

转型孕育生机

——2011年3月A股投资策略

核心观点

紧缩仍是主基调

通胀依然是今年上半年中国经济面临的重大挑战。这不仅仅是因为上半年较高的翘尾因素，更是由于陡然增加的输入性通胀压力，以及国内经济转型所带来的涨价压力。

此外，鉴于房价松动的可能性较小，房地产调控仍将保持高压态势。

A股延续箱体运行格局

资金面呈现中性水平：目前存在两方面积极因素，其一是房地产调控政策引发市场资金的重新配置，其二是人民币升值预期下的热钱流入。我们认为，不应高估这两方面渠道带来的增量资金。事实上，大规模融资与大小非减持依然是制约A股资金面的主要不利因素。

企业盈利前景向好，但通胀隐忧难消：美欧日的复苏前景渐渐明朗，而国内固定资产投资也有望保持较大规模，伴随悲观预期的逐步化解，上市公司盈利预期稳步上调。不过，我们也应看到通胀带来的隐忧。原材料与劳动力成本大幅上涨将削弱企业盈利能力；紧缩带来的资金成本上升及通胀可能引发的行政性价格管制也将对部分行业带来不利影响。

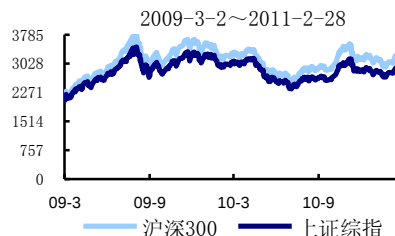
经济转型仍是行情主线

2011年注定成为中国的经济转型元年。年初以来的一系列政策充分反映出中央调整经济结构、改善民生的积极态度。若经济转型能够顺利推进，不仅会孕育出丰富的投资机会，而且让中国经济前景可以乐观预期。

预计近期市场仍将呈现大盘反复震荡、局部热点此起彼伏的格局。新兴产业中的节能环保、新一代信息技术、高铁与海洋工程、装备制造、新能源，以及大消费所涵盖的医药、农业、食品饮料、家电、旅游、文化传媒行业，民生工程所涉及的水利建设、区域发展规划，都值得投资者积极关注。

以上行业均属未来政策发力的领域，不仅不存在宏观调控风险，而且若出现部分市场人士所担忧的“超调”，这些行业更有望成为中国经济“稳增长”的重要依赖。

上证综指、沪深300走势图



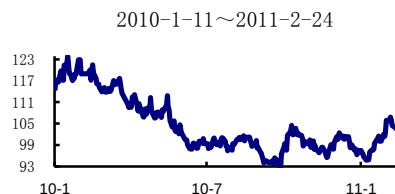
2月份行业涨幅前5位

排名	行业名称	涨跌%
1	家用电器	18.30
2	信息设备	13.83
3	综合	12.47
4	有色金属	12.20
5	电子元器件	11.92

沪深300估值指标

估值指标	沪深300
PE(TTM)	16.0
PE(11年动态)	12.3
PB	2.5

AH溢价指数走势图



相关报告

- 《国都证券-策略研究-月度策略-延续震荡行情 局部机会仍看政策导向》
2011-02-10
- 《国都证券-策略研究-月度策略-资金推动型行情有望延续》
2010-11-04

研究员：张翔

电话：010-84183370

Email: zhangxiang@guodu.com

执业证书编号：S0940510120016

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

正文目录

一	紧缩仍是主基调	4
1	通胀预期难以缓解	4
2	房地产调控保持高压态势	6
二	延续箱体运行格局	7
1	资金面呈现中性水平	7
2	企业盈利前景向好，但通胀隐忧难消	9
三	经济转型仍是行情主线	11
1	转型孕育生机	11
2	积极把握结构性机会	12
四	研究所核心股票池	12

图表目录

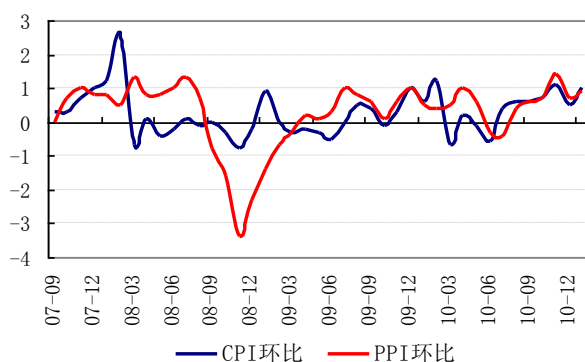
图表 1	CPI 与 PPI 环比增速	4
图表 2	CPI 食品与非食品同比增速	4
图表 3	LME 金属三个月期货价格走势	4
图表 4	CBOT 主要农产品期货价格走势	4
图表 5	国际煤炭与铁矿石价格	5
图表 6	原油价格持续上行	5
图表 7	棉花与糖期货价格走势	5
图表 8	PPIRM 同比增速与 CRB 期货指数	5
图表 9	粮食最低收购价不断提高（元/50 公斤）	5
图表 10	“北上广深”二手住宅租金指数	5
图表 11	存款准备金率及与存款利率	6
图表 12	货币政策收紧的效果已经显现	6
图表 13	部分城市新建住宅价格指数环比	7
图表 14	部分城市二手住宅价格指数环比	7
图表 15	历年商品房销售额及同比增速	8
图表 16	人民币对美元渐近升值	8
图表 17	海外 A 股基金折溢价情况	8
图表 18	恒生 AH 股溢价指数	8
图表 19	07 年以来 IPO 融资额	8
图表 20	各月公告减持与增持数量	8
图表 21	各季度 A 股流通市值与储蓄总额比值	9
图表 22	M1 同比增速与 A 股估值水平的对比	9
图表 23	美欧日 PMI 指数	10
图表 24	美欧日经济信心指数	10
图表 25	沪深 300 公司净利润一致预期	10
图表 26	上一轮通胀周期中部分行业单季度销售毛利率变动情况	11
图表 27	今年以来有关经济转型的重大政府决策	11
图表 28	国都证券研究所 2011 年 3 月核心股票池	12

一 紧缩仍是主基调

1 通胀预期难以缓解

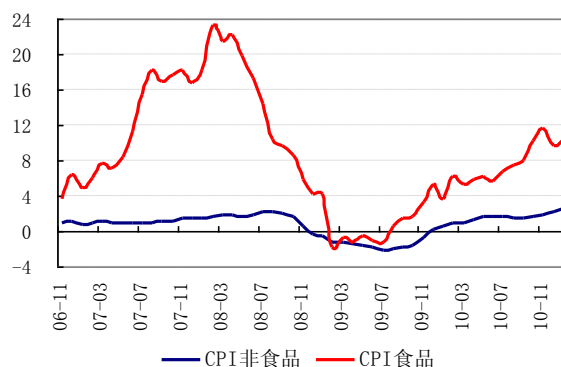
虽然 1 月份 CPI 同比增速低于预期，但依然高于去年 12 月的增速。从月环比增速来看，CPI 与 PPI 分别增长 1% 和 0.9%，均处于较高水平。整体而言，通胀压力并未明显减轻。

图表 1 CPI 与 PPI 环比增速



资料来源：Wind、国都证券研究所

图表 2 CPI 食品与非食品同比增速

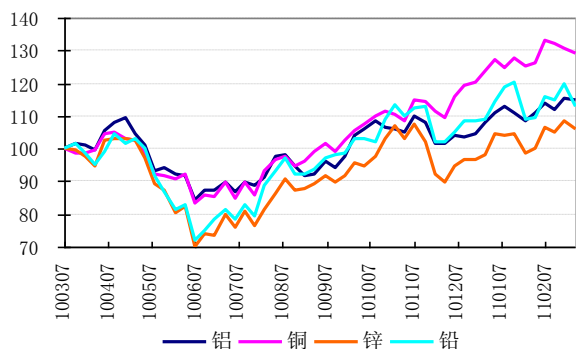


资料来源：Wind、国都证券研究所

就目前形势来看，通胀依然是今年上半年中国经济面临的巨大挑战。这不仅仅是因为上半年较高的翘尾因素，更是由于陡然增加的输入性通胀压力，以及国内经济转型所带来的涨价压力。

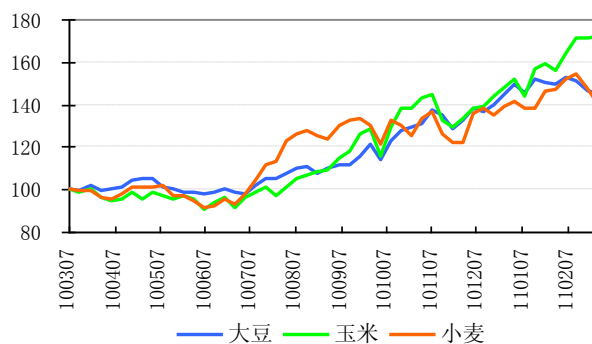
去年下半年以来，全球经济复苏、发达经济体持续实行宽松货币政策、部分农产品供应不足等众多因素已引发大宗商品价格大幅走高。而近期地缘政治因素则进一步推高原油价格，成为阻碍经济复苏并且引发新兴经济体严重通胀的不利因素。由于国际大宗商品指数不断创出新高，我国面临严峻的输入性通胀压力。

图表 3 LME 金属三个月期货价格走势



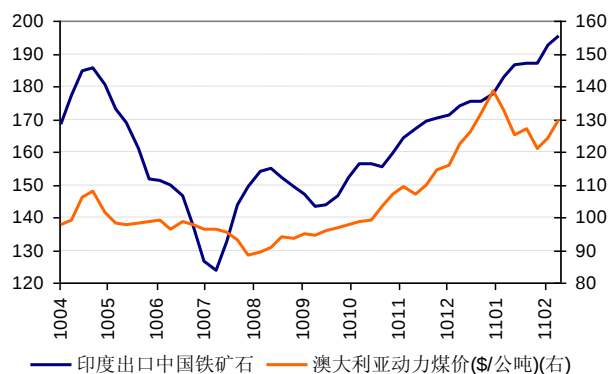
资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

图表 4 CBOT 主要农产品期货价格走势



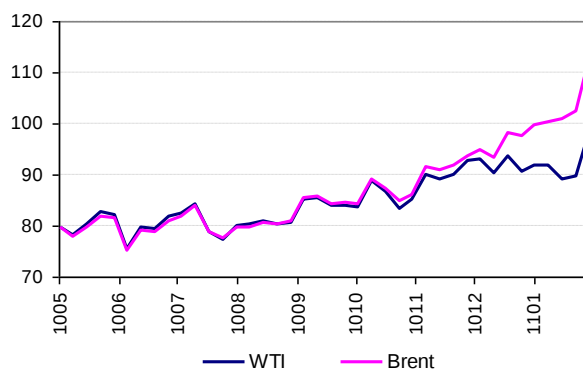
资料来源：Bloomberg、国都证券研究所

图表5 国际煤炭与铁矿石价格



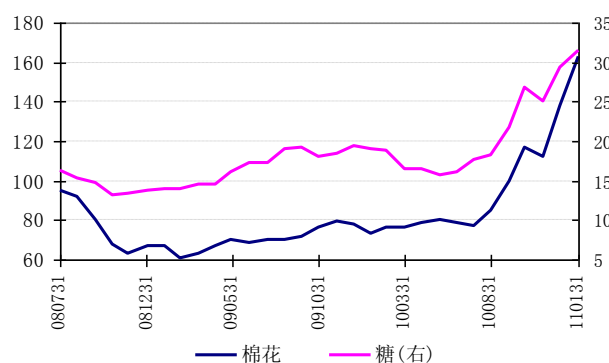
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表6 原油价格持续上行



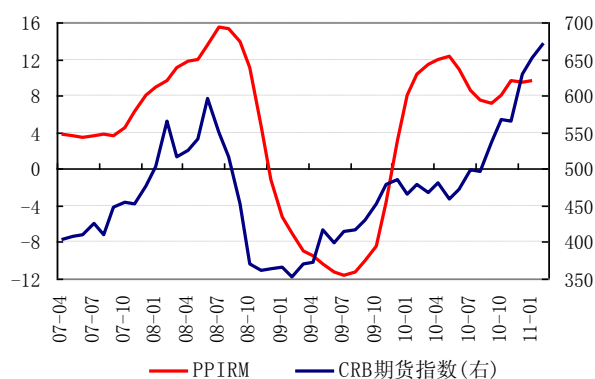
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表7 棉花与糖期货价格走势



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

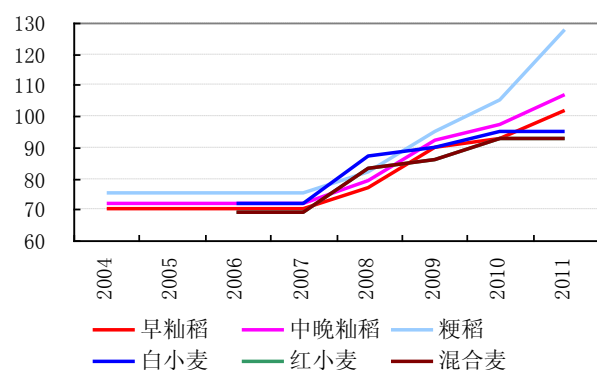
图表8 PPIRM 同比增速与 CRB 期货指数



资料来源: Wind、国都证券研究所

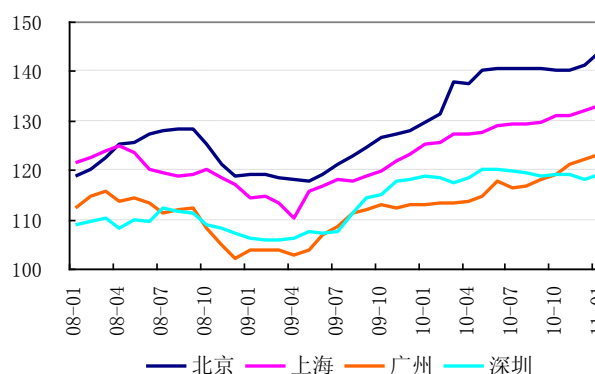
虽然天气与节日对物价的扰动正逐步淡去,但国内经济转型所带来的通胀压力则构成中长期因素。国家连年提高粮食收购价,既有增加农民收入的考虑,也有近年来粮食生产成本急剧上涨的因素。而农产品价格上涨、城市生活成本不断上升以及“人口红利”衰减,又会倒逼劳动力成本上升。今年春节之后沿海省份企业普遍提高待遇以解决招工难题,正是这一经济变局的真实反映。

图表9 粮食最低收购价不断提高(元/50公斤)



资料来源: Wind、国都证券研究所

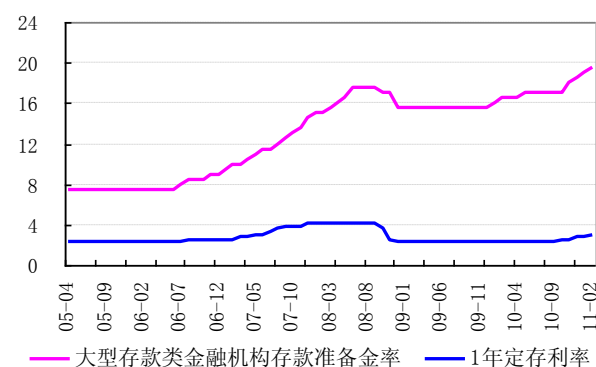
图表10 “北上广深”二手住宅租金指数



资料来源: Wind、国都证券研究所

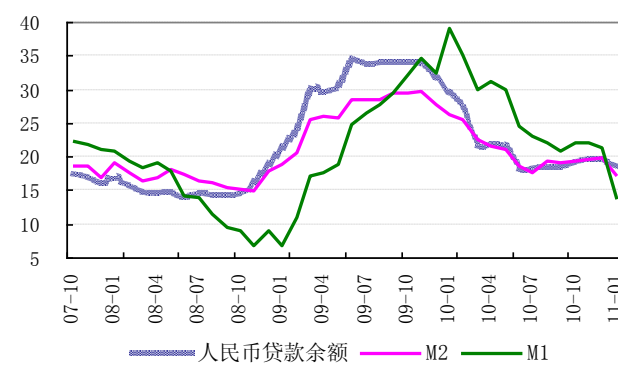
从目前的国内外形势来看，通胀已不仅仅是经济问题，而且正逐步上升为政治问题。因此在经济下滑压力很小的前提下，政策重心很可能偏向“抑通胀”，这预示政策面持续收紧不可避免。央行进一步加息或上调存款准备金率的可能性均不排除。此外，适度加快人民币升值也被视作缓解外部通胀压力的重要对策。

图表 11 存款准备金率及与存款利率



资料来源：Wind、国都证券研究所

图表 12 货币政策收紧的效果已经显现



资料来源：Wind、国都证券研究所

2 房地产调控保持高压态势

除了管理通胀预期外，抑制房地产泡沫也是管理层需要面对的棘手难题。如果说通货膨胀侵害了低收入居民的利益的话，那么房价泡沫则侵害了众多中低收入居民的利益，直接阻碍社会公平与经济转型的实现。当然，房地产泡沫不断累积，更是加大了金融体系风险，为未来的金融危机埋下了隐患。

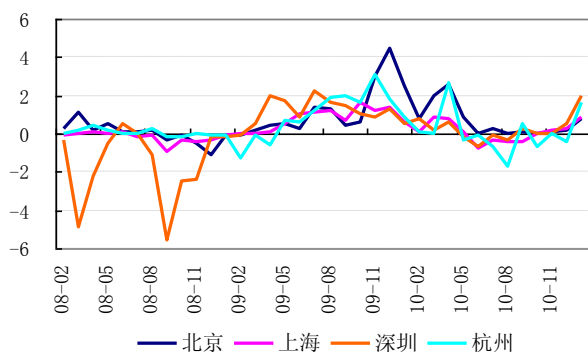
从现实状况来看，靠房地产拉动的经济的模式已经走到了尽头。而上海与重庆实施房产税试点，则从政府态度的角度进一步确认了房地产行业拐点的到来。

当然，短期内地方政府对土地财政的过度依赖无法改变，因此调控政策不可能出手过严，房产税从局部试点到推广实施，再到加大征税力度，还需要一个较长的过程。再考虑到货币贬值预期强烈、居民投资渠道有限、贫富差距过大等因素很难在短期内改变，预计房价松动的可能性并不大。

观察统计局公布的 1 月份房地产数据，70 个大中城市新建住宅价格环比下降的城市仅有 3 个，而二手住宅价格环比下降的城市同样仅有 3 个。这也表明房地产调控的任务十分艰巨。

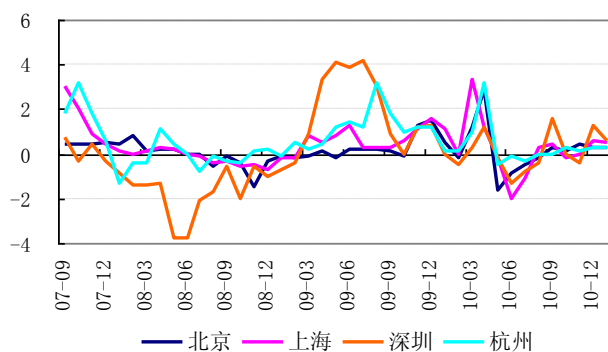
综合来看，房地产行业“利空出尽”的时候远未到来。短期而言限购政策将在更多城市实施，中期而言房贷利率可能继续上行，而房产税政策也可能进一步推广试点。在此背景下，投资者对后续调控政策的担忧将始终存在，房价走势的不确定性也将制约投资者对房地产与商业银行的信心。

图表 13 部分城市新建住宅价格指数环比



资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 14 部分城市二手住宅价格指数环比



资料来源: Wind、国都证券研究所

二 延续箱体运行格局

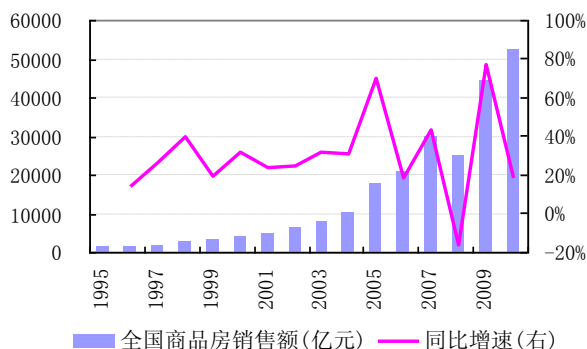
1 资金面呈现中性水平

目前 A 股资金面存在两方面积极因素，其一是房地产调控政策引发市场资金的重新配置；其二是人民币升值预期下的热钱流入。投资者对此寄予较高预期。我们认为，应理性看待这两方面渠道带来的增量资金。

2010 年全国商品房销售总额达到了 5.25 万亿元的历史最高水平。粗略估算，若今年销售额也像 2008 年那样下滑 16%，则意味着将有约 8500 亿元资金需要寻找出路。不过，考虑到实体经济复苏对资金的分流、贵金属与收藏品等各类投资品的兴起、资金对外输出等诸多因素，能够真正流入 A 股市场的资金较为有限。假定其中 30% 的资金构成 A 股增量资金，则这笔资金仅仅相当于半年的 IPO 融资规模。

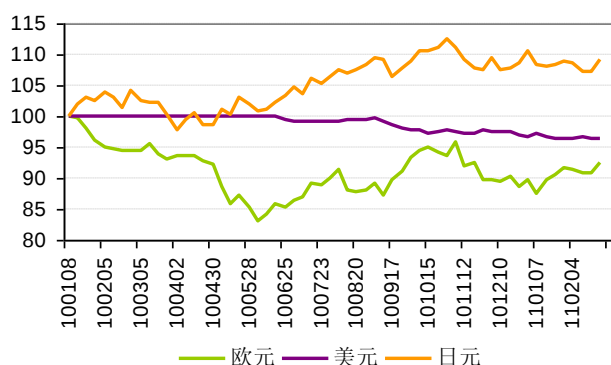
针对高企的通胀预期，管理层可能适当加快人民币升值步伐，这无疑会引发热钱的流入。但我们同样应当看到，目前的形势与 07 年已不可同日而语。毕竟中国经济已进入减速阶段，且经济转型存在较大的不确定性，宏观形势并不支持 A 股市场出现像 07 年那样的系统性机会。我们观察到，海外交易的中国 A 股基金已转为折价交易，而且恒生 AH 股溢价指数也显示 A 股重新转为溢价状态。

图表 15 历年商品房销售额及同比增速



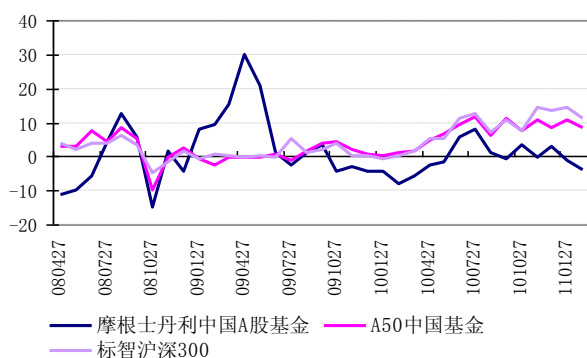
资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 16 人民币对美元渐近升值



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 17 海外 A 股基金折溢价情况



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

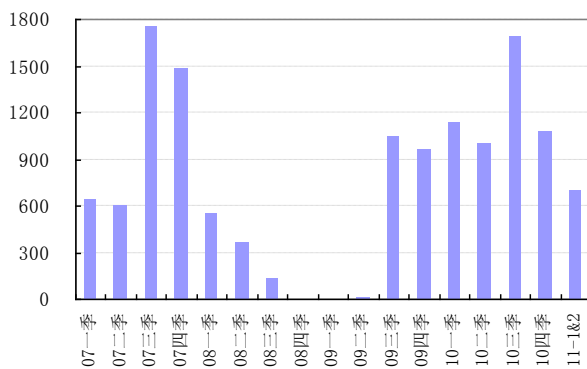
图表 18 恒生 AH 股溢价指数



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

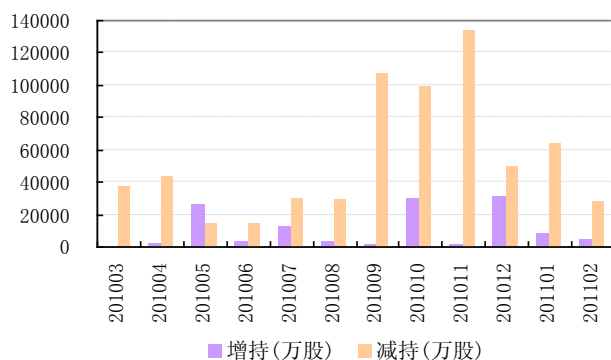
大规模融资与大小非减持依然是制约 A 股资金面的主要不利因素。由于 A 股市场规模不断膨胀, 目前 A 股流通市值与居民储蓄总额的比值已创下历史新高。若没有基本面的支撑、而仅仅靠流动性, 很难推动市场估值的显著提升。

图表 19 07 年以来 IPO 融资额



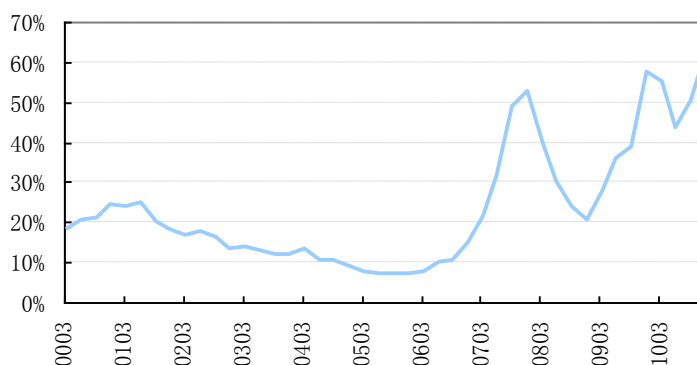
资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 20 各月公告减持与增持数量



资料来源: Wind、国都证券研究所

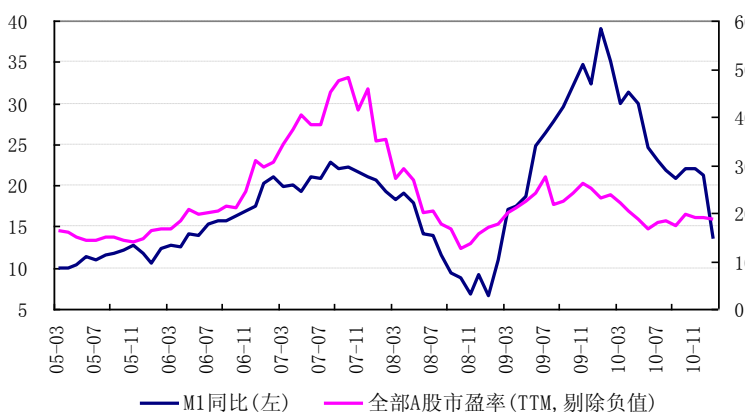
图表 21 各季度 A 股流通市值与储蓄总额比值



数据来源：Wind、国都证券研究所

此外，在宏观紧缩的背景下，M1 增速正快速下行。从历史经验来看，M1 增速与 A 股估值水平存在密切的相关性，这预示着 A 股估值水平将受到明显压制。

图表 22 M1 同比增速与 A 股估值水平的对比



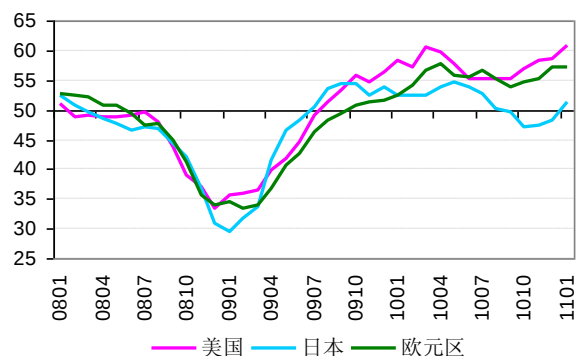
数据来源：Wind、国都证券研究所

2 企业盈利前景向好，但通胀隐忧难消

中国经济虽然仍处于减速趋势中，但悲观预期正逐步化解。政府已提出大规模的水利工程与保障房投资计划，这将有效对冲房地产调控导致的投资下滑。与此同时，美欧日的复苏前景渐渐明朗，投资者对出口的悲观看法开始转变。

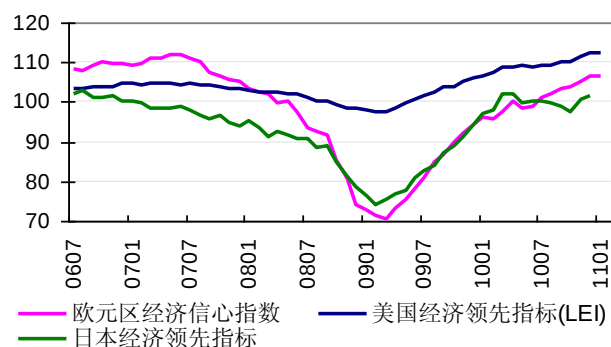
今年以来，沪深 300 公司 2011 年净利润的一致预期稳步上调。目前沪深 300 指数动态市盈率仅有 12.3 倍。这决定了 A 股市场下行风险十分有限。

图表 23 美欧日 PMI 指数



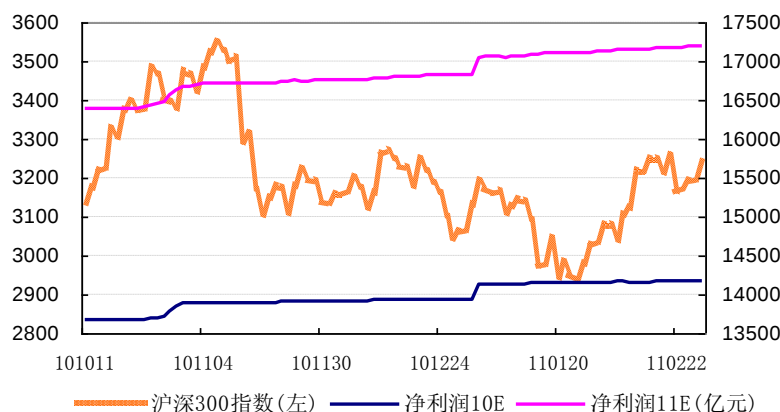
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 24 美欧日经济信心指数



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 25 沪深 300 公司净利润一致预期



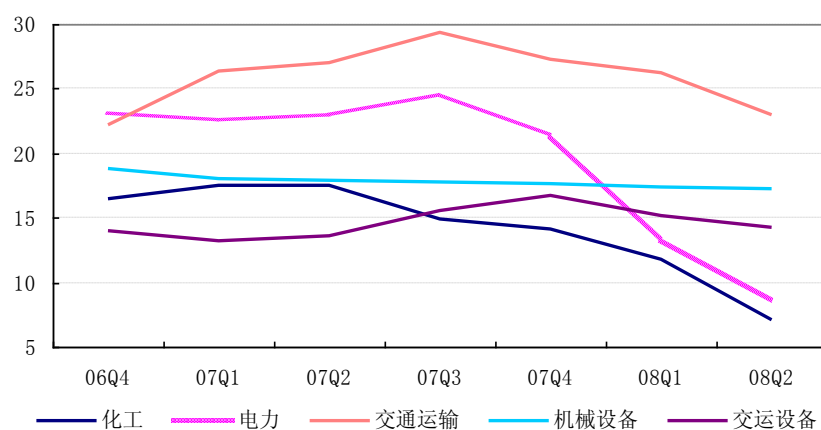
数据来源: Wind、国都证券研究所

不过,我们也应看到通胀带来的隐忧。首先,原材料与劳动力成本大幅上涨将对企业盈利能力构成不利影响。回顾上一轮通胀周期(06年年底至08年上半年)可以看到,化工、电力、交通运输等对上游原材料依赖度较高的行业都出现了销售毛利率的明显下滑。

其次,货币政策进一步紧缩的可能性并不排除,这不仅会对流动性构成抑制,而且也会提高企业的资金成本。特别是货币紧缩将对房地产行业产生显著影响,进而拖累金融行业的盈利预期。

此外,在应对通胀压力时管理层不会完全依赖货币政策,行政性价格管制也是其常用措施。若通胀压力保持在较高水平,投资者须关注石油、煤炭、农产品、乳制品等行业可能面临的价格管制风险。

图表 26 上一轮通胀周期中部分行业单季度销售毛利率变动情况



数据来源：Wind、国都证券研究所

三 经济转型仍是行情主线

1 转型孕育生机

2011 年注定成为中国的经济转型元年。年初以来的一系列政策，包括房产税试点、大力推进水利建设与保障房建设等，都充分反映出中央调整经济结构、改善民生的积极态度。特别是针对房地产行业推出的众多政策，表明房地产作为经济支柱产业的地位已开始松动。而房地产泡沫的逐步消除，使得中国经济转型不再是空中楼阁。

“两会”即将召开，全社会将对经济转型给予全面的关注。根据我们的理解，经济转型主要涵盖结构调整与改善民生两个方面。结构调整体现在大力发展新兴产业、加快推进城镇化进程、积极提升消费在国民经济中的比重、推动区域经济均衡发展；改善民生则体现在调整收入分配机制、落实保障房建设、坚持房地产调控、确保农业水利环保等重要领域的可持续发展。

若经济转型能够顺利推进，不仅会孕育出丰富的投资机会，而且让中国经济前景可以乐观预期。

图表 27 今年以来有关经济转型的重大政府决策

时间	政策内容
1 月 27 日	上海与重庆宣布实施房产税改革试点。
1 月 29 日	《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》发布，这是首个关注水利改革发展的中央一号文件。文件指出，今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍。
2 月 27 日	国务院总理温家宝与网友在线交流时指出，“我们计划在今后五年，新建保障性住房 3600 万套”。
3 月 2 日	国务院常务会议将讨论提高个税起征点。

2 积极把握结构性机会

在紧缩预期有效降低之前，A 股持续反弹的动力依然受到制约，而从目前 A 股估值水平来看，大盘回调的风险也十分有限。预计近期市场仍将呈现大盘反复震荡、局部热点此起彼伏的格局。

在“两会”背景下，经济结构调整与改善民生无疑会成为市场热点。新兴产业中的节能环保、新一代信息技术、高铁与海洋工程等高端装备制造、新能源，以及大消费所涵盖的医药、农业、食品饮料、家电、旅游、文化传媒行业，民生工程所涉及的水利建设、区域经济规划，都值得投资者积极关注。

以上行业均属未来政策发力的领域，不仅不存在宏观调控风险，而且若出现部分市场人士所担忧的“超调”，这些行业更有望成为中国经济“稳增长”的重要依赖。

四 研究所核心股票池

配置思路：在“两会”背景下，重点关注节能环保、新能源、三网融合、农业等政策倾斜的行业。同时也继续关注行业景气明显提升的工程机械、交运设备与化工行业。

3 月份重点配置机械设备、化工、交运设备、农林牧渔、信息设备与公用事业行业。

图表 28 国都证券研究所 2011 年 3 月核心股票池

行业	代码	名称	投资评级	10EPS (E)	11EPS (E)	12EPS (E)	最新收盘 (2月28日)	11PE
采掘	601101	昊华能源	推荐-A	2.33	3.14	3.54	48.41	15.42
有色金属	002155	辰州矿业	推荐-A	0.40	1.01	1.45	34.20	33.86
化工	000422	湖北宜化	推荐-A	1.02	1.54	2.20	21.58	14.01
化工	002092	中泰化学	推荐-A	0.36	0.71	1.04	15.24	21.46
黑色金属	000932	华菱钢铁	推荐-A	-0.51	0.20	0.29	4.00	20.00
交运设备	600104	上海汽车	推荐-A	1.60	2.10	2.50	18.45	8.79
交运设备	000338	潍柴动力	推荐-A	3.70	4.20	4.80	60.27	14.35
机械设备	600580	卧龙电气	推荐-A	0.51	0.72	0.98	17.81	24.74
电子元器件	300014	亿纬锂能	推荐-A	0.44	0.62	0.85	25.24	40.71
机械设备	600031	三一重工	强烈推荐-A	1.10	1.53	1.96	25.20	16.47
机械设备	000528	柳工	推荐-A	2.11	2.50	2.98	43.50	17.40
建筑建材	600496	精工钢构	推荐-A	0.62	0.79	1.06	19.88	25.16
公用事业	601158	重庆水务	推荐-A	0.26	0.28	0.36	9.15	32.68
公用事业	600388	龙净环保	推荐-A	1.14	1.29	1.35	33.61	26.05
金融服务	000562	宏源证券	推荐-A	0.86	0.81	0.93	18.80	23.21

行业	代码	名称	投资评级	10EPS (E)	11EPS (E)	12EPS (E)	最新收盘 (2月28日)	11PE
交通运输	600708	海博股份	推荐-A	0.34	0.37	0.39	7.82	21.14
房地产	000540	中天城投	推荐-A	0.75	1.20	1.50	13.45	11.21
餐饮旅游	002033	丽江旅游	强烈推荐-A	0.09	0.85	1.10	33.73	39.68
医药生物	002038	双鹭药业	推荐-A	1.08	1.84	2.40	54.99	29.89
纺织服装	002269	美邦服饰	强烈推荐-A	0.79	1.17	1.55	30.50	26.07
家用电器	000527	美的电器	强烈推荐-A	1.07	1.28	1.65	19.90	15.55
农林牧渔	002086	东方海洋	推荐-A	0.30	0.45	0.73	17.67	39.27
农林牧渔	002041	登海种业	推荐-A	1.21	1.89	2.75	66.80	35.34
轻工制造	000488	晨鸣纸业	推荐-A	0.55	0.72	0.80	8.24	11.44
商业贸易	002024	苏宁电器	推荐-A	0.58	0.75	0.94	14.10	18.80
食品饮料	600809	山西汾酒	强烈推荐-A	1.25	1.98	2.95	58.83	29.71
电子元器件	002106	莱宝高科	推荐-A	1.00	1.50	1.90	58.35	38.90
信息服务	002253	川大智胜	推荐-A	0.56	0.86	1.19	43.15	50.17
信息设备	600498	烽火通信	推荐-A	0.85	1.10	1.38	41.05	37.32
信息设备	002281	光迅科技	推荐-A	0.79	1.14	1.41	45.92	40.28

资料来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			