



以强周期配置迎接市场突破

——2011 年二季度投资策略分析报告——

内容摘要:

- 2011 年 1 季度,我国整体运行平稳,消费探底回升、进出口继续快速增长、投资稳定增长,CPI 得到了初步控制,宏观经济呈现软着陆的趋势;
- 2011 年一季度进出口出现逆差,预期二季度仍然延续;工业行业投资加速,保障房建设助推投资增长,显示经济增长进一步稳固,中部、西部仍然是投资最快的地区;受若干消费刺激性政策的退出,2011 年 1 季度的重点品种的消费增长出现大幅回落,如汽车、家电、家具等,但农村居民收入增长出现好的趋势,个税调整后城镇居民可支配收入也有望增长提速,因此消费呈现回暖的态势;
- 2011 年通胀压力预期二季度见顶,三四季度将回落到 4.5 以内;要完成回收流动性的任务,货币增长仍然会延续一季度的趋势,但市场流动性仍然比较宽松;受住房供需平衡的影响,二、三季度部分地区房价出现松动可以预期;
- 由于强周期的启动,企业盈利继续较快增长,金属、化工等强周期行业盈利继续改善。我国经济进入新一轮经济增长周期的特点更加显著;
- 二季度我们预期市场将以整固回升为主,强周期盈利改善是市场进行估值修复的投资机会。二季度我国继续看好金融、黑色金属冶炼及延压加工、化学原料及化学品制造、化学纤维制造、专用设备、交运设备制造、通用设备和机电设备制造为代表的装备制造业尤其是看好轨道交通设备、航空运输设备、海洋工程设备、矿山设备以及核电设备领域的龙头股、地产行业中的保障房建设板块、生物医药、纺织服装中的品牌消费。

分析师

张仕元
执业证号: S1250511010004
电话: 010-57631193
邮箱: zsy@swsc.com.cn

相关研究

- | | |
|-------------------------------|----------|
| 1 与新周期起舞——2011 年投资策略 | 10/12/10 |
| 2 经济减速后的攻守之道——2010 年下半年投资策略 | 10/06/30 |
| 3 地产新政后的策略修正——2010 年二季度投资策略 | 10/04/23 |
| 4 估值均衡后的行业配置——2010 年二季度投资策略报告 | 10/03/31 |
| 5 资本解放后的中国价值重估——2010 年投资策略报告 | 09/12/08 |
| 6 出口复苏中的问题与机遇——2009 年宏观经济专题分析 | 09/10/15 |

目 录

一、宏观经济——确定通胀下的确定增长.....	1
（一）制造业投资增速回暖，地产投资不应低估	2
（二）消费增长亟待政策支持.....	5
（三）进出口趋于平衡.....	8
（四）持续收紧政策不损流动性、通胀二季度见顶	11
（五）盈利增长仍然强劲，强周期估值充满吸引力	14
二、2011 年二季度资产配置与建议	15

插图目录

图 1: GDP 三次产业季度增长分析	1
图 2: 固定资产投资分析	2
图 3: 固定资产投资占比分析	2
图 4: 地产投资资金来源分析	3
图 5: 地产投资资金来源分析	3
图 6: 地产竣工面积分析	4
图 7: 京沪深住宅签约分析	5
图 8: 京沪深地产交易分析	6
图 9: 社会消费增长月度数据	6
图 10: 进出口增长分析	8
图 11: 出口增长最快的产品	8
图 12: 汽车销售分析	9
图 13: 我国进口产品占比分析	9
图 14-15: 我国贸易顺差结构方式分析	10
图 16: 贸易进口地区结构分析	10
图 17: 进出口贸易地区增长分析	11
图 18: 货币供应增长分析	12
图 19: 国内流动性分析	12
图 20: 利率与价格指数	13
图 21: CPI 分析	13
图 22: 居民中长期信贷及占比分析	14
图 23: 重点制造业 1-2 月盈利增长	14

表格目录

表 1: 我国历年住宅建设与销售情况分析	7
表 2: WIND 沪深 300 估值分析	15
表 3: 主要行业投资评级分析	16

一、宏观经济——确定通胀下的确定增长

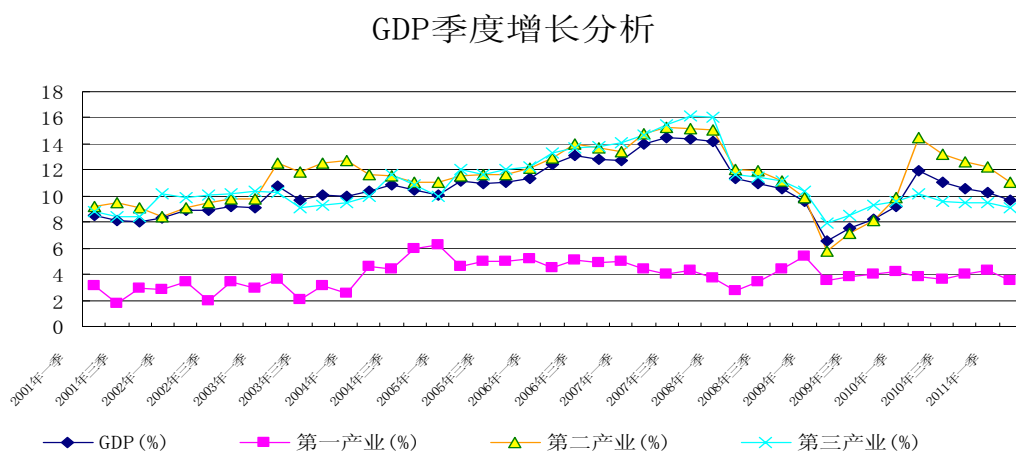
2011 年的经济和以往相比，最大的特点是确定环境下的确定增长。即在通胀预期明确的背景下经济稳定前行，而不是许多人担忧的可能出现滞胀。因此对经济乃至企业盈利悲观的预期是错误的。

主要理由有三：首先，我国经济在重装工业带动下进入新周期，经济增长已悄然全面启动，这种启动不仅体现在新周期的一些行业，而且在农村基础建设投资、中西部区域发展提速和保障性住房建设加快的推动下，传统的强周期行业也已出现恢复性增长。

前 3 月，我国经济继续延续去年的趋势运行平稳，一季度我国国内生产总值 96311 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.7%，环比增长 2.1%，增速比上季度回落 0.1 个百分点，比上年同期回落 2.2 个百分点。分产业看，第一产业增加值 5980 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 46788 亿元，增长 11.1%；第三产业增加值 43543 亿元，增长 9.1%。从结构看，固定资产投资达 39465 亿元，同比增长 25.0%，3 月份固定资产投资环比增长 1.73%；社会消费品零售总额 42922 亿元，同比增长 16.3%；进出口总额 8003 亿美元，同比增长 29.5%。其中，出口 3996 亿美元，增长 26.5%；进口 4007 亿美元，增长 32.6%。进出口相抵，逆差 10 亿美元。

从结构看，第二产业自去年第二季度以来，再次占比突破 48%，成为拉动经济的主要动力。自 2009 年四季度以来，第二产业就开始恢复其在危机前的主动力地位，拉动国内经济快速增长。

图 1：GDP 三次产业季度增长分析

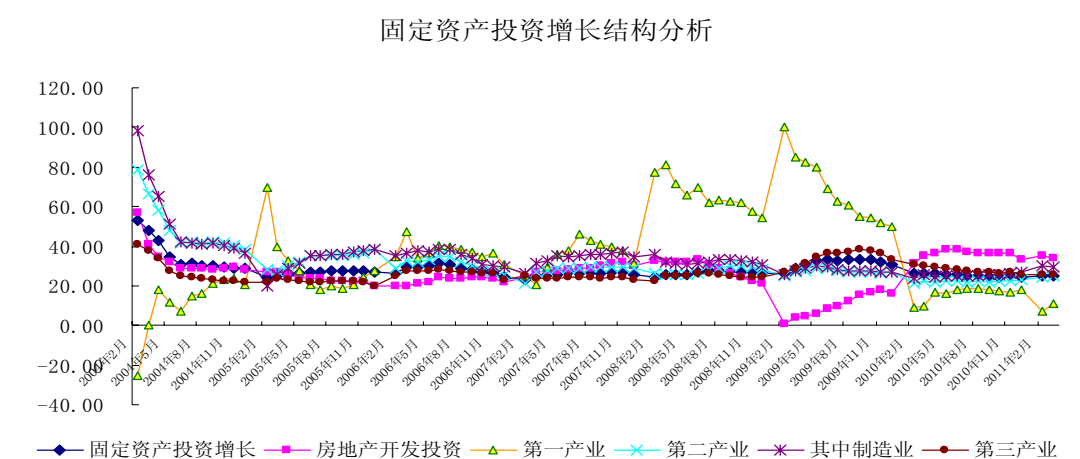


资料来源：国家统计局

鉴于 2010 年经济增长基本回归常态，因此 2011 年经济增长的季度波动不会太大，全年维持 9.7 以上的增长应该可以实现。因此我们认为 2011 年的经济增长是确定性很强的一年，随着两会后推动经济增长的各项政策陆续落实，我们预期未来三个季度的数据将更加乐观。

(一) 制造业投资增速回暖，地产投资不应低估

图 2：固定资产投资分析

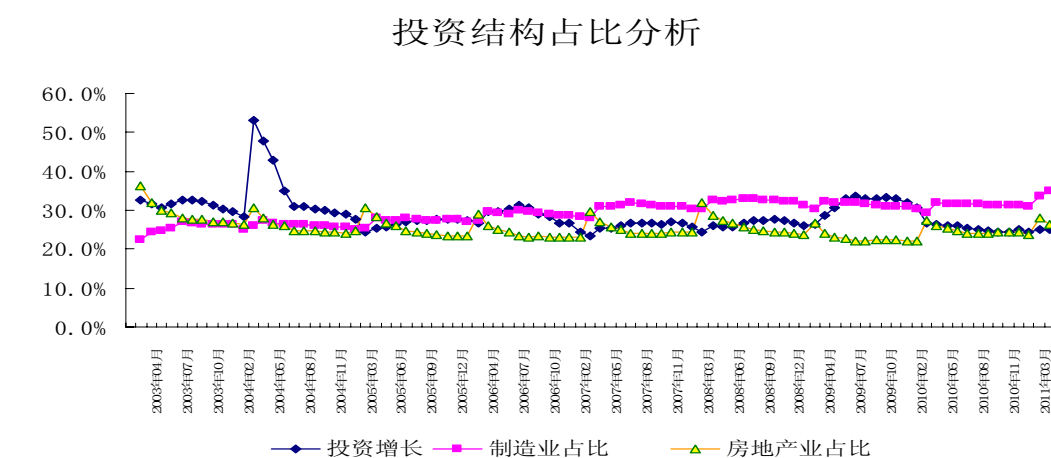


资料来源：国家统计局

从投资的运行态势看，扭转了 2010 年下半年以来不断走低的趋势，重新占上 25% 的较高水平。其中，国有及国有控股投资 13829 亿元，增长 17.0%。分产业看，第一产业投资增长 10.8%，第二产业投资增长 24.8%，第三产业投资增长 25.6%。分地区看，东部地区投资增长 21.6%，中部地区增长 31.3%，西部地区增长 26.5%。分行业看，房地产开发投资 8846 亿元，同比增长 34.1%。其中，住宅投资 6253 亿元，增长 37.4%。制造业增长 29.2%，这也是 2009 年下半年以后制造业投资首次连续两月站上 29%。

从占比数据看，制造业已经从去年初的 29.5% 上升到 35.1%，创近八年新高，显示制造业对经济的拉动非常显著。通信设备制造、电器设备制造、交通运输设备制造的投资增长速度均超过 37%。铁路运输业的投资继续领跑交运行业，投资增长达 46%，为 15 个月新高。

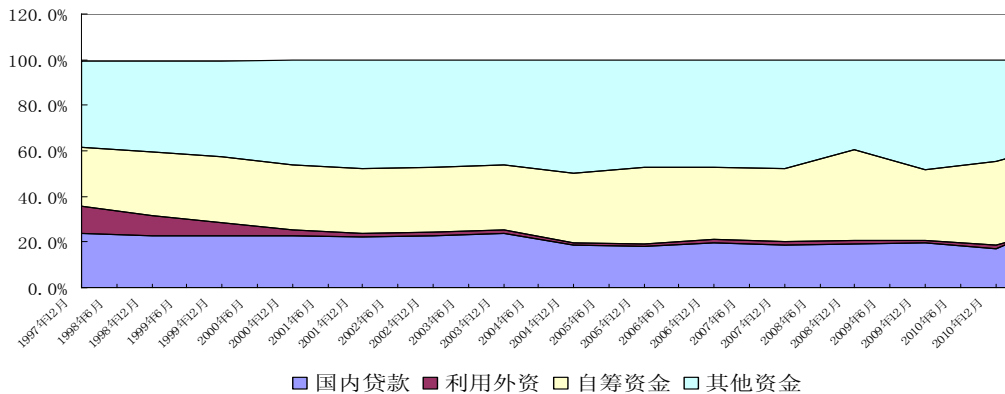
图 3：固定资产投资占比分析



资料来源：国家统计局

图 4：地产投资资金来源分析

地产资金来源结构分析

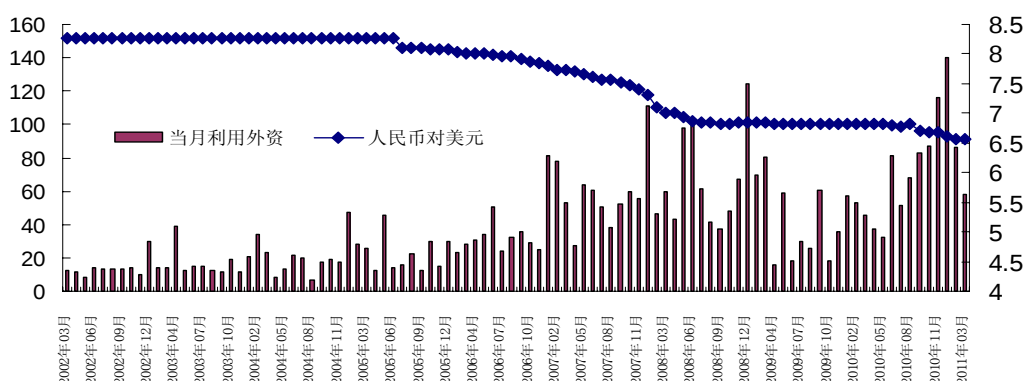


资料来源：国家统计局

固定资产投资的资金来源发生明显变化，国内预算资金一季度累计下降 0.7%，贷款增长 7.16%，是首次降到个位数，但利用外资和企业自筹资金分别上涨 26.61%和 36.10%。房地产行业是此次调控的重点，从房地产领域的资金来源结构看，国内贷款占比为 19.9%，这一数据虽然比去年年度的 17.3%高了 2.7 个点，但同期相比，却是近 10 年最低的，贷款增长仅比 2008 年四季度略好，比 2009 年年初情况还要差，而且季度贷款总额仅高于这两个季度，自筹资金和其他资金分别为 37.0%和 42.4%。但从增长看，外商投资增长仍然是最快的，一季度同比增长 45.2%，其次是自筹资金，同比增长 27%，自筹资金占比攀升到 2008 年以来的次高。由于调控政策出台以后，许多地产商纷纷将融资渠道转向境外，境外上市融资、发行地产信托等方式进入国内地产行业的资金明显增加。无论是国内信托还是境外信托，均以股权收购形式进入地产以规避政策限制，因此导致外资和自筹资金的双双上行。

图 5：地产投资资金来源分析

地产行业利用外资与人民币汇率



资料来源：国家统计局

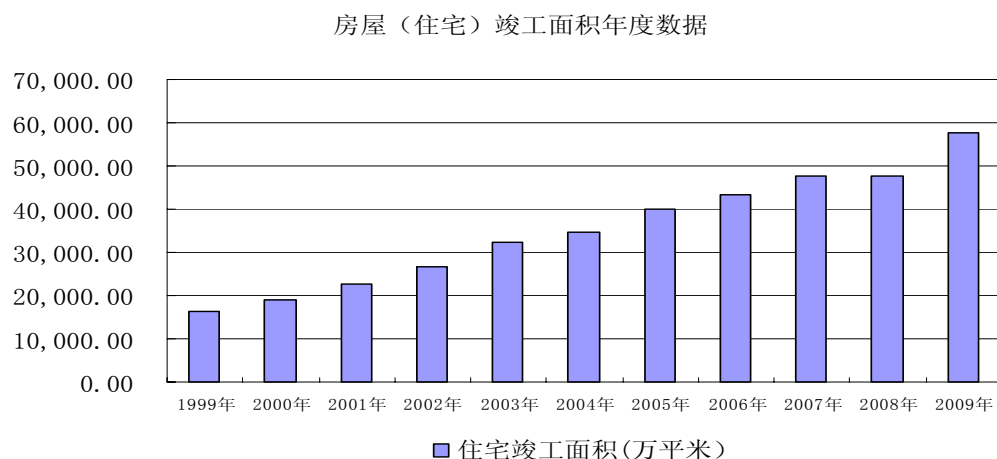
外资对地产的投资增长，将埋下日本当年风险的隐患。因为在国内货币收紧的背景下，许多地产商将资金渠道转向境外，由于是病急乱投医，无论在投资要求及收益保障方面，境外资金都有更丰富的经验，而且肯定会包含有若干对赌协议，如此将给未来地产行业的运行和国内的金融运行带来风险。而对于境外资金，正苦于找不到进入中国地产的机会，因为在本币升值过程中，热钱进攻的两个战场分别是资本市场和房地产市场，国内的限购政策和限制外商投资的若干政策已经将热钱的流入做了很好的防范，但聪明的地产商和中介机构正在想法摧毁这一藩篱。因此，国内地产的调控面临复杂的形势，而且在开始积累更大的风险。

从趋势看，由于保障性住房建设规模巨大，按“十二.五”期间 3500 万套，每套面积 90 平方米计算，建筑面积总量为 305000 万平方米，而 1999 年至 2009 年的 11 年间，竣工的住宅总面积也仅为 387600 万平方米。可见未来 5 年保障性住房的投资规模有多大！

保障性住房建设是房地产信贷和投资增长的重要推力，也是拉动未来固定资产投资增长的重要动力，因此未来房地产对经济的拉动作用仍然比较强，尽管在新周期中重装工业已经迅速崛起成为重要推力，但房地产对经济的推力并没有减太多。在此期间中，我们可以借鉴医疗领域的数据进行推理：医改将长期缺位的政府投资明显提升，那么二次房改也有类似的现象，政府主导的保障房建设，也是弥补近 10 余年政府不该缺位的住房市场发展中的应有角色。

由此我们可以推断，与地产建设相关的原材料行业是受益的，积极参与保障性住房建设的地产公司是受益的，当然，市场供给的再平衡，会出现挤出效应，部分不具备土地储备、资金、品牌等综合优势的小型地产公司将淘汰出局。

图 6：地产竣工面积分析



资料来源：国家统计局

从投资增速的区域特点看，中西部仍然是投资增长最快的地区，因此挖掘与投资相关的公司，也应该以中西部地区公司为目标。

（二）消费增长亟待政策支持

一季度，社会消费品零售总额 42922 亿元，同比增长 16.3%。其中城镇消费品零售额 37248 亿元，增长 16.4%；乡村消费品零售额 5674 亿元，增长 15.8%。虽然 3 月份社会消费品零售总额同比增长 17.4%，止住了 1-2 月的消费颓势，但仍然有些大类消费增长滑落很快，如家具类增长 24.5%，增速比上年同期回落 13.1 个百分点；汽车类增长 14.2%，回落 25.6 个百分点；家用电器和音像器材类增长 20.5%，回落 9.1 个百分点；石油及制品类增长 37.6%，回落 2.7 个百分点。影响这些消费品增长滑落的主要是刺激消费的退出和限购政策的推出。

2011 年，应对金融危机的若干消费刺激政策陆续退出市场，如家电下乡、购车补贴、购房手续费减免等。由于刺激政策使部分消费提前实现，而且这些产品基本都属于耐用消费品，因此政策退出后将有一个比较长的消费低谷，这是消费一季度表现低迷的主要原因。

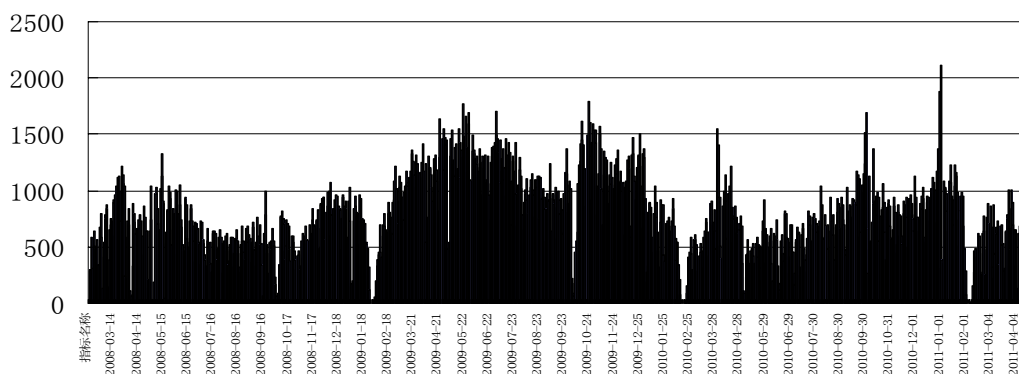
对地产的限购政策开始产生影响，房地产销售已经降至 2008 年的水平（图 6），其中北京现房交易与限购政策出台前的 2010 年 7-2011 年 1 月日均交易水平相比下降 46.8%。京沪深三地日均交易量已降至 2008 年的水平之下（见图 7）。

去年下半年，受地产新政影响，三季度住宅销售情况惨淡，虽然 9 月以后出现一定的回暖，但和去年同期相比，9-11 月的 91 个交易日中，重点城市日均交易量下降了 18.46%，今年春节后相比去年下半年继续下降了 24.8%。而今年 2 月 17 日以来的数据显示京沪深交易市场在继续走低。随着对地产投机打击的持续，以及企业自有资金和自筹资金的减少，预期 2011 年重点地区地产价格出现松动是肯定的，而且会见到价量齐跌的局面。但由于保障性住房和廉租房规模仍然比较大，所以对家具和装潢的消费不构成大的压力。

对于受政策退出及限购影响的消费增长问题，目前最好的办法仍然是退而结网，即积极培育社会消费能力，增加居民收入，减轻居民生活负担，如医疗、教育等方面的减负。从一季度居民收入增长情况看，城镇居民实际增长 7.1%，低于 GDP 的增长、农村居民现金收入实际增长 14.3%，好于预期。因此下一阶段增加城镇居民收入的政策应该尽快出台，如个人所得税起征点的调高。

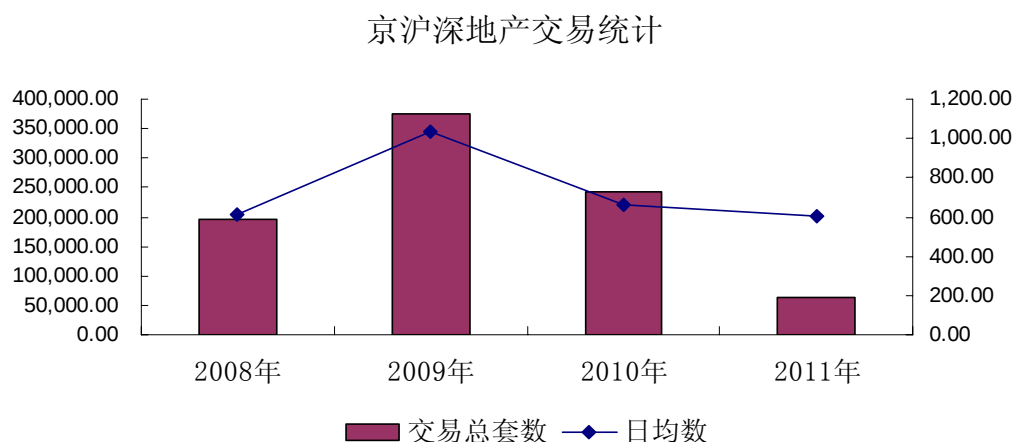
图 7：京沪深住宅签约分析

京沪深住宅签约数据



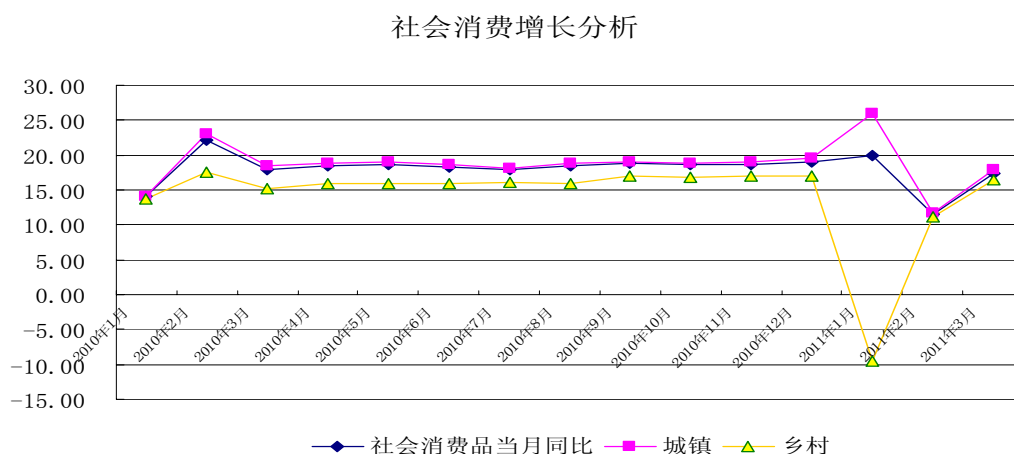
资料来源：国家统计局

图 8: 京沪深地产交易分析



资料来源: 国家统计局

图 9: 社会消费增长月度数据



资料来源: 国家统计局

农村居民收入的增长,也有效的提升了居民的消费,使农村消费由一月的负增长 9.5%提升到 3 月的 16.5%,提升幅度达 25 个百分点。可见,扩大消费在 GDP 中的比重的更本办法就是增加居民收入。

抑制地产投机性需求究竟对消费有多大影响,保障房建设从投资的角度看应该对经济是正面的,那么对消费影响又如何呢?

从 1999 年以来统计数据看(表一示),在 12 年间我国住宅建筑面积合计竣工 55.18 亿平米,销售面积 60.04 亿平米,缺口为 4.86 亿平米,按照 90 平米计算,合计 540 万套。如果将 2011 年 1000 万套保障房建设目标分拆来看,经适房与两限房、廉租房、公租房、棚户区改造分别为 200 万套、150 万套、250 万套、400 万套,那么除棚户区改造外,市场新增住房为 600 万套,基本弥补了前 12 年的供需缺口。

如果将投机性购房抑制住(如 2005 年以前和 2008 年的数据),市场出现供大于求的局面,房价低水平增长或下降将成为现实。2011 年如果完成 1000 万套保障房建设,其中城镇 600 万

套（按 90 平米/套，合计 5.4 亿平米），而 2011 年商业住宅建筑面积完成 6 亿平米，那么全年完成的建筑面积将超过 11 亿平米，受打击投机影响如果销售低于，如果 2011 年商业地产销售下降 25%，即在去年 10.43 亿平米的基础上下降 1/4，则 2011 年商品住宅销售面积为 7.6 亿平米，全年加上保障房建设，合计 13 亿平米，相比 2010 年增长 24.6%。由此可见，2011 年保障房建设从消费的角度看，也能够促进消费的增长。对投机性地产的抑制完全可以通过保障房建设得以弥补。

表 1：我国历年住宅建设与销售情况分析

时间	商品房竣工面积 (亿平方米)	商品房销售面积 (亿平方米)	销/竣工比	竣工面积增长	销售面积增长	年新增城市人口 (万人)
1999 年 12 月	1.98	1.34	67.7%			2140
2000 年 12 月	2.3	1.7	73.9%	16.2%	26.9%	2158
2001 年 12 月	2.73	2.08	76.2%	18.7%	22.4%	2158
2002 年 12 月	3.25	2.5	76.9%	19.0%	20.2%	2148
2003 年 12 月	3.95	3.22	81.5%	21.5%	28.8%	2164
2004 年 12 月	4.25	3.82	89.9%	7.6%	18.6%	1907
2005 年 12 月	4.88	5.58	114.3%	14.8%	46.1%	1929
2006 年 12 月	5.3	6.06	114.3%	8.6%	8.6%	1494
2007 年 12 月	5.82	7.62	130.9%	9.8%	25.7%	1673
2008 年 12 月	5.85	6.21	106.2%	0.5%	-18.5%	1288
2009 年 12 月	7.27	9.48	130.4%	24.3%	52.7%	1519
2010 年 12 月	7.6	10.43	137.2%	4.5%	10.0%	1800 (E) *
合计	55.18	60.04	108.8%			22378

资料来源：国家统计局。注：* 为估计数。

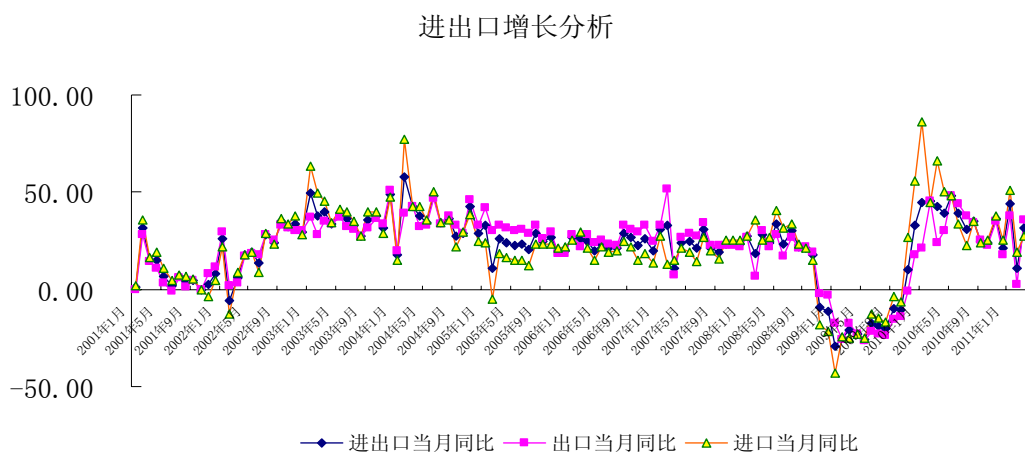
“十二·五”全面启动保障房建设，可以视为对 12 年住房市场化改革的修正，正如诺奖得主斯蒂格利茨指出的那样“自由市场经济理论在现实社会中是行不通的”。在资本主义社会，由于信息不对称，市场之手会失灵，在中国这样的社会主义社会，由于绝大部分资源是国有的，因此放任自由市场经济去发展公共产品，而政府置身事外，也是错误的。因此保障房建设可以视为二次房改，其意义和对行业的影响可以参照医改来分析。

从近 12 年住房建设及新增城镇人口的数据来看，新增住房供应新增城镇人口的人均住房面积为 24.66 平米，低于城市人口平均居住面积。考虑我国城镇化的趋势仍然在继续，因此刚性需求仍然是存在的，目前的住房矛盾仍然是由于政府放任不管导致的供需结构失衡形成的，因此未来由于保障房建设的扩大，市场失衡的局面将打破，中低端住房市场价格出现松动是可以预期的。而在此过程中，市场将会淘汰一批地产企业。但仅仅因为地产因素做空中国的条件还没有形成，需要警惕的是农村人口的急剧减少和劳动力供需紧张形成的通胀压力才是未来中国经济应该警惕的风险。

（三）进出口趋于平衡

一季度，进出口总额 8003 亿美元，同比增长 29.5%。其中，出口 3996 亿美元，增长 26.5%；进口 4007 亿美元，增长 32.6%。进出口相抵，逆差 10 亿美元。

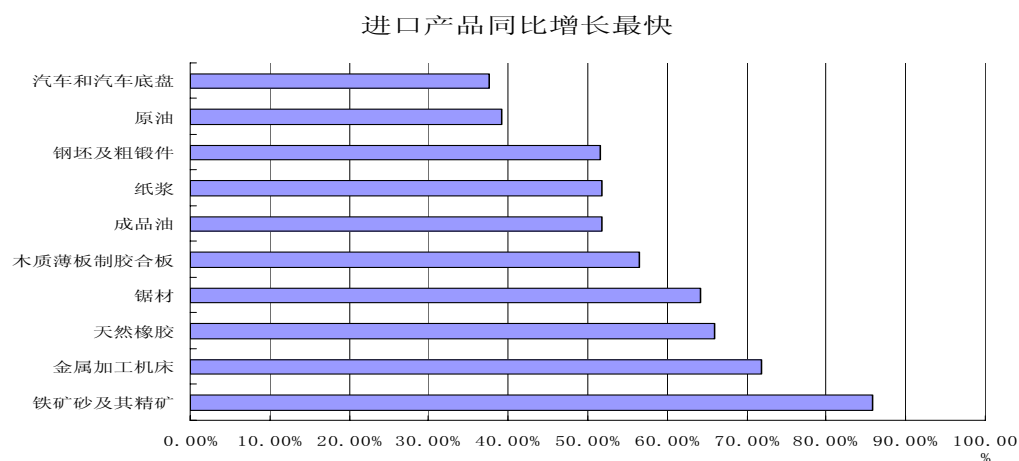
图 10：进出口增长分析



资料来源：国家统计局

一季度贸易增长最快的是进口贸易，受国内内需强劲影响，1-3 月进口增长速度达到 32.5%，比出口增速高出 5.9 个点。其中进口产品增长最快的是铁矿石、金属加工机床、天然橡胶。揭示出国内钢铁、与装备相关的金属加工和汽车业的需求非常强劲。当然，汽车和汽车底盘、原油和成品油、纸浆和胶合板也排在前十。其中成品油进口已经扭转了 2009 年初以来的负增长，连续 3 个月高速增长，1 月增长速度甚至超过 50%，而国内的成品油产销率也由 2008 年初以来的不足 100%，2010 年成功突破 100%，油品需求可见一斑。

图 11：出口增长最快的产品

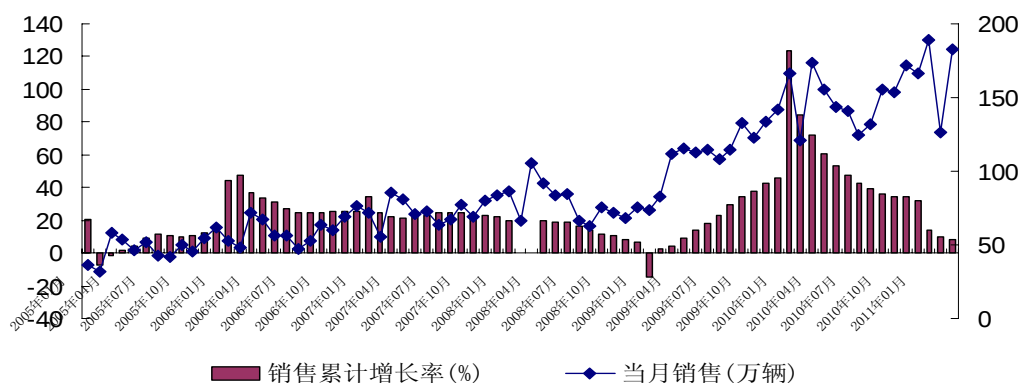


资料来源：国家统计局

从进口产品占比来看，原油占比已经稳定在整个进口额的 10% 左右，只要布伦特原油价格超过 80 美元，我国当月原油进口占比都会超过 10%（图 14 示）。而我国的进口数量是稳步增长的，影响原油进口额的主要因素还是原油价格的剧烈波动（图 13、14 示）。进口量排第二的是铁矿石，其次是初级状态的塑料，这些似乎都与汽车产业的发展密切相关。

图 12: 汽车销售分析

汽车销售及累计增长分析



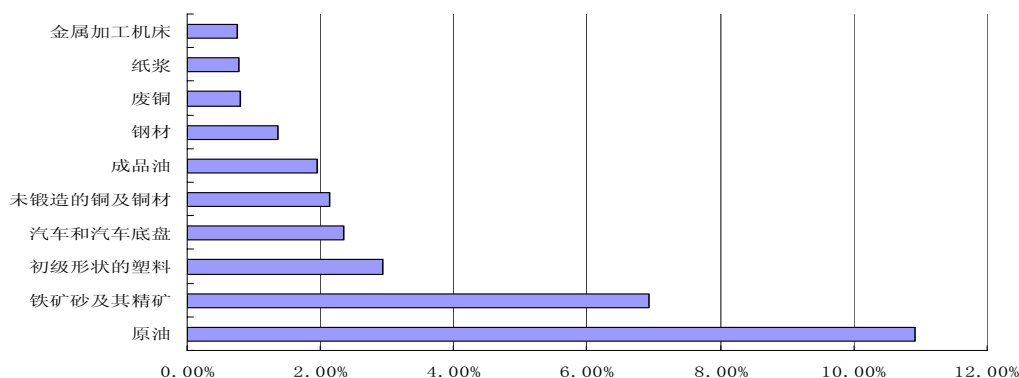
资料来源: 国家统计局

一次 2011 年无论是国内消费还是进出口，汽车产业的发展就是非常关键的一环。从 2005 年我国进入汽车社会以来，月度累计销售增长在 2005 年 3 月以后就仅有 2009 年 1 月是负增长，其余都一直保持正增长，尽管受 2009-2010 年汽车购置补贴的影响，国内汽车消费有透支的因素而影响了今年一季度的增长，但仍然是呈现正增长，全年销售汽车 200 万辆的预期是能够实现的。

北京的限购和摇号牌政策，虽然以致了北京的汽车销售，但全国其余地区的增长态势仍然是比较强烈的，而且限购政策加剧了其他重点城市购车的预期，担心本地也会采取北京的限购政策。从购买力看，我国已经进入汽车社会，而目前的户均汽车拥有量还是比较低的，增长潜力仍然非常巨大。

图 13: 我国进口产品占比分析

进口产品占比分析



资料来源: 国家统计局

图 14-15: 我国贸易顺差结构方式分析

图 14: 消费品结构分析

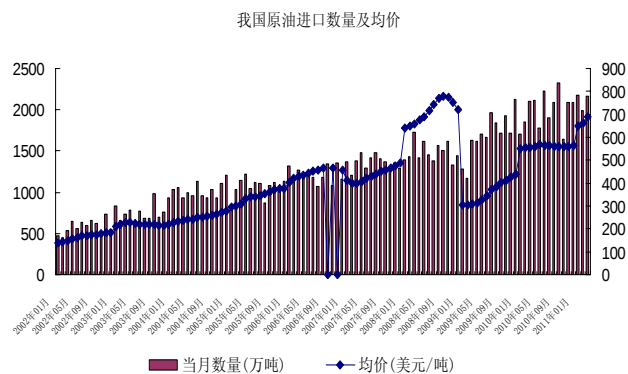
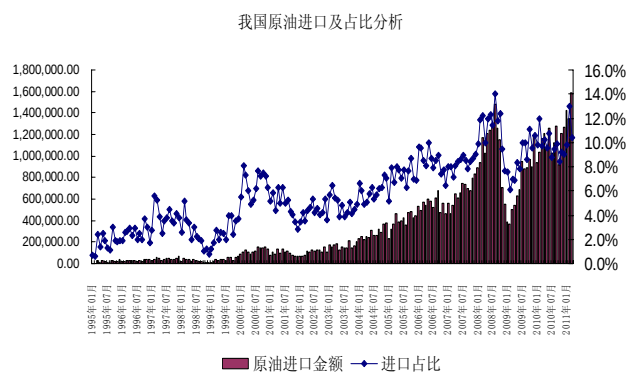


图 15: 消费品市场结构分析

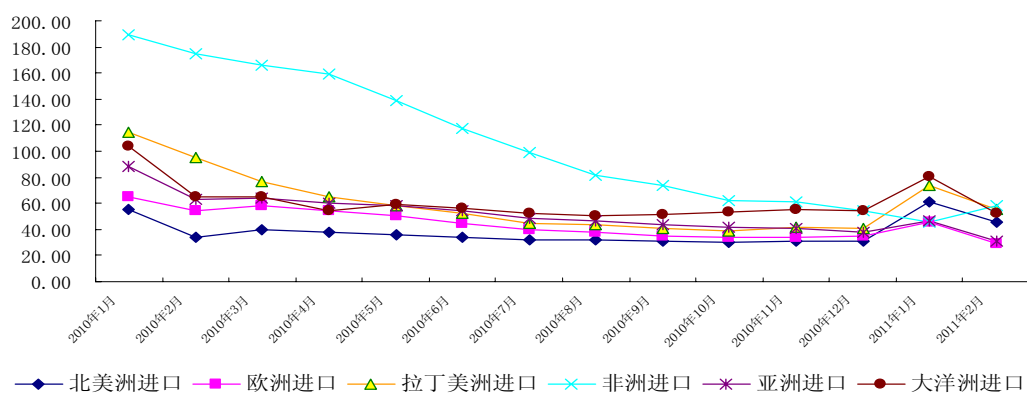


资料来源: 国家统计局

由于进口的主要以原材料和初级产品为主, 因此进口的地区差异也就十分明显, 一季度增长最快的进口地区是非洲, 最慢的是欧洲和亚洲, 其中亚洲的影响因素应该是日本的地震。从一季度数据看, 虽然地震发生在3月11日, 对中日之间的贸易影响不是十分明显, 但从总量看还是有差异呈现, 如我国与欧美贸易在3月均出现增长速度回升, 惟独与日贸易出现回落, 我国针对日本地震后出现的核污染进行了部分产品的限制, 因此4月乃至二季度, 与日贸易都会出现下降, 而高油价将继续影响我国的进口, 因此4月乃至二季度, 继续出现贸易逆差的可能性比较大。

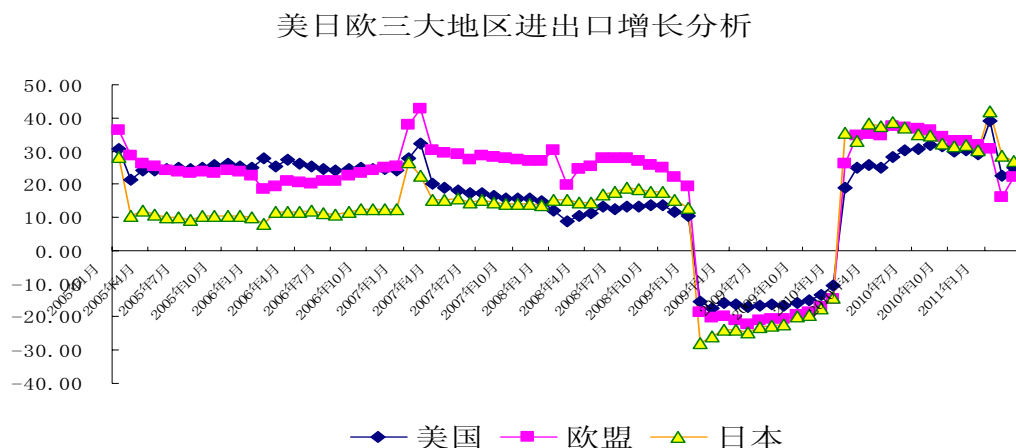
图 16: 贸易进口地区结构分析

进口金额地区分析



资料来源: 国家统计局

图 17: 进出口贸易地区增长分析



资料来源：国家统计局

2011 年，随着我国出口市场的进一步稳定，为应对危机实施的若干出口退税政策将逐步取消，因此 2011 年出口企业面临的压力将来自两方面，一是人民币升值的压力，二是优惠政策调整的压力。从人民币升值的趋势看，由于我们在资本市场建设和地产调控方面已经做好了若干准备，因此，今年人民币升值的幅度将是近几年最大的一次，我们年初预期的对美元汇率升到 6.45 甚至 6.42 都是可以预期的，当然这一幅度高出市场的普遍预期，但笔者认为这是缓解经济和国际关系压力的一个重要举措，特别是针对输入性通胀。

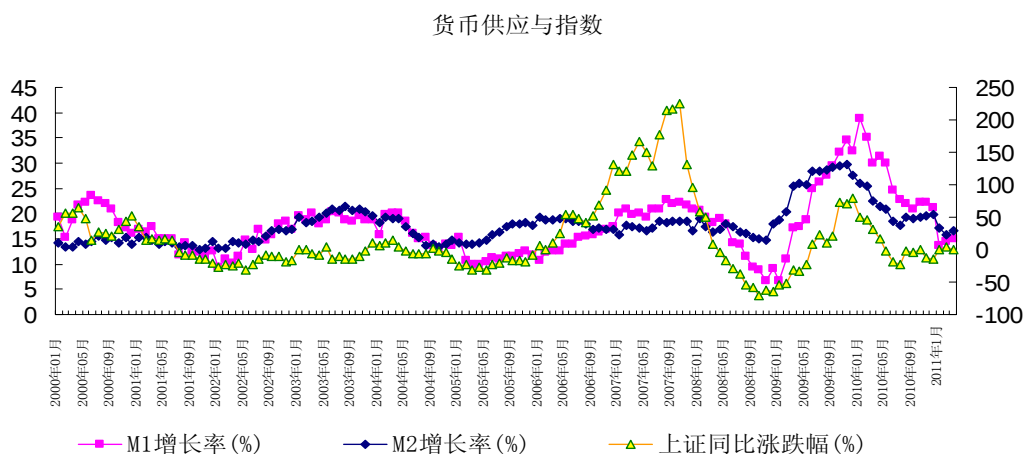
（四）持续收紧政策不损流动性、通胀二季度见顶

2010 年的货币政策已经如我们所预期的进行了流动性收缩，从 2009 年 11 月 M2 增长速度 29.74% 见顶以来，已经连续八个月逐步回落，M2 增长由 29.74% 下降到 7 月份的 17.61%。此后增速有升有降，回复到正常管理的程序上来。但从货币的投放上看，回笼的量并不大，仅在 3 月、5 月和 10 月出现过总额为 4998 亿元的净回笼，前 10 月货币净投放 3402 亿元。因此流动性仍然非常充裕，2010 年与 2009 年相比，流动性反而更加宽松，M2 与 GDP 的比值达到 1.82，比 2009 年的 1.78 还要高 0.04 个点。因此 2011 年流动性回收工作仍然繁重。

一季度 M0、M1、M2 的增长速度依次是 14.8%、15% 和 16.6%，增长速度仍然不低，按照这种速度增长，全年的流动性仍然是非常充裕的。如果 GDP 增长 10%，那么年底 M2 比 GDP 的比值为 1.71，仍然属于流动性很宽松的市场。当然，这应该比 2009 年、2010 年的流动性紧了不少。

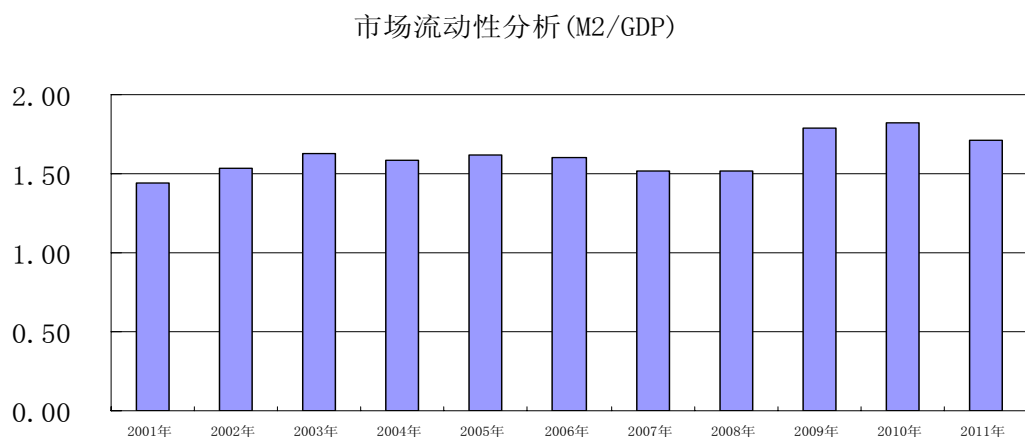
尽管流动性收紧政策会对部分行业形成流动性压力，但对于资本市场，影响并没有预想的大，M2 与 GDP 的比值仍然要高出上个经济周期（图 18）。因此流动性的回收从实质上应该不是今年市场的利空。尤其是在投资投机性购房得到抑制，社会财富快速增长的背景下。

图 18: 货币供应增长分析



资料来源: 国家统计局

图 19: 国内流动性分析



资料来源: 国家统计局

2011 年国内通胀压力是确定的，从目前态势看，还有继续冲高的可能性，但通胀这个东西就是贱，你一看重它，它反而起不来。国内目前的通胀面临两方面的压力，一是国内劳动力价格上涨诱发的农产品价格上涨，二是国际资源品价格飙升引发的输入性通胀。从目前看，主要还是第一个因素在左右，但预期下半年输入性因素会通过工业品价格进一步影响 CPI 的波动。因此即使二季度 CPI 见顶，下半年 CPI 会出现适度回落，但预期仍然在 4.0-4.7 的高位徘徊，估计要到 2012 年才会出现 3 以内的 CPI 指数。

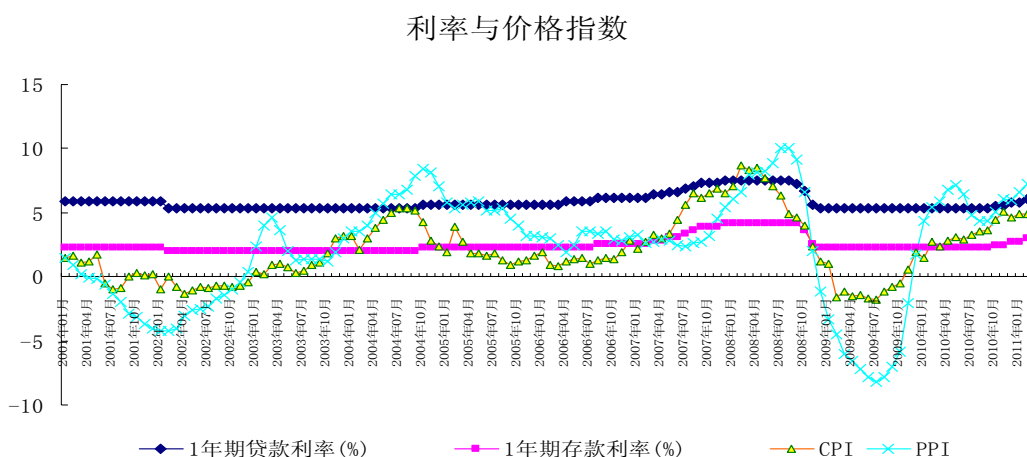
蔬菜价格是影响我国物价的重要因素。由于各地纷纷重视蔬菜的生产以及季节性因素，进入 4 月以后，蔬菜价格开始明显回落，因此食品价格指数再创新高的可能性在未来的 6 个月中将难再现。随着 2、3 季度住房价格的松动，居住类价格大幅上行的可能性也可以排除，因此 2 季度 CPI 见顶的可能性非常大，此后将适度回落到可以接受的水平。

对于影响企业盈利的 PPI，由于国际大宗资源价格还在递创新高，因此 PPI 的上行高点还难以确定，如果继续在高位运行，那么相继提高产成品出厂价格将不可排除，否则企业盈利将

受到抑制。

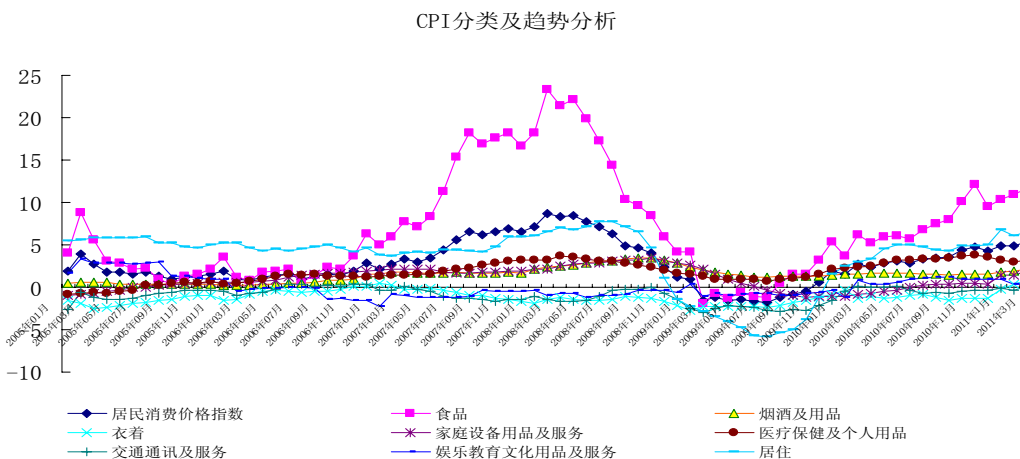
由上分析可以预期，目前形成的负利率时代（无论是居民存款还是企业贷款），还将持续比较长的时间，而这种负利率短期是难以通过提高利率消除的，也许增加居民收入是一个选择，但那样还将增加货币供应，因此在已经开始的新的经济增长周期中，适度的通胀将成为常态，货币将在经济增长周期中进一步贬值，最后达到升值与贬值的均衡。不过那个时候将是资本市场最危险的时候。

图 20：利率与价格指数



资料来源：人民银行

图 21：CPI 分析



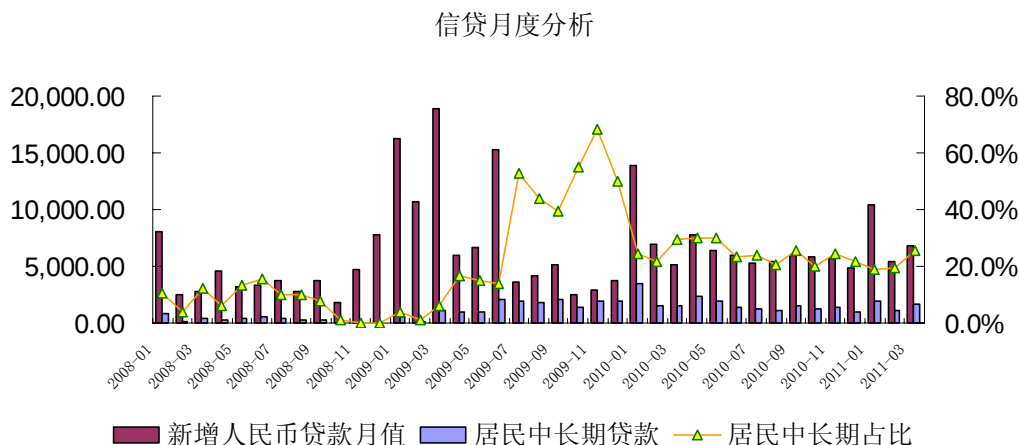
资料来源：国家统计局

由于我们预期 CPI 将在二季度见顶，因此对于紧缩政策，二季度将是调控的后半程，预期基准利率再调整一次，准备金率将视热钱的情况进行调整，但从贸易赢余形成的外汇占款的角度看，已经没有继续提高存款准备金的必要。

今年的信贷总体偏紧，但个人中长期信贷开始增加显著，基本保持在 20%，而居民中长期信贷是与住房销售相关联的，个人短期信贷也呈现显著上升的趋势，1、3 两月均超过 1300

亿，占居民信贷的四成以上，显示市场日趋活跃的个人金融活动，而这对银行来说是利多。加上逐步上升的利率水平，因此银行的盈利水平整体趋向上升。

图 22：居民中长期信贷及占比分析

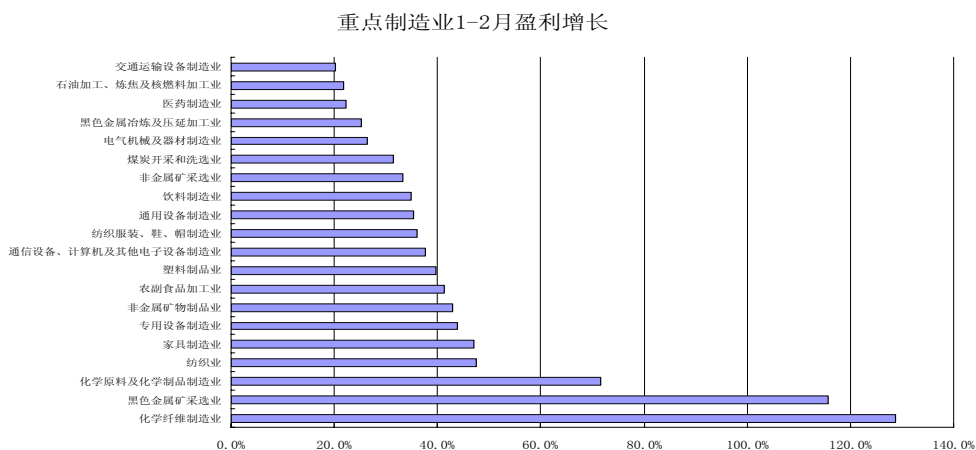


资料来源：国家统计局

（五）盈利增长仍然强劲，强周期估值充满吸引力

1-2 月份，我们统计的与资本市场密切相关的全国 27 个行业规模以上工业企业盈利 5733.69 亿元，增长 32%，折合全季度盈利预期超过 1 万亿元，与去年第四季度相当，这也说明工业企业盈利仍然在延续去年的趋势。27 个一级行业中，仅有橡胶制品、造纸及纸制品业和水的生产与供应业呈现负增长，其余 24 个行业均保持稳步增长态势。

图 23：重点制造业 1-2 月盈利增长



增幅最大的三甲行业为：化学纤维制造业增长 1.28 倍，黑色金属矿采选业增长 1.15 倍，化学原料及化学制品制造业增长 71.5%，前两和去年增幅一致，化学原料及制品制造似有加速的趋势，增速和去年前 11 个月相比加快了 10 个百分点。

在四大装备制造业中，以专用设备制造业增长最快，达到 43.9%，通用设备制造为 35.2%，

电器机械设备制造和交运设备制造增速分别为 26.2%和 20.2%。其他行业如纺织、服装、通信设备制造以及家具、塑料非金属制品等行业也表现不俗。

在金属行业中，黑色金属冶炼及压延加工业增长 25%，盈利总水平接近 2007 年，比有色金属冶炼及压延加工业增长 15%高出 10 个百分点，因此从目前来看，黑色金属行业的投资机会要好于传统有色金属行业。

表 2: WIND 沪深 300 估值分析

分类指数	市盈率 PE(4 月 21 日)	市净率 PB(4 月 21 日)	市盈率 PE(2010 年 12 月 6 日)	市净率 PB(2010 年 12 月 6 日)
沪深 300	15.6	2.47	19.57	2.42
沪深 300 金融	11.42	1.98	13.84	2.01
沪深 300 能源	15.83	2.53	18.86	2.45
沪深 300 工业	20.72	2.96	34.42	2.83
沪深 300 材料	35.26	3.3	60.2	2.81
沪深 300 可选	18.41	3.26	26.44	3.36
沪深 300 消费	37.05	7.08	52.6	8.1
沪深 300 医药	32.56	5.48	32.98	6.1
沪深 300 公用	25.85	2.3	24.56	2.16
沪深 300 信息	47.01	4.05	55.62	3.46
沪深 300 电信	48.42	2.3	34.09	2.07

资料来源: WIND 资讯。2010 年 12 月 6 日、2011 年 4 月 22 日数据

和去年底相比，可以发现沪深 300 估值更具优势，静态 PE 已由去年底的 19.57 倍下降为 15.6 倍，除电信和公用有所上升外，金融、能源、工业、材料、可选及信息均下降明显。但市场动态估值变化并不大。表明市场高估的压力仍然不大，市场基本处于安全区间。

在装备制造行业的率先带动下，在保障房建设的推动下，强周期行业的纷纷增长加速，推动了投资品的需求和盈利改善，因此二、三季度存在对强周期行业估值进一步修复的机会。而消费板块的回落，也已释放大部分高估值风险，随着个税改革政策的落实，市场也存在低吸的机会。

二、2011 年二季度资产配置与建议

我们预期 2011 年二季度行情是整固回升的走势，市场的假摔将在二季度体现得淋漓尽致，导致市场假摔的诱因仍然是紧缩政策和不稳定的国际形势。

行业价值分析与配置建议

2011 年二季度我国继续看好金融、黑色金属冶炼及延压加工、化学原料及化学品制造、化学纤维制造、专用设备、交运设备制造、通用设备和机电设备制造为代表的装备制造业尤其是看好轨道交通设备、航空运输设备、海洋工程设备、矿山设备以及核电设备领域的龙头股、地产行业中的保障房建设板块、生物医药、纺织服装中的品牌消费、TMT 板块中的通信设备制造、电子器件和元件制造以及受重装备拉动的相关材料、核心配件和软件服务类资产。

下表是我们给出的行业评级:

表 3: 主要行业投资评级分析

行业名称	投资评级	评级调整	投资要点
金融	强于大市		买入大市值银行\券商\保险
地产	跟随大市	调高	增持被低估的品种和保障房建设板块
建筑业	跟随大市		增持铁路建设公司
交通运输设备制造业	强于大市		买入铁路\汽车制造
专用设备制造业	强于大市		买入矿山机械\医疗设备
石油和天然气开采业	跟随大市		
医药制造业	强于大市		增持生物制药\中药\化学制剂
黑色金属矿采选业	强于大市	调高	
黑色金属冶炼及压延加工业	强于大市		
燃气生产和供应业	强于大市		
水的生产和供应业	弱于大市		
有色金属冶炼及压延加工业	跟随大市		
造纸及纸制品业	弱于大市		
纺织业	强于大市	调高	
塑料制品业	强于大市		
化学纤维制造业	强于大市		
非金属矿采选业	跟随大市		
纺织服装、鞋、帽制造业	强于大市	调高	持有品牌优势企业
金属制品业	强于大市		
化学原料及化学制品制造业	强于大市		
商业贸易	跟随大市		增持药品配送商
石油加工、炼焦及核燃料加工业	跟随大市		
有色金属矿采选业	跟随大市		
非金属矿物制品业	强于大市		
通用设备制造业	强于大市		增持机床\动力设备制造\轴承制造\设备铸造
电气机械及器材制造业	弱于大市	调低评级	持有电机设备制造
通信设备及其他电子设备制造业	强于大市		增持通信设备、电子器件、集成电路等出口行业
家具制造业	跟随大市		
电力、热力的生产和供应业	跟随大市		
饮料制造业	跟随大市		持有酒制造业
橡胶制品业	跟随大市		持有轮胎制造
煤炭开采和洗选业	跟随大市		可买入股息率高的品种
交通运输业	跟随大市		买入海洋运输业
软件服务业	强于大市		
文化传媒业	强于大市		
商贸服务业	跟随大市		
旅游及其他服务业	强于大市		

资料来源: 西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>