



研究报告:

## 震荡延续，布局消费与新兴产业

投资策略

策略月度跟踪报告

## 分析师

桑 俊  
SAC 执业证书编号: S0350210100013  
(0755)83707385  
sangj@ghzq.com.cn

邹 璐  
SAC 执业证书编号: S0350210090008  
(0755)83707473  
zoulu01@ghzq.com.cn

## 分析师申明

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资策略观点:

宏观经济运行将维持“**经济增长趋稳，通胀压力略有回落**”的格局。预期 4-5 月份工业增加值基本平稳，通胀在二季度略有所回落，预计 4、5 月份 CPI 为 5.2%和 5.1%，同比增速依次放缓。在短期经济回稳、通胀高位徘徊的情况下，“政策观察期”货币政策将继续保持稳健，流动性不会过度紧张，但明显放松也是不可能的。央行将“亦步亦趋”地调整准备金率或者发行央票以对冲巨额的外汇占款。

在 4 月最后一周，证券市场有所调整，尤其是中小市值股票出现大幅下跌。客观上反映出今年“非熊非牛”的箱体震荡的本质：稳健货币政策下，证券市场并无制造流动性行情的能力；新经济周期初始阶段，总体企业利润不会有良好表现，证券市场只能是大箱体运行格局，依据估值变幻，把握好阶段性行情与结构性行情，是 2011 年盈利的关键因素。

从估值的角度来看，周期性行业估值的向上修正和非周期行业估值的向下修正基本完成，统计数据显示现在绝大部分行业市净率目前处于历史平均值附近。因此，随着消费股与新兴产业股股价的快速回归，估值吸引力增强，它们再次进入我们关注的视野。**5 月份，重点考虑布局消费及新兴产业相关公司的投资机会。**

纵观全年，证券市场的风险还是在于：

**1. 通货膨胀压力下，货币收紧的压力。**下半年通胀未必如市场预期回落。从 4 月份的数据观测来看，劳动力成本上行和物流渠道成本刚性使得蔬菜价格开始回落，但是回落幅度有限；“猪肉精”事件对猪肉供给的冲击更加显著，猪肉价格呈现反季节上行。食品 CPI “淡季不淡”。

**2. 货币政策转向后对实体经济的滞后影响正在逐步显现。**根据对上市公司财务报告分析，非金融企业 ROE 在去年年底达到高点，一季度开始回落，更为关键的是非金融企业资产周转率开始显著放缓。持续的货币政策紧缩开始在企业资产负债表上体现。多数上市公司一季度盈利状况低于预期。

**3. QE2 行将结束，全球流动性临近拐点。**即便在 2011 年不会加息，但到下半年，美国将逐步收紧货币政策的趋势将会明显，持续走低的美元指数是否“咸鱼翻身”，值得关注。

历史看，中国 A 股市场的全年波幅最少在 20%以上。目前维持 4.8%的波幅显然必要被打破。可能上半年结束后，经济数据的趋势明显之时，持续的趋势性方向才明确，市场波幅因此扩大。

## 宏观经济数据分析：经济渐次趋稳，通胀回落有限

我们维持对当前宏观经济运行“物价高位徘徊、经济同比趋缓”总体格局的判断，但是从 4 月份观测的数据来看，通胀回落有限，从而导致货币政策仍将保持稳健的态势。

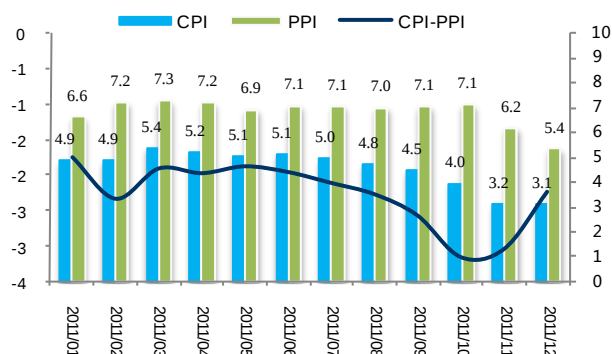
- CPI 维持高位，回落有限：**按照历史经验，春节结束之后食品价格逐步回落，从而带动通胀压力显著缓解，但是去年以来快速上行的劳动力成本对于食品价格的制约开始显现。一方面，蔬菜价格在二季度开始如预期下行，但是当前出现的蔬菜菜农大面积亏损的现象导致我们对于后续蔬菜价格超预期上行的担忧，毕竟蔬菜在食品中属于典型的短周期、低库存商品。另一方面，猪粮比维持低位，但是猪肉价格二季度并未预期下滑，我们认为除粮食成本之外，劳动力成本刚性开始在猪肉价格中体现。此外，3 月份以来以原油为首的大宗商品价格上行向 CPI 传导效应尚未结束。总体看，食品价格有所回暖，但幅度有限，非食品价格趋势性上行不可避免。**预计央行将会在 6 月初加息一次，从而保持去年下半年以来每两月加息一次的频率。**
- 货币供应量增速（M1、M2）继续回落：**央行对于商业银行考核日益严格，直接制约商业银行贷款的投放能力。预计 4 月份 M2 增速为 16.8%，略高于央行政策目标 16%。
- 工业增加值低位徘徊：**按照我们对于非金融企业 ROE 的杜邦分解，一季度以来非金融企业的资产周转率开始显著下行，货币政策的持续紧缩开始显现，工业增加值将维持低位徘徊。
- 对外贸易（进口、出口增速）继续回落：**尽管当前美元指数大幅下行，但是人民币实际有效汇率仍然保持稳定，预计出口仍然保持稳定增长。鉴于当前政策导向开始加大进口的鼓励和支持，进口增速仍将快速增长。

图表 1 2011 年 4 月宏观经济数据预测

| 指标名称（单位，%）       | 2010-03 | 2010-06 | 2010-09 | 2010-12 | 2011-01 | 2011-02 | 2011-03 | 2011-04E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 工业增加值:当月同比       | 18.1    | 13.7    | 13.3    | 13.5    | /       | 14.9    | 14.8    | 14.9     |
| 城镇固定资产投资完 额:累计同比 | 26.4    | 25.5    | 24.5    | 24.5    | /       | 24.9    | 25.0    | 24.9     |
| 社会消费品零售总额:当月同比   | 18.0    | 18.3    | 18.8    | 19.1    | 19.9    | 11.6    | 17.4    | 16.6     |
| 进口商品总额:当月同比      | 66.3    | 34.0    | 24.1    | 25.7    | 51.0    | 19.5    | 27.3    | 26.5     |
| 出口商品总额:当月同比      | 24.2    | 43.9    | 25.1    | 17.9    | 37.7    | 2.4     | 35.8    | 28.5     |
| CPI:当月同比         | 2.4     | 2.9     | 3.6     | 4.6     | 4.9     | 4.9     | 5.4     | 5.2      |
| PPI:全部工 品:当月同比   | 5.9     | 6.4     | 4.3     | 5.9     | 6.6     | 7.2     | 7.3     | 7.2      |
| 人民币新增信贷: 当月值（亿）  | 5107.0  | 6034.0  | 5955.0  | 4807.0  | 10400.0 | 5356.0  | 6794.0  |          |
| 人民币贷款余额: 当月同比    | 21.8    | 18.2    | 18.5    | 19.9    | 18.5    | 17.7    | 17.9    |          |
| M2: 当月同比         | 22.5    | 18.5    | 19.0    | 19.7    | 17.2    | 15.7    | 16.6    | 16.8     |
| M1: 当月同比         | 29.9    | 24.6    | 20.9    | 21.2    | 13.6    | 14.5    | 15.0    | 14.5     |

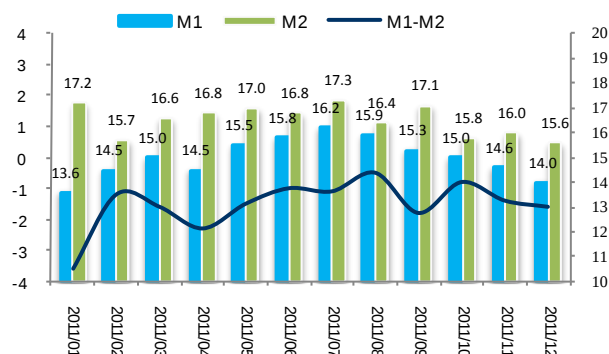
资料来源：国海证券研究所

图表2 2011年CPI和PPI预测



资料来源：国海证券研究所

图表3 2011年货币供应量增速预测



资料来源：国海证券研究所

### 市场指标：5月震荡为主

从市场指标体系来看，5月份仍将维持震荡，持续性下跌概率不大。短期货币市场流动性仍然充裕，短债缺乏大幅上行空间，国债利差将保持稳定。M1-M2和CPI-PPI增速所暗示的流动性和企业盈利平稳都显示5月份市场不太可能出现持续性地下跌。总体来看，指标体系表明市场5月份将保持震荡。“二季度震荡向上，空间有限”的判断维持不变。

截止2011年3月份最新数据，在选取的市场先行指标中：

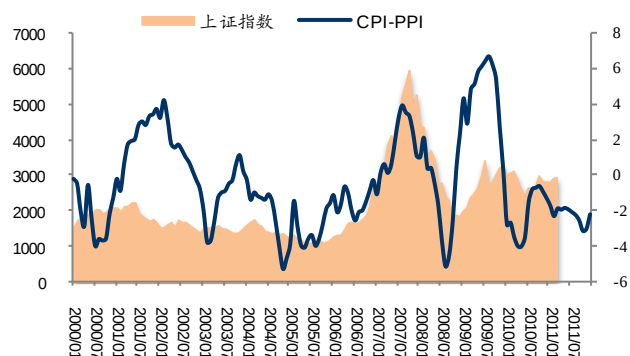
- CPI、PPI增速差：**反映企业盈利预期的CPI-PPI增速自去年11月份以来大幅下滑，但是在3-6月份保持稳定，有利于企业盈利的恢复。按照历史上的相关性，市场将保持震荡，稳中有升。
- M1、M2增速差：**反映流动性的M1-M2增速将在4月份出现阶段性底部，未来5-6月份开始企稳回升。按照历史上的相关性，流动性趋势预示市场5月份将保持震荡，稳中有升。
- 国债利差（7Y-1Y）：**当前市场已经普遍预期央行将在6月初打开加息窗口，再度提高基准利率25bp。因此，我们预计反映当前资金充裕程度的国债利差（7Y-1Y）指标将保持稳定，市场资金面面临压力较小。
- GDP环比折年率：**反映经济增长趋势的GDP环比折年率在1季度达到高点，然后趋势性下滑，按照历史上的相关性，证券市场滞后于GDP一个季度，5月份市场向上概率大。

图表4 重要指标数据跟踪

| 指标          | 2010.06 | 2010.07 | 2010.08 | 2010.09 | 2010.10 | 2010.11 | 2010.12 | 2011.01 | 2011.02 | 2011.03 | 2011.04 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CPI-PPI 增速  | -3.51   | -1.54   | -0.82   | -0.73   | -0.64   | -0.96   | -1.33   | -1.74   | -2.33   | -1.90   | -1.97   |
| M1 增速       | 24.56   | 22.90   | 21.90   | 20.87   | 22.10   | 22.10   | 21.19   | 13.60   | 14.50   | 15.00   | 14.50   |
| M1-M2 增速    | 6.10    | 5.30    | 2.70    | 1.91    | 2.80    | 2.60    | 1.47    | -3.60   | -1.20   | -1.60   | -2.30   |
| 国债利差（7Y-1Y） | 0.79    | 0.98    | 0.96    | 1.07    | 1.44    | 1.09    | 0.43    | 0.68    | 0.81    | 0.86    |         |
| GDP 环比折年率   | 8.08    | -       | -       | 10.51   | -       | -       | 13.31   | -       | -       | 13.85   | -       |

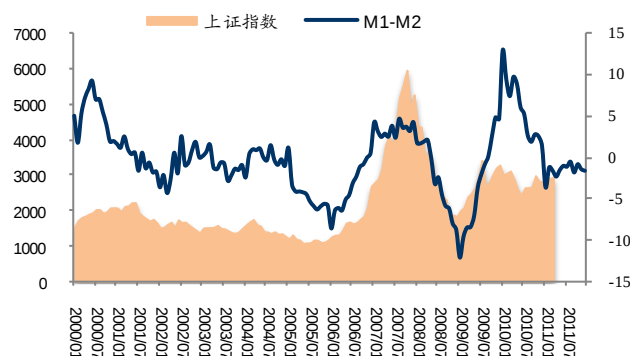
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 5 上证综指与 CPI-PPI 增速



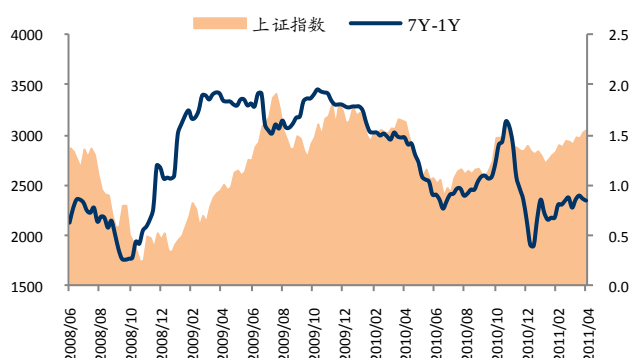
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 6 上证综指与 M1-M2 增速



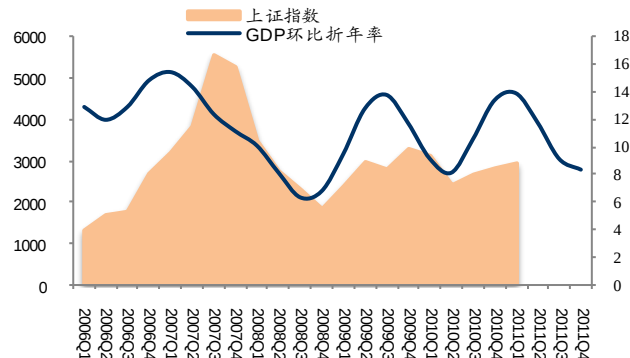
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 7 上证综指与国债利差



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 8 上证综指与 GDP 季调环比折年率



资料来源：WIND、国海证券研究所

### 金融工程组量化指标市场研判：市场暂处盘整区，有积极信号

利用 Hurst 指数对上证综指进行分析，上证综指的 H 值 0.59，已经极度朝临界点靠拢，体现出积极的信号；中小板指 H 值 0.6，维持牛市已经结束的判断；

牛熊值分析结果显示，上证综指已经连续位于牛熊值之间，暂时位于盘整区，务虚恐慌；创业板指跌破熊值，应当坚决摒弃创业板。

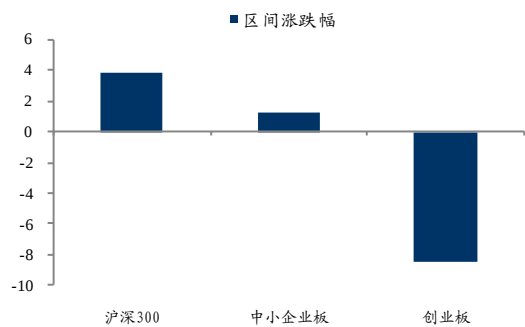
风格指针显示，风格指针指向中大盘；

情绪指数分析显示，目前市场情绪由“极度恐慌”转向“平和”，属于做多的市场情绪。

### 5 月份市场展望：震荡延续，消费及新兴产业回归

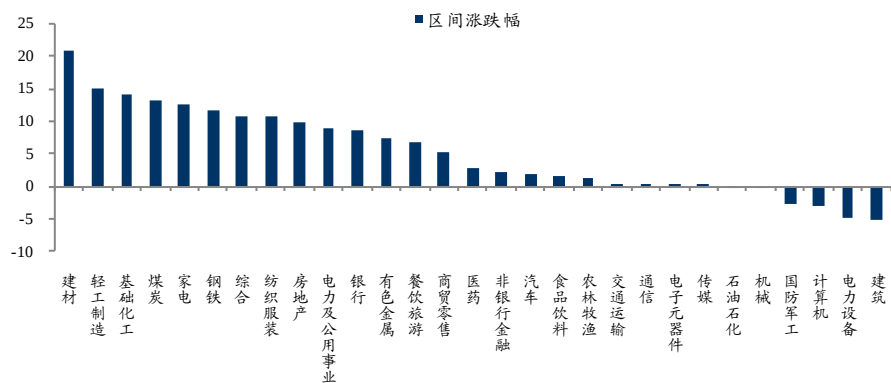
**1. 风格差异已经得到市场修复。**年初以来证券市场的整体风格是估值回归，包括 2010 年受到市场过度追捧的中小市值股票估值的向下回归和低估值蓝筹的向上回归。2 月初市场触底回升以来，建材、轻工、化工、煤炭、家电、钢铁行业涨幅居前，其市净率开始回归至历史平均水平。

图表9 2月份初至今指数涨跌幅



资料来源：国海证券研究所

图表10 2月份初至今行业涨跌幅



资料来源：国海证券研究所

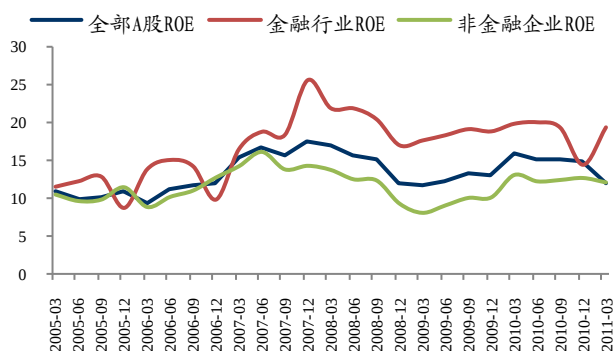
图表11 当前重点行业估值水平

|       | 市盈率   |       |       |                | 市净率  |      |      |                |
|-------|-------|-------|-------|----------------|------|------|------|----------------|
|       | 历史水平  |       | 当前值   | 相对于历史均值的折价/溢价率 | 历史水平 |      | 当前值  | 相对于历史均值的折价/溢价率 |
|       | 最小值   | 均值    |       |                | 最小值  | 均值   |      |                |
| 石油石化  | 9.25  | 18.54 | 15.24 | -18%           | 1.56 | 2.86 | 2.34 | -18%           |
| 煤炭    | 10.54 | 20.97 | 20.06 | -4%            | 1.68 | 3.44 | 3.60 | 5%             |
| 有色金属  | 9.74  | 36.32 | 62.30 | 72%            | 1.50 | 4.65 | 5.94 | 28%            |
| 公用事业  | 15.65 | 21.70 | 35.09 | 62%            | 1.58 | 2.53 | 2.52 | 0%             |
| 钢铁    | 6.38  | 20.22 | 26.18 | 30%            | 0.99 | 1.68 | 1.89 | 13%            |
| 基础化工  | 23.71 | 52.40 | 52.59 | 0%             | 1.40 | 4.04 | 4.69 | 16%            |
| 建筑    | 18.38 | 34.05 | 19.55 | -43%           | 1.05 | 2.69 | 2.23 | -17%           |
| 建材    | 18.82 | 39.07 | 31.28 | -20%           | 1.26 | 3.69 | 4.30 | 17%            |
| 机械    | 13.60 | 34.57 | 34.58 | 0%             | 1.62 | 4.11 | 4.50 | 9%             |
| 电力设备  | 19.89 | 48.97 | 40.40 | -17%           | 1.79 | 5.88 | 5.19 | -12%           |
| 国防军工  | 25.06 | 63.00 | 65.56 | 4%             | 1.73 | 4.75 | 4.93 | 4%             |
| 汽车    | 10.91 | 34.14 | 17.91 | -48%           | 1.30 | 3.28 | 3.41 | 4%             |
| 商贸零售  | 16.63 | 45.56 | 33.30 | -27%           | 1.62 | 4.03 | 4.02 | 0%             |
| 餐饮旅游  | 20.94 | 71.02 | 49.37 | -30%           | 1.79 | 3.93 | 3.64 | -7%            |
| 家电    | 18.90 | 29.07 | 22.60 | -22%           | 1.10 | 3.27 | 3.98 | 22%            |
| 纺织服装  | 16.90 | 63.51 | 27.64 | -56%           | 1.37 | 3.15 | 3.33 | 6%             |
| 医药    | 26.27 | 50.72 | 41.08 | -19%           | 1.81 | 4.83 | 5.50 | 14%            |
| 食品饮料  | 32.91 | 74.59 | 37.04 | -50%           | 2.46 | 7.36 | 7.46 | 1%             |
| 农林牧渔  | 26.91 | 71.54 | 60.94 | -15%           | 1.41 | 4.17 | 5.03 | 21%            |
| 银行    | 8.89  | 19.03 | 10.01 | -47%           | 1.62 | 2.83 | 1.82 | -36%           |
| 非银行金融 | 14.13 | 22.77 | 21.28 | -7%            | 1.95 | 4.01 | 3.06 | -24%           |
| 房地产   | 16.55 | 45.11 | 19.07 | -58%           | 1.52 | 3.03 | 2.61 | -14%           |
| 交通运输  | 10.99 | 45.09 | 16.59 | -63%           | 1.77 | 2.74 | 2.34 | -15%           |
| 电子元器件 | 20.30 | 47.93 | 55.14 | 15%            | 1.48 | 3.52 | 4.81 | 37%            |
| 通信    | 12.82 | 52.25 | 51.45 | -2%            | 1.40 | 3.07 | 3.18 | 4%             |
| 计算机   | 23.72 | 70.89 | 52.85 | -25%           | 1.88 | 4.95 | 5.27 | 6%             |
| 传媒    | 30.92 | 64.23 | 43.37 | -32%           | 2.38 | 4.45 | 3.71 | -17%           |
| 综合    | 37.55 | 41.00 | 43.21 | 5%             | 1.47 | 3.94 | 3.66 | -7%            |

资料来源：国海证券研究所

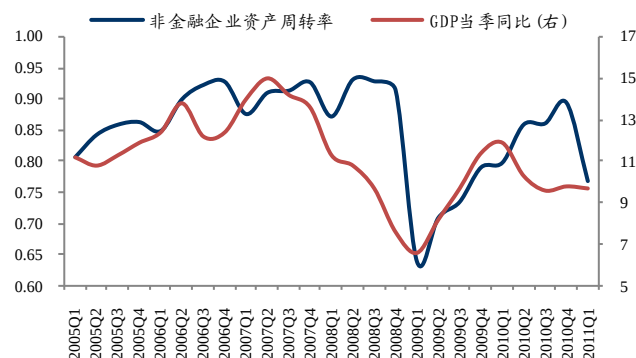
2. 货币政策持续紧缩的效果已经在企业资产负债表上得到体现。按照我们的测算，非金融企业 ROE 水平从 2010 年四季度的 14.74% 下滑至 2011 年一季度的 12.15%。从 ROE 的杜邦分解来看，非金融企业的资产周转率显著下行，此前货币持续紧缩已经开始对企业盈利形成影响。

图表 12 企业 ROE 趋势



资料来源：WIND、国海证券研究所

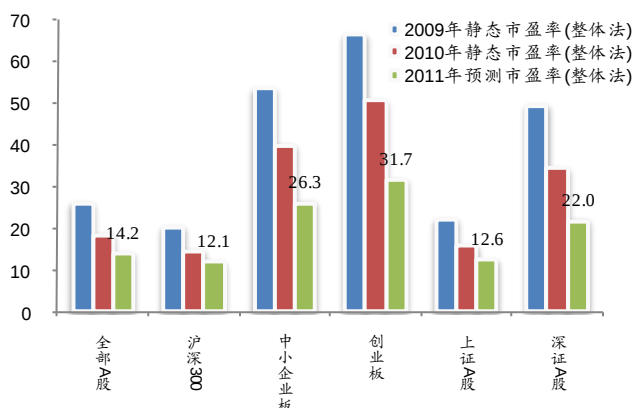
图表 13 非金融企业资产周转率与 GDP 同比



资料来源：WIND、国海证券研究所

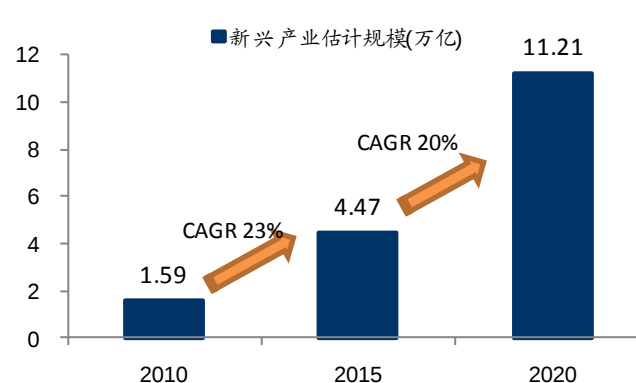
3. 中小市值股票投资机会开始显现。按照新兴产业的发展规划，我们测算“十二五”期间行业复合增速约为 23%，“十三五”期间行业符合增速约为 20%。行业高速增长的基本面仍然存在。近期中小板和创业板显著调整，随着消费股与新兴产业股股价的快速回归，估值吸引力增强，它们再次进入我们关注的视野。

图表 14 指数市盈率水平



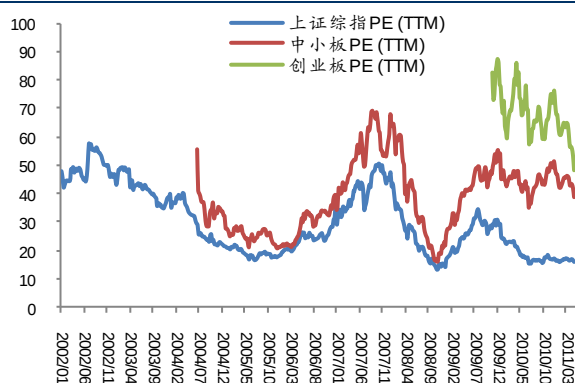
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 15 新兴产业的复合增速



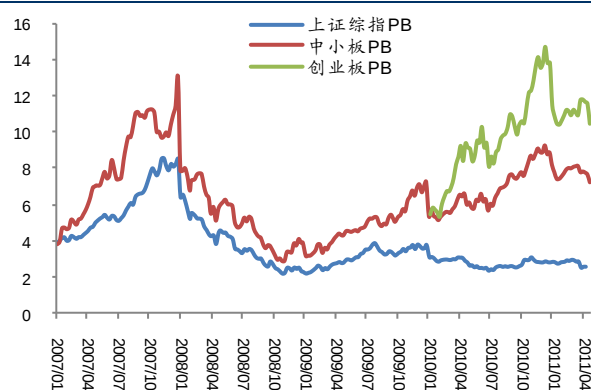
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 16 指数市盈率水平 (TTM)



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 17 指数市净率水平



资料来源：WIND、国海证券研究所

#### 4. 市场的主要影响因素中性偏负面。

图表 18 5 月份重要影响因素评估

| 时间点  | 因素      | 初步判断                      | 市场影响  |
|------|---------|---------------------------|-------|
| 5月   | 基准利率上调  | 概率较小                      | 负面    |
| 5月   | 存款准备金上调 | 概率较大                      | 中性    |
| 5-6月 | 日本重建进程  | 重建时机会影响大宗商品的走势            | 中性偏负面 |
| 5-6月 | 中东地区问题  | 中东问题严峻，存在超预期恶化的可能         | 偏负面   |
| 5-6月 | 房地产调控   | 房地产调控进入博弈期，未来政策可能加码       | 偏负面   |
| 6月   | 美国货币政策  | 没有QE3，美元流动性宽松尚未结束，但是拐点在临近 | 中性偏负面 |

资料来源：国海证券研究所

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 免责声明

本报告中的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。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。本报告版权归国海证券所有。