

A 股市场

2011 年 5 月 3 日

研究员：李哲明
执业证书编号：S0170200010036
电 话：0411-39673243
网 址：www.daton.com.cn
邮 箱：lizheming@daton.com

股指最近三月走势



资料来源：wind 资讯

近期相关报告

1. 政策观察期下的资产配置——2011 年二季度 A 股市场投资策略
2. 地缘政治推高油价，两会召开启动转型——2011 年三月 A 股市场策略
3. 估值安全边际下的机会挖掘——2011 年二月 A 股市场策略

以退为进，防御为主

2011 年五月 A 股市场投资策略

1. 美国QE2 将终结全球资本市场流动性收紧

FMOC宣布QE2结束意味着美国国债的最大买家将要退场，同时全球性资本市场的流动性充沛预期将迅速下降，对于正处于历史高位的前沿经济体金融市场无疑构成重大打击。

2. 下半年经济及政策环境对A股市场有利

2011 年经济运行对市场趋势的正面效应增大，这些情况与去年经济逐季下滑形成鲜明的对比。预计下半年随着通胀的逐渐回落，市场将迎来低通胀高增长的良好环境。我们看到农林牧渔、纺织服装、食品饮料等必需消费品行业投资增速回升，说明一旦市场进入震荡，防御性板块会有较好的机会。有鉴于二季度是 CPI 高峰阶段，如果政策收紧力度加大，则市场预期将继续遭受打击。

3. 五月资金供求情况仍较紧张

5月份限售股解禁市值依然为年内单月解禁市值第三高。预计5月的发行速度将略快于4月。5月增量资金入市力度有限。

4. 业绩增长与估值

截至4月27日，可比的1655 家A 股上市公司（剔除新上市的公司）营业收入增长**35.9%**，归属于母公司所有者的净利润同比增长**38.7%**，上市公司业绩增长符合预期。A股估值基本合理，大小盘股分化将成为常态。

5. 技术分析

我们认为当前处于大V-1-(3) 浪阶段，该浪以 3 浪运行完成可能性大。

6. 综合分析

以退为进，防御为主将是五月市场的主要特征，预计上证指数的波动范围为 2700 点-3000 点。

7. 重点行业及公司

我们基于业绩、政策受益建议关注医药、旅游、食品饮料、商业零售、通信设备、农林牧渔、金融、化工等行业或板块。重点公司：恒瑞医药、华鲁恒升、宝钛股份、百联股份、亚泰集团、兴业银行、中国国旅、中兴通讯、泸州老窖、雏鹰农牧。

风险因素：货币政策从紧、油价快速上行、国际金融市场剧烈波动

一、美国QE2 将终结全球资本市场流动性收紧

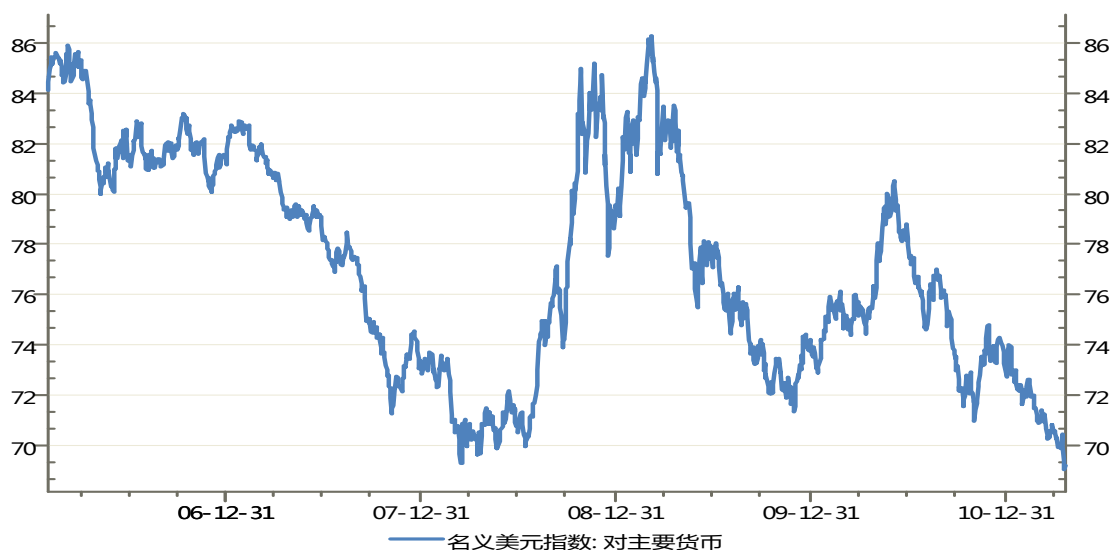
北京时间 4 月 28 日 0 点 30 分，美联储麾下的联邦公开市场委员会(FOMC)宣布，维持 0-0.25%的现行联邦基金利率不变，价值 6000 亿美元的第二轮定量宽松政策(QE2)将如期在今年 6 月 30 日结束。此外，FOMC 在声明中未暗示将启动新一轮的定量宽松政策(QE3)。目前美联储共持有国债总量的 70%，共计持有 1.3 万亿美元美国国债和 9340 亿按揭贷款证券。FOMC 宣布 QE2 结束意味着美国国债的最大买家将要退场，同时全球性资本市场的流动性充沛预期将迅速下降，对于正处于历史高位的先进经济体金融市场无疑构成重大打击。届时以下情形将出现：美股下降、美元指数反弹、国际油价回落。当然对于处于弱势震荡中的 A 股市场也有负面影响。

图 1：道琼斯指数高位运行



数据来源：WIND 大通证券研发中心

图 2：美元指数处于历史最低水平



数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND 大通证券研发中心

图 3：国际油价高位振荡



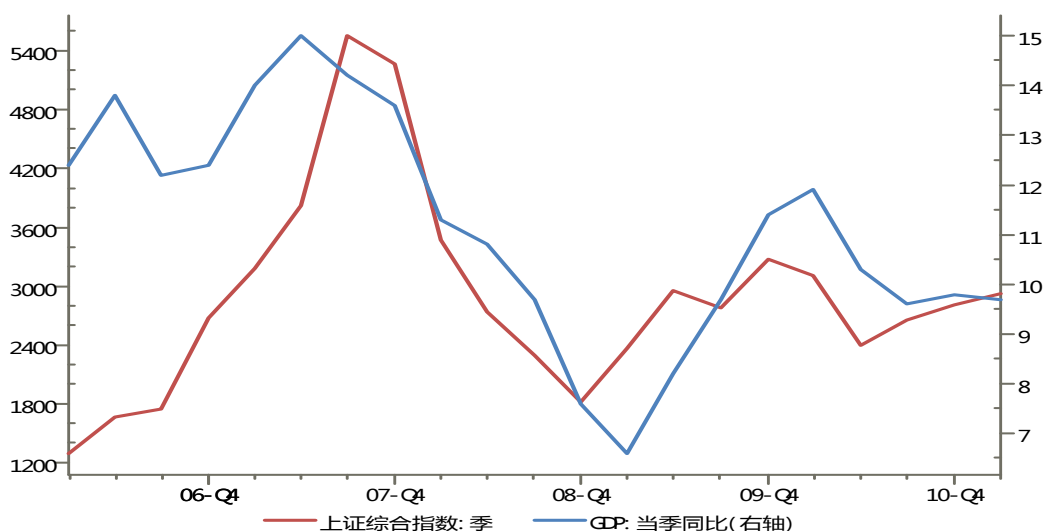
数据来源：WIND 大通证券研发中心

二、下半年经济及政策环境对 A 股市场有利

（一）经济变量与市场

从 GDP 增速与指数的关系可以看出：股市与经济周期运行大体一致，经济增长情况决定市场趋势，2011 年我们预测呈现“前低后高”的特征，一季度 9.7 的增速将是最低谷，从二季度开始经济将逐渐回升，则市场在下半年将呈现活力。2011 年经济运行对市场趋势的正面效应较大，这些情况与去年经济逐季下滑形成鲜明的对比。

图 4：上证指数与 GDP

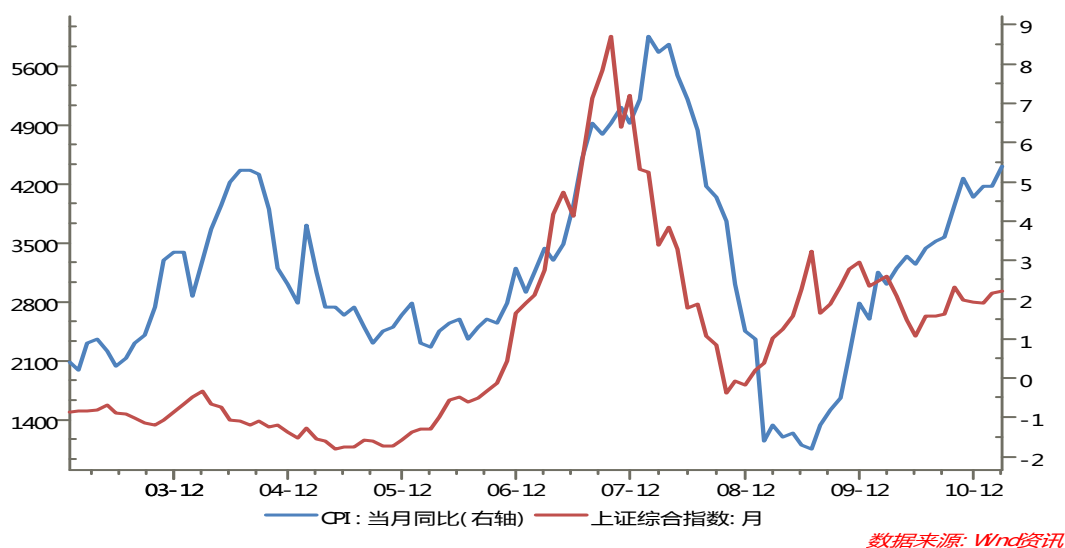


数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND 大通证券研发中心

从 CPI 与上证指数的走势图可以看出，通胀与市场的关系比较复杂，通货紧缩时，经济往往已处于衰退或萧条期，股市呈现熊市状态，指数大幅下降或表现萎靡不振。例如 2004-2005 年。温和通胀有利于市场上行，06-07 年的上证指数就是很好的证明。高通胀时期企业成本增加，盈利能力下降，市场将出现由升转降的剧烈转折。2008 年的大熊市充分地体现了这点。预计下半年随着通胀的逐渐回落，市场将迎来低通胀高增长的良好环境。

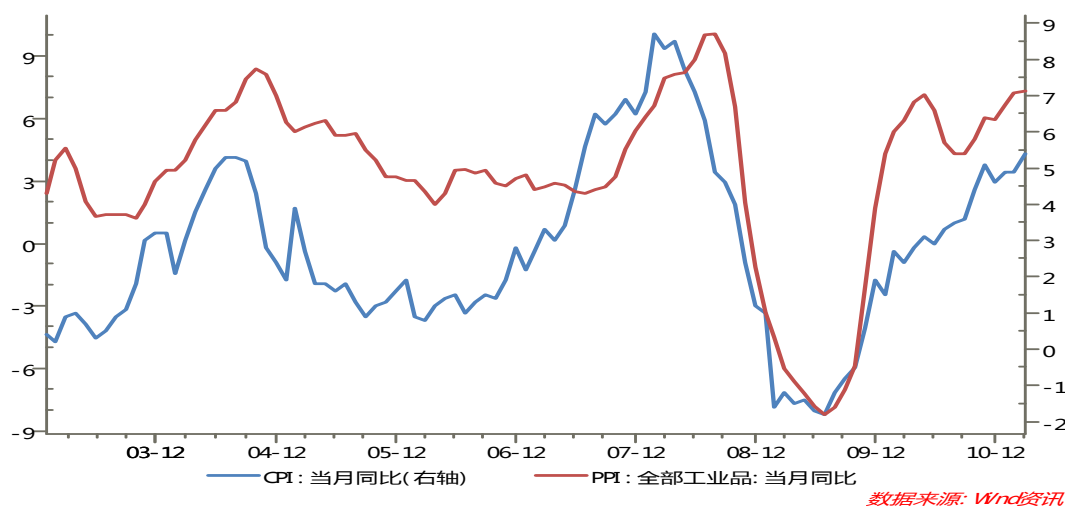
图 5：通胀与股市



数据来源: WIND 大通证券研发中心

从历史的走势看，物价仍有一定的上行空间，尤其是在国际油价仍不断创新高的情况下，预计未来 PPI 将继续上行，并将压力传导到 CPI。

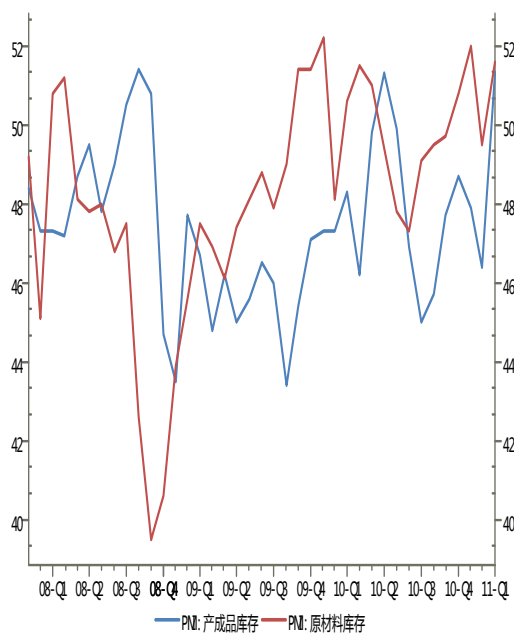
图 6：通胀压力仍旧较大



数据来源: WIND 大通证券研发中心

伴随着通胀的上行，企业开始囤积原材料，产成品也开始补库存之路。从历史上看，产成品的去库存之路总是滞后于原材料，当前的补库存可以看作是企业受益价格提升的利益驱动。并且从新订单指数的情况看，其需求并不旺盛，一旦持续下降，将导致企业产品的供过于求，去库存之路将重新开始。

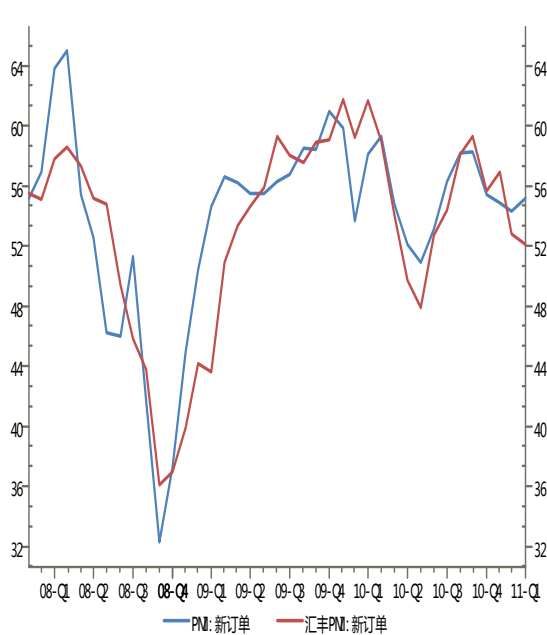
图 7：企业库存上升



数据来源: Wnd资讯

数据来源: WIND 大通证券研发中心

图 8：新订单指数下降

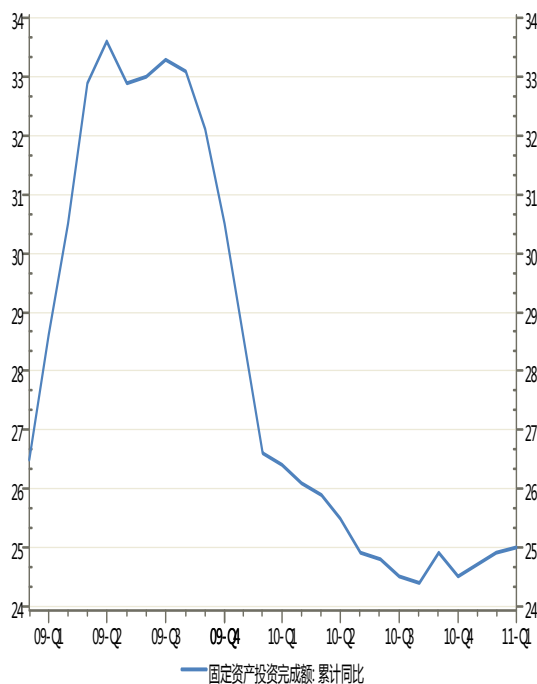


数据来源: Wnd资讯

我们知道在当前进出口贸易逆差、消费增速下滑的形势下，二季度只有仰仗投资的拉动，传统上春节后也是企业开工的良好季节，因此对于各行业投资情况的趋势判断将有利于市场热点的把握。

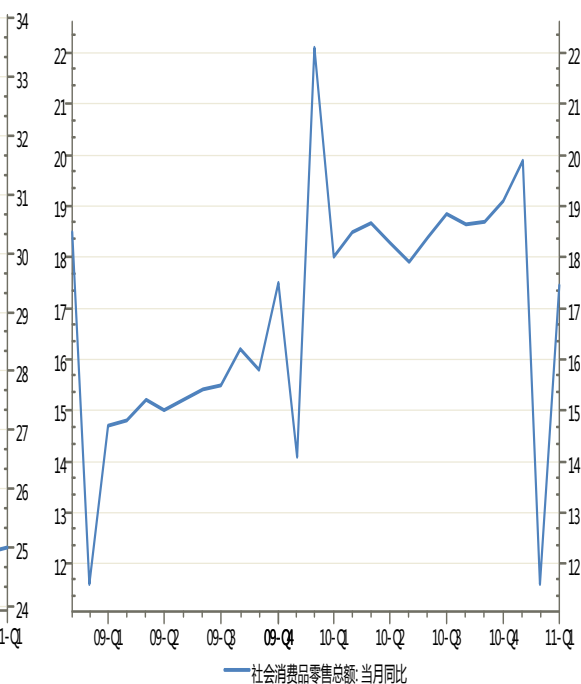
分行业观察，煤炭、有色、化工、钢铁、石油等资源品行业投资增速下降，交通运输、电器机械等耐用消费品行业景气处于高峰，未来有下降的可能，一季度传统制造业的繁荣充分反映出市场对于产业升级的热情。同时我们看到农林牧渔、纺织服装、食品饮料等必需消费品行业投资增速回升，说明一旦市场进入震荡，防御性板块会有较好的机会。

图 9：投资仍保持高位运行



数据来源: Wind资讯

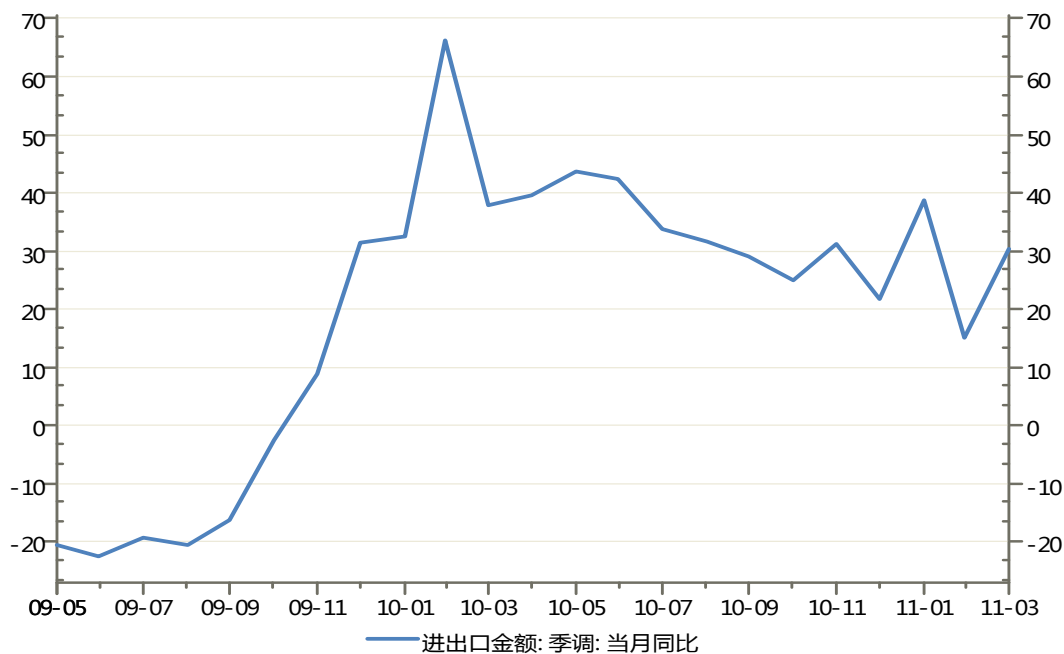
图 10：消费略有下降



数据来源: Wind资讯

数据来源: WIND 大通证券研发中心

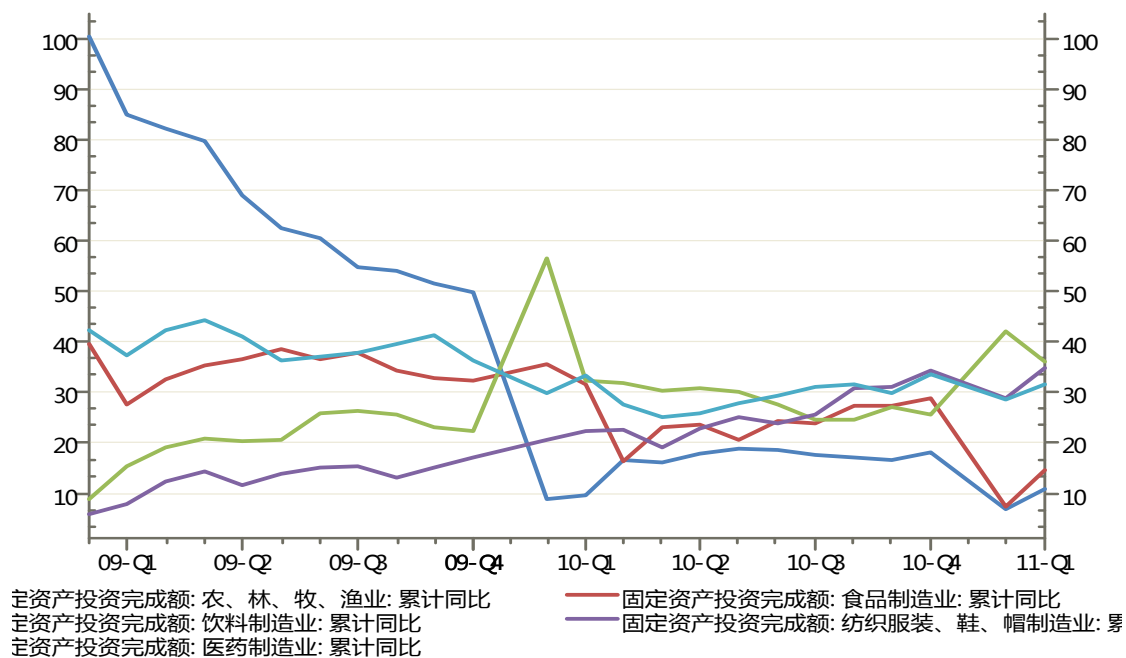
图 11：进出口日趋平衡



数据来源: Wind资讯

数据来源: WIND 大通证券研发中心

图 12：必需消费品投资回升



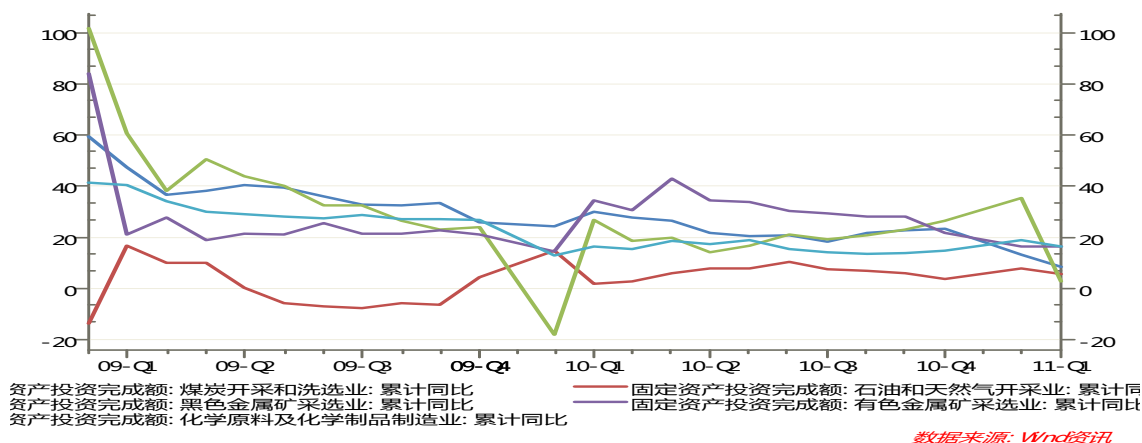
数据来源: WIND 大通证券研发中心

图 13：耐用消费品投资高位运行



数据来源: WIND 大通证券研发中心

图 14：资源品投资下降明显



数据来源：WIND 大通证券研发中心

（二）政策走向制约市场预期

我们看到 2010 年以来央行货币政策收紧以来，货币供应量已经萎缩到 06-07 年的正常区域，3 月 M2 增速 16.6 基本与十二五规划要求一致，M1 增速也保持在 15 附近，从历史走势看，没有大的下行空间。今年以来人民银行已经加息两次，一年期存款利率已经到达 3.25 的水平，如果全年通胀达到 4% 以上，负利差距不大。同时法定存款准备金率也上调了 4 次，大型机构存准率已经达到 20.5%，近期周小川在讲话中甚至提到存准率没有上限的观点，表明在当前通胀压力仍旧较大的情况下，流动性仍旧很难放松。有鉴于二季度是 CPI 高峰阶段，如果政策收紧力度加大，则市场预期将继续遭受打击。

图 15：货币供应量增速符合正常水平

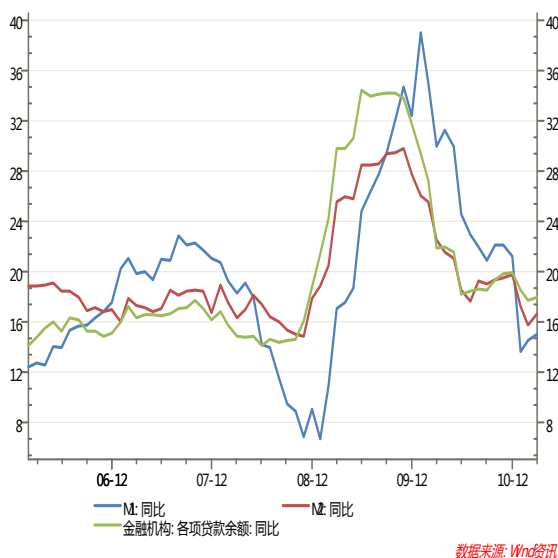
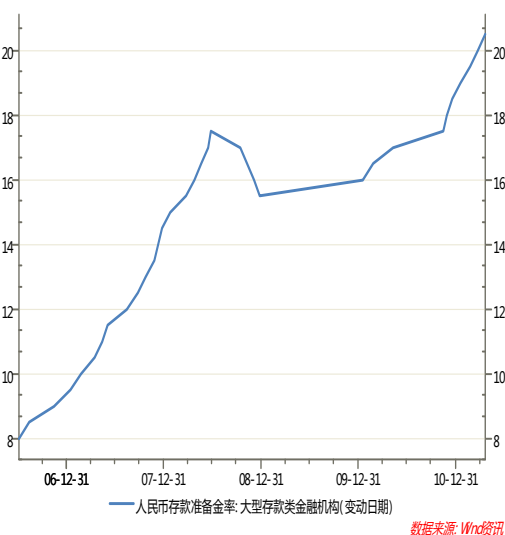
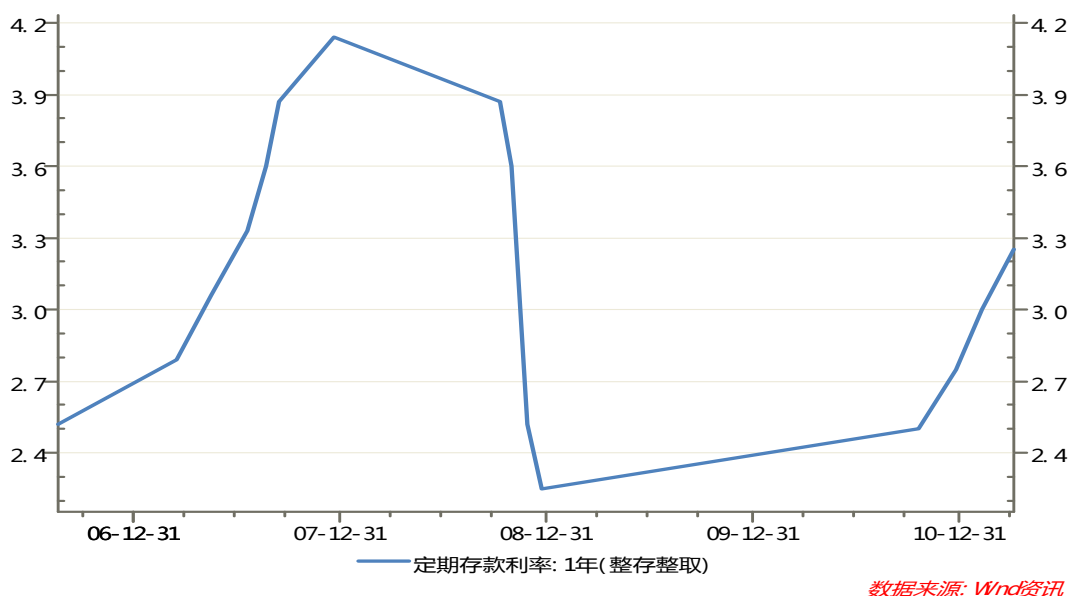


图 16：存款准备金率创历史新高



数据来源: WIND 大通证券研发中心

图 17: 负利率空间收窄



数据来源: WIND 大通证券研发中心

三、五月市场供求情况

根据公开资料统计, 5 月份沪深两市将有 119 家上市公司限售股解禁上市, 市值 2666.93 亿元, 较 4 月份微降, 不过, 5 月份限售股解禁市值依然为年内单月解禁市值第三高。

其中, 股改限售股的解禁市值为 760.74 亿元, 较 4 月份减少 24.99%; 首发、增发配售、定向增发等部分解禁市值 1906.19 亿元, 较 4 月份增加 8.64%。

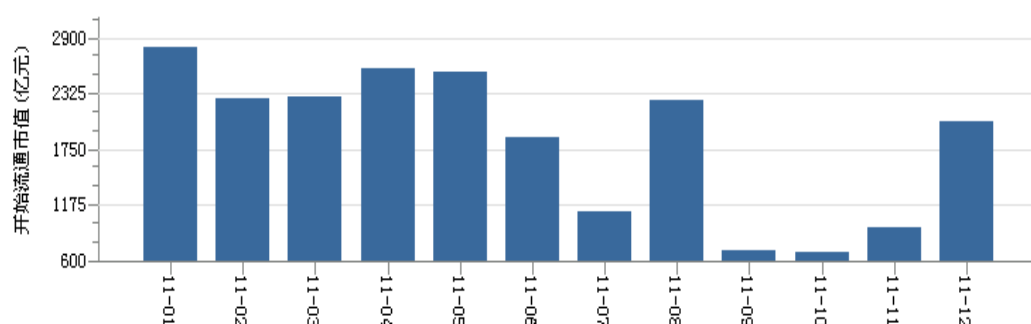
统计显示, 5 月份解禁的 119 家上市公司中, 股改限售股解禁的公司有 24 家, 少于 4 月份的 35 家, 首发原股东股份、首发机构配售部分和定向增发机构配售等非股改部分涉及的公司有 95 家, 多于 4 月份的 78 家。这 119 家公司中, 解禁股数占解禁前流通 A 股比例在 30% 以上的有 63 家, 占当月涉及解禁公司数量的一半多, 在 100% 以上的公司有 35 家, 其中, 比例最高前三家公司分别是宁沪高速, 海康威视, 四维图新。

数据同时显示, 119 家公司中, 限售股解禁的市值在 10 亿元以上的公司有 50 家, 其中超过 100 亿元的有宁沪高速、海康威视、青岛海尔、歌尔声学、燕

京啤酒、滨江集团、方大炭素共 7 家公司，前 3 家公司的解禁市值分别为 230.22 亿元、176.58 亿元、126.28 亿元。

值得关注的解禁群体是 12 家创业板公司的首发原股东限售股解禁，这其中，解禁股数占解禁前流通A股比例最大的三家公司分别是海默股份，国民技术和恒信移动；解禁市值最大的三家公司是国民技术 49.11 亿元，数码视讯的 21.29 亿元和中瑞思创18.14 亿元。

图 18：5 月解禁压力较重

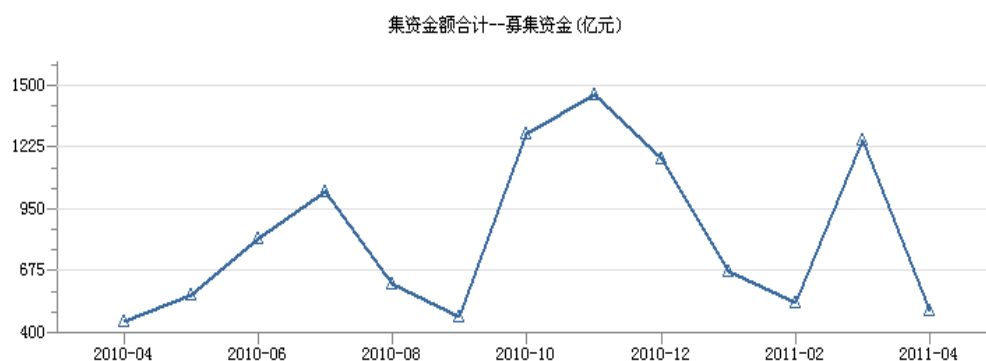


数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND 大通证券研发中心

从 2011 年前三月募集资金情况来看，基本符合我们的预测，平均每月 800 亿元。根据媒体报道，近期由于新股发行体制的改革预期的推动，证监会发审委明显提高审核速度，预计 5 月的发行速度将略快于 4 月。同时证监会还简化了再融资审核手续，我们看到 3 月募集额大大高于 2 月，主要就是由于当月增发募集额达到 900 亿的水平，其发行量与去年的高峰期额度相近。

图 19：5 月发行速度将加快

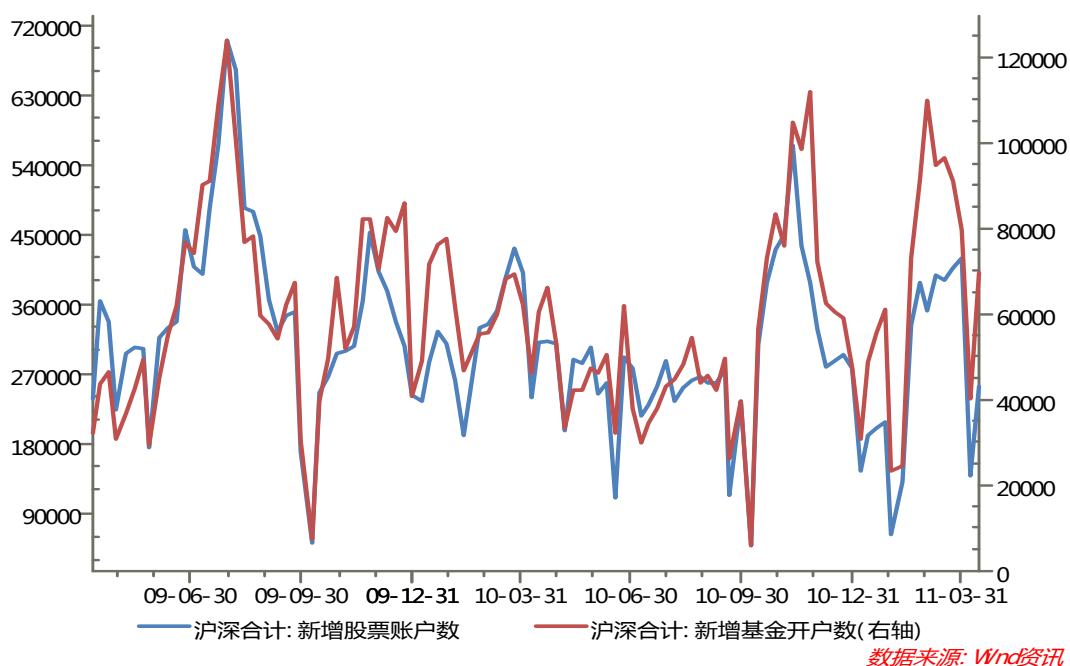


数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND 大通证券研发中心

从资金供给方面看，情况不容乐观。基金开户方面在 3 月一度接近去年 3186 点的水平，说明 2010 年基金整体盈利能力超过大盘，得到基民们的认可。但是基金 2011 年一季报披露亏损 359 亿元，缺乏赚钱效应，虽然 4 月申请发行基金在 20 家左右，但是发行平均份额很难提高，实际上基金一季报已经显示基金总资产的整体下降，因此其后继乏力。A 股开户方面，则一直没有恢复到去年 11 月的高峰水平。因此 5 月增量资金入市力度有限。

图 20：增量入市资金力量有限



数据来源: WIND 大通证券研发中心

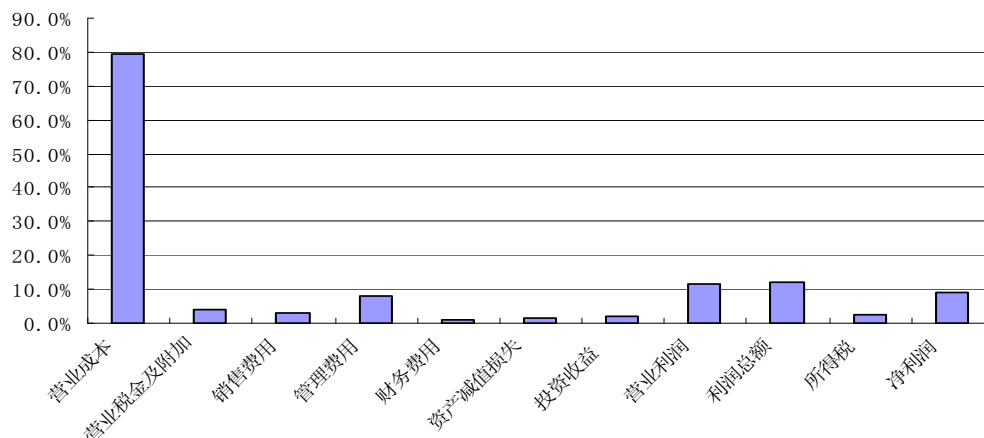
四、业绩增长与估值

(一) 2010 年报落幕

截至4月27日，可比的1655 家A 股上市公司（剔除新上市的公司）营业收入增长35.9%，归属于母公司所有者的净利润同比增长38.7%，上市公司业绩增长符合预期。其中营业成本增长38%，销售费用增长28.7%，管理费用增长21.5%，财务费用增长11.4%，我们看到三项费用增长幅度没有与成本同步提高，说明上市公司的管理能力增强。同时资产减值损失也有所降低。另外投资收益占利润总额的比重由09年的17.9%，下降到14%，体现出去年A股市场调整的负面效应。

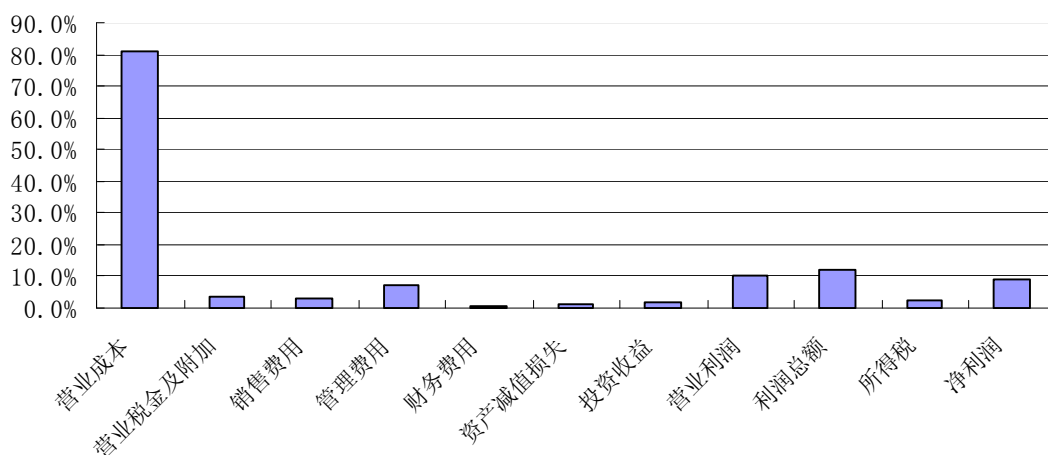
截至4月28日，上市公司2011年一季度营业收入27097亿元，归属母公司所有者的净利润2147亿元。其中71家可比的创业板公司营业收入增长46.7%，归属于母公司所有者的净利润增长32.3%。中小板可比的343家公司营业收入增长36%，净利润增长31%。从以上数据观察中小市值公司业绩的成长性没有充分体现，其高估值必然受到市场质疑。

图21：2009年可比上市公司年报结构



数据来源：WIND 大通证券研发中心

图22：2010年可比上市公司年报结构



数据来源：WIND 大通证券研发中心

（二）估值总体合理

1、A股与全球主要股指估值比较

与国际横向比较,998点的A股市净率低估。1664点的市盈率、市净率都偏高。当前点位A股市盈率低于美国、日本、韩国、印度，略高于其他国家，属于

国际上的合理水平。市净率除了印度外高于其他国家。AH 股溢价指数仍接近历史最低水平。从 A 股自身纵向比较，几个低点当中，998 点的市净率最低，1664 点的市盈率最低。

表 1：998 点、1664 点、当前点位全球估值比较

指数	05(998 点) PE	05 (998 点) PB	08 (1664 点) PE	08 (1664 点) PB	最新 PE	最新 PB
标普 500 指数	19.52	2.87	21.29	1.87	15.53	2.29
英国富时 100 指数	14.2	2.23	7.85	1.44	14.77	1.93
法国 CAC40 指数	16.05	2.15	9.59	1.24	12.21	1.30
德国 DAX30 指数	15.91	1.55	10.24	1.36	13.18	1.57
日经 225 指数	21.66	1.65	11.46	1.01	17.56	1.27
香港恒生指数	14.51	2.07	8.53	1.33	12.98	1.86
韩国 KOSPI 指数	9.31	1.17	9.25	0.96	19.49	1.74
印度 NIFTY 指数	14.8	3.26	9.93	2.16	19.74	3.39
俄罗斯 RTS 指数	5.8	1	4.27	0.72		
巴西圣保罗交易所指数	10.26	2.21	9.07	1.35	14.91	1.85
沪深 300 指数	13.17	1.82	12.07	2.14	15.33	2.44
上证综指	18.02	1.75	13.12	1.96	16.68	2.51

数据来源：天相投顾、Bloomberg、大通证券研发中心 其中：2005 年数据截止 2005 年 6 月 10 日 2008 年数据截止 2008 年 10 月 31 日 最新数据截止 2011 年 4 月 22 日 数据匹配原则 TTM

图 23：当前全球主要股指静态市盈率

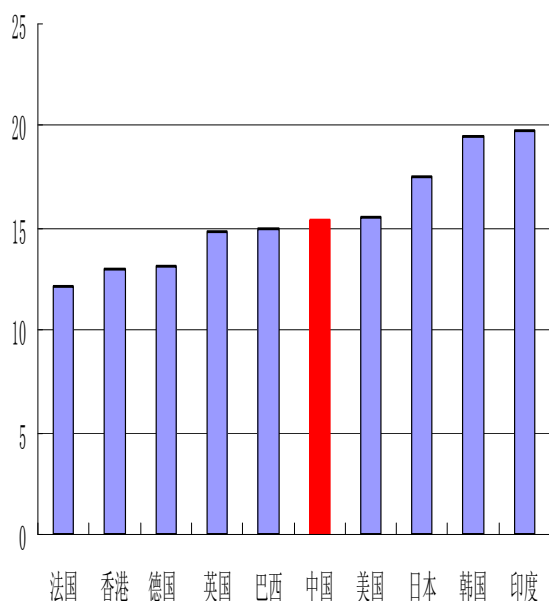
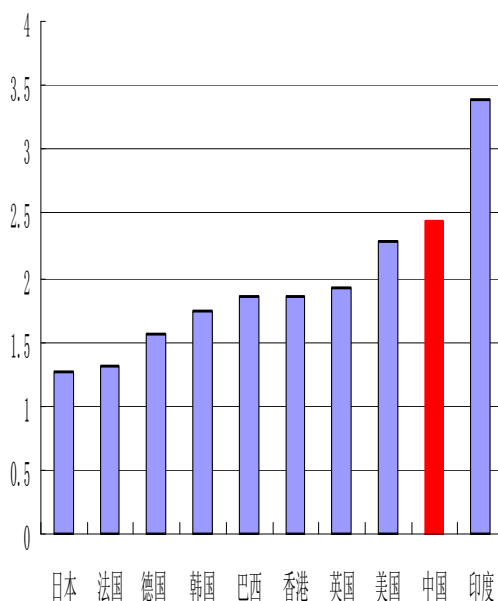


图 24：当前全球主要股指市净率



数据来源：Bloomberg、大通证券研发中心；数据截止 2011 年 4 月 22 日

图 25: AH 股溢价指数

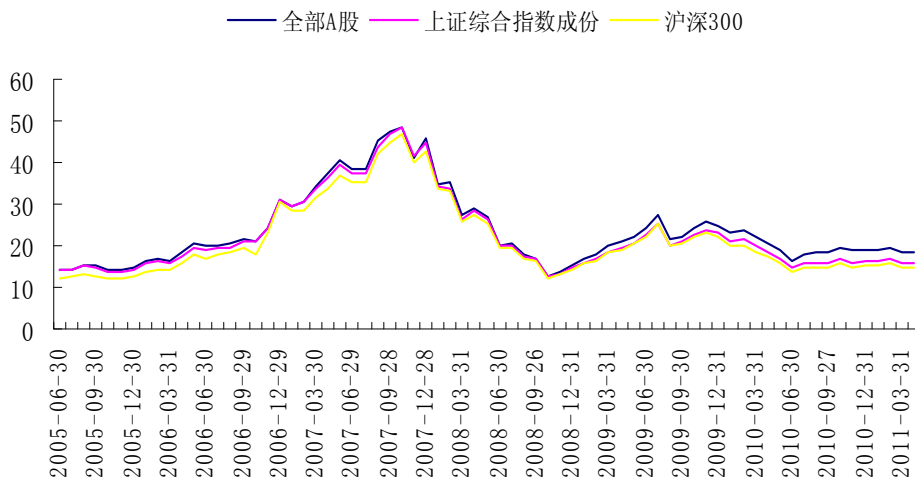


数据来源: WIND 大通证券研发中心 日期截至 2011 年 4 月 26 日

2、A 股各指数及行业估值比较

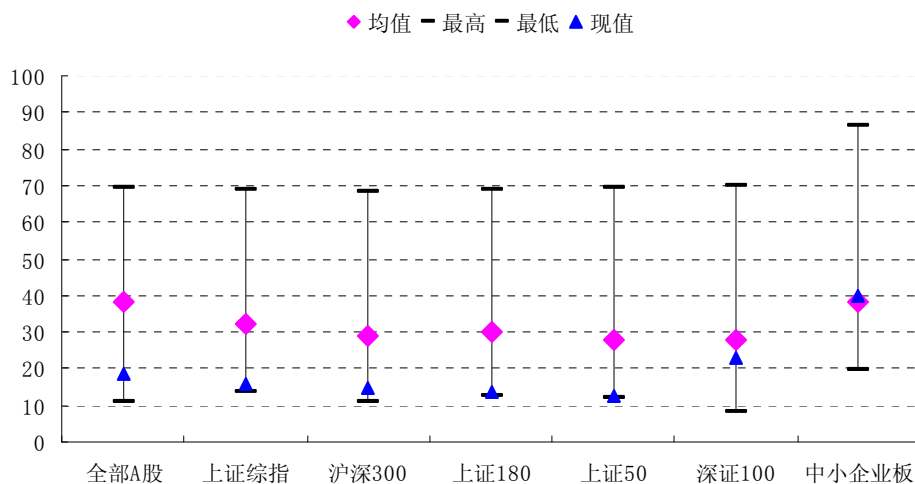
05 年股改以来指数走势图可以看出, 当前股指估值处于较低水平, 考虑流通股占总股本的比例在 80% 以上, 按国际惯例分析, 不能说目前市场严重低估, 可能略有低估。中小企板、深证 100 存在结构性高估, 上证综指、上证 180、上证 50 估值处于历史最低值。行业分析看, 金融服务、房地产、交通运输、采掘、化工、黑色金属、建材估值较低, 而农林牧渔、电子元器件、有色估值较高。

图 26: 2005-2010 年 全 A、上证、沪深 300 PE 比较



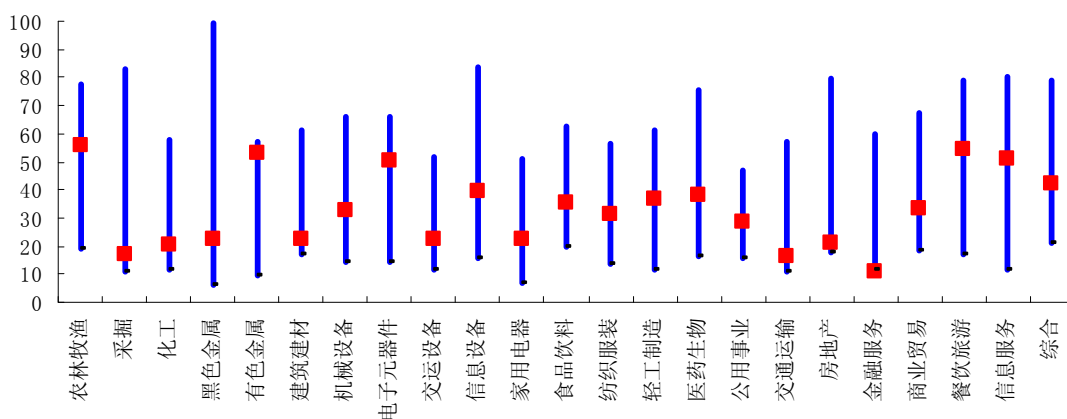
数据来源: wind 大通证券研发中心 日期截至 2011 年 4 月 26 日

图 27：我国主要市场指数当前市盈率与历史比较



数据来源：wind 大通证券研发中心 日期截至 4 月 26 日

图 28：行业当前市盈率与历史比较

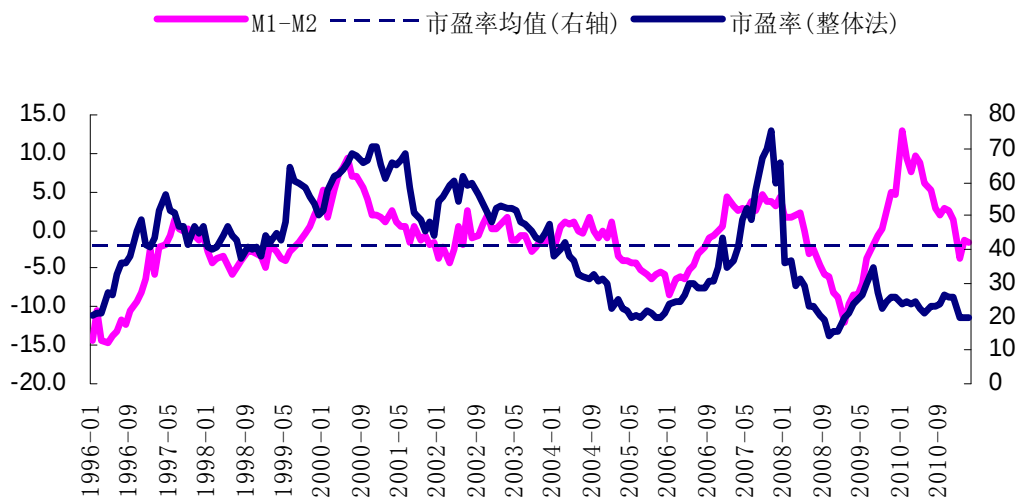


数据来源：wind 大通证券研发中心 日期截至 4 月 26 日

3、相对估值与 M1、M2 关系分析

统计分析表明，M1-M2 与相对估值走势高度拟合。比较 M1-M2 与市场估值的历史走势之后，我们发现相对市盈率而言 M1-M2 几乎可以看作是估值走势的翻版，趋势上极为接近。从这些比较中我们至少可以得出以下结论，流动性对市场估值的驱动力是极为明显的，流动性与估值的相关性也是长期存在的，这其中 M1 增速由于明显的周期性特征对于市场具有更好的指示意义，而 M1-M2 则更接近市场估值的波动趋势。因此，我们认为跟踪 M1-M2 的变化，对市场估值趋势的判断会有帮助。

图 29：过去 15 年 M1-M2 与市盈率的波动正相关



数据来源 WIND 大通证券研发中心

推动未来估值上涨的因素主要有：（1）经济复苏，业绩同比好转；（2）人民币升值预期；（3）通胀预期演化为温和通胀现实，成为投资者增加配置资产的内在动力。

抑制未来估值提升的因素主要有：（1）刺激经济政策收缩；（2）国际经济增长低预期；（3）扩容加剧；（4）高通胀提前来临，经济显露过热迹象，政府开始收缩货币。

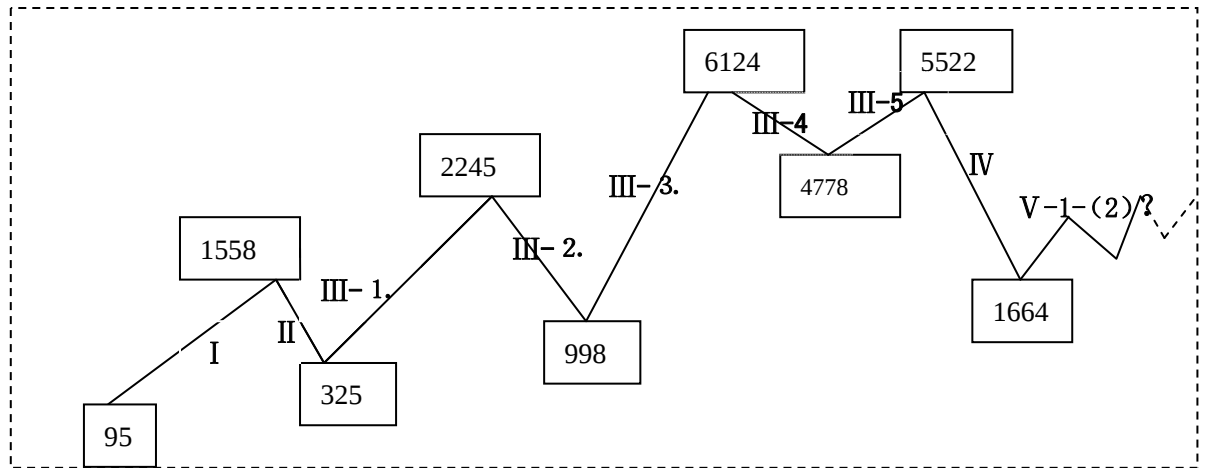
一般来说，股市波动取决于经济周期和市场流动性充裕程度。一般认为，经济波动将影响企业盈利和估值，从而决定股市的“牛熊”状态。从更深层次来看，估值水平是盈利增长和流动性共同作用的结果。

五、技术分析

波浪理论分析：从波浪框架划分看，自上证指数进入使用以来，大盘一直运行在超级循环浪级中，其中95-1558为超级循环浪的浪 I；1558-325为浪 II；从325点开始到6124点，进入了大III浪，而且这个大III浪已明显出现了超级循环延长，具体划分为：325-2245为浪III-1，2245-998为浪III-2，自998—6124点为浪III-3，6124—4778点为III-4，4778—5522点为III-5，该浪走出失败浪。自5522—1664的调整为大IV浪的调整，该浪以极端的形式完成，具体为5-3-5的形式完成。之所以认定为大IV浪，因为按波浪理论基本规律属性1664点未与1558点重合。从1664点开始到现在是处于大V浪运行阶段，该大V浪将走出延伸浪，时间跨度

会很长，可能会运行到2012年。目前我们认为处于大V-1-(2)浪运行阶段，该浪以3浪运行完成可能性大。

图 30：波浪理论分析图



数据来源：大通证券研发中心、WIND

六、综合分析

美联储宽松货币政策难以为继，国际金融市场波动对A股的传导效应增大。国内地产调控进入关键阶段，货币政策收紧继续，上市公司扩容提速，当前经济处于高增长高通胀阶段，不过市场在上市公司盈利增速下降，估值分化的复杂情况下很有系统性表现，“戴维斯双杀”效应在中小市值公司中已经充分体现。以退为进，防御为主将是五月市场的主要特征，预计上证指数的波动范围为2700点-3000点。

七、五月重点行业配置及重点公司

我们基于业绩、政策受益建议关注医药、旅游、食品饮料、商业零售、通信设备、农林牧渔、金融、化工等行业或板块。

表 2：五月重点公司

代码	名称	11EPS	12EPS	11PE	12PE	11PB	12PB	评级	理由
600276	恒瑞医药	0.84	1.06	37.51	29.7	5.58	4.5	增持	创新药和国际化

600426	华鲁恒升	0.74	1.19	22.30	13.89	2.12	1.85	增持	产品价格上涨，煤化工龙头
600456	宝钛股份	0.39	0.76	76.31	38.91	3.37	3.21	增持	行业复苏与增长中释放优势产能
600631	百联股份	1.02	1.05	15.1	14.57	2.44	2.26	增持	外延与内生增长并举
600881	亚泰集团	0.65	0.89	13.	9.51	1.91	1.56	增持	景气回升，公司业绩将大幅增长
601166	兴业银行	3.78	4.59	7.79	6.41	1.66	1.38	增持	估值优势明显
601888	中国国旅	0.7	0.95	41.49	30.81	5.59	4.8	增持	离岛免税政策的最大受益者
000063	中兴通讯	1.5	2.01	19.03	14.2	3.06	2.59	增持	业绩增长确定性高
000568	泸州老窖	2.04	2.62	22.47	17.51	8.54	6.39	增持	双品牌运作推动收入规模加速扩张
002477	雏鹰农牧	1.54	2.04	17.92	13.53	2.71	2.25	增持	猪价上涨的最大受益者

数据来源：大通证券研发中心、WIND 日期截至 4 月 27 日

风险因素：货币政策从紧、油价快速上行、国际金融市场剧烈波动

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料, 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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司