

估值趋于合理 大盘进入筑底阶段

策略周报

发布时间：2010 年 6 月 14 日

目录及摘要

【本周 A 股投资策略】

转型阶段的阵痛期，估值支持大盘进入筑底阶段

【本周选股思路】

关注新兴产业，三网融合

【投资组合】

本周组合：歌华有线、东方明珠、鹏博士、中国太保、航天晨光、彩虹股份

【一周股市运行回顾】

A 股盈利新模式：注重中小盘个股局部性机会

分析师：郭峰

执业证书号码：A0330200010005

TEL: (8621)6336 7000 - 299

FAX: (8621)6337 3209

Email: guof@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

【本周 A 股投资策略】：估值趋于合理 大盘进入筑底阶段

市场运行逻辑：转型阶段的阵痛期，A 股等待基本面的改善

中国未来增长的高速时代已经过去，经济增长率将从上一轮 11% 高增长回归到 8-10% 中速增长，中国经济似乎走入最矛盾、最复杂的境况，一方面是高增长的故事仍在期待，仍一方面微观运行矛盾凸显。在多级目标导向的中国宏观经济决策或陷宏调“迷局”。

中国经济转型还是一个不确定的事件，如果转型成功，经济前景是乐观的；如果转型不成功，经济将再次面临滑坡。经济只有经历过转型的阵痛期后才能进入平稳增长。

从投资、消费和进出口三个方面分析。投资增速已经下降，但这表示的只是经济增长减速，而非二次探底；中国需要的是投资转向，比如在新兴产业上大量投入来拉动投资需求。进出口未来不容乐观，最重要的是消费。未来 GDP 的增长需要刺激消费，但现在的消费一直很平稳。居民消费率能否增长要看房地产调控的结果，因为高房价冻结了大量消费，如果房价回落，因高房价被挤出的消费回归将极大提高消费增长。如果在投资和消费上的转变能成功实现，中国 GDP 将再次高速增长。

“中国国民收入倍增计划”刺激消费是经济增长动力切换的关键，与此同时，“富士康事件”引发劳动力成本上升，在此双重因素影响下，劳动力成本给中国经济未来的发展带来新的不确定性。我们认为，劳动力成本的上升对经济的影响有利有弊（表 1）。

表 1：劳动力成本的上升对经济的影响

有利因素	不利因素
收入增加，居民消费能力上升	劳动力成本上升引发的内生性的通胀
低端消费品需求上升，家电、服装行业受益	劳动力成本上升引发企业利润下降
劳动生产率提高带来的技术设备更新和产业升级	企业通过技术替代减少劳动力支出，引发失业率的上升

数据来源：WIND，东北证券研究所

本周策略观点：估值趋于合理 大盘进入筑底阶段

A 股自 4 月中旬以来的调整幅度已经有 20%，市场在担心熊出没的时候，恐慌情绪也开始出现。

我们认为市场已将悲观因素反映的比较充分。从估值看，2500 点附近已经到了一个比较合理的区间，大盘存在修复性的机会。目前沪深 300 成分股的 2010、2011

年的预测市盈率分别为 14.5、12 倍，相对比较合理，其投资价值显现，值得投资者关注（图 1、2）。目前 A 股估值处于相对比较合理的水平，从长期投资价值的视野判断，A 股未来一段时期大幅度下跌的可能性比较小，反弹的信心关键在于宏观政策的预期以及国际金融市场的变化。

图 1：沪深 300PE 历史比较

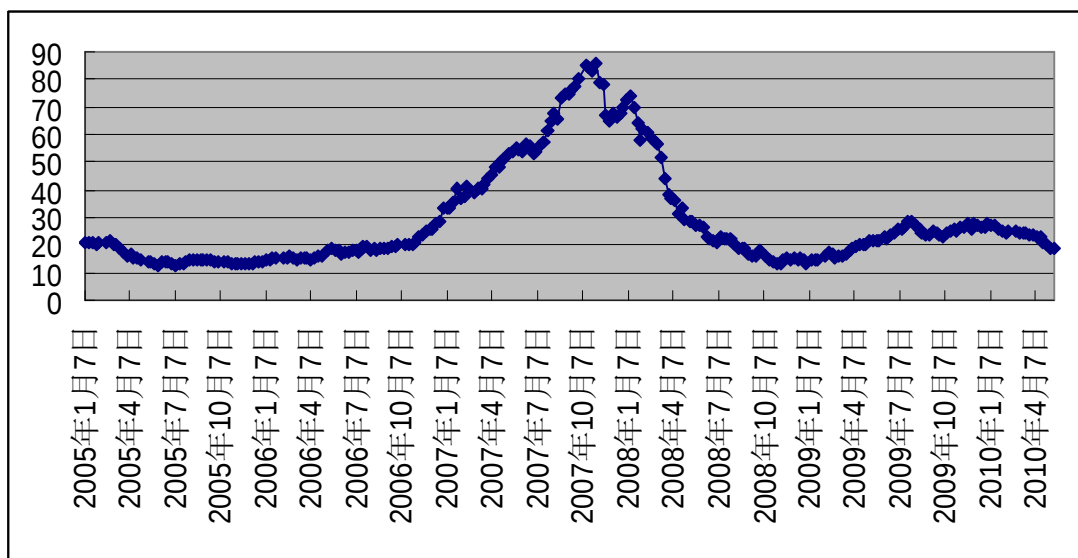
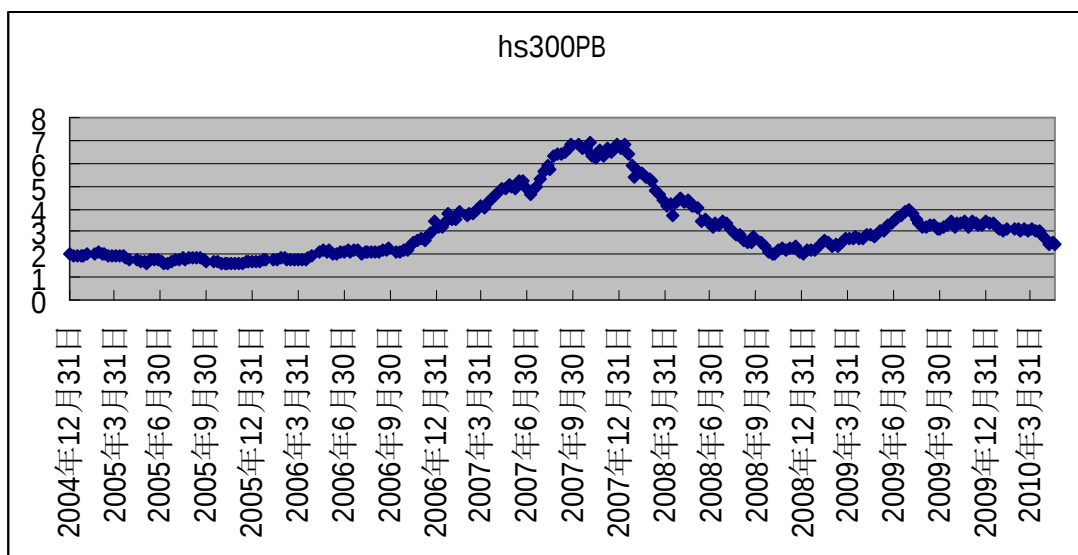


图 2：沪深 300PB 历史比较



数据来源：WIND，东北证券研究所

支持大盘进入筑底阶段的另一个判断依据是基金仓位的变化。观察最近 3 年偏股型基金在阶段性底部的仓位变化,可以发现每次基金仓位下降至阶段性低位时,对应的上证指数也基本出现底部特征（表 2）。08 和 09 两年的低点基金仓位基本回落到 76%

附近，随后大盘出现一次底部行情。目前 2500 点区域，基金仓位已经回落到 75.4%，比上两次更低，我们认位这一信号有助于大盘进入底部区域的判断。

表 2：低点附近的基金仓位比较

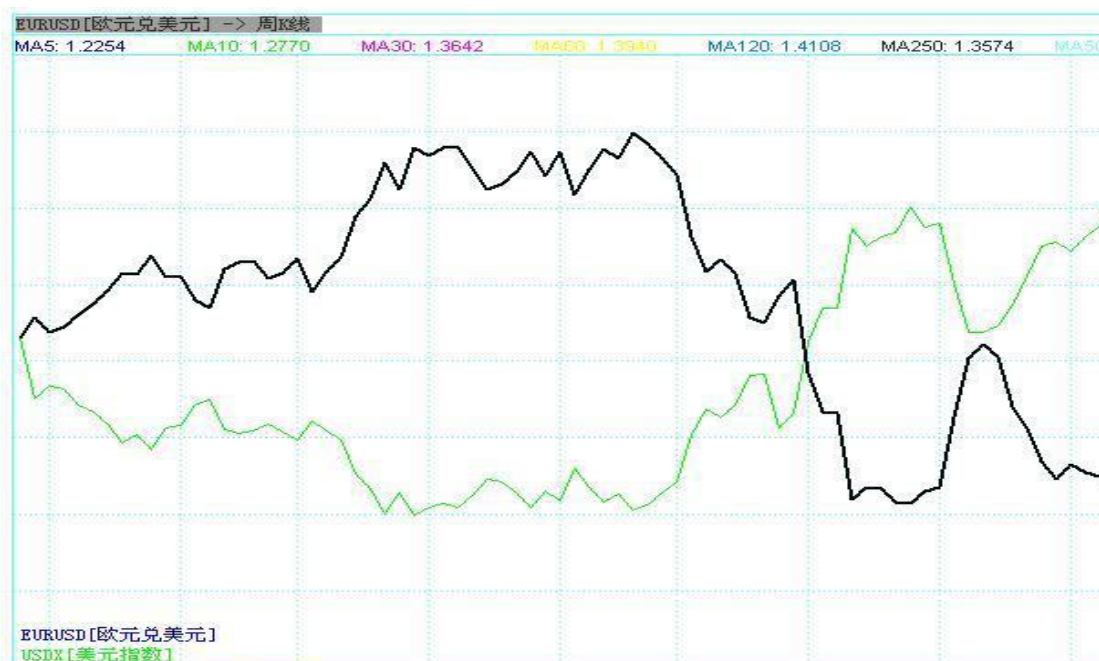
	日期	上证指数	估算仓位%
低点 1	08-11-7	1747.71	76.2
低点 2	09-9-30	2779.43	76.4
低点 3	10-6-4	2553.59	75.4

数据来源：WIND，东北证券研究所

【本周选股思路】：关注新兴产业、三网融合

未来市场的机会将来自于三个方面：首先是端午假期国际市场的变化，国际市场最需要关注的是美元，目前美元已经接近 90 的高位，而欧元却回落到近 5 年的低位(图 3)，如果欧元兑美元触底反弹，欧美股市也将出现反弹机会，A 股市场反弹空间打开；其次是周期性行业可能存在超跌反弹，但趋势性的机会不会太大。银行的估值处于历史低位，但市场将等待农行的上市；最后，现在最值得挖掘的是新兴产业，可以从国家提出的七大新兴产业中重点挖掘个股机会。

图 3：美元指数和欧元汇率



数据来源：WIND，东北证券研究所

本周可重点关注三网融合带来的机会。6月8日,广电总局科技司司长王效杰宣布,三网融合试点方案已获通过,下半年展开试点工作。IPTV集成播控平台的建设管理将由广电负责,电信部门负责传输。同时广电总局下属单位有权开展有线互联网IP电话等业务。据清华大学测算,预测2010年中国传媒产业总产值为5620亿元,较2009年增长14.5%。

【投资组合】

基于市场已经进入筑底反弹阶段,围绕新兴产业的主题性投资机会仍将活跃,三网融合、软件服务以及全民收入提高计划带来的低端消费升级的行业有望在近期跑赢大势。

本周重点关注股票:歌华有线、东方明珠、鹏博士、中国太保、航天晨光、彩虹股份。

【一周股市运行回顾】:

A股盈利新模式:注重中小盘个股局部性机会

赵立强

本周(6月7日-6月11日)A股市场最显著的一个重大变化:深市市场成交量开始超越沪市,同时每天的热点板块或者热点个股的涌现也逐渐以深市为主导,不管是个股的总体涨跌幅度还是涨停板的家数深市也均超越了沪市。这些现象产生的原因与基本上经济结构的转型及沪深300期指的推出(游戏规则改变)有关。因为沪深300指数标的股中的绝大部分个股均在沪市,也就是通常所讲的主板概念。在市场制度尚不够健全的A股市场,期指和沪深300成份股之间,完完全全的一个成为投机者搏傻的乐园,另一个成为了被这种搏傻所绑架的工具。这种现象将会在未来A股市场相当时间的存在并生存下去。换句话说,在指数方面,由于引入了空头机制,投资者在未来不要再奢望A股出现象06-07年那样的极端大牛市行情。

目前的A股市场一个明显的特点和发展趋势是:大盘蓝筹股主要集中在沪市交易,中小盘股则主要集中在深市交易。这已经成为管理层一个明确的思路,如同美国的道琼斯和纳斯达克一样相互独立的两个市场和两种运行模式。在未来的资本市场运行之中,沪市特别是两市当中的大盘股、超级大盘股,将逐渐演变为宏观经济的晴雨表,在一定程度上代表着中国经济的运行状况;而难以作为以赢利为目的投资主题去进行把握。特别是超级大盘股方面,在经济结构转型期,只存在差价的投资机会,而不可寄予真正意义上投资回报,因为指望这些企业通过分红方式来获得价值回报,离现实相差太远。但这些权重上市公司却左右着大盘指数涨跌的命运,而对于缺失赢利效应的投资主题,必然的一个结果就是被

市场所冷落和逐步回避,这直接导致的一个结果就是 A 股市场中的沪市主板指数将会呈现一定的“疲软”,维持在一定幅度内的稳定和平衡。

而作为中小盘集中的深圳市场,因为中小型企业存在着高分红,或高送转的投资回报预期,以及高成长性的发展前景,而在价格投机方面,也因为其流通股本少,容易被控盘和操纵价格,不管从投资角度上还是价格投机角度上,逐步受到市场资金的追捧将会成为必然的发展趋势。这中间当然同样包括上海主板市场中的同类个股,特别是高科技和新经济类个股。这种趋势的发展,在经济结构处于转型期的 A 股市场,必将成为一个主导方向。

以上这种市场未来发展格局的逐步形成,将会成为一个个体上市公司价值真正得到发现和挖掘的过程,这也是资本市场价值发现的基本发展规律的体现,也是管理层长期所倡导的培育价值投资的目标的逐步实现过程。在未来的 A 股市场,投资个体的分化将会成为必然。这种现象的转化,也即意味着 A 股投资赢利模式的转变。这同样要求广大的投资者操作思路要跟随着市场的转变而及时的进行调整:适当回避大盘股和淡化大盘指数,注重经济结构转型期带来的各种主题投资机会,精选中小盘成长性个股的投资思路去转变。

下周因端午节假期仅有 2 个交易日,沪指反弹能否跨越 20 日线(2584 点)重返二六值得关注。二六下方仍宜谨慎防御为上。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

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。