



A股市场

策略定期报告/证券研究报告

月报

# 反弹的逻辑及面临的问题

——2月策略月报

报告日期

2012-2-7

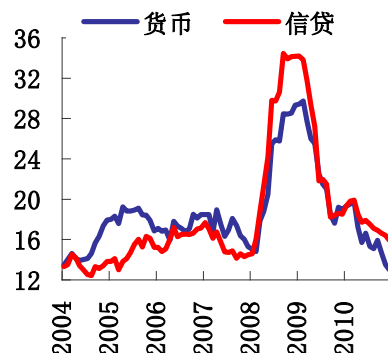
## 报告关键点:

- 推动反弹的三个因素
- A股制度重构
- A股估值国际比较

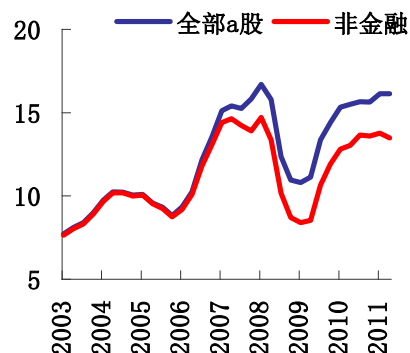
## 报告摘要:

- 推动反弹的三个理由: 1、海外宽松的货币环境促使无风险利率维持在极低水平。2、欧债到期高峰平稳过渡、美国强劲的经济数据促发风险溢价下降。3、对于经济基本面触底反弹存在幻想,认为强周期行业盈利最差的时刻可能已经过去。我们认同前两个反弹因素,但判断经济基本面触底为时尚早。根据欧洲央行和美联储的银行业调查显示,欧洲和美国的银行出现新一轮紧缩信贷的迹象。由于亚洲国家的经济数据下滑不快,印度和中国的货币政策调整存在滞后的风险。
- 我们观察到1月份资金开始回流新兴市场,印度、韩国、香港地区、台湾地区股市显著上涨,A股远远落后。我们认为A股反弹偏弱并不是基本面的因素,全球经济减速是共同的问题。A股偏弱的主要原因来自于制度方面的冲击。
- 新三板、跨境ETF、新股发行制度改革将推动A股市场向市场化、国际化的方向演变。两类股票存在风险:一类是小市值股票,目前A股小市值股票PE是大盘股的2倍,美国小股票估值溢价为20%,香港市场小股票不存在溢价;另一类是较海外存在估值溢价的行业,例如有色、机械、TMT、部分消费类股票。
- 我们继续看好市场反弹,预期反弹上限在2500点附近。行业配置上我们分为四大块:第一类是强周期行业,比如煤炭、有色、化工、钢铁,我们建议在箱体下沿买入这类行业,在有一定涨幅后不要急于追高。第二类是周期性相对较弱、增速不是很快的行业,比如家电、地产、银行、保险、铁路等市值大,估值低的板块,这类行业是今年主要的基础配置品种。第三类是消费类行业,比如医药、食品饮料、旅游、消费电子等行业,这类行业需要控制估值。如果这些行业的估值软着陆,可以逐步买入。第四类是没有亮点的小市值股票,我们预期这类股票在市场化、国际化的背景下仍是重灾区,即使它的估值可能已经从80倍回落到40倍,在反弹后,这类股票的长期趋势仍以下跌为主。
- 风险提示:美国经济大幅好转;中国货币政策调整滞后。

## 货币和信贷



## 上市公司 ROE



范妍

021-68765053  
执业证书编号

程定华

021-68766193  
执业证书编号

诸海滨

021-68766170  
执业证书编号

高级策略分析师

fanyan@essence.com.cn  
S1450511020012

首席策略分析师

chengdh@essence.com.cn  
S1450511020035

高级策略分析师

zhuhb@essence.com.cn  
S1450511020005

## 前期研究成果

《乌云的金边》

2012-1-4

《赢在当下》

2011-12-14

《不审势则多空皆误》

2011-10-10

## 1. 全球经济减速是共同的问题

### 1.1. 多国出现工业生产负增长

根据已公布的经济运行数据，除美国以外，发达国家和新兴市场普遍出现了经济减速。日本、英国、欧元区的工业生产已经迈入负增长区域（见图 1）。虽然欧元区尚未公布四季度 GDP 数据，但其经济减速已经被市场普遍预期。

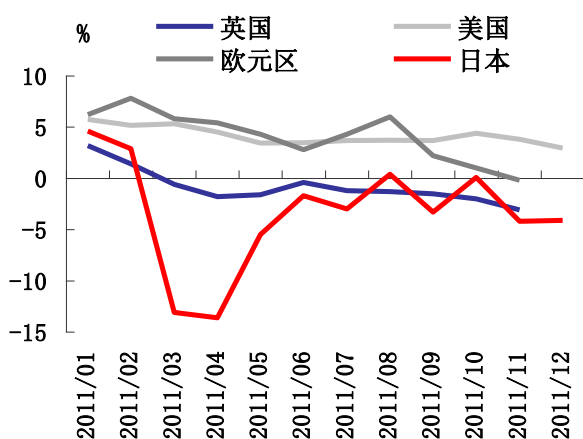
新兴市场与发达经济体的减速并无二致。巴西在 2011 年三季度环比经济增速已经出现了零增长，印度的 2011 年第三季度的 GDP 增速是 2009 年 6 月以来的最差值，台湾地区第四季度同比增速仅有 1.9%。中国与其它新兴市场国家相比，经济增长显得更为稳定。（见表 1）

表 1 新兴市场经济减速与发达国家并无二致

|              | Q1  | Q2  | Q3  | Q4  |
|--------------|-----|-----|-----|-----|
| 美国 GDP 环比年化  | 0.4 | 1.3 | 1.8 | 2.8 |
| 欧元区 GDP 环比年化 | 2.4 | 1.7 | 1.4 |     |
| 巴西 GDP 环比    | 0.8 | 0.7 | 0.0 |     |
| 中国 GDP 同比    | 9.7 | 9.5 | 9.1 | 8.9 |
| 印度 GDP 同比    | 7.8 | 7.7 | 6.9 |     |
| 台湾地区 GDP 同比  | 6.6 | 4.5 | 3.4 | 1.9 |
| 韩国 GDP 环比    | 1.3 | 0.9 | 0.8 | 0.4 |

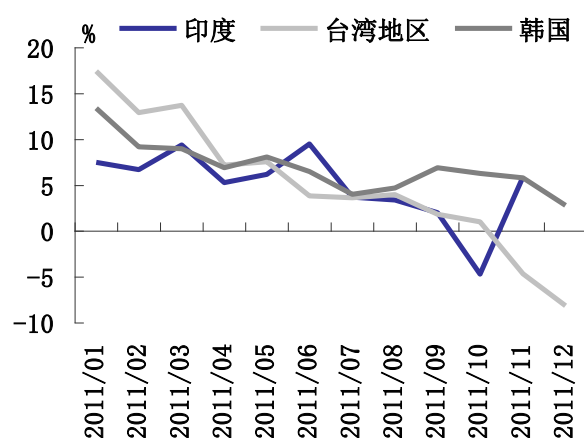
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 1、各国工业生产同比增速



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 2、各国工业生产同比增速



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

### 1.2. PMI 反弹需要确认

近期公布的经济数据普遍好于预期。从 1 日公布的 PMI 数据来看，部分发达国家的数  
据甚至好于新兴市场。1 月份制造业 PMI 数据来看，美国、英国、印度、巴西、中国  
均超过 50，其中，美国和巴西的 PMI 数据已经连续第 3 个月反弹，印度、英国、中国  
的数据连续 2 个月反弹。欧元区和韩国、台湾地区虽然在 50 以下，但下降的速度在  
放缓，这消除了市场对于经济硬着路的恐慌。（表 2）

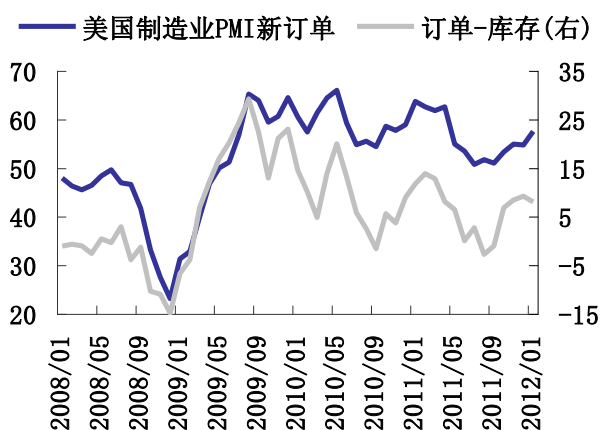
表 1 各个国家或地区制造业 PMI 指数

|      | 2012 年 1 月 | 2011 年 12 月 | 2011 年 11 月 | 2011 年 10 月 |
|------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 美国   | 54.1       | 53.1        | 52.2        | 51.8        |
| 欧元区  | 48.8       | 46.9        | 46.4        | 47.1        |
| 英国   | 52.1       | 49.7        | 47.7        | 47.8        |
| 巴西   | 50.6       | 49.1        | 48.7        | 46.5        |
| 中国   | 50.5       | 50.3        | 49.0        | 50.4        |
| 印度   | 57.5       | 54.2        | 51.0        | 52.0        |
| 台湾地区 | 48.9       | 47.1        | 43.9        | 43.7        |
| 韩国   | 49.2       | 46.4        | 48.0        | 47.5        |

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

但根据 PMI 数据判断工业生产见底反弹尚不成熟：1、虽然大部分国家的 PMI 有所反弹，但是绝对水平在 50 上下，PMI 本身是一个环比数据，这意味着环比改善的幅度有限。（见图 3、图 4）

图 3、美国制造业 PMI 新订单与库存指数



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 4、中国制造业 PMI 新订单与库存指数



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

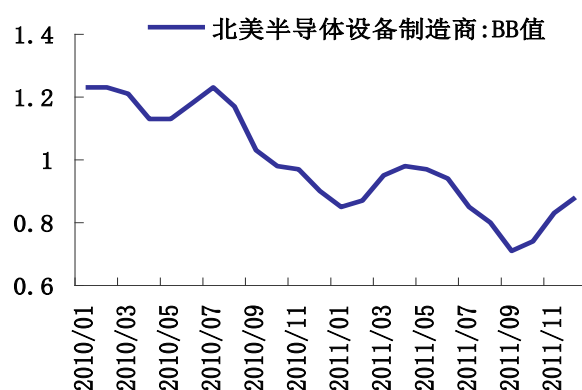
2、2011 年三、四季度工业增速下滑较快可能叠加了需求下滑和主动去库存两方面的影响，目前在绝大部分行业的库存下降的情况下，工业生产下滑的速度应该减缓或者出现反弹。但除了美国以外（见图 5-图 8），我们尚没有在其它国家看到需求出现明显的改善。如果缺乏需求支撑，工业增速的反弹是有限的。

图 5、美国汽车销量



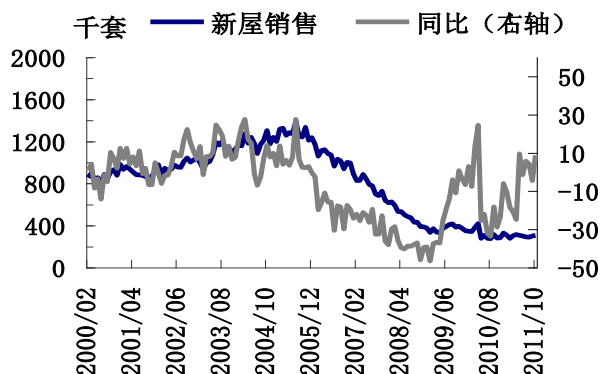
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 6、北美半导体设备制造商：BB 值



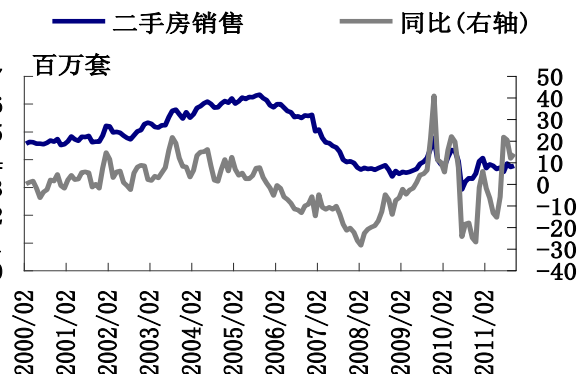
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 7、美国新屋销售



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 8、美国成屋销售



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

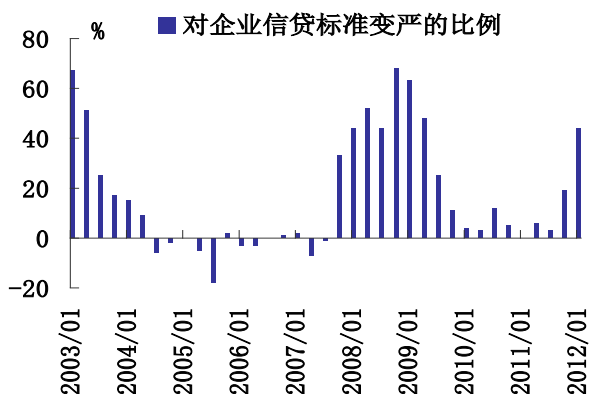
3、整体的信贷环境趋紧，不利于企业投资与补库。虽然美联储、欧洲央行、英国央行分别采用 OT、LTRO 和 QE 为市场提供流动性。但是欧洲和美国的信贷开始紧缩。根据央行 1 月份的调查，在过去 3 个月中，欧元区有接近 40% 的银行提高了对企业贷款的标准，这与 2008 年初的美国极为类似，而欧洲央行采用 LTRO 的初衷在于舒缓银行解杠杆的压力，似乎这一愿望并没有达到。受到欧洲的影响，美国银行对企业贷款的标准也开始出现严格的趋势。信贷体系的不稳定不利于经济的恢复。（见图 9、图 10）

1 月份虽然我国外汇占款的趋势有所改善，整个信贷投放的力度与 2011 年 1 月份相当，但是从微观的调研反馈、银行理财和票据贴现利率来看，整体资金成本下降的趋势极为缓慢。偏紧的信贷环境和资金成本并不支持企业出现大规模补库。我们观察到春节前后钢铁贸易商的补库活动要弱于 2011 年（图 11、图 12）

4、中国 1 月份 PMI 同时有元旦和春节两个假日，工作天数很少，数据缺乏可比性。而且春节前后，食品加工、烟草等行业需求旺盛，分行业 PMI 数据较高；而绝大部分制造业处于淡季，数据虽然差但可参照性不强。

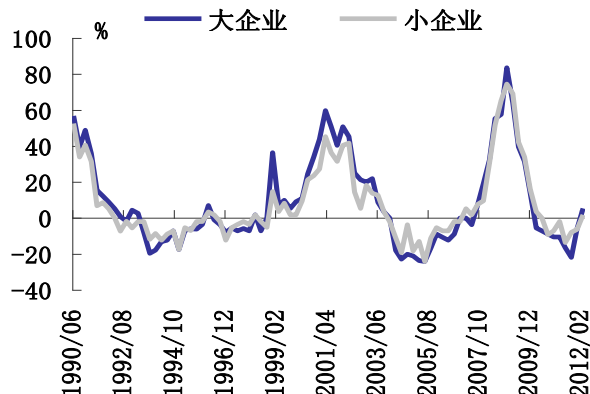
5、泰国洪水后电子行业供应链恢复，可能会造成数据出现类似 2011 年 6 月份汽车供应链恢复时发生的短期反弹。

图 9、欧洲银行业对企业信贷标准变严的比例



数据来源: ECB, 安信证券研究中心

图 10、美国银行业对企业信贷标准变严的比例



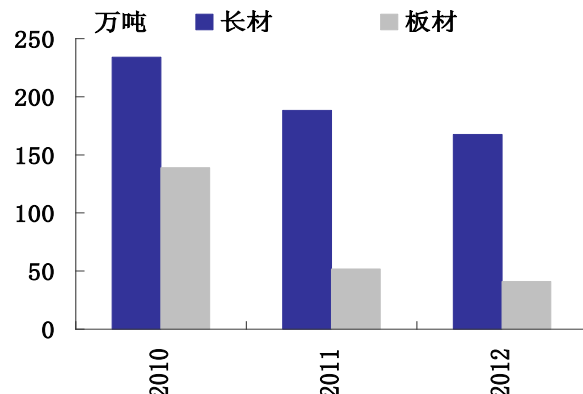
数据来源: Federal Reserve, 安信证券研究中心

图 11、中国票据直贴利率 (%)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 12、钢铁春节前后两个礼拜社会库存环比变化



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

因此,我们认为根据目前的经济数据就判断经济进入底部区域、周期性行业出现基本面反转尚不成熟,这可能仅仅是一个技术性反弹。

## 2. 全球风险溢价下降, A 股面临制度重构

### 2.1. 无风险收益率、风险溢价双降

9 月底以来,全球无风险资产(比如美国国债、黄金、美元)和风险资产(比如基础金属、股票和东欧国家国债)全面上涨。我们认为这主要由三个因素造成:

1、无风险收益率下降。美联储、欧洲央行宽松的货币政策保证了低利率环境。美国、英国、德国 2 年期国债的收益率不到 0.5%, 10 年期国债收益率仅 2%。(见图 13)

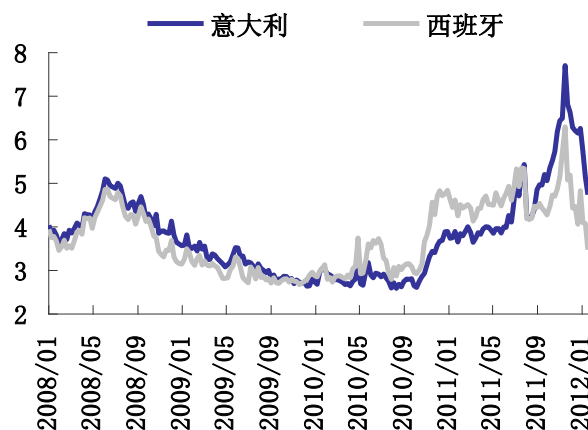
2、风险溢价下降。第一、经过近三个季度的市场调整,市场对全球经济减速的预期已经相当充分。即使经济数据下滑也很难造成风险溢价水平上升。第二、1-2 月份为传统工业生产淡季,市场对于该时间段内的经济数据并不敏感。第三、欧债到期高峰的融资压力并未出现。欧洲央行提供的 LTRO 缓解了银行融资压力和债券市场融资需求, 3 个月 LIBOR、EURIBOR 近期开始下滑,意大利、西班牙的 5 年期国债收益率大幅下降至 5%以下。

图 13、德国国债收益率



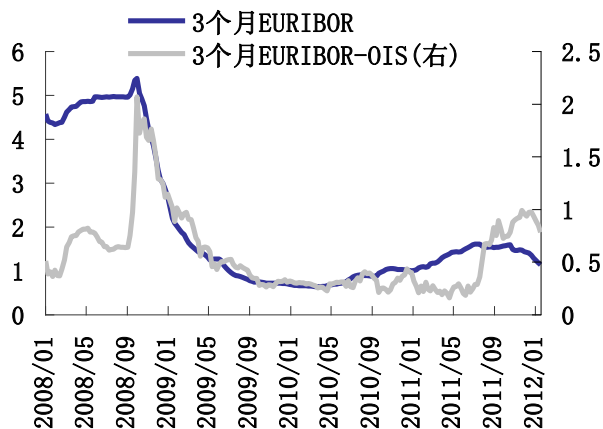
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 14、5 年期国债收益率



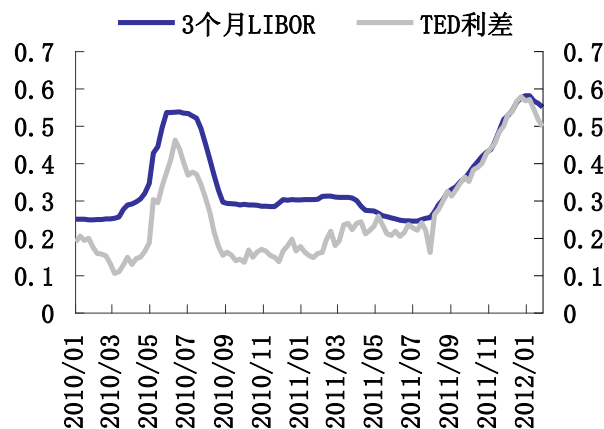
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 15、欧洲 3 个月 EURIBOR-OIS



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 16、美国 TED 利差



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

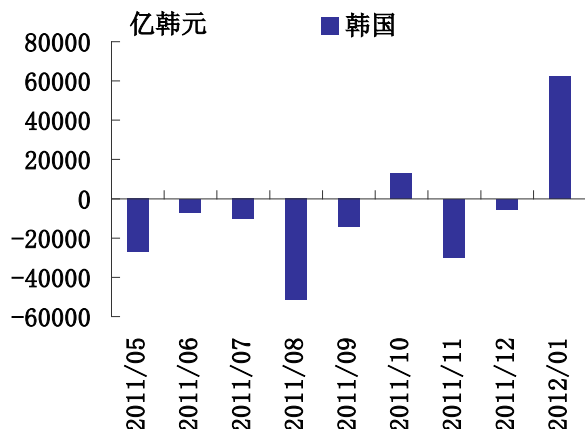
3、基本面好转预期。美国经济公布的经济数据反弹强劲，例如 1 月份美国新增非农就业人数 24.3 万人，市场预期为 15.5 万人。分行业来看商业服务（增 7 万人），制造业（增 5 万人），娱乐酒店（增 4.4 万人），医疗（增 3 万人）均大幅上升。此外美国非制造业 ISM 指数为 56.8，较上个月上升 3.8 个百分点，其中新订单上升 4.8 个点至 59.4，雇佣上升 7.6 个百分点至 57.4。这些数据远远超过了市场预期。因此市场对周期性行业谷底反转的乐观情绪重新抬头。

我们认同促发市场反弹的前两个条件，但对基本面见底回升的预期持怀疑的态度。

## 2.2. 资金重回新兴市场，中国表现偏弱

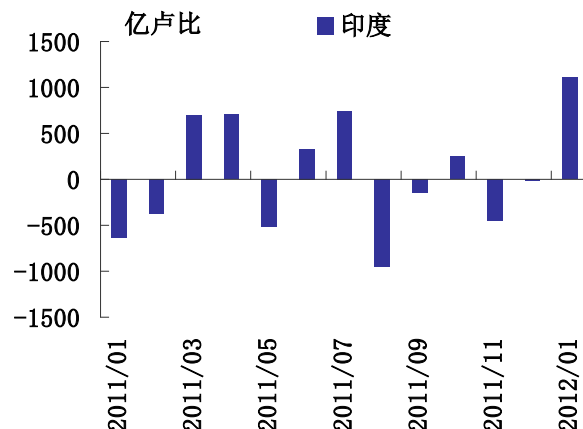
随着风险偏好上升，全球资金重新流向新兴市场。韩国、印度、台湾地区外国投资者结束了 2011 年持续净卖出的行为，股票净买入量大幅上升。因此，新兴国家股市反弹要好于欧美国家。（见图 17-图 20）

图 17、韩国股票市场国外投资者净购买



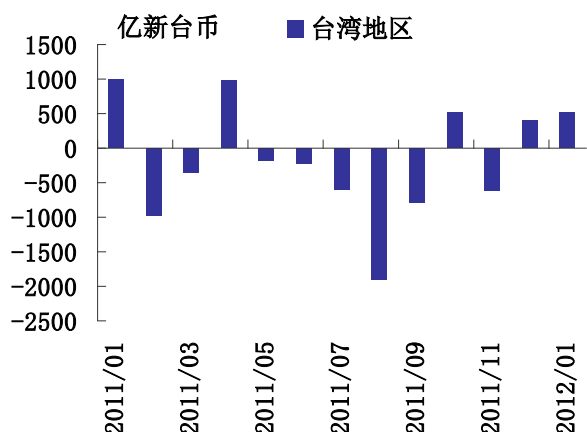
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 18、印度股票市场国外投资者净购买



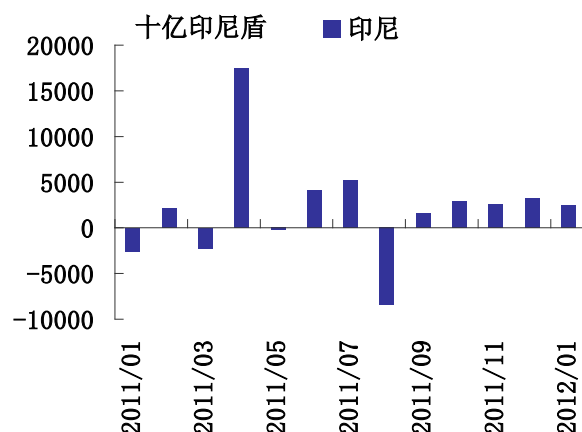
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 19、台湾地区股票市场国外投资者净购买



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

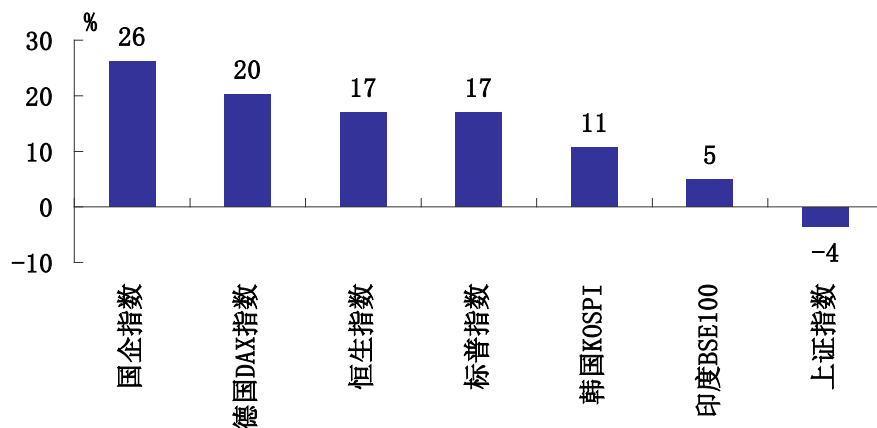
图 20、印尼股票市场国外投资者净购买



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

1 月以来，印度股市上涨 12%、韩国 KOSPI 指数上涨 8%、恒生国企指数上涨 16%，台湾加权指数上涨 8%，但上证指数表现偏弱（见图 21）。2011 年 9 月底至今上证指数跑输恒生中国国企指数近 30 个百分点，跑输全球大部分风险资产，我们猜测这与中国经济的基本面并无太大的关系，从公布的经济数据来看，中国经济的波动幅度甚至弱于印度、韩国等国家。A 股偏弱可能与两个因素相关：一是中国货币政策调整缓慢，流动性压力和资金成本都高于欧美市场。二是制度重构导致了 A 股结构性泡沫的破灭。

图 21、2011 年 9 月 30 日-2012 年 2 月 1 日股票市场涨跌幅 (%)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心。

### 2.3. 制度重构对于 A 股的冲击

从 9 月份起 A 股弱于海外的一个重要原因是制度上的冲击。根据中央金融和经济工作会议的精神以及最近的媒体报道，未来金融市场的制度体系面临重构。关于制度方面的讨论目前主要集中于新股发行制度、新三板以及跨境 ETF。

未来制度方面的变革可能有以下几点：

- 1、新股发行可能逐步减少行政审批，由市场供需决定发行节奏。创业板再融资发行审核可能由证监会下放至深圳交易所。（关于新股发行制度的讨论见表 3）

- 2、推出新三板。今年下半年新三板如果推出，我们预计首批公司家数约 350 家，这将对小股票的估值形成系统性的冲击。
- 3、由增量发行变为部分存量发行。在海外成熟市场中，存量发行亦被证明是一种有效的发行方式，主要可分为两种：一种是在公司首发 (IPO) 时，老股东对外出售一部分股份，这种方式可以理解为“增量发行+存量发行”；第二种是公司上市后进行的存量发行，亦即在公司上市后老股东通过一定的方式减持股份。存量发行将改变股票市场供求关系，产业资本对于估值的影响力将更为深远。未来推出的新三板可能就是一个典型的存量发行市场。
- 4、跨境 ETF 破茧。跨境 ETF 指跟踪其他国家或地区标的指数的组合证券的 ETF 基金，如中国市场上的跨境 ETF，指在沪深交易所上市的、追踪欧美等其他国家市场指数的产品。这一战略性意义的投资工具，将打通国内投资者布局海外证券市场的通道，使得 A 股的估值体系逐步与国际接轨。

表 3 关于新股发行制度改革的讨论

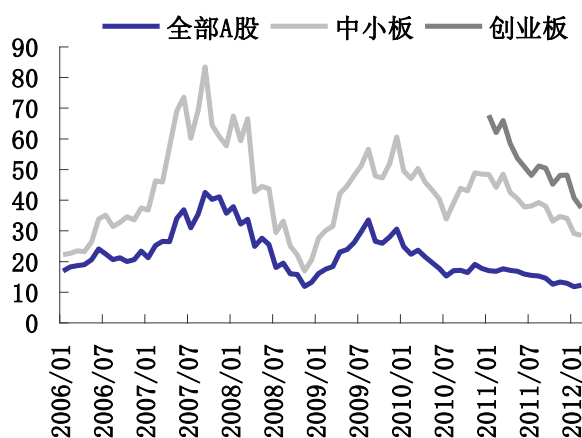
| 制度                         | 主要内容                                                                                                                          | 潜在影响                                                  |
|----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| 存量发行                       | 主要可分为两种：一种是在公司首发 (IPO) 时，老股东对外出售一部分股份，这种方式可以理解为“增量发行+存量发行”；第二种是公司上市后进行的存量发行，亦即在公司上市后老股东通过一定的方式减持股份。                           | 改变供求生态，产业资本对估值的影响力增强。                                 |
| 推动承销商在透明规则下自主安排询价、定价和承销方式。 | 例如超额配售选择权：主承销商按同一价格向投资者超额发售不超过包销数额 15% 的股份；在证券上市之日起 30 日内，主承销商有权根据市场情况选择从二级市场购买发行人股票，或者要求发行人增发股票，分配给对此超额发售部分提出认购申请的投资者。       | 平抑二级市场价格剧烈波动                                          |
| 储架发行                       | 储架发行制度是指运用一次注册、多次发行的方式，能够使得发行人选择良好的市场时机发行股票。                                                                                  | 发行人能够根据募投项目所需资金以及募投项目进展情况分次募集资金，提高发行人募集资金以及社会资金的使用效率。 |
| 美国式招标                      | 所谓荷兰式招标是指，投标人按照所报买价自高向低的顺序中标，直至满足预定发行额为止，其中中标价格是以所有投标者的最低中标价格为准，全体中标者的中标价格是一致的。所谓美国式招标则是指，中标价格为投标方各自报出的价格，具有多重中标价格，报价越多者损失越大。 | 约束询价机构整体报价行为                                          |
| 中小投资者参与询价                  | 研究征询中小投资者报价意向的方式，夯实参与各方责任，提升询价、报价、定价的合理性。                                                                                     | 提高定价合理性，但中小投资者的报价也有可能偏离公司合理价值。                        |
| 强制披露令定价透明                  | 加强对投研报告的监督，对于投研报告中给出推荐价格区间上限过高的承销商，可能加大惩罚力度。                                                                                  | 提高定价的透明度                                              |
| 扩大网下配售比例                   | 海外成熟市场，新股发行时大部分筹码通过网下配售给机构，只有少量筹码在网上公开发售。以我国香港地区为例，网下配售的比例往往高达 80%，甚至能达到 90%。                                                 | 约束报价行为，扩大机构投资者比例。                                     |
| 延长网下配售                     | 为抑制机构炒作新股，把网下配售禁售期从 3 个月延长到 9 个月或者 1 年。                                                                                       | 延长网下配售禁售期后，询价机构报高价的冲动将大为减弱，有助于二级市场新股价格稳定              |

注：根据媒体相关报道整理。

如果 A 股市场进一步减少行政管制，向市场化、国际化方向演变。我们认为有两类股票将受到冲击。一类是小股票，一类是行业估值和国际市场差异巨大的股票。

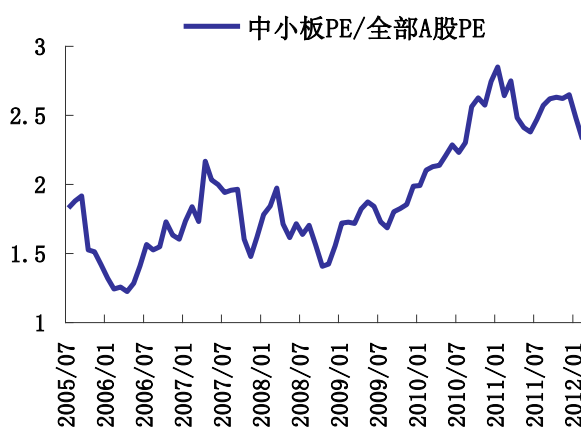
以中小企业板为例，我国中小企业板整体的 TTM 估值为 28 倍，是主板市场估值的 2 倍。巨大的估值溢价并不是来自于小股票较高的成长性，从 2005 年到 2010 年，中小企业板的复合盈利增速和沪深 300 的盈利增速并没有显著差异。这样的估值差异主要来自于制度差异。历史上看，香港小股票大部分时间的估值为 10 倍-15 倍，较大股票几乎没有估值溢价，甚至存在折价。美国小股票估值在 20 倍左右，较大股票的长期估值溢价为 20%。新三板、创业板审批制度如果出现变化，我们预期巨大的小股票供应将促使 A 股小市值股票的溢价逐步向大股票靠拢。（见图 22-图 27）

图 22、A 股分板块 PE (TTM)



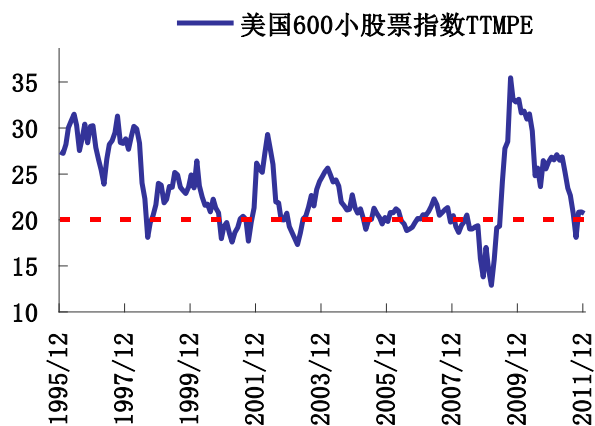
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 23、中小企业板 PE/全部 A 股 PE



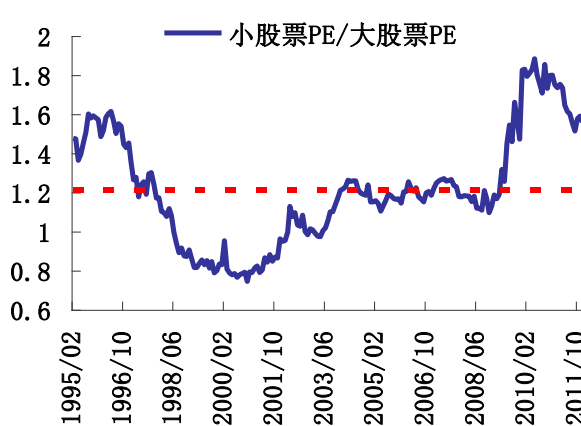
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 24、美国小股票历史估值



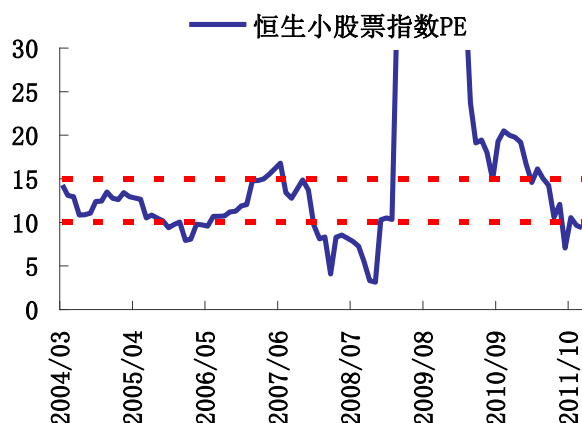
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 25、美国小股票相对于大股票估值



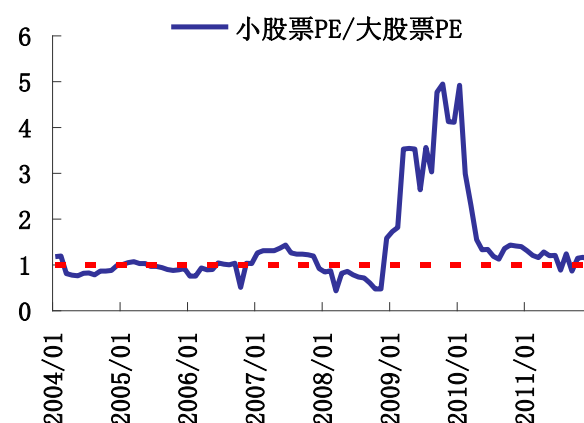
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 26、香港小股票历史 PE



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 27、香港小股票相对于大股票估值



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

分行业来看，我国和国际市场的分化主要有以下四类（分行业国际估值比较见表 4）：第一类是估值存在显著溢价的行业，例如有色、电气设备、机械、医药、食品饮料、零售、TMT；第二类是盈利能力显著高于海外，PB 有显著溢价的行业，例如建材、银行和证券；第三类是盈利能力显著低于海外导致 PE 有溢价的行业，例如钢铁、化工、造纸、电力、电子元器件；第四类是对海外的估值溢价在 30%以内的行业，例如采掘、交运设备、建筑、保险、地产、纺织服装和交通运输。我们认为这四类行业中，第一类行业需要警惕估值泡沫的破灭，第二类行业估值并无太大的水分，但需要观察由于行业盈利泡沫破灭带来的影响。我们认为，未来可能只有少部分仍具有中国因素的成长性行业较海外存在估值溢价，大部分行业的估值可能将和海外市场同向波动。

表 4 分国别分行业 TTMPE 和 PB

|            | 日本   | 美国   | 韩国   | 台湾   | 英国   | 香港   | A 股  | 海外估值中值 | A 股估值溢价 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|--------|---------|
| <b>中上游</b> |      |      |      |      |      |      |      |        |         |
| <b>PE</b>  |      |      |      |      |      |      |      |        |         |
| 采掘         | 12.0 | 11.0 |      |      | 8.5  | 12.3 | 14.1 | 11.5   | 21.8    |
| 建材         | 14.4 |      |      | 12.9 | 17.7 | 8.7  | 13.1 | 13.7   | -4.0    |
| 建筑         | 15.8 | 20.5 | 21.4 | 10.5 |      | 8.3  | 15.5 | 15.3   | 1.5     |
| 钢铁         | 16.6 | 12.1 | 11.8 | 16.1 |      | 4.7  | 18.9 | 12.1   | 56.5    |
| 有色         | 13.8 | 11.3 | 12.1 | 7.8  | 8.6  | 11.6 | 27.5 | 11.4   | 141.3   |
| 化工         | 14.7 | 15.6 | 12.5 | 11.7 | 30.2 | 8.1  | 26.3 | 13.6   | 94.0    |
| 造纸         | 14.5 | 14.2 |      | 10.6 | 9.5  | 10.7 | 28.0 | 10.7   | 161.5   |
| 电力         | 19.0 | 13.6 |      | 12.5 | 9.3  | 14.1 | 25.0 | 13.6   | 83.2    |
| <b>PB</b>  |      |      |      |      |      |      |      |        |         |
| 建材         | 0.9  | 1.5  | 0.1  | 1.3  | 1.2  | 2.0  | 2.1  | 1.2    | 71.3    |
| 钢铁         | 0.7  | 1.8  | 1.0  | 1.3  |      | 0.7  | 1.0  | 1.0    | 6.8     |
| 有色         | 0.9  | 1.9  | 0.9  | 1.6  | 1.8  | 1.5  | 3.0  | 1.5    | 93.4    |
| 化工         | 1.0  | 3.7  | 1.9  | 1.9  | 3.9  | 1.4  | 2.5  | 1.9    | 29.9    |
| 造纸         | 0.7  | 1.6  | 0.4  | 0.9  | 0.8  | 1.2  | 1.2  | 0.9    | 35.1    |
| 电力         | 0.7  | 1.5  | 0.4  | 1.5  | 2.4  | 1.5  | 1.4  | 1.5    | -7.9    |

机械 (PE)

|      |       |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 电气设备 | 107.3 | 16.9 | 22.6 | 13.9 | 16.2 | 9.1  | 28.0 | 15.7 | 77.9 |
| 交运设备 | 24.8  | 8.6  | 8.4  | 15.2 | 10.7 | 12.5 | 15.4 | 13.4 | 15.2 |
| 机械   | 14.1  | 13.8 | 29.3 | 13.5 | 12.0 | 7.1  | 29.8 | 15.0 | 99.1 |

大金融 (PE)

|         |      |      |      |      |      |      |      |      |       |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 银行      | 8.5  | 11.2 | 18.9 | 13.3 | 11.1 | 8.0  | 7.4  | 11.8 | -37.7 |
| 证券      | 21.0 | 7.9  | 10.5 | 32.6 |      | 11.1 | 18.0 | 16.6 | 8.3   |
| 保险      | 21.0 | 15.8 | 12.1 | 23.2 | 9.3  | 17.5 | 19.3 | 16.5 | 16.9  |
| 地产      | 22.3 | 58.8 |      | 8.7  |      | 5.6  | 16.5 | 23.8 | -31.0 |
| 银行 (PB) | 0.6  | 1.1  | 0.9  | 1.2  | 0.9  | 1.4  | 1.4  | 1.0  | 43.3  |
| 证券 (PB) | 0.5  | 0.6  | 0.9  | 1.1  |      | 2.2  | 1.8  | 1.1  | 69.5  |

消费类 (PE)

|      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 纺织服装 | 13.6 | 21.2 | 14.2 | 12.4 |      | 12.1 | 18.3 | 14.7 | 24.4 |
| 医药   | 15.2 | 11.3 | 21.0 | 20.6 | 12.5 | 19.5 | 28.1 | 16.7 | 68.3 |
| 零售   | 14.3 | 18.9 | 12.6 | 19.2 | 12.9 | 18.0 | 21.5 | 16.0 | 34.3 |
| 食品饮料 | 20.8 | 16.1 | 19.6 | 20.4 | 17.0 | 24.2 | 28.6 | 19.7 | 45.4 |

TMT (PE)

|         |      |      |      |      |      |      |      |      |       |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 信息通讯    | 11.0 | 13.5 | 6.4  | 12.6 | 12.3 | 13.0 | 28.4 | 11.5 | 147.5 |
| 软件及服务   |      | 16.2 |      | 12.9 | 15.5 | 25.0 | 32.0 | 17.4 | 83.9  |
| 传媒      |      | 15.0 |      |      | 15.5 | 12.7 | 30.0 | 14.4 | 108.4 |
| 电子 (PE) |      | 12.7 | 15.8 | 14.0 |      | 7.8  | 52.0 | 12.6 | 312.8 |
| 电子 (PB) | 1.0  | 2.9  | 1.7  | 1.6  |      | 1.4  | 2.3  | 1.7  | 33.7  |

交通运输

|    |      |      |     |     |      |     |      |      |       |
|----|------|------|-----|-----|------|-----|------|------|-------|
| PE | 16.4 | 16.8 |     | 9.9 | 17.9 | 8.1 | 13.7 | 13.8 | -1.0  |
| PB | 1.1  | 3.3  | 2.3 | 1.3 | 1.7  | 1.1 | 1.4  | 1.8  | -24.6 |

数据来源：安信证券研究中心

### 3. 行业配置

整个 2 月份，我们认为无论是经济基本面还是流动性层面并没有太大的利空因素。海外宽松的货币政策导致无风险收益率的下滑，欧债到期高峰的平稳过渡以及美国强劲的经济数据将促使风险溢价进一步下滑，因此我们继续看好市场反弹，预期反弹上限在 2500 点附近。

行业上我们分为四大块：第一类是强周期行业，比如煤炭、有色、化工、钢铁，对于这类行业我们建议不要追涨，虽然大宗商品近阶段涨幅不错，但我们认为它还是处在一个平台之中，这类行业上涨持续性并不强，我们建议在箱体下沿买入这类行业，在有一定涨幅后不要急于追高。第二类是周期性相对较弱、增速不是很快的行业，比如家电、地产、银行、保险、铁路等市值大，估值低的板块，这类行业我们建议是今年主要的基础配置品种。第三类是消费类行业，比如医药、食品饮料、旅游、消费电子等行业，这类行业最重要的事情是控制估值。如果这些行业的估值下降到 20 倍左右，

例如增速慢一些的消费类股票回到 15 倍左右的估值，增速快一些的股票回到 25 倍左右的估值，估值软着陆，可以逐步推荐。第四类是没有亮点的小市值股票，我们预期这类股票在市场化、国际化的背景下仍是重灾区，即使它的估值可能已经从 80 倍回落到 40 倍，在反弹后，这类股票的长期趋势仍以下跌为主。

具体的行业配置见表 5:

表 5 行业配置

| 行业      | 基准比例  | 超配   | 标配    | 低配   | 重点公司                      |
|---------|-------|------|-------|------|---------------------------|
| 石油石化    | 13.37 |      | 13.37 |      | 中国石化、中国石油、双良节能            |
| 煤炭      | 5.44  |      | 5.44  |      | 潞安环能、中煤能源                 |
| 有色金属    | 4.21  |      |       | 3.16 | 山东黄金、紫金矿业、神火股份、中科三环、江西铜业  |
| 电力及公用事业 | 2.93  |      | 2.93  |      | 华能国际、上海电力、国电电力            |
| 钢铁      | 2.56  |      |       | 1.28 | 新兴铸管、玉龙股份、攀钢钒钛            |
| 基础化工    | 2.99  |      |       | 1.50 | 盐湖股份、双龙股份、万昌科技、江苏三友、金正大   |
| 建筑      | 1.88  |      |       | 0.94 | 成都路桥、中国化学、尚荣医疗            |
| 建材      | 1.74  |      |       | 0.97 | 海螺水泥、冀东水泥、宁夏建材            |
| 轻工制造    | 0.66  |      |       | 0.33 | 星辉车模、索菲亚                  |
| 机械      | 4.17  |      | 4.17  |      | 中国南车、新研股份、中国北车、杰瑞股份、天地科技  |
| 电力设备    | 2.23  |      | 2.23  |      | 国电南瑞、亿晶光电、东方电气            |
| 国防军工    | 0.57  | 1.14 |       |      | 哈飞股份                      |
| 汽车      | 3.12  | 5.62 |       |      | 上汽集团、华域汽车、宇通客车、威孚高科、潍柴动力  |
| 商贸零售    | 2.58  |      | 2.58  |      | 王府井、步步高、银座股份              |
| 餐饮旅游    | 0.67  |      | 0.67  |      | 峨眉山 A、桂林旅游、西藏旅游、锦江股份、中国国旅 |
| 家电      | 1.41  | 2.11 |       |      | 格力电器、海信电器、美的电器            |
| 纺织服装    | 1.19  |      |       | 0.89 | 九牧王、探路者、七匹狼               |
| 医药      | 3.95  | 4.35 |       |      | 天士力、亚宝药业、云南白药、康美药业、天坛生物   |
| 食品饮料    | 4.37  | 4.81 |       |      | 伊利股份、双汇发展                 |
| 农林牧渔    | 1.42  |      | 1.42  |      | 隆平高科、登海种业、新希望             |
| 银行      | 17.54 |      | 17.54 |      | 华夏银行、农业银行、民生银行、浦发银行、招商银行  |
| 非银行金融   | 6.37  |      | 6.37  |      | 中国人寿、新华保险、海通证券            |
| 房地产     | 4.62  | 4.77 |       |      | 保利地产、万科 A、金地集团、招商地产       |
| 交通运输    | 3.99  | 5.99 |       |      | 上海机场、宁沪高速、唐山港、中国国航        |
| 电子元器件   | 1.98  |      | 1.98  |      | 水晶光电、星星科技、安洁科技、长盈精密       |
| 通信      | 1.70  |      | 1.70  |      | 鹏博士、烽火通信、中兴通讯             |
| 计算机     | 1.20  |      | 1.20  |      | 东华软件、大华股份、威创股份            |
| 传媒      | 0.54  |      | 0.54  |      | 百视通、省广股份、乐视网              |
| 综合      | 0.57  |      |       | 0    |                           |

注：行业基本权重自 2012 年 1 月起采用中信一级行业分类。

行业基本权重为 2011 年 1 月 30 日中信分行业流通市值占比。

股票为安信行业研究员推荐。

## 分析师简介

范妍, 复旦大学企业管理学士, 复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所, 从事策略研究。

程定华, 上海社会科学院经济学博士, 七年证券投资与研究经验, 曾担任光大证券投资决策委员会委员, 获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。

诸海滨, 统计学学士, 八年证券研究经验, 2007年5月加盟安信证券研究中心, 从事策略、行业组合研究。

## 分析师声明

范妍、程定华、诸海滨分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

|               |                         |               |                         |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 朱贤            | 上海联系人                   | 黄方祥           | 上海联系人                   |
| 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn  | 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  |
| 梁涛            | 上海联系人                   | 凌洁            | 上海联系人                   |
| 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn | 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn  |
| 张勤            | 上海联系人                   | 周蓉            | 北京联系人                   |
| 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn | 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn |
| 马正南           | 北京联系人                   | 潘冬亮           | 北京联系人                   |
| 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     | 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    |
| 胡珍            | 深圳联系人                   | 李国瑞           | 深圳联系人                   |
| 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn   | 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn     |