

证券研究报告

结构性风险高于系统性风险

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：坚持“U”型中间段判断，指数继续下跌空间有限，但仍需震荡筑底。短期结构性风险高于系统性风险，继续回避盈利低于预期的高估值成长股，以及中上游的高弹性周期股。重点配置具有相对收益的低弹性公司并逐步布局优质成长股。

- **为何市场会出现新一轮下跌？** 上周市场大幅调整，表现明显弱于我们此前的预期。从事后反思角度看，两个因素的负面冲击被低估：一是资金面出现超预期紧张。在前期持续货币紧缩之外，上周为地方财政存款上缴期，依据我们测算，5月上缴规模接近4500亿，比去年增加700亿，银行间隔夜回购利率也随之在25-26日飙升至5%的峰值。二是基本面风险开始释放。上周公布的4月工业企业利润增速回落至29.7%，相对前两月持续放缓，且部分中游生产性板块开始出现盈利能力明显下滑。前者压制市场估值中枢，后者带来盈利预期恶化，这是市场弱势的根源。
- **市场止跌企稳的时机和催化剂？** 后市企稳回升必须依赖前述两个压制因素的缓解：一方面，资金面应逐步回归正常化，由此稳定市场估值中枢；另一方面，基本面风险需有较充分释放，并在盈利预测下调中得到反映。坚持目前市场仍在“U”型中间段，后市企稳回升的时间窗口在6月底-7月初的前期判断。原因在于：资金面正常化的前提在于紧缩压力降低，而紧缩趋缓取决于通胀回落，我们判断月度通胀高点将在6-7月份探明；上市公司盈利风险释放需要过程，而市场盈利预测下调存在时滞，这两个因素的调整也需要等到6底-7月份。
- **如何把握结构性的机会和风险？** 即使考虑未来市场的盈利预测下调风险，我们坚持认为市场调整的空间相对有限，2700-2800点价值底以下并无继续减仓的必要性。但相对于有限的系统性风险，我们更加关注市场的结构性风险，并对两类板块继续坚持谨慎和回避的态度：一是中上游的高弹性周期股，在经济下滑带来的环比负向冲击之下，这类板块仍有调整空间；二是高估值和盈利低于预期的成长股，在市场关注点重新回归价值和业绩的趋势之下，这类公司已进入中长期下降通道。与此相对应，结构性机会则主要来自低弹性板块的防御价值和优质成长股的布局价值。
- **行业配置：“低弹性”防御，布局优质成长。** 在短期市场延续震荡筑底格局，结构性风险高于系统性风险的判断之下，配置上继续强调相对收益原则，从防御角度看，继续推荐金融、消费、交运三大领域的低弹性、低风险公司，重点关注板块包括白酒、零售、银行、白色家电、电力、铁路等；从布局角度看，建议逐步增加优质成长股配置，继续关注近期发行价相对合理的新股和次新股，重点布局节能环保装备、智能电网、信息网建设三大领域中的优质公司，并重点筛选11年动态PE在25倍左右，未来盈利增速有望维持在30%附近的公司。

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	12.39	0.49	0.63	25.3	19.7
安利股份	300218.SZ	16.73	1.26	1.70	13.3	9.8
双汇发展	000895.SZ	61.75	2.57	2.69	24.1	23.0
神火股份	000933.SZ	14.51	1.46	2.17	9.9	6.7
大秦铁路	601006.SH	8.31	0.89	1.00	9.3	8.3
深发展 A	000001.SZ	17.60	2.39	2.89	7.4	6.1
泸州老窖	000568.SZ	44.30	2.04	2.62	21.7	16.9
金地集团	600383.SH	5.96	0.78	1.03	7.7	5.8
美的电器	000527.SZ	17.25	1.22	1.53	14.2	11.3
美克股份	600337.SH	10.50	0.33	0.50	31.8	20.9

资料来源：WIND，平安证券综合研究

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 630 亿，回笼资金 670 亿，实现净回笼 40 亿。银行间隔夜回购利率本周在 25-26 日上升到接近 5% 的峰值，导致银行间流动性紧张主要因为企业所得税清缴或者说财政存款上缴和多因素叠加造成的。企业所得税体现在央行报表的“财政性存款”科目下，5 月份财政存款增量主要为企业所得税上缴增量。根据税法规定，2010 年企业所得税需要在 5 月底前集中清缴，本月财政存款的上缴在 5 月 26 日。在财政存款上缴之后，隔夜利率如期回落至 2.8% 左右。本周公开市场操作室取消机构对三年期央票的申报，显示了央行在资金紧张的情况下主动缩减回笼规模、维护资金面适度稳定的意图。货币政策或迎来真空期。

行业监测数据方面，我们观测到：

（1）从我们跟踪的数据来看，本周动力煤供需仍偏紧，价格继续小幅攀升。国际动力煤炼焦煤价格继续回调，国内外价差进一步收窄。秦港库存 583 万吨，较上周下跌 1.69%。

（2）本周钢价小幅下降，长材表现略好于板材。库存继续下降，冷轧库存创出新高。本周铁矿石价格有所下降，降幅大于钢价。

（3）一线城市成交面积本周环比降 14%。有价格数据的城市中，仅京、深涨跌幅超 10%，沪各环线均价连续三周小幅回升。京深二手房的成交面积环比分别增 7%、9%，同比分别降 28%、34%。

（5）本周 Capesize 型船运价突升 9% 提振 BDI，集装箱运输总体需求上升，综合运价指数平稳上行。

1.2 重要事件提醒和分析

图表2 上周政策动态回顾

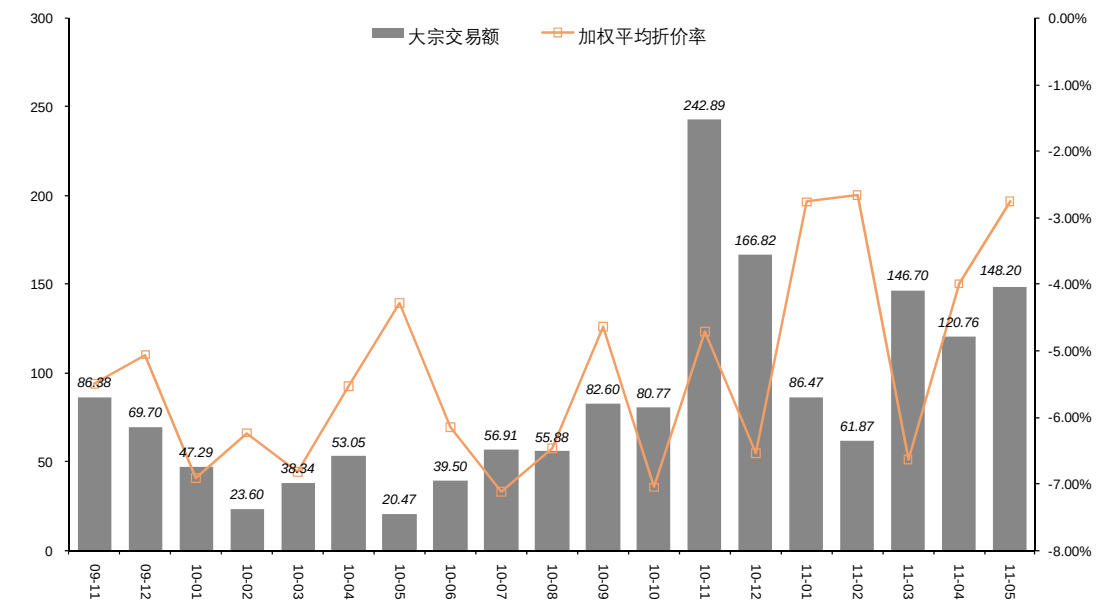
政策类型	重要政策内容及事件描述	公布部门(领导人)	公布时间	市场影响预判	相应主题投资板块和公司
行业政策	煤炭工业发展“十二五”规划征求意见稿出炉。	能源局	2011-5-27	根据规划,我国将大力发展西部,特别是内蒙古煤矿建设;优先建设大型露天矿;蒙煤外运的集通线将大扩容。	利好煤炭类股,尤其是内蒙区域煤炭股。
	中国人民银行公布首批《支付业务许可证》,颁给 27 家单位。	央行	2011-5-26	第三方支付牌照的颁发将加速行业的洗牌和进一步规范发展。	利好移动支付平台类和信息安全类公司。
	国内航线燃油附加费从 2011 年 5 月 26 日零时起上调 20 元(800 公里以下航线)或者 30 元(800 公里以上航线)。	国内主要航空公司	2011-5-25	燃油附加费的上调主要因为发改委上调航空煤油出厂价 800 元/吨,同日国内主营炼厂航煤出厂价做出相应调整(中石化上调 800 元/吨,中石油上调 500 元/吨)。	燃油附加费的上调不能完全转嫁航油价格上调,航空股短期承压。
	环保部对《火电厂污染物排放标准》定稿。	环保部	2011-5-24	将下调燃煤锅炉大气污染物中氮氧化物浓度限值,同时目前脱硝优惠电价在抓紧制定中。	火电脱硝方面的实惠政策仍有待出台。
	银监会发布《商业银行杠杆率管理办法》,明确商业银行表内外杠杆率不得低于 4%,并调整地方融资平台的相关规定。	银监会	2011-5-23	深发展、华夏、光大三银行或需再融资;银监会首次调高地方融资平台相关业务风险资产权重,导致加权风险资产余额上升。	融资平台的风险权重调整和土地价格下跌的因素叠加会提升银行的坏账率水平,银行股或短期承压。
策略相关事件	1-4 月规模以上工业效益数据公布。全国规模以上工业企业利润同比增长 29.7%,同比增速略回落。股份制企业和私营企业利润增长分别为 34.7%、47.4%,较可观。	统计局	2011-5-27	不同行业出现分化。国际大宗商品价格下降和劳动力成本上升对下游加工型行业带来压力。	验证企业利润和股票价格走势的关系。加工型行业承压,资源型行业利好。
	按照 3 年期央票隔周发一次的惯例,本周该发行 3 年期央票,然而本周公开市场操作室未要求机构上报	央行	2011-5-26	显示了央行在资金紧张的情况下主动缩减回笼规模、维护资金面适度稳定的意图。	短期内再出紧缩政策的预期不强,货币政策或将迎来真空期。

	3 年期央票申报。				
	希腊国债评级降至垃圾级别，意大利主权信用评级下调至负面，比利时评级将为负面。	欧洲	2011-5-24	欧债危机扩大，避险情绪升温。	
	PIMCO、Advantage、OppenheimerFund、John-Hancock 等多家顶尖投资管理公司看空美元指数。	国际投资机构	2011-5-24	近期原油的价格重新回到 100 美元/桶上方，而美元指数在反弹两周之后再现疲态。	如果美元近期走弱，短期将对大宗商品价格构成支撑。
领导讲话	交通运输部综合规划司司长孙国庆在交通运输部新闻发布会上称，“十二五”期间，我国交通基本建设投资总规模约 6.2 万亿元。	孙国庆	2011-5-26	6.2 万亿的投资比“十一五”期间总投资略有增长，但是增长幅度有大幅度下降。	交通运输的子行业在投资金额分配上会出现分化。
通胀专题	中国 9251 万亩耕地受旱，气象部门称长江中下游至月底仍不会有降水，水利部多举措抗旱。	水利部	2011-5-27	干旱对于夏粮减产的影响已成定局。如果旱情持续将影响秋粮播种。秋粮一般占全年粮食产量的 60%-70%，如果秋粮减产，将严重威胁下半年粮食价格。	下半年水稻价格上升可能性大；用水较少的农作物如玉米、红薯的种植面积会扩大，此类作物价格上涨可能性不大。
	全国 50 个城市主要食品平均价格变动情况显示，叶类蔬菜出现较大幅度的上涨，主要蔬菜价格环比上涨 11.6%-16.4%。	统计局	2011-5-24	食品类权重目前占到 CPI 的 30%左右，而蔬菜占食品权重大约 20%，即蔬菜在 CPI 统计中约有 6%权重。蔬菜环比上涨将成为重要的涨价因素。	
	4 月份 CPI 细项数据显示，CPI 猪肉同比增速已经从年初的 12%附近上涨至 35%附近。	统计局	2011-5-24	猪肉涨价的再次成为 CPI 上涨的催化剂。	目前市场预计 5 月份 CPI 为 5.5%，并认为 CPI 下半年变数很大。
房地产专题	1-3 月，上海房地产贷款增量占各项贷款增量比重不断下降，从 81.9%、32.1%、降至 28.5%。	上海银监局	2011-5-24	上海房地产贷款处于减速通道。	
	住建部住房改革与发展司司长倪虹称下一步房地产市场调控的方向与目标为‘三基’	住建部	2011-5-24	属于例会中对房地产调控成果的巩固。	

本、两协调、一严控’。

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



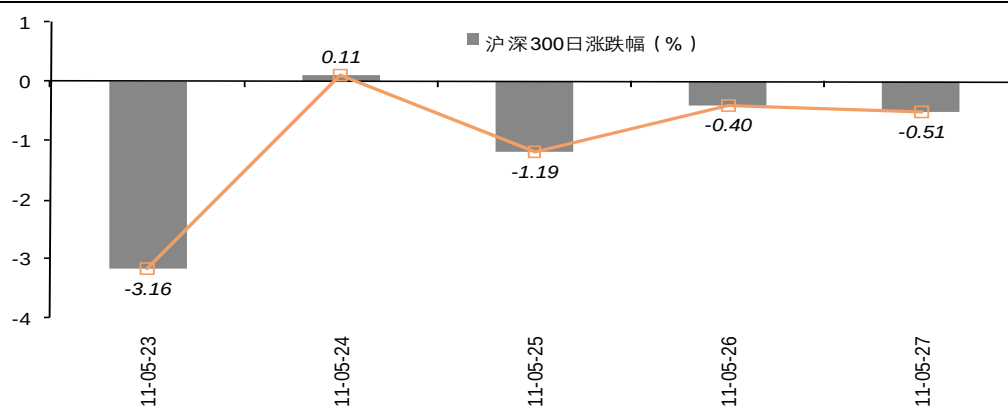
资料来源：WIND

二、市场面指标跟踪

2.1 A股市场回顾：

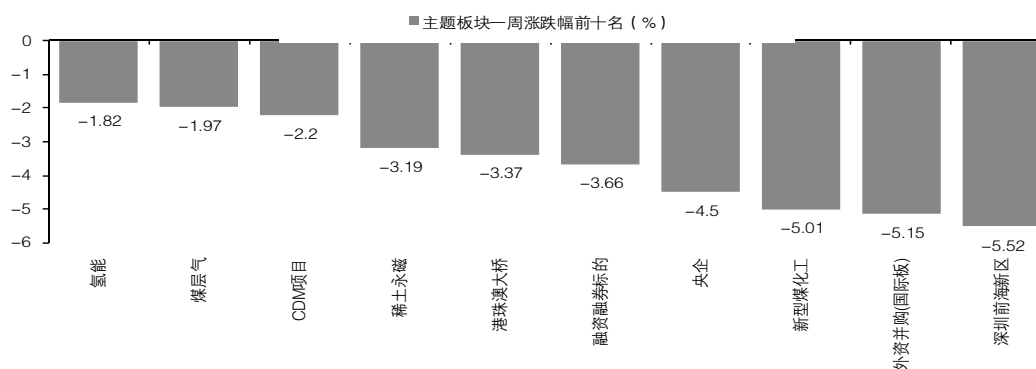
本周（05.23-05.27）A股收跌。截至周五，上证指数收市报2709.95点，全周下跌5.2%；深证成指收市报11492.71点，全周下跌5.5%。中小板指本周下跌8.1%，创业板指下跌6%。本周两市日均成交1589亿元，较上周略为萎缩。

图表4 沪深300指数涨跌幅



资料来源：WIND

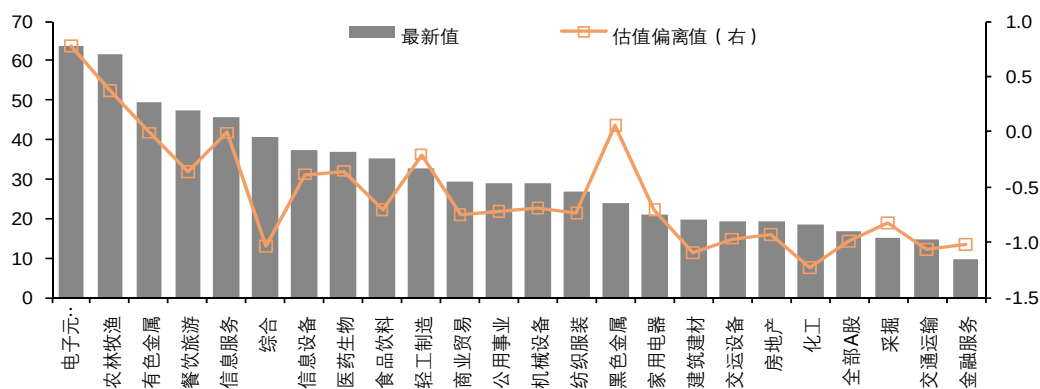
图表5 A股主要主题投资板块涨跌幅



资料来源：WIND & Bloomberg

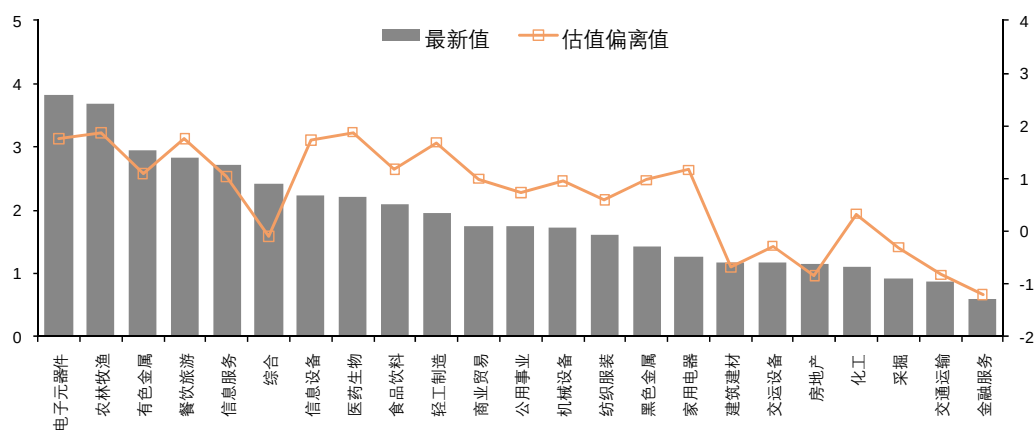
2.2 A 股行业估值和盈利变化

图表6 申万一级行业绝对PE图



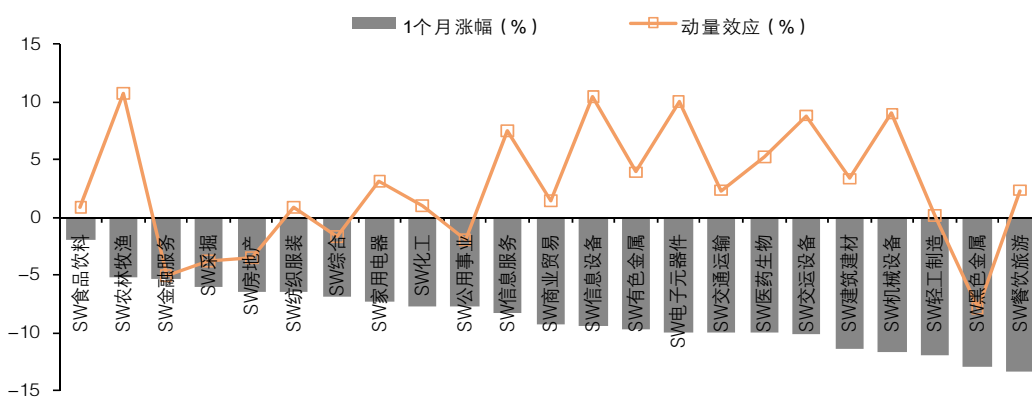
资料来源：WIND & Bloomberg

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



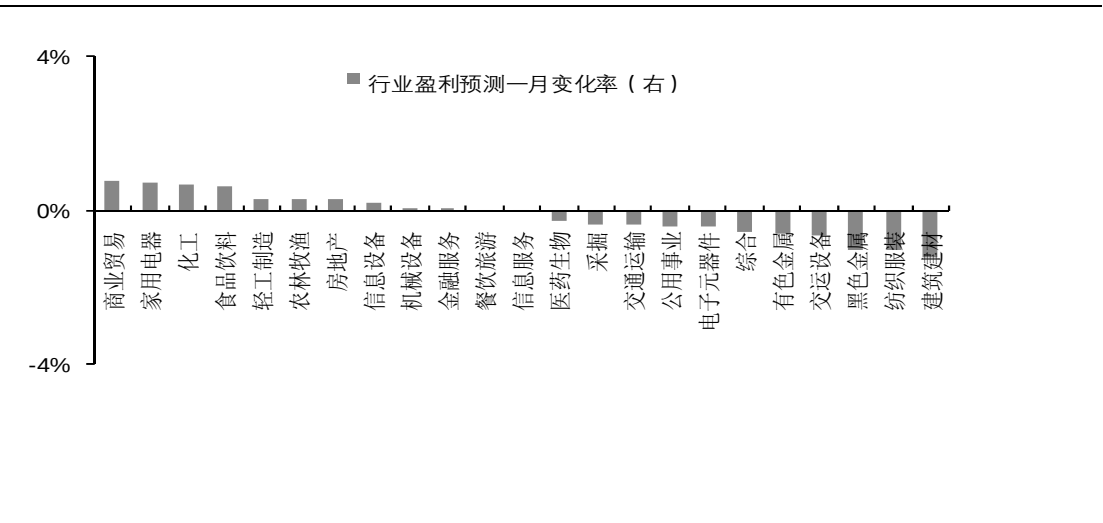
资料来源：WIND & Bloomberg

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	0.31%	0.12%	7.05%
采掘	-0.35%	-1.51%	-0.24%
化工	0.68%	4.15%	3.78%
黑色金属	-1.03%	1.15%	-0.93%
有色金属	-0.58%	0.06%	-2.97%
建筑建材	-1.21%	-1.55%	9.80%
机械设备	0.07%	0.69%	3.60%
电子元器件	-0.41%	2.20%	6.77%
交运设备	-0.63%	3.45%	4.49%
信息设备	0.20%	-0.08%	3.18%
家用电器	0.72%	1.83%	2.82%
食品饮料	0.66%	0.32%	0.10%
纺织服装	-1.04%	-1.08%	14.14%
轻工制造	0.32%	12.80%	13.50%
医药生物	-0.27%	-0.21%	-2.46%
公用事业	-0.40%	2.16%	-0.71%
交通运输	-0.36%	-3.29%	-8.33%
房地产	0.29%	-0.72%	-6.74%
金融服务	0.01%	0.92%	5.84%
商业贸易	0.77%	2.25%	-0.45%
餐饮旅游	-0.03%	-0.43%	-0.48%
信息服务	-0.04%	-3.70%	-5.51%
综合	-0.53%	2.10%	11.66%

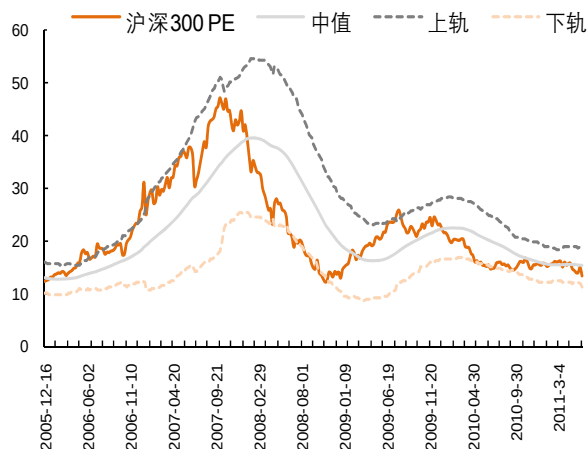
资料来源：朝阳永续

图表10 申万一级行业盈利变化



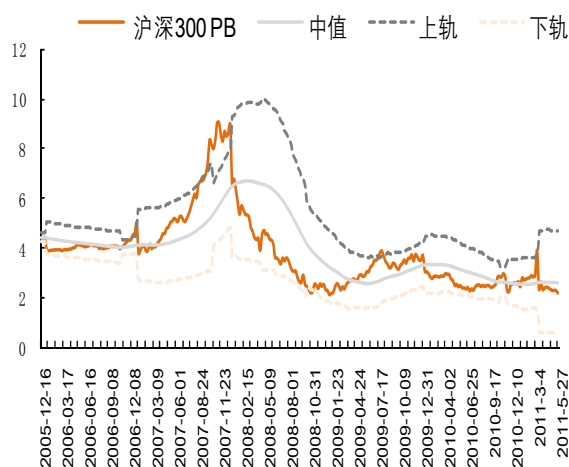
资料来源：朝阳永续

图表11 沪深300市盈率及变动趋势率



资料来源：WIND

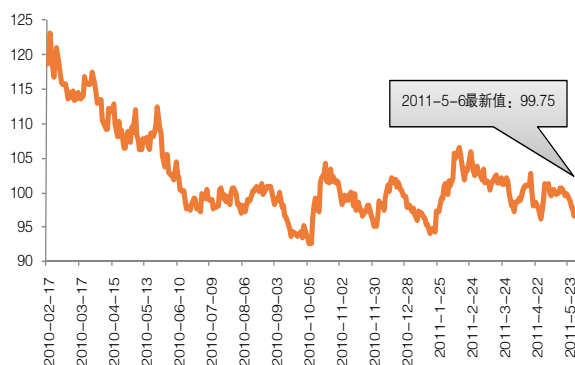
图表12 沪深300市净率及变动趋势



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

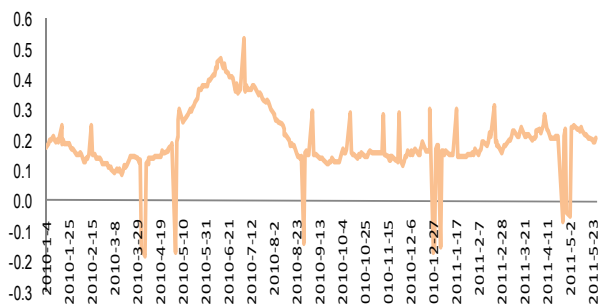
证券简称	A 股股价	H 股股价	A 股相对 H 股溢价幅度
中国平安	47.97	67.91	-29.37%
农业银行	2.78	3.85	-27.83%
中国太保	21.88	26.89	-18.63%
建设银行	4.93	6.01	-17.99%
工商银行	4.39	5.28	-16.96%

资料来源：WIND、平安证券研究所

2.3 市场流动性跟踪：

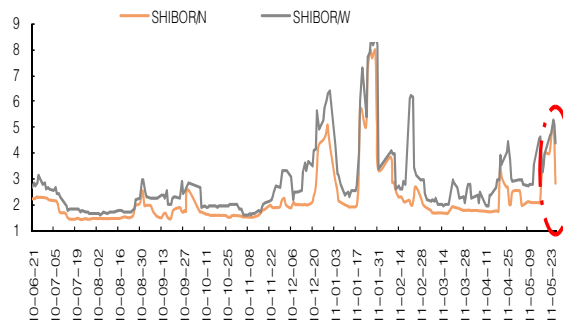
本周公开市场投放资金为 630 亿，回笼资金 670 亿，实现净回笼 40 亿。银行间隔夜回购利率本周在 25-26 日上升到接近 5% 的峰值，导致银行间流动性紧张主要因为企业所得税清缴或者说财政存款上缴和多因素叠加造成的。企业所得税体现在央行报表的“财政性存款”科目下，5 月份财政存款增量主要为企业所得税上缴增量。根据税法规定，2010 年企业所得税需要在 5 月底前集中清缴，本月财政存款的上缴在 5 月 26 日。在财政存款上缴之后，隔夜利率如期回落至 2.8% 左右。本周公开市场操作室取消机构对三年期央票的申报，显示了央行在资金紧张的情况下主动缩减回笼规模、维护资金面适度稳定的意图。货币政策或迎来真空期。

图表15 TED Spread



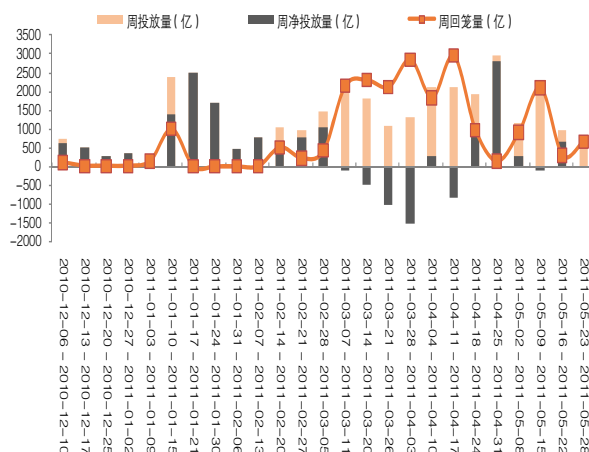
资料来源：WIND

图表16 隔夜/周SHIBOR



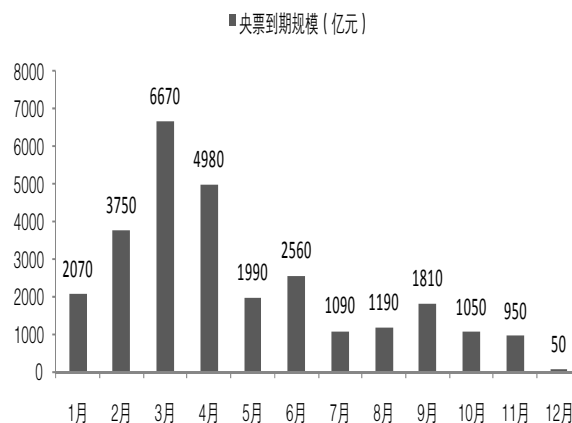
资料来源：WIND

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



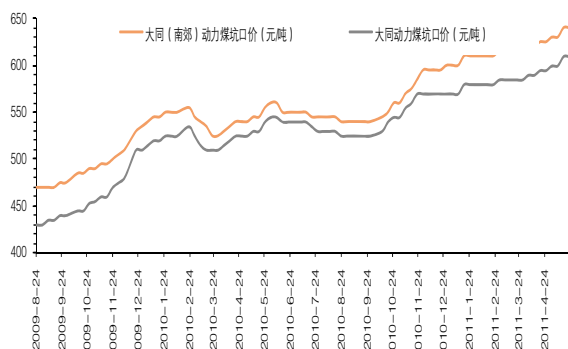
资料来源：WIND

三、重要行业指标跟踪

3.1 上游行业重要指标观察

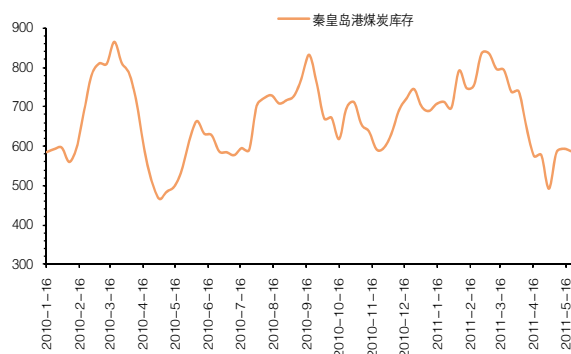
本周动力煤供需仍偏紧，受“电荒”影响，煤炭下游用户储煤积极，价格继续小幅攀升。国际动力煤炼焦煤价格继续回调，国内外价差进一步收窄。本周澳大利亚BJ降4.6%至117美元/吨，运抵广州港折算价格较国内高约50元/吨，较前期已有大幅下降。秦港库存583万吨，较上周下跌1.69%。本周铁路调入量和港口吞吐量日均分别为76.3和75.6万吨，较上周增长1.16%和1.63%。

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



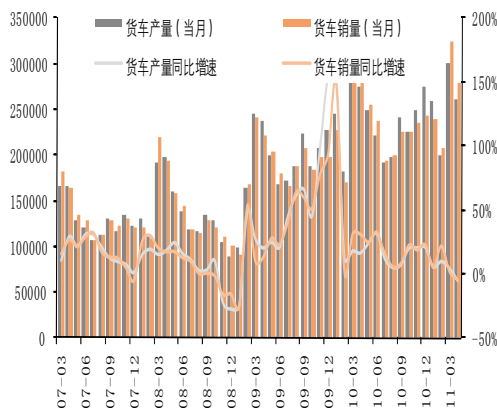
资料来源：WIND

3.2 中游行业重要指标观察

本周国内钢价小幅下降,长材表现略好于板材。在通胀压力严重的情况下,对需求后期走势的担忧成为制约当前国内钢价的主要原因,近期持续走弱的期货价格也有效地反映了这一点。库存继续下降,冷轧库存创出新高。社会库存本周下降 1.86%,其中长材下降 2.91%、板材下降 0.82%、冷轧库存创历史新高。结合本周钢价的数据来看,长材相较板材的优势仍然明显。钢价的弱势反映了需求力度并不够强势,原本可能在 5 月中旬出现上升的社会库存总量在本周继续下降而且长材板材均出现下降说明需求虽然未超预期但仍维持在一个较高的水平上。本轮去库存的进程已经接近尾声,一方面从历史上看 5 月底 6 月初库存水平的下降就将放缓并趋于平稳;另一方面,需求在前期持续紧缩的政策压制下一旦出现显著放缓,则库存水平可能会迅速上升。本周铁矿石价格有所下降,降幅大于钢价。

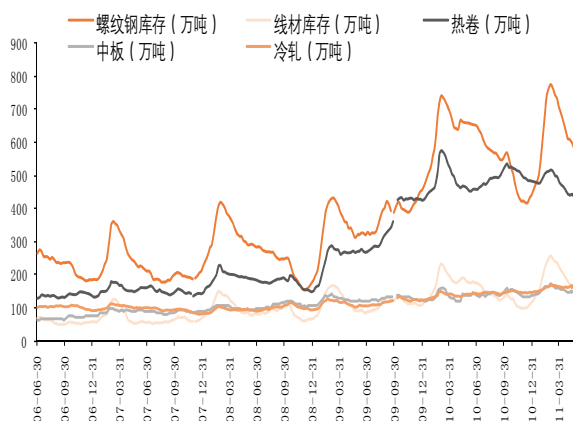
图表22 国内货车产销量及同比增速

图表23 钢材产品价格指数

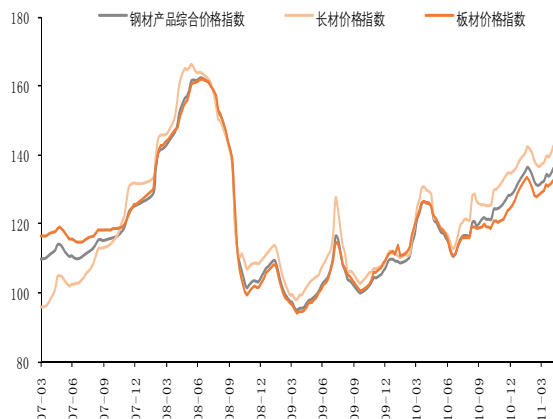


资料来源：WIND

图表24 国内钢材产品库存

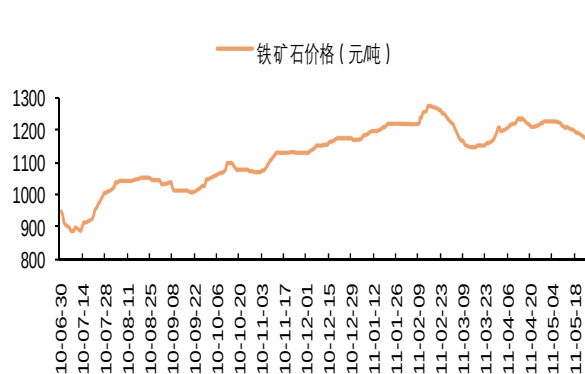


资料来源：WIND



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

一线城市成交面积本周环比降 14%；同比增 70%，主要因为去年同期“新国十条”出台导致基数较低。深环比回落 59%，京环比平，沪环比升 5%。

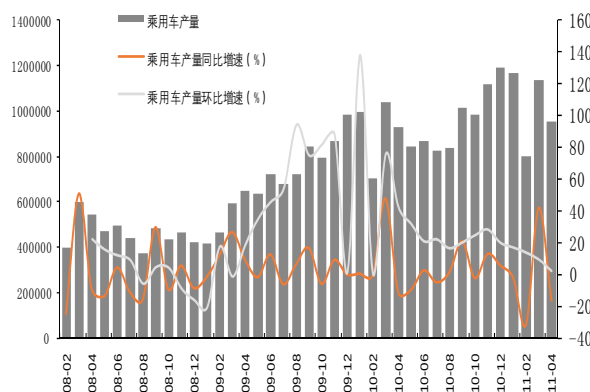
有价格数据的城市中，仅京、深涨跌幅超 10%，京外城区、远郊区均价分别下跌 9%、15%，且外城区成交占比下降，整体均价回落 14%；沪各环线均价连续三周小幅回升；深龙岗区均价上涨 9%，且罗湖、福田区成交占比上升，整体均价回升 11%。

京部分新盘优惠程度加大，销售情况良好，显示刚需依然旺盛。京怀柔区中建府前官邸开盘当日三重优惠累计近九折，600 多套房源开盘当日去化率超六成；石景山区雍景山岚均价与周边二手房接近，170 套房源开盘当日去化率近九成。沪优势地段楼盘价格依然坚挺。南汇区中海御景熙岸加推楼盘均价较此前略涨。

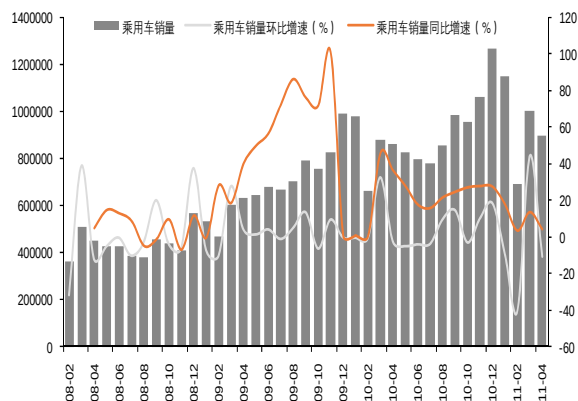
京深二手房的成交面积环比分别增 7%、9%，同比分别降 28%、34%，与 10 年平均水平相比分别低 52%、5%。

图表26 国内乘用车产量及同比增速

图表27 国内乘用车销量及同比增速

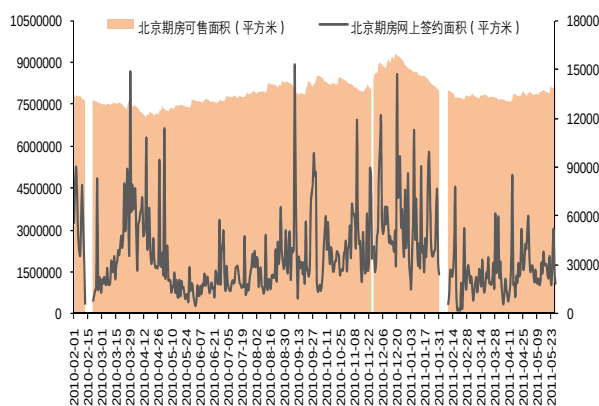


资料来源：WIND



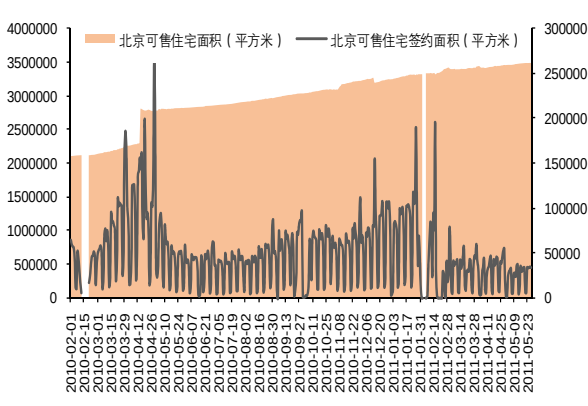
资料来源：WIND

图表28 北京期房可售面积和网上签约面积



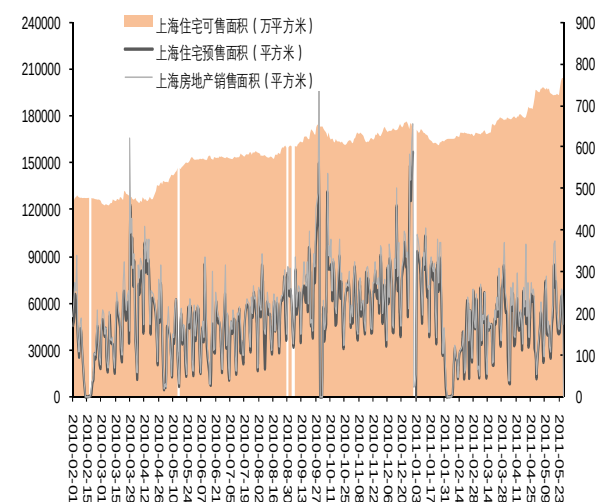
资料来源：WIND

图表29 北京可售住宅面积和签约面积



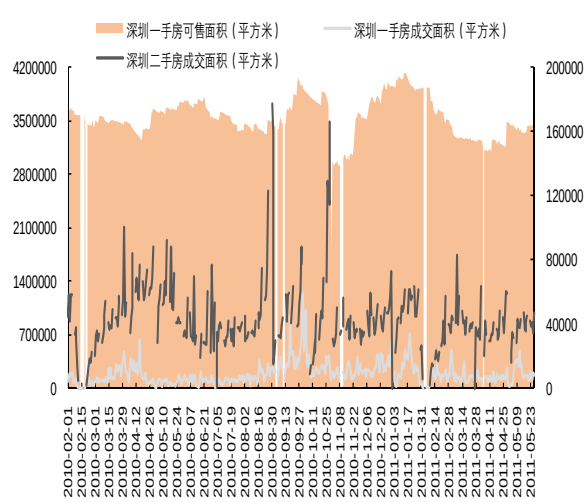
资料来源：WIND

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

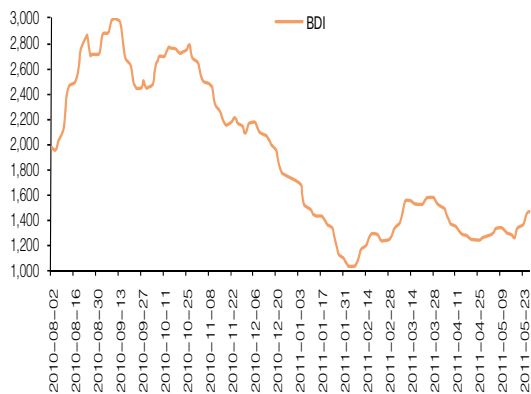


资料来源：WIND

3.4 交运与 TMT 行业重要指标观察

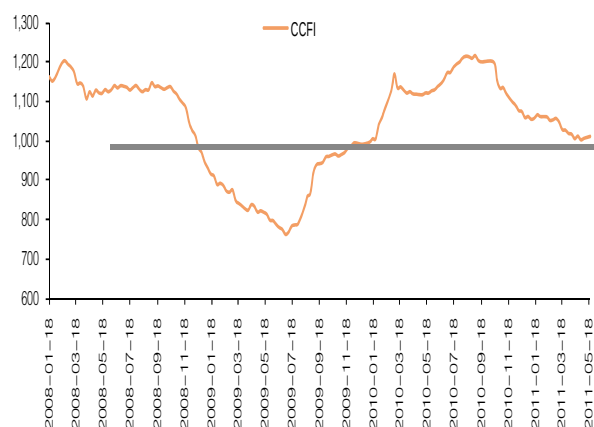
本周 BDI 指数报收于 1349 点,较上周上涨 43 点,涨幅为 3.29%。本周国际干散货物运输市场先抑后扬,主要船型运价涨跌互现。本周 Capesize 型船市场骤然反弹,BCI 指数报收于 1633 点,较上周上涨 139 点,涨幅为 9.30%,提振了 BDI 指数。本周 CCFI 指数报收于 1013.37 点,较上周上涨 2.68 点,涨幅为 0.27%。中国出口集装箱运输市场需求保持上升趋势。

图表32 干散货运价指数



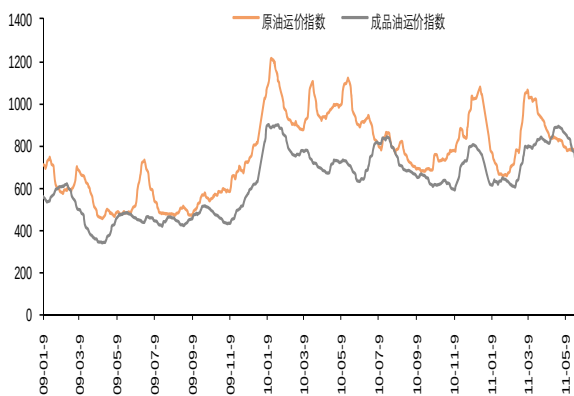
资料来源：WIND

图表33 集装箱运价指数



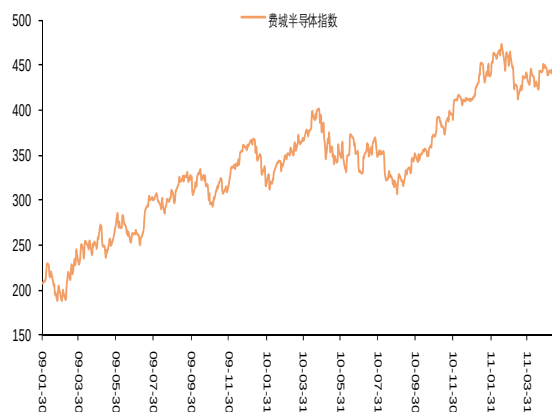
资料来源：WIND

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：

此报告旨为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