

紧缩节奏较快，结构性差异或将加深

报告要点

■ 一周市场回顾

上周沪深股市呈震荡行情，没能继续之前上涨。受周五公布经济数据的影响，房地产、银行、化工化纤板块的上升支撑住了上证指数，中小板与创业板呈不同程度下跌。从板块角度看有色金属和家用电器板块出现大量获利回吐，低估值的金融服务、交通运输受到市场的关注，出现显著上涨。从行业资金净流入角度来看，钢铁板块受到外围进出口数据的好转，化工化纤板块由于第一季度出现供需两旺的局面，受到资金追捧。

■ 一周政策信息

证监会助理朱从玖声明创业板退市方案正在制定中；发改委通知部分地区电价将会调整；发改委4月12日发布了《关于规范煤化工产业有序发展的通知》，要求在国家相关规划出台之前，暂停审批单纯扩大产能的焦炭、电石项目；禁止建设年产50万吨及以下煤经甲醇制烯烃项目、年产100万吨及以下煤制甲醇项目和年产100万吨及以下煤制二甲醚项目。

■ 紧缩节奏较快，结构性差异或将加深

上周五统计局公布了3月份的经济数据，CPI同比上涨与工业增加值同比回落，当前经济处于“类”滞涨周期。数据公布后上证综指先抑后扬，主要是由于避险情绪下市场风格的转换。目前，我们认为以下三点值得关注：1）中小板与创业板面临的风险是相对更大，a.“紧货币，宽财政”的政策组合下，中小企业的贷款成本增加，获得稳定持续贷款的能力明显弱于大型企业；b.上下游“冷热不均”，而中小企业明显更依赖于终端需求，受到的负面影响相对更大。c.在当前人民币不断升值且继续升值预期强烈的情况之下，中小企业面临更大的汇兑风险。2）资金面相对宽松对市场形成支撑。4月央票与正回购到期总量超过9000亿，新公布3月外汇占款4097亿，环比增加90%，加上地产调控效果初现后的资金转移，都对短期市场流动性构成积极因素。而且，从最直接影响股市资金面的因素上来看，新增A股开户数与新增基金开户数的周度数据都处在历史较高水平。3）价格方面，3月PPI同比为7.3%，环比上涨0.6%；购进价格同比上涨10.5%，环比上涨1.0%。数据所反映的核心在于购进价格的快速上涨，这也表明未来CPI的影响因素将是来自工业原材料价格上涨的传导。而从去年下半年至今的价格

相关研究

《2011年4月资产配置专题报告：相机抉择政策下的需求割裂——“睡美人”第二阶段行情演绎的开始》，邓二勇，李冒余，2010年3月31日

《被动与主动并存的补库存周期——2011年1季度库存周期解读及行业配置》，邓二勇，李冒余，2010年4月1日

分析师：

邓二勇、李冒余

(8621) 68751691

dengy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120003

联系人：

杨靖风

(8621) 68751691

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

一周市场回顾	4
资金流向与板块涨跌	4
两市涨跌幅居前个股情况	5
一周重要政策及信息回顾	6
证监会：创业板退市方案正在制定中	6
发改委：部分地区将调整电价	6
国资委：提高煤化工准入门槛	7
一周策略观点及配置建议	8
紧缩节奏较快，结构性差异或将加深	8
指标论市	11
美元指数走向、估值变动与报告索引	12

图表目录

图 1: 上周行业涨跌幅 (%)	4
图 2: 上周各行业资金净流入情况.....	4
图 3: 概念板块资金流入前十五和后十五.....	5
图 4: 动力煤价格和普通工业用电价格两者变化趋势一致, 但是涨幅不同	7
图 5: 小盘 PE/大盘 PE	8
图 6: 新增 A 股开户数与新增基金开户数处于历史高位	9
图 7: 维生素 A 与维生素 E 价格走势.....	10
图 8: 各地纯碱价格走势	10
图 9: A 股市场景气度指数.....	11
图 10: 基金分歧指数与上证综合指数	11
图 11: 长江美元趋势走势图	12
图 12: 大小盘风格估值.....	13
表 1: 上周两市涨幅前五个股点评.....	5
表 2: 上周两市跌幅前五个股点评.....	6
表 3: 相关个股.....	7
表 4: 行业估值比较	12
表 5: 长江证券宏观策略近期报告索引	13

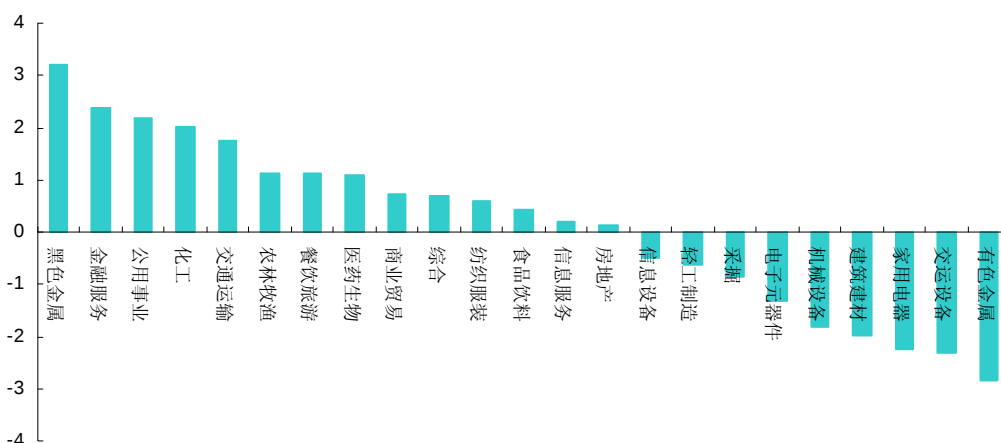
一周市场回顾

资金流向与板块涨跌

上周上证指数和深证成指没能出现前面的上涨趋势，呈现震荡行情。上证综指收报 3050.53 点，上涨 0.68%；深证成指收报 12965.75 点，下跌 0.54%。沪深 300 指数收报 3358.94 点，上涨 0.16%；大盘股和主板受到市场追捧，表现好于小盘股。周五在统计局公布 3 月宏观数据后，市场出现快速下滑，上证指数尾盘在房地产、金融类、化工化纤板块的支撑下出现轻微上涨。

从板块涨跌来看，板块出现轮动，涨跌分化明显。有色金属和家用电器板块出现大量获利回吐，由上周上涨较多的板块成为下跌显著的板块。黑色金属板块继续上周的上涨趋势。在市场不具备单边上涨的条件下，低估值的金融服务、交通运输受到市场的关注，成为上涨比较大的板块。机械设备受到预期下游需求下降以及前期高基数增长的影响，出现下跌；而电子元器件板块的高估值也没有得到市场的青睐，呈现下跌趋势。

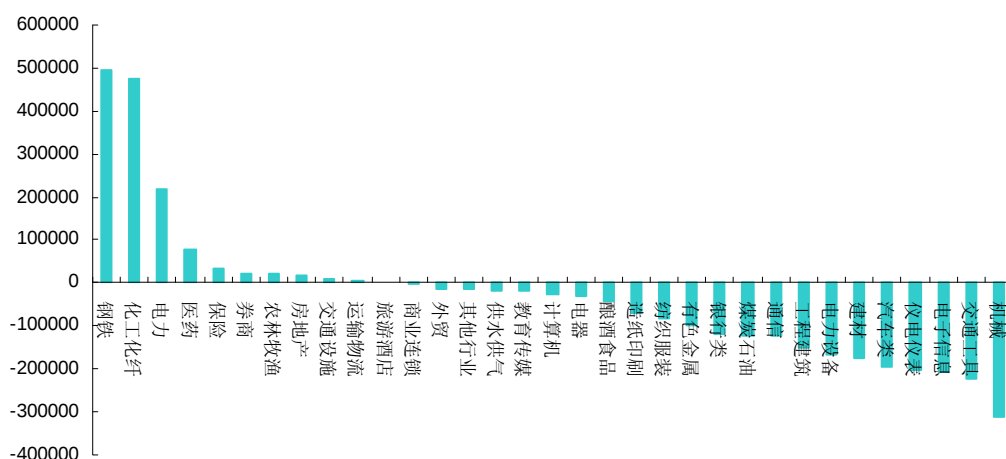
图 1：上周行业涨跌幅（%）



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

从行业资金净流入角度来看，板块差异显著。从资金净流入的角度看，主要集中在钢铁、化工化纤、电力等板块。钢铁板块受到外围进出口数据的好转，受到市场热烈追捧，流入资金接近 50 亿；化工化纤板块由于第一季度出现供需两旺的局面，受到资金追逐，流入资金也快接近 50 亿，成为本周资金追逐的两朵“金花”。从资金净流出角度看，板块数量较多，但是比较分散，机械板块受到预期下游需求下降以及前期高基数增长的影响，成为流出最多的板块。

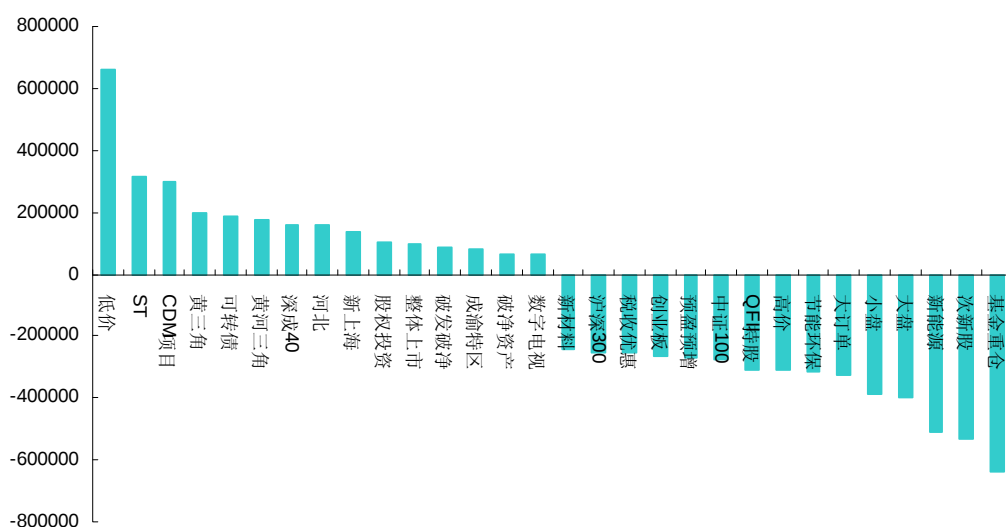
图 2：上周各行业资金净流入情况



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

在概念板块上，资金净流入前五位的板块依次为低价、ST、CDM 项目、黄三角、可转债板块。从资金流出量上来看，资金净流出居前的概念板块为基金重仓、次新股、新能源、大盘板块，反映出市场对防御性板块的看重。

图 3: 概念板块资金流入前五和后十五



资料来源：长江证券研究部

两市涨跌幅居前个股情况

表 1: 上周两市涨幅前五个股点评

股票名称	涨幅	点评
济南钢铁(600022)	33.43%	与莱钢股份资产重组
莱钢股份(600102)	33.20%	与莱钢股份资产重组
华锐铸钢(002204)	33.10%	集团整体上市

大成股份(600882)	29.57%	重组后具有矿业概念
三爱富(600636)	27.05%	新材料概念

资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

表 2: 上周两市跌幅前五个股点评

股票名称	涨幅	点评
步森股份(002569)	-16.12%	游资爆炒
星河生物(300143)	-11.52%	机构抛售
啤酒花(600090)	-11.03%	炒作涉矿概念或破
西部材料(002149)	-10.59%	澄清收购矿山计划
多伦股份(600696)	-10.32%	大股东减持

资料来源: 长江证券研究部

一周重要政策及信息回顾

证监会: 创业板退市方案正在制定中

证监会主席助理朱从玖 15 日在博鳌亚洲论坛 2011 年年会上表示, 创业板退市方案的制定工作正在积极推进中。

点评:

据悉最新的创业板退市方案建议, 退市企业进入代办系统的“老三板”继续交易, 但同时强调增加交易所对于直接退市的权力和制约, 具体包括: 一是提高交易所退市警示的严肃性, 企业受到连续警告、符合退市标准即退市, 不允许借壳重组。二是交易所要成立专门的复核委员会, 允许收到警告的企业进行申诉, 监督交易所的行为。证监会于 2009 年推出创业板, 对于缓解流动性起到了积极作用, 但是发行股票定价过高, 估值过高的问题依然严重, 同时, 新股发行破发率也创下新高。发行机制的市场化, 依然需要证监会解决。而创业板退市方案的确立将会成为衔接三板市场, 构建整个多层次资本市场体系进程中重要的一环。微观层面上也会约束对企业的经营管理, 促进企业积极健康发展。

发改委: 部分地区将调整电价

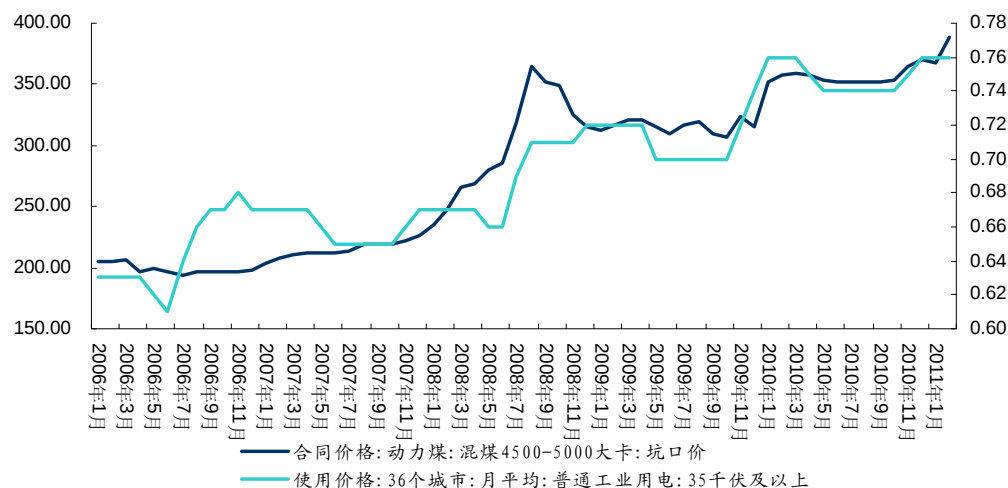
国家发改委副主任张晓强 4 月 15 日在博鳌亚洲论坛期间接受《第一财经日报》记者专访时表示, 发改委确实会在部分地区调整电价。张晓强表示, 煤炭价格上涨使得部分电力公司大面积亏损, 为兼顾企业效益和管理通胀预期, 将稳步提高电价。

点评:

由于煤炭市场和电力市场市场化程度的差异, 煤炭价格在经济逐渐恢复过程中最近出现价格上涨, 而电力企业由于受到政府管制, 所以致使很多电力公司亏损。我们认为政策的目的是减少电力公司的亏损, 而且这项政策短期不可能推广到全国, 因为在通货膨胀形式严峻的

情况下，电价的上涨会导致生产资料价格上涨，进而传导到终端消费品，这对于管理通货膨胀预期是不利的。在现阶段理清能源价格并使之市场化的可能性是很小的。

图 4：动力煤价格和普通工业用电价格两者变化趋势一致，但是涨幅不同



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

国资委：提高煤化工准入门槛

4 月 12 日，发改委发布了《关于规范煤化工产业有序发展的通知》，要求在国家相关规划出台之前，暂停审批单纯扩大产能的焦炭、电石项目；禁止建设年产 50 万吨及以下煤经甲醇制烯烃项目、年产 100 万吨及以下煤制甲醇项目和年产 100 万吨及以下煤制二甲醚项目。

点评：

随着各地和各大煤炭企业的“十二五”规划的相继出台，各自关于煤化工的项目规划陆续浮出水面。以新疆为例，截止去年底，已有中石化集团、神华集团、华能集团、华电集团等有 60 多家国内大型企业进驻新疆从事煤炭勘探开发，40 多个煤电煤化工项目开工建设。由于国家加大了对新疆地区的开发力度，一些本应由国家发改委审批的煤化工项目，转由新疆自治区发改委审批，这使得新疆煤化工项目审批难度减小，发展势头过猛。但是众多小项目也导致行业集中度低，竞争无序等问题。政策的出来有利于进一步提高了我国煤化工行业的准入标准，国内焦炭、电石产能的扩张将会受到限制，同时也能抑制我国煤制烯烃项目和煤制醇醚项目的盲目扩建，这对国内已具备规模、资源和技术等优势煤化工企业来说是一大明显利好。

表 3：相关个股

股票	具体业务
安泰集团(600408)	拥有煤焦油、甲醇和粗苯精制项目
山西三维(000755)	国内最大的 1,4-丁二醇(BDO)生产商，煤化工龙头企业
云维股份(600725)	形成煤焦化、煤电石化(煤电石乙炔化工)和煤气化三条产业链

华鲁恒升(600426)	公司目前拥有尿素 150 万吨, DMF25 万吨, 氨醇能力 120 万吨, 醋酸 35 万吨, 乙二醇、己二酸新项目带来业绩增长
中国神华(601088)	神华集团总投资 100 亿元的煤电焦化项目, 项目规划达到年产 1200 万吨洗煤、480 万吨焦化、48 万吨甲醇和 4.8 万吨焦油的生产能力。
皖维高新(600063)	有望成为 PVA 行业整合者

资料来源: 长江证券研究部

一周策略观点及配置建议

紧缩节奏较快, 结构性差异或将加深

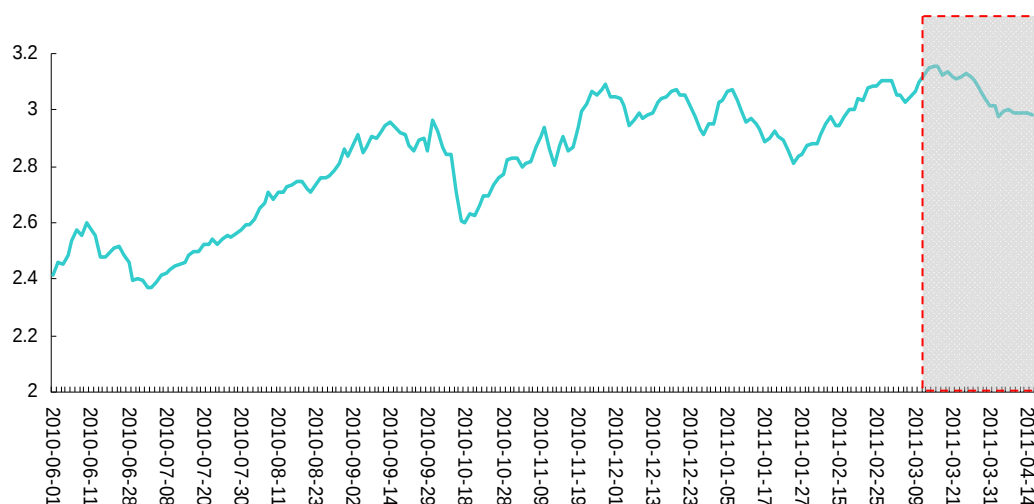
上周五统计局公布了 3 月份的经济数据, CPI 同比 5.4%, 略超市场预期; 工业增加值同比 14.4%, 增速小幅回落。CPI 上涨与工业增加值同比回落显示经济处于“类”滞涨的周期。

从数据公布后市场的反映来看, 上证综指先抑后扬。指数小幅上扬, 可以理解为由于此前对通胀与经济走势有所预期使得经济数据公布对市场的影响力减弱。但是, 从市场风格的轮换与板块走势差异上来看, 当前的市场情绪是相对谨慎的。经济数据公布当天指数的上扬主要是受低估值的房地产、基础化工、金融等板块的拉动, 同时中小板与创业板纷纷下跌, 资金明显是在避险情绪下追求更为安全的估值与板块。

影响市场的风格转换的因素

实际上, 上月中旬以来, 小盘股与大盘股的估值比例开始回落, 并持续至今。从投资风格的角度来看, 中小板与创业板面临的风险是相对更大, 理由是多方面的。1) “紧货币, 宽财政”的政策组合下, 中小企业的贷款成本增加, 在信贷收缩的政策下, 中小企业获得稳定持续贷款的能力明显弱于大型企业; 而从财政投入的受益程度上来讲, 中小企业又远不如大企业受益多。这两方面因素都使得中小企业的盈利受到更大程度的压制。2) 上下游“冷热不均”, 当前上游行业在政策性投资的支撑下维持热度, 而下游需求则表现相对较冷, 这一点可以从此前我们对煤炭、机械、汽车行业的调研以及一季度工业企业的高库存数据中得到佐证。而中小企业明显更依赖于终端需求, 受到的负面影响相对更大。3) 国际因素方面, 中小板与创业板企业中依靠出口产品收入的比重更大, 在当前人民币不断升值且继续升值预期强烈的情况之下, 中小企业面临更大的汇兑风险。并且, 升值预期下, 热钱在资本市场上更热衷于更具安全性的金融等板块的大盘股。从小盘与大盘估值比例的历史走势来看, 风格的转换存在一定的周期。从目前影响市场运行的各方面因素来看, 小盘股尚不具备重新回到估值相对占优的条件。

图 5: 小盘 PE/大盘 PE



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究所

流动性具备宽松条件，政策紧缩引发风险

影响资本市场的短期流动性来看，流动性增加的正面因素按可度量程度依次减弱分别为：

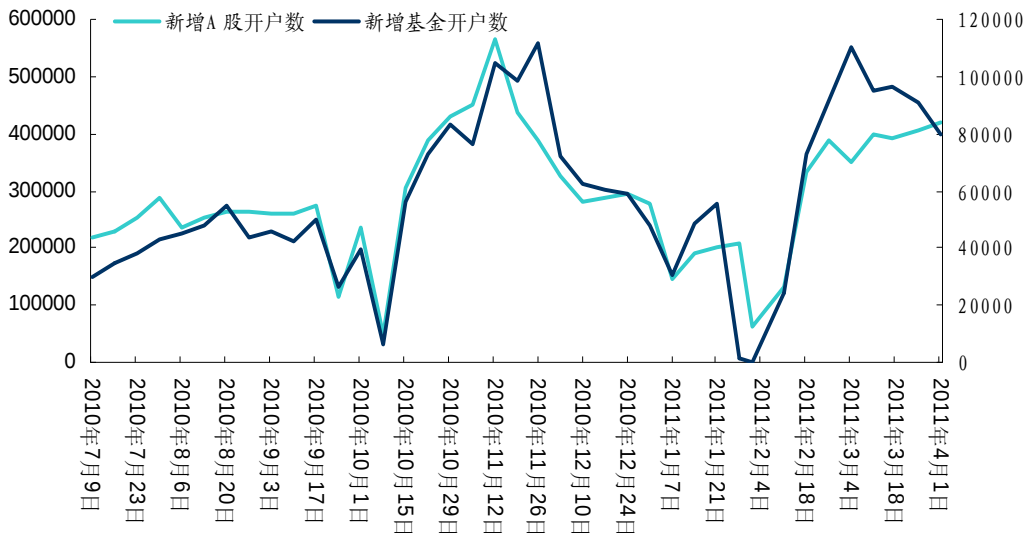
1) 央票与正回购的到期量。央票与正回购到期量是可知的，四月货币市场的投放压力在 9000 亿左右，为上半年投放最集中的月份；2) 预期升值下的热钱流入。现阶段人民币升值预期不断增强，随之而来的是热钱的大规模流入。热钱流入可以通过新增外汇占款减去贸易差额和外商直接投资来粗略估算，根据最新公布的数据，3 月外汇占款在经历 2 月回落后再次大幅回升，达到 4097 亿，较上月环比增长 90%。3) 房地产调控紧缩下的资金挤出。随着各地落实新国八条的限购政策，股市成了一些资金的转移地，但是具体的数字较难估计。

另外，从最直接影响股市资金面的因素——“股市投资者”的新增数量上来看，新增 A 股开户数与新增基金开户数的周度数据都处在历史较高水平。

综合以上各个因素，资金面具备相对宽松的基础条件。但是，目前的通胀水平较高，货币紧缩的风险较高。

周日央行再次宣布上调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，其目的主要是对冲现阶段高通胀下相对宽松的货币条件。实际上，从 3 月的 CPI 数据来看，影响未来通胀走势的最重要因素将不是货币及食品，而是来自工业价格上涨的传导，而在投资平稳的情况下，通胀可控、投资高增长的概率较低，二季度末经济可能面临小幅硬着陆风险。

图 6：新增 A 股开户数与新增基金开户数处于历史高位

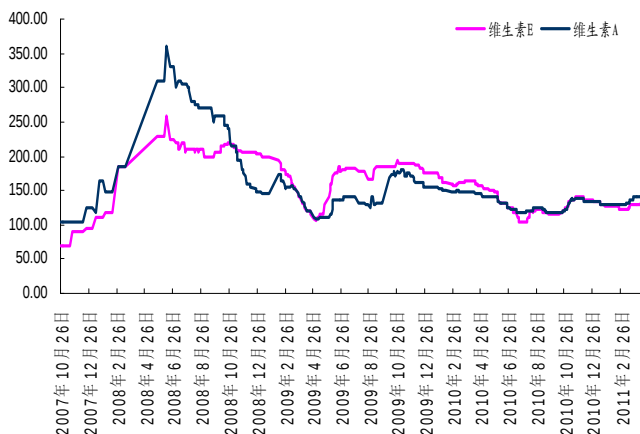


资料来源：中登公司，长江证券研究所

基于“价格底部”的投资逻辑

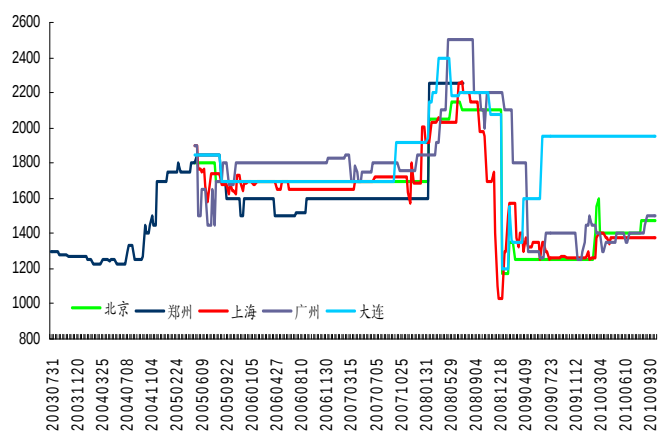
从最新公布的数据来看，3月PPI同比为7.3%，环比上涨0.6%；购进价格同比上涨10.5%，环比上涨1.0%。数据所反映的核心在于购进价格的快速上涨，这也表明未来CPI的影响因素将是来自工业原材料价格上涨的传导。而从去年下半年至今的价格走势来看，原料药与基础化工的一些产品的价格仍处于较低水平，具备价格传导下的上涨的空间。

图 7: 维生素 A 与维生素 E 价格走势



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 8: 各地纯碱价格走势



资料来源：长江证券研究部

行业配置建议

当前，风格的转换是影响大盘表现的关键因素。通胀反复、货币政策再次紧缩之下，短期市场仍将是震荡的格局。

配置上，当前可延三条线索：1）低估值二线蓝筹为配置主线，这一阶段金融、地产板块将取得超额收益。渐近升值导致的升值预期下，热钱流入量增大。国际资本对金融、地产的偏好本身也将在货币层面拉动这些板块的上涨。2）基于通胀高位下，产品价格处在历史底部

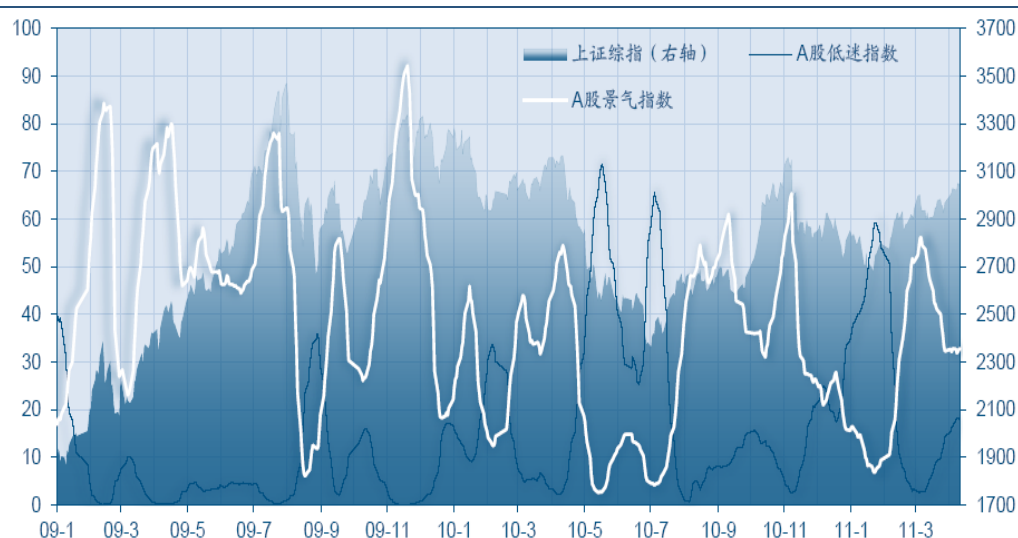
的行业可能存在投资机会的逻辑，可关注原料药和基础化工。3）区域主题上，安徽、新疆以及西藏板块重点关注。

指标论市

市场景气度指标

本周大盘股带动市场景气度继续回升，小盘股景气度并未回升。全市场景气程度基本与上周持平。市场的走势将更加取决于大盘股的景气走势。

图 9：A 股市场景气度指数

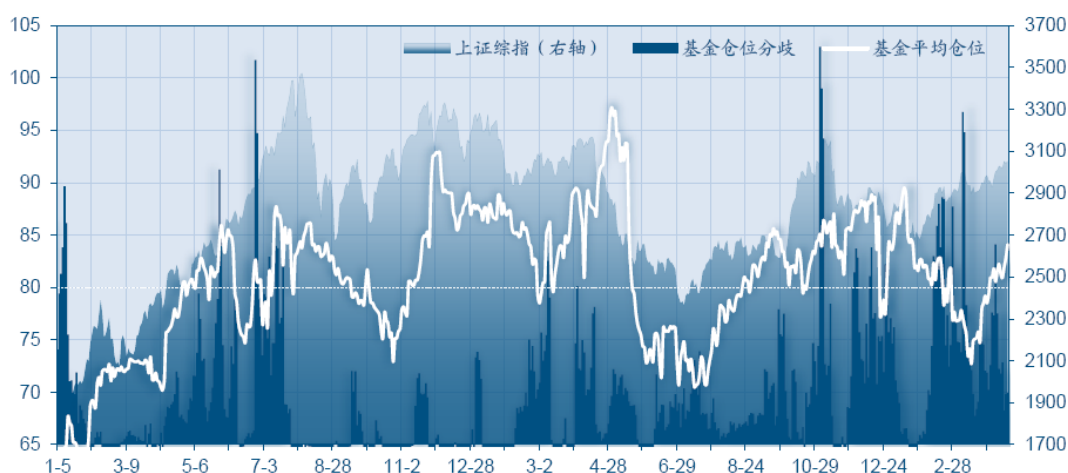


资料来源：长江证券研究所

基金仓位指标

本周基金仓位分歧仍在较低位置，而基金仓位继续升高。

图 10：基金分歧指数与上证综合指数



资料来源：长江证券研究所

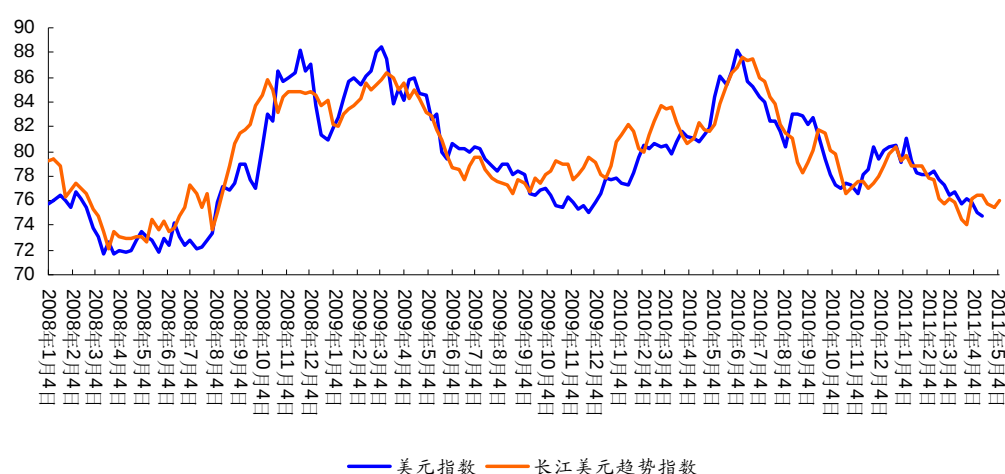
美元指数走向、估值变动与报告索引

美元指数走向

长江美元趋势指数为长江证券研究所编制的跟踪美元趋势的指数；该指数参考了基本面、资金流向（向新兴市场、向发达市场）以及当前市场情绪投资情绪四方面因素；并基于部分代表性指标编制而成，对于美元短期走势有一定的前瞻性。

本周美国公布了零售销售和消费者信心指数，数据均低于预期，显示美国经济依然不容乐观，同时核心CPI低于预期，表明短时间内没有货币政策转向的可能性。同时英国公布的CPI数据表明存在加息的预期，在英镑存在升值下，预计美元依然会弱势。

图 11：长江美元趋势走势图



资料来源：长江证券研究部

行业及风格估值比较

表 4：行业估值比较

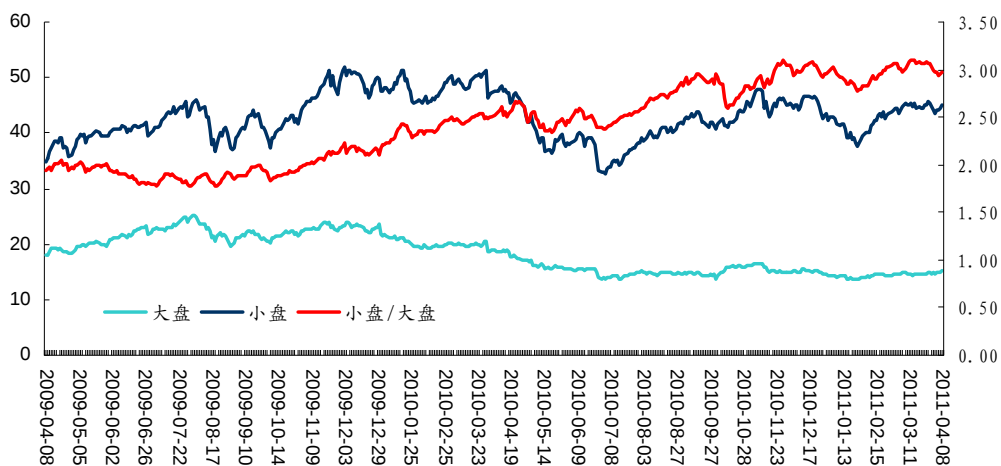
行业	PE(TTM)	PE2011E	PB
农林牧渔	60.81	32.62	5.75
采掘	17.53	15.01	2.8
化工	21.81	16.47	3.12
黑色金属	23.34	17.38	1.79
有色金属	57.7	34.35	5.78
建筑建材	24.49	15.91	3
机械设备	35.68	24.64	4.81
电子元器件	56.76	34.84	4.79
交运设备	24.07	17.67	3.84
信息设备	41.66	28.02	4.41

家用电器	24.16	18.2	3.87
食品饮料	37.92	27.68	7.34
纺织服装	35.07	24.28	3.95
轻工制造	34.29	22.77	3.07
医药生物	41.44	28.76	5.73
公用事业	27.9	22.96	2.6
交通运输	16.75	14.75	2.44
房地产	21.25	13.67	2.84
金融服务	11.54	9.51	2.02
商业贸易	35.18	22.51	4.35
餐饮旅游	54.57	34.14	4.75
信息服务	54.26	33.62	3.98
综合	45.79	19.92	4.65

资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

在风格上，上周大盘股估值回升，小盘股估值回落。以金融、地产、煤炭为代表的大盘股在最后一个交易日涨幅较大，拉动大盘上涨，而小盘股由于估值较高，在上周表现一般。

图 12：大小盘风格估值



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

长江证券宏观策略一周报告索引

表 5：长江证券宏观策略近期报告索引

分 类	主 题	日 期
投资策略	冷热不均的"类滞涨"周期-----2011 年 4 月宏观模型更新及周	2011-4-15

	期判断	
宏观经济	3 月份外贸数据点评--外贸数据回归常态，油价影响值得关注	2011-4-11
宏观经济	高油价的价格传导特征及企业盈利影响	2011-4-6
宏观经济	欧央行加息兑现，但短期美元仍难改弱势	2011-4-6
投资策略	避险情绪下，估值回归延续--20110406 策略周报	2011-4-6
宏观经济	加息无碍行情趋暖---11 年央行第二次上调利率点评	2011-4-6
宏观经济	3 月份 ISM 制造业指数：制造业 PMI 略超预期	2011-4-5

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。