

蓝筹轮动，关注航空、保险、券商等低估值板块

民生精品---策略周报

2011 年 4 月 24 日

报告摘要:

● 政策困境下，人民币升值必然加速

当前国内调控面临政策困境：加息吸引热钱加速流入已经成为正在发生的事实，估算一季度流入的热钱达 9300 亿元，高于历史上任何一个季度；四月至年底到期央票还有近 2 万亿，央票调控自顾不暇；准备金率已处于历史高位，未来上调空间有限。我们认为人民币升值必然加速，年底有望达到 6.16。

● 市场资金面略显偏紧

目前银行间整体资金面较为宽松，但随着准备金率多次上调的效应累加，后期市场资金面或将趋向偏紧。上周央票发行利率与上期持平，受 21 日上缴存款准备金的影响，央行暂停了 91 天期正回购操作，公开市场实现资金净投放 940 亿元；但由于外汇占款居高位，通胀压力尚未明显缓解，央行后续从公开市场净回笼资金的趋势不会改变。

● 沪深 300 业绩符合预期，中小板差于预期

2010 年沪深 300 业绩符合预期，中小板与创业板略差于预期。具体来看：（1）沪深 300 已有 261 家成份股发布年报，净利润同比增长 37.6%，其中 12% 的上市公司业绩超预期，57% 符合预期，31% 差于市场预期；（2）中小板和创业板共有 617 家上市公司发布年报，净利润同比增长 32.9%，其中仅 6% 的公司业绩超预期，60% 符合预期，34% 差于预期。

● 蓝筹板块轮动，航空股最具估值吸引力

过去一个月以金融、地产、钢铁及煤炭为代表的蓝筹板块走出一波估值修复行情，从蓝筹轮动的角度，航空、航运、保险及证券更加具有估值吸引力。特别是在人民币升值加速、高铁大幅减速、油价趋稳及行业旺季来临这四大催化剂下，航空股的投资机遇已经到来。

民生证券研究所

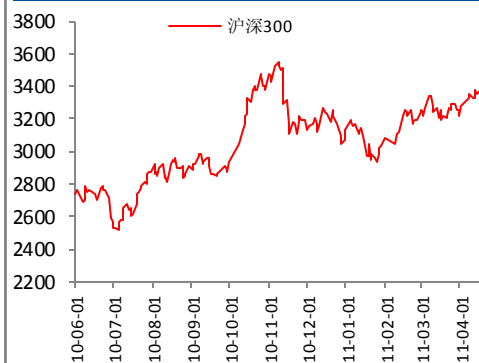
策略分析师：张琢
执业证号：S0100210110002
电话：(8610)8512 7665
邮箱：zhangzhuo@mszq.com

联系人：赵丽娜
电话：(8610)8512 7665
邮箱：zhaolina@mszq.com

联系人：孙洪湛
电话：(8610)8512 7661
邮箱：sunhongzhan@mszq.com

地址：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

沪深 300 收盘价走势



A 股市场数据

总市值（万亿）	32.68
流通市值（万亿）	21.27
市盈率（TTM）	19.67
市净率（MRQ）	2.85

过去一个月以金融、地产、钢铁及煤炭为代表的蓝筹走出一波估值修复行情，从蓝筹轮动的角度，航空、航运、保险及证券更加具有估值吸引力。特别是在人民币升值加速、高铁大幅减速、油价趋稳及行业旺季来临这四大催化剂下，航空股的投资机遇已经到来（详见民生策略专题报告《五大因素推动，航空板块 30% 空间可期》）。

一、政策困境下，人民币升值必然加速

当前国内调控面临政策困境，人民币升值必然加速，年底有望升值 7%，达到 6.16。具体来看：

（1）加息吸引热钱，并非假设，已经被验证。经过连续四次加息后，国内外利差已经扩大至 3% 左右，加息加速热钱流入已经成为事实。一季度在我国进出口贸易出现逆差的情况下，外汇占款却大幅增加，1 月份新增外汇占款创下 5000 多亿元的新高后，3 月份再次达到 4079 亿元的历史次高水平。估算一季度流入的热钱达 9300 亿元，高于历史上任何一个季度。加息吸引热钱加速流入已经成为正在发生的事实。

（2）央票调控自顾不暇。作为调节流动性和短期利率的重要工具，央行通过公开市场操作回收流动性的手段不断增强。连续四次加息后央票发行的成本节节攀升，今年全面央票到期规模为 3 万亿，考虑到 4 月到年底即将到期的近 2 万亿央票，靠新增央票净回笼货币的空间有限。

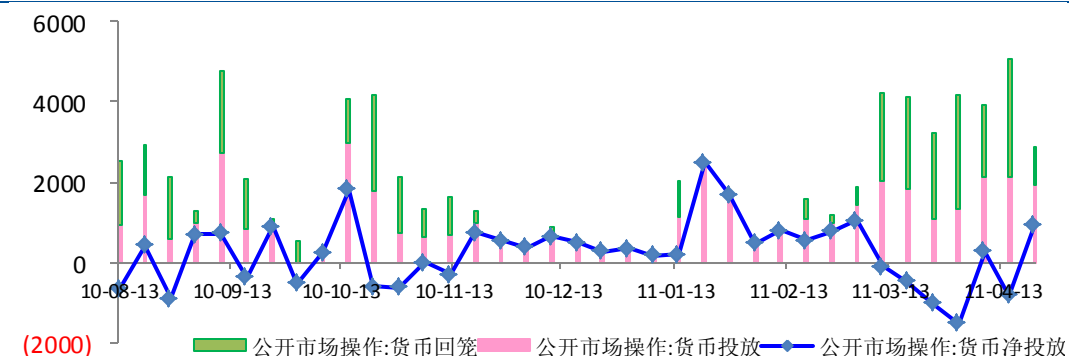
（3）准备金率上调空间有限。2010 年 11 月份以来我国连续七次上调存款准备金率，目前大型商业银行的存准率到达 20.5%、中小银行为 18.5%，双双处于历史最高点。从国际对比来看，这一水平与其他发展中国家的最高点非常接近，而部分发达国家早已取消了法定存款准备金率调控手段。未来准备金率存在上调的空间已经越来越小。

综上所述，在政策困境下，人民币汇率可能取代加息成为抗通胀的重要货币政策手段。

二、市场资金面略显偏紧

目前银行间整体资金面较为宽松，但随着准备金率多次上调的效应累加，后期市场资金面或将趋向偏紧。上周央票发行利率与上期持平，受 21 日上缴存款准备金的影响，央行暂停了 91 天期正回购操作，公开市场实现资金净投放 940 亿元；但由于外汇占款居高位，通胀压力尚未明显缓解，央行后续从公开市场净回笼资金的趋势不会改变。

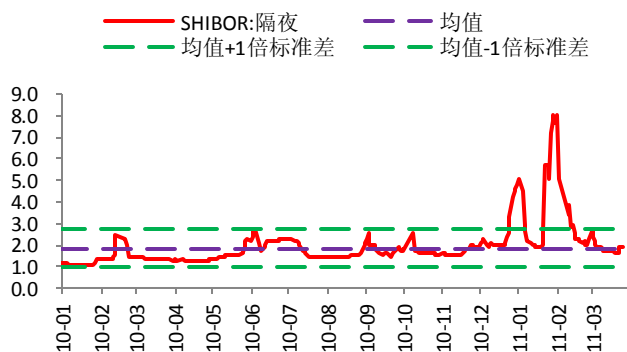
图 1：本周公开市场净投放 940 亿元



资料来源：Wind, 民生证券研究所。

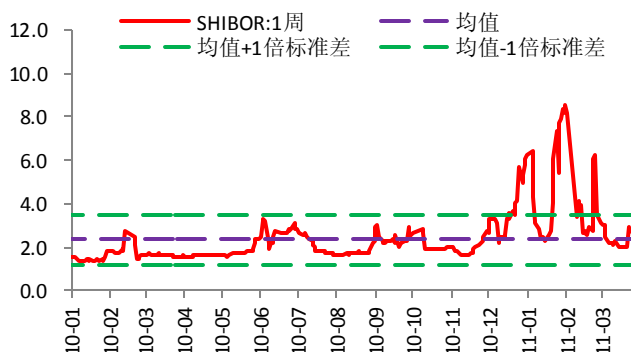
受准备金缴款影响，本周以来银行间市场资金利率逐步攀升，并在 21 日缴款当日，资金利率出现暴涨，22 日隔夜与 7 天利率回落，1 月和 1 年期资金利率继续上涨。

图 2: SHIBOR: 隔夜保持平稳



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 3: 缴款当日 SHIBOR: 1 周出现暴涨



资料来源: Wind, 民生证券研究所

三、沪深 300 成年报业绩符合预期，中小板差于预期

2010 年沪深 300 成份股业绩符合预期，中小板与创业板略差于预期。从已有数据来看，无论是沪深 300 还是中小板，超预期公司占比最小，符合预期的公司占据主流。对此，我们分析了 07-09 三年的年报业绩，发现上述现象普遍存在于这三年中：从三年均值看，沪深 300 和中小板业绩超预期公司占比仅为 13% 和 10%。具体来看：

(1) 沪深 300 已有 261 家成份股发布年报，净利润同比增长 37.6%，其中 12% 的上市公司业绩超预期，57% 符合预期，31% 差于市场预期；

(2) 中小板和创业板共有 617 家上市公司发布年报，净利润同比增长 32.9%，其中仅 6% 的公司业绩超预期，60% 符合预期，34% 差于预期。

表 1: 截止 4 月 22 日，各行业业绩报情况

行业	营业总收入同比	净利润同比	2010 年毛利率	2009 年毛利率	2010 年 ROE	2009 年 ROE
采掘	41.61%	36.13%	14.81%	15.97%	15.88%	13.18%
餐饮旅游	37.44%	21.96%	11.55%	9.93%	7.80%	8.13%
电子元器件	39.86%	-3330.29%	9.25%	-0.88%	8.54%	-0.46%
房地产	32.69%	29.32%	18.62%	17.77%	13.21%	11.62%
纺织服装	29.27%	43.74%	6.80%	6.98%	12.13%	11.13%
公用事业	30.39%	-4.72%	3.73%	6.13%	7.33%	9.16%
黑色金属	31.64%	317.02%	3.04%	0.87%	7.02%	1.81%
化工	41.23%	25.81%	5.09%	5.39%	14.10%	13.37%
机械设备	34.71%	46.78%	8.83%	7.58%	13.33%	14.92%
家用电器	45.06%	51.18%	2.99%	4.21%	16.91%	15.58%
建筑建材	33.79%	29.45%	3.61%	3.74%	12.07%	11.01%
交通运输	45.06%	313.85%	12.22%	1.63%	13.93%	4.18%
交运设备	60.97%	71.63%	6.02%	3.88%	16.20%	12.63%
金融服务	24.30%	29.89%	96.87%	99.51%	17.66%	17.69%
农林牧渔	17.57%	26.79%	2.80%	2.90%	7.60%	7.94%
轻工制造	27.55%	39.58%	5.86%	5.56%	6.58%	6.04%

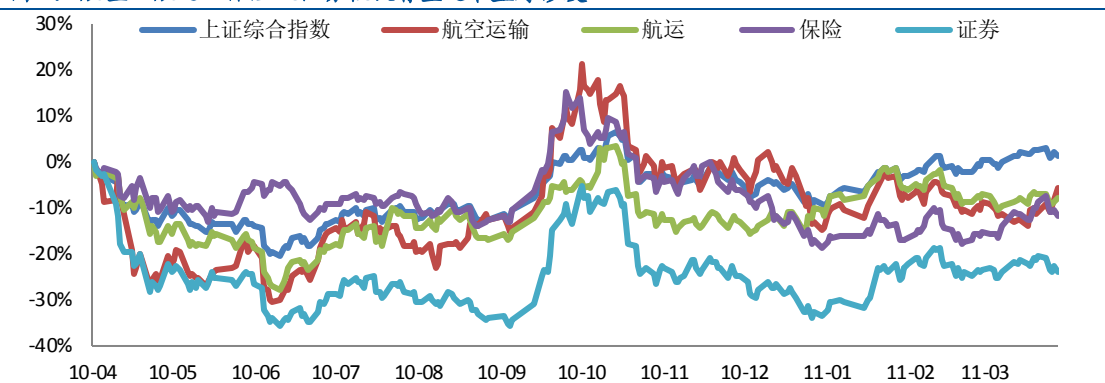
商业贸易	34.04%	32.20%	3.17%	3.10%	12.32%	11.43%
食品饮料	22.50%	36.16%	20.44%	18.72%	19.51%	17.93%
信息服务	16.40%	11.76%	5.35%	7.96%	6.92%	8.09%
信息设备	52.74%	31.78%	3.00%	3.48%	10.47%	11.59%
医药生物	26.97%	21.55%	10.26%	9.92%	12.96%	15.30%
有色金属	49.53%	203.28%	5.56%	3.21%	9.37%	3.67%
综合	39.78%	56.36%	4.36%	3.52%	12.31%	9.20%
总计	36.05%	39.36%	21.20%	22.49%	14.85%	13.40%
总计（剔除金融）	38.48%	49.35%	7.16%	6.56%	12.97%	10.67%

资料来源：Wind，民生证券研究所

四、蓝筹板块轮动，航空股最具估值吸引力

过去一个月以金融、地产、钢铁及煤炭为代表的蓝筹走出一波估值修复行情，从蓝筹轮动的角度，航空、航运、保险及证券更加具有估值吸引力。

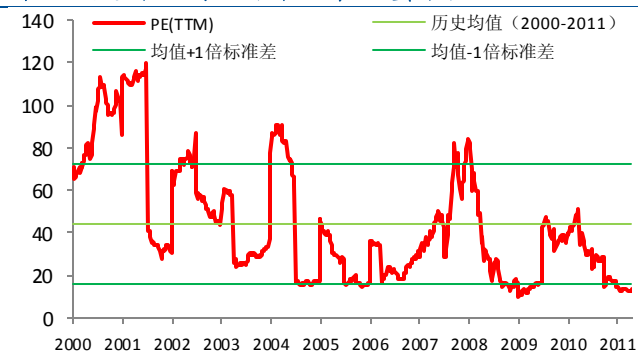
图 4：航空、航运、保险及证券板块有望迎来蓝筹修复



资料来源：Wind，民生证券研究所。

在四大低估值蓝筹板块中，航空股最具估值吸引力，全年 30% 的涨幅值得期待。去年 10 月份以来航空板块的股价与基本面完全背离：行业基本面非常强劲，股票却连续走低，累计下跌幅度超过 30%。在人民币升值加速、高铁大幅减速、油价趋稳、及行业旺季来临这四大催化剂下，航空股的投资机遇已经到来（详见民生策略专题报告《五大因素推动，航空板块 30% 空间可期》）。

图 5：航空板块的 PE 估值处于历史最低点



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 6：航空板块的 PB 估值处于历史较低位置



资料来源：Wind，民生证券研究所

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。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

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

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。