

证券研究报告

仍在“U”型中间段

证券分析师

王韧（首席策略研究员）

S1060210090010
0755-22623376
wangren740@pingan.com.cn

市场判断：短线市场有望出现反弹，但中长期仍在市场“U”型变化的中间段，坚持“低估值、低风险”和“高流动性”的配置准则，立足消费、金融、交运的“铁三角”高确定性组合，并逐步布局优质成长股，尤其是近期发行价相对合理的新股次新股。

- **短期市场是向上还是向下？** 上周市场延续震荡格局，但我们判断短期正在积聚向上反弹动能，原因在于：引发前期市场调整的根源在于基本面担忧和政策面风险，而目前看，从一季度“淡季不淡”到二季度“旺季不旺”，市场的基本面预期在经历“极度亢奋-极度悲观”的大起大落后开始向客观理性状态回归，对经济大幅下滑的担忧在降温；政策紧缩效果也逐步显现，货币增速回至合理、通胀顶部在形成、经济增长在降温，即使 6 月份还有一次应对通胀的加息，但放慢调控频率以观察政策效果势在必行。基本面预期和政策预期的同步趋稳将降低市场压力，并带来短线反弹的机会。
- **选择方向的时机来临了吗？** 即使有短线反弹，也不意味着箱体格局的打破和向上突破的趋势性机会到来。原因在于决定市场中长期方向选择的变量仍未明朗。在我们的分析框架中，估值和业绩构成市场底部，政策调控压力形成市场顶部，而打破这一“下有支撑，上有压力”箱体格局的核心要素是政策。因为只有政策结束全面紧缩状态，才能解除流动性压力对市场估值中枢的打压，才能缓解市场对于上市公司未来业绩风险的担忧。而政策结束全面紧缩的前提是通胀回落、增长受压、地产降温，这些要素至少到 6 月底-7 月初才能够趋于明确，也构成市场向上突破箱体的时机。
- **中长期将会呈现何种走势？** 对中长期走势，我们认为政策变化路径将决定市场运行节奏，具体将分三阶段运行，其中，二季度是风险释放阶段，政策调控惯性将构成市场压力，价值底附近震荡煎熬是主旋律；三季度是企稳回升阶段，内外部主要风险逐步明确，通胀和增长的双回落将推动政策从全面收紧转向“紧中偏稳”；四季度是向上突破阶段，政策预期将趋于明朗，调控方式将从初期的“紧中偏稳”转向执行层面的“由紧及稳”。在此背景下，未来 A 股市场也将出现“盘整筑底，消费防御（2 季度）-震荡盘升，成长回升（3 季度）-加速上行，周期归来（4 季度）”的三阶段演绎。
- **行业配置：坚持相对收益，逐步布局成长。** 在“短期反弹，中期盘整，长期上行”的市场判断之下，配置上建议坚持“低估值、低风险”和“高流动性”准则，其中前者提供安全边际，后者提供避险防护。在这两项准则之下，继续推荐消费、金融、交运的“铁三角”相对收益组合，重点关注这三大领域中的高确定性品种，如白酒、零售、白色家电、银行、地产、铁路等。中小市值成长股短期仍面临盈利风险释放和资金面趋紧带来的减持压力，但从中长期角度看，部分优质个股估值和业绩已经逼近合理区间，尤其是近期发行的部分新股和次新股，在二级市场压力传导和一级市场监管趋严的背景下，发行价和估值水平均走向合理，后市上行空间值得重点关注。

图表1 平安证券本周重点推荐公司

推荐公司	股票代码	上周收盘价	11 年 EPS	12 年 EPS	11 年动态 PE	12 年动态 PE
西单商场	600723.SH	13.49	0.16	0.19	87.0	71.7
美克股份	600337.SH	11.51	0.33	0.50	34.8	22.9
双汇发展	000895.SZ	60.53	2.57	2.69	23.6	22.5
大秦铁路	601006.SH	8.77	0.89	1.00	9.9	8.8
深发展 A	000001.SZ	18.34	2.39	2.89	7.7	6.3
泸州老窖	000568.SZ	48.60	2.04	2.62	23.8	18.6
金地集团	600383.SH	6.22	0.78	1.03	8.0	6.1
大北农	002385.SZ	34.35	1.26	1.70	27.3	20.2
通源石油	300164.SZ	37.46	1.46	2.17	25.6	17.3
美的电器	000527.SZ	19.14	1.22	1.53	15.7	12.5

资料来源：WIND，平安证券综合研究所

一、重要数据和事件提醒

1.1 重要数据变化分析：

市场面数据方面，我们观测到：

本周公开市场投放资金为 970 亿，回笼资金 300 亿，实现净投放 670 亿。银行间隔夜回购利率上升到 4%，7 天回购利率本周最高达到 4.63%。下周财政存款的上缴和月底资金的需求可能使中短期货币市场利率上升。短期资金面将维持紧张态势。

行业监测数据方面，我们观测到：

（1）从我们跟踪的数据来看，本周山西动力煤上涨 5-10 元/吨。国际煤价全面回调，国际价差进一步收窄。沿海运价微幅反弹，秦皇岛港库存略有提升。

（2）钢价小幅下跌，期货价格上涨，估算毛利有所下降。社会库存继续下降，板材环比有所上升。矿石价格本周小幅下降，降幅略大于钢价。

（3）汽车产销出现自 2009 年 2 月以来 27 个月的首次负增长。汽车出口复苏趋势明显：4 月出口同比增长 70%、环比增长 7%。

（5）本周 BDI 指数报收于 1306 点，下跌 2.54%，运力过剩导致运价走低。本周 CCFI 指数报收于 1011 点，涨幅 0.24%。总体需求向好使指数处于震荡上行态势。

1.2 重要事件提醒和分析

图表2 上周政策动态回顾

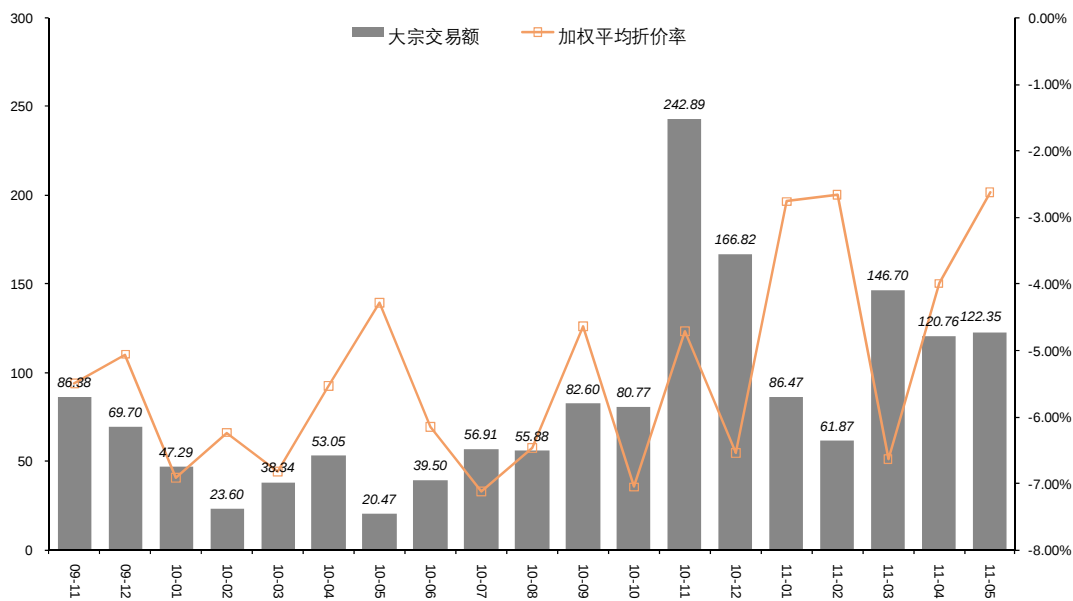
政策	重要政策内容及事件描述	公布部门 (领导)	公布时间	市场影响预判	相应主题投资 板块和公司
----	-------------	--------------	------	--------	-----------------

类型		人)			
行业政策	对空调市场厂商的 150-250 元/每台节能补贴将在本月底停止。	发改委	2011-5-17	企业在发改委约谈高峰期涨价的可能性不大，但是小型企业将受到较大冲击。	白电企业将有预期差产生。
	发改委发布《关于实施新一轮农村电网改造升级工程的意见》，重点布置农村电网工作。	发改委	2011-5-16	未来农网投资增速或将超预期。	利好输配电气类股。
专题政策	央行 5 月 18 日发布《2011 年第一季度支付体系运行总体情况》，显示一线城市房地产企业银行结算账户数量增速明显放缓。	央行	2011-5-18	调控政策对房地产一线地区的调控效果初步显现。	房地产及相关产业链股短期承压。
	北京市委为跟进推行房产税改革在领导干部层面举行了吹风会，要求领导干部带头如实申报财产。有人士称北京市最快将于今年下半年推行房产税改革。	北京市委	2011-5-20	房产税试点对高价房需求有一定抑制作用。	
	上海物价部门贯彻落实《国家发展改革委关于发布〈商品房销售明码标价规定〉的通知》（一房一价）的实施细则。	统计局	2011-5-11	细则规定的 4 张表格执行难度大，房源的实际成交均价仍难获得。	
策略相关事件	5 月 20 日，银行间 7 天及以上品种回购利率显著上升，最高冲上 4.5%。	货币市场	2011-5-20	下周财政存款的上缴和月底资金的需求可能使中短期货币市场利率上升。	短期将维持资金紧张的局面。
	4 月份新增外汇占款数据低于市场预期。5 月 18 日公布数据为 3107 亿元，环比降低 24%，	央行	2011-5-18	4 月份人民币升值加快、欧洲央行加息及美联储 QE2 政策退出更明朗的因素使资金流入新兴市场国家的速度放缓。	等待使国际资金流入新兴市场的变量出现。
	5 月 18 日，美联储公布 4 月 26-27 日的会议记录。记录显示大多数官员同意先提高短期利率，再停止再投资抵押债券。	美联储	2011-5-18	美联储收紧货币政策的时间点可能会早于市场预期。	

	5月18日，美原油期货价格上涨到100美元/桶以上，5月19日起价格出现回落。	国际油价	2011-5-18	原油价格在100美元/桶附近波动，输入性通胀压力暂不会有效缓解。	
财政政策	财政部、民政部、发改委和统计局联合印发《关于进一步规范城乡居民最低生活保障标准制定和调整工作的指导意见》，规定城乡低保标准将与物价挂钩。	财政部、民政部、发改委和统计局	2011-5-19	低收入人群支出的物价压力会减小。	
领导讲话	5月17日是“电信日”。中信部副部长奚国华在电信日表示宽带农村计划预计在“十二五”末实现。	奚国华	2011-5-17	本次讲话可能作为板块的事件催化剂。宽带政策会有更多细节出台。	利好宽带相关行业。
	国家电网副总经理舒印彪称未来全国范围内统一上调电价的可能性不大。	舒印彪	2011-5-20	电荒带动的电价上调预期未能兑现。	电力类股将短期承压。
	工信部装备工业司副司长李东在2011年国际现代工厂装备展览会上表示，智能制造装备是高端装备制造业的重点方向之一。	李东	2011-5-18	可能会出台利于智能制造装备业发展的具体规划。	利好智能制造装备行业。

资料来源：平安证券研究所整理

图表3 A股市场大宗交易统计



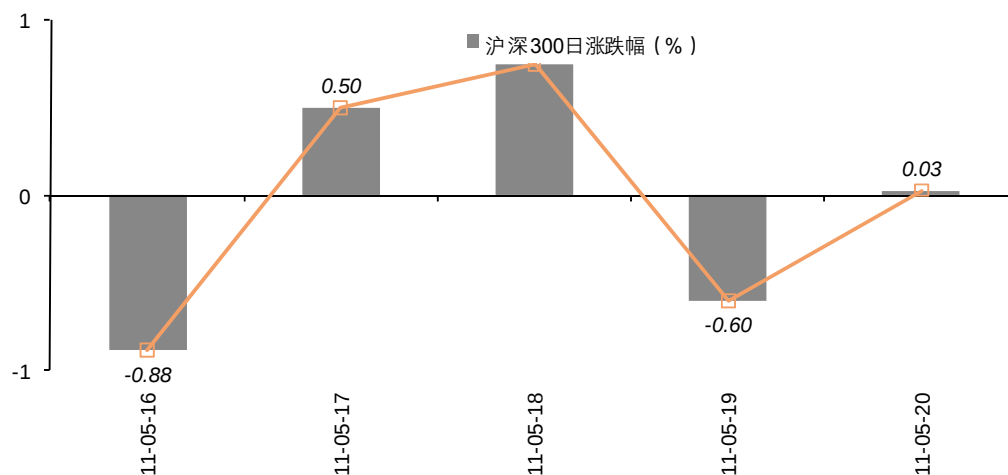
资料来源：WIND

二、市场面指标跟踪

2.1 A股市场回顾：

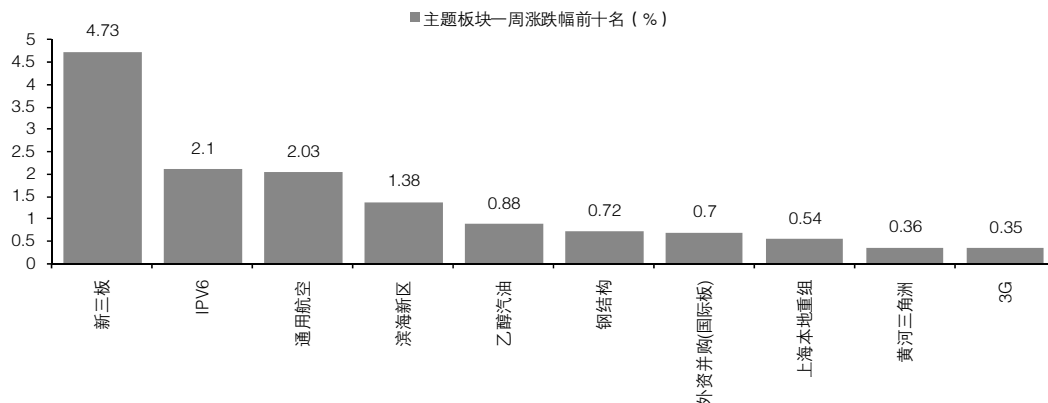
本周（05.16-05.20）A股走弱。截至周五，上证指数收市报2858.46点，全周下跌0.44%；深证成指收市报12161.03点，全周上涨0.04%。另外，中小板指一周上涨0.06%，创业板指跌幅3.77%。本周两市日均成交1628亿元，较前一周萎缩逾半成。

图表4 沪深300指数涨跌幅



资料来源：WIND

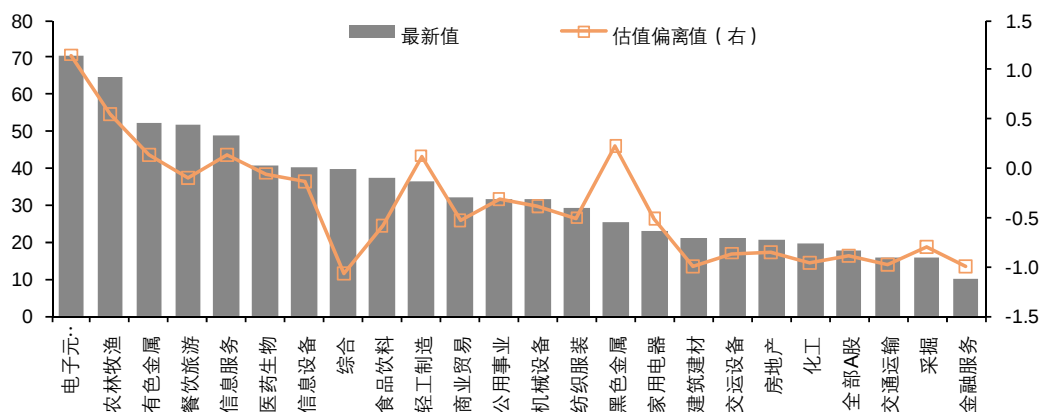
图表5 A股主要主题投资板块涨跌幅



资料来源：WIND & Bloomberg

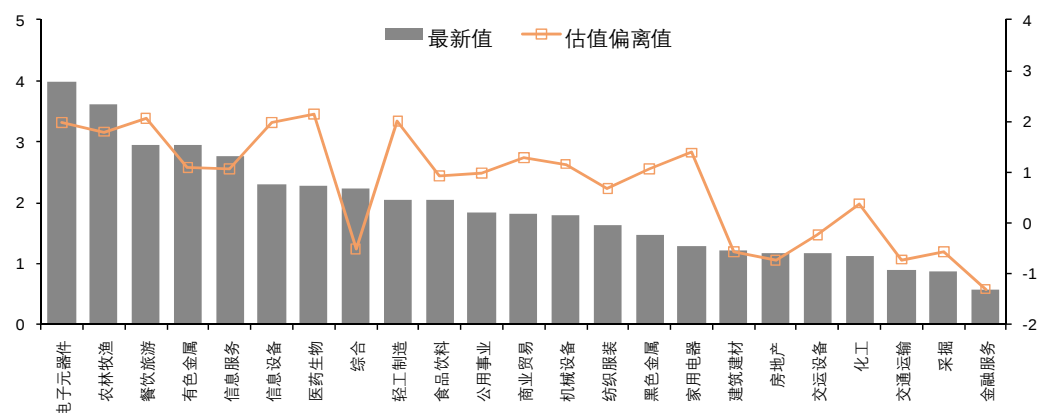
2.2 A 股行业估值和盈利变化

图表6 申万一级行业绝对PE图



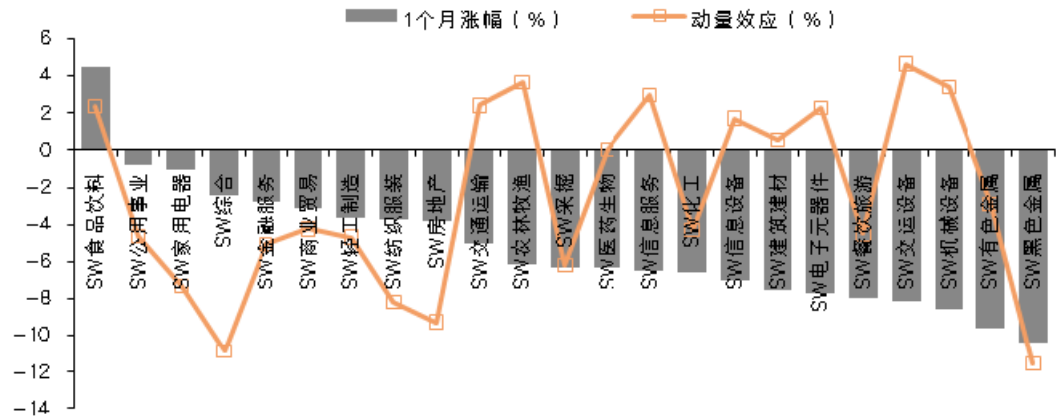
资料来源：WIND & Bloomberg

图表7 申万一级行业相对PE图



资料来源：WIND & Bloomberg

图表8 申万一级行业动量效应



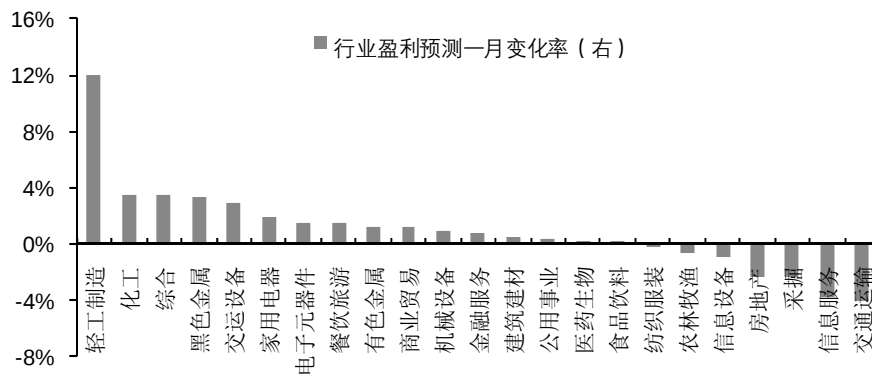
资料来源：WIND & Bloomberg

图表9 申万一级行业盈利预测变化

行业名称	行业盈利预测一周变化率 (右)	行业盈利预测一月变化 率(右)	行业盈利预测三月 变化率
农林牧渔	1.56%	-0.64%	7.68%
采掘	0.11%	-2.39%	0.68%
化工	0.44%	3.47%	2.45%
黑色金属	1.76%	3.35%	-1.07%
有色金属	0.81%	1.25%	-1.34%
建筑建材	0.16%	0.47%	9.14%
机械设备	-0.27%	0.99%	3.74%
电子元器件	2.74%	1.57%	7.15%
交运设备	0.35%	2.99%	5.48%
信息设备	0.07%	-0.84%	2.30%
家用电器	0.58%	1.95%	2.06%
食品饮料	1.01%	0.18%	0.48%
纺织服装	-0.06%	-0.07%	15.39%
轻工制造	-0.29%	12.02%	13.77%
医药生物	-0.44%	0.27%	-2.01%
公用事业	-0.58%	0.36%	-3.63%
交通运输	-0.52%	-4.02%	-7.87%
房地产	-0.30%	-2.32%	-7.23%
金融服务	0.22%	0.79%	6.46%
商业贸易	0.68%	1.18%	-1.31%
餐饮旅游	-0.03%	1.45%	-0.69%
信息服务	-1.55%	-3.81%	-5.00%
综合	-0.39%	3.47%	10.94%

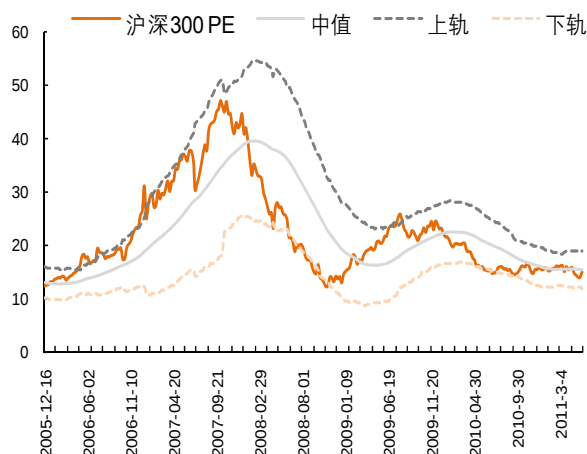
资料来源：朝阳永续

图表10 申万一级行业盈利变化



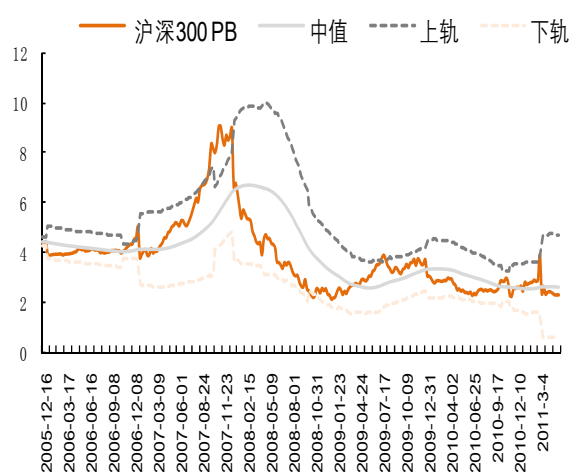
资料来源：朝阳永续

图表11 沪深300市盈率及变动趋势率



资料来源：WIND

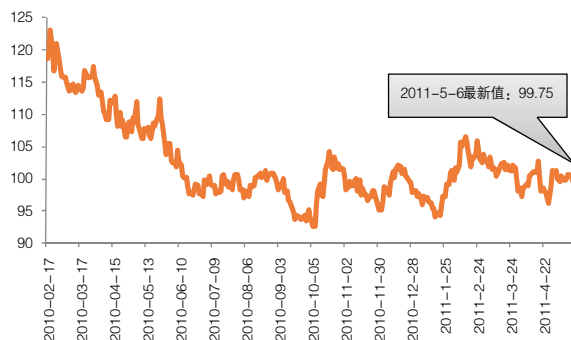
图表12 沪深300市净率及变动趋势



资料来源：WIND

注：PE 以过去 12 个月业绩为基准进行计算，以最近 40 周 PE 的均值作为中值，标准差经年化后与中值的乘积作为上轨以及下轨距中值的偏离值。

图表13 恒生AH溢价指数



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表14 AH股溢价率后五位

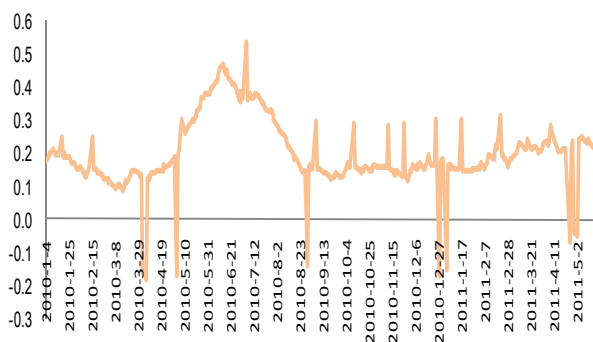
证券简称	A 股股价	H 股股价	A 股相对 H 股溢价幅度
中国平安	49.98	68.67	-27.22%
农业银行	2.93	3.87	-24.30%
中国太保	22.33	27.25	-18.06%
建设银行	5.12	6.04	-15.28%
工商银行	4.54	5.35	-15.14%

资料来源: WIND、平安证券研究所

2.3 市场流动性跟踪:

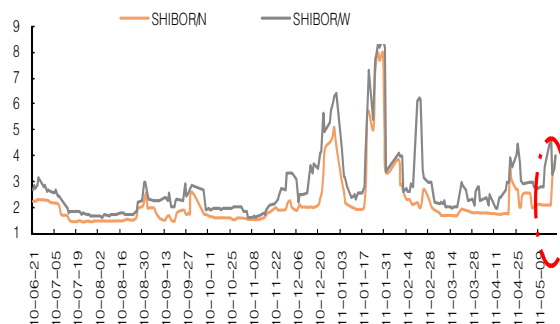
本周公开市场投放资金为 970 亿, 回笼资金 300 亿, 实现净投放 670 亿。银行间隔夜回购利率上升到 4%, 7 天回购利率本周最高达到 4.63%。下周财政存款的上缴和月底资金的需求可能使中短期货币市场利率上升。短期资金面将维持紧张态势。

图表15 TED Spread



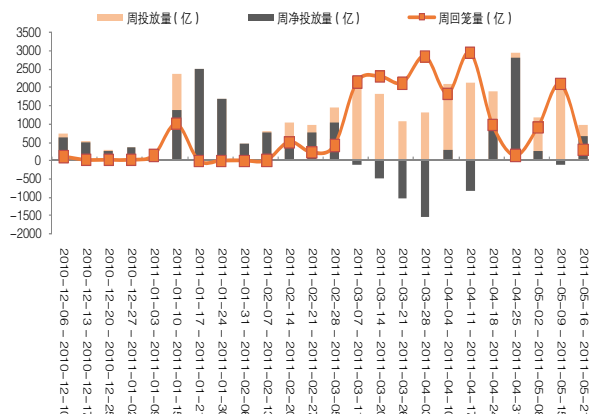
资料来源: WIND

图表16 隔夜/周SHIBOR



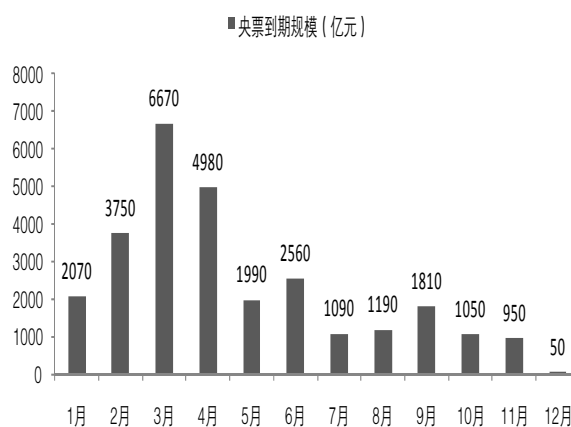
资料来源: WIND

图表17 央行公开市场操作



资料来源：WIND

图表18 央票到期规模



资料来源：WIND

三、重要行业指标跟踪

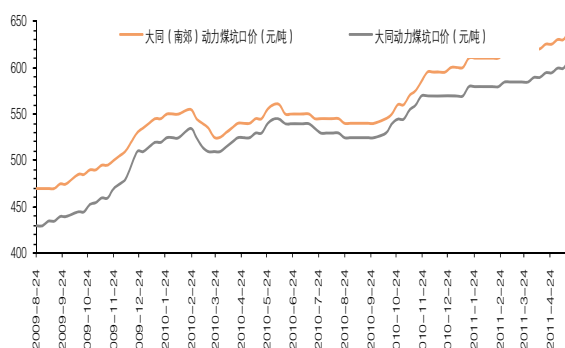
3.1 上游行业重要指标观察

山西动力煤上涨 5-10 元/吨，本周动力煤供需仍偏紧，受“电荒”影响煤炭下游用户储煤积极，价格继续小幅攀升。

国际煤价全面回调，国际价差进一步收窄。受大宗商品价格下跌影响，本周国际煤价出现了全面回调。本周澳纽卡斯尔港、南非理查兹港和欧洲三港动力煤价格较上周下跌 3.24%、2.20%和 4.41%。

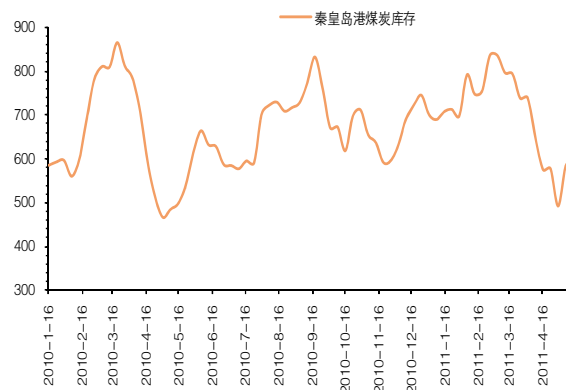
沿海运价小幅反弹，秦皇岛港库存略有提升，电厂库存增加 2 天。秦港库存 593 万吨,较上周提升 1.1%。大秦线检修结束以后，日均铁路调入量保持平稳。

图表19 大同和大同（南郊）坑口煤价



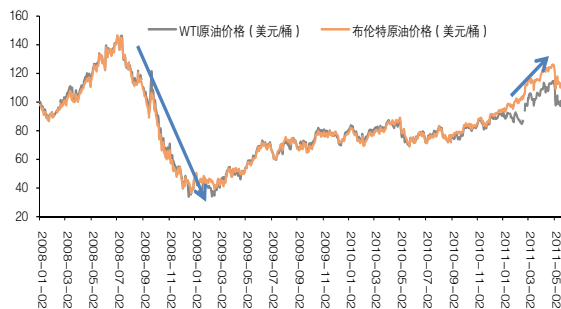
资料来源：煤炭资源网

图表20 秦皇岛港口煤炭库存



资料来源：WIND

图表21 WTI与Brent原油期货价格



资料来源：WIND

3.2 中游行业重要指标观察

钢价小幅下跌，期货价格上涨，估算毛利有所下降

本周国内钢价小幅下降，长材降幅大于板材，对通胀背景下后期需求走势的担忧是近期国内钢价回调的根本原因，同时也因为经历前期持续上涨后的钢价对略显脆弱的需求正在形成伤害。

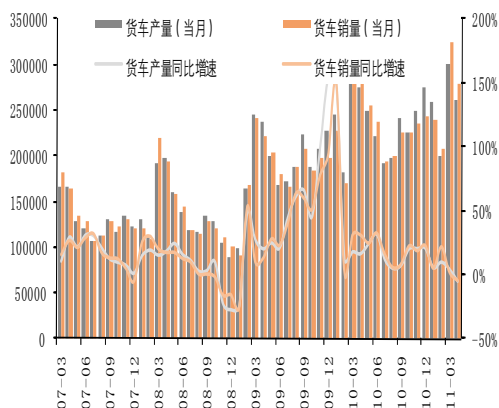
社会库存继续下降,板材环比有所上升

本周社会库存下降 0.32%,其中长材下降 2.05%,板材上升 1.49%。长材库存下降显示近期长材需求虽然不足以强势到有效拉动价格的地步,但环比仍处于逐步改善之中。而板材库存的上升主要源于过去几年高速增长的制造业需求已经出现了高位回落。考虑到后期保障房的进展对建筑钢材提供的增量需求,因此预计需求紧缩对板材的影响要大于长材。

矿石价格本周小幅下降，降幅略大于钢价

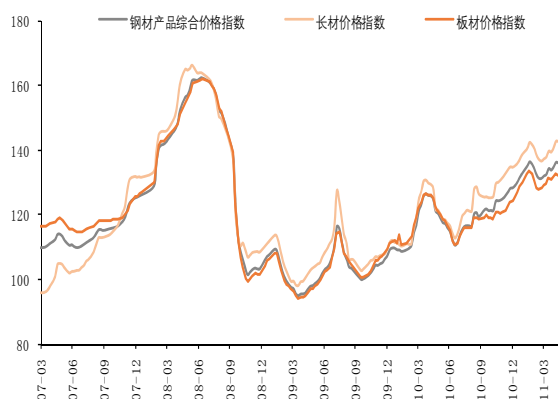
本周矿石价格小幅下降，降幅略大于钢价，钢价矿价联动性依然显著：1、随着高盈利吸引的新增产能投放，趋势上矿石供需格局会逐步出现改善;2、当前钢材各品种估算毛利已经处于较低的水平，部分品种甚至已经出现负值，矿石对钢价进一步挤压的空间有限;3、近期钢铁产量水平相比前期也出现了一定的回落。

图表22 国内货车产销量及同比增速



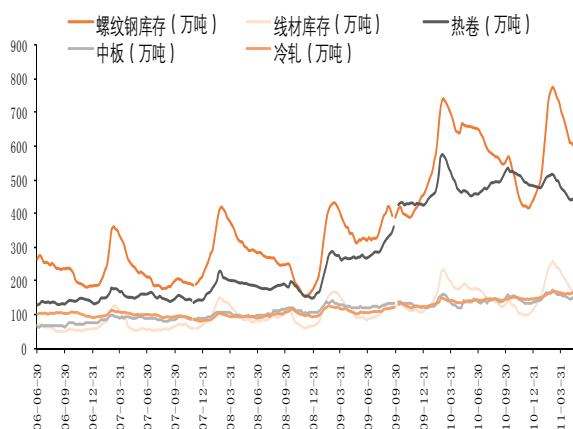
资料来源：WIND

图表23 国内钢材产品价格指数



资料来源：WIND

图表24 国内钢材产品库存



资料来源：WIND

图表25 铁矿石价格（干货、不含税）



资料来源：WIND

3.3 下游行业重要指标观察

根据平安汽车组的观点：

汽车产销出现自 2009 年 2 月以来 27 个月的首次负增长

4 月全国汽车产销分别完成 153.53 万辆和 155.20 万辆，同比分别下降 1.9% 和 0.3%；1-4 月汽车销量累计 653.4 万辆，同比增长 6%。

商用车 4 月份同比下降 7.8%，客货车底盘同比亦有较大下降。累计销量同比下降明显的行业为半挂牵引车（-24.64%）、交叉型乘用车（-6.73%）。

乘用车中表现突出的子行业依然为 SUV、MPV，1-4 月累计分别增长 38.9%、14.7%。日系车下降明显、德系车增长快。

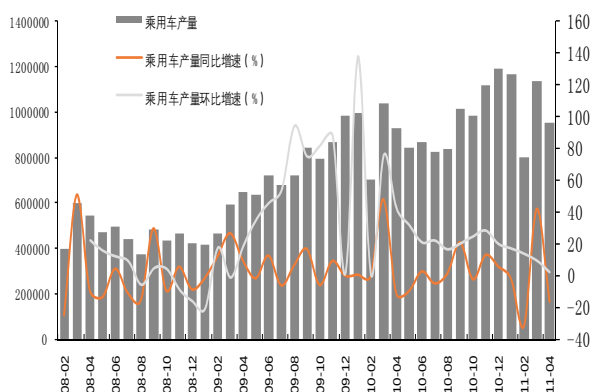
汽车出口复苏趋势明显：4月出口同比增长70%、环比增长7%。

汽车行业二季度处于长短期因素、必然偶然性因素交织的阶段。汽车消费政策退出、货币政策紧缩等宏观调控、油价上涨抑制短期需求，日本地震影响零部件供应。行业利润增幅回落幅度大于收入增幅、利润率呈下降趋势汽车行业利润增幅相对于收入增幅高度敏感。1Q11 汽车行业收入增长19.8%，利润增长8.8%。2010 年利润增幅大幅高于收入增幅，1Q11 利润增幅低于收入增幅。

1Q11 全行业税前利润率 8.1%，比 2010 全年水平下降 0.7 个百分点；三项费用率 7.2%，比 2010 年略降；行业资产负债率 59.2%。

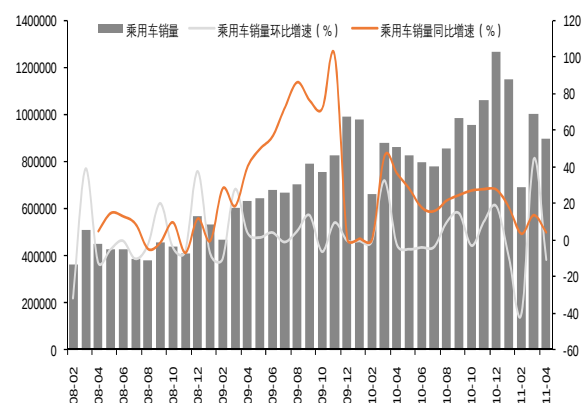
一季度整车行业税前利润率 9.1%，比 2010 年下降 0.5 个百分点；零部件行业税前利润率 7.3%，比 2010 年下降 0.7 个百分点。

图表26 国内乘用车产量及同比增速



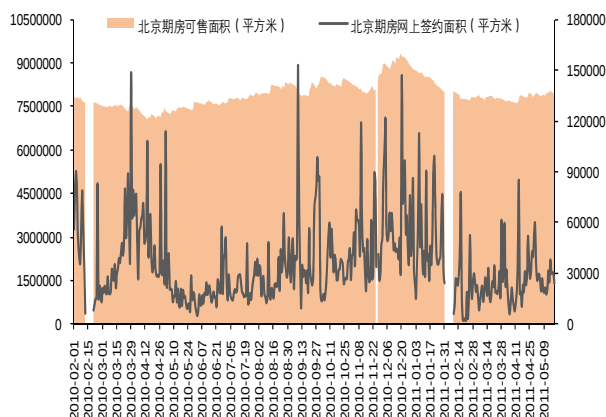
资料来源：WIND

图表27 国内乘用车销量及同比增速



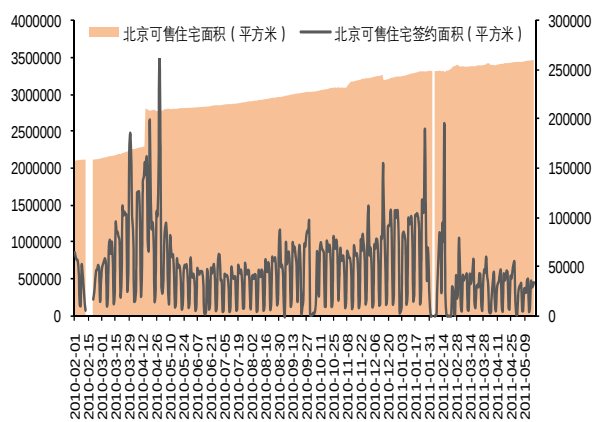
资料来源：WIND

图表28 北京期房可售面积和网上签约面积



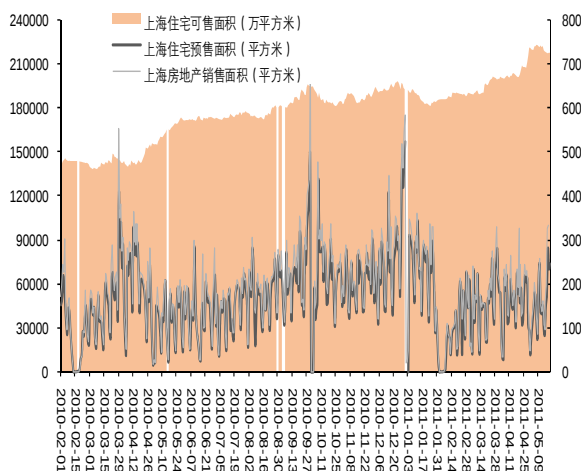
资料来源：WIND

图表29 北京可售住宅面积和签约面积



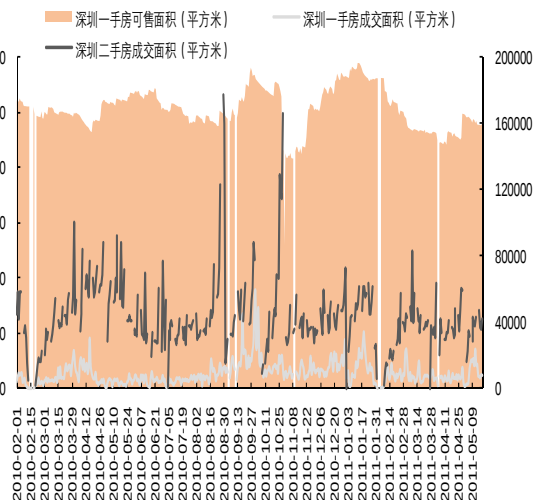
资料来源：WIND

图表30 上海住宅可售、销售和预售面积



资料来源: WIND

图表31 深圳一手、二手可售、成交面积



资料来源: WIND

3.4 交运与 TMT 行业重要指标观察

本周 BDI 指数报收于 1306 点，下跌 2.54%。本周部分闲置运力重新返回市场，如淡水河谷有 1 艘 40 万吨级超大型矿砂船投入使用，运力过剩导致运价走低。

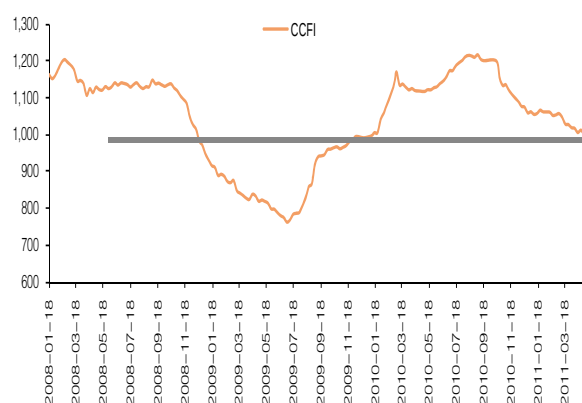
本周 CCFI 指数报收于 1011 点，涨幅 0.24%。中国出口集装箱运输市场需求向好，欧美等远洋航线市场供需总体平稳，短期内运价指数处于震荡上行态势。

图表32 干散货运价指数



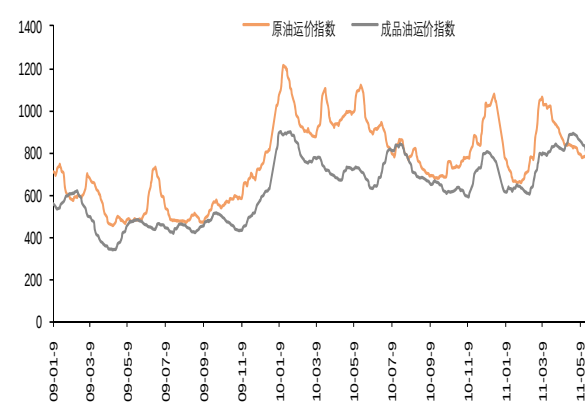
资料来源: WIND

图表33 集装箱运价指数



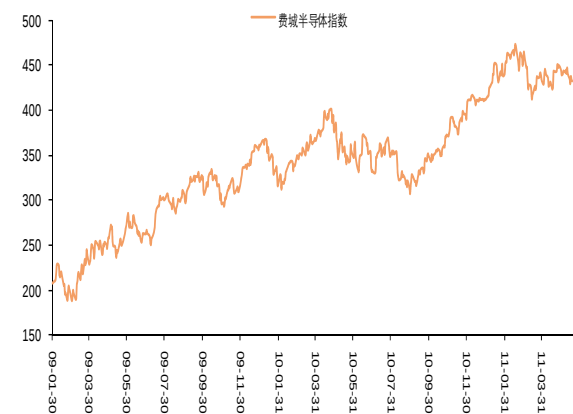
资料来源: WIND

图表34 原油与成品油运价指数



资料来源：WIND

图表35 费城半导体指数



资料来源：WIND

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257