

依托半年线稳步向上 不断挑战密集成交区

一、一季度市场回顾与总结

1 月，通胀预期高涨，政策紧缩预期十分强烈，资金面也出现紧张，但经济基本面预期保持稳定，通胀和政策预期的恶化导致市场回落，并跌破了前期区间震荡下轨，但由于基本面没有出现不利变化，市场下跌之后又很快回升；2 月，通胀预期开始发生积极变化，节后资金面也有所改善，基本面稳定，政策收紧的影响趋弱，市场震荡向上；3 月，通胀预期缓解，政策预期出现稳定迹象，市场冲击 3000 点关口，但在技术压力下回调。总体上看，年初主张的通胀、经济和政策预期博弈的运行逻辑得到验证。

一季度，低估值、大盘股以及投资相关的行业涨幅表现较好，而高估值、中小板和创业板以及消费相关的行业表现较差。

二、二季度展望：通胀、政策回归中性，基本面保持稳定

从影响市场运行的核心因素看，CPI 可能在 6 月份达到全年高点，在 5 月份前后市场对通胀的预期有望由悲观转向中性；在前期政策见效、外围局势不确定的情况下，货币政策进一步大幅收缩的必要性降低，政策收缩预期也将由悲观回归中性；目前来看，经济先行指标有的继续走强、有的触底回升、有的正在筑底，三大需求虽有强有弱，但总体上经济基本面的预期有望保持稳定。因此，二季度市场对通胀、政策和经济基本面的预期均逐渐趋于中性，沪指平台也有望再上一个台阶。

三、沪指核心波动区间在 2850-3200 点

市场半年线支撑有效，这形成沪指运行的区间下限，随着时间的推移，这一下限逐渐上移；在低估值蓝筹板块的带动下，市场将不断挑战前期的密集成交区，而且挑战的力度会越来越大；相应的，市场重心将在这个过程中不断抬升，并挤压沪指向 3100-3300 点密集成交区拓展；从目前来看，二季度市场尚不具备有效突破这一密集成交区的条件。综合判断，二季度沪指运行核心区间在 2850-3200 点之间。

四、投资策略

投资遵循以下几条线：1、低估值和增长确定的板块：金融、面临政策风险较小的商业地产和受益于保障房建设的城建类地产；2、“寻找经济转型时期增加值”的延伸：有色、煤炭、精细化工、工程机械、海工、机床、核心汽配、节能环保、品牌连锁；3、国家中长期规划的落实：信息技术、新能源汽车、新能源（除核能）、物流等。

分析师：周隆斌

执业证书号：S1490210030002

电话：010-58568009

邮箱：zhoulongbin@hrsec.com.cn

分析师：肖波

执业证书号：S1490208020001

电话：010-58568163

邮箱：xiaobo@hrsec.com.cn

分析师：范贵龙

执业证书号：S1490109091324

电话：010-58568061

邮箱：fanguilong@hrsec.com.cn

目录

一、一季度市场回顾与总结	5
1、运行逻辑和市场走势回顾	5
(1) 通胀、经济和政策预期博弈的运行逻辑正在得到验证	5
(2) 对经济增长复杂性的认识不足	5
(3) 一季度市场重心在震荡中逐渐抬升	6
2、一季度板块表现总结	7
(1) 大市值股票表现优异	7
(2) 投资主线表现明显优于消费主线	7
(3) 大盘股优于小盘股，低估值战胜高估值	8
(4) 概念板块分化明显	9
3、宏观驱动因素、微观经营业绩以及估值差异是板块涨幅差异的主要原因	9
(1) 行业的宏观驱动因素超预期	9
(2) 微观经营业绩超预期	9
(3) 蓝筹板块低估值、业绩确定获得市场认可	10
(4) 高估值板块出现分化	10
二、二季度通胀和政策预期回归中性，基本面预期维持稳定	11
1、CPI 将越过全年高点	11
2、经济基本面总体保持稳定	12
(1) 三大需求总体保持稳定	12
(2) 密切关注先行指标	13
3、政策收缩的影响边际递减	15
三、沪指依托半年线震荡上行	16
1、下方半年线支撑有效	16
(1) 悲观情景：经济“准滞涨”，多重调控政策产生叠加效应	17
(2) 中性情景：经济软着陆，政策保持现有的高压态势	17
(3) 我们的观点	17
2、向上存在 3100-3300 点密集成交区的压力	17
(1) 多次上攻该区域均以失败告终	18
(2) 突破这一密集成交区需要多条件配合	18
(3) 二季度后半段这些条件才有望趋于成熟	18
3、对沪指振幅的判断	19
4、结论	19
四、二季度投资主线	19
1、低估值和确定增长的板块	19
2、转型时期经济增加值的细化	20
3、国家中长期规划的落实	20

4、重点行业投资策略.....	20
5、市场面临的潜在风险.....	24

图表目录

图表 1: 一季度中证规模涨跌幅.....	7
图表 2: 一季度行业涨跌幅.....	7
图表 3: 一季度风格涨跌幅.....	8
图表 4: 一季度感念板块涨跌幅.....	9
图表 5: 2010 年各行业盈利增长情况.....	9
图表 6: 已公布的中小板和创业板公司业绩增长分布.....	10
图表 7: 通胀的货币源头得到初步控制.....	11
图表 8: 农产品价格开始回落.....	12
图表 9: 先行指标企稳.....	13
图表 10: 汇丰 PMI 企稳反弹.....	13
图表 11: 工业增加值增速超预期.....	14
图表 12: 拉闸限电后重工业再次开工.....	14
图表 13: 微观主体活跃度提高.....	14
图表 14: 消费远低于市场预期.....	15
图表 15: 消费者信心连续 8 个月下降.....	15
图表 16: 稳健货币政策对应的加息空间已不大.....	16

判断市场中长期走势，首先要抓住决定市场趋势的主要力量。我们在年度策略中所建立的“以经济增长和通货膨胀为基础，以政策反应为支点”分析框架，即认为通胀、经济基本面和政策之间的博弈是决定市场趋势的主要力量。二季度策略报告的分析框架仍延续这一逻辑，同时考虑一季度发生的一些重大事件，对二季度市场走势进行综合判断。

一、一季度市场回顾与总结

1、运行逻辑和市场走势回顾

（1）通胀、经济和政策预期博弈的运行逻辑正在得到验证

我们在 2011 年年度策略报告中给出了判断市场中长期走势的逻辑，即 2011 年市场重心将在宏观经济、物价、转型力度以及政策走向之间的博弈中不断抬升。同时指出，2011 年一季度，宏观经济有望同比见底、CPI 处在高位、货币政策以控通胀为主、转型力度温和、财政政策积极，市场可能对货币政策进一步趋紧所造成的流动性收缩更加敏感，市场总体可能出现震荡走势，并给出了均衡配置的建议。

从中长期角度来看，这一逻辑正在得到验证。从去年中期，在通胀、经济和政策预期这三种力量的不断变化下，沪指平台从 2500 点、2700 点抬升到 2900 点。2500 点平台是市场对通胀、经济和政策预期同时悲观的结果，2700 点是市场对通胀和政策预期较为悲观，而对经济预期渐趋中性的结果，2900 点是市场对通胀和政策的悲观预期开始出现分歧，对经济预期维持中性的结果。

我们认为，目前市场仍处在通胀、经济和政策预期博弈之下，二季度，随着通胀压力逐渐越过高点、前期政策对经济收缩作用开始显现以及外围局势的不确定，货币政策进一步大幅收缩的必要性有望逐渐降低，也即市场对通胀、政策和经济基本面的预期均逐渐趋于中性，沪指平台也有望再上一个台阶。

（2）对经济增长复杂性的认识不足

事物的发展趋势总是由决定主要矛盾的力量相互博弈决定，但在发展过程中总有很多意料之外的因素出现，这些因素决定其发展的复杂性和曲折性。我们在对市场趋势的判断上基本得到市场验证，但对部分影响因素的估计也出现了一些偏差。这些偏差主要源自两方面：一是主观判断过于乐观或不足；二是统计局调整统计口径、日本地震、国内干旱、中东动荡等超预期的客观因素发生变化。

首先，从目前来看，虽然对一季度 GDP 增长可能有些偏悲观，但对 GDP 增速的趋势、政策走向以及市场预期的判断基本正确。因此，对市场总体走势上的判断基本正确。

其次，低估了投资和出口增速，相应的在投资机会上，对出口相关的纺织服装，房地产板块及相关的钢铁、家电板块的投资机会的判断也偏悲观。对 GDP 增速前低后高的走势，我们认为，可能与预想的有所出入，前低的

幅度可能小于预期，而后高的幅度面临不确定性，在趋势上可能比前期预测的要平坦。对一季度 GDP 增速预测较低主要考虑有三：一是 2010 年基数较高；二是房地产投资增速下滑可能拖累整体投资增速出现下降；三是外资对国内信贷调控的对冲估计不足，房地产投资中的外资占比、外资企业投资增速等都出现升势；四是外围经济的复苏超出预期，导致出口增速超预期。

第三，高估了消费的增长，相应的对消费板块的投资机会判断偏乐观。1-2 月份，社会消费品零售总额同比增长 15.8%，远低于市场和我们预期的 19.1%，2 月当月同比增速更是下降到 11.6% 的历史低位。对消费增速的判断出现偏差，主要源于：一是对前期刺激政策效应下降力度估计不足；二是对住房限购、汽车限购对消费的影响认识不够充分；三是对去年基期较高没有给予足够的认识。

从目前来看，1-2 月份，城镇固定资产投资同比增长 24.9%，其中，房地产投资同比增长 35.2%，1-2 月累计出口同比增速为 21.3%。投资增速和出口增速并不象当初预想的那么悲观。因此，我们上调二季度 CPI 至 4.8%，一季度 GDP 至 9.2%，维持二季度 GDP 增长 9.3% 的判断，并相应调整全年 CPI 至 4.3%，全年 GDP 增速为 9.5%，但目前消费增长面临不确定性，我们对下半年的判断暂时维持不变。

第四，CPI 在 6 月份越过全年高点在市场上反映的时间偏乐观。年初，我们认为，全年 CPI 前高后低，并且月度 CPI 高点可能出现在 6 月份，这一判断基本成为市场共识，但关于这种预期在市场形成共识并发挥作用的时点判断上可能比我们想象的要迟。主要是受国内干旱、油价上涨等多重因素影响，市场对 CPI 的预期偏谨慎所致。对 CPI 全年高点的判断仍是影响二季度市场行情的关键，市场对月度 CPI 预期的波动也将是影响市场运行节奏重要变量。

（3）一季度市场重心在震荡中逐渐抬升

1 月份，在旱情加剧、农产品涨价、国际粮价大涨等因素的影响下，通胀预期日益高涨，央行上调 1 次存款准备金率后，市场对政策紧缩的预期仍十分强烈，市场对政策预期出现恶化，同时，在春节现金需求增加、财政存款未到位、上调存款准备金率等一系列因素综合作用下，市场资金面也出现恶化，一周 SHIBOR 一度攀升到 8.5% 的高位，但市场对经济基本面的预期保持稳定，两大驱动因素恶化导致市场出现回落，并跌破了前期区间震荡下轨，但由于基本面没有出现不利变化，市场下跌之后又很快回升。

2 月份，尤其是春节后，蔬菜价格明显回落、旱情得到缓解，期间虽然出现中东和北非局势紧张等外部冲击，但总体上，通胀预期开始发生积极变化，尤其是 1 月份 CPI 远低于市场预期，更是进一步缓解了市场的通胀预期，同时，节后资金面也持续改善，一周 SHIBOR 再次回到了 2.2% 附近的低位，基本面方面继续保持相对稳定，市场保持震荡向上走势。

3 月份，通胀预期继续得到缓解，政策预期也出现稳定迹象，但市场冲击 3000 点关口后，面临技术压力，

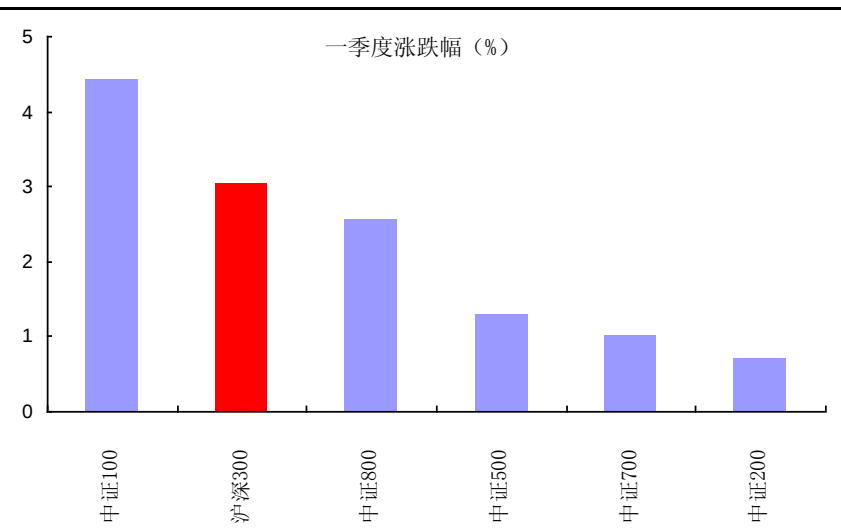
此时，外围出现中东局势动荡、日本大地震和核危机，市场向下考验半年线支撑，但外围的动荡使市场进一步增强了市场对政策收缩可能放缓的预期，随后即使面对上调存款准备金率市场仍保持强势，在外围局势渐趋平静后，沪指再次冲击 3000 点。

2、一季度板块表现总结

（1）大市值股票表现优异

从规模上看，一季度，仅有中证 100 指数为代表的大市值股票涨幅（4.4%）超过沪深 300（3.04%），而代表中市值的中证 200 指数涨幅最小（0.71%），代表小市值的中证 500 涨幅居中（1.29%）。

图表 1：一季度中证规模涨跌幅



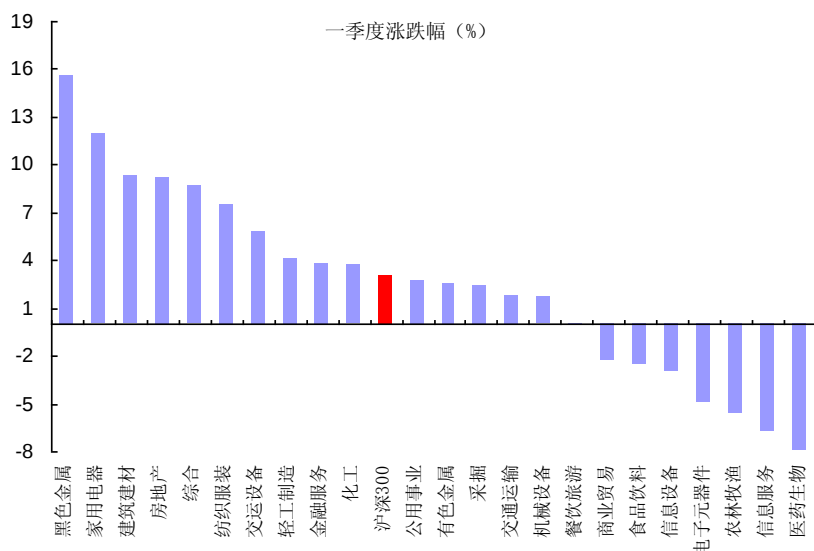
数据来源：Wind、华融证券

（2）投资主线表现明显优于消费主线

从行业表现来看，一季度涨幅靠前的是黑色金属、家电、建筑建材和房地产，这些行业均是与固定资产投资密切相关的行业，而医药、信息技术、农林牧渔、食品饮料等消费相关的行业跌幅靠前，有色、煤炭、化工、金融行业的表现处于中等水平。

行业表现的这些特征与一季度固定资产投资超预期、消费远低于预期相符，也是资金从去年防御策略转向积极的一种体现。

图表 2：一季度行业涨跌幅

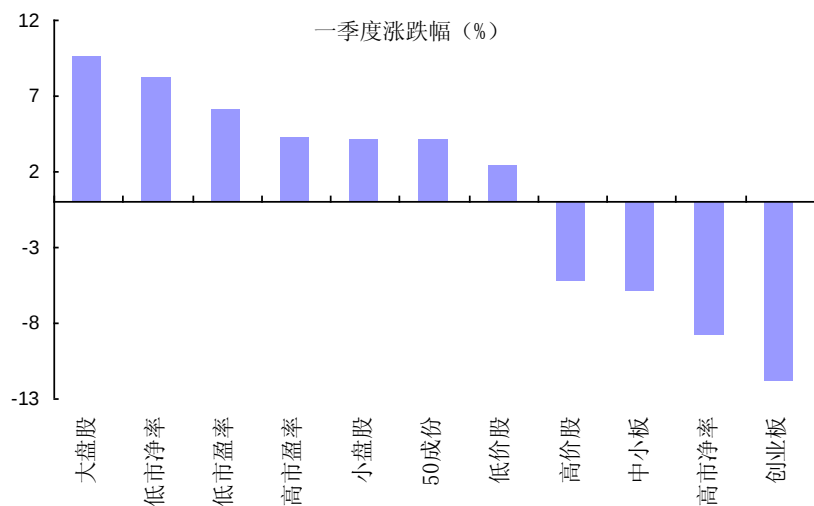


数据来源：Wind、华融证券

(3) 大盘股优于小盘股，低估值战胜高估值

从风格指数来看，大盘股表现明显优于中小盘股，其中大盘股指数上涨 9.5%，高于小盘股指数 4.06% 的涨幅，也高于沪深 300 的 3.04%。同时，低估值（低市盈率、低市净率）的板块战胜高估值（高市盈率、高市净率）板块，一季度低估值板块平均涨幅为 7.15%，而同期高估值板块平均下跌 2.36%，尤其是高市盈率板块下跌 8.87%。创业板一季度大幅下挫 11.9%，走出了明显的去泡沫化的行情，这也与我们一直提示中小板、创业板风险的观点一致。

图表 3：一季度风格涨跌幅

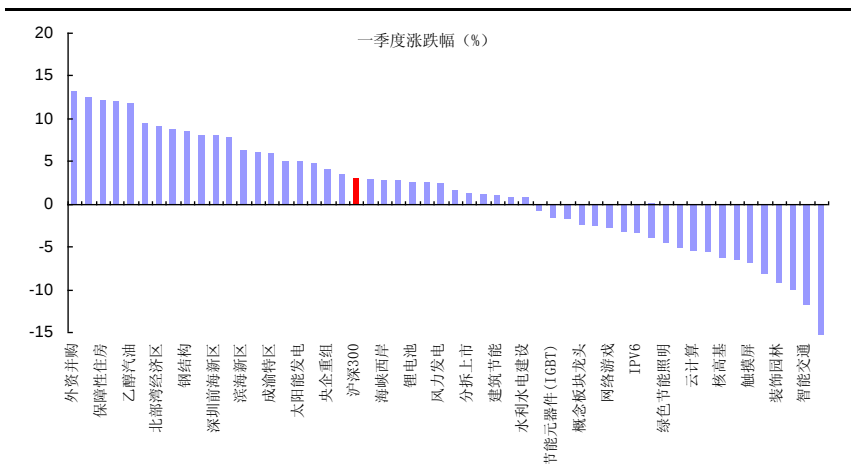


数据来源：Wind、华融证券

（4）概念板块分化明显

概念板块中涨幅靠前的为外资并购、保障性住房和港珠澳大桥，这三大概念一季度涨幅均超过 12%，但生物育种概念一季度大跌 17%，智能交通、合同能源管理概念跌幅也在 10% 以上。概念板块出现了较为明显的分化，主要特征是有实质利好的概念板块表现明显好于纯粹的概念炒作板块。

图表 4：一季度概念板块涨跌幅



数据来源：Wind、华融证券

3、宏观驱动因素、微观经营业绩以及估值差异是板块涨幅差异的主要原因

总体来看，一季度低估值的板块、大盘股以及投资相关的行业涨幅表现较好，而高估值板块、中小板和创业板以及消费相关的行业表现较差。

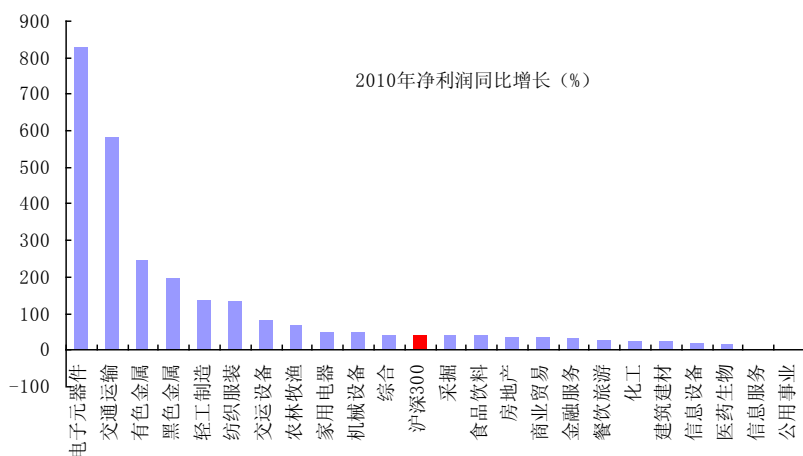
（1）行业的宏观驱动因素超预期

如上所述，在宏观驱动因素上，固定资产投资的实际值与市场预期出现了正偏差，相应的钢铁、房地产、建筑建材等与固定资产投资相关的行业表现明显好于预期，而一季度消费的实际增速与市场预期出现了负的偏差，相应的医药、信息服务、农林牧渔、食品饮料等消费相关的行业表现较弱。资源价格在高位震荡，相应的煤炭、有色、化工板块表现中等。

（2）微观经营业绩超预期

从微观企业业绩角度来看，2011 年业绩超预期的钢铁、金融、家电、纺织服装等行业表现较好，而医药、信息设备、信息服务等业绩低于预期的行业表现较差。同时，电子元器件行业虽然盈利增长较快，但与其估值相比，这一增速也已经在市场上得到了较为充分的消化。

图表 5：2010 年各行业盈利增长情况



数据来源：Wind、华融证券

（3）蓝筹板块低估值、业绩确定获得市场认可

相对小盘股确定的高估值和不确定高增长，大盘蓝筹股处在低估值和未来稳定增长的状态，其投资价值逐渐凸显。从当前的估值和未来的业绩增长上来看，为了获取稳健的收益，长期投资资金开始选择低估值、稳健成长的蓝筹股，这一思想在一季度得到了体现。大盘蓝筹股以其较低的估值和确定业绩获得了市场的认可。

（4）高估值板块出现分化

从整体上看，一季度高市盈率板块下跌 8.87%，中小板下跌 5.86%，创业板大幅下挫 11.9%，这些高估值分布较集中的板块明显跑输市场（沪深 300 涨 3.04%，上证综指涨 4.27%）。对于高估值板块的下跌也与我们前期观点一致。

这种高估值板块的下挫，主要是 2010 年业绩增长低于预期，增速无法支撑目前估值水平所致。从已公布 2010 年业绩的 476 家中小板和创业板上市公司情况来看，由于市场对中小板和创业板盈利增长给予了较为乐观的预期，业绩增长在 100%以上的上市公司大多超出或符合预期，其表现也优于板块整体表现，而盈利增速低于 100%，尤其是 50%到 100%之间的上市公司大多低于市场预期，这种盈利增速难以支撑其现有的估值水平（中小板目前 43 倍 PE 和创业板 58 倍 PE），因此，这类股票的跌幅也较大。

图表 6：已公布的中小板和创业板公司业绩增长分布

	中小板			创业板		
	公司家数	占已公告公司比例	平均涨跌幅	公司家数	占已公告公司比例	平均涨跌幅
≥100%	44	12.64%	7.20%	5	3.91%	-3.36%
50%(含)~100%	56	16.09%	-6.30%	28	21.88%	-8.80%
0(含)~50%	196	56.32%	-3.66%	82	64.06%	-8.65%
-50%(含)~0	43	12.36%	-4.20%	12	9.38%	-1.00%
-100%~-50%	3	0.86%	-0.80%	1	0.78%	-8.30%

≤-100%	6	1.72%	5.50%	0	0.00%	—
--------	---	-------	-------	---	-------	---

数据来源：Wind、华融证券

二、二季度通胀和政策预期回归中性，基本面预期维持稳定

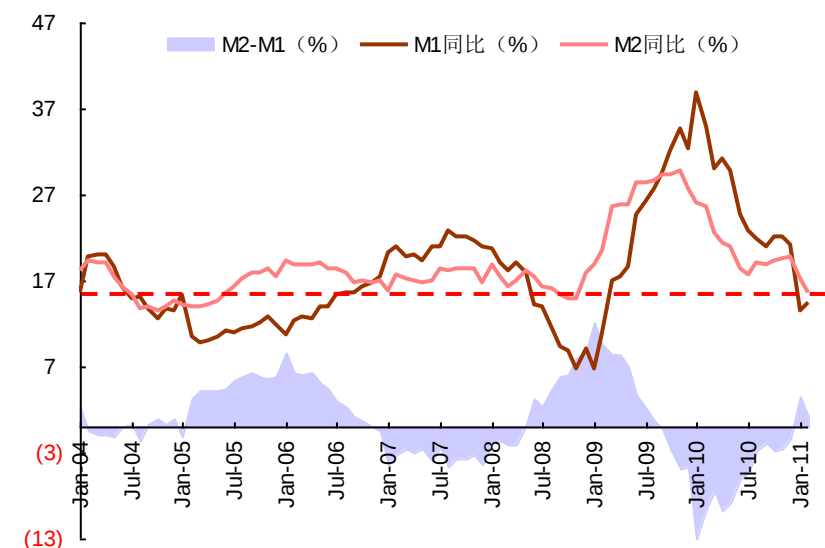
1、CPI 将越过全年高点

一季度市场对通胀问题的担忧以及由此衍生出的货币政策收缩，是市场上行的最大阻力，尤其是春节前，遭遇蔬菜价格大幅上涨、干旱蔓延更是加剧了市场对通胀的担忧，成为市场跌破箱体震荡的主要原因。

我们认为，二季度通胀预期有望从前期的悲观逐渐转向中性。从市场走势来看，虽遭遇国内加息、上调存款准备金率、日本地震、中东北非动荡等多重利空，但市场表现的仍十分坚挺，通胀预期的改善已经在市场上得到了体现，只是需要我们用心去体会。

从货币端来看，货币供给增加的信贷和外汇占款也得到了控制，2 月新增信贷 5365 亿元，低于市场预期，同时，2 月份对外贸易顺差的 73 亿美元的逆差。在多重政策的作用下，M2 增速已经连续 15 个月回落，2 月份 M2 增速已经回落到 15.7%，低于央行设定的全年 16% 的目标，M2 与 M1 之差扭转了连续 16 个月为负的走势，今年以来开始转正。因此，物价上涨的货币源头基本得到了有效的控制。

图表 7：通胀的货币源头得到初步控制



数据来源：Wind、华融证券

从需求端来看，目前的经济处于相对稳定状态，一系列的政策收缩已经开始对需求端产生抑制作用，在转型的大背景下，即使经济出现回升，也不太可能出现 06-08 年经济过热的局面，需求拉动的高通胀出现的概率也不大。

从高频数据来看，农业部公布的农产品批发价格自 2 月 2 日见顶之后，已经连续回落一个半月有余，跌幅接近 6%；商务部公布的粮食、蔬菜、肉蛋等产品价格环比涨幅也连续趋降，前期的政策效果已经开始显现。

图表 8：农产品价格开始回落



数据来源：Wind、华融证券

在翘尾因素的影响下，二季度个别月份 CPI 可能继续冲高，并成为全年高点，维持一季度 CPI 同比增速 5% 左右的判断，预计二季度 CPI 同比增速在 4.8% 左右的判断，月度 CPI 逐渐越过全年高点。

2、经济基本面总体保持稳定

(1) 三大需求总体保持稳定

从需求端来看，拉动经济增长的三大动力强劲程度可能有所不同，但总体上保持稳定。

投资增速仍有保障。2011 年新建 1000 万套保障房总投资约 1.3 万亿元，相当于 2010 年房地产开发投资完成额合计的 27%，住宅开发投资完成额的 38%，这一投资规模足以对冲商品房投资因调控带来的潜在下滑。另外，还有电力投资 7500 亿、铁路投资 8500 亿、“三农”投资 9000 亿元等等，这一系列针对基础设施的大规模投资足以防止投资出现大的波动。另外，中央对地方的考核机制并未发生变化，地方政府追求高 GDP 增长的目标没有改变，已公布 2011 年 GDP 目标的 31 个省市中，有 24 个省市超过 10%，在现有条件下完成这一目标，适当的投资规模是必不可少的。

出口方面，主要受国际环境的影响，从目前来看，美国经济在其大规模国债购买计划以及减税计划刺激下正在稳步复苏，欧债危机也并未阻止欧盟经济复苏的步伐，如上所述，日本大地震及核危机对其经济的影响可能在二季度有所体现，但由于日本灾后重建以及对食品等物资的需求有望增加，中国对日出口有望保持稳定，因此，

从总体上看，出口继续保持稳定增长也是大概率事件；

在通胀预期恶化、刺激政策边际递减以及限购政策的影响下，终端消费出现了疲软迹象，这也体现了转型的艰难，为实现经济转型的大战略，预计刺激消费的政策仍值得期待。对于政策方向，我们认为，一是前期政策延续，继续刺激农村家电、汽车、摩托车以及农业生产资料和建材消费，二是通过投资来创造新的消费增长点，如文化消费、旅游消费和养老消费以及电子商务、网络购物等。随着通胀预期的好转和经济的稳定，消费疲软的状态可能有所改观。

总体上看，政策经过 1 年多的收缩之后开始逐步见效，拉动经济增长的动力中消费开始出现疲软迹象，但工业增长依然强劲，作为“十二五”的开局之年投资较为旺盛，经济平稳增长仍有保障，二季度市场对经济的预期维持稳定的概率较大。

由于投资增速超出预期，我们将一季度 GDP 同比增速上调至 9.2%，维持二季度 GDP 增长 9.3% 的判断。

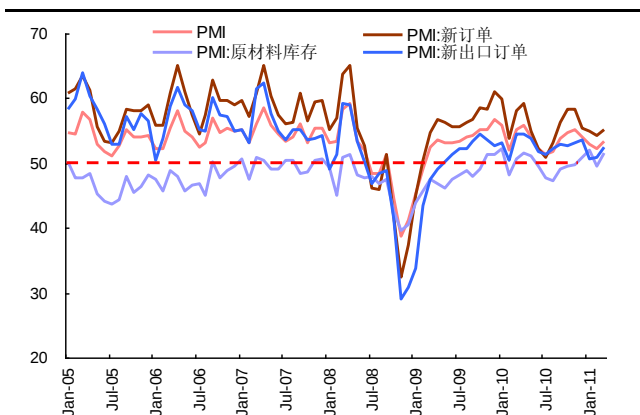
（2）密切关注先行指标

市场虽然对经济基本面的变化保持稳定，但依然存在较高的警惕心理，一旦先行指标出现恶化，市场对经济的看法可能出现波动，对市场造成较大的冲击，而且不排除二季度行情出现大幅波动可能，因此，我们建议密切关注先行指标的趋势变化。

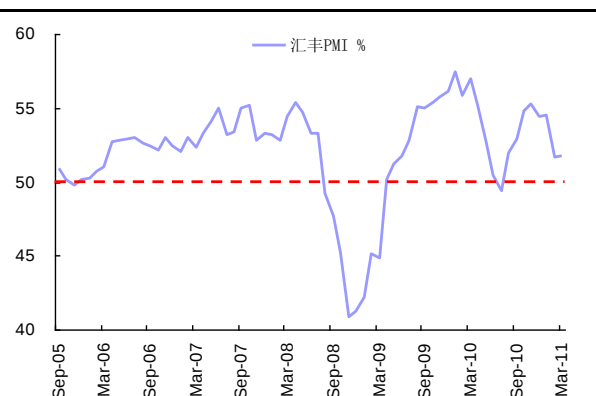
从目前来看，工业以及反映微观主体的先行指标继续走强，制造业先行指标有望触底回升，消费行业的先行指标可能正在筑底。

3 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 53.4%，较 2 月上升 1.2 个百分点，结束了连续 3 个月回落的局面。采购量指数、进口指数、购进价格指数回落，其中后两个指数回落接近 2 个百分点，其余各指数有所上升。3 月汇丰中国制造业 PMI 录得 51.8，较 2 月份上升 0.1 个百分点。可认为，经济的先行指标经受了密集的政策收缩后开始趋稳。

图表 9：先行指标企稳



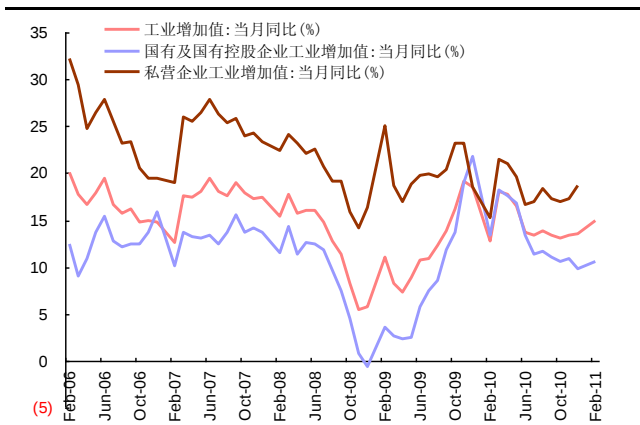
图表 10：汇丰 PMI 企稳反弹



数据来源：Wind、华融证券

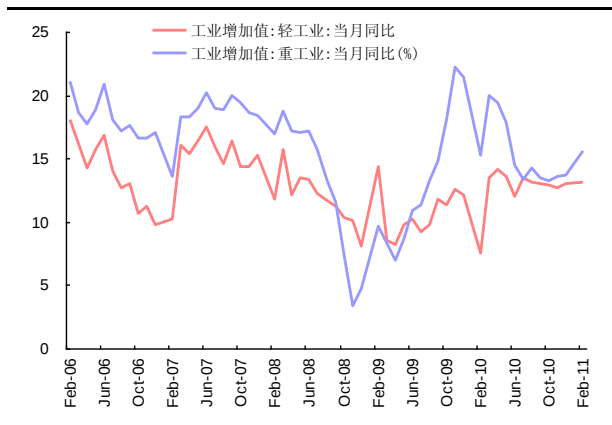
从工业端来看，发电量以及全社会用电量已经在去年 12 月份越过低点，发电量同比增速从去年 12 月份的 5.11%快速回升到 2 月份的 15.36%，工业生产已经出现了较为明显的恢复，这一点也已经在 1-2 月份工业增加的恢复中得到验证。

图表 11: 工业增加值增速超预期



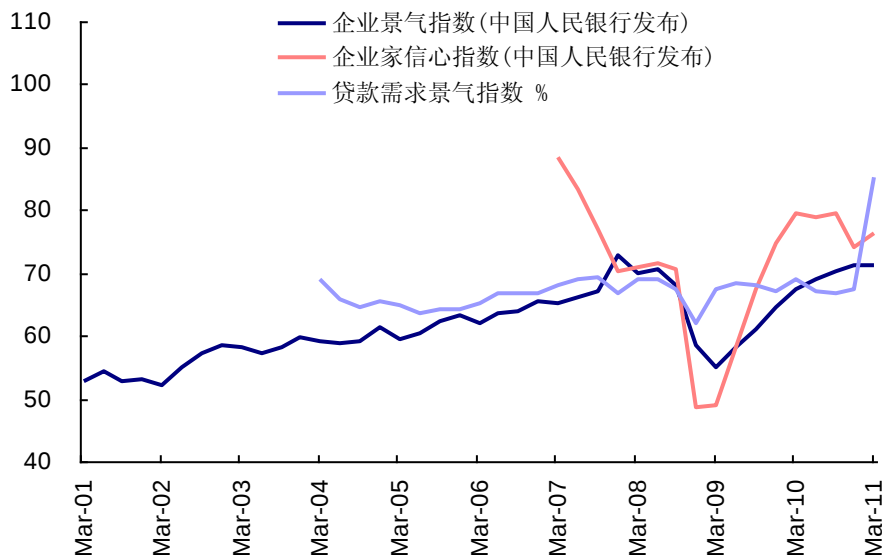
数据来源：Wind、华融证券

图表 12: 拉闸限电后重工业再次开工



从微观经济主体来看，央行发布的一季度企业景气指数为 71.1，为 2008 年以来的次高，仅低于去年四季度的 71.3，一季度企业家信心指数为 76.3，较去年四季度的 74.2 有所回升。同时，贷款需求景气指数更是从去年四季度的 67.4 飙升到今年一季度的 85.2，远超历史平均水平，更是创下历史最高水平，企业信贷需求十分强劲。这一系列指标均显示，微观主体活跃度正在提高。

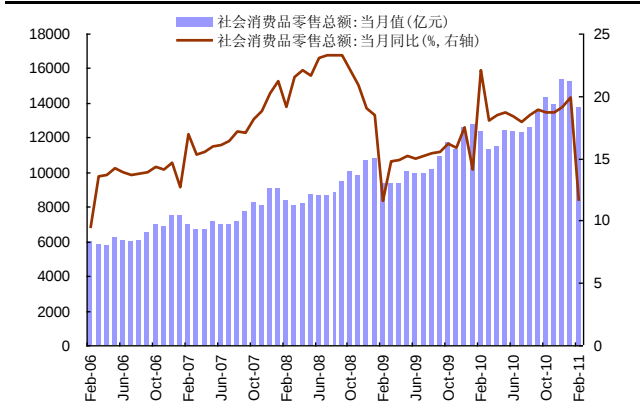
图表 13: 微观主体活跃度提高



数据来源：Wind、华融证券

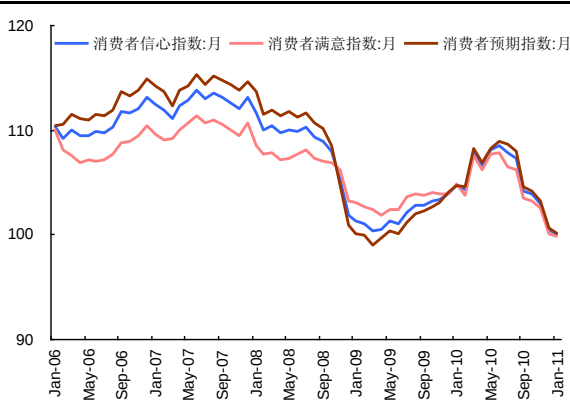
从消费需求看，央行进行的消费者信心指数、满意指数和预期指数这三个指标已经连续 8 个月下降，已经接近甚至低于 09 年 3 月份的历史最低水平。同时，制约消费的居民收入增长缓慢，这些指标显示居民消费出现疲软迹象。

图表 14：消费远低于市场预期



数据来源：Wind、华融证券

图表 15：消费者信心连续 8 个月下降



3、政策收缩的影响边际递减

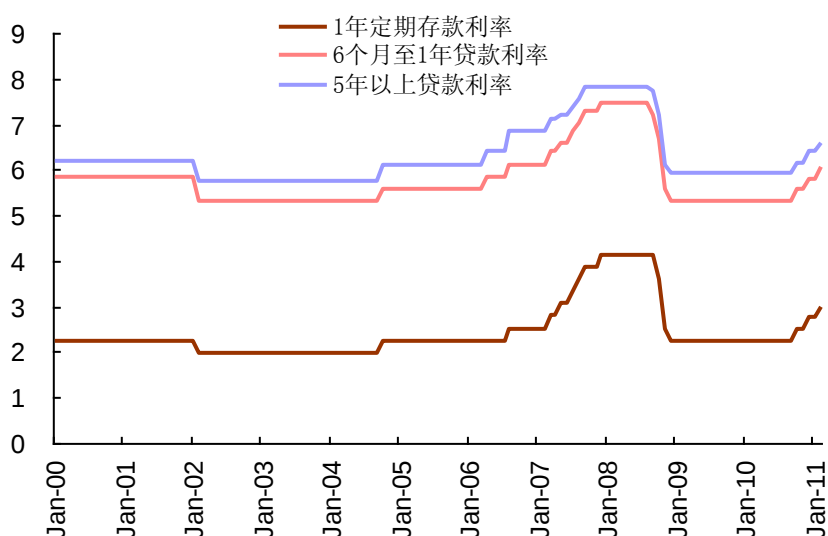
货币政策取向主要考虑国内经济和通胀形势，同时，也要考虑外部环境。

从国内经济形势来看，如上所述，经过 1 年多的政策收缩，经济增长动力中的消费已经出现疲软，在严控新项目的影响下，新开工项目计划总投资增速从去年 12 月份的 25.6% 下降到 2 月份-23.6%，即使考虑到季节性因

素，这一降速也是十分罕见的。从外围情况来看，日本地震以及油价上涨对全球经济的影响可能在二季度以后逐渐显现，这些因素将对中国经济产生多大拖累作用仍不确定，在这种环境下，央行继续大幅收缩政策将更加谨慎。

政策收缩的另外一个关注点——通胀预期问题，我们上面已做了详尽的阐述，在 CPI 即将越过高点之际，货币政策已没必要继续加大收缩力度，从目前的利率水平来看，2007 年从紧的货币政策下，1 年期定期存款利率的最高水平为 4.14%，历年稳健的货币政策对应的 1 年期定期存款利率水平在 3.5% 以下，从这个角度来看，留给稳健货币政策的加息空间可能已经不大，如果在此时央行再次加息，势必收窄了未来的加息空间。

图表 16：稳健货币政策对应的加息空间已不大



数据来源：Wind、华融证券

鉴于二季度 CPI 仍会处于高位，为减缓负利率的影响，央行可能在二季度加息 1-2 次。同时，为巩固前期政策效果，落实全年控制物价水平的首要任务，央行可能再上调 1-2 次存款准备金率，但从最近上调存款准备金率后，利率以及市场的反映来看，即使二季度出现加息、上调存款准备金率，其对市场的冲击在逐渐减弱。

总体上，二季度政策收缩将更加谨慎，政策预期有望从前期的悲观转向中性，政策收缩对市场的影响边际递减，市场所面临的政策环境将有所改善。

三、沪指依托半年线震荡上行

1、下方半年线支撑有效

半年线往往被市场视为牛熊分界线，春节前后在通胀预期恶化、流动性趋紧的共同影响下，沪指一度跌破半年线，但随后被逐渐收复，3 月 15 日在日本核危机、中东动荡等一系列重大事件的影响下，沪指再度下探半年线，但沪指当日以较长的下影线收复该重要支撑位。从目前来看，半年线经受住了日本地震、中东北非动荡和上

调存款准备金率的多重打击，并且依托半年线企稳向上，可见，市场对这一技术支撑较为认可。

当然，我们也认识到事物发展的偶然性，从市场驱动因素的角度对沪综指下行进行情景分析，来讨论可能的下行空间。

基于驱动因素的市场下行情景分析：

（1）悲观情景：经济“准滞胀”，多重调控政策产生叠加效应

“准滞胀”主要体现在 GDP 同比增速在 8%以上，但趋势持续向下，经济二次探底或硬着陆的担忧再起。同时，CPI 处于高位，且趋势上继续向上。这种情况出现，势必引起市场对经济发生滞胀的担忧升温。

我们认为，只有当经济预期出现二次恶化，市场对经济二次探底之忧再起，引起经济二次探底之忧的突发因素可能是经济先行指标持续恶化。同时，通胀继续恶化，导致政策收缩力度仍然不减，甚至出现政策会牺牲经济增长来实现控制通胀的预期。即只有发生通胀恶化、经济下滑，经济滞胀预期日益强烈，同时，政策收缩力度不减，这些因素叠加起来沪指才可能再次跌破半年线。

（2）中性情景：经济软着陆，政策保持现有的高压态势

若宏观经济维持现有状况，即经济虽然不会二次探底，但会出现小幅回落；经济结构调整没能达到预期但也处于缓慢推进之中；同时，通胀形势并未在相对较紧的货币政策下如期回落，而是呈现高位运行。在此宏观经济状态下，主要行业受到经济中性的影响，行业股价出现小幅回落，市场或将在半年线附近维持震荡格局。

（3）我们的观点

出现悲观情景的一个必要条件是——政府调控失败。这种失败包括：一是对 CPI 控制不力，二是政策超调，打击了经济恢复的势头。只有两者同时发生，才可能出现悲观情景。

中国政府进行宏观调控时的一个十分重要的政策逻辑是，只有见到具体的经济信号，才会逐渐改变调控的政策取向。基于这一理解，我们认为，货币政策方面，只有见到 CPI 见顶回落后才能收手；财政政策方面还要有一个滞后期，即等到紧缩货币政策对经济的负面影响开始降低之际，才能有实质性的退出动作。

当政策已经开始关注宏观调控会不会出现“超调”效应时，悲观情景出现的可能是很小的。因此，基于中性假设，我们认为，沪综指的下行空间有限，更大的可能是依托半年线运行。

2、向上存在 3100-3300 点密集成交区的压力

所谓密集成交区，是在市场运行的历史中形成的，并在多次的验证中为投资者广泛接受，进而从一个个单独的事件演变为能够影响广大投资者心理的重要因素。从技术上来看，可以将沪综指在 3100-3300 点的区间界定为密集成交区，这一区域均值为 3200 点。

自 2009 年 8 月以来，3100-3300 点之间的密集成交区始终给市场造成较重压力。09 年 8 月、10 年 4-5 月以及 10 年 11 月份市场接近这一区域时均出现快速下跌，从更长远的角度来来看，08 年 6 月份也在该位置出现快速回落，这种快速下跌导致该区域套牢盘较重。

（1）多次上攻该区域均以失败告终

自 09 年以来市场多头已经屡次组织攻击该点位，09 年 11 月借助年报披露，在业绩提升的推动下沪指一度突破 3300 点，但最终无果而终，并震荡向下寻求支撑；2010 年 4 月市场依托年线的强支撑继续向上挑战该密集成交区，沪指一度接近 3200 点，但随后公布的房地产调控政策再次使多方向上突破失败，随后一路下探至 2319 点的低位；2010 年 10 月和 11 月份，在外围量化宽松导致的人民币升值、流动性泛滥预期下，多头发起强烈反击，在一个月将沪指推升 22%，再次逼向 3200 点关口，但随后强烈的通胀预期引发的央行大力收缩流动性，再次使此次上攻夭折；随后市场在年线和半年线附近获得支撑，并依托半年线多次试探该压力位，但都未能有效突破。

在多次上攻无果后，这一技术压力位给投资者心理形成了较大压力，一旦沪指接近该区域获利盘和套牢盘便纷纷涌出，给市场造成较重的抛压，我们认为，市场消化这一压力位可能需要一定的时间。

（2）突破这一密集成交区需要多条件配合

技术的压力更多的是心理层面的，从根本上来看，技术仍然是由基本面的东西决定，表面上看，3100-3300 点密集成交区是技术压力，到了这一位置会出现抛压。那么，这些投资者为什么要卖出手中的证券呢？我们认为，根本原因是其对后市的看法不确定，对经济基本面、政策、通胀以及外围环境的判断存在分歧，对市场继续上行的驱动力信心不够。因此，要想突破这一技术压力位，需要投资者看到市场趋势向好，需要多种因素的配合。

首先，在经济基本面上，要出现较为明显的信号表明经济增长已经真正走出了探底的担忧，并且进入了新一轮扩张期；其次，通胀不再继续恶化；第三，在政策上，政策的收缩不会对经济以及流动性产生实质性影响。

（3）二季度后半段这些条件才有望趋于成熟

从目前来看，经济基本面保持稳定的概率较大，一季度数据的公布将彻底打消市场对经济可能探底的担忧，进一步增强市场对经济增长的信心，二季度高频数据的公布将逐渐强化这一预期，这是市场重心上移的重要支撑，但市场对经济基本面乐观预期的形成可能需要半年甚至更长的时间。

市场最大的分歧是对通胀预期以及政策取向的看法，如上所述，二季度 CPI 有望越过高点，这一高点可能在 6 月份，在此之前市场依然对通胀预期保持高度警惕，这种预期的反复也将继续困扰市场。在 5、6 月份市场才能更清楚的判断 CPI 高点是否真的在 6 月出现，并对下半年物价走势给出更明确的预期。

在资金面上，央行下一阶段对流动性的调控重点是稳定在现有水平，即保持 M2 增速 16% 的水平上稳定，如

上所述，为巩固前期政策效果，落实全年控制物价水平的首要任务，央行也不太可能立即出现放松对流动性的控制，以防止物价出现反弹，使前期政策前功尽弃。但如果二季度 CPI 拐点得到确认，央行对流动性的收缩转弱也会得到确立。

从技术上讲，沪指在下方半年线的支撑下，不断向上试探该密集成交区，经过一段时间的试探后，前期筹码也得到了较为充分的换手，抛压逐渐减弱，技术压力得到消化。

3、对沪指振幅的判断

在经济周期上，从去年下半年经济增速发生转折以来，经济始终处在逐渐企稳的过程中，二季度经济进入繁荣、衰退或者萧条期的概率都不大，而稳定在复苏期的概率较大。在信贷管制方面，二季度仍将延续前三个角度的信贷管制政策，为保持物价总水平的稳定，央行需要从继续管制货币源头。在市场运行逻辑上，我们认为，二季度仍将处在通胀、政策和经济预期博弈的逻辑下运行，这三大因素仍是左右市场趋势的关键变量，这一点与前三个季度相同。另外，前三个季度市场没有受到诸如金融危机之类的影响全球经济的事件发生，而二季度发生这类重大事件的概率也不大。

因此，二季度市场面临的大环境以及左右市场运行趋势的逻辑与前三个季度相比，不太可能发生重大变化。前三个季度沪指振幅具有一定的借鉴意义，过去三个季度沪指振幅分别为 16%、19%和 12%，平均值为 15.6%。据此，预计二季度沪指振幅保持相对稳定在 15%左右。

4、结论

- 市场半年线支撑有效，这形成沪指运行的区间下限，随着时间的推移，这一下限是逐渐上移的；
- 在低估值蓝筹板块的带动下，市场将不断挑战前期的密集成交区，而且挑战的力度会越来越大；
- 相应的，市场重心将在这个过程中不断抬升，挤压沪指向 3100-3300 点密集成交区拓展；
- 从目前来看，二季度市场尚不具备有效突破这一密集成交区的条件；
- 综合判断，二季度沪指运行核心区间在 2850-3200 点之间。

四、二季度投资主线

二季度投资策略，我们延续 2011 年年度策略中提出了“寻找转型中的经济增加值”的观点，并在此基础上，结合近期各行业估值、业绩变化、政策变化等情况对投资方向进行细化。

1、低估值和确定增长的板块

随着 2010 年年报披露的结束，市场将据此调整对各行业未来盈利状况的预期，并影响行业的动态估值水平。

业绩增长预期存在上调可能的行业将出现投资机会，结合二级市场估值水平，我们认为，以金融和地产为代表的大盘蓝筹股，目前处在低估值和未来稳定增长的状态，其投资价值正在得到越来越多投资者的认可。但鉴于地产板块仍面临政策风险，我们建议关注，金融、面临政策风险较小的商业地产和受益于保障房建设的城建类地产。

2、转型时期经济增加值的细化

我们在年度策略报告从经济增长面临的约束条件出发，沿着资源稀缺性、技术突破、渠道和品牌，对上中下游各个行业进行梳理，寻找能在经济转型中创造更多经济增加值的行业。这一观点是基于对中国经济、产业格局、政府资源分配等各种重大因素整体形势的判断得出的，这一逻辑在中长期都是成立的。其对于二季度投资策略的指导意义在于，我们将这一逻辑与近期事态的变化和对二季度的判断结合起来给出更加细化的投资建议。

我们认为，在年度策略报告中给出了板块中，业绩增长较确定的板块值得重点关注，主要有：具有资源优势的有色、煤炭，具有技术和核心竞争力的工程机械、海工、机床、核心汽配，大消费板块重点关注品牌连锁，化工中重点关注磷化工、聚氨酯以及化纤子板块，政策支持较为明确的节能环保。

3、国家中长期规划的落实

“两会”已经审议通过了“十二五”规划，提出了未来五年我国经济社会发展的主要目标、任务和政策侧重点，在政府工作报告中也对 2011 年的工作做了部署。作为国家发展的最高指导方针，“十二五”规划和 2011 年工作安排将对中国经济产生长远影响，而二季度将是各个产业“十二五”规划公布的密集期，虽然规划时间跨度较长、且有部分内容已经被市场消化，但部分可能于今年落实的板块仍可能存在投资机会。

目前，已公布的政策中支持较为明确，且可能在今年实施的板块主要有：工信部的 5 个国家级规划，受益板块包括信息技术、高端装备制造、新材料；商务部等三部门发布的《商贸物流发展专项规划》，受益的板块主要有物流；另外还有新能源、新能源汽车规划，受益板块主要有新能源汽车、风能、太阳能、智能电网、煤基清洁能源等；即将启动的“宽带中国”工程，受益的板块主要有信息网络。

4、重点行业投资策略

（1）银行

由于货币紧缩政策形成的银行贷款议价能力迅速提高，使得息差的增长超出预期。我们认为，2 季度将加息 1-2 次，并保持比较紧的货币政策，因此贷款市场的资金面仍比较紧张。除非大幅不对称加息（存款利率上升幅度远远大于贷款利率的上升幅度），否则加息对银行业息差的影响为偏好，最差情况是中性。

从宏观经济的情况来看，银行在二季度出现大幅坏账的可能性极低，贷款质量能基本保持稳定。因此，拨备计提应该正常，对银行业绩的影响应该是正面。其他非息收入和投资收益基本保持稳定，很可能同业资产的收益

率也会超预期。

从政策面来看，对于银行业资本监管、坏账计提的一些利空因素在去年密集出台，因此进一步出台更严厉监管政策的可能性不大。利率市场化的问题是个长期的问题，对短期实质性影响不大。

因此，总体来看，银行上半年的业绩快速增长是比较确定性的。银行业 1 季度业绩超预期，据传招行的业绩同比增长 40%以上，民生的业绩同比增长 50%以上。

但是，银行股的走势会受到大盘和其他外界因素的影响，产生振荡不可避免。同时，由于市场存量资金有限，而银行股的市值较大，因此出现连续大幅上涨也不现实。很可能的走势是底部逐渐抬高的过程，因此操作上不必追高。

（2）煤炭

当前，经济增长保持较快增长，国内资源品市场供需旺盛。以煤炭市场为例，火电及钢铁、水泥等产量均较快增长。3 月份电厂耗煤快速回升。

近期，我国焦炭期货即将出台，而山西焦炭业重组意见也已经出台，在 2011 年年底，将目前 227 户焦化企业整合减至 150 户左右，到 2015 年保留至 60 户左右，即 74%的企业五年内将“关、停、并、转”，对未来焦炭行业形成较强的支撑。焦炭行业趋好，将拉动焦煤行业的继续向好。

同时，近期有望重启煤电联动的预期越来越强。煤电联动将使电力企业摆脱全面亏损的境地，从而改善电煤下游承受能力，对煤炭价格持续走强形成新的支撑。另外，从当前的煤炭价格先行指标看，市场煤价将呈上升态势。国际方面，近日日本多家钢厂恢复生产，预计国际煤炭需求将开始恢复；同时供给方面受澳大利亚洪灾的后续影响，国际煤炭资源供给偏紧，国际煤价持续走高。在国际国内市场的影响下，二季度煤价有望上涨。

相对于资源品价格的大涨，部分资源品股票价格前期未能以较大表现来反映资源价格的上涨。资源品部分板块估值依然处于相对较低位置。二季度我们依然坚持看好煤炭板块。

（3）有色金属

二季度重点关注有色金属行业中的小金属和基本金属。虽然黄金仍是对冲通货膨胀和避险的投资品，但随着二季度美国量化宽松政策的退出，支撑黄金短期冲高的动能不足，贵金属类上市公司缺乏股价上涨的催化剂。基本金属价格虽然会随着 QE2 的退出会有所调整，但二季度进入消费旺季，旺盛需求将有望支撑基本金属价格上行。同时一季度业绩强劲表现将可能给股价带来上涨动力，建议重点关注受惠于金属价格上涨，业绩增长强劲的铜和锡类上市公司。年初以来，小金属方面，特别是稀土、钨、锑、锆等价格大幅上涨，未来有望出台行业保护政策，如稀有金属的“十二五”规划和国家收储、行业整顿等政策，进一步推高稀有金属的价格，建议重点关注相关小金属品种的上市公司。

（4）消费

● 品牌连锁

随着一系列促进消费政策的不断落实，消费品市场强劲增长。2011 年 1-2 月份社会消费品零售总额虽然增速下降，但主要受汽车消费影响。但零售行业景气度仍处于历史高位，预计未来一段时间零售行业景气度仍将延续。

中国奢侈品市场有望在 2015 年达 260 亿美元，成为世界第一，全球占比 27.5%，年均增速在 20% 以上。富裕阶层、中产阶级、年轻消费群体成为中国拉动奢侈品消费的最主要动力。同时，伴随着奢侈品关税可能逐步降低，奢侈品消费有望逐步内移。在政策面，个税改革和内贸十二五规划有望成为行业上涨催化剂。

从行业来看，我们仍然最看好百货行业，建议重点关注一二线城市中主要门店中高端定位，奢侈品销售占比相对较大的公司，广州友谊、友阿股份、王府井、中兴商业、西单商场（新燕莎），同时看好以珠宝销售为主的潮宏基、老凤祥、豫园商城。

风险提示：区域竞争环境的改变对上市公司业绩的影响；快速扩张期，收益与风险不匹配的风险。

（5）化工行业

在经济复苏和石油价格上升期，化工产品的价格通常会随之上涨，相关行业景气度将得到提升。未来三个月，我们认为可以重点关注的化工子行业包括：磷化工、聚氨酯以及化纤。

● 磷化工：北非动乱导致磷矿石涨价，长期将受益于资源属性

北非政治动乱拉动磷矿石价格上涨。受到近期中东地区，尤其是北非地区的动乱影响，磷矿石价格正逐步走高，市场对摩洛哥供应的担忧在加剧；此外也受到国内下游企业补库存等因素影响。我们预计磷矿石价格的上涨将引起整个磷化工行业的价格上涨，值得关注。

长期来看，受益行业政策出台。我们认为磷矿石资源与稀土和萤石资源有类似的特点，而且保护磷矿资源关系到国家的粮食安全。其次，我国虽然已成为全球磷矿产量最大的国家，但目前行业集中度低（小型矿山产量占到 40% 左右），资源回收率低（小型企业回收率仅为 30% 甚至更低，大型矿山回收率也大大低于发达国家水平），未来产业政策的方向将是加大行业集中度整合，限制出口，这将使国内大型磷矿企业受益。

● 聚氨酯：受益日本地震供应减少以及下游旺季到来

我们认为聚氨酯在二季度的行情将主要受益于两个因素，二季度前期主要看点在受益于日本地震的产品，如 MDI、聚合 MDI、TDI、甲乙酮、环氧丙烷、BDO 等产品价格上扬；后期看点则在于震后重建启动以及行业旺季来临导致的下游需求提升带来的机会。

● 化纤：产销两旺，关注一体化化纤企业

2 季度和 4 季度是化纤行业的景气阶段，产销量有较为明显的上升。今年化纤行业也将保持稳定增长，行业二季度将逐渐步入旺季。由于 2010 年我国棉花大面积减产导致的棉花供应短缺仍然较为严重，供应短缺的局面至少将持续到今年秋冬新棉入市，因此粘胶短纤和涤纶短纤的替代需求在二季度仍将持续。

（6）节能设备

工业节能、变频节能、电机节能等依然是国家政策扶持的重点，电力电子节能产业正处于上升阶段。我们认为技术壁垒高、盈利能力强的设备生产企业将成为投资热点。我们看好电机节能灯方面较为突出的荣信股份、英威腾和卧龙电气等。

（7）TMT

投资机会将主要来自卫星、移动互联网和光通信领域。卫星方面，按照国家规划，北斗二号将于 2012 年实现覆盖亚太地区并投入运营，北斗应用终端生产所需的北斗二号芯片、模拟器研制企业因此将率先受益，在北斗二号组网卫星继续发射将反复吸引市场目光推动下，相关卫星个股有望持续走高，建议关注中国卫星、北斗星通、华力创通、国腾电子。移动互联网方面，3G 用户规模的持续增长，将直接推动智能手机、触摸屏、无线网络优化、手机支付卡、移动游戏、移动视频、LBS 等的需求，相关企业也将因此直接受益，建议关注中国联通、中兴通讯、信维通信、中创信测、三维通信、超声电子、莱宝高科、恒宝股份、东信和平、北纬通信、四维图新、中青宝、博瑞传播。光通信领域，在“十二五”光通信建设投入同比大规模增长已明确情况下，三大电信运营商的具体投资规划方案和系统建设、设备招标等信息的公布，有望反复给相关光通信个股带来推升动力，同时，经过近期调整，光通信个股反弹回升需求强烈，建议关注日海通讯、新海宜。

（8）智能电网

特高压建设将加速，成为智能电网最先突破口。受日本核电安全事故影响近期中国核电规划建设发展放缓，位处我国东南沿海和江浙等地的大部分核电建设速度放缓，而我国煤电、大型风电基地、光伏基地都在西北部，未来对远距离、大容量输电网建设的需求将较之前进一步加大，这为特高压电网的建设提供了有利的支持。预计二季度在特高压线路的核准以及招标会有较大进展，特高压建设开始提速，投资将会加大。特高压电网受益品种包括平高电气、特变电工、许继电气、天威保变等。

（9）新能源

● 重点在光伏

二季度意大利的光伏新政将成为决定今年全球光伏需求的最重要因素，我们对此持比较乐观的态度。光伏行业由于补贴的下降将必然导致行业毛利率的下滑，业内企业都开始进行产业链整合。我们认为先上游后下游的全产业链整合模式更具长期竞争力，先打造完善上游产业链的公司在利润率下滑的压力下仍具备扩张能力。我们看

好多晶硅和光伏产业链较为完备的天威保变、乐山电力和综艺股份等。

- 风电

我们认为风机产品价格的下降会使 2011-2012 年的利润率下行压力较大，并且短期难以恢复。且风力发电并网技术难题解决速度也低于市场预期，风电发展的瓶颈问题仍未获得有效解决。

- 核电

我国核电建设将放缓，短期内不看好。

5、市场面临的潜在风险

一是日本大地震以及核污染。虽然给中国企业带来了机遇，但目前日本地震对全球经济的影响仍没有体现出来，这一影响可能在二季度以后逐渐显现，其对中国经济产生多大拖累作用仍不确定。

二是中东和北非局势蔓延导致油价上涨，国内资源品价格改革启动。如果中东和北非动荡局势出现蔓延，国际油价可能继续攀升，油价上涨将影响全球经济复苏的步伐，从而拖累中国经济。同时，3 月 21 日国务院总理温家宝表示，中国将放开对油价的控制，国内油价将与国际油价市场进行接轨。如果二季度政府调整油价形成机制，并且国际原油价格仍在高位，将导致成品油价格继续上涨，原油价格上涨对国内通胀的影响将更加明显，并且可能改变市场对下半年通胀预期的看法，从而影响市场走势。

三是“欧洲稳定机制”能否成功实施。虽然欧盟成员国财政部长就欧元区永久性救助机制的具体架构达成了一致，同意建立“欧洲稳定机制”，但这一机制的运行仍面临考验，受援国是否能接收国内财政收缩等一系列条件仍不确定，欧债危机的风险仍没有彻底消除。

四是国内房价以及投资增速可能仍存在担忧。房地产限购令后，各地住房成交量急剧下滑，3 个月的销售下滑可能不会给房地产企业造成太大资金压力，但如果持续半年甚至一年销量跟不上，企业资金链可能出现问题，降价销售可能难以避免。当然，我们也注意到近期房地产开发资金来源中，外资所占比例逐渐上升，但这能否持续支撑企业资金需求仍存疑虑。对于整体投资增速，今年前两个月的确超出预期，但新开工项目计划总投资增速从去年 12 月份的 25.6%下降到 2 月份-23.6%，即使考虑到季节性因素，这一降速也是十分罕见的。从结构上来看，外资企业投资增速明显加快，而国内私营企业投资出现了快速下滑，这种局面是否是一种趋势仍待观察。

五是国内消费疲软。去年，在政策刺激下，汽车、家电以及房地产引起的一系列消费较为旺盛，今年面临政策边际效应递减和去年基数较大的问题，同时，刺激消费增长政策新的着力点仍不明确。

六是美经济复苏不及预期，欧提前加息。基于对美日两国庞大债务的担忧，IMF 下调了两国 2011 年 GDP 增长预期，2011 年美国 GDP 增速预估从此前的 3.0%下调至 2.8%，将日本 GDP 增速预估从地震前的 1.6%下调至 1.4%，

但将欧元区 GDP 增长预期从 1.5%上调至 1.6%，在欧元区经济好转的同时，欧元区通胀风险逐渐增加，3 月通胀年率升至 2.6%，为 2008 年 10 月以来的最高水平，已经连续 4 个月超过 2%这一目标值，欧元区加息预期日益强烈。

总体上看，积极因素不断累计，而新增风险因素主要来自外部。决定市场中期趋势的力量正在向积极的方向发展，风险因素可能会影响市场运行的节奏，但不是决定市场发展的主要力量，不会改变市场的中期趋势。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层（100033）

传真：010-58568159 网址：www.hrsec.com.cn