

周期亦可防御

——2011年3月投资策略

张海波 分析师

电话: 020-87555888-337

eMail: zhb@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210090004

核心观点

经济增速下滑幅度和持续时间有限。(1)受前期节能减排影响,汇丰PMI大幅下滑未必意味着工业增速相应幅度的下滑;(2)外需复苏超预期和低库存决定了工业增速下滑的时间不可能太长。

油价上涨暂时不会改变通胀格局。(1)农产品节后环比降幅较大,加之翘尾因素大幅下降,2月CPI同比较1月有所回落;(2)新涨价因素在二季度一般下降明显。二季度CPI的平均增速也不太可能超过一季度。

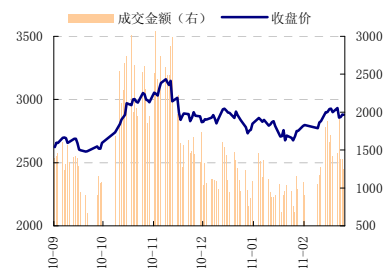
流动性暂时难有明显改善。(1)央票大量到期,难以通过新央票对冲,新增外汇占款增长迅猛,有必要进一步提高准备金率;(2)PMI领先流动性偏好3个月,决定短期M1增速也难以回升。

我们认为3月份市场将震荡上行。(1)不确定性增强决定了市场暂时难以摆脱震荡格局;(2)但复苏预期明确,随着流动性与复苏预期之间此消彼长,市场将走出上涨行情。

配置低估值高ROE行业。我们认为配置的思路是寻找估值较低,盈利能力强的行业。PB-ROE是寻找低估值、业绩有保障行业的合理框架,ROE高于均值, PB低于均值的行业包括:金融、地产、煤炭、交运、化工、建材和家电。综合考虑低估值,高ROE的选择标准及自下而上的分析,3月份建议配置的行业为:银行、交通运输、机械、建材、钢铁、家电,煤炭。

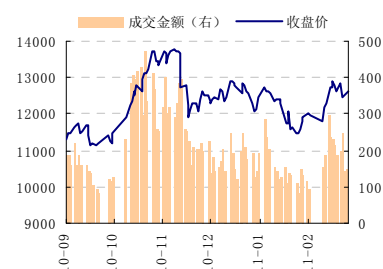
主题关注:新能源和节能环保行业(油价上涨);普通机械(各地上调最低工资标准,劳动力成本进一步上升迫使企业加快机器替代人力);食品饮料和商业零售(个税起征点提高、消费率提升纳入十二五约束性指标,短期利好中低端消费)。

上证综指



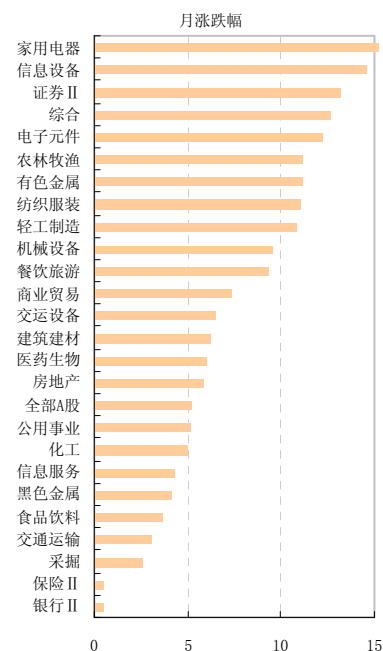
收盘价: 2905 月涨跌幅: 4.1%

深证成指



收盘价: 12902 月涨跌幅: 7.6%

2月行业表现



目录索引

一、2月回顾	4
二、策略关注：预期复苏与暂时下滑	5
（一）经济增速下滑幅度和时间有限	5
（二）目前的油价水平是否改变通胀格局？	7
（三）流动性何时好转？	9
三、市场与配置：周期亦可防御	12
（一）3月市场：震荡上行	12
（二）配置选择：低估值与高 ROE 行业	13
（三）主题投资：着眼于劳动力和资源约束	16

图表索引

图 9：家电、信息设备和证券涨幅居前	4
图 10：中高估值、中小盘表现较好	4
图 9：概念涨幅前 10 名：新三板、通信类领涨	4
图 10：概念涨幅后 10 名：水利高铁回调	4
图 2：PMI 是一个同步指标	5
图 2：出口订单 PMI 止跌	6
图 2：库存销售比处于历史低位	6
图 3：CRB 同比增速领先于 PPI 同比增速 3 个月	7
图 4：PPI 与 CPI 之间的传导关系不确定	7
图 3：通胀预期暂时没有受到国际油价大涨的影响	8
图 4：GOOGLE 搜索“租房”和“房租”频率变化	8
图 3：农产品价格近期下跌	8
图 4：新涨价因素一季度后回落明显（近 10 年平均）	8
图 1：银行间资金面紧张缓解	9

图 2: 春节后一般央行大幅回笼货币	9
图 1: 央票地量发行	9
图 2: 3 月份是央票到期高峰	9
图 1: 1 月 M1 增速下滑幅度超预期	10
图 2: 1 月份流动性偏好大幅下降	10
图 3: PMI 领先流动性偏好 3 个月	11
图 3: PMI 对流动性偏好的解释度达到 60%	11
图 1: WTI-布伦特价差扩大	12
图 2: 近期原油库存水平不降反升	12
图 1: VIX 小幅上升至历史平均水平附近	12
图 2: 国债利差均值回归, 经济复苏预期明确	12
图 1: 行业 PE 相对均值溢价	13
图 2: 行业 PB 相对均值溢价	13
图 3: 行业 PE 处于历史区间的位置	14
图 3: 年初至今行业 PE 提升幅度: 汽车家电修复幅度较大	14
图 3: 年报预增比例: 钢铁、金融和交运最高	14
图 3: 行业 PB-ROE	15

一、2月回顾：周期股回调

2月份A股市场反弹后震荡，周期股带领反弹后有所调整；家电、信息设备、证券涨幅居前，银行保险、采掘、交运表现较差；中高估值及中小盘股跑赢低估值及大盘股。水利高铁等前期强势概念股出现回调。

图1：家电、信息设备和证券涨幅居前

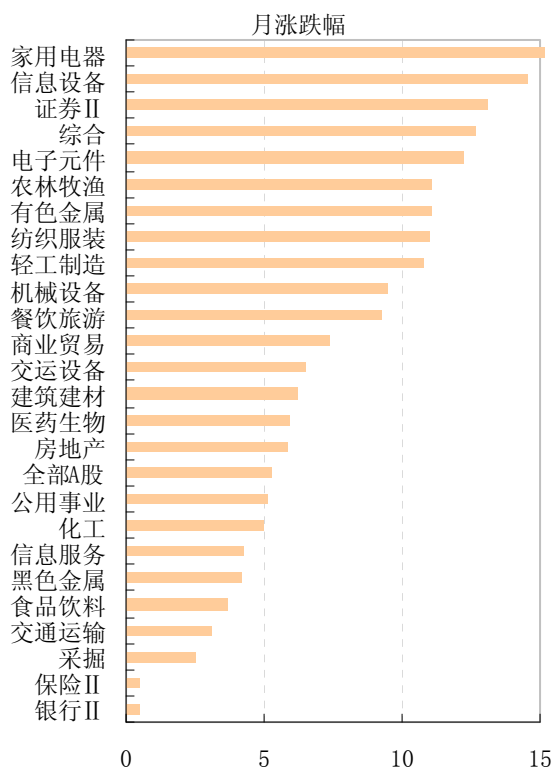
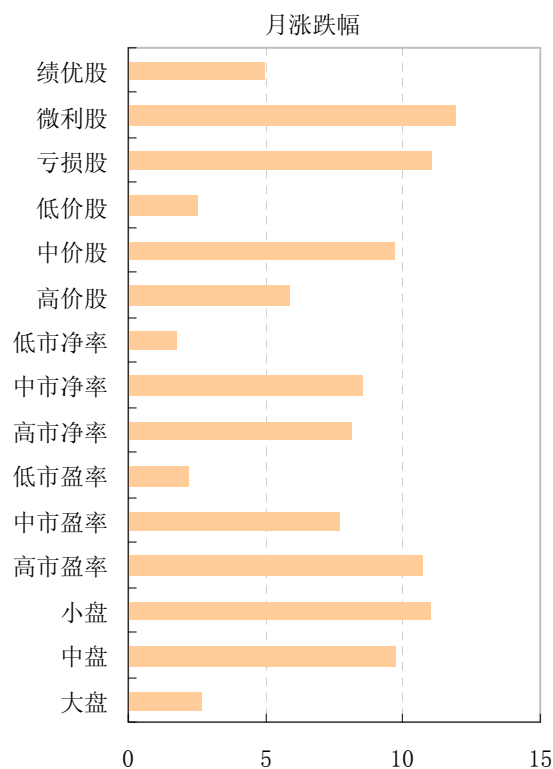


图2：中高估值、中小盘表现较好



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：概念涨幅前10名：新三板、通信类领涨

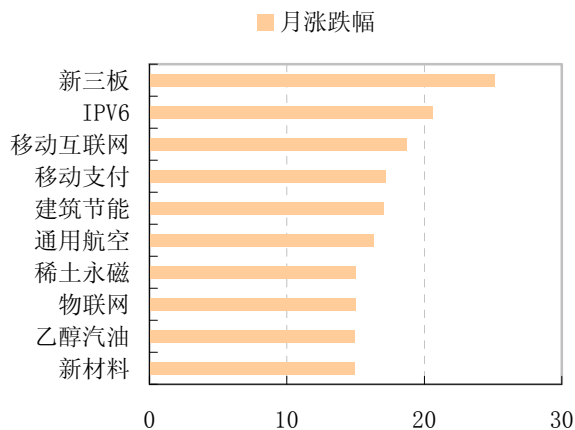
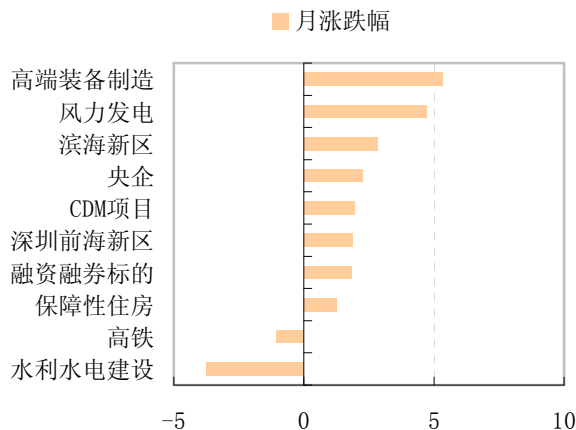


图4：概念涨幅后10名：水利高铁回调



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、策略关注：预期复苏与暂时下滑

近期经济中发生的一些重要变化，如：（1）美国经济一系列数据超预期；（2）国内PMI数据进一步下滑；（3）油价大幅上涨。

关于经济增长和通胀的前景，值得进一步的探讨。

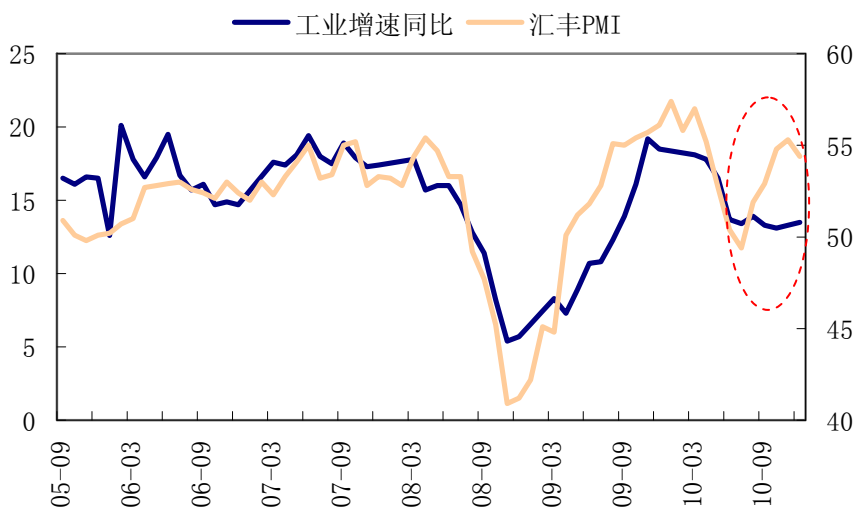
（一） 经济增速下滑幅度和时间有限

2月份PMI进一步下滑至52.2，汇丰PMI预览数据则大幅下滑至51.7，市场可能存在对经济下滑幅度和持续时间的担忧。我们认为工业增速将会相应下滑，但下滑幅度和持续时间很可能是比较有限的。

- PMI实际上是工业增速的同步指标而非领先指标。虽然数据下滑，但仍高于50，经济仍在扩张区间，只是增速有所下降。
- 汇丰PMI的大幅下滑未必意味着工业增速相应幅度的下滑。工业增速对PMI的变化敏感。但去年四季度以来有所不同：PMI上行，工业增速却持续稳定保持在低位，这是以往没有出现过的状况。这可能是四季度节能减排力度加大的影响。工业中在制造业外，还包括采矿和能源等行业，节能减排力度加强抑制了这些行业的增长，导致工业与制造业指标背离。那么现在，节能减排压力降低，制造业指标的下滑也就未必意味着工业增速同步的下降。

图5：PMI是一个同步指标

去年四季度，工业增速没有随着 PMI 上涨而上涨；现在，工业增速也可能不会随着 PMI 下滑而大幅下跌——节能减排影响

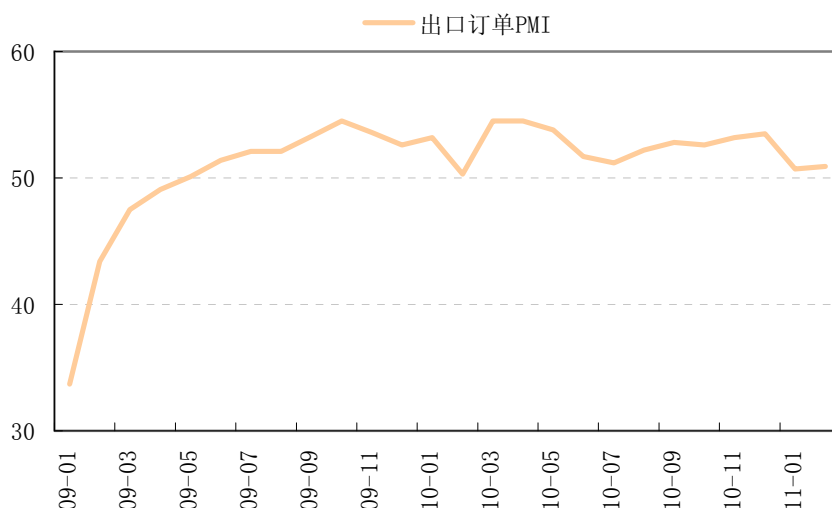


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

- 外需复苏超预期和较低的库存水平决定了工业增速下滑的时间不可能太长。在大部分主要指标都下滑的情况下，进口订单指数反而略有回升，表明外需复苏力度较强，一定程度上对冲了内需放缓（关于这一点，我们在新年加息点评《积极布局周期类》20110210中就已经强调过）。库存指数进一步下降，企业继续去库存，实际上去年初随着经济增速放缓，企业在快速回补库存之后，就逐渐开始去库存的过程，目前库存销售比已经接近2007年底的低点，外需的恢复可以促进制造业回补库存，随着库存再次回补，工业增速将会回升。

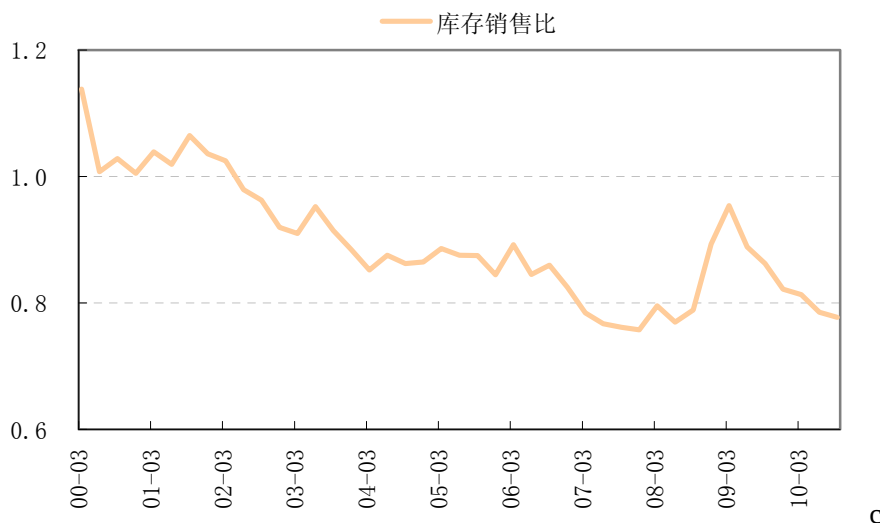
图6：出口订单PMI止跌

出口订单 PMI 领先实际出口增速 4-5 个月



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：库存销售比处于历史低位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 目前的油价水平是否改变通胀格局？

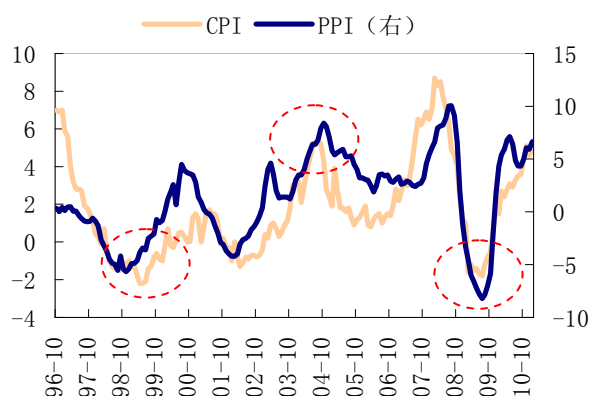
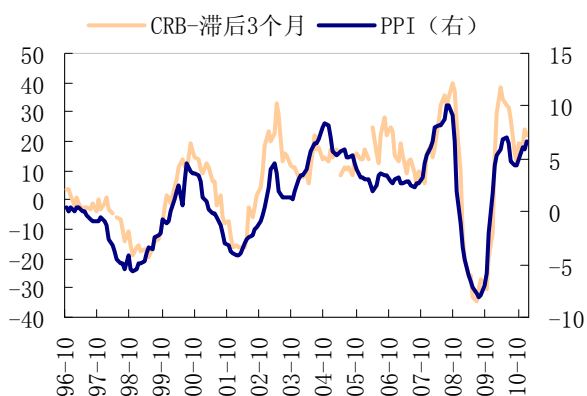
短期油价上涨不会那么快传导至下游消费品的价格，农产品节后环比降幅较大，加之翘尾因素大幅下降，2月CPI同比较1月有所回落。

从季节因素看，全年新涨价因素的高点出现在四季度和一季度，新涨价因素在二季度一般会有明显的下降。今年一二季度的CPI翘尾因素大致持平，因此二季度CPI的平均增速也不太可能超过一季度。

- **原油价格的上涨并不能轻易地传导至终端价格。**且看是石油价格管理办法：“当国际市场原油价格低于每桶80美元时，按正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶80美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。高于每桶130美元时，按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。”大宗商品价格上涨对PPI的传导效应明显，但PPI到CPI的传导并不确定。
- **通胀预期依然稳定。**虽然原油价格上涨的直接传导效应可能没那么强，但如果推动通胀预期上升，也不是好事。所幸，目前我们还没观察到油价上涨大幅推升通胀预期的现象。
- **农产品批发价格无论同比环比下滑明显，房租上涨的程度有可能被夸大。**农产品批发价格无论同比还是环比增速都有十分明显的下滑，2月份食品价格同比增速有望下滑。从近期媒体的报道看，非食品价格尤其是房租的上涨十分令人担忧，那么是房租确实在上涨还是媒体报道可能夸大其词了呢？租房者可以分为续租和新租两种，续租者一般不容易涨价，如果来了新租户，价格容易上涨些。但平均下来，整体房租上涨的幅度也会变小。由于租房的供给相对稳定，房租如果出现明显的上涨，只能是需求突然增加了，那么到网上搜索“租房”的人也会增加。根据搜索的数据我们发现，近期搜索“租房”的频率与往年同期相比并没有明显的上升（比去年底有明显的上升，但这是季节性因素的影响，每年都如此）。相反，搜索“房租”的频率明显上升了，这是否是媒体夸大其词故意制造热点的结果？

图8: CRB同比增速领先于PPI同比增速3个月

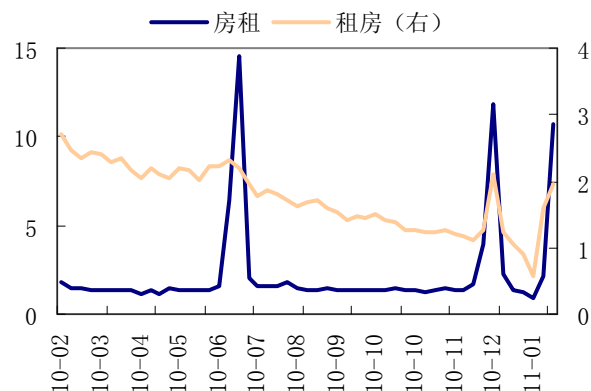
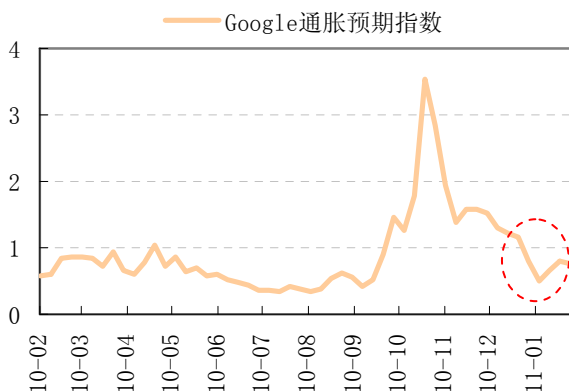
图9: PPI与CPI之间的传导关系不确定



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10: 通胀预期暂时没有受到国际油价大涨的影响

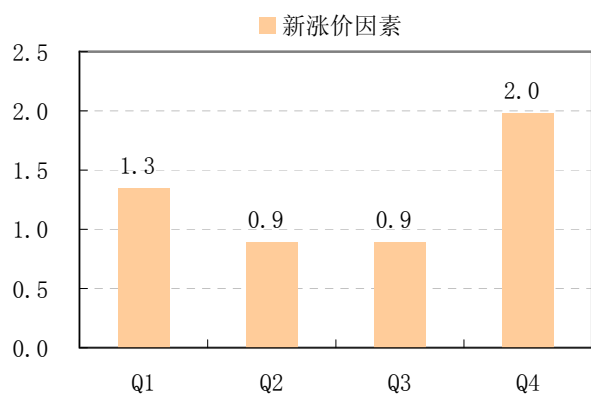
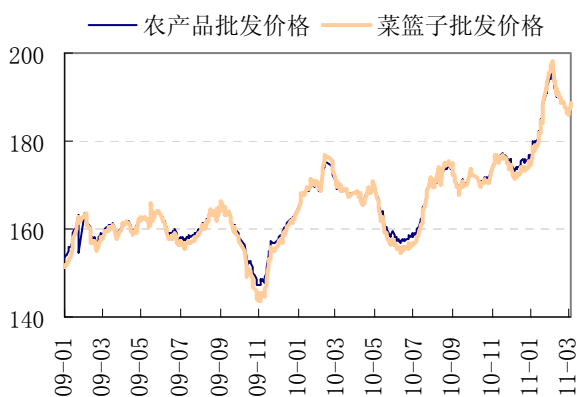
图11: Google搜索“租房”和“房租”频率变化



数据来源：Google，Wind，广发证券发展研究中心

图12: 农产品价格近期下跌

图13: 新涨价因素一季度后回落明显（近10年平均）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(三) 流动性何时好转？

从政策层面看，回收流动性的力度可能加强。

- 从银行间市场看，春节后银行间短期同业拆借利率和债券回购利率呈持续下滑状态，资金面高度紧张的情况已经得到缓解。
- 一般而言，春节后央行都会加大公开市场操作的力度（如2009和2010年都十分明显）。未来两个月是央票到期的高峰，同时央票由于一二级市场利率倒挂，央票一直地量发行回收力度有限。另外，国际大宗商品价格持续上涨实际上增加了加快人民币升值的必要性，可能推动外资进一步流入。因此3月份央行有可能进一步提高存款准备金率以回收银行体系中的流动性。

图14：银行间资金面紧张缓解

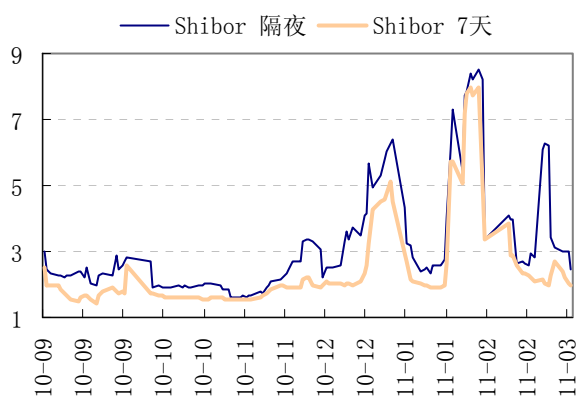
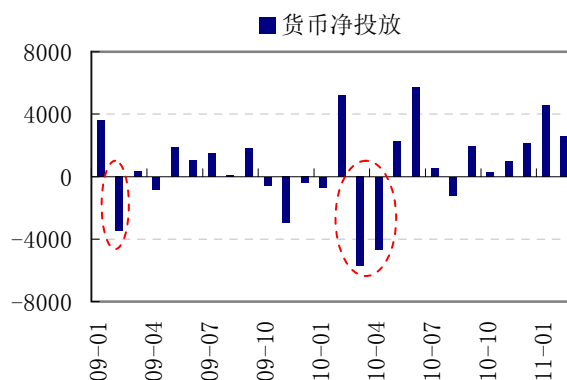


图15：春节后一般央行大幅回笼货币



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图16：央票地量发行

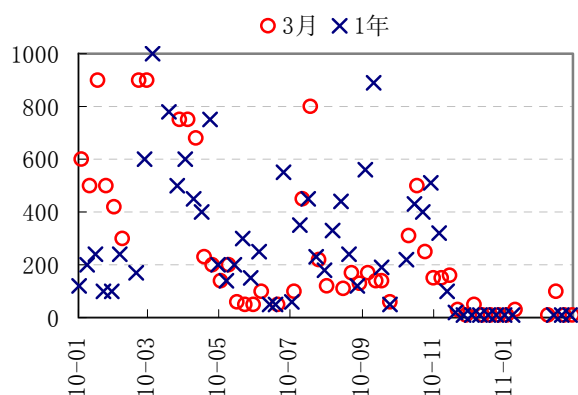
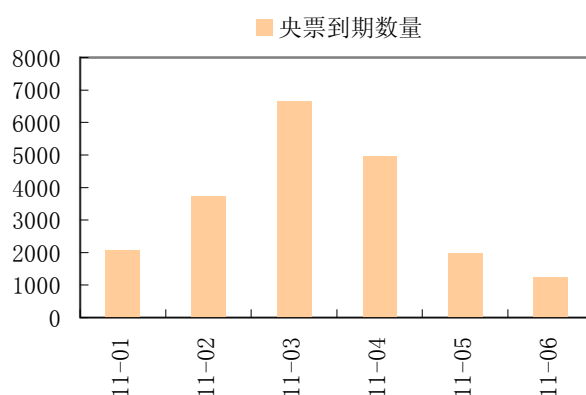


图17：3月份是央票到期高峰



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从去年底以来，我们持续关注流动性的制约对市场的负面影响，并认为

M1增速是反映市场流动性的关键指标。那么M1增速何时回升？从1月份数据看，M1增速超预期下滑主要是流动性偏好（M1/M2的比值）下降引起的。PMI领先流动性偏好3个月，由于前期PMI持续下滑，M1增速在2、3月份恐怕还难以回升。但是也不必对M1增速继续下滑过度担忧，每一轮M1增速下降的低点一般在10%左右，出于对经济温和放缓的预期，M1继续下滑的空间并不大。

- M1增速从去年底的20.2%下滑至1月的13.6%，幅度超预期。对比历史数据，此次M1增速下降的幅度要远超历史同期变动的幅度，引起无法完全用季节性因素解释。
- $M1 = (M1/M2) * M2$ ，M1增速的变化取决于M2增速的变化和流动性偏好（M1/M2）的变化。1月份M2增速为17.2%，环比下降2.5%，显然也不足以解释M1增速如此大幅度的下滑。那么下滑的主要原因还出在流动性偏好上。
- **PMI领先流动性偏好3个月**。消除了季节性因素后，1月份的流动性偏好仍然出现明显下滑。我们发现PMI领先流动性偏好3个月，并且对流动性偏好的解释度接近60%，因此PMI可以预测流动性偏好的变化。PMI在去年11月之后有所下滑，因此未来2个月中流动性偏好缺乏上升的推动力。

图18：1月M1增速下滑幅度超预期

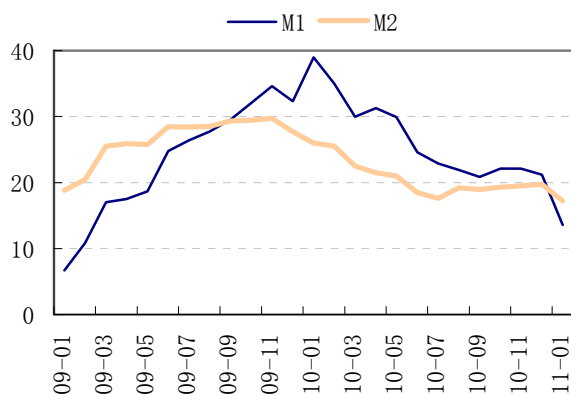
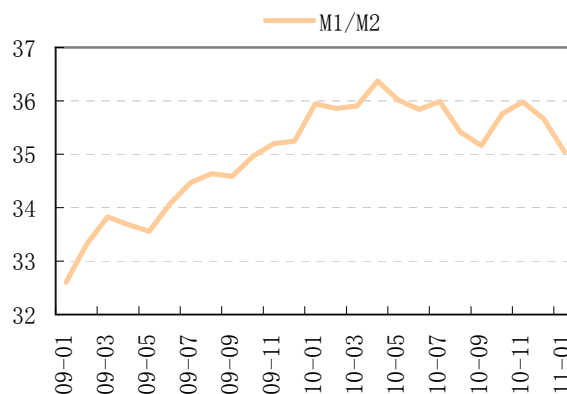
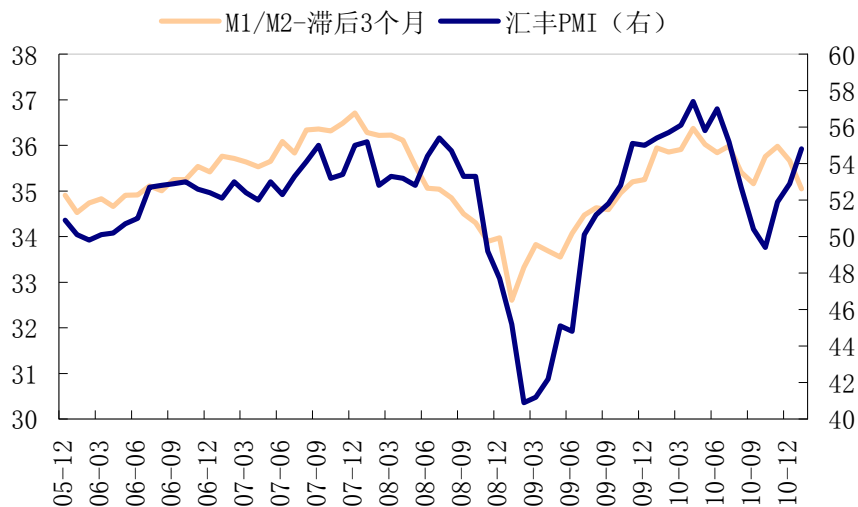


图19：1月份流动性偏好大幅下降



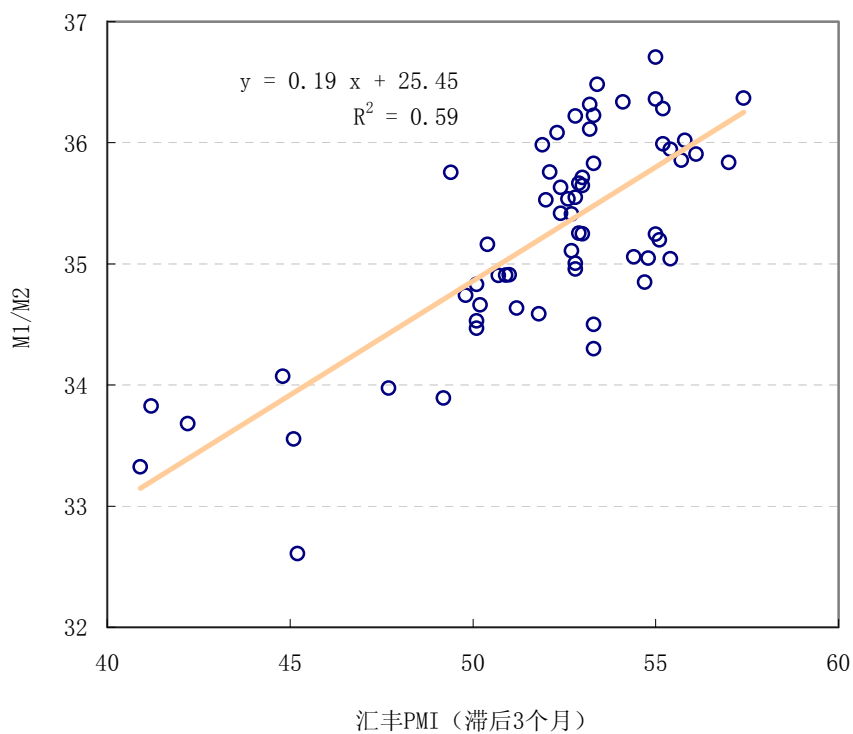
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图20: PMI领先流动性偏好3个月



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: PMI对流动性偏好的解释度达到60%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、市场与配置：周期亦可防御

（一） 3月市场：震荡上行

我们认为3月份市场将震荡上行。

- 不确定性增强决定了市场暂时难以摆脱震荡格局。不确定性的主要来源是油价是否进一步攀升及国内经济是否超预期下滑，虽然油价继续大幅攀升是小概率事件，但油价影响重大，市场会赋予其更高的权重，避险情绪难以缓解。但从VIX看，目前这种担忧并不强烈。
- 在不确定较强，流动性没有明显改善的情况下，希望市场大幅向上突破也不现实。最根本上的，我们认为复苏的预期明确，虽然当前实际经济增速仍在下滑，但市场总是领先于基本面，提前反映经济复苏的。

图22：WTI-布伦特价差扩大

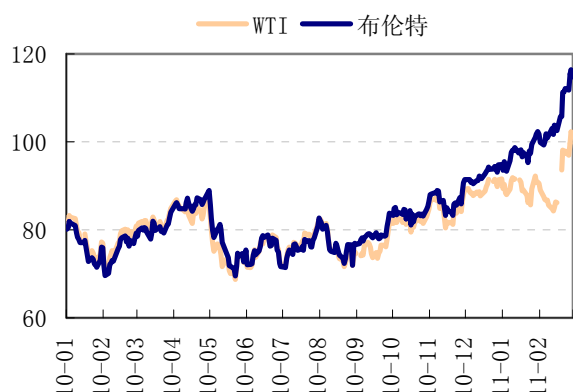
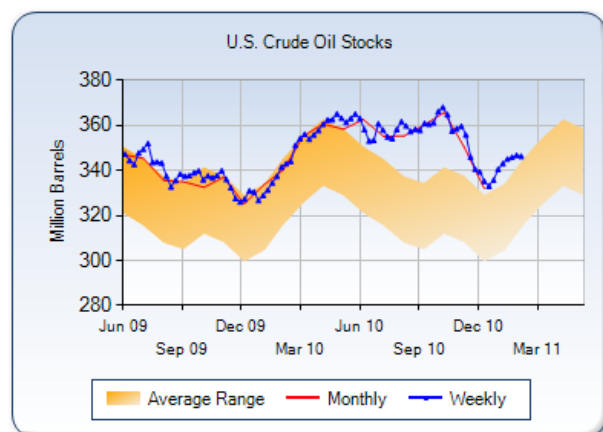


图23：近期原油库存水平不降反升



数据来源：EIA，Wind，广发证券发展研究中心

图24：VIX小幅上升至历史平均水准附近

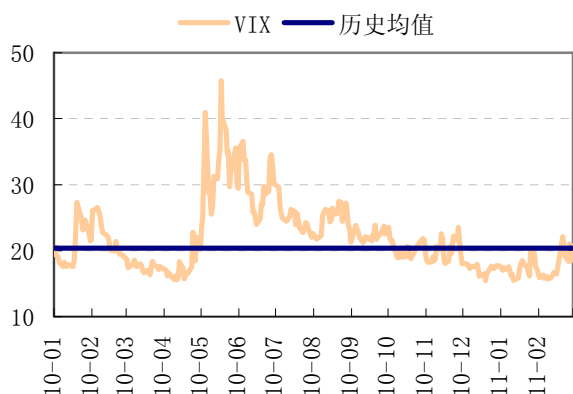
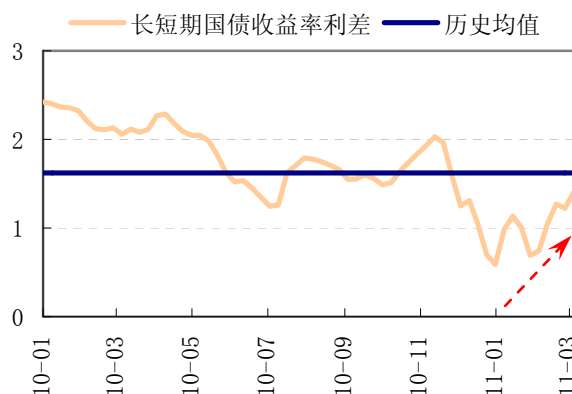


图25：国债利差均值回归，经济复苏预期明确



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 配置选择：低估值与高ROE行业

我们认为配置的思路是寻找估值较低，盈利能力强的行业。从各个角度看，各行业的估值和业绩情况如下：

- 相对于历史估值水平，金融、地产行业的估值处于绝对的低点；周期类中，交运、煤炭、钢铁和化工的估值仍比历史均值低10%-30%，机械行业市盈率水平高于历史均值；消费类中，周期消费的汽车和家电估值仍低于历史均值，食品饮料、商贸市盈率略低于均值，医药略高于均值，纺织服装估值仍然较高。
- 从估值提升幅度看，汽车、家电、钢铁和建材行业年初至今提升的幅度较大，机械、化工和交运行业提升的幅度较小。
- 从业绩预增的情况看，A股市场年报预增比例往往和业绩同比增速相关，这一逻辑也可以扩展到各个行业上。根据业绩预警的情况，年报业绩会很好看的行业包括钢铁、金融、交运、煤炭和汽车。

图26：行业PE相对均值溢价

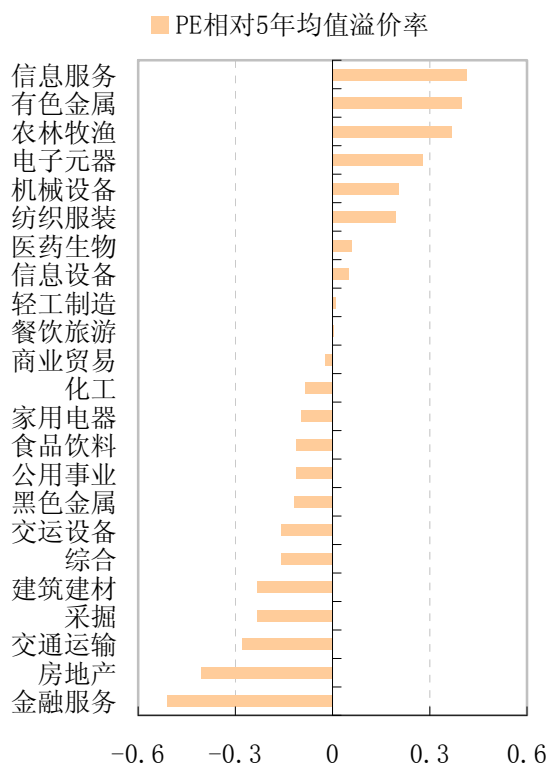
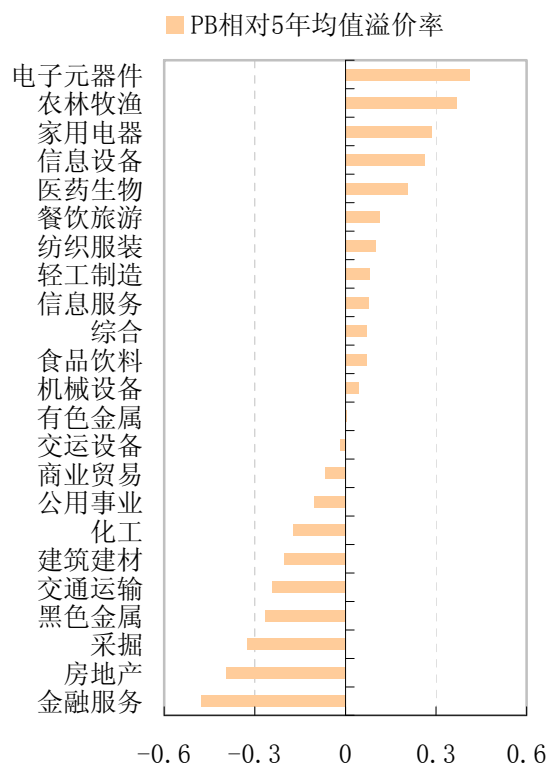
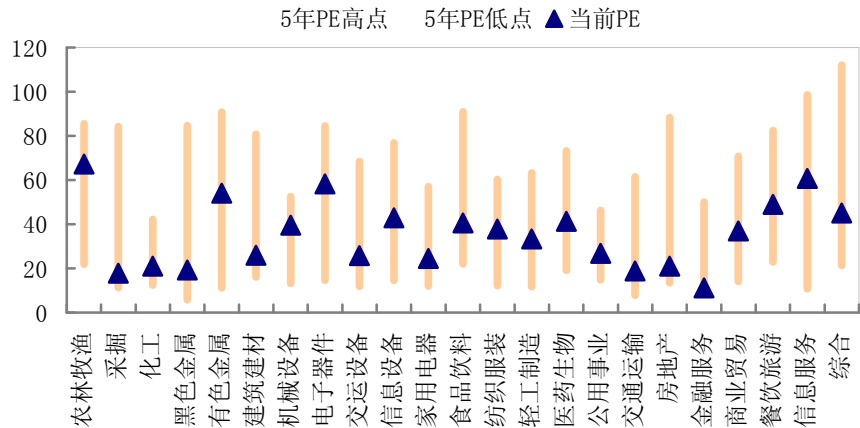


图27：行业PB相对均值溢价



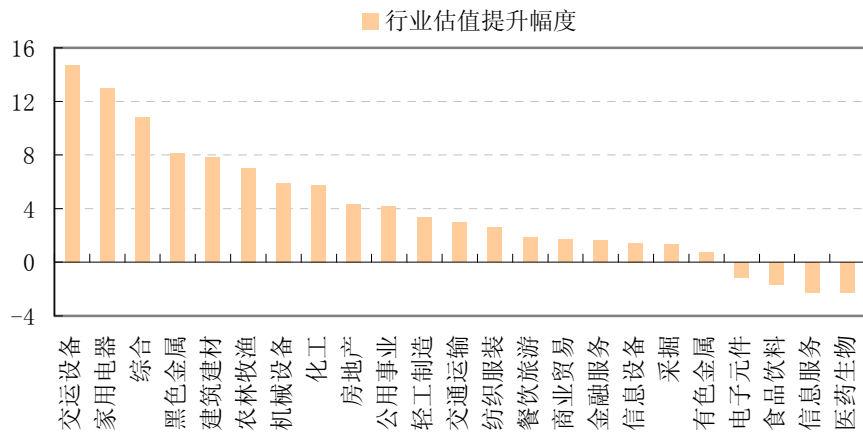
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图28: 行业PE处于历史区间的位置



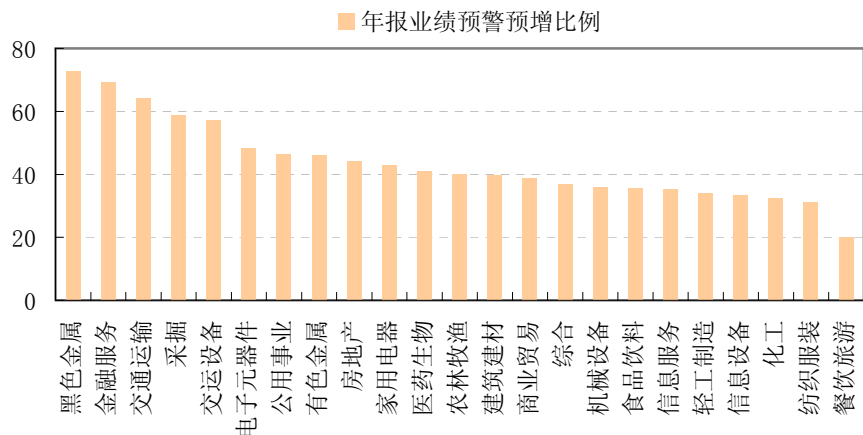
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: 年初至今行业PE提升幅度: 汽车家电修复幅度较大



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: 年报预增比例: 钢铁、金融和交运最高

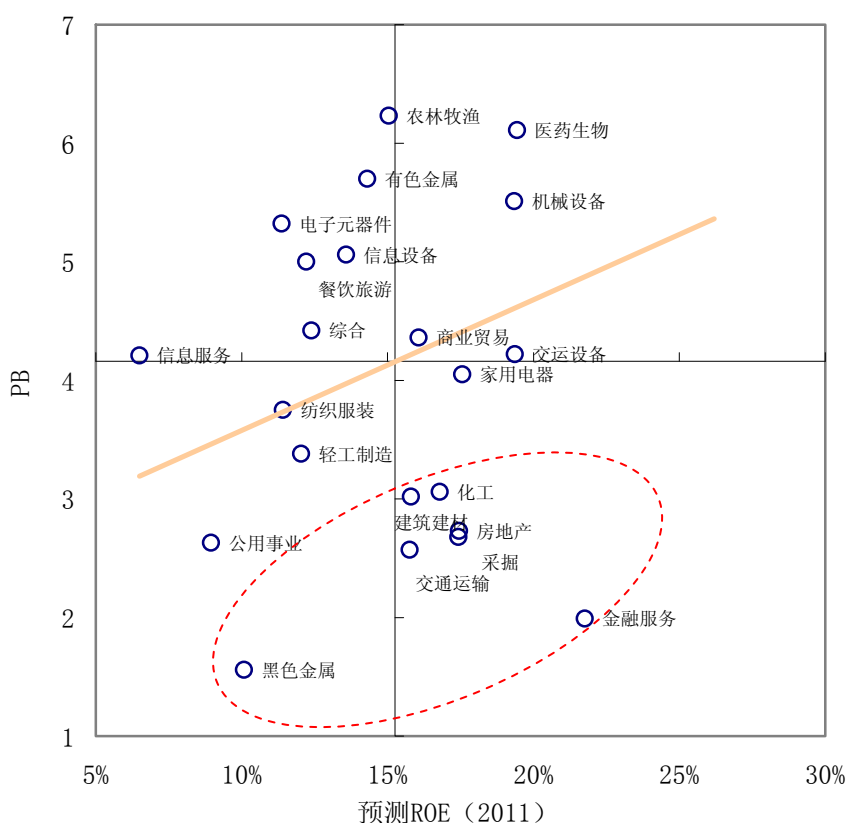


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

PB-ROE是寻找低估值、业绩有保障行业的合理框架。在前期的报告中（《PEG给力吗？》）我们观察到，未来1年业绩的预期增速对行业的估值有显著影响，这也意味着在仅关注业绩增长时，使用PEG的估值是有效的，一个简单的投资逻辑就是选择低PEG的行业，等待估值提升。如果在业绩增速之外，还必须关注盈利的能力，就必须关注ROE对估值的影响，一个合理的选择框架就是PB-ROE。

ROE高于均值，PB低于均值的行业包括：金融、地产、煤炭、交运、化工、建材和家电。

图31：行业PB-ROE



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

综合考虑低估值，高ROE的选择标准及自下而上的分析，3月份建议配置的行业为：银行，交通运输、机械、建材、钢铁、家电，煤炭。具体而言看：

- 银行股与美元指数的指标作用类似，风险偏好上升，资金流入，银行股（美元指数）下跌，反之上涨。因此我们认为（1）避险需求的上升有助推升银行股；（2）推升银行股的流动性从哪里来？我们认为需要增量资金，可能来自行业间的转移；（3）从预增情况看，银

行股业绩超预期的可能性大，可能成为一个催化剂。从PB角度看，钢铁股的作用类似银行，同时钢铁股预增比例最高。

- 建材行业在估值提升一定幅度之后，绝对估值水平仍然处在历史低位附近。政策及两会给水泥股带来的机会包括：（1）国家保障性安居工程协调小组与各省级政府签订了今年工程建设目标责任书，将1000万套保障房建设任务分解到各地；（2）中央一号文件决定加快水利发展，两会期间仍将是热点；（3）十二五规划建议进一步强调实施区域发展总体战略，中西部开发料将得到更大力度的支持。
- 家电行业估值提升的幅度较大，但仍低于历史均值。大规模保障房建设、美国复苏超预期利好家电行业；另一个值得注意的是，家电行业在经过多年的整合后，盈利能力（ROE）持续上升，一方面较高的盈利能力值得给予家电行业较高的估值，另一方面也说明，原材料价格波动对家电行业盈利能力的影响较小。
- 动力煤进入需求旺季，但在不确定性中，煤炭的低估值及高盈利能力具备较强的吸引力。

（三） 主题投资：着眼于劳动力和资源约束

主题投资方面，我们认为十二五带来的主题性投资机会根源在于劳动力成本上升和资源环境约束加大。

- 劳动力成本上升增加了劳动收入，促进消费，消费率逐步上升，且消费结构升级，消费结构的升级同时也促进制造业升级和服务业的发展，推动了经济结构升级。
- 企业为应对劳动力成本上升，必须提高劳动生产率，一方面通过机器替代人力，一方面需要生产性服务业的支持，同样促进的制造业升级和服务业发展。国家层面，则需要战略新兴产业来推动技术进步并培育新的经济增长点。
- 资源环境约束决定了新能源、节能环保产业的发展。

这些机会都是长期的，短期中，几条主题投资的主线值得关注：

- 各地纷纷上调最低工资标准，大部分调整幅度在10%左右，部分省份达到50%，劳动力成本进一步上升迫使企业加快机器替代人力的步伐，利好机械行业。
- 个税起征点提高、消费率提升纳入十二五约束性指标，刺激消费增长，短期利好中低端消费，食品饮料和商业零售行业受益。
- 国际油价大涨，利好新能源和节能环保行业。

广发投资策略研究小组

张海波，分析师，厦门大学金融工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

林鲁东，研究助理，中山大学岭南学院金融学博士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lld2@gf.com.cn，020-87555888-696。

向玲瑶，研究助理

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。