

## 再配置孕育市场反弹——2月A股投资策略报告

A股月度策略报告

2011年1月31日

### 主要观点：

- 全球经济复苏背景下中国经济的内生性增长能力较强，政策调控对短期经济增长的冲击将是有限的。
- 物价在经济增长、货币投放以及季节性影响下短期内有望冲高，即1月CPI将创出本轮物价上涨的新高，达5.5%左右。
- 地产调控新政有利于触发社会财富的再配置。再配置，有利于社会财富向非地产类资产转移，有利于对冲政策紧缩下对资本市场的流动性挤压担忧，有利于修正前期股市流动性的悲观预期，有利于孕育股市反弹。
- 地产调控新政有利于强化管控地产、促进经济转型的政策导向，也有利于社会资源在产业间的再配置。再配置，有利于社会资源向保障房、向关系民生福利的基础性建设转移，有利于向固定资产设备更新、向新兴产业转移，有利于经济的转型。
- 1月中旬市场回落至2700点下方，该估值水平反应了经济增长、货币紧缩下对虚拟市场流动性挤压的担忧。虽然一年期存款利率未到历史高位区域，但资金面的紧张度却接近2008年初的历史高位区域，后续有望有所缓解。因此，在经历1月市场综合指数整理、新兴产业估值大幅回落后，再配置的逻辑有利于估值的向上修正，有利于市场的反弹。2月上证指数可能的运行空间为2650-2900点。
- 操作上，以超跌反弹为运行思路，注重风格的均衡配置。
- 看好围绕水、海洋主题下的水利水电水务和航运、海洋工程装备类个股的投资机会；如：南海发展、龙净环保、葛洲坝，中海集运、神开股份、广船国际等个股。看好军工类主题以及医药、核电、智能电网、新能源汽车的投资机会；如：航天电器，益佰制药、华润三九、马应龙，中国一重、东方电气，合康变频、置信电气、汇川技术，江苏国泰、佛塑股份、江淮汽车等个股。关注破发类个股的超跌反弹机会。
- 风险点：货币政策紧缩的超预期、尤其是加息方式的超预期。

### 策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

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、高增长高通胀，调控对短期增长冲击不大.....                         | 2  |
| 1、经济内生性增长的动因较强.....                               | 2  |
| 2、1月物价有望创新高.....                                  | 4  |
| 3、高增长高通胀下的货币紧缩挤压着市场的流动性.....                      | 4  |
| 二、资金面的紧张度已处历史高位、后续有望有所缓解.....                     | 4  |
| 1、利率飙升、资金面紧张已处于历史高位.....                          | 4  |
| 2、热钱流入尤其是再配置的财富将是资金供给的主要增量.....                   | 6  |
| 三、整体估值已处低位、估值有望向上修正.....                          | 8  |
| 1、市场运行逻辑：估值低位、叠加资金再配置预期.....                      | 8  |
| 其一、整体估值水平合理、权重股处于低位区域。.....                       | 9  |
| 其二、中小板为代表的结构性高估得到了一定的修正.....                      | 10 |
| 其三、估值是锚，再配置是驱动力量。.....                            | 12 |
| 2、投资策略.....                                       | 12 |
| 3、重点个股.....                                       | 14 |
| 4、风险点.....                                        | 14 |
| 图 1：欧美经济景气回升、处于复苏过程中.....                         | 3  |
| 图 2：国内经济增长超预期、工业增加值连续 3 个月上升.....                 | 3  |
| 表 1：通胀压力增大、1 月 CPI 有望达 5.5% 左右.....               | 4  |
| 图 3：央票一二级市场利率严重背离，倒逼加息预期.....                     | 5  |
| 图 4：票据贴现与 SHIBOR 利率来看，资金面的紧张程度已接近上轮紧缩高点.....      | 5  |
| 图 5：准备金回落货币力度也创 2006 年来新高，但央票对冲力度弱化.....          | 6  |
| 图 6：顺差规模缩小、热钱流入.....                              | 7  |
| 图 7：住宅类商品房面积增速在-20%至 45%之间.....                   | 8  |
| 表 2：2010 年 4 月地产调控是 5 月环比销售回落的主因，而非季节性原因.....     | 8  |
| 表 3：2700 点时上证指数的估值水平相对 2300 点回落的空间只有 10%.....     | 9  |
| 表 4：航运、钢铁、银行等板块股价与 2008 年的增持价相比，至今仍亏损或微利.....     | 10 |
| 表 5：国际比较中 A 股整体估值处于中游、合理状态.....                   | 10 |
| 表 6：当前中小板相对上证 180 指数的估值溢价回落至 3 倍左右、渐趋合理.....      | 11 |
| 图 8：中小板相对上证 180 的估值溢价（市盈率 TTM）已经回落至 3 倍附近.....    | 11 |
| 图 9：国外小盘股对大盘股的估值溢价回落现也已稳定（标普 600 与标普 500）.....    | 11 |
| 图 10：国外小盘股对大盘股的估值溢价回落现也已稳定（罗素 2000 与罗素 1000）..... | 12 |
| 图 11：“十一五”期间 7000 亿水利投资的分布具有借鉴意义.....             | 13 |
| 表 7：2 月重点关注个股列表.....                              | 14 |

## 一、高增长高通胀，调控对短期增长冲击不大

### 1、经济内生性增长的动因较强

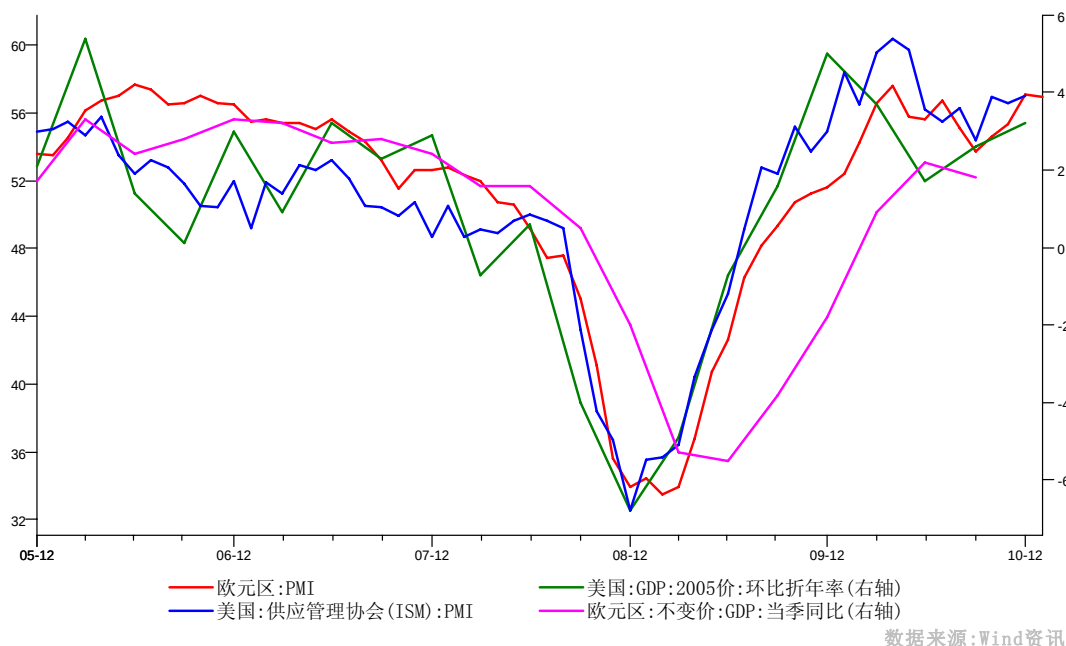
中国经济 2010 年 4 季度 9.8%、高于 3 季度及市场预期。2010 年四季度以来的宏观调控以及节能减排等产业政策的作用下，国内经济再次连续两个季度增长。这表明，在全球经济复苏以及内需的作用下，中国经济内在的增长需求正在增强，政策调控对短期经济增长的冲击将是有限的。

国际上欧美景气指标回升、PMI 数据持续在 50 以上；对应的，美国经济增长连续 3 个季度同比增速

走高、4 季度已经恢复至 3.2%。即，虽然美国房地产市场依然较为低迷，但是美国就业数据的逐渐好转、工业产出的上升以及货币供应量增速的回升，使得美国经济复苏的趋势得到了强化。全球经济的复苏，中国出口持续在 1500 亿美元以上，构成了国内经济增长的外部条件。

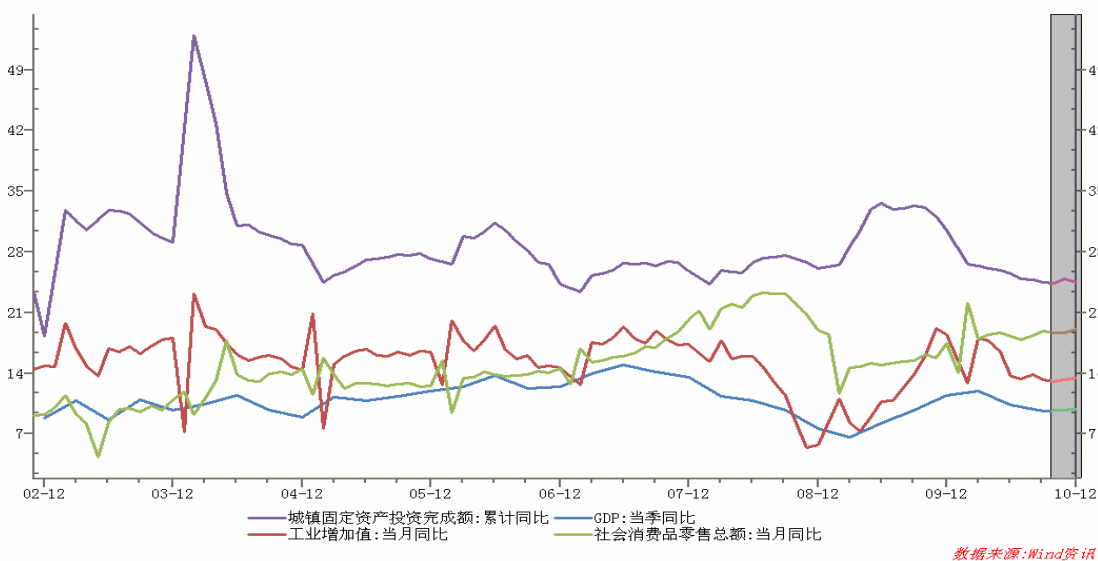
同时，国内工业增加值持续 3 个月增长、12 月恢复至 13.5%。对应着，国内的投资累计同比增速为 24.5%、依然处于较高水平，12 月零售增速则为 19.1%、为 2010 年 3 月以来的最高。物价的上扬，产出分项的增长，表明国内经济内生增长动力较强。

图 1：欧美经济景气回升、处于复苏过程中



数据源自 WIND，东北证券

图 2：国内经济增长超预期、工业增加值连续 3 个月上升



数据源自 WIND，东北证券

## 2、1月物价有望创新高

经济的增长,伴随着物价的高企。距12月CPI由于翘尾因素的原因短暂回落至4.6%、5%以下后,2011年1月的CPI在节日因素等作用下,有望再创新高。

1月农产品批发价以及菜产品批发价环比增速在5%以上,对应1月CPI环比可能在1.5%。即,物价在经济增长、货币投放以及季节性影响下短期内有望冲高,1月CPI将创出本轮物价上涨的新高、达5.5%左右。

表1: 通胀压力增大、1月CPI有望达5.5%左右

|                 | 农产品批发价格总指数 | 菜篮子产品批发价格指数 |
|-----------------|------------|-------------|
| 2010年10月        | 171.5      | 171         |
| 2010年11月        | 176        | 175.5       |
| 2010年12月        | 175        | 173.3       |
| 截止2011年1月27日的均值 | 184.56     | 184.31      |
| 11月环比           | 2.61%      | 2.66%       |
| 12月环比           | -0.56%     | -1.24%      |
| 截止27日的1月环比      | 5.46%      | 6.35%       |

数据源自WIND, 东北证券

## 3、高增长高通胀下的货币紧缩挤压着市场的流动性

经济的超预期增长,有利于消除“二次探底”的担忧,但伴随高增长的通常是较高的通胀水平以及较为严厉的宏观调控政策。

1月中旬股票市场的调整,即主要源于准备金率上调的时点上的超预期以及伴随着的金融市场利率的飙升。政策的严厉紧缩,虽然不至于造成如2008年的市场担忧,但是在某种程度上形成了如2004年的担忧。即,虽然不会担忧紧缩造成经济大幅回落的“二次探底”,但是也会担忧经济增长下的政策紧缩将导致虚拟市场包括投机品市场的资金被动挤压至实体经济、对资本市场流动性产生压力。

我们认为,经济增长背景下紧缩政策对资本市场的资金的挤压将伴随着紧缩政策而持续一段时间,后续的观点将主要在紧缩政策的未来力度以及新增资金的对冲力度。

## 二、资金面的紧张度已处历史高位、后续有望有所缓解

政策紧缩导致了资金面的紧张,使得当前资金市场的紧张程度直逼2008年金融危机前,尤其是货币市场资金利率叠加了季节性因素而出现飙升,利率一阶导偏高。借用一句俗语:冬天来了、春天还会远吗?我们认为,当前A股市场的资金压力,后续有望有所缓解。

### 1、利率飙升、资金面紧张已处于历史高位

从资金市场利率以及货币政策工具使用来看,紧缩已经处于历史高位区域。

当前央票一二级市场利率倒挂,倒逼加息,但未来加息幅度将适度,且以动态差别准备金率调整为宜。1年期央票市场利率(3.39%)与发行利率(2.72%)持续倒挂,倒挂75BP以上,未来加息压力较大。

但过度加息将使得后金融危机下总资产回报率较低的企业盈利能力下降,不利于实体经济的投资积极性、这是我们一直强调的。2007年非金融类上市公司的息税前利润与总资产的比例即总资产回报率在9.9%(2006年为9%),对应的2007年贷款利率平均值为6.9%(6.3%-7.56%);而目前非金融上市公司的总资产回报率在7.5%左右,对应的贷款利率在5.85%。总资产回报率与贷款利率之间利差的缩小,制约了后金融危机时代负债率提高后的非金融企业的盈利能力。因此,加息将是适度的,笔者认为2011年加息2次左右可能较为合理;因为,过度加息、将降低实体企业的生产积极性,实体经济的资金逆流、反而不利于房



地产等投机品的调控。

当前资金市场利率已经逼近 2007-2008 年经济紧缩时的水平。基准利率虽然还在 2.75%，但是 SHIBOR 同期的利率已经飙升至 4% 左右、与 2007 年高点时接近持平，票据直贴利率也达到 8%、也与 2007 年的高点接近。资金市场的紧张较为明显。

同时，从准备金率对冲外汇占款来看，目前准备金率 19%、存款 72 万亿，外汇占款 22.6 万亿，即准备金对冲外汇占款的比例为 60.4%、已经是 2006 年来的历史高位。尽管综合央票和准备金两项的合计对冲的程度为 81% 左右、低于 2008 年的水平。考虑到准备金与央票对冲两者的不同，目前货币紧缩实际上接近 2007 年中后期的水平了。

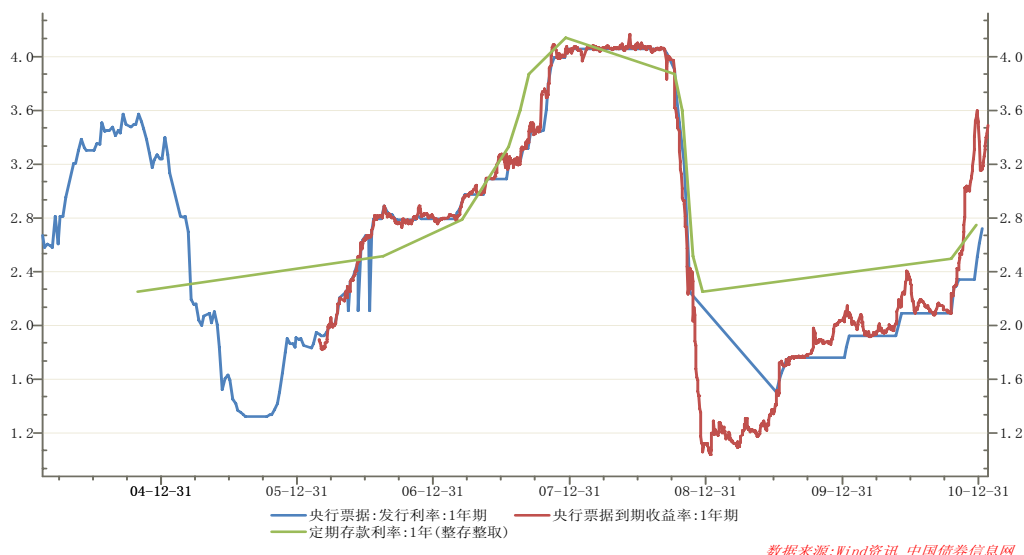
综上可知，无论是以准备金率为代表的货币政策工具还是以资金市场的利率水平来看，当前货币工具的紧缩已经接近 2007 年中后期水平，而资金的紧张程度已经以 2008 年初的程度接近。目前是资金面最紧张的时期，是冬天。后续是进一步的严冬，还是融冰后的春天，抑或是冰水混合物状态呢？

我们认为，目前位置适宜定义为“冰水混合物”的均衡状态。

首先，虽然 1 月 CPI 有望创新高、且不排除 3、4 月份 CPI 上冲 6% 的可能。但是，随着 4 季度以来的货币紧缩，3-6 个月后必将传导至实体经济，即加息等紧缩工具实施后往往伴随着物价经历数月上涨后才会回落，即 1 年期存款恢复至 3% 左右后，政策有望随着通胀的回落而有所缓解。其次，从当前已经升至上轮历史高位附近的利率水平来看，继续上行将会制约实体经济，这一点可以从央行逆回购投放货币可以看出。

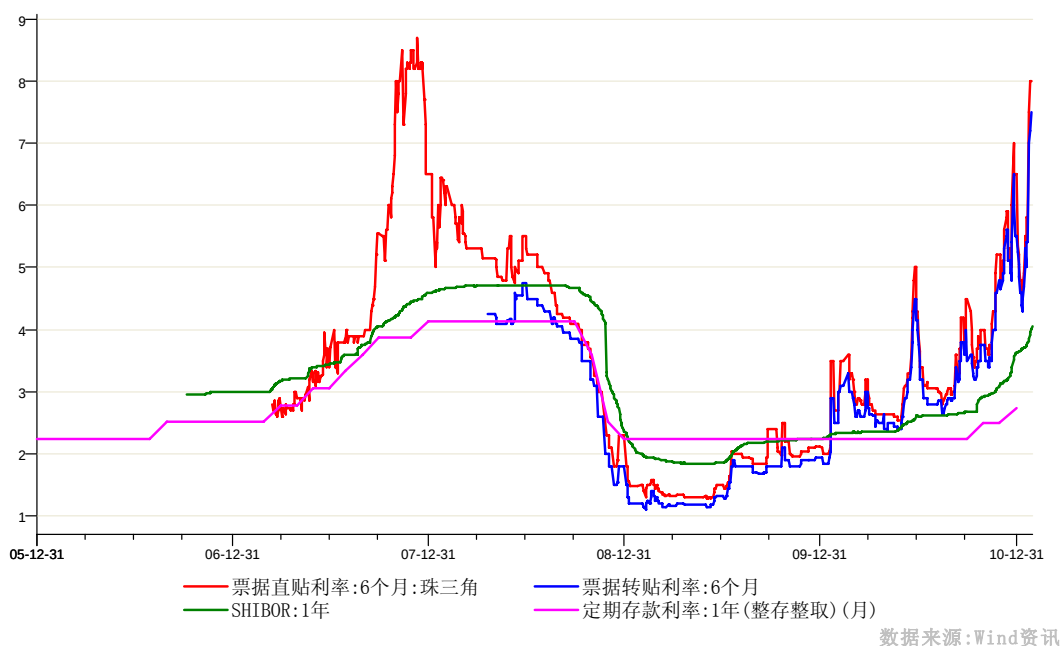
因此，伴随着政策紧缩以及季节性等资金需求因素，当前资金面已经处于紧张状态，而非资金紧张的开始。即适宜定义为“冰水混合物”状态，未来随着通胀的冲高回落以及动态准备金率的实施，有望逐步改善当前的紧张的资金利率市场。

图 3：央票一二级市场利率严重背离，倒逼加息预期



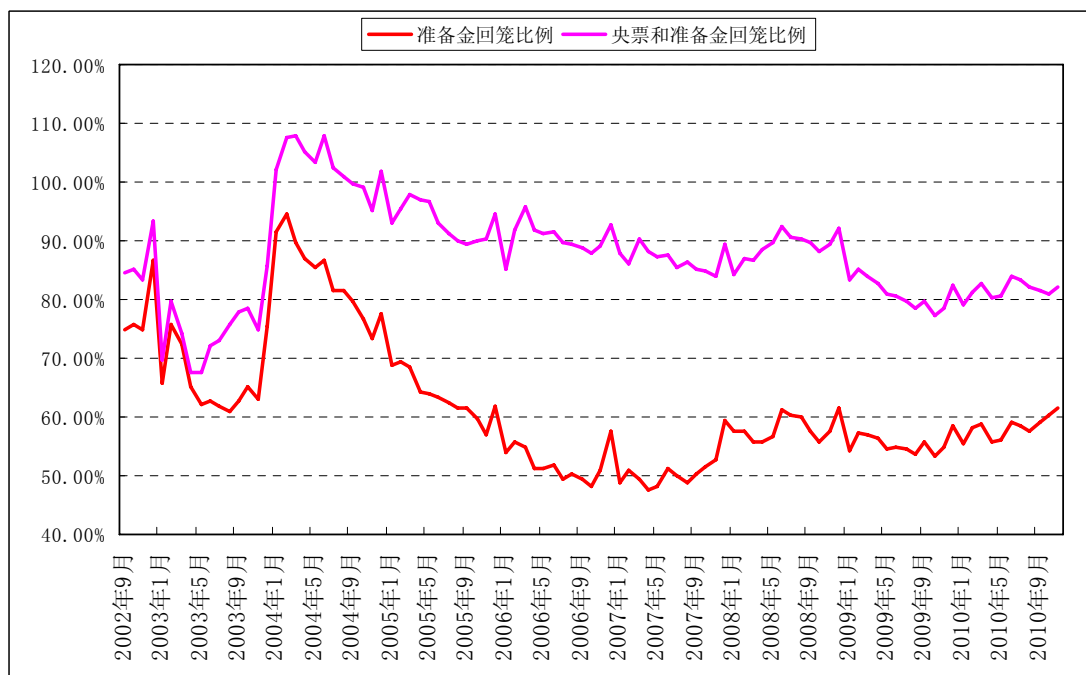
数据源自 WIND，东北证券

图 4：票据贴现与 SHIBOR 利率来看，资金面的紧张程度已接近上轮紧缩高点



数据源自 WIND, 东北证券

图 5: 准备金回落货币力度也创 2006 年来新高, 但央票对冲力度弱化



数据源自 WIND, 东北证券

## 2、热钱流入尤其是再配置的财富将是资金供给的主要增量

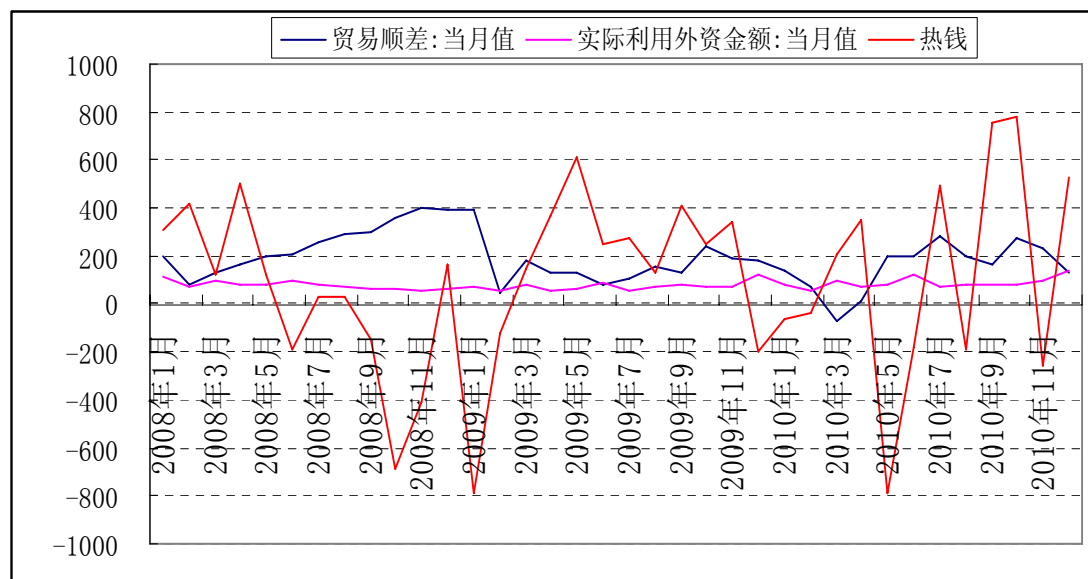
从资金供给主体来看, 热钱的流入以及地产调控下社会财富的再配置将是政策紧缩下资金供给的主要增量, 有望支撑并推动市场反弹。

12 月顺差的减少, 因热钱的流入而无改外汇储备增加的态势。贸易顺差由 11 月的 228 亿骤然回落至 12 月的 130 亿美元, 而以往年份 12 月顺差与 11 月大致持平, 即中国增大进口、减少顺差占比的导向较为

明晰。当时，伴随着人民币的温和升值，距 2010 年 9 月、10 月热钱显著流入后，以外汇储备增额-顺差-FDI 计算的热钱在 12 月出现了 524 亿的净流入。热钱的流入，伴随着准备金的对冲；但是准备金目前依然是不完全的对冲外汇占款方式，虽然法定准备金率由于时点上的流动性紧张。当然，过量的外汇占款还可以通过信贷控制来间接调控。

热钱的流入、准备金的对冲，虽然总量上实现了一定程度的对冲，造成了总量上的某种紧张；但是，由于热钱与准备金对冲流动性，涉及的是境外与境内两个不同资金主体。因而，1 月中小板股回落而上证 180 权重股抗跌甚至上涨，恰恰体现了两种不同资金的风格选择。

图 6：顺差规模缩小、热钱流入



数据源自 WIND，东北证券

目前热钱的流入，在规模上低于 2010 年 9-10 月份，且热钱的特征决定了其脉冲性以及短期性。因此，未来市场资金面的改善，需要新的供给主体。

我们认为，以限购令、房产税等为代表的地产调控，将有望对冲经济增长政策紧缩下对虚拟市场资金挤压的力度；即房地产吸纳的资金有望在资产类市场再配置。就地产资金再配置的规模即潜力来看，有望对冲紧缩对资本市场资金的压力。

具体测算如下：

以 2011 年固定资产投资增速 20%、28.9 万亿美元的固定资产投资规模，以信贷投资比 30%的低值计算，则 2011 年需要信贷的名义额在 8.7 万亿。以 2011 年投放信贷 7.5 万亿计算，则信贷紧缩需要从其他市场挤压 1.2 万亿左右的资金，即基于经济平稳增长、货币信贷紧缩，实体经济需要从其他市场额外吸纳的资金年化的规模在 1.2 万亿左右。

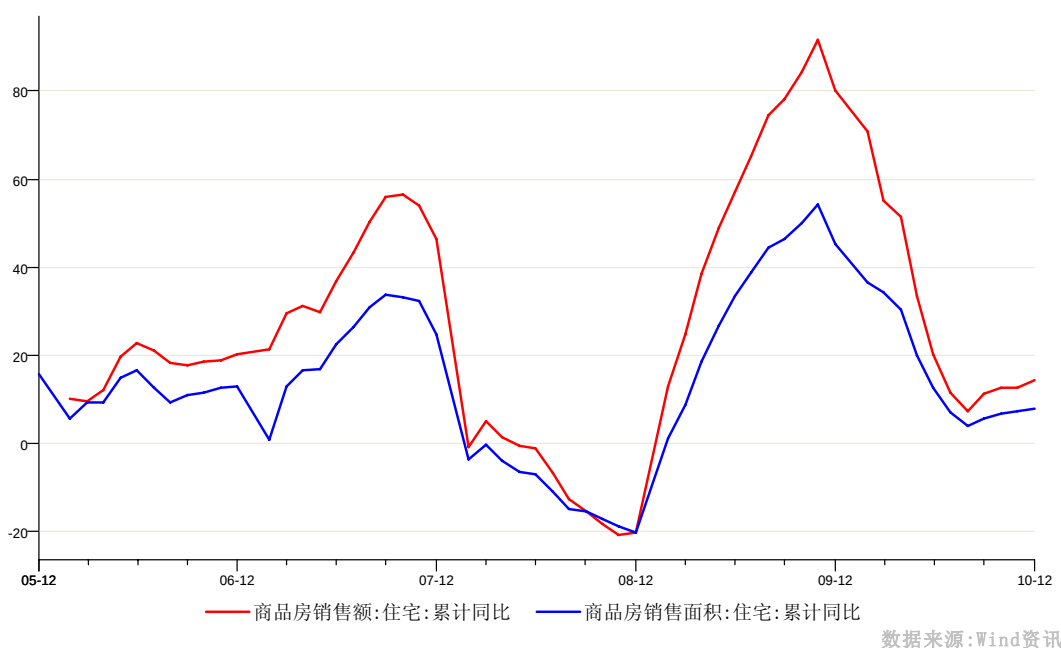
地产调控，将制约房地产的销量。根据 2010 年 4 月地产调控以及北京等地的限购作为本轮新增对地产销量的情景，假定房价保持相对稳定，即销售额的增速等于销售面积的增速。2010 年 5 月住宅类商品房环比销售面积回落 15.6%，而 2007-2009 年 5 月销售面积的环比分别为 11.8%、2.1%、10.6%。因此，以 2% 为最近几年商品房销售的自然增长率、以 15.6%为地产调控对应的静态冲击效应，则至少短期几个月内，受政策影响，房地产销售面积增速环比将可能由正增长转为负增长，冲击效应为 17.7% (2.1%+15.6%)。因此，以 2010 年 9.3 亿平米的住宅销售面积、4.4 万亿的销售额计算，考虑地产调控对自然增量以及相对增量的影响，以销售面积环比回落 17.7%计算，则持续严格的限购政策以及地产调控，将有利于从地产配置中转移约 8000 亿的年化资金。

考虑到 2011 年实际信贷规模的数额与 7.5 万亿的偏差,考虑到地产调控下社会财富再配置规模在月度分布以及规模总量的不确定性,以及考虑到城镇化进程中商品房较高的自然增速(高于 2.1%、可能在 5-10%),我们认为,地产配置中可供转移的资金规模应该在 8000 亿以上。

因此,地产调控下再配置的资金潜在规模应该在 8000 亿以上,将较大部分的对冲政策紧缩所导致虚拟市场向实体经济转移的资金规模。再配置,有利于社会财富向非地产类资产转移,有利于对冲货币紧缩下对资本市场的流动性挤压担忧,有利于修正前期股市流动性的悲观预期,有利于股市估值的向上修正。

所以,地产限购令将有利于缓和股票市场流动性紧张的预期,同时,以房产税、交易税、限购等地产政策的调控,反而有利于中国经济转型的预期。

图 7: 住宅类商品房面积增速在-20%至 45%之间



数据源自 WIND, 东北证券

表 2: 2010 年 4 月地产调控是 5 月环比销售回落的主因, 而非季节性原因

|                           | 4 月销售面积 | 4 月销售额 | 5 月销售面积 | 5 月销售额 | 5 月销售面积环比增速 | 5 月销售额环比增速 |
|---------------------------|---------|--------|---------|--------|-------------|------------|
| 2007 年                    | 3740    | 1216   | 4182    | 1431   | 11.83%      | 17.69%     |
| 2008 年                    | 4163    | 1554   | 4251    | 1693   | 2.10%       | 8.91%      |
| 2009 年                    | 5876    | 2648   | 6499    | 3051   | 10.61%      | 15.23%     |
| 2010 年                    | 7249    | 3846   | 6113    | 2816   | -15.67%     | -26.78%    |
| 增速(2010 年 5 月-2008 年 5 月) |         |        |         |        | -17.77%     | -35.69%    |

数据源自 WIND, 东北证券

### 三、整体估值已处低位、估值有望向上修正

#### 1、市场运行逻辑：估值低位、叠加资金再配置预期

1 月市场以反弹、回落、反弹的区间震荡式的“夹层行情”来演绎,较为充分的释放了以中小板、创业板为代表的高估值板块的估值风险,其主要的驱动逻辑在于经济增长、货币紧缩下流动性收缩对股票市



场结构性高估的风险释放。对应上证指数以整固为主，而中小板、创业板等则回落显著，即对中小板高配置的投资者适宜将转为均衡配置。

展望 2 月市场，我们认为，货币的紧缩与整体估值的支撑之间的博弈是大逻辑，当前资金面处于“冰水混合物”的均衡状态；同时，以地产调控、资产再配置为逻辑，有望对冲前期货币紧缩对虚拟市场的挤压，在估值整体低位、估值结构趋于合理的支撑下，有望形成市场反弹的逻辑。

地产调控新政，有利于强化管控地产、促进经济转型的政策导向，也有利于社会资源的再配置。再配置，有利于社会资源向保障房、向关系民生的基础设施建设转移，有利于向固定资产设备更新、向新兴产业转移，有利于经济的转型。这不仅对估值水平已经接近历史低点的 A 股市场整体形成支撑，更有利于估值溢价得到较大修复的新兴产业的反弹。

具体而言：

### 其一、整体估值水平合理、权重股处于低位区域。

对比 1664 点、2300 点，目前整体估值离 2300 点的底部 10% 左右；上证 180 为代表的权重股离 2300 点时只有 3% 左右，即 A 股整体估值已经处于历史估值底部区域。在当前经济不存在二次探底的前景下，市场估值不适宜采用 1664 点的极端场景，而 2300 点时的估值理应是较为谨慎的状态。因此，2700 点下方，市场即进入恐慌阶段，破发与增持齐现；策略上此时往往适宜采用反向策略，而非跟随恐慌。

除了参考整体估值外，考察 2008 年金融危机期间出现了大幅的增持。其中，增持至今依然亏损或微利的股票主要集中在航运、钢铁、银行、地产等权重股，这表明，该类板块在货币紧缩过程中将不会遭受产业资本的减持，因而，具有较高的安全边际。据此推断、指数整体回落的空间应该是有限。

同时，国际视野比较中 A 股整体估值即权重股估值具有国际价值，人民币温和升值下 12 月以来热钱呈现流入状态，热钱流入有利于权重股的企稳。

表 3：2700 点时上证指数的估值水平相对 2300 点回落的空间只有 10%

| 板块名称   | 市盈率 TTM  |          |           | 市净率      |          |           | 市盈率<br>相对<br>2300 点<br>的溢价<br>幅度 | 市净率<br>相对<br>2300 点<br>的溢价<br>幅度 |
|--------|----------|----------|-----------|----------|----------|-----------|----------------------------------|----------------------------------|
|        | 20081027 | 20100701 | 201101020 | 20081027 | 20100701 | 201101020 |                                  |                                  |
| 全部 A 股 | 13.38    | 17.28    | 19.04     | 1.97     | 2.43     | 2.73      | 10.19%                           | 12.35%                           |
| 中小企业板  | 15.97    | 35.7     | 43.89     | 2.17     | 4.25     | 5.31      | 22.94%                           | 24.94%                           |
| 上证 180 | 12.31    | 13.54    | 13.71     | 2.02     | 2.12     | 2.19      | 1.26%                            | 3.30%                            |
| 沪深 300 | 12.23    | 14.2     | 14.88     | 2.03     | 2.22     | 2.36      | 4.79%                            | 6.31%                            |
| 钢铁     | 5.84     | 13.92    | 20.38     | 0.92     | 1.21     | 1.42      | 46.41%                           | 17.36%                           |
| 房地产    | 15.81    | 18.89    | 21.36     | 1.79     | 2.35     | 2.6       | 13.08%                           | 10.64%                           |
| 银行     | 9.36     | 9.5      | 9.37      | 1.8      | 1.82     | 1.74      | -1.37%                           | -4.40%                           |
| 保险     | 32.26    | 19.21    | 17.39     | 3.06     | 3.37     | 2.89      | -9.47%                           | -14.24%                          |
| 家用电器   | 15.32    | 19.01    | 22.34     | 1.73     | 2.97     | 3.55      | 17.52%                           | 19.53%                           |
| 汽车整车   | 10.56    | 11.34    | 13.72     | 1.11     | 2.39     | 2.83      | 20.99%                           | 18.41%                           |
| 煤炭开采   | 9.86     | 14.76    | 17.81     | 2.02     | 2.53     | 3.13      | 20.66%                           | 23.72%                           |

数据源自 WIND，东北证券

表 4：航运、钢铁、银行等板块股价与 2008 年的增持价相比，至今仍亏损或微利

| 代码        | 名称   | 增持日期     | 增持日至今涨跌幅% |
|-----------|------|----------|-----------|
| 600005.SH | 武钢股份 | 08-9-11  | -37.19    |
| 601919.SH | 中国远洋 | 08-9-13  | -21.28    |
| 600808.SH | 马钢股份 | 08-9-13  | -17.24    |
| 600895.SH | 张江高科 | 08-12-30 | -10.99    |
| 600017.SH | 日照港  | 08-9-23  | -9.57     |
| 601898.SH | 中煤能源 | 08-9-24  | -8.6      |
| 601988.SH | 中国银行 | 08-9-24  | -5.19     |
| 601857.SH | 中国石油 | 08-9-23  | -4.78     |
| 600087.SH | 长航油运 | 08-9-5   | -2.76     |
| 600096.SH | 云天化  | 09-2-5   | -1.25     |
| 601398.SH | 工商银行 | 08-9-24  | 4.51      |
| 600050.SH | 中国联通 | 08-9-25  | 5.41      |
| 600325.SH | 华发股份 | 08-10-7  | 10.07     |
| 601939.SH | 建设银行 | 08-9-24  | 10.25     |

数据源自 WIND，东北证券

表 5：国际比较中 A 股整体估值处于中游、合理状态

|              | 最新    | 市盈率   | 股息率  | 市净率  | 分红率   |
|--------------|-------|-------|------|------|-------|
| 道琼斯工业指数      | 11977 | 14.06 | 2.40 | 2.76 | 33.78 |
| 英国富时 100 指数  | 5918  | 17.76 | 3.04 | 1.96 | 54.05 |
| 日经 225 指数    | 10424 | 20.40 | 1.65 | 1.37 | 33.58 |
| 纳斯达克综合指数     | 2719  | 33.88 | 0.93 | 2.98 | 31.38 |
| 俄罗斯 RTS 指数   | 1864  | 8.91  | 1.50 | 1.28 | 13.33 |
| 巴西圣保罗指数      | 69427 | 13.98 | 3.42 | 1.81 | 47.76 |
| 印度 SENSEX 指数 | 18969 | 17.17 | 1.34 | 3.26 | 22.95 |
| 上证指数         | 2677  | 17.05 | 1.56 | 2.45 | 26.52 |
| 香港恒生指数       | 23789 | 14.61 | 2.63 | 1.99 | 38.44 |
| 中国 H 股指数     | 12562 | 13.27 | 2.22 | 2.15 | 29.44 |
| AH 溢价指数      | 97.28 |       |      |      |       |

数据源自 WIND，东北证券

## 其二、中小板为代表的结构性高估值得到了一定的修正

货币紧缩下权重股整体估值较难提升，这为中小盘股的相对高估值溢价提供了支撑。2010 年 10 月以来中小板与上证 180 指数的估值(市盈率 TTM)溢价一直处于 2.8-3.7 倍区间，当前该溢价水平回落至 3.09 倍。考虑到 2010 年四季度的业绩增长以及 2011 年 20%左右的增长，尽管中小板整体估值溢价在 3 倍左右，依然较高，但 2011 年动态市盈率已经接近 30 倍左右，这为中小板的反弹提供了支撑。

同时，我们发现，中小盘股的高溢价是国际现象且存在着国际联动性。考察代表中小盘股的标普 600 指数、罗素 2000 指数与代表中大盘股的标普 500 指数、罗素 1000 指数的市盈率估值比，我们发现，两者的估值溢价在 1 月份均出现了回落、与 A 股相似；且近期，这种估值溢价的回落均出现了企稳且回升的迹象。

我们认为，年报业绩的披露期，使得业绩波动性本来就高的中小盘股较为明显的承受着估值修正的压力，从而出现估值溢价修正的国际特征。相对而言，A股市场由于受紧缩压力，使得A股的这种修正显得更为剧烈些而已。

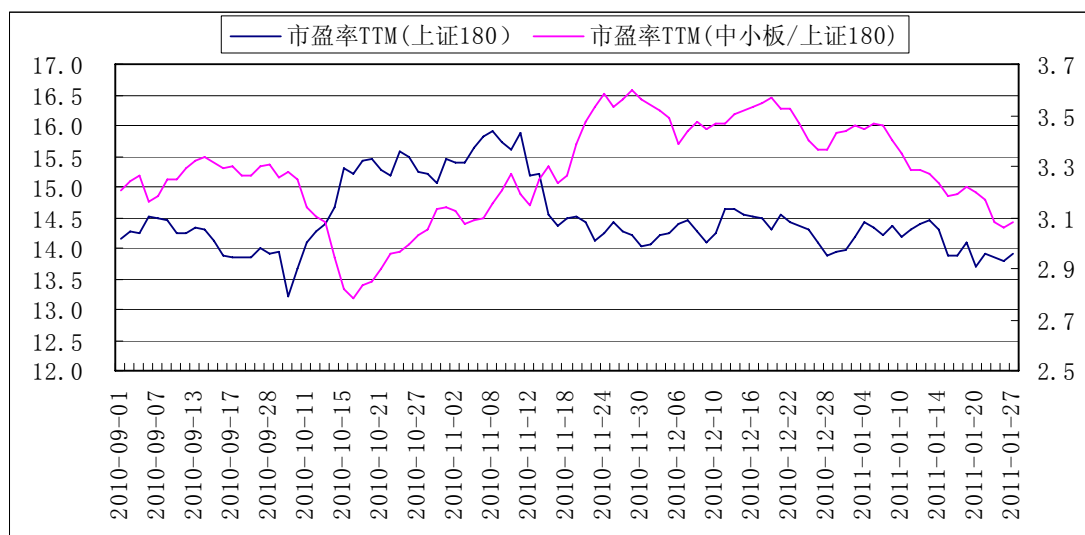
因此，基于中小盘股估值溢价已经出现了一定的修正，同时，国际视野下这种估值溢价有望企稳、回升，以新兴产业为代表的中小盘股有望获得反弹的空间。

表 6：当前中小板相对上证 180 指数的估值溢价回落至 3 倍左右、渐趋合理

| 板块名称       | 市盈 TTM2008-10-27 | 市盈 TTM2010-7-1 | 市盈率 TTM 最新 |
|------------|------------------|----------------|------------|
| 全部 A 股     | 13.38            | 17.28          | 19.41      |
| 中小企业板      | 15.97            | 35.7           | 43.57      |
| 上证 180     | 12.31            | 13.54          | 14.1       |
| 沪深 300     | 12.23            | 14.2           | 15.29      |
| 中小板/上证 180 | 1.30             | 2.64           | 3.09       |

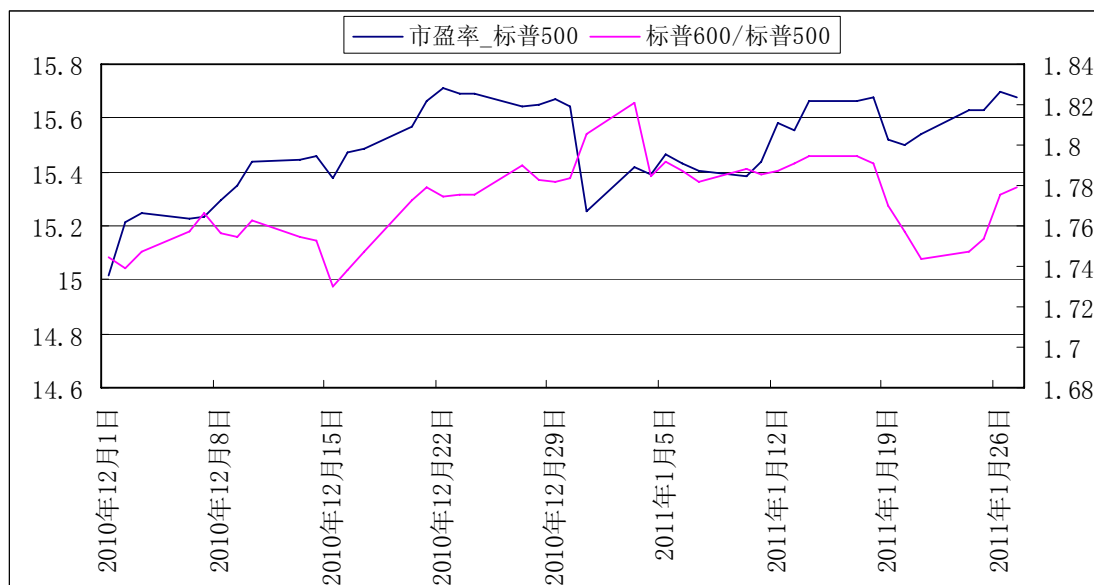
数据源自 WIND，东北证券

图 8：中小板相对上证 180 的估值溢价（市盈率 TTM）已经回落至 3 倍附近



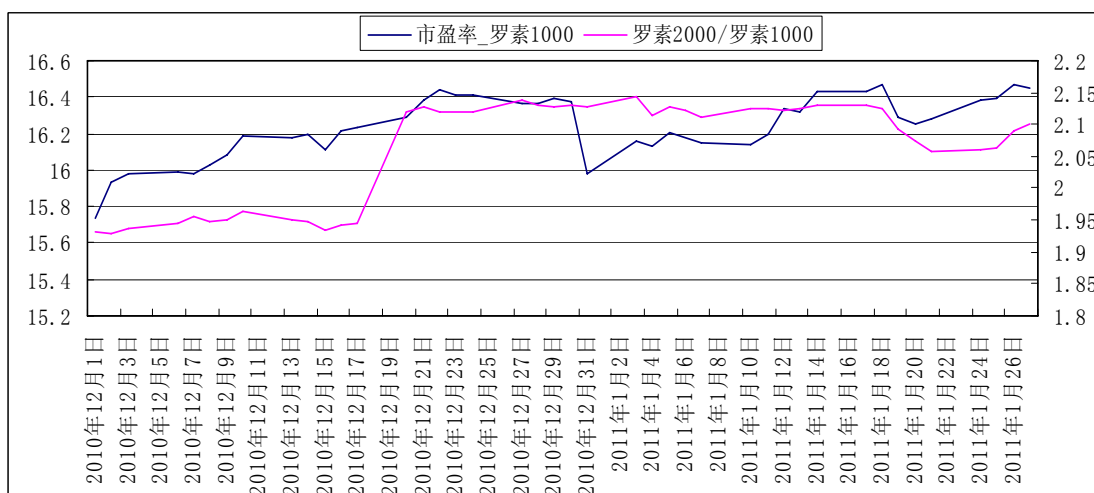
数据源自 WIND，东北证券

图 9：国外小盘股对大盘股的估值溢价回落后现已稳定 (标普 600 与标普 500)



数据源自彭博，东北证券

图 10：国外小盘股对大盘股的估值溢价回落后现已稳定(罗素 2000 与罗素 1000)



数据源自彭博，东北证券

### 其三、估值是锚，再配置是驱动力量。

估值水平以及估值结构的合理化，为市场企稳提供了锚。而再配置的逻辑，既有利于强化结构转型、继续唤起市场对新兴产业的关注，同时，再配置有利于修正流动性的悲观预期。

因此，在货币紧缩导致的资金面压力处于历史高位时，在央行采用逆回购操作投放货币时，当前的资金面紧张不宜解读为紧张的开始、虽然一年期存款利率尚在 2.75% 水平但毕竟资金面市场的利率已经到了历史高点附近了，适宜定义为资金面紧张的中后期，即冰水混合物状态、未来有望逐渐融化。在政策紧缩力度的边际有望随着物价阶段性的冲高回落时，财富及资产的再配置将是未来市场反弹的驱动力量。

## 2、投资策略

1 月中旬市场回落至 2700 点下方，该估值水平反应了经济增长、货币紧缩下对虚拟市场流动性挤压的担忧。我们认为，虽然一年期存款利率未到历史高位区域，但资金面的紧张度却接近 2008 年初的历史高位

区域，后续有望有所缓解。因此，在经历 1 月市场综合指数整理、新兴产业估值大幅回落后，再配置的逻辑有利于估值的向上修正，有利于市场形成反弹的格局。2 月上证指数可能的运行空间为 2650-2900 点。

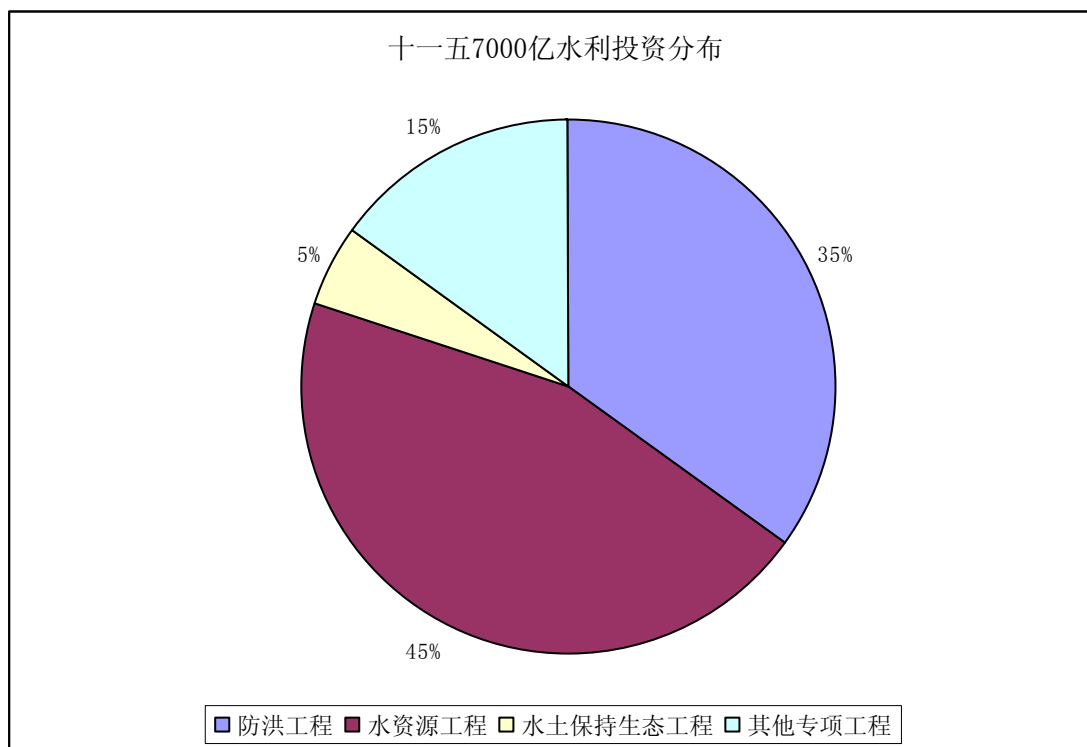
需要说明的是，地产资金的转移、社会财富的再配置，对股市的利好是建立在股市整体估值当前较低的条件之下，估值以修复为主、提升较难；另外，资金的再配置，最终将直接或间接的冲击物价体系，加剧通胀压力，并引来进一步紧缩的政策。因此，目前适宜定义为具有一定空间的反弹行情。

操作上，以超跌反弹为运行思路，注重风格的均衡配置。对受地产调控影响、需要观察的金融地产的反弹持中性观点；相反，看好围绕水、海洋主题下的水利水电水务和航运、海洋工程及装备类个股的投资机会；看好军工类主题以及医药、核电、智能电网、新能源汽车的投资机会；关注破发类个股的超跌反弹机会。

——看好围绕水、海洋主题下的水利水电水务和航运、海洋工程装备类个股的投资机会；

一号文件强调加快水利建设，重视水资源。预计未来十年水利投资 4 万亿、十二五期间 2 万亿，以十一五期间 7000 亿计算，则未来 5 年水利投资的复合增长率在 23% 左右；该增速以战略性新兴产业的未来 5 年的投资增速持平，是为又一个新兴产业的逻辑。预期未来在防洪、水资源工程、水土保持等方面的投资将继续加大。因此，可以关注水利水电类工程建设及材料装备以及水务等；并对海洋经济下的海洋工程及装备类个股保持关注。

图 11：“十一五”期间 7000 亿水利投资的分布具有借鉴意义



数据源自水利部、东北证券

——看好军工类主题以及医药、核电、智能电网、新能源汽车的投资机会；

以航母及航母编队为主题的军工概念股值得关注。10 万吨级大型航空母舰造价 40 亿美金，舰载飞机 100 多亿美金，护航舰队 100 多亿美金，全寿命周期费用 400 多亿美金。以尼米兹级核动力航母为例，通常建造时间为期三年到五年，一般是三年下水，然后用 2 年左右时间安装设备、调试等。然后一般要经过三年左右的试航、测试期，最后才能正式服役。小型航母：设计 2 年，建造 2 年，海试 1 年（包括海上飞行适应性训练），总共 5 年的时间就能基本形成战斗能力。相对与中国 2009 年国防支出 4950 亿而言，航母



概念为军工股提供了较强的想象空间；同时，军工股所具有的高端装备概念以及央企整合概念，也是短期内的投资主题。

医药类股较早进入调整，目前 2011 年的动态市盈率回落至 30-35 倍，投资价值逐渐现象。

核电、智能电网、新能源汽车，作为未来能源生产、传输、使用的主要环节，具有长期投资价值。

——关注破发类个股的超跌反弹机会。新股的破发，往往预示着市场进入了恐慌；同时，破发概念股往往在反弹中具有较强的表现。但是，本轮新股破发密集、短时间内十多只股票破发，更多的显示了新股高发行价下的系统性风险释放。因此，本轮大范围破发的新股的系统性机会可能远小于 2008 年破发新股的表现。投资者需鉴别对待、不宜过高看待其系统性机会。

### 3、重点个股

表 7：2 月重点关注个股列表

| 代码     | 名称   | 收盘价    | 市值     | 市盈率 TTM | 市盈率<br>2010_WIND | 市盈率<br>2011_WIND |
|--------|------|--------|--------|---------|------------------|------------------|
| 300048 | 合康变频 | 53.00  | 65.22  | 79.88   | 64.45            | 37.92            |
| 600517 | 置信电气 | 14.85  | 91.88  | 31.71   | 27.69            | 20.78            |
| 300124 | 汇川技术 | 137.18 | 148.15 | 78.72   | 75.82            | 49.28            |
| 600388 | 龙净环保 | 29.04  | 60.37  | 24.43   | 23.02            | 20.51            |
| 600068 | 葛洲坝  | 14.28  | 498.01 | 34.55   | 30.24            | 23.40            |
| 600323 | 南海发展 | 15.56  | 42.18  | 7.78    | 9.59             | 23.71            |
| 601866 | 中海集运 | 5.03   | 398.99 | 26.83   | 16.53            | 14.50            |
| 002278 | 神开股份 | 15.23  | 33.19  | 43.91   | 37.89            | 28.63            |
| 600685 | 广船国际 | 30.10  | 101.52 | 20.84   | 20.96            | 19.52            |
| 002025 | 航天电器 | 11.95  | 39.44  | 34.44   | 30.99            | 24.68            |
| 600594 | 益佰制药 | 18.29  | 64.52  | 35.94   | 34.66            | 26.17            |
| 000999 | 华润三九 | 21.89  | 214.28 | 26.63   | 25.04            | 19.96            |
| 600993 | 马应龙  | 37.58  | 62.30  | 46.93   | 37.89            | 28.21            |
| 002091 | 江苏国泰 | 23.33  | 69.99  | 39.96   | 36.83            | 28.32            |
| 000973 | 佛塑股份 | 13.25  | 81.16  | 60.53   | 53.23            | 34.32            |
| 600418 | 江淮汽车 | 11.67  | 150.40 | 16.34   | 14.12            | 10.27            |
| 601106 | 中国一重 | 7.22   | 472.04 | 47.90   | 38.02            | 26.33            |
| 600875 | 东方电气 | 33.26  | 553.40 | 30.02   | 28.59            | 21.90            |

数据源自 WIND，东北证券

### 4、风险点

货币政策紧缩的超预期、尤其是加息方式的超预期。虽然当前的股市对 1 月 CPI 冲高及随后的加息已经较为充分的预期，但是如果下一次如 12 月加息一样，继续大幅度扩大定存(3 月)与活期的利差，则将降低储蓄活化比例、也降低财富再配置过程中对风险资产的配置比例。这将制约在通胀回落、政策趋缓之前股市的反弹空间。

## 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。