

策略专题报告

超配中游，优选成长

相关研究报告

2011 年度策略报告 (2010.11.25):

《“防通胀”到“新周期”
：寻找经济转型和政策拐点的交集》

核心观点：

- 1) 政策拐点决定市场向上拐点。
- 2) 政策拐点时机在 1 季度后半段。
- 3) 选择传统和新兴行业的交集。
- 4) 攻守兼备“大机械+大金融”。
- 5) 成长股分化，优选新周期股。

研究员

王韧（首席策略分析师）

S1060210090010
0755-22623376
wangren740@pingan.com.cn

市场判断：未来三个月市场中枢将出现上移，上证指数运行区间【2700，3200】，建议超配中游（化工、建筑建材、电力设备、交运），优选成长（节能环保装备、信息建设、生物医药）。

- **国内通胀和增长博弈开始向有利方向转化。**政策拐点决定市场拐点框架下，市场上行依赖于通胀和增长两种力量的博弈。通胀角度看，翘尾和新涨价对于通胀的压力犹在，农产品和油价的滞后上涨则可能引发通胀持续性超预期；增长角度看，最终需求仍在稳步提升，加之新五年规划启动带来新增需求，经济景气仍在上行通道。“通胀高企，经济未热”的早周期环境为股市运行提供了有力的价值支撑，并在通胀压力重回可控后推动市场出现上行拐点。鉴于 2 月份后通胀翘尾和环比动量均将明显减弱，政策调控效果也将日益显现，当前通胀和紧缩预期对市场的压制基本处于顶部位置，市场政策底将在未来 2-3 个月内逐步探明。
- **全球“去杠杆化”重启改变资产配置方向。**通胀压力正倒逼全球资金利率提升，而美国经济呈现复苏迹象使美元收紧预期升温，基于美国失业率的结构性区分，非自然失业率的下降好于预期，而降低自然失业率则需要依赖经济结构转型，资金重新流入是前提。在此背景下，国际资金流向的阶段性逆转将成为全球“去杠杆化”的第一波，这将压制过去两年更多体现金融属性的资产类别和行业板块。大类资产中，大宗商品和新兴市场短期将承压；行业板块中，上游商品股和金融地产股将受压制。而过去更多反映经济预期的重资产和滞涨板块将出现重估机会。
- **市场将在等待政策底过程中维持区间震荡。**动态估值角度看，上证指数 2700 点基本处于历史底部区域，市场价值底已基本探明；当前市场风险主要体现为政策底尚未明确，其主要通过成品油调价节奏变化影响石油石化盈利、非对称加息预期冲击银行股盈利、地产调控压制地产产业链盈利、货币紧缩威胁中小企业盈利四条途径压制市场预期。再考虑国际资金流向阶段性逆转带来的外部冲击，A 股市场短期仍可能在“下有支撑，上有压力”的环境下维持区间震荡局面，政策底的明确将以通胀回落至可控范围及国际资金回流预期逐步释放为前提。
- **中枢上移，未来三个月上证运行区间【2700，3200】。**基于动态估值的历史比较，市场价值底在上证指数 2700 点附近，2010 年年报业绩确认和复苏趋势将推动股指运行中枢上移，而通胀和紧缩预期带来的政策底不明朗以及前期密集成交等因素决定的市场压力位在 3100-3200 点位置。二季度后半段政策拐点明确后市场选择继续上行的概率较高。
- **行业配置与选择：超配中游，优选成长。**超配中游的逻辑在于，全球资金流向阶段性逆转压制上游商品价格弹性，而国内通胀预期传导推动中游产品提价，再考虑经济增长、十二五启动和旺季需求因素，中游盈利预期将逐步改善，重点推荐化工、建筑建材和电力设备板块。优选成长的逻辑在于，市场维持区间震荡局面下，调整充分、质地优良且估值业绩匹配度高的新周期成长股将重新赢得资金关注并出现结构性反弹，重点关注节能环保装备、信息建设、生物医药三大主题。

正文目录

一、	宏观分析：通胀增长博弈开始向正面转化	3
1.1	通胀预期之顶开始逐步显现	3
1.2	商品属性回归将抑制输入性通胀	4
1.3	美元短期波动加剧将压制大宗商品价格弹性	6
1.4	天气因素引发的粮食减产涨价预期处于阶段性顶部	8
1.5	成本推动型农产品涨价空间相对有限	10
1.6	增长可能被适度牺牲但复苏趋势不变	11
1.7	政策将在防通胀和保增长之间维持动态平衡	12
二、	市场判断：中枢上移，区间【2700，3200】	13
2.1	市场价值底部在上证指数 2700 点附近	13
2.2	盈利下调风险使政策底可能短暂跌破价值底	15
2.3	通胀和增长博弈所决定的政策拐点步入酝酿期	17
2.4	内外部货币紧缩压力是未来 3 个月市场的主要风险	18
2.5	未来三个月市场将通过震荡为上行蓄势	20
三、	行业配置：超配滞涨中游，优选优质成长	21
3.1	全球资金新动向利好低金融属性行业	21
3.2	货币调控压力紧缩利好低资金依赖行业	23
3.3	“通胀高企、经济未热”的早周期环境利好投资品行业	24
3.4	盈利估值比较更多关注重资产和滞涨板块	26
3.5	市场风格将转向周期与成长的结构轮动	28
3.6	行业选择结论：超配滞涨中游，优选优质成长	29

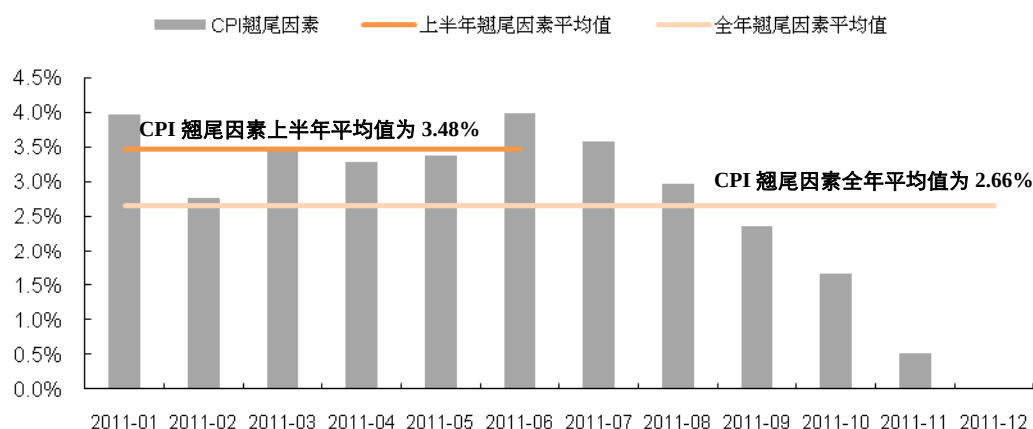
一、宏观分析：通胀增长博弈开始向正面转化

1.1 通胀预期之顶开始逐步显现

资本市场的通胀压力观测需要区分实际通胀和通胀预期。而逻辑上看，通胀预期变化及其与实际通胀走势的相互验证对市场运行具有最为有效的影响。依据平安宏观组预测，2011 年全年 CPI 将控制在 4-4.5% 水平，且总体呈现前高后低走势，月度高点将在上半年探明，按此推算，通胀预期将领先实际通胀于 1 季度后半段开始见顶回落。

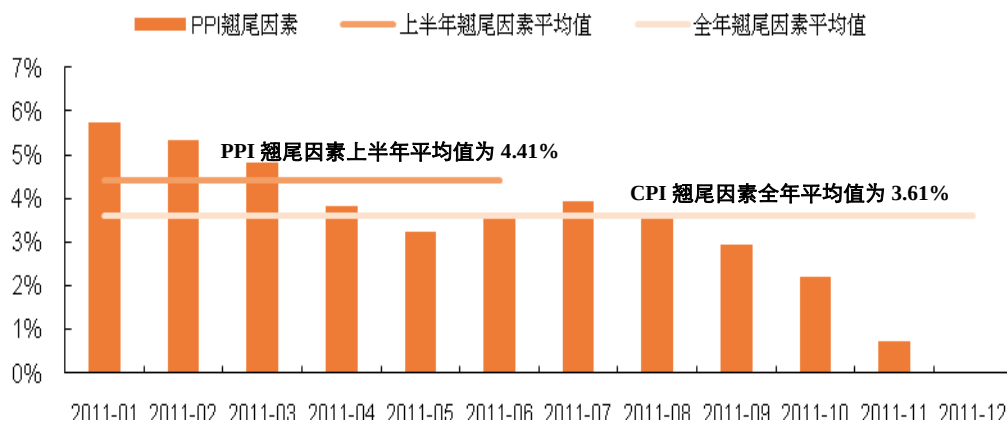
结构性剖析通胀则需要区分翘尾因素和新涨价因素。基数影响看，2011 年全年平均物价上涨的翘尾因素为 2.66%，其中上半年 3.48%，1 月份和 6 月份最高，该变化特征已然确定。新涨价因素则反映实际物价的动态变化，其中季节因素影响较确定，而非季节因素主要由输入性通胀和事件性冲击（如气候、货币、价改等）共同决定。综合对美元、油价、大宗商品、农产品价格、国内货币因素的综合分析，今年实际通胀水平虽然较去年提升 1 个百分点左右，但总体仍在可控范围，实际通胀继续大幅提升的概率较低。

图表1 2011年CPI翘尾呈现前高后低态势



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表2 2011年PPI也将在上半年承受较大的基数影响



资料来源：CEIC，平安证券研究所

1.2 商品属性回归将抑制输入性通胀

经济复苏和全球去杠杆化重启驱动商品属性重新抬头。流动性驱动的金融属性主导了 2008 年以来的大宗商品价格走势，而从目前情况看，美国经济步入复苏通道日益明确，真实需求的地位将明显抬升；而全球通胀压力蔓延正倒逼全球资金利率提升，重新去杠杆化过程也随之启动。在此背景下，大宗商品价格中金融属性与商品属性角力的天平正向商品属性倾斜，真实需求的变化将主导未来一段时期的大宗商品价格运行，非生产性商品降温，生产性商品升温将是顺势所趋。

在商品属性主导的框架下，全球经济复苏所带来的需求增长（2011 年世界 GDP 的实际增速预期可以达到 2.6–2.8%）将推动石油等生产性商品的波动区间上移。但考虑目前较高的原油库存水平及较高的 OPEC 剩余产能，原油价格上涨空间不大，中性偏乐观估计为 80\$–105\$/b。时间上看，即使考虑生产性需求扩大，原油库存回落至历史平均水平也至少需要 10–12 个月，而 OPEC 国家大约需要 6–9 个月时间调整剩余产能投放。平安宏观组预测，原油市场的供需偏紧和油价再次快速上行最早将延后至 2011 年年末。

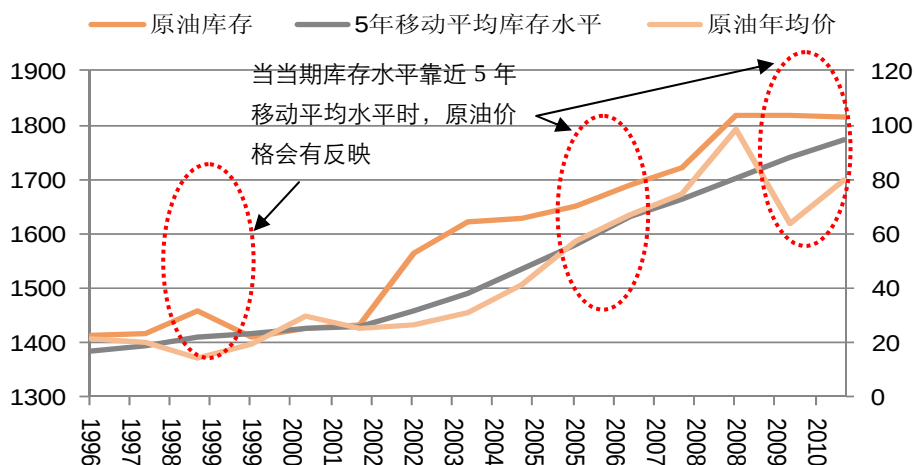
图表3 对2011年原油需求的估计 单位：千桶/天

	2011 年 1 月当月预计剩 余产量（千桶每天）	99 年至今月产量平均值 （千桶每天）	剩余产能
阿尔及利亚	150	100	50
伊朗	285	220	65
科威特	335	285	50
利比亚	200	110	90
日俄利亚	400	340	60
沙特阿拉伯	3100	2000	1100
阿联酋	300	260	40
委瑞瑞拉	195	255	-60
主要 OPEC 国家	4965	3570	1395
全部 OPEC 国家	5040	3600	1440
非 OPEC 国家	乐观估计		1230
	中性估计		760
	悲观估计		300

数据来源：Bloomberg IEA 平安证券研究所整理

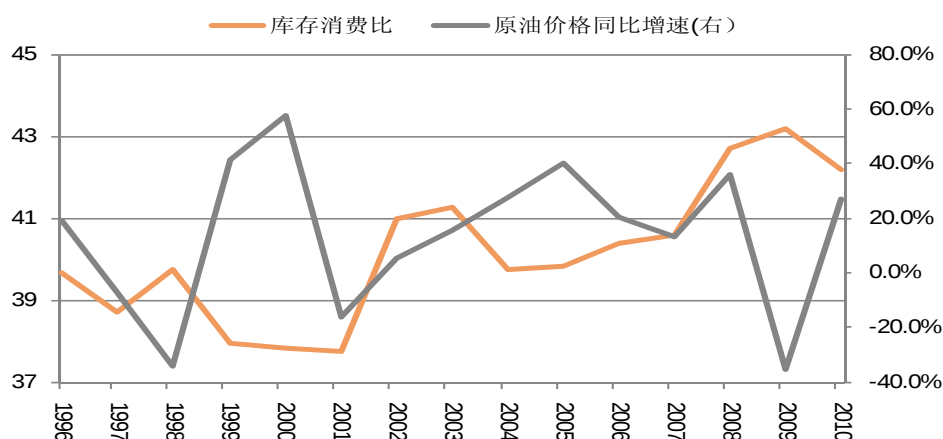
注：对非OPEC国家数据的估算是使用过去45年的年平均增速和其标准差数据，加上1倍标准差得到乐观估计的增速，减去1倍标准差得到悲观估计的增速。

图表4 原油库存5年移动平均水平是原油价格波动的重要参考依据，当前油价处于恢复阶段



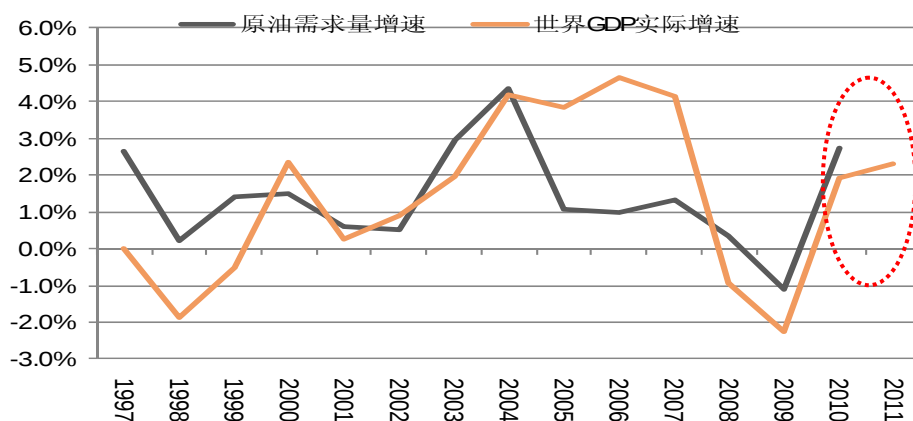
资料来源：Bloomberg 平安证券研究所整理

图表5 较高的库存水平对原油价格也有压制作用



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所整理

图表6 原油需求与世界GDP增速有一定相关性



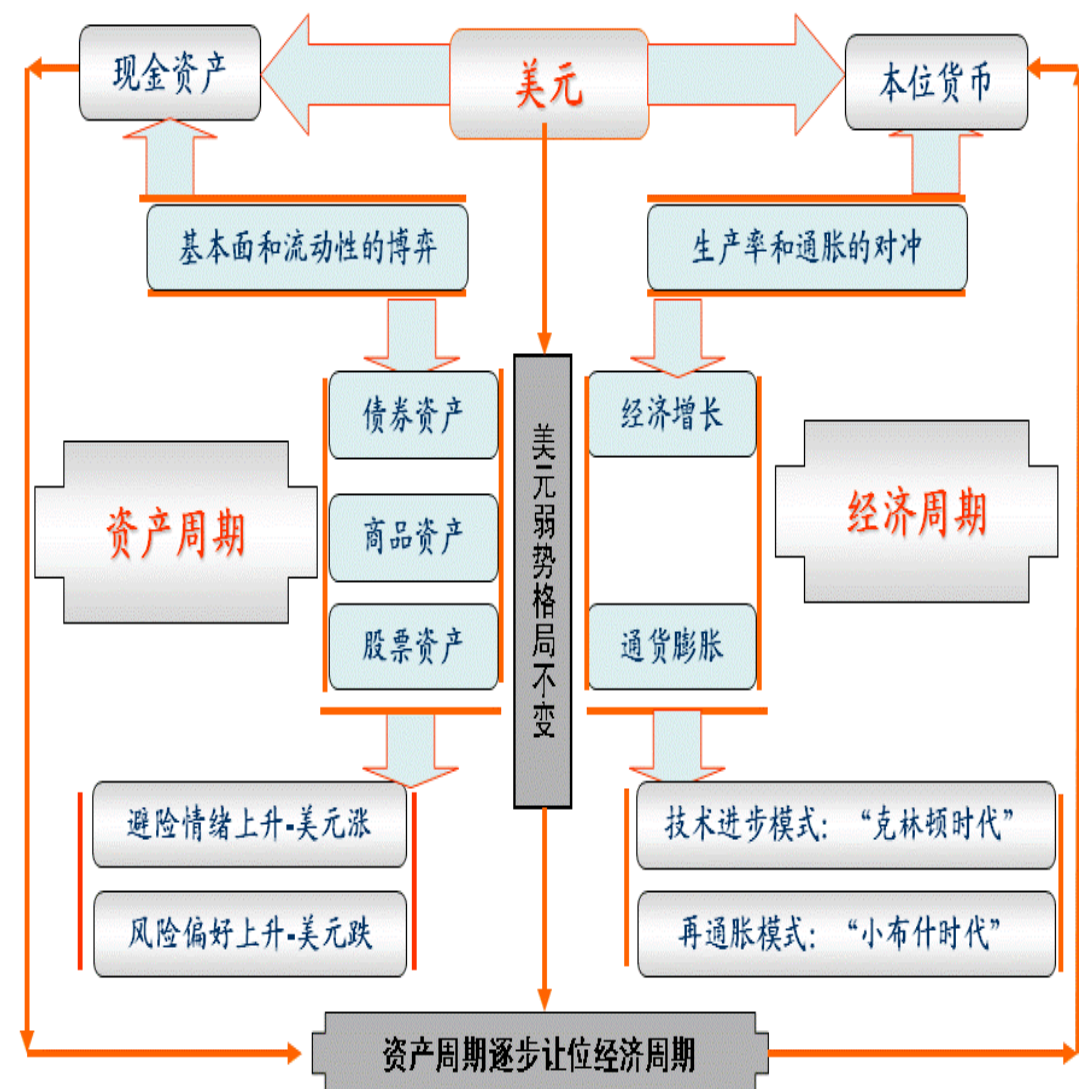
资料来源：Bloomberg 平安证券研究所整理

1.3 美元短期波动加剧将压制大宗商品价格弹性

考虑大类资产配置的影响，美元汇率因素依然会影响 2011 年大宗商品价格的运行。但在美元“两个周期，两种功能”的定位框架下，两个特征值得关注：一是在生产性和商品属性重回主导的背景下，资产周期中美元汇率与大宗商品价格的负向变动关系将趋于弱化；二是在美国经济复苏迹象日益明显的背景下，经济周期中美元本位货币的功能将日趋强化，美元伴随美国经济复苏而中长期走弱的格局将益发确定。

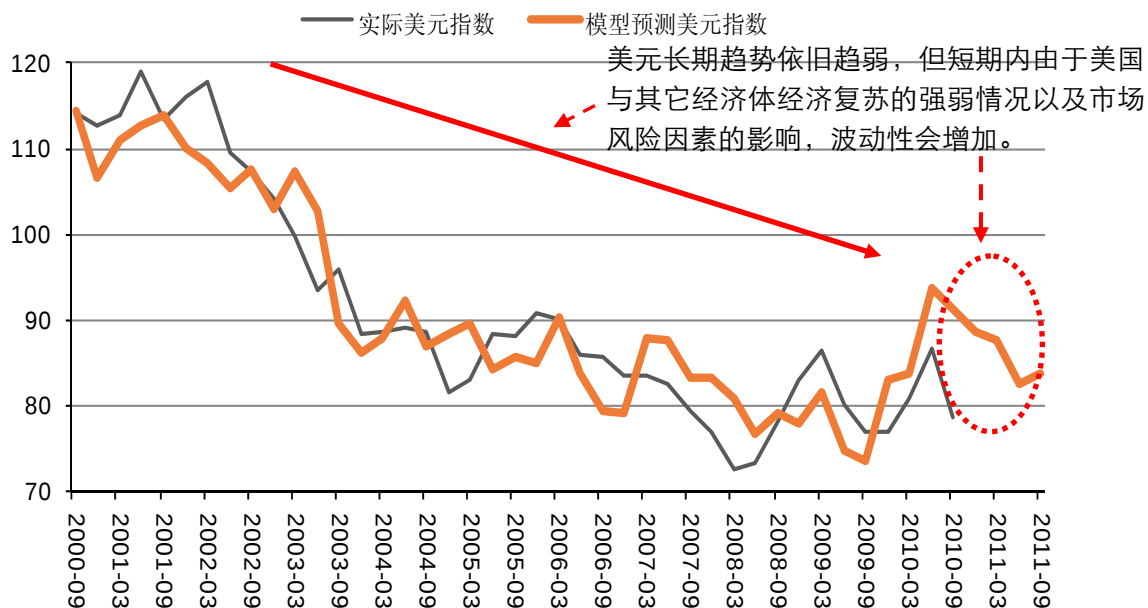
短期看，在二次量化宽松逐步到期的背景下，主要新兴市场国家资本管制和货币紧缩的升级、美国经济数据的逐步好转都在降低美国持续放松货币的概率，再加上世界范围内突发事件（如地区冲突、恐怖袭击、金融危机和政治事件等）所带来的风险偏好变化，美元短期波动加剧，甚至阶段性转强的概率在提升。美元波动的加剧将使大宗商品的价格弹性进一步受到抑制，转而更多反映需求面状况的变化。

图表7 美元的资产周期功能在弱化，经济周期功能在强化



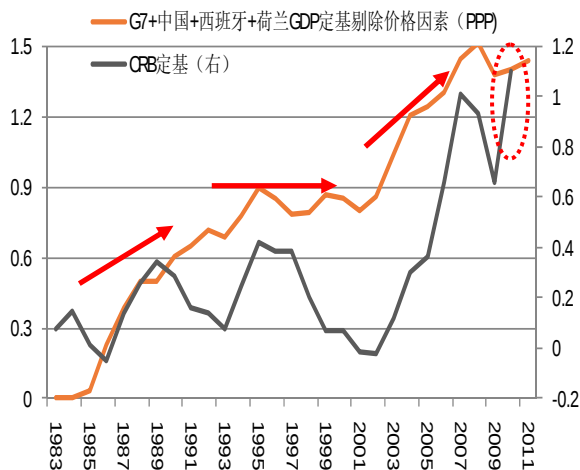
资料来源：平安证券研究所

图表8 美元短期波动会加大



资料来源: Bloomberg Wind IMF 平安证券研究所整理

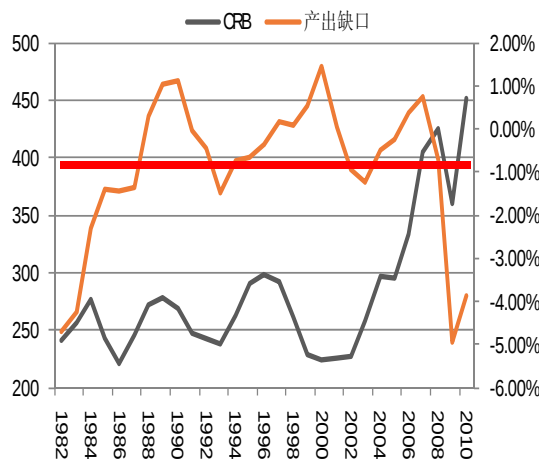
图表9 11年世界主要经济体需求仍将继续回归



注: 定基年份为1982年, GDP数据为PPP量度

资料来源: IMF Bloomberg 平安证券研究所

图表10 世界产出缺口减小也说明需求正在逐步恢复



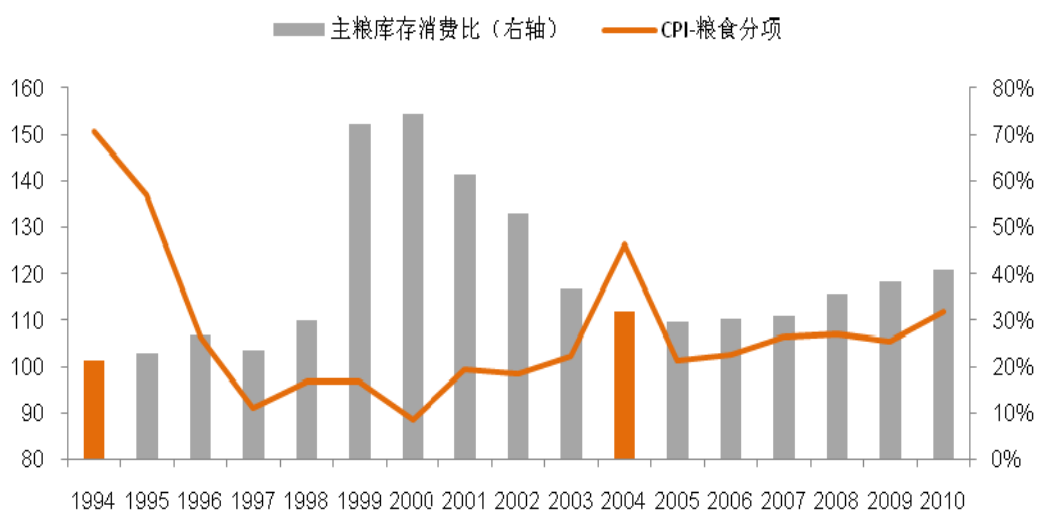
资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

1.4 天气因素引发的粮食减产涨价预期处于阶段性顶部

天气因素并不足以改变主粮供应的基本面。目前小麦、稻谷和玉米三大主粮的库存消费比均处于近年来高位，从历史看，1994 年和 2004 年两次粮价暴涨出现的前提是主粮库存消费比处于低位或相比上一年度明显下滑，而库存消费比的高位以及近几年国储企业的大力收储已经极大消除了 2011 年粮食供应基本面的忧虑。

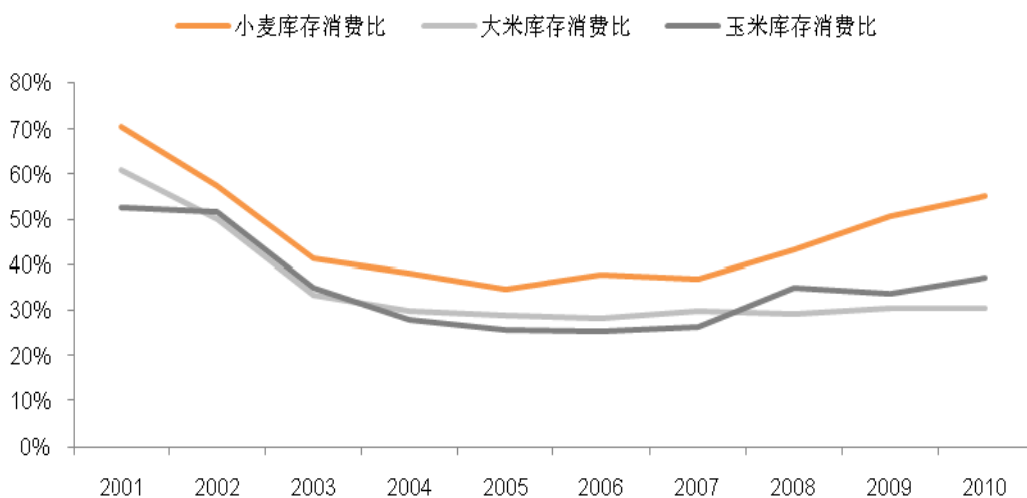
旱情带来的减产和涨价预期处于阶段顶部。目前受旱灾影响的主要是冬小麦，其占夏粮产量约 90%，而夏粮只占全年粮食产量的 30%。虽然目前旱情影响面积较广，但由于小麦本身是抗旱能力较强的作物，在政府强大动员能力和保证主粮安全的条件下，没有必要对夏粮过度悲观。在不出现新的自然灾害，尤其是洪涝灾害的条件下，农产品实际减产和涨价幅度很难高于现有的预期。

图表11 两次粮价暴涨时期，主粮库存消费比处于低位或出现较大幅度的下滑



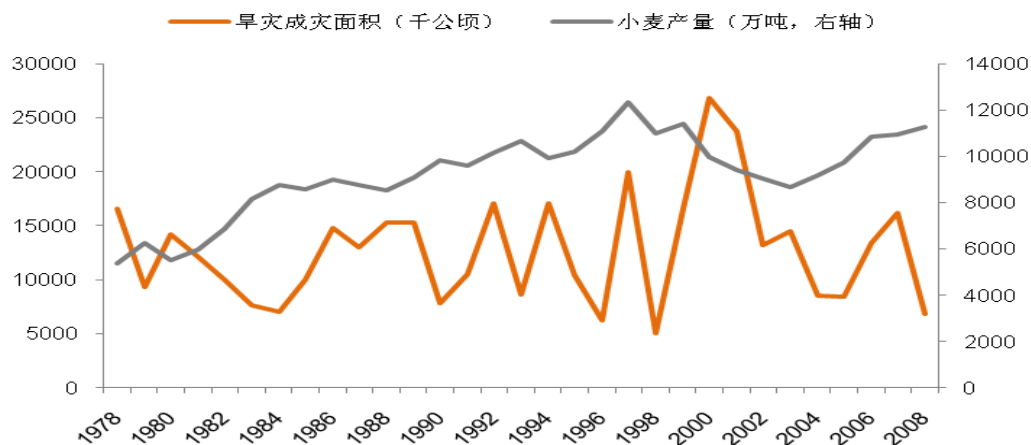
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表12 目前三大主粮库存消费比处于高位



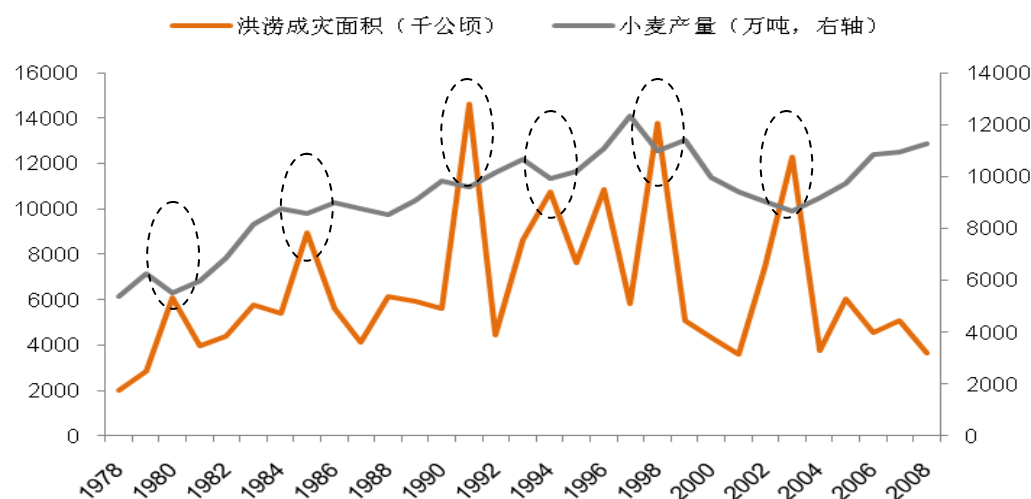
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表13 小麦受旱灾影响较小



资料来源：CEIC

图表14 小麦容易受洪涝灾害影响减产



资料来源：CEIC

图表15 小麦和稻谷最低收购价逐年提升，抬高粮价底部

单位：元/斤

年份	小麦最低收购价（各品种平均价）	稻谷最低收购价（各品种平均价）
2006	0.71	0.72
2007	0.71	0.72
2008	0.75	0.88
2009	0.85	0.92
2010	0.88	0.98
累计涨幅	23.9%	36.1%

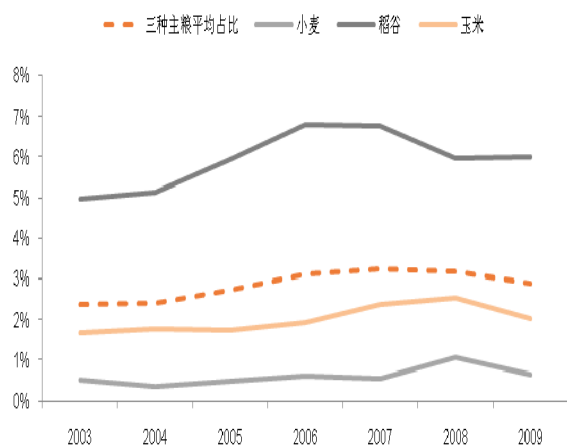
资料来源：国家发改委，中储粮总公司

1.5 成本推动型农产品涨价空间相对有限

劳动力成本上升很难推动农产品价格大幅上涨。考虑我国粮食生产成本构成，化肥和动力费用（包含水电及灌溉、机械作业等）等所占比例在 70%左右，而劳动力成本在粮食生产总成本中所占比重低于 7%。从这一角度看，劳动力成本快速上升很难成为农产品价格大幅上涨的源动力。

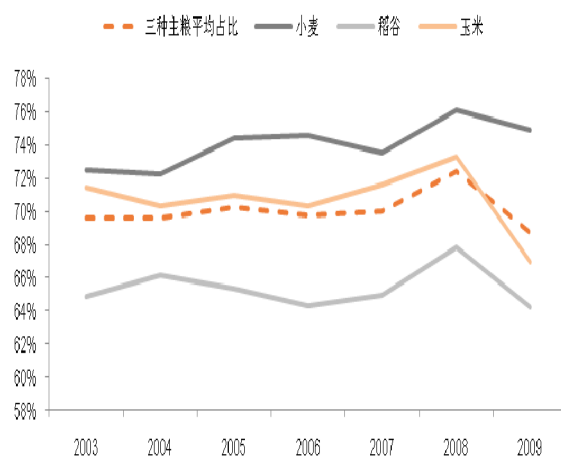
农资价格上升空间受制于石油商品属性的回归。推动农产品价格短期上涨的成本侧驱动因素主要是农资产品价格。而农资价格受石油价格上涨的影响较为直接。依据石油商品属性重回主导的大判断，未来需求复苏推动的国际油价上涨虽然仍将推升农资价格，进而抬高粮食生产成本和农产品价格，但其空间相对有限，这也使得成本推动农产品价格大幅上涨的可能性较低。

图表16 劳动力成本占粮食生产总成本比重较低



资料来源：国家发改委，平安证券研究所

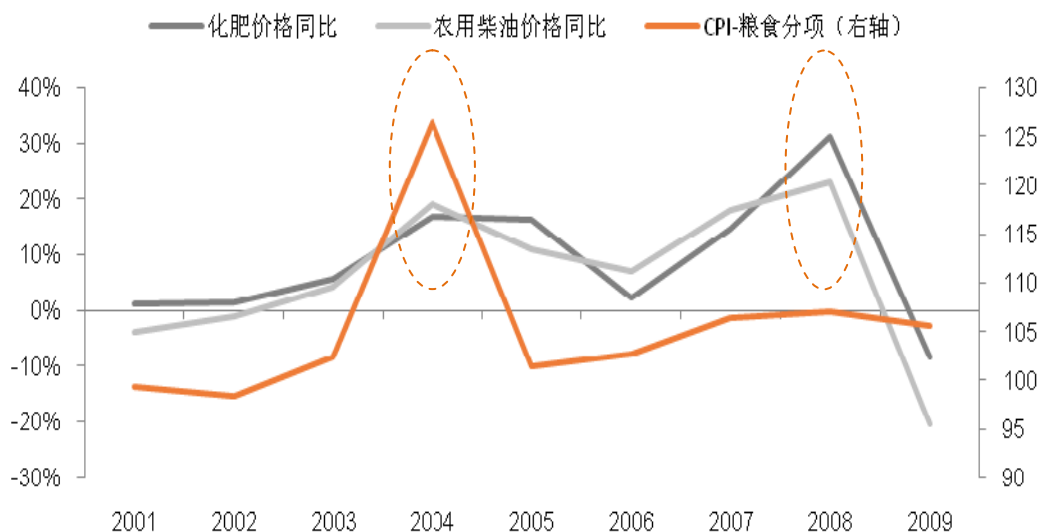
图表17 化肥和动力费用为粮食生产总成本主要部分



资料来源：国家发改委，平安证券研究所

注：动力费用主要包含水电及灌溉、机械作业等费用

图表18 农资价格上涨成为推动粮价上涨的重要动力



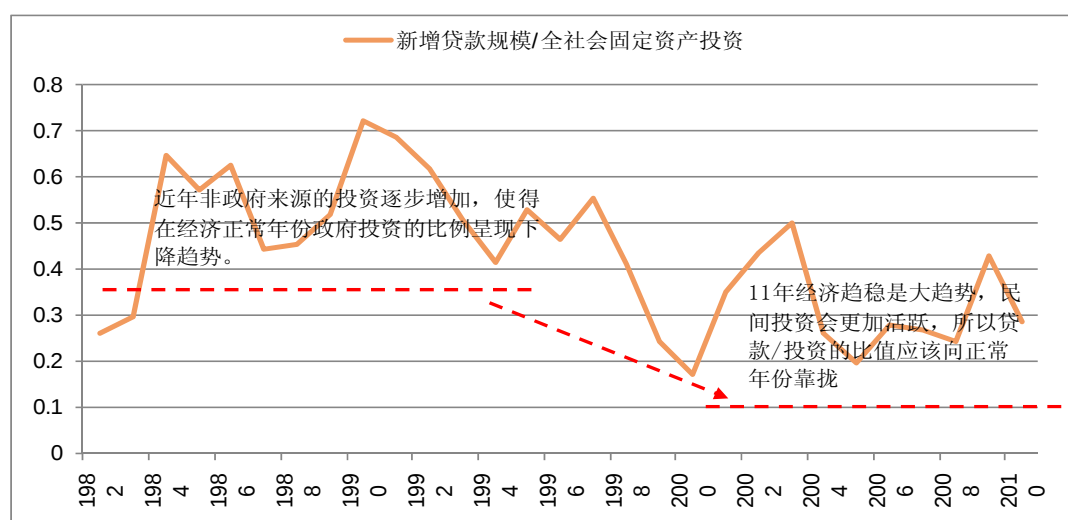
资料来源：国家发改委，CEIC，平安证券研究所

1.6 增长可能被适度牺牲但复苏趋势不变

信贷规模收紧和资金利率提升是政府“防通胀”的主要政策手段，而这将通过压制投资活跃度来牺牲实际经济增长率。

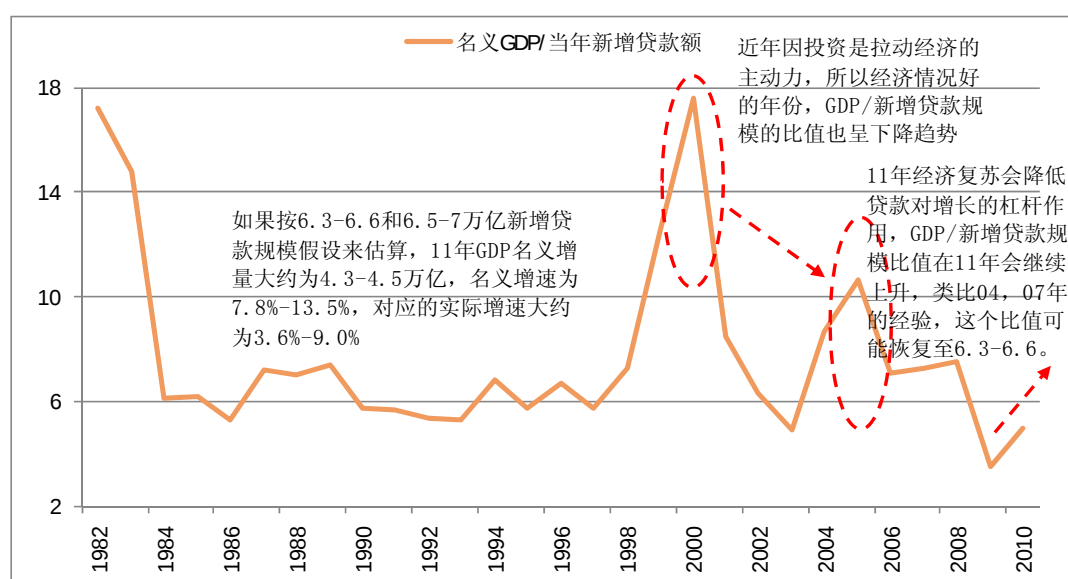
依据平安宏观组计算分析，贷款规模相对固定资产投资规模具有较稳定的杠杆作用，而杠杆率变化的基础则是民间投资的活跃度。2007-2010 年杠杆率依次为 0.27、0.24、0.43、0.28，假设 2011 年民间投资活跃度上升推动杠杆率降至 0.225 附近，则在 7 万亿、7.5 万亿、8 万亿的全年新增贷款规模假设下，固定资产投资增速依次为 11.8%、19.8%、27.8%，而按照全固定资产投资/名义 GDP0.7 左右的历史正常值计算，扣除物价因素后，2011 年的实际 GDP 增速可能依次为 7.3-7.6%、9.8%-10%、13.8%。依据这一计算，通胀+信贷控制的双重紧缩可能使全年经济增长率低于中性情景，但仍有较高概率维持在 9% 附近，而在这一区间，经济的复苏趋势并未发生改变。

图表19 民间投资的逐步活跃将推动新增贷款投资拉动效应有所回落



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表20 目前三大主粮库存消费比处于高位



资料来源：CEIC，平安证券研究所

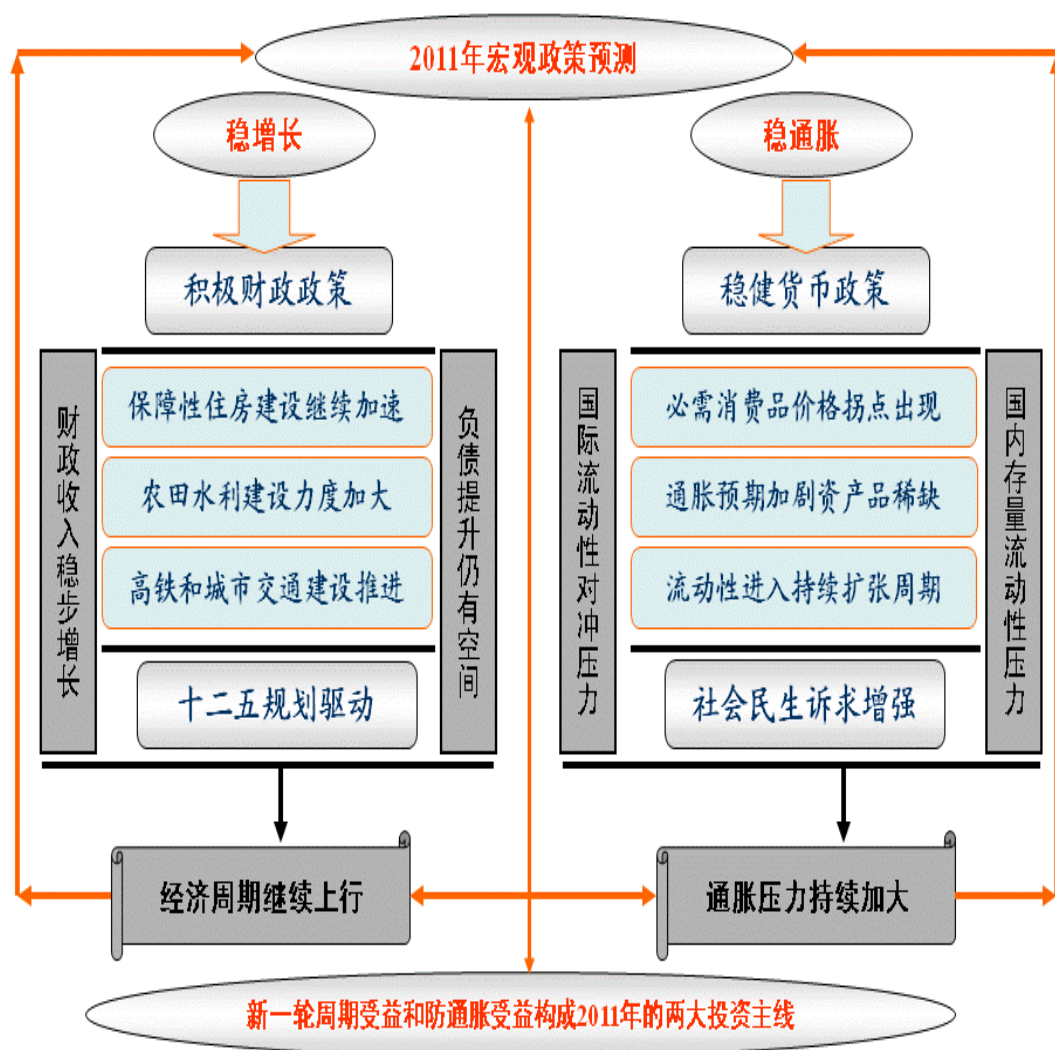
1.7 政策将在防通胀和保增长之间维持动态平衡

短期看，国内通胀和增长两种力量的博弈正在向有利的方向转化。一方面，实际通胀持续超预期的可能性较低，而通胀预期将提前实际通胀见顶回落。另一方面，通胀+信贷控制的双重货币紧缩效果将逐步显现，十二五规划也将正式启航，稳增长需求日益强烈。通胀和增长两者正呈现此消彼长的变化。

中期看，政策取向也将逐步出现变化：一方面，输入性通胀和农产品继续大幅上涨的基础并不具备，未来通胀持续恶化的概率较低；另一方面，前期政策紧缩的效果将逐步反映到经济运行的实体面当中，并导致经济实际增长率可能低于市场预期。在此背景下，“政策拐点决定市场拐点”这一判断的逻辑前提正在具备，政府调控将在最近的3个月左右时间完成从单一的“防通胀”优先向“稳增长，稳通胀”并行的转变。

从具体时间点判断，考虑实际通胀压力可能延续到2011年年中，整个上半年政府货币政策仍可能延续以紧为主的状态，但从2季度后半段开始，考虑实际通胀的回落和稳增长的实际需求，政策调控的频度将有所下降，政府政策将转向寻求抑制通胀和维护增长之间的动态平衡。

图表21 美元的资产周期功能在弱化，经济周期功能在强化



资料来源：平安证券研究所

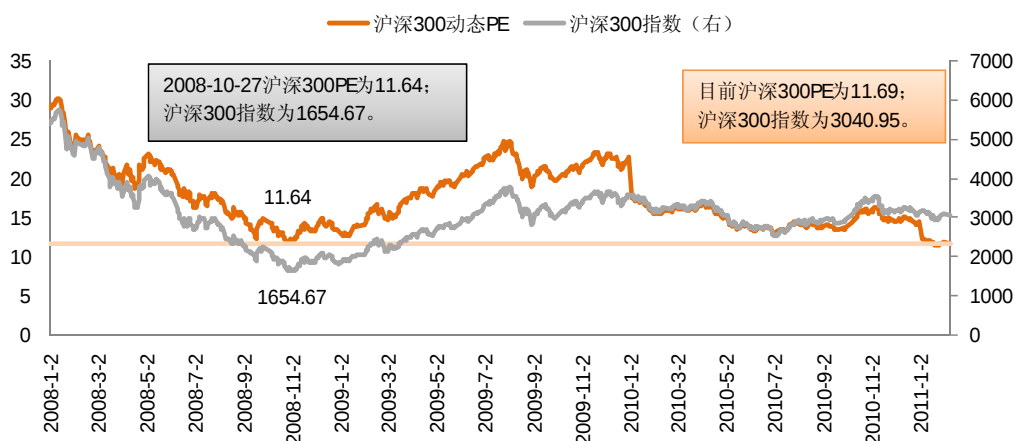
二、市场判断：中枢上移，区间【2700，3200】

2.1 市场价值底部在上证指数 2700 点附近

截至 2 月 12 日，依据 2010 年盈利一致预期计算的沪深 300 指数动态 PE 为 14.4 倍（2011 年 11.8 倍）。回顾 A 股市场动态估值的历史演变，沪深 300 指数最近的两个底部分别出现在 2008 年 11 月 4 日的 1606.7 点和 2010 年 7 月 2 日的 2462.2 点，这两个低点的动态估值和上证指数 2600–2700（对应沪深 300 指数 2850–2950 点）基本在同一位置，共同印证了当前市场基本处于价值底部区域的判断。

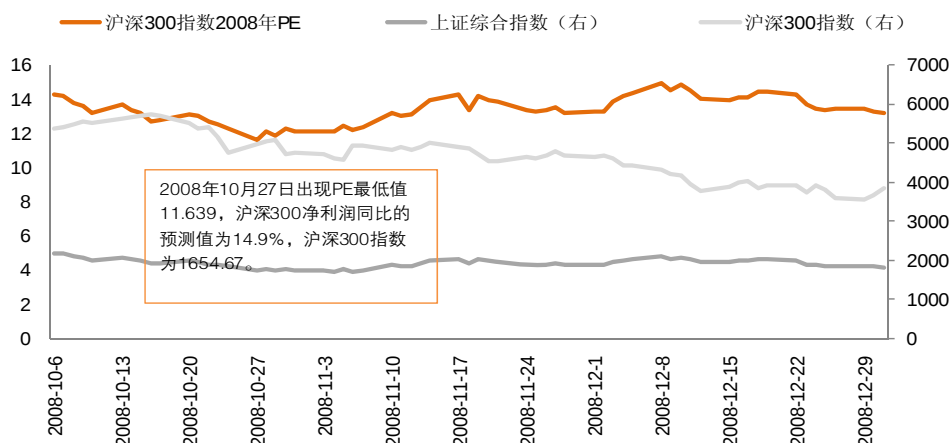
历史经验表明，A 股动态估值的下调极限在 12 倍附近。其中，2008 年沪深 300 指数 1600 点附近，依据 2008 年盈利预测计算的动态 PE 为 11.6 倍；2010 年 2462 点附近，沪深 300 指数依据 2010 年盈利预测计算的动态 PE 为 12.9 倍。考虑时间因素（上半年使用去年盈利预测计算，下半年使用当年盈利预测计算更合理），即使按 2010 年静态市盈率 12 倍计算，当前上证指数底部位置在 2600–2700 点区间。

图表22：当前沪深300的动态估值基本接近2008年的低点位置



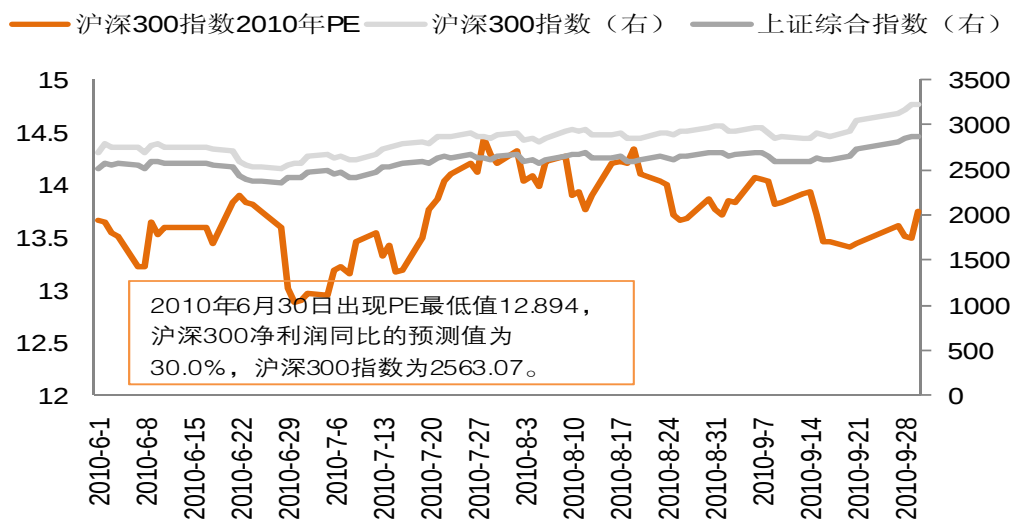
资料来源：朝阳永续,平安证券研究所

图表23：2008年1600点附近沪深300基于2008年业绩计算的动态PE为11.6倍



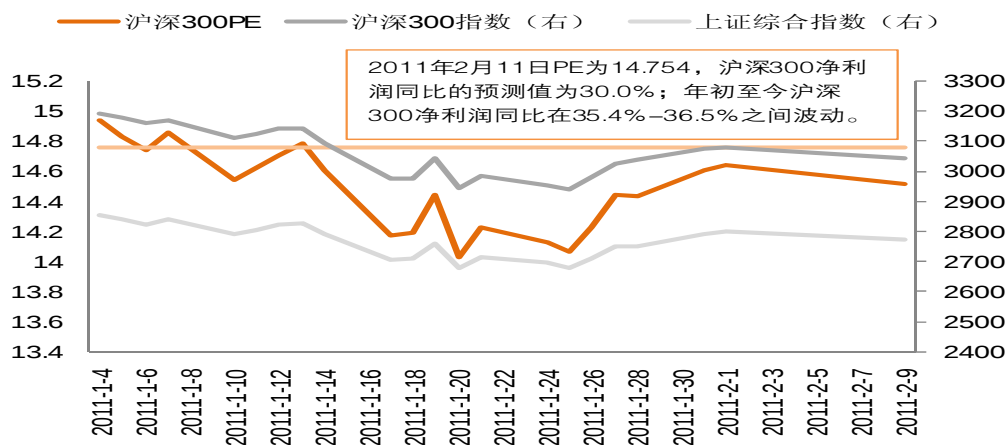
资料来源：朝阳永续,平安证券研究所

图表24：2010年2300点附近沪深300基于2010年业绩计算的动态PE为12.8倍



资料来源：朝阳永续,平安证券研究所

图表25：当前沪深300基于2010年和2011年业绩计算的动态PE为14.7倍和11.6倍



资料来源：朝阳永续,平安证券研究所

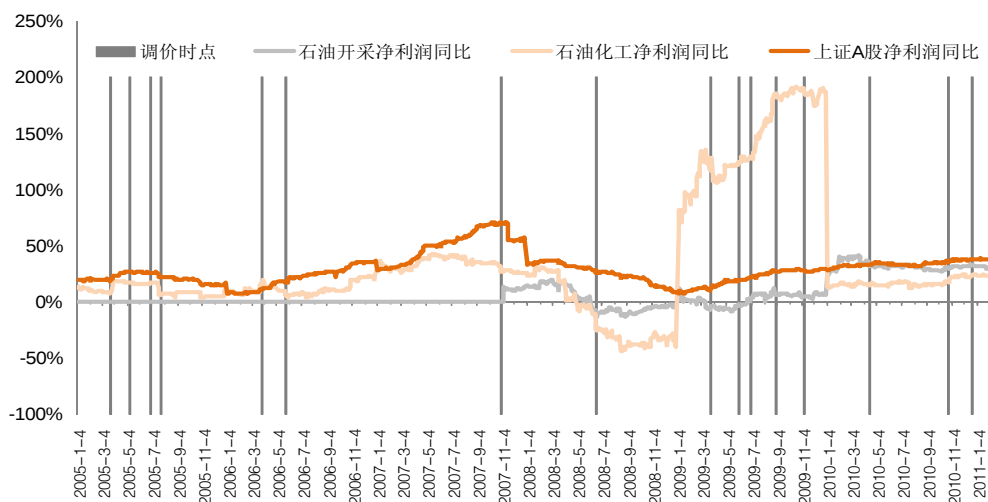
2.2 盈利下调风险使政策底可能短暂跌破价值底

短期市场底部一般由两种力量决定：一是盈利预测和动态估值决定的中长期价值底；二是政策调控预期影响的政策底。在通胀压力延续和紧缩预期犹存的背景下，虽然 A 股价值底已基本探明，但政策底仍未明朗，其主要传导途径是政策调控压力可能带来盈利预测的下调风险，而在悲观情境下，往往是盈利预测下调的极限值以及在此基础上计算的市场最悲观估值决定了短期市场的底部。

结合平安宏观组判断，在输入性通胀和货币紧缩压力并存情况下，未来盈利预测下调风险主要集中在四个层面：（1）国际油价持续上涨后成品油调价机制未能及时跟上对石油石化企业带来的盈利冲击；（2）非对称加息需求日趋强烈对银行股息差和盈利预期的潜在负面影响；（3）地产调控日益严厉带来的未来房地产市场量价调整的可能性以及其对房地产产业链的盈利影响；（4）持续货币紧缩对中小企业现金流和业务扩张的威胁。

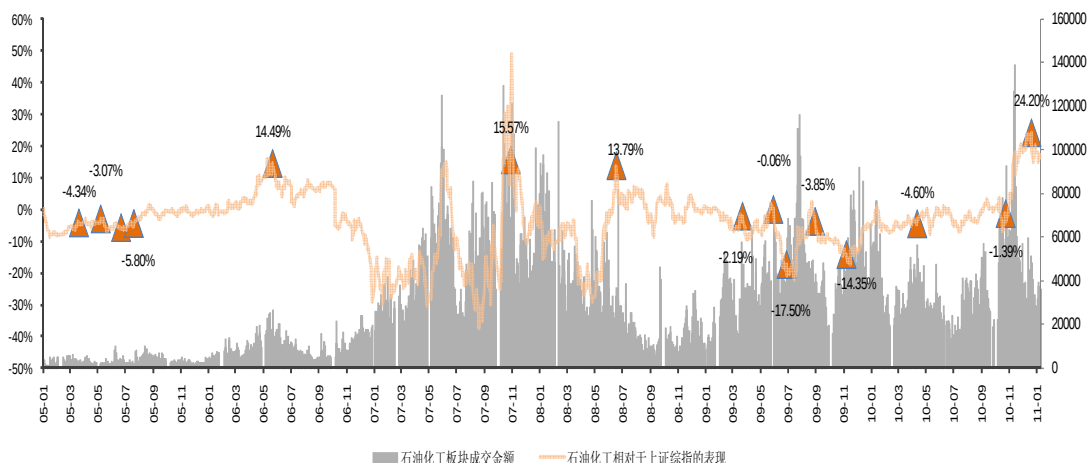
上述四个方面的风险使得未来 3 个月内市场盈利预测存在 10-20% 的下调空间，并引发政策底短暂跌破中长期价值底的可能，但考虑政策潜在的保增长需求以及相机抉择的内在属性，我们认为在价值底以下（对应上证 2700 点）已构成重点加仓布局的区域。

图表26：2008年油价高位导致成品油调价滞后带来石油石化盈利的大幅下降



资料来源：朝阳永续,平安证券研究所

图表27：高油价条件下的调价往往造成石油石化股价超额收益下降



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表28：调控带来的盈利下调风险可能覆盖A股80%的净利润

行业大类	包含行业	总市值占比	流通市值占比	09 净利润占比	10 净利润占比	11 净利润占比
能源大宗商品	石油石化、煤炭、有色	19.00%	23.02%	23.51%	19.80%	18.72%
工业中间材料	钢铁、化工、建筑建材、轻工制造	14.38%	14.95%	13.27%	12.43%	13.46%
工业制造业	机械、电力设备、国防军工	7.48%	6.35%	3.29%	3.83%	4.46%
泛消费	医药、食品饮料、商贸、汽车、旅游、农业、家电、纺织服装	14.68%	16.08%	8.63%	9.17%	9.81%
大金融	银行、非银行金融、房地产	30.30%	26.44%	49.17%	49.20%	43.09%
交通运输	公路铁路、港口航运、航空、物流	4.41%	4.56%	2.28%	4.75%	4.57%
TMT	电子、计算机、传媒、通信	6.18%	6.07%	2.14%	2.26%	1.94%
电力公用事业	发电及电网、环保公用事业	2.99%	2.83%	2.59%	1.91%	1.93%

资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表29：悲观情境11年净利润增长11.39%，2800点对应12.9倍动态PE，相当于10年底部位置

行业大类	09 净利润	10 预测净利润	11 预测净利润	悲观情境净利润	下调后盈利增速
房地产	424	584	817	600	2.74%
地产产业链相关	888	1481	1680	1500	1.28%
石油石化	1686	2141	2492	2300	7.43%
银行	5075	6551	7834	7000	6.85%
煤炭	594	837	1010	1000	7.53%
泛消费	957	1500	2038	1900	26.67%
其他投资品	1219	2299	3397	3000	30.49%
有色金属	85	258	387	300	16.28%
非银行金融	893	957	1117	1000	4.49%
合计	11821	16608	20772	18500	11.39%

资料来源：朝阳永续，平安证券研究所

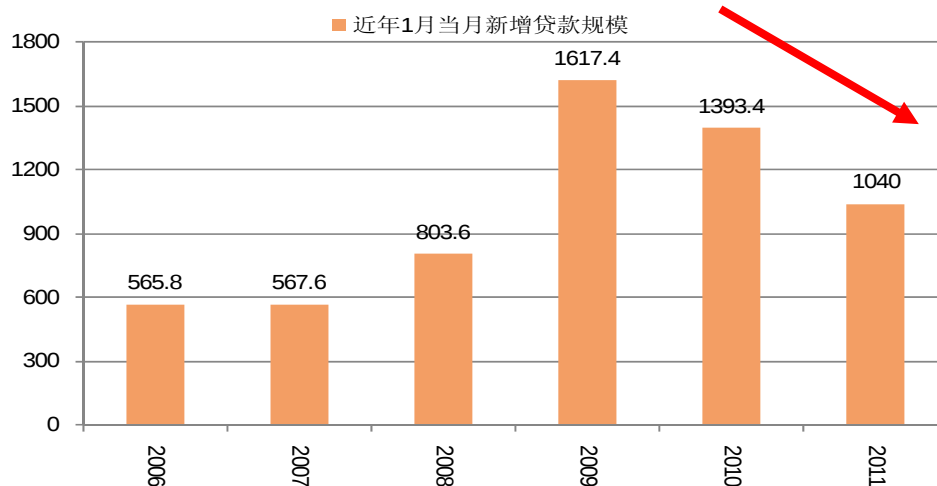
2.3 通胀和增长博弈所决定的政策拐点步入酝酿期

坚持 2011 年年度策略报告观点，政策拐点决定市场拐点。而政策拐点出现的时机主要依赖防通胀和保增长两种政策需求的博弈，目前已开始进入酝酿期。

“防通胀”角度看，1 月份 CPI 翘尾因素达到 4%，且存在春节带来的新涨价因素，而 2 月份 CPI 翘尾将回落至 3% 以内，且 3-5 月份 CPI 翘尾均将低于 3.5%，虽然自然灾害存在提升物价上涨环比动量的可能，但 2 月份之后通胀压力可能出现阶段性回落的概率较高。

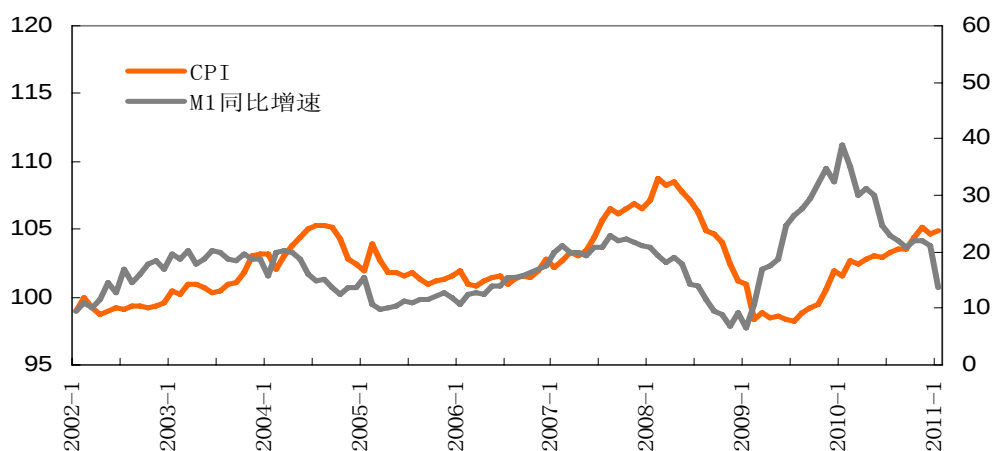
“保增长”角度看，综合基数影响、工业和消费增长状况，以及新五年规划即将启动等因素，11 年一季度主要经济指标见底回升态势明确，政策保增长需求很难显现。但考虑连续货币紧缩和政策调控的滞后效应，从 2 季度开始，经济增长风险将逐步显现，在此背景下，政策“保增长”将进入酝酿期。

图表30: 11年1月新增信贷规模较09年、10年有减少，央行对新增信贷管理成效初显（10亿）



资料来源：CEIC

图表31: 1月份M1加速回落将进一步削弱CPI上行动力



资料来源：CEIC，平安证券研究所

2.4 内外部货币紧缩压力是未来 3 个月市场的主要风险

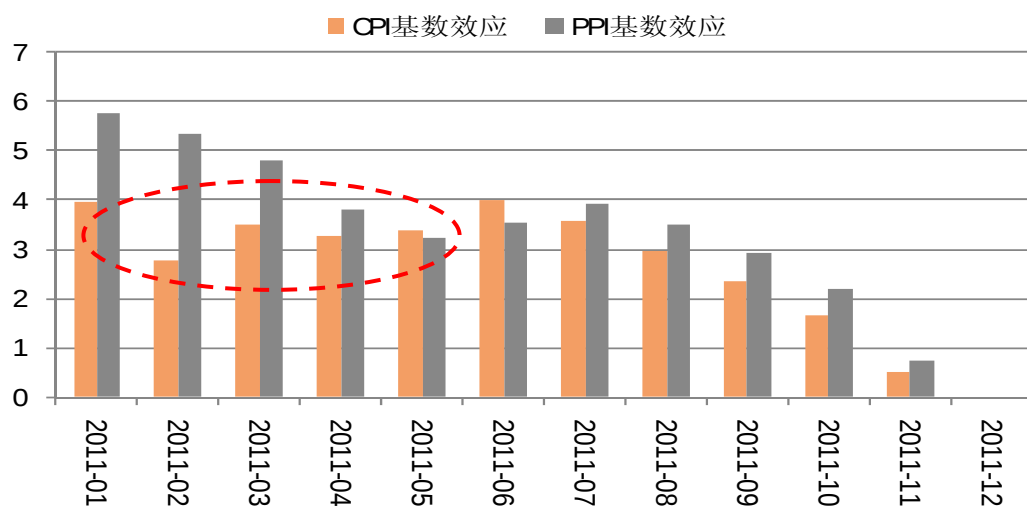
遵循自上而下的大逻辑，“去杠杆化”启动将是 2011 年全球和中国市场的主题词，而这一过程落实到短期 3 个月的市场判断，将从两个方面对 A 股形成冲击，这也构成未来三个月的主要市场风险：

一是持续通胀引发持续紧缩的内部风险。在自然灾害等因素推动农产品涨价超预期的情况下，本轮通胀的持续性很可能高于原来的市场预期，由此提升货币紧缩政策的持续性，而持续紧缩带来的资金面紧张可能加大实体经济从资本市场分流资金的冲动；

二是资金开始回流美国引发的外部风险。在区分自然失业和非自然失业的结构视角下，美国经济复苏实际进程好于预期，非自然失业率在 3-4% 水平，而降低高自然失业率的前提是资金流入推动结构转型，由此带动的资金回流可能在未来几个月对大宗商品和 A 股市场形成短期估值冲击。

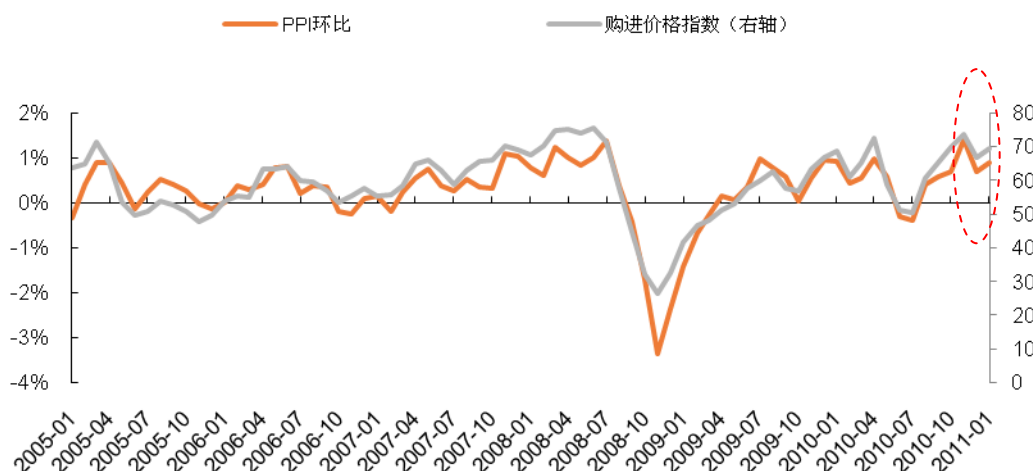
考虑潜在的内外市场风险以及前期成交密集区等市场面指标的影响，短期上证指数在 3100-3200 点位置依然存在较强阻力。

图表32: 2011年上半年国内通胀基数效应很强



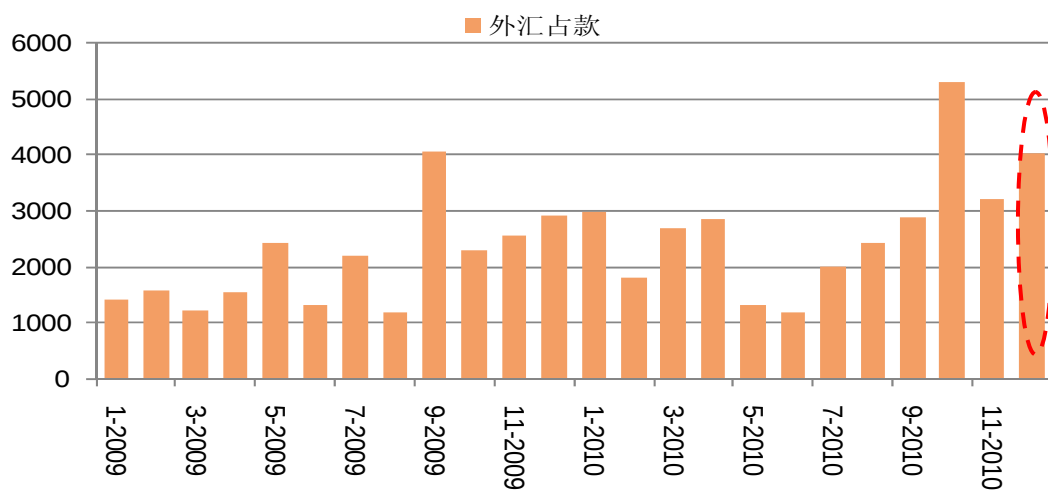
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表33: 1月PMI购进价格指数反弹已预示当月PPI承受较大上行压力



资料来源：中国物流与采购联合会，CEIC，平安证券研究所

图表34: 新增外汇占款仍居高位，市场难现去年10月份外汇占款激增撬动储蓄搬家局面



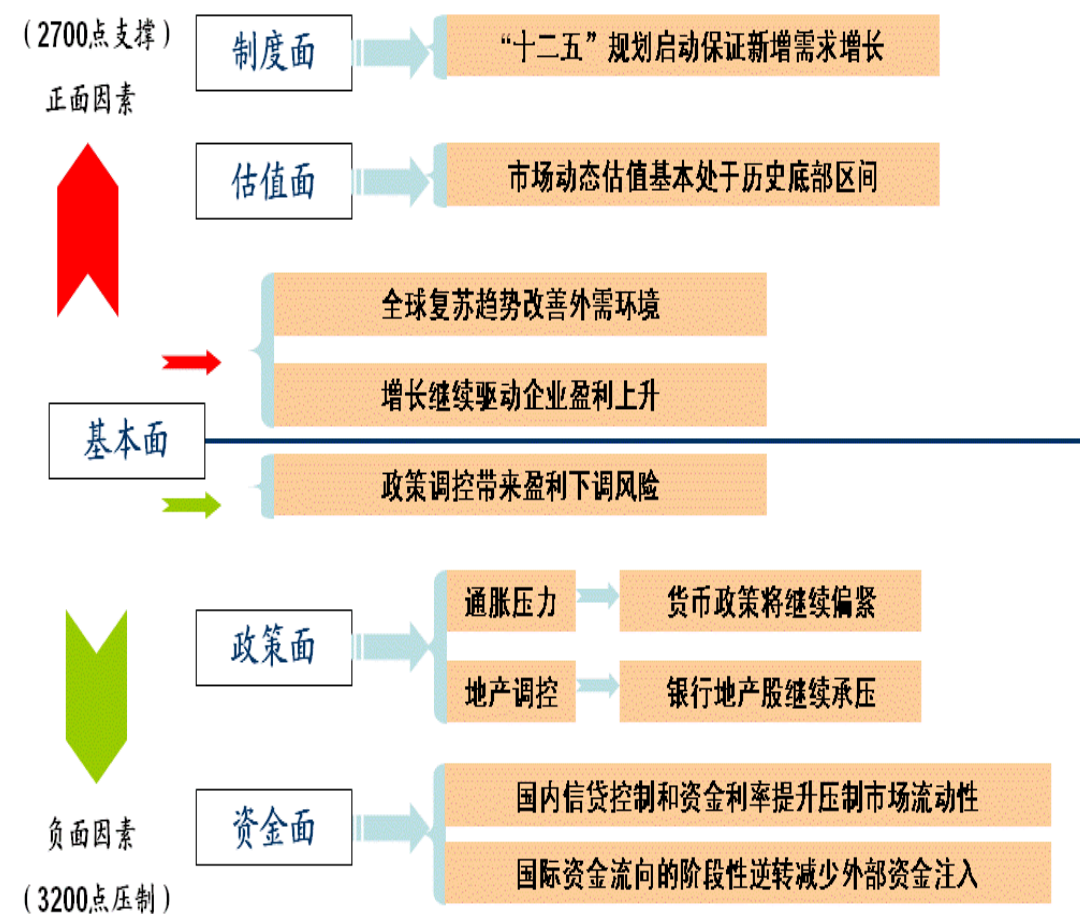
资料来源: CEIC, 平安证券研究所

2.5 未来三个月市场将通过震荡为上行蓄势

综合前面分析，未来三个月市场很可能在通胀和增长的博弈中延续“下有支撑，上有压力”的局面，并在政策拐点日趋明朗的推动下通过震荡为上行蓄势。往下看，市场在 2700 点区域仍会构成强有力的价值底支撑；往上看，调控预期带来的政策底不明朗和前期密集成交等因素将在 3100–3200 点附近形成压力。

区间震荡过程中的投资机会将呈现明显的结构性特征，在不确定的政策预期中寻找确定性预期将是未来三个月资金流动的主旋律。这一过程中，权重板块和中小市值板块机会对等，重点关注业绩预期更稳健的权重股和成长性更确定的中小市值股。

图表35：短期A股市场将呈现“下有支撑，上有压力”局面



资料来源：平安证券研究所

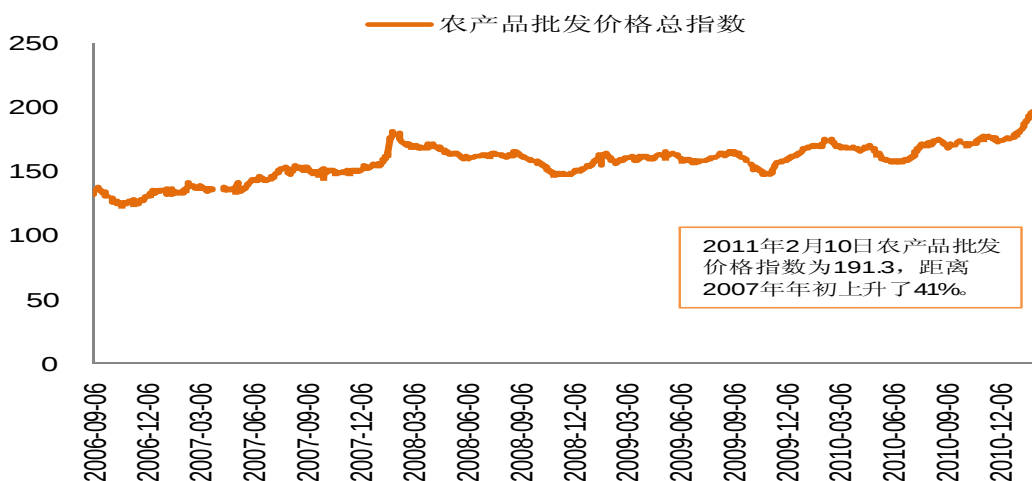
三、行业配置：超配滞涨中游，优选优质成长

3.1 全球资金新动向利好低金融属性行业

全球通胀压力倒逼资金利率提升，全球经济转型倒逼资金回流发达经济体。在此背景下，国际资金流向的阶段性逆转将成为全球“去杠杆化”重启的第一波。在此逻辑下，过去两年过多体现金融属性的资产类别和行业板块将承受调整压力，过去两年较少体现金融属性的资产类别和行业板块将获得重估。

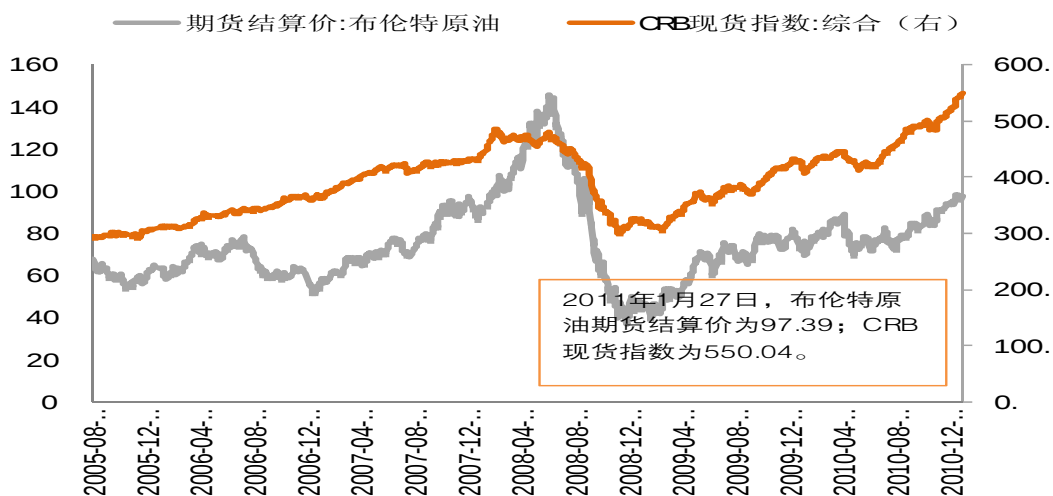
依据上述逻辑，大类资产中，更多体现金融属性的大宗商品和新兴市场将遭遇冲击，而相对滞涨的发达经济体将有超额收益；行业板块中，更多体现金融属性的上游商品股和金融地产股将承受压力，而在产能压力下相对滞涨的中游板块将再现投资机会。

图表36：农产品价格指数的变化



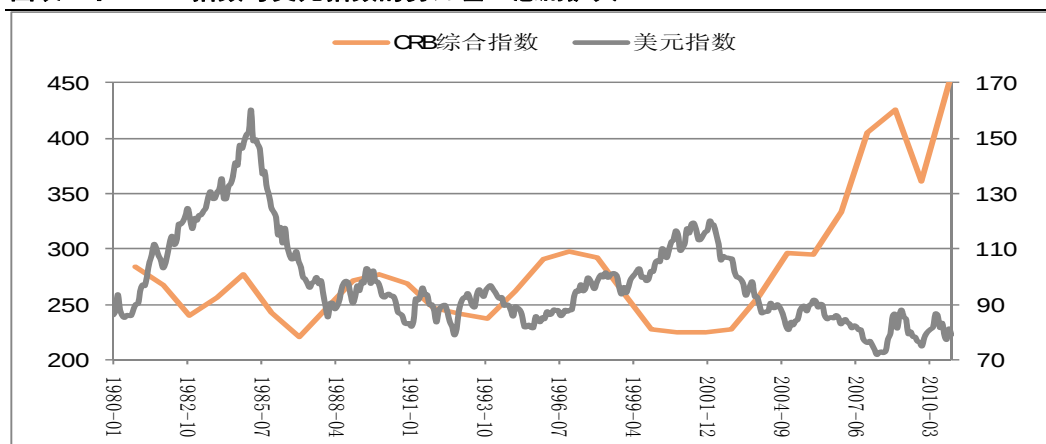
资料来源：WIND,平安证券研究所

图表37：国际油价和CRB指数的变化



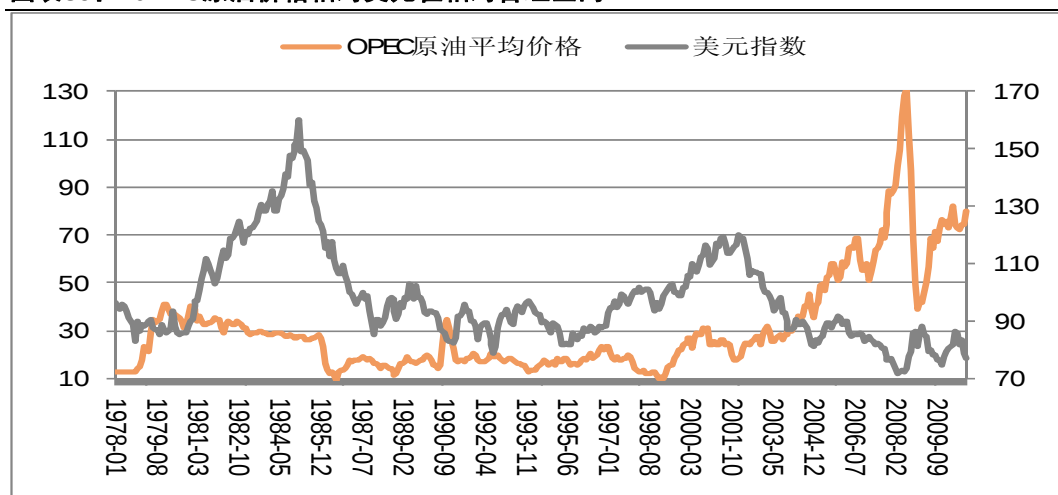
资料来源：WIND,平安证券研究所

图表38： CRB指数与美元指数的剪刀差正急剧扩大



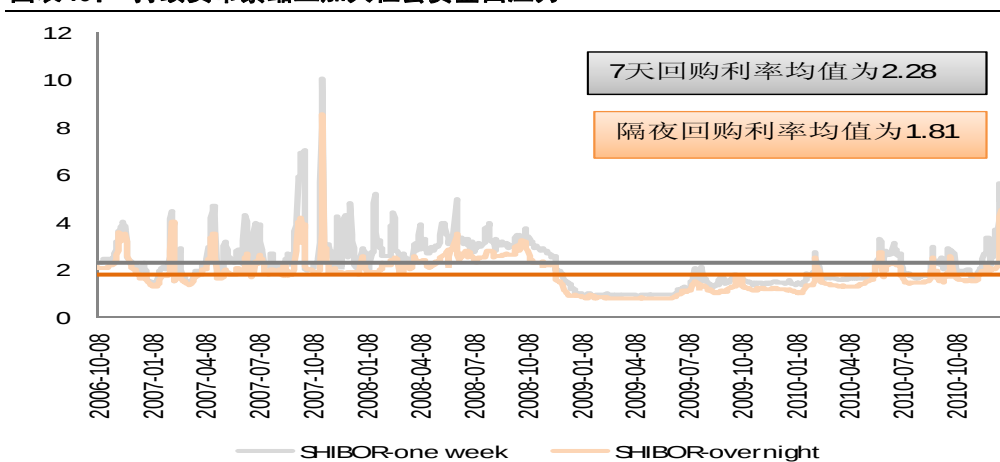
资料来源：WIND,平安证券研究所

图表39： OPEC原油价格相对美元在相对合理区间



资料来源：WIND,平安证券研究所

图表40： 持续货币紧缩正加大社会资金面压力



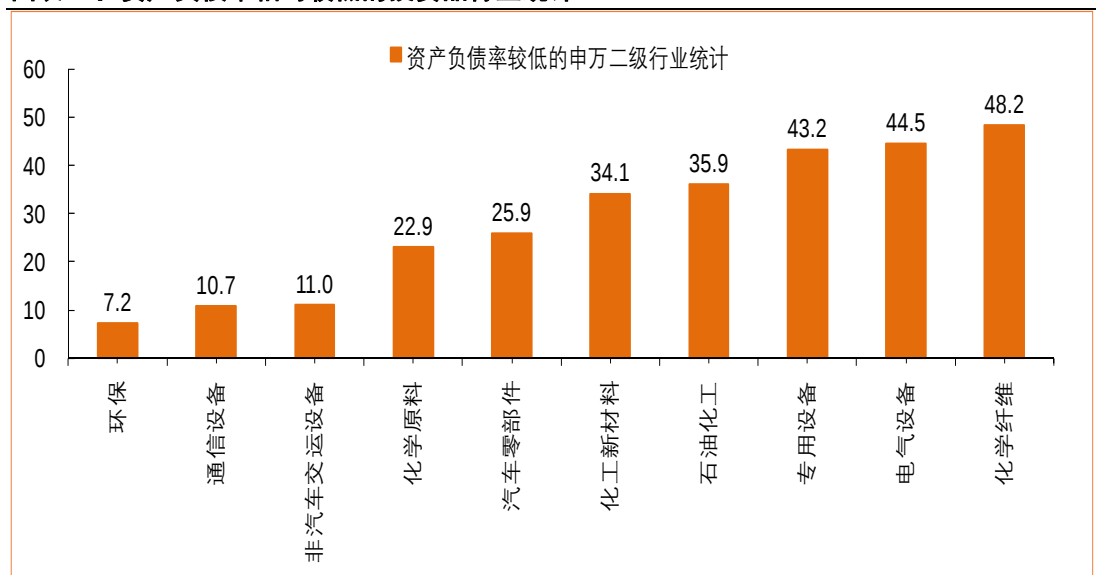
资料来源：WIND,平安证券研究所

3.2 货币调控压力紧缩利好低资金依赖行业

通胀持续性可能超预期,的情况下,货币紧缩持续性也可能超出市场预期。而紧缩主要会以两种形式呈现出来:一是数量型调控,包括信贷规模控制和上调准备金率;二是价格型调控,主要体现为提高利率水平。从行业影响看,数量型调控会延续社会资金面紧张状态,不利于负债驱动和现金依赖度高的行业;而价格型调控会提高负债成本,对于存量负债较高的行业板块也会形成冲击。

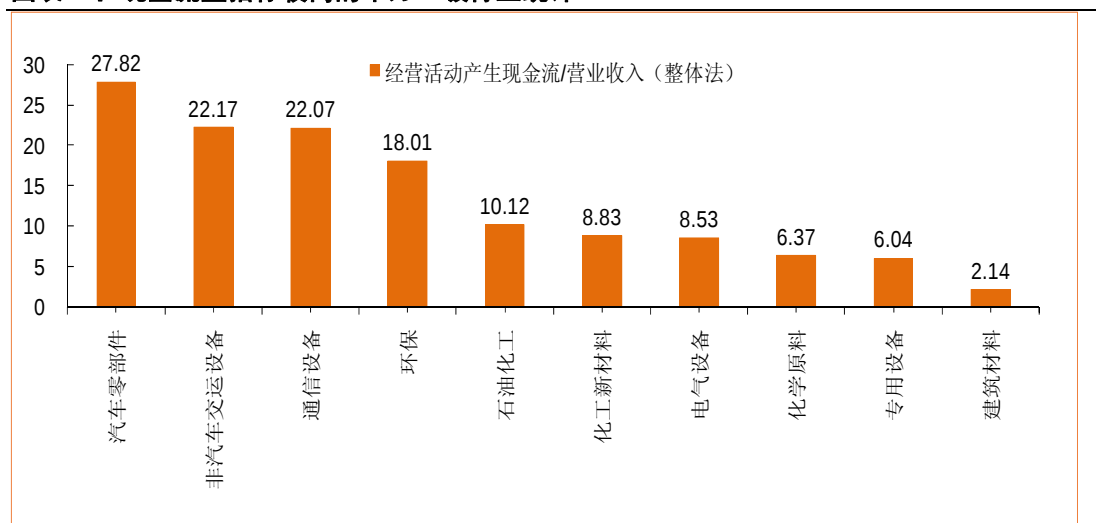
依据这一逻辑,建议在配置中更多关注具有两类特质的行业板块:一是现金流状况优良,且负债扩张的依赖度较低;二是存量负债规模较低,资产负债表相对安全。从这一角度看,部分现金流相对安全,资金依赖度低的中游板块具有较高配置价值。

图表41: 资产负债率相对较低的投资品行业统计



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表42: 现金流量指标较高的申万二级行业统计



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.3 “通胀高企、经济未热”的早周期环境利好投资品行业

本轮经济周期的特殊性在于通胀压力相对于历史周期明显提前。逻辑上看，消费品行业相对于投资品行业的超额收益主要源自业绩的稳健增长和相对估值的提升，而这两者发生共振的区间多在通胀和过热并存的环境下。当前阶段所呈现的“通胀高企、经济未热”的特殊背景无疑将深刻影响投资品行业和消费品行业的强弱转换。

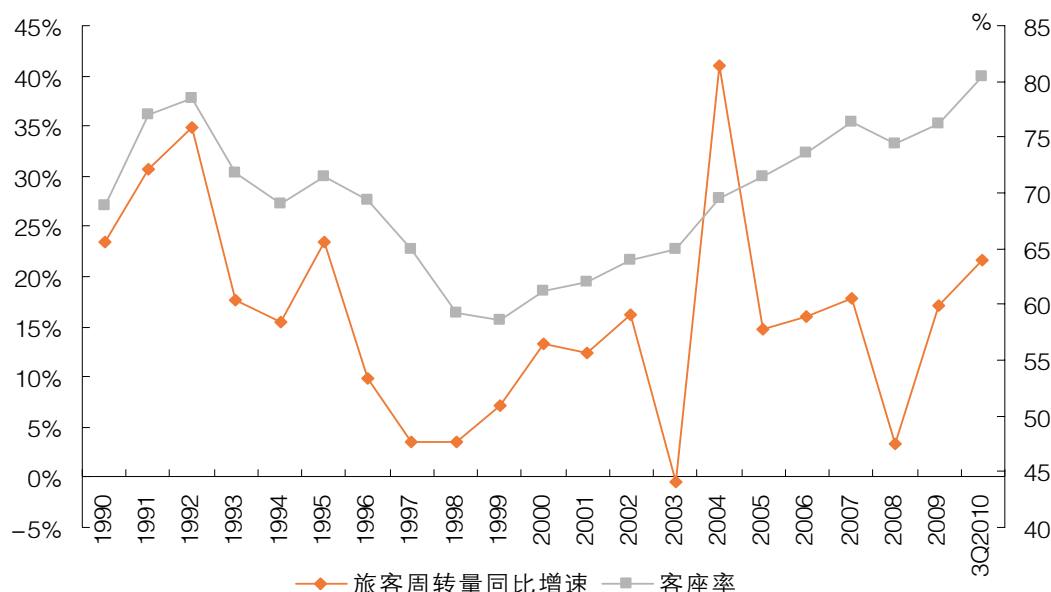
具体而言，通胀提前高企会阶段性透支社会消费能力，进而压制消费股业绩增长的确定性和持续性；经济复苏又会强化投资品行业盈利增长预期，进而弱化消费股的防御价值。在此背景下，投资品行业内部就可以构建起较为完整的攻守兼备组合：高价格敏感性和业绩弹性的品种，如建材、化工、机械（电力设备）、交运等板块将具有良好的进攻性；而低估值和低业绩弹性的品种反而具有比消费股更强的防御功能（如大秦铁路、长江电力等）。消费品行业的投资机会也将从整体性的超额收益转向结构性机会的把握。

图表43：水泥行业举例：预计未来2~3年边际供求关系持续改善

单位：亿吨	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
新增产能	1.43	2.51	2.50	1.50	0.50
淘汰落后产能	0.60	0.76	1.00	1.00	1.00
有效新增产能	0.83	1.75	1.50	0.50	-0.50
新增产量（需求）	0.34	2.41	2.47	1.85	1.42
边际供求差（供一求）	0.49	-0.66	-0.97	-1.35	-1.92

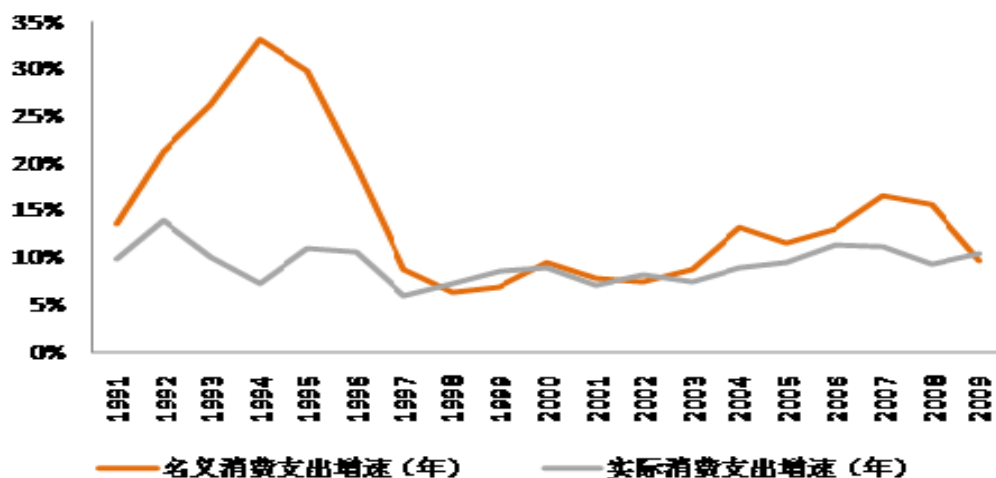
资料来源：数字水泥，平安证券研究所

图表44：历史经验举例：供求改善推动2010年民航爆发



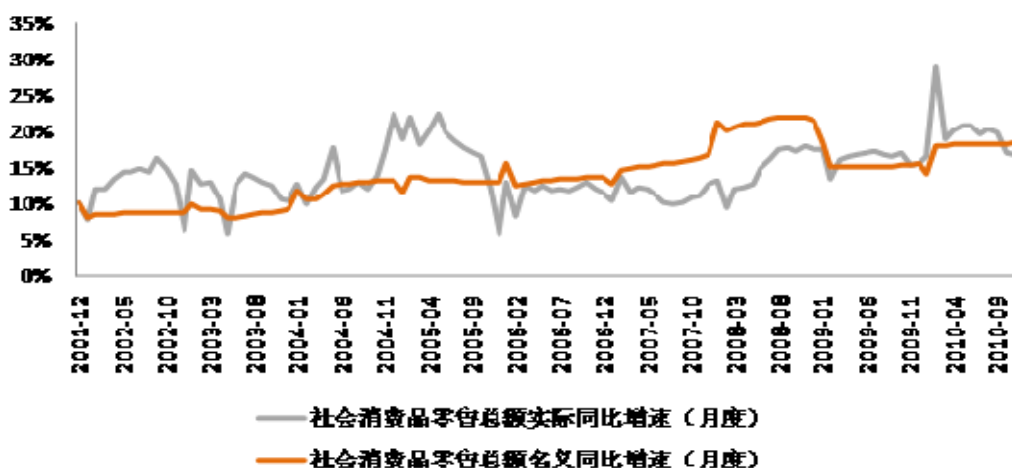
资料来源：民航局，平安证券研究所

图表45：近年来社会消费品零售总额名义增速有所回落



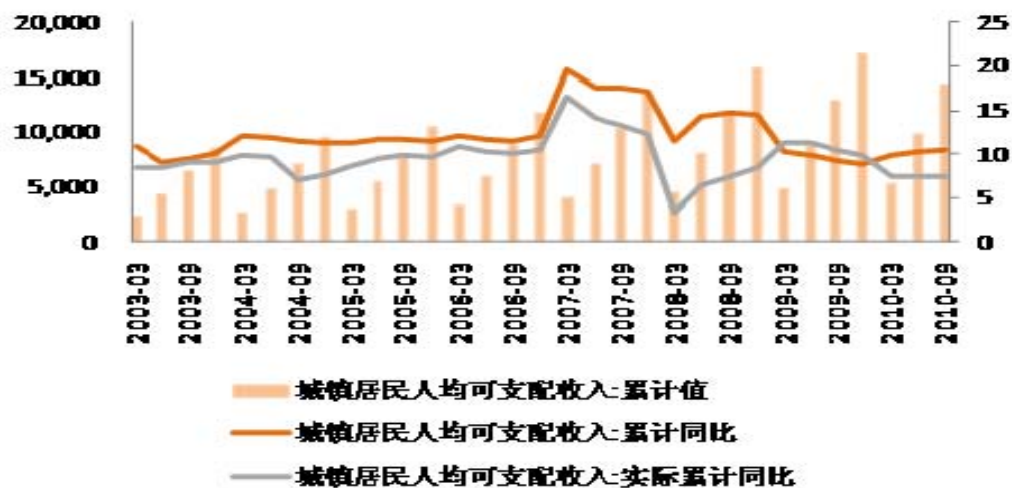
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表46：月度看，社会消费品零售总额实际增速已经出现高位向历史均值回归态势



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表47：近几年城镇居民人均可支配收入实际增速出现持续下降



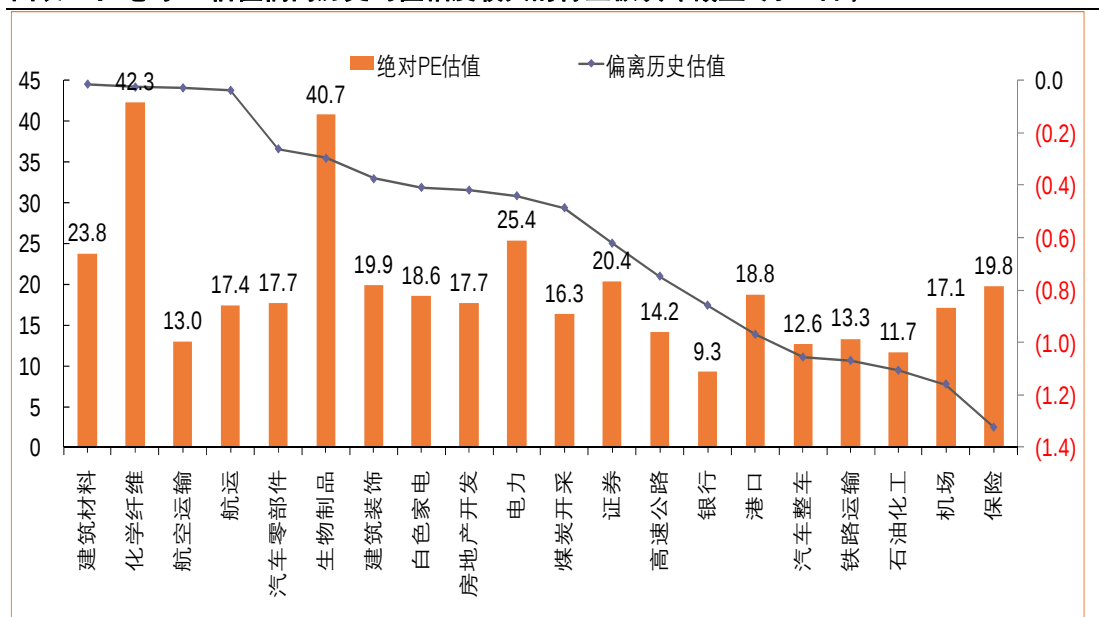
资料来源：Wind，平安证券研究所

3.4 盈利估值比较更多关注重资产和滞涨板块

在价值底形成支撑和政策底有待明朗的条件下，市场震荡态势明显，而行业板块的轮动逻辑则会更多向前期滞涨板块和确定性板块倾斜；另一方面，全球资金流向的阶段性逆转将使实物资产因素在配置过程中的作用提升。综合这两个因素，盈利估值的比较对于行业选择的重要性将会明显增强。

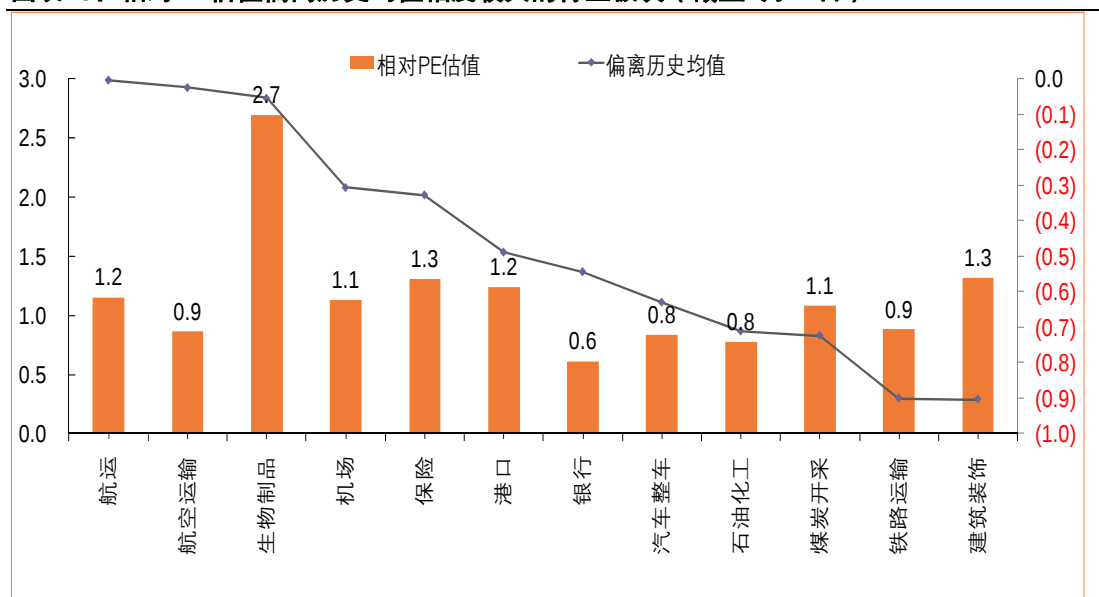
建议重点关注市盈率（绝对和相对）、市净率（绝对和相对）、前期涨跌幅（动量和反转）均处于相对低位的行业板块。

图表48：绝对PE估值偏离历史均值幅度较大的行业板块（截止2月11日）



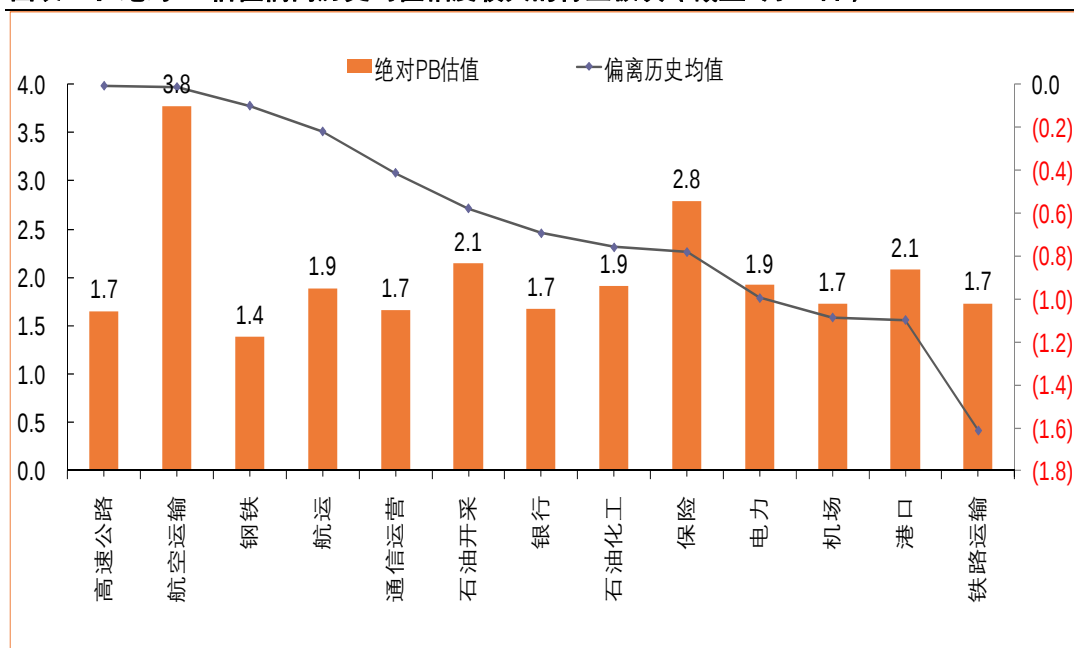
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表49：相对PE估值偏离历史均值幅度较大的行业板块（截止2月11日）



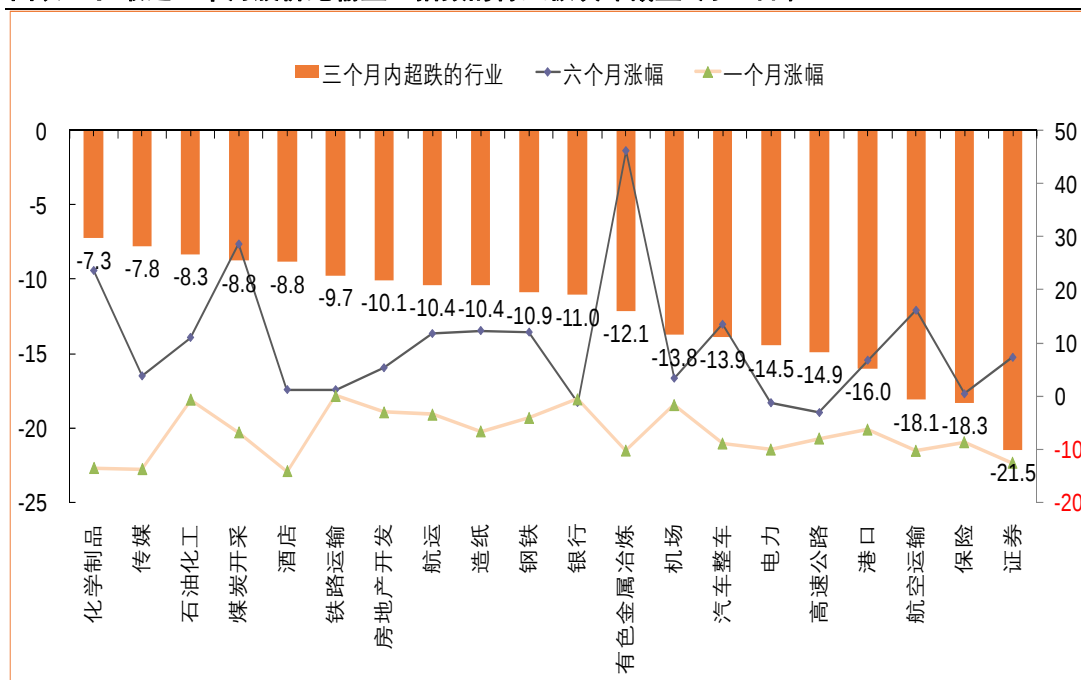
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表50：绝对PB估值偏离历史均值幅度较大的行业板块（截止2月11日）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表51：最近三个月股价跑输上证指数的行业板块（截止2月11日）



资料来源：Wind，平安证券研究所

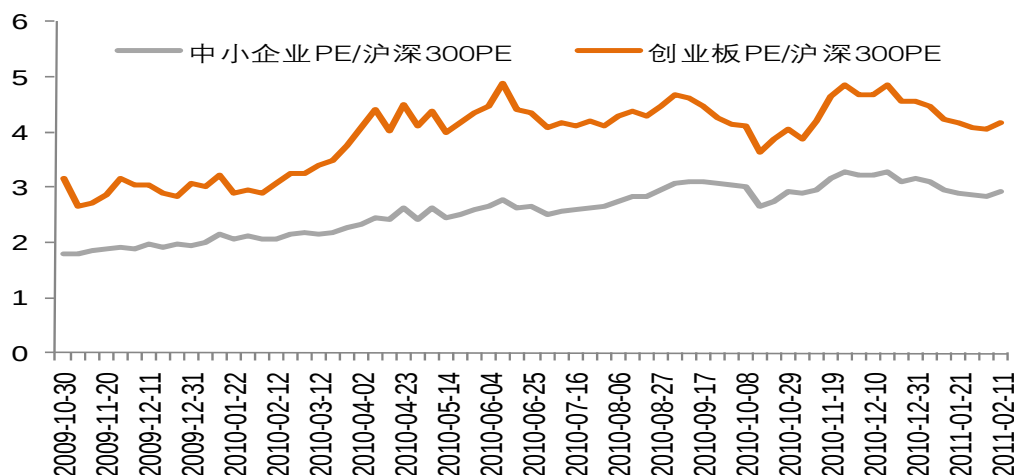
3.5 市场风格将转向周期与成长的结构轮动

周期与成长股价表现走向均衡是第一个判断。去年 11 月以来资金面压力上升幅度远超政府紧缩力度背后是实体经济对银行体系和资本市场的资金分流，而新兴领域中长期投资的加速是重要方面，依据上世纪美国科技股泡沫的历史经验，新兴领域投资增速加速“赶顶”往往意味着周期股和成长股的中长期估值差逐步见顶，其股价表现将趋于均衡。

成长股将出现分化和结构性反弹是第二个判断。虽然周期和成长的中长期估值差逐步“见顶”。但短期而言：（1）新兴领域投资需求仍在提升，成长股相对估值大幅下调的时机并不具备；（2）去年底以来的风格转换部分消除了成长股的估值压力，部分优质个股已呈现买入价值；（3）在全球资金流向和国内货币紧缩仍将压制市场增量资金的情况下，大盘周期股持续上涨的概率较低，其实质仍是业绩增长带来的估值回补，且存量资金从中小市值成长股向大市值周期股的转移也会压制赚钱效应，进而打击市场人气。

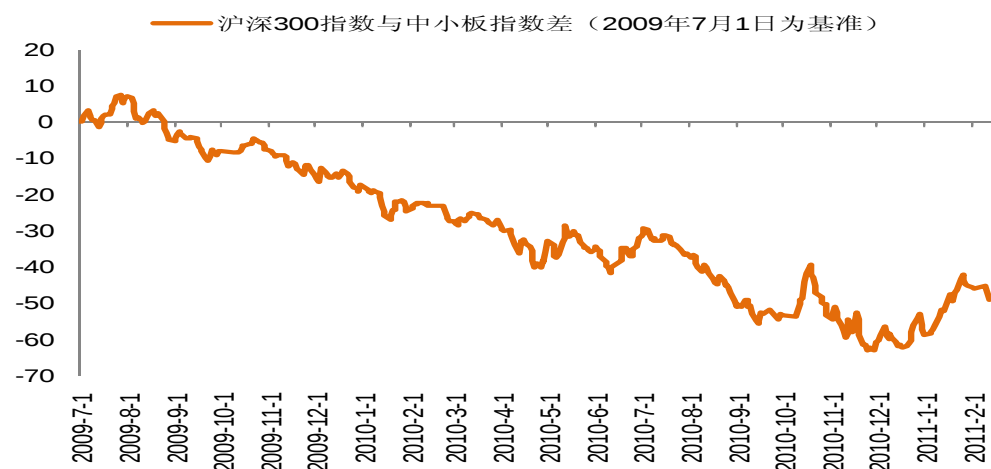
综合而言，中小盘成长股泥沙俱下过程将出现分化，未来三个月周期和成长将展开结构性轮动，预期确定性高的周期股和拥有较好业绩和主题支撑的成长股是关注重点。

图表52：中小盘股估值和大盘股估值对比呈现高位回落态势



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表53：中小盘股和大盘股股价相对收益开始迅速收敛



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.6 行业选择结论：超配滞涨中游，优选优质成长

综合前面分析，我们的行业配置建议是：超配滞涨中游、优选优质成长。

超配滞涨中游逻辑在于：全球资金流向阶段性逆转将压制上游商品弹性，而国内通胀传导推动中游价格提升，加之经济复苏的和旺季需求推动，中游企业将会逐步进入微笑曲线的“最佳盈利区间”，建议超配前期滞涨的建材、化工、电力设备、交运板块。

优选优质成长逻辑在于：虽然新兴领域投资加速预示周期与成长的中长期估值差开始见顶，但短期资金面困境使大盘周期股持续上涨的条件并不具备，部分质地优良且估值压力消化充分的成长股将出现结构反弹，重点关注估值与业绩逐步匹配、且具有高送转或募投投产等潜在催化剂的公司。推荐节能环保装备、信息建设、生物疫苗三大主题。

另外，坚持年度策略观点，受益于大金融转型的非银行金融及部分受益于行业扩张和消费升级的中盘消费股同样具备配置价值，可关注保险、券商和低估值消费公司。

图表54：平安策略推荐周期股组合

股票简称	上市时间	当前股价	10EPS	11EPS	10PE	11PE	市值
烟台万华	600309.SH	21.84	0.81	1.19	27.0	18.3	363.3
兴发集团	600141.SH	21.88	0.63	0.88	34.9	25.0	80.0
宏源证券	000562.SZ	18.37	0.94	1.01	19.4	18.1	268.4
中远航运	600428.SH	8.60	0.20	0.37	43.4	23.2	145.4
海螺水泥	600585.SH	33.91	1.52	2.09	22.3	16.3	1,198.0
新钢股份	600782.SH	6.35	0.29	0.49	22.3	12.9	88.5
荣信股份	002123.SZ	42.61	0.81	1.10	52.8	38.8	143.2
诺普信	002215.SZ	27.90	0.64	1.08	43.8	25.7	61.7
贵州茅台	600519.SH	185.24	5.61	7.56	33.0	24.5	1,748.3
金地集团	600383.SH	7.01	0.53	0.68	13.1	10.4	313.5

资料来源：平安证券研究所

图表55：平安策略推荐成长股组合

股票简称	股票代码	当前股价	10EPS	11EPS	10PE	11PE	市值
瑞凌股份	300154.SZ	37.88	0.79	1.10	48.2	34.5	42.3
世纪鼎利	300050.SZ	67.10	1.66	2.25	40.5	29.8	72.5
晨光生物	300138.SZ	30.85	0.71	1.00	43.7	30.7	27.7
利源铝业	002501.SZ	56.22	0.92	1.80	61.4	31.2	52.6
日海通讯	002313.SZ	54.80	1.08	1.52	50.9	36.1	54.8
科陆电子	002121.SZ	25.95	0.53	0.82	48.9	31.8	68.6
大华股份	002236.SZ	75.90	1.62	2.36	46.8	32.2	105.9
沃森生物	300142.SZ	116.98	1.51	2.43	77.6	48.2	116.9
碧水源	300070.SZ	113.40	1.26	2.40	89.8	47.3	166.7
东山精密	002384.SZ	64.60	0.84	1.95	77.3	33.1	103.4

资料来源：Wind，平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257