

[2011.02.01]

以波段操作应对震荡 以估值安全选择个股

——2011 年 2 月 A 股投资策略报告

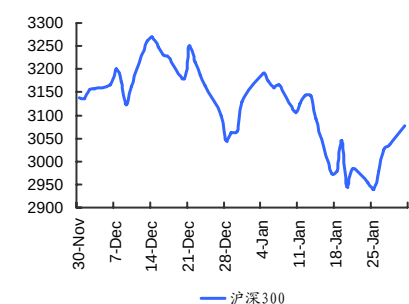
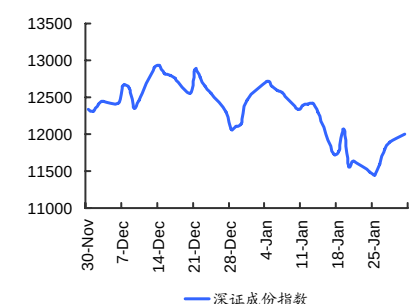
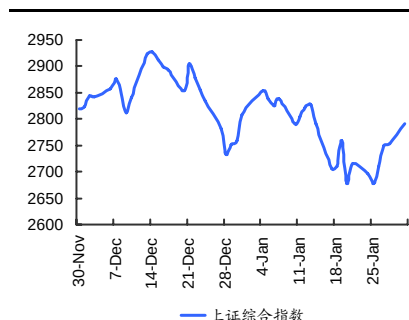
证券分析师 周 喜 S1150511010017 022-28451972

投资要点:

- 我们坚持认为，2 月份市场整体将继续维持震荡格局，而决定其是震荡向上（或强势震荡）、还是震荡向下（或弱势震荡）的关键则依然是以货币政策为主的调控力度，每当调控进入政策观察期，投资者情绪渐归平稳将令市场迎来局部活跃的可能，并由此促成指数的间歇性向好，但在通胀没有得到有效遏制之前，货币政策的总体方向必然以收紧为主，由此指数难有趋势性机会，对此投资者需牢记在心。而在风格层面，我们则认为相对于具备高成长预期的高估值板块而言，低估值且业绩增长平稳的价值类个股无疑拥有更高的安全边际。
- 我们需要提请投资者关注的是，前一阶段流动性预期的收紧直接导致了市场估值重心的下移，这是各行业下跌的关键，所以高估值板块往往面临更大的股价调整压力。然而，如果我们将目光投向 3、4 月份的市场，那么业绩层面的波动则是我们需要密切关注的另一个关键因素：一方面，就经济理论而言，为了抑制通胀而实施的紧缩性货币调控将抑制经济增长，一旦该情况逐步在数据层面得到证实，那么市场将因业绩预期的下调而迎来新一轮的调整；另一方面，3、4 两个月财报的密发布，将令上市公司（特别是那些被市场寄予高成长厚望的中小市值个股）面临现实的考验，盈利预期调整将直接导致中小市值个股走势的分化。
- 我们一方面建议投资者继续维持适度的低仓位以抵御指数震荡所带来的风险；而另一方面，投资者应当降低投资收益预期，波段操作则是未来一段时期内的主要手段。具体到品种方面，我们认为可从两个方面入手：

其一，继续关注具备较高估值安全边际的价值类个股，此时相对于高估值的成长股，价值股所体现出的安全性无疑对资金更具吸引力，对比历史估值，并参考 2011 年各行业业绩增长预测，推荐关注金融服务、建筑建材、综合、公用事业和家用电器等行业。另外，如果从自下而上的角度入手，那些业绩高成长确定性强且能令其估值有效回归的个股也同样值得关注。

其二，关注超跌反弹带来的交易性机会，既然是从超跌反弹入手，那么显著的跌幅无疑是标的选择的首要条件，但除此之外，估值的合理性以及是否符合消费升级和产业升级概念等，也是把握超跌反弹交易性机会的重要标准。



相关报告

《多战线配置 精细化管理》

——2011 年 1 月份 A 股投资策略

《成长引领投资 升级仍是关键》

——2011 年 A 股投资策略

《以业绩寻求价值

以预期追寻成长》

——2010 年四季度 A 股投资策略

《应对市场震荡 配置交易两不误》

——2010 年 9 月 A 股投资策略

1. 高通胀蔓延 收货币加力

进入一月份，我们看到不仅身处“高增长、高通胀”之中的新兴经济体继续实施紧缩的货币政策，而且随着英国和欧元区通胀水平的快速攀升，有关发达经济体将逐步回收流动性的预期也显著增强。

1.1 通胀快速攀升 紧缩预期增强

图 1：美国通胀水平依然平稳

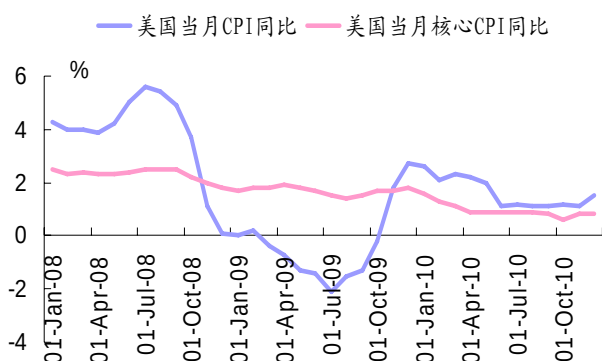
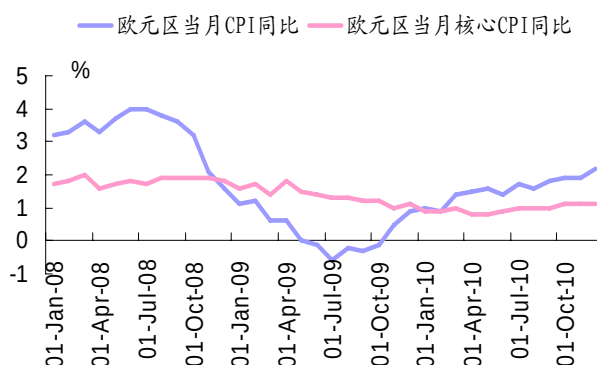
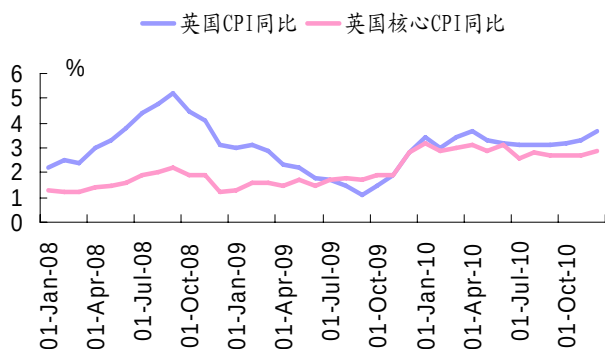


图 2：欧元区通胀显著高企



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 3：英国通胀水平快速攀升



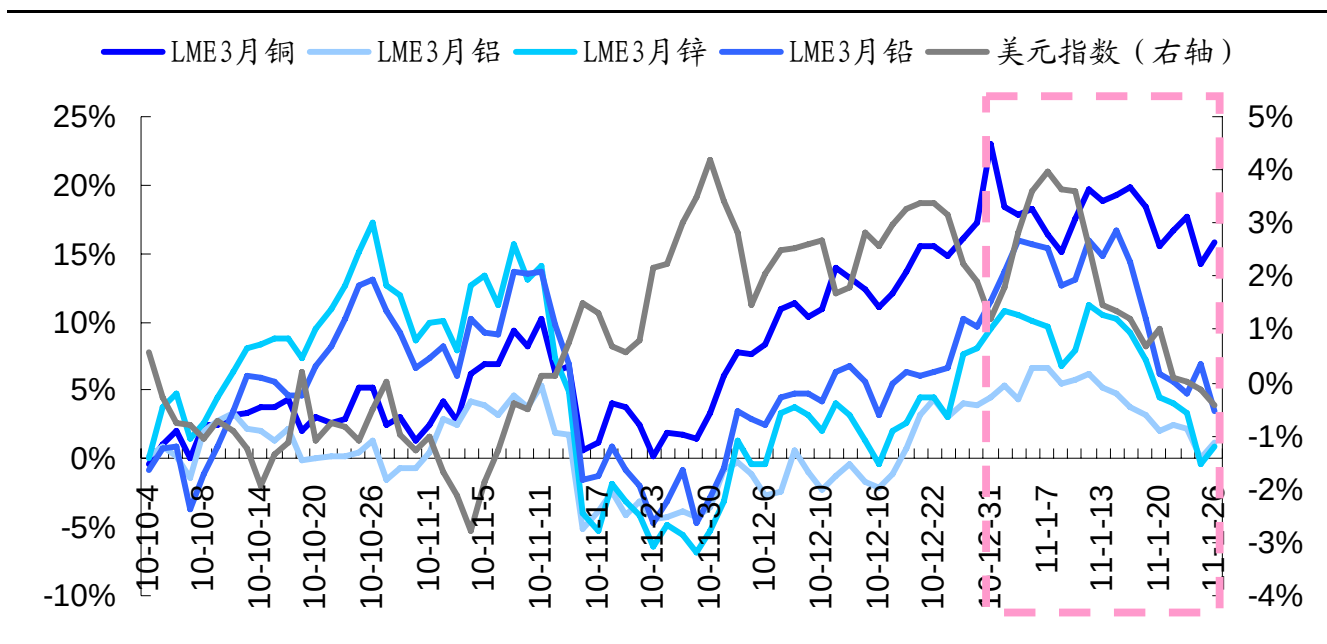
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

进入 12 月份，之前持续宽松且不断加力的货币政策令英国、欧元区以及美国的通胀水平均有不同程度回升，就其压力而言，英国最大，欧元区次之，美国则最小。数据显示，虽然 2010 年 12 月美国和欧元区 CPI 当月同比较 11 月份分别回升 0.4 和 0.3 个百分点，但是核心 CPI 增速则与 11 月持平；相对于此，英国 CPI 同比在升至 3.7% 的同时，其核心 CPI 增速也较 11 月份上升 0.2 个百分点，达 2.9%。面对不同的通胀压力，市场预计主要发达经济体将相继进入政策收缩期，

而英国则可能最先实施这一政策转变。

正是由于市场预期，英国和欧元区回收流动性的时点会早于美国，所以进入新年后，英镑及欧元相对于美元的升值幅度均超过 2%（此外，西班牙和葡萄牙国债顺利发行在弱化市场对欧债危机担忧的同时，也促成了该区域内货币的走强），进而促使美元指数不断走低。与此同时，流动性收紧的预期令货币体系相对于商品体系出现升值，于是我们看到，在美元指数不断走低的同时，以铜铝铅锌为代表的大宗商品价格也出现不同程度的回落。

图 4：政策收紧预期令大宗商品与美元指数同向变动



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.2 经济增长超预期 控通胀任重道远

相对于发达经济体而言，包括中国在内的新兴经济体则早已因高通胀压力而采取了逐步紧缩的货币政策，继 2010 年 5 次上调存款准备金率和 2 次上调存贷款基准利率后，进入 1 月份，面对银行信贷的超速投放以及 2010 年四季度超预期的经济增长，央行于 1 月 14 日再度宣布上调存款准备金率 0.5 个百分点。

1.2.1 2010 年四季度经济增长超预期

国家统计局数据显示，2010 年 4 季度 GDP 同比增长 9.80%，比 3 季度加快 0.20 个百分点，好于此前市场普遍预期的 8.70%。其中，规模以上工业增加值同比增

速较上月提高 0.20 个百分点。我们认为，2010 年四季度经济增速超预期主要是因为：（1）外需改善程度好于预期。虽然 12 月份出口同比和环比增速均有所下降，但主要是去年同期的高基数导致的，世界经济基本面依然稳健恢复。（2）从供给方面来看，限产措施有所放松。虽然年底很多地区仍面临“十一五”节能减排达标压力，但部分地区由于已确定能实现目标而放松了控制。

图 5: 2010 年四季度 GDP 增速超越预期

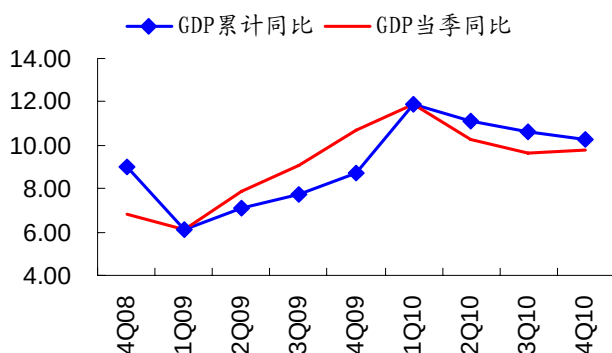
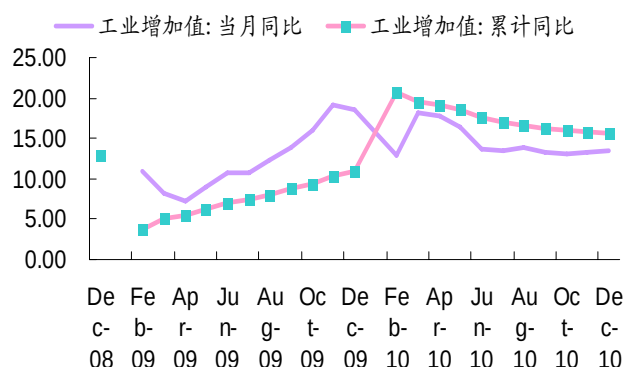


图 6: 2010 年 12 月份规模以上工业增加值增速意外回升



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.2.2 12 月通胀如期回落 但上半年压力仍大

虽然 2010 年 12 月 CPI 和 PPI 涨幅均显著回落，但这仅仅是因为翘尾因素消失带来的阶段性回落，从推动 CPI 上涨的具体因素看，非食品价格涨幅已经连续三个月上涨，显示非食品领域的通胀压力在增加。此外，考虑到 12 月底以来国内大范围雨雪冰冻天气和春节期间集中消费等季节性因素对食用农产品价格的推升，1 月份的通胀水平将再度走高。

图 7: 2010 年 12 月 CPI 和 PPI 如期阶段性回落

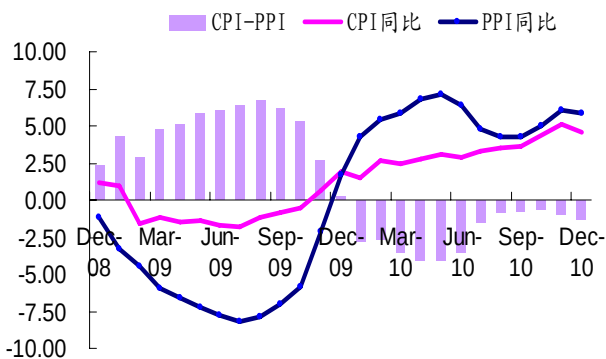
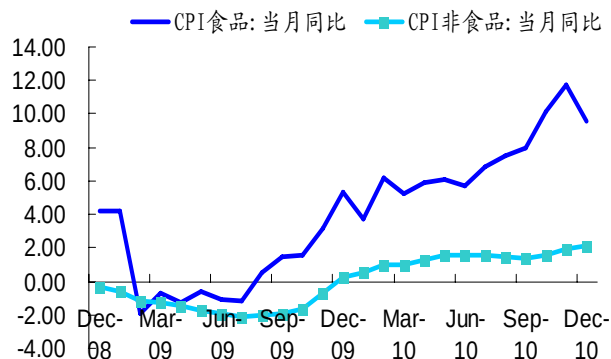


图 8: 2010 年 12 月 CPI 非食品价格连续第三个月上升



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.2.3 控通胀成核心 流动性显著收紧

2010 年四季度 9.8% 的 GDP 增速远好于之前的市场预期，这无疑提升了管理层政策调控的腾挪空间，于是在通胀压力居高不下的情况下，控通胀必然成为未来一段时期政策调控的核心所在，而这直接导致了市场流动性环境的收紧。银行间利率市场数据显示，在存款准备金率正是上调的 1 月 20 日，1 日及 7 日拆借（回购）利率均出现大幅攀升。

图 9：银行间同业拆借利率显著提升

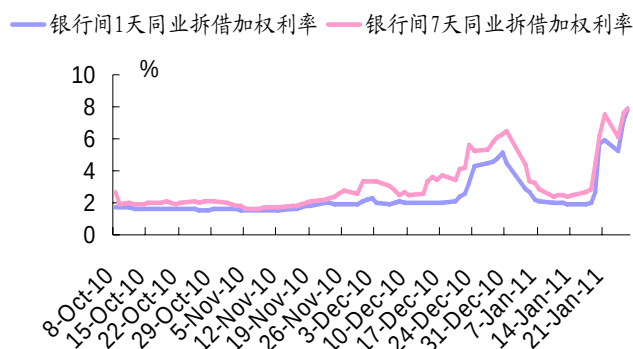
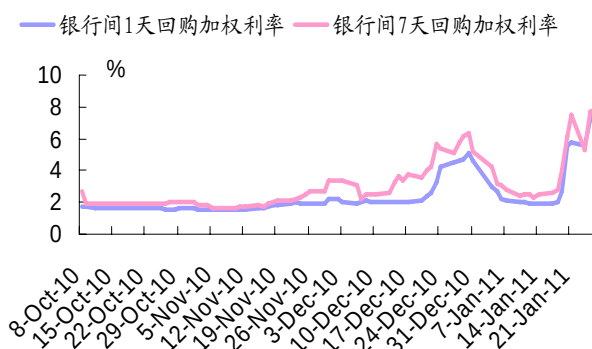


图 10：银行间回购利率显著提升



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.3 房地产调控再度强化

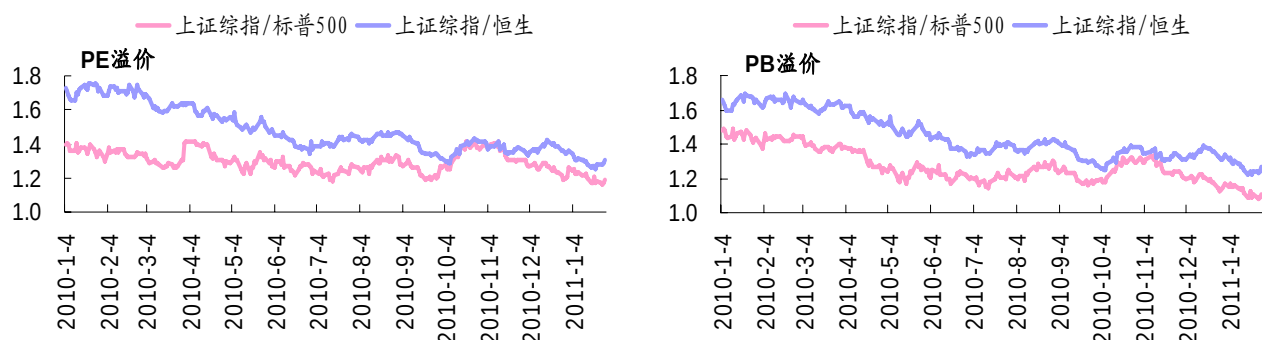
在货币政策不断收紧以回收流动性、调控通胀预期的同时，房地产政策也再度加力，1 月 26 日国务院常务会议出台“新国八条”，强化房地产调控；次日，上海和重庆两市相继宣布自 28 日起开始征收房产税。自此，新一轮房地产调控政策拉开帷幕。

我们看到，2010 年对于房地产的两轮调控均被市场所消化，2010 年全国房价的涨幅依然令人咋舌，政策的有效性再度受到质疑。但从调控出台的频率以及力度而言，我们认为管理层对于整顿房地产市场的决心不断强化，房价一日不回到合理区间，调控一日不会放松，政策的压力将成为常态，房价的走势决定政策的力度，而且靴子不仅有一只，现在谈论靴子落地还为时尚早。

2. 紧缩调控后关注盈利预期波动

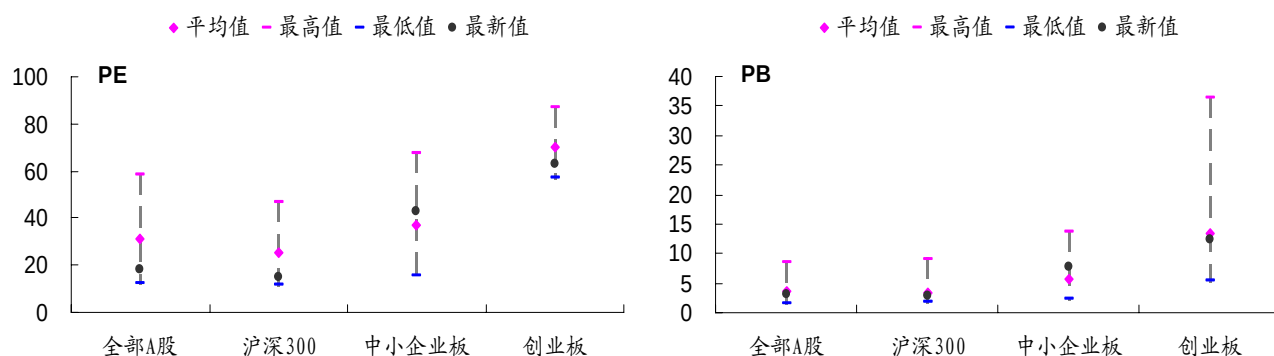
在1月初，我们撰写新年后的第一份月报时，重点指出，投资者在1月份应当重点关注两个变量，一是信贷投放，二是通胀水平。不幸的是，我们再次看到了历史的重演，1月份前两周银行的集中放贷令央行再度祭出存款准备金率的大旗，此后市场应声而倒。而进入下半月，数据所体现出的“高增长、高通胀”的经济环境，使我们回想起2010年4月时A股市场的运行处境，当时也是GDP增速的超预期导致了政策退出力度的加大，并由此引起市场近三个月的震荡调整。因此考虑到2010年四季度经济的超预期增长，我们认为控通胀无疑成为当前未来一段时期内政策调控的重心所在，而这将直接抑制A股市场流动性预期的改善，从而成为市场上涨中最为重要的抑制因素。

图 11: 上证综指估值国际比较



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 12: 各主要板块估值历史对比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

虽然对于市场的上涨前景，我们保持谨慎，但也无需对指数层面过度悲观，其安全边际仍是源于市场的整体估值。一方面从国际比较而言，上证综指无论是相对

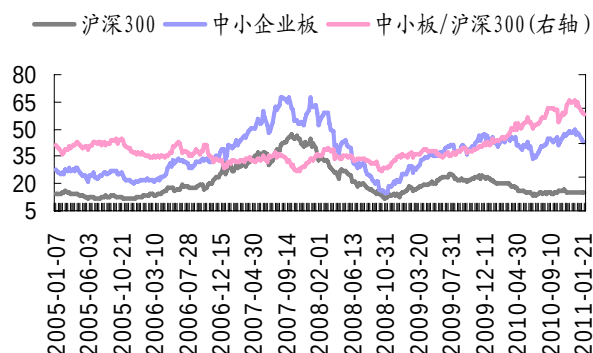
于标普 500，还是相对于恒生指数的估值溢价均位于历史低位；而另一方面，站在历史的角度对比主要板块的估值情况，我们同样发现全部 A 股和沪深 300 板块的估值水平远低于历史均值，虽然静态市盈率相对于历史低点的溢价为 47%和 30%，但保守估计，2011 年全部 A 股和沪深 300 的整体业绩增速将达到 15%~20%，那么估值溢价将至少回落至 27.8%和 13.04%。

我们在维持市场整体震荡预判的同时，继续提请投资者关注高估值行业及个股的投资风险。回顾 2010 年 11 月 12 日市场回调以来各板块及行业的变动情况，我们发现：一方面，中小板指数相对于沪深 300 指数的估值溢价显著回落，表明随着流动性预期的不断趋紧，高估值板块面临更大的回调风险；另一方面，如果将这一时期内申万一级行业指数变动幅度降序排列，并分别统计前五、十、十二和后五、十、十二个行业的平均 PE (PB)，跌幅较大行业的平均估值水平显著高于跌幅较小的行业，这同样表明高估值面临高风险。

图 13: 指数下跌以来行业表现不一



图 14: 中小市值股票估值溢价逐步回落



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 1: 高估值行业跌幅居前

	PE (倍)	PB (倍)
涨幅前五名平均①	28.28	5.06
涨幅后五名平均②	40.61	5.15
②/①	1.44	1.02
涨幅前十名平均③	32.33	4.75
涨幅后十名平均④	41.03	5.26
④/③	1.27	1.11
涨幅前十二名平均⑤	31.36	4.69
涨幅后十二名平均⑥	37.38	4.83
⑥/⑤	1.19	1.03

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

综上所述，我们坚持认为，2 月份市场整体将继续维持震荡格局，而决定其是震荡向上（或强势震荡）、还是震荡向下（或弱势震荡）的关键则依然是以货币政策为主的调控力度，每当调控进入政策观察期，投资者情绪渐归平稳将令市场迎来局部活跃的可能，并由此促成指数的间歇性向好，但在通胀没有得到有效遏制之前，货币政策的总体方向必然以收紧为主，由此指数难有趋势性机会，对此投资者需牢记在心。而在风格层面，我们则认为相对于具备高成长预期的高估值板块而言，低估值且业绩增长平稳的价值类个股无疑拥有更高的安全边际。

最后，我们需要提请投资者关注的是，前一阶段流动性预期的收紧直接导致了市场估值重心的下移，这是各行业下跌的关键，所以高估值板块往往面临更大的股价调整压力。然而，如果我们将目光投向 3、4 月份的市场，那么业绩层面的波动则是我们需要密切关注的另一个关键因素：一方面，就经济理论而言，为了抑制通胀而实施的紧缩性货币调控将抑制经济增长，一旦该情况逐步在数据层面得到证实，那么市场将因业绩预期的下调而迎来新一轮的调整；另一方面，3、4 两个月财报的密集发布，将令上市公司（特别是那些被市场寄予高成长厚望的中小市值个股）面临现实的考验，盈利预期调整将直接导致中小市值个股走势的分化。

3. 谨慎心态强化 价值战胜成长

继续维持震荡的市场格局加大了投资标的选择的困难，于是我们一方面建议投资者继续维持适度的低仓位以抵御指数震荡所带来的风险；而另一方面，投资者应当降低投资收益预期，波段操作则是未来一段时期内的主要手段。具体到品种方面，我们认为可从两个方面入手：

其一，继续关注具备较高估值安全边际的价值类个股，此时相对于高估值的成长股，价值股所体现出的安全性无疑对资金更具吸引力，对比历史估值，并参考 2011 年各行业业绩增长预测，推荐关注金融服务、建筑建材、综合、公用事业和家用电器等行业。另外，如果从自下而上的角度入手，那些业绩确定高成长且能令其估值有效回归的个股也同样值得关注。

图 15: 申万一级行业 PE 历史对比

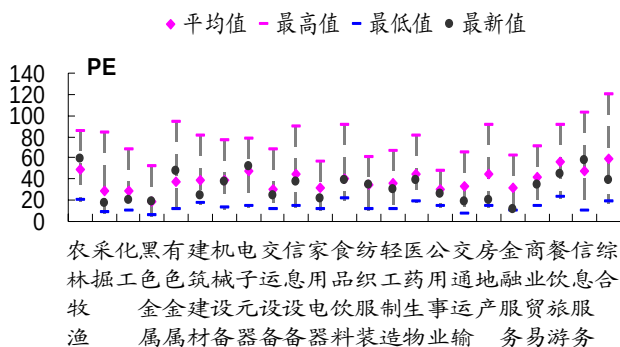
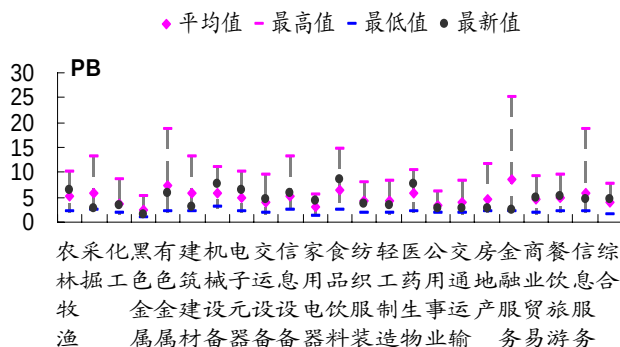


图 16: 申万一级行业 PB 历史对比



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 17: 行业最新估值相对于最低估值水平溢价

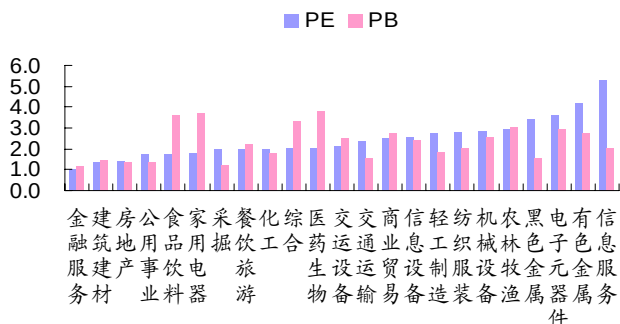
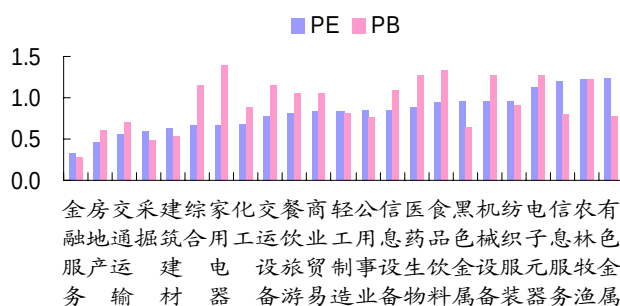


图 18: 行业最新估值相对于平均估值水平溢价



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 19: 行业 PEG 概览

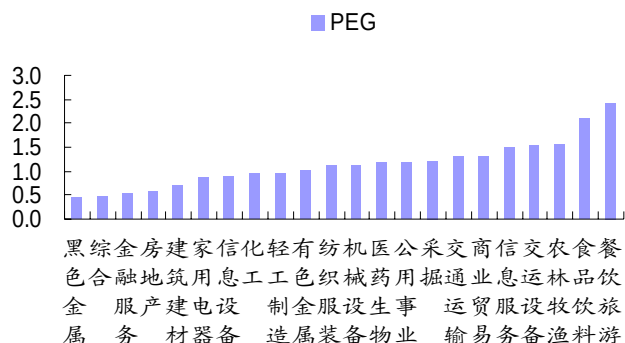
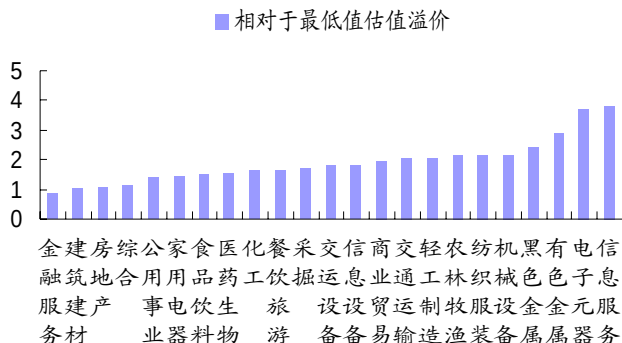


图 20: 各行业估值溢价 (考虑 2011 年业绩成长)



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

其二，关注超跌反弹带来的交易性机会，既然是从超跌反弹入手，那么显著的跌幅无疑是标的选择的首要条件，但除此之外，估值的合理性以及是否符合消费升级和产业升级概念等，也是把握超跌反弹交易性机会的重要标准。为此，我们首先选择自 2010 年 11 月 12 日至 2011 年 1 月 28 日间跌幅超过 30% 的个股作为初筛样本，然后剔除 Wind 综合评级数值高于 2 的样本，并按照 2010 年 PE 升序排列。（注：**1.表中 2010 年 PE 的计算分为三个层面：（1）已公布业绩快报的，以业绩快报公布的 EPS 为计算基准；（2）虽没有发布业绩快报但发布业绩预警的，以业绩预警推算的 EPS 为计算基准；（3）既没有发布业绩快报也没有发布业绩预警的，以 Wind 研究员综合预测的 EPS 为计算基准。2.表中最新价格为 2011 年 1 月 28 日收盘价。3.“综合评级”中 1 分 相当于买入、2 分 相当于增持。**）

表 2: 超跌反弹关注股票池

证券代码	证券简称	10-11-12 至 11-1-28 涨幅	最新股 价 (元)	10PE	11PE	综合 评级	评级 家数	申万一级
601899.SH	紫金矿业	-32.56%	6.96	17.85	15.45	1.94	16	有色金属
002200.SZ	绿大地	-45.98%	23.40	19.68	24.59	1.90	10	农林牧渔
002080.SZ	中材科技	-31.38%	36.78	20.13	16.72	1.50	8	化工
000712.SZ	锦龙股份	-30.20%	15.30	25.65	17.48	1.00	3	公用事业
600590.SH	泰豪科技	-32.13%	10.69	26.28	18.42	2.00	4	信息设备
600804.SH	鹏博士	-35.74%	7.30	26.68	-	2.00	4	信息服务
002056.SZ	横店东磁	-32.07%	31.78	31.03	22.96	1.60	10	电子元器件
000861.SZ	海印股份	-30.11%	15.04	32.76	18.79	1.63	8	化工
600410.SH	华胜天成	-33.53%	14.67	33.76	25.93	1.69	13	信息服务
002496.SZ	辉丰股份	-30.83%	46.29	35.07	26.51	2.00	2	化工
000066.SZ	长城电脑	-30.40%	7.60	38.85	17.74	2.00	2	信息设备
600596.SH	新安股份	-31.19%	12.53	41.29	18.39	2.00	11	化工
002510.SZ	天汽模	-32.81%	19.76	43.24	34.86	1.50	2	机械设备
002157.SZ	正邦科技	-34.07%	13.41	44.64	21.59	1.67	9	农林牧渔

002104.SZ	恒宝股份	-31.50%	13.22	47.76	28.12	1.93	14	信息设备
600547.SH	山东黄金	-33.36%	42.81	49.89	35.25	1.88	17	有色金属
002318.SZ	久立特材	-30.12%	17.82	50.92	22.67	1.91	11	黑色金属
300148.SZ	天舟文化	-31.42%	23.59	52.61	40.09	1.50	2	信息服务
600251.SH	冠农股份	-31.05%	23.21	55.22	23.79	1.86	7	化工
000683.SZ	远兴能源	-35.34%	7.85	56.74	31.96	1.67	6	化工
600198.SH	大唐电信	-31.10%	15.86	56.83	33.88	1.50	4	信息设备
300150.SZ	世纪瑞尔	-34.53%	38.89	61.73	48.36	2.00	4	信息服务
002253.SZ	川大智胜	-30.25%	37.67	63.91	36.82	1.64	14	信息服务
002155.SZ	辰州矿业	-33.97%	28.26	64.51	30.10	1.85	13	有色金属
600316.SH	洪都航空	-37.06%	26.20	68.91	48.36	2.00	7	交运设备
600549.SH	厦门钨业	-30.76%	39.51	76.47	41.47	1.77	13	有色金属
601958.SH	金钼股份	-33.15%	20.97	80.65	46.89	1.88	17	有色金属
000627.SZ	天茂集团	-30.21%	4.69	84.20	39.75	2.00	3	医药生物
002015.SZ	霞客环保	-33.77%	10.57	105.70	14.75	1.67	3	化工
002192.SZ	路翔股份	-35.55%	25.09	114.82	30.77	2.00	2	化工
002013.SZ	中航精机	-32.86%	27.65	131.67	19.94	1.29	7	交运设备
600850.SH	华东电脑	-30.54%	21.17	146.07	201.24	1.33	3	信息设备
600335.SH	鼎盛天工	-30.51%	14.28	185.94	124.39	2.00	1	机械设备
600311.SH	荣华实业	-32.56%	14.27	191.54	32.82	1.67	6	农林牧渔
000762.SZ	西藏矿业	-37.39%	28.80	485.64	98.50	1.67	6	采掘
000151.SZ	中成股份	-35.44%	11.46	559.44	76.40	1.00	2	商业贸易
600312.SH	平高电气	-33.35%	10.75	624.81	44.98	1.80	20	机械设备
600456.SH	宝钛股份	-32.18%	24.17	5390.79	60.99	2.00	13	有色金属
000537.SZ	广宇发展	-32.22%	7.51	-	-	2.00	3	房地产

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

4. 推荐股票池

鉴于对二月份市场维持震荡的判断，我们继续将仓位控制在三成以规避政策调控及国外不确定因素带来的风险。在品种方面，一方面考虑到上月股票池中个股股价的利好因素尚未兑现，另一方面考虑到春节休市期间各影响因素仍存变数，于是本期月报暂不调整股票池，待春节后根据市场情况再行定夺。

表 3: 2011 年 2 月份投资组合

组合收益与沪深 300 指数对比情况						
组合起始日期		09-02-04	对比指数		沪深 300	
起始资金（元）		1000000	起始日期,点位		2166.41	
最新总市值（元）		1719555	最新点位		3076.51	
最新收益率		71.96%	最新涨幅		42.01%	
当前持仓品种概览				（单位：元，股）		
股票 代码	股票 简称	持仓 成本	持有 股数	最新 PE	当前 市值	占组合 比重
300004	南风股份	53.20	1200	71.62	58500	11.91%
002472	双环传动	42.00	1500	39.45	60855	12.39%
601101	昊华能源	50.23	1300	26.14	58474	11.91%
000983	西山煤电	27.60	2300	28.39	59616	12.14%
600299	*st 新材	13.05	5000	55.69	57250	11.66%
600130	st 波导	4.30	15200	40.78	65968	13.43%
600329	中新药业	15.01	4300	35.45	57104	11.63%
000796	易食股份	7.53	8600	54.72	73358	14.94%
合计股票市值					491125	
资金余额					1228430	
组合总市值					1719555	

注: 其中价格数据为 2011 年 01 月 31 日收盘价; PE 为以 TTM 为计算基准

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 4: 组合持有品种基本资料

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	A 股流通市 值（亿元）	最新收盘 价（元）	近期股价涨幅情况				市盈率
					绝对		相对沪深 300		
					一周	一月	一周	一月	
300004	南风股份	45.83	17.78	48.75	-1.8%	-6.9%	-4.9%	-7.3%	54.3
002472	双环传动	48.20	12.17	40.57	-3.0%	-3.2%	-6.1%	-3.6%	39.7
601101	昊华能源	204.21	49.48	44.98	-0.7%	-0.3%	-3.8%	-0.7%	21.2
000983	西山煤电	816.79	381.59	25.92	1.5%	3.1%	-1.6%	2.7%	21.9
600299	*st 新材	59.85	59.85	11.45	-0.4%	-11.4%	-3.6%	-11.9%	56.4
600130	st 波导	33.33	33.33	4.34	-1.1%	4.1%	-4.3%	3.7%	-
600329	中新药业	98.18	70.84	13.28	-0.7%	-6.6%	-3.9%	-7.0%	31.3

000796	易食股份	21.03	17.37	8.53	8.2%	23.4%	5.1%	23.0%	-
--------	------	-------	-------	------	------	-------	------	-------	---

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
	loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn
	huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn