

估值修复行情延续中，关注补涨逻辑

A 股周策略报告

2012 年 2 月 26 日

主要观点：

- 行情回顾：地产+信息板块的活跃，是准备金率下调、地产政策松动预期与国外大佬购入信息科技股在 A 股市场的映射，这种结构也较符合经济平稳增长与转型的导向，是市场透露的内在主线。
- 市场逻辑：政策催化，构成了修复性行情延续的主要动力。流动性、市场主体的行为以及投资情绪的改善将短期市场回升的主要因素，而这些需要政策面的持续催化。比如上周准备金率的下调、上海限购政策的解释、推进税制、户籍改革以及一些行业规划的逐步出台，构成了政策催化的细项。在两会之前，政策总体基调是利于改革、利于经济平稳增长的，也将利于市场的反弹。
- 就估值而言，沪深 300 为代表的蓝筹板块估值水平依然在 11.6 倍、尚低于 2008 年低位时的 12.4 倍。在流动性改善进程尚未有逆转的情况下，在估值依然属于历史低位的背景下，估值的修复行情还将延续。
- 市场行为看，估值均值回归派的投资者已经在 2300 点下方重仓、产业资本也是净增持的；市场技术派根据我们的大盘预警系统也在最近两个交易日重仓了、突破半年线放量也是例证；而经济基本面派的投资者则尚未重仓、不少机构的低仓位也是证据。至于场外增量资金如储蓄资金也未有显著介入，最近 2 周开户数仅仅恢复至 2011 年 11 月初的水平。又由于欧债的缓和、全球经济的复苏格局、国内货币政策的预调以及经济和股市的一些长期性制度建设的推进比如户籍制度、新股发行制度等的倾向，经济基本面派的投资者有从低仓位逐步修复至中性仓位的动向。
- 小话题：未来行情如果出现调整的因素探讨。未雨绸缪，市场不可能永续回升；也许在后续物价并未如预期幅度的回落、货币供应量增速始终未能有效回升、超额货币供给也始终未能形成正缺口时，估值修复行情将会受阻，但目前还未到时候。
- 政策催化、流动性改善以及蓝筹板块历史低估值的背景下，短期市场依然在估值修复的过程中。在低估值、周期股中以轮动的方式实现着震荡盘升的格局，短期有望攀升至 2450-2500 点一线；但地缘、油价等因素，市场扰动情绪将有所增加，仓重者可以在 2450 点上方阶段性的控制下仓位。
- 板块上依然立足低估值+周期+高送转主线；操作中可立足于挖掘补涨主线。关注地产、券商以及煤炭、锂电池等板块；重点关注：招商银行、广发证券、平煤股份、金钼股份、陕天然气、中远航运、惠博普、南都电源、纳川股份以及基金安顺、基金银丰等。

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

TEL: (8621)2036-1167

Email: shenzy@nesc.cn

编辑：策略组

TEL: (8621)2036-1167

FAX: (8621)2036-1159

地 址：上海市源深路 305 号 4 楼

邮 编：200135

一、上周行情回顾中看市场轨迹：地产+信息	2
1、市场活跃度增强，地产和信息产业链领涨	2
2、地产和信息板块强势的思考	2
表 1：权重稳步攀升、价值与成长齐活跃	3
表 2：地产上下游+信息产业，是上周市场的领先板块	3
表 3：地产、泛信息类个股体现了较强的赚钱效应	3
二、市场运行逻辑及下周投资策略	4
1、政策的不断催化，构成了市场稳步攀升的诱因	4
2、后市逻辑：短期还在流动性改善和政策催化的修复行情中	4
A、估值修复行情还有延续的归因	4
图 1：资金价格伴随着准备金率的下调出现了回落	4
表 4：沪深 300 估值水平距离 2008 年低点还有些继续、估值修复还有空间	5
B、投资主体行为：市场仍未分歧、基本面派仓位仍较轻	5
C、小话题：未来行情如果出现调整的因素探讨	5
3、下周市场运行及投资策略：关注补涨逻辑	5
表 5：传统封闭式基金上周显著回升，并可关注涨幅较弱的封基	6

一、上周行情回顾中看市场轨迹：地产+信息

1、市场活跃度增强，地产和信息产业链领涨

在准备金率下调以及外盘平稳、国内地产松动预期的作用下，市场震荡攀升、延续涨势。周行情看，上周全部 A 股上涨 3.8%、摆脱了前三周指数平稳仅小阳线的格局；上证 180 指数反弹 3%、创业板和中小板的反弹幅度更多些、创业板更是达到 7%。指数稳步攀升中，个股活跃度增强。

板块而言，准备金率下调+房地产政策松动预期，导致房地产上下游产业链涨幅居前，房地产、家电、建材领涨；同时，受景气指数有所回升的信息产业类板块也较为活跃，信息服务、信息设备以及电子类板块涨幅仅次于房地产产业链。这种板块表现，与政策的导向像吻合；稳增长、保持房地产及投资平稳，促转型、提升科技含量、泛信息类板块活跃。

值得一提的是，回顾本周的行情，事实上由周一的表现所决定；本周一受准备金率下调，单日银行股按兵不动、而房地产、家电、建材、信息服务、信息设备、电子却是单日涨幅板的前列，我们在当日的每日研判中也做过分析，认为本轮准备金率下调的行情并非一日游，其中单日不同于上轮准备金率下调的板块层面的表现就是其中论据之一，目前看是佐证了的。

就个股来看，本周强势股较多的集中在了地产股，且地产板块有整体修复的表现；既有中华、首开等一线地产也有滨江、荣安等二三线地产。另外，迪威视讯、华谊嘉信、环旭电子、汇源通信、荣之联以及东方财富等信息产业相关的软硬件个股。

2、地产和信息板块强势的思考

从市场的风格、板块的热点以及强弱势个股的表现看，市场显示出了较强的韧性，并对经济平稳、政策积极应对抱有较大的期望，对未来保持增长平稳、地产调控趋缓趋松的强烈预期，并对信息产业链抱有较高的期待。

地产+信息的活跃，构成了国内地产政策松动预期与国外大佬们购入信息科技股的 A 股映射体，这种结构也较符合国内经济平稳增长与转型的导向，是市场透露出来的内在主线。投资者需要密切关注，关注地产上中下游的板块的补涨轮动以及泛信息产业软硬件在三网融合、物联网、新一代信息技术、文化创意等主题下的成长股机会。

表 1：权重稳步攀升、价值与成长齐活跃

板块名称	成份股个数	周涨跌幅	总市值	流通 A 股市值
全部 A 股	2340	3.85	239826	184165
上证 180	180	2.85	122973	104722
中小企业板	653	5.47	30665	16329
创业板	290	7.11	7980	2827
沪深 300	300	3.26	155954	128763

数据源自 WIND，东北证券

表 2：地产上下游+信息产业，是上周市场的领先板块

板块名称	上周涨跌幅	2 月 20 日涨跌幅	板块名称	上周涨跌幅	2 月 20 日涨跌幅
房地产	10.57	0.96	食品饮料	4.19	-0.33
家用电器	7.17	1.5	医药生物	4.14	-0.36
建筑建材	6.53	0.64	商业贸易	3.88	-0.06
信息服务	6.17	0.64	采掘	3.82	0.78
信息设备	5.48	0.8	有色金属	3.82	0.18
电子	5.24	0.38	交通运输	3.47	0.03
机械设备	5.19	0.03	黑色金属	3.42	-0.19
轻工制造	4.85	0.19	化工	3.02	0.08
交运设备	4.81	0.28	餐饮旅游	2.55	0.04
纺织服装	4.81	0.01	金融服务	2.12	0.17
农林牧渔	4.35	0.07	公用事业	1.72	-0.34

数据源自 WIND，东北证券

表 3：地产、泛信息类个股体现了较强的赚钱效应

证券代码	证券简称	周区间涨跌幅	二级行业	证券代码	证券简称	周区间涨跌幅	二级行业
002464.SZ	金利科技	33.93	塑料	600593.SH	大连圣亚	-1.69	景点
300167.SZ	迪威视讯	33.79	计算机应用	000570.SZ	苏常柴 A	-1.72	通用机械
000517.SZ	荣安地产	32.20	房地产开发	600027.SH	华电国际	-1.81	电力
600675.SH	中华企业	31.01	房地产开发	600238.SH	海南椰岛	-1.95	饮料制造
300071.SZ	华谊嘉信	28.85	传媒	600803.SH	威远生化	-2.02	化学制品
601231.SH	环旭电子	28.72	电子制造	600876.SH	洛阳玻璃	-2.07	建筑材料
000586.SZ	汇源通信	27.01	通信设备	600081.SH	东风科技	-2.32	汽车零部件
002642.SZ	荣之联	26.74	计算机应用	600155.SH	*ST 宝硕	-2.33	塑料
000631.SZ	顺发恒业	25.17	房地产开发	600187.SH	国中水务	-2.43	水务
300166.SZ	东方国信	25.13	计算机应用	000592.SZ	中福实业	-2.58	家用轻工
300059.SZ	东方财富	25.13	网络服务	300291.SZ	华录百纳	-3.01	传媒
300213.SZ	佳讯飞鸿	22.99	通信设备	000723.SZ	美锦能源	-3.10	煤炭开采
000046.SZ	泛海建设	22.79	房地产开发	002175.SZ	广陆数测	-3.11	仪器仪表
600376.SH	首开股份	22.26	房地产开发	002486.SZ	嘉麟杰	-3.30	服装家纺
002244.SZ	滨江集团	22.01	房地产开发	601929.SH	吉视传媒	-4.04	网络服务
300264.SZ	佳创视讯	21.43	计算机应用	002562.SZ	兄弟科技	-4.17	化学制品
300113.SZ	顺网科技	21.06	网络服务	600766.SH	ST 园城	-4.41	房地产开发
002092.SZ	中泰化学	20.49	化学原料	600228.SH	*ST 昌九	-4.82	化学制品

002396.SZ	星网锐捷	20.34	计算机应用	002403.SZ	爱仕达	-6.39	白色家电
000918.SZ	嘉凯城	20.14	房地产开发	000587.SZ	ST 金叶	-9.38	家用轻工

数据源自 WIND，东北证券

二、市场运行逻辑及下周投资策略

1、政策的不断催化，构成了市场稳步攀升的诱因

政策催化，客观而言，如我们所预期的一般，构成了修复性行情延续的主要动力。其背后的逻辑，我们一再强调的，在股市政策底、估值底已经确立之后，在经济底、业绩底尚未明确之间，流动性、市场主体的行为以及投资情绪的改善将是市场回升的主要因素，但是这背后、需要政策面的持续催化，只有政策的持续催化，才能对冲经济回落的悲观预期，才能有望在 1 个季度后促使经济触底回升的动力。比如上周准备金率的下调、上海房地产限购政策的解释、推进税制改革、推进户籍改革以及一些行业规划的逐步出台，构成了政策催化的细项。

在目前宏观经济背景下，在两会之前，政策总体基调是利于改革、利于经济平稳增长的；这也构成了市场反弹总体持续的主要动能。

当然，对于存在政策催化这一逻辑推演，事前市场是抱有怀疑的、怀疑管理层的底限以及怀疑外部的不确定性。而我们之所以认为政策催化下、流动性改善，更大的归因在于认为在经济物价双回落的衰退期管理层是需要有所作为的并采用逆周期政策以及长期改革等制度建设来推进的、在于对于政策倾向于稳增长以及推进改革，这一点我们依然坚信。

2、后市逻辑：短期还在流动性改善和政策催化的修复行情中

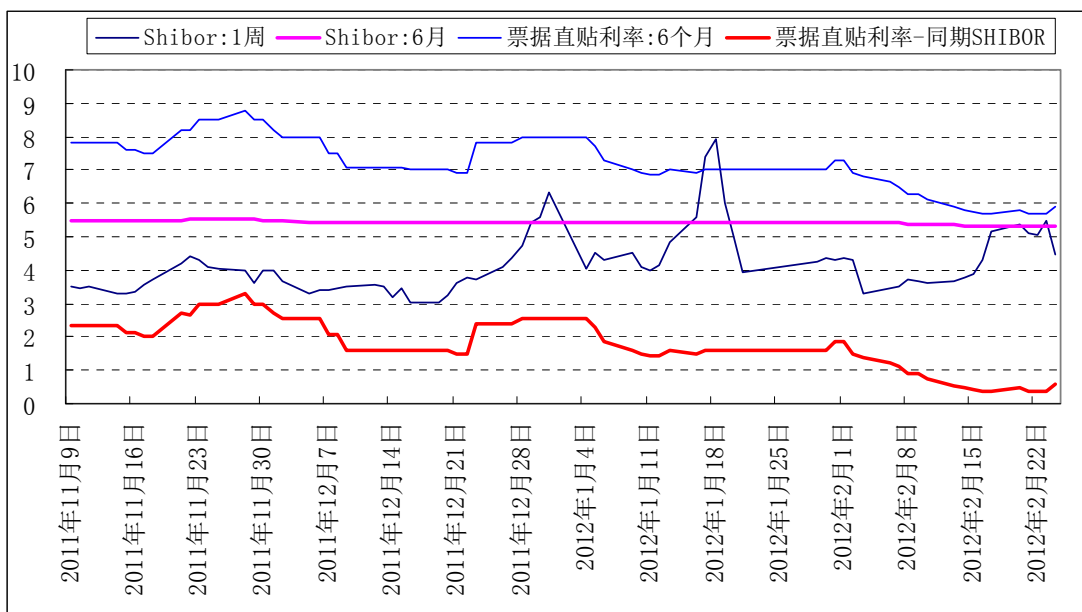
A、估值修复行情还有延续的归因

市场反弹至 2439 点，并且有望攀升至 2450-2500 点一线。市场的延续，在于流动性的持续改善，即伴随着准备金率下调后资金利率的逐步回落，伴随着 PMI 回升、一些行业的温和补库存；同时，两会前政策层面，相对缓和，有利于构成政策催化的归因。

就估值而言，尽管全部 A 股估值水平已经修复至 14 倍、略高于 2008 年低位时的 13.3 倍；但沪深 300 为代表的蓝筹板块估值水平依然在 11.6 倍、尚低于 2008 年低位时的 12.4 倍。因此，蓝筹板块的估值依然存在提升空间。

因此，在流动性改善进程尚未有逆转的情况下，在政策催化的累积作用下，在估值依然属于历史低位的背景下，估值的修复行情还将延续。

图 1：资金价格伴随着准备金率的下调出现了回落



数据源自 WIND，东北证券

表 4：沪深 300 估值水平距离 2008 年低点还有些继续、估值修复还有空间

板块名称	市盈率 TTM 最新	市盈率 (TTM2008-10-31)	市盈率 (TTM2005-7-29)	市净率 最新	市净率 2008-10-31	市净率 2005-7-29
全部 A 股	14.32	13.36	19.81	2.14	2.14	1.68
上证 180	10.63	12.54	14.34	1.82	2.25	1.85
中小企业板	29.56	16.2	24.73	3.4	2.89	2.6
创业板	37.02			3.13		
沪深 300	11.57	12.41	13.85	1.93	2.26	1.84
中小板/上证 180	2.78	1.29	1.72	1.87	1.28	1.41

数据源自 WIND，东北证券

B、投资主体行为：市场仍未分歧、基本面派仓位仍较轻

从市场行为看，信仰估值均值回归的投资者已经在 2300 点下方重仓了、产业资本也是在 2300 点下方净增持的；而信仰 K 线的技术派，根据我们的大盘预警系统预测，也在最近两个交易日重仓了、突破半年线放量也是个直观的证据；而更多偏重于经济基本面、并担忧经济前景、同时受制于各种约束条件的泛经济基本面投资者则尚未重仓、不少私募依然低仓位也是证据。至于场外增量资金、比如大行情后段通常出现的储蓄资金尚未有显著介入，这从最近 2 周开户数仅仅恢复至 2011 年 11 月的水平可以看出。

因此，从投资者行为看，泛经济基本面派的投资者将对后续市场的高度和持续性产生影响，但由于欧债的缓和、全球经济的复苏格局以及国内货币政策的预调、产业政策规划的出台以及经济和股市的一些长期性制度建设的推进比如户籍制度、新股发行制度等；因此，泛经济基本面派将会有从低仓位逐步修复至中性仓位的动向，由此市场回升的格局还将延续。

C、小话题：未来行情如果出现调整的因素探讨

我们一直坚持流动性改善的存在、政策改善的存在，因而坚持估值修复的持续。客观而言，市场不可能永续上涨，尽管目前空翻多的正在增强、不少踏空资金正想入市补仓；但是，思考什么情形下市场会出现调整是必需的。

市场在从流动性底向经济、业绩底的转换中，总是会出现整理、且归因主要在于两者转化间多存在一定的时间差；毕竟，市场总是会在过度反应与反应不足间反复，从而导致市场对经济、业绩的过度反应与反应不足，导致流动性底与经济业绩底之间无缝链接的小概率性。两者的脱节会导致市场调整，如 998 上行中途的回落（2005 年 9-10 月份）、以及 1664 点上行过程中的回落（2009 年 3 月份）；简单说是资金跟不上、复杂说就是经济改善滞后、不及预期所致。

目前来看，信贷规模不大、实体经济改善乏力，这是现实；但是，历史低位的估值水平已经较为充分的反应了较低业绩增速的预期。同时，流动性改善还在持续中，资金价格利率以及实体相对金融市场的利差也在回归，流动性先行下，市场回升的幅度尚未到达偏离与经济面的程度，因此，市场还在修复过程中。也许在后续物价并未如预期幅度的回落、货币供应量增速始终未能回升、超额货币供给始终未能形成正缺口时，那么流动性推动的估值修复行情将会受阻，但目前还未到时候。

3、下周市场运行及投资策略：关注补涨逻辑

我们从政策催化、流动性改善以及沪深 300 指数为代表的蓝筹板块估值尚未修复至 2008 年低点的背景下，短期市场依然在估值修复的过程中。

同时，未雨绸缪，市场不可能永续回升；其中调整的压力在于经济持续回落的压力，若经济回落幅度尤其是时间周期超出我们预期——我们预计 2 季度经济见底、GDP 在 8.2-8.3% 水平——即，我们认为目前是国内经济衰退的后期而非初期。因为，如果认为经济是衰退的初期，那么货币的拐点将不会在 1 季度出现、从而导致超额货币供应量依然难以实现由负缺口向正缺口的装换，如果那样，则市场将面临调整。这是我们对于未来行情调整、逆转的情景假设，相对而言由于短期涨幅过高导致的调整则更多可能是技术性的、是行为性的。

流动性的改善还在进行中、超额货币供应有助于市场热情的膨胀，又因为空翻多的投资者在增多，因

此市场还在估值修复过程中。市场在低估值、周期股中以轮动的方式实现着震荡盘升的格局，短期指数有望延续攀升至 2450-2500 点一线；但有关地缘等因素、市场扰动情绪将有所增加，仓重投资者可以在 2450 点上方阶段性的控制下仓位。

就目前市场的行情演绎、补涨逻辑较为突出；无论是地产产业链的补涨还是传统封闭式基金近期的强势表现，均表现了这个特征。因此，板块上依然立足低估值+周期+高送转主线；但操作中可立足于寻找挖掘补涨主题。继续关注地产、券商以及煤炭、锂电池等板块，重点关注：招商银行、广发证券、平煤股份、金钼股份、陕天然气、中远航运、惠博普、南都电源、纳川股份以及基金安顺、基金银丰等。

表 5：传统封闭式基金上周显著回升，并可关注涨幅较弱的封基

证券代码	证券简称	到期日	周涨跌幅	折价率	仓位	实际涨幅-预期涨幅
184728.SZ	基金鸿阳	2016-12-09	7.1038	11.49%	77.52	1.82
184721.SZ	基金丰和	2017-03-22	7.0539	13.26%	72.08	1.47
184701.SZ	基金景福	2014-12-30	6.3307	11.40%	75.22	1.22
500002.SH	基金泰和	2014-04-07	4.5977	8.32%	68.55	0.95
184690.SZ	基金同益	2014-04-08	5.1519	9.46%	72.55	0.87
184699.SZ	基金同盛	2014-11-05	5.3228	10.95%	72.79	0.51
184693.SZ	基金普丰	2014-07-14	5.4795	11.62%	72.57	0.44
500056.SH	基金科瑞	2017-03-12	5.5482	12.28%	73.11	0.25
184691.SZ	基金景宏	2014-05-05	4.7014	9.84%	76.12	0.08
500038.SH	基金通乾	2016-08-28	5.1852	12.57%	70.78	-0.08
184722.SZ	基金久嘉	2017-07-05	4.7482	13.92%	58.79	-0.28
184698.SZ	基金天元	2014-08-25	4.1899	12.54%	59.54	-0.41
500015.SH	基金汉兴	2014-12-30	5.1248	12.48%	77.63	-0.51
500018.SH	基金兴和	2014-07-13	4.0691	10.77%	72.03	-0.64
184692.SZ	基金裕隆	2014-06-14	3.9555	9.99%	78.41	-0.85
500011.SH	基金金鑫	2014-10-20	4.7182	12.90%	74.39	-0.87
184689.SZ	基金普惠	2014-01-06	3.2059	8.99%	73.11	-0.95
500058.SH	基金银丰	2017-08-14	4.5822	14.35%	70.21	-1.27
500009.SH	基金安顺	2014-06-14	2.6346	8.71%	78.96	-1.76

注：基金安顺等封基相对其仓位、折价率而言，其涨幅是相对落后的、有补涨需求。数据源自 WIND，东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。