

日期: 2011 年 03 月 3 日



曾小勇

021-53519888*1930

Zengxiaoyong@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120014

仍以寻找震荡格局下的结构性机会为主

——2011 年 3 月 A 股市场投资策略

主要观点:

2 月市场主要成份指数及全部一级行业指数出现反弹, 大盘股表现弱于中小盘股。反弹逻辑与我们 2 月策略观点一致。

2 月份 CPI 将继续回落至 4.6 附近, PPI 上升以及高油价决定未来价格压力将主要来自工业品向下游的传导。中东北非地缘政治风险带来的高油价和输入性通胀冲击, 将使我国紧缩政策持续的时间可能超预期, 制约股指继续向上拓展反弹空间。

发达经济体欧、美、日 PMI 数据上都显示出强劲的复苏势头, 欧元、英镑可能早于美元加息, 这将主导美元指数继续弱势。

3 月市场仍将维持重心上移、窄幅震荡的运行格局, 仍以结构性机会为主。就技术判断而言, 上证指数核心波动区间仍将在 2800 点 - 3000 点的狭小区间内。

关注 3 月份的两会政策性题材机会、年报高送转主题以及高油价主题投资机会。权衡国内外经济各种情形, 建议在仓位控制的基础上, 3 月重点配置: 低估值的银行、资源禀赋属性强的农业类、矿产资源等行业; 高粮价下的水利建设、高油价下的新能源主题、受益经济转型和区域协调发展的主题投资。

月度推荐个股组合: 南京银行、上海机场、中兴通讯、广电信息、合肥百货、内蒙君正、st 钒钛、东方集团、大秦铁路、紫光古汉。

报告编号

ZXY11-M03

相关报告

《上海证券临时策略: 市场仍处 2661 点以来的反弹格局中——2 月 22 日两市暴跌点评》

《上海证券临时策略: 市场整固后仍有反弹要求——2 月 18 日央行再度上调存准率及近期市场点评》

《上海证券 2 月 A 股市场投资策略: 估值底部区域有反弹》

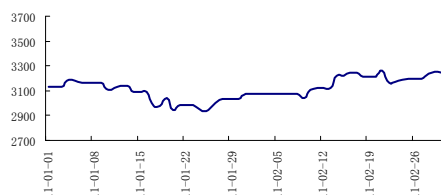
《上海证券临时策略 & 1 月 17 日市场暴跌点评: 政策持续紧缩 市场弱势依旧》

《上海证券 2011 年 1 月 A 股市场投资策略: 元旦后正面因素增多 调整是布局良机》

《转型突破中找回似曾相识的牛——2011 年 A 股市场投资策略》

报告首发日期: 2011 年 03 月 3 日

最近 3 个月沪深 300 指数表现



目录

目录.....	1
图.....	1
表.....	2
一、2月份行情回顾：估值底部的整体性反弹.....	1
二、3月宏观环境：国内经济调控中回落 外围复苏强劲 美元弱势.....	2
■ 控制通胀 主动回调.....	2
■ 欧美复苏强劲 欧洲加息预期主导美元指数弱势.....	4
三、重心向上、箱体窄幅震荡的市场格局不变.....	6
■ 估值变动不大.....	6
■ 技术面.....	7
■ 政策面.....	7
四、结构性机会：两会、年报高送转、高油价主题.....	7
■ 两会政策性机会.....	8
■ 年报高送转.....	9
■ 高油价主题.....	12
五、个股组合.....	13

图

图 1 2月市场主要指数成份普涨(流通市值加权平均)%.....	1
图 2 各一级行业2月涨跌幅.....	2
图 3 2月CPI数据上或延续回落、PPI继续走高(%).....	3
图 4 蔬菜、蛋类、禽类等分类食用农产品价格环比负增长(%).....	3
图 5 紧缩最强烈的时刻或已过：M1见阶段性低点 M2平稳回落(%).....	4
图 6 2月PMI续降三月，显示调控棋至中局.....	4
图 7 美、欧、日PMI显示经济复苏强劲，失业率回落仍处高位(%).....	5
图 8 欧洲通胀早于美国、加息预期早于美国.....	6
图 9 美、欧国债收益率利差隐含美元指数续弱(%).....	6
图 10 后进地区GDP增速.....	8
图 11 新疆固定资产投资行业分布.....	9
图 12 内蒙固定资产投资行业分布.....	9
图 13 西藏固定资产投资行业分布.....	9
图 14 业绩预告中预增占73%.....	10
图 15 业绩预告明细.....	10

图 16	近年来高送转渐成潮流	10
图 17	07 年高送转股市场表现	11
图 18	08 年高送转股市场表现	11
图 19	09 年高送转股市场表现	11
图 20	高送转股市场表现的阶段性	12
图 21	今年已公告高送转股票市场表现	12

表

表 1	主要成份指数估值与前两次低点比较	错误！未定义书签。
-----	------------------	-----------

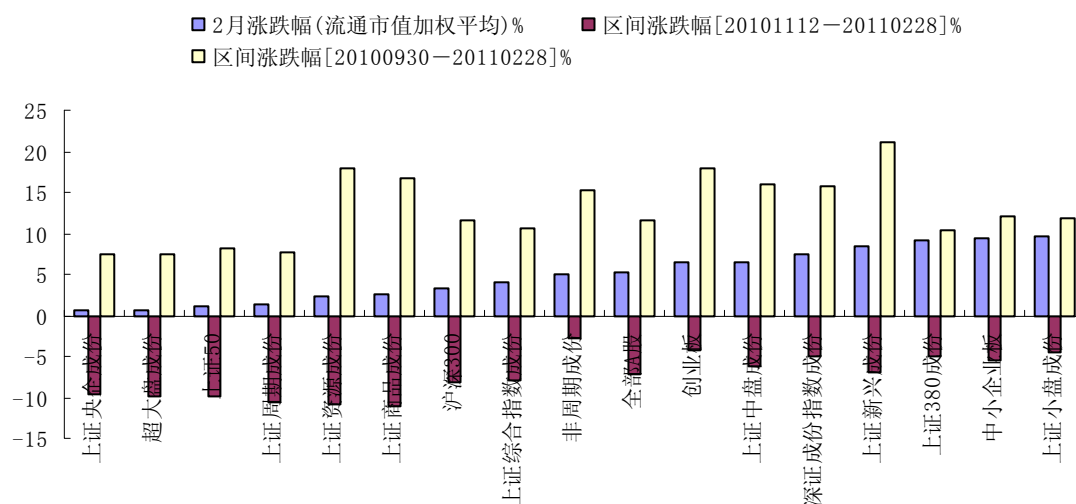
一、2 月份行情回顾：估值底部的整体性反弹

由于春节因素，2 月份实际交易天数有限，总共 15 天。上证指数涨幅 4.1%。考虑到对房地产的第三轮调控全面铺开、节前节后连续的提利率和存准率等政策不断出台，在流动性极度紧张背景下，主要成份指数出现整体性反弹，都获得了正的收益，我们认为主要原因是两方面：一是政策紧缩力度最强的时刻已过、二是市场整体处于历史的估值底部附近（参见我们的 2 月月度策略及临时策略观点）。

大盘股表现弱于中小盘股。从各主要指数成份股 2 月表现来看，图 1，上证央企、超大盘、上证 50、上证周期等成份指数涨幅落后，而上证小盘、中小企板、上证 380、深成指等涨幅居前。

如果再观察另外两个时间段，一个是去年 9.30 行情以来各成份指数的表现，另一个是去年 11 月行情调整以来各成份指数表现，我们发现，9.30 以来涨幅居前的是上证资源、上证商品、创业板、上证新兴、非周期、上证中盘和深成指等；11 月调整以来，调整幅度较小的是非周期、创业板、上证小盘、深成指、上证 380 等。总体上表现为：上涨、反弹大盘股落后于小盘股、下跌阶段大盘股表现也并不占优。

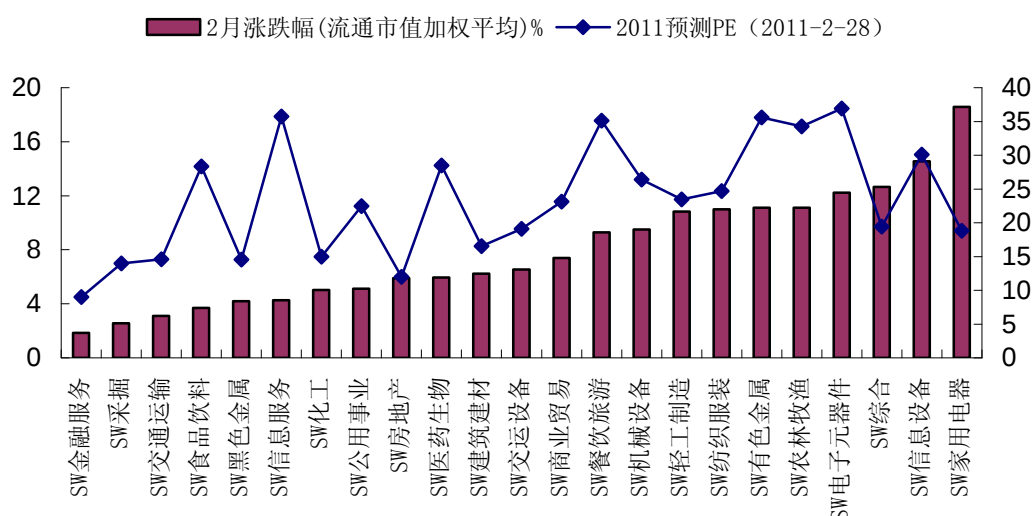
图 1 2 月市场主要指数成份普涨(流通市值加权平均)%



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所（统计数据收盘日非特别说明均为 2 月 28 日，下同）

从行业角度考察，见图 2，2 月份 23 个一级行业均取得正收益，其中家电、信息设备、综合、电子元器件、农林牧渔和有色涨幅居前，均超 11%，而金融、采掘、交运、食品饮料和黑色金属涨幅落后。家电和信息设备表现强劲。而受政策紧缩的影响，金融服务尽管估值低廉但表现最差。

图 2 各一级行业 2 月涨跌幅



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

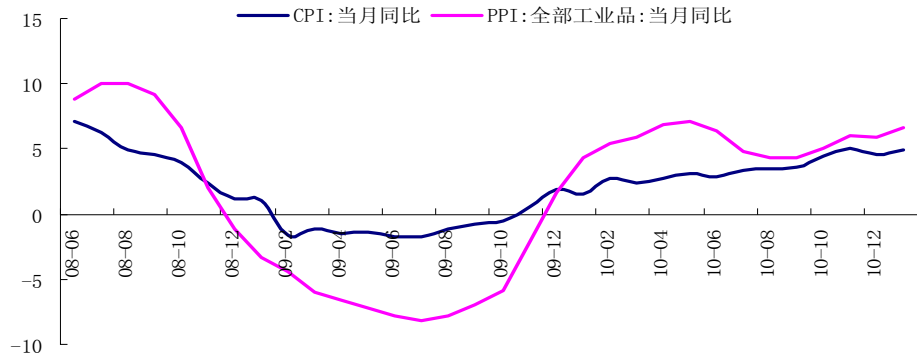
二、3 月宏观环境：国内经济调控中回落 外围复苏强劲 美元弱势

■ 控制通胀 主动回调

由于春节因素，2 月份国家统计局公布的宏观指标有限，但是从以下指标来看，包括 CPI、PPI、货币金融数据以及领先指标 PMI，经过以控通胀为主要目的的高频率的紧缩货币政策和房地产调控，中国经济由偏快甚至过热的状态，主动回落。目前通胀压力得到一定的控制，1 月 CPI 数据回落至超预期的 4.9，图 3，我们预计 2 月份 CPI 将继续回落至 4.6 附近。食品价格的季节性因素以及基数效应都是 CPI 回落的主要原因，图 4，但是从 PPI 走势以及 PMI 购进价格指数看，图 6，短期内物价仍有进一步上涨动力，价格压力将主要由工业品向下游传导来主导，区别于之前价格上涨动力来自于食品类的情形。

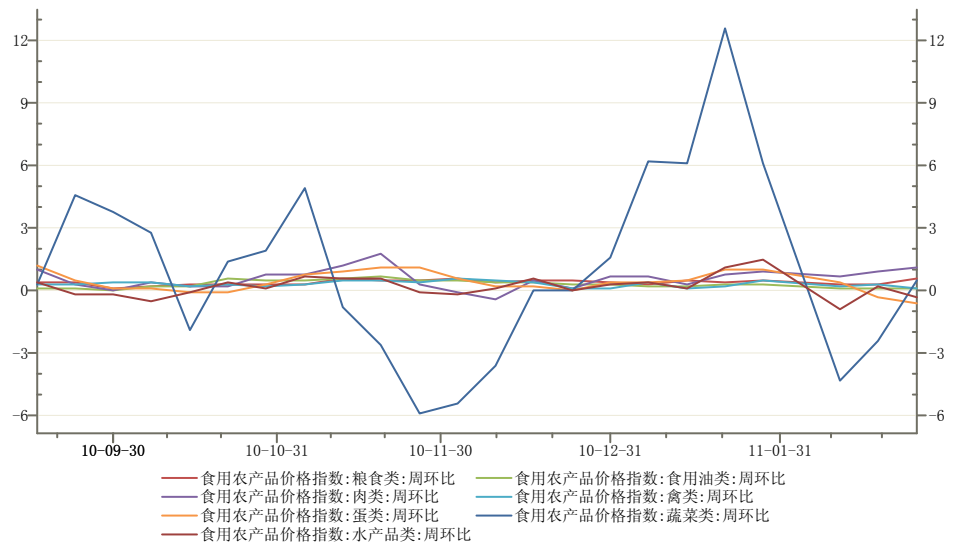
此外，中东北非地缘政治风险带来的高油价冲击，又将使得对通胀问题的关注焦点由国内转移到国外，即输入性通胀上（未来国内食品等价格会有季节性的回落，但在 PPI 上升及国际高油价冲击下，输入性通胀成份将上升）。尽管我们判断政策紧缩最艰难的时刻已过，但紧缩持续的时间却可能因高油价而超出预期。这对面对平台突破的股指反弹来说，无疑是个坏消息，也将制约股指继续向上拓展空间。

图 3 2 月 CPI 数据上或延续回落、PPI 继续走高 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

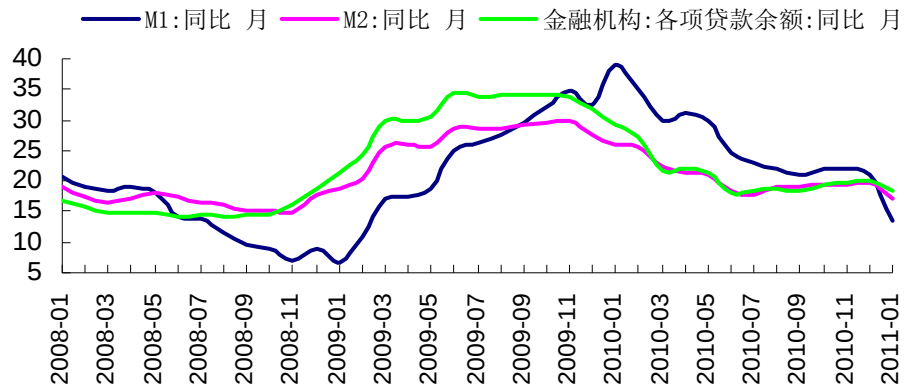
图 4 蔬菜、蛋类、禽类等分类食用农产品价格环比负增长 (%)



数据来源: Wind 资讯

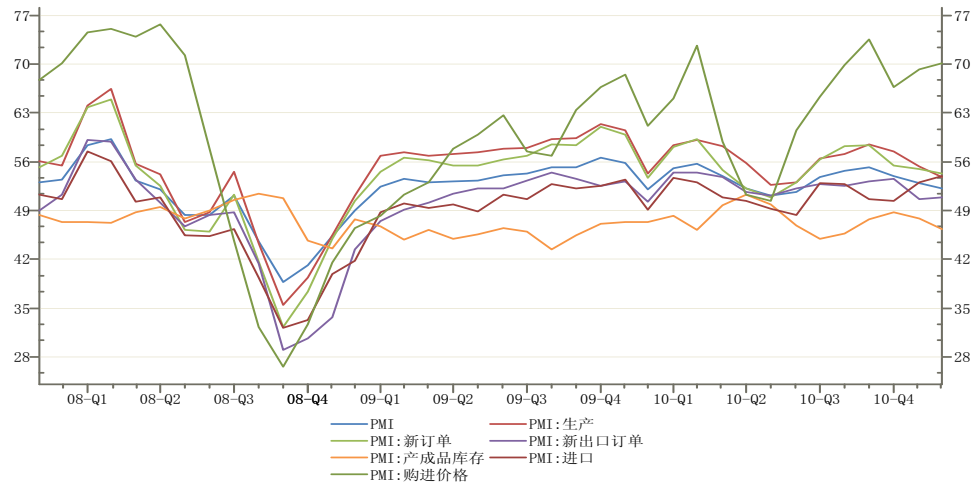
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 5 紧缩最强烈的时刻或已过：M1 见阶段性低点 M2 平稳回落（%）



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 6 2 月 PMI 续降三月，显示调控棋至中局



数据来源:Wind资讯

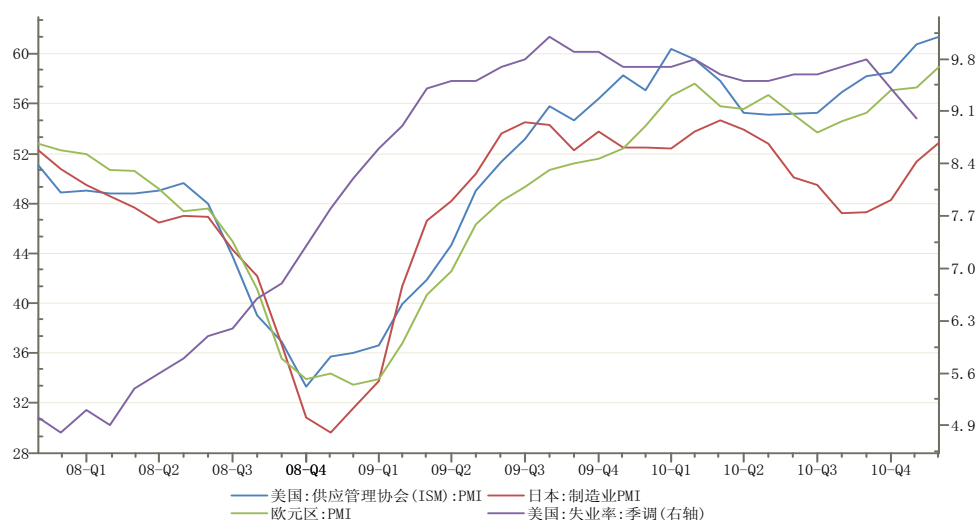
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2 月份中国制造业采购经理指数（PMI）较上月再回落 0.7 个百分点至 52.2%，连续第三个月出现回落，但仍处 50 分界点之上。从各分项指数来看，同上月相比，新出口订单指数、积压订单指数、进口指数，略有上升，显示经济活力仍在，尤其是进出口旺盛；另外产成品库存、原材料库存均出现小幅回落，显示企业主动的消化库存；购进价格指数略有上升，表现了未来价格压力仍然较大；总体上，经济增长在高频率的紧缩政策调控下，由原来处于快速甚至偏热的状态中，迎来难得的主动回落，这也是缓解和控制通胀压力的必然要求和结果。PMI 回落显示调控棋至中局、紧缩政策初见成效，经济增速主动回落。

■ 欧美复苏强劲 欧洲加息预期主导美元指数弱势

发达经济体欧、美、日尽管在通胀(通缩)问题上各自有不同的麻烦,但 PMI 数据上都显示出强劲的复苏势头,图 7,美国已连续 7 个月 PMI 出现上升,由去年七月份的 55.1 升到今年 2 月份的 61.4,扩张势头猛。欧洲 PMI 长期处于扩张状态,连续 5 个月出现上升,目前数据是 59。日本在今年的前两个月 PMI 回到临界点 50 以上。同时我们关注的美国的 1 月份失业率数据高位出现明显回落至 9.0。但失业率要的最终改善还需较长时间。

图 7 美、欧、日 PMI 显示经济复苏强劲,失业率回落仍处高位(%)



数据来源: Wind 资讯

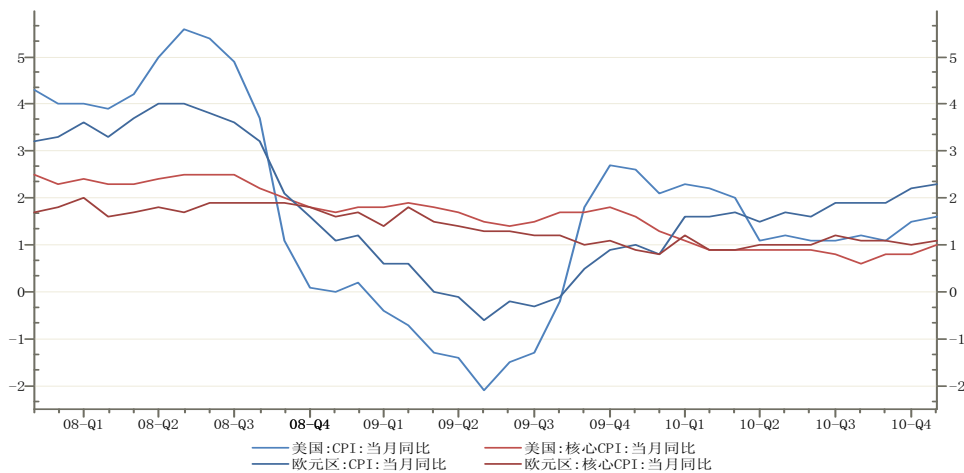
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

日本经济通缩阴影不断。主要关注在全球量化宽松政策背后的美、欧通胀率,数据显示,图 8,欧元区 CPI 已连续两个月超过 2%——这一欧洲央行对物价的限定目标,1 月份为 2.3,美国 1 月份数据为 1.6,通胀已连续上升 2 个月了。欧元、英镑、美元都面临加息。从各家央行表态看,英镑、欧元可能早于美元加息。这将主导美元指数继续弱势,图 9。事实上,美元的弱势主要基于以下三个原因:一是欧元区国债收益率高于美元(也可理解为通胀率高);二是人民币钉住美元政策,人民币潜在升值拉低美元指数;三是全球风险偏好上升、资金逃离美元。

有不少研究指出,美元将随美国经济复苏步入反转向上的走势,事实最近美元的弱势对此做出了回应。我们认为,美国经济及全球经济复苏会加快危机期间流入美国避险的货币回流本国,即大家常说的风险偏好上升、资金逃离美元,这个过程同时伴随着早于美元加息的欧元、英镑的升值,部分套利资金的运作会强化美元的弱势,美元的向上反转一定是在上述过程完成之后、并伴随美元开始加息,时间上看,6

月份是个时间窗口。

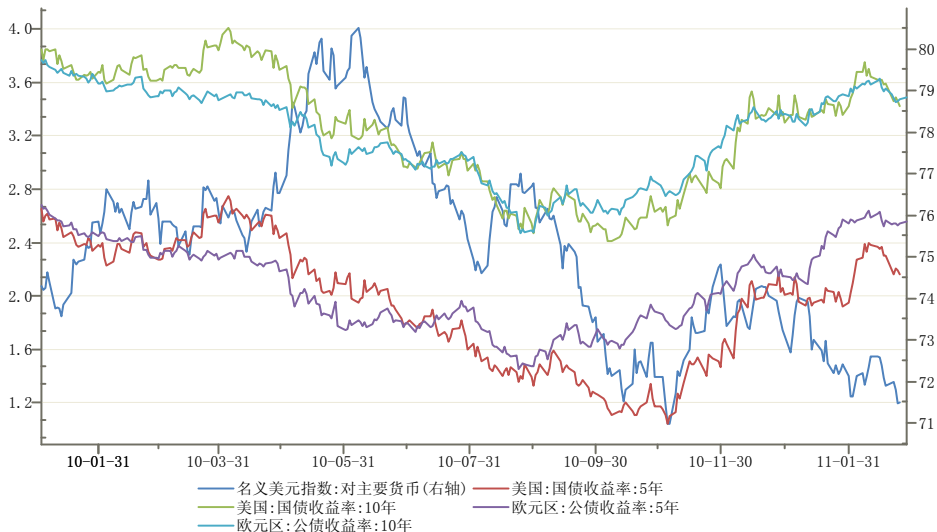
图 8 欧洲通胀早于美国、加息预期早于美国



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 9 美、欧国债收益率利差隐含美元指数续弱 (%)



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

三、重心向上、箱体窄幅震荡的市场格局不变

■ 估值变动不大

由于市场整体处于窄幅、平台运行过程中，而年报业绩刚开始公布，

市场对业绩因素未有大的预测变动，整体来说，估值水平变动不大。估值在底部区域的判断，这里也就不再讨论了。

这里从各行业总市值占比和流通 A 股市值占比两个指标来看，以银行地产钢铁电力交运几个行业来考察，这几个行业在总市值 31.54 万亿元和流通 A 股市值 20.24 万亿元中占比分别为 32.34% 和 28.57%。这些行业一是估值低、二是市场权重大、三是趋势性机会难现，这就决定了指数平台震荡、窄幅运行的格局。我们认为，在房地产调控未有充分效果显现（可观察为价格下跌交易放量）和通胀压力确认解除时（6 月份是窗口期、也可能随国际形势变化预测作调整），银行地产钢铁等行业都将是脉冲式的估值修复行情、阶段性特征强。这又决定了未来指数在估值底部区域空间窄小的震荡格局，而个股层面的结构性机会却层出不穷。

■ 技术面

在趋势性行情未出现时，以短期的技术支撑和压力位等图形分析大盘走势，往往有不错的效果。目前来看，日 K 线的均线系统呈较好的多头排列和攻击形态，但是从周线来看，2980 - 3000 点一线的周年线压力重重，尤其是去年 11 月份的高点 3186 点是个标志性的压力。就技术判断而言，3 月份指数核心波动区间仍将在 2800 - 3000 的狭小区间内运行。

■ 政策面

宏观政策方面，由于目前国内通胀在数据上已得到控制，更激进的频率更高的紧缩政策出台可能性低，更多是常态化的提存款金率以及小幅加息，从而回收流动性。尤其是针对以往到期的央票和热钱流入导致的外汇占款急剧上升的对冲将会保持常态化。

中东及北非的地缘政治冲击造成油价高企，进一步对全球物价形成压力。高油价、高粮价最终吞噬企业利润，为全球经济复苏制造麻烦。地缘政治问题将使得中国的紧缩政策持续时间超出预期，期望政策放松而催生投资机会短期看并不现实。

四、结构性机会：两会、年报高送转、高油价主题

经过对国内经济及政策的各种可能性进行权衡后，我们认为，策略性配置以下行业可攻可守：农业、有色及煤炭资源、低估值的银行等。

表 1 目前配置策略

	国内环境	国外环境	配置	
乐观情形	通胀受控、见顶回落、政策紧张	地缘政治风波平息、油价企稳、美	顺周期、低估值和低	在仓位控制的基础上，配置：低估值的

	之后适度松弛，6月份	欧政策退出未有实质行动，美元弱势，6月份	位的行业、公司	银行、资源禀赋属性强的农业类（有土地）、矿产、煤炭等行业；高粮价下的水利建设、高油价下的新能源主题、区域协调发展的西部后进地区主题投资。
悲观情形	通胀压力持续，房价上涨、高油价冲击下企业中期业绩下滑，政策持续紧缩，价格管制，6月份以后	地缘政治风波恶化、油价持续走高、高粮价高油价、美欧加息、美元反转向上，6月份以后	增加现金比重；低估值、非周期性行业、资源禀赋强的行业、政策性主题	

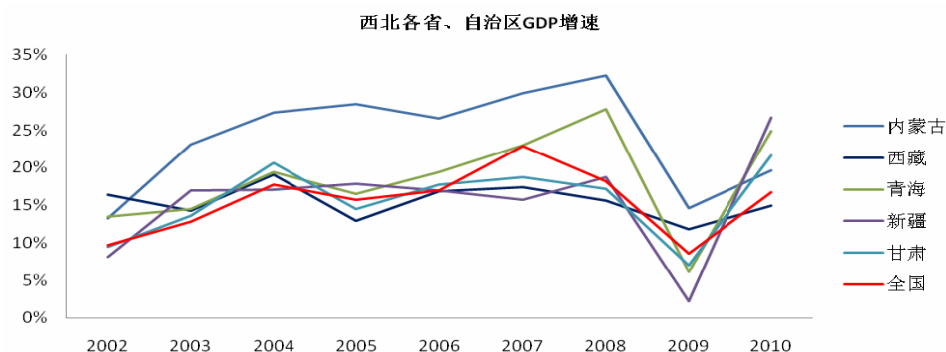
资料来源：上海证券研究所

■ 两会政策性机会

本次两会基调仍集中在控物价、调结构、惠民生等方面，政策延续性强。主要看点是审议国家十二五规划纲要，以及在促消费、经济转型和结构调整中鼓励发展战略新兴产业的相关产业振兴规划，以及部分区域经济发展规划等，消费、新兴能源、新材料、新能源汽车、节能环保、高铁、水利建设、农业、海洋工程、军工等都有间歇性脉冲机会，但普遍热炒过，未有超预期的题材。

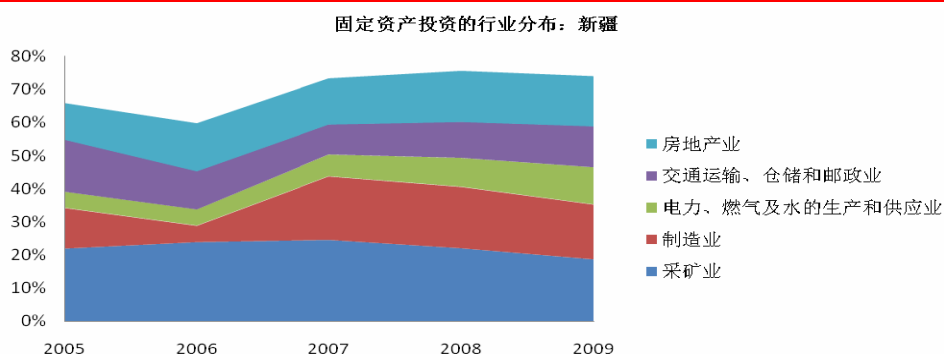
两会还将继续关注新疆、西藏、内蒙、青海、甘肃等落后地区的区域振兴，上述区域的基建投资、矿产资源类行业发展前景明确。相关行业上市公司可关注。

图 10 后进地区 GDP 增速



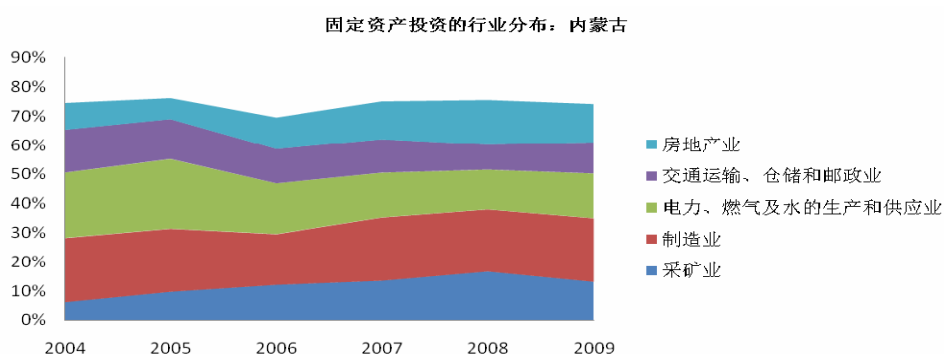
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 11 新疆固定资产投资行业分布



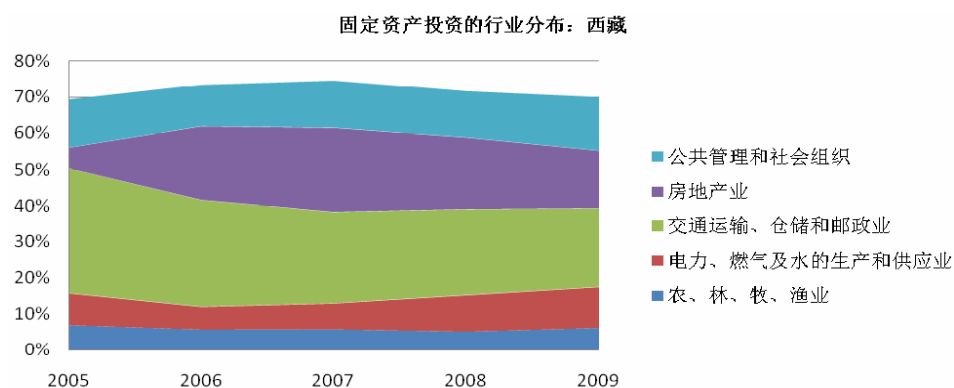
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 12 内蒙固定资产投资行业分布



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 13 西藏固定资产投资行业分布



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

■ 年报高送转

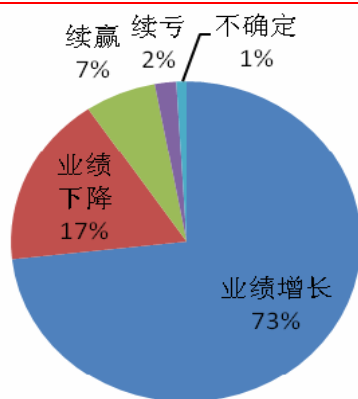
截至 2 月 22 日，沪深已有 1,268 家公司披露了 2010 年的年度业绩预告，占全部 A 股公司总数的 62%，A 股业绩预告普遍报喜。在这 1,268 家公司中，业绩增长公司占 73%；17% 的公司预计业绩会出现下滑。

在实现业绩增长的公司中，业绩预告显示预增和略增的分别有 517 家和 254 家，另有 158 家公司于 2010 年扭亏为盈。在明确预告业绩增长率的公司中，有 321 家公司预计业绩增长率在 50-100% 之间，增长率位于 1 倍-2 倍的有 248 家，超过 2 倍的有 132 家。业绩的大幅增长是高送转的前提条件。而近年来高送转也成潮流。

比较过去三年高送转公司的市场表现，我们发现 07 年、08 年、09 年高送股组合（10 送 5 以上）收益率无论在当年还是之后的年份，都获得了超额收益。这说明，高送转除了在分红公告、及分红实施两阶段的交易性机会外，本身的成长性价值在以后的市场上也会得到体现。

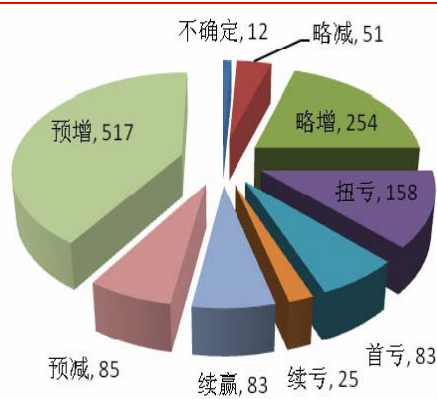
从今年已公告高送转公司市场表现来看，普遍在前期有了比较好的表现，方案公布后超额收益未能保持，我们认为，可以重点关注下一步的送转方案实施后的投资机会。

图 14 业绩预告中预增占 73%



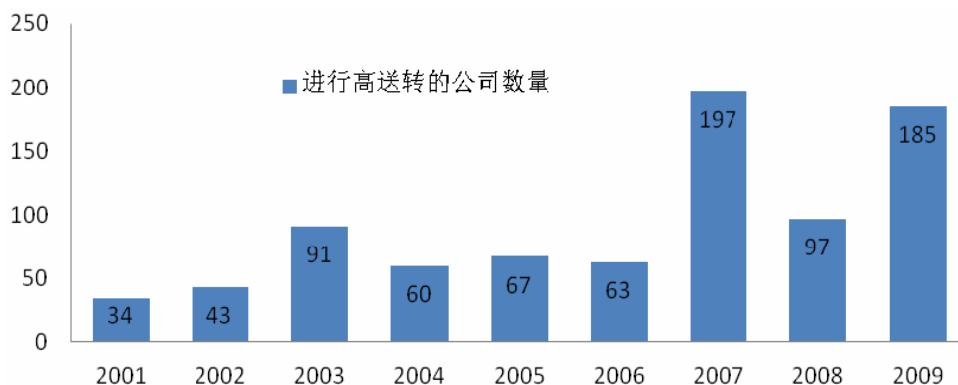
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 15 业绩预告明细



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 16 近年来高送转渐成潮流



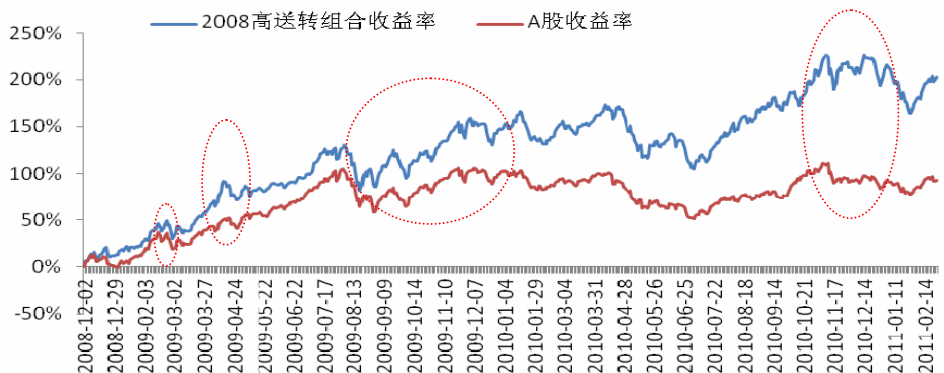
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 17 07 年高送转股市场表现



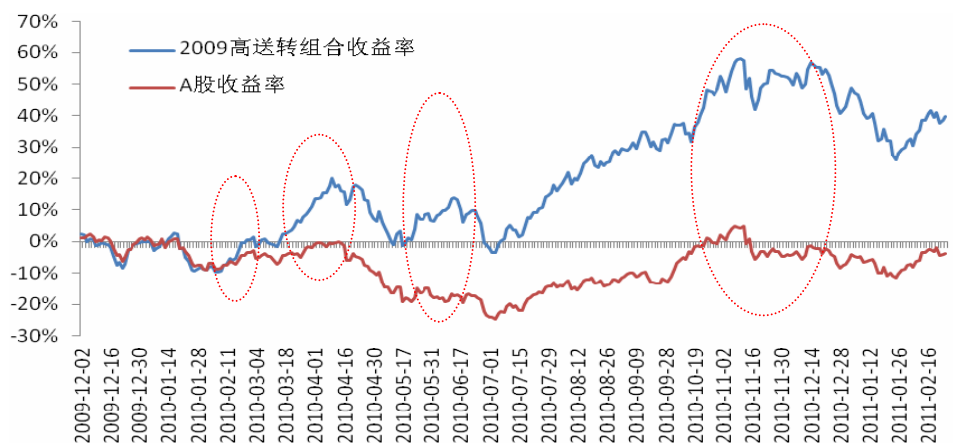
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 18 08 年高送转股市场表现



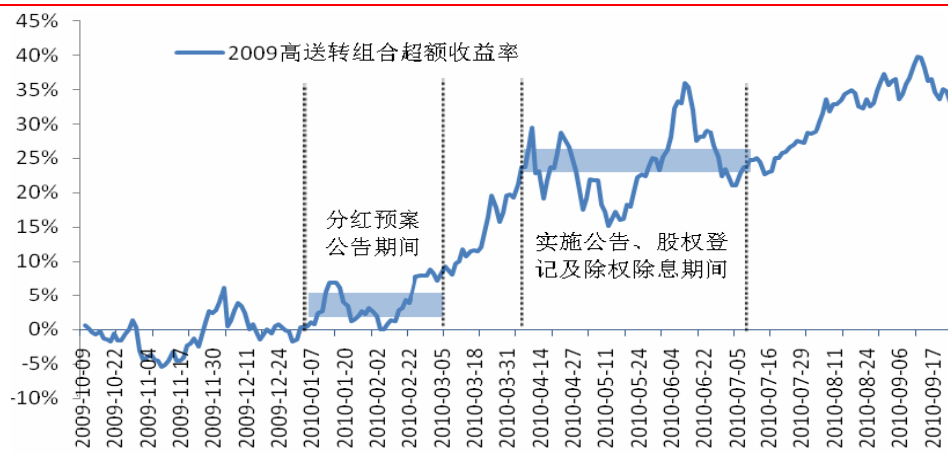
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 19 09 年高送转股市场表现



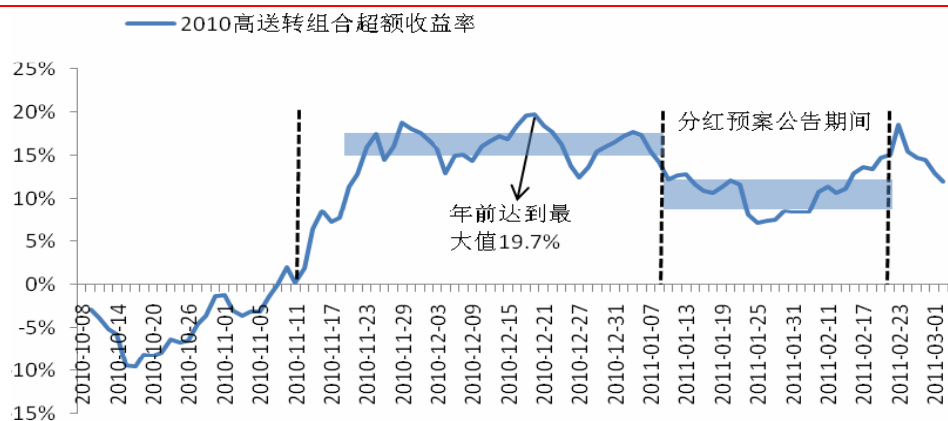
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 20 高送转股市场表现的阶段性



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 21 今年已公告高送转股票市场表现



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 高油价主题

高油价持续时间过长,作为工业的血液,必然最终侵占下游企业利润、同时导致物价整体上涨,高油价主题的投资逻辑在于,初期,部分能传导价格的工业品,即包括资源类、化工类等涨价概念,获得市场资金追捧,从业绩角度考虑是因为他们之前的低价存货可以获得好的利润率,阶段性受益于通胀幻像。一旦油价持续时间过长,则悲观看法“滞胀”,现金为王。

目前阶段,高油价主题的策略:一是控制仓位,二是寻找一些短平快的主题机会,包括农业(有土地、农场)、资源属性强的煤炭矿产、新能源机会、阶段性业绩回升的行业(如钢铁存货价值提升毛利率、部分化工产品),三是避险,寻找安全边际大的行业如银行,以及受油价影响小的技术服务类行业。

五、个股组合

月度推荐个股组合：南京银行、上海机场、中兴通讯、广电信息、合肥百货、内蒙君正、st 钒钛、东方集团、大秦铁路、紫光古汉。

分析师承诺

分析师 曾小勇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。