

中投证券策略组

杨宗耀
0755-82026748
yangzongyao@cjis.cn
曹雪锋
010-66276925
caoxuefeng@cjis.cn

相关报告

《“有保有压”调控环境下的投资机会》
《进入两会时段,基建有望预演》
《专题报告-全球经济放缓背景下的主题配置策略(中长期)》
《外围压力趋缓,政策回暖》

2008年二季度投资策略报告

市场反应过度,二季度将转暖

沪深大盘自08年1月中旬开始至4月初出现罕见的持续暴跌行情,指数跌破一系列心里关口,并造成极度的恐慌情绪和杀跌行情。这主要是源于各种超出预期或突发性利空因素的集中出现,如美国次贷危机恶化、罕见大面积雪灾、巨额再融资、大小非解禁后的大量减持、通货膨胀远超预期等等。但是,随着二季度的到来,有关利空因素已经得到消化或将向好,市场将逐渐走强。

投资要点:

- 基于对中国经济发展前景的良好预期,人民币持续升值和股改的基本完成,2007年股票市场爆发了罕见的大牛市行情,上证指数一度高达6124点;但之后以美国次贷危机成为导火索及一系列利空的集中出现,市场以较快的速度下跌约45%,调整幅度较大。
- 我们认为,去年10月以来的下跌可以分为两个阶段:第一个阶段从07年10月中旬至08年3月初,上证指数由约6000点下跌至约4300点,这一阶段的下跌在一定程度上正常反应了各种利空因素的出现;第二个阶段从3月初至4月初,上证指数由约4300点最低下探至3271点,这个阶段的下跌是市场对有关利空因素和宏观经济的过分担忧,而出现放大并非理性杀跌。如,一方面短期经济数据表现不佳,负面预期强化:贸易顺差环比大幅下降;CPI再创新高;信贷数据骤降;另一方面大小非解禁成为重要的助跌力量,扰动了市场估值体系,加剧了市场的波动和下跌。
- 这种负面影响预期不会持续恶化,甚至将出现好转。如,国内有关宏观经济数据将出现积极变化:3月份贸易顺差将出现回升,二季度信贷规模控制不会更紧,CPI水平将会略有回落,企业利润增长率仍将保持;二季度美国金融市场趋于稳定;3月份大小非解禁高峰已度过。随着预期逐渐好转,市场将逐渐走好。
- 作为主题投资,我们主要看好以下板块:一是节能环保及新能源行业。根据国家“十一五”规划,2010年单位GDP能耗要比2005年下降20%。在目前紧缩性环境下,该产业将得到政策倾斜。二是高科技行业和创投板块。随着国家自主创新战略的持续强化和创业板的推出,高技术产业和创投板块有可能受到市场的追捧。三是基建行业。经济放缓背景下,基础设施建设将成为各国财政支出的重要方向,国内的财政支出也将较快启动,面对国内市场的基建类公司将首先受益。四是并购重组主题。今年2月,上市公司并购重组审核委员会的成立,并购重组已经被作为提高上市公司质量的重要途径之一,如航空航天、通信、电子信息、建材等行业近期重组力度增强。五是医疗行业。作为弱周期性行业,医疗属于防御型品种。随着收入水平提高和人口老龄化,医疗保健服务的需求加大;新的医改方案在08年至少会增加上千亿的财政投入,医药企业将从中获得巨额收益。六是如银行、保险、地产、煤炭、钢铁、石油石化等大盘蓝筹股出现超跌,将创造交易性机会。

目 录

1、A股经历2年大牛市以来最大一次调整，上证指数回落约45%.....	4
1.1 不确定性及悲观预期引领市场下跌.....	4
1.2 理性回归+过度反应：两个阶段.....	5
1.2.1 理性回归：市场的正常调整.....	5
1.2.2 近期市场的过度反应.....	6
2、二季度市场有望转暖.....	10
2.1 美国金融市场有望在2季度稳定.....	10
2.2 国内宏观经济数据有望好转.....	11
2.3 解禁压力将缓解.....	14
2.4 国际资本持续流入为市场转暖创造条件.....	14
2.5 创业板推出对主板市场利大于弊.....	16
3、主题投资+防御性策略+交易性策略.....	19
3.1 节能环保及新能源：获得政策支持.....	19
3.2 高科技及创投：符合国家自主创新战略.....	19
3.3 基础设施建设：受益财政支出增长.....	21
3.4 并购重组主题.....	22
3.5 医疗行业：防御性品种.....	23
3.6 银行地产保险等大盘蓝筹：交易性机会凸显.....	25
4、行业配置.....	25

图表目录

图 1: 美国经济不确定性增大	5
图 2: 07 年下半年以来对美出口增速下滑影响整体出口下降 08 年将更明显	6
图 3: 2 月贸易顺差环比大幅下降	6
图 4: 2008 年 2 月份物价指数再次走高	7
图 5: 2 月信贷数据骤降	7
图 6: 工业企业利润增速与 A 股市盈率高度相关	8
图 7: 2008 年解禁规模 (千亿元)	9
图 8: 截止到今年 3 月 14 日的披露减持数据 (千亿元)	9
图 9: 翘尾因素在二季度略低于一季度	11
图 10: 输入型通胀压力在 3 月份略有减弱	12
图 11: 出口交货值增速的下降影响了工业增加值走低	13
图 12: 2008 年 1-2 月份工业企业利润增速大幅下降	13
图 13: 07 年底以来原材料类与 PPI 的“缺口”不断扩大	13
图 14: 2008 年机构配售解禁规模 (千亿元)	14
图 15: 菲律宾对华直接投资情况	15
图 16: 马来西亚对华直接投资情况	15
图 17: 2008 年 1 月份和 2 月份 FDI 同比大幅上涨	15
图 18: 美国对华直接投资情况	16
图 19: 英国对华直接投资情况	16
图 20: 德国对华直接投资情况	16
图 21: 法国对华直接投资情况	16
图 22: 美国标普 500 指数走势	17
图 23: 英国富时综合指数走势	17
图 24: 韩国 KOSPI 指数走势	18
图 25: 国家财政科技拨款 (1996-2005)	20
图 26: 部分国家 R&D 支出	21
图 27: 部分国家 R&D 人员	21
图 28: 我国人口老龄化程度不断提高	23
图 29: 卫生事业费占财政支出比重	24
图 30: 政府、社会及个人卫生支出比重变化及卫生总费用占 GDP 比重	24
表 1: 随着全球经济不确定性的增大, 全球股市都出现不同程度下跌	4
表 2: 行业配置表	25

1、A 股经历 2 年大牛市以来最大一次调整， 上证指数回落约 45%

1.1 不确定性及悲观预期引领市场下跌

- ◆ 基于对中国经济发展前景的良好预期，人民币持续升值和股改的基本完成，2007 年股票市场爆发了罕见的大牛市行情，上证指数一度高达 6124 点，同时也积累了一定程度的泡沫。
- ◆ 以美国次贷危机恶化成为导火索，其对美国经济的负面影响，以及对中国经济的波及，在去年底、今年初开始有所显现，加上一系列其他利空的集中出现，中国股票市场以较快的速度下跌，上证指数下跌约 45%，调整幅度巨大。
- ◆ 从 08 年 1 月中旬到 3 月初的市场调整阶段，A 股大部分时间呈现出与美股走势联动的特征。但之后，由于中国经济和证券市场出现一些特殊的利空因素，如罕见雪灾的负面影响开始显现、大非解禁的大量减持、大超预期 CPI 数据的公布等等，使市场悲观情绪被强化，并出现非理性的恐慌性持续杀跌，导致指数接连跌破一系列心理关口。

表 1：随着全球经济不确定性的增大，全球股市都出现不同程度下跌

去年四季度以来全球股市涨跌幅（%，截至 08 年 4 月 4 日）

名称	年初至今	20 日涨跌幅	60 日涨跌幅	120 日涨跌幅
道琼斯工业平均指数	-4.941	2.89	-1.7	-10.44
标准普尔 500 指数	-6.671	2.75	-3.23	-12.29
纳斯达克综合指数	-10.606	4.32	-5.14	-15.67
多伦多股票交易所 300 指数	-1.192	0.48	0.93	-3.94
法国巴黎 CAC40 指数	-12.704	4.81	-10.82	-16.41
伦敦金融时报 100 指数	-7.895	3.11	-6.44	-11.56
瑞士苏黎士市场指数	-10.737	4.09	-8.93	-16.75
澳大利亚普通股指数	-11.794	3.37	-9.24	-16.46
德国法兰克福 DAX 指数	-16.163	3.34	-13.84	-15.25
东京日经 225 指数	-13.16	2.48	-8.33	-22.23
新加坡海峡指数	-10.272	7.35	-7.26	-14.14
俄罗斯 RTS 指数	-9.643	1.33	-9.64	-0.98
印度孟买 Sensex 指数	-24.37	-8	-26.28	-18.45
恒生指数	-12.757	4.98	-10.72	-14.04
沪深 300	-31.613	-21.01	-33.43	-35.79
上证指数	-34.502	-19.86	-35.72	-40.29

资料来源：wind、中投证券研究所

1.2 理性回归 + 过度反应：两个阶段

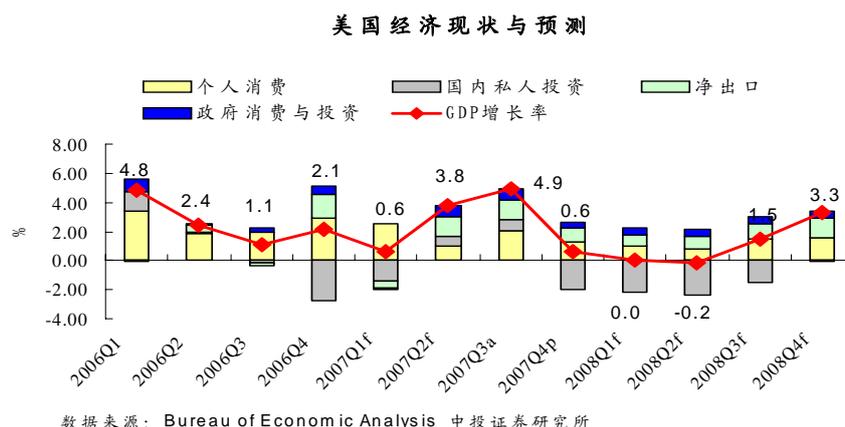
我们认为，去年 10 月以来的下跌可以分为两个阶段：第一个阶段从 07 年 10 月中旬至 08 年 3 月初，上证指数由约 6000 点下跌至约 4300 点，这一阶段的下跌在一定程度上正常反应了各种利空因素的出现；第二个阶段从 3 月初至 4 月初，上证指数由约 4300 点最低下探至 3271 点，这个阶段的下跌是市场对有关利空因素和宏观经济的过份担忧，而出现放大并非理性杀跌。

1.2.1 理性回归：市场的正常调整

➤ 美国经济减速

我们认为 08 年 1、2 季度美国经济将会出现负增长，3、4 季度经济将略有好转，而经济的真正复苏将在 09 年（图 1）。美国经济半年的下滑和之后的低增长会拖累全球经济，中国经济也受到影响，宏观经济减速，上市公司中长期业绩增速将低于去年以来的市场预期，这是造成 07 年 10 月以来股市不断下跌的诱导因素之一。

图 1：美国经济不确定性增大



资料来源：wind、中投证券研究所

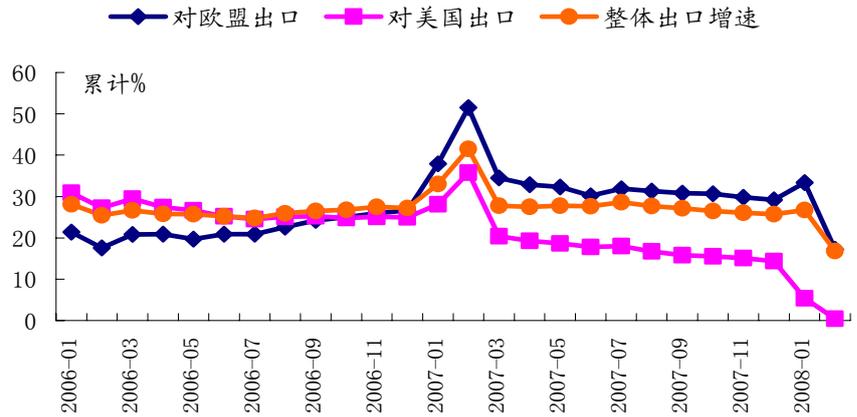
➤ 国内经济不确定性增大

作为影响股市最重要的基本面因素，工业企业利润增速和 GDP 增长率分别于 07 年上半年和 3 季度达到高峰。工业企业利润增速从 2005 年初开始逐渐提高，并于 2007 年的上半年达到 43% 左右的高位，之后开始逐渐回落。2007 年 GDP 增长率高达 11.4%，在外部经济下滑、春节前后南方雨雪灾害天气及国内紧缩性宏观调控影响下，市场普遍预计 08 年 GDP 增长率回落概率极高。

美国经济放缓对中国的不利影响已经直接体现在了外贸数字上，贸易顺差从 07 年 10 月份达到 270 亿美元的高峰后不断下滑。1-2 月我国出口增速继续下行，同比增速为 16.8%。其中，对美国出口增速延续了 07 年二季度以来不断下行的态势，同比增长 0.4%（2 月出现负增长）（图 2）。

基于过去两年来中国经济增速，去年中期我国调控基调已经从稳健转向适度从紧，以去年12月份中央经济工作会议为标志，进一步转向“从紧”。目前通胀压力进一步增大，两会后记者招待会上，总理强调的首要目标是控制通胀，高通胀不可能自然回落，紧缩成为今年宏观调控的主基调，包括数量型工具（准备金率、票据等）、利率以及行政手段（信贷总量控制）等的运用，对股市形成持续的压力。

图 2: 07 年下半年以来对美出口增速下滑影响整体出口下降 08 年将更明显



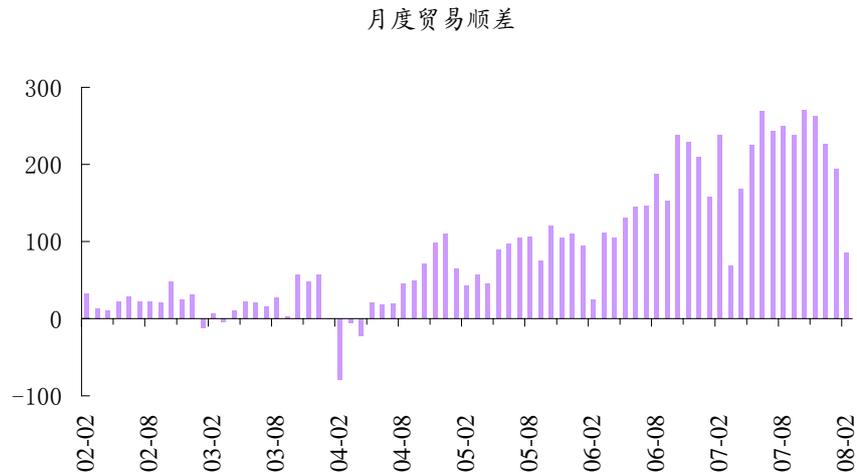
资料来源: wind、中投证券研究所

1.2.2 近期市场的过度反应

➤ 短期经济数据表现不佳，负面预期强化

◆ 贸易顺差环比大幅下降。2 月份贸易顺差 85.6 亿美元，不到上月的一半（图 3）。1 月份数据虽然超出市场预期但已经呈现逐渐走低趋势，2 月份数据的大幅下降使市场担忧美国经济增速放缓及人民币升值是否已经对中国对外贸易产生了较大影响。

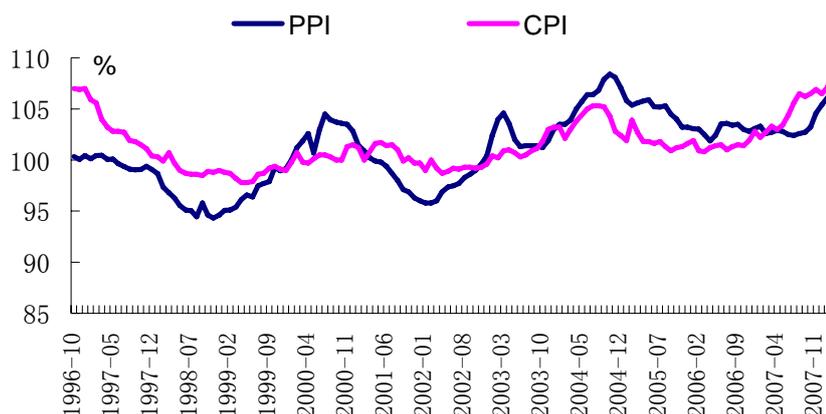
图 3: 2 月贸易顺差环比大幅下降



资料来源: wind、中投证券研究所

◆ CPI 再创新高。国家统计局公布的 2 月份消费者物价指数 (CPI)，同比上涨 8.7% (图 4)，再次创出新高。虽然此前市场已经对 2 月份的 CPI 数据有所预期，但 8.7% 的涨幅依然让人感到惊讶。面对不断走高的 CPI，市场预期央行将再次加息。如果真的加息，利空释放市场反而会有起色。而加息预期容易造成市场恐慌，目前就是这种情况，市场加息预期增强。

图 4: 2008 年 2 月份物价指数再次走高

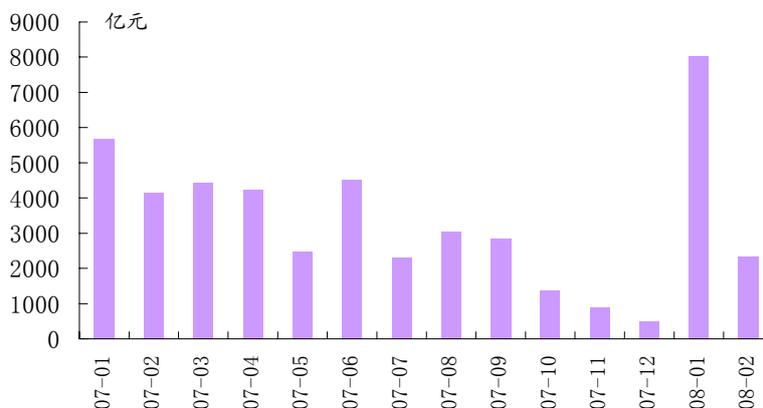


资料来源: wind、中投证券研究所

◆ 信贷数据骤降。2 月份新增人民币贷款 2434 亿元，比 1 月份下降 70%。1 月份信贷规模创出天量，新增人民币贷款达 8036 亿元，当时市场预期从紧货币政策有所放松，但随着 2 月贷款数据的公布，从紧政策再一次得到市场的确认 (图 5)。

图 5: 2 月信贷数据骤降

当月新增人民币贷款

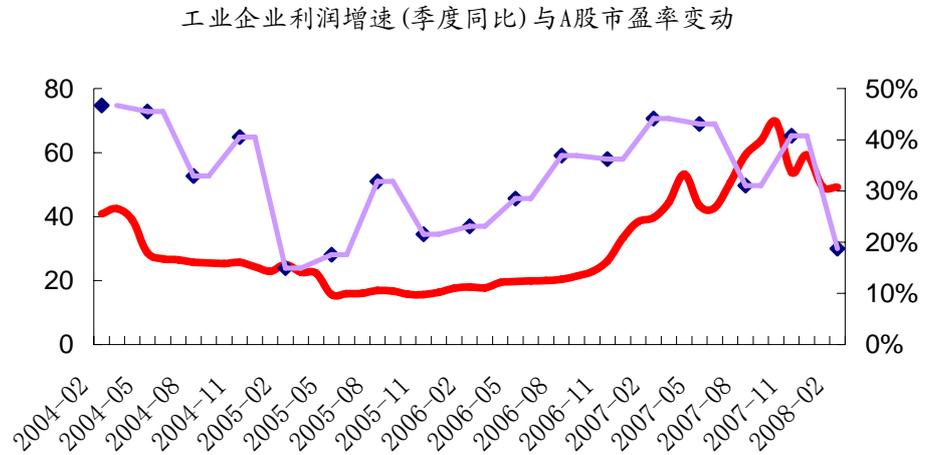


资料来源: wind、中投证券研究所

◆ 1-2 月份投资与消费继续保持在较高水平增长，但受外需减弱影响出

口增速、出口交货值都出现大幅回落，进而影响了工业增加值与工业企业利润的大幅下降；PPI 的再次走高，增大了企业的成本压力，使工业企业主营业务净利润率出现明显下降（图 6）。

图 6：工业企业利润增速与 A 股市盈率高度相关



资料来源：wind、中投证券研究所

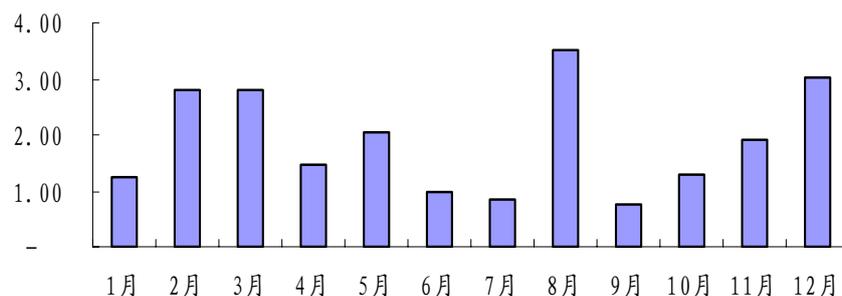
➤ 大小非解禁成为重要的助跌力量，扰动了市场估值体系，加剧了市场的波动和下跌

解禁股份对市场的影响，最近成为市场普遍关注的焦点。去年以来，我们就提醒投资者今年市场面临巨大的解禁压力，由于市场提前反应机制的存在，最好在市场发挥之前就实施保守的操作策略。最近，由于累积效应和市场信心的缺失，在市场下跌过程中，解禁股对市场的冲击作用被进一步放大（图 7）。

来自聚源数据的资料显示，市场在 12 月份遭受了一次较大规模的抛售后，这两个月的统计数量有所下滑（图 8）。一方面这其中无法包括小的限售投资者无需披露的减持信息；另一方面，由于信息披露滞后和统计滞后（3 月份只包括了到 3 月 14 日的数据），也无法充分体现实际减持的规模。

根据以上的信息，虽然宏观经济和上市公司基本面仍然是决定因素，但减持，尤其是来自非控股股东以及新股发行过程中形成的限售股东的抛售，成为下跌过程中的放大因素，甚至短期重要利空因素。由于成本相对低得多，更容易形成追涨杀跌的一些短期操作，市场对其抛售的担心在心理影响放大了其对股价的实际冲击。

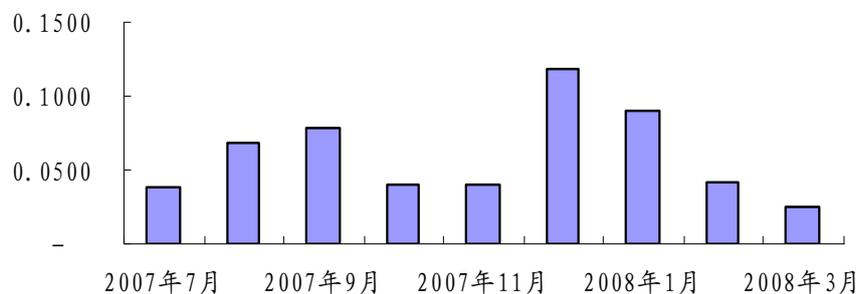
图 7: 2008 年解禁规模 (千亿元)



资料来源: wind、中投证券研究所

图 8: 截止到今年 3 月 14 日的披露减持数据 (千亿元)

经济数据表现不佳，市场悲



资料来源: 聚源数据、中投证券研究所

2、二季度市场有望转暖

到目前为止，上证指数已经从最高点回落约 45%，很多股票甚至一度跌破发行，并且 A-H 股倒挂现象再次出现。我们认为去年上证指数从 6000 点回落至 4300 点已经反应较为充分，而近一个月的大幅下挫是在大小非解禁背景下，悲观数据集中发布，弱市中脆弱的市场情绪遭受重创造成的过度反应。这种影响不会长期持续，随着二季度美国金融市场趋于稳定、3 月份大小非解禁高峰的度过、国内一季度宏观数据出炉或好转等因素影响下，市场有望逐渐走好。

2.1 美国金融市场有望在 2 季度稳定

现在金融市场在极度恐慌中等待更坏的消息爆发，而我们认为最坏的消息可能在近期兑现，金融市场将在 2 季度企稳。首先，历次危机中总有一些大型金融机构破产成为定义这次危机的标志性事件（即最坏的事件），如 S&L 危机中破产的数千家大大小小的储蓄信贷协会，以及 1998 年中被收购的 LTCM 公司。近期，贝尔斯登因流动性危机而面临被摩根大通收购可能就是市场期待中的最坏的消息之一（另一个市场期待的坏消息就是 1 季度的经济数据）。其次，在危机中金融市场通常都是提前并且极端的反映最坏的预期，一旦预期不再恶化，市场就将企稳。在这个转折点前，市场通常处于极度恐慌状态。现在，2 月份以来，市场就开始处于这种季度恐慌状态。例如，由于担心债券保险商的信用问题，市场连风险相对较低的市政债都避之唯恐不及。上周，市政债的流拍率达到 71%，而利率则由 1 月份的 3.6% 上升到 6.6%。

由于前期的大规模计提，和持续的融资计划，金融市场将在 2 季度企稳。据我们统计，全球各主要金融机构在已披露了 2175 亿美元的次级债相关损失与计提坏账准备。这意味着他们的大部分损失已经充分体现在 2007 年的财报中，虽然未来损失仍可能增加，但在次级债被严重低估的情况下，大幅度增加的可能性较低。这些大型金融机构很难像贝尔斯登一样陷入流动性困境。此外，几家最主要的金融机构（如花旗、美林、瑞银等）已经成功实施或计划实施巨额的外部融资计划和消减红利计划，总金额达 1458 亿美元。随着 2 季度更多融资计划的出现、金融机构资本充足率的提高和金融体系稳定性的增强，信贷危机将宣告结束。

2.2 国内宏观经济数据有望好转

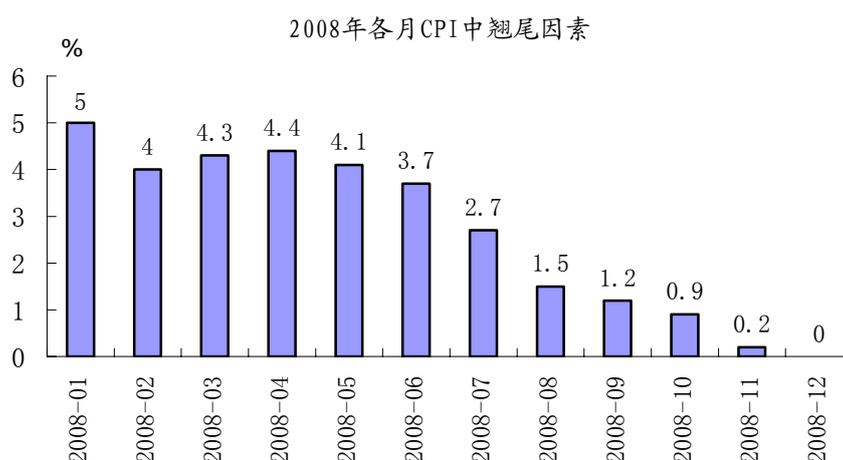
3月份贸易顺差将出现回升。我们认为2月份贸易顺差数据大幅下降属于异常现象，3月份应该有所回升。春节前后的贸易数据通常会发生一些扭曲，以2006年2月和2007年3月情况来看，环比分别下降74%和71%。08年贸易顺差下降可能性较大，但不会出现超出预期的大幅下降，而且这对于中国经济降温、通胀压力缓解以及转变经济增长方式是有利的。

出口下降幅度是08年中仅次于通胀的最大不确定性因素之一。在美国经济明显减速及欧盟经济增长减缓下，中国出口增速将呈不断回落态势。但1-2月份出口增速的大幅下滑有去年基期数值较高这一干扰因素，3月份的出口增速将高于1-2月份的水平，在20%左右。二季度的整体出口增速将继续受外需减弱的影响，有望保持在17%左右的水平。

二季度信贷规模控制不会更紧。去年市场已经知道今年的新增贷款规模不会超过3.63万亿，而且央行会按季调控，按照计划1季度新增贷款规模应该在1.27万亿左右，当1月份新增贷款创出8036亿的天量后，央行将调控计划改为按月调控，再次表达了紧缩信贷的决心。如果市场足够理性的话，就不会认为2月份的数据太出乎意料。按照调控计划，3月份的信贷规模至少会保持在2000亿左右，不会比2月份更紧。

CPI水平将会有所回落。二季度CPI预期增长7%，低于1季度8%的预期水平。从07年下半年开始，CPI就屡创新高，目前通货膨胀已经成为经济生活中的头等大事。受翘尾因素以及春节和雨雪灾害天气的影响，08年2月份CPI再创新高。与2月份相比，春节及雨雪灾害的影响有所降低，从紧政策也逐渐起效，CPI中的翘尾因素在二季度下降0.5个百分点(图9)，输入型通胀在3月份略有减缓(图10)，3月份CPI数据回落概率较大。

图 9: 翘尾因素在二季度略低于一季度



资料来源: 中投证券研究所

图 10: 输入型通胀压力在 3 月份略有减弱



资料来源: Bloomberg 中投证券研究所

企业利润增长率仍将保持, 不至于大幅下降

08 年 1-2 月份, 出口交货值增速的大幅回落影响了当期的工业增加值增速走低, 这也影响了同期企业利润增速的下滑 (图 11)。

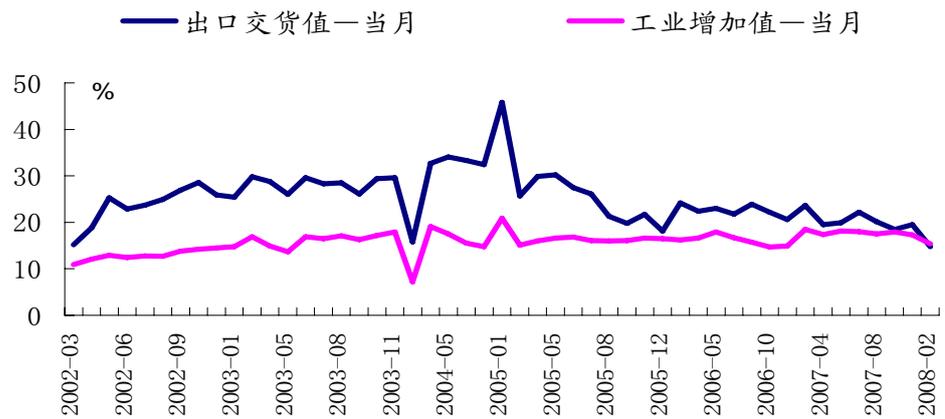
1-2 月份, 全国规模以上工业企业实现利润同比增长 16.5% (图 12)。大幅低于去年 1-11 月份 36.7% 的水平, 成为 06 年以来的历史新低; 工业企业主营业务净利润率达到了 5.56%, 低于去年同期 6.01% 的水平。

未来 3-6 个月内, 原材料、燃料及动力购进价格仍有进一步上涨的压力, 这势必进一步压缩工业企业利润。而在目前的通胀压力较大的情况下, 政府的对于价格 (像成品油价格、电力价格) 的宏观调控使得 PPI 难以出现同幅上涨 (图 13)。这包括: 因国际原油价格高企及国内成品油价格暂不上调的影响, 使得石油加工及炼焦业由去年同期盈利 156 亿元转为净亏损 206 亿元; 化纤行业利润下降 0.2%; 电力行业利润下降 61.0%。建材类与专用设备、交通运输设备及电子通信设备制造业利润增速仍保持较高的水平。

外需减弱影响的工业增加值增速回落及生产成本上升挤压主营业务净利润率是影响未来工业企业利润增速的主导因素。由于我们预测美国经济今年上半年出现衰退, 下半年略有好转及国际大宗商品价格的上涨将会进一步推高原材料类购进价格。这两方面因素使得工业增加值及工业企业利润走势将不乐观。

我们预期对全年工业增加值增速为 13-15%; 初步预测工业企业利润增速全年为 25%。在二季度, 出口增速维持在 17% 左右, 工业增加值再次大幅回落的可能性较小, 工业企业利润增速不会进一步恶化, 两者有望分别保持 16% 与 18% 左右的增速。

图 11: 出口交货值增速的下降影响了工业增加值走低



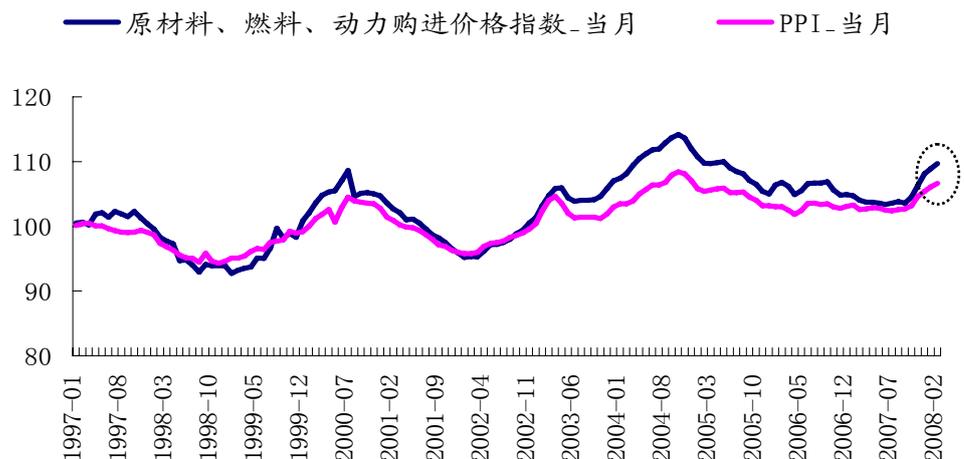
资料来源: wind 中投证券研究所

图 12: 2008 年 1-2 月份工业企业利润增速大幅下降



资料来源: wind 中投证券研究所

图 13: 07 年底以来原材料类与 PPI 的“缺口”不断扩大



资料来源: 中经网 中投证券研究所

投资与消费。政府换届年，施工项目的持续反弹压力，贷款投放的季节性特征及房屋施工面积加快所导致房地产投资增速加快将会推动上半年固定资产投资继续保

持较高增速；而这些影响因素在今年下半年将会趋于变弱。因此，固定资产投资增速将呈现前高后低的态势，上半年保持 24—25%的增速；下半年 22—23%的水平，全年增长 23%。消费增长是今年 GDP 增长中比较确定的量，实际消费增长全年有望保持 14%左右的增速。

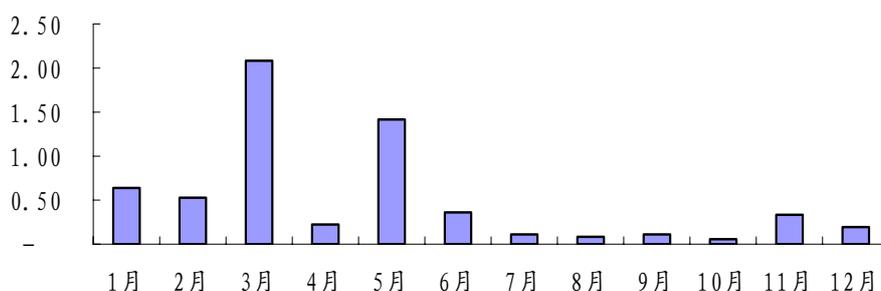
因此，在二季度，贸易顺差有望回升，整体出口增速将继续受外需减弱的影响，但仍将保持在 17%左右的水平；整体 CPI 水平的下降，预期增长 7%以上，低于一季度 8%的水平；工业增加值与工业企业利润增速再次大幅下滑的可能性降低；投资与消费继续保持在较高水平增长。我们预测二季度 GDP 增长 10.3%，低于一季度 10.6%的水平，但仍保持较高增速。

2.3 解禁压力将缓解

市场最近讨论的，对解禁股东的操作进行更为严格的监管，明显违背市场原则，与当初股权分置改革时的初衷和承诺都相违背，造成一些本已有减持倾向的股东的恐慌，对未来不确定性的担心有可能加剧他们的短期抛售行为。正是由于上述因素的存在，我们认为市场对限售股的抛售进行了充分的反应。

如果未来一段时间确实出台了限制限售股抛售行为的规定，这种抛压会被抑制，利好市场；如果管理层恪守当初的承诺，不出台进一步的限制措施，也会消除限售股东的顾虑，降低其抛售的紧迫性，同样利好市场。随着 3 月份解禁高峰的过去，二季度进入今年解禁较为平稳的阶段，尤其是对市场冲击最大的机构配售股份（解禁选择卖出的概率最高），规模明显小于一季度（尤其 4 月份）（图 14），有利于市场趋稳。

图 14: 2008 年机构配售解禁规模（千亿元）



资料来源：wind、中投证券研究所

2.4 国际资本持续流入为市场转暖创造条件

2008 年 1 月 1 日以前，我国为了吸引外资来华投资，对其实行税收上的优惠，同一区域内的外资企业税收会比内资企业优惠很多。2008 年 1 月 1 日开始实行的新企业所得税法最大的一个变化就是实现了内外资税率的统一。按照新的所得税法，外资企业的纳税标准将与内资企业相同，统一为 25%，外资不再享受相对于内资十几个百分点的税收优惠。另外，过去外资企业还享受的税前扣除优惠、纳税时间等优惠也将与

内资企业一致。新税法将不在区分内外资，而是根据我国的产业政策导向，对高新技术产业、服务业以及农业等实施优惠。人们曾经一度担心“两税”合并后，外资来华投资将会降低。

在彭博咨询对中国 FDI 来源国的分类中，只有马来西亚和菲律宾与中国的投资环境相似，统计数据显示，1 月份来自这两个国家的外商直接投资额同比增长分别为 -2.19% 和 -39.49% (图 15, 图 16)，而 2007 年菲律宾对华直接投资累计同比增速基本在 30% 以上，来自这两个国家的直接投资变化情况在一定程度上可以反映两税合并对 FDI 负面影响。

图 15: 菲律宾对华直接投资情况

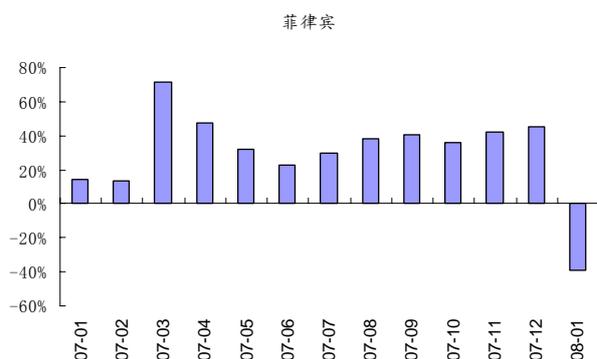
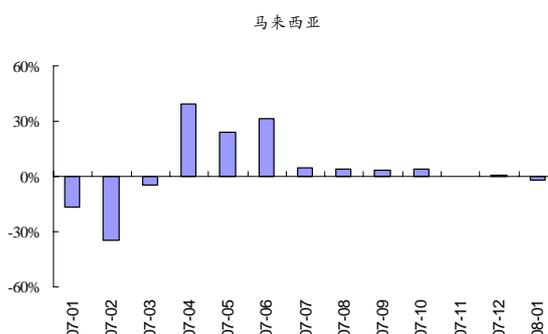


图 16: 马来西亚对华直接投资情况

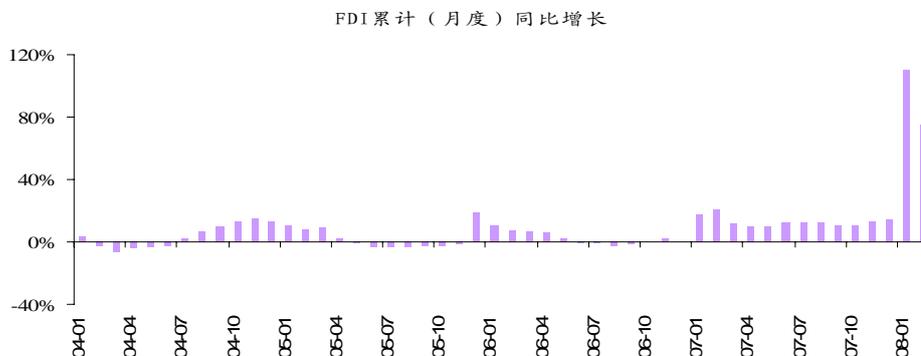


数据来源: Bloomberg, 中投证券研究所

数据来源: Bloomberg, 中投证券研究所

但 08 年前两个月的外商对华直接投资数据总额却让市场大跌眼镜, 其中 1 月份 FDI 规模达 112 亿美元, 同比增长 109.78%, 1-2 月份累计金额为 181.28 亿美元, 同比增长 75.19% (图 17)。而 2007 年全年 FDI 同比增长仅仅 13.8%, 月度累计同比增速也基本上维持在 13% 以下, 个别月份最高也只达到 20.48%。在两税合并和东南亚国家加强招商引资力度的情况下, 进入中国的 FDI 不减少反增, 而且增幅惊人, 是非常值得怀疑的。

图 17: 2008 年 1 月份和 2 月份 FDI 同比大幅上涨

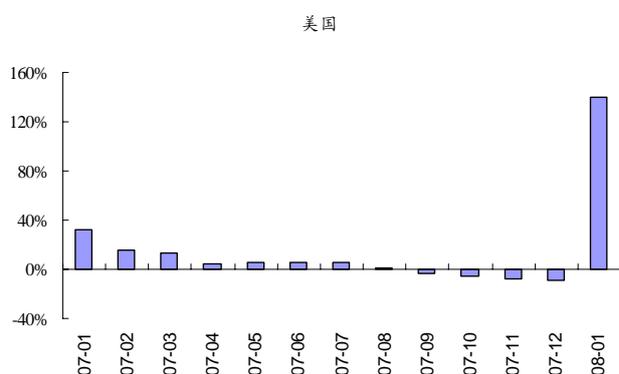


资料来源: wind、中投证券研究所

对于前两个月 FDI 同比大幅增长，一种解释认为 2008 年的 FDI 可能前移，即在人民币兑美元升值预期比较明确的情况下，许多打算 2008 年到中国来投资海外企业将计划提前，以减少汇率损失。这个理由用来解释美国对华直接投资同比增长 139.51%（图 18，图 19）还勉强说得过去。但数据显示，在人民币对欧元逐渐贬值的情况下，欧元区国家对中国的投资增速也发生了较大提高。比如，德国和法国的同比增幅分别为 92.08%和 110.17%，相对于 2007 年的月度数据出现明显跳升（图 20，图 21）。因此我们认为投资计划前移的解释不完全成立。

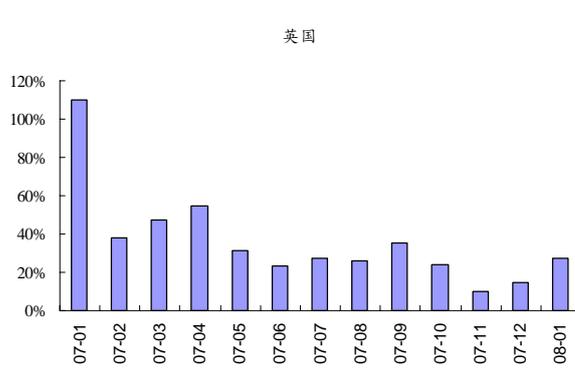
随着次贷危机不断恶化、美联储降息以及欧美为拯救金融市场不断注入大量流动性，与此同时，中国利率不断提高、人民币对美元全年升值 10% 左右几无悬念以及股票市场高估值的逐渐消化，我们有理由相信国际热钱通过混杂在 FDI 当中进入中国。

图 18: 美国对华直接投资情况



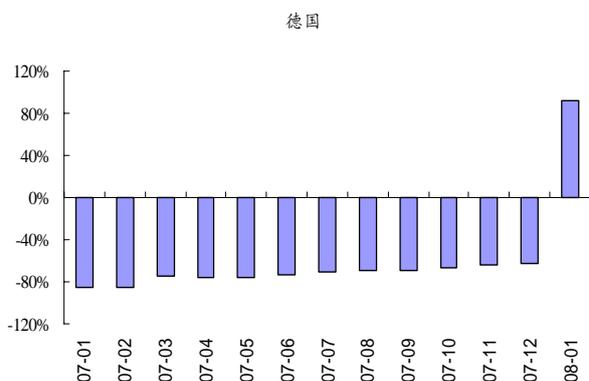
数据来源: Bloomberg, 中投证券研究所

图 19: 英国对华直接投资情况



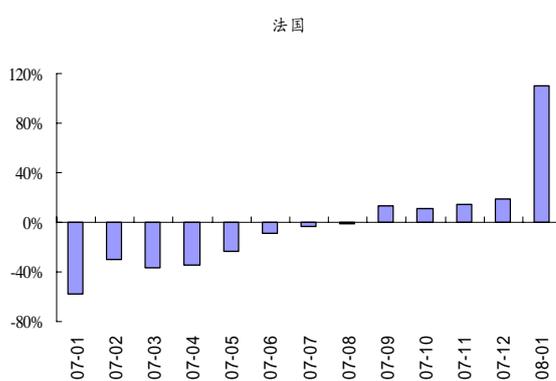
数据来源: Bloomberg, 中投证券研究所

图 20: 德国对华直接投资情况



数据来源: Bloomberg, 中投证券研究所

图 21: 法国对华直接投资情况



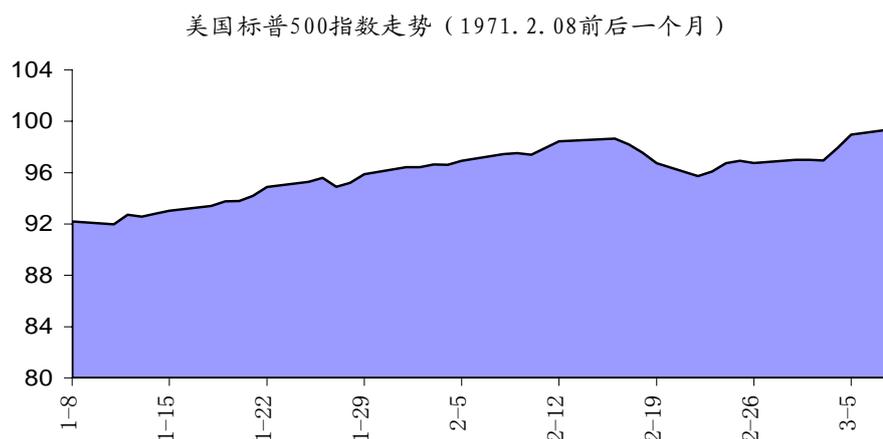
数据来源: Bloomberg, 中投证券研究所

2.5 创业板推出对主板市场利大于弊

短期来看，创业板推出不会对主板市场形成明显压力。从国际经验来看，美、英、韩等国家的创业板推出并未对主板市场形成显著影响（图 22 - 24）。创业板推出前后

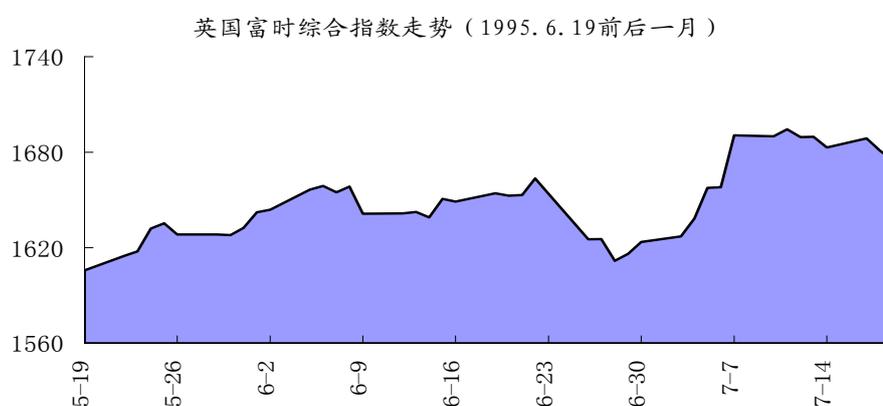
30日，主板市场走势并未出现明显的下跌或上涨。也就是说，创业板推出没有对主板市场走势形成显著影响。另外，各创业板建立时的成交量都较小，对主板市场的资金分流不明显。因此，我们认为，我国创业板的推出也不会对主板市场造成明显的压力。相反，在目前市场缺乏热点的情况下，创业板推出会带动创投及高科技上市公司的上涨，并可能成为推动沪深两市上扬的重要因素。

图 22: 美国标普 500 指数走势



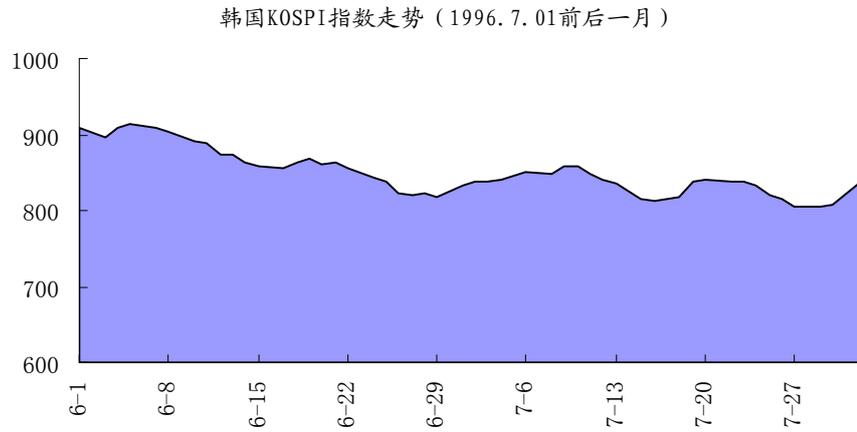
资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

图 23: 英国富时综合指数走势



资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

图 24: 韩国 KOSPI 指数走势



资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

3、主题投资 + 防御性策略 + 交易性策略

3.1 节能环保及新能源：获得政策支持

根据国家“十一五”规划，2010年单位GDP能耗要比2005年下降20%，5年能耗平均每年需要下降4%。按照国家统计局的估计，2007年单位GDP能耗比2006年下降3.27%，那么2005年至2007年，单位能耗环比下降分别为0.57%、1.33%和3.27%。从这几年的完成情况来看，虽然下降幅度不断提高，但依然没有实现单位GDP能耗年均下降4%的要求。2006年也只有北京完成了任务，这意味着以后三年单位GDP能耗下降必须大幅提高。此外，“十一五”规划中单位GDP能耗指标5年下降20%的目标，是基于GDP增长7.55%的估计，而这几年GDP增长都在10%以上，因此，单位GDP能耗考核指标全面上调。

08年“两会”政府工作报告中，在继续强调将“两个防止”作为宏观调控的首要任务的同时，提出了“正确把握宏观调控的节奏、重点和力度”。中央在将“两个防止”作为宏观调控首要任务的同时，也在关注国内外经济的不确定性因素，在保持紧缩基调不变的前提下，宏观调控将会更具灵活性，“...坚持区别对待、有保有压，不搞一刀切，不搞急刹车；...及时调整政策...”。“有保有压”压的是高耗能、高排放企业的贷款，而节能环保方面的贷款将获得支持。从财政政策来看，财政和政府投资将“较大幅度地增加”节能减排和环境保护支出。在目前紧缩性大环境下，节能环保及其相关的新能源等收到政策扶持的板块将更加凸现投资价值。

此外，国家能源委员会及国家能源局成立，国家环境保护总局升格为环境保护部。环保总局升级为环保部，表明国家对环保的重视，环境保护力度将进一步加强。环保总局原局长王玉庆表示环保总局将作为国务院组成部门，可以更多地参与国家的综合决策。而且，把环境问题纳入国务院的重大决策中，也更有力量，更方便。国家能源委员会职能定位是负责研究拟定国家能源发展战略，审议能源安全和能源发展中的重大问题，是高层次议事协调机构。国家能源局将主要负责拟定并组织实施能源行业规划、产业政策和标准，发展新能源，促进能源节约等。在两会政府工作报告中对节能环保问题也有大篇幅的讨论，国家将从信贷和财政及政府投资等方面支持节能减排和环境保护，同时对于环保不达标的处罚力度也将加强。而且从长期来看，国家能源局的成立也将促进太阳能、风能等再生能源与清洁能源产业的发展。因此，节能环保以及新能源板块将更加凸现投资价值。

3.2 高科技及创投：符合国家自主创新战略

我国从1995年首次提出“科教兴国”战略，国家每年对于科技的投入大约占财政总支出的3.7%，随着我国国力增强其投入的金额上涨幅度较大（图25）。

我国与世界发达国家相比研发投入差距相当大，约占美国的10%。无论从绝对量还是从占GDP比重来看，我国对于研发投入都是不足的（图26）。此外，我国基础研究所占份额过小会导致长期发展的潜力不足；我国从事科研的人员虽然绝对数量大，

但占劳动力比例过低（图 27），说明我们整体的劳动力素质相对较差。

2007 年 7 月 6 日，财政部、科技部发布《科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法》，首个国家级创业投资引导基金正式启动；中央财政安排 1 亿元资金建立引导基金，支持科技型中小企业创业投资。

引导基金通过引导创业投资行为，支持初创期科技型中小企业的创业和技术创新。支持对象为从事创业投资的创业投资企业、创业投资管理企业、具有投资功能的中小企业服务机构以及初创期科技型中小企业。

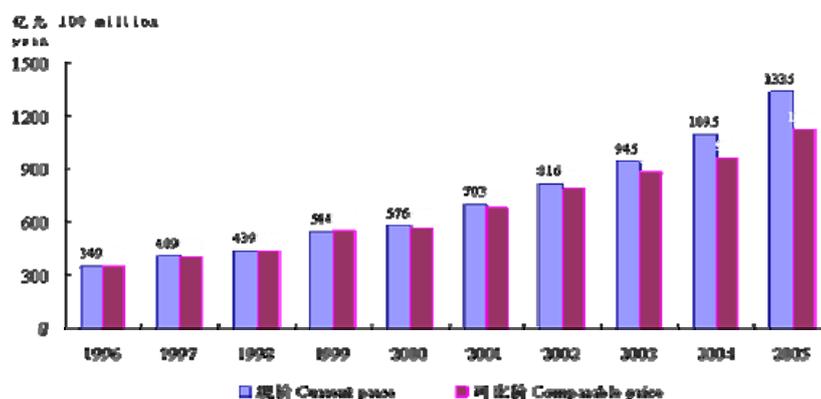
科技型创业投资引导基金的政策，突破了以往传统财政支持方式，突出了市场化、公共化、专业化的原则，既保证了引导作用，又避免了对所参股创业投资机构的行政干预。同时，引导基金还体现了公共化原则，能够发挥对社会资金的杠杆作用，使中小企业的融资环境从总体上得到改善。可以看出这将作为以后财政支持的主要方式引导社会资金参与自主创新，及产业升级。

在 08 年政府工作报告中已经明确提出“建立创业板”，结合一直以来鼓励自主创新的政策，今年的中小型创新型企业会面临比过往几年都好的外部环境。两会期间尚福林也表示，创业板准备工作已经比较充分，管理办法也已经正式对外征求意见，只待条件具备后全面推开。这令市场对创业板的预期更加明确，时间节点也进一步清晰，有利于创业板主题投资保持一定的热度。

同时创业板的推出将有利于风险资本的退出，有利于更多的风险投资公司投资企业发展的种子期阶段。风险资本往往投资于高风险高收益企业的种子期阶段，注重对企业发展初期的培育，当企业进入成长期时，风险投资一般会通过企业的 IPO 退出。因此，这样来看，创业板的推出将为风险资本营造一个正常的退出渠道，有利于我国一些高成长性企业，尤其是高科技企业的发展。这对主板市场的高科技企业也有积极的影响。

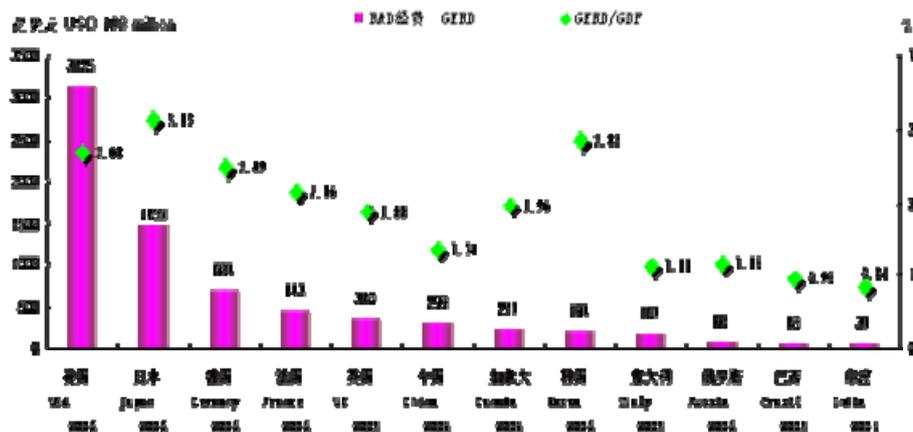
随着创业板的推出，创投及相关高科技板块有可能受到市场的追捧。

图 25: 国家财政科技拨款（1996-2005）



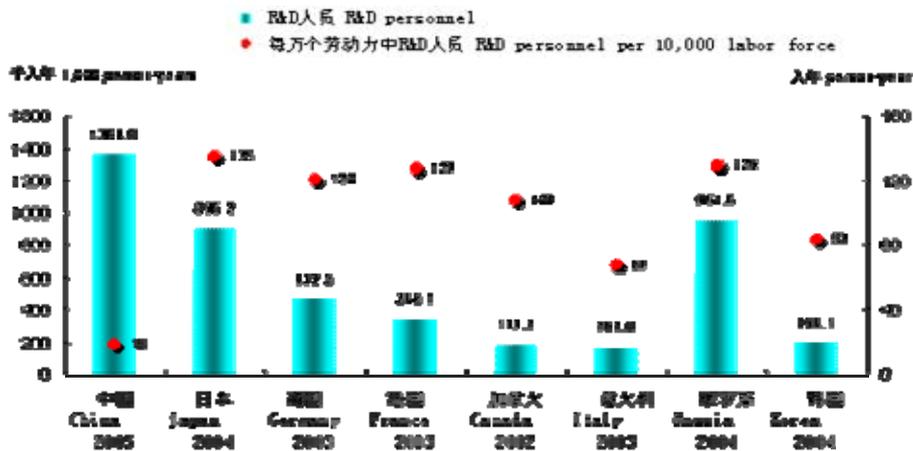
资料来源：科技部网站

图 26: 部分国家 R&D 支出



资料来源: 科技部网站

图 27: 部分国家 R&D 人员



数据来源: 中国科技部, OECD 《主要科学技术指标 2006/1》

3.3 基础设施建设: 受益财政支出增长

经济放缓背景下, 全球范围的基础设施建设将成为各国财政支出的重要方向

为弥补长期战略见效慢的缺点以及联储货币手段的有限, 包括减税、扩大公共支出、修缮和更新基础设施 (加州大停电等都是很好的重启基建投资的理由) 等手段将比较容易实施, 这也符合传统经济学理论利用一松一紧 (宽财政紧货币) 手段应付通胀阶段就业不足的更好选择。

一松一紧手段是我们认为的通胀阶段恢复经济的更好选择, 相信也是各国最可能的调控套路。各国能否采用这一调控手段依赖于美国首先进入一松一紧的调控状态, 这要等到大选之后。欧洲情况比较复杂, 其调控难度可能超出一般的估计, 受限于欧盟的统一财政标准, 各国分别采取行动的难度较大, 这里暂不进行讨论。延续前面对全球经济的判断, 既然新兴市场国家面临着全面需求萎缩, 那么一松一紧搭配下以财

政扩张为主的手段同样适用，基于普遍的基础设施发展滞后（以印度为代表），政府支出的方向可能更多的投入基础设施建设。

中国人民银行在货币政策执行报告中将从紧定位为延续的货币政策重心。在刚刚过去的两会中，总理虽然没有重点强调基础设施建设，但是国内以京沪高铁为代表的城际铁路建设正在启动，城市轨道交通建设、各地基础设施（公路、电力、污水和垃圾处理设施等）的更新都将为就业带来巨大的贡献。

► 基建类公司将会收益

国内的财政支出将较快启动，面对国内市场的基建类公司将首先受益，如铁路建设、环保工程等。已经开始的全国铁路建设，以及全面启动的城市轨道交通建设，未来几年将为铁路工程公司、隧道工程公司提供快速发展的机遇。

随着最快下半年全球基建投资的全面启动，今年底明年初能够看到更多的国家，尤其是以印度为代表的一批新兴市场国家，将加快建设进度。国内具有竞争优势的工程公司如中国中铁、中国铁建、中国交通建设等公司，以及其他有技术积累和管理能力的公司都将有机会分享这次的全球大单。但一般政府支出，尤其是大型工程主要是为了拉动国内需求的，所以工程公司在介入他国市场时多少会遭遇或明或暗的壁垒，这是需要考虑的风险。

中国的大型基建类工程公司优势明显，中国有各国瞩目的三峡工程、漂亮的城市（奥运会、世博会将提供展示的机会）、世界排名前列的港口，都会显著促进中国工程类公司争取国际订单。国内大型工程公司可以通过已经建立的规模、技术优势整合行业内的中小参与者，充分利用分散、谈判能力弱小的市场参与者的产能，提高在国际订单中的回报率。

各国的基建投资会带动钢铁、水泥等工程材料的需求，鉴于运输半径和贸易保护的考虑，国内有竞争优势的钢铁、水泥等工程材料企业需要更多努力才能参与其中。但各地区建厂需求会加速释放，尤其是水泥厂，我们相信印度水泥企业的建厂需求将快速增长。对中材国际这样的一批拥有技术优势的建材（水泥）生产线工程总包公司也是利好，如果这些公司将资源适当投入印度等基建需求大增的地区，将有机会步入新的高速增长期。

3.4 并购重组主题

2007年9月16日公布了《关于在发行审核委员会中设立上市公司并购重组审核委员会的决定》，并于2008年2月成立了上市公司并购重组审核委员会日前宣告成立，并聘任25位名委员。

上市公司并购重组有利于企业借助资本市场的平台做大做强，实现行业整合、整体上市和提高国际竞争力，据证监会统计，我国资本市场有300多家上市公司通过并购重组改善了基本面，提高了盈利能力、持续发展能力和竞争力，仅2007年就约739亿资产通过并购重组的方式注入上市公司，平均每股收益提高75%。

证监会主席尚福林认为，并购重组是资本市场的重要主题，是推动上市公司做优做强做大，实现资本市场资源优化配置功能的有效途径和重要方式。他提出了提高上市公司质量的总体原则是抓好增量、优化存量，推进市场化的并购重组，加大支持上市公司参与行业整合、进行产业升级的力度，促进上市公司加快做优做强的步伐。

证监会上市部主任杨华也表示证监会将从制度层面和操作层面对上市公司并购重组给予大力支持，促进并购重组市场的活跃创新，支持上市公司做优做强。

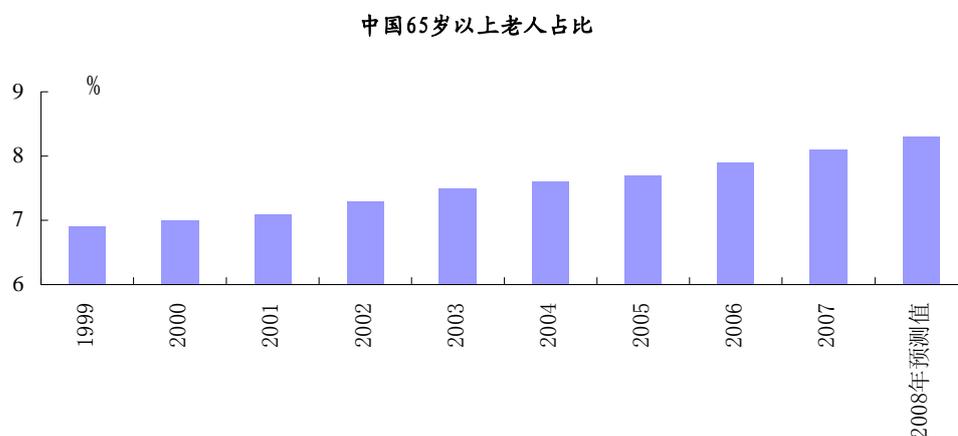
并购重组已经被作为提高上市公司质量的重要途径之一，可以关注航空航天、通信、钢铁、电子信息等受益行业。

3.5 医疗行业：防御性品种

➤ 从居民对医疗服务的需求来看

随着居民收入水平不断提高，居民会加大对自身健康方面的投入，从而导致对医疗保健服务的需求加大。我国自 1999 年进入老龄化以来，人口老龄化程度不断加重，预计 2008 年我国 65 岁以上老人数量占比将达到 8.3%（图 28），老人的增多会加大对医疗卫生服务的需求。

图 28：我国人口老龄化程度不断提高



资料来源：CEIC，中投证券研究所整理

➤ 从扩大内需的角度来看

中国需要通过公共财政加大对医疗的投入。十七大报告中提出，“...居民消费率稳步提高，形成消费、投资、出口协调拉动的增长格局...加快转变经济发展方式，推动产业结构优化升级...坚持扩大国内需求特别是消费需求的方针，促进经济增长由主要依靠投资、出口拉动向依靠消费、投资、出口协调拉动转变”。要扩大内需就必要增加消费，而中国目前高储蓄低消费的原因，除了崇尚节俭的传统儒家文化以外，更重要的是中国人面临众多不确定性。改革开放以来，虽然中国经济高速增长，但作为转型经济体，包括医疗、养老、教育及社会保障等有关制度还不健全。因此，医疗事业的发展事关我国转变经济增长方式和扩大内需的战略决策。

➤ 从政策层面来看

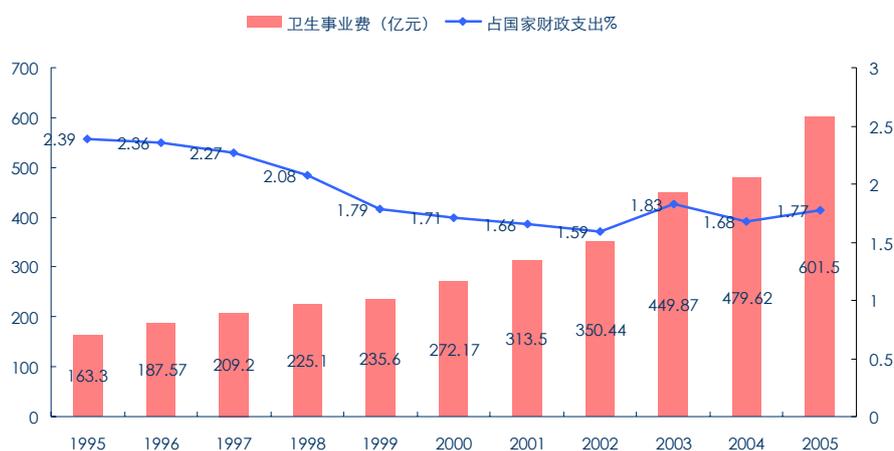
2007 年胡主席在党的十七大报告中强调我国要建立基本的医疗卫生制度，使得人人享有基本医疗卫生服务，建设覆盖城乡居民的公共卫生服务体系、医疗服务体系、医疗保障体系、药品供应保障体系，为群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生

服务。2007年12月卫生部长陈竺向全国人大常委提交医改方案审议，新农合和城镇居民2008年财政医疗补助将从40元上升至80元，政府大力补助医疗需求方的医改方案非常明确。据卫生部高层透露，本次医改的总体目标是：到2010年在全国初步建立基本医疗卫生制度框架，到2020年建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度。新的医改方案在2008年至少会增加上千亿的财政投入，医药企业将从中获得巨额收益。

2008年温总理在两会所做工作报告中也强调要推进卫生事业改革和发展。加快建设覆盖城乡居民的医疗保障制度、完善公共卫生服务体系、推进城乡医疗服务体系建设、建立国家基本药物制度和药品供应保障体系。2008年3月21日举行的新一届国务院第一次全体会议强调当前应着重抓好的事情之一就是要研究制定深化医药卫生体制改革方案。

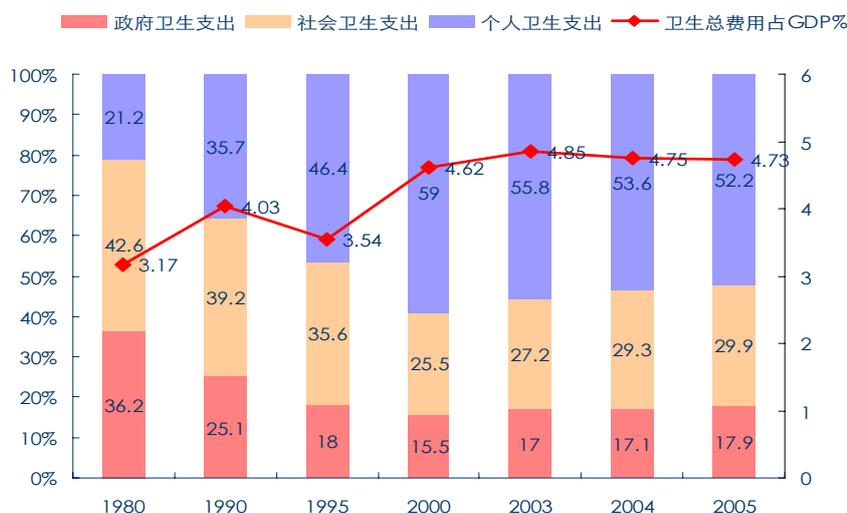
2007年1-11月，全国财政医疗卫生支出1418.85亿元，同比增长40.6%。08年将推动深化医药卫生体制改革试点工作，支持建立公共卫生、医疗服务、医疗保障、药品供应保障四个体系。

图 29: 卫生事业费占财政支出比重



资料来源：卫生部网站

图 30: 政府、社会及个人卫生支出比重变化及卫生总费用占 GDP 比重



资料来源：卫生部网站

对于医疗的政府投入在过去的十年中一直稳定在一个较低水平，而上一个医改方案在实践中证明是存在不足的，目前新的医疗改革方案正处于论证阶段，08年财政部将推动深化医药卫生体制改革试点工作，支持建立公共卫生、医疗服务、医疗保障、药品供应保障四个体系。在完善我国多层次医疗保障体系制度建设方面，我国将全面实行新型农村合作医疗制度，较大幅度提高财政补助标准。扩大城镇居民基本医疗保险试点，逐步将城镇非从业居民纳入覆盖范围，并与新型农村合作医疗制度同步提高财政补助标准，建立中央财政、地方财政和居民个人三方资金分担机制。

种种迹象表明2008年将是我国医疗卫生行业发展重要的一年，从扩大内需的角度看，医疗事业的发展事关我国经济增长方式的大局；从需求层面看，居民收入的提高以及人口老龄化的不断加剧会增大对医疗卫生服务需求的增加，刺激医疗卫生行业的发展；从政策层面看，政府对医疗卫生服务的重视程度不断加大以及新医改方案的推出将极大带动医疗卫生行业的发展。

3.6 银行地产保险等大盘蓝筹：交易性机会凸显

3月初至今，上证指数由4000点最低下探至3271点，这个阶段的下跌我们认为市场在经济前景和政策预期过于悲观而出现的非理性下跌。一方面短期经济数据表现不佳，负面预期强化：贸易顺差环比大幅下降；CPI再创新高；信贷数据骤降；另一方面大小非解禁成为重要的助跌力量，扰动了市场估值体系，加剧了市场的波动和下跌。既然是市场过度反应，随着国内一季度宏观数据恢复正常和预期好转，市场将出现回暖。

对于近期股价跌幅较大，而本身有业绩支撑的行业或个股是值得关注的。包括银行、房地产及保险类公司。

银行业：一季度非对称加息政策没有实现，季报会比较好，而目前银行估值压力较小，可能存在阶段性机会，但宏观调控和房地产走势对银行业的影响有待观察。

房地产：目前紧缩环境下对于已经完成再融资的上市公司优势明显。房地产市场已经调整了半年，一线房地产公司动态市盈率已到20倍左右，随着4、5月份销售旺季的到来，被抑制的消费有可能出现增长。但如果房价上涨过快，宏观调控有可能再次加强。其中万科A、招商地产以及保利地产都是质地较好的公司。

此外，对于由于再融资事件大幅下跌而本身业绩和发展前景有保障的平安保险以及前期下跌巨大的煤炭、钢铁、石油石化等行业重点公司也是值得重点关注。

4、行业配置

表 2：行业配置表

行业	配置状态	理由	重点公司
电子	超配	虽然全球半导体行业状况不乐观，但我们更关注市场广阔、产品受益于内需增长、有成长前景以及符合国家节能环保政策的公司。	远望谷、大立科技、力元新材、S*ST 天颐

新能源	超配	国际能源价格上涨和雨雪灾害期间煤炭供应不足, 开发可替代能源的重要性上升。光伏发电被世界各国作为重要的可再生能源加以大力支持, 行业增速在近几年得以明显体现; 随着风电技术逐步成熟和成本降低、国家政策大力扶持等因素的促进, 未来国内风电装机容量增速显著。	天威保变、金风科技、东方电气
医药	超配	医药行业的景气仍在持续, 受益于国内经营环境的好转, 08年1-2月医药制造业收入同比增长32.1%, 利润增长51.6%, 预计08-09年医药板块利润将能够维持30%以上的增长速度, 按PEG=1考虑, 医药板块30倍的PE是合理的。未来政策环境仍有望进一步有利于行业发展, 主要体现在: 1、全民医保加速实施; 2、大规模的降价在08年不再会出台; 3、新药的批准放慢对现有生产者有利; 4、原料药行业的进入门槛提高抑制了恶性竞争, 有利于价格上涨。	恒瑞医药、华海药业、天士力、康缘药业、国药股份、一致药业
基建	超配	按照十一五规划的要求, 2008年到2010年每年铁路建设投资将达到3000亿元以上, 而且铁路建设市场集中度较高, 竞争环境较好。	中国铁建、中国中铁
旅游	超配	作为稳定快速增长的弱周期性行业, 旅游板块一直是进可攻、退可守的优良投资品种。2007年旅游总收入同比增长22.6%, 行业加速增长态势十分明显。消费升级将是伴随我国经济成长的一个长期主题, 国内旅游业将长期受益这一进程。二季度重点关注奥运股和有股价催化剂个股。	中青旅、桂林旅游、黄山旅游
零售	超配	坚定看好扩大内需政策下零售业的持续稳定增长, 08年1-2月社会消费品零售额实际增幅12.3%、依旧保持较快增速, 消费结构中的升级趋势明显。	银座股份、合肥百货、百联股份、苏宁电器、王府井、
电力设备	超配	电力设备行业受宏观因素影响较小, 由于“十一五”投资规划已经确定, 而且受雪灾影响还可能加大投资, 08年行业仍将保持15%以上的稳定增长。符合行业发展趋势的投资方向将获得更多的机会, 选择高端输配电设备作为投资主题。	特变电工、国电南瑞、思源电气、荣信股份、置信电气
建材	超配	“十一五”期间落后水泥产能淘汰呈前松后紧特征, 预计08年将在07年5000万吨的基础上至少增加1000万吨, 而新增产能方面, 我们认为行业现阶段的投资扩产意愿相对稳定, 08年水泥行业供需关系仍将偏紧。此外, 节能法出台将支持节能环保材料企业的发展。	南玻A, 中材国际, 海螺水泥
信息设备	超配	随着国家自主创新战略的提出、创业板的设立, 通信等产业将得到较快发展, 关注有自主知识产权、技术产业化成功、符合消费发展趋势的企业。	同方股份、中兴通讯、宏图高科、安泰科技、南天信息
造纸	超配	纸张价格上涨, 行业处于上升景气周期。	晨鸣纸业、华泰股份、博汇纸业、景兴纸业
航空航天	超配	08年出台的国务院机构调整给下一步的航空航天制造业体制改革提供了大的政策背景, 由此而生的则是整合重组的投资主题; 军费预算持续较高增长和军工企业民品业务的不断开拓则是延续军民兼备的投资主题。二季度重点关注资产注入预期和体制改革对个股带来的催化剂作用。	火箭股份, 成发科技
传媒	超配	2004年至2007年传媒总产值一直创新高, 出版业收入增长较慢, 有限电视每年增长10%以上, 广告业有波动。去年广告收入增长17%, 今年可能增长25%。二三季度, 奥运临近, 广告投放增加、价格上涨。重点关注有广告业务的公司。	博瑞传播、歌华有线、北京巴士; 电广传媒
机械	标配	工程机械一季度情况较好, 但由于宏观经济的不确定性较大, 谨慎看好。	昆明机床、秦川发展、三一重工
钢铁	标配	国际铁矿石涨价导致成本上升	宝钢股份、xxxxxxx
银行	标配	一季度非对称加息政策没有实现, 季报会比较好, 目前银行业估值压力较小, 可能存在阶段性机会, 但宏观调控和房地产走势对银行业的影响有待观察。	招商银行、建设银行、工商银行、浦发银行

有色金融	标配	虽然金砖四国经济增长依然强劲,但全球经济减速对有色金融资源的需求会受到一定程度的影响。	云海金属、宝钛股份、吉恩镍业
房地产	标配	目前紧缩的环境下对于已经完成再融资的上市公司优势明显。房地产市场已经调整了半年,一线房地产公司动态市盈率已到 20 倍左右,随着 4、5 月份销售旺季的到来,被抑制的消费有可能出现增长,而上海有可能带领市场回暖,二三线城市趋势不明朗,有待观察。但如果房价上涨过快,宏观调控有可能再次加强。	万科 A、招商地产、保利地产
农林牧渔	标配	这一次农产品价格高峰可能出现在 09-10 年,在农产品价格长期上涨趋势中,产前为农业服务的农机、化肥、农药和种子等将受益;产中种植和养殖公司如糖、棉花和水产品企业因产品涨价刺激业绩上升;产后农产品加工企业受益程度不一,如番茄酱、油脂将享受涨价大部分收益,啤酒、肉类、果汁企业可能面临原料价格上涨、毛利率受挤压的困扰。但部分公司估值过高。	中粮屯河,好当家、敦煌种业
汽车	标配	汽车行业有一定的周期性,在钢材价格上涨和经济增速放缓的背景下,08 年汽车需求增速将放缓。	江铃汽车、威孚高科、宇通客车、长安汽车
港口航运	标配	港口航运业在外贸数据下降的不利影响下面临增速下降的压力,但一些细分市场受影响较小仍具有投资机会。我们认为港口投资应从集装箱港向干散货港转变、南方港口向北方港口转变,北方、以干散货运输为主的港口有投资机会;而航运各子行业周期波动各有不同,干散货市场依然将保持较高景气度,有投资机会。应该在受宏观、周期影响小的细分市场寻找投资机会。	中国远洋,长航油运,天津港,日照港
证券	标配	2008 年一季度,券商股随市场持续下跌,上市券商受市场行情影响而出现业绩下滑的幅度尚不明朗。但证券市场深幅调整后,证券公司的估值水平大幅下降,可能为投资者带来低价参与的交易性机会。	中信证券
家电	标配	家电有投资价值的投资标的不多,同时受到原材料价格上涨影响企业盈利,可以超配空调,平配冰箱、洗衣机,回避彩电。	格力电器、美的电器、小天鹅 A
保险	标配	导致保险股萎靡不振的外部因素是大小非解禁,内部因素是对 08 年投资收益下滑的预期。	平安保险
化工	标配	上游成本提升,行业利润增长前景不佳	烟台万华
煤炭	标配	在目前煤炭行业总体供求趋紧,炼焦煤供求矛盾加剧和国际市场煤炭价格大幅度上涨的背景下,在继续“看好”煤炭行业同时,更加看好炼焦煤子行业和具有出口优势的上市公司,预期二季度炼焦煤公司和出口型公司将具有好的市场表现。	中国神华、西山煤电、开滦股份、平煤天安
纺织	低配	在美国经济增速下滑、欧洲绿色环保标准的发布、人民币升值的背景下、国内劳动力成本提高、和出口退税降低的情况下,纺织品企业的出口受到不利影响。目前高档服装可以靠内需拉动。公司选择上注重品牌建设、渠道开发和有成长性的公司。	浔兴股份、报喜鸟、七匹狼
石化	低配	国际原油价格提高、成品油价格控制不利于石油行业发展。	
电力	低配	煤炭价格上涨造成成本提高,同时经济增速放缓可能降低电力需求。	

数据来源:中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动 $\pm 10\%$ 以内

回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

免责条款

本报告旨在发给中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）的特定客户及其他专业人士，未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告所载资料均来自中投证券认为可靠的来源资料，但中投证券不能保证任何资料或数据的准确性、完整性和正确性。就本报告内容及其中可能出现的任何错误、疏忽、误解或其他不确之处，中投证券不承担任何法律责任。

本公司及其所属机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告仅作参考提供资料之用，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。中投证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非法律法规有明确规定，客户并不能尽依赖此报告而取代行使独立判断。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

深圳

深圳福田区福华三路国际商会中心 49 楼

传真: (0755) 82026711

主页: <http://www.cjis.cn>

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层

传真: (010) 66276939