

方正证券研究所

策略研究组

尹 哲

TEL: (010) 68584801

E-mail: yinzhe@foundersc.com

SAC 证书编码: S1220511020010

联系人:

王 铮

TEL: (010) 68584872

E-mail: wangzheng@foundersc.com

曾 岩

TEL: (010) 68584873

E-mail: zengyan@foundersc.com

请务必阅读最后特别声明与免责条款

我们的逻辑:

在年度策略中我们曾以国际化的视角阐述了当前中国经济面临的约束,其核心是资产价格泡沫严重。我们对可能的政策着力点做出预判,一是货币政策调控基准将发生偏移,对通胀的容忍度将适当提高,对经济增长的预期将适度降低。二是充分发挥财政政策(产业政策)精准性,积极出手以增加有效供给。即选择主动“类滞胀”,同时积极扩展产业深度与宽度,培育新的经济增长点,以期涅槃新周期。

我们的观点:

我们认为对于长期的通胀问题政策已有远虑,而近忧舒缓,对于单纯“胀”的问题不足为惧。真正约束政策实施的,以房地产为首的资产价格泡沫已得到缓解。

同时,要素禀赋的差异与优势将引导中国经济新周期的涅槃,其中中高端劳动力集中的新兴产业将成为新周期触发点,并引导资产合理配置,进一步解决泡沫问题。

经济增长放缓与泡沫约束的放松将促使政策在下半年放松,具体体现在货币政策的方向性优化、财政及产业政策刺激两个方面;加之外部影响逐步明朗,政策路径将逐步明晰并推动股指上行。

对于估值,我们认为传统大盘有望反弹修复,而新兴板将启动鱼龙分野。预测 2011 年上证综指约在(2522, 3242)区间。

除了政策与股指“交谊舞”带来的整体性机会,从要素禀赋出更带来结构性的投资机会,我们推荐以下行业:机械(海洋工程、高铁、机床、军工),通信(数字无线集群、光电),电子(PCB),化工(精细化工、医药中间体),有色新材料(新能源汽车),建筑建材(钢结构),商贸(百货),农业(养殖);以及金融、采掘、交通运输等低估值传统行业。

正文目录

引言.....	4
1. 经济之辩 - 主动类滞胀，涅槃新周期	5
1.1. 通胀 - 已做远虑，近忧舒缓.....	5
1.2. 增长 - “主动”滞胀交换泡沫化繁荣.....	12
2. 政策预期 -- 约束舒缓释放空间 增长减速引发刺激.....	19
2.1. 约束舒缓释放空间.....	19
2.2. 增长降温引发刺激.....	20
3. 流动性之道 -- 疏浚治本 一石三鸟	23
3.1. 基础货币蓄势已高.....	23
3.2. 资产配置疏浚治本.....	24
4. 估值展望 - 传统大盘期待反弹修复 新兴板块启动鱼龙分野	25
5. 市场趋势 - 曲折发展而致震荡 政策渐明推动上行.....	27
5.1. 曲折发展而致震荡.....	27
5.2. 政策渐明推动上行.....	27
6. 投资策略 -- 把握政策节奏 紧握涅槃机会	29
6.1. 整体性机会.....	29
6.2. 结构性机会.....	29

图表目录

- 图:1 农村居民收入快速增长推高劳动力成本
- 图:2 除食品价格构成短期扰动外,通胀中的货币因素已经消化
- 图:3 制造业就业人数的变动预示就业周期的到来
- 图:4 随着就业周期的启动,服务业就业改善将提升就业绝对人数
- 图:5 债务危机国家长期国债利率大幅攀升
- 图:6 商品价格的货币因素退出,经济因素成为主导,价格逐步回归常态
- 图:7 发电量下降对通胀形成供给压力
- 图:8 消费需求被主动抑制
- 图:9 全球经济仍处于复苏的早期阶段,需求拉动型通胀压力不大
- 图:10 日本资产价格泡沫带来的创伤
- 图:11 全球经济新周期启动初露头角
- 图:12 中国中高端劳动力优势明显
- 图:13 从要素禀赋看产业机会
- 图:14 房价得到抑制并开始松动
- 图:15 2011 年保障房建设相关政策概览
- 图:16 CPI 同比即将达到年内高点
- 图:17 PMI 和工业增加值同比下滑
- 图:18 部分产业政策概览
- 图:19 准备金调整空间不大
- 图:20 净进口快速恢复带来流动性增量
- 图:21 流动性改善的根本在于引导合理资产配置
- 图:22 主板市场和中小板市场市盈率
- 图:23 行业 PE (TTM) 分布
- 图:24 行业 PB (MRQ) 分布
- 图:25 政策的约束决定其只能选择增加有效供给的方式
- 图:26 政策与股市的交谊舞理论

引言

凤凰经历烈火的煎熬和痛苦的考验，获得重生，并在重生中达到升华，称为“凤凰涅槃”。而后，其羽更丰，其音更清，其神更髓。

——百度百科

现象上看是挣扎不息，本质是自我扬弃，这正是经济大转型的真实写照。

1. 经济之辩 - 主动类滞胀，涅槃新周期

通胀，在当前以及此后一段时间都将成为中国经济备受关注的焦点，无论政府的决策行为抑或民间资本的流向都将囿于其变化；同时，一种普遍地对中国经济前景的不确定情绪自去年4季度便开始发酵，投资者疲于在增长与通胀之间做出判断，并试图捕捉宏观调控的方向与力度。这样的背景下，2011年上半年资本市场表现得纠结却又敏感。

在年度策略中，我们曾以国际化的视角来解读这种状况，并将其定义为中国经济的约束：其核心是资产价格泡沫严重。同时我们也对可能的政策着力点做出预判，一是货币政策调控基准将发生偏移，对通胀的容忍度将适当提高，对经济增长的预期将适度降低。二是充分发挥财政政策的精准性，积极出手以增加有效供给和纾缓民生。即选择主动类滞胀，同时积极扩展产业深度与宽度，以期涅槃新周期。

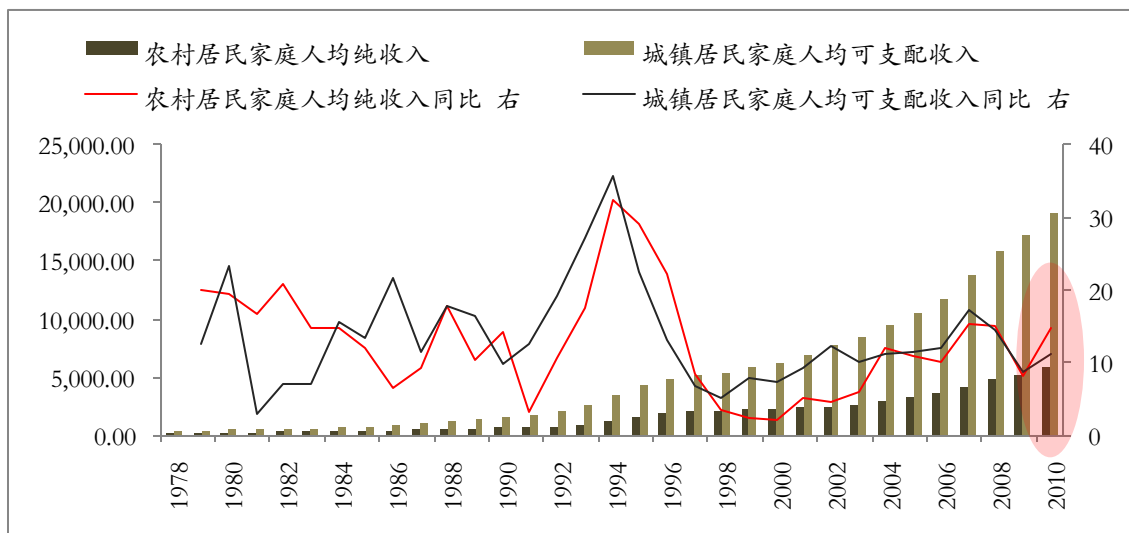
1.1. 通胀 - 已做远虑，近忧舒缓

当前阶段，成本推动、货币驱动、需求拉动在不同程度上影响着通胀水平。由于其作用机制各不相同，宏观政策也将差异化的对待。

1.1.1. 政策基准调整应对整体通胀水平抬升

2010 年，得益于农民工工资上调及农产品价格上涨，中国农民收入增速 13 年来首次超过城市，农民收入持续上涨。成本推动型通胀已成通胀考虑内的长期问题。

图:1 农村居民收入快速增长推高劳动力成本



数据来源：Wind, 方正证券研究所

对于成本推动型通胀，其根本是工业化、城镇化进程中劳动力供给结构的变化，即所谓刘易斯拐点问题。一方面是农业部门剩余劳动力的减少，另一方面则是农村生产率的提升缓慢导致无法释放新的劳动力。现象上表现为城镇化进程中土地及房产价格的上升、劳动成本的上升、农产品价格的上涨。

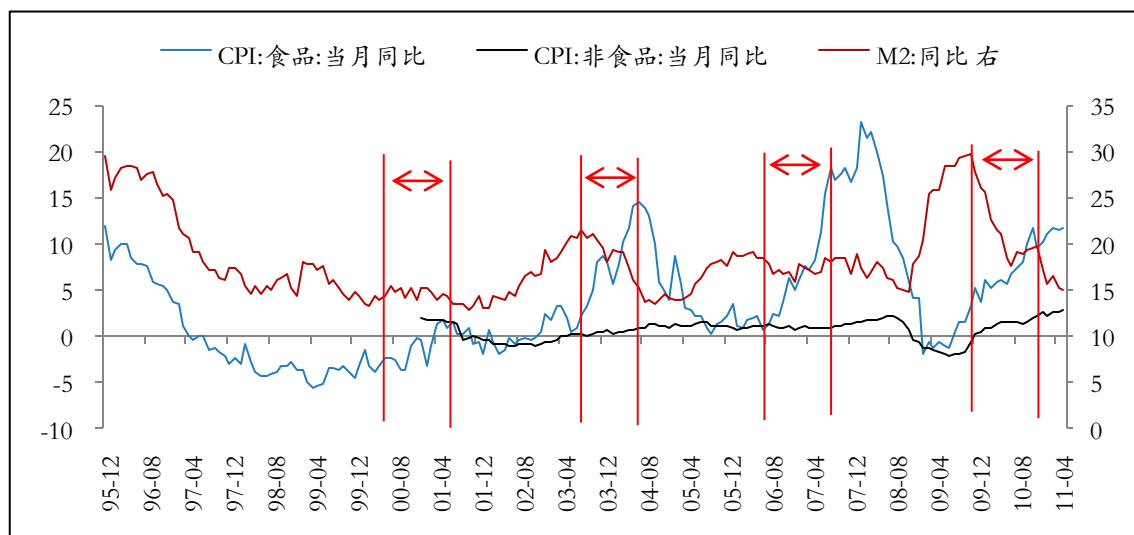
成本推动型通胀本质上是生产、分配领域的改革，并非流通领域总需求层面的问题，与财政政策（如转移支付等）相比，货币政策的作用收效甚微，除非货币政策紧缩到破坏整体经济增长趋势的程度；同时这也是经济发展的阶段性问题，

预计未来几年整体通胀水平将提升，政府的通胀容忍度也将随之上升，进而影响货币政策的调控基准。我们认为，宏观层面对成本推动型通胀已做长远考虑，不必过于纠结其中。

1.1.2. 内外因素显示货币型通胀已无近忧

国内方面，为应对危机而展开的大规模货币投放无疑推升了通胀。过去 10 年历史数据显示，货币释放高点距通胀高点平均时滞约 12 个月。本轮 M2 高点对应的 CPI 阶段性高点出现在 2010 年 11 月，尤其是去除食品影响后的非食品类 CPI。虽然一季度食品价格一度对 CPI 形成扰动，但随着国内货币供给水平的回复，通胀的货币推动因素已无近忧。

图:2 除食品价格构成短期扰动外，通胀中的货币因素已经消化

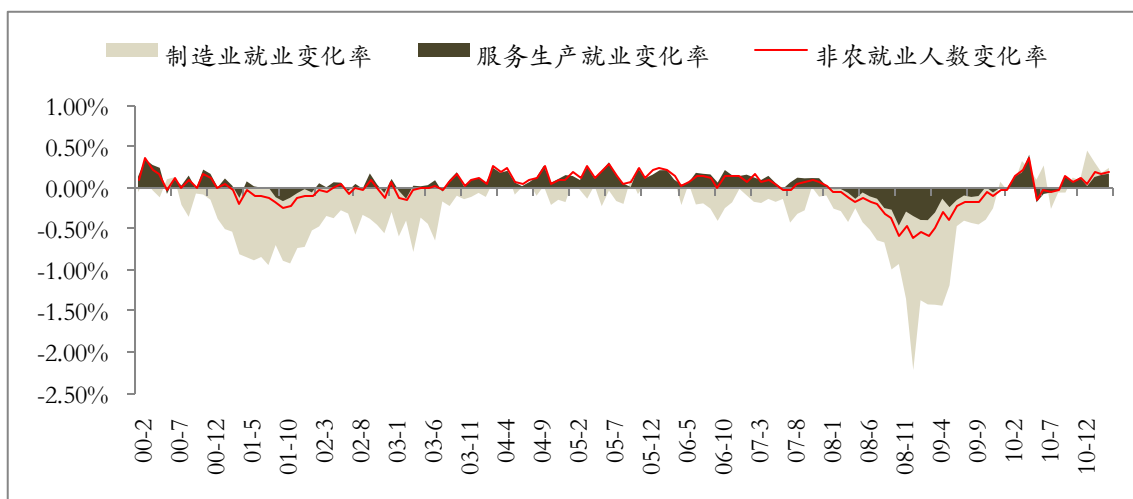


数据来源：Wind, 方正证券研究所

国际方面，美元指数走强、全球流动性收缩，将促使大宗商品价格快速回复。

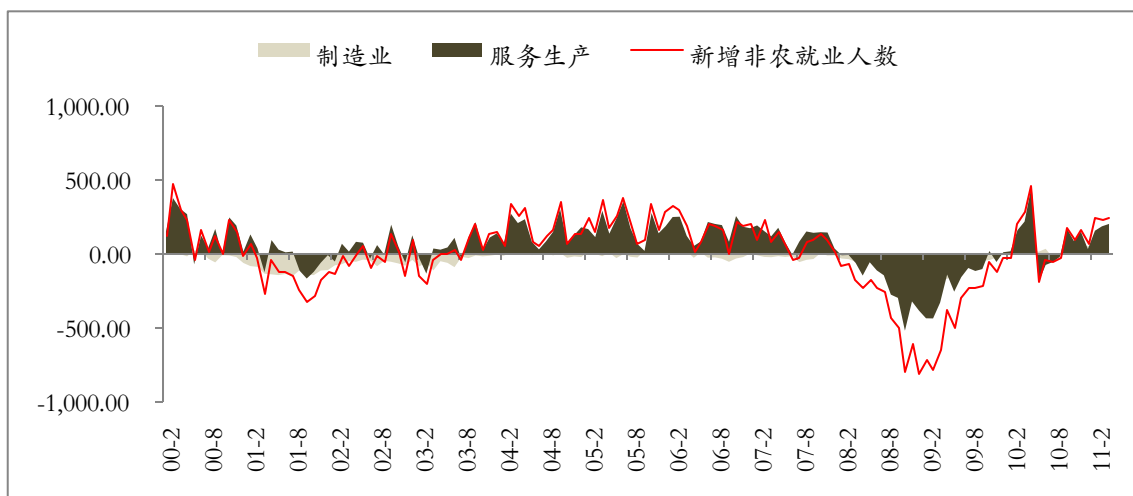
首先，美国经济已逐步进入复苏。新的就业周期到来后服务业就业人数的大幅增加将提升就业绝对数量；美国内信贷环境正在改善，美国银行发放贷款的意愿进一步提升，不仅针对企业的商业和工业的贷款放宽，同时愿意提供个人消费分期贷款的银行净增数达自 1993 年来的最高水平。此外，美国工业部门的产能利用率 3 月已达 77.4%，接近 80%中性水平，对于推升后期通胀有积极意义。

图:3 制造业就业人数的变动预示就业周期的到来



数据来源：Wind,方正证券研究所

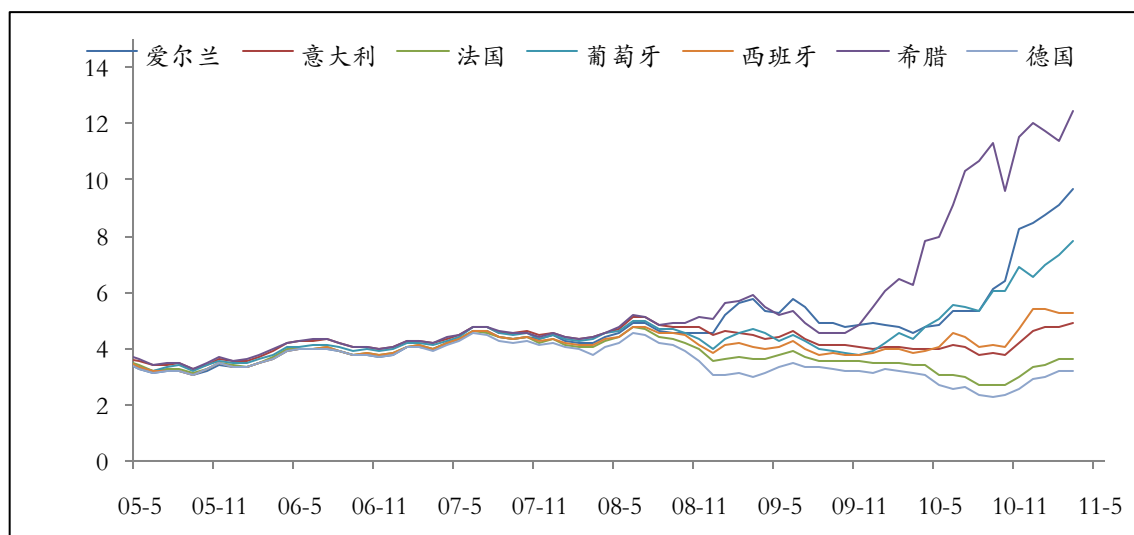
图:4 随着就业周期的启动，服务业就业改善将提升就业绝对人数



数据来源：Wind,方正证券研究所

与此同时，欧洲危机不断深化。5月5日，葡萄牙通过780亿欧元的援助协议，继希腊、爱尔兰之后接收援助。6月23日欧盟将再次评估对希腊的第二次援助计划，这将要求更进一步的财政紧缩计划，以及占其GDP约20%的私有化。未来欧元区边缘国家的融资成本、财政紧缩成本将进一步走高，短期内债务危机风险的加剧，将促使美元走强。

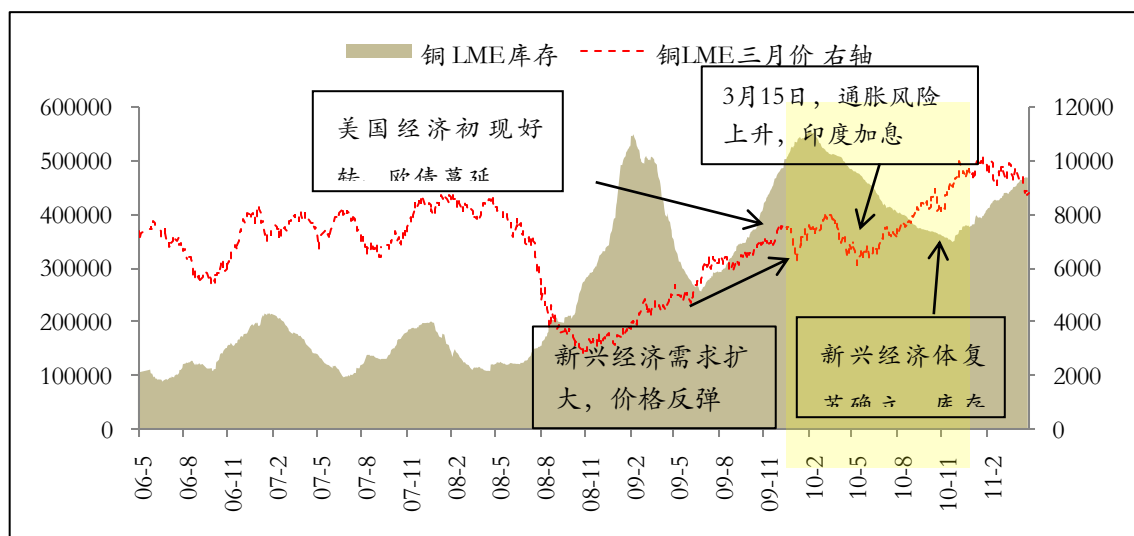
图:5 债务危机国家长期国债利率大幅攀升



数据来源：Wind,方正证券研究所

最终，随着美元走强，国际流动性的收缩，以及实体经济的恢复，大宗商品的价格的货币因素将逐步退出，经济因素成为主导，价格将充分反映产能与库存状况，逐步向常态回复。今年4月开始的大宗商品价格下降就是对前一阶段全球货币推动型通胀的一次结算。

图:6 商品价格的货币因素退出，经济因素成为主导，价格逐步回归常态

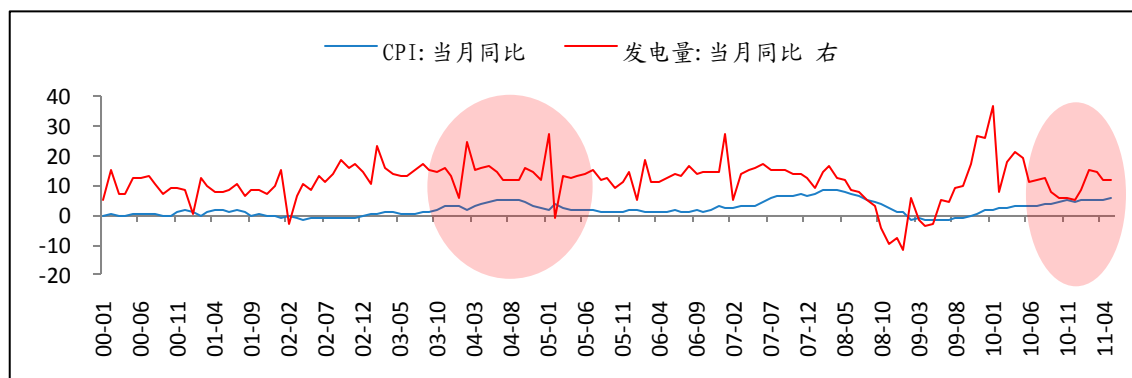


数据来源：Wind,方正证券研究所

1.1.3. 通胀中的供需因素

通过观察供给与需求指标，我们认为与2004-2005年通胀相比，当前的通胀更多的是由供给侧压力造成的。从上游发电量来看，04-05年高通胀期间，发电量同比增速处于高位，而当前受到节能减排、淘汰产能等主动的结构调整政策影响，供给面出现了波动，加之各类资源品价格上涨，通胀一路向下传导。

图:7 发电量下降对通胀形成供给压力



数据来源：Wind,方正证券研究所

再看需求侧，一季度需求增速适度，但通胀依就高企，除了上述供给原因外，仍有政策主动抑制的影响。从批发与零售商品零售额上看，汽车销售受三项刺激政策退出影响较大，家具、建材及装潢受地产调控拖累，其他商品需求仍较为旺盛。

供需两方看，现阶段通胀的形成已在政策考虑范围之内。此外，考虑到需求拉动与成本推动型通胀在具体界定时的模糊性，即使需求持续旺盛，短期内也难以对政策形成压力，所谓紧缩更多的是针对货币与资产价格泡沫而言。

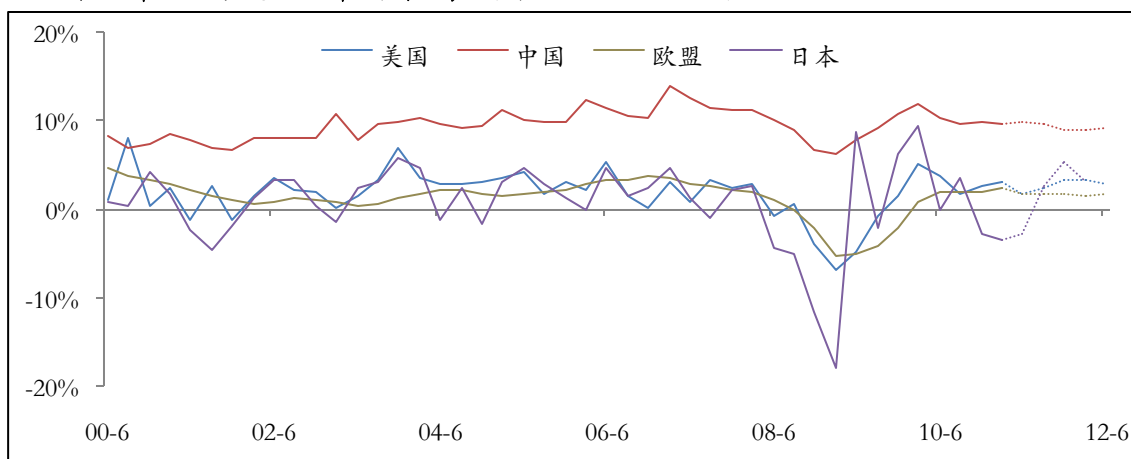
图:8 消费需求被主动抑制

金额同比%	食品、饮料、烟酒类	服装鞋帽针纺织品类	家用电器和音像器材类	家具类	建筑及装潢材料类	化妆品类	金银珠宝类	汽车类	石油及制品类
2010-07	22.70	24.40	25.60	35.90	28.20	16.90	44.20	27.60	29.10
2010-08	25.50	22.10	25.60	40.40	28.30	17.70	36.20	35.20	26.60
2010-09	31.90	26.70	28.50	39.60	39.00	16.70	54.90	29.70	29.30
2010-10	27.30	32.60	22.60	35.80	30.10	15.40	45.60	32.20	31.00
2010-11	31.80	20.40	22.60	33.60	33.50	15.00	67.00	33.60	34.40
2010-12	32.10	27.30	34.90	34.50	37.80	21.30	47.70	37.20	32.70
2011-03	21.80	21.90	26.00	31.90	33.00	21.20	52.40	18.70	43.80
2011-04	23.10	26.80	27.60	30.60	22.90	23.30	54.30	13.20	39.70
历史中位值	19.4	21.7	20.35	33	28.25	19.75	34.4	32.85	34.2
	↑	↑	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑

数据来源：Wind,方正证券研究所

从周期角度而言，一方面，全球经济依旧处于旧的周期刚结束，新周期还在挣扎涅槃。一些旧周期衰退遗留问题还需解决；新的增长点，无论是源于技术的创新、全球分工的重构，都还刚刚开始，因此需求不会太旺盛，对通胀的拉动远不够强。另一方面，若整体需求提振拉动输入型通胀，则意味着企业将具有良好的转嫁能力，盈利状况将获得提升，对股市将构成系统性利好，更不足虑。当然，我们认为那应该是新周期中后期才会有的现象。

图:9 全球经济仍处于复苏的早期阶段，需求拉动型通胀压力不大



数据来源：Wind,方正证券研究所

所以，从成本、货币、供需三方面分析通胀，我们认为对于长期通胀问题政策已有远虑，而近忧舒缓，对于单纯“胀”的问题不足为惧。

1.2. 增长 - “主动”滞胀交换泡沫化繁荣

正如我们在年度策略中提到的，中国当前面临的最大威胁并非通胀，而是资产价格泡沫。泡沫虽然能带来短期的繁荣，但会留下巨大的后遗症，危害长期经

济发展。在处理“胀”与资产价格时，货币政策首当其冲，这也对“滞”的改善形成了牵制，这就形成了我们“主动”滞胀交换泡沫繁荣的观点。

1.2.1. 日本的历史经验

关于货币政策如何应对资产价格泡沫存在着两种观点，一是资产价格泡沫破灭后货币政策的事后对应，以美联储为主(FRB View)；一是运用货币政策避免泡沫发生而采取的事前对应，以国际清算银行及欧洲央行为主(BIS View)¹。两者的区别主要在两方面，一是对资产价格泡沫的重视程度不同。前者认为资产价格泡沫对投资、需求的影响同样反应在通胀率上，因此资产价格不应纳入货币政策目标；而后者认为即使短期通胀不显著，但由于信用膨胀等金融不平衡的扩大，终将引发风险，因此应重视资产价格。另一方面是对泡沫判定的认识不同。前者更关注需求方面产生的短期压力；后者认为应监测信仰膨胀、投资比率等金融不平衡的信号。从日本及美国的经验来看，考虑到泡沫破裂的巨大危害，我们更倾向于 BIS View。

上世纪，日本在物价相对稳定的环境下出现了资产价格泡沫。自 1983 起房地产及股市持续上升，并在“广场协议”后急剧膨胀。90 年代后随着泡沫繁荣的坍

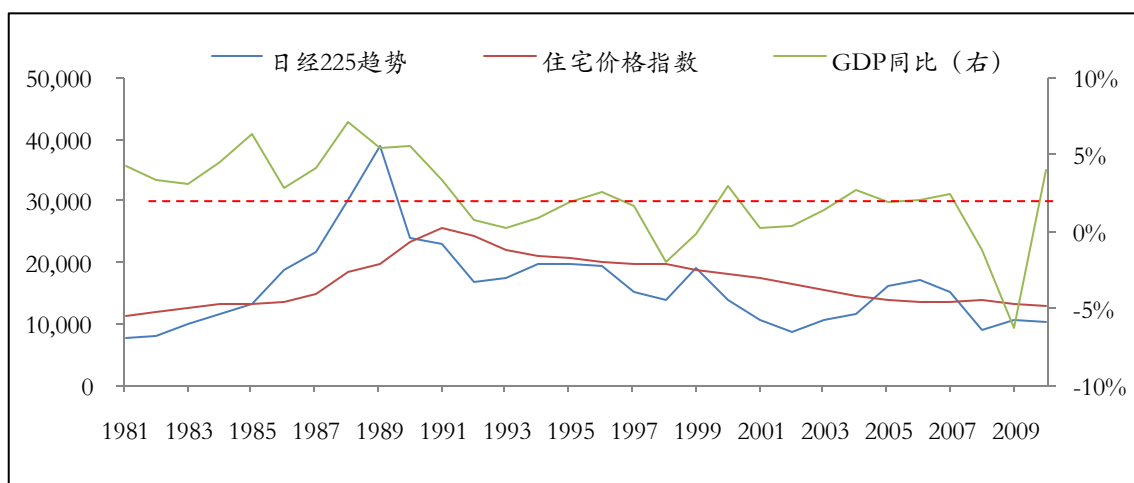
¹刘瑞，2007，Asset price bubbles and the effects of monetary policy —the experience from Japan and its enlightenments to China，日本住友财团 2007 年度「アジア諸国における日本関連研究助成」。

塌，日本经济经历“失去的十年”。期间货币政策的传导路径大致是：资产价格上升预期→宽松金融环境→流动性过剩→资产价格膨胀→形成泡沫→政策（货币、财政）紧缩→经济措施过于严厉→资产价格下跌→企业、金融机构破产→泡沫破灭。

日本央行货币政策的失误，对泡沫的形成起了决定性的作用。但其政策背景面临着一系列约束。首先，是日本出口激增招致“广场协议”导致日元升值及强烈升值预期，为缓解出口企业压力，央行持续下调利率维持宽松货币环境。其次，在出口下降同时为扩大内需，持续对公共事业进行投资并进行减税。再次，得益于日元升值，进口价格下降，国内供给能力预期增强使的物价水平能够保持较低水平，干扰了货币政策判断。

观察日本的泡沫化繁荣，与当前中国面临的状况如此相似！

图: 10 日本资产价格泡沫带来的创伤



数据来源：Wind, 方正证券研究所

1.2.2. “主动”滞胀交换泡沫化繁荣

国内情况看，数据显示，除了受到房地产购房政策和部分城市购车限制政策所表现出来的“被抑制了”的需求外，其他的需求在最近的“滞胀”阶段都非常旺盛。

2011 年经济增长从客观条件而言不是问题，“滞”是政策“主动”选择的结果。既然是“主动”的，因此，我们对经济增速并不悲观。换句话说，只要政府觉得“滞”得超出它认为适当的范围了，完全有能力通过政策的适度放松将增长速度推升至理想的区间。因此，关于短期增长速度的预期必须进入到政策部分进行分析。

1.2.3. 禀赋差异引导新周期涅槃

新周期的启动已经初露头角。从全球经济发展周期看，美国以资产泡沫化繁荣度过了一个中周期后，虽然将问题大多转嫁了他人，但其全球的高科技和国际货币主导权都受到了严重的挑战。美国势必需要复兴其制造业，美国为领导性的一轮新的周期将从此发端。从美国推动互联网的历史看，我们认为全球新周期的启动已经初露头角，它与全球后危机的处理互为依托。

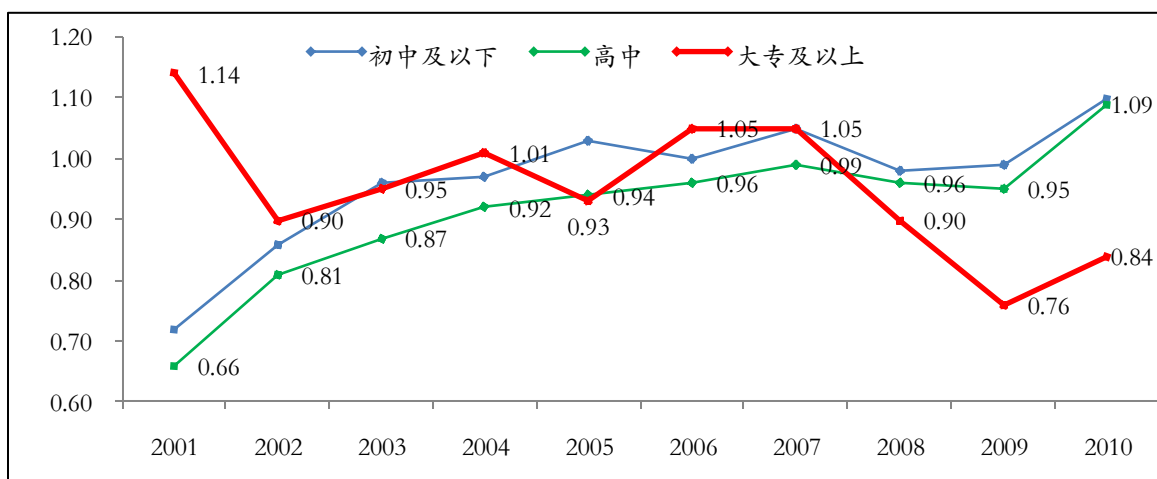
图: 11 全球经济新周期启动初露头角

互联网时期		现阶段	
1991	通过了《高性能计算与交通法案》。	2007 年 12 月，	通过《能源独立和安全法案》。其中 法案规定政府将投资于太阳能、地热 和流体能源的开发研究。
1993 年 9 月	克林顿政府大力倡议建设“互联网高速公路”。	2009 年，	奥巴马政府推出了“美国复兴与再 投资计划”，其要在 3 年内让美国再 生能源产量倍增，足以供应全美 600 万户用电,这是过去计划在 30 年内才 能达到的目标。
1995 年 9 月	，第一个网页浏览器公司网景公司上市，首日涨 幅 108%。10 月，摩根斯坦利分析师 Mary Mecker 发布了《互联网报告》。此报告成为该行业的里 程碑，并被投资者誉为互联网行业的“圣经”。	201 年重演	
1996-2001 年	互联网泡沫时代，凡是名字以” e-” 开头 或”.com” 结尾的公司，股价都会飞涨，被称为 “前（后）缀投资”。		

数据来源：Wind,方正证券研究所

要素禀赋优势指引中国在新周期中的角色。在一轮全球新周期的启动中，作为非领导性的经济体，我们更重要的是要依据自身的要素禀赋优势明确自身的定位。低端劳动力：优势在急剧衰减； 中高端劳动力：优势正在日益明显，但顶端的劳动力优势尚待建立；（国际）货币形态的资本具有相对优势；设备技术形态的资本在一些领域已经建立起相对的全球优势，这主要体现在一些产业已经出现了全球性公司。

图: 12 中国中高端劳动力优势明显



数据来源: Wind, 方正证券研究所

从劳动力要素禀赋角度看, 七大新兴产业都是集中体现中高端劳动力优势的, 这决定了它们将在新一轮周期中面临满足新兴内需和参与全球配套的成长机会。从资本之设备技术形态要素禀赋看, 我们认为新型信息产业、高端装备制造业和新能源汽车产业已经具有争夺全球市场龙头的机会。从资本之(国际)货币形态禀赋看, 我们认为包括金融、消费等服务业将面临巨大的内需和区域国际化市场的机会。

图:13 从要素禀赋看新兴产业机会

新兴产业	全球市场	内需市场
节能环保	★	★★
新兴信息产业	★★★	★★
生物	★	★
新能源	★	★★
高端装备制造	★★	★★★★
新能源汽车	★★	★★★★
新材料	★	★★
金融	★	★★
消费	★	★★

数据来源：方正证券研究所

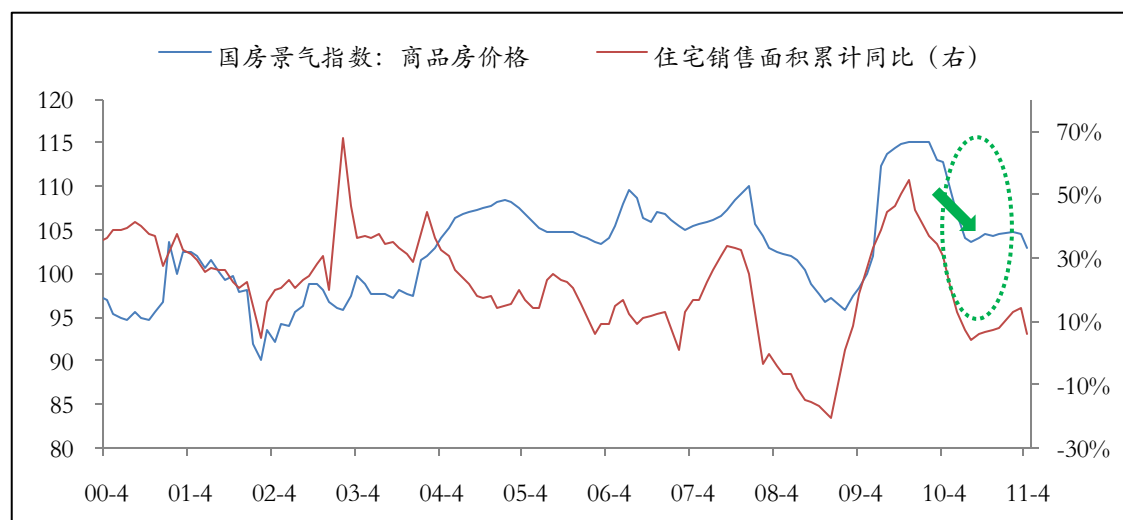
2. 政策预期 -- 约束舒缓释放空间 增长减速引发刺激

2.1. 约束舒缓释放空间

2.1.1. 房产泡沫约束舒缓

短期来看，房价已得到了压制，并终于开始松动下滑；中期来看，住宅价格泡沫决定了它必然会有一轮巨大的调整；长期来看，保障房提高到“政府对人民的庄严承诺”的政治高度。房地产行业有望回归供给主体的“名实相符”。

图: 14 房价得到抑制并开始松动



数据来源：方正证券研究所整理

图: 15 2011 年保障房建设相关政策概览

时间	保障房建设相关政策
2011 年 6 月 2 日	关于切实落实保障性安居工程资金加快预算执行进度的通知
2011 年 3 月 29 日	北京市将新建住房价格调控目标定为“稳中有降”
2011 年 2 月 21 日	保障性住房目标责任书

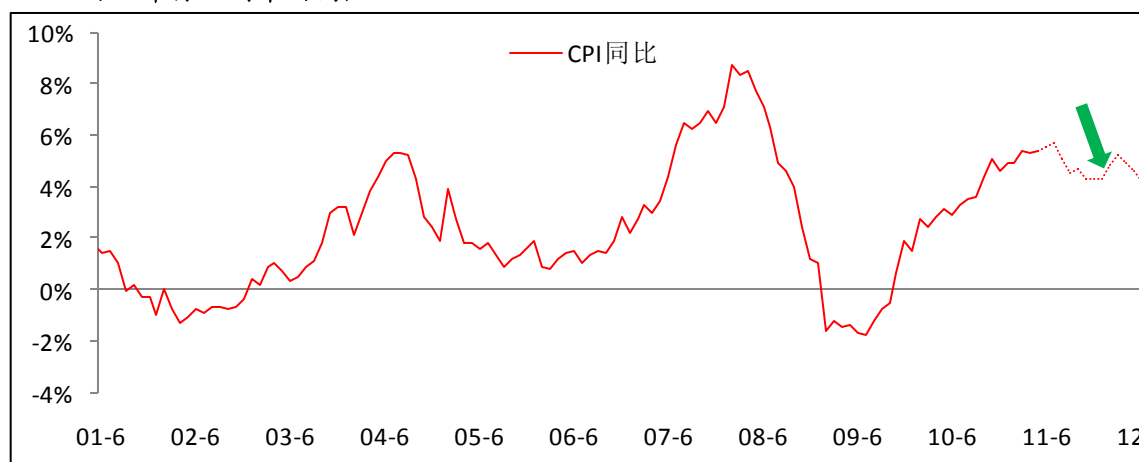
2011 年 1 月 22 日	财政部：继续落实保障房减免税费优惠政策
2011 年 1 月 20 日	财政部：确保完成今年 1000 万套保障房建设目标
2010 年 12 月 29 日	住建部：将规范保障房退出机制

数据来源：方正证券研究所整理

2.1.2. 通胀约束舒缓

前面我们已经从成本推动、货币推动、需求拉动各个方面指出了通胀不需过滤。最后一个技术性的因素是通胀的翘尾因素将在 6 月达到高点，我们的宏观研究团队预期 CPI 将在 6-7 月间达到顶部，而后将逐步回落到 4-5% 之间。

图: 16 CPI 同比即将达到年内高点



数据来源：Wind, 方正证券研究所

2.2. 增长降温引发刺激

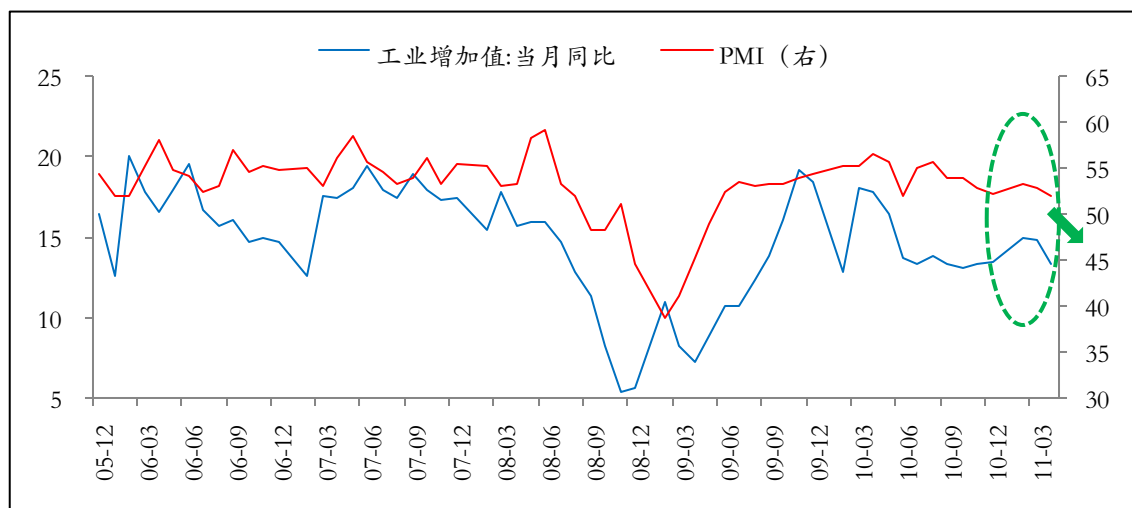
上半年增长速度明确降温，房价泡沫和通胀约束舒缓的前提也已拥有，因此，我们预计政策在下半年势必有所放松。目的在于既要挣脱约束，更要培育新的增长点。这将体现在货币政策的方向性优化、财政及产业政策刺激两个方面。

2.2.1. 货币政策紧缩力度适度放松

货币政策紧缩力度适度放松，主要体现在信贷规模控制上的放松。急剧货币紧缩给经济增长，尤其是中小企业、民营经济的发展带来的不利影响已经显性化，而这些主体正是结构转型和发展新兴产业的主力。工信部发布的《2011 年中国工业经济运行春季报告》称，中小企业获取银行贷款的综合成本上升幅度至少在 13% 以上。从最近出台的支持中小企业贷款政策看，微调已经开始启动。

信贷方向优化将进一步加强。由于资产泡沫还没有全面压制下去，尤其是通胀表观数据依旧偏高，因此，货币政策的放松将以信贷方向的指导和监督会更为严厉为前提，因此，总量略为宽松的同时，结构会有大优化。

图: 17 PMI 和工业增加值同比下滑



数据来源: Wind, 方正证券研究所

2.2.2. 产业政策逐步加强

保障房、水利、军备、国土功能区基础设施、高铁等政府为主导的投资力度将在下半年逐步加强；七大新兴产业的投资与扶持力度将随着一个个具体的产业发展规划和政策的出台而加强。

图: 18 部分产业政策概览

产业	投资规模和前景
高铁	未来三年投资约 9000 亿元，建成 9200 公里高速铁路。
保障房	2011 年开工建设 1000 万套，“十二五”期间新建各类保障房 3600 万套，将对建材、工程机械、家电等行业产生显著拉动作用。
水利	十二五期间农村水利总投资规模有望达到 1.3 万亿，年复合增速 20%，而建筑工程、设备等项目开支将占到农村水利投资支出的八成左右。
军费	2011 年计划军费开支为 6011 亿元，同比上涨 12.7%。按照国防经济学术界的观点，军费占 GDP 的比例在 2%-4% 之间，是比较安全的比例区间。中国军费占 GDP 比例十年来一直保持在 1-1.5%，远低于 2.4% 的世界平均水平，中国军费有足够空间进行补偿性增长。未来 5 年中国军费复合增长率为 14% 左右，2015 年将超万亿。

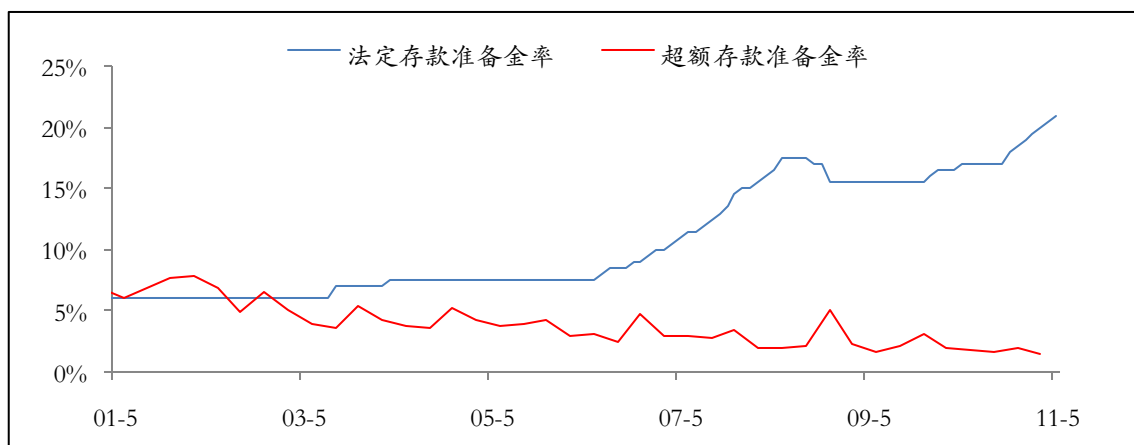
数据来源：方正证券研究所整理

3. 流动性之道 -- 疏浚治本 一石三鸟

3.1. 基础货币蓄势已高

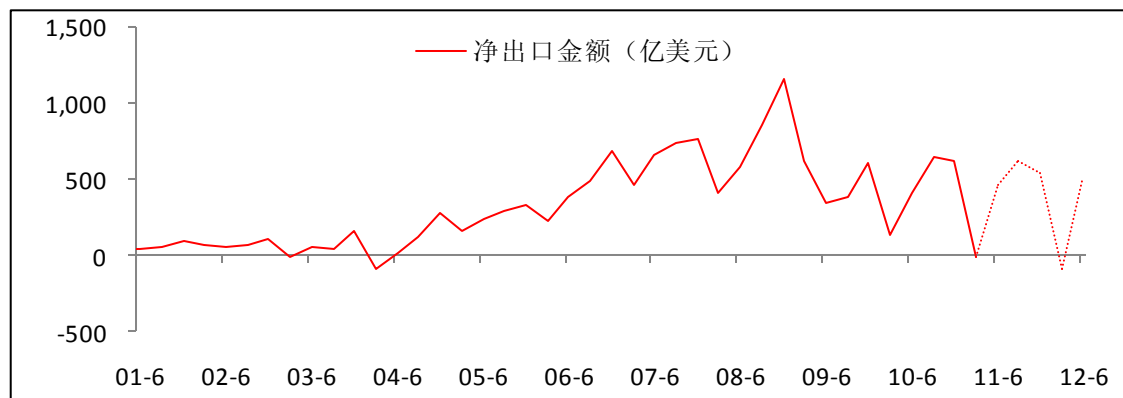
存量流动性紧缩空间不大。存款准备金率已经不断创出新高，银行超额准备金率已经达到历史最低位。若继续调升准备金率，则将对银行间资金面产生重大边际影响，势必掣肘其紧缩空间。增量流动性正在改善。净进口快速恢复，外汇占款将带来新的流动增量。

图: 19 准备金调整空间不大



数据来源：方正证券研究所

图: 20 净进口快速恢复带来流动性增量



数据来源：方正证券研究所

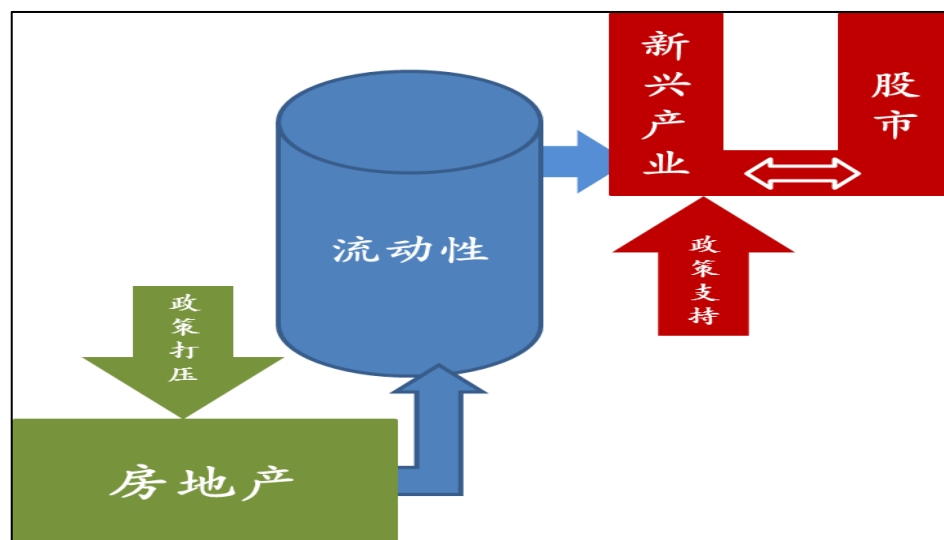
3.2. 资产配置疏浚治本

地产政策效果反复的主要原因是在于政策只偏重堵截流动性的进入，缺乏治理泡沫的根本之道——疏浚。加速发展新的投资机会，吸引资金从追逐泡沫资产中流出，方为治本之道。

新兴产业快速发展，相关公司和股票盈利增长，吸引资产从地产的泡沫中向这些行业的实体和股票配置，往复良性循环，则一石三鸟，皆大欢喜。

新牛市之基础在于踹掉“高房价”这根腐朽的门槛；高房价这个洪水猛兽的治理之缰又在于新经济、新牛市的兴起。

图: 21 流动性改善的根本在于引导合理资产配置



数据来源：Wind, 方正证券研究所

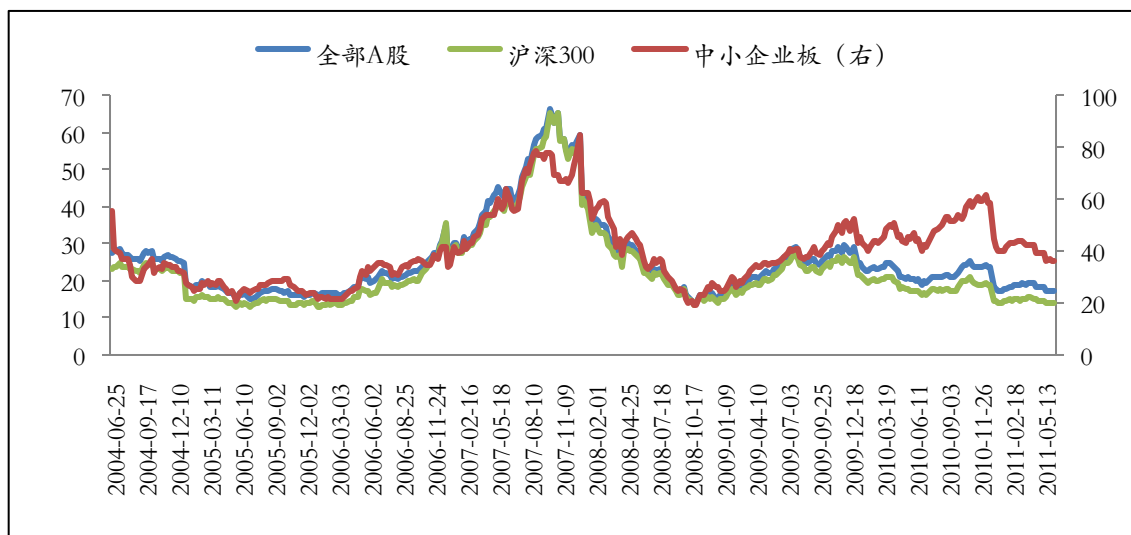
4. 估值展望 - 传统大盘期待反弹修复 新兴板块启动鱼龙分野

整体估值处于历史底部。我们认为市场已经反映了对经济和政策非常悲观的预期，估值具有反弹动力，亦对居民资产配置具有吸引力。

大盘股估值处于历史底部，同样是市场已经反映了对经济和政策非常悲观的预期，估值具有反弹动力。

中小板估值处于历史平均水平。依据我们对未来新经济周期方向的推演，其估值非常经典地完成了从鱼龙混杂，启动第一轮泡沫，然后再泥沙俱下地调整的过程。接下来应该是真正鱼龙分野，寻找下一轮牛市的“Tenbagger”的时候了。

图: 22 主板市场和中小板市场市盈率

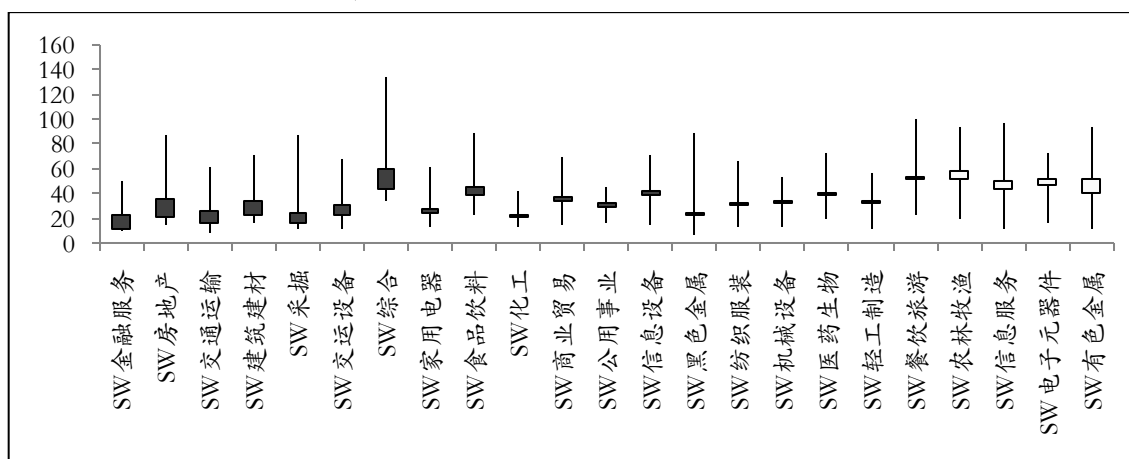


数据来源: Wind, 方正证券研究所

与上一轮经济注推动力——城镇化、重化工相关联的行业，也是当前大市值行业整体市盈率处于相对历史低位，可以期待政策积极微调后的估值反弹。

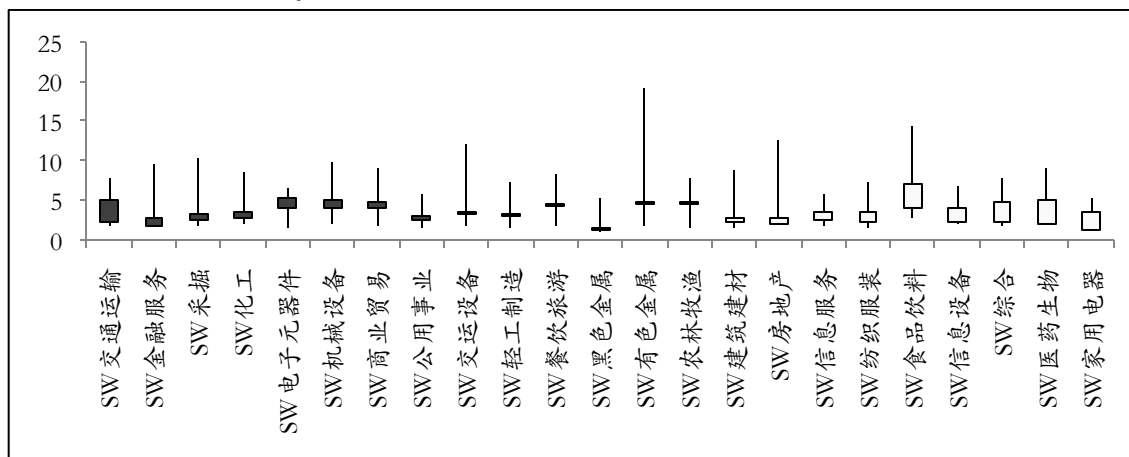
新兴产业集中的行业基本处于历史估值的平均水平附近，应有的估值优势还没有体现出来，随着新周期的启动，将在鱼龙分野的前提下，估值与业绩同步提升。

图: 23 行业 PE (TTM) 分布



数据来源: Wind,方正证券研究所

图: 24 行业 PB (MRQ) 分布



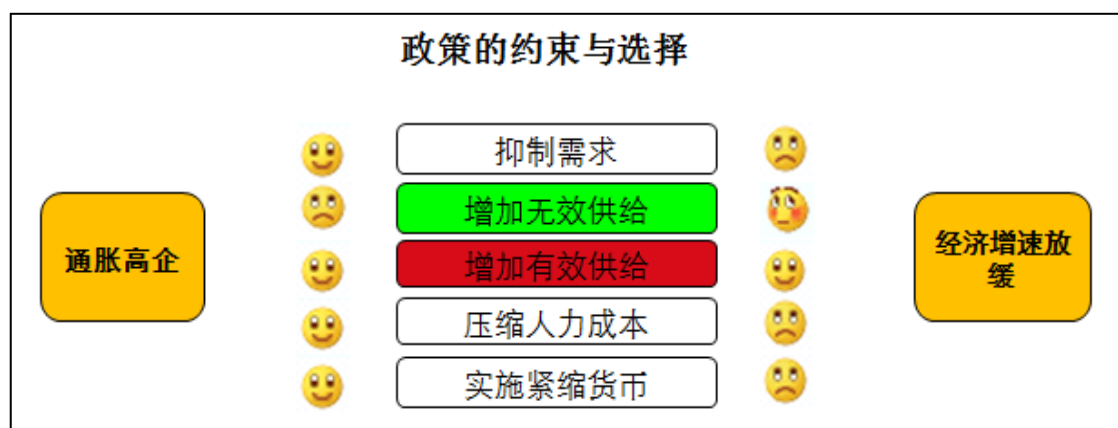
数据来源: Wind,方正证券研究所

5. 市场趋势 - 曲折发展而致震荡 政策渐明推动上行

5.1. 曲折发展而致震荡

中国当前的经济形势是一个扰乱了的中周期和生产、分配结构调整纠结在了一起；叠加上全球的中周期更迭，以及国际经济分工与新帝国主义势力的重构，是非常复杂的。向任何方向突围都会发现存在很多内在的约束和外部的反扑，因此，政策与经济的博弈会不断反复，曲折发展，现象会扑朔迷离，决策层只能在其中试探着相机抉择。进而市场中持各种观点的人都能从短期现象与数据中找到支持，这势必导致投资者信心迷茫，市场对短期冲击缺乏抵抗力，震荡将成为下半年的一个常态。

图: 25 政策的约束决定其只能选择增加有效供给的方式



数据来源：方正证券研究所

5.2. 政策渐明推动上行

首先，基于我们的分析逻辑，货币政策势必向宽松微调。到目前为止，两个约束已有所舒缓。一方面，房地产打压泡沫政策已经初步见效，房价将进一步松动下跌；另一方面，CPI 也将在 6-7 月份达到年内最高，随后逐步回落。而经济增速则在政策的影响下逐步放缓，这势必引起连续紧缩的货币政策向宽松方向微调和信贷结构优化。其次，财政与产业刺激政策将接踵而来。其中，保障房建设、以航母为标志的军工投资、七大新兴产业下半年会陆续出台具体产业政策和规划。再次，外部影响逐步明朗。美经济短期受影响下滑明显，但下半年会有所好转，美元将持续走强；日本地震所造成的供应链冲击效果正在逐步减弱。我们认为，随着内部政策和外部环境将不断出现的正面冲击，下半年市场将展开一波波向上的攻击前进。

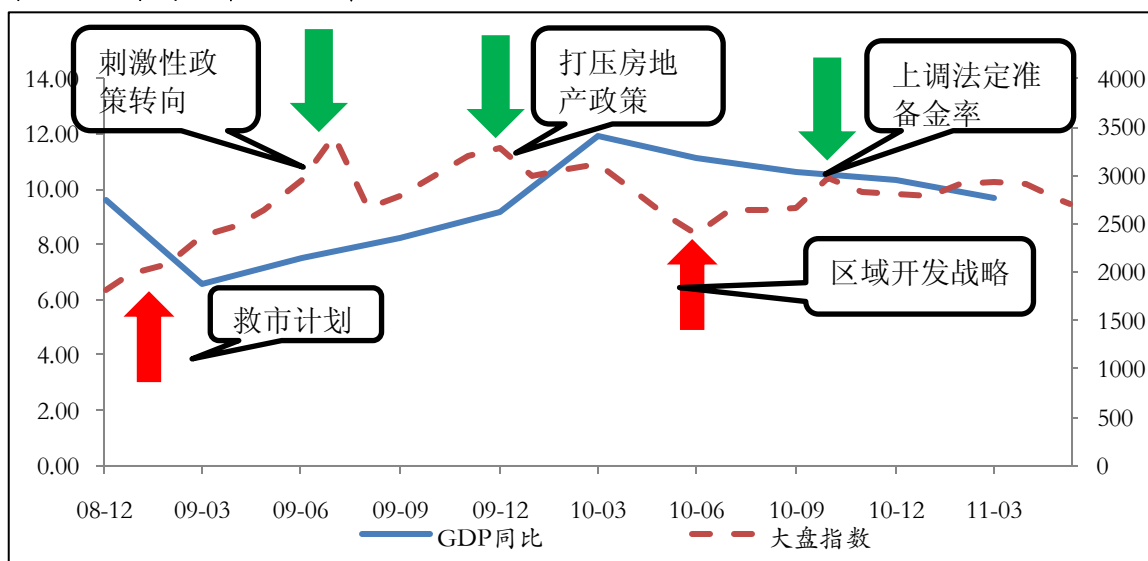
我们测算上证综合指数的盈利增速区间大概在（20%，24%），参考对下半年经济的判断，我们认为企业盈利增速约是 23%。从周期角度看，我们认为当前经济与 2005 年上半年相似，正处于新周期的启动期；从时间角度看，2005 年市场经历急剧下跌后呈现反复震荡，距 2001 年中高点约 3.5 年，亦与当前市场形势类似；因此，我们参考 2005 年上半年估值水平，认为 2011 年 PE 位于（14，18）区间，预测 2011 年上证综指约在（2522，3242）。

6. 投资策略 -- 把握政策节奏 紧握涅槃机会

6.1. 整体性机会

我们认为政策与股市之间存在着“交谊舞”理论。当前整个经济处在非极端状况，政策将成为行情节奏的主导因素。因此，当看到经济数据不好的时候，我们恰恰不应悲观，而应准备迎接政策对经济进行反向的刺激或调控。过去几年都印证了，在经济非极端时期，政策将主导行情节奏，行情往往会在经济数据表现不好的时候启动。二季度诸多增长数据告诉我们行情正在静候政策的号角。

图: 26 政策与股市的交谊舞理论



数据来源：Wind, 方正证券研究所

6.2. 结构性机会

正如我们所说，七个新兴产业与传统行业的分类有很多的交叉，因此我们主

要从要素禀赋角度出发,结合我们的行业覆盖重点,下半年着重推荐以下子行业:

- 机械行业: 海洋工程、高铁、机床和军工;
- 通信行业: 数字无线集群和广电;
- 电子元器件行业: PCB;
- 化工行业: 精细化工和医药中间体;
- 有色新材料: 新能源汽车;
- 建筑建材业: 钢结构;
- 商贸行业: 百货;
- 农业: 养殖。

以估值为主要考虑因素,结合下半年的政策、经济发展形势,我们推荐传统行业中的金融、采掘、建筑建材和交通运输四个大类行业。

随着中国产业的升级与参与国际竞争的需要,我们认为并购重组依然是下半年值得重点关注的主题。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com