

重视防御，把握转型 ——2011 年 3 月投资策略报告

研究员：王佩艳 李晶
执业证书编号：S0570200010038
S0570510120063
电话：025-84457777
地址：南京市中山东路 90 号

投资要点：

- 1 月份外贸维持了高速增长，而当前发达经济体复苏态势良好，预计随着欧美企业投资和消费的加速，全年出口稳定增长的势头有望延续。物价和货币信贷数据均未超出市场预期，使得市场紧张的情绪得到暂时舒缓，加之 2 月份物价水平可能继续小幅下降，至少短期看宏观紧缩的紧迫性有所缓解，应该说货币和信贷数据以及物价水平有利于舒缓绷得过紧的神经。
- 但市场资金尚未出现趋势性的宽松，一是物价上行的压力仍然存在，大宗商品价格继续上行，PPI 价格继续上行至 6.6%，对物价的传导还在继续；二是货币政策正常化的方向不会发生改变，央行对流动性增长还是十分警惕，差别准备金以及存款准备金仍有提升的空间。
- 预计全年上市公司业绩增长大约在 32% 附近，从已经公布的业绩预告看，预增的公司主要集中于电子元器件、化工、机械设备、房地产、建筑建材、信息服务、有色金属等行业，应该说 2010 年业绩表现较好，但大幅超出市场预期的可能性较小，对市场的刺激有限。
- 近期周期性行业估值修复以及创业板和中小企业板的下跌使得估值差异有所减少，但仍然较大。从行业结构上看，估值结构分化明显。以银行、采掘和房地产为主的权重股估值水平明显较低，银行甚至已经创了历史新低。而电子元器件、有色金属和信息服务以及消费类品种估值较高。
- 当前尽管国内市场流动性尽管有所改善，但政策的压制以及成本压力使得权重板块缺乏合力，整体趋势性机会仍需等待。市场波段性机会仍将来自于政策紧缩力度与预期的博弈，对资金供需的预期将是决定中期市场波动的主要因素。短期乐观之后，我们看到市场预期的是仍有一至两次的加息和准备金率的进一步提高，而上半年的物价仍将有继续冲高的可能，加之对通胀压力和收缩信贷对实体经济的负面影响加以考量，我们认为 3 月份市场仍将维持箱体震荡行情。
- 今年是十二五开局之间，而三月初又是“两会”召开时期，结构转型、新兴产业及相关投资主题有望再掀关注高潮，各产业规划和政策细则有望在两会期间得到进一步明确，政策的布局和实质性利好将刺激热点行业行情，预计 3 月份的市场运行特征将以结构性机会和快速风格轮动为主。投资策略上，建议（1）重视防御：关注市场风格进一步切换的可能，重视估值指标的考量；（2）把握转型：关注经济转型催生中长期投资机会，关注景气向好行业。

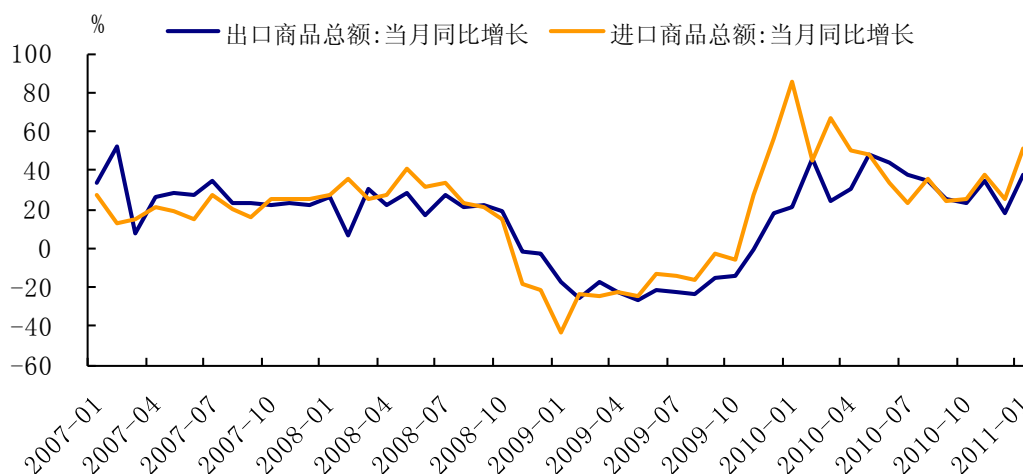
一、宏观经济：通胀略低预期，紧缩压力仍存

1、外贸保持高增速，出口向好势头延续

1 月份进出口依然保持了快速增长态势，实现进出口值 2950.07 亿美元，同比增长 43.90%，环比微降 0.1%。其中出口 1507.34 亿美元，同比增 37.70%，环比下降 2.2%；进口 144.73 亿美元，同比增长 51%，环比增长 2.2%；当月贸易顺差 64.61 亿美元，同比下降 53.78%。分产品看，1 月份出口主导地位的机电产品出口较上个月回落幅度较大，而传统优势产品如服装、纺织、鞋类等增速较上个月有所扩大，一定程度上弥补了机电产品的降幅。

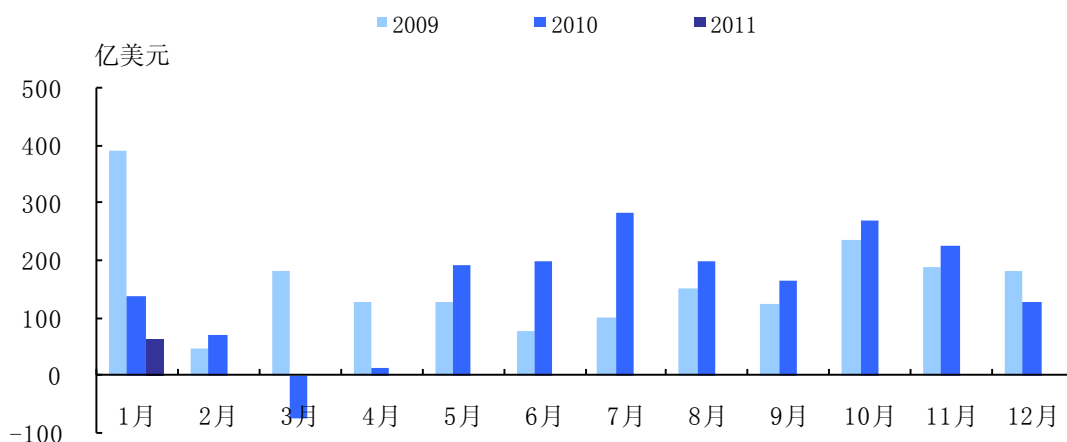
1 月对新兴经济体的出口继续了稳定的高速增长，这也是一段时间以来出口屡超预期的重要动力，虽然预计 2 月份的出口增速由于春节突击效应的减退而将有所回落，但当前发达经济体复苏态势良好，预计随着欧美企业投资和消费的加速，全年出口稳定增长的势头有望延续。

图 1：1 月进出口同比均高速增长



数据来源：WIND，华泰证券研究所

图 2：1 月顺差大幅下降



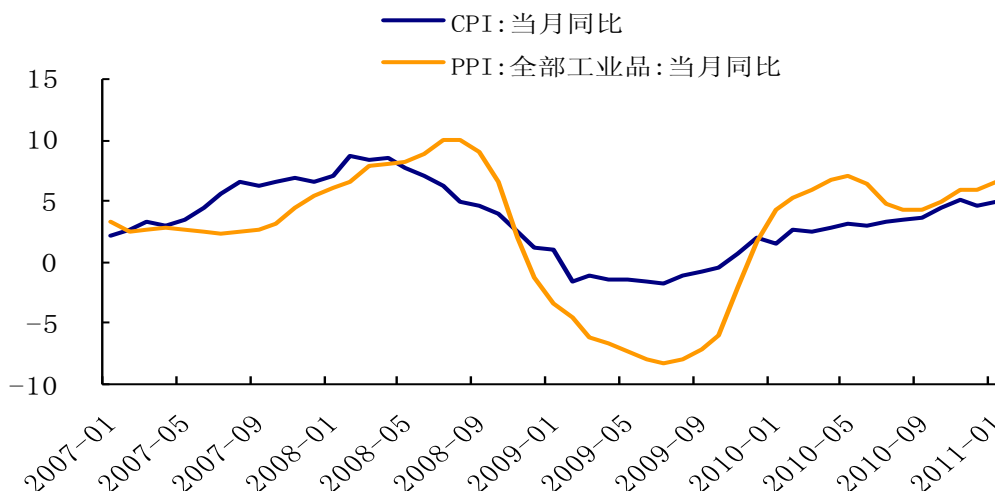
数据来源：WIND，华泰证券研究所

2、物价低于预期，但上行压力仍在

1 月 CPI 同比上涨 4.9%，环比上涨 1%，PPI 同比上涨 6.6%，环比上涨 0.9%，两者涨幅均较上月有所扩大，节日、季节性以及大宗商品价格走高是年初物价再度回升的主要推动力量。本月统计局对 CPI 全书构成进行了相应调整，除居住类权重提高 4.22 个百分点至 17.82%外，其余各项均有所下调，其中食品类权重从之前的 33.6% 降至 31.39%。

本次 CPI 权重的调节，反映了居民消费结构由食品向居住的转移权重的结构性调整，虽然经过权重调整的 1 月 CPI 数据低于预期，但从未来 CPI 趋势上看，大宗商品价格的上行和国内劳动力成本的上升仍构成成本推动型通胀的重要因素，结合新涨价因素和翘尾因素的双重作用下，虽然 2 月份物价将略有回落，但上半年通胀压力仍较大，CPI 仍有继续冲高的可能，预计随着翘尾因素作用的减弱，今年物价将呈前高后低走势。

图 3：物价加速上行



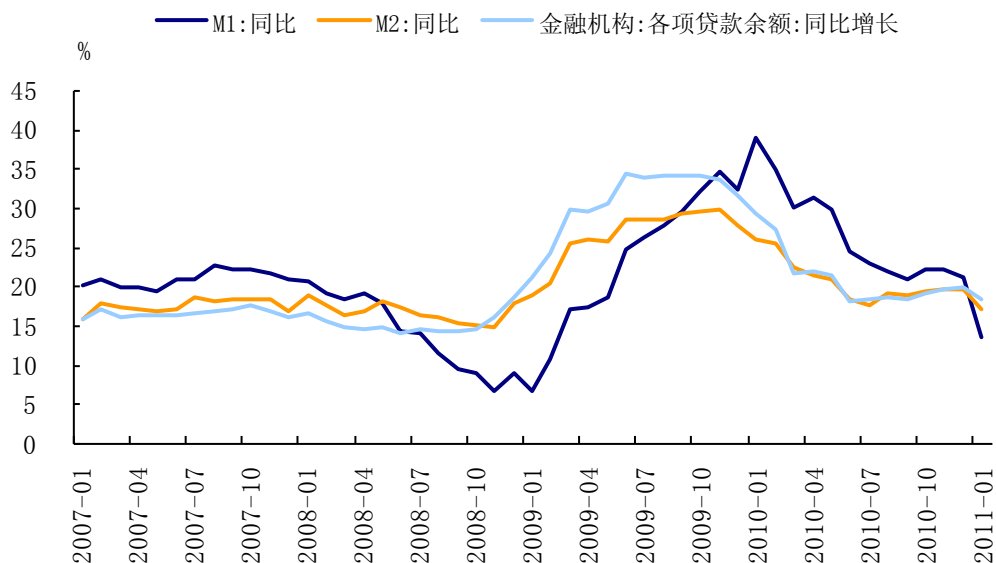
数据来源：WIND，华泰证券研究所

3、紧缩预期暂缓，但调控仍有空间

1 月份我国货币增速明显回落，M1 增速大幅下降 7.6%至 13.6%，M2 增长 17.2%，亦较上月下降 2.5%，显示在累积多次货币收紧措施后，资金活性大幅降低。从信贷方面看，1 月信贷增加 1.04 万亿，同比增速 18.5%，中长期贷款增速下降明显。

在央行连续加息并上调准备金率等一系列紧缩政策出台后，1 月贷款和 M2 供应增速均出现放缓势头，且春节期间的加息和其后周末的上调存款准备金率使得短期紧缩靴子落地，加之管理层防止经济出现较大波动的表态，市场对未来一个月内再次紧缩的预期大大缓解，但从上半年看，通胀进一步冲高的压力仍存，货币紧缩的方向依然难以改变，存款准备金率和利率仍存上调空间。

图 4：货币增速和信贷余额明显回落



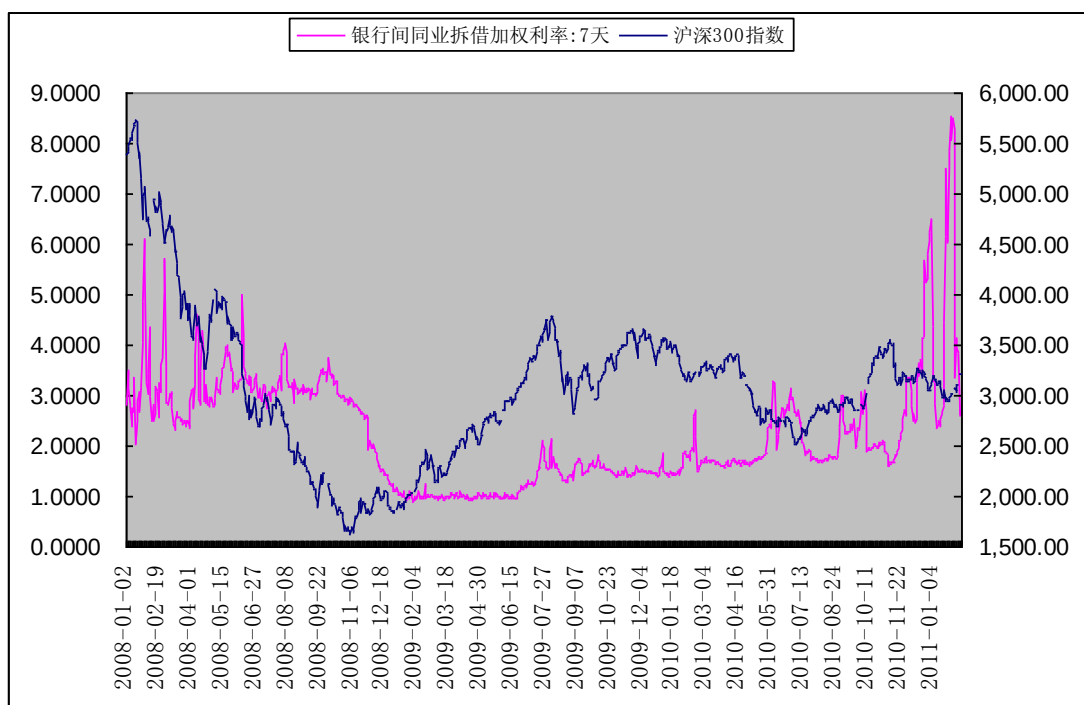
数据来源：WIND，华泰证券研究所

二、市场环境：资金短暂宽松，业绩难有惊喜

1、资金紧缩短暂舒缓

宏观资金紧缩预期短暂舒缓。春节钱市场资金极度紧张，银行间拆借利率一度达到 8%以上。1 月份公布的信贷和物价数据均未超出市场预期，使得市场紧张的情绪得到暂时舒缓，加之 2 月份物价水平可能继续小幅下降，至少短期看宏观紧缩的紧迫性有所缓解，应该说货币和信贷数据以及物价水平有利于舒缓绷得过紧的神经。

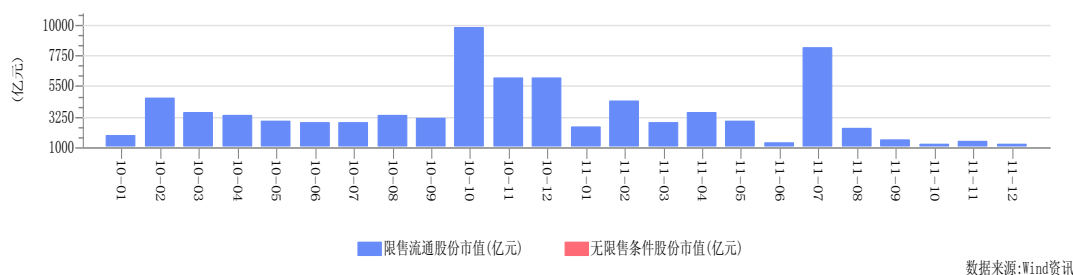
图 5：银行拆借利率和上证指数



数据来源：WIND，华泰证券研究所

从资金需求上看，市场的低位运行和破发潮的影响，融资规模有走低的迹象，2010 年 11 月份达到高峰后，融资需求逐月降低，1 月份较前三个月下降了近五成。2 月份的融资规模进一步降低。限售股解禁规模经过了 2010 年四季度的高峰后也阶段性的减少。

图 6：解禁规模



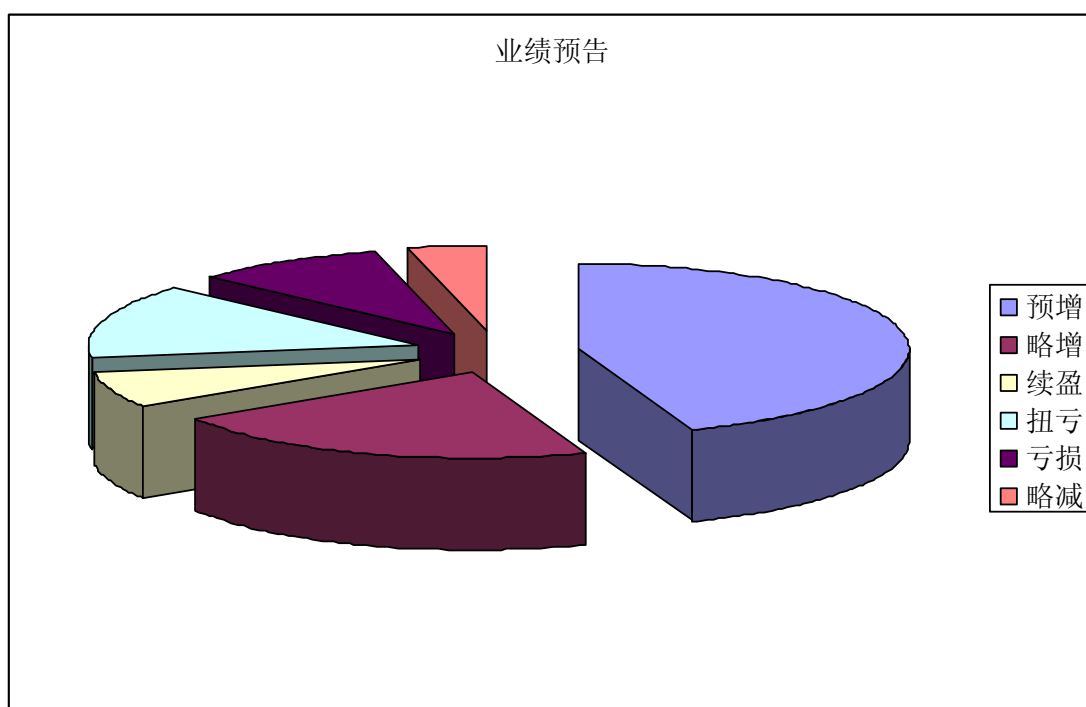
数据来源：Wind资讯

但这并不意味着市场资金出现趋势性的宽松，一是物价上行的压力仍然存在，大宗商品价格继续上行，PPI 价格继续上行至 6.6%，对物价的传导还在继续；二是货币政策正常化的方向不会发生改变，央行对流动性增长还是十分警惕，差别准备金以及存款准备金仍有提升的空间。因此资金宽松或者是资金宽松预期不会持续过长时间，决定市场行情可能是短暂的。

2、业绩难现惊喜

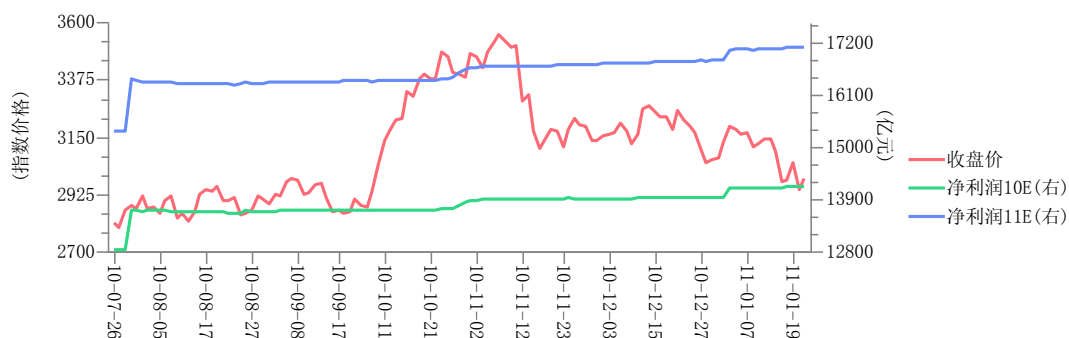
2010 年年度业绩已成定局。我们预计全年上市公司业绩增长大约在 32%附近。近期随着年报的临近，市场并没有上调盈利预期。从已经公布的业绩预告看，预增的公司主要集中于电子元器件、化工、机械设备、房地产、建筑建材、信息服务、有色金属等行业。应该说 2010 年业绩表现较好，但大幅超出市场预期的可能性较小，对市场的刺激有限。

图 7：业绩预告分布



数据来源：WIND，华泰证券研究所

图 8：盈利一致预期

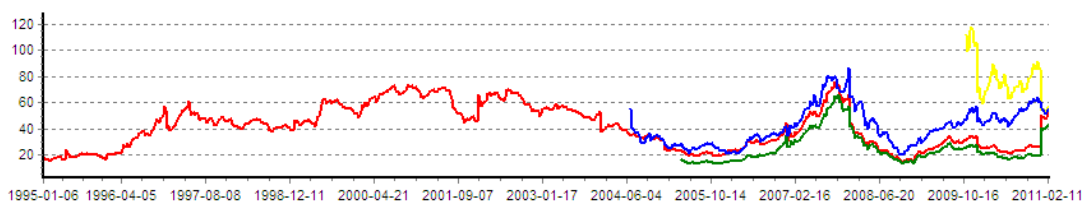


数据来源：Wind 资讯

3、估值水平处于历史地位，结构性特征仍较明显

当前全部 A 股的估值水平依然处于历史低位，2010-11 年的动态市盈率为 18 倍、14.7 倍，尤其是沪深 300 指数，按照 2010-11 年的业绩其动态市盈率只有 15 倍、12 倍，达到 1995 年、2005 年和 2008 年三次低点的位置。

图 9：估值水平



数据来源：WIND，华泰证券研究所

近期周期性行业估值修复以及创业板和中小企业板的下跌使得估值差异有所减少，但仍然较大。从行业结构上看，估值结构分化明显。以银行、采掘和房地产为主的权重股估值水平明显较低，银行甚至已经创了历史新低。而电子元器件、有色金属和信息服务以及消费类品种估值较高。

表 1：分行业估值情况

板块名称	市盈率(TTM,整体法)	预测市盈率(10 年)	预测市盈率(11 年)
全部 A 股	20.57	18.07	14.69
沪深 300	16.07	15.09	12.47
中小企业板	46.39	39.91	28.78
创业板	66	57.31	38.47
金融服务	11.34	11.08	9.21
采掘	18.23	16.17	14.09
房地产	22.12	16.78	12.11
交通运输	19.73	17.05	14.96
化工	24.38	18.74	15.04
黑色金属	22.22	20.7	14.43
建筑建材	27.28	21.87	16.3
家用电器	25.09	22.15	17.55
交运设备	26.15	22.41	18.53

公用事业	30.9	27.1	21.97
商业贸易	37.49	29.38	22.55
轻工制造	40.99	30.15	22.85
综合	54.74	30.62	18.15
纺织服装	44.04	32.41	24.51
机械设备	41.46	34.41	25.71
食品饮料	43.28	36.72	28.65
医药生物	43.65	38.44	28.33
信息设备	42.67	38.56	28.58
餐饮旅游	54.82	42.34	33.24
农林牧渔	87	47.8	34.82
信息服务	64.24	49.16	35.62
有色金属	71.27	51.67	34.85
电子元器件	95.25	52.21	36.26

数据来源：WIND，华泰证券研究所

三、市场走势： 行情复入震荡，热点有望活跃

前期我们注意到关于紧缩政策的预期已经形成，并通过春节期间的加息部分兑现，且市场对未来进一步公开市场回收流动性和上调准备金率已经有所预期，而短期内货币政策超出此种预期收缩的概率不大，加之不少蓝筹板块的估值见底，和经济数据的向好，使之成为我们短期乐观的原因。我们总结了当前市场关键方面的普遍预期，认为未来市场的风险和机会仍将主要来自于通胀走势、货币政策紧缩机会和资金面紧张的缓解程度，而业绩的增速将决定是否有整体性趋势机会的出现，从当前时点看来，下半年市场环境要好于上半年。

综合考量，我们认为当前尽管国内市场流动性尽管有所改善，但政策的压制以及成本压力使得权重板块缺乏合力，整体趋势性机会仍需等待。市场波段性机会仍将来自于政策紧缩力度与预期的博弈，对资金供需的预期将是决定中期市场波动的主要因素。短期乐观之后，我们看到市场预期的是仍有一至两次的加息和准备金率的进一步提高，而上半年的物价仍将有继续冲高的可能，加之对通胀压力和收缩信贷对实体经济的负面影响加以考量，我们认为3月份市场仍将维持箱体震荡行情。

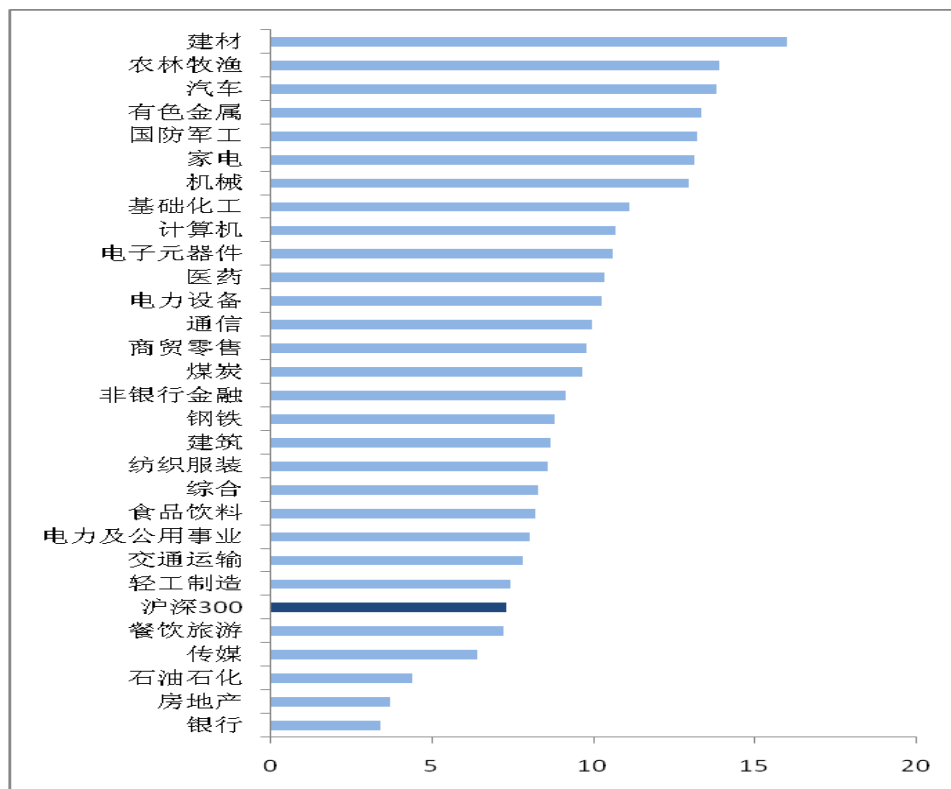
今年是十二五开局之间，而三月初又是“两会”召开时期，结构转型、新兴产业及相关投资主题有望再掀关注高潮，各产业规划和政策细则有望在两会期间得到进一步明确，政策的布局和实质性利好将刺激热点行业行情，预计3月份的市场运行特征将以结构性机会和快速风格轮动为主。

四、投资策略： 重视防御，把握转型

1、重视防御：关注市场风格进一步切换的可能，重视估值指标的考量

从1月25日以来的本轮反弹市场表现看，低估值的行业如交运设备、建材、交通运输和家电以及黑色金属表现居前，估值修复的行情特征较为明显，与表现较好的周期类行业相比，前期估值溢价较高的消费类行业则一直处于调整走势。

图 10：1.25 日以来周期类行业涨幅居前



数据来源：WIND，华泰证券研究所

从当前情况看，消费类行业相对大盘估值比有所回落，但未到历史较低区间，不过其中家电、零售以及白酒龙头的估值安全性较去年四季度已经大大增加，以其较强的业绩增速确定性和不到 25 倍的 2010 年动态估值，我们认为这些行业具备中线配置价值。

2、把握转型：关注经济转型催生中长期投资机会，关注景气向好行业

面对通胀压力和增长压力皆不可轻视的经济环境，长期政策的着力点仍将是经济结构的转型以及国内需求的提振，需求结构、产业结构、区域结构的调整都将是我们将长期面对的主题，而“两会”召开期间，各产业规划和政策细则有望得到进一步明确，这将带动相应投资机会，但对于政策利好在十二五期间尚不能落实至业绩，而前期炒作又较为充分的行业和公司，需警惕政策出台后的回落风险。我们建议关注相关行业规划的进度和受益行业，从中选择需求确定增长、毛利情况较好的行业和公司，如现代化农业相关、高端装备制造、核电、节能环保、铝加工、钢结构。

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。