



通胀阴霾难散，投资由攻转守

投资要点：

通胀阴霾难散，调控之剑依然在悬。一季度以来，海外经济不确定因素增加及国内宏观调控效果初现，使得市场对调控由紧转松的预期有所憧憬，投资相关的周期性板块表现抢眼。然展望二季度，海外经济在政策退出预期增强下，复苏进程渐趋明朗；国际油价等输入型通胀因素预计将继续面临上行风险；国内投资结构转型，房地产调控背景下，以一二线城市土地财政主导的房地产投资和大规模基建投资转向保障房、三四线房地产及惠及民生的水利水电水运、城市轨道交通等基建投资，此消彼长投资难现显著回落；长期负利率持续加剧“金融脱媒”现象，因此，通胀上行风险依然严峻，加上政府对经济增长预期有所下调，调控政策仍将以“通胀”为纲，在二季度很难看到调控由紧转松的可能性。

企业盈利增速将受通胀侵蚀而显著回落。根据我们自上而下的盈利量化模型测算，上市公司整体的盈利增长将由目前30-40%的高增速回落至2-3季度的10-15%的中性增速。即便总需求及企业主营收入不出现明显回落，通胀对企业毛利率，特别是制造业企业的侵蚀将会比较明显。我们考察了前两轮通胀周期（通胀见顶前后6个月，即04年3月-05年2月、07年9月-08年8月期间）中的行业股价表现及盈利趋势，结论是：必需消费、医药、能源等行业盈利增长确定性较高；子行业中煤炭、零售、食品饮料（含酒类）、化肥及农药、铁路运输等表现突出。而这些行业也恰恰是股价最具防御性的板块。

投资策略：从周期股转向低估值股及必需消费品等防御性板块。受困于紧缩政策及资金脱媒现象，资本市场流动性依然偏紧，2-3季度股市估值提升空间有限，预计指数运行区间将介于2600-3100。**重点推荐超配商贸零售、食品饮料、电力、煤炭、化工、新能源及电力设备、交通运输。**与历史平均比较，估值较低的行业包括金融、地产、石油石化和交通运输。商业零售、食品饮料、医药经历前期调整后，相对估值溢价已经显著回落，考虑到盈利增长的确定性，建议积极战略性建仓。电力板块盈利已触历史低点，未来调价等政策催化因素下有望获得绝对收益。保障房等相关周期性板块预期已相当充分，预计将在通胀趋势得到明显控制，调控政策出现实质性松动的4季度才会再次迎来表现机会，建议2季度回避。

关注政策重点支持的主题性投资。（1）**生产性服务业：**物流业、商贸服务、研发服务、信息和技术支持服务业等。（2）**高油价成为常态下的投资机会：**较早受益：煤炭、煤化工、煤炭机械、石油采掘设备业等；后续持续受益：节能产品及技术运用、太阳能风能等替代能源，新能源汽车等。（3）**通航产业：**低空领域开放政策逐步出台、经济发展和个人财富积累带来的潜在需求激增、中航通飞等龙头企业崛起。（4）**央企、地方国企的重组和资产证券化带来的企业外延式增长机会。**上述行业基本都是未来政府政策重点支持的方向，不易受宏观调控力度波动左右，增长及盈利确定性高，可以自下而上的精选个股。

宏源证券策略组

分析师

邴彬（S0080511010014）

电话：010-88085952

Email: libin3@hysec.com

联系人

邓海清

电话：021-88085966

Email: denghaiqing@hysec.com

朱俊春

电话：021-51782232

Email: zhujunchun@hysec.com

分析师

王凤华（S1180511010001）

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

相关研究

《政策东风催生中国通航产业发展良机》.....2011/3/3

《布局高油价受益板块正当时》.....2011/3/28

目录

一、通胀阴霾难散，调控之剑依然在悬	5
1. 调控效果初现 ≠ 调控政策见顶	5
2. 经济增长无忧，且政府对增长预期有所下调	5
3. 通胀拐点未现，调控政策仍将以“通胀为纲”	12
二、企业盈利增速回归中性	16
1. 自上而下的非金融企业盈利量化分析	16
2. 通胀见顶周期下的行业盈利与股价表现	18
三、投资策略：配置由攻转守	22
1. 静态估值合理，但动态估值并不足以提供足够的安全边际	22
2. 季度指数运行区间：2600-3100	24
3. 行业配置：从周期股转向低估值股及必需消费品等防御板块	25
四、关注政策重点支持的主题性投资	27
1. 生产性服务业	27
2. 高油价常态下的投资机会	36
3. 通航产业	39
4. 上海国资“产业集团”重组的投资机会	41

插图

图 1-1: 美国非农就业和失业率	5
图 1-2: 美国 PCE 指数和核心 PCE 指数	5
图 1-3: 2010 年增量保障房分类基本结构 (万套)	7
图 1-4: 2011 年保障性住房详细建设计划 (万套)	7
图 1-5: 2010 年全国商品房及住宅商品房销售面积 (%)	7
图 1-6: 历年来全国商品房及住宅开工面积情况 (%)	7
图 1-7: 固定投资行业历史增幅 (%)	8
图 1-8: 交通运输行业历史固定投资增幅 (%)	8
图 1-9: 2010 年及 2011 年交运领域投资细节占比 (%)	8
图 1-10: 2011 年交通运输投资规模 (亿元)	8
图 1-11: “十二五”计划主要投资产业	9
图 1-12: 2011 年电力领域投资细节占比 (%)	9
图 1-13: 2011 年及“十二五”期间电力领域投资规模	9
图 1-14: 持续负利率与“金融脱媒”现象	13
图 1-15: 中国 CPI 与流动性指标比较	13
图 1-16: 中国真实产出与 CPI 指数、名义利率的动态关系 (1996Q1-2009Q4)	13
图 1-17: TJ/CRB 即期指数 (月平均)	14
图 1-18: 国际原油价格 (月平均)	14
图 1-19: 中国房租同比增速	15
图 2-1: 市场对沪深 300 指数的 2011 年盈利预测调整变化	16
图 2-2: A 股上市公司非金融行业净利润增长预测	17
图 2-3: A 股上市公司非金融行业主营收入增长预测	18
图 2-4: A 股上市公司非金融行业毛利率预测	18
图 2-5: 通胀见顶周期与股市表现	19
图 2-6: 通胀见顶周期与上市公司盈利增速	20
图 3-1: A 股当前市盈率处于历史较低水平	22
图 3-2: A 股扣除金融后市盈率比较合理	22
图 3-3: 大盘蓝筹股当前市盈率偏低	22
图 3-4: 中小盘股当前市盈率偏高	22
图 3-5: 银行股当前市盈率偏低	23
图 3-6: 非周期类相对周期类行业的估值溢价回归均值	23
图 3-7: 大类资产投资回报率比较	23
图 3-8: 负利率与银行间市场利率	25
图 4-1: 产业链的“微笑曲线”	29
图 4-2: 物流业产业链	31
图 4-3: 主要国家和地区 R&D 经费支出占 38 个国家总额的比重	34
图 4-4: 研发中心数量位居前 10 位的行业	34
图 4-5: 原油价格高企相关产业受益逻辑图	37
图 4-6: 煤化工产业链图	37
图 4-7: 通用航空产业链图	39
图 4-8: 通用航空产业价值链的微笑曲线	40
图 4-9: 国内相关上市公司各产品的毛利率	40

表格

表 1-1: 主要经济体实际 GDP 同比预测 (%)	6
表 1-2: 2011 年及十二五期间中国热点投资行业 (亿元人民币)	10
表 1-3: 二季度预计将出台的一系列“促消费、保民生”政策及收益板块分析	11
表 1-4: 2011 年及十二五规划预期经济指标	12
表 2-1: 自上而下的 2011 盈利预测	17
表 2-2: 通胀见顶周期的行业表现	19
表 2-3: 通胀见顶前六个月周期显著跑赢大市的子行业	19
表 2-4: 通胀见顶前六个月周期显著跑输大市的子行业	20
表 2-5: 通胀见顶周期中各行业盈利增速比较	21
表 3-1: 各行业估值水平比较	24
表 3-2: 行业配置建议及研究重点覆盖的股票	26
表 4-1: “十二五”、“十一五” 生产性服务业论述比较	27
表 4-2: 我国现代 (生产) 服务业统计分类标准框架	28
表 4-3: 五类生产性服务业发展的核心驱动力	30
表 4-4: 物流产业链投资标的精选	31
表 4-5: 20 世纪 60 年代至 21 世纪初外包的主要动机与表现形式演变过程	32
表 4-6: 下游重点行业信息化受益公司	33
表 4-7: 软件与信息服务业重点关注子行业及个股	33
表 4-8: 高技术服务业的看好类别及公司	35
表 4-9: 高油价投资主题投资标的一览表	38
表 4-10: 通用航空产业链的多维度比较	39
表 4-11: 重点推荐上市公司盈利预测与估值	40
表 4-12: 上海市国资“十二五”规划的三个梯队	42
表 4-13: 2011 年最可能以“产业集团”方式重组的上海国资上市公司	43

一、通胀阴霾难散，调控之剑依然在悬

1. 调控效果初现 ≠ 调控政策见顶

今年前两个月宏观数据显示当前经济出现了一些初步放缓的迹象，包括新开工项目投资和零售增速的下降。3 月份 PMI 53.4%，环比上升 1.2 个百分点，但大幅低于历年同期平均升幅，和这些迹象一致，显示政策紧缩效果已经体现在实体经济上。

再加上日本大地震和核危机、中东地缘政治不稳定演进致利比亚战争等海外经济不确定因素增加，使得市场投资者对调控政策由紧转松的预期有所憧憬，因此，一季度以来投资相关的周期性板块表现抢眼，而消费相关板块持续调整。

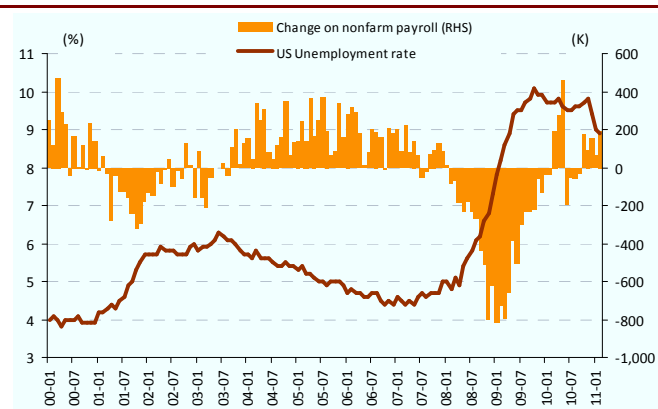
但是，展望二季度，海外经济不确定因素逐步消除，复苏进程更趋明朗；国际油价等输入型通胀因素预计将继续面临上行风险；国内经济增长无忧，主要原因是国内投资结构转型，房地产调控背景下，以一二线中心城市土地财政主导的房地产投资和大规模基建投资转向保障房、三四线房地产及惠及民生的水利水电水运、城市轨道交通等基建投资，此消彼长投资难现显著回落；因此，通胀上行风险依然严峻，加上政府对经济增长预期有所下调，调控政策仍将以“通胀”为纲，在二季度很难看到调控由紧转松的可能性。

2. 经济增长无忧，且政府对增长预期有所下调

2.1 海外复苏进程更趋明朗，外需将继续稳定增长

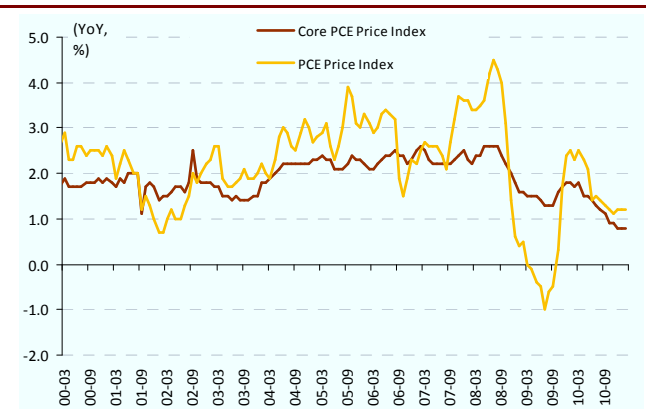
美国：经济复苏良好，个人消费成为经济复苏主要动力，制造业保持强劲，3 月份失业率下降至 8.8%， “就业—消费” 正循环的形成将确保就业人数增加的趋势不断确立。原油价格飙升对美国经济影响相对温和。而美联储政策最为关注就业、核心通胀（图 1-1，图 1-2），因此政策“退出” 将比较缓慢不至于影响美国复苏进程。

图 1-1：美国非农就业和失业率



资料来源：彭博资讯，宏源证券研究所。

图 1-2：美国 PCE 指数和核心 PCE 指数



资料来源：彭博资讯，宏源证券研究所。

欧洲：因通胀压力上升，市场普遍预期欧央行将开始实施收紧的货币政策。但因为区域内债券问题仍有反复，加息节奏及幅度均非常有限，且德国等欧盟核心国经济增长预期强劲，升息对经济的负面影响有限。

日本：地震的冲击与核危机短期内直接影响部分日本经济能力，由于核泄漏和电力供应问题，全球供应链可能出现部分问题，对全球总需求和大宗商品价格形成短暂冲击，二季度难以全部恢复。但是随着核危机解决，预计将在第三季度恢复生产和灾后重建，届时会拉动总需求和大宗产品价格。

国际油价：中东和北非局势还没有出现平静下来的明显迹象，这一地区的地缘政治风险仍将极大地影响油价走势。但是，预计未来这个风险有所下降，除利比亚之外的其它国家局势趋于稳定，且 OPEC 核心国家原油生产不太可能受到大的冲击，因此原油价格虽然有上涨的压力，但很难大幅飙升，不会因此对全球经济复苏进程带来明显拖累。

综上，海外复苏进程更趋明朗（表 1-1），因此，外需将继续稳定增长。

表 1-1：主要经济体实际 GDP 同比预测（%）

	美国	日本	欧盟	新兴经济体
2011Q1	3.0	0.5	1.8	6.2
2011Q2	3.2	0.5	1.7	6.0
2011Q3	2.9	1.7	1.8	5.8
2011Q4	2.7	2.7	2.0	6.3

资料来源：宏源证券研究所宏观组预测。

2.2 国内投资结构转型，总量上仍能保证增速不出现明显回落

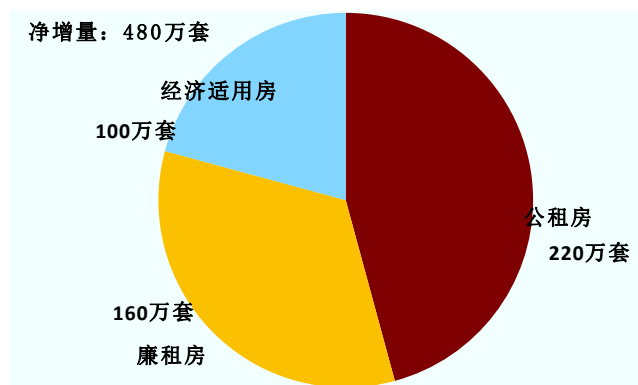
房地产调控背景下，以一二线中心城市土地财政主导的房地产投资和大规模基建投资转向保障房、三四线房地产及惠及民生的水利水电水运、城市轨道交通等基建投资，此消彼长投资难现显著回落。今年的投资仍然是三驾马车中最稳定的，但实际投资的释放节奏受发改委审批节奏的影响，并且要考虑到信贷的支持力度。

房地产投资内部结构变化

保障房建设的爆发式增长能够有效弥补今年一般商品房投资下降的不利影响，虽然保障房建设中政府少了土地出让的一大块，但考虑到保障房对于相关行业如上游建筑行业及下游产业的拉动，1.4 万亿的保障房相关投资仍然可以将房地产投资的增速保持在较高的水平。

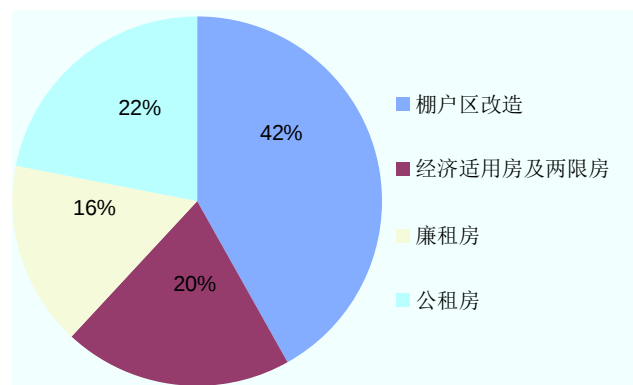
保障房建设的进度方面，全国的计划是在“十二五”期间完成 3600 万套，解决 20% 中低收入城镇居民的租房问题。在这之前的 2010 年，全国保障计划建设 580 万套、实际完成 370 万套。2011 年，国务院要求建设保障房 1000 万套，且要求在本年度 10 月底前全部开工。2011 年的新开工项目中，有 350 万套左右是各类棚户区改造，包括城市棚户区改造和矿区、林区、垦区棚户区改造；及 60 万 - 70 万套回迁房。该部分主要是存量翻新，并不是保障房增量。真正属于保障房范围的增量主要包括：220 万套公租房、150 万 - 160 万套廉租房和 100 万套经济适用房。

图 1-3: 2010 年增量保障房分类基本结构 (万套)



数据来源: 宏源证券研究所整理。

图 1-4: 2011 年保障性住房详细建设计划 (万套)

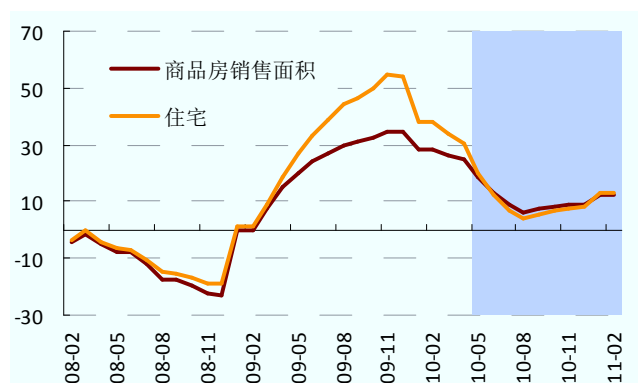


数据来源: 宏源证券研究所整理。

相关的实施细则要求, 城市住房土地供应的至少 70%、土地出让净收益的 10%要用作保障房资金。2011 年 1000 万套保障房建设约需投资 1.3-1.4 万亿元, 单位和社会资金负责投入 8000 多亿元, 中央与地方筹措其余 5000 多亿元。

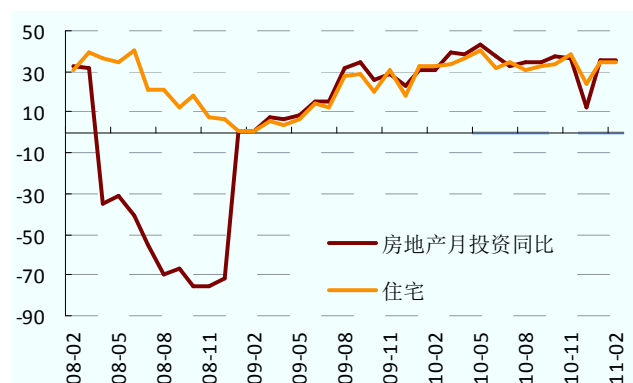
保障房建设的影响是多方面的, 对商品房建设的挤出效应是其中之一。按照国家有关规定, 2011 年住房土地供应计划总量中的至少 70%要用于保障房建设。假设 2011 年住房土地计划供应与去年持平, 根据上述保障房建筑面积标准, 假定目前房地产公司资金压力尚在可控范围之内, 资金约束尚不构成严峻挑战, 那么一般商品房建设将约在 800 万套左右, 与往年销售量相比将有大幅度的下滑。即使考虑到地方政府可有激励减少公共租赁房和廉租房单套建筑面积, 一般商品房建设也很难超过 1000 万套, 不过与保障房相加, 住房投资及房地产投资规模将基本与去年水平持平¹。对于投资而言, 保障房层面的新增投资将是 2011 年房地产投资维持增长的关键。

图 1-5: 2010 年全国商品房及住宅商品房销售面积 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所。

图 1-6: 历年来全国商品房及住宅开工面积情况 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所。

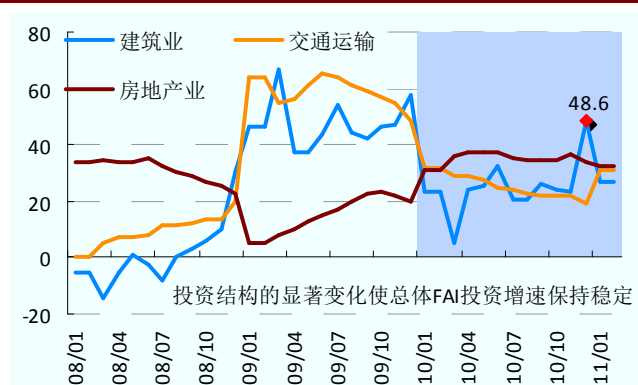
¹ 保障房建设投资 1.3-1.4 万亿投资中不计土地成本。

交通相关基建新增投资亦可弥补部分房地产投资增速的下滑

历史上来看，固定资产投资领域中占据重要地位的房地产业及交通运输业，增幅结构自2008年外部大环境剧变及内部环境的调整之后，逐渐成为我国投资增长的主要驱动。展望2011年及“十二五”期间，交通运输领域的建设投入加大，增速必然增加；而由于房地产投资整体增速将出现较为明显的回落，保障房只是投资结构调整的一步棋，无法完全弥补商品房的投资增速下滑，但是，社会总体投资增速将保持稳定态势。

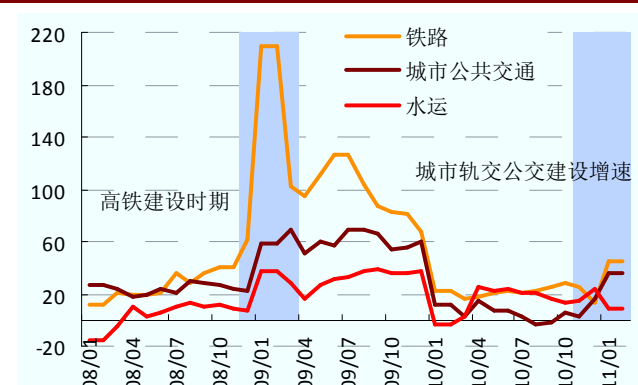
深度“城镇化”进程将对于交通运输领域的投资施加更大影响，尽管市场已经见证了铁路建设的高峰，然而城市轨道交通、水利水运等基建高潮正在蓄势待发。

图 1-7：固定资产投资行业历史增幅（%）



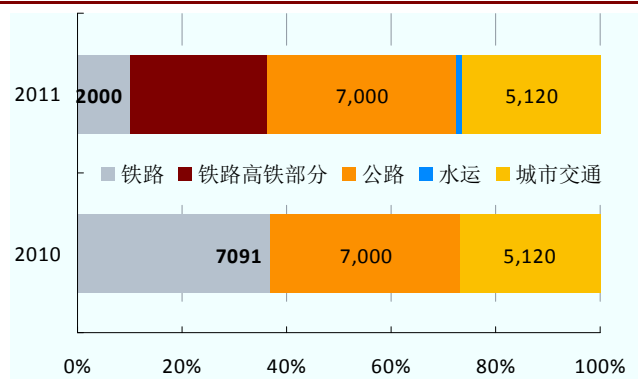
数据来源：CEIC，宏源证券研究所。

图 1-8：交通运输行业历史固定资产投资增幅（%）



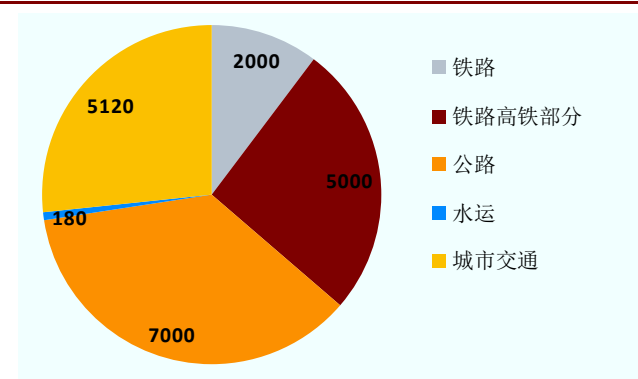
数据来源：CEIC，宏源证券研究所。

图 1-9：2010 年及 2011 年交运领域投资细节占比（%）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所。

图 1-10：2011 年交通运输投资规模（亿元）

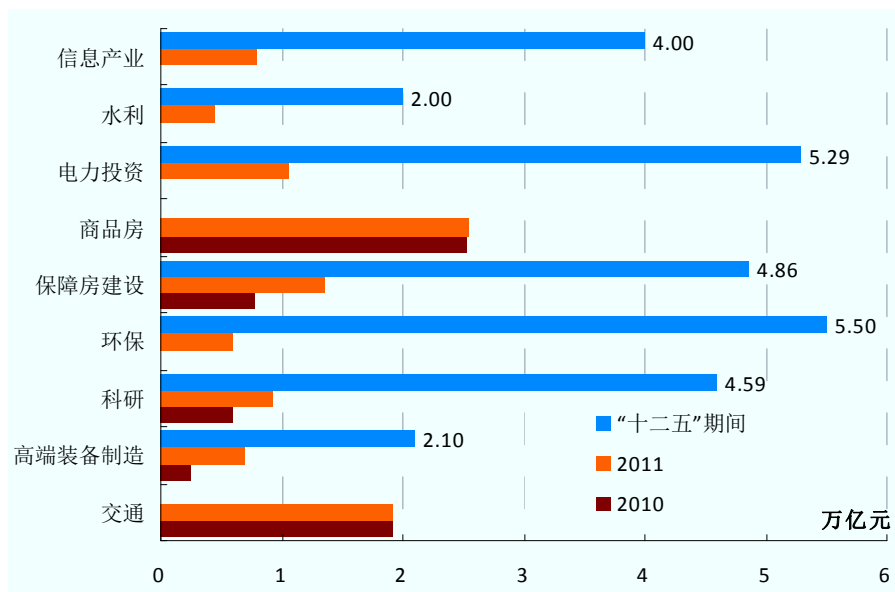


数据来源：CEIC，宏源证券研究所。

其他投资亮点

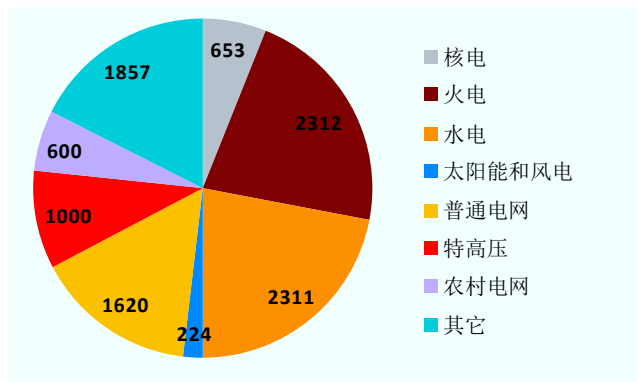
除了交通运输领域未来投资亮点以外，水利、电力投资、信息产业、环保、高端设备制造领域的未来增速也将大大加码。

图 1-11: “十二五”计划主要投资产业



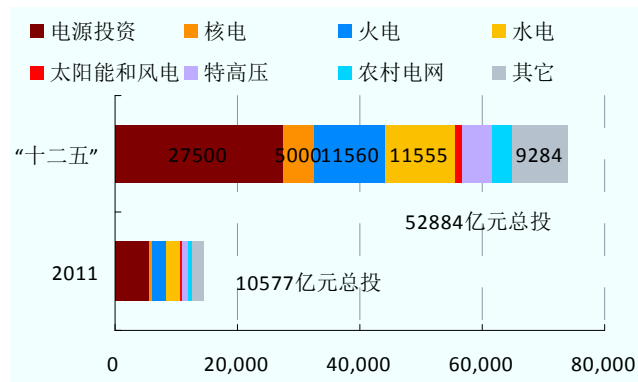
数据来源: 根据政府工作报告、十二五规划纲要等公开资料整理, 宏源证券研究所。

图 1-12: 2011 年电力领域投资细节占比 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所。

图 1-13: 2011 年及“十二五”期间电力领域投资规模



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所。

表 1-2: 2011 年及十二五期间中国热点投资行业（亿元人民币）

板块	行业	2011年	“十二五”期间	备注
房地产		39,000	85,900	这里的数据剔除了土地出让金。
	保障房	13,500	50,000	2011年1000套的开工目标所需的资金投入中，单位与社会资金投入8000亿，中央与地方筹措5500亿。后者5500亿中，已确定中央划拨1000亿，土地出让净收益的10%约600多亿，公积金贷款400亿，公积金增值净收益50多亿，剩下的3500亿左右将由金融机构以及社会主体提供。
	一般商品房	25,500		2011年住房土地供应计划总量中的至少70%要用于保障房建设。假设2011年住房土地计划供应与去年持平，根据上述保障房建筑面积标准，假定目前房地产公司资金压力尚在可控范围之内，资金约束尚不构成严峻挑战，那么一般商品房建设将约在800万套左右。
交通		17,180	85,900	
	铁路	7,000	35,000	铁道部《中长期铁路规划》
	高铁	5,000	18,800	
	城市轨道交通	3,120	12,000	
	公路	7,000	35,000	
	航空	3,000	15,000	
	内河水运	180	900	
其它高端装备制造		16,678	83,392	
	高端装备制造	7,000	35,000	
	科研投入	9,178	45,892	按照“十二五”科研投入占GDP之比的要求，假定“十二五”期间名义GDP增速10%。
	海洋工程	500	2,500	
环保		6,702	32,010	
	脱销	702	2,010	
	节能环保	6,000	30,000	
能源		10,577	72,884	
	水利	4,500	20,000	
	电源投资	5,500	27,500	其中的核电相关投资部分因为日本因素可能会低于预期。
	电网投资	3,220	25,384	
	特高压	1,000	5,000	
	农村电网	600	3,000	
安防		1,000	5,000	
生物医药卫生		280	1,400	
	健康卫生	200	1,000	
	新药专项	80	400	
信息产业				
	-电信宽带	4,000	20,000	例如：上海的“光网城市”概念

资料来源：主流媒体网站及相关部门报告，2011 年投资计划也是根据这些数据源或者是“十二五”期间规划投资规模估算，宏源证券研究所整理。

2.3 “促消费、保民生”政策发力，消费增速将回升

一季度以来诸多限购压制了可选消费品的需求增速，考虑到目前房地产、汽车等领域的直接和间接限购政策在短期内难以解除，这一因素将继续压低全年实际消费增速。

但以往年经验来看，往往两会之后从二季度开始，预计一系列以“积极扩大居民消费需求；保障改善民生”为主题，贯彻两会精神的政策（表 1-3）会陆续出台，将对二季度的实际消费增长形成一定支撑。

表 1-3：二季度预计将出台的一系列“促消费、保民生”政策及收益板块分析

主题	预计出台政策内容	收益板块
个税改革方案出台	提高工资薪金所得减除费用标准(即起征点)、调整工资薪金所得税率、级次级距和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。	必需消费品，特别是中低端食品饮料、超市零售、服装等。
加强食品安全监管	以315瘦肉精事件为契机，加强猪肉、奶制品、面制品等关系大众化食品安全方面的监管。	食品饮料行业中的龙头企业。
降低商贸流通环节成本	出台《商贸物流发展专项规划》规划建立现代商贸物流服务体系；推动农村商业连锁经营和统一配送，优化城镇商业网点布局，积极发展电子商务、网络购物、地理信息等新型服务业态；降低或减免部分商贸流通企业的增值税和营业税；限制变相打折等恶性商业竞争行为，实施明码标价等。	商贸零售企业；仓储、冷链运输、配送等商贸物流相关企业。
加强执法检查力度	打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品的专项治理。	传媒企业；品牌服装；品牌食品饮料企业。
完善社保体系	稳步提高职工最低工资、企业退休人员基本养老金和城乡居民最低生活保障标准；扩大新型农村社会养老保险试点范围；推进城镇居民养老保险试点；多渠道增加社会保障基金。	必需消费品；保险、证券等综合金融企业。
医疗卫生相关	完善国家基本药物制度，切实降低药价；提高新农合和城镇居民医保财政补助标准；鼓励社会资本举办医疗机构；放宽社会资本和外资举办医疗机构的准入范围等。	医疗服务连锁企业；医疗器械生产企业；制药企业虽短期面临降价压力，但长期以量补价依然有利。

资料来源：根据主要媒体、政府工作报告等公开资料整理，宏源证券研究所。

2.4 政府容忍更低的增长预期

“十二五”期间的年均经济增长率目标定为 7%，低于“十一五”的年平均增速目标 7.5%。这意味着，只要不出现类似 08 年金融危机后的硬着陆风险，政府在经济调控目标上对略低的增长预期容忍度明显提升（表 1-4）。

表 1-4: 2011 年及十二五规划预期经济指标

经济指标 (%)	2010年		2011年	十二五期间
	计划	实际	计划	计划
GDP	8	10.3	8	7
CPI	3	3.3	4	
M2	17	19.7	16	
全社会固定资产投资	20	23.8	18	
社会消费品零售总额	9	18.3	16	
进出口总额	8	34.7	10	
城镇居民人均可支配收入	9	7.8	8	>7
农村居民人均纯收入	9	10.9	8	>7
城镇化率	46.6	47.5	48.3	51.5
城镇登记失业率	4.6	4.1	4.6	<5
保障性住房和棚户区改造住房开工量 (万套)	580	370	1000	3600

资料来源: 根据政府工作报告、十二五规划纲要等公开资料整理, 宏源证券研究所。

3. 通胀拐点未现, 调控政策仍将以“通胀为纲”

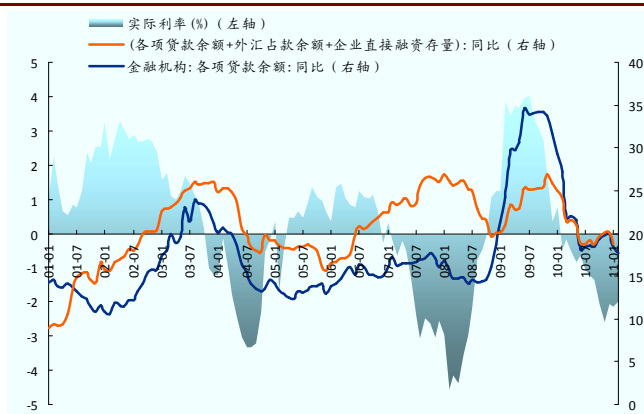
3.1 负利率持续加剧“金融脱媒”, 加上金融深化和创新的趋势, 降低了未来通胀的可预测性

中国处于负利率状态已经一年多时间了, 持续的储蓄负利率和通胀预期, 市场主体为实现资产保值增值获取更高收益, 把大量本放置于正规金融机构的资金抽离出来, 进入民间市场, 民间信贷市场火爆。近期银行吸存难度大大增加正反映了这个问题, 而实体经济对银行信贷的依赖度则明显降低 (图 1-14)。

另一方面, 近年来, 我国金融总量快速扩张, 金融结构多元发展 (企业债和股市融资规模快速发展), 金融产品和融资工具不断创新, 证券、保险类机构对实体经济资金支持加大, 商业银行表外业务 (银行承兑汇票、委托贷款、信托贷款等) 对贷款表现出明显替代效应。新增人民币贷款已不能完全反映金融与经济关系, 也不能全面反映实体经济的融资总量。对此, 年初人民银行提出了新的货币流通量统计口径——“社会融资总量”的指标, 亦反映出央行对银行信贷以外资金控制力的不足, 现有流动性指标不足以完全反映经济的实际流动性状况。据央行统计, 2002 年新增人民币贷款以外融资 1614 亿元, 为同期新增人民币贷款的 8.7%。2010 年新增人民币贷款以外融资 6.33 万亿元, 为同期新增人民币贷款的 79.7%。从 2002 年到 2010 年, 我国社会融资总量由 2 万亿元扩大到 14.27 万亿元, 年均增长 27.8%, 比同期人民币各项贷款年均增速高 9.4 个百分点。

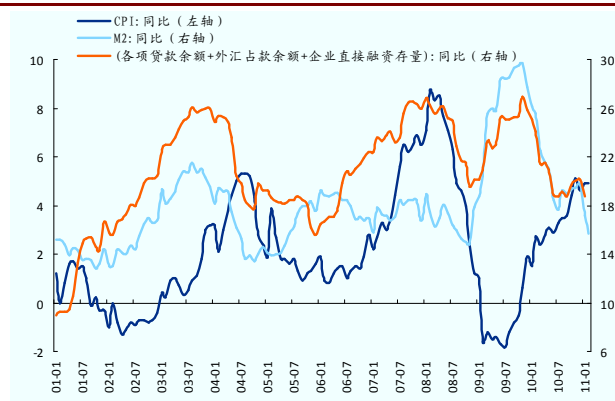
未来即便央行加息 2 次 50bps, 一年期存款 3.5%, 与 2 季度 5-6% 的通胀水平相比, 负利率仍将持续加剧“金融脱媒”。如果用银行信贷增长与传统的 M2 增速来监控市场流动性, 其有效性将显著下降, 而基于此认为未来通胀压力不大的判断可能面临很大的不确定性 (图 1-15)。资金长期体外循环, 易引发场内市场利率高企, 对资本市场价格不利, 而在政府加强价格行政指导和房地产调控的背景下, 难免引发“按下葫芦浮起瓢”的其他价格普涨现象, 加剧通胀压力。

图 1-14: 持续负利率与“金融脱媒”现象



资料来源: CEIC, 宏源证券研究所。

图 1-15: 中国 CPI 与流动性指标比较



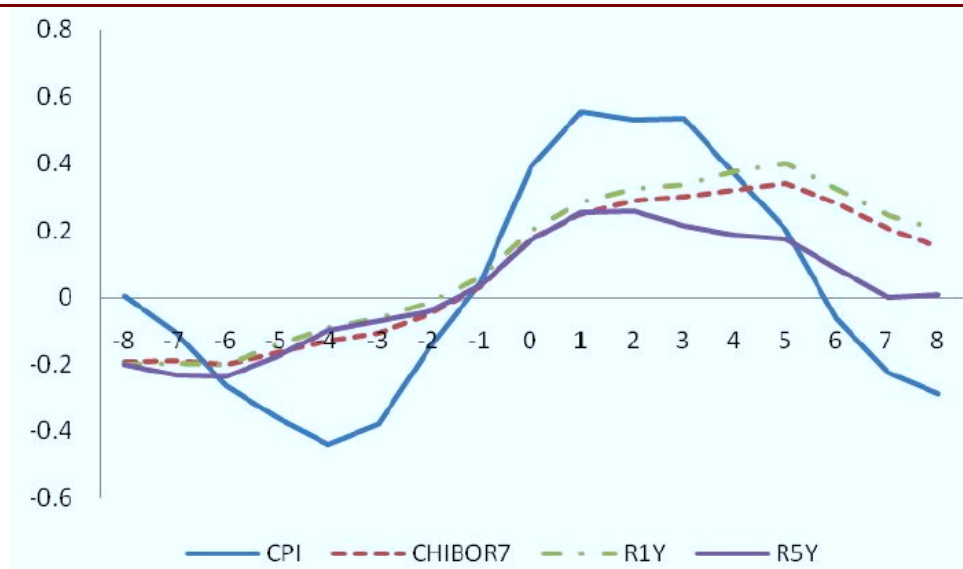
资料来源: CEIC, 宏源证券研究所。

3.2 真实产出对通胀的正向冲击依然维持

中国 1994 年以来的宏观经济所表现出的价格与真实产出的正相关，反映出来的是，中国经济的周期波动是需求冲击主导的。而且，真实产出对 CPI 正向冲击在 1-3 个季度后保持最高位，6 个季度后才完全消失（图 1-16）。

换言之，尽管本轮通胀周期中有很明显的货币和结构性因素，但并不能忽视其中的周期性因素。调控政策如果不能把真实产出水平降至潜在产出增长率之下，产出正缺口将持续产生通胀压力。尽管对于潜在产出的计算有很多争议，但普遍认为当前中国经济均衡增长的区间应该在 8-9% 之间。而根据前面的分析，今年经济总体增速仍将保持在 9% 以上，因此，即便食品通胀因素回落之后，通胀亦不可能出现显著回落。

图 1-16: 中国真实产出与 CPI 指数、名义利率的动态关系 (1996Q1-2009Q4)



资料来源:《货币信贷与经济增长、物价关系的实证研究》(刘红忠等复旦大学金融研究院课题组, 2010 年 4 月 30 日), 宏源证券研究所。注: 横坐标为 j 的地方对应的纵坐标衡量的是真实 GDP_t 与 CPI_{t+j} 等的相关系数。

3.3 大宗商品价格等因素推动通胀继续上行风险可能导致政策紧缩超预期

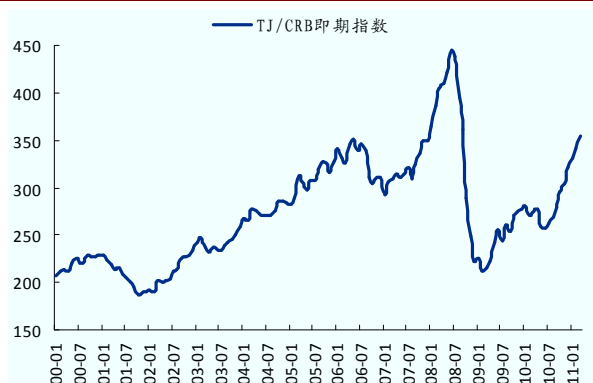
包括我们宏观组在内对今年通胀的市场普遍预期是：3 月份 CPI 同比是全年的高点之一，最新预测为 5.4%；但随着粮食价格回落，通胀前高后低，全年 CPI 同比增长在 4.2%。二季度 PPI 将从 2 月份的 7.2% 回落到 6.7% 的位置。但考虑到 PPI 结构中 54% 的权重直接或间接与石油相关，以及物价传导的滞后效应，后面三个季度 PPI 购进价格指数都不乐观，预测 PPI 全年增长为 6.2%。

以上温和的通胀预测仍面临上行风险，主要可能来自几个方面：

（1）全球经济增速和大宗商品价格涨幅超出预期，这将加剧国内通胀压力。

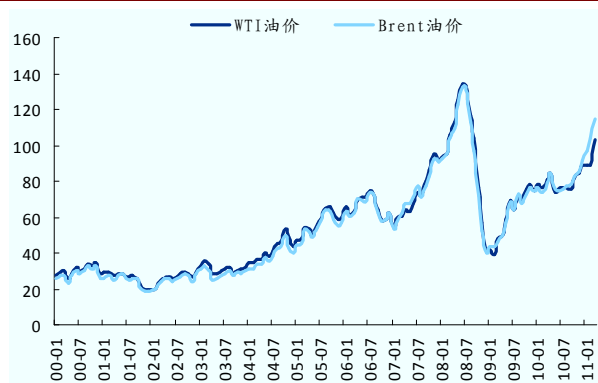
近期日本大地震、中东和北非乱局、中国调控因素等影响全球经济的不确定因素有所缓解，市场风险偏好明显回升。如果美欧经济保持当前的良好复苏态势，日本恢复生产和灾后重建的进度快于预期，新兴市场国家紧缩节奏放缓的情况下，全球经济增长可能比预期强劲。在此情景下，大宗商品价格可能再次迅速攀升，输入型通胀压力大增，推动国内价格上涨。人民币升值步伐可能加快。

图 1-17: TJ/CRB 即期指数（月平均）



资料来源：CEIC，宏源证券研究所。

图 1-18: 国际原油价格（月平均）



资料来源：CEIC，宏源证券研究所。

（2）限购政策之下房租上涨幅度超过预期，水电气价可能的调整亦会推升居住成本。

从今年 1 月起，我国 CPI 开始使用新的统计方案，调整后的 CPI 权重将居住价格提高了 4.22 个百分点，食品价格所占权重下调了 2.21 个百分点。

2 月份房租同比上涨 7.6%（图 1-19），远远超过同期房价上涨幅度，主要原因是：通胀预期导致的价格普涨；楼市调控及各地限购令出台使得部分潜在刚需买户被迫专为租户，需求转移；前两年房价上涨而租金变动不大，房屋“租售比”使得租金面临补涨，这可能是一个较长的过程。

另外，水电气价在二季度可能面临调整，亦会推升居住成本。

图 1-19: 中国房租同比增速



资料来源: CEIC, 宏源证券研究所。

(3) 如果出现供给冲击 (例如夏粮减产、猪病等), 将对价格造成更大影响。

市场普遍对食品通胀预期保持乐观, 主要基于夏粮丰收, 猪价回落等预期之上, 如果未来这方面出现供给冲击 (例如夏粮减产、猪病等), 将对价格造成更大影响。

因此, 如果上述情况进一步加剧通胀上行风险, 可能导致政策紧缩超预期。

二、企业盈利增速回归中性

1. 自上而下的非金融企业盈利量化分析

近一年来，市场投资者对沪深 300 指数 11 年自下而上的净利润增速预测从 18.9%上调至目前 23.8%，其中以今年初以来向上调整的幅度最大，显示投资者对未来盈利增长的预期持相当乐观的态度（图 2-1）。尽管投资者情绪始终受通胀上行、紧缩政策加码、经济增速放缓等因素左右而股价出现大幅波动，但是似乎并没有反映到盈利预期中。

图 2-1：市场对沪深 300 指数的 2011 年盈利预测调整变化



资料来源：WIND，宏源证券研究所。

一般而言，需求放缓与毛利率挤压是企业盈利风险的主要来源。首先，我们基于固定资产投资（名义）、出口（人民币计价）、消费品零售（名义）增速等宏观变量做自上而下的企业收入增长的预测；基于 PPI-RMPPI（领先调整）、CPI（非食品）、WTI 油价等自变量做自上而下的企业毛利率的预测。最后，我们基于收入增长、毛利率、以及影响税后利润率的税负和财务负担等因素来构建量化模型预测企业净利润增长。

根据自上而下的盈利量化模型，我们对 10-11 年的上市公司（非金融）净利润增速做了情景分析。结论是：非金融行业的盈利增速将出现显著下滑，将由 10 年 30-40% 的高增速回落至 11 年的 5% 的中性增速。企业盈利增速主要将受通胀侵蚀而显著回落。由于我们对今年经济增长并不悲观，企业主营收入不出现明显回落，11 年的企业销售收入比 10 年仅下降 8.3 个百分点；但通胀对企业毛利率挤压明显，料将下降 1.9 个百分点（表 2-1）。

因此，即便对金融类上市公司盈利不做调整，预计 10 年和 11 年整体上市公司的盈利增长为 32.2% 和 11.3%，相对于普遍的市场预期（或者自下而上汇总）存在 13.2 个百分点和 7.6 个百分点的下调空间（表 2-1）。可见当前市场对 11 年盈利的普遍预期仍过分乐观，盈利预测未来面临下调风险可能将在 2-3 季度集中释放出来，进而拖累股价表现。

表 2-1: 自上而下的 2011 盈利预测

当前自下而上盈利预测汇总结果

	非金融企业盈利增长	毛利率	收入增长	金融企业盈利增长	上市公司整体盈利增长
2010E	45.4%	n.a.	36.2%	27.0%	35.2%
2011E	18.9%	n.a.	17.9%	19.8%	19.3%

基本假设 (同比变化)

	固定资产投资 (名义, %)	出口 (RMB, %)	消费零售 (名义, %)		
2010E	24.5	30.2	18.3		
2011E	25.0	17.0	17.5		

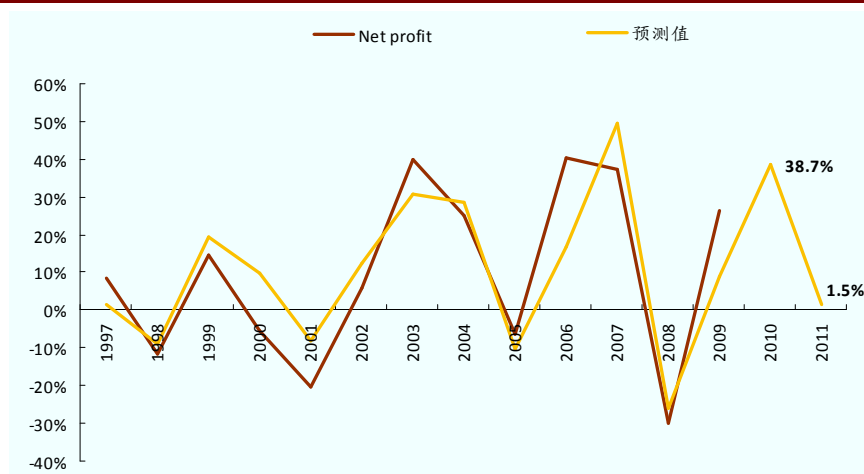
	CPI非食品 (%)	PPI (%)	RMPPPI (%)	WTI国际油价 (美元)	一年期贷款基准利率 (年平均)
2010E	1.4	5.5	9.1	79.4	5.81
2011E	1.5	6.2	11.2	107.9	6.31

自上而下的盈利量化模型预测

	非金融企业盈利增长	毛利率	收入增长	金融企业盈利增长	上市公司整体盈利增长
2010E	38.7%	16.4%	29.9%	27.0%	32.2%
2011E	1.5%	14.5%	21.3%	19.8%	11.3%

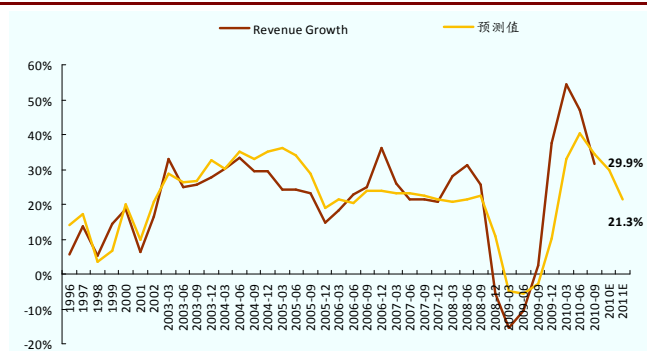
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。注: (1) 量化模型详细阐述请见作者以往研究成果《非金融行业自上而下的盈利预测模型》, 并略有调整, 限于篇幅不在此赘述, 盈利预测结果准确度有限, 仅供投资者参考。(2) 预测模型所用基本假设由宏源证券研究所宏观组提供。

图 2-2: A 股上市公司非金融行业净利润增长预测



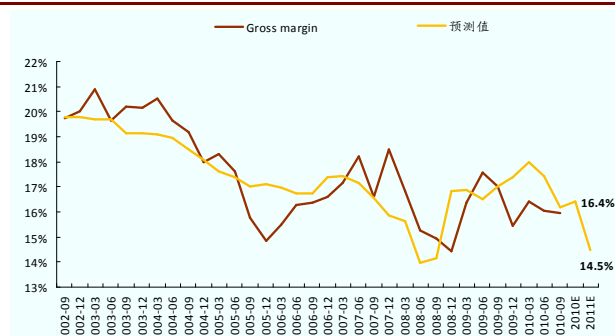
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 2-3: A 股上市公司非金融行业主营收入增长预测



资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 2-4: A 股上市公司非金融行业毛利率预测



资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

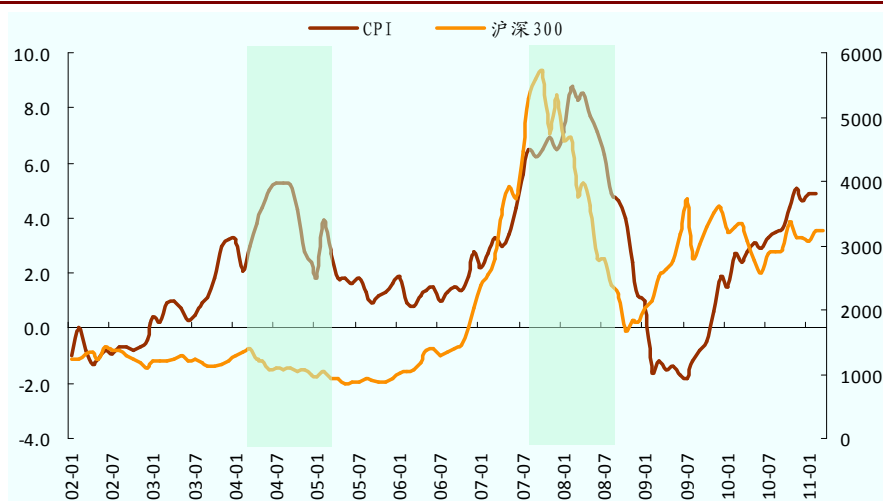
2. 通胀见顶周期下的行业盈利与股价表现

最近两次通胀周期见顶分别是 04 年 8 月和 08 年 2 月。我们考察了前两轮通胀周期(通胀见顶前后 6 个月, 即 04 年 3 月-05 年 2 月、07 年 9 月-08 年 8 月期间) 中的行业股价表现及盈利趋势。

针对 2 季度, 我们重点关注通胀见顶前的情况, 主要结论是:

- (1) 期间大盘均为负收益 (图 2-5)。
- (2) 相对而言, 必需消费、通信、科技、交运及公用事业可以获得较为稳定的相对正收益 (表 2-2)。子行业中煤炭、化工 (含化肥及农药)、零售、食品饮料 (含酒类)、交通运输服务 (含航运、铁路运输)、专用设备 (含电气设备、技术硬件及设备、电子元器件、通信设备) 等表现突出 (表 2-3)。
- (3) 房地产、证券、汽车及零部件、酒店旅游及餐饮、有色金属、工业综合则表现明显跑输大盘, 需谨慎配置 (表 2-4)。
- (4) 企业盈利增速整体现明显下滑趋势 (图 2-6), 从盈利增长稳定性角度来看, 煤炭、化工、电气设备、交通运输服务、零售、食品饮料等行业表现较好 (表 2-5), 值得投资者重点关注, 因为这些行业也恰恰是股价最具防御性的板块。

图 2-5: 通胀见顶周期与股市表现



资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

表 2-2: 通胀见顶周期的行业表现

	A股全指	能源	材料	工业	交运	公用	金融	房地产	通信	科技	医疗	可选	必需
2004年8月CPI见顶													
前六月	-23.3	-11.5	-23.5	-27.2	-12.1	-19.6	-15.9	-28.7	-25.7	-24.1	-27.1	-27.9	-24.7
超额收益		11.8	-0.3	-3.9	11.2	3.7	7.4	-5.4	-2.4	-0.8	-3.8	-4.7	-1.4
后六月	-2.3	-4.0	-1.2	-1.5	7.7	-11.3	-12.9	2.5	-6.1	5.1	-0.3	-6.6	1.5
超额收益		-1.8	1.1	0.8	9.9	-9.1	-10.7	4.8	-3.8	7.4	2.0	-4.4	3.8
2008年2月CPI见顶													
前六月	-6.2	-8.8	2.2	-2.9	-1.7	-5.1	-20.3	-23.6	42.2	9.2	2.5	-5.4	12.3
超额收益		-2.5	8.4	3.3	4.6	1.2	-14.0	-17.4	48.4	15.4	8.7	0.8	18.5
后六月	-49.8	-45.1	-58.4	-55.6	-52.0	-50.8	-35.1	-56.3	-54.4	-54.1	-46.7	-52.0	-43.6
超额收益		4.7	-8.6	-5.8	-2.2	-1.0	14.7	-6.5	-4.6	-4.3	3.1	-2.2	6.2
前六月平均超额收益		4.6	4.1	-0.3	7.9	2.4	-3.3	-11.4	23.0	7.3	2.5	-1.9	8.6
后六月平均超额收益		1.4	-3.7	-2.5	3.8	-5.0	2.0	-0.9	-4.2	1.5	2.6	-3.3	5.0

资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

表 2-3: 通胀见顶前六个月周期显著跑赢大市的子行业

	煤炭	化工	化肥与农药	电气设备	技术硬件及设备	电子元器件	通信设备	零售	食品饮料	酒类	交通运输服务	航运	铁路运输	电力
2004年8月CPI见顶														
前六月	-8.8	-21.2	-15.4	-20.9	-22.2	-19.0	-19.8	-20.9	-18.0	-13.3	-16.6	-8.9	-5.5	-18.2
超额收益	14.4	2.1	7.9	2.3	1.1	4.3	3.5	2.3	5.3	10.0	6.7	14.4	17.8	5.0
后六月	7.7	-1.2	5.9	-2.7	10.5	-3.1	18.4	-0.1	7.1	9.0	0.1	-1.3	31.4	-11.9
超额收益	9.9	1.1	8.2	-0.4	12.7	-0.9	20.7	2.1	9.4	11.3	2.4	1.0	33.7	-9.6
2008年2月CPI见顶														
前六月	-3.2	22.5	53.4	12.5	11.4	1.3	11.5	-4.5	5.9	8.8	7.3	19.2	0.2	-5.6
超额收益	3.1	28.7	59.7	18.8	17.7	7.5	17.8	1.8	12.2	15.1	13.5	25.4	6.5	0.7
后六月	-45.1	-50.5	-36.5	-51.3	-53.6	-57.7	-47.5	-42.5	-40.4	-39.9	-54.2	-55.1	-42.8	-49.7
超额收益	4.7	-0.7	13.3	-1.5	-3.8	-8.0	2.3	7.3	9.4	9.8	-4.5	-5.3	7.0	0.0
前六月平均超额收益	8.8	15.4	33.8	10.5	9.4	5.9	10.6	2.1	8.7	12.5	10.1	19.9	12.1	2.9
后六月平均超额收益	7.3	0.2	10.7	-1.0	4.5	-4.4	11.5	4.7	9.4	10.6	-1.0	-2.2	20.3	-4.8

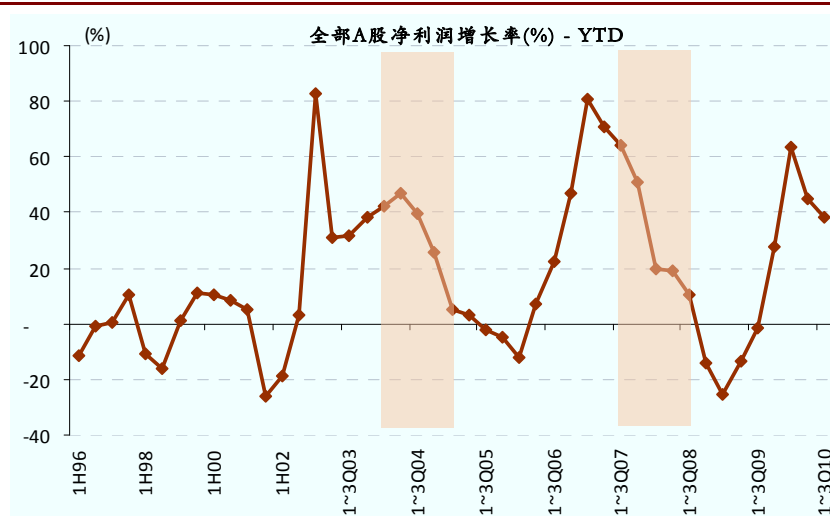
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

表 2-4: 通胀见顶前六个月周期显著跑输大市的子行业

	有色金属	工业综合	证券	房地产	汽车及零部件	酒店旅游及餐饮
2004年8月CPI见顶						
前六月	-24.7	-24.6	-32.8	-28.7	-39.4	-23.6
超额收益	-1.4	-1.3	-9.5	-5.4	-16.1	-0.3
后六月	1.5	-2.0	-15.5	2.5	-15.4	8.8
超额收益	3.8	0.2	-13.3	4.8	-13.1	11.1
2008年2月CPI见顶						
前六月	-12.4	-10.5	-26.5	-23.6	-6.8	-15.6
超额收益	-6.2	-4.2	-20.3	-17.4	-0.5	-9.3
后六月	-66.7	-58.7	-37.6	-56.3	-61.4	-56.2
超额收益	-16.9	-8.9	12.2	-6.5	-11.6	-6.4
前六月平均超额收益	-3.8	-2.8	-14.9	-11.4	-8.3	-4.8
后六月平均超额收益	-6.6	-4.3	-0.5	-0.9	-12.4	2.3

资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 2-6: 通胀见顶周期与上市公司盈利增速



资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

表 2-5: 通胀见顶周期中各行业盈利增速比较

	2004年8月CPI见顶					2008年2月CPI见顶				
	见顶前			见顶后		见顶前			见顶后	
	1Q04	1H04	1~3Q04	2004	1Q05	1~3Q07	2007	1Q08	1H08	1~3Q08
石油天然气	33.3	61.5	68.3	75.0	23.2	48.5	2.0	-41.5	-47.9	-33.1
煤炭	51.3	77.8	94.6	116.6	90.2	30.2	26.9	52.7	70.8	83.7
化工	41.1	37.3	33.8	17.8	11.0	55.4	296.2	197.8	96.2	65.6
钢铁	71.9	48.7	46.9	40.5	23.8	41.3	29.1	17.9	33.3	24.7
有色金属	110.8	87.3	62.7	70.2	31.8	38.9	6.6	16.8	-18.6	-25.5
建材	256.3	120.7	56.6	19.4	-91.8	115.3	124.9	117.0	43.5	26.1
林业与造纸包装	9.8	0.6	-2.9	-11.9	5.3	67.7	118.2	78.7	16.7	10.6
建筑与工程	-8.9	-9.5	-4.1	1.3	-1.1	56.7	63.8	120.6	32.5	11.8
机械	17.2	29.9	28.3	15.7	38.2	77.5	87.5	54.7	32.2	10.2
电气设备	68.9	39.0	30.3	5.9	39.8	45.6	31.9	81.0	36.2	36.4
综合	11.4	46.7	48.2	81.2	22.1	146.4	213.0	23.6	-15.2	-19.3
交通运输服务	255.6	212.0	464.3	3,875.5	-10.8	76.5	240.5	117.0	138.5	57.9
交通基础设施	27.5	19.5	20.9	20.6	6.9	23.6	18.3	1.2	7.6	6.9
电力	23.0	26.4	0.2	6.8	-35.1	34.0	21.7	-69.5	-87.9	-103.0
城市公用事业	17.9	2.4	-3.4	-17.1	-23.1	63.6	81.2	-53.8	-31.3	2.1
银行	45.1	44.6	39.3	33.5	21.9	59.1	58.2	91.6	68.5	52.3
保险	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	145.7	120.4	-28.1	-18.7	-61.3
证券	1,385.6	-11.2	-13.0	-434.1	-141.6	24,304.8	508.7	148.9	11.2	-32.7
房地产	65.9	25.4	23.2	-14.6	50.8	79.3	125.2	71.8	68.6	43.8
电信服务	19.6	20.2	7.9	6.0	-24.2	30.5	171.0	7.4	104.7	30.2
软件及服务	40.9	-31.8	12.1	-65.7	-4.6	49.3	75.2	64.7	38.7	20.2
技术硬件及设备	38.6	103.9	72.1	-63.9	-22.1	20.1	792.7	-24.0	17.7	25.6
电子元器件	76.0	55.4	36.8	-8.8	-129.5	258.9	15,136.1	3.9	10.0	-47.0
医疗保健	10.1	-2.4	6.6	-30.5	3.8	86.7	110.7	44.6	41.0	29.9
汽车及零部件	63.8	24.5	9.1	-3.3	-63.9	126.7	181.8	22.2	-7.3	-23.5
家庭耐用消费品	14.3	4.3	1.8	-126.8	-27.0	141.5	497.6	8.6	37.2	24.1
酒店旅游及餐饮	8.3	617.8	643.9	273.6	171.0	76.1	154.0	-7.4	-7.1	-23.8
传媒	17.0	82.8	9.2	1.5	5.6	129.2	50.7	23.8	26.9	13.8
零售	13.9	44.4	36.4	27.4	29.9	57.1	78.3	53.2	36.3	25.2
食品饮料	10.6	16.4	21.0	87.4	17.0	39.2	58.3	48.3	54.8	32.7
家庭日用品	11.0	-10.8	-18.7	-5.3	-1.9	192.2	107.6	-33.8	-22.2	-53.7
农业	26.8	-128.2	-91.7	-118.4	6.8	-24.9	70.8	135.0	70.9	-35.4
合计	42.4	47.0	39.4	25.9	5.3	64.2	50.7	19.8	19.1	10.2
金融	54.4	41.2	36.8	28.1	14.1	79.2	74.9	64.6	51.5	30.1
非金融	41.9	47.4	39.6	25.8	4.8	55.8	38.6	-0.8	-0.4	-2.6

资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

三、投资策略：配置由攻转守

1. 静态估值合理，但动态估值并不足以提供足够的安全边际

与前两轮通胀见顶周期相比，最大的区别在于估值风险已经大大释放。当前大盘静态市盈率 20 倍，远远低于 2007 年 10 月顶点 48 倍，2004 年 4 月 34 倍的水平，且低于历史均值 0.6 个标准差。其中，银行 PE 仅 10 倍，低于历史均值 1 个标准差；扣除金融股后的 A 股，静态市盈率 27 倍接近历史均值，说明金融股拉低了整个市场的估值水平。

存在结构性差异，大盘蓝筹股合理，中小盘股偏高。考察大中小盘的估值情况，以沪深 300 和中小板指数为例，沪深 300 指数的静态 PE 仅 16 倍，低于历史均值 0.8 个标准差，估值偏低；而中小板指数的静态 PE 高达 45 倍，高于历史均值 0.4 个标准差，明显偏高。

图 3-1: A 股当前市盈率处于历史较低水平



资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 3-2: A 股扣除金融后市盈率比较合理



资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 3-3: 大盘蓝筹股当前市盈率偏低



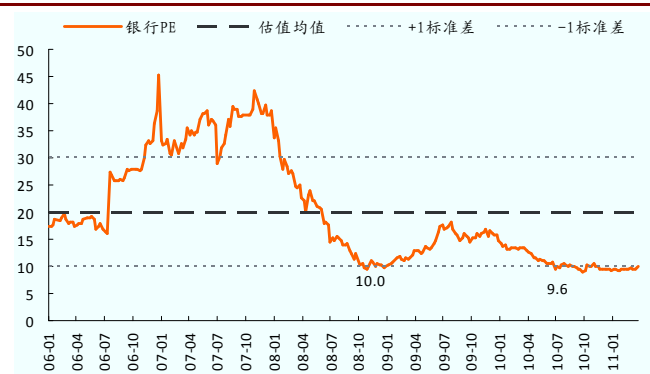
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 3-4: 中小盘股当前市盈率偏高



资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 3-5: 银行股当前市盈率偏低



资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-6: 非周期类相对周期类行业的估值溢价回归均值



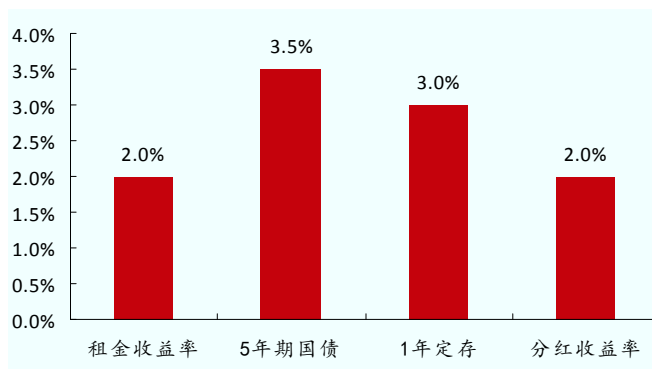
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。注: 周期股包括能源、材料、工业等, 未包括金融地产; 非周期股包括消费 (剔除汽车)、医疗保健等。

动态估值方面, 全部 A 股的 2011PE 和 2012PE 分别降到 15 倍、12.5 倍, 沪深 300 指数分别降到 12.6 倍、10.7 倍; 中小板和创业板的估值溢价有望缩窄, 其中中小板的 2011PE 降到 29.2 倍, 相对沪深 300 的估值溢价率从 182% 下降到 133%, 创业板的 2011PE 降到 36.9 倍, 相对沪深 300 的估值溢价率从 290% 下降到 194%。

但是需要强调的是, 基于我们自上而下的盈利量化模型分析, 2011 年盈利增速面临下调风险, 动态市盈率并没有低到足够提供安全边际。根据当前静态市盈率 20 倍, 如果 2011 净利润增速回落至 11%, 对应 2011 年动态市盈率 18 倍, 按 A 股平均 36% 的分红比例, 计算得出的分红收益率达到了 2%, 基本与当前楼市租金收益率相当, 仍逊于目前 3% 和 3.5% 的一年期定存和国债收益率, 并不足以提供足够的股价安全边际 (图 3-7)。

考察周期类和非周期类的估值情况, 非周期类行业相对于周期类当前的静态 PE 溢价率为 50%, 已经回到历史平均水平 (图 3-6), 考虑到盈利确定性, 动态市盈率溢价率更低。分行业来看 (表 3-1), 据历史平均水平比较, 估值较低的行业包括金融、地产、石油石化和交通运输。医药、商业零售、食品饮料经历前期调整后, 相对估值溢价已经显著回落, 考虑到盈利增长的确定性, 建议积极战略性建仓。

图 3-7: 大类资产投资回报率比较



资料来源: CEIC, 宏源证券研究所。

表 3-1: 各行业估值水平比较

行业名称	PE(TTM, 整体法, 剔除)	历史均值(06年以来)	PE偏离度(标准差)	PB(最新财报, 剔除)	历史均值(06年以来)	PB偏离度(标准差)	2011PE (整体法, 剔除)	2012PE (整体法, 剔除)
保险	19.0	44.3	-1.2	2.9	5.2	-0.9	16.2	13.5
银行	9.9	20.0	-1.0	1.8	2.9	-1.0	8.0	6.9
建筑	20.8	34.3	-0.9	2.4	2.7	-0.3	13.3	10.6
石油石化	15.2	20.2	-0.8	2.3	3.3	-0.7	13.2	11.7
房地产	21.3	34.6	-0.8	2.9	3.8	-0.5	13.5	10.2
交通运输	18.2	25.6	-0.7	2.6	3.2	-0.5	14.3	13.8
汽车	20.7	29.9	-0.7	4.0	3.2	0.7	15.5	13.0
传媒	47.5	57.3	-0.6	4.3	4.8	-0.3	35.9	29.8
证券	25.7	31.5	-0.5	2.8	5.2	-0.8	21.7	19.0
电力及公用事业	27.1	30.6	-0.4	2.7	2.8	-0.1	22.9	19.6
食品饮料	39.3	45.5	-0.4	7.9	7.0	0.4	28.5	22.0
煤炭	20.1	24.4	-0.3	3.7	4.1	-0.2	16.4	14.0
家电	26.4	27.8	-0.2	4.2	3.0	1.1	19.4	15.5
商贸零售	36.4	37.3	-0.1	4.3	4.2	0.1	23.0	17.9
钢铁	21.8	22.1	0.0	1.7	2.0	-0.3	15.9	12.3
建材	35.7	34.9	0.1	4.7	3.7	0.7	21.5	15.9
通信设备制造	42.2	40.7	0.1	4.6	3.9	0.6	28.1	21.0
餐饮旅游	52.9	49.6	0.2	5.0	4.3	0.5	33.2	26.0
纺织服装	36.3	33.9	0.2	3.9	3.2	0.6	24.1	18.4
轻工制造	31.8	28.6	0.3	3.2	2.7	0.6	21.5	17.0
医药	42.0	36.6	0.5	6.1	4.8	0.8	27.9	22.2
计算机	55.6	48.5	0.5	5.7	4.6	0.7	33.4	24.1
电力设备	43.1	37.9	0.6	5.3	5.5	-0.1	28.3	21.4
农林牧渔	55.6	46.2	0.6	5.4	4.1	0.9	30.1	22.4
国防军工	68.0	57.0	0.7	5.1	4.8	0.2	50.9	40.2
机械	36.1	28.8	0.8	5.0	4.2	0.4	24.0	18.8
电子元器件	54.7	42.7	0.9	5.0	3.5	1.2	35.2	23.0
有色金属	62.6	39.1	1.2	5.9	4.9	0.4	35.4	27.2
基础化工	50.0	36.1	1.2	4.6	3.8	0.6	26.3	19.3
全部A股	19.7	24.7	-0.6	2.9	3.4	-0.3	15.0	12.5
全部A股扣除金融	26.9	27.2	0.0	3.6	3.5	0.0	19.5	15.9
沪深300	15.8	22.3	-0.8	2.5	3.3	-0.5	12.6	10.7
中小板	44.6	39.6	0.4	5.5	5.0	0.4	29.2	21.9
创业板	61.5	69.0	-1.0	5.8	6.5	-0.3	36.9	26.0

资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

2. 季度指数运行区间: 2600-3100

从市场流动性角度来看, 我们认为 2-3 季度股市估值提升的空间有限。

- (1) 外汇占款不会出现显著上升。有利的因素是随着海外经济复苏渐趋明朗, 出口可能会有所恢复; 但是不利因素是, 输入型通胀压力推升进口价格。
- (2) 随着 4-5 月份央票到期高峰过去, 而通胀上行压力使得央行紧缩力度可能进一步提升, 市场流动性状况可能进一步趋紧。
- (3) 值得警惕的是持续的负利率水平可能使得“金融脱媒”现象加剧, 资金体外循环使得场内资金市场利率明显提升 (图 3-8), 对资本市场不利。
- (4) 严控信贷背景下, 股市上行, 可能引发 IPO 和再融资规模快速上升, 亦压制股市估值。

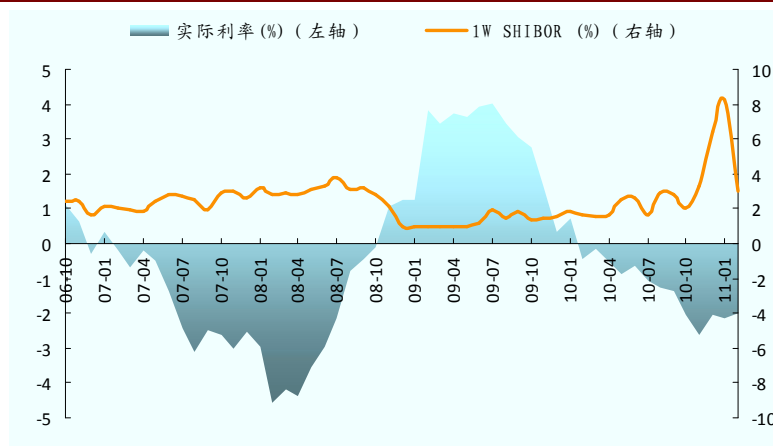
上述因素都会对资本市场估值构成持续的压力。

基于 08 年 10 月 1600 多点, 2010 年 7 月 2300 多点对应估值水平为参照, 考虑到 11 年上市公司整体盈利增速可能放缓至 10-15%, 对应当前具有相对安全边际的上证指数点

位为 2600 点。

因此，我们估计 2 季度股市运行区间将介于 2600-3100。

图 3-8：负利率与银行间市场利率



资料来源：CEIC，宏源证券研究所。

3. 行业配置：从周期股转向低估值股及必需消费品等防御板块

我们基于估值水平、通胀见顶周期下的盈利趋势和股价表现、2 季度政策催化剂等三个角度出发给出我们 2 季度的行业配置建议：**从周期股转向低估值股及必需消费品等防御性板块。重点推荐超配商贸零售、食品饮料、电力、煤炭、化工、新能源及电力设备、交通运输（表 3-2）。**

2 季度政策催化剂：前文第一章中我们已经论及，以往年经验来看，往往两会之后从二季度开始，预计一系列以“积极扩大居民消费需求；保障改善民生”为主题，贯彻两会精神的政策（表 1-3）会陆续出台，将对必需消费股有所支持。电力板块盈利已触历史低点，未来调价等政策催化因素下有望获得绝对收益。保障房等相关周期性板块预期已经相当充分，我们预计将在通胀趋势得到明显控制，调控政策出现实质性松动的 4 季度才会再次迎来表现机会，建议 2 季度回避。

表 3-2：行业配置建议及研究重点覆盖的股票

行业	基准权重	三因素			配置建议	建议权重	重点研究覆盖公司
		估值低于历史平均	通胀见顶之前周期盈利确定性高且具有相对收益	二季度有政策催化剂			
商贸零售	2.65	★	★	★	超配	7.0	欧亚集团、王府井、武汉中百、鄂武商
食品饮料	3.47	★	★	★	超配	6.0	山西汾酒、青岛啤酒、三全食品、泸州老窖、五粮液
电力及公用事业	2.76	★	★	★	超配	6.0	乐山电力、国投电力、内蒙华电、华电国际、华能国际
煤炭	5.66	★	★		超配	8.0	中煤能源、潞安环能、兖州煤业、西山煤电
基础化工	3.22		★		超配	5.0	深圳惠程、宏达新材、红宝丽、江南化工、华峰氨纶、沈阳化工、S上石化
新能源及电力设备	2.57		★		超配	6.0	大港股份、综艺股份、许继电气、平高电气
交通运输	4.30	★	★		超配	6.0	大秦铁路、广深铁路、铁龙物流
钢铁	2.55				标配	2.5	南方建材、新兴铸管、八一钢铁
建材	1.93				标配	2.0	国统股份、华新水泥、海螺水泥、祁连山
建筑	2.19	★			标配	2.0	中国建筑、延长化建、葛洲坝
纺织服装	1.13			★	标配	1.0	宜科科技
医药	4.05				标配	4.0	华润三九、双鹭药业、京新药业、仁和药业、鑫富药业
银行	15.56	★			标配	15.0	民生银行、中信银行、招商银行
保险	3.99	★			标配	3.9	中国平安、中国太保
房地产	4.31	★	×		标配	4.0	万科、金地集团、中国建筑、中南建设、首开股份、北京城建
电子元器件	2.10		★		标配	2.0	华工科技、乾照光电、莱宝高科
通信设备制造	1.15		★		标配	1.2	光迅科技、亨通光电、日海通讯、中天科技
计算机	1.24		★		标配	1.2	软控股份、海兰信、威创股份
石油石化	13.23	★			低配	6.5	中国石化
有色金属	4.85		×		低配	3.0	辰州矿业、包钢稀土、江西铜业、金钼股份
证券	2.27	★	×		低配	1.0	中信证券、海通证券
机械	4.50				低配	2.0	大族激光
国防军工	0.68				低配	0.3	中航重机
轻工制造	0.71				低配	0.3	太阳纸业
汽车	3.23	★	×		低配	1.0	松芝股份
餐饮旅游	0.46		×		低配	0.3	峨眉山、西安饮食
家电	1.37	★			低配	1.0	合肥三洋
农林牧渔	1.54				低配	1.0	登海种业、雏鹰农牧
传媒	0.65	★			低配	0.3	鹏博士
其他	1.66				低配	0.5	中国联通
全部A股	100.00					100.0	

资料来源：宏源证券研究所。

四、关注政策重点支持的主题性投资

关注政策重点支持的主题性投资。

(1) 生产性服务业：物流业、商贸服务、研发服务、信息和技术支持服务业等。

(2) 高油价成为常态下的投资机会：较早受益：煤炭、煤化工、煤炭机械、石油采掘设备业等；后续持续受益：节能产品及技术运用、太阳能风能等替代能源，新能源汽车等。

(3) 通航产业：低空领域开放政策逐步出台、经济发展和个人财富积累带来的潜在需求激增、中航通飞等龙头企业崛起。

(4) 央企、地方国企的重组和资产证券化带来的企业外延式增长机会。

上述行业基本都是未来政府政策重点支持的方向，不易受宏观调控力度波动左右，增长及盈利确定性高，可以自下而上的精选个股。

1. 生产性服务业

1.1 “十二五”规划产业升级关键词：生产性服务业

3月16日“十二五”《规划纲要》正式发布，生产性服务业上升成为产业结构优化升级的战略重点。相比较“十一五”，生产性服务的定位从“拓展”阶段过渡到“加快发展”的新阶段，发展路径是深化专业化分工，加快服务产品和服务模式创新，促进生产性服务业与先进制造业融合。我们认为，在中国已经成为全球最大制造业基地后，根据国际经验和产业发展自身内在规律，国内生产性服务业发展的春天已经来到。

表 4-1：“十二五”、“十一五” 生产性服务业论述比较

项目	“十二五”规划	“十一五”规划
定位	加快发展生产性服务业	拓展生产性服务业
路径	深化专业化分工，加快服务产品和服务模式创新，促进生产性服务业与先进制造业融合，推动生产性服务业加速发展。	细化深化专业化分工，降低社会交易成本，提高资源配置效率。
内容	1、有序拓展金融服务业； 2、大力发展现代物流业； 3、培育壮大高技术服务业； 4、规范提升商务服务业。	1、优先发展交通运输业； 2、大力发展现代物流业； 3、有序发展金融服务业； 4、积极发展信息服务业； 5、规范发展商务服务业。
政策	实行鼓励服务业用电、用水、用热与工业同价；工业企业退出的土地优先用于发展服务业；结合增值税改革，完善生产性服务业税收制度；支持符合条件的服务业企业上市融资和发行债券；扩大政府采购服务产品范围；推动特大城市形成服务经济为主的产业结构	打破垄断，放开准入领域；鼓励社会资金投入服务业；健全服务业标准体系；大城市要逐步形成服务经济为主的产业结构。

资料来源：新华网，宏源证券研究所。

表 4-2：我国现代（生产）服务业统计分类标准框架

大类类别、名称	编号	细项内容
物流与快递业		
物流业	58	数码仓库、配送中心、第三方物流、连锁商业和配送服务
快递业	59	城际速递、跨地区速递、国际速递
信息传输、计算机服务和软件业		
电信和其他信息传输服务	60	电话、电报、移动通信、互联网信息服务、数据传输、图文传真、卫星通信等电讯业务和电信传输服务
计算机服务业	61	数据库开发、数据存储、数据库维护；楼宇智能化等计算机网络服务、数据处理业务、系统集成、计算机主设备维护咨询业
软件业	62	系统软件、中文信息处理软件、专业应用软件、管理软件、通用软件等计算机软件开发及其咨询
电子商务		
批发业	63	电子商情服务、网络仓库、虚拟市场
零售业	65	网上商城、网上书店
金融保险业		
银行业	68	网络银行、无线移动银行、电子支票、电子钱包
证券业	69	实时行情查询、网上证券交易
保险业	70	网上保险服务
其他金融活动	71	基于互联网提供服务的国际国内信托投资业务、财务公司、典当行、拍卖行、期货交易等活动
租赁和商务服务业		
租赁业	73	人才租赁、融资租赁、汽车租赁、工程机械租赁、金融工具租赁
咨询服务业	74A	法律咨询、统计咨询、管理咨询、决策咨询、会计服务、税务筹划、审计服务、工程评估、质量认证、资产评估
会展业	74B	项目策划、广告策划、广告设计、广告代理、市场推广、国际、国内会议服务、展览展示服务
科学研究、技术服务业		
研究与试验发展	75	信息、材料、生物、医药等领域的原创性成果
专业技术服务业	76	技术监测、检定、质量监督、标准制定以及计量；环境保护、监测；技术推广和科技交流服务等科技中介服务业；各行业的工程设计；专利代理、产品设计等其他综合技术服务、科研项目评估
科技交流和推广服务业	77	科技信息中介服务、科学技术咨询
远程教育		
学历教育与非学历教育	84	广播电视大学、教育频道教学、网络学院、网上知识库、网上培训社区、国际远程教学

资料来源：宏源证券研究所。

1.2 差距与空间：我国生产型服务业迎来了黄金发展期

当前，中国生产性服务业无论是从需求的逻辑，还是供给的逻辑，都具备了快速发展的条件和机会。中国经济在完成重工业化阶段后，进入生产性服务业和高新技术产业为重点的后工业化发展阶段。从需求的逻辑来看，中国作为世界制造基地的体量规模，东部沿海产业升级和生产工厂中西部转移浪潮将衍生巨大的生产性服务业需求。从供给的逻辑来看，丰富的、低成本的工程师和技术人员总量庞大、增长迅速，这为中国生产性服务业的全球竞争力奠定了强大竞争优势。

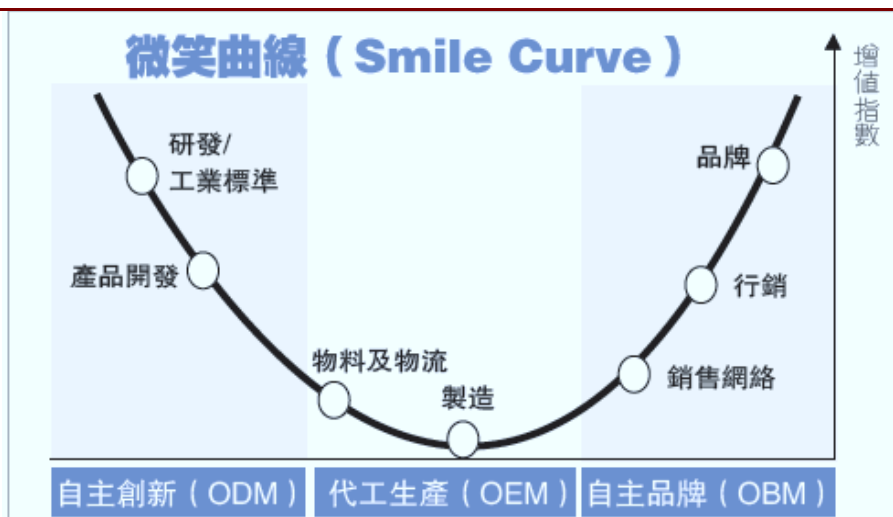
据统计，服务业占世界 GDP 的比重平均达到 60%以上，发达国家超过 70%。美国的生产性服务业总量接近 6 万亿美元，超过美国服务业总量的 70%，约占美国 GDP 的 48%，已成为国家的支柱产业。而我国的服务业占 GDP 的比重 2010 年为 43%（“十二五”规划 2015 年达到 47%），其中消费性服务占较大比重，生产性服务占 GDP 比重（2008 年为 18.8%）远低于发达国家，还处于起步阶段，相对滞后。

对比中国和 13 个 OECD 国家的现代服务业状况，除了上述数量上的差距外，更表现在结构和水平的滞后：（1）中国国民经济中的物质性投入消耗相对较大，而服务性投入（生产性服务）消耗相对较小；（2）中国的生产性服务业投入大多是由劳动密集型部门提供的，但 13 个 OECD 经济体的资金、技术和人力资本含量较高的生产性服务投入比重最高；（3）大多数 OECD 经济体生产性服务业的将近 70% 都投入了服务业自身，而中国生产性服务业的一半以上则投入了第二产业；（4）中国与 13 个 OECD 经济体的服务业及其分部门的影响力系数都较小，但是后者的服务业感应力系数则大大高于中国，这说明中国服务业的增长不仅不能对国民经济产生带动作用，而且其本身受其他部门的需求拉动作用也不大。

我们认为，在条件成熟后，差距就会转化为行业成长的巨大空间。当前，中国生产性服务业无论是从需求的逻辑，还是供给的逻辑，都具备了快速发展的条件和机会。

从需求的逻辑来看，中国作为世界制造基地的体量规模，东部沿海产业升级和生产工厂中西部转移浪潮将衍生巨大的生产性服务业需求。最终产品的生产，经过市场调研、创意形成、技术研发、模块制造与组装加工、市场营销、售后服务等环节，形成了一个完整链条。以制造加工环节为分界点，产业链可以分为产品研发、制造加工、流通三个环节，各个环节的附加值曲线呈现两端高而中间低的形态，即研发和流通环节附加值高、制造加工环节附加值低，大体呈“V”形，俗称“微笑曲线”（图 4-1）。从国际贸易统计数据来看，高端环节获得的利润占整个产品利润的 90-95%，而低端环节只占 5-10%。在后金融危机时代，中国产业开始从纵向、横向两个方向突围：纵向上是从“中国制造”向“中国创造”的产业链高端移动，从而产生了大量技术研发、创意设计、市场调研的需求市场；横向上制造工厂从东部沿海向中西部嫁接转移，大量制造类企业经营模式开始采取“横向一体化”，以前内部化的生产性服务业开始外部化，尽可能的将非核心业务外包，造就了许多富有潜力的生产性服务业细分市场。

图 4-1：产业链的“微笑曲线”



资料来源：宏源证券研究所。

从供给的逻辑来看，生产性服务业发展的三个基本特征是服务生产、以现代信息技术为支撑和知识密集度高。目前中国具备了支持生产性服务业快速发展的供给要素条件。首先，北京、上海等特大国际大城市开始逐步形成了现代服务业为主体的经济结构，三网融合进一步构建了新一代信息技术条件，CBD 形成集群效应，经济辐射能力显著增强；其次，扩招后大学高校毕业生人数快速上升，增长速度远超过制造业劳动力——农民工。而且，大学生以及白领的工资上涨幅度相对平稳，与海外同等劳动力相比，成本优势相当

明显，这些都为生产性服务业发展提供了庞大的劳动力大军。最后，经过“十一五”，国内港口、机场、铁路以及高速公路建设已经完成网络体系构建，从而为生产性服务业的发展提供物质基础条件，十二五规划为生产性服务业发展提供政策支持，特别是与工业用水用电电气同价，以及增值税的改革。

1.3 “微笑曲线”中孕育的投资机会

产业链“微笑曲线”中孕育的最具成长空间生产性服务业是现代物流、软件与信息服务、高技术服务业的专业技术、物流金融和现代商务服务。

我们看好现代物流行业的四个板块：(1)成立之初具备独特垄断资源的仓储运输企业、物流自动化设备提供商、信息化平台提供商；(2)软件与信息服务业看好的模块是安防行业需求、下游产业信息化和工业化融合滋生的需求、全球性软件服务外包；(3)高技术服务业重点是能源类、节能环保等方向的专业技术服务提供商；(4)金融服务看好物流金融的利润增长空间。由于我国会计师事务所、律师事务所等都采取合伙制度，现代商务服务业在 A 股上市公司很少，因此，现代商务服务业在本报告中不展开研究。

重要推荐的投资标的是南方建材、中储股份、机器人、新大陆、飞马国际、运光软件、东软集团、软控股份、海兰信、大华股份、世纪瑞尔、广电运通、潜能恒信、恒泰艾普、易世达、瑞普生物等（参见表 4-4，表 4-7，表 4-8）。

表 4-3：五类生产性服务业发展的核心驱动力

行业	核心驱动力
现代物流	井喷式需求引致的增长
软件与信息服务业	“两化”融合的机会和全球服务外包转移潮
高技术服务业	高端产业链的登峰之路
金融服务业	物流金融带来的新利润增长点
商务服务业	并购派生的机会

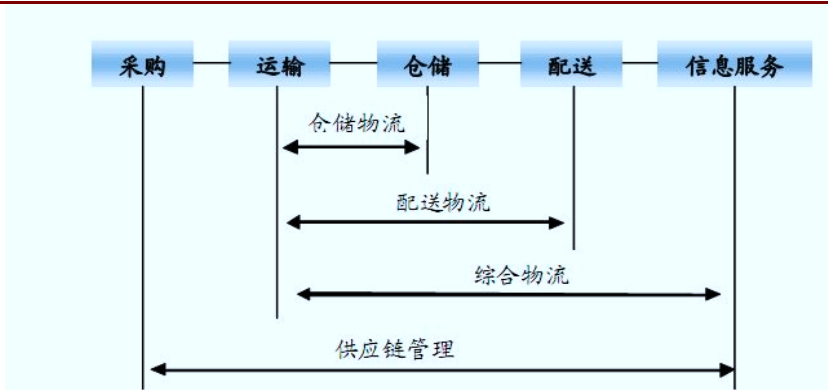
资料来源：宏源证券研究所。

现代物流行业

国民经济对物流的依赖越来越大，九五期间国内每单位 GDP 需要 1.7 个单位物流量来支撑，十五期间单位 GDP 需要 2.2 个物流量，2010 年单位 GDP 需要 3.4 个单位物流量。其重要性也不断提供，物流增加值占 GDP 比重不断增加，2010 年得到 7.07%。

2009 年 3 月国务院出台了《物流产业调整和振兴规划》，确立了我国现代物流产业发展的十项主要任务和九大重点工程，并提出了促进物流业发展的九方面政策措施。2011 年 3 月，商务部、发展改革委、供销总社出台了《商贸物流发展专项规划》。

图 4-2: 物流业产业链



资料来源：物流业协会，宏源证券研究所。

我们看好物流行业的三类公司：（1）具有独特垄断性资源的专业运输和仓储企业。这类企业在成立之初获取了独特性资源，如铁路、港口、保税区、全国性仓库网络等。（2）现代物流设备提供商，主要是自动化运输和仓储设备、冷藏物流设备和信息化设备。（3）物流软件系统信息服务提供商，如物流公共信息服务平台、供应链管理等（表 4-4）。

表 4-4: 物流产业链投资标的精选

三类公司	所属产业链环节	代码	上市公司	股价	年初至今涨跌幅	EPS 11E 12E	PE 11E 12E	主营业务	核心竞争力
具有独特垄断性资源的专业运输和仓储企业	依靠独特资源，如铁路、港口、仓库网络、保税区，形成细分市场物流垄断地位	600125	铁龙物流	16.63	16.3%	0.59 0.79	28.3 21.1	铁路特种集装箱业务（18%） 铁路货及临港物流业务（50%） 房地产业务（18%）	特种集装箱业务和沙线铁路
		300013	新宁物流	14.16	-7.3%	0.38 0.39	37.3 36.4	仓储及相关增值服务	昆山电子元件保税仓储区
		600794	保税科技	16.38	9.8%	0.67 0.78	24.4 20.9	码头仓储（23%） 化工贸易（74%）	张家港保税仓储区（化工）
		002492	恒基达鑫	18.63	-10.2%	0.52 0.68	36.1 27.6	仓储（52%） 装卸（45%）	第三方石化物流服务提供商，拥有华南沿海最大最好的石化产品仓储基地
		600787	中储股份	10.22	30.5%	0.44 0.54	23.3 19.1	物流业务（13%） 贸易业务（87%）	传统物流提供商，分布较广的仓储用地
		000906	南方建材	10.75	8.7%	0.15 0.19	71.1 55.5	能源、材料、机械、电子设备批发业(99.49%)	背靠浙江最大的钢材物流集团，盈利增长空间很大
		000529	广弘控股	7.49	15.2%	0.14 n.a.	53.3 n.a.	食品（59%） 教育出版物（39%）	食品“冷库+仓储”模式
物流专用设备供应商	自动化运输和仓储设备	002009	天奇股份	17.17	24.9%	0.73 0.76	23.4 22.7	自动化输送、仓储系统工程（46%） 机械产品（27%） 散料输送机（11%）	汽车物流、涉水物联网
		300024	机器人	26.80	3.7%	0.51 0.68	52.4 39.4	物流与仓储自动化成套装备产品（26%） 工业机器人（33%）	自动化智能设备提供商
	冷链物流设备	002158	汉钟精机	29.02	-21.7%	1.04 1.37	27.8 21.1	制冷压缩机（63%） 空气压缩机（30%）	冷冻冷藏压缩机和干式真空泵
		000530	大冷股份	14.33	22.8%	0.53 0.63	26.9 22.6	制冷空调设备（98%）	国内最大的工业制冷生产企业和最大的制冷成套设备出口商
	物流信息化设备	000997	新大陆	17.29	-10.0%	0.32 0.43	54.2 39.8	电子支付产品及信息识别产品（35%） 行业应用软件开发及服务（59%）	国内目前唯一拥有二维码自动识别核心技术公司
物流软件系统供应商	物流公共信息平台	002161	远望谷	22.59	-12.1%	0.45 0.71	49.9 32.0	自动设备读写装置（59%） 电子标签（21%）	国内最早从事超高频RFID技术研究与应用开发企业之一
		000811	烟台冰轮	20.44	7.1%	0.76 1.00	27.0 20.5	制冷空调设备（79%）	国内最大的自制螺杆制冷压缩机、活塞式压缩机及工业制冷成套设备的生产企业
	供应链管理	600119	长江投资	8.78	10.3%	0.05 0.10	164.4 91.8	物流服务（50%） 工程结算（38%）	上海市陆上货运公共信息平台
		002183	怡亚通	11.60	-0.8%	0.45 0.61	25.6 19.2	深度供应链业务（40%） 产品整合业务（47%）	面向全球的除核心业务外供应链管理商
		002210	飞马国际	10.43	-3.6%	0.13 0.14	77.8 74.2	综合物流服务（14%） 能源贸易执行（66%）	以中石油为依托，以物流园驱动综合物流服务经营模式
		600153	建发股份	8.62	33.4%	0.89 1.18	9.7 7.3	贸易供应链与物流（55%）	供应链管理、钢铁、汽车三大优势于行业利润占比70%以上。农产品、红酒、化工品快速发展

资料来源：WIND，宏源证券研究所。

软件与信息服务

发展软件与信息服务被认为是建设创新型国家的重要一环。2000 年国务院 18 好文件《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》、2001 年国办 47 号文件《振兴软件产业行动纲要（2002～2005 年）》是行业纲领性文件。2010 年起，工信部将原先统计的软件技术细分为支持服务、信息技术咨询和管理服务收入、信息技术增值服务收入三大类。

“十五”、“十一五”期间，我国软件和信息服务业规模高速增长，软件产业销售收入由 2001 年 796 亿元增加到 2010 年的 13364 亿元，年均增速超过 30%，占全球软件市场的份额由 1.5% 上升到 2010 年超过 15%；软件出口保持快速增长，出口额由 2001 年的 7.2 亿美元跃升到 2010 年的 200 亿美元。工信部在报告中指出，最近 3 年，我国信息技术服务业年均增速高达 30.1%，是同期全国 GDP 增速的 3 倍多。预计未来 3 年，信息技术服务业年均增长率将超过 25%，到 2012 年，产业规模将达 8200 亿元。

从需求的角度来看，未来软件与信息服务增长点源自以下三个方面：

一是行业升级的信息化成为国内需求的最大来源，从历史数据来看，制造业、金融业、电信与政府机构是软件投资最多的 4 大行业，占据中国整体软件投资的半壁江山。未来产品需求以“云计算”为代表新一代信息技术的软件和互联网技术替代部分硬件的功能产品和服务需求。

二是全球离岸软件服务外包转移到中国的趋势加速。从全球软件和信息服务业发展的历史渊源和现实环境来看，国内信息技术企业在高服务含量的软件上具有较强的竞争力，特别是垂直软件、行业应用软件和定制软件领域。据商务部预计，2010 年全球服务外包市场规模将达到 6000 亿美元。另据分析，全球离岸服务外包市场规模未来几年将保持 20% 以上的增长速度。随着跨国公司经营理念的进一步变革，非核心业务的离岸外包将成为大的趋势，可以预见，未来 5-10 年将是我国服务外包发展的黄金时期。

三是电子信息产业“西进”的成本洼地效应为行业带来巨大的增长空间。软件行业对人力成本最为敏感，“西进”成为势不可挡的潮流。目前，西安、重庆、成都等城市的电子信息产业已经形成特色和规模，成本洼地效应为软件和信息服务业发展重新提供了增长空间。

表 4-5：20 世纪 60 年代至 21 世纪初外包的主要动机与表现形式演变过程

时间	外包的主要动机	外包的变现形式
1960s	缩减硬件成本（大型主机）	分时操作
1970s	缩减软件开发成本	合同编程
1980s	大幅度压低运营成本	家庭办公
1989	Kodak Eastman 百万交易	花车效应（指从此引发外包模式的广泛流传）
1990s	战略考虑（提高竞争优势需要）	现场设施管理与选择性外包，主要以本土为主
2000s	战略转型（加强核心竞争力）	商业流程外包

资料来源：宏源证券研究所。

在软件和信息服务业领域，我们重点看好三个软件与信息服务板块（表 4-7）：

一是安防板块——全球新兴电子信息支柱产业。根据日前正式获批《中国安防行业“十二五”发展规划》，到“十二五”末期实现产业规模翻一番的总体目标，年增长率达到 20% 左右，2015 年总产值达到 5000 亿元，其中安防运营及各类服务业所占比重达到 20% 以上。投资标上，我们选择具有品牌优势和系列化产品提供能力的产品提供商，并进行价值链延伸、向综合性安防解决方案供应商转变的公司，如海康威视、大华股份、鹏博士等。

二是满足下游重点行业信息化整体解决方案的集成商。工业与信息的融合是产业升级的重点方向之一，推动 IT 产业发展的驱动因素中，最为重要的是下游行业的信息化需求，2003-2010 年软件行业与下游行业景气指数的相关系数是 0.824。根据相关行业的“十二五”行业规划，重点行业信息化需求及受益公司主要如表 4-6。

表 4-6：下游重点行业信息化受益公司

重点行业	十二五规划的“两化”衍生需求	重点受益公司
电力	电力信息化领域，国家电网 SG-186 信息化工程将驱动 IT 投资。该工程不仅涵盖财务（资金）、营销等八大应用领域，每年还存在着大量维护和升级系统需求，预计年收入可以维持在 4500 万元左右。出于国家信息安全的考虑，国内行业龙头企业有望获得更大的发展空间。	远光软件 榕基软件 新世纪 东软集团
轮胎	《轮胎行业产业政策》将加速信息化进程。政策明确要求到 2015 年之前，我国乘用车的轮胎达到 100% 的午化（当前 80% 左右），且午化轮胎和非午化轮胎的生产线的改造是整个生产线要全部替换，也就说，未来 5 年国产轮胎生产线将会有 20% 的产能被替代。据估算，这个市场空间将超过 500 亿元。	软控股份
轨道交通	国家发改委宏观研究院综合运输研究所副所长汪鸣表示，未来 5 年内我国高速铁路建设都将维持大规模投入，投资额将保持在每年 7000 亿元左右，共计 3.5 万亿元左右。铁路信息化的投资也将快速上升，以适应铁路大提速、客运专线的建设、提高铁路运转效率的要求。	世纪瑞尔 辉煌科技
航海电子	历次造船产业的转移，都会培育出如德国 SAM、日本 JRC 等大型航海电子本土企业与之配套。中国在《船舶工业中长期发展规划（2006-2015）》中指出，要有规划、有重点地支持船用设备发展，提高船用设备生产本土化水平。到 2010 年国产生产的船用设备平均装船率（按价值计算）达 60% 以上，2015 年达到 80% 以上。同时，海上生命安全和环境保护日益得到各国重视，国际海事组织（IMO）不断推出新的规则，要求船舶强制安装相应设备，都为航海电子科技行业带来新的发展空间。	海兰信

资料来源：宏源证券研究所。

三是受益于全球经济复苏的软件外包出口商。外需市场在曲折中逐渐复苏，根据 Gartner 发布的数据，2010 年全球 IT 支出预计将达到 3.35 万亿美元，同比增长 5.1%，预期 2011 年将超过 3.5 万亿美元。未来 5 年，全球 IT 支出将以年复合增长率 5% 的速度增长，预计 2014 年全球 IT 支出将突破 4 万亿美元。软件外包企业的规模经济效应明显，本轮金融危机下中国软件外包市场将在快速发展中逐步整合，有望成为世界级的外包企业，潜力公司有东软股份、浙大网新等。

表 4-7：软件与信息服务业重点关注子行业及个股

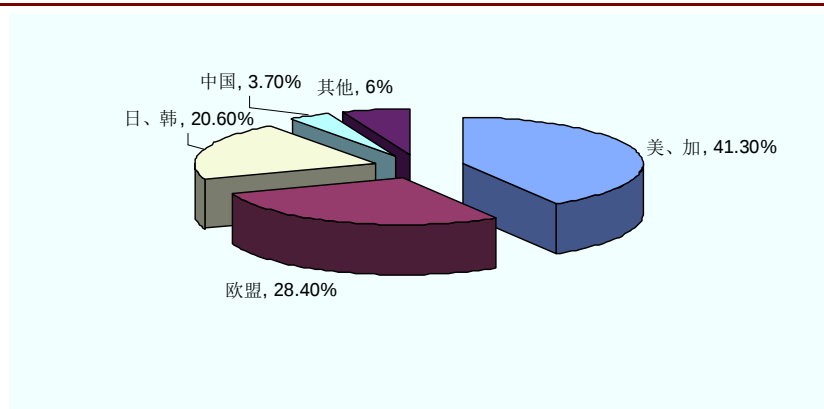
分类	代码	上市公司	股价	年初至今涨跌幅(%)	EPS		PE	
					11E	12E	11E	12E
安防	002415	海康威视	81.05	-12.0	2.84	3.80	28.5	21.3
	002236	大华股份	70.68	-13.3	2.68	3.85	26.4	18.4
	600804	鹏博士	8.73	0.9	0.38	0.50	23.0	17.3
行业信息化整体解决方案的集成商	002063	远光软件	23.66	-22.0	0.93	1.24	25.5	19.1
	002474	榕基软件	38.90	-20.9	1.27	2.02	30.7	19.2
	002280	新世纪	22.83	-0.1	0.58	0.77	39.5	29.6
	002073	软控股份	24.64	-7.4	0.80	1.11	30.9	22.3
	300150	世纪瑞尔	34.01	-29.9	0.80	1.13	42.3	30.0
	002296	辉煌科技	55.06	-18.1	1.28	1.80	43.1	30.5
	300065	海兰信	40.03	-26.4	1.10	1.70	36.3	23.5
	600718	东软集团	13.43	-15.7	0.55	0.69	24.4	19.5
软件外包出口商	600797	浙大网新	7.17	2.7	0.17	0.27	41.4	26.7

资料来源：WIND，宏源证券研究所。

高技术服务业——专业技术服务

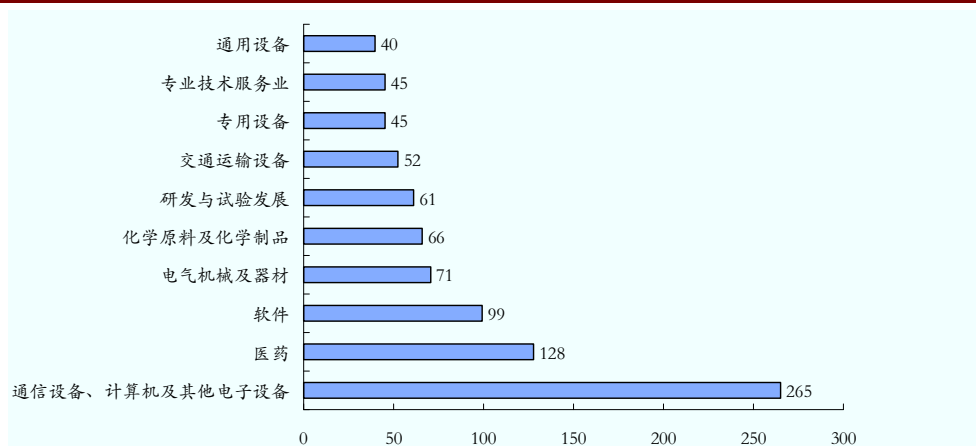
随着产业链价值环节纵深分解，研发、设计、测试等前端服务专业化和独立化趋势日益明显，具有智力密集、高技术含量和高附加值的研发设计产业发展迅速。以硅谷为例，2005 年以来，以研发设计为代表的创造与创新服务业已跃居硅谷 7 大产业集群第二位。日本、韩国产业升级的历史经验无不证明，高技术服务业是产业链高端之路的最重要支撑。根据国务院发布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）》，到 2020 年，全社会研究开发投入占国内生产总值的比重提高到 2.5% 以上，力争科技进步贡献率达到 60% 以上，对外技术依存度降低到 30% 以下，本国人发明专利年度授权量和国际科学论文被引用数均进入世界前 5 位。国家的巨大投入，将产生一个巨大的研发设计需求市场空间。

图 4-3：主要国家和地区 R&D 经费支出占 38 个国家总额的比重



资料来源：《中国生产性服务业发展报告》，宏源证券研究所。

图 4-4：研发中心数量位居前 10 位的行业



资料来源：《中国生产性服务业发展报告》，宏源证券研究所。

结合中国经济“调结构”的方向——新能源、低碳和环保节能，我们非常看好专业技术服务业的增长前景，梳理了 A 股上市公司，重点有如下几类（表 4-8）：

表 4-8: 高技术服务业的看好类别及公司

分类	代码	上市公司	股价	年初至今涨跌幅(%)	EPS		PE		核心竞争力	主营业务
					11E	12E	11E	12E		
油服业	300191	潜能恒信	40.87	-6.7	1.02	1.41	39.9	29.1	提供油气勘探过程中的地震数据处理解释一体化服务;自主研发了第三代成像技术	石油勘探技术服务
	002554	惠博普	32.65	13.7	0.70	1.03	46.5	31.6	国内少数能够为客户提供整体工艺方案、核心设备设计制造,并以其为基础进行系统优化设计,进而构建成套系统装备的油气田装备与技术服务商之一	油气处理系统(54.64%) 油田工程技术服务(20.72%) 油气田开采系统(14.17%) 油田环保系统(10.45%)
	002207	准油股份	19.68	-11.1	0.26	0.38	75.0	52.4	未来仍然会受益于国家对煤层气的开发和投资,煤层气压裂服务将保持良好增长势头	石油天然气采掘服务业
	300157	恒泰艾普	56.60	-19.2	1.28	1.87	44.2	30.3	公司的销售模式是“项目服务+软件销售”,自主开发产品覆盖了勘探开发的主要环节和国内三大石油公司下属的90%以上油田单位;海外业务和可能性并购成为未来利润增长点	项目服务(89.81%) 软件销售(9.15%)
节能服务	300125	易世达	64.94	-20.6	1.65	2.05	39.3	31.7	公司是目前中国余热发电工程领域技术水平领先的新型能源技术服务公司之一,现已拥有处于国内领先水平的双的多项技术。市场占有率为10.6%,排名第四位	建造合同(78.97%) 水泥行业余热发电设备成套(14.95%) 能源服务(2.61%) 余热发电项目设计服务(2.3%)
	002398	建研集团	26.39	-13.3	1.03	1.57	25.6	16.8	公司工程技术检测业务上的优势地位保证了未来业绩增长的稳定性;减水剂优势明显	新型建筑材料(70.92%) 建设综合服务(26.93%) 建筑特种工程施工(1.89%)
金融服务设备	002152	广电运通	41.34	-21.0	1.87	2.46	22.1	16.8	公司作为国内一线的ATM品牌,市场占有率在近两年排名国内第一;高铁拉动业绩增长,技术服务业务想象空间巨大	制造业(89.24%) 服务费(5.5%) 材料(3.77%) 营运收入(1.46%)
现代农业服务	300119	瑞普生物	64.47	-6.5	1.55	2.06	41.7	31.4	唯一专注兽药而不涉及饲料或其它业务的上市公司,管理层持股的民营兽药企业,因此毛利率最高	兽用药品制造业
	002311	海大集团	27.40	-9.9	0.95	1.26	28.7	21.7	全流程服务模式实现共赢,形成黏性,是公司的核心竞争力,也契合我国农村资源禀赋、劳动力变化趋势	饲料行业(98.67%) 苗种行业(0.94%)
第三方检测	300012	华测检测	27.90	-22.5	0.76	1.07	36.5	26.0	国内最大民营检测企业,品牌优势明显。拥有国际国内多项资质,检测报告具有国际公信力	贸易保障检测(48.54%) 消费品测试(30.2%) 生命科学检测(17.45%) 工业品测试(3.82%)

资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

金融服务业——物流金融

从生产性服务业的角度来看,金融服务业增长空间的最大亮点——物流金融。物流金融是物流与金融相结合的产品,其不仅能提高第三方物流企业的服务能力,经营利润,而且可以协助企业拓展融资渠道,降低融资成本,提高资本的使用效率。以美国为例,其金融物流的主要业务模式之一是面向农产品的仓单质押。仓单既可以作为向银行贷款的抵押,也可以在贸易中作为支付手段进行流通。按照金融在现代物流中的业务内容,物流金融分为物流结算金融、物流仓单金融、物流授信金融。

从盈利来看,厂商获得了融资,银行获得了利息收入,而物流企业也因为提供了物流信息、物流监管等服务而获得了利润。在国内实践中,中国储运集团从1999年开始从事金融物流部分业务。金融物流给中国储运集团带来了新的发展机遇,最近该集团公司总结了部分金融物流业务模式,并在集团所有子公司进行推广。

我们认为,随着中国产业中西部转移,制造与市场的空间分离越大,物流链条拉长,物流金融将会是银行表外业务利润的重要增长点。农业银行、工商银行受益于传统上与农业、工业企业的紧密联系,在这物流金融上具有天然竞争优势。国内大型仓储企业,如中储股份,也将是最重要的受益者之一。

2. 高油价常态下的投资机会

详见我们 2011 年 3 月 28 日出版的专题策略报告《布局高油价受益板块正当时》。

国际油价将持续维持高位。今年以来国际油价不断上涨，目前已经创出 08 年 9 月以来的新高，但尚未到达 08 年 6 月的每桶 147 美元的顶峰。油价的决定因素包括供求关系、美元汇率、资金炒作、国际地缘政治、市场情绪、经济增长等。短期来看，国际原油价格受利比亚危机等北非中东地缘政治，日本灾后复工和灾后重建进度影响；长期看受美国政策取向等国际流动性因素、欧美经济复苏进程和市场实际供需等影响。根据宏源证券宏观组预测，今年 Q2-Q4WTI 平均油价分别可能达到 108、111、119 美元。高油价将成为今年常态。由于对油价走势的判断已经超过我们专业所限，因此，我们这里默认接受上述假设。

高油价下的投资机会。目前布局高油价正当时。从受益时间先后角度来看，较早受益：煤炭、煤化工、煤炭机械、石油采掘设备业等；后续持续受益：节能产品及技术运用、太阳能风能等替代能源，新能源汽车等（图 4-5）。

- （1） **有比价效应的煤炭板块。**与石油价格有着相对稳定比价关系的煤炭价格也将水涨船高，煤炭板块也有望受益。同样是能源，煤炭与石油的比较是看燃烧的发热量，相同热值的能源价格有大体相等的价格才符合等价定律。煤炭价格高了，煤炭设备投资也会加大，煤炭开采设备的需求提高。
- （2） **石油开采和煤炭开采机械板块。**原油价格上涨将使得石油开采设备制造商受益，高额的利润将吸引石油开采商增加设备投资，多采快挖。
- （3） **有成本优势的煤化工板块（图 4-6）。**由于油价上涨会很快传导到以石油为原料的化工产品的价格上，而以煤炭为原料的同类化工产品能享受到产品的价格上涨，成本却无法快速提升，其中的差价将变成企业的利润，这类公司的业绩增长值得期待。
- （4） **作为替代能源的太阳能、风能板块。**清洁能源包括清洁的能源生产方式（风能、太阳能、水能、核能、地热、潮汐、生物质能等）、能源利用效率的提升（智能电网、储能电池）。随着原油价格高企，新能源的使用将快速推广。替代能源如风能、太阳能的价格很高，随着技术进步会不断降低。新能源具有低碳的特点，相比传统能源清洁、可再生，有着广阔的发展前景，当原油价格高企时，它们相对传统能源的比价就显的不那么贵了，如果算上处理碳排放的费用，清洁能源的价格还要更便宜。这个产业链的上下游将获得长足的发展。
- （5） **节能设备制造、新能源汽车等少消耗能源的行业值得关注。**传统能源太贵，引发了人们向往低耗能和节能的生活。节能包括工业节能（余热回收、工艺改进、节能材料）、建筑节能（智能建筑、节能家电、节能建材）、照明节能（LED 等）、汽车节能（混合动力汽车）几大领域。

投资标的上选择题材叠加的高油价受益股配置。我们看好业绩增长能在 1-2 年内落实的投资标的，对低估值的品种可长期配置（表 4-9）。

```

graph LR
    A[油价上涨] --> B[能源价格上涨]
    A --> C[原料价格上涨]
    A --> D[煤价上涨]
    A --> E[石油开采增加]
    B --> B1[节能减排]
    B --> B2[新能源]
    B --> B3[生物能源]
    B --> B4[替代能源]
    B2 --> B21[化肥]
    B2 --> B22[农药]
    B3 --> B31[钾肥]
    B3 --> B32[草甘膦]
    B4 --> B41[甲醇]
    B4 --> B42[二甲醚]
    C --> C1[煤化工]
    C1 --> C11[PVC]
    C1 --> C12[BDO等]
    D --> D1[煤炭机械设备]
    E --> E1[石油设备服务]
  
```

```

graph LR
    Coal[煤炭] --> Coking[炼焦]
    Coal --> CoalToOil[煤制油]
    
    Coking --> Coke[焦炭]
    Coking --> COG[焦炉气]
    Coking --> CCM[焦炉煤气]
    
    Coal --> YWS[云维股份]
    
    Coke --> EL[电石]
    COG --> EL
    COG --> CT[煤焦油]
    CCM --> MeOH[甲醇]
    
    EL --> Ac[乙炔]
    Ac --> PVC[PVC]
    Ac --> BDO[BDO/PTMEG]
    BDO --> SSW[山西三维]
    
    CT --> CB[粗苯]
    CB --> TP[三苯]
    CB --> CHA[稠环芳烃]
    
    Ac --> Olef[烯烃]
    Olef --> DME[二甲醚]
    MeOH --> DME
    
    MeOH --> SG[合成气]
    SG --> SA[合成氨]
    SG --> CO[一氧化碳]
    SG --> H2[氢气]
    SG --> LO[液化油]
    SG --> DMC[DMC]
    SG --> EAP[乙烯、丙烯]
    SG --> EtOH[乙醇]
    
    SA --> Urea[尿素]
    Urea --> HYL[华鲁/宜化/柳化]
    
    CO --> HNO3[硝酸]
    HNO3 --> AN[硝酸铵]
    
    H2 --> DMF[DMF]
    DMF --> EG[乙二醇]
    EG --> DH[丹化/华鲁]
    
    LO --> Acetic[醋酸]
    Acetic --> AA[醋酸酐]
    AA --> DH
    
    DMC --> PC[PC]
    
    EAP --> EtOH
  
```

资料来源：宏源证券研究所。

表 4-9: 高油价投资主题投资标的一览表

投资逻辑	子行业	证券代码	证券名称	推荐理由或主营业务	股价	2011年EPS	2012年EPS	11PE	12PE
设备	石油开采	000852	江钻股份	石油钻采机械	16.59	0.38	0.46	43.7	36.1
		002353	杰瑞股份	油田专用设备	129.97	3.90	5.73	33.3	22.7
		002278	神开股份	石油钻探设备	17.12	0.50	0.72	34.2	23.8
	煤机	601717	郑煤机	煤炭开采液压支架	38.87	1.67	2.12	23.3	18.3
比价效应	煤炭	600188	兖州煤业	业绩弹性大，远期储备足	36.97	2.01	2.20	18.4	16.8
替代能源	太阳能	600295	鄂尔多斯	煤炭、太阳能双收益	22.25	1.05	1.38	21.2	16.1
		002062	宏润建设	建筑地产太阳能三轮驱动	15.60	0.85	1.29	18.4	12.1
		600674	川投能源	清洁能源水电+太阳能	16.33	0.42	0.62	38.9	26.3
		600151	航天机电	多晶硅放量	14.48	0.31	0.36	46.7	40.2
	风电	600416	湘电股份	集团有注资承诺	30.26	1.20	1.68	25.2	18.0
煤化工	化工	000422	湖北宜化	估值低，有增发题材	20.95	1.50	2.20	14.0	9.5

资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

3. 通航产业

详见我们 2011 年 3 月 3 日出版的专题策略报告《政策东风催生中国通航产业发展良机》。

通用航空在中国渐行渐近。未来低空领域管理相关政策的逐步放开、中国通用航空产业“十二五”专项规划出台、以中航通飞为代表的通航制造及服务公司崛起及并购事件都可能成为引发通航产业成为市场投资热点的催化剂。

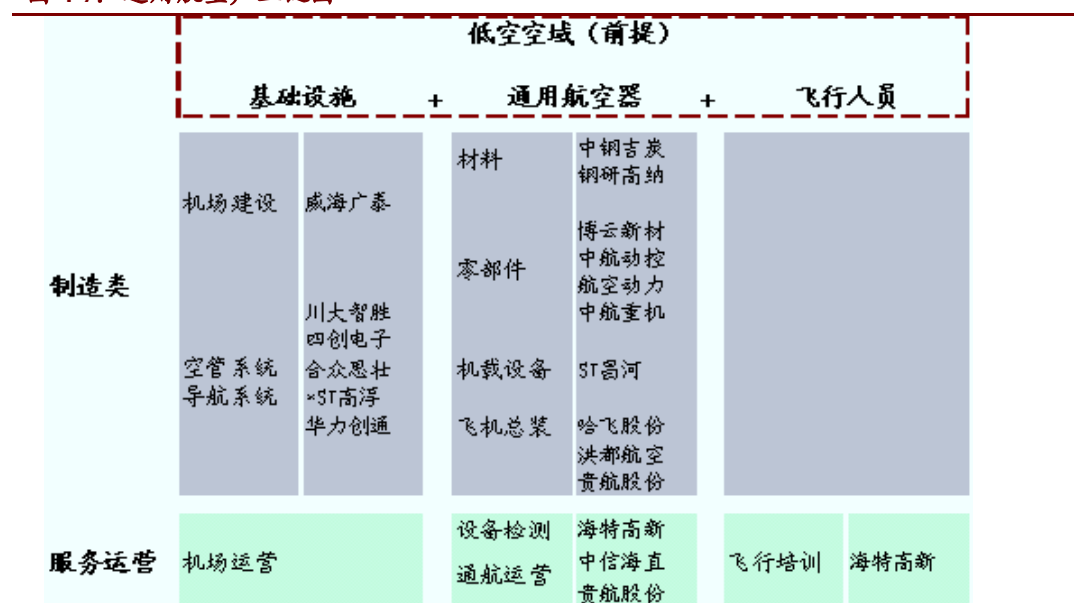
通航产业链，谁最受益？综合受益时间先后、收入规模和毛利率水平三个维度，首选已经拥有中国民航局认证资质的通航服务类公司，能够提供维修检测、飞行培训、通航运营等服务；其次是受益于通航机场设施建设、提供空管导航系统、通航零部件等企业。

表 4-10: 通用航空产业链的多维度比较

主产业链	细分产业链	受益时间	收入规模	毛利率	投资意见
基础设施	机场建设	早	大	低	推荐
	空管系统	较早	小	较高	推荐
	导航系统	较早	小	较高	推荐
	机场运营	后	大	低	暂不推荐
通用航空器	航空材料	早	小	高	暂不推荐
	航空零部件	较早	小	较高	推荐
	整机制造	中	大	低	暂不推荐
	机载设备	较早	小	较高	暂不推荐
	通航运营	较早	大	低	推荐
	维修检测	较后	小	较高	推荐
飞行培训	飞行培训	早	小	较高	推荐

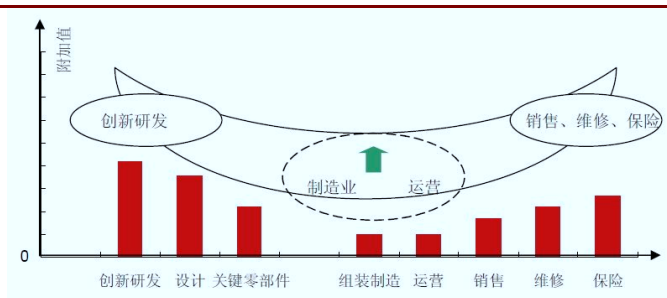
资料来源：宏源证券研究所

图 4-7: 通用航空产业链图



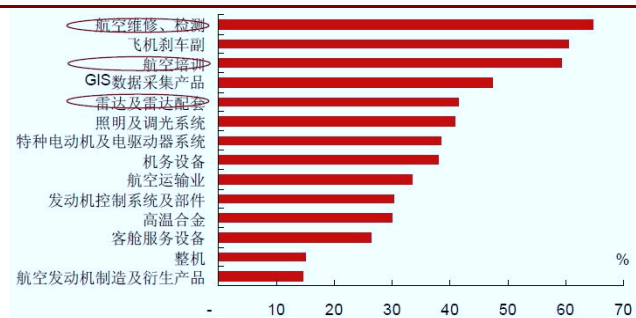
资料来源：宏源证券研究所

图 4-8: 通用航空产业价值链的微笑曲线



资料来源：宏源证券研究所。

图 4-9: 国内相关上市公司各产品的毛利率



资料来源：上市公司财务数据，宏源证券研究所。

重点推荐投资标的：海特高新、中信海直、威海广泰和川大智胜。

表 4-11: 重点推荐上市公司盈利预测与估值

公司名称	股票代码	评级	最新股价 (元)	研究员	股价变化 YTD (%)	总市值 (百万元)	每股收益(元)			市盈率(X)			市净率(X)		
							10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E
海特高新	002023	增持	16.14	荀剑	-4.4	4,764	0.20	0.35	0.53	81.8	46.1	30.3	5.0	3.7	3.2
中信海直	000099	增持	12.48	荀剑	10.8	6,410	0.29	0.38	0.49	43.0	32.8	25.5	3.8	3.4	3.1
威海广泰	002111	买入	24.34	荀剑	-3.4	3,588	0.46	0.64	0.78	53.6	38.0	31.2	6.6	6.4	5.7
川大智胜	002253	买入	37.22	胡颖	-6.6	2,787	0.54	0.82	1.18	68.7	45.4	31.5	7.1	5.2	4.2

资料来源：WIND，宏源证券研究所。注：股价为 2011-4-1 收盘价。

4. 上海国资“产业集团”重组的投资机会

央企、地方国企的重组和资产证券化将带来企业外延式增长机会。特别是上海等东部发达地区土地财政增长空间有限，未来地方财政很大一部分资金来源来自推动地方国企的资产化运作。

上海市国资国企改革“十二五”规划确立了 95%证券化率目标，以及产业集团方式重组，掀开了国资重镇——上海新一轮国资的资本市场重组。

我们认为，上海电气、华谊股份、光明股份、上海汽车和百联股份最有可能成为领衔 2011 年国资重组的先锋。重要推荐的投资标的是上海机电、自仪股、SST 中纺、双钱股份、氯碱化工、上海物贸、第一医药、三爱富、海博股份、龙头股份、申达股份、上海机场等。

4.1 上海国资重组思路：从“拼盘横向整合”到“产业集团纵向整合”

4 月 3 日上海市国资委副主任就《上海市国资国企改革发展“十二五”规划》在新闻发布会上进行详解，上海国资国企改革工作“十二五”总体思路和主要目标同时浮出水面。

“十二五”期间，上海提出的国企改革发展目标是 90%以上的产业集团实现整体上市或核心资产上市，产业集团 90%以上的营业收入和利润将来自主业，净资产收益率稳定在 6% 以上。

在企业方面，要形成一批核心主业突出、核心技术领先、核心竞争力明显的龙头企业，包括 5 家左右在全球布局、跨国运营的企业集团，10 家左右在全国布局、综合实力领先国内同行业的企业集团，30 家左右主业竞争力居全国同行业前列的蓝筹上市公司。

相比较于上海市“十一五”国有资产调整和发展专项规划，有两个最大的变化：一是资产证券化率目标从“十一五”30%进一步提高到 90%，这意味着集团和上市公司“二合一”的可能性大增，体现了国资委有意直接持股，把当前上海国资由大国企集团诸侯式格局转化为国资委直接持股的“淡马锡模式”。二是整合逻辑从大集团战略更加强调产业集团，90%以上的营业收入和利润要来自主业的目標规定，意味着未来上海国资整合将从行政主导的“拼盘式”重组转向产业链为依托的纵向重组。

以上这两点重大变化，也是成为我们在 2011 年对上海国资重组“选点”的重要依据。据上海国资委内部人士介绍，今年有计划按照上述思路进行三家的国资产业集团式重组。

表 4-12: 上海市国资“十二五”规划的三个梯队

上海市国资委监管的可能三大梯队		
第一梯队	主营业务	旗下的上市公司
上海汽车工业（集团）总公司	汽车及相关零部件、整机制造；汽车服务贸易(汽车物流、汽车金融、汽车信息、汽车销售等)	上海汽车、上柴股份、华域汽车
上海电气（集团）总公司	电力设备生产制造及系统集成；通用及专用设备生产制造	上海电气、上海机电、自仪股份、海立股份
上海华谊（集团）公司	以煤基多联产产品为主的清洁能源及石化替代产品制造；以高分子材料及其后加工产品为主的新材料制造；以基础化工品深加工为主的精细化工制造	氯碱化工、双钱股份、三爱富
百联集团	超商业务；综合百货业务；生产资料贸易	百联股份、友谊股份、第一医药
光明食品	都市农业；食品制造与加工业；食品零售及品牌代理	海博股份、金枫酒业、上海梅林、光明乳业
锦江国际	酒店业；旅游及相关运输服务	锦江投资、锦江股份
第二梯队	主营业务	旗下的上市公司
上海纺织控股（集团）公司	品牌服饰及面料制造；	龙头股份
国际港务	集装箱和散杂货装卸；港口服务	上港集团
上海建工	建筑业；水泥结构构件制造；房地产开发经营	上海建工
交运集团	运输业与物流服务；汽车零部件制造与汽车后服务	交运股份
上海城建	市政等工程设计施工；基础设施投资；房地产开发经营	隧道股份
上海地产（集团）有限公司	土地储备前期开发和滩涂造地建设管理；房地产开发经营和服务	中华企业、金丰投资
上海水产（集团）总公司	远洋渔业及水产品精深加工	开创国际
东方国际（集团）有限公司	货物贸易及相关投资和服务（包括纺织服装、机电、轻工产品、大宗原材料、化工产品、医疗器械、矿产资源、机械设备等）	东方创业
上海广电（集团）有限责任公司	平板显示器件及上游组件与材料、下游整机业务；电子与器件业务	广电电子、广电信息
第三梯队	主营业务	旗下的上市公司
上海兰生（集团）有限公司	货物贸易（五金矿产、轻工产品、医药保健品等）	兰生股份
上海国盛（集团）有限公司	投资与投资服务（重大产业、科技创新、产权经纪与财务顾问），和资产经营管理（股权管理、资产整合与处置）	棱光实业、耀皮玻璃、上海家化
上海久事公司	交通运输投资、运营与管理；房地产、国际赛事、实业股权	强生控股
申能（集团）有限公司	能源及相关服务业、金融企业股权的投资与资产管理	申能股份
上海实业（集团）有限公司	基础设施、房地产、医药、消费品和国际经贸	上实发展、海通证券
上海仪电控股（集团）公司	制造业、房地产和金融服务业	上海金陵、飞乐音响、飞乐股份
上海市城市建设投资开发总公司	房地产开发和土地储备	城投控股
长江经济联合发展（集团）股份有限公司	长江三角洲及沿江地区投资与投资服务，物流房地产	长江投资
上海机场（集团）有限公司	机场运营与投资；机场相关配套服务	上海机场

资料来源：上海国资委，宏源证券研究所。

4.2 谁将成为 2011 年上海国资“产业集团”的重组对象

我们研究已实施资产重组的上海国资上市公司，最有可能成为重组对象的上市公司一般具有如下特征：

（1）主营业务在盈亏边缘，ROE 较低的公司，被重组的概率越大，因为这将大幅度降低重组成本。

（2）上市时间较早，主营业务已经不再是实业，纯粹已经成为一个壳资源，如广电信息。

（3）小公司大集团，背靠一个大的集团或控制人，如上海梅林、强生控股、老凤祥等。

我们认为，按照“十二五”的新思路，下一阶段最有可能成为 2011 年首批重组的上市公司是最具备完整产业链的国资集团。候选对象应该具备两个条件：一是上市公司主业非常清晰，符合上海市“十二五”重大战略方向，并且具有全国范围内的行业领先优势，具备整合产业链平台的管理和资本实力；二是产权关系相对不特别复杂，如旗下只有仅有一家上市公司且资产注入预期明确的集团，或拥有多家上市公司且已分别确认相关主业整

合平台的集团。以此为“节选点”，我们认为，第一梯队中上海汽车（相关公司已经停牌）、上海电气、光明集团、百联集团、华谊集团等旗下的上市公司最有可能领衔 2011 年上海国资重组戏（见表 4-13）。

表 4-13：2011 年最可能以“产业集团”方式重组的上海国资上市公司

2011年“产业集团”重组预期强烈的上海国资上市公司								
集团	名称	代码	集团持股	行业	预期重组方案	总市值（亿元）	PE(TTM)	PB
上海电气（集团）总公司	上海机电	600835	59.95%	机械设备	注入优质资产，整体上市	140	21.0	2.5
	自仪股份	600848	26.39%	机械设备	卖壳资源	48	816.4	28.9
	SST中纺	600610	32.74%	纺织服装设备	作为太平洋机电的上市平台	86	965.9	41.3
百联（集团）有限公司	上海物贸	600822	48.10%	商业贸易	注入资产，打造为全国 性物流公司	50	48.8	3.2
	第一医药	600833	42.79%	医药生物	由上海医药集团吸收 合并	21	73.7	5.2
光明集团	海博股份	600708	35.78%	物流	作为集团的物流资产 整合平台	39	24.2	3.3
华谊集团	三爱富	600636	31.53%	化工	集团注入煤化工资产	94	222.5	12.0
	氯碱化工	600618	78.23%	化工	剥离拖后腿资产，强主业	106	75.3	4.2
	双钱股份	600623	65.66%	化工	成为集团车胎资产注入平台	146	65.6	7.4
上海纺织控股（集团）公司	龙头股份	600630	30.08%	纺织服装	重组，注入优质资产	36	62.2	2.5
上海国资	申达股份	600626	31.07%	纺织服装	重组，注入优质资产	42	20.8	2.4
上海机场（集团）有限公司	上海机场	600009	53.25%	交通基础设施	注入优质资产，整体上市	288	21.9	2.0

资料来源：上海国资委，WIND，宏源证券研究所。

分析师简介:

邴彬: 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

朱俊春: 宏源证券研究所策略研究员, 复旦大学区域经济学硕士, 2011 年加盟宏源证券研究所。

邓海清: 宏源证券研究所投资策略研究员, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。

王凤华: 宏源证券研究所高级策略研究员, 中国人民大学硕士研究生, 13 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。