

经济纠结看资金面改善、估值修复中成长续活跃

A 股周策略报告

2012 年 3 月 11 日

主要观点:

- 上周受行业景气度改善或外延式扩张或主题驱动下的个股表现突出，成长逻辑再度升温。在下调经济增长目标，且 1-2 月实际经济数据也较为低迷的情况下，在资金价格回落、股市环境改善的背景下，指数震荡、权重搭台、个股活跃、成长表现的市场运作风格再度演绎。
- 物价、工业产出以及货币数据，显示经济回落的态势较为明显；保障房等项目的落实，是投资增速在新开工面积增速显著回落的情况下依然相对平稳的原因；消费增速也在回落，除了通信器材等少数消费保持较高增长外。
- CPI 的回落、M2 的回升，超额货币的存在、资金价格的回落，流动性仍处于改善中。货币增速及保障房等项目投资也在逐步展开，这也是市场所期待的。
- 债务危机缓和、未来更需观测希腊等债务国经济重整的进程，增长是解决危机的最终出路。金砖四国中印度、巴西上周分别下调准备金率和降息来释放流动性。全球释放流动性的趋势依然成立，且在延续之中。
- 小话题：成长的稀缺。我们以业绩并结合估值等指标筛选成长股组合。筛选出的样本仅为 198 家，占有 A 股的 10% 都不到；相对而言，股票市场上稀缺的并非低估值而是正成长。考虑到目前市场阶段，深入挖掘成长是市场活跃阶段获取超额收益的重要突破口。
- 市场运行在对经济回落超预期的担忧以及对政策改善的期待之中。在流动性改善和政府目标 GDP 下调、经济回落的影响下，仍处于历史低估值水平的股市在制度面逐步改善情况下还将保持活跃度、市场依然处于估值修复的过程中，只是权重股缺乏更多的催化剂。
- 市场整体依然处于向上修复行情之中，但回升的空间有限；市场有望更多以指数平稳、权重搭台、个股活跃、成长抢眼的情况来演绎。下周上证指数有望运行在 2400-2500 之间；操作上，以逢低吸纳、2450 点上方仓位重的投资者阶段性减仓的思路来应对；保持对券商、地产、汽车等流动性敏感且预期有所改善板块关注的同时，增加对铁路基建、电气设备、水利等基建的关注；并对未来三年业绩预期依然能够保持 30% 以上且估值合理的成长股增大关注力度。
- 下周重点个股：众业达、东方钽业、七星电子、时代新材、青龙管业、探路者、惠博普、海能达、机器人。

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

TEL: (8621)2036-1167

Email: shenzy@nesc.cn

编辑：策略组

TEL: (8621)2036-1167

FAX: (8621)2036-1159

地址：上海市源深路 305 号 4 楼

邮编：200135

一、上周回顾中看市场运行轨迹：蓝筹搭台、成长唱戏	2
表 1：指数盘整、成长概念升温	2
表 2：传统产业板块滞涨特征显现，新兴产业活跃度增强	3
表 3：外延扩张、各主题类个股领涨，而钢铁水泥等个股领跌	3
二、市场逻辑：经济回落与流动性改善作用下市场处于估值修复中的整理阶段	3
1、经济回落超预期、超额货币增速改善、保障房等规划投资是看点	3
表 4：物价、产出、货币量等均低于预期，关注逆周期政策	4
表 5：2012 年 1-2 月社会消费品零售增速分项目变动、通信器材等有增长	4
图 1：房地产新开工面积增速回落至个位数增长，但投资增速的回落相对平缓	5
图 2：票据直贴利率继续回落至同期 SHIBOR 之下	5
表 6：公开市场连续无央票发行，资金小幅净投放	5
2、债务危机缓和、金砖四国之印度巴西释放流动性	6
3、小话题：成长的稀缺	6
表 7：符合条件的成长股的行业分布与基准的行业分布对比	6
图 3：模拟的成长股组合与非金融板块整体的股价运行序列图	7
三、下周市场运行及投资策略	7

一、上周回顾中看市场运行轨迹：蓝筹搭台、成长唱戏

上周市场以先抑后扬的形式演绎震荡行情，上证指数微跌 0.86%；深证成指、中小板和创业板指数均出现了不同程度的回升，其中中小板和创业板上涨均超过 2%。上证指数整体盘整的过程中，以中小板和创业板为代表的成长类概念出现了显著升温；市场再度进入了蓝筹搭台、成长唱戏的阶段。

板块来看，以新兴产业、消费为主题的板块领涨大盘，而钢铁、金融、采掘、建材等相对滞后甚至出现了小幅回调。从二级行业来看，物流、化纤、半导体及元件、餐饮、零售、证券、新材料、网络服务及传媒类板块表现突出；而下跌的主要在联通、保险、银行、采掘、航运、高速以及环保等权重板块。

从二级分类行业指数的表现来看，普通物流以及专用品物流均表现良好，例如中储股份、澳洋顺昌、宋都股份等，且从苏宁电器等活跃来看，各类细分行业产品的供应链公司受扩大内贸、税制改革等影响，有较好的表现。苏州固锟、国民技术、华天科技、七星电子以及超华科技、兴森科技等电子技术材料及装备类个股保持活跃，这与通讯电子产品销售的回暖有关。湘鄂情等餐饮、中科三环、太原刚玉、科力远、东方钽业等新材料个股、武汉塑料、上海钢联、电广传媒等信息服务类板块，均显著增大了活跃度。

从上周领涨的个股来看，安诺其、宁波建工等拥有现金、外延式扩张的个股，美利纸业、湖北能源等资产置换类个股以及受行业景气度联动或主题驱动的劲胜股份、青青稞酒、澳洋科技中国船舶等个股均表现突出。

从上周主要活跃板块以及活跃个股的表现来看，受行业景气度改善或外延式扩张或主题驱动下成长逻辑影响的个股表现突出，成长逻辑再度升温。这既是政府下调 GDP 增长目标至 7.5% 的反应，又是市场运行至此、在当下估值整体不高的背景下，市场稀缺的并非只是低估值蓝筹，市场更是稀缺成长。因此，在下调经济增长目标，且 1-2 月实际经济数据也较为低迷的情况下，在资金价格回落、股市环境改善的背景下，指数震荡、权重搭台、个股活跃、成长表现的市场运作风格再度演绎。我们预计市场仍将保持活跃，有备无患、投入更多的精力去挖掘具有外延或内涵式增长成长股逻辑，不失为短期比较好的投资视角。

表 1：指数盘整、成长概念升温

板块名称	涨跌幅周	板块名称	涨跌幅周	板块名称	涨跌幅周
SW 商业贸易	3.41	SW 综合	0.91	全部 A 股	-0.37
SW 电子	2.87	SW 家用电器	0.72	中小企业板	2.3

SW 轻工制造	2.16	SW 医药生物	0.34	创业板	2.7
SW 食品饮料	2.12	SW 农林牧渔	0.3	上证 180	-1.71
SW 餐饮旅游	1.79	SW 有色金属	0.3		
SW 信息设备	1.67	SW 房地产	0.17		
SW 交运设备	1.26	SW 公用事业	0.01		
SW 信息服务	1.2	SW 交通运输	-0.56		
SW 机械设备	1.1	SW 建筑建材	-0.78		
SW 化工	1.05	SW 采掘	-1.83		
SW 纺织服装	0.98	SW 金融服务	-2.04		
		SW 黑色金属	-2.38		

数据源自 WIND，东北证券

表 2：传统产业板块滞涨特征显现，新兴产业活跃度增强

板块名称	周涨跌幅	板块名称	周涨跌幅
SW 物流 II	5.21	SW 通信运营 II	-4.6
SW 化学纤维	4.91	SW 保险 II	-4.48
SW 半导体	4.86	SW 石油开采 II	-2.46
SW 餐饮 II	4.72	SW 钢铁	-2.38
SW 元件 II	4.62	SW 银行 II	-2.31
SW 证券 II	3.8	SW 航运 II	-2.24
SW 零售	3.62	SW 采掘服务	-1.69
SW 造纸 II	3.54	SW 种植业	-1.46
SW 金属非金属新材料	3.51	SW 高速公路 II	-1.39
SW 网络服务	3.45	SW 环保工程及服务 II	-1.37

数据源自 WIND，东北证券

表 3：外延扩张、各主题类个股领涨，而钢铁水泥等个股领跌

证券简称	周涨跌幅	二级行业	证券简称	周涨跌幅	二级行业
安诺其	35.08	化学制品	安纳达	-5.78	化学制品
西仪股份	23.93	汽车零部件 II	威孚高科	-5.83	汽车零部件 II
劲胜股份	21.25	电子制造 II	中国人寿	-6.05	保险 II
宁波建工	21.04	建筑装饰	攀钢钒钛	-6.2	钢铁
美利纸业	20.98	造纸 II	江苏索普	-6.21	化学制品
中国船舶	20.68	非汽车交运设备	祁连山	-6.64	建筑材料
湖北能源	20.57	电力	东湖高新	-6.72	综合 II
澳洋科技	20.23	化学纤维	济南钢铁	-6.83	钢铁
青青稞酒	19.7	饮料制造	航天信息	-7.12	计算机应用
中科电气	19.34	专用设备	华阳科技	-8.39	其他采掘 II

数据源自 WIND，东北证券

二、市场逻辑：经济回落与流动性改善作用下市场处于估值修复中的整理阶段

1、经济回落超预期、超额货币增速改善、保障房等规划投资是看点

市场运行至此，指数在 2400-2500 一线震荡整理；其中基本面的逻辑在于，经济回落的态势以及政策改善的力度。

2 月份 CPI 首次低于 3.5%且超市场预期的回落至 3.2%的水平、PPI 零增长；同时，工业增加值回落至 11.4%，贸易逆差达 314 亿美元，也低于预期；M1、M2 同比增速有所增长，但依然处于低位，M1 增速为 4.3%、M2 增速为 13%。结合、物价、工业产出以及货币数据，显示经济回落的态势较为明显；从投资数据看，房地产新开工面积增速仅为 5.1%、2 年多来首次个位数增长，而投资增速 21.5%、略好于预期、但仍处于回落格局，其回落在于整体经济面的回落因素，而略高于预期在于保障房等项目的落实，使得投资增速在新开工面积增速显著回落的情况下依然相对平稳的原因。

由此而言，物价、经济处于回落格局之中，尚未有改变；消费增速也在回落，除了通信等少数消费保持较高增长外。由于物价从 4.5%回落至 3.2%，M2 从 12.4%回升至 13%，超额货币的存在，使得流动性仍处于改善中，资金价格也在回落。货币增速以及保障房等项目投资也在逐步展开，这也是市场所期待的。

表 4：物价、产出、货币量等均低于预期，关注逆周期政策

指标	201201	201202F	201202
CPI (%)	4.5	3.6	3.2
PPI (%)	0.7	0.1	0
社会消费品零售 (%)		17.4	14.7
工业增加值 (%)		12.2	11.4
出口 (%)	-0.5	34.2	18.4
进口 (%)	-15.3	23.1	39.6
贸易顺差 (亿美元)	272.8	31	-314.8
固定资产投资: 累计 (%)		19	21.5
M2 (%)	12.4	13.2	13
人民币贷款 (%)	15	15.4	15.2
人民币贷款: 新增 (亿元)	7381	7316.7	7107

数据源自 WIND，东北证券

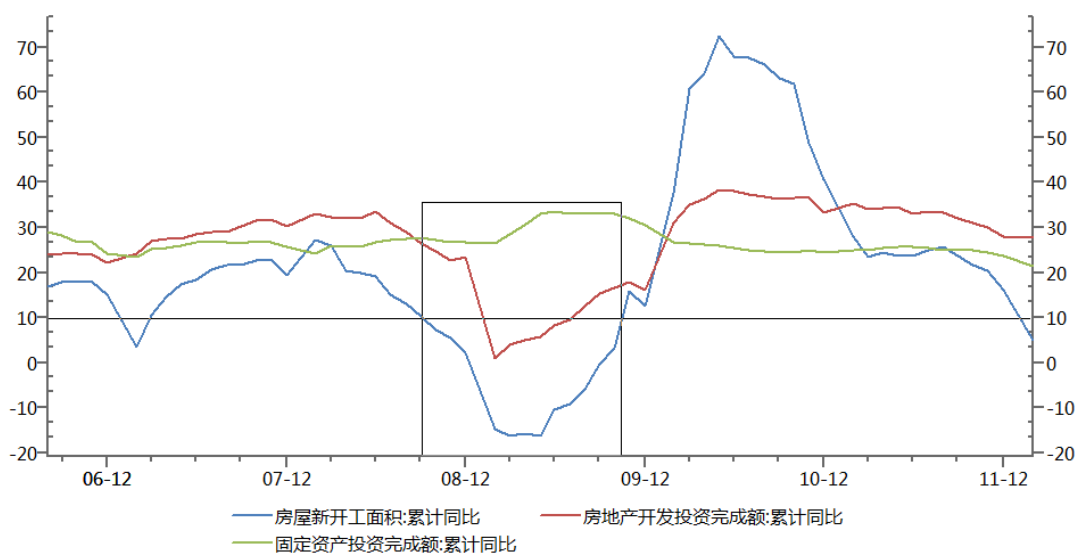
表 5：2012 年 1-2 月社会消费品零售增速分项目变动、通信器材等有增长

指 标	2012 年 1-2 月		2011 年 1-12 月		2012 年 1-2 月增速相对 2011 年的变动	2012 年 1-2 月增速相对 2011 年的变动率
	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)		
社会消费品零售总额	33669	14.7	181226	17.1	-2.4	-14.04%
其中：限额以上企业（单位）消费品零售额	15238	14.9	84609	22.9	-8	-34.93%
商品零售	29951	14.9	160683	17.2	-2.3	-13.37%
其中：限额以上企业（单位）商品零售	14054	15	78164	23.2	-8.2	-35.34%
其中：粮油食品、饮料烟酒	2165	16.1	10323	25.3	-9.2	-36.36%
服装鞋帽、针纺织品	1726	12.8	7955	24.2	-11.4	-47.11%
化妆品	214	18.5	1103	18.7	-0.2	-1.07%
金银珠宝	427	19.1	1837	42.1	-23	-54.63%
日用品	541	16.5	2767	24.1	-7.6	-31.54%
体育、娱乐用品	64	3.7	367	13	-9.3	-71.54%
家用电器和音像器材	829	-2.9	5375	21.6	-24.5	-113.43%
中西药品	682	21.5	3718	21.5	0	0.00%
文化办公用品	264	11.5	1629	27.6	-16.1	-58.33%

家具	190	25	1181	32.8	-7.8	-23.78%
通讯器材	253	43.1	1070	27.5	15.6	56.73%
石油及制品	2365	20.4	14437	37.4	-17	-45.45%
汽车	3427	12.7	20838	14.6	-1.9	-13.01%
建筑及装潢材料	218	25.3	1400	30.1	-4.8	-15.95%

数据源自 WIND，东北证券

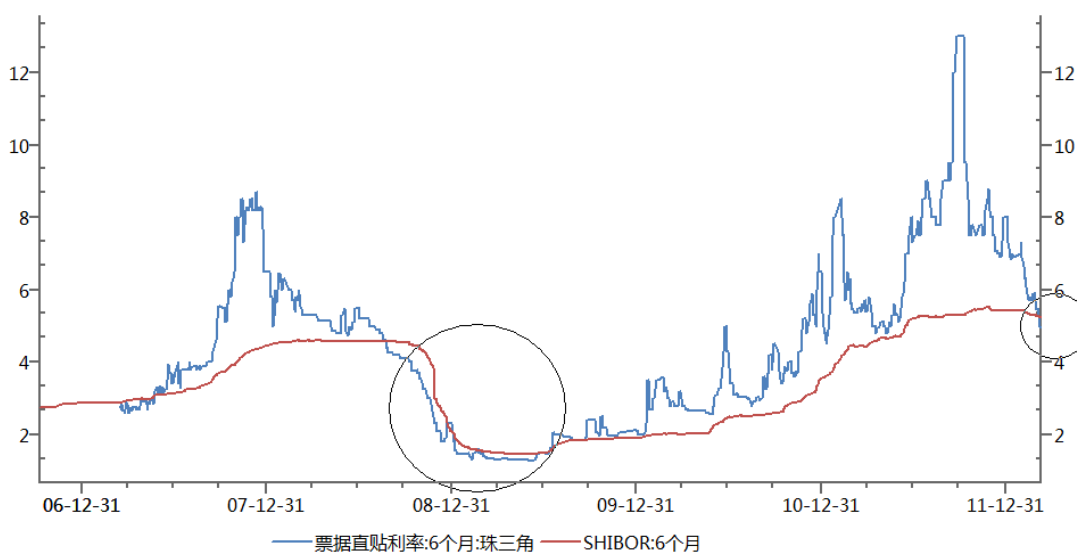
图 1：房地产新开工面积增速回落至个位数增长，但投资增速的回落相对平缓



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

图 2：票据直贴利率继续回落至同期SHIBOR之下



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

表 6：公开市场连续无央票发行，资金小幅净投放

现金流发生日期	投放量			回笼量		净投放量
	票据到期	正回购到期	合计	正回购	合计	

2012-02-27 - 2012-03-04	20		20	300	300	-280
2012-03-05 - 2012-03-11	70	560	630	600	600	30
2012-03-12 - 2012-03-18	130	160	290			290
2012-03-19 - 2012-03-25	510		510			510
2012-03-26 - 2012-03-31	990	100	1,090			1,090

数据源自 WIND，东北证券

2、债务危机缓和、金砖四国之印度巴西释放流动性

希腊债务置换计划获得较高约 85% 的私人债权人参与率，这意味着 2 月份通过的第二轮希腊救助计划享有很大的支持，同时表明投资者已认可欧洲为希腊的债务置换计划和救助计划投入了足够多的资金。希腊债务危机缓和；虽然有国际掉期和衍生品协会 (ISDA) 发表声明称，希腊根据“集体行动条款” (CAC) 迫使投资者承担该国债务重组损失的措施，触发 30 亿美元的“信用违约掉期”，但这更多是金融市场的博弈，是债券市场与政府债券保险市场的纠结，对于债务危机趋于缓和的方向影响不大；未来更重要的是观测希腊等债务国经济重整的进程，增长是解决危机的最终出路。

对于经济增长的共识，不仅在欧债，在金砖四国也得到了较高的体现。金砖四国中印度、巴西上周分别下调准备金率和降息来释放流动性。

3 月 9 日，印度央行意外宣布下调商业银行现金存款准备金率，现金存款准备金率从 5.50% 下调至 4.75%，3 月 10 日起生效。此次下调存款准备金率可能会向银行系统注入约 4800 亿印度卢比现金。

巴西央行 3 月 7 日意外宣布降息 75 个基点至 9.75%、而非 50 基点。随着全球经济增长放缓和欧债危机影响的持续蔓延，巴西经济增速放缓势头日渐显现。

因此，全球释放流动性的大趋势依然成立，且还在延续之中。

3、小话题：成长的稀缺

证券市场有风格轮动之说，主要在大盘股与小盘股之间有更多的轮动现象。而小盘股更多是所为成长股、大盘股更多是所为蓝筹股或者说价值股，因此风格的轮动也可以体现为价值与成长之间的变动。

实证来看，风格轮动直接体现在股价波动的轮动，暗含着更多体现在不同风格的估值之间的轮动。因此，大部分的成长股面临着估值的制约，成长股的估值溢价由于经济转型等背景、难以短期内以均值回归的逻辑大幅向下修正，但估值溢价整体是难以持续回升的；其中的原因在于真正能够保持持续较高增长的股票并不太多。考虑到目前市场运行的特征，深入挖掘成长，是市场活跃阶段获取超额收益的重要突破口。

其一、这里用如下标准来筛选并构筑成长股组合，并做描述。

标准 1：2011 年前三季度净利润增速大于 30%、2011-2013 年连续三年市场一致预期的净利润增速均在 30% 以上；

标准 2：行业上暂时排除金融地产；

标准 3：估值上，市值小于 250 亿，市销率小于 15 倍、静态市盈率小于 100 倍；事实上，经过筛选，市值大于 100 亿、市销率 10 倍以上、静态估值 80 倍以上的只占 10% 左右，所以该经验规则暂时可以采用。

由此，筛选出的样本组合为 198 家，占有 A 股的 10% 都不到；因此，市场上稀缺的并非低估值而是正成长。考察样本组中的行业分布，这些成长股大多分布在电子信息及设备、服装家纺、机械设备、建材新材料、食品饮料、农业等板块。

其二、考察该成长股组合，与扣除金融股以后的全部 A 股的股价序列表现，整体来看，拟合的成长股组合远优于非金融整体组合。

因此，考虑到成长股的稀缺性，深挖成长、也是 2012 年度的重要策略。

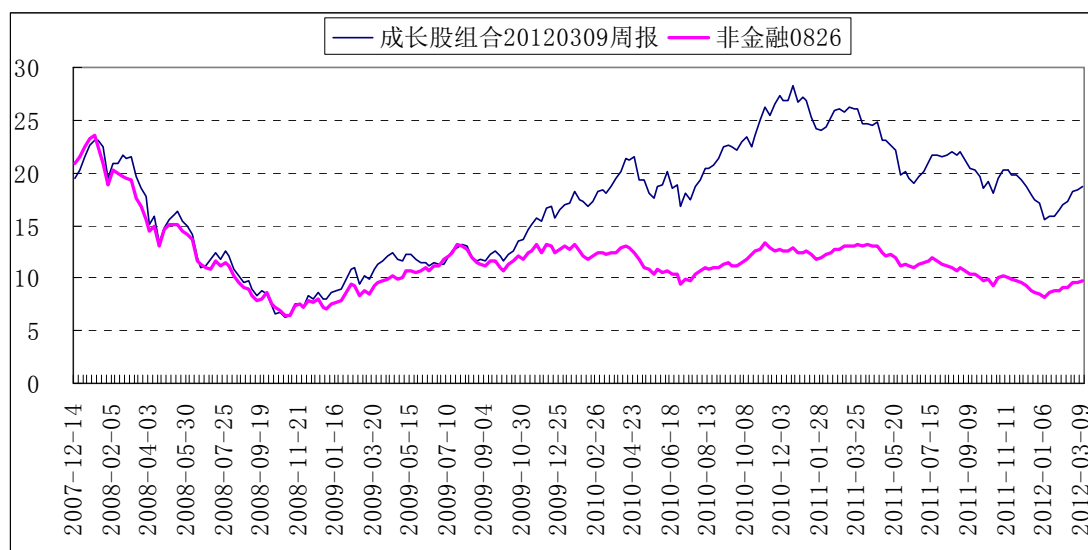
表 7：符合条件的成长股的行业分布与基准的行业分布对比

行业	成长股家数	各行业占比	所有 A 股	各行业占比	成长股相对行业整体分布的差异
----	-------	-------	--------	-------	----------------

			家数		
采掘	4	2.02%	53	2.51%	-0.49%
电子	16	8.08%	119	5.63%	2.45%
纺织服装	9	4.55%	73	3.45%	1.09%
公用事业	3	1.52%	85	4.02%	-2.50%
黑色金属	1	0.51%	34	1.61%	-1.10%
化工	17	8.59%	236	11.16%	-2.57%
机械设备	34	17.17%	320	15.13%	2.04%
家用电器	2	1.01%	43	2.03%	-1.02%
建筑建材	20	10.10%	115	5.44%	4.66%
交通运输	1	0.51%	84	3.97%	-3.47%
交运设备	3	1.52%	119	5.63%	-4.11%
农林牧渔	12	6.06%	80	3.78%	2.28%
轻工制造	9	4.55%	84	3.97%	0.57%
商业贸易	5	2.53%	92	4.35%	-1.82%
食品饮料	10	5.05%	58	2.74%	2.31%
信息服务	20	10.10%	132	6.24%	3.86%
信息设备	10	5.05%	88	4.16%	0.89%
医药生物	15	7.58%	176	8.32%	-0.75%
有色金属	5	2.53%	77	3.64%	-1.12%
综合	2	1.01%	47	2.22%	-1.21%
总计	198	100.00%	2115	100.00%	0.00%

数据源自 WIND，东北证券

图 3：模拟的成长股组合与非金融板块整体的股价运行序列图



数据源自 WIND，东北证券

三、下周市场运行及投资策略

市场运行在对经济回落超预期的担忧以及对政策改善的期待之中，伴随着物价的回落、超额货币供应

增速的转正、市场资金价格的逐步回落，同时，在新开工面积增速大幅回落的背景下投资增速整体的平缓、保障房等规划项目的逐步落实，有利于投资的平稳。

因此，在流动性改善和政府目标 GDP 下调、经济回落的影响下，仍处于历史低估值水平的股市在制度面逐步改善情况下仍将保持活跃度、市场依然处于估值修复的过程中，只是由于权重股缺乏更多的催化剂。市场整体依然处于向上修复行情之中，但回升的空间有限；市场有望更多以指数平稳、权重搭台、个股活跃、成长抢眼的情况来演绎。预计上证指数下周有望运行在 2400-2500 之间，操作上，以逢低吸纳、2450 点上方仓位重的投资者阶段性减仓的思路来应对下周行情；板块上，保持对券商、地产、汽车等流动性敏感且预期有所改善板块关注的同时，增加对铁路基建、电气设备、水利基建的关注；并对未来三年业绩预期依然能够保持 30%以上且估值合理的成长股增大关注力度。

下周重点个股：众业达、东方钽业、七星电子、时代新材、青龙管业、探路者、惠博普、海能达、机器人。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。