

日期: 2011 年 03 月 28 日



曾小勇

021-53519888*1930

Zengxiaoyong@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120014

投资驱动的经济 顺周期的配置逻辑

——2011 年春季 A 股市场投资策略

主要观点:

一季度行情在估值低位反弹。估值驱动一季度市场反弹,创业板、中小板略于主板,消费类板块略于非消费类,高保田等直接受益于投资拉动的行业表现更好。

宏观经济主动适度降温。目前宏观经济形势和我们年度报告预期基本一致,短期的因素包括政策的收缩、通胀、外围的不确定性等引起的前两个月的回落不会是拐点式的趋势,不改 09 年以来的上升中周期。总体上,经济处于在调控中寻找新的增长搭配模式的状态,高投资、高物价、紧货币、稳消费、平衡顺差将是这一时间段经济的主要特征。

政策趋稳。经过连续性的紧缩,除房地产调控目标还未达到外,包括经济增长、货币增速、新增信贷余额及增速等都得到较好控制,未来政策将趋向于根据市场情况进行常态化的、适应性的调整,回到真正的“中性”、“稳健”的轨道上。调控手段将更偏向价格工具。

全球流动性再起涟漪。外围经济复苏强劲,市场加息预期上升。灾后日本央行超级注资。未来美元进一步走低或日元新增流动性将主导大宗商品价格上升。

年报可能超预期,估值有支撑。从目前已披露年报公司精略测算,全年业绩增速为 37%,超出市场预期。主板公司表现要好于中小板,中小板则优于创业板。创业板业绩增速明显跟不上市场预期。

春季指数区间:上证指数核心运行区间是 2900 - 3300 点左右,对应于 2011 年 PE 估值 12.7 倍 - 14.5 倍,高点取决于通胀水平变化带来的政策预期的变化。

春季主要配置:按低估值、顺周期和流动性三维驱动,配置银行、煤炭、机械、水泥、化工、高铁制造、通讯设备、有色、券商,中期布局消费,关注小盘股的高送转实施的板块行情。

春季组合推荐:南京银行(601009)、海通证券(600879)、神火股份(000933)、内蒙君正(601216)、南山铝业(600219)、特变电工(600089)、航天电子(600879)、亨通光电(600487)、光明乳业(600597)、大秦铁路(601006)。

报告编号

ZXY11-M04

相关报告

《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》

《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 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 28 日

最近 3 个月沪深 300 指数表现

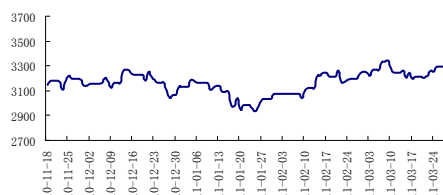


图.....	1
表.....	3
一、一季度市场回顾：估值反弹与投资驱动.....	1
■ 创业板和中小板估值回落.....	1
■ 高保田的炫动：投资驱动的逻辑.....	2
二、宏观经济：紧缩效果显现，投资是亮点.....	4
■ 消费下降符合预期、生产性投资确保投资增速.....	5
■ 控通胀 经济适度回调.....	8
三、政策动向：货币紧缩回归中性，十二五开局民生和转型.....	10
■ 连续紧缩的政策回归中性，步入常态化适应性调整轨道.....	10
■ “十二五”开局民生和转型.....	12
四、全球流动性再起涟漪.....	16
■ 外围经济复苏强劲及加息预期上升.....	16
■ 灾后日本央行超级注资，全球流动性再起涟漪.....	20
■ 震后流动性主导大宗商品市场.....	21
五、年报可能超预期，估值有支撑.....	25
■ 主要成份指数估值较低.....	25
■ 年报业绩可能超预期 拉低估值水平.....	27
■ 关注主板及低估值行业.....	28
六、市场判断和行业配置.....	30
■ 春季上证指数核心波动区间：2900-3300点.....	30
■ 配置策略：低估值、顺周期和流动性三维驱动.....	32
■ 春季个股组合.....	35

图

图 1 市场主要指数成份一季度涨跌幅(流通市值加权平均) (%)	1
图 2 全球主要股市指数一季度涨跌幅 (%)	2
图 3 各一级行业一季度涨跌幅(流通市值加权平均) (%) ...	3
图 4 区域板块一季度涨跌幅 (%)	4
图 5 风格指数一季度表现 (%)	4
图 6 社会消费品零售总额增速快速回落:累计同比 (%)	5
图 7 房地产及城镇固定资产投资增速企稳回升 (%)	6
图 8 房地产新开工面积同比大幅下滑 (%)	7
图 9 进出口增速同比增速季节性回落 (%)	7
图 10 平衡收支见成效，逆差出现 (亿元, %)	8
图 11 CPI 前高后低 PPI 仍将走高 (%)	9
图 12 PPI 各分项数据续升 (%)	9

图 13 结合 CPI 基数效应看, 6 月以后物价将趋降 (%)	9
图 14 发电量同比增速回升 (%)	10
图 15 工业增加值增速回升, 尤其是重工业增加值 (%)	10
图 16 货币及信贷增速得到控制 未来回到“稳健”轨道 (%)	11
图 17 按 7 万亿的信贷额度算, 信贷增速逐步走低	11
图 18 大、中小型存款类金融机构人民币存准率变动趋势 (%)	12
图 19 人民币汇率已默默的持续升值 (%)	12
图 20 我国居民收入增长一直落后于经济增长	13
图 21 中西部地区发展水平远远落后于东部地区	14
图 22 中西部地区增速显著高于东部地区说明区域发展中投资 为先.....	14
图 23 三架马车中扩大内需是首选	15
图 24 “十二五”期间, 居民消费对经济发展的贡献有望回升	15
图 25 继续发展服务业, 占比提升 4 个百分点	15
图 26 中国的对外依存度	16
图 27 中国单位 GDP 能耗及下降速度	16
图 28 美国 PMI 显示复苏持续, 库存水平持续下降 (%) ...	17
图 29 成熟经济体 PMI 显示经济复苏持续 (%)	18
图 30 失业率水平高位有所回落 (%)	18
图 31 通胀水平上升 日本走出通缩 (%)	19
图 32 美元和欧元 5 年期国债收益率%.....	19
图 33 除英国外, 核心通胀水平仍在低位 (%)	20
图 34 地震后, 日本股市和拆借利率剧烈波动	21
图 35 未来我国外汇占款仍将上升	21
图 36 阪神大地震对市场影响机制, 短期和中期	22
图 37 日元汇率受资金流向影响先升后贬, 日元 1995 年走势图	22
图 38 日经 225 指数先跌后涨, 短期受冲击下跌, 中期受重建 拉动经济刺激一路上扬.....	22
图 39 1995 年重建需求拉动日本 GDP 季度同比增速不断走高	23
图 40 国际汇市波动明显, 美元指数前贬后升	23
图 41 原油先期波动主要受美元汇率走势影响, 后面更受经济 复苏影响, NYMEX 原油 1995 年走势(美元).....	24
图 42 大宗商品的期铜价格逐步走低, COMEX 铜连续指数	24
图 43 对国际股市影响微小, 道琼斯 1995 年走势(%)	25
图 44 主要成份指数预测 PE 水平	26
图 45 市场主要指数估值可比历史低位	26
图 46 全球主要股指估值比较	27
图 47 AH 溢价指数持续在 100 上下徘徊, 显示两地估值接抛	27

图 48	板块资金流向显示主板和沪深 300 是未来行情方向 ...	29
图 49	各一级行业 PE 和业绩增速	29
图 50	基金仓位总体平稳	30
图 51	沪深融资额交易上升迅猛	31
图 52	大小非月度减持量位于低位	31
图 53	基金发行低位开始转暖	32
图 54	基金行业配置上的变化	33
图 55	制造业等行业固定资产投资增速%	34
图 56	泛设备行业固定资产投资增速%	34
图 57	家具制造业等行业固定资产投资增速%	35

表

表 1	主题概念指数一季度表现 (%)	3
表 2	“十二五”多数指标都与民生或转型直接相关	13
表 3	已披露年报公司业绩整体较好，主板优于中小板、创业板	28
表 4	业绩增长得益于营收增长和成本控制	28
表 5	金融板块业绩增速	28
表 6	市场预期主要成份指数两年业绩预测及对应 P E	28

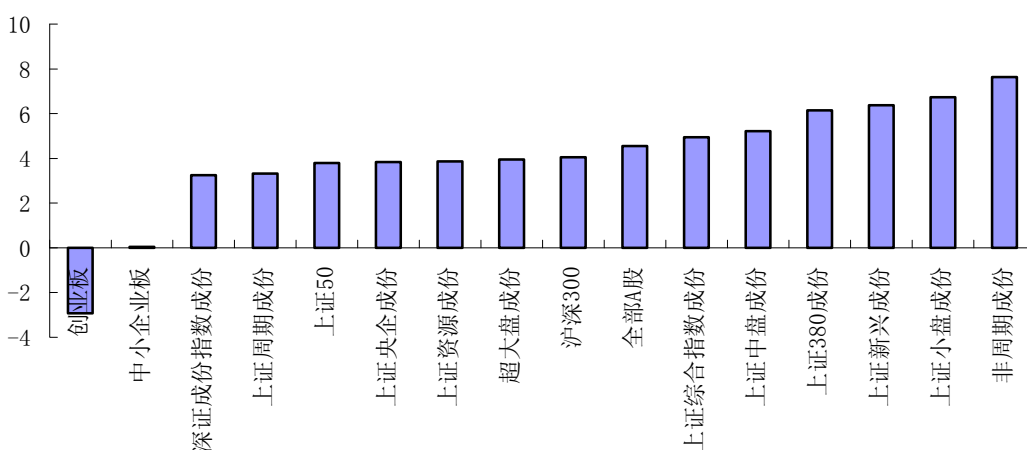
一、一季度市场回顾：估值反弹与投资驱动

一季度承接去年 11 月份的调整，上证综指一度调至 2661 点的低点。这一低点比去年因为房地产调控以及担忧全球经济二次探底时创出的调整低点 2319 点高约 15%，在上市公司全年业绩增长远超 15% 的背景下，这意味着年初的低点 2661 点比当时的整体估值水平更低。对控通胀的连续性紧缩政策适应之后，估值驱动的反弹成为一季度的主要特征。除创业板和中小板外，主要成份指数板块都录得正收益率，并且在全球股市的表现上也居前列。从行业及风格指数来看，受益于固定增产投资驱动的、而非消费类的板块表现更优，高铁、保障性住房及农田水利建设等受益于年内及未来五年的大规模的投资规划，成为市场的亮点。

■ 创业板和中小板估值回落

从各主要指数成份股一季度的表现来看，图 1，非周期、上证小盘、上证新兴、上证 380、上证中盘等成份指数涨幅居前，超过上证综指的表现，创业板、中小板两指数出现负收益率，一直以来的高估值水平被挤压。总体看，市场整体呈现震荡格局，各成份指数之间表现相差不大。从涨幅居前及落后的成份指数的风格来看，两端都集中在小盘股上，其原因可能在于货币紧缩、大规模的限售股解禁抛售和新三板供给预期冲击，挤压创业板、中小板的估值泡沫，导致资金转战至沪市的小盘股，如上证小盘、上证新兴、上证 380 成份等，而非一般意义上的大盘、超大盘股。

图 1 市场主要指数成份一季度涨跌幅(流通市值加权平均) (%)

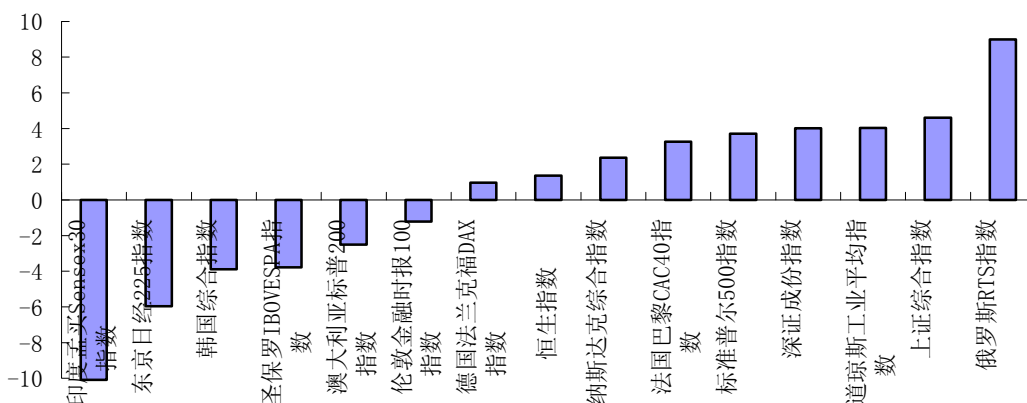


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所 (统计数据收盘日非特别说明均为 3 月 14 日，下同)

从全球主要股指表现来看，图 2，一季度俄罗斯、上证综指、道指等

领涨，而新兴经济体的印度、东京、韩国、巴西等领跌。一季度 A 股的良好表现主要还是基于去年比较差的基础，而美国、俄罗斯等是延续去年的强势，一路走牛。

图 2 全球主要股市指数一季度涨跌幅（%）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

■ 高保田的炫动：投资驱动的逻辑

高铁、保障性住房、农田水利三个投资主题是一季度行情的亮点。从一级行业角度考察，见图 3，一季度领涨行业是：家电、交运设备、黑色金属、综合、建筑建材等，涨幅均超 10%，涨幅居后的行业是有色金属、信息服务、食品饮料、农林牧渔、医药生物和电子元器件等。此外，纺织服装、机械设备和化工行业也表现比较好。领涨行业普遍可以划分到高铁、保障性住房、水利建设等投资主题，表现较弱的都是去年表现居前的、消费性强的行业，如生物医药、电子元器件、食品饮料、信息服务等。简单的看是行业轮动，背后实质是在高通胀预期和紧缩货币流动性背景下，消费增速回落，投资成为驱动经济的主要力量，尤其是符合十二五规划的投资包括高铁、保障性住房和农田水利建设成为新一轮经济扩张周期和十二五开局之年调结构的重要抓手，大规模的投资计划正在加快落实中。强势行业主要集中在投资驱动的相关产业，包括工程机械、专用设备、建筑钢构、水泥、家电（保障房拉动）等行业。

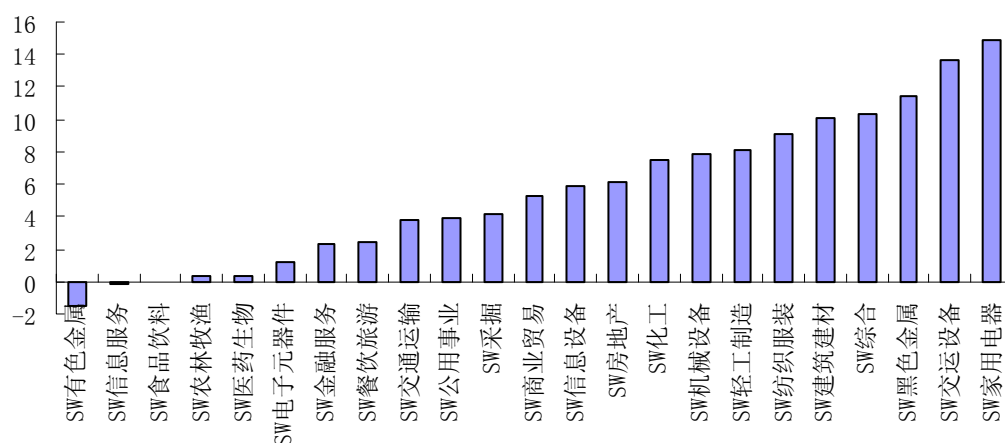
从万得的主题概念指数来看，表 1，生物育种、装饰园林、合同能源、智能交通和三网融合、移动支付等新兴主题指数一季度表现落后，而钢结构指数、新三板指数、高端装备制造、水利水电建设和保障性住房指数等涨幅居前，除新三板指数和金融创新有关外，其它的都是和投资驱动直接相关。

区域方面，图 4，港珠澳大桥、海峡西岸、黄河三角洲、上海本地、

北部湾经济区等相对强势，而青海、内蒙、海南旅游岛是区域板块中表现较弱的。

风格特征指数分化并不明显，图 5，但高价股、高市净率和中市盈率指数表现较差，而亏损股、中价股和小盘股风格指数涨幅居前。

图 3 各一级行业一季度涨跌幅(流通市值加权平均) (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

表 1 主题概念指数一季度表现 (%)

指数名称	区间涨跌幅	指数名称	区间涨跌幅
生物育种指数	-7.53	锂电池指数	5.48
装饰园林指数	-5.22	高铁指数	5.57
合同能源管理指数	-3.58	网络游戏指数	5.67
智能交通指数	-3.53	建筑节能指数	5.92
卫星导航指数	-1.94	3G 指数	6.67
三网融合指数	-1.09	新能源指数	6.72
移动支付指数	-0.38	太阳能发电指数	6.83
物联网指数	0.9	数字电视指数	6.84
云计算指数	0.99	新能源汽车指数	7.27
核高基指数	1.5	新材料指数	7.63
绿色节能照明指数	1.77	垃圾发电指数	8.9
智能电网指数	1.78	保障性住房指数	8.97
清洁煤发电指数	1.85	水利水电建设指数	9.72
触摸屏指数	1.85	氢能指数	10.2
稀土永磁指数	2.19	新型煤化工指数	10.78
抗癌指数	4.24	乙醇汽油指数	11.76
IPV6 指数	4.6	外资并购指数	12.07
节能元器件(IGBT)指数	4.82	通用航空指数	12.32
核能核电指数	4.86	高端装备制造指数	12.9
风力发电指数	5.31	新三板指数	18.39

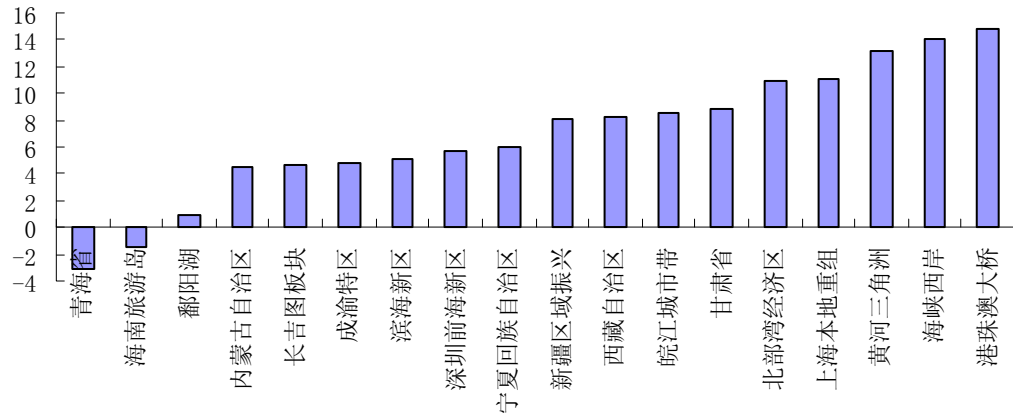
移动互联网指数

5.45 钢结构指数

20.03

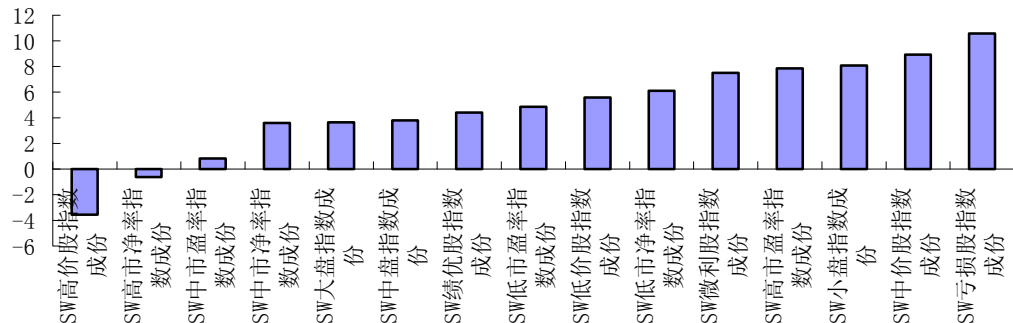
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 4 区域板块一季度涨跌幅 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 5 风格指数一季度表现 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

二、宏观经济：紧缩效果显现，投资是亮点

目前宏观经济形势和我们年度报告预期基本一致，中国 09 以来进入宏观经济的上升中周期，经济扩张特征明显，短期的因素包括政策的收缩、通胀、外围的不确定性等引起的前两个月的回落不会是拐点式的趋势。年度报告中，我们指出“2011 年，中国经济增速将适度回落。从经济增长的动力角度看，2011 年我国的外需仍将保持平稳态势，消费增速将保持总体平稳略有回落的态势；相对市场普遍担心的投资将回落至 20% 以下，我们则认为可以达到 26%。原因在于中国目

前仍然处在经济起飞阶段，投资在过去、现在和将来，都是经济增长的第一推动力。”

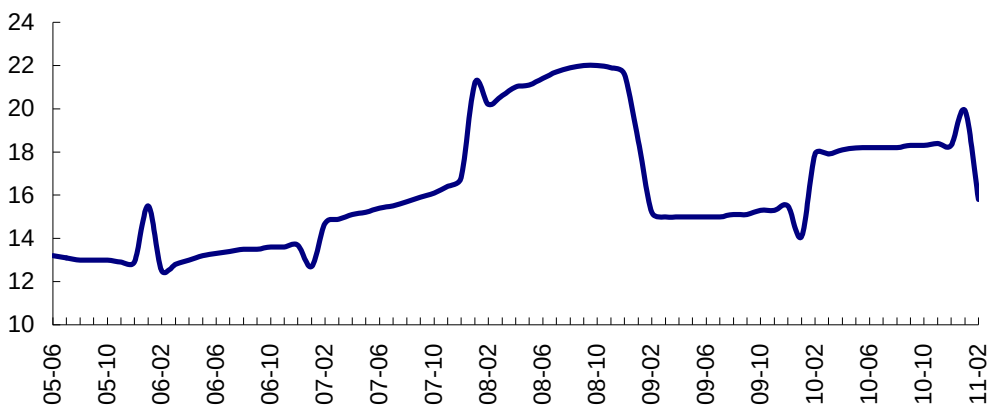
我们对投资增速的判断既来自于对中国所处的经济周期、增长模式的深刻认识，也缘于对中国目前阶段转型和结构调整的任务的实质认识，即在消费短期难取得大的突破前提下，转型更多的是着眼于内需和民生，调整投资的方向、重点和结构，转向与消费相关、与民生有关、与环保和新兴产业等有关的行业和领域，经济增长的主动力仍然是投资，相对消费的回落、贸易顺差的均衡化，顺周期的“投资驱动”是主要的投资布局逻辑。

■ 消费下降符合预期、生产性投资确保投资增速

从 1-2 月的宏观指标来看，投资增速回升、消费出现回落、进出口增速下滑并出现逆差、物价仍处高位、工业增加值增速回升尤其是重工业增速快于轻工业，新增信贷及货币供应增速均向预期目标靠近。指标有升有降，但我们总体认为，在经过连续的多管齐下的收紧政策之后，紧缩的效果已得到较好显现，未来政策将回归常态化的、适应性的动态调整为主，但是在通胀回落未获确认前出现政策放松的可能性也不大。

1-2 月份社会消费品零售总额累计增速为 15.8%，见图 6，比去年的整体水平回落 2 个点以上，虽然幅度较大，但从每次通胀中后期的消费增速下滑的规律来看又是正常的。我们认为原因在于通胀以及反通胀政策降低了消费意愿，其次政策因素导致房地产和汽车销售的回落是消费下降较快的直接因素。3 月份央行的调查报告也显示，85.8% 的城镇居民倾向于储蓄，只有 14.2% 的居民倾向于“更多消费”，创下了 1999 年有调查以来的最低值。从促内需政策以及居民消费能力来看，未来消费增速仍保持较高增速，维持在 15% 以上的平稳状态的可能性大，但在政策放松前难有超预期。

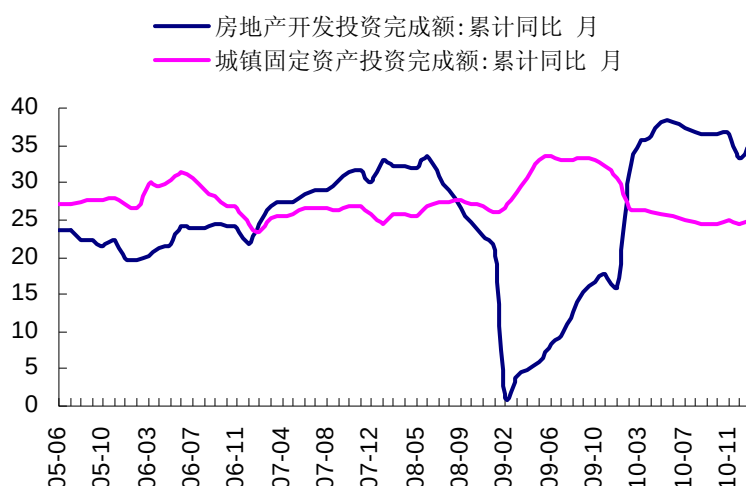
图 6 社会消费品零售总额增速快速回落:累计同比 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

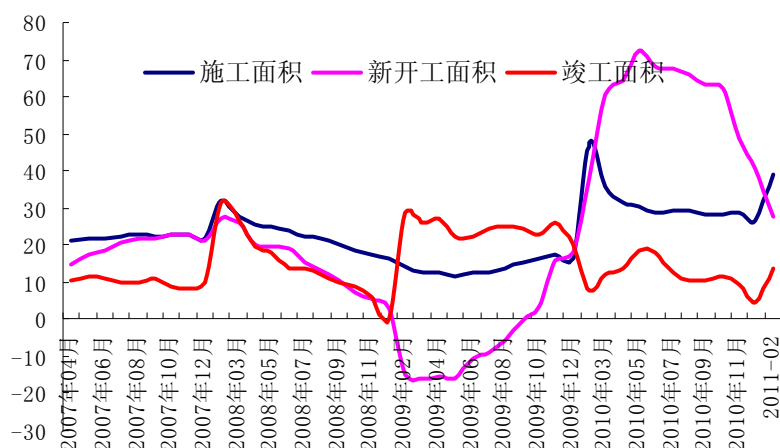
投资增速仍是数据中的亮点。城镇固定资产投资增速 24.9%，出现回升，已回到长期均衡值附近。而占城镇总投资 1/4-1/3 的房地产投资，增速回升到 35.2%，升了 2 个百分点，超出预期，图 7。施工面积增速回升，但新开工面积下滑非常厉害，图 8，未来随着各地方政府保障性住房建设的加快，新开工面积有望实现部分对冲。我们认为，政府主导的保障性住房建设、高铁、农田水利的大规模建设在十二五开局之年以及经济转型工作中不断得到落实（高铁未来五年年均 7000 亿元、25% 增速，保障房 2011 年 1000 万套、增速 60%，农田水利 2011 年超过 5000 亿元、增速超 100%），文教卫生公共服务等民生领域投资力度加大，以及区域经济产业集群发展战略、七大战略性新兴产业、民间投资“新 36 条”等为投资增长提供保障。国务院副总理透露的国家层面的 18 项专项规划都是未来扩大投资规模的载体。

图 7 房地产及城镇固定资产投资增速企稳回升（%）



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

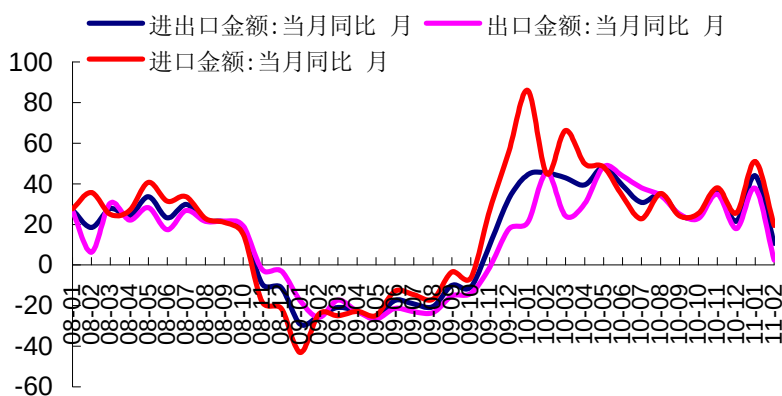
图 8 房地产新开工面积同比大幅下滑 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

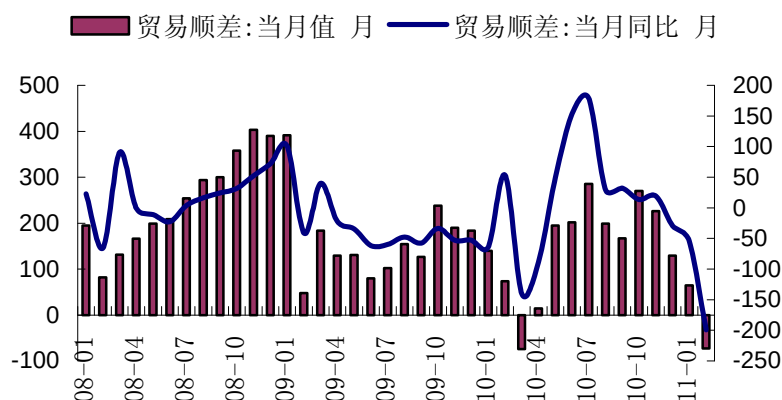
季节性因素导致进出口增速出现较大的回落, 图 9, 但 1-2 月合并来看, 我国进出口总值 4958.3 亿美元, 比去年同期增长 28.3%。其中出口 2474.7 亿美元, 增长 21.3%; 进口 2483.6 亿美元, 增长 36%; 累计贸易逆差为 8.9 亿美元, 也符合预期。一季度可能逆差。我们预计, 汇率、进出口政策将共同作用以平衡顺差, 图 10, 尤其在鼓励进口的政策发挥作用之后, 作为价格手段的汇率调整将作为平衡贸易收支的重要见效手段。

图 9 进出口增速同比增速季节性回落 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 10 平衡收支见成效，逆差出现（亿元，%）



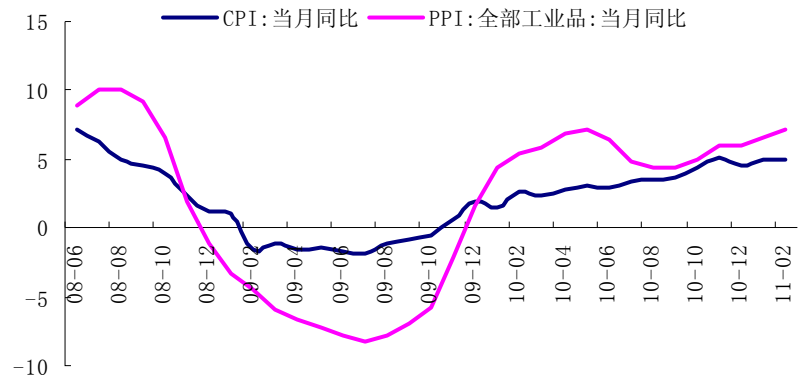
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 控通胀 经济适度回调

我们在 2 月份的月度策略中，对中国食品价格的季节性规律以及通胀走势作过分析，认为 CPI 全年前高后低的走势不会变，价格高点在 3 月或 6 月出现的概率较大，见图 11、图 12、图 13。在北非地缘政治冲突带来油价冲击进而输入性通胀上升背景下（日本大地震短期阶段性降低全球总需求，但之后需求会较快上升），控通胀仍是二季度政策部门的主要任务。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。

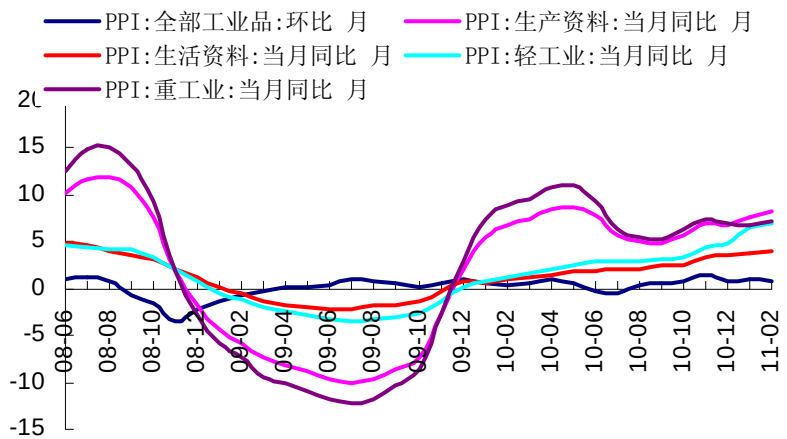
中国一季度增速的回落更多是主动而为，既是为转型预留空间，也是为了避免出现高增长高通胀的过热局面。我们并不认可中国经济可能出现“滞胀”的观点。从 1-2 月份的数据来看，图 14、图 15，工业生产的回升也好于预期，而随着两会后政府工作报告对民生投资以及十二五规划新开工项目的落实，未来工业生产这一块将重现升势。总体上看，经济处于在调控中寻找新的增长搭配模式的状态，高投资、高物价、紧货币、稳消费、平衡顺差将是这一时间段经济的主要特征。

图 11 CPI 前高后低 PPI 仍将走高 (%)



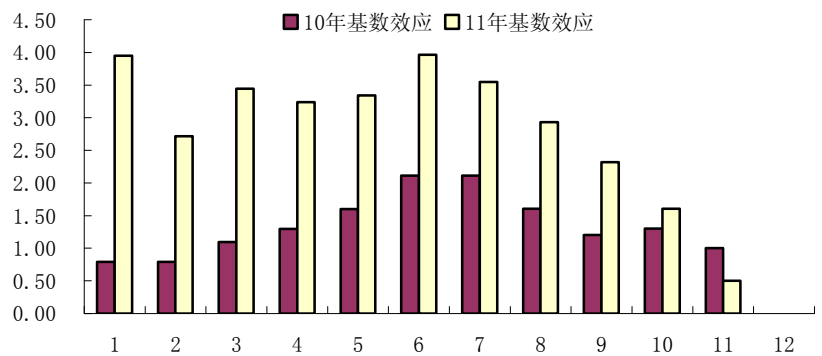
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 12 PPI 各分项数据续升 (%)



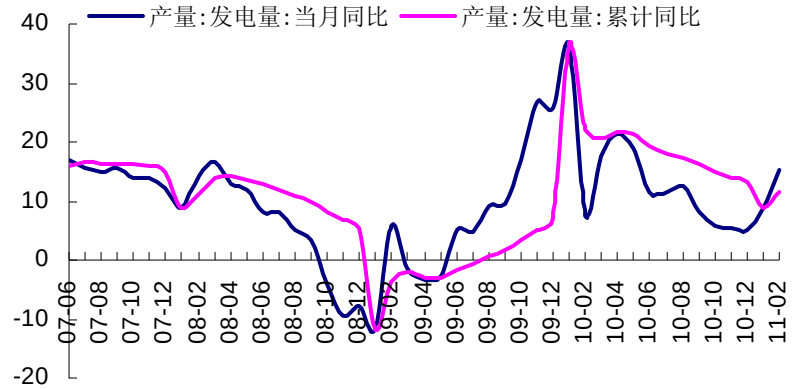
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 13 结合 CPI 基数效应看, 6 月以后物价将趋降 (%)



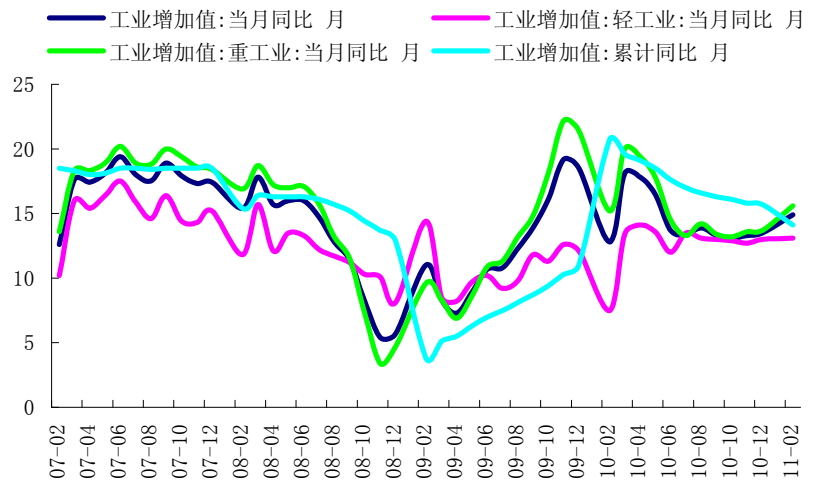
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 14 发电量同比增速回升 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 15 工业增加值增速回升, 尤其是重工业增加值 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

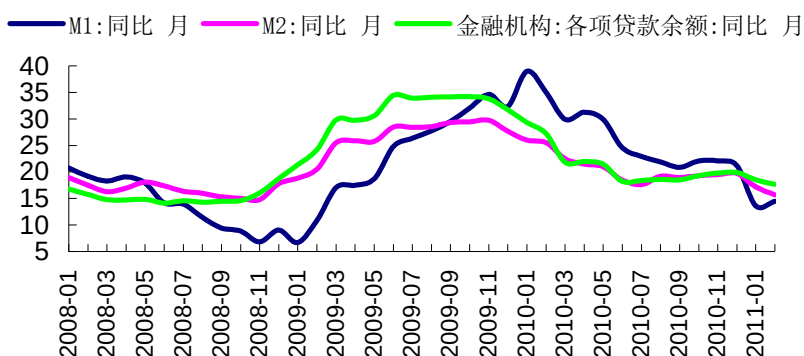
三、政策动向: 货币紧缩回归中性, 十二五开局民生和转型

■ 连续紧缩的政策回归中性, 步入常态化适应性调整轨道
始于去年 10 月份的货币政策收缩已加息 3 次、上调存准率 8 次, 经济过热和全球量化宽松引起的通胀势头被初步遏制, 目前除房地产调控目标还未达到外, 包括经济增长、货币增速、新增信贷余额及增速

等都得到较好控制，见图 16、图 17，连续紧缩的货币政策将趋向于根据市场情况进行常态化的、适应性的调整，即回到真正的“中性”、“稳健”的轨道上。

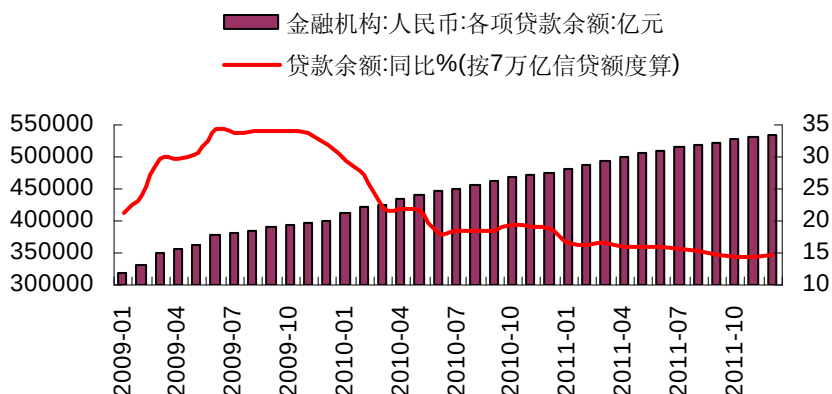
由于目前已达 20% 的历史新高的存准率水平已趋向于上限，图 18，以及央票发行经常出现一二级市场利率倒挂流动性对冲在量上难有大的突破，未来政策将由数量调节转而更多依靠价格、利率工具调节。尤其是在外围经济复苏强劲、我国经济内生性增长提升的背景下，动用价格工具并不影响经济增长势头。但从央行副行长易纲的讲话来看，“利率水平很舒服”说明短期没有加息的意愿，或者从我们一直坚持的在固定汇率制下目前持续加息空间不大的判断来看，价格工具更可能是汇率缓行、并和利率工具交替使用，图 19。

图 16 货币及信贷增速得到控制 未来回到“稳健”轨道（%）



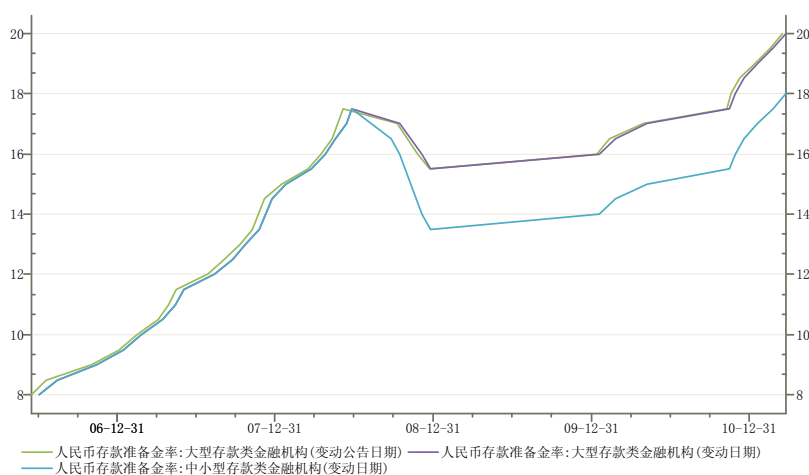
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 17 按 7 万亿的信贷额度算，信贷增速逐步走低



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

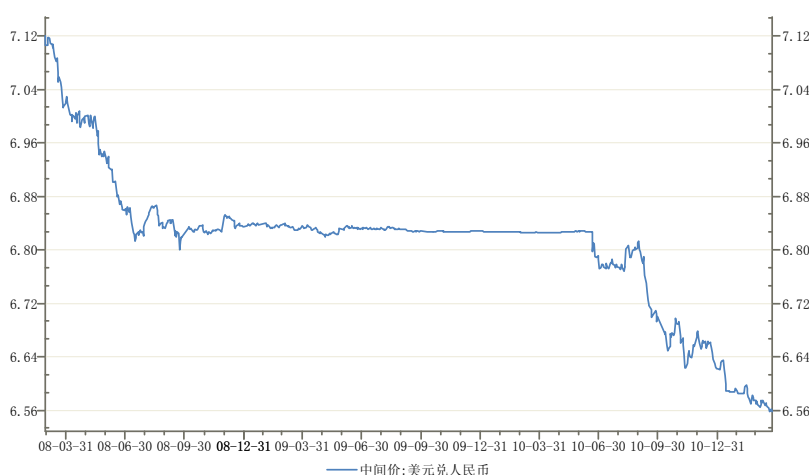
图 18 大、中小型存款类金融机构人民币存准率变动趋势 (%)



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 19 人民币汇率已默默的持续升值 (%)



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ “十二五”开局民生和转型

十二五规划明确了今后五年的主题主线，结构调整、科技进步、保障和改善民生、两型社会、改革开放是基本路径，扩大内需、农业现代化、发展现代服务业、区域发展和主体功能区战略、积极稳妥推进城镇化、加大节能减排力度、健全公共服务体系等是政策的主要方向。政策将紧紧围绕规划、围绕民生和转型，加大高铁、保障房、农田水利、节能环保、新兴产业等的投资。

从十二五规划草案可看出，改善民生和经济转型是十二五的重点。二十四个指标，大多都直接和民生、转型相关，表 2。尤其是新增的四个约束性指标，都是国家要致力于转变经济发展方式、提高人民生活

质量的体现。

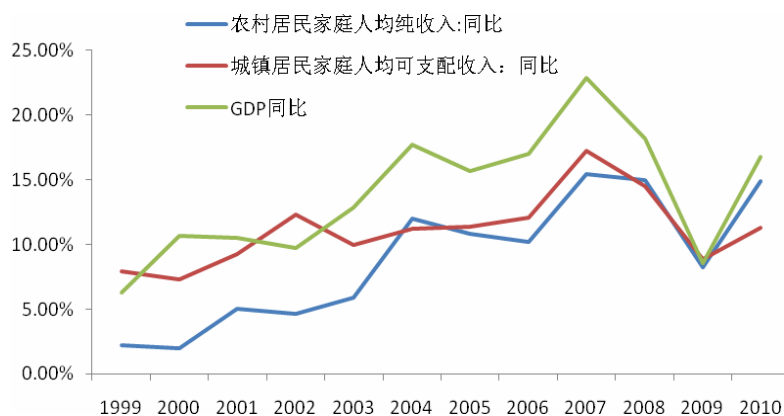
表 2 “十二五”多数指标都与民生或转型直接相关

	指标	2010 年	2015 年	增长 (%)	指标属性
与民生相关指标	城镇保障性安居工程建设 (万套)			[3600]	约束性
	城镇化率 (%)	47.5	51.5	[4]	预期性
	九年义务教育巩固率 (%)	89.7	93	[3.3]	约束性
	高中阶段教育毛入学率 (%)		87		预期性
	城镇居民人均可支配收入 (元)	19109	>26810	>7	预期性
	农村居民人均纯收入 (元)	5919	8310	>7	预期性
	城镇登记失业率	4.1	<5		预期性
	城镇新增就业人数 (万人)			[4500]	预期性
	城乡三项基本医疗保险参保率 (%)			[3]	约束性
	服务业增加值比重 (%)	43	47	[4]	预期性
与转型相关指标	非化石能源占一次能源消耗降低 (%)	8	11.4	[3.4]	约束性
	单位国内生产总值能源消耗降低 (%)			[16]	约束性
	单位国内生产总值能源二氧化碳排放降低 (%)			[17]	约束性
	单位工业增加值用水量降低 (%)			[30]	约束性
	农业灌溉用水有效利用系数	0.5	0.53	[0.03]	预期性
	耕地保有量 (亿亩)	18.18	18.18	[0]	约束性
	森林覆盖率 (%)	20.36	21.66	[1.3]	约束性
	R&D 费用占 GDP 比重 (%)	1.8	2.2	[0.4]	预期性
	每万人口发明专利拥有量	1.5	3.3	[1.8]	预期性

资料来源：十二五规划纲要，上海证券研究所。注：带[]的为五年累计数，加粗为“十二五”新增指标。

确立双“7%”的收入增长目标。提高居民收入在国民收入分配中的比重、提高劳动报酬在初次分配中的比重的收入分配制度改革将得到推进，图 20。

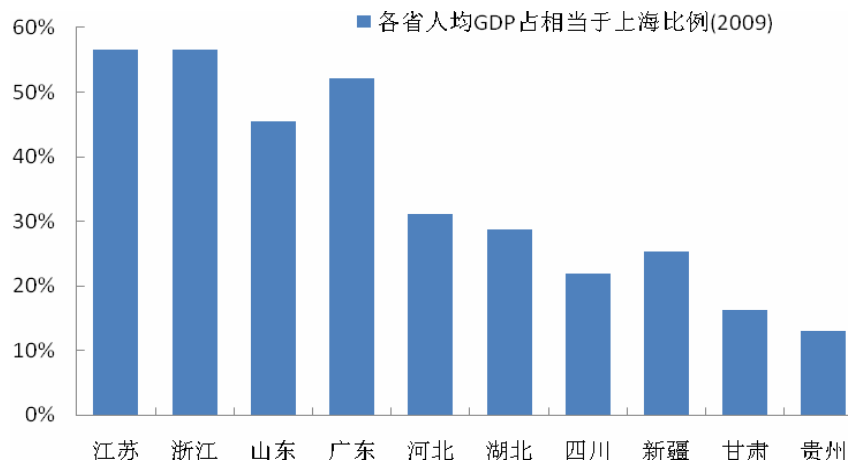
图 20 我国居民收入增长一直落后于经济增长



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

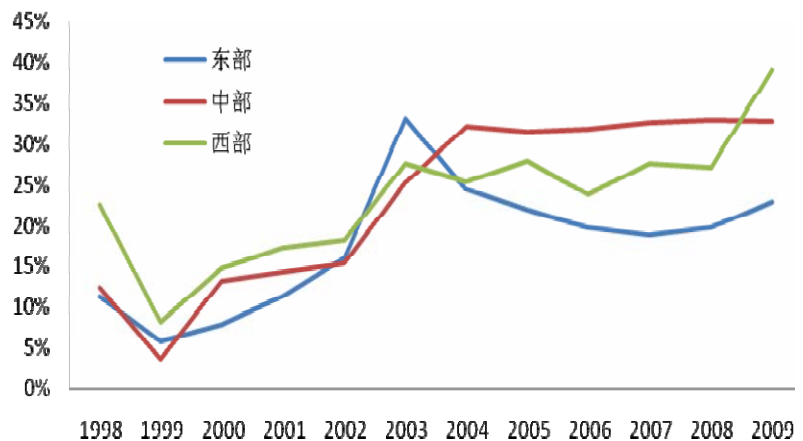
推动区域协调发展,包括西部大开发、中部崛起、振兴东北老工业基地等十几个区域振兴规划制订或实施,图 21、图 22,支持落后地区发展,鼓励中西部地区发展特色产业和承接东部的产业转移。

图 21 中西部地区发展水平远远落后于东部地区



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

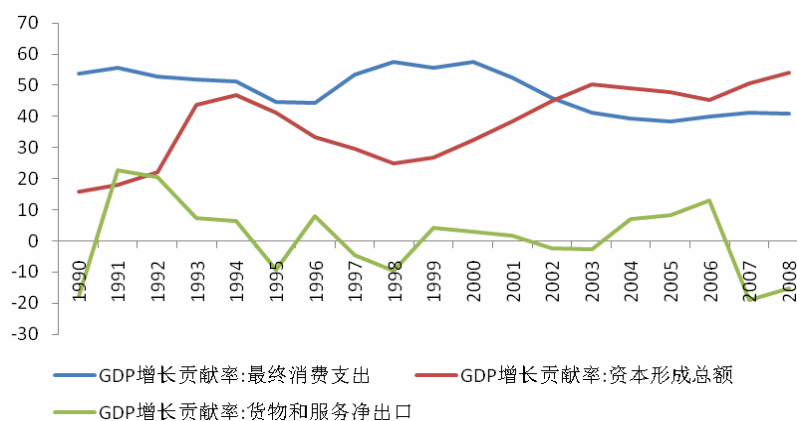
图 22 中西部地区增速显著高于东部地区说明区域发展中投资为先



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

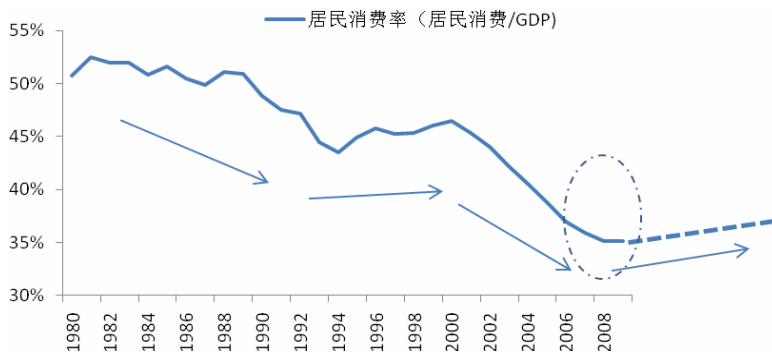
转型要扩大内需,图 23、图 24、图 25,降低对外依存度,图 26;继续推动服务业发展,并计划在“十二五”期间将服务业比重提高 4 个百分点到 47%;要推进产业升级,大力发展战略新兴产业,图 27。

图 23 三架马车中扩大内需是首选



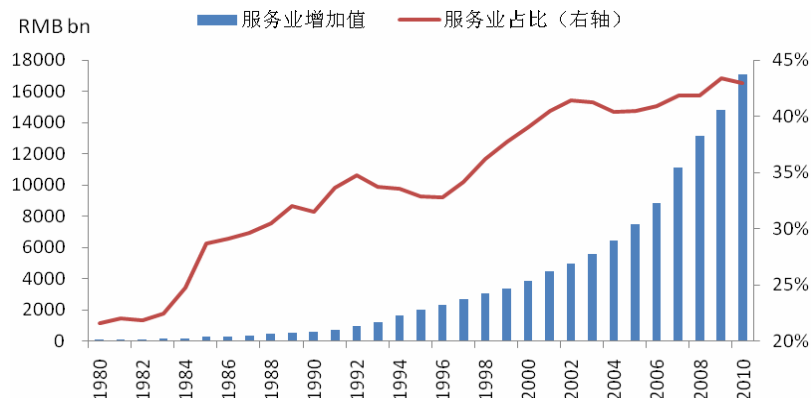
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 24 “十二五”期间,居民消费对经济发展的贡献有望回升



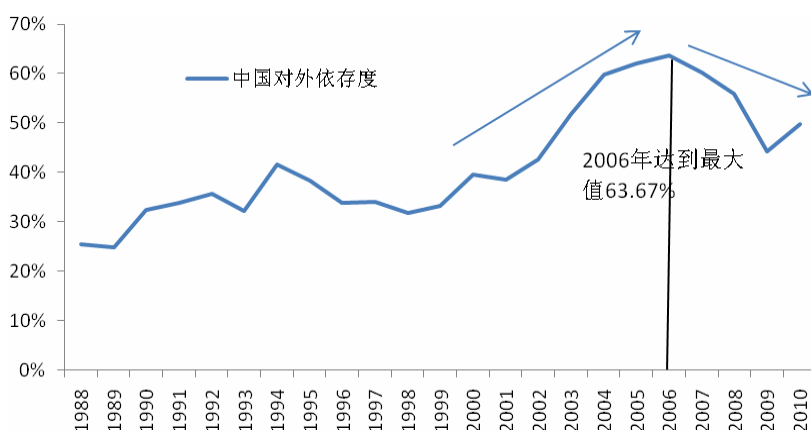
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 25 继续发展服务业, 占比提升 4 个百分点



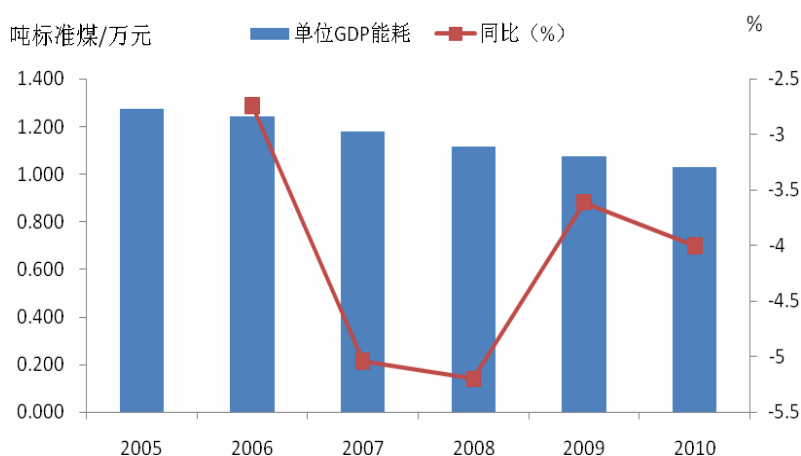
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 26 中国的对外依存度



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 27 中国单位 GDP 能耗及下降速度



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

四、全球流动性再起涟漪

■ 外围经济复苏强劲及加息预期上升

一季度以来,外围成熟经济体,包括欧元区、美国、日本都展示了日益超出预期的强劲复苏势头。从领先指数制造业 PMI 持续大于 50 来看,经济扩张是持续的。美国供应管理协会 (ISM) 的 PMI 数据连续 19 个月位于 50 的分界线之上,2 月份为 61.4,且仍呈不断上升之势,新订单指数、产出指数、进口指数分别为 68、66.3、55 均比前一个月份高,见图 28。我们也注意到,自有库存和客户库存指数不断下降,目前两者 48.8 和 40,说明经济复苏中去库存意义更大,随着库存的下降,未来补库存发生是必然并将带动经济步入正轨、持续复苏。

随着美国股市不断上扬,美国消费能力和消费意愿上升,房地产、制

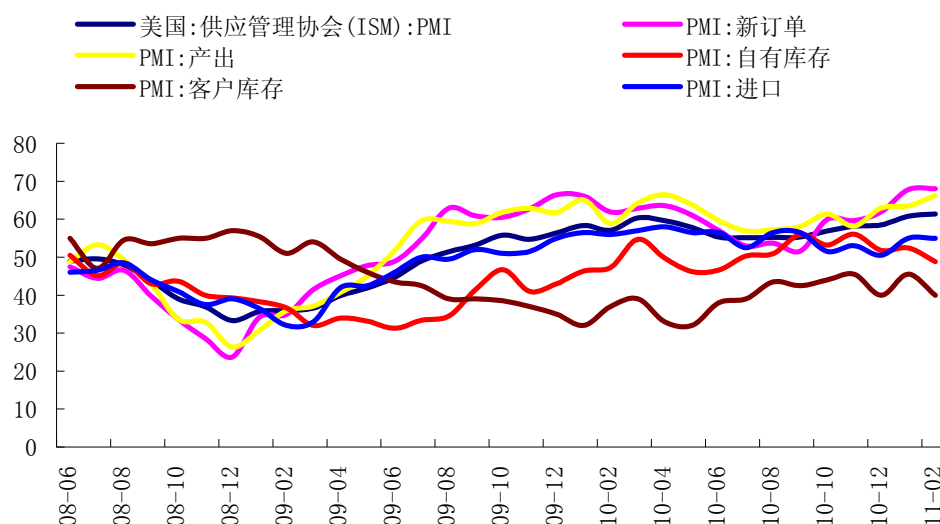
造业、军品、汽车等行业回升，尤其是北非国内战争暴发和国际军队军事干预之后，我们确信国际市场武器销售进入旺季，美国等国倾倒武器存货后，军品行业将持续上升。

欧元区虽然深受部分国家的主权债务危机困扰，但主要的国家，图 29，如德、法、英制造业 PMI 指数显示实体经济持续复苏。即便是长期以来处于通缩的日本，PMI 也连续第二个月出现扩张。

伴随经济的复苏，各国失业率也出现了一定的回落，图 30。同时，CPI 不断走高、通胀预期不断上升，图 31、图 32。

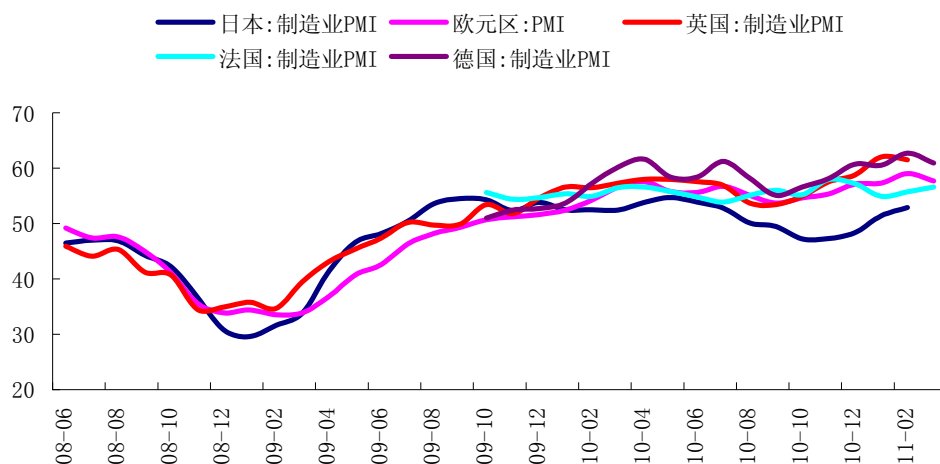
从目前的 CPI 及核心 CPI 来看，图 33，加息预期在不断上升，但同时又考虑到经济成长能否持续，欧、美、英等在日本大地震后对加息将会更趋谨慎，二季度美国加息的可能性较低。各国都将暂时提高对 CPI 的容忍度，毕竟核心 CPI 仍在相对低位。

图 28 美国 PMI 显示复苏持续，库存水平持续下降（%）



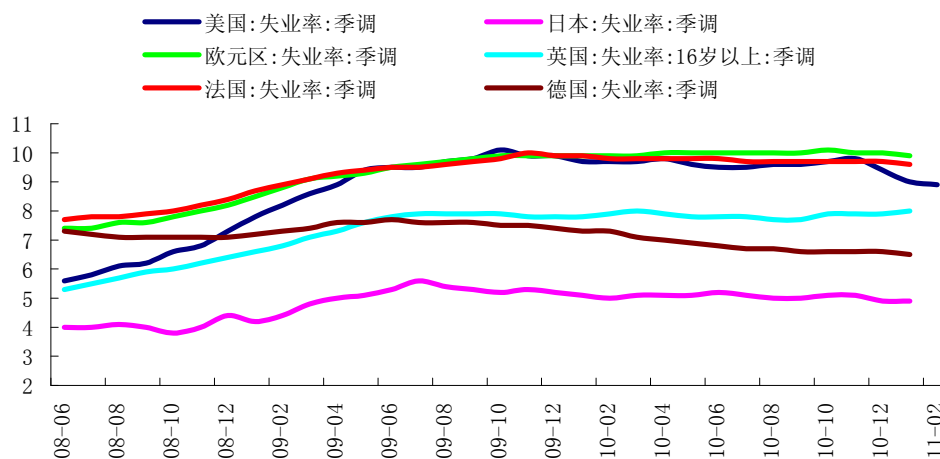
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 29 成熟经济体 PMI 显示经济复苏持续 (%)



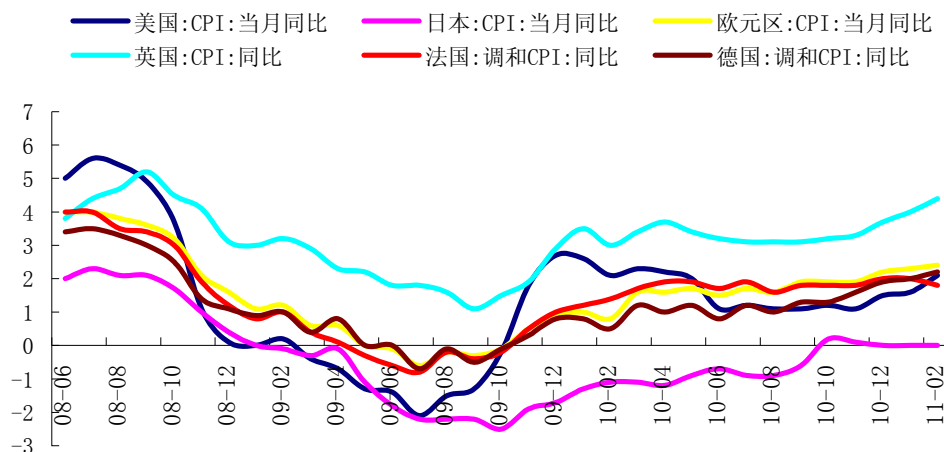
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 30 失业率水平高位有所回落 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 31 通胀水平上升 日本走出通缩 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

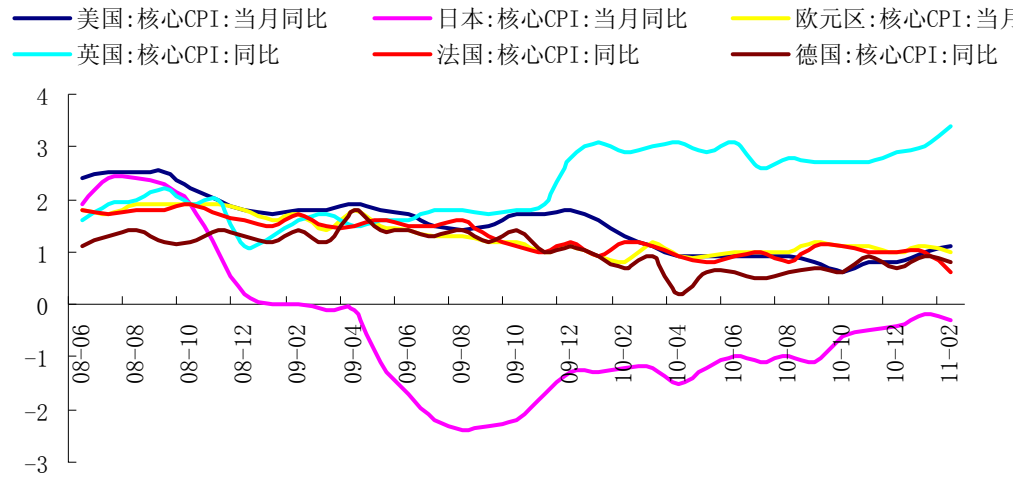
图 32 美元和欧元 5 年期国债收益率%



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 33 除英国外，核心通胀水平仍在低位（%）



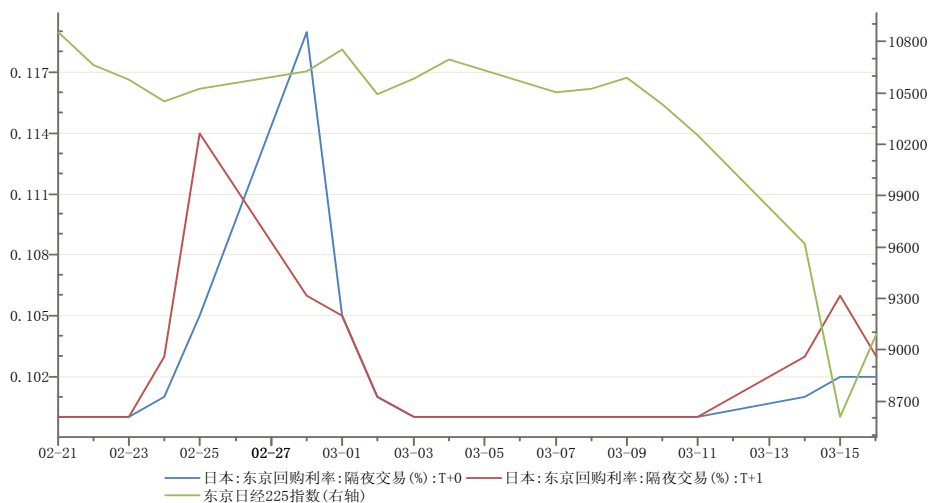
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

■ 灾后日本央行超级注资，全球流动性再起涟漪

日本 311 大地震、海啸以及核事故发生后，对本处在复苏中的日本经济短期冲击巨大，日本短期损失将超 2000 亿美元（有评估的更高）。震后日本股市大跌、日元大幅升值、拆借利率走高，图 34，为应对由此引起的大规模资金流动、交易、清算之需，日本央行通过公开市场操作短短几天、连续多次注入超过 40 万亿日元、达 5000 亿美元的流动性，重现去年美国 QE2 时的相似情景。

结合日本在全球经济中的地位（总量及产业链）、日元的储备货币地位，我们认为地震冲击以及地震重建在相当一段时间内将主导全球资本市场。短期来看，降低全球总需求，中期重建工作开始后又将拉动总需求回升。日本银行短期内向市场超级注资，为刚有收缩迹象的全球流动性再起涟漪。

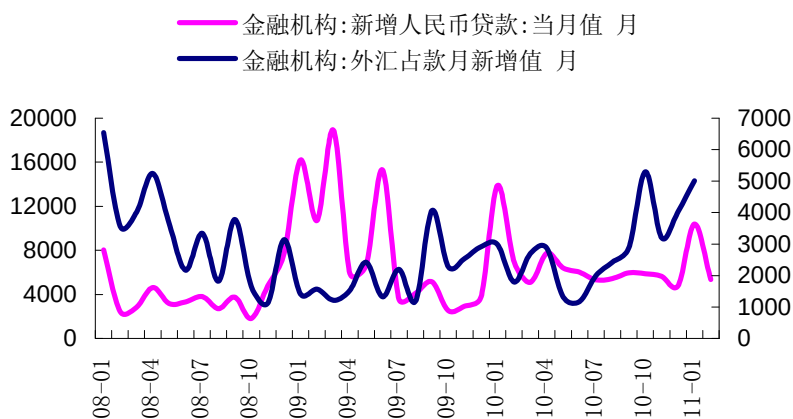
图 34 地震后，日本股市和拆借利率剧烈波动



数据来源:Wind资讯

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所

图 35 未来我国外汇占款仍将上升



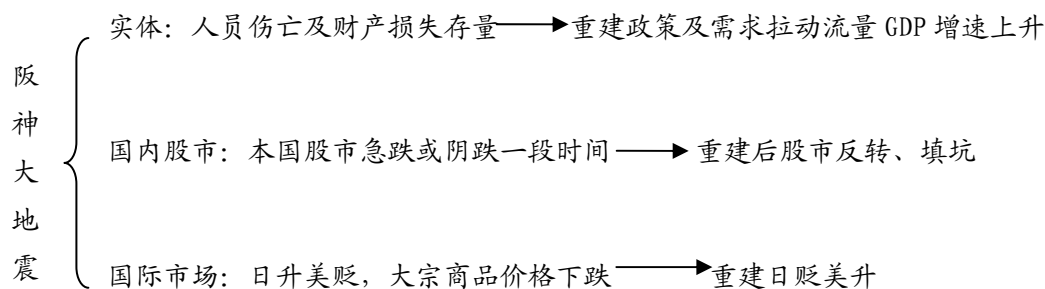
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 震后流动性主导大宗商品市场

经验分析来看，灾害事件对本国市场有短期冲击，中长期的重建需求有拉动经济的作用进而市场出现回复的过程；但大国灾害事件对汇率、大宗商品市场有较大的影响。

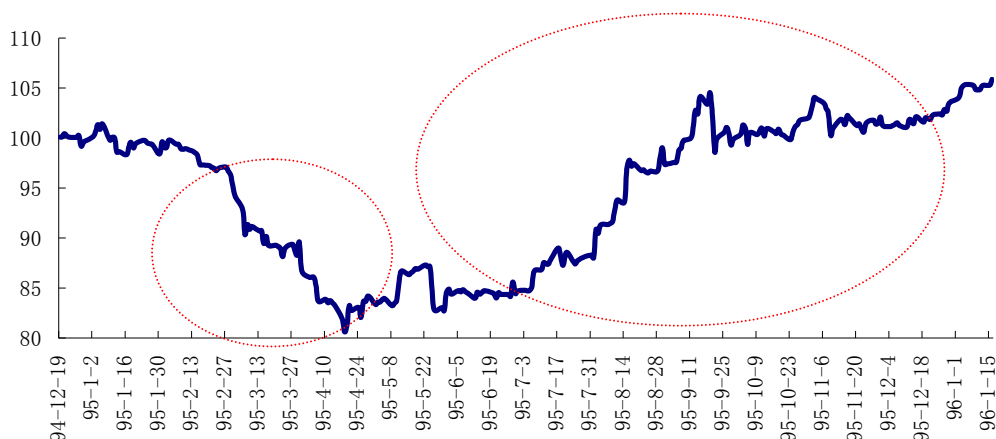
按照阪神地震对市场的影响及传导机制来看，图 36，关键环节在日元汇率上，我们判断，未来日元仍将进一步升值、并以此带动美元汇率趋降、大宗商品价格短期向下后反攻向上。考虑中东北非地缘政治风波对油价的向上刺激以及欧美应对通胀压力的加息预期，尤其是国际社会的联合干预，日元的大幅升值、美元大幅贬值、原油价格的大幅下降都不现实。

图 36 阪神大地震对市场影响机制，短期和中期



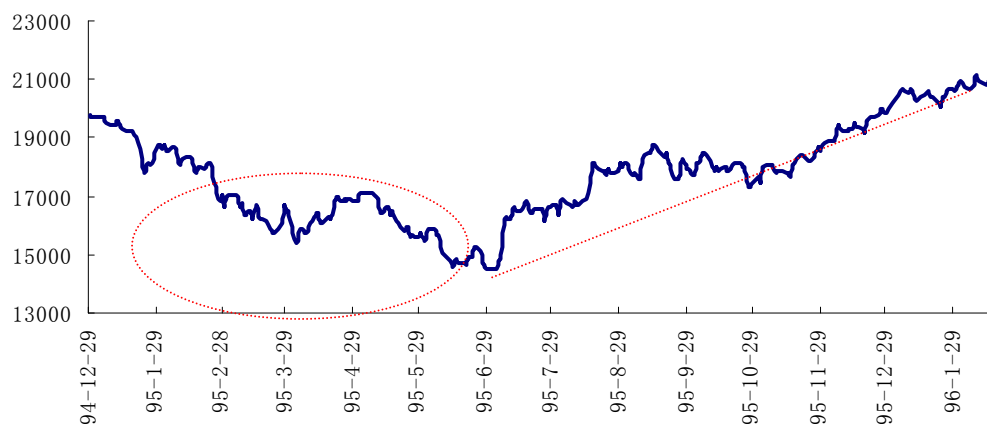
数据来源：上海证券研究所

图 37 日元汇率受资金流向影响先升后贬，日元 1995 年走势图



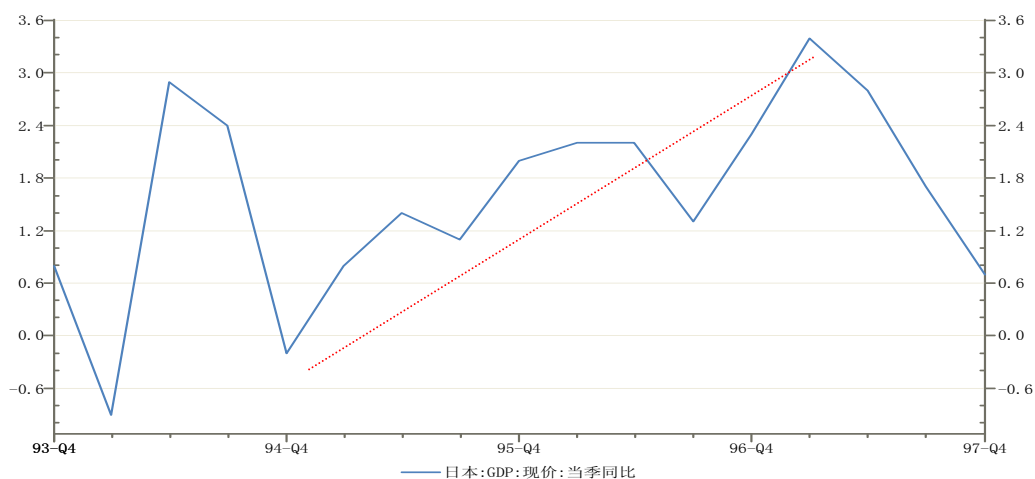
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 38 日经 225 指数先跌后涨，短期受冲击下跌，中期受重建拉动经济刺激一路上扬



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

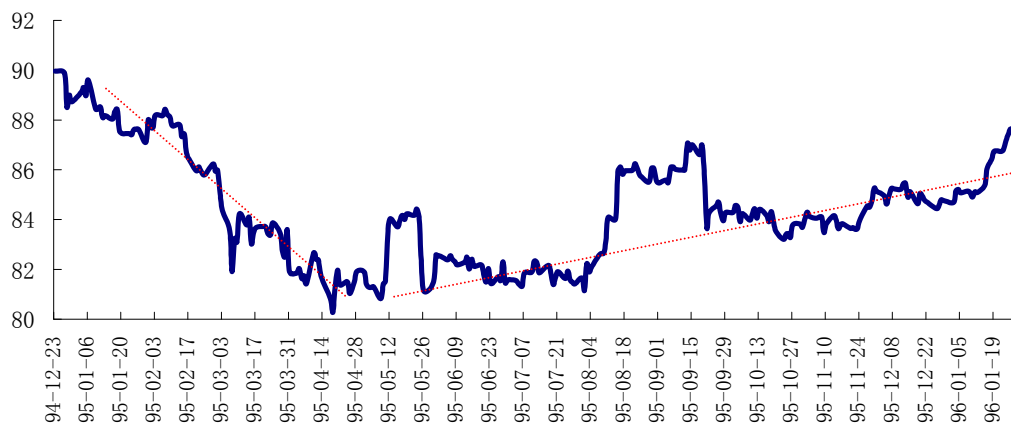
图 39 1995 年重建需求拉动日本 GDP 季度同比增速不断走高



数据来源: Wind 资讯

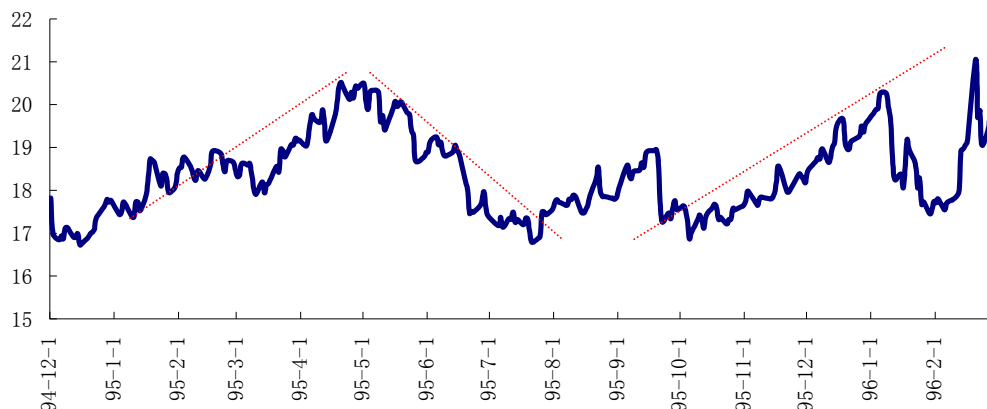
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 40 国际汇市波动明显，美元指数前贬后升



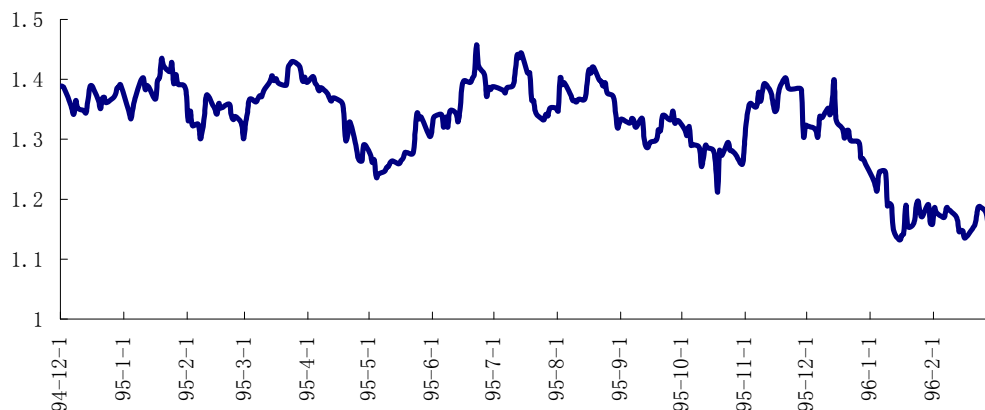
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 41 原油先期波动主要受美元汇率走势影响，后面更受经济复苏影响，NYMEX 原油 1995 年走势(美元)



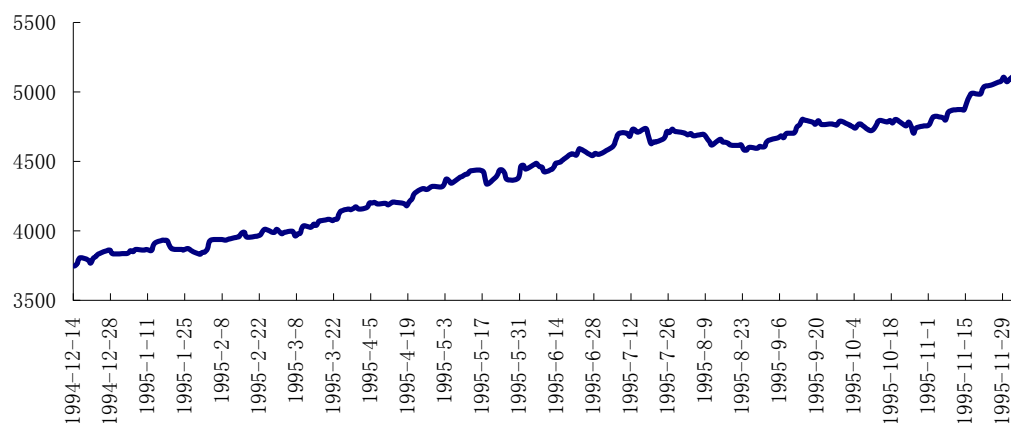
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所 (统计数据收盘日非特别说明均为2月28日,下同)

图 42 大宗商品的期铜价格逐步走低，COMEX 铜连续指数



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 43 对国际股市影响微小，道琼斯 1995 年走势(%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

日元短期内注入巨额流动性，对全球流动性又是一次大放水。地震带来的短期资金流入，主导日元升值，并伴随美元贬值、大宗商品价格回升等。考察整个影响，一是可能推迟欧美加息政策出台，主要考虑到日本在全球经济中的地位，担忧核危机事态扩大化对全球经济复苏的冲击，如其核心技术及部件的出口将影响全球其它国家的相关产业，而非简单的竞争替代关系。二是全球大宗商品价格短暂性回落有助于全球通胀回落，但注入的巨额流动性又为未来的暴涨埋下伏笔，为未来治理通胀增添难度。拿原油来说，日本是世界第三大原油消费国，原油消耗量约为 437 万桶/日，占全球总消费量的 5.22%，日本原油需求的下降对原油价格的影响比较大。三是对全球的经济、政治格局产生深远影响，从中日两个出口大国以及政治大国的竞争关系来看，对中国经济无疑机会大于挑战。

结合日本地震分析，未来美元仍有进一步走低要求。首先，人民币对美元默默的升值、幅度不断扩大；二是美国二季度难加息，或者欧洲会先加息，欧元区国债收益率高于美元（也可理解为通胀率高），欧元稳定机制仍在最后的协调中；三是日元升值是否就在震后几天完成值得观察，理论上后面进入较长时间的升值阶段；四是美联储坚持 QE2 实施至 6 月份完成；五是随着各主要经济体复苏的确认，全球风险偏好上升、资金逃离美元。但我们的落脚点就是：美元走低——大宗商品价上升；或者日元新增巨额流动性——大宗商品价上升。

五、年报可能超预期，估值有支撑

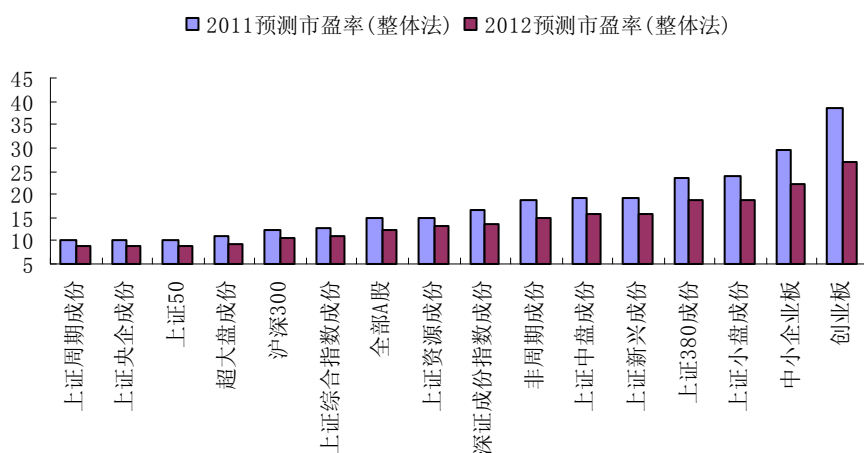
■ 主要成份指数估值较低

简单来看，如图 44，全部 A 股 2011 年市盈率为 14.82 倍，上证综指为 12.89 倍，即便是以成长性较高的中小板和创业板来看，预测 PE

分别为 29.71 倍和 38.43 倍。而周期和非周期的估值对比分别为 10.33 倍和 18.56 倍，超大盘和小盘、新兴比较，分别为 10.92 倍、24.07 倍和 19.11 倍。

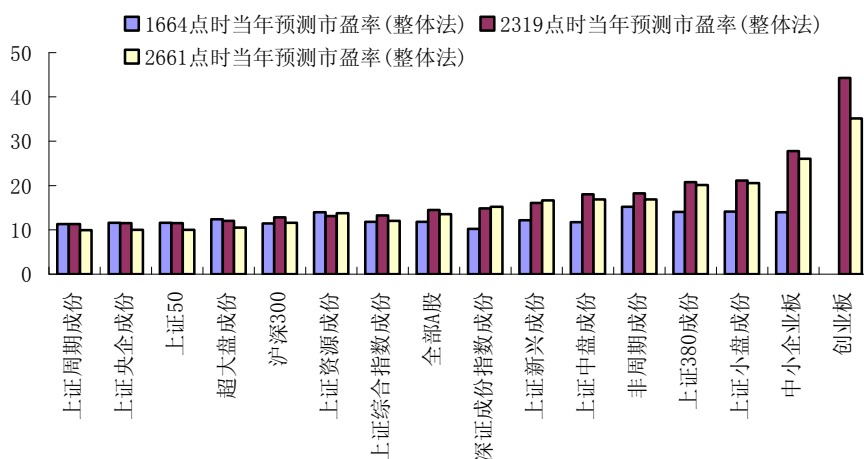
估值尽管在内部风格板块上存在结构性差异，但整体水平都不高。比较了危机以来市场的几个低点的估值，除了上证资源、上证新兴比 2319 点估值略高外，大部分成份指数在一季度调整低点时的估值比去年 2319 点要低，而上证周期、上证央企、超大盘、沪深 300 指数估值还低于当年的 1664 点水平。见图 45。

图 44 主要成份指数预测 PE 水平



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 45 市场主要指数估值可比历史低位

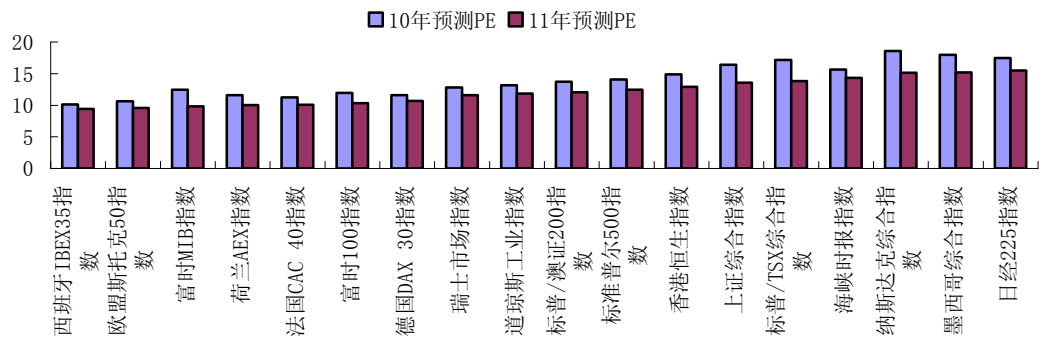


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

而国内市场简单的 PE 估值 (13 倍以内) 这两年和全球主要股指相比, 图 46, 图 47, 考虑不同经济体的成长性、以及汇率利率水平等, A

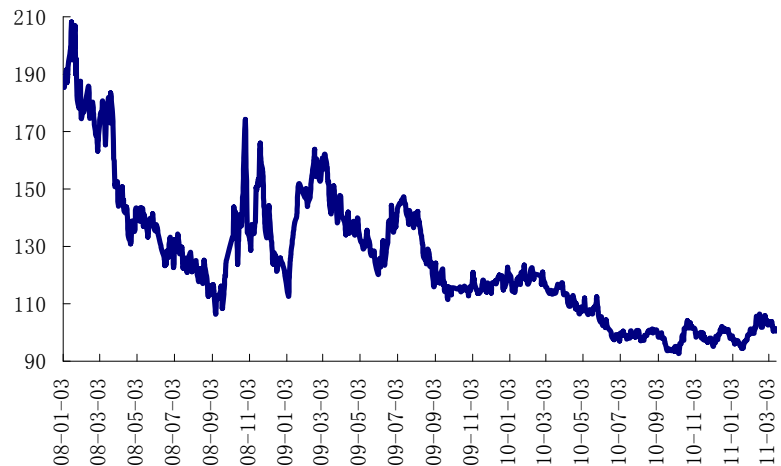
股从未显得如此的“估值合理”。

图 46 全球主要股指估值比较



数据来源: Bloomberg 上海证券研究所

图 47 AH 溢价指数持续在 100 上下徘徊，显示两地估值接抛



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 年报业绩可能超预期 拉低估值水平

去年年底市场对 2010 年的业绩增速整体预估在 30%左右，我们预计是 32%，目前 Wind 系统显示市场已对全部 A 股的业绩增速提高至 35%以上，这将进一步拉低静态估值水平。

截至 2011 年 3 月 23 日，对已披露了 2010 年度报告的 713 家 A 股上市公司进行统计分析，（其中中小板 197 家，创业板 64 家，剔除金融类上市公司）。713 家公司实现归属母公司净利润 3678.62 亿元，增长了 53.47%，表 3，净利润的大幅增长一方面得益于营收的增加，另一方面也是管理效率提高的结果。在营业收入上升 38.04%的情况下，三项费用只上升了 21.83%，三费率下降了 1.36%，从而净利率上升了 0.88%，达到 8.76%，表 4。中小板业绩增长基本符合预期，但创业板

业绩增速明显跟不上市场预期。

表 3 已披露年报公司业绩整体较好，主板优于中小板、创业板

	A 股	中小板	创业板
营业收入变动	38.04%	40.10%	42.86%
营业成本变动	39.87%	40.88%	48.86%
三费变动	21.83%	28.69%	33.06%
净利润变动	53.47%	41.39%	37.89%

资料来源: wind 资讯, 上海证券研究所

表 4 业绩增长得益于营收增长和成本控制

	三费率	营业成本率	净利率
2009	11.61%	73.17%	7.88%
2010	10.25%	74.14%	8.76%
变动	-1.36%	0.97%	0.88%

资料来源: wind 资讯, 上海证券研究所

在目前这些业绩统计数据上, 我们作测算, 考虑金融板块业绩增速 27.69% 和净利润占比 46%, 表 5, 初步测算下来整体业绩增速为: 41.58%。再考虑到较早公布业绩的公司业绩增速可能较好, 对上述数据给予九折折扣因素, 则全年业绩增速为 37%。年报披露完毕后, 有望进一步拉低市场估值, 表 6。

表 5 金融板块业绩增速

板块名称	预测市盈率 2009	预测市盈率 2010	2010 业绩增速
SW 金融	14.02	10.98	27.69
SW 信托 II	114.76	75.42	52.16
SW 银行 II	12.17	9.44	28.92
SW 证券 II	20.33	23.87	-14.83
SW 保险 II	26.91	20	34.55

资料来源: wind 资讯, 上海证券研究所

表 6 市场预期主要成份指数两年业绩预测及对应 P E

指数名称	净利同比增长率 %			市盈率		
	10E	11E	两年复合	09A	10E	11E
上证综合指数	36.08	23.27	29.51	22.11	16.24	13.18
上证 180 指数	34.83	21.05	27.75	18.58	13.78	11.38
上证 50 指数	32.55	19.71	25.97	16.36	12.34	10.31
沪深 300	35.91	22.30	28.92	20.40	15.01	12.27
深证成份指数	45.55	29.87	37.49	30.95	21.27	16.37
中小板综	40.42	40.23	40.33	59.49	42.36	30.21
深证综合指数	49.62	38.08	43.73	50.78	33.94	24.58

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 关注主板及低估值行业

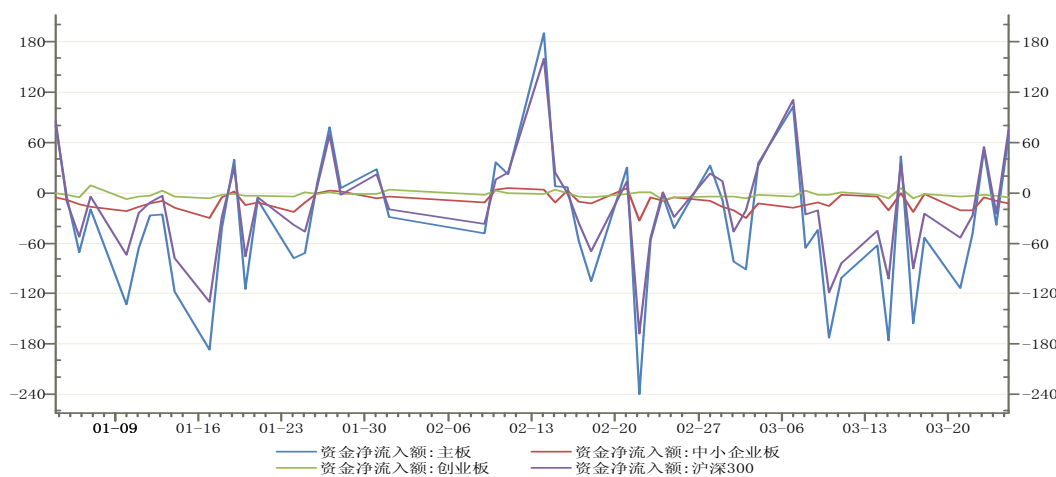
从业绩分析来看, 主板公司表现要好于中小板, 中小板则优于创业板。

创业板和中小板净利润分增长 37.89%和 41.39%，未达市场预期。一方面，在成本控制方面，创业板公司的三费增长最快，中小板次之，主板公司的成本控制最好；另一方面，在反映公司运行实质状况的经营现金流量方面，创业板也不如中小板和主板。

创业板本被寄予高成长性的厚望，2010 年却是成长性最差的板块。因此，创业板的股价在业绩增长上缺乏支撑，2011 年或许是主板、绩优股的机会。

从指数表现以及资金流向来看，主板、尤其是沪深 300 明显是强于中小板和创业板的，图 48。

图 48 板块资金流向显示主板和沪深 300 是未来行情方向

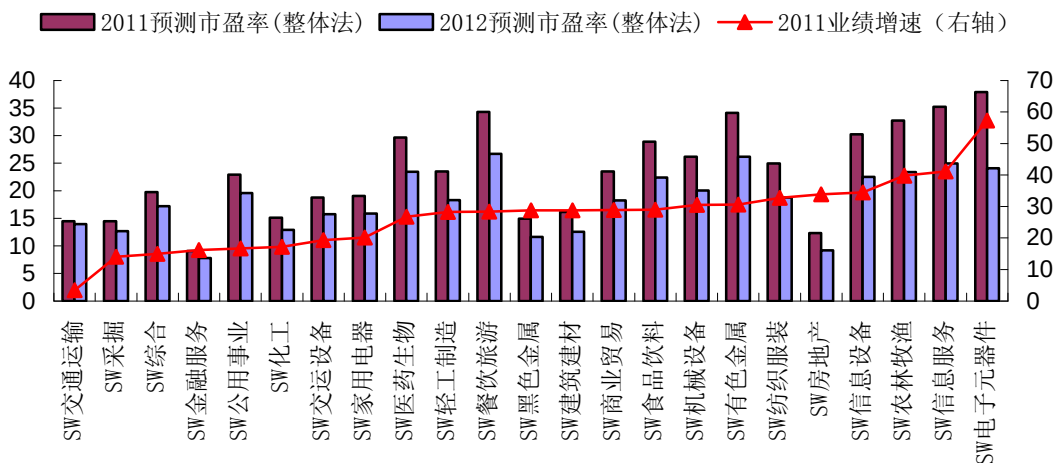


数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

行业来看，交运、采掘、金融、化工、钢铁、建材、房地产等较低估值，且业绩仍有稳定或较高增速值得重点关注，图 49。

图 49 各一级行业 PE 和业绩增速



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

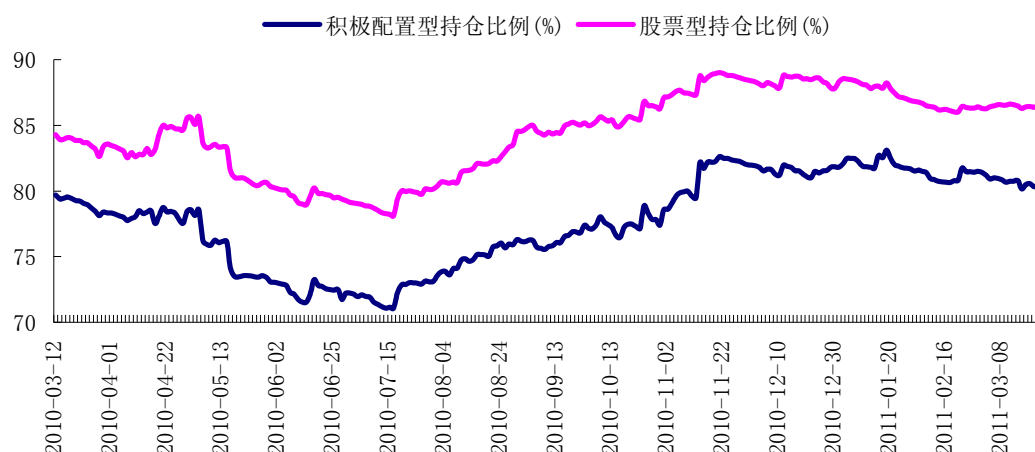
六、市场判断和行业配置

■ 春季上证指数核心波动区间: 2900-3300 点

大的格局的上, 我们还是维持年度报告中的观点, 即 2319 点开始的行情是相对于 1664 点-3478 点的级别浪形, 2661 点开始的其中一个子浪, 对应于 2319 点-3186 点的, 绝对空间上会比这段大, 理论是过 3478 点的。就整个二季度来说, 我们偏乐观, 认为上证指数核心运行区间是 2900-3300 点左右, 对应于 2011 年 PE 估值 12.7 倍-14.5 倍。但高点取决于通胀水平变化带来的政策预期的变化。

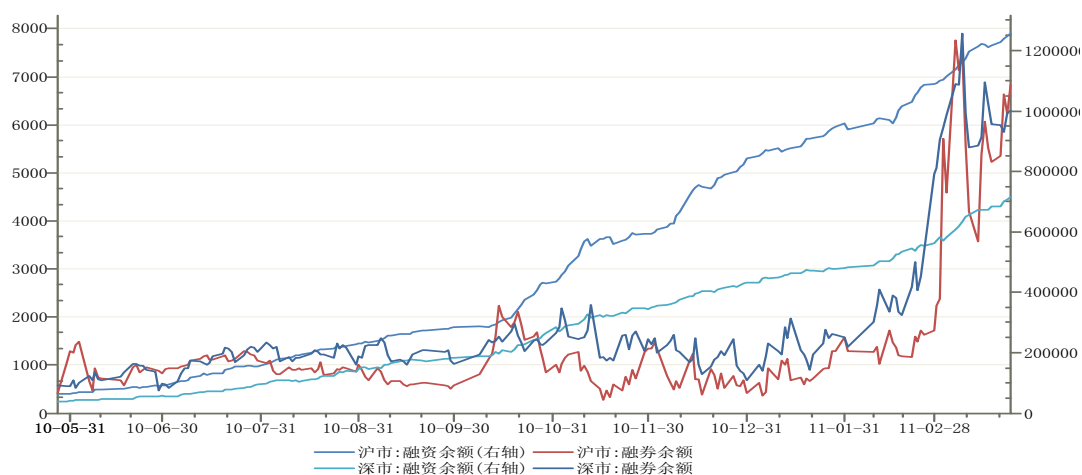
事实上, 除了估值水平外, 市场主体心态方面也比较平稳, 如基金未有大规模的降仓 (图 50)、沪深两市融资买入额度不断上升达 200 亿 (图 51)、大小非减持意愿降至低位 (图 52)、基金发行从低点渐趋转暖 (图 53)。

图 50 基金仓位总体平稳



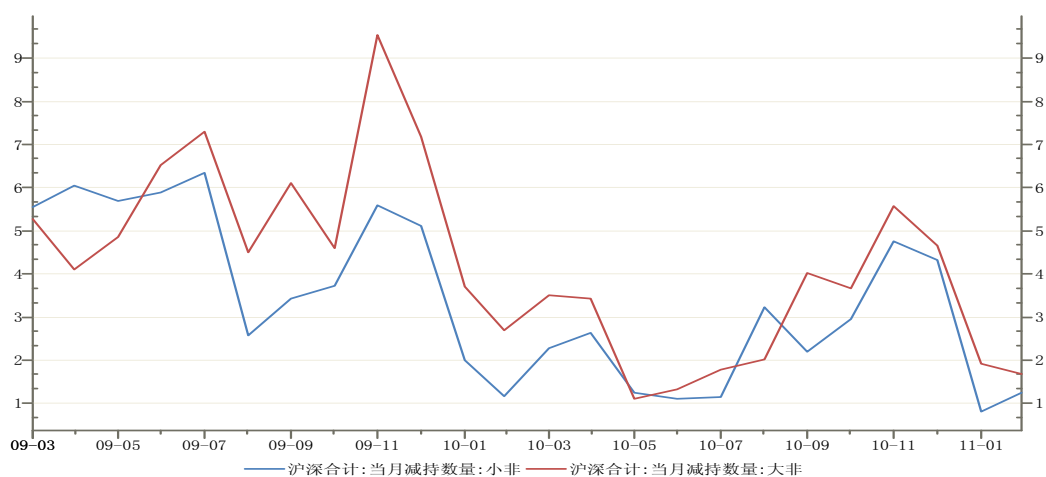
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 51 沪深融资额交易上升迅猛



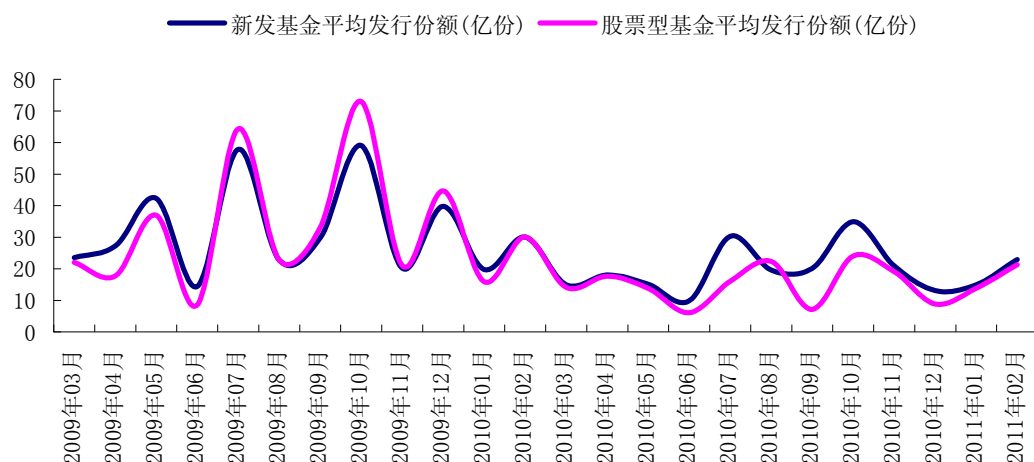
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 52 大小非月度减持量位于低位



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 53 基金发行低位开始转暖

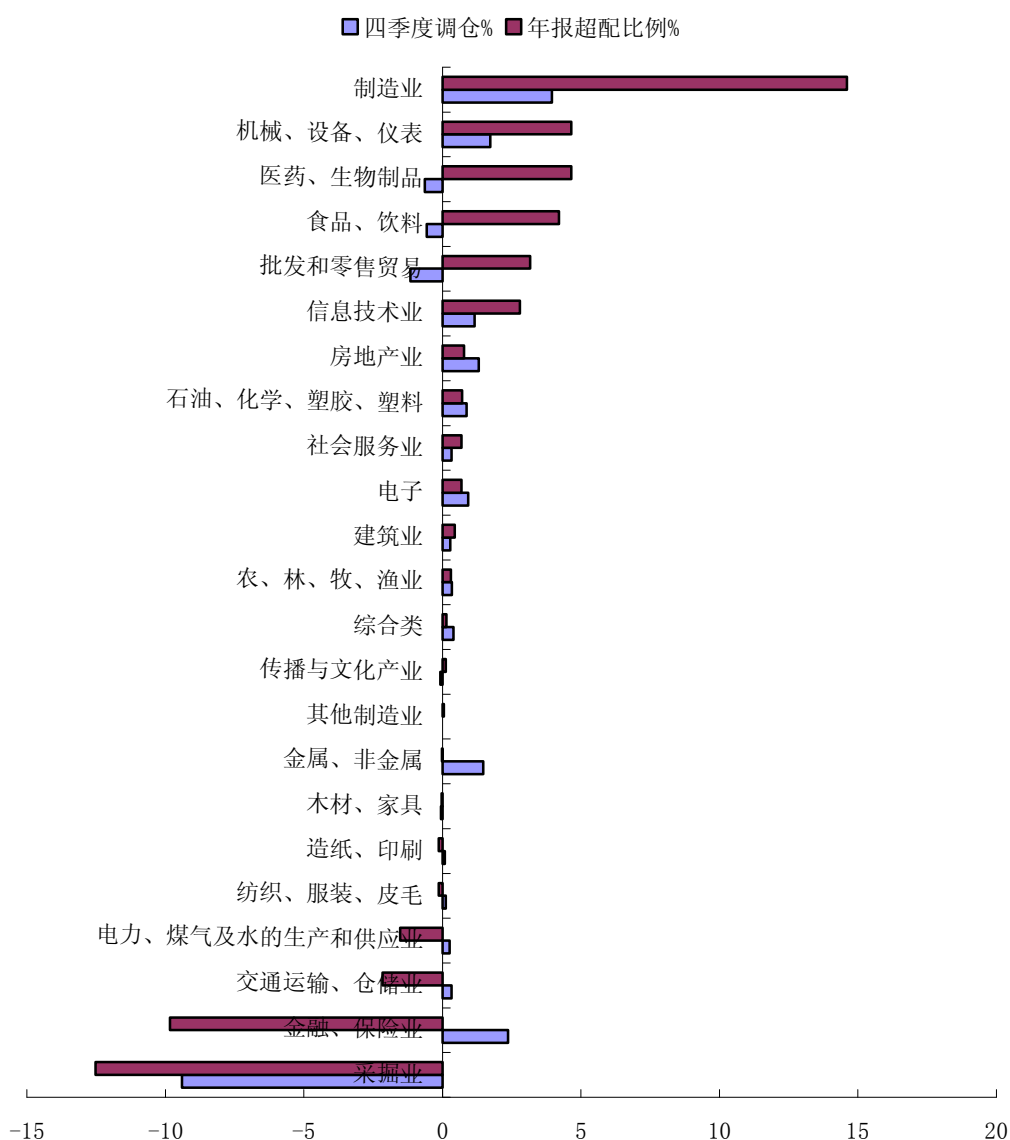


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 配置策略：低估值、顺周期和流动性三维驱动

再来观察作为主流机构的基金的配置动向，在去年底开始的那波调整中，基金是做了不少的调仓动作，见图 54。首先，制造业、金融保险业、机械设备、金属非金属、房地产、信息技术、石油及化工是增仓的，其中制造业、机械设备、信息技术都是超配较多的基础上进行的增仓，属于强势股增仓行为，而金融保险属于较大程度的低配基础上的增仓，未来这一过程可能还会继续。其次，从减仓行业来看，采掘、商业、医药、食品饮料、传播文化、木材家具是减仓幅度较大的行业，其中采掘显示较大程度的低配基础上的较大幅度的减持，事实上是采掘行业标准配置比例有了大幅度的提升，绝对投资比例上升了 1.31%，未来这行业相对标准配置有较大的增持空间，而另外的五个减仓行业（都是消费行业），都是原来超配基础上的减仓，未来仍有可能进一步增仓。从这个角度来看，关注增仓的行业，短线关注本就超配而增仓的行业，如制造业、机械设备、房地产、信息技术、电子、石油与化工等；中线可关注目前低配而增仓的行业，如金融保险、金属非金属、交运仓储、电力煤气、纺织服装、造纸等。

图 54 基金行业配置上的变化



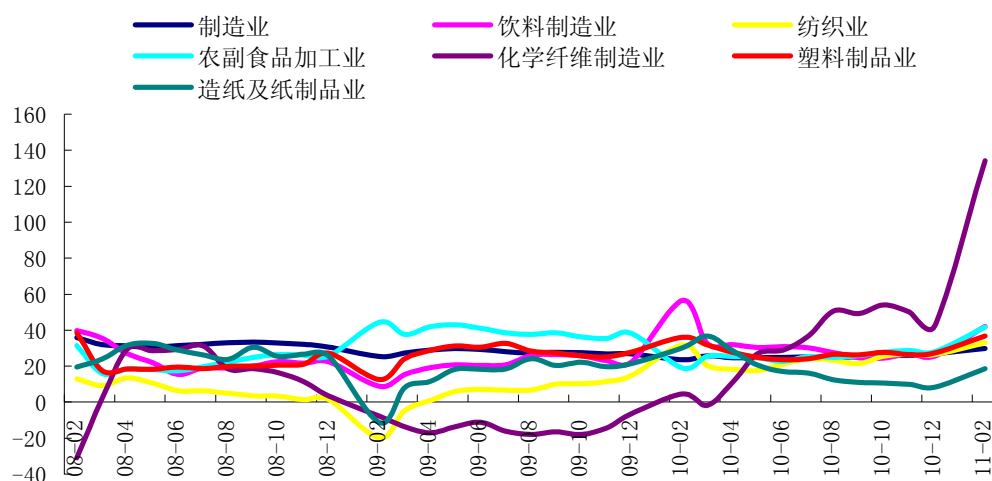
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

二季度我们主要的配置逻辑有:

一是低估值的逻辑。考虑业绩因素,配置本身低估值、且一季度业绩可能超预期的行业,结合前面的估值比较和业绩预测情况,银行、机械设备、水泥、化工等自身估值较低,同时行业一季度业绩可能超预期,是可攻可守的行业。

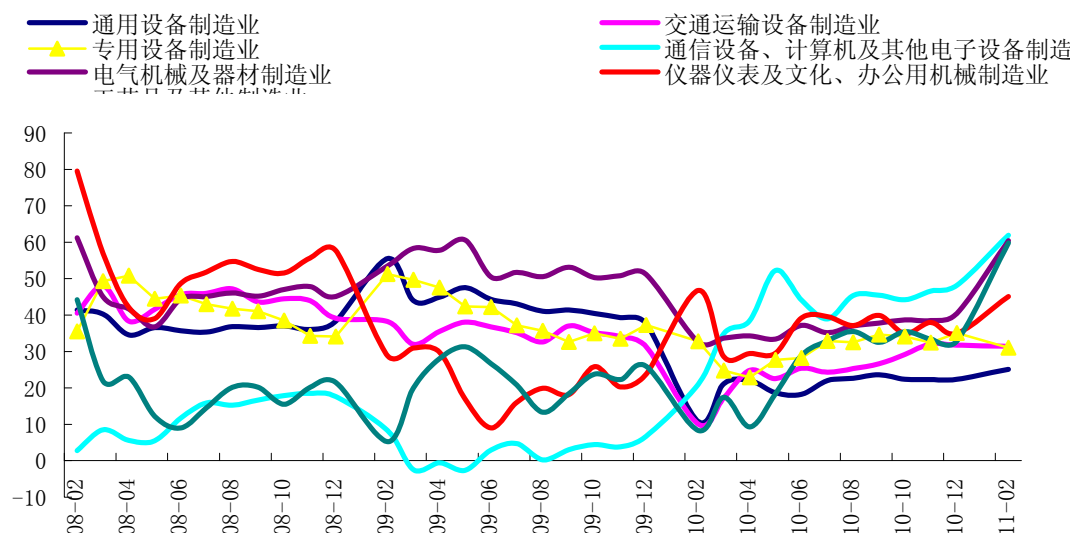
二是顺周期的逻辑。按投资驱动经济带来行业景气持续上升的逻辑进行配置,关注水泥、工程机械、化工、高铁制造、水利水电建设、通讯设备等受益投资直接拉动的行业,图 55、图 56、图 57 系列行业固定资产投资上升明显。

图 55 制造业等行业固定资产投资增速%



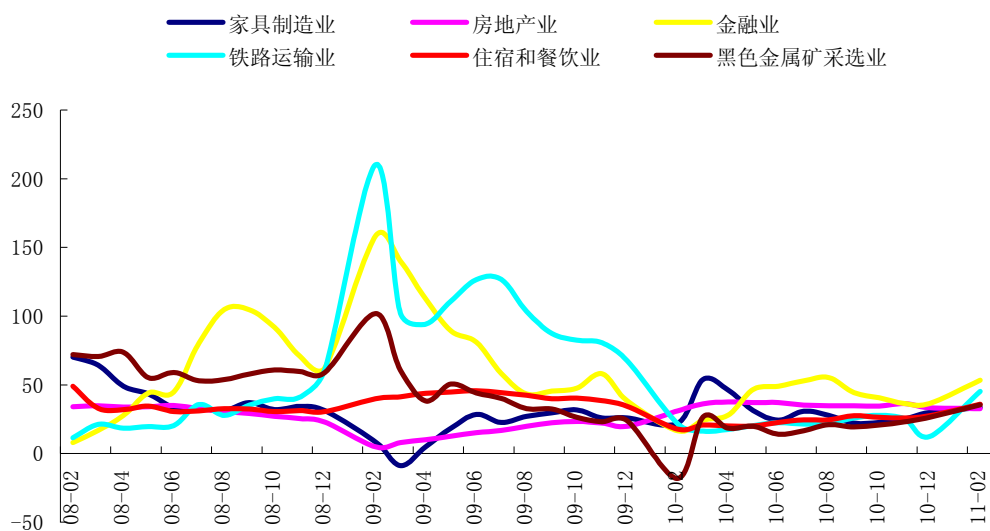
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 56 泛设备行业固定资产投资增速%



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 57 家具制造业等行业固定资产投资增速%



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

三是流动性的逻辑。按照经济复苏、美元弱势或日元流动性冲击，资产类行业，包括煤炭、有色、资源矿产、金融、地产等有阶段性迅猛反弹机会。首选券商、黄金、煤炭有色等。

四、按照政策红利配置，包括上半年要公布的相关战略性新兴产业的专项规划、新能源、新材料、新能源汽车等产业扶持规划、即将出台的区域振兴规划，如内蒙古、陕甘宁等。

五、小盘股的高送转已经审美疲劳，预告时没有炒起来，关注在实施时的板块机会。此外，关注央企重组、绩差股重组等事件型机会。

综合上述，我们建议二季度主要配置：机械、水泥、化工、高铁制造、通讯设备、煤炭、有色、券商、银行，中期布局消费，关注小盘股的高送转实施的板块行情。

■ 春季个股组合

组合推荐：南京银行(601009)、海通证券(600879)、神火股份(000933)、内蒙君正(601216)、南山铝业(600219)、特变电工(600089)、航天电子(600879)、亨通光电(600487)、光明乳业(600597)、大秦铁路(601006)。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。

