

上冲三千关后适宜控制仓位

A 股周策略报告

2011 年 3 月 27 日

主要观点:

- 各板块成交量占比的变化与股价的表现整体呈现正向运行的特点。仅从这种意义上看,除了短线关注以房地产为代表的热点板块外,对食品饮料等成交量占比持续上行但股价表现一般乃至落后大盘的,后期给予关注。
- 周期股的上行,除了估值修复,更多的是市场流动性较对充裕的表现、是在流动性较对充裕下借助保障房建筑等主题发酵的产物。市场利率经受住准备金率上调的考验。未来通胀压力下市场利率的变动值得关注。
- 近期原油价格的上涨、输入性通胀压力较大;猪肉价格受“瘦肉精”影响但价格目前已经止跌且回升,农产品、菜价等近期均出现阶段性的回升迹象;中游产品以及日常用品也出现了实际的涨价特征。当前的通胀压力绝非“纸老虎”,如果说抢购食盐是对核危机认识偏差下群体行为的非理性盲动、那么部分城市抢购日化用品等就很难再用非理性盲动来简单解释了。笔者认为,3 月 CPI 目前超过 5%的预期具有合理性,CPI 公布前后的加息应该是市场可以预期的。
- 最近公布的 1-2 月工业累计营收增速 31%,但是工业企业利润增速由 2010 年 11 月累积的 49%、下降到当前的 34.3%。表明通胀压力下成本及费用的上升逐渐对企业的业绩产生了影响。
- 前期强势股的反弹逐渐完成了估值修复的过程。例如,机械板块目前的市盈率(TTM)为 40 倍、相对于 2300 点的 30 倍提升了 30%以上、相对 2008 年 2000 点的 13 倍则提升了 3 倍左右;该估值目前以食品饮料、医药等板块的估值逐渐靠拢了。
- 在 3 月数据公布之前,影响短期市场的主要因素在于市场内在的量价动态关系以及表征市场流动性的市场利率的变化。另外,保障房的热点呈现全面扩大的态势,这表明,未来保障房概念在板块之间继续扩大的空间不大了,可能还有钢铁、化工等继续挖掘;同时,简单的测算,考虑 1000 万套、1.4 万亿投入,乐观假定 1.4 万亿有 50%体现到上市公司的营业收入中,那么以 2 倍的市销率来计算,由此撬动的市值约 2.8 万亿、即 A 股市场相对于保障房概念启动之前共有 10%左右的空间。
- 鉴于此,考虑 2850 点后 A 股保障房行情的升华、市场有望上行至 3050 点一线的可能,但受制于估值提升空间的缩小以及通胀压力的干扰后续上行压力增大。操作上,在市场上行过程中适宜逐步控制仓位、对于周期性股的关注点可逐步转向钢铁等低估值板块;同时,可以考虑逐步增加对食品饮料等防御性板块的关注力度。

策略组

分析师: 沈正阳

执业证书编号: S0550511010009

TEL: (021)63367000-314

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

一、行情描述

上周伴随着准备金的上调，行情呈现先整理后上扬的态势。其中在保障房概念的驱动下，以保障房为产业链条的有色金属、采掘、建筑建材、房地产、家用电器等板块表现抢眼，各周期板块轮流表现；相反，医药食品以及电子元器件和信息设备等弱周期以及科技类板块表现滞后。

就股市本身的运行来看，成交量的变动在热点板块的轮动中具有一定的先导意义。考察各主要板块成交量占比的周序列来看，以房地产板块为例，在经历了3月前三周成交量占比持续回落后上周成交量占比突然飙升且创出3月来周成交量占比的高点，这种成交量的飙升伴随着股价的上行，表明该板块的上行具有较大的突然性；相反，例如机械设备板块，该板块的成交量占比在3月的前三周持续上行且伴随着股价的上行，上周成交量占比略有回落，对应板块表现相对中性。

因此，各板块成交量与市场整体占比的变化与股价的表现整体呈现正向运行的特点，即就板块而言，成交量占比的放大，往往预示着该板块当前以及滞后一期的较好表现。仅从这种意义上看，除了短线可以继续关注上周的以房地产为代表的热点板块外，相反，对食品饮料等成交量持续上行且股价表现一般乃至落后大盘的板块，后期给予关注。

表 1：上周周期性权重板块表现较好、中小板表现较差

	上周涨跌幅%		上周涨跌幅%
房地产	5.39	交通运输	1.77
家用电器	4.38	深证成份指数	1.73
有色金属	4.14	黑色金属	1.65
建筑建材	3.78	公用事业	1.26
金融服务	3.24	机械设备	0.94
上证 50 指数	3.04	信息服务	0.93
采掘	2.65	商业贸易	0.69
纺织服装	2.49	中小板综	0.66
上证综合指数	2.44	农林牧渔	0.14
餐饮旅游	2.37	信息设备	(0.02)
轻工制造	2.15	电子元器件	(0.19)
化工	1.99	医药生物	(0.48)
交运设备	1.87	食品饮料	(1.34)

数据源自 WIND，东北证券

表 2：从板块周成交量占比看市场热点切换

	周成交量占比 (1-6)	周成交量占比 (7-13)	周成交量占比 (14-20)	上周成交量占比 (21-27)	最近两周的成交量占比变化
房地产	7.40%	6.43%	5.36%	8.10%	51.23%
餐饮旅游	0.63%	0.59%	0.59%	0.83%	39.72%
信息服务	2.87%	2.88%	2.74%	3.16%	15.05%
有色金属	8.35%	9.00%	7.77%	8.86%	14.00%
金融服务	10.29%	7.58%	5.16%	5.77%	11.81%
上证 50 指数	16.13%	13.97%	11.13%	12.25%	10.06%
轻工制造	2.12%	2.13%	2.02%	2.21%	9.44%
交运设备	5.33%	5.56%	4.53%	4.90%	8.27%
交通运输	3.05%	3.03%	2.33%	2.51%	7.76%
建筑建材	6.14%	5.79%	5.70%	5.99%	5.08%
食品饮料	2.66%	2.74%	3.14%	3.24%	3.20%

采掘	3.87%	6.83%	4.61%	4.70%	1.98%
农林牧渔	2.80%	2.69%	2.52%	2.55%	0.93%
纺织服装	2.23%	2.15%	3.01%	2.97%	-1.53%
化工	7.65%	7.57%	8.95%	8.54%	-4.58%
中小板综	14.90%	14.87%	16.47%	15.68%	-4.81%
公用事业	3.13%	3.18%	3.65%	3.43%	-5.92%
机械设备	11.33%	11.53%	14.06%	12.84%	-8.73%
家用电器	1.81%	1.54%	1.77%	1.62%	-8.91%
信息设备	2.55%	2.66%	2.70%	2.39%	-11.63%
商业贸易	4.19%	4.57%	4.16%	3.66%	-12.16%
医药生物	6.34%	6.28%	8.18%	6.42%	-21.45%
黑色金属	1.86%	1.76%	2.96%	2.26%	-23.76%
电子元器件	3.39%	3.50%	4.07%	3.07%	-24.62%

数据源自 WIND，东北证券

二、市场主要变量跟踪

1、市场利率与通胀

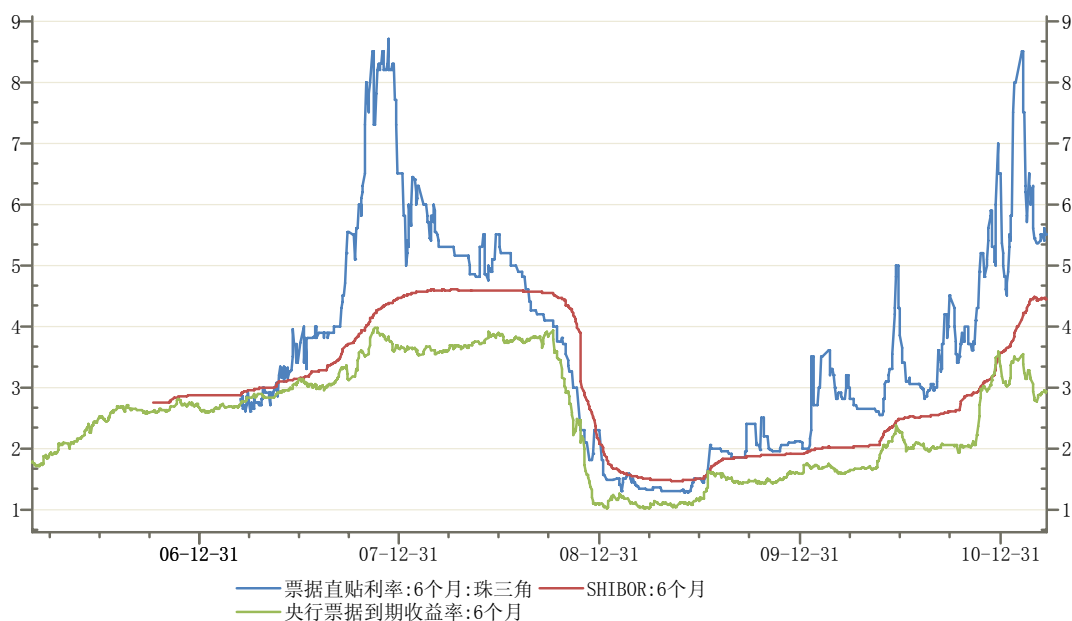
应该说，周期股的上行，除了估值修复，更多的是市场流动性较对充裕的表现、是在流动性较对充裕下借助保障房建筑等主题发酵的产物。今明两年各 1000 万套保障房建设，其信息在年初即已经披露、但是对周期性板块的共鸣度不大，相反，在近期得到了共鸣乃至升华。所以，市场利率经受住准备金率上调的考验，在准备金率上调后同业拆借利率以及票据贴现利率等市场利率指标均未出现显著的波动。这表明，在整个货币供应量增速低位的状态下，市场利率的变动起了较为重要的指示作用。

但是，市场利率本身是内生的变量，未来受通胀以及加息的影响较大。就通胀形势来看，物价的上涨、笔者来看，当前的通胀压力绝非“纸老虎”，如果说抢购食盐在对核危机认识偏差下群体行为的非理性盲动、那么部分城市抢购日化用品等就很难再用非理性盲动来说服了。因此，通胀预期、通胀的现实性，值得各方面深刻关注。

笔者认为，考虑到近期原油价格的上涨、输入性通胀压力较大；猪肉价格受瘦肉精影响但价格目前已经止跌且回升即农产品、菜价等近期均出现阶段性的回升迹象；而且中游产品以及日常用品也出现了实际的涨价特征，整体来看 2011 年 CPI 的新涨价因素依然较大、未来上行的压力并不仅仅在于翘尾因素。

因此，笔者认为，3 月 CPI 目前超过 5% 的市场一致预期具有合理性，未来通胀压力下，4 月中旬 CPI 公布前后的加息应该是市场可以预期的。

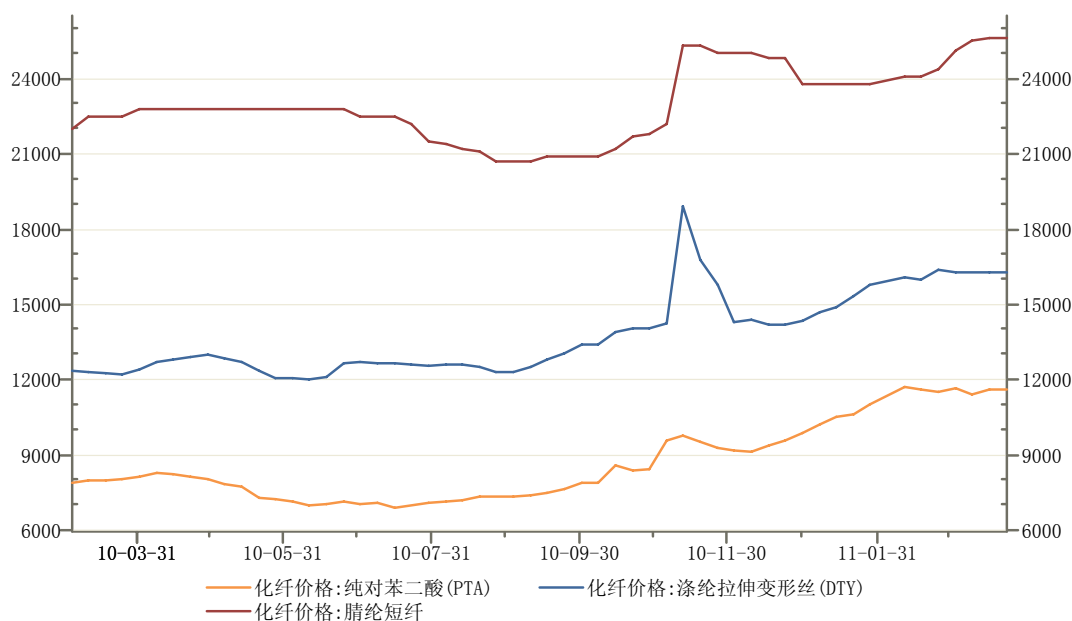
图 1：市场利率并未受准备金率上调而发生显著的波动，银行间市场资金较为充裕



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

数据源自 WIND, 东北证券

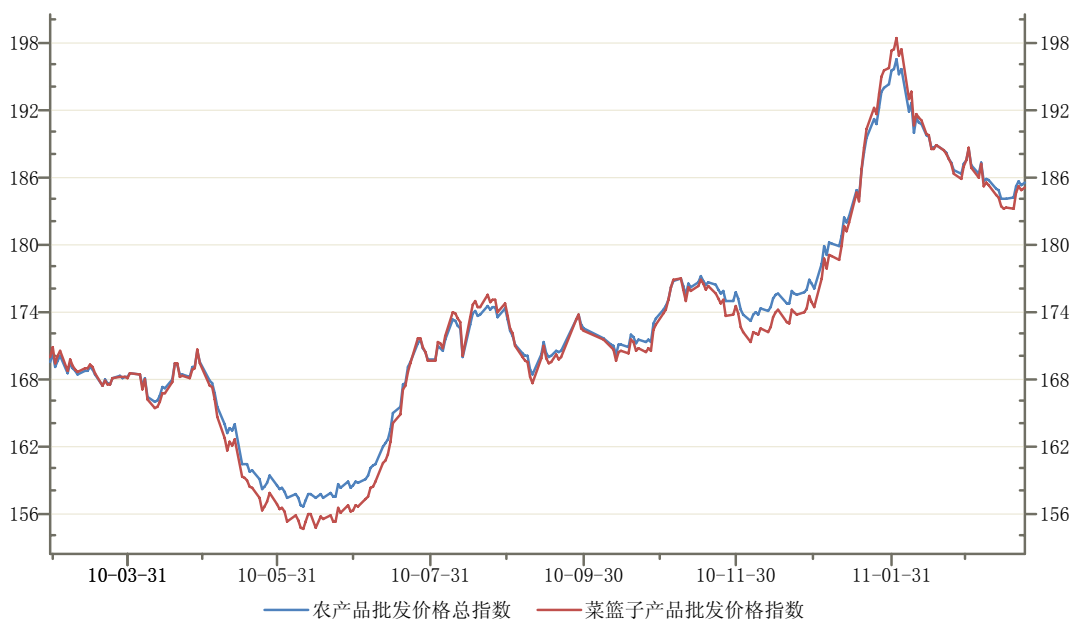
图 2: 涨价上行压力较大、中游化纤化工品价格高位



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

图 3: 农产品及菜价目前企稳且又反弹



数据来源: Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

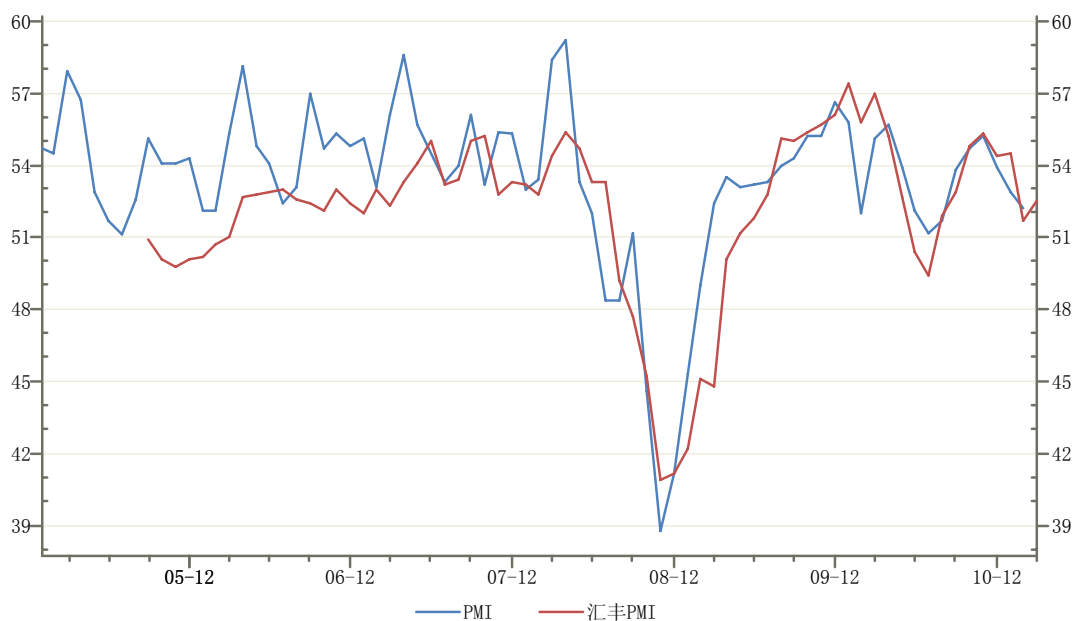
2、通胀及通胀下的紧缩对产出和利润逐渐发生影响

景气指标 PMI 数据近期呈现回落特征, 虽然汇丰公布的 3 月 PMI 从 51.7 至 52.5、考虑到汇丰 PMI 与统计局 PMI 趋势上的相关性, 预期统计局公布的 3 月 PMI 也会企稳在 53 左右。但是, 整体回落或者说低位的特征将难以改变。

1-2 月份, 规模以上工业企业实现主营业务收入 106975 亿元, 同比增长 31%。全国规模以上工业企业实现利润 6455 亿元, 同比增长 34.3%。在规模以上工业企业中, 国有及国有控股企业实现利润 2240 亿元, 同比增长 25%; 集体企业实现利润 99 亿元, 同比增长 39.3%; 股份制企业实现利润 3578 亿元, 同比增长 38.6%; 外商及港澳台商投资企业实现利润 1813 亿元, 同比增长 26%; 私营企业实现利润 1626 亿元, 同比增长 49.7%。

因此, 考察工业企业的业绩增速, 最近公布的 1-2 月工业累计营收增速 31%、略低于 2010 年 11 月累计营业收入增速的 31.78%, 但是工业企业利润增速则出现了较大的回落即由 2010 年 11 月累积的 49%、下降到 34.3%, 相对于 2010 年前 2 月 120% 的业绩增速回落则更大。不考虑统计口径变化的影响, 工业企业利润增速在主营业务收入未发生明显回落的情况下出现了回落, 表明通胀压力下成本及费用的上升逐渐对企业的业绩产生了影响。

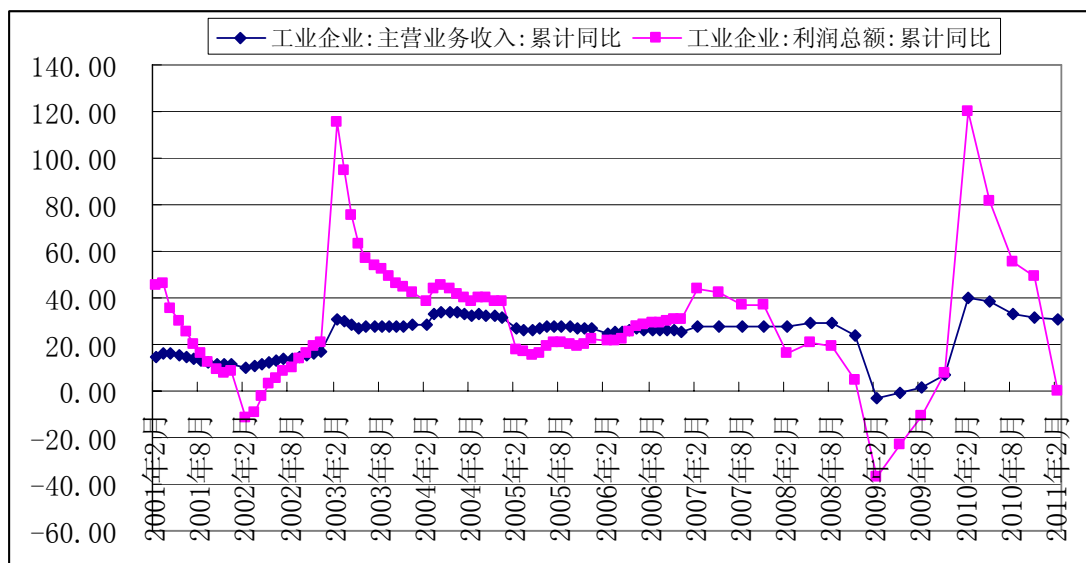
图 4: 3 月 PMI 小幅反弹



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

图 5: 1-2 月工业企业净利润保持较高增长但增速有所回落、成本费用压力加大



数据源自 WIND, 东北证券

3、除金融等部分板块外、多数权重板块的估值已经不再低谷

估值修复是低估值权重板块即主要周期性板块有所反弹的较为有利的变量。但是,随着市场反弹的演绎,前期强势股的反弹逐渐完成了估值修复的过程。例如,机械板块目前的市盈率(TTM)为 40 倍、相对于 2300 点的 30 倍提升了 30%以上、相对 2008 年 2000 点的 13 倍则提升了 3 倍左右;该估值目前以食品饮料、医药等板块的估值逐渐靠拢了。这表明,部分周期性板块的估值修复已经阶段性的完成了,未来的上行可能更需要业绩的提升了。

表 3: 除金融等部分板块外,多数板块的估值不再低估了

板块名称	市盈率_TTM(总体加权平均) 2011-03-25	市净率(总体加权平均) 2011-03-25	市盈率_TTM(总体加权平均) 2010-06-30	市盈率_TTM(总体加权平均) 2008-10-31
主板 A 股	20.84	2.90	19.22	13.61
中小企业板	46.51	5.67	39.39	16.10
创业板	63.06	5.89	64.56	
黑色金属	22.78	1.63	21.94	5.60
机械设备	40.56	5.38	30.73	13.39
食品饮料	42.15	8.04	35.84	25.07
医药生物	45.00	6.25	38.31	24.59
纺织服装	37.77	4.13	36.26	16.84
公用事业	32.69	2.73	29.15	57.64
房地产	22.10	2.84	18.79	14.21
金融服务	12.19	2.03	12.69	11.78

数据源自 WIND，财汇数据库

三、下周市场判断及投资策略

下周是三月数据公布的前一周，在数据公布之前，影响短期市场的主要因素在于市场内在的量价动态关系以及表征市场流动性的市场利率的变化，同时随着通胀的升温、后者将会越来越受到高物价压力的影响。另外，考虑当前市场主要热点——保障房，前期受到了市场热烈的关注且保障房的热点呈现全面扩大的态势，这表明，保障房概念在板块之间未来继续扩大的空间不大了，可能还有钢铁、化工等继续挖掘；同时，简单的测算，考虑 1000 万套、1.4 万亿投入，乐观假定 1.4 万亿有 50% 体现到上市公司的收入中，那么以 2 倍的市销率来计算，由此撬动的市值约 2.8 万亿、即 A 股市场相对于保障房概念启动之前共有 10% 左右的空间。

鉴于此，考虑 2850 点后 A 股保障房行情的升华、市场有望上行至 3050 点一线的可能，但受制于估值提升空间的缩小以及通胀压力的干扰后续上行压力增大。操作上，在市场上行过程中适宜逐步控制仓位、对于周期性股的关注点可逐步转向钢铁等低估值板块；同时，可以考虑逐步增加对食品饮料等防御性板块的关注力度。

表 4：3 月重要经济指标预期公布时间表

	2 月经济指标预期公布时间
PMI	2011-3-1
进出口贸易额	2011-3-10
城镇固定资产投资	2011-3-11
工业品出厂价格指数(PPI)	2011-3-11
工业增加值	2011-3-11
居民消费价格指数(CPI)	2011-3-11
社会消费品零售总额	2011-3-11
货币供应量和存贷款	2011-3-14
全社会用电量	2011-3-15
大中城市房地产价格	2011-3-18
工业企业效益	2011-3-29

数据源自 WIND，东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益15%以上;

谨慎推荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益5—15%;

中 性:在未来6—12个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来6—12个月内,股票的持有收益低于市场平均收益5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。