

调控从紧成为普遍预期，蓝筹板块进入建仓良机

民生精品---策略周报

2011 年 1 月 31 日

报告摘要:

● 2011 年地产调控从紧已经成为市场普遍预期

上周房地产政策密集推出，但市场表现却温和向上，说明地产调控从紧已经成为市场普遍预期，目前地产股估值偏低，安全边际较高，估值修复依然存在较大空间。国务院总理温家宝 26 日主持召开国务院常务会议，研究部署进一步做好房地产市场调控工作，会议确定了八大政策措施，预示着 2011 年地产调控政策从紧将常态化。

● A 股底部反转形态已成，蓝筹板块估值修复空间巨大

上周房地产调控并未对大盘造成系统性影响，连续下跌趋势也到遏制，底部反转形态渐明朗。受春节效应影响，全部 A 股上周成交金额为 7395.78 亿元，同比下降 6%，周环比减少 430 亿元，其中房地产板块受政策影响，成交金额继续萎缩，环比下降了 7.5%，为 466.89 亿元，但除此之外的其他板块却出现明显的反弹，底部反转形态逐渐形成，其中，金融服务、房地产、采掘及建筑行业估值处于历史低位，随着近期利空出尽，预计未来估值修复空间巨大。

● 节后流动性趋紧状况缓解，A 股首发融资规模下降

受存款准备金缴款及春节集中提款等因素影响，银行间市场资金面趋紧，但随着央行暂停央票发行加大银行间市场投放力度，及春节提款因素 2 月份得以缓解，预计流动性趋紧的状况将得以缓解，同时 2 月份 A 股首发节奏减缓，市场有望迎来转机。

● 投资建议：短期震荡盘整，逢低布局低估值蓝筹

在春节效应的结束、地产调控已成市场普遍预期、新股发行减缓、央行加大银行间市场净投入四大因素的影响下，A 股正在酝酿节后反弹行情。目前 A 股正处于建仓良机，建议逢低布局房地产、银行、有色、煤炭和建材板块的低估值蓝筹股。

民生证券研究所

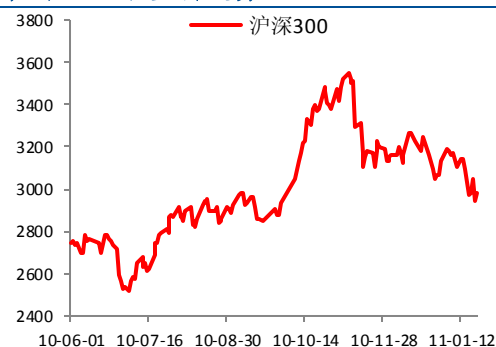
策略分析师：张琢
执业证号：S0100210110002
电话：(8610)8512 7665
邮箱：zhangzhuo@mszq.com

联系人：赵丽娜
电话：(8610)8512 7665
邮箱：zhaolina@mszq.com

联系人：孙洪湛
电话：(8610)8512 7661
邮箱：sunhongzhan@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

沪深 300 收盘价走势



A 股市场数据

总市值（万亿）	29.57
流通市值（万亿）	18.78
市盈率（TTM）	18.46
市净率（MRQ）	2.78

1 月份 CPI 增速再度回升已成为市场一致预期，CPI 节后回落的可能性较大。随着春节效应的结束、地产调控已成市场普遍预期、新股发行减缓、央行加大银行间市场资金净投入，预计节后股指将出现反弹趋势，目前 A 股正处于建仓良机，建议逢低布局房地产、银行、有色、煤炭和建材板块的低估值蓝筹股。

一、2011 年地产调控政策从紧将常态化

上周房地产政策密集推出，但市场表现却温和向上，说明地产调控从紧已经成为市场普遍预期，目前地产股估值偏低，安全边际较高，估值修复依然存在较大空间。国务院总理温家宝 26 日主持召开国务院常务会议，研究部署进一步做好房地产市场调控工作，会议确定了八大政策措施，预示着 2011 年地产调控政策从紧将常态化。

1、限购城市扩大，限购套数约束更为严厉

各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，均是限购城市，预计限购城市将在现有 30 个基础上逐步覆盖到二、三线城市。限购套数上，对已有 1 套住房的当地户籍居民家庭、能够提供当地一定年限纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭限购 1 套住房；对已拥有 2 套及以上住房的当地户籍居民家庭、拥有 1 套及以上住房的非当地户籍居民家庭、无法提供一定年限当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，暂停在本行政区域内向其售房。这意味着单个家庭拥有 2 套住房后，再次购房的行为被禁止。限购措施类似深圳“限购版”，比北京限购令严厉。

2、二套房首付比例达到 60%，刚性需求主导未来市场

对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍，在货币政策转向，银行信贷额度控制下，银行有可能继续上浮放贷利率，比如达到基准利率的 1.2 倍，甚至更高。按照贷款 100 万元，20 年期计算，利率由 1.1 倍提高到 1.3 倍，还款利息额增加了 19%，二套房购买者利于银行贷款购房成本明显提高。政策依然鼓励首次购房者购房需求，未来一段时间内刚性购房需求者将主导未来房地产市场。

3、继续强化地方政府对房价的“维稳”责任

地方政府要合理确定本地区年度新建住房价格控制目标，并于一季度向社会公布，并落实住房保障和稳定房价工作的约谈问责机制。地方政府将在保障性住房建设、税收、土地清查、社会舆论监督、住房信息化建设等方面承担更多责任，以达到遏制房价过快上涨的目标。

4、限购及信贷“双限制”，商品房成交量或受影响，短期房价难言涨

限购及差别化信贷将不断扭转公众购房预期，商品房成交量或将受到影响，具体影响水平尚需观察，暂时维持 2011 年度策略中成交面积增长 9.43% 的观点。库存低位、房地产企业中长期信贷猛增、购房预期不断扭转三因素共同作用下，短期内房价难言涨势，保持基本稳定的可能性较大。

综上，2011 开局之年政策严厉，调控政策从紧将常态化。2011 年开局之年出台此八项政策，说明了本年度房地产调控政策依然会保持从紧不变。“高房价”所暴露出的社会

问题日益突出。从经济、政治等角度来看，不但短期对高房价的高压政策不会改变，即便是未来几个月房价有实质性回落以后，政策也不可能改变。

二、市场表现企稳

上周大盘温和向上，房地产调控并未对大盘造成系统性影响，连续下跌趋势也到遏制，底部反转形态渐明朗。受春节效应影响，全部 A 股上周成交金额为 7395.78 亿元，同比下降 6%，周环比减少 430 亿元，其中房地产板块受政策影响，成交金额继续萎缩，环比下降了 7.5%，为 466.89 亿元，但除此之外的其他板块却出现明显的反弹，其中机械、建材、餐饮旅游及交运设备都出现了 3% 以上的涨幅，底部反转形态逐渐形成。

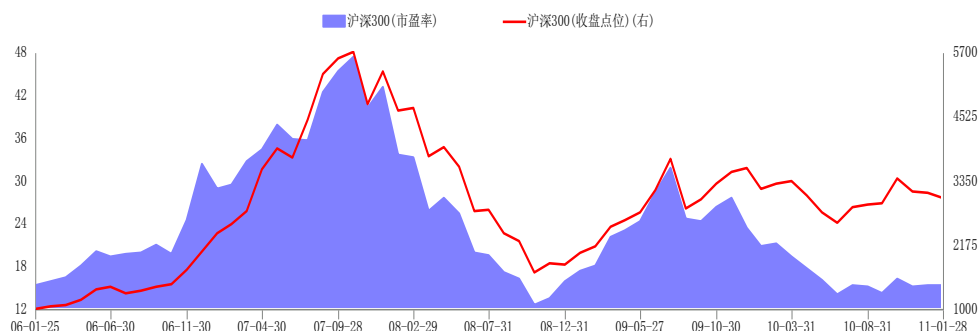
表 1：行业阶段性表现

名称	5 日涨跌幅	10 日涨跌幅	20 日涨跌幅	60 日涨跌幅
机械设备	4.22%	0.75%	-1.94%	-6.26%
建筑建材	3.87%	3.28%	3.34%	3.77%
餐饮旅游	3.38%	-2.23%	-4.84%	-9.19%
交运设备	3.16%	2.36%	4.38%	-13.23%
黑色金属	2.54%	0.34%	2.48%	-9.88%
交通运输	2.30%	0.26%	1.70%	-12.85%
信息设备	2.02%	-4.23%	-8.18%	-13.01%
家用电器	1.89%	-2.88%	-3.00%	-7.78%
信息服务	1.43%	-3.19%	-6.34%	-10.92%
农林牧渔	1.30%	-4.10%	-6.71%	-16.23%
公用事业	1.15%	-2.18%	-2.77%	-11.83%
商业贸易	0.86%	-3.33%	-4.50%	-15.24%
医药生物	0.59%	-5.11%	-8.16%	-9.93%
金融服务	0.59%	-2.82%	-1.49%	-14.38%
综合	0.42%	-3.88%	-3.09%	-13.61%
纺织服装	0.41%	-3.81%	-4.11%	-11.64%
化工	0.23%	-4.25%	-5.32%	-15.88%
食品饮料	0.18%	-3.09%	-5.16%	-5.91%
采掘	0.14%	-5.06%	-6.81%	-14.37%
电子元器件	-0.04%	-4.74%	-8.77%	-9.54%
轻工制造	-0.16%	-3.62%	-4.30%	-12.44%
有色金属	-0.32%	-4.01%	-8.01%	-20.93%
房地产	-1.38%	-7.18%	-0.54%	-12.28%

资料来源：WIND，民生证券研究所

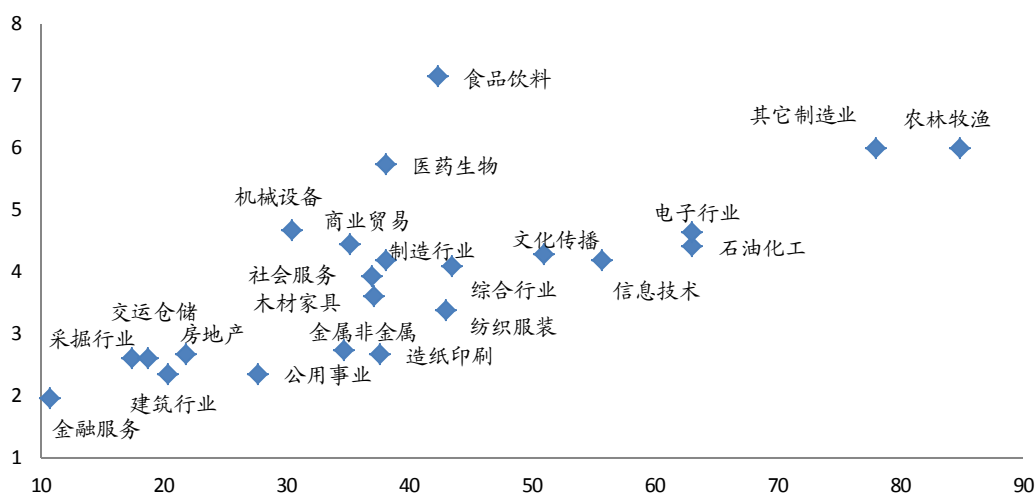
目前 A 股估值整体处于历史低位，蓝筹板块估值修复空间巨大。截止 2011 年 1 月 28 日，沪深 300PE (TTM) 为 15.25 倍，仅仅为近五年的平均 PE (23.94 倍) 的 36.30%，其中，金融服务、房地产、采掘及建筑行业估值处于历史低位，随着近期利空出尽，预计未来估值修复空间巨大。

图 1: 沪深 300 估值处于历史低位



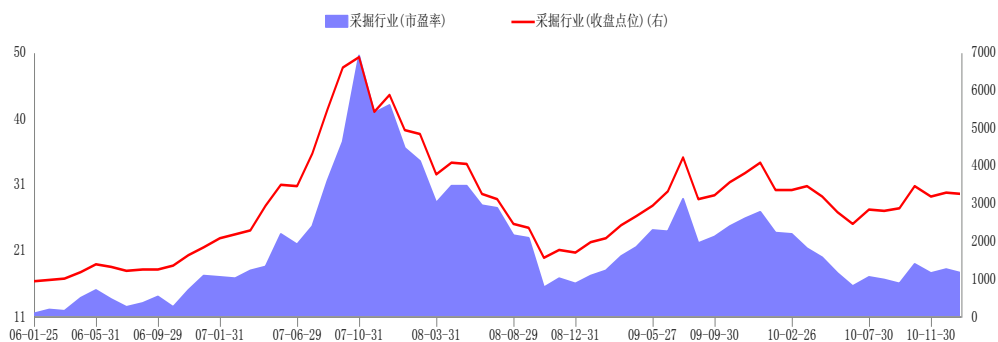
资料来源: WIND, 民生证券研究所

图 2: 行业估值分布 (横轴 PE, 纵轴 PB, TTM)

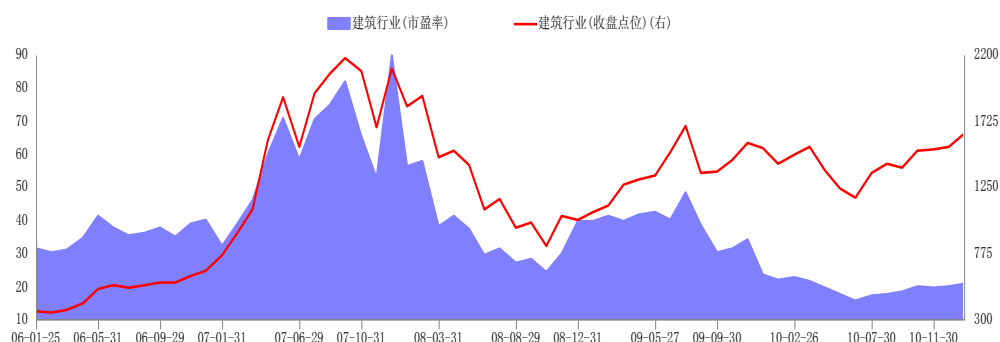


资料来源: WIND, 民生证券研究所

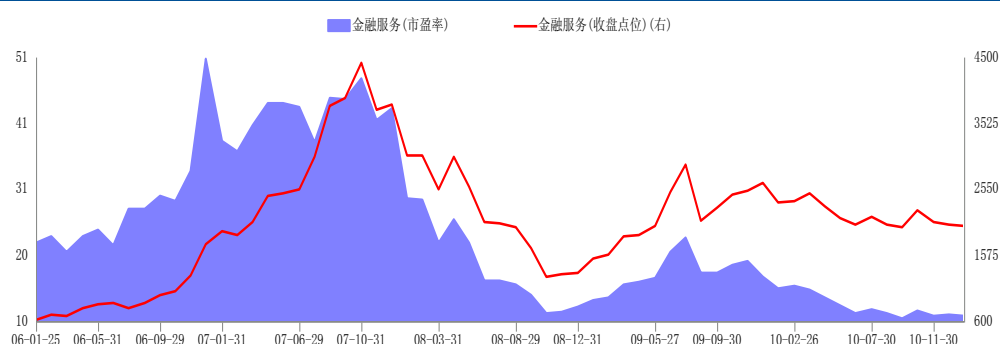
图 3: 采掘行业估值处于历史低位



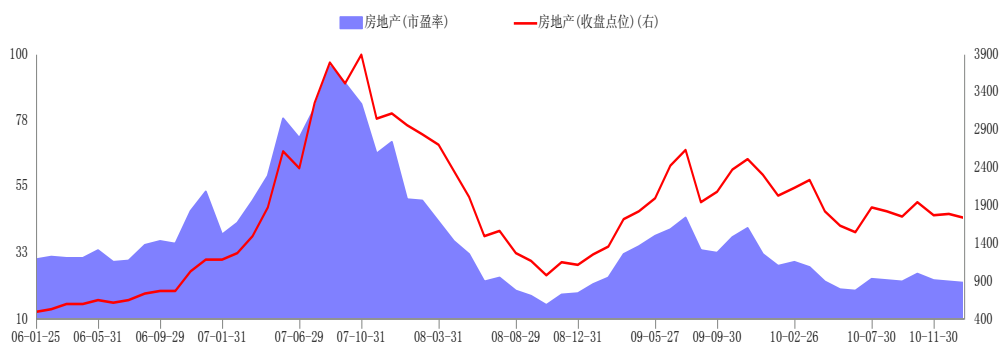
资料来源: WIND, 民生证券研究所

图 4: 建筑行业估值处于历史低位


资料来源: WIND, 民生证券研究所

图 5: 金融服务估值处于历史低位


资料来源: WIND, 民生证券研究所

图 6: 房地产估值处于历史低位


资料来源: WIND, 民生证券研究所

三、节后流动性充裕，A 股首发融资规模下降

受存款准备金缴款及春节集中提款等因素影响，银行间市场资金面趋紧，但随着央行暂停央票发行加大银行间市场投放力度，及春节提款因素 2 月份得以缓解，预计流动性趋紧的状况将得以缓解，同时 2 月份 A 股首发节奏减慢，市场有望迎来转机。

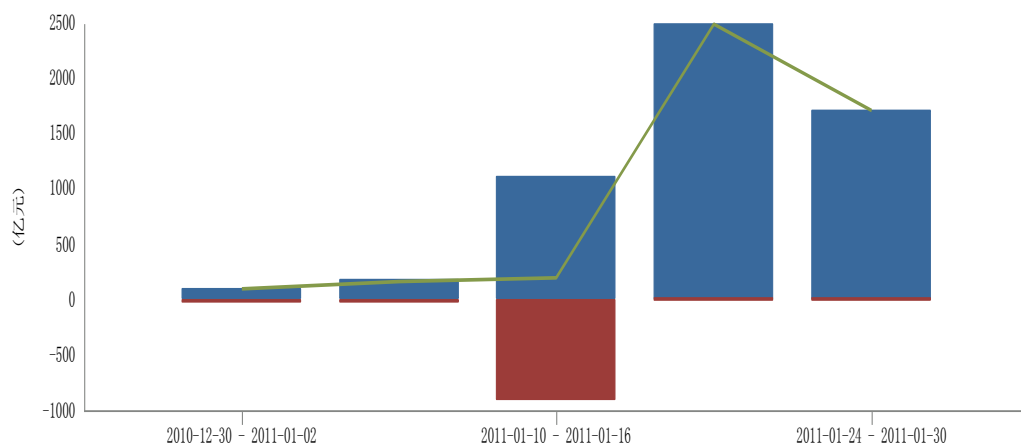
1、维持公开市场净投放，银行间流动性异常紧张

本周央行继续暂停公开市场央票和回购操作。数据显示，1 月公开市场到期规模为 5480 亿元，其间央票和正回购的量合计仅为 940 亿元，释放资金规模达到 4540 亿元，为最近半年来最大单月投放量，而上周到期资金 1700 亿元，央行公开市场操作已经连续 11 周向

货币市场净投放资金，累计投放金额 7950 亿元。

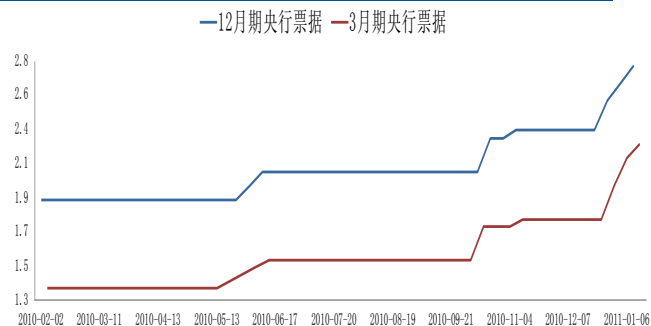
央行票据自从 1 月 18 日开始停发，连续两周暂停公开市场操作，尽管央行也有在节前暂停操作的先例，但通常为一周。本月上调存款准备金率超出市场大多机构预期，原本被央票承担的回收流动性职能被存款准备金率所取代，而存款准备金的流动性回笼效果累次递增，并且对市场预期的影响更大。

图 7：公开市场操作维持净投放



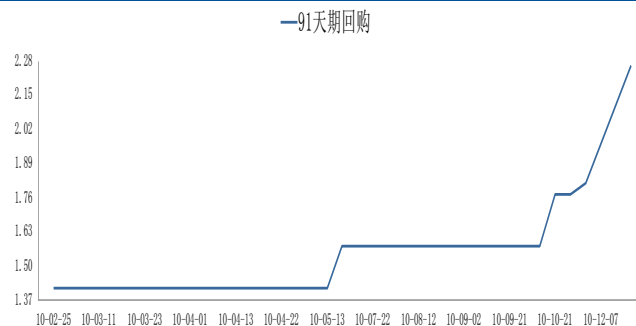
资料来源：WIND，民生证券研究所

图 8：央票利率处于历史高位，回调压力加大



资料来源：WIND，民生证券研究所

图 9：回购利率处于历史高位，回调压力加大



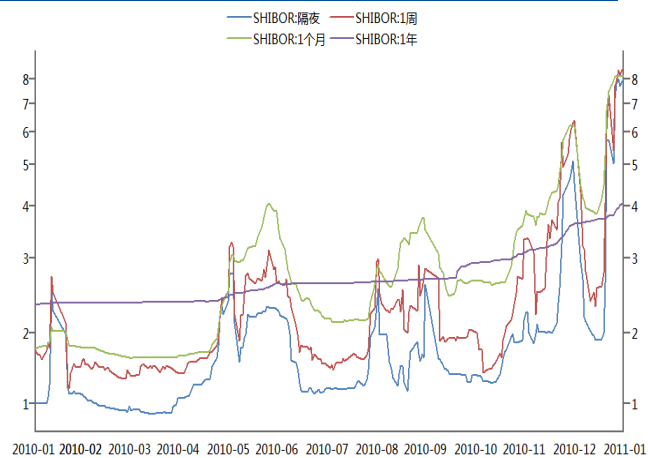
资料来源：WIND，民生证券研究所

2、货币市场资金价格连创新高，节后有望缓解

由于此次上调准备金率过于意外，加之春节临近以及新股发行速度不减等因素，银行间市场资金面再度趋紧。截至 30 日，隔夜 shibor 由周一的 5.04% 上涨至周日的 7.98%，一周 shibor 由 5.42% 跳涨至 8.51%，周涨幅分别达到 58% 和 57%。从银行间回购加权利率来看，周日隔夜回购加权利率已由周一的 5.59% 上涨至 7.92%，七天回购从周一的 5.27% 急升 8.62%，继续超出去年年末资金价格水平。

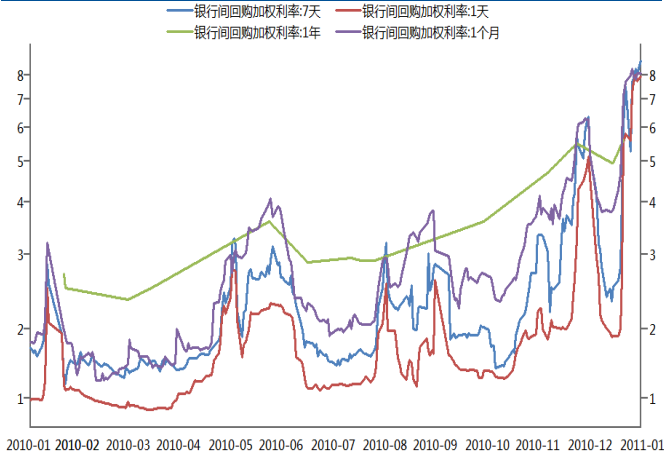
随着缴款期、春节效应的逐步消退，银行间资金面有望缓解。上周央行启动 3000 亿元逆回购加大公开市场净投入，表明央行正在采取措施缓解流动性压力，未来资金紧张程度或将有所缓解。

图 10: SHIBOR 各期限指标继续攀升



资料来源: WIND, 民生证券研究所

图 11: 银行间回购利率继续攀升



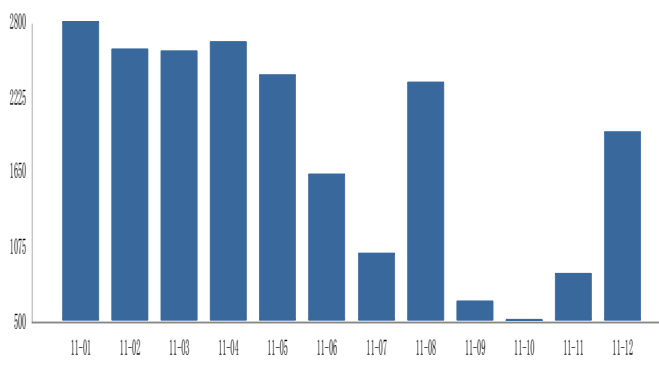
资料来源: WIND, 民生证券研究所

3、预计节后新股发行节奏明显下降，但二月份解禁风险较大

节后新股发行节奏减缓，市场有望迎来转机。历史资料显示，往年春节过后，往往会有一段时间的新股发行节奏减缓，市场弱势格局有望得以缓解。进入 2011 年以来，新股发行了 35 只，募集资金 418 亿元，这种 IPO 批量上市的现象与春节因素有关，包括年报编制在内的很多文书和行政工作一般在春节前完成，因此近期 IPO 发行并不是常态，预计节后新股发行节奏将下降，A 股流动性将得以缓解。

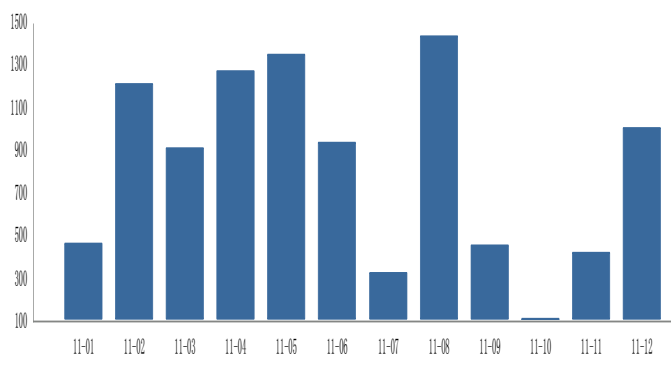
二月份遭遇首发原股东解禁小高峰，解禁风险较大。2011 年的解禁市值环比减少了六成，且多为首发原股东限售股解禁，个股解禁风险增大。其中，2011 年上半年整体解禁规模较大，1-5 月份解禁规模均在 2000 亿元以上，而二月份、四月份和五月份为首发原股东解禁市值小高峰，解禁市值分别为 1208 亿元、1269 亿元和 1345 亿元。

图 12: 2011 年 1-5 月份解禁规模在 2000 亿元以上



资料来源: WIND, 民生证券研究所

图 13: 二月份遭遇首发原股东解禁小高峰



资料来源: WIND, 民生证券研究所

四、投资建议：继续看好一季度低估值蓝筹反弹行情

在春节效应的结束、地产调控已成市场普遍预期、新股发行节奏减缓、央行加大银行间市场资金净投入四大因素的影响下，预计节后股指将出现反弹趋势。目前 A 股正处于建仓良机，建议逢低布局房地产、银行、有色、煤炭和建材板块的低估值蓝筹股。

分析师及联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007 年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010 年 9 月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

孙洪湛，主要负责辅助策略分析师进行自上而下的策略研究。本科毕业于大连理工大学数学系信息与计算科学专业，主修计算数学、保险精算学，硕士毕业于北京师范大学经济与工商管理学院政治经济学专业，主修理论经济学，2010年7月，加盟民生证券研究所。

赵丽娜，中央财经大学金融工程硕士，材料物理系学士。2010年加盟民生证券研究所，主要负责自下而上的行业比较研究和资产配置，精于金融工程理论与实践，擅长数据挖掘、统计分析。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹瑭	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	18601357268	18601368846	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。