

日期: 2011 年 02 月 01 日



曾小勇

021-53519888*1930

Zengxiaoyong@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120014

估值底部区域有反弹

——2011 年 2 月 A 股市场投资策略

主要观点:

1 月走势低于预期, 强势板块出现补跌以及长期落后股企稳反弹, 表明市场在空间上已进入调整末端。

目前市场主要成份指数估值已重回历史上重要的低位区域, 和 2319 点相当、比 1664 点略高。考虑基数效应及物价环比上涨因素, 1 月份 CPI 将超 5.5, 创出本轮价格水平新高。

资金利率在节前再次出现大幅攀升, 并超出元旦前水平。政策紧缩持续是市场在估值底部区域纠结的主要原因, 而非基本面因素。

从今年基数效应和历史食品价格走势分析, 本轮价格走势高点在 1 月或 2 月的可能性较大, 一季度是政策最紧、市场最悲观的时候。从价格趋势判断, 未来市场格局将在估值底部区域反弹、震荡、等待, 趋势性行情尚待催化因素。

从结构性机会观察, 泛设备类行业公司展露全年走牛迹象。此外, 2 月还关注: 一是煤炭、有色等受外围美元及大宗商品价格走势影响较大的行业是风险偏好型投资者的选择; 二是中小板、创业板、新兴产业、次新股等板块中, 短期跌幅巨大, 同时业绩明确、有高送转预期个股的反弹机会, 部分已公布高送转的公司可重点关注; 三是布局两会主题, 包括区域主题、产业振兴主题、新兴能源规划等将成为政策焦点, 高铁、水利、核电、智能电网、新兴产业、环保等继续关注; 四是关注大消费类股动态估值回到 25 倍以内的中期买点机会。

报告编号

ZXY11-M02

相关报告

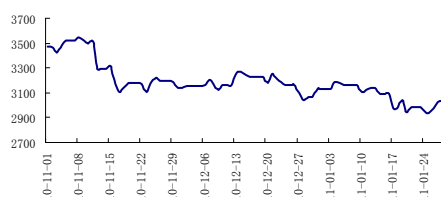
《上海证券临时策略 & 1 月 17 日市场暴跌点评: 政策持续紧缩 市场弱势依旧》

《上海证券 2011 年 1 月 A 股市场投资策略: 元旦后正面因素增多 调整是布局良机》

《转型突破中找回似曾相识的牛——2011 年 A 股市场投资策略》

报告首发日期: 2011 年 02 月 01 日

最近 3 个月沪深 300 指数表现



目录

目录.....	1
图.....	1
表.....	1
一、1月处去年11月开始的调整行情末端.....	1
二、高物价、政策紧缩预期持续是市场在估值底部纠结的主要原因.....	2
■ 估值重回历史底部区域.....	2
■ 经济数据超预期.....	3
■ 物价压力仍然较大 1月将创出本轮价格新高.....	4
■ 政策紧缩预期持续.....	5
三、抓住一张图 把握政策动向.....	5
四、2月市场研判及配置建议.....	7

图

图 1 市场主要指数成份涨跌幅(流通市值加权平均)%.....	1
图 2 各一级行业月涨跌幅, 低估值表现占优.....	2
图 3 各一级行业和历史重要低位的估值比较.....	3
图 4 GDP 季度增速开始向上.....	3
图 5 工业增加值增速出现企稳回升.....	4
图 6 CPI、PPI 指标因基数效应消失出现暂时回落(%).....	4
图 7 食用农产品价格指数周环比正增长(%).....	5
图 8 一度回落的资金利率再度大幅攀升.....	5
图 9 基数效应决定1月物价将创本轮价格走势新高(%).....	6
图 10 食品价格季节性规律明显(%).....	6

表

表 1 主要成份指数估值与前两次低点比较.....	2
---------------------------	---

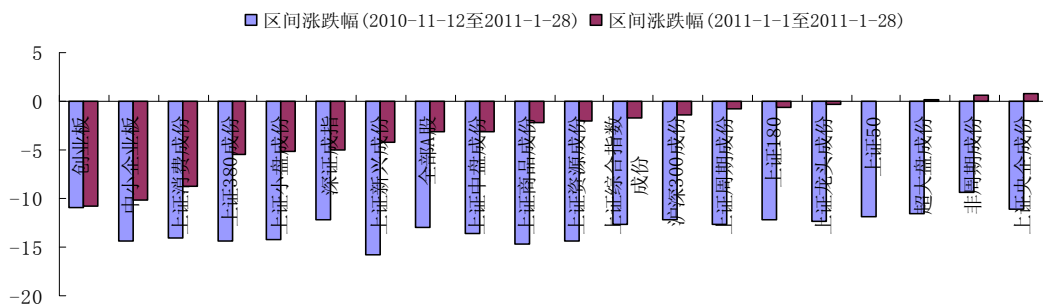
一、1月处去年11月开始的调整行情末端

1月走势低于预期，未走出节前红包行情，尽管月初信贷井喷、资金利率回落、美元如预期般走弱、机构调仓向周期大盘类股转变，其最核心的因素在于，在内外压力下政策紧缩预期持续存在。

从各主要指数成份股表现来看，图1，创业板、中小板、上证消费、上证小盘、深成指、上证新兴成份等在1月跌幅居前，而上证央企、超大盘成份、上证50、上证龙头、上证180等成份指数获得超额收益，银行、地产一度反弹是主要因素，而铁路设备独领风骚更是重要原因。

但是，我们从始于11月的整个调整来看，各成份指数跌幅普遍在10%-15%左右，相差不大，1月份出现强势板块补跌以及落后股企稳反弹，表明市场在空间上已进入调整末端。

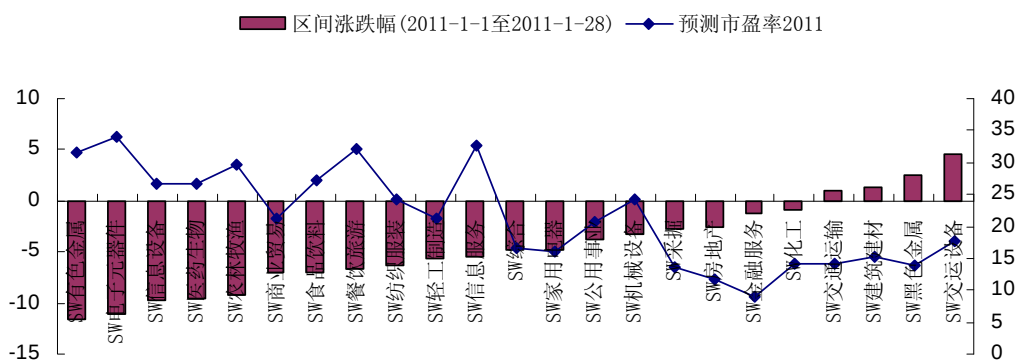
图1 市场主要指数成份涨跌幅(流通市值加权平均)%



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所 (统计数据收盘日非特别说明均为1月28日, 下同)

从行业角度考察，见图2，1月份有色、电子元器件、信息设备、医药生物、农林牧渔跌幅居前，均超9%，交运设备、黑色金属、建筑建材、交通运输幅居前，并获得正收益。尤其是铁路设备制造表现亮丽。对比估值，我们发现，1月份延续上个月情形，表现相对强的行业板块估值普遍处于低端。市场风格集中在低估值、铁路、水利等方面，但金融地产因为政策紧缩超预期，反弹夭折。

图 2 各一级行业月涨跌幅，低估值表现占优



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

二、高物价、政策紧缩预期持续是市场在估值底部纠结的主要原因

■ 估值重回历史底部区域

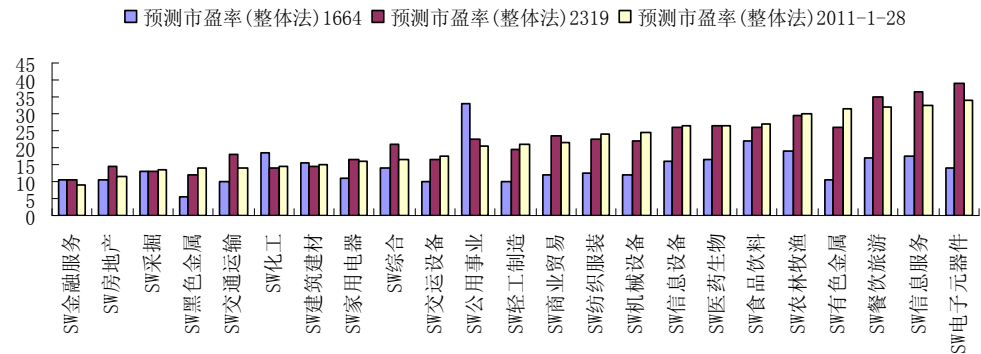
始于 11 月 12 日的调整，指数已从高位的 3186 点跌至最低点的 2661 点，跌幅超出 15%，从估值来看，指数已处于较低的历史位置。比较目前各主要成份指数和 1664 点、2319 点的三者的当年预测市盈率，估值已重回历史上重要的低位区域。从各一级行业比较来看，目前估值和 2319 点位置相当，一半的行业估值则比 1664 点要高，见图 3。

表 1 主要成份指数估值与前两次低点比较

板块名称	预测市盈率(整体法)1664 点	预测市盈率(整体法)2319 点	预测市盈率(整体法)2011-1-28
上证 50	11.55	11.49	10.09
超大盘成份	12.34	12.04	10.64
沪深 300	11.42	12.84	11.88
上证综指	11.83	13.27	12.27
全部 A 股	11.81	14.5	13.94
上证 380 成份	14.2	20.81	20.87
中小企业板	14	27.79	27.12
创业板		44.25	36.54

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 3 各一级行业和历史重要低位的估值比较

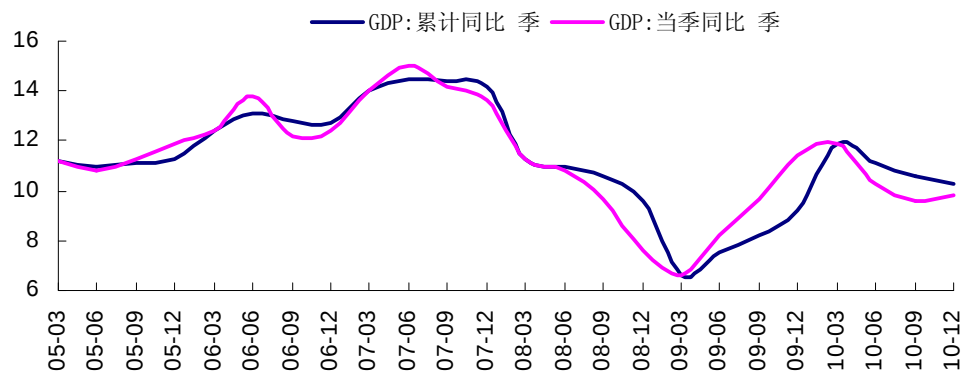


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 经济数据超预期

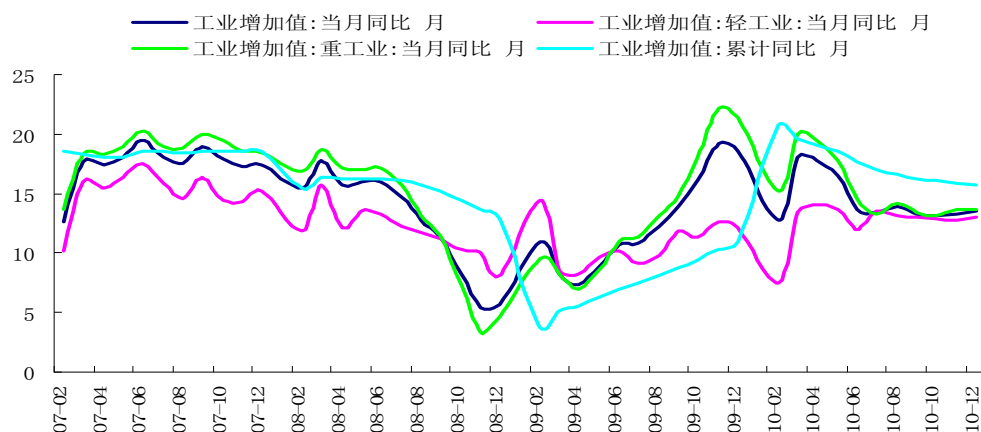
1 月中旬公布的数据显示我国经济基本面强劲, GDP 四季度 9.8%、全年 10.3% 的增速以及进出口、工业增加值等超市场预期。GDP、工业增加值等指标经历主动调控后的小周期回落已出现环比持续上升势头。基本面方面, 我们认为增长是确定的, 通胀总体也是可控的, 核心通胀水平处相对低位。GDP 前低后高、CPI 前高后低的全年走势, 是理想的投资环境, 显然基本面因素不是目前市场弱势的原因。

图 4 GDP 季度增速开始向上



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 5 工业增加值增速出现企稳回升

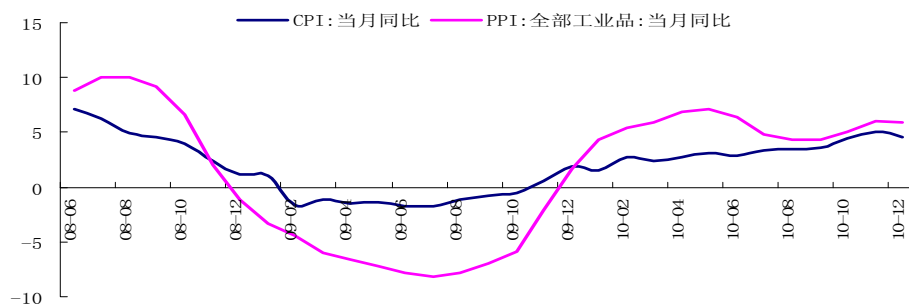


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 物价压力仍然较大 1 月将创出本轮价格新高

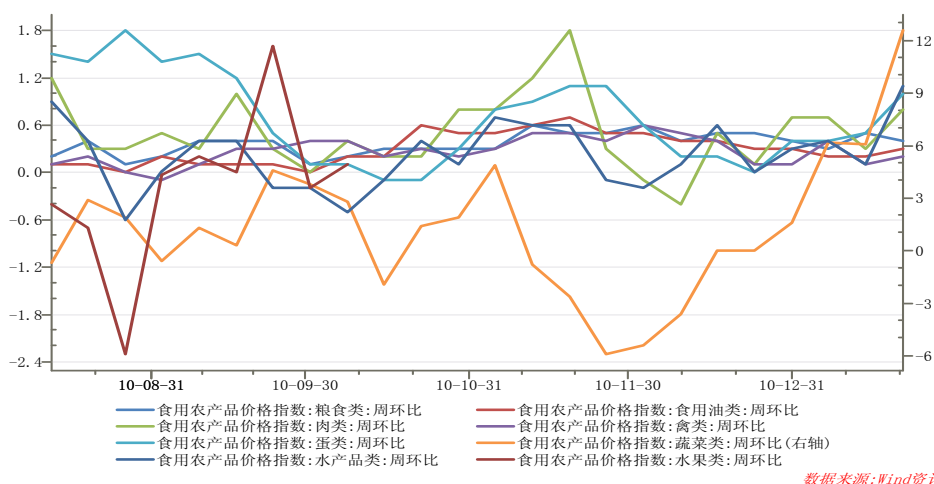
去年 12 月 CPI 因为基数效应消失、多部委联合调控物价效果暂时显现,出现了较大的回落,但是面临春节这个传统的消费旺季,价格压力仍然很大。初步测算下来,1 月份光基数效应,物价就达 3.95,如果再考虑环比的物价上涨因素,1 月份 CPI 将超 5.5 的水平(商务部食用农产品价格指数在月中环比涨 3.6,全月更高, PPI 环比增长可能超过 1, 1.5 以上的环比增速可能性比较大),创出本轮价格水平新高是必然。

图 6 CPI、PPI 指标因基数效应消失出现暂时回落(%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 7 食用农产品价格指数周环比正增长（%）

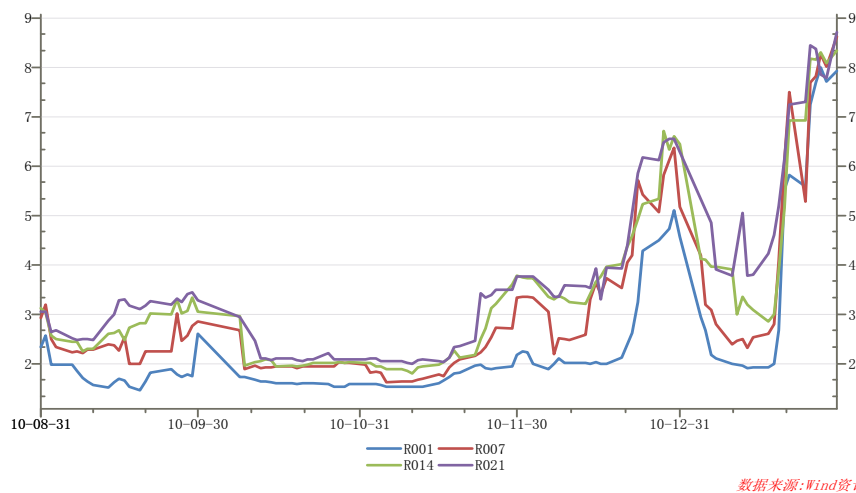


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

政策紧缩预期持续

在 1 月策略中，我们预计去年 12 月的紧缩政策难在 1 月加码，主要判断 12 月 CPI 出现回落。但同时公布的货币信贷数据超预期明显刺激了决策层，触发了 1 月份再次上调存准率到历史新高。此后，一度回落的市场资金利率再度大幅攀升，并超出元旦前水平，见图 8。

图 8 一度回落的资金利率再度大幅攀升



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

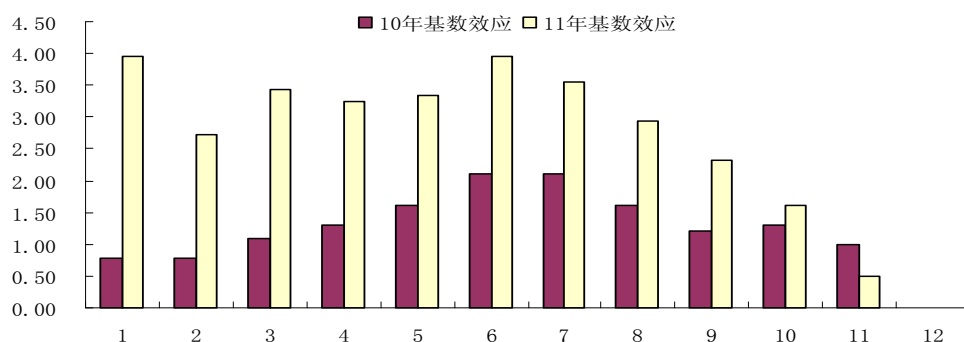
三、抓住一张图 把握政策动向

我们认为，对政策持续紧缩的预期是市场在估值低位持续弱市和纠结的主要原因。国务院明确的一季度工作重点：控物价、压房价、压信

贷，其中控物价放到突出位置上，后两者为前者服务，对政策预期的判断主要在于判断物价，则抓住一张图可矣，图 9！

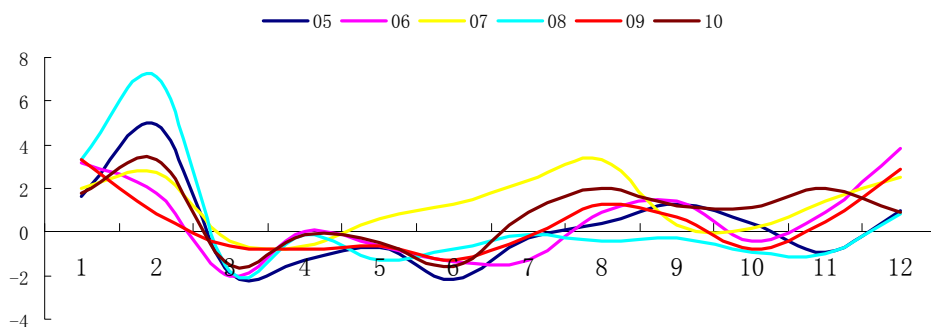
从基数效应分析，1 月、3 月、6 月和 7 月是可能出现的价格高点，但从历史食品价格走势（图 10）看，1 月、2 月和 8 月是季节性高点（天气的季节性和生产消费的季节性），综合两者考虑，我们认为，延续目前的政策调控，本轮价格走势高点在 1 月或 2 月的可能性较大。即此后，价格整体处高位水平，难持续攀升。从而决定一季度是政策最紧、市场最悲观的时候，真正政策转向还需要价格确定回落，应该在 6 月后的可能性更大。

图 9 基数效应决定 1 月物价将创本轮价格走势新高（%）



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 10 食品价格季节性规律明显（%）



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

但我们对物价大幅回落持审慎态度，一方面中国的农业产品及服务价格进入上涨周期，这既有部分的人口红利消失因素更重要的是劳动力成本原因，另一方面，中国目前的货币、信贷、通胀从源头上看是体制机制上导致多印了货币，目前甚至未来靠利率、存准率等工具实现

货币政策调控目标的空间日益狭小。过度的紧缩影响经济增长，未来提高社会对通胀的忍受度以及适当改革目前 CPI 过多被食品价格左右的统计现状。

四、2 月市场研判及配置建议

从估值角度来看，市场已处于估值底部区域，可比历史上的几次估值低点，一旦市场预期及情绪转暖反弹将如约而至，2 月就进入这样的时间窗口。

但从价格趋势判断，政策压力未到完全消除时，也未有趋势性行情的催化因素出现。未来市场格局可能在估值底部区域反弹、震荡，等待政策压力缓解。

从结构性机会考虑，泛设备类行业公司展露全年走牛迹象。随着政策对房地产行业的压制，非房地产行业投资受政策扶持，增速有加快趋势，从我们整理的相关行业投资规模看，包括：未来 5 年新兴产业投资规模是 10 万亿；未来 10 年新兴能源产业规划投资规模是 5 万亿；高铁建设未来 5 年每年投资额约为 7000 亿元；到 2020 年智能电网总投资规模接近 4 万亿元；节能环保行业，未来 5 年增长一倍以上，投资规模超 3 万亿元；2011 年 - 2015 年核电装机规模达到 4000 万 K W，预计投资规模将是 5000 亿，2011-2020 年整个规模有望超万亿元；十二五区间，全社会水利投资规模 2 万亿元。新兴产业、新兴能源、高铁产业链、智能电网产业链、核电产业链、水利建设等是结构性机会的重要方面。

此外，2 月还关注：一是煤炭、有色等受外围美元及大宗商品价格走势影响大的行业是风险偏好型投资者的选择；二是中小板、创业板、新兴产业、次新股等板块中，跌幅巨大，同时业绩明确、有高送转预期个股的反弹机会，部分已公布高送转的公司可重点关注；三是布局两会主题，包括区域主题、产业振兴主题、新兴能源规划等将成为政策焦点，高铁、水利、核电、智能电网、新兴产业等仍可关注；四是关注大消费类股动态估值回到 25 倍以内的中期买点机会；五是对泛设备类行业的强势保持密切跟踪，确认产业链复苏是否持续，进而对产业链上的包括钢铁、电力、煤炭、有色的拉动作用。

分析师承诺

分析师 曾小勇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。

