

2010 年 12 月 29 日

策略研究报告

压制因素减弱 穿过通胀管理的迷雾

2011 年 1 月 A 股投资策略

分析师：程俊杰

执业证书编号：S0890210060006

电话：021-50122152

邮箱：chengjunjie@cnhbstock.com

联系人：顾言，张金洪

电话：021-50122210

邮箱：guyan@cnhbstock.com

相关研究报告

- 1.《大宗商品与劳动力价格将持续上涨》，20101101
- 2.《华宝证券_策略研究_以粮为纲，金属续航_2011 年度 A 股投资策略》，20101118

行业	低配	超配
农林牧渔		4.20%
采掘		5.00%
化工		9%
黑色金属	1.50%	
有色金属		5.50%
建筑建材		5%
机械设备	4.7%	
电子元器件		2.80%
交运设备	4.1%	
信息设备		3.00%
家用电器		2.30%
食品饮料		9%
纺织服装	0.8%	
轻工制造		
医药生物		9.10%
公用事业	1.00%	
交通运输		
房地产	0.50%	
金融服务	18%	
商业贸易		4.50%
餐饮旅游		1.00%
信息服务	2.00%	
综合		

注：未标注为标配

◎投资要点：

◆**大宗商品价格与美元反向关系将逐步弱化。**朝韩危机短期内失控的可能性较低，全球风险偏好很难显著上升。美国自身经济状况暂时偏向乐观，美元指数短期预计将窄幅波动。铜、原油等有基本面支撑的资源品与美元之间的负相关关系有逐渐弱化的趋势。

◆**近期压制 A 股市场的主要因素有三：**朝韩危机、年末流动性紧张、调控房价与通胀引发的紧缩货币政策预期。进入一月份后，朝韩危机在中美峰会的影响下将出现短期缓和。

◆**1 月份短期流动性紧张局面将得到缓解。**12 月央行加息平衡了抑制通货膨胀、调控房价、调控热钱压力等多种因素。预计 1 月份流动性紧张的局面将会得到很大缓解；在节前通胀和通胀预期再度上升的背景下，年末居民存款的增量将进一步助推存款活期化趋势。

◆**1 月份 A 股投资策略。**房价稳定波动的预期已经形成，在加息预期下，房地产市场的调控力度会随着房价稳定而减弱；推升未来中国中长期通胀的主要因素将是国际大宗商品价格与国内低端劳动力要素价格，考虑到经济增长因素，通胀治理将会滞后于通胀发展。通胀以及通胀管理政策不会改变居民储蓄存款畸高的局面，也不会改变中国消费中长期持续成长的趋势。我们中期看好 A 股市场。1 月份我们重点推荐受益于通胀的资源品行业，特别是铜、煤炭、农产品等板块；确定性成长的消费行业，尤其是短线超跌的白酒板块值得重点关注；朝韩冲突带来航天军工板块的交易性机会。

1. 2010 年 11-12 月市场以及我们的策略观点回顾	4
1.1. 2010 年 11-12 月市场回顾	4
1.2. 11-12 月策略观点回顾	5
2. 宏观经济环境概述	5
2.1. 美国经济短期较乐观 中期不确定性仍存	5
2.1.1. 美国经济活动有所增强 高失业制约持续发展	5
2.1.2. 美国出口受美元走弱提振	7
2.1.3. 大宗商品价格与美元反向关系逐渐弱化	8
2.2. 中国经济总需求较强劲 加息通胀博弈战开始	8
2.2.1. 11 月经济总需求较为强劲	8
2.2.2. 管理通胀（预期）是 12 月加息首要考虑的因素	9
2.2.3. 未来通胀治理或将慢于通胀发展	10
3. 目前市场估值	10
3.1. 市场整体估值处于历史低位	10
3.2. 经济战略转型期 估值结构将出现分化	11
4. 兔年 A 股市场或迎来开门红	13
4.1. 受益于通胀的资源品行业将卷土重来	13
4.2. 消费行业确定性成长 重点关注超跌白酒板块	13
4.3. 朝韩冲突带来航天军工板块机会	13
4.4. 月度行业配置建议	14
4.5. 月度股票模拟组合	14

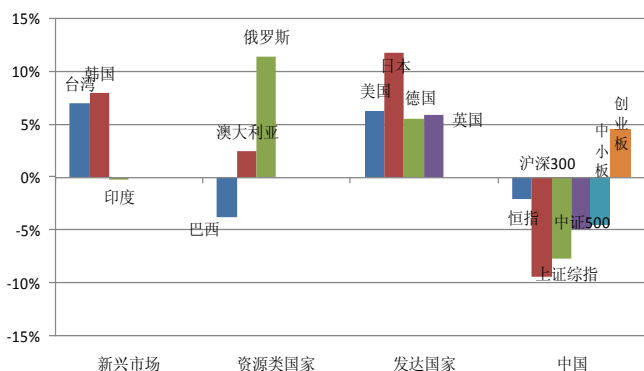
图 1	11 月至今全球主要市场表现对比	4
图 2	11 月至今美国标普各行业指数表现对比	4
图 3	11 月初以来 A 股市场各行业板块表现对比	4
图 4	11 月以来大宗商品表现对比	5
图 5	美国经济先行指标连续回暖	6
图 6	美国消费者信心与投资信心连续向好	6
图 7	房地产市场仍处于筑底阶段	6
图 8	新增耐用品订单季节性回落	6
图 9	工业产出继续小幅回暖	6
图 10	总体信贷需求仍不振	6
图 11	美国居民消费支出有所恢复	7
图 12	家庭去杠杆化仍在继续	7
图 13	美国失业率仍处在高位	7
图 14	美国通胀水平维持低位	7
图 15	10 月美元走弱缩窄美国贸易逆差	8
图 16	国际铜价不断创出历史新高	8
图 17	需求旺盛 国际油价不断走强	8
图 18	中国工业生产保持平稳	9
图 19	投资增速保持平稳	9
图 20	11 月份消费实际增速有所回落	9
图 21	11 月份进出口超预期增长	9
图 22	此次加息后国际利差进一步扩大(%)	10
图 23	此次加息后实际利率仍然为负值(%)	10
图 24	短期加息预期高涨,央票一二级市场利差飙升(bp)	10
图 25	节前流动性紧张致资金价格狂飙(%)	10
图 26	市场整体估值处于低位	11
图 27	市场整体业绩增速略高于 2009 年	11
图 28	各行业业绩增速对比	11
图 29	消费板块确定性成长享受高估值	12
图 30	中游机械设备面临估值压力	12
图 31	政策重点扶持农业 高估值可持续	12
图 32	创业板高估值面临结构分化	12
图 33	通胀周期中有色、煤炭估值仍有上升空间	12
图 34	国际铜、煤价大涨有望带动有色、煤炭估值上行	12

1.2010 年 11-12 月市场以及我们的策略观点回顾

1.1.2010 年 11-12 月市场回顾

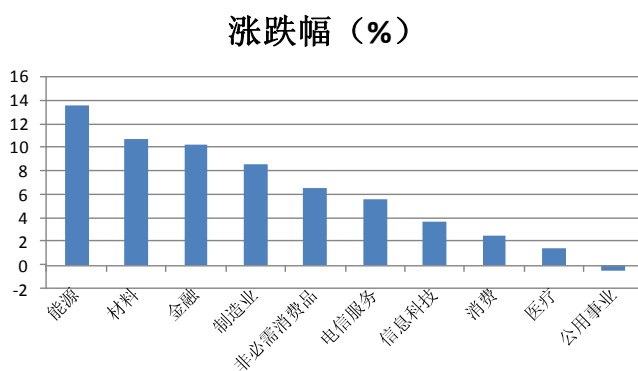
11 月初美联储 QE2 利好兑现加上国内通胀涨势超出预期，市场波动显著加大，上证综指在上涨约 6% 后，快速下挫约 9%。12 月中上旬政策面相对平静，大盘围绕 2890 震荡整理了超过 1 个月。但进入年末，资金面十分紧张，加上央行 12 月 26 日再次加息，市场对政策紧缩的担忧情绪大增，A 股市场自 22 日以来出现了新一轮下跌。

图 1 11 月至今全球主要市场表现对比



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

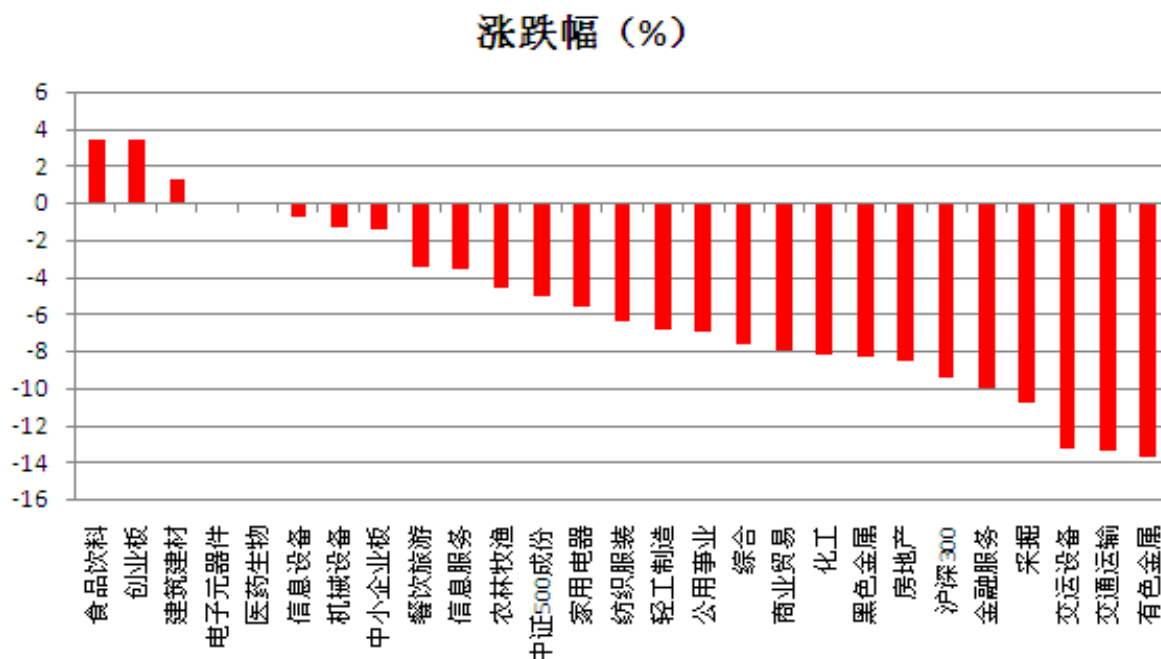
图 2 11 月至今美国标普各行业指数表现对比



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

海外方面，包括香港、印度在内的新兴市场 11 月波动幅度也明显加大，12 月普遍呈现弱势整理；而包括美国在内的发达国家市场在 11 月下探后普遍走势较为强劲，创下本轮反弹新高。美元指数在 11 月 4 日触及本轮下跌最低点 75.63 后，出现强劲反弹，涨幅超过 6%，随后 79-80 平台做震荡整理。

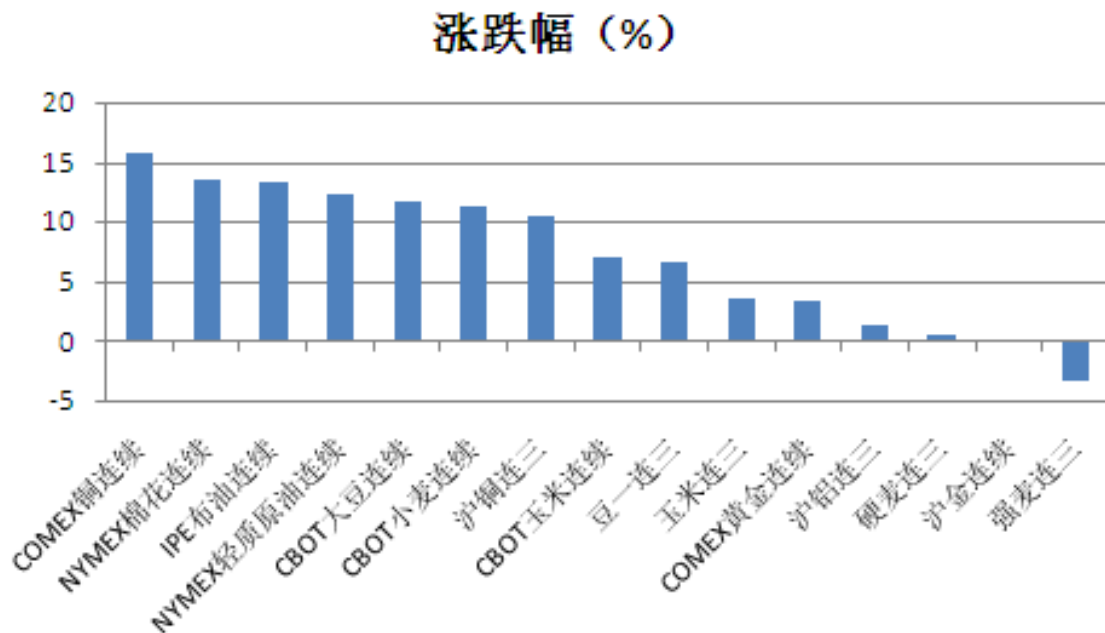
图 3 11 月初以来 A 股市场各行业板块表现对比



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

大宗商品在 11 月中旬经历一波调整之后，尤其是铜、原油以及大豆等部分农产品与美元的负相关关系有明显减弱趋势，截至目前均创出本轮反弹新高。

图 4 11 月以来大宗商品表现对比



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

1.2.11-12 月策略观点回顾

在 11 月的策略报告《大宗商品与劳动力价格将持续上涨》中，我们重点提示美国推出 QE2 后美元可能出现反弹，大宗商品以及全球资本市场出现调整并且波动加大的风险。

虽然国内市场有色金属板块表现不及我们的预期，但是包括铜、农产品在内的国际大宗商品走势基本符合我们的判断。

我们认为，中国通胀周期和加息周期已经到来。在 11 月底推出的 2011 年度策略报告中，我们认为明年政府的通胀治理将落后于实际通胀的演化，市场将在保增长，促结构调整与管理通胀预期的政策博弈中震荡上行。

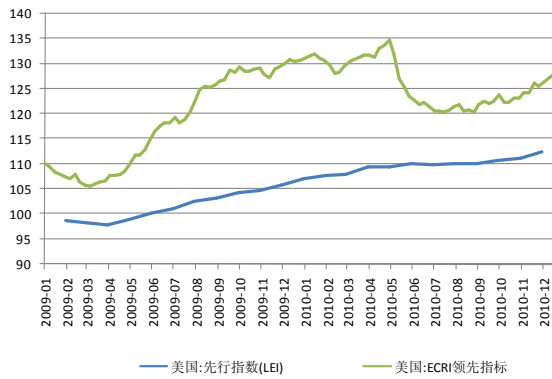
2.宏观经济环境概述

2.1.美国经济短期较乐观 中期不确定性仍存

2.1.1.美国经济活动有所增强 高失业制约持续发展

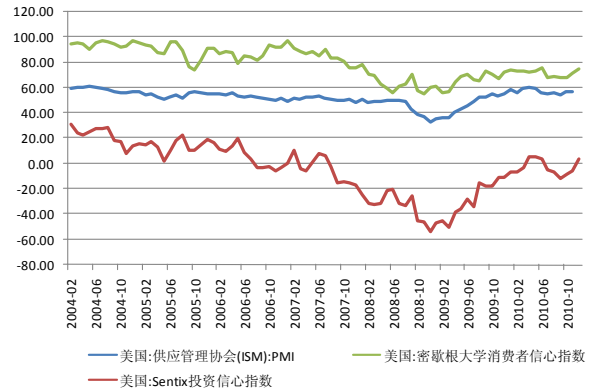
美联储最新褐皮书报告显示，美国大多数地区的经济状况都有所增强，原因是公司聘用活动的状况好转、制造业实现增长、以及零售商预计今年假期购物季节中的销售表现将有所提高。

图 5 美国经济先行指标连续回暖



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

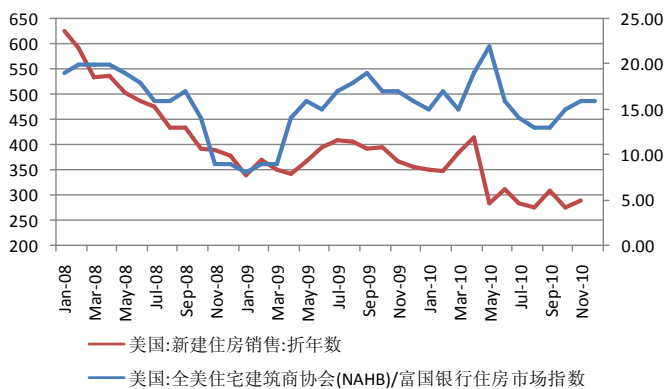
图 6 美国消费者信心与投资信心连续向好



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

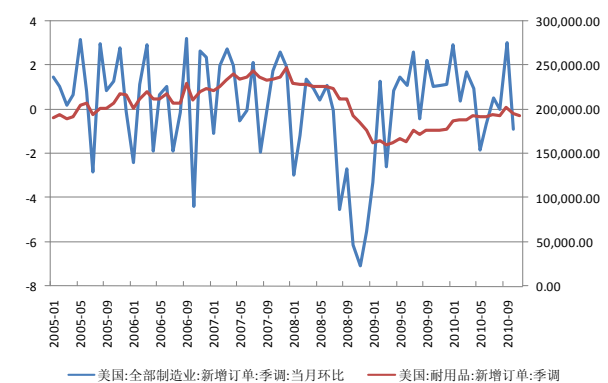
美国经济先行指标环比继续增长, 消费者信心指数与投资信心指数也是连续 3 个月保持反弹, 但是房地产市场继续呈现筑底, 耐用品新增订单环比季节性回落。

图 7 房地产市场仍处于筑底阶段



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

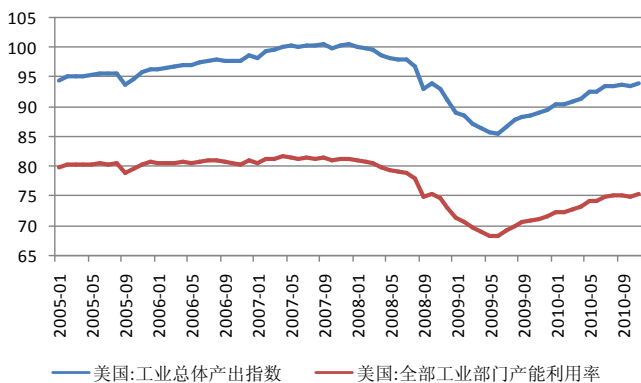
图 8 新增耐用品订单季节性回落



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

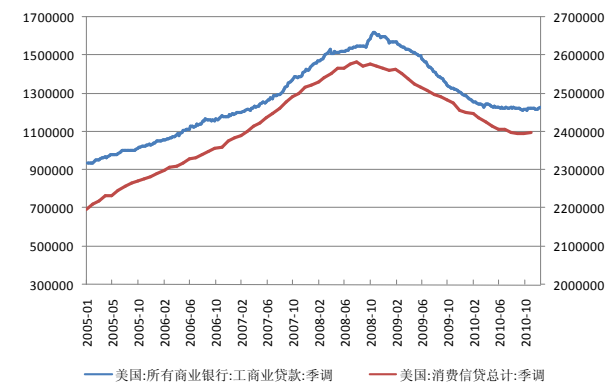
11 月份美国工业产出和产能利用率呈现小幅反弹, 同时创出 2008 底金融危机以来最高水平。但最新失业率仍达 9.8%, 通胀仍低于 2% 的管理目标, 信贷需求略有回升, 总体仍比较萎靡。

图 9 工业产出继续小幅回暖



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

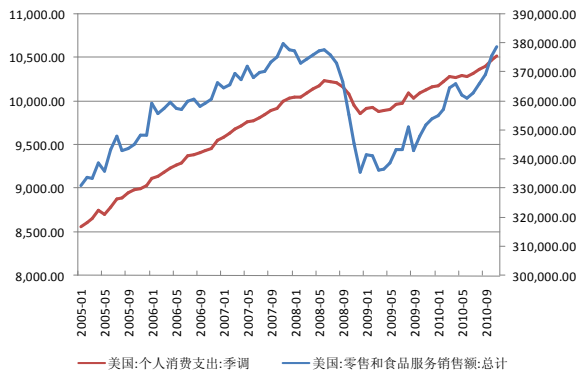
图 10 总体信贷需求仍不振



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

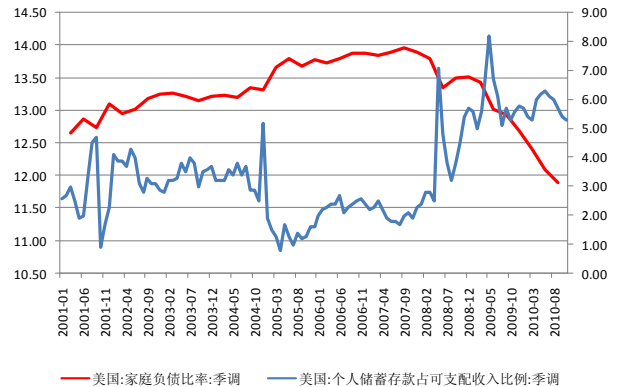
美国总体零售和居民消费支出在 5-7 月份小幅回落后，8-11 月维持升势。但是消费者信心走强的背后，家庭“去杠杆化”仍在继续，消费信贷需求没有显著回升，因此排除假期因素，消费对美国经济的拉动难以回到以前的高水平。

图 11 美国居民消费支出有所恢复



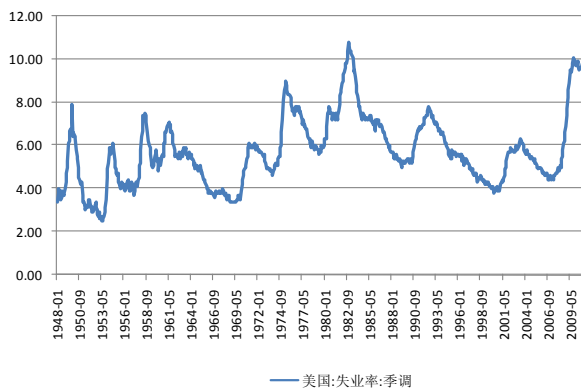
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 12 家庭去杠杆化仍在继续



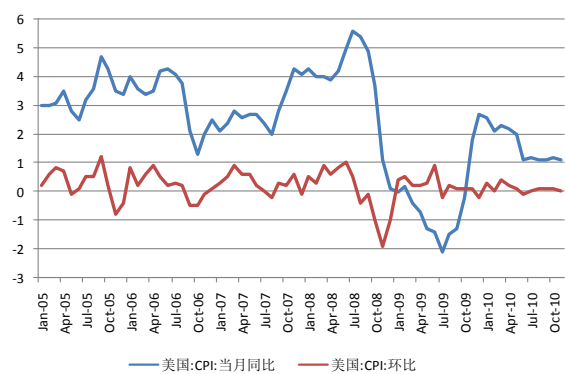
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 13 美国失业率仍处在高位



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 14 美国通胀水平维持低位



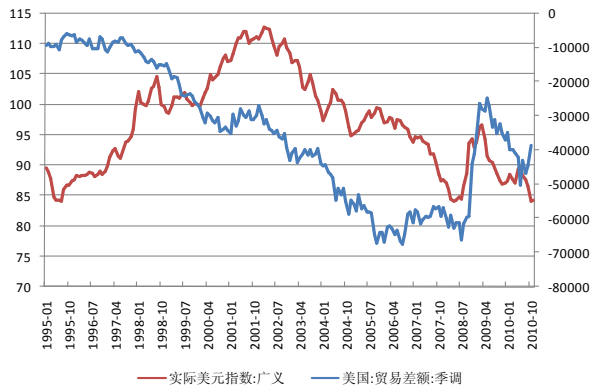
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

综合上述数据来看，美国经济活动状况有所增强，但高失业与微弱的通胀水平制约经济的持续发展，我们判断在奥巴马政府延长全民减税计划的背景下，美国四季度经济数据会比较乐观，但是后续相应财政刺激政策还会出台。

2.1.2. 美国出口受美元走弱提振

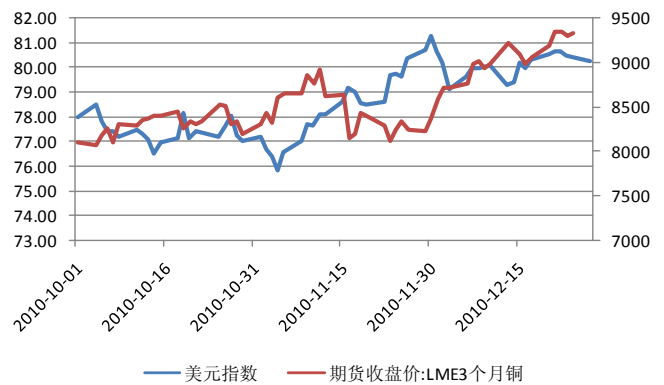
10 月份美元指数在 QE2 的强烈预期下，再度下跌 2.22%，10 月美国出口再度表现强劲，相比 9 月劲升接近 6000 亿美元，贸易逆差大幅收窄。

图 15 10 月美元走弱缩窄美国贸易逆差



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 16 国际铜价不断创出历史新高



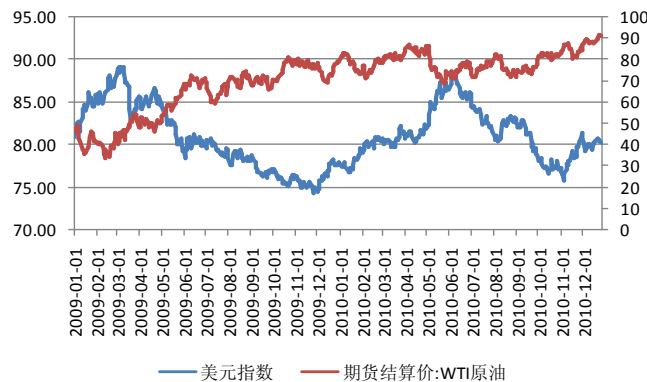
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

11 月初美联储 QE2 正式公布后，美元指数 11 月大涨 5.52%，我们预计 11 月出口又要受此拖累，贸易逆差将再次扩大。

2.1.3.大宗商品价格与美元反向关系逐渐弱化

美元指数 11 月到现在累计涨幅超过 4%，国际大宗商品价格在 11 月中旬走出一波小幅调整后，继续反弹。尤其是以铜、原油等有基本面支撑的不断创出反弹新高，与美元之间的负相关关系有逐渐弱化的趋势。

图 17 需求旺盛 国际油价不断走强



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

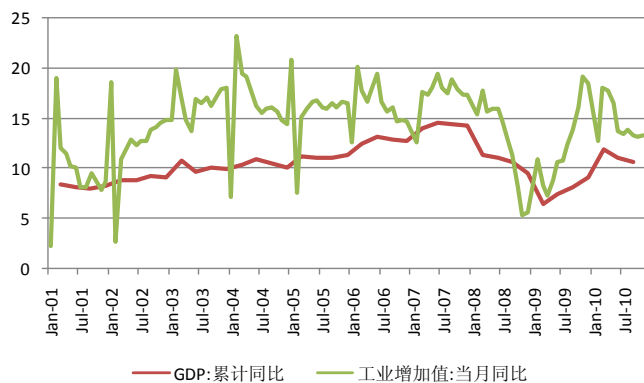
我们预计，因中美峰会在即，朝韩危机短期内失控的可能性较低，但中期内对市场的压力仍存，使全球风险偏好很难显著上升，美国自身经济状况暂时偏向乐观，加上中长期促进出口战略的需要，多重因素交织决定美元指数短期将在 78-81 平台做震荡整理。

2.2.中国经济总需求较强劲 加息通胀博弈战开始

2.2.1.11 月经济总需求较为强劲

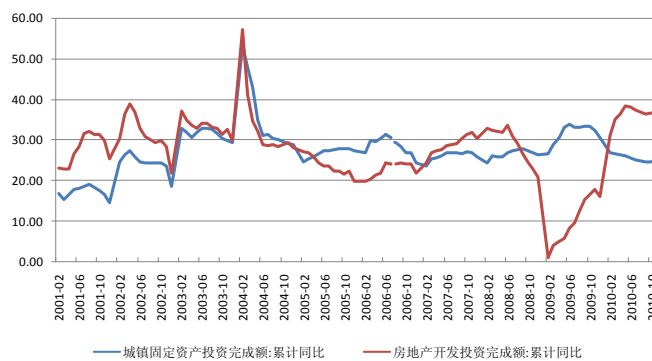
从 11 月份数据看，四季度经济内外需都较为强劲，增长情况良好。进出口超预期增长，投资和工业生产保持平稳，消费名义增速也维持在较高的水平上。

图 18 中国工业生产保持平稳



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 19 投资增速保持平稳



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

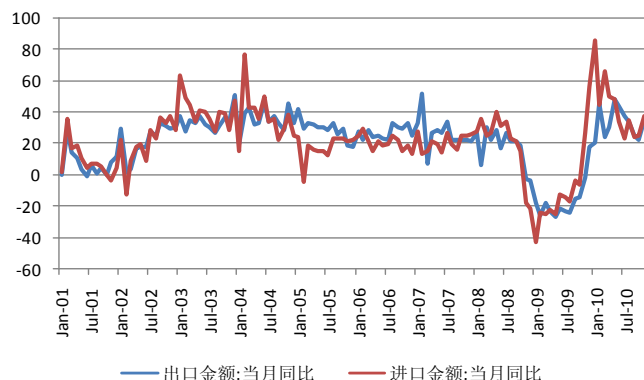
但其中也存在隐忧，首先，出口的超预期增长主要来自圣诞节等季节性因素的刺激；其次，消费实际增速 11 月份有所下降；在通胀预期高涨、信贷受控和经济结构转型的环境下，投资增速的趋势性下降难以逆转，11 月份本年新开工项目数量已经出现了同比下降的苗头。

图 20 11 月份消费实际增速有所回落



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 21 11 月份进出口超预期增长

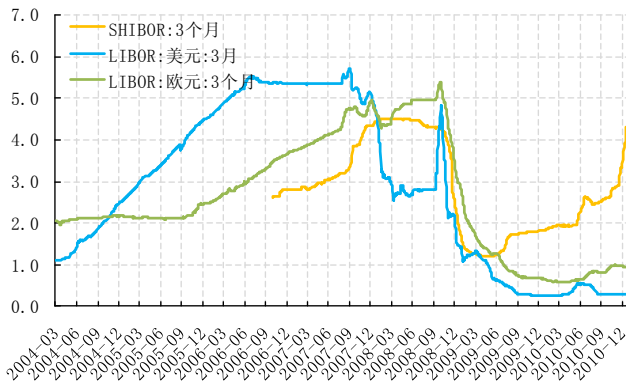


资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

2.2.2.管理通胀（预期）是 12 月加息首要考虑的因素

央行决定自 2010 年 12 月 26 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率，基本上是平衡多种因素的结果，包括抑制通货膨胀、调控房价、调控热钱压力等因素。时间选择上非常有艺术性。而其中，管理通胀（预期）是此次加息首要考虑的因素；当然，中美政策博弈可能也是此次加息所考虑的一个关键因素。

图 22 此次加息后国际利差进一步扩大(%)



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

图 23 此次加息后实际利率仍然为负值(%)



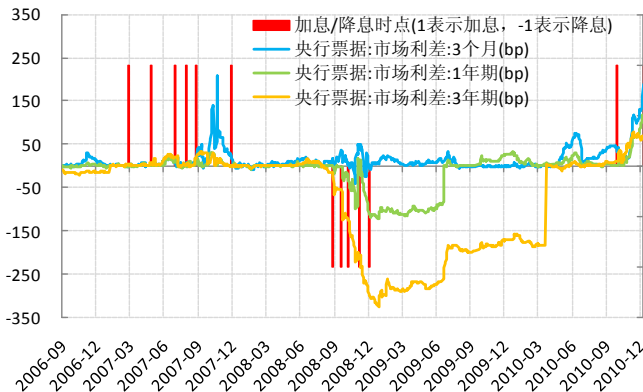
资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

2.2.3.未来通胀治理或将慢于通胀发展

我们认为, 2011 年中国将面临严峻的中长期通胀压力。这主要是基于两个原因: 一是在 QE2 推动下, 全球流动性充裕和美元中长期贬值的预期将带来输入性通胀压力; 二是中国国内货币超发和低端劳动力成本上升等因素将显著提升通胀水平。

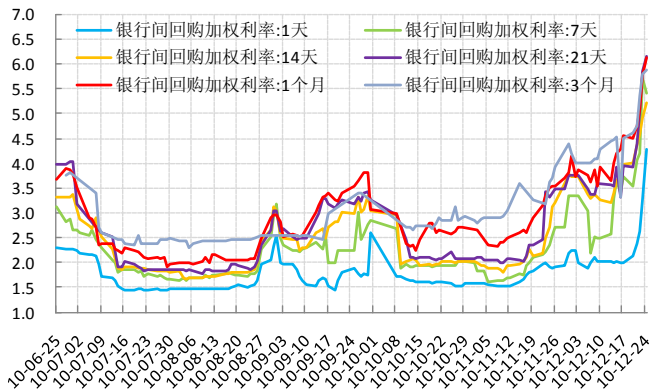
预计 1 月份央票发行利率上行的态势将持续, 春节前后再度加息的风险仍存在。但我们认为, 在“十二五”开局年“积极财政、稳健货币”的政策指向下, 2011 年中国的通胀治理将慢于通胀发展, 负实际利率的局面将会全年维持, 国内流动性仍将充裕。

图 24 短期加息预期高涨, 央票一二级市场利差飙升(bp)



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

图 25 节前流动性紧张致资金价格狂飙(%)



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

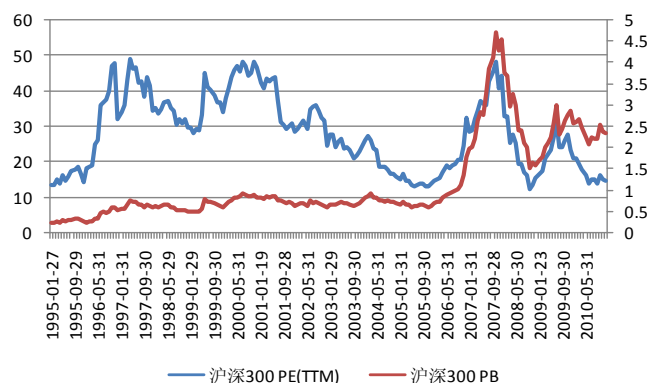
3.目前市场估值

3.1.市场整体估值处于历史低位

沪深 300 目前的静态 PE 和 PB 分别为 14.95 倍和 2.34 倍, 都处在历史的低位。预计 2010 年市场整体业绩同比增速为 30%, 略微高于去年全年的增速。除去农林牧渔、采掘、有色金属、钢铁、交通运输、机械等行业, 其他行业业绩增速较去年均有不同程度的回落。

投资者将越来越多关注 2011 年的动态估值水平。在上市公司利润持续增长的背景下, 市场估值水平将进一步下降。

图 26 市场整体估值处于低位



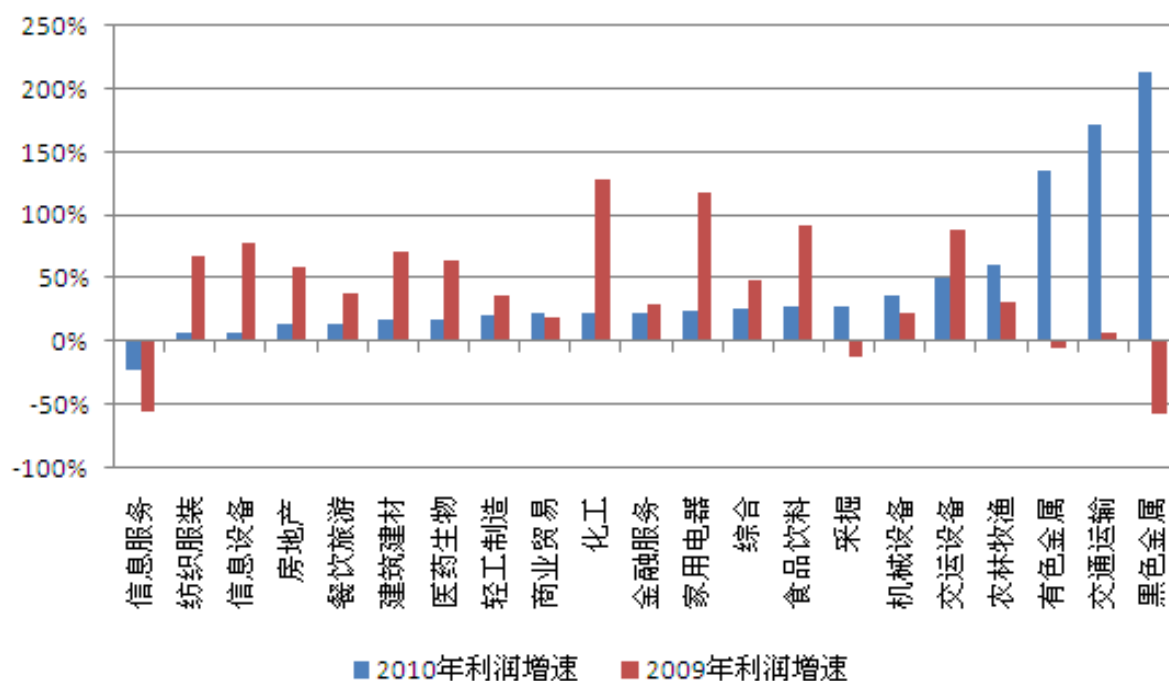
资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

图 27 市场整体业绩增速略高于 2009 年



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

图 28 各行业业绩增速对比

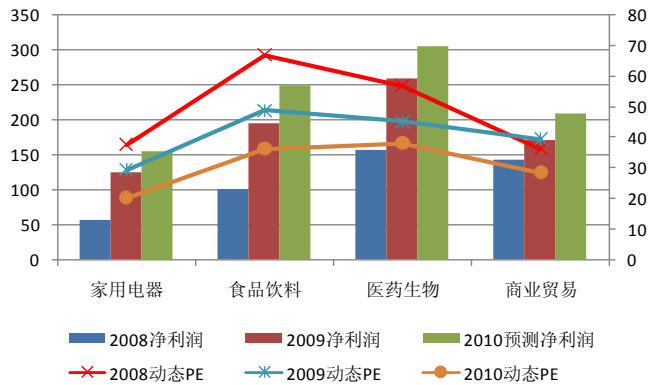


资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

3.2.经济战略转型期 估值结构将出现分化

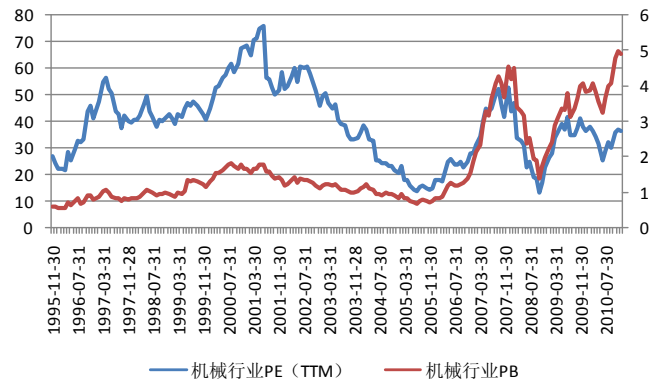
消费逐步接棒投资, 收入结构面临调整, 消费行业确定性高成长使其仍可享受较高估值。

图 29 消费板块确定性成长享受高估值



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 30 中游机械设备面临估值压力

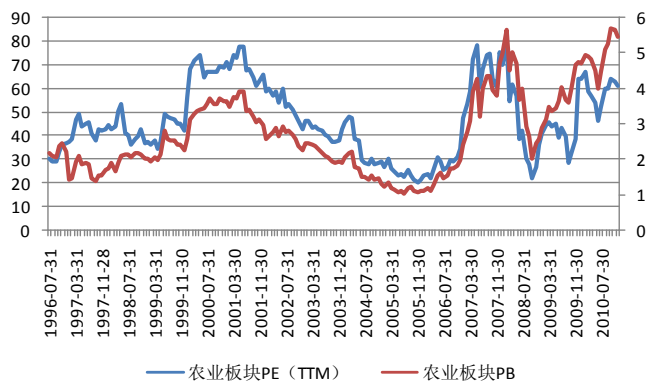


资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

投资增速面临中长期下滑风险，加息周期开启，使较高负债的机械等行业面临估值压力。

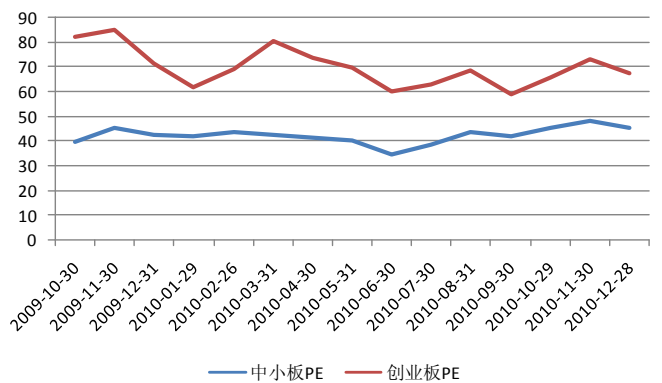
2011 年国家重点支持三农建设，农业板块仍可享受较高估值。

图 31 政策重点扶持农业 高估值可持续



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

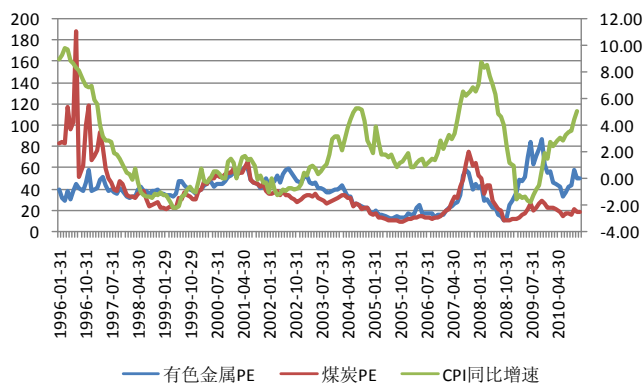
图 32 创业板高估值面临结构分化



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

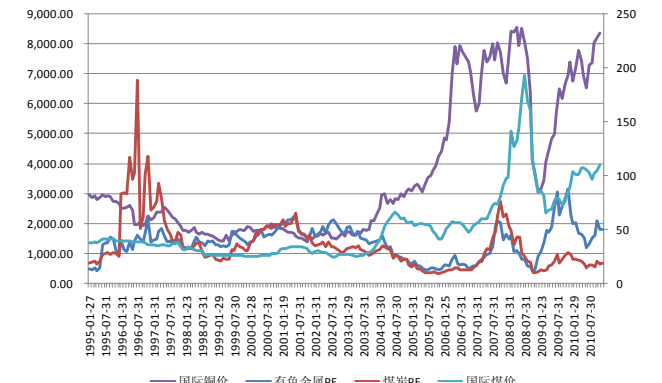
中小板、创业板整体估值偏高，潮水退去，真正高成长行业才能享受高估值。

图 33 通胀周期中有色、煤炭估值仍有上升空间



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 34 国际铜、煤价大涨有望带动有色、煤炭估值上行



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

受益于中长期通胀的有色、煤炭等资源品行业估值处于合理水平，仍有上升空间。

4.2011 年 A 股市场或迎来开门红

从 12 月 22 日截至目前，大盘跌幅达到 6%，虽然从表面上看主要原因是短期资金趋紧，投资者年底控制仓位需要。12 月份压制 A 股市场的主要因素有三：朝韩危机、年末流动性紧张和通胀压力带来的加息预期。而进入 1 月份后，这三大因素将出现新的发展：

首先，尽管从中期看，朝韩紧张局势对市场将构成持续的压力，但在中美峰会的影响下，朝韩危机在 1 月份出现缓和的可能性很大。

其次，从市场资金面来看，我们预计 1 月份流动性紧张的局面将会得到很大缓解：首先，随着 12 月份年末考核的结束，银行体系对流动性的需求将会回落；其次，在春节长假前，央行从数量上将会投放流动性以应对跨节资金需求；再次，新一年的信贷投放高峰期到来，全社会信用水平将会再度快速上升；最后，在节前通胀和通胀预期再度上升的背景下，年末居民存款的增量达到高峰的同时，存款活期化的因素也将助推 A 股市场流动性的回升。

所以我认为，1 月份行情关键在通胀预期和加息预期两者的博弈上。当前的通胀是一轮中长期通胀，我们预计 12 月通胀水平仍会保持较高水平，预计为 4.3%。春节因素则会加剧实际通胀和再度推升通胀预期。但是国内的通胀治理将会滞后于通胀发展。

综合上述几大因素，我们估计兔年 A 股市场迎来开门红的可能性较大。

基于上述对于复杂形势的分析，我们重点推荐以下确定性的投资机会：

4.1.受益于通胀的资源品行业将卷土重来

从长期看，大宗商品的稀缺性将随着中国、印度等人口大国的消费崛起而显现。大宗商品价格相对美元的持续上涨是确定的大趋势。

12 月底资金暂时紧张阶段已经过去，加息“靴子”暂时落地，加上 12 月-1 月通胀继续攀高，强烈通胀预期将促使有色、煤炭等资源品行业行情卷土重来。

欧美已经出现的恶劣冰雪气候以及国内即将到来的寒潮将再次推高农产品价格和能源价格，加剧通胀压力，建议关注农业板块。

4.2.消费行业确定性成长 重点关注超跌白酒板块

收入结构调整是十二五规划主旨。人口红利拐点已经到来，中低端劳动力成本持续上升是必然趋势。未来 5 年，我们预计低收入群体年收入增速将超过 20%。居民存款规模不断增加，势必引爆新一轮中低端消费群体的消费升级，同时也将推升物价水平。因此我们依然看好受益于此的食品酿酒、商贸连锁、家电、旅游、医药等消费行业的机会。

特别是白酒板块，12 月 22 日以来整体跌幅已经达到 5%，目前板块对应 2011 年动态 PE 为 26 倍，2012 年动态 PE 为 20 倍，未来确定性高成长的背景下估值优势十分明显。我们预计白酒板块将在 1 月份演绎一波超跌反弹行情，建议投资者重点关注。

4.3.朝韩冲突带来航天军工板块机会

基于上述明年 1 月份流动性紧张局面缓解的判断，我们认为随着朝韩冲突的升级将再次点燃对于航天军工板块的炒作行情，投资者可重点关注其中有资产重组预期的公司。

4.4.月度行业配置建议

行业	基准比例	低配	标配	超配	备注
农林牧渔	1.50%			4.20%	
采掘	3.43%			5.00%	仅指超配煤炭行业
化工	8.79%			9%	
黑色金属	2.48%	1.50%			
有色金属	3.59%			5.50%	
建筑建材	3.62%			5%	
机械设备	5.70%	4.7%			超配航天军工
电子元器件	1.99%			2.80%	
交运设备	4.40%	4.1%			
信息设备	1.88%			3.00%	
家用电器	1.40%			2.30%	
食品饮料	3.91%			9%	
纺织服装	1.21%	0.8%			
轻工制造	1.04%		1.00%		
医药生物	4.99%			9.10%	
公用事业	3.44%	1.00%			
交通运输	5.05%		5%		
房地产	5.39%	0.50%			
金融服务	28.49%	18%			
商业贸易	3.35%			4.50%	
餐饮旅游	0.52%			1.00%	
信息服务	2.95%	2.00%			
综合	0.89%		1.00%		

4.5.月度股票模拟组合

潞安环能 冀中能源 铁龙物流 老白干酒 承德露露 海翔药业 丰乐种业 大冶特钢 新朋股份 铜陵有色 天源迪科

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“华宝证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。