

估值修复行情演绎：或将在年线附近回落

主要观点

- **我们更关心：**什么推动了本轮以估值修复为特征的反弹行情？这些推动力能否持续？这是我们判断未来一段时间行情发展的趋势及提出相应投资策略的基础。我们认为，是整体估值处于低位、中报业绩预增、投资者修正过度的悲观预期、对政策不会再紧的期待等因素共同催化了本轮行情。
- **估值修复行情或将在年线附近回落：**持续放大的成交量，如虹的做多势气，预示着市场还有望继续冲高。在没有更严厉政策出台的情形下，市场仍将按照当前已经形成的逻辑和趋势去发展，沪指可能上冲至 2700-2800 之间，但是，我们认为：第一，本轮反弹基于低估值而不是基于宏观基本面的改善发动的行情，这往往意味着是市场只是反弹而不是中期趋势行情的形成；第二，鉴于需求前景不明、流动性仍处在向紧通道的判断，我们认为金融、有色和化工可能难以接过估值修复行情的大旗引领市场出现反转行情；第三，形成中期趋势的基本面、政策面和资金面等条件尚不完备，因此，这种估值修复行情可能在年线附近回落。
- **未来市场运行：**目前来看，实体经济的小周期衰退是确定的趋势，市场对经济前景的预期由“非常坏”转向“不会太坏”，但市场也基本对未来经济太好形成一致预期。即便是明年一季度经济见底，我们认为，市场也会在 9 月份前后才能确认趋势行情的形成。
- **基于估值修复的行情可能在年线附近回落的判断，我们认为，8 月份的投资策略应分两部分：**
 - 一是在冲高的行情中取利？即如果市场按照当前的逻辑和趋势发展下去，估值修复行情继续，估值仍处于低位以及尚未承接修复行情的板块可能在修复行情冲高阶段取得超额受益，重点关注金融中的证券和保险、化工中的石油化工子板块以及有色中的基本金属子板块；
 - 二是在回调阶段我们该采取何种策略？我们认为，8 月份市场可能上冲年线附近后回落，市场的回调意味着估值修复行情的结束，并进入价值挖掘阶段，整体投资策略应转向价值挖掘。从中长期角度，可以继续关注受益于经济转型和居民消费能力提高的大消费板块、受益政策的战略性新兴产业、估值偏低的金融。

策略分析师：周隆斌
肖 波
范贵龙

执业证书号：S1490210030002
S1490208020001
S1490109091324

电话：010-58568061
邮箱：fanguilong@hrsec.com.cn

一、什么推动了本轮以估值修复为特征的反弹行情？	3
1、14%的反弹具有估值修复特征	3
2、反弹行情的推动力来自多方面	5
二、估值修复行情或在年线附近回落？	6
1、短期冲高动力尚存	6
2、金融和化工或难以接过估值修复的大旗	6
3、发生趋势性行情的条件尚不完备	7
4、需要重点关注的信号	7
三、如何从冲高回落行情中取利？	7

图表 1: 市场整体估值接近历史低位	3
图表 2: 本轮反弹中行业估值优势与反弹高度对比.....	3
图表 3: 有色和化工子板块估值优势与反弹高度对比.....	4
图表 4: 估值修复演绎逻辑	4
图表 5: 预增公司发布公告后公司股价阶段表现	5
图表 6: 不同估值和盈利预测下上证指数对应的点位.....	6

上证综指自 7 月 2 日下探至 2319 点至 7 月 28 日累计反弹幅度接近 14%，成交量也逐渐放大，市场做多气氛日益增强，在市场亢奋之际，我们更加关注当沪指突破 2700 点后将如何演绎？未来应采取何种策略？

我们首先总结了本轮反弹行情的规律，认为本轮反弹具有估值修复的特征，并寻找出推动本轮以估值修复为主要特征的反弹行情的主要因素，然后判断这些推动力量在未来一段时间能否持续？估值修复的行情能否完整演绎？进而判断市场趋势，并提出相应的投资策略。

一、什么推动了本轮以估值修复为特征的反弹行情？

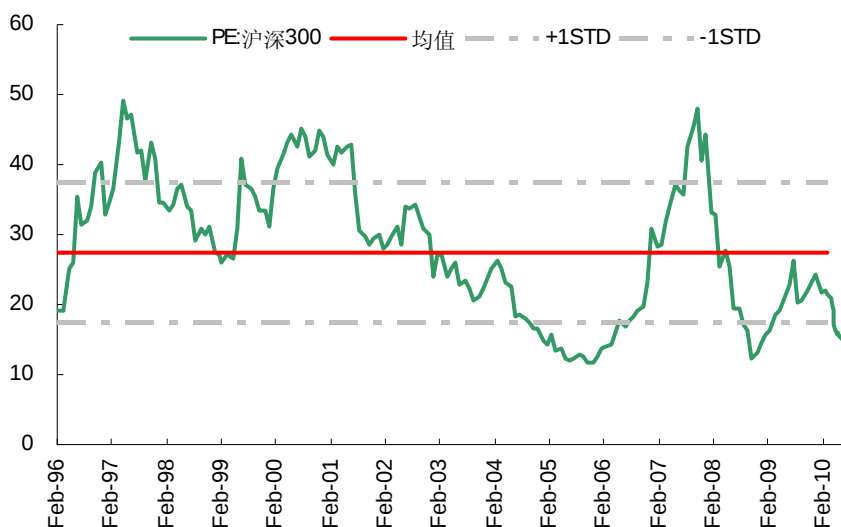
回顾本轮反弹行情，从行业整体表现来看，具有估值修复特征，反弹幅度较大的板块大多估值较低，但是，我们也注意到，并不是所有的低估值板块均有出色的表现，尤其是从有色、化工等行业的子板块来看，反而是估值较高的板块涨幅相对较大，因此，市场从 2319 点以来的强劲反弹具有估值修复特征，同时，也叠加了悲观预期修正、中报业绩增长以及对政策不会再紧的期待等诸多因素。

随着估值修复行情回落的临近，市场关注点可能再次转移到经济基本面上，而经济的基本面尚没有出现明显的改善，同时，对政策不会再紧的期待可能只是一厢情愿，市场形成趋势性行情的条件尚不具备。

1、14%的反弹具有估值修复特征

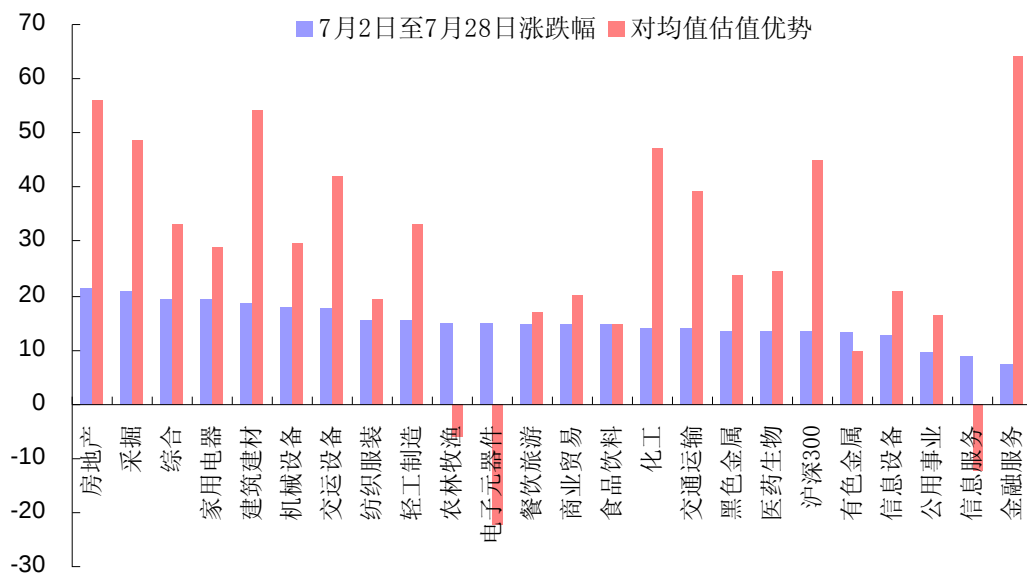
从今年 4 月 15 日到 7 月 2 日沪指累计下跌幅度接近 27%，沪深 300 整体 PE 从 19 倍迅速下降到 14.6 倍，7 月 2 日沪指下探至 2319 点时，整体估值较历史均值低 47%，低于均值减一倍标准差 17%，已接近金融危机爆发时的水平，也接近十年来的最低水平，因此，整体上来看市场存在修正估值的动力。

图表 1：市场整体估值接近历史低位



数据来源：Wind、华融证券

图表 2：本轮反弹中行业估值优势与反弹高度对比

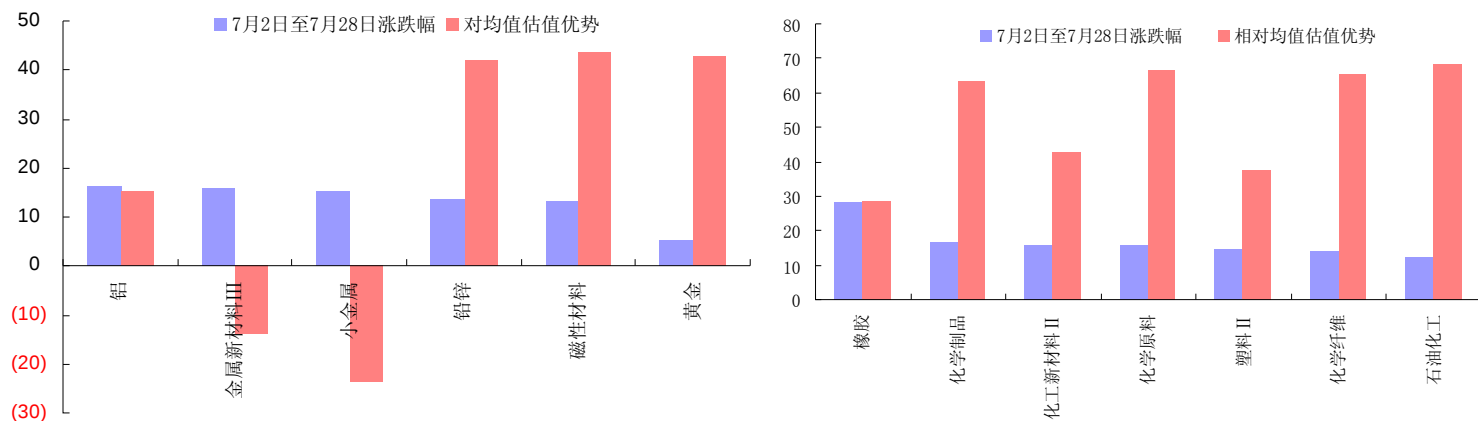


数据来源: Wind、华融证券

从行业表现来看,具有估值修复特征。23个一级行业中相对历史均值估值优势较大的行业为金融、地产、建材、采掘、化工和交通运输,而本轮反弹行情中,涨幅较大的板块为地产、采掘、综合、家电、建材、机械设备和交通运输,可以看出,除金融板块外,涨幅较大的板块均为相对历史中值具有明显优势的行业,本轮反弹具有围绕地产进行估值修复的特征。

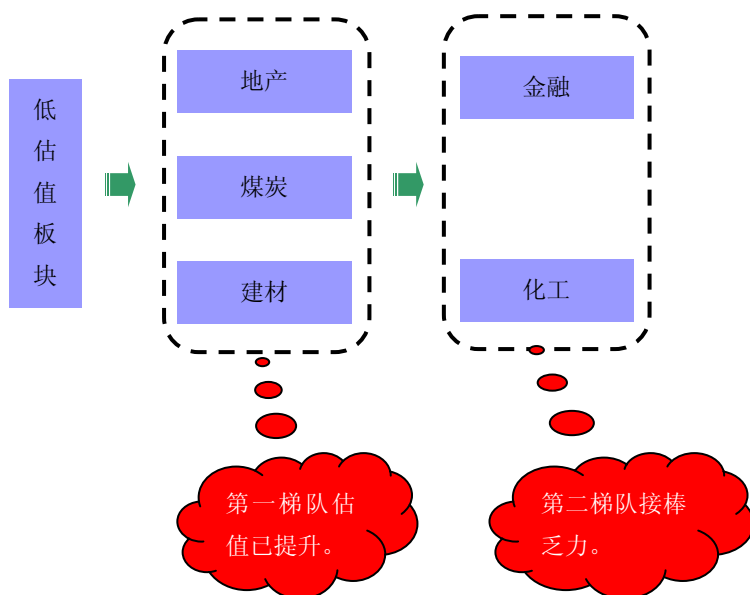
估值修复没有完整演绎。估值优势最明显的金融板块在本轮反弹中并没有出现明显的上涨,化工和有色板块整体涨幅不大,且主要以农化、化工新材料、小金属等估值相对较高的板块涨幅居前,市场对周期型偏强、估值相对较低的子板块表现的依然谨慎,估值修复并没有在所有低估值的板块完整演绎。

图表 3:有色和化工子板块估值优势与反弹高度对比



数据来源: Wind、华融证券

图表 4: 估值修复演绎逻辑



数据来源：Wind、华融证券

2、反弹行情的推动力来自多方面

本轮反弹行情具有估值修复的特征，但我们更关心是什么因素推动了本轮以估值修复为主要特征的反弹行情？这些因素在未来一段时间能否延续？我们认为，中报业绩预增、投资者修正过度的悲观预期、对政策不会再紧的期待等因素共同催化了本轮估值修复的行情。

7月上旬是上市公司发布中期业绩预告的密集期，从历年上市公司发布业绩预告后的表现来看，预告净利润同比增长的公司在预告发布后至年报披露期间存在超额收益，2010年发布业绩预告的公司中预计净利润实现净增长的公司占72%，可以认为，上市公司中期业绩增长是激发估值修复行情的重要因素。

图表 5: 预增公司发布公告后公司股价阶段表现

	公告日至年报披露日涨跌幅(%)		年报披露后一个月涨跌幅(%)	
	2008年	2007年	2008年	2007年
0(含)~50%	88.35	-11.51	13.2	-13.3
50%(含)~100%	58.17	-7.2	13.54	-16.42
≥100%	50.68	-3.17	15.74	-16.5
同期上证综指	22.6	-27.2	38.2	-11.5

数据来源：Wind、华融证券

二季度宏观数据显示我国经济已经出现了明显的下滑，如果再次加码政策紧缩力度可能导致经济加速回落，甚至出现二次探底，这是决策层所不愿意看到的结果，因此，市场判断近期不会出台更严厉的调控政策。

地产调控政策出台百日后，房价并没有出现雪崩式下跌，而是呈现稳中趋降或者涨跌互现的局面，同时，保障房

建设的推进和民间投资政策的进一步落实，使投资者对地产投资下滑可能导致经济二次探底的担忧也有所缓解，加上政府对经济增长和调结构的表态，这些积极因素综合作用使市场对经济前景的预期由“非常坏”转向“不会太坏”。

二、估值修复行情或在年线附近回落？

我们判断本轮反弹是一个估值修复的过程，而不是基于基本面以及政策的真正向好，基于低估值而不是基于宏观基本面的改善发动的行情，往往意味着是市场只是反弹而不是中期趋势行情的形成，这种估值修复的行情并不能完整演绎，8月份这种行情可能出现回落。

1、短期冲高动力尚存

持续放大的成交量预示着市场还有望继续冲高。未来一周，市场仍将持续上冲，在没有更严厉政策出台的情形下，市场仍将按照当前已经形成的逻辑和趋势去发展。

根据我们对上证 PE 与盈利增速敏感性分析，目前上证 16 倍的 PE 在 2650 点附近只反映了 2010 年净利润 15% 左右的增长速度，与一致预期 28% 的增速尚有距离，整体来看，估值修复行情仍存在一定上行空间。

图表 6：不同估值和盈利预测下上证指数对应的点位

10PE	2010 年 A 股盈利增速假设							
	0%	3%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
10	1486	1531	1561	1635	1709	1784	1858	1932
12	1784	1837	1873	1962	2051	2141	2230	2319
15	2230	2297	2341	2453	2564	2676	2787	2899
17	2527	2603	2653	2780	2906	3032	3159	3285
20	2973	3062	3122	3270	3419	3568	3716	3865
23	3419	3521	3590	3761	3932	4103	4274	4445
25	3716	3828	3902	4088	4274	4459	4645	4831
28	4162	4287	4370	4578	4786	4995	5203	5411
30	4459	4593	4682	4905	5128	5351	5574	5797

数据来源：Wind、华融证券

2、金融和化工或难以接过估值修复的大旗

金融、化工板块作为 A 股市场上的绝对权重板块与社会总体需求有着密切的关系，无论是 2007 年的大牛市行情，还是 2009 年上半年以刺激政策为主导的小牛行情，都伴随着下游需求的不断增加，只有预期需求的不断增加才能给上游行业的业绩带来光明的前景，而目前市场却面临需求日渐趋弱的局面，不明朗的前景仍给化工和金融板块构成压力，本轮反弹中这几大板块的表现也印证了市场对经济前景的担忧。

虽然目前存量资金充裕，但在央行对流动性管理的情况下，流动性趋紧的势头短期内可能难以根本扭转。从本轮反弹的行业表现来看，强周期板块出现分化，资金推动型的采掘、有色表现各异，显示本轮市场反弹中资金推动作用并不明显，而有色、金融和化工行情的发动以及煤炭板块的持续上涨都需要有充裕的资金配合。因此，强周期板块持

续上涨的所需的充裕流动性条件尚不具备。

3、发生趋势性行情的条件尚不完备

市场预期的短期改变可能难以形成趋势性行情，我们认为，趋势性行情的形成需要政策、流动性与实体经济等各方面条件同时具备，这样形成的乐观情绪才能延续，强周期板块才能形成良好是轮动上涨特征，市场才能走出中期趋势行情。

目前来看，实体经济的小周期衰退是确定的趋势，市场对经济前景的预期由“非常坏”转向“不会太坏”，但市场也基本对未来经济也太好形成一致预期。即便是明年一季度经济见底，我们认为，市场也会在 9 月份前后确认趋势行情的形成，主要考虑如下：一是从历史情况来看，经济领先股市半年左右，比如 2009 年一季度经济见底，股市在 2008 年 10 月见底；二是 7 月份宏观经济数据继续恶化的可能性较大，将对市场形成短期冲击；三是市场对 2011 年宏观经济预期也会在三季度基本结束的时候才能形成，在此之前，市场对明年经济的预期可能并不具有很强的说服力，无法对市场形成有效的引导。

从政策角度来看，宏观政策调控的基础没有改变，方向没有改变，仅仅是力度上有微调的迹象，另外，本次调控是战略性选择，经济基础与 2009 年截然不同，政策回旋的余地较大，与应对经济危机的权宜之计截然不同，在贯彻战略意图的意义上，本次调控的方向难以改变，而一旦物价出现超预期上涨，市场对政策“不会再紧”的预期有可能被打破，因此，政策会否如愿放松需要继续观察。

从趋势性行情发动资金面来看，如我们前面所述，流动性短时间内可能也难以走出向紧趋势。因此，我们认为，形成中期趋势性行情的条件尚不完备。

4、需要重点关注的信号

一是可能改变市场对房地产投资乃至总投资水平悲观预期的因素，比如 8 月 10 日开始全国检查保障房落实情况、保障房建设资金落实情况等；

二是即将公布的 7 月宏观经济数据，尤其是 CPI 数据，如果 CPI 超预期回升可能使市场对货币政策紧缩的担忧再起，引起市场的回落，而如果物价低于市场预期，而投资、工业增加值出现较大幅度的回落，可能进一步使市场对政策二次放松的期待，如果宏观政策如市场所预期出现了二次放松的信号，可能使市场走向反转行情。

三、如何从冲高回落行情中获利？

基于估值修复的行情可能在年线附近回落的判断，我们认为，8 月份的投资策略应分两部分：

一是如何在冲高行情中获利？即如果市场按照当前的逻辑和趋势发展下去，估值修复行情继续，我们该采取何种策略。按照估值修复即低估值板块陆续上涨的演绎逻辑，我们认为，目前估值仍处于低位以及尚未承接修复行情的板块可能在修复行情冲高阶段取得超额受益，重点关注金融中的证券和保险、化工中的石油化工子板块以及有色中的铅

锌、黄金子板块以及交运设备板块。

二是在回调阶段我们该采取何种策略？我们认为，8 月份市场可能冲高回落，高点在 2700-2800 区间，市场的回调意味着估值修复行情的结束，并进入价值挖掘阶段，整体投资策略应转向价值挖掘。从中长期角度，可以继续关注受益于经济转型和居民消费能力提高的大消费板块、受益政策的 7 大战略性新兴产业（节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料）、估值偏低的金融。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn