止类和限制类项目。根被列入禁止类和限制类的行业项目,各金融机构要停止各种形式的新增授信支持。涉及的 10 种行业分别是:钢铁行业、有色金属行业、建材行业、石油和化工行业、机械行业、轻工行业、纺织行业、医药行业、印刷行业,其他行业禁止类有 28 项,限制类有 22 项。		发展改革委
2007	《国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知》	加大淘汰电力、钢铁、建材、电解铝、铁合金、电石、焦炭、煤炭、平板玻璃等行业落后产能的力度		发展改革委
2009	《国务院要求抑制钢铁风电等产业产能过剩》《水泥工业产业发展政策》《国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知》	严格控制新增水泥产能,执行等量淘汰落后产能的原则,对 2009 年 9 月 30 日前尚未开工水泥项目一律暂停建设并进行一次认真清理,对不符合上述原则的项目严禁开工建设。		发展改革委,工信部
2010	《水泥行业准入条件》、《国务院关于进一步淘汰落后产能工作的通知》	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,且鼓励现有水泥(熟料)企业兼并重组,支持不以新增产能为目的的技术改造项目。加强监督管理。建立完善节能减排新机制和优惠政策。完善节能减排标准体系。积极鼓励水泥行业技术创新。明确节能减排主体,加强企业能力建设。加强组织领导。		工信部
钢铁				
2003	《关于制止钢铁行业盲目投资的若干意见》	严格市场准入管理;加强用地管理;对于盲目投资、低水平扩张、不符合产业政策和市场准入条件,以及未按规定程序审批的项目,一律不得贷款;项目清理		发展改革委 国土资源部
2008	《钢铁产业调整和振兴规划》	2010 年底前,淘汰 300 立方米及以下高炉、30 吨及以下转炉和电炉;2011 年底前再淘汰 400 立方米及以下高炉、30 吨及以下转炉和电炉。	炼铁 1400 万吨、炼钢 600 万吨	发改委
2009	《钢铁产业调整和振兴规划》	到 2011 年底前,要在继续淘汰剩余的落后炼铁产能 5340 万吨、炼钢产能 320 万吨的基础上,进一步提高标准,再淘汰落后炼铁产能 7200 万吨、炼钢产能 2500 万吨。		国务院
2009	《关于遏制钢铁行业盲目投资的通知》	各地工业主管部门要责令列入淘汰类的落后炼铁、炼钢、轧钢生产线	炼铁	工信部

	铁行业产量过快增长的紧急通报》、《国务院关于印发 2009 年节能减排工作安排的通知》	停止生产，已经停产的严禁死灰复燃；对落后钢铁企业、不顾市场需求盲目扩大生产的钢铁企业，要商请当地商业银行减少或停止贷款。钢铁行业要按期完成淘汰 300 立方米及以下高炉产能和 20 吨及以下转炉、电炉产能。到 2011 年，再淘汰落后炼铁能力 7200 万吨、炼钢能力 2500 万吨。	1000 万吨、炼钢 600 万吨	
2010	《钢铁产业调整和振兴规划》、《国务院关于进一步淘汰落后产能工作的通知》	2010 年底前淘汰 300 立方米及以下高炉、20 吨及以下转炉和电炉；2011 年底前再淘汰 400 立方米及以下高炉 30 吨及以下转炉和电炉。	炼铁 3000 万吨,炼钢 825 万吨	国务院,发改委

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

黄君杰，中投证券策略分析师，北京大学光华管理学院经济学硕士。5 年行业从业经验，从事市场流动性、市场估值、策略研究。

朱 晔，中投证券研究所金融工程分析师，2007 年加入中投证券研究所。

张媛媛，中投证券研究所助理分析师，中国科学院研究生院经济学硕士。

张捷， 中投证券研究所策略分析师，中国社会科学院金融学博士。研究成果发表于《财经研究》、《南开经济研究》等期刊，研究成果《A 股系统性风险时变估计方法及实证研究》在中国证券业协会 2008 年度科研课题研究成果评选中获一等奖。目前研究领域涵盖宏观经济、产业策略等。

樊学栋，中投证券研究所策略助理分析师，深圳大学经济学硕士。

徐鹏，中投证券金融工程研究员，经济学硕士。4 年行业从业经验，擅长数量化分析，VBA 建模计算。主要从事大小非研究、基金仓位测算及股指期货等金融衍生品的交易策略研究。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 12 层北翼 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434