

地产银行上涨，依然是相对被动式的风格转换

临时策略报告

2011年1月9日

主要观点：

- 首先，银行地产的上涨，短期内依然是相对被动式的风格转换。1、银行地产等传统产业的上涨是平衡配置下调仓的结果。中小盘股的估值溢价短期依然处于历史高位；根据我们前期对上市公司季度业绩分布的经验分析，就4季度单季度的业绩而言，中小板等股票的增速将会低于目前市场估值水平的内涵增速。因此，在2010年1季度通胀等指标并不明朗、2010年1季度业绩增速预期也不明朗的情况下，中小盘股的估值溢价短期将难以显著上升，即是我们月度策略中认为当前适宜平衡配置而非如前期超配中小盘的非均衡配置模式。2、市场风格在市场微涨中被动切换是1月市场偏好于积极因素的反应。
- 其次，银行地产短期内继续上涨的空间，持谨慎观点。因为当前的估值修正来源于预期的变化而非基本面的变化，而预期的变化存在不确定性。
- A、房地产价格过高、地产调控，这已经是共识；房地产股的价格并非房地产价格的果、而是房地产销量的果。而元旦前后上海等城市商品房销售的回暖，将是阶段性的。因此，地产股的反弹，也是阶段性的。
- B、目前美元的上涨、上海重庆等地传闻试点房产税，为市场增添了新的逻辑。其一、美国经济超预期复苏、美元上涨、资金回流美国、新兴市场遭受资金外流冲击、中国紧缩政策将趋缓、房地产等产业据此重现机会；其二、部分高房价地方试点房产税，将使得非试点地区、中低房价地区的房价更具优势，房地产的销售面积将会较快增长，销量的增长有利于房地产股的表现。
- 笔者认为，上述逻辑均难以成立（详见正文）。
- 因此，地产等权重股依然是负反馈行情。我们维持月度策略的观点，市场整固、平衡配置下结构调整的思路操作，即在紧缩预期难消、控制仓位的前提下，对中小盘股配置过高的投资者，可适当向上证180指数（资源股等）转移，以便规避中小盘股业绩尤其是1季度业绩低于预期所导致的估值溢价回落的结构性风险。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550210070009

TEL：(021)63367000-314

FAX：(021)63373209

Email：shenzy@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20楼

邮编：200002

一、行情描述

最近一周金融地产等传统产业上涨，地产上涨 6%、银行周五异动上涨，上证综指和上证 180 指数分别上涨 1%、1.6%，相对而言中小板和创业板均小幅回落。市场出现一定程度的风格切换，其中金融地产的上涨更为显眼。金融地产的上涨，恰如前期煤炭有色的上涨，往往会产生市场据此逆转或有显著风格切换的推测。

表 1：上周主要板块指数涨跌幅情况

指数	周涨跌幅%	指数	周涨跌幅%
上证综合指数	1.09	房地产	6.14
上证 180	1.59	银行	3.99
中小板综	-0.45	电子元器件	0.13
创业板指	-0.98	食品饮料	-2.38

数据源自 WIND，东北证券

二、行情归因及研判

首先，地产等传统产业的上涨，短期内依然是相对被动式的风格转换。

理由如下：

1、银行地产等传统产业的上涨是平衡配置下调仓的结果

以内需及新兴产业为主的中小盘股的估值溢价短期依然处于历史高位；同时虽然预期 2010 年年报中新兴产业的业绩增速要高于传统产业，但是根据我们前期对上市公司季度业绩分布的经验分析，就 4 季度单季度的业绩而言，中小板等股票的增速将会低于目前市场估值水平的内涵增速。

因此，在 2010 年 1 季度通胀等指标并不明朗、2010 年 1 季度业绩增速预期也不明朗的情况下，我们认为，中小盘股的估值溢价短期将难以显著上升，这是我们月度策略中认为当前适宜平衡配置而非如前期超配中小盘的非均衡配置模式。

2、市场风格在市场微涨中被动切换是 1 月市场偏好于积极因素的反应

最近一周上证指数微涨、中小板微跌，其中银行地产等板块上涨。市场风格被动切换的程度要好于 2010 年 12 月份；因为 12 月份尤其是下旬，市场风格的被动切换是以中小板显著下挫、权重股也出现下跌只是下跌幅度小于中小板的形式来体现，这种风格的切换要远弱于最近一周的表现。

我们认为，1 月市场将更多的偏好于积极因素，其中 12 月 PMI 环比超预期下降反致政策处于观察期、基于物价以及外汇占款的价格及数量工具处于观察期的判断是主要逻辑，即 1 月的政策面以及对应的资金面将好于 12 月份。

因此，我们依然维持 1 月市场整固、均衡配置的策略观点。

其次，银行地产短期内的上涨空间，持谨慎观点

金融地产短期内继续上行的空间有限，虽然笔者也不认为它们有太大的下跌空间。

理由如下：

1、如前，银行地产等权重股的上涨，是基于估值、业绩等因素下均衡配置的调仓行为；也是 1 月政策观察期下的市场心理偏移的结果。

2、笔者对银行地产短期内持续上行的空间持谨慎，是因为当前的估值修正来源于预期的变化而非基本面的变化，而预期的变化存在不确定性。

A、事实上，房地产价格过高、地产调控，这已经是共识；房地产的基本面，既没有出现悲观人士历

年来预测的房产抛售、房价暴跌的场景，也不会出现乐观人士认为房价会继续大涨的场景。

笔者认为，房地产股的价格并非房地产价格的果、而是房地产销量的果。博弈房价并不靠谱。而元旦前后上海等城市商品房销售的回暖，将是阶段性的，因此，笔者认为，地产股的反弹，也是阶段性的，对未来进一步上行的空间持谨慎观点。

B、目前美元的上涨、上海重庆等地传闻试点房产税，为市场增添了新的逻辑。

市场认为：

其一、美国经济超预期复苏、美元上涨、资金回流美国、新兴市场遭受资金外流冲击、中国紧缩政策将趋缓、房地产等产业据此重现机会；

其二、部分高房价地方试点房产税，将使得非试点地区、中低房价地区的房价更具优势，基于房地产投机资金总量不变的推断，总量而言房地产的销售面积将会较快增长，销量的增长有利于房地产股的表现。

笔者认为，上述逻辑难以成立。

其一，美国经济复苏、预示着全球经济的复苏，因此，往往对应着美元整理或平衡，而非上涨。同时，最近一周美国国债利率的上涨、欧元区长期国债利率的下跌，也是美元短期上涨的套利依据，但是，美国国债利率持续上涨，并不符合美国经济复苏的逻辑。另外，当前新兴市场高通胀、普遍采取加息等货币手段，因此，新兴市场的加息趋势，也不支持资金撤出新兴市场、回流美国。

因此，中国等新兴市场控通胀、紧货币的政策导向不会改变。事实上，从战略博弈的角度看，当前推动美元回落、美元大幅升值，并不符合历史上基于“剪羊毛”逻辑的美元升值规律。

其二、当前的房地产供求结构的政策导向正在发生着改变，国家一方面保障房体系建设，另一方面抑制投机性需求。虽然房地产相对艺术品等投机性更强资产具有较好的使用价值、虽然当前购房的投资者有较大部分是受制于房价短期难以下降预期的“刚需”，但是，恰如股票市场 6000 点时受储蓄搬家、申购基金而某种程度上被动入场的机构投资者，那时候扎堆推银行股等相对分红比例较高的蓝筹股，却最终也没有因为蓝筹股或多或少的分红而安全。

基于此，在政策导向尤其是房地产税等政策正式明晰后，期待房地产投机资金总量不变下推升全国的房地产销售面积大幅上升的逻辑将难以成立。

因此，笔者认为，地产等权重股依然是负反馈行情。我们维持月度策略的观点，即市场整固、平衡配置下结构调整的思路操作，即在紧缩预期难消、控制仓位的前提下，对中小盘配置过高的投资者，可适当向上证 180 指数(资源股等)转移，以便规避中小盘股业绩尤其是 1 季度业绩低于预期所导致的估值溢价回落的结构性风险。

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。