



市场震荡，“油”当别论

研究报告-策略研究

2011 年 2 季度投资策略

市场走势



相关报告

《从“新兴”到“成长”》
——2011 年 1 季度 A 股投资策略

《结构性机会，α 策略》
——2011 年年度 A 股投资策略

《细察政策微调，回落布局明年》
——2010 年 4 季度 A 股投资策略

《寻找穿越周期的投资机会》
——2010 年中期 A 股投资策略

分析师

桑 俊

SAC 执业证书编号: S0350210100013
(0755)83707385
sangji@ghzq.com.cn

邹 璐

SAC 执业证书编号: S0350210090008
(0755)83702524
zoul01@ghzq.com.cn

分析师申明

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，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。

我们坚持在年度策略报告的分析，**2011 年市场“非牛非熊”，宽幅震荡为主**。乃因货币政策趋于稳健，宏观经济尚处于新一轮朱格拉周期之初。

2010 年四季度货币政策正式确认转入“稳健”，其后到一季度，是“紧缩政策的密集期”，“通胀上行”和“经济下行”的最差组合使得市场出现调整。春节后，政府“防止经济大起大落”的表态提振了证券市场的乐观情绪。展望二季度，密集紧缩政策即将告一段落，政策逐渐进入观察期。宏观经济形势趋于稳定，证券市场外围条件好转，有利于出现阶段性的投资机会。我们预计，**二季度市场整体趋势是震荡上行，重心提升，波动区间为 2700 点至 3300 点**。投资主题：原油价格高企推进下的煤化工和替代能源投资机会。

- **宏观经济稳中回升**。欧美经济持续好转。中东北非政治动荡与日本大地震对全球经济、中国经济的冲击有限，中国 GDP 增速出现逐季回升格局。通胀压力趋缓，货币政策调控目标基本达成，因此，二季度政府政策将着力于保障宏观经济“稳健”运行。“经济增长趋稳、通胀压力阶段缓解”，成为市场运行的大背景。
- **证券市场流动性趋势有改善**。货币供应量下行将阶段性结束，货币市场收益率水平将回落，并保持低水平，减轻证券市场的上行压力。此外，高通胀水平下，居民消费意愿创十年低点，暗示居民资产配置需求高涨，将改善证券市场的流动性。
- **二季度震荡上行，运行空间 2700-3300 点**。历史表明，“政策观察期”证券市场将会相对活跃，存在阶段性投资机会。二季度，货币政策紧缩空间有限，市场情绪将趋于乐观。受当前事件引发的调整，仍然是投资布局机会。二季度运行空间 2700-3300 点。
- **投资主题：原油价格高企推进下的煤化工和替代能源投资机会**。

目 录

迈入“政策观察期”	2
宏观经济无近忧	4
1. 宏观经济趋“稳”	4
2. 二季度通胀逐月回落	5
流动性趋势改善	7
1. 货币供应量增速下行压力减轻	7
2. 短期货币市场收益率趋于稳定	7
3. 居民投资意愿强烈有利证券市场	8
市场格局：二季度震荡上行为主	11
1. 历史视角下的“政策观察期”，阶段性机会存在	12
2. 二季度震荡区间为 2700-3300，市场情绪乐观	12
3. 二季度末可能是关键的时刻，通胀回落有限	14
投资主题：“油”当别论	17
1. 煤化工主题	17
2. 替代能源主题	19

2011年证券市场的震荡格局。经济周期决定经济增长的阶段，经济增长预期影响证券市场趋势。通过此前对于整个经济周期的分析，目前经济增长尚未形成螺旋往上的“高增长、低通胀”的最优路径。在酝酿经济新一轮的增长点的同时，宏观经济仍需消化危机救市带来的众多负面效应，通胀压力就是其中之一。

作为策略分析师，对应于震荡市场的价值就是指出 **2011年几个关键的拐点时刻**。就正如我们在去年11月份指出市场面临拐点，中小市值股票显著承压一样。对应于二季度，我们认为**二季度市场的拐点可能会出现在二季度末，但是目前仍然看好市场的趋势，震荡向上，波动区间为2700-3300点。**

展望二季度，我们预计证券市场将出现阶段性的投资机会，整体趋势震荡向上。

“政策观察期”到来。经过一季度密集的“三率齐发”之后，货币供应量增速回归市场常态水平，长端的“负利率”水平开始消失，考虑到政策紧缩对于宏观经济的影响，政策紧缩力度和频率会放慢，政策进入观察期。

宏观经济有利格局仍然持续。由于中东北非政治不确定性因素仍然存在，加上日本大地震造成对于中国经济的潜在影响，在货币政策调控目标基本达成的基础上，政府政策将着力于保障宏观经济“稳健”运行。二季度的宏观经济态势——“经济增长趋稳、通胀压力阶段缓解”，成为市场运行的大背景。不过，**通胀可能回落有限。**

证券市场流动性趋势二季度相对有利。考虑到二季度通胀压力的阶段性缓解，货币市场收益率水平二季度将维持当前的低水平运行，流动性相对充裕有利于证券市场运行。此外，通胀高水平下居民的消费意愿创新低，出于资产保值增值的角度，投资意愿接近2007年的高水平。从普通投资者可参与的投资渠道来看，证券市场将受益于居民投资意愿的提升。

历史上“政策观察期”证券市场仍然相对活跃，阶段性机会显现。二季度货币政策还会陆续出台，但市场会相对乐观地解读。当前市场风格差异回归至去年四季度的高水平，中小市值股票估值进一步上行面临压力，但是金融、房地产为代报的大盘蓝筹为市场提供支撑。

二季度“油”当别论。我们认为二季度原油价格将维持高位，继续看好煤化工相关行业以及替代能源相关行业。

迈入“政策观察期”

根据历史上宏观经济紧缩的时机和步骤，我们将政策紧缩分为两个阶段：“政策密集期”和“政策观察期”。去年四季度以来，货币政策“快

节奏”密集出台，除了传统手段“三率齐发”之外，还伴随着信贷投放的严格管制，再贷款利率和再贴现利率的上调等。

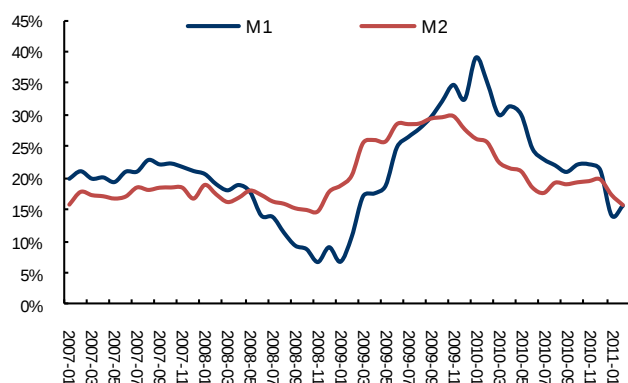
图表1 货币政策趋紧的“最后一只靴子”尚未落下

政策基调转变时间	基调	基准利率	存款准备金	汇率	信贷政策	其他
2010年底	趋紧	10年10月20日加息25bp	10年11月16日上调50bp	10年7月以来累计升值4%	差额准备金动态管理控制信贷投放	10年12月26日上调再贷款利率48bp，再贴现75bp
		10年12月26日加息25bp	10年11月29日上调50bp			
			10年12月20日上调50bp			
		11年2月9日加息25bp	11年1月20日上调50bp			
			11年2月24日上调50bp			
			11年3月25日上调50bp			
		可能加息两次共50bp	仍有继续上调空间	11年有望继续升值4%	继续实行	

资料来源：国海证券研究所

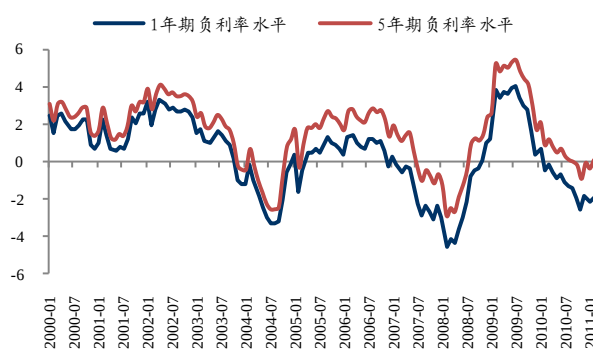
四季度以来的宏观经济政策紧缩已经初见成效。从央行货币政策目标来看，货币供应量增速已经回落至16%以下，连续加息之后“负利率”连续攀升的趋势也显著缓解，长端实际利率已经“转负为正”。尽管按照我们的预期，上半年仍然存在加息两次的可能，存款准备金率也存在继续上调的空间，人民币持续升值的格局也不会发生变化，但是从政策实施节奏上看，我们预计宏观经济政策节奏将逐步放缓。

图表2 货币供应量增速达到目标



资料来源：国海证券研究所

图表3 长期负利率水平开始消失



资料来源：国海证券研究所

“政策观察期”，市场预期将明显改善。货币政策节奏的缓解有利于改善投资者此前对于政策紧缩过度悲观的预期，同时也能改善一季度以来流动性相对紧张的基本格局。悲观预期改善和流动性缓和都有利于证券市场。

宏观经济无近忧

四季度以来的宏观经济快速紧缩，经济的负面影响已经明显，以 PMI、房地产、汽车销量为代表众多经济指标预示宏观经济将会出现阶段性回落，但是从全年的经济增长态势来看，经济趋“稳”的大格局不变。我们预计二季度宏观经济仍然处于相对良好的局面，此消彼长下，“政策观察期”经济平稳和通胀压力缓解的大背景将有利于二季度的证券市场。

1. 宏观经济趋“稳”

2011 年全年，中国经济将实现“平稳”增长，二季度将呈现回升态势。

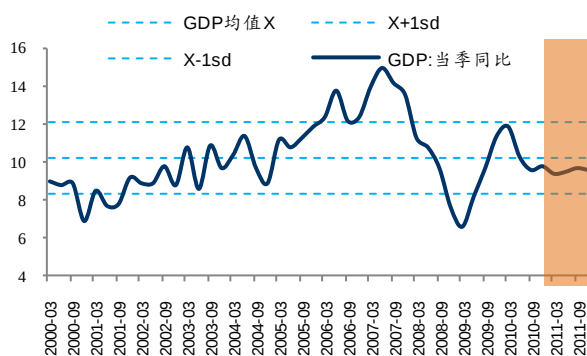
1) 欧美经济趋于好转。以 PMI 指数分析，美国自 2009 年 8 月，欧元区自 2009 年 10 月，其 PMI 指数即回到 50 以上，并保持至今，显示经济处于扩张状态。欧洲央行所发出的加息信号也证实欧元区经济恢复良好。

2) 政府政策目标开始多元化，既防过热，又防快速回落。政府核心是防止经济大幅波动。尽管目前贸易顺差正在回落，消费并未如预期启动，但保障房建设、水利工程建设、高铁轨道交通建设等，仍可避免宏观经济严重下滑。1000 万套保障房开工面积大约 6 亿平米（按每套 60 平方米计算），而 2010 年全部商品房开工面积为 12.9 亿平米，如果保障房全部如期开工，固定资产投资仍然有望继续维持高增长。

3) 中东北非政治动荡与日本大地震，对中国经济冲击有限。中东北非全地区占全球 GDP 不到 5%，中国主要进口贸易伙伴国沙特（328 亿美元）、利比亚（45 亿美元）、科威特（18.4 亿美元）规模较小。日本占全球 GDP 约 10%，中日贸易占中国进出口总额约 10%，但是地震作为突发性灾难，如果不与经济周期下行叠加，那么对中国经济冲击有限。

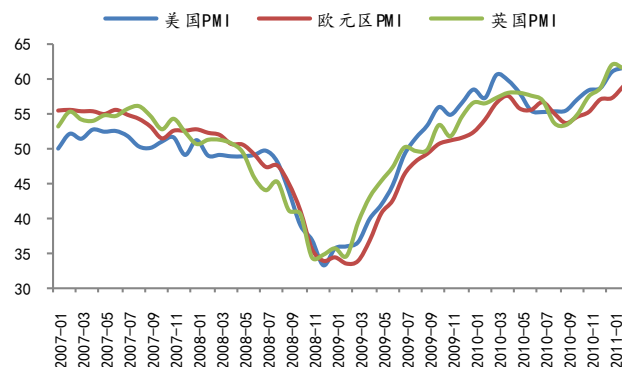
4) 按照国海研究所的预测，2011 年 GDP 季度增速为：9.5%、9.5%、9.7%、9.6%，全年 9.6%。

图表 4 GDP 单季同比增速（2000-2011）



资料来源：国海证券研究所

图表 5 美国、欧元区、英国 PMI 都处于历史高水平



资料来源：国海证券研究所

2. 二季度通胀逐月回落

刘易斯拐点到来会推动通胀的中长期水平走高，但是仅针对二季度而言，通胀压力将有所缓解，同比增速逐月回落。

1) 流动性增速放缓，通胀压力减弱

去年四季度以来的货币政策收缩已经显著见效，M2增速在一季度已经回落至16%附近。考虑到未来政策将在“控通胀”和“保增长”之间摇摆，那么二季度央行大幅放松货币政策的概率不大，紧缩力度也不会更加严厉。

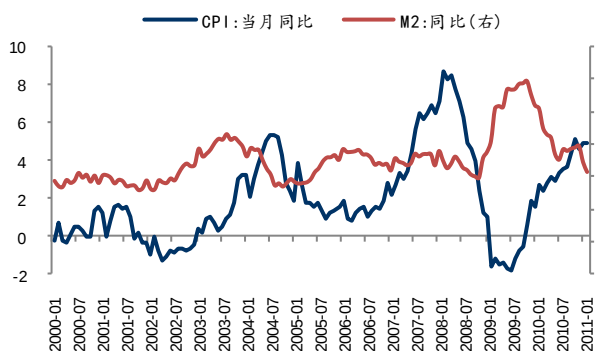
历史上看，货币供应量的回落将显著制约通胀的高度和持续性，流动性的趋势回落将显著缓解通胀上行压力。从2000年以来的两次高通胀历史来看，货币供应量增速下滑至16%附近之后，通胀都在随后一个月内达到周期高点。

2003-2004年通胀周期：M2增速在2004年7月放缓至15.3%，CPI在次月达到高点5.3%。

2007-2008年通胀周期：M2增速在2008年3月放缓至16.29%，CPI在次月达到高点8.5%。

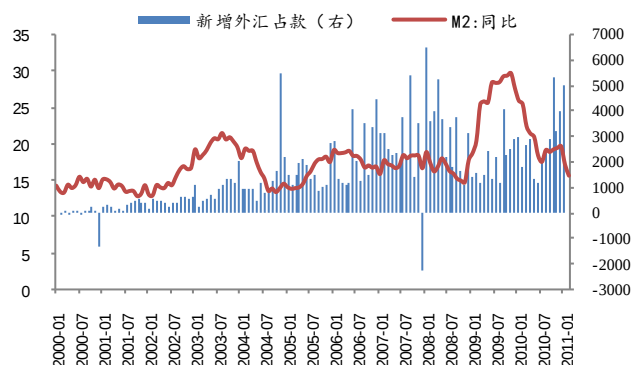
整体来看，本轮通胀的流动性压力要高于前两次，主要是2009-2010年信贷狂潮和2010年中期以来外汇占款高增长的共同作用。二季度进入“政策观察期”之后，货币政策并不会明显放松，因此货币供应量增速回归常态（16%）不支持未来通胀的继续高涨。

图表6 货币供应量领先于通胀水平



资料来源：国海证券研究所

图表7 外汇占款在2010年下半年快速增加



资料来源：国海证券研究所

2) 季节因素导致食品价格二季度回落

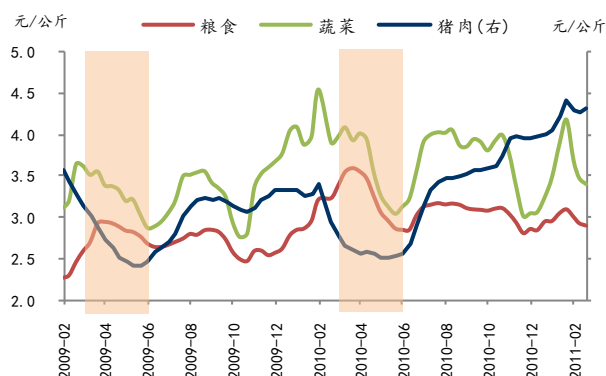
由于翘尾因素，通胀的二季度高位运行已成定局。但从食品价格的历史经验和现实趋势来看，二季度食品价格将因季节因素回落，通胀压力将缓解。

蔬菜价格二季度环比下行概率大。春节过后食品价格在过去两年都出

现了季节性回落,2009 年和 2010 年 3-6 月份蔬菜价格累计下跌 21%和 34% (按 50 个城市平均价格测算)。考虑到 2010 年下半年蔬菜价格累计涨幅已经较大,二季度蔬菜价格再度大幅上行的概率较低,季节因素影响下价格回落是大趋势。

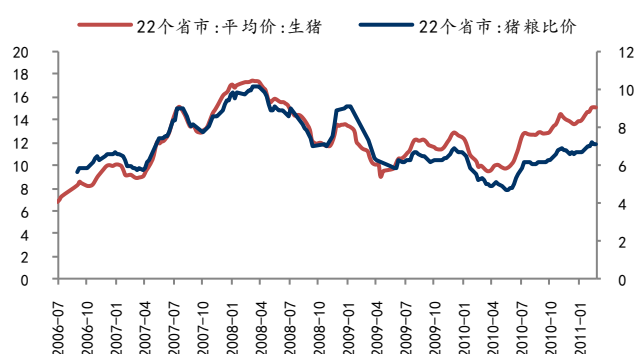
猪肉短期受制于“瘦肉精”事件。当前猪粮比水平并不高,。预计双汇“瘦肉精”事件会对冲当前猪粮比低水平的影响,使得猪肉在二季度同样具有下跌空间。

图表 8 统计局 50 个城市食品价格走势



资料来源：国海证券研究所

图表 9 22 个省市猪肉价格和猪粮比



资料来源：国海证券研究所

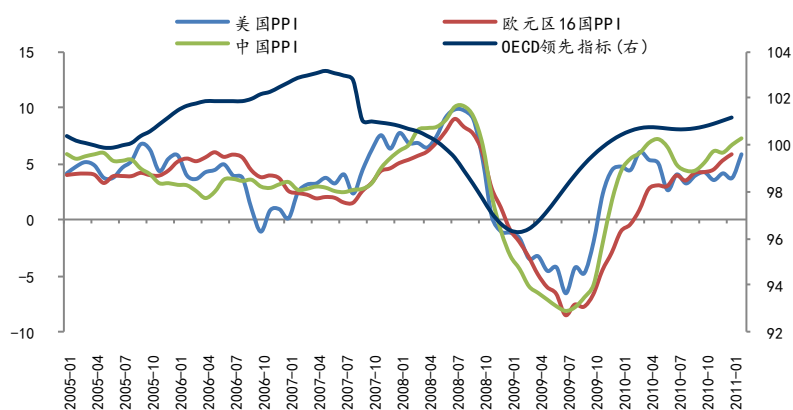
3) 输入型通胀因日本大地震而阶段性缓解

此前,温家宝总理表示:“目前出现的通货膨胀其实是国际性的”。美元为首的主要货币流动性泛滥是核心因素,中东北非(MENA)地区动荡的政治形势以及日本大地震更加助推这一趋势。尽管流动性和供给的悲观预期导致原油价格在高位徘徊,但是此次经济影响超预期的日本大地震将从需求层面短期制约大宗商品上行。

全球经济增速放缓预期(OECD 领先指标)将制约 PPI 上行空间。大宗商品的全球定价格局已经形成滞后,全球主要国家的 PPI 共振日益明显。OECD 领先指标作为经济走势的风向标对 PPI 具有一定的领先意义。考虑到大地震冲击下全球经济增速短期放缓的可能,PPI 短期上升空间将被制约。

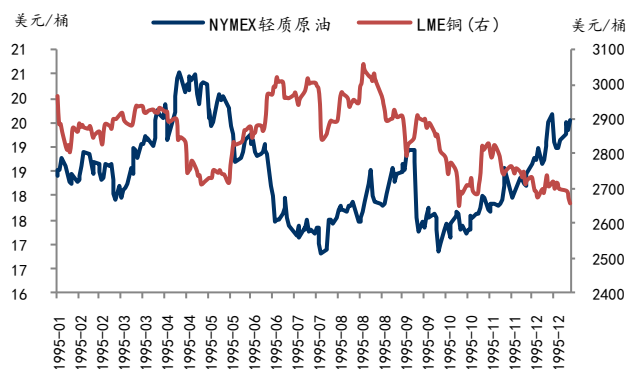
受日本大地震影响,大宗商品和农产品价格将先抑后扬。地震后商品价格下跌主要受 GDP 下滑带来的需求放缓,后续上扬则是灾后重建带来的需求旺盛。1995 年阪神大地震期间,原油、铜、粮食价格都呈现出显著的下跌后涨的大趋势,除原油外,其他商品在震后半年内都保持低水平。考虑到此次日本大地震对经济的影响要超过阪神大地震。本次地震、海啸和核威胁的综合影响要远超 1995 年,灾后重建的进程有可能会被延缓,很难像阪神大地震一样在 1-2 个月就快速推进。

图表 10 OECD 领先指标对 PPI 具有领先效应



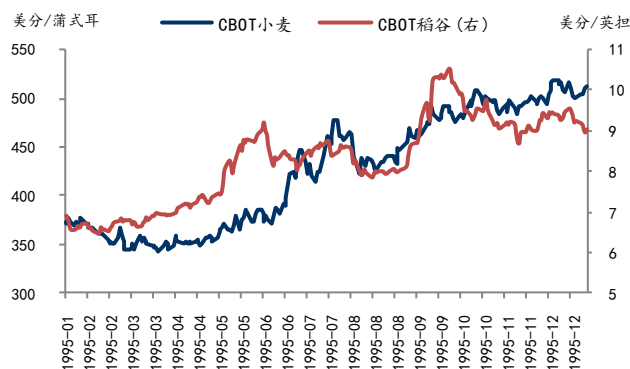
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 11 阪神大地震后原油和铜价格走势



资料来源：国海证券研究所

图表 12 阪神大地震后小麦和大米的价格走势



资料来源：国海证券研究所

流动性趋势改善

市场流动性是分析证券市场趋势的重要观测指标之一。尽管也有主流机构认为流动性是个伪命题——“A 股市场从来就不缺流动”，但是历史的数据证实 A 股市场表现与流动性存在明确的强相关性。在当前通胀高水平徘徊而政策阶段缓解的复杂背景下，短期流动性趋势更有利于证券市场。

1. 货币供应量增速下行压力减轻

2011 年的宏观经济政策将力保通胀与增长的平衡，前期政策紧缩之后，无论是通胀趋势还是经济增长前景都需要观测，因此我们预计货币供应量目前的水平相对适宜，并不具备大幅下行的可能，从流动性基础上降低了证券市场大幅下行的概率。

2. 短期货币市场收益率趋于稳定

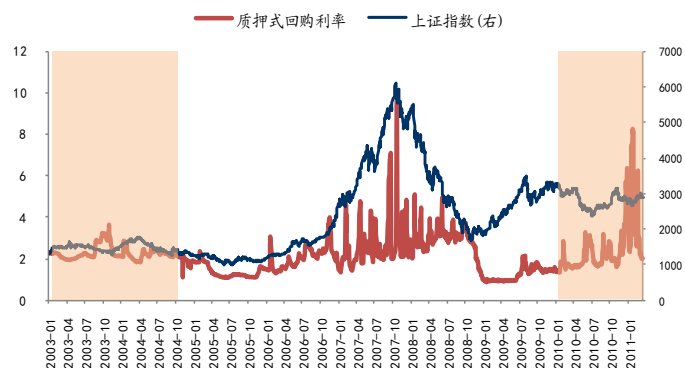
一般来说，市场观测流动性比较重要的指标主要还在于货币供应量，

但是当前宏观经济通胀高水平徘徊时，相比于传统的货币供应量指标，货币市场收益率对于证券市场收益率短期的指引效应更明显。

货币市场利率水平短期更能反映证券市场流动性趋势。货币供应量的变化趋势对短期证券市场的解释力度在去年四季度以来开始变弱，而货币市场收益率的变化用来解释证券市场波动的说服力更强。2010 年以来，央行通过存款准备金率来对冲外汇占款的力度不断增加，最新的存款准备金率已经达到历史高点，升值加快带来的外汇占款增加对于流动性的贡献有限，远低于 2005-2007 年。与 2007-2008 年证券市场和债券市场“牛熊异途”的情形不同，当前两个市场都更加依赖于短期货币市场流动性。高通胀水平下，居民和企业的储蓄和消费意愿较低，直接融资规模的扩大使得资金成本更能反馈流动性的趋势，而货币市场收益率水平是反映这一趋势的最佳指标。

在通胀高位徘徊的阶段结束之前，货币市场收益率的变化将显著影响证券市场的走势。就二季度而言，流动性阶段性宽裕、通胀压力阶段缓解，货币市场收益率尽管可能因为一季度末商业银行考核影响阶段性走高，但是总体仍然维持在较低水平，证券市场有望出现阶段性投资机会。

图表 13 类似于 03-04 年，货币市场收益率对市场走势影响较大



资料来源：国海证券研究所

3. 居民投资意愿强烈有利证券市场

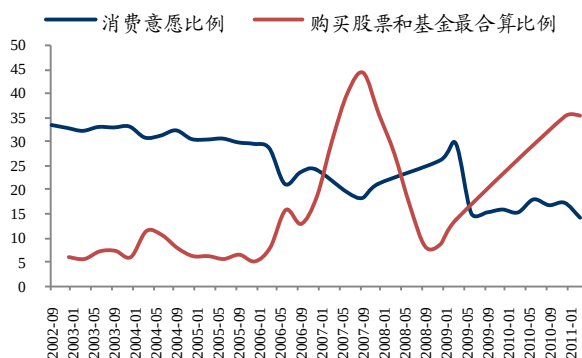
1) 无论是 2009-2010 年消费刺激政策的逐步取消，还是当前高位徘徊的通胀压力，居民消费意愿的阶段性下行不可避免

央行调查的居民消费意愿达到低点。通胀压力和“负利率”水平是导致居民消费意愿降低的主要因素，央行最新的调查数据显示只有 14.2% 的居民倾向于“更多消费”，创下了 1999 年调查以来的最低值。与之相对应，居民投资意愿开始上行，购买股票和基金的占比已经能够在逐步接近 2007 年的高点。

房地产和汽车消费刺激政策取消，消费品零售总额趋势回归。政策刺激下房地产和汽车销量在 2010 年达到了历史高点。房地产政策调控下，市场普遍预计 2010 年房地产成交量将会下行 10%-20%，房地产销售带来的

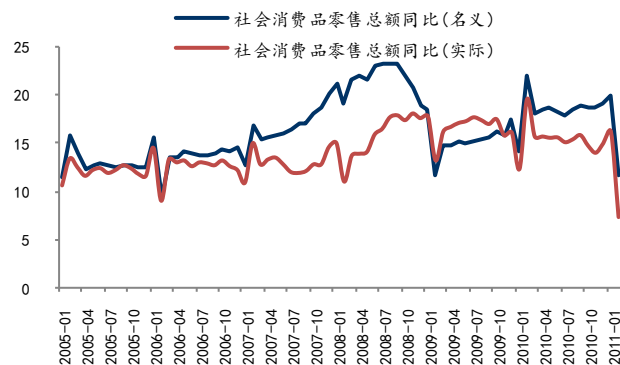
相关装修、家电等其他销售也达到历史高水平；汽车销量在 2011 年也开始出现放缓。预计 2011 年社会消费品零售总额的实际增速将会从政策刺激的 2009-2010 年度的高位，回落至 2005-2007 年的相对低水平。

图表 14 居民的低储蓄意愿和高投资意愿



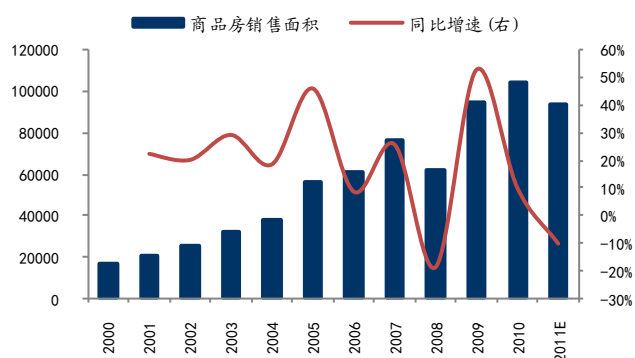
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 15 社会消费品零售总额实际增速开始回落



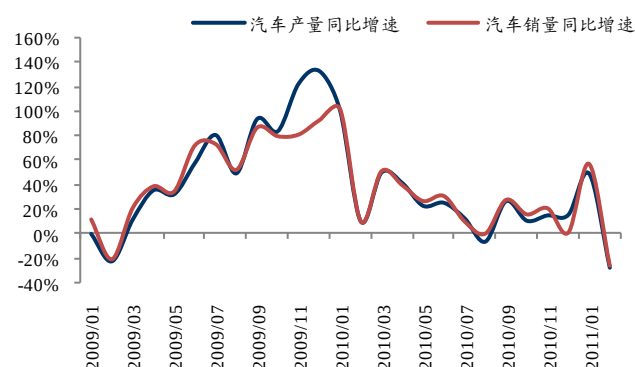
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 16 房地产成交量在 2011 年回落



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 17 汽车销量由于高基数将回落



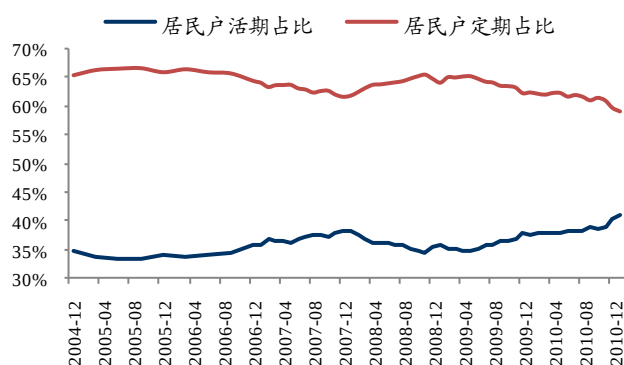
资料来源：WIND、国海证券研究所

2) 居民投资意愿变迁，证券市场受益

当前的高通胀和“负利率”水平使得居民储蓄意愿显著下行。与之相对，居民的投资意愿仍然强烈，居民户活期存款占比水平已经突破 40%，超过 2007 年的最高水平。

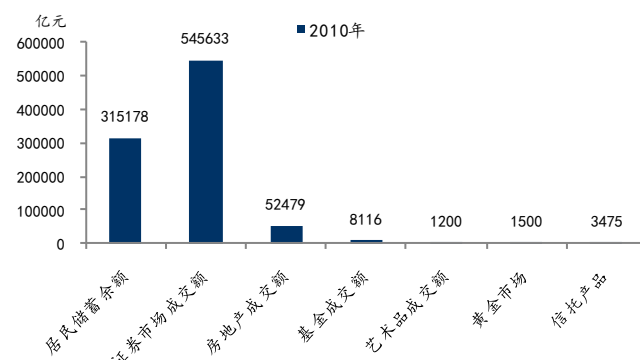
但是国内居民投资的主要渠道仍然相对较窄，主要可供参考的投资领域包括：证券市场（股票、基金、商品）、房地产市场、艺术品市场、贵金属市场、信托产品等。

图表 18 居民户活期和定期存款占比



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 19 2010 年主要投资领域的成交额

资料来源：WIND、用益信托网、文化部、国海证券研究所
注：艺术品市场成交额为 2009 年数据

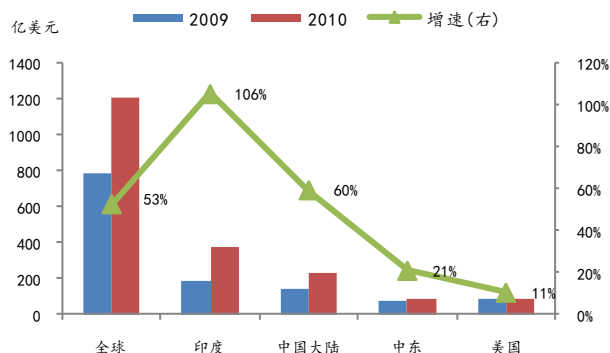
居民资产配置在 2011 年将稳步流向证券市场，但加速流入仍有待“赚钱效应”产生。国内投资渠道仍然匮乏，能够容纳居民规模庞大的储蓄规模的市场仍然只有证券市场和房地产市场，在当前房地产市场调控政策严厉的情况下，资金从房地产市场分流不可避免。

其他投资市场规模有限。2010 年以来，中国居民已经开始在黄金、艺术品市场上提高投资比重，此外商品和金融期货规模也不断增加，但是这些市场规模仍然有限，而且普通投资者很难具备这些市场所需的资金门槛和认知门槛。

黄金市场：世界黄金协会发布的 2010 年度《黄金需求趋势报告》指出，中国成为全球投资需求增长最强劲的市场。中国大陆投资型金条和金币年需求量总计 179.9 吨，同比增长 115%。金饰需求量较上年增长 43%，达 399.7 吨。

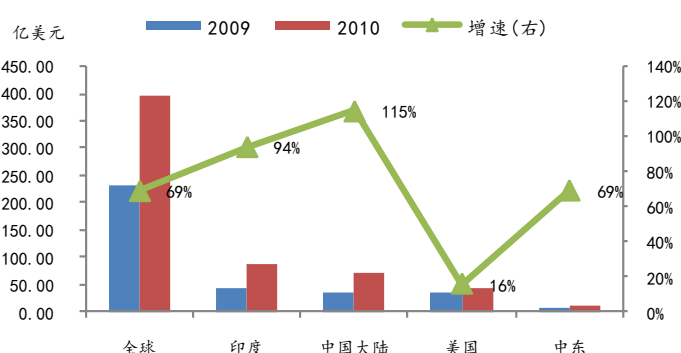
艺术品市场：中国艺术品市场规模尚小，而且有待完善。从天津文交所的交易情况来看，有限的市场规模和较高的投资门槛并不适合普通投资者。

图表 20 全球及主要地区黄金需求



资料来源：世界黄金协会、国海证券研究所

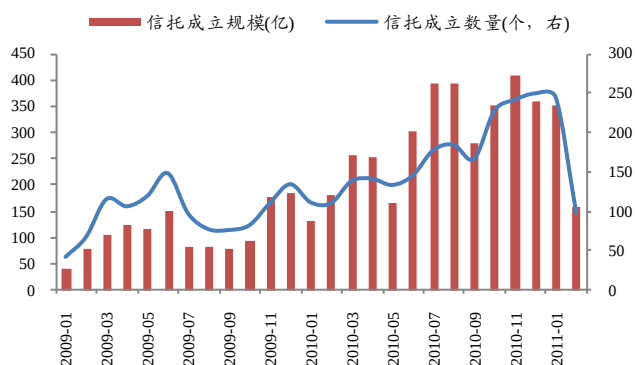
图表 21 全球及主要地区黄金投资型需求 (包括金条和金币)



资料来源：世界黄金协会、国海证券研究所

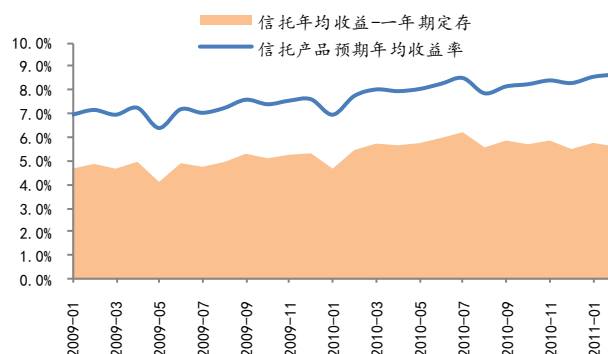
证券市场投资占比在提高，但是尚缺乏赚钱效应。在房地产行业受市场调控之后，居民资金将从房地产领域逐步向证券领域进行流动。而集合理财类的信托产品成为资金流入证券市场的中间环节，为证券市场提供新增流动性。从信托发行规模的历史变迁中不难发现，证券投资类信托产品的发行规模和比重都在显著上行，但是规模快速增长仍然有赖于证券市场“赚钱效应”的产生。

图表 22 集合理财信托成立规模与数量



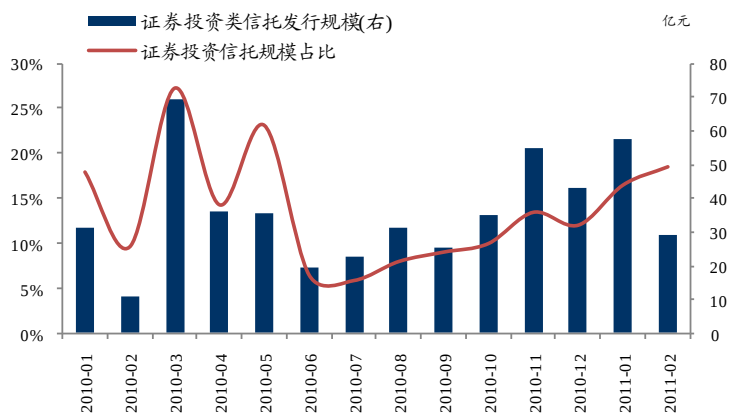
资料来源：用益信托网、国海证券研究所

图表 23 集合理财信托收益率水平



资料来源：用益信托网、国海证券研究所

图表 24 证券投资类信托产品稳步增加，尚缺乏赚钱效应



资料来源：用益信托网、国海证券研究所

市场格局：二季度震荡上行为主

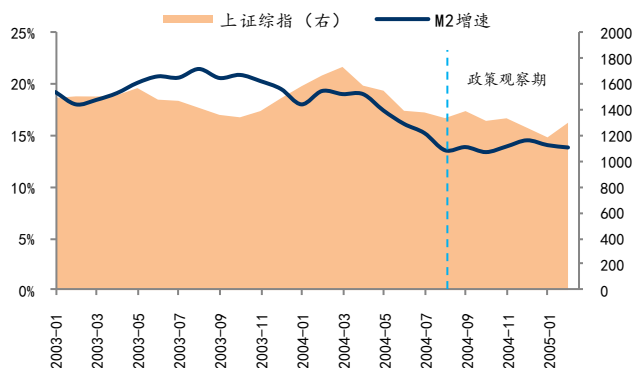
从当前宏观经济的基本格局来看，我们认为 3 月份开始，市场将进入我们此前所分析的“政策观察期”。二季度开始，宏观经济将呈现“经济趋稳、通胀压力适度缓解”的局面，高通胀水平下居民投资意愿强烈，证券市场将会有所收益。二季度证券市场有望呈现震荡上行的格局，波动区

间为 2700-3300 点。

1. 历史视角下的“政策观察期”，阶段性机会存在

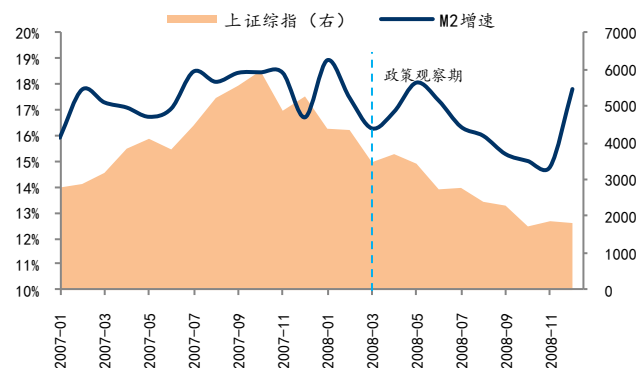
从此前 2003-2004 年以及 2007-2008 年宏观经济调控的历史经验来看，进入“政策观察期”后证券市场会出现阶段性的好转。

图表 25 政策观察期市场表现（2003-2004）



资料来源：WIND、国海证券研究所

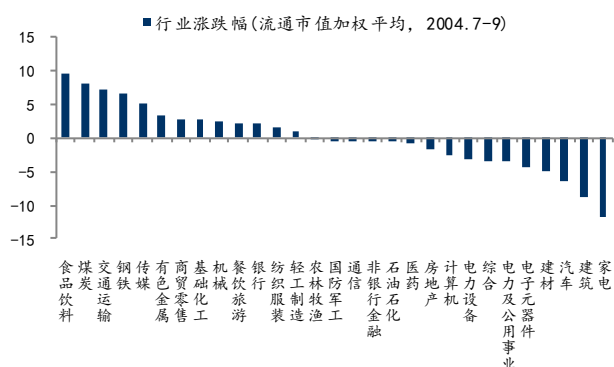
图表 26 政策观察期市场表现（2007-2008）



资料来源：WIND、国海证券研究所

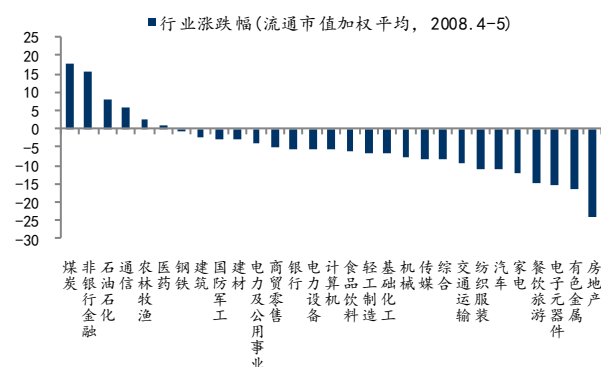
进入“政策观察期”后，市场从普跌转入震荡，结构性机会开始出现。2003-2004 年紧缩周期中，进入观察期后，食品饮料（9.6%）、煤炭（8%）、交通运输（7.2%）涨幅居前；2007-2008 年紧缩周期中，煤炭（18%）、非银行金融（15.4%）、石油石化（7.8%）涨幅居前。

图表 27 政策观察期行业涨跌幅（2004.7-9）



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 28 政策观察期行业涨跌幅（2008.4-5）



资料来源：WIND、国海证券研究所

2. 二季度震荡区间为 2700-3300，市场情绪乐观

按照我们之前的分析，我们认为二季度宏观政策和流动性层面都属于

中性偏乐观的水平。宏观经济趋稳，市场不会过度悲观；通胀压力会阶段性缓解；市场整体估值无系统性风险。

货币政策会继续出台，4月份无论加息与否，市场都会偏向乐观。“政策观察期”中货币政策工具仍然会继续实行，按照我们的预计，二季度仍然会加息一次，25bp。但是证券市场将会相对乐观地解读后续的货币政策措施。4月份无论央行加息与否，都会利好证券市场。

1) 如果央行加息，市场会作为利空出尽进行解读。从目前宏观经济数据与央行的公开市场操作来看，通胀压力高位徘徊，但是公开市场操作的放量，使得投资者的通胀预期显著缓解。此外，日本经济放缓有利于缓解输入型通胀，货币供应量的低水平也能缓解流动性过剩对于通胀的传导。

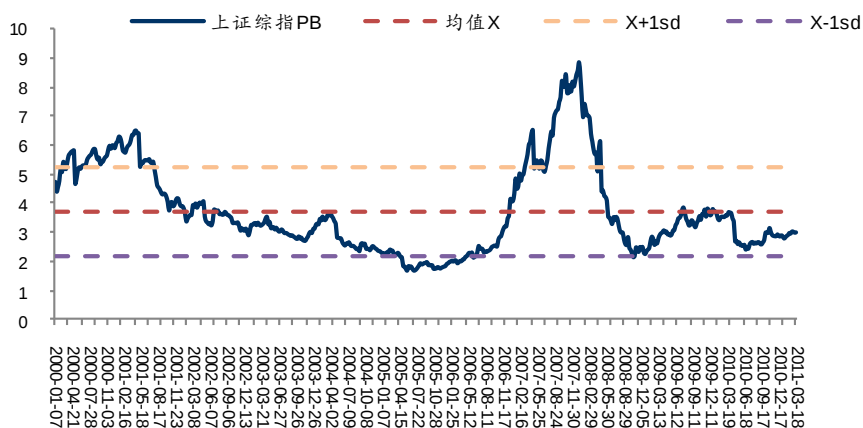
2) 如果央行不加息，市场会作为通胀下行趋势确立进行解读。“控通胀”作为当前宏观经济调控的首要目标，但是经济增长逐步趋稳，小幅波动的大背景下，央行如果4月份选择不加息，市场将会解读为通胀下行趋势确立，政策紧缩正式完结。

市场估值无系统性风险。我们观测的上证综指市净率水平仍然处于历史低位，历史上低于当前水平的概率仅为0.3。

周期性行业权重股的低估值水平制约了指数的下行空间。当前沪深300动态市盈率仅为12.2倍，属于历史的较低水平。从分行业数据来看，金融、房地产、采掘、黑色金属等强周期行业估值仍然地位。另外，从分行业的估值与复合增速的矩阵来看，26个行业中有16个行业PEG小于1。因此，从估值的角度来看，市场当前并未系统性高估。

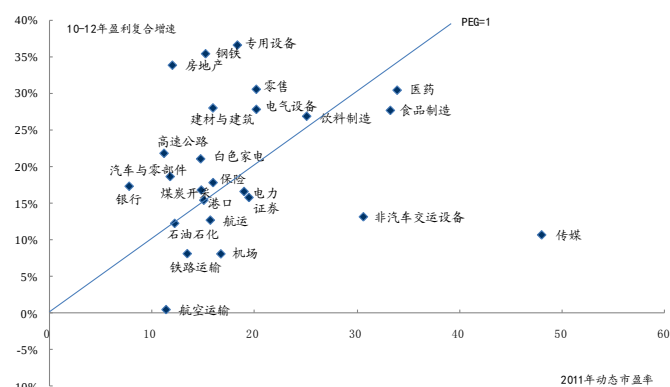
市场风格重回历史高水平。从市场风格指数来看，小市值股票对大市值股票的风格溢价已经重回历史高位，面临一定的回落风险。但是从当前市场流动性格局以及新兴产业的政策支持力度来看，市场溢价会继续收敛，即使回归也可能仍然维持历史高位。

图表 29 上证指数低于当前市净率水平的概率仅为 0.3



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 30 主要行业盈利与估值矩阵



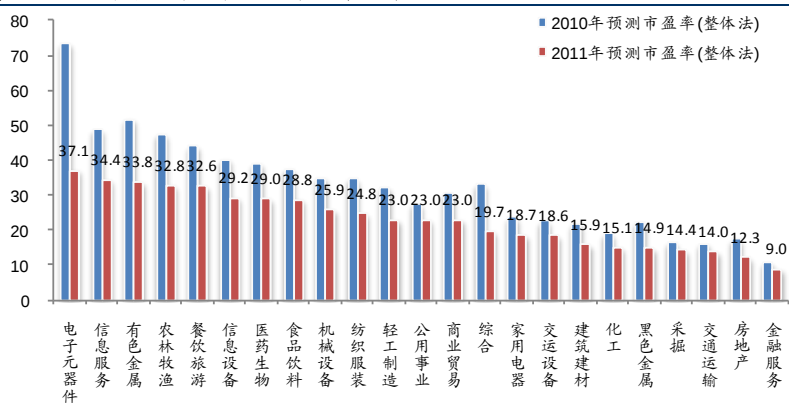
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 31 市场风格水平



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 32 主要行业静态和动态市盈率水平



资料来源：WIND、国海证券研究所

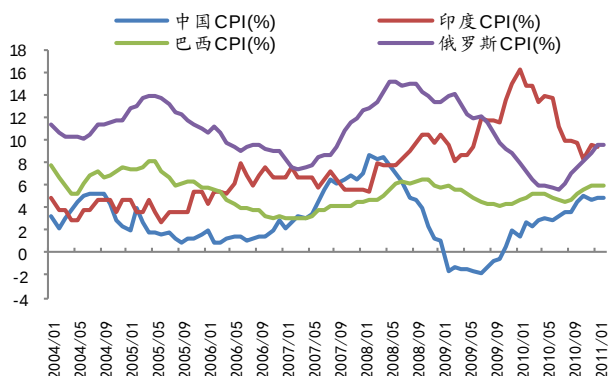
3. 二季度末可能是关键的时刻，通胀回落有限

二季度通胀压力趋缓已经开始被市场逐步接受，但是下半年通胀水平是否能够如预期所回落仍然存在疑问。从当前全球经济复苏的趋势来看，国内通胀压力是国内外多方面因素共同作用的结果。但是从多因素观测来看，我们对下半年通胀的下行空间保持相对谨慎，一旦通胀存在超预期可能，市场或将再度面临拐点。

1) 通胀开始从新兴市场向发达经济体传染

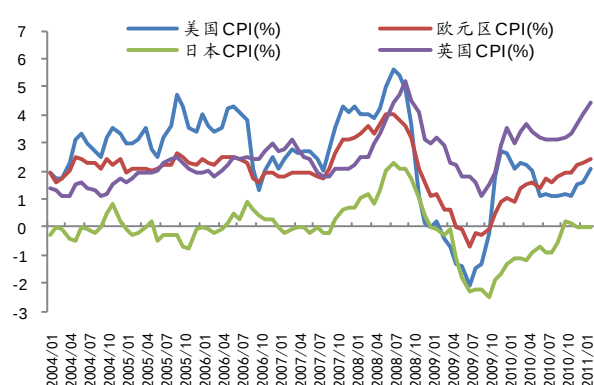
本轮全球的流通性泛滥，使得通胀压力开始从新兴市场逐步向发达经济体泛滥，欧元区 4 月份加息的概率在加大；美国的通胀压力也在上行，市场开始预期美联储加息时点会提前。

图表 33 新兴市场国家通胀已经处于高水平



资料来源：国海证券研究所

图表 34 发达经济体通胀压力阴影显现



资料来源：国海证券研究所

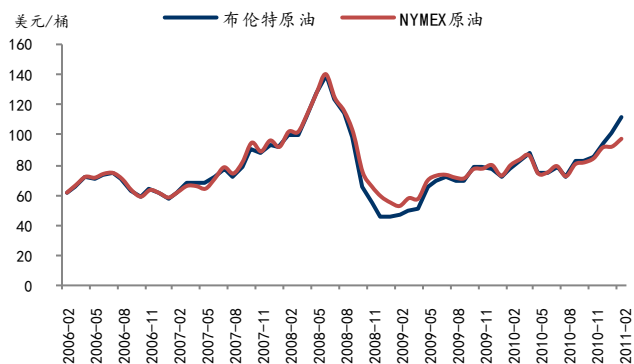
2) 下半年通胀回落有限

以原油为代表的能源价格长期看涨，全球型的输入型通胀压力或延续。基于全球经济复苏预期以及中东北非地缘政治因素，原油价格近期快速上行，同时全球原油库存同样位于历史高水平，看涨意愿强烈。

美元指数仍将维持低位，流动性因素支持原油价格高水平。从当前市场的一致预期来看，美国在 2012 年以前加息的概率较低，尽管通胀隐忧呈现，但是失业和大选的因素导致美联储加息动力较低。与之相对应，欧元区 4 月份加息的概率在显著上升。欧元和美元的此消彼长下，美元指数在可预见的时期内仍然维持低水平。考虑到大宗商品的美元因素，原油价格有望维持高位。

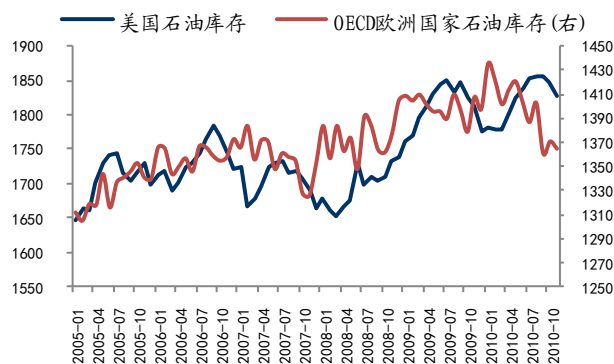
日本大地震带来的核危机使得原油潜在需求上行。日本核能利用占其能源总量的约 11%，本次核危机带来的影响是不局限于对于日本能源结构的转变，而在于全球对于核能的争议会增加，对于传统能源的需求会上升。

图表 35 原油价格再度高企



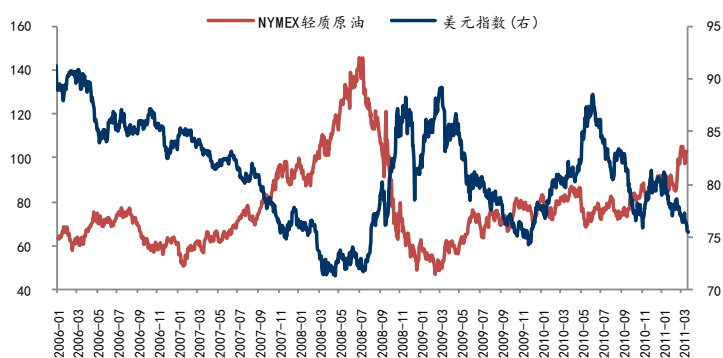
资料来源：国海证券研究所

图表 36 原油库存处于历史高水平



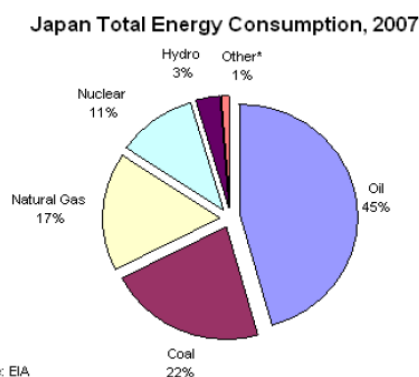
资料来源：国海证券研究所

图表 37 原油价格与美元指数显著相关



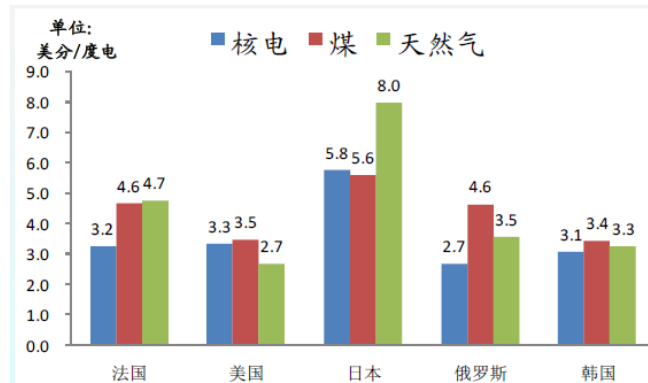
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 38 日本能源消费构成



资料来源：国海证券研究所

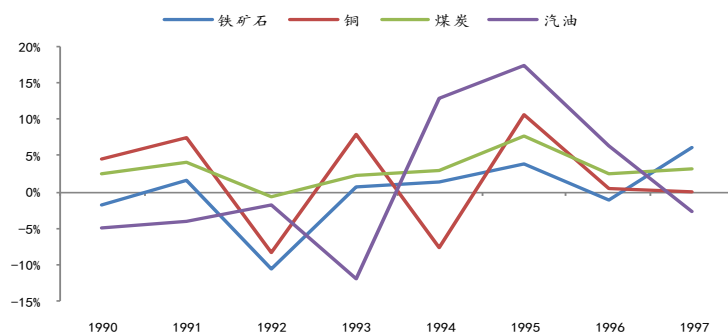
图表 39 主要能源发电成本



资料来源：国海证券研究所

日本的震后重建进程会影响大宗商品供求，进而引发通胀预期。虽然本次地震的重建会晚于 1995 年，但是有些影响是必然会发生的。核危机对原油价格的影响是立竿见影的，原油价格已经开始企稳；未来粮食价格受日本需求影响会再度上行；如果 3-6 个月后日本灾后重建快速推进，钢铁、建材、有色金属价格也将得到支持，从而被推高。全球通胀预期会受日本经济恢复所影响，关键是时点。

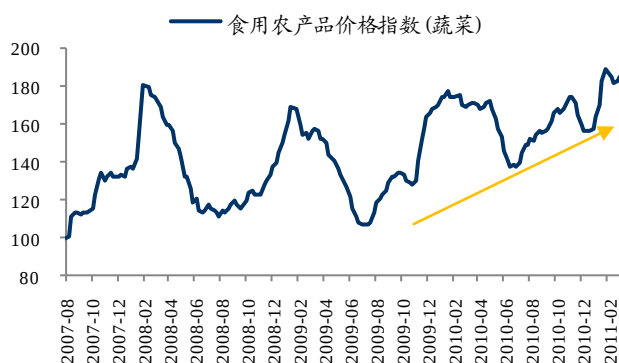
图表 40 地震重建带来大宗商品需求的高增长



资料来源：国海证券研究所

国内劳动力成本因素将使得通胀中期趋势上行。劳动力成本进入快速上升期，从而制约食品价格的下行空间，导致底部在不断抬高。此外，服务业相关行业也将受劳动力成本推进使得非食品 CPI 存在超预期的可能。电力、天然气等公用事业价格仍在政府管制之内，下半年可能出现的煤电倒挂将加大价格放开的压力。

图表 41 蔬菜价格受劳动力成本推进底部不断抬高



资料来源：国海证券研究所

投资主题：“油”当别论

我们在上面已经分析了看高原油价格的主要因素：全球经济复苏预期、美元指数低水平、核危机带来的全球能源结构变化等。因此尽管二季度国内以 CPI 表现的通胀压力会缓解，但是原油价格仍将维持高位，我们认为与“油”相关的行业会继续受益并且获得市场溢价。我们持续看好煤化工、替代能源等相关行业。

1. 煤化工主题

煤化工行业主要是通过煤替代原油提炼化工产品的路径，一般来说，当原油价格稳定在 100 美元/桶的高水平，煤化工的经济性开始充分显现。从中国当前的能源结构和资源储备来看，煤化工是中国最现实的能源解决方案。

图表 42 中国的煤化工性价比高

地区	美国	欧盟	日本	OECD	印度	中国	世界
煤/Mt	246643	39460	359	373220	92445	188600	983164
石油/Mt	3600	2224	8	10900	700	2300	161900
天然气/万亿m ³	5.29	2.75	0.04	15.02	0.92	2.23	19.53

资料来源：国海证券研究所

图表 43 折算吨标准煤的燃料价格

燃料种类	WTI原油(元/吨)	NYMEX天然气(元/m ³)	中国无烟煤(元/吨)	中国烟煤(元/吨)	中国工业天然气(元/m ³)	中国化肥天然气(元/m ³)
原价格	5017	1.0	800	500	3	1
标煤折算率	1.4	1.2	0.9	0.7	1.2	1.2
标煤折算价	3583	874	889	714	2500	933

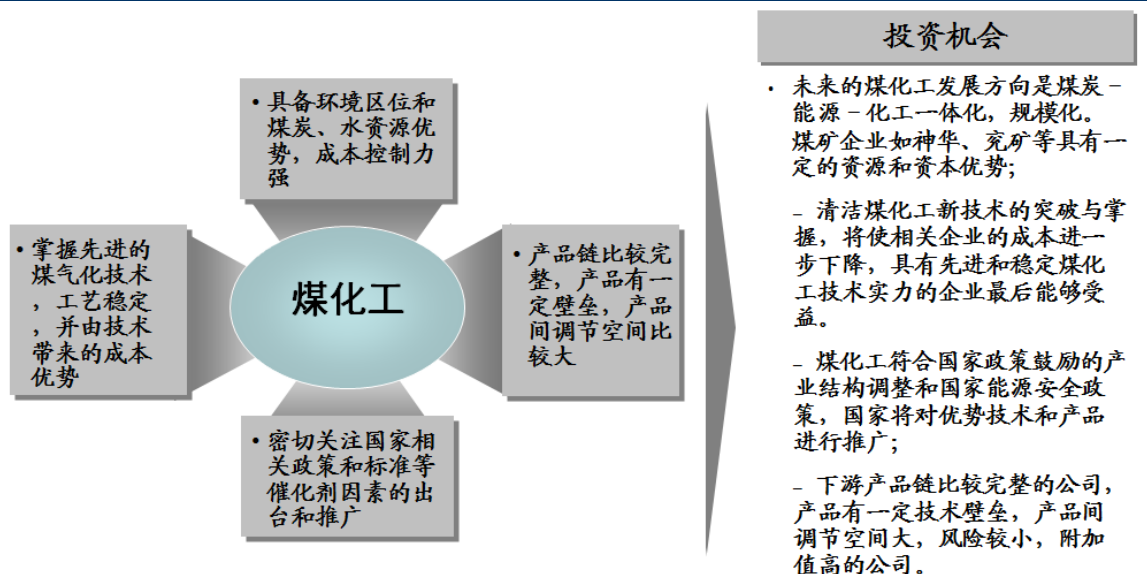
燃料种类	甲醇(元/吨)	乙醇(元/吨)	二甲醚(元/吨)	汽油(元/吨)	柴油(元/吨)	液化石油气(元/吨)
原价格	2700	7800	4200	8586	8026	8870
标煤折算率	0.7	1.3	1	1.5	1.6	1.5
标煤折算价	3857	6000	4200	5724	5016	5913

资料来源：国海证券研究所

从当前煤化工的发展趋势来看，传统煤化工（煤焦化、电石乙炔 PVC、煤合成氨和氮肥）已经得到了市场认可，未来煤化工将集中于新型煤化工领域，包括：燃料乙醇、二甲醚、煤制油、煤制天然气、甲醇制汽油、煤基低碳烯烃和煤制乙二醇。

但是从煤化工的发展来看，除了本身的煤炭资源之外，还需要考虑水资源、环境保护、工艺技术等多个方面。

图表 44 煤化工的主要投资机会



资料来源：国海证券研究所

沿着资源和技术两条主线寻找煤化工优质企业，关注四类投资标的：

1) 具有煤炭资源优势和水资源条件：内蒙君正、中泰化学、广汇股份、英力特、天原集团、云维股份、云天化、赤天化、天富热电；

2) 拥有先进煤气化技术：东华科技、中国化学、华鲁恒升、云天化、柳化股份、湖北宜化、双环科技、科达机电、天科股份；

3) 下游产品线丰富，技术壁垒高：华鲁恒升、山西三维、鲁西化工；

4) 提供煤化工关键装备企业：张化机、杭氧股份、华光股份。

图表 45 煤化工主题重点股票池

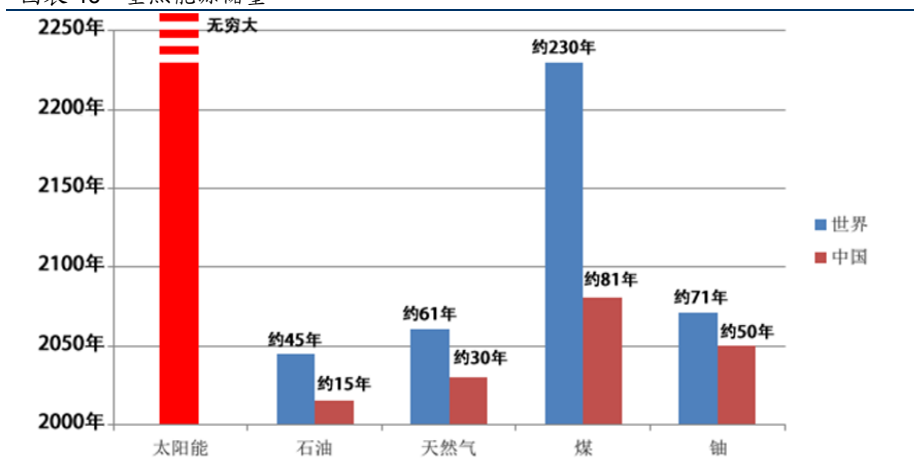
股票简称	投资评级	市价(元)	EPS(元)			PE		
			10E	11E	12E	10E	11E	12E
华鲁恒升	买入	10.45	0.41	0.67	1.07	25.5	15.6	9.8
柳化股份	买入	8.87	0.14	0.50	0.60	63.4	17.7	14.8
云天化	买入	8.12	0.59	0.91	1.21	13.8	8.9	6.7
湖北宜化	买入	13.60	1.06	1.49	1.97	12.8	9.1	6.9
内蒙君正	买入	27.64	0.93	1.32	1.75	29.7	20.9	15.8
英力特	买入	14.75	0.72	0.85	1.29	20.5	17.4	11.4
中国化学	买入	5.75	0.31	0.41	0.52	18.5	14.0	11.1
东华科技	增持	49.52	0.74	1.16	1.64	66.9	42.7	30.2
张化机	买入	34.00	0.71	1.18	1.55	47.9	28.8	21.9
杭氧股份	买入	24.26	0.90	1.21	1.47	27.0	20.0	16.5
华光股份	买入	8.98	0.61	0.83	0.99	14.7	10.8	9.1

资料来源：国海证券研究所

2. 替代能源主题

在包括核能、风能和太阳能在内的替代能源中，太阳能是最具长期发展潜力的。**核电**虽已具有大规模装机能力，但运行安全问题和长期燃料供给仍是影响其发展的症结。**风电**仍面临着并网难和较高的建设成本等问题，未来成本下降空间较小。长期看来，**光伏**装机的潜在市场空间大、成本下降潜力大、营运无污染、可离网发电等优点注定太阳能未来必将成为人类获取电力的主要方式，成为终极能源。

图表 46 重点能源储量



资料来源：国海证券研究所

图表 47 重点能源优劣势

性能	光伏	风电	核电	水电
装机的潜在市场空间	极高	低	高	中
目前的发电成本	高	中	较低	低
成本下降的潜力	大	中	较低	低
非并网应用	极丰富	较少	无	无
发电营运环节的污染	无	中	较高	较小
设备生产环节的污染	中	较小	较小	较小
电网调度要求	较高	高	低	较低

资料来源：国海证券研究所

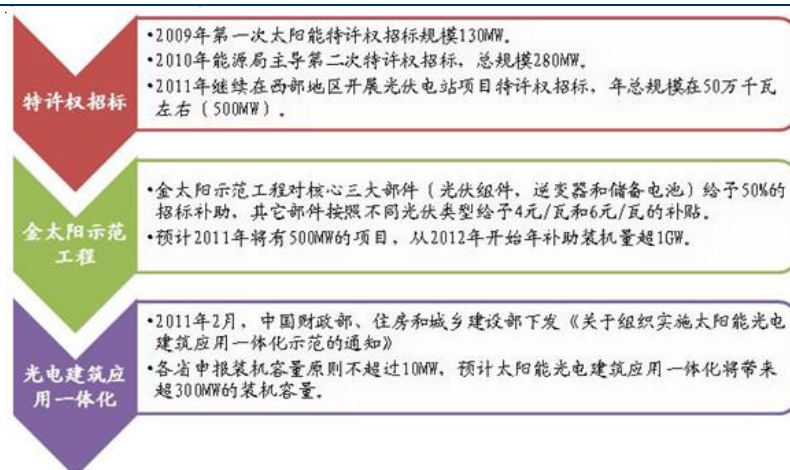
光伏产业 2011 年仍然有望继续保持高增长。

1) **政策定位起点高**：2011 年 1 月的全国能源工作会议上，能源局首次将太阳能光伏产业发展成为“新兴能源支柱”产业。重要性超过核电和风电。

2) **政策扶持超预期**：政策推进下特许权招标、金太阳示范工程、光电建筑应用一体化逐步展开，按照规模国内装机逐年翻番。

3) **行业准入改善竞争环境**：多晶硅行业准入有助于提高行业集中度，促进有一定技术优势和规模优势的企业发展，限制能耗高，成本高的小企业进入这个领域。长期来看，有助于国产多晶硅降低成本和能耗，引导终端光伏发展成本下降。多晶硅行业准则有助光伏行业的长期健康发展。

图表 48 光伏行业政策扶持



资料来源：国海证券研究所

在可再生能源中，我们认为太阳能因其安全性、清洁性、无限性是最具长期发展潜力。2011 年全球光伏行业迈入一个新的发展阶段，中国市场即将启动，且政策扶持的力度将超预期。

图表 49 光伏 10 股票池

股票代码	股票名称	光伏领域	市价 2011/3/24	EPS				PE			
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
000862.SZ	银星能源	多晶硅、晶硅电池、太阳能跟踪器	16.21	0.15	0.23	0.48	1.06	108.07	70.48	33.77	15.29
000012.SZ	南玻A	多晶硅、晶硅电池、薄膜电池、光伏玻璃	21.70	0.68	0.70	0.90	1.12	31.91	31.00	24.11	19.38
600537.SH	海通集团	晶硅电池、银浆	57.71	0.01	1.52	2.20	2.53	5771.0	37.97	26.23	22.81
300029.SZ	天龙光电	光伏设备	34.12	0.46	0.47	1.11	1.68	74.17	72.60	30.74	20.31
002006.SZ	精功科技	光伏设备	62.69	0.16	0.63	1.87	2.51	388.65	99.01	33.52	24.98
300080.SZ	新大新材	硅片切割材料	55.91	0.93	1.18	1.92	2.45	60.12	47.38	29.12	22.82
002132.SZ	恒星科技	硅片切割钢丝	31.39	0.39	0.43	1.27	1.65	80.49	73.00	24.72	19.02
002218.SZ	拓日新能	薄膜电池、晶硅电池、光伏设备、光伏玻璃	27.31	0.12	0.32	0.68	1.12	227.58	85.34	40.16	24.38
600703.SH	三安光电	聚光电池	47.06	0.71	0.64	1.20	1.63	66.28	73.53	39.22	28.87
300102.SZ	乾照光电	聚光电池	89.99	0.95	1.40	2.64	3.69	94.73	64.28	34.09	24.39

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归国海证券所有。