

低位震荡，在通胀预期改善之前

民生精品---策略月报

2010 年 05 月 31 日

报告摘要:

● 国内外自然灾害推高通胀预期

5 月份以来，国内外自然灾害致使通胀演变再增变数，前期快速下跌的部分蔬菜价格再度反弹，猪肉、水产品和蛋类价格涨幅明显；由于居住和国内能源价格的相对刚性，非食品价格高位企稳。预计 5 月 CPI 同比增速继续维持破五格局，6 月存在继续上行的风险。

● 经济增速减速，企业盈利面临下调风险

4 月经济增速放缓，消费减速、借贷资本成本高企已明显影响到工业企业利润增速。在企业去库存的背景下，PPI 和 PPIRM 之差缩小显示企业成本转嫁能力下降，企业盈利能力面临向下调整的风险。5 月份汇丰 PMI 初值创 10 个月以来新低，经济将延续回落态势。

● 通胀推高政策放松门槛，资金面压力难以明显缓解

在通胀看不到明显回落之前，货币政策不会出现明显的转向，政策紧缩力度还将保持。4、5 月份紧缩政策对资金面的累积效应开始体现，短期资金利率中枢已经出现上移，中长期利率出现趋势性上涨。在银行开始按日考核存贷比的预期下，6 月整体资金面转向谨慎。

● 多重压力下欧债危机加剧，资金避险情绪升高

原本日渐平静的欧洲主权债务危机，随着希腊、意大利信用级别的下调，以及西班牙的执政党在地方选举中遭遇惨败，而再度出现恶化迹象。加之通胀压力迫使欧洲央行选择加息，欧债危机恶化程度或加剧，短期资金避险情绪升温。

● 市场估值逼近历史底部，长期投资价值凸显

目前全部 A 股的动态市盈率已经低于去年 6 月底的估值水平，甚至接近于 08 年 11 月份的历史低点，市场的长期投资价值显现，只是估值的修复还需要等待预期的好转。

● 市场运行：低位震荡，在通胀预期改善之前

市场悲观预期的改变需要看到通胀的回落以及货币基调转向等信号，在信号没有出现之前，市场存在短期的超跌反弹的可能，但难以走出趋势性行情。短期市场将维持低位震荡，关注农产品和发电板块。

● 股票组合

重点关注 6 月份股票组合：森源电气、鑫龙电器、用友软件、软控股份、东华科技、奥飞动漫、中色股份、格力电器、大禹节水、雏鹰农牧、华夏银行、西藏旅游、远兴能源、泸州老窖、贵州茅台、中国化学、延长化建、西单商场、天虹商场、南方航空。

民生证券研究所

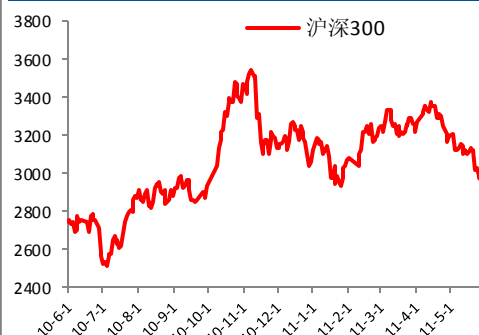
策略分析师：张琢
执业证号：S0100210110002
电话：(8610)8512 7665
邮箱：zhangzhuo@mszq.com

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)	29.33
流通市值 (万亿)	19.23
市盈率 (TTM)	16.70
市净率 (MRQ)	2.42

目 录

一、国内外自然灾害推高通胀预期.....	3
（一）自然灾害推高通胀预期，食品价格再现回升势头	3
（二）非食品价格高位企稳.....	4
二、经济增速放缓，企业盈利面临下调风险.....	5
（一）紧缩政策下，经济将延续回落态势.....	5
（二）需求放缓已明显影响到工业企业利润增速.....	6
三、通胀推高政策放松门槛，资金面压力难以明显缓解.....	7
（一）资金成本走高，资金面转向谨慎.....	7
（二）通胀推高政策放松门槛，短期政策稳健.....	8
四、多重压力下欧债危机加剧，资金避险情绪升高.....	8
五、市场估值逼近历史底部，长期投资价值凸显.....	10
六、低位震荡，关注农产品和发电板块.....	10
（一）市场运行：低位震荡，在通胀预期改善之前	11
（二）投资机会：关注农产品、发电板块.....	11
（三）股票组合.....	11
插图目录.....	13
表格目录.....	13

一、国内外自然灾害推高通胀预期

5 月份以来,国内外自然灾害致使通胀演变再增变数,前期快速下跌的部分蔬菜价格再度反弹,猪肉、水产品 and 蛋类价格涨幅明显;由于居住和国内能源价格的相对刚性,非食品价格高位企稳。预计 5 月 CPI 同比增速继续维持破五格局,6 月存在继续上行的风险。

(一) 自然灾害推高通胀预期, 食品价格再现回升势头

5 月以来我国长江中下游的“鱼米之乡”湖南、湖北、江西、安徽和江苏五省遭遇特大干旱,农作物减产预期升温,前期大幅下跌的部分蔬菜价格再次出现反弹。根据商务部数据,5 月大部分农产品继续环比上涨,其中猪肉、水产品、蛋类涨幅明显。此外,美国频发的飓风横扫西南部的大豆主产区、玉米次产区,为国际农产品价格增添了更多不确定性。

(1) 根据商务部监测的食用农产品价格数据: 5 月猪肉、蛋类和水产品价格持续上涨,5 月中旬以来,前期跌幅较大的蔬菜价格环比再现回升势头。

具体来看,5 月前三周,除蔬菜类价格出现 4.94% 的累计环比下跌、食用油环比持平外,其余各类农产品价格均环比上涨。其中,粮食累计上涨 0.7%,猪肉累计上涨 2.82%,综合肉类和禽类分别累计上涨 1.96% 和 0.03%,蛋类上涨 2.42%,水产品上涨 3.95%。

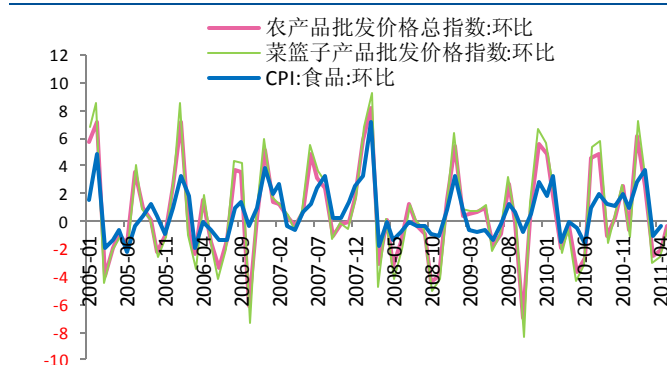
表 1: 5 月大部分农产品继续环比上涨

指标名称	粮食类周环比 %	食用油类周环比 %	肉类周环比 %	禽类周环比 %	蛋类周环比 %	蔬菜类周环比 %	水产品类周环比 %
2011-05-06	0.20	0.00	-0.05	0.10	0.30	-3.10	1.20
2011-05-13	0.30	0.00	0.80	0.10	0.80	-1.90	1.50
2011-05-20	0.20	0.00	1.20	0.10	1.30	0.00	1.20
三周累计环比	0.702	0.000	1.959	0.300	2.417	-4.941	3.951

资料来源: wind, 民生证券研究所

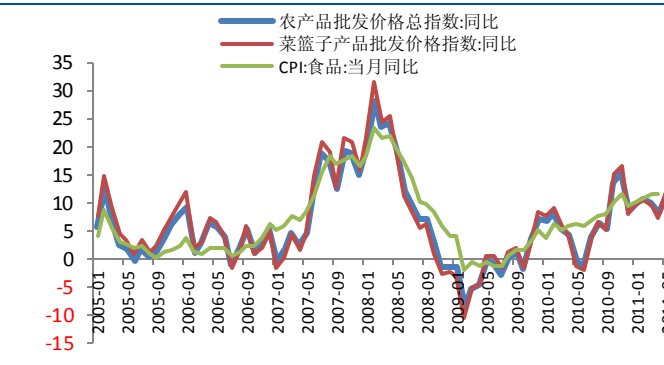
(2) 从农业部批发价格指数走势看,5 月上旬总体呈震荡回落势头,但从中旬开始,农产品批发价格指数从 177.9 不断上行至 30 日的 185.8 附近,菜篮子指数从 175.6 上行至 184.9。预计 5 月农产品和菜篮子批发价格指数较 4 月将分别下降 0.28% 和 0.43%,与去年同期相比分别上升 11.9% 和 11.8%。

图 1: 5 月农产品和菜篮子指数环比下降 0.28% 和 0.43%



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 2: 5 月农产品和菜篮子指数同比上涨 11.9% 和 11.8%



资料来源: Wind, 民生证券研究所

(3) 从国家统计局公布的 50 个城市主要食品平均价格变动情况看, 5 月中旬(11 日-20 日), 部分蔬菜价格环比涨幅有所扩大, 其中油菜、大白菜、芹菜价格较上旬分别上涨 16.4%、11.9%、和 11.6%, 黄瓜、西红柿小幅下降 2.3%和 1.6%。此外, 5 月中旬鸡蛋环比上涨扩大至 4.8%, 猪肉价格环比涨幅则由上旬的 0.8%扩大至中旬的 3.2%左右。

(4) 根据中国粮网公布的全国粮油批发价格指数, 截至 5 月 27 日, 全国粮油综合指数环比上涨 1.68%, 同比上涨 14%, 其中粮食同比上涨 13.7%, 食油上涨 24.5%。

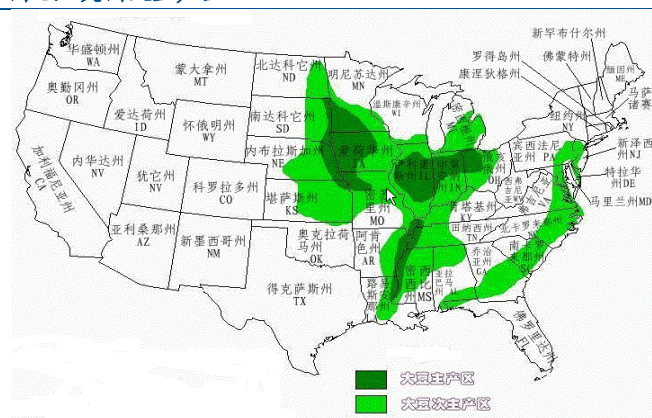
表 2: 全国粮油批发价格指数 5 月涨幅

	全国粮油批发价格指数:综合指数	全国粮油批发价格指数:粮食指数	全国粮油批发价格指数:食油指数
5 月同比	14.01%	13.71%	24.53%
5 月环比	1.68%	1.69%	1.54%

资料来源: wind, 民生证券研究所

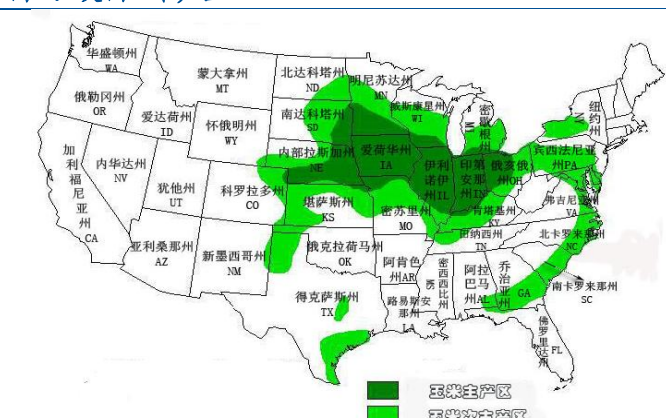
此外, 美国突发的飓风也为国际农产品价格增添了更多的不确定性。近期龙卷风和强风暴横扫美国东南部, 亚拉巴马、密西西比、田纳西、弗吉尼亚、阿肯色等州已宣布进入紧急状态。受灾各州中, 密西西比、阿肯色州是大豆的主产区, 而东部地区则是大豆、玉米的次产区。近日 CBOT 大豆、玉米价格开始上涨, 作为全球最大的大豆、玉米出口国, 此次强风灾难对大宗农产品价格造成的短期影响还将持续。

图 3: 美国大豆产区



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 4: 美国玉米产区



资料来源: Wind, 民生证券研究所

(二) 非食品价格高位企稳

4 月非食品价格上涨压力凸显, 与 3 月相比, 除居住项目同比增速下滑 0.5%外, 其余六大类同比涨幅均较 3 月扩大。虽然 5 月国际大宗商品价格整体回落, 但由于传导时滞的存在, 预计 5、6 月份非食品价格将高位企稳, 5 月同比涨幅仍将处于历史相对高位。

从非食品构成来看, 居住、娱乐教育文化用品及服务对非食品价格的波动贡献最大, 其次为交通通讯、医疗保健和衣着, 占比均在 9%左右。

表 3: CPI 各项权重占比

指标名称	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品及其维修服务	医疗保健及个人用品	交通和通讯	娱乐教育文化用品及服务	居住
2006	33.60	4.50	9.00	6.20	9.40	9.30	14.40	13.60
2011	31.39	3.99	8.51	5.84	9.04	9.25	14.15	17.82

资料来源: wind, 民生证券研究所

具体来看：

(1) 居住项权重最大，包括水电燃料、建房及装修材料、自有住房和租房四项，其中前两项占比接近 70%。整体看居住项上升势头较 4 月减弱，总体稳定。

首先，水电燃料的价格调整主要依据原材料成本的变化。受 5 月动力煤短缺，价格上涨影响，发改委 30 日宣布，上调 15 省市的非居民电价，其中上网电价平均上涨 2 分左右，销售电价平均上涨 1.67 分。

其次，建房与装修材料价格受水泥、钢材及化学品价格的影响较大。5 月上述工业品整体下滑，但南方限电可能会进一步挤压工业品供给规模，对价格构成支撑。

第三，从自有住房和租房成本来看，由于自有住房考虑的是机会成本，与贷款利率高度挂钩，因此在加息周期尚未结束的背景下，自有住房成本保持坚挺；再看租房价格，二季度以来全国主要城市房租价格上涨 10%，但有媒体报道部分一线城市房租出现小幅下跌，随着 6、7 月份租赁高峰的来临，短期内大幅下跌的可能性较小。

(2) 交通通讯：5 月份环比变化不大。

(3) 医疗保健和个人用品：该项中波动较大的是中药材和中成药价格，受农产品价格的成本加成和劳动力成本影响较大，短期维持高位。

(4) 家庭设备用品及服务：5 月下旬，联合利华上调了部分产品的价格，涨幅在 10% 左右，中下游企业转嫁成本的压力依然很大。

由于国际大宗商品价格在 5 月份出现明显下挫，预计 5 月 PPI 将继续下行。受此影响，未来非食品的环比上涨势头将受到遏制，但短期来看，由于传导的滞后性，5 月非食品涨幅仍将高于历史平均水平。

二、经济增速放缓，企业盈利面临下调风险

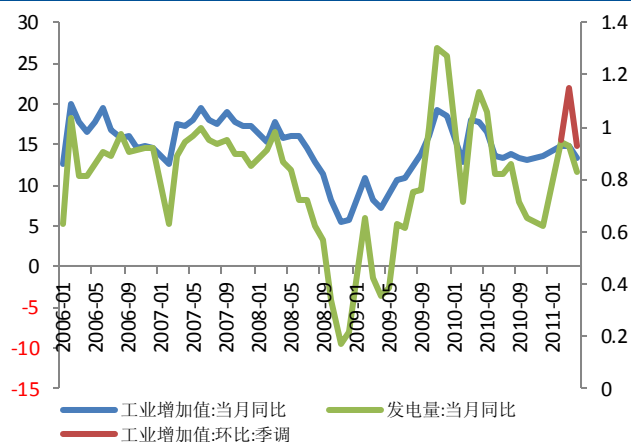
4 月经济增速放缓开始体现，消费减速、借贷资本成本高企已明显影响到工业企业利润增速。在企业去库存的背景下，PPI 和 PPIRM 之差缩小显示企业成本转嫁能力下降，企业盈利能力面临向下调整的风险。5 月份汇丰 PMI 初值创 10 个月以来新低，预计经济将延续回落态势。

(一) 紧缩政策下，经济将延续回落态势

在经历了一季度强劲增长之后，4 月份工业增加值、PMI、消费增速等指标出现明显下滑，显示经济增速开始放缓。由于市场对 5、6 月份的通胀预期依然较高，短期内还看不到货币政策转向的迹象，因此紧缩政策对需求的抑制仍将持续。5 月份汇丰 PMI 初值下降至 51.1，创 10 个月以来新低，先行指标持续回落，5 月经济将延续回落态势。

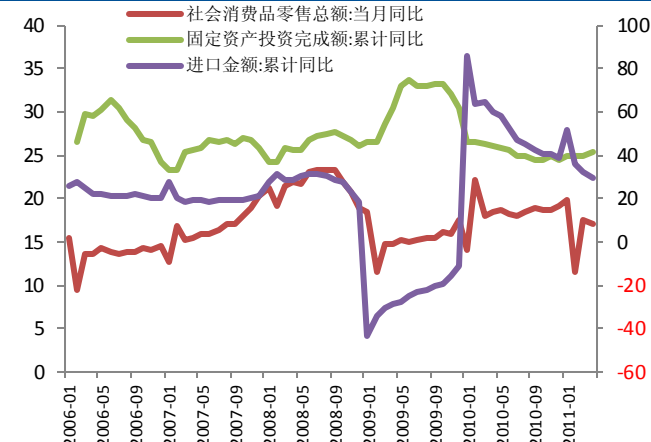
2011 年 4 月全国规模以上工业增加值同比增长 13.4%，较 3 月的 14.8% 明显下滑。4 月制造业先行指标 PMI 指数为 52.9%，较 3 月回落 0.5%，一改每年 4 月环比大幅上升的局面，显示制造业景气指数明显低于往年。从三大需求来看，除投资依然保持高速增长外，4 月消费增速和进口增速均出现了明显的下滑。

图 5: 工业增加值等总量指标显示经济需求增速放缓



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 6: 三大需求指标显示国内需求增速放缓



资料来源: Wind, 民生证券研究所

（二）需求放缓已明显影响到工业企业利润增速

1、消费和出口需求增速放缓、借贷资本成本高企已明显影响到企业利润增速

消费和出口需求增速放缓已明显影响到工业品的销售。1-4 月，全国规模以上工业企业实现利润 14869 亿元，同比增长 29.7%，4 月当月利润增速为 24.2%，低于 1-2 月份的 34.3% 和 3 月的 28.6%，基本回落至 2003-2007 年的平均水平。

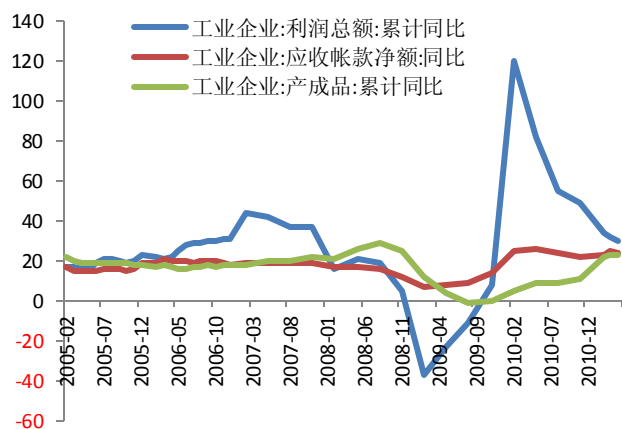
信贷紧缩造成的高资金成本正在逐步蚕食中小企业的利润空间。5 月初，工信部开展中小企业融资情况调查，调查涉及中小企业资金缺口、民间借贷实际利率、因资金链断裂而倒闭的中小企业户数等 16 项内容。调查发现，GDP 占比 60% 的中小企业贷款难的问题在今年尤为突出，更多贷款无门的企业只能走民间高利率借贷的渠道，目前温州地下融资的规模已经突破 1800 亿元，创历史新高。

2、企业进入去库存过程，企业盈利存在下调风险

产成品库存继续小幅攀升，但环比开始下行，显示企业正处于去库存过程。4 月末工业产成品资金 24363 亿元，同比增长 23.2%，比前 3 个月提高 0.05 个百分点。相比去年四季度和今年一季度产成品库存增速快速上升相比，4 月产成品库存增速放缓。

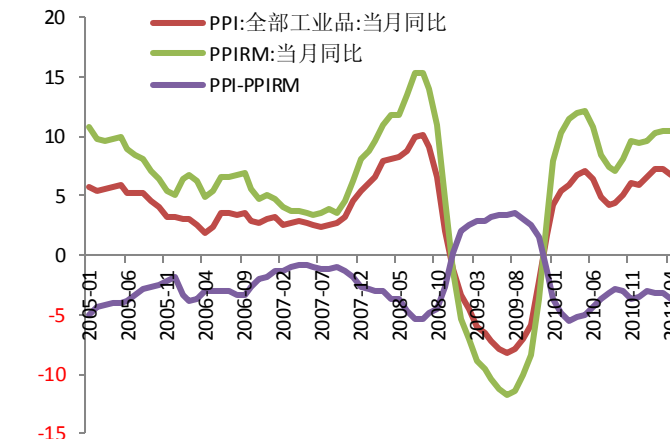
4 月以 PPI 和 PPIRM 之差表示的企业成本转嫁能力开始下降，目前市场一致盈利预期仍然处于 26.74% 的高位，在企业进一步去库存的背景下，未来企业盈利存在下调风险。

图 7：4 月工业企业利润增速继续回落



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 8：PPI-PPIRM 表示的企业成本转嫁能力开始下降



资料来源：Wind，民生证券研究所

三、通胀推高政策放松门槛，资金面压力难以明显缓解

在通胀看不到明显的回落之前，货币政策不会出现明显的转向，前期稳健的政策紧缩力度还将保持。4、5 月份紧缩政策对资金面的累积效应开始体现，短期资金利率中枢已经出现上移，中长期利率出现趋势性上涨。在各大银行开始按日考核存贷比的预期下，6 月整体资金面转向谨慎。

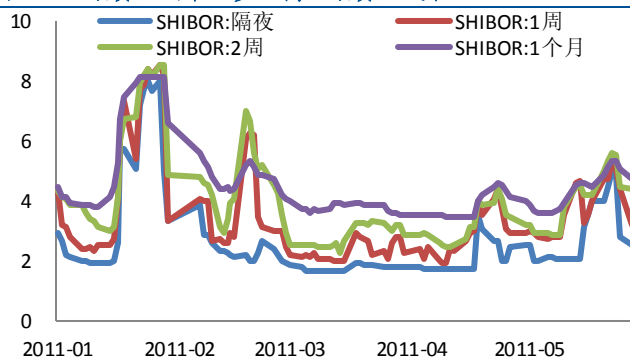
（一）资金成本走高，资金面转向谨慎

1、紧缩政策逐步抬高资金成本

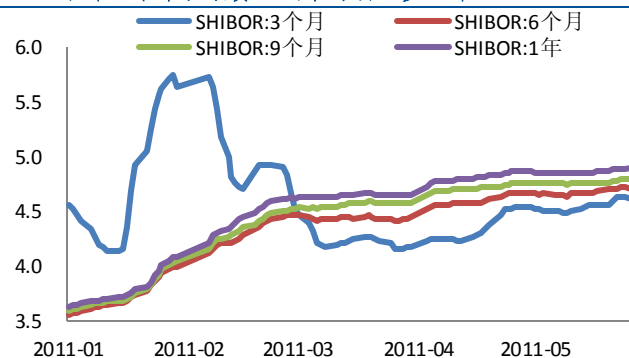
今年以来，除月末节假日等常规性因素外，每月一次的存款准备金缴款成为货币市场短期资金利率脉冲式波动的重要原因。与 2、3 月份相比，紧缩货币政策对资金面的累积效应在 4、5 月份开始体现，其中 5 月尤其明显，表现为波幅放大、消化周期延长和利率中枢的抬高。在货币政策看不到放松迹象和 6 月银行开始按日考核存贷比的预期下，短中期市场资金面仍面临考验，6 月整体资金面转向谨慎。

5 月 18 日以来，受新增外汇占款回落、存款准备金缴款影响，货币资金面明显趋紧，SHIBOR 各期限利率全线破五。目前 7 天和隔夜利率已回落至 3.2% 和 2.6%，较前几日大幅回落，但依然处于近 3 个月来的高位。经过连续收紧流动性后市场消化周期有所延长，短期利率中枢继续上移，中长期利率出现趋势性上涨。

此外，紧缩政策的累计效应也已经开始在中小企业身上体现。中国人民银行温州市中心支行的调查显示，温州各大银行贷款利率已经全面上浮 30% 到 80%，更多贷款无门的企业只能走民间借贷的渠道，目前温州地下融资的规模已经突破 1800 亿元，创历史新高。

图 9：短期资金利率逐步抬高短期资金成本


资料来源：wind，民生证券研究所

图 10：今年以来中长期资金利率持续稳步上升


资料来源：Wind，民生证券研究所

2、后量化宽松时代到来，全球资金风险偏好降低，国际资本流入趋缓

从目前的美国的经济形势来看，美联储所关注的三大指标：就业、通胀和经济增长都已经恢复到了危机之前的水平，量化宽松刺激作用已经奏效，继续推行量化宽松的基础已经动摇；议息会议上，美联储退出量化宽松态度坚决。

后量化宽松时代，在欧债危机扩散，美国经济稳步复苏的影响下，全球资金的风险偏好将明显降低，美元反转的预期不断增强，国际资本向新兴市场的流入趋缓。

（二）通胀推高政策放松门槛，短期政策稳健

通胀决定未来货币政策演变，政策左右未来资金价格水平和经济增长路径。历史上看，货币政策的实质性转向发生在通胀下行趋势确立之后。

截至目前，受电荒、干旱、飓风等突发性因素影响，被寄予厚望的食品价格季节性下跌并没有我们预期中迅速，并且部分食品价格再度出现抬头的迹象，如5月中旬以来蔬菜价格出现止跌反弹，猪肉价格反季节快速上涨，旱灾的出现进一步增加了短期通胀演变的不确定性。目前来看，5、6月份的通胀压力依然较大，CPI有再创本轮通胀新高的可能。因此在通胀看不到明显的回落之前，货币政策不会出现明显的转向，前期稳健的紧缩幅度和节奏将继续保持。

四、多重压力下欧债危机加剧，资金避险情绪升高

原本日渐平静的欧洲主权债务危机，随着希腊、意大利信用级别的下调，以及西班牙的执政党在地方选举中遭遇惨败，而再度出现恶化迹象。加之通胀压力迫使欧洲央行选择加息，欧债危机恶化程度或加剧，短期资金避险情绪升高。

1、评级接连下调，欧债危机扩散

继希腊及葡萄牙等债务重症国之后，意大利、比利时也被评级机构发出警告，这令市场担忧欧洲债务危机正在进一步扩散。5月下旬，希腊遭国际评级机构惠誉下调主权债信评级，意大利紧随其后遭遇警告，并被标准普尔调低主权评级展望。24日，评级机构惠誉又宣布将比利时的主权债信评级展望下调至负面。

2、希腊援助计划陷入僵局

目前希腊局势让市场加大了对希腊支付到期债的担忧：首先，欧盟、IMF 和欧洲央行的三方审查团在对希腊经济状况进行评估之后，认为希腊没能严格执行援助协议规定的财政紧缩和经济改革计划，援助计划已偏离预定轨道；其次，希腊援助协议的主要倡导者 IMF 主席卡恩辞职之后，希腊究竟能否如期拿到救助金，更加增添了悬念。

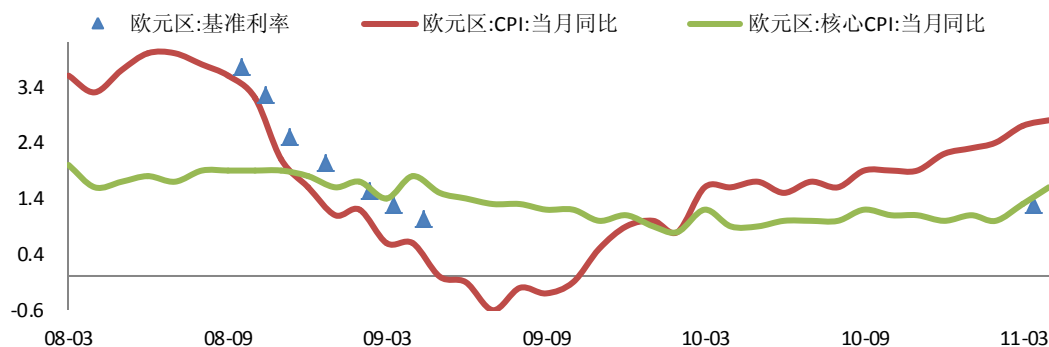
3、西班牙工人社会党地方选举失败，债务前景堪忧

西班牙政局“火上浇油”。西班牙地方选举 22 日举行，执政的工人社会党遭遇 30 年来最惨重的失败，失去多个传统选区，令投资者对西班牙财政前景感到担忧。选情体现出西班牙政府的财政紧缩政策在国内遭受较大阻力，而反对党人民党进行财政改革的意愿不强，如果反对党获胜，将令投资者对西班牙债务前景愈发忧虑，进一步拖累欧元走势。

4、欧洲央行被迫加息，加大债务重组风险

欧元区的 CPI 在过去 4 个月达到 2.6%，超过欧洲央行设定的上限 2% 的目标，欧洲央行 4 月份启动金融危机以来首次加息。利率上升以及随之而来的欧元升值，使得申请援助贷款的希腊和爱尔兰承担更高的融资成本，债务规模进一步扩大，未来被迫进行债务重组的风险上升。此外，目前欧元区有 174 家银行无力从市场获得足够资金，不能满足最低资本率要求，加息将增加问题银行的融资成本。

图 11：通胀压力加大，欧洲央行被迫加息

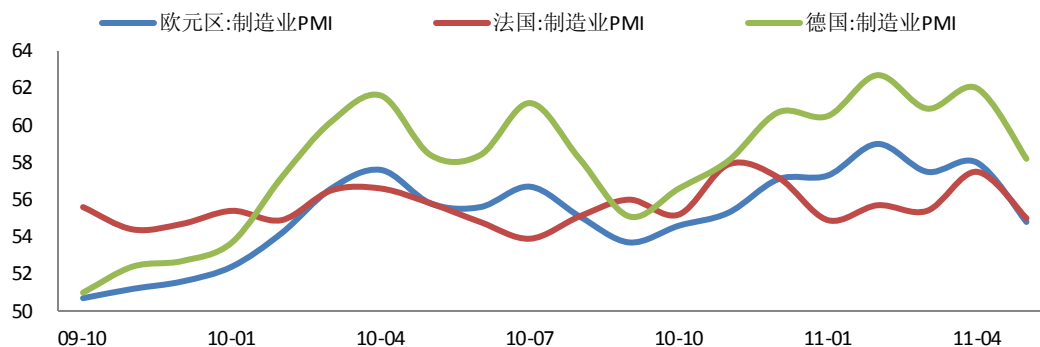


资料来源：Wind, 民生证券研究所

5、欧洲经济前景担忧升温

投资者对欧元区经济前景的担忧情绪升温。市场研究机构 Markit 数据显示，5 月份欧元区制造业采购经理人指数由 4 月份的 58 跌至 54.8；其中，5 月份德国 PMI 指数也由 4 月份的 62 跌至 58.2，5 月份法国 PMI 指数更跌至近 4 个月以来的新低 55。在欧元区成员国中，一向表现强劲的德国经济出现较大幅度的回落，进一步增添了投资者的担忧情绪。

图 12: 欧元区 PMI 出现回落



资料来源: Wind, 民生证券研究所

五、市场估值逼近历史底部，长期投资价值凸显

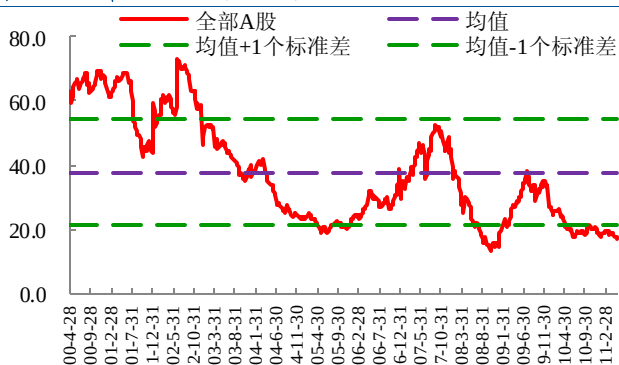
经过近期市场的连续调整,目前全部 A 股的动态市盈率回落至 16.74,市净率为 2.43,估值指标已经低于去年 6 月底的估值水平,甚至接近于 08 年 11 月份的历史低点, A-H 股溢价指数跌至 96 左右。从估值指标来看,市场的长期投资价值显现,只是估值的修复还需要等待预期的好转。

表 4: A 股主要指数估值逼近历史底部, 长期投资价值凸显

主要指数		全部 A 股	上证指数	沪深 300	创业板	中小板
PE(TTM)	历史估值中枢	37.77	34.55	26.94	66.55	38.65
	当前水平	16.74	14.33	13.3	43.48	34.47
	2010 年最低水平	17.3	15.25	14.25	57.39	35.22
	2008 年最低水平	13.36	13.25	12.34		16.20
PB(MRQ)	历史估值中枢	3.37	3.29	3.18	6.07	4.54
	当前水平	2.43	2.19	2.12	3.47	3.93
	2010 年最低水平	2.44	2.25	2.23	4.11	4.19
	2008 年最低水平	1.97	1.99	2.05		2.2

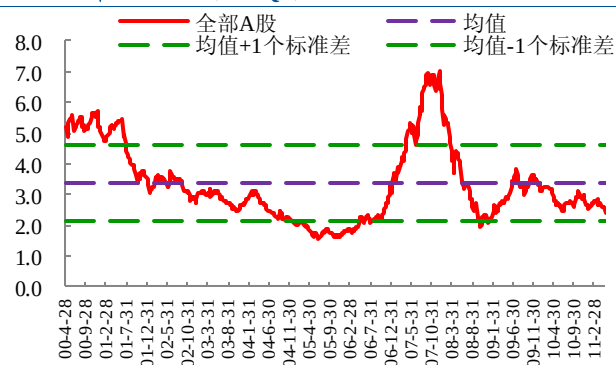
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 13: 全部 A 股 PE (TTM)



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 14: 全部 A 股 PB (MRQ)



资料来源: Wind, 民生证券研究所

六、低位震荡，关注农产品和发电板块

（一）市场运行：低位震荡，在通胀预期改善之前

在紧缩政策的作用下，部分先行指标继续回落，市场对于经济下滑的担忧进一步延伸。在高翘尾因素和旱灾推高通胀预期影响下，5、6 月份通胀压力仍将维持高位。历史上看，货币政策的实质性转向发生在通胀下行趋势确立之后，预计短期紧缩政策仍旧保持原有力度。近日存款准备金上缴导致资金面趋紧，短期资金利率大幅波动，利率中枢继续抬升，在各大银行开始按日考核存贷比的预期下，6 月整体资金面转向谨慎。

我们认为，市场悲观预期的改变需要看到通胀的回落以及货币基调转向等信号，在信号没有出现之前，市场存在短期的超跌反弹的可能，但难以走出趋势性行情。在通胀预期改善之前，短期市场将维持低位震荡，但从估值来看，市场的长期投资价值显现，只是估值的修复还需要等待预期的好转。

（二）投资机会：关注农产品、发电板块

1、价格上涨预期推动，关注农产品板块

今年以来，长江中下游地区降水达到 50 年来最低水平，主要江河累计来水量较往年同期偏少 1-7 成。作为重要的夏粮产区，长江中下游旱情给部分地区的农业生产带来不利影响，短期将推高部分农产品价格。

猪肉价格仍然存在上涨空间，利好饲料和养殖板块。在去年年底粮价的大幅升高、及冬季气温过低导致小猪成活率降低的影响下，2011 年春季以来猪肉价格反季节上涨。特别是在美国风灾影响下，玉米价格重返上升通道、短期内生猪存栏量又难以迅速得到补充，猪肉价格仍然存在上涨空间。这在一定程度上提高了饲料和养殖行业的景气度，建议短期关注。

此外，水产品养殖业受南方干旱影响，鱼类价格不断上涨，对猪肉、鸡肉价格也形成了一定支撑，利好于规模类养殖业，如雏鹰农牧等。

2、电价上调疏导成本，短期关注发电板块

4 月份以来，我国东、中、西部的多个省份都出现了罕见的淡季缺电现象，大量企业陷入不同程度的缺电困境，随着夏季用电高峰的来临，缺电地区电力短口可能会继续扩大。2011 年全国电力供需紧平衡，但十二五期间电力供应总体偏紧，明后两年发生系统性电荒的可能性很大。

今年区域性淡季缺电主要源于区域电源规模不足，电网输配电能力有限、火电企业亏损导致的开工意愿不足等结构性因素。

为缓解用电压力，发改委于 29 日宣布将对部分地区非居民用电价格及火电上网电价进行上调，在通胀高企的背景下，此次上调反映政策的天平开始向电力企业倾斜。我们认为火电企业目前处于“定价权”提升、机组利用率提升、煤价受控的相对有利局面，短期继续看好，中期看好特高压、智能电网、风电、太阳能发电的发展前景。

（三）股票组合

建议重点关注民生证券研究所 6 月份股票组合：森源电气、鑫龙电器、用友软件、软

控股份、东华科技、奥飞动漫、中色股份、格力电器、大禹节水、雏鹰农牧、华夏银行、西藏旅游、远兴能源、泸州老窖、贵州茅台、中国化学、延长化建、西单商场、天虹商场、南方航空。

表 5: 民生证券研究所 6 月份股票组合

证券代码	公司名称	行业	股价(最新)	PE (2011)	推荐理由
002358	森源电气	机械设备	35.08	25.06	有源滤波产品受益下游需求爆发
002298	鑫龙电器	机械设备	12.56	25.00	开关成套业务受益于农网改造升级, 自动化与元器件业务下游需求旺盛
600588	用友软件	信息服务	19.73	19.90	“效益化、高增长”战略确保业绩快速增长
002073	软控股份	信息服务	20.70	25.56	海外橡胶市场和化工行业发展打开市值上升空间
002140	东华科技	建筑建材	24.41	18.49	公司合同规模将有实质性突破, 大合同占比将会显著提高
002292	奥飞动漫	信息服务	18.58	37.16	“动漫+玩具+X”商业模式可拓展性较高, 打造动漫全产业链的运营平台战略指导下存在收购预期
000758	中色股份	有色金属	37.35	44.46	公司海外资源拓展稳步推进, 赤峰地区勘探收获在即
000651	格力电器	家用电器	21.43	11.97	公司将成为变频空调节能补贴取消的最大收益者, 在中央空调、出口订单及专业制冷业务上的增长值得期待。
300021	大禹节水	农林牧渔	11.16	24.26	节水项目资金有保障, 超大型订单值得期待
002477	雏鹰农牧	农林牧渔	27.39	40.00	头猪毛利迅速提升, 扩充母猪群保增长
600015	华夏银行	金融服务	12.37	12.00	看好公司业绩拐点所带来的估值提升, 以及中小企业业务和差异化经营带来的转型溢价
600749	西藏旅游	餐饮旅游	13.19	48.85	交通持续改善, 景区知名度大增, 游客量有望大幅增长
000683	远兴能源	化工	8.38	20.44	十二五煤炭翻两番, 甲醇迎来业绩拐点
000568	泸州老窖	食品饮料	45.11	22.44	体制改革见效, 中高端酒(泸州老窖特曲)销售超出市场预期
600519	贵州茅台	食品饮料	203.80	27.25	政府主导令茅台释放业绩动力大大增强, 销售收入目标远超市场预期
601117	中国化学	建筑建材	6.53	13.06	依靠核心技术提升盈利水平, 现代煤化工值得期待
600248	延长化建	建筑建材	10.25	24.40	公司处于业绩拐点前期, 极大受益于能源“金三角”十二五规划的出台
600723	西单商场	商业贸易	12.84	21.40	确定性增长, 估值相对优势, 预计近期拿到批文形成短期刺激性因素
002419	天虹商场	商业贸易	19.81	23.70	行业少有的三好学生(好机制, 好公司, 好模式), 且近期估值水平下降, 出现难得的买入时机
600029	南方航空	交通运输	7.49	12.06	运力投放较好化解了需求增速的下滑, 公司客座率和票价坚挺, 盈利能力好于预期; 国际业务日趋成熟; 本币升值最大受益者。

资料来源: wind, 民生证券研究所

插图目录

图 1: 5 月农产品和菜篮子指数环比下降 0.28%和 0.43%	3
图 2: 5 月农产品和菜篮子指数同比上涨 11.9%和 11.8%	3
图 3: 美国大豆产区	4
图 4: 美国玉米产区	4
图 5: 工业增加值等总量指标显示经济需求增速放缓	6
图 6: 三大需求指标显示国内需求增速放缓	6
图 7: 4 月工业企业利润增速继续回落	7
图 8: PPI-PPIRM 表示的企业成本转嫁能力开始下降	7
图 9: 短期资金利率逐步抬高短期资金成本	8
图 10: 今年以来中长期资金利率持续稳步上升	8
图 11: 通胀压力加大, 欧洲央行被迫加息	9
图 12: 欧元区 PMI 出现回落	10
图 13: 全部 A 股 PE (TTM)	10
图 14: 全部 A 股 PB (MRQ)	10

表格目录

表 1: 5 月大部分农产品继续环比上涨	3
表 2: 全国粮油批发价格指数 5 月涨幅	4
表 3: CPI 各项权重占比	4
表 4: A 股主要指数估值逼近历史底部, 长期投资价值凸显	10
表 5: 民生证券研究所 6 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。