

财达证券投资策略研究报告

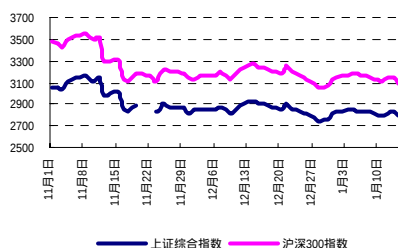
二〇一一年二月二十四日星期四

编辑：李剑峰
电话：021-61419980
执业证书：S0400210100001

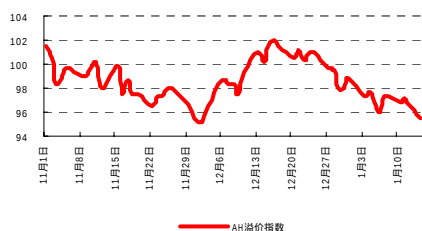
市场最新估值

名称	PE(TTM)	09PE
上证综指	15.61	15.76
深成指	20.63	21.21
沪深 300	14.86	14.81
上证 50	12.33	12.30
中小板综	33.83	46.50
创业板指	63.28	69.89

近三个月 A 股指数表现



AH 溢价指数



淡定而从容 谋定而后动

--3 月份 A 股投资策略

三月份市场展望

市场趋势判断

投资策略及行业配置建议

年度组合回顾

主要观点

市场环境：政策紧缩难言出尽 “两会”带来结构行情

高通胀压力将会中期存在，在年中之前通胀都不会得到非常有效地缓解，其中第一季度的通胀形势最为严峻，CPI 会在 5%附近徘徊。虽然 1 月份 CPI 明显低于之前的市场预期，但并非 CPI 趋势性下滑的起点，也不意味着通胀压力真正减缓的开始。后期的通胀压力将主要来自其他三个方面：第一，输入型通胀压力。第二，粮食价格和石油价格。第三，房屋租赁价格。在经历前期的政策调控之后，1 月份房价仍然体现出上涨的特点。限购令有继续向二三线城市蔓延的趋势，限价也会是后期房地产调控政策的重要组成部分，市场会继续感受到来自于此的压力。在“两会”即将召开之际，市场对于“两会”投资主题的关注度也会逐渐提高。在七大战略性新兴产业当中，我们首先看好的是新材料、高端装备制造和节能环保行业。3 月份将进入上市公司年报的密集披露期，结构性行情仍然可以期待。

市场趋势：震荡 趋势性拐点尚未到来

虽然自去年第四季度开始货币当局连续出台了一系列紧缩措施，这将有助于抑制通胀走势，但在输入型通胀风险升温、粮食价格高企、国际原油价格短期暴涨以及房租上涨的压力下，1 月份低于预期的 CPI 并非意味着通胀压力的减弱，我们依旧维持高通胀压力中期存在的观点，这仍然是近期影响市场运行的最重要因素。随着限购令的逐渐铺开，在 1 月份房价依旧上涨的背景下，房地产调控还在继续，而 3 月份各地方房价调控目标的明确或导致限价令的实施，市场将继续感受到来自地产调控的压力。在宏观经济环境偏紧的同时，随着“两会”的召开，调结构导向下最为收益的新兴产业将受益于偏暖的微观经济环境。在年报密集披露期内，可在业绩超预期的行业中寻找结构性机会。对于 3 月份 A 股市场的趋势判断是：震荡，趋势性拐点尚未到来。

投资策略：淡定而从容 谋定而后动

基于对政策紧缩难言出尽、“两会”带来结构行情的市场影响因素分析以及震荡、趋势性拐点尚未到来的市场趋势判断，建议的投资策略是淡定而从容，继续高度关注通胀走势和国内政策，以及外围地缘政治局势的变化；风险偏好投资者以波段操作为主；价值投资者谋定而后动，可适当提高对政策受益主线的关注度。在行业配置方面，建议关注三条主线：一是调结构导向下最为受益的新兴战略产业中的新材料、高端装备制造和节能环保行业；二是通胀压力中期存在、输入型通胀风险加大的背景下的农业、化工、酿酒行业；三是在受益于保障性住房建设力度有望加大的建筑建材行业。

1、三月份市场展望：政策紧缩难言出尽 “两会”带来结构行情

在 2 月份的策略报告中，我们指出，管理层将抑制通胀和信贷合理投放作为一季度工作重点，在高通胀压力中期存在、输入型通胀风险加大之际，紧缩政策仍在进行式，因此，我们看淡市场的中期趋势，认为 2 月份仍然有下跌风险，但春节之后首周的市场表现却与我们之前的预期相悖。我们认为，市场反弹推动力主要来自两方面，一是技术层面存在反弹要求，二是 1 月份低于预期的 CPI 数据带来通胀压力减弱的乐观预期。但是随着存款准备金率的再度上调、中央政治局会议稳定物价的表态以及外围市场中粮食和石油价格的飙升，反弹的第二个推动因素似乎是昙花一现，这在 22 日市场的暴跌中得到印证。由此看来，我们对市场抱有的谨慎情绪还是具有合理性的，市场的表现证明近期我们一直强调的通胀是中期焦点的观点也是正确的。

对于 3 月份的 A 股市场，我们仍然将重点放在对通胀走势的分析方面，同时对后期的房地产调控政策作出预判，并寻找“两会”和年报披露中的结构性投资机会。

● 1.1 通胀形势依旧严峻 紧缩政策难言出尽

我们近期一直坚持的观点是，通货膨胀是中期焦点，并会影响市场的中期走势。从市场的实际表现看，通胀也成为 1 月份市场下跌及 2 月份市场反弹的主要逻辑，1 月份超预期的 CPI 是导致市场出现下跌的主要驱动力，而 2 月份的市场反弹除去技术层面的原因之外，低于预期的 CPI 是更为重要的驱动因素。

在存款准备金率再度上调之后，如果 1 月份 CPI 的低于预期在后期会成为常态，那么通胀形势的稍显缓和以及紧缩政策出台的告一段落将为市场带来良好预期，反之，市场则会继续承受来自通胀及其背后的货币政策方面的压力。因此，我们认为，判断后期的通胀走势对于分析后期的市场趋势至关重要。

根据我们的时间序列趋势性预测模型，高通胀压力将会中期存在，在年中之前通胀都不会得到非常有效地缓解，其中第一季度的通胀形势最为严峻，CPI 会在 5% 附近徘徊。虽然 1 月份 CPI 明显低于之前的市场预期，而且研究也表明，这与价格指数的权重调整并无关系，但这与 1 月份的食用农产品价格和生产资料价格逐周上涨的走势并不一致，而且与居民的实际感受并不相符，这究竟是不是其他原因导致的数字游戏我们当然无从考量，但我们的意见更加倾向于 1 月份 CPI 的下滑与 12 月份的数据具有相似性，或许只是季节性的下降，而并非 CPI 趋势性下滑的起点，也不意味着通胀压力真正减缓的开始。

虽然自去年第四季度开始，管理层接连出台了一系列紧缩措施抑制通胀，货币和信贷增速也出现了明显下滑，但我们认为在宏观货币环境收紧之后，后期的通胀压力将主要来自其他三个方面：

第一，输入型通胀压力。在 2 月份的报告中，我们就提出，通胀并非中国独有的问题，全球都在面临同样的困境。随着韩国和巴西的加息，发展中国家正在打响一场对抗通胀之战；香港的通胀水平也已升至两年来的最高点；就连深陷债务危机、经济依旧疲弱的欧洲也开始重视食品价格上涨和通胀风险。而近期的数据表明，通胀风险有从发展中国家向发达经济体蔓延的趋势。美国的 CPI 已经达到 1.6%，通胀不再是人们最为关心的问题，伯南克则急着在国会为美联储的量化宽松政策是否会导致失控的通胀风险作出解释；就在上个月欧洲还仅仅是重视通胀风险之后不久，欧元区的 CPI 就超过 2% 的目标水平；英国的通胀水平已经达到 4%，正在考虑是否应该小幅加息来应对通胀。这一切似乎被发改委在 1 月份的言论所言中，中国后期的输入型通胀不可避免，在这种环境下，中国恐怕很难独善其身。

第二，粮食价格和石油价格。根据联合国粮农组织的统计，世界食品和粮食价格继续飙升。世界银

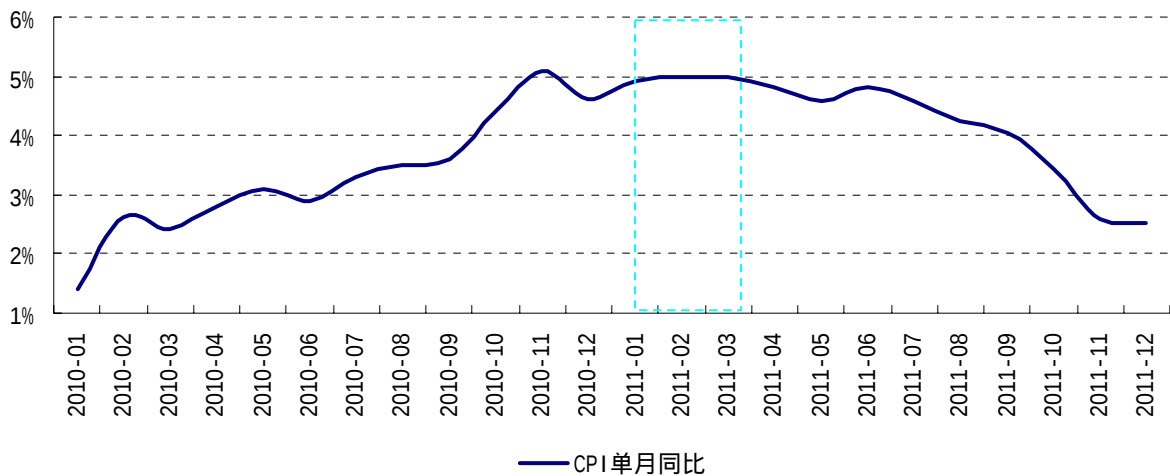
行也对粮食价格风险发出预警，认为粮食价格已经到了危险的程度，有可能在一些地区，如中东，引发社会动荡和政治风险。国内的粮食价格在春节之后也再续升势。在国际期货市场中，主要粮食品种的后期价格仍被继续看多。虽然在 CPI 的构成当中，食品类价格权重已经被调低，但 2% 的调低幅度并没有动摇其在 CPI 构成中最重要的地位，30% 的权重仍然使得 CPI 会受到粮食和食品价格左右。

另外值得关注的是石油价格。受利比亚紧张局势的影响，近几日的国际原油价格出现暴涨，22 日盘中曾触及 100 美元，原油价格飙升引发的对通胀风险的担忧成为诱发全球股市大幅调整的主要原因。短期之内，地缘政治因素是影响油价走势的最主要原因，需要密切关注。如果地缘紧张局势升级，那么油价上涨导致的全球通胀无疑会对前期国内存在的乐观预期构成打击。

第三，房屋租赁价格。自 1 月底上海和重庆开征房产税以来，主要城市的房租价格出现快速上涨，北京、上海、广州的房租普遍上升在 10% 以上。由于居住类价格在 CPI 中的权重有所上升，这也会对 CPI 数据产生影响，虽然不如粮食和食品价格的影响来得显著，但也应值得重视。

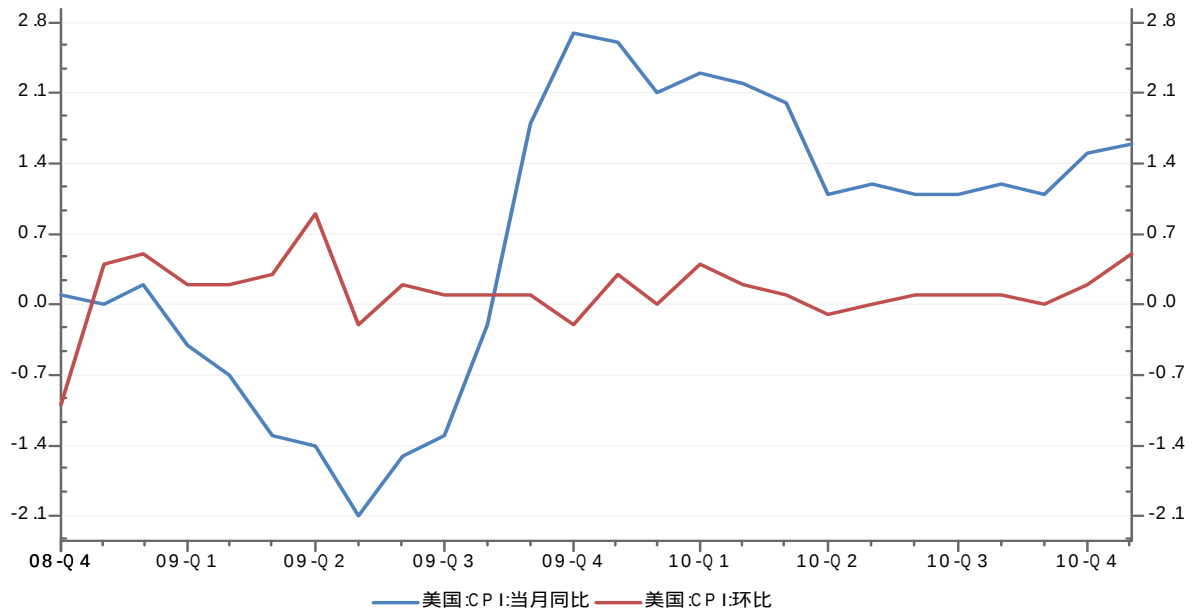
基于以上分析，我们认为，仅仅根据 1 月份 4.9% 的 CPI 数据就得出通胀压力会逐渐减缓的结论还为时尚早，后期 CPI 仍有上行的可能性。同时，在国务院常务会议已经将抑制通胀作为一季度工作重点之际，在一季度过半就判断紧缩政策出尽也显得早了一些。我们的观点是，通胀形势依旧严峻，紧缩政策难言出尽，会对市场继续构成影响，这也是建议投资者在后期继续密切关注的重要方面。

图 1 高通胀中期存在 一季度压力最重



资料来源：Wind 财达研究

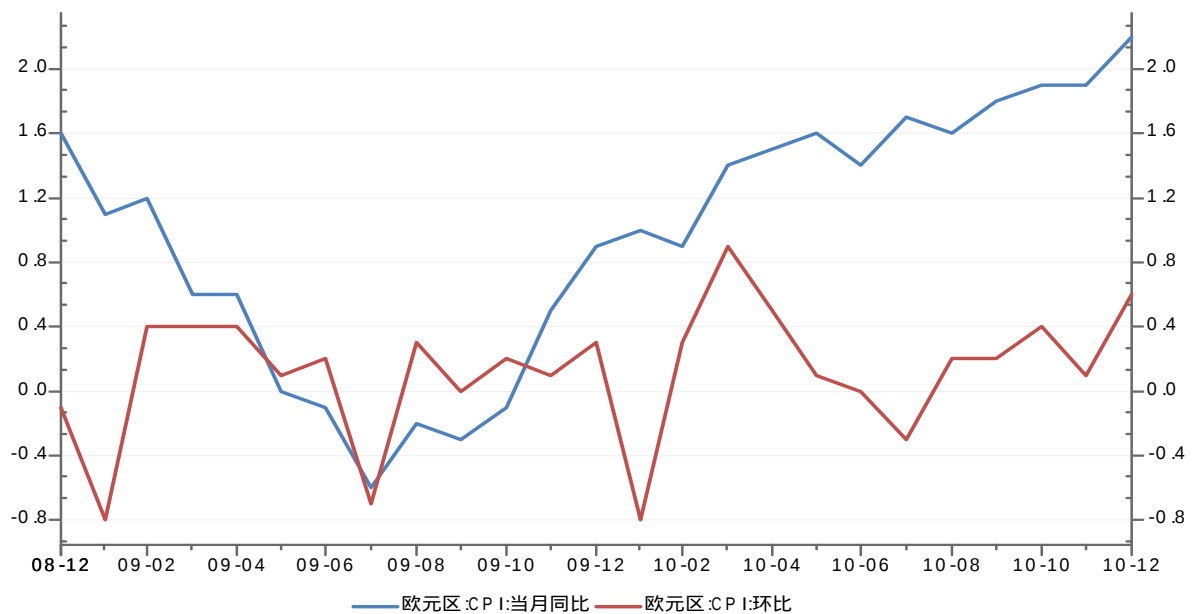
图2 通缩忧虑消除 美国面临通胀风险



数据来源:Wind 资讯

资料来源:Wind 财达研究

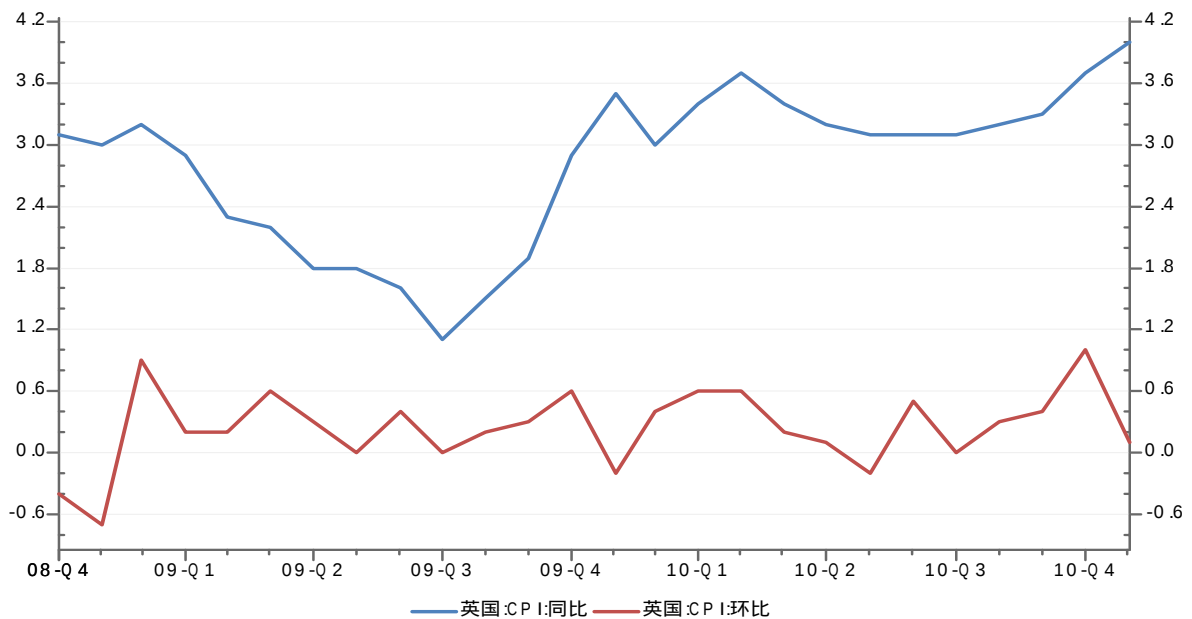
图3 欧元区通胀水平已超过警戒线



数据来源:Wind 资讯

资料来源:Wind 财达研究

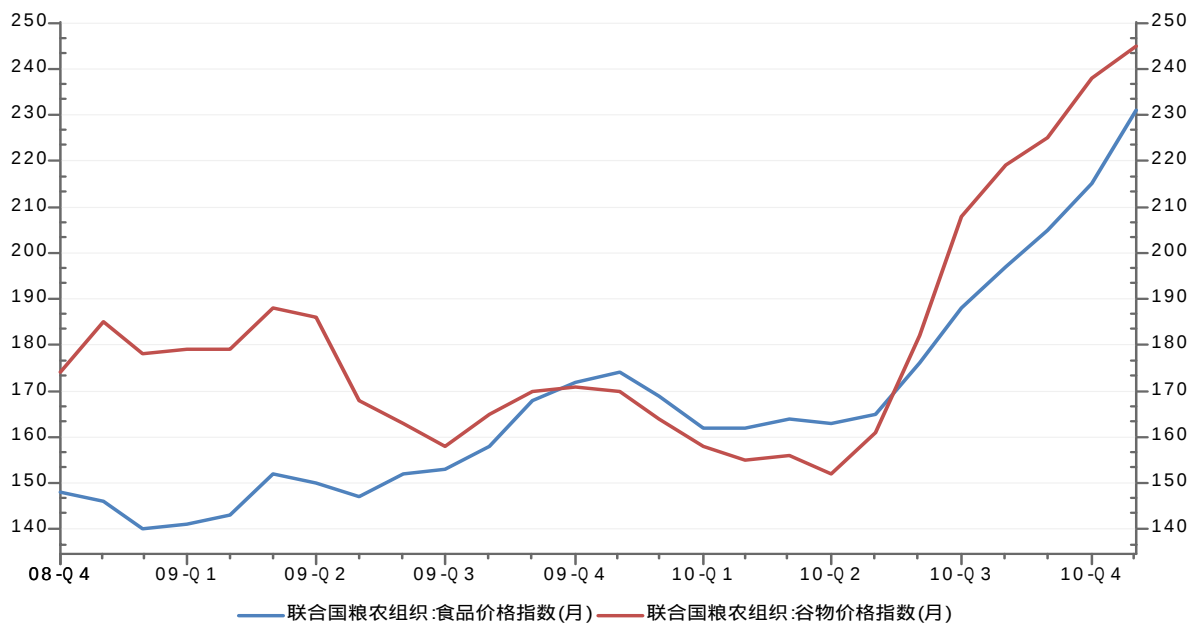
图4 英国通胀率已高达4%



数据来源:Wind 资讯

资料来源:Wind 财达研究

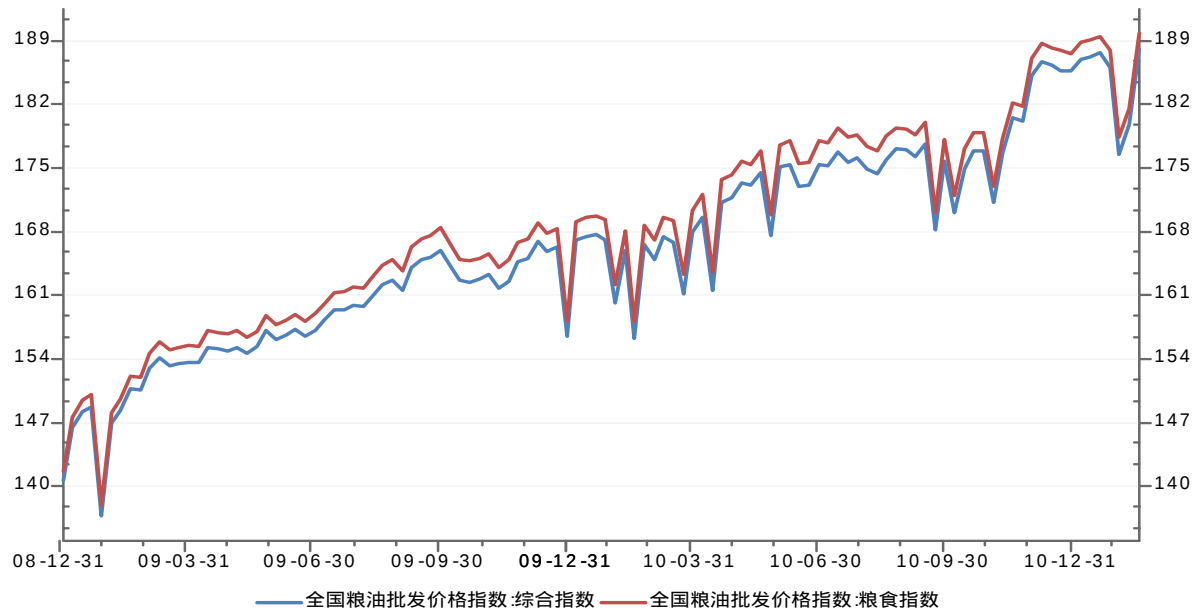
图5 世界食品与粮食价格继续飙升



数据来源:Wind 资讯

资料来源:Wind 财达研究

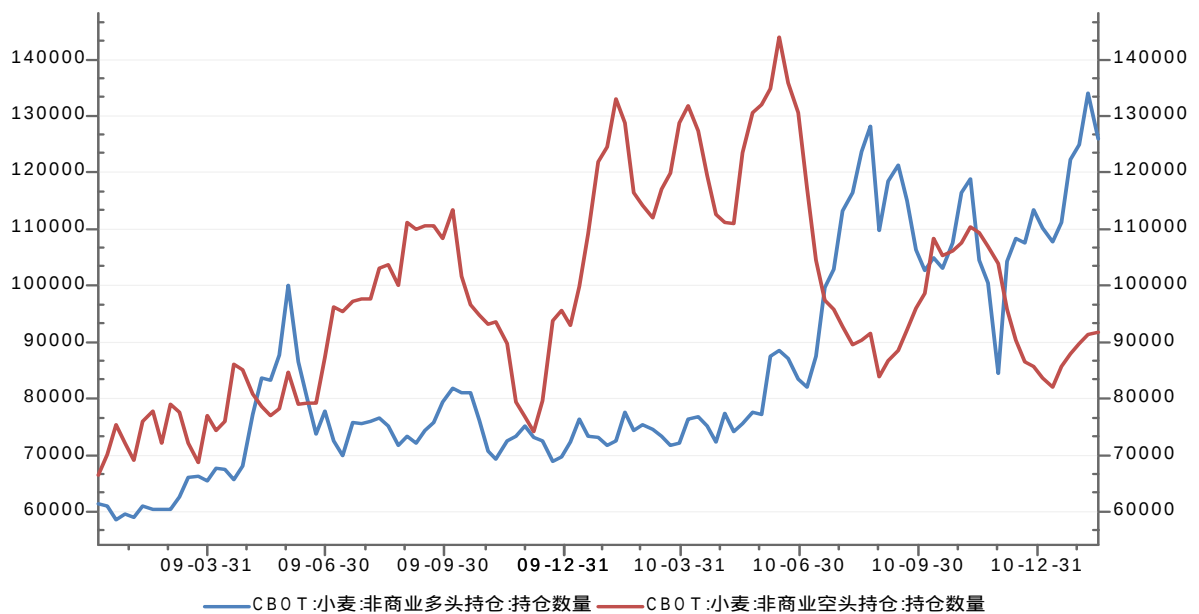
图6 春节之后国内粮食价格再续升势



数据来源:Wind 资讯

资料来源:Wind 财达研究

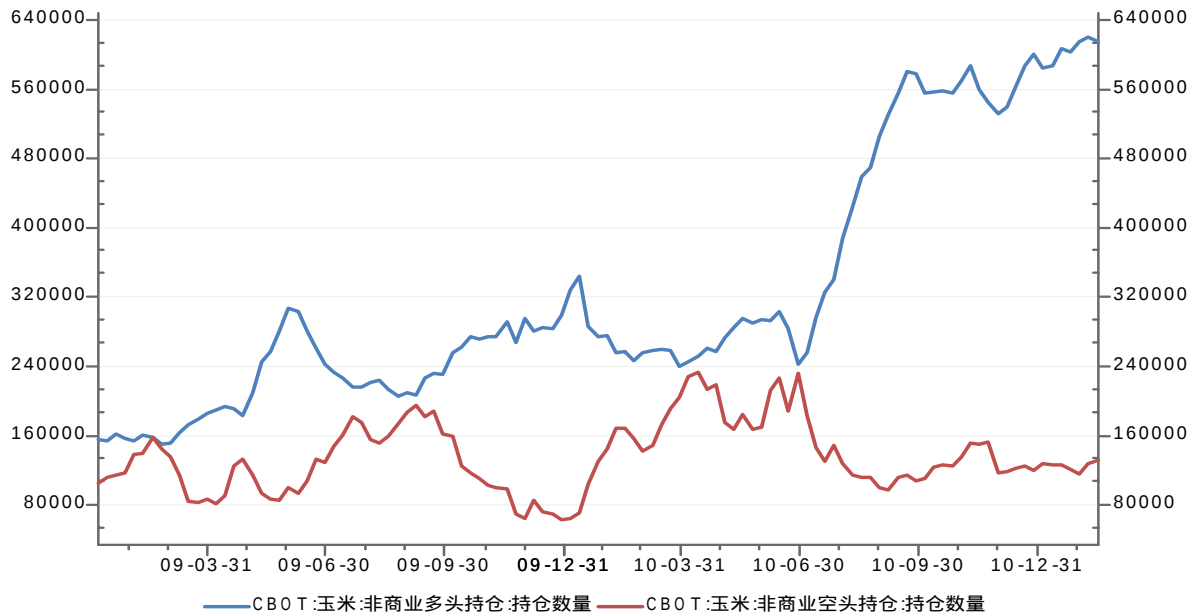
图7 期货市场中仍然看多小麦后期走势



数据来源:Wind 资讯

资料来源:Wind 财达研究

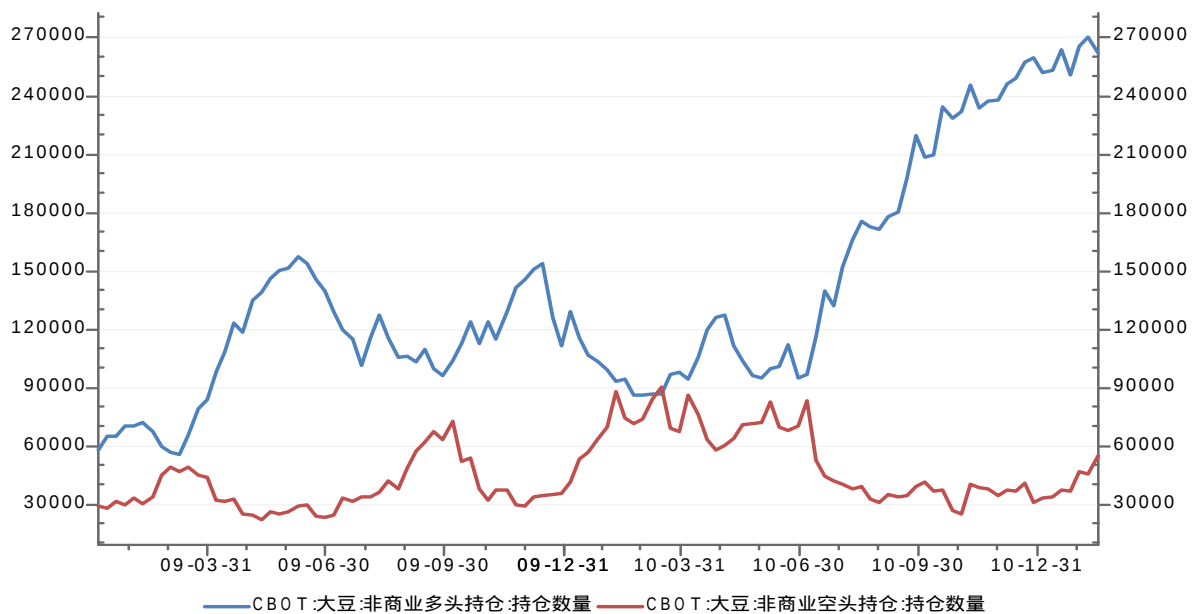
图8 期货市场中仍然看多玉米后期走势



数据来源:Wind 资讯

资料来源:Wind 财达研究

图9 期货市场中仍然看大大豆后期走势



数据来源:Wind 资讯

资料来源:Wind 财达研究

● 1.2 房价仍在上涨途中 地方调控细则频频出台

除通胀之外,房地产调控也是影响近几个月市场运行的重要因素。如果房地产调控制一段落,那么这将使市场预期得到改善,否则,市场还会感受到房地产调控的压力。就市场所关心的投资、销售和价

格因素而言，我们认为，房价是更用来判断后期政策调控能否继续的重要标准。

上周国家统计局公布 1 月份 70 个大中城市住宅销售价格变动情况，就新建住宅而言，从环比情况看，70 个大中城市中环比上涨的有 67 个，其中环比涨幅超过 2%的城市有 3 个，仅有 3 个城市出现环比下降；从同比情况看，70 个大中城市同比上涨的有 68 个，其中同比涨幅超过 10%的城市有 10 个，仅有 2 个城市出现同比下降。就二手住宅而言，从环比情况看，70 个大中城市中环比上涨的有 67 个，其中环比涨幅超过 2%的城市有 5 个，仅有 3 个城市出现环比下降；从同比情况看，70 个大中城市中同比上涨的有 65 个，其中同比涨幅超过 10%的有 6 个，仅有 5 个城市出现同比降价。

在经历前期的政策调控之后，1 月份 70 个大中城市的房价仍然体现出上涨的特点，这显然与管理层的调控初衷相违背。在此背景下，各地方的调控细则也在紧锣密鼓地推出，截至 2 月 21 日，全国共有 14 个城市出台了限购细则，而且限购令还有继续向二三线城市蔓延的趋势。

除限购之外，限价也会是后期房地产调控政策的重要组成部分。根据 1 月 27 日国务院公布的《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，一季度将要公布各地房价调控目标。虽然价格调控目标如何制定尚无定论，不过根据目前的种种迹象，房价涨幅不超过当地经济增速或者居民收入增速将会成为重要标准。1 月份 70 个大中城市当中已经有部分城市的同比涨幅超过 10%，在限购令之后即将出台的限价令将会从行政上抑制房价涨幅，从而市场会继续感受到来自于此的压力。

● 1.3 “两会”召开 关注调结构与促转型

在“两会”即将召开之际，市场对于“两会”投资主题的关注度也会逐渐提高。经济结构调整会成为“两会”的中心议题，高增长不再是中国经济追求的目标，这从前段时间“四万亿俱乐部”的广东、江苏、山东将 GDP 增长目标由之前的 9-10%下调至 8-9%可见一斑，而调结构、促转型的经济发展思路也会在中得到体现。

对于新兴战略产业，目前尚存很多质疑，怀疑新兴战略产业能否如蓝图做描绘地那样宏伟。我们认为，新兴战略产业不但可以为中国经济带来新的增长点，而且还可以有效地改善中国经济现存的结构性矛盾，无疑值得市场长期关注。

随着日本公布 2010 年的国内生产总值为 54742 亿美元，中国凭借 58786 亿美元的 GDP 数据正式取代日本坐上世界第二经济大国的“宝座”。虽然中国已经成为世界第二经济大国，但这个世界第二的含金量并不高，中国经济还存在着总量与质量之间的矛盾。中国经济高速增长背后的低质量主要体现在两大方面：第一是经济增长中要素投入过多，资源浪费现象严重；二是经济增长中的结构不均衡，主要包括投资、出口和消费的不均衡以及国民经济中的产业不均衡。

在要素投入方面，以土地要素为例，根据中国社科院农村发展研究所的研究，在中国经济高速增长的 1980-2005 年期间，GDP 每增长 1%，要占用 2 万公顷的农地。而在日本经济快速增长的 1965-1984 年间，其 GDP 每增长 1%，只占用农地 2500 公顷。两相比较，中国单位 GDP 的土地消耗竟然是日本的 8 倍！由此可见，中国经济三十多年的高速增长具有明显的粗放型特点，我们的世界第二经济大国的“荣誉”有多么来之不易！

在经济结构方面，“投资+出口”的增长模式并没有在中国经济高速增长期间得到改变，相反却有愈演愈烈之势。近年来，虽然一直在强调要扩大内需、提高消费在国民经济中的比重，但消费在 GDP 中的比重却由上世纪 80 年代初的 70%一路下滑至目前的 30%多。与之相对应地，则是投资和出口在 GDP 中占

比的不断攀升，在金融危机期间，投资占 GDP 的比重更是达到了将近 100% 的令人惊叹的程度。以投资为主要驱动力的经济增长模式有着难以持续、波动较大的特征，同时，消费不足的内部失衡问题则是导致中国经济出现“双顺差”外部失衡的主要原因。由此，虽然中国经济总量已经位居世界第二，但在这一成绩背后的则是严重的经济结构问题。

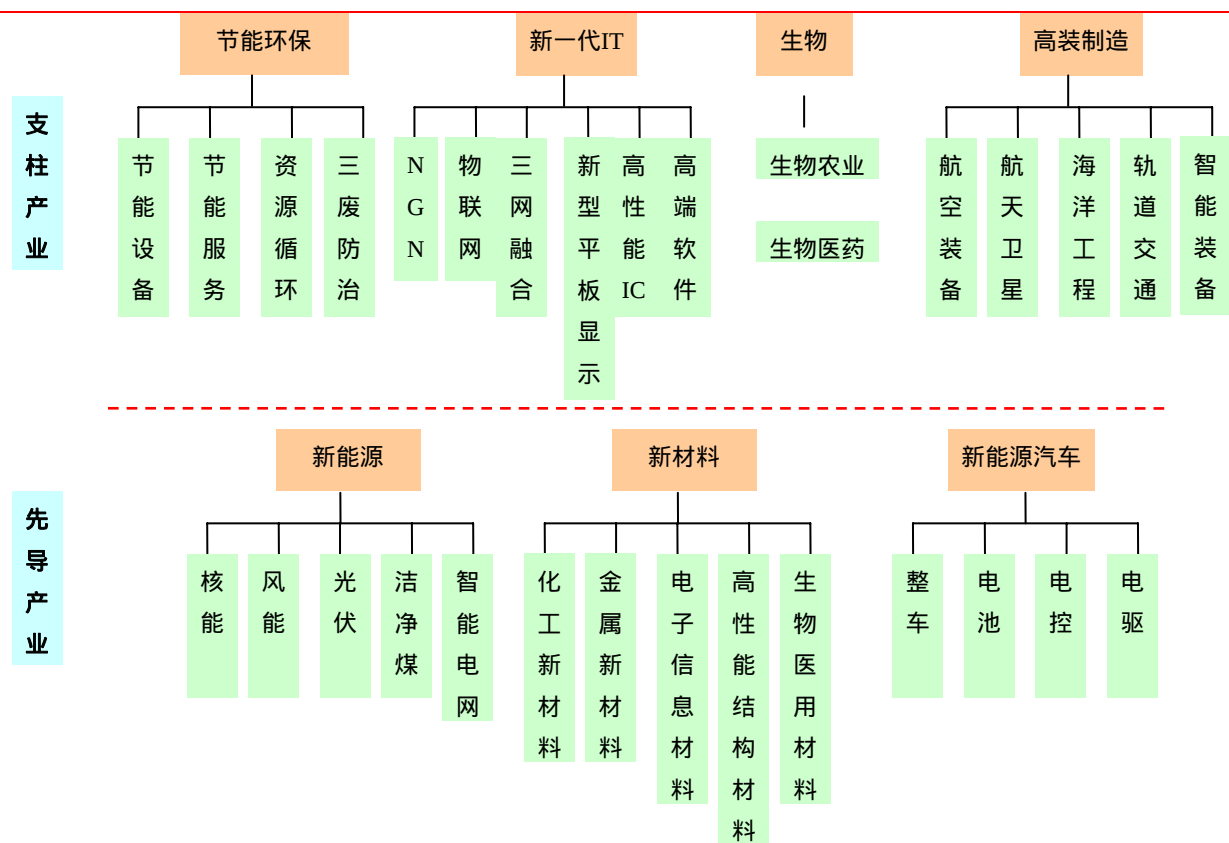
除经济增长模式之外，中国经济增长中的结构不均衡问题还存在于产业结构之间。中国经济中以服务业为主体的第三产业占比与发达经济体相比还处于较低水平，这也是导致经济增长模式中消费占比较低的重要原因。在第二产业当中，具有高消耗、高污染特征的重工业占比较大，这也是导致中国经济增长中要素投入过多的重要原因。

由此可见，中国经济增长的质量问题根本的原因还是产业结构的不均衡，因此需要通过调整产业结构来提高中国经济增长的质量。关于国民经济中的产业调整问题，国务院已经有了部署，这就是加快培育和发展战略性新兴产业，其中包括未来支柱产业的节能环保、新一代信息技术、生物和高端装备制造产业，以及未来先导产业的新能源、新材料和新能源汽车产业。

我们在此重复年度策略报告中自己对于新兴产业的理解。

首先，新兴产业是一道盛宴。这点从“七大战略性新兴产业增加值占 GDP 的比重将由 2010 年的 3% 提高至 2015 年的 8%，再到 2020 年的 15%”的“量”的扩张和“到 2030 年前后，战略性新兴产业的整体创新能力和产业发展水平要达到世界先进水平”的“质”的提高两方面得到体现。其次，“巧妇难为无米之炊”。盛宴当然需要“米”，对于新兴产业而言，“米”就是新材料。再次，“工欲善其事，必先利其器”。要想做好新兴产业这道盛宴，只有“米”是不够的，还需要好的工具，“器”就是高端装备。最后，“快乐厨房”。要享受烹制盛宴的过程，避免油烟过重污染厨房，因此要节能环保。因此，在七大战略性新兴产业当中，我们首先看好的是新材料、高端装备制造和节能环保行业。

图 10 新兴产业发展图谱



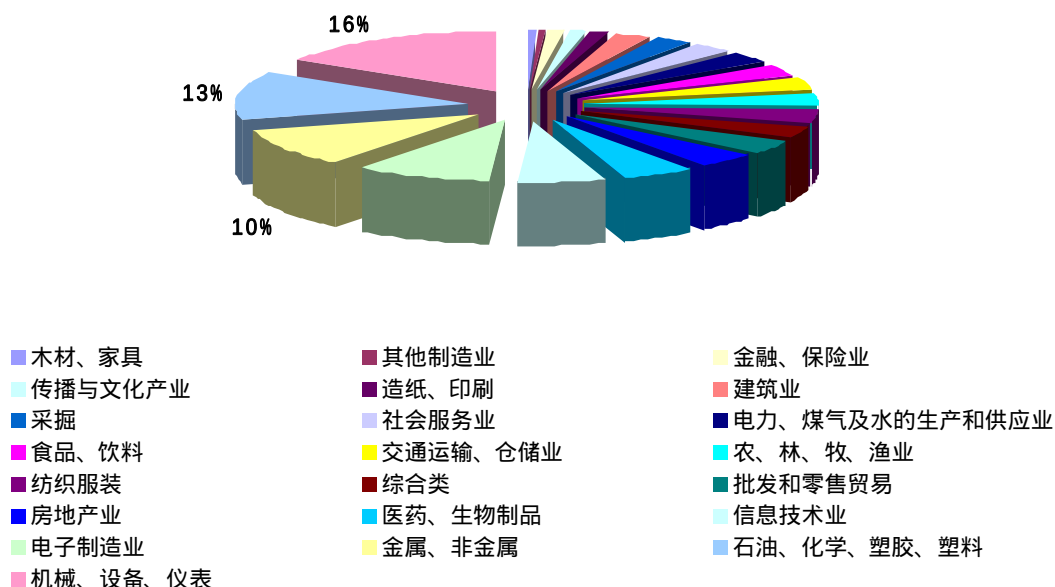
资料来源：财达证券

● 1.4 密集披露期适当关注年报主线

3 月份将进入上市公司年报的密集披露期。截至 2 月 22 日，已经披露年报的 92 家上市公司的 2010 年净利润同比增速达到 87%，但 92 家上市公司不足以反映市场全貌，并不能因此而认为市场整体业绩会出现超预期增长。根据 Wind 统计的一致性预测，2010 年的市场整体业绩增速大约在 30%左右，较三季报的 35%相比还出现增速趋缓。我们维持一直以来的观点，年报披露难以带来整体性行情。

虽然缺乏整体性行情的机会，但年报带来的结构性行情仍然可以期待。目前，在 2000 多家上市公司中，已经有 1200 多家公司进行了年报的预披露，我们可以据此在行业之间寻找一些结构性机会。在已经对年报进行预披露的上市公司中，有 674 家公司预报年度业绩为预增和扭亏，其中，机械设备行业 111 家，占比 16.5%；化工行业 86 家，占比 12.8%；金属、非金属制造业 69 家，占比 10.2%。在这些行业中出现结构性机会的可能性较大。

图 11 关注年报预增中的结构性机会



资料来源：Wind 财达研究

2、市场趋势判断

虽然自去年第四季度开始货币当局连续出台了一系列紧缩措施，这将有助于抑制通胀走势，但在输入型通胀风险升温、粮食价格高企、国际原油价格短期暴涨以及房租上涨的压力下，1 月份低于预期的 CPI 并非意味着通胀压力的减弱，我们依旧维持高通胀压力中期存在的观点，这仍然是近期影响市场运行的最重要因素。同时，随着限购令的逐渐铺开，在 1 月份房价依旧上涨的背景下，房地产调控还在继续，而 3 月份各地方房价调控目标的明确或导致限价令的实施，市场将继续感受到来自地产调控的压力。在宏观经济环境偏紧的同时，随着“两会”的召开，调结构导向下最为收益的新兴产业将受益于偏暖的微观经济环境。另外，在年报密集披露期内，可在业绩超预期的行业中寻找结构性机会。综合以上分析，我们对于 3 月份 A 股市场的趋势判断是：**震荡，趋势性拐点尚未到来。**

3、投资策略及行业配置建议

基于对政策紧缩难言出尽、“两会”带来结构行情的市场影响因素分析以及震荡、趋势性拐点尚未到来的市场趋势判断，我们建议的投资策略是淡定而从容，继续高度关注通胀走势和国内政策，以及外围地缘政治局势的变化，保持谨慎心态；风险偏好投资者以波段操作为主，控制仓位、把握节奏、快进快出；价值投资者谋定而后动，做好功课比盲目操作更为重要，可适当提高对政策受益主线的关注度。

在行业配置方面，建议关注三条主线：一是调结构导向下最为受益的新兴战略产业中的新材料、高端装备制造和节能环保行业；二是通胀压力中期存在、输入型通胀风险加大的背景下的农业、化工、酿酒行业；三是在受益于保障性住房建设力度有望加大的建筑建材行业。

在年度投资组合基础上，我们构建了三月份的投资组合：创元科技、九龙电力、普利特、先河环保、

安泰科技、中集集团、诺普信、迪康药业、北京利尔和同方股份。

4、年度组合回顾

在我们的 2011 年年度投资策略报告中，基于对经济增速和市场业绩平稳回升、货币环境前紧后“松”以及当前估值水平合理不低估的判断，在行业配置的基础上，我们构建了具有中小市值和高成长性特征的 2011 年 A 股投资组合，包括创元科技、九龙电力、奥克股份、普利特、先河环保、安泰科技、四维图新、江苏神通、宁波韵升和中集集团。

表 1 建议关注的 2011 年 A 股投资组合

序号	股票代码	公司简称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	所属行业	推荐理由
1	000551	创元科技	0.36	0.39	0.68	1.02	机械设备	高铁+环保设备
2	600292	九龙电力	0.15	0.20	0.33	0.39	公用事业	节能环保-脱硝
3	300082	奥克股份	1.04	1.26	2.05	2.91	化工	化工新材料+高铁
4	002324	普利特	0.71	0.86	1.35	1.90	化工	化工新材料
5	300137	先河环保	0.28	0.41	0.65	0.96	机械设备	环保设备
6	000969	安泰科技	0.20	0.32	0.47	0.67	有色金属	金属新材料
7	002405	四维图新	0.34	0.55	0.79	1.10	信息服务	车联网
8	002438	江苏神通	0.39	0.56	0.79	1.08	机械设备	核电装备
9	600366	宁波韵升	1.64	0.55	0.73	1.04	有色金属	新材料+新能源汽车
10	000039	中集集团	0.36	0.98	1.21	1.57	机械设备	海洋工程装备

资料来源：Wind 财达研究

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归财达证券所有，未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。