

人间四月芳菲尽

--二季度股票市场投资策略

报告日期 2011-03-29

报告关键点:

- 经济不悲观，估值不乐观；
- “低估值”是2011年最大的主题；
- 蓝筹指数区间波动，中小股票趋势下跌。

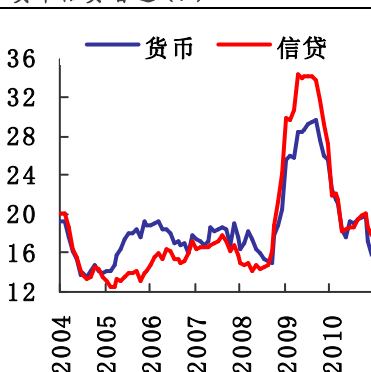
报告摘要:

- 经济增长不悲观:
 - 在收入增速稳定向上的情况下，我们预计实际消费增速下行趋势确立但不剧烈；
 - 投资周期或向上：1、在企业盈利能力和盈利增速保持高位的情况下，制造业投资周期向上。2、由于负利率水平不断扩大，预期二季度房地产投资下滑速度缓慢。3、政府主导投资中，预计主要增量投资来自保障房、水利、城市轨道交通、民航基础设施建设和内河水运，2011年投资较2010年新增近8000亿，政府投资增速约15%左右。
 - 外需可持续复苏对出口构成支撑，但需警惕二季度海外货币政策变化（欧洲加息、美国结束QE2）对大宗商品市场的扰动。
- 估值趋势不乐观:
 - 3月份CPI环比增速下滑是正常的季节模式，在经济相对健康的基础上如果货币政策出现摆动将加速通货膨胀上行。
 - 观察全球股市在过去一年间的估值波动趋势，我们可以清楚地看到：越早进入加息周期的地区，估值向下的趋势越明显。
 - 按照全年7万亿信贷规模和29000亿国外净资产增量，预期二季度M2在16%左右，流动性处于紧平衡状态。
 - 在实体经济流动性紧绷的情形下，一旦股市上行，股市融资量将迅速上行，对估值构成压制。
- 基于低估值优于高估值的配置主线，二季度我们相对看好银行（一季度超配）、医药（一季度低配）和部分原材料板块（剔除一季度超配的有色板块，保留煤炭、建材）。我们建议地产上半年维持波段操作，如果土地购置金额连续两个季度下降，通货膨胀趋势得到控制，在政策放松预期下，我们预期地产板块下半年尤其是四季度可能出现较高的绝对收益。
- 我们对相对收益投资者的一个简单建议是：尽量使组合模拟上证50指数。
- 风险提示：政策放松；经济增长剧烈下滑。

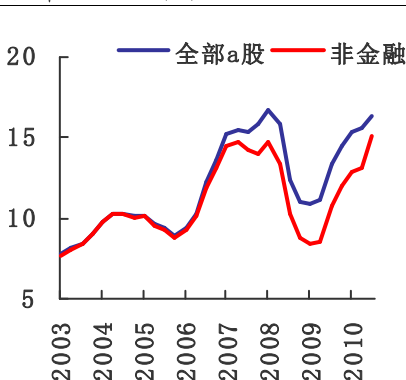
市场表现 (%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	1.89	7.65
上证综指	2.76	7.60
上证 50	4.53	7.60
深成指	0.35	7.48
中小板指	(2.42)	6.98

货币信贷增速 (%)



全部 A 股 ROE (%)



范妍

021-68765053

执业证书编号

程定华

021-68766193

执业证书编号

诸海滨

021-68766170

执业证书编号

高级策略分析师

fanyan@essence.com.cn

S1450511020012

首席策略分析师

chengdh@essence.com.cn

S1450511020035

高级策略分析师

zhuhb@essence.com.cn

S1450511020005

1. 经济不悲观

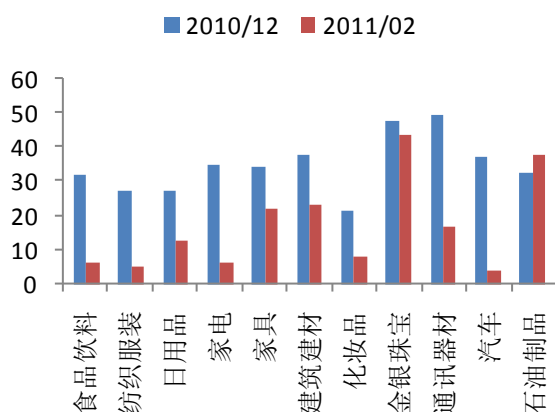
1.1. 实际消费增速下滑缓慢

2011 年一季度的股票市场是极为混乱而复杂的,从行业配置上来看,从周期到非周期,从上游资源到中游家电、汽车再到下游消费均在卖方推荐之列。我们认为行业配置的分化与市场难以达成稳定一致的经济预期和政策预期有关。

从拉动经济的三架马车来看,消费增速(实际)下滑的趋势比较确定。1-2 月社会零售销售增速由市场此前的预期的 19%下滑至 15.8%。我们认为由于限额以上零售企业的统计口径出现了调整,导致不同类别的消费品增速与历史增速相比出现了断层式的下降(见图 1);同时 2 月份销售数据存在春节效应的扰动。剔除这两个因素的影响,消费增速的下滑可能并没有数据显示的那样悲观。

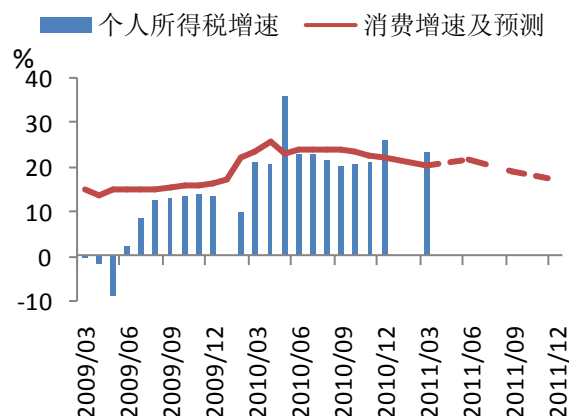
数据显示,国家财政部公布的 2011 年 1-2 月份个人所得税出现了 50%以上的上涨,即便是考虑到年终奖个税由 3 月份提早到 2 月份计提的影响,一季度的个人所得税增速应该也在 23%左右(见图 2)。同时,在全国大范围内出现了招工难现象,农民工工资加速上涨的趋势也很确定。在这样的背景下,我们预计实际消费增速下滑的趋势确定但并不剧烈。

图 1、限额以上企业零售销售增速出现断层(%)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 2、个人所得税增速与销售增速预测



数据来源: Wind, 消费增速由安信宏观小组预测
注: 假设 3 月份个税收入为 2010 年 4 月-12 月均值

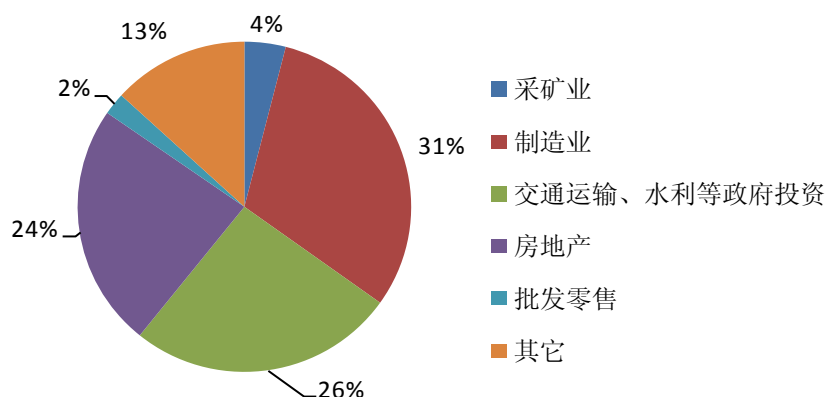
1.2. 投资周期向上?

从投资周期来看,尽管前景还不明朗,但一季度无论是基建、房地产还是私人部门的投资需求都比预期要好。

1.2.1. 制造业: 投资启动迹象明确

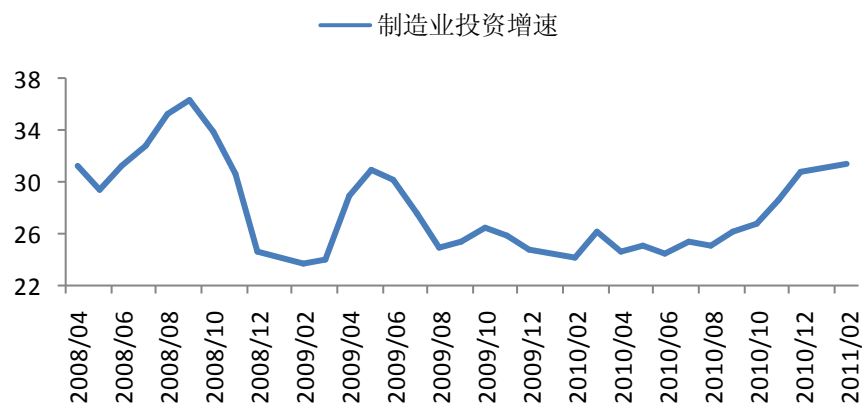
制造业投资约占 2010 年城镇固定资产投资总额的 31%。自去年 8 月份开始,以制造业为代表的私人部门投资需求出现了止跌回升的迹象,制造业投资增速从 24%的谷底回升至 30%左右的平台。无论从目前已经公布年报的上市公司 ROE 数据还是截止 2011 年 2 月份的工业企业净利润率都表明私人部门的盈利能力处于较高的水平。2010 年四季度上市公司的净利润同比增速在 40%以上,2011 年 1-2 月份工业企业的利润增速在 30%以上。在这样的情况下,我们预计私人部门的投资可能出现加速而不是减速。(见图 3-图 8)

图 3、2010 年全年城镇固定资产投资分行业投资占比



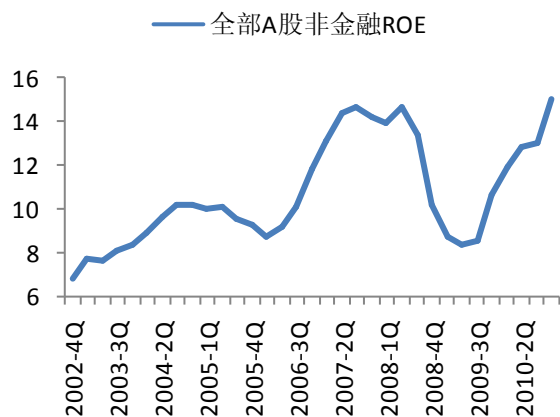
数据来源：WIND，安信证券研究中心。

图 4、制造业投资同比增速



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 5、全部 A 股非金融 ROE (TTM, %)



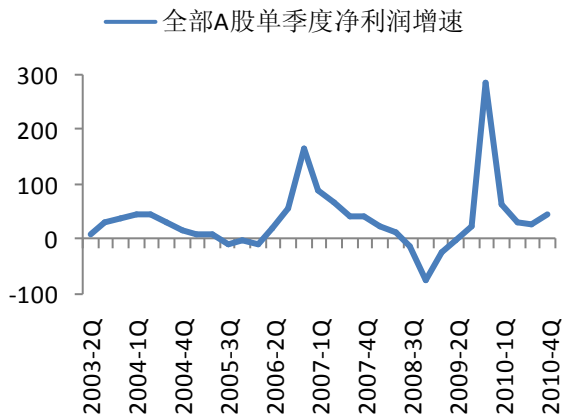
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 6、工业企业利润总额/营业收入 (%)



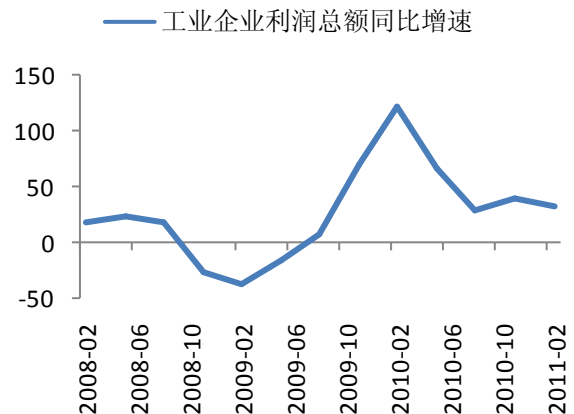
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 7、全部 A 股单季度净利润同比增速 (%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 8、工业企业利润总额同比增速 (%)



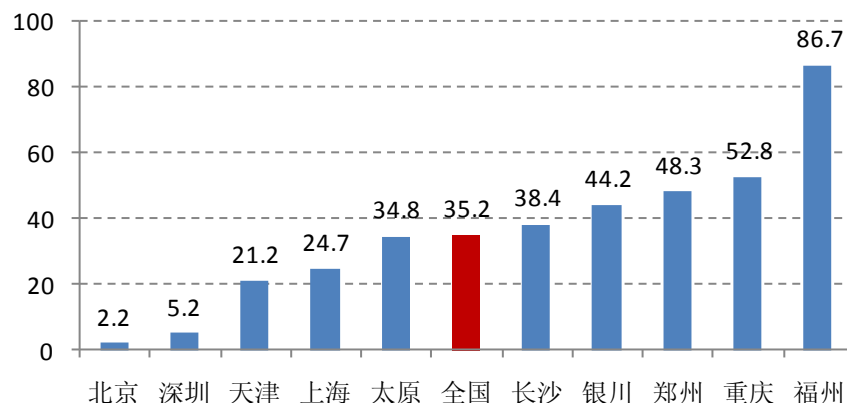
数据来源：Wind，安信证券研究中心

1.2.2. 房地产：最大的变数

房地产投资约占 2010 年城镇固定资产投资总额的 24%。2011 年 1-2 月份的房地产投资增速在 35% 左右，再度超出了我们的预期。

如果观察各个城市的细项数据，可以发现除了京沪广深等个别城市的房地产投资增速处于较低的水平，不少省会城市的房地产投资增速都超过了全国的平均水平（见图 9）。2010 年全年，一、二线城市的房地产投资超过全国房地产投资的 45.6%，与 2009 年 46.0% 的占比相比，并没有明显下滑（见表 1）。也就是说，房地产投资超预期的增长并不仅仅来自三、四线城市投资加速的贡献，一、二线城市的房地产投资没有下滑可能是更为关键的因素。

图 9、2011 年 1-2 月份城市房地产投资增速



数据来源：Wind，安信证券研究中心。

从已经公布的房地产企业年报来看，2010 年年末房地产企业现金约占股东权益的 60%，而一年内将要到期的债务仅占股东权益的 30%。对比 2008 年，当时上市房地产企业现金/股东权益不到 40%，而一年内将要到期的债务接近股东权益的 45%。目前房地产企业的现金流要比 2008 年宽裕许多。按照 2011 年 1-2 月份的数据，全国商品房销售面积同比增速依然维持在 13% 的水平，直到今年 2 月份，房地产企业的现金流量和负债水平都相当健康（见图 10-13）。二季度房地产投资下滑的速度应该比我们之前预期的要温和。

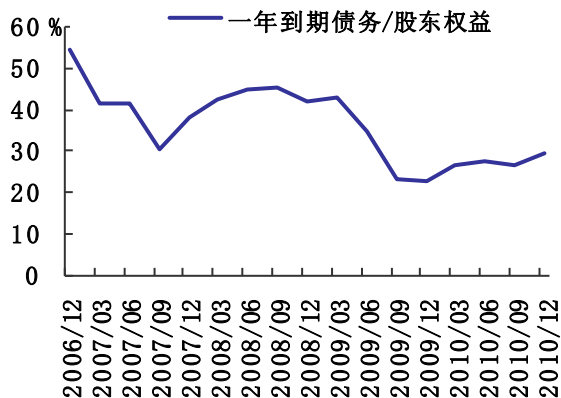
需要指出的是，由于地产调控政策在时间和力度上的不可预期性，我们无法预期未来一段时间房地产的成交趋势。如果房地产成交二季度出现剧烈萎缩，三季度后房地产投资增速仍然存在大幅下调的可能性。

表 1、一、二线城市房地产投资规模（亿元）及增速

地区	2009年投资额	2010年投资额	2010年投资增速 (%)
福州	362	671	85.4
银川	100	161	66.8
郑州	514	775	50.9
西宁	64	95	49.5
宁波	375	557	48.8
太原	165	241	46.1
济南	333	485	45.7
呼和浩特	178	250	42.7
沈阳（估计）	1189	1677	41.1
南宁	227	318	40.0
长沙	497	684	37.5
杭州	705	956	35.7
上海	1464	1981	35.5
成都	945	1278	35.3
厦门	295	396	34.5
海口	78	104	33.1
石家庄（估计）	371	490	32.2
青岛	460	602	31.1
重庆	1239	1620	30.8
哈尔滨	279	361	29.4
南京	596	755	26.7
北京	2338	2901	24.1
长春（估计）	444	550	24.0
合肥	670	819	22.2
西安	696	842	21.0
广州	817	984	20.3
兰州	99	118	20.0
天津	735	867	17.9
深圳	437	458	4.8
全国	36232	48267	33.2
一二线城市投资占比 (%)	46.0	45.6	

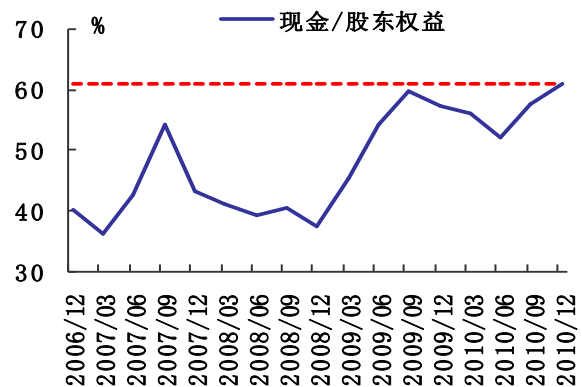
数据来源：Wind, 安信证券研究中心整理

图 10、上市房企 1 年内到期债务/股东权益



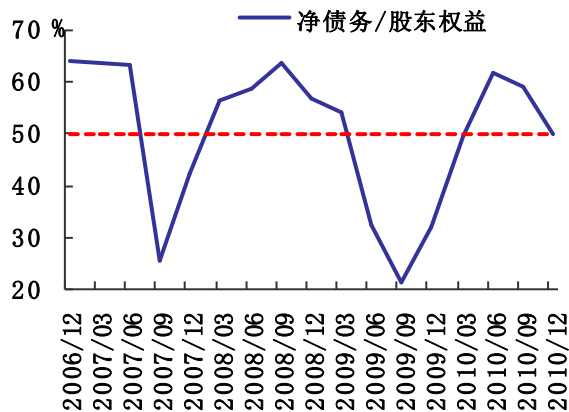
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 11、上市房企现金/股东权益



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

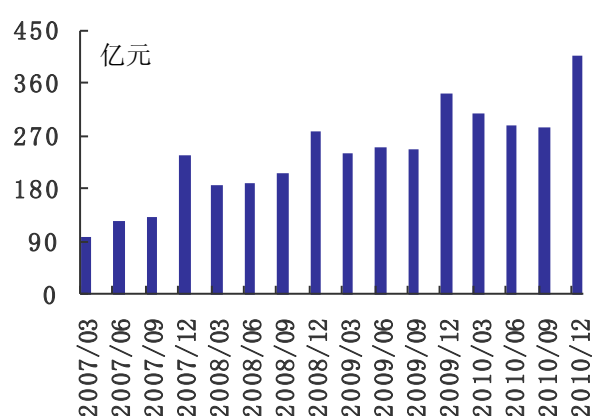
图 12、上市房企净债务/股东权益



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

注: 以上均为已公布年报的房地产公司整体法计算的数据

图 13、上市房企预售收入



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

1.2.3. 政府投资增速放缓, 增量投资来自保障房与水利建设

交通运输、水利等行业投资占整个城镇固定资产投资的 26%, 这部分投资主要由政府主导。对比“十二五”规划和“十一五”规划, 政府投资的增量部分主要来自保障房、水利、城市轨道交通和民航基础设施建设, 其中最大的增量是今年预计接近 10000 亿投资规模的保障房建设和接近 4000 亿的水利投资:

- 按照去年 370 万套保障房竣工, 今年 720 万套保障房竣工, 2011 年保障房投资较 2010 年增加 4800 亿元。
- 2010 年水利投资约 2000 亿元, “十二五”年均水利投资约 4000 亿元, 较 2010 年增加 2000 亿元。
- 内河水运“十二五”期间投资规模约为“十一五”期间的 2 倍, 投资金额年均增加 200 亿元。
- 2011 年民航基础设施投资规模为 700 亿元, 较“十一五”平均年投资增加 200 亿元。
- 城市轨道交通建设“十二五”期间计划投资 7000 亿元, 截止 2010 年 10 月已投入营运线路总里程约为 1270 公里, 到 2015 年前后预计达约 2500 公里。我们预

计城市轨道交通建设的投资较“十一五”有所增加，2011 年比 2010 年新增量约 500 亿左右。

在基础设施建设中，我们预计农村公路、高速公路、铁路投资等没有增量贡献：

- 农村公路 2010 年末已实现全国 96.1% 的乡镇通油路（水泥路）。“十二五”计划 80% 以上的行政村通沥青路（水泥路）。
- 高速公路 2010 年末营运里程达 7.4 万公里，整个“十一五”期间的增量在 3.3 万公里；“十二五”期间增量在 0.9 万公里，年末达 8.3 万公里。
- 铁路投资 2011 年为 7000 亿元与 2010 年持平。

我们预计从五年规划出台到项目落实可能需要等到今年三、四季度，今年政府主导的基建投资增速在 15% 左右（包括保障房），略低于去年平均水平。（见表 2、表 3）

表 2 政府重点项目投资“十一五”与“十二五”规划对比

重点领域	"十二五"规划	"十一五"规划	"十二五"或 2011 年投资金额	"十一五"或 2010 年投资金额
保障房	3600 万套保障房。今年 1000 万套保障房包括：200 万套经济适用房（5000 亿元，主要以社会集资方式进行，政府无偿划拨土地）；400 万套棚户区改造（5000 亿元，企业投资 3400 亿元，政府计划投资 1000 多亿元）；160 万套廉租房和 220 万套公租房（3000 亿-5000 亿元，完全依靠政府投资。）	2010 年计划 590 万套，竣工 370 万套。	2011 年预计完成去年未完成的 220 万套和今年 1000 万套保障性住房计划的一半，约 720 万套，投资规模预计 1 万亿。	2010 年竣工 370 万套。
水利	到 2020 年，基本建成防洪抗旱减灾体系，“十二五”期间基本完成重点中小河流（包括大江大河支流、独流入海河流和内陆河流）重要河段治理、全面完成小型水库除险加固和山洪灾害易发区预警预报系统建设；基本建成水资源合理配置和高效利用体系，全国年用水总量力争控制在 6700 亿立方米以内，城乡居民饮水安全得到全面保障，万元国内生产总值和万元工业增加值用水量明显降低，农田灌溉水有效利用系数提高到 0.55 以上，“十二五”期间新增农田有效灌溉面积 4000 万亩；基本建成水资源保护和河湖健康保障体系等。	南水北调、大江大河治理等重大水利工程	水利投资未来 5 年平均每年 4000 亿	2010 年约 2000 亿
农村公路	新建和改造农村公路 100 万公里。实现所有具备条件的东中部地区行政村、西部地区 80% 以上的行政村通沥青（水泥）路。	全国农村公路五年新增里程 52.7 万公里，全国所有具备条件的乡镇都通了公路。	"十二五"中央计划投资 2000 亿元。2010 年末已实现全国 96.1% 的乡镇通油路（水泥路）。预计十二五投资持平或下滑。	"十一五"全社会共计完成农村公路建设投资 9500 亿元。中央对农村公路建设投资达 1978 亿
铁路	建成“四纵四横”客运专线，建设城市群城际轨道交通干线，建设兰新铁路第二双线，郑州至重庆等区际干线，基本建成快速铁路网，营业里程达到 4.5 万公里，基本覆盖 50 万以上人口城市。建成拉萨至日喀则等西部干线，建设山西中南部、蒙西至华中地区等煤运通道。研究建设琼州海峡跨海工程、川藏铁路。	“十一五”期间，我国铁路基本建设投资完成 1.98 万亿元，是“十五”投资的 6.3 倍。截止到 2010 年底，全国铁路营业里程达到 9.10 万公里，居世界第二，比 2005 年底增加了 1.56 万公里	2011 年 7000 亿	2010 年 7000 亿
城市轨道交通	建设北京、上海、广州、深圳等城市轨道交通网络化系统，建成天津、重	截止至 2010 年 10 月，全国已有北京、上海、	“十二五”期间，城市	轨道交通建设投资将

	庆、沈阳、长春、武汉、西安、杭州、福州、南昌、昆明等城市轨道交通主骨架,规划建设合肥、贵阳、石家庄、太原、济南、乌鲁木齐等城市轨道交通骨干线路。预计 2015 年前后,轨道交通运营里程将超 2500 公里。	广州、深圳、南京、天津、重庆、武汉、长春、大连、成都、沈阳等 12 个城市的轨道交通投入运营,线路总里程约为 1270 公里。全国已有 29 个城市获得批复建设,在建总里程约 1500 公里。	超过 7000 亿。	
公路	基本建成由 7 条放射线、9 条纵线和 18 条横线组成的国家高速公路网,通车里程达到 8.3 万公里,基本覆盖 20 万以上人口城市。加大国省干线公路改造力度,国道二级及以上公路里程比重达到 70%以上,基本实现具备条件的县城通二级及以上标准公路。	国家高速公路网中重点建设的“五射两纵七横”14 条线路中,已建和在建路段达到 95%以上。“十一五”末高速公路里程达到 7.41 万公里,居世界第二位,比“十五”末增加了 3.31 万公里。	未来 5 年高速新增里程不足 1 万公里,高速公路投资增速将明显下滑。	
沿海港口	建设北方煤炭下水港装船码头及华东、华南煤炭中转储运基地工程,大连等港口的大型原油接卸码头工程,宁波—舟山等港口的大型铁矿石接卸码头工程,上海、天津等港口的集装箱码头工程。新增万吨级及以上深水泊位 440 个左右。	截止到 2010 年底,全国规模以上港口数量为 96 个,拥有生产用码头泊位 32148 个,其中万吨级及以上泊位 1659 个。	部分省市提出倍增计划,但国家目前对于港口是否过剩有争议,认为应该适度推进港口建设。	“十一五”期间,沿海港口建设投资超过 3500 亿元。
内河水运	整治长江上游航道,实施长江中游荆江河段航道治理工程,稳步推进长江口 12.5 米深水航道向上延伸。实施西江航运干线扩能工程和京杭运河升级改造工程,推进长江三角洲高等级航道网及其他高等级航道建设。预计到 2015 年,全国内河高等级航道达标里程将较 2010 年增加 3000 多公里,70%的国家高等级航道将达到规划标准。	建设长江口深水航道治理三期工程、珠江口出海航道工程,长江水系、珠江水系和京杭运河航道整治工程,加快重庆、武汉、南京等内河港口建设。	“十二五”期间全国内河水运建设总投资预计将超过 2000 亿元。预计是“十一五”的两倍。	
民航	建设北京新机场,扩建广州、南京、长沙、海口、哈尔滨、南宁、兰州、银川等机场,新建一批支线机场和通用机场。研究建设成都、青岛、厦门等新机场。加快新一代空管系统建设。	截止到 2010 年底,运输机场达到 175 个,5 年新增 33 个,改建了一批机场。这些机场覆盖了全国 91%的经济总量。	2011 年民航预算固定资产投资总规模约 700 亿元。其中机场建设投资约 550 亿元。预期新建机场 6 个。	“十一五”期间,民航基础设施投资 2500 亿元

数据来源:“十一五”规划纲要、“十二五”规划纲要、安信证券研究中心

表 3、2011 年各地区保障房计划开工套数(万套)

地区	保障房	经适房	廉租房	公租房	棚户区改造	限价房
新疆	34	1.2	7.4	5.6	19.8	
西藏	3.6					
青海	18.82	0.16	9	5.4	3.75	0.1
甘肃	21.27	2.81	7	1	9.2	1.6
宁夏	9	1.37	3.06	1.39	2.9	0.28
四川	35.78				12.78	
云南	31			11		
贵州	23.6	2.5	7.52	7	6	0.1
湖南	44.72		15		26.98	
湖北	30	3.5	3.5	9	13	1
重庆	49.45			27		
陕西	47.43	6	5.54	14.1	21	

河北	38	3	3.5	10.5	15	3
河南	42	8.6	10	9	14.49	
天津	19	3.8		10		5.2
北京	20			6		
黑龙江	83				53.92	
吉林	44.32					
辽宁	34	7.8	6	9.28	9.3	
内蒙古	44.64					
浙江	8			5		
江苏	39	6	4	9	20	
安徽	43.13			9	19.88	
上海	22	8	10	4		
福建	27	4.5	8	7	7.5	
广西	29	2.69	5	9.2	8.29	3.5
广东	30.62	3.08	4.79	9.28	2.35	11.5
山东	32.43	8.6	1.2	7.4	11.54	3.3
山西	28	3	5.6	2	16.8	0.6
海南	9.2	2.5	0.8	1.2	3.7	1.1
合计	942					

数据来源：安信证券研究中心整理

结合私人部门、政府投资以及房地产投资的趋势，全年固定资产投资增速可能高于我们去年年底的预测，估计在 25%左右的水平。

1.3. 外需复苏可持续，货币政策现隐忧

从欧美国家公布经济数据来看，就业人数、劳动力收入、信贷、资本品订单、私人投资等数据普遍较好，我们依旧维持发达国家可持续复苏的观点（见安信策略月报《一元复始，万象更新》）。外热内冷的经济格局造成了资源品普遍出现国内价格低于国外价格的现象，这也是我们一季度推荐大宗原材料板块的理由之一：海外需求以及供需格局持续改善对大宗商品价格形成支撑。

例如，考虑到运费及税率等因素，贸易商进口澳大利亚焦煤，要比采购差不多品质的山西焦煤，每吨高 500 元人民币左右。6000 大卡动力煤的价差也在 100 元左右。钢铁冷轧和热轧和国外的价差在 450-500 元/吨，螺纹钢的价差接近 100 元/吨。铜、铝等基本金属也是外强内弱。（见图 14、图 15）

图 14、钢铁国内外价差

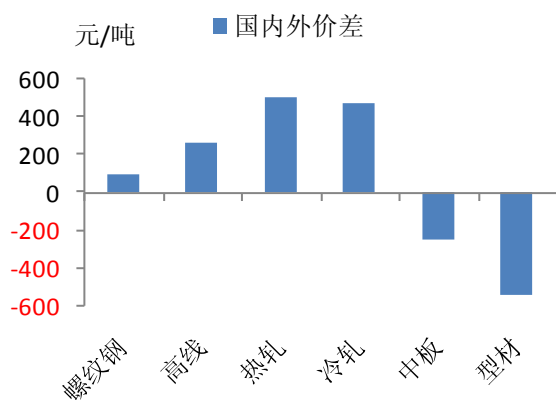
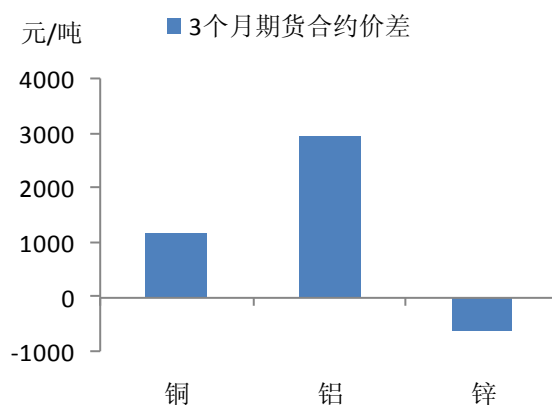


图 15、LME、上交所 3 个月期货合约金属价格



数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：数据截止 3 月 18 日

数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：数据截止 3 月 18 日，未考虑关税、运费等。

但是，我们认为和 2011 年一季度相比，2011 年二季度海外经济的不确定性要更大：

- 首先是货币政策的不确定性。4 月份，欧洲央行可能进入加息周期（今年市场预计将会有 2 次到 4 次的加息）；6 月末，美国将退出 QE2 均会对外围市场尤其是大宗商品价格产生扰动。
- 其次，欧元区核心国家和外围国家的经济增长分化发展至极致，在二季度或者三季度欧洲经济继续复苏但增速放缓。
- 能源价格上涨后，美国消费信心下滑，二季度美国消费环比增速放缓。

1.4. 小结

综合对国外需求、国内投资、消费等趋势的判断，我们认为即便今年处于通货膨胀上升和政策紧缩周期，但对于经济增速的看法不宜过度悲观（见表 4）。

表 4、2011 年主要经济数据预测

	一季度	二季度	三季度	四季度	全年
GDP 增速	9.7	9.9	10.1	9.7	9.8
消费	20.5	21.7	19.2	17.2	19.5
投资	25	26.2	27	26	25.9
出口	25	26	23	24	24

数据来源：安信证券宏观小组预测

2. 估值不乐观

2.1. 海外市场估值的变动

在政策紧缩周期，资本市场估值将始终受到流动性收缩和资金成本上升的压制。

观察全球股市在过去一年间的估值波动趋势，我们可以清楚地看到：越早进入加息周期的地区，估值向下的趋势越明显。

例如，在 2010 年 6 月以前就进入加息周期的澳大利亚、巴西、印度、韩国、台湾等国家或地区，其资本市场的估值大体上都处于下行周期，而进入加息周期较晚的中国、印尼等国家，估值水平在加息前依旧处于明显的上涨周期。而还没进入加息周期的美国、欧盟等发达国家，市场表现则普遍优于处于政策紧缩周期的新兴市场。（见图 16、表 5）

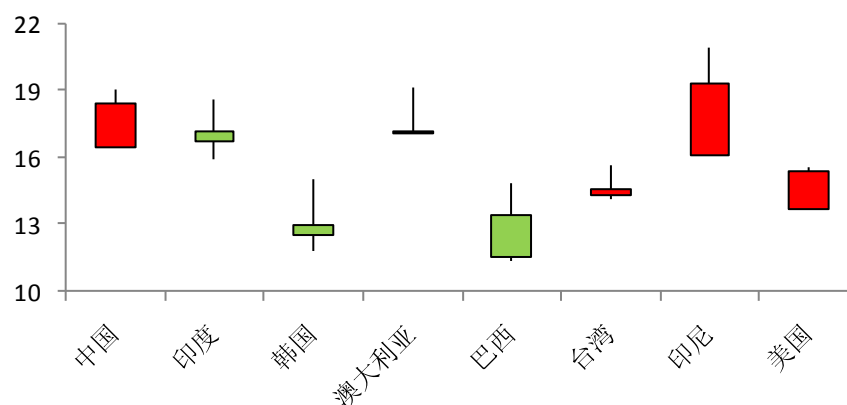
如果我们以 2010 年 6 月末各国资本市场的估值 (TTM 估值) 水平作为起点（当时在欧债危机和全球经济二次探底的担忧下，各国股票市场估值均处于当年低点），2011 年 3 月末的股票市场估值作为终点，可以发现处于加息周期的资本市场，其估值水平基本上都是下降的。即便是这些国家的估值水平可能会受到流动性冲击而短暂上扬，但其估值的上行幅度也十分有限。比如 2010 年 9 月预期美国将实行 QE2 的背景下，各国股市在热钱流入下曾出现阶段性上涨，但当时估值上升的幅度也仅有 8%-15%。

表 5、各国首次加息时点、加息幅度与频率

国家	首次加息	加息次数	央行基准利率		
			2009年	2010年	2011年E
澳大利亚	Oct-09	7次	3.75%	4.75%	5.25%
印度	Mar-10	8次	3.25%	5.25%	6.25%
巴西	Apr-10	5次	8.75%	10.75%	12.25%
台湾	Jun-10	3次	1.25%	1.63%	2.25%
韩国	Jul-10	4次	2.00%	2.75%	3.75%
中国	Oct-10	3次	5.31%	5.81%	6.50%
印尼	Feb-11	1次	6.50%	6.50%	7.25%

数据来源：基准利率预测数摘自 Bloomberg, 安信证券研究中心整理。

图 16、各国股指 2010 年 6 月 30 日至 2011 年 3 月 25 日 PE (TTM) 的变化



数据来源：Bloomberg, 安信证券研究中心。

注：用股价涨跌幅表示估值的变化，开盘价为 2010 年 6 月 30 日 PE，收盘价为 2011 年 3 月 25 日估值，上影线为期间最高估值，下影线为期间最低估值。

由于资本账户管制，中国的流动性体系和国外存在差异。热钱虽然能够显著影响海外股市的涨跌，但并不能主导中国国内流动性的变化。因此，我们认为在国内流动性收缩的背景下，海外资金扰动对于国内股市估值的冲击比其它新兴市场还要弱。

2.2. 宏观流动性分析

在 2011 年年度策略报告中，我们预计 2011 年资本市场继续保持平淡格局，一季度（信贷大量投放期）和四季度（通货膨胀迅速下降，预期政策放松）的表现要优于二、三季度。

回溯来看，一季度信贷收缩的程度比我们预期的要更为严重。我们原先预计按照往年的季节模式，全年信贷投放的节奏为 4: 3: 2: 1。但从目前的情况来看，假设全年信贷投放量在 7 万亿，即使 3 月份单月信贷投放量超过 1 万亿，那么一季度信贷总体投放量也仅占全年的 35%。这也是一季度指数表现比我们预想的要更为平淡的原因之一。

从总量层面看，流动性由新增信贷和新增国外净资产贡献。依据监管层的要求，按照 3: 3: 2: 2 的信贷投放模式重新估计 2010 年的信贷投放增速，预计 2011 年信贷规模在 7 万亿左右。基于这一判断，2010 二季度信贷增速约在 16% 左右。在对国外净资产的估计中，我们遵循的原则是贸易顺差在 2011 年将趋势收窄，全年新增量约为 1300 亿美元；资本流入与国内实体经济流动性松紧有关。综合考虑，2011 年新增外汇占款

29000 亿元，季度分布一二季度高、三四季度低。二季度 M2 增速在 16% 左右。（见表 6）

表 6、我国货币、信贷增速预测（%）

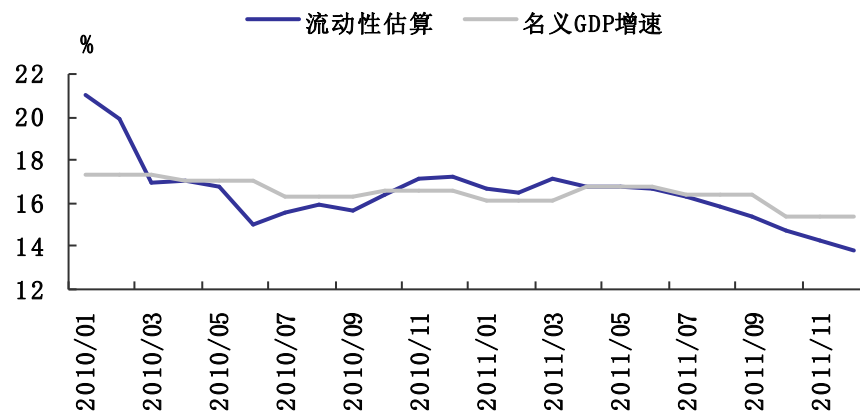
	信贷增速	M2 增速
Q1	17.4	16.3
Q2	16.8	16.3
Q3	15.6	15.4
Q4	14.6	13.6

数据来源：WIND，安信证券研究中心。

注：假设全年按 3: 3: 2: 2 的节奏投放信贷。

按照安信宏观和固定收益小组的估计，今年一、二季度 GDP 增速在 9.5%-10% 左右，CPI 增速在 5%-5.5% 左右，那么在扣除实体经济对资金的需求后，资本市场的流动性仍然处于偏紧的区间内（见图 17）。

图 17、2011 年二季度流动性预测



数据来源：安信证券研究中心预测。

注：名义 GDP 增速为单季度名义 GDP 增速同比数据。

2.3. 微观流动性分析

从微观视角看，存量资金变动、产业资本以及新增融资需求也对股票市场的流动性构成影响。

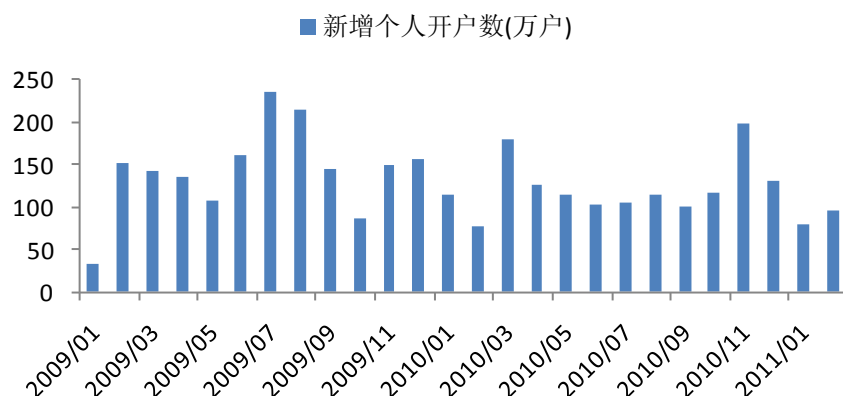
个人帐户新增资金影响：假设未来 2 个季度月均新增自然人帐户数与去年平均水平一致，约每月增加 130 万个（见图 18），每个帐户带来新增资金 12 万元（按照账户市值分布估计，见表 8），每月约为股票市场带来新增资金约 1500 亿元左右，但是并不是所有账户都参与交易，因此我们预计新增开户带来的增量资金远小于 1500 亿元。

表 7、自然人账户市值分布

账户规模	自然人账户数
a. 1 万以下	17,662,711
b. 1-10 万	28,195,919
c. 10-50 万	7,795,733
d. 50-100 万	978,845
e. 100-500 万	591,934
f. 500-1000 万	44,577
g. 1000-1 亿元	21,637
h. 1 亿以上	763

数据来源：中国登记结算公司，安信证券研究中心。

图 18、全国 A 股账户新增开户数

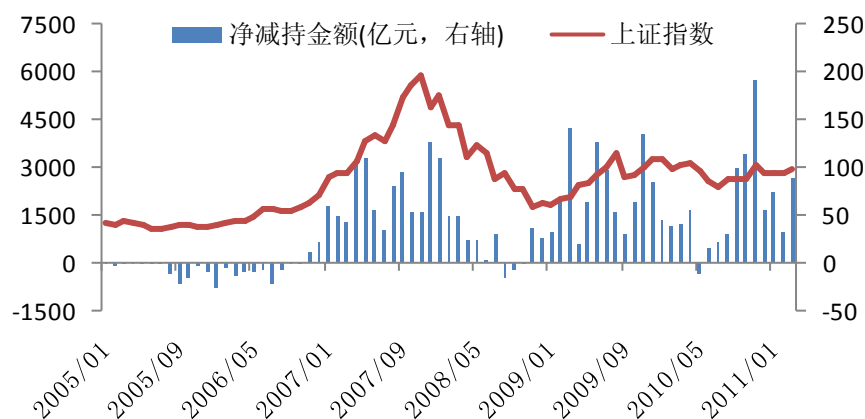


数据来源：Wind, 安信证券研究中心。

新基金发行的影响：去年新基金发行约 154 家，扣除债券型和保本型基金约 134 家，发行份额约 200 亿份/月。按照过去一年的发行节奏，我们预计每月新增基金发行带来的增量资金在 200 亿元。

产业资本的影响：同存量资金类似，产业资本的增持和减持行为也受到股票市场涨跌和实体经济资金松紧影响，在实体经济流动性趋紧和股市上涨的情况下，产业资本减持规模远高于正常时期。按照去年月均减持规模，在不考虑股市大幅上涨的情况下，股市月均净减持金额在 150 亿元-200 亿元（见图 19）。

图 19、重要股东实际净减持金额



数据来源：Wind, 安信证券研究中心。

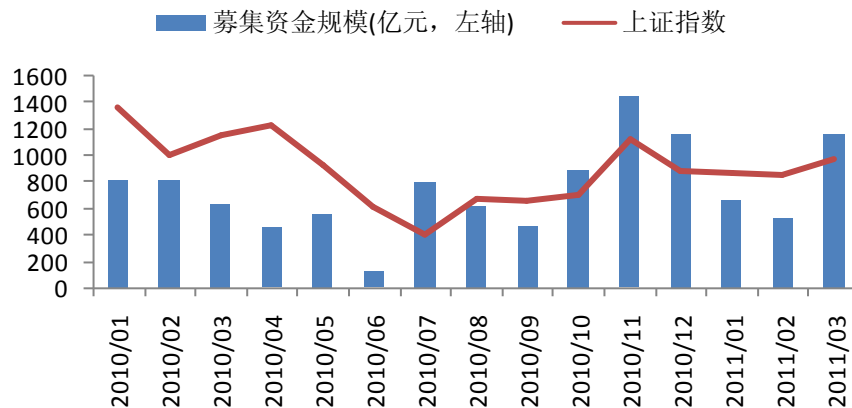
注：不包括汇金公司增持行为。

A 股市场实际减持规模要高于 WIND 统计的规模

募集资金规模：按照两家交易所新股发行计划，上交所计划今年发行 50 家新股，深交所保守估计未来三年内发行 1000 家新股，预计今年发行 350 家。已经有证监会批准、股东大会通过或董事会预案的增发家数接近 300 家。按照扣除去年银行大规模 IPO 和增发的平均募集资金规模估算，未来 9 个月月均融资需求在 1000 亿元以上（见表 8）。

融资需求和指数涨跌相关性很强，一旦指数上扬，IPO 以及增发都将加速，对指数构成压制。例如去年四季度，资本市场实际募集资金迅速上升至 1200 亿元-1400 亿元。（见图 20）

图 20、单月募集资金规模



数据来源：Wind, 安信证券研究中心预测。

注：募集资金包括 IPO、增发和配股。扣除农业银行、光大银行 IPO 以及浦发银行增发。

表 8、潜在募集资金规模

	上市公司家数	平均募集规模（亿元）	未来9个月潜在融资（亿元）
深交所IPO	274	9.2	2520.8
上交所IPO	39	33.8	1318.2
增发	300	19.1	5730.0
合计			9569.0
平均每月募集资金			1063.2

数据来源：WIND，安信证券研究中心。

站在一季度末的时点上，我们对流动性的看法并没有发生转变，无论从宏观还是微观的角度来看，资本市场的流动性均处于偏紧的状态。在通货膨胀趋势没有改变，政策紧缩周期没有结束之前，我们预计资本市场的估值仍处于震荡下行周期，股票市场的上涨主要由盈利推动。在这样的情况下，低估值大市值的股票以及 PEG 较低的成长股始终优于高估值小市值的股票。

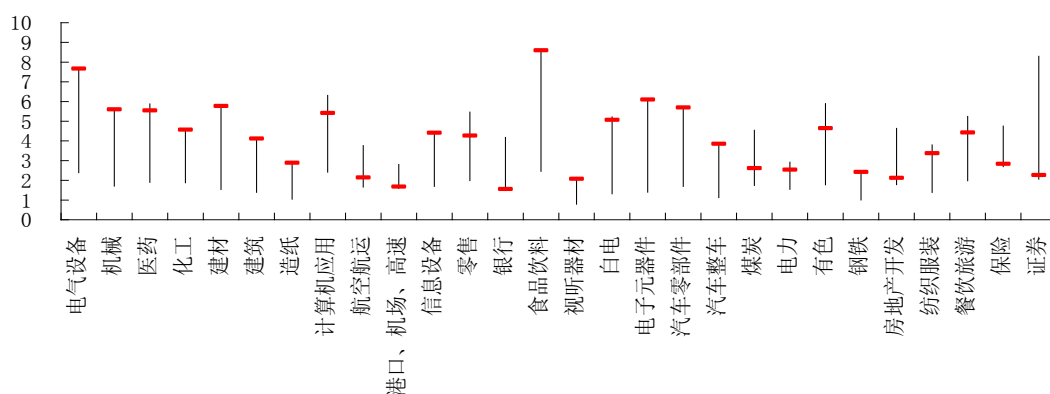
3. 行业配置

从估值的历史区间来看，大金融板块和交通运输板块的估值处于历史底部区间；交运设备、建筑建材、煤炭、白电、零售、食品饮料、医药的估值处于历史估值中枢附近；其他行业的估值处于历史高位（见图 21-图 23）。

基于低估值优于高估值的配置主线，二季度我们相对银行（一季度超配）、医药（一季度低配）和部分原材料板块（剔除一季度超配的有色板块，保留煤炭、建材）。我们建议地产上半年维持波段操作，如果土地购置金额连续两个季度下降，通货膨胀趋势得到控制，在政策放松预期下，我们预期地产板块下半年尤其是四季度可能出现较高的绝对收益。

我们对相对收益投资者的一个简单建议是：尽量使组合模拟上证 50 指数。

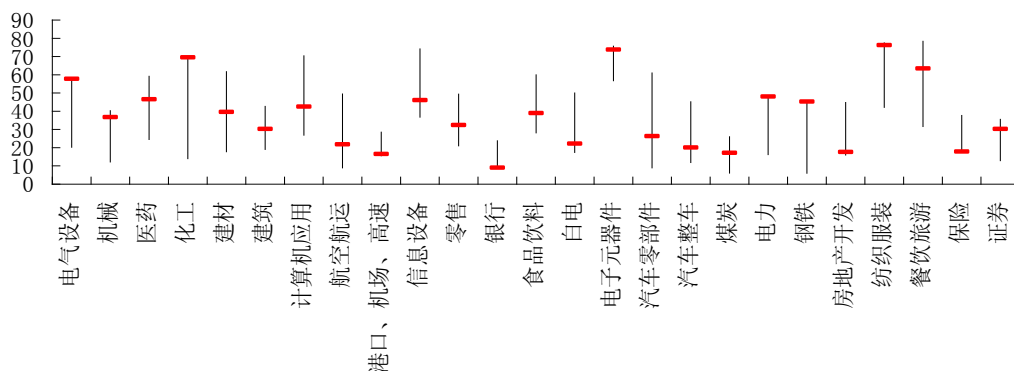
图 21、分行业 2011 年 3 月底 PB 与过去 5 年历史区间



数据来源：Wind, 安信证券研究中心。

注：上影线代表 2006 年 1 月至今估值区间的 3/4 位数，下影线代表最低估值，红线代表目前的估值水平

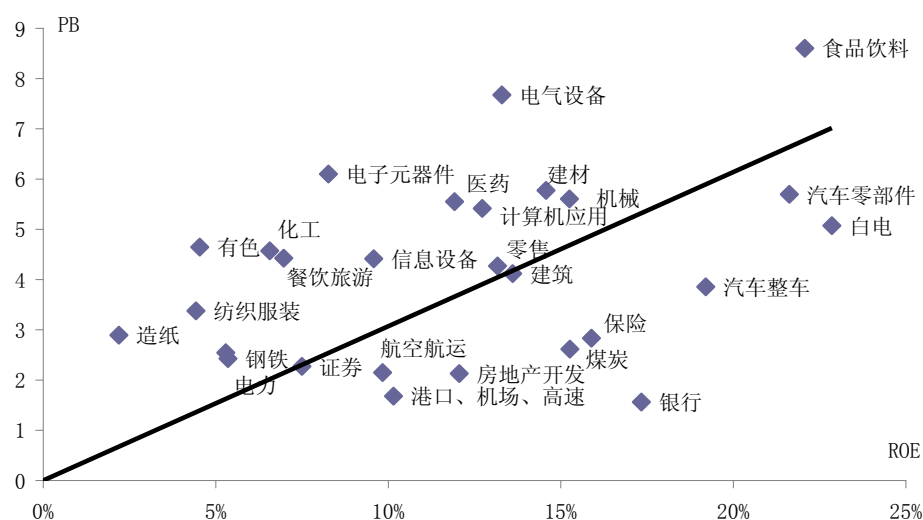
图 22、分行业 2011 年 3 月底 PE 与过去 5 年历史区间



数据来源：Wind, 安信证券研究中心。

注：上影线代表 2006 年 1 月至今估值区间的 3/4 位数，下影线代表最低估值，红线代表目前的估值水平

图 23、分行业 PB-ROE



数据来源：Wind, 安信证券研究中心。

3.1. 银行——进可攻退可守、息差超预期

2010 年四季度以来，在严格的信贷控制和旺盛的信贷需求环境下，银行议价能力快速上升，一季报可能超出市场预期。在实体经济尚未恶化的情况下，对资产质量的担忧将被暂时搁置。制约银行盈利的主要因素则落在银监会的拨备政策上，目前来看银行并不会面临大规模拨备计提的压力，因此业绩的不确定性减轻。估值方面，银行股对应 2011 年 PE 在 8 倍左右，处于历史低位，安全边际较高。属于进可攻退可守的品种。

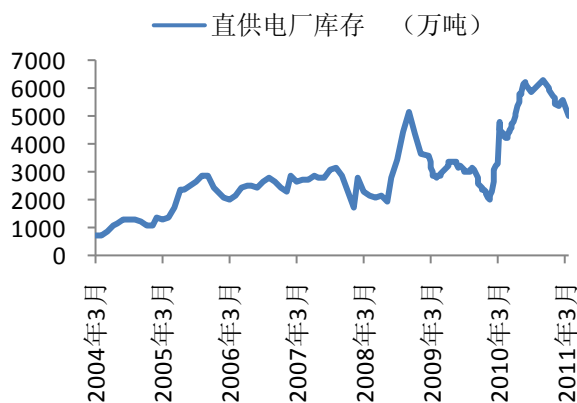
3.2. 原材料板块——经济周期不悲观、保障房预期、行业供应格局改善

虽然周期类品种的估值都已经处于比较高的水平，但是基于投资周期所处的位置，我们依旧相对看好原材料板块。首选煤炭和建材。

煤炭：1、估值处于历史中枢。2、国内外存在价差。在货源紧张的情况下，澳洲供货商优先向日本、韩国供货，部分澳大利亚等动力煤、炼焦煤的供货商们已经暂停向中国进口商报价。进口下降。3、进入 3 月份，沿海电厂日耗煤量迅速推高，直供电厂库存较 2 月份环比下滑 10%。部分沿海电厂存煤可用天数在低位徘徊，如上电、大唐的两家电厂 3 月下旬存煤可用天数仅 9.2 天和 7.1 天。4、港口煤炭库存高位回落。5、4 月份大秦线检修对煤炭价格提供支撑。（见图 24、图 25）

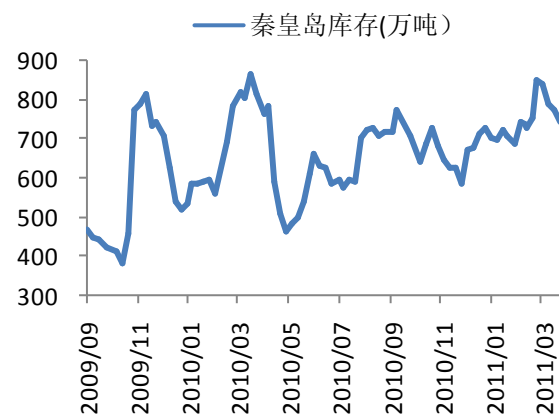
水泥：1、保障房和区域性基建投资预期。2、区域性供需格局改善。

图 24、直供电厂库存



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 25、秦皇岛库存



数据来源：Wind，安信证券研究中心

3.3. 医药——人口老龄化，一线龙头估值合理

按照我国目前的人口增速，每年新增人口仅 500 万人，到了 2020 年末人口高点，我国的人口可能最终不超过 14 亿人。人口增速放缓对于其它消费类板块是负面的，但人口老龄化趋势相对稳定，老龄人口用药集中于心血管与抗肿瘤药物两种，与之对应的部分医药品种需求刚性且增速依旧很高。

医药板块中，我们相对看好估值处于历史低位的一线龙头企业以及盈利增速高、估值相对合理的医药成长股。

具体行业配置见表 9。

表 9、行业配置与组合

行业	基准比例	超配	标配	低配	重点公司
农林牧渔	1.30		1.30		新希望、敦煌种业、益生股份
采掘	14.81		14.81		开滦股份、潞安环能、中煤能源
化工	7.29		7.29		中国石化、双龙股份、佛山照明、南都电源、江苏三友、青岛金王
黑色金属	2.42	3.63			新兴铸管、八一钢铁、宝钢股份
有色金属	4.85			2.42	驰宏锌锗、锡业股份、云铝股份、宏达股份、西藏城投
建筑建材	4.48		4.48		亚泰集团、金隅股份、海螺水泥、中国化学、中国建筑、浦东建设、尚荣医疗
机械设备	6.54			5.23	国电南瑞、平高电气、特变电工、中集集团、中捷股份、巨轮股份、杰瑞股份、山推股份
电子元器件	1.87			0.94	江海股份、华天科技、法拉电子、顺络电子
交运设备	4.19			2.10	华域汽车、江铃汽车、上海汽车
信息设备	1.69			0.85	中兴通讯、大富科技、盛路通信
家用电器	1.38	1.52			美的电器、合肥三洋、格力电器
食品饮料	3.54		3.54		五粮液、贵州茅台、燕京啤酒
纺织服装	1.11		1.11		七匹狼、瑞贝卡、鲁泰 A
轻工制造	0.97			0.20	齐心文具
医药生物	4.12	4.53			云南白药、莱美药业、双鹭药业、益佰制药、双鹤药业
公用事业	2.82	5.64			长江电力、京能热电、郴电国际
交通运输	4.27		4.27		大秦铁路、中远航运、宁波港、上港集团、唐山港
房地产	4.18	4.60			保利地产、万科、金地集团、荣盛发展、世联地产
金融服务	21.86	27.81			民生银行、招商银行、农业银行、经纬纺机、中国平安
商业贸易	2.61			1.30	天虹商场、南京新百、人人乐
餐饮旅游	0.43		0.43		西藏旅游、峨眉山 A、桂林旅游
信息服务	2.51			2.00	软控股份、大华股份、华策影视、
综合	0.77			0.00	

资料来源：安信证券研究中心

注：采用申万行业分类标准，行业权重以 2011 年 3 月 28 日行业流通市值为基准计算。该配置表仅针对申万一级行业分类，对于煤炭、建材等二级子行业我们建议超配。

分析师简介

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所，从事策略研究。

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，八年证券研究经验，2007年5月加盟安信证券研究中心，从事策略、行业组合研究。

分析师声明

范妍、程定华、诸海滨分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034