

“软着陆”前夜、追寻确定性机会

A 股季度策略报告

2011 年 3 月 24 日

主要观点:

- 通胀依然高位运行且有望创新高，高物价、控货币下经济增速有所放缓。其中猪肉价格、能源价格等是物价上行的主要显项；保障房、水利建设等项目构成了建安投资增长的增项，而产业转移及升级带动带来的装备需求将是设备投资的增项，以设备投资为代表的新一轮周期启航。
- 货币供应量低位运行、通胀压力下利率的上行，尽管资金面最紧张的时点已经过去。社会存量资金在大类资产间的再配置将是股市流动性的主要来源；地产资金由被动式再配置转变为主动式再配置的时点，将是主要看点。
- 2010 年年报 30% 以上增长，2011 年 1 季度业绩增速在 20-25% 左右、后有回落，2011 年全年业绩增速在 15-20%。板块估值分化，目前中小盘相对上证 180 指数的静态估值溢价在 3.2 倍左右，在未来业绩增速回落预期下、估值溢价修正至 3 倍下方较为合理。
- “通胀高位、经济适度回落”，“货币供应量低位、利率有上行”，两者构成了二季度股市面临的主要基本面、资金面组合。“软着陆”确立之前，“滞胀”是市场主要的担忧项；二季度末物价的触顶回落如果能够同步的伴随着经济的探底回升，那将是重要的系统性机会时点。因此，二季度更多是过渡期，相对于追求过高成长所面临的不确定性，追寻估值的安全边际以及基于转型下增长的确定性机会，是主要配置思路。
- 二季度渐次跟踪市场利率、通胀水平、经济产出，预期在货币紧缩及其累积效应下的经济回落使得市场有震荡回落的压力、而后在估值支撑以及通胀得以有效控制的预期下市场有望回升。布局于“软着陆”前夜，二季度上证指数可能的运行区间 2750-3180。
- 基于二季度市场有望以震荡、回落而后反弹的形式运行，且风险点主要来自通胀压力下加息等货币政策所导致的货币活化持续下降压力以及紧缩下经济回落的压力。除了金融地产等基于估值的负反馈行情外，更多可以立足于通胀、立足于经济增长中的相对确定性增项，从中寻找估值合理板块的投资机会。从投资主线上看，A、替代能源主线：新能源(水电、光伏等)、能源传输(特高压等电气设备)，B、保障房等建设及建筑节能环保板块：城投城建、建材、工程机械、住宅产业化等；C、新一代信息技术：光通信、三网融合等。从谨慎偏防御的角度，关注估值回落且成长稳定的食品医药等传统防御板块，具有保障房建设等主题且具有估值防御的建筑及建筑机械等板块，具有新兴产业概念且估值较低的水利、信息设备及新材料等板块。
- 重点个股：益生股份、智飞生物、友阿股份、中联重科、新兴铸管、中南建设、长江电力、航天信息、国中水务、东阳光铝。

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、基本面：通胀依然高位、经济增速有所放缓.....	3
1、“物价上、经济下”的宏观组合.....	3
2、物价依然高位的分项归因.....	5
3、保障房等建设以及设备投资比重上行是经济转型、周期启航的增项.....	7
A、保障房、水利等建设.....	7
B、设备投资周期得到进一步佐证.....	9
二、资金面：货币增速回落、利率有上行.....	10
1、货币增速在回落阶段与股市相关性在弱化.....	10
2、市场利率与股市的关联度增强.....	12
3、房地产资金再配置的方式.....	13
三、市场面：业绩增速未来有回落、权重板块低估值.....	14
1、年报业绩较好、未来业绩增速有回落.....	14
2、部分权重板块的低估值是确定性的.....	15
3、风格的波动中小板溢价率还有小幅回落空间.....	16
四、市场逻辑及运行.....	17
1、市场逻辑：“软着陆”确立之前.....	17
2、市场运行：有望以震荡、回落而后上行的形式演绎.....	17
五、投资策略.....	18
1、投资主线：过渡期追寻确定性机会.....	18
2、重点个股.....	18
图 1：GDP 增速有所放缓、CPI 高位且有望创新高.....	3
图 2：投资、消费以及工业增加值增速均有回落趋向.....	4
图 3：物价回落与经济回落的时滞关系.....	4
表 1：CPI 上行因素分析.....	5
表 2：PPI 上行因素分析.....	6
图 4：CPI、PPI 翘尾因素在二季度末是高点.....	6
图 5：生猪存栏数、能繁母猪数依然在下降途中.....	6
图 6：成本因素也推动猪肉价格上行.....	7
表 3：测算未来住宅套数之参数表.....	8
图 7：新增城镇人口数与新增商品房销售套数之间的序列关系.....	8
图 8：设备投资与固定资产投资比重已进入上行阶段.....	9
图 9：设备投资占比增速上行与 GDP 增速之间的相关性.....	10
图 10：货币供应量增速在回落阶段与股市的关联度在弱化.....	10
图 11：外汇占款增速在大趋势上处于低位.....	11
表 4：M2 增量的来源有所弱化.....	11
图 12：市场利率与股市的敏感性增强.....	12
图 13：市场利率与存款基准利率之间背离需要修复.....	13
表 5：商品房销量下降，期待股市与房市的跷跷板效应.....	13
表 6：2010 年上市公司业绩增速.....	14
图 14：2011 年上市公司业绩预测.....	14

表 7: 全部 A 股整体估值合理	15
表 8: 权重板块市盈率估值水平历史对比	15
表 9: 权重板块市净率估值水平历史对比	16
表 10: 市场主要指数及风格估值对比	16
图 15: 中小板估值溢价在 2010 年 2 季度以来形成的溢价区间的下轨道附近将有支撑	17
表 11: 二季度重点个股列表	18

一、基本面：通胀依然高位、经济增速有所放缓

通胀依然高位运行且有望创新高，高物价、控货币下经济增速有所放缓。劳动力成本上行及输入性通胀是目前通胀居高不下的主因，其中猪肉价格、能源价格是物价上行的主要分项。就经济层面看，保障房、水利建设等构成了建安投资的主要增项，而产业转移及升级所带动包括工程机械、电气设备等将是设备投资领域内的增项。以设备投资为代表的新一轮周期已然启航。

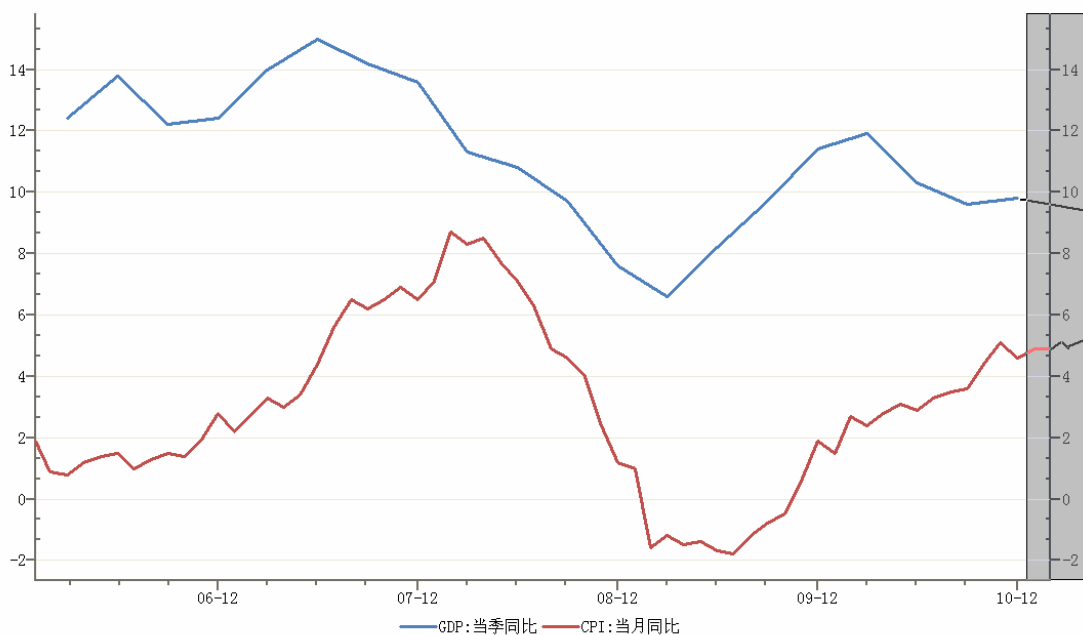
1、“物价上、经济下”的宏观组合

劳动力成本上升以及输入性通胀双重作用下，叠加较高的翘尾因素，二季度通胀压力依然较高、CPI 有望在 6 月份左右创出新高。而后伴随着下半年翘尾因素的弱化，考虑到货币紧缩的作用即通常在 M1 增速自 20% 以上高位回落半年左右 CPI 会回落的经验，因此，CPI 有望在下半年有所回落。

4 万亿的退出、货币的紧缩以及高物价的冲击尤其是 PPI 上行至 6% 以上后对产出的影响将逐渐显现，即伴随着 PPI 的冲高，工业增加值、未来的经济产出增速回落是大概率事件。就现有数据看，2011 年前 2 个月的工业增加值由 2010 年的 15.7% 回落至 14.1%；2011 年前 2 个月的零售总额增速回落至 15.8%、城镇固定资产投资增速在 24.9%；同时，考虑到 2 月份 CPI4.9%、PPI7.2%，剔除物价后的零售增速以及投资增速均出现了一定的回落；叠加贸易逆差的出现，即无论从三驾马车角度还是工业产出角度，经济未来一段时间出现回落得到了经济分项的佐证。因此，相对于 2010 年 4 季度的 9.8%，2011 年 1、2 季度 GDP 渐次有所回落。

在“物价上、经济下”的基本组合下，考察 CPI 与 GDP 两者之间的时滞关系，有利于进一步把握时间序列上两者的搭配。二季度物价依然处于高位、对应 CPI 在 5% 左右，而非逐月下行，同时经济有回落压力，一二季度 GDP 增速在 9.4%、9.3% 左右。另外，从经验看，物价回落的同时往往伴随着经济的回落，但是两者之间存在时滞。根据 2004 年以及 2008 年两次经济回落或衰退的经验，经济的回落往往早于物价的回落、即满足总需求回落有利于通胀阶段性回落的推断；同时，物价回落初期由于需求的下降导致经济增速依然保持着一段时间的回落。从 CPI 与 GDP 增速两者的时序关系看，认同 2011 年上半年经济增速出现适度回落且形式上类“滞胀”是顺理成章、具有实证支撑的；因此，经济回落能否得以控制、能否防止大起大落，即转化为能否在控制通胀下的经济“软着陆”问题，我们认为，二季度即为控通胀下实现经济所谓“软着陆”的关键期、也是经济“软着陆”的前夜。

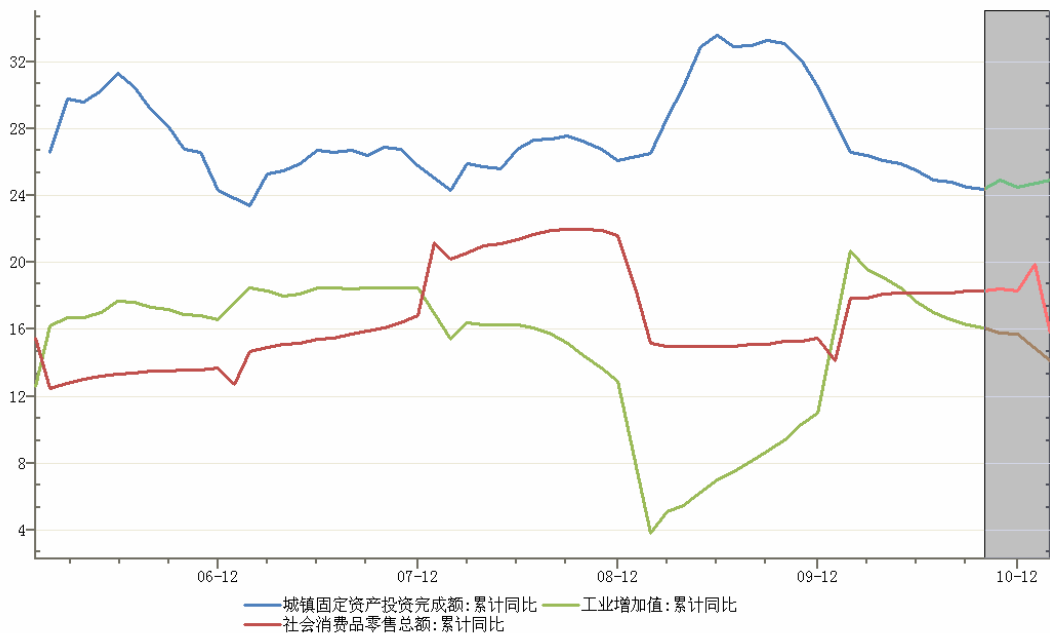
图 1: GDP 增速有所放缓、CPI 高位且有望创新高



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

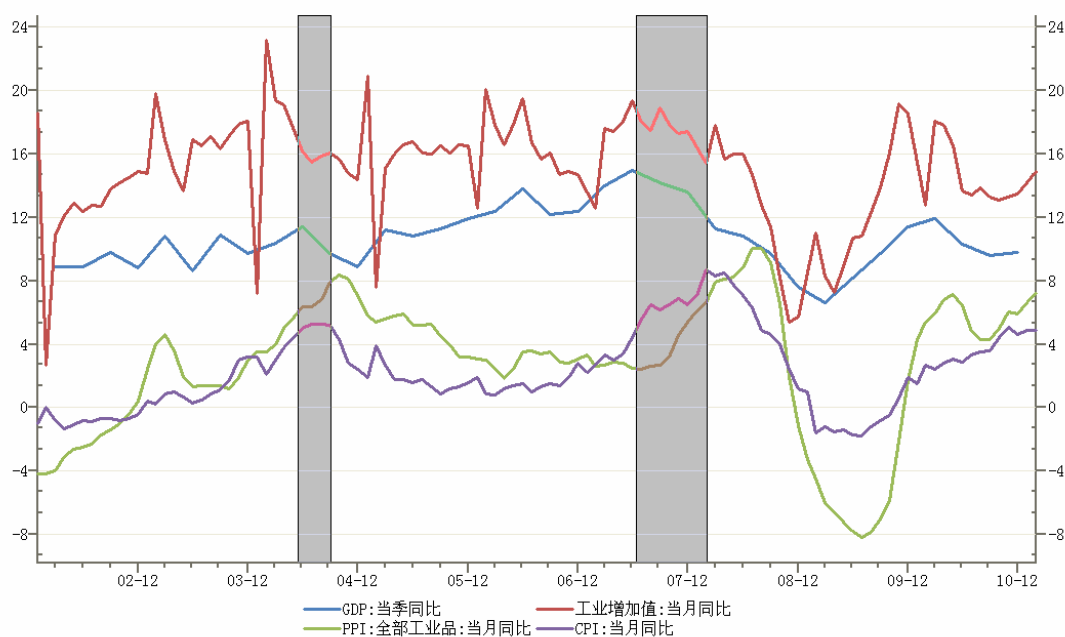
图 2: 投资、消费以及工业增加值增速均有回落趋向



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

图 3: 物价回落与经济回落的时滞关系



数据来源: Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

2、物价依然高位的分项归因

国内通胀在 6、7 月份之前依然维持高位, 3 月 CPI 可能过 5%、6 月时可能再创新高。日本大地震虽然对全球经济趋势影响不大, 但其占全球 8% 体量的经济体的重建需求并叠加日本的大注资, 未来对全球资源品价格、全球通胀都产生影响, 因此, 全球量化宽松以及国内劳动力成本上行是主因。

从 CPI 分项看, 猪肉价格、油价的输入性同行压力依然存在。从 PPI 的构成看, 采掘、材料的价格上行, 使得生产资料价格普遍上行, 从而推升了 PPI 的上行。

输入性压力依然较大。目前来看, 经受过日本大地震需求下降预期短暂冲击的油价, 目前依然再次步入上行、100 美元以上, 表明了在美国等经济体复苏的背景下, 油价上行具有较强的需求面支撑。同时, 尽管地缘政治的不稳, 且考虑到美国 2 月 CPI 已经达到 2.1%、失业率回落至 9% 以下, 预期美国在 QE2 结束后将逐步退出量化宽松, 届时美元指数可能从目前的弱势中有所好转, 但是至少在之前来自中国外部的输入性通胀压力难以释放。这也是二季度国内通胀压力依然高位的原因之一。

另外, CPI 的重要构成项目的猪肉价格也是一个新涨价因素。尽管“瘦肉精事件”、影响猪肉需求, 但是检测成本的推升以及猪肉价格本身存在的 3 年左右的周期、目前依然处于上行周期。从猪价周期、生猪和可繁母猪的存栏处于低位以及粮食价格来看、猪价上行周期可能还未结束。因此, 从 2010 年下半年开始上涨的猪肉价格, 其上行周期尚未结束。即使假定目前 7 倍的猪粮比继续上行的空间有限, 那么基于农产品价格的上行以及仔猪价格上行而言, 猪肉价格在周期和空间上均为到位, 猪肉价格 10% 左右的上行具有合理性。

表 1: CPI 上行因素分析

指标名称	2010-11-30	2010-12-31	2011-1-31	2011-2-28
CPI: 食品: 猪肉: 当月同比	12.9	12.1	12.4	18.1
CPI: 食品: 当月同比	11.7	9.6	10.3	11
CPI: 衣着: 服装: 当月同比	-0.4	0.3	0.3	0.9
CPI: 居住: 租房: 当月同比	6.6	6.8	7.1	7.6
CPI: 居住: 建房及装修材料: 当月同比	5.4	6.2	4.3	4.7

CPI:当月同比	5.1	4.6	4.9	4.9
----------	-----	-----	-----	-----

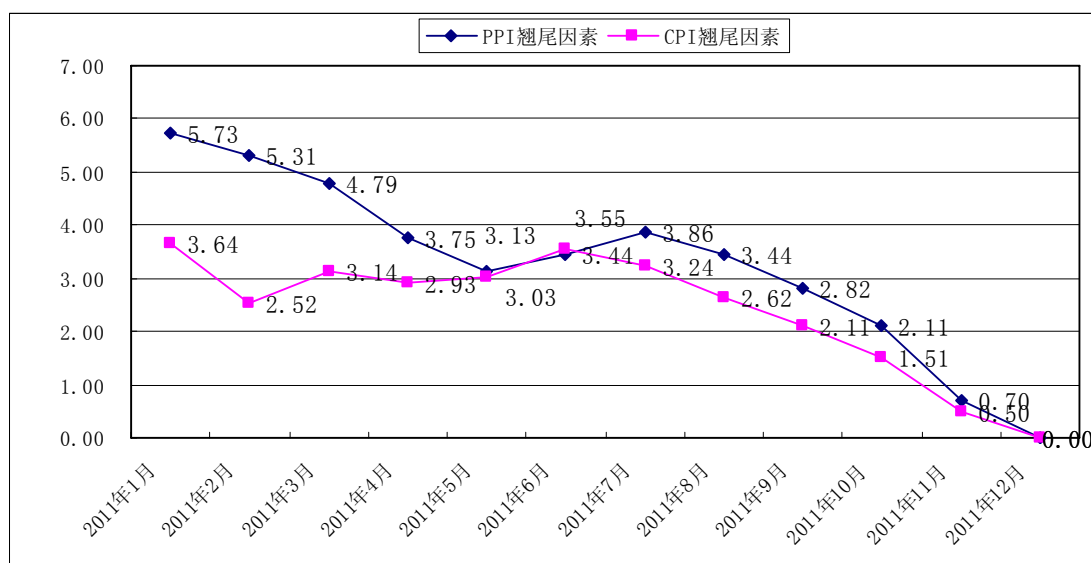
数据源自 WIND, 东北证券

表 2: PPI 上行因素分析

指标名称	2010-11-30	2010-12-31	2011-1-31	2011-2-28	2月-1月	1月-12月
PPI:全部工业品:当月同比	6.06	5.93	6.64	7.2	0.56	0.71
PPI:全部工业品:累计同比	5.51	5.54	6.64	6.9	0.26	1.1
PPI:生产资料:当月同比	6.94	6.67	7.53	8.2	0.67	0.86
PPI:生产资料:采掘工业:当月同比	14.58	12.58	13.75	14.3	0.55	1.17
PPI:生产资料:原材料工业:当月同比	9.79	8.86	10.04	10.6	0.56	1.18
PPI:生产资料:加工工业:当月同比	4.66	4.91	5.85	6.6	0.75	0.94
PPI:生活资料:当月同比	3.25	3.53	3.8	4.1	0.3	0.27
PPI:生活资料:食品类:当月同比	6.17	5.87	6.64	7.3	0.66	0.77
PPI:生活资料:衣着类:当月同比	2.71	3.34	3.76	3.9	0.14	0.42
PPI:生活资料:一般日用品类:当月同比	3.06	3.86	4.19	4.3	0.11	0.33
PPI:生活资料:耐用消费品类:当月同比	-0.67	-0.27	-0.76	-0.8	-0.04	-0.49

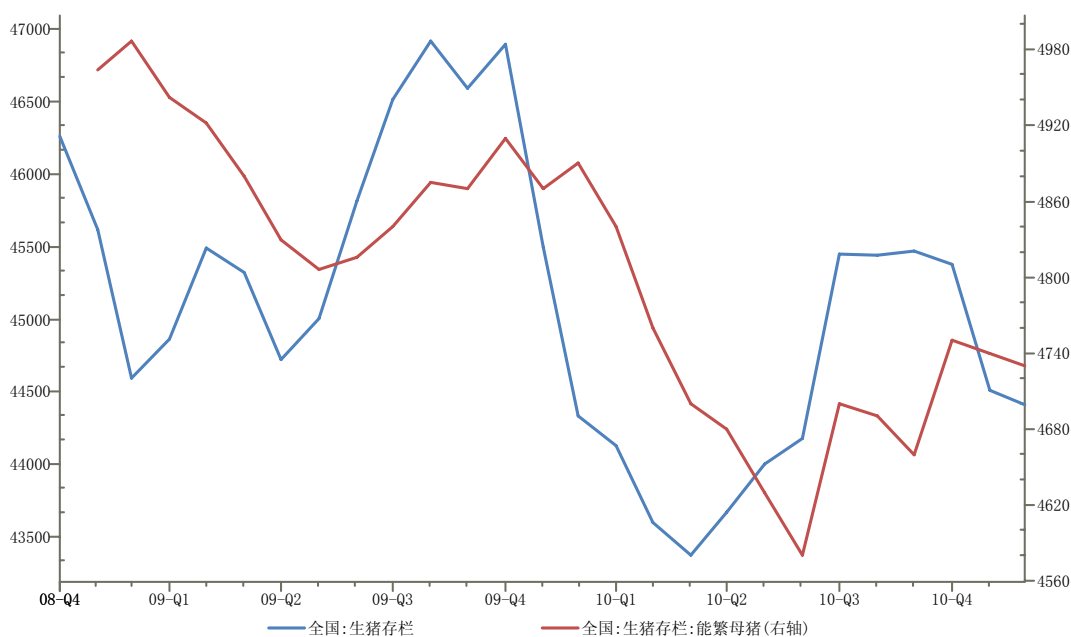
数据源自 WIND, 东北证券

图 4: CPI、PPI 翘尾因素在二季度末是高点



数据源自 WIND, 东北证券

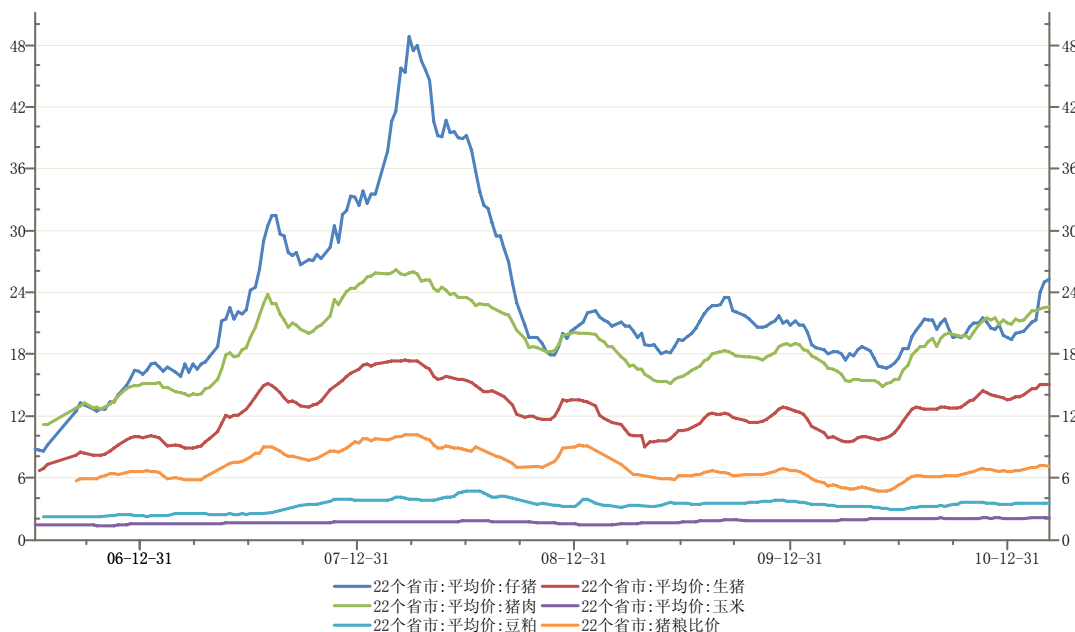
图 5: 生猪存栏数、能繁母猪数依然在下降途中



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

图 6: 成本因素也推动猪肉价格上行



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

3、保障房等建设以及设备投资比重上行是经济转型、周期启航的增项

A、保障房、水利等建设

在建安投资整体比重有所回落的情况下,保障房以及水利等投资是未来投资领域的确定性事项,也是建筑安装投资的主要增量。

房地产投资领域,考虑到未来五年 3600 套、今明两年各 1000 万套保障房建设,可以预期,未来商品

房新开工面积的增速将回落、房地产投资增速的回落大部分由保障房建设来对冲。考虑到保障房土地的缘故，1000 万套保障房建设面积是同套数商品房建设面积的一半、投资规模则是对应商品房投资金额的四分之一。

保障房的大规模建设，有利于房地产与其他产业资源的再配置，也有利于房地产企业自身的转型。因为，未来商品房新开工面积增速回落是大概率事件。简单测算如下：

考虑前期非商品房面积，2006 年人口 × 人均面积(156 亿平米)-1999 到 2006 年商品房面积（23.4 亿平米）；所以，大约存量的老房子面积在 133 亿平米、大约在 2 亿套房子；

1999 年-2010 年商品房销售 53.8 亿平米、约 5000 万套；未来保障房建设 4180 万套；假定未来商品房 9.2 亿平米(2010 年新开工 12.9 亿平米)、年销售 900 万套、约 4500 万套；

非商品房的老房子、商品房、保障房，十二五合计在 3.4 亿套左右；彼时城市化率 51.5%、城市人口 7 亿人、房屋数量大致可以支撑。因此，因此，房地产需要转型和再定位，相对于保障房投资、未来商品房新开工面积增速回落是大概率事件。

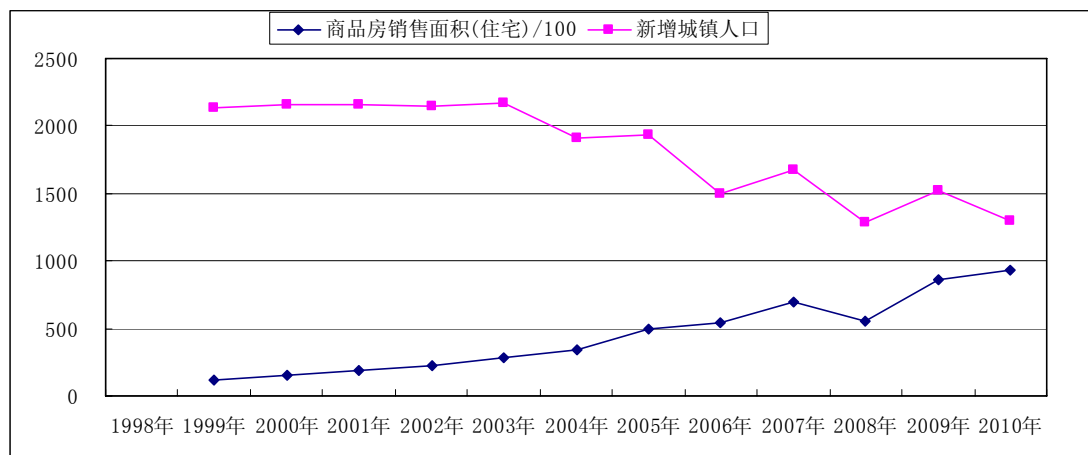
同时，就转型角度看，对于新建住宅的建筑节能要求将提高，期间也孕育机会。包括建筑营造以及建筑运行过程中所需的材料设备以及建筑工艺，均是建筑节能的范围。我们认为，保障房的投资除了涉及建材等的上游需求也有利于推进建筑节能，是推进住宅产业化试点推广的机会；即住宅产业化领域的成长性较强、未来推广空间也较大。以北京为例，北京市推进住宅产业化的目标是：2010-2011 年为试点期，住宅产业化试点项目建筑面积分别为 50 万和 100 万平方米；从 2012-2013 年为住宅产业化推广期，产业化住宅项目建设面积比例将分别提高至 7%和 10%，即北京的住宅产业化年增长 100%。期间通过扶持建设若干家预制部品生产企业、鼓励传统建材企业向以住宅产业化为特点的部品生产企业转型，有利于大型住宅产业集团的诞生。

表 3：测算未来住宅套数之参数表

指标名称	城市人均住宅建筑面积	商品房销售面积:住宅:累计值	总人口	总人口:城镇	房屋施工面积:住宅:累计值	房屋新开工面积:住宅:累计值	房屋竣工面积:住宅:累计值
1998-12			124761	41608			
1999-12		11879	125786	43748	41028	18049	16195
2000-12	20.30	15137	126743	45906	48305	23335	18948
2001-12		18499	127627	48064	59766	29293	22544
2002-12	22.79	22117	128453	50212	72077	34224	26613
2003-12	23.70	28502	129227	52376	91018	43676	32200
2004-12	25.00	33820	129988	54283	108197	47949	34677
2005-12	26.11	49795	130756	56212	127748	54034	40004
2006-12	27.10	54392	131448	57706	151499	63568	43247
2007-12		69104	132129	59379	186455	78136	47767
2008-12		55886	132802	60667	216671	79889	47750
2009-12		86185	133474	62186	250804	92463	59629
2010-12		93052	134100	63486	314943	129468	61216

数据源自 WIND，东北证券

图 7：新增城镇人口数与新增商品房销售套数之间的序列关系



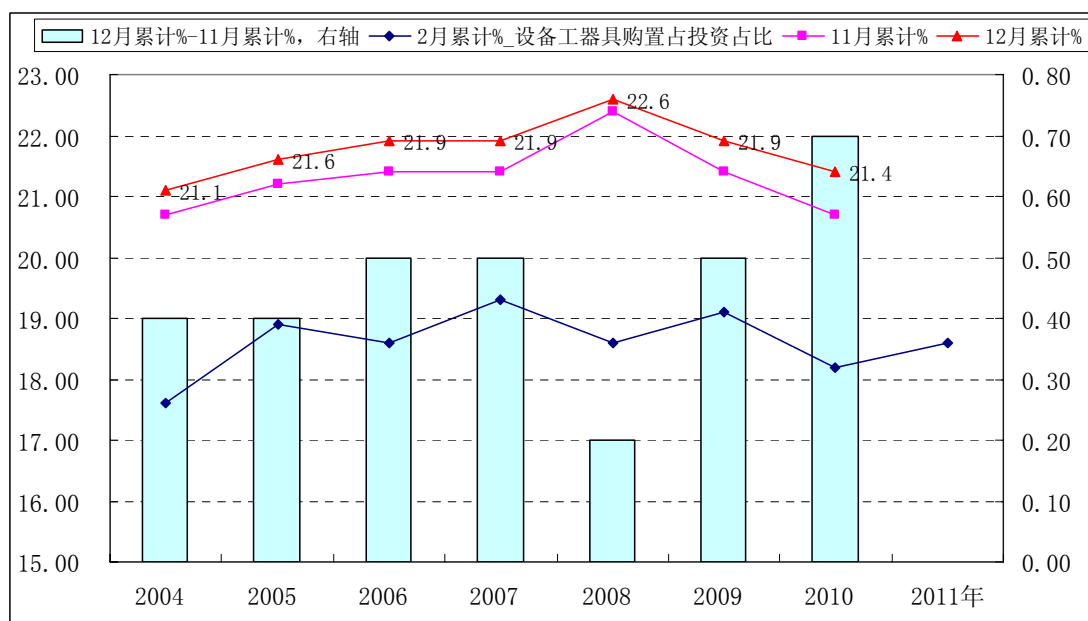
数据源自 WIND，东北证券

B、设备投资周期得到进一步佐证

设备投资与固定资产投资的比重有望进入上行阶段。

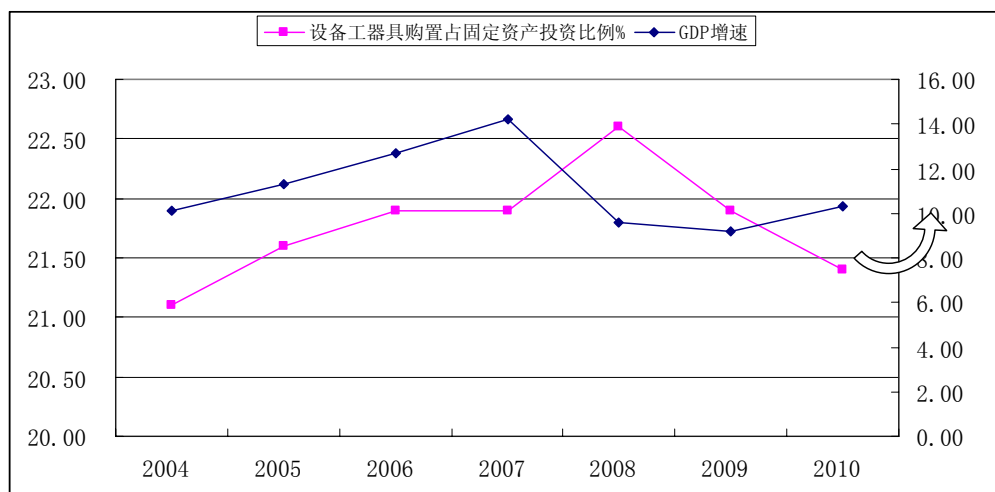
以设备投资为代表的新一轮周期孕育，设备投资是看点。从月度序列看，设备投资占比本身的低位水平以及呈现出来的扩张趋势。基于年历数据，从设备投资与经济增速之间的相关性来看，设备投资与 FAI 的比重数据与经济增速的滞后一阶数据之间的相关性较高，即设备投资的启动滞后 GDP 增速一年、GDP 增速上行后的第二年设备投资占比会上行、GDP 增速高点后的第二年设备投资占比也会出现高点。因此，有理由认为，未来设备投资占比有望在 2010 年的水平上有所提升。2011 年 2 月设备投资累积占比为 18.6%、相对 2010 年 2 月设备投资累积占比为 18.2%又有所提高，这也印证着设备投资占比处于上行阶段，即以先进制造业为代表的、以工程机械、电气设备以及其他高端装备为载体的设备有望在新一轮周期中得到持续的增长。

图 8：设备投资与固定资产投资比重已进入上行阶段



数据源自 WIND，东北证券

图 9：设备投资占比增速上行与 GDP 增速之间的相关性



数据源自 WIND，东北证券

二、资金面：货币增速回落、利率有上行

货币供应量低位运行、通胀压力下利率的上行，资金面将继续保持相对紧张的状态，尽管资金面最紧张的时点已经过去。因此，社会存量资金在大类资产间的再配置将是股市流动性的主要来源；地产资金由被动式再配置转变为主动式再配置，将是未来的主要看点。

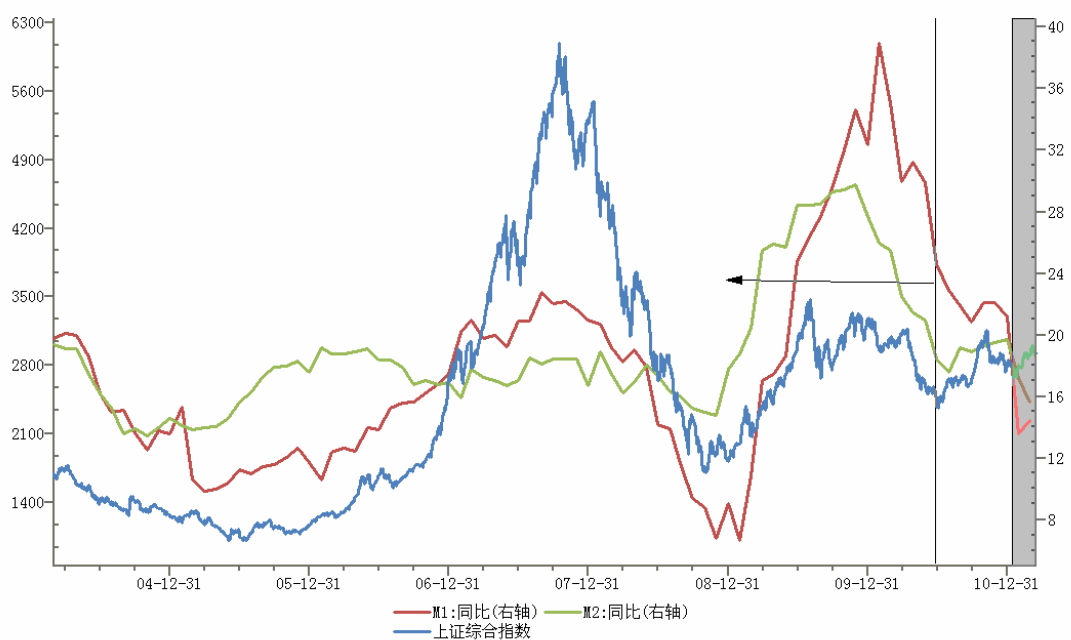
1、货币增速在回落阶段与股市相关性在弱化

2 月货币供应量 M1 为 14.5%、M2 为 15.7%，目前均处于回落阶段，且通常用来货币活化的 M1-M2 增速也处于回落阶段，这表明货币政策在传导变量上出现了效果。同时，考虑到经济产出的回落以及信贷的持续控制，虽然 M2 增速回落至 16% 以下，但二季度依然有回落趋势。考虑到通胀的压力，二季度加息一次是大概率事件，因此，“货币增速回落、利率上行”将是资金面的大概率组合。

货币供应量增速历史上与股市的关联性密切，在货币供应量增速(主要是 M1)回落的过程中股市往往处于弱势、乃至单边下挫。但是在 2010 年 6 月起，这一规律有所打破。2010 年 6 月 2300 点附近上涨，伴随着的依然是货币供应量 M1、M2 增速的回落。2011 年 1 月底来的反弹、M2 增速依然处于回落中。考察两者关联度的下降或者脱钩的归因，有利于寻找未来市场在资金面层面的驱动因素。

“市场利率+货币供应增速”与股市的关系中，货币供应量与股市的关系有所弱化尤其是在货币供应量增速回落阶段。相反，在 2010 年下半年起，股市与利率(尤其是市场利率)之间的关系紧密起来。究其原因，主要在于 M2 增速的回落或者低位状态未来一段时间将处于常态，即外汇占款、信贷增速的回落，伴随着资金的脱媒，因此，未来资金更注重基于市场利率、收益率的套利。

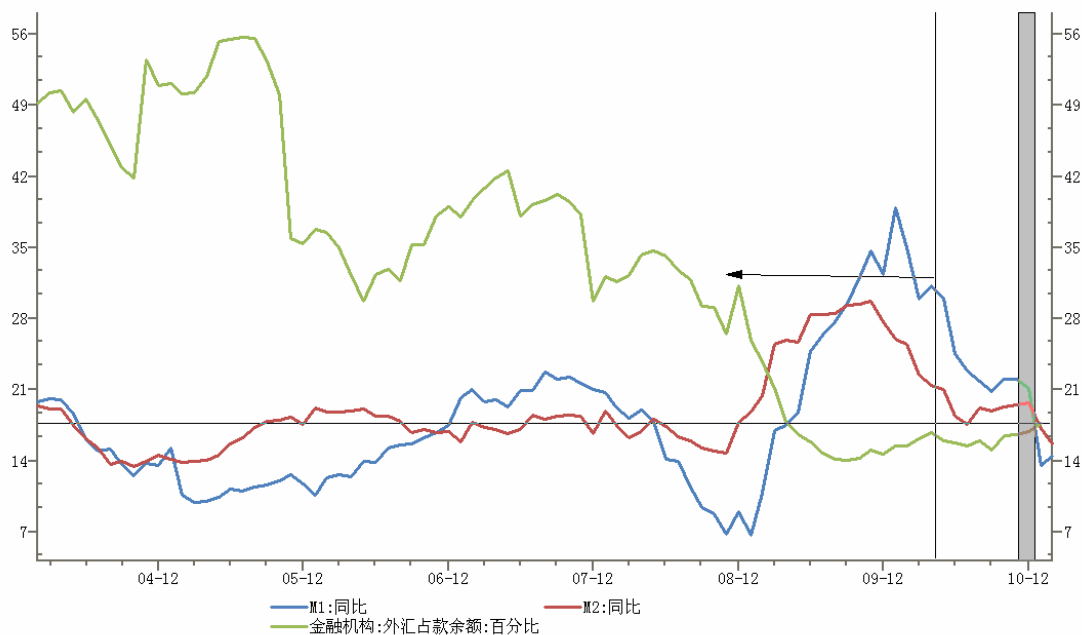
图 10：货币供应量增速在回落阶段与股市的关联度在弱化



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

图 11: 外汇占款增速在大趋势上处于低位



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

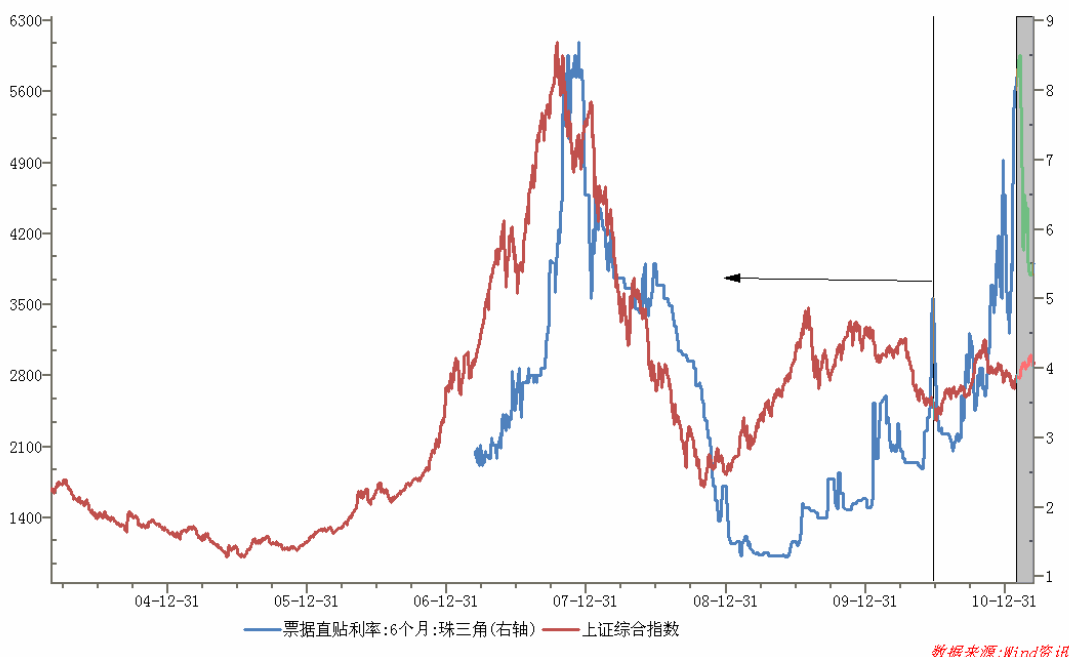
表 4: M2 增量的来源有所弱化

	M2 增量	外汇占款增量	贷款增量	外汇占款比重
2005 年	45548	18618	17327	40.88%
2006 年	46822	27769	30595	59.31%

2007 年	57823	29397	36406	50.84%
2008 年	71765	40054	41704	55.81%
2009 年	135058	24681	96290	18.27%
2010 年	115627	32683	79511	28.27%

数据源自 WIND，东北证券

图 12：市场利率与股市的敏感性增强



数据源自 WIND，东北证券

2、市场利率与股市的关联度增强

我们认为，货币增速的趋势性上升必然带来股市的上行、哪怕如 2006-2007 年利率上行阶段；反之，并不必然的带来股市的下行。期间的重要参考指标在于利率的水平、货币活化的高低，在市场利率下行且经济平稳的阶段流动性的充裕有利于股市的反弹，而市场利率下行但经济有较大波动、下挫的时候由于货币活化的骤降、储蓄的骤增，彼时市场利率下行也不利于股市快速反弹。

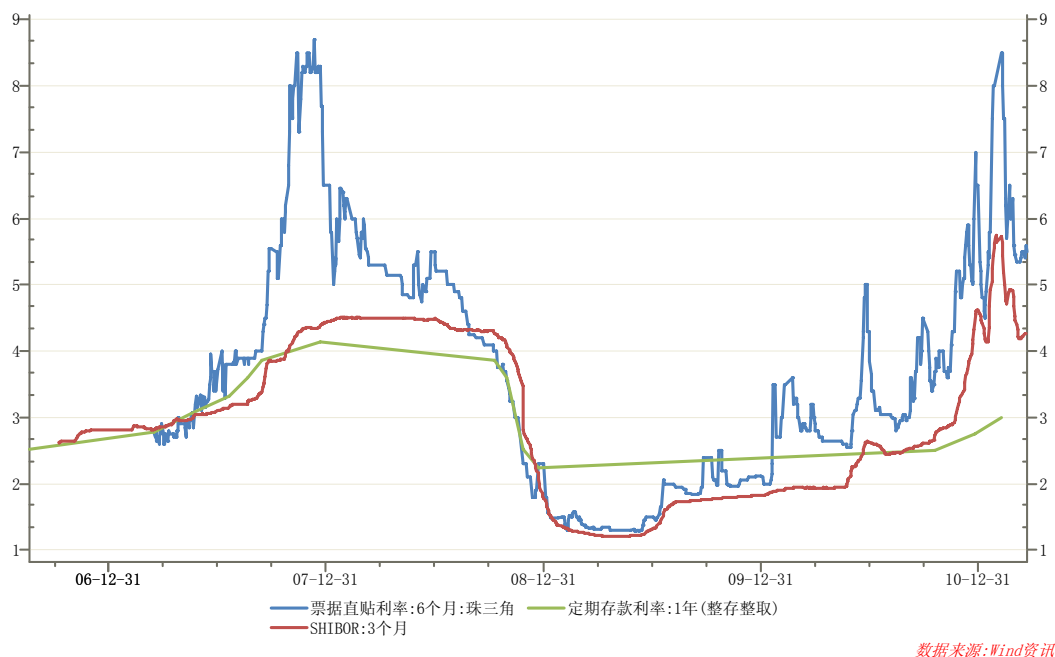
因此，中期而言，在经济相对平稳、“软着陆”而非“滞胀”的预期下，观测市场利率的运行不失为一个较好的中间变量。

目前市场利率与存款基准利率之间出现了较大的背离，即 6 个月票据贴现利率以及 3 个月 SHIBOR 利率与 1 年期存款基准利率之间的差额分别在 2.5%、1.25% 左右，虽然相对于 2011 年 1 月底的时候有了较大明显的回落；但依然处于 2006 年以来背离的高位区域。

从中周期的角度看，这种溢价是必然会回落的，但表现方式是较为负责，可能维持一段时间的市场利率与存款基准利率的溢价而后逐步溢价回落。其短期修复的方式，以基准利率上行、市场利率同步上行或小幅上行为主要方式；未来由于经济出现阶段性回落、市场利率由于需求的下降而回落，从而拉底两者的利差。

因此，短期流动性层面的压力主要来自于基准利率的上调风险；中期的风险主要来自于经济回落下投资需求下降、货币活化下降、货币需求下降的风险。对于前者，市场所受的影响更多在于事件性的冲击；而对于后者，在经济“软着陆”的前夜、市场产生对经济能否“硬着陆”抑或“滞胀”的疑虑也是较为常见的，彼时给股市带来的市场压力恰恰是投资者介入的较好时机。

图 13：市场利率与存款基准利率之间背离需要修复



数据源自 WIND，东北证券

3、房地产资金再配置的方式

市场利率是大类资产之间配置的重要变量,但在国内房地产价格畸高、房地产历史收益率畸高的情况下,市场利率只是局限在债券、存款、股市之间配置的重要变量。当下,随着房地产调控的展开、房地产限购的推进,从而将房地产资金引入到大类资产配置中来。其中,房地产资金能否实现主动式的再配置是关键。

目前来看,2月的反弹,大体即为地产限购所引发地产资金的被动式再配置。未来房地产投资收益率回归理性后,将有望迎来主动式的再配置。但这需要时间和催化剂,目前更多在于被动式再配置,所以比较脆弱、容易产生波动;同时,未来房地产价格调控目标的不确定,也会加剧地产资产再配置的难度。因此,房地产资金主动式的再配置时点可能还未到来,而被动式的再配置取决于股市估值的绝对低估。

总体而言,地产限购,则提供了可能。房地产资金的再配置,能够大致对冲掉由于信贷回落对社会资金的挤压;这就构成了货币紧缩下股市反弹的主要动力。如我们前期的测算,大致可以对冲 7.5 万亿信贷控制冲击的市场流动性的压力。考虑地产限购政策出台的时点在 1 月下旬,因此,彼时的估值具有较强的支撑。

表 5：商品房销量下降，期待股市与房市的跷跷板效应

	上海:商品房 预售套数	北京:期房网 上签约套数	深圳:商品房 成交套数	广州:商品房签 约套数:住宅
2010 年 1 月	14228	11052	3903	3004
2010 年 2 月	7049	8322	1071	3314
2010 年 3 月	15217	12071	3002	6012
2010 年 4 月	17518	15050	3227	5560
2010 年 5 月	11095	6564	1386	3989
2010 年 6 月	12741	6281	1888	3414
2010 年 7 月	14865	6974	1681	4081
2010 年 8 月	17091	9211	2971	6241
2010 年 9 月	20041	13441	5327	11860

2010 年 10 月	18089	9943	5227	16946
2010 年 11 月	18930	13437	2774	5246
2010 年 12 月	22382	19263	4929	6645
2011 年 1 月	19680	14050	4246	8199
2011 年 2 月	7255	4375	1858	4135
2011 年 3 月 16 日 _	7136	3809	1789	2254

数据源自 WIND，东北证券

目前来看，货币供应量的下降，主要来自于顺差下降、FDI 平稳、热钱管控下外汇占款增速的低位以及信贷规模的收缩，未来货币供应量增速低位将会常态化。这表明，在货币供应量增速回落的大背景下，存量资金围绕大类资产收益率的再配置成了主流。货币供应量增速回落过程中，寻找存量资金的再配置是主要路径，其中在经济市场利率以及房地产收益率将是两个主要参考变量。即在房地产价格、股市、债市、存款之间，利率的上行，诱发股市的调整；反之、在经济平稳的情况下利率的下行、地产量价的回落则有利于股市的上行。

三、市场面：业绩增速未来有回落、权重板块低估值

1、年报业绩较好、未来业绩增速有回落

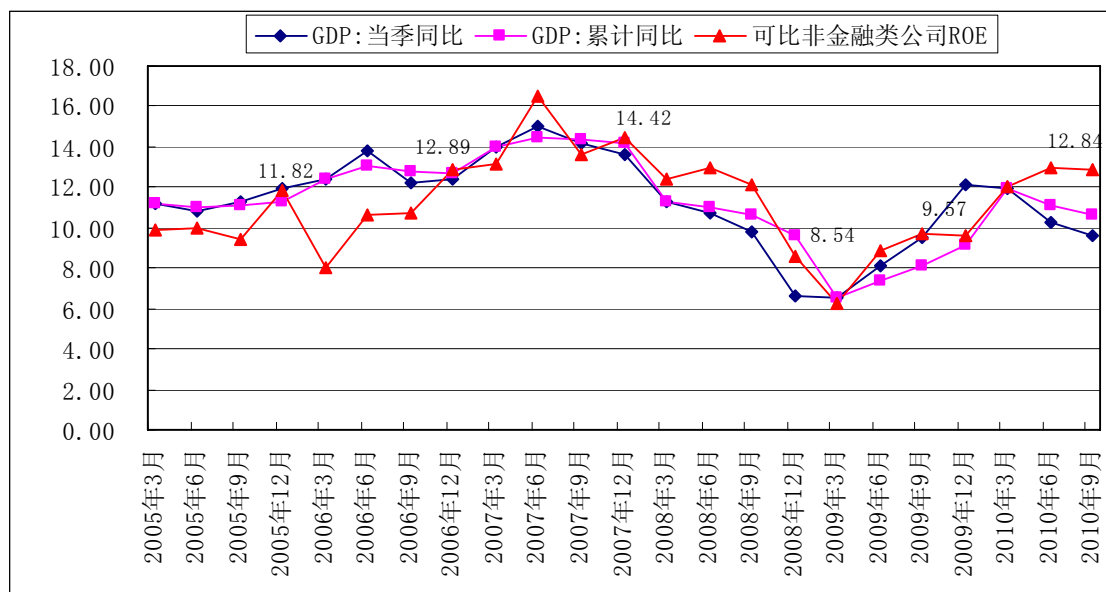
已经披露 2010 年报的 734 多家上市公司的业绩增速为 42%、预计全部 A 股 2010 年业绩增速在 30%以上。其中，四季度单季业绩占 2010 年全年的三分之一左右，相比往年的四分之一弱，则 2010 年四季度业绩出现了显著的提升，这得利于通胀初期各行业较多的享受了涨价的收益。相反，通胀高位且后期，伴随着经济增速的回落，届时业绩增速出现回落将是大概率时间，我们预期 2011 年上市公司业绩增速在 15-20%，对应非金融企业 ROE11%-11.5%；同时预计 2011 年 1 季度业绩增速在 20-25%左右、后期有进一步回落要求。

表 6：2010 年上市公司业绩增速

	734 家净利润	同比增速	季度业绩占比
2009Q1	629		17.55%
2009Q2	986		27.50%
2009Q3	954		26.61%
2009Q4	1005		28.03%
2010Q1	1150	82.76%	22.64%
2010Q2	1237	25.43%	24.34%
2010Q3	1199	25.67%	23.60%
2010Q4	1493	48.52%	29.38%
2009 年	3586		
2010 年	5081	41.69%	

数据源自 WIND，东北证券

图 14：2011 年上市公司业绩预测



数据源自 WIND, 东北证券

2、部分权重板块的低估值是确定性的

A 股在货币紧缩、货币供应量增速回落的资金环境中，整体估值水平一直处于历史的低位区域。以市盈率(TTM)来描述,目前全部 A 股的市盈率(TTM)为 20 倍、恰为 2007 年以来估值序列的下四分位数(20 倍),全部 A 股的市净率为 3 倍、略高于下四分位数(2.78 倍)。就估值的结构性来看,无论是市净率还是市盈率权重股中的金融地产、石油石化等其估值的修复远低于市场整体的水平,目前估值水平依然处于历史估值序列的下四分位数,属于低估值板块。

当前的估值在非泡沫市场下处于合理状态,这种合理造成了市场的平衡;体现在估值结构上,就是金融地产的较低估值与新兴产业的较高估值之间的平衡,估值水平较大程度上反映了各自的成长性以及政策导向。因此,也造成了股市的震荡以及围绕着估值溢价的波动。

表 7: 全部 A 股整体估值合理

	全部 A 股市盈率	全部 A 股市净率
最小值	13.36	1.97
下四分位	20.13	2.78
中位数	27.00	3.24
均值	28.97	3.68
最大值	52.17	7.04
现值	20.28	2.95

数据源自 WIND, 东北证券

表 8: 权重板块市盈率估值水平历史对比

时间	最小值	下四分位	中位数	均值	最大值	市盈率 (TTM)	预测市盈率 2010	预测市盈率 2011
银行	9.0	10.7	14.7	19.4	42.4	9.8	9.5	7.9
房地产开发	14.8	22.1	34.9	43.6	120.3	20.7	16.9	11.8
石油开采	15.3	17.2	21.4	22.4	52.2	15.4	15.6	13.5
钢铁	(41.2)	12.7	19.8	25.3	207.1	22.2	22.2	14.8

化工	19.4	24.3	29.3	31.1	52.1	23.5	18.7	15.1
煤炭开采	10.0	18.1	22.1	28.0	86.3	20.8	18.5	15.4
保险	17.6	23.8	38.8	53.9	175.5	17.8	20.1	16.1
建筑机械	10.9	19.9	26.4	28.3	54.0	24.4	23.4	17.1
水泥制造	13.5	25.5	33.1	39.9	99.8	31.5	25.3	17.3
电力	(213.8)	28.2	33.5	27.6	295.5	28.8	25.2	20.7
证券	12.6	21.6	29.2	29.1	56.0	24.8	23.2	21.0
零售	18.6	37.9	42.3	47.6	95.8	37.9	31.5	23.5
电气设备	16.6	37.5	43.4	42.4	66.8	44.5	37.4	28.6
有色金属冶炼	(206.1)	20.2	44.8	133.4	2125.8	60.8	50.5	33.1

数据源自 WIND，取 2007 年至今的序列，东北证券

表 9：权重板块市净率估值水平历史对比

市净率 MRQ	最小值	下四分位	中位数	均值	最大值	现值	相对 Q1 溢价率	相对中位数溢价率
煤炭开采	2.00	2.95	3.63	4.70	17.43	3.57	21.02%	-1.65%
化工	2.11	2.94	3.33	3.67	7.55	3.15	7.33%	-5.41%
钢铁	0.90	1.45	1.82	2.12	4.82	1.58	8.97%	-13.19%
电气设备	3.03	5.23	6.08	6.45	12.51	6.04	15.49%	-0.66%
有色金属冶炼	1.60	4.14	5.15	5.48	13.38	5.54	33.82%	7.57%
房地产开发	1.73	2.73	3.59	4.26	10.71	2.73	0.00%	-23.96%
银行	1.68	2.00	2.56	2.94	5.92	1.82	-8.77%	-28.91%
证券	2.41	3.17	4.19	5.93	19.99	2.90	-8.37%	-30.79%
保险	2.92	3.40	4.30	5.24	12.73	3.00	-11.76%	-30.15%
零售	2.26	4.17	4.84	5.10	8.90	5.12	22.93%	5.79%
电力	1.95	2.30	2.66	2.93	5.50	2.31	0.43%	-13.16%
石油开采	2.05	2.39	2.87	3.50	12.05	2.41	0.84%	-16.03%

数据源自 WIND，取 2007 年至今的序列，东北证券

3、风格的波动中小板溢价率还有小幅回落空间

以 TTM 市盈率来估值，目前中小板与上证 180 的估值溢价在 3 倍上方、目前为 3.2 倍左右；对应的中小板市盈率(TTM)估值为 47 倍。综合考虑小盘股与大盘股的估值溢价比例，该估值溢价水平离 2010 年下半年以来形成的估值溢价区间的低位大致还有一定空间、我们认为在转型背景下估值溢价 10%左右的回档已经在中短期内是较大的取值了。即未来中小板静态估值溢价回复至 3 倍下方、对应静态估值在 40 倍左右时是较为合理的，彼时的介入安全边际将有所增强。

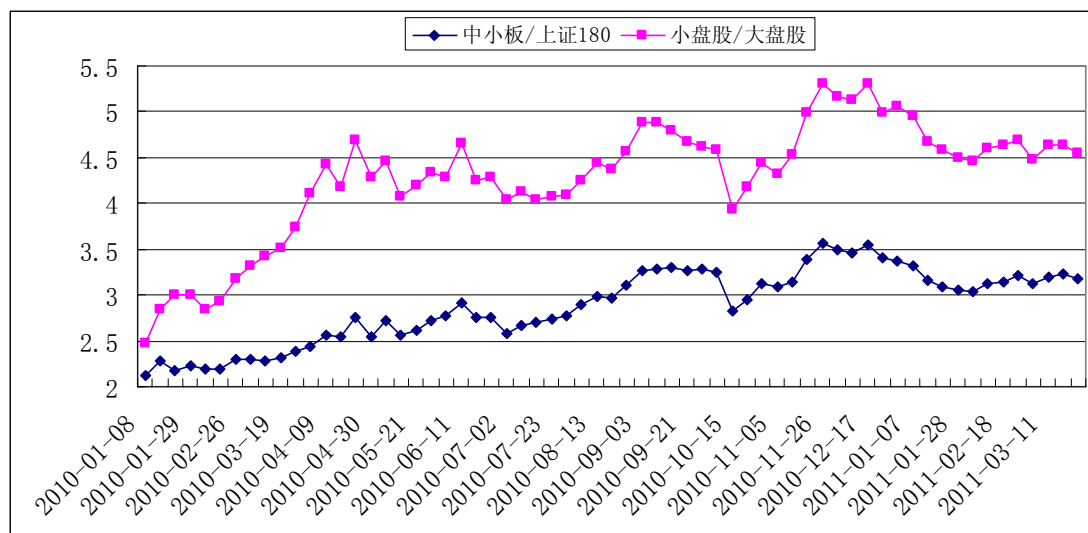
表 10：市场主要指数及风格估值对比

	市盈率 (TTM)	预测市盈率 2010	预测市盈率 2011	市净率 (MRQ)	总市值	流通 A 股市值
全部 A 股	20.77	18.44	14.8	3	282816	206651
中小企业板	46.94	41.86	29.69	5.86	36920	17443
创业板	65.47	58.06	38.42	5.99	8396	2412
上证 180	14.62	13.8	11.38	2.34	138938	113690
沪深 300	15.97	15.1	12.33	2.54	178255	142553

上证 50	12.97	12.34	10.35	2.16	105707	89953
中小板/上证 180	3.21	3.03	2.61	2.5	0.27	0.15

数据源自 WIND，东北证券；

图 15：中小板估值溢价在 2010 年 2 季度以来形成的溢价区间的下轨道附近将有支撑



数据源自 WIND，东北证券；

四、市场逻辑及运行

1、市场逻辑：“软着陆”确立之前

“通胀高位、经济适度回落”，“货币供应量低位、利率有上行”，两者构成了二季度 A 股面临的主要基本面、资金面条件。“软着陆”确立之前，“滞胀”是市场主要的担忧项；物价的触顶回落如果能够同步的伴随着经济的探底回升，那将是基于基本面变量确立的系统性机会时点。因此，二季度主要的观测变量，前期主要是市场利率以及通胀水平是否继续走高及走高的趋势、后期为经济产出是否会回落及回落的状态。

因此，“软着陆”确立之前，二季度更多是观察、过渡期；基于利率、房价等变量下的社会存量资金再配置是主要资金来源。经济有所回落的状态下相对于追求过高成长的不确定性，追寻估值的安全边际以及增长的确切性机会，是主要配置思路。

2、市场运行：有望以震荡、回落而后上行的形式演绎

跟踪显性指标，在 3 月经济数据公布前、价格工具未出台前，市场关注的变量主要还是资金面的组合——“货币供应量低位、利率有上行”，在年报业绩以及估值支撑下，资金面更多关注市场利率的变动，考察 3 月准备金率调整后对市场利率冲击的弱化，即在市场利率未有上行的情况下，市场维持基于年报业绩的估值切换行情，其中绝对估值较低的金融地产等权重股具有相对较高的确定性、即伴随着中小板估值溢价的部分修复。

更为重要的是，随着通胀因素的持续发酵、加息等工具的运用，市场利率有望阶段性上行；同时，更为重要的是，紧缩累积效应将逐渐体现，经济及业绩回落的担忧有望上行，即市场的驱动因素回归至经济基本面的组合——“通胀高位、经济适度回落”，对于经济适度回落的担忧叠加货币活化的下降，市场回落压力将增大；对应板块，彼时权重股估值进一步向上提升的空间缩小、权重股负反馈效应出现，市场指数整体有回落的可能。

未来市场的上行，更多在于通胀得以控制下的经济回落的平稳性。根据中国 20 年来的 2 次加息周期与 GDP 增速的关系表明，一轮加息周期的结束、必然对应着经济增速会有阶段性的回落。紧缩政策后经济“软

着陆”的预期以及彼时市场利率回落后流动性状态进一步转好的预期，才是未来市场趋势性好转的支撑变量。

渐次跟踪市场利率、通胀、经济产出，预期在货币紧缩及其累积效应下的经济回落使得市场有震荡回落的压力、而后在估值支撑以及通胀得以有效控制的预期下市场有望回升。因此，二季度市场有望以震荡、回落而后上行的形式演绎。布局于经济“软着陆”前夜。二季度上证指数的运行区间可能在 2750-3180，策略上以市场“倒 S 型”演绎下的波段操作更为适宜。

五、投资策略

1、投资主线：过渡期追寻确定性机会

二季度更多是过渡期，相对于追求过高成长所面临的不确定性，追寻估值的安全边际以及基于转型下增长的确切性机会，是主要配置思路。除了金融地产等低估值权重股基于估值波动的负反馈行情外，更多可以立足于通胀、立足于经济增长中的增项。因此，从投资主线上看，有

A、替代能源主线：新能源(水电、光伏等)、能源传输(特高压等电气设备)。比如有涪陵电力、长江电力、新大新材、特变电工、置信电气等。

B、保障房等建设及建筑节能板块：城投城建、建材、工程机械、住宅产业化等；比如有中天城投、黑牡丹、中联重科、金隅股份、中南建设、北京城建等。

C、新一代信息技术：光通信、三网融合、物联网等；比如烽火通信、北纬通信、大富科技、航天信息等。

2、重点个股

基于二季度市场有望以震荡、回落而后反弹的形式运行，且风险点主要来自通胀压力下加息等货币政策所导致的货币活化持续下降压力以及紧缩下经济回落的压力。因此，从谨慎偏防御的角度，除了关注金融地产等绝对估值较低的板块外，关注估值回落且成长稳定的医药零售等传统防御板块，具有保障房建设等主题且具有估值防御的建筑及建筑机械等板块，具有新兴产业概念且估值较低的水利、信息设备及新材料等板块。

表 11：二季度重点个股列表

代码	名称	收盘价	市盈率 TTM	PE2010	PE2011	A 股市值
002458	益生股份	35.08	79.87	47.99	30.82	38
300122	智飞生物	36.31	56.56	50.23	38.60	145
002277	友阿股份	24.39	40.91	37.61	28.36	85
000157	中联重科	15.24	23.21	21.99	16.64	736
000778	新兴铸管	10.35	14.69	15.84	12.58	198
000961	中南建设	12.40	21.41	17.48	12.20	145
600900	长江电力	8.09	16.94	17.26	15.98	1335
600271	航天信息	25.04	25.47	26.48	21.95	231
600187	国中水务	15.14	323.41	113.86	83.83	65
600673	东阳光铝	19.33	73.04	57.58	36.47	160

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。