

年报业绩推动力减弱、股指短期仍以调整为主

A 股周策略报告

2011 年 4 月 25 日

主要观点:

➤ 紧缩性货币政策累积效应下流动性偏紧

- 由于四月央行票据到期资金量达到 7000 多亿元，为今年规模最多的月份，而央行在公开市场操作中已实现净回笼 1140 亿元，随着本月到期资金量的短期冲击过后，央行自 5 月份开始的公开市场操作效果将更为明显，并对市场资金总量的控制能力得到提升，政策效果或将更为显著，而持续性的紧缩性政策的累积效果也将逐步显现。

➤ 年报披露即将结束、周期性行业未来增长面临压力

- 一方面，资金面再次出现短期利率的快速飙升，市场流动性紧张状态正逐步显现，另一方面，从年报中我们可以清晰看到，在金融危机时期的经济刺激政策效果显著，并得到充分显现，以固定资产投资拉动的经济增长对机械设备、钢铁、有色等行业业绩产生显著推动作用，而在汽车、家电等鼓励消费政策作用下，相关行业业绩也是出现快速增长。随着经济刺激政策推出，未来周期性行业业绩推动因素逐步削弱。
- 在金融危机时期后期，尤其是 2010 年物价上涨阶段，国内固定资产投资仍保持高位，企业通过信贷手段，在产品价格上涨推动下，扩大产能动力增强，库存增加，导致企业负债率整体提升，而在目前加息环境下，企业债务成本快速提升，而同时面临去库存压力，因此，在信贷成本压力逐步显现后，未来企业业绩增速难以得到持续保持，而市场也面临推动因素匮乏的局面。

➤ 通胀压力仍在，输入性通胀压力大、调控难

- 虽然国内物价控制政策效果初现，3 月 CPI 环比小幅回落，但更需要关注输入性通胀压力，由于弱势美元影响下，国际大宗商品价格持续攀升，这将长期不利于国内物价的控制，在此情况下，紧缩性货币政策放松的可能性较小，同样对市场形成长期潜在牵制。

➤ 本周市场运行及投资策略

- 在年报披露影响逐步消退后，年报推动作用弱化，市场在市场利率飙升后，短期上涨动能不足，或以震荡盘整为主。在市场持续性较差，投资者深度挖掘的同时，短期一方面关注估值相对较低或仍属合理的交通运输、煤炭等板块，另一方面，适当调整持仓结构，逐步向未来行业增长明确的信息设备、特高压、智能电网等二线蓝筹，以及部分成长性较好的优质中小板个股。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

联系人：杜长春

TEL: (021)63367000-310

FAX: (021)63373209

Email: ducc@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

1、一周市场概述：冲高回落、上方压力明显

上周（2011.4.18-2011.4.22日）股指冲高回落，窄幅震荡，上周日（4月17日）在三月CPI再创新高后，央行再次上调存款准备金率，此次上调符合市场预期，股指在政策压力释放后出现小幅上涨，而在上周二，受到美国信用评级下调影响，股指出现大幅下跌，在这一事件影响得到缓解之后，在美股上涨带动下，股指震荡反弹。上证综指在3000点附近窄幅震荡，收于3010.52点，全周小幅下跌1.31%，深成指下跌1.98%，创业板指在1000点附近窄幅震荡，小幅下跌0.54%。

从盘面上看，各版块涨跌互现，之前表现突出的金融服务板块调整幅度较大，上周跌幅达到3.58%，拖累股指运行，此外，采掘、房地产、化工等周期性板块以及信息设备跌幅居前，轻工制造、餐饮旅游、钢铁、家电等板块出现上涨。市场热点略显凌乱，中小板、创业板跌幅较小，略显企稳，创业板成交量也略有增加，而以银行为代表的大盘权重股表现相对较弱。

图 1、各版块连续两周涨跌幅

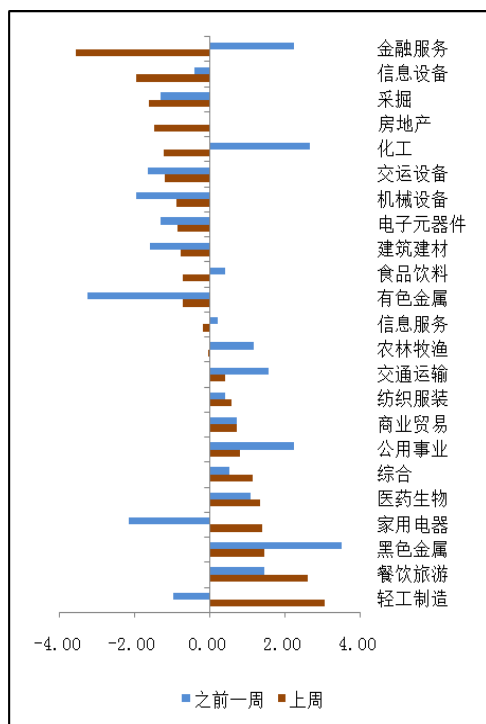
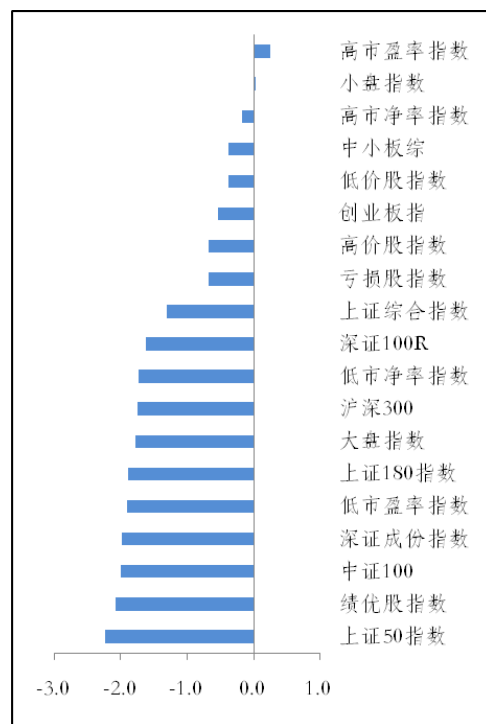


图 2、市场风格指数一周表现



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

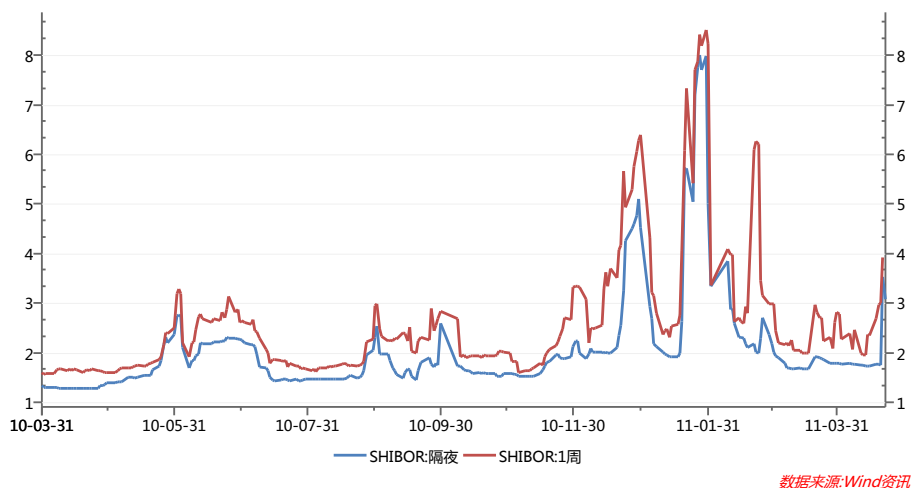
2、市场运行背景：紧缩性货币政策累积效应下流动性偏紧

受到3月CPI再次创出近期新高影响，央行在4月份同时使用了加息与上调存款准备金率的紧缩性货币政策，这也是央行自金融危机以来第十次上调存款准备金率，目前，大型金融机构存款准备金率已经达到20.5%的历史高位，央行也保持了每月上调一次存款准备金率以及每两个月加息一次的调控节奏。政策使用目的已经非常明确，就是要通过流动性收紧措施导致控制通胀预期的目的，也表现出央行的坚定决心。从市场变化看，在上周缴款日银行间拆解利率也出现了小幅飙升，从侧面反映出短期银行间市场资金面的偏紧状态。

由于四月央行票据到期资金量达到7000多亿元，为今年规模最多的月份，而央行在公开市场操作中已

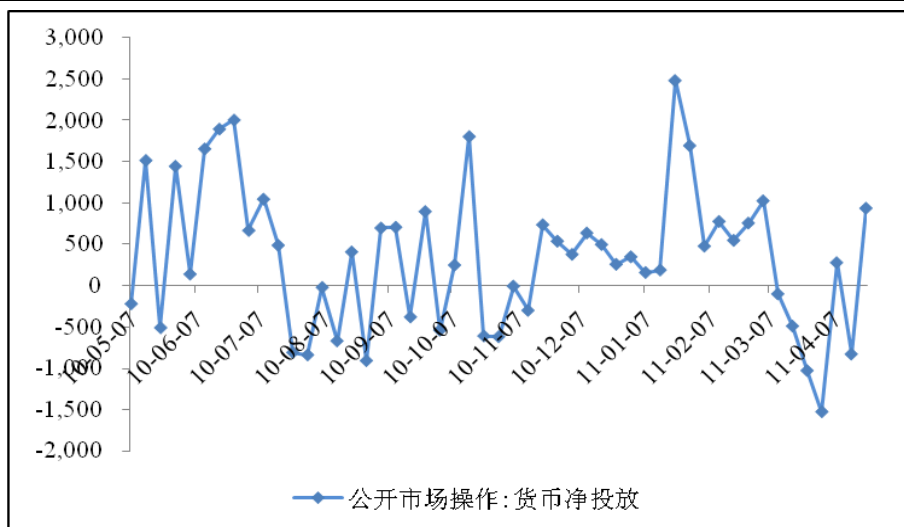
实现净回笼 1140 亿元，随着本月到期资金量的短期冲击过后，央行自 5 月份开始的公开市场操作效果将更为明显，并对市场资金总量的控制能力得到提升，政策效果或将更为显著，而持续性的紧缩性政策的累积效果也将逐步显现。

图 3、市场利率再次快速上升



数据来源: WIND, 东北证券

图 4、公开市场操作以净回笼为主



数据来源: WIND, 东北证券

3、年报披露行将结束，市场短期动力缺乏

本周为四月最后一周，也是年报披露的截止日期，受国内物价上涨因素影响，部分企业通过提高产品出厂价格，转移成本上升影响并获取更高净利率，也使得业绩出现快速增长。

从整体上看，2010 年全年可比上市公司整体业绩增速较快，全部 A 股 2010 年营业收入同比整张 34、37，归属母公司股东的净利润同比整张 37.28%，显著好于 2008 与 2009 年，表明我国受金融危机的影响逐步减弱。但是，原本具有高成长性的中小企业版业绩增速却显著低于沪深 300 以及全部 A 股，创业板净利润增速回落更快。表明，在金融危机时期我国所采取的经济刺激计划更多的作用于传统的周期性行业，表

现为以固定资产投资为主的拉动效用。从行业角度看，钢铁、有色、采掘、机械设备、交运设备、家用电器、交通运输等周期性行业受益明显，在一系列经济刺激政策作用下快速走出金融危机影响，带动宏观经济的整体回暖。

与业绩增速相吻合的是市场走势，此轮市场反弹中也主要表现为周期性行业领涨，而中小板、创业板深幅调整为主，在年报业绩接近尾声，未来市场的业绩推动效应下降，市场上涨动力面临缺失，估值修复行情也将面临短期压力。

表 1、市场整体业绩表现

	营业收入合计(同比增长率%)				归属母公司股东的净利润合计(同比增长率%)			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
全部 A 股	25.4	16.56	2.51	34.37	50.04	-17.87	25.04	37.28
中小企业板	30.92	21.36	7.35	34.01	39.31	4.6	26.57	31.26
沪深 300	26.73	18.22	1.38	35.13	35.83	-16.14	18.04	34.73
创业板			36.26	38.26			48.19	30.05

数据来源：WIND，东北证券

表 2、行业业绩表现

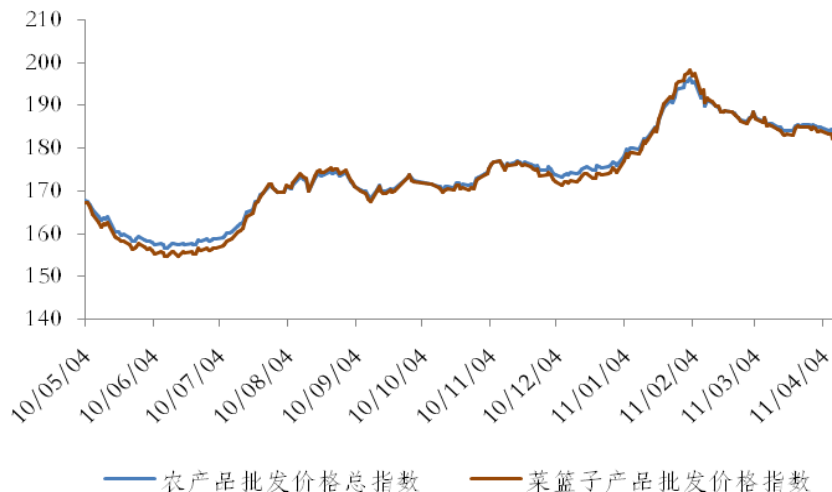
年度	营业收入合计(同比增长率%)				归属母公司股东的净利润合计(同比增长率%)			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
农林牧渔	19.53	23.6	5.96	24.62	1441.57	-34.71	36.24	26.00
采掘	22.69	31.78	-3.04	41.53	3.24	-5.91	-6.56	35.97
化工	14.72	17.43	-7.42	40.03	25.8	-60.15	134.65	22.00
黑色金属	32.48	23.52	-20.86	30.84	31.22	-61.81	-55.86	279.32
有色金属	32.38	0.04	-6.18	44.16	7.39	-73.83	-12.41	191.68
建筑建材	18.12	25.79	35.34	32.01	93.69	-2.87	75.72	25.65
机械设备	29.04	18.43	1.39	30.46	53.92	-12.12	20.06	40.50
电子元器件	8.55	-8.28	-13.48	38.98	565.4	-155.51	-18.75	3714.44
交运设备	72.77	10.96	21.5	59.86	158.26	-26.41	58.13	69.30
信息设备	8.8	3.75	25.8	50.31	2571.34	-32.59	163.01	19.59
家用电器	13.95	6.97	8.05	35.65	2352.86	4.78	103.21	46.86
食品饮料	21.22	8.59	11.49	22.21	62.31	-12.19	87.51	35.46
纺织服装	7.48	4.15	-0.89	27.19	168.31	-36.25	66.86	40.27
轻工制造	22.56	9.74	3.4	26.81	110.24	-42.22	40.86	39.51
医药生物	14.26	11.34	14	20.00	116.08	28.88	65.81	13.73
公用事业	15.63	14.94	13.1	22.88	25.14	-104.08	402979.94	-4.99
交通运输	26.08	8.55	-19.43	44.45	88.82	-72.61	10.97	306.32
房地产	44.37	9.73	22.86	30.47	114.55	-2.02	34.57	27.98
金融服务	42.58	14.28	7.46	23.82	75.7	9.65	25.08	29.11
商业贸易	15.76	17.44	3.61	31.57	78.03	-12.9	13.32	29.06
餐饮旅游	14.63	-2.46	10.66	12.02	53.59	-12.94	34.75	17.04
信息服务	8.05	2.74	0.58	15.04	196.62	74.65	-61.96	8.47
综合	3.45	8.77	8.52	37.50	50.28	65.25	60.41	54.30

数据来源：WIND，东北证券

4、食品价格逐步回落，输入性通胀压力大、控制难

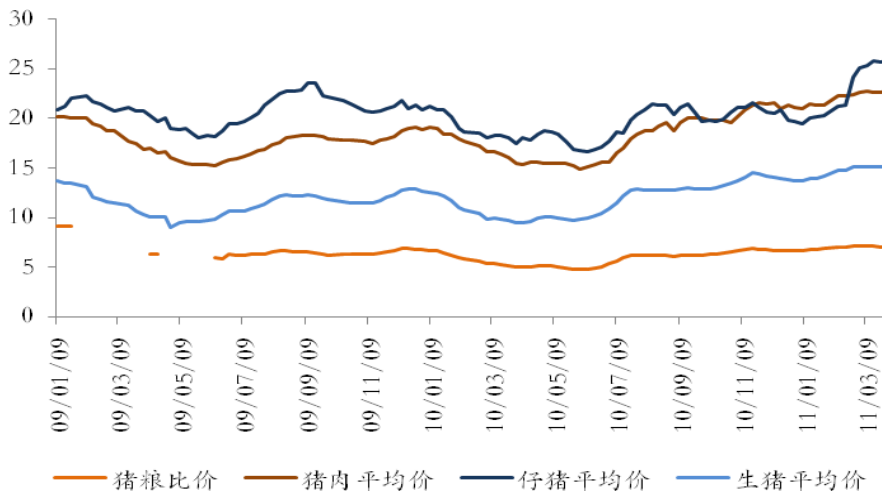
进入二季度后，国内农产品价格呈现逐步回落的态势，而近期报道显示，上海、山东、北京等地由于蔬菜集中供应上市，导致价格快速回落，部分蔬菜甚至已经远远低于成本价，出现滞销，甚至出现粉碎，弃耕等现象，由此可见短期国内蔬菜价格回落态势明显。

图 5、CRB 指数与 PMI 走势



数据来源：WIND，东北证券

图 6、猪肉价格依然较为稳定



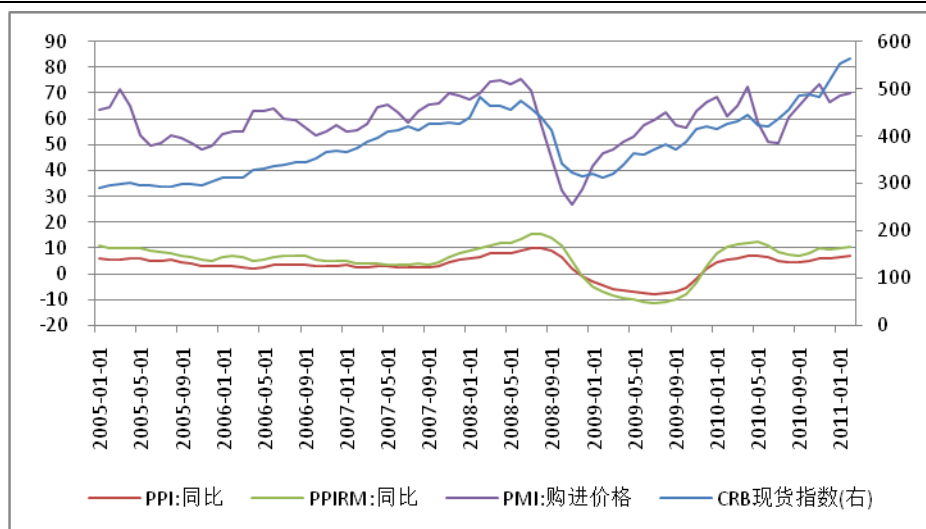
数据来源：WIND，东北证券

除国内因素外，我国通胀预期也受到国际因素影响。从国际市场角度看，CRB 指数综合反映了国际市场大宗商品价格波动趋势，而随着我国快速的融入世界经济，国际大宗商品价格走势已经直接关系影响到国内商品尤其是原材料进口价格走势，并通过企业生产程序后传导至国内商品价格，进而影响到国内物价走势。研究表明，在国际大宗商品价格波动的同时，将直接影响到我国工业生产过程中原材料的价格，对国内物价上涨产生长期潜在影响，而 CRB 指数对国内物价指数的传导关系，也反映了中国经济对资源等上

游原材料的依赖度较高。

历史数据也充分显示了美元指数与 CRB 指数之间呈现明显的负相关关系，CRB 指数受美元指数走势的影响更为明显。而由于美元指数持续走低也推升近期国际大宗商品价格的快速上涨，而弱势美元对于缓解美国债务压力、稳定美国经济增长等方面具有积极作用，因此，在美国量化宽松时代，美元短期难以快速走强，这将有利于维持国际大宗商品价格的高位，同时也不利于国内输入性通胀压力的缓解，而目前国内所受到输入性通胀压力依然较大，并且政策调控难度大，我国通胀压力短期也难以快速消除。

图 7、CRB 指数与 PMI 走势



数据来源：WIND，东北证券

图 8、CRB 指数与美元指数走势显著负相关



数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND，东北证券

4、本周市场运行及投资策略

在持续的紧缩政策作用下，我们已经不能仅仅将政策的出台一次次理解为利空兑现，毕竟市场运行的基础仍是以宏观经济为主，在长达近一年之久的紧缩政策作用下，政策的累积效用或将成为影响市场未来走势的重要变量，从目前看，一方面，市场资金面在多次经历考验后，再次出现市场利率的短期飙升，市场流动性紧张状态正逐步显现，另一方面，我们更关注在年报业绩后的市场推动因素上，从年报中我们可以清晰看到，在金融危机时期的经济刺激政策效果显著，并得到充分显现，以固定资产投资拉动的经济增长对机械设备、钢铁、有色等行业业绩产生显著推动作用，而在汽车、家电等鼓励消费政策作用下，相关行业业绩也是出现快速增长。同时，我们也注意到，在金融危机时期后期，尤其是 2010 年物价上涨阶段，国内固定资产投资仍保持高位，企业通过信贷手段，在产品价格上涨推动下，扩大产能动力增强，库存增加，导致企业负债率整体提升，而在目前加息环境下，企业债务成本快速提升，而同时面临去库存压力，因此，在信贷成本压力逐步显现后，未来企业业绩增速难以得到持续保持，而市场也面临推动因素匮乏的局面。

此外，虽然国内物价控制政策效果初现，3 月 CPI 环比小幅回落，但更需要关注输入性通胀压力，由于弱势美元影响下，国际大宗商品价格持续攀升，这将长期不利于国内物价的控制，在此情况下，紧缩性货币政策放松的可能性较小，同样对市场形成长期潜在牵制。

在年报披露影响逐步消退后，年报推动作用弱化，市场在市场利率飙升后，短期上涨动能不足，或以震荡盘整为主。在市场持续性较差，投资者深度挖掘的同时，短期一方面关注估值相对较低或仍属合理的交通运输、煤炭等板块，另一方面，适当调整持仓结构，逐步向未来行业增长明确的信息设备、特高压、智能电网等二线蓝筹，以及部分成长性较好的优质中小板个股。

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。