

市场在筑底、关注双纠偏机会

6月A股策略报告

2011年5月31日

主要观点:

- 市场已处于中期筑底阶段, 2750点下方是市场悲观预期与投资者清盘止损操作的合力。当下投资者对待股市适宜采用相对积极而非相对悲观的情绪, 操作上宜由趋势策略改为价值策略。
- 整体市场估值处于底部、沪深300市净率与1700点时也仅有5%左右距离, 但伪成长股的存在使得市场估值分布结构还有一定修正空间。经济回落下上市公司业绩增速将有回落, 悲观预期下2011年非银行上市公司业绩增速大致在8%、仍能保持一定的正增长。
- 伴随着6月公开市场到期资金规模增大以及央票操作节奏的调整, 货币资金利率有所回落。(存款余额-准备金)/GDP目前为1.5倍、而2008年6月及12月时该指标值分别为1.36倍、1.48倍; 预期5月CPI为5.3%左右、6月有望达全年高点后企稳回落; 政策紧缩处于后期。新开账户数、融资金额等市场情绪指标显示行情有企稳好转迹象。
- 经济基本面角度看虽然经济回落、物价高位的组合短期难有改变, 但由于政策调控的主动性、经济软着陆概率较大。
- 虽然国内外环境存在不确定性, 但基于影响股市的经济基本面、流动性、估值与业绩三大组合在时间轴上有渐次改善的推断, 则市场指数已处于筑底过程之中。即放在全年的角度看, 当前位置是低位区域而非高位区域。就6月而言, 市场有望以2750点一线震荡整固的形式演绎中期筑底行情。换句话说, 如果2008年1664点时遍地黄金、2010年2319点时是白银时代, 那么当下市场至少是青铜时代、但绝非黑铁时代, 投资机会正在逐步呈现。
- 关注两大纠偏性机会。即, 首先, 逢低配置于产业资本增持以及国际视野之横向比较和A股历史之纵向估值比较下的低估值板块(金融、采掘、钢铁、交通运输等); 其次, 布局于国民经济失衡领域之纠偏性机会(保障房建设、水利建设、能源建设、新兴产业建设)、以基建和设备为主。考虑到经济回落以及估值分布的结构性背离, 风格上先价值后成长。
- 重点个股: 民生银行、中信证券、八一钢铁、神火股份, 正泰电器、东方电气、中联重科、山推股份、北新建材、新都化工等。

策略组

分析师: 沈正阳

执业证书编号: S0550511010009

TEL: (021)63367000-314

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址: 上海市延安东路45号20楼

邮编: 200002

一、市场回顾及展望	3
二、估值处于底部区域、业绩增速回落中保持正增长.....	3
1、整体估值处于底部、但估值分布结构还有修正空间	3
2、上市公司业绩增速将有回落、但仍能保持正增长.....	5
三、资金利率有望阶段性回落、紧缩处于后期阶段.....	6
1、到期资金规模增大、市场资金利率有回落.....	6
2、(存款余额-准备金)/GDP 指标看，紧缩处于后期.....	7
3、市场情绪指标低迷、往往预示行情有企稳好转迹象.....	8
四、经济回落、物价高位的组合短期难有改变，但软着陆概率大.....	9
五、市场处于筑底过程、关注双纠偏机会.....	13
1、市场运行及投资策略	13
2、关注估值纠偏性机会	13
3、关注国民经济投资失衡领域的纠偏性机会	14
4、重点个股	16
表 1：权重指数整体估值水平已处于历史估值底部区域	3
表 2：沪深 300 权重股的估值分布结构也接近历史估值底部时的分布结构	4
表 3：但就全体 A 股而言，当前估值分布结构仍存在一定的不均衡	4
图 1：经济回落预期下中小盘股的估值溢价依然处于向下修正过程中	4
表 4：国际板对 A 股整体估值水平的压力不宜作夸大解读	5
表 5：自下而上、基于 WIND 一致预期下非银行的业绩增速至少在 8%，回落中有一定增长	5
表 6：从非银行公司的业绩分布经验看，二季度业绩环比有望持平、全年依然有增长.....	6
表 7：5 月准备金率上调冲击了资金市场，后续继续密切关注资金利率变动	6
图 2：6 月市场拆借利率有望阶段性回落	7
表 8：6 月公开市场到期资金环比增长、有望实现净投放	7
表 9：实际货币(扣除准备金)与 GDP 的比值接近 2008 年中期水平、即紧缩已处后期	8
图 3：市场指标——新增股票账户数处于历史低位、往往预示市场已处短期底部.....	8
图 4：市场指标——融资买入额处于低位区域、也往往预示市场已处短期底部.....	9
图 5：PMI 回落、工业增加值下行，回落临近低点	10
图 6：工业增加值增速回落将导致后期 PPI 的回落	10
图 7：PPI 回落为下半年 CPI 企稳提供可能	10
图 8：工业用电增速低于生活用电、经济产出在回落中	11
表 10：电荒在 GDP 电耗量的改善大趋势下对经济影响不宜夸大	11
图 9：非地产行业库存资产比与 2008Q1 持平、低于 2008Q3 水平，去库存压力要远小于 2008 年	12
表 11：各行业库存资产比列表显示，当前库存处于高位但远低于 2008 年 3 季度	12
表 12：对比金融危机，部分低估值权重股存在被增持、被回购可能	13
表 13：A 股部分权重板块估值已经处于历史低位、甚至低于 2008 年	14
表 14：A 股部分权重板块估值低于境外市场相关板块估值	14
表 15：当前信贷及财政预算在投资资金来源的比重处于低位，未来存在改善要求.....	15
表 16：国定资产中设备投资占比的改善有所弱化，多是货币紧缩的累积冲击效应.....	15
图 10：国民经济失衡领域存在纠偏性投资的机会	15
表 17：重点个股列表	16

一、市场回顾及展望

经济基本面、流动性、估值与业绩，主要影响股市的三大组合处于弱势，在此格局下5月市场如期回落。5月市场下跌、向估值底部区域靠拢、并跌破了我们认为的经济软着陆预期下估值底部2750点一线。即，5月下旬市场恐慌情绪升温、市场对经济硬着陆的担忧在加剧，这是市场跌破去年2300点对应的估值水平的原因，当下有向2008年硬着陆时对应的估值水平做一定靠拢的迹象。

我们认为，当前股市运行在经济软着陆与经济硬着陆对应的估值水平之间，是市场恐慌的表征。基于政策主动性调控下的经济回落，经济出现硬着陆的可能性较低。因此，中长期看市场终将回归至软着陆情景，从而在目前位置基础上做出向上修正。

我们认为，市场已处于中期筑底阶段，2750点下方是市场悲观预期与投资者清盘止损操作的合力。当前市场属于恐慌阶段，当下投资者对待股市适宜采用相对积极而非相对悲观的情绪，操作上适宜由趋势策略改为价值策略。即放在全年的角度看，当前位置是平衡市大格局中的低位区域而非高位区域。

当前市场处于中期筑底阶段的判断，更重要的是来源于我们前期分析判断影响市场的经济基本面、流动性、估值与业绩三大组合在未来会渐次发生某些变化。我们认为，伴随着市场的下跌，首先，估值与业绩组合出现了转机，即所谓“跌出来的机会”；其次，流动性组合由于市场利率飙升、创出年内次高而在6月份有望阶段性的获得改善；最后，经济组合中虽然物价高位、经济回落以及政策短期均难以根本性改变，但是基于6月物价创新高后有企稳的预期、以及目前政策紧缩状态堪比2008年而后有政策有所平衡的预期，即从下半年的中长期角度看后续也将有望得到一定的改善。因此，基于影响股市的三大组合时间轴上有渐次改善的推断，我们认为市场指数已处于筑底过程之中。

二、估值处于底部区域、业绩增速回落中保持正增长

1、整体估值处于底部、但估值分布结构还有修正空间

目前来看，6月市场显著的支撑并非来自经济面而是来自于估值层面以及流动性层面的波动。当前市场估值水平处于历史低位区域，这一点可以从观察极端时点(2008年10月、2010年6月以及当下)市盈率与市净率的对比中得到佐证。我们除了考察估值的整体均值水平，更关注估值结构的分布，这更有利于全面的反应市场估值的状态。

从估值整体均值水平的角度看，A股整体估值水平已经处于底部。考察沪深300指数以及全部A股，以PB估值而言，当下沪深300指数2.12倍的市净率估值水平已经低于2300点水平、仅高于2008年1700点2.05倍市净率水平时的3.5%左右。全部A股当前市净率为2.43倍、高于2008年低点时的2倍市净率，但是这里面有当前部分非权重股的结构性价高估值的问题、也有最近两年大量中小盘股上市的缘故。所以，即使以2008年经济硬着陆的估值基准来推断，沪深300为代表的权重指数估值回落的空间大致在5%，全部A股估值水平(PB)回落的空间也大致在10%。

就估值分布而言，当前沪深300成分股的估值分布与2300点时持平、市盈率30倍以下的比例均在65-70%之间。相对而言，以所有A股作为统计对象的估值分布来看，当前估值分布结构的背离程度略高于2300点时、也高于2008年；当前所有A股中市盈率低于30倍的比例在31%、弱于2300点时的41%、更弱于2008年时的78%。

因此，从估值整体水平看，当前估值水平已经处于历史估值底部、继续回落空间极小；但从估值分布结构看，当前估值分布依然存在着不合理、相对2008年10月以及2010年6月的分布结构有较大的背离。由此可知，当前市场整体已经处于筑底过程中，且这种筑底将由于估值结构的较大背离而相对会漫长些。

从估值水平以及估值分布结构两个维度来看，如果说2008年1700点时遍地黄金、2010年2300点时是白银时代，那么当下市场至少是青铜时代、但绝非黑铁时代，投资机会正在逐步呈现。因此，2750点下方，反应了经济适度回落或者说软着陆的预期；事实上该估值水平即使在国际板预期下、国际视野的比较中也处于合理状态；即当前估值水平已经处于历史估值的底部区域，后续显著回落的空间不大。

表1：权重指数整体估值水平已处于历史估值底部区域

	市盈率 TTM				市净率			
	20081031	20100630	20110523	20110529	20081031	20100630	20110523	20110529
全部 A 股	13.36	17.45	17.19	16.74	1.97	2.46	2.49	2.43
上证 180	12.43	13.66	12.45	12.28	2.04	2.14	2.01	1.99
沪深 300	12.34	14.35	13.51	13.3	2.05	2.24	2.16	2.12
中小企业板	16.2	36.11	36.8	34.84	2.2	4.29	4.2	3.98
创业板		60.41	44.44	43.08		4.33	3.52	3.44
中小板/上证 180	1.30	2.64	2.96	2.84	1.08	2.00	2.09	2.00

数据源自 WIND，东北证券

表 2：沪深 300 权重股的估值分布结构也接近历史估值底部时的分布结构

沪深 300 估值分布	市盈率 2008-10-31	市盈率 2010-6-30	市盈率最新 0523	市盈率 2008-10-31	市盈率 2010-6-30	市盈率最新 0523
<0	11	8	9	4.04%	2.94%	3.31%
0-10	92	23	18	33.82%	8.46%	6.62%
10-20	93	110	101	34.19%	40.44%	37.13%
20-30	39	47	53	14.34%	17.28%	19.49%
30-40	21	27	31	7.72%	9.93%	11.40%
40-50	7	17	13	2.57%	6.25%	4.78%
50-100	8	36	35	2.94%	13.24%	12.87%
100-high	1	4	12	0.37%	1.47%	4.41%
小于 30 之合计	235	188	181	86.39%	69.12%	66.55%
合计	272	272	272	100.00%	100.00%	100.00%

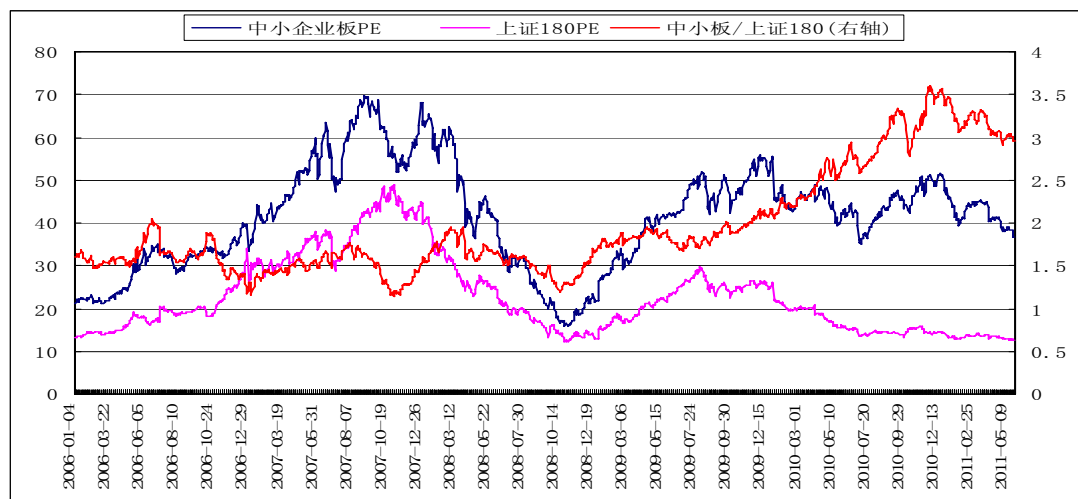
数据源自 WIND，东北证券

表 3：但就全体 A 股而言，当前估值分布结构仍存在一定的不均衡

	1700 点	2300 点	2750 点
<0	14.72%	12.27%	7.10%
0-10	16.73%	2.36%	1.66%
10-20	31.32%	13.87%	9.82%
20-30	15.66%	12.96%	12.35%
30-40	7.80%	15.05%	19.17%
40-50	3.21%	10.98%	14.01%
50-100	5.97%	21.21%	21.47%
100-high	4.59%	11.30%	14.42%
小于 30 之合计	78.43%	41.46%	30.93%
合计	100.00%	100.00%	100.00%
样本数	1590	1867	2170

数据源自 WIND，东北证券

图 1：经济回落预期下中小盘股的估值溢价依然处于向下修正过程中



数据源自 WIND，东北证券

表 4：国际板对 A 股整体估值水平的压力不宜作夸大解读

	指数	P E	动态 P E	市净率
道琼斯工业	12605	13.84	12.64	2.81
标普 500	1344	15.19	13.56	2.27
纳指	2823	24.04	17.65	2.89
日经 225	9649	17.02	16.69	1.24
俄罗斯 RTS	1861	8.17	5.97	1.19
巴西圣保罗	62367	9.47	9.93	1.57
印度 SENSEX	18141	16.45	14.47	3.01
上证指数	2866	16.01	13.24	2.46
沪深 300	3133	16.96	13.99	2.59
深圳成指	12174	19.42	15.7	3.04
香港恒生	23238	12.28	12.23	1.77
AH 溢价	99.8			

数据源自 WIND，东北证券

2、上市公司业绩增速将有回落、但仍能保持正增长

考虑到经济回落、2011 年上市公司业绩增速将有所回落，其中非银行类上市公司业绩回落的取向更大。尽管如此，根据 WIND 一致预期的数据、在悲观情形下，非银行类企业业绩增速仍能保持一定的增长、在 8% 左右。同时，从非银行上市公司业绩分布的季度序列特征来看，二季度环比持平、同比增速回落，全年保持 10% 左右的增长也是大概率事件，对应非银行企业的 ROE 大致在 11% 左右。

这里需要说明的是，我们认为当前市场关注焦点在经济回落的程度、担忧是否会硬着陆，对此我们也持密切关注的态度；但分析师自下而上数据、以及经验数据和自上而下推论的数据均表明经济回落将促使上市公司业绩增速的回落、但这种回落依然是有度的，整体非银行企业 2011 年业绩增速在 8% 左右、保持一定的正增长应该是相对保守的估计、置信度较高。

综合而言，从影响股市的估值与业绩维度来看，当前整体估值水平已经反应了经济回落的预期、处于历史估值底部区域；只是估值结构仍然存在着一定的背离。估值的底部区域以及业绩一定的正增长，表明从长期看当前市场指数处于底部区域；市场的大幅下跌，更多是资金面紧张下市场恐慌情绪的反应。

表 5：自下而上、基于 WIND 一致预期下非银行的业绩增速至少在 8%，回落中有一定增长

	银行	同比增速	非银行	同比增速
2009 年业绩	5074.68		6790.64	

归属母公司净利润 2010 年度	6773.89	33.48%	9542.83	40.53%
预测净利润平均值 2011	8404.4	24.07%	12407.45	30.02%
预测净利润中值 2011	8448.51	24.72%	12339.21	29.30%
预测净利润最大值 2011	9298.76	37.27%	14592.11	52.91%
预测净利润最小值 2011	7341.2	8.37%	10362.24	8.59%
2011 年 1 季度银行业绩增速同比 33.23%、环比 49%，非银行同比增速 19.11%、环比-12%。				

数据源自 WIND，东北证券

表 6：从非银行公司的业绩分布经验看，二季度业绩环比有望持平、全年依然有增长

20030101 前上市非银行公司	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度环比	全年同比
2003	278	289	321	193		
2004	395	417	419	125	104.78%	25.44%
2005	423	423	343	60	239.49%	-7.89%
2006	355	525	547	492	490.68%	53.64%
2007	699	849	789	858	42.16%	66.49%
2008	737	846	569	-236	-14.07%	-40.03%
2009	439	802	878	853	NA	55.11%
2010	943	1073	1047	1289	10.57%	46.43%
2011	1148	?1126	?	?	-10.99%	?10%左右

数据源自 WIND，东北证券

三、资金利率有望阶段性回落、紧缩处于后期阶段

1、到期资金规模增大、市场资金利率有回落

由于货币存量资金 M2 的绝对额以及相对额(M2/GDP)处于历史高位，在通胀压力下制约着货币供应量增速，因此，未来货币供应量增速整体处于低位阶段。市场对流动性的关注更多在于存量资金的再配置，这一点在估值处于合理区间时往往有较高的指示作用。

本轮市场回落的流动性显性指标在于准备金率上调后货币市场利率的创新高。5 月准备金率上调至 21%的历史新高，在准备金率上调公告日至缴款日、以及缴款之后的一段时间内，包括 SHIBOR、票据贴现等货币市场利率均出现了走高现象。这与 3 月准备金率上调后的冲高回落或 4 月的冲高整理不同，即资金市场利率紧张程度在 5 月创出年内次高、仅次于春节前后。

但是，如此高的市场拆借利率，伴随着 6 月公开市场到期资金的增加以及央行公开市场操作节奏的适度调控而将有所缓和，最新数据显示，5 月 27 日相对于 26 日、1 周 SHIBOR 已经由 5.0883%回落至 4.3958%、1 月 SHIBOR 也从 5.36%回落至 5.09%；预期拆借利率还将有所回落。

我们认为货币市场利率将由于 6 月资金面的相对宽裕而有所回落，这有利于恐慌情绪的舒缓，有利于股市操作策略从趋势策略回归至价值策略。

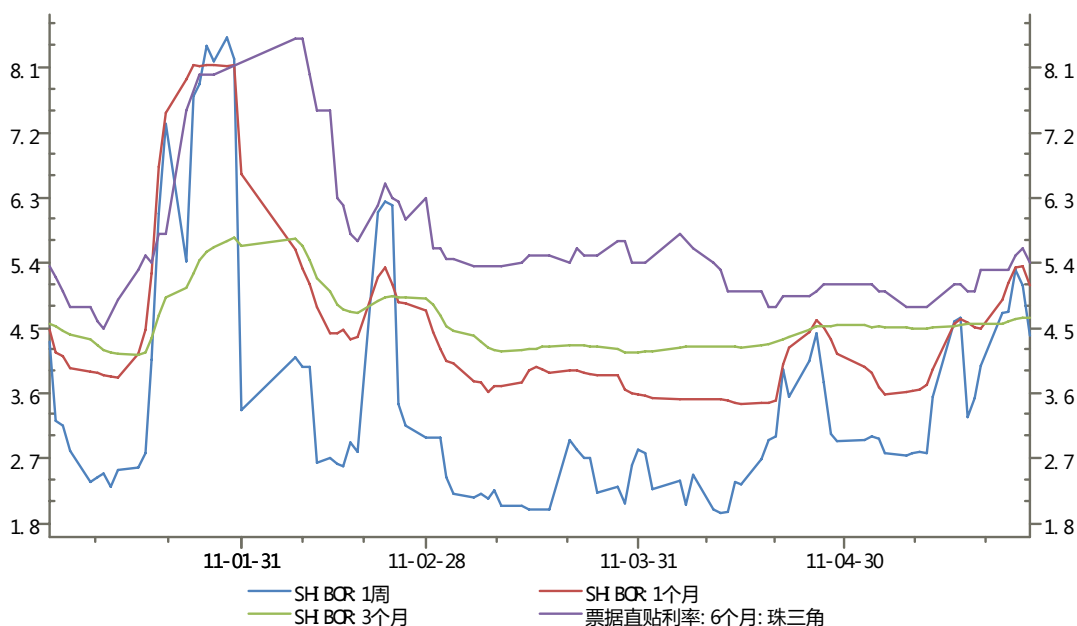
表 7：5 月准备金率上调冲击了资金市场，后续继续密切关注资金利率变动

	公告日	2011-1-14	2011-2-18	2011-3-18	2011-4-17	2011-5-12
	变动日	2011-1-20	2011-2-24	2011-3-25	2011-4-21	2011-5-18
	准备金率上调至	19%	19.50%	20%	20.50%	21%
SHIBOR1 周	前 2 日平均利率	2.4	2.76	2	2.36	2.78
	期间利率	3.6	4.96	2.57	2.99	3.77
	后 5 日平均利率	7.35	2.92	2.52	3.76	4.45

SHIBOR3月	前2日平均利率	4.18	4.74	4.23	4.24	4.5
	期间利率	4.3	4.88	4.26	4.29	4.53
	后5日平均利率	5.25	4.77	4.18	4.49	4.58
票据直贴	前2日平均利率	4.6	6	5.5	5	4.8
	期间利率	5.38	6.19	5.5	4.91	4.96
	后5日平均利率	7.36	5.79	5.52	5.02	5.28

数据源自 WIND，东北证券

图 2：6 月市场拆借利率有望阶段性回落



数据来源: Wnd资讯

数据源自 WIND，东北证券

表 8：6 月公开市场到期资金环比增长、有望实现净投放

日期	公开市场到期资金	公开市场净投放量
2011 年 1 月	5480	4540
2011 年 2 月	4150	3410
2011 年 3 月	6870	-2710
2011 年 4 月	9110	2960
2011 年 5 月	5410	2060
2011 年 6 月	6010	6010
2011 年 7 月	2720	2720
2011 年 8 月	2060	2060
2011 年 9 月	1810	1810
2011 年 10 月	1050	1050

数据源自 WIND，东北证券

2、(存款余额-准备金)/GDP 指标看，紧缩处于后期

中期看，CPI 伴随着经济产出的回落、由此而生的 PPI 回落而有望在 6 月冲高后企稳回落，物价未来的企稳使得政策紧缩的力度逐步稳健化提供了可能。

另外，以(存款余额-准备金)/GDP 指标来衡量政策紧缩的程度。政策的相机抉择性也要求在经济的回

落阶段规避政策调控过紧，防范类似于 2008 年紧缩对经济的过度压制也将在未来成为重要考虑点。目前看来，M2/GDP 比重为 1.9 倍、依然处于历史高点，这是政策紧缩的主要货币背景；但是由于今年以来准备金率上调、流动性的回笼，当前剔除准备金后的资金余额与 GDP 的比重为 1.5 倍、该水平与 2008 年末准备金率由 17.5% 骤降为 15.5% 时的水平持平——2008 年 12 月准备金率 15.5% 时的(存款余额-准备金)/GDP 的比重也在 1.48 倍、2008 年 6 月准备金率 17.5% 时的(存款余额-准备金)/GDP 的比重 1.36 倍。

考虑到当前经济形势不同于 2008 年金融危机悬崖坠落般的回落，年内政策层面也不大可能会出现 2008 年的大拐弯。因此，考虑到政策的预见性，则后续出现政策趋缓则是大概率事件，尤其在准备金率上调、控制信贷总量等货币政策调控领域。央行公开市场操作短期的缓和也表明政策的平衡特征，这也为后期政策趋缓(而非转向)提供可能。

政策趋缓的催化剂在于物价的稳定以及经济回落的超调；从货币的显性指标来看，(存款余额-准备金)/GDP 的比例回落至 2008 年 6 月-12 月的均值状态为相对界限，即管理层需要防范 2008 年政策过紧后 180 度转弯的政策波动风险——而当前(存款余额-准备金)/GDP 已经得到了较为显著的控制、接近临界。因此，我们推断政策紧缩处于后期。

表 9：实际货币(扣除准备金)与 GDP 的比值接近 2008 年中期水平、即紧缩已处后期

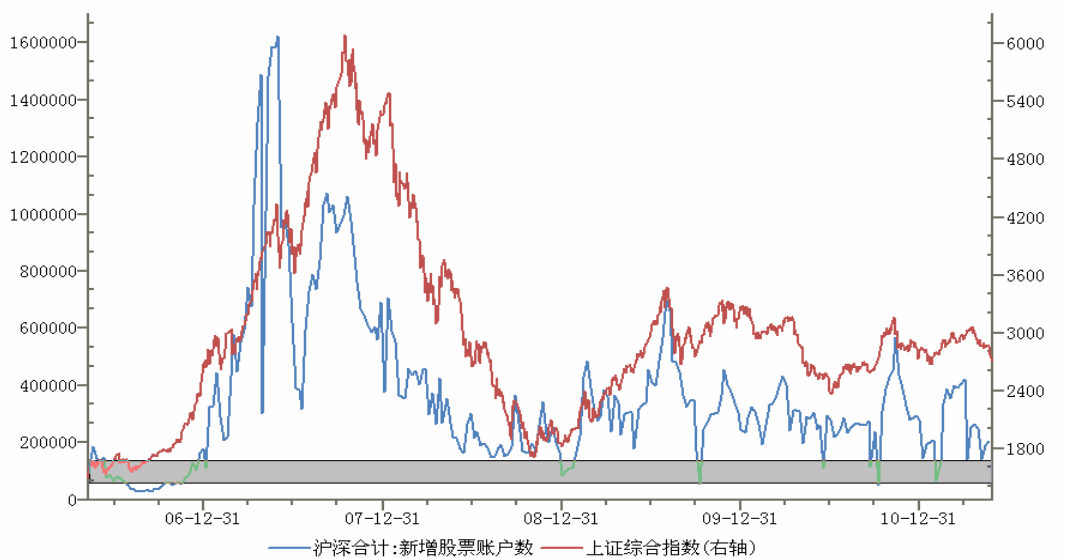
	2008 年 6 月	2008 年 12 月	2011 年 5 月
准备金率	17.50%	15.5%	21%
存款余额	438989	466203	756216
存款余额-准备金	362166	393942	597410
M2	443141	475167	757338
上年 GDP	265810	265810	397983
M2/上年 GDP	1.67	1.79	1.90
(存款余额-准备金)/上年 GDP	1.36	1.48	1.50

数据源自 WIND，东北证券

3、市场情绪指标低迷、往往预示行情有企稳好转迹象

市场情绪指标的变动对短期市场具有较显著的先期指示性。我们发现，新增股票账户数以及融资买入额往往与股市的顶底有较强的关联性：在新增股票账户数以及融资买入额处于高位时，往往预示着股市的阶段性高点；在新增股票账户数以及融资买入额处于低点时，往往预示着市场在底部、未来有转机。当前新增股票账户一度跌至 14 万户、沪市融资买入额萎缩至 3.5 亿元，市场情绪低迷，这往往预示着后续行情好转迹象。市场短期的企稳修整，有利于市场情绪的逐步修复，避免恐慌情绪的过分扩散，也将有利于市场筑底的演绎。

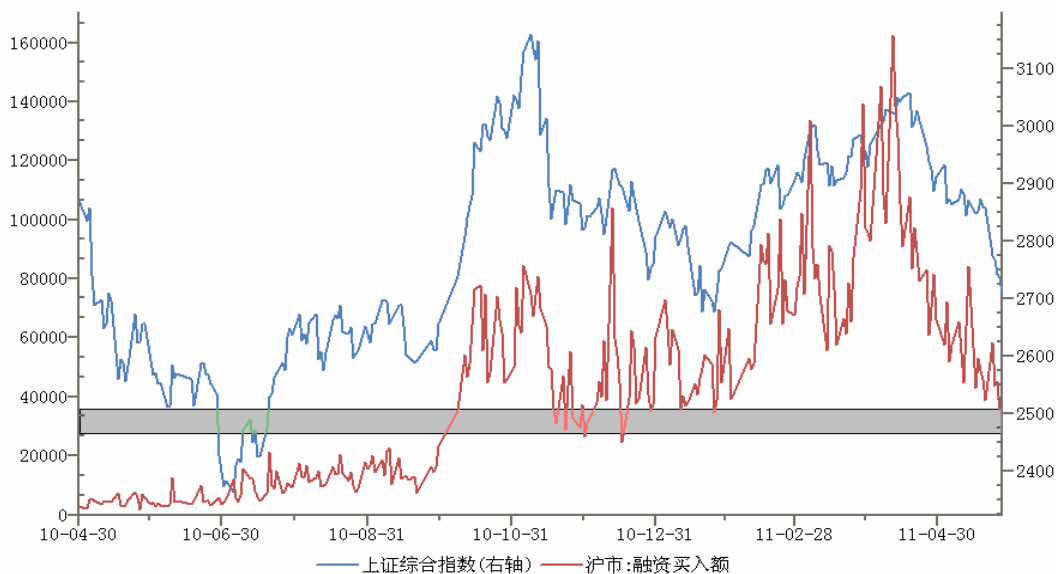
图 3：市场指标——新增股票账户数处于历史低位、往往预示市场已处短期底部



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

图 4: 市场指标——融资买入额处于低位区域、也往往预示市场已处短期底部



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

四、经济回落、物价高位的组合短期难有改变，但软着陆概率大

5 月市场预期 CPI 在 5.3% 左右，当前物价高位的态势并未改变；未来物价的改善有望在下半年得以实现。PMI 等先导指标表明工业产出增速将回落，同时伴随着电荒、去库存等因素的发酵，经济回落的预期在深化。尽管经济回落、物价高位的宏观组合短期内较难改变；但经济硬着陆的概率同样不大。

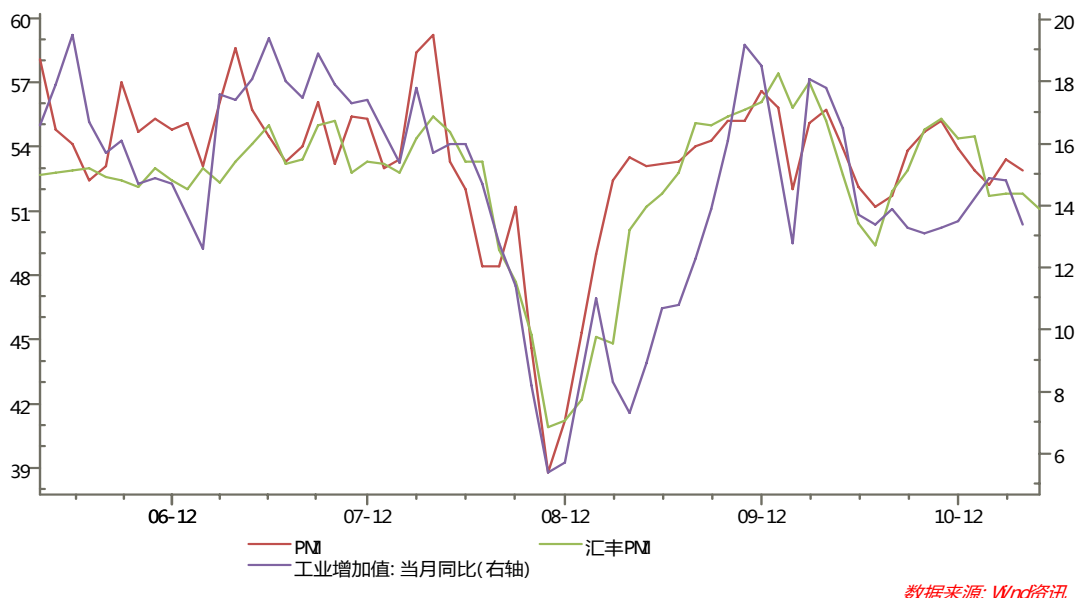
目前每度电对应的 GDP 为 9.49 元，考虑到 GDP 能耗率的提高、GDP 电耗率的提高，以全年社会用电量 4.7 亿度电来测算，则全年 GDP 名义增速大致在 15% 左右、即电荒不足与造成经济的硬着陆。

目前企业库存比重较高，以上市公司为考察对象，可比公司的库存资产比重与 2008 年 3 季度持平，其中主要由于房地产库存资产比值的创新高；剔除地产而言，其他行业的库存资产比大致在 2008 年 1 季度水平、约为 14%，低于 2008 年 3 季度非房地产行业 15% 的库存资产比。因此，经济面临着阶段性去库存的压力，但由于非房地产行业库存资产比与 2008 年金融危机前的水平依然存在一定差异，使得经济去库存的程度将相

对弱化，对经济的冲击也将缓慢化。

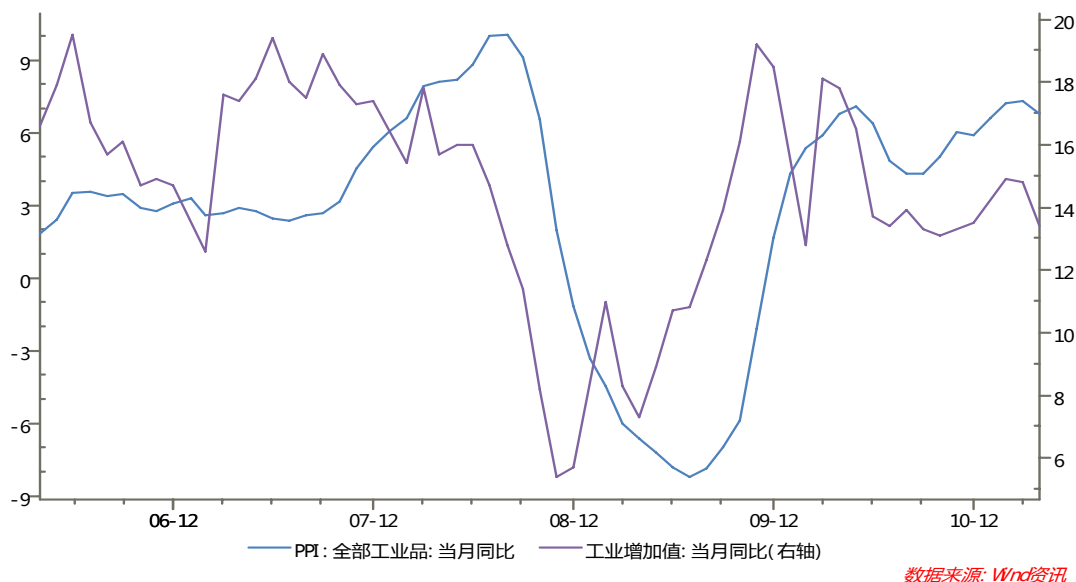
据此，由于电荒、去库存乃至主动性政策调控，经济将有所回落、工业增加值可能回落至 13% 下方，但继续大幅度回落的可能性并不高。换句话说，虽然经济回落+物价高位的组合短期难有改变，但是经济硬着陆的概率不大。

图 5：PMI 回落、工业增加值下行，回落临近低点



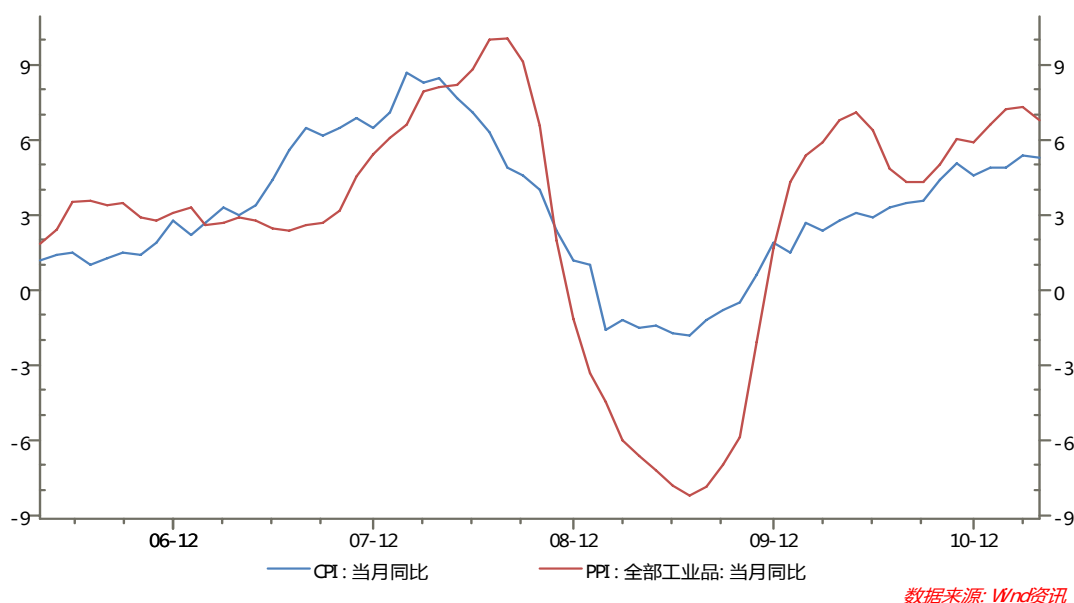
数据源自 WIND，东北证券

图 6：工业增加值增速回落将导致后期 PPI 的回落



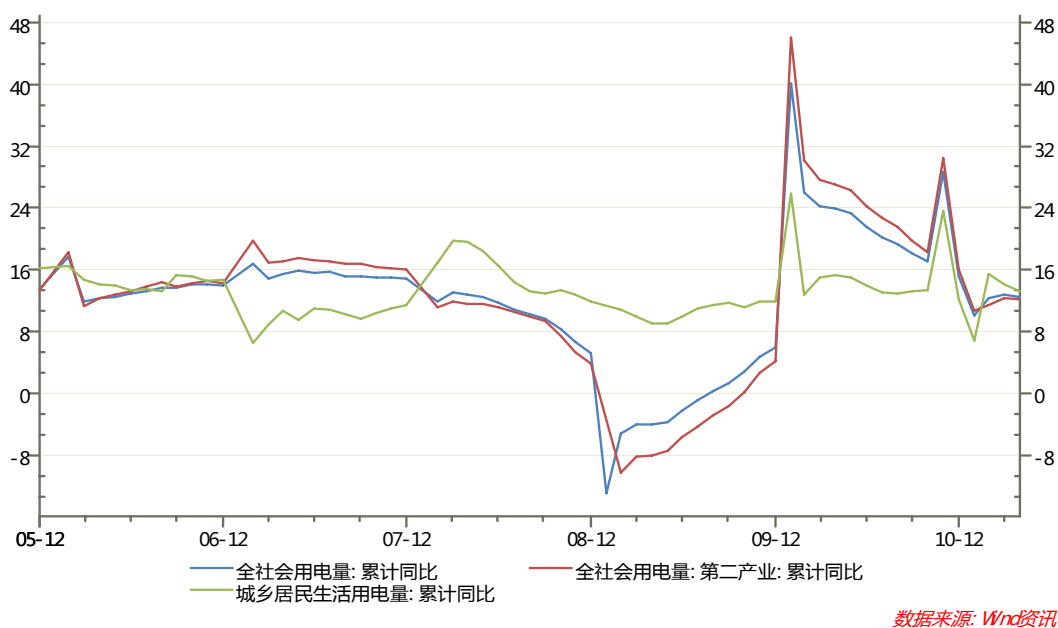
数据源自 WIND，东北证券

图 7：PPI 回落为下半年 CPI 企稳提供可能



数据源自 WIND，东北证券

图 8：工业用电增速低于生活用电、经济产出在回落中



数据源自 WIND，东北证券

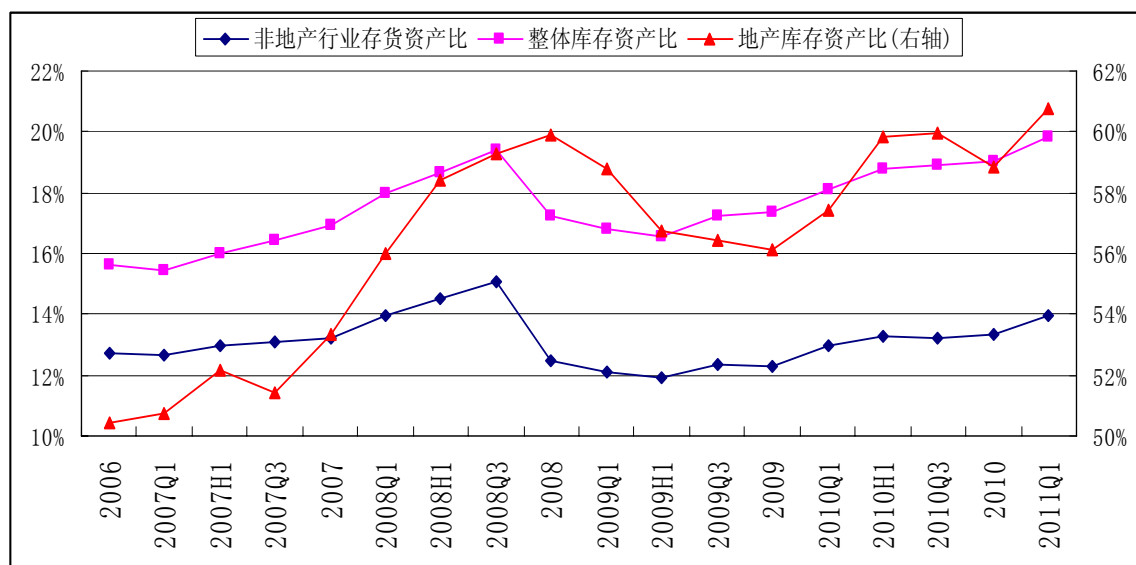
表 10：电荒在 GDP 电耗量的改善大趋势下对经济影响不宜夸大

	GDP/电力	GDP 能耗 改善值	GDP	名义 GDP 增速	全社会用 电量	全社会用 电量增速
Dec-05	7.49		184937	15.67%		13.45%
Dec-06	7.66	0.17	216314	16.97%		14%
Dec-07	8.16	0.5	265810	22.88%		14.80%
Dec-08	9.16	1	314045	18.15%		5.23%
Dec-09	9.36	0.19	340903	8.55%	36430	5.96%
Dec-10	9.49	0.14	397983	16.74%	41923	15.08%

预测	9.63	0.14	457680.45	15.00%	47526.53	13.37%
----	------	------	-----------	--------	----------	--------

数据源自 WIND，东北证券

图 9：非房地产行业库存资产比与 2008Q1 持平、低于 2008Q3 水平，去库存压力要远小于 2008 年



数据源自 WIND，东北证券

表 11：各行业库存资产比列表显示，当前库存处于高位但远低于 2008 年 3 季度

	2008Q1	2008Q3	2008Q4	2010Q4	2011Q1	库存资产比之差 (2011Q1-2010Q4)	库存资产比之差 (2011Q1-2008Q1)
公用事业	2.47%	2.85%	3.00%	2.58%	2.60%	0.03%	0.13%
家用电器	26.11%	20.48%	18.72%	18.01%	15.95%	-2.06%	-10.15%
食品饮料	21.81%	20.66%	21.77%	19.08%	18.65%	-0.43%	-3.16%
信息服务	3.56%	3.12%	1.61%	1.89%	2.10%	0.21%	-1.46%
医药生物	14.43%	15.30%	15.01%	14.91%	14.10%	-0.81%	-0.33%
All	17.99%	19.38%	17.21%	19.04%	19.81%	0.78%	1.83%
采掘	5.03%	6.27%	4.58%	5.21%	5.89%	0.68%	0.86%
餐饮旅游	4.94%	6.61%	4.64%	6.42%	7.34%	0.93%	2.40%
电子元器件	11.28%	11.67%	10.89%	11.26%	11.80%	0.54%	0.51%
房地产	56.02%	59.26%	59.93%	58.84%	60.74%	1.90%	4.72%
纺织服装	19.41%	21.66%	24.99%	25.89%	28.82%	2.94%	9.41%
黑色金属	19.00%	23.33%	17.74%	18.36%	19.20%	0.85%	0.20%
化工	16.35%	18.13%	12.30%	14.78%	16.23%	1.45%	-0.12%
机械设备	21.59%	23.26%	23.36%	20.78%	21.25%	0.47%	-0.34%
建筑建材	16.85%	17.52%	16.68%	17.68%	18.55%	0.86%	1.70%
交通运输	1.81%	1.98%	1.70%	1.85%	2.13%	0.28%	0.32%
交运设备	15.04%	16.83%	15.11%	13.81%	14.45%	0.64%	-0.59%
农林牧渔	22.79%	23.54%	22.87%	27.90%	28.64%	0.73%	5.84%
轻工制造	15.89%	17.44%	17.62%	16.67%	17.75%	1.07%	1.85%
商业贸易	21.13%	22.75%	20.98%	26.51%	27.15%	0.64%	6.02%
信息设备	16.62%	18.37%	18.40%	17.19%	18.75%	1.56%	2.13%
有色金属	25.09%	23.14%	20.08%	25.41%	24.77%	-0.64%	-0.32%

综合	22.27%	20.83%	22.10%	31.59%	32.47%	0.88%	10.20%
----	--------	--------	--------	--------	--------	-------	--------

数据源自 WIND，东北证券

五、市场处于筑底过程、关注双纠偏机会

1、市场运行及投资策略

影响股市的三组变量(宏观组合、流动性组合、市场估值与业绩组合)目前均处于糟糕时期，但伴随着估值的回落、市场利率创年内次高，这三组变量正在逐渐酝酿着变化。

——宏观组合：经济下行、物价高位、政策紧缩。目前来看，该组合短期改变可能不大，但由于政策终将兼顾通胀与增长，因此，从下半年的角度看，进一步加大紧缩的力度不大。

——流动性组合：货币供应增速回落、市场利率上行。目前来看，M1 增速接近低点、市场利率近期飙升、流动性层面接近春节前后最坏时点。因此，伴随着 6 月公开市场到期资金的增多，以及央行公开操作的调节，资金利率由阶段性回落的要求。

——市场估值与业绩组合：估值整体已近低点，非金融企业业绩下调压力较大，但依然能保持一定的正增长。目前看，估值整体处于低位且反应了经济软着陆的预期，权重板块与国际接轨，但估值结构性差异依然较大，这往往预示着筑底过程的复杂。

因此，虽然国内外环境存在不确定性，以及影响 A 股的三大组合处于糟糕趋势之中，但估值整体已接近最糟糕时点、市场利率也快接近最糟糕时点。实证经验看，三大组合集体见底转好、则市场反转，而有其中之一、二有所改观，则多孕育反弹；这也是我们认为市场进入筑底阶段的主要推断逻辑。

市场已处于中期筑底阶段，对指数相对积极而非相对悲观。即放在全年的角度看，当前位置是低位区域而非高位区域。就 6 月而言，市场有望以 2750 点一线震荡整固的形式演绎中期筑底行情。

操作上，适宜从趋势投资策略向价值投资策略转移。关注两大纠偏性机会。即，首先，逢低配置于基本产业资本增持以及国际板之横向比较和 A 股历史纵向估值比较下的低估值板块（金融、采掘、钢铁、交通运输等）；其次，布局于国民经济失衡领域之纠偏性机会(保障房建设、水利建设、能源建设、新兴产业建设)。风格上，考虑到经济回落以及估值分布的结构性背离，宜先价值后成长。

2、关注估值纠偏性机会

对比金融危机时期权重股的增持记录，当前石油、煤炭、银行、电力、航运等板块已经被或将可能被再度增持；该类个股及对应的板块具有估值的优势。

同时，从历史估值的对比来看，券商、保险、银行、石油石化、通信、铁路及机场等权重板块的估值处于历史估值的低位，具有估值安全边际。

另外，国际板推出预期下，从国际视野来看对比 A 股权重板块与美股相关板块的估值。我们发现 A 股的银行、煤炭钢铁、交通运输行业与美国股市的估值相比具有优势，虽然两个市场的相关行业的标的公司及运营存在差异，但仍可作为参考。

因此，从上述三个角度看，金融、采掘、钢铁、交运等板块具有估值优势，在市场筑底过程中存在安全边际及估值纠偏性机会。

表 12：对比金融危机，部分低估值权重股存在被增持、被回购可能

名称	公告日期	增持价 (未考虑 复权)	现价	现价溢 价率	名称	公告日期	增持价 (未考虑 复权)	现价	现价溢 价率
北辰实业	2008-10-14	3.03	3.7	22.11%	中国建筑	2009-12-24	4.61	3.67	-20.39%
博威合金	2011-5-7	21.23	20.92	-1.46%	中国建筑	2010-10-12	3.57	3.67	2.80%
大唐发电	2011-5-9	7.44	6.31	-15.19%	中国建筑	2010-12-23	3.53	3.67	3.97%
工商银行	2008-9-24	4.29	4.41	2.80%	中国南车	2010-7-2	5	6.46	29.20%
工商银行	2009-9-26	4.9	4.41	-10.00%	中国石油	2008-9-23	12.61	10.88	-13.72%
工商银行	2009-10-12	4.96	4.41	-11.09%	中国石油	2009-9-23	12.77	10.88	-14.80%

建设银行	2008-9-24	4.58	4.96	8.30%	中国石油	2011-5-27	10.88	10.88	0.00%
建设银行	2009-5-27	4.58	4.96	8.30%	中国银行	2008-9-24	3.64	3.3	-9.34%
建设银行	2009-10-12	5.8	4.96	-14.48%	中国银行	2009-9-26	3.86	3.3	-14.51%
金钼股份	2009-2-28	11.6	20.12	73.45%	中国银行	2009-10-12	3.99	3.3	-17.29%
连云港	2010-11-5	7.1	8.16	14.93%	中国远洋	2008-9-13	12.63	8.71	-31.04%
上海医药	2011-4-6	19.39	17.85	-7.94%	中国远洋	2009-9-15	14.45	8.71	-39.72%
上海医药	2011-5-23	19.09	17.85	-6.50%	中煤能源	2008-9-24	11.48	9.9	-13.76%
兴业银行	2009-5-20	28.34	13.86	-51.09%	中煤能源	2009-9-24	11.75	9.9	-15.74%

数据源自 WIND，东北证券

表 13：A 股部分权重板块估值已经处于历史低位、甚至低于 2008 年

板块名称	市盈率			市净率			市净率相对 2008 年
	2011-5-29	2010-6-30	2008-10-31	2011-5-29	2010-6-30	2008-10-31	
证券 II	19.19	20.29	16.54	2.31	2.56	3.22	-28.26%
铁路运输 II	11.95	15.08	17.92	1.9	2.11	2.51	-24.30%
石油开采 II	13.91	15.91	16.37	2.05	2.11	2.59	-20.85%
保险 II	18.45	19.21	32	2.63	3.37	3.03	-13.20%
银行 II	8.62	9.54	9.51	1.6	1.82	1.83	-12.57%
机场 II	16.13	18.63	20.31	1.68	1.77	1.8	-6.67%
通信运营 II	129.82	65.26	15.91	1.72	1.63	1.78	-3.37%
石油化工	11.08	12.23	27.7	1.84	1.86	1.86	-1.08%

数据源自 WIND，东北证券

表 14：A 股部分权重板块估值低于境外市场相关板块估值

A 股板块	市盈率 (TTM)	市净率 (MRQ)	美国板块	PE	动态 P E	市净率
银行 II	8.95	1.66	银行	11.62	10.82	1.15
保险 II	19.15	2.73	保险	29.47	12.39	1.11
房地产开发 II	20.07	2.65	房地产	13.89	15.87	1.62
汽车整车	13.2	2.38	汽车制造业	7.63	8.65	3.46
汽车零部件 II	17.11	3.32	汽车配件及设备	13.65	12.59	2.53
交通运输	15.09	2.07	交通运输	20.14	17.37	2.93
煤炭开采 II	18.02	3.23	煤炭	24.83	12.94	3.28
钢铁	25.64	1.57	钢铁	13.49	11.22	2.06
电力	31.59	2.26	电力	13.72	13.62	1.48
零售	33.15	4.2	零售业	17.29	15.74	3.01
酒店 II	39	3.43	旅店	52.02	32.82	4.23
普通机械	39.54	4.02	工程/建筑	19.5	17.84	2.1

数据源自 WIND，东北证券

3、关注国民经济投资失衡领域的纠偏性机会

资源价格尤其是劳动力成本的上升，催生的变革是多方面的，对能源、基础设施以及设备的需求也是多方面的，具有长期影响力。因此，未来相关领域具有较高的成长空间。

当前固定资产资金来源中信贷与预算资金的占比较小且再次处于低位区域、这是前期一段时间信贷及项目控制的结构；同时，这也客观上为后续经济回落落后投资领域有所增长创造可能。即，经济回落企稳之

推动力，将更多来自于实体投资领域、来自于各级政府资金和信贷资金；其投资领域将更多分布与国民经济失衡领域，包括基础设施的投资、也包括对新兴产业的投资。因此，在市场筑底阶段，以布局的思路逢低逐步介入相关领域个股，主要涉及保障房建设、水利建设、电力设备、物流建设、新兴产业建设等领域。

表 15：当前信贷及财政预算在投资资金来源的比重处于低位，未来存在改善要求

固定资产 投资资金 来源	前 12 个月累积				前 4 个月累积		
	预算内比 例	贷款比例	自筹比例	FAI 资金 来源	预算内比 例	贷款比例	自筹比例
2003	5.48%	23.54%	47.49%	45,802	4.31%	26.47%	45.75%
2004	4.25%	20.36%	51.26%	62,758	3.52%	24.60%	48.38%
2005	4.38%	18.76%	54.44%	80,934	3.35%	22.88%	50.40%
2006	4.49%	18.47%	55.59%	101,622	3.40%	21.88%	53.68%
2007	4.17%	16.93%	57.04%	130,294	3.25%	20.33%	55.61%
2008	4.70%	15.72%	62.21%	156,927	3.59%	19.50%	57.79%
2009	5.20%	17.23%	58.53%	218,279	4.81%	19.00%	58.98%
2010	4.79%	16.47%	61.01%	272,452	4.07%	18.82%	57.60%
2011					3.51%	16.37%	62.64%

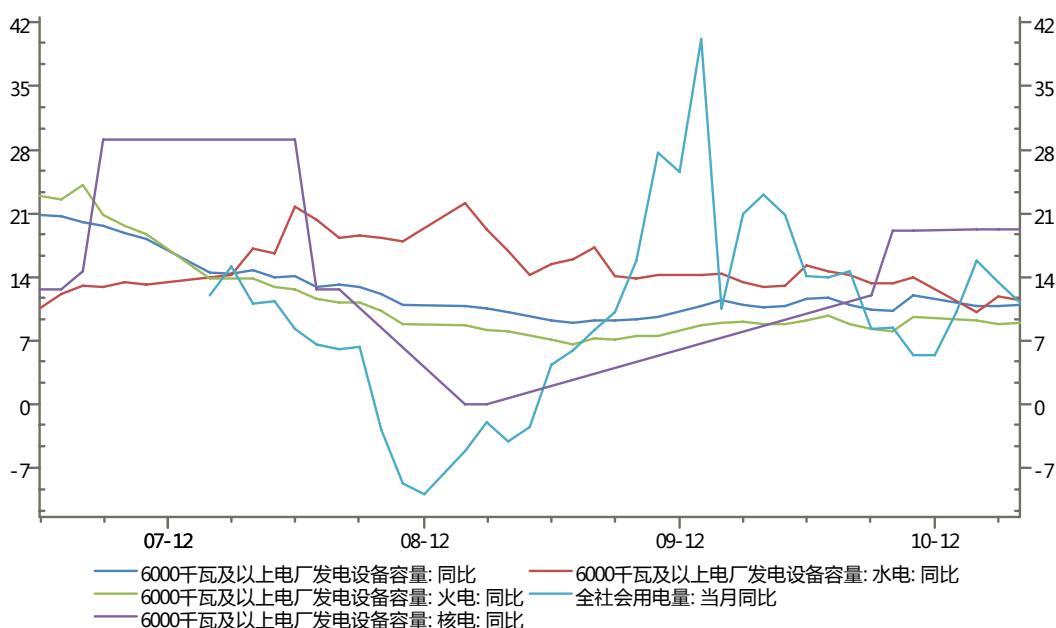
数据源自 WIND，东北证券

表 16：国定资产中设备投资占比的改善有所弱化，多是货币紧缩的累积冲击效应

设备投资占比%	2009	2010	2011	2010-2009	2011-2010
2 月	19.1	18.2	18.6	-0.9	0.4
3 月	20.6	19.8	19.7	-0.8	-0.1
4 月	20.6	19.9	19.8	-0.7	-0.1
5 月	20.7	20		-0.7	
6 月	21.3	20.6		-0.7	
7 月	21.4	20.7		-0.7	
8 月	21.3	20.6		-0.7	
9 月	21.3	20.5		-0.8	
10 月	21.2	20.5		-0.7	
11 月	21.4	20.7		-0.7	
12 月	21.9	21.4		-0.5	

数据源自 WIND，东北证券

图 10：国民经济失衡领域存在纠偏性投资的机会



数据来源: Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

4、重点个股

从估值纠偏性机会与国民经济投资失衡领域的纠偏性机会出发, 重点个股: 民生银行、中信证券、八一钢铁、神火股份、正泰电器、东方电气、中联重科、山推股份、北新建材、新都化工等。

表 17: 重点个股列表

代码	名称	股价	市盈率 TTM	市净率	市销率 TTM	总市值
600016	民生银行	5.92	8.10	1.43	2.66	1337.19
600030	中信证券	12.59	11.21	1.74	4.61	1252.16
600581	八一钢铁	12.73	17.92	2.75	0.39	97.57
000933	神火股份	14.3	23.81	5.33	1.28	240.24
601877	正泰电器	17.52	26.90	4.05	2.58	176.08
600875	东方电气	25.21	18.53	4.34	1.27	419.46
000157	中联重科	13.5	13.44	2.58	2.16	651.73
000680	山推股份	18.73	15.15	3.30	0.93	142.19
000786	北新建材	13.31	18.01	2.92	1.65	76.55
002539	新都化工	27.79	24.72	2.20	1.93	46.00

数据源自 WIND, 东北证券

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。