

最坏的时刻已经过去：买入蓝筹

---2011 年 2 月 A 股市场策略报告

民生精品---策略深度研究报告

2011 年 2 月 14 日

报告摘要:

● 资金面回归常态是大概率事件

新年以来流动性的趋紧成为制约市场运行尤其是一月下旬指数调整的重要原因。历史上银行间资金利率出现过三次大幅波动，从对比来看，当前存量流动性过剩、新增贷款保持平稳，宏观经济处于低位复苏阶段，流动性并没有想象的那么紧张，未来资金价格继续下降回到 2%-3% 的均值水平、流动性回归常态是大概率事件。

● 通胀阶段性高点出现，二季度回落

去年下半年以来我国物价上涨成因复杂，但总的来看是通胀预期主导的食品价格上涨。当前的通胀形势具有结构性和阶段性的特点，根据我们的测算，我国货币发行、劳动力成本上升和输入原材料价格上涨对物价的影响被夸大，实际影响有限。春节后食品价格将同比回落，核心 CPI 将随着供给好转和需求压力缓解而回落。1 月份有望成为通胀的阶段性高点，物价的回落有望缓解投资者对政策的过度情绪。

● 海外经济稳步向好，全球风险溢价回落

美国经济增长的恢复关键取决于消费和就业的增长，目前消费市场的超预期上升和就业率大幅下降都意味着美国经济的复苏都好于预期。投资者对欧洲市场担忧的问题目前都得到初步缓解，有望引导全球市场风险溢价下行。

● 积极布局，高配低估值蓝筹股

无论是流动性、通胀还是国内外经济增长最坏的时候已经过去：未来几个月流动性将从紧张局面向常态回归，通胀将从短期的高点逐步回落，经济增速回稳。我们看好二三月份市场的表现，指数有望继续上行。目前很多蓝筹股已经被低估，市场上具有投资价值的便宜的大白马公司越来越多，我们看好同时具备高安全边际和成长性的行业，高配通信、航空、航运、保险、银行和地产板块。

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)	30.53
流通市值 (万亿)	19.49
市盈率 (TTM)	19.05
市净率 (MRQ)	2.87

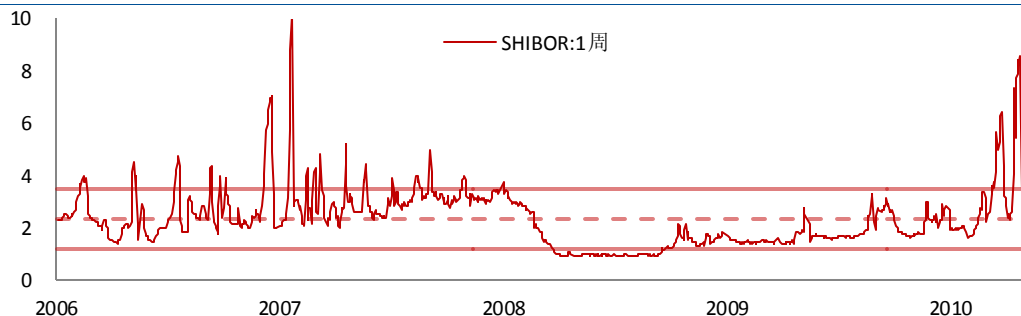
目 录

一、资金面回归常态是大概率事件.....	3
(一) 历史上银行间资金利率出现过三次大幅波动	3
(二) 未来资金价格继续下降、流动性回归常态是大概率事件	4
二、通胀阶段性高点出现，二季度回落.....	5
(一) 过去半年物价上涨主要源于食品价格上涨和通胀预期强化	5
(二) 劳动力成本上升对物价的影响经过四层过滤	6
(三) 三层吸收模型表明货币超发对物价上涨的压力被高估	6
(四) 输入原材料价格上涨对物价的影响经过四层过滤	6
三、海外经济稳步向好，全球风险溢价回落.....	7
(一) 美国经济复苏步伐超预期.....	7
(二) 欧洲央行维持低利率，欧债危机暂时得以缓和.....	9
四、市场运行与投资机会.....	9
(一) 看好市场表现，积极布局，高配低估值蓝筹股.....	9
(二) 通信：规模化发展期来临，重点推荐中国联通.....	10
(三) 航空：充分调整后投资机会已现	12
(四) 航运：BDI 继续下跌概率小，国内外需求状况好转	13
(五) 保险：投资环境改善与高安全边际	14
(六) 银行：加息影响偏中性，继续看好估值修复机会	15
(七) 地产：短期房价平稳，行业存在 30%修复空间	16
插图目录.....	17
表格目录.....	17

一、资金面回归常态是大概率事件

新年以来，在担忧通胀之外，流动性的趋紧成为制约市场运行尤其是一月下旬指数调整的重要原因。市场资金利率在 2 个星期内迅速飙升，银行间 7 天回购加权利率从 1 月 14 日的 2.53% 提高到月底的 8.62%，涨幅达 241%，处于历史次高水平。造成节前流动性趋紧的原因包括短期的春节效应、贷款额度控制、加息预期下银行惜借等多方面原因。从历史对比来看，当前存量流动性过剩、新增贷款保持平稳，宏观经济处于低位复苏阶段，流动性并没有想象的那么紧张，未来几个月资金价格继续下降、流动性回归常态是大概率事件。

图 1: SHIBOR1 周利率节后回落，但仍处于居于历较高水平



资料来源: Wind, 民生证券研究所

(一) 历史上银行间资金利率出现过三次大幅波动

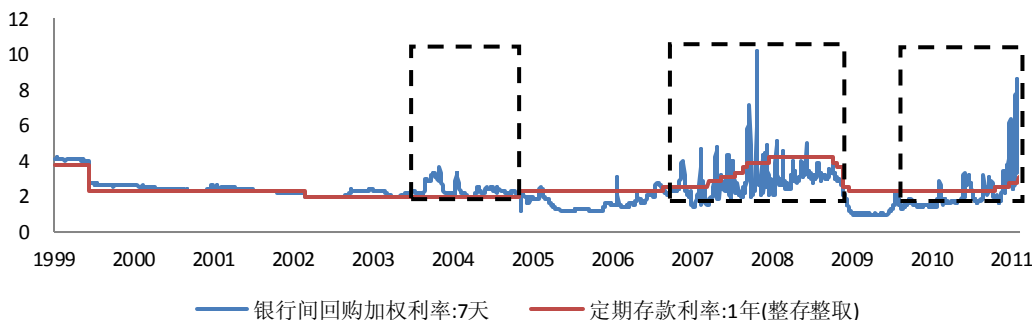
在过去十二年间，我国银行间市场上的资金价格出现过三次比较明显的波动。

1、2004 年年初，银行间 7 天回购加权利率在 2 个星期内从 1 月 14 日的 2.09% 提高到 3.29%，提高了 57%；

2、2007 年 10 月，银行间 7 天回购加权利率在 1 个星期内从 10 月 19 日的 2.52% 提高到历史最高值 10.12%，提高了 302%；主要原因是中石油新股申购与存款准备金上缴，导致货币市场资金短期紧张；

3、2011 年年初，银行间 7 天回购加权利率在 2 个星期内从 1 月 14 日的 2.53% 提高到 8.62%，提高了 241%，同期一年期存款利率仅仅是 2.75%，二者息差达到了 5.87%。节后虽然银行间利率水平从 8% 的高位明显回落，但是目前仍然处于 3%-4% 的水平，这也明显高于历史上绝大多数时期。

图 2: 银行间回购加权利率的三次大幅度波动



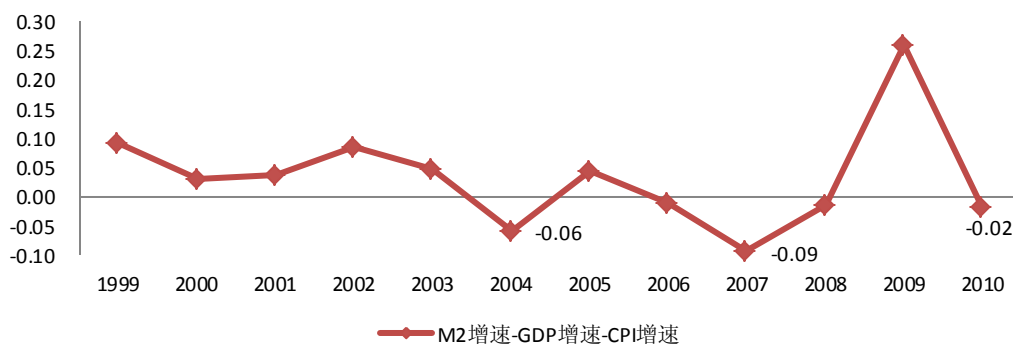
资料来源: Wind, 民生证券研究所

（二）未来资金价格继续下降、流动性回归常态是大概率事件

基于以下几个原因，我们认为资金面极度紧张、资金价格远高于历史均值的局面将难以持续，未来资金价格继续下降回到 2%-3% 的均值水平、流动性回归常态是大概率事件：

1、2011 年初存量流动性基数大，即便是继续上调存款准备金率，对固有流动性的影响仍然较小。从存量角度来看，在 2009 年和 2010 年天量信贷的投放下，与 2004、2007 年两次银行间流动性紧缩相比，目前国内货币环境较为轻松，存量流动性十分充裕。截止 2010 年 12 月，扣除经济增长和物价上涨因素货币供应量的实际增速（M2 增幅-GDP 增幅-CPI 增幅）为-0.02，好要于 2004、2007 年-0.06、-0.09 的水平。

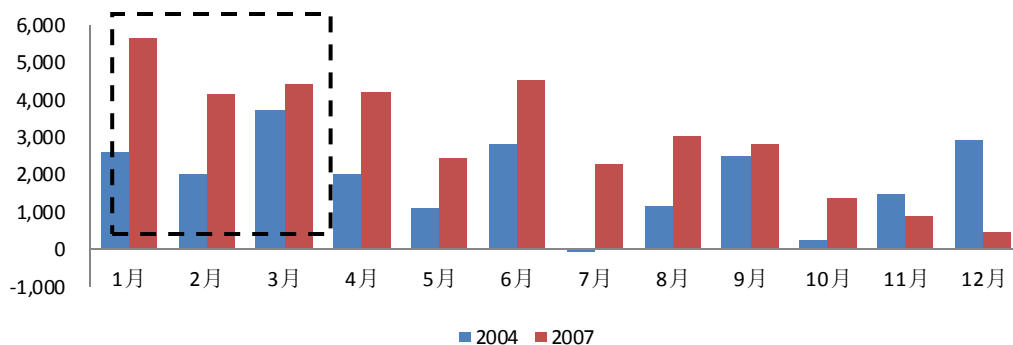
图 3：剔除物价上涨的实际货币增速要好于 2004、2007 年



资料来源：Wind，民生证券研究所

2、2011 年新增流动性好于历史同期水平。从增量角度来看，目前新增流动性也好于 2004、2007 年。从新增信贷规模来看，由于年初和去年年底储备的项目贷款较多，2011 年 1 月份单月新增信贷约为 1.2 万亿，分别占 2004、2007 年全年的 70%、30% 以上，再加上头三个月信贷冲量效应，2011 年新增信贷要远远好于 2004、2007 年的水平。

图 4：头三月新增信贷存在冲量效应

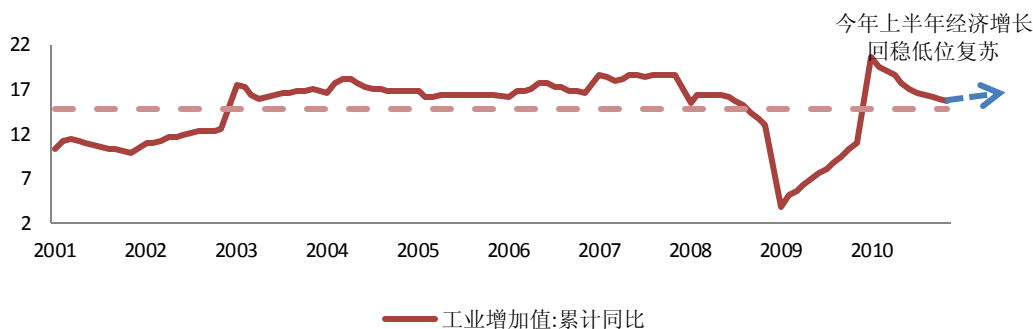


资料来源：Wind，民生证券研究所

3、今年上半年经济仍然处于低位复苏态势。从 2003 年到 2008 年底，我国工业增加值始终处于 14.84 的均值以上，其中 2004、2007 年是工业增速最快，并伴随着一定程度的经济过热局面，这与当前经济仍然处于低位复苏的局面截然相反。2010 年二季度起，

在严厉的地产调控政策下国内工业增加值出现较快下滑，接近了 14.84 的均值附近。随着四万亿投资进入尾声、国内刺激政策的退出、地产调控常态化，今年上半年我国经济增长仍将处于低位复苏的局面，这与 2007 年经济过热的背景有本质的不同，因此实体经济对流动性的需求也有差异。

图 5：目前工业增加值处于历史均值附近，中央加大投资后流动性充裕延续



资料来源：Wind，民生证券研究所

此外，节前新股发行节奏较快，从历史情况来看一季度 A 股融资规模较小，也有利率缓解流动性趋紧的格局。2011 年 1 月份新股发行了 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 1 月份 IPO 发行并不是常态，节后 A 股融资规模下降也将减缓短期资金面的紧张局面。

二、通胀阶段性高点出现，二季度回落

去年下半年以来我国物价上涨成因复杂，但总的来看是通胀预期主导的食品价格上涨。当前的通胀形势具有结构性和阶段性的特点，根据我们的测算，我国货币发行、劳动力成本上升和输入原材料价格上涨对物价的影响被夸大，实际影响有限。春节后食品价格将同比回落，核心CPI将随着供给好转和需求压力缓解而回落。因此，1月份有望成为通胀的阶段性高点，3月份物价的回落有望缓解投资者对政策的过度情绪（详请关注民生证券宏观组近期推出的深度报告：《四层过滤模型：劳动力成本上升对物价的影响有限》、《三层吸收模型表明货币超发对物价上涨的压力被高估——基于货币需求构成的分析》、《输入原材料价格上涨对国内CPI影响有限》）。

（一）过去半年物价上涨主要源于食品价格上涨和通胀预期强化

2010年下半年以来我国CPI上涨可以分为三个阶段，物价上涨主要来源于通胀预期不断强化。

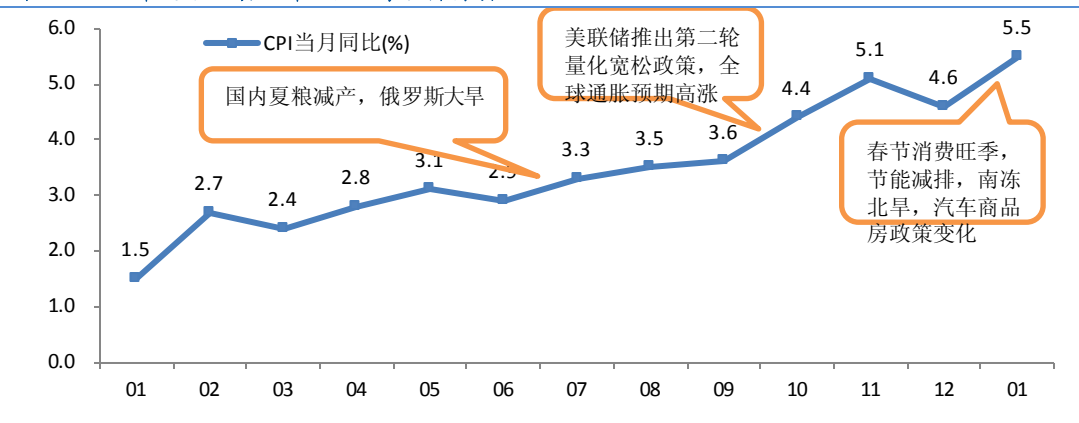
第一阶段是2010年7月到9月，CPI同比涨幅从6月的2.9%上涨到9月的3.6%，主要原因在于国内夏粮减产和俄罗斯小麦大面积减产，国际市场粮食期货价格暴涨，推动国内市场食品价格上涨。

第二阶段是2010年10月和11月，CPI同比涨幅从9月的3.6%上涨到11月的5.1%，受美

联储即将推出第二轮量化宽松政策，全球通胀预期高涨，国内物价快速上涨。

第三阶段是2010年12月到今年1月，受春节消费旺盛和南冻北旱影响，CPI同比涨幅将再创新高。

图 6：2010 年通胀预期不断强化主导物价持续上涨



资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）劳动力成本上升对物价的影响经过四层过滤

劳动力成本上升是通胀预期产生的一个重要原因。从劳动力成本比重和劳动生产率提高消化劳动力成本上升两方面考察，在其他条件不变的情况下，劳动力成本上升15%，CPI约上涨2.98%，以农业总产值增长速度保守预计，劳动生产率提高可消化劳动力成本上升对物价影响的1/3，即劳动力成本上升对物价影响降低至2.0%。另外，从收入法GDP核算角度考察，2010年我国劳动者报酬增加对GDP增长贡献率只有20.7%，这说明，劳动力成本上升对物价的影响有限。

（三）三层吸收模型表明货币超发对物价上涨的压力被高估

货币发行大量增中无疑是通胀预期高涨的重要原因，但CPI上涨并非纯粹的货币现象。2000年到2010年，我国货币供应量M2累计增长505.3%，但CPI累计涨幅只有26.0%。按照GDP缩减指数计算，2000-2010年，我国名义GDP累计增长343.8%，实际GDP增长193.1%，价格上涨51.4%。由此可见，我国物价上涨幅度远远低于货币供应增长速度，物价上涨并非单纯的货币现象。

新增货币供应需经过三层吸收，才会最终体现在物价上涨上：非实体经济吸收、经济货币化进程吸收和产能过剩对冲。在非实体经济中循环的货币，可能会推动资产价格的上涨，但不会直接推动CPI的上涨。流向实体经济中的货币，也未必能够立即和充分地推动CPI上涨。如果实体经济中存在产能过剩，那么新增货币流入实体经济会带来产品产量的增加，但未必会立刻带来产品价格的上涨。我们认为，货币超发对物价上涨的压力被高估，流入实体经济货币带来的通胀压力处于可控范围。

（四）输入原材料价格上涨对物价的影响经过四层过滤

中国作为世界第二大资源进口国，对输入原材料的高进口依存度及进口原材料的低进

口需求价格弹性为国际大宗原材料价格上涨向国内传导提供了可能,但输入原材料价格上涨对国内 CPI 影响的四层过滤模型显示,进口原材料价格上升可以通过原材料成本价格传导系数、产业链劳动生产率提升、生产环节利润弹性及流通环节利润弹性消化吸收。输入原材料价格上涨对物价的影响不应被过度夸大。

综上,在影响通胀的四大因素中,食品价格上涨带来的通胀预期强化才是物价上涨真正原因,劳动力成本、货币超发及输入原材料价格的上涨并不是此轮通胀上涨的主要原因,而随着春节因素的消除、地产汽车销售旺季的结束、供给端压力的解除,3 月份通胀的回落有望缓解投资者对市场的担忧情绪,

三、海外经济稳步向好,全球风险溢价回落

(一) 美国经济复苏步伐超预期

美国经济增长的恢复关键取决于消费和就业的增长,目前消费市场的超预期上升和就业率大幅下降都意味着美国经济的复苏都好于预期。

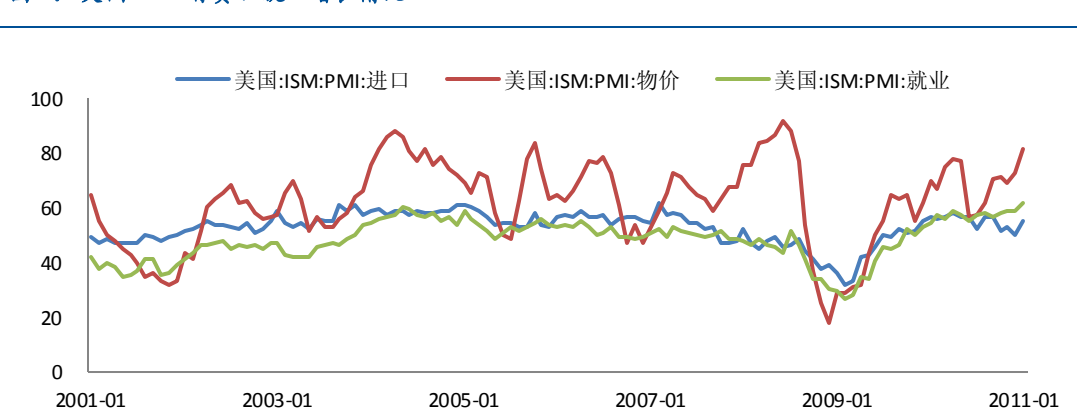
2011 年 1 月份美国 PMI 大幅上升,各项指标环比均有所好转。除了客户库存指标仍处于 50 以下,其余指标均处于 50 以上的扩张期,尤其是订单库存和新出口订单的环比大幅增长表明美国经济复苏加速。

表 1: ISM 制造业采购经理人指数 PMI 分项指标

指标名称	2010-12	2011-01	环比
PMI:订单库存	47.00	58.00	23.40%
PMI:新出口订单	54.50	62.00	13.76%
PMI:客户库存	40.00	45.50	13.75%
PMI:物价	72.50	81.50	12.41%
PMI:新订单	62.00	67.80	9.35%
PMI:进口	50.50	55.00	8.91%
PMI:就业	58.90	61.70	4.75%
PMI:供应商交付	56.70	58.60	3.35%
PMI:自有库存	51.80	52.40	1.16%
PMI:产出	63.00	63.50	0.79%

资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 7: 美国 PMI 消费、就业增长情况



资料来源: Wind, 民生证券研究所

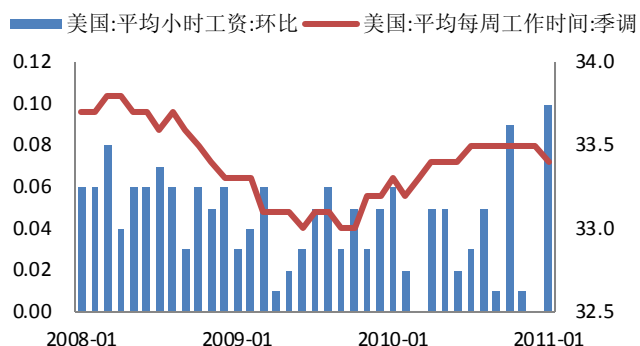
消费的超预期上升推动美国经济复苏加速。密歇根大学 2 月 11 日公布的数据显示，美国 2 月密歇根大学消费者信心指数初值为 75.1，为 10 年 6 月以来的最高水平，略高于预期的 75.0。我们认为推动美国消费超预期上升主要是以下三个方面：

1、工资性收入增速加快。2010 年尽管美国就业市场整体表现并不尽如人意，但工人单位薪酬持续的环比正增长，增加了工资性收入；

2、储蓄率降低，释放消费性支出。2010 年四季度美国居民储蓄率较二、三季度低 1% 左右，直接释放消费支出约 1000 亿美元；

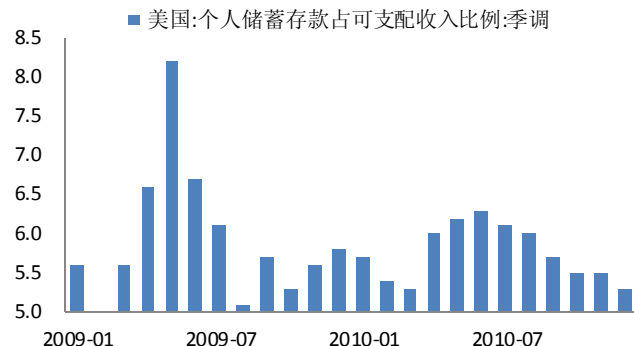
3、金融资产价格的财富效应，量化宽松政策为市场提供了充足的流动性，推动了美国股指上涨和房价的稳定，财富效应推动美国消费信贷的触底回升。

图 8：美国工人工作增速加快



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 9：储蓄率降低，释放消费性支出



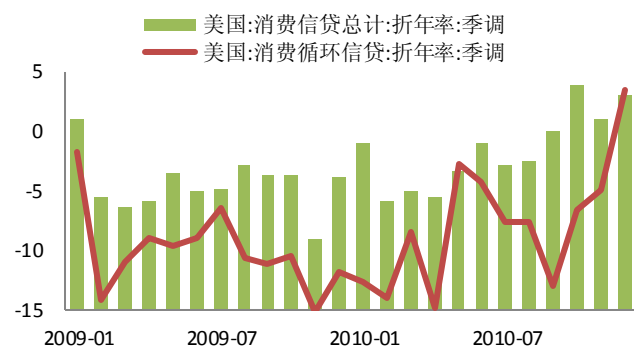
资料来源：Wind，民生证券研究所

图 10：2010 年四季度后美股大幅上扬



资料来源：Wind，民生证券研究所

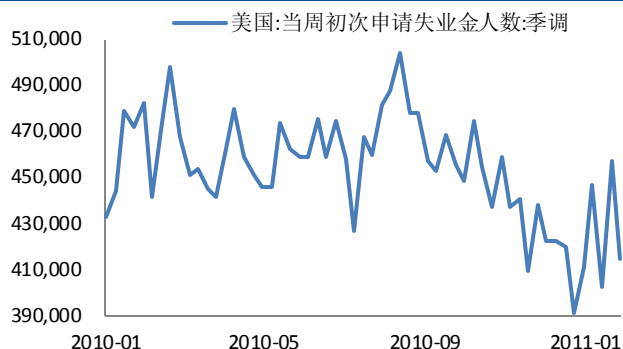
图 11：消费信贷触底回升



资料来源：Wind，民生证券研究所

美国就业市场出现明显改善迹象。就业情况转好是美国经济加快复苏的标志之一。今年 1 月份美国失业率由前一个月的 9.4% 降至 9%，好于市场预测的增至 9.5%，这也是 21 个月以来的最低点，持续申请失业救济比例维持于 3.1% 的水平。这是自 2007 年以来，美国失业率首次出现如此快速的下降趋势，一扫 2010 年美国就业市场的颓势。

图 12: 1 月份申请失业金人数下降



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 13: 1 月份失业率快速下降



资料来源: Wind, 民生证券研究所

(二) 欧洲央行维持低利率, 欧债危机暂时得以缓和

投资者对欧洲市场担忧的几个问题目前都得到初步缓解, 有望引导市场风险溢价下行。欧洲中央银行 13 日决议维持利率 1% 的低点, 该利率从 2009 年 5 月维持在 1% 的历史低点已经维持了 20 个月。欧元区的年通货膨胀率到去年 12 月份已经升到 2.3%, 不仅超过了欧洲央行设定的增长率, 还创下了 2 年以来的新高, 但欧洲央行表示, 欧元区通货膨胀的压力并未威胁欧元区经济发展, 不会提前采取行动, 化解了投资者对欧债危机的担忧。此外, 葡萄牙顺利发行了大约 12.5 亿欧元的国债, 西班牙也成功标售 280 亿美元的担保债券以及中国增持西班牙国债, 均提振了市场对欧元的信心, 欧债危机在短期内得以缓和, 市场的乐观情绪使得风险溢价有所回落。

表 2: 欧元区基准利率维持历史低位 1%, 有助于经济短期恢复

日期	欧元区基准利率	维持时间	日期	欧元区基准利率	维持时间
2003-06	2.00	31	2006-06	2.75	2
2009-05	1.00	20	2001-09	3.75	2
2007-06	4.00	13	2006-08	3.00	2
2001-11	3.25	13	2006-10	3.25	2
2001-05	4.50	3	2009-01	2.00	2
2008-07	4.25	3	2008-11	3.25	1
2003-03	2.50	3	2008-12	2.50	1
2006-03	2.50	3	2009-04	1.25	1
2007-03	3.75	3	2001-08	4.25	1
2002-12	2.75	3	2008-10	3.75	1
2005-12	2.25	3	2009-03	1.50	1
2006-12	3.50	3			

资料来源: Wind, 民生证券研究所

四、市场运行与投资机会

(一) 看好市场表现, 积极布局, 高配低估值蓝筹股

春节前后流动性趋紧和通胀的阶段性高点成为一月下旬指数调整的重要原因。无论是

流动性、通胀还是经济增长最坏的时候已经过去：未来几个月流动性将从紧张局面向常态回归，通胀将从短期的高点逐步回落，经济增速回稳。我们看好二三月份市场的表现，指数有望继续上行，投资机会将着力于具有高安全边际的蓝筹板块，特别是业绩符合预期乃至超越预期的上市公司应重点关注。

1、从流动性角度看，当前存量流动性过剩、新增贷款保持平稳，宏观经济处于低位复苏阶段，流动性并没有想象的那么紧张，未来几个月资金价格继续下降、流动性回归常态是大概率事件。

2、从国内外宏观经济层面看，国内经济增长回稳低位复苏，通胀将从1月份的高点逐步回落，国外美欧消费水平、就业情况明显改善，全球经济进入加速复苏阶段，宏观基本面向好正在向微观企业盈利传导。

3、从国内上市公司的微观基本面看，截止2月13日，1267家上市公司公布业绩预报，其中1011家业绩向好（包括预增、略增、续增及扭亏），占比为79%，而124家公布业绩预报的蓝筹股中，108家业绩向好，占比达87%以上，蓝筹年报行情初现。

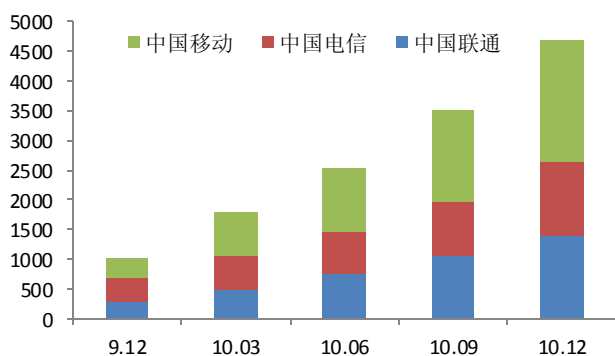
经过近期的调整后，目前很多蓝筹股已经明显被低估，市场上具有投资价值的便宜的大白马公司越来越多，我们看好同时具备高安全边际、低估值、兼顾行业成长性不错的板块，建议投资者可以积极操作，高配通信、航空、航运、保险、银行和地产板块。

（二）通信：规模化发展期来临，重点推荐中国联通

1、我国 3G 进入快速规模化发展时期

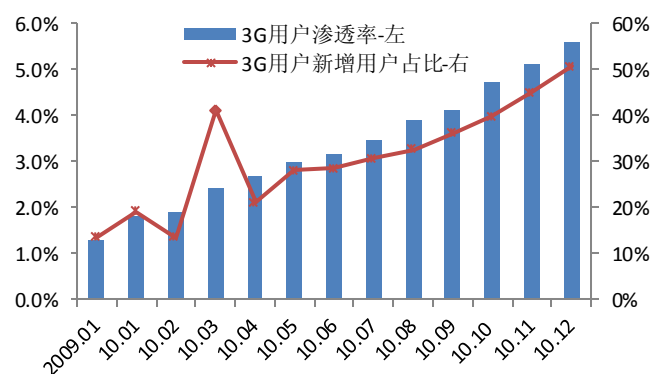
2011 年 3G 发展将迎来转折点，市场渗透率将超过 10%。2010 年全国 3G 用户量净增 3683.4 万户，累计达到 4705.2 万户，同比增长 360.4%。其中，联通、移动、电信全年净增 3G 用户量分别为 1132、1729.4 和 822 万户，10 年底累计用户量分别达到 1406、2070.2 和 1229 万户。2010 年 12 月我国新增 3G 用户约占新增用户的 50%，12 月份 3G 用户存量占总用户存量的 5.6%，2011 年我国 3G 用户渗透率有望超越 10%，迎来关键转折点，这意味着 3G 在我国进入到规模化应用时期。

图 14：10 年底我国 3G 用户同比增 360%



资料来源：工信部，民生证券研究所

图 15：12 月新增 3G 用户约占新增用户的 50%

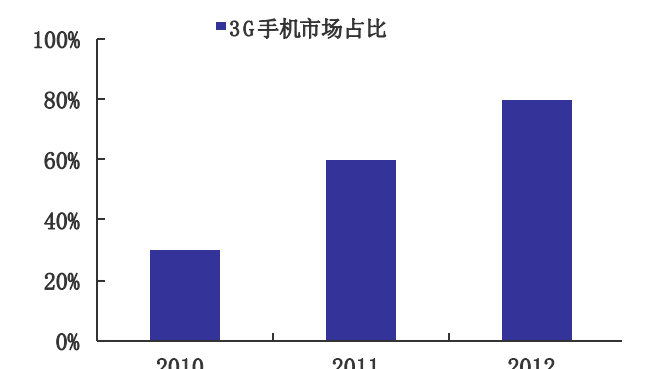


资料来源：运营商公告，民生证券研究所

2、智能手机的爆发推动移动互联网迅速发展

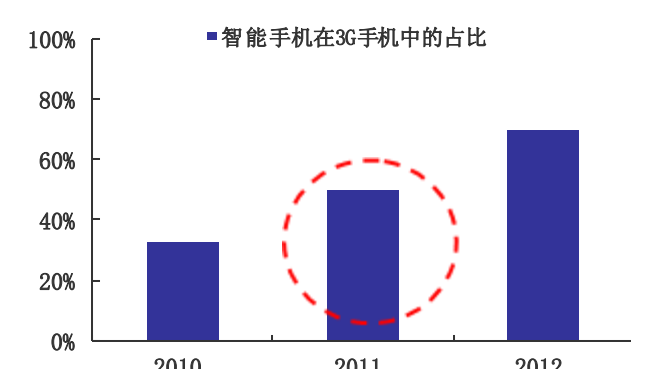
2010 年手机应用业务呈现良好的增长态势。2010 年，全国网民数量净增 0.73 亿人，累计达到 4.57 亿人，其中手机网民净增 0.69 亿达 3.03 亿人，占网民总数的 66%。2010 年，全球智能手机出货量为 3.026 亿台，比 09 年的 1.735 亿台增长 74.4%。同时，手机应用业务呈现出良好的增长态势。集邦科技预估，2011 年智能手机渗透率将突破 20%，智能手机快速增长正推动移动互联网快速发展。智能手机将于 2011 年呈现爆发式增长。调研显示，今年 3G 手机将成为市场的主流，3G 智能手机的市场占比将从 2010 年的 10% 上升到 2011 年的 30%，呈现出爆发式增长。

图 16: 3G 手机市场占比变化趋势



资料来源：天音控股，民生证券研究所

图 17: 3G 智能手机在 2011 年将会爆发



资料来源：天音控股，民生证券研究所

3、智能手机的爆发将使得更多的用户选择中国联通

（1）智能手机的普及将激发用户潜在的移动数据需求

智能手机，尤其是触摸屏智能手机的普及，将极大地激发用户潜在的移动数据需求；因为触摸屏智能手机的出现彻底改变并提升了手机上网的用户体验，使得手机上网成为 3G 真正的“杀手级”应用。以 AT&T 引入 iPhone 为例，可以看到，作为一款卓越的触摸屏智能手机，iPhone 的普及导致了 AT&T 移动数据流量的飞速增长。

（2）移动数据需求的爆发将使得更多的用户选择联通

移动数据需求的爆发，一方面会使得更多购买智能手机的用户为了获得更快更好的上网体验而直接选择联通的 WCDMA 网络。另一方面，由于很大比例的用户购买了 WCDMA 手机后，仍然会使用中国移动的 2G 网络；那么面对成倍增长的智能手机用户和随之而来的移动数据需求，本来带宽就处于劣势的移动 2.75G 数据网络的压力会增大，将吸引更多的移动用户转投联通。

4、智能手机的爆发将使得联通的补贴政策更加普及

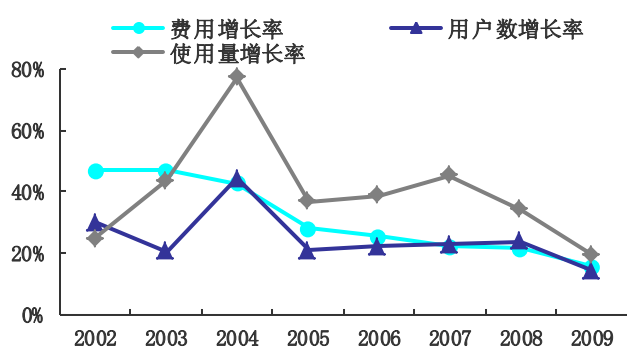
手机补贴和话费补贴是联通在初期发展 3G 用户的重要手段。由于智能手机是这两三年才发展起来的，虽然 WCDMA 制式的手机终端种类繁多、相对成熟，但过去多是非智能手机；因此在 2010 年联通在手机终端上的优势远未充分体现出来。也由于好的智能手机相对缺乏，联通的补贴政策并未普及。随着今年 3G 智能手机在品种和数量上的爆发，联通的补贴政策可以更大范围地实施，从而进一步促进 3G 用户的高增长。从天音控股等

国代商处了解的情况看，由于今年市场上销售的主要都将是 WCDMA 制式的手机，再加上联通的补贴支持和佣金返还政策，为联通发展用户已是它们的必然选择。

5、补贴政策对联通盈利的影 响不大

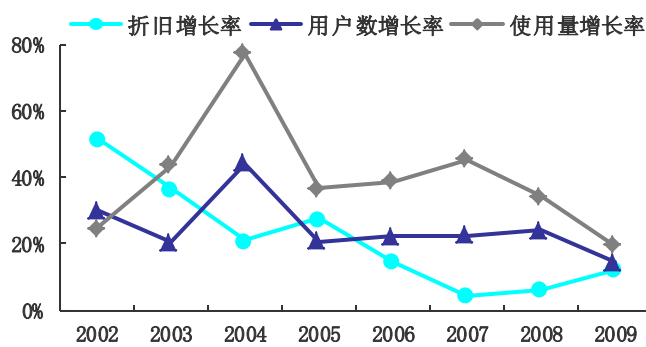
行业分析师对中移动数据的分析显示，运营商的成本主要跟用户数相关，跟通信使用量的关系并不大。运营商的成本主要由费用和折旧组成：运营商的费用主要包括网络运营及支撑成本、人工成本、管理费用和销售费用。前三者主要由网络规模、公司规模和通货膨胀决定；销售费用主要包括代办手续费和广告宣传费，主要跟用户数和收入配比。运营商折旧的增长一般来说低于用户数的增长，更远低于通讯使用量的增长。

图 18：费用的增长跟通信使用量关系不大



资料来源：中移动年报，民生证券研究所

图 19：折旧增长跟通信使用量关系不大



资料来源：天音控股，民生证券研究所

（三）航空：充分调整后投资机会已现

1、航空运输业将继续处于行业景气上升周期，一季度业绩高增长可期

2010 年在需求快速增长，而航空运力适度有限投放条件下，民航运输周转量表现强劲，各月客座率屡创历史新高，航空运输业进入景气上升周期。12 月是民航运输淡季，但航空运输量仍表现出强劲回升，环比增速一改往年略减的经验情况而出现正增长。2011 年航空业仍存在供需缺口，国内外经济稳定增长、航空消费属性的日益增强将继续驱动行业景气上行，一季度航空公司业绩高增长可期。

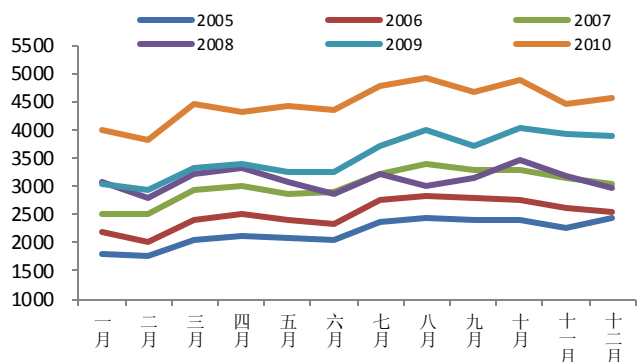
（1）2010 年 12 月行业延续高景气度

12 月是航空运输业传统淡季，历史上看，98 至 09 年当月民航运输总周转量均出现环比下降，但 2010 年 12 月，无论从民航运输周转量还是客座率指标来看，均一改往日格局呈现出环比回升，延续了 2010 年的行业高景气度。预计 12 月行业利润将创出历史同期新高。

具体来看，2010 年 12 月我国民航综合、国内、国际和港澳台地区的运输总周转量分别为 45.5、28.4、17.1 和 1.0 亿吨公里，同比增长 17%、11.3%、27.7%和 17.8%，环比增长 1.8%、3.2%、-0.4 %和 5.7%，整体来看同比与环比均呈现回升态势。就行业关键盈利指标客座率来看，2010 年在需求快速增长，而航空运力适度有限投放条件下，行业月度客座率屡屡创下近年新高，其中 12 月客座率在 11 月基础上提高近 2 个百分点。同时高客

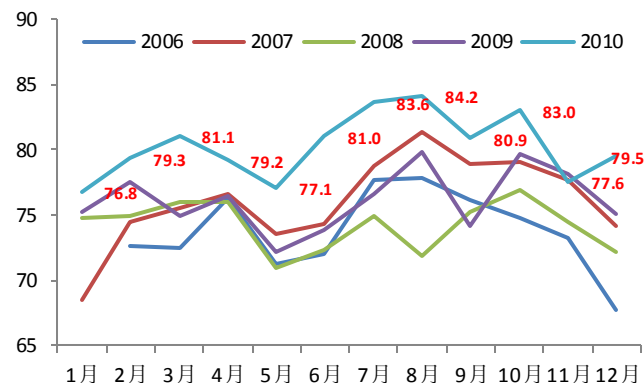
座率带了票价的显著提升，2010 年国内航线、港澳台和国际航线票价均出现较大幅度上涨。

图 20: 12 月航空运输量同比增速回升，环比出现正增长



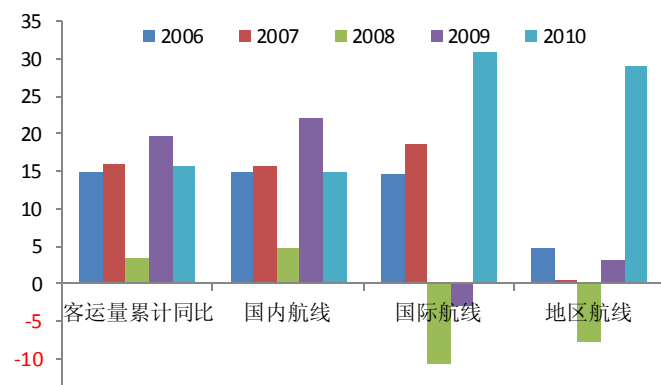
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 21: 2010 年民航正常客座率指标显著高于历年同期



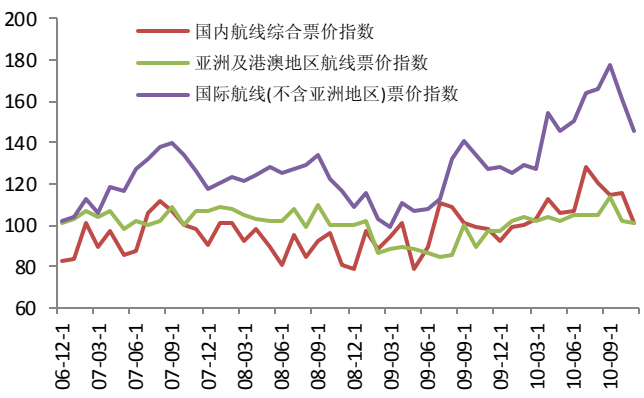
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 22: 2010 年民航累计客运量同比增速显著增长



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 23: 2010 年航线票价指数坚挺



资料来源: wind, 民生证券研究所

2、媒体过度关注高铁建设对航空的负面影响，压抑航空股估值提升

去年 10 月份以来在强劲的行业基本面背景下，航空股连续走低，累计下跌幅度接近 50%，原因主要在于高铁建设对航空分流的强烈预期。我们认为媒体过度放大了高铁建设对航空的负面影响，随着预期的逐渐清晰，航空股有望迎来反弹行情。

经过我们对高铁分流的初步测算，预计全民航累计受高铁分流比例在 5%-9% 左右，由于民航尚存在 5% 左右的供需缺口，因此，高铁对航空的影响远没有想象中的严重。其中我们重点考虑了以下因素：（1）充分考虑高铁提前开通的影响，如京沪高铁提前开通；（2）考虑乘坐航空和高铁旅行的周转时间；（3）航空和高铁的时速差异。

（四）航运：BDI 继续下跌概率小，国内外需求状况好转

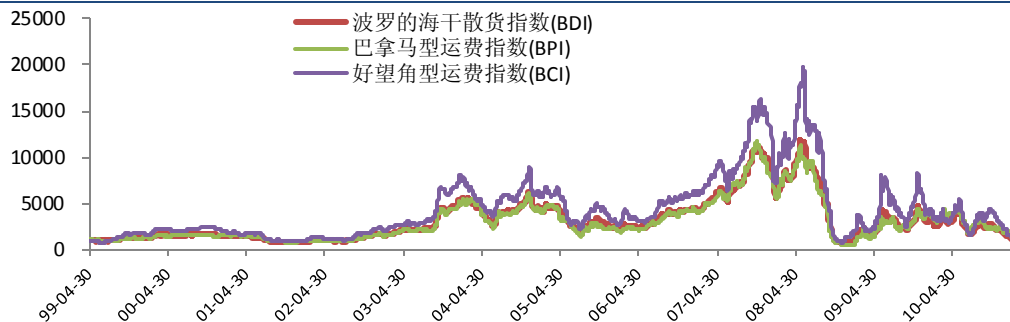
1、BDI 指数从历史低位反弹，继续下跌概率较小

去年 10 月以来我国央行三次加息，借贷成本增加在一定程度上放缓了我国经济活动增速，对商品需求和干散货运费费率带来明显的负面影响。此外，澳大利亚昆士兰州遭遇

洪水袭击以及哥伦比亚、南非、俄罗斯和印尼的天气问题都令煤炭运输在近几周中断。受上述因素影响，波罗的海干散货运价指数于6日当周下滑至99年以来的历史底部区域。

随着春节假日的结束，船运活动将再度增加，BDI指数已经连续四个交易日反弹，在当前良好的经济环境下，澳洲煤炭运输呈现恢复迹象，BDI指数继续下跌的可能性不大。

图 24: BDI 指数从历史低位反弹，继续下跌概率较小



资料来源: Wind, 民生证券研究所

2、2011 年国内外航运需求状况将较去年同期明显改善

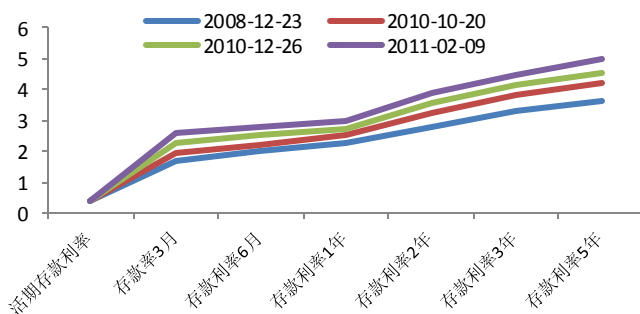
进入2月份，国内经济需求活动逐步活跃，并推动经济进入补库存阶段，同时海外经济的稳步复苏也将推动航运需求状况明显改善。2011年1月份美国PMI大幅上升，各项指标均有所好转，除了客户库存指标仍处于50以下，其余指标均处于50以上的扩张期，表明美国经济正加速复苏。美国经济持续恢复的关键取决于就业和消费的增长，目前来看，美国消费和就业市场已经持续出现明显改善的迹象，1月份美国失业率已经从去年12月的9.4%下降至9%。

（五）保险：投资环境改善与高安全边际

1、再次加息，保险公司固定收益类投资环境继续改善

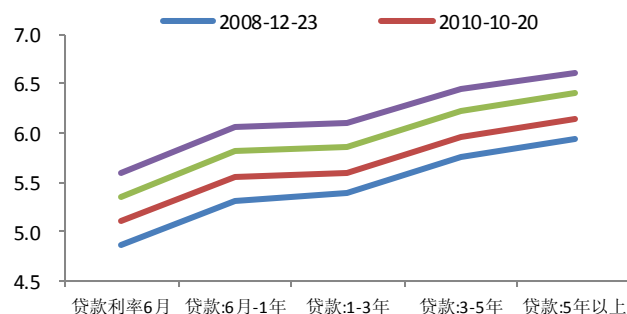
中国人民银行2月8日晚宣布，自9日起上调金融机构一年期存贷款基准利率0.25个百分点，其他各档次存贷款基准利率相应调整。调整后，一年期存款利率达到3%，一年期贷款利率达到6.06%。这是央行自2010年10月以来第三次上调利率。加息后，存款基准利率期限结构继续陡峭化，贷款期限结构平行上移。

图 25: 存款利率期限结构逐渐陡峭化



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 46: 贷款利率期限结构平行上移



资料来源: wind, 民生证券研究所

2、加息对保险产品销售影响不大

目前传统保险产品的预定利率为 2.5%，略低于一年期存款利率，但是在通胀压力及加息预期下，今年预定利率的市场化有望促成传统寿险产品转化，进而促成销售转机。而且对于分红险和万能险产品，分红水平和万能险结算利率在 4% 左右。因此，加息不会对保险产品的销售产生实质性影响。

3、行业估值具备充分的安全边际

从 2 月 10 日 A/H 股折价来看，中国平安、中国人寿和中国太保的 A 股相比 H 股分别折价 33%、27% 和 28%，均位列 A 股折价率最高的前 6 名。目前三个保险上市公司的估值已经接近 08 年金融危机的水平，行业估值具备充分的安全边际，防御价值明显。

（六）银行：加息影响偏中性，继续看好估值修复机会

尽管本次加息首次上调了活期存款利率，但上调 0.04 个百分点，幅度较小，对银行业的息差负面影响有限。同时考虑商业银行同业往来收益率和债券投资收益率的上升，本次加息对于银行股净利润影响偏中性。我们继续维持一季度看好银行股估值修复行情的判断。

1、信贷回归息差扩大，短期银行业绩无忧

2011 年活期存款比例保持稳定，活期存款利率决定付息负债成本。活期存款比例与 CPI 走势呈现同向变动趋势，预计 2011 年全年 CPI 增长将维持在 4% 左右。由于 2010 年 10 月以来 CPI 增长意外超预期，活期存款比例已经提前向下做出反应。伴随着 2 月份 CPI 的趋稳回落，活期存款比例也将维持相对稳定，不会大幅下滑，因此付息负债的主要影响因素仅为活期存款利率。

整个加息周期息差约扩大 50-60bps，2011 年全年上行 15bps。从历史的表现来看，2004 年至 2010 年，我国经历了一个完整的从加息周期和降息周期。伴随着利率的调整，息差也呈现了通道的变动趋势。在 2004-2007 年的加息周期中，上市银行平均净息差上升幅度超过 60bps，此后进入降息周期，平均净息差下降近 50bps。加息周期初期（第一年）息差扩大幅度约为全周期的 1/4，预计 2011 年全年净息差上行 15bps。

2、2011 年有望分层实施拨备新政，预计实际业绩影响小于 8%

银监会拟要求商业银行按照拨备/总贷款额的 2.5% 计提拨备。作为积极探讨提高银行业资产安全性的有益尝试，2011 年有望分层实施拨备新政，预计实际业绩影响小于 8%。

若一刀切实施，五家银行业绩影响超 20%，整体影响较大，2011 年分层实施可能性较大。一刀切地按照 2.5% 的水平计提拨备对商业银行整体影响较大，对 2011 年业绩影响超过 20% 的银行为五家。该项措施其忽视了不同资产的风险差异，可能导致资产风险与资产拨备脱钩。若分层实施拨备政策，除中信（30.81%）、招行（14.83%）和交行（12.93%）影响较大外，他行无忧。

3、平台贷款信贷成本悲观情况下上升 38-75bps

从动态角度来看,由于贷款的风险暴露将集中在 2011 年和 2012 年,各行地方政府融资平台类贷款的风险释放仍有待观察。根据现有数据,假定存在问题的贷款比例占总贷款规模的 15% (存在下修空间),在未来两年内贷款违约的概率分布在 5%到 30%,给定损失比例在 10%到 60%,悲观情况下,在未来两年内该类贷款的信用成本集中分布在 0.75%到 1.5%之间,年均信贷成本为 38bps 到 75bps。总体来看,未来两年中违约概率和违约损失均存在向下动态修正的空间。

(七) 地产: 短期房价平稳, 行业存在 30%修复空间

政策高压下,无论房价涨或者跌,估值压力都会在政策力度或者价格下跌幅度上徘徊,这就造成的地产股估值的“死循环”,房价无论涨或者跌,均不利于估值提升。房价平稳才是地产股突破估值“死循环”的利器。

房价平稳的投资逻辑—估值存在 30%的修复空间。房价平稳下的行业估值可参照历史平均水平,政策引致的估值偏低不可能长期与行业良好的基本面背离。根据对重点公司利润增长及占比情况分析,预计 2010 年房地产上市公司净利润同比增长 30%,2011 年净利润增速回落至 16%左右的水平。虽然房地产行业净利润增速下滑,但仍保持同比较高增长,高基数原因是增速放缓主因。预计 2011 年重点公司 PE 在 10 倍,RNAV 折价 20%左右,估值修复到 15-20 倍是较为正常的水平,即使按照 15 倍来衡量,地产股整体上仍有 30%的估值修复空间。从我们对 2011 年 CPI 的预测来看,1 月份将是阶段性高点,通胀压力将于春节后的 3 月份回落。随着通胀压力的不断缓解,房地产行业估值有望不断修复,看好地产股二、三月份的行情。

插图目录

图 1: SHIBOR1 周利率节后回落, 但仍处于居于历较高水平	3
图 2: 银行间回购加权利率的三次大幅度波动	3
图 3: 剔除物价上涨的实际货币增速要好于 2004、2007 年	4
图 4: 头三月新增信贷存在冲量效应	4
图 5: 目前工业增加值处于历史均值附近, 中央加大投资后流动性充裕延续	5
图 6: 2010 年通胀预期不断强化主导物价持续上涨	6
图 7: 美国 PMI 消费、就业增长情况	7
图 8: 美国工人工作增速加快	8
图 9: 储蓄率降低, 释放消费性支出	8
图 10: 2010 年四季度后美股大幅上扬	8
图 11: 消费信贷触底回升	8
图 12: 1 月份申请失业金人数下降	9
图 13: 1 月份失业率快速下降	9
图 14: 10 年底我国 3G 用户同比增 360%	10
图 15: 12 月新增 3G 用户约占新增用户的 50%	10
图 16: 3G 手机市场占比变化趋势	11
图 17: 3G 智能手机在 2011 年将会爆发	11
图 18: 费用的增长跟通信使用量关系不大	12
图 19: 折旧增长跟通信使用量关系不大	12
图 20: 12 月航空运输量同比增速回升, 环比出现正增长	13
图 21: 2010 年民航正常客座率指标显著高于历年同期	13
图 22: 2010 年民航累计客运量同比增速显著增长	13
图 23: 2010 年航线票价指数坚挺	13
图 24: BDI 指数从历史低位反弹, 继续下跌概率较小	14
图 25: 存款利率期限结构逐渐陡峭化	14
图 26: 贷款利率期限结构平行上移	14

表格目录

表 1: ISM 制造业采购经理人指数 PMI 分项指标	7
表 2: 欧元区基准利率维持历史低位 1%, 有助于经济短期恢复	9

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，北京师范大学经济学硕士，大连理工大学计算数学学士，东北财经大学辅修精算学。2010 年加盟民生证券研究所，主要负责进行自上而下的主题投资和大类资产配置研究。具有深厚的数学、经济学理论基础，擅长政治、经济理论研究及企业价值分析。

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	尹璠	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	13811008335	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。