

策略研究

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

刘景德 执业编号: S1500209060085
+86 10 63081289
liujingde@cindasc.com

黄祥斌 执业编号: S1500207100001
+86 10 63081272
huangxiangbin@cindasc.com

曾祥天 执业编号: S1500210040001
+86 10 63081271
zengxiangtian@cindasc.com

陈嘉禾 执业编号: S1500210030014
+86 10 63081251
chenjiahe@cindasc.com

联系人: 艾宜
+86 10 63081096
aiyi@cindasc.com

相关报告

2010 年 1 月报: 大盘股的相对性机会
2010 年 2 月报: 只剩时间问题的风格转换与确定性的趋势投资
2010 年 3 月报: 从全球视角看中期板块配置
2010 年 2 季: 策略三驾马车之风格转换、动量和通胀
2010 年 5 月: 房价跌物价涨, 蓝筹行情等趋势
2010 年 6 月: 投资社会进化论
2010 年半年: 在经济迷雾中踏着价值投机的脚步前行
2010 年 8 月: 我们不缺流动性
2010 年 9 月: 盘整难以成为市场常态

二季度 A 股市场投资策略

2011 年 4 月 6 日

摘要

二季度, 我国经济增速进一步回落是大概率事件, 但是, 由于普遍预期 3 季度通胀压力趋缓、财政政策回旋余地较大, 投资者预期在向好的方向转变。

就估值来看, 当前 A 股的结构分化非常厉害, 小盘股的 PE 普遍在 50 倍左右, 乃至更高。如果算上新上市公司通常都有更靓丽财报和 2011 年新上市小盘股众多这两个因素, 则它们的实际估值更高。这样的估值在未来必将遭遇强大的修正, 也会给即使是在长期内都持有不动的投资者以重大的损失。

2011 年, 为了推行中央“扩大直接融资”政策和吸收流动性, 股市将是吸收流动性的最好的“池子”。新股发行仍将保持高频率, 主板、中小板与创业板的扩容不会比 2010 年太逊色。这也预示着大盘资金面难有持续充裕的表现。

我们认为二季度“牛皮市”格局将延续, 判断沪指将在 2800-3200 点区间内运行。主要投资热点集中在以下三个方面: (1) 保障房和新兴产业具有持续性的投资价值; (2) 有阶段性特征的主题性投资浪潮仍将延续; (3) 消费类板块存在交易性机会。

目录

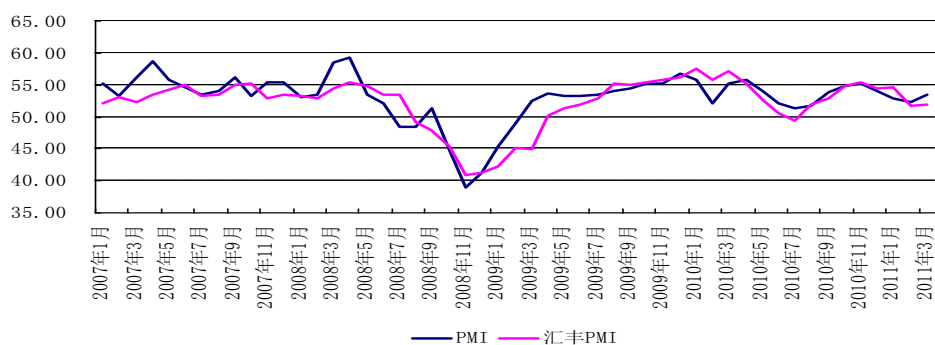
1. 国内宏观经济格局	2
2. 当前市场的估值状况	4
3. 资金流向及供求关系	6
4. 行情展望和主流热点分析	9

1. 国内宏观经济格局

二季度，我国经济增速进一步回落是大概率事件，但是，由于普遍预期 3 季度通胀压力趋缓、财政政策回旋余地较大，投资者预期在向好的方向转变。

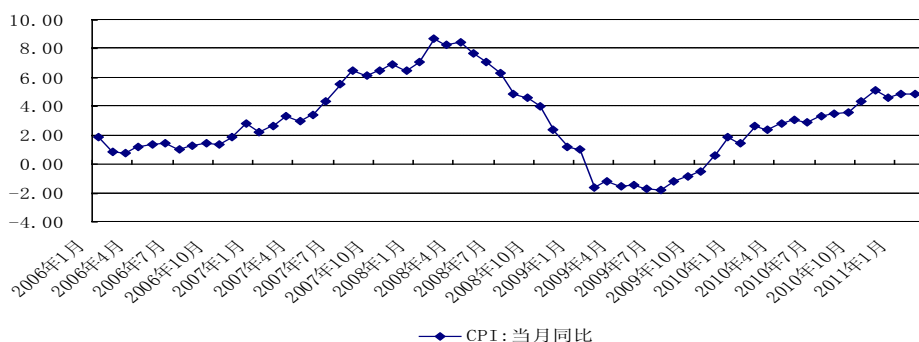
首先，4 月 1 日中国物流与采购联合会报告显示，我国 3 月 PMI 为 53.4%，环比上升 1.2 个百分点，扭转了之前连续 3 个月回落的势头。汇丰中国同日公布 3 月份中国制造业 PMI 指数从 2 月份的 51.7% 回升至 51.8%。虽然如此，由于每年 3 月为项目开工时段，同历史数据比较，今年 3 月回升的幅度已经有较大幅度的下滑，由此引发了投资者对于经济将会继续回落的判断。其实，从支出法统计口径看，净出口 1-2 月已经出现逆差；全社会消费品零售总额 2 月实际增速不到 11%，比往年平均增速低 2-3 个百分点。很多投资者已经对于 GDP 增速下滑有了充分的预期。

图表 1：中国 PMI、汇丰 PMI



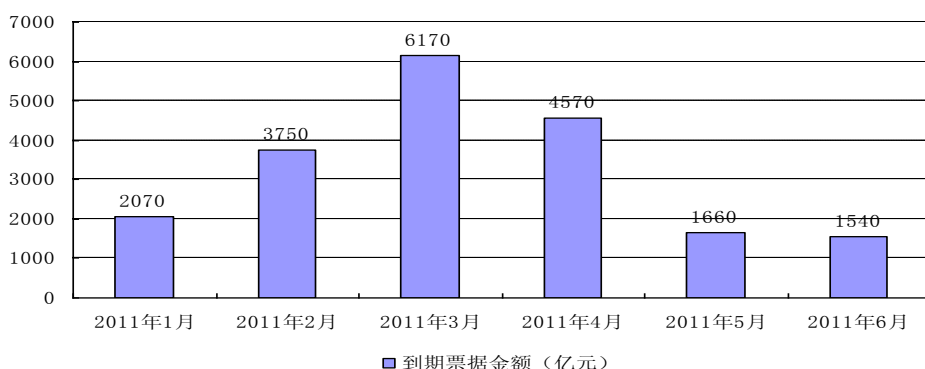
资料来源：信达证券

图表 2：我国 CPI 同比



资料来源：信达证券

图表 3：2011 年 1-6 月票据到期总额（亿元）



资料来源：信达证券

其次，继续大幅上调存准率、利率的概率正在降低。国际大宗商品价格飙升，国内又面临劳动力成本上升，粮食、公共产品价格向正常水平回归带来的通胀压力。为了从根源上遏制住由流动性及负利率现象引发的通胀预期，很多投资者认为需要改变负利率现象，也即存款利率还需要加息 100 个基点以上，同时，存准率甚至可以上调至 25% 左右的水平。其实，这种看法有失偏颇。一方面，3 月央行提高存款准备金率的原因已经被解释得较为透彻了，由于 4 月到期央票高达 4570 亿元、正回购到期 2280 亿元，在加大央票、正回购回收流动性的同时，4 月继续提升存款准备金率的概率较大。但是，由于 4 月后，到期的央票、正回购总额有较大幅度的回落，其后继续提升存准率的概率也随之减小。当然，如果热钱加大流入规模则另当别论。另一方面，从 2008 年 2 月 CPI 数据高达 108.7%，2008 年全年 CPI 达到 105.9%，但是当时存款利率仅为 4.24%，负利率达到 1.66 个百分点。很显然，2011 年由于翘尾因素到 6 月后会逐步回落，而管理层对于全年 CPI 能够控制在 4% 还是抱以相当大的信心，那么，存款利率上升的空间不过是 50 个基点。考虑到翘尾因素在 3、6 两月较高，我们预判 4、7 月中旬数据出台之时加息概率较大。如果结合易纲副行长最近的表态、我国经济增速已经放缓的现实、自 2010 年以来央行已经连续 10 次上调存款准备金率、3 次加息的举措，央行的处境就更容易理解。

最后，我国财政政策刺激力度的加大使得资本市场所处环境趋暖。由于房价调控还难言到位，大部分城市出台的房价调控目标同中央政府意愿南辕北辙，这使得针对房价的调控可能会继续升级。购房者对于房价下调的预期使得商品房在 2 季度销售数据肯定会出现下滑，同时由于保障房距离完工交付为时尚早，这定然会引发了全社会消费总额增速的下滑。其实，2 月的数据已经印证了该点。同时，虽然 1-2 月社会固定资产投资、房地产行业投资增速依然保持高位，但是投资者对于保障房资金来源还是存在很多疑虑。所幸的是，我国财政政策正在发挥着巨大的作用，诸如高铁、水利基础设施建设、保障房、7 大新兴行业、区域振兴规划等，都使得资本市场所处的环境趋暖。

综合以上，我们认为如果 4 月管理层能够兑现或者部分兑现之前已有的紧缩预

期，那么在下一个时间窗口 7 月中旬以前，A 股所处的环境似乎有“利空出尽是利好”的可能，而财政政策扶持的目标显然应该是我们追逐的焦点所在。

2. 当前市场的估值状况

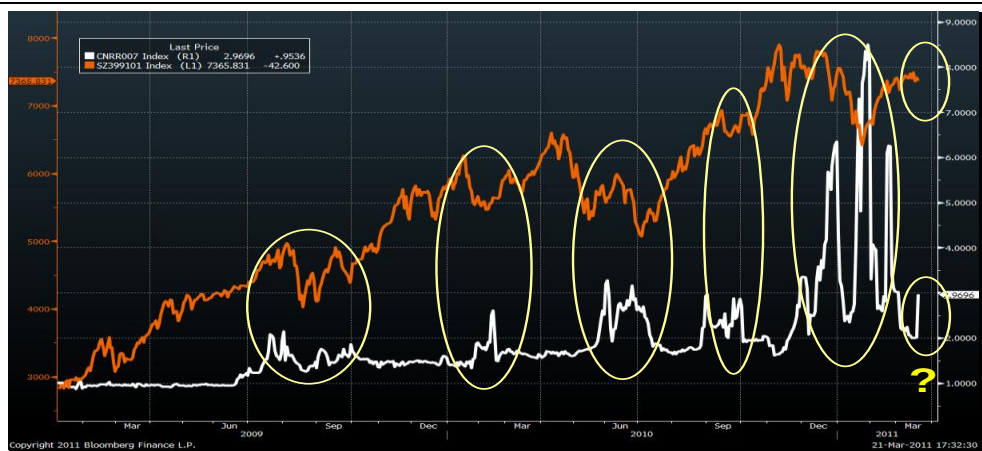
在整个 3 月份，市场呈现了严重的二八分化。如下图，银行、保险、信托、地产、石油石化、煤炭、钢铁、有色等之前滞涨的蓝筹板块表现优异，而小盘股板块普遍表现不佳。

图表 4：3 月份细分板块变动一览

金融服务	银行III	40,959	6.9%	医药生物	中药III	4,046	-3.9%	机械设备	建筑机械	3,972	4.0%	农林牧渔	农业综合III	982	-8.4%
	保险III	8,286	1.1%		生物制品III	2,524	-0.8%		输变电设备	3,443	-0.3%		水产养殖	482	-6.9%
	证券III	7,826	-4.6%		化学制剂	2,275	-7.4%		电源设备	2,543	-8.8%		饲料III	469	-3.7%
	信托III	483	5.9%		化学原料药	1,526	2.4%		电气自控设备	1,612	-6.5%		其他种植业	351	-4.5%
房地产	房地产开发III	9,909	9.4%		医药商业III	835	-5.7%		冶金矿采设备	1,710	-10.9%		种子生产	365	-17.5%
	园区开发III	960	0.7%		医疗器械III	663	-6.1%		机械基础件	1,486	-5.6%		粮油加工	322	-2.6%
黑色金属	普钢	6,525	8.2%		医疗服务III	182	-6.8%		其它普通机械	858	-5.5%		果蔬加工	235	-5.3%
	特钢	234	1.3%	交通运输	航空运输III	2,625	-5.4%		金属制品III	906	-6.8%		林业III	103	-6.5%
采掘	石油开采III	18,973	5.2%		港口III	2,240	-3.8%		内燃机	666	-0.7%		海洋捕捞	64	-4.1%
	煤炭开采III	13,224	10.8%		航运III	2,007	-5.6%		重型机械	519	-12.5%		畜牧加工	54	-0.7%
	其他采掘III	238	-2.2%		铁路运输III	1,721	1.6%		电机	564	3.5%		果蔬生产	17	2.4%
	焦炭加工	229	14.0%		高速公路III	1,691	0.1%		其它专用机械	515	-5.9%		轻工制造	903	0.2%
有色金属	小金属	3,163	5.2%		机场III	534	2.3%		机床工具	333	-4.9%		家用轻工	694	-1.8%
	黄金	2,400	0.3%		公文III	353	0.1%		仪器仪表III	269	-6.2%		包装印刷III	904	0.6%
	铝	2,129	4.6%		物流III	356	-2.7%		其他电力设备	200	-5.7%		家具	386	-5.3%
	铜	1,890	-3.4%	公用事业	火电	3,871	1.0%		纺织服装设备	175	8.2%		其他轻工制造III	88	4.4%
	铅锌	1,844	11.5%		水电	2,028	3.5%		磨具磨料	176	-7.1%		商业贸易	2,504	-2.5%
	磁性材料	712	-4.4%		水务III	1,607	-4.6%		制冷空调设备	160	-6.6%		专业连锁	1,831	-7.6%
化工	金属新材料III	427	-0.1%		热电	468	1.4%		印刷包装机械	75	1.2%		贸易III	1,506	6.4%
	石油加工	7,172	-0.2%		燃气III	307	-4.0%	家用电器	空调	1,990	-0.6%		商业物业经营	1,012	1.3%
	橡胶	923	-8.2%		环保III	380	-0.1%		彩电	647	-1.7%		电子元件	1,606	-3.2%
	化工新材料III	1,790	3.5%		核电发电	55	1.9%		小家电	463	-5.5%		其他电子器件III	1,416	-4.2%
	氮肥	1,035	-2.1%	食品饮料	白酒	5,364	-1.7%		冰箱	231	-0.2%		元器件III	1,318	-4.5%
	塑料III	1,048	-1.3%		啤酒	1,074	5.6%		洗衣机	160	0.6%		分立器件	731	-5.8%
	氯碱	910	2.0%		葡萄酒	479	-1.1%		其它视听器材	82	23.0%		集成设备	522	-6.6%
	农药	693	-3.8%		乳制品	513	-7.4%	建筑建材	其他白色家电	44	-13.4%		半导体材料	435	1.6%
	其他化学制品	571	0.1%		肉制品	534	-8.0%		建筑施工	7,592	-5.2%	信息服务	其它计算机应用	2,644	-6.5%
	涤纶	434	-0.4%		软饮料	265	-0.4%		水泥制造	2,522	12.3%		通信运营III	1,919	-2.7%
	无机盐	406	7.5%		调味发酵品	216	-1.3%		其他建材	860	4.2%		软件开发	916	-3.8%
	日用化学产品	451	-1.6%		其他酒类	183	-1.9%	纺织服装	装饰家纺	573	-2.2%		广播电视	751	-3.8%
	纺织化学用品	384	-2.8%		食品综合	205	-1.5%		玻璃制造	669	-4.2%		出版	954	0.9%
	轮胎	319	2.1%	交运设备	制糖	136	7.6%		陶瓷制造	156	6.1%		互联网信息服务	345	-1.0%
	纯碱	349	4.9%		汽车零部件III	3,014	-4.6%	纺织服装	服装III	1,884	-0.1%		有线电视网络	248	3.2%
	粘胶	284	7.2%		乘用车	2,560	-1.2%		棉纺	897	5.0%	信息设备	宽带网络服务	232	1.9%
	石油贸易	245	8.9%		航空航天设备	1,960	-2.1%		毛纺	420	9.8%		其它信息服务	112	-4.7%
	民爆用品	224	0.2%		船舶制造	2,050	5.9%		印染	127	7.4%		计算机设备III	2,601	-5.3%
	氨纶	216	2.1%		铁路设备	1,546	-11.1%		丝绸	109	-4.9%		通信传输设备	3,059	-8.1%
	涤纶	181	-3.5%		商用车	813	1.9%	餐饮旅游	旅游综合III	572	-4.0%		终端设备	378	2.6%
	其他橡胶制品	101	4.1%		摩托车	400	0.1%		酒店III	246	0.4%		通信配套服务	284	-7.1%
	涂料油漆制造	70	-2.4%		商用车载重	336	-6.9%		自然景点	236	-3.9%		交换设备	90	4.0%
	棉纺	68	13.5%		汽车销售	82	5.1%		餐饮III	156	0.2%	综合	综合III	1,876	2.9%
	其他纤维	63	2.9%		农机设备	155	1.8%		人工景点	16	3.5%				
					专用汽车	37	-1.1%								

资料来源：信达证券

图表 5：399101 VS R007



资料来源：信达证券

在我们 3 月 21 日发布的报告《都是因为钱吗-399101vsR007 过去 2 年比对》中我们指出，小盘股在过去 2 年内，其走势和 R007 回购利率呈高度负相关关系。

从现在来看，这种负相关关系仍在持续。并且，随着紧缩政策进一步延续以及市场货币供应量的持续收紧，未来我们预期这种负相关关系仍将继续和蔓延。

必须指出的是，就估值来看，当前 A 股的结构分化非常厉害，小盘股的 PE 普遍在 50 倍左右，乃至更高。如果算上新上市公司通常都有更靓丽财报和 2011 年新上市小盘股众多这两个因素，则它们的实际估值更高。这样的估值在未来必将遭遇强大的修正，也会给即使是在长期内都持有不动的投资者以重大的损失。

从估值来看，当前市场估值洼地仍和市值大小呈高度的相关性，主要集中在一些传统的、增长相对较为稳定、但预期增速不高的传统产业。下图显示了以 2010 年 3 季报为结算日期的 PE、PB 和扣除现金后净资产的 PB 估值。在其中，这种相关性显示的非常明显。

在以低估值为主要导向的选择中，我们认为，可以从几个要素下手，以选择相对不错的股票。第一、这家公司在过去几年是否有稳定的收入和盈利？第二、其所处的行业，是否在未来能够有还算稳定、可预见的增长？第三、所处的行业是否是国家经济的不可替代的基石？如果是，则即使未来全球经济再出现什么危机，这些行业彻底消亡的概率仍然不大。第四、公司的估值是否合理？在这里，合理的概念可以定义为 PE 小于 15 倍、或者至少是 20 倍，同时对非现金部分资产的估值不高于 2 倍。第五、股票在港股、或者美股的交易价格是否和 A 股相仿？我们以为，在这个问题上，可以接受的 A 股溢价最高不应该超过 25%（特别是考虑到当前港股仍然算一个牛市上方）。

图表 6： A 股细分板块估值一览

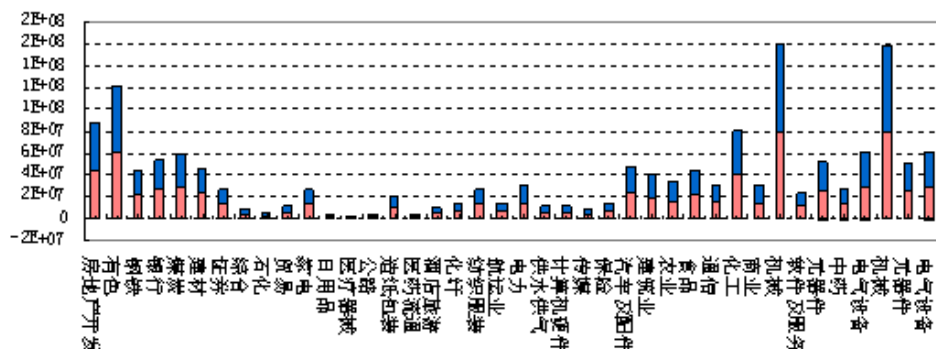
			25.0	2.5	3.0				25.0	2.5	3.0				25.0	2.5	3.0
			PE	PB	P-S/B-S				PE	PB	P-S/B-S				PE	PB	P-S/B-S
金融服务	保险III		18.1	3.0	4.0	农林牧渔	农业综合III		56.7	4.9	7.2	机械设备	电机		63.1	5.8	10.9
	信托III		88.3	6.2	8.5		饲料III		60.9	5.0	9.0		电气自控设备		73.4	7.7	12.6
	银行III		10.2	1.9	1.9		其他种植业		95.4	7.3	9.0		电源设备		36.4	6.8	36.3
	证券III		24.8	2.9	-1.5		果蔬加工		547.9	4.7	6.1		纺织服装设备		93.1	5.7	14.6
房地产	房地产开发III		24.2	3.0	5.7	商业贸易	水产养殖		75.4	6.4	8.2	机械工具	机床工具		40.2	5.6	8.9
	园区开发III		28.7	3.0	4.3		粮油加工		80.0	7.6	14.6		机械基础件		59.8	5.5	8.4
有色金属	铝		318.9	3.3	4.1		种子生产		77.4	8.3	23.9		建筑机械		26.7	6.6	15.8
	黄金		39.0	8.4	11.0		林业III		-39.0	3.9	4.3		金属制品III		34.9	4.0	6.3
	铜		43.5	5.1	6.7	食品饮料	畜禽加工		#####	4.0	7.2	化工	磨具磨料		63.4	4.6	7.9
	小金属		116.0	9.3	14.6		海洋捕捞		56.7	4.8	6.3		内燃机		39.5	4.8	7.6
黑色金属	铅锌		109.7	7.0	12.5		果蔬生产		82.1	14.5	15.9		其他电力设备		64.6	6.3	15.8
	金属新材料III		182.5	6.5	9.0		百货零售		42.8	5.0	14.1		其它普通机械		48.8	5.9	18.5
	磁性材料		111.5	7.2	10.1	家用电器	贸易III		33.5	3.6	7.4		其它专用设备		65.6	6.7	12.3
	特钢		24.1	1.7	1.8		商业物业经营		51.0	4.8	7.4		输变电设备		44.8	5.5	10.2
采掘	特钢		29.5	3.0	3.8		专业连锁		31.8	5.2	-15.1	化工	冶金矿采设备		34.8	4.7	7.3
	石油开采III		18.0	2.4	2.6	食品饮料	白酒		37.1	9.8	21.9		仪器仪表III		82.2	6.3	12.9
交通运输	煤炭开采III		21.2	3.8	5.9		啤酒		45.9	5.3	10.4		印刷包装机械		#####	3.9	4.7
	焦炭加工		-24.0	4.8	6.6		葡萄酒		60.7	12.2	31.7		制冷空调设备		47.3	5.2	6.4
	其他采掘III		42.9	8.6	11.5		其他酒类		34.6	4.7	5.6		重型机械		-697.0	2.8	3.5
	港口III		21.8	2.4	3.0	建筑材料	乳制品		74.5	5.7	20.3		氮肥		61.4	3.3	5.2
交运设备	高速公路III		15.8	1.8	2.0		软饮料		87.1	4.8	7.5		磷肥		85.4	2.7	3.9
	公交III		27.3	3.2	4.3		肉制品		48.2	12.0	30.5		钾肥		69.6	10.7	14.8
	航空运输III		14.8	4.2	7.4		食品综合		64.5	8.3	14.0		农药		109.7	4.5	7.3
	航运III		32.0	2.1	3.4	家用电器	制糖		119.3	3.9	4.5	化工	纺织化学用品		25.4	3.0	4.0
交运设备	机场III		19.8	2.0	2.1		调味品/调味品		36.7	6.6	9.1		化工新材料III		62.1	6.4	9.4
	铁路运输III		14.8	2.6	2.9		玻璃制造		50.4	6.8	9.6		氮肥		35.5	4.5	5.2
	物流III		50.1	3.7	-9.5		建筑施工		21.2	2.4	10.9		纯碱		37.5	3.1	3.6
交运设备	乘用车		15.4	3.3	10.3	家用电器	其他建材		46.8	4.2	7.2	化工	氯碱		-90.4	4.5	5.8
	船舶制造		40.0	4.8	-16.6		水泥制造		33.2	4.4	5.8		轮胎		44.6	4.3	6.1
	航空航天设备		91.5	5.6	7.5		陶瓷制造		-92.8	11.5	13.1		民爆用品		42.6	6.4	9.9
	摩托车		102.6	8.3	16.9		炭纤维/碳纤维		74.5	8.3	28.6		涤纶		71.8	5.7	8.3
交运设备	农机设备		216.1	11.3	15.1	家用电器	空调		22.1	5.1	-30.1	化工	其他化学制品		76.9	5.9	11.7
	汽车零部件III		22.6	4.8	7.8		彩电		35.6	2.1	-5.3		其他纤维		145.6	4.4	6.4
	汽车销售		101.3	4.5	8.6		小家电		31.5	5.8	11.4		其他橡胶制品		-95.1	5.4	14.1
	商用车/商用车		15.5	3.3	22.3	家用电器	冰箱		27.2	5.8	11.2		日用化学产品		-51.7	6.0	8.4
交运设备	商用车/商用车		25.7	4.8	-16.8		洗衣机		32.3	6.4	22.3	化工	石油加工		13.2	2.1	2.2
	铁路设备		36.4	3.7	5.5		其他白色家电		43.6	6.2	11.2		石油贸易		74.0	5.4	7.9
	专用汽车		359.3	3.6	-46.8		其它视听器材		240.0	5.4	9.6		塑料III		77.3	6.8	13.5

资料来源：信达证券

3. 资金流向及供求关系

从资金流向上看，统计截至到 2011 年 4 月 1 日，2011 年第一季度沪深两市资金累计净流出 1509 亿元，沪 A、深 A、中小板、创业板、沪深 300 的资金净流入分别是-476 亿元、-1030 亿元、-662 亿元、-228 亿元和-246 亿元。2011 年第一季度行业板块中有部分板块处于资金净流入，大多数板块处于资金净流出，板块分化严重，其中板块资金净流入排名前列的依次是房地产开发、有色、钢铁、银行、煤炭、园区土地开发、建材、证券等，板块资金净流出排名前列的依次是化工、商业、机械、软件及服务、元器件、中药、电气设备、机械、元器件、电气设备。权重板块资金流入是导致上证指数震荡攀升 120 点，从 2808.08 攀升至 2928.11 的主要原因。

图表 7：2011 年第一季度资金流向（万元）

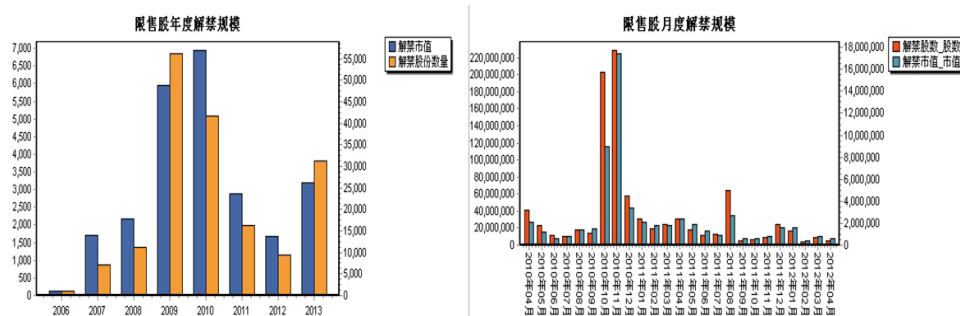


资料来源：信达证券

在 2009 年、2010 年天量限售股解禁潮后，2011 年限售股的解禁压力相对趋缓。只有 2011 年 4 月和 8 月的解禁股规模稍大，分别达到 236 亿股和 500 亿股，以统计日（4 月 1 日）的收盘价计算，免年 4 月和 8 月的解禁市值分别为 3013 亿元和 3509 亿元。

从限售股解禁与大盘走势的关系看，2009 年单月限售股解禁额度较高的月份分别为 7 月份的 9582.78 亿元和 10 月份的 20434.75 亿元，而股指分别在 8 月 4 日和 11 月 24 日形成了两个年内高点。可见在解禁额度高的月份的次月，股指形成重要顶部的概率较大。2010 年限售股解禁额度超过 5000 亿元的月份，分别为 1 月份的 6339 亿元、11 月份的 22478 亿元、12 月份的 6324 亿元，而 2010 年的大盘分别在 1 月 12 日、11 月 11 日达到了阶段的高点。因此 2011 年我们需重点关注 4 月中旬和 7 月中旬大盘重要的变盘时间点。

图表 8：大小非解禁年度及月度规模



资料来源：信达证券

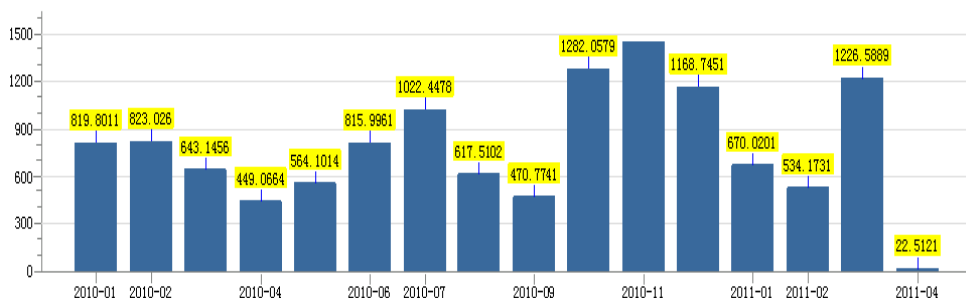
Wind 资讯显示，2010 年 A 股市场首发+增发+配股实际募集资金突破万亿大关，达到 10016.32 亿元，一举超越 2007 年 7985.82 亿元的历史纪录，占全球募资总量近三成。其中，三个市场首发融资总额共计 4949.95 亿元人民币。另外，自 2009 年

9月新股发行重启和10月创业板开闸后，2010年共有349家企业IPO上市，其中主板28家、中小板204家、创业板117家，超过2007年至2009年三年发行数量之和。而349家如果均摊到全年250个交易日，意味着每天约1.4只新股发行，每周有7只新股面市。

从发行节奏看，2010年前四季度保持了较为稳定高效的发行速度，2010年一季度总共发行91家，二季度总计发行87家，三季度总计发行82，四季度共发行了89只，平均每天约发行1.4家，349只新股的平均市盈率58.53倍，每只新股冻结的资金量平均为约1350亿元。而进入2011年，这种发行节奏并没有减缓的迹象，截至4月1日，2011年一季度三个市场共发行了88只，这88只新股的平均市盈率达到了61.30倍，首发+增发+配股实际募集资金2368.68亿元，而2010年一季度这一规模为2230.79亿元，这也预示着2011年A股市场首发+增发+配股实际募集资金也将肯定突破万亿大关，预计达到1.23万亿元。

因此，我们可以断言，2011年，为了推行中央“扩大直接融资”政策和吸收流动性，股市将是吸收流动性的最好的“池子”。新股发行仍将保持高频率，主板、中小板与创业板的扩容不会比2010年太逊色。这也预示着大盘资金面难有持续充裕的表现。

图表 9：A 股募集资金合计（亿元）



资料来源：信达证券

2011年开年以来，新基金一直处于高频率发行中，通常情况下处于20只左右的基金同时在发的状态。不过年初新基金发行规模不大，产生了不少规模不足10亿的袖珍基金。

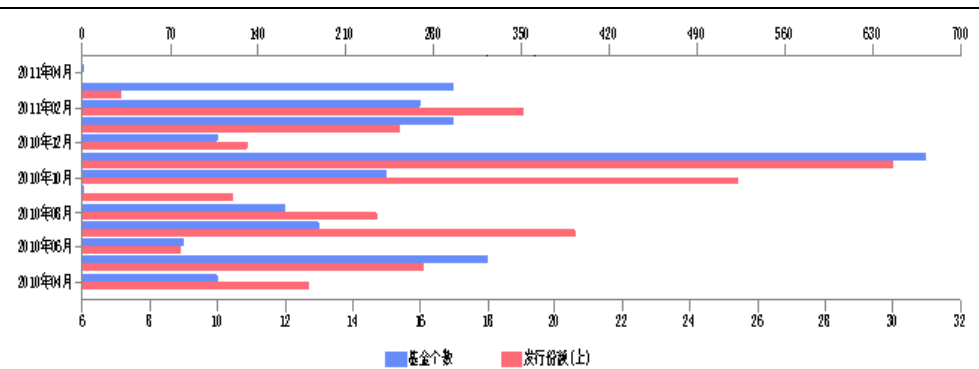
数据显示，今年1月份，共发行成立新基金19只，平均单只基金募资规模为15.43亿元；而2月份以来，平均每只新基金的首募规模为15.66亿元，出现小幅回升；而3月份的单只新基金首募规模更是达到了19.27亿元，渐露“升温”迹象。

Wind统计显示，截至3月30日，今年以来已经成立的新基金募集总规模已经超过700亿元。

数据显示，上周末持仓A股账户数为5662.35万户，相比前一周增加约6.8万

户；A 股持仓账户占比略有下滑，为 36.51%。A 股持仓账户数继续创出有统计以来的新高。不过，临近沪指 3000 点，市场谨慎情绪也随之上升。上周参与交易的 A 股账户数为 1661.74 万户，相比前一周明显下降，降幅为 11.1%，且为连续第二周下降。A 股交易账户占比降至 10.71%，为近 6 周来的最低水平。

图表 10：基金发行规模



资料来源：信达证券

换手率的高低可以反映出市场的活跃程度。同历史数据纵向对比，一季度 A 股市场日均换手率为 2.88%，低于近十年 A 股市场日均换手率 3.98%，以及 2010 年度 A 股市场日均换手率 4.33%。可见，今年一季度 A 股市场的交易活跃度并不高。另外，中小板以及创业板个股换手率明显高于主板个股。

根据 wind 统计，一季度中小板个股日均换手率为 3.54%，创业板个股日均换手率为 5.30%，而沪深 300 成份股日均换手率为 1.60%。根据统计，换手率排名前十位的个股总市值平均为 33.80 亿元，而换手率排名后十位的个股总市值平均为 2190.42 亿元。从估值的角度来看，个股估值越高，其换手率往往也越高。换手率较高的个股往往股性较为活跃，不过所面临的风险往往也较高。根据 wind 统计，申万风格指数中的高市盈率板块一季度日均换手率为 2.42%，而低市盈率板块日均换手率为 1.63%。

4. 行情展望和主流热点分析

“高铁”、“通胀”、“十二五规划”、“两会”、“年报”、“地震”、“稀土”、“3000 点”等关键词串成了 A 股一季度行情的主线。在一季度，主题投资依然盛行，高铁、稀土、两会维稳等扛起主题投资的大旗。与此同时，蓝筹股的估值修复行情也是如火如荼，蓝筹板块的阶段强势也折射出越来越多的资金正在回归理性。

二季度 A 股市场的经济环境不会发生太大变化，国内外压制指数的因素将长期存在。国际方面，日本核泄漏、利比亚危机以及西方国家的政策退出将对世界经济复苏进程带来较大不确定性，需求不足、成本上升、流动性收紧或成为共生现象。国内方面，市场对“滞涨”的担忧仍未消除，输入性通胀与劳动力成本上升加大了通胀管理

的难度，由于二季度翘尾因素将持续在高位徘徊，若食品和居住价格无法得到有效控制，CPI 的不断走高依然会压迫投资者神经；两会结束后，经济结构转型将继续得到市场的高度关注，保障房建设和新兴产业投资被寄予厚望，这或许成为在大盘无整体性机会的背景下产生结构性行情的动力来源。基于以上判断，我们认为二季度“牛皮市”格局将延续，判断沪指将在 2800-3200 点区间内运行。主要投资热点则集中在以下三个方面：

1、保障房和新兴产业具有持续性的投资价值。在拉动经济增长的三驾马车中，以居民增收为基础的消费增长仍是一个漫长的过程，而贸易环境方面美、欧、日各有问题缠身，尽管 3 月出口订单指数有所回升，但净出口对中国经济的支持将逐步减弱已成为不争的事实。要在结构转型的背景下维持经济增长的稳定性，政策可控性较强的投资仍是主要途径。从“十二五”规划的内容上看，保障房建设投资和战略新兴产业投资是最核心的着力点，在操作方式上以政府带动企业的模式将被广泛采用，在信贷和财税政策的大力支持下，相关领域的龙头上市公司将受益。建议对保障房、高铁、水利、新能源等密集投资板块予以持续关注。

2、有阶段性特征的主题性投资浪潮仍将延续。国内外政治、经济局势的快速变化将突出一批主题投资机会。围绕保障房建设的建材、家电，受益于日本核泄漏事件的防辐射、新能源概念，受益于中东局势动荡的原油、黄金，都将成为市场反复炒作的焦点。在流动性收紧的现实效应逐步显现的情况下，产生整体性行情的阻力增加可能提高题材股活跃的程度，这可能使得 2010 年市场的结构性特征得到延续，但随着成长性所能够支撑的估值水平已逼近极限，风格转换的进程或将难以避免，因此在操作上我们建议投资者在把握主题投资机会的过程中注重所选择板块的长期价值，以避免短期股价波动过大而带来风险，在参与过程中以“左侧投资法则”为佳。

3、消费类板块存在交易性机会。受益于“十二五”期间增加收入及鼓励消费的长期战略，消费板块有望引来持续增长的黄金时期。不过，一季度消费数据远低于市场预期，这使得年初至今消费类板块的表现弱于市场平均水平，在医药、计算机等估值较高的板块尤其如此。然而我们也认识到，居民的消费意愿可能在通胀回落复苏，各种消费性政策也将逐渐完成由规划到执行的过度，因此我们认为消费行业未来实现稳定快速增长并未遭遇明显困境，稳定的业绩仍将成为消费类上市公司支撑其股票价格的基础，而短期连续下跌之后估值趋于合理则更突现了其投资价值。循此逻辑，二季度可关注零售、医药、计算机、农业等板块的反弹进程。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
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

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102