

半年度策略

2011 年 6 月 23 日

修复周期，重启成长

- 回顾 2008 年底至今的股市，我们认为影响市场最重要的两个因素：一是政策、二是经济。据此发布的 2011 年度、2011 二季度策略观点均获验证。当前在市场反应了政策紧缩利空、经济下滑风险之后，我们思考的问题是：政策是否会放松？经济是继续下滑还是保持平稳？上市公司业绩何时触底？等等。
- 我们对下半年政策的判断是：不松也不再紧。理由是中美经济现状的反差和中国经济运行大周期，决定了 2011 年是个“调结构政策年”，而非普通的“周期政策年”。调结构政策下，决策层对经济波动的容忍度会提高，对通胀、房价、信贷的容忍度会很低。我们判断下半年宏观经济没有触及容忍度边界，放松的概率很小。同时我们认为，政策不会再紧。对市场而言，既没有向上拐点，也没有继续下杀压力。
- 我们判断下半年总需求将保持平稳。因为当前经济正处于“此消彼涨”转换时期。所谓此消是指：此前担忧的房地产、汽车的需求不会进一步恶化；去库存行为在 2 季度基本结束。所谓彼涨是指：下半年出口对经济的正贡献在加强；下半年政府投资对经济的正贡献在加强。
- 我们判断 2 季度或 3 季度将是全年业绩增速低点。下半年市场对业绩的担忧情绪将化解。
- 估值修复，预计下半年上证综指运行区间 2600 - 3400 点。由于判断下半年政策不松也不再紧、经济总需求平稳、业绩全年低点在 2 季度或 3 季度。我们认为市场在反应政策、经济、业绩利空之后，悲观情绪将缓和，下半年市场可望迎来“估值修复”式行情。估值修复之后，由于政策面、经济面缺乏拐点预期，市场关注度转向业绩，高成长行业将受益。
- 投资策略：修复周期。估值修复中，受益的是那些此前受紧缩政策压制、经济下滑担忧、估值偏低的行业，主要集中在周期类，包括：地产、汽车、银行。
- 投资策略：重启成长。估值修复之后，寻找成长股机会。传统行业从确定性需求增长、产能缺口、行业集中度三个维度选择，看好通讯设备、电网设备、水泥、空调。细分行业自下而上选择需求快速增长的行业，看好冷链物流、触摸屏、光通讯配套设备、节能环保。

相关研究

《经济下滑先防守，政策预期再进攻——2011 年二季度 A 股策略报告》2011.3
《审慎灵活政策舵——2011 年度策略报告》2010.12
《经济下滑担忧提前于政策放松预期，中线判断先跌后可能涨，低点考验 2750，3 月重防守 4 月再布局》2011.3

策略高级分析师

陈瑞明

SAC 执业证书编号：

S0850209080673

电话：(021) 23219197

Email: chenrm@htsec.com

策略高级分析师

吴一萍

SAC 执业证书编号：

S0850203100093

电话：(021) 23219387

Email: wuyiping@htsec.com

策略高级分析师

荀玉根

SAC 执业证书编号：

S0850511040006

电话：(021) 23219658

Email: xyg6052@htsec.com

联系人

汤慧

电话：(021) 23219733

Email: tangh@htsec.com

联系人

王旭

电话：(021) 23219396

Email: wx5937@htsec.com

目 录

1. 前言	5
1.1 分析方法：政策第一、经济第二	5
1.2 观点回顾：2011 年年度、2011 年二季度观点均获验证	5
1.3 后市思考：政策、经济、业绩... ..	6
2. 政策，不松不紧	6
2.1 周期政策年VS.调结构政策年	7
2.2 市场逻辑VS.决策层容忍度	8
2.3 不松VS.不再紧	8
2.4 政策左边 VS.政策右边	8
3. 经济，此消彼涨	9
3.1 此消：房地产与汽车消费不会再恶化	9
3.2 此消：去库存行为在 2 季度基本结束	12
3.3 彼涨：美国温和复苏对中国下半年出口有支撑	13
3.4 彼涨：下半年政府投资项目好于上半年	14
3.5 下半年总需求维持平稳	15
4. 业绩	15
5. 市场判断：先系统性估值修复，后行业分化，上证综指 2600 - 3400	16
6. 投资建议：修复周期，重启成长	17
6.1 修复周期：地产、汽车、银行	17
6.2 重启成长：电网设备、通讯设备、水泥、空调	19
6.3 重启成长：物流冷链、触摸屏、光通讯配套设备、节能环保	21

图 目 录

图 1 政策经济双波动影响A股市场演绎路径	5
图 2 2011 年年度、2011 年二季度策略观点得到验证	6
图 3 美国进入健康周期: 消费增长稳健向上	7
图 4 美国进入健康周期: 个人储蓄下降, 消费信贷稳定上升	7
图 5 美国进入健康周期: 就业人数持续增加	7
图 6 美国进入健康周期: PMI各项指数均在 50 以上	7
图 7 理财产品数量从 2010 年 10 月后明显增加 (只)	10
图 8 2010 年下半年艺术品成交大幅攀升	10
图 9 吴冠中《狮子林》以 1.15 亿元成交, 创造了中国现当代艺术的新纪录	10
图 10 上海深圳住房销售面积与 2008 年底持平, 显示在刚需水平上企稳	11
图 11 北京等 12 城市住房销售面积与 2008 年底持平, 显示在刚需水平上企稳	11
图 12 乘用车消费基本回到长期均衡水平	12
图 13 周期规律显示今年 2 季度处于“去库存”小周期	12
图 14 美国就业状况从 2010 年底开始持续改善	13
图 15 美国工资收入在收入增长中的主导型作用持续提升	13
图 16 美国消费信贷回升, 个人储蓄占比下降	14
图 17 美国房地产市场去库存接近尾声	14
图 18 房地产投资增速今年预计基本保持平稳	15
图 19 经济适用房同比增速大幅回升	15
图 20 上市公司净利润增速在下半年有望企稳	16
图 21 电网投资总额将在 2011 年下半年加速	19
图 22 电力设备行业毛利率、净利率总体保持平稳	20
图 23 三大通讯运营商资本开支集中在下半年	20
图 24 联通资本开支“季节性”明显	20

图 25 通讯设备出口增速支撑业绩抬升	21
图 26 FTTx网络的树状拓扑结构	23
图 27 3G网络的蜂窝状拓扑结构	23

表 目 录

表 1 行业估值对比分位表	18
表 2 冷链物流业发展规划	22
表 3 平板电脑 2011 年出货量预测（万台）	22

1. 前言

海通策略分析方法是：政策第一、经济第二。据此发布的 2011 年年度、2011 年二季度策略观点均获验证。当前在市场反应了政策紧缩利空、经济下滑风险之后，我们思考的问题是：政策是否会放松，市场是否有向上拐点？经济是继续下滑还是保持平稳？上市公司业绩何时触底？等等。

1.1 分析方法：政策第一、经济第二

回顾 2008 年底至今的股市，主导市场的最重要因素一是“政策”，二是“经济”。

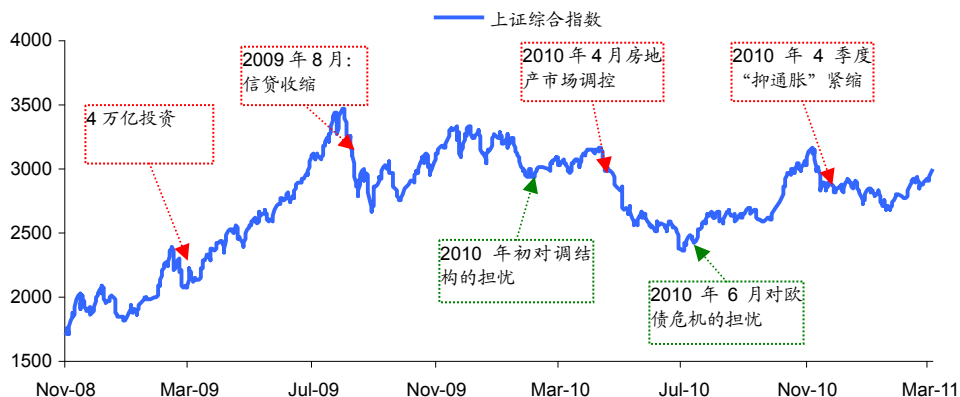
政策的影响体现在几个拐点和大的波段，如：2008 年底 4 万亿投资打出市场向上拐点；2009 年 8 月的信贷收缩打出市场拐点；2010 年 4 月房地产严厉调控造成市场下跌；2010 年 4 季度抗通胀政策造成市场下跌。

经济的影响体现在中波段冲击，如：2010 年初对调结构的经济前景的担忧导致市场疲弱、2010 年 6 月对欧债危机引发经济二次探底的担忧引发市场进一步下跌。

2011 年，A 股仍将承接上述影响因素，海通策略分析框架中，第一要素是政策预期，第二要素是经济预期。

相对而言，2011 年，供给面问题、海外经济和全球资本流动问题，对 A 股系统性影响不大。主要是阶段式助涨助跌的影响。

图 1 政策经济双波动影响 A 股市场演绎路径



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

1.2 观点回顾：2011 年年度、2011 年二季度观点均获验证

按照“政策预期第一要素、经济预期第二要素”的分析方法，我们年度策略报告《审慎灵活政策舵》曾提过“经济预期和政策预期的双波动，主导 2011 年上半年市场”。

当时我们判断：1）经济方面，由于 2010 年政策的全面紧缩，2011 年上半年经济面临下滑风险，相较于去年的“经济过热”，经济预期将出现波动。2）政策方面，2011 年面对“抑通胀、稳增长、调结构”多重宏观目标。不同时点下，决策层将根据主要矛盾的不同，在“稳增长”和“抗通胀”之间做权衡，而不是去年底一味的“抗通胀”，这将导致政策预期波动。

年初至今的走势验证了我们的年度策略观点。1 季度指数上行，反映的是“抗通胀、抑房价”紧缩政策冲击力弱化后的市场反弹需求。4 月中至今的下行，反映的是对经济增速下滑的担忧。

季度的观点，3 月底发布的 2 季度策略报告《经济下滑先防守，放松预期后进攻》，提到“市场关注点应转向‘政策紧缩→经济下滑风险’的冲击，当前经济出现下滑信号，需求减弱，中游去库存。然而市场对经济下滑风险未充分反应，未来 1 个月其风险将逐渐显现，上证综指低点考验 2750。”同样得到验证。

图 2 2011 年年度、2011 年二季度策略观点得到验证



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

1.3 后市思考：政策、经济、业绩...

在市场反应了政策紧缩利空、经济下滑风险之后，展望下半年，我们思考的问题是：

- 1) 政策是否会放松，市场是否有向上拐点？
- 2) 经济是继续下滑还是保持平稳？
- 3) 上市公司业绩何时触底？
- 4) 市场是继续用政策预期在左侧做“试错交易”？还是淡化政策预判专注成长股？
- 5) 市场在杀估值、杀业绩之后未来的投资机会在哪里？

这些问题，我们将在报告中逐一解答。

2. 政策，不松不紧

政策是首要分析要素。我们对下半年的判断是：政策不松也不再紧。理由是中美经济现状的反差和中国经济运行大周期，决定了 2011 年是个“调结构政策年”，而非普通的“周期政策年”。调结构政策下，决策层对经济波动的容忍度会提高，对通胀、房价、信贷的容忍度会很低。下半年宏观经济没有触及容忍度边界，放松的概率很小。同时我们认为，政策不会再紧。对市场而言，既没有向上拐点，也没有继续下杀压力。

2.1 周期政策年VS.调结构政策年

2008 年底至 2010 年底，周期性政策主导了股市走势。大家习惯于用“传统周期性”眼光去理解政策，逻辑为“通胀上升 - 政策紧缩，经济下滑 - 政策放松”。

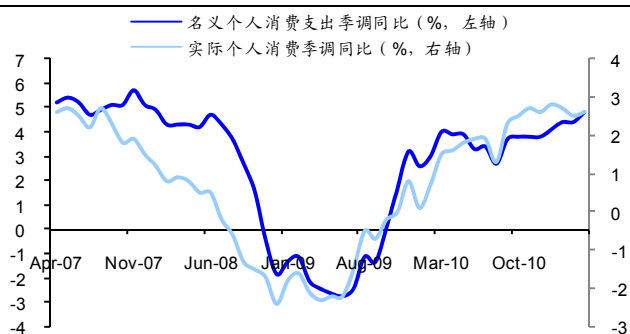
然而，2011 年上半年，“政策放松预期”的落空告诉我们：用传统周期性眼光理解当前政策，可能有偏差的。

我们认为，2011 年，注定不会是个简单的“周期性政策年”，而应该是“调结构政策年”。理由有二：

首先，从中美应对次贷危机的政策和经济现状发展看：美国花了 3 年时间，付出了经济下滑、失业率上升、房价下跌的代价，换来的是一轮“衰退 - 复苏”健康周期，2011 年美国经济已步入温和复苏通道。中国在 2008 年底用 4 万亿暂时解决了经济危机之后，也使得后期自身经济中的结构性问题愈发突出。

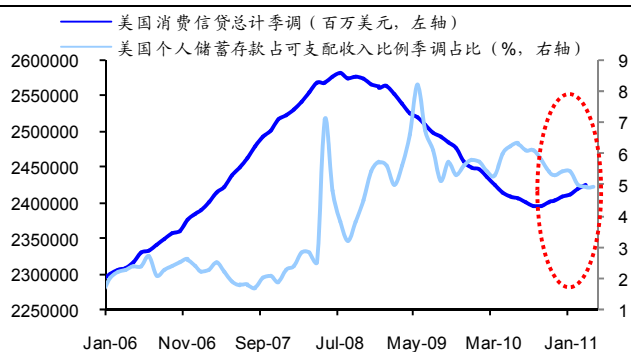
中美经济现状的反差，使得 2011 年中国的“调结构”政策目标更为紧迫。

图 3 美国进入健康周期：消费增长稳健向上



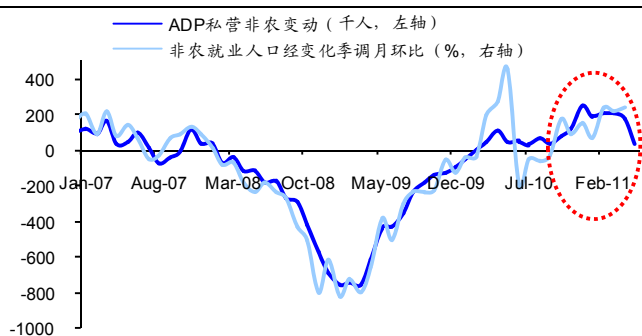
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 4 美国进入健康周期：个人储蓄下降，消费信贷稳定上升



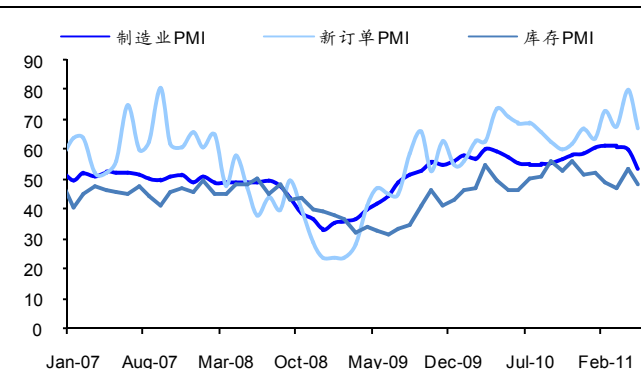
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 5 美国进入健康周期：就业人数持续增加



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 6 美国进入健康周期：PMI 各项指数均在 50 以上



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

其次，从中国经济运行大周期看：2011 年，作为“十二五”的首年，中国经济的增长模式需要从以往的单一由投资拉动转向更多元的增长模式，以为下一个经济周期启动、为下一个五年计划做铺垫。

因此 2011 年不会是普通的周期政策年，而是做铺垫的调结构政策年。

用调结构的眼光去看待政策，所以我们看到：政策不仅要控制通胀，更要“预防通胀背后的货币根源”、“要防止房价继续上涨引发的社会问题”、“要严格控制产能过剩”...

2.2 市场逻辑VS.决策层容忍度

市场对“通胀－经济增长”的基本面分析总体上是可行的，但用周期性眼光去预判政策却不够全面。原因在于，市场逻辑不能替代决策层逻辑。市场逻辑是用周期性眼光、看趋势（通胀和经济的运行趋势）；而决策层逻辑是调结构、看容忍度。

我们分析认为，2011 年作为调结构政策年，决策层对经济波动的容忍度会提高，而对通胀的容忍度会很低，对房价上涨的容忍度会很低，对货币扩张的容忍度会很低。

今年公布通胀目标是 4%，房价上涨目标绝大部分城市都是低于地区国民生产总值和城乡居民人均可支配收入的增长水平。新增信贷规模市场预测为 7.5 万亿，GDP 增速目标是 8%。考虑到实际落实情况，参考 1998 年“保八”最后落实 7.8%的经验，参考去年新增信贷目标 7.5 万亿元最后落实 7.95 亿元的经验。我们认为，政策实际容忍度边界可能在“通胀 4.5%、新增信贷 8 万亿元、GDP 9%”。

2.3 不松VS.不再紧

对下半年的政策，我们是抓住“容忍度边界”进行研判的。

海通宏观预测，今年全年通胀水平将保持在 4.9%的水平，新增信贷约为 7.5 万亿元，经济增速全年保持同比 9.6%的较高增速，总体落在“通胀 4.5%、新增信贷 8 万亿元、GDP 9%”容忍度范围内。据此我们认为下半年政策整体放松的概率很小。

至于会不会更紧，关键看两个：一是限购城市是否延伸到二三线城市；二是地方融资平台债务处理和银行资本充足率提高的问题。

第一个问题，我们认为，即便限购令可能延伸至部分二、三线城市，但政策着力点应该是对“重点城市的价格打击”（如鄂尔多斯、榆林等），而非全国所有二三线城市的总量需求的打击。因此，总体而言不能算更紧。

第二个问题，我们认为，地方融资平台问题由来已久，且牵涉面广，处理基调应该是长期渐进式。在目前够紧的政策环境下，下半年大规模清理地方融资平台债务的概率不大。但是，管理层可能会先巩固银行的抗风险能力，例如继续提高银行资本充足率。资本充足率问题，牵涉面小、且易于操作。因此我们判断，如果下半年政策进一步加紧，从资本充足率入手的概率会比从地方融资平台入手的概率大。

上述地方融资平台和资本充足率问题，我们只给出逻辑分析和概率判断，至于下半年具体落实情况如何，我们只能采取“看右边”的策略，即只有真实出台后才能明确。在目前掌握的信息情况下，我们尚不能给出“一定会更从紧”的预判。

以上，我们对下半年政策的总体判断是：不松也不再紧。或者说当前的紧缩成常态。

对市场而言，政策既没有系统性向上的拐点，也没有继续下杀的系统性压力。

2.4 政策左边 VS.政策右边

政策预期对 A 股市场很重要。但今年上半年市场的政策预期基本落空（一是春节前加息靴子落地短波判断，二是 2、3 月份的“政策不再紧 = 放松预期”的中波判断）。

这再次验证了：1) 市场逻辑未必等于决策层逻辑；2) 尤其在用传统周期性眼光看待“调结构政策”，容易出现容忍度判断的偏差。

下半年，我们建议：1) 放弃左边预判，即：在容忍度范围内不要轻易做放松预期的判断。2) 若有意外，看政策右边，即：若出现额外新冲击，等政策信号明朗后，再做右侧投资。

3. 经济，此消彼涨

当政策既没有向上的拐点也没有下杀压力时，经济面分析至关重要。

我们在年度策略报告《审慎灵活政策舵》提出，上半年市场会出现经济下滑预期；在 2 季度报告《经济下滑先防守，放松预期后进攻》更明确提出，2 季度面临经济下滑风险。

当时我们担忧的理由在于：一是地产紧缩政策、汽车优惠政策退出后的需求下滑，二是去库存小周期下的需求下滑。

时至今日，市场对这块风险反应很充分。在悲观情绪下，甚至出现“经济硬着陆”的论调。

我们的观点是：当前经济正处于“此消彼涨”转换时期，下半年总需求将保持平稳。所谓此消是指：此前担忧的房地产、汽车的需求不会进一步恶化；去库存行为在 2 季度基本结束。所谓彼涨是指：下半年出口对经济的正贡献在加强；下半年政府投资对经济的正贡献在加强。

3.1 此消：房地产与汽车消费不会再恶化

房地产：限购的挤出效应消退，需求在刚需水平上企稳

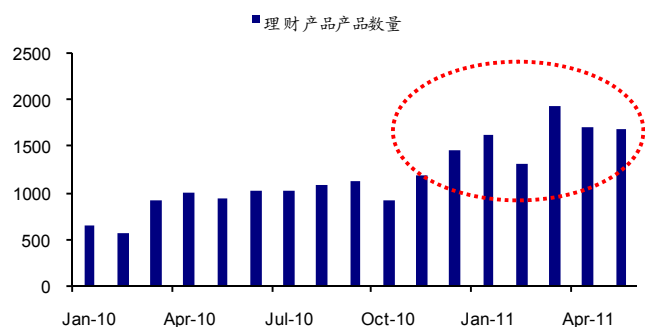
2 季度，我们曾担心限购政策促使房地产需求下滑。然而时至下半年，限购会继续发挥挤出效应吗？

我们判断是：当前的投资投机性需求已基本挤出，地产成交量主要是刚需和少数改善性需求，市场在刚需水平上企稳，不会再恶化。

历史上，地产调控政策主要以信贷手段为主，政策效应期大约在 3-6 个月，此后需求恢复。而本轮的限购属于严厉的行政手段，与以往信贷手段不同的是，它从根本上遏制了多套房需求。因此有理由相信限购令对投资投机的需求挤出的更快更坚决，从而使得剩余的刚性需求“成色”更足。

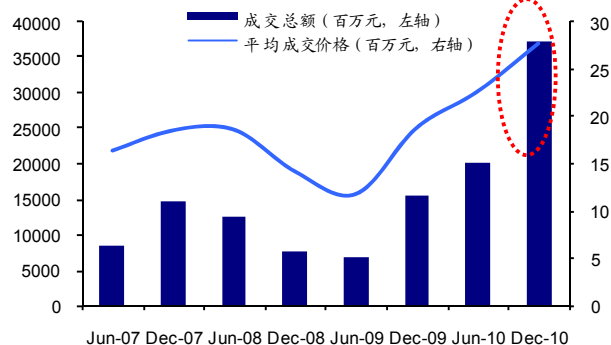
关于投资投机资金的撤出，我们从银行理财产品市场和艺术品投资市场的活跃表现得到侧面验证。2010 年 10 月上海、深圳出台限购令之后，以及 2011 年 2 月多个计划单列市、省会城市出台限购令之后，银行理财产品发行数量增长了约 50%，艺术品投资 2010 年下半年较上半年增长超过 80%，显示低端和高端资金快速的撤离房地产市场。

图 7 理财产品数量从 2010 年 10 月后明显增加（只）



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 8 2010 年下半年艺术品成交大幅攀升



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 9 吴冠中《狮子林》以 1.15 亿元成交, 创造了中国现当代艺术的新纪录

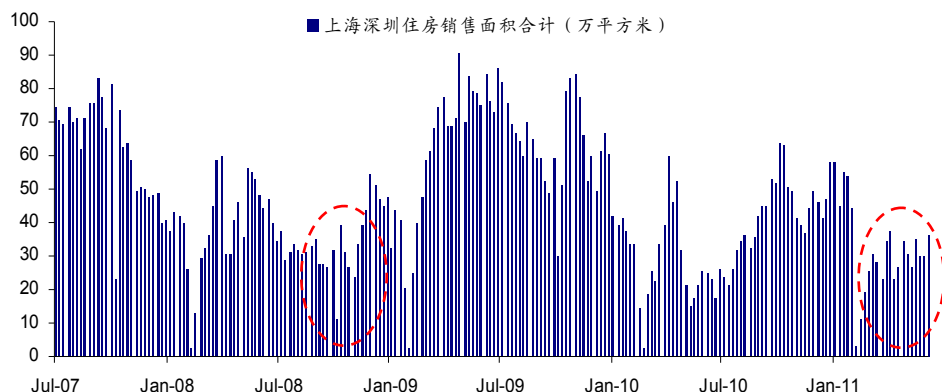


资料来源: 海通证券研究所

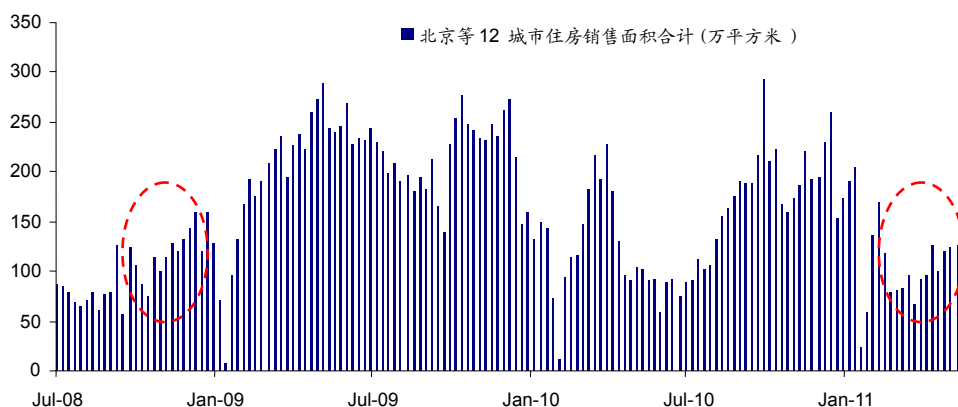
关于刚需的企稳, 我们从限购城市的房地产成交量数据得到验证。2010 年 10 月前限购的深圳、上海两市, 商品房成交量从今年 3 月份开始企稳, 且成交量水平与 2008 年底水平相当, 显示两市成交量在刚需水平上企稳。2011 年 2 月前后限购的北京、广州、天津、杭州等十多个城市, 4 月份以来的合计成交量亦与 2008 年底水平相当, 同样显示这些城市在刚需水平上企稳。(十多个城市是有完整周成交数据, 其他限购城市由于缺失数据, 不在加总范围内)。

尽管下半年限购令可能延伸至部分二、三线城市, 但我们认为, 着力点将是在“重点城市的价格打击”(如鄂尔多斯、榆林等), 而非总量需求的打击。从总量需求角度看, 目前限购的 36 个城市已涵盖了中国大多数的城市购房需求。因此即便限购令延伸至二三线城市, 不改变总体需求企稳的判断。

综上, 我们判断限购的挤出效应消退, 需求在刚需水平上企稳, 房地产需求不会在当前水平上继续恶化。从环比角度看, 下半年我们不担心房地产需求会继续拖累经济。

图 10 上海深圳住房销售面积与 2008 年底持平，显示在刚需水平上企稳


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 11 北京等 12 城市住房销售面积与 2008 年底持平，显示在刚需水平上企稳


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

汽车：透支消费已消化，需求步入常规

上半年汽车销售增速的下滑，短期因素是日系车供给问题，中期因素是因为消化 2009、2010 年的透支消费。供给问题属于短期波动，6 月份将修复。展望下半年，我们考虑的是“透支消费”是否已消化完毕，需求是否重新步入正常化？

我们的判断是：透支消费已消化，需求步入常规。

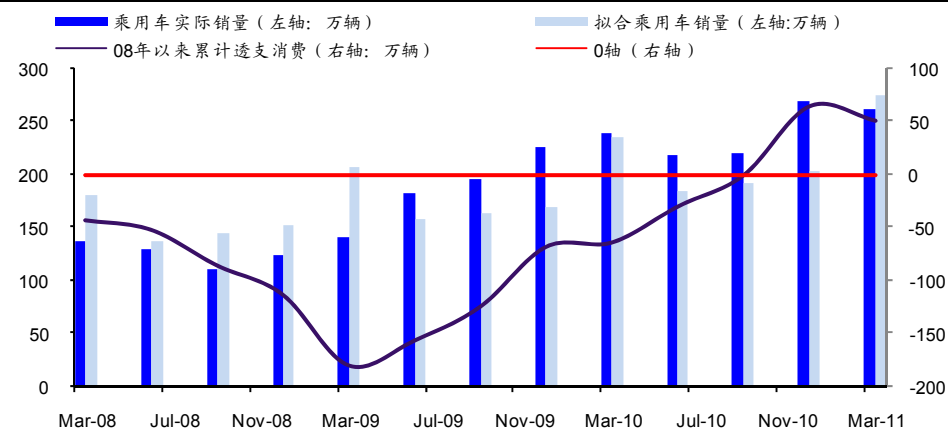
验证此前的透支消费是否已消化，是将 2008 年 - 2011 上半年“需求急剧萎缩 - 透支消费 - 消化透支”视作一个完整时期，把这一时期的实际累计销量与合理累计销量做对比，如果两者相当，则说明透支消费已消化。

2002 年以来的数据显示，“乘用车销量 ~ 城镇居民可支配收入”具有高度相关性。因此，根据城镇居民可支配收入可以大致测算出乘用车合理销量。（回归方程是：乘用车销量（万辆）= $-82.86 + 60.12 \times \text{人均可支配收入（千元）}$ ， $R^2 = 0.85$ ）。我们测算出 2008 年 - 2011 第一季度，合理累计销量是 2411 万辆。

而这一时期，实际累计销量是 2461 万辆。两者相差 50 万辆，不及当前 1 个月销售水平。这显示此前的透支消费，已基本消化完毕。

我们认为，由于基数效应的影响，下半年同比数据仍不理想，但需求已回归长期合理水平，从环比角度看，下半年轿车的销售不会再恶化，因此，我们不担心轿车需求会继续拖累经济。

图 12 乘用车消费基本回到长期均衡水平



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

3.2 此消：去库存行为在 2 季度基本结束

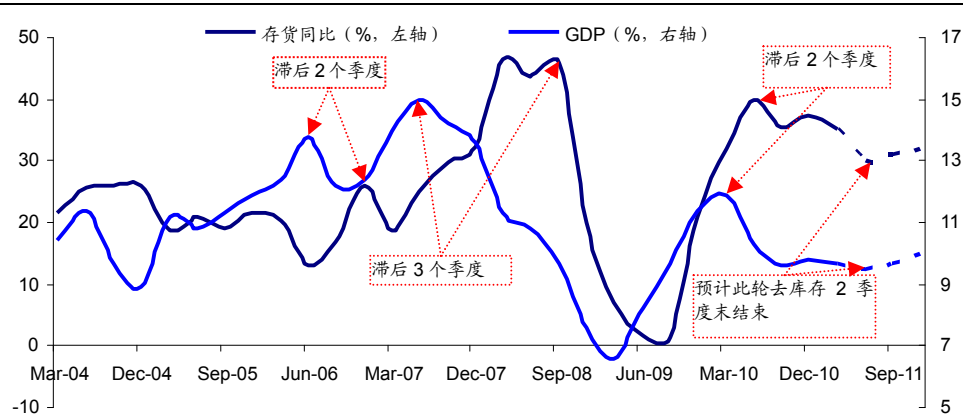
2 季度投资策略报告中我们提到，经济下滑风险来自制造业去库存。时至下半年，我们需要思考的是去库存行为是持续，还是结束？

我们的判断是：制造业去库存将在下半年结束。理由是：

从“制造业库存——GDP”关系看，中国制造业库存行为滞后总需求（GDP）表现 2-3 个季度。今年上半年制造业去库存是对去年 GDP 增速下滑的滞后反应。而随着 GDP 在去年 4 季度企稳，制造业去库存行为也将在今年 2 季度基本结束，下半年库存行为波动平稳。

从环比角度看，我们不担心去库存行为会继续拖累经济。

图 13 周期规律显示今年 2 季度处于“去库存”小周期



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

3.3 彼涨：美国温和复苏对中国下半年出口有支撑

我们乐观预测，下半年中国经济亮点之一在于：海外经济的温和复苏对中国出口的支撑。

美国方面，美国短观的消费、就业等数据易受减税、转移支付等政策刺激而出现波动。因此我们对中期美国经济的研究，主要是看背后的自主增长动力是否逐渐恢复。

美国经济 70% 来自消费，消费对理解美国经济至关重要。而消费驱动力来自 4 方面：工资收入（就业相关）、信贷消费（去杠杆还是加杠杆）、房地产市场（资产价格支撑消费）、转移支付（政策相关）。其中前 3 者代表自主增长动力，后者代表政策刺激。

我们观察到，代表自主增长动力的指标都出现健康走向：

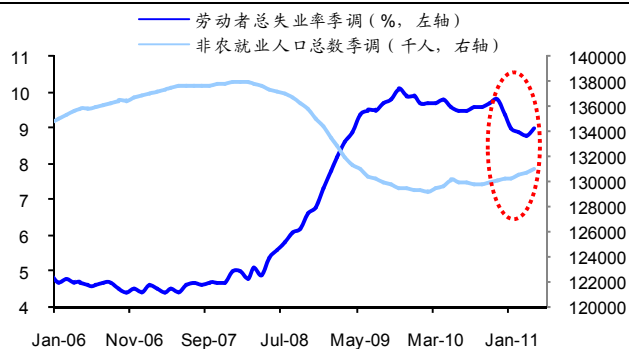
2010 起失业率开始缓慢下降，相应的个人工资收入同比持续上升，个人转移支付收入同比持续下降。显示了自主消费能力逐渐强化，转移支付对消费的贡献逐渐淡化。

同样的，2010 下半年起，消费信贷稳步上升、储蓄率下降，显示次贷危机之后的家庭部门的去杠杆化进程基本结束，自主性需求动力重新恢复。

次贷危机后，房地产市场经历了二战以来最猛烈的去库存，目前新屋可供销售月数已经调整到供求关系界的 6 个月的水平。海通宏观判断，2011 年下半年房地产库存去化基本完成，下半年房地产市场将重新启动，也将促进自足消费动力的复苏。

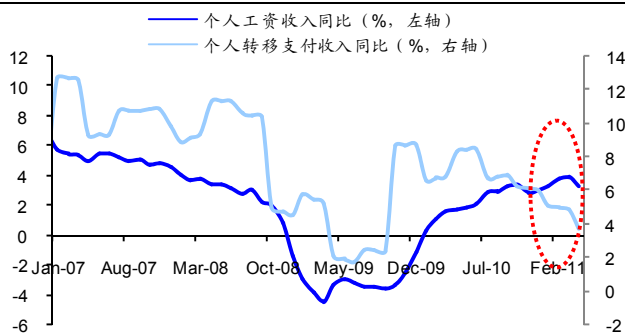
从个人工资性收入、消费信贷、房地产库存数据，均显示美国经济自主增长动力健康。海通宏观总体判断：次贷危机后，经过 QE1、QE2、7870 亿财政刺激计划等措施，美国经济正步入自主性温和复苏轨迹；下半年随着房地产库存去化结束，温和复苏的趋势将更加确立。海通宏观预测美国经济 2-4 季度环比增长率分别为 2%，2.3% 和 2.4%。

图 14 美国就业状况从 2010 年底开始持续改善



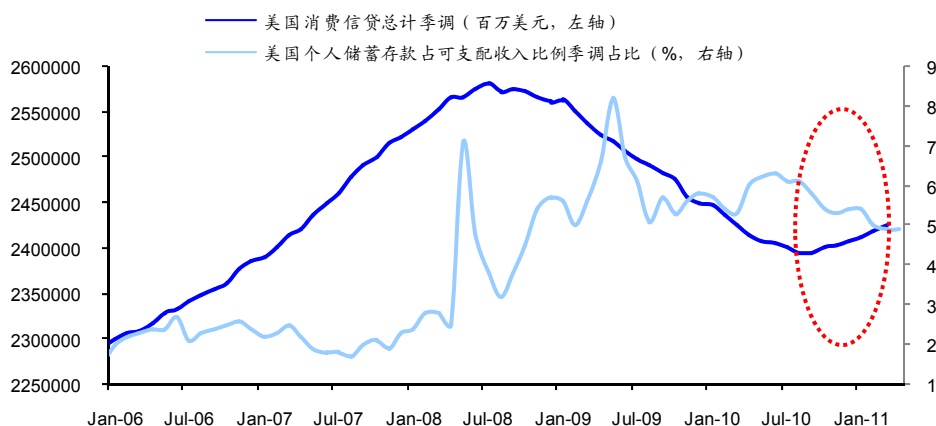
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 15 美国工资收入在收入增长中的主导型作用持续提升



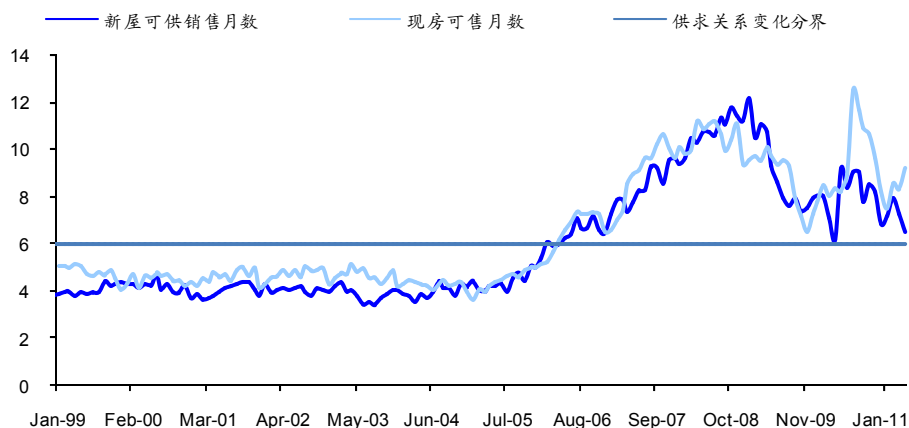
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 16 美国消费信贷回升，个人储蓄占比下降



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 17 美国房地产市场去库存接近尾声



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

欧洲经济方面，海通宏观认为，由于先前欧盟和 IMF1100 亿欧元的援助金额仍有盈余，同时欧盟和 IMF 也感受到了市场担忧情绪上升带来的负面影响，今年下半年，希腊债务重组这类严重风险事件发生的概率不大。在债务危机爆发概率较小的基本判断下，欧洲经济作为一个整体仍然行进在温和复苏的通道中，对我国的出口需求保持稳定水平。

下半年欧洲、美国经济的温和复苏将对中国出口有支撑，此外，日本震后重建，亦能带动中国出口需求。结合海通宏观对 2011 年全年出口增速的判断：全年出口增速 23%，超过市场预测水平的 18%。我们认为这也构成我们所说的“彼涨”。

3.4 彼涨：下半年政府投资项目好于上半年

下半年中国经济的亮点之二在于：政府投资项目的落实将好于上半年。

上半年，固定资产投资增速下滑，加之信贷收紧，引发市场对固定资产投资增速继续下滑的担忧。

然而我们判断：下半年政府投资项目将好于上半年，对固定资产投资有支撑。

下半年政府投资的亮点在于：电网、电信、水利工程、保障性住房。其中，电网、

电信的原因是季节性特征。水利、保障房的原因是政府加大力度。

电网投资 2011 年计划 3666 亿元，截至 2011 年 4 月份，已经落实的投资金额占到计划投资总额的 18.55%，下半年还有 80% 左右的投资尚待落实。电信投资计划 3500 亿元，上半年落实 40% 左右，剩余的 60% 将在下半年。

从历史经验看，电网、电信的投资每年的计划总能兑现，不存在信贷障碍。同时，电网、电信投资呈现“季节性”特征，即：下半年投资额明显高于上半年。这一方面是由于上半年做计划书、招标，下半年施工建设的规律决定的，另一方面也是项目在年底会计上结算的关系。

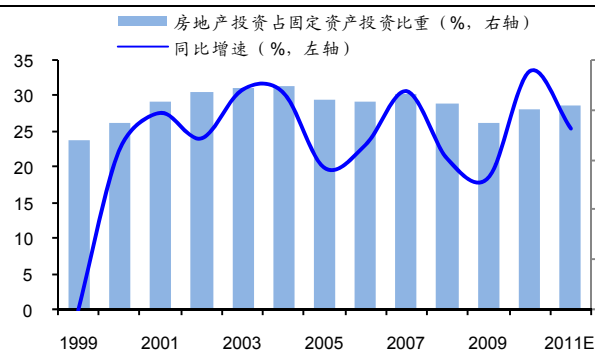
水利工程今年计划 4000 亿，截止 4 月落实 725 亿元，剩余的 3275 亿元将在下半年落实，较去年同比水平增加 1058 亿元，贡献 GDP 增速达到 0.27%。

预计今年 1000 万套保障性住房将全部落实。一是因为去年 580 万套在 10 月份全部动工，有先例。今年 6 月 10 日，住建部亦明确表态 1000 万套保障房要在 11 月底前全部开工。二是今年上半年实际落实情况不错，数据显示经济适用房的投资增速从 3 月开始大幅攀升，截止 4 月同比增速已经达到 14%，较 2 月增速上升 23 个百分点。保障房作为“十二五”开局的重点任务之一，得到政府的高度重视，而市场担忧的信贷紧缩，我们认为不太会影响到保障房建设的资金。中国存量货币已达 76 万亿，全球之冠，资金问题可以不通过增量，而通过存量解决，未来可以发行地方债、房地产商以 BT 方式建房等多种方式为保障性住房融资。海通房地产行业 and 宏观组预测，保障性住房全部落实，将有效对冲商品房投资的下滑，全年住宅建设投资增速保持在 25% 水平。

由于政府落实的决心，我们判断水利工程和保障性住房建设的高峰期将在下半年。

综上，电网、电信、水利工程、保障性住房建设，下半年总量将比上半年更大。从环比角度看，对经济的贡献度在强化。这就是我们所谓的“彼涨”。

图 18 房地产投资增速今年预计基本保持平稳



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 19 经济适用房同比增速大幅回升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

3.5 下半年总需求维持平稳

我们分析了当前中国经济“此消彼涨”的变化。我们的结论是中国经济在经历 2 季度短期波动后，下半年经济总需求维持平稳，不会出现“硬着陆”情况。海通宏观预测，2-4 季度，GDP 环比增长率 2.0%、2.3%、2.4%；同比增长率 9.4%、9.4%、9.7%。

4. 业绩

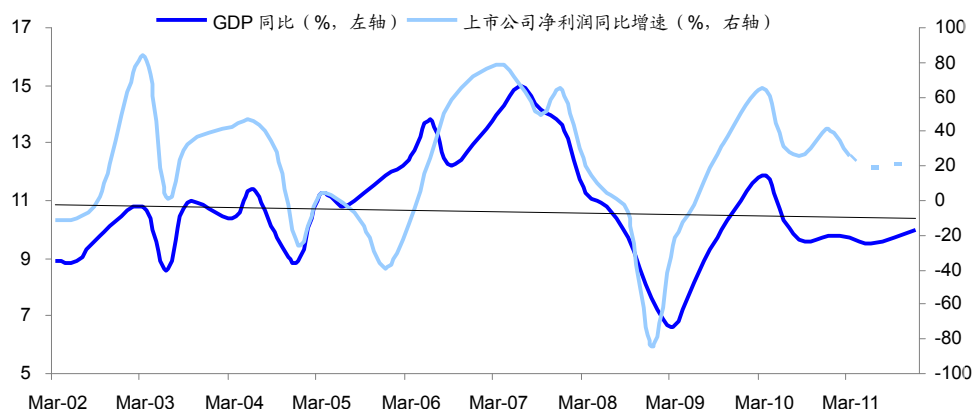
我们前面已经给出了 2011 年下半年政策和经济走势的判断。接下来的问题是业绩

问题，即：前期政策主动收缩和经济增速放缓对当前和未来上市公司的业绩会何影响？也就是：宏观经济的走势变化会如何体现在微观企业的业绩上。

历史上上市公司的盈利增速和宏观经济指标 GDP 有很强的同期相关性。根据海通宏观对于 2011 年 2 季度、3 季度和 4 季度 GDP 同比增速 9.4%、9.4%以及 9.7%的预测，我们利用模型测算出 2011 年上市公司在 2 季度、3 季度以 4 季度的净利润增速水平大概在 19%，19%以及 22%的水平。

我们认为，上市公司的净利润增速在 2 季度或 3 季度达到低点，之后则出现缓慢上升的过程。下半年市场对业绩的担忧情绪将化解。

图 20 上市公司净利润增速在下半年有望企稳



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

5. 市场判断：先系统性估值修复，后行业分化，上证综指 2600 - 3400

当前市场已反应了政策紧缩利空，反应了经济下滑的担忧，且业绩压力在 2 季度得以释放。

我们对下半年政策、经济、业绩三个问题的判断是：政策总体不松不再紧、经济“此消彼涨”，总需求平稳、业绩表现在 2 季度或 3 季度触底，下半年业绩爬升。概括的说就是，此前的负面因素政策、经济、业绩问题，下半年不会继续恶化。

因此，我们认为，在杀估值消化政策、经济利空之后，在用时间消化业绩利空之后，市场此前的悲观情绪将回归常态。下半年市场可望迎来“估值修复”式行情。时间点可望在 7、8 月份。

但估值修复的行情不会太大。这是因为“一币两面”，虽然政策、经济、业绩问题没有继续恶化，但亦看不到趋势性拐点，即：政策没有放松的拐点、经济增长没有进入加速通道、业绩也不会快速上扬。加之国际板、新三板的供给压力，共同使得股指上行的幅度不会太大。

估值修复之后，由于政策和经济面总体稳定，缺乏拐点预期，市场对政策、宏观经济因素的考虑将比上半年弱化。此时，业绩成为市场重点考虑因素，行业将出现分化，一些业绩高成长行业会继续受追捧。

预计下半年上证综指运行区间 2600 - 3400。对应 2011 年动态 PE11.75 倍-17.21

倍，对应历史上 1.1%—35.1%的水平处于历史合理偏低的估值水平。以反应此轮行情是估值修复行情，而非趋势性上涨行情。

（文中提到的估值分位水平是指一种相对估值方法，它借用统计学分位点概念将行业自 2006 年 1 月 6 日起每周的 PE 估值从高到底排序，最高 PE 用分为点 1（100%）表示，最低 PE 用分位点 0（0%）表示。如分位点 30%就表明 A 股目前估值在自 2006 年起的所有估值水平中处于 30% 的地位，下文同）

6. 投资建议：修复周期，重启成长

我们对市场的判断是：先系统性估值修复，后行业分化。

估值修复的动力在于政策、经济没有变得更糟，因此那些此前受紧缩政策压制、经济下滑担忧、估值偏低的行业将首先受益，这些行业主要集中在周期类，所以我们报告主题称之为“修复周期”。

估值修复之后，由于政策面经济面预期趋于平稳，市场对其的关注度将比上半年弱化。业绩将重新成为关注重点，成长性行业继续有投资机会，所以我们报告主题称之为“重启成长”。我们所说的成长，是指业绩的增长，而非狭义的经济模式成长，因此我们的成长性行业既包括传统行业，也包括新兴行业。

6.1 修复周期：地产、汽车、银行

从“政策不再紧、需求不再恶化、估值偏低”三个角度选择估值修复中的受益行业。主要集中在周期类，包括：地产、汽车、银行。

地产：政策不再紧，刚需支撑，下半年需求不再恶化。

政策方面，下半年政策仍在执行观望期，不会再紧，即便限购令延伸到二三线城市，我们认为也主要是打击重点城市高房价的目的，目前的 36 个限购城市已占据城市商品房需求的大多数，限购令的延伸不会额外冲击总需求。

需求方面，当前地产消费进入刚需时期，限购对投资投机需求的挤出效应式微，总需求在刚需层面上企稳。下半年需求不会再恶化。

估值方面，目前地产的绝对动态估值水平在 2011 年 11.35 倍，对应估值分位在 5.14%的历史底部位置；相对估值水平（相对全部 A 股估值水平）在 2011 年 0.77 倍的水平，对应的估值分位水平更是在历史 0.71%的低位，代表公司如万科 A、保利地产、荣盛发展。

汽车：政策影响边际效益式微，需求回归合理增长水平。

上半年对汽车削减影响最大的因素之一在于汽车优惠政策的退出以及北京的汽车限购细则的出台，我们预计北京的限购政策在下半年不会扩散，政策退出的边际影响也在递减。汽车的总需求在经历了 2008 年—2011 上半年的“需求急剧萎缩—透支消费—消化透支”之后，预计下半年需求将回归长期合理增长水平。

目前汽车板块 2011 年绝对估值水平在 12.63 倍，对应估值分位 6.28%；相对估值水平 0.93 倍，对应估值分位水平 26.07%，可重点关注上海汽车。

银行：业绩稳定估值低为行业带来投资机会，但资本充足率和地方融资平台成为未来风险因素。

银行，新增信贷规模不会超过或低于预期，NIM 有正面贡献，预计下半年业绩增长保持稳定，目前银行的绝对估值水平为 2011 年 7.49 倍，处于历史上 0% 的估值分位；相对估值水平 0.57 倍，处于历史上 13.21% 的估值分位水平。将有估值修复的投资机会，可重点关注创新能力强、资本充足率高、经营稳健的中等市值银行。

但银行的风险点在于，资本充足率和地方融资平台问题。在目前信息下，我们维持下半年对银行的推荐。但如果出台提高资本充足率政策或清理地方融资平台，我们届时将下调银行的投资评级。

表 1 行业估值对比分位表

	绝对估值（倍）	绝对估值分位	相对估值（倍）	相对估值分位
银行	7.49	0.00%	0.57	13.21%
建筑工程	12.42	0.00%	0.88	0.00%
石油化工	11.44	0.00%	0.92	69.64%
非银行金融	16.24	0.00%	1.25	27.85%
创业板	11.39	0.00%	2.64	77.14%
沪深 300	24.95	1.14%	1.03	99.28%
电力水务等公共事业	21.55	2.28%	1.65	87.85%
房地产	11.35	5.14%	0.77	0.71%
建筑材料	14.53	5.14%	1.03	14.64%
汽车及零部件	12.63	6.28%	0.93	26.07%
全部 A 股	13.61	6.85%	1.00	——
交通运输	13.43	12.00%	1.10	54.28%
信息设备	22.98	12.00%	1.55	54.64%
电力设备(含新能源设备)	24.67	12.00%	1.70	59.64%
商贸零售	18.98	12.57%	1.32	26.07%
农林牧渔	30.34	16.00%	2.05	76.42%
家电	16.01	16.57%	1.17	71.07%
食品饮料	26.85	18.28%	1.87	75.71%
社会服务	28.99	18.28%	2.04	71.07%
中小板	29.19	22.85%	2.26	96.07%
机械	18.8	24.57%	1.31	73.57%
医药生物	25.52	25.14%	1.80	78.21%
造纸印刷	19.11	26.28%	1.28	78.21%
纺织服装	19.49	26.28%	1.29	72.50%
电子元器件	30.99	29.14%	1.72	41.07%
有色金属	28.57	32.00%	1.96	69.28%
基础化工	24.1	32.57%	1.63	83.92%
煤炭	15.5	34.85%	1.19	83.57%
TMT	32.69	35.42%	2.05	74.28%
钢铁	14.37	41.14%	1.02	84.64%

资料来源：海通证券研究所

注：1.表中所有数据截止日期为 2011 年 6 月 10 日。

2.图中提到的 PE 分位点是指一种相对估值方法，它借用统计学分位点概念将行业自 2006 年 1 月 6 日起每周的 PE 估值从高到底排序，最高 PE 用分为点 1（100%）表示，最低 PE 用分位点 0（0%）表示。分位点 30% 就表明 A 股目前估值在自 2006 年起的所有估值水平中处于 30% 的地位。

6.2 重启成长：电网设备、通讯设备、水泥、空调

传统行业的业绩成长一是看“量”，二是看“价”。

我们从需求确定性增长（量）、供需缺口（价）、行业集中度（价）三个角度选择行业。

看好行业包括：电网设备、通讯设备、水泥、空调。其中电网设备、通讯设备主要受益于需求增长，水泥主要受益于供需缺口带来的提价潜力，空调主要受益于行业集中度提高带来的提价潜力。

电网设备——下半年电网投资进度加速，特高压领域需求或有惊喜。

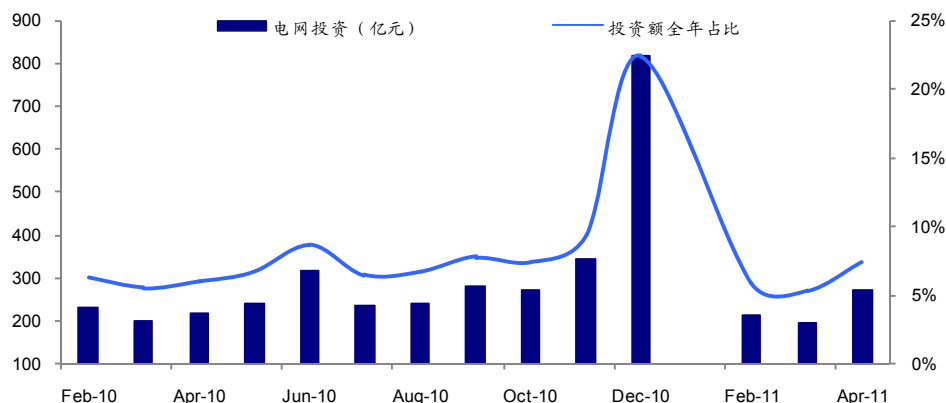
电网投资具有季节性特征，下半年，特别是 4 季度是投资的加速期。从去年的投资情况中可以看出这种特点，电网整体的投资在 10 月份以后出现了加速的情况，特别是在 12 月份，投资额激增。

今年电网计划投资 3666 亿元，同比去年增长了 7.5%。但是截止到 4 月份，投资的完成情况仅占全年计划投资的 18.55%，可以预见到 2011 年下半年，特别是到 4 季度，投资会有大幅度的加速的现象。联系到相关上市公司的业绩上，可以预见虽然在上半年相关上市公司的业绩受到电网投资不及预期的影响，但是下半年业绩会有一个集中释放的过程，确定性的投资进度加速也会为板块带来投资机会。

除此之外，在今年特别突出的“电荒”问题可能为特高压领域在下半年的投资带来一定惊喜。今夏东北、西北电网电力富余大约 2700 万千瓦，但由于跨区电网建设滞后，输电通道不足，无法送到缺电达 3000 万千瓦的华北、华东和华中地区。“电荒”主要问题是“软缺电”而非“硬缺电”，即“东部缺电，西部富电”。电网投资加快可以实现西电东送解决能源资源分布不平衡问题。我们认为，下半年电网建设尤其是特高压直流建设存在超预期。“疆电外送”十个火电项目和“哈密—郑州”特高压直流外送工程的获批是本次春季电荒后电力设备建设有实质性加速的重要标志。

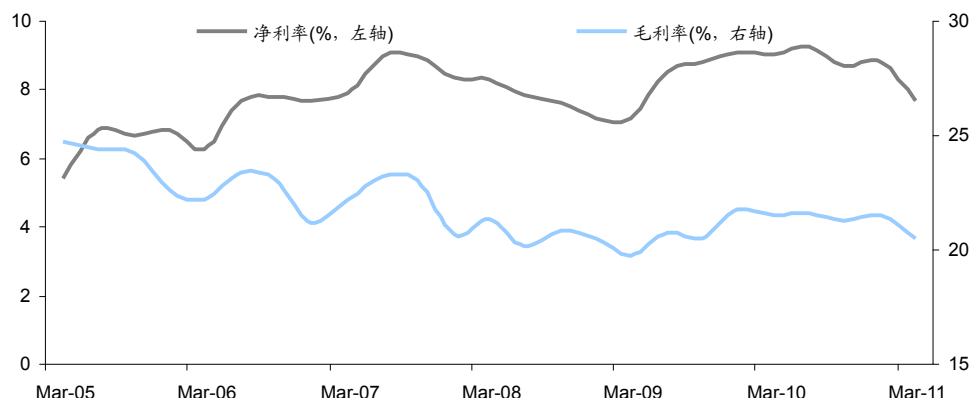
从盈利角度考虑，近年来该行业盈利能力维持相对稳定，维持“价”的相对稳定。因此在下半年“量”提高的基础上，我们对行业给予乐观看法，代表公司如英威腾、特变电工、荣信股份。

图 21 电网投资总额将在 2011 年下半年加速



资料来源：海通证券研究所

图 22 电力设备行业毛利率、净利率总体保持平稳

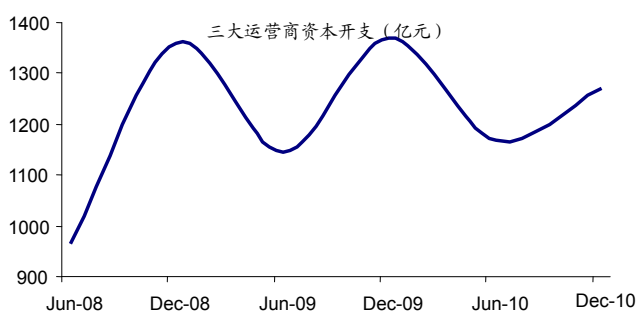


资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

通讯设备——下半年运营商资本开支增多与出口强劲共同支撑业绩

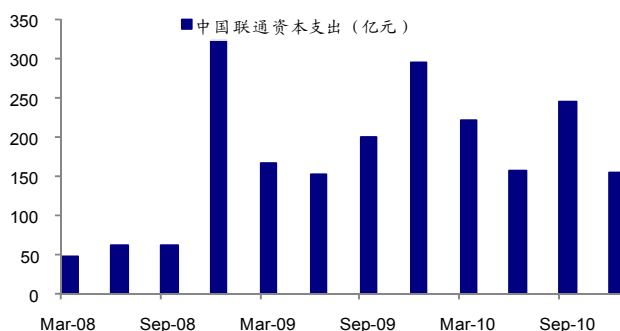
三大通讯运营商中国联通、中国移动以及中国电信在每年 3 月份会有全年的资本开支计划, 从历史数据上看, 资本开支在下半年相对的集中, 这一点和电网的情况有一些类似。从图中可以看出, 三大运行商 2008 年-2010 年的资本开支集中在下半年。而主要投资领域在 3G 的联通这种投资的“季节性”就更加明显, 其资本开支集中的在三季度和四季度。而对通讯设备行业来说, 电信运营商资本开支计划的设备招投标、执行均有时滞, 因而对应到业绩上也是属于厚积薄发的类型, 业绩集中体现在下半年: 即表现为 1 季度有业绩压力, 2 季度趋缓, 3、4 季度没有业绩压力。对应到投资节奏上看, 历史经验看, 通讯设备相关的上市公司的股价表现也是 6、7 月份后启动。

图 23 三大通讯运营商资本开支集中在下半年



资料来源: 公司公开财务报告, 海通证券研究所

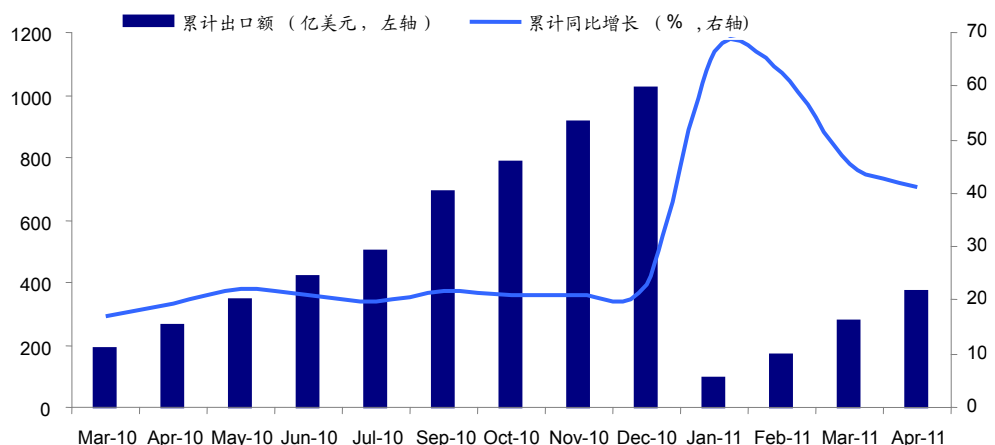
图 24 联通资本开支“季节性”明显



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

除了资本开支的节奏对通讯行业业绩的支撑外, 另一个支撑来自于强劲的出口数据。根据工信部公布的电子信息产业出口数据, 截至 2011 年 4 月份, 通讯设备行业出口增速迅猛, 出口总金额 374 亿美元, 同比增长 41.3%。这对通讯行业的业绩形成了强有力的支撑。代表公司如中兴通讯。

图 25 通讯设备出口增速支撑业绩抬升



资料来源：工信部，海通证券研究所

水泥——需求受益保障房建设，供给受益淘汰落后产能，盈利空间提升

需求方面受益于水利工程和保障性住房建设。

价格方面受益于落后产能的淘汰，根据工信部公开信息，现有水泥总产能 18.7 亿吨，这几年每年淘汰的数量是 1-2 亿吨，今年全年预计淘汰产能 1.3 亿吨。落后产能的淘汰对现有上市公司是利好，具有提价潜力。

空调——库存处于历史低位，行业集中度提高增加龙头企业议价能力

需求方面，自年初以来空调的销售一直保持强劲的势头。使得当前库存处于较低水平。据海通家电分析师统计，4 月库存 1037.10 万台，环比下滑 6.13%，目前库存/销量比值为 0.77，同比基本持平，但低于上月 0.87 的比值。

价格方面受益于行业集中度提升。下半年能效补贴取消后，行业内会出现洗牌，行业集中度上升，对于拥有核心变频技术的业内龙头企业来说将是利好因素。龙头企业能通过对新品的提价增厚企业的盈利空间，代表公司如格力电器、美的电器。

6.3 重启成长：物流冷链、触摸屏、光通讯配套设备、节能环保

细分行业的业绩成长主要看需求的快速扩张，这里既有新兴消费的崛起，也有政府主导的消费。通过自下而上选择，我们看好的细分行业包括：冷链物流、触摸屏、光通讯配套设备、节能环保。

冷链物流：政策推动望刺激行业发展加速

今年 6 月 8 日国务院常务会议，研究部署促进物流业健康发展工作，提出“必须制定完善配套政策措施，促进物流业健康发展”。自 2009 年 3 月国务院印发《物流业调整和振兴规划》后相关细则一直未出，此次提出八大应对措施是《规划》的补充和细化，后续各地区和相关部门有望陆续出台相对应的更为细化的物流扶持政策。

尤其是冷链物流子行业。目前我国农产品冷链物流发展仍处于起步阶段，果蔬、肉类、水产品冷链流通率仅仅为 5%、15%、23%，冷藏运输率分别达到 15%、30%、40%，远低于欧美发达国家水平（发达国家肉禽冷链流通率已经达到 100%，蔬菜、水果冷链流通率达 95% 以上）。2010 年 7 月发改委《农产品冷链物流发展规划》提出，

2015 年我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别达到 20%、30%、36%以上，冷藏运输率分别提高到 30%、50%、65%左右，流通环节产品腐损率分别降至 15%、8%、10% 以下。后续更为细化的物流扶持政策有望进一步推动冷链物流的发展，将带动上、下游的冷库、中游的冷藏运输、以及终端消费领域的超市冰柜、陈列柜等的发展。代表公司如保税科技、铁龙物流。

表 2 冷链物流业发展规划

指标	农产品品种	2010 年	2015 年
冷链流通率	果蔬	5%	20%
	肉类	15%	30%
	水产品	23%	36%
冷藏运输率	果蔬	15%	30%
	肉类	30%	50%
	水产品	40%	65%
流通环节产品腐蚀率	果蔬	20-30%	15%
	肉类	12%	8%
	水产品	15%	10%

资料来源：《农产品冷链物流发展规划》，海通证券研究所

触摸屏：仍在发展初期，平板电脑集中上市驱动需求

3G 网络普及使得互联网由桌面互联网进入移动互联网时代，除传统 PC 外，智能手机和平板电脑两大新的超级终端应运而生。由此给相关电子零部件带来新的成长动力，尤其是显示领域。触摸屏逐步取代键盘，需求旺盛，代表公司如欧菲光。

触摸屏行业仍在发展初期，需求旺盛。在智能手机中的渗透率还很低，同时平板电脑在迅速放量，触摸屏目前甚至于有供不应求的情况存在。根据 Display 预计，2011 年智能手机出货量将达到 2.90 亿部，2012 年将达到 4.24 亿部。除苹果外，各大手机厂商、电脑厂商及代工厂均纷纷于 2010 年底或 2011 年初推出自己的平板电脑，海通研究所电子行业分析师预计 2011 年 2 季度将迎来各大厂平板电脑产品上市的高峰，iPad2 的推出加快了其他厂商相关产品的推出进度。包括摩托罗拉的 Xoom，三星的 Galaxy Tab，华硕的 Eee Pad，HTC 的 Flyer 等。

表 3 平板电脑 2011 年出货量预测（万台）

	平板电脑	iPad	其他平板电脑
高盛	5460	3822	1638
Canaly	5200	4000	1200
元大投顾		3700	
台湾康和证券		4500	
中国市场情报中心	4700	3370	1330

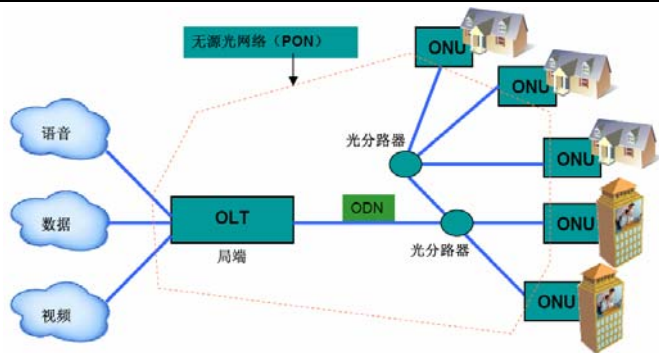
资料来源：列表中相关公司预测报告，海通证券研究所整理

光通信配套设备：光纤宽带接入投资增长驱动配套设备需求增长

光纤宽带接入投资未来 3-5 年呈现不断增长的态势。宽带接入网络为树状结构，随着光纤宽带接入逐级渗透，由 FTTZ/FTTB 向 FTTH（光纤到户，用户独享光纤端口模式）演进，树状结构的节点数、需要的 FTTx 设备（尤其是 ODN 设备）呈指数级增长，而 3G 网络为简单网状结构，投资规模与新增基站呈线性关系。

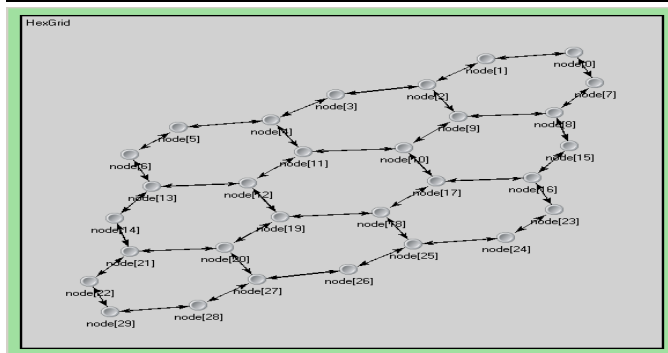
行业集中度不断提升利于设备商。目前中国移动和中国电信通过对供应商进行严格认证、集团招标集采，已经各只有 10 多家配套设备供应商。随着行业集中度提示，需求增长使得设备商受益更明显，代表公司如新海宜。

图 26 FTTx 网络的树状拓扑结构



资料来源：海通证券研究所

图 27 3G 网络的蜂窝状拓扑结构



资料来源：海通证券研究所

节能环保：固废处理、电厂脱硫脱销

《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》将节能环保产业列为七大战略新兴产业之首。“十二五”期间，我国节能环保产业投资需求将达 3 万亿元，节能环保机遇空前。尽管环保公司整体一季度业绩低于预期，是由于一季度由于气候等多方面原因，一般都是工程开工建设和结算的低点，而随着政策措施的不断落实，有望下半年出现转机。细分子行业看好两个：一是固废处理，二是电厂脱硫脱销。

固废处理：到 2015 年全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80% 以上，直辖市、省会城市和计划单列市生活垃圾全部实现无害化处理。每个省（区）建成一个以上生活垃圾分类示范城市。50% 的设区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理。城市生活垃圾资源化利用比例达到 30%，直辖市、省会城市和计划单列市达到 50%。建立完善的城市生活垃圾处理监管体制机制。到 2030 年，全国城市生活垃圾基本实现无害化处理，全面实行生活垃圾分类收集和处置。城市生活垃圾处理设施和服务向小城镇和乡村延伸，城乡生活垃圾处理接近发达国家平均水平。“变废为宝”成焦点，目前无害化处理 80% 左右采用的是填埋的方式，预计未来焚烧发电所占的比例将大幅提高，为垃圾焚烧等固废处理公司带来政策利好。代表公司如国电清新。

电厂脱硫脱销：《火电厂大气污染物排放标准》新一轮修订工作已经完成，有望三季度出台，标准加大了对火电大气污染物中氮氧化物的控制力度，收紧了二氧化硫、烟尘等污染物的排放限制、增设了汞及其化合物控制指标。现役 7.07 亿千瓦火电机组中将有 94%、80% 和 90% 的机组需分别进行除尘器、脱硫和脱硝改造，改造费用共约 2000 亿-2500 亿元。未来脱硫脱销烟尘处理市场巨大，脱硫脱销企业以及相关环保设备提供商将受益匪浅。

信息披露

分析师声明

策略团队：陈瑞明，吴一萍，荀玉根

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪 辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一洋 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

基金研究团队

姜 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗 震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

高 远 (021) 23219669
李 宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

联系人

王 旭 (021) 23219396
汤 慧 (021) 23219733

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

联系人

徐益鋈 (021) 23219443

xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
袁兵兵 (021) 23219454
蒋 科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵 健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411
舒 灏 (021) 23219171
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
shuh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405
联系人
夏 木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董 乐 (021) 23219374

dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白 洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞 楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282
联系人
齐 莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

联系人
刘 宇 (021) 23219608
刘 杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘 博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易国辉 (021) 23219737
张 瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244
联系人
孔维娜 (021) 23219223

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业

联系人
赵 健 (021) 23219472

zhaoj@htsec.com

电力设备及新能源行业

张 浩 (021) 23219383
联系人
牛 品 (021) 23219268
房 青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com
np6307@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415

lufm@htsec.com

白瑜 (021) 23219430

baiy@htsec.com

联系人

汤砚卿 (021) 23219768

tyq6066@htsec.com

银行业

联系人

刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com

社会服务业

林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747

tll5535@htsec.com

谢盐 (021) 23219436

xiey@htsec.com

联系人

贾亚童 (021) 23219421

jiayt@htsec.com

造纸轻工行业

徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理

(021) 63609993

chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理

(021) 23219381

hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com

刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com

辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com

高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com

上海地区销售团队

高溱 (021) 23219386 gaoq@htsec.com

季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com

胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com

黄毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com

朱健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com

肖文宇 (021) 23219442 xiaowu@htsec.com

王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com

北京地区销售团队

孙俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com

张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com

殷怡琦 (010) 58067944 yinyq@htsec.com

王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com