

王宇琼

执业证书号: S1220210100008

电话: 010-68584873

电邮: wangyuqiong@foundersec.com

联系人: 王铮

电话: 010-68584872

邮件: wangzheng@foundersec.com

联系人: 曾岩

电话: 010-68582873

邮件: zengyan@foundersec.com

联系人: 张佳

邮件: zhangjia@foundersec.com

联系人: 杨茜

邮件: yangxi@foundersec.com

盈利增长向价值稳定的回归

策略研究·策略周报

2011年9月25日

市场回顾:

上周 A 股市场继续阴跌。上证综指收报 2433.16 点, 当周累计跌幅 1.98%; 深证成指收报 10538.40 点, 当周累计跌幅 3.12%。

宏观经济:

美联储“扭曲操作”对国内经济及股市的影响并不大, 主要涉及两个方面。一、由于原本强烈的 QE3 预期落空, 市场悲观情绪加重, 短期内对指数形成压力; 二、短期美元走强强化大宗商品的金融属性, 加之中长期全球经济的不景气, 需求回落, 大宗商品价格有望下行, 有助于缓解国内输入性通胀。

资金/流动性:

宏观流动性改善, 符合预期。上周央行实现 480 亿元的净投放。从七月份中旬开始, 央行在公开市场中已经连续十周实现资金净投放, 累计实现资金投放 3990 亿元。

股市流动性不容乐观。中国水电 144 亿元 IPO 将在本周直接给大盘资金造成较大压力。此外, 近日中国交通建设回归 A 股的 200 亿元 IPO 申请亦带来股市流动性的悲观预期。

本周投资策略:

市场热点重回价值发现。在缺乏基本面、资金面、政策面因素的支持下, 悲观情绪不断演化, 市场风格已由前期的周期/非周期交替, 逐步转向深跌、低估值行业。

短期配置强调深跌反弹, 如机械细分行业内的高铁、海洋工程; 建筑建材细分行业内的水泥。

中期持续悲观预期下, “价值稳定胜于盈利增长”的经典投资理念再次盛行。从 PB 视角看企业价值, 对比三段历史时期: 2000 年 1 月至 2007 年 2 月 (对应上证区间 2000-3000 点), 2008 年 10 月 (对应上证低点 1664) 以及当前估值水平, 可以看出采掘、黑色金属、化工, 建筑建材, 交运、公用事业、房地产、金融服务等行业已接近甚至低于历史低点水平, 投资价值凸显, 这与近期市场的表现具有一致性。

较长期看, 信息设备及服务行业具备成长优势。其 PB 估值介于平均水平与最低水平之间, 鉴于行业景气度较高, 且受宏观经济影响较小, 配合四季度产业政策, 有望实现价格上行。

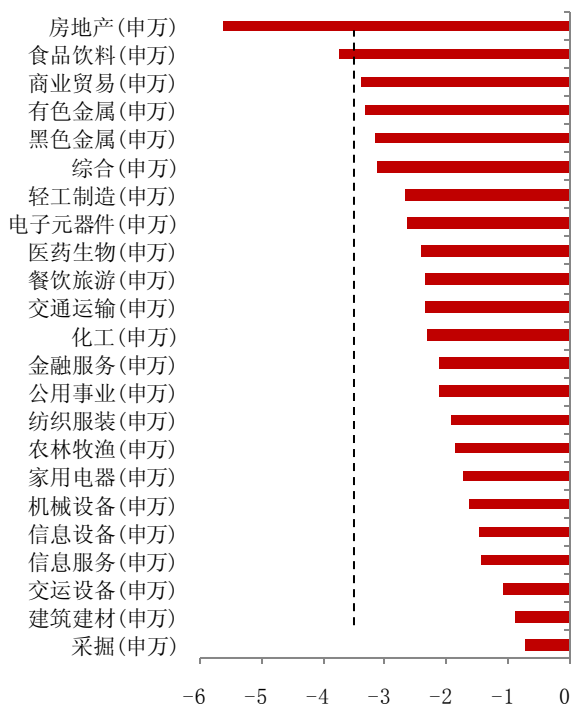
上周市场回顾

上周 A 股市场继续阴跌。上证综指收报 2433.16 点，当周累计跌幅 1.98%；深证成指收报 10538.40 点，当周累计跌幅 3.12%。

从行业结构看，一级行业指数全面下跌。当周累计跌幅超过 3% 的行业有房地产（-5.62%）、食品饮料（-3.75%）、商业贸易（-3.39%）、有色金属（-3.32%）、黑色金属（-3.16%）；当周累计跌幅低于 1% 的行业有采掘（-0.72%）、建筑建材（-0.90%）。

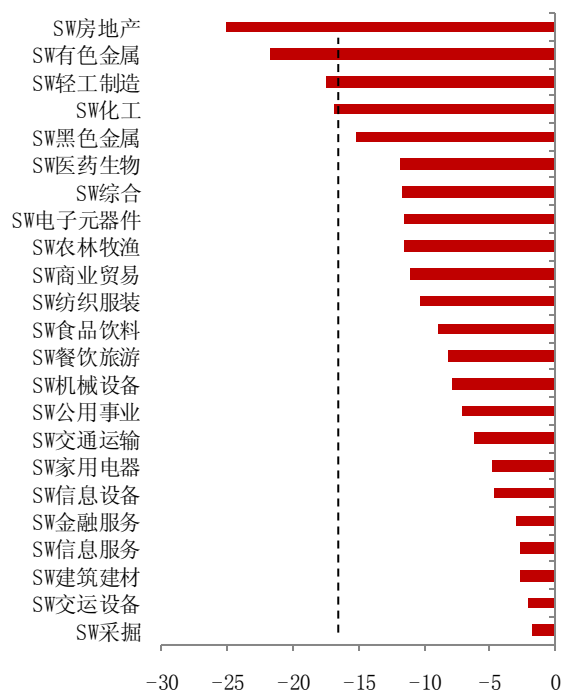
从资金流向看，各行业均呈现资金流出局面。从净流入资金/市值比来看，流出金额比重大于 15% 的行业有房地产、有色金属、轻工制造，化工、黑色金属、医药等；流出金额比重低于 5% 的行业有采掘、交运、建筑建材、信息服务、金融、信息设备，家用电器等行业。

图表 1 上周（9 月 19-23）各行业普遍下跌（%）



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 2 上周各行业遭遇资金流出（%）



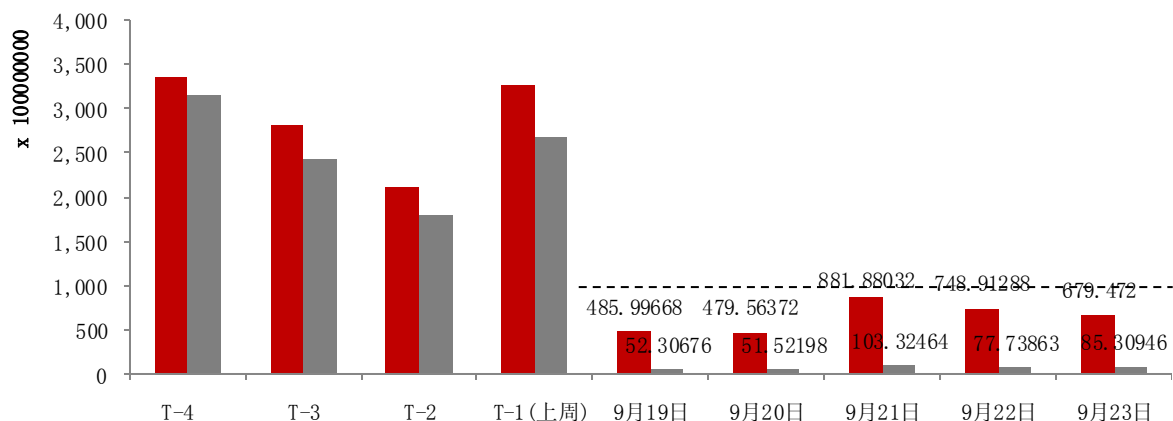
数据来源：Wind, 方正证券研究所

从 PE 估值看，上周建筑建材、采掘、机械设备、交运设备、信息设备、信息服务等行业估值获得小幅提升；其余各行业估值均延续下行。

从技术层面看，上周 A 股持续下行，纵使反弹，也多呈现量价背离，始终难以突破 20 日均线。成交低迷，沪市成交额始终低于 1000 亿元大关，说明买卖盘面都较清淡，较少资金即能撬动盘中波动，指数窄幅震荡概率增大。同时，MACD 显示指数超跌造成做空动力不足，所以虽然目前指数仍缺乏上行动力，但下行空间有限。

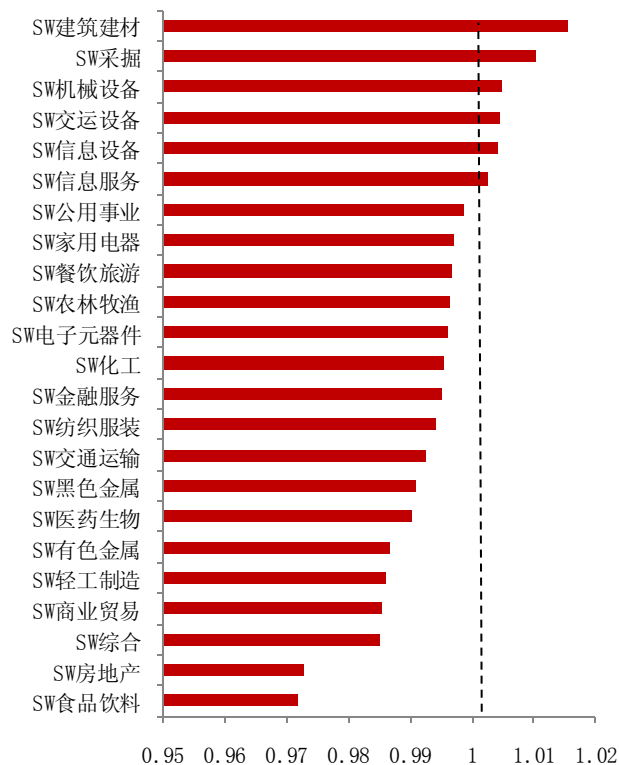
总体来看，基本面、资金面、政策面依旧乏善可陈，在弱势行情下，市场风格已由前期的周期/非周期转换，逐步向深跌、低估值行业回归。周期类行业上涨缺乏动量，而弱周期防御类行业在弱市中承重过久，高估值使其丧失配置优势，所谓防御已名不副实。短期市场热点重回价值发现。

图表 3 一月沪深两市成交额变动（亿元）



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 4 上周行业估值变动（期末 PE/期初 PE）



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 5 上周海外市场表现

市场	指数	涨跌 (%)
澳大利亚标普 200 指数	3,903	-5.93
巴黎 CAC40 指数	2,810	-7.29
伦敦富时 100 指数	5,067	-5.62
法兰克福 DAX 指数	5,197	-6.76
恒生指数	17,669	-9.18
圣保罗 IBOVESPA 指数	53,230	-6.96
韩国综合指数	1,697	-7.75
东京日经 225 指数	8,560	-3.43
俄罗斯 RTS 指数	1,316	-16.44
孟买 Sensex30 指数	16,162	-4.56
标准普尔 500 指数	1,136	-6.54

数据来源：Wind, 方正证券研究所

宏观经济

上周,美联储议息会议宣布实施“扭曲操作”(Twist Operation),即在 2012 年 6 月之前,购买 4000 亿美元 6 至 30 年期长期国债,与此同时,卖出等量的 3 年期及以下期限国债。市场对 QE3 的预期落空,全球股市应声而落。

该政策实为 QE3 的变体。两者本质相同,即延长美联储所持国债资产的整体期限,以降低长期利率,从而压低短期利率,改善信贷市场环境,促进实体经济复苏。“扭曲操作”与 QE 计划间的差异,可简单理解为“存量腾挪”与“增量配置”:前者强调在原有规模上的资产负债表结构改善,而后者则同时影响资产负债的规模及结构,较“扭曲操作”更为激进。

该政策对促进美国经济复苏而言,效果并不显著。无论是“扭曲操作”抑或 QE 计划,均是货币政策在美国经济预期不断调降、失业率高企状况下的无奈之举,更似“表决心”。我们之前报告曾论述,即便一段时间内长期利率得以降低(其作用力实为边际递减),要想传导至短期利率,从而改善短期信贷市场,仍需满足有两个关键条件。一是必须形成对于长期利率下降的预期,或对长期经济增长改善的预期;二是信贷资金与实体需求间的通道畅通。目前来看,这两个条件并未达成。此外,美国已达温和水平的整体通胀,使得该项政策的风险增大。事实上,美国方面已经认识到单纯依赖货币政策的局限性,开始积极寻求刺激性的财政政策,这将是下一阶段影响美国经济走势的关键。

“扭曲操作”对国内经济及股市的影响并不大,主要涉及两个方面。第一,由于原本强烈的 QE3 预期落空,市场悲观情绪加重,短期内对指数形成压力,但这更似压在 A 股市场中的“最后一根稻草”,而非决定性因素;第二,短期美元走强弱化大宗商品的金融属性,加之中长期全球经济的不景气,需求回落,大宗商品价格有望下行,有助于缓解国内输入性通胀。

资金/流动性

宏观流动性改善,符合预期。央行又实现了 480 亿元的净投放。从七月份中旬开始,央行在公开市场中已经连续十周实现资金净投放,累计实现资金投放 3990 亿元。从今年公开市场操作的情况来看,在已经过去的 38 周中,净投放的有 31 周,仅有 7 周实现净回笼。

股市流动性不容乐观。中国水利 144 亿的 IPO(原计划为 173 亿,9 月 23 日调整为 144 亿)会在下周直接给大盘资金造成较大压力。此外,证监会 9 月 24 日公告称,证监会发审委将于 9 月 28 日审核中国交通建设 IPO 申请,该公司拟在上海证券交易所发行不超过 35 亿股,募资规模不超过 200 亿元人民币。如若获批,其将超过前者成为年内最大 IPO。尽管其准备上市发行还需要一段时间,但是对投资者情绪的负面影响不可小觑。

本周投资策略

短期市场热点重回价值发现。在缺乏基本面、资金面、政策面因素的支持下，悲观情绪不断演化，市场风格已由前期的周期/非周期交替，逐步转向深跌、低估值行业。周期类行业上涨缺乏动量，而弱周期防御类行业在弱市中承重过久，高估值使其丧失配置优势，所谓防御已名不副实。

短期配置强调深跌反弹，如机械细分行业内的高铁、海洋工程等。

中期持续悲观预期下，“价值稳定胜于盈利预期”的经典投资理念再次盛行。从 PB 视角看企业价值，对比三段历史时期，2000 年 1 月至 2007 年 2 月(对应上证区间 2000-3000 点),2008 年 10 月(对应上证低点 1664)以及当前估值水平，可以看出采掘、黑色金属、化工，建筑建材，交运、公用事业、房地产，金融服务等行业已接近甚至低于历史低点水平，投资价值凸显，这与近期市场的表现具有一致性。若从 PE 视角来看，则一致性受到减弱。所以，我们认为以上行业具备价值优势。

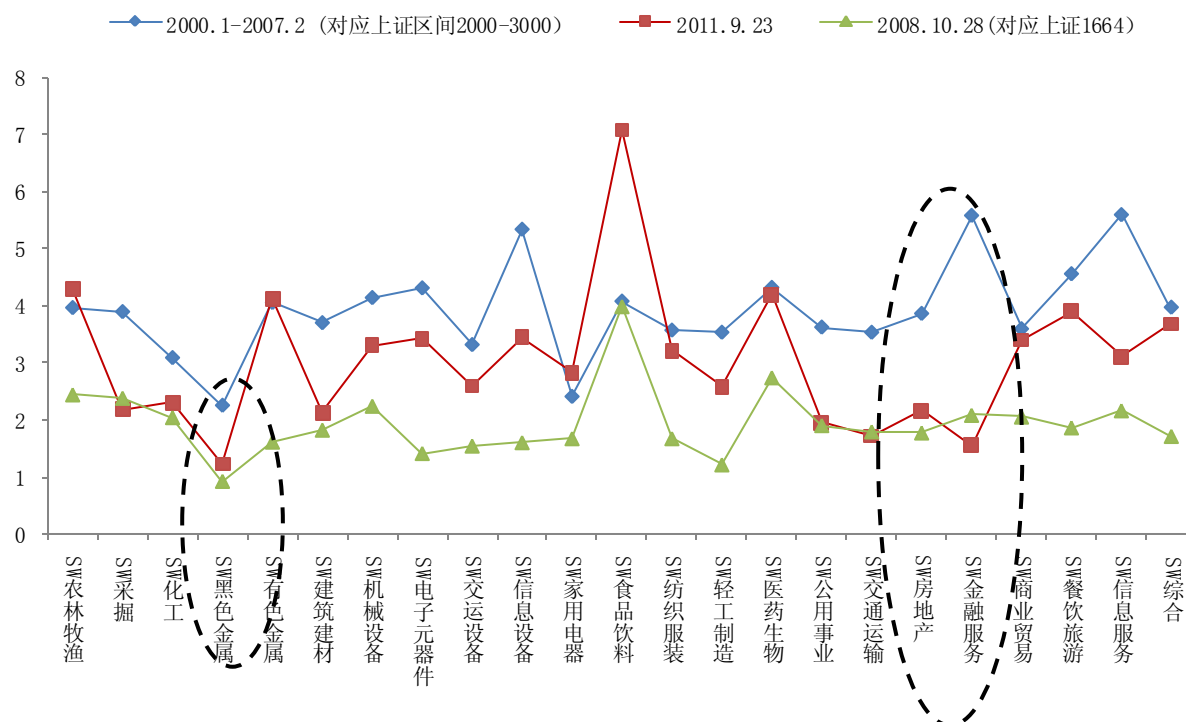
较长期看，信息设备及服务行业具备成长优势。其 PB 估值介于平均水平与最低水平之间，但鉴于行业景气度较高，且受宏观经济影响较小，配合四季度产业政策，有望实现价格上行。

图表 6 弱势行情下，市场风格热点逐步向价值回归

	表现较好/资金流出较少	表现较弱/资金流出较多
8 月 21 日	餐饮旅游，纺织服装、食品饮料、金融服务。	建筑建材，交运设备和家用电器
9 月 12 日	餐饮旅游、农林牧渔	采掘、化工、建筑建材、机械设备
9 月 19 日	信息服务、金融服务、信息设备、家用电器	有色金属、机械设备，化工
本期	采掘、交运、建筑建材、信息服务、金融、信息设备，家用电器	房地产、有色金属、轻工制造，化工、黑色金属、医药

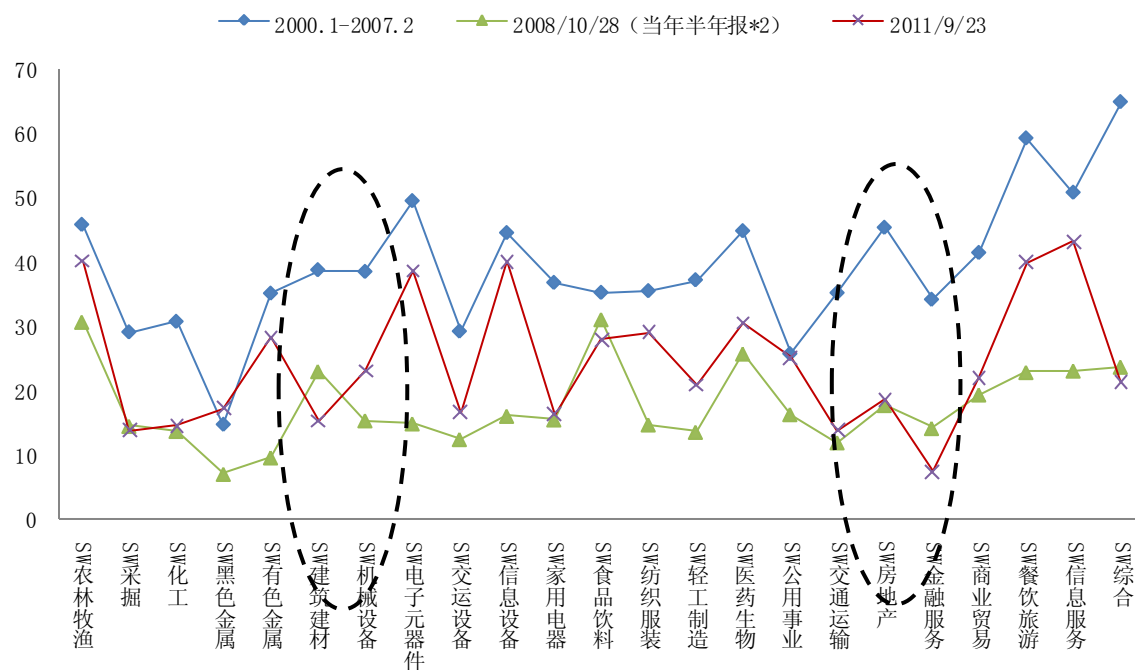
数据来源：Wind,方正证券研究所

图表 7 当前 PB 估值对比



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 8 当前 PE 估值对比



数据来源: Wind, 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com