

策略简评：上涨逻辑初步验证，蓝筹修复 ING...

民生精品---策略简评报告

2011 年 4 月 7 日

分析师：张 琢 电话：010-85127665 邮箱：zhangzhuo@mszq.com 执业证书编号：S0100210110002

联系人：赵丽娜 电话：010-85127665 邮箱：zhaolina@mszq.com

联系人：孙洪湛 电话：010-85127661 邮箱：sunhongzhan@mszq.com

一季度经济与市场运行与我们的判断基本一致，正向预期差驱动市场获得近 5% 的整体收益。二季度，通胀小幅回落，经济低位回稳，紧缩政策进入尾声，流动性回归常态，正向预期差将继续驱动市场估值中枢上移，上证指数有望挑战前期 3500 点，蓝筹修复全面展开。看好金融、黄金、地产、航空、工程机械和建筑建材板块。

一、2011 年经济“软着陆”，增速回稳、通胀回落、转型加速

2011 年是“十二五”开局元年，也是上一轮经济周期结束与新一轮经济周期开始的切换年，宏观经济将先后呈现通胀回落、经济回稳、转型加速的特征。

综合对食品和非食品价格走势的判断，上半年我国 CPI 增速为 4.77%，下半年将回落至 3.12%，其中 3 月 CPI 涨幅在 5% 以下，好于市场普遍预期。民生证券研究所在近期推出了四篇物价的系列报告，对物价成因做了目前为止最为细致的分析：货币发行、劳动力成本上升和输入原材料价格上涨对物价的影响被夸大，实际影响有限；本轮通胀是由通胀预期主导的食品价格上涨，具有结构性和阶段性的特点。

二季度经济回稳。受短期货币信贷增速大幅回落、即期三大需求增速同时放缓以及长期主要资源供给不支持经济高增长三重因素影响，2011 年一季度经济增速回落。二季度，保障房建设、十二五项目将陆续开工，经济增速有望低位企稳；下半年，政策核心转向“促转型”，GDP 增速将回升到 9.5%，进入新一轮经济增长周期的过渡期。

二、2011 年 A 股“龙抬头”：春色倍还人

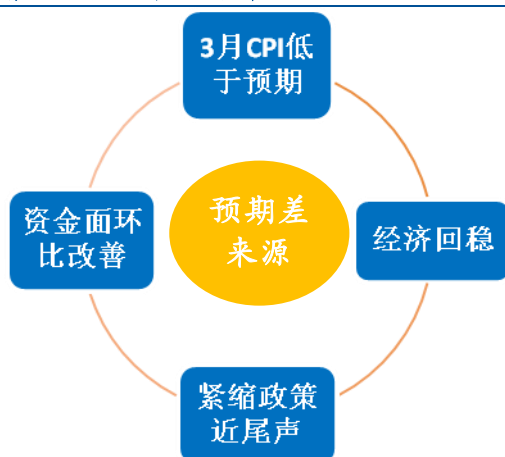
预期差是决定市场走向的核心因素。2011 年无论是通胀、经济增长还是政策力度都会好于预期，正向预期差将引导全市场风险溢价下行，推动整体估值中枢全面上移，预计 2011 年 A 股市场回报率将达到 35% 左右，上证指数有望突破 4000 点。

通胀、经济回落和紧缩政策是制约 2011 年市场运行的三大核心因素。我们坚持 2011 年宏观经济将先后呈现通胀回落、经济回稳、转型加速特征的判断。通胀压力将于二季度部分缓解，下半年显著缓解；上半年经济短期走势回稳，经济实现软着陆，下半年转型加速，经济中长期增长动力逐渐明晰；股市融资压力也将显著减轻。

三、二季度，最后一个加仓季，蓝筹修复 ING....

一季度通胀和流动性最坏的时候已经过去，预期差推动市场实现了超过 5% 的整体收益；二季度，无论是通胀、经济增长还是政策力度都将好于预期。4 月中旬宏观数据披露期将是市场重要的观察窗口，届时，通胀、经济运行以及宏观政策均将趋于明朗，正向预期差有望继续驱动市场估值中枢全面上移，上证指数将挑战前期 3500 点，市场期待已久的大小盘风格转换也将来临。

图 1：二季度，正向预期差有望继续驱动市场估值中枢全面上移



资料来源：Wind，民生证券研究所

（1）3 月份 CPI 或在 5% 以下，好于市场普遍预期

我们对 3 月份的通胀数据看得比较乐观，主要基于两个理由：一是 3 月食品同比涨幅低于去年 11 月和今年 2 月；二是需求增速放缓下非食品价格回落。

（2）经济短期下滑无需过度担忧，上半年低位复苏

前两个月消费数据大幅下滑和地产调控政策加码，经济增速呈现小幅下滑态势。基于以下判断，我们认为经济短期下滑无需过度担忧，二季度经济增速将在一季度回落后趋稳，下半年明显回升。

一是近期国内能源需求和部分先行指标出现回升；二是经济的短期下滑已经充分反映在市场的普遍预期中；三是从短期来看，目前产成品库存指数和积压订单指数已经处于较低位置，持续下滑的可能性较小；四是二季度保障房投资加快增长，国际需求继续好转。

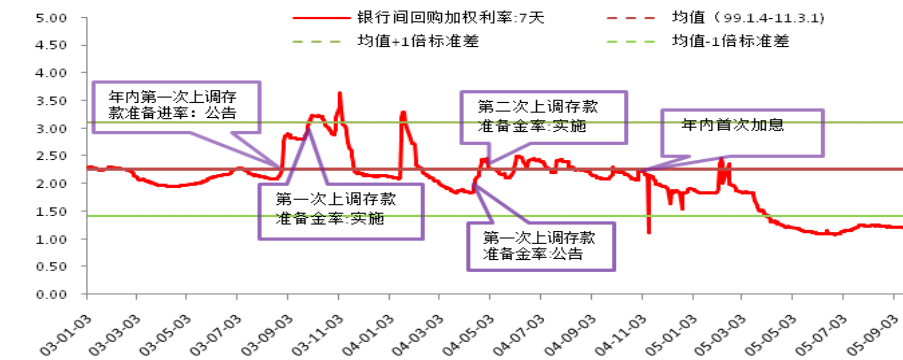
（3）紧缩政策已经进入尾声

本次加息或是年内的最后一次，紧缩政策进入尾声阶段。加息的出发点是控通胀，从通胀的节奏看，一季度 CPI 处于高位、二季度缓慢回落，下半年物价明显回落紧缩政策已无必要，本次加息意味着本轮紧缩政策接近尾声。

（4）二季度流动性继续改善

经过今年前两个月的超调和过度反应后，3 月短期资金价格在历史均值附近企稳。随着紧缩政策进入尾声，资金利率的政策敏感性降低，整体资金面有望继续维持较为宽松的局面，流动性环境继续改善。

图 2：紧缩政策中后期，资金利率的敏感度降低



资料来源：Wind，民生证券研究所

四、二季度看好金融、地产、航空、黄金、建筑建材和工程机械

紧缩政策下半场，蓝筹修复上半场：二季度看好金融品中的金融、黄金，可选品中的地产、航空，资本品中的建筑建材和工程机械板块。

（1）金融：估值修复正当时

银行：平台贷等长期扰动因素低于预期，业绩是行情的催化剂，全年 CPI 高点已经过去，紧缩政策见底。

保险：板块估值处于历史底部，保费数据好转。

证券：业绩中期拐点将现。佣金率见底，新三板与转融通业务推出，券商集合理财产品由审批制改为备案制。

（2）黄金：维持 2011 年上冲 2000 美元/盎司的判断

在不同历史阶段的各种资产轮涨周期中，未来十年是黄金的“舞台”。

（3）地产：最坏的时候正在过去

财政压力下，地方政府对地产的调控力度明紧暗松；

目前股价已充分反映销量大幅下滑预期，地产调控最严厉的时刻正在过去，4 月销售量有望环比回升。

（4）航空：高铁分流效应好于预期

板块超跌，供需缺口推动行业景气度继续上升；

二季度京沪高铁开通，分流效应好于预期或将成为航空股上涨的催化剂。

（5）建筑建材：攻防兼备，景气高升

旺盛的保障房建设，行业供需状况持续改善，新型建材受益于十二五规划。

（6）工程机械：二季度开工旺季延续行业高景气

二季度是开工旺季，保障性住房、水利建设、铁路建设和出口复苏将为行业发展提供新的需求动力，带动行业高景气；

高资本、高技术、高服务特性使得行业呈现寡头垄断特征，未来发展方向。

分析师及联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007 年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010 年 9 月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

孙洪湛，北京师范大学经济学硕士，大连理工大学计算数学学士，东北财经大学辅修精算学。2010年加盟民生证券研究所，主要负责进行自上而下的主题投资和大类资产配置研究。具有深厚的数学、经济学理论基础，擅长政治、经济理论研究及企业价值分析。

赵丽娜，中央财经大学金融工程硕士，材料物理系学士。2010年加盟民生证券研究所，主要负责自下而上的行业比较研究和资产配置，精于金融工程理论与实践，擅长数据挖掘、统计分析。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	
联系人	栾晓莎		
电话	010-85127892		
手机	13811313398		
E-mail	luanxiaosha@mszq.		

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层，100005；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。