

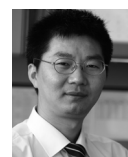
穿透迷雾：寻找突破均衡的力量

——2011年3月份A股投资策略

核心要点：

- 短期市场多空力量相对均衡，向下和向上的空间都较为有限。3月份股指区间震荡的概率较大，预计上证综指核心波动区间2750-3100点，波动中枢略有上移。
- 年报业绩超预期和蓝筹股低估值将对股指形成较强支撑，投资者情绪有所改善，入市积极性有所提高，但国际局势趋于复杂，输入型通胀压力不减，经济较为强劲但有放缓迹象，货币政策放松时机不成熟。“两会”是3月份的重要事件，密切关注政策动向。
- 从较长时间看，投资者需关注能够打破市场均衡的力量，主要在于通胀、经济增长、政策基调和投资者情绪等四个方面。
- 股指窄幅震荡，热点扑朔迷离，投资者犹如在迷雾中穿行，操作难度增加。应保持平和心态，避免因贪婪而追涨，也避免因恐惧而盲目杀跌，保持策略灵活性。
- 可把握三条投资主线：抗通胀、估值修复和两会相关主题，建议关注黄金、化工、券商、新能源与电力设备、信息技术等行业。
- 投资组合（代码排序）：格力电器（000651）、中国重汽（000951）、中信证券（600030）、赤天化（600227）、三一重工（600031）、赛马实业（600449）、贵州茅台（600519）、山东黄金（600547）、东软集团（600718）、东方电气（600875）。

分析师



秦晓斌

☎：(8610) 6656 8746

✉：qinxiaobin@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130207091549



王皓雪

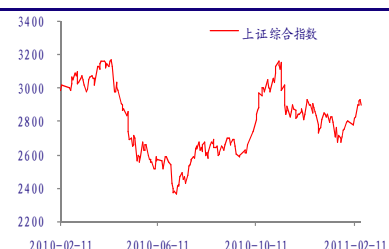
☎：(8610) 6656 8607

wanghaixue@chinastock.com.cn

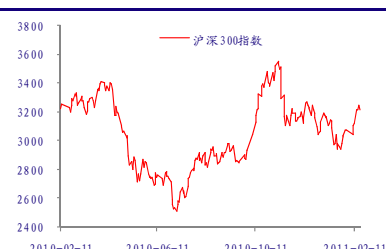
执业证书编号：S0130208021566

主要指数走势

上证指数



沪深300指数



资料来源：中国银河证券研究部

A股市场数据

总市值（万亿）	27.89
流通市值（万亿）	20.32
市盈率（TTM）	20.72
市净率	2.98

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

业绩与估值是支撑市场的主要因素，而通胀压力及紧缩政策是制约市场上行的主要因素。

上市公司年报业绩超预期，蓝筹股低估值将对市场构成主要支撑。投资者情绪有所改善，入市积极性有所提高。“两会”对十二五规划的定调将带来较多的主题性投资机会。

北非、中东局势有可能恶化与蔓延，国际油价上行概率较大，将增加我国输入型通胀压力，货币政策还不到放松的时候，市场还面临突破前期密集成交区的阻力。

2010 年业绩预告增长的占 80%，市场一致预期沪深 300 指数年报利润将增长 36%，上证 50 指数 2011 年动态市盈率只有 10.3 倍，低估值将对市场形成有力支撑，抬高市场震荡底部。预计 2011 年 1 季度 GDP 增长 9.4%左右，CPI 将达到 5%左右。

我们与市场的不同之处:

与市场短期强烈看多或强烈看空市场的观点不同,我们认为当前市场仍处于大的均衡格局之中，区间震荡仍为主要的运行趋势。

市场认为通胀已经得到缓解，政策可能出现松动，但我们认为输入型通胀压力还将持续，警报并没有解除，紧缩政策还将维持直至通胀压力真正缓解，但业绩和估值对市场的支撑作用也很强，股指表现为窄幅波动，热点扑朔迷离，投资者犹如在迷雾中穿行。

对于未来的市场演变，我们认为主要取决于通胀、经济增长、宏观政策以及投资者情绪的变化，它们可能打破市场均衡的力量。

市场运行趋势与特点:

预计运行趋势为区间震荡，沪指核心波动区间为 2750-3100 点。

投资策略、行业配置与股票组合:

投资者应保持平和心态，避免贪婪与恐惧，保持策略灵活性。

建议把握抗通胀、估值修复和两会相关主题等三条投资主线，可关注黄金、化工、券商、新能源与电力设备、信息技术等行业。

投资组合（代码排序）：格力电器（000651）、中国重汽（000951）、中信证券（600030）、赤天化（600227）、三一重工（600031）、赛马实业（600449）、贵州茅台（600519）、山东黄金（600547）、东软集团（600718）、东方电气（600875）。

风险因素:

如果国际局势迅速恶化导致油价大幅飙升，或者通胀压力迅速消解，都会导致市场运行趋势与我们的预测产生重大差异，将成为本报告的主要风险因素。

目 录

一、多空力量较为均衡	1
(一) 2010 年业绩超预期, 估值支撑更强	1
(二) 经济增长较为强劲, 通胀形势趋于复杂	5
(三) 货币政策首要控通货膨胀, 次要防大起大落	7
(四) 关注“两会”政策动向	8
二、寻找突破均衡的力量	10
(一) 通胀的变化	10
(二) 经济增速的变化	11
(三) 政策基调的变化	12
(四) 投资者情绪的变化	12
三、市场运行趋势与投资策略	13
(一) 热点扑朔迷离, 投资者犹如在迷雾中穿行	13
(二) 区间震荡, 沪指核心区间为 2750-3100 点	14
(三) 避免贪婪与恐惧, 增加策略灵活性	15
四、投资机会	15
(一) 黄金: 避险需求上升	15
(二) 化工: 需求复苏推动行业发展	16
(三) 券商: 新业务和牛市预期驱动股价	17
(四) 新能源与电力设备: 受益于高油价和政策驱动	17
(五) 信息技术: 需求拉动与政策驱动	18
五、行业配置与股票组合	19
(一) 行业配置	19
(二) 股票组合	20
插图目录	21
表格目录	21

始自 1 月下旬的反弹的持续性和高度可能是投资者当前最为关注的问题,我们认为,本次反弹的核心逻辑在于通胀阶段性缓解之后的估值修复。就短期而言,市场具有较强的业绩和估值支撑,向下空间有限,但也面临通胀、经济、政策等不确定性因素的困扰,维持区间震荡的概率较大,从中期看需关注能打破市场均衡的力量。

从投资机会看,可关注抗通胀、估值修复以及两会题材等三条投资主线。

一、多空力量较为均衡

在 1-2 月份策略报告中,我们判断市场以区间震荡为主,核心区间为 2700-3000 点,认为市场的支撑因素有四个:一是良好的上市公司业绩,二是蓝筹股较低的估值水平,三是产业政策和区域政策提振市场信心,四是国际大宗商品价格上涨。同时我们认为,制约市场大幅上涨的因素也有四个:一是通胀压力较大,短期经济增速或将放缓,二是货币收紧趋势仍将延续,三是中小盘股票继续风险释放,四是基金较高的仓位和前期较多的套牢盘。

1-2 月的实际运行与我们的判断是比较吻合的。上证综指在跌破 2700 点之后,我们在策略周报中及时指出“已进入价值投资区域”、“是买股票而不是卖股票的时候”,指数最低探至 2661 点之后连续反弹。当北非局势恶化导致国际油价暴涨时,我们认为市场连续反弹的短期趋势可能已经发生逆转,市场重回震荡格局。1-2 月沪指实际运行区间为 2661--2994 点,与我们的判断极为接近。

就 3 月份而言,大的平衡格局恐难以打破,市场区间震荡的概率仍然较大。目前市场驱动因素已经发生了一些变化,具体有如下四个方面。

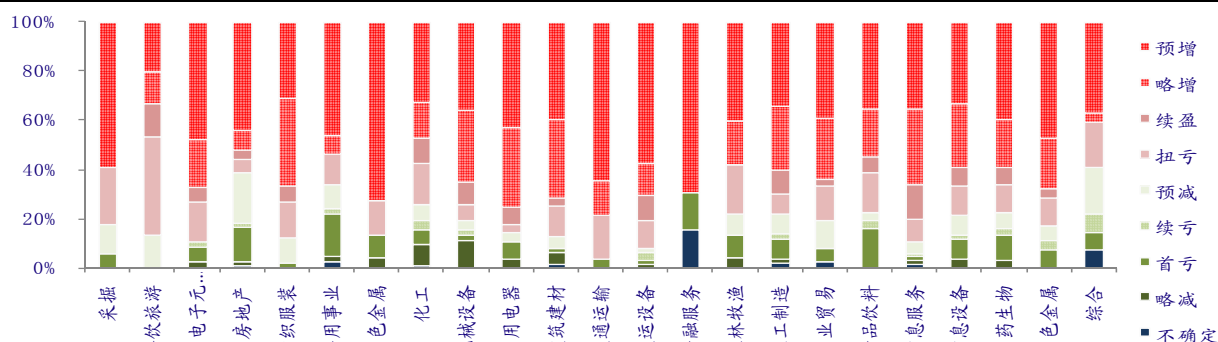
(一) 2010 年业绩超预期,估值支撑更强

1、2010 年年报业绩超预期

已经公布业绩的情况预示年报业绩或超预期。截至 2 月 21 日,92 家上市公司披露了 2010 年年报,92 家公司归属母公司的净利润是 121.17 亿元,2009 年上述 93 家公司净利润是 59.65 亿元,同比大幅增长了 103%。尽管已经公布业绩的家数还比较少,但或许可以预示 2010 年上市公司业绩将超预期。

80%的上市公司业绩“报喜”。预告显示 2010 年报业绩将高增长。截至 2 月 21 日,1268 家公司发布了业绩预告,其中,预增的 517 家,扭亏的 158 家,续盈的 83 家,略增的 254 家,总体看业绩“报喜”的有 1012 家,占全部业绩预告公司的 80%。从已经预告业绩增速的公司看,多数上市公司的年报都会比较乐观。

图 1: 2010 年所有行业业绩报喜比例均超过 50%



数据来源: 中国银河证券研究部

表 1: 2010 年报各行业业绩预告增长幅度 (%)

行业名称	已披露的上市公司家数	预告的净利润变动平均值	预告的净利润变动中值	行业名称	已披露的上市公司家数	预告的净利润变动平均值	预告的净利润变动中值
采掘	13	96.86	99.47	交运设备	55	105.44	67.00
餐饮旅游	14	140.60	95.00	金融服务	10	30.63	50.00
电子元器件	77	180.91	60.00	农林牧渔	39	20.80	60.00
房地产	65	142.25	50.00	轻工制造	46	-31.00	30.00
纺织服装	45	86.85	50.00	商业贸易	31	3.91	50.00
公用事业	38	-79.48	55.00	食品饮料	24	124.08	50.00
黑色金属	21	117.84	130.00	信息服务	61	77.44	50.00
化工	145	157.51	50.00	信息设备	46	55.58	50.00
机械设备	153	229.82	50.00	医药生物	75	-2.70	50.00
家用电器	28	81.53	50.00	有色金属	50	111.84	70.00
建筑建材	56	60.01	50.00	综合	22	75.00	105.00
交通运输	24	168.13	100.00				

数据来源: 中国银河证券研究部

沪深 300 成分股 2010 年净利润增长 36.09%。根据朝阳永续的统计, 市场对沪深 300 指数成分股 2010 年和 2011 年的净利润增速的预测分别增长 36.09%和 21.91%。

表 2: 沪深 300 指数一致预期 2010 年净利润增长 36.09%

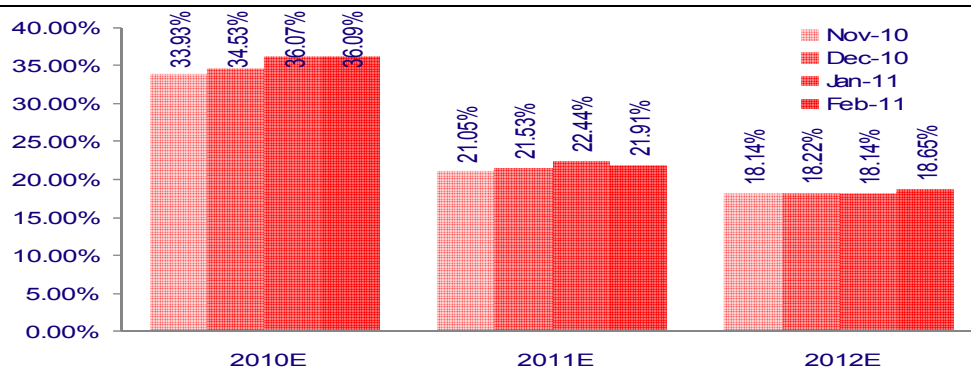
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
指数一致预期净利润(万元)	104233642	141851028	172925616	205184294
指数一致预期净利润同比(%)	21.85%	36.09%	21.91%	18.65%
指数一致预期 ROE(%)	14.30%	15.92%	16.78%	17.17%
总市值加权 PE	20.499	15.154	12.428	10.442

资料来源: 中国银河证券研究部

从 2010 年 11 月到 2011 年 2 月, 上市公司净利润的一致预期不断提高, 随着年报披露的

逐步展开，市场对上市公司经营情况也越来越有信心，从而逐步提高的一致预期。

图 2：市场对沪深 300 指数业绩预测逐步提高

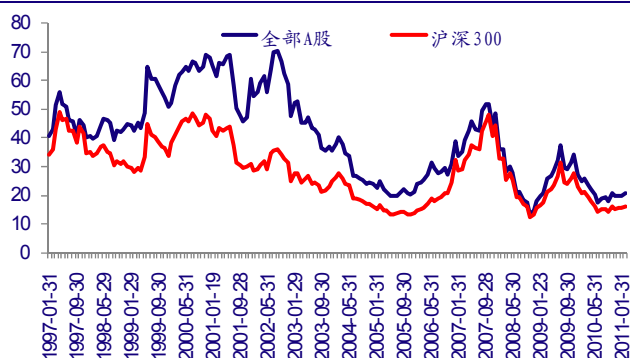


资料来源: wind 中国银河证券研究部

2、估值优势明显，估值支撑更强

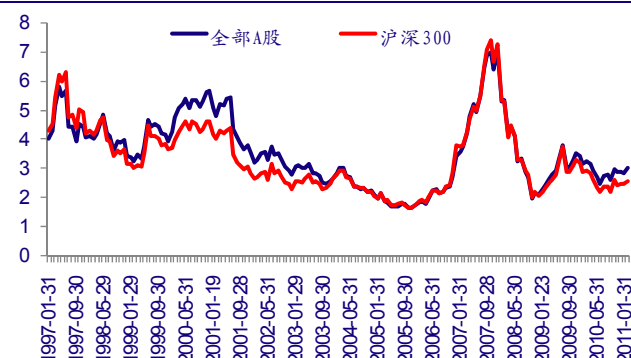
A 股整体估值处于历史较低水平。无论是 TTM PE 还是 MRQ PB，全部 A 股和沪深 300 指数的估值水平都处于历史低位，沪指从 2319 点反弹以来，业绩对股指的驱动是较为明显的。

图 3：国内股市 TTM 市盈率



资料来源: Bloomberg

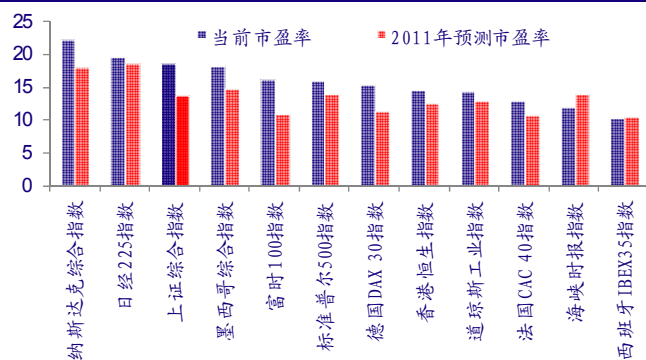
图 4：国内股市 MRQ 市净率



资料来源: Bloomberg

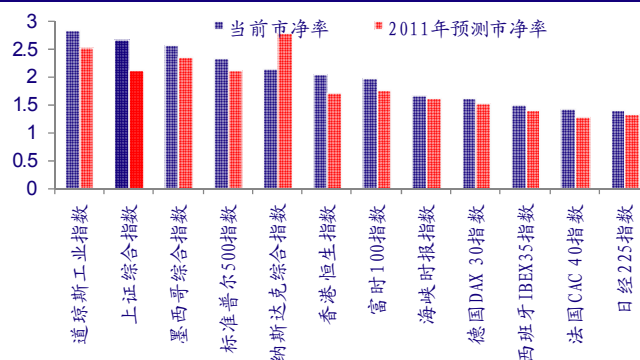
A 股估值水平没有体现出成长溢价。上证综指当前 TTM 市盈率为 18.7 倍，低于纳斯达克 22.31 倍和日经 225 指数 19.75 倍的水平，仅略高于欧洲主要市场 13-16 倍的估值水平。而如果考虑到上市公司在 2011 年的利润增速，则 13.74 倍的预测市盈率即使与发达市场 10-19 倍的预测市盈率相比，也是处于偏低的水平。市净率方面，上证综指的市净率已经不再遥遥领先，而是与道琼斯指数非常接近；考虑到 2011 年的净资产增长，其 2.14 倍的预测市净率也是处于中游水平。相比国内经济领先全球的增长率，目前 A 股市场整体估值不高，没有体现出成长性溢价。

图 5: 国际主要指数的预测市盈率



资料来源: Bloomberg

图 6: 国际主要指数的预测市净率

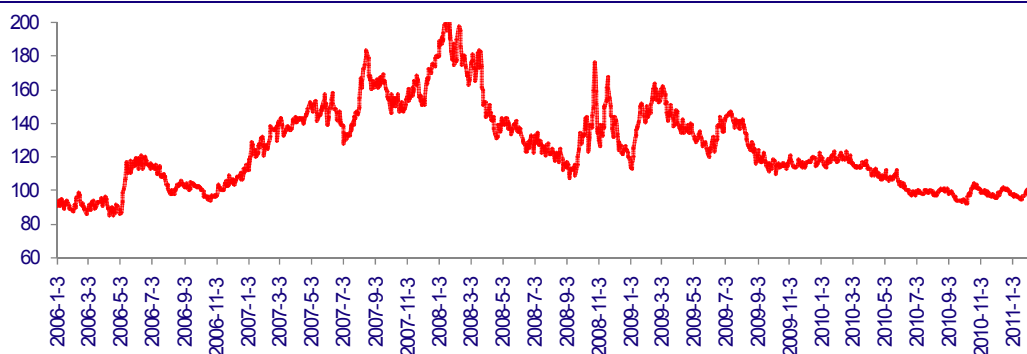


资料来源: Bloomberg

AH股溢价指数处于较低位置，蓝筹股普遍折价。从2010年下半年以来，恒生AH股溢价指数始终围绕100点附近波动。100点是该指数的一个临界值，指数高于100点表示A股整体相对H股存在溢价；相反溢价指数低于100点，A股相对H股出现折让。

截至2月下旬，在全部66家AH股公司中，14家公司的A股股价低于H股股价。其中负溢价最大的五只个股包括：中国平安-22.75%，招商银行-16.13%，鞍钢股份-15.11%，农业银行-14.61%，中国太保-14.09%。一批蓝筹股票低于H股，表明这类股票的安全边界较高，能够对A股市场起到稳定作用，锁定A股市场向下调整的空间，同时在适当时机推动A股进行一定程度的估值修复。

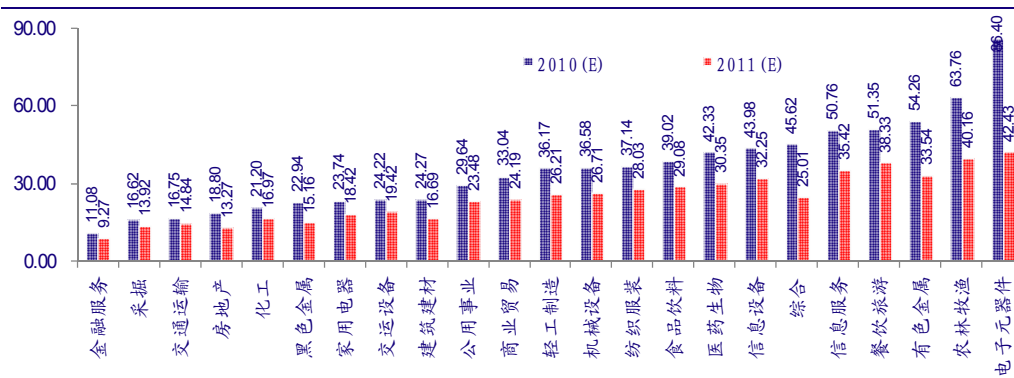
图 7: A-H 溢价指数显示当前 A 股估值并不高



资料来源: wind 中国银河证券研究部

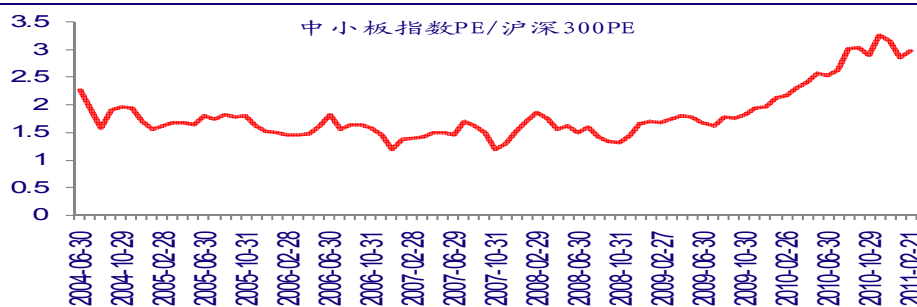
行业与风格的估值分化仍然比较明显。从各行业来看，以金融、采掘、建筑建材、交通运输、地产、化工等行业的估值水平是比较低的，而农林牧渔、电子元器件行业的动态市盈率高于40倍，处于较高水平。

图 8: 各行业 PE 分化比较大



资料来源: wind 中国银河证券研究部

图 9: 大小盘股票的 TTM PE 差距处于历史高位



资料来源: wind 中国银河证券研究部

(二) 经济增长较为强劲, 通胀形势趋于复杂

1、经济增长较为强劲

从 1 月份的部分经济数据看, 延续了去年四季度的良好发展势头, 进出口数据超市场预期。

强劲的进出口数据表明内需与外需都比较旺盛。1 月份我国外贸数据超预期, 进出口额同比大幅增长 38.7%, 其中出口增长 37.7%, 进口增长 51%。出口较快增长。我国出口产品的价格相对稳定, 金额快速增长说明出口数量增长快, 外需旺盛。进口大幅超预期更反映国内需求的旺盛。

在 1 月份的进口中, 初级产品如铁矿石、铜、钢、石油等进口金额都超过了 50%, 铁矿石和钢坯更是超过了 100%, 飞机、汽车的增长也很快, 而机床进口金额增速更是持续上升, 今年 1 月份达到了 85.6%, 这充分表明我国资本开支正处于扩张期, 企业扩大资本开支可能是推动当前经济增长的重要因素。

表 3: 1 月份我国主要进口商品金额累计同比大幅增长 (%)

进口商品	2010-07	2010-08	2010-09	2010-10	2010-11	2010-12	2011-01
铁矿砂及其精矿	55.60	55.30	52.50	54.50	58.30	58.40	145.70
钢坯及粗锻件	-78.70	-77.10	-76.20	-75.70	-73.90	-71.50	204.00
未锻造的铜及铜材	59.10	56.80	49.60	47.40	47.90	44.40	57.80

原油	88.40	77.60	72.30	61.20	58.00	51.40	50.80
飞机	34.20	30.70	28.60	23.20	19.20	17.00	32.00
金属加工机床	33.50	42.20	45.90	50.40	57.30	60.10	85.60
汽车和汽车底盘	160.40	150.40	134.50	116.85	108.20	99.03	46.00

资料来源: wind

中西部地区经济的崛起有助于增强我国经济的韧性。这一方面得益于从东部向中西部的产业转移,另一方面也得益于我国大力实施西部大开发和中部崛起战略。中部地区和西部地区的经济增长速度明显快于东部。2010年,北京、上海、广东等东部地区的经济增速分别为10.2%、9.9%和12.2%,而中部地区的湖北、安徽、江西的经济增速达到了14.8%、14.5%和14%,处于西部地区的重庆、青海、内蒙古的增速更是达到了17.1%、15.3%和17.6%。今年春节后内地与沿海地区“争抢”农民工,表明中西部经济已经走上了快速发展道路,内生经济增长动力仍然强劲。明年是政府换届年,地方长官具有强烈的发展经济愿望,各地大上项目,投资冲动比较强烈。

总体来看,就当前的经济形势而言,增长动力仍然是比较强劲的。

表 4: 2010 年东中西部主要省市的经济增速(累计同比%)

地区	2009-03	2009-06	2009-09	2009-12	2010-03	2010-06	2010-09	2010-12
北京	6.10	7.80	9.50	10.10	14.90	12.00	10.10	10.20
上海	3.10	5.60	7.10	8.20	15.00	12.70	11.50	9.90
广东	5.80	7.10	8.60	9.50	12.50	11.20	11.60	12.20
湖北	10.20	11.30	12.50	13.20	15.90	15.70	14.90	14.80
安徽	11.60	11.80	12.90	12.90	14.90	15.40	14.70	14.50
江西	10.20	10.60	11.00	13.10	14.40	14.40	14.30	14.00
重庆	9.00	12.50	13.40	14.90	19.30	17.60	17.10	17.10
青海	8.00	8.50	8.90	10.10	13.50	14.30	15.30	15.30
内蒙古	15.80	16.20	16.90	16.90	17.50	15.80	14.80	17.60

资料来源: wind

2、通胀形势趋于复杂,警报尚未解除

1 月份 CPI 低于市场普遍预期,但没有打消投资者对通胀的忧虑。市场对 1 月份 CPI 普遍预期为 5.3%左右,但实际公布的数据却仅为 4.9%,也低于银河证券宏观分析师预期的 5.1%。

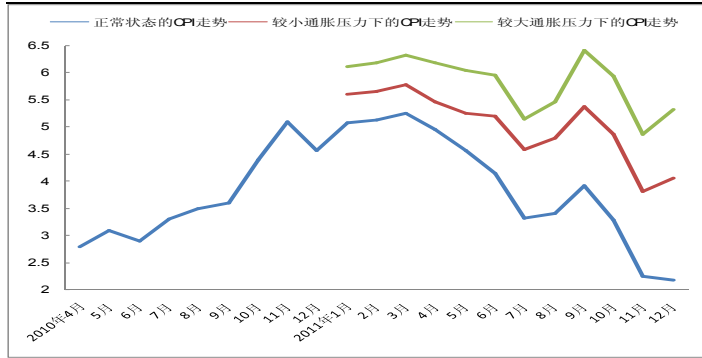
从通胀有利的方面看,主要有两个:一是近期华北小麦主产区普降雨雪,各地政府加大了对抽水抗旱的支持力度,一定程度上缓解了投资者对于夏粮小麦欠收的担忧;二是春节后蔬菜价格出现明显下降,也有利于增强对战胜通胀的信心。

从不利于通胀的方面看,也主要有两个:一是国际油价大幅波动,加剧输入型通胀的担忧。尽管 1 月份 CPI 低于预期,但 PPI 却创出去年 6 月份以来的新高,达到 6.6%,为后续输入型通胀埋下了隐患。最近中东国家政局不稳,对油价产生了很大影响,布伦特油价已经突破 100 美元/桶大关,纽约油价也创出自金融危机以来的新高,大宗原材料价格的上涨对我国通胀的影响还将继续显现。对于北非与中东局势,未来变数较大,无法得出根据性较强的乐观和悲观态度。二是 CPI 高点可能还没有出现。银河证券宏观分析师认为,2 月份与 1 月份基本持平,

3月份可能小幅走高，高点有可能出现在3月份。虽然与1月份相比增加不多，但毕竟高点还没有到来。

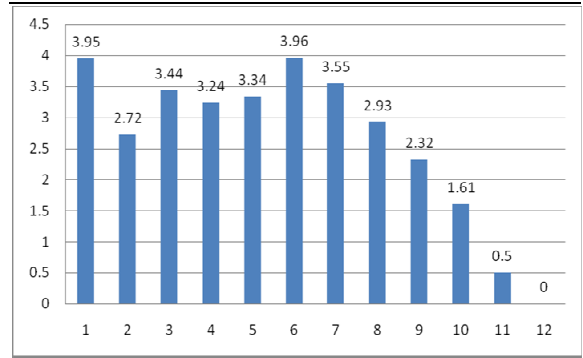
总之，当前我国面临的通胀形势还比较复杂，通胀压力并没有消除，未来还有不确定性。

图 10：三种情形下 2011 年 CPI 走势预测



资料来源：中国银河证券研究部

图 11：2011 年月度 CPI 翘尾因素



资料来源：中国银河证券研究部

（三）货币政策首要控通货膨胀，次要防大起大落

针对今年复杂的经济形势，国家将控制通货膨胀、保持价格总水平的基本稳定作为今年工作的重中之重，在当前通胀形势趋于复杂的背景下，控制通货膨胀的首要目标不会改变。

在近期的中央会议上提出防止经济大起大落，我们认为这是管理层未雨绸缪，防患于未然，并不意味着货币政策在当前具有转向的迫切性和必要性。

1、控制通胀仍是当前政策首要目标

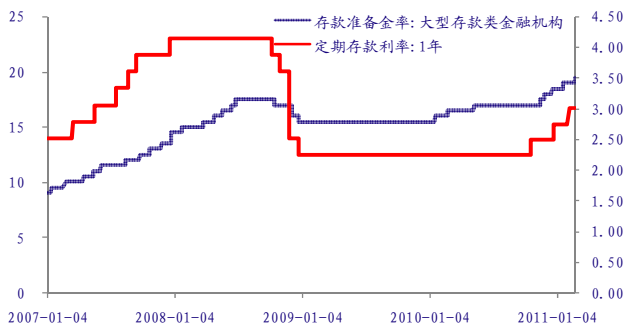
我国渐进式改革的特征决定了在长期目标与短期目标发生较大冲突的时候，政策通常更加注重短期目标。宏观政策要处理好经济平稳较快发展、转变经济结构、防止物价总水平过快上涨的关系。就目前而言，防止物价过快上涨是更为短期的目标，因此，针对通胀形势比较严峻的现实，我国货币政策将持续紧缩，还没有到放松的时候。

尽管 1 月份 CPI 低于市场预期，但管理层没有掉以轻心。就在数据公布后的 2 月 15 日央行再次宣布上调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，大中型机构达到历史新高 19.5%。这是去年以来的第七次上调存款准备金率，春节后央行自去年 10 月份以来第三次加息，可见政府控制通胀问题上态度很坚决。

近日商务部对《生活必需品市场供应应急管理办法》（征求意见稿）公开征求意见。“征求意见稿”明确，大型批发、零售企业如出现抢购生活必需品，导致价格在较大范围内猛涨或商品断档脱销，影响到社会稳定，应当在 1 小时内向县级商务主管部门报告。这充分表明政府对于通胀形势是高度戒备的。

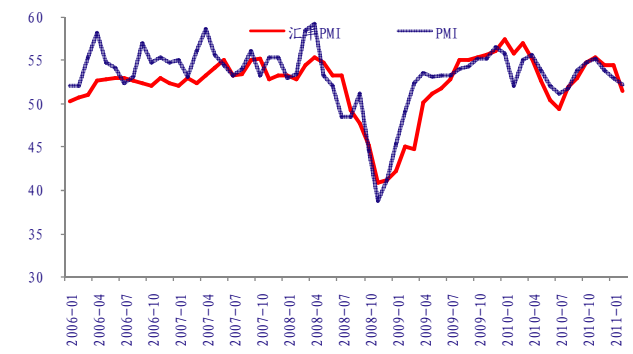
国际局势混乱，将使政府更加重视通胀问题。近期中东局势不稳，突尼斯、埃及等国政府更迭，利比亚发生骚乱，有分析认为这与其国内的通胀压力有一定关系。我国通胀形势要比这些国家好很多，作为负责任的政府，不会忽视通胀压力的存在，将更加重视通胀压力。

图 12: 我国连续紧缩货币政策以应对通胀



资料来源: 中国银河证券研究部

图 13: PMI 数据显示经济增长基本平稳



资料来源: 中国银河证券研究部

2、防止经济大起大落

最近中央会议提出要防止经济大起大落，这种提法在金融危机后是首次出现。我们认为，要防止“大起”主要是针对经济的过热风险，而防止“大落”是指如果调控过度，有可能重伤经济导致经济增速大幅下滑。政策将注重在控制通胀与防止经济大起大落之间的平衡，事实上，讲究平衡、追求和谐也是中国的处世精髓，但这需要高超的艺术，多数情况下尺寸很难拿捏。

防止经济出现过热。地方政府强烈的投资冲动，企业巨大的融资需求，东中西部均出现招工难的现象，以及日益上升的物价数据说明我国经济确实存在过热的风险。金融危机以来，世界经济格局出现了“新兴经济体热、发达经济体冷”的二元结构。和其他新兴市场国家一样，我国 CPI、PPI 不断走高，通胀压力不断攀升，经济出现一定程度的过热迹象，为此，宏观政策需要防止经济过热，货币政策回归稳健与中性，回归稳健的过程之快、动作之猛给人的感受就是在紧缩。自去年 10 月份以来，央行不断提高存款准备金率和利率水平就是防止经济过热的措施。

防止过度调控重伤经济。最新的 2 月份 PMI 数据在持续下降，但主要是由于季节性因素和去库存小周期的影响，与历史同期相比尚属平稳，表明经济虽有轻度放缓但尚不严重。今年是十二五规划的第一年，开好局、起好步是对经济增长的基本要求，对于顺利实现十二五的战略目标至关重要，而且适度的经济增长是我国顺利实施改革、进行经济转型的必要条件，对于建立和谐的社会关系至关重要。迅速攀升的市场利率和银行严厉的信贷调控对于企业经营产生多大的影响尚难预料，但降低经济增速应该是较为确定的。企业长期缺乏资金将限制生产扩张的速度，成本上升会降低企业盈利能力，严重者将导致银行呆坏账的产生。因此过度的调控可能会重伤经济。

（四）关注“两会”政策动向

每年一度的全国人大和政协会议是 3 月份的重要事件，也是投资者观察政策动向的重要窗口。今年的两会将制定“十二五”规划，是未来五年乃至更长时间我国经济社会发展的战略指引及行动纲领，因此今年的两会具有更特殊重要的意义。

1、我国当前所面临特殊的经济社会发展环境

一是人均 GDP 处于由 1000~10000 美元的发展期。国际上经验表明，人均收入从 1000 美

元到 10000 美元的发展阶段，正是经济结构与社会变动比较快的时期。2003 年中国人均 GDP 达到 1090 美元，首次突破 1000 美元关口，到去年年底，我国人均 GDP 接近 4000 美元，收入水平向中等收入国家靠拢。如何保持经济的持续快速发展，避免出现拉美国家的“中等收入陷阱”，是中国经济发展的重要考验，需要“十二五”规划给予指引。

表 5：部分国家人均 GDP（1000~10000 美元）发展时间对比

国家	首次突破 1 万美元时间及金额	1000~10000 美元历时时间
美国	1978 年，10412 美元	36 年
德国	1978 年，10463 美元	18 年
日本	1981 年，10050 美元	15 年
韩国	1995 年，11779 美元	18 年

数据来源：美国、日本经济研究所，IMF 中国银河证券研究部

二是经济发展处于工业化中后期。目前我国正处于工业化中后期，物质资源和自然环境都无法承受重化工业持续下去的巨大压力，如何加快我国发展方式转变和经济结构转型，在产业结构优化升级方面取得突破性进展需要“十二五”规划作出战略部署。

三是贫富分化、区域分化、城乡差异为改革开放以来最严重，社会矛盾不断集聚。如何改善收入分配结构、提升消费能力使之成为拉动经济增长的主要驱动力也需要“十二五”规划指明航向。

四是全面建设小康社会的关键期。今后五年对于能否实现建设全面小康社会的战略目标具有决定性的意义，如何跨过这重要一步十二五规划将给出清晰答案。

2、今年的经济形势仍然高度复杂

按照总理的说法，2009 年是最困难的一年，2010 年是最复杂的一年，2011 年如何定调尚不得而知，但经济形势与国际环境仍然高度复杂。

首先是国内经济形势复杂。目前既面临通胀的压力，也需担心调控过度重伤经济，需要高超的艺术保持政策的平衡；同时，今年是加快转变经济发展方式、调整经济结构迈出实质性步伐的一年，需要把握短期目标和长期目标的平衡。

其次是国际经济与政治形势复杂。新年刚过，美国超预期复苏，欧洲主权债务危机意犹未尽，朝鲜半岛复杂依旧，而北非和中东的混乱局势更成为全球瞩目的焦点，未来如何演绎、对国际大宗商品价格和经济的影响还无法清晰预计，对国际政治格局也可能产生重要影响。

总体看，今年的两会更具特殊性，投资者应高度关注。金融改革、结构调整、民生改善将成为两会关注的焦点，新三板、战略新兴产业、医药卫生体制改革等可能成为资本市场的热点。

在上述四个方面的变化中，业绩增长和低估值对股指的支撑作用比年初更强，在经济和通胀不发生趋势性变坏的情况下股市将震荡走高，但对于经济和通胀的未来变化也值得高度关注，与此同时，政策的变化也是我们要密切关注和细心体会的。因此，总体来看，3 月份市场影响力量有所变化，但还处于大的均衡格局中。

二、寻找突破均衡的力量

从稍长时间看，投资者应更关注可能突破市场均衡的力量，我们认为，未来可能的力量来自于通胀、经济增长、政策变化以及投资者情绪变化四个方面。

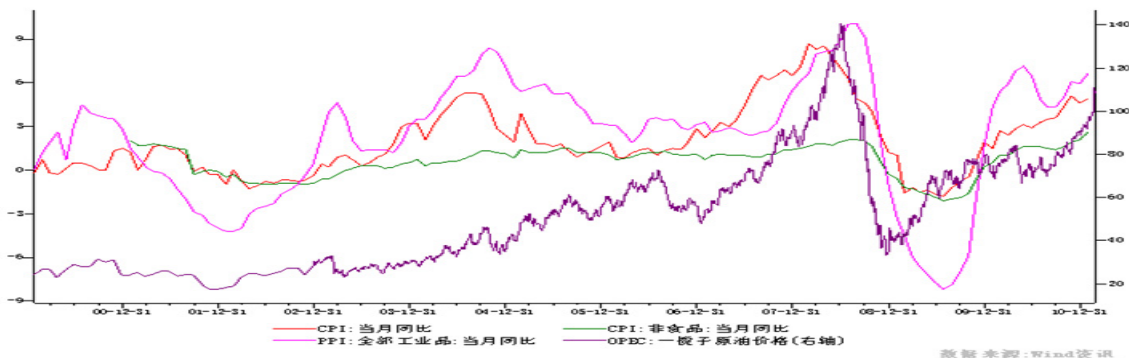
（一）通胀的变化

目前已经进入本世纪以来的第三轮通胀（前两次分别是 2004 年和 2007-2008 年），CPI、PPI 都还处于上升趋势之中。在前两次通胀中，PPI 的高点都滞后于 CPI，非食品 CPI 都处于非常温和的水平，一般都在 2% 以下。前两次通胀更多的是农产品和食品上涨引发的通胀，而食品的生产周期较短，相对更容易控制。

本轮通胀与前两次的显著区别是非食品 CPI 已经创出 10 年新高，并不断攀升。这表明通胀已经完全进入工业链条，对 CPI 的传导作用将比前两次更为显著。目前国际油价突破 100 美元，未来如何变化还有很大不确定性，铜等金属价格也处于上升趋势之中，国际粮价也处于高位。除此之外，国内土地、人力成本大幅上升，钢铁、水泥等一般工业品的产能供求状况也有所改善。

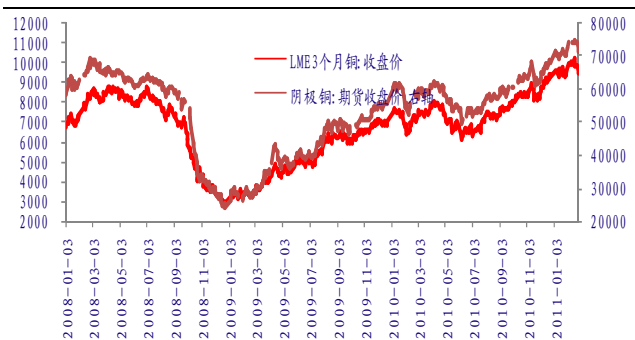
因此，由国际大宗商品价格所引发的输入型通胀可能具有更长的持久性和更大的变数，未来中国或许将告别过去高增长低通胀的时代，迎来增长适度下降、通胀适度走高的新时代，投资者必须适应这种新形势的变化。我们预测 3 月份可能成为全年 CPI 的高点，在高点确定出现以前还需要慎重对待通胀形势的发展。

图 14：非食品 CPI 已创出 10 年新高，未来通胀形势仍然复杂



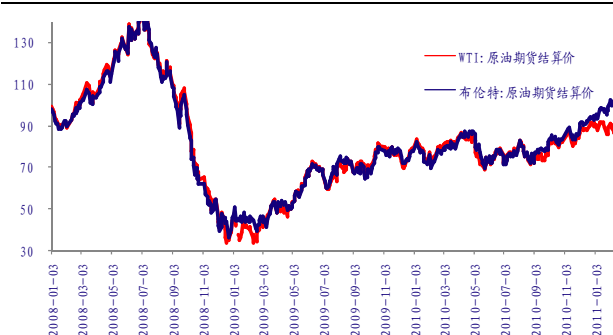
资料来源：wind 中国银河证券研究部

图 15: 国际铜价创出历史新高



资料来源: 中国银河证券研究部

图 16: 国际石油价格创出金融危机之后的反弹新高



资料来源: 中国银河证券研究部

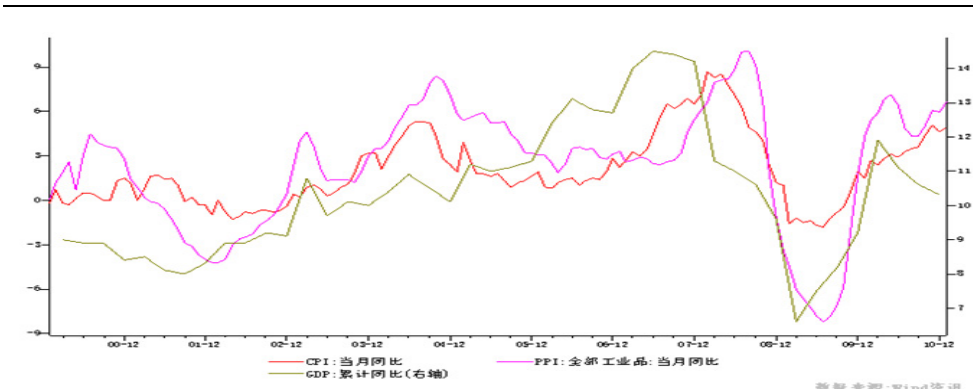
(二) 经济增速的变化

未来的经济增长可能受到紧缩政策的影响。目前经济增长动力还比较强劲,但控制通胀成为首要任务,其后果将作用于经济增长。能否实现既控制住通胀又不重伤经济是中期市场运行的重要影响因素。如果出现了物价没有控制住而经济增速大幅下降的情况,则股市不会有很好的表现。我们在年度策略报告中指出,上半年投资者可能会担心“疑似滞胀”的问题,虽然这与真正的滞胀不是一个概念,但还是会影响投资者对未来业绩和估值的判断。

实践表明,经济下降而通胀上升不会非常好的投资时机。在本世纪前两次通胀过程中,如果出现通胀继续走高而经济增速下滑的时候,股市都表现不佳。2004年6-10月,经济增速已经开始下降而通胀还在持续上升,上证综指也持续下滑,股市表现疲弱;2008年1-6月,同样是经济增速从2007年四季度高点下降,但通胀压力显著加大,股市暴跌。

对于当前的经济增长,虽然总体仍然不错,但今年一季度将是在去年四季度较高的基础上下滑,而通胀还处于上升趋势之中。因此,未来的经济增长对股市的影响就至关重要,如果上半年经济增速持续下滑而通胀压力没有消解,将对股市产生负面影响。

图 17: 非食品 CPI 已创出 10 年新高,未来通胀形势仍然复杂



资料来源: wind

（三）政策基调的变化

我们在以前的策略报告中论述过 A 股市场受政策的影响很大，并且经常领先于经济。未来宏观政策的基调将根据经济增长和通胀形势的演变可能发生变化，但是在通胀这个最主要的问题没有解决之前，我们预计宏观政策不会发生大的变化。

尽管中央已经提出要防止经济大起大落，预示着可能会在适当时机调整货币政策，如果通胀已经比较明显的见顶的迹象，而经济增速出现明显的下降迹象，则货币政策就可能发生比较大的转变。这个时候或许就预示着一轮轰轰烈烈的上升势头的到来。

货币政策发生较大转变的时机在一季度出现的概率不大，因为一季度的数据要到 4 月份才能明晰，就通胀对大宗商品价格的滞后性以及紧缩政策对经济增速影响的滞后性而言，也要到二季度才会有初步结果。因此，二季度是政策可能发生较大变化的时间窗口，当然，如果通胀仍在加剧，则政策转向的可能性和时间都将往后延续。

（四）投资者情绪的变化

目前投资者情绪已有一定程度的改善，但对于能否形成突破市场均衡的力量，则需要更大的变化。

1、相比较于春季前，近期资金紧张状况有所缓解

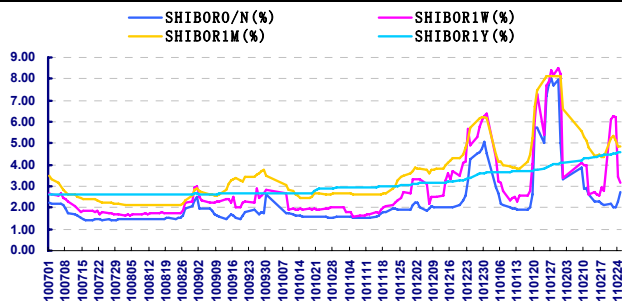
尽管 2 月 24 日是存款准备金率上调之日，但货币市场资金利率也只是短暂走高，并较快回落至前期较低水平。这表明春节后资金回流银行，市场的资金紧张状况有所缓解。

2、投资者情绪改善，入市积极性有所提高

股票发行也保持较快节奏。2 月 1-25 日，A 股发行实际募集资金为 457.94 亿元，较上月减少 28.74%，实际募集资金减少的主要原因是由于交易日较 1 月有所减少。具体来看，首发 IPO 首发家数为 26 家，实际募集资金为 252.27 亿，增发 6 家实际募集资金 199.24 亿，配股 1 家实际募集资金 6.43 亿。2 月首发 IPO 的市盈率为 55.42 倍，较 1 月的 72.91 倍大幅降低。

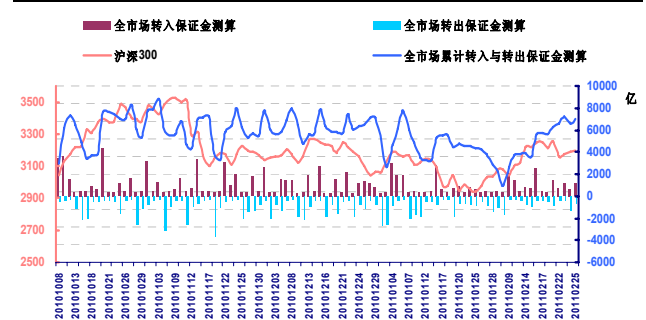
从投资者情绪看，入市积极性也有所提高。客户保证金累计出现净转入，股票和基金开户数都比前期有较大幅度的上升。基金发行节奏比较快，基金仓位略有下降，但总体还是保持较高水平。我们认为，投资者情绪的变化与房地产遭遇严厉调控之后较为旺盛的投资需求有关，而更多的改善需要宏观经济与政策等其他条件的配合。

图 18: 上海银行间隔夜拆借利率



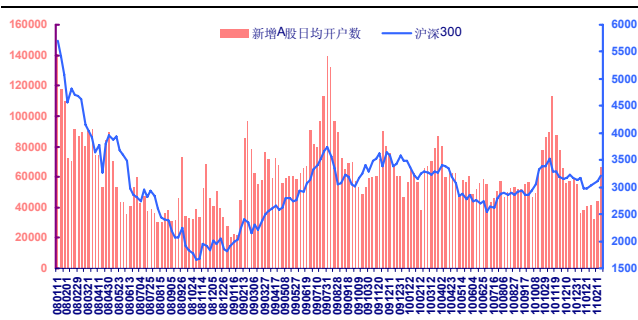
资料来源: 中国银河证券研究部

图 19: 客户保证金转入与转出



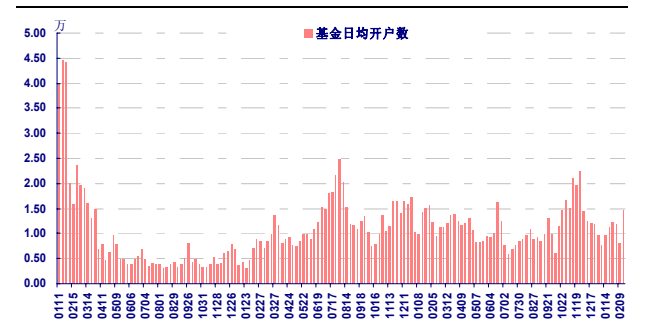
资料来源: 中国银河证券研究部

图 20: 在严厉监管下贷存比将稳中上升



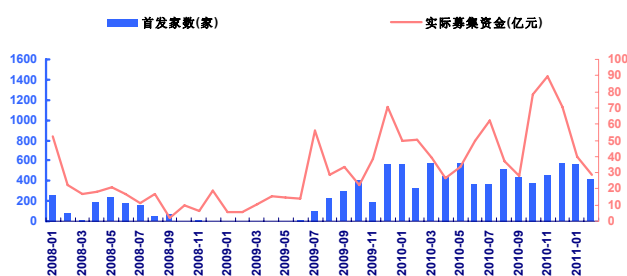
资料来源: 中国银河证券研究部

图 21: 股票融资保持较高水平



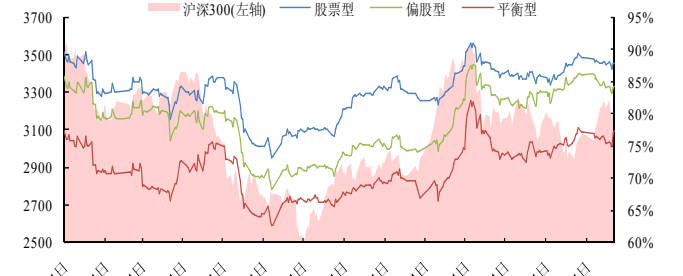
资料来源: 中国银河证券研究部

图 22: 基金发行数量



资料来源: 中国银河证券研究部

图 23: 基金仓位偏高



资料来源: 中国银河证券研究部

三、市场运行趋势与投资策略

(一) 热点扑朔迷离, 投资者犹如在迷雾中穿行

1、通胀预期、政策紧缩和估值修复驱动市场窄幅震荡

今年以来市场运行的核心驱动因素是通胀预期、政策紧缩和估值修复, 前两者主导了去年

11 月份道今年 1 月底的震荡下跌，1 月份的通胀预期部分缓解了政策担忧，而估值修复主导了 1 月下旬以来的上涨，资金面的紧张与改善一定程度助推了市场的涨跌。

近期市场运行特征是在偏强的震荡。投资者信心增强，投资情绪改善，市场热点较多但可持续性较差，驱动因素中上有制约、下有支撑，总体力量较为均衡。股指窄幅波动，表明投资者保持了一定的谨慎心理。

2、在迷雾中穿行，寻找突破均衡的力量

投资者短期面临的困惑是追高者经常被套，而盲目杀跌者痛惜丢失筹码，犹如在迷雾中穿行。对于投资者而言，犹如在迷雾中穿行，有时似乎看到了希望的亮光，有时又被浓雾包裹。我们认为，当前最重要的是要洞察核心驱动因素未来如何演绎，寻找到突破均衡的力量，惟有如此，才能处变不惊，决胜千里。

未来的核心驱动因素在于通胀、增长、政策，投资者情绪将依据这三者的演绎而变化，总体而言，短期还将受困于通胀的变化，中期需关注于经济增长的变化，通胀与增长的组合决定了宏观政策的未来演变轨迹，从长期来看我们坚持年度策略报告中的核心观点，在通胀得到控制的基本前提下看好全年的投资机会，前途光明，只是道路有点曲折。

（二）区间震荡，沪指核心区间为 2750-3100 点

综合分析，我们认为 3 月份 A 股维持区间震荡的概率较大，预计沪指核心波动区间为 2750-3100 点，与 1-2 月相比，震荡重心略有抬高。

1、市场维持震荡格局

3 月份市场维持震荡格局的主要依据是核心驱动因素尚难以发生质的变化，仍然在上有约束、下有支撑的格局中运行。

从通胀来看，压力不减变数增加。尽管 1 月份低于预期，部分投资者存在 2 月份 CPI 下降期望，但我们认为短期国际油价上升概率大，输入型通胀压力在增加，CPI 高点未现，警报仍未解除。

从经济来看，持续的货币紧缩到底会给经济增长带来多大影响值得关注。经济开始轻度放缓，若增速下降加快，在“疑似滞胀”环境下，投资者将忧虑业绩增长。实证表明，滞胀环境股市难以上佳表现。

从政策来看，两会将活跃市场氛围，增加市场的主题性投资机会，就货币政策而言，尽管中央已经提出防止经济大起大落，给投资者带来了“尝试放松”的遐想，但我们认为，目前控制通胀仍然是第一要务，政策放松时机不到。

从积极因素看，房地产遭遇严厉调控后，投资被严格限制，股票成为有限的可选投资标的。近期市场的回暖除了基本面的变化之外，资金紧张状况改善和入市积极性提高也是重要因素。

2、估值支撑导致震荡重心略有抬高

预计上证综指核心波动区间为 2750-3100 点。我们在年度策略报告中指出 A 股合理动态市盈率为 15-21 倍，上证综指核心波动区间下限为 2700 点。1-2 月份沪指围绕 2800 点波动，

最低探至 2661 点。展望 3 月份，如果不出现国际局势急剧恶化导致石油价格大幅上涨，由于上市公司业绩超出预期，随着年报业绩逐渐清晰，市场底部有望进一步夯实，短期震荡重心或略有抬高。

（三）避免贪婪与恐惧，增加策略灵活性

对于市场运行趋势中性偏强的判断，我们认为投资策略上可适度积极，保持合理仓位，增加灵活性。

既要避免贪婪而追高，也要避免恐惧而盲目杀跌。短期近期 A 股市场的频繁波动增加了投资者操作的难度，追高者常常被套，空仓者看着热点不断容易情绪失控，因此，调整心态很重要，在市场震荡市中要求心态相对平和。建议投资者保持合理仓位，增加策略灵活性。

对于投资风格方面，我们认为大小盘股的差异不会特别大，大盘蓝筹股和小盘股都有机会，也隐藏风险，尤其是年报业绩被透支的高股价小盘股存在见光死的风险。

四、投资机会

投资者可以从三条投资主线来把握投资机会：

第一条主线是抗通胀，包括黄金、高油价受益板块（新能源与电力设备、石油开采、部分化工子行业）和涉农板块（农药、化肥）。

第二条主线是估值修复，建议关注化工、银行、家电等行业。

第三条主线是两会和“十二五”规划的热点议题，可关注受益于新三板的券商板块，以及战略性新兴产业中的新一代信息技术、新能源等。新疆、成渝经济区、国企并购重组等主题性投资机会也可适当关注。

（一）黄金：避险需求上升

我们看好黄金主要是基于以下原因：

一是国际局势持续动荡，国际金融市场波动风险加剧，对黄金的避险需求大增。

地缘政治紧张刺激短期避险情绪上升。历史上看，出于避险需求，金价对风险性因素反应敏感，国际上重大的政治、战争事件都将影响金价。如二次大战、美越战争、1976 年泰国政变、1986 年“伊朗门”事件，都使金价有不同程度的上升。再如 2001 年“9.11”事件与 2008 年的金融危机都使金价飙升。当前中东和北非地区的紧张局势持续恶化，导致市场避险情绪上升，从而推动国际金价在近期冲上 1400 美元/盎司的高位。如果紧张局势在短期得不到缓解，金价阶段性走高的概率仍然很大。

二是全球通胀压力显著上升，购买黄金抵御通胀是自然选择。

通胀支撑金价上涨。当前不仅是我国物价上涨较快，欧洲、美国等发达经济体也正在面临通胀快速抬头的风险。在这一背景下，黄金保值增值的功能引起了投资者的关注。同时，历史

上看油价、大宗商品价格与金价也有密切关系。国际黄金价格与原油期货价格的涨跌存在正相关关系的时间较多。大宗商品价格与金价走势相关性的关联点在于通货膨胀因素，每当通货膨胀出现时，黄金的避险保值作用彰现。比如 70 年代后期出现严重通货膨胀，商品价格持续大幅上涨，金价也出现暴涨；再比如 2002 后的商品大牛市，原油从 10 美元涨到接近 150 美元，同期金价从 250 美元每盎司涨到 1033 美元。目前全球面临通货膨胀压力加大，黄金价格将有望保持高位运行。

三是全球经济复苏，黄金的工业和消费需求也在上升。

全球经济复苏推动黄金的首饰和工业需求黄金的实际需求中最重要的是首饰业与工业需求。一般来说，世界经济的发展速度决定了黄金的总需求。当前全球经济仍处复苏过程中，工业生产继续恢复，黄金的工业需求也在增加。例如在微电子领域，越来越多地采用黄金作为保护层；在医学以及建筑装饰等领域，尽管科技的进步使得黄金替代品不断出现，但黄金以其特殊的金属性质使其需求量仍呈上升趋势。另一方面，国内居民收入持续增加，对首饰的需求也有所增加。

四是黄金股的弹性较高。由于国际黄金产能扩张有限，当需求上升时金价弹性较高，而黄金上市公司的业绩弹性也很高，因此黄金股的弹性很高。目前国际金价逼近历史高点，但 A 股价格处于相对低位。

投资者可关注山东黄金、中金黄金、紫金矿业、辰州矿业、恒邦股份等。

（二）化工：需求复苏推动行业发展

我们看好化工行业主要基于以下几点：

一是政策支持和消费升级长期有利化工领域中的新材料的发展。

去年 10 月确定的战略性新兴产业主要包括七大领域：信息技术、节能环保、新能源、生物、高端装备制造、新材料、新能源汽车。这其中与化工业密切相关的产业主要是节能环保和新材料。此外，消费升级也推动高技术产品需求。随着人们生活水平的提高，将更倾向于使用高品质的材料，提升对绿色环保等材料的认可，这种消费升级将催生对新材料需求。因此，2011 年精细化学品和化工新材料仍将保持快速增速。

二是传统化工领域的一些细分子行业仍具有相对优势。

首先，国内经济复苏态势良好，化工领域的下游需求众多，经济回暖继续拉动化工行业稳步增长。化工行业是典型的周期性行业，随着全球经济的复苏及中国经济的高速增长，供需改善支撑毛利提升，化工行业在 11 年也将进入景气上升周期。其次，随着经济复苏，化学工业品价格将有较大的涨幅。粮食价格上涨将带动化肥景气走高，棉花价格上涨有望推升涤纶盈利水平。

三是当前化工板块的整体业绩和估值也具有吸引力。

化工行业 2010 年的市盈率只有 18 倍，2011 年预测市盈率只有 15 倍，具有明显的估值优势。业绩方面，已经有 166 家化工类上市公司发布了 2010 年业绩预告，其中 3/4 的公司预增（包括预增、略增、扭亏和续盈），预告的净利润平均增幅达到 150%。

投资者可关注化工新材料、化肥、农药、化纤等子行业，如天利高新、山西三维、赤天化、云天化、新乡化纤等。

（三）券商：新业务和牛市预期驱动股价

建议投资者可阶段性关注券商板块，主要基于如下理由：

一是新三板和融资融券转融通等金融创新活动即将推出预期将改善券商业务结构。

“新三板”是今年证监会最重要的金融创新和制度创新，推出如箭在弦。媒体报道新三板扩容的征求意见稿目前已上报国务院，最快“两会”后将正式公布。征求意见稿内容主要包括园区试点扩容、交易引入做市商制度和合格个人投资者开放等三部分。新三板业务开启在即，是证券行业的重大利好，主要涉及到投行业务和经纪业务。一方面“新三板”扩容后，挂牌企业数量将大大增加，这将为券商带来持续的承销收入，并为券商的直投部门提供丰富的直投资源。另一方面，做市商制度的引入还将为相关券商带来丰厚的买卖价差收入。

融资融券转融通也有望较快推出。转融通业务推行后，券商可以向银行、基金和保险公司等机构融入资金或证券，由于有充足的可供融资的资金及可供融券的股票，融资融券规模将会得到大幅提高，有望给券商带来长期稳定的回报。

二是传统业务将随市场容量稳步成长，未来的牛市预期将助推券商股。

2011 年我们预计股票市场总体走势依然乐观，市场资金充足，有利于股票融资的开展。从融资需求的角度看，国内经济企稳，企业投资需求上升，再加上国内经济面临着结构转型和做大做强新兴产业的要求，行业整合的需求也越发紧迫，预计 2011 年融资需求仍然比较旺盛。其中，IPO 融资预计仍将以中小项目为主导。预计月均新股发行规模可达 350-400 亿元，全年新股发行 4200-4800 亿元；月均再融资规模可保持在 260-300 亿元，全年再融资规模 3100-3600 亿元左右。从融资结构来看，中小板和创业板的公司将成为融资主体，券商的投行业务将有益于中小板、创业板的快速扩容，而中小板、创业板较主板更高的换手率将为券商的经纪业务贡献更多佣金。监管力度加强也有望缓解佣金率快速下滑的势头。

投资者对于全球经济摆脱金融危机困扰和低利率环境所可能造就的牛市憧憬将给券商股带来更大的想象空间。

投资者可关注中信证券、宏源证券、海通证券、吉林敖东等估值较低的行业龙头。

（四）新能源与电力设备：受益于高油价和政策驱动

我们看好新能源与电力设备主要基于高油价驱动和政策驱动两个方面。

一是十二五战略规划将加速新能源和电力设备行业的发展。

十二五规划加速推进新能源行业发展。未来 5 年政府在能源领域的重点任务就是：采取有效措施加大节能力度，提高传统能源清洁利用水平；加大天然气等清洁能源的利用规模；加快推进水电和核电的开发建设，积极做好风能、太阳能、生物质能等可再生能源的转化利用，大力推进能源结构优化调整；统筹规划重点能源基地和跨区能源输送通道建设，促进能源资源优

化配置。

我们将核电、太阳能发电、风电进行横向比较。核电产业的投资规模最大，产业链受益最为明显。太阳能发电国内投资规模增长速度最高，且行业内的技术进步将推动产业进步。风电产业将在发展中进行行业整合。我们认为在投资机会上，核电>太阳能发电>风电。

核电相对其他行业，在技术、资金和行业资质等方面门槛很高，在行业规模达到一定水平后整个行业的利润率水平会维持在比较高的水平。整个核电产业链比较长，但是由于门槛比较高，能够参与其中的企业并不多，特别是加工制造难度较高、占比很大的核电主设备目前国内仅限于少数几家企业，我们看好参与核电主设备制造的上市公司。国内上市能够生产核电主设备的企业有东方电气、上海电气、中国一重等；也应当关注一些市值较小，股东在核电领域实力很强的上市公司，如中核科技，此类公司有可能在股东扶持下获得参与更多核电建设的机会。

二是高油价将使新能源与电力设备行业的投资需求更加旺盛，股票价值显著提升。

目前北非和中东局势持续动荡，并有进一步恶化和蔓延的趋势，我们判断短期油价将震荡走高。高油价使新能源的投资收益率提高，投资需求更加旺盛，加速行业发展，股票的价值将显著提升。

投资者可关注：东方电气、天威保变、金风科技、特变电工、平高电气等。

（五）信息技术：需求拉动与政策驱动

我们看好信息技术行业主要基于如下理由：

一是行业需求旺盛，新应用和国产化替代驱动行业高速发展。

全球 IT 业继续保持高增长，政府及企业 IT 需求仍然旺盛，我们认为，新应用及国产化替代将是未来 IT 行业投资的两条主线。考虑到行业公司的高成长性及各类主题性投资机会不断涌现，在估值合理的情况下，我们依然看好信息技术板块的投资机会，如移动互联网、软件、手机支付、电子商务等。

二是风险得到部分释放，估值修复有望延续。

在今年年初，代表新一代信息技术的科技股一度遭遇了大幅下跌，许多科技股跌幅超过 20%，而同期沪深 300 指数仅小幅下跌。春节过后，随着 A 股回暖，IT 股也展开了一轮反弹行情，估值得到了部分修正。

信息技术行业 2011 年平均预期市盈率为 32 倍，高于沪深 300 的 12.05 倍，样本公司未来两年平均复合增长率为 32%，我们认为，就行业而言，整体估值已趋合理，基本面依然向好，加上年报高增长及高送配行情正在展开，部分优质个股经过前期充分调整已经具有较好的投资价值，高成长个股估值修复有望延续。

三是政策驱动股价。

十二五规划即将公布，作为战略新兴产业的重要组成部分和国民经济的支柱产业，信息技术的高速发展对引领我国经济结构调整和战略转型具有十分重要的意义，政策将成为股价的驱动力。

在个股品种上，我们相对看好信维通信、东华软件、川大智胜、用友软件、东软集团、大唐电信、广联达、江海股份。东华软件（002065）是市盈率最低的 IT 股之一，公司订单充裕、成长性明确；川大智胜（002253）正处于空管体制改革、行业建设的高峰期，上半年或有实质利好；信维通信（300136）受益于智能手机更新换代，公司不断切入国际大厂供货体系，业绩进入爆发性增长期；大唐电信（600198）将是国内首家通过 EMV 认证的芯片提供商，金融 IC 卡开始普及，公司还将受益于煤矿安全信息化市场。

五、行业配置与股票组合

（一）行业配置

我们判断 3 月份将维持区间震荡格局，建议超配：机械、信息服务、化工、金融和家电等行业，低配交通运输、纺织服装等行业，其他行业为标准配置。总体来看，行业配置相对均衡。

表 6：行业配置建议

行业名称	配置建议	配置系数	配置比例	流通市值占比
机械设备	超配	1.4	7.96%	6.62%
信息服务	超配	1.4	3.02%	2.51%
金融服务	超配	1.3	24.65%	22.07%
化工	超配	1.3	8.13%	7.28%
家用电器	超配	1.3	1.55%	1.39%
采掘	标配	1.2	14.89%	14.44%
有色金属	标配	1.2	4.86%	4.72%
建筑建材	标配	1.2	4.37%	4.24%
医药生物	标配	1.1	4.08%	4.32%
信息设备	标配	1.1	1.63%	1.73%
农林牧渔	标配	1.1	1.32%	1.40%
轻工制造	标配	1.1	0.91%	0.96%
交运设备	标配	1	3.69%	4.29%
房地产	标配	1	3.45%	4.01%
公用事业	标配	1	2.43%	2.83%
商业贸易	标配	1	2.29%	2.66%
黑色金属	标配	1	2.02%	2.35%
电子元器件	标配	1	1.65%	1.92%
综合	标配	1	0.68%	0.79%
餐饮旅游	标配	1	0.37%	0.43%
食品饮料	标配	0.9	2.77%	3.58%
交通运输	低配	0.7	2.65%	4.41%
纺织服装	低配	0.7	0.64%	1.06%

资料来源：中国银河证券研究部

(二) 股票组合

本月股票组合(以代码为序): 格力电器(000651)、中国重汽(000951)、中信证券(600030)、赤天化(600227)、三一重工(600031)、赛马实业(600449)、贵州茅台(600519)、山东黄金(600547)、东软集团(600718)、东方电气(600875)。

表 7: 股票投资组合

股票 代码	股票 名称	EPS (元)	TTM PE (X)	PB(X)	当前价格 (元)	入选理由
600227	赤天化	0.13	50.6	1.89	6.58	公司生产装置总量与总市值显示明显被低估
600449	赛马实业	2.63	15.0	3.15	39.26	低估值区域水泥龙头
000651	格力电器	1.40	15.2	4.99	21.21	低估值家电龙头
600031	三一重工	1.66	25.2	13.0	26.28	工程机械龙头, 挖掘机需求旺盛
600718	东软集团	0.45	34.9	4.73	6.98	低估值软件外包龙头
600030	中信证券	0.82	17.4	2.30	4.50	受益于新三板\融资融券转融通, 行业龙头
000951	中国重汽	2.16	12.6	3.37	3.76	低估值行业龙头
600519	贵州茅台	5.19	34.4	9.62	31.39	公司释放业绩动力渐强
600547	山东黄金	0.91	54.8	18.13	4.78	国际局势不稳黄金避险
600875	东方电气	1.15	31.5	6.89	35.58	电力设备与新能源龙头

数据来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 2010 年所有行业业绩报喜比例均超过 50%.....	2
图 2: 市场对沪深 300 指数业绩预测逐步提高	3
图 3: 国内股市 TTM 市盈率	3
图 4: 国内股市 MRQ 市净率	3
图 5: 国际主要指数的预测市盈率	4
图 6: 国际主要指数的预测市净率	4
图 7: A-H 溢价指数显示当前 A 股估值并不高	4
图 8: 各行业 PE 分化比较大	5
图 9: 大小盘股票的 TTM PE 差距处于历史高位	5
图 10: 三种情形下 2011 年 CPI 走势预测	7
图 11: 2011 年月度 CPI 翘尾因素	7
图 12: 我国连续紧缩货币政策以应对通胀	8
图 13: PMI 数据显示经济增长基本平稳	8
图 14: 非食品 CPI 已创出 10 年新高, 未来通胀形势仍然复杂	10
图 15: 国际铜价创出历史新高	11
图 16: 国际石油价格创出金融危机之后的反弹新高	11
图 17: 非食品 CPI 已创出 10 年新高, 未来通胀形势仍然复杂	11
图 18: 上海银行隔夜拆借利率	13
图 19: 客户保证金转入与转出	13
图 20: 在严厉监管下贷存比将稳中上升	13
图 21: 股票融资保持较高水平	13
图 22: 基金发行数量	13
图 23: 基金仓位偏高	13

表格目录

表 1: 2010 年报各行业业绩预告增长幅度 (%)	2
表 2: 沪深 300 指数一致预期 2010 年净利润增长 36.09%	2
表 3: 1 月份我国主要进口商品金额累计同比大幅增长 (%)	5
表 4: 2010 年东中西部主要省市的经济增速 (累计同比%)	6
表 5: 部分国家人均 GDP (1000~10000 美元) 发展时间对比	9
表 6: 行业配置建议	19
表 7: 股票投资组合	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

秦晓斌，策略研究证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

王皓雪，策略研究证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908