

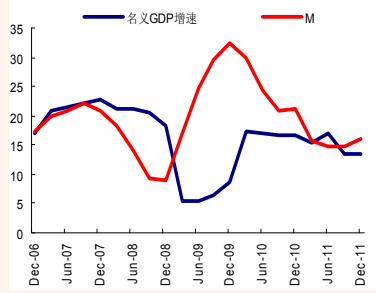
专题报告

否极泰来

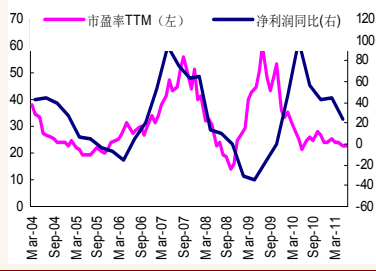
2011年6月9日

——A股2011年中期投资策略

下半年流动性状况将改善



估值先见底盈利后见底



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

下半年宏观经济层面,我们会依次看到三季度经济回落、通胀和成本压力也回落,三季度底政策放松、四季度经济再回升几个环节;市场方面,我们建议持积极态度,随着通胀回落和政策松动,估值水平将领先于盈利触底回升。行业配置方面,三季度的关注点是成本压力缓解毛利提升受益的中下游制造业和消费品,低估值的银行地产可持有,四季度政策放松后增持周期股。

- 下半年的经济环境。当前中国所处的宏观经济环境可概括为:经济处在下滑阶段的后期、通胀在顶部即将回落的阶段、货币政策收缩到了周期的底部附近。展望下半年,市场将看到:经济继续回落(三季度)、通胀和成本压力相应回落、货币政策放松(三季度底)和经济筑底再回升(四季度)等几个过程。
- 通胀已是强弩之末,下半年政策会松。中美经济三季度叠加回落、制造业产能下半年开始释放、国际博弈角度美元升值大宗价格受抑的概率大,综合而言,通胀已是强弩之末。我们处于经济回落向通胀回落传导的时滞期里,而货币政策放松会滞后于通胀回落一段时间,三季度末期政策放松概率大。
- 估值水平先见底、盈利增长后回升。下半年估值水平将触底回升,首先源于通胀回落实体经济对资金消耗减弱,随后源于货币政策放松;尽管三季度经济还在下滑,业绩预期也难以迅速转好,但是市场见底的时候,一贯是估值先见底,而盈利预期的见底回升滞后。基于此,我们对下半年市场持积极态度。
- 行业配置:三季度的关键点是把握成本压力缓解、毛利提升受益的中下游制造业;低估值银行地产可继续持有;周期股票需要等待四季度;基础消费品三季度仍有机会。

其一,三季度增持中下游制造业。三季度经济回落、通胀和成本压力都会随之回落,在此阶段,最受益的行业群体是成本压力缓解、毛利率提升的行业,主要集中于中下游制造业,其中弹性比较大公有公用事业、电子元器件、轻工制造、信息设备等,也受益但弹性相对小一点的有机械、汽车、家电等;

其二,对于中上游周期品,二季度我们就建议减持,机会需等待四季度。一季度是量价齐升、二季度是量减价升、三季度将是量价齐跌、四季度是量升价跌,这也是为什么我们二季度建议减持周期品的原因,三季度尚不是周期品的投资时机,需要等待到四季度政策再放松之后;

其三,持有银行地产低估值行业。三季度是流动性从紧到松转变的过程,低估值的银行地产会受益,但是由于经济也在回落,对银行地产的潜在风险仍会有所担忧。综合评价,持中性态度,可以持有,但对收益率不能期待过多;

其四,对于基础消费品行业,二季度我们就建议买入,三季度可继续持有。我们认为三季度受益于成本压力缓解毛利会提升、受益于通胀回落居民购买力上行、也受益于中周期中第二轮消费品景气的到来。

陈文招
021-68407567
chenwz@cmschina.com.cn
S1090511040011

张权
021-68407937
zhangquan@cmschina.com.cn
S1090511040017

正文目录

一、上半年投资策略思路简要回顾：先跌估值后跌盈利	4
二、通胀已是强弩之末、流动性将由紧到松	4
三、下半年市场：估值水平先见底、盈利预期后回升	8
1、通胀见顶估值寻底、货币放松估值提升	8
2、盈利预期三季度探底四季度回升	9
四、布局中下游制造业：三季度配置的关键是成本压力缓解	10
1、二季度我们就提出布局消费品，三季度继续持有：毛利率回升	10
2、二季度就建议减持周期品，下一轮机会需到四季度：三季度小心量价齐跌	12
3、低估值银行地产可继续持有	14
4、三季度增持中下游制造业：成本压力缓解、毛利见底回升	14
5、行业配置建议	15

图表目录

图 1: 通胀及货币紧缩对股市影响的过程.....	4
图 2: 当前中国宏观基本环境概况示意.....	5
图 3: 中美经济三季度叠加回落的概率非常大.....	5
图 4: 经济复苏能否持续最关键的因素就在于通胀（30、80、90 年代比较）.....	6
图 5: 下半年制造业产能将陆续开始释放.....	7
图 6: 库存周期调整到第三季度结束.....	7
图 7: 货币缺口下半年会有所好转.....	8
图 8: 三季度末期货币政策放松概率很大.....	8
图 9: 政策滞后性可能导致通胀回落初期估值继续下跌但已是调整的末期.....	9
图 10: 估值先见底盈利预期后回升的历史案例.....	10
图 11: 通胀达到较高水平后居民真实收入增长下降影响消费品预期.....	11
图 12: 经济周期里的三轮消费品表现.....	11
图 13: 周期股：二季度是量跌价不跌三季度可能是量价齐跌.....	12
图 14: 周期类行业的营业收入增长二三季度都是回落的概率很大.....	13
图 15: 水泥行业量价.....	13
图 16: 煤炭行业量价.....	13
图 17: 各行业估值水平比较.....	14
图 18: 中下游制造业下半年毛利率提升.....	14
图 19: 中下游制造业下半年毛利率提升.....	15
表 1: 今年四个季度宏观经济环境概括.....	7
表 2: 上一轮中周期中三轮消费品的收益率比较.....	11
表 3: 中周期内三轮消费周期的投资特点比较.....	12
表 4: 三季度行业配置建议.....	15
表 5: 招商证券主要行业投资要点汇总.....	16

沿着经济周期波动和产业轮动的思路展开策略研究是我们的分析框架。上半年我们认为持续的紧缩会对市场先产生估值压力后产生盈利预期压力，故对市场总体上持悲观的态度。然而，六月初以来我们提出市场的调整很可能已进入了后期或者是寻底过程，相对于上半年，我们对下半年市场持积极的态度，我们认为下半年市场会先看到估值见底后看到业绩预期见底，对于投资机会，三季度内的关注点是成本下降毛利率上升的中下游行业。详解如下。

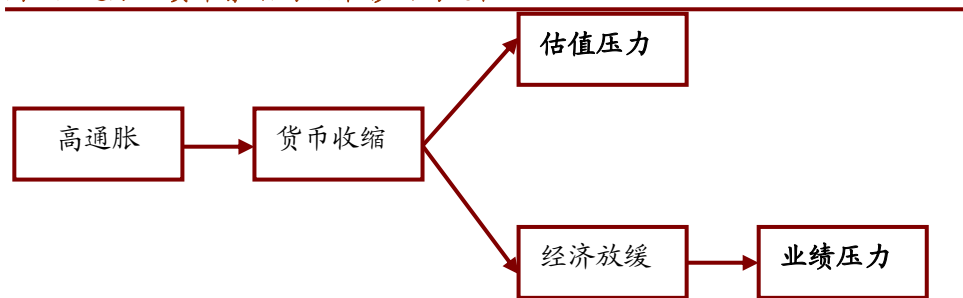
一、上半年投资策略思路简要回顾：先跌估值后跌盈利

我们以经济周期波动趋势的演进以及相应的流动性和产业轮动为分析框架，在去年 11 月份的年度报告《天地革而四时成》中指出，在高通胀阶段，股市的调整会经历两个过程：一是流动性收缩导致估值水平下跌；二是流动性紧缩导致经济回落，市场担心盈利预期下调。上半年市场的表现基本是按照我们的逻辑演化的；在同一篇报告中我们也提出和 04 年、08 年不同的是，大盘股如银行地产等的估值水平较低，暗示了大盘股在今年具有防御特征的观点。

在 3 月底的二季度策略报告《收获与播种》中，我们沿着上述的思路进一步深化，指出由于持续的流动性紧缩会引起经济回落，而市场对此并未充分反映，所以对市场谨慎，并建议在二季度减持周期股，而买入消费品股票，低估值的银行地产可以持有。基本得到了二季度市场的检验。

在四月份，我们还发表了一篇专题报告《布局中周期中的第二轮消费景气》，深入分析了中周期中消费的三轮投资机会及其投资时点、特征的比较。

图 1：通胀及货币紧缩对股市影响的过程



资料来源：招商证券研发中心

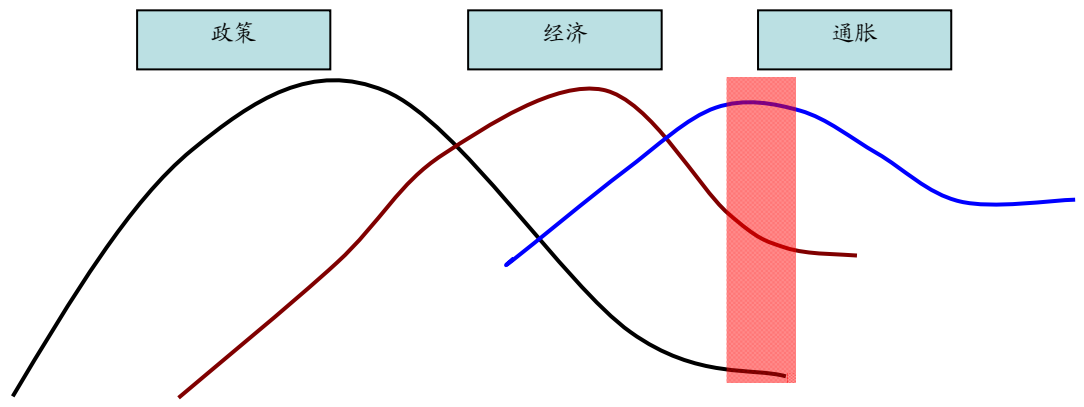
对于下半年的投资思路我们会沿着上述的框架展开，重点通过分析下半年经济周期特征、流动性趋势、产业景气轮动位置来提出策略观点。分析的切入点从通胀开始，正如我们以前提出的那样：通胀是最能反映经济周期、货币政策、流动性以及估值趋势、行业轮动等所处位置的指标。

二、通胀已是强弩之末、流动性将由紧到松

我们对当前中国所处的宏观经济环境概括如下：经济处在下滑阶段的后期、通胀在顶部即将回落的阶段、货币政策收缩到了周期的底部附近。

展望下半年，我们认为，市场将看到如下景象：经济继续回落（三季度）、通胀回落（成本压力也会相应回落）、货币政策放松（三季度底）和经济筑底再回升（四季度）等几个过程。

图 2：当前中国宏观基本环境概况示意



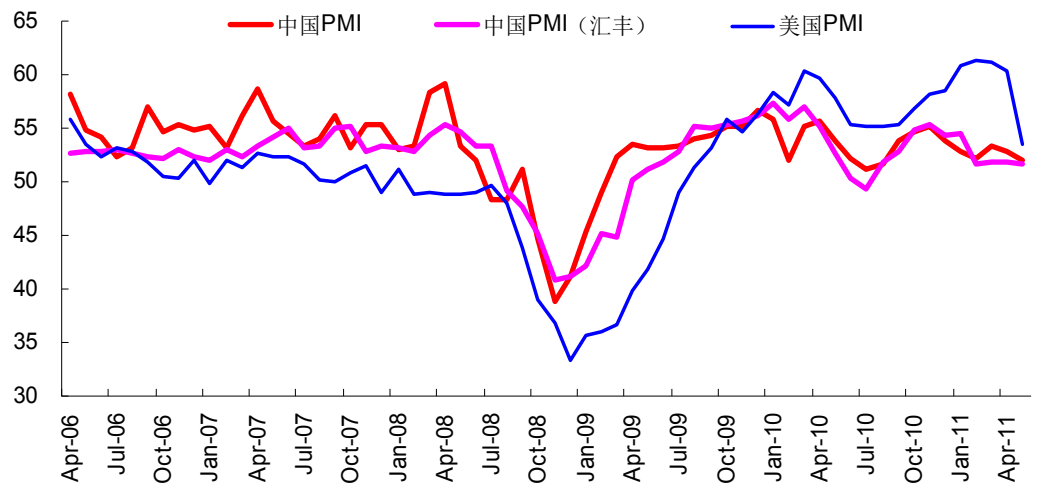
资料来源：招商证券研发中心

对于市场而言，下半年的关键因素在于通胀和流动性，若基于上述我们对宏观经济环境的总体判断，下半年对市场显然应该持积极态度：通胀已是强弩之末，流动性的持续收缩和经济的回落必定会导致通胀回落，我们现在只是处于经济回落向通胀回落传导的时滞期里而已，而流动性现在可能是最紧状态。详解如下。

1、经济回落是通胀回落的前提：中美经济三季度叠加回落，需求将继续放缓

09年以来的美国经济的复苏、回调始终滞后于中国半拍，就三季度而言，分别基于对通胀控制产生的紧缩效应、政策刺激边际效应递减等原因，中国和美国经济将叠加回落。内外需的叠加回落、需求放缓会为通胀回落创造基本的前提条件，因为需求回落是通胀回落的前提。

图 3：中美经济三季度叠加回落的概率非常大



数据来源：WIND，招商证券研发中心

2、国际博弈格局将变得有利于控通胀：美元温和升值、输入性通胀压力缓解概率大

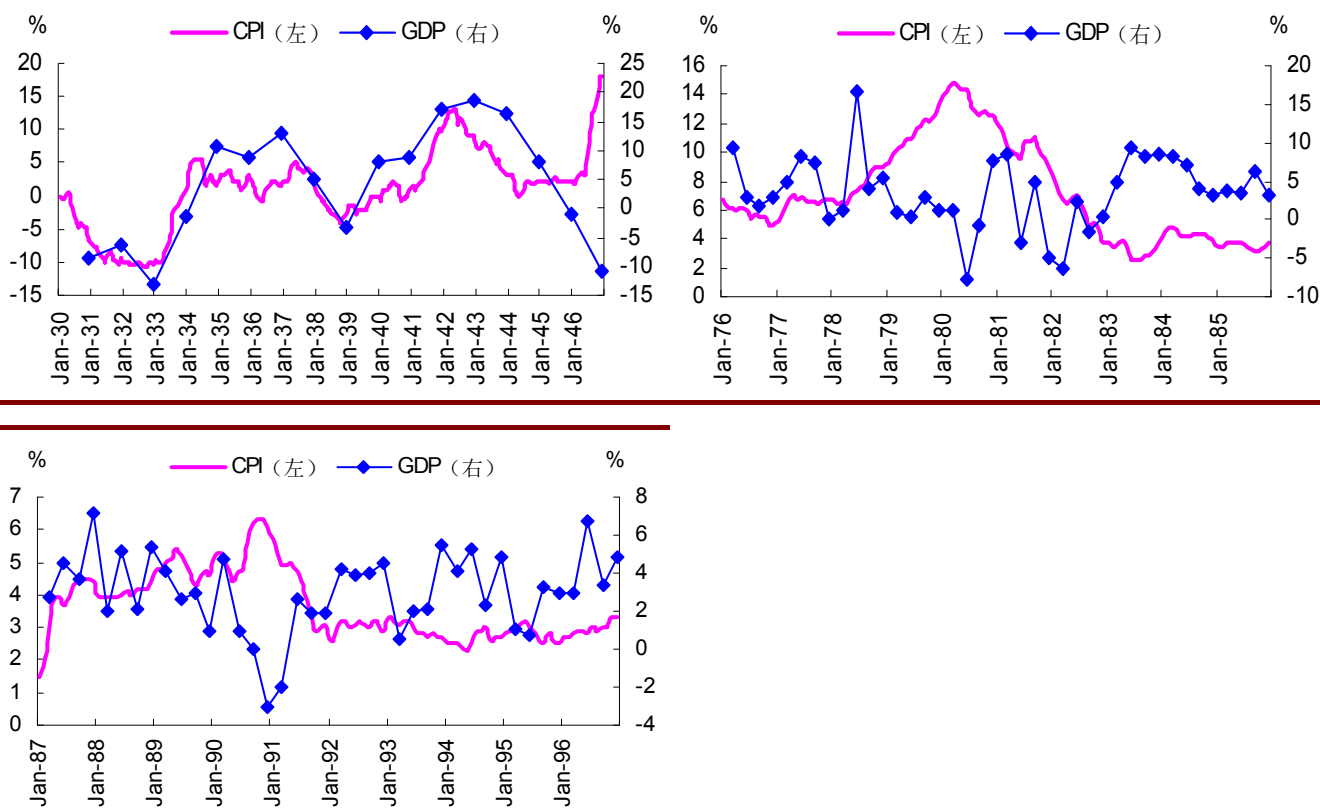
美国经济正在面临滞胀压力，这个过程有点类似于去年以来中国的情况。在此情形下，美国的货币政策将进入两难，继续放松那么通胀压力将大幅上升并会对其消费和经济增长产生负面影响，如同饮鸩止渴；如果货币政策收缩抑制通胀，那么经济回落之势会得到强化、失业增加，甚至会造成二次探底。

从历史上看，经济危机之后的复苏期，通胀问题能否处理好是关乎经济会不会二次探底的最关键的因素。

我们比较了美国历史上 30、80、90 年代的三次典型衰退、复苏以及复苏后的经济回调特征，发现凡是在复苏后出现较高通胀的，经济往往会面临二次回调甚至探底（30 和 80 年代）；而复苏期里能够控制好通胀水平的，复苏就可持续（90 年代）。

若进一步分析背后的原因，可以发现，90 年代之所以可以避免经济的二次回调，一个重要背景是美元升值和大宗商品价格调整，这避免了像 80 年代那样产生通胀压力和货币收缩。

图 4：经济复苏能否持续最关键的因素就在于通胀（30、80、90 年代比较）



数据来源：WIND，招商证券研发中心

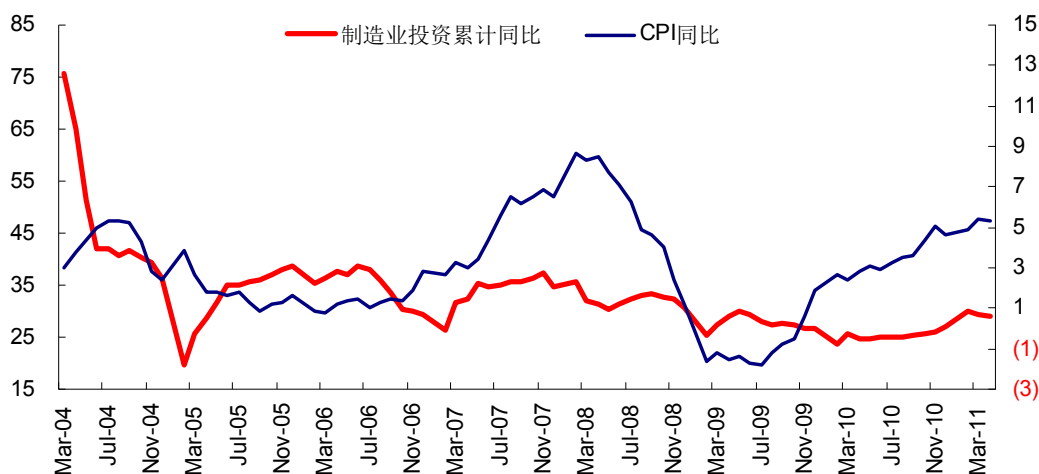
显然，目前美国面临着两难困境下，我们认为像 90 年代初那样，让美元升值、抑制油价等资源价格是符合美国利益的：既可以平抑油价和进口价格指数，又可以避免通过紧缩政策产生对经济的负面影响。这也是为什么我们倾向于认为下半年美元温和升值、大宗商品价格温和调整的原因。

对中国而言，美元温和升值、抑制油价可以让中国企业输入性通胀压力、企业成本压力得到缓解，大幅降低中国经济硬着陆风险、增加货币政策回旋余地。下半年的国际博弈局面将有利于中国。

3、制造业产能下半年陆续释放，供给方面会有改善

当期的固定投资是需求，但对于下一期来说是供给。制造业投资从去年下半年开始进入复苏，预计在今年下半年后产能陆续投放，产能的投放将缓解通胀压力。从过去的经验看，经济复苏之后的通胀回落和制造业投资产能释放具有较好的吻合性，如2003-2004年经历了通胀压力，但2005-2007年中期，经济能够在高增长的同时维持低通胀，与2003-04年的高投资形成的产能释放有关。

图 5：下半年制造业产能将陆续开始释放



数据来源：WIND，招商证券研发中心

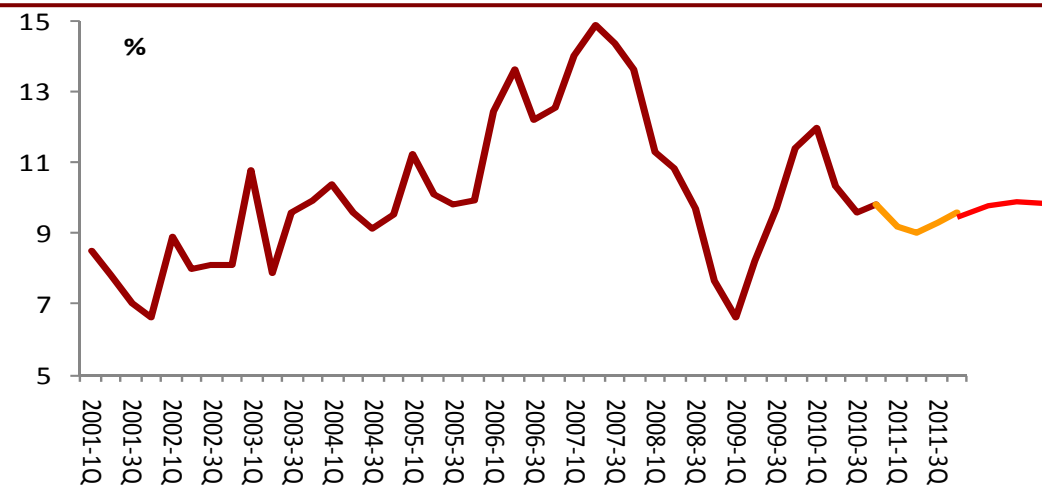
总之，下半年将看到由于经济回落、产能释放带动了通胀回落，继而在三季度底或四季度初后为货币政策放松提供条件，相应的，此次库存周期的调整会持续到三季度，四季度经济将再回升。我们将今年各季度经济环境概括在表 1 中，这对于投资策略的判断是非常重要的。

表 1：今年四个季度宏观经济环境概括

	一季度	二季度	三季度	四季度
经济增长	上行	下行	下行	上行
通胀	上行	上行	下行	下行
股市	反弹	下跌	筑底反弹	上涨

资料来源：招商证券研发中心

图 6：库存周期调整到第三季度结束



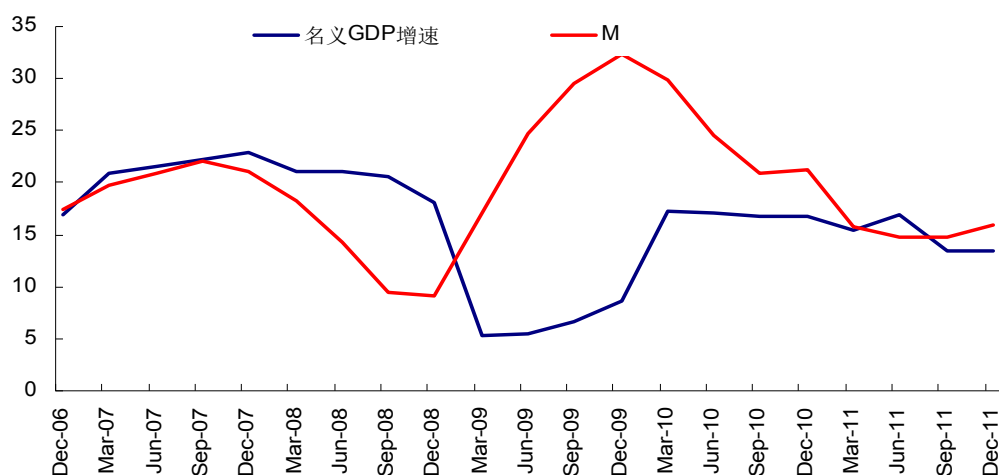
数据来源：CEIC，招商证券研发中心

三、下半年市场：估值水平先见底、盈利预期后回升

1、通胀见顶估值寻底、货币放松估值提升

下半年股市流动性的好转分为两个阶段：首先是通胀见顶回落，实体经济对资金的需求将趋弱，股市流动性压力减轻；继而是随着通胀回落过程持续一段时间后，货币政策放松，流动性进一步从被动性缓解到主动性宽松。大体上三季度是第一个阶段，四季度是第二个阶段。

图 7：货币缺口下半年会有所好转

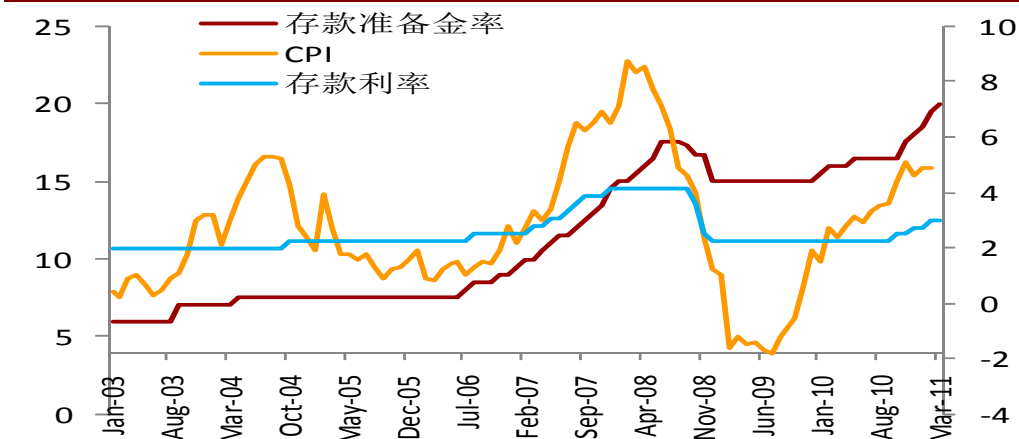


数据来源：WIND，招商证券研发中心

三季度末期货币政策放松概率很大。观察 2003 年以来稳健时期紧缩政策执行情况，货币政策出现实质性放松的条件有如下几项：1) 货币增速稳定在合理水平(16%以下)，2) 通胀水平有明显的趋势性下降；3) 季调后通胀预期出现两个季度回落。譬如，2003 年-2004 年通胀周期中，2004 年初货币供应增速水平已经明显回落，而且通胀在同年 3 季度见顶，货币政策四季度后停止紧缩继而松动。2007-2008 年的通胀周期中，CPI 高点出现在 2008 年 1 季度末，三季度末后政策放松。

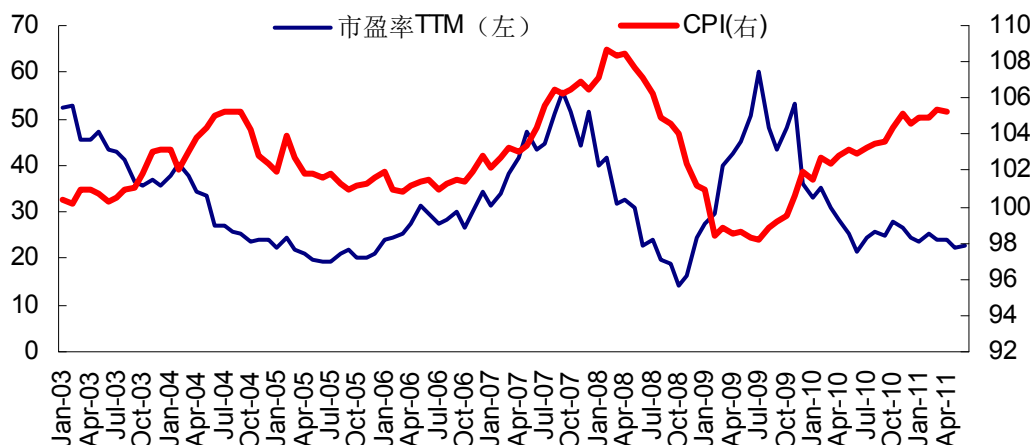
从目前的情况来看，上述条件三季度末期或四季度初将基本具备，货币政策届时放松概率很大。

图 8：三季度末期货币政策放松概率很大



数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 9：政策滞后性可能导致通胀回落初期估值继续下跌但已是调整的末期



数据来源：WIND，招商证券研发中心

总之，上述逻辑和思路仍然可以用我们说的货币缺口（货币供应增速和名义 GDP 增速的差额）来描述，正如我们在二季度策略报告中就已经明确做出的预测那样，流动性情况是今年的一季度和四季度松、二三季度偏紧，二季度虚拟经济领域的资金仍将继续趋紧，下半年尤其是四季度随着通胀回落和流动性放松，资金将出现宽裕。

我们总体上判断三季度随着通胀回落，估值水平将率先见底反弹，四季度随着主动性流动性放松，估值水平将回升，如果政策的前瞻性提高，那么估值水平回升时点将更早。

2、盈利预期三季度探底四季度回升

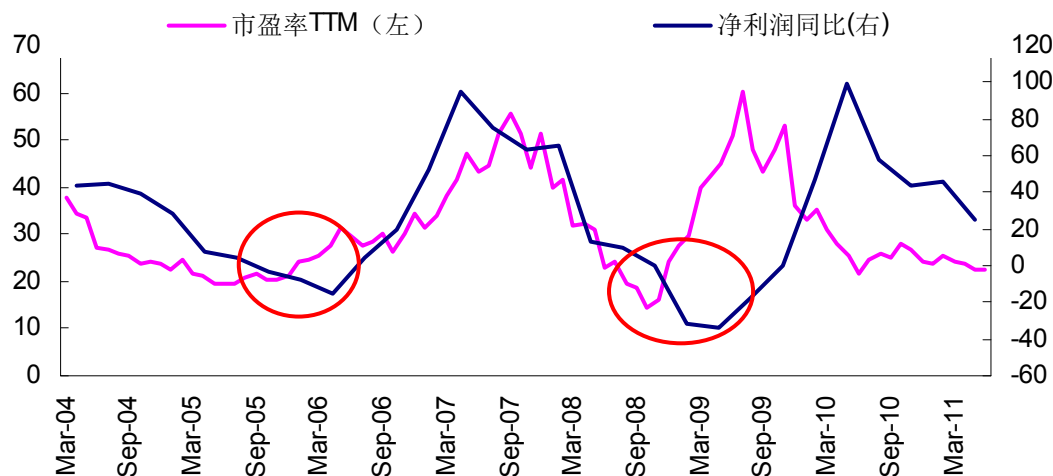
总结上文，我们可以得出如下的结论：二季度经济温和回落、通胀冲高回落但仍在高位；三季度经济温和回落或与二季度大体持平、通胀回落，经济政策放松的条件日渐成熟；四季度通胀回落、货币政策放松、经济回升。大体上看，经济走势两头高、中间低；宏观政策则是两头松、中间紧，而市场的估值水平三季度就能够见底反弹。

在跟投资着交流的过程中，有不少人担心：即使三季度流动性压力缓解了，但是由于经济增速回落，盈利预期可能仍处于下调过程，市场仍有可能继续下跌。

事实上，我们认为这种担忧是多余的，市场在见底的过程中，往往是随着流动性的放松估值先见底回升，在市场见底回升的初期，盈利预期和经济增长完全有可能是在继续下降的，随着流动性放松一段时间后，经济和盈利预期才会再次回升。

08 年底和 09 年初就是一个典型的案例，随着政策放松，市场在 08 年底就开始触底回升，但是经济的回落一直持续的 09 年一季度底。就正如市场下跌过程通常是先跌估值后跌盈利预期一样，市场上涨的时候往往也是估值先见底盈利预期后回升。

图 10：估值先见底盈利预期后回升的历史案例



数据来源：WIND，招商证券研发中心

通过本部分的分析，我们想告诉投资者：下半年市场估值水平见底回升是大概率，尽管三季度业绩预期的担忧仍然存在，但是股市见底的时候，往往是估值先见底而盈利预期后见底。

四、布局中下游制造业：三季度配置的关键是成本压力缓解

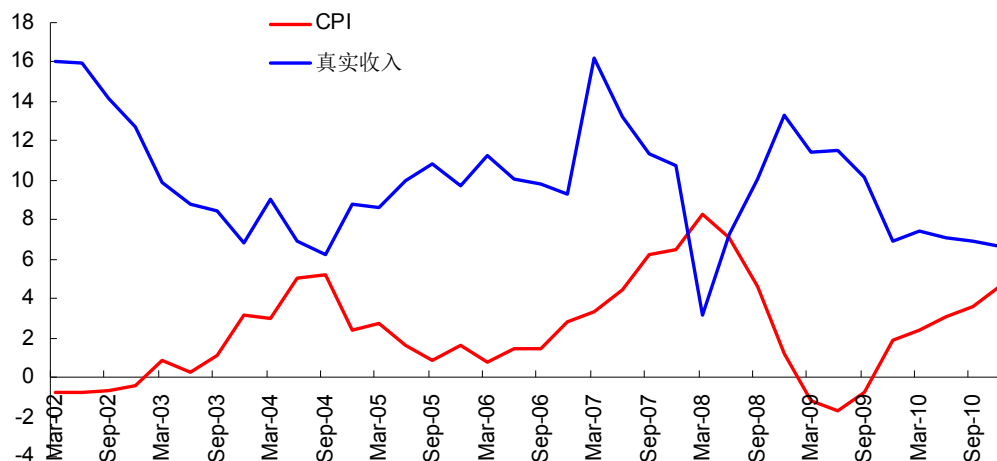
如果我们将股票按照行业大体分为三类：消费品和中下游制造业、中上游的周期品、低估值的银行地产等大盘股，那么三季度我们建议超配消费品和中下游制造业，持有低估值的银行地产；而周期品需要等待继续消化经济回落预期以及货币政策再放松的时点。

原因在于：三季度的整体环境是经济回落、通胀和成本也回落，在这样的阶段，周期股机会尚需等待，而消费品和中下游制造业将分别受益于需求增长稳定和成本压力缓解。

1、二季度我们就提出布局消费品，三季度继续持有：毛利率回升

在二季度投资策略报告《收获与播种》中我们提出：当物价增速（或通胀预期增速）超过居民收入增速时，居民真实收入受到负面影响，消费者的消费信心下降、消费增速回落，这是为什么自从去年四季度以来消费增速放缓和消费品股票表现不好的一个重要原因。但按照上文分析和我们宏观分析师对通胀趋势的判断，下半年通胀回落，那么居民真实收入和购买力将再次回升，因此，我们认为二季度末期应该是布局消费品的好时机。

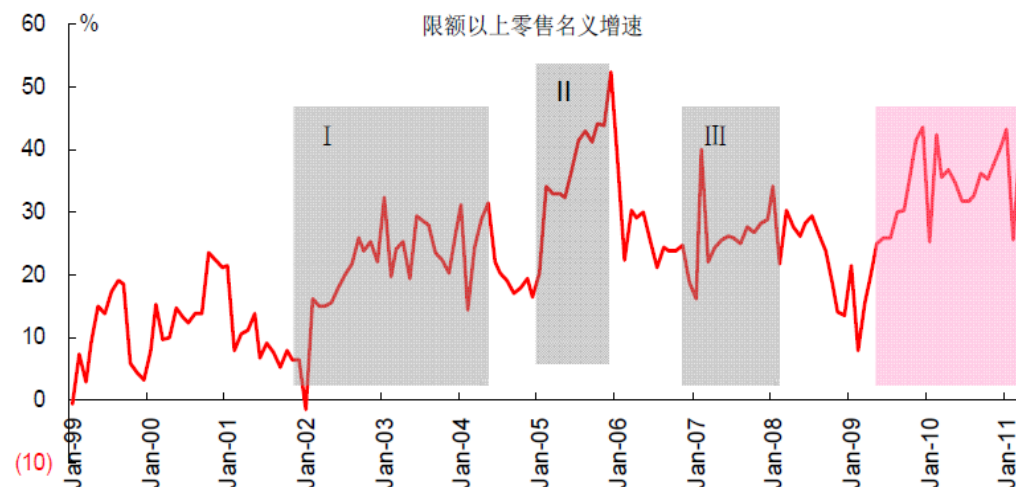
图 11: 通胀达到较高水平后居民真实收入增长下降影响消费品预期



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

在四月份的专题策略报告《布局中周期中的第二轮消费景气》中, 我们又详细分析了中周期中的三轮消费品投资机会形成的逻辑和原因、契机、标的等, 此处不再赘述。我们认为下半年尤其是货币政策放松之前, 消费品仍然值得持有, 除了上述需求层面的原因外, 下半年可能会因成本压力缓解出现毛利率上升。

图 12: 经济周期里的三轮消费品表现



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

表 2: 上一轮中周期中三轮消费品的收益率比较

大致时间段	房地产	交运设备	农林牧渔	医药生物	商业贸易	餐饮旅游	纺织服装	食品饮料	奢侈-珠宝首饰
2002 年 1 月至 2003 年 6 月	-9.1	24.7	-16.0	-2.3	-10.6	-5.8	-11.2	-7.6	-28.2
2005 年 1 月至 2006 年 1 月	6.3	-0.3	-1.6	-0.8	9.8	16.4	-11.5	18.1	-47.6
2007 年 1 月至 2008 年 1 月	143.0	110.5	125.6	109.9	107.4	96.5	104.7	73.1	594.1

资料来源: 《布局中周期中的第二轮消费景气》, 陈文招, 2011 年 4 月

表 3: 中周期内三轮消费周期的投资特点比较

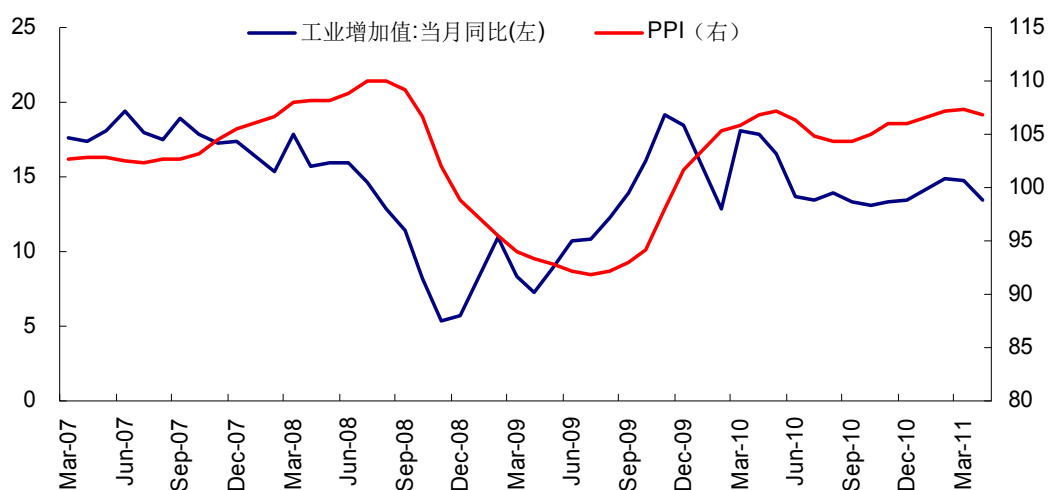
	第一轮消费景气	第二轮消费景气	第三轮消费景气
货币环境	宽松: 低利率、宽信贷	偏紧: 紧信贷、利率提升	中性: 货币利率适宜
经济环境	底部回升, 财政、货币刺激为主	经济增长回归正常化, 动力由刺激因素转为自发性复苏因素	经济增长繁荣, 虚拟经济繁荣, 财产性收入大幅增长
经济周期所处位置	经济复苏初期、通胀低迷甚至是通缩	经济自发性复苏的开始, 经济增长的关节被打通	繁荣期
投资标的	政策敏感性行业: 地产、汽车、家电	收入敏感型行业: 医药、食品饮料、服装、旅游、商业	财富效应敏感型行业: 高端房产、奢侈品、珠宝等
投资契机关键指标	货币信贷放松、利率下调	民间投资复苏一年之后, 产能扩张带动劳动力市场和居民收入复苏、通胀见顶回落	虚拟经济高度繁荣, 财富效应突出
历史案例	03-04 年、09 年	04-06 年	07 年

资料来源: 《布局中周期中的第二轮消费景气》, 陈文招, 2011 年 4 月

2、二季度就建议减持周期品，下一轮机会需到四季度：三季度小心量价齐跌

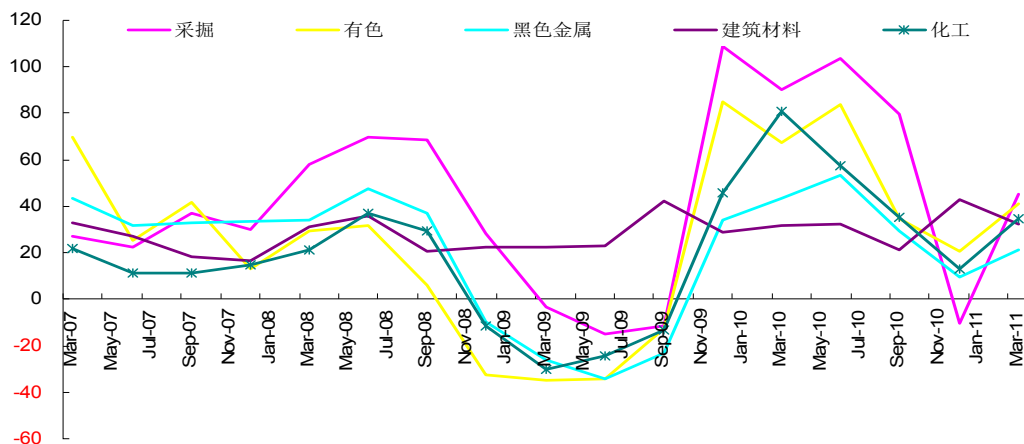
按照前文我们对四个季度宏观经济环境的概括，对于周期品而言，一季度是量价齐升、二季度是量减价升、三季度将是量价齐跌、四季度是量升价跌，这也是为什么我们二季度建议减持周期品的原因，三季度尚不是周期品的投资时机，需要等待到四季度政策再放松之后。

图 13: 周期股：二季度是量跌价不跌三季度可能是量价齐跌



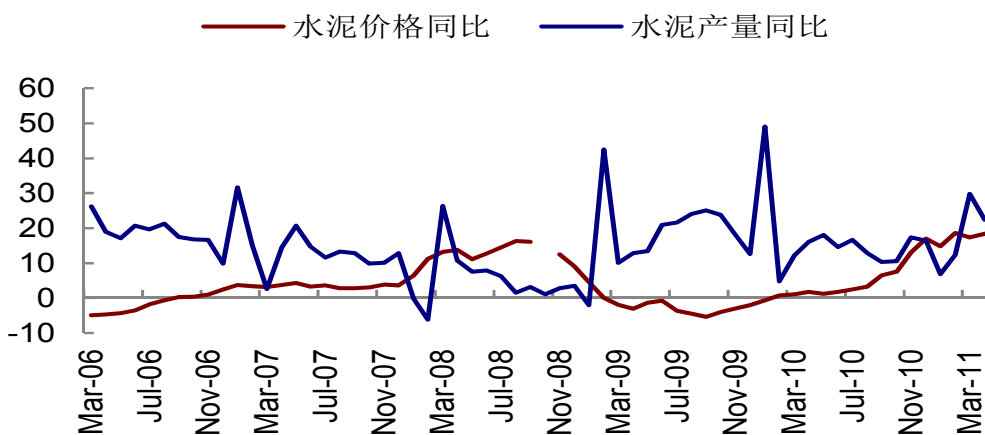
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 14: 周期类行业的营业收入增长二三季度都是回落的概率很大



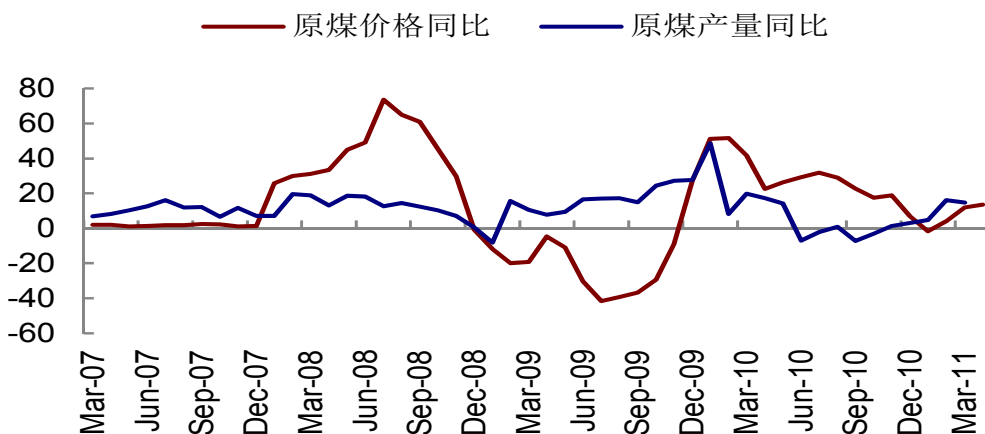
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 15: 水泥行业量价



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 16: 煤炭行业量价

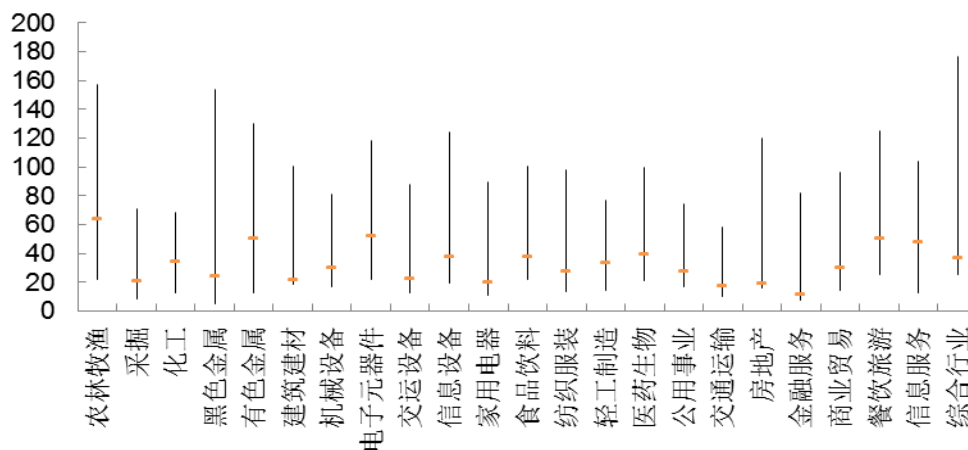


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

3、低估值银行地产可继续持有

三季度是流动性从紧到松转变的过程，低估值的银行地产会受益，但是由于经济也在回落，对银行地产的潜在风险仍会有所担忧。综合评价，我们对银行地产持中性态度，可以持有，但对收益率不能期待过多。

图 17：各行业估值水平比较

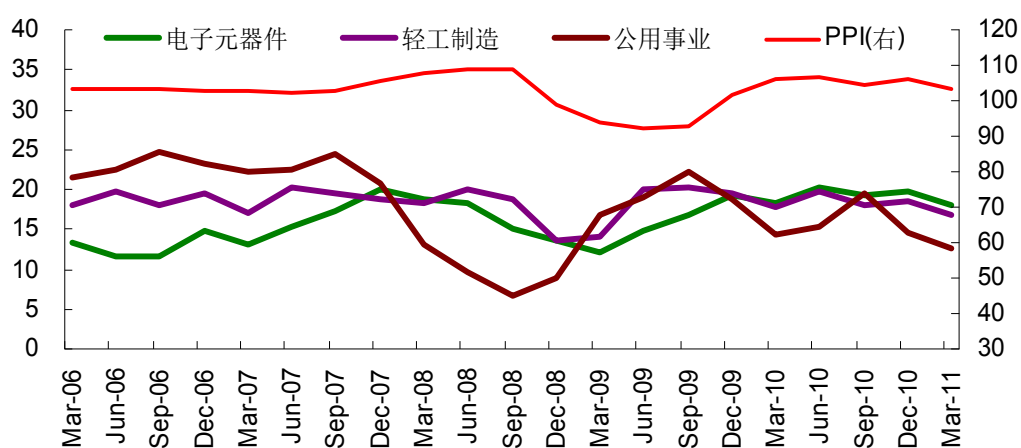


资料来源：Wind，招商证券研发中心

4、三季度增持中下游制造业：成本压力缓解、毛利见底回升

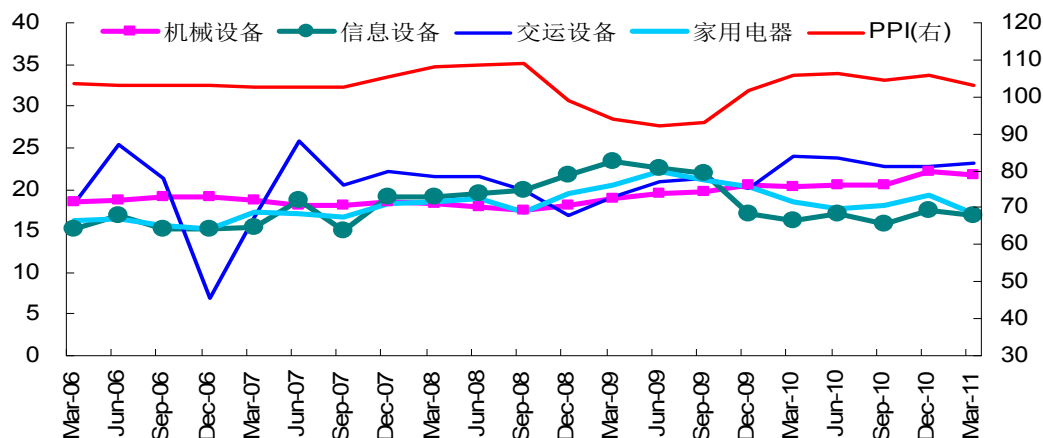
三季度经济回落、通胀和成本压力都会随之回落，在此阶段，最受益的行业群体是成本压力缓解、毛利率提升的行业，主要集中于中下游制造业，其中弹性比较大公有公用事业、电子元器件、轻工制造、信息设备等，也受益但弹性相对小一点的有机械、汽车、家电等。正是基于这样的逻辑判断，我们建议下半年增持上述中下游制造业。

图 18：中下游制造业下半年毛利率提升



数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 19: 中下游制造业下半年毛利率提升



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

5、行业配置建议

三季度建议超配中、下游制造业如汽车、家电、机械、信息设备、电子、公用事业和部分消费品如纺织服装、食品饮料、医药等; 周期股建议四季度再重点超配; 低估值银行地产平配。

表 4: 三季度行业配置建议

板块名称	行业比重	配置建议	推荐公司
保险	3.88%	平配	中国平安、中国太保
传媒	0.75%	低配	省广股份
电力	2.52%	平配	长江电力、国投电力、京能热电
电力设备	2.37%	平配	精功科技、奥克股份、乐山电力
电子	1.83%	超配	大族激光、海康威视、立讯精密
房地产	4.06%	平配	万科、保利地产、北京城建
纺织服装	1.17%	超配	七匹狼、罗莱家纺、老凤祥
钢铁	2.76%	低配	攀钢钒钛、重庆钢铁、八一钢铁
公用事业	0.77%	平配	龙净环保、桑德环境、龙源技术
航天军工	0.71%	低配	中航光电、中国卫星、成飞集成
航空机场	0.98%	平配	南方航空
化工	4.28%	低配	鼎龙股份、三友化工、兴发集团
机械	4.69%	超配	三一重工、中联重科、郑煤机
计算机	1.56%	平配	远光软件、辉煌科技
家电	1.60%	超配	青岛海尔、美的电器
建材	1.95%	低配	中国玻纤、天山股份、青松建化
建筑施工	2.05%	低配	中国化学、中国建筑
旅游	0.48%	平配	华侨城、中国国旅
煤炭	5.74%	低配	大有能源、中国神华、兖州煤业
农林牧渔	1.13%	平配	圣农发展、新希望
批发零售	2.43%	平配	天虹商场、欧亚集团、苏宁电器
汽车	2.94%	超配	中鼎股份、威孚高科、星宇股份
石油石化	12.47%	低配	中国石化、中国石油、辽通化工
食品饮料	4.09%	超配	双汇发展、青岛啤酒、燕京啤酒
水陆运输	3.31%	低配	中远航运、珠海港
通信服务	0.78%	低配	中国联通
通信设备	0.93%	超配	中创信测、中兴通讯、烽火通讯

医药	4.34%	超配		贵州百灵、东阿阿胶、康美药业
有色金属	4.93%		低配	东阳光铝、新疆众和、包钢稀土
造纸印刷	0.58%	超配		岳阳纸业
证券信托	2.55%		平配	中信证券、海通证券
综合	0.10%		低配	
银行	15.93%		平配	民生银行、农业银行、建设银行

数据来源: WIND, 招商证券研发中心

表 5: 招商证券主要行业投资要点汇总

行业	投资要点	风险因素
银行	业绩稳定, 估值低, 分红率高, 进可攻, 退可守	货币政策收紧过度
保险	短期由于通胀预期和银保渠道加强监管影响对保费增速保持较难。加息周期内利好保险股。估值偏低, 长期看好保险股的投资机会。	股市波动风险
证券	2 月至 4 月行业佣金率开始连续反弹, 新政作用将逐步开始体现。我国券商总资产占银行的 3% 不到, 在金融体系中的比重也大幅低于美国、日本和韩国。现在行业 11 年 20 倍, 历史底部, 接近 08 年, 安全边际高, 往下空间不大, 但是往上空间大, 一旦交易量发达, 上涨行情打开, 交易量和自营收入将大幅提升业绩的弹性。今年的盈利预测我们预计行业 15%-20% 的利润增长, 主要来自交易量放量 and 直投、创新业务的贡献。建议现在可逐步加仓。	成交量萎缩, 创新业务推进低于预期
房地产	本周地产股趋势下行, 我们认为比较好的低吸下半年战略筹码的时机。一季报显示货币资金/(一年期到期负债+短期借款) 的比值接近 1.4, 未来进一步恶化后, 房价将出现下跌, 而下跌将带来行业股票反弹的契机。关注一线、二线龙头。	房价不降, 调控加码
交通运输	<p>航运港口: 集装箱运输板块经过前期 2 月份需求低于预期, 3 月份油价上涨带来很大成本压力, 4 月份业绩陷阱, 5 月份大盘风险释放, 该板块的龙头企业中海集运已经与前期阶段性高点 (2 月 15 日) 相比下跌了 30% 以上, 风险得到释放, 我们预计集装箱运输板块会随着集装箱运输传统旺季的到来而出现阶段性反弹, 建议逢低介入, 积极把握交易型机会。而干散货板块和油轮运输板块, 我们仍然认为介入时机尚需等待。港口行业全年关注集装箱货量增加带来业绩向上的投资机会。</p> <p>航空机场: 航空短期进入小淡季, 京沪高铁 6 月开通, 人民币短期加速升值预期减弱, 整体缺乏催化因素, 股价表现将以震荡回调为主。但全年来看, 我们认为仍有机会。除非经济出大幅波动, 否则尽管航空业今年整体需求增速较去年有所回落, 但仍可实现 13%-15% 的增长, 在今年供给十分有限的情况下 (仅 7-8%), 景气是比较明确的, 而航空公司业绩对客座率和票价的敏感性很高, 有望在去年实现历史最高盈利规模的基础上实现稳定增长。航空股近期 PE 已回落至 10 倍左右, 三季度是行业传统旺季, 航空公司一半的盈利来自三季度, 板块届时将有机会, 现阶段回调是很好的建仓机会。特别是今年国内景气显著高于国际, 最看好国内航线占比最大的南方航空。机场关注有经营杠杆和资产注入预期的上海机场。</p> <p>铁路物流: 铁路是在弱势市场中较好的防御品种。铁路基础设施公司短期来看业绩稳定增长, 中期来看受益高铁建成后普铁线的运力释放、货运比例上升带来的 ROE 的结构性提升。远期来看, 铁道部市场化改革将系统性提升铁路行业的估值中枢。近期, 铁道部高层变动, 铁道部市场化改革预期增强, 行业或处在估值系统性提升大拐点的左侧。物流专项规划和政策支持有望近期逐步出台, 预计提供全程物流的第三方物流公司 (标的少)、供应链管理公司、冷藏品和化学品仓储物流公司将受益。</p> <p>公路行业: 受益于国内区域经济良好的发展态势, 优质的高速公路公司车流量上升比较明显, 同时部分公司多元化业绩逐渐显现, 大股东优质资产注入预期强烈, 高速公路“现金牛”的高分红概念也会逐步吸引资金关注。</p>	<p>航运港口: 宏观经济复苏地域预期, 高油价带来较大成本压力</p> <p>航空机场: 经济出现大幅波动、航空板块估值与国际接轨、高油价和高通胀、高铁冲击大于预期</p> <p>铁路物流: 铁路货运运能释放和市场化改革低于预期; 物流振兴政策支持力度低于预期, 业绩短期难有大幅提高</p> <p>公路: 国家对高速公路收费政策不明朗</p>
医药生物	人口老龄化和全民医保推动行业长远发展; 目前关于药品质量的关注度逐渐提升, 与药品质量相对应的是药品价格, 在药品质量关注度提升的过程中, 对药品价格的管控可能会有所松动, 利好行业; 1 季度个股业绩分化较大, 近期板块调整幅度较大, 但行业龙头仍保持较快增长, 我们建议可以逐渐加强行业龙头配置。	药品价格调控等政策的密集出台期, 从目前 1 季报披露的情况来看, 不少企业业绩增长低于预期, 我们判断 2011 年板块增长呈“前低后高”状, 短期板块仍有较大压力
煤炭	煤炭股受宏观调控影响很大, 目前市场开始对宏观有所悲观, 煤炭股可能无大机会。关注动力煤股票和二季度业绩可能超预期的股票: 动力煤淡季不淡, 随着迎峰度夏的带来, 电荒可能呈继续扩大趋势, 动力煤价格稳中看涨, 动力煤公司二季度的业绩有望超预期表现。	宏观调控收紧预期影响估值

	重点关注动力煤现货受益大的股票和估值低的股票。	
电力	市场调整尚未结束，电力股调整基本到位，相对收益确定，尤其是长江电力。	煤电联动滞后，节能减排拖累电量
公用事业	估值调整尚未到位，部分公司在中期业绩公告后会下调全年业绩预测，建议谨慎。	政策出台滞后风险，估值较高市场整体回调风险
建材	1、我们此前一直讨论“水泥该不该卖？”市场表现到目前为止尚在我们预期之内：景气来说由于需求、集中度持续向上。短期来说一季报前后盈利预期可能会到一个相对高点；垄断局面使得超预期的可能性仍然存在；二季度更看好需求无忧的新疆板块。现在来看，讨论“水泥还有没有机会？”我们觉得一旦宏观紧缩预期有所缓解，需求数据超预期，机会仍存在 2、我们坚定看好玻纤行业的复苏，供给目前的增长还非常有限 3、看好太阳能相关的玻璃企业如南玻、秀强 4、估值较低的北新建材	紧缩导致的需求下滑开始显现；限价
基础化工	下游需求低迷引致的去库存周期加上部分子行业的产能扩张周期的重叠，导致行业无论从开工率还是价格趋势上都比较低迷。从调研及数据来看，我们判断去库存要到3季度末。下半年周期品建议配置粘胶长丝、纯碱、mdi，逻辑是产能紧平衡，补库存将推动价格上行。	原油大幅波动，宏观经济超预期下滑
石油/燃气	原油价格持续波动。但各国炼油厂的开工率将陆续恢复正常，对原油需求及价格有支持。	欧洲债务危机重演/日本核灾恶化导致全球经济增长放慢。
钢铁	钢铁产量边际增量有限，成本已经见顶，目前下游需求中，汽车及机械同比下滑明显，长材库存下降明显，需求好于板材；预计短期内现货市场将继续维持窄幅震荡的态势，后期建议密切关注保障房建设的进度。建议关注长材产量占比较大的公司。	产能利用率继续居高不下导致高库存成为常态，对钢价形成压制；原燃料价格波动增大
有色	二季度有色金属需求旺季，将是支撑金属价格的最主要因素，但是美元反弹预期，和经济不确定性因素使金属价格短期承压。我们认为2季度金属价格仍将维持高位震荡，难以大幅下挫。	
机械	上周我们强调了国际板推出对创业板中小板估值带来压力，我们认为机械行情以震荡为主，但并不悲观。由于对经济硬着路的担心，大盘开始恐慌性暴跌，对于估值较低的龙头优势公司，回调后是买入时机，推荐三一、中联、郑煤机。	持续紧缩后需求回落，有人过份担心融资租赁业的风险，殊不知在金融服务业没有发展之前，分期付款的风险更大？
汽车	5月份整体销量情况一般，有下探风险	今年行业受到两方面压力，原材料与人工成本压力；下游需求压力。
电力设备/新能源	长期看好，日本核能启发审视新能源，2011有望继续高于大盘	欧洲FIT进一步下调影响装机需求
食品饮料	1) 粮价猪价上涨，5、6月份CPI将居高不下，市场不乐观，消费板块提供一定防御能力，但绝对收益到等到7、8月份CPI回落5以内后对政策放松的预期。茅台等公司业绩也有望超预期增长，白酒板块联动效应好；2) 双汇复牌已跌去20%，我们建议大机构在此价位战略性建仓，一年后目标位100元，是目前投资回报最高的品种；3) 伊利股份定增募资70亿元引起市场抛售，我们认为公司此举意味着释放业绩的动力增强，可逢低吸纳。	
农林牧渔	1) 预计全球紧缩将延迟到下半年，谷物供需偏紧，5、6月国内外大宗农产品价格仍在高位震荡；2) 国内紧缩力度放缓，CPI仍有可能走高；3) 猪肉价格维持高位；4) 天气转暖，畜禽养殖逐步进入旺季	1) 紧缩力度加大，终端消费价格受限，影响上游农产品价格；2) 鸡苗、蔬菜等价格等有季节性回调需求
纺织服装	受板块轮动、对行业估值以及成本上涨的担心等因素影响，行业在一季度出现了深度回调，品牌服装估值水平更是达到历史低位，但伴随部分公司一季报给予市场超预期的表现，带动了行业逐渐显现出投资机会。在零售基本面持续向好的背景下，品牌服饰订货会也有超预期的表现，将给予下半年经营一定的保证，同时伴随低位的安全估值边际，二季度始品牌服饰行业投资机会可把握，可重点关注业绩成长快速且确定性大、估值在底部徘徊的优秀品牌服饰公司，目前防御与下半年进攻的能力都较优。由于标的普遍流通盘小，适合提前布局，建议选择时机，精选品牌服装标的逐步布局。而纺织业受到棉价波动影响，后期表现不缺乏因素居多，给予中性评级。	人民币升值、生产成本压力上涨
零售	百货 ：通胀有望在上半年见顶，消费者信心指数能见底回升。行业景气向好不变，公司估值合理，把握四条主线：能够实现异地扩张，店龄结构合理，有效匹配扩张与利润增长；有效实施低成本扩张；管理层激励机制改善；经营基本面能够改善，业绩有望迎来拐点。 家电连锁 ：家电行业仍受益于政策刺激，发展空间巨大，家电连锁业态市占率提升趋势不	超市 ：公司估值普遍过高，相对估值处于高位。

	变，网购不会产生颠覆性冲击。	
家电	1、从生命周期来看，白电行业已经步入成熟期，长期增长前景较为确定，那么结合生产要素成本上升和当前市场的流动性来考虑，这两年对应 12-17 倍 PE 的估值非常合理；这也就意味着白电企业的股价波动与盈利水平有更加紧密的相关性。白电巨头受益于竞争格局的相对稳定，盈利增长的确定性亦相对较高；2、小家电行业目前还处于一个比较快速的成长期，但行业竞争格局仍存在变数，优选龙头企业。	1、要素成本上升对行业的盈利会产生影响 2、持续高通胀可能对消费者信心产生影响。
电子	整体而言机会不大。二季淡季更淡，三季旺季未明，六月底七月初是重要观察时点。若旺季拐点确认，三季会因日本地震、递延需求、库存回补等因素更旺，否则将较为平淡。（1）行业景气度回到 07-08 年上半年的常态中。（2）此前对 2011 年的预期都给得太足，今年不少公司会经历业绩向下修正的过程，1 季度部分公司甚至已经出现同比负增长；（3）今年的收入增长看上去尚不会太差，但成本压力提高。建议关注二季业绩不错、可中长线看好的个股，相对看好的细分领域：（1）智能终端产业链（如连接器、背光、微电声、触摸屏等）；（2）安防；（3）电子装备及制造服务。	通胀、升值侵蚀电子行业盈利；电子公司二季报低于预期；三季度旺季未到。
计算机	总体评估为推荐。1）维持对软件和服务板块的推荐评级，我们认为软件板块估值已接近底部，可选择基本面良好之个股。2）硬件板块总体偏中性，成本压力加大。专业应用终端和耗材零部件类空间相对较大。3）EMV 迁移步伐今年料将放缓，智能卡企业相关板块业绩可能将推迟到 2012 年释放。	企业市场扩张普遍加速，管理费用和销售费用增加较多。软件企业的订单项目规模逐渐变大，实施周期更长，有可能影响盈利能力。
传媒	（1）维持 A 股传媒推荐评级，逻辑是防御基础上看成长性和整合预期。传媒行业前期随大盘调整后估值风险得到释放。（2）成长性角度：我们看好新媒体、公共传播、影视动漫 3 大行业投资机会，新媒体和公共传播分别看好博瑞传播和省广股份，影视动漫建议关注奥飞动漫。（3）整合预期角度：我们主要看好有线网络，首推天威视讯、电广传媒。投资逻辑是一级市场和二级市场在有线电视用户定价上存在明显差价，从而带来已上市有线运营商的价值重估和提升。（4）对主题投资机会的建议：今年如出现“三网融合”主题投资机会，推荐顺序首先是广电信息（四网融合概念，IPTV+互联网电视+上海有线网+手机视频），其次是有线运营商天威视讯、电广传媒、歌华有线、武汉塑料（国家网络有线公司如下半年成立，对整个有线板块是利好，最受益是天威视讯，市场预期省网整合提速），最后是乐视网、华谊兄弟、华策影视。（5）公司推荐：2 季度重点推荐“省广股份、博瑞传播、天威视讯、电广传媒”，同时建议关注奥飞动漫。	
电信	2011 年运营商的整体投资预算超出预期，三运营商整体资本支出达到 2563 亿，相比 2010 年支出增长 7.9%，投资向话务网和传输网倾斜。网络优化、光通信、WLAN 等子行业发展前景明朗，中国联通业绩有望在今年大幅改善。	运营商投资进度低于预期，行业整体价格水平下降

资料来源：招商证券研发中心

分析师承诺

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

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

张权：武汉大学经济学硕士，3 年宏观经济、投资策略等相关研究经验，目前任策略分析师。

投资评级定义

公司短期评级

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

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

公司长期评级

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

行业投资评级

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

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

重要声明

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

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