

策略研究员

署名人: 黄君杰

S0960206110118

010-63222932

huangjunjie@cjis.cn

参与人: 张媛媛

S0960110080219

010-63222583

zhangyuanyuan@cjis.cn

樊学栋

S0960110080063

075582026827

fanxuedong@cjis.cn

朱晔

S0960209060270

0755-82026746

zhumi@cjis.cn

相关报告

岁月“酷暑季”迎夏至, 市场“三九天”盼春来

月报 2011 年 5 月 30 日

市场情绪仍较低迷

周报 2011 年 5 月 23 日

市场正在筑底阶段

周报 2011 年 5 月 16 日

见彩虹仍待见风雨

月报 2011 年 5 月 8 日

弱势的五月

月报 2011 年 5 月 3 日

面临政策风险窗口, 市场仍较犹豫

周报 2011 年 4 月 25 日

周期品未衰, 消费品始稳

周报 2011 年 4 月 17 日

内外政策完美组合, 短期权重仍会表现

周报 2011 年 4 月 11 日

加息加剧市场分化

周报 2011 年 4 月 6 日

淡化 Beta 配置, 重视 Alpha 配置

季报 2011 年 3 月 30 日

2011 年策略半年报

“滞”胀消化可期, “指”待山花烂漫

- **通胀预期主导上半年行情。**2010 年上半年通胀预期的变化牵动市场情绪快速切换, 相继经历了对通胀的恐惧心理、投机心理、侥幸心理的轮回。4 月下旬之后, 通胀预期曲线逐步上移, 伴随经济进入“滞”胀, 悲观预期逐步形成, 恐惧心理重燃。相应的, 股指呈现显著波动特征。
- **通胀、经济走势及政策调整时点预期是决定下半年行情的主要因素。**通胀预期主导的行情在经历半年之后, 经济走势预期对行情的影响力将在下半年逐步提升, 与之相关的政策调整时点预期可能决定行情转换节点。
- **“滞”胀消化期关键看通胀。**由于货币因素与供给冲击因素叠加, 我们认为未来通胀的峰值区域主要在 6, 7, 8 月, 之后通胀将逐步趋缓。货币因素影响渐过峰区: M2 增速峰区 2009 年 3 月至 2010 年 2 月, 我们研究发现 M2 增速变化对 CPI 的影响的峰值大概滞后 16-18 个月, 对通胀影响的攀升期从去年 7 月至今年 8 月。供给冲击可消化: 供给冲击源于限电造成的生产扰动, 在夏季用电高峰可能会推升通胀, 但之后会明显缓解。
- **经济缓落的影响主要看预期变化。**在下半年经济缓落仍可控制, 经济“硬着陆”的概率较小。经济缓落在下半年将持续, 经过“滞”胀消化期, 政策弹性将提升, 预期将转好。
- **政策弹性恢复期或在 9 月后。**预计 9 月份之前为市场的“滞胀”消化期, 因此, 三季度货币政策弹性空间有限, 四季度才有微调的空间。9 月份之后, 伴随通胀趋向缓落, 逐步进入政策弹性恢复期。
- **估值驱动转向中性甚至偏正面与盈利驱动主导向上的震荡盘升基础正在逐步形成。**目前主板估值已位于历史底部, 且 A 股权重指数估值低于标普 500, 负溢价显著。预计 2011 年盈利增速为 18.3%, 依然存在温和向上的力量。伴随未来盈利将兑现, 整体市场动态估值底将提升。
- **市场走势判断: 1、滞胀消化期,**在三季度“滞”胀的压力与盈利兑现之间将形成弱平衡, 保障房、水利建设等政府投资的季节性不均衡将对行情产生正面影响, 维持沪指 2700 点“极寒位”的判断! **2、政策弹性恢复期。**经济预期格局可能转向“低”通胀、“稳”增长, 市场弹性将逐步恢复, 形成市场趋升的基本面。预计市场将回到年内高位区域 3100 点附近, 震荡向上的趋势可能持续到明年。
- **配置建议: 1、关注价值特征明确的银行板块。**历史底部抬升的机会, 时点在报告期, 主体在银行板块。 **2、滞胀消化期,**防御为主: 弱周期板块, 已属右侧交易。重点关注通信运营、纺织服装、白酒、葡萄酒、家电、医药生物、公用事业(火电)。并适当左侧加仓强周期, 配置逐步转向均衡。 **3、政策弹性恢复期配置,**提升仓位, 配置重点强周期高 beta 板块, 防御板块可适当减持。重点关注房地产、汽车、证券, 而煤炭待选。

风险提示: 经济下滑超预期, 通胀高点区域继续延后

目录

第一部分 通胀预期主导上半年行情.....	4
一、通胀预期主导上半年行情.....	4
二、上半年板块表现投机性较强，未形成确定性领涨板块.....	5
三、整体市场估值仍在沉淀，将呈现跌出来的机会.....	6
第二部分 何时走出“滞”胀的阴霾.....	7
一、未来的经济格局.....	8
二、崎岖的通胀之路.....	8
三、经济呈现缓落趋势，投资回落仍存缓冲垫.....	14
第三部分 “指”待山花烂漫.....	17
一、市场驱动力分析：温和盈利驱动渐进存在.....	17
二、资金面可能仍偏负面，到四季度将有所缓解.....	18
三、“指”待山花烂漫.....	21
第四部分 寻找沉淀后的金子.....	21
一、历史底部抬升的机会，时点在报告期，主体在银行板块.....	22
二、防御型配置.....	23
三、高弹性进攻配置.....	26
四、十大金股.....	30
附录 1 行业研究员观点汇总.....	31

图表目录

图 1：通胀预期主导上半年行情.....	4
图 2：通胀预期示意图：市场的通胀预期在抬高.....	5
图 3：上半年各行业整体涨跌幅（截至 5 月 27 日）.....	6
图 4：沪深 300 动态估值已经沉淀到历史底部附近.....	6
图 5：估值负面驱动已经接近充分，温和盈利驱动渐进存在.....	7
图 6：高通胀国家表现显著弱于其它国家.....	9
图 7：高通胀国家表现显著弱于其它国家.....	9
图 8：2008 年以来四国的货币条件.....	10
图 9：典型的通胀国家的情况.....	11
图 10：各种通胀环境下的 $\Delta M2 / \Delta GDP$ 变化，货币紧缩偏中性.....	12
图 11：通胀对货币的响应形式.....	13
图 12：市场主导型投资将由升转落.....	14
图 13：GDP 增速与固定资产投资增速之间开始负相关.....	14
图 14：固定资产投资全年分布一季度明显较小.....	15
图 15：财政赤字多发生在四季度，或是投资不均衡的一个因素.....	15
图 16：预计盈利会有所下调，但盈利增速扣除风险后依然温和向上.....	18
图 17：下半年到期资金较上半年明显减少.....	18
图 18：外汇占款新增额二三季度可能趋缓.....	19
图 19：首发募集资金较去年同期下滑 28%.....	19

图 20: 2011 年下半年解禁市值占比	20
图 21: 2011 年下半年市场解禁结构	20
图 22: 2011 年下半年中小板解禁市值 (年初价)	20
图 23: 2011 年下半年中小板解禁市值 (年初价)	20
图 24: 银行动态股息率与定期存款利率及国债利率的比较 (税后, 5 月 27 日数据)	22
图 25: 收入同比增速与 GDP 同比增速相关性	23
图 26: 毛利率与 GDP 同比增速相关性	23
图 27: 行业景气度的相对分布图	24
图 28: 零售额分品种增长的稳定性	24
图 29: 电力行业盈利与投资情况	25
图 30: 2011-13 年电力缺口仍较大	26
图 31: 主要行业最近 24 个月 beta	26
图 32: 房地产的上下游产业链	27
图 33: 商品房销售额累计同比增速又近冰点	27
图 34: 房地产上市公司存货周转天数处于历史高位	28
图 35: 土地出让金 (年, TTM) 延展的同比增速及流拍率	28
表 1: 上半年未形成确定性领涨行业 (截至 5 月 27 日)	5
表 2: 主要指数的市盈率对比 (截至 5 月 27 日)	6
表 3: 2011 及 2012 年经济预测 (国内宏观研究对主要经济数据的判断)	8
表 4: 2011 年 M2 增速与 M2/ GDP 的关系	12
表 5: 财政部对财政支出不均衡性的回应	16
表 6: 2011 年盈利预测情况	17
表 7: 大致的配置时点建议 (供参考)	22
表 8 周期性板块的估值比较	29
表 9: 2011 年下半年十大金股	30

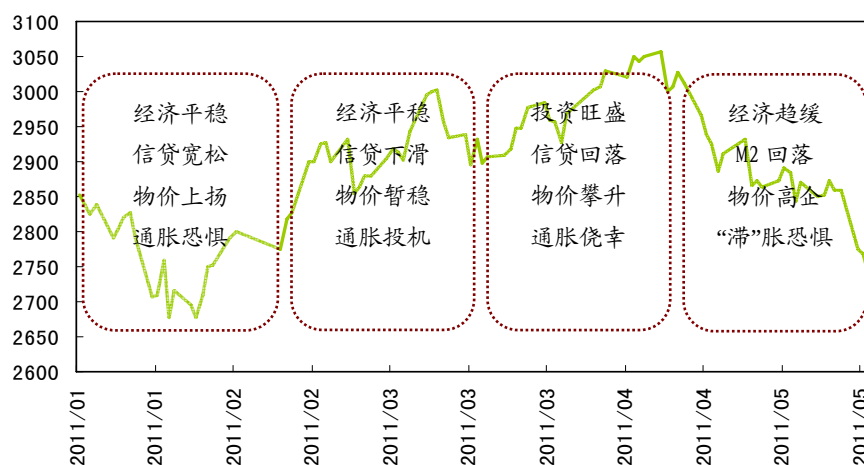
第一部分 通胀预期主导上半年行情

一、通胀预期主导上半年行情

上半年行情显著波动的主导因素是市场通胀预期的反复，通胀预期的变化牵动市场情绪快速切换，相继经历了对通胀的恐惧心理（1月）、投机心理（2月至3月中旬）、侥幸心理（3月中旬至4月中旬）的轮回。

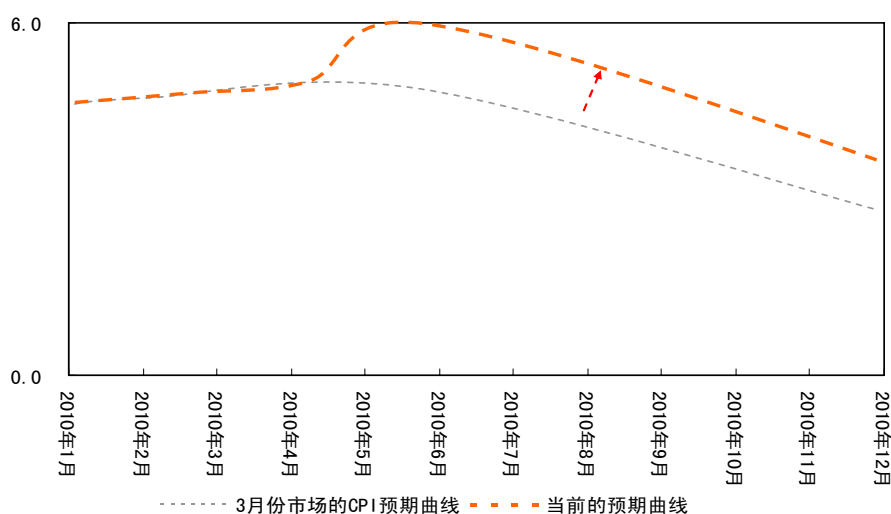
1月份高通胀预期加深，对政策紧缩预期快速加强，沪指大幅下挫至2661点的年内低位，我们称之为**CPI预期的恐惧心理**。春节前后，节日因素、两会预期、十二五规划预期等正面因素频出，同时对2月CPI的预期出现短暂回落，沪指在2月震荡上扬一直持续到3月中旬，该段行情我们称之为**CPI预期的投机心理**。3月伴随公布的2月份通胀数据超预期、中东局势动荡、日本地震扰动、保障房建设预期或有融资松动，市场预期政策可能调整，而经济从投资增速、工业增加值增速呈现出过热的现象，叠加年报季报的业绩超预期，权重周期类板块出现一次短暂的交易性机会，股指渐进上探，我们称之为**CPI预期的侥幸心理**。4月下旬之后的下跌，市场通胀预期曲线逐步上移，伴随经济进入“滞”胀，悲观预期逐步形成，恐惧心理重燃。

图 1：通胀预期主导上半年行情



资料来源：wind，中投证券研究所

图 2：通胀预期示意图：市场的通胀预期在抬高



资料来源：wind，中投证券研究所

二、上半年板块表现投机性较强，未形成确定性领涨板块

上半年市场表现出显著的行业轮换特征，各行业交替表现，未形成确定性领涨板块。弱市中题材概念表现相对活跃，题材的切换带动相关行业轮换。

从上半年各行业整体表现来看，未形成确定性领涨板块。前五个月涨幅居前五的行业中，仅有金融服务、房地产、交通运输、黑色金属以及农林牧渔行业出现过单月重复上涨。另外，从跌幅居前的行业来看，在中小板和创业板占比较大、估值较高的电子元器件、信息设备、医药生物等行业持续调整，散失昔日风光。

题材的迅速切换带动相关板块轮替，板块表现投机性较强。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、钢铁股投机性补涨，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，中期黄金类股、化工及能源替代等题材相继表现，金融服务等低估值周期类题材在弱势中有效激发市场情绪。

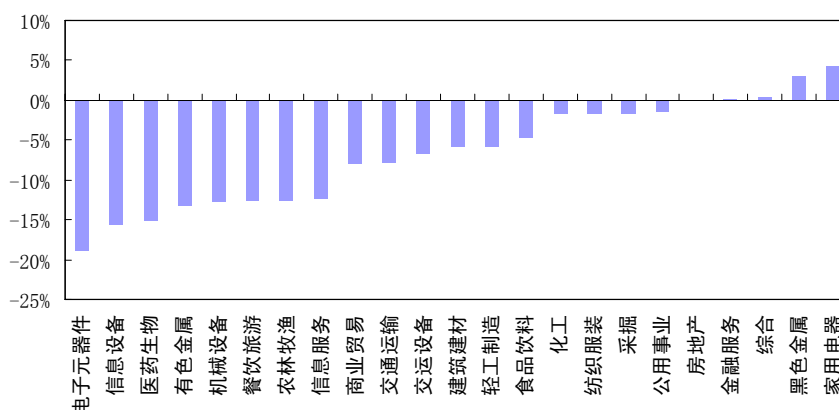
4月底，伴随着经济“滞”胀确认，这波投机性的上涨被打回原形，大部分行业大幅下挫都回到了新年伊始时行情的起点甚至以下。

表 1：上半年未形成确定性领涨行业（截至 5 月 27 日）

	1月	2月	3月	4月	5月
第一	交运设备	家用电器	房地产	金融服务	食品饮料
第二	黑色金属	信息设备	采掘	公用事业	农林牧渔
第三	建筑建材	电子元器件	金融服务	黑色金属	金融服务
第四	交通运输	有色金属	有色金属	商业贸易	房地产
第五	化工	农林牧渔	纺织服装	交通运输	信息服务

资料来源：Wind 资讯，中投证券研究所

图 3：上半年各行业整体涨跌幅（截至 5 月 27 日）



资料来源：Wind 资讯，中投证券研究所

三、整体市场估值仍在沉淀，将呈现跌出来的机会

伴随整个紧缩周期，整体市场估值在沉淀，目前正在形成一个估值与基本面匹配最好的时期。一些权重板块已经触及历史底部，价值特征凸现；而另外一些中长期看好的行业，估值与基本面的匹配性正在提升，这两类机会都是值得关注的。

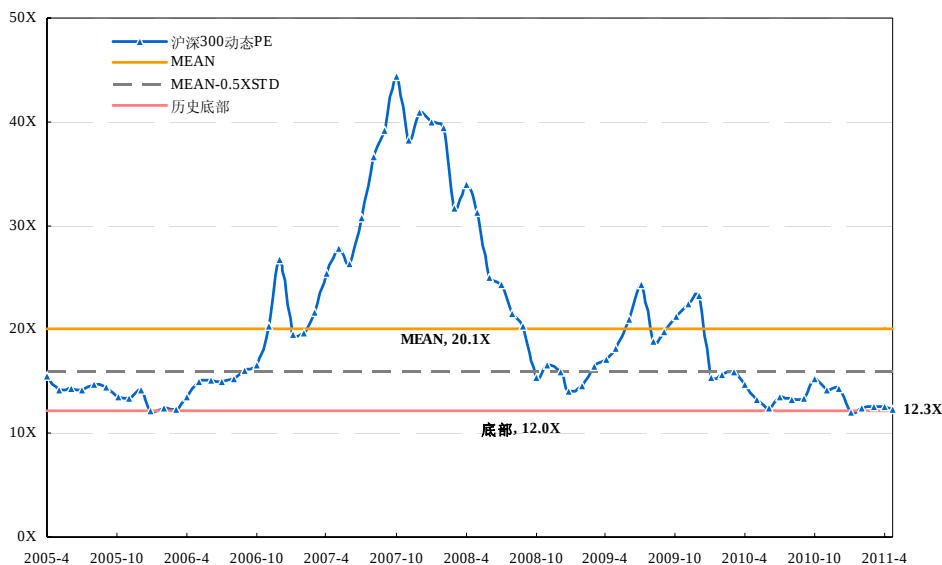
从指数估值看，截至 2011 年 5 月 27 日收盘，A 股权重指数已低于标普 500 的估值，已是明显负溢价；沪深 300 的动态估值已经非常接近历史底部 12 倍的位置，我们认为从下跌幅度看已经基本反映了目前经济“滞”胀的负面预期。中小板、创业板估值相比 Nasdaq 仍有溢价，正溢价透支一年。预计下半年主板指数仍可能跑赢中小板、创业板，但中小板、创业板也将出现不少自下而上的机会。

表 2：主要指数的市盈率对比（截至 5 月 27 日）

指数	PE (TTM)	PE (2011)	PE (2012)
标普 500	15.2	13.4	11.9
沪深 300	13.3	12.1	10.1
Nasdaq	23.5	17.5	14.4
中小板	34.8	24.1	18.0
创业版	43.1	28.5	19.8

资料来源：Bloomberg, wind 资讯，中投证券研究所整理

图 4：沪深 300 动态估值已经沉淀到历史底部附近

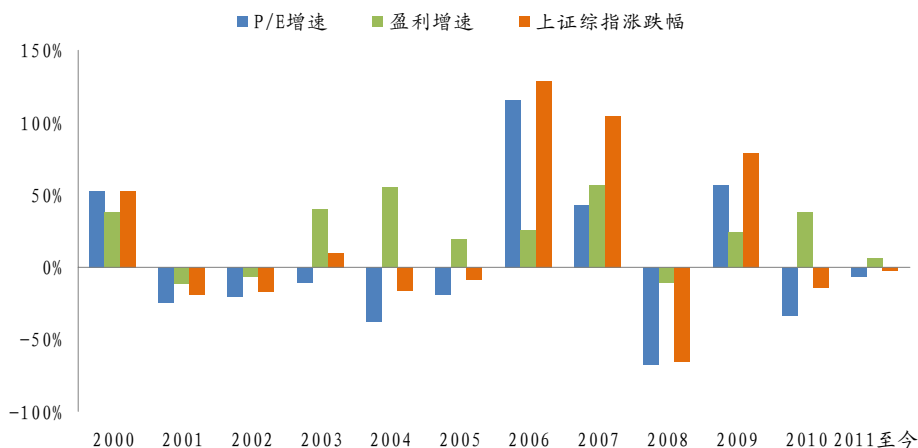


资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

从市场的驱动力分解看，截至 5 月 27 日，上半年市场总体表现为下跌，估值驱动为负，盖过了盈利驱动的正增长。我们认为，伴随经济格局的渐变，估值负驱动的收敛，下半年市场可能逐步改变这一被动的局面。

图 5：估值负面驱动已经接近充分，温和盈利驱动渐进存在

上证综指增长动力分解



2011 年数据截至 5 月 25 日

资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

第二部分 何时走出“滞”胀的阴霾

年报中，通过货币超发的影子，我们预见到了在货币存量较大、增量难控的局面下，高通胀将持续，边际紧缩将持续。二季度报中，根据紧缩的力度与惯性，我们微调了通胀、紧缩、经济的关系，提出了通胀的“复杂性”、紧缩的持久性、经济缓落的持续性“三性”的判断，本文中我们将进一步回答投资者关

心的三性的时间长度，及形态格局。

基本面的“三性”将是三季度的主要特征。经过三季度的“滞”胀消化期，从今年四季度开始，经济有可能逐步走出“滞”胀的调整期，逐步进入一个“低”通胀、“稳”增长的阶段。四季度市场从预期上将逐步走出“滞”胀的阴霾，逐步形成一個估值驱动中性甚至偏正面，盈利驱动主导向上的震荡盘升行情。

一、未来的经济格局

从大致的经济形态看，我们宏观研究认为经济回落速度将逐季加快，而通胀水平在三季度达到峰值，四季度窄幅回落。其中，三、四季度 GDP 下行至 9.3% 与 9%，CPI 在 5.6% 与 3.8% 的高位运行。

目前经济的缓落态势是政府乐于见到的，但若下滑幅度超出决策者预期导致货币政策出现反复，将会导致通胀在年内居高不下。

所以，我们觉得下半年首先会经历一段“滞”胀消化期，时间到三季度末；过了这一段消化期，市场将逐步进入一个“低”通胀、“稳”增长的阶段。下半年市场的预期将逐步走出“滞”胀的阴霾，估值驱动转为中性甚至偏正面，最终在盈利驱动的主导下震荡盘升。

表 3：2011 及 2012 年经济预测（国内宏观研究对主要经济数据的判断）

		2010		2011F			2012F				
	%	Q3	Q4	Q1	Q2F	Q3F	Q4F	Q1F	Q2F	2011F	2012F
实际 GDP		9.6	9.8	9.7	9.6	9.3	9.0	9.1	9.3	9.4	9.2
工业增加值		13.5	13.3	14.4	13.5	13.5	13.3	13.2	13.3	13.6	13.3
社会消费品零售		18.3	18.8	16.3	17	17.5	17	18	18.3	17	18.5
城镇固定资产投资*		24	24.5	25	25	24	23	23	23	24	23
出口		32	25.2	26.5	20	18	25	18	20	22.4	15
进口		25	29.6	32.6	20	20	15	13	16	22	20
CPI		3.4	4.7	5.0	5.8	5.6	3.8	4	4	5	4
PPI		4.5	5.7	7.1	7	8	5	4	4.5	6.5	5
M2*		18.8	19.7	16.6	16	15	15.5	16	16	15.5	16
人民币贷款增速*		18.4	19.9	17.9	16.3	14.9	14.6	15	15	14.6	15
1 年期存款利率*		2.25	2.75	3.00	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
1 年期贷款利率*		5.31	5.81	6.06	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56
存款准备金率*		17	19	20	21.5	22	22	21	20	22	19
人民币对美元汇率*		6.70	6.60	6.56	6.47	6.40	6.37	6.35	6.30	6.37	6.25

注：*表示期末值，存款准备金率为大型金融机构

资料来源：CEIC 中投证券研究所

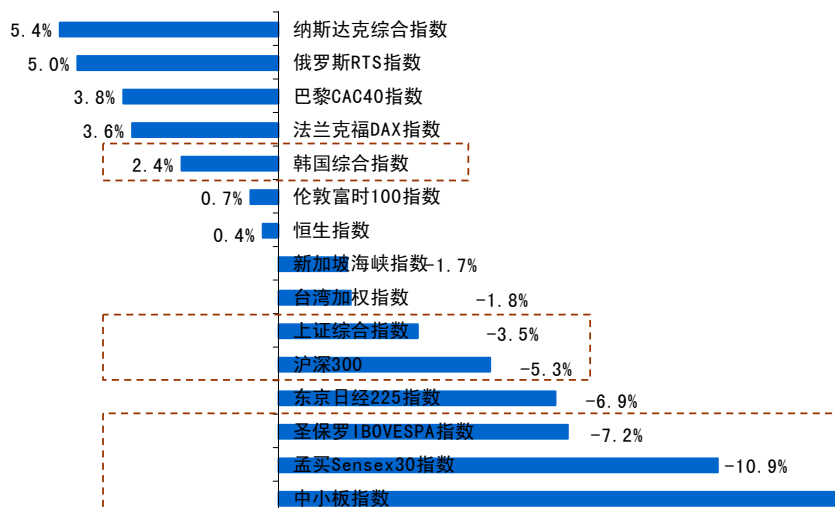
二、崎岖的通胀之路

2.1 全球市场异相初探

从全球看陷入“滞”胀的发展中国家不少，像巴西、印度以及中国等均有类似之处：反危机的政策带来了大量的货币投放，需要通过“滞”胀的形式来消化。

由此产生的市场环境，都是比较弱势。还有一类货币条件一直控制较好的国家，比如韩国，市场表现就要好一些。

图 6：高通胀国家表现显著弱于其它国家

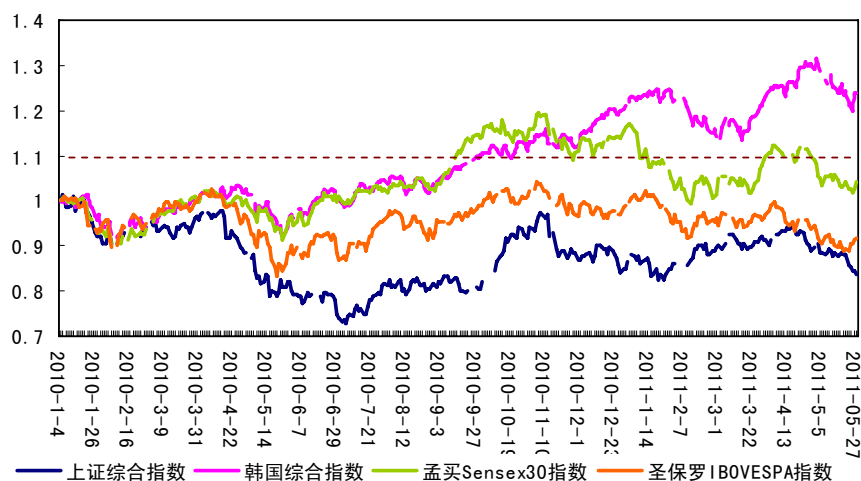


数据截至 5 月 27 日

数据来源：wind 资讯，中投证券研究所

从一个较长时段看，2010 年以来的市场运行态势，韩国在不断创出新高，巴西、中国一直在震荡；印度 2010 年中期之前一直在往上走，之后持续回落。

图 7：高通胀国家表现显著弱于其它国家



数据截至 5 月 27 日

数据来源：wind 资讯，中投证券研究所

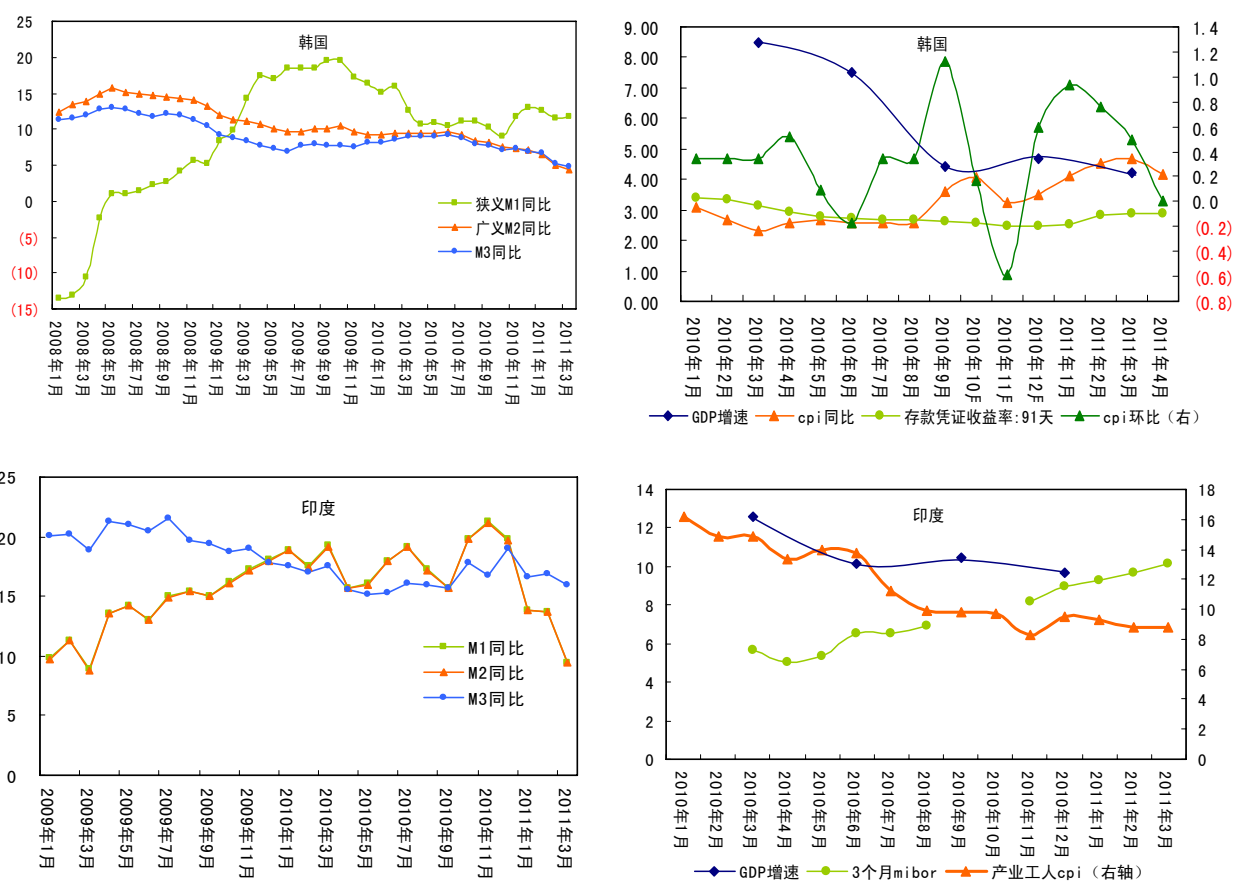
2.2 市场异相之后的通胀逻辑

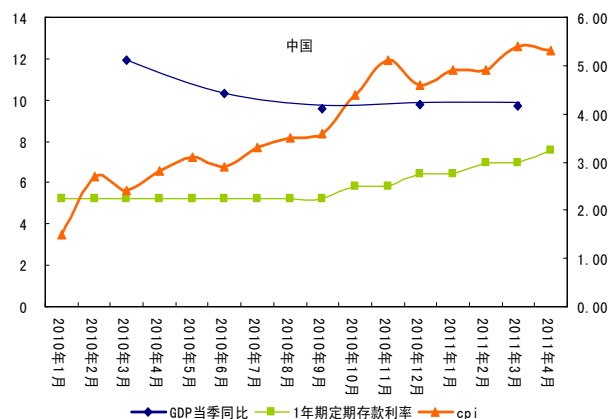
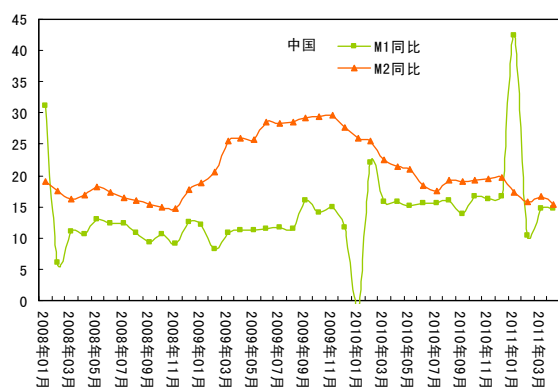
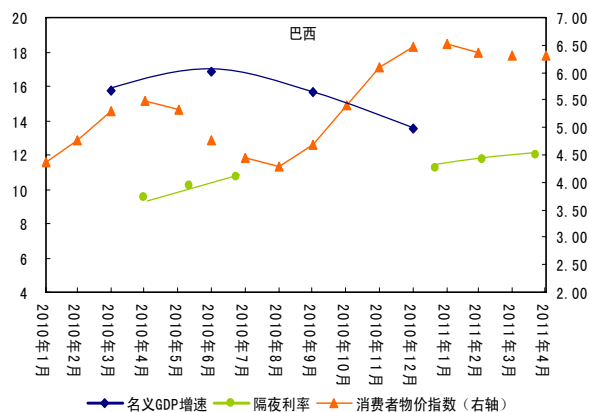
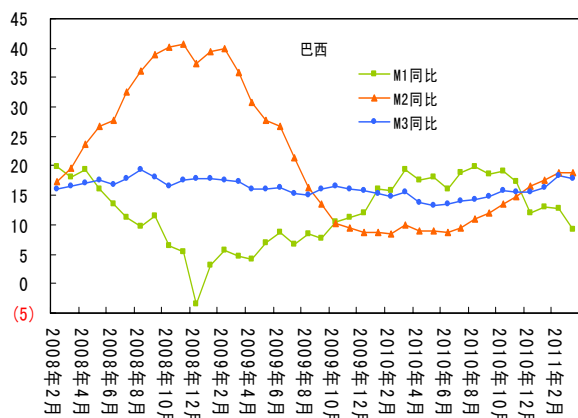
我们一直认为货币开闸后几乎不可能快速回收，而且货币因素是推升通胀的最主要因素；上述典型国家不同的通胀格局根本上来源于背后的货币力

量。

从货币层面看，**韩国属于持续控制型的**，韩国，货币供应一直较平稳，经济增速回落后处于相对稳定的增长的阶段，伴随货币持续得收缩，温和通胀已经开始出现回落迹象，且已有效果；若货币条件平稳，预计复发可能性不大。**印度属于控制有限型的**，货币供给处于相对宽松状态，虽然利率在持续抬升，通胀情况依然复杂，在去年中期开始已经影响到需求，经济开始出现“滞”的变化；去年年底开始货币条件才开始明显变化，通胀虽有回落依然较高、经济持续疲软。**巴西属于控制反复型的**，一直以来巴西的利率水平都较高，巴西在2010年开始终结很宽松的货币供给条件，货币条件很快收缩，持续长达一年，通胀治理初见成效，经济趋疲；去年下半年开始放松货币条件，导致通胀复发。

图 8：2008 年以来四国的货币条件





数据截至 5 月 27 日

资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

图 4: 典型的通胀国家的情况

国家	货币基础	通胀表现	过去一段时间的股市表现
韩国	货币投放一直较为谨慎, 通胀出现后持续货币紧缩, 最近一年多货币条件持续收紧。	温和通胀, 并开始回落	震荡逐步向上
巴西	货币条件由极宽松至较紧, 紧缩一年后开始放松货币条件	伴随紧缩通胀从高位开始回落, 一放松就复发	震荡
印度	货币供给条件相对宽松, “滞”胀后逐步回落	通胀回落但仍处于高位	由趋升转向震荡向下
中国	货币条件由宽松, 温和转向偏紧。重视数量型工具的调控。	通胀持续走高, 中国特色行政调控及价格指导,	震荡

		使得价格链条绷紧。	
--	--	-----------	--

资料来源：中投证券研究所整理

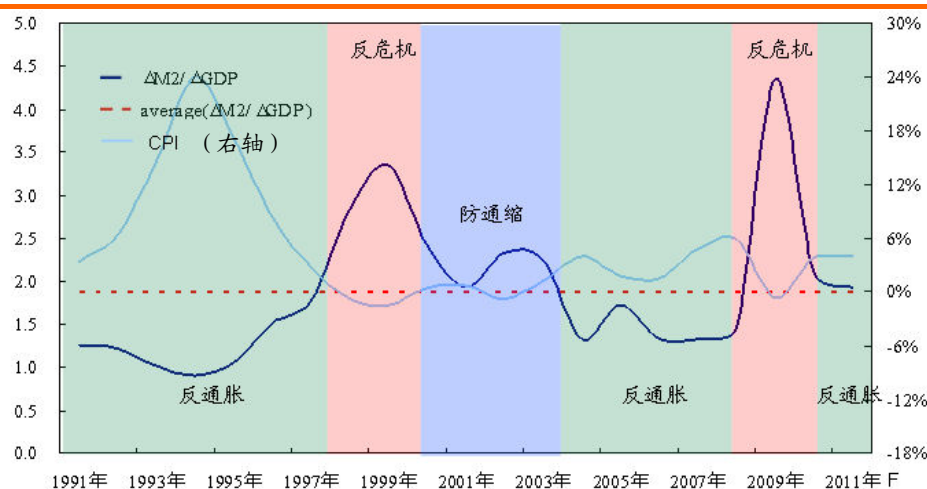
2.3 中国未来的通胀格局

中国未来的通胀格局是什么类型的？从紧缩调控机制看，我们认为目前货币政策多部门决策的格局可能正在微妙的变化，年初央行的通胀及货币方向判断正确性将加大其对通胀调控的话语权。如果央行的思路成为货币政策思路的主导，那么未来中国成为通胀反复型的国家可能性比较小。但未来走出滞胀的条件是将失去一段时间的货币政策弹性，保持偏紧的步调。走过一段“滞”胀消化期，未来有可能如当前的韩国一样走向一个盈利逐季推升的慢牛型市场。

➤ 目前的紧缩状态是偏中性的。

历史超发的货币仍在实体经济中逐步扩散。去年年底以来货币紧缩仍然是偏中性的，我们认为存量货币扩散的时间长度将决定此轮通胀的大致长度。

图 9：各种通胀环境下的 $\Delta M2/\Delta GDP$ 变化，货币紧缩偏中性



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

表 5：2011 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

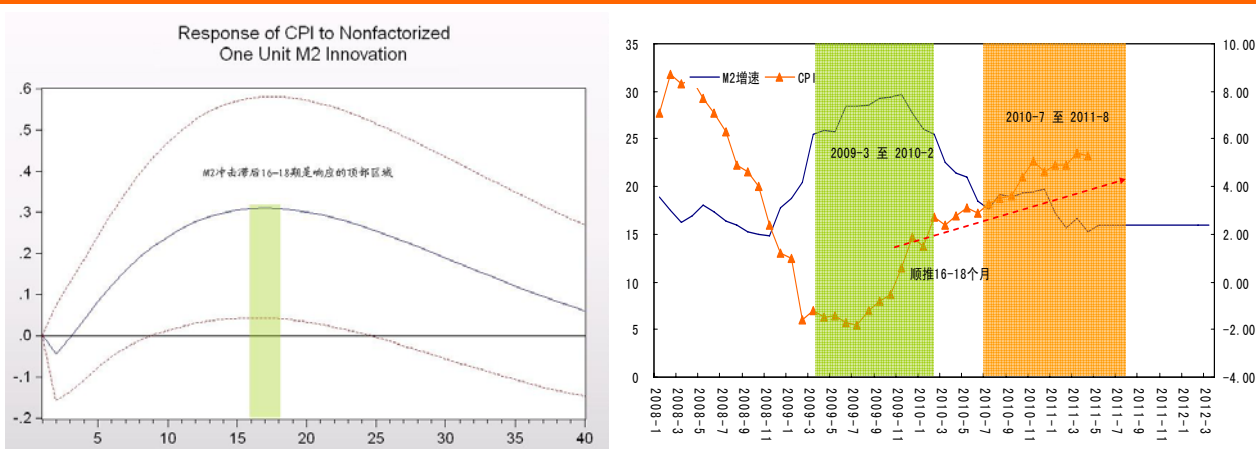
资料来源：wind 资讯，中投证券研究所测算

保
增
长
压
力
增
大

➤ 货币的力量到底能推通胀走多久

根据 2001 年 1 月至今的 CPI、M2 增速的月度数据，构建 VAR 模型；从 CPI 对 M2 增速冲击的响应看，货币投放影响的峰值会滞后 16-18 个月。M2 增速的峰区在 2009 年 3 月至 2010 年 2 月，M2 增速均在 25% 以上，长达 11 个月，如果这核心 11 个月进行峰值 16-18 个月的顺推，通胀主要的攀升期是 2010 年 7 月至 2011 年 8 月。当前没有足够紧缩力量，对 CPI 持续的推力将从 2010 年 7 月开始第一波影响的峰值将持续到 2011 年的 8 月份；波峰过后通胀背后的货币驱动力量将出现逐步缓落态势。

图 10: 通胀对货币的响应形式



资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

➤ 短期通胀仍将受制于夏季电力缺口造成的供给扰动

今年以来，为避免生产和生活资料价格轮番上涨，运用了全方面约谈机制对价格进行管控，挤压价格链条弹性，以期缓解出现轮番上涨的现象。事实告诉我们，对于高度市场化的行业，行政调控有效期可能不到两个月：联合利华被罚款后不到一个月再次提价 10%。一旦价格链条绷紧，失去弹性，价格压力将通过供给收缩释放。所以，下半年主要体现在具有行政控制力的领域因限价造成的供给短缺问题，影响最大的将是夏季电力短缺带来的供给冲击，有可能阶段性推升通胀。

电力紧张产生的供给扰动的影响主要集中在夏季用电高峰 6、7、8 三个月，所以我们认为这三个月有可能和货币力量叠加形成全年通胀的“峰区”。

伴随峰区过去，通胀的货币力量趋缓，通胀有可能出现逐步回落的态势。所以，我们对未来政策的预期是：三季度基本没有货币政策弹性，到四季度才有微调的空间。

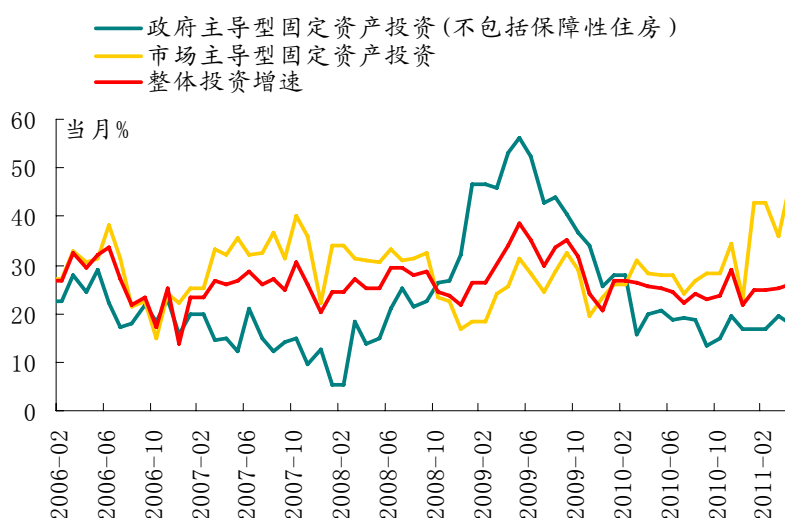
三、经济呈现缓落趋势，投资回落仍存缓冲垫

3.1 预计新开工增速稳中趋落

消费、出口未来增速仍稳，我们宏观研究预计全年增速分别为 17.0%、22.4%，房地产调控带来的私人投资缓落是保障房、水利建设等政府投资项目可以对冲的，目前仍在政府的预期之内。在紧缩趋势下，在紧缩政策实质性上并不是很紧的情况下，经济将呈现缓落，今年三季度、四季度均会呈现环比下滑的态势。

伴随紧缩及房地产调控的持续，商品房新开工增速逐步下降，将呈现逐步下滑的态势。市场主导型投资将趋弱，四季度的有可能下滑加速。

图 11：市场主导型投资将由升转落

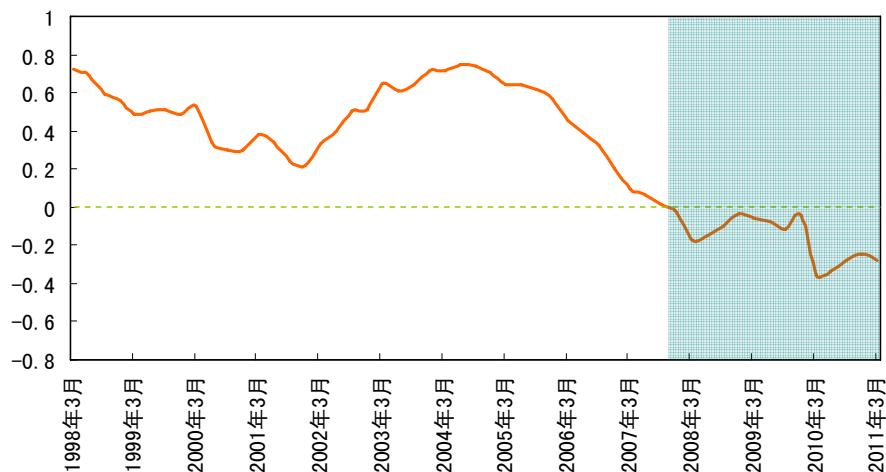


资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

3.2 出现经济快速下滑时反而不需太悲观

2004 年开始固定资产投资增长与经济增长的相关度开始弱化，逐步转向负相关；由于存在政策弹性，投资成为一个经济调控的缓冲垫。四季度是存在政策微调空间的，届时反而不需太悲观的时候。

图 12：GDP 增速与固定资产投资增速之间开始负相关

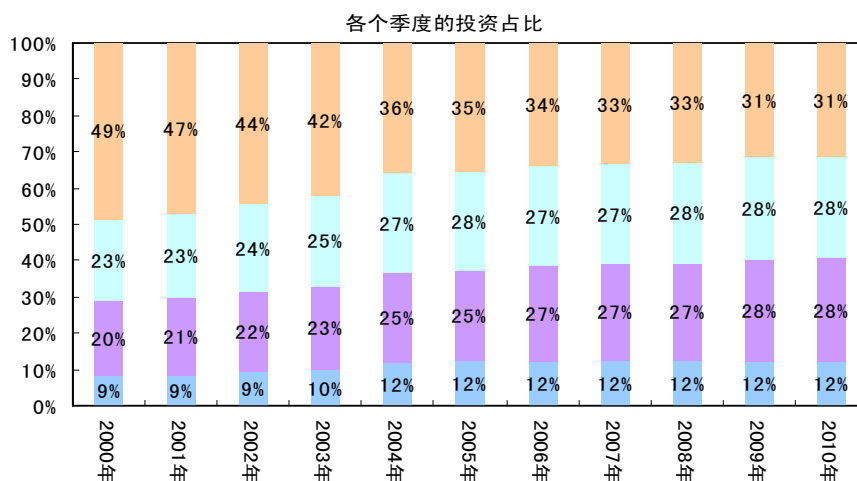


资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

3.3 固定资产投资在四个季度呈现不均衡性, 财政不均衡是其中一个因素

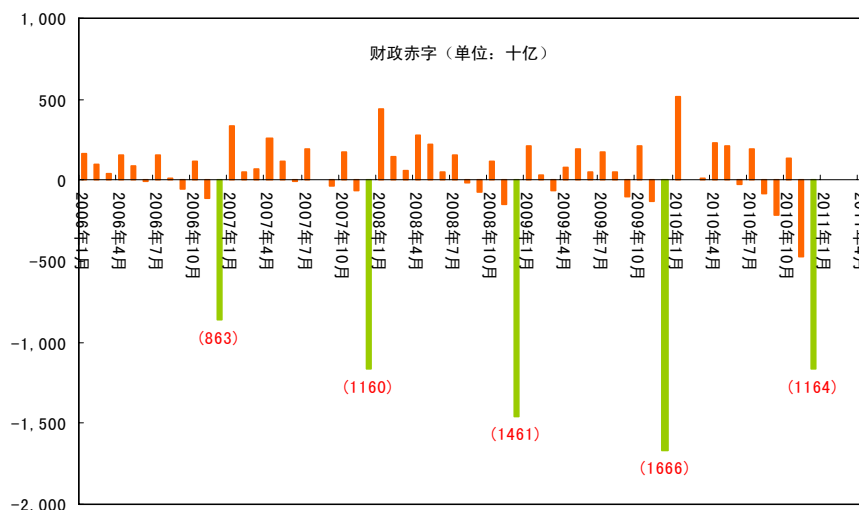
历史数据显示, 固定资产投资在全年分布呈现相对不均衡性, 上半年约占了 40%, 下半年是上半年的 1.5 倍, 占比为 60%左右。特别是一季度由于气候及春节假期因素, 显得占比格外的小; 四季度比重偏大, 可能与财政不均衡性有关。这种不均衡性将温和利好当前市场。

图 13: 固定资产投资全年分布一季度明显较小



资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

图 14: 财政赤字多发生在四季度, 或是投资不均衡的一个因素



资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

表 6: 财政部对财政支出不均衡性的回应

年末花钱的原因	支出增加的形式	影响的方向
制度因素	主要是全国人大批准中央财政预算之前, 项目支出中一般只有延续性项目按一定的比例预拨部分资金, 新增项目大都是在预算批复下达后才开始支出, 这样就使一些资金延后到三四季度甚至 12 月份支出。	导致实际的财政投入不均衡, 四季度偏松, 对经济活动有实质影响。
结算因素	例如, 粮油物资储备管理等支出, 大多需在年终前按实际工作量进行清算并拨付资金; 车辆购置税支出实行以收定支管理, 执行中适度预拨, 年终前做统筹安排并办理资金拨付; 教育费附加、退牧还草补助等支出也有类似的情况。	仅仅是结算因素, 财政支出对经济活动影响不明显。
项目资金通常三四季度支出较多	财政支出中基本支出进度与时间进度大体相当, 但项目支出进度一般都是前慢后快。主要是由于项目单位从启动规划设计、可行性研究、招投标等管理程序到具体实施有一个过程, 前期准备阶段需要资金量小, 实施阶段资金需求则明显增大, 相应的资金支付也是前少后多。	项目进度安排的不均衡, 更多的支出对经济活动存在实质影响。
结转因素	年初安排预算时, 财政部门按国家政策、规划等相关重大支出项目都做了充分安排, 但在实际操作中, 由于相应的制度办法迟滞出台, 或是项目实施条件不足等, 预算往往在下半年甚至是在第四季度才能下达, 相关资金在 12 月份支付较多, 其中一部分资金还需要结转到下年使用。财政部有关负责人表示, 12 月份财政支出数量虽然会比其他月份多, 但并不是违反预算管理的“年底突击花钱”, 没有执行完的项目资金, 将结转至下年使用, 而这些结转资金在使用前将一直保留在国库, 不会拨付到各预算单位的资金账户内。	对当年的经济活动影响不明显。
预算管理因素	部门预算编制还不够细致, 有些支出项目安排不够准确, 有些项目当年不能完全执行。有些预算单位还存在“重预算、轻管理”的问题, 项目前期准备不充分, 预算下达后项目迟迟不能启动。也有一些资金分配涉及多个管理部门甚至地方政府, 相互间衔接和配合不顺畅, 导致预算不能及时下达并及早形成有效支出。	对当年经济活动影响不明显。

资料来源：人民日报海外版、中投证券研究所整理

3.4 对冲政策

未来财政的不均衡性以及政策弹性主要体现在**已经公布的大型投资项目**（主要是保障房、水利建设等）和**灵活的对冲政策**（对应信贷的适度放松或者结构性放松）。

➤ 已经公布的大型投资项目是稳定器

根据今年政府工作报告中的披露，2011 年中国拟安排财政赤字 9000 亿元的财政赤字，往年四季度和当季度经济活动直接关联的支出增加主要在新增项目及前期准备时间较长后期投入较多的项目上。较为确定的是先见的保障房、水利建设投资顺利推进，均有稳定市场预期作用。

目前看保障房的财政投入基本均匀，建设进度加速期或在二、三季度。截至 4 月底财政部分两波已累计下拨 2011 年中央补助保障性安居工程专项资金 437 亿元，约占全年 1030 亿投入的 42.4%，基本是均匀投放的态势。一季度，保障性住房投资 1992 亿元，约占全年规划保障性住房投资（1.3 万亿元）的 15.3%，一季度新增贷款 651 亿元，预计仅占到全年所需开发贷的（预计 5000 亿元上下）13%。基本上略高于历史投资占比；加速期仍在二、三季度。

从难度上看，保障房建设的难度从时间上看是边际上升的，行政可控部分将会快速建设，这包括中央财政与地方财政的投入，也包括部分央企自有资金参与保障房建设。吸引社会资金的数量仍需要观察。我们预计关键的观察期在三季度，一些地区的保障房建设资金压力将趋升，我们认为解局的关键在于利用政府补贴提升项目的盈利能力。

➤ 灵活的政策对冲

伴随信贷略松，四季度有可能见到相对灵活的政策对冲。我们预计，到四季度货币财政双紧的状态会发生一些变化，甚至货币政策都有微调的可能以支持部分储备待投项目。

第三部分 “指”待山花烂漫

一、市场驱动力分析：温和盈利驱动渐进存在

对于 2012 年的盈利增长，我们采用市场一致预期数据。根据 WIND 统计，2011 年全市场盈利同比增速一致预期为 21.7%。

中投证券宏观小组近期下调了下半年 GDP 增速 0.1 至 0.2 个百分点，我们金融工程小组本期下调 2011 年整体上市公司盈利增长，由此前的 19.5% 下调至 18.3%，总体上盈利增速扣除风险调整后，依然存在温和向上的力量。

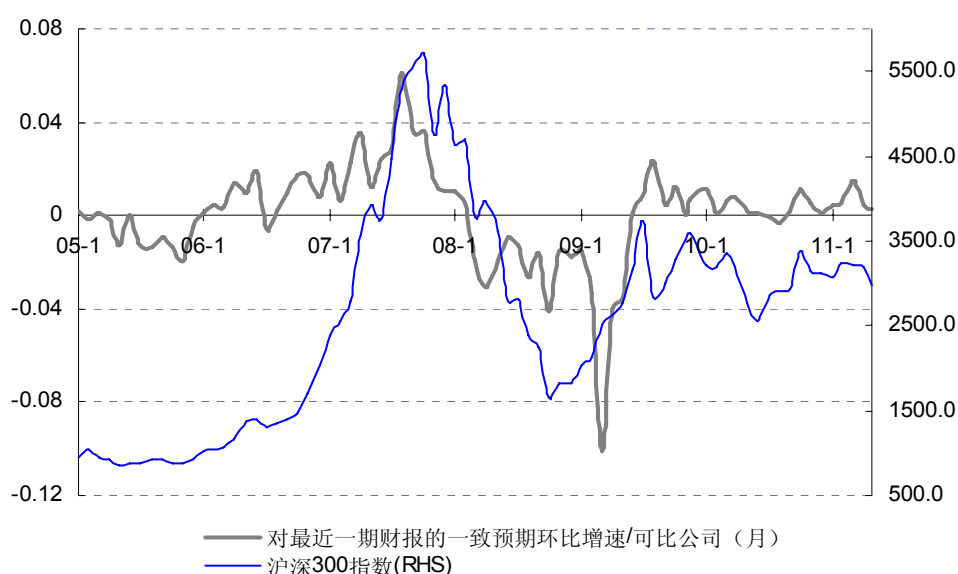
表 7：2011 年盈利预测情况

	2010 年净利润占 比	预测 2011 年盈利增长
Wind 银行	40.83%	25.00%
Wind 多元金融	2.10%	-3.10%
Wind 保险 II	3.59%	17.10%
非金融	53.49%	14.11%
整体市场		18.30%

数据来源：Wind、中投证券研究所

从市场对盈利的预期看，盈利调整总体正在趋向中性；未来一段时间（主要在三季度）盈利有可能小幅下调，呈现一定的滞后特性。

图 15：预计盈利会有所下调，但盈利增速扣除风险后依然温和向上



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

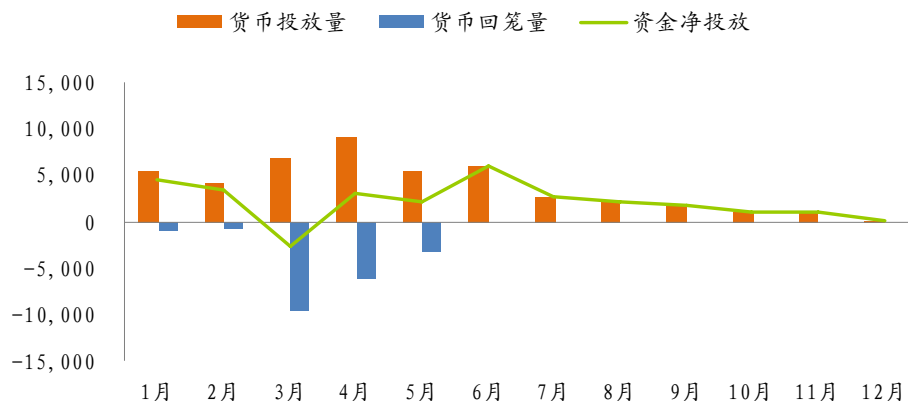
二、资金面可能仍偏负面，到四季度将有所缓解

1.1 银行间流动性趋紧，未来流动性或有放松

从到期资金看，下半年到期资金较上半年明显减少，银行间流动性趋紧，我们预计未来流动性或略有放松，略松的程度主要取决于货币政策弹性的空间，预计四季度会好于三季度。

图 16：下半年到期资金较上半年明显减少

公开市场资金情况

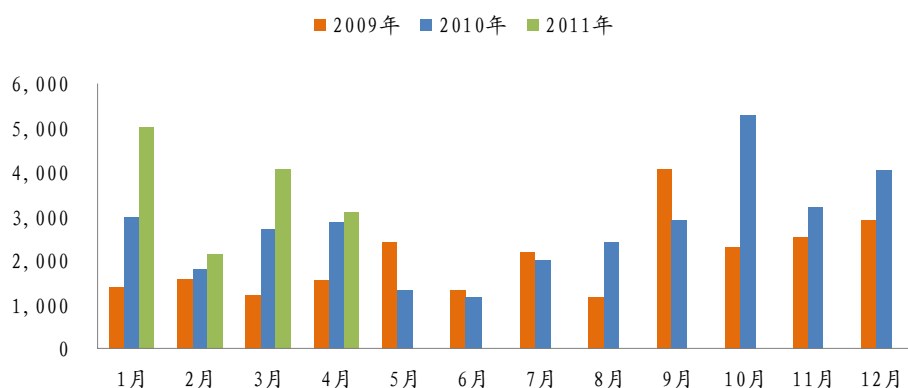


资料来源：Wind 资讯，中投证券研究所整理

外汇占款受进出口季节因素的影响，在一季度和四季度往往较高，二季度至三季度 8 月份外汇占款途径的被动流动性释放压力较一季度放缓，之后将有明显回升。

图 17：外汇占款新增额二三季度可能趋缓

外汇占款新增额（亿元）



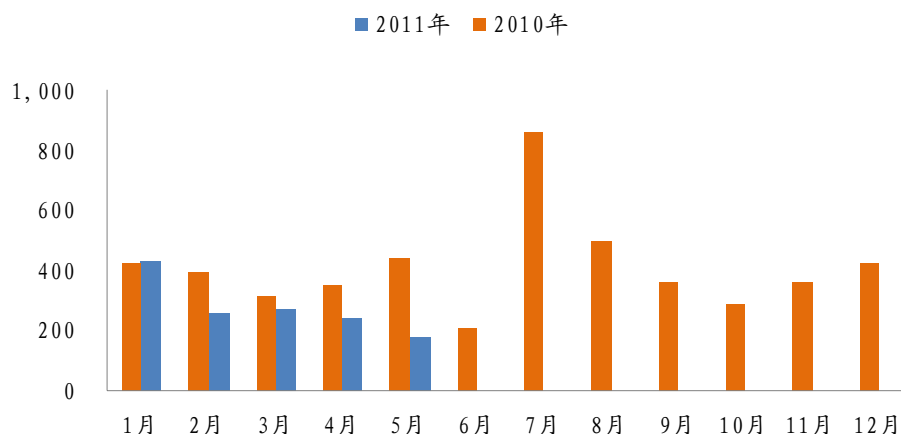
资料来源：Wind，中投证券研究所整理

1.2 新股发行规模同比偏小，但“抽血”压力仍大

截止 5 月 23 日，2011 年共有 138 家公司通过 IPO 募集资金，累计集资总规模为 1378 亿元，较 2010 年同期下降 28%。以前 5 个月的平均水平测算，全年 IPO 总规模有望达到 3300 亿，下半年约 1700 亿。未来财富效应仍不明显，外加上国际板推出的因素，仍偏负面。

图 18：首发募集资金较去年同期下滑 28%

首发募集资金规模（亿元）

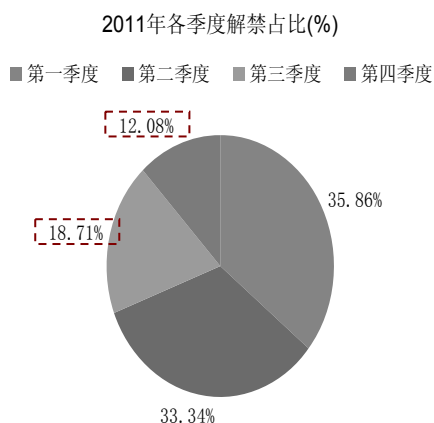


资料来源：Wind，中投证券研究所整理

1.3 下半年解禁减持压力略有缓解，中小板、创业板主要压力在 8、9 月

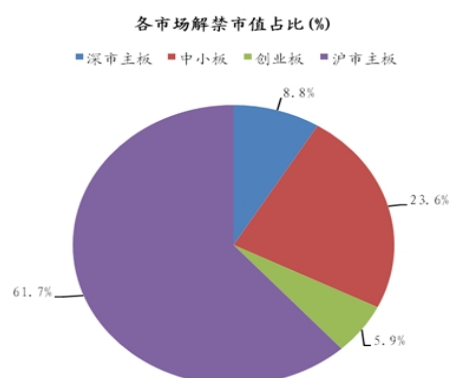
2011 年下半年解禁量共 727 亿股，以 2011 年 5 月 20 日收盘价计，总解禁市值共 7670.21 亿元，占目前流通 A 股市值的 3.8%。从各市场结构来看，沪深主板解禁市值占比约为 70.5%；中小板和创业板的解禁市值占比分别为 23.6%和 5.9%。

图 19：2011 年下半年解禁市值占比



资料来源：Wind，中投证券研究所整理

图 20：2011 年下半年市场解禁结构

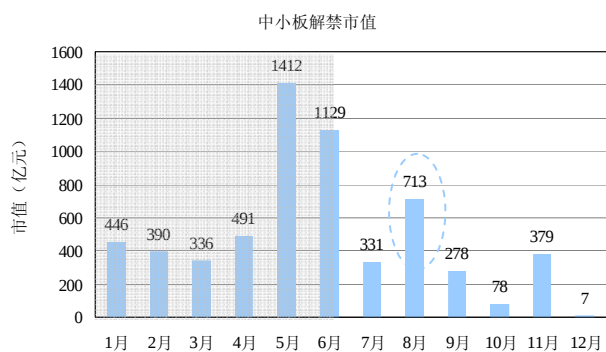


资料来源：Wind，中投证券研究所整理

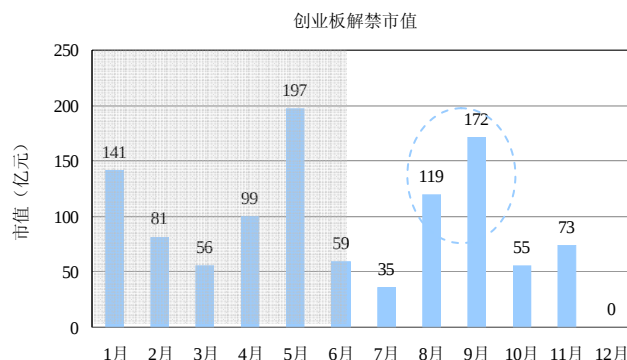
从中小板来看，下半年 8 月仍有一个小高峰；创业板下半年 8、9 月份仍然较高。

图 21：2011 年下半年中小板解禁市值（年初价）

图 22：2011 年下半年中小板解禁市值（年初价）



资料来源: Wind, 中投证券研究所整理



资料来源: Wind, 中投证券研究所整理

三、“指”待山花烂漫

整个下半年看,我们认为盈利增长扣除下半年经济风险释放的调整还是一个明显的正值,将对下半年市场产生一个温和趋升的力量。

未来可能有两种市场情绪,一种是整体带着通胀四季度趋落的心态,那么市场的估值修复会提前;另一种是等待“滞”胀兑现,见到数据再做的心态,那么要到9月左右市场才有比较大的反应。目前看后者的可能性偏大,前者的可能性偏小。

在后一种情况下,在下半年前半段的滞胀消化期,“滞”胀的压力与盈利兑现之间将形成弱平衡,同时会受到季节分布不平衡的政府主导投资对冲影响,比如保障房、水利建设等,预计三季度将形成底部区域,总体上我们认为上证指数 2700 点是市场的极寒位,若出现非理性的杀跌,我们认为绝对是买点!

伴随四季度通胀趋缓,财政、货币政策由相对刚性将重获小幅弹性,或有更为灵活的政策对冲,经济预期将转向“低”通胀,“稳”增长,预计市场弹性将趋好,将形成一个趋升的市场。我们预计市场将回到今年的高位区域 3100 点附近,震荡向上的趋势将持续到明年。

超预期的情景如下:

- 1、欧债危机升级,经济超预期下滑,货币政策反转, M2 增速回升至 18% 以上; 市场最后一跌后快速反弹, 通胀将反复困扰未来市场。
- 2、经济温和缓落, 通胀意外快速回落, 市场将快速转强。
- 3、房地产市场超预期价量齐跌, 政策调控放松, 市场将迅速转强。

第四部分 寻找沉淀后的金子

根据我们对市场形态的判断,回落至 2700 点附近主板市场整体的可参与性已经大幅度提升了。配置类型有三类,大致的配置时点建议如表 8。

价值特征明确的银行板块。历史底部抬升的机会，时点在报告期，主体在银行板块。**2、滞胀消化期**，防御为主：弱周期板块，已属右侧交易。重点关注通信运营、纺织服装、白酒、葡萄酒、家电、医药生物、公用事业（火电）。并适当加仓强周期，配置逐步转向均衡。**3、政策弹性恢复期配置**，大幅度提升仓位，配置重点强周期高 beta 板块，防御板块可适当减持。重点关注房地产、汽车、证券，而煤炭待选。

表 8：大致的配置时点建议（供参考）

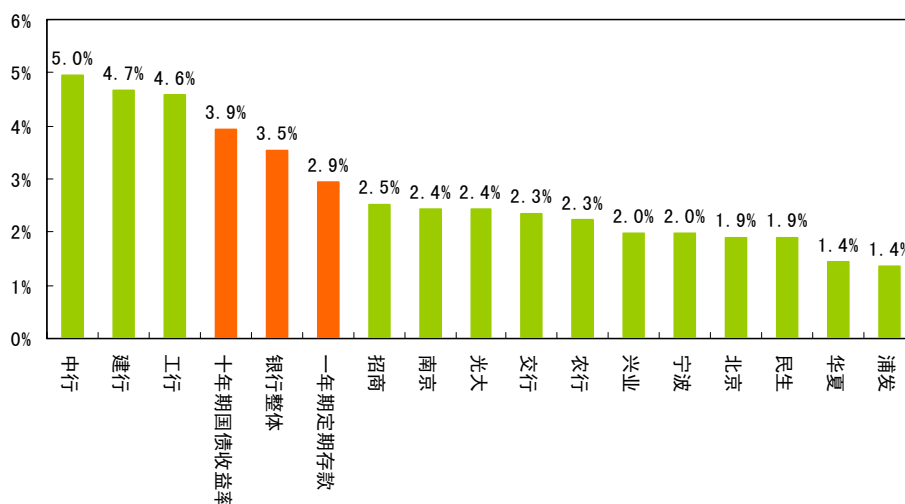
		目前至 8 月底	9 月份之后
		“滞”胀消化期	政策弹性恢复期
避险配置	银行	增配至标配	标配
	避险型配置	增配或持有	减仓
弹性配置	周期类板块	自下而上精选配置	增加配置

资料来源：中投证券研究所整理

一、历史底部抬升的机会，时点在报告期，主体在银行板块

银行的价值特征非常明确的板块，伴随盈利驱动，估值底趋升，而底部抬升的主体在银行板块。如果把银行看作债券，把特定阶段的未来成长性抹去。在如此苛刻的条件下，我们发现整体银行板块的股息收益率已经不亚于债券收益，优于一年期定期存款收益。我们根据 2010 年分红率，通过税后分红率（整体法）除以动态市盈率计算动态的股息率。我们发现当前银行板块整体的税后动态股息率要高于一年期存款利率 60 个 BP，略低于十年期国债收益率。而中行、建行、工行超过了十年期国债收益率。我们认为银行动态股息率水平在一年期定期存款收益率与十年期国债收益率之间，未来将极具有估值支撑。

图 23：银行动态股息率与定期存款利率及国债利率的比较（税后，5 月 27 日数据）



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

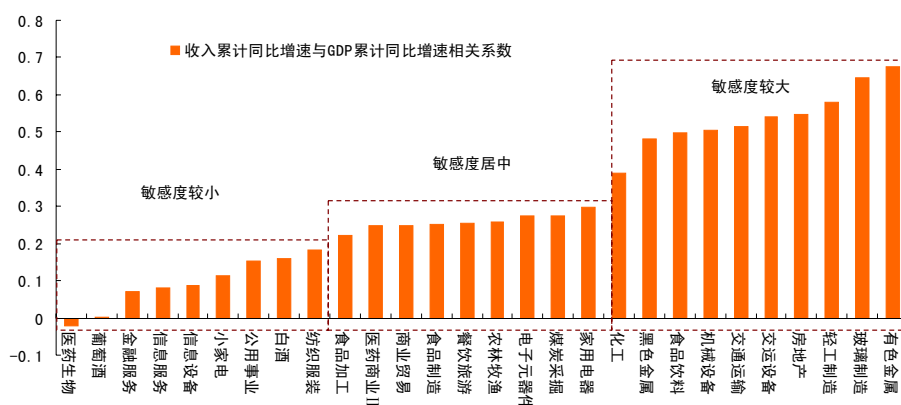
二、防御型配置

下半年经济最大的基本面是 GDP 环比增速持续缓落，对于相对收益的投资者来讲，弱周期板块仍是“滞”胀消化期的首选。

2.1 选择非周期类板块

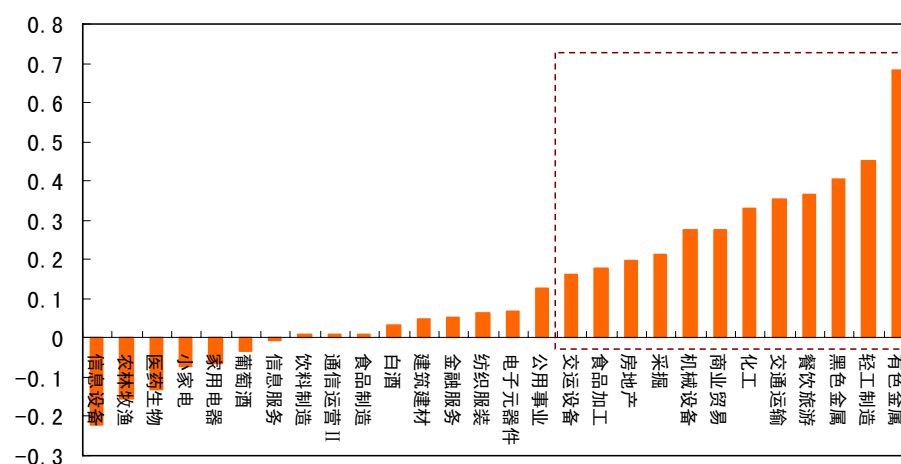
根据各个行业主营收入与 GDP 增速的敏感性，根据敏感度较小、居中、较大分成三个梯队，而且敏感度较大行业，毛利率受到明显影响。根据基本面与估值的匹配度，重点考虑敏感度较小的行业，审慎选择敏感度居中的行业作为防御性配置。

图 24: 收入同比增速与 GDP 同比增速相关性



资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

图 25: 毛利率与 GDP 同比增速相关性

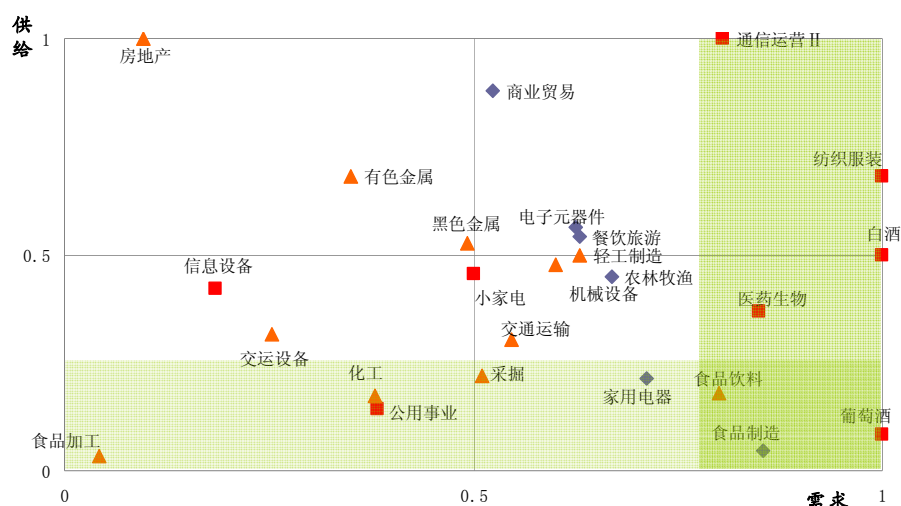


资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

2.2 行业景气度的差异

根据周期特性与行业景气度的相对分布图，通信运营、纺织服装、白酒、葡萄酒、家电、医药生物、公用事业；由于未来医药行业仍可能受降价预期压制，我们认为更多选择自下而上的公司进行配置。

图 26: 行业景气度的相对分布图

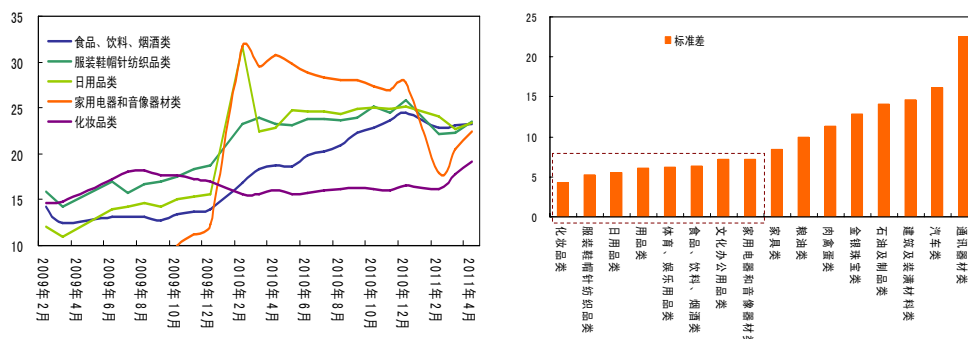


与 GDP 增速的关系：■ 低敏感度行业 ◆ 敏感度居中的行业 ▲ 敏感度较大的行业

资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

具体的看，可以分为两类。一类是消费品。从消费的稳定性的看，一些必选消费品和可选消费品增长的稳定性很好，主要在日化用品、纺织服装、食品饮料、家电，增速较快。而且，从中长期逻辑看符合中国经济转型的方向，在经济转型过程中持续受益。

图 27: 零售额分品种增长的稳定性



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

另一类是周期性较弱，盈利可能实质性改善的板块。比如通讯服务、电力（主要是火电）。通讯服务主要就一个公司中国联通，新增 3g 用户数未来可能持续超 200 万，三季度盈利将出现拐点。重点讲一下电力的判断，有可能带来明显的投资机会。

今年“电荒”火电装机不足是主因：通过测算今年夏季到来时，因火电装机不足导致硬缺电的省份主要有浙江、江苏、河北、广东，这 4 省 1 季度发电量占全国总发电的比例超过 26%，而目前已经出现电力紧张的山西、陕西、湖南等省份，4 月份火电设备开工率大都在 60% 以下，在夏季仍可保持在 75% 左右，产能富余，电力紧张的原因是动力煤成本高挤压企

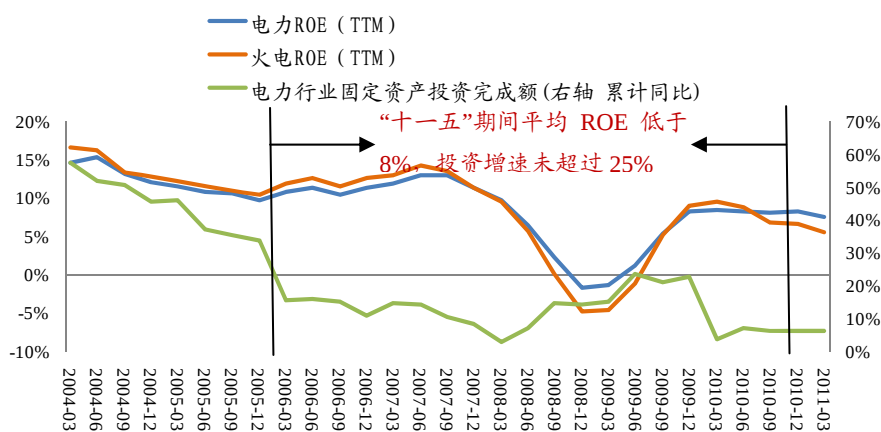
业利润，连续亏损使得企业发电动力受损，这 3 个省市的 1 季度发电量占比约为 10%，因此可以判断今年用电淡季就出现的电荒主要原因还是过去几年低回报率导致火电投资不足。

“十二五”期间供电形势严峻：2000 年起用电增速开始超过新增产能增速，直至 2004 年两者达到一致，在此过程中发电设备利用小时数逐年攀升，并在 2004 年达到历史最高水平，当年出现大面积电荒，电监会在 2004 年预测当年的电力缺口达到 600 亿千瓦时，当年全部发电设备平均利用小时数增加 215，而火电设备增加 221。

我们预测 2011-2013 年电力缺口（以发电设备利用小时数大幅提升为标志）均高于 2004 年，火电行业已经从“十一五”期间的供给过剩，转变为“十二五”期间的供不应求。

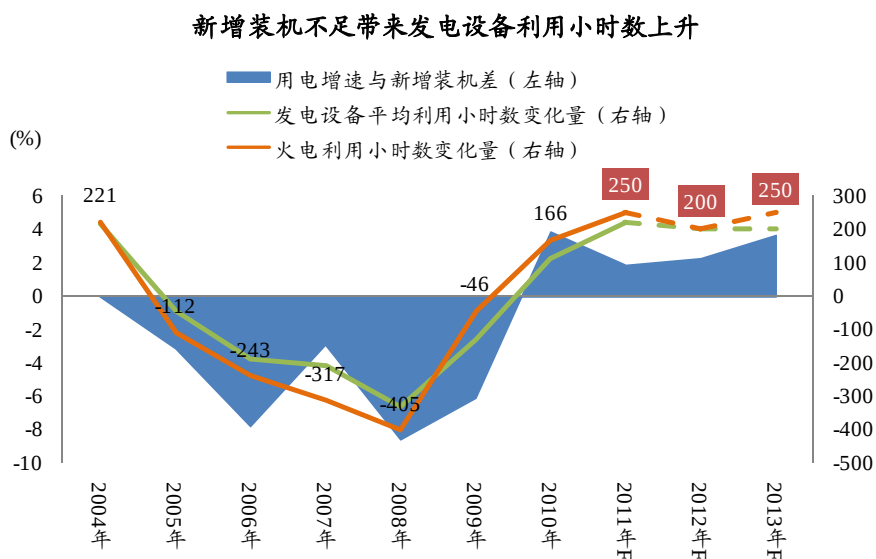
供给不足将倒逼机制调整：短期来看，为渡过高峰期电力紧缺，上网电价仍有可能上调以覆盖煤炭成本，拉闸限电可能进一步针对高能耗产业展开；长期来看，价格体制调整是唯一出路，跨区域、特高压电网建设是辅助。因此今年起到 2013 年电力行业盈利将迎来持续改善的过程。

图 28：电力行业盈利与投资情况



资料来源：WIND，中投证券研究所

图 29: 2011-13 年电力缺口仍较大



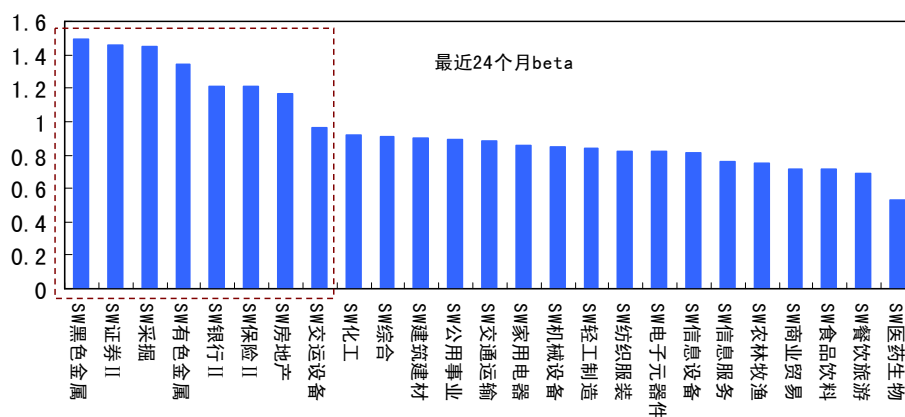
资料来源：中电联，中投证券研究所

三、高弹性进攻配置

3.1 首先考虑弹性

到三季度末四季度，伴随 CPI 趋缓，我们认为周期类行业将逐步恢复弹性，转向趋升的态势。从最近 24 个月 beta 看，可考虑黑色金属、证券、煤炭、有色、银行、保险、房地产、交运设备。

图 30: 主要行业最近 24 个月 beta



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

3.2 有色、煤炭后续表现可能受制于美元趋升

我们海外宏观认为，下半年形成美元趋升的趋势的可能性较大。一方面，只要希腊危机不解决，欧元弱势难改，美元也将被迫走强。另一方面，随着市场通胀预期的上升和美国就业数据的好转，美联储下半年将逐步退出宽松货币，届时美元反转势成，生产性商品将进入中期调整。目前看，未来有色、煤

炭的弹性配置存在风险；煤炭板块，或可进一步观察行业景气度以及煤价敏感性进行选配。

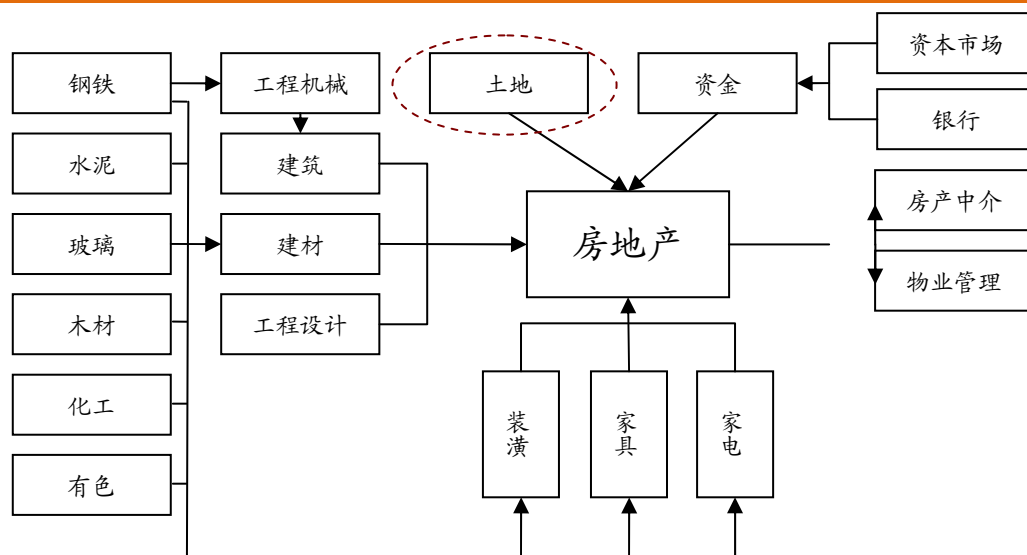
3.3 钢铁板块基本面仍平稳

钢铁行业下半年行业基本面比较平稳，行业仍处于供需矛盾改善期，预计超预期的供给和需求因素都不存在。虽然9月之后新开工较多刺激用钢需求，是钢铁传统旺季，但今年四季度将是投资加速下滑的季度，我们建议谨慎看待“旺季”的钢铁板块，可做结构性的自下而上选配。

3.4 房地产政策或趋松

房地产行业的结构性趋松或形成叠加。趋松更可能由企业端的压力兑现调控效果，这要先于政府端的压力。调控效果兑现将使得市场对房地产调控的预期趋弱，甚至出现结构性的趋松的可能性。

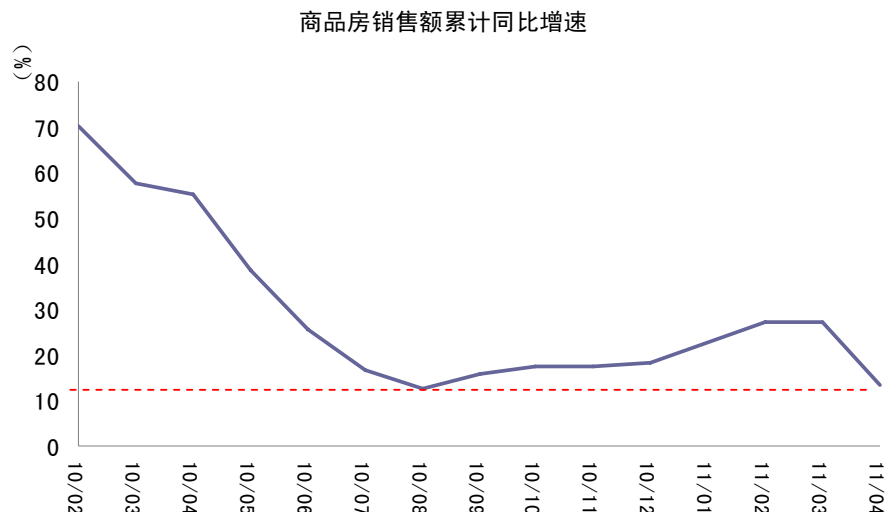
图 31：房地产的上下游产业链



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

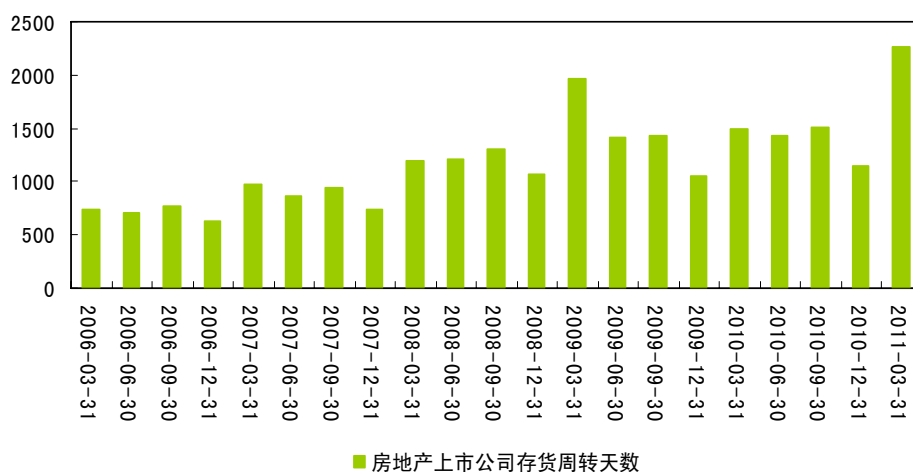
一是观察调控目标兑现的程度，观察企业端的压力。目前政府对价格的调控目标是，价格保持基本稳定，“要把一些地区过高的房价降下来”，如果政府进一步对开发商进行调控，那么价格调控的效果可能会快一些，有可能在三季度传统销售旺季看到总体价稳或者结构性的有所下降的情况，调控效果可能会比较明显。后续政策刚性可能有变化，结构性的、地方性的可能出现政策松动，这个时点可能会在三季度末、四季度。

图 32：商品房销售额累计同比增速又近冰点



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

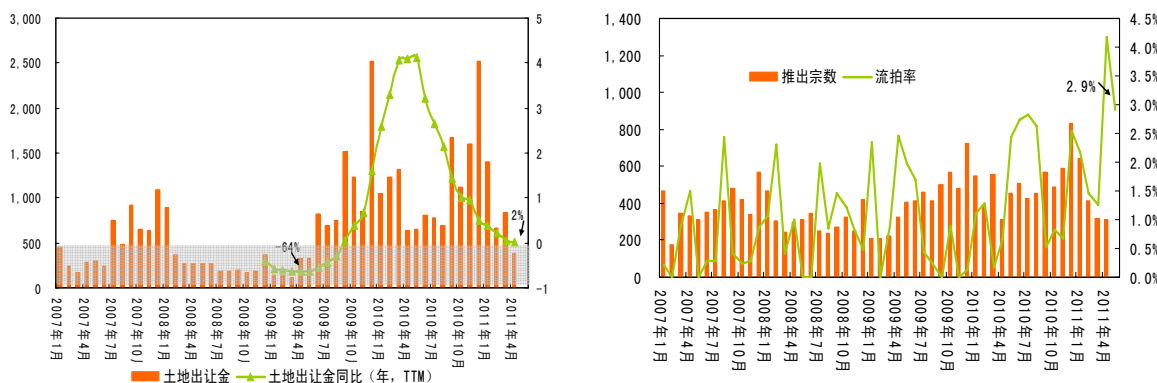
图 33: 房地产上市公司存货周转天数处于历史高位



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

二是观察政府端的压力。我们用土地出让金（年，TTM）延展的同比增速看一段时间政府财政的压力，目前土地出让金同比增速为 2%，相比于 2009 年同比负增长 64% 压力要小很多。目前从土地拍卖看，土地虽有少量流拍，但溢价率仍然存在；未来政府适当降低拍卖价促进成交，通过发城投债可以基本缓解地方收入的过度紧张。我们预计只有在经济出现大幅度下滑到 8% 甚至以下的情况下，地方政府的财政压力才会比较明显，我们认为今年出现的可能性较小。

图 34: 土地出让金（年，TTM）延展的同比增速及流拍率



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

所以，我们预计企业端的压力可能先于政府端体现，预计三季度后半段调控可能就会有效果。伴随 CPI 趋于温和，或有灵活的政策以及地产调控到位的政策结构性松动。建议 9 月份之前可自下而上选配进行左侧交易；9 月份之后建议增持周期性板块。

3.5 汽车销售预期四季度将略有转好

目前市场对汽车销售增速已经较为悲观；伴随下半年同比基数的下降以及未来美元可能转升油价趋跌，四季度汽车销售可能转好。我们预计下半年小排量及大排量乘用车销售增速回升至 10% 上下。在四季度通胀趋缓的背景下，有可能有明显的估值修复机会。

3.6 从估值看更支持配置房地产、汽车

结合板块的估值情况，我们认为周期型板块左侧配置可以重点关注房地产、汽车。

表 9 周期性板块的估值比较

	PE 历史比较	REP	PEG	GARP 价值型	GARP 成长型	评级
煤炭	低于均值	REP 值较低				★★
有色金属						
综合性石油天然气	低于均值			价值得分高		★★
建材	低于均值				成长得分高	★★
建筑与工程	低于均值		PEG 较低	价值得分高		★★★★
钢铁				价值得分高		★
化工			PEG 较低		成长得分高	★★
工程机械	低于均值		PEG 较低			★★
公路与铁路运输	低于均值	REP 值较低	PEG 较低		成长得分高	★★★★★
交通技术设施	低于均值	REP 值较低				★★
航空	低于均值	REP 值较低		价值得分高		★★★★
汽车及零部件	低于均值	REP 值较低	PEG 较低	价值得分高		★★★★★
房地产	低于均值	REP 值较低	PEG 较低		成长得分高	★★★★★

资料来源：Wind 资讯、中投证券研究所

四、十大金股

根据超配行业，再综合行业研究员结合自下而上的推荐，我们推荐 2011 年下半年十大金股如下，供参考。

表 10：2011 年下半年十大金股

建设银行	美的电器
五粮液	中国联通
张裕 A	爱尔眼科
青松建化	华能国际
北京城建	中色股份

资料来源：中投证券研究所

附录 1 行业研究员观点汇总

研究员	行业	下半年行业投资策略观点	看好的细分子行业	细分子行业看好的逻辑	下半年行业盈利预期 (%)	触发超预期的因素及由此产生的预期变动方向	行业评级	看好的上市公司
李凡, 王钦, 王海青	建材	关注需求快速增长的区域。1、需求面: 目前 20% 的水泥需求增速下半年回落的可能性很大; 2、供给面: 去年新增 200 条生产线陆续达产, 而电力紧张对供给影响低于去年拉闸限电; 3、水泥价格: 水泥出现去年下半年供应紧张的可能性不大, 价格继续上涨动力不足; 4、成本面: 煤电油运价格上涨推动企业成本上升; 5 盈利能力: 价格不涨, 成本上涨, 预计企业盈利能力将下滑。	新疆水泥市场	1、需求快速增长, 且可能超预期; 2、产能利用率偏低	盈利能力可能下滑	新疆固定资产投资增速超预期	中性	天山股份、青松建化
郝雪梅	家电	6-8 月空调旺季, 空调全年销量增长有最具超预期可能; 通胀背景下, 龙头企业具备较强议价能力、抗风险能力和成本转移能力; 四季度小家电销售旺季, 小家电企业具备估值优势。	空调小家电	6-8 月空调旺季, 原材料价格下调, 农村空调需求释放	30%	家电下乡首批三省一市取消	看好	格力, 美的, 青岛海尔, 华帝股份, 苏泊尔, 海信电器
杨国萍	有色金属	1、基本金属受宏观环境影响较大, 走一步看一步; 2、优势资源以及资源优势集中度高的品种行业发展趋势更为确定, 持续看好稀土 (尤其是南方稀土)、钨、锆、铋以及资源高度集中、行业好转的钛。这些资源的有效整合才刚刚开始, 资源分布与供应高度集中、供应控制力度加强、下游需求超预期因素众多, 这些小金属价格的需求、价格持续看好。	稀土、钨、钛	行业持续的有效整合	30%	国内外宏观政策	看好	中色、厦钨、宝钛、章钨、云锆
林帆, 张中阳	银行业	由于存量贷款重定价的过程继续持续, 存贷息差收入在下半年将继续保持良好增长的势头, 上市银行中报及三季报业绩仍将喜人。主要的风险在于若经济下滑超预期可造成不良贷款上升, 侵蚀银行价值。因此, 在不良率上升可能性尚小的三季度, 银行中报业绩的公布仍有较大可能性推动板块股价上行; 但在第四季度,			25%-30%	负面超预期情形: 通胀坚挺超预期, 长期紧缩政策导致企业资金链断裂, 银行资产质量下降。	看好	南京银行, 建设银行

		投资者应当更加密切的关注实体经济的情况及其对银行资产质量的可能影响。				正面超预期情形：通胀较快得到控制，货币政策放松，实体经济重上增长轨道。		
邓学	汽车	行业估值受压，结构性投资机遇。把握投资次序和风格。投资思路：重卡弹性；乘用车和客车龙头的盈利确定性、防御性。	重卡、乘用车和客车龙头	谨慎持有上汽和宇通规避行业风险。静待行业探底调整充分，下半年通胀压力扭转的背景下，把我重卡高弹性。重卡行业：见底较早，悲观预期下调整充分，弹性大；乘用车和客车龙头盈利确定性和防御性较好	20%	下半年 CPI 见顶时点明确，信贷紧缩政策的缓和。		潍柴动力、天润曲轴；上海汽车、宁波华翔、星宇股份；宇通客车；
初学良	钢铁	基本面：下半年行业基本面应较平稳，行业仍处于供需矛盾改善期，超预期的供给和需求因素都不存在。1) 钢价：预计与上半年相差不大，长材持续优于板材；2) 矿价：下行空间有限，目前价格相对合理。未来 2 年之内价格应较为稳定，向下大幅调整的可能性不大；3) 钢企业绩：预计与上半年持平，无明显改善。投资建议：在行业偏弱状态下，业绩是最大的股价支撑因素，精选有成长空间、业绩优异的个股是下半年投资主线。我们重点推荐：攀钢钒钛、新兴铸管和八一钢铁；攀钢钒钛：2012 年业绩爆发，钛业务有望大幅超预期；新兴铸管：业绩优异，目前股价对应 PE 仅有 11 倍，公司未来 2 年是发展最快的两年，成长性兼顾；八一钢铁：解决巨额关联交易整体上市的需求可能就在近 1 年内，公司未来业绩提升空间大。	长材	1) 长材供给：新建产能不多，过去 5 年新建产能多是板材，因此长材供给压力不大。 2) 长材需求：各地房地产开发建设仍然热火朝天，长材需求旺盛。加之保障性住房建设带来约 2500 万吨额外需求，长材总体需求乐观。			中性	攀钢钒钛、新兴铸管、八一钢铁、常宝股份、鄂尔多斯
齐宁，王大鹏	通信行业	看好通信运营以及议价能力强、成本控制能力强的细分领域	通信运营、设备制造业部分领域。	通信运营：3G 用户快速增长，弱势运营商将凭借网络优势和管理改善的基本面获得快速增长，与强势	20%	无	看好	中国联通、中兴通讯、日海通讯

				运营商抗衡。 设备制造领域：运营商资本开支超预期上涨，个别产品领域厂商走高端定制化路线，议价能力强，成本控制能力强。				
马 衡	新 能 源	光伏：主流组件、电池、硅片、多晶硅厂商面临供给过剩导致的价格下降压力仍存，利润率下滑。风电：行业整合有利于资源向龙头企业集中，价格压力仍存，利润进一步被压缩。核电：环境影响短期压力大，政策面仍有不确定性。锂电池：消化估值的过程，关注行业拐点的到来。相对看好新材料在各个子行业的国产化机会。	新 材 料 在 新 能 源 行 业 的 机 会	光伏、风电、锂电池行业对于成本下降的需求、行业本身空间巨大带来新材料在行业国产化的机会。	30%	行业本身增长超预期带来细分行业的更高增速	看 好	天晟新材、 东材科技、 佛塑科技、 深圳惠程
孔 军	纺 织 服 装		床 上 用 品、出口 龙 头 企 业	国内床上用品消费目前正处在快速升级阶段。 行业出口企业成本、人民币升值压力，迫使国外订单向有议价能力的龙头企业集中。				罗莱家纺、 梦洁家纺、 富安娜、鲁 泰
周 锐	医 药 行 业	行业稳定增长态势不变，绝对收益有保障。	医 疗 服 务&医疗 器械；创 新药（包 括西药、 中药、生 物药）	政策投入补供方开始，医疗服务政策逐步放开迎来大发展机遇，同时拉动相关医疗器械的需求。未来药品格局将两极分化，创新药将是利润最丰厚的领域。	25-30%	降价政策出台，利空出尽，市场转向利多。	看 好	爱尔眼科、 通策医疗、 鱼跃医疗、 新华医疗、 尚荣医疗、 东富龙 恒瑞医药、 人福医药、 天士力 双鹭药业 一致药业
崔 莹	计 算 机		电 力 行 业 信 息 化	信息化需求超预期				远光软件
罗 泽 兵	建 筑 工 程		1) 大型 建 筑 央 企 2) 海 外 工 程 3) 优质	1) 偏紧的信贷环境及保障房提速背景下，大型建筑央企竞争优势快速上升明显				1) 中国建筑、中国中冶 2) 中材国际、中工国际 3) 棕

			的装饰、 园 林 企 业	2) 水泥工程、部 分轻工领域的国 际工程承包能力 强 3) 装饰、园林行 业中的优势企业 估值回归合理,未 来增长确定				桐园林、广 田股份
王 义 国	农 业		首 推 畜 禽 和 渔 业,其次 是 粮 油 加 工 业	产品价格上升、企 业规模最近两年 显著扩大以及合 乎我们预期的管 理团队				雏鹰农牧、 中水渔业、 东凌粮油、 西王食品
王 国 勋	电 子 行 业		1、光电 系统 2、 电 容 式 触 摸 屏 3、目录 销售 4、 语 音 识 别	应用前景广阔,市 场空间大,增长速 度快				高德红外、 长信科技、 力源信息 和科大讯 飞
冷 星 星	传 媒	2011 年下半年,我们认为,传媒板块整 体性机会不大,个股波段行情为主,维持 “中性”评级。	电影、动 漫、广告 营销	电影-正在健康快 速成长;行业空间 大,高增长可持续; 顺周期同时逆 周期的行业属性; 产业链正在延伸。 动漫-行业空间 大;政策扶持力度 大;产业链正积极 延伸。广告营销- 行业周期向上快 速增长;集中度低 横向并购发生较 多。	10%	可执行度高的 行业政策 利好出台、较 大的跨媒体 整合和行业 横向整合、中 影炫动光线 等传媒公司 的上市可能 催化板块和 个股行情	中 性	目前首选 组合:奥飞 动漫、华谊 兄弟、省广 股份
柯 海 东	酒 类	1、低估值在弱市中防御性明显; 2、行 业稳定增长,下半年进入销售旺季有望催 化	看 好 白 酒、葡萄 酒	白酒、葡萄酒在三 季度末进入销售 旺季,年底有提价 预期	30%	发改委管制 提价,不影响 今年利润,但 会影响明年 行 业 利 润 10%以上	看 好	贵州茅台、 五粮液、泸 州老窖、山 西汾酒、张 裕 A、B、 酒鬼酒
李 少 明	房 地 产	行业整体性的逆转性机会将在房价下跌、 房地产投资增速放缓和土地大量流标等 3 个因素出现下诞生,时间落在 3 季度的概			25-30%	行业调整提 前与预期实 现	看 好	北京城建、 亿城股份、 滨江集团、

		率相当大。不排除上述 3 条件出现前板块机会提前 1-2 月反映预期的可能						招商地产、保利地产、万科 A 等
蒋鑫	食品行业	1、估值已经回落至低位，在弱市中防御性凸显。2、下半年随着通胀预期回落，食品行业受原材料价格上涨的压力将逐渐放缓，利润率将回升	看好乳制品、肉制品		30%	原材料价格继续大幅上涨	看好	双汇发展、伊利股份、洽洽食品、好想你
李勤	机械	机械行业 2 季度继续回落，1 季度对全年需求有所透支，我们认为 6 月份行情依然难以期望，工程机械 10PE 可以关注。机床行业接近估值低点但还有一小段距离，煤机行业很好，但郑煤机小非可能拖累估值	中性		同比仍保持增长，但可能低于市场预期	3 季度淡季师是否会出现淡季不淡	中性	巨轮股份

资料来源：中投证券研究所整理

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。证券投资咨询资格，期货从业资格，2006 年加入中投证券研究所，5 年证券从业经验。从事市场流动性、市场估值、微观量化策略研究。

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。

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。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告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