

市场向估值底部靠拢、估值矛盾主导个股持续分化

A 股周策略报告

2011 年 5 月 23 日

主要观点:

- **市场运行背景：经济下行、物价压力不减、紧缩政策难言放松**
 - 目前国内宏观经济走势的困境仍集中在物价这一核心因素。一方面，由于物价高企，通胀预期下，固定资产投资回落，需求受到抑制，经济增速下降有利于控制物价；另一方面，物价因素，导致当前的紧缩性货币政策难言放松，流动性收紧的步伐仍将延续，货币政策使用仍存在预期，并制约了信贷增速和投资扩张。
- **市场估值结构性差异显著，估值底并不真实**
 - 目前金融服务以及银行板块的估值分别为 10.21 与 8.96，明显低于上证 2319 点时 11.28、9.58 的估值水平。银行所在的金融服务板块促成目前市场整体的低估值，同时也表明当前市场估值的结构性矛盾仍然很突出。
 - 中小板相对沪深 300 估值溢价 2.7 倍，从行业角度看，目前仅有金融服务、交通运输、信息服务板块的估值低于去年 7 月低点。而黑色金属、有色、轻工制造、医药生物等板块的估值高于当时幅度均超过 30%。
 - 在当前国内经济增速面临回落，市场流动性不断紧缩的背景下，难以支撑当前行业整体估值的大幅溢价。市场估值整体虽已进入合理区域，但行业间结构性矛盾突出，市场估值整体提升或者支撑当前市场估值结构的经济基础略显薄弱，市场整体估值或许回落空间不大，但在金融板块支撑下，行业之间的估值分化仍有较大调整空间。
- **本周市场运行及投资策略：市场继续向估值底部靠近，并以个股调整为主**
 - 在结构性估值矛盾调整作用下，市场或许主要表现为银行等权重股的窄幅波动，而高估值以及缺乏业绩支撑的行业或个股大幅调整为主。从运行上看，仍将表现为上证综指的窄幅波动，而高估值板块和个股的持续分化。
 - 操作选择上，一方面以市场估值结构调整为基础，以低估值的银行、交通运输、纺织服装、煤炭、商业贸易等为主线；另一方面，关注国内此轮电荒以及部分地区所出现的旱情为电力设备、水利建设、农业等个股带来的投资机会。
 - 个股方面，关注招商银行、七匹狼、大杨创世、神火股份、合肥百货、平高电气。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

联系人：杜长春

TEL: (021)63367000-310

FAX: (021)63373209

Email: ducc@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

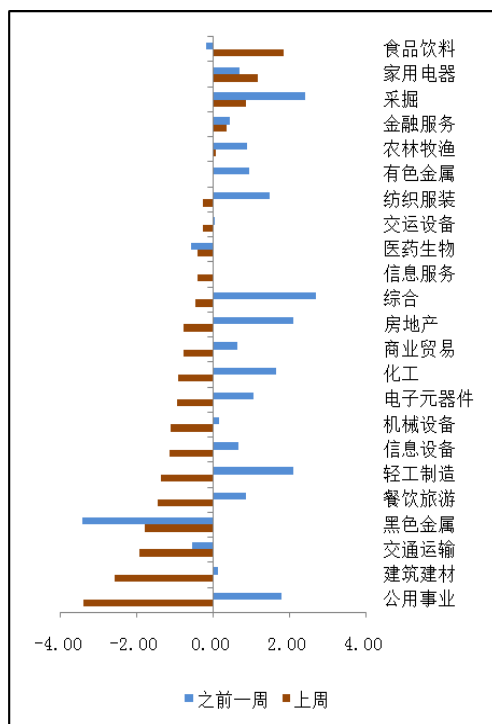
邮 编：200002

1、一周市场概述：主板窄幅震荡、创业板下跌

上周（2011.5.16-2011.5.20 日）股指窄幅波动，周二股指早盘股指小幅跳水并创出本轮下跌新低 2821.2 点，而后煤炭、有色、金融等板块出现快速拉升，带动指数小幅反弹，但周四、周五股指表现仍然较弱，市场反弹势头未能有效保持。并且市场成交量出现逐步减少，周五两市合计成交 1434.5 亿元，也创出此轮下跌成交量最少的一天。周五上证综指收于 2858.46 亿元，全周小幅下跌 0.44%，深成指全周微涨 0.04%，创业板指再创新低，周跌幅为 3.77%。

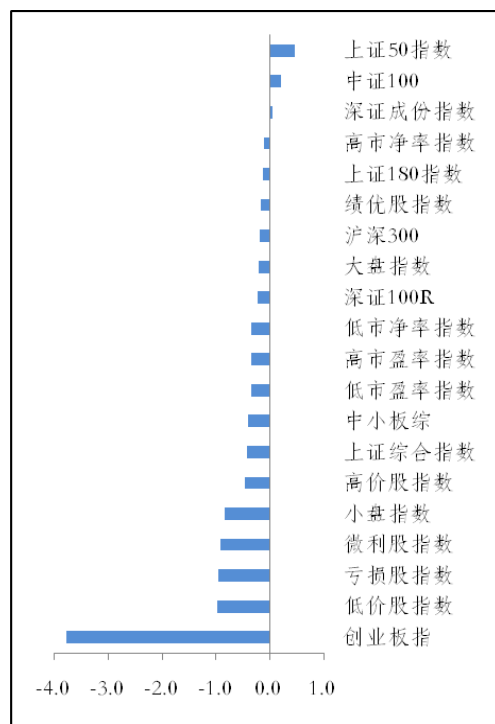
从盘面上看，上周食品饮料、家电表现相对较好，采掘、金融服务相对稳健，市场倾向于防御类的食品饮料，以及具有估值优势的银行、煤炭等，而建筑建材、公用事业、交通运输、钢铁等板块跌幅较大。从市场风格指数看，创业板、下盘股跌幅较大，而上证 50 出现上涨，大盘指数以及沪深 300 等指数跌幅相对较小，市场仍然维持了指数的窄幅波动或小幅下跌，而小盘股持续下跌的分化走势。

图 1、各版块连续两周涨跌幅



数据来源：WIND，东北证券

图 2、市场风格指数一周表现



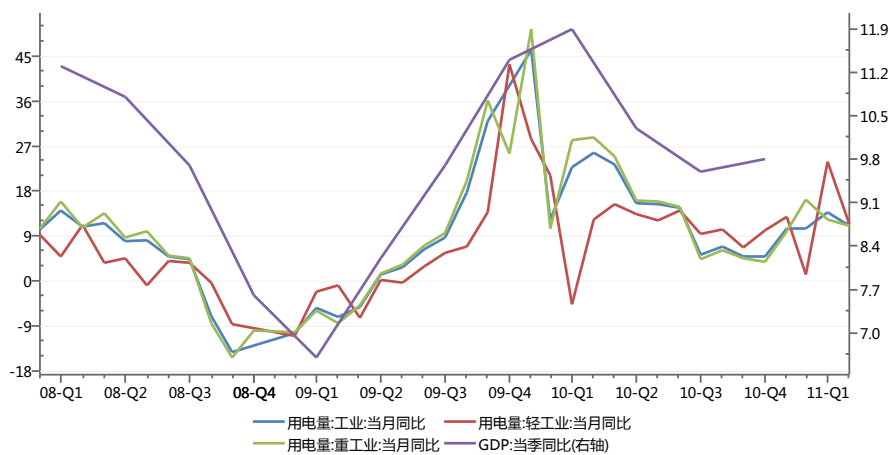
数据来源：WIND，东北证券

2、市场运行背景：经济下行、物价压力不减、紧缩政策难言放松

目前国内宏观经济走势的困境仍集中在物价这一核心因素。一方面，由于物价高企，通胀预期下，经济发展受到一定程度影响，固定资产投资回落，需求受到抑制，经济增速下降有利于控制物价；另一方面，物价因素，导致当前的紧缩性货币政策难言缓解，流动性收紧的步伐仍将延续，加息或是存款准备金率等货币政策的使用仍存在预期，同时，紧缩政策作用下，也制约了信贷增速和投资扩张。因此，当前市场关注的核心仍集中在物价上，而从二季度物价整体走势看，6 月份翘尾因素达到年内最高值，将成为推升 CPI 上升的重要因素，而近期国内猪肉价格也是持续上涨，此外，部分前期涨价受到行政因素干扰的部分行业仍存在调价动能。从输入性通胀角度看，工业品出厂价格指数以及购进价格指数受 CRB 指数的推动，从历

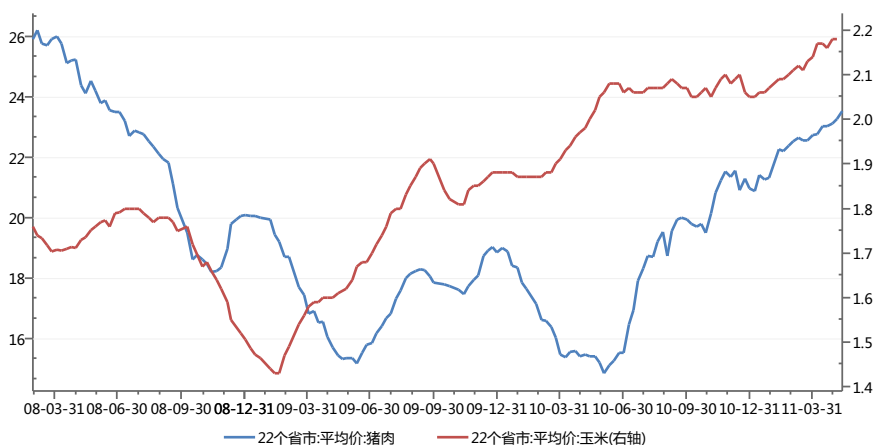
史走势看，由于存在一定滞后效用，因此其峰值可能并未达到。

图 3、4 月工业用电量同比增速回落



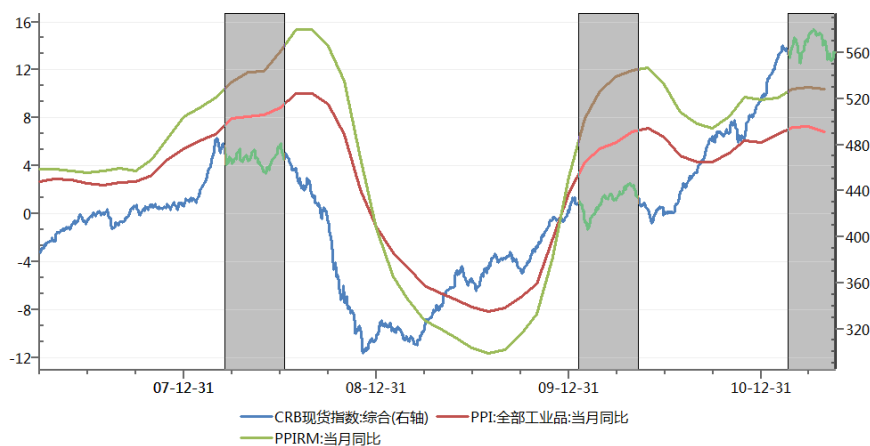
数据来源: WIND, 东北证券

图 4、猪肉以及玉米价格持续上涨



数据来源: WIND, 东北证券

图 4、输入性通胀压力高峰并未到来

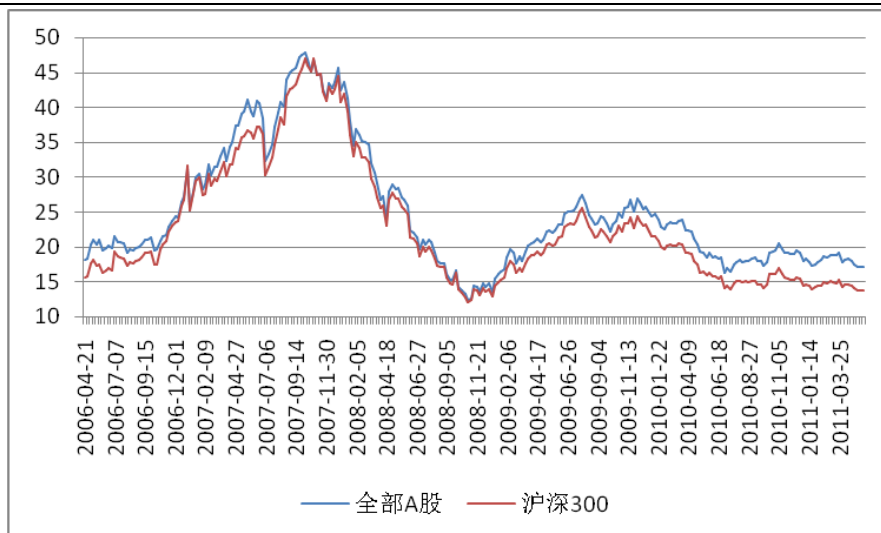


数据来源: WIND, 东北证券

3、市场估值结构性差异显著，估值底并不真实

当前市场普遍存在的观点之一就是，目前市场处于估值底部，存在估值修复性行情的基础。但从估值角度看，目前市场整体上估值确实处于底部区域，但市场估值结构性差异显著，结构性矛盾依然突出，估值修复行情基础并不牢固。

图 3、市场整体估值已经接近甚至低于去年 7 月 2319 点时的估值水平

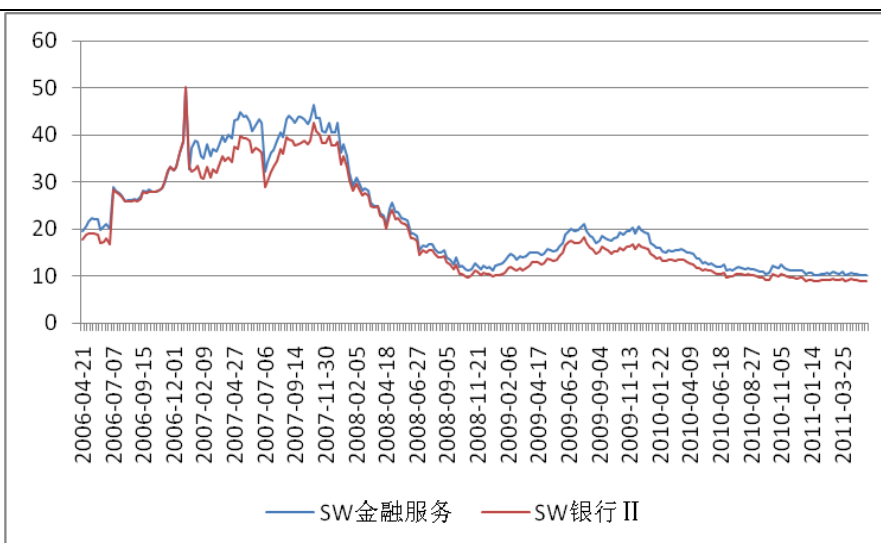


数据来源：WIND，东北证券

虽然市场整体估值水平的确已经接近甚至低于去年 7 月 2319 点时的估值水平，但是从市场构成看，主要是受到银行等金融服务板块的低估值所造成的。从一季度上市公司业绩行业构成看，金融服务业利润占全部 A 股的 53.4%，流通市值（5.21 日）占全部 A 股的 22.37%，全部市值占 A 股的 27.35%。

目前金融服务以及银行板块的估值分别为 10.21 与 8.96，明显低于上证 2319 点时 11.28、9.58 的估值水平，银行板块估值较当时已经下降将近 7%。由此可见，银行所在的金融服务板块在当前市场整体估值处于低位中发挥了重要作用，同时也意味着市场估值的结构性矛盾仍然很突出。

图 6、银行以及金融服务板块的低估值促成当前 A 股整体的估值状况



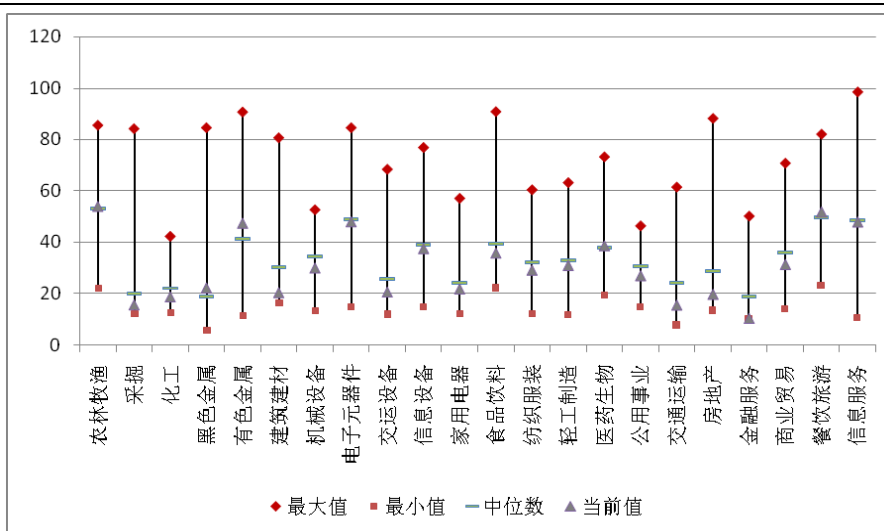
数据来源：WIND，东北证券

图 7、中小板相对沪深 300 的估值溢价



数据来源：WIND，东北证券

图 8、各行业当前估值纵向比较（2006. 4-2011. 5）



数据来源：WIND，东北证券

表 1 数据表明，当前市场估值与去年 7 月上证综指 2319 点的市场估值相比较，全部 A 股较当时估值溢价 4.9%，而沪深 300 整体估值已低于当时 0.2%。从行业角度看，目前仅有金融服务、交通运输、信息服务板块的估值低于去年低点，而采掘、纺织服装、房地产、公用事业、电子元器件板块整体估值与当时相比比较接近。而黑色金属、有色、轻工制造、医药生物等板块的估值高于当时幅度均超过 30%。

在当前国内经济增速面临回落，市场流动性不断紧缩的背景下，上市公司业绩增速也将随着经济增速的回落出现一定程度的下降，因此，在此背景下，难以支撑当前行业整体估值的大幅溢价。从估值角度看，市场整体虽然已经进入合理区域，但是行业内部结构性矛盾依然突出，市场估值整体提升或者支撑当前市场估值结构的经济基础略显薄弱，市场整体估值或许回落空间不大，但在金融板块支撑下，行业之间的分化或将更为明显。

表 1、市场整体以及分行业估值比较

时间	2008-10-31	2010-07-02	2011-05-20	目前相对去年 7 月低点估值溢价(%)
上证综指点位	1728.8	2382.9	2858.46	19.96
全部 A 股	12.48	16.34	17.14	4.90
沪深 300	12.14	14.02	13.74	-0.20
中小企业板	15.41	33.60	37.17	10.62
农林牧渔	21.95	44.93	53.85	19.85
采掘	14.2	15.4	15.51	0.71
化工	18.42	16.31	18.59	13.98
黑色金属	5.75	13.31	22.09	65.97
有色金属	11.23	31.41	47.31	50.62
建筑建材	19.01	16.15	20.26	25.45
机械设备	13.22	24.96	29.86	19.63
电子元器件	14.61	44.41	47.85	7.75
交运设备	11.91	16.42	20.51	24.91
信息设备	14.7	32.38	37.42	15.57
家用电器	12.04	18.01	21.69	20.43
食品饮料	23.25	30.42	35.69	17.32
纺织服装	12.33	28.93	29.02	0.31
轻工制造	11.71	23.24	30.86	32.79
医药生物	19.18	29.19	38.49	31.86
公用事业	27.58	25.34	26.84	5.92
交通运输	7.93	20.84	15.42	-26.01
房地产	13.85	18.8	19.6	4.26
金融服务	11.09	11.28	10.21	-9.49
商业贸易	14.34	27.99	31.25	11.65
餐饮旅游	23.4	40.11	51.68	28.85
信息服务	19.55	50.26	47.81	-4.87
综合	21.9	33.3	36.84	10.63

数据来源：WIND，东北证券

5、本周市场运行及投资策略：市场继续向估值底部靠近，并以个股调整为主

本月上调存款准备金率后，市场政策面略显平静，但国际板进程加速，国内电荒蔓延，食品安全隐忧不断出现，行业消息面扰动市场。在上周三存款准备金缴款日后，市场资金利率虽出现一定程度回落，但又出现反复，并未回归到前期低点，近期市场资金利率呈现阶梯式上升，银行间资金面宽松程度有所下降。而民间信贷市场资金利率飙升，部分中小企业信贷压力较大。

从经济运行角度看，经济增速回落已成市场共识，而市场一方面预期着物价的高位回落，另一方面期待紧缩性货币政策步伐减缓。从物价指数走势看，6 月 CPI 或许是年内重要点位，因此，二季度市场仍处于高物价高企、紧缩政策压力依然较大的环境当中。在此背景下，市场结构性估值矛盾有望得到进一步修复，即表现为银行等权重股的窄幅波动，而高估值以及缺乏业绩支撑的行业或个股大幅调整为主。从指数运行上看，仍将表现为上证综指的窄幅波动，而高估值板块和个股的持续分化。

操作上，一方面以市场估值结构调整为基础，以低估值的银行、交通运输、纺织服装、煤炭、商业贸易等为主线；另一方面，关注国内此轮电荒以及部分地区所出现的旱情为电力设备、水利建设、农业等个股带来的投资机会。个股方面，关注招商银行、七匹狼、大杨创世、神火股份、合肥百货、平高电气。

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。