

政策紧缩趋于谨慎，市场进入筑底阶段

民生精品---策略深度研究报告

2010 年 06 月 12 日

报告摘要:

● 当前阶段对经济下滑的担忧超过通货膨胀

连续三个季度的紧缩政策后，通过信贷控制和资金价格等工具控制需求、抑制通胀的效果初现。现在来看，通胀拐点将现，下半年回落已是大概率事件，而经济下行迹象已非常明显。当前阶段，经济下滑的担忧超过通胀。

● 超调隐忧下，内部紧缩趋于谨慎

与 07 年-08 年的紧缩政策周期相比，本轮紧缩存款准备金上调幅度已远超出上轮 17.5% 高点，且实际资金成本带给企业的压力已与前期高点大致相同。进一步紧缩所带来的边际影响或将逐步加大，08 年的紧缩政策超调是前车之鉴。历史上货币政策的实质性转向发生在通胀拐点前后，预计 8 月通胀环比下降将是政策拐点的催化剂，七、八月份紧缩政策有望趋于谨慎。

● 加息、提高存准率 VS 升值

简单加息效果不及预期，加息政策趋于谨慎，未来或有一次不对称加息；大、中小银行的存准率不断创出新高，下半年公开市场到期资金大幅降低，未来存准的使用空间继续收窄、必要性降低；人民币升值能够有效改变外汇持续流入局面，是解决失衡问题的关键。

● 产业资本增持潮再现，市场估值底部来临

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，同时以中石油为代表的产业资本增持潮的再现意味着估值底部的来临，市场长期投资价值显现。

● 市场进入筑底阶段，布局消费、成长、航空板块

CPI 将于 6-7 月见顶，8 月回落，因此 6-8 月将是确认物价回落、政策转向的重要时间窗口。下半年 GDP 实际增速在 9.3% 左右，全年企业盈利增长 20%，资金面随政策“跟进式”调整，下半年前紧后松。在物价回落未得到数据验证之前，短期市场进入筑底期；8 月以后预期兑现，市场将迎来反转行情。看好经济结构转型背景下的食品饮料、商贸、家电等大消费板块、以计算机信息服务为代表的新兴成长板块、受益于人民币加速升值、即将进入旺季的航空板块，建议积极布局。

● 股票组合

关注民生精选股票组合：森源电气、鑫龙电器、用友软件、汉得信息、东华科技、奥飞动漫、中色股份、格力电器、大禹节水、雏鹰农牧、深发展 A、西藏旅游、远兴能源、泸州老窖、中兴通讯、中国化学、华业地产、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)	30.00
流通市值 (万亿)	19.70
市盈率 (TTM)	17.30
市净率 (MRQ)	2.48

目 录

一、当前阶段对经济下滑的担忧超过通货膨胀.....	3
(一) 通胀拐点将在 6-7 月份出现, CPI 年中见顶回落.....	3
(二) 企业进入去库存周期, 经济面临进一步走低风险.....	4
二、超调隐忧下, 内部紧缩趋于谨慎.....	5
(一) 持续紧缩下企业资金负担大幅攀升.....	5
(二) 2008 年的紧缩政策超调是前车之鉴.....	6
(三) 历史上货币政策的实质性转向发生在通胀拐点前后.....	6
(四) 内部紧缩趋于谨慎, 政策进入观察期.....	6
三、加息、提高存准率 VS 升值.....	7
(一) 加息政策趋于谨慎, 未来或有一次不对称加息.....	7
(二) 提高存款准备金率空间收窄, 未来使用频率降低.....	7
(三) 人民币升值将是解决失衡的关键.....	8
四、产业资本增持潮再现, 市场估值底部来临.....	8
(一) 市场估值逼近历史底部.....	8
(二) 产业资本增持潮再现.....	9
五、市场进入筑底期, 布局消费、成长和人民币升值板块.....	10
(一) 六至八月, 市场进入筑底阶段.....	10
(二) 转型加速, 积极布局消费、成长、航空板块.....	11
(二) 计算机信息服务: 积极发展 B2C, 让软件股市值插上“翅膀”.....	12
(三) 食品饮料: 通胀与旺季双轮驱动板块.....	13
(四) 零售: 增长性好于预期, 估值优势凸显.....	13
(五) 家电: 空调行业整体高增长可期.....	13
(六) 航空: 人民币加速升值, 旺季来临, 等待业绩兑现.....	14
(七) 股票组合.....	14
插图目录.....	16
表格目录.....	16

一、当前阶段对经济下滑的担忧超过通货膨胀

连续三个季度的紧缩政策后，通过信贷控制和资金价格等工具控制需求、抑制通胀的效果初现。现在看来，通胀拐点将现，下半年回落已是大概率事件，而经济下行迹象已经非常明显。当前阶段，经济下滑的担忧已经超过通胀。

（一）通胀拐点将在 6-7 月份出现，CPI 年中见顶回落

在国内外自然灾害的短期扰动和翘尾因素影响下，CPI 有望在年中再创本轮通胀新高。6-7 月份将是物价的拐点，三季度 CPI 缓慢回落，四季度有望明显回落，预计 11 月和 12 月 CPI 同比涨幅回落至 4% 左右。

1、食品价格回落

下半年食品价格趋于稳定：粮食价格将在夏粮确认丰收后保持稳定；猪肉价格同比涨幅将在年中达到顶峰，下半年价格维持高位但涨幅回落；蔬菜价格在三季度保持较低水平。

粮食作为大宗商品，供给价格弹性和需求价格弹性均很小，供给与需求变化受价格变化影响小，价格波动遵从“蛛网模型”规律。从国内情况看，今年夏粮生产有望获得较好收成，粮价将于夏粮丰收后稳定下来。今年年中以后，粮食供求也将由去年供小于求转变到今年的供求平衡甚至供给稍大于需求，下半年粮价将保持稳定。

蔬菜价格三季度保持较低水平，下半年整体涨幅明显回落。从去年四季度到今年二季度蔬菜价格上演了一轮完美的蛛网模型。今年夏天蔬菜种植面积已经确定，三季度蔬菜价格将保持在比较低的水平上。四季度天气转冷后，蔬菜价格重新走高，但翘尾因素的作用，下半年蔬菜价格同比涨幅仍然回落。

猪肉价格坚挺，但涨幅回落。自去年 6 月初以来，猪肉价格持续上涨，主要是受到养殖周期及成本上升的影响。2010 年上半年，猪肉价格大幅下跌，养猪几乎陷于全行业亏损，大量养殖户退出，生猪存栏量持续下降。养猪盈利期普遍在一年半到两年，最高点通常在进入盈利的一年左右。去年 7 月 23 日当周全国 22 省市猪粮比回升到 6.14，越过 6:1 的盈亏平衡线。到今年 6 月-7 月，猪肉价格应到本轮猪肉价格上涨的顶点。下半年猪肉价格将保持相对高位，但是在翘位因素影响下，同比涨幅将回落。

2、非食品价格回落

目前经济体库存高企，下游需求减弱的迹象明显，加上国际大宗商品价格在近期出现明显回落，下半年非食品环比上涨势头将受到明显遏制。

从非食品构成来看，居住、交通通讯、医疗保健、家庭设备用品及服务等项目占比较高且波动较大。

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。水电燃料的价格调整主要依据原材料成本的变化，随着夏季用电高峰到来电价还有上调可能；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，下游需求回落下主要工业品整体

增速下滑，价格承压；自有住房考虑的是机会成本，与贷款利率高度挂钩，年内加息已近尾声，未来为应对负利率或会有一次不对称加息，自有住房成本维持高位但增幅回落。租房价格上，部分一线城市房租已经出现小幅下跌，未来随着房价的平稳回调租金涨幅有望趋缓。

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，受农产品价格和劳动力成本影响较大，短期维持高位。

家庭设备用品及服务：去年四季度和今年一季度国际大宗商品上涨加大企业成本压力，部分日化品和家用电器已经出现 10% 左右的上涨。随着国际大宗商品价格在近期出现明显回落，输入型通胀带来的通胀压力有望得显缓解。

交通通讯：国际油价回落后区间震荡，国内成品油有望保持稳定。

（二）企业进入去库存周期，经济面临进一步走低风险

在经历了一季度汽车、商品房销售增速的明显下行后，近期 PMI、发电量、工业增加值等指标的同步下降进一步引发了市场对经济回落的担忧，经济面临进一步走低风险。

1、订单驱动生产放缓，经济增速面临进一步下滑

紧缩政策导致的需求连续下滑正推动企业经历一轮去库存调整，订单的回落将引起企业产能利用率的快速下降，同时较高的库存水平将对产品价格形成比较明显的遏制，也必然带来企业盈利增速的进一步下滑。

（1）从订单对库存的支撑来看，无论是新订单、积压订单还是出口订单，订单需求均从 2010 年四季度后期开始出现下滑，并于 1、2 月份触底，3 月受季节因素影响出现反弹之后，4、5 月份再次出现明显下降。从历年情况来看，当前订单对产成品、原材料库存的支撑力度已降至除危机之外的历史低位。

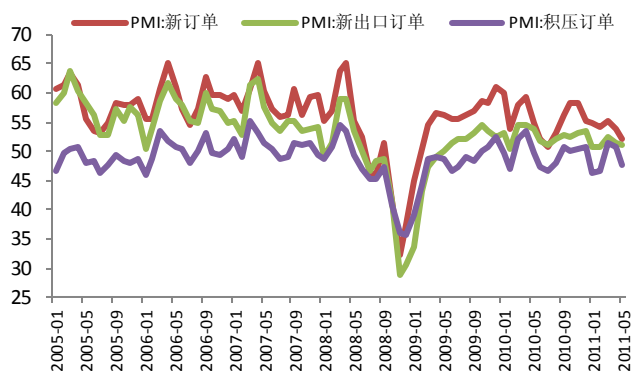
（2）从生产与订单的对比来看，相对于新订单的历史相对低位，目前生产指数水平依然较高，5 月 PMI 生产指数环比四月下降 0.4%，小于新订单指数环比 1.7% 的降幅。这样来看，未来生产指数还将继续放缓消化库存压力。

（3）从库存来看，产成品库存从 3 月开始进入消化过程，原材料库存从 4 月开始高位回落，5 月份的 PMI 产成品库存和原材料库存指数均处于历史均值以上，存在较大去库存压力。

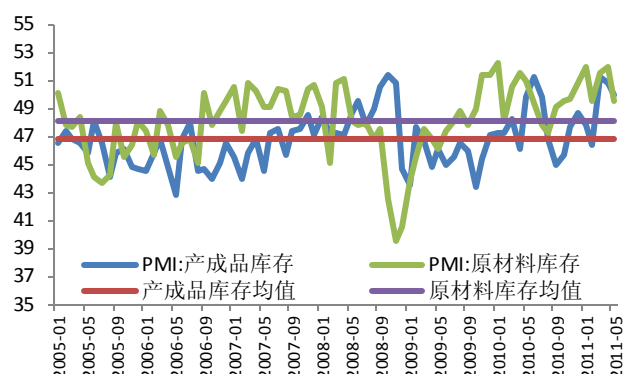
（4）从制造业的生产成本来看，当前制造业面临成本压力、电力压力、融资压力和库存压力四重困难。4 月以 PPI 和 PPIRM 之差表示的企业成本转嫁能力开始下降，在企业进一步去库存的背景下，未来经济增速面临进一步走低的风险。

图 1：当前订单水平已降至除危机外的历史低位

图 2：各库存指数仍处于历史均值以上，去库存压力较大



资料来源: wind, 民生证券研究所



资料来源: Wind, 民生证券研究所

2、紧缩政策下中小企业生存压力凸显

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,结果显示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。同时人民银行温州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%。

3、美国经济阶段性放缓,出口下滑风险加大

从最新的美国宏观数据来看,包括房地产、就业市场在内的宏观数据纷纷走弱,如非农就业人数在前三个月平均增长22万人之后,到5月份下降至仅增加54000人。美国经济增速面临阶段性放缓,我国今年前几个月一直表现不错的出口将面临较大的压力,若出口下滑,将导致短期经济的快速下滑。

二、超调隐忧下,内部紧缩趋于谨慎

与07年-08年的紧缩政策周期相比,本轮紧缩存款准备金上调幅度已远超出上轮17.5%高点,而且实际资金成本带给企业的压力已与前期高点大致相同。受政策时滞影响,进一步紧缩所带来的边际影响或将逐步加大,2008年的紧缩政策超调是前车之鉴。历史上货币政策的实质性转向发生在通胀拐点前后,通胀环比下降将是政策拐点的催化剂,从时间上看,今年七、八月份紧缩政策有望趋于谨慎。

(一)持续紧缩下企业资金负担大幅攀升

从贷款利率来看,虽然目前一年期贷款利率6.31%距上轮利率高点7.47%仍然存在146bps的差距,但是从实际情况来看,目前实际资金成本给企业带来的压力已经与前期高点大致相同,企业面临非常大的资金压力,主要原因在于:

其一,2007年全年新增人民币贷款3.63万亿,较2006年增加4500亿,而2011年新增贷款则较2010年下降;

其二，2011 年信贷规模普遍预期将较 2010 年下降 0.5-1 万亿，而 2009 年以来大量项目贷款具有资金需求长期性，该类贷款挤占了部分 2011 年贷款额度；

其三，当前阶段经济增长和新增贷款下降带来的资金成本压力除了基准利率上升之外，利率上浮和其他隐性成本带来的影响是不能忽略的，保守估计该部分带来的影响超过 150bps。

基于上述分析，一方面，当前阶段资金需求主要考虑资金的可获得性，而资金成本的上升对需求的影响有限；另一方面，过高的资金成本加大经济运行风险。由此，我们认为未来的加息不排除“非对称”加息的可能：通过提高存款利率扭转实际负利率的状况，提高一年期存款基准利率 25bps 至 3.5%，保持一年期贷款基准利率 6.31%。

（二）2008 年的紧缩政策超调是前车之鉴

由于政策对经济的影响存在时滞，政策紧缩过程中应当对政策调整的时间和力度做出预判，防止政策超调带来的负面影响。以 2007-2008 年的紧缩周期为例，经过 2007 年至 2008 年 1 月，12 次提高存款准备金率，存款准备金水平由 2006 年的 9% 大幅提高至 15%，通胀得到有效抑制，于 2008 年 2 月见顶。但是 2008 年 2 月至 2008 年 6 月间，准备金率又继续提高了 5 次，2008 年下半年通胀开始迅速回落，准备金率也在 6 个月内由 17.5% 连续下调至 13.5%（中小型存款机构 13.5%，大型存款机构 15%），2008 年全年共调整准备金率 10 次，六次上调，四次下调，中小型存款机构准备金率不升反降，大型金融机构则基本未变，从起点到终点，准备金率画了个美丽的弧线，而 CPI 则从 2008 年高点 8.7% 一路下滑，甚至 2009 年初开始出现连续 9 个月同比负增长。

（三）历史上货币政策的实质性转向发生在通胀拐点前后

历史上看，货币政策的实质性转向发生在通胀拐点前后。2003 年-2004 年通胀下，CPI 于 04 年 7 月达到 5.3% 的阶段高点，存准率则是在当年 4 月份见顶，而基准利率与 PPI 都是在当年 10 月份见顶。2007-2008 年的通胀下，CPI 是在 08 年 2 月达到 8.7% 的历史高位，基准利率则是在 07 年 12 月份见顶达到 4.14%，但是存准率是在 08 年上半年继续上调，并在 6 月份达到 17.5% 的阶段高点。

表 1：前两轮通胀见顶与政策见顶时间

项 目	2003-2004 年通胀		2007-2008 年通胀	
	见顶时间	数值（%）	见顶时间	数值（%）
CPI: 当月同比	2004 年 7 月	5.30	2008 年 2 月	8.7
PPI: 当月同比	2004 年 10 月	8.4	2008 年 8 月	10.06
法定存款准备金率	2004 年 4 月	7.5	2008 年 6 月	17.5
一年期定期存款利率	2004 年 10 月	2.25	2007 年 12 月	4.14

资料来源：wind, 民生证券研究所

（四）内部紧缩趋于谨慎，政策进入观察期

从通胀走势来看，如前所述下半年通胀压力将得到有效缓解，物价走势下行也将是大概率事件；从经济下行风险来看，目前阶段实体经济已经出现了经济下行的迹象，且微观调研数据表明实体经济的需求也已呈现出下行迹象；从货币紧缩的程度来看，预期内的一次加息和准备金率的上调对经济的调控作用将边际递增。综上，我们预计通胀环比下降将是政策拐点的催化剂，从时间上看，2011 年七八月份紧缩政策有望趋于谨慎。

1、前期紧缩政策已经推动了资金成本的快速上升，一年期基准贷款利率已由2010年5.56%提高75bps至6.31%，考虑到利率上浮的影响，实际资金成本上升已超过200bps；实体经济融资成本提高的同时，银行间市场资金价格也快速提高。资金成本水平的快速提高和资金价格波动性的放大对金融体系和实体经济产生的扰动和负面影响不容忽视。

2、近期紧缩政策对实体经济产生的影响已经引起监管部门的重视。从央行公开操作来看，今年4月以来央行主要以净投放为主，4月和5月当月央行分别净投放2960亿和2060亿货币资金，央行通过存款准备金回收流动性和通过公开市场操作投放流动性的双向操作手段也体现出监管部门对当前阶段回收流动性的谨慎态度。

3、在政府换届前夕，抑制通胀过快上涨和维持经济平稳发展具有同等重要的意义。当前阶段，在下半年通胀回落可期的状况下，有效缓解经济回落压力，防范经济硬着陆风险无疑将成为政策的主要着力点。

三、加息、提高存准率 VS 升值

简单加息手段正面效果不及预期，负面效应不容忽视，加息政策趋于谨慎，未来或有一次不对称加息；大、中小银行的存准率不断创出新高，下半年公开市场到期资金大幅降低，未来存准的使用空间继续收窄、必要性降低；人民币升值能够有效改变外汇持续流入局面，是解决失衡问题的关键。

（一）加息政策趋于谨慎，未来或有一次不对称加息

简单加息手段正面效果不及预期，负面效应不容忽视，加息政策趋于谨慎。同时，鉴于持续负利率带来的储蓄存款流失风险以及加息对企业造成的融资成本压力。为了缓解当前的负利率情况，后期加息将更多采取非对称方式。

其一，加息难以抑制信贷资金需求：我国经济增长的三驾马车中，投资对利率不敏感，尤其是政府投资和大型国有企业的投资，更多地受制于数量调控工具，而非价格工具。消费受居民收入水平和财政政策影响较大，增长保持稳定，对利率也不敏感。

其二，加息将加大热钱流入的压力：受热钱逐利性和人民币升值预期影响，加息将加大热钱流入，一方面增加热钱流入的汇兑收益，另一方面增加息差收益。

其三，加息将加大成本推动型通胀压力：计算表明，每加息1个百分点对我国物价的成本推动影响，相当于全国工人工资上涨2.5%，或相当于原油价格上涨20%。

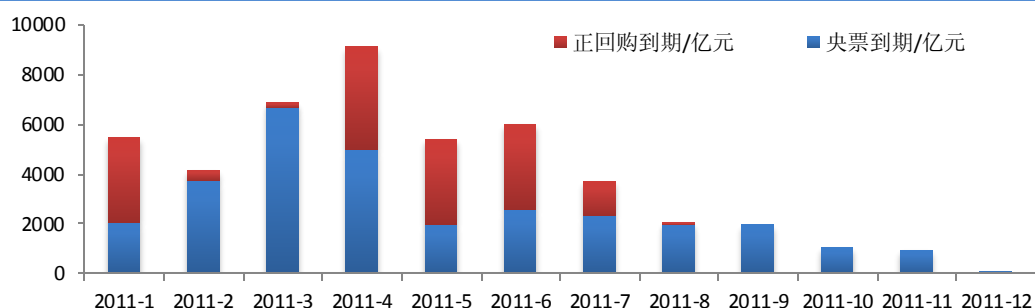
（二）提高存款准备金率空间收窄，未来使用频率降低

2010 年 11 月份以来我国连续八次上调存款准备金率，目前大型商业银行的存款准备金率达到 21%、中小银行至 19%，双双处于历史最高点。未来提高存款准备金的空间继续收窄。

我国连续八次上调存款准备金率，大约冻结资金 3 万亿元，同期我国新增外汇占款 2.16 万亿元，公开市场到期资金 3 万余元。这样来看，央行上调存款准备金率在降低货币乘数的同时，主要目的在于对冲大量新增外汇占款带来的货币投放和公开市场到期资金。

从下半年公开市场的到期资金来看，今年到期资金高峰已经过去，目前测算下半年到期资金仅 9790 亿元；同时全球后量化宽松时代，美元反转的预期不断增强，下半年国际资本有向发达市场转场的可能。下半年继续提准的必要性降低，预计央行将降低其使用频率。

图 3：下半年央票到期资金量大幅降低



资料来源：Wind，民生证券研究所

（三）人民币升值将是解决失衡的关键

在国内政策空间越来越窄的环境下，汇率工具不得不用，人民币升值必然加速。升值可能会对出口企业带来短期的暂时性的负面冲击，但是当前情况下，更应该考虑全局利率而非局部利益，考虑避免外部失衡引起的内部失衡。如果不想无限地上调存款准备金率，就必须改变外汇持续流入的局面，人民币汇率是关键。

四、产业资本增持潮再现，市场估值底部来临

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，同时以中石油为代表的产业资本增持潮的再现意味着估值底部的来临，市场长期投资价值显现。

（一）市场估值逼近历史底部

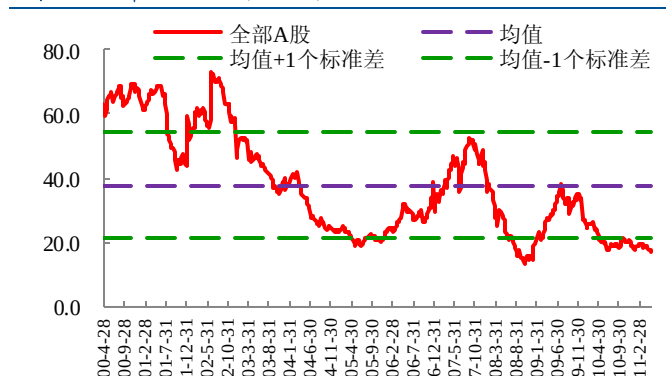
经过近期市场的连续调整，目前全部 A 股的动态市盈率回落至 16.74，市净率为 2.43，估值指标已经低于去年 6 月底的估值水平，甚至接近于 08 年 11 月份的历史低点，A-H 股溢价指数跌至 96 左右。从估值指标来看，市场的长期投资价值显现。

表 2：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

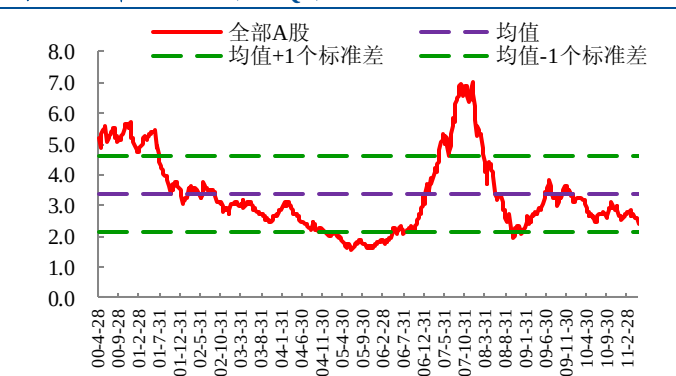
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 4: 全部 A 股 PE (TTM)



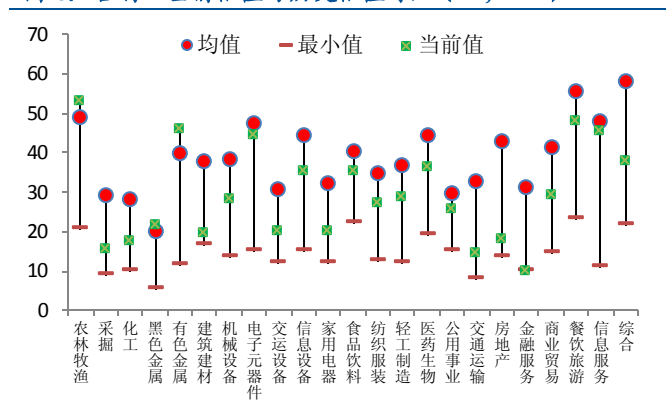
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 5: 全部 A 股 PB (MRQ)



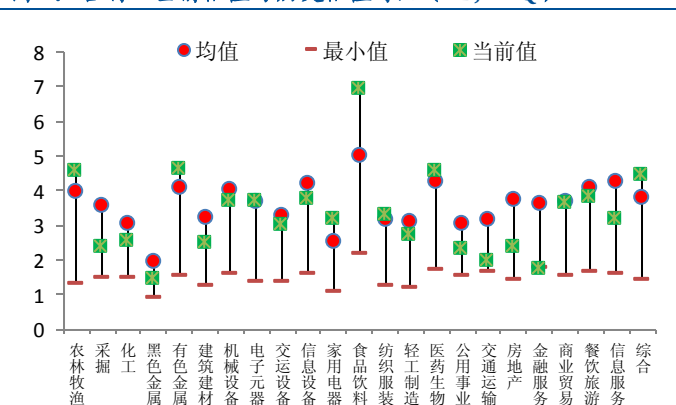
从各行业估值来看, 除农林牧渔、有色金属的当前估值高于历史均值以外, 其余行业的目前估值已降至历史均值以下, 其中金融服务、交通运输和房地产的估值已接近甚至低于历史最低水平。总体来看, 目前各行业的估值水平已经具备相对吸引力。

图 6: 各行业当前估值与历史估值对比 (PE, TTM)



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 7: 各行业当前估值与历史估值对比 (PB, MRQ)



资料来源: Wind, 民生证券研究所

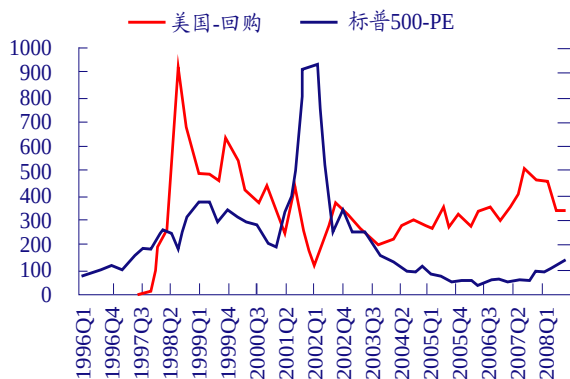
(二) 产业资本增持潮再现

从过去十几年的经验看, 无论是美国市场还是香港市场, 上市公司产业资本增持与全市场估值呈现高度负相关关系, 产业资本增持潮的出现, 往往意味着估值底部的来临。

今年五月, 产业资本再度进场大举增持, 截止到 5 月 30 日, A 股共有 15 家公司重要

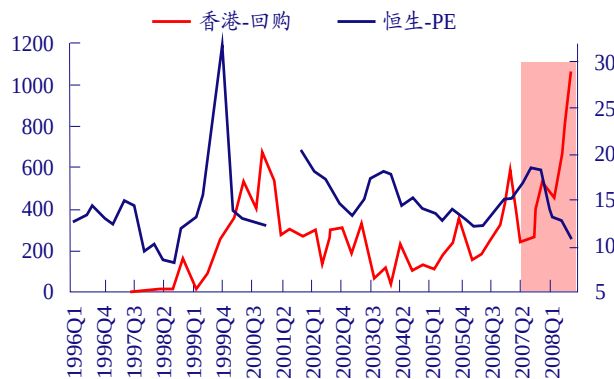
股东共计出现 43 笔增持，累计增持市值为 15.55 亿元，创下今年以来的新高。其中备受关注的中石油大股东三年后再度增持，并承诺增持期间不减持。增持潮的出现，表明股东对于上市公司未来发展有信心，也体现出对公司当前估值水平的认可。

图 8：美国市场回购公司数量与估值负相关



资料来源：Bloomberg，民生证券研究所

图 9：香港市场回购数量与估值负相关



资料来源：Bloomberg，民生证券研究所

五、市场进入筑底期，布局消费、成长和人民币升值板块

CPI 将于 6-7 月见顶，8 月明显回落，因此 6-8 月将是确认物价回落、政策转向的重要时间窗口。预计下半年 GDP 实际增速在 9.3% 左右，全年企业盈利增长 20%，宏观资金面随政策“跟进式”调整，下半年资金压力前紧后松。在通胀的回落没有得到数据的验证之前，短期市场进入筑底阶段；8 月份以后预期兑现，市场将迎来反转行情。看好经济结构转型背景下的食品饮料、商贸、家电等大消费板块、以计算机信息服务为代表的新兴成长板块，以及受益于人民币加速升值、即将进入行业旺季的航空板块，建议积极布局。

（一）六至八月，市场进入筑底阶段

1、下半年 GDP 实际增速在 9.3% 左右，全年企业盈利增速在 20% 左右

随着需求回落下的库存调整，下半年 GDP 同比增速较上半年小幅回落，同比增速在 9.3% 左右。一是需求方面，商品房投资增速较快回落，保障房投资增速低于上半年，投资增速小幅回落，三季度消费增速仍然保持二季度低迷状态，四季度有所改善；二是节能减排将抑制高耗能行业的发展；三是战略性新兴产业的发展将受到更多支持。综合来看，三季度 GDP 增速在 9.2% 左右，四季度回升至 9.4%，下半年 GDP 增长 9.3%。

结合下半年消费同比增长 17%，投资增长 25%，出口增长 10.7% 的判断，我们预计下半年企业盈利增速在 16% 左右，全年盈利同比增长 20%。

2、宏观资金压力随通胀“跟进式”调整，下半年前紧后松

鉴于紧缩政策的累积效应已经对宏观资金面产生了实质性影响，考虑到企业融资成本压力，预计未来央行将灵活调整货币工具的运用，保持资金利率的相对稳定，后期资金利率继续大幅上行的可能性不大。但由于通胀压力还未出现明显缓解的迹象，因此期望资金价格回到 5 月以来水平的可能性也不大。整体来看，在通胀未出现明显回落之前，资金价

格高位维稳，8月以后，随着通胀回落、政策转向，利率中枢将向常态回落。

3、估值优势凸显，市场调整空间有限

A股市场经历一个多月的连续快速下跌，对通胀、政策以及经济的忧虑情绪得以宣泄。无论从历史估值对比还是从资金成本对估值的压制来看，目前全部A股的估值优势非常明显，进一步下跌的空间较为有限。

4、六至八月，市场进入筑底期、建仓期

6-8月将是确认物价回落、政策转向的重要时间窗口，市场进入筑底期。

市场趋势性行情的出现需要看到通胀回落以及货币政策转向等信号。近期来看，5、6月份，在高翘尾因素和自然灾害推高通胀预期影响下，CPI仍将维持破五格局；但食品价格将于下半年趋稳，同比涨幅回落，预计物价将于6-7月见顶、8月份回落。在通胀拐点可期、经济回落的背景下，下半年紧缩政策的实施趋于谨慎。但在通胀回落没有得到数据验证之前，市场对通胀的压力仍然难以释怀，短期市场进入筑底阶段。

5、八月以后市场迎来反转行情，全年演绎“N”型走势

八月份以后，通胀回落趋于明朗，政策的核心将由控物价转向稳增长、促转型，宏观经济也将于三季度触底。届时，投资者预期向好，制约市场的力量将显著减轻，八月份以后市场有望迎来趋势性反转行情。

全年来看，我们坚持2011年策略报告《N型春色倍还人》中对市场全年“N”型走势的判断，下半年上证综指有望上冲3500点以上高点。

6、风险因素

(1) 国际板推出速度超出预期

(2) 资金面压力超出预期：下半年信贷增速低于预期，货币供应量增速未出现明显拐点。

(二) 转型加速，积极布局消费、成长、航空板块

随着6-7月份通胀的见顶回落，政策重心由“控通胀”转向“促转型”，看好经济结构转型背景下的食品饮料、商贸、家电等大消费板块以及以计算机信息服务为代表的新兴成长板块，建议投资者积极布局。

1、下半年，政策由“控物价”回归“促转型”

结合当前物价运行形式，预计通胀高点将在6-7月出现，8月份回落。届时，政策的核心将从“抑物价”重新回归到“促转型”上来，经济结构转型背景下的大消费和新兴产业有望受益。

扩大内需、区域振兴和产业结构优化升级是十二五发展规划的重中之重，其中扩大内需居战略首位。在提高居民收入、扩大内需和消费需求的政策激励下，消费市场将出现整体的消费升级和部分区域快速发展的格局，看好以食品饮料、商贸零售、家电为代表的大

消费板块。

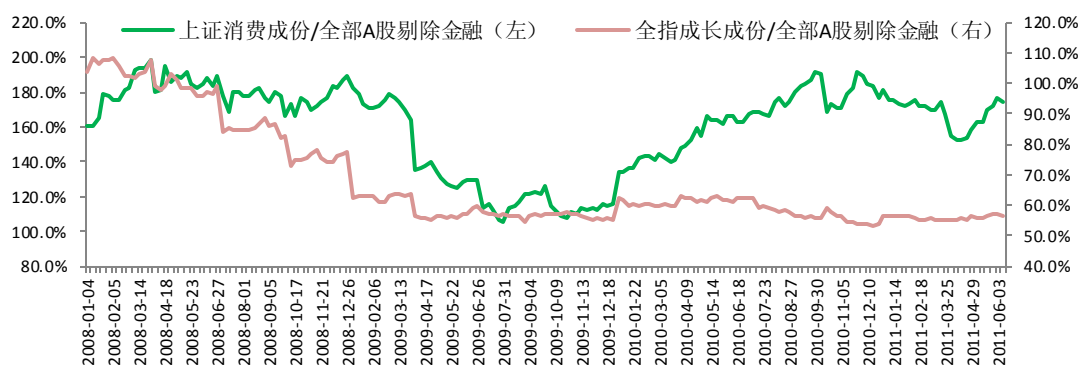
未来五至十年是中国经济发展转型的关键时期,战略性新兴产业作为中国经济结构调整的先锋和未来的经济增长引擎,政府将会给予充足的支持和优惠补贴政策,新兴产业正处于行业成长初期,具备良好的成长性和投资价值。转型元年,战略性新兴产业规划将于下半年集中出台,成为成长股股价上涨的催化剂。

2、相对估值优势凸显

目前上证消费板块动态 PE 为 40.23 倍,全部 A 股剔除金融动态市盈率 23.15 倍,消费板块相对大盘溢价 1.74 倍,相对于去年十月 1.91 倍的相对高位,仍具备相对估值优势。其中零售和食品饮料行业当前的动态 PE 均处于历史 50%分位,家电行业处于 44%分位,具备相对估值优势。从投资节奏看,大消费在经历前 2 个季度的调整之后,相对投资价值凸显。

目前成长成分指数动态 PE 13.15 倍,全部 A 股剔除金融动态市盈率 23.15 倍,成长股是大盘估值的 56.4%,这一指标自 08 年以来持续回落,目前相对大盘溢价处于历史最低位。在经历近半年调整后,成长股释放了高估值风险。

图 10: 消费板块和成长股相对全部 A 股(剔除金融)的估值接近历史最低水平



资料来源: Wind, 民生证券研究所

(二)计算机信息服务: 积极发展 B2C, 让软件股市值插上“翅膀”

三季度 IT 投资机会加大,特别是国内 B2C 的发展环境已经成熟,软件股将迎来爆发式增长。主要原因如下:

1、中国企业从 B2B 走向 B2C 的外部环境已经趋于成熟。竞争压力的增加、劳动力成本的上升以及管理层信息化意识的提高等等增加了企事业单位的信息化需求,信息化广阔的市场空间有利于企业做大做强。云计算及物联网的兴起为 B2C 提供了成熟的技术保障。政策扶持由普惠转向大型企业,也为软件企业做大做强提供了良好的政策环境。

2、积极寻求 B2C 突破的公司面临广阔的发展空间,资本市场给予了更多的青睐。根据当前的市盈率(TTM)水平,虽然积极寻求 B2C 转型的公司估值水平平均高于行业平均水平,但 B2C 公司拥有数倍于现在的客户群体,市场空间巨大,收入和净利润规模将明显提升,未来有可能复制国外公司的成功模式,呈现爆发式增长,因此可以享受更高的估值。

（三）食品饮料：通胀与旺季双轮驱动板块

具有高毛利率的白酒、葡萄酒等可选消费品在通胀背景下具有较强的定价能力，建议加大上述两个子行业的配置，下半年上述子行业将跑赢其他子行业，尤其是四季度跑赢的概率更大。主要原因如下：

1、通胀背景。在通胀压力依然较大的宏观背景下，高毛利率使得白酒、葡萄酒行业整体受益，其中具有定价能力的行业龙头不仅能抵御成本上涨的压力，同时可借机进一步上调产品价格，从而保证自己的利润水平。

2、消费旺季到来。下半年是酒类消费品的传统销售旺季，中秋（2011年9月12日）、国庆、元旦、春节（2012年1月23日）等节假日的到来，将带来酒类销量的持续上扬，进而有利于公司业绩增长。

3、提价催化剂。随着消费旺季到来，下半年酒企提价将是最大的行业催化剂。

4、估值较低。一线白酒估值处于历史低位，到2011年底估值切换为2012年时，将更加便宜。

（四）零售：增长性好于预期，估值优势凸显

零售类上市公司同业增长数据较好，在现阶段通胀不变的背景下，这种良好的增速在下半年会得到比较好的延续。特别是在购物卡政策影响下，批发零售板块连续下跌，但从目前跟踪信息分析，购物卡的利空影响已经出尽，股价上已经有所反应。最近的下跌使得一些基本面不错的公司迎来买入时机。主要原因如下：

1、购物卡限制可能造成零售销售额有一定的下滑，但短期市场反应过度。政府出台对购物卡实名制的目的是打击腐败洗钱活动，而非抑制批发零售。从长期的角度，政府仍将以鼓励内需为主要目标，购物卡的形式仍然将存在，因此市场对于购物卡实名制后对全行业销售的影响过度悲观。

2、目前零售板块的估值已经接近2011年初的最低点22倍。短期零售受到事件冲击的大跌风险基本已经释放，下半年零售估值将由中报超预期的绩优股价格上涨而推动。

（五）家电：空调行业整体高增长可期

看好空调行业相对于其它子行业的增长空间。在市场对于空调行业是否看见天花板的短暂争议过后，1-4月份，空调累计内销同比增长39%，累计销售同比增长35%。预计今年空调全年增速27%，其中内销增速预计25%，出口增长有望达30%。对于2011年空调行业的高增长保持乐观。主要原因如下：

1、内需旺盛，支撑空调销量保持较高增长。空调在农村家庭保有量的上升，城市家庭更新换代需求、多居室配备多台空调、公用场所（办公室、学校等）空调覆盖率提高、中央空调逐渐进入高速增长期等多重因素，将支撑是空调销量保持较高增长。

2、看好空调相对于其它家电产品的出口潜力。尽管出口方面存在劳动力成本上升、出口退税减少、人民币汇率升值以及贸易摩擦等非利好因素，但我们判断这些因素对家电出口的负面影响有限。国际需求方面，一方面欧美等发达经济体的家电需求逐步恢复，另

一方面，东南亚和拉美的需求也将逐步提高，具有很大市场空间。

（六）航空：人民币加速升值，旺季来临，等待业绩兑现

1、高铁分流预期下航空公司供给谨慎，支撑客座率和票价维持高位

受经济下滑影响，今年 1-4 月中国民航需求增速较去年同期有所放缓，但由于高铁分流隐忧的存在，航空公司今年的航空运力投放显得更为谨慎，支撑行业在需求放缓的情况下，保持客座率和票价的坚挺，驱动行业保持高景气度。

1-4 月中国民航累计完成客运周转量 1422 亿客公里，同比增长 12.5%，完成旅客运输 9171 万人次，同比增长 10.6%，同比增速较去年同期放缓，但 4 月份航空客运周转量增速回升至 14.7%，较 3 月的 6.8% 出现显著回升。与需求相比，航空公司运力供给增速更为缓慢，今年 1-4 月份，全行业座位供给增速在 10%，供需缺口推高行业景气度。从企业业绩更为敏感的客座率、飞机小时利用率、票价水平来看，均处于历史同期高位，其中前四月飞机裸票价格水平同比提升 1.3%。

2、油价上涨对上市公司业绩压力可控

虽然目前航油价格整体处于高位，但全球通胀势头已现，后量化宽松时代，油价不具备持续上涨的条件，未来油价水平将在美元和欧元的反复博弈中延续震荡走势。高油价的确会对航空公司造成较大的成本压力，但从航空公司已经实施的通过票价、燃油附加费、燃油套保等手段进行对冲传导手段来看，油价对航空公司的业绩影响整体可控。

3、三季度传统旺季来临，等待业绩兑现

三季度是行业的传统旺季，也是业绩兑现的重要时点，我们认为京沪高铁开通对航空公司影响低于预期，在人民币加速升值、行业基本面保持高景气的背景下，三季度航空板块有望迎来估值修复行情。

（七）股票组合

重点关注民生精选股票组合：森源电气、鑫龙电器、用友软件、汉得信息、东华科技、奥飞动漫、中色股份、格力电器、大禹节水、雏鹰农牧、深发展 A、西藏旅游、远兴能源、泸州老窖、中兴通讯、中国化学、华业地产、西单商场、天虹商场、南方航空。

表 3：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
300170	汉得信息	信息服务	16.10	25.16	公司处于价值链高端，业绩增速快且确定性高，此外公司也是“新18 号文”营业税新政受益程度最大的企业。
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	公司将成为定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
000001	深发展 A	金融服务	16.55	7.10	与平安整合逐步完成，资本金得到补充，风险因素明朗，安全边际高，管理层有业绩释放意愿。
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
000063	中兴通讯	信息设备	26.27	18.12	SDR 的发展将使得未来中兴软件收入的增速远远超过网络硬件收入的增长，而软件收入的爆发将带来中兴利润的超预期增长
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
600240	华业地产	房地产	9.44	12.59	在地产行业调控的背景下，行业不确定性较大，此时公司选择成立矿业公司，向多元化经营迈进，为公司未来发展提供了新的空间。
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: 当前订单水平已降至除危机外的历史低位.....	4
图 2: 各库存指数仍处于历史均值以上, 去库存压力较大.....	4
图 3: 下半年央票到期资金量大幅降低.....	8
图 4: 全部 A 股 PE (TTM)	9
图 5: 全部 A 股 PB (MRQ)	9
图 6: 各行业当前估值与历史估值对比 (PE,TTM)	9
图 7: 各行业当前估值与历史估值对比 (PB,MRQ)	9
图 8: 美国市场回购公司数量与估值负相关.....	10
图 9: 香港市场回购数量与估值负相关.....	10
图 10: 消费板块和成长股相对全部 A 股 (剔除金融) 的估值接近历史最低水平.....	12

表格目录

表 1: 前两轮通胀见顶与政策见顶时间.....	6
表 2: A 股主要指数估值逼近历史底部, 长期投资价值凸显.....	8
表 3: 民生证券研究所 6 月份股票组合.....	14

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	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@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。