

张忆东 李彦霖

策略研究员

021-3856 5932

Zhangyd@xyzq.com.cn

先抑后扬，震荡中风格切换

——A股市场12月份投资策略

2009年11月29日

投资要点

报告关键点

上半旬震荡因素多，经济工作会议、小盘股遭减持压力、风格切换

逢低买入中大盘蓝筹和投资品

相关报告

20091012《震荡市！跨年度行情！》

20090902《卧倒休息，等候行情再起！》

20090819《中途岛反攻战》

20090807《沸腾的岁月 波动加大 趋势未改》

20090604《泡沫化生存和波动性风险》

20090508《迈向三千点的路径》

20090422《盛宴不醉不休》

20090402《按复苏找机会，可选消费和科技》

20090323《复苏萌芽，继续看多》

20090223《行情没有结束》

20090213《拉斯普京行情》

20081120《无畏的希望》

11月回顾：跨年度行情、震荡市钟摆舞动、为风格切换准备

——在《震荡市！跨年度行情》以及《震荡市的钟摆舞动》中，我们提出今年四季度至明年一季度将出现一轮跨年度行情，行情将呈现震荡市特征。

——在11月22日发布的《为风格切换作准备》中，我们指出小盘股和消费品风险在加大，年底做账、获利落袋的压力，可能引发A股市场的波动，建议主动调结构。

——10月、11月的行情演绎与我们的逻辑判断相一致。而11月底震荡中A股风格切换开始进行。

12月展望：震荡中完成风格切换，进入跨年度行情第二阶段

——上旬，不确定性因素消除和估值结构性回调，行情震荡概率大，中小盘股调整、甚至可能重演8月“多杀多”，基金仓位下降。（1）大小非股东有年终做业绩、兑现利润的冲动，以及资金结算的压力，估值偏高的中小盘股遭到减持、套现的压力大。（2）11月经济数据公布前，对数据和政策的预测引发观望（3）风格切换过程多伴随震荡，迪拜债务危机的心理冲击余波。

——下旬，继续演绎跨年度行情。（1）催化剂——融资融券、股指期货等金融创新进程加快，涨幅滞后、估值相对低的中大市值蓝筹股有望吸引资金流入。（2）政治局会议定调，宏观政策保持连续性和稳定性，对于通胀只字未提，这意味着至少在2010年上半年的一段时间，政策仍将偏暖。因而中央经济工作会议可能成为改善投资品行业预期的触发点。

投资策略：逢低买入中大盘蓝筹和投资品相关行业

——投资思路一：下阶段产品价格上涨空间大的行业，包括钢铁、水泥、部分化工产品、航运等。

——投资思路二：受益于金融创新的中大市值行业的蓝筹股，特别关注证券、保险、银行以及其他年内涨幅较小的蓝筹股等。

目 录

11月回顾：跨年度行情、震荡市钟摆舞动、为风格切换准备	3 -
12月展望：先抑后扬，震荡中完成风格切换	5 -
风格切换的可能性？必要条件已具备	5 -
12月的市场环境为风格切换提供了充分条件	5 -
11月经济数据公布前，对数据和政策的预测引发观望	6 -
风格切换往往伴随震荡	7 -
金融创新预期，从小盘股转向中大盘蓝筹的推手	7 -
中央经济工作会议，或改善投资品相关行业的预期	7 -
投资策略：逢低买入中大盘蓝筹和投资品相关行业	8 -
投资思路一：下阶段价格上涨空间大的行业	9 -
投资思路二：受益于金融创新的中大市值行业的蓝筹股	10 -
图 1:11月行业指数涨跌幅（%）	3 -
图 2:11月风格指数涨跌幅（%）	4 -
图 3:兴业证券策略重要观点回顾	4 -
图 4:小盘股累积风险大	5 -
图 5:大宗交易系统成交量和成交金额都创出年内新高	6 -
图 6:成功的风格切换历来非坦途	7 -
图 7:航运指数、铝、线材价格仍处底部区域	10 -
图 8:航运价格指数近期反弹	11 -
图 9: PVC产品价格	11 -
图 10: PVC价格和价差	11 -
图 11: 粘胶短纤价格和价差	11 -
图 12: 粘胶长丝价格和价差	11 -
图 13: 螺纹钢、线材期货价格	12 -
表 1: 对11月27日政治局会议声明的理解	8 -
表 2: 12月份行业配置建议表	9 -

11 月回顾：跨年度行情、震荡市钟摆舞动、为风格切换准备

在四季度策略《震荡市！跨年度行情》以及 11 月度策略《震荡市的钟摆舞动》中，我们提出今年四季度至明年一季度将出现一轮跨年度行情。驱动力是：首先，宏观经济、政策符合偏乐观的预期；其次，扩容压力得到缓解；第三，上市公司业绩预期提升，业绩驱动型行情上拐。但是，政策预期、资金预期等波动因素，使得行情呈现震荡市特征。

在 11 月 22 日发布的《为风格切换作准备》中，我们指出小盘股和消费品由于过度的一致预期，风险在加大，年底做账、获利落袋的压力，可能引发 A 股市场的波动，甚至，大盘股也会承受卖压。大盘震荡有利于风格切换，建议主动调结构。

10 月、11 月的行情演绎与我们的逻辑判断相一致。而 11 月 24 日开始的震荡中 A 股风格切换开始进行。11 月 24 日至 11 月 27 日，黑色金属、采掘、化工、建材等投资品相关行业的表现更好；大盘指数也超越了中盘股指数和小盘指数。

图 1:11 月行业指数涨跌幅 (%)



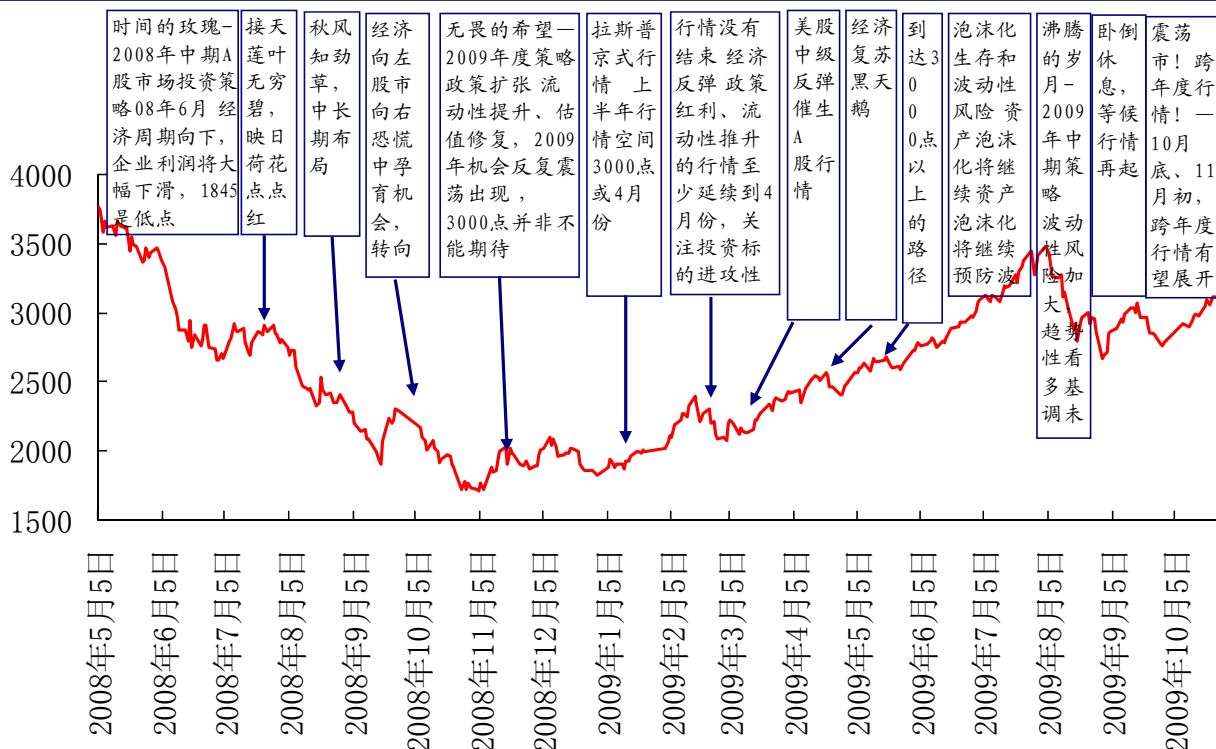
资料来源：wind，兴业证券研发中心

图 2:11 月风格指数涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 兴业证券研发中心

图 3: 兴业证券策略重要观点回顾



资料来源: 兴业证券研发中心

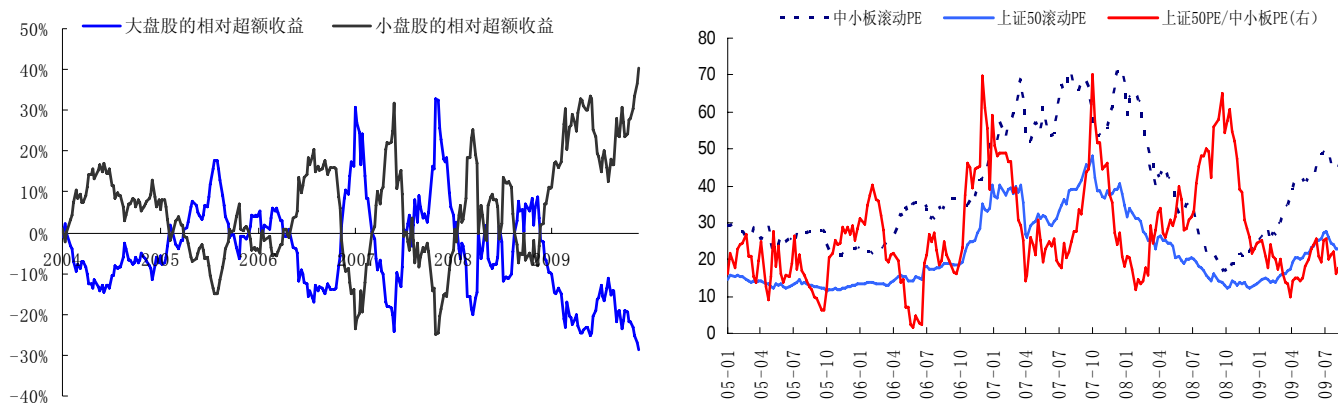
12 月展望：先抑后扬，震荡中完成风格切换

风格切换的可能性？必要条件已具备

在近期的策略周报和兴业视点中，我们反复提示市场行情短期面临震荡并有风格切换的要求，一是从小盘股向中大盘股切换；二是从消费品相关行业向投资品相关行业切换。

小盘股和消费品在过度的一致预期之下积累了较大的风险，这构成了行情风格切换的必要条件。从小盘股指数对大盘股指数的超额收益高企，上证 50 的 PE 与中小板 PE 的比值比 07 年“5.30”时更低，消费品相关行业的估值相当程度上反映了成长性，都可以看出小盘股和消费品持续获得超额收益的难度在加大。

图 4:小盘股累积风险大



资料来源：wind，兴业证券研发中心

12 月的市场环境为风格切换提供了充分条件

12 月初期，令 A 股震荡的因素较多，包括，小盘股被抛售压力大、11 月经济数据发布、迪拜债务危机带来心理冲击的余波和银行再融资等抑制市场情绪，甚至有可能重演 8 月调整诱发“多杀多”的局面。

12 月中旬、下旬，随着不确定性因素的消除和估值的结构性回调，A 股市场将有望成功实现风格切换，继续演绎跨年度行情的第二阶段。我们判断，届时，融资融券、股指期货等金融创新进程的加快，以及对明年 1 季度投资需求的乐观预期，将是中大盘蓝筹股、部分投资品行情的催化剂。市场的关注点也将重新回到寻找超预期的东西，或者是估值提升，或者是业绩增长。

11 月经济数据公布前，对数据和政策的预测引发观望

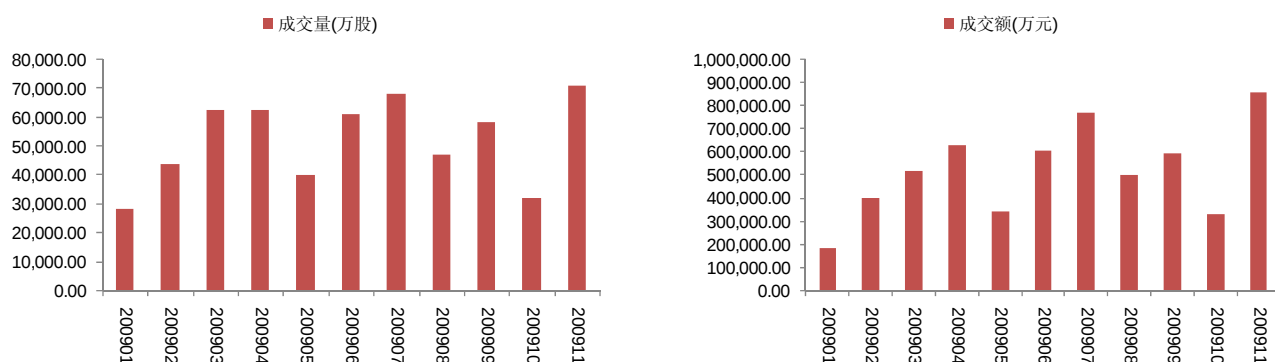
12 月 11 日，将发布 11 月经济数据。工业生产和固定资产投资可能受到 11 月暴雪天气的影响，数据不佳；另外，靠近年底，受抑商业银行放贷冲动减小，11 月信贷数据可能继续回落。不单等中国的数据，在迪拜债务危机之后，投资者也会进一步关注海外数据和政策变化，特别是汇率趋势、房地产数据。

在数据发布前，市场观望气氛很可能比较强。因为，中央经济工作会议也将在 12 月初召开，基于对相关数据、信贷政策、股市融资政策的猜测，投资者有获利了结的避险操作，而数据发布之后反而是利空出尽。

年底震荡盘整的行情中，中小盘股面临较大的抛售压力

首先，大小非股东减持的压力。年底，上市公司的非自然人股东可能有年终做业绩、兑现利润的冲动，以及年底资金结算的压力，从而导致估值偏高的中小盘股遭到减持、套现。11 月，减持公告和累计减持股份明显多于 10 月份，大宗交易系统成交量和成交金额都创出年内新高。

图 5：大宗交易系统成交量和成交金额都创出年内新高



资料来源：wind，兴业证券研发中心

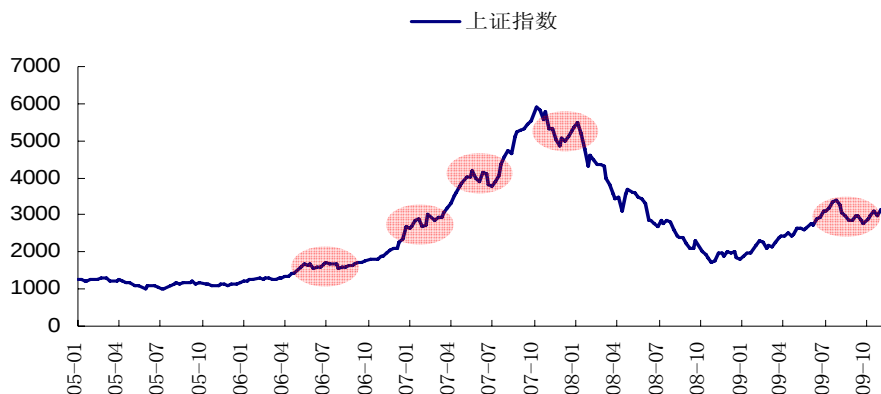
第二，机构减持的压力。参与今年 9 月份 12 只新股网下打新的机构投资者，手中持有的首发机构配售股将于本月解禁。其中将有不少中小板公司的首发机构限售股解禁，包括星期六、超华电子、宇顺科技、奇藏药业等，估值偏高遭减持的压力较大，从而对其他中小盘股票形成联动效应。

第三，在大盘震荡盘整时，一旦有有反弹，获利丰厚的小盘股和消费品类股“获利了结”，甚至被“多杀多”的风险更大。

风格切换往往伴随震荡

统计来看，A 股历史上无论是大小盘股的风格切换，还是消费与周期类股票的切换，历来都不是一帆风顺的。例如，2006 年-2007 年大牛市中的四次大小盘股风格切换，以及今年 8-9 月份周期类向消费品的切换，都经历了一定幅度的空间调整 and 数周以上的时间调整。

图 6：成功的风格切换历来非坦途



数据来源：wind，兴业证券研发中心

金融创新预期，从小盘股转向中大盘蓝筹的推手

证监会将在中央经济工作会议之后，往往在每年的 1 月份召开年度会议，部署年度工作。从近期证监会高层的表态来看，金融创新是 2010 年工作重点。无论是融资融券还是股指期货，都对蓝筹股的走势有利。而大盘蓝筹盈利已进入加速回升时期，金融创新预期升温，正是大盘蓝筹股估值提升的契机。

我们判断，一旦，12 月上半旬经历了小盘股的调整，基金仓位下降之后，在 12 月中下旬，邻近证监会年度工作会议之时，对股指期货、融资融券的预期升温，此时市场的天平将自然倾向涨幅滞后、估值相对低、受益金融创新预期的中大市值蓝筹股。

中央经济工作会议，或改善投资品相关行业的预期

我们看好消费品行业向投资品行业的阶段性转换，理由在于，一方面，经济持续高速增长，暴雪过后生产恢复带来需求的集中释放；另一方面，政府控制过剩行业产能的力度超预期，供求双驱动有助于提升投资品偏好。

特别是当前，由于担心政策的推出，对投资品相关行业的预期普遍较差。因此一旦预期好转，将为这些行业带来阶段性的机会。而中央经济工作会议可能成为改善投资品行业预期的触发点。

从已于 11 月 27 日召开的政治局会议看，政策基调与我们的预期基本相符，宏观政策保持连续性和稳定性，对于通胀只字未提，这意味着至少在 2010 年上半年的段时间，政策仍将偏暖，属于早调小调阶段。投资将进入政府投资和民间投资双轮驱动的阶段，甚至在明年二季度，经济可能有过热之虞

同时，政治局会议强调经济增长方式和结构的转变，落实重点产业调整振兴规划。中央经济工作会议或将反复强调这一点，这也将改善部分产能过剩行业的供给预期。

表 1: 对 11 月 27 日政治局会议声明的理解

我们的理解	对应原文
关于宏观经济政策的总体方向	
明确 2010 年宏观政策没有方向性改变，保持积极的财政政策和适度宽松的货币政策，调整的只是政策的力度和节奏。	“保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，“明年要进一步加强和改善宏观调控，保持宏观政策的基本取向，把握好政策实施的力度、节奏、重点”
强调经济增长方式和结构的转变	“根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性，特别是要更加注重提高经济增长质量和效益”，“落实重点产业调整振兴规划，加大用新技术改造和提升传统产业力度”
关于投资、消费和出口	
对于汽车、家电等商品的消费补贴可能不会取消，甚至出台其他进一步促进消费的政策	“要促进国内需求特别是消费需求持续增长，完善促进消费的政策”，
政府投资和民间投资双轮驱动	保持投资合理增长，完善和落实鼓励民间投资相关政策”
对外贸形势不乐观，强调稳定外需	“完善稳定外需政策，促进对外贸易平稳增长，积极扩大进口”
关于通胀	
政治局会议声明中没有关于“通胀预期”“通胀”“物价指数”相关的阐述。	

资料来源：兴业证券研发中心

投资策略：逢低买入中大盘蓝筹和投资品相关行业

基于宏观政策基调不变、至少明年上半年仍将保持宽松货币政策、宏观经济复苏趋势进一步巩固、上市公司业绩快速回升、以及货币活化趋势延续，我们仍维持 A 股市场跨年度行情“退二进三、震荡向上”的大趋势。

投资策略上建议在 12 月上旬的震荡中逢低买入，思路从小盘股向中、大盘股切换，阶段性从消费品行业向投资品行业切换。特别是，在大盘震荡过程中，金融、钢铁、建材等中大盘股也很可能承受卖压，建议乘机继续加仓这些高弹性的行业。

表 2: 12 月份行业配置建议表

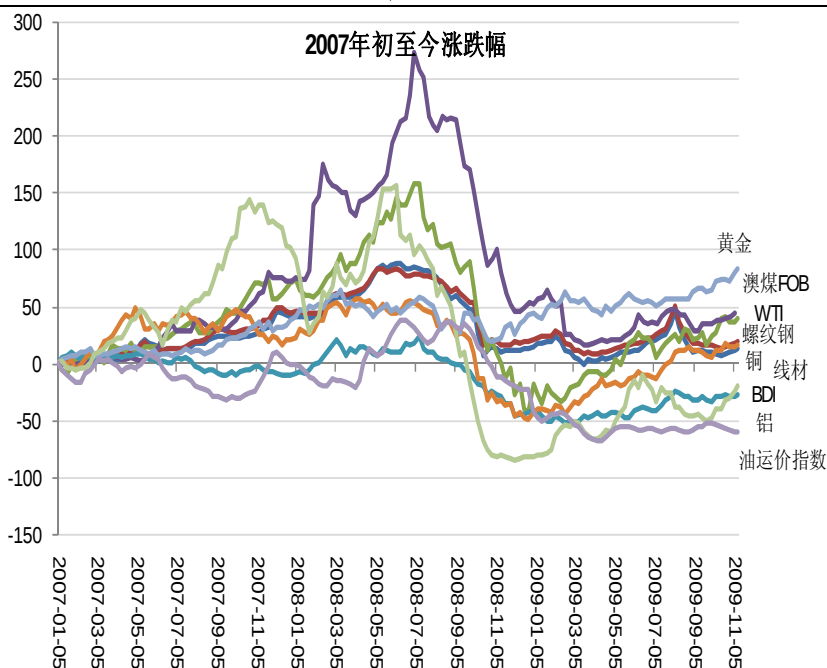
行业	沪深 300 指数权重	行业配置建议
保险	5.51	超配
化工	3.24	超配
黑色金属	4.67	超配
建筑建材	3.34	超配
航运	1.30	超配
银行	21.85	超配
房地产	7.93	超配
证券	5.79	标配
商业贸易	2.50	标配
医药生物	2.34	标配
食品饮料	3.48	标配
电气设备	1.97	标配
机械设备	2.28	标配
交运设备	2.74	标配
轻工制造	0.39	标配
家用电器	1.91	标配
信息服务	2.27	标配
信息设备	1.2	标配
煤炭	7.03	标配
石油石化	2.31	低配
餐饮旅游	0	低配
纺织服装	0.52	低配
农林牧渔	0.64	低配
非汽车交运设备	1.23	低配
有色金属	6.29	低配
电子元器件	0.23	低配
公用事业	3.48	低配
交通运输（除航运）	3.36	低配
综合	0.5	低配

资料来源：兴业证券研发中心策略部

投资思路一：下阶段价格上涨空间大的行业

随着需求回暖，以及产能的结构调整，价格仍处于底部区域的钢铁、水泥、部分化工产品、航运、铝等价格上涨的概率和空间更大。

图 7：航运指数、铝、线材价格仍处底部区域



资料来源：bloomberg，兴业证券研发中心

投资思路二：受益于金融创新的中大市值行业的蓝筹股

小盘股压力大，市场的天平自然倾向涨幅滞后、估值相对低、受益金融创新预期的中大市值蓝筹股，特别关注证券、保险、银行以及其他年内涨幅较小的蓝筹股等。

航运：根据兴业交运研究员判断，随着铁矿石谈判时点临近以及天气导致压港时间延长，BDI 指数有望进入持续回升期。

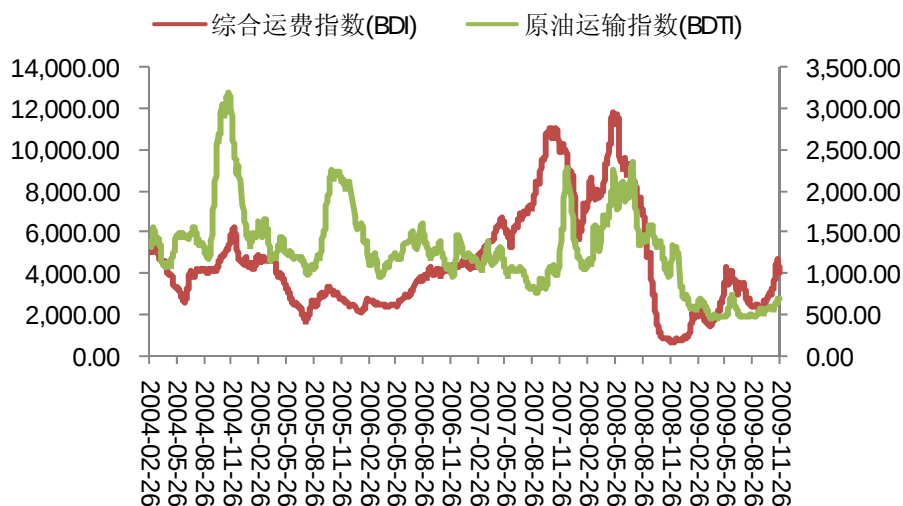
化工：跟据兴业化工研究员判断，在经济复苏、下游需求恢复的大背景下，基础化工各子行业景气轮动的特征较为明显，同时在产能普遍过剩情况之下，需求拉动将成为企业盈利提升的主要动力。阶段性看好房地产相关的 PVC 子行业，投资标的为英力特和中泰化学；而近期粘胶产品和原料价格的再次上涨，也使得一体化程度较高的企业具备了较好的投资机会，对应公司为山东海龙。

钢铁：螺纹钢、线材期货价格已经企稳，在目前的价格下，行业仍处微利阶段。当前虽仍面临产量和库存高位压力，随着 2010 年需求增加，以及政府产能控制的推进，供求紧平衡可能重现。

水泥：当前水泥行业估值、相对估值都偏低，这部分受到对于 10 年、11 年供需情况的担忧。但是，上述水泥建设项目清理规则得到良好执行，那么水泥供需关系将大大好转，有助于估值修复。而行业内的并购重组也将频频为行业提供热点。

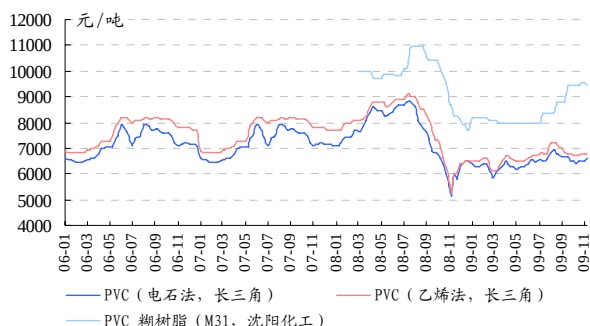
银行：伴随宏观经济向好和银行业降杠杆过程，净息差、总资产收益能力和信贷成本将受到同等程度的关注，银行业整体有望获得超额收益；净息差在三季度已经出现拐点，今后几个季度中净息差将走上上升通道。

图 8：航运价格指数近期反弹



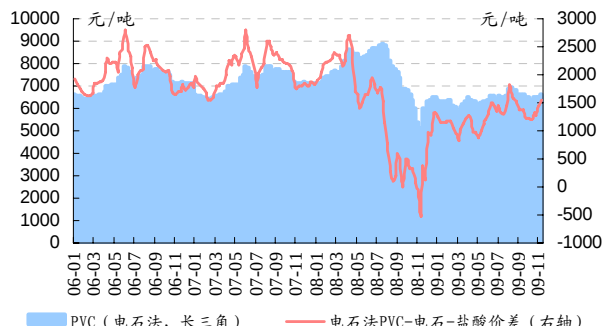
资料来源：wind，兴业证券研发中心

图 9：PVC 产品价格



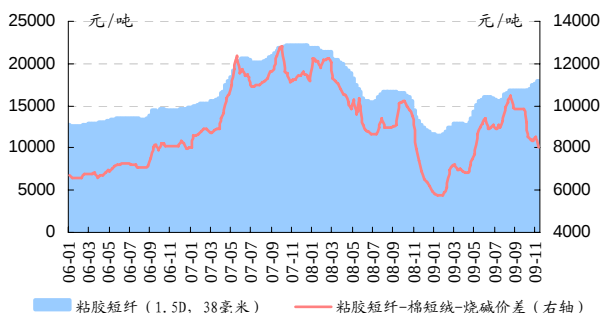
资料来源：化工在线，兴业证券研发中心

图 10：PVC 价格和价差



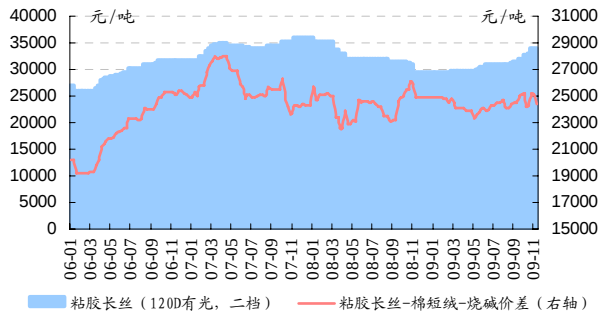
资料来源：化工在线，百川资讯，兴业证券研发中心

图 11：粘胶短纤价格和价差



资料来源：化纤经济信息，兴业证券研发中心

图 12：粘胶长丝价格和价差



资料来源：化纤经济信息，兴业证券研发中心

图 13: 螺纹钢、线材期货价格



资料来源: wind, 兴业证券研发中心

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戥 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。