

流动性躁动之后、回归政策与业绩

11月A股投资策略报告

2010年10月31日

主要观点:

- 美元贬值、商品涨价，国外热钱、国内游资，大盘股与中小盘股估值差，三者合力的作用构成了国庆后股市飙升的主因。
- 短期内相关因素的作用在弱化。以欧元等货币加权的美元指数短期内受月初美联储量化宽松政策的确定而有望反弹；超预期的加息时点预示着国内货币政策独立性增强，“三元悖论”有效下热钱将受更严格监管；过度背离的小盘股与大盘股的估值差，经历阶段性修正后，将维持高位区间整理而非继续向下修正，这是后金融危机时代全球股市风格的共同特征。
- 以热钱流入、外汇占款增长的流动性模式难以成为未来A股市场的主擎。经济复苏下货币的活化、货币供应量的扩张，储蓄的再配置将会是未来A股的主要流动性，但目前还未出现。
- 流动性的短暂躁动之后，市场将重新审视、回归至国内政策以及企业业绩层面：通胀压力下货币政策趋紧、结构转型下产业政策活跃，上市公司前三季度业绩同比增速回落至38%、短期较好，但四季度业绩将有较大回落压力。
- 考虑到解禁的压力，自加息后转入调整的上证指数在11月仍将承受着调整的压力，市场机会更多在于风险释放后的反弹。上证指数回调的合理位置在2850左右，上证指数运行区间可能为2850-3100。
- 投资机会：
- A、风格层面：
 - 风格切换的可持续性较短，小盘股对大盘股的估值差再创新高的概率也较小，市场以估值差的波动来演绎指数的波动。因此，以确定性来对冲不确定性则成了投资者的合理选择，重点还是关注风险适当释放后的以中小市值为主的新兴战略产业+内需。
- B、投资主线：
 - 1、基于股权激励下未来业绩有保障的推断，关注动态估值较低、当前股价相对行权价溢价并不大的股权激励类个股；
 - 2、通货膨胀背景下成本及费用转移下的产品价格上涨概念：建材化工类、农食品类；
 - 3、股权资产重估下的参股金融概念股；
 - 4、新兴战略产业与消费概念股之新能源新材料类、高端装备类、家电类。
- 重点关注个股见正文
- 风险点：美联储量化宽松超预期、美元贬值创新低

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550210070009

TEL: (021) 63367000-314

FAX: (021) 63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20楼

邮编：200002

一、10月A股领涨全球股市的归因.....	3
二、本轮市场上涨的多因素作用在弱化.....	4
1、美元指数持续贬值动力不强、反弹的可能性在增强.....	4
2、国内助推大牛市的流动性还未出现.....	5
3、风格轮动难改中小市值股估值的高溢价.....	8
小结：.....	11
——市场持续以中小盘(主要为新兴产业)为投资热点的另类逻辑.....	11
三、市场回归至政策与业绩层面.....	12
1、货币政策趋紧、产业政策活跃.....	12
——加息并不等于大牛市、尤其是通胀期.....	14
2、上市公司前三季度业绩同比增速回落至38%.....	15
四：市场运行分析.....	16
限售股解禁压力.....	16
估值修复行情的经验规律.....	16
行情逻辑的分析.....	16
小结：市场尚有调整压力.....	16
五、投资主线及个股.....	18
A、风格层面：.....	18
B、投资主线及个股.....	18
风险点：.....	20

表 1：10月A股领涨全球股市，相比其他新兴市场股市A股更具补涨意义.....	3
表 2：美国房地产、就业等经济数据有所好转.....	4
图 1：美联储资产规模扩张时美元指数涨多跌少.....	4
图 2：欧洲债务危机的余音将影响美元指数的走势.....	5
图 3：M1增速与股市关系出现了背离.....	6
图 4：外汇占款增速低位小幅上升，并不具有大幅上升的基础.....	6
图 5：居民储蓄增速依然在上升.....	7
图 6：贷款增速回落、存贷差额增速在回升.....	7
图 7：新增开户数激增、持仓账户数却有回落.....	7
图 8：风格背离是全球性特征——罗素指数经验.....	8
图 9：风格背离是全球性特征——标普指数经验.....	9
图 10：A股中小板与上证180的估值差将以震荡、维持高位的方式进行修复.....	9
表 3：机构中报、三季报行业超低配情况表.....	10
表 4：主要指数的市场估值对比.....	11
图 11：股指期货基差过百点、市场对无风险小额套利机会漠然.....	11
表 5：物价上涨成了当前经济数据的主要特征.....	12
图 12：负利率下物价上涨有加速可能.....	12
图 13：食品、居住等项目的价格上行压力依然较大.....	13
图 14：防范热钱、紧缩国内货币、本币增加弹性而非单边升值成了新的政策组合.....	13
图 15：加息并非简单等于牛市——美国70年代通胀时期的利率与股市关系.....	14
表 6：可比公司三季度单季同比增速回落，四季度回落压力较大.....	15
图 16：企业毛利率相对稳定，创业板>中小板>沪深300板块.....	15
图 17：A股整体估值水平修复至18倍、已经接近尾声，.....	16

表 7: A 股多数行业的估值修复也近尾声	17
图 18: 汽车销量增速与 M1 增速呈正相关性	17
表 8: 新兴产业主要板块的估值现状	20
表 9: 主要行业短期内的策略视角分析	20
表 10: 11 月份重点关注个股列表	21

一、10 月 A 股领涨全球股市的归因

国庆以来 A 股大幅反弹，近一个月上证指数上涨 15%、深圳成指上涨 20%，相对而言境外股市涨幅要比 A 股小些，港股上涨 5%、AH 指数也有国庆前的折价修复成节后的溢价、溢价 2%。

10 月的行情是全球性的，各主要股市多出现了一定幅度的反弹，表明行情具有全球共同因子的作用；同时，A 股涨幅领涨于全球，不仅领先与成熟市场而且还远领先与印度、俄罗斯、巴西以及印尼、土耳其等新兴市场国家，这表明 A 股上涨的特殊性。

我们认为，量化宽松预期下美元贬值、商品涨价是 10 月全球股市反弹的共因；同时，印度、印尼等接近创新高或已经创新高的市场，10 月份它们只是微涨甚至如印度还出现了微跌，这从侧面表明热钱以及热钱涌入新兴市场对 A 股并非决定性的。对于 A 股，国外热钱、国内游资可能也只是推手。我们认为，A 股相对其他新兴市场的滞涨，反映了中国特色的结构转型，体现在市场特征上，即中小盘股与大盘股估值差的大幅背离。

由此，我们认为，美元贬值、商品涨价，国外热钱、国内游资，大盘股与中小盘股估值差，三者合力的作用构成了国庆后股市飙升的主因。

同时，我们认为，短期内相关因素的作用在弱化。

表 1: 10 月 A 股领涨全球股市，相比其他新兴市场股市 A 股更具补涨意义

	最新价	近 1 月涨跌幅	市盈率	市净率
标普 500	1182	3.03	14.99	2.14
纳指	2503	5.2	26.78	2.89
加拿大标普 TSX 综指	12567	2.35	19.52	1.99
英国富时 100	5646	1.21	16.79	1.89
法国 CAC40 指数	3816	1.42	13.3	1.25
日经 225	9366	-1.37	22.13	1.24
俄罗斯 RTS	1588	7.01	8.66	1.18
巴西圣保罗	70569	1.94	15.1	1.93
印度 SENSEX	20066	-0.19	19.53	3.55
雅加达综指	3641	4.83	35.3	3.5
土耳其 ISE 全国 100 指数	68589	4.57	11.99	2
新加坡海峡时报	3134	1.18	12.8	1.77
墨西哥综合指数	35263	6.03	17.64	2.54
富时大马交易所吉隆坡指数	1496	2.5	18.12	2.42
上证指数	2997	14.77	19.94	2.83
深圳成指	13441	19.21	25.83	4.13
香港恒生	23229	5.06	14.68	1.99
AH 溢价	102			

数据源自彭博，2010年10月29日盘中价；东北证券

二、本轮市场上涨的多因素作用在弱化

1、美元指数持续贬值动力不强、反弹的可能性在增强

以欧元等货币加权的美元指数短期内受月初美联储量化宽松政策的确定而有望反弹。目前市场关注美联储11月2-3日议息会议上对量化宽松的实施细则。据报道，美联储向债券交易商以及投资者发出征询，要求他们预测未来6个月美联储资产购买计划的规模，以及可能对债券收益率造成的影响，以评估新的经济刺激措施的可能后果。因此，新一轮的量化宽松是必然的，但是，未来的规模存在不确定性。考虑到近期有所好转的美国住房销售数据以及就业数据，美联储量化宽松的规模将可能小于预期。目前市场保守预期在5000亿、乐观预期在1.5万亿美元左右。

其次，不论量化宽松规模如何，总体而言量化宽松的正式实施反而可能有利于美元指数的走强。根据经验，2008年量化宽松以来美联储资产规模与美元指数呈现着一定的正相关，即美联储正式扩张其资产负债表规模时，却伴随着美元的反弹甚至反转。其中的解释，可能在于市场对全球经济的担忧、避险的增强以及彼时市场对美国经济抗风险能力强于欧洲等经济体的推断。

再次，欧洲债务危机存在着不确定性。不久前因为希腊低估了其之前的财政赤字规模而使得其主权CDS上升，对应的、欧元阶段回落、美元指数从76反弹至78附近。

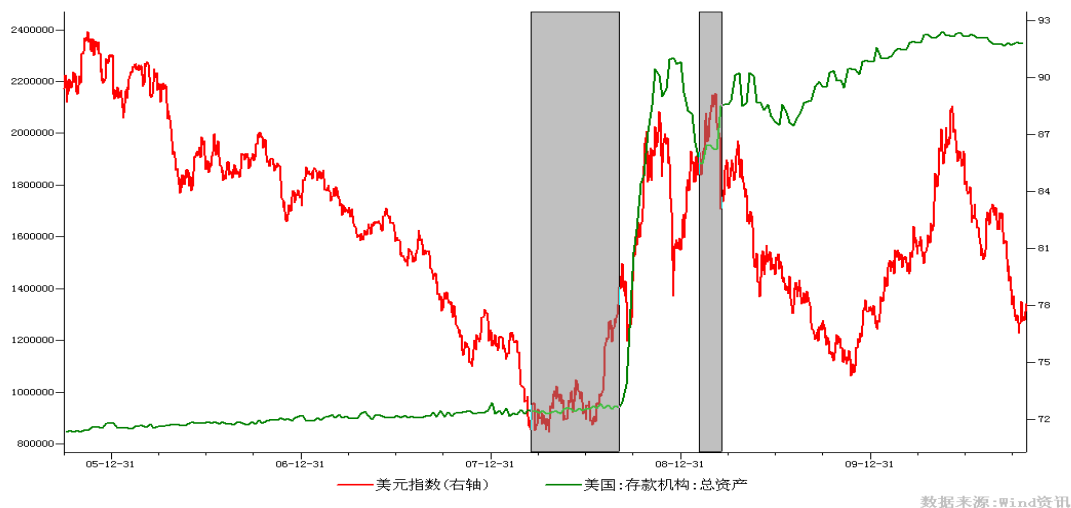
因此，立足于量化宽松，密切关注11月初的全球汇市的变动，是短期市场的主要热点。但是，总体而言，考虑的因素的不确定性以及确定性，美元指数持续贬值的动力不强，相反，反弹的可能性在增强。这将制约大宗商品的走势，因此，短期铜等金属的价格也成了敏感指标。

表 2：美国房地产、就业等经济数据有所好转

指标	市场预测	实际值	上期值
旧宅销售 月环比	4.10%	10.00%	7.60%
标普/CS 20个城市月环比%经季调	-0.20%	-0.28%	-0.13%
住宅价格指数 月环比	-0.20%	0.40%	-0.50%
耐用品订单	2.00%	3.30%	-1.30%
新建住宅销售 月环比	4.20%	6.60%	0.00%
现房销售	4.30M	4.53M	4.13M
消费者信心	49.9	50.2	48.5
新建住宅销售	300K	307K	288K
首次失业人数	450K	434K	452K
持续领取失业救济人数	4430K	4356K	4441K

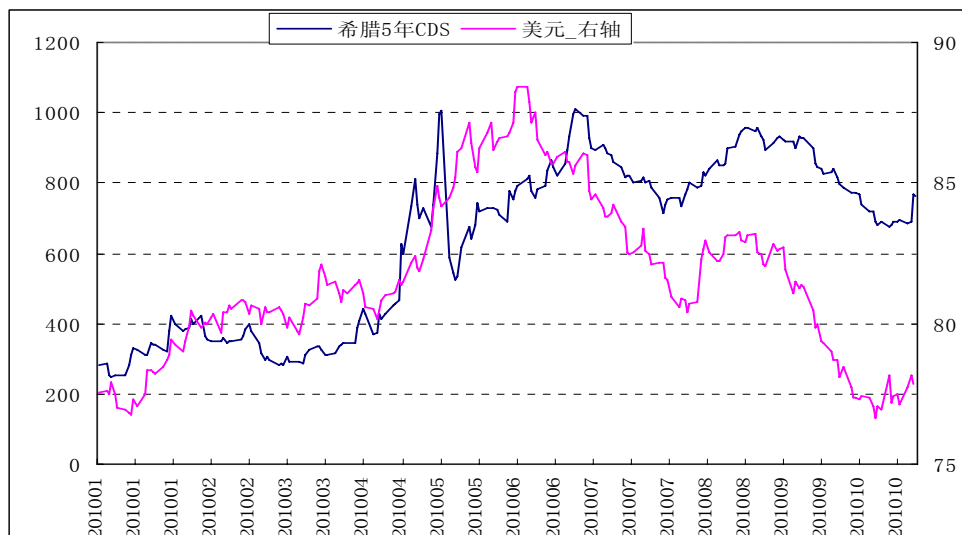
数据源自彭博，东北证券

图 1：美联储资产规模扩张时美元指数涨多跌少



数据源自 WIND，东北证券

图 2：欧洲债务危机的余音将影响美元指数的走势



数据源自彭博，东北证券

2、国内助推大牛市的流动性还未出现

一般而言，A 股出现大牛市，需要流动性与业绩乃至政策的多重共振，其中，流动性是最主要的。而流动性的定义，既可以用投资者“信心”来概述股市的流动性，也可以而且实际上也是从外汇占款、热钱，货币供应量、货币活化，储蓄搬家等维度来考察。

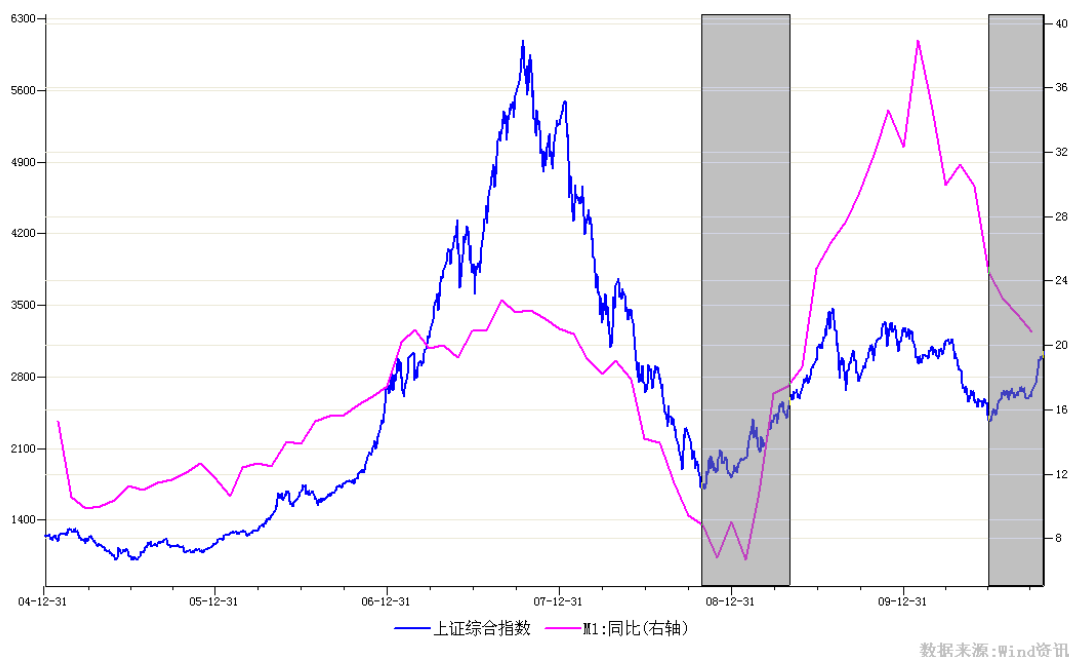
货币供应量 M1 的增速与股市历史上呈现出正相关关系，且往往存在同步性或者略领先几期，目前出现背离。目前 M1 回落至 20% 左右，且回落趋势未变；而股市却出现了强劲反弹，考虑到 M1、M2 的同比性以及 M2 增速目前 19%、离 17% 的目标还有些距离，因此，未来 M1 还有回落空间，回落趋势不变。因此，由此出现的股市反弹如果持续快速走强，将与 M1 增速之间出现背离。

进一步，考虑外汇储备、外汇占款的增速，两者与股市也呈现正相关。目前外汇储备增速低位反弹，但目前的国际背景不支持外汇储备出现快速的大幅度的增强。因为，G20 财长会议透露的对经常账户盈余或赤字设定上限、使其不超出国内生产总值(GDP)的 4% 左右，将使得中国顺差倾向于减少，同时 FDI 的稳定，“三元悖论”有效性下热钱将受更严格监管，因此，充其量说热钱参与了本轮的行情，但是其并不具有主引擎的作用。

另外，从储蓄搬家的角度，我们发现，大牛市伴随着储蓄的搬家、储蓄增速的下降、储蓄绝对量的下

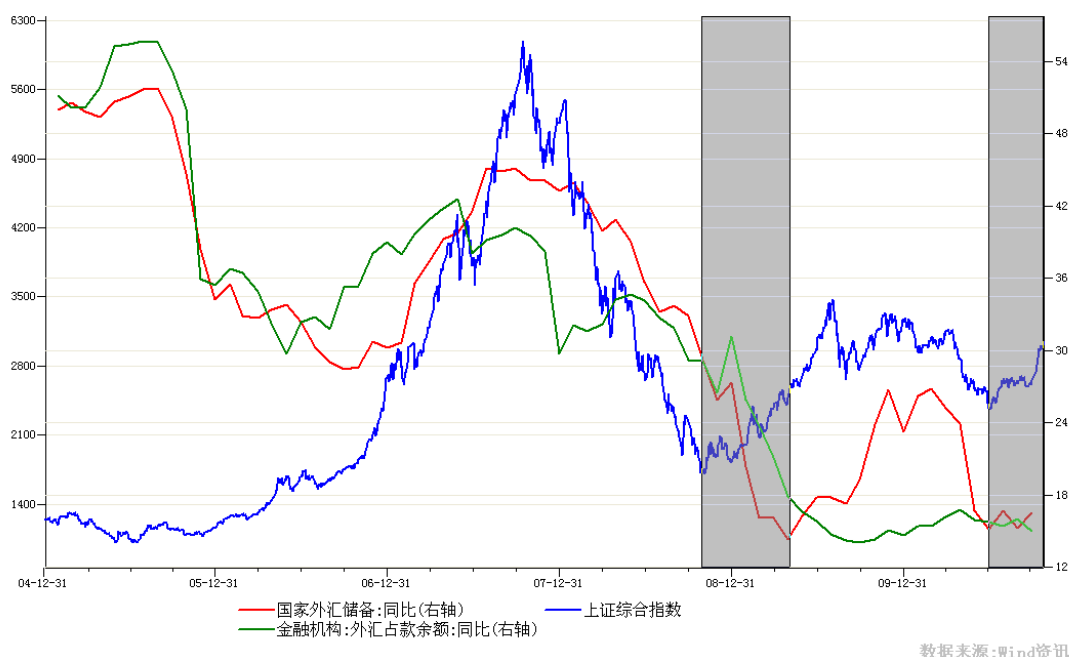
降。但是，目前数据显示储蓄增速是在上升而非下降，因此，储蓄搬家入股市的推断有疑。合理的解释是，非储蓄或者游离于房地产、股市之间的游资出现了部分的再配置，但是我们认为，这种再配置规模以及持续性是存疑的。因为，还没有看到房价回落过程中股市强劲走好的国内经验；因此，我们合理的推断就是这种资金是后知后觉且规模不会太大。这一点，考察微观结构，我们会得到佐证。A股新增账户数在国庆前是下降的，国庆后才快速飙升至每周30万以上，这表明，所谓游资是后知后觉的、是具有羊群性质的，不具有引导市场走向的力量。

图3：M1增速与股市关系出现了背离



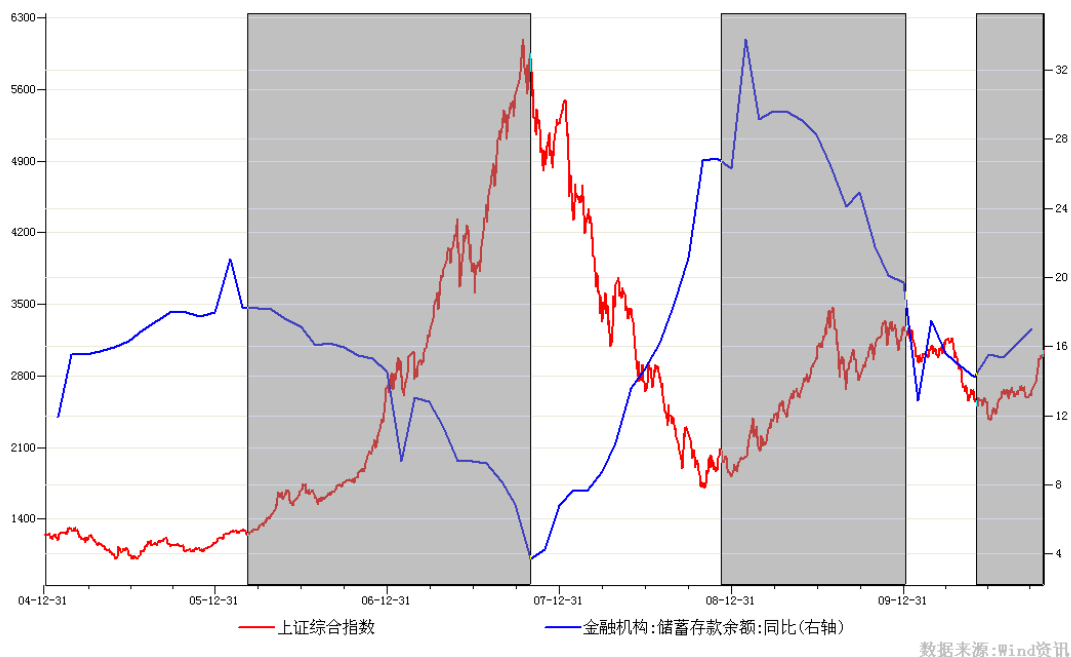
数据源自 WIND，东北证券

图4：外汇占款增速低位小幅上升，并不具有大幅上升的基础



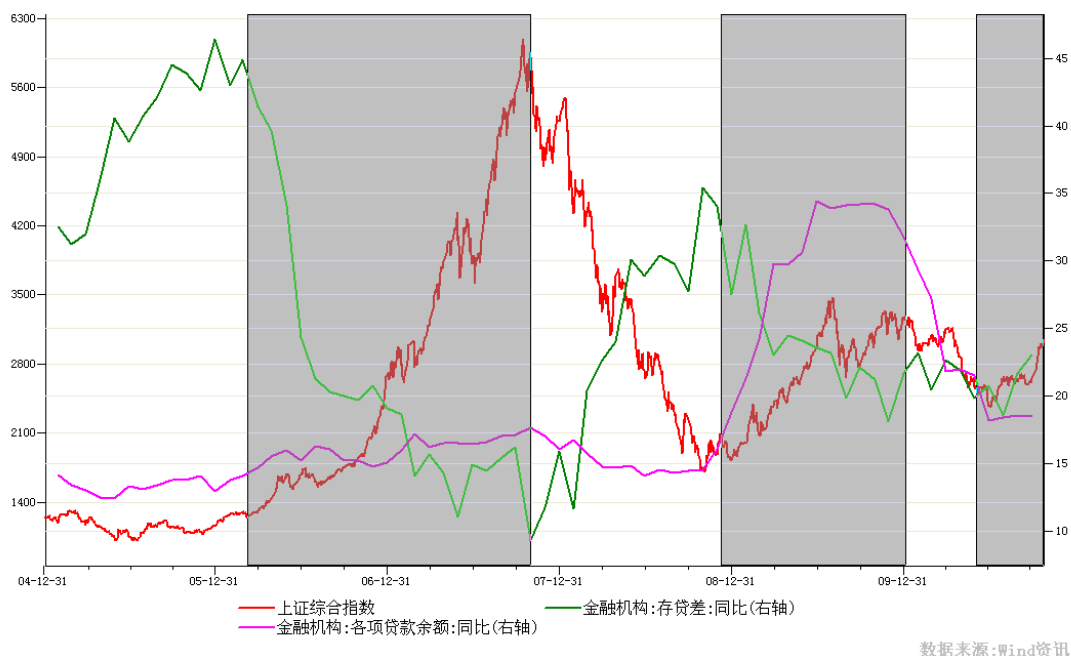
数据源自 WIND，东北证券

图 5：居民储蓄增速依然在上升



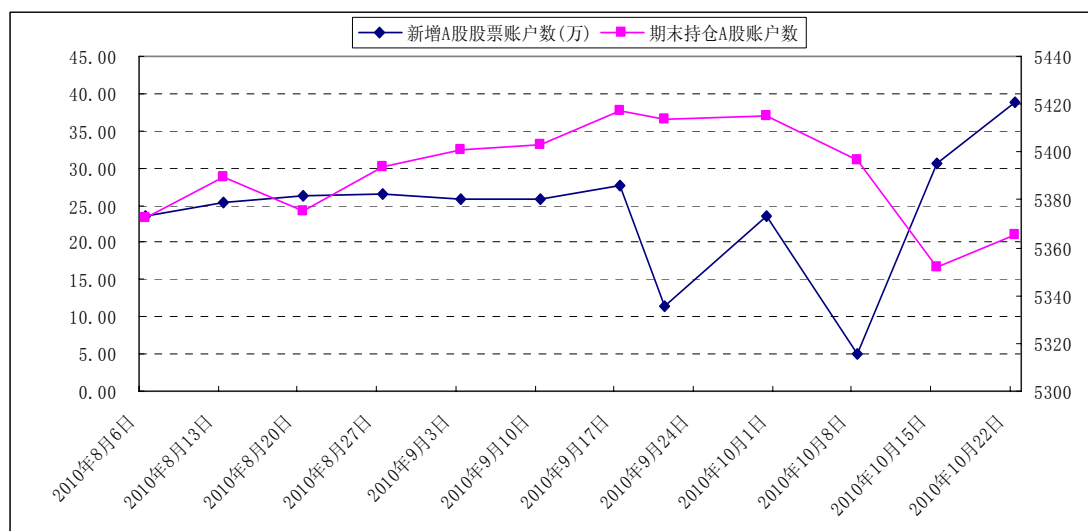
数据源自 WIND，东北证券

图 6：贷款增速回落、存贷差额增速在回升



数据源自 WIND，东北证券

图 7：新增开户数激增、持仓账户数却有回落



数据源自 WIND，东北证券

3、风格轮动难改中小市值股估值的高溢价

过度背离的小股票与大股票的估值差，经历阶段性修正后，将维持高位区间整理而非继续向下修正，这是后金融危机时代全球股市的共同特征。

偏好中小盘股是全球趋势、中小板与大盘股估值差背离创新高也是全球趋势、但再次推高估值差的可能性不大，以估值差的波动而非单边运行，是转型期的主基调。

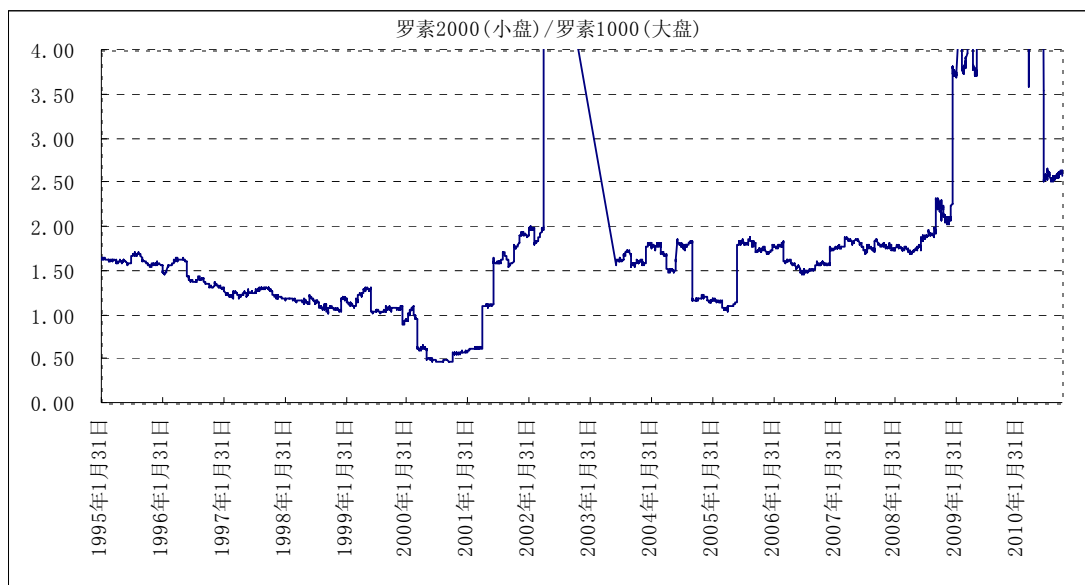
考察反应美国小盘股与大盘股估值比的罗素 2000 指数与罗素 1000 指数估值比以及标普 600 指数与标普 500 指数估值比，我们发现，金融危机后小盘股显著走强与大盘股，这是具有国际一致性特点的。而且，本轮全球风格的特征表现为：

小盘股与大盘股的估值差均创出了新高(比如罗素 2000 指数与罗素 1000 指数估值比目前为 2.5 倍，而上一轮即 90 年代的高点在 1.7 倍左右；又如标普 600 指数与标普 500 指数估值比目前为 1.85 倍、上轮 90 年代的高点在 1.7 倍左右)；

其次，估值差在高位的时间长；目前估值差均处于平台整理阶段，10 月来的全球反弹虽然使得小盘股对大盘股的估值差有所回落，但 10 月下来以来均有所回升。

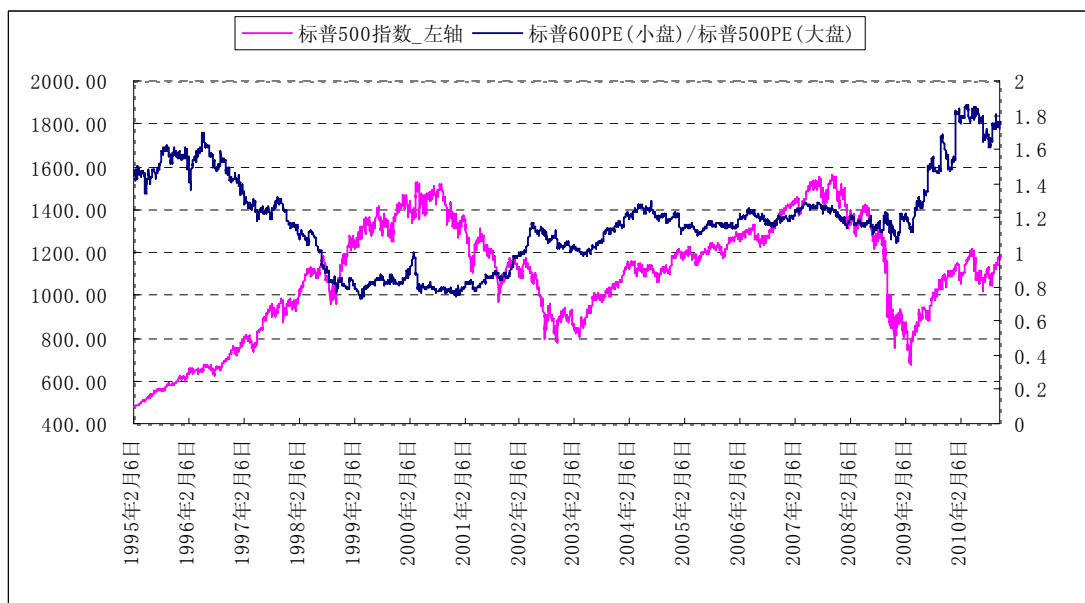
我们认为，这种估值差再创新高的概率不大、以区间整理为主，但是大幅度回落的概率不大。较高估值差的维持，表明以中小市值为主要活跃对象的风格短期内较难改变，而且这种风格具有全球特征，这将制约指数的上涨；同时，估值差的平台整理将使得风格存在阶段性的扰动，但这种扰动并不损害中小板的高溢价。因此，我们认为，结构性行情还将延续、虽然需要做些调整，短期内风格持续性切换的可能性不大。操作上可以跟踪全球风格的变化来印证估计国内的风格切换；同时，可以从机构始终对大盘股为主的金融板块持低配、而对医药食品等内需以及仪器信息等科技股持超配中可见一斑。

图 8：风格背离是全球性特征——罗素指数经验



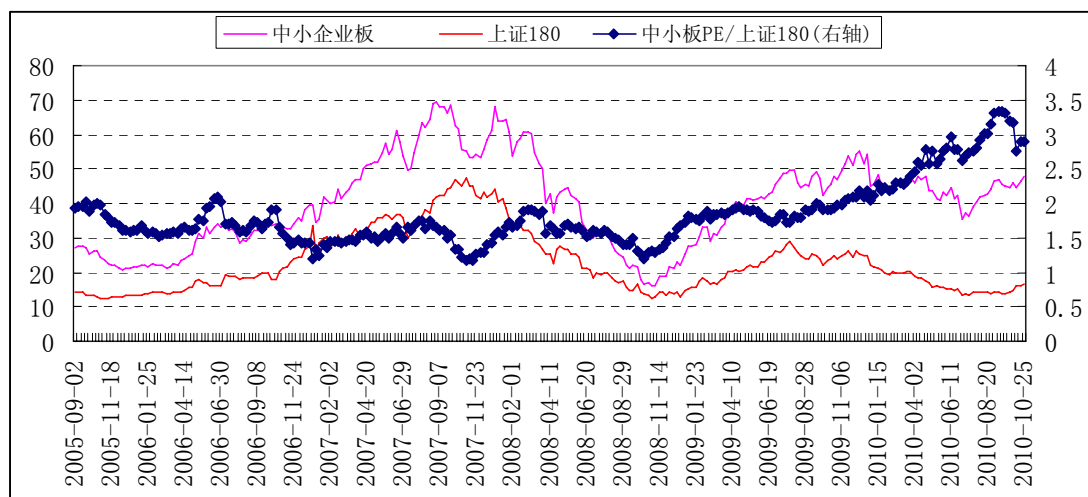
数据源自彭博，东北证券

图 9：风格背离是全球性特征——标普指数经验



数据源自彭博，东北证券

图 10：A 股中小板与上证 180 的估值差将以震荡、维持高位的方式进行修复



数据源自 WIND，东北证券

表 3：机构中报、三季报行业超低配情况表

	三季度占 股票投资 市值比 (%)	三季度超 配情况 (%)	中报占股 票投资市 值比(%)	中报超配 情况(%)
农、林、牧、渔业	1.18	-0.04	0.74	-0.34
采掘业	5.39	-3.11	5.64	-3.09
制造业	49	10.45	44.92	10.92
电力、煤气及水的生产和供应业	1.29	-1.81	1.74	-1.67
建筑业	2.02	0.21	1.73	-0.07
交通运输、仓储业	2.26	-2.47	2.9	-1.95
信息技术业	5.98	1.63	6.1	1.68
批发和零售贸易	8.26	4.27	7.19	3.71
金融、保险业	13.54	-12.23	18.54	-12.11
房地产业	3.68	-0.48	3.26	-0.67
社会服务业	1.63	0.29	1.52	0.24
传播与文化产业	0.63	0.2	0.89	0.49
综合类	1.81	-0.23	1.51	-0.46
食品、饮料	9.66	4.78	8.1	3.9
纺织、服装、皮毛	1.05	-0.25	1.07	-0.2
木材、家具	0.12	-0.01	0.07	-0.05
造纸、印刷	0.39	-0.2	0.53	-0.15
石油、化学、塑胶、塑料	4.61	-0.1	4.31	0.23
电子	2.17	-0.17	2.13	0.07
金属、非金属	5.91	-1.47	4.95	-1.46
机械、设备、仪表	14.51	2.82	13.43	3.28
医药、生物制品	10.11	5.18	9.89	5.42

数据源自 WIND，东北证券

表 4：主要指数的市场估值对比

板块名称	市盈率	预测市盈率 2010	预测市盈率 2011	市净率 (MRQ)	流通 A 股 市值	总市值
全部 A 股	21.37	18.37	15.3	2.99	174107	278861
上证 180	15.7	14.47	12.15	2.43	93104	147422
沪深 300	16.91	15.6	13.02	2.59	118482	184248
中小企业板	46.74	39.3	29.33	5.44	14057	31218
创业板	64	54.19	37.95	4.99	1348	5951
中小板/上证 180	2.98	2.72	2.41			

数据源自 WIND，东北证券

小结：

以上归因，本轮行情并非来自基本面改善、货币活化的经济面诱因，也非来自外汇占款小幅回升的原因(至少不是主因)，也不是储蓄搬家的原因，更多的是在风格估值差加大的背景下，借助美元、大宗商品冲击下的流动性的短暂迸发。可以理解为社会财富在股市与其他资产、大盘股与小盘股之间的一次配置修正。因此，行情走多远，取决于大盘股修复的持续性，现在来看，需要修正。

我们认为，以热钱流入、外汇占款增长的流动性模式难以成为未来 A 股市场的主擎。经济复苏下货币的活化、货币供应量的扩张，储蓄的再配置将会是未来 A 股的主要流动性，但目前还未出现。

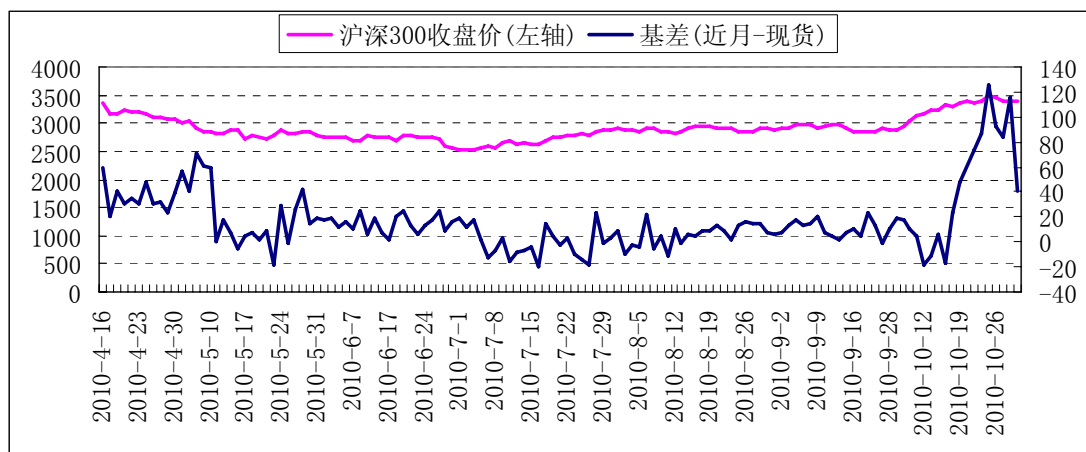
——市场持续以中小盘(主要为新兴产业)为投资热点的另类逻辑：期货基差与高股息率股

股指期货近月与现货的基差多数时间均在 30 点以内，但是国庆后却 6 次出现基差超过 70 点的交易日，甚至在 10 月 25 日出现了 125 点的期现基差。市场突然之间高效率转为低效率，期间除了交易制度的原因，更多的可能在于市场的非理性，即当前市场更多的偏重于短期的高收益率，比如二级市场中相当多的板块和概念持续走强，其与估值无关。又比如目前 10 倍左右市盈率的银行股其股息率在 3% 左右，远超过 2.5% 的银行存款利率，但市场却对此熟视无睹。

因此，当前市场忽视无风险的小额套利机会，除了市场制度面外，市场的这种“不屑于”恰恰体现了当前的市场格局，关注具有概念的、能博取市场认同的投机热点，这与估值、与价值无关。当前的这种市场气氛，与目前的中小板与大盘股的高估值差是具有一致性的。

虽然，我们认为中小板与大盘股的估值差不宜再上行，即中小板估值与上证 180 的估值差的高点可能就在前期的 3.4 倍左右，但是估值差静态 3 倍、估值差动态 2.4(2011 年)-2.7 倍(2010 年)的取值，在市场环境不发生变化、风格转化只有阶段性而非持续性的推断下，结构性行情将还可能持续较长一段时间。这是来自市场内在规律的推断，而非基于结构转型的经济背景以及中小板与大盘股业绩成长差异的判断。

图 11：股指期货基差过百点、市场对无风险小额套利机会漠然



数据源自 WIND，东北证券

三、市场回归至政策与业绩层面

流动性的短暂躁动之后，市场将重新审视、回归至国内政策以及企业业绩层面：通胀压力下货币政策趋紧、结构转型下产业政策活跃，上市公司前三季度业绩同比增速回落至 38%、四季度业绩将有较大回落压力。

1、货币政策趋紧、产业政策活跃

通胀压力下货币政策趋紧、结构转型下产业政策活跃。11 月 CPI 创年内新高达到 3.6%，零售、投资等相对平稳，物价的上涨成了当前政策的主要关注点。不久前的加息即体现了政策对通胀以及通胀的影响因素（负利率是其中之一）的关注。

根据 2004 年来两次通胀的经验，在进入负利率后 CPI 的上涨具有加速的倾向。因此，负利率时代，物价上行压力更大。从政策导向上看，为了控制通胀则改善负利率现状，加息是手段。最终，甚至信贷也会控制，最终将影响流动性。M1、M2 增速回落。由于食品、居住类价格的高位运行，预期 11 月的 CPI 可能再创新高、甚至逼近 4%，因此，数量化工具短期内将加大运用，甚至不排除连续加息的可能。总体而言，货币政策将趋于紧缩，市场尤其需要关注 12 月中央经济工作会议对明年信贷规模的要求，将再次验证并直接影响流动性。

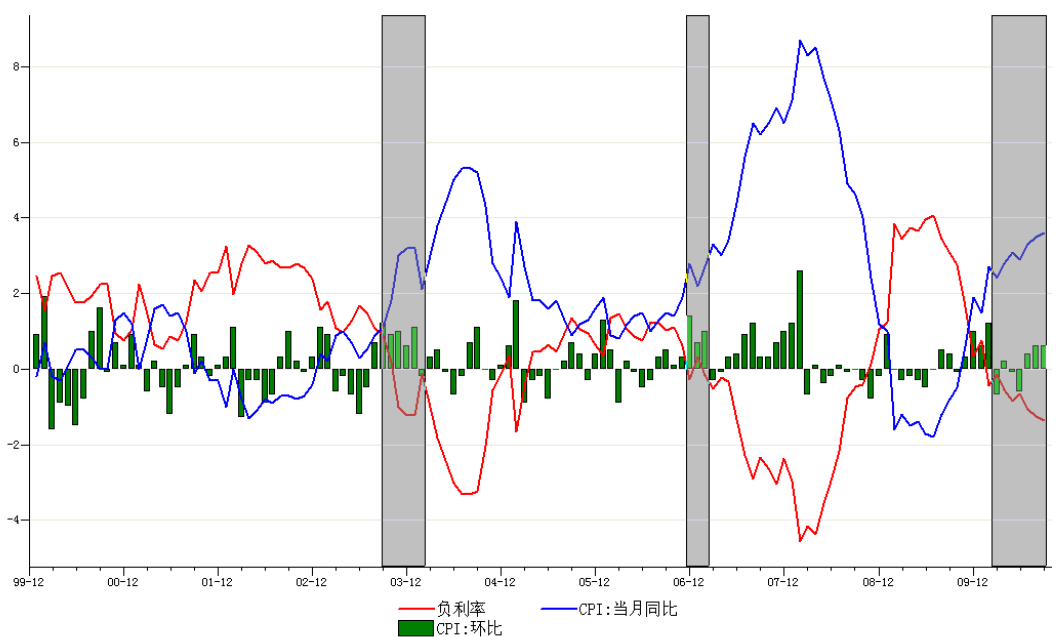
加息的超预期，也彰显了货币政策的独立性；伴随着加息，人民币出现了贬值，这是 2005 年人民币升值以来从未出现过的“加息+本币贬值”组合，这也说明，未来对于热钱管控的严格。因此，货币政策趋紧将是趋势。宏观政策的亮点，将主要集中于十二五规划下的产业政策、极其主导下的结构转型。

表 5：物价上涨成了当前经济数据的主要特征

指标	11 月	10 月
CPI (%)	3.6	3.5
PPI (%)	4.3	4.3
社会消费品零售(%)	18.8	18.4
工业增加值(%)	13.3	13.9
出口(%)	25.1	34.4
进口(%)	24.1	35.2
贸易顺差(亿美元)	168.7	200.4
固定资产投资:累计(%)	24.5	24.8
M2 (%)	19	19.2

数据源自 WIND，东北证券

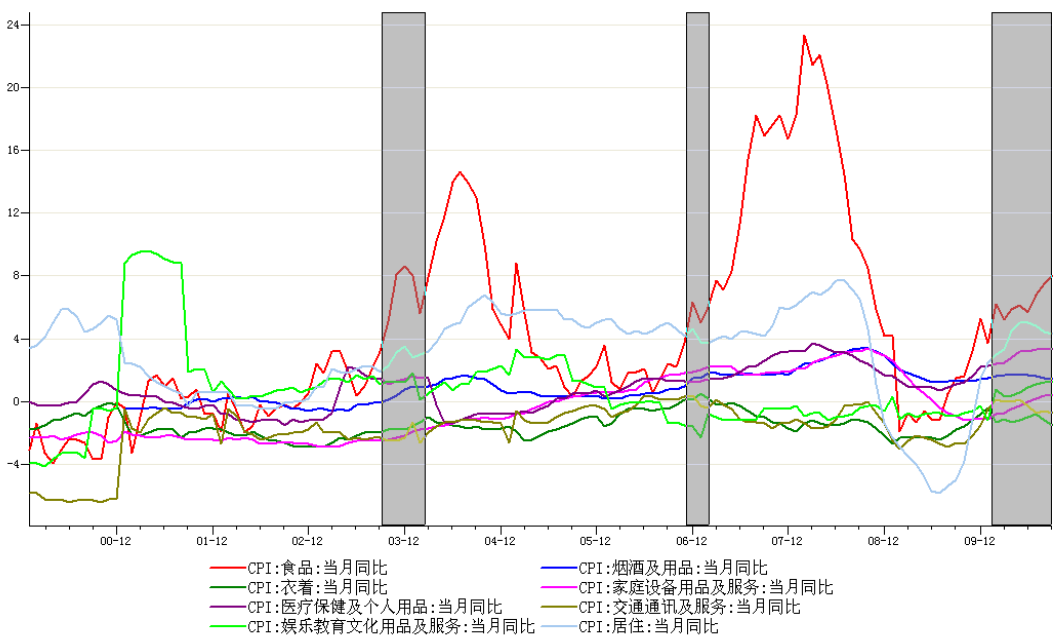
图 12：负利率下物价上涨有加速可能



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

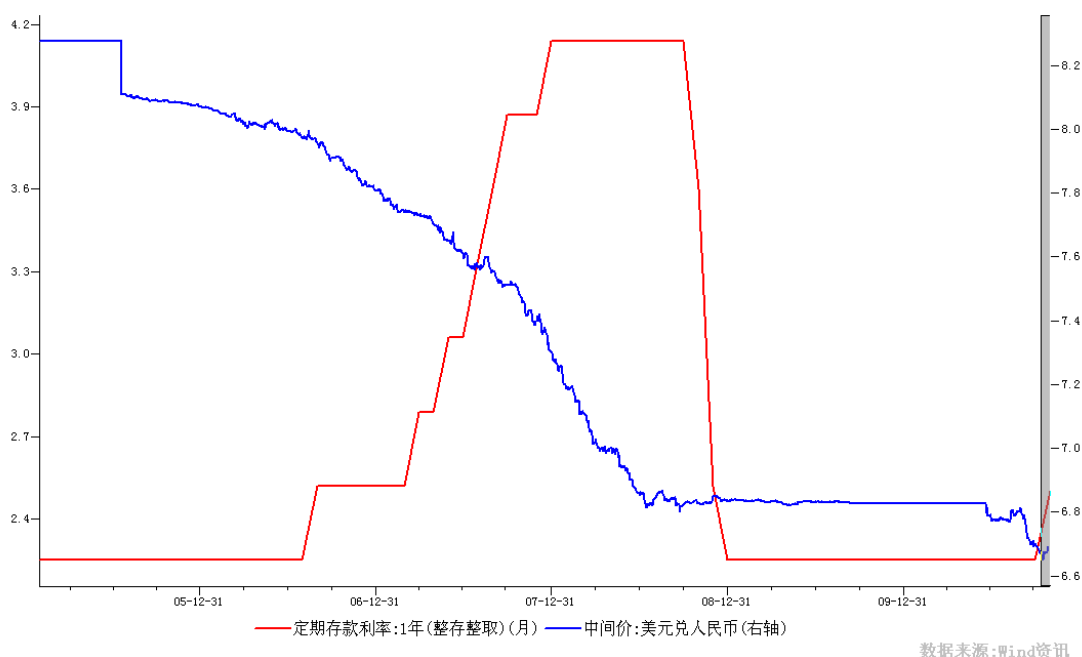
图 13: 食品、居住等项目的价格上行压力依然较大



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

图 14: 防范热钱、紧缩国内货币、本币增加弹性而非单边升值成了新的政策组合



数据来源:Wind资讯

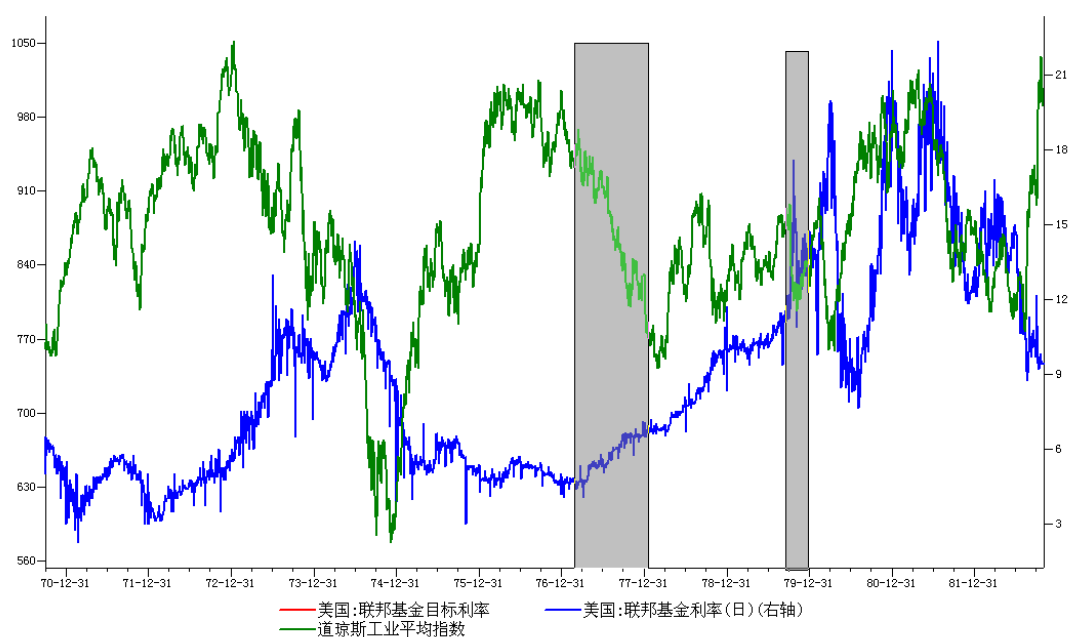
数据源自 WIND，东北证券

——加息并不等于大牛市、尤其是通胀期

加息不等于牛市。中国 2004 年加息、货币持续紧缩，股市走弱；美国 70 年代通胀时期，股市整体以大平衡市格局，即在价值中轴上下波动 25%、同时，利率上升期也往往伴随着股市的调整。本轮加息凸显的是货币政策的独立性，更多显示出调控物价水平以及资产价格的取向。

因此，加息虽然短期内会促使企业转移财务成本、推升价格，但这只是阶段性的形成“价格迷失”，随着后续需求端产生作用，将最终影响毛利的提升，抑制企业利润的增长，这是我们所担忧的。

图 15: 加息并非简单等于牛市——美国 70 年代通胀时期的利率与股市关系



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

2、上市公司前三季度业绩同比增速回落至 38%

可比上市公司前三季度同比增速为 38%、相对中期的 44.8%、有所回落；单季度净利润增速同比 27%、环比 1%，金融类三季度单季业绩环比增长了 2.7%、非金融类企业单季度业绩环比负增长 0.24%、环比持平。三季度业绩略好于我们的预期，之前我们预期金融类业绩环比持平、非金融类业绩回落 5%左右。其中主要原因在于：GDP 三季度环比增速好转，通胀初期毛利率上涨所致、全部 A 股三季度单季毛利率为 20.44%、相对二季度单季 19.55%的毛利率有所提高。

但是，考虑货币政策趋紧下 CPI 有望四季度末时阶段性回落以及节能减排下产出的下降，毛利率的波动以及产出的波动，两者叠加将影响四季度的业绩。四季度单季净利润将会出现同比与环比的双负增长。考虑到三季度的略超预期，全年 A 股业绩增速将可能在 25%以上。

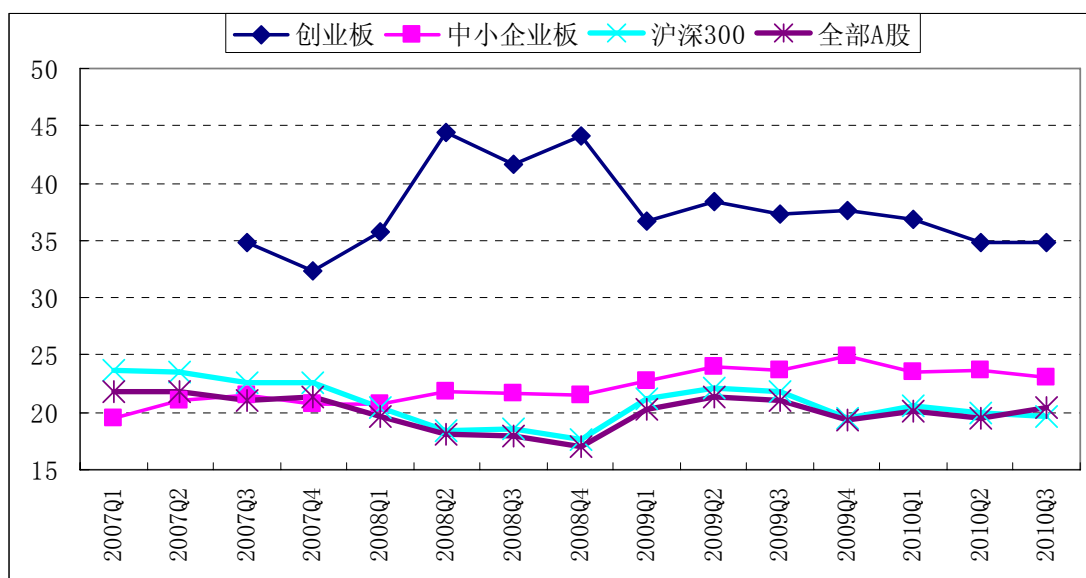
因此，虽然上市公司业绩并未有太大惊喜，但也为估值提供了基础，使得市场遭遇紧缩等事件时市场回落的空间相对较小。

表 6：可比公司三季度单季同比增速回落，四季度回落压力较大

归属母公司净利润 1877 家	金融类	非金融类	中小板	所有 A 股
2010Q3	5086	5993	466	11079
2010H1	3357	3884	295	7241
2010Q1	1673	1770	130	3443
2009Q3	3930	4090	336	8020
2009H1	2579	2422	201	5000
2010 第三季度_单季	1729	2109	171	3838
2010 第二季度_单季	1683	2114	165	3797
2009 第三季度_单季	1352	1668	134	3020
2010 年中期同比	30.17%	60.39%	46.64%	44.80%
2010 年三季度单季同比	27.95%	26.43%	27.39%	27.11%
2010 年三季度单季环比	2.73%	-0.24%	3.72%	1.08%
2010 年三季度同比	29.40%	46.54%	38.94%	38.14%

数据源自 WIND，东北证券

图 16：企业毛利率相对稳定，创业板>中小板>沪深 300 板块



数据源自 WIND，东北证券

四：市场运行分析

限售股解禁压力

11 月份股改限售股的解禁市值为 461 亿，首发、增发配售、定向增发等部分的解禁市值为 20661 亿，二者合计 21123 亿，为 10 月份 5037 亿元的 4 倍。其中 11 月 1 日创业板的解禁，将直接对高估值的中小板股票产生冲击。

估值修复行情的经验规律

估值修复行情一般能达到历史估值水平的下四分位数，但较难快速突破中位数的规律，期间往往需要调整。

2005 年以来，沪深 300 指数市盈率(TTM)的低点为 12.5 倍、高点为 46 倍、下四分位数为 16 倍、中值为 21 倍、上四分位数为 28 倍。根据历次市场反弹以及反转初期的经验，一般有效的反弹其估值水平多能修复至下四分位数以上，但多在中值下方(阶段性)回落。比如 2006 年中期股市的回落(估值在突破下四分位数接近中值前回落)、2008 年 3000 点救市政策下的反弹(估值修复至下四分位数后回落)、2009 年 1 季度上冲 2400 点后的回落(估值在突破下四分位数接近中值前回落)。10 月 25 日上证指数 3050 点对应的估值是 17.7 倍，下四分位数 16.1 倍的市盈率对应的指数恰在 2800-2950 之间。

因此，基于估值修复行情一般能达到下四分位数 Q1、较难快速突破中位数的规律。我们认为，当前这种盘整的格局还将维持一段时间，上证指数创 3400 点来的新高还需要时间，目前还不是时候。从板块的估值修复来看，金融地产建材等板块的估值甚至都还没有修复至下四分位数，可见，A 股估值水平的修复还需要一定的时间，短期并不存在一步到位的催化。

行情逻辑的分析

市场趋势是基本面与资金面之间的博弈，若两者均向好则意味着大牛市，两者俱差则是大熊市，居其一则往往是平衡市。当前市场在控通胀、调房地产的政策调整下，20.87%的 M1 增速、18.96%的 M2 增速依然处于历史高位区间，未来货币供应量增速 M1 下行的驱动力将可能来自包括货币政策的趋紧；同时，我们又发现汽车、家电(主要是空调、冰箱)以及机械(混泥土机械等)销量的同比增速在 9 月出现了上涨，而耐用消费品等主流行情的上行往往会驱动 M1 增速的上行。因此，未来是政策紧缩的压力，驱使 M1 继续下行还是中观行业层面的好转驱使 M1 阶段性上行。如果是前者，那么市场将依然是平衡市；如果是后者那么市场将形成大牛市。

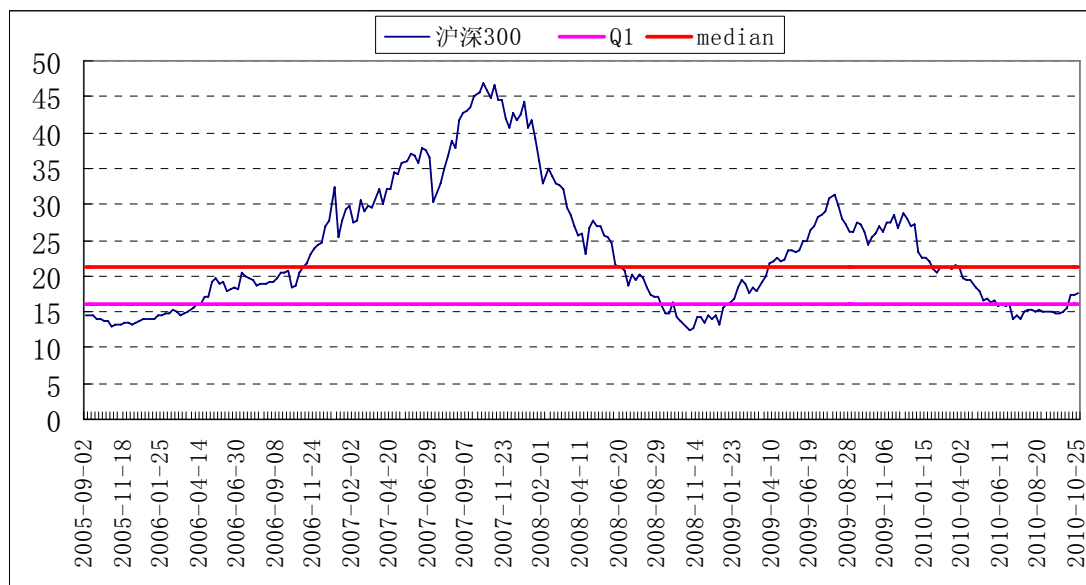
我们认为，未来 M1、M2 的回落体现为实际信贷规模的控制，汽车等先导产业增速将会趋缓(以汽车为例，十二五末 2500 万辆销量目标暗含着未来年增速在 10%左右，这将低于 2009-2010 年的高速增长速度)。因此，货币政策紧缩预期下，当前并不存在资金面与基本面双重利好叠加的大牛市叠加，依然适宜定义为大平衡市，故 3000 点上方指数空间不大。

当前“忽如一夜春风来、千树万树梨花开”的行情，是见不得阳光的；未来需要持续的经历业绩以及政策紧缩预期的考验。因此，面临解禁压力，11 月行情在货币紧缩以及业绩压力下有适当调整需要、更多关注确定性机会在估值差的波动之间。

小结：市场尚有调整压力

当前市场为大平衡市中的反弹而非大牛市；基于业绩中性、货币政策趋紧、产业政策活跃，市场将还有调整的压力及空间，行情结构化。流动性的短暂躁动之后，市场将重新审视、回归至国内政策以及企业业绩层面：通胀压力下货币政策趋紧、结构转型下产业政策活跃，上市公司前三季度业绩同比增速回落至 38%、短期较好，但四季度业绩将有较大回落压力。同时，考虑到解禁的压力，自加息后转入调整的上证指数在 11 月仍将承受着调整的压力，市场的机会更多在于风险释放后的反弹。上证指数回调的合理位置在 2850 左右，上证指数运行区间可能为 2850-3100。

图 17：A 股整体估值水平修复至 18 倍、已经接近尾声，



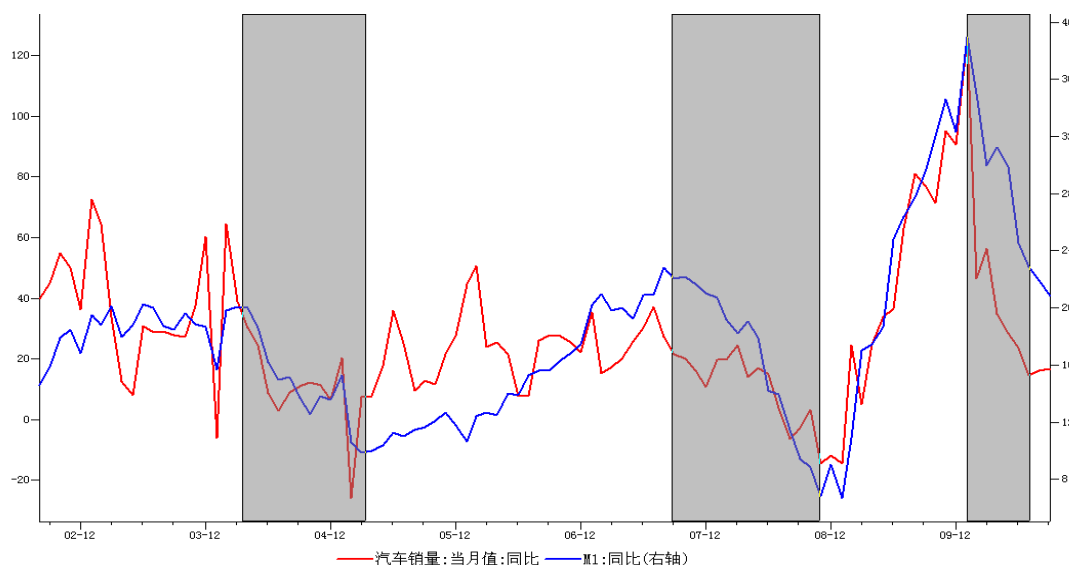
数据源自 WIND，东北证券

表 7：A 股多数行业的估值修复也近尾声

	20101025	相对 Q1 的 上涨空间	相对 median 的上涨空间		20101025	相对 Q1 的 上涨空间	相对 median 的上涨空间
房地产	23.81	22.18%	108.36%	信息设备	45.03	-208.22%	3.20%
金融服务	13.17	18.83%	73.58%	轻工制造	40.22	-18.95%	1.24%
建筑建材	23.31	31.23%	64.18%	采掘	20.14	-21.75%	-0.40%
交运设备	26.82	-2.72%	37.99%	家用电器	26.4	-147.16%	-1.70%
上证 180	16.48	-7.95%	21.84%	公用事业	34.3	-41.72%	-7.38%
沪深 300	17.74	-9.36%	19.39%	农林牧渔	90.58	-34.70%	-8.54%
医药生物	43.11	-6.68%	13.94%	交通运输	30.29	-28.52%	-12.18%
食品饮料	44.6	-9.39%	6.35%	中小企业板	47.89	-36.50%	-13.59%
餐饮旅游	59.48	-5.87%	5.95%	信息服务	65.6	-62.77%	-14.59%
纺织服装	47.58	-17.97%	5.00%	机械设备	41.16	-31.41%	-15.11%
化工	26.32	-21.28%	4.75%	黑色金属	19.46	-61.05%	-24.67%
商业贸易	39.8	-12.51%	4.17%	有色金属	88.86	-79.71%	-68.84%
				电子元器件	115.15	-158.24%	-123.90%

数据源自 WIND，东北证券

图 18：汽车销量增速与 M1 增速呈正相关性



数据源自 WIND，东北证券

五、投资主线及个股

A、风格层面

风格切换的可持续性较短，小盘股对大盘股的估值差再创新高的概率也较小，市场以估值差的波动来演绎指数的波动。因此，以确定性来对冲不确定性则成了投资者的合理选择，重点还是关注风险适当释放后的以中小市值为主的新兴战略产业+内需。对于风格切换风险，操作上，基于本轮风格切换的全球特征，可以关注美国股市的风格情况；其次，需要密切注意周一创业板解禁后续的市场，如果受解禁冲击后出现显著回落，则后续还可看好小盘股的风格，否则如果创业板继续强势拉升，那么未来的回落将不是小幅调整而将是较大幅度的回落，等待的时间将长些。

B、投资主线及个股

11 月份面临不确定性，我们主要立足于确定性角度。

首先，通胀初期，加息初起，企业进行成本转移成了多数行业的必然选择，根据经验，涨价的爆发性最强是石化类产品、而食品则持续性最强。

其次，可以关注以股权激励形式锁定利润的板块，我们可以选择股票现价对行权价的溢价率小于 50%、2011 年估值小于 40 倍的个股进行重点跟踪；

另外，未来产业政策活跃，十二五规划将涉及的新兴战略产业机会巨大。新兴战略产业：2015 年产值占 GDP8%、2020 年 15%；截止 2010 年 9 月，高技术产业占全国规模以上工业产值的比重为 10.6%，占 GDP 的比重为 4%左右；因此，目前占比近似以 4%估算。同时，假定未来 10 年名义 GDP 增速 10%(7%的实际 GDP 增速+3%的 CPI)，对应新兴产业增速年化 25%以上。

因此，投资主线如下：

- 通货膨胀背景下成本转移推升下的价格上涨概念：建材化工类(中国玻纤、赛马实业、传化股份等)、农业类(华英农业等)
- 股权资产重估下的参股金融概念股(天茂集团、锦龙股份等)
- 新兴战略产业与消费概念股之新能源新材料类(杉杉股份、博深工具等)、高端装备(神开股份等)、家电(格力电器等)。

图 19：加息初期成本转移成了多数行业的必然选择，其中石化爆发性最强、食品持续性最强

八行业 PPI 脉冲反应过程特征总结

行业	价格效应	持续期数	持续期长度	峰值	峰值期数
石油和天然气开采业	+	2-6	5	4.74	4
黑色金属矿采选业	+	2-13	12	3.48	6
食品制造业	+	2-20	19	0.74	10
烟草制品业	+	2-7	6	0.06	2
文教体育用品制造业	+	2-7	6	0.12	4
仪器仪表及文化、办公 用机械制造业	+	2-9	8	0.15	2
废弃资源和废旧材料 回收加工业	+	2-10	9	0.70	7
水的生产和供应业	-	2-	>20	-0.24	6

注：价格效应所显示的+、-分别表示行业 PPI 对利率一个标准差随机扰动正冲击的正、负反应。

数据来源：CFRN；东北证券

表 8：股权激励概念股：现价对行权价的溢价率小于 50%、2011 年估值小于 40 倍

代码	名称	行业	期权初始 行权价格 (股票转 让价格)	股价	行权价溢 价<50%
601268.SH	二重重装	专用设备	10.34	14.08	0.3617
600521.SH	华海药业	化学制药	14.02	18.2	0.2981
002261.SZ	拓维信息	网络服务	28.19	33.41	0.1852
000826.SZ	桑德环境	水务	22.15	23.21	0.0479
002153.SZ	石基信息	计算机应用	45	40.27	-0.1051
002269.SZ	美邦服饰	服装	24.95	30.77	0.2333
002011.SZ	盾安环境	白色家电	18.65	25	0.3405
300064.SZ	豫金刚石	普通机械	25.84	29.49	0.1413
002029.SZ	七匹狼	服装	24.83	35.16	0.416
600143.SH	金发科技	塑料	12.59	13.99	0.1112
002194.SZ	武汉凡谷	通信设备	14.83	16.02	0.0802
002045.SZ	广州国光	其他电子器件	22	18.92	-0.14
601766.SH	中国南车	非汽车交运设备	5.43	6.04	0.1123
600496.SH	精工钢构	建筑装饰	10.15	12.91	0.2719
600690.SH	青岛海尔	白色家电	22.31	26.93	0.2071
000039.SZ	中集集团	金属制品	12.39	16.62	0.3414
000002.SZ	万科 A	房地产开发	8.89	9.86	0.1091

数据来源：WIND，东北证券

表 8：新兴产业主要板块的估值现状

板块名称	市盈率 TTM	预测市盈率 2010	预测市盈率 2011	流通 A 股市值元
新材料	63.12	44.43	31.42	7108
新能源	39.09	33.12	25.4	5417
新能源汽车	19.5	19.38	16.55	4133
稀土永磁	104.34	67.61	47.76	3673
核能核电	39.64	32.97	25.83	2581
物联网	51.25	39.71	30.13	2507
锂电池	72.15	49.61	40.6	2343
高铁	20.78	18.3	13.55	2006
智能电网	57.85	47.41	34.98	1805
三网融合	58.43	46.64	35.91	1628
建筑节能	38.73	31.68	23.26	1310
核高基	69.07	45.14	32.04	1121
生物育种	65.87	54.58	38.06	650
通用航空	121.52	85.55	66.94	633
垃圾发电	23.71	23	20.48	582
卫星导航	85.97	60.79	46.68	501

数据源自 WIND，东北证券

风险点

美联储量化宽松超预期、美元指数超预期贬值甚至创新低，这可能将推升大宗商品再创新高，拉动权重股上涨。

表 9：主要行业短期内的策略视角分析

行业	行业分析师评级	分析师	短期内策略分析的视角
石化	优于大势	王伟纲	关注加息、上游涨价下的财务及生产成本转移的涨价效应以及限产下的产出缺口
有色金属	同步大势	杨霞辉	关注稀有金属的国家政策变化下的政策红利机会以及跟踪量化宽松政策下铜等大金属的变动，铜价如能向上突破则将引发新一轮有色行情，反之。
建材	优于大势	谢文杰	区域建设、产业迁移下的中西部地区的区域红利，利于建材类股
机械	优于大势	黎锟	面对明年固定资产投资增速下行的担忧，重点关注新兴产业相关的装备类板块：比如环保设备、高端装备等
交通运输	同步大势	许祥	阶段性关注景气度较高的航空类股以及估值相对较低的公路港口类股
汽车	优于大势	刘立喜	面对高速增长的汽车销量，需要警惕未来增速下滑的风险；若以十二五末期汽车销量 2500 万辆计，则未来增速将回落至 10% 左右的中速
家电	优于大势	吴娜	估值低是家电股的优势，关注家电毛利率整体不高背景下的自下而上机会
商业	优于大势	罗旷怡	人工成本上升，毛利下降，关注量的增长
农业	同步大势	钟大举	抗通胀概念

医药	优于大势	刘林	市场调整阶段的主要防御性产品
银行	优于大势	唐亚韞	低估值，短期上涨催化剂不足
房地产	同步大势	高建	受制于地产调控，虽然重磅的房产税十二五依然在研究推进中，但时不时的调控总是干扰板块整体表现，关注龙头股
保险	优于大势	赵新安	加息对于资产负债久期不同的保险是利好，但二级市场上保险股与大盘、券商股的关联度更紧密；短期机会存疑
证券	优于大势	赵新安	在佣金战趋缓、成交量放大的情况下关注券商股市不错的选择，但市场成交量短期有回落迹象；短期存疑
传媒	优于大势	耿云	传媒等信息服务行业，毛利高、成长空间大，可以持续关注；在市场适当调整、贝塔风险释放后积极介入
新材料	优于大势	潘喜峰	新材料等战略新兴产业估值较高，但成长性要高出传统产业的一倍，可以持续关注；市场系统风险释放后积极介入

数据源自东北证券

表 10：11 月份重点关注个股列表

代码	名称	研究员	评级	2010PE(倍)	股价
600176	中国玻纤	解文杰	推荐	50	24.45
600449	赛马实业	解文杰	推荐	12.7	32.46
002282	博深工具	潘喜峰	谨慎推荐	38.4	14.82
600884	杉杉股份	潘喜峰	推荐	88.5	24.13
002278	神开股份	王伟纲	谨慎推荐	44.5	16.95
002010	传化股份	王伟纲	谨慎推荐	24.9	16.95
000651	格力电器	吴娜	推荐	15.5	18.47
000627	天茂集团	赵新安	谨慎推荐	96.9	6.44
000712	锦龙股份	赵新安	推荐	28.9	20.49
002321	华英农业	钟大举	谨慎推荐	75	20.42

数据源自东北证券

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。