

低位震荡，周期未竭，蓝筹轮动

民生精品---策略月报

2010 年 05 月 03

报告摘要:

● 经济增速和物价小幅回落

高通胀与经济增长超预期成为一季度经济运行的显著特征。在下游需求回落的影响下，5 月份经济将面临主动去库存化、经济增速和物价面临双双小幅回落的态势，但是幅度有限、时间可控。

● 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；四月至年底仍有 2 万亿央票到期，央票调控自顾不暇；准备金率已居历史高位，未来上调空间有限。我们认为，汇率工具有望重启，人民币升值将加速。

● 短期资金面谨慎乐观

21 日准备金缴款致使银行间市场资金利率大幅上扬，紧缩政策对资金面的累积效应开始凸显。随着公开市场回笼力度减弱和到期资金的连续投放，目前银行间市场资金面的紧张态势已明显缓解。预计货币政策从紧的力度短期内不会改变，我们对 5 月份宏观资金面谨慎乐观。

● 年报业绩超预期，沪深 300 增速超过中小板创业板

2010 年全部 A 股净利润同比增长 38.4%，高于去年四季度以来 30% 的预期增幅。但是结构有分化，其中沪深 300 净利润增速好于市场预期，中小板、创业板业绩整体低于预期 5.2 个百分点。今年一季度全部 A 股净利润同比增长 24.1%，同比和环比双双回落。

● 市场运行及投资机会

近期市场对经济增长、物价和紧缩政策的反复纠结中，当前的低位震荡还会延续。但是调整的空间不大，时间也不会很长。低估值周期品经过短暂整理后，二季度后半场有望延续上涨行情。在当前的低位震荡行情中，投资者可逢低加仓，看好估值修复拓展的金融板块、催化剂强化的航空板块、国际金价屡创新高下的黄金板块、电力供需矛盾突出的发电及电力设备板块。

● 股票组合

重点关注 5 月份股票组合：深发展 A、工商银行、中信证券、中国太保、南方航空、海南航空、华业地产、广联达、同方股份、中兴通讯、森源电气、国电电力、中工国际、辰州矿业、奥飞动漫、远兴能源、华英农业、红日药业、西藏旅游、新华百货。

民生证券研究所

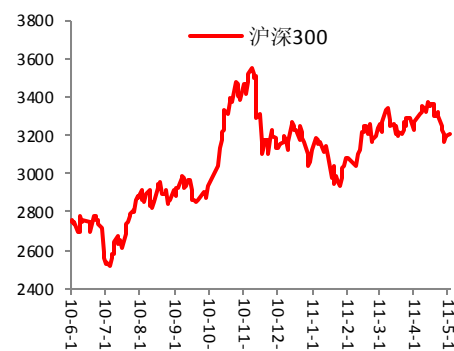
策略分析师：张琢
执业证号：S0100210110002
电话：(8610)8512 7665
邮箱：zhangzhuo@mszq.com

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)	31.78
流通市值 (万亿)	20.34
市盈率 (TTM)	18.13
市净率 (MRQ)	2.63

目 录

一、经济增速和物价小幅回落.....	3
(一) 库存滞后下游需求变化 1-2 月，经济或小幅回落.....	3
(二) 下滑幅度有限，中期内生增长动力充足.....	4
(三) 5 月份 CPI 增速继续回落.....	4
二、政策困境下，人民币升值必然加速.....	5
(一) 加息加速热钱流入已被验证.....	5
(二) 央票调控自顾不暇.....	6
(三) 准备金率上调空间有限.....	6
(四) 人民币升值将是解决失衡的关键.....	6
三、短期资金面谨慎乐观.....	6
(一) 紧缩货币政策效果显现.....	7
(二) 5 月公开市场到期资金 5080 亿元.....	7
(三) 5 月再次上调存款准备金率可能性大.....	8
四、年报业绩略超预期，沪深 300 增速超过中小板创业板.....	8
五、低位震荡，逢低加仓；周期未竭，蓝筹轮动.....	10
(一) 风格转换的新视角.....	10
(二) 低位震荡，逢低加仓；周期未竭，蓝筹轮动.....	10
(三) 中小板创业板业绩大幅低于预期，短期难有整体机会.....	10
六、投资机会与股票组合.....	11
(一) 业绩与政策预期差进一步拓展金融板块修复空间.....	11
(二) 四大催化剂推动，航空板块 30% 空间可期.....	11
(三) 黄金再创新高，金价与股价背离终将回归.....	11
(四) 电力供需矛盾突出，看好发电及电力设备行业投资机会.....	11
(五) 股票组合.....	11
插图目录.....	14
表格目录.....	14

一、经济增速和物价小幅回落

高通胀与经济增速超预期成为一季度经济运行的显著特征。在下游需求回落影响下，5月份经济增速和物价将双双面临小幅回落的态势，但是幅度有限、时间可控。

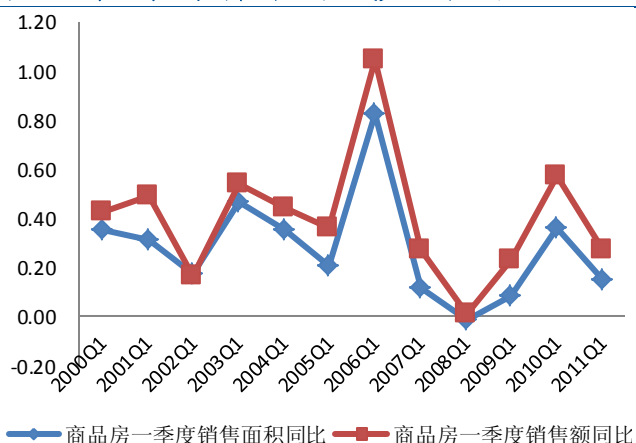
（一）库存滞后下游需求变化1-2月，经济或小幅回落

一季度连续的紧缩政策调控，对下游消费需求的影响已经开始显现。

物价水平走高，消费者购买意愿下降。央行调查统计显示，一季度仅有14.2%的居民倾向于更多消费，居民消费意愿降至12年来的最低值；1、2月份消费者信心指数均在100以下。

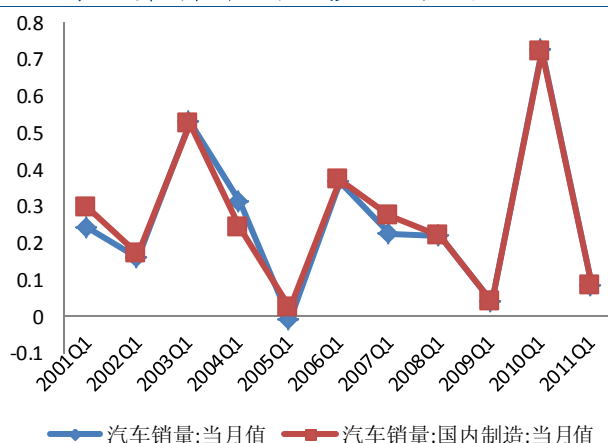
汽车、房地产限购政策导致相关消费增速减缓。受购买小排量汽车优惠取消以及北京等部分城市出台限购政策影响，今年一季度汽车销售498万辆，同比增长7.5%，增速同比大幅回落63.7个百分点；商品房及相关商品销售明显降温，一季度商品房销售面积增长14.9%，增幅同比减少20.9个百分点，家具、家电等相关商品销售额增长20%以上，同比下降了10个百分点。

图 1：一季度商品房销售增幅同比减少 20 个百分点



资料来源：Wind，民生证券研究所

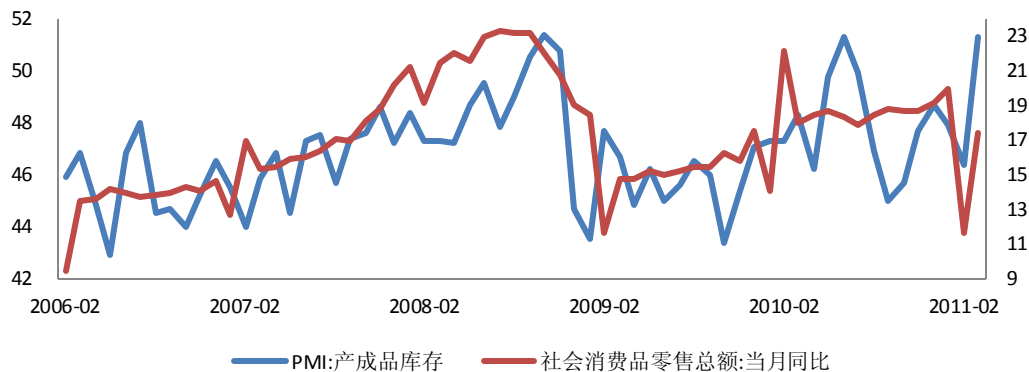
图 2：一季度汽车销售增幅同比减少 63.7 个百分点



资料来源：Wind，民生证券研究所

从需求端到生产端的传导需要一定时滞。一季度下游需求增速回落，将使得厂商在二季度降低产能，进入主动去库存阶段，预计5月份经济增速将面临小幅回落。从下游消费与库存同比关系来看，库存变化滞后消费变化1-2个月，一季度社会消费品零售总额同比为16.31%，低于近5年一季度同比7个百分点，预计4-5月份经济将进入主动去库存阶段，经济增速小幅回落。

图 3: 库存变化滞后消费变化 1-2 个月



资料来源: Wind, 民生证券研究所.

（二）下滑幅度有限，中期内生增长动力充足

4 月最后一周市场大幅调整，主要是担忧紧缩政策加码对经济带来负面冲击，在近期的路演中甚至有部分投资者开始担心硬着陆的风险。我们认为，经济略有回落但幅度不大，中期内生增长动力充足、无需过度担忧。

与去年二季度的经济下滑相比，今年二季度经济回落幅度更小、时间也更短，而回落的趋势也已经在市场的预期之中。保障房建设、水利建设、西部开发等政策，力度和节奏控制上均好于去年，而且实体经济活动对政策的预期差也好于去年，预计二季度 GDP 同比增长 9.4%。中期经济增长也无需过度担忧，经过了 2010 年中对于经济二次探底的过度担忧后，我国经济增长内生动力充足、政府调控经济增长政策的有效性再次得到了验证，经济软着陆是大概率事件。

（三）5 月份 CPI 增速继续回落

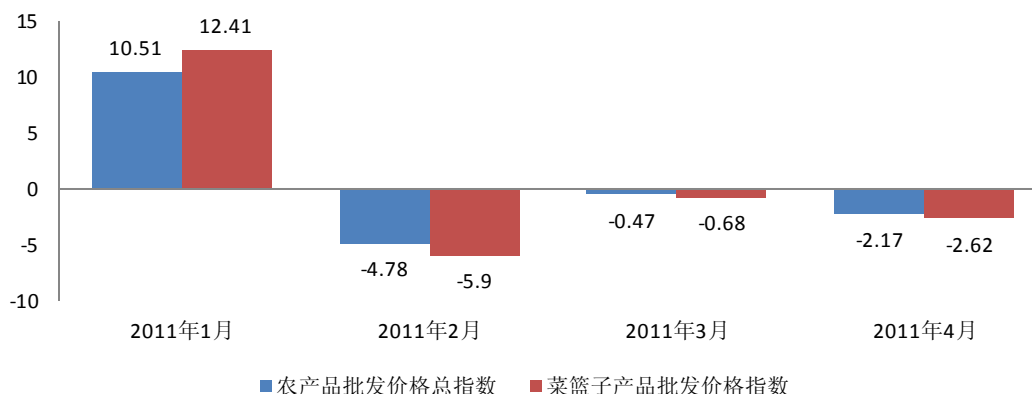
4 月食品类价格明显回落，非食品价格增速与 3 月基本持平略低，预计 CPI 整体增速在 5% 左右。我们认为，在食品价格回落和需求回落的背景下，5 月份 CPI 增速继续回落是大概率事件。

（1）商务部监测的 4 月份蔬菜、水产品及蛋类价格出现大幅回落。其中，18 种蔬菜平均批发价格连续四周回落，累计下降 21.1%；水产品、蛋类价格四周分别累计回落 0.9%、1.3%。

（2）农业部批发价格指数、菜篮子批发价格指数也出现了 2.17%、2.62% 的回落，降幅比上个月扩大了 1.70、1.94 个百分点。

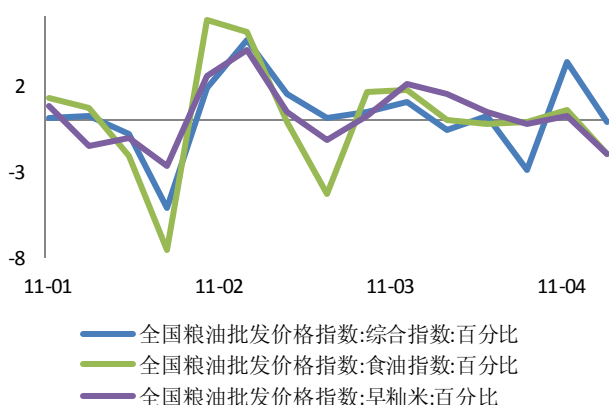
（3）全国粮油批发价格指数小幅回升 0.66%，但部分品种已经出现较大幅度回落。其中，食用油回落 1.79%、降幅比上个月扩大了 0.96 个百分点。

图 4: 农业部批发价格指数、菜篮子批发价格指数持续回落



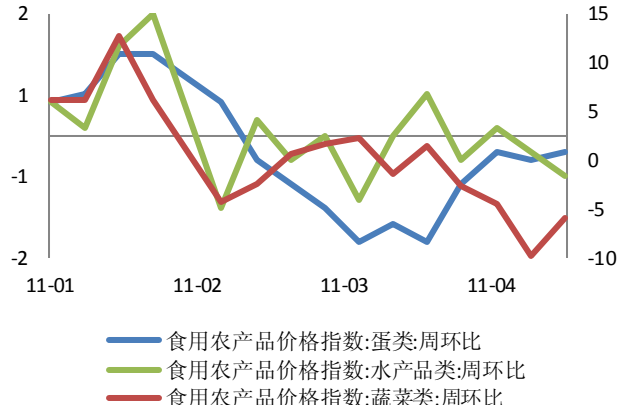
资料来源: Wind, 民生证券研究所.

图 5: 全国粮油批发价格指数小幅回升 0.66%



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 6: 商务部监测的 4 月份蔬菜价格大幅回落 22.9%



资料来源: Wind, 民生证券研究所

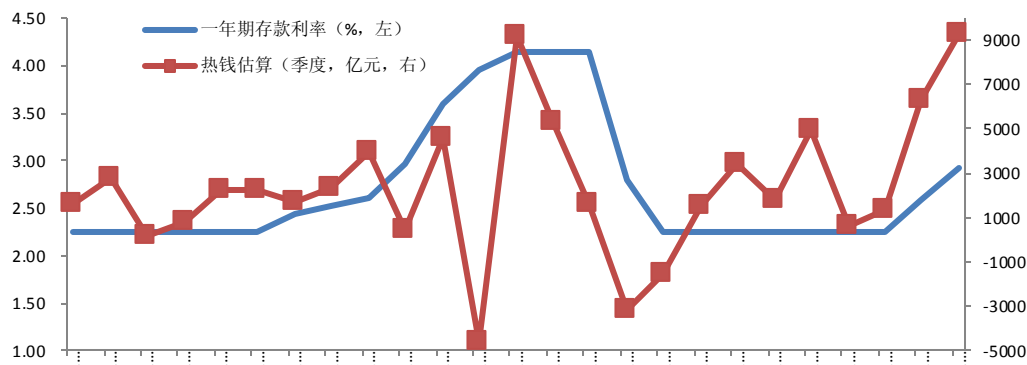
二、政策困境下，人民币升值必然加速

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,公开市场央票调控自顾不暇;准备金率已处于历史高位,未来上调空间有限。我们认为,汇率工具有望重启,人民币升值将加速。

(一) 加息加速热钱流入已被验证

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。

图 7: 加息吸引热钱流入已经成为事实, 今年一季度热钱流入创出历史新高



资料来源: Wind, 民生证券研究所。

而加息对抑制投资和消费效果有限。我国经济增长的三驾马车中,投资对利率不敏感,尤其是政府投资和大型国有企业的投资,更多地受制于数量调控工具,而非价格工具。消费受居民收入水平和财政政策影响,增长保持稳定,对利率也不敏感。因此,从过去十年我国政府的调控经验来看,加息对总需求的抑制效果有限。

（二）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,今年全年央票到期规模为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。

（三）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款准备金率达到 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。虽然未来国内银行的准备金率仍然存在上调的可能性, 但是空间已经越来越小。

(四) 人民币升值将是解决失衡的关键

在国内政策空间越来越窄的环境下，汇率工具不得不用，人民币升值必然加速。升值可能会对出口企业带来短期的暂时性的负面冲击，但是当前情况下，更应该考虑全局利率而非局部利益，考虑避免外部失衡引起的内部失衡。如果不想无限地上调存款准备金率，就必须改变外汇持续流入的局面，人民币汇率是关键。

三、短期资金面谨慎乐观

上月 21 日存款准备金缴款致使银行间市场资金利率大幅上扬，紧缩货币政策对资金面的累积效应开始凸显。随着公开市场回笼力度减弱和到期资金的连续投放，上周银行间市场资金面的紧张态势已明显缓解，短期资金利率回落，但仍高于上调前的水平。预计货币政策从紧的力度短期内不会改变，我们对 5 月份宏观资金面谨慎乐观态度。

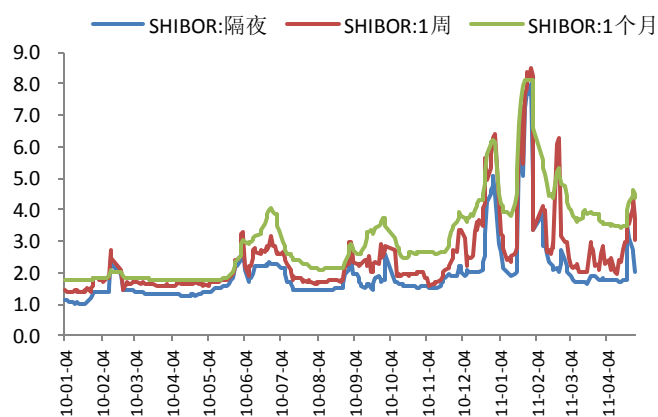
（一）紧缩货币政策效果显现

上个月 21 日存款准备金缴款致使银行间市场资金利率大幅上扬，紧缩货币政策对资金面的累积效应开始凸显。

2011 年以来央行保持了每月一次的存款准备金率上调节奏，但除了受春节因素影响的一月份外，2、3 月份准备金缴款前后各期限资金利率保持平稳，并未出现大幅上扬现象。4 月下旬，受存款准备金缴款及跨月因素影响，银行间市场资金价格出现大幅上涨，其中隔夜 shibor 最高涨幅达 178BP，7 天 shibor 最大涨幅为 143BP。资金价格大幅波动，显示宽松的资金面被打破，紧缩货币政策对资金面的累积效应开始凸显。

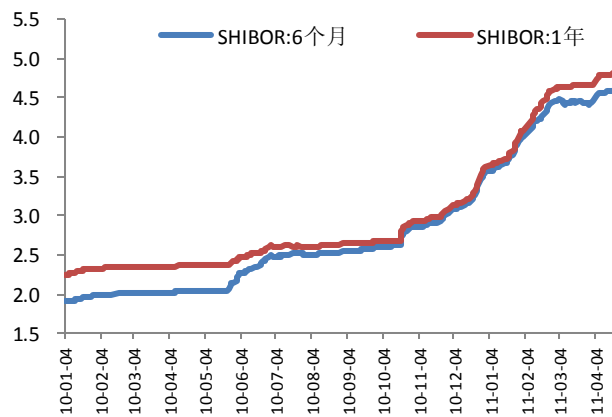
随着公开市场回笼力度减弱和到期资金的连续投放，上周银行间市场资金面的紧张态势已明显缓解，短期资金利率回落，但与存款准备金上调前相比，各期限利率水平仍偏高，且 6 月及 1 年期利率并未出现回落，估计五一节后将会下移。但考虑到货币政策从紧的力度短期内不会改变，我们对 5 月份宏观资金面谨慎乐观，预计利率中枢将小幅上移。

图 8：五一节前资金价格下降，但整体利率水平偏高



资料来源：wind，民生证券研究所

图 9：五一节前中期利率水平持续上行

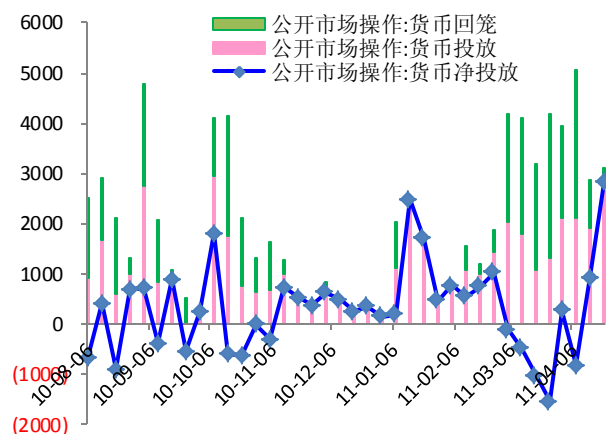


资料来源：wind，民生证券研究所

（二）5 月公开市场到期资金 5080 亿元

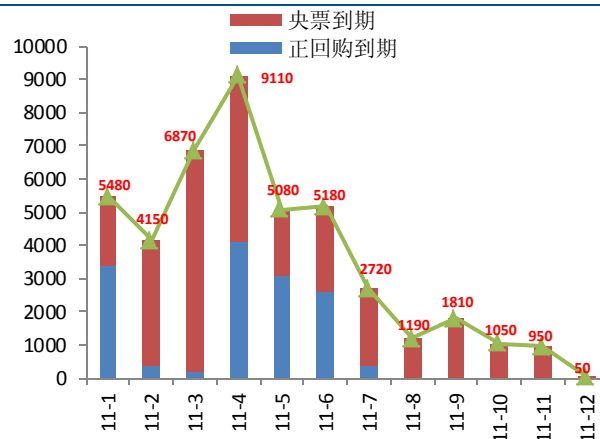
4 月公开市场到期资金 9110 亿元，目前来看为年内最大单月到期资金量，5 月央票及正回购到期资金 5080 亿元，较上个月大幅降低 4030 亿元，但相比其余月份，5080 亿元的到期资金并不少。而且 4 月受利率跳升影响，央票发行大幅缩量，最终 4 月央行通过公开市场净投放资金 3210 亿元，预计 5 月央行公开市场操作将恢复净回笼格局。

图 10: 4 月央行通过公开市场净投放资金 3210 亿元



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

图 11: 5 月央票及正回购到期资金 5080 亿元



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

（三）5 月再次上调存款准备金率可能性大

2011 年以来央行保持了每两月提高一次存贷款基准利率，每月上调一次存款准备金率的政策节奏。央行货币政策的调整前提是本期的新增资金量和物价运行趋势。从物价的运行趋势来看，进入 4 月份，在天气和宏观调控的双重作用下，食品价格回落，蔬菜价格跌幅显著，但是非食品价格同比增速基本平稳，还没有看到明显的下滑态势。我们认为短期内央行货币政策从紧的力度将维持不变，考虑到 5 月仍有近 5000 亿央票到期，不排除 5 月继续上调存款准备金率的可能，但力度不会超出预期。

四、年报业绩略超预期，沪深 300 增速超过中小板创业板

至 2011 年 4 月 30 日，A 股上市公司 2010 年年报及 2011 年一季报披露完毕。从主要业绩指标来看，2010 年全部 A 股净利润同比增长 38.4%，高于去年四季度以来 30% 的预期增幅。但是结构有分化，其中沪深 300 净利润增速好于市场预期，中小板、创业板业绩低于预期。今年一季度全部 A 股净利润同比增长 24.1%，同比和环比双双回落。

具体来看：

（1）2010 年 A 股上市公司整体业绩略超预期。2010 年全部 A 股营业总收入同比增长 35.4%，剔除金融后增长 37.1%；净利润增长 38.4%，剔除金融后增长 45.6%；2010 年上市公司毛利率（剔除金融）为 6.3%，ROE 为 13.9%，毛利率和 ROE 均较去年有所增长，2010 年净利润符合市场预期。

（2）2010 年沪深 300 净利润同比增长 36.8%，其中 12.4% 的上市公司业绩超出市场预期 10%，跟过去三年超预期比例持平。

（3）2010 年创业板净利润同比增长 30.8%，中小板增长 33.6%，两板块整体业绩低于预期 5.2%，其中仅有 6% 的上市公司业绩超出预期 10%，低于过去三年 10% 的超预期比例，成长股业绩大幅低于市场预期。

（4）分行业看，2010 年电子元器件、有色金属、黑色金属和交通运输净利润同比增速均在 80% 以上，增速居前；但与市场一致预期相比，纺织服装、综合、电子元器件、交

通运输、金融服务、房地产、采掘、公用事业行业 2010 年年报业绩好于市场预期；农林牧渔、黑色金属、有色金属和餐饮旅游与市场预期差距较大。

(5) 2011 年一季度，全部 A 股营业总收入增长 29.2%，净利润同比增长 24.1%，剔除金融后分别增长 29.9%和 22.3%，一季报业绩同比和环比均呈现明显回落；2011 年一季度毛利率（剔除金融）和净资产收益率分别为 7.5%和 3.8%，毛利率较去年的 7.2%上升 0.3%，ROE 较 09 年的 4.0%下降 0.2%。

表 1：2010 年年报及 2011 年一季度主要业绩指标

板块名称	营业总收入 增速 2010	营业总收入合计 2011Q1	净利润增 速 2010	净利润增速 2011Q1	销售毛利 率 2010	销售毛利 率 2011Q1	ROE 2010	ROE 2011Q1	净利润预 期差 2010
采掘	35.3	40.2	39.2	16.1	21.6	13.8	19.9	4.2	1.5
餐饮旅游	26.2	32.9	30.7	21.6	10.3	13.4	8.2	1.0	-8.0
电子元器件	37.0	25.6	7911.6	23.4	6.3	5.4	5.7	1.1	3.2
房地产	30.2	-3.0	28.8	-2.6	18.2	17.1	13.0	2.2	1.7
纺织服装	28.2	30.5	45.1	93.0	6.8	8.5	11.5	2.6	40.1
公用事业	31.6	25.1	15.8	-23.2	5.4	2.4	8.4	1.0	0.3
黑色金属	31.5	22.5	191.8	-14.7	2.6	2.7	6.5	1.7	-8.2
化工	41.3	34.6	31.1	40.0	4.9	5.3	13.8	3.8	-0.2
机械设备	33.8	38.2	43.6	55.1	8.6	9.9	12.7	3.1	-2.4
家用电器	44.2	38.9	46.5	44.4	2.7	2.9	15.6	3.5	-2.0
建筑建材	33.6	25.0	28.7	33.5	3.6	4.1	12.0	2.7	-1.1
交通运输	45.9	29.2	83.5	10.7	14.2	12.9	14.4	2.9	3.1
交运设备	59.0	34.5	73.2	21.6	5.7	6.6	16.0	4.2	-3.6
金融服务	25.0	25.2	29.3	26.6	0.0	0.0	17.3	5.3	2.7
农林牧渔	23.6	27.3	37.9	18.9	2.2	3.6	7.7	1.6	-24.8
轻工制造	25.8	26.1	28.9	18.6	5.5	5.2	8.0	2.0	-0.8
商业贸易	33.2	24.8	34.7	33.7	3.1	11.2	12.1	4.1	-5.4
食品饮料	23.2	27.8	31.1	41.4	14.2	19.1	18.9	6.6	-1.7
信息服务	16.6	20.2	13.1	15.4	5.2	3.2	7.1	1.2	-6.5
信息设备	49.9	11.4	28.5	2.9	3.1	2.4	10.2	1.5	-0.9
医药生物	23.5	21.1	17.4	20.4	9.1	12.5	12.9	3.5	-4.2
有色金属	51.2	29.9	253.7	39.9	4.0	5.0	7.9	2.5	-9.9
综合	40.1	48.2	91.0	93.8	2.8	6.4	10.8	3.1	14.8
总计	35.4	29.2	38.4	24.1			13.9	3.8	0.5
总计（剔除金融）	37.1	29.9	45.6	22.3	6.1	7.5	12.2	3.1	-1.0

资料来源：wind, 民生证券研究所

表 2：沪深 300 年报业绩符合预期，中小板和创业板大幅低于预期

沪深 300 年报业绩预期差			
年报业绩好于预期公司个数	37	业绩超预期比例	12.42%
年报业绩符合预期公司个数	168	业绩符合预期比例	56.38%
年报业绩差于预期公司个数	93	业绩差于预期比例	31.21%
中小板与创业板业绩预期差			
年报业绩超预期公司数	41	业绩超预期比例	6.00%
年报业绩符合预期公司数	400	业绩符合预期比例	58.57%
年报业绩差于预期公司数	242	业绩差于预期比例	35.43%
2007-2009 年业绩预期差			

对比 07-09 三年年报业绩预期差，发现分析师总是倾向于对上市公司业绩持偏乐观预期，每年超预期公司占比总是最小的，大部分符合预期，其次是差于预期。从三年均值来看，沪深 300 和中小板业绩超预期比例分别为 13% 和 10%。

		超预期比例	符合预期比例	差于预期比例
2009 年年报	沪深 300	15.09%	59.30%	25.61%
	中小板创业板	14.39%	59.09%	26.52%
2008 年年报	沪深 300	7.89%	44.74%	47.37%
	中小板	3.80%	51.90%	44.30%
2007 年年报	沪深 300	17.18%	58.74%	47.37%
	中小板	11.66%	58.74%	29.60%

资料来源:wind, 民生证券研究所

五、低位震荡，逢低加仓；周期未竭，蓝筹轮动

（一）风格转换的新视角

对于大小盘风格转换的问题，市场上大多从经济周期的角度进行研究，认为经济周期是导致大小盘风格转换的源头。我们并不否认经济周期对于风格转换的影响，但从先行性和敏感性出发，政策周期与投资者心理是判断风格转换是否来临更好的视角：

从政策周期来看，美国股市过去 30 年的历史经验表明，在较为宽松的财政政策下大盘股表现好于小盘股，在较为宽松的货币政策下小盘股要好于大盘股；

从投资者心理来看，随着投资者情绪从怀疑、信任到盲从、疯狂，市场风格也从小盘成长、小盘价值演绎到大盘成长、大盘价值。

A 股市场上的风格转换，大小盘约 3 年转换一次、价值成长 2 年转换一次。目前市场风格转换至大盘的政策环境已经具备，投资者心理条件也趋于成熟。我们认为，风格转换刚刚开始并将继续，二季度将是大盘股的加仓良机。（详见上个月推出的策略专题报告《风格转换的新视角：政策周期与投资者行为》）

（二）低位震荡，逢低加仓；周期未竭，蓝筹轮动

在近期市场对经济增长、物价和紧缩政策的反复纠结中，当前的低位震荡还会延续。但是，我们认为市场运行所蕴含的风险溢价已经反映了紧缩政策对经济增长带来的负面冲击。鉴于硬着陆可能性很小，二季度经济小幅回落并基本平稳是大概率事件，紧缩政策加码可能性不大，因此市场调整空间有限，时间也不会很长，二季度后半场市场有望延续上涨行情。低估值的周期品经过短暂的调整后，后续仍有上升空间。在当前的低位震荡行情中，投资者可逢低加仓，看好估值修复拓展的金融板块、催化剂强化的航空板块、国际金价屡创新高下的黄金板块、电力供需矛盾突出的发电及电力设备板块。

（三）中小板创业板业绩大幅低于预期，短期难有整体机会

创业板、中小板是四月下旬股指下跌的重灾区，主要原因在于绝大多数上市公司一季报业绩低于预期，我们认为短期内难以呈现整体性机会。

截至4月30日，中小板和创业板上市公司一季报披露完毕，与主板上市公司业绩相比，成长股板块业绩显得极为糟糕。创业板一季报净利润增速为36.4%，中小板增速为29.2%，均差于主板增速。在所有公布一季报的中小板和创业板上市公司中，近四分之比例的上市公司出现净利润负增长。与市场一致预期相比，成长股净利润整体差于市场预期5.2%，其中仅6%的公司业绩超出预期在10%以上，低于过去三年10%的超预期比例。

六、投资机会与股票组合

（一）业绩与政策预期差进一步拓展金融板块修复空间

业绩增速略超预期，估值水平下移进一步拓展估值修复空间；平台贷款、拨贷比和其他监管层面的政策风险已经充分释放，政策拐点出现，将由严厉将逐渐转为温和；高通胀和紧货币条件下，金融板块安全边际依然明显，资金避风港优势犹存。

（二）四大催化剂推动，航空板块30%空间可期

目前航空板块的催化剂进一步强化：人民币升值加速、高铁降速、油价趋稳、行业旺季来临。在控物价的政策困境下，人民币升值必然加速；高铁降速，潜在分流下降的预期差开始兑现；国际油价趋稳是大概率事件；行业旺季到来，四月需求增速反弹，盈利能力继续提升。继续看好航空板块的表现，30%的上涨空间可期

（三）黄金再创新高，金价与股价背离终将回归

我们从去年9月份以来一直坚定的看好黄金价格。目前金价与黄金股背离主因来自系统性风险与市场对公司本身的预期。价格背离终将回归，风险中孕育着投资机会，重点关注辰州矿业、山东黄金、中金黄金、荣华实业、豫光金铅。

（四）电力供需矛盾突出，看好发电及电力设备行业投资机会

一季度全社会用电量明显回升，电力需求旺盛。一季度，全国全社会用电量1.09万亿千瓦时，同比增长12.7%。其中，3月份与1月份的全社会用电量，接近2010年7月份、8月份迎峰度夏时段的用电量；2月份用电量3136亿千瓦时，是历年春节月份中最高的。

目前全国电力供需矛盾突出，迎峰度夏电力供应缺口可能会进一步扩大。一季度全国电力供需矛盾比较突出，主要原因除了需求比较旺盛外，更重要的一个原因是我国目前电力供给存在瓶颈。主要表现为新增装机区域分布不平衡，新增火电规模占比下降，水电占比上升，而水电受制于湖南湖北来水不足等自然因素。由于上述结构性因素在短期无法改变，随着夏季用电旺季的来临，电力供应缺口可能会进一步扩大。

在夏季用电旺季供应紧缺的预期下，电力行业下游需求形势乐观，电价调整预期强烈。由于大秦铁路检修马上结束，动力煤供应将有所改善，加之政府行政干预，煤价维持稳定。5月我们看好用电紧张、电价上调预期下发电企业和电力设备企业的投资机会。

（五）股票组合

建议重点关注民生证券研究所 5 月份股票组合：深发展 A、工商银行、中信证券、中国太保、南方航空、海南航空、华业地产、广联达、同方股份、中兴通讯、森源电气、国电电力、中工国际、辰州矿业、奥飞动漫、远兴能源、华英农业、红日药业、西藏旅游、新华百货。

表 3: 民生证券研究所 5 月份股票组合

证券代码	公司名称	行业	股价	EPS-10	EPS-11	PE-10	PE-11	推荐理由
000001.SZ	深发展 A	金融服务	18.22	1.91	2.39	10.21	7.62	业绩出现拐点；管理及规模存在进一步提升的可能；2011 年公司管理层存在释放业绩的意愿，业绩有望大幅提升。
601398.SH	工商银行	金融服务	4.57	0.48	0.58	9.84	7.92	经营稳健，综合化经营优势明显；估值安全边际较大，存在进一步提升空间。
600030.SH	中信证券	金融服务	13.33	1.14	0.79	16.23	16.78	低估值、业绩确定增长
601601.SH	中国太保	金融服务	24.27	1.00	1.28	27.29	18.96	一季报业绩超预期，寿险业务结构明显改善，高利润率个股占比提升；估值低，业绩确定符合当前市场风格。
600029.SH	南方航空	交通运输	8.69	0.70	0.63	14.56	13.87	行业景气继续上行；具有最为广泛的国内航线网络，2011 年国内客运航线景气变化趋势优于国际；南航美元债持有规模最大，受益于人民币升值加速。
600221.SH	海南航空	交通运输	9.20	0.74	0.74	17.32	12.36	行业景气上行，客座率高位提升，票价坚挺；长期将受益于海南国际旅游岛建设；公司位于海口市中心土地未来升值空间巨大。
600240.SH	华业地产	房地产	9.08	0.45	0.72	21.29	12.62	通州东方玫瑰项目即将开盘，公司业绩释放期来临；公司项目相对集中在北京通州地区，看好通州未来发展前景；2011 年京外可售资源近 20 万平方米；公司拿地方式多样化，近期仍有拿地计划；股权激励有望凝聚公司骨干力量，利于公司持续发展。
002410.SZ	广联达	信息服务	35.85	0.61	1.03	56.40	33.40	1、作为头号建筑信息化企业，持续的高速增长使其成为近期软件行业的首选标的之一；2、传统产品持续焕发新活力，未来三年收入 CAGR 达 44.2%；3、纵横战略拓宽收入来源，纵向延伸：新产品储备丰富，陆续进入推广期；4、横向拓展：奉行稳健的开拓策略进入多个新市场；5、保障房建设计划及商品房充足的开工量将带来双重利好。
600100.SH	同方股份	信息服务	25.68	0.48	0.85	52.41	29.72	1、受益政策支持，主营业务高速增长，净利润未来 3 年 CAGR 达到 54.3%；2、多项业务逐渐渡过培育期，收入与盈利齐增长；3、PE 战略渐入佳境，投资收益持续可期。
000063.SZ	中兴通讯	信息设备	27.58	1.17	1.43	25.75	19.27	SDR 的发展将使得中兴的软件收入在未来高速增长；软件收入爆发将带来利润超预期增长。
002358.SZ	森源电气	机械设备	39.79	0.86	1.40	37.88	28.36	1、2011 年一季报业绩超预期；2、有源滤波等产品逐步放量，提升公司盈利能力；3、省外市场开拓效果显著；4、下游需求旺盛，APF 放量或将提前上演。
600795.SH	国电电力	公用事业	3.40	0.21	2.26	27.64	21.40	公司江浙机组比例提升，电力紧缺提升景气；水电投产提升清洁能源占比，能源结构不断优化，长期增长可期；电价存在上调预期。
002051.SZ	中工国际	建筑建材	36.83	1.07	1.36	35.37	26.99	1、初步估算目前公司在手订单达到 400 亿元，如这些在手订单集中未来几年生效，公司业绩将进入爆发期。2、老挝万象项目签订，公司 2011-2013 年新战略规划开始启动。

002155.SZ	辰州矿业	有色金属	35.38	0.40	1.03	70.05	34.41	国际金价站稳 1500 美元，金价强势格局仍将持续；金价股价背离终将回归；今年公司业绩增长确定。
002292.SZ	奥飞动漫	信息服务	31.15	0.51	0.71	66.51	43.80	靓丽一季报确认公司业绩上行拐点；预计内容和授权业务、婴童产品、海外业务是 2011 年业绩增长点；加快成为“中国儿童与家庭娱乐产品和服务产业领军者。
000683.SZ	远兴能源	化工	9.34	0.14	0.40	66.07	23.13	公司煤矿产能进入释放期，甲醛业务扭亏，盈利预期向好。
002321.SZ	华英农业	农林牧渔	24.58	0.38	0.77	67.12	31.90	主营产品量价齐升，公司收入增长和业绩提升；地方政府的富民政策对公司规模扩张有积极影响；鸭苗价格高弹性，出口市场潜力大。
300026.SZ	红日药业	医药生物	41.24	1.01	1.37	42.99	30.03	一季度康仁堂并表增厚效应明显，中药配方颗粒业绩高增长；血必净市场容量仍有较大提升空间；研发新品申请进展及获批后市场推广情况值得关注。
600749.SH	西藏旅游	餐饮旅游	15.23	0.13	0.16	108.73	97.45	公司增发项目顺利完成，打开了新的增长空间；西藏解放 60 周年大庆将临，西藏旅游业可能迎来爆发性增长的开始，公司的增长空间广阔。
600785.SH	新华百货	商业贸易	27.58	1.04	1.26	24.75	20.40	多项业务全面扩张，一季度营业收入大幅增长，业绩较四季度改善明显；超市家电门店的增加压低了公司毛利率，但费用的高点已过；业绩拐点渐趋明朗，借力物美值得期待。

资料来源：wind, 民生证券研究所

插图目录

图 1: 一季度商品房销售增幅同比减少 20 个百分点	3
图 2: 一季度汽车销售增幅同比减少 63.7 个百分点	3
图 3: 库存变化滞后消费变化 1-2 个月	4
图 4: 农业部批发价格指数、菜篮子批发价格指数持续回落	5
图 5: 全国粮油批发价格指数小幅回升 0.66%	5
图 6: 商务部监测的 4 月份蔬菜价格大幅回落 22.9%	5
图 7: 加息吸引热钱流入已经成为事实, 今年一季度热钱流入创出历史新高	6
图 8: 五一节前资金价格下降, 但整体利率水平偏高	7
图 9: 五一节前中期利率水平持续上行	7
图 10: 4 月央行通过公开市场净投放资金 3210 亿元	8
图 11: 5 月央票及正回购到期资金 5080 亿元	8

表格目录

表 1: 2010 年年报及 2011 年一季报主要业绩指标	9
表 2: 沪深 300 年报业绩符合预期, 中小板和创业板大幅低于预期	9
表 3: 民生证券研究所 5 月份股票组合	12

分析师与联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。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。

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。

孙洪湛，主要负责辅助策略分析师进行自上而下的策略研究。本科毕业于大连理工大学数学系信息与计算科学专业，主修计算数学、保险精算学，硕士毕业于北京师范大学经济与工商管理学院政治经济学专业，主修理论经济学，2010年7月，加盟民生证券研究所。

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和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
尹璠	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； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

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。