

报告类型/ 策略专题报告

水火既济、先扬后抑——蛇年特别策略

报告摘要:

龙年 A 股市场演绎的是神龙“见首又见尾”的两头高中间低的 N 型行情。站在 2450 点附近、蛇年的起点，展望后市，农历癸巳水蛇年，下火上水、“既济”，温和适度，后期强化忧患意识，行情将形似蛇行、震荡有度，“初吉，终乱”，上半年好于下半年(正文有既济卦对应的今年 A 股行情的解读、属于另类策略研究，仅供参考)。理由：

汽车地产销售的改善，城镇化和积极财政的推进，结合短期 PMI、货币信贷的运行，经济短周期复苏的证据较多，利于市场出现阶段的回升行情；去年的神龙摆尾行情，预期着经济复苏时钟下产业结构、估值结构、机构仓位结构正在发生转变，这种转变仍将在蛇年前期延续。但是，欧美日渐次的货币宽松，货币战争的压力正在且继续向新兴市场袭来，保持汇率稳定，新兴市场、非储备货币在竞相贬值预期下在货币战争后期的风险急需防范，即在享受热钱流入效应时更要防范后期的逆流；地缘政治不稳，不战而屈人之兵的战略导向下，积极财政、强化军备、利于军工，长期值得思考；多层次资本市场建设中，IPO 的何时开闸、场外市场的建设、债券市场的发展，股票二级市场面临的环境正在发生着变化，需要关注 IPO 开闸的滞后效应对股市的冲击；房地产景气从去年中期开始修复，房价的快速修复、地产周期的时长，今年中期房地产调控的预期将进一步强化。

因此，蛇年市场料将舞动有序，盈利和估值双轮驱动的行市有望在上半年温和出现；上证指数可能的高点区域在 2450-2650 点。其中，市场将在 2450 点一线做反复考验，而后有望在盈利增速转正、估值进一步提升的驱动下向 2650 点一线进发、但彼时风险累高。

谋定价值，维持以金融、下游消费品、积极财政相关板块为重点配置方向，以机构仓位再平衡程度为市场内在强弱的衡量指标来测度行情。重点关注金融、耐用品(交运设备、家用电器)、积极财政(机械设备、建材等)，并加强对 TMT、医药的个股挖掘。

短期维持 2 月份策略观点，即市场仍在改善通道但需预防业绩披露期市场波动的加剧、时间窗口在 2 月下旬；2 月下旬开始市场将面临一定的调整压力，且不排除出现连续数日调整、暴跌百点的情形。

相关报告

《专题分析：2013 年高送转潜在个股挖掘及评估 20121226》

2012-12-27

《策略专题：股票价格结构变迁的推动因素及发展方向-20121221》

2012-12-26

《选股组合之：基于公司业绩与机构行为的价值发掘与组合构建 20121115》

2012-11-15

《价值投资策略之：定向增发与股权激励条件下的价值股挖掘-20121019》

2012-10-19

证券分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

(021)20361167 shenzy@nesc.cn

目 录

1. 回顾与展望：维持年度策略的投资逻辑	3
2. 另类策略思路解读蛇年市场运行：既济、居安思危.....	3
3. 估值修复与盈利推动行情下市场运行的分析.....	4
3.1. 经济短周期复苏格局明显，盈利增速由负转正的预判可信.....	4
3.2. 货币战争、地缘政治，供求关系等风险仍在，后期需防范.....	5
3.3. 市场指数运行的再测算.....	5
3.3.1. 金融股测算——略优于大盘，机构仓位仍有上调要求	6
3.3.2. 非金融股测算——关注盈利转正后估值的提升空间.....	7
4. 市场运行及投资机会	8
4.1. 市场将在 2450 点一线反复，高点区域在 2450-2650 点；短期防范 2 月下旬开始的调整.....	8
4.2. 投资机会仍以金融+耐用品+积极财政主线，强化对 TMT+医药的挖掘	8
图 1：水火既济爻辞解读——初吉、终乱，居安思危.....	4
表 1：基于 WIND 的宏观数据一致预期表明经济呈现短周期复苏格局.....	4
图 2：房价恢复正增长后环境随后将逐渐会改变.....	5
图 3：金融股仓位与经济周期的联动规律	6
表 2：银行保险券商三类金融股市场权重比例.....	6
图 4：非金融类整体 PE 与盈利增速之间年度数据的函数拟合	7
表 3：全部 A 股 PE 为 15 倍，沪深 300 为 11.7 倍，已经修复至 1 年来的高点.....	7
表 4：基于可比样本的最近三期的上市公司营收增速改善板块列表.....	8

1. 回顾与展望：维持年度策略的投资逻辑

龙年的 A 股市场演绎的是神龙“见首又见尾”的两头高中间低的 N 型行情。

龙年已逝去，蛇年已归来。我们在 2012 年 12 月初发布的 2013 年度 A 股市场投资策略，其中的主要观点是：

——“基于外围相对平稳、国内弱复苏推断，2013 年 A 股市场有望先扬后抑、上半年市场环境好于下半年，上证指数可能区间在 1850-2450 点”。

——“投资风格，偏好低价、低市净率，盘子适中、偏周期类板块；以新型城镇化和积极财政为主线，兼顾库存、产能、营收与产能缺口，多集中在耐用消费品和基建周期股。”“金融类板块较低的估值优势而略优于大盘”、“重点关注：建筑建材、家用电器、交运设备、消费电子；铁路管网农田基建、航天军工等。”

目前上证指数已经从 12 月初的 1949 点修复至 2450 点附近，而板块也主要集中在低估值的金融股以及其他耐用消费品、基建等相关板块。市场总体的趋势及逻辑，大致与我们的年度以及后续的月、周策略相吻合。

因此，站在 2450 点附近，站在蛇年的起点，对 A 股市场在蛇年的运行逻辑以及运行格局、投资机会做些进一步的展望，从多角度做些印证，也属必要。故此，做蛇年启行的临时策略报告。

2. 另类策略思路解读蛇年市场运行：既济、居安思危

首先，我们在前期的一系列策略报告中对 A 股的基本面、市场面、资金面等多维度做了较多的探讨，其主要逻辑是经济短周期复苏、估值低位演绎修复，积极财政、新型城镇化叠加经济短周期内在的修复回升动力，比如耐用品方面的刚需的释放、投资领域的政策周期推动等，故认为市场行情上半年要优于下半年。这个逻辑与观点，我们依然维持。

其次，2013 年也的确面临着很多的不确定性，各国财经政策、货币战争，地缘政治、局部冲突，汇市、大宗商品波动频繁，各国股市尤其是去年表现较好的部分新兴市场股市、得益于发达国家的持续量化宽松，其估值水平进入了一个相对的高位而盈利却并未有所突破，这一些因素在未来尤其是 2013 年后期开始、将面临更多的变数。

因此，站在中国传统佳节之际、借助传统文化中的易，对蛇年市场做些解析——另类探讨、仅供参考。

2013 年时农历癸巳年，天干是癸、地支是巳，年命是长流水，水蛇之年。

下火上水，坎为水，离为火，水在火上，既济；初吉，终乱，即起初吉利、最后或将有变故。故，君子以思患而预防之。

若将既济六爻的爻辞对应 A 股市场的解读，那么可解读为：

——年初、虽然企业盈利数据仍未有明显改观，但“无咎”、不妨碍市场估值的修复，恰如 2012 年 12 月至今的、市场修复至 2450 点附近的、主要以估值推动为主；

——而后，在等待期、市场有调整（在 2 月下旬至 3 月前期，存在调整可能性较大），但是不改变市场整个改善向上的格局，调整之后仍有机会，即虽丧其莠，但一定时间后仍有得；

——再次，市场重要有效突破前期阻力位，即 2012 年的 2450-2500 点一线阻力、乃至 2011 年中期的 2700 点一线阻力，期间需以价值、蓝筹股为主，垃圾股不宜过度关注。

——其次，需要增强忧患意识，备衣备粮，防御为主。

——之后，将逢十八届三中全会召开，节俭办会、推动改革、利于惠民，市场情绪将再度改善，期间“实受其福”。

——最后，年关将至，物极必反，再度防范行情风险，行情实属“厉”、谨慎。

即，2013 年行情整体呈现上半年好于下半年的格局，上半年从 1949 点起，演绎三浪反弹，风险在上半年的中期，但不改上半年的改善格局；下半年需增强防御意识，期间的机会在十八届三中全会前后的会议行情。

图 1：水火既济爻辞解读——初吉、终乱，居安思危

上六	濡其道，厉。
九五	东邻杀牛，不如西郊之禴祭，实受其福
六四	繻有衣袽，终日戒。
九三	高宗伐鬼方，三年克之；小人勿用
六二	妇丧其茀，勿逐，七日得
初九	曳其轮，濡其尾，无咎
既济卦	

3. 估值修复与盈利推动行情下市场运行的分析

3.1. 经济短周期复苏格局明显，盈利增速由负转正的预判可信

经济短周期复苏，投资时钟利于股市，这方面的证据相对较多。汽车地产销售的改善，城镇化和积极财政的推进，结合短期 PMI、货币信贷的运行，经济短周期复苏的证据较多，利于市场出现阶段的回升行情；去年的神龙摆尾行情，预期着经济复苏时钟下产业结构、估值结构、机构仓位结构正在发生转变，这种转变仍将在蛇年前期延续。

目前从市场对宏观经济的一致预期看，上半年经济 GDP 修复至 8% 上方、CPI 保持在 2-3% 之间，弱复苏格局较为明显。此情景下，我们在年度策略中预估的非金融类上市公司 2013 年盈利增速由负转正，在 5-10%，应该是中性且可信的。

表 1：基于 WIND 的宏观数据一致预期表明经济呈现短周期复苏格局

指标	201212	201301	201301F	201302F	201303F	201304F	201305F	201306F
GDP: 当季 (%)	7.9				8			8.3
CPI (%)	2.5	2	1.9	2.8	2.1	2.3	2.5	2.8
PPI (%)	-1.9	-1.6	-1.7	-1.4	-1.3	0.2	1	2
社会消费品零售 (%)	15.2		15.6	15.1	15.3	15.4	15.7	15.7
工业增加值 (%)	10.3		10.6	10.4	10.2	11.2	10.7	10.1
出口 (%)	14.1	25	16.2	-4	3.3	15.5	4.1	4.6
进口 (%)	6	28.8	21.2	-17.6	18.6	15.4	2.8	12.5
贸易顺差 (亿美元)	316.2	291.5	234.8	-89.3	-119.4	214.7	214.7	214.7
固定资产投资: 累计 (%)	20.6		20.5	20.4	21.4	21	20.7	20.4
M2 (%)	13.8	15.9	14.1	13.7	13.9	12.6	12.2	12.6

人民币贷款:新增 (亿元)	4543	10700	9912.6	7256.3	10835	7824	7101	9566
------------------	------	-------	--------	--------	-------	------	------	------

数据源自 WIND，东北证券

3.2. 货币战争、地缘政治，供求关系等风险仍在，后期需防范

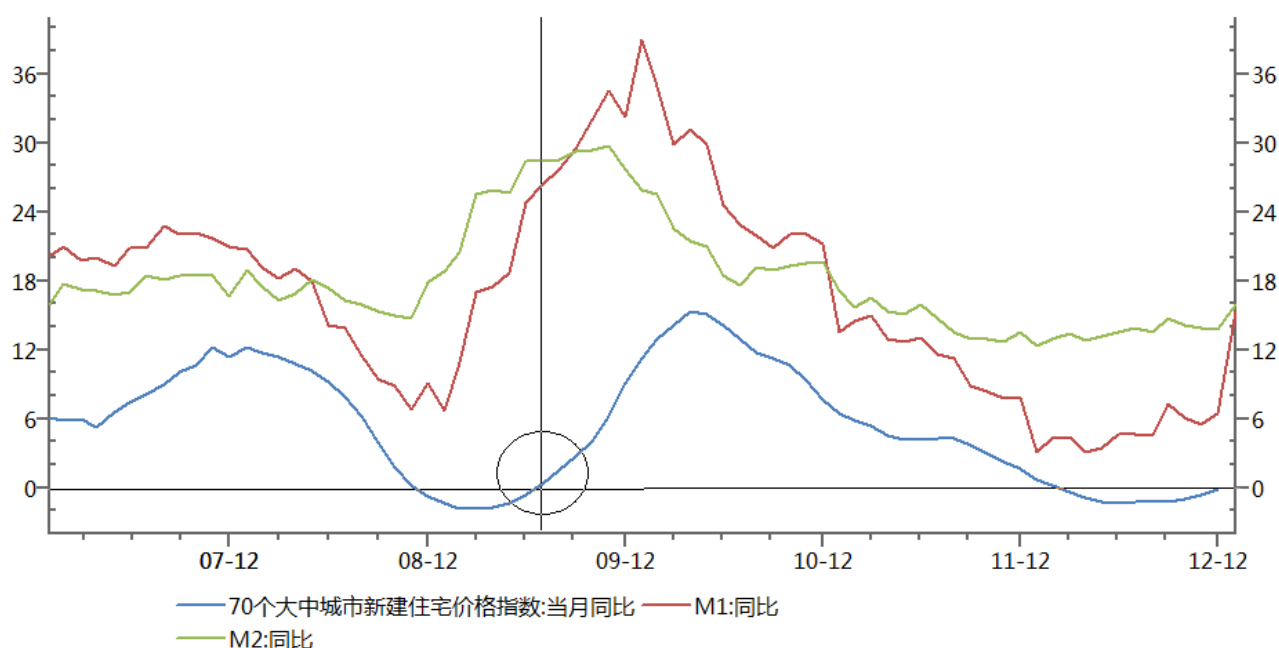
但是，欧美日渐次的货币宽松，货币战争的压力正在且继续向新兴市场袭来，保持汇率稳定，新兴市场、非储备货币在竞相贬值预期下在货币战争后期的风险急需防范，即在享受热钱流入效应时更要防范后期的逆流；目前来看，巴西等新兴市场股市疲软、经济疲软、一些负面效应正在逐步出现。

地缘政治不稳，不战而屈人之兵的战略导向下，积极财政、强化军备、利于军工，长期值得思考；当下，以航空航天等为代表的军工股，在最近两年大幅下跌、短期政策及事件驱动下表现活跃，这与我们年初对国防军工的板块机会的推断相一致。预期，未来军工板块仍将反复活跃。

多层次资本市场建设中，IPO 的何时开闸、场外市场的建设、债券市场的发展，股票二级市场面临的环境正在发生着变化，需要关注 IPO 开闸的滞后效应对股市的冲击。根据 2009 年 6 月 IPO 重启以及 2006 年 3 月 IPO 重启等经验来看，IPO 开启，将减缓乃至逆转行情、但存在时滞，经验看在 2-3 个月，即 IPO 重启初期市场更多是出现震荡、但仍在回升格局中。

房地产景气从去年中期开始修复，房价的快速修复、地产周期的时长，今年中期房地产调控的预期将进一步强化。从 2009 年 7 月全国 70 大中城市房价由前期负增长转变为正增长后，货币政策开始微调、地产调控逐步开始升级，限购等政策也逐步出台；目前，2012 年 12 月的数据是同比-0.1%，随着房价逐步回升，地产调控的时间窗口将逐步打开，货币环境也将逐步转为更为稳健的状态，即今年中后期存在加息等政策。

图 2：房价恢复正增长后环境随后将逐渐会改变



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

3.3. 市场指数运行的再测算

在去年 12 月初发布的年度策略中，我们基于盈利和估值的推算，考虑非金融类股价提升的空间、在 20% 左右。又，基于金融类板块较低的估值优势而略优于大盘，即给予一定的摩擦，上证指数的高点在 2450 点附近。

目前非金融类 PE 改善，第一步 22 倍左右(已到)、第二步 23.6-25 倍(需要财报的验证)；但金融类(尤其银行)估值修复的空间难有参照、可从机构配置仓位角度解读金融(主要是银行)的空间即指数的空间。银行的优势在于估值历史低位、国际比较也不高(尤其是 PE)；风险在于 ROE 过高。

3.3.1. 金融股测算——略优于大盘，机构仓位仍有上调要求

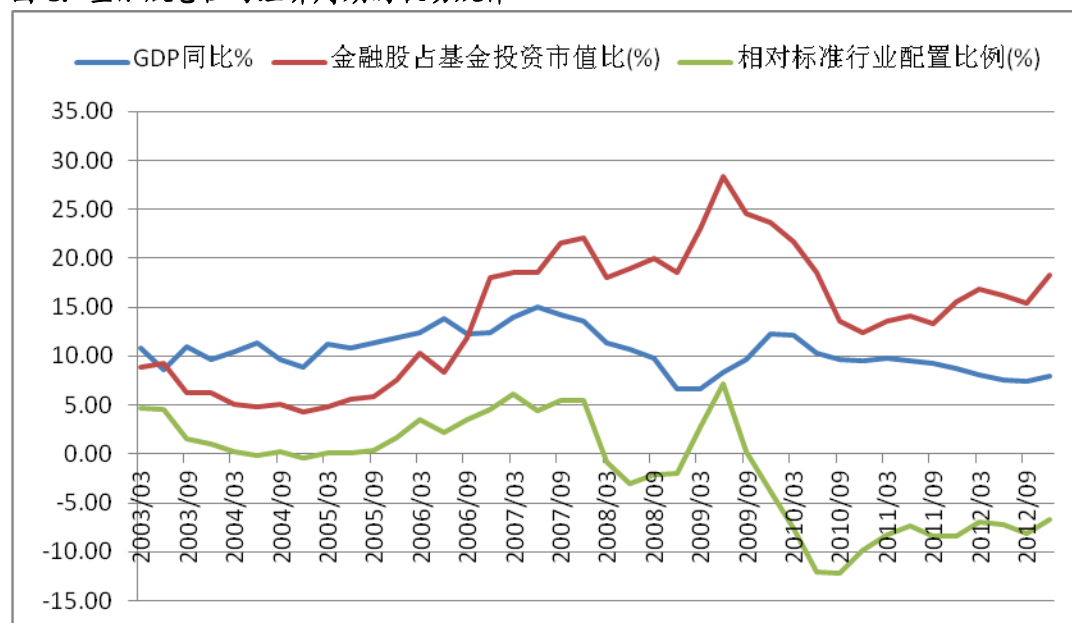
前两次牛市经验，经济复苏带来金融类超配，并至一定程度才引致股市回调，本轮弱复苏、休止符可能在金融类修复至标配时。

截止 2012 年末，基金对金融（银行、证券、保险，不含信托等）配置 18.3%、标配是 25%。

考虑到 1 月至今的金融股尤其是银行券商的表现，预计基金目前 2 月初的券商和保险的配置比例分别在 5%左右、银行股的配置比例在 12%左右，三类金融股的配置比例在 22%左右，即年初以来基金对金融股的配置比例料提升了 3-4%；而目前券商和保险的标配比例分别在 3.2-3.5%左右，银行股标配比例 18%左右，三类金融股的标配比例在 25%左右，即目前来看，机构对金融板块的仓位尚有一定的提升要求，但料不会超过标配；对于金融股，但其不在于估值、而在于机构行为、在于经济复苏的强度。

因此，预计金融股整体仍然处于略优于非金融的状态，预计这种状态在上半年仍将维持。

图 3: 金融股仓位与经济周期的联动规律



数据来源：东北证券，Wind

表 2: 银行保险券商三类金融股市场权重比例

	总市值规模	A 股总市值
A 股规模	234,611	232,794
银行 II	42,588	42,588
保险 II	8,235	8,235
证券 II	7,616	7,598

三类金融	58,439	58,421
银行占比	18.20%	18.30%
保险占比	3.50%	3.50%
证券占比	3.20%	3.30%
三类金融占比	24.91%	25.10%

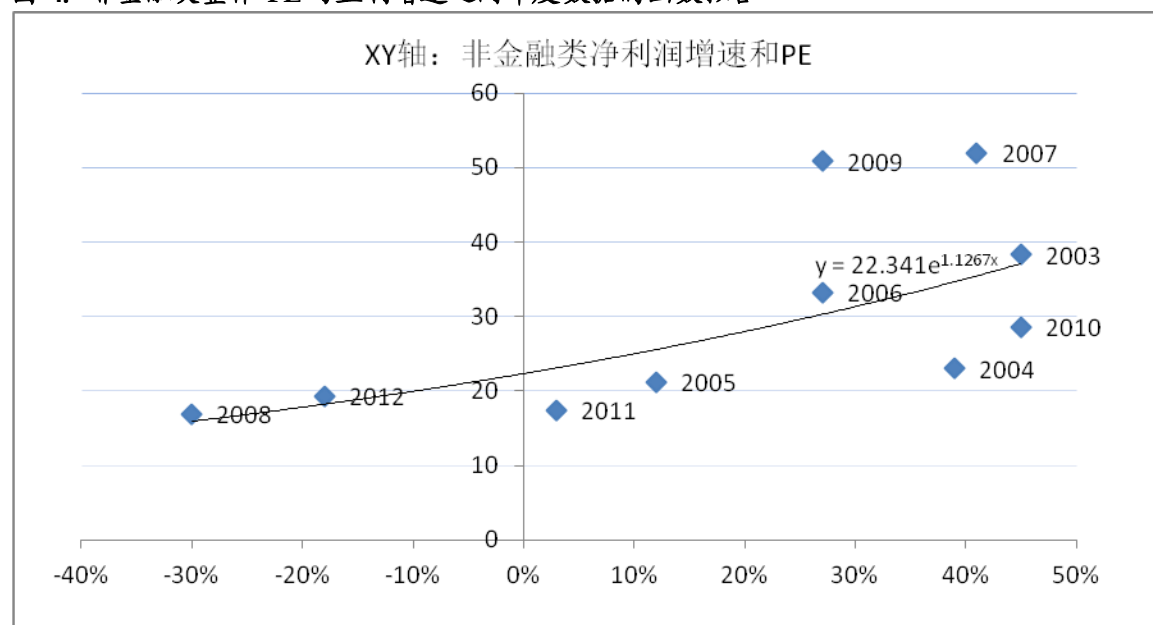
数据来源：东北证券，Wind

3.3.2. 非金融股测算——关注盈利转正后估值的提升空间

2012 年非金融类盈利下降，彼时的 PE 高点在 21-22 倍；目前已经修复至高点 22 倍。根据盈利与 PE 的关系，伴随着盈利由负转正，估值也有望回升。根据估值与盈利的经验规律，以 2013 年非金融类 5%-10% 增长，非金融类 PE 可能最高回升至 23.6-25 倍，同时，金融股估值优势下略优于非金融类，则即上证指数有望修复至 2450 点上方。

若详细测算，则以目前非金融类 PE22.95 倍，非金融类盈利增速 5-10%、考虑市场环境上半年好于下半年的推断，上半年非金融类盈利 TTM 的年化增速在 2-3%；估值上轨修复至 23.6-25 倍，则对应的高点提升空间在 3-11% 之间。考虑金融略好于非金融的推断，则上证指数可能的修复高点在 2450-2650 点。

图 4：非金融类整体 PE 与盈利增速之间年度数据的函数拟合



数据源自 WIND，东北证券

表 3：全部 A 股 PE 为 15 倍，沪深 300 为 11.7 倍，已经修复至 1 年来的高点

板块名称	总市值	PE (TTM) 20120507	PE (TTM) 20130208	PB 20120507	PB 20130208
全部 A 股	249,840	14.64	15.01	1.97	1.89
沪深 300	163,160	11.60	11.70	1.79	1.72
上证 50	92,905	10.29	10.57	1.69	1.66
上证 180	128,531	10.46	10.58	1.68	1.63
创业板	9,771	34.80	38.38	2.85	3.00
中小企板	31,364	30.24	30.61	3.12	2.88

非金融类	187,348	21.34	22.95	2.30	2.15
中小板/上证 180		2.891	2.893		

数据源自 WIND，东北证券

4. 市场运行及投资机会

4.1. 市场将在 2450 点一线反复，高点区域在 2450-2650 点；短期防范 2 月下旬开始的调整

考虑金融略好于非金融的推断，以及上半年优于下半年的阶段分析，则上证指数可能的修复高点在 2450-2650 点。其中，市场将在 2450 点一线做反复，而后有望在盈利增速转正、估值进一步提升的驱动下向 2650 点一线进发，但彼时风险累高。

同时，由于 12 月初以来的持续强势，估值修复已经处于相对高位，从反弹的时间周期以及潜在的政策风险看，2 月下旬开始市场将面临一定的调整压力，且不排除出现连续数日调整、暴跌百点的情形，即短期市场维持 2 月份策略报告的观点：市场仍在改善通道但需预防业绩披露期市场波动的加剧、时间窗口在 2 月下旬。

4.2. 投资机会仍以金融+耐用品+积极财政主线，强化对 TMT+医药的挖掘

我们维持以年度策略中选择营收改善行业为主导思想的行业选择逻辑，因为：多数行业库存增速在历史低位区域以及在建工程增速的缓慢回落，弱复苏的宏观经济将主要通过改善企业营收以及毛利率水平来实现盈利能力的改善、兑现盈利的正增长。

板块选择上，我们依然维持，以金融股略优于大盘，配置金融+耐用品+积极财政主线，重点关注金融、耐用品(交运设备、家用电器)、积极财政(机械设备、建材等)，并加强对 TMT、医药的个股挖掘。

表 4：基于可比样本的最近三期的上市公司营收增速改善板块列表

行标签	2012 年营收规模	样本家数	年报营收增速	三季报营收增速	中报营收增速
房地产	1055	11	39.70%	30.10%	23.30%
电子	405	13	14.10%	6.00%	1.10%
医药生物	245	19	35.30%	28.60%	28.10%
有色金属	464	9	2.20%	-4.50%	7.40%
交运设备	1389	14	22.20%	18.20%	111.00%
机械设备	464	39	10.10%	7.20%	3.60%
化工	693	31	7.00%	4.30%	8.60%
信息服务	245	17	17.10%	14.40%	13.70%
采掘	104	4	11.30%	8.90%	15.80%
非金融类	810	-6	8.46%	6.23%	11.98%
餐饮旅游	22	2	11.20%	10.20%	13.90%
纺织服装	74	5	15.30%	14.30%	15.70%
信息设备	41	7	11.90%	11.00%	10.80%
商业贸易	1026	7	2.20%	1.90%	9.50%
家用电器	1029	4	20.20%	19.90%	19.30%
所有总计	16812	281	11.00%	10.70%	15.40%
农林牧渔	182	11	12.90%	12.80%	14.60%

数据源自 WIND，东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760