



# 布局未来，积极防御

## ——东吴基金 2011 年二季度投资策略报告



(2011 年 3 月 14 日)

主 编 王维诚

### 行业研究

TMT 刘元海  
朱冰兵  
徐 增

银行 刘元海

新能源汽车 赵世光

房地产、家电

建筑材料 薛和斌

食品饮料 邹国英

医药 张 寅

煤炭 张能进

化工 茅玉峰

新能源 宫在轶

环保、高铁 戴 斌

监 审 徐建平  
王 炯  
黎 瑛

地址:

上海浦东源深路 279 号

邮编: 200135

客服热线: 021-50509666

网址: www.scfund.com.cn

### 布局未来，积极防御

2010 年 11 月以来，上证综指箱体窄幅震荡，大小盘轮动频繁，市场热点缺少持续性，政策紧缩预期始终压制上行趋势的出现。

我们认为经济下游需求不足可能导致被动去库存并使上市公司业绩增速面临下滑将是二季度 A 股市场运行的最大风险。根据宏观领先指标和微观调研的情况，我们预计房地产销售在二季度将显著下滑，乘用车和家电则因为同比基数过高等原因而难有超预期的可能。总体来看，二季度经济的下游需求将显不足。与此同时，主要工业原材料目前的高库存状况将无法得到需求端的消化，被动去库存的风险在二季度将显著提高。A 股上市公司业绩将受此负面因素影响而面临下滑的可能。

2011 年上半年通胀形势依然严峻。预计一季度 CPI 为 4.85%，二季度 4.7%，尽管逐季下降，但总体水平仍然较高。因此，紧缩政策的基调在二季度应不会有显著变化。从货币当局近期的表态和通胀形势看，二季度将再次提高存款准备金甚至再次加息。

考虑到二季度通胀水平仍然较高，紧缩政策基调不变，上市公司业绩面临下滑的风险，我们认为 A 股市场在二季度仍然缺乏趋势向上的可能。但是考虑到目前 A 股市场 2011 年动态估值仍然低于历史平均，民间资金有可能在股市赚钱效应的吸引下进入股市，两会后产业政策将持续出台这些正面因素，我们预计二季度 A 股市场仍将维持区间震荡的总体格局，上证综指突破 3200 点的概率较小。

两会后新兴产业政策的陆续出台让我们非常看好新兴产业在二季度的表现，同时出于防御业绩下滑的风险，我们认为应该积极配置年报季报业绩可能超预期的大消费板块以及行业景气度较高且得益于地方基建的部分板块。中东危机可能将使石油价格在相当时间内居高不下，能源替代的投资逻辑也可能受到市场的追捧。2011 年二季度，重点关注以下四条投资主线：

- (1) 布局新兴产业：重点看好 TMT（光通信、软件、LED 照明、移动终端产业链）、光伏、新能源汽车、高铁装备和环保等。
- (2) 以业绩积极防御：依靠业绩增长确定，年报季报可能超预期的行业进行必要的防御，重点看好食品饮料、医药和建筑装饰等。
- (3) 关注基建和保障房建设：基建开工旺季临近和保障房建设目标的确定将对中游工程机械和水泥等建材行业产生持续而可观的下游需求，重点关注工程机械和水泥。
- (4) 中东危机与能源替代：此次中东危机可能将使石油价格在未来相当时间内高位震荡甚至创出新高，替代能源和相关行业可能受益。重点关注焦煤和煤化工。



## 目 录

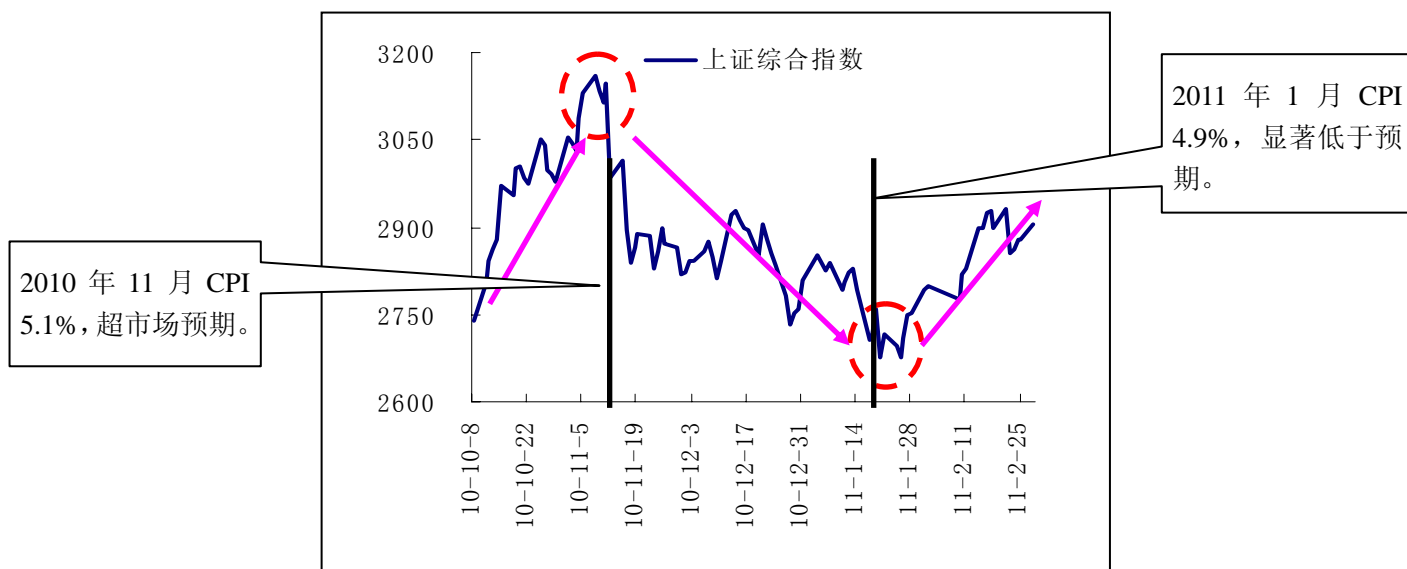
一、市场箱体震荡，热点轮动频繁 .....	3
二、下游需求不旺，企业业绩面临下滑风险 .....	5
(一) 二季度宏观经济下行.....	5
(二) 下游需求不旺.....	5
(三) 供给端：产品价格可能回调，二季度面临去库存风险.....	10
(四) 企业业绩二季度面临下滑风险.....	12
三、政策调控继续，静观效果 .....	15
(一) 上半年通胀形式依然严峻.....	15
(二) 货币政策已见效果.....	21
(三) 数量与价格调控仍将继续.....	22
(四) 二季度静观房地产调控效果.....	24
四、二季度 A 股市场区间震荡 .....	25
(一) 市场估值总体偏低，风格间有一定差异.....	25
(二) 全年融资压力较大但赚钱效应可能吸引资金入市.....	26
(三) 2011 年二季度 A 股市场：谨慎.....	27
五、布局未来，积极防御 .....	28
(一) 布局新兴产业.....	28
(二) 以业绩来积极防御.....	28
(三) 关注基建与保障房建设.....	29
(四) 中东危机与能源替代.....	29
(五) 重点行业.....	29
东吴基金管理有限公司旗下基金： .....	44



# 一、市场箱体震荡，热点轮动频繁

回顾此轮通胀以来的 A 股市场走势，指数的重要拐点无不与通胀预期密切相关。2010 年 9 月底至 11 月初的反弹行情最终因为 11 月 CPI 突破 5%，超出市场预期而迅速反转向下。此后的两个月，上证综指在政策紧缩的压制之下无力组织任何明显的反弹，指数始终在 2700 点至 2900 点之间的狭窄空间内震荡。2011 年 1 月 CPI 各项权重被调整，最终 4.9% 的 CPI 显著低于预期，随后市场进入反弹并一直延续到现在。

图表 1 通胀预期主导市场走势

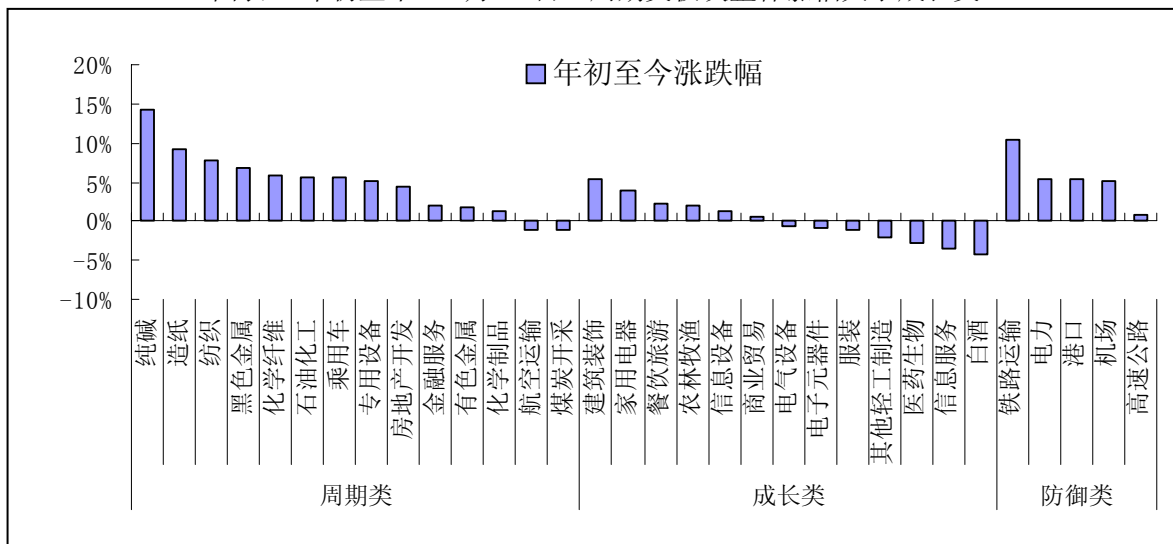


数据来源：Wind，东吴基金。

分大类板块看，周期类行业中涨幅超过 5% 的有纯碱（14.24%）、造纸（9.3%）、纺织（7.81%）、黑色金属（6.72%）、化学纤维（5.88%）、石油化工（5.72%）、乘用车（5.56%）和专用设备（5.24%），而房地产开发（4.29%）、金融服务（2.02%）、有色金属（1.72%）和化学制品（1.23%）也实现了不同程度的正涨幅。周期类中仅有航空运输和煤炭开采这两个行业在年初至今这段时间内有一定跌幅，但幅度都在-1%左右。

对比之下，成长类各行业的市场表现参差不齐。实现正涨幅的有建筑装饰（5.39%）、家用电器（4%）、餐饮旅游（2.2%）、农林牧渔（1.96%）、信息设备（1.32%）和商业贸易（0.59%）。而白酒（-4.18%）、信息服务（-3.57%）、医药生物（-2.75%）、其他轻工制造（-1.98%）、服装（-1.03%）、电子元器件（-0.85%）和电器设备（-0.7%）则变现不佳。

图表 2 年初至今（2 月 28 日）周期类板块整体涨幅大于成长类

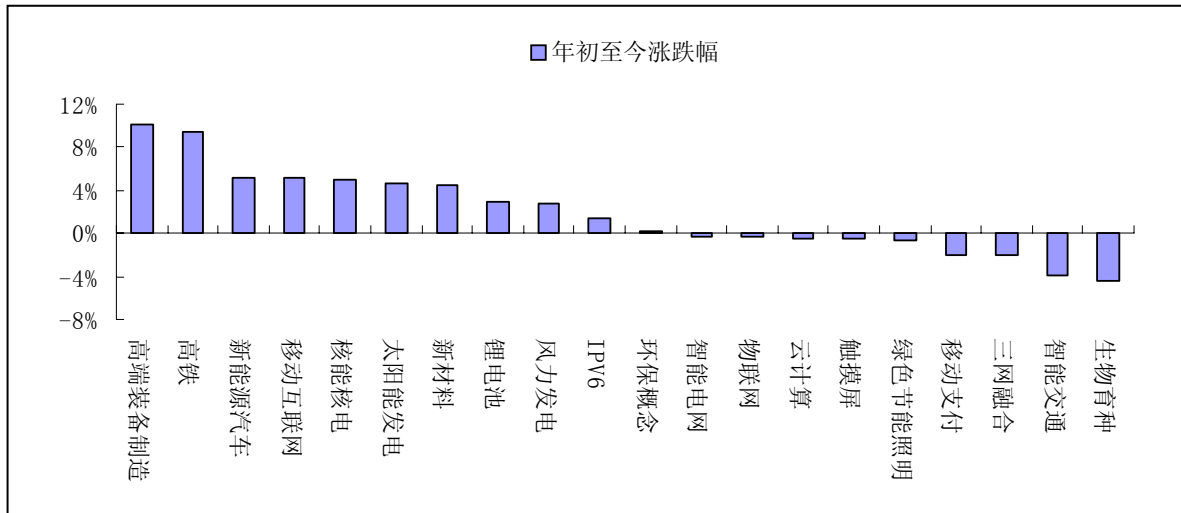




数据来源：Wind，东吴基金。

七大战略新兴产业的众多子板块在年初至今的市场中也是涨跌互现，其中表现最为突出的是高端装备制造和高铁板块，两者分别上涨了 10.05% 和 9.39%。除此以外，新能源汽车、移动互联网、核能发电、太阳能发电、新材料、锂电池、风力发电和 IPV6 等板块也都有显著涨幅。而同期下跌的则有生物育种、智能交通、三网融合、移动支付、绿色节能照明、触摸屏、云计算、物联网和智能电网。

图表 3 新兴产业板块市场表现差异明显



数据来源：Wind，东吴基金。

从对近期 A 股市场的分析可以看出，通胀形势的频繁变化和投资者对政策调控的预期导致市场无法形成任何长时间的趋势。而经济处于转型阶段，未来支柱产业方向不明的经济特征也使得各板块轮动明显，且热点持续时间不长，资金频繁进出。

但不同于 2010 年周期类行业整体受冷落的情况，年初至今的 A 股市场中，周期类行业重新进入了投资者的眼帘。从涨跌幅看，周期类行业年初至今平均上涨 4.81%，而成长类行业平均涨幅仅为 0.03%，远远落后于前者。

周期类行业的整体崛起是否会具有持续性还是又一次大类板块的再次轮动？这对二季度的行业配置和投资策略都是举足轻重的。

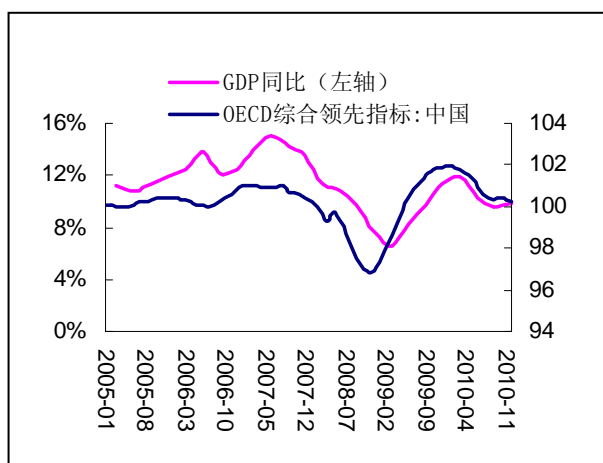


## 二、下游需求不旺，企业业绩面临下滑风险

### （一）二季度宏观经济下行

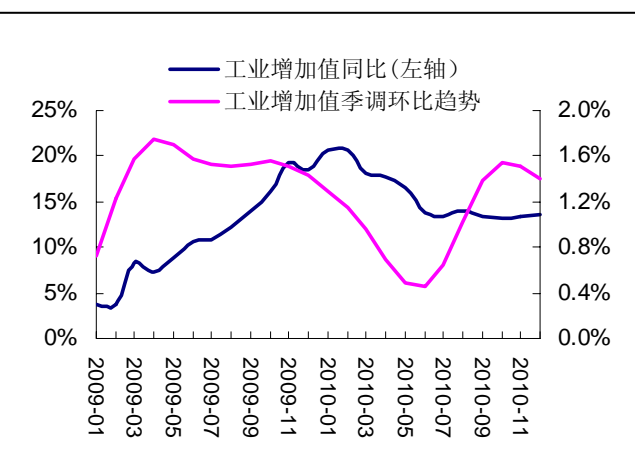
历史上 OECD 中国领先指数平均领先 GDP 同比增速 3 个月左右，预测效果比较稳定。从 2010 年 10 月起该指数再次温和下行，而季调后工业增加值的环比趋势也在同期转向。我们预计 2011 年上半年 GDP 增速将显著低于 10 年，经济温和下行。

图表 4 领先指标预示 GDP 同比下行



数据来源: Wind, 东吴基金。

图表 5 工业增速环比趋势向下



数据来源: Wind, 东吴基金。

### （二）下游需求不旺

从微观需求面看，房地产销售在二季度将面临显著下滑的风险，乘用车则受 10 年同期销售基数过高和购置税减免政策退出的影响而不容乐观。总体来看，二季度的下游需求不旺。

从宏观需求面看，尽管保障房、水利和轨道交通将为固定投资提供新的动力，但总体投资增速仍将受累于房地产投资而明显下滑，预计二季度增速为 22%。与投资相比，消费比较平稳，预计二季度增速在 18.5% 左右。出口则仍然受益于海外经济复苏而保持稳定增长，但绝对增速水平受 2010 年同期过高基数影响将下降，上半年预计同比增速在 18% 左右。

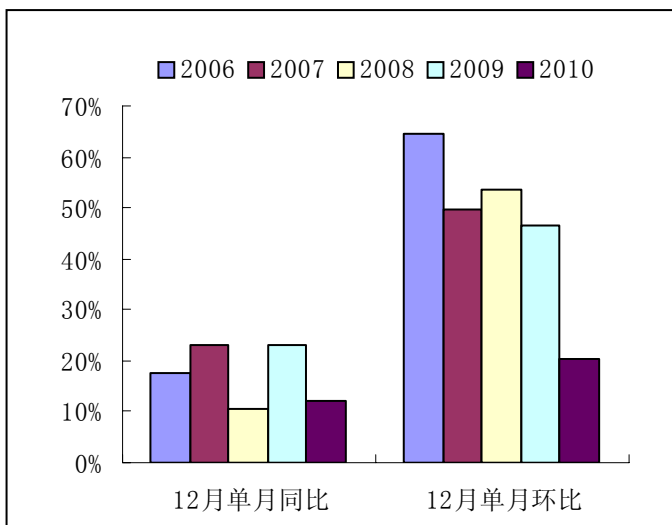
从供给面看，去年四季度的节能限电导致上中游工业原材料生产受到限制，供给不足，主要产品价格迅速上升，诱使社会库存高位震荡。而二季度疲软的下需求将可能最终导致被动去库存的开始，并进而影响上市公司业绩。

#### 1、微观需求面：房地产、乘用车二季度前景都不乐观

2010 年 12 月份城镇固定资产投资同比增速 20.44%，显著低于 11 月(29.11%)，也低于 2010 年全年 24.5% 的增速水平。投资增速的显著下滑可能主要受到了房地产投资的影响。房地产投资 2010 年 12 月同比增速 12.3%，环比 20.4%，双双创出五年来同期水平的新低。然而从 2011 年 1-2 月份房地产投资的情况来看，35.2% 的同比增速表明趋势性的投资下滑目前尚未出现，而商品房销售作为房地产投资的先行指标目前也还未体现出一季度房地产调控的效果。因此，一季度房地产的投资与销售目前来看仍然正常。

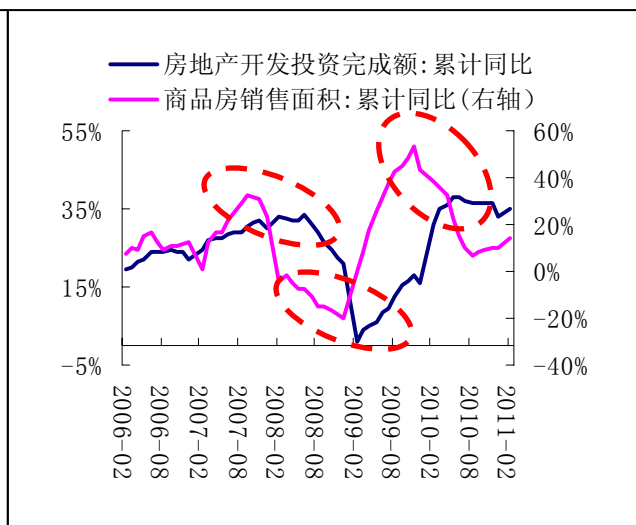


图表 6 2010 年 12 月房地产投资增速较低



数据来源：Wind，东吴基金。

图标 7 房地产投资销售尚未下滑



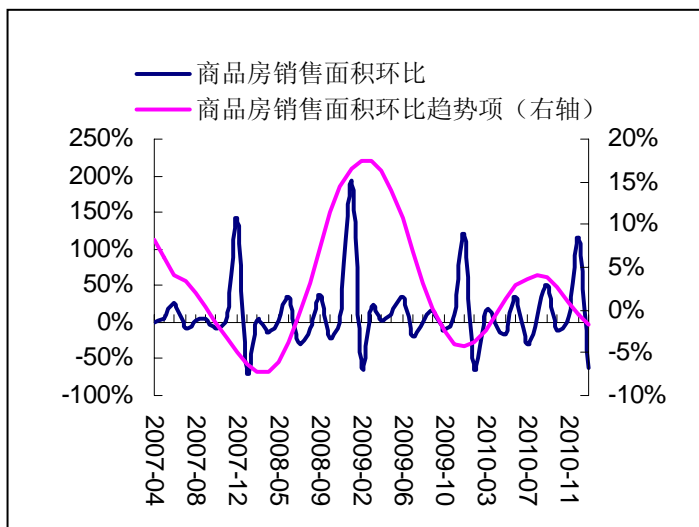
数据来源：Wind，东吴基金。

然而对于二季度的房地产销售和投资，我们持谨慎态度。上图 7 显示 2010 年二、三季度房地产投资同比增速都在 60% 以上，按照 12 个月左右的建设周期，今年二、三季度将面临很大的供给压力。同时，我们预计一季度所颁布的“新国八条”以及各地限购政策将在二、三季度体现出真实的效果，房地产需求将面临显著的下滑。供给高峰的到来和需求端限制政策的效果将同时在二季度出现，房地产销售将显著下降而同期房地产投资也会随之降低。

尽管上图显示商品房销售面积的累计同比目前仍然保持在一定水平，但商品房销售的环比趋势项已经从 1 月开始转成负值，预示需求端的下降迹象已经出现。

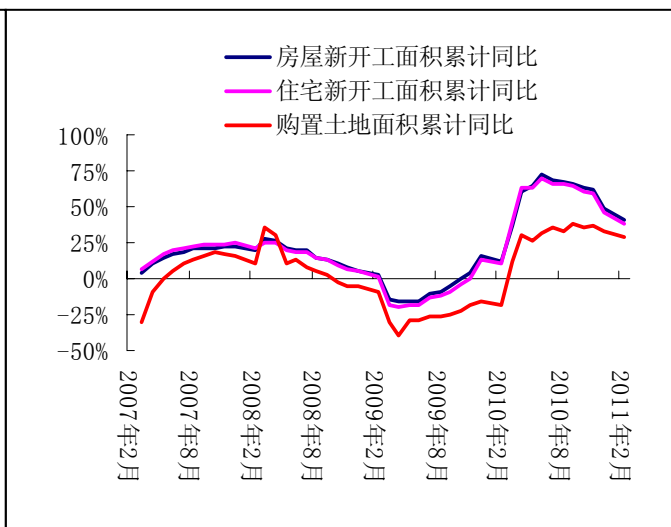
而从新开工面积和土地购置的同比增速看，两者也已经从年初起开始出现下滑的迹象。作为房地产投资的先行指标，新开工和土地购置的下滑也印证了我们关于二季度房地产投资增速将显著下行的判断。

图表 8 商品房销售环比趋势已转负值



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 9 新开工、土地购置面积增速下行趋势已经出现



数据来源：Wind，东吴基金。



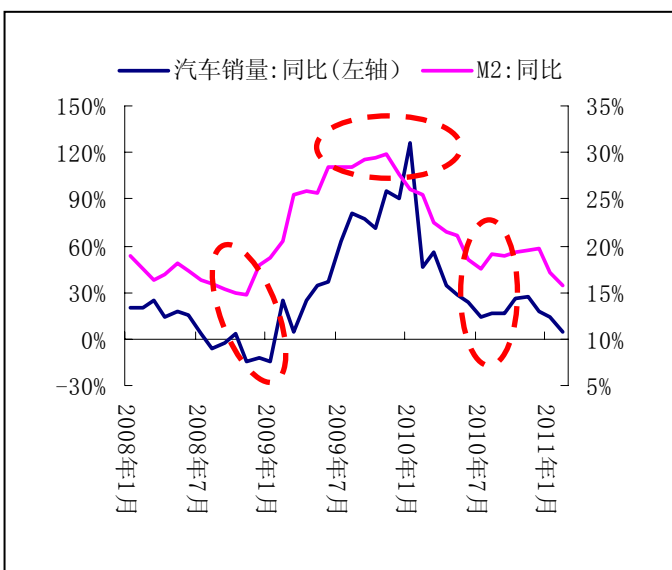
结合目前房地产销售和新开工增速的情况看，我们预计 2011 年二季度房地产投资增速仅为 12%，显著低于 2010 年同期增速（39.7%）。

除房地产外，乘用车在二季度的销售前景同样不容乐观。

首先，从历史规律看，M2 同比增速稳定地领先于乘用车的销售增速。当前稳健的货币政策基调和央行控制货币投放的态度无疑将使货币供应增速显著下降，而乘用车销售增速预计也将出现明显下降。

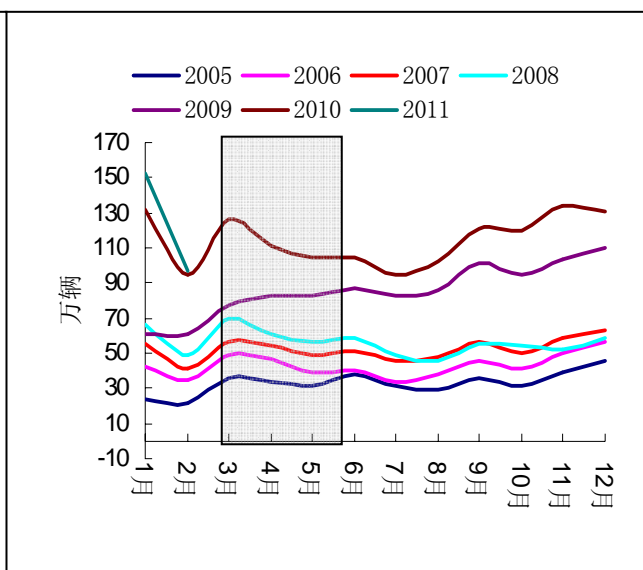
另外，从乘用车销售的季节性看，除去 09 年受购置税刺激影响外，自 05 年以来，二季度乘用车销售的绝对数量都是逐月下降的。从同比增速看，去年 3 月份和二季度每个月的乘用车销售都在 100 万辆以上，如此高的基数使得 2011 年 3 月和二季度的乘用车销售增速面临挑战。结合微观调研的情况看，我们预计 3 月份和二季度乘用车销售仍能维持正增长，但同比增速应在 10% 以内，远低于 09、10 年的同期水平。

图表 10 M2 同比预示乘用车销售增速将继续下降



数据来源：中汽协，东吴基金。

图表 11 二季度乘用车销售同比个位数增长



数据来源：Wind，东吴基金。

综合微观需求面占比最大的两类产品在二季度的需求前景，我们认为二季度的下游需求将显疲态。

## 2、宏观需求面：固定投资下滑，消费平稳、出口同比增速降低

### (1) 保障房、水利、轨道交通部分弥补投资缺口

尽管房地产投资增速在二季度可能面临显著下滑的风险，但我们判断保障房、水利和轨道交通的投资仍然可以部分弥补房地产投资下滑所造成的投资缺口。

按照 1000 万套保障房，每套 60 平米，每平米建设成本 2000 元-2500 元计算，2011 年保障房投资可能高达 1.2-1.5 万亿。以中值 1.35 万亿计算，并假设 2011 年全年四个季度开工投资节奏 2:4:3:1，我们对最终 1000 万套保障房的完成情况进行了情景分析并对各季度投资额预测如下。按照 95% 的完成量计算，上半年保障房投资约 7500 亿元，其中一季度 2500 亿元，二季度 5000 亿元。

图表 12 保障房各季度投资规模预测（亿元）

最终完成百分比	一季度 (20%)	二季度 (40%)	三季度 (30%)	四季度 (10%)	合计投资(万亿)
100%	2700	5400	4050	1350	1.35



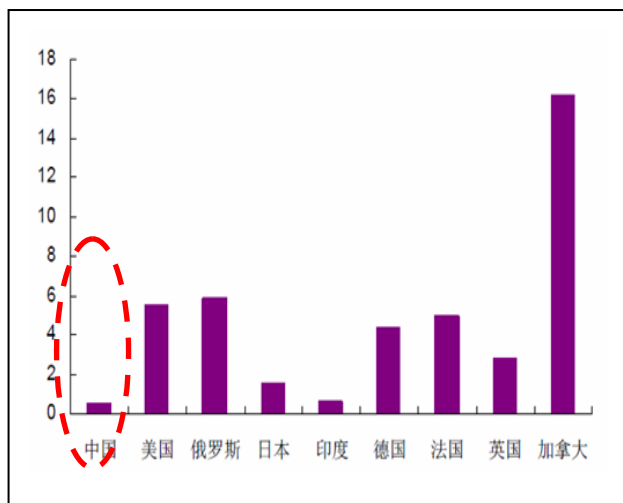
90%	2430	4860	3645	1215	1.22
80%	2160	4320	3240	1080	1.08
50%	1350	2700	2025	675	0.68

数据来源：东吴基金。

除保障房外，我们预计轨道交通和水利投资也会为 2011 年的固定资产投资增速作出贡献。

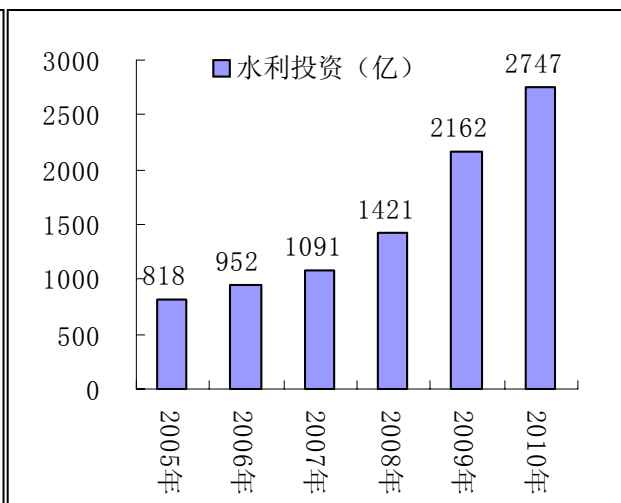
根据最新的《铁路中长期发展规划》，“十二五”期间，铁路基建总投资将在 3.5 万亿左右，比“十一五”高出 70%，其中 2011 年铁路基建及车辆设备等投资将达 8500 亿，上半年投资占比可能略高于下半年，约为 4500 亿。考虑到一季度仅有三月份开工相对较多，上半年开工将更多集中于二季度，我们预计二季度铁路相关投资可能达到 3500 亿。

图表 13 中国铁路密度低于其他主要经济体（公里/万人）



数据来源：光大证券，东吴基金。

图表 14 水利投资连年增加



数据来源：Wind，东吴基金。

2010 年水利投资达 2747 亿元，按照今年中央一号文件所制定的“今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍”的目标，未来十年年平均水利投资约 5500 亿元。2011 年作为十二五规划的第一年，在投资方面的占比预计将显著高于未来的年平均，我们预计今年的水利投资可能达到 7000 亿元左右的水平，上半年作为开工高峰期投资可能在 4000 亿元以上。

根据对投资各主要部分的分析，我们预计 2011 年上半年保障房投资 7500 亿，水利投资 4000 亿，轨道交通建设 4500 亿，这些投资将部分抵消上半年房地产投资的显著下滑。因此，我们仍然维持年度策略报告中对 2011 年城镇固定资产投资 20% 左右增速的预测，考虑到二季度新开工项目较多，季度投资增速可能将高于全年，预计二季度投资同比增速可达 22%，但仍然显著低于过去几年的同期水平。

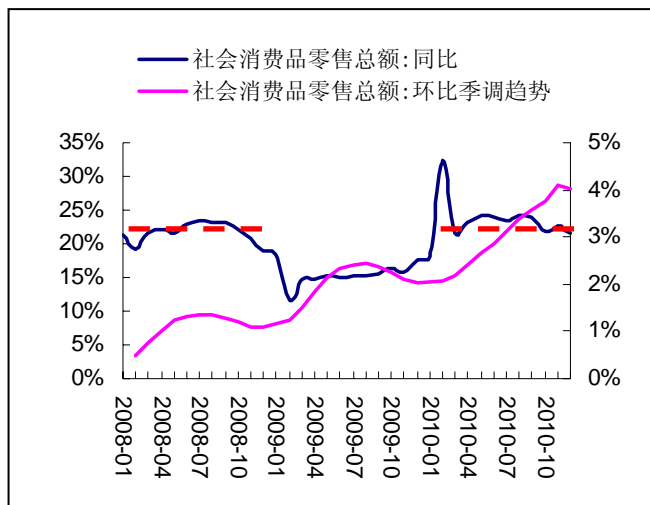
## (2) 消费平稳、出口同比增速降低

与投资相比，社会零售消费总体较为平稳，季调后的环比趋势显示近三年来中国的社会零售基本保持稳定向上的趋势。从社会零售额占 GDP 的比重来看，消费所占比重也从 2007 年的低点 33.56% 回升至 2010 年的 39%。虽然还没有达到 01-02 年时的峰值水平，但从 07 年以来的趋势看，消费在中国经济中的地位正在迅速提升。我们预计 2011 年全年社会消费品零售总额同比增速 18.5%，各季度增速都将比较稳定。



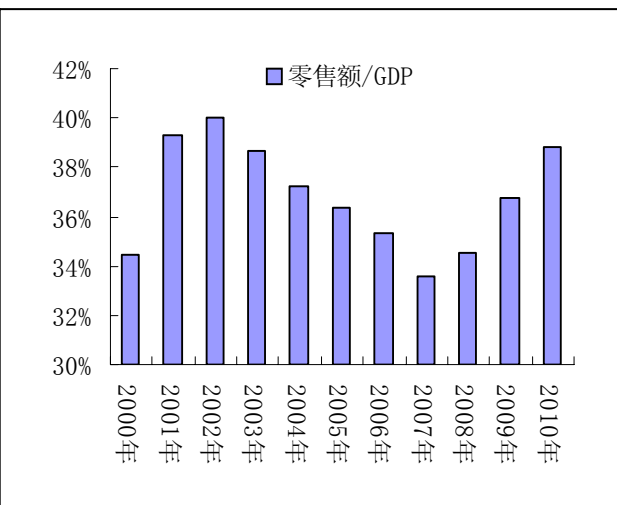


图表 15 社会零售环比趋势向上



数据来源: Wind, 东吴基金。

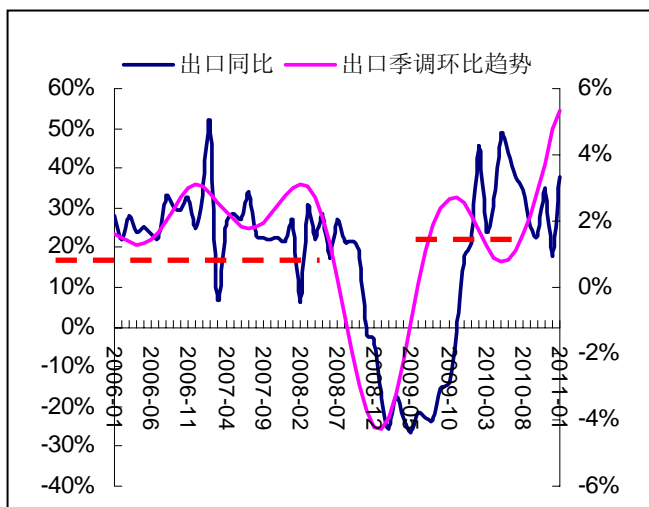
图表 16 零售额占 GDP 比重逐年提高



数据来源: Wind, 东吴基金。

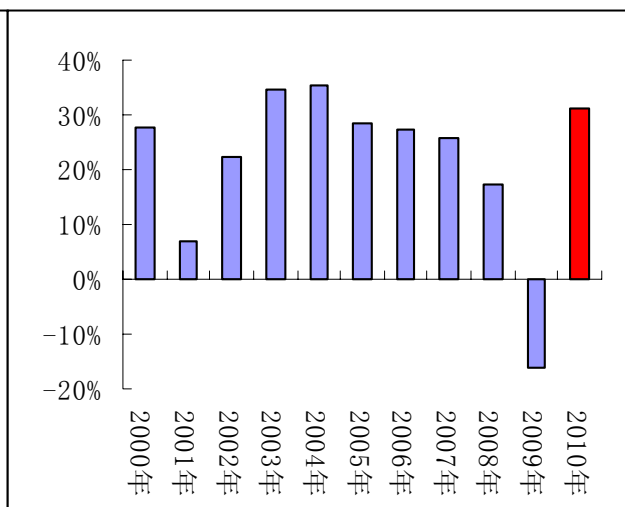
在经历了 09 年的 V 型下滑后, 2010 年出口强劲反弹, 全年增速 31%。这样的出口增速在过去十年中位居第三, 仅仅逊色于 03、04 年。无论从季调后的环比趋势看还是从 OECD-G7 的领先指标看, 出口仍将环比增长, 但 2010 年过高的基数可能将使 2011 年出口的同比增速出现下滑的现象。我们预计 2011 年全年出口同比增速为 20%左右, 其中上半年可能略低于年平均, 约为 18%。

图表 17 出口环比趋势向上



数据来源: Wind, 东吴基金。

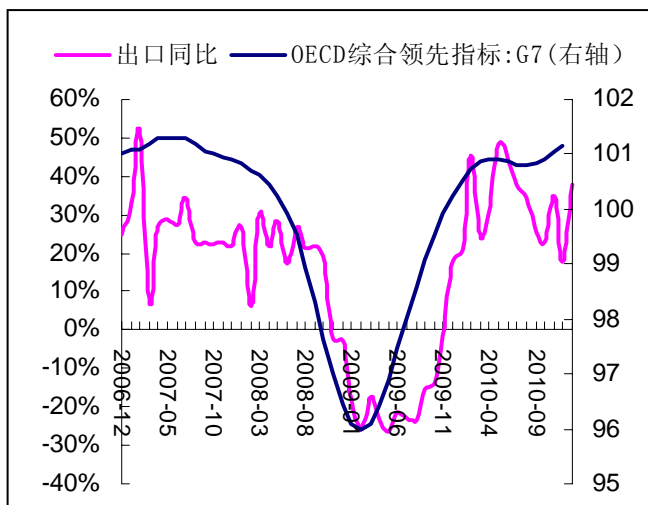
图表 18 10 年出口增速高于历史平均



数据来源: Wind, 东吴基金。



图表 19 OECD 领先指标同样预示出口将保持强劲

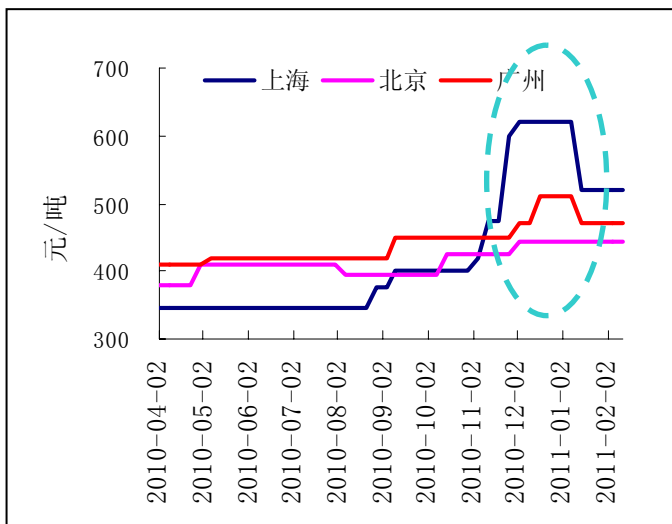


数据来源: Wind, 东吴基金。

### (三) 供给端：产品价格可能回调，二季度面临去库存风险

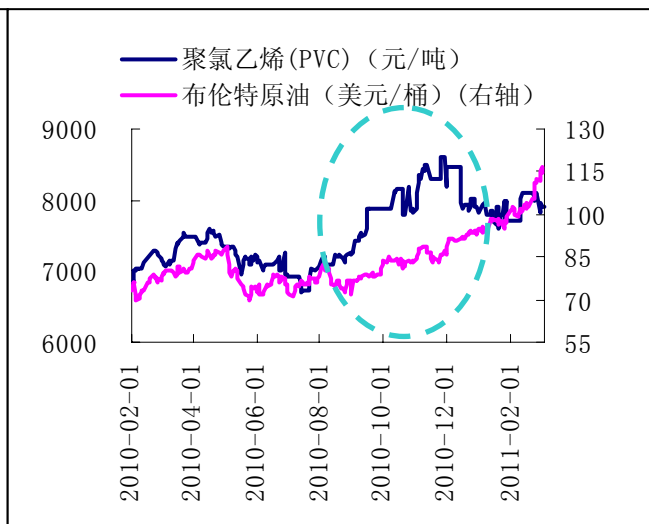
去年四季度的拉闸限电对很多上中游原材料的供给产生了非常明显的限制作用，主要产品在微观价格上的变化对这一限制作用体现得非常明显。具体来看，主要城市水泥价格从 11 月初开始突然提价，PVC 价格也在 10 年四季度与国际原油价格明显背离，而各种钢铁产品价格 in 四季度初出现跳升的现象，种种迹象都印证了四季度节能限电造成上中游原材料价格扭曲的事实。

图表 20 各地水泥价格 10 年四季度突然提价



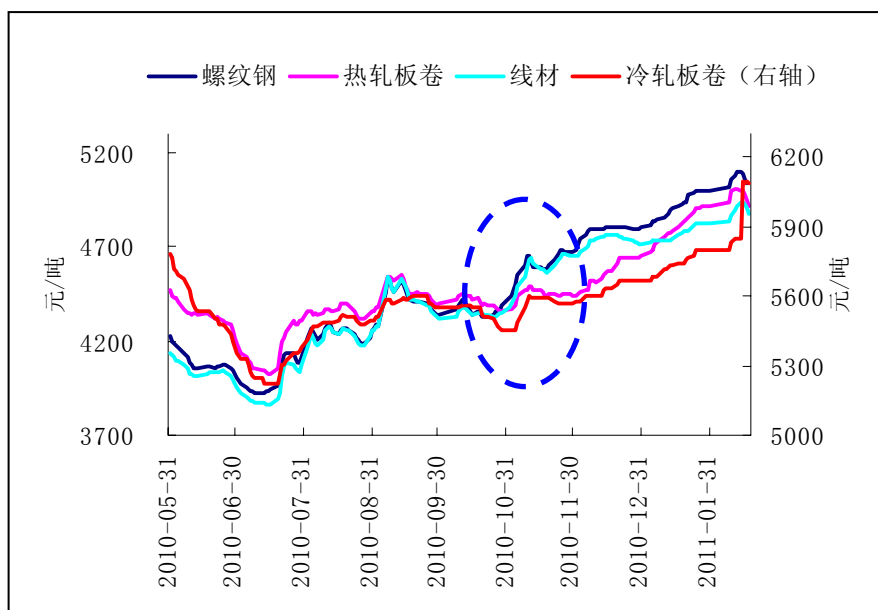
数据来源: Wind, 东吴基金。

图表 21 PVC 价格与原油价格 10 年四季度背离



数据来源: Wind, 东吴基金。

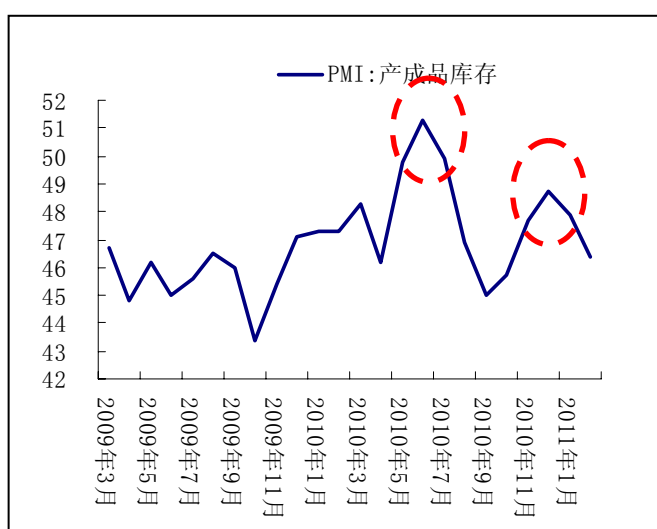
图表 22 钢铁价格四季度起跳升



数据来源: Wind, 东吴基金。

从库存角度看,原本市场普遍预期的二次去库存受到宏观调控和由节能限电拉高原材料价格的影响而再次延后。从PMI产成品库存指数可以看出,产成品库存在6月份达到一个阶段性高点,7、8月份库存指数加速下滑,说明当时去库存的意愿并没有减弱,但是9-11月份的数据出现了明显的逆转。另外,从工业企业产成品库存的数据看,1-11月工业企业产成品库存同比增长11.2%,相比1-8月份9%的增速也出现回升。宏观的数据都支持去年4季度库存反转的情况,我们判断这主要是由节能限电等外部因素所导致的。

图表 23 产成品库存加速下行



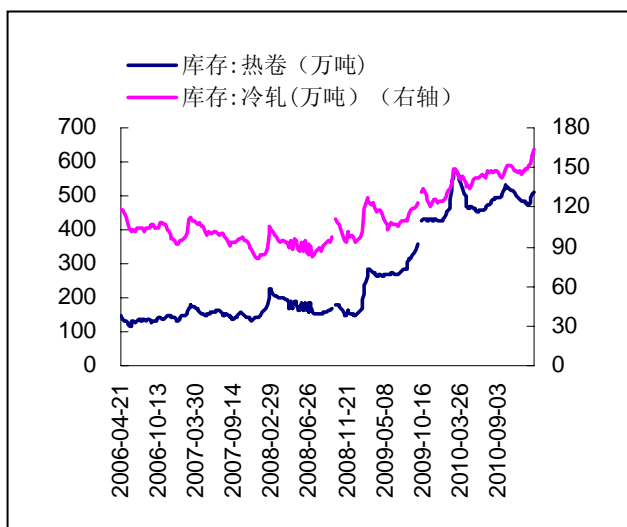
数据来源: Wind, 东吴基金。

从微观的角度看,在四季度供给显著收缩和价格猛烈跳升的刺激下,中间商突击囤积了大量的社会库存,其中以钢铁库存最为明显。螺纹钢、热卷的社会库存一度创出历史新高。然而,根据我们对需求端的分析,钢铁主要的下游需求(房地产、乘用车)在二季度都不乐观。高库存和预期下游需求的疲软可能最终导致被



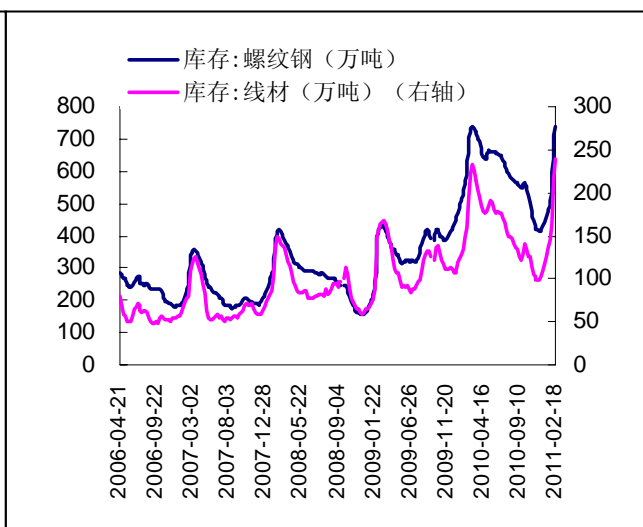
动去库存的开始，产品价格也面临显著回调的可能。

图表 24 板材库存创历史新高



数据来源：我的钢铁网，东吴基金。

图表 25 线材库存创历史新高



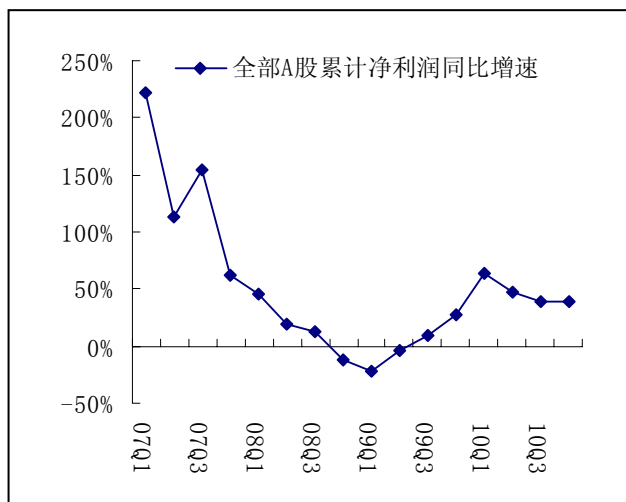
数据来源：我的钢铁网，东吴基金。

#### (四) 企业业绩二季度面临下滑风险

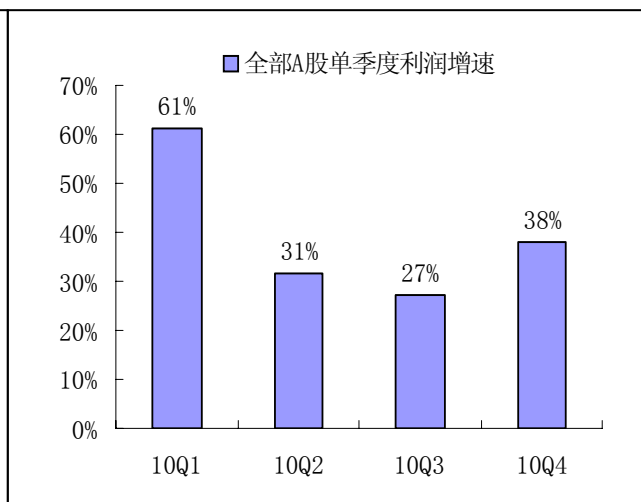
2010 年全部 A 股业绩增速估计为 38.4%，其中单四季度利润增长 38%，与三季度 27% 的增速相比加速上升。同时，从盈利能力看，全部 A 股剔除金融后的预测毛利率在四季度也有明显提高。

图表 26 全部 A 股 2010 年预测盈利增速 38.4%

图表 27 全部 A 股单四季盈利增速好于单三季



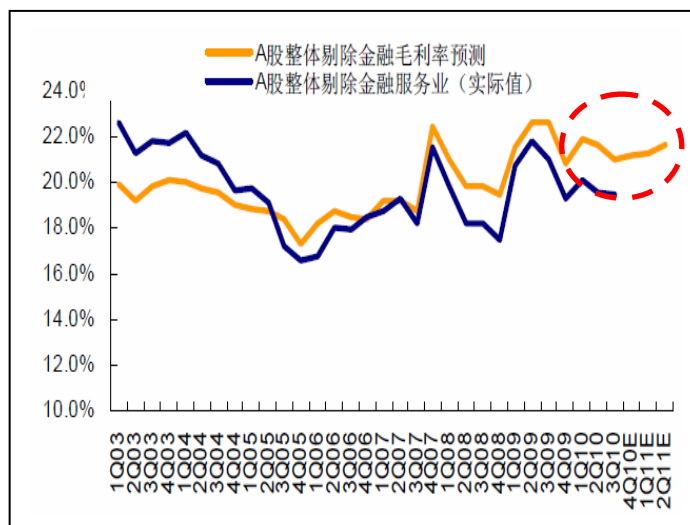
数据来源：Wind，东吴基金。



数据来源：Wind，东吴基金。



图表 28 A 股整体四季度预测毛利率上升



数据来源：申银万国。

我们将行业（剔除农林牧渔、房地产和金融服务业）分为上中游原材料加工、中游设备类制造、消费服务类和其他。可以看出上中游工业品制造的 10 年四季度盈利增速显著高于任何其他行业，而且与 05 至 09 年四季度盈利的平均增速相比，10 年四季度的业绩增速可以说是突变，其变化程度之大令人惊讶。考虑到上中游原材料加工的总体盈利规模占到了除金融服务外所有行业盈利总和的 40%，我们认为上中游原材料加工业的盈利增速大幅提高可能是 10 年四季度全市场业绩增速明显提高的主要原因之一。

图标 29 上中游工业品行业 2010 年四季度盈利增速突变

板块名称	05Q4-09Q4 盈利增速平均	10Q4 盈利增速	10Q4 盈利增速中值	
上中游原材料加工	煤炭开采	-30.88%	-7.21%	
	有色金属	-87.41%	82.11%	
	石油化工	8.80%	-10.44%	
	黑色金属	-85.31%	92.71%	84.22%
	化学纤维	-104.63%	52.00%	
	纯碱	-163.71%	1515.97%	
	化学制品	-49.74%	134.98%	
中游设备类制造	水泥制造	-56.91%	86.34%	
	电气设备	57.36%	96.19%	
	专用设备	-25.15%	24.04%	42.78%
消费服务类	信息设备	257.26%	61.51%	
	电子元器件	-174.30%	-31.88%	
	乘用车	-115.38%	16.09%	69.48%
	家用电器	-89.24%	1.09%	
	白酒	1.61%	13.56%	
	服装	39.87%	105.91%	
	其他轻工制造	-115.49%	93.94%	
医药生物	-73.05%	38.09%		



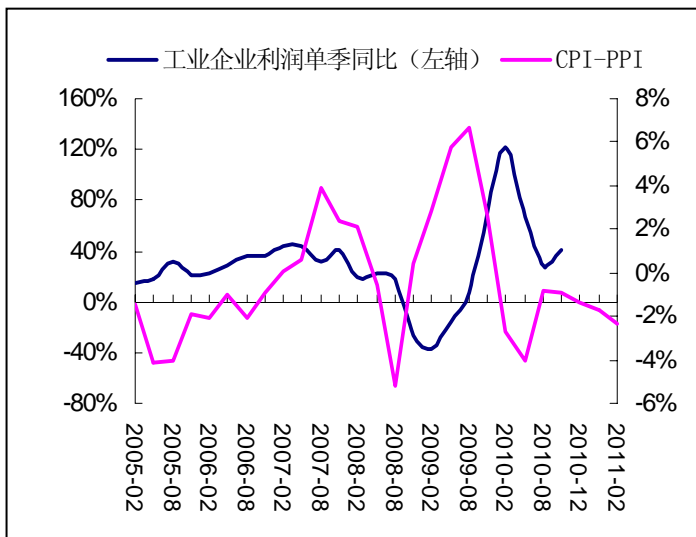
	商业贸易	-11.84%	81.90%	
	餐饮旅游	-84.41%	-2.36%	
	建筑装饰	38.68%	117.73%	
	信息服务	62.42%	91.65%	
	纺织	-195.76%	69.48%	
	航空运输	-24.43%	-70.90%	
	电力	-4.37%	-36.98%	
其他	港口	-7.66%	-7.53%	-34.51%
	机场	-4.07%	-22.11%	
	高速公路	-14.67%	-32.04%	
	铁路运输	-191.18%	-45.83%	

数据来源：Wind，东吴基金。

产能过剩的问题将很快暴露，拉闸限电的影响是不可持续的，尤其是考虑到抑制通胀的需要。4 季度工业企业利润环比没有下降的重要原因就是这个拉闸限电导致原材料加工行业产成品价格的快速上升。原材料行业的显著特征是供给的价格弹性很大，对于这些行业供给的控制，必然会导致价格更大幅度的上升。我们预计，由于这部分行业主要与房地产和基建相关，考虑到下游需求不旺，随着产能的释放，行业利润的快速回落不可避免。

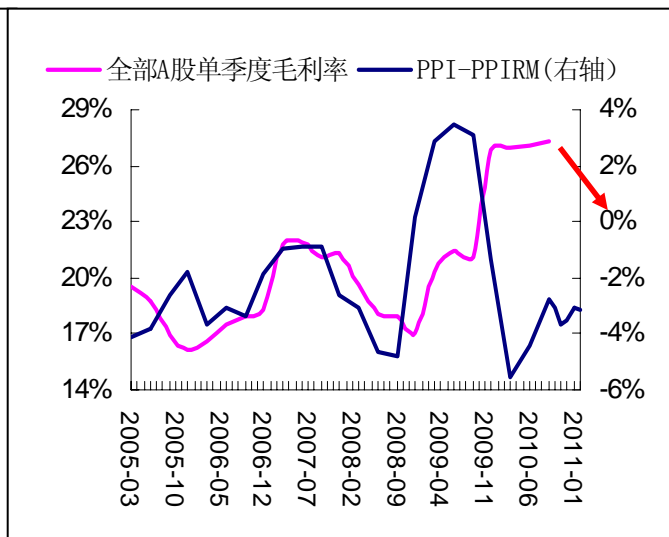
宏观面的先行指标同样显示企业的盈利增速和毛利率都有回落的可能。CPI 与 PPI 之差与单季度工业企业盈利增速密切相关，而 PPI 与 PPIRM 之差则稳定领先于企业毛利率的变化。从目前这两个宏观先行指标的情况看，企业盈利增速和毛利率都有显著下滑的风险。

图表 30 工业企业利润面临下滑



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 31 全部 A 股毛利率也将下降



数据来源：Wind，东吴基金。



### 三、政策调控继续，静观效果

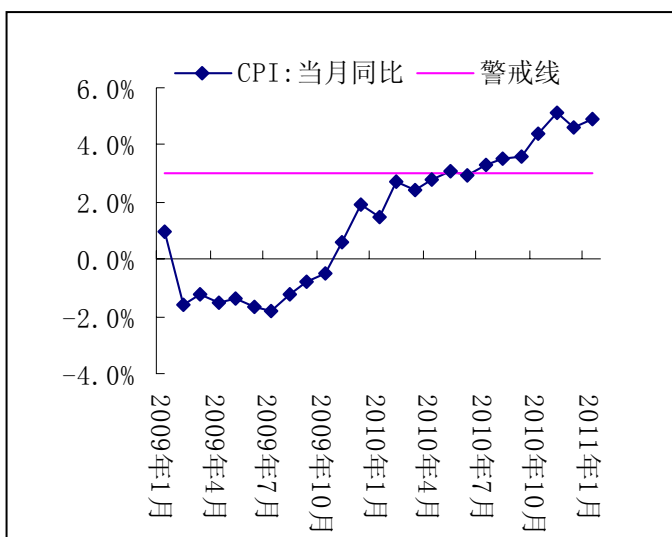
2011 年上半年 CPI 仍然在 4% 以上的水平，但可能出现逐月逐季缓慢下降的情况。总体来看，一二季度通胀形势仍然严峻，三月、六月 CPI 可能再次出现阶段性峰值。下半年 CPI 翘尾因素明显回落，如果物价环比压力有所减轻，预计 2011 年下半年通胀压力可能会有所缓和，但是需要防范由中东危机导致石油价格高企再次推升物价的风险。

#### (一) 上半年通胀形式依然严峻

自 2010 年 7 月起，CPI 已经连续 7 个月超越警戒线水平，而 2010 年 11 月单月 CPI 更是摸高到 5.1%，创出 26 个月新高。2011 年 1 月受权重调整影响，当月 CPI 4.9%，显著低于市场预期，然而这决不意味着通胀形势将逐步改善。

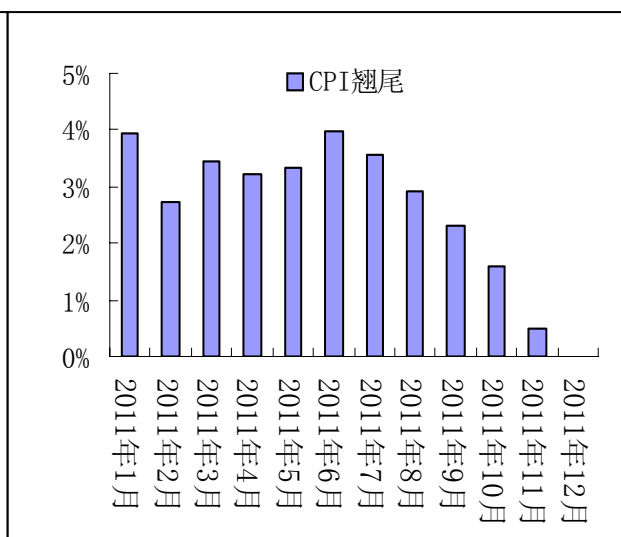
从 2011 年各月的 CPI 同比翘尾来看，3 月至 6 月的翘尾因素都在 3% 以上，其中 6 月单翘尾一项就在 4% 左右。如果考虑到可能的新涨价因素，2011 年上半年的通胀形势仍然严峻。

图表 32 CPI 自 2010 年 7 月连续 7 个月超 3%



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 33 2011 年上半年 CPI 翘尾较高



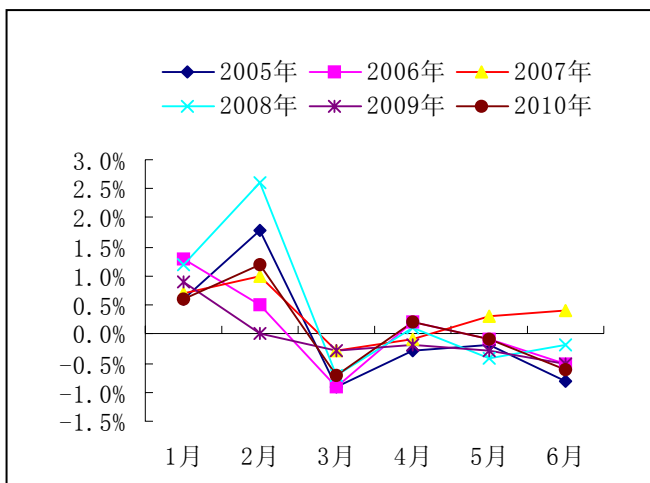
数据来源：Wind，东吴基金。

观察 2005-2010 年上半年各月的 CPI 环比可以发现极强的季节性规律，我们结合过去六年 1-6 月份的 CPI 环比以及近期 CPI 权重的调整，预测今年上半年各月 CPI 如下表 35。

根据预测，2011 年上半年的整体通胀水平仍然在 4.5% 以上，其中三月、六月可能出现阶段性峰值，但都在 5% 以下。从季度 CPI 看，一季度 CPI 约 4.85%，二季度 4.7%，符合我们年报中对全年通胀前高后低，逐季环比下降的判断。



图表 34 上半年各月 CPI 环比具有很强季节规律



数据来源: Wind, 东吴基金。

图表 35 2011 年上半年各月 CPI 预测

年份	CPI 同比
2011 年 1 月	4.9%
2011 年 2 月	4.9%
2011 年 3 月	4.8%
2011 年 4 月	4.6%
2011 年 5 月	4.6%
2011 年 6 月	4.8%

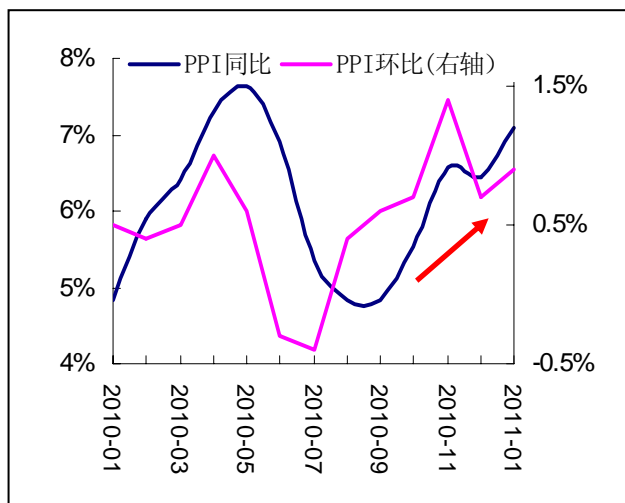
数据来源: Wind, 东吴基金。

### 1、工业品价格普涨，经济进入全面通胀阶段

根据以往历次通胀的演变规律，由于农业产业链较短，工业产业链较长，因此农产品价格上涨往往一马当先，而终端工业消费品价格上涨则成为价格传导的下一个环节。此轮通胀初期，最为引入注意的莫过于蔬菜、猪肉等主要食品价格的飞速上涨，然而如果观察各种主要工业品的价格可以发现此轮通胀早已不能被定义为单纯由食品价格所推动的结构性通胀了。

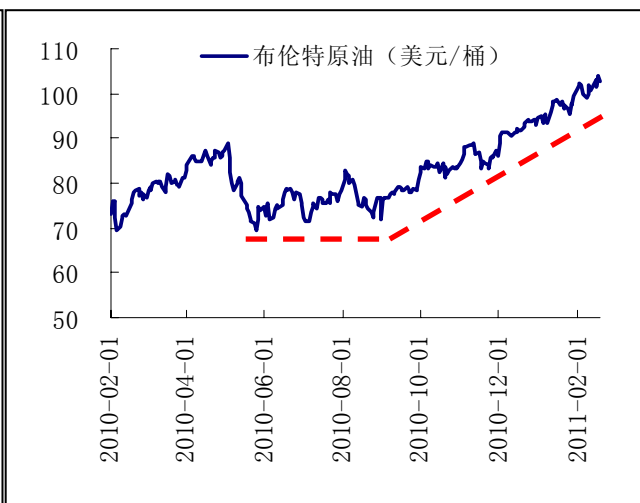
PPI 环比几乎同步于此轮通胀的开端从 2010 年 7 月起触底掉头向上而 PPI 同比则滞后两个月，从 9 月开始已连续 5 个月高于 5%。微观层面，原油、钢铁、煤炭价格也从 2010 年四季度陆续开始抬升。各种主要基础工业品价格的上涨必然通过工业产业链传导至经济的方方面面，因此，可以确定此轮通胀已经进入全面通胀阶段。

图表 36 PPI 趋势性向上



数据来源: Wind, 东吴基金。

图表 37 原油价格 9 月起稳定向上

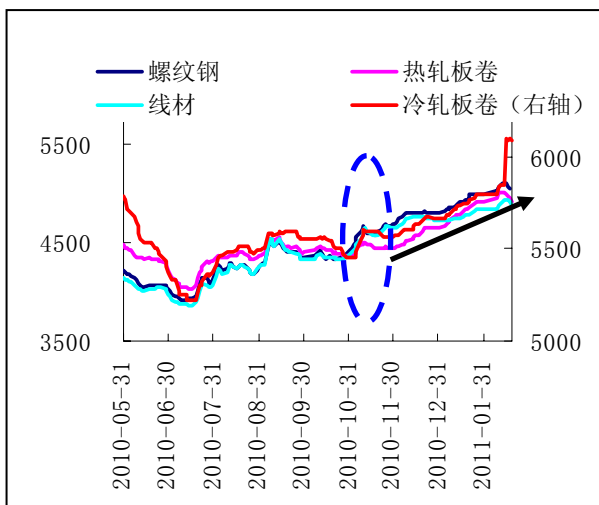


数据来源: Wind, 东吴基金。



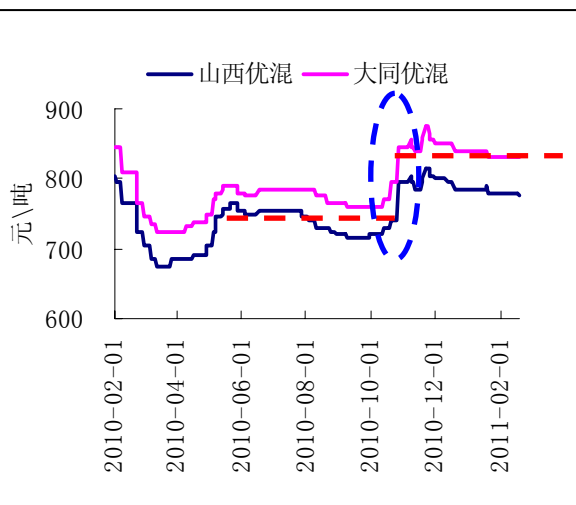


图表 38 各种钢材价格四季度起跳升



数据来源: Wind, 东吴基金。

图表 39 煤炭价格平台式上升



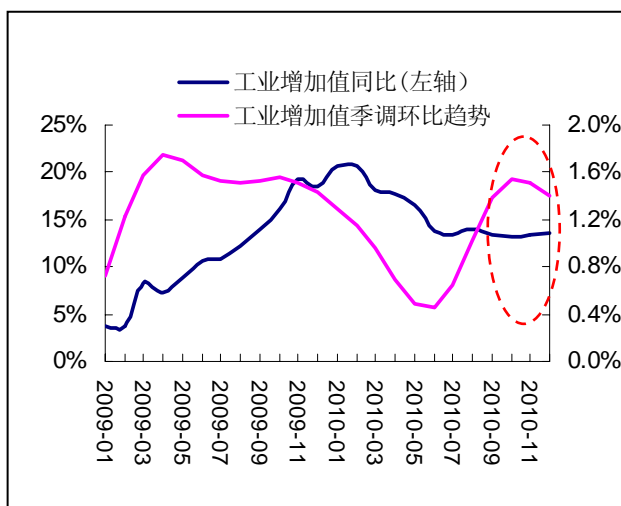
数据来源: Wind, 东吴基金。

## 2、大宗商品价格上涨和节能限电共同推动工业品价格

一般而言,工业品价格普遍上升的情况有三种可能的解释。第一,经济“过热”,投资需求旺盛,从而在需求端拉动工业品价格(需求拉动);第二,在需求保持平稳的前提下,工业品供给受到影响,从而推动价格(供给不足);第三,国际大宗原材料价格推动国内工业品价格(成本推动和比价效应)。

从工业增加值同比和环比的增速来看,可以基本排除经济“过热”从而导致工业品需求过盛的可能性。

图表 40 工业增加值环比掉头向下

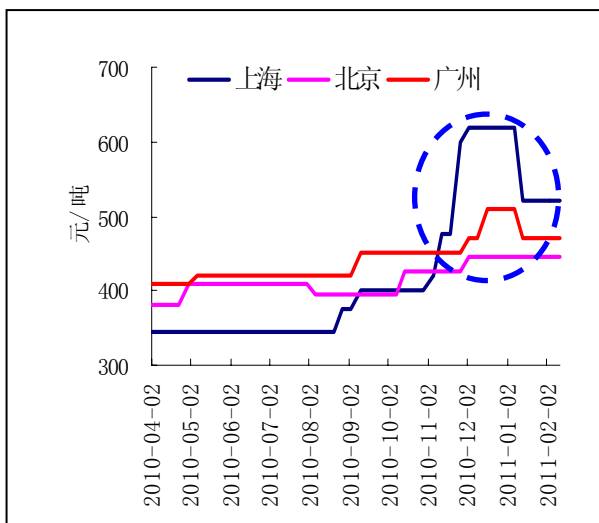


数据来源: Wind, 东吴基金。

2010 年四季度开始的节能减排和拉闸限电措施可能是对近期主要工业品价格影响最大的短期因素。观察上表中钢铁、煤炭和下表水泥、PVC 的价格走势都可以发现在三季度末,四季度初,所有产品价格都出现“跳升”的迹象。我们认为四季度的节能限电是导致这一现象的主要原因之一。

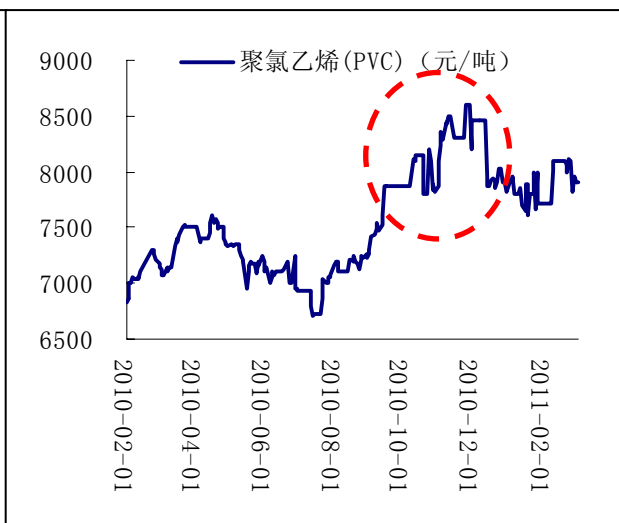


图表 41 水泥价格走势受节能减排冲击



数据来源: Wind, 东吴基金。

图表 42 PVC 价格也受到节能限电的影响

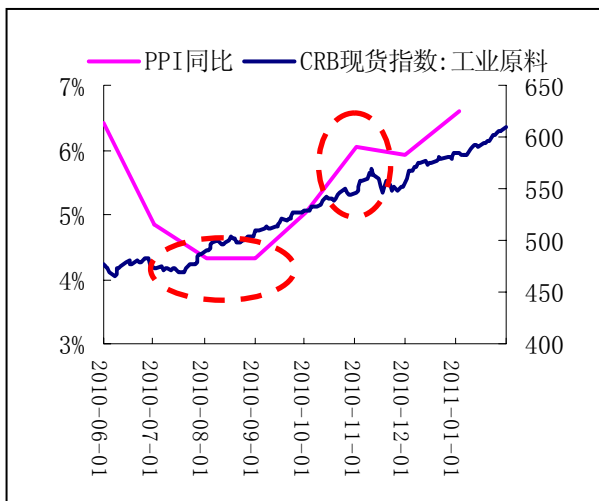


数据来源: Wind, 东吴基金。

与此同时, 海外大宗商品的价格对推升国内工业品价格也负有一定责任。

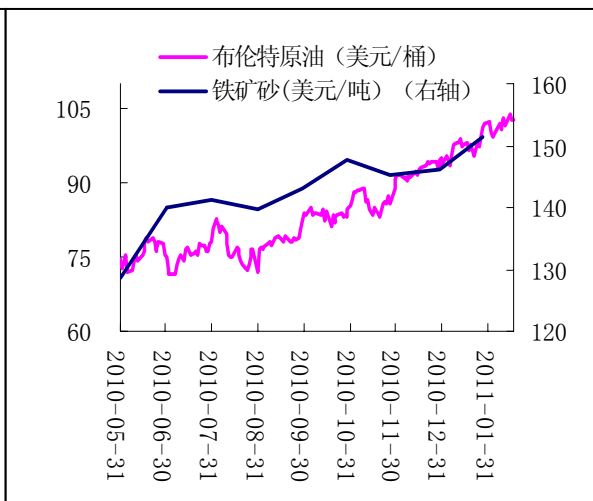
CRB 工业原料指数与中国 PPI 的变化趋势水平具有一定的领先滞后关系, 这种关系在近期表现的尤其明显。从原油、铁矿砂等我国主要进口工业原料的价格趋势以及 CRB 指数与 PPI 同比在近期的同向变动来看, 近期工业品价格的持续上升同样具有很强的成本推动因素。

图表 43 CRB 工业原料指数与 PPI 同向变动



数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴基金。

图表 44 主要进口工业品价格上涨明显



数据来源: Bloomberg, 东吴基金。

结合工业品供给面、需求面和成本的分析, 我们认为工业品价格近期的上涨主要是由海外大宗商品价格以及去年四季度节能限电所共同促成。



### 3、中东局势可能导致工业品价格继续上涨

近期中东危机甚嚣尘上，从埃及开始，已经先后有也门、阿尔及利亚、突尼斯、伊朗、巴林和利比亚等 7 个北非中东国家出现政治动乱。美国目前表示支持该地区的民主运动，短期内，中东形势缓和的苗头尚未出现。

中东北非 18 个主要国家的经济数据显示，目前已经发生暴乱的 7 个国家普遍在经济上存在着较为严重的问题，这些国家的失业率普遍接近甚至高于 10%，利比亚、也门的失业率甚至超过 30%。与此同时，伊朗、也门和埃及的通胀率则超过了 10%。对比同一地区目前尚未发生严重动乱的其他国家，约旦、阿曼、沙特、摩洛哥、伊拉克和土耳其的失业率已经接近动乱 7 国的水平，普遍在 10% 左右。

图表 45 中东北非主要国家经济数据对比

	GDP 增长 (2010)	失业率 (2010)	通胀率 (2010)
阿联酋	2.60%	2.40%	2.20%
伊朗	3%	14.60%	11.80%
约旦	3.20%	13.40%	4.40%
科威特	3.25%	2.2%(2004)	3.80%
利比亚	3.30%	30%(2004)	3%
突尼斯	3.40%	14%	4.50%
阿曼	3.60%	15%	4%
沙特	3.80%	10.80%	5.70%
巴林	3.90%	15%	3.30%
叙利亚	4%	8.30%	5.90%
阿尔及利亚	4.10%	9.90%	5%
摩洛哥	4.20%	9.80%	2.50%
也门	5.20%	35%	12.20%
埃及	5.30%	9.70%	12.80%
伊拉克	5.50%	15.3%(2009)	4.20%
黎巴嫩	7.20%	N/A	3.70%
土耳其	7.30%	12.40%	8.70%
卡塔尔	19.40%	0.50%	1.10%

数据来源：Bloomberg，中金公司，东吴基金。

英国《经济学家》杂志制作了一个“扔鞋指数 (Shoe-thrower's index)”用来显示可能发生政治冲突的国家及程度。这个指数主要根据重要的经济指标和政治情况，并赋予一定的权重来得出一个国家将发生政治冲突的可能性，指数的读数越高，发生冲突的可能性就越大。这样得出的指数显示，在已经发生动荡的国家之外，冲突向叙利亚、伊拉克、阿曼、沙特和约旦等国蔓延的可能性最大。这与上文通过对比主要国家经济数据所得出的结论非常接近。如果这些国家真的发生连锁反应，整个中东已经基本被全部覆盖。

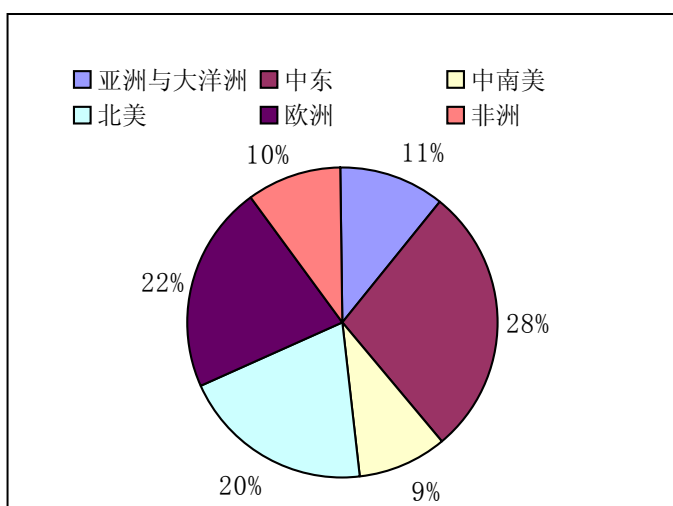
图表 46 “扔鞋指数”显示冲突有蔓延的可能性



数据来源：中金公司。

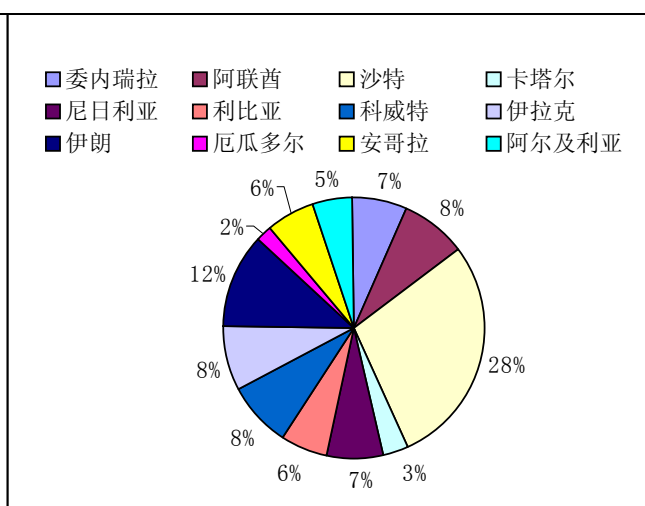
中东地区作为全世界的主要“油井”，其原油产量占到全球产量的 28%。从历史看，该地区任何政治动乱或军事冲突都势必在至少是短期内对全球石油价格产生较大冲击。目前无论从沙特自身的经济状况还是从其他主要国家对此危机的表态来看，目前还无法排除沙特将最终被卷入此次动乱的可能性。而如果沙特真的发生动乱，我们判断此次危机对石油价格的冲击将延续至少一个季度以上，这必定会通过进口原油价格而进一步推高中国国内的工业品价格以及下游大量的消费品价格。对于这种可能性，我们需要密切关注近期中东形势的发展和欧美国家表态的变化。

图表 47 中东占全球石油产量的 28%



数据来源：美国能源署，东吴基金。

图表 48 沙特占 OPEC 石油产量的 28%

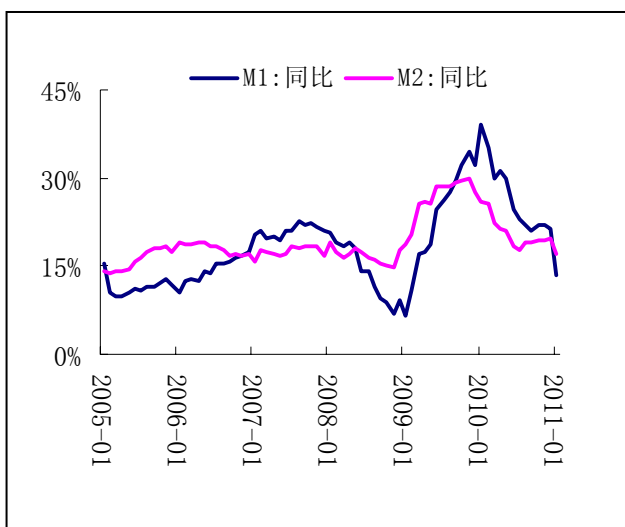


数据来源：美国能源署，东吴基金。

## (二) 货币政策已见效果

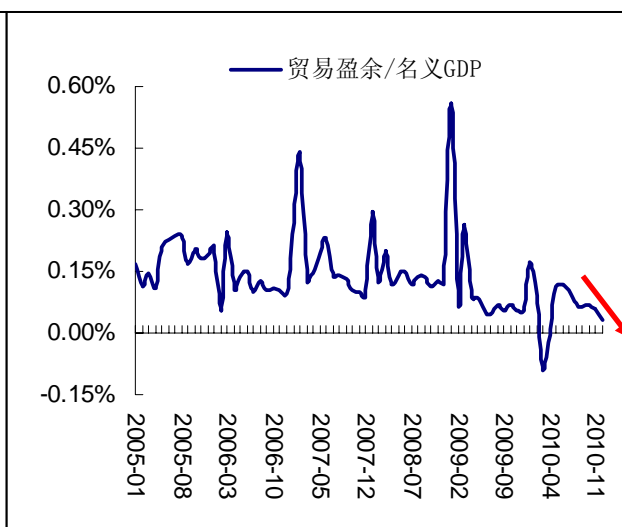
自年初起，货币政策稳健的真实含义正逐步得到诠释，货币供应增速从 2010 年四季度开始断崖式下降。2011 年 1 月的 M1、M2 同比增速分别为 13.6% 和 17.2%。货币供应增速的下降可能有去年同期基数过高的原因，但是贸易盈余占名义 GDP 占比的显著下滑却清楚表明流动性正日趋紧张。同时，货币乘数以及 M1、M2 同比增速差的数据则显示货币的活跃度也在下降。综合来看，无论是货币的总量供应还是周转速度都支持经济中流动性正在下滑的判断。

图表 49 货币供应增速断崖式下降



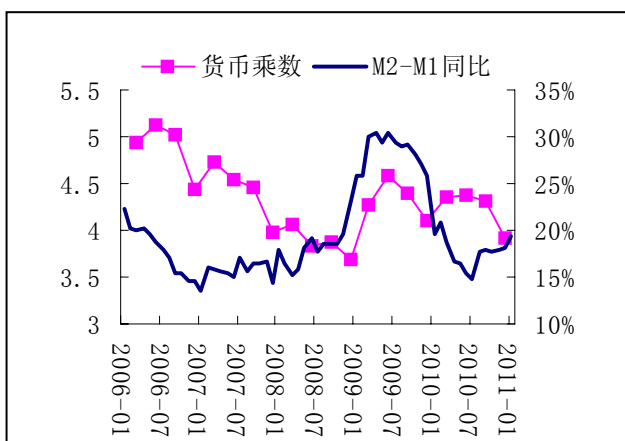
数据来源：Wind，东吴基金。

图表 50 贸易盈余/GDP 降至历史低点



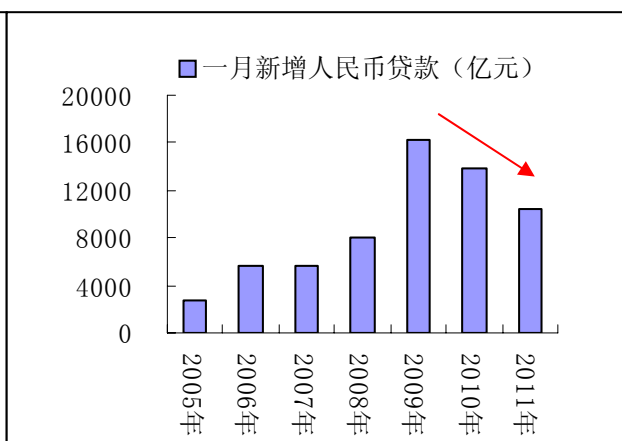
数据来源：Wind，东吴基金。

图表 51 货币活跃度明显下降



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 52 信贷收缩体现稳健含义

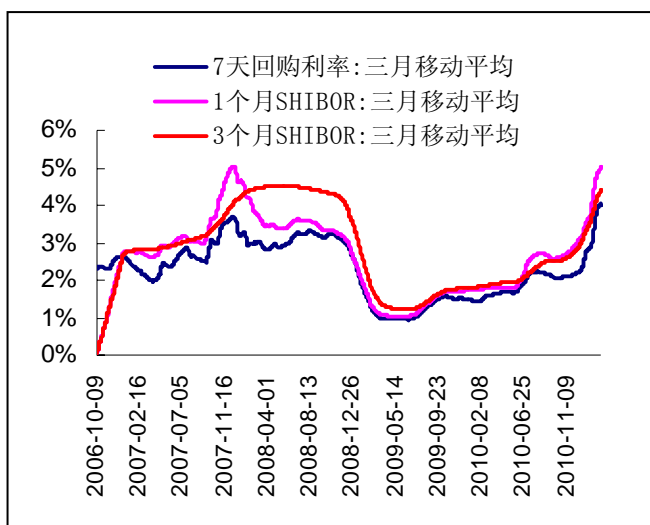


数据来源：Wind，东吴基金。

与货币供应快速收紧相伴随的是银行间与实体经济中资金成本的持续抬升，银行间市场拆借利率创出自 07 以来的新高。民间借贷利率也是居高不下，草根调研显示近期民间借贷的年利率已经高达 25%，但尽管如此资金需求仍然非常旺盛。

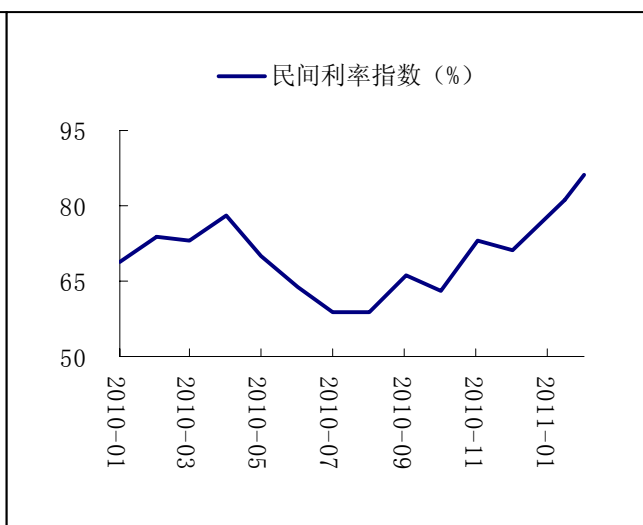


图表 53 资金成本位于历史最高点



数据来源: Wind, 东吴基金。

图表 54 民间借贷利率稳定上升



数据来源: 安信证券, 东吴基金。

### (三) 数量与价格调控仍将继续

自 2010 年 10 月 20 日, 央行已加息 3 次, 并先后 5 次提高金融机构存款准备金率。基准存贷利率分别累计提高 50 个基点, 而存款准备金率更是创出历史新高。从货币政策工具如此频繁的使用可以看出政府对于控制通胀和回收流动性的迫切愿望。

图表 55 近期加息后存贷款基准利率

加息时间	2010-10-20	2010-12-26	2011-2-9
短期贷款利率:6 个月(含)	5.1	5.35	5.6
短期贷款利率:6 个月至 1 年(含)	5.56	5.81	6.06
中长期贷款利率:1 至 3 年(含)	5.6	5.85	6.1
中长期贷款利率:3 至 5 年(含)	5.96	6.22	6.45
中长期贷款利率:5 年以上	6.14	6.4	6.6
活期存款利率	0.36	0.36	0.4
定期存款利率:3 个月	1.91	2.25	2.6
定期存款利率:6 个月	2.2	2.5	2.8
定期存款利率:1 年(整存整取)	2.5	2.75	3
定期存款利率:2 年(整存整取)	3.25	3.55	3.9
定期存款利率:3 年(整存整取)	3.85	4.15	4.5
定期存款利率:5 年(整存整取)	4.2	4.55	5

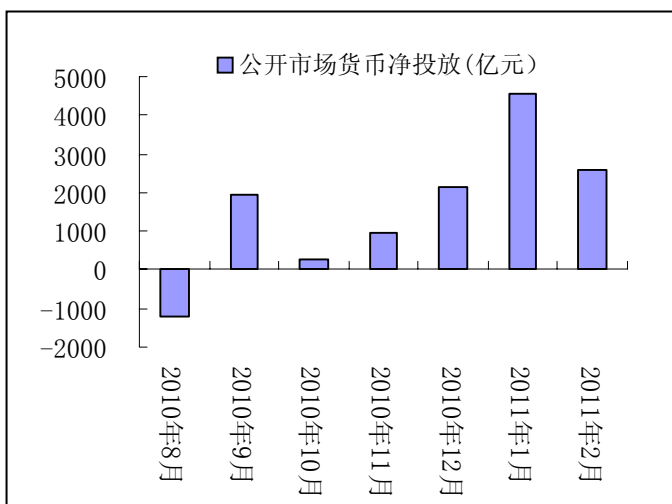
数据来源: Wind, 东吴基金。

尽管回收流动性对于人民银行目前而言是最重要的任务之一, 但是从 2010 年 8 月起的公开市场操作看, 此轮通胀以来的 7 个月中有 6 个月是货币净投放。央行通过公开市场回笼货币的初衷与实际效果的背离主要受制于央票一二级市场利率的倒挂。最高峰时, 二级市场一年期央票的到期收益率高出一级市场发行利率 109



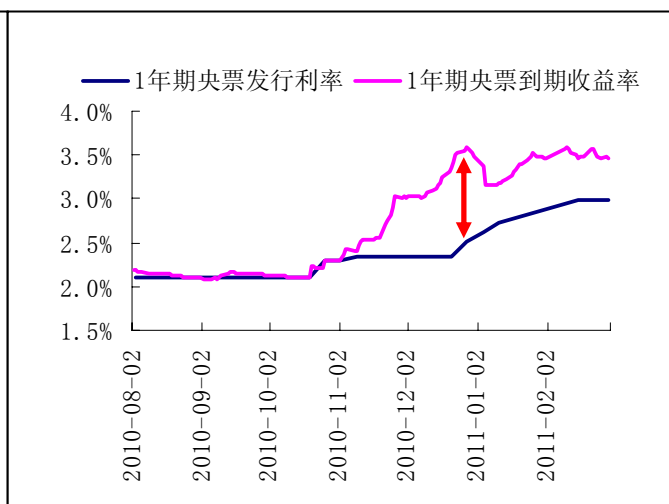
个基点，这在央票的历史上属首次。

图表 56 央行公开市场回笼货币效果不佳



数据来源: Wind, 东吴基金。

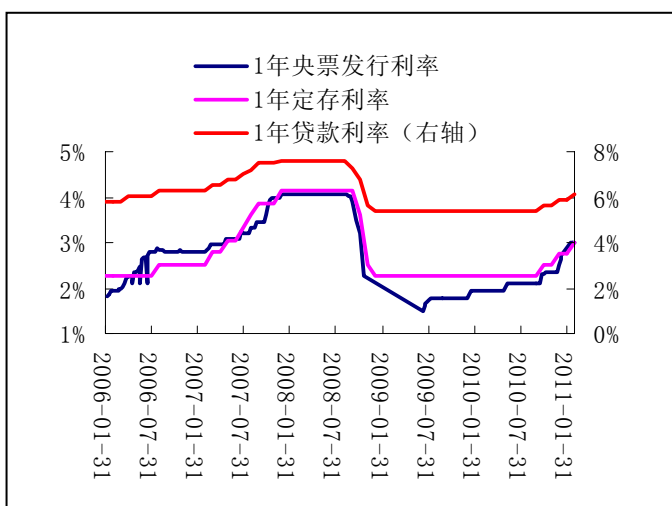
图表 57 央行票据一二级市场利率倒挂



数据来源: Wind, 东吴基金。

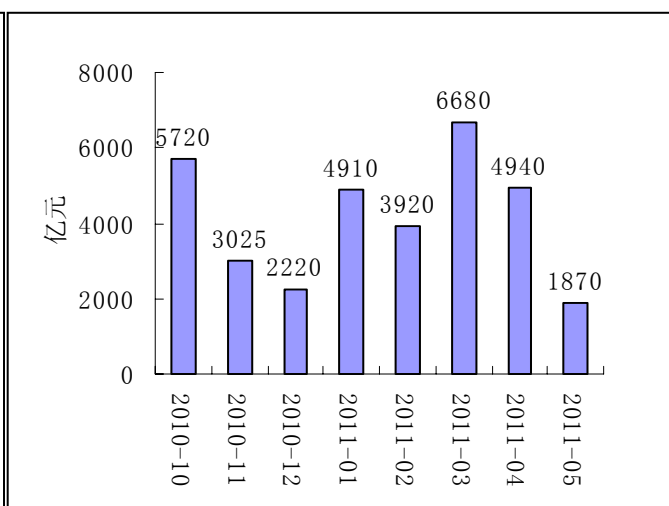
央票一级市场的发行利率在近几年都能够比较稳定地预测基准利率的调整。而在当前的环境下，轻率提高央票发行利率势必给予市场再次加息的强烈预期。为了避免频繁加息给整个经济造成过大的负面影响，央行最终选择了存款准备金率这一系统性影响相对较小的数量型工具。这也解释了此轮通胀以来，准备金率一提再提并且创出历史新高的原因。而同样的逻辑意味着未来这一政策工具将被继续频繁使用，相比之下，央行在使用利率工具的时候则会更为谨慎。3月份公开市场到期金额近7000亿，4月近5千亿，而目前在央票回笼能力仍然有限的情况下，我们预计三月份和二季度可能各提高准备金率一次，同时我们认为二季度也有可能再次加息一次。

图表 58 央票发行利率领先于基准利率调整



数据来源: Wind, 东吴基金。

图表 59 近期公开市场到期金额较大



数据来源: Wind, 东吴基金。



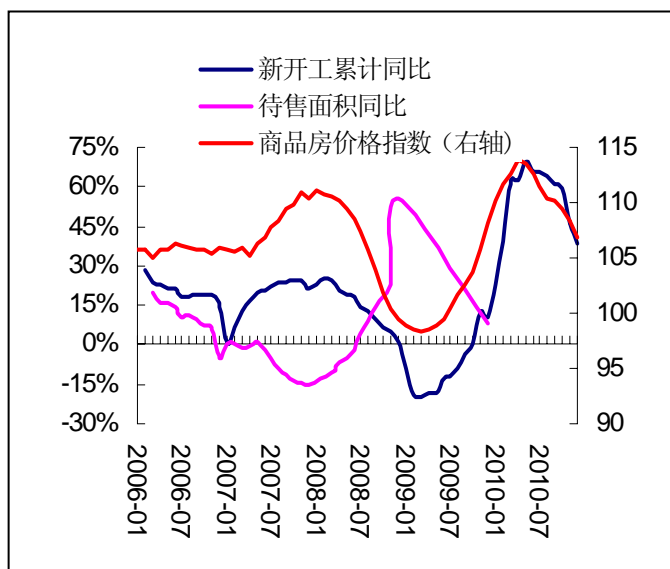
#### （四）二季度静观房地产调控效果

房地产新开工增速与待售面积增速由于工程建设的固定周期而有着非常稳定的领先滞后关系。对于绝大多数开发商而言，房屋从新开工到待售一般周期长度为 12 个月，部分大开发商如万科则可以将开发周期压缩至 9 个月。相对稳定的开发周期意味着，新开工高峰之后 9-12 个月，市场将面临大量新增供给，库存高峰随着而来。而库存高企和资金周转的需求往往导致价格下降，这从下图中住宅待售面积同比增速与房屋销售价格指数的反向关系可以得到清楚印证。价格的低谷使得同期新开工面积增速下降，其后 9-12 个月，市场又将因为较少的新增供给而面临库存下降、价格高企的情况。如此循环往复的周期在过去 5 年来规律性极强。

整个 2010 年住宅新开工面积累计同比增速高达 57.8%，二三季度所有月份新开工增速都在 60% 以上，创出自 2000 年以来的新高。按照房产开发以及楼盘进入市场的周期推算，2011 年的二、三季度将面临大量新增房屋供给，房产市场将会面临极大的库存压力，地产价格可能也会随之出现松动的可能。

结合草根调研所了解到的情况，大房地产商很有可能会放慢在建楼盘的施工进度，将供应时间推后。然而从最近的房地产销售来看，很多城市已经出现房屋销售环比显著下降的情况。我们怀疑二季度中后期可能会出现房地产销售进一步下滑甚至价格最终开始松动的迹象。我们需要密切关注近期的房地产销售来判断二季度可能出现的实际情况。

图表 60 住宅新开工、库存、价格显示极强周期性



数据来源：Wind，东吴基金。

结合对一季度政策面的观察和当前中央政府的表态，我们预计二季度房地产调控政策面将相对真空，政府将密切观察地产市场的量价变化，并维持目前的调控政策。而二季度出台更为严厉的房地产调控政策目前来看空间已经不大。



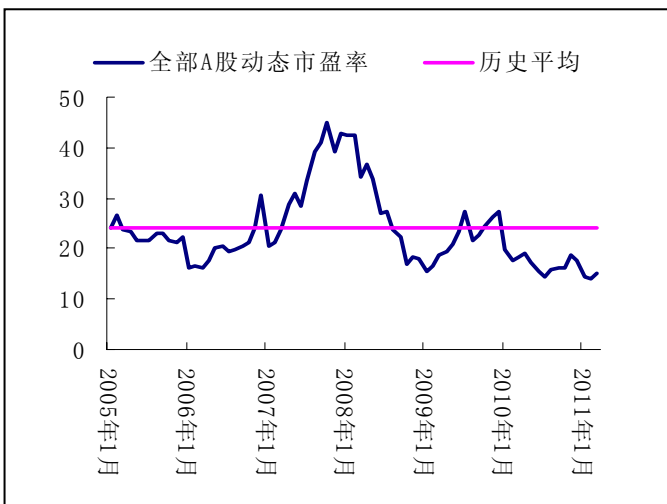
## 四、二季度 A 股市场区间震荡

2011 年 A 股市场目前估值水平仍然显著低于历史平均，具有安全边际。但是由于二季度上市公司业绩增长面临下行的风险，A 股市场缺乏趋势性向上的可能。然而，一季度严厉的房地产调控政策反而将使二季度政策面出现暂时真空的情况。同时，两会之后将陆续出台的新兴产业政策也将给市场提供众多的投资热点。更为重要的是，民间调整资产配置的强烈意愿将有可能使大量资金在股市出现赚钱效应时进入股市，从而在资金面上提供支持。综合而言，我们认为二季度 A 股市场仍将维持区间震荡的总体格局，但上证综指向上突破 3200 点的概率较小。

### （一）市场估值总体偏低，风格间有一定差异

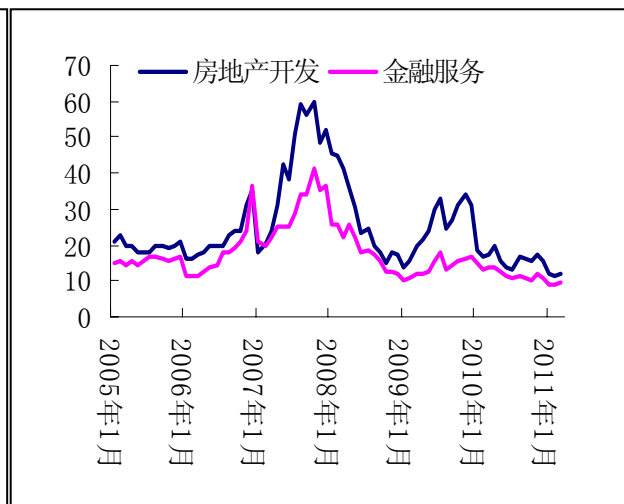
截止 2011 年 3 月 9 日，全部 A 股上市公司动态市盈率仅为 15 倍，远低于五年历史平均。而房地产和金融作为 A 股市场两大权重板块，其目前动态估值分别为 12 倍和 9 倍，基本处于其 5 年估值区间的下限，市场总体估值水平明显受到权重板块的压制，安全边际比较明显。

图表 61 A 股市场整体动态估值仍处历史低位



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 62 两大权重板块估值处历史下限



数据来源：Wind，东吴基金。

分不同板块看，成长类各行业在估值基准切换之后，目前的动态估值水平总体来看比较接近其历史平均水平。服装和信息服务的估值略高于平均，而建筑装饰的动态估值接近其历史估值的下限。

图表 63 成长类行业动态估值历史比较

		2011-3-9	5 年平均	5 年最高	5 年最低
成长类	农林牧渔	34	41	81	21
	建筑装饰	15	27	64	14
	电子元器件	37	42	76	22
	信息设备	30	33	52	17
	家用电器	19	23	40	12
	白酒	25	34	87	17
	服装	23	22	44	12
	其他轻工制造	30	35	67	18

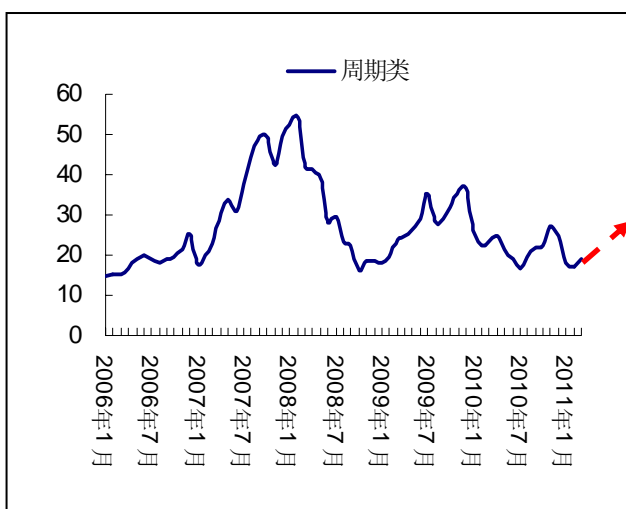


医药生物	29	31	55	18
商业贸易	23	30	55	17
餐饮旅游	35	41	82	20
信息服务	35	33	59	9
电气设备	29	31	70	17

数据来源：Wind，东吴基金。

对比之下，周期类行业在 2010 年遭市场抛弃之后，目前其估值水平正处在向其历史均值水平回归的阶段。从不同细分行业的历史估值区间看，接近历史下限的分别有化学纤维、石油化工、水泥制造、乘用车和航空运输。

图表 64 周期类行业估值水平向均值回归



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 65 周期类行业估值水平存在差异

	2011-3-9	5年最高	5年最低
煤炭开采	16	70	9
化学纤维	15	69	13
纯碱	31	63	11
化学制品	26	47	14
石油化工	11	50	8
黑色金属	15	58	6
有色金属	36	136	7
水泥制造	17	57	12
专用设备	22	45	12
乘用车	12	114	8
纺织	28	54	18
航空运输	13	82	8

数据来源：Wind，东吴基金。

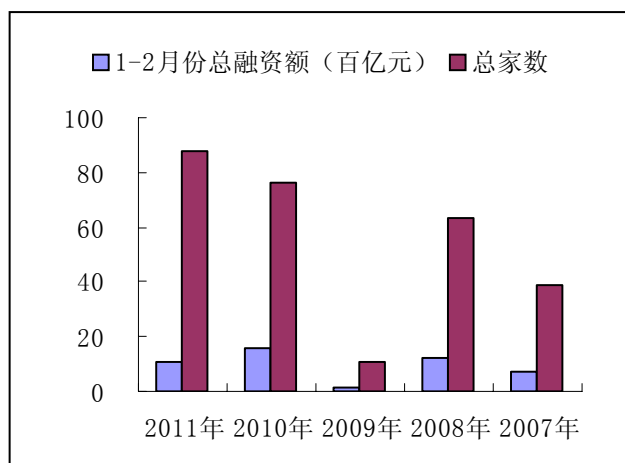
## （二） 全年融资压力较大但赚钱效应可能吸引资金入市

宏观层面的分析显示当前实体经济中的流动性比较紧张，资金成本居高不下，而紧缩的货币政策仍将在二季度延续，短期内放松的概率较小。

但股市的流动性条件在二季度却具有一定的不确定性，正负两方面的因素同时存在。

首先从负面因素看，今年 A 股市场的融资需求可能将创出新高，这对当前本来并不充裕的资金面将施加更大的压力。2011 年 1-2 月份 IPO、增发、配股项目共实施了 88 个，实际融资 1100 亿左右，项目数量创出过去 5 年的新高。我们在 2011 年年度策略报中曾经估算过今年 A 股市场融资金额至少在 1.25 万亿左右，大于 2010 年。然而结合年初至今创出新高的融资项目数量，中央提出要显著提高直融比例的态度以及国际板和新三板正在加速准备的情况看，2011 年的 A 股融资压力最终有可能超出预期。

图表 66 2011 年 1-2 月融资项目数创五年来新高

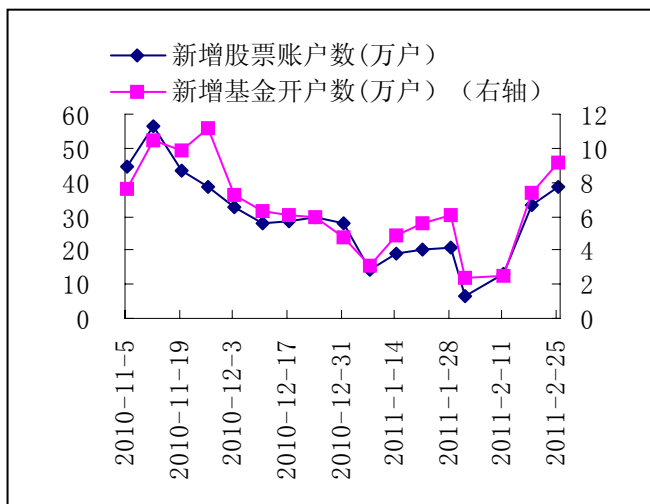


数据来源：Wind，东吴基金。

但是我们仍然对民间资金流入股市的可能性保持乐观。观察当前国内居民的资产配置可以发现其可选择的渠道仍然非常有限。短期看，我们认为股市一旦出现赚钱效应，大量民间资金完全有可能迅速进入股市。自 1 月 26 日此轮反弹以来，新增 A 股账户数，基金账户数以及参与交易的账户数都出现反弹且力度较大。从这一点看，居民潜在的调整资产配置的意愿是强烈的，这也是 A 股市场潜在的最大资金来源。

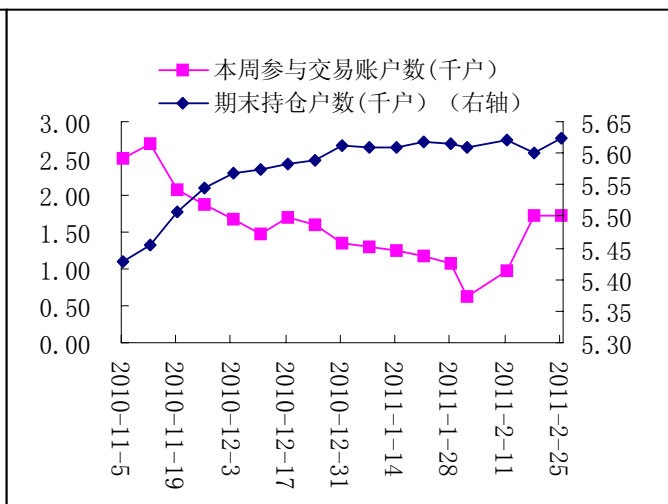
总体来看，我们对于 2011 年第二季度的 A 股市场流动性持谨慎态度，但是对民间资金在股市出现赚钱效应时大量进入股市这一可能性满怀希望。

图表 67 新开户数显著反弹



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 68 参与交易账户数也随市场行情而波动



数据来源：Wind，东吴基金。

### (三) 2011 年二季度 A 股市场：谨慎

2011 年二季度宏观经济和 A 股市场整体业绩都面临下滑的风险，但是考虑到目前市场的整体动态市盈率只有 15 倍，处于历史平均之下，民间资金仍有大量流入股市的可能且二季度出台更为严厉调控政策的概率较小，我们对二季度 A 股市场走势仍持谨慎态度。我们预计上证指数向上突破 3200 点的概率较小，但权重股目前仍然处于历史低位的估值水平让我们相信上证指数向下的空间也比较有限，预计区间底为 2600 点。



## 五、布局未来，积极防御

2011年二季度A股市场整体趋势性向上的可能性仍然不大。业绩下滑、融资压力较大以及海外局势的不确定性让我们持谨慎态度。但是，二季度政策面相对真空的环境，居民调整资产配置的潜在需要以及新兴产业政策的陆续出台使我们并不悲观。二季度，我们将遵循“布局新兴产业”、“以业绩来积极防御”、“关注基建和保障房建设”和“中东危机与能源替代”这四条投资主线。

### （一）布局新兴产业

二季度A股市场面临的最大的投资机会可能来源于两会后将陆续出台的各种新兴产业政策。政府将从政策和资金等方面给予这些未来潜在的支柱产业以巨大的支持。这决定了与这些行业相关的各种利好政策可能会具有持续性，而市场也会相应做出反应，这可能会在两会后体现得尤其明显。我们判断，二季度可能会承接两会后的新兴产业热潮，在A股市场再次出现“新兴产业”热。我们最为看好**TMT(光通信、软件、LED照明、移动终端产业链)、光伏、新能源汽车、环保和高铁装备等**。

- **TMT**: 在政策和新增需求驱动下，TMT中部分子行业景气有望持续甚至爆发增长，从而产生投资机会。2011年二季度重点看好以下四大投资主线：(a) 光通信；(b) 软件；(c) LED照明；(d) 移动终端产业链。
- **光伏**: 2011年第二季度全球光伏市场超预期的可能性在增大，供给大幅增加提升关键材料和设备的景气度。
- **新能源汽车**: 原油上涨将再次提高政府对新能源替代性的关注，预计国家将加强与新能源汽车相关的城市基础设施建设力度，加大资金投入，扶持核心技术及关键零部件研发。
- **环保**: 政策环境和现实压力都将刺激节能环保板块在二季度的表现。
- **高铁装备**: 二季度我们看好在手订单充沛，产品具有技术壁垒的上市公司。

### （二）以业绩来积极防御

二季度同时需要对经济和企业业绩的可能下滑保持谨慎态度。尽管二季度政策面可能相对平稳，资金面也有可能得益于居民调整资产配置的行为，我们仍然需要对基本面可能的变化采取必要的防御。我们认为应该选取年报季报可能超预期的行业作为首选的投资标的。通过自下而上的业绩分析和对行业景气的判断，我们认为大消费范畴的行业可能是二季度防御最优的行业配置方向。同时，国家对“维稳”和“保民生”的重视同样将利好于消费类板块。综合来看，我们最为看好**食品饮料、医药和建筑装饰**。

- **食品饮料**: 受市场的投资偏好和相对估值修正的影响，自10年12月份以来，食品饮料板块已经连续3个月跑输大盘，相对于沪深300的超额收益分别为-6.34%、-4.54%和-0.72%。我们基于有吸引力的估值水平、一季报超预期及事件刺激三方面的原因，对该板块3、4月份的表现相对乐观。
- **医药**: 目前医药股具备中长期投资价值，随着时间推移和业绩逐渐明朗，医药股增长明确的投资价值会再次为市场认可。
- **建筑装饰**: 上半年新接订单仍然保持快速增长，超市场预期；二季度年报季报业绩可能超预期，同时有高送配的可能性。



### （三）关注基建与保障房建设

2011 年作为“十二五”规划的第一年在基建投资方面势必力度较大，同时政府对保障房建设的重视程度也让我们相信 1000 万套的建设目标应能大部分完成。如此大的工程建设量对中游工程机械和水泥等建材行业将产生持续而可观的下游需求。站在目前的时点上，我们需要密切关注这些行业真实需求的变化以及它们在 A 股市场中的表现。重点关注**工程机械和水泥**。

- **工程机械：**水利、基建和保障性住房建设的落实对行业销量的增长将形成有力的支撑，3 月初两会期间将从中长期提出对各项投资的长期规划，有利于增强市场对包括工程机械在内的投资品需求长期增长的信心。
- **水泥：**进入 3 月下旬后水泥消费将迎来全年第一个阶段性消费旺季，届时水泥价格有望稳中有升，产能释放压力与需求启动之间的博弈结果预计将偏正面。

### （四）中东危机与能源替代

中东政治动乱的发展不容忽视，从目前发展的态势来看，此次动乱可能将维持相当的时间，二季度仍然将受到影响。动乱将导致石油价格居高不下甚至创出新高，而市场的投资逻辑可能将转向替代能源以及相关的其他行业。站在目前的时点上，我们还无法判断此次危机是否将发展到对中国经济基本面产生重大影响的程度，但是短期看，能源替代的投资逻辑可能将至少具有阶段性的机会。可能受益的板块包括**焦煤和煤化工**。

- **焦煤：**焦煤需求未来继续上行的概率较大，由此带动焦煤价格将继续呈现强势，并有再次提价的可能。
- **煤化工：**我们看好为煤化工提供建设服务的品种。预计国家在十二五规划中，对现代煤化工技术会有正面的评价。从企业层面，煤化工企业大举进军中西部区域已是趋势，而且油价上涨所带来的产品价差扩大，更提供了企业投资的冲动。

### （五）重点行业

#### 1、食品饮料——行业高景气，季报行情可期

行业评级：推荐

受市场的投资偏好和相对估值修正的影响，自上年 12 月份以来，食品饮料板块已经连续 3 个月跑输大盘，相对于沪深 300 的超额收益分别为-6.34%、-4.54%和-0.72%。我们基于有吸引力的估值水平、一季报超预期及事件刺激三方面的原因，对该板块 3、4 月份的表现相对乐观。

首先，经过股价调整，食品饮料较沪深 300 的相对 PE 由上年 11 月底的 2.3 下降至 2.0 这一历史平均水平，而以白酒为主的饮料类公司这一比率由 2.2 下降至近 1.9。其中，一线白酒 2011 年的 PE 在 22 倍左右，业绩持续高增长的二线白酒在 32 倍左右，张裕 25 倍，青啤 22 倍等，估值具有较强吸引力。

其次，食品饮料类公司的 2010 年年报业绩大部分符合预期，泸州老窖等甚至超预期，低于预期的像山西汾酒、五粮液已经基本在股价中反映。由于今年春节旺季销量普遍较好，因此一季报超预期可能性较大，尤其是像山西汾酒、洋河股份、古井贡酒、酒鬼酒等二、三线白酒品牌公司以及张裕。

春节后，白酒价格依然坚挺，五粮液因为年前没有提价，2 月份还上调了终端指导价，古井贡酒也对部分产品提价 10%左右。这说明白酒公司的提价，是对居民收入持续提升增强消费需求以及消费升级的反映，而非脱离现实的盲目行为。



再则，3月份存在事件驱动。一是中、下旬的春季糖酒会，行业的高景气将在糖酒会及媒体上得到反映，进而引起资本市场的关注；二是“两会”期间，有关促进消费、进行收入分配制度改革的相关议案以及即将出台的相关政策将对消费板块构成利好刺激。

因此，我们继续重点看好业绩持续超预期的二、三白酒公司。

## 2、医药——具备中长期投资价值

行业评级：推荐

2011年是新医改三年规划的最后一年，近期国务院办公厅发布了《医药卫生体制五项重点改革2011年度主要工作安排》，明确了今年医改的主要任务。国家将持续投入，进一步扩大医保覆盖面，提高医保补助标准和报销水平，实现基本药物全覆盖，充分保证了药品需求的持续扩容。据全球著名市场调研机构IMS预测，2015年我国药品消费总额有望超过日本，成为仅次于美国的世界第2大医药市场。此外，全球医药市场格局正以前所未有的速度改变，今后5年间将有770亿美元销售额的专利药到期，仿制药迎来巨大的市场空间。全球医药巨头为了降低成本，纷纷将部分业务向发展中国家转移，这都给我国企业带来了发展机遇。

2011年也是“十二五”规划的开局之年，鼓励创新和产业升级将成为未来五年医药产业发展的重要方向。由于历史原因，我国医药产业创新程度低，低水平仿制、同质化竞争情况严重，在国际市场上有一定竞争力的也是高污染、高能耗的中间体和原料药。为使我国从医药大国向医药强国转型，近年来国家在新药创制领域不断提高资金投入。“十一五”期间，中央、地方在重大新药创制专项领域投入的资金超过200亿元，而“十二五”投入力度会更大。今年3月1日起，新版药品GMP正式施行，新标准向欧美规范市场看齐，硬件和软件要求都有了较大提升。现有药品生产企业被给予不超过5年的过渡期，来达到新版GMP的要求，行业优胜劣汰，产业升级步伐将有所加快。另外，国家发改委也已着手制定政策，将通过专项资金和出口退税政策扶持，鼓励制剂向海外规范市场出口。

自去年底以来，受市场风格转换等因素影响，医药板块走势弱于大盘。目前医药板块整体2011年预测市盈率为29倍，作为一个利润增速可达30%的行业而言，这样的估值水平应属合理，下行风险很小。现板块相对于市场的估值溢价还在90%以上，虽较去年已有缩窄，但还是明显高于历史平均水平，所以估值提升空间也不大。而且，发改委正在酝酿对基本药物和医保目录品种的降价，不久就会陆续推出，这也是短期内抑制板块上涨的重要因素。我们认为，目前医药股具备中长期投资价值，随着时间推移和业绩逐渐明朗，医药股增长明确的投资价值会再次为市场认可，我们继续给予医药行业“推荐”评级。在个股选择上建议暂时回避降价政策可能波及的品种，关注：（1）具有研发创新优势的企业，尤其是可能诞生大品种的生物药企业；（2）能够承接全球医药产业转移的企业；（3）产品、营销具备优势的医疗器械企业；（4）营销能力突出的二类疫苗企业；（5）医疗服务相关企业。

## 3、建筑装饰——新订单快速增长，年报季报业绩超预期

行业评级：推荐

二季度可能超预期的因素：上半年新接订单仍然保持快速增长，超市场预期；二季度年报季报业绩可能超预期，同时有高送配的可能性。

十一五期间，建筑装饰行业市场增长空间以平均每年14.34%左右的速度递增，预计2010年我国建筑装饰行业总产值将达到2.1万亿左右。在未来5~10年，行业仍处于一个高速发展期，行业需求持续强劲，装修规模仍将保持大规模增长。我国建筑装饰行业是一个资源永续、业态常青的行业，伴随中国经济的快速增长以及相关行业的蓬勃发展，市场需求急剧膨胀，社会投入持续上升，目前正是这个行业发展的黄金阶段。

十二五期间仍是我国城市化快速推进的时期，城市化率每年提高1个百分点将有1300万人口转移到城市，直接拉动建筑需求6亿平米以上。产业结构调整、工业化水平提高及新型工业的发展也将带来巨大的工业建



筑和商业建筑装修需求。消费升级和酒店旅游业的快速发展，直接增加酒店装修的新增和更新需求。体育场馆，文化中心等提高城市文化生活和居民生活质量的公共设施日趋增多，高铁和城际铁路车站的建设装修空间巨大。我国现有城市建筑面积 400 亿平米，存量建筑的改造性装饰任务量十分巨大，初步预计十二五期间我国建筑业年开工面积维持在 20 亿平米。作为配套的建筑装饰行业，每年新建建筑装饰工程量将保持较快增长。我们初步预计，2015 年装饰行业总产值将达到 3.8 万亿，较 2010 年新增 1.7 万亿，总体增长率 81%，年均复合增速 12.3%。其中，公装（含开发商整体成品住宅精装修）产值达到 2.6 万亿，较 2010 年市场容量新增 1.5 万亿，增长幅度 136%，年均复合增速 18.9%。

随着行业发展，优质公司的品牌优势逐渐体现，行业集中度在加快提高，利润率开始稳定上升。一些领先企业已经逐步完善了产业链，形成由建筑装饰工程设计、施工，景观园林绿化工程设计、施工，艺术品、家具、幕墙的设计、生产，建筑部品部件工厂化生产等组成的装饰产业链，形成“大装饰”的经营模式。随着“大装饰”产业链的日益成熟和完善以及经营管理能力的不断提高，行业领先公司的品牌效应将进一步放大，并进一步成为装饰装修公司最重要的成长因素之一。

未来行业快速增长的新亮点还有房地产住宅精装修市场的蓬勃发展。由于我国大力推进建筑节能与环保，以及房地产市场调控促使开发商提高住宅品质来促进销售，未来房地产开发产品将多以住宅精装房为主。2010 年开始，不仅大的开发商不断提高自己精装房的比例，政府也已开始强制规定精装修比例，比如江苏 2010 年就发布了江苏省《成品住房装修技术标准》，这是全国第一部确定有强制性条文的住房装修标准，明确了江苏省全装修商品房的推进时间表：到 2012 年，苏南中心城区新建住宅“成品房”比例达到 50%，其他地区为 30%。由于装修房的各种优势，我们认为，未来将有更多的省市加入到强制推行装修房的行列。我们根据公开市场数据粗略估计，未来几年恒大地产住宅精装修市场年均将达到 150 亿元左右，滨江地产将达到 20 亿元左右，万科地产也将达到 100 亿元以上。

#### 4、通信行业——战略配置光通信

行业评级：推荐

我们判断，未来两年中国宽带建设投资规模将进入爆发增长阶段，从而推动光通信行业景气持续，2 季度战略配置光通信股票。看好光通信行业理由如下：

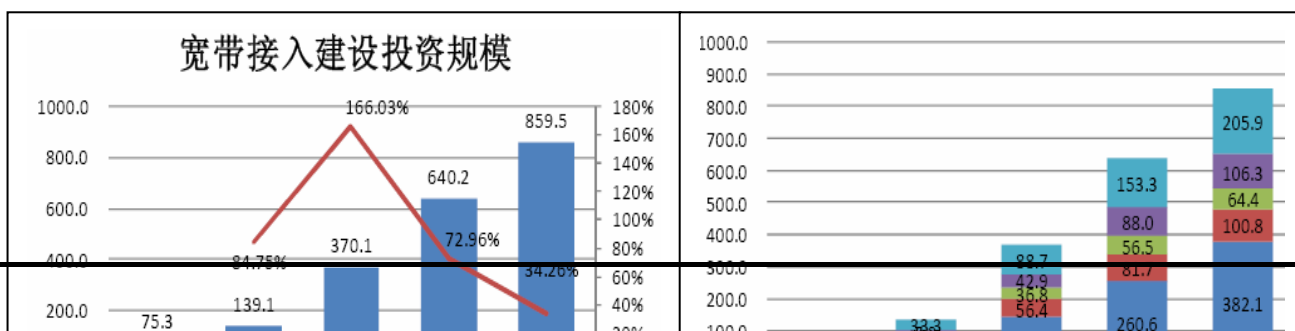
##### (1) 三网融合背景下，为获得先发优势，将推动三大运营商加大加快宽带建设

2011 年 2 月 16 日，中国电信启动“宽带中国·光网城市”工程投资规模超预期，2011 年计划新增光纤入户（FTTH）3000 万户家庭，是 2010 年之前 1000 万的 3 倍，2013 年光纤入户覆盖达到 8000 万户。据了解，2011 年中国联通和中国移动宽带建设支出也会快速增长。预计 2011 年中国宽带建设总投资规模达到 370 亿，同比增长 166%，呈现爆发增长态势。

##### (2) 移动互联网发展，推动智能手机和平板电脑放量增长，对数据需求也将爆发增长

从国外经验看，单纯依靠无线网络，是无法支持当前移动终端数据业务需求的，并且对用户而言成本也太高。因此，三大运营商必将通过宽带网络铺设更多 wifi 热点来缓解无线网络数据流量压力。中移动三年内全国 wifi 热点将增至 100 万个，电信和联通也加大 wifi 投入规模。

图表 69 宽带接入投资规模爆发增长





资料来源：国金证券。

数据来源：东吴基金。

光通信产业链包括：骨干网→城域网→接入网→固网宽带和无线接入网。从受益时间看，最先受益的是接入网设备商、光纤配线架（ODF）提供商、家庭网管以及 wifi 热点设备商和工程服务提供商。其中：（a）接入网设备商有：中兴通讯、烽火通信、光迅科技（有部分接入网光器件产品）；（b）光纤配线架提供商有：日海通信和新海宜；（c）家庭网关：烽火通信；（d）wifi 热点设备商和工程服务提供商：三元达、三维通信和华星创业。随着接入网数据流量需求增大，运营商需要进一步扩大骨干网和城域网建设，主要受益的是光网络设备商：中兴通讯、烽火和光迅科技。

在目前估值水平下，当前光通信板块整体估值偏高，并且短期业绩难以超预期，短期存在回调需要。如果 2011 年动态 pe 回到 30 倍左右，那么可以逐步配置光通信股票，中长期持有。

## 5、软件行业——曙光出现

行业评级：推荐

金融危机之后，中国经济增长触底回升进入平稳增长阶段。软件投资滞后于宏观经济，具有后周期性。2010 年，软件公司加大投入进行战略布局。2011 年初，国务院出台新 18 号文鼓励软件行业发展。2 月份各地落实国家重点软件企业，从税收、并购、外包等各方面鼓励并推动重点软件企业加快发展。我们判断，2011 年软件行业可能出现拐点进入快速增长阶段，2 季度也许是软件股战略配置时期，中长期给予“推荐”评级。

2011 年是十二五开局之年，国家希望通过工业化、信息化，加快转变工业发展方式，推动工业转型升级。另外，保障民生，建立和谐社会也是政府考虑的重点。根据政策导向和市场需求，2 季度软件行业重点关注以下投资主线：（1）医疗卫生；（2）智能交通；（3）云计算。

**（1）医疗卫生：**目前中国的老龄化比例已达 8.3%，已超世界平均水平 7.5%，对医疗卫生的需求会急剧增加。政府重视提高医疗卫生服务水平。2 月中旬召开的全国医疗管理工作会议也提出推进以电子病历为核心的医院信息化建设，加强医疗服务体系建设。另外基础硬件条件薄弱、网络条件有限的西部地区，将成为 2011 年医疗卫生信息化建设的重点。预计 2011 年中国医疗卫生行业信息化投入总额相对 2010 年将增长 25.5%，达到 153 亿元的规模。我们判断，区域医疗卫生信息化、远程会诊系统将成为医疗卫生行业信息化的主要增长动力，东软集团、万达信息、东华软件将从中受益。

**（2）智能交通：**随着城市化进程的加速，全国各城市道路拥堵状况日益恶化。通过交通管理、地图导航、车联网等手段大力推进智能交通建设是迫在眉睫的事情。2010 年城市智能交通已经呈现出投资额千万级数量的项目，项目数量和金额均有显著增多的趋势。预计我国智能交通投资在 2011 年将超过 200 亿元，未来 2-3 年内高速公路信息化的市场容量将超过 300 亿元。我们判断产业链上，汽车电子、地图导航、系统集成、软件、解决方案供应商都将受益。关注系统集成商如银江股份、地图导航供应商四维图新、车载电子启明信息等以及高速公路信息化服务商，如皖通科技。





**(3) 云计算：**云计算已在中国落地，电信、金融、互联网及政府等行业已经开始积极部署云应用。去年 10 月工信部确定在北京、上海、深圳、杭州、无锡等五个城市先行开展云计算服务创新，发展试点示范工作，推动云计算发展。赛迪最新的数据显示，2010 年中国云计算市场规模达到 167.31 亿元，同比增长 81.4%；未来三年的年均复合增长率将超过 90%，预计 2012 年突破 600 亿元，增长非常迅速。

云计算主要有三种服务模式，包括 SaaS、PaaS 和 IaaS。目前在中国，IaaS 的应用最广泛，IaaS 的发展使云计算系统更多地构建在低成本的硬件平台上，产业链上浪潮信息、华胜天成等硬件厂商、系统集成商最先受益。SaaS 应用已经有了比较好的基础，越来越多的大型企业采用 SaaS 服务，未来它将加速传统软件厂商向在线应用的转型。近期用友软件收购用友伟库提供的 SaaS 服务，将在中小企业 IT 应用转向使用云计算服务的过程中受益。

## 6、LED 通用照明——即将迎来爆发式增长

评级：中性

LED 作为第四代照明技术，已经在景观照明和背光显示这两个领域得到了长足的发展。LED 具有节能环保的特点，使得其近年来在户外景观照明方面获得很大发展。同时，由于 LED 背光技术相对于 CCFL 技术具有性能优势，已经被越来越多的运用在手机，电视和液晶显示器中。其中 LED 液晶电视仍然将是今年 LED 行业发展的最大驱动力，LED 液晶电视的渗透率在 2010 年四季度已经达到了 28%，我们预测这一比率有望在 2011 年四季度达到 55%。目前国内 LED 芯片制造和封装企业产品仍被主要应用在景观照明，由于芯片的质量与国际一流厂商仍存在一定差距，进入背光照明的公司并不多。

LED 照明从理论上说应该是 LED 三大应用中潜在市场规模最大的一块。随着 LED 芯片和封装技术在最近几年的快速发展，LED 照明在技术方面的瓶颈已有所突破，Cree 现在已经能生产出 160lm/w 的 LED 灯具，完全可以取代一个 40W 的白炽灯。现在人们关注的目光从 lm/w 转变成了\$/lm，即从技术方面转移到了成本方面。根据调研，目前 LED 照明的采购成本是球泡灯 80 元/只，灯管 150-250/个，高出一般白炽灯 6 倍以上，价格差距相当大。但我们欣喜地看到，国内已经出现了一些专业做 LED 照明的公司，产品主要出口到国外，从这个角度来看，国外的商用照明和家用照明已经开始启动。这一方面得益于国外的消费水平较高，另一方面也得益于国外一些白炽灯禁用的条例将从 2012 年开始实施。从国内的角度看，目前 LED 照明大规模启动的条件还不成熟，我们估计等产品价格下降到现在售价的一半，国内市场启动条件才可能成熟，估计这会在 2012 年年中逐步实现。

二季度我们对于上游蓝绿光外延片和芯片制造企业，我们保持相对谨慎的态度。主要是 LED 行业的快速发展促使国内很多公司都投身于 LED 外延片和芯片制造。我国 MOCVD 机台数量从 2009 年的 100 多台快速扩张到 2010 年的 330 台。这个数量有望在 2011 年达到 700-800 台。我们认为这将导致 LED 蓝绿光芯片在 2011 年出现供大于求的局面，且产能释放将开始于 2 季度，芯片价格将有 20% 以上的降幅。相比起来，由于红黄光芯片的制造产能扩张缓慢，下游需求又在稳步提升，对于红黄光芯片制造企业我们保持相对乐观。

二季度我们对于中游的封装企业和下游企业表示相对乐观，上游芯片价格的下降可能进一步刺激下游 LED 应用的需求。国外商用照明和家用照明的启动将带动国内相关下游应用企业的发展，能较好解决散热和光通量难题的公司将迎来很好的发展机遇。中游将受益于上游芯片制造企业的产能大幅扩张及下游需求的增加，特别是具有 SMD 封装方面有技术优势的企业。

从目前的估值角度看，相关企业的估值还是偏高，2011 年 PE 基本都在 35 倍左右，向上拓展的空间不大。暂给予行业中性评级。若相关公司 2011 年 PE 能够下降到 30 倍以下，可以考虑进行战略配置。

## 7、移动终端产业链——有望爆发增长

评级：推荐



随着移动互联网越来越贴近人们的生活，智能手机和平板电脑越来越受到消费者的青睐。智能手机出货量有望从 10 年的 2.7 亿支达到 11 年的 4.6 亿支，渗透率从 19% 提高到 30%。同时，平板电脑也将从 10 年的 1700 万台增长到 11 年的 4500 万台，同比增速高达 160% 以上。预计智能手机和平板电脑市场渗透率将继续提高，未来成长空间还很大，因此，移动终端产业链上相关子行业将受益移动终端销量快速增长而成长，同时在国际大厂产能或配套向中国转移背景下，国内相关厂商会更加受益。在移动终端产业链上，我们看好封测，触摸屏，结构件及天线这些子行业在 A 股市场投资机会。

(1) 封测：随着基于 ARM 架构和 Android 系统的手机和平板电脑由于开放的系统越来越受到开发者的欢迎，过去 Intel 和 Windows 的组合模式遇到越来越多挑战，由于许多基于 ARM 构架和 Android 系统的产品都由轻晶圆或无晶圆厂商设计（如高通，博通，Nvidia），其不具备后端封测的能力，封测代工厂将随之受益。从国内相关企业来看，通富微电凭借着富士通的关系，不仅拿到很多日本半导体企业的定单，同时也掌握了 CSP 和 GBA 等先进封装技术，公司在 2011 年的增长确定性高。

(2) 触摸屏行业：随着 iPhone 的出现，越来越多的高端智能手机采用了触摸屏，给人机交互提供了便利。此后出现的平板电脑几乎全部采用了触摸屏。假设触摸屏在智能手机的渗透率在 2011 年达到 40%，中小尺寸触摸屏的需求量将达到近 2 亿片，大尺寸触摸屏的需求量也将达到 5000 万片。由于中小尺寸触摸屏产能很多都在年中以后才能释放，整体还处于供不应求的局面，这对于一些已经进入一线厂商供应链的企业形成利好。而下半年，随着国内低价智能手机的放量，将给一些没有进入一线厂商供应链的国内企业提供发展机会。

(3) 结构件及手机天线：随着消费电子产品的日益时尚化，外观对于产品的畅销至关重要，尤其是便携式的手机和平板电脑等产品。同时，多天线分集技术及 MIMO 多天线方案被越来越多的移动终端所采用，需要的天线数量将从原来的每个一根增加到每个 4 跟以上。随着高端智能手机和平板电脑的持续放量，结构件和天线供应商迎来新的发展机会。

我们认为移动终端产业链一些子行业 2011 年业绩有望爆发增长，并且行业景气有望持续几年。随着近期小盘股股价回调，如果移动终端相关股票 2011 年动态 PE 跌到 30 倍以下可以考虑对成长性突出的品种进行战略建仓，我们判断，2 季度随着智能手机和平板电脑放量有望刺激移动终端产业链上相关股票带来投资机会。

## 8、光伏——具备投资机会

行业评级：推荐

《十二五能源规划》中提出，加快核电、水电等非化石能源发展，2015 年非化石占比 11%。《新兴能源产业发展规划》中表示：到 2020 年将要实现两个重要目标，即非化石能源占比要达到 15%，碳减排 40%-45%。从提升传统能源利用效率和降排放的角度分析，我们看好电力设备和新能源行业在 2011 年的发展前景。结合短期内地缘政治导致的原油价格持续走高的预期，我们给予行业评级为“推荐”。

2011 年二季度全球光伏市场超预期的可能性在增大，供给大幅增加提升关键材料和设备的景气度。

1 月下旬以来欧洲光伏冬季销售如火如荼，以至于光伏产业链价格全线回升，尤以上游最为明显。另一方面，全球龙头光伏企业纷纷给出前所未有的扩产计划，部分企业还随财报给出了乐观的销量预测。这两方面共同显示了欧洲主要市场的光伏需求仍然强劲。

展望二季度，我们认为光伏需求增长的逻辑与 2010 年下半年如出一辙：意大利、德国即将下调补贴导致光伏抢装将会再现。意大利将在 2011 年每 4 个月下调一次补贴，削减幅度将在 5%-27% 之间，而德国将分别在 7 月和 9 月对不同类型的项目削减补贴，削减幅度将极有可能达到 15%。在补贴下降之前当地投资者的逻辑是等待价格下跌到项目内部回报率可接受程度即进行迅速抢装，以赶在补贴下调之前并网。今年欧洲的冬歇期来得较早，光伏组件价格已在去年 12 月份出现了大幅下跌，1 月中旬开始购买低价位组件进行抢装成



为了不错的选择。全产业链价格随即出现反弹，特别是上游的多晶硅和硅片基本反弹至前期高点。按照经验，此种情况会持续到补贴下降前，而补贴如期下降之后的需求能否在一段时间之后再次回升将看届时全产业链成本和价格下降的程度。这种周期性是欧洲固定电价（FIT）补贴方式和光伏产业链不断扩产、成本不断下降带来的特殊效果，将在未来的欧洲市场不断出现。

需求有望超预期的同时，我们也关注到了供给的大幅增长，上游多晶硅、关键设备、耗材紧缺，中国方面尤其明显。上游多晶硅和硅片因担心产能瓶颈再现而大举扩张，现货市场价格只能短期维持高位。保利协鑫计划将多晶硅和硅片产能扩大至原来产能的近三倍，他们的绝大部分产能以长单的形式售出。而现货市场进口多晶硅 90 美金/公斤，原生多晶硅 110 美金/公斤的天价，主要是由于现货市场仅提供少于 20% 的市场需求，且多来自于高成本二三线企业，属于临界供给，波动性强。但预计现货价格将在需求稍微放缓之时迅速向长单价格靠拢。中下游的电池、组件商因追求市场份额提升和成本下降同样大幅扩张，仅前 11 大美国上市组件企业就宣布 2011 年扩产约 6GW，而我们预计 2011 年底全球组件产能可能超过 40GW，大幅超过即使最乐观的需求预测。供过于求的时期将是最低成本企业的天下，类似英利、天合等成本领导者将在 2011 年继续提升市场份额，英利甚至给出了 2011 年交货量同比增长近 70% 的预测。供给侧的这种变化，配合补贴的下降，预示着中下游的价格回调不可避免。根据经验，这可能会出现主要市场补贴下调之前。

通过我们的实地调研，实体企业的反馈也验证了需求的向好，多晶硅、耗材和关键设备的紧缺程度很高。

基于以上分析，我们认为有三类企业在二季度具备投资机会：第一类是上游多晶硅。大厂扩产均供给长单，二季度急剧释放的新增电池片产能必然导致现货多晶硅的缺货，现货多晶硅维持在 90 美元/公斤是大概率事件。第二，耗材企业。包括银浆、切割耗材，钢丝线等，逻辑等同于第一条。第三，光伏关键设备企业，包括多晶硅铸锭炉等。

## 9、新能源汽车——新能源汽车将加速发展

投资评级：推荐

今年原油上涨将再次提高政府对新能源替代性的关注，国家将加强与新能源汽车相关的城市基础设施建设力度，加大资金投入，扶持核心技术及关键零部件研发。预计上半年尤其是两会后是政策发布的密集期，新兴产业政策是近两年政府政策发布的重点，新能源汽车仍然存在政策发布的预期。向后看原油上涨是大概率事件，特别是中东危机带来的石油冲击对于我国这样的能源依赖型国家，影响非常严重。这必然将再次提高政府对新能源替代性的关注，新能源政策可能会加码。预计最迟 2 季度节能与新能源汽车产业发展规划(2011-2020 年)即将出台。《规划》确定了电动汽车作为汽车产业转型的重要战略方向，通过加快研发燃料电池汽车技术，最终实现我国插电式混合动力汽车和纯电动汽车的产业化。同时，实施过渡战略和转型战略，在大城市的服务领域开展各种车型试点，从新能源客车、微混合轿车以及小型混动轿车等入手，最终发展到纯电动车。

从目前透露出的《规划》细则看，中央财政将投入上千亿元，支持节能与新能源汽车核心技术的研发和推广。国家将继续执行相关补贴政策，同时加强与新能源汽车相关的城市基础设施建设力度，加大资金投入，扶持核心技术及关键零部件研发。

近期可能出台的新能源车政策有新能源汽车充电设施标准和新能源汽车发展规划。我们预计新能源汽车发展规划将制定 2015 年和 2020 新能源汽车保有量分别达到 50 万辆和 500 万辆，以此测算，未来 5 年我国新能源汽车复合增速将达到 200% 以上，未来 10 年新能源汽车行业复合增速也近 100%。新能源汽车充电设施标准的出台将为大规模建设充电站和充电桩扫清障碍。而新能源汽车电机由于产业集中度更高有望获得超越行业的发展机会。

从技术（资源）突破、市场潜力、业绩增长潜力 3 个标准来分析证券市场新能源汽车产业链上市公司的



投资价值。短期内新能源汽车对整车企业的业绩贡献力度还比较低，但业绩成长性和占比提高是确定的，建议关注成长性较强的曙光股份、福田汽车以及进行充分新能源客车产能储备的宇通客车。新能源汽车电机下半年释放业绩确定性较高，大洋电机将充分享受北汽和一汽的配套优势，预计年销售新能源汽车电机 3 千套以上。曙光股份已经和南车时代电气进行战略绑定，以后将充分享受南车的技术和市场。上海电驱动除在乘用车汽车电机领域继续保持技术优势外，现正逐步拓展客车电机领域。新能源电池上，还是要注重有业绩支撑，并且在行业内是龙头的企业如电解液领域的新宙邦，隔膜领域的佛塑股份和业务全面的中国宝安等，要着重关注他们在技术研发和市场突破方面的进展。2 季度我们认为有技术突破能力的企业业绩具有超预期的可能性很大。

## 10、高铁装备——由估值提升转向业绩兑现

行业评级：推荐

### (1) 股价进一步上涨的动力来自业绩的兑现

高铁装备板块年初以来累计上涨 11.56%，超越沪深 300 指数 7.51 个百分点，取得了良好的投资收益。股价上涨的背后是两个超预期：(a) 高铁被确定为优先发展的战略性新兴产业，规划里程的不断超预期；(b) 全球范围掀起高铁热，海外市场的超预期。

现阶段市场对高铁板块的争议集中在前铁道部长刘志军落马之后，可能影响高铁里程的建设进度上。我们认为，高铁作为国家层面的战略布局，其建设的进度不可能因为某一个人人事变动而轻易改变。这样，即使仅凭在建里程和已公布的投资计划，就能够保证到十二末高铁建设里程达到，甚至略超市场预期，从而为高铁板块提供足够的安全边际。

截止到 10 年末，已经建成的高铁里程约为 8000 公里，目前在建的超过 1 万公里。此外，前铁道部部长刘志军在年初铁路工作会议期间透露过今年预计建成的高铁里程在 4500 公里左右，余下的会在十二五期间逐步建成。这样到 2015 年，即使不考虑新建里程，在建与已建成的高铁里程就已超过 1.8 万公里。投资方面，十二五期间高铁基建投资额预计在 3.5 万。今年整个高铁投资额在 8500 亿左右，其中 7000 亿是基建投资，1250 亿是机车投资，250 亿是配件投资。我们预计十二五期间每年高铁投资额都将应该在 8500 亿左右，只是其中基建的占比会逐年下降，机车和配件的占比则逐年提高。

这样看，即使投资和建设继续超预期的概率不大，凭现有在建里程和投资额，也能满足相关上市公司业绩增长的需要，从而为板块股价提供安全垫。

另一方面，业绩的兑现将提供股价上涨的空间。

业绩兑现存在两种方式：(a) 一季报业绩的印证；(b) 在手订单的确认和快速增长。目前正是基建和车辆采购的高峰，因此整车和轨道配件企业一季度的业绩同比数据预计会有明显增长。此外，由于高铁招标流程和定价原则在去年底进行了更新，加上铁道部领导层的更替，高铁设备企业必然面临利益再分配的过程，而新订单的获取能力就是判断企业未来发展的重要指标。二季度，订单确定性强，同时能持续拿单的企业，股价向上的空间就大。

催化剂方面，上半年预计有 1000 亿左右的新的列车和配件招标，这将是筛选高铁设备板块投资标的的重要机会。

### (2) 看好在手订单充沛，产品具有较高技术壁垒的上市公司

二季度我们看好在手订单充沛，产品具有技术壁垒的上市公司。这类企业业绩弹性大，在手订单足以支撑业绩增速，同时由于具有一定技术壁垒，市场占有率可以维持。典型的品种包括：时代新材、博深工具和新筑股份。



其中，时代新材背靠南车集团，有株洲所作为技术支持。公司高铁产品中弹性减震件具有较高技术壁垒。此外，作为高铁下一个进口替代的主要方向，预计高铁刹车片的需求将有较快增长，主要受益品种是博深工具。新筑股份背靠西南交通大学，在国内高铁配件领域享有声誉。产品声屏障已经获得京沪高铁的大额订单，上半年即将全部交付。

## 11、节能环保——政策预期是持续的催化剂

行业评级：推荐

### (1) 二季度更看好环保产业的投资机会

节能环保从投资逻辑上包含节能减排和环保两大主题。前者指节约物质和能量资源，减少废弃物和有害物的排放；后者强调对有害物的处理和再利用。

从 A 股投资角度看，节能减排主要落在电力设备、机械和 TMT 等行业，具体概念包括（但不限于）：新能源（包括风电、核电、太阳能）、新能源汽车、节能照明、合同能源管理、建筑节能等；后者主要落在公用事业和机械板块，主要概念包括：固废处理、大气处理、水污染处理、环境监测等。

其中，前者的需求主要来自于经济体中相对分散的个体或普通消费者。对于这部分需求，节能能否推进，很大程度上取决于节能的收益能否覆盖设备更新的成本。在目前国内价格机制尚不健全，补贴还不完善的背景下，节能的推进可能是一个长期的过程。

后者主要针对政府或政府背景的国有资本，政策力度加大对这部分需求的拉动作用更为明显。因此从这个角度看，短期内我们更看好环保产业的投资机会。

### (2) 政策环境和现实压力，都将刺激节能环保板块在二季度的表现

国内政策方面，两会已经明确的两大主题就包括节能减排和民生，节能减排必然会被反复提及。同时两会将通过十二五发展规划，预计其中会明确写入单位 GDP 能耗在十一五的基础上下降 16%，同时指标将分解到各地并逐年考核，因此十二五期间的节能减排压力可能更多的呈现出结构性特征，对部分行业，例如市政、火电、钢铁、水泥等高耗能产业产生深远影响，拉动这部分节能环保的需求。

两会后，还会出台一系列的产业发展政策，比较明确的包括《节能环保产业发展规划》、《固废行业发展规划》、《火电厂污染排放标准（新版）》等，将极大刺激环保相关行业个股，尤其是固废处理、循环经济、大气治理的投资机会较大。

与此同时，外部压力也将刺激国内节能减排的推进速度。欧盟最新提高了节能标准，正在筹划欧盟生态设计准则，将适用于整个工业生产过程和体系。同时其建议，计划在一定期限内将电子、电器产品中最节能的 10% 作为行业标准，禁止销售超过该标准的冰箱、电脑、空调等产品。欧盟同时还极力敦促美国和中国一同跟进。由此，内外部的政策合力将在二季度对节能环保产业相关上市公司的股价形成正面刺激。

### (3) 看好对政策拉动敏感，行业需求明确的个股

受益政策拉动，下游需求主要来自政府，或国有企业，需求空间大的品种。从相关政策出台的先后，以及对行业个股拉动的弹性分析，看好固废处理行业，包括桑德环境、盛运股份、格林美；大气治理行业，包括龙净环保、九龙电力；水处理行业，包括碧水源、中电环保、维尔利等。

受益资源价格上涨的品种。节能减排的路径，一靠提标，二靠提价。前者以行政手段解决需求问题，后者以市场化手段解决收益问题。十二五期间对于重点治理领域将有明确的补贴政策出台，比较确定的包括大气治理领域的脱硝补贴，污水处理补贴，固废处理补贴，家电以旧换新补贴等。



## 12、家电——二季度家电难有超预期表现

行业评级：推荐

### (1) 2011 年 1~2 月份家电销售数据超预期

根据公布的销售数据，2011 年 2 月份，全国家电下乡产品销售 887.1 万台，实现销售额 208.6 亿元，同比分别增长 126%和 168%。彩电和冰箱销售额居前两位，分别为 69.9 亿元和 53.3 亿元，两类产品销售额占总销售额的 59%。销售额前五位的地区是安徽 23.4 亿元，河南 22.7 亿元，山东 19.8 亿元，江苏 15.2 亿元，河北 13.3 亿元。今年 1~2 月，全国家电下乡产品累计销售 1935.9 万台，实现销售额 462.1 亿元，同比分别增长 99%和 141%。截至 2011 年 2 月，全国累计销售家电下乡产品 1.34 亿台，实现销售额 2879.58 亿元，累计发放补贴 320 亿元。

2011 年 1 月，空调总销量达 948 万台（YoY61%），其中内销 411 万台（YoY43%），出口 537 万台（YoY78%）。洗衣机总销量 536 万台（YoY30%），其中内销 377 万台（YoY34%），出口 158 万台（YoY23%）。冰箱总销量 599 万台（YoY9%），其中内销 468 万台（YoY9%），出口 129 万台（YoY7%）。

另外，家庭耐用消费品普及率明显提高。2010 年农村居民平均每百户拥有彩色电视机 111.8 台，比 2005 年增加 21.8 台，增长 24.2%，其中，接入有线电视网的彩色电视机占 52.5%，比 2005 年提高 13.8 个百分点。2010 年农村居民平均每百户拥有电冰箱 45.2 台，比 2005 年增加 23.3 台，增长 1.1 倍；空调机 16 台，比 2005 年增加 8.8 台，增长 1.2 倍；洗衣机 57.3 台，比 2005 年增加 14.2 台，增长 32.8%；移动电话 136.5 部，比 2005 年增加 77.1 部，增长 1.3 倍；电脑 10.4 台，比 2005 年增加 7.9 台，增长 3.2 倍，其中接入互联网的电脑占 69.4%，比 2005 年提高 28.6 个百分点。

### (2) 3 月份销售数据仍然乐观，2 季度增长有隐忧

从基本面看，3 月份家电行业增长依然乐观，还可能有多项超预期的亮点出现：

(a) 海外经济复苏下出口持续旺盛，2 月空调洗衣机销量继续高增长。

(b) 白电涨价逐步得到确认，在销售旺盛及涨价兑现下，年报一季报超预期的可能性得到市场认可。

从政策面看，2 季度仍将有一系列政策超市场预期，将持续提升家电行业景气度。一方面，有关部门领导表示，家电以旧换新政策明年肯定要持续进行，而且家电下乡政策中还要针对具体需求增加新的家电品种，以此来提高农民的生活质量。从目前的情况来看，《关于完善家电“以旧换新”政策的提案》已被确定为两会重点提案，以旧换新或将成为畅销机制，延续时间和产品品类方面或还有惊喜，手机与厨卫电器有望纳入。未来家电下乡扩容细则还可期待，保障房政策落实将持续带来利好。

但是 2 季度家电销售增长也有一定隐忧。首先，2 季度房地产销量和房地产新开工数据将大幅下滑，尽管对家电行业销售实际影响有限，但是市场仍可能对未来家电销售出现担忧，进而可能影响家电股的估值，我们将对此进行密切跟踪。数据显示，1~2 月份，房地产开发投资 4250 亿元，同比增长 35.2%，同比增速维持高位；施工面积同比增长 39.0%，增速上升显著；房屋新开工面积增长 27.9%，增速进一步下滑；房屋竣工面积增长 13.9%，增速提升。我们判断，房地产数据 2010 年基数较高，行业库存压力上升，调控之下开发商新开工意愿下降，预计后期新开工同比增速将进一步下滑；从 3 月份房地产销售数据来看，房地产成交量也下滑得比较明显。

同时，由于 10 年 4、5 月份家电内销数据基数较高，因此 2 季度家电销售数据同比增幅可能难以超市场预期。

我们主要看好白电和小家电企业未来的增长速度，目前仍给予白电和小家电行业推荐评级。



## 13、水泥——盈利景气周期提前到来，11年业绩将大超预期 行业评级：推荐

### (1) 水泥需求增长超预期，行业集中度提升

我国水泥需求仍旧保持强劲增长，从2010年全年来看，水泥的产量达到了18.68亿吨，同比2009年全年增长15.54%；2009年新型干法水泥所占比重已达到76.88%，2010年的比例接近80%。大型水泥企业集团的扩张推动了兼并重组步伐，并提高了大型企业集团在水泥工业中的集中度。2010年，全国前20家大水泥企业(集团)，水泥产量5.77亿吨，占水泥总产量的30.9%，水泥熟料产量5.09亿吨，占水泥熟料总产量的44.16%。

### (2) 二季度将迎来水泥需求小旺季，水泥价格有望企稳回升

春节前后为传统水泥需求淡季，目前来看价格后续跌幅空间有限，将呈现逐步企稳态势，主要由于天气转暖后需求开始回升以及龙头企业区域协同效应与日俱增，水泥企业走量较为平稳。进入3月下旬后水泥消费将迎来全年第一个阶段性消费旺季，届时水泥价格有望稳中有升，产能释放压力与需求启动之间的博弈结果预计将偏正面。

短期看，考虑到去年四季度新投放产能转化为上半年有效产量、节能减排政策缓和等负面因素影响，水泥行业存在一定的产能释放压力，同时商品房新开工可能面临的下行风险也不能忽视；但是近期一系列利好出现，包括：1000万套保障房“军令状”签署；水利投资规模超预期；小城镇化建设及建材下乡试点，将进一步加大对水泥等建材需求。同时企业库存下降明显，企业的“协同效应”将是旺季主导水泥价格上涨的重要因素，我们认为水泥价格有望在2季度企稳回升，水泥企业盈利有望超预期。

### (3) 相比于良好的需求面，供给面是影响水泥行业盈利景气周期更重要的因素

去年四季度华东、中南受限电减产因素的影响价格率先启动，华东地区水泥价格攀升到了500元/吨。明显带动了整个水泥行业的盈利水平。2010年4季度水泥价格的超预期表现，在一定程度上再次证明水泥行业的供给面是影响水泥行业盈利景气周期更重要的因素。

我们认为政策从三个方面对行业控制产能规模形成利好。这三个方面是：(a) 国务院38号文直接终止了水泥投资高增长的趋势；(b) 落后产能淘汰政策加快了产能去化过程；(c) 水泥行业准入条件从中长期角度抑制了产能的快速扩张。10年4季度节能减排压力导致的水泥企业拉闸限电措施，行业集中度的提高和企业协同作用的加强，加快了水泥行业盈利景气周期的提前来临。

尽管水泥行业尚未完全走出传统淡季，但影响水泥行业供需预期的因素相继得以继续强化。从供给端来看，即将出台的水泥“十二五”规划将更加明确抑制新建产能、淘汰落后产能与扶持行业兼并重组(至2015年，前10家水泥企业市场份额将达到35%以上)；而从需求端来看，无论是保障房建设大力推进(1000万套保障房“军令状”签署)还是小城镇化建设和“建材下乡”试点推广以及水利基础设施建设规模的超预期规划均有助于水泥需求的提振。我们给予行业“推荐”评级。

## 14、化工——原油上涨推升相关行业景气度 行业评级：中性

中东危机所带来的石油供给冲击还在继续，从现在的局势发展来看，危机短期内肯定无法解决。从现在的迹象看，虽然美国原油库存都还处在相对高位，但已有下降的迹象。随着供给的持续紧张，我们判断原油继续上涨是大概率事件。而且，油价还将在相当长的一段时间保持在高位。最好的状况是油价温和上涨，并且上涨幅度不是过于剧烈，那么所有的化工品种都会受益。我们建议可以选择弹性大的品种进行配置。



但如果是由于危机加剧，出现脉冲式上涨，我们认为根据时间不同将会有三个阶段。短期内，由于一般化工企业有 1 到 1 个半月的库存，在产品价格上涨初期将都会受益。但是随着时间的推移，低价库存消耗完毕，而高价格又会损害下游的需求时，情况就会反转。因此，油头的化工企业将遵循先受益后受损的过程，将不是好标的。我们建议选择具有原油替代效应的煤化工品种和具有与原油同步上涨能力的资源性品种进行配置。可选标的包括内蒙君正、中泰化学等，具有很强的煤炭资源属性，煤电一体化的产业链，在原油推动 PVC 价格上涨时，公司产品价格价差拉大，盈利能力上升。有磷矿资源属性的云天化、兴发集团等也是较好的选择品种。

更长期来看，我们更为看好的是为原油开采提供服务的油服工程类品种和为煤化工提供建设服务的品种。我们预计国家在十二五规划中，对现代煤化工技术会有正面的评价，煤制天然气、煤制烯烃等项目。从具有煤炭资源的地方政府层面，在当地对煤炭进行深加工，有利于提高当地就业和 GDP 增长，必然会鼓励企业在当地进行投资。我们从山西、内蒙、新疆等地的产业政策中都看到了这样的情况。而从企业层面，将项目建在资源地本身就能大幅降低成本。煤化工企业大举进军中西部区域已是趋势。而且油价上涨所带来的产品价差扩大，更提供给了企业投资的冲动。在这一过程中，受益最大的将是为这些煤化工项目提供建设的化工工程类品种。同时，原油价格的上涨将推动原油开采类企业的投资冲动，有益于为原油开采提供服务的油服工程类品种，包括中海油服、杰瑞股份、海默科技、惠博普等。

## 15、房地产——销量下滑，房价松动可期

行业评级：中性

2011 年 1 月出台的楼市调控政策在调控范围和力度、政策出台时的货币政策及经济环境等等，都与前几次重大调控政策出台时有明显不同。我们估计本轮调整的时间和力度将明显超过“国五条”、“国十条”等政策出台后市场的调整时间和力度。预计冰冻期将持续 6 个月以上，今年二季度各大城市的成交量将有明显的下降，而在下半年，行业调控政策继续落实、流动性继续收紧，则房价很有可能松动。

1 月份的“新国八条”是自 05 年中央进行房地产调控以来最严厉的调控政策。除了通过金融手段，使得二套房贷首付比例达到 60% 的历史新高外，还通过行政手段要求地方政府出台严格限购措施、制定房价控制目标并进行问责。其中，中央把限购范围扩大到全部各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，并要求制定“看存量”的限购政策：本地户籍家庭限购第三套、缴纳一定时限社保或个税的非本地户籍家庭限购第二套、其它非本地户籍家庭限购第一套。按此限购城市范围计算，预计未来出台限购令的城市将超过 40 个。目前，以省会城市为主体的 40 大城市的商品住宅成交量占全国商品住宅成交量的比重在 40% 附近，成交金额占比在 50% 以上。如果再把二手住宅的成交情况统计进来，限购城市的成交量占全国的比重有望超过 50%、而成交金额的比重有望超过 60%。而根据我们近期调研贴近市场一线的房产中介专家的估算，因限购及房贷紧缩政策产生直接严重影响的购房群体占比约 25%，而间接影响比例则更高。

目前货币政策已经转向“稳健”，通胀压力已经凸显，稳定价格总水平成为首要任务。央行已经三次上调基准利率、8 次上调存款准备金率。连续加息以及房贷优惠利率的取消，已经使得购房者月供支出大幅增加。房地产开发商在银行融资方面遭受双重打击，融资渠道非常狭窄。银行将不断严格对房地产开发贷款的审批和管理，再加上央行通过加息和上调存款准备金率收紧流动性，住房消费贷款方面也将大幅萎缩。除此之外，增发股票、发行债券等融资阀门关闭、信托利率高企，房地产开发商融资渠道已经变得非常狭窄。而政府经济工作重点已发生转变，加快转变经济发展方式成为我国经济工作最重要的主线，稳定价格总水平成为首要任务。房地产行业在经济发展中的地位大大弱化，将使得房地产调控长期化，常态化，执行力度更大。

## 16、银行——政策压力减弱和业绩超预期带来估值修复

行业评级：中性

2010 年虽然大部分银行股净利润呈现出快速增长态势，但是房地产调控、对地方融资平台坏账的担心以





及监管层对风险控制要求提高等因素导致银行股估值水平处于下降趋势。目前 A 股上市银行 2011 年整体 PE 低于 8 倍，创出历史新低。那么，当前银行股是否存在估值修复乃至反转可能呢？

两会之前，政府出台“新国十条”，上海和重庆进行房产税试点，许多城市也配套出台了限购令政策。在政策产生效果之前，预计新的房地产调控政策出台还需要等待一段时间。限购令实施，可能会降低银行个人房贷规模，但是之前个人房贷按揭利率一般是低于基准利率，因此在目前信贷紧张背景下减少个人房贷规模对银行并非是一件坏事。银监会出台 110 号文督促银行加强地方融资平台贷款监管，预计融资平台贷款风险有望降低。据媒体报道，银监会上报的资本充足率、拨备率、杠杆率、流动性四大监管工具已经获得国务院批复，相比 2010 年 9 月份讨论稿，新的四大监管工具显著放松了要求。资本充足率要求有所降低，执行时间推迟到 2012 年开始，拨贷比对非系统性银行作差别化安排等。我们判断，2 季度银行股所面临的房地产调控压力、对地方融资平台坏账的担心和监管压力会有所减弱。

2010 年 4 季度至今央行连续三次加息，从静态测算看，将提升 2011 年 A 股上市银行净息差 10BP 左右，其中活期存款占比高、资产久期短的银行净息差提升幅度要更大。同时在信贷收紧背景下，今年银行溢价能力明显提升。因此，1 季度 A 股上市银行净息差会明显提升，从而 1 季报业绩有望超预期继续保持快速增长趋势。

在政策压力减弱和 1 季报业绩超预期推动下，我们判断，3 月份之后银行股估值有望修复，即使 2011 年动态 PE 恢复到 10 倍，也仅回到 2009 年历史最低位，估值安全边际还是很高的。那么，估值修复之后，银行股走势是否就此进入反转呢？我们判断，2011 年这种可能性不大。虽然 1 季度银行股净息差会继续提升，但是从目前央行加息结构看，成本端上升幅度明显要高于贷款利率提升幅度，不利于银行股净息差提升。同时，在信贷严控背景下，2011 年贷款规模也很难超预期增长。2 季度，银行股存在交易性投资机会，但难有趋势性投资机会，给予“中性”评级。

从品种选择上，我们看好净息差提升空间大的银行，如招商银行、中信银行和浦发银行。

## 17、煤炭—焦煤价格上涨带来行业景气上升

行业评级：中性

从煤炭需求看，下游将开始进入旺季，整体制造业投资自 2010 年以来一直持续回暖，投资增速由 2010 年 4 月份的 24.6% 逐月上升至 12 月份的 27%，与此同时，整个第二产业投资增速自 2010 年 9 月份后开始回暖，由 9 月份的 22% 的低位回升至 12 月份的 23.2%。另外，全球经济的持续复苏将带来出口的增长，从而使整个制造业的投资仍将保持快速增长。

国家计划在 2011 年新建 1000 万套保障房建设任务，按照每套房屋平均 60 平米，每平方米平均用 65 公斤钢铁测算，1000 万套保障房大约可以新增钢铁需求 3900 万吨，约占 2010 年全国粗钢产量的 6.22%，占 2010 年全国房地产用钢量在 15-20% 之间，这将有效抵御房地产调控带来的商品房投资滑坡。

去年底澳洲的洪灾对焦煤的供给造成较大较远影响，从而影响了日韩的钢铁产量，这块缺口将由中国弥补，带动对钢铁需求的意外增加，进一步增加对焦煤的需求。

炼焦煤的替代指标焦炭产量正在逐月恢复，2010 年 12 月份单月产量达到 3420 万吨。焦煤需求未来继续上行的概率较大，由此带动焦煤价格将继续呈现强势，并有再次提价的可能。另外，利比亚的政治动荡，推动国际油价持续上涨，长时间上行或维持高位将对煤化工和煤价带来上行风险。

从中期看，通胀风险和货币紧缩预期仍在，维持行业中性。短期，对政策紧缩放松的预期下，加上预期焦煤提价和国际油价的上涨作为催化剂，对煤炭股形成上涨动力。



## 18、汽车零部件——产业升级提升发展空间

行业评级：中性

中国仍处于汽车普及阶段，综合考虑北京治堵、小排量乘用车购置税减免等优惠政策退出的影响，2011年中国汽车销量有望实现10%以上的增长，企业盈利将维持稳健增长。2011年1月汽车销售仍保持旺盛，2月有所回落但仍符合预期。3月份汽车销售将开始增长，虽然今年1月汽车销售数据较高，但考虑2季度4、5月份为传统销售旺季，预计2季度汽车销量将大于1季度。

展望2季度，我们认为行业政策对汽车产业的发展作用巨大。2009-2010年，国内的各项扶持政策对于汽车行业的发展起到了至关重要的影响。2011年政策仍将是影响行业发展与相关企业资本市场表现的重要因素。汽车作为中国启动内需以及产业转型的重要发力点，政策对汽车行业不会由扶持转为打压，但是政策倾向将会有结构性的变化。2月份审议通过的车船税法与一审稿相比税额均有所下降，就体现出了国家对汽车产业的支持态度。新版《汽车产业发展政策》在征求意见近两年后，可能在“两会”后正式出台，预计扶持自主品牌发展、推动中国汽车企业参与国际竞争、排放控制与相关法规升级、切实推进新能源汽车产业发展、中国汽车轿柴化发展、推进汽车产业整合将会占据重要地位。

自主品牌汽车发展最终将带动自主零部件行业加速发展，另外近3年随着中国汽车市场的快速发展和国外市场的萎缩，国外轿车厂商纷纷到中国组装生产品牌车型，激烈的市场竞争、降低成本压力以及迅速提高的产量迫使他们提高零部件国产化率，大部分合资企业KD件的国产化率都超过了40%，像广州本田、上海大众等厂商甚至达到了90%以上。汽车零部件进口替代和国产化率提高在很大程度上推动了中国汽车产业的发展，因此我们更看好汽车零部件企业的持续发展空间。

相比汽车整车，我们更看好零部件企业的持续发展空间。推进汽车节能减排，除了将推动新能源汽车产业发展之外，从中长期看对轿车、微客柴油化，先进技术发展和商用车的高端化将有结构性促进作用。排放标准升级将对高压共轨、SCR等尾气后处理关键零部件带来全新的市场。汽车安全性能提高和舒适性升级将带来辅助制动、ABS、汽车空调的大量新增需求。我们同时看好有外延式发展的汽车零部件企业，如中鼎股份正向高铁减震垫领域拓展，松芝股份年内有望进入地铁空调配套市场。汽车零部件企业进入发展前景广阔的新兴市场除了能提升公司的业绩，也往往能享受资本市场给予的高估值。随着全球经济的趋暖，中国汽车出口增速将逐渐恢复。建议关注出口占比较高并有复苏趋势的零部件公司，如福耀玻璃。我们认为该类公司在国内汽车市场增速下降时能显示持续的业绩增长潜力。

## 19、工程机械——上半年业绩增长确定

投资评级：推荐

受到基础设施建设高基数的影响，预计工程机械销量总量的扩张速度相对2010年放缓。固定资产投资增速和地产投资增速下滑将对工程机械销量增速形成抑制，但“十二五”期间，我国固定资产投资仍能继续保持稳定增长，预期年平均增长率将保持在17%-20%左右，而其中保障房、基础设施建设（含水利设施建设）和采掘业将成为工程机械行业发展的三大催化因素。2011年前两月工程机械销售迅猛，生产企业和经销商普遍对于上半年销量保持乐观。对于工程机械而言，矿山、水利、保障性住房建设的落实对行业销量的增长将形成有力的支撑，3月初两会期间将从中长期提出对各项投资的长期规划，有利于增强市场对投资品需求长期增长的信心。

工程机械行业是典型的强周期性行业、销量和毛利率呈同周期运动趋势，与固定资产投资相关性极强，同时由于行业特性，工程机械行业的市场反应相比于钢铁、水泥等投资相关行业更为迅速。今年的宏观环境比较复杂，一方面是中央政府对高企的CPI涨幅和信贷进行调控，另一方面地方政府和重大项目上马的进度



依旧没有减弱，工程机械企业对自身营运增长仍存较高预期。所以从中长期来看，工程机械行业的发展潜力依然巨大。随着我国城镇化的不断推进，固定资产投资将在较长时间内保持增长的势头，进而为工程机械提供良好的成长环境。房地产调控可能对一线城市的商品房开工影响较大，但对二、三线城市影响较小，例如与房地产关联性最大的混凝土机械，2010年有将近50%的销量来自二、三线城市。中国城镇化的进程仍然会保证中国工程机械需求未来5年保持15%以上的增长。同时2011年地方政府换届的投资冲动比较大，这也增加了对工程机械的需求。

工程机械低端产品众多，提高效率和可靠性以及劳动力成本上升等问题必将加速工程机械行业进行结构调整和产业升级的步伐，进而为工程机械行业持续健康发展提供保障。未来挖掘机、大吨位起重机、大型臂挂式泵车将是产品中的新增长点，而关键零部件如发动机、液压控制系统的国产化将是提升国内工程机械产业竞争力的强大催化剂。

“十二五”期间，我国机电产品出口结构将继续优化，具有自主品牌的机电产品出口比重将由目前的8%提高到15%。目前工程机械行业的出口占比还较低，随着我国工程机械行业的做强做大，我国工程机械行业有广阔的国际化扩张空间。2011年中国工程机械出口增长预计在30%左右，增速快于国内。

目前成本上涨对企业的影响有限，因为部分企业通过预付款提前锁定钢材价格，部分企业可以进行产品提价（如装载机），因此当前钢材等原材料价格的上涨幅度还未影响到企业的盈利能力。而人工成本占工程机械的成本不超过5%，所以工资上涨影响也有限。此外人民币升值有助于降低进口件的价格，我们认为工程机械企业的盈利能力应能保持稳定。

工程机械企业1季度的经营情况应好于市场预期（三一和中联的收入增长可能超过50%），年内工程机械基本面应较好。相比其它装备制造业公司，工程机械企业2010年报和2011年1季报应比较亮丽，目前对应于2011年平均PE在16倍左右，估值偏低还有进一步上行空间。此外三一重工、徐工机械和厦工等公司都在进行再融资，对外宣传上面应会比较积极，有助于行业整体表现。

**免责声明：**本报告中的信息均来源于公开可获得资料，东吴基金管理有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。本报告仅向特定客户传送，仅供参考。据此投资，盈亏责任自负。未经东吴基金管理有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。



## 东吴基金管理有限公司旗下基金：

### 1、东吴嘉禾优势精选基金

基金类型： 混合型基金  
基金经理： 唐祝益  
基金代码： 580001  
基金托管人： 中国工商银行

东吴嘉禾基金自 2005 年 2 月 2 日成立以来，业绩表现良好。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示，2006 年东吴嘉禾基金净值增长率为 128.15%，在同类 39 只偏股混合型基金中排名第 7。截至 2007 年 12 月 28 日，基金单位净值为 1.0484 元，2007 年以来嘉禾净值增长率为 99.35%，在所有偏股型基金中过去两年排名第 12。截至 2008 年 12 月 31 日，嘉禾基金累计净值为 2.2772 元，2008 年以来在所有 59 只偏股混合型基金中排名第 18 位。2010 年嘉禾基金净值增长率 17.88%，在所有偏股混合型基金中排名第 8。嘉禾基金自成立以来，累计分红 7 次，每 10 份单位累计分红为 17.20 元，为投资者带来丰厚回报。

### 2、东吴双动力基金

基金类型： 股票型基金  
基金经理： 王炯  
基金代码： 580002（前端）；581002（后端）  
基金托管人： 中国农业银行

东吴双动力基金自 2006 年 12 月 15 日成立以来，业绩表现优异。荣获新民晚报、东方财富网联合评选的“2007 年十大最具潜力基金”。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示，截至 2008 年 12 月 31 日，东吴双动力基金累计单位净值为 1.4250 元，2008 年以来在所有股票型基金中排名第 13。2010 年东吴双动力基金净值增长率为 23%，在同类型基金中排名第 6。

### 3、东吴行业轮动基金

基金类型： 股票型基金  
基金经理： 任壮  
基金代码： 580003  
基金托管人： 华夏银行

东吴行业轮动基金自 2008 年 4 月 23 日成立以来，业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示，截至 2008 年 12 月 31 日，东吴行业轮动基金单位净值为 0.7344 元，成立以来净值增长率为-26.56%。2010 年东吴行业轮动基金净值增长率为 19.05%，在同类型基金中排名第 13。

### 4、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金  
基金经理： 徐嵩、韦勇  
基金代码： 582001（A 类）  
基金托管人： 中国建设银行

东吴优信稳健债券基金（A 类）于 2008 年 11 月 5 日成立以来，业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示，截至 2008 年 12 月 31 日，东吴优信稳健基金（A 类）单位净值为 1.0244 元，成立以来净值增长率为 2.44%。2009 年 6 月 25 日，东吴优信稳健基金（A 类）第一次分红，每 10 份基金份额派发现金



红利 0.12 元。2010 年东吴优信稳健债券基金（A 类）净值增长率为 3.58%。

#### 5、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金  
基金经理： 徐嵩、韦勇  
基金代码： 582201（C 类）  
基金托管人： 中国建设银行

东吴优信稳健债券基金（C 类）于 2009 年 6 月 15 日成立以来，业绩稳定。2009 年 6 月 25 日，东吴优信稳健基金（C 类）第一次分红，每 10 份基金份额派发现金红利 0.12 元。2010 年东吴优信稳健债券基金（C 类）净值增长率为 3.14%

#### 6、东吴进取策略灵活配置基金

基金类型： 混合型基金  
基金经理： 朱昆鹏  
基金代码： 580005  
基金托管人： 中国农业银行

东吴进取策略灵活配置基金于 2009 年 3 月 31 日开始发售，募集期间本基金共募集 10.49 亿份。本基金为混合型基金，在适度控制风险并保持良好流动性的前提下，以成长股作为投资对象，并对不同成长类型股票采取不同操作策略，追求超额收益。投资理念是以成长为导向，策略操作提高投资收益。2010 年东吴进取策略基金净值增长率为 21.24%，在同类型基金中排名第 2。

#### 7、东吴新经济基金

基金类型： 股票型基金  
基金经理： 吴圣涛  
基金代码： 580006  
基金托管人： 中国建设银行

本基金为股票型基金，通过投资于引领经济发展未来方向的新兴行业的上市公司，享受新经济发展带来的高成长和高收益。2010 年东吴新经济基金净值增长率为 14.99%。

#### 8、东吴新创业基金

基金类型： 股票型基金  
基金经理： 王少成  
基金代码： 580007  
基金托管人： 中国工商银行

本基金为股票型基金，主要投资于市场中的创业型股票，包括创业板股票、中小板股票和主板中的中小盘股票。通过精选具有合理价值的高成长创业型股票，追求超越市场的收益。截至 2010 年 12 月 31 日，成立以来东吴新创业基金净值增长率为 14.03%。

#### 9、东吴货币市场证券投资基金

基金类型： 货币型基金



基金经理： 韦勇

基金代码： 583001（A级）/ 583101（B级）

基金托管人： 中国农业银行

本基金为货币市场基金，在所有证券投资基金中，是风险相对较低的基金产品。在一般情况下，其风险与预期收益均低于一般债券基金，也低于混合型基金与股票型基金。本基金于2010年4月7日开始发售，截止2010年12月31日，A级基金净值增长率为0.9152%，B级基金净值增长率为1.0718%。

#### 10、东吴中证新兴产业指数证券投资基金

基金类型： 指数型基金

基金经理： 王少成

基金代码： 585001

基金托管人： 中国农业银行

本基金属于指数型股票基金，预期风险和预期收益高于货币市场基金、债券型基金以及混合型基金。本基金紧密跟踪中证新兴产业指数，具有和标的指数所代表的股票市场相似的风险收益特征，属于证券投资基金中预期风险较高、预期收益也较高的品种。本基金采用指数化投资，通过严格的投资程序约束和数量化风险管理手段，力争控制本基金净值增长率与业绩比较基准之间的日均跟踪偏离度的绝对值不超过0.35%，年化跟踪误差不超过4%，以实现对标指数的有效跟踪。