

研发部

田渭东 首席策略分析师

SAC 执业证书编号：
S1340510120002

联系电话：
010-68858158

Email:
tianweidong@cnpsec.com

本文作者近期相关报告

2011-7-06《蛰伏酷暑 收获金秋——中邮证券2011年下半年A股投资策略研究报告》

2011-05-10《低位震荡中的防御型策略——中邮证券2011年5月A股投资策略报告》

2011-04-15《滞胀初现 把握政策拐点中的机会——中邮证券2011年二季度A股投资策略报告》

2011-03-09《牛眼看市 波段操作——中邮证券2011年3月A股投资策略报告》

2011-01-05《把握震荡中的投资机会——中邮证券2011年1月A股投资策略研究报告》

2010-12-28《冬种秋收 腾跃辛卯——中邮证券2011年A股投资策略报告》

中期底部确立，采取积极的操作思路

——中邮证券A股月度投资策略报告

核心观点：

欧美市场逐渐稳定，国内通胀现今年高点拐点，接下来的货币政策进入观察期，下半年再频繁加息、调高存款准备金率的可能性越来越低。货币政策正微妙转向宽松姿态。目前是箱体震荡中较低估值区域，在震荡中采取逢下跌买入加仓的积极策略。

摘要：

- 规模以上工业企业利润增速保持高速增长，财政支出将比上半年有巨大增加。
- PMI 连续4个月回落，降幅已经趋于稳定。
- 新涨价因素趋于稳定，8月CPI翘尾因素回落0.7%，今年CPI或已见顶。
- 美国主权信用评级下调对市场的实际影响有限；欧债危机风险短期可控，长期堪忧。
- 沪深两市目前的估值在历史上处于低位。全部A股市盈率为16.32倍，剔除金融行业估值后，两市其他行业整体动态市盈率平均水平为19.46倍。
- 流动性不平衡是目前的主要问题。7月，我国M2已达77.29万亿元，剔除存款准备金锁定的资金，市场中的货币供应量仍然偏高。目前市场一方面资金宽裕，另一方面，民间借贷利率高企。
- 三成地方政府债务转为一般公司类贷款，风险已大为降低。将弱化对银行资本金的消耗，缓解各方对地方融资平台风险的过分担忧。
- 后续可入市机构资金充裕，初步统计有4000亿元左右可入市资金。
- 为保证经济增速，财政投入将持续加大。截止7月底，我国财政收支盈余达到15354.86亿元，下半年5个月，将有2.4万亿元富余财政资金投入社会。
- A股市场的中期底部形成，将在震荡中逐渐走高，展开波澜的慢牛行情。欧美市场仍不稳定，市场仍会受到恐慌情绪影响而产生波动，目前是箱体震荡中较低估值区域，在震荡中采取逢下跌买入加仓的积极策略。
- 关注四条主线：精细化工新材料、节能环保、周期性行业中拐点行业、低估值金融股。
- 重点关注公司：中集集团、西宁钢铁、奥克股份、中国玻纤、万邦达、兴蓉投资、中国平安、新希望、招商银行、杭锅股份、科达机电。

目 录

1、七月以来走势回顾.....	4
2、国内经济增速下滑 增长趋势仍有保障.....	5
2.1 PMI 连续 4 个月回落，降幅已经趋于稳定.....	5
2.2 二季度 GDP 增长 9.5%，增速温和回落.....	7
2.3 预计通胀见顶.....	9
2.4 财政收入大幅增加，下半年支出力度明显强于上半年.....	10
2.5 规模以上企业利润增速仍保持较高水平.....	10
3、欧美经济景气度下降 宽松政策延续.....	11
3.1 美国主权信用评级下调带来剧烈反响.....	11
3.2 欧洲债务危机再次蔓延.....	11
4 市场处于全年低点震荡阶段.....	13
4.1 沪深两市估值处于历史低位.....	13
4.2 流动性不平衡是目前的主要问题.....	15
4.3 三成地方政府债务转为一般公司类贷款，风险已大为降低.....	15
4.4 后续可入市机构资金充裕.....	17
5、中期底部确定，采取积极的操作思路.....	17
5.1 风险因素已经基本被 A 股市场反应消化.....	17
5.2 低位箱体震荡中积极配置策略.....	19
5.3 重点关注公司.....	26

图表目录

图表 1：A 股市场指数趋势.....	4
图表 2：短期拆借市场利率.....	4
图表 3：2011 年 7 月以来行业涨跌幅.....	4
图表 4：中国制造业 PMI 变化趋势.....	6
图表 5：当月份制造业 PMI 回落幅度缩窄.....	6
图表 6：生产量 PMI 指数与工业增加值增速走势.....	6
图表 7：新订单指数回升.....	6
图表 8：购进价格指数回落幅度缩窄.....	6
图表 9：购进价格指数回落预示 PPI、PPIRM 涨幅将缩窄.....	6
图表 10：二季度 GDP 增速温和回落至 9.5%.....	8
图表 11：投资对经济增长的贡献上升.....	8
图表 12：工业增速.....	8

图表 13: 固定资产投资略有回落	8
图表 14: 房地产投资小幅回升	8
图表 15: 社会消费品零售增速回落	9
图表 16: 食品、汽车等零售下降, 金银珠宝零售反弹	9
图表 17: CPI 同比涨幅创年内高点	9
图表 18: 新涨价因素扩大	9
图表 19: 国家财政收入支出累计	10
图表 20: 规模以上企业利润增速	10
图表 21: 2011 年欧元区各国到期债务 (百万欧元)	13
图表 22: 2011 年 PIIGS 到期债务合计	13
图表 23: A 股历史市盈率 (PE)	14
图表 24: A 股历史市净率 (PB)	14
图表 25: 市盈率比较	14
图表 26: A 股指数市盈率 (截止 8 月 11 日)	14
图表 27: 行业市盈率一览表 (数据截止 8 月 11 日)	14
图表 28: CPI 下半年翘尾因素减弱	18
图表 29: CPI 走势预期图	18
图表 30: 各国证券市场指数近一年来走势	19
图表 31: 财政收入支出累计值	19
图表 32: 上证综指周 K 线趋势图	20
图表 33: 我国智能电网建设的三个阶段	22
图表 34: M1 与上证指数正相关	25
图表 35: 人身险及财产险保费收入及同比增长	25
图表 36: 保险业资产总额及增速	25
图表 37: 全国平均工资及增速	26
图表 38: 保险密度及保险深度	26
图表 39: 保险深度国际比较	26
图表 40: 保险密度国际比较	26

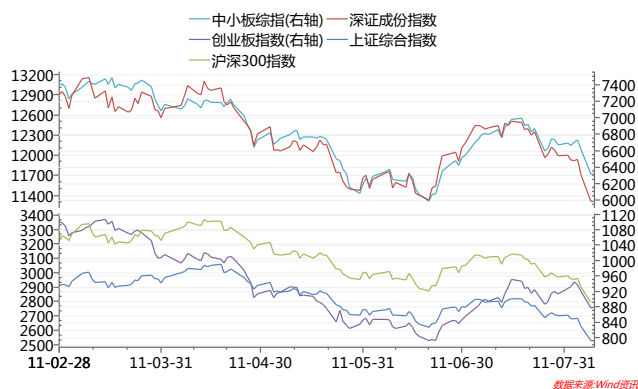
1、七月以来走势回顾

2011年7月，沪深两市大盘呈现先扬后抑的走势，上证指数下跌2.18%，深证成分股指数下跌0.99%，中小板指上涨1.08%，创业板指数上涨7.96%。市场人气与资金不足，小市值的创业板及中小板个股演化出较好的个股行情。

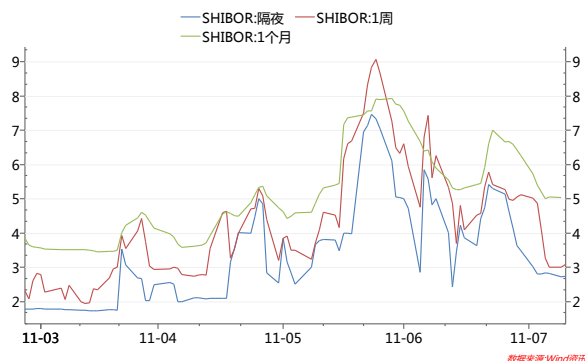
7月下旬后，债券基金出现了大比例赎回，国内债券价格大幅暴跌，SHIBOR利率大幅上扬，银行短期资金紧张。与此同时，7月汇丰PMI初值创28个月新低，仅为48.9，加剧了投资者对国内经济的担忧。国际资本市场受到美国国债上限谈判失败的影响而大幅波动。7.23动车事故又加剧了国内对高铁相关板块的抛售，市场出现恐慌性下跌。

8月初以来，随着美国主权信用评级下调以及欧洲债务危机蔓延，世界资本市场经历了暴跌行情，各国股市以及国际大宗商品市场大幅下挫。

图表 1：A 股市场指数趋势



图表 2：短期拆借市场利率



图表 3：2011 年 7 月以来行业涨跌幅

板块名称	成份区间涨跌幅(流通市值加权平均) [起始交易日期 2011-7-1 截止交易日期 2011-8-10]	成份区间涨跌幅(流通市值加权平均) [起始交易日期 截止 止日1年前]	板块名称	成份区间涨跌幅(流通市值加权平均) [起始交易日期 2011-7-1 截止交易日期 2011-8-10]	成份区间涨跌幅(流通市值加权平均) [起始交易日期 截止 止日1年前]
SW种子生产	15.53	4.71	SW铁路设备	-22.57	6.73
SW黄金	14.46	34.28	SW重型机械	-16.92	-20.08
SW乳品	12.65	19.08	SW航运III	-16.69	-22.05
SW装饰装修	11.62	69.29	SW纯碱	-16.36	24.81
SW其他酒类	11.24	2.31	SW洗衣机	-15.74	-14.18
SW葡萄酒	10.42	13.11	SW农机设备	-15.31	25.29
SW水产养殖	10.25	10.38	SW果蔬生产	-15.14	-1.90
SW肉制品	8.90	43.59	SW其他纤维	-14.36	9.24
SW印刷包装机械	7.68	13.84	SW金属制品III	-14.29	21.53
SW医疗器械III	7.33	19.97	SW证券III	-14.09	-11.29
SW人工景点	7.22	-6.62	SW机械基础件	-14.00	9.83
SW白酒	6.71	42.05	SW保险III	-13.85	-23.29
SW其他电力设备	5.97	-15.33	SW氨纶	-13.51	-14.98
SW汽车销售	5.60	-4.35	SW建筑施工	-13.46	0.72
SW啤酒	5.15	43.10	SW轮胎	-13.39	-11.85
SW农用机械	4.96		SW显示器件III	-13.38	-2.03
SW宽带网络服务	4.90	-11.63	SW纺织服装设备	-13.38	1.56
SW磨具磨料	4.76	66.75	SW石油加工	-13.21	-9.94
SW制冷空调设备	4.21	28.20	SW其它视听器材	-12.89	7.02
SW医疗服务III	4.14	2.78	SW普钢	-12.68	-1.98
SW海洋捕捞	3.63	10.86	SW焦炭加工	-12.62	40.28

数据来源：中邮证券研发部 Wind

2、国内经济增速下滑 增长趋势仍有保障

国内经济增速继续下滑，降幅趋于稳定；通胀水平再创新高，但有望成为年内高点向下的拐点，经济仍然有望软着陆；规模以上工业企业利润增速保持高速增长，财政支出将比上半年有巨大增加

2.1 PMI 连续 4 个月回落，降幅已经趋于稳定

7 月制造业 PMI 为 50.7%，好于市场的预估值 50.1%。至 7 月份制造业 PMI 已连续 4 个月回落，其中 7 月份降幅已从上个月的 1.1% 缩窄至 0.2%，表明 PMI 连续数月回落后已出现稳定迹象，预示未来工业产出增速将趋稳，下半年经济将实现“软着陆”；

新订单指数反弹，内需回升。当月生产量指数为 52.1%，较上个月回落了 1 个百分点，回落幅度较上个月缩窄。新订单指数小幅回升了 0.3 个百分点至 51.1%，新出口订单指数继续下降，但降幅缩小，积压订单指数触底反弹。此前新订单指数已连续 3 个月下降，每个月的降幅都超过了 1 个百分点，7 月份该指数反弹，表明内需有回稳的趋势。

出口订单回落幅度缩窄，表明外需也有回暖的迹象，积压订单指数回升预示未来工业景气将好转；

产成品库存下降，原材料库存继续向下调整。产成品库存指数由上月的 51% 降至 49.2%，此前该指数已连续 4 个月保持在 50% 以上。产成品库存指数下降表明工业企业正处于去库存的阶段，属于正常的库存周期波动，去库存行为将影响未来工业增速。采购量指数和进口指数连续下降 4 个月后回升，但由于前期下滑幅度较大，当月采购量指数和进口指数反弹并未弥补原材料库存的下降，使原材料库存指数由上月的 48.5% 下降至 47.6%。原材料库存已连续 4 个月下降，随着采购量指数和进口指数的回升，未来原材料库存将有所增加；

购进价格指数继续回落，但降幅减小。购进价格指数由上月的 56.7% 下滑至 56.3%，仅比上个月回落了 0.4 个百分点。该指数自 2 月份达到年内 70.1% 高点后逐月大幅回落，7 月份回落幅度缩窄，主要是当月原油等国际大宗产品价格止跌回升所致。预计未来大宗产品价格将继续高位震荡，近期工业企业仍将承受一定的成本压力。

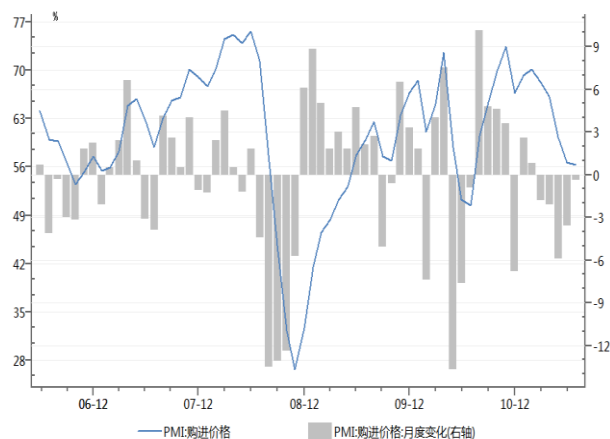
图表 4：中国制造业 PMI 变化趋势

指标(%)	2011-7	2011-6	波动	趋势	动能	持续期间(月)
PMI	50.70	50.90	-0.2	扩张	减弱	29
生产量	52.1	53.1	-1.0	扩张	减弱	30
供应商配送时间	50.3	49.8	0.5	加快	增强	1
从业人员	50.5	50.2	0.3	扩张	增强	5
新订单	51.1	50.8	0.3	扩张	增强	30
新出口订单	50.4	50.5	-0.1	扩张	减弱	27
积压订单	46.5	45.9	0.6	收缩	减弱	3
产成品库存	49.2	51.0	-1.8	收缩	增强	1
采购量	52.0	51.5	0.5	扩张	增强	29
进口	49.1	48.7	0.4	收缩	减弱	2
原材料库存	47.6	48.5	-0.9	收缩	增强	3
购进价格	56.3	56.7	-0.4	上升	减弱	28

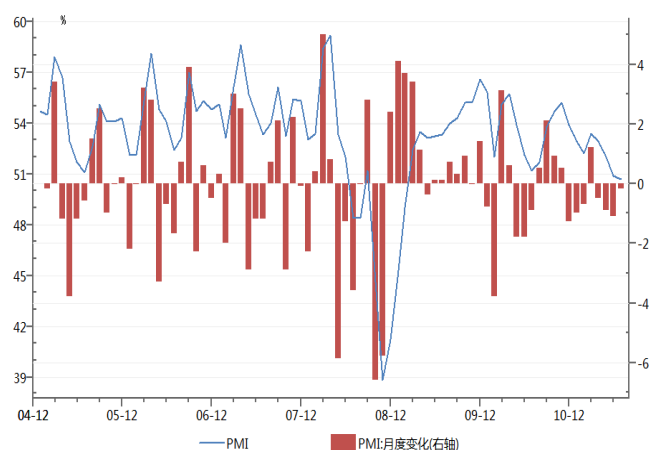
图表 6：生产量 PMI 指数与工业增加值增速走势



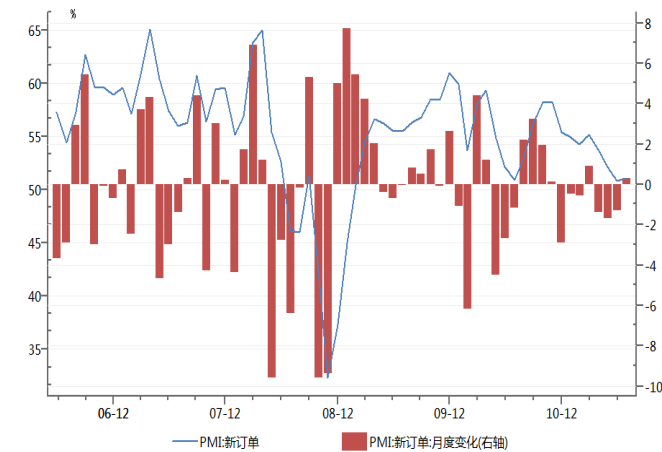
图表 8：购进价格指数回落幅度缩窄



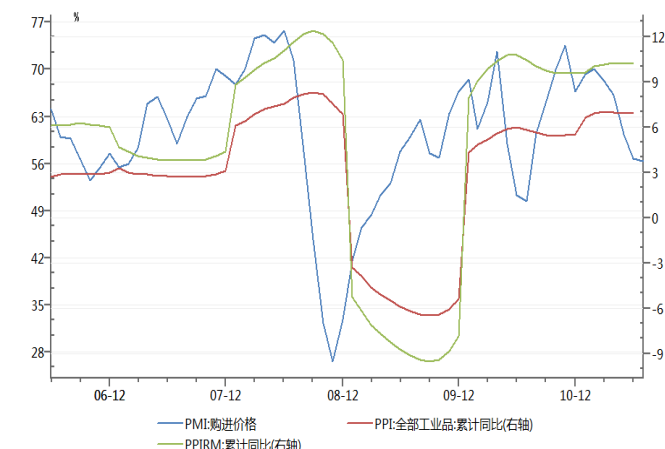
图表 5：当月份制造业 PMI 回落幅度缩窄



图表 7：新订单指数回升



图表 9：购进价格指数回落预示 PPI、PPIRM 涨幅将缩窄



数据来源：WIND，中邮证券研发部

2.2 二季度 GDP 增长 9.5%，增速温和回落

二季度 GDP 增速温和回落至 9.5%，符合预期。上半年我国 GDP 同比增长 9.6%。其中二季度 GDP 增速由一季度的 9.7% 小幅回落至 9.5%。当季最终消费对经济增长的贡献下降，而资本形成和净出口对经济增长的贡献上升。二季度 GDP 增长率符合预期，受偏紧的宏观政策影响，当季 GDP 增速温和回落。高通胀使得居民可支配收入缩水，对居民消费的抑制较为明显，使得最终消费对经济增长的贡献下降。固定资产投资仍保持较快的增速，对经济增长的贡献扩大。二季度贸易顺差扩大，净出口对经济增长的贡献上升。总体看，我国经济增长的动力仍然比较强劲，经济硬着陆的风险比较小。考虑到当前通胀水平仍然高企，偏紧的货币政策暂时不会放松，下半年经济增速将继续温和回落，预计全年经济增速将达 9.5% 左右；

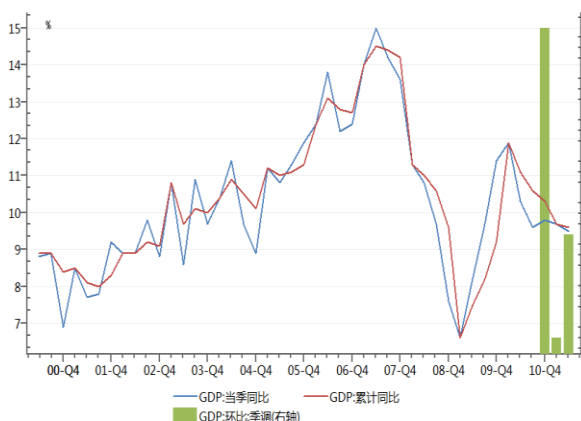
工业增速小幅回落，符合预期。7 月份规模以上工业增加值环比增长 0.9%，同比增长 14%，同比增速比 6 月份回落 1.1 个百分点。1-7 月份，工业增加值同比增长 14.3%，增速与 1-6 月份持平。当月除了纺织业和交运设备等少数行业外，其他行业工业增加值同比增速都有所回落。7 月份工业同比增速较上月下滑明显，主要是 6 月份由于去年同期基数较低而使上月同比增长速度加快。整体看，虽然工业增速有所回落，但仍保持在 14% 的高位。从工业增长的前景看，7 月份制造业 PMI 为 50.7%，月度降幅缩窄，其中新订单指数略有回升，预计下半年工业生产仍将保持较快的速度；

固定资产投资增速略有下降，但仍维持高位。前 7 个月固定资产投资环比增长 0.3%，同比增长 25.4%，同比增速比 1-6 月份回落 0.2 个百分点。其中房地产开发投资增长 33.6%，比 1-6 月份加快了 0.7 个百分点。当期农业和社保等民生投资增速继续扩大，部分中上游行业投资继续增长，制造业投资放缓，交通运输业投资下滑幅度较大。前 7 个月固定资产投资虽小幅回落，但仍然保持较快的增速。下半年国家继续加大农田水利等基础性投资、保障房建设以及民生领域的投资将继续保持较快增长，预计未来几个月固定资产仍将保持较高的水平；

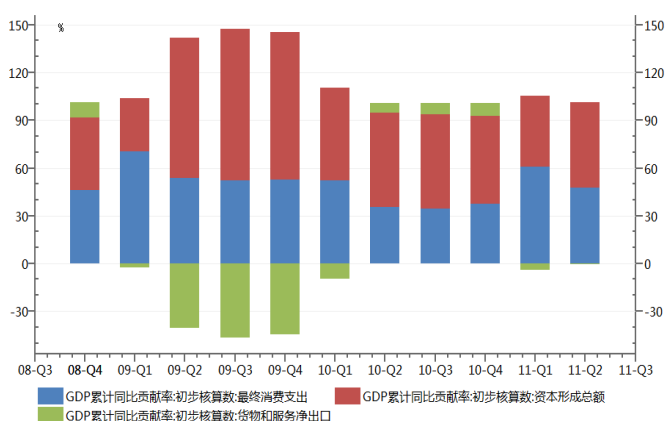
汽车销售乏力，消费品零售小幅回落。7 月份社会消费品零售总额环比增长 1.26%，同比增长 17.2%，同比增速较 6 月份下降了 0.5 个百分点。1-7 月份社会消费品零售总额同比增长与 1-6 月份持平。消费品零售小幅下降，主要是受汽车市场疲弱的影响。食品价格继续上涨，通胀压力使食品饮料、日用品零售增速也有所下滑。

从消费的前景看，8 月份下旬为金九月的车市提前预热，汽车销售环比或有反弹。由于 7 月份通胀率已达年内高点，未来几个月通胀压力放缓可能性较大，消费者信心将有所恢复，预计未来社会消费品零售将基本保持稳定。

图表 10：二季度 GDP 增速温和回落至 9.5%



图表 11：投资对经济增长的贡献上升



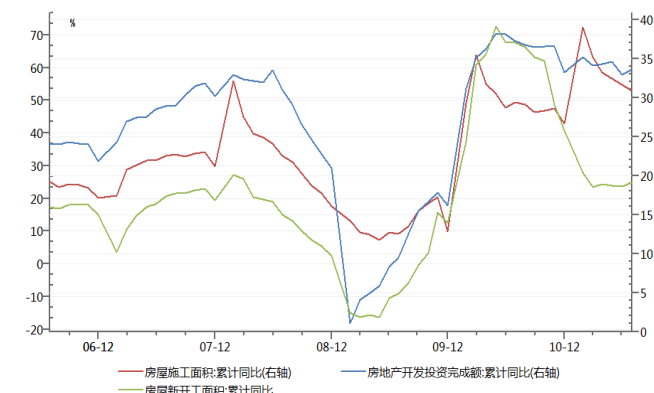
图表 12：工业增速



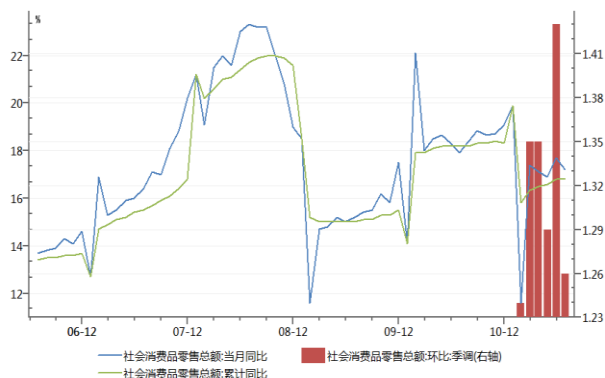
图表 13：固定资产投资略有回落



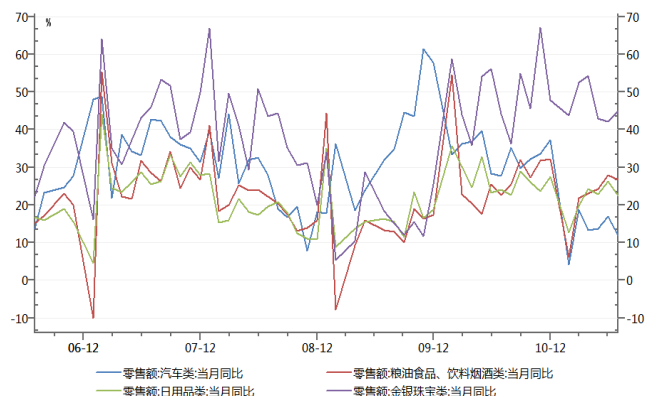
图表 14：房地产投资小幅回升



图表 15：社会消费品零售增速回落



图表 16：食品、汽车等零售下降，金银珠宝零售反弹



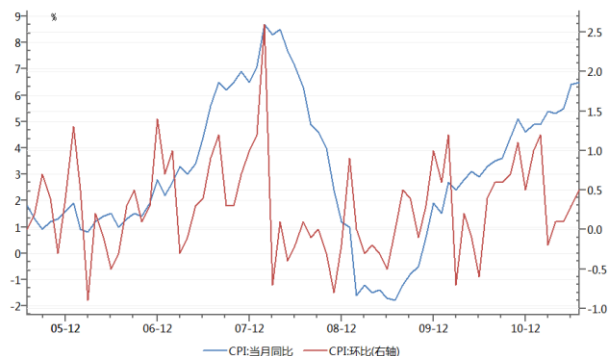
数据来源：WIND，中邮证券研发部

2.3 预计通胀见顶

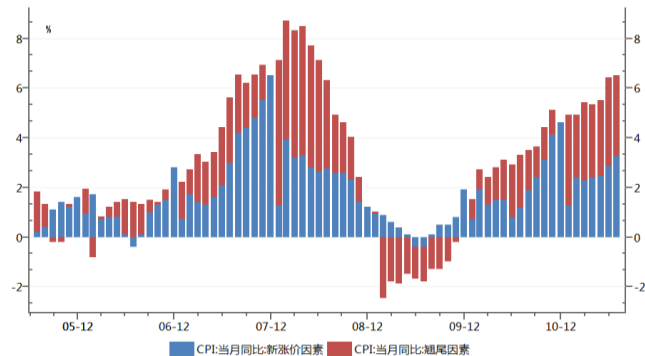
新涨价因素推动通胀创新高。7 月份 CPI 同比上涨 6.5%，超过市场预期的 6.3%。在 CPI 构成中，食品同比上涨 14.8%，拉动 CPI 同比上涨 4.38 个百分点。其中猪肉价格同比上涨 56.7%，拉动 CPI 同比上涨 1.46 个百分点。此外水产品价格继续上涨，鲜菜价格回升，鲜蛋价格涨幅回落。当月新涨价因素为 3.2%，达到年内最高水平，推动 CPI 创年内新高；

翘尾因素影响下降，8 月份 CPI 或回落。从通胀的前景看，8 月初猪肉价格有所回升，不过生猪价格的短期高点已过，未来猪肉价格高位企稳。随着新鸡进入产蛋期，鲜蛋价格涨幅将继续放缓。“立秋”后蔬菜换季，蔬菜供应品种和数量将有所减少，部分蔬菜价格将继续小幅上涨。考虑到 8 月份 CPI 翘尾因素由上月的 3.3%大幅回落至 2.6 左右%，7 月份 CPI 或已见顶，8 月份通胀水平将回落；

图表 17：CPI 同比涨幅创年内高点



图表 18：新涨价因素扩大



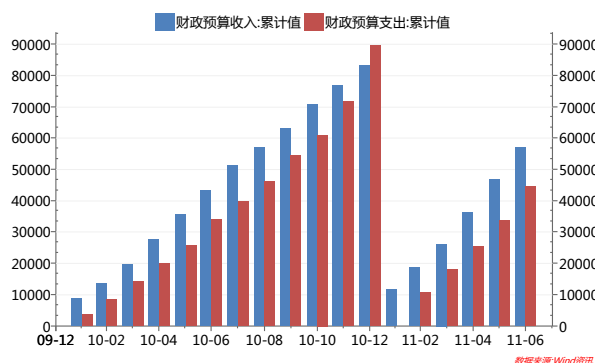
数据来源: WIND, 中邮证券研发部

2.4 财政收入大幅增加, 下半年支出力度明显强于上半年

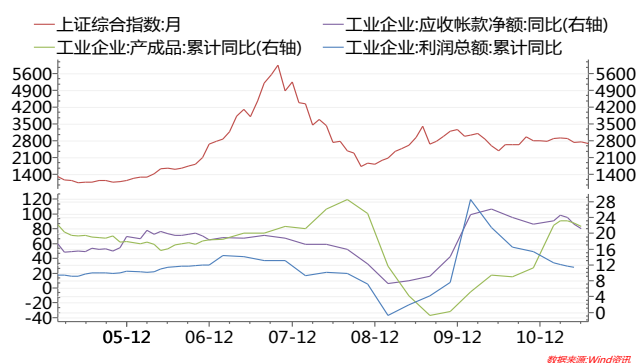
6 月份全国财政收入突破一万亿元 同比增 27.6%。 6 月份, 全国财政收入 10055.76 亿元, 比去年同月增加 2176.36 亿元, 增长 27.6%。其中, 中央本级收入 4459.51 亿元, 同比增长 13.9%; 地方本级收入 5596.25 亿元, 同比增长 41.1%。本月地方本级收入增幅高, 主要是按规定将预算外资金纳入预算管理及部分探矿权、采矿权价款收入等一次性入库带动非税收入大幅增长, 扣除这些因素, 地方本级收入增长 28%左右。

上半年全国财政收支盈余 12440.68 亿元, 其中中央本级盈余 20794.66 亿元, 地方财政收支赤字 8353.98 亿元。国家今年初制定财政收支预算为赤字 9000 亿元。如果执行年初制定的国家财政预算, 下半年国家要比上半年增加 2 万亿元的财政投入, 对经济的影响可想而知!

图表 19: 国家财政收入支出累计



图表 20: 规模以上企业利润增速



数据来源: WIND, 中邮证券研发部

2.5 规模以上企业利润增速仍保持较高水平

1-6 月, 国有企业累计实现利润总额 11256.8 亿元, 同比增长 22.3%, 6 月比 5 月环比增长 10.3%, 二季度比一季度环比增长 22.2%。国有企业累计实现净利润 8475.2 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 5375 亿元。1-6 月, 国有企业存货同比增长 26%。存货周转率为 2.3 次, 与去年同期持平。应收账款周转率为 6.7 次, 比去年同期加快 0.2 次。平均总资产周转率为 0.3 次, 与去年同期持平。

虽然增速下降，规模以上企业利润仍然保持 20%以上的高速增长，企业行业差异较大，但整体状况好于市场预期。

3、欧美经济景气度下降 宽松政策延续

3.1 美国主权信用评级下调带来剧烈反响

经济数据

美国商务部公布的数据显示，2011 年第二季度美国 GDP 环比年化增长率初值为 1.3%，远低于经济学家对此平均预期的 1.9%，一季度 GDP 增长率终值为 0.4%。

美国供应管理协会(ISM)公布的数据显示，7 月份芝加哥采购经理人指数(PMI)为 58.8 点，不及经济学家对此平均预期的 61.1 点。6 月份该数据为 61.1 点。

密歇根大学和路透社公布的数据显示，7 月份美国消费者信心指数终值为 63.7 点，不及经济学家对此平均预期的 64.0 点。

美国长期主权信用评级被下调

美国东部时间 8 月 5 日晚间(北京时间 8 月 6 日早间)消息，国际评级机构标普将美国长期主权信用评级由“AAA”降至“AA+”，评级展望负面。这是美国历史上首次失去 AAA 主权信用评级。标普称，降级后投资者将重新评估美国借贷风险，预期 2013 年起 10 年期国债利率上升 50 至 75 个基点。据估计，美国评级由 AAA 降至 AA 级后，政府每年须多支付 1000 亿美元利息。

美国长期主权信用评级下调，短期内会使得国际市场避险情绪上升，股票、大宗商品等风险品种大幅下挫。另一方面，还会导致长期债务成本上升，甚至导致信用危机，影响消费者信心和支出，进一步影响美国经济复苏进程。

长期来看，美国国债信誉下降，未来美国或采取类似 QE3 的刺激经济的措施，进一步加剧美元的走软，世界将长期处于“低增长、低利率、高通胀”状态。

3.2 欧洲债务危机再次蔓延

根源未解，欧债危机间歇式爆发。欧元区内国家没有独立的货币政策决策权，诸如 PIGS 的经济实力较弱的欧盟国家，更是难以在区域内决策中体现自己的意愿。在无独立货币政策和汇率政策的环境下，大部分欧元区国家主要通过赤字财政的手段刺激经济。然而，在政府赤字受货币联盟规则限制的情况下，增发国债便成了经济实力较弱的欧盟国家共同的选择。在货币政策缺位环境下对财政刺激的过度依赖是欧元区债务问题的根本原因。

短期欧债危机风险可控，长期堪忧。欧元区领导人在 7 月 21 日提议，扩大 4400 亿欧元区金融稳定基金。其实，从欧洲国家到期债务总量来看，欧洲金融稳定基金总金额完全可以覆盖 PIIGS 五国的 2011 年到期债务。由于欧洲央行决策机制的繁杂冗长，当部分欧盟国家出现短期债务支付风险时，救助决策行动迟缓，往往易形成一些经济实力弱小国家的短期流动性风险。大多数欧元区国家的立法机构目前处于夏季休会期，直到下个月才会陆续恢复议事。欧元区金融援助基金有望在 10 月中之前获得欧元区成员国议会批准，扩大该基金的运作权限以帮助成员国在受困时获得资金援助。新的授权将允许欧元区金融稳定基金通过二级市场购买欧元政府债券，并在成员国无法获得信贷市场融资之前采取措施为它们提供信贷支持。

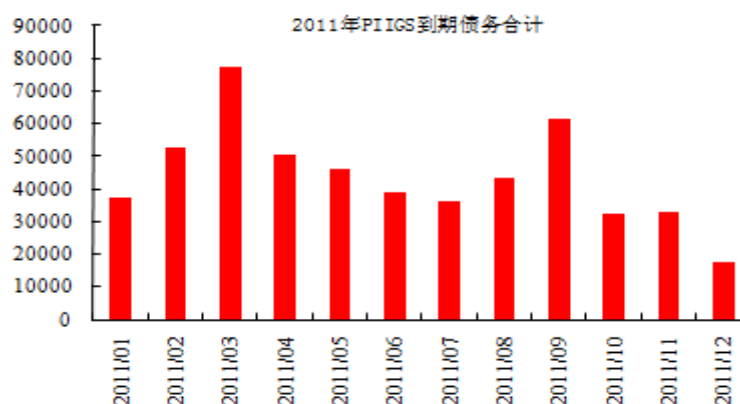
从长远来看，欧洲央行当下的这种资金救助加受援国财政紧缩的方法，仅仅解决了短期的流动性问题，而没有根本解决欧盟国家的支付性问题。如果在欧元区金融稳定基金开始运营前，市场加速自行对欧洲主权债问题做出最终反应，债务重组会导致银行系统面临着巨大的压力从而带来系统性风险。

要解决根本问题，需要建立“欧洲财政部”。正如欧洲央行行长特里谢 6 月 3 日指出的那样，欧盟应采取更大胆的举措，逐步控制成员国的财政和经济政策。但是，欧元区国家民众能否容忍本国财政权旁落他人呢？他们是否愿意减少公共福利呢？当关系到自己切身利益时，民众一般都是处于利己考虑而很难答应这样的举措。欧债危机解决之路其修远兮！

图表 21：2011 年欧元区各国到期债务（百万欧元）

2011 年	希腊	爱尔兰	葡萄牙	西班牙	意大利	法国	德国	PIIGS 到期 债务合计
1 月	4226.358	2050	3395.5	9992.95	17402	43611.583	38273.572	37066.808
2 月	390	1415.375	3522.3	9082.45	38384.325	35875	24474.082	52794.45
3 月	11022.657	1550	3801.35	12654.406	48306.915	38281	28895.308	77335.328
4 月	3405.885	1250	4677.024	24117.261	17250	34683.539	33670.828	50700.17
5 月	7772.118	0	0	9211.194	29226.253	15805	11000	46209.565
6 月	0	0	5213.926	5878.443	27945	16395	26225	39037.369
7 月	0	0	2289.4	22927.452	11071.25	38543.389	38415.715	36288.102
8 月	7088.058	0	1361.4	7131.37	27876.145	7375	10000	43456.973
9 月	311.916	0	1409.7	5520.677	54342.07	19677.315	20200	61584.363
10 月	0	0	1367.2	23908.52	7150	23516.63	27595	32425.72
11 月	0	4720.56	1416.3	5284.43	21700.73	5813	9099.299	33122.02
12 月	5856.636	0	0	7613.838	4161	5526	36268.48	17631.474
1-4 月	19044.9	6265.375	15396.174	55847.067	121343.24	152451.122	125313.79	217896.758
合计	40073.628	10985.935	28454.1	143322.99	304815.69	285102.456	304117.284	

图表 22：2011 年 PIIGS 到期债务合计



数据来源：中邮证券研发部 Wind

4 市场处于全年低点震荡阶段

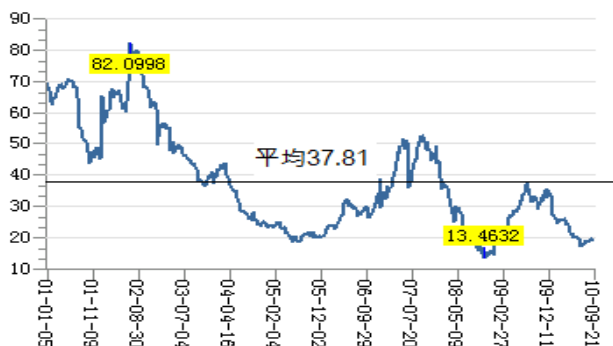
4.1 沪深两市估值处于历史低位

截至 8 月 11 日，剔除亏损企业后，全部 A 股滚动市盈率为 16.32 倍，市净率 2.37 倍；沪深 300 滚动市盈率为 12.71 倍，市净率 2.04 倍；上证 A 股滚动市盈率为 13.57 倍，深圳 A 股滚动市盈率为 31.69 倍，中小板滚动市盈率为 36.72 倍，创业板平均市盈率达 46.89 倍。

沪深两市目前的估值在历史上处于低位。其中板块结构差异较大，深圳中小企业板及创业板市盈率水平横向比偏高，纵向比在历史平均水平中属于偏低水平，加之创

业板成立仅仅 1 年半的时间，大多数公司股权扩充后，募集资金产生效益的周期在后来 1 年才逐步体现。加之中报增长因素，沪深两市动态估值水平处于历史低位。

图表 23: A 股历史市盈率 (PE)

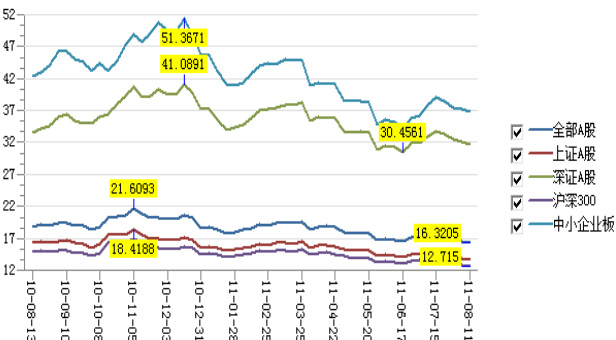


数据来源: 中邮证券研发部 Wind 资讯

图表 24: A 股历史市净率 (PB)



图表 25: 市盈率比较



数据来源: 中邮证券研发部 Wind 资讯

图表 26: A 股指数市盈率(截止 8 月 11 日)

日期	2011-08-11
全部A股	
收盘	2,549.67
市盈率(TTM)	16.32
市净率(MRQ)	2.37
上证A股	
收盘	2,581.51
市盈率(TTM)	13.57
市净率(MRQ)	2.08
深证A股	
收盘	1,201.95
市盈率(TTM)	31.69
市净率(MRQ)	3.61
沪深300	
收盘	2,866.92
市盈率(TTM)	12.71
市净率(MRQ)	2.04
中小企业板	
收盘	6,528.13
市盈率(TTM)	36.72
市净率(MRQ)	4.24

数据来源: 中邮证券研发部 Wind 资讯

图表 27: 行业市盈率一览表(数据截止 8 月 11 日)

板块名称	市盈率(TTM,整体法) [交易日期] 2011-8-11 / [剔除规则] 剔除负值
SW金融服务	9.00
SW交通运输	13.36
SW采掘	14.46
SW化工	16.68
SW房地产	17.91
SW建筑建材	18.68
SW黑色金属	18.82
SW家用电器	19.01
SW交运设备	19.89
SW公用事业	22.75
SW机械设备	26.96
SW纺织服装	27.76
SW轻工制造	29.03
SW商业贸易	29.33
SW信息设备	33.02
SW综合	36.08
SW医药生物	37.00
SW食品饮料	39.55
SW有色金属	43.49
SW电子元器件	43.97
SW信息服务	44.06
SW餐饮旅游	48.74
SW农林牧渔	51.55

分行业来看，金融服务、交通运输、采掘、化工、房地产、建筑建材、黑色金属、家用电器及交运设备等行业的市盈率低于 20 倍，公用事业等行业市盈率为 22.75 倍，其它行业整体市盈率在 26 倍-51 倍之间。全部 A 股市盈率为 16.32 倍，其中，金融服务业占大盘 30% 左右权重，剔除该行业的估值，两市其他行业整体动态市盈率平均水平为 19.46 倍左右。说明在分析市场估值时，还应注意行业之间的差异性。

从动态来看，2011 年 A 股整体业绩增长 20% 以上，大盘市盈率还会下降，市场动态估值处于接近 08 年低位的水平。

4.2 流动性不平衡是目前的主要问题

市场存量资金较高。截至 2011 年 7 月，我国广义货币供应(M2)已达 77.29 万亿元，人民币各项存款余额为 77.97 万亿元，目前存款准备金率达到了 21.5%，锁定了 16.76 万亿元，市场中的货币供应量达到 60.52 万亿元，流动性仍然较高。

但是，目前市场流动性不平衡。一方面资金宽裕，资金流向哪里，哪里就会形成一股炒作行情，近两年来的蒜你狠、姜你军、豆你玩、糖贵妃等现象以及收藏品、房地产市场的火爆，说明了较旺盛的流动性对价格的冲击，并带来国内 CPI 不断升高的压力。另一方面，部分中小企业却发生了严重的资金困局，民间高利贷现象盛行，民间借贷利率高企，银行业趁机利用浮动利率制度变相抬高贷款利率。在国内流动性处于历史性旺盛的情况下，社会融资成本却大幅升高。市场中存在着严重的流动性不平衡现象。

为抑制通胀我国对货币政策进行了收缩，窗口指导、调高存准率、加息等，由于资金的逐利性和银行授信的不平等，使得今年以来民间借贷、银行理财产品发行行情异常火爆。而相对来讲，股市却没能成为吸引流动性的场所，上半年以来出现下跌。

国内目前是流动性总量充裕，而局部流动极不平衡，造成了“看似钱多，又局部钱紧”的现象。在这样的背景下，市场逐利性发挥作用，哪里利益最大，资金往哪里流动。

4.3 三成地方政府债务转为一般公司类贷款，风险已大为降低

据审计署审计，截至 2010 年底，全国地方政府性债务余额 107174.91 亿元，其中：政府负有偿还责任的债务 67109.51 亿元，占 62.62%；政府负有担保责任的或有

债务 23369.74 亿元,占 21.80%;政府可能承担一定救助责任的其他相关债务 16695.66 亿元,占 15.58%。

从债务规模看,至 2010 年底,省、市、县三级地方政府负有偿还责任的债务率,即负有偿还责任的债务余额与地方政府综合财力的比率为 52.25%。如果按地方政府负有担保责任的债务全部转化为政府偿债责任计算,债务率为 70.45%。

从债务结构看,我国政府性债务以内债为主,2010 年末地方政府性债务的债权人主要以国内机构和个人为主。而且地方政府性债务是多年累积而成的,30 多年来,地方通过自身经济发展和财力增长,偿债能力不断提高,偿债条件不断改善,逾期违约率一直处于较低水平。

从偿债条件看,除财政收入外,我国地方政府拥有固定资产、土地、自然资源等可变现资产比较多,可通过变现资产增强偿债能力。此外,我国经济处于高速增长阶段,基础设施建设给地方经济和政府收入创造了增长空间,有利于改善其偿债条件。从区域结构看,一些发达地区的经济和财政能力强,负债水平相对适度。有部分地方政府负债相对其经济和财力偏高,但只要采取措施控制新增债务,规范当地政府债务融资行为,风险也是可控的。

经过监管机构数轮清理,银行持有的地方融资平台贷款风险状况有了很大好转。通过平台贷款的退出管理、合同补正、追加抵质押物、增提拨备和提高资本占用成本等方式对平台贷款风险“降旧控新”。其中,确认现金流达到全覆盖、拟退出平台贷款管理作为一般公司类贷款运营的平台贷款 2.8 万亿元,涉及平台 2900 家,占全部平台贷款三成。近三分之一平台贷款转入一般公司类贷款,将大大弱化对银行资本金的消耗,对银行构成显著利好。一方面,大大缓解各方对地方融资平台风险的过分担忧,另一方面,银监会要求银行对地方融资平台计提风险权重最高达 300%,为一般公司类贷款风险权重的三倍,经测算会使银行资本充足率下降约 1 个百分点。银行补充资本压力或得到一定程度缓解。

预计 2011 年和 2012 年两年债务到期将占总债务规模的 43%左右,第二个还款高峰期在 2016 年到 2018 年,其他年份到期债务约占 14%—17%。

目前,部分到期平台贷款出现违约迹象,有些地方还出现了平台贷款“改头换面、卷土重来”的势头。为此,国务院已经明确,对于本息偿还困难的平台,地方政府将是化解风险的首要责任人。

财政部也提出了部分省(市)试点发债的初步方案。财政部 8 日发布公告,财政部决定代理发行 2011 年黑龙江、江苏、宁波、安徽、湖北、湖南省(市)地方政府债券(四期),实际发行面值为 220 亿元。各省(市)额度以 2011 年地方政府债券(四期)名称合并发行、合并托管上市交易。本期债券期限 5 年,经投标确定的票面年利率为 4.12%,2011 年 8 月 15 日起在各交易场所以现券买卖和回购的方式上市交易。

建立规范的地方政府举债融资机制。财政部按照国发 19 号文件要求,将地方政府债务收支纳入预算管理,逐步形成与社会主义市场经济体制相适应、管理规范、运行高效的地方政府举债融资机制。

中国银行业协会 7 月 29 日发布《中国银行业发展报告(2010-2011)》预计,平台贷款的重新分类不会大幅增加银行不良贷款,且由地方融资平台所引发的新增不良贷款仍处于可控范围。根据银行业数据测算,平台贷款总额占总贷款比例为 10%左右,

而其中可以通过规范和清理转化成公司类贷款的贷款占比估计在 70%-80%，剩余贷款中无法提供足额现金流覆盖的贷款占比应该低于 25%，因此即使严格执行新的规范平台贷款的指导意见，行业不良贷款率也仅会上升 0.5% 左右，至 1.7% 的水平。2011 年银行业利润增长动力趋于平缓，利润增速将达 20% 左右。

总体上判断，地方融资平台贷款风险可控，并没有市场过度悲观预期的那么大。

4.4 后续可入市机构资金充裕

企业年金

5 月 1 日起，《企业年金基金管理办法》中有关投资股市资金新的上限比例开始施行。据统计，截至 2009 年底，我国企业年金规模约为 2525 亿元，按过去 4 年平均每年增加 461 亿元增长速度估算，2011 年企业年金规模预计达 3500 亿元左右，预计《办法》实施后，2011 年最多约有 1000 亿元资金可直接进入股市。

保险资金

2011 年保险业新增可入市资金超过 2000 亿元。2011 年预计保费收入 14527.9 亿元，同比增长 30.44%，大约 60% 左右可以作为净保费流入投资账户，这其中的 25% 可以作为权益类投资进入资本市场，估算下来，增量资金约有 2179 亿元。

社保基金

社保资金新增 600 亿元左右。在“全国社会保障基金理事会第四届理事大会第一次会议”上，全国社保基金理事长戴相龙透露，截至去年底，社保基金会管理的基金总规模共 8568 亿元，预计到 2011 年年底，社保基金可能接近 1 万亿元左右水平，到 2015 年有望达到 1.5 万亿元。这意味着，若按社保可将 30% 的最高限额资金入市计算，到今年底，社保基金入市规模将达 3000 亿元左右，比去年约增加 600 亿元新投资。

上半年全国社会五项保险基金收入超万亿元

据人力资源和社会保障部新闻发言人尹成基介绍，今年 1 至 6 月，全国五项社会保险基金总收入达 10520.4 亿元，同比增长了 26.6%。总支出 8409.2 亿元，同比增长 21.0%。目前人保部正着手研究养老保险全国统筹思路，同时研究养老保险基金保值增值政策。

证监会提出 401K 计划政策建议

这项计划距离实际实施还有较长一段距离，不过，显示我国未来可进入证券市场的后续资金潜力仍然较大。

5、中期底部确定，采取积极的操作思路

5.1 风险因素已经基本被 A 股市场反应消化

目前来看，未能吸引国内充裕资金进入股市的因素主要包括：

地方融资平台贷款风险

通胀压力下的紧缩货币政策

民间借贷、银行理财产品对资金的吸引力的分流

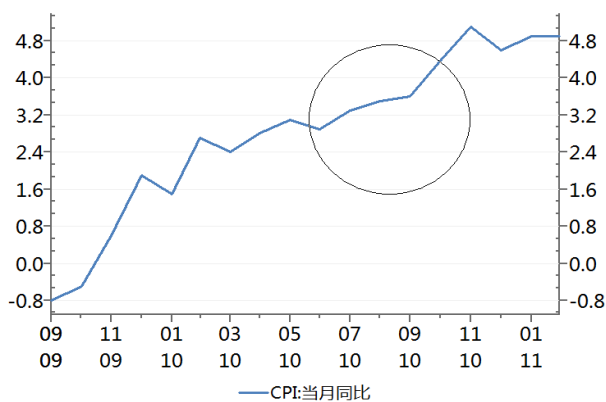
欧美债务危机的风险

如果上述因素逐渐消除，加之目前沪深股市估值处于历史低位，那么市场的一部分流动性进入股市，市场将会在资金的推动下展现波澜的慢牛行情。

前文已叙述，地方政府债务中的三成已经转为一般公司类贷款，通过一些列措施治理，未来预计将会有 70% 以上转为一般公司类贷款，将极大减少银行计提风险权重，减缓银行资本充足率压力，降低风险。

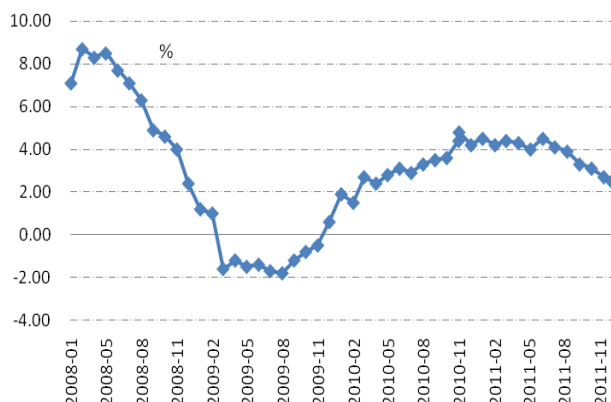
由于翘尾因素的下降，以及新涨价因素价格的逐渐稳定，国内 CPI 将在 7 月形成全年高点，随后出现先下拐点。8 月份 CPI 翘尾因素由上月的 3.3% 大幅回落至 2.6 左右%。夏季来临后，猪肉、蔬菜等食用农产品价格已经开始下降，并趋于稳定。

图表 28: CPI 下半年翘尾因素减弱



数据来源: Wind 资讯

图表 29: CPI 走势预期图



数据来源: 中邮证券研发部 Wind 资讯

由于美元的世界储备货币地位近几年内都无法被替代，美国国债的流动性规模及避险功能也没有其它品种可以替代，美国的风险完全可以转嫁至全世界各国，美债还可以顺利发行。美国财政部近期发行标售的 10 年期国债，收益率为 2.140%，创下历史低点，认购比率为 3.22 倍，高于此前 10 次标售活动中 3.11 倍的平均值。

“欧债危机问题”中短期风险可控，但会间歇式引发短期流动性违约风险。从欧洲国家到期债务总量来看，欧洲金融稳定基金总金额完全可以覆盖 PIIGS 五国的 2011 年到期债务。由于欧洲央行决策机制的繁杂冗长，当部分欧盟国家出现短期债务支付风险时，救助决策行动迟缓，往往易形成一些经济实力弱小国家的短期流动性风险。

前期市场普遍认为，标普降级美债必然引发美元暴跌，美债市场也将引发恐慌性抛售，收益率将飙升，于是爆发新的金融危机。但是，我们现在看到的却是与预期相反的景象，美债成为了避险的枪手货，发行利率创历史新低，美元在小幅波动中震荡。相对反应过度的是全球股市，大约调整了 20%。其实，自国际金融危机以来，各国、地区采取宽松的货币政策以刺激经济恢复增长，近一年以来，美国道琼斯指数自低点至高点反弹了 34%，今年以来全球股市大多都是涨的，现在下跌调整有获利回吐压力。但 A 股市场上半年下跌大约 15 左右%，这一次也跟着全球股市暴跌。

图表 30：各国证券市场指数近一年来走势



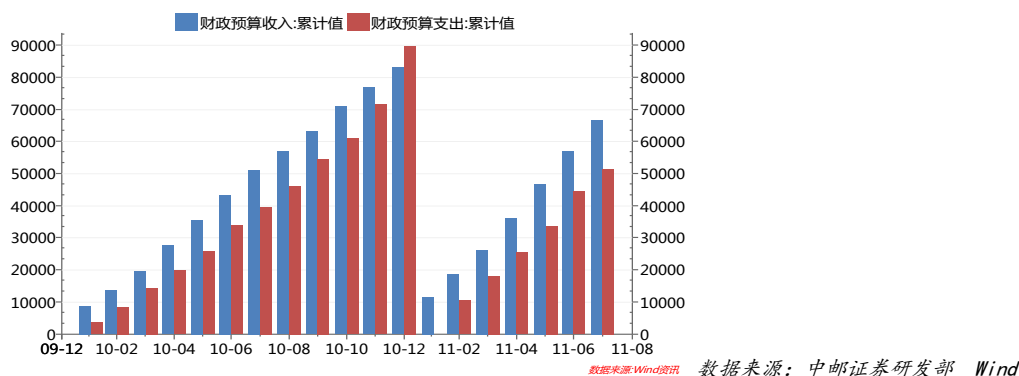
实际上，中国经济增速仍然保持在 9.6%，傲视全球，规模以上企业利润增速还保持 23% 以上，中国前 7 月财政盈余 15000 亿元以上，市场货币投放量达到 77.29 万亿元，列全球第一，基本面状况极大好于深受债务困扰的欧美国家。

5.2 低位箱体震荡中积极配置策略

欧美市场逐渐稳定，国内的通胀在本月创新高后将会出现下半年的回落拐点，接下来的货币政策进入观察期，从近期央行连续在公开市场净投放可看出，下半年再频繁加息、调高存准率的可能性越来越低。8 月 9 日国务院常务会议所提出的政策“灵活性”、“防范风险准备”；央行和银监会都在鼓励银行以基准或优惠利率向保障房项目提供贷款，也鼓励银行向农村农业相关项目和中小企业放贷，此类“微调”暗示货币政策正微妙转向宽松姿态。

为保证经济增速，财政投入将持续加大。截止 7 月底，我国财政收支盈余达到 15354.86 亿元，如果按照年初全国人大通过的全年财政赤字 9000 亿元的预算，接下来 5 个月，全国将有 2.4 万亿元富余可投入财政安排资金投入社会。近日，财政部下拨 2011 年中央预算内基建支出预算 43.9 亿元，专项用于河北、浙江、四川、青海等 30 个省（区、市）城镇污水处理设施及污水管网建设项目。另外，还将按照年初的部署，分别向农业、水利建设、新兴产业、环保等行业领域加大投入。将给这些行业领域带来积极影响。

图表 31：财政收入支出累计值



A 股市场的中期底部形成，未来将在震荡中逐渐走高，展开波澜的慢牛行情。

从上证周 K 线图可看出，自 2437 低点出现长下影后，接下来几周走势，只要不再次跌破 2437 点，要么出现周 K 线孕育线，要么出现上涨后的早晨之星周 K 线组合，这两种组合都是中期反弹底部信号。这样至少会有 3 周的震荡上行行情。中期来看，完全可能修复对支撑线跌穿的图形，形成一个挖坑陷阱，然后再顺趋势线继续震荡走慢牛，此过程相应得到基本面配合。

图表 32：上证综指周 K 线趋势图



数据来源：中邮证券研发部

同时，由于欧美市场的不稳定，市场仍会受到恐慌情绪影响而产生波动，市场将在箱体震荡中逐渐上行。目前是箱体震荡中较低估值区域，在震荡中可采取逢下跌买入加仓的积极策略。

从行业来看，关注四条主线：

中短线思路：

- 关注精细化工新材料
- 关注节能环保

长线思路：

- 关注周期性行业中拐点行业
- 关注低估值金融股

第一条主线，中短线思路，关注精细化工新材料。

周期性行业的景气与经济复苏程度密切相关，从化工行业 2011 年季报及中报业绩预期来看，化工行业景气度已经大幅提升。

基础化工行业 2011 年整体将随宏观经济进入景气回升，但是行业产能过剩的格局将使得回暖的过程曲折化。产业调整振兴政策有利于行业景气格局的延续，各子行业景气度将次第回暖，精选子行业投资，尤其是景气底部攀升子行业，包括下游应用领域广泛的聚氨酯；与地产、汽车相关的有机硅、PVC 和纯碱等行业。

化工新材料涉及具体子行业有特种纤维、有机氟、有机硅、改性塑料、聚氨酯及原料，同时，这些行业又涉及新材料、节能环保两部分，属于七大战略新兴产业

具体来讲，包括以下几方面：

首先，我们认为，作为行业高端技术水平代表的化工新材料具备长期发展潜力，技术水平的突破是其发展的开启，而巨大的市场空间是我们长期看好该行业的理由。具备高端技术壁垒、填补国内空白、下游需求应用在新兴产业领域、未来空间巨大的公司将是符合我们选择标准的标的。

第二，全球范围内的“产业转移”仍将不断扩大，具备“一定技术壁垒+产品供给外商巨头销售模式”的精细化工中间体可中长期关注。我们认为，全球化的大规模产业转移，为中国的中间体厂商提供了很大的市场空间。而且，该行业无明显的周期性，长期受益于消费升级与技术进步。

第三，关注自身周期向好的子行业。如氟化工、钛白粉、玻纤行业。上游资源壁垒、技术壁垒、资金壁垒等限制行业供给增加，而金融危机后的需求陆续恢复导致产品供应偏紧，行业景气不断提升。

第四，准入条件、事件性、季节性因素带来的行业景气提升及价格上升。化工是一个价格弹性很大的行业，行业整合、产能扩张受限、“电荒”等事件性因素均对某些产品价格产生长期或短期的影响。农化板块则为较明显的季节性表现。

重点公司：天晟新材（300169）、奥克股份（300082）、中国玻纤（600176）

第二条主线，中短线思路，关注节能环保

节能环保是我国七大新兴战略产业之一，相对于其它创新难度而言，节能环保更容易突破，且对人类共存的气球环境有益，该产业受到国家政策重点扶持。国务院节能环保会议强调，要突出重点，抓住汽车、锅炉、电机系统、空调、照明等应用面广、潜力大、见效快的关键领域，采取综合配套措施，形成有效的激励机制，大幅度提高能源利用效率。

环保的重点体现在“三废治理”；节能主要体现在“锅炉节能”及“智能电网”。

污水处理成为重头戏

《全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划（2011-2015年）》和《全国城镇生活垃圾无害化处理设施规划建设规划（2011-2015年）》两项规划，将列明“十二五”期间各地污水、垃圾处理设施建设任务、投资规模等。据此测算，“十二五”期间，包括中央政府、地方政府和个人投资在内，城市污水处理总投资达到4500亿元，城市

生活垃圾处理总投资达到 2800 亿元，两者总计投资将达 7300 亿元。另外，环保部环境规划院日前发布的一份报告预测，未来五年，我国城镇生活污水的治理投资将达 4590 亿元，工业污水的治理投资将达 4355 亿元。这意味着“十二五”期间，我国污水治理累计投入将达到 1.06 万亿元。超万亿的投资规模意味着仅水污染治理一项的投资就将占据环保产业总投资的 1/3 左右，巨大的投资比例预示着重要的发展定位。环保部科技标准司副司长胥树凡曾明确表示，“十二五”我国环保发展的第一大重点领域就是污水处理。“具体包括脱氮除磷、现有污水处理厂升级改造、中小城市污水处理厂建设以及工业废水处理等”。

随着国家财力的增强，下半年有关对节能环保领域的财政拨款即将展开。近日，财政部下拨 2011 年中央预算内基建支出预算 43.9 亿元，专项用于河北、浙江、四川、青海等 30 个省(区、市)城镇污水垃圾处理设施及污水管网建设项目。

按照规划，中央财政将大力支持城镇生活污水和垃圾处理能力建设，推动城市污水处理率和生活垃圾无害化处理率在“十二五”时期分别达到 85%和 80%。

相关公司：碧水源、万邦达、兴蓉投资

“节能”的重点将是智能电网及锅炉节能

电力供需矛盾成为制约我国经济发展的瓶颈，需开源也要节流。节能设备或将迎来新发展：考虑到“十二五”期间我国电力供应的紧张情况，政策上门槛性的要求将对相关企业节能改造形成一股“被动”的推动力，电价提高增加经营成本，从而直接提高节能改造项目的内部收益率，将从企业内部形成一股“主动”的推动力。再辅以来未来相关扶持政策将逐步出台落实，我国节能设备必将迎来一轮的发展。在此轮发展中具备技术优势的行业龙头将优先受益。

目前正在编制的能源行业“十二五”规划，已将发展智能电网作为重要内容纳入其中。有数据称，未来 10 年，我国在智能电网建设上的总投资将接近 4 万亿。从行业研究的角度看，智能电网建设重在远距离输电和配电网。

根据国家电网公司规划，2011 年是智能电网进入全面建设阶段的第一年，其中特高压电网是智能电网建设中的重要组成部分。在 2010 年特高压交、直流示范工程相继通过验收，为 2011 年特高压电网的全面建设奠定了基础。而且此次电荒所凸显出的我国电力系统存在的问题将进一步加速“十二五”期间我国特高压的发展速度，6000 亿的市场将逐步打开。

图表 33：我国智能电网建设的三个阶段



来源：国家电网 中邮证券研发部

在特高压输电设备相关公司方面，较为突出的特点是二次设备相关个股普遍估值偏高，一次设备相关个股估值相对偏低。随着特高压项目对公司业绩的贡献逐步体现，低估值个股未来的上涨空间将更大。考虑到特高压输电设备具备较高的技术壁垒，建议关注一次设备估值较低的龙头企业。

相关公司：设备龙头**中国西电**；输配电节能：**置信电气、安泰科技**

节能锅炉

我国工业领域锅炉能耗占比最大。数据显示，我国目前的能源利用效率比国际先进水平低 10 个百分点。从单位产品能耗看，8 个高能耗行业的主要产品单位能耗平均比国际先进水平高 40%。我国的节能服务市场前景可观，未来节能服务产业市场容量高达 4000 亿元。全国工商联环境服务业商会秘书长骆建华预计，到 2015 年，我国节能环保产业总产值将达 5.3 万亿元，相当于同期 GDP 的 10% 左右，年均增长率达到 20%。节能环保骨干企业产值年均增长率将达 30%。

一些从事能源服务以及生产节能设备、提供节能技术的上市公司有望从中受益。重点看好节能服务公司和节能设备提供商节能服务公司：泰豪科技(建筑节能)，赛为智能(建筑节能、交通节能)；节能设备提供商：双良股份(余热利用、建筑节能)、烟台冰轮(余热利用、余热锅炉)、德豪润达(LED 路灯)、科达机电(煤气化炉)，华光股份(余热锅炉)、海陆重工(余热锅炉)建筑节能：泰豪科技、同方股份、延华智能；IGCC 业务：华光股份；生产余热锅炉：海陆重工。

第三条主线，长线思路，关注周期行业中有望谷底向上的行业

欧美日等发达经济体仍处在艰难的提振经济复苏阶段，美联储表示维持低利率至 2013 年中期；欧盟在货币政策与财政政策管理不统一的情况下，会持续受到成员国债务危机的困扰，也会长期采取宽松货币政策；日本在持续采取了 20 年低利率政策后今年又遇到大地震，也将维持量化宽松的政策。世界经济虽然面临增长困境，但是，目前的世界环境与 08 年国际金融危机时期有非常大的区别。世界各国及地区这次面临的是国家主权债务流动性问题，实体经济并未出现类似 08 年的困难，也未出现大面积的去库存现象，各国都极力地采取刺激经济增长的措施，直至见效为止。目前处于低谷的周期性行业在未来半年内将会逐渐上升好转，而股市是提前反映行业周期预期的，因此，目前证券市场低迷的阶段，既是长周期的低点，也是对目前处于低谷的周期性行业的长线建仓期。

重点关注在低迷行业中业绩率先大幅增长龙头公司，由于行业处于谷底，反而是行业重新整合时期，有利于龙头公司提升行业内市场占有率，此时公司业绩已经提升，但受到行业低迷影响而北市场错杀，待行业复苏时，业绩将会加速增加。代表公司：**中集集团**

具有铁矿资源的钢铁股

2011 年，国家的建设投入仍然较高。去年未完工的 580 万套保障建设任务将在今年上半年进入实施阶段，今年 1000 万套保障房建设，也将在下半年进入施工。从今年开始，水利建设投入恢复性加大，未来 10 年将投入 4 万亿元。高铁建设今年将投入 6000 亿元以上。

由于国内外钢铁价格有较大差别，今年3月份钢铁出口继续回升。随着出口增加、库存下降和销售旺季的到来，钢铁行业产能利用率进入历史高位。

未来2年，预期世界经济逐渐恢复，钢铁需求将逐年增加。而国内行业内产能基本稳定甚至在淘汰落后产能的政策下还会有所下降。因此，钢铁行业目前处于行业景气谷底阶段，未来2-3年将迎来上升期。

钢铁行业的上游原材料受到寡头垄断的制约，因此，未来市场中具有铁矿石资源，铁矿石对外依存度低的上市公司，将具有较强的竞争优势。代表公司：**西宁特钢**

第四条主线，长线思路，关注低估值金融股：银行、保险

银行板块，估计下半年银行板块将有一个估值修复过程。

其原因为：地方融资平台贷款的风险可控，打消了困扰投资者的主要风险因素；通胀见顶回落后的收益行业；2011年上市银行的中报业绩呈现较高的增长预期较为一致，股价经历一轮调整后，银行板块估值已经处在较低的水平。

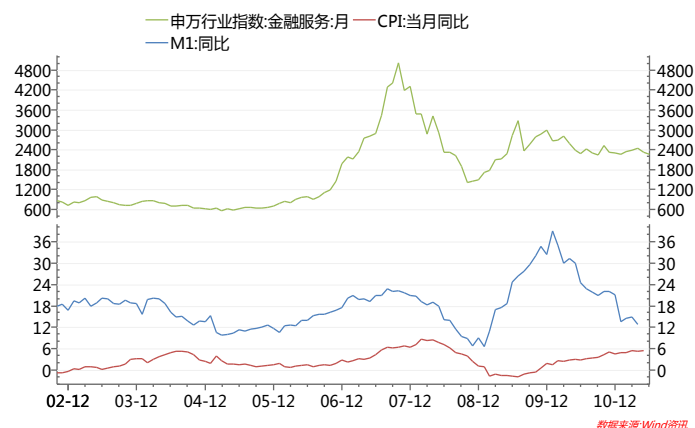
从审计署公布的数据来看，10.7万亿美元的全国地方政府性债务中，8.47万亿来源为务银行贷款，好于市场之前预期，同时数据透明度的提高，大大缓解了投资者对该问题预期的不确定性。2010年底，全国负有偿还责任的债务余额与地方政府综合财力的比率为52·25%，加上地方政府负有担保责任的或有债务，债务率为70·45%，尚处于政府利用可支配公共资源偿债的能力范围以内，当前的地方政府财政余额仍能覆盖地方债务支出及潜在损失。从公共债务占GDP的比重看，负有偿还责任的6.7万亿元，再加上2010年末6.75万亿元的中央财政国债余额，合计占GDP的比重为33.8%，而欧盟成员国该指标的安全警戒线是60%。

银行直接承担地方债相关损失可能性较低。影响银行业2011年净利润2%左右，国家已经采取部分解决措施。

通胀高点回落后受益

预计7月CPI将成为全年高点，而后开始回落，宏观政策估计不会明显转向，但遏制市场预期的紧缩因素将逐渐弱化，8月份可能成为M1由跌转升的拐点，这将意味着市场流动性好转，从A股市场以往看，M1增长速度从低位上升时期，银行股都出现上升。

图表 34: M1 与上证指数正相关



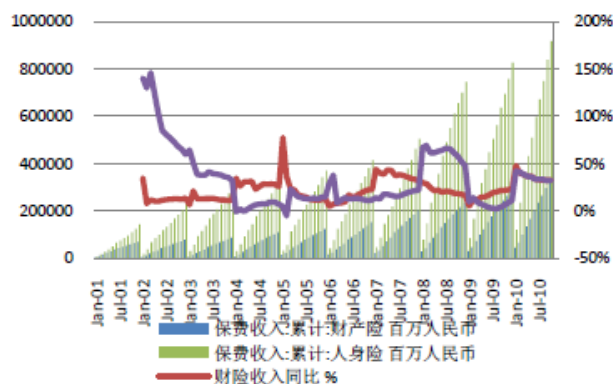
数据来源: WIND, 中邮证券研发部

保险板块, 保险业分享经济增长成果。2010 年, 中国保险业全年保持较高的增长速度, 保费收入及保险资产规模均保持较快增长, 延续了远高于同期 GDP 增速趋势。我国工资收入增长背景下保险保障程度提升空间得以拓展。我国经济的持续稳健发展以及较低的保险保障程度, 为未来保险业的快速发展提供了空间。

保险业仍有较大上升潜力。我国保险密度和保险深度与全球主要国家相比仍处于较低水平, 与全球保险业平均水平也具有较大差距。较低的保险保障程度推动保险业继续快速发展的动力。从潜力这方面来看, 我国保险业上升空间好于银行业。预计未来 5 年, 保险业保费收入将以 20% 以上的速度继续增长。可以预见我国保险行业未来发展具有较大的空间。

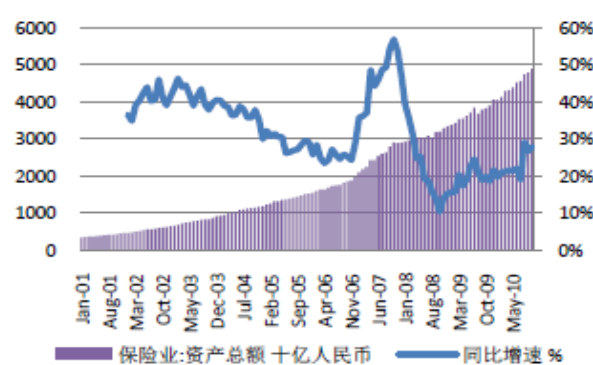
加息周期下投资收益水平有望提升。保险责任的准备金评估利率以 750 天移动平均的国债收益率为基准, 在加息情况下, 11 年如果连续加息导致半年平均收益率提升 200 个基点时, 750 日移动平均收益率将趋势向上, 提高评估利率为 7-12 个基点, 评估利率的上行加快未来保险责任准备金的提前释放。同时, 债券及银行存款投资收益水平有望提高。

图表 35: 人身险及财产险保费收入及同比增长

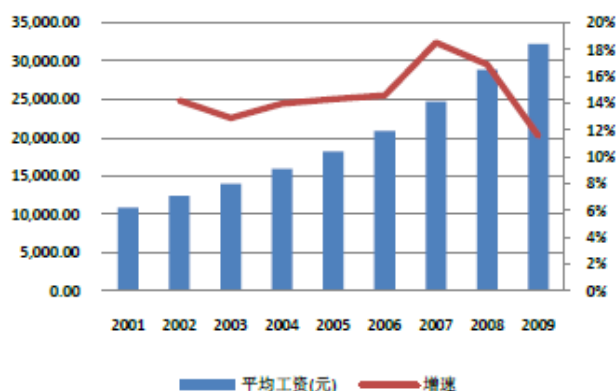


数据来源: 中邮证券研发部 CEIC

图表 36: 保险业资产总额及增速

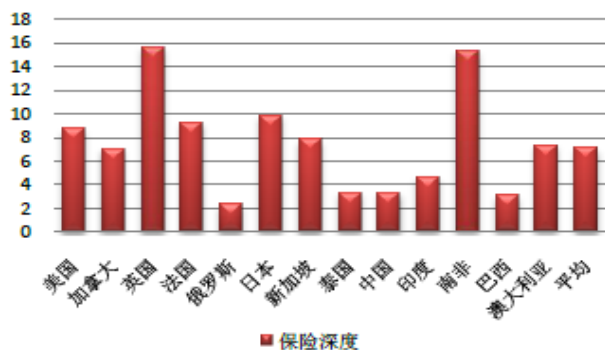


图表 37：全国平均工资及增速



数据来源：中邮证券研发部 CEIC

图表 39：保险深度国际比较

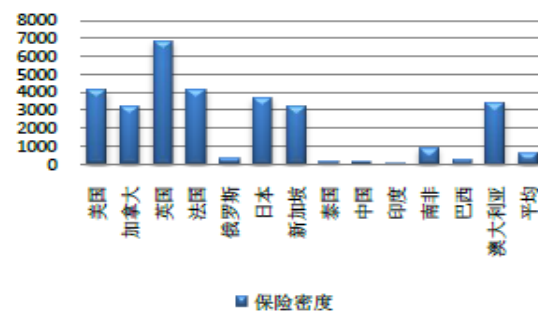


数据来源：中邮证券研发部 CEIC

图表 38：保险密度及保险深度



图表 40：保险密度国际比较



数据来源：中邮证券研发部 sigma

5.3 重点关注公司

中集集团、西宁钢铁、奥克股份、中国玻纤、万邦达、兴蓉投资、中国平安、新希望、招商银行、杭锅股份、科达机电

中集集团 (000039)

公司简介

公司主要经营集装箱、道路运输车辆、罐式储运设备、机场设备制造和销售服务。目前是全球规模最大、品种最齐全的集装箱制造集团。

推荐理由

中集集团已经是综合类的制造企业，在集装箱、道路运输车辆、能源化工设备、海洋工程装备的龙头企业，市场地位巩固。

公司集装箱业务有望迎来业绩拐点。随着全球经济未来逐步上行，领先反映海运景气程度的集装箱制造已经恢复快速增长。作为全球最大的集装箱制造商，公司集装箱业务将快速恢复。同时，具有高附加值的特种箱和冷藏箱的占比以往逐步提升。道路运输车辆实现保持快速增长，规模优势开始显现。

海洋工程装备制造将成为未来重要的利润增长点。公司控股烟台莱福士，成为全球领先的海洋工程装备制造制造商之一，具备了自升式钻井平台、半潜式钻井平台和海洋工程辅助船的设计生产能力。公司技术实力雄厚，在国内海工领域处于领先地位，公司是全国仅有的两家国家级海洋装备研发中心之一。海工设备订单饱满，共有 10 座半潜式平台在手订单、5 座自升式平台订单。2010 年 10 月公司完成第一座半潜式平台的交付，第二座半潜平台也已展开试航，推进器部分已完成试航。预计 11 年公司还将继续交付 3 座半潜式平台和 3 座自升式平台。完整产品交付有利于全球品牌形象的树立，也显示了公司较强的技术实力。随着公司烟台装配调试基地，山东海阳分段建造基地，山东龙口 JackUp 项目基地的落成，2011 年产能大幅提高，海工业务将进一步拓展。

盈利预测

预计公司 2011、2012 年 EPS 为 1.78、2.02 元

投资建议

公司主要产品市场地位巩固、产品结构趋于优化，海洋工程装备业务将逐步发力，提升业绩，给予“推荐”评级。

中国玻纤（600176）

公司简介：

公司是国内最大的玻璃纤维及制品的制造商，公司玻纤业务主要通过子公司浙江巨石集团有限公司进行运作，巨石集团是中国最大的玻纤生产企业，产能居亚洲第一。公司主要客户分布在能源、交通、石油和电子电力等产业，50%以上的玻璃纤维及其制品出口美国、日本等地。

推荐理由：

- ◇ 行业景气上升，玻纤进入提价周期：上半年，巨石集团三次上调玻纤出厂价格，第三次上调幅度为 10%-14%。巨石集团在全球占据重要的位置，本轮涨价印证了玻纤行业正处于积极向上的恢复期。我们认为后续的价格上涨仍值得期待，公司将充分享受此轮景气周期。
- ◇ 行业集中度高，扩产有限，而需求恢复增长：公司控股子公司巨石集团（将成为

全资子公司)、CPIC、泰山玻纤三家约占国内 70%;三者与国外 Owens Corning、PPG、Johnsmile 等占全球产能 80%。目前各主要厂商无重大扩张计划及在建项目;而需求从金融危机后逐步恢复,而海水淡化、农田水利、管道建设及高铁枕木等新兴领域的应用可能成为新的需求增长点。供需情况的改善带来产品提价的基础。

✧ **行业门槛高:**资金壁垒高,投资 1 万吨需要 1 亿以上人民币;具技术壁垒,目前各家主要企业都有自主研发的技术及专利,潜在竞争者抗衡难度较大。

盈利预测:

我们预计公司 2011-2012 年估值每股收益为 1.59、2.10 元/股,以最新收盘价 29.69 计算,对应 PE 分别为 19、14 倍。

投资评级: 推荐

股价催化剂:

公司玻纤价格再次上调。

风险提示: 下游需求恢复及增长低于预期。

奥克股份 (300082)

公司简介:

公司是国内最大的环氧乙烷精细化工新材料企业,主要从事太阳能光伏电池用晶硅切割液、高性能混凝土减水剂用聚醚单体等环氧乙烷衍生精细化工新材料的研发、生产和销售。

推荐理由:

✧ **多晶硅扩产带动切割液需求增长:**2011 年下半年以后,国内的多晶硅的产能将会逐渐释放,全年国内多晶硅厂商的扩产幅度预计在 40%。公司的主要客户中保利协鑫、江西赛维等扩张较快,将会保证公司的业务增长。公司新增切割液产能释放,从 7 万吨增加到 17 万吨,将享受下游需求的增长。

✧ **减水剂增长空间大:**公司聚醚单体用于第三代环保混凝土减水剂-聚羧酸减水剂,目前国内仅占 26%的市场份额,相比国外 65%以上的市场占比尚有很大发展空间。随着油价的回落,聚羧酸减水剂成本降低,将会加速对第二代产品的替代。而且,下半年保障房开工建设以及“十二五”期间水利建设的继续推进,都将会加大对减水剂的用量。

✧ **环氧乙烷价格走低,原料成本担忧视线转移:**1 季度以来原油价格的大幅飙升带动对公司原料环氧乙烷价格走高,市场普遍担忧原材对公司毛利的侵蚀,而公司

1 季度整体毛利并未出现大幅下滑。而且，5 月份以来油价的大幅回落已经根本上缓解了公司的成本压力。我们认为，下半年下游需求将是影响公司的关键。

盈利预测：

我们预计公司 2011-2012 年估值每股收益为 1.30、1.60 元/股，以最新收盘价 27.69 计算，对应 PE 分别为 21、17 倍。

投资评级：推荐

股价催化剂：

下游多晶硅企业扩产；保障房开工。

风险提示：

油价大幅波动影响公司原料成本；下游需求低于预期。

新希望（000876）：行业高景气 公司低估值

公司简介：公司是饲料行业龙头，重组完成后有望成为农牧旗舰。

推荐理由：（1）公司正处公司目前正处于重大资产重组阶段，重组完成后，公司将是涵盖饲料、生猪、肉鸡的全产业链经营、规模最大的农牧企业，收入规模将接近 500 亿元，而公司市值目前仅 160 亿元，市值有极大地提升空间；（2）公司目前是估值最低的农业企业，估值具有明显优势；（3）下半年畜禽养殖和饲料行业景气高企，公司明显受益于此，业绩增长有望超预期；（4）公司重组完成后，六和模式有望得到快速复制。

盈利预测：按最新股本全面摊薄后，我们预计公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 1.12 元和 1.33 元。

投资建议：给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

风险提示：食品安全的风险；自然灾害的风险；规模扩大后的管理风险；动物疫情的风险。

中国平安（601318）

公司简介：公司是国内第一家股份制保险企业，已发展成为融保险、银行、投资等金融业务为一体的整合、紧密、多元的综合金融服务集团。

推荐理由：多元化、全能型的金融服务提供商的品牌形象将有效提升市场竞争力，综合金融平台的协同效应日益显现；

寿险业务市场地位巩固，业务优势仍非常明显，个险新单增速保持稳定并且远超出行业平均水平；财险业务继续行业第二的市场份额，10 年前 3 季度保费增速 57.7%，居行业内领先地位。综合成本率由 6 月末的 96.5%大幅下降至 94.3%，财险业务盈利快速上升。

银行业务，随着与深发展整合的顺利进行，获得网点、客户及市场的同时，银行板块专业服务软实力方面有望提升。平安银行净利润快速增长，深发展并表利润大幅增加。随着整合的完成，未来深发展对净利润贡献度将进一步提升。以证券、信托及资产管理为核心的投资业务的快速发展，为客户提供丰富的投资选择，也有助于分散投资风险，并培育新的利润增长点。目前，公司在中小板和创业板 IPO 优势非常明显。平安证券 10 年前三季度实现净利润 11.76 亿元，同比大幅增长 111.5%。公司前三季度 IPO 完成数量保持行业排名第一，显示其在中小板和创业板的优势非常明显。

盈利预测：预计 2011、2012 年，中国平安每股收益为 2.8 元和 3.5 元。依据 2009 年中国平安年报披露内含价值假设及上述盈利预测数据，测算 2011 年对应目标价位 88.36 元。

投资建议：权益投资易受市场影响具有不确定性。

风险提示：权益投资受 A 股市场影响具有不确定性。

招商银行（600036）

公司简介：

公司是一家全国性商业银行，国内最大的零售银行，是除工农中建交五大银行以外规模最大的银行。

推荐理由：

（1）2011 年一季报，招行净利润增长 49.09%；生息资产规模上升，净息差上升至 2.98%，较年初提高了 33 个 BP；资产总额增长 7.58%，负债增长 7.65%，存款 20 请务必阅读正文之后的免责条款部分 增长

增长 7.11%，贷款增长 5.19%。与年初相比，不良贷款率比年初下降 0.07%；不良贷款拨备覆盖率 335.31%，增加 32.9%；贷款拨备覆盖率 2.06%，增加 0.01%。

（2）2011 年一季末资本充足率为 10.91%，比年初下降 0.56%；核心资本充足率 7.66%，比年初下降 0.38%；下降原因是由于银监会要求将未使用的信用卡授信额度纳入到加权风险资产的计算中。

(3) 公司资产质量优化，贷款风险定价水平明显提高，高价值客户占比稳步提高，分支机构建设稳步推进。

(4) 收购的永隆集团，净利润增长 15.97%，贷款增长 9.81%，不良贷款率下降 0.1%，资本充足率 14.22%，较年初下降 0.65%。公司拟收购招商信诺 50%的股权，此项收购有利于公司完善业务结构，若完成有利于公司未来的发展。

盈利预测：

我们预计公司 2011 和 2012 年的 EPS 为 1.60 元和 1.90 元。动态市盈率仅为 8.8 倍，已经非常具备投资价值。

投资建议：推荐

风险提示：

(1) 资本充足率下滑后公司有融资补充资本金的需求；(2) 货币政策过紧和更为严厉的房地产政策引起的公司资产质量恶化超预期。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。