

湘财证券研究所

宏观策略部

徐广福 分析师

执业编号: S0500511010003

Tel: 021-68634518-8626

E-mail: xgf2388@xcsc.com

报告背景:

自提出七大新兴战略性新兴产业以来,市场对未来美好的期待迅速转成二级市场的实际行动。虽然在两市基准指数出现下跌的2010年,但是代表了中小市值股票的中小企业板和创业板指数在2010年出现了较大幅度的上涨,部分个股的涨幅甚至不亚于一波强势的牛市行情,但近期这部分个股却出现了一波惨烈的下跌。而市场公认的传统蓝筹概念股的估值却在不断的走低,乏人问津。

核心观点:

- ☐ 2011年要降低市场的盈利期望值,趋势性的系统机会或许相对较少。
- ☐ 经过一年多的大幅炒作以后,中小市值股票估值回归压力的显著增大。
- ☐ 蓝筹板块虽然估值修复的可能,但很难奢望趋势性机会的出现,更多的是阶段性行情。
- ☐ 盈利机会的来源可能是两个方面:一是蓝筹尤其是二三线蓝筹板块的估值修复机会,二是中小市值股票大幅下跌之后产生的阶段性反弹机会。
- ☐ 高端装备制造行业将受益于十二五的规划,建筑建材等个股依然有较好的投资机会。

目录:

一、当前市场估值结构	4
(一)、当前市场的估值	4
(二)、大小盘股估值分化达到历史新高	4
(三)、市场估值下限的下行或是趋势	5
(四)、估值的历史看待问题	5
二、货币紧缩或将贯穿整个上半年	7
(一)、货币稳健主基调下的稳步收缩	7
(二)、上半年稳定物价将或波及股市	8
三、盈利增速或下降	9
(一)、国民经济继续增长，增速却在下降	9
(二)、上市公司的整体增速一致预期或将下调	9
(三)、分行业来看	10
四、市场整体估值压力加大	11
(一)、高估值板块回落，全年调整压力大	11
(二)、低估值板块有提升空间，但或许有限，且有可能长期享受低估值待遇	11
(三)、直接融资规模的增大，或许使得低估值成为常态	11
五、行业配置建议	12

图表目录:

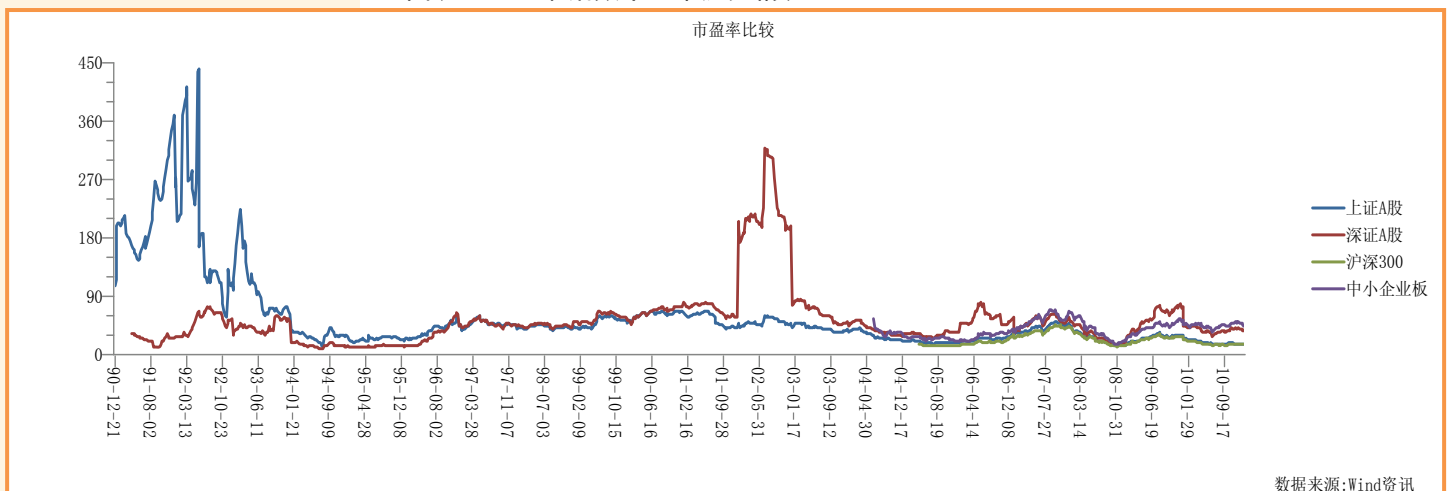
图表 1: 基准指数市盈率历史情况	4
图表 2: 巨潮大盘股和小盘股的走势	5
图表 3: 石油化工市盈率历史走势	6
图表 4: 钢铁市盈率历史走势	6
图表 5: 房地产市盈率历史走势	6
图表 6: 银行市盈率历史走势	7
图表 7: 2010 年以来货币紧缩情况	7
图表 8: CPI	8
图表 9: GDP	9
图表 10: 基准指数盈利预期	9
图表 11: 2009 年各行业净利润占比	10
图表 12: 2010 年各行业净利润占比情况	10

一、当前市场估值结构

(一)、当前市场的估值

上海市场的平均市盈率 20.99 倍（截止到 2011 年 1 月 18 日，下同），深市主板平均市盈率在 32.97 倍，中小企业板是 51.39 倍，创业板是 71.17 倍。虽然主板的市盈率在历史估值下限附近，但我们也知道历史上我们资本市场的估值普遍偏高。

图表 1：基准指数市盈率历史情况



(二)、大小盘股估值分化达到历史新高

在七大新兴战略性产业概念提出来以后，引发了市场对该概念的强烈追捧，相当多的个股价格远远超过 2007 年大牛市的顶点。但传统的银行、地产、石油、钢铁等板块的估值却在不断的走低。两者之间的估值分化愈演愈烈，并使得这样的失衡达到了历史新高。随着中小市值股票的估值溢价不断高涨，一级市场的“三高”（高市盈率、高发行价、高超募比例）随之而来。但近期不断出现的破发或令这一现象有所降温，因为在 1 月 18 日上市的五只新股全部开盘破发，将可能使参与打新的投资者的热情有所降低，新股不败的神话再度被终结。

图表 2：巨潮大盘股和小盘股的走势



数据来源：WIND

（三）、市场估值下限的下行或是趋势

以历史的眼光来看，资本市场在初期的市盈率一般相对比较高。我们也是概莫能外。一般认为首先是新兴事物，市场好奇。并且没有任何的历史纵向对比，交易标的相对较少难以满足投资者需求。但随着股票供给的不断增多，以及双边交易机制的逐渐完善和投资者投资理念的逐渐成熟，市场的估值一般来讲是有一个逐步回落的过程。从美国等成熟的资本市场来看，也是这样的情况。并且传统的蓝筹板块，比如钢铁、石油石化、银行以及房地产等板块其所占的权重也是不断下降的过程，而新兴产业将有一个明显的权重化过程。

（四）、估值的历史看待问题

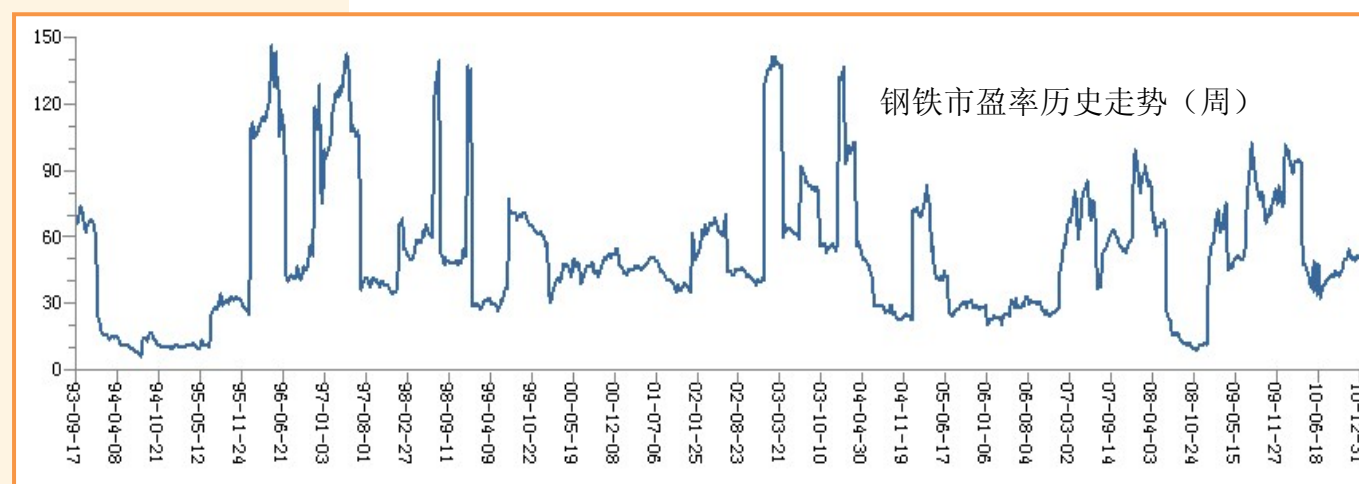
上文中我们提到估值接近历史下限，并且指出从历史来看估值出现下行是一个历史规律。从我们资本市场的情况来看，估值的水平基本是震荡下行的，但不能就此认为目前就处在历史大底。同时传统的蓝筹板块所谓的石油石化、房地产、银行和钢铁等四朵金花或许已成为昨日黄花，很难在较长期限内享受大幅的上行溢价。

图表 3：石油化工市盈率历史走势



数据来源：WIND

图表 4：钢铁市盈率历史走势



数据来源：WIND

图表 5：房地产市盈率历史走势



从下图可以看出银行业距离历史最低估值点位仍然有相当多的空间，并不能就此认为银行股的估值已经是接近历史底限了。

图表 6：银行市盈率历史走势



数据来源：WIND

二、货币紧缩或将贯穿整个上半年

（一）、货币稳健主基调下的稳步收缩

2009 年的非常之年采取非常之举是正确应对国内外经济形势的措施，但很显然这样的非常之举是不可能持续的。我们也看到了今年的货币政策基调转为“稳健”，其实这样的货币收缩在 2010 年就已经显现。在去年央行上调了六次存款准备金率，并且有两次加息。今年已经上调了一次存款准备金率，并且春节之前或者说一季度再次加息将可能是一个大概率事件。无论是解决外汇占款较多的问题，还是货币是否超发需要回笼，紧缩的趋势应该是已经形成。

图表 7：2010 年以来货币紧缩情况

日期	上调前（事件）	上调后	幅度
2011 年 1 月 20 日	18.50%	19%	上调 0.5%
2010 年 12 月 26 日	加息	5.81%	上调 0.25%
2010 年 12 月 20 日	18%	18.50%	上调 0.5%
2010 年 11 月 29 日	17.50%	18%	上调 0.5%
2010 年 11 月 16 日	17%	17.50%	上调 0.5%
2010 年 10 月 20 日	加息	5.56%	上调 0.25%

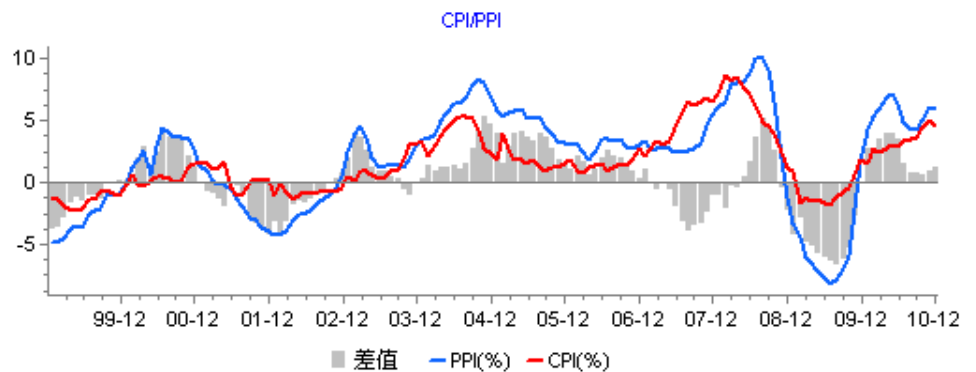
2010 年 5 月 10 日	(大型金融机构) 16.5%	17%	上调 0.5%
	(中小金融机构) 13.5%	13.50%	暂不调整
2010 年 2 月 25 日	(大型金融机构) 16%	16.50%	上调 0.5%
	(中小金融机构) 13.5%	13.50%	暂不调整
2010 年 1 月 18 日	(大型金融机构) 15.5%	16%	上调 0.5%
	(中小金融机构) 13.5%	13.50%	暂不调整

数据来源：湘财证券研究所整理

（二）、上半年稳定物价将或波及股市

由于基数的因素，在今年上半年 CPI 都可能维持在高位。从短期来看“保增长”将让步于“稳物价”，这也就使得各项宏观调控在上半年应该不会出现实质性的放松。同时由于我们的名义 GDP 增速依然会维持在 9% 以上，实际 GDP 增速应该在 5% 以上，这也就使得管理层短期的宏观调控充满自信。在短期宏观调控大局不改的前提下，市场料难有较好的表现。

图表 8：CPI



数据来源：Wind资讯

三、盈利增速或下降

(一)、国民经济继续增长，增速却在下降

2011 年,根据我们宏观研究报告认为国民经济增长依然强劲大致在 9.6% 左右,但整体的增速下降应该是一个大概率事件。

图表 9: GDP



数据来源: Wind资讯

(二)、上市公司的整体增速一致预期或将下调

2010 年的一致预期为 38%, 2011 年的业绩增长是 20%左右, 上市公司业绩增速较 2010 年出现明显的下降。创业板的业绩增长预期也出现了明显的下调。上市公司盈利预期的下降将使得目前高估个股承受更大的估值回归压力, 目前低估值的品种吸引力也将大幅下降。

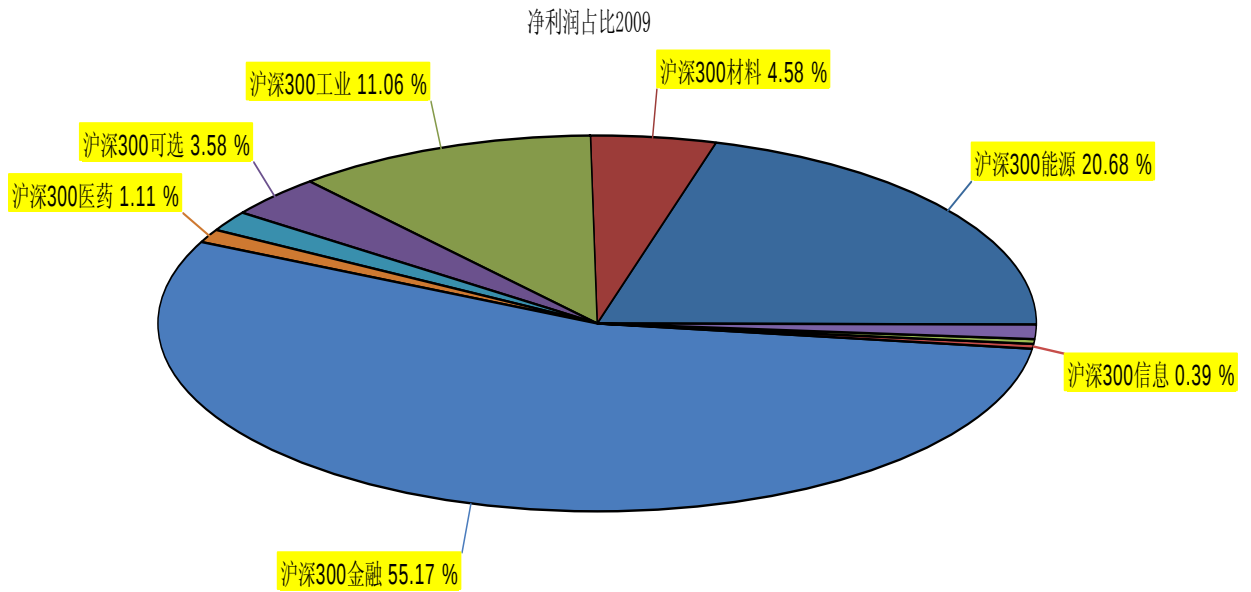
图表 10: 基准指数盈利预期

指数名称	净利润同比增长		市盈率		
	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
上证综合指数	35.87	22.39	20.29	14.93	12.20
沪深 300	35.80	20.80	19.01	14.00	11.59
深证成份指数	45.21	26.21	28.09	19.34	15.33
中小板综	41.18	39.44	54.33	38.49	27.60

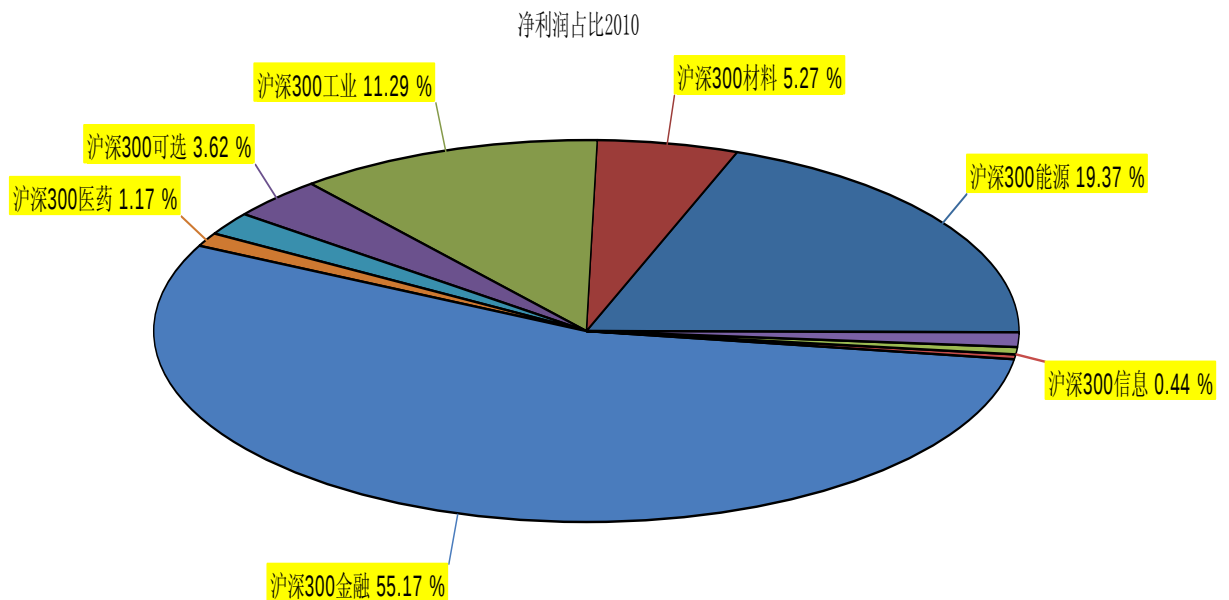
数据来源: WIND

(三)、分行业来看

图表 11：2009 年各行业净利润占比



图表 12：2010 年各行业净利润占比情况



四、市场整体估值压力加大

（一）、高估值板块回落，全年调整压力大

这将使得 2010 年大红大紫的新兴产业个股和消费类个股估值回归的压力非常之大，因为业绩的增长难以支撑大幅透支未来的股价。经过长期的上涨之后，该类概念股价值回归的概率较大，并且不排除市场出现那里来到那里去的极端情况。出脱高估值品种，买入近期低估值品种或将使得低估值板块出现一定的脉冲式机会，但这个高度和持续性需要谨慎的看待。

（二）、低估值板块有提升空间，但或许有限，且有可能长期享受低估值待遇

因为上段所述原因，低估值品种具备一定的估值提升空间。但由于股指期货交易门槛的存在，使得大量机构和普通小额投资者没有办法入场，从而事实上造成市场交易的不公平。在这样的局面没有办法出现根本改观的情况下，就此期望市场走出一波波澜壮阔的牛市为时尚早。2011 年更大的可能或许是一个震荡蓄势之年，为来年的行情做准备。

（三）、直接融资规模的增大，或许使得低估值成为常态

2010 年沪深历史上直接融资再创新高，不但发行数量达到历史新高，直接融资的规模也再次刷新历史新高，并且占据了全球直接融资规模的大约七成左右。根据目前的新股发行节奏，2011 年或许仍然是一个融资大年，而这也显然将制约资本市场上行的高度，甚至促使股指不断的下行。

五、行业配置建议

统计局在 2011-1-20 公布了 2010 年的一系列数据，其中 CPI 依然维持在高位，且由于翘尾因素的影响了 2011 年上半年 CPI 依然将维持在高位，甚至不排除继续攀高的走势。而七大新兴产业以及大消费等概念股在经过一年的大幅炒作之后，短期面临回调的风险较大。由于其他因素，在下半年政策或许将可能出现一定的松动，资本市场也将受到相关的影响。

证监会行业分类	配置建议	原因
建筑行业指数	超配	受益于未来的行业发展
交运仓储指数	超配	行业发展受益
金属非金属指数	标配	超预期可能较小
采掘行业指数	标配	超预期可能较小
金融服务指数	标配	阶段性修复行情
机械设备指数	超配	产业转型受益概念
公用事业指数	低配	无想象空间
造纸印刷指数	低配	高估值难以进一步走高
制造行业指数	标配	将受益于产业升级
木材家具指数	标配	无想象空间
食品饮料指数	低配	估值回归压力大
商业贸易指数	低配	估值回归压力大
石油化工指数	超配	低估值优势
纺织服装指数	标配	产业升级
综合行业指数	低配	无想象空间
信息技术指数	标配	短期估值回归压力大，长期看好
社会服务指数	低配	无想象空间
农林牧渔指数	标配	抗通胀受益概念
电子行业指数	低配	估值回归压力大
文化传播指数	低配	高估值难以进一步提升
其它制造业指数	标配	产业升级受益
医药生物指数	标配	估值回归压力大 抗周期性行业
房地产指数	标配	阶段性机会

数据来源：湘财证券研究所整理

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。