

策略研究报告

流动性主导市场向上震荡

——市场11月投资策略

第一创业研究所
于海涛 S1080200010003
联系人: 周海峰
电话: 0755-82485052
邮件: zhouhaifeng@fcsc.cn

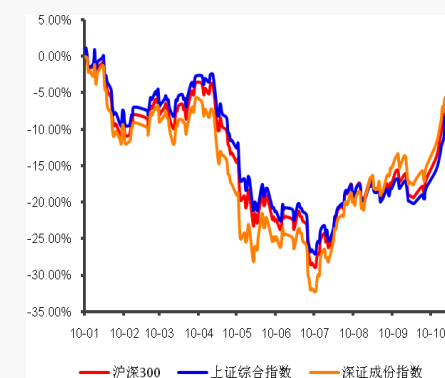
沪深300交易数据

年初涨跌幅: -4.34%
日最大涨幅: 3.78% (5/24)
日最大跌幅: -5.36% (4/19)

A股基本数据

A股流通市值(亿元): 175984.86
总市值(亿元): 270133.59
市场平均PE(09): 25.58
市场平均PE(10): 30.14

市场指数今年表现



要点:

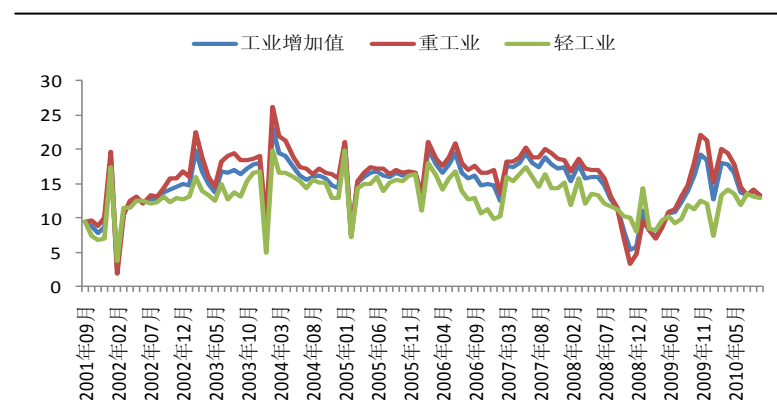
- **经济超预期 企稳迹象明显** 前三季度我国国内生产总值按可比价格计算, 同比增长10.6%, 比上年同期加快2.5个百分点, 分季度看, 一季度增长11.9%, 二季度增长10.3%, 三季度增长9.6%。9月投资、消费、出口分别同比增长23.2%、18.8%、25.1%, 其中的消费与出口数据仍表现良好, 尤其是出口增长, 虽然欧美经济连续数月以极低速度增长, 但7、8、9月出口额绝对值却是历史三个高点, 大幅超出市场预期, 消费同比增长继续反弹, 9月同比增速较8月上升0.4%, 内需动力依然很强, 随着经济增速下滑进一步减缓, 预计全年GDP仍能保持在10%以上。
- **供给压力加剧, 11月将迎来解禁洪峰** 11月A股市场将迎来限售股解禁洪峰, 两市限售股解禁公司共有112家, 解禁总市值将超过2万亿元, 占目前已流通A股市值的一成还多, 11月单月的解禁市值约占2010年全年解禁市值四成。
- **周期性行业估值低 估值修复或仍能延续** 煤炭开采行业为10月涨幅最大的申万一级行业, 而其目前静态市盈率为27倍, 与近十年的周平均值31倍相比仍有10%以上的差异; 钢铁、房地产为今年4月至7月跌幅最深的行业, 而在本轮的反弹行情中, 这两个板块也仅反弹10%左右, 二者的估值已几近历史最低值; 银行石化权重板块估值也在历史低位水平附近, 若考虑今年不俗的业绩增长, 仍有不少板块估值处于历史最低位。
- **政策微调 不改流动性充裕局面** 在全球极为宽松的货币政策环境下, 轻幅度的加息与提高存款准备金率将不会对充裕的流动性局面有较大影响, 我们预计, 11月货币市场的流动性仍将十分充足, 这将对权益市场形成很好的支撑。
- **中小板引领 上市公司整体业绩亮眼** 前三季度, 上市公司业绩同比大幅增长38.8%, 第三季度环比微增1.1%, 业绩环比微微改善。剔除金融行业, A股上市公司前三季度净利润同比增长48.21%, 第三季度单季环比增长1%。据wind统计, 新综指净资产收益率(整体法)三季度为4.17%, 比二季度的4.63%略低, 但均属于历史高位。
- **市场策略: 充裕流动性推动市场震荡盘升** 经济增长逐步企稳, 上市公司良好的业绩支撑, 以及权重类板块的低估值使得A股市场向下的空间十分有限, 充裕的流动性或能继续推动市场震荡盘升, 比较大的风险与不确定性是政府应对通货膨胀所采取政策的严厉程度, 我们预计上证指数11月将在2900—3300区间运行。



一、经济超预期 企稳迹象明显

9月我国工业增加值同比增长13.3%，其中重工业同比增长13.4%，轻工业同比增长13%，9月工业增加值同比数据相较8月略下降0.6个百分点，为6月以来连续四个月波动于13%—14%之间。9月相比8月的下降主要是重工业增加值的大幅下降引致，重工业增加值比8月下降0.8%，而轻工业仅下降0.1%，在国家节能减排政策对高耗能产业的强力抑制下，工业增加值仍保持在近三年的平均水平之上，经济活力依旧比较强劲。

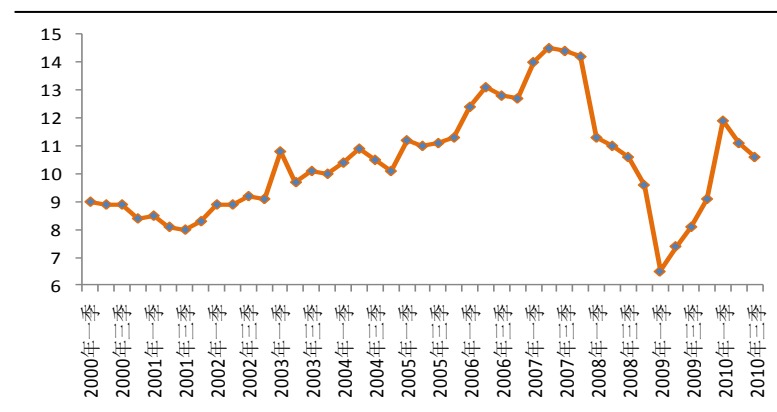
图一、工业增加值增速平稳（%）



数据来源：第一创业证券 WIND

前三季度我国国内生产总值按可比价格计算，同比增长10.6%，比上年同期加快2.5个百分点，分季度看，一季度增长11.9%，二季度增长10.3%，三季度增长9.6%。9月投资、消费、出口分别同比增长23.2%、18.8%、25.1%，其中的消费与出口数据仍表现良好，尤其是出口增长，虽然欧美经济连续数月以极低速度增长，但7、8、9月出口额绝对值却是历史三个高点，大幅超出市场预期，消费同比增长继续反弹，9月同比增速较8月上升0.4%，内需动力依然很强，随着经济增速下滑进一步减缓，预计全年GDP仍能保持在10%以上。

图二、GDP累计同比（%）



数据来源：第一创业证券 WIND



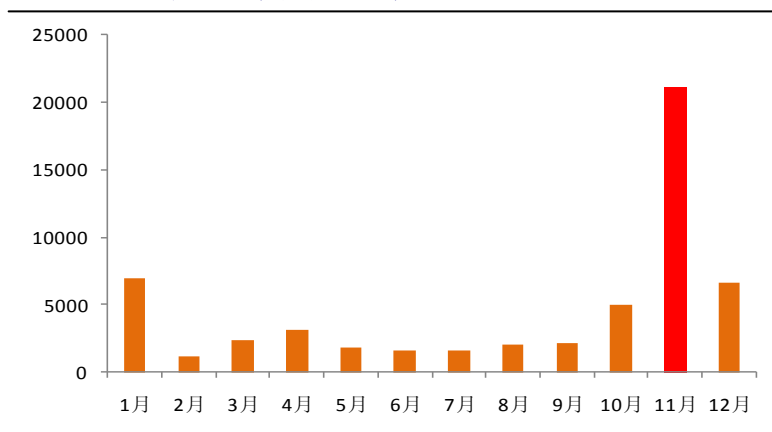
二、 供给压力加剧，11月将迎来解禁洪峰

11月A股市场将迎来限售股解禁洪峰，两市限售股解禁公司共有112家，解禁总市值将超过2万亿元，占目前已流通A股市值的一成还多，11月单月的解禁市值约占2010年全年解禁市值四成。

11月份股改限售股的解禁市值为461.25亿元，比10月份的108.90亿元增加了352.35亿元，是10月份的4倍多；首发、增发配售、定向增发等部分的解禁市值为20661.99亿元，比10月份的4928.22亿元增加15733.77亿元，是10月份的4倍多。二者合计21123.24亿元，为10月份5037.12亿元的4倍多。

11月份另一个颇受关注的解禁群体是27家创业板公司在上市12个月后迎来首批首发原股东限售股解禁。这批首发原股东限售股则主要由创投公司、高管以及其他非控股股东的持股所构成，持股成本非常低廉，冻结期一过即存在较大的减持可能性。数据显示，这27家创业板公司的首发原股东限售股合计解禁市值为329.27亿元。其中，乐普医疗的解禁市值最大，达91.87亿元，解禁股数为解禁前流通股的4.1倍。这27家公司按半年报的业绩和10月26日的收盘价计算，算术平均市盈率为88.20倍，最高的是华谊兄弟，市盈率高达188.04倍，最低的为北陆药业，市盈率为45.69倍。

图三、2010年月度解禁市值（单位：亿元）



数据来源：第一创业证券 WIND

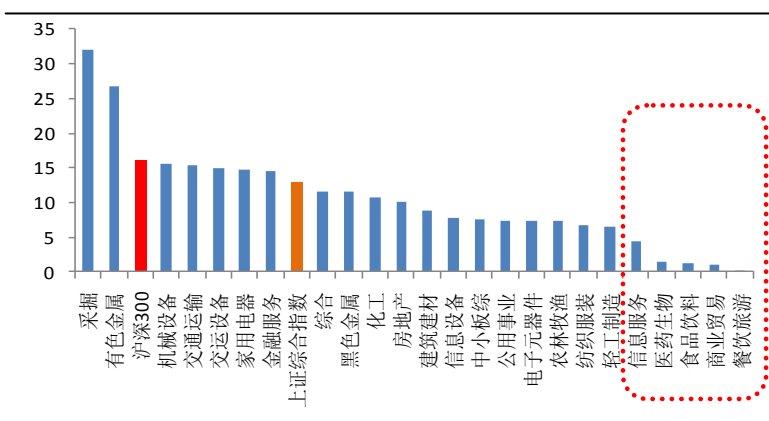
限售股解禁洪峰的到来将使得市场压力赫然加大，虽然绝大部分股份或都不会在解禁初期即遭受抛弃，但当月如此天量的解禁市值或将在心理层面压制市场，投资者热情与信心也将因此而受到一定影响。

三、 周期性行业估值低 估值修复或仍能延续

我们在9月底的四季度策略中提及的周期性行业及二线蓝筹的估值修复行情在10月表现得比较充分，10月以来上证指数从2650点扶摇直上至3000点，上演了一段极度惊艳的行情。该轮上涨由煤炭采掘、有色金属两大资源类板块引领，权重板块集体拉升，其中沪深300指数10月上涨幅度在15%以上，年内首次较大幅超越大盘。而前期涨幅巨大的餐饮、商贸、食品、医药等行业却基本没有明显上涨，涨幅均在2%以下，风格转换极为明显。



图四、10月初以来各行业涨跌幅（%）

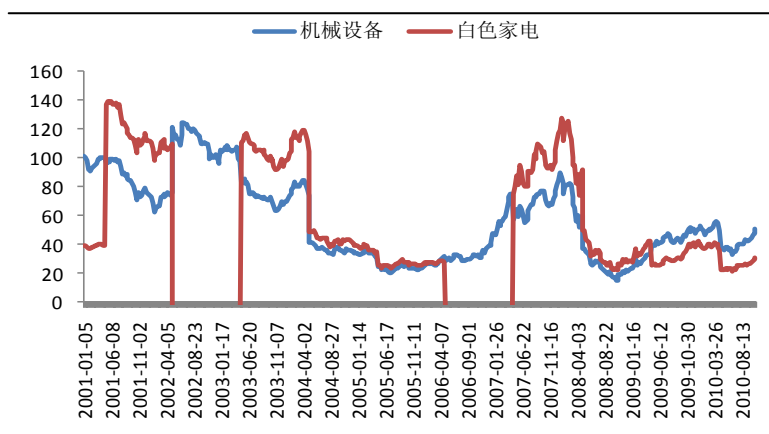


数据来源：第一创业证券 WIND

经过10月份的估值修复行情，传统周期性行业的估值有所上升，但仅从静态市盈率来看，权重板块、周期性行业板块估值仍未达到近10年的平均水平，估值修复行情或仍有进一步继续的可能。

煤炭开采行业为10月涨幅最大的申万一级行业，而其目前静态市盈率为27倍，与近十年的周平均值31倍相比仍有10%以上的差异；钢铁、房地产为今年4月至7月跌幅最深的行业，而在本轮的反弹行情中，这两个板块也仅反弹10%左右，二者的估值已几近历史最低值；银行石化权重板块估值也在历史低位水平附近，若考虑今年不俗的业绩增长，仍有不少板块估值处于历史最低位。

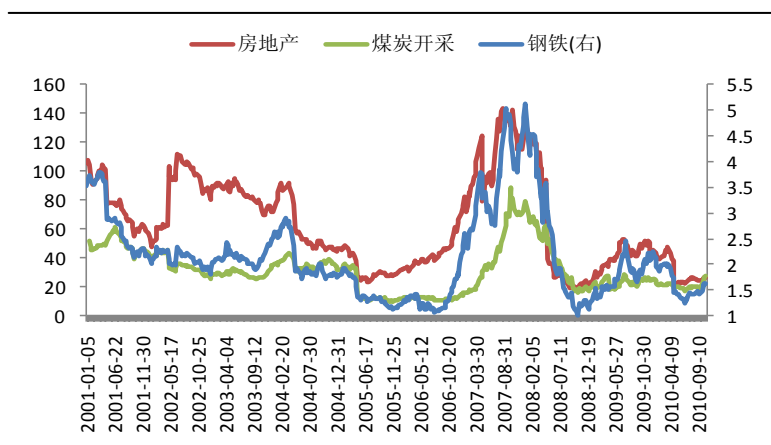
图五、申万行业估值（静态PE）



数据来源：第一创业证券 WIND

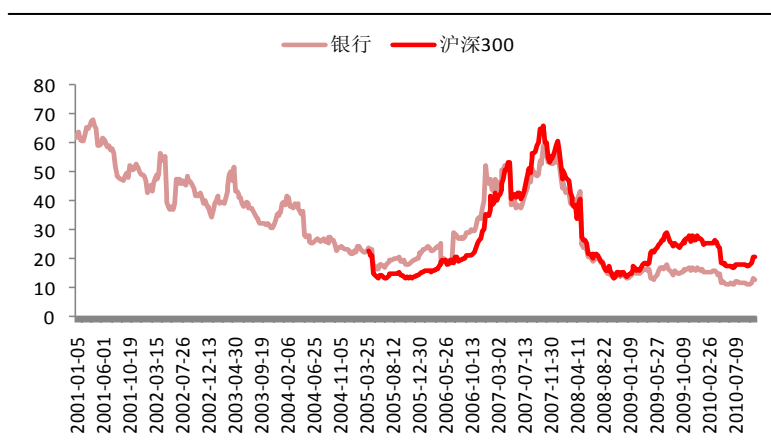


图六、申万行业估值（静态 PE，钢铁为市净率 PB）



数据来源：第一创业证券 WIND

图七、申万行业估值（静态 PE）



数据来源：第一创业证券 WIND

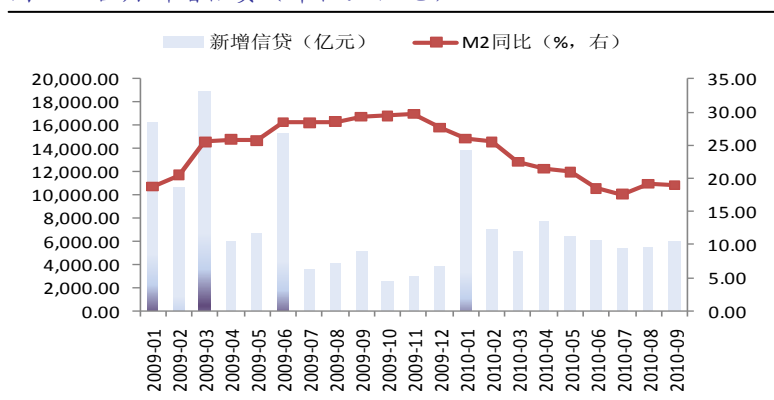
四、政策微调 不改流动性充裕局面

9 月新增信贷 5955 亿元，大幅超出市场预期，高额度的信贷投放为市场流动性的充裕程度提供了保障，前三季度信贷累计投放 6.3 万亿左右，即使按照全年 7.5 万亿的目标，四季度的信贷投放量估计也要高于去年同期的 9300 亿，所以，年底 M2 增速或重新突破 20%。

公开市场操作也出现了连续两周的货币净回笼，上两期每周净回笼货币均为 600 余亿元，回笼幅度尚小。考虑到人民币升值的巨大压力，未来一段时间央行或将更倾向于动用数量型工具来调节货币供应。

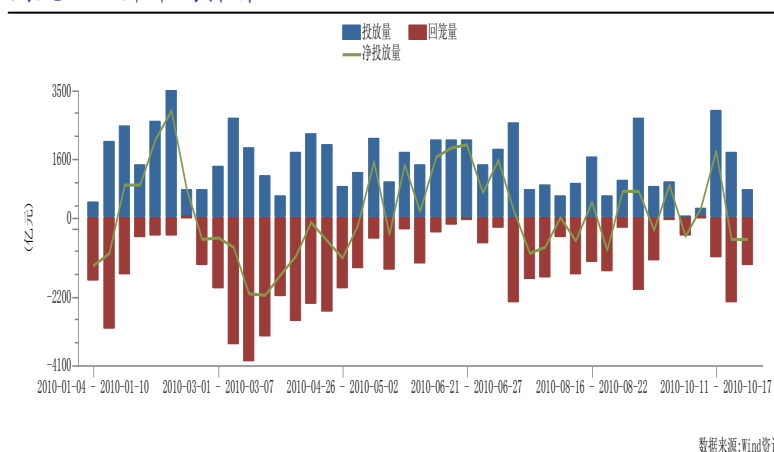


图八、各月新增信贷（单位：亿元）



数据来源：第一创业证券 WIND

图九、公开市场操作



数据来源：第一创业证券 WIND

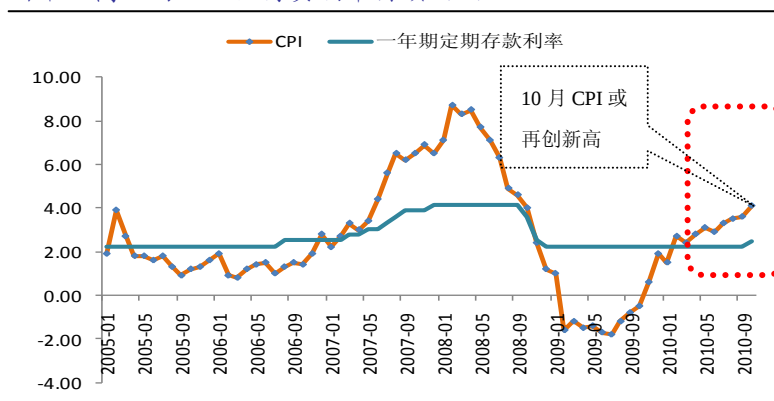
为应对通胀及流动性过于泛滥，中国人民银行决定，自2010年10月20日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率上调0.25个百分点，由以往的2.25%提高到2.50%；一年期贷款基准利率上调0.25个百分点，由以往的5.31%提高到5.56%；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。

据我们物价研究员预测，受食品价格大幅上涨推动，10月CPI将达4.1%，将继续创下年内新高。受基数影响，明年一季度CPI维持在高位将仍是大概率事件，为了抑制通胀的逐步加剧，央行在今年四季度或明年一季度或将再度加息或提高存款准备金率，加息将使得人民币升值与热钱流入压力进一步加大，提高存款准备金率将更为可能。

在全球极为宽松的货币政策环境下，轻幅度的加息与提高存款准备金率将不会对充裕的流动性局面有较大影响，我们预计，11月货币市场的流动性仍将十分充足，这将对权益市场形成很好的支撑。



图十、高企的 CPI 使得负利率持续 (%)



数据来源：第一创业证券 WIND

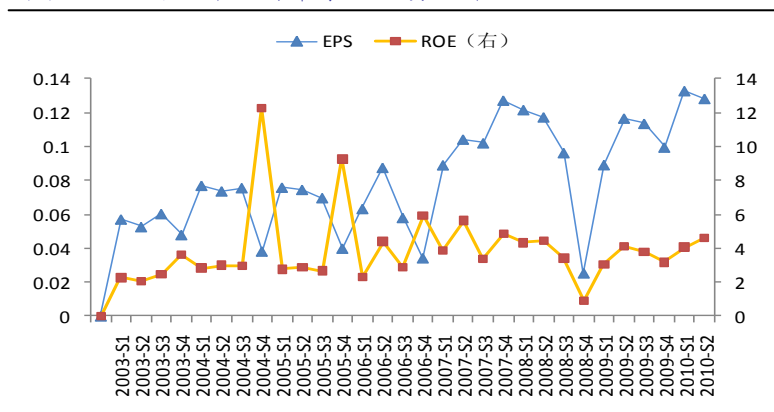
五、 中小板引领 上市公司整体业绩亮眼

前三季度,上市公司业绩同比大幅增长 38.8%,第三季度环比微增 1.1%,业绩环比微微改善。剔除金融行业,A股上市公司前三季度净利润同比增长 48.21%,第三季度单季环比增长 1%。

中小板的业绩表现相当亮眼,创业板并没有体现出高成长性的优势。前三季度,主板共 878 家公司实现净利润 9442 亿元,同比增长 36.7%;中小板共 963 家公司共实现净利润 1343 亿元,同比增长 56.3%;创业板共 134 家公司,实现净利润 78 亿元,同比增长 49%。

据 wind 统计,新综指净资产收益率(整体法)三季度为 4.17%,比第二季度的 4.63%略低,但均属于历史高位。二季度地产调控新政刚出之际,市场普遍预期二季度起上市公司业绩会受到较大幅度影响,但从现在数据看来,三季度上市公司业绩大超市场以往预期。三季度全体上市公司净利润同比为 27.44%,已有企稳迹象,但仍属近年较高位置。

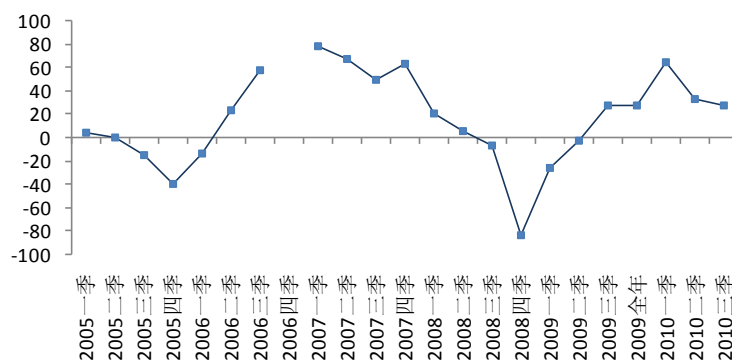
图十一、全体上市公司单季度业绩(新综指)



数据来源：第一创业证券 WIND



图十二、全部上市公司单季度利润同比增速 (%)



数据来源：第一创业证券 WIND

六、 市场策略：充裕流动性推动市场震荡盘升

经济增长逐步企稳，上市公司良好的业绩支撑，以及权重类板块的低估值使得 A 股市场向下的空间十分有限，充裕的流动性或能继续推动市场震荡盘升，比较大的风险与不确定性是政府应对通货膨胀所采取政策的严厉程度，我们预计上证指数 11 月将在 2900—3300 区间运行。

行业方面，机械、汽车制造等二线蓝筹仍存在一定的估值修复空间；美国的量化宽松刺激政策或将使得美元继续走软，大宗资源品价格便能继续保持高位，资源类板块仍存一定机会；受益于结构转型的大消费类板块如家电、零售等行业或将持续受市场青睐；近期受市场遗忘的食品饮料兼具抗通胀与防御性质，或将再成市场热点。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120