

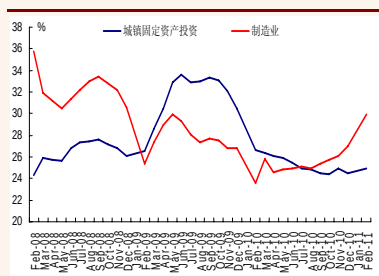
定期报告

收获与播种

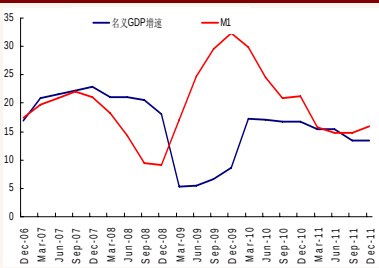
2011 年 4 月 6 日

——A股2011年二季度投资策略

民间投资正在持续复苏



流动性二季度仍紧张



二季度经济增长不悲观不乐观、通胀冲高、流动性紧缩趋势不变，市场的估值水平难以明显提升；在增量资金缺乏的情况下，资金从高估值领域流向低估值领域是最大的特征，建议持有低估值板块如银行地产、在通胀见顶之前减持周期性行业、在二季度底买入消费品布局下半年。

- **对经济增长不悲观也不乐观。**对经济不悲观，原因在于经济增长的引擎正在从刺激性复苏走向内生性复苏，最值得关注的的数据是制造业投资的复苏，这暗示新一轮产能周期可能已启动，因此预计由政策退出和化解通胀导致的经济下行空间有限；但也不乐观，原因在于内生性复苏难以让我们看到经济的上行空间，而且房地产和外需的不确定性仍存在。
- **通胀冲高、流动性二季度仍偏紧。**过往经验显示，国内货币政策出现实质性放松的条件有：1）货币增速稳定在合理水平（16%以下），2）通胀水平有明显的趋势性下降；3）季调后通胀预期出现两个季度的回落。显然，二季度货币政策没有放松的可能，考虑到通胀冲高可能带来名义 GDP 增速的提升，二季度由货币缺口（货币—名义 GDP）所反映的流动性仍趋紧张。
- **估值水平难以出现明显提升，资金从高估值领域流向低估值领域是最大特征，上证冲高回落概率大。**在通胀上行和流动性仍偏紧背景下，市场整体估值水平难以发生明显提升。市场波动特征将由存量资金在不同板块间的流动决定。资金将继续从高估值板块流向低估值板块、从业绩低于预期的板块流向业绩预期上升的板块、从治理结构不良的公司流向治理结构良好的公司。
- **二季度配置建议：持有低估值的银行地产、在通胀见顶前减持周期品、二季度底布局消费品。**

其一，持有低估值的银行地产。在增量资金缺乏的背景下，资金从高估值领域流向低估值领域将是理性选择，从绝对估值和历史相对估值看，金融地产都是最低的，而且行业基本面数据好于预期；

其二，在通胀见顶之前减持周期品。大多数周期性行业的盈利预期和产品价格呈正相关关系，如煤炭、化工、钢铁、水泥、有色等。在通胀上行周期里，这些行业的盈利预期持续上调，股价表现也较好，但是一旦通胀见顶，价格上升结束，业绩预期和股价表现都将受抑。在二季度的前期，周期性行业仍有反弹的空间，但是应该日益关注风险。建议在通胀见顶之前减持周期品。

其三，二季度底布局消费品。当通胀过高时，居民真实收入和购买力受到负面影响，消费信心下降、消费增速回落，这是去年四季度以来消费品股票表现不好的一个重要原因。但是一旦通胀回落，那么居民真实收入和购买力将再次回升，因此，我们认为二季度末期应该是布局消费品的好时机。

陈文招

021-58825833
chenwz@cmschina.com.cn
S1090208060218

苏舟

021-68407142
suzhou@cmschina.com.cn
S1090511030009

张权

021-68407937
zhangquan@cmschina.com.cn
S1090210050004

正文目录

一、经济正在从刺激性复苏步入内生性复苏	3
二、通胀冲高、流动性偏紧、估值水平难以明显提升	6
1、货币政策二季度难以放松	6
2、二季度股市流动性仍处于偏紧状态，好转有待下半年	9
3、经济周期演进过程中的估值特征	10
三、行业配置：持有低估值、收获周期品、季末布局消费品	11
1、二季度持有低估值行业	11
2、通胀见顶前减持周期品行业	11
3、二季度底布局消费品	12
4、行业观点和行业配置	13

图表目录

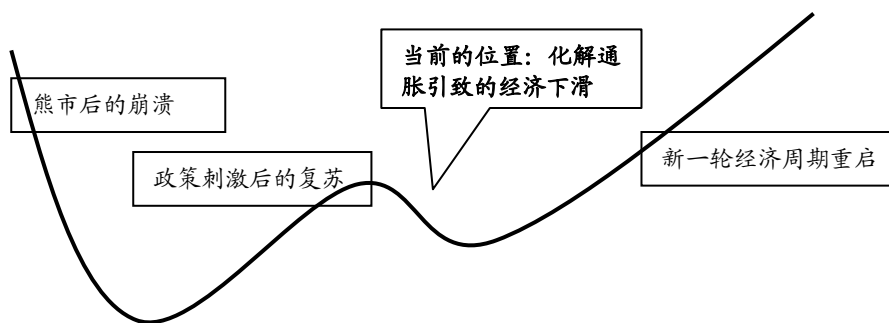
图 1：中国经济处于因政策退出和控制通胀导致的经济回落阶段	3
图 2：随着政策退出政府相关的投资增长已经在回归正常状态	4
图 3：房地产作为 09 年经济复苏的先行产业显著也处于回落过程	4
图 4：汽车和家电增速均出现明显回落	4
图 5：制造业投资复苏反映去产能过程很可能已近结束	5
图 6：GDP 窄幅波动走势两头高中间低的概率大	5
图 7：欧元区通胀水平上升，预计 4 月加息	6
图 8：美国通胀水平暂时还在容忍区间	6
图 9：煤炭和石油天然气行业的产出趋势（滤波）和产出缺口	7
图 10：紧缩政策的目标之一是促使货币供应增速回归常态	8
图 11：通胀明确持续回落后货币政策才可能放松	8
图 12：通胀二季度冲高下半年回落	8
图 13：名义 GDP 增速和流动性增速预测	9
图 14：过去两轮经济中周期市场及估值的表现	10
图 15：各行业估值水平比较	11
图 16：周期性行业的盈利预期通常随价格上升而上调	12
图 17：通胀达到较高水平后居民真实收入增长下降影响消费品预期	12
表 1：中国主要宏观数据及预测（单位：同比增长%）	6
表 2：中国主要宏观数据及预测（单位：同比增长%）	9
表 3：行业配置建议	13
表 4：招商证券主要行业投资要点汇总	14

今年一季度后期，我们在同机构投资者交流过程中发现，当前投资者对市场分歧不大，大多认为是区间震荡。但谈到行业配置时，分歧十分明显，大体有四种类型：有看好低估值行业如银行地产的，有坚守医药等消费品的，也有继续看好新兴产业的，还有看好周期行业的。对市场震荡的一致判断和对行业配置严重分歧的看法，说明当前市场对宏观经济环境、宏观调控的结果、中观产业景气趋势和产业结构演变、估值等存在着十分显著的分歧，预期的混乱正是来自于多重因素的纠结。

一、经济正在从刺激性复苏步入内生性复苏

一个完整的经济危机到经济复苏过程通常包含四个阶段：危机后的剧烈崩溃；政策刺激后的经济复苏；政策退出和化解通胀引致的经济下行；经济内生性复苏。

图 1：中国经济处于因政策退出和控制通胀导致的经济回落阶段



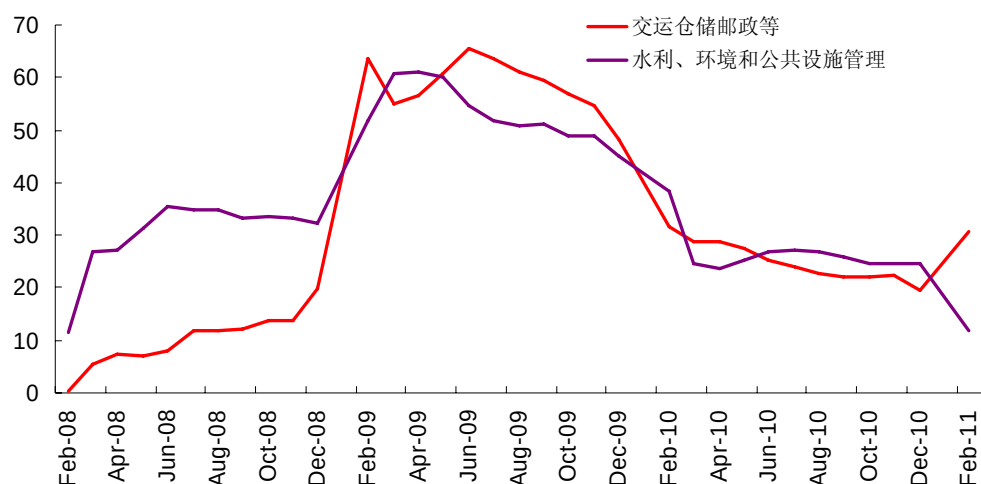
资料来源：招商证券研发中心

按照上述阶段划分看，中国正处于政策退出和化解通胀所引发的经济回落阶段。经济回落有几个原因：

其一，经过 09 年政策刺激的经济复苏后，我们的经济已经产生了一定的投机成分和明显的通胀压力。而化解通胀压力必定以损失经济增长为代价，我们当前正处于化解通胀所引发的经济回落过程。

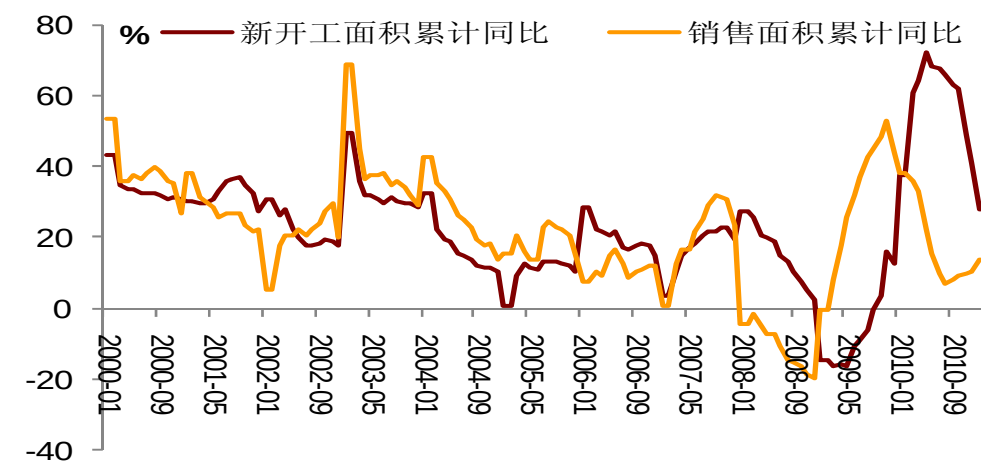
其二，从全球主要经济体情况看，大多数新兴经济体比较类似于中国的状态，而欧洲和美国则处于政策刺激性复苏的末段，从这些国家的通胀来看，都已经或即将到达值得央行重视的水平，不出意外，欧洲和美国将依次从今年的二季度和下半年进入政策退出和控制通胀过程。这一情况会给欧美经济和中国出口增加不确定性，这种不确定性在二季度末至三季度开始出现的概率较大。

图 2：随着政策退出政府相关的投资增长已经在回归正常状态



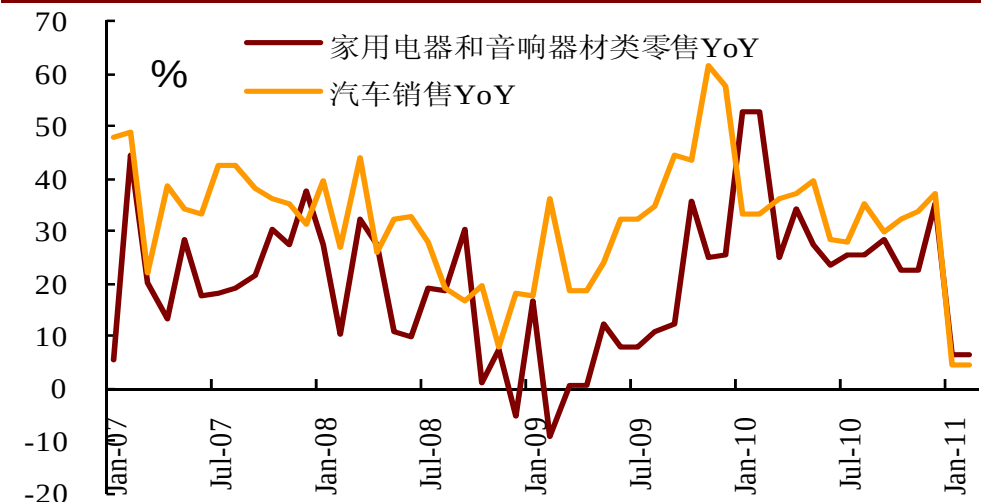
数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

图 3：房地产作为 09 年经济复苏的先行产业显著也处于回落过程



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

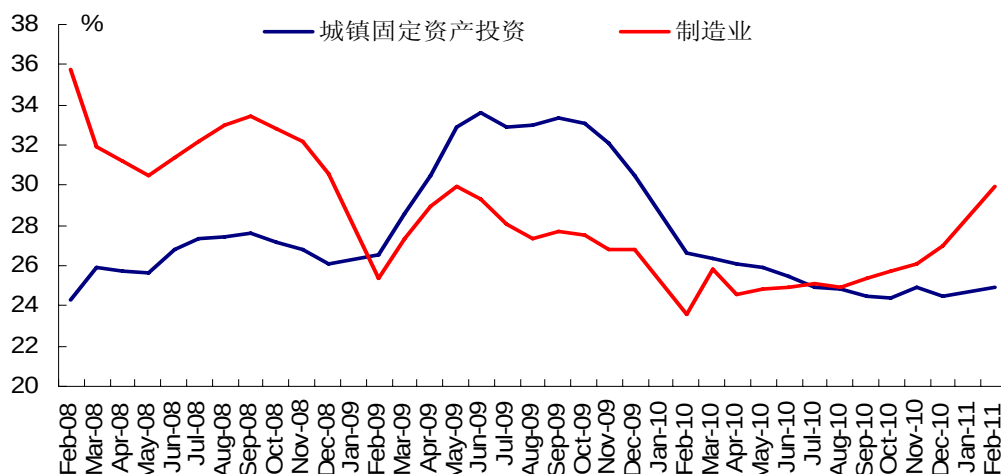
图 4：汽车和家电增速均出现明显回落



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

但经济回落的幅度应该不大，原因在于经济已经出现了内生性复苏的迹象，最重要的一个数据是制造业投资出现持续回升。从逻辑上讲，危机后的财政政策主要作用是消化产能，而自从去年四季度以来，制造业投资增长的趋势开始出现回升，这说明传统制造业的产能很可能已经被消化完毕，去产能过程大体已经结束，否则我们不会看到制造业有扩张产能的意愿。如果去产能过程真的完成，那么随着制造业产能新一轮扩张，我们将会看到就业的扩大、劳动力市场的进一步紧张和消费增长的重新加速。经济自发性增长的逻辑将被打通。但需要指出的是，这一内生性复苏过程一般是温和的、不像政策刺激性复苏那样迅猛。

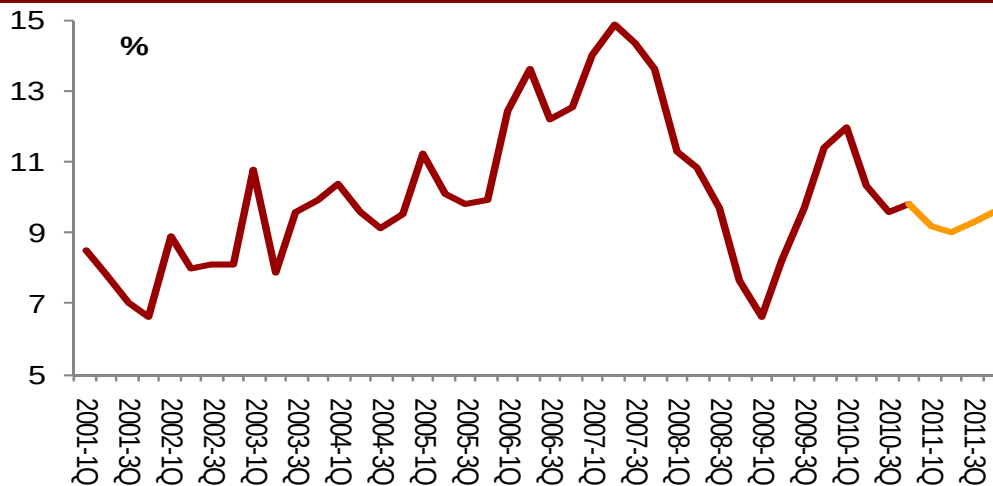
图 5：制造业投资复苏反映去产能过程很可能已近结束



数据来源：WIND，招商证券研发中心

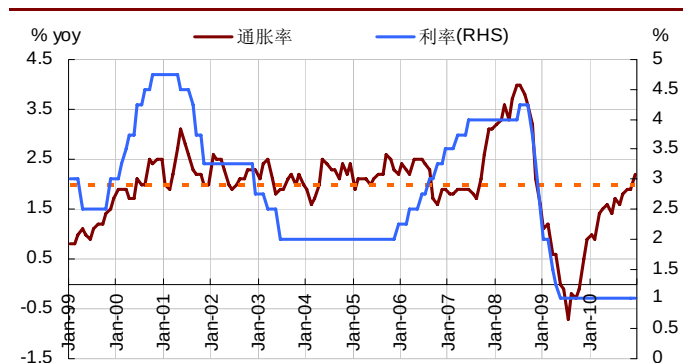
综上所述，我们对经济的看法是不悲观不乐观，经济不会出现趋势性下降和上升。不悲观主要原因在于已经看到经济内生性复苏因素的启动，控制通胀导致的经济下行幅度有限。但对下半年经济增长也不乐观，原因在于经济触底之后的回升力度不会太大，不像刺激政策带来的复苏那样迅猛，而且下半年随着欧美经济刺激政策退出后，外需还有一定不确定性。总体上我们倾向于认为未来三个季度内的经济大体是在中等速度上波动，不是趋势性下跌也不是趋势性上行，从形态上看，今年四个季度的经济增长应该是两头高、中间低。

图 6：GDP 窄幅波动走势两头高中间低的概率大



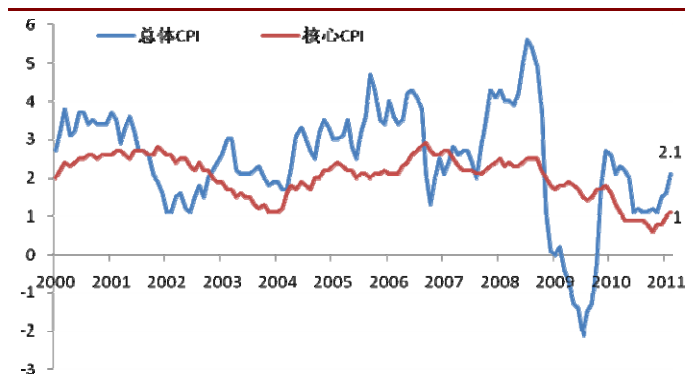
数据来源：CEIC，招商证券研发中心

图 7: 欧元区通胀水平上升, 预计 4 月加息



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 8: 美国通胀水平暂时还在容忍区间



资料来源: Wind, 招商证券研发中心

由于消费增速稳定、出口上半年不会成为影响经济波动的主要因素, 因此我们不在此处赘述。

表 1: 中国主要宏观数据及预测 (单位: 同比增长%)

指标	2010	2011E	1Q	2Q	3Q	4Q
GDP	10.3	9.5	9.2	9.0	9.3	9.6
社会消费品零售	18.4	18.0	16.7	17.8	18.3	18.8
工业增加值	15.7	15.1	14.8	14.2	15.0	15.6
出口	31.3	12.3	18.6	14.2	10.1	8.5
进口	38.7	16.5	20.8	17.7	13.9	12.6
固定资产投资	23.8	20.0	24.1	22.3	20.0	19.0

数据来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

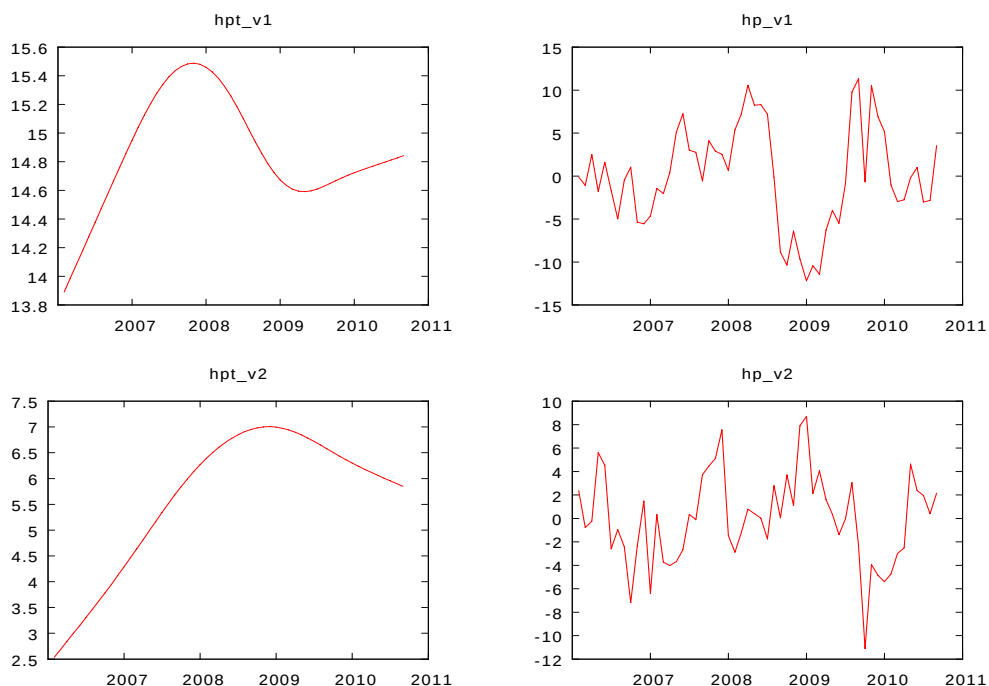
二、通胀冲高、流动性偏紧、估值水平难以明显提升

1、货币政策二季度难以放松

首先, 我们认为通胀水平很可能在二季度有一个冲高的过程。原因在于:

其一, 虽然 GDP 增长速度并不高, 但是在产能去化完毕之后, 行业的产能利用率将处于紧平衡状态, 这将增加相关行业价格上升的压力, 我们看到石油、煤炭和水泥等通常被政府称为产能过剩的行业, 现在产出缺口都已转正。

图 9：煤炭和石油天然气行业的产出趋势（滤波）和产出缺口



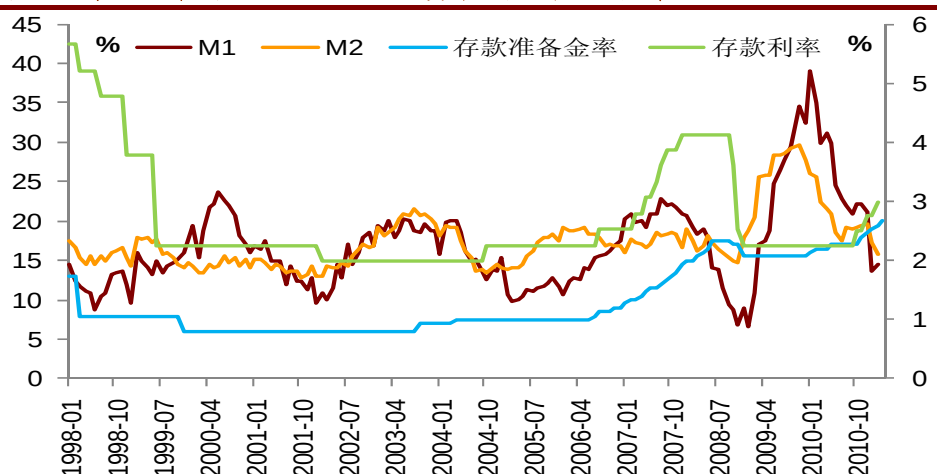
数据来源：WIND，招商证券研发中心

其二，大宗商品价格仍然具有很大的不确定性，欧洲如果先于美国加息，美元有可能贬值从而刺激大宗商品价格上升。但到 6 月份之后，随着美国 QE2 的结束，以及经济回落对通胀的抑制作用的产生，通胀有可能进入持续的回落过程。

其次，即便二季度通胀出现回落，货币政策也难以迅速放松。观察 2003 年以来稳健时期紧缩政策执行情况，货币政策出现实质性放松的条件有如下几项：1）货币增速稳定在合理水平（16%以下），2）通胀水平有明显的趋势性下降；3）季调后通胀预期出现两个季度的回落。譬如，2003 年-2004 年通胀周期中，2004 年初货币供应增速水平已经明显回落，而且通胀在同年 3 季度见顶，但是依然在上调两次存款准备金后，于当年的 10 月份加息一次。2007-2008 年的通胀周期中，同样在货币供给增速开始回落之后继续上调存款准备金和基准利率。此轮 CPI 高点出现在 2008 年 1 季度，但二季度依然继续上调存款准备金率，从 16%上调至 17.5%。

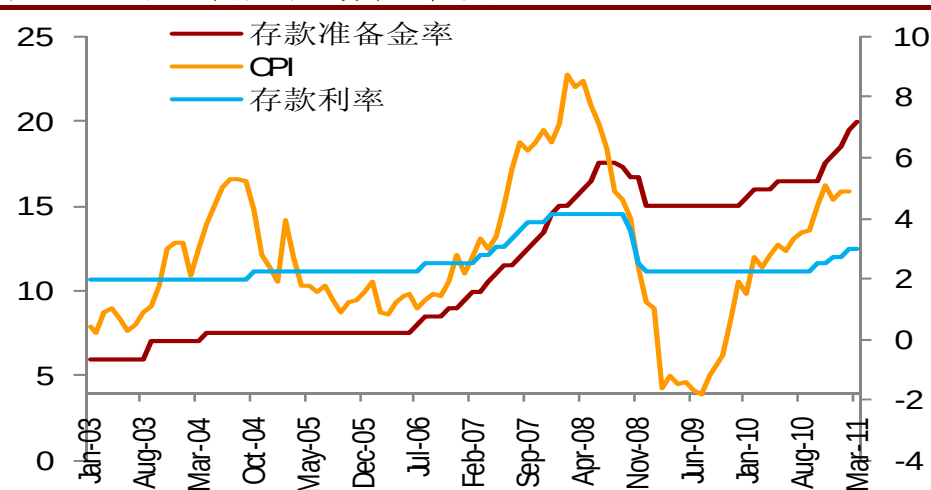
从目前的情况来看，上述条件无法同时具备，因此紧缩政策难有实质性放松，预计流动性偏紧的状况仍将持续。

图 10: 紧缩政策的目标之一是促使货币供应增速回归常态



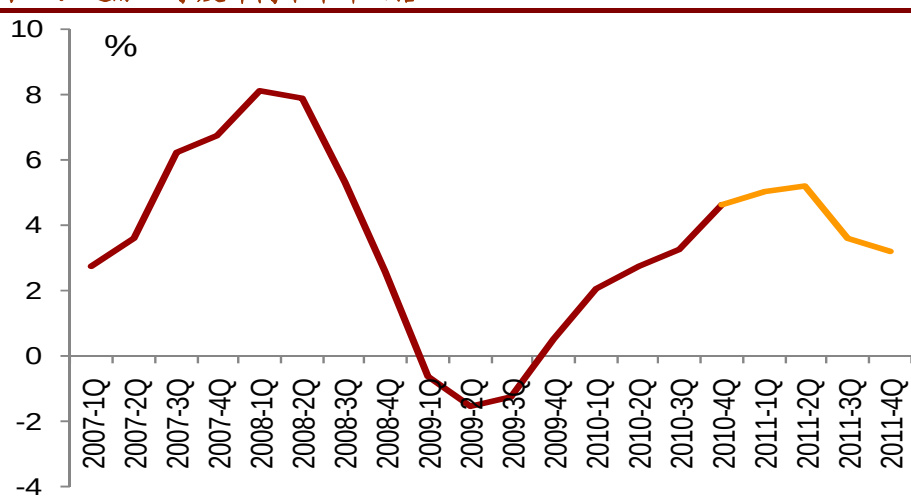
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 11: 通胀明确持续回落后货币政策才可能放松



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 12: 通胀二季度冲高下半年回落



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

2、二季度股市流动性仍处于偏紧状态，好转有待下半年

总结上文，我们可以得出如下的结论：二季度经济温和回落、通胀冲高回落但仍在高位；三季度经济温和回落或与二季度大体持平、通胀回落，经济政策放松的条件日渐成熟；四季度通胀回落、货币政策放松、经济回升。大体上看，经济走势两头高、中间低；宏观政策则是两头松、中间紧。

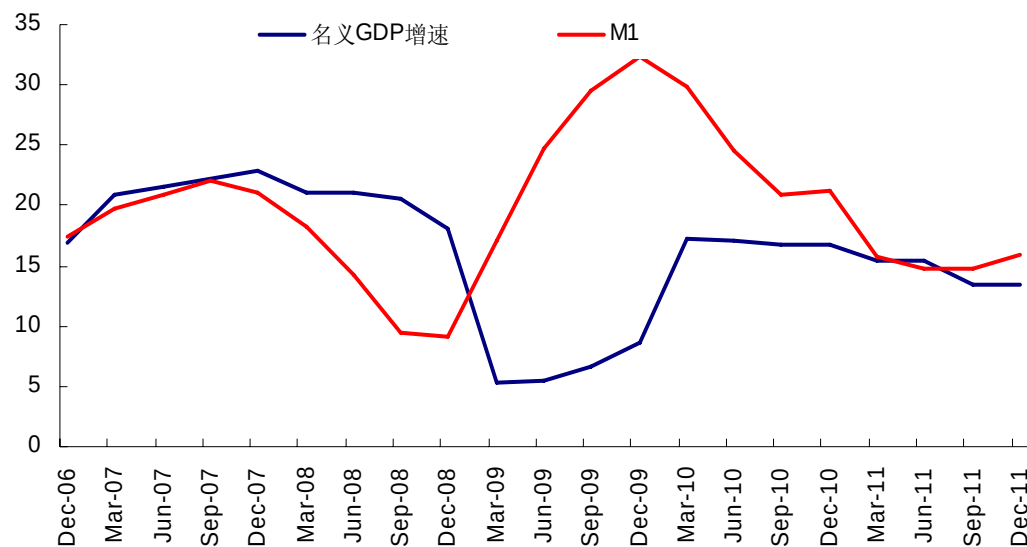
表 2：中国主要宏观数据及预测（单位：同比增长%）

指标	2010	2011E	1Q	2Q	3Q	4Q
GDP	10.3	9.5	9.2	9.0	9.3	9.6
CPI	3.3	3.8	5.1	4.8	3.6	3.0
PPI	5.5	5.9	7.2	6.5	6.0	5.8
M2	19.7	16.5	16.7	15.9	16.1	15.5
人民币贷款余额	19.9	14.7	17.1	15.0	15.1	14.7

数据来源：WIND，招商证券研发中心

根据上述预测数据可以大体描绘出货币缺口（货币供应增速和名义 GDP 增速的差额）的情况，流动性情况是今年的一季度和四季度松、二三季度偏紧，二季度虚拟经济领域的资金仍将继续趋紧，下半年尤其是四季度随着通胀回落和流动性放松，资金将出现宽裕。根据过往货币缺口的变化和股市估值水平之间的关系看，股市估值水平的上行要等到下半年甚至四季度，二季度里估值水平仍将受到抑制。

图 13：名义 GDP 增速和流动性增速预测



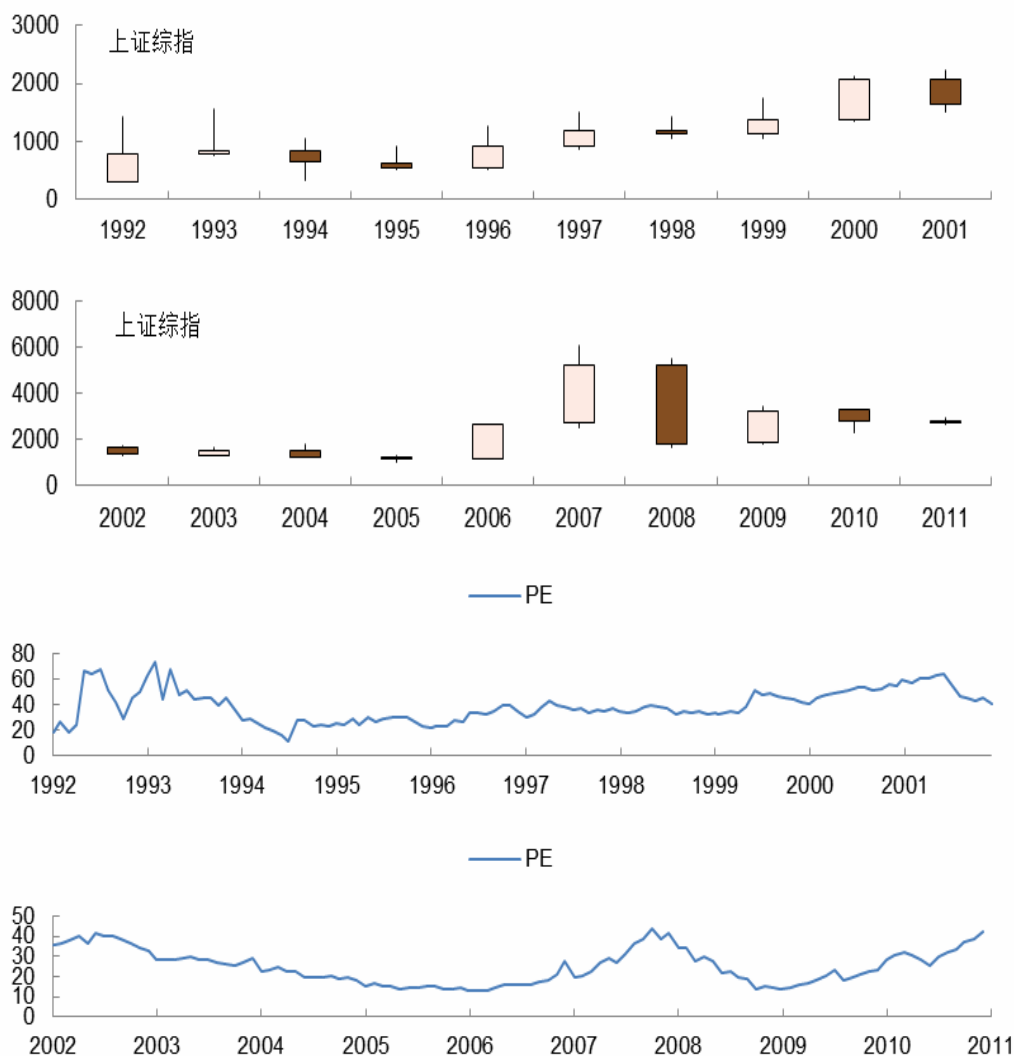
数据来源：WIND，招商证券研发中心

3、经济周期演进过程中的估值特征

中周期启动并不等于估值中枢的线性抬升。从过去两轮中周期（1992-2001 和 2002-2011）的市场表现来看，在中周期启动后的前 3 年，市场多以宽幅震荡为主，且估值重心略有下移。而随后的 4-8 年内，市场表现出色，估值中枢才大幅抬升。我们猜测可能是跟经济周期初期的通胀有关，同时也可能在新一轮经济中周期重启前期，新的主导产业尚处在投入和培育阶段，产能和生产率还不能有效扩散，尚无法形成对经济和业绩的有力拉动。

估值中枢上限的决定因素在于新的主导产业。从两次经济周期的情况看，传统产业的估值上限由去产能进度和需求改变的方向决定，并且不会超过上一轮经济周期的峰值水平。对于新兴产业，其估值上限取决于业绩预期的实现和主导产业的发展方向。事实上，新一轮中周期内估值中枢的上限与新兴产业或新的主导产业的相关性更大。

图 14：过去两轮经济中周期市场及估值的表现



资料来源：Wind，招商证券研发中心

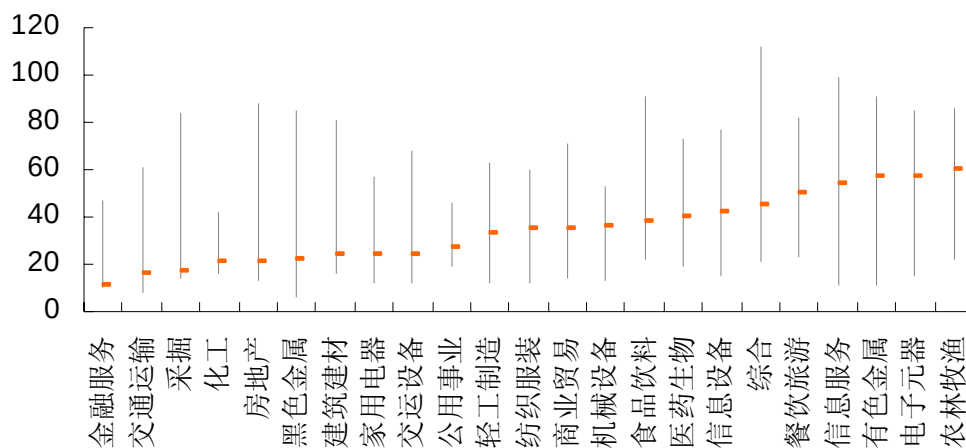
三、行业配置：持有低估值、收获周期品、季末布局消费品

二季度配置建议，我们总体上认为：持有低估值的银行地产、在反弹中减持周期品、二季度底布局消费品。

1、二季度持有低估值行业

二季度仍然是流动性比较紧张的格局，在增量资金缺乏的背景下，资金从高估值领域流向低估值领域将是理性选择。从当前估值情况看，金融、地产、采掘绝对估值水平最低的而且处于历史区间波动的下限附近；家电、建材、钢铁等绝对估值稍高但处于历史波动中枢以下。我们建议二季度超配银行地产、煤炭等低估值行业。

图 15：各行业估值水平比较

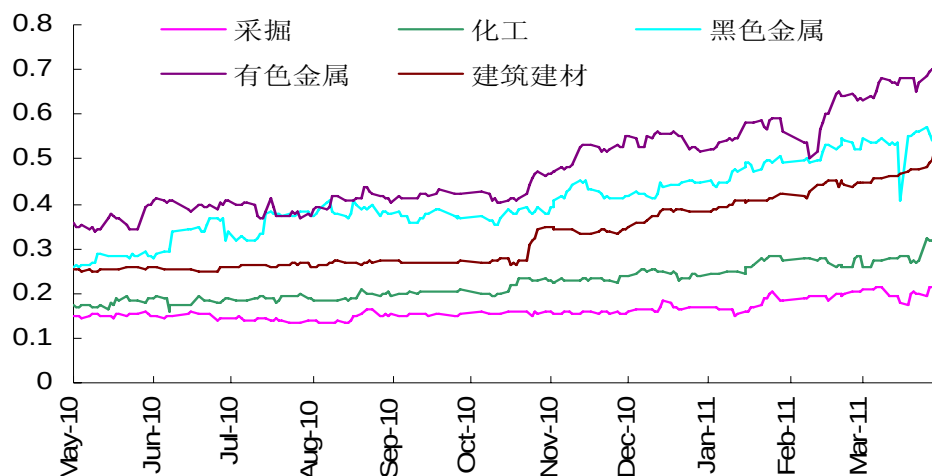


资料来源：Wind，招商证券研发中心

2、在通胀见顶前要减持周期品行业

大多数周期性行业的盈利预期和产品价格呈正相关关系，如煤炭、化工、钢铁、水泥、有色等。在通胀上行周期里，这些行业的盈利预期持续上调，股价表现也较好，但是一旦通胀见顶，价格上升预期就会受到抑制，业绩预期和股市表现都将疲软。基于我们对通胀趋势和产业轮动规律的总结，我们认为在二季度的前期，周期性行业仍有反弹的空间，但是应该日益关注风险。建议在通胀趋势见顶回落之前减持周期股。

图 16: 周期性行业的盈利预期通常随价格上升而上调

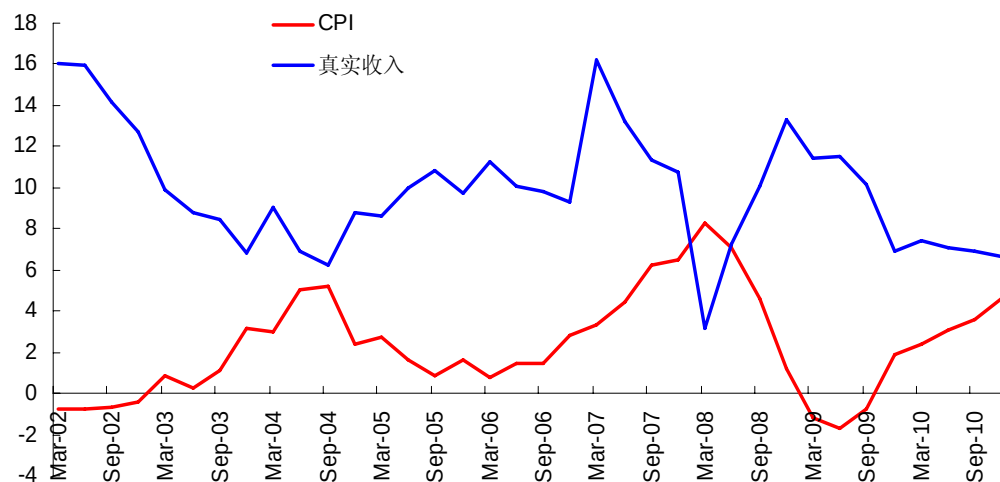


数据来源: WIND, 招商证券研发中心

3、二季度底布局消费品

当物价增速(或通胀预期增速)超过居民收入增速时,居民真实收入受到负面影响,消费者的消费信心下降、消费增速回落,这是为什么自从去年四季度以来消费增速放缓和消费品股票表现不好的一个重要原因。从微观上看,这也是为什么阿胶价格提升并没有刺激阿胶股价上升而是让投资者担心销量将受负面影响的原因,一些白酒也类似。但按照上文分析和我们宏观分析师对通胀趋势的判断,下半年通胀回落,那么居民真实收入和购买力将再次回升,因此,我们认为二季度末期应该是布局消费品的好时机。

图 17: 通胀达到较高水平后居民真实收入增长下降影响消费品预期



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

4、行业配置建议

表 3：行业配置建议

板块名称	行业比重	配置建议			推荐公司
保险	4.13%			低配	中国平安
传媒	0.51%		平配		省广传媒
电力	2.42%			低配	长江电力、川投能源
电力设备	2.39%			低配	长园集团、许继电器
电子	1.57%			低配	超声电子、莱宝高科
房地产	3.88%	超配			福星股份、中国国贸
纺织服装	1.38%		平配		七匹狼、老凤祥
钢铁	2.60%		平配		攀钢钒钛、八一钢铁、新兴铸管
公用事业	0.70%			低配	龙净环保
航天军工	0.48%			低配	中航精机
航空机场	1.37%			低配	南方航空
化工	3.79%		平配		新纶科技、鼎龙股份、湖北宜化
机械	5.21%	超配			三一重工、中联重科
计算机	1.63%			低配	远光软件
家电	1.35%		平配		苏泊尔
建材	2.03%	超配			海螺水泥、冀东水泥
建筑施工	2.46%			低配	
旅游	0.61%		平配		中国国旅、丽江旅游
煤炭	5.60%	超配			潞安环能、昊华能源、大有能源
农林牧渔	1.27%			低配	獐子岛、天康生物
批发零售	2.07%		平配		天虹商场、苏宁电器
汽车	2.96%			低配	威孚高科、星马汽车
石油石化	11.05%		平配		中国石化
食品饮料	3.12%		平配		水井坊、山西汾酒
水陆运输	2.91%			低配	珠海港
通信服务	0.61%			低配	
通信设备	1.06%			低配	
医药	3.48%		平配		东阿阿胶、华北制药、贵州百灵
有色金属	4.79%			低配	东阳光铝、包钢稀土、辰州矿业
造纸印刷	0.52%			低配	岳阳纸业、太阳纸业
证券信托	2.38%		平配		中信证券、海通证券
综合	0.84%			低配	
银行	18.83%	超配			民生银行、招商银行、华夏银行

数据来源：WIND，招商证券研发中心

表 4: 招商证券主要行业投资要点汇总

行业	投资要点	风险因素
银行	业绩稳定增长, 风险可控, 估值极具吸引力	行业观点: 货币政策收紧过度
保险	短期由于通胀预期和银保渠道加强监管影响对保费增速保持较难。加息周期内利好保险股。估值偏低, 长期看好保险股的投资机会。	股市波动风险
证券	券商板块在消息面利好支撑下迎来反弹, 我们认为在传统业务和创新业务的对接过程中, 基本面改善预期和较低估值将带来长期投资机会。	成交量萎缩, 创新业务推进低于预期
房地产	行业观点: 估值低, 地产板块表现或比较抗跌, 但大行情需要等待调控的放松, 调控放松的前提是房价下降	房价不降, 调控加码
公路航运	航运港口: 短期受欧美经济波动和高油价等不利因素, 新兴经济体由于通胀压力二季度经济放缓预期, 航运股票普遍在向下调整中, 我们预计航运会伴随全球经济复苏逐渐好转, 作为高弹性的周期性行业, 我们建议在预期转好的情况下, 逢低介入。港口行业全年关注集装箱货量增加带来业绩向上的投资机会。 航空机场: 短期受高油价和高铁等不利因素制约, 估值低位, 但也缺乏上涨动力。我们预计在供需缺口和良好竞争格局下, 航空全年景气仍将持续。三季度景气和高铁影响也将相对明朗, 届时有望迎来行情。机场关注有经营杠杆和资产注入预期的上海机场。 铁路物流: 铁路关注高铁建成后客货分离带来的铁路货运大发展。物流专项规划和支持政策有望近期逐步出台, 预计提供全程物流的第三方物流公司(标的少)、供应链管理公司、冷藏品和化学品仓储物流公司将受益。 公路行业: 受益于国内区域经济良好的发展态势, 优质的高速公路公司车流量上升比较明显, 同时部分公司多元化业绩逐渐显现, 大股东优质资产注入预期强烈, 高速公路“现金牛”的高分红概念也会逐步吸引资金关注。	航运港口: 宏观经济复苏地域预期, 高油价带来较大成本压力 航空机场: 景气低于预期、高油价和高通胀、高铁冲击大于预期。 铁路物流: 物流振兴政策支持力度低于预期, 业绩短期难有大幅提高。 公路: 国家对高速公路收费政策不明朗;
医药生物	药品降价是大趋势, 但目前两大类降价政策出台后比预期要好, 后期对市场影响并不大。2011 年 30% 利润增长。中长期, 老龄化、刚性需求, 国家医保投入, 消费能力提升。股价下降空间 5-10%, 处于底部左侧。	
煤炭	预期煤价上涨, 基本面看好	宏观调控可能影响行业整体估值
电力	1) 宏观经济推动用电需求快速增长; 2) “十二五”水电等清洁能源建设加快; 3) 煤电联动进入窗口期, 火电有调价预期。	煤电联动滞后, 节能减排拖累电量
公用事业	1) 天时: 环境污染严重, 有环境治理的客观需求; 2) 地利: 我国已有治理环境需要投入的经济实力; 3) 人和: 国家政策扶持, “十二五”节能环保是国家重点培养的新兴产业之首, 环保投资约 3.1 万亿, 较“十一五”翻番。	政策出台滞后风险, 估值较高市场整体回调风险
建材	1、水泥应该思考何时卖的问题, 景气来说由于需求、集中度持续向上。短期来说一季报前后盈利预期可能会到一个相对高点。基本面的拐点是否出现要看出货量的情况; 限电因素的持续性; 2、我们坚定看好玻纤行业的复苏, 供给目前的增长还非常有限; 3、看好太阳能相关的玻璃企业如南玻、秀强; 4、估值较低的北新建材。	紧缩导致的需求下滑开始显现; 限价
基础化工	看好靠产业链上端品种, 具体包括磷肥, 磷化工; 看好行业壁垒高, 集中度高的高端化工公司。	原油继续大幅上涨, 宏观经济超预期下滑
钢铁	二季度行业盈利在钢材触底反弹及原燃料价格下跌影响下将有所改善, 钢铁产量边际增量有限, 下游需求即将进入旺季。	产能利用率继续居高不下导致高库存成为常态, 对钢价形成压制; 原燃料价格波动增大
有色	2 季度对于金属价格中性判断。中国等紧缩、欧美货币政策退出对金属偏负面。板块估值仍处于较高水平。看好产业转移带来的机会, 东阳光铝, 新疆众和; 还看好行业政策受益的小金属, 如包钢稀土。资源税的影响能够通过价格传导到下游。	
造纸/轻工	政府政策限制产能扩张, 30 万吨产能投资, 企业数量从 3000 家下降到 1000 家左右。近期板块走好, 源于成本推动, 盈利增长去年 30%, 龙头 60%。今年行业 15% 左右, 龙头稍高。目前毛利率已处于历史高位, 很难继续走高。	
机械	工程机械景气度震荡上升。石油钻采、煤炭能源开采行业景气度回升。看好 15 倍左右的大蓝筹, 集中在工程机械及中集等。股价: 上半年好于下半年。	
汽车/新能源		今年行业受到两方面压力, 原材料与人工成本压力; 下游需求压力。
食品饮料	1) 主导公司的产品进入消费淡季, 下半年才进入旺季; 2) 近期热点主要是中档白酒公司的 1 季报行情, 看好汾酒、洋河、古井贡等; 3) 关注双汇、伊利等大众品公司下跌中产生的价值洼地机会。	双汇可能月初复牌, 大幅下挫, 重仓基金可能会减持其它食品饮料股

农林牧渔	1) 预计全球紧缩将延迟到下半年, 农产品价格还将继续温和上涨; 2) 畜禽类养殖仍在景气上升周期;	1) 日本核泄漏事件恶化, 影响水产品消费 2) 瘦肉精事件扩散, 影响猪肉消费 3) 紧缩力度加大, 终端消费价格受限, 影响上游农产品价格。
纺织服装	2 季度会好于 1 季度。目前估值较低, 催化剂有: 一是订货会, 小幅超预期, 是意料之外。品牌公司提价没有影响销量, 是行业趋势向好现象。二是成本压力担忧在降低。三是季报。1-3 月份销售不错, 有业绩超预期的公司存在。4 月份后催化剂足够, 品牌服装 22 倍, 家纺 26 倍, 合适推荐。	
零售	百货 : 通胀有望在上半年见顶, 消费者信心指数能见底回升。行业景气向好不变, 公司估值合理, 把握四条主线: 能够实现异地扩张, 店龄结构合理, 有效匹配扩张与利润增长; 有效实施低成本扩张; 管理层激励机制改善; 经营基本面能够改善, 业绩有望迎来拐点。 家电连锁 : 家电行业仍受益于政策刺激, 发展空间巨大, 家电连锁业态市占率提升趋势不变, 网购不会产生颠覆性冲击。	超市: 公司估值普遍过高, 相对估值处于高位。
家电	1、从生命周期来看, 白电行业已经步入成熟期, 长期增长前景较为确定, 那么结合生产要素成本上升和当前市场的流动性来考虑, 这两年对应 12-17 倍 PE 的估值非常合理; 这也就意味着白电企业的股价波动与盈利水平有更加紧密的相关性。步入 2011 年, 1-2 月空调行业依然旺销, 预期 1 季度产销增速有望保持 30% 以上, 全年盈利存在超预期的可能性。2、小家电行业目前还处于一个比较快速的成长期。	1、要素成本上升对行业的盈利会产生影响 2、持续高通胀可能对消费者信心产生影响。
电子	整体而言机会不大。(1) 行业景气度回到 07-08 年上半年的常态中。(2) 此前对 2011 年的预期都给得太足, 今年不少公司会经历业绩向下修正的过程, 1 季度部分公司甚至已经出现同比负增长;(3) 今年的收入增长看上去尚不会太差, 但成本压力提高。相对看好的细分领域:(1) 电子装备;(2) 安防;(3) 中高端工业元器件。	
计算机		行业估值修复带来的系统性风险
传媒	(1) 维持 A 股传媒推荐评级, 逻辑是防御基础上看成长性和整合预期。传媒行业前期随大盘调整后估值风险得到释放, 11~12 年行业平均 PE(去掉电广、乐视、中青宝) 分别为 28 倍和 22 倍。 (2) 成长性角度: 我们看好新媒体、公共传播、影视动漫 3 大行业投资机会, 新媒体和公共传播分别看好博瑞传播和省广股份, 影视动漫建议关注奥飞动漫。 (3) 整合预期角度: 我们主要看好有线网络, 首推天威视讯。投资逻辑是一级市场和二级市场在有线电视用户定价上存在明显差价, 从而带来已上市有线运营商的价值重估和提升。 (4) 对主题投资机会的建议: 今年如出现“三网融合”主题投资机会, 推荐顺序首先是广电信息(四网融合概念, IPTV+互联网电视+上海有线网+手机视频), 其次是有线运营商天威视讯、歌华有线、武汉塑料(国家网络有线公司如下半年成立, 对整个有线板块是利好, 最受益是天威视讯, 市场预期省网整合提速), 最后是乐视网、华谊兄弟、华策影视。 (5) 公司推荐: 2 季度重点推荐“博瑞传播、省广股份、天威视讯”, 同时建议关注奥飞动漫。	
电信	2011 年运营商的整体投资预算超出预期, 三运营商整体资本支出达到 2563 亿, 相比 2010 年支出增长 7.9%, 投资向话务网和传输网倾斜。网络优化、光通信、WLAN 等子行业发展前景明朗, 中国联通业绩有望在今年大幅改善。	运营商投资进度低于预期, 行业整体价格水平下降
光伏	长期看好, 日本核能启发审视新能源, 2011 有望继续高于大盘	欧洲 FIT 进一步下调影响装机需求

资料来源: 招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈文招：南开大学经济学硕士。曾工作于国家发改委经济运行局。2004 年来在长江证券等公司从事宏观经济、投资策略、行业比较等方面的研究。2007 年 9 月加盟招商证券研发中心，目前负责策略研究，2009 年新财富最佳策略分析师入围。

苏舟：上海交大经济学硕士，2008 年进入招商证券，从事行业比较和组合研究。

张权：武汉大学经济学硕士，3 年宏观经济研究经验，目前从事宏观策略研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。