

短期调控缓和或将延续短期反弹

报告要点

■ 一周市场回顾

继去年年底、今年年初大盘新股及次新股不断破发之后，中小市值的新股及次新股迎来了破发高潮。在今年上市的 117 只中小板及创业板个股中，有 37 只个股处于破发状态，比例接近 1/3。与主板大盘股破发的原因一致，这是市场在反思。我们通过对历史的研究发现，从估值水平上看，新股及次新股在上市后会有一个向同类上市公司估值靠齐的过程。过高的发行估值是当前中小市值新上市公司的共同诟病，在系统性的市场下跌拉低了整体市场估值之后，它们的高估值诟病出现了集中性的爆发。这不能不说市场内在估值机制在发生作用。

■ 重要政策回顾及点评

《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》的出台可以从两个方面去解读，首先，是希望以此政策来促进民营投资的增长，以接过经济增长的接力棒。其次，是希望用政策引导资金流出投机领域，进入实体经济。

■ 短期调控缓和或将延续短期反弹

短期调控政策的趋缓对于超跌的股指运行具有一定的积极意义。本周，反弹有望持续，但在制约市场运行的根本问题没有出现转机之前，强烈的上行还不具备条件。反弹的力度仍存在一定的不确定性。

在配置上，具有安全边际的低估值品种和防御性品种仍然是我们配置的重点。兼具低估值与沪深 300 权证的金融股在目前这个阶段配置价值较大。随着股指期货成交量的放大以及机构参与期指的渐行渐近，券商股以及期货股也具备了一定的机会。在防御性品种上面，我们仍然看好具备防御性和通胀受益的农业股以及具备稳定增长的医药股。而在主题投资上我们仍然看好分拆上市和节能环保概念个股。

■ 在本周重点行业观点

4 月份 PPI 上升到了 6.8%，创下了 08 年 10 月份以来的新高。PPI 的上行会制约中游制造业利润增长，而中游制造业是中国经济的主体。成本端的不断上行对于中游制造业未来的增长会形成压力。本周，我们将聚焦主要的中游行业。

相关研究

《5 月宏观经济模型数据点评及预测：小周期滞涨延续，小盘下行开始非结束》，李冒余，2010 年 5 月 11 日。

《每周投资策略：短期有望反弹，防御性仍是配置重点》，李冒余，2010 年 5 月 10 日。

分析师：

李冒余

(8621) 68751610

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

邓二勇

(8621) 68751610

dengy@cjsc.com.cn

目录

一周市场回顾	4
资金流向与板块涨跌幅	4
两市涨跌幅居前个股情况	5
上周重要政策回顾及点评	5
央行 10 日发布《2010 年第一季度货币政策执行报告》	5
四月份经济数据公布，通胀压力明显	6
国务院公布支持民间资本投资新三十六条	6
十部委联合发文抑制产能过剩重复建设	7
一周市场展望及配置建议	7
短期调控趋缓或助持续性反弹	7
重要行业观点	8
分析师介绍	11
对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部	11
投资评级说明	11

图表目录

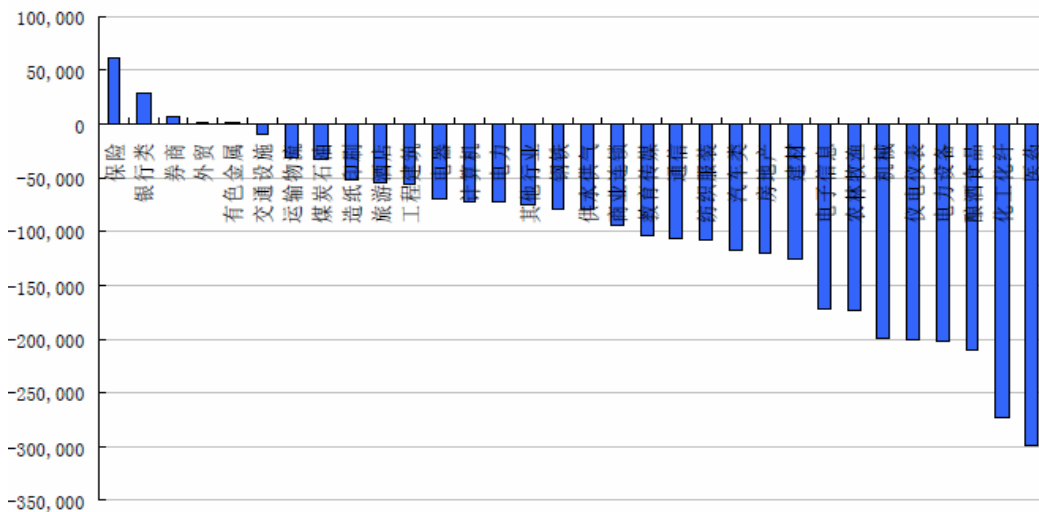
图 1: 上周各行业资金净流入状况.....	4
图 2: 上周各行业涨跌幅情况.....	4
图 3: 近五周央行公开市场货币净回笼状况.....	8
表 1: 上周两市涨幅前五个股点评	5
表 2: 上周两市跌幅前五个股点评	5
表 3: 主要行业估值	9

一周市场回顾

资金流向与板块涨跌幅

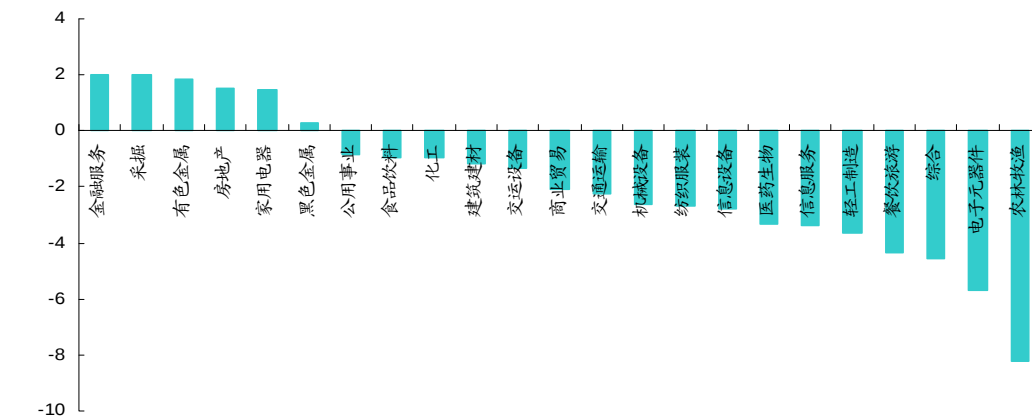
上周，上证综指微涨 0.31%，深证成指涨幅 1.81%，沪深 300 指数上涨 1.10%。三大指数在连收了五周阴线之后引来了小幅反弹。引领反弹的主力军是我们上周看好的具备低估值与沪深 300 权重的金融股，保险、银行和券商成为两市资金的主要净流入地。而前期比较抗跌的防御性品种如医药、农林牧渔、酿酒食品等资金流出量较大。

图 1: 上周各行业资金净流入状况



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

图 2: 上周各行业涨跌幅情况



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

从行业涨跌上看，金融、采掘、有色、地产等表现较好。跌幅居前的主要有农林牧渔、电子元器件、等。前期跌幅较大的行业在上周出现企稳反弹，而前期表现较好的强势股则出现补跌。

继去年年底、今年年初大盘新股及次新股不断破发之后，中小市值的新股及次新股迎来了破

发高潮。在今年上市的 117 只中小板及创业板个股中，有 37 只个股处于破发状态，比例接近 1/3。与主板大盘股破发的原因一致，这是市场在反思。我们通过对历史的研究发现，从估值水平上看，新股及次新股在上市后会有一个向同类上市公司估值靠齐的过程。过高的发行估值是当前中小市值新上市公司的共同诟病，在系统性的市场下跌拉低了整体市场估值之后，它们的高估值诟病出现了集中性的爆发。这不能不说市场内在估值机制在发生作用。

两市涨跌幅居前个股情况

表 1: 上周两市涨幅前五个股点评

股票名	周涨幅 (%)	点评
*ST 威达 (000603)	27.6	通过资产置换置入银都矿 62.96% 股权，变身有色金属公司。
数源科技 (000909)	24.0	3G 概念股，正式推出移动互联网终端设别 MID。
新潮实业 (600777)	22.8	土地储备丰富的二线地产股，受地产调控政策影响较小。
中孚实业 (600595)	21.7	超跌，受期货市场基本金属价格反弹影响。
中金岭南 (000060)	21.2	大股东增持股份。

资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

表 2: 上周两市跌幅前五个股点评

本周跌幅榜前五	周跌幅 (%)	点评
方兴科技 (600552)	-23.4	前期强势股补跌。
交技发展 (002401)	-22.4	估值过高的中小板新股。
海普瑞 (002399)	-22.3	招股陈述存在问题，估值过高的中小板新股。
新亚制程 (002388)	-20.9	估值过高的中小板新股。
华仪电气 (600290)	-20.0	合同金额缩水 1200 万元，转让部分风电资产遭质疑。

资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

上周重要政策回顾及点评

央行 10 日发布《2010 年第一季度货币政策执行报告》

中国人民银行 10 日发布的《2010 年第一季度货币政策执行报告》称，当前一些推动价格上涨的因素逐步显现，强化了通胀预期。央行将继续实施适度宽松的货币政策，引导金融机构根据宏观调控要求和实体经济部门的信贷需求，相对均衡地安排全年贷款投放节奏，防止大起大落。

点评:

该报告显示，一季度货币供给增速有所放缓，企业贷款利率小幅上升。3 月份，非金融性企业及其他部门贷款加权平均利率为 5.51%，比年初上升 0.26 个百分点。一系列的调控政策的结果是使得事实加息得以实现。在存款及准备利率尚未上调的情况下，息差的上升对于银行业绩来说具有一定的积极意义。实际贷款利率的上升也对未来加息的时间以及加息的方式带来一定的影响。

在中长期贷款结构上，房地产贷款增速较快，基础设施贷款增速同比回落较大，制造业贷款实现恢复性增长。这也预示着，今年经济增长的动力将主要来自房地产投资和制造业的进一步恢复。随着进一步房地产调控政策的出台，这种中长期贷款的增速结构也将会发生一定的变化，制造业新增贷款的比重可能会出现一定程度的上升。

报告还显示，3月末，基础货币余额为15.0万亿元，同比增长20.7%，比年初增加6048亿元。银行体系流动性仍然非常充裕。3月末，货币乘数为4.35，分别比上年同期和上年末高0.08和0.24，货币扩张能力仍然较强。货币乘数的上升预示着未来信贷调控的压力仍然比较大。在一系列推动价格上涨的因素逐步显现并强化了通胀预期后，央行的调控政策将持续进行。

四月份经济数据公布，通胀压力明显

5月10日，海关总署公布的数据显示，4月我国进出口总值为2381.6亿美元，同比增长39.4%。当月出口额为1199.2亿美元，同比增长30.5%；进口额为1182.4亿美元，同比增长49.7%，贸易顺差为16.8亿美元，同比降87%。前4月我国进出口总值8559.9亿美元，同比增长42.7%。贸易顺差为161.1亿美元，同比下降78.6%。

5月11日，国家统计局公布的数据显示，4月份居民消费价格(CPI)同比增长2.8%，涨幅比上月增加了0.4个百分点，环比上涨0.2%，创18个月来新高；PPI同比上涨6.8%，涨幅比上月扩大0.9个百分点。

点评：

4月经济数据所表达出来的复苏势头仍在持续，出口成为这一阶段增长的最大动力。但靓丽的经济数据却难以抵去对于调控政策的担忧。CPI，PPI的上行显示，通胀压力在继续加大，5月份的通胀数据就显得异常关键了。从我们宏观组的预测来看，5月CPI破三的可能性非常大。在货币政策上，流动性调控将成为主基调。PPI的超预期上行在未来可能会制约中游的盈利状况，这对于实体经济的运行并不是一个良好的信号。

国务院公布支持民间资本投资新三十六条

中国政府网5月13日发布了《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》。共36条的《意见》鼓励和引导民间资本进入基础产业和基础设施、市政公用事业和政策性住房建设、社会事业、金融服务等领域。

点评：

这是继2009年9月22日的“中小企业29条”之后，国务院再一次发文支持民间投资。从内容上看，《意见》与中小企业29条相比，“民间投资”的一位更浓。与2005年3好文相比也有着明显的进步。出台此意见主要两个方面的政策用意。

首先，是希望以此政策来促进民营投资的增长，以接过经济增长的接力棒。2009年政府投资的大幅增长所衍生出来的问题，如地方投资冲动、土地融资、地方投融资平台问题等，不仅制约了其进一步增长的空间，也带来了一些隐含的系统性风险。民间资本在投资上的增长空间显然要大也政府投资，对于民营资本来说，缺乏的只是途径而已。

其次，是希望用政策引导资金流出投机领域，进入实体经济。民营资本由于投资渠道缺乏，往往集聚在一些投机性领域，典型的如楼市。楼市的火爆和房价的高企所带来的问题显而易见。在一系列房地产政策调控出台之后，集聚在楼市的投机性资金开始涌出。如果对于这部分资金没有进行一个合理的疏导的话，可能会大大加大通胀的压力。扩大民间资本的投资渠道，用政策去合理引导社会资金流向在当前是非常重要的。

《意见》提出明确鼓励的领域包括“交通运输、水利工程、电力、石油天然气、电信、土地

整治和矿产资源开发、市政公用、政策性住房建设、医疗服务、教育和社会培训、社会福利、金融、商贸流通物流、国防军工、国企重组”。这些领域很多都是传统的垄断性行业，民营资本的入驻对于传统垄断性行业的定价机制以及运行规则可能会带来较大的变革。这种民营资本投资范围的扩大对于中国实体经济的影响以及对于资本市场的影响都是一个全新而且重大的课题，我们也将做进一步的深入研究。

十部委联合发文抑制产能过剩重复建设

发改委、工信部等十部委5月13日发布《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见》。意见指出，钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等行业产能过剩的矛盾十分突出，应尽快抑制产能过剩和重复建设，把有限的要素资源引导和配置到优化存量、培育新的增长点上来，大力发展符合市场需求的高新技术产业和服务业。

点评：

这是在继上周温总理提出要采用铁的手腕解决产能过剩问题之后，各部位对于具体问题的一个神话。总体而言，这次对于产能过剩和重复建设问题无论是在措辞上还是在计划推进上与以往都有很大的进步。最大的进步在于体现出了更大的决心。后面我们应当关注的重点在于与产能过剩和重复建设关系最为密切的地方政府的态度和行动。

一周市场展望及配置建议

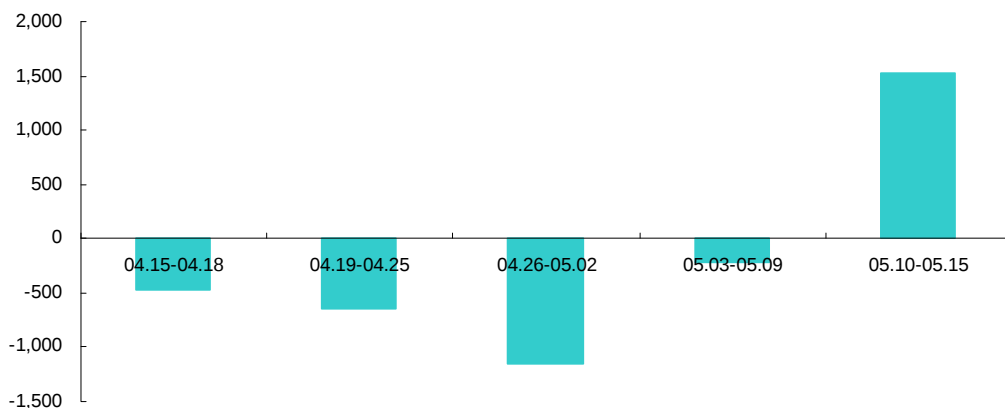
短期调控缓和或将延续短期反弹

上周的海外市场经历的大起大落充满了戏剧性。先是欧盟成员国达成的 7500 亿欧元的救助机制带来欧美股市的大幅反弹，西班牙股市更是劲升 14.43%，多个市场涨幅接近 10%。但随后几个交易日的市场走势却再次体现出了市场的迷茫和忧虑。当对主权债务危机的忧虑得到很大程度的缓解之后，对发达经济体复苏前景的担忧成为了制约市场的重要因素。美国零售商业绩的疲软以及欧盟国家可能的财政紧缩政策都预示着，发达经济体未来复苏的不确定性加大。在这背后所隐藏实质上就是我们一直所说的，欧美经济体在经历了二季度的库存高峰期之后，经济进一步增长动力的缺失将成为制约资本市场表现的最大因素。从目前来看，这种状况还将持续；欧美股市的中级调整或许已经展开。

A 股在未来一段时间或许并不能得到海外市场的支撑，我们也将更多的考虑国内的因素。从刚刚公布的 4 月份经济数据来看，经济复苏力度仍然强劲，但另一方面也给进一步调控政策的出台留下了空间。CPI 和 PPI 的攀升预示着通胀压力进一步加大，而从我们的预测来看，CPI 在五月份破三的可能性很大。我们不敢保证价格型的货币政策调控会出台，但五月会成为一个宏观数据的敏感期。

从短期来看，央行在连续 11 周货币净回笼之后，上周实现货币净投放 1520 亿，基本原因在于上周有 1560 亿的票据到期。本周正回购到期金额 1500 亿，央票到期金额较小。在渡过政策密集区之后，短期的货币净投放有望持续。从历史上看，在经过大规模长时间的货币净回笼之后，货币净投放均能持续两周以上时间，而上证综指在当期的表现基本上都实现了正收益，比较典型的是今年 1 月底 2 月初的情形。这对于股指运行有一定的正面意义。

图 3：近五周央行公开市场货币净回笼状况



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

当前市场对于宏观政策的调控仍然非常敏感，调结构和控制通胀预期的调整方向仍然没有发生变化。在对地产调控政策上，目前应该关注的是各个地方细则的出台。上周对于电解铝等行业差别电价的调整凸显出了近期调控的新方向——淘汰落后产能。其目的我们觉得还是在于希望通过解决传统产业产能过剩的问题以使其重新焕发生机。但这个过程可能还需要一个阵痛阶段。

短期调控政策的趋缓对于超跌的股指运行具有一定的积极意义。本周，反弹有望延续，但在制约市场运行的根本问题没有出现转机之前，强烈的上行还不具备条件。反弹的力度仍存在一定的不确定性。在配置上，具有安全边界的低估值品种和防御性品种仍然是我们配置的重点。兼具低估值与沪深 300 权证的金融股在目前这个阶段配置价值较大。随着股指期货成交量的放大以及机构参与期指的渐行渐近，券商股以及期货股也具备了一定的机会。在防御性品种上面，我们仍然看好具备防御性和通胀受益的农业股以及具备稳定增长的医药股。而在主题投资上我们仍然看好分拆上市和节能环保概念个股。

重要行业观点

4 月份 PPI 上升到了 6.8%，创下了 08 年 10 月份以来的新高。PPI 的上行会制约中游制造业利润增长，而中游制造业是中国经济的主体。成本端的不断上行对于中游端未来的增长会形成压力。本周，我们将主要聚焦中游的行业。

煤炭

尽管紧缩政策对煤炭需求的拉动仍有不确定性，但当前运销数据显示需求增长依然强劲，煤价继续维持高位；近期煤炭板块持续调整，估值已较历史平均水平低 20% 左右，可关注短期交易性机会；看好兖州煤业，神火股份和西山煤电。

机械

机械行业 4 月份销售数据喜人，但紧缩政策周期可能会使早周期产品的需求面临压力，节能减排、新能源产业、高铁所产生的需求在下一阶段兼具成长性和稳定性，建议关注中国一重、二重重装、时代新材、盾安环境和烟台冰轮等。

化工

在市场性风险和一季报低与预期之后，化工股前期跌幅较大，多数白马已具有配置价值，但考虑到二、三季度之前难有超预期的业绩和季节性因素，大范围介入建议在中报或三季报之后。龙头公司的市场表现将出现分化，期待有业绩支撑的万华，宜化，龙盛等优质白马公司。

电力

本周秦皇岛煤炭库存创出年内新低，电力行业再次面临燃料成本上行风险；另一方面，我们预计5月份用电增速将出现下滑，随着去年同期基数的不断走高，未来用电增速将稳步下降。建议关注长期成长性良好且短期具有股价上涨催化剂的上市公司，西昌电力和粤电力。

钢铁

新开工下滑及汽车高增速回落导致需求增速放缓，而供给却再创185万吨的日产量历史新高。短期钢价成本面临回调，不过矿石在供需偏紧的支撑下跌幅明显小于钢价。在钢价上涨成本涨幅更大而钢价回调成本跌幅偏小的背景下，钢铁行业的利润受成本侵蚀较大，短期来看，钢铁行业低盈利水平仍将维持。

建材

目前按水泥行业相对大盘的PE估值为1.08，基本处在2000年以来估值低位（04年最低达到1.03），以历史来看，估值的安全边际相对较高。房地产调控体现为成交量和房价的下降，继而影响后续的新开工，进而导致水泥需求的下降，目前还处在房地产调控逐步兑现阶段，市场也还在寻求探底的过程。

汽车

悲观预期vs靓丽的基本面，未来走势可能以震荡为主，悲观的预期至少需待8-9月才可以获得基本面的验证，此时是行业传统小旺季。我们的观点是房地产调控不改汽车行业的支柱地位，乘用车受益于高房价的结构性减税，商用车受益于货运量的高企，仍维持看好。乘用车推荐一汽轿车，商用车推荐福田汽车、潍柴动力。

表 3: 主要行业估值

板块名称	市盈率 (TTM)	市净率 (一季度)	10 年预测市盈率
农林牧渔	56.34	5.10	36.35
采掘	18.00	2.55	14.50
化工	18.70	2.77	16.14
黑色金属	19.48	1.44	14.09
有色金属	44.27	4.37	31.03
建筑建材	19.14	2.29	15.24
机械设备	32.10	4.05	24.80
电子元器件	55.77	4.53	44.41
交运设备	21.10	3.16	18.41
信息设备	33.72	4.00	27.62
家用电器	20.77	3.18	17.71

食品饮料	34.49	6.50	27.41
纺织服装	30.70	3.10	23.36
轻工制造	29.63	2.76	23.00
医药生物	37.66	6.12	31.32
公用事业	28.27	2.57	24.20
交通运输	24.89	2.68	21.69
房地产	19.26	2.51	14.66
金融服务	13.07	2.29	11.72
商业贸易	32.16	3.74	24.99
餐饮旅游	48.87	4.20	38.20
信息服务	55.25	3.70	39.07
综合	44.51	3.97	27.93
	52.58	4.53	39.17

资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观经济分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398 13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916 13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926 13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863 13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178 13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860 13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。