

政策叠加效应将显，反弹可期高度有限

——2011 年 2 月份投资策略报告

研究员：潘俐俐 郭春燕
执业证书编号：S0570510120039
S0570510120015
电话：025-84457777
地址：南京市中山东路 90 号

投资要点：

根据国家统计局公布的 2010 年宏观经济数据，2010 年全年国内生产总值比上年增长 10.3%，增速比上年提高了 1.1 个百分点。具体到三驾马车，2010 年全社会固定资产投资比上年增长 23.8%，2010 年全年进出口总值比 09 年同期增长 34.7%，2010 年社会消费品零售总额比 09 年增长 18.4%。从 GDP 的增速来看，经济仍保持高位运行，增速趋稳。2010 年物价走势呈明显的逐季攀升之势，CPI 季度涨幅从一季度的 2.2% 快速攀升至四季度的 4.7%，全年 CPI 上涨 3.3%。2011 年上半年通胀压力仍较大，但随着翘尾因素作用的减弱，CPI 涨幅将逐渐回落，估计今年物价走势将呈前高后低的形态。在此背景下，收紧流动性、控制通胀预期将是近期政策主要调控的方向，预计中性偏紧的货币政策将贯穿 2011 年上半年，央行将综合运用利率、存款准备金率、公开市场操作等价格和数量工具，提高货币政策的有效性。

在经济高位企稳的背景下，四季度企业经营状况良好，盈利保持稳定，目前一致预期上市公司 2010 年净利润增长幅度为 30% 左右。从 2011 年全年业绩增速预期来看，伴随着我国经济结构的调整、经济增速和投资增速的放缓，与 2010 年相比，2011 年全年的上市公司整体净利润增速将放缓。目前 A 股市场 2010 年整体预测市盈率为 16.6 倍，2011 年预测市盈率为 13.6 倍。分行业看，金融服务行业仍然是处于估值洼地，10 年预测市盈率在 10.5 倍；房地产、采掘、黑色金属行业估值也低于市场平均水平；而有色金属、信息服务、餐饮旅游和电子元器件的估值则明显高于其他行业。经过这一轮大幅调整后，小盘股与大盘蓝筹之间较大的估值差异有明显缩小。2011 年货币投放和信贷都将向平均水平靠拢，中性偏紧的货币政策将贯穿 2011 年上半年，因此宏观流动性对于证券市场的推动力在继续减弱。从全年分布看，今年 1 季度解禁压力相对较大。我们认为 2 月份市场资金面仍偏紧，不具备支持市场大幅上行的基础。

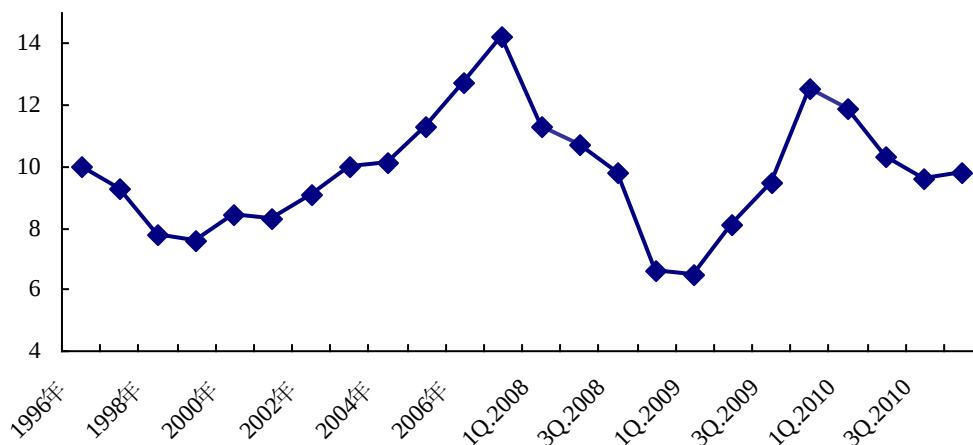
我们认为在经过 1 月份的大幅调整杀跌之后，后市的技术性反弹有望出现，但在通胀压力较大，短期经济增速放缓以及货币收紧趋势仍然延续的背景下，市场难以产生整体的趋势性机会，反弹的力度与持续性都相对有限。2 月份的市场预期将是寻底后的一个弱势整理走势，市场调整结构仍将以中小市值股票溢价收缩为特征，大盘股将表现出明显的抗跌特征。整体来看大盘在回补前期缺口后有望迎来反弹机会，鉴于暂时还没有看到能够引起趋势性逆转的因素出现，在操作上仍然建议控制仓位在 5 成左右。投资机会基本以结构性机会为主。建议投资者关注：1、有成长性指标支撑的超跌蓝筹，2、被错杀后具备估值优越性的新经济行业公司，3、年报行情期间的交易性机会。

一、宏观经济：经济高位趋稳，通胀压力不减

1、经济超预期，增速趋稳

根据国家统计局公布的 2010 年宏观经济数据，2010 年全年国内生产总值 397983 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.3%，增速比上年提高了 1.1 个百分点；其中，第四季度国内生产总值同比增长 9.8%，超出市场预期。从 GDP 的增速来看，经济仍保持高位运行，增速趋稳。

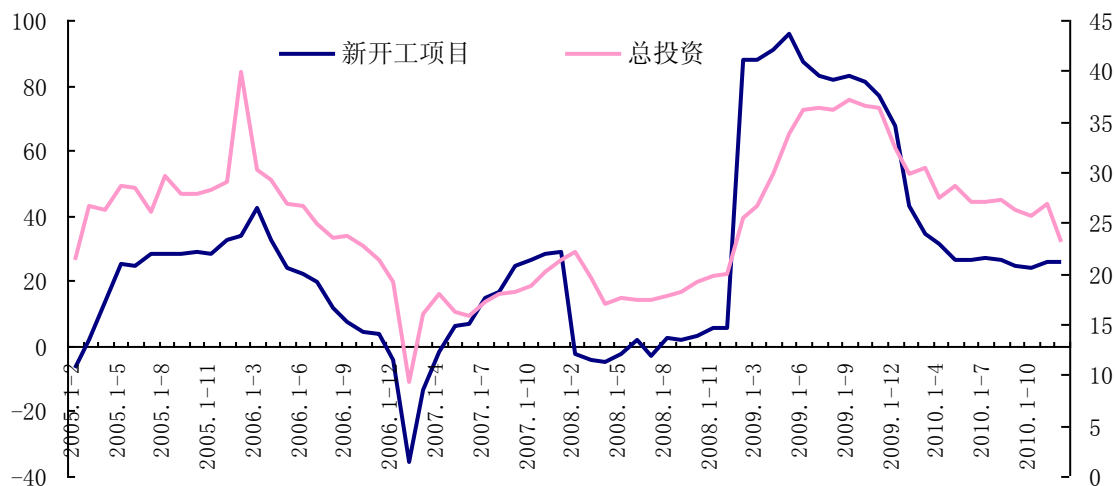
图 1：GDP 增速（%）



数据来源：WIND，华泰证券研究所

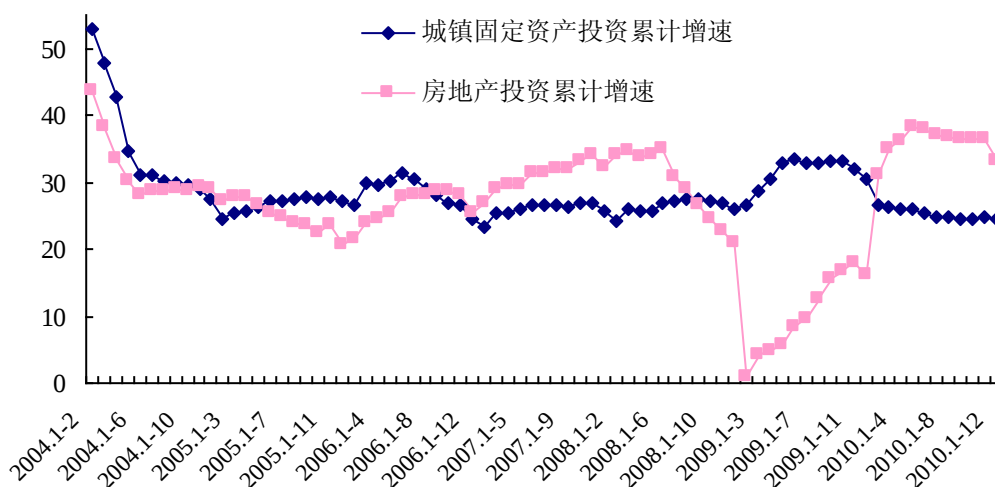
具体到三驾马车，固定资产投资方面，2010 年全社会固定资产投资 278140 亿元，比上年增长 23.8%，增速比上年回落 6.3 个百分点，扣除价格因素，实际增长 19.5%。经过 09 年的高增速后，10 年固定投资增速已经从高位逐步回落，但不可否认，即使如此，投资仍是拉动经济增长的主要动力。受新开工投资增速及计划投资增速下滑影响，未来投资增速可能继续小幅下滑，但考虑到今年是十二五计划的第一年，不排除投资增速有反弹超预期的可能，预计 2011 年的固定资产投资增速仍有望维持 20%以上。

图 2：新开工投资增速及计划总投资增速（%）



数据来源：WIND，华泰证券研究所

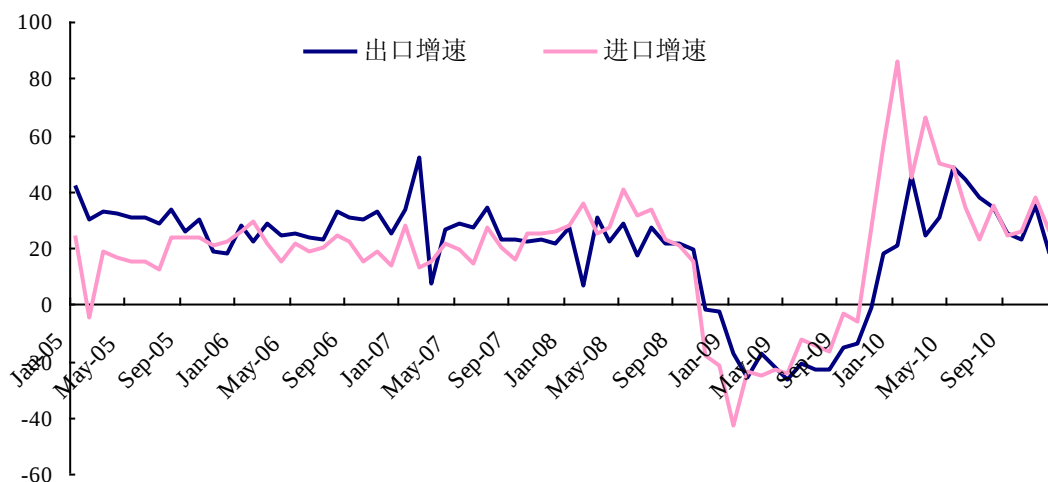
图 3：城镇固定资产投资增速（%）



数据来源：WIND，华泰证券研究所

12 月出口同比增长 17.9%，增速比 11 月份回落了 17 个百分点；12 月进口同比增长 25.6%，增速也较 12 月份回落了约 12 个百分点。我们认为增速回落的原因主要在于 09 年基数，以及欧美暴雪天气的影响。综合全年看，2010 年全年我国实现进出口总值 29727.6 亿美元，比 09 年同期增长 34.7%，与 08 年相比则增长了 16%，外贸呈恢复性增长态势，且增速超出预期，目前已基本回到金融危机前的水平。

图 4：进出口增速（%）

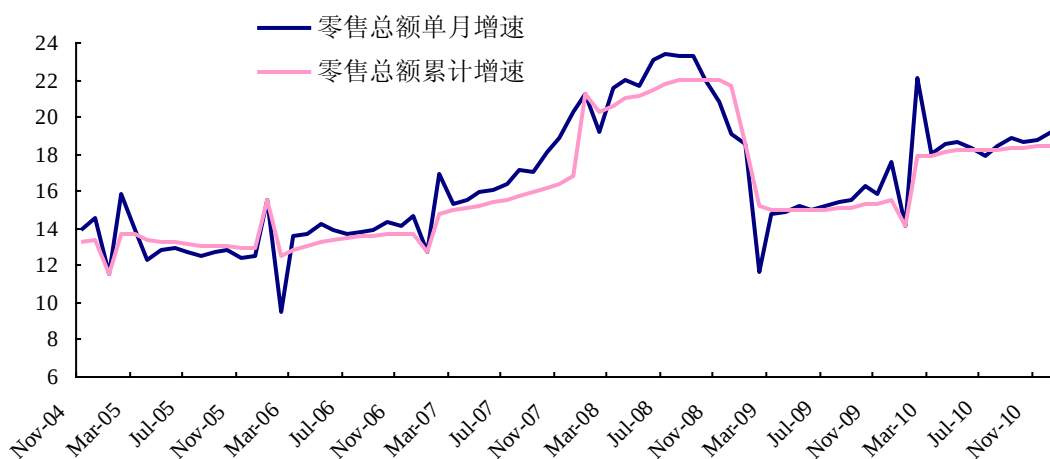


数据来源：WIND，华泰证券研究所

从消费情况看，2010 年社会消费品零售总额 154554 亿元，比 09 年增长 18.4%，扣除价格因素，则消费实际

增速为 14.8%。其中 12 月消费品零售总额名义增长 19.1%，增速比 11 月提高 0.4 个百分点；实际增长 14.4%，增速比 11 月提高 1 个百分点。受益于 12 月汽车销售的快速增长，消费实际增速出现反弹。虽然 2010 年消费实际增速较 09 年 16.8% 的增速有所下滑，但也处于近年来较高的水平，整体看，去年消费依然保持了较快增长。

图 5：社会消费品零售总额单月和累计增速（%）



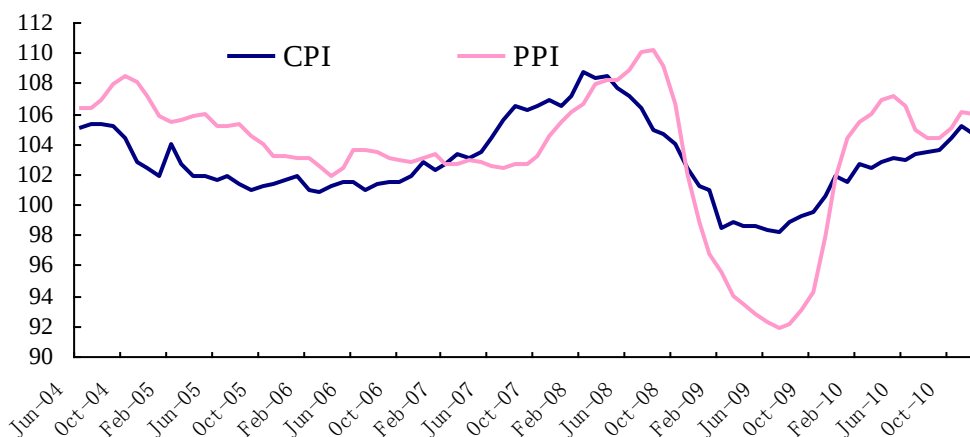
数据来源：WIND，华泰证券研究所

2、CPI 高位运行，通胀压力不减

12 月份 CPI 同比涨幅 4.6%，涨幅较 11 月回落了 0.5 个百分点，呈高位回稳态势。2010 年物价走势呈明显的逐季攀升之势，CPI 季度涨幅从一季度的 2.2% 快速攀升至四季度的 4.7%，全年 CPI 上涨 3.3%。

根据商务部数据显示，受元旦、春节影响，市场消费需求增加，且部分地区出现的低温雨雪天气，导致食用农产品价格已止跌趋稳并连续几周上行，蔬菜、肉类、蛋类、粮食、食用油价格也继续走高。在新涨价因素和翘尾因素的双重作用下，物价涨幅在 1、2 月份有继续冲高的动力。我们认为 2011 年上半年通胀压力仍较大，但随着翘尾因素作用的减弱，CPI 涨幅将逐渐回落，估计今年物价走势将呈现前高后低的形态。

图 6：CPI、PPI 月度同比涨幅



数据来源：WIND，华泰证券研究所

3、紧缩预期不改，加息只看时机

四季度 GDP 增长超预期，经济增速稳中略升，而物价继续高位运行，一季度通胀压力较大。在此背景下，收紧流动性、控制通胀预期将是近期政策主要调控的方向，预计中性偏紧的货币政策将贯穿 2011 年上半年，央行将综合运用利率、存款准备金率、公开市场操作等价格和数量工具，提高货币政策的有效性。1 月 14 日晚间，中国人民银行决定自 1 月 20 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，此次调整完成后，大型金融机构（工、农、中、建、交）的存款准备金率已达到 19%，中小银行（不含农信社）的存款准备金率为 17%。在此之后，我们认为央行或将采用差别存款准备金率来控制个别商业银行的放贷冲动，而非目前一刀切的调控方式。1 季度加息是比较明确的事件，只看管理层选择什么时机而已，我们认为春节休假期间宣布、节后正式实施的可能性较大。

二、市场环境：业绩增长将放缓，市场资金面偏紧

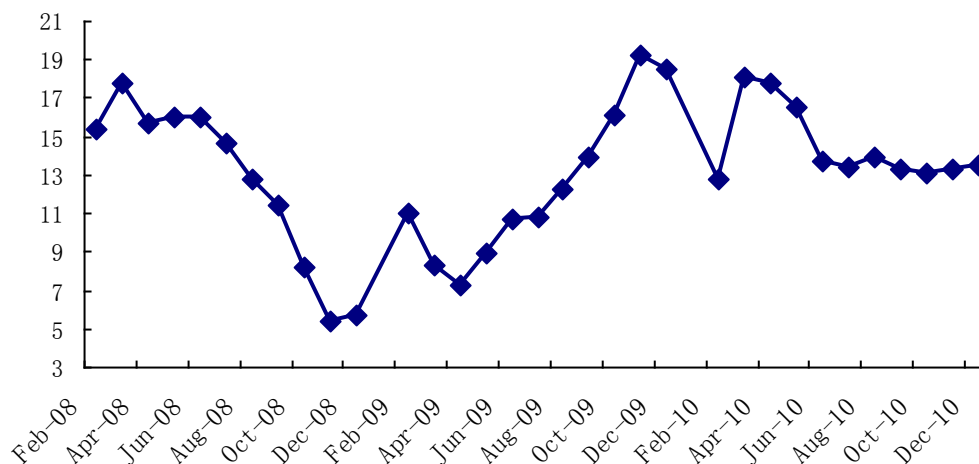
1、11 年业绩增速将放缓

2010 年我国规模以上工业增加值同比增长 15.7%，比去年加快了 4.7 个百分点；其中 12 月份工业增加值同比增长 13.5%，较 11 月份提高了 0.2 个百分点。在经历了上半年增速的下滑后，下半年工业企业增加值增速逐步趋稳。12 月份 PMI 指数虽然较 11 月有所回落，但仍维持在景气线之上，显示经济运行良好。在经济高位企稳的背景下，四季度企业经营状况良好，盈利保持稳定，目前一致预期上市公司 2010 年净利润增长幅度为 30% 左右。

截至到 2011 年 1 月 24 日，沪深两市共有 965 家上市公司公布了 2010 年业绩预告，其中扭亏公司 93 家、略增公司 254 家、续盈公司 87 家、预增公司 351 家，以上合计共 785 家，占全部预告公司比例的 81%；其中预增公司多集中于机械设备、化工、电子元器件、医药生物、房地产、交运设备、有色金属、信息服务和建筑建材这些行业。

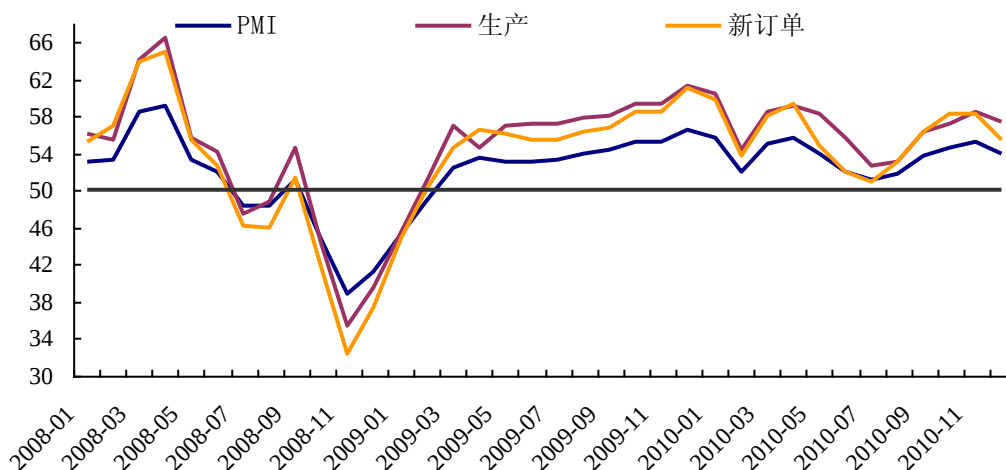
从 2011 年全年业绩增速预期来看，伴随着我国经济结构的调整、经济增速和投资增速的放缓，与 2010 年相比，2011 年全年的上市公司整体净利润增速将放缓。

图 7：工业增加值增速逐步趋稳



数据来源：WIND、华泰证券研究所

图 8：PMI 指数继续维持景气线上运行



数据来源：WIND、华泰证券研究所

表 1 2010 年净利润预测增长率%

板块名称	2010 年净利润预测增长率%
农、林、牧、渔业	61.90%
采掘业	21.90%
制造业	55.70%
电力、煤气及水的生产和供应业	-7.87%
建筑业	9.39%
交通运输、仓储业	184.47%
信息技术业	-17.57%
批发和零售贸易	23.73%
金融、保险业	24.28%
房地产业	9.82%
社会服务业	25.89%
传播与文化产业	26.82%
综合类	29.88%
全部 A 股	30.27%

大盘蓝筹	23.63%
小盘绩优	25.15%

数据来源：WIND，华泰证券研究所

2、估值的结构性差异有明显改善

市场自年初以来就呈震荡下跌的态势，截至 1.24 日上证指数下跌了约 4%，其中黑色金属、交运设备、房地产、金融服务等低估值板块表现的较为抗跌，而电子元器件、有色金属、农林牧渔、医药生物和信息设备等则跌幅较大。目前 A 股市场 2010 年整体预测市盈率为 16.6 倍，2011 年预测市盈率为 13.6 倍。分行业看，金融服务行业仍然是处于估值洼地，10 年预测市盈率在 10.5 倍；房地产、采掘、黑色金属行业估值也低于市场平均水平；而有色金属、信息服务、餐饮旅游和电子元器件的估值则明显高于其他行业。

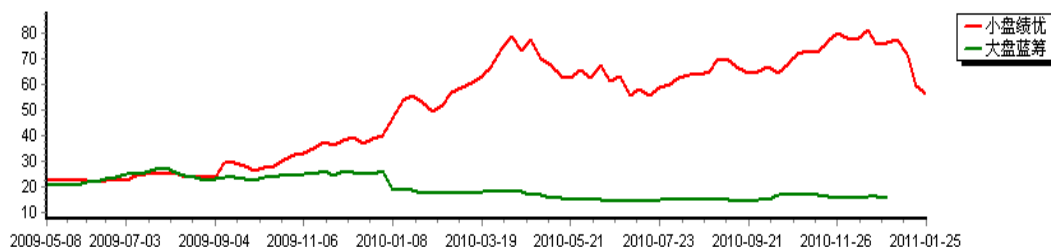
从市场估值结构看，与 2010 年小盘股风光无限不同，自年初开始，中小盘个股就开始了逐波下跌，而之前不受追捧的大盘蓝筹则明显较为抗跌，导致近期市场的投资偏好有一定转变。经过这一轮大幅调整后，小盘股与大盘蓝筹之间较大的估值差异有明显缩小。

表 2：市场整体及各行业市盈率水平（价格为 1.24 日收盘价）

板块名称	预测市盈率 2010 年	预测市盈率 2011 年
金融服务	10.53	8.77
沪深 300	14.05	11.66
房地产	16.32	11.85
采掘	15.18	13.32
黑色金属	17.85	13.36
全部 A 股	16.61	13.63
交通运输	15.81	13.9
化工	17.32	14.15
建筑建材	19.52	14.67
家用电器	19.64	15.58
综合	27.46	16.18
交运设备	20.22	16.95
公用事业	24.31	20
商业贸易	26.92	20.64
轻工制造	27.44	20.82
机械设备	30.02	23.01
纺织服装	30.03	23.45
信息设备	34.32	25.51
医药生物	34.72	25.84
食品饮料	34.21	26.66
农林牧渔	40.04	28.46
有色金属	44.04	30.74
信息服务	44.24	31.58
餐饮旅游	39.49	31.58
电子元器件	47.02	32.43

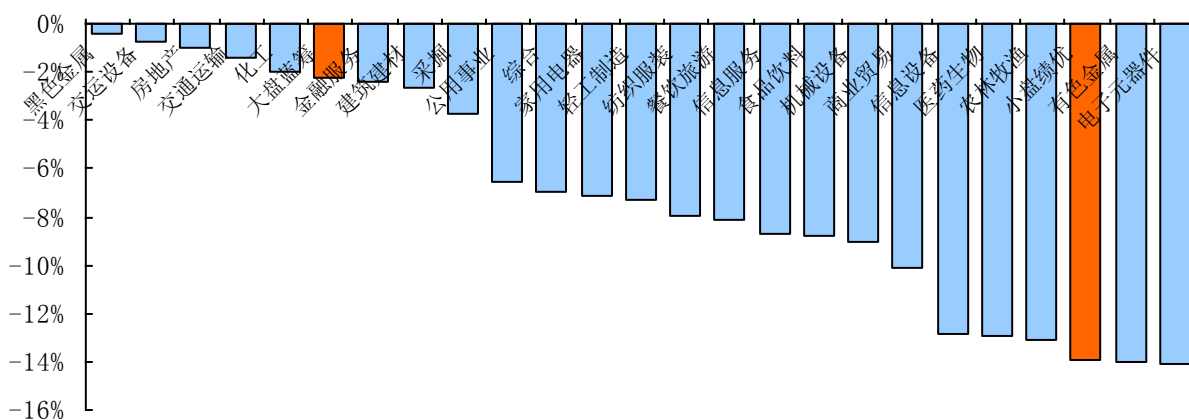
资料来源：WIND、华泰证券研究所

图 9：大盘蓝筹与小盘绩优板块的估值差异显著缩小



数据来源：WIND，华泰证券研究所

图10:大盘蓝筹明显较小组绩优抗跌



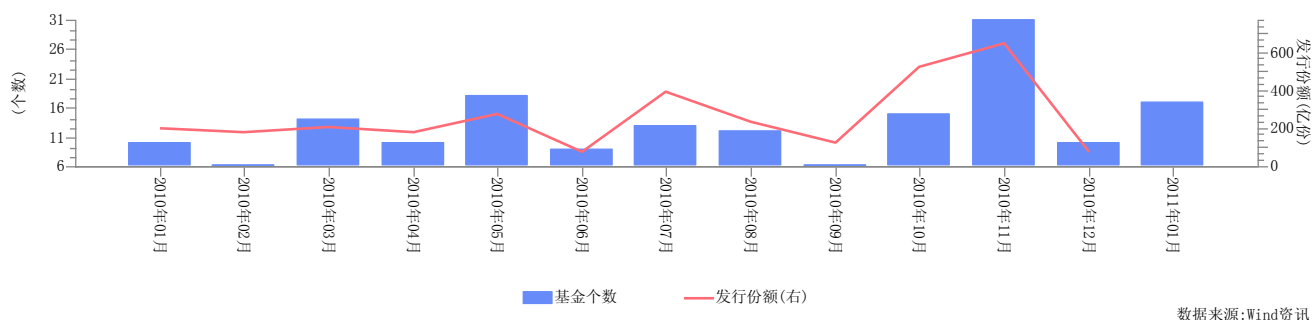
数据来源：WIND，华泰证券研究所

3、资金面偏紧，不支持市场大幅上行

从最近公布的国际经济数据看，美国零售销售和工业产值数据显示其消费正在逐步增强，德国经济作为欧元区的一枝独秀，经济增长继续向好。如果美国、德国等增长继续超预期，这些国家可能会提前结束量化宽松政策，这种调整将降低热钱流入预期，将对市场产生负面的冲击。而从国内看，2011 年货币投放和信贷都将向平均水平靠拢，中性偏紧的货币政策将贯穿 2011 年上半年，因此宏观流动性对于证券市场的推动力在继续减弱。

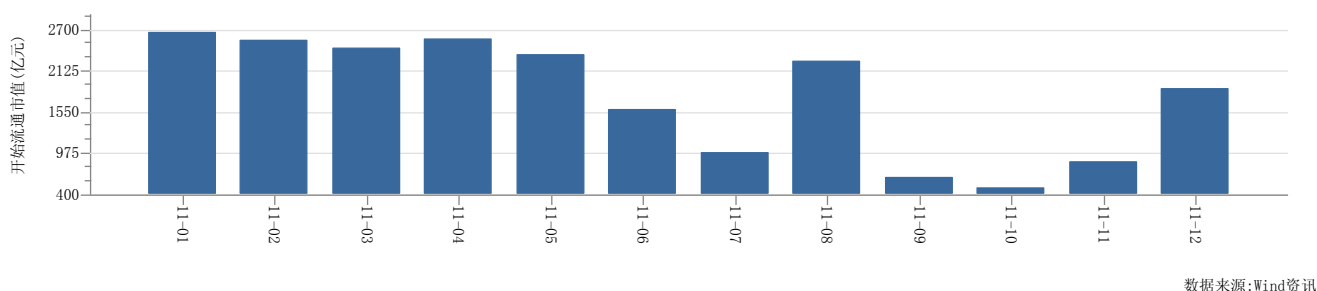
具体到市场而言，1 月份新基金较去年 12 月份有所加快，截至 1 月 25 日，新发基金达到 17 只，其中 8 只为股票型基金，2 只为封闭式基金。从资金需求来看，近期新股发行一直较为密集，并未受市场调整影响而放缓，截至 1.25 日 IPO 已募集资金 406 亿元左右。2011 年解禁股压力将较 10 年有所减小，但是考虑到 2010 年解禁市值中大部分是国资委持有的银行股权，故实质上 11 年解禁压力并无明显降低。从全年分布看，今年 1 季度解禁压力相对较大。我们认为 2 月份市场资金面仍偏紧，不具备支持市场大幅上行的基础。

图 11：2010 年 1 月至 2011 年 1 月基金发行统计



数据来源: WIND, 华泰证券研究所

图12: 2011年限售股解禁统计（月度分布）



数据来源: WIND, 华泰证券研究所

三、市场走势判断：深探引来反弹，资金决定高度

我们认为在经过1月份的大幅调整杀跌之后，后市的技术性反弹有望出现，但在通胀压力较大，短期经济增速放缓以及货币收紧趋势仍然延续的背景下，市场难以产生整体的趋势性机会，反弹的力度与持续性都相对有限。2月份的市场预期将是寻底后的一个弱势整理走势，市场调整结构仍将以中小市值股票溢价收缩为特征，大盘股将表现出明显的抗跌特征。整体来看大盘在回补前期缺口后有望迎来反弹机会，鉴于暂时还没有看到能够引起趋势性逆转的因素出现，在操作上仍然建议控制仓位在5成左右。投资机会基本以结构性机会为主。

从市场运行趋势看，下面几个因素将是影响未来市场运行的主要牵制力量：1、央行频繁使用存款准备金率、差别存款准备金率和利率等工具的效应会叠加释放，流动性压力难以出现乐观性的转向；2、紧缩政策的叠加效应导致经济增速预期下滑，上市公司业绩尤其是周期性行业的业绩增速预期面临下调；3、蓝筹股的估值安全边际与防御性板块的业绩增长预期的重新衡量。

但是比较有利的方面也很明显，那就是1月份的市场受政策紧缩预期制约，大盘尤其是估值高企的中小盘股经历了大幅调整的过程。食品饮料、商业贸易等消费品中蓝筹股渐趋合理，而金融、地产等权重股估值仍偏低。大盘进一步下跌的空间大幅缩小。后市场的演变将更多地依赖于流动性与基本面的走向，择股将是决定后市收益的关键。我们认为随着市场的深探，填补前期缺口后将迎来加仓机会。

四、投资策略与板块：防御为主、进攻谨慎

1、超跌蓝筹需要成长性指标的支撑

传统意义上的蓝筹板块包括石油石化、房地产、银行和钢铁等，这些行业在 10 年估值受到大幅压制，大多处于历史底部区域，从防御性的角度来看，下跌空间有限，如果能有超预期的业绩增长和流动性因素的刺激，这些行业将爆发强劲的估值修复力。但目前看，这些行业迎来整体性机会需要凭借的流动性并不给力。相比之下，汽车、电器、零售以及白酒等这些新蓝筹的代表，业绩增长相对确定，调整充分后的中线介入机会更值得把握。比如白酒行业，具备持续稳定增长的能力，龙头企业茅台、老窖的增速有望超越行业增速，业绩增长确定性较强。从零售行业看，零售行业仍处于景气周期中，重点商业零售企业的销售额增速在 10 年三季度末达到了高点。预期零售行业在 2011 年也将维持稳步上升态势。目前一些优质零售股的股价以及市值较大的权重股股价正在回归合理价值区间。对于中线布局的投资者，这些行业的淘金机会正在显现。

2、新经济行业关注估值安全性

在中国经济开启新一轮经济周期之际，受益于经济结构转型的行业无疑是政策红利的最大受益者。高于整体水平的投资增速表明对这些新兴产业的投资已经开始提速，而且随着未来各项政策的落实，这些新兴产业的投资高增长势头有望延续。其中比较具备代表性的行业集中在高端装备制造行业以及传统产业升级的代表—机械和电子行业。但同时我们也注意到，这部分行业主要集中在中小市值板块。1 月份的结构性调整尽管使得中小市值公司估值溢价大幅缩小，但目前中小板以及创业板与主板市场之间的估值溢价仍然较高，中小板以及创业板相对权重股仍具有一定的估值压力。相对而言这些行业在市场趋势性好转时容易打开获利空间，但在市场调整时也容易成为受打击的对象。在选择投资标的时，应该关注的是其中超跌错杀后具备估值优越性的公司。

3、抓紧年报的兑现行情

每年的年报预告与公布期间，总是存在一些交易性机会，一些业绩超出预期的公司尤其值得关注。我们认为在弱势环境下应该关注行业景气度对公司业绩的提升作用，一些产销两旺的行业比如电子与机械，高增长表现尤为明显。从截止目前的 10 年年报预告情况看，有近 7 成多的公司业绩预计向好（预增和预盈），从行业来看，2010 年年报预喜的公司主要集中于电子元器件、机械、化工、建材、汽车及配件等行业。随着年报的公布，有业绩支撑的行业将成为配置的首选。值得注意的是房地产行业的结算周期多在第四季度，相对而言，业绩预测的调整比较滞后。从房地产行业整体投资机会而言，尽管短期内政策面放松可能性不大，地产股仍未迎来突破时机。但从年报行情看，整个房地产行业 10 年的业绩增长水平在 30% 左右，地产股估值普遍处于较低水平，行业龙头公司更是接近历史下限，年报公布期间地产行业的交易性机会还是值得把握的。

免责条款：

本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、完整性或可靠性不作任何保证，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。在法律许可的情况下，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。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。