

政策累积效应在验证、市场去伪存真

——5月A股投资策略报告

A股月度策略报告

2011年4月29日

主要观点:

- 经济增速有所回落,通胀继续高位、政策保持紧缩。地产成交量有所企稳、弱化了再配置进程;美元的不确定性,人民币升值幅度依然有限。增量资金入场的预期较弱,又因为货币政策维持紧缩,市场估值水平将停滞不前。
- 伴随着年报、季报的披露结束,市场更多关注政策紧缩的力度、经济回落的程度以及由此引发的对上市公司未来业绩增速的担忧。价格的管制、库存的高位,业绩增速的回落,导致市场估值水平有阶段性回落的需要。
- 受制于价格体系的上行,中下游价差将会收缩;周期性板块估值多得到了修复,市场在周期与消费之间区隔将有所弱化。市场的机会将更多是轮动的、结构性的,而非整体的、趋势性的;市场有回落风险。
- 维持我们二季度策略的观点及市场判断。又根据当前估值与2010年7月初时的比较,上证指数可能的运行区间为2750-3050。在2011年大平衡市的逻辑下,市场上行的催化剂多需要密切跟踪通胀、市场利率、房地产量价等基本面变动。市场更多的追求确定性的机会,即估值的安全、业绩的稳健。
- 投资主线上,我们立足于低估值、业绩增长以及对未来的合理预期之上。
- 主线1: 考虑到低估值以及业绩环比增长,从配置的角度可以继续关注银行、基建类板块。
- 主线2: 从防御角度,关注估值有所回落但增长持续稳定的家纺、医疗等消费板块;
- 主线3: 建立在对未来的合理预期之上,考虑油价高涨、能源紧缺的大环境变量,关注业绩大幅回落的电力设备以及电力板块;同时,对西藏和平解放60周年等5月的主题性事件保持关注。
- 重点个股: 民生银行、中国太保、八一钢铁、中国建筑、梦洁家纺、马应龙、深圳能源、东方电气、特变电工、西藏旅游

策略组

分析师: 沈正阳

执业证书编号: S0550511010009

TEL: (021)63367000-314

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址: 上海市延安东路45号20楼

邮编: 200002

一、宏观基本面：维持“软着陆”前夜的判断.....	3
1、“物价高位、经济回落”的宏观组合下，保持紧缩状态.....	3
2、房地产成交企稳、人民币升值但幅度有限.....	3
二、市场面驱动因素：业绩回落、结构分化.....	5
1、通胀、紧缩等政策下上市公司业绩增速回落.....	5
2、较高的库存资产比是未来业绩的隐忧.....	6
3、货币紧缩、业绩回落，为估值阶段性回落提供了催化剂.....	8
三、市场运行逻辑及投资策略.....	9
1、市场运行逻辑.....	9
2、投资策略：平衡市大逻辑下把握估值下轨时的机会.....	10
3、投资主线及重点个股.....	12
表 1：宏观基本面的市场一致预期数据.....	3
表 2：主要城市房地产成交量有所企稳.....	4
图 1：人民币有效汇率相对稳定.....	4
图 2：人民币对美元保持升值态势、升值幅度与美元贬值等因素.....	5
表 3：公开市场到期资金规模月均 5000 亿、依然较大.....	5
表 4：非金融类上市公司 1 季度业绩环比回落.....	5
表 5：总资产回报率处于低位且有回落风险.....	6
图 3：自 2009 年中期以来中小板业绩增速首次低于上证 180 指数.....	6
表 6：2010 年中小板业绩增速低于上证 180 权重股，创业板等高估值压力依旧.....	6
图 4：企业库存资产比处于 2007 年末的较高水平、有回落要求.....	7
图 5：规模以上工业企业的销售毛利率及净利率处于相对高位.....	7
图 6：A 股制造业的毛利率、净利率有高位回落要求.....	8
图 7：所有 A 股的估值分布相对 2010 年 6 月底依然结构性的偏高.....	8
图 8：货币市场短期拆借利率依然处于较高水平.....	8
图 9：业绩回落下中小板估值溢价处于向下修正阶段.....	9
表 7：基于历史估值比较下的 A 股调整空间测算.....	10
图 10：CPI、PPI、PPIRM 未来依然处于上行的通道.....	10
图 11：CPI-PPI、PPI-PPIRM 将由短期的稳定转回落、中下游的压力依然较大.....	11
表 8：就权重股估值修复来看，较多板块估值已有修复至下四分位及中位数位置.....	11
表 9：5 月重点关注个股.....	12
附表 1：采掘、钢铁、商业、食品及医药 1 季度业绩同环比均保持增长.....	12
附图 1：钢铁的毛利率、净利率处于低位且有回升空间.....	13
附图 2：钢铁的营收即利润增速趋于平稳.....	14
附图 3：纺织、服装毛利率序列图.....	14
附图 4：纺织、服装业绩增速序列图.....	14
附图 5：医药医疗毛利率序列图.....	15
附图 6：医药医疗业绩增速序列图.....	15
附图 7：服装、医药与全部制造业的估值比序列图.....	16
附图 8：电源及输配电设备业绩增速序列图.....	16
附图 9：电源及输变电设备毛利序列图.....	17
附图 10：电气设备与全部制造业的估值比序列图.....	17

一、宏观基本面：维持“软着陆”前夜的判断

1、“物价高位、经济回落”的宏观组合下，保持紧缩状态

宏观经济基本面我们维持二季度策略报告的观点，即二季度处于“软着陆”前夜。经济增速有所回落，而通胀继续高位、政策保持紧缩；同时，这种基本面组合对企业的盈利正产生着冲击。

目前来看，市场一致预期是4月CPI有所回落、均值为5.1%，而后CPI再拾升势、至6、7月份为高点。同时，经济增速有所回落、体现在投资增速逐月回落。

我们认为，CPI二季度高位是市场的一致预期，而4月由于翘尾因素而下降0.2%左右而使得4月CPI增速有所回落、即4月CPI可能在5.2%，但总体不能改变物价高位的态势且由于下半年CPI月环比的上行压力而使得CPI回落的幅度较为缓慢。即站在4月底的时点并不能看到CPI未来有显著回落的迹象。同时，考虑到3月投资累计增速仅提升0.1%、表明通胀及紧缩政策对实体经济产出的制约正在发生作用。因此，短期内依然处于“物价高位、经济回落”的宏观组合之中。

在此背景下，就政策而言，稳定物价依然是首要任务。因此，政策总体将保持紧缩的状态。从经验的维度看，根据政策的规律，除了2008年的特殊情形，一般不大会出现政策在一年之间发生重大转向的概率——乐观而言，只是政策力度的趋缓，比如公开市场以及信贷层面的放松，且目前还不宜做此预期。因此，就策略研究而言，经济回落下政策放松的预期，是低概率事件，不宜构成投资策略的主要依据，即当下并未进入考虑政策放松拐点的时机，相反更多的是政策紧缩趋势的延续。因此，在维持“物价高位、经济回落”的宏观组合下，维持政策紧缩的判断，即5月有上调准备金率的可能，且二季度有一次加息的可能。

表 1：宏观基本面的市场一致预期数据

指标	201107F	201106F	201105F	201104F	201103	201102	201101
GDP:累计(%)		9.6			9.7		
GDP:当季(%)		9.4			9.7		
CPI(%)	5.4	5.5	5.2	5.1	5.4	4.9	4.9
PPI(%)	7.7	7.5	6.6	6.8	7.3	7.2	6.6
社会消费品零售(%)	17.4	16.9	17.5	18.1	17.4	11.6	19.9
工业增加值(%)	15.4	14	14.1	14.1	14.8	14.9	
出口(%)	25.8	24.6	24.8	29.8	35.8	2.4	37.7
进口(%)	42.1	31.6	33.1	34.5	27.3	19.4	51
贸易顺差(亿美元)	164.2	143	150	0.2	1.4	-73.1	64.6
固定资产投资:累计(%)	22.5	22.2	23.2	24	25	24.9	
M2(%)	18.2	16.6	16.6	16.9	16.6	15.7	17.2
人民币贷款(%)	17.5	15.7	17.7	18.1	17.9	17.7	18.5
人民币贷款:新增(亿元)	6000	6000	6000	7000	6794	5356	10400
美元/人民币	6.4	6.46	6.47	6.51	6.56	6.58	6.59

数据源自 WIND，东北证券

2、房地产成交企稳、人民币升值但幅度有限

房地产成交量有所企稳、弱化了再配置进程；美元的不确定性，人民币升值幅度依然有限。

根据2010年4月房地产调控的历史经验，在政策出台后次月房地产销量急剧萎缩、而后会维持3个月左右时间的相对较低规模的成交量水平，但成交量继续下行的空间较小。年初限购等政策下的地产调控，到目前为止，成交量企稳而房价则未回落。这种地产的纠结现状，表明市场资金依然对房地产保持着较高的兴趣，这弱化了再配置的进程，也弱化了股市的增量资金预期。目前来看，在新的房地产政策出台之前，这种情形短期内将较难改变；我们需要对地产政策始终保持关注。

人民币对美元的汇率进入4月以来升值幅度有所加快；但是，人民币的有效汇率并未出现显著的升值，相反由于欧元的大幅升值而有阶段性小幅的下行。这表明，目前人民币汇率(兑美元)的波动，主要与美元的波动有关，即以总体保持人民币有效汇率稳定为约束条件下人民币跟随着美元的波动而做波动。目前来看，随着6月QE2的到期以及美元指数逼近历史低点，美元虽然将保持弱势但是短期内大幅度贬值的空间不大；同时，根据2006-2007年等的经验、人民币的升值导致大宗商品需求的增加，因而人民币渐进式升值的模式下即使升值速度加快，短期内也并不能够降低国内的通胀水平。基于此，我们认为，人民币会保持升值，但升值的幅度以年化5%左右，大幅度快速升值的可能性不大。

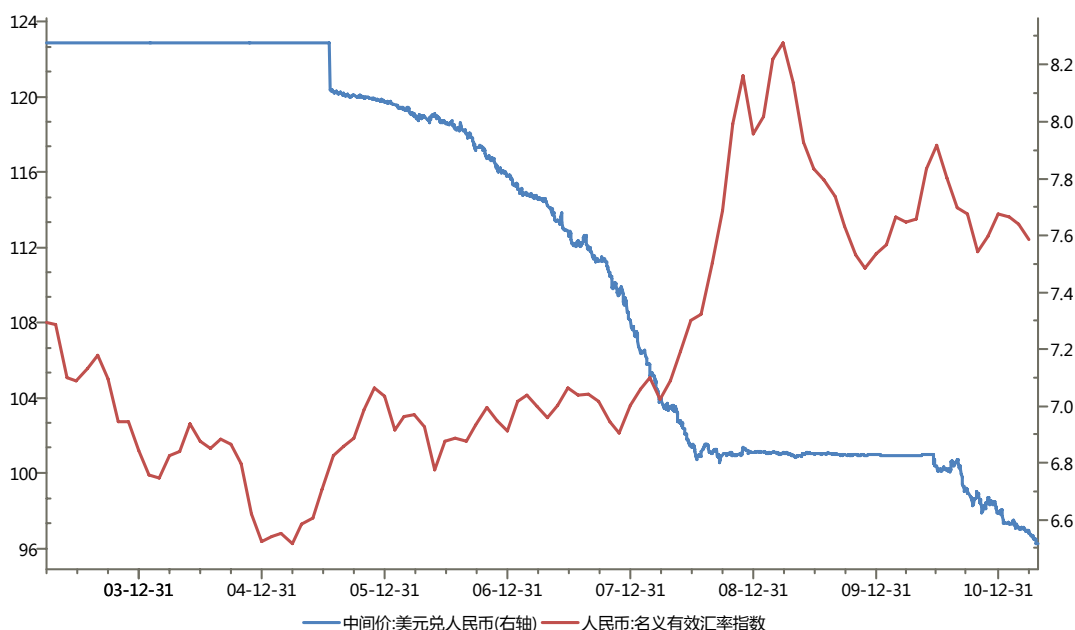
从地产及人民币升值的角度看，增量资金入场的预期较弱。又考虑通胀以及未来公开市场到期央票的规模（5、6月份有5000亿左右的公开市场投放规模），预期货币政策维持紧缩，市场整体的估值水平并不具备显著提升的可能及空间、即我们一直强调的前期市场的反弹更多的是由于低估值的权重股基于年报业绩而产生的估值切换行情。

表 2：主要城市房地产成交量有所企稳

	上海商品 房预售	北京期房 网签	深圳商品 房成交	广州商品 房签约
2010年1月	14228	11052	3903	3004
2010年2月	7049	8322	1071	3314
2010年3月	15217	12071	3002	6012
2011年1月	19680	14050	4246	8199
2011年2月	7255	4375	1858	4135
2011年3月	15472	7762	2970	4651
2011年4月26日	12604	6628	1657	4111
2011年4月	14543	7648	1912	4743

数据源自 WIND，东北证券

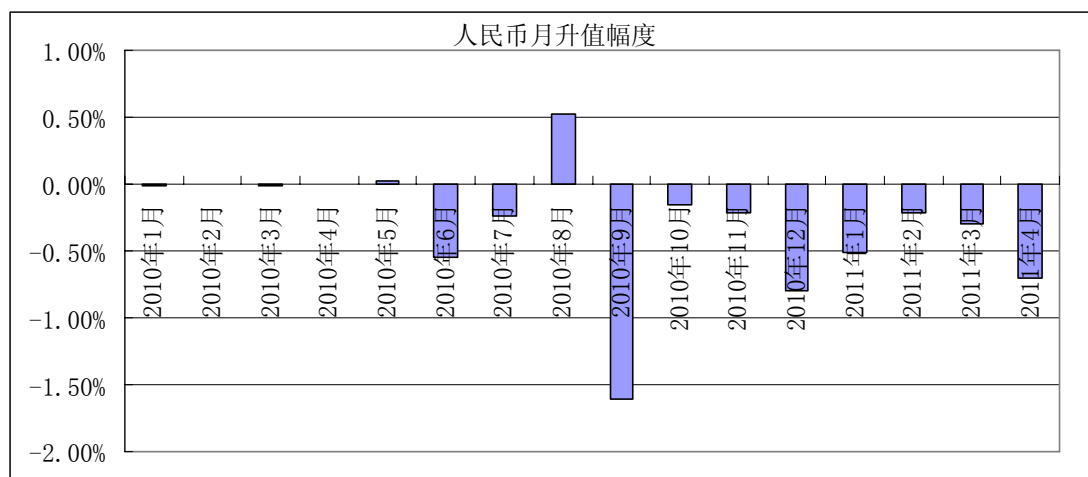
图 1：人民币有效汇率相对稳定



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

图 2：人民币对美元保持升值态势、升值幅度与美元贬值等因素



数据源自 WIND，东北证券

表 3：公开市场到期资金规模月均 5000 亿、依然较大

月份	票据到期	正回购到期	合计	票据发行	正回购	合计	净投放量
3 月	1310		1310	990	1600	2590	-1280
4 月	4980	4130	9110	2950	3090	6040	3070
5 月	1990	3090	5080				5080
6 月	2560	2620	5180				5180
7 月	2210	400	2610				2610
8 月	1190		1190				1190

数据源自 WIND，东北证券

二、市场面驱动因素：业绩回落、结构分化

1、通胀、紧缩等政策下上市公司业绩增速回落

伴随着年报、季报的披露结束，市场更多关注政策紧缩的力度、经济回落的程度以及由此累积效应所引发的对上市公司未来业绩增速的担忧。目前来看，这种担忧不无道理；也是流动性趋紧之下市场的必然逻辑。

可比的非金融类企业 2011 年 1 季度同比增速为 24%、环比则下降 21%；随着财报的披露、截至 4 月 28 日可比非金融类企业的环比增速下降有所收敛、为下降 12%。同时，企业的总资产回报率 2010 年仅为 7.4%、且在 2011 年 1 季度有下行趋势。这表明，在通胀、加息过程中，对资产回报率难以提升的企业而言，其盈利能力环比逐渐在下降。除了银行等少数行业获取了较高的业绩增长、银行 1 季度同比增长 33%、环比增速则也在 45%左右外，更多的非金融企业为成本费用的上升以及某些垄断企业而被转移了营收。这一点，尤其体现在中小板企业业绩增速出现了回落且这种回落是 2009 年中期以来的首次业绩增速落后于上证 180 权重股——2010 年中小板企业业绩增速为 32%、而上证 180 指数的业绩增速为 35%。整体业绩增速的回落、环比业绩的下降以及中小板相对上证 180 权重股业绩增速的回落，考虑到短期内这一业绩趋势将可能维持。

因此，预期中小板尤其是创业板的估值溢价遭受了并将继续遭受着向下修复的压力。从结构上看，中小板等企业的业绩增速落后于权重股、其成长性在经济回落、物价高企、货币紧缩等作用下遭受着考虑；这本质上也是中小企业业绩高弹性的客观反映。

表 4：非金融类上市公司 1 季度业绩环比回落

	非金融可比公司净利润及增速
2010 年 1 季度	676
2010 年 4 季度	1070
2011 年 1 季度	838
1 季度环比增速	-21.70%
1 季度同比增速	24.00%

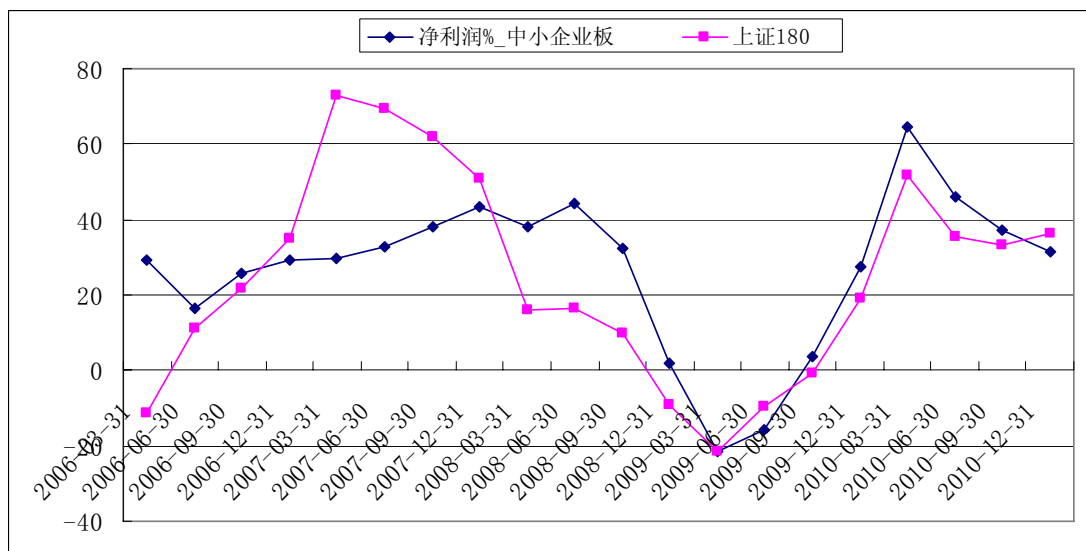
注：样本截至 2011 年 4 月 26 日；数据源自 WIND，东北证券

表 5：总资产回报率处于低位且有回落风险

	2010Q3	2010Q4	2011Q1
EBIT	9230	12996	1362
总资产	164547	174836	83953
总资产回报率年化	7.48%	7.43%	6.49%

注：样本截至 2011 年 4 月 26 日；数据源自 WIND，东北证券

图 3：自 2009 年中期以来中小板业绩增速首次低于上证 180 指数



数据源自 WIND，东北证券

表 6：2010 年中小板业绩增速低于上证 180 权重股，创业板等高估值压力依旧

板块名称	市盈率 (TTM)	预测市盈率 2011	市净率 (MRQ)	市销率 (TTM)	净利润 2010 年度 %	净利润 2011 一季 %
全部 A 股	19.2	14.43	2.74	1.8	37.24	15.98
中小板	40.68	27.5	4.58	3.59	32.37	24.66
创业板	51.22	33.3	4	8.66	30.46	39.79
上证 180	13.9	11.33	2.23	1.61	35.6	3.07

注：2011 年 4 月 26 日，银行 1 季报业绩尚未披露；数据源自 WIND，东北证券

2、较高的库存资产比是未来业绩的隐忧

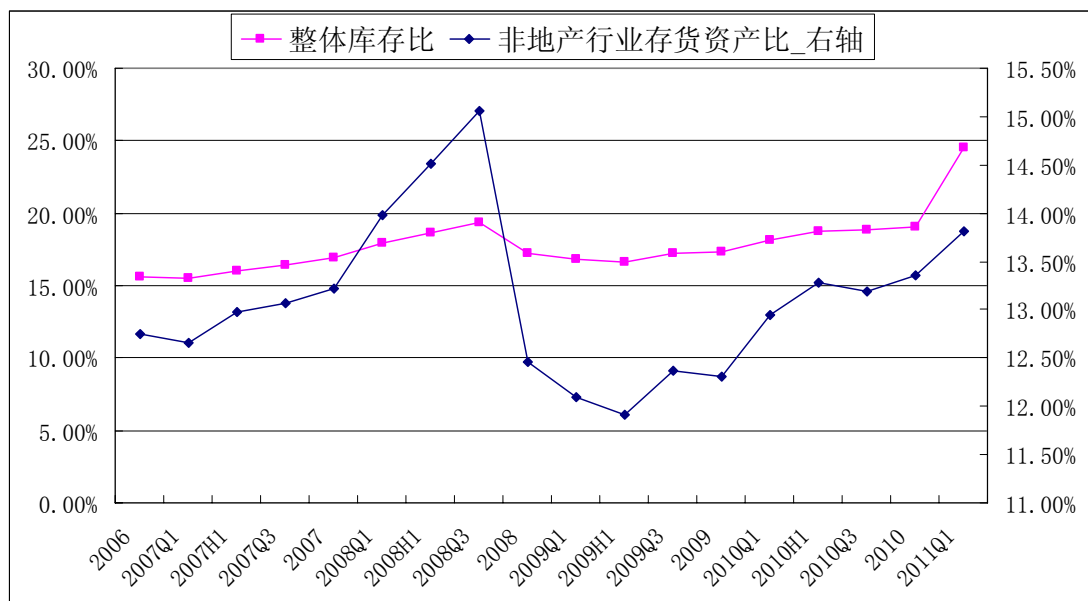
从总量来看，非金融企业未来整体将面临着业绩的压力，主要还来自于经济增速回落所可能引发的去

库存压力。因为，根据可比公司数据，2010 年末企业库存资产比在 19%、其中非地产类企业的库存资产比为 13.36%，两者均接近历史高点附近，类似于 2007 年末、2008 年初的库存资产比水平——2008 年第一季度时全部可比企业的库存资产比为 18%、非地产类企业的库存资产比为 14%。

换句话说，投资者在期待通胀回落、政策趋缓的同时，必须对通胀回落下企业去库存对短期业绩的冲击效应给予重视；这一阶段应该是通胀回落与去库存之间只有选择其一的必然。

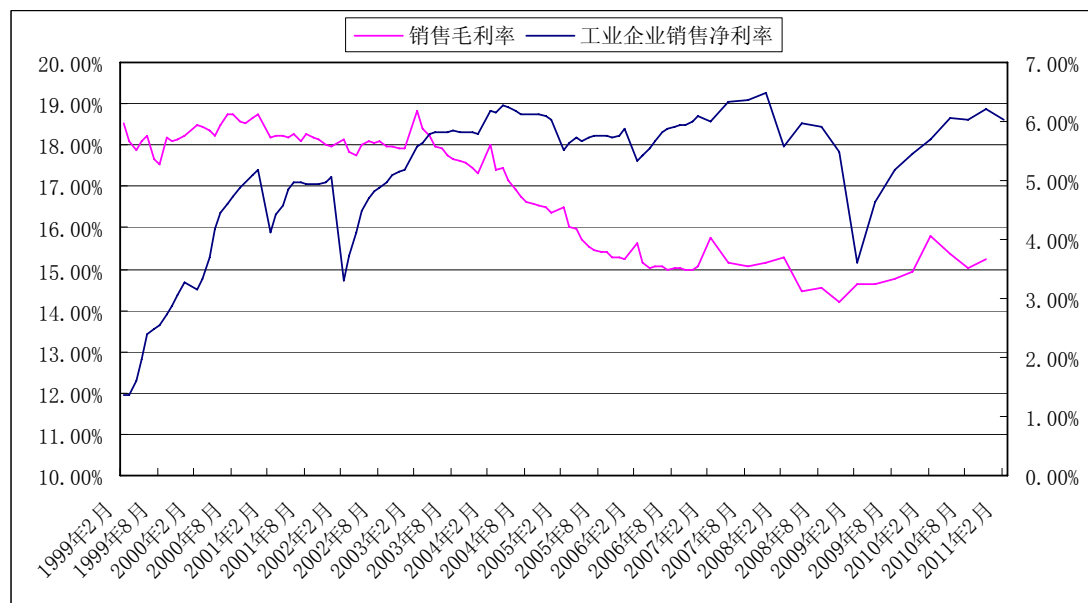
物极必反是经济周期的朴素描述。2010 年 4 季度及 2011 年 1 季度物价上行尤其是 2010 年 4 季度是通胀的发酵期，企业较多的享受了低价库存的价格优势以及通胀早期需求上行的刺激，企业的毛利率及净利率均得到了较高的提升，处于 2006 年以来的相对高位。但是，通胀的后期，随着低价库存的消耗以及需求的萎缩，毛利下降、利润下滑、企业的盈利能力将会下行。这一点，在中国的制造业上表现的较为突出。

图 4：企业库存资产比处于 2007 年末的较高水平、有回落要求



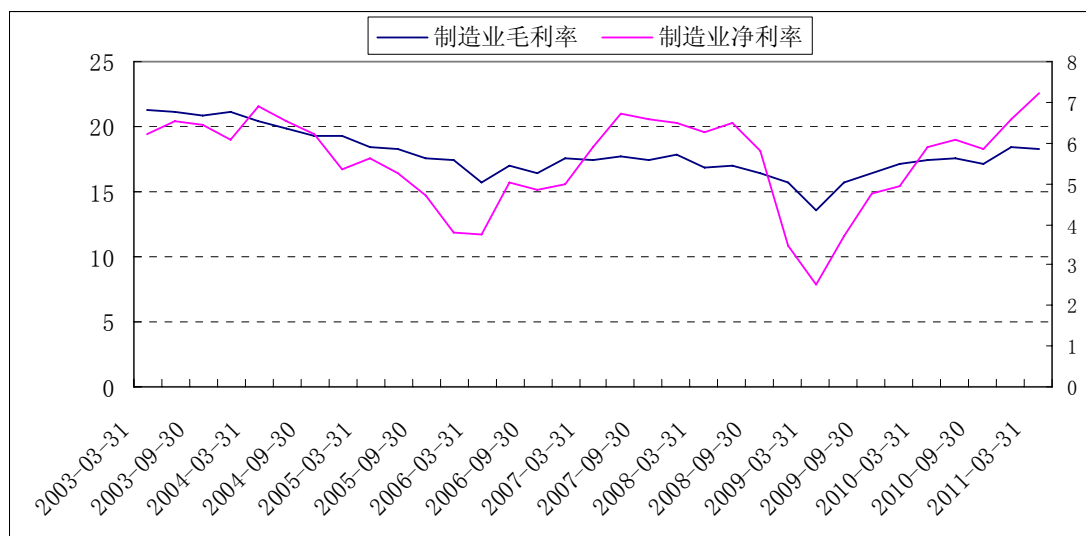
注：存货资产比的可以样本为 1056 家、其中 2011Q1 取已披露季报的 625 家公司为样本。数据源自 WIND，东北证券

图 5：规模以上工业企业的销售毛利率及净利率处于相对高位



数据源自 WIND，东北证券

图 6：A 股制造业的毛利率、净利率有高位回落要求



数据源自 WIND，东北证券

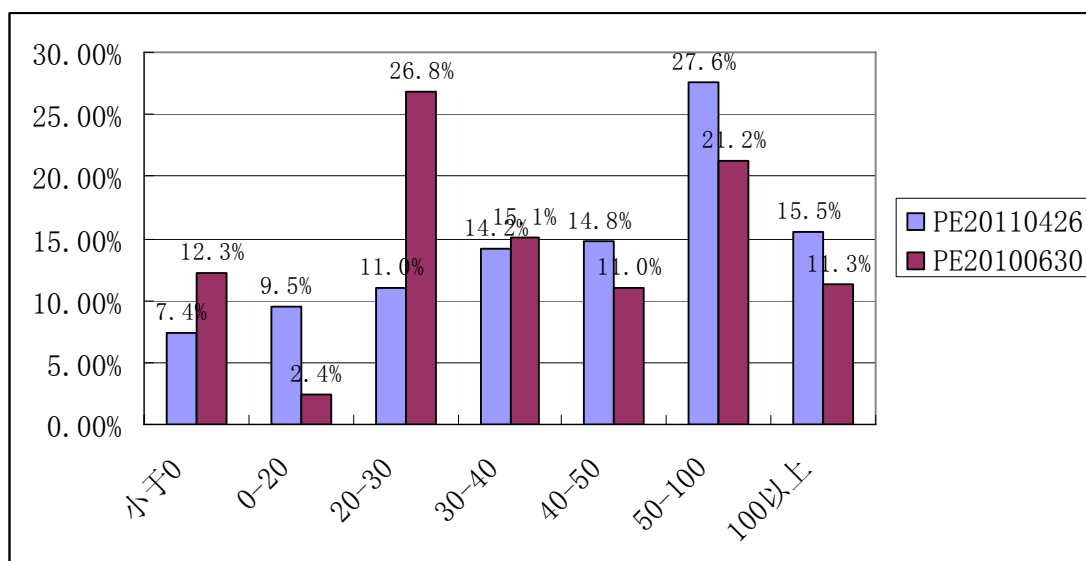
3、货币紧缩、业绩回落，为估值阶段性回落提供了催化剂

当前 A 股整体的估值水平虽然由于银行等权重股的低估值而相对较低，但估值的结构性差异极大。A 股估值结构分布的奇异，这是当前及未来一段时间行情多结构而非整体、趋势性的主要的市场内在归因。

以 2011 年 4 月 26 日与 2010 年 6 月 30 日的估值分布来看，目前 A 股中市盈率(TTM)估值水平在 40 倍以上的各个分段中的股票占比均大于去年 6 月的水平；目前 40 倍以上的股票占比为 58%、而去年 6 月底时 40 倍以上的股票占比为 43%，估值的结构性差异、高估值股票的偏低，制约了市场整体的上行。而货币紧缩、资金成本上行，以及业绩的回落，恰恰是估值阶段性回落的催化剂。

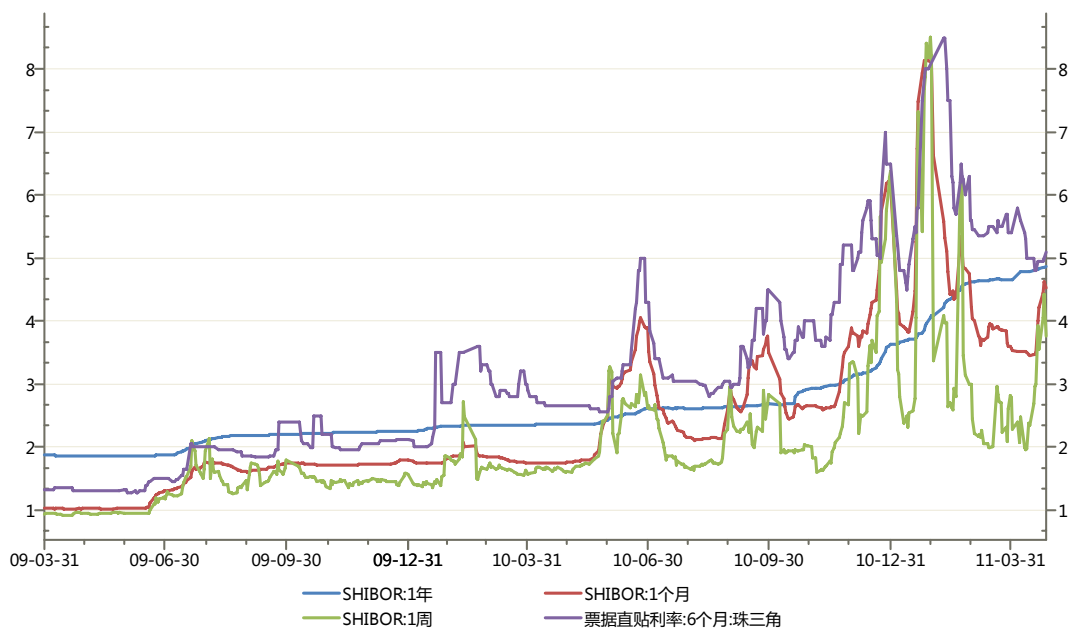
因此，货币紧缩、价格的管制、库存的高位，业绩增速的回落，为内在估值结构存在不合理的股市的调整提供了催化剂，市场估值水平有阶段性回落的需要。

图 7：所有 A 股的估值分布相对 2010 年 6 月底依然结构性的偏高



数据源自 WIND，东北证券

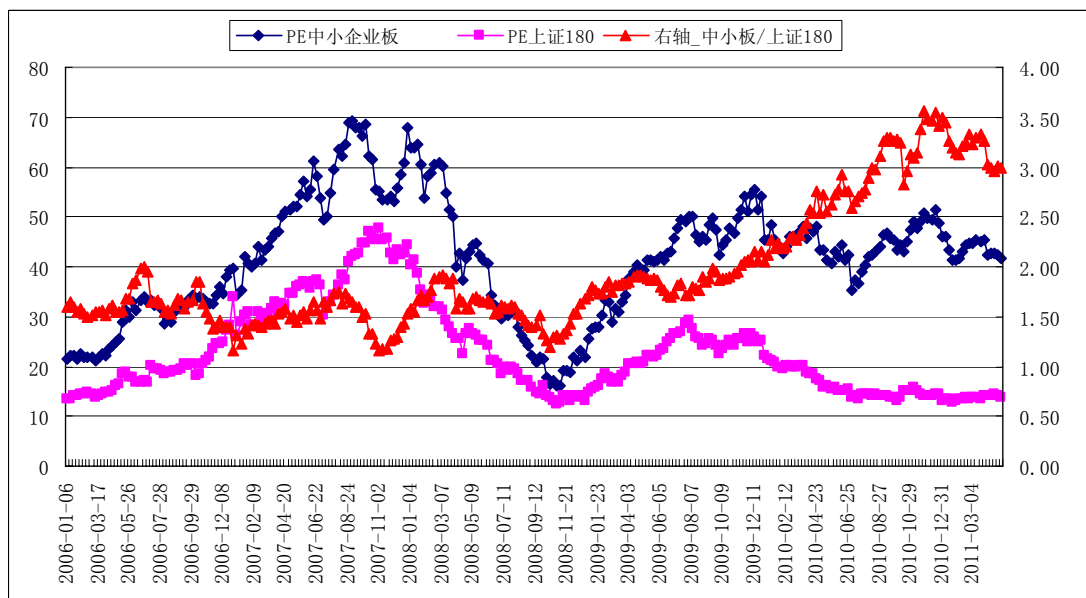
图 8：货币市场短期拆借利率依然处于较高水平



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

图 9: 业绩回落下中小板估值溢价处于向下修正阶段



数据源自 WIND, 东北证券

三、市场运行逻辑及投资策略

1、市场运行逻辑

展望 5 月市场运行的逻辑, 我们依然放在二季度策略的大框架下。二季度策略中, 我们认为, 二季度更多是过渡期, 相对于追求过高成长所面临的不确定性, 追寻估值的安全边际以及基于转型下增长的确定性机会, 是主要配置思路。布局于“软着陆”前夜, 二季度上证指数可能的运行区间 2750-3180。基于二季度市场有望以震荡、回落而后反弹的形式运行, 且风险点主要来自通胀压力下加息等货币政策所导致的货币活化持续下降压力以及紧缩下经济回落的压力。

因此, 我们总体维持 2 季度策略的逻辑和市场判断。同时, 目前正是市场释放风险的时期, 其风险点如前所述, 基本面的经济回落、物价高位、政策紧缩, 并最终导致 1 季度非金融类上市公司业绩环比回落,

并诱发了市场估值结构的剧烈修复。基于此，我们认为 5 月前期的市场将依然承受着创业板等高估值股票 (主要是高市盈率、高市销率尤其提防高市销率个股) 业绩下行的冲击；而市场的企稳将更多来自于估值溢价的逐步修复；而后期市场的或有反弹则将主要来自于短期内偏好的货币市场利率的回落以及快速回落后的逆向修正。

总体而言，展望 5 月市场，机会将更多是轮动的、结构性的，而非整体的、趋势性的；更为重要的是，随着经济回落、业绩回落的信息传导，市场依然有回落风险。因此，根据当前估值与 2010 年 7 月初时的比较、即估值回落空间尚有 7% 左右，同时，考虑到 2011 年整体业绩依然具有一定的增长，以 4 月 27 日 2925 点为测算基准、上证指数可能的运行区间为 2750-3050。

只是这里重点说明的是，在 2011 年大平衡市的逻辑下，市场上行的催化剂多需要密切跟踪通胀、市场利率、房地产产量价等基本面变动。

表 7：基于历史估值比较下的 A 股调整空间测算

板块名称	全部 A 股	中小企业板	上证 180	沪深 300	上证 A 股
市盈率 TTM_20081027	13.3	15.97	12.31	12.23	13.17
市盈率 TTM_20100701	17.26	35.7	13.54	14.2	15.32
市盈率 TTM_20110427	19.61	41.96	14.14	15.35	16.64
市净率_20081027	1.96	2.17	2.02	2.03	1.98
市净率_20100701	2.43	4.25	2.12	2.22	2.24
市净率_20110427	2.78	4.7	2.24	2.4	2.48
当前市盈率与 20100701 相比的回落空间	-11.98%	-14.92%	-4.24%	-7.49%	-7.93%
当前市净率与 20100701 相比的回落空间	-12.59%	-9.57%	-5.36%	-7.50%	-9.68%

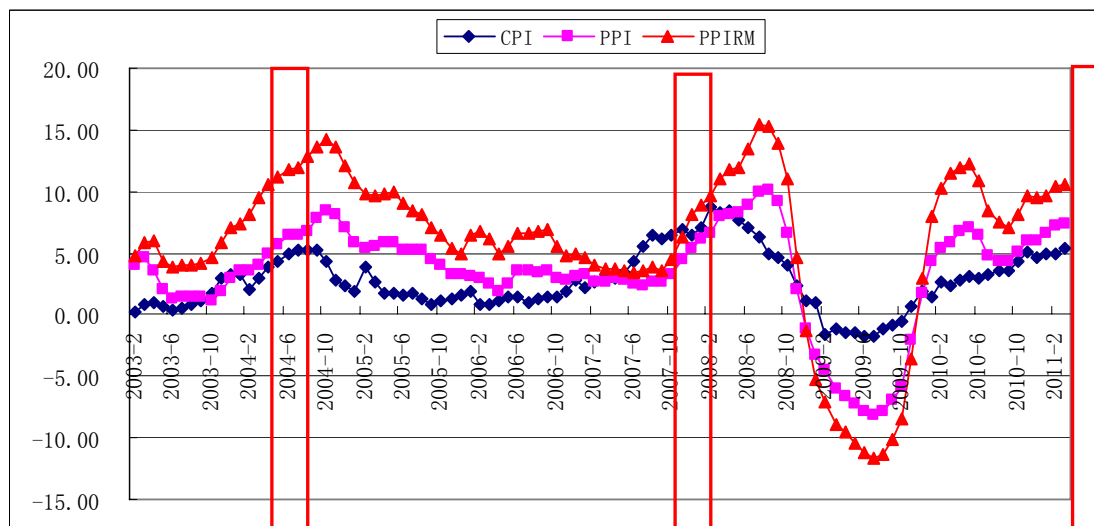
数据源自 WIND，东北证券

2、投资策略：平衡市大逻辑下把握估值下轨时的机会

基于对市场依然具有回落风险的考量，短期市场依然保持谨慎；并对创业板等估值过高的个股持更为谨慎的态度、可借助日线级别的反弹，控制该部分头寸。但在市场跌至我们预期的下轨时，则不宜再恐慌。我们之前曾多次强调，虽然市场对经济面的运行存在着较大的分歧，但投资者有时候与其做趋势投资还不如做基于估值的价值投资；把握 2011 年平衡市的大逻辑，对低估值板块、投资消费领域的确定性增量或者平稳增长的行业在市场下轨附近时要具有增持的勇气，以获取平衡市中的反弹机会。

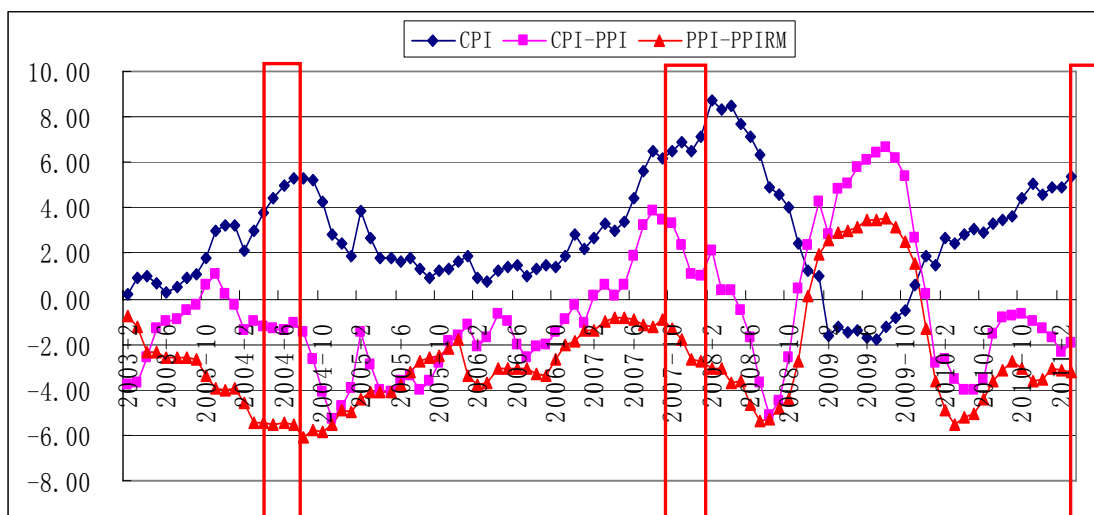
就投资重点来看，我们认为，受制于价格体系的上行，中下游价差将会收缩。从产业链看，以价格体系的价差来分析。假定 6、7 月份 CPI 见高点、同时 PPI、PPIRM 三季度见高点，则目前的价格情形类同于 2004 年未来一段时期的情形类同于 2004 年 4-7 月以及 2007 年 10 月-2008 年 2 月。从前两轮来看，CPI-PPI、PPI-PPIRM 处于回落中继、或回落或持平，即中下游价差依然处于收缩阶段、预期毛利率下行。因此，从前两轮的产业链的角度看，中下游的系统性配置机会彼时并未出现、预期当下也并未出现；因为，当下的 CPI-PPI 回落态势未变、PPI-PPIRM 相对稳定，鉴于本轮通胀输入性和成本推动性的特征，未来价差回落将是大概率。

图 10：CPI、PPI、PPIRM 未来依然处于上行的通道



数据源自 WIND，东北证券

图 11: CPI-PPI、PPI-PPIRM 将由短期的稳定转回落、中下游的压力依然较大



数据源自 WIND，东北证券

同时，周期性板块估值得以修复，市场在周期与消费之间区隔将有所弱化。目前来看，除了银行、保险、石油等少数板块估值依然处于历史估值的下四分位数之间，多数板块的估值已经回归至均值附近、周期性板块的估值得到了较大的修复。

表 8: 就权重股估值修复来看，较多板块估值已有修复至下四分位及中位数位置

市盈率 TTM	min	Q1	median	mean	max	20110427
银行	9	10.67	14.7	19.39	42.44	9.75
化工	19.41	24.31	29.34	31.14	52.1	22.21
石油开采	15.3	17.2	21.43	22.37	52.15	15.57
煤炭开采	9.97	18.08	22.12	28.05	86.27	19.9
有色金属冶炼	-206.12	20.19	44.82	133.37	2125.78	58.98
电气设备	16.62	37.49	43.37	42.35	66.75	39.98
房地产开发	14.84	22.1	34.92	43.58	120.26	21.13
保险	17.59	23.76	38.83	53.92	175.51	21.26

证券	12.63	21.56	29.15	29.1	55.98	21.36
钢铁	-41.23	12.7	19.75	25.25	207.08	26.41
电力	-213.82	28.16	33.51	27.59	295.51	31.62
零售	18.6	37.86	42.25	47.55	95.79	35.7
市净率 MRQ	min	Q1	median	mean	max	20110427
银行	1.68	2	2.56	2.94	5.92	1.79
化工	2.11	2.94	3.33	3.67	7.55	2.92
石油开采	2.05	2.39	2.87	3.5	12.05	5.54
煤炭开采	2	2.95	3.63	4.7	17.43	3.89
有色金属冶炼	1.6	4.14	5.15	5.48	13.38	5.05
电气设备	3.03	5.23	6.08	6.45	12.51	4.81
房地产开发	1.73	2.73	3.59	4.26	10.71	2.67
保险	2.92	3.4	4.3	5.24	12.73	2.78
证券	2.41	3.17	4.19	5.93	19.99	2.44
钢铁	0.9	1.45	1.82	2.12	4.82	1.86
电力	1.95	2.3	2.66	2.93	5.5	2.31
零售	2.26	4.17	4.84	5.1	8.9	4.34

数据源自 WIND，东北证券

3、投资主线及重点个股

展望 5 月的投资机会，市场更多的追求确定性的机会，即估值的安全、业绩的稳健；配置上以偏防御为导向。投资主线上，我们立足于低估值、业绩增长以及对未来的合理预期之上。因此，投资主线上，可做如下考虑：

主线 1：考虑到低估值以及业绩环比增长，从配置的角度可以继续关注银行、基建类板块。

主线 2：从防御角度，关注估值有所回落但增长持续稳定的家纺、医疗等消费板块；

主线 3：建立在对未来的合理预期之上，那么油价高涨、能源紧缺的大环境变量，因此可以关注业绩大幅回落的能源及电力设备板块；同时，对西藏和平解放 60 周年等 5 月的主题性事件保持关注。

表 9：5 月重点关注个股

代码	名称	收盘价	PE2010	PE2011E	A 股市值
600016	民生银行	6.17	9.38	7.42	1398
601601	中国太保	23.53	24.12	19.56	1479
600581	八一钢铁	13.77	19.16	12.79	106
601668	中国建筑	40.95	13.02	10.07	105
002397	梦洁家纺	39.76	40.91	26.88	38
600993	马应龙	38.50	50.33	31.85	64
000027	深圳能源	33.86	16.26	15.30	114
600875	东方电气	25.92	19.48	15.65	431
600089	特变电工	18.49	22.64	17.43	375
600749	西藏旅游	16.15	116.09	69.40	27

数据源自 WIND，东北证券

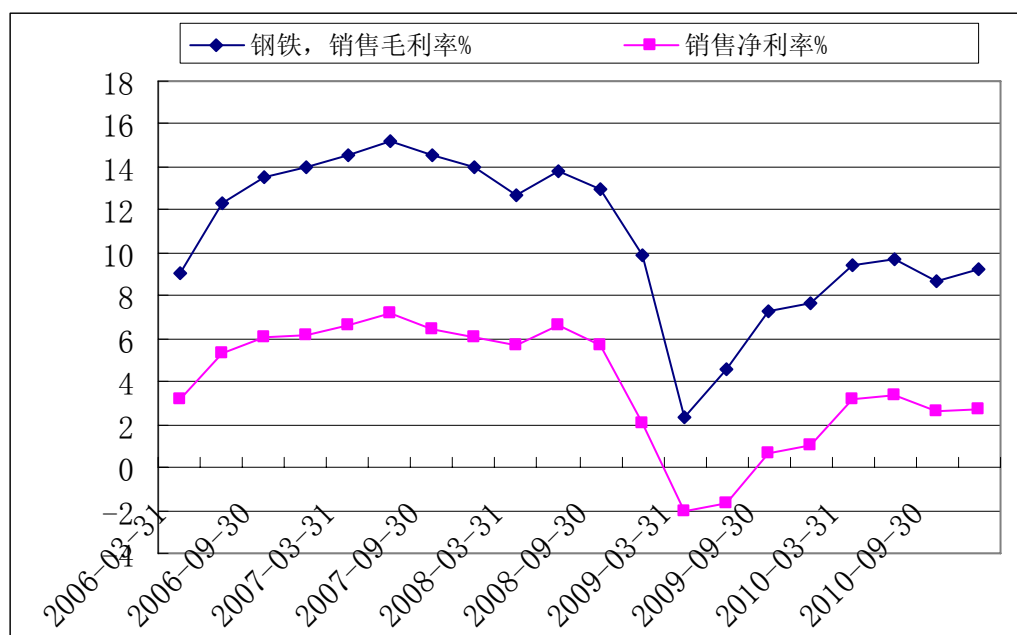
附表 1：采掘、钢铁、商业、食品及医药 1 季度业绩同环比均保持增长

净利润	2010Q4	2011Q1	2010Q1	2011Q1 同	2011Q1 环
-----	--------	--------	--------	----------	----------

				比	比
采掘	72.50	82.84	70.25	17.92%	14.26%
餐饮旅游	3.45	1.80	2.01	-10.61%	-47.81%
电子元器件	11.68	10.77	9.65	11.61%	-7.74%
房地产	180.89	61.03	72.99	-16.39%	-66.26%
纺织服装	37.54	17.60	8.64	103.71%	-53.12%
公用事业	45.88	22.23	32.64	-31.88%	-51.55%
黑色金属	28.44	34.15	26.39	29.41%	20.08%
化工	84.85	66.93	38.22	75.13%	-21.13%
机械设备	99.68	79.09	55.25	43.17%	-20.65%
家用电器	29.07	25.56	18.41	38.84%	-12.10%
建筑建材	91.60	47.11	27.72	69.92%	-48.57%
交通运输	42.74	33.61	31.76	5.82%	-21.37%
交运设备	66.73	78.94	75.05	5.17%	18.29%
农林牧渔	9.66	8.18	7.43	10.19%	-15.27%
轻工制造	21.66	17.11	10.51	62.89%	-20.99%
商业贸易	24.05	35.26	23.22	51.84%	46.61%
食品饮料	48.83	79.70	54.91	45.15%	63.24%
信息服务	32.91	16.80	15.79	6.42%	-48.95%
信息设备	34.93	10.53	11.04	-4.65%	-69.86%
医药生物	52.64	56.98	44.22	28.84%	8.24%
有色金属	44.61	43.53	35.18	23.72%	-2.44%
综合	9.35	8.42	5.08	65.59%	-10.00%
总计	1073.70	838.15	676.36	23.92%	-21.94%

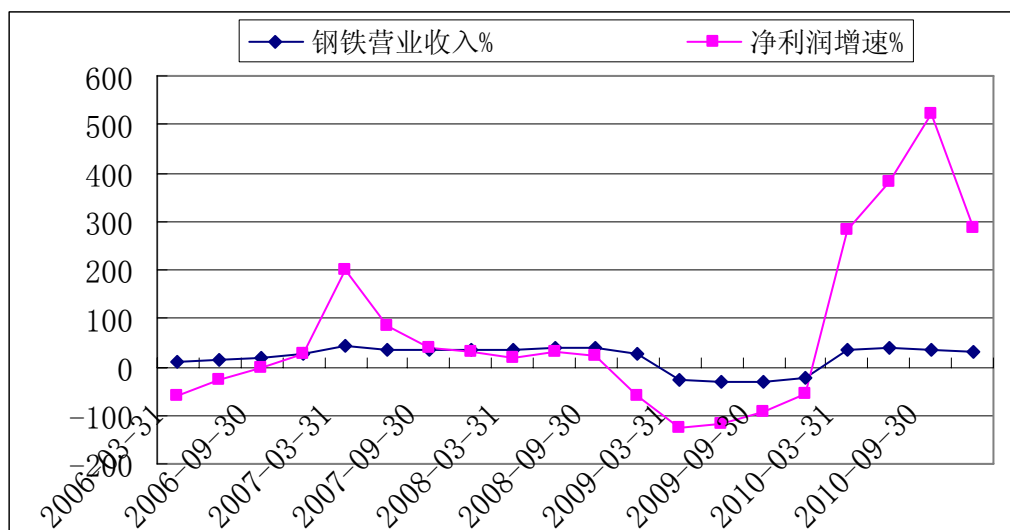
注：样本截至 2011 年 4 月 26 日；数据源自 WIND，东北证券

附图 1：钢铁的毛利率、净利率处于低位且有回升空间



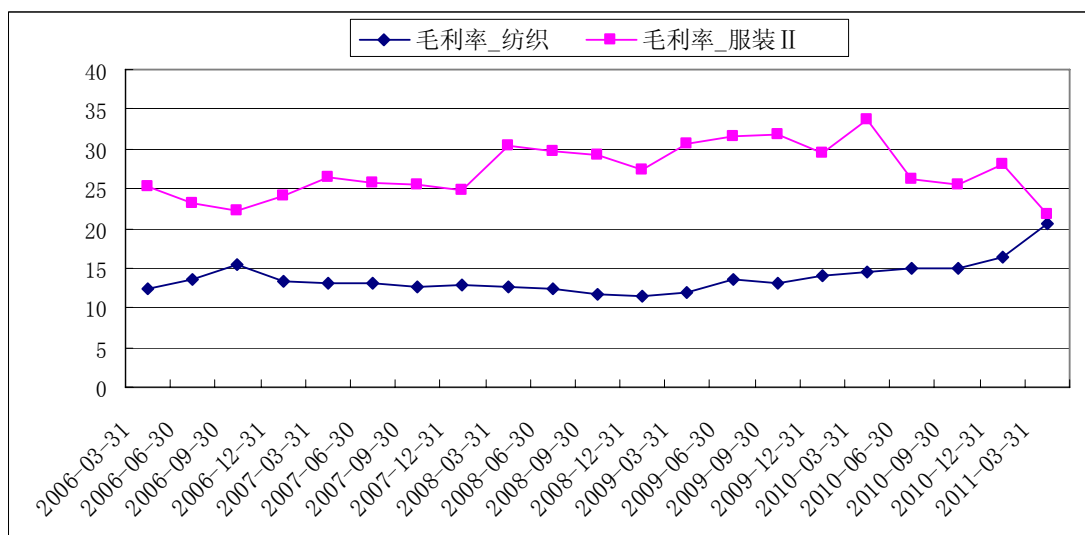
数据源自 WIND，东北证券

附图 2：钢铁的营收即利润增速趋于平稳



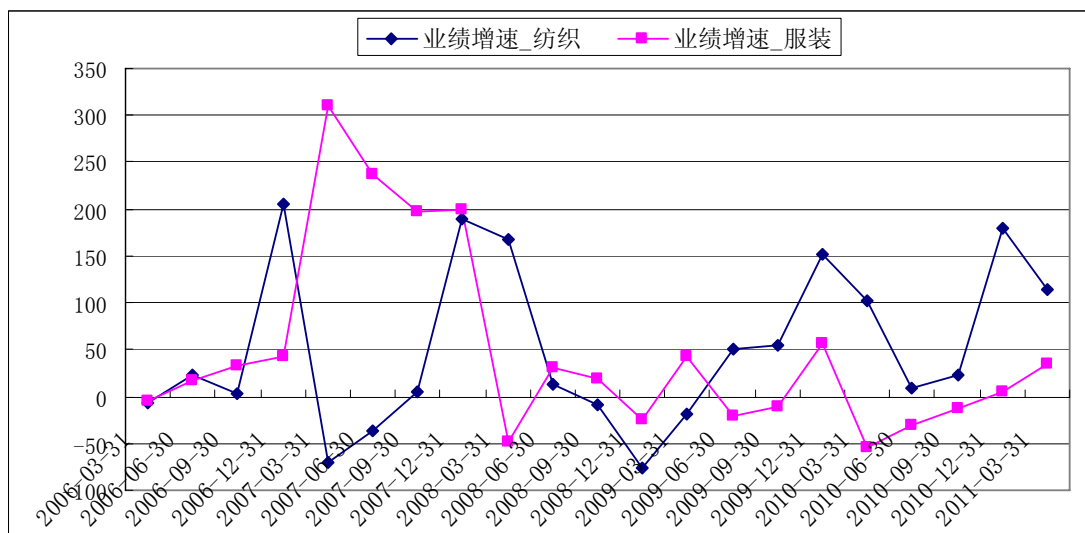
数据源自 WIND，东北证券

附图 3：纺织、服装毛利率序列图



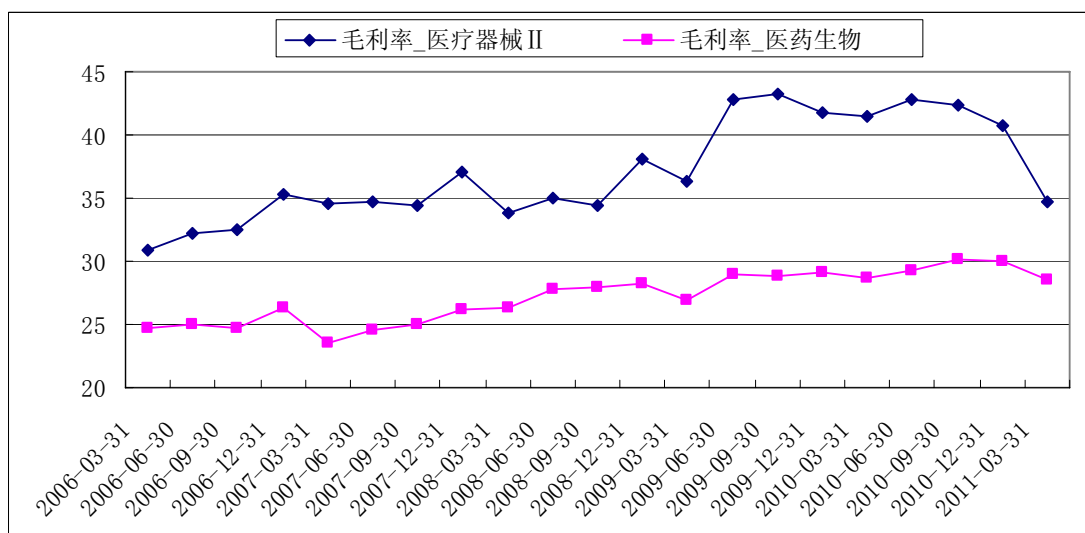
数据源自 WIND，东北证券

附图 4：纺织、服装业绩增速序列图



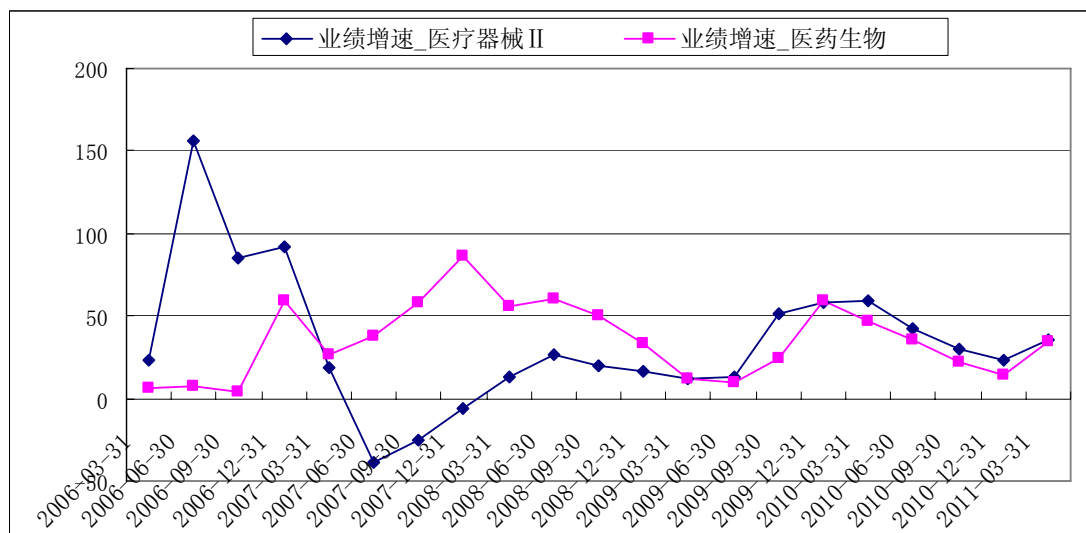
数据源自 WIND，东北证券

附图 5：医药医疗毛利率序列图



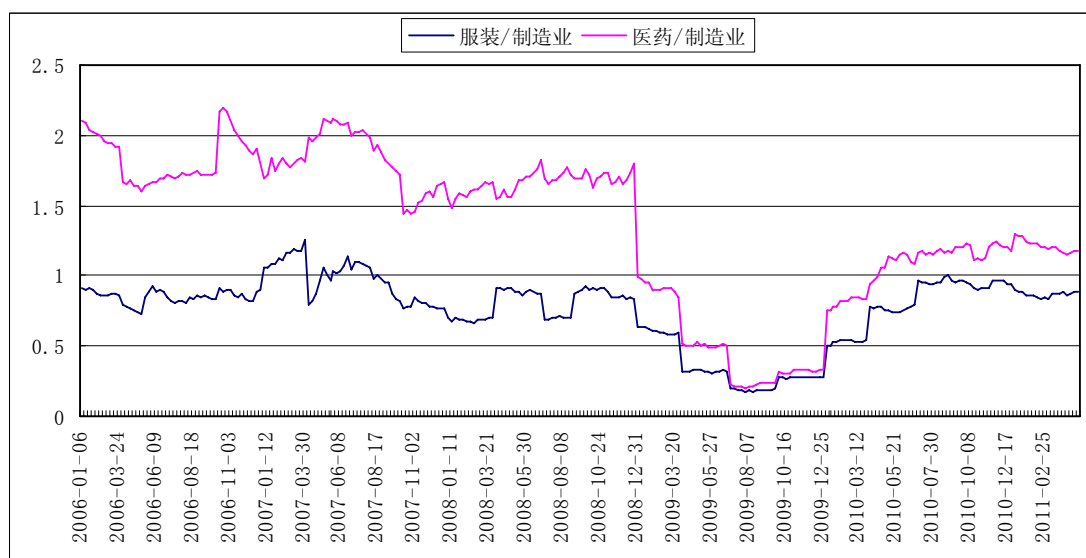
数据源自 WIND，东北证券

附图 6：医药医疗业绩增速序列图



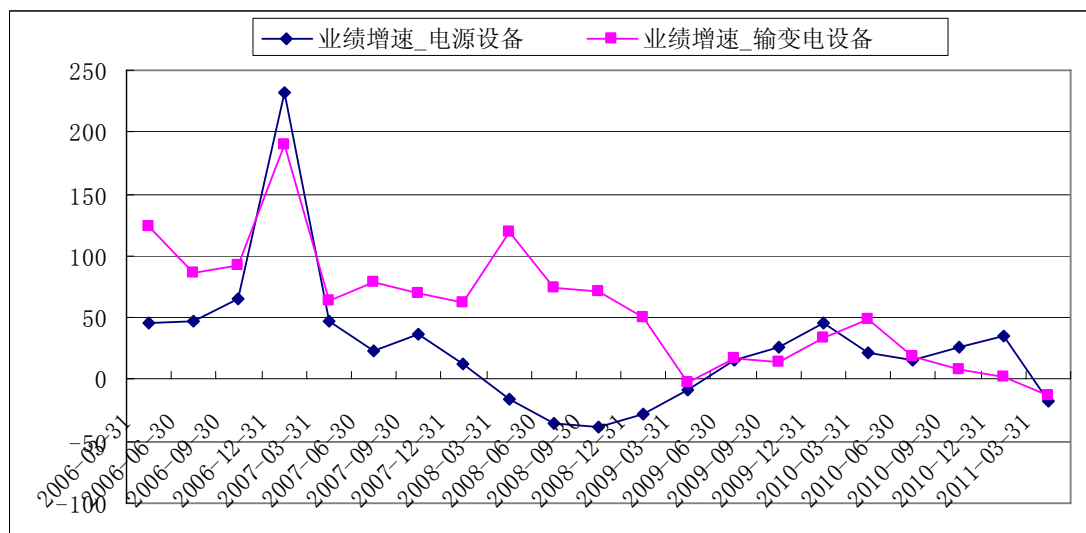
数据源自 WIND，东北证券

附图 7：服装、医药与全部制造业的估值比序列图



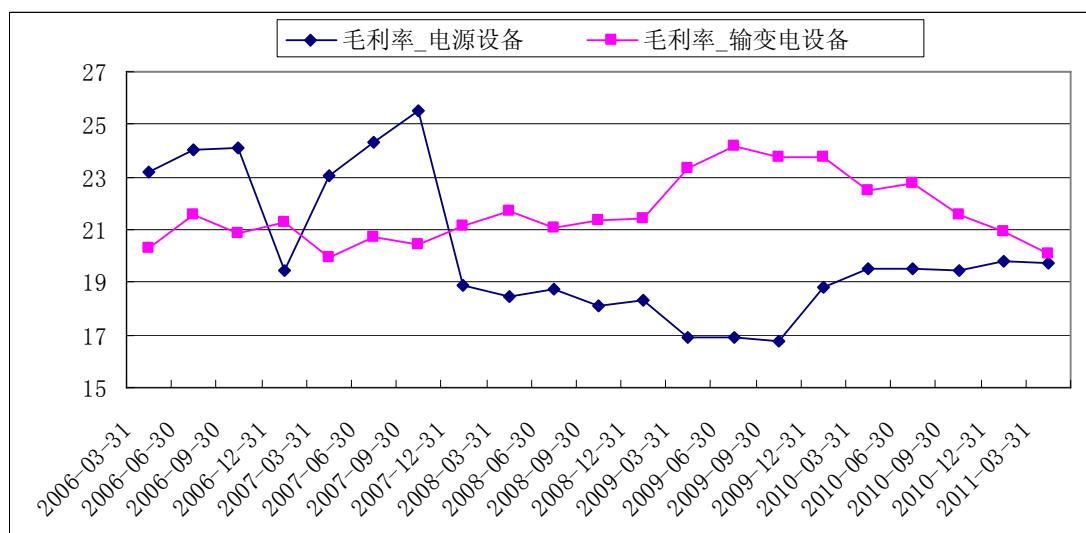
数据源自 WIND，东北证券

附图 8：电源及输配电设备业绩增速序列图



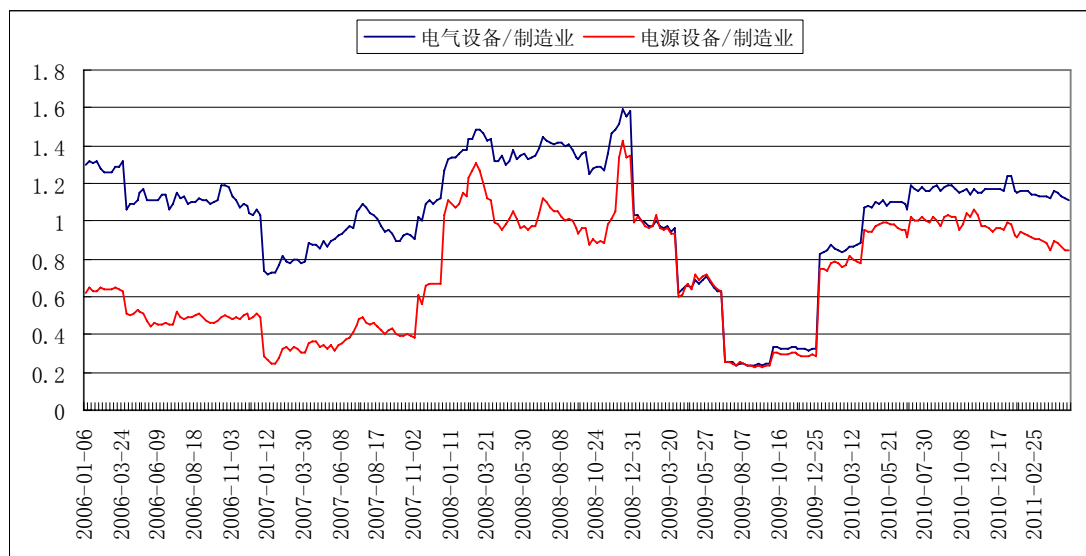
数据源自 WIND，东北证券

附图 9：电源及输变电设备毛利序列图



数据源自 WIND，东北证券

附图 10：电气设备与全部制造业的估值比序列图



数据源自 WIND，东北证券

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。

