

研发部

程毅敏

联系电话：010-68858130

SAC 执业证书编号：S1340209030008

Email:chengyimin@cnpsec.com

建议总仓位比例

40%

交易型资金比例

30%

上证指数日线



深圳成指日线



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

流动性驱动到盈利性驱动的过渡

——价值股轮动收尾

摘要:

- **基本面：** 上周指出市场进入惯性阶段，本周至 12 月市场将震荡下行。本周市场的焦点将从 10 月公布数据移开，转向国内公开市场操作的方向及美元汇率波动方向上。国际方面：上周美国方面消息相对平静，更多的是受我过紧缩政策的担忧而在周末出现显著下跌，亚太经合组织会议结果美国成为众矢之的。美元汇率出现反弹。周末美元收至 78.10 美元，周上涨 1.97%。国际资金风险偏好的下降主要股指及大宗商品价格出现回落，新兴市场方面大体趋势表现一致。波罗的海指数在低位水平仍表现弱市，全周下跌 7.29%，周末报收 2313 点，环比跌幅扩大。国内方面：随着时间的推进，一年一度的中央金融工作会议即将召开，该会议将确定 2011 年的信贷发放节奏和信贷发放规模，市场将充分展望。
- **投资策略：** 流动性的不确定性因素增加，继续降低仓位。1、4 万亿刺激计划的时间周期结束，2011 年度信贷规模及发放节奏成为制约市场特别是大权重行业修复节奏的关键要素。2、经济增长方式的转变正在从下游消费端逐步传导到中游制造，而这一过程市场在等待更有力的数据给予支持，而制造业的利润回升及库存的增加成为考察的重点。3、固定资产投资的回落将一定程度抵消消费支出扩大的支持，银行估值修复空间受压。随着化工的估值修复在上周演绎到极限，本周银行的估值修复预期值将逐步下降，再度小幅降低固定投资仓位，给予整体仓位 40% 的判断。
- **市场面：** 市场进入自我考验阶段，急速调整的过程并不会频繁出现。首先，市场将从目前对今年经济总结及排序的过程逐步切换到对 2011 年全年经济展望的阶段，确定性大的行业将受资本关注，而确定大的行业基本集中在固定资产投资类。其次，流动性的充裕支持了估值的修复过程后，市场能进一步上升的真实动力还将重归行业的真实盈利。在经过了年底的节能减排后，11 年初将有显著释放的过程，同时临近年底占比权重前四的交通运输行业特别是高铁的投入运营将带来较大的盈利确定性。
- **交易策略：** 在前面的报告里我们多次用到“类系统性”来描述行情的特征，因为行情是建立在流动性上而非行业的盈利面上，这种齐涨共跌更易受流动性的支配波动性大。从化工行业在上周末的表现可以看出，当行业权重出现可替代性后，市场的忧虑反而升高，这种担忧导致市场急速兑现盈利。故本周我们在资金风险偏好整体下降的局面下我们继续选择提高成长股的交易性比例，而降低价值股的交易比例，由此我们小幅调低交易型资金的比例为 30% 的判断。
- **投资建议：** 价值股更多的是交易性的机会，从权重的可替代性来预测，金融有望取代化工股的位置，成长股将逐步转换为投资性机会。本周推荐农业、医药生物、新能源。

一、投资环境

上周指出市场进入惯性阶段，本周至 12 月市场将震荡下行。本周市场的焦点将从 10 月公布数据移开，转向国内公开市场操作的方向及美元汇率波动方向上。国际方面：上周美国方面消息相对平静，更多的是受我过紧缩政策的担忧而在周末出现显著下跌，亚太经合组织会议结果美国成为众矢之的。美元汇率出现反弹。周末美元收至 78.10 美元，周上涨 1.97%。

图表 1：美元兑人民币



数据来源：中邮证券研发部 Wind 资讯

图表 2：美元指数日线



数据来源：中邮证券研发部 聚源数据

国际资金风险偏好的下降主要股指及大宗商品价格出现回落，新兴市场方面大体趋势表现一致。波罗的海指数在低位水平仍表现弱市，全周下跌 7.29%，周末报收 2313 点，环比跌幅扩大。

图表 3：波罗的海指数-BDI



数据来源：中邮证券研发部 Wind 资讯

图表 4：国际期铜价格



数据来源：中邮证券研发部 港澳资讯

国内方面：随着时间的推进，一年一度的中央金融工作会议即将召开，该会议将确定 2011 年的信贷发放节奏和信贷发放规模，市场将充分展望。

二、投资策略

市场进入自我考验阶段，急速调整的过程并不会频繁出现。首先，市场将从目前对今年经济总结及排序的过程逐步切换到对 2011 年全年经济展望的阶段，确定性大的行业将受资本关注，而确定性大的行业基本集中在固定资产投资类。其次，流动性的充裕支持了估值的修复过程后，市场能进一步上升的真实动力还将重归行业的真实盈利。在经过了年底的节

能减排后，11 年初将有显著释放的过程，同时临近年底占比权重前四的交通运输行业特别是高铁的投入运营将带来较大的盈利确定性。

三、市场面

市场重新进入自我考验阶段，上升过程中的震荡不断加剧。首先，推动指数大幅攀高的决定性力量必定是占比较大的行业，从当前市场来看能替代有色及煤炭的权重行业为金融、化工、交通运输。其次，确定性的选择。从资本的流动性选择来看，估值的洼地未必一定是资本的必然选择，大权重行业增长的不确定使得只有当估值差距进一步扩大的环境中才会成为在相对收益考虑下资本选择的目标。所以目前阶段指数处于震荡不断加剧的过程中。

新股方面：本周将有 3 只新股发行，主板市场 1 只，中小板 2 只。15 日 3 只新股全部发行，分别有力帆股份（780777）、中顺洁柔(002511)、天汽模(002510)。

图表 5 本周申购新股列表

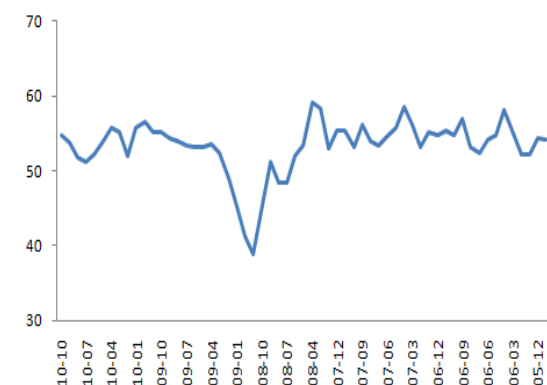
证券代码	证券简称	上网发行日期 ▼	发行股数(万股)	发行价(元)	募集金额(亿元)
002511	中顺洁柔	2010-11-15	4,000.00	38.00	15.20
780777	力帆申购	2010-11-15	20,000.00	14.50	29.00
002510	天汽模	2010-11-15	5,200.00	17.50	9.10

数据来源：中邮证券研发部 聚源资讯

在强烈通胀预期及政策紧缩下,资金集中在货币市场及短端现券市场格局不改,且年内到期短融续配压力不小,2 个月期限以内短融收益率仍将保持稳定,仍是良好防御品种。1 年央票利率稳步上行至 2.50% 以上,短融央票利差至少需扩大至 90bp,同时新发短融估值中枢不断上行提升现有买盘对收益率的要求,11 月 1 年 AAA 短融调整到 3.45% 以上水平是大概率事件。中票方面,上周三年央票成交利率大幅上行至 3.50%,调整明显快于 3 年中票;另外,当前 5Y-3Y 利差(70bp)处历史偏高水平,3 年中票收益率存在提升空间,11 月 3 年中票很可能突破 4.20%。

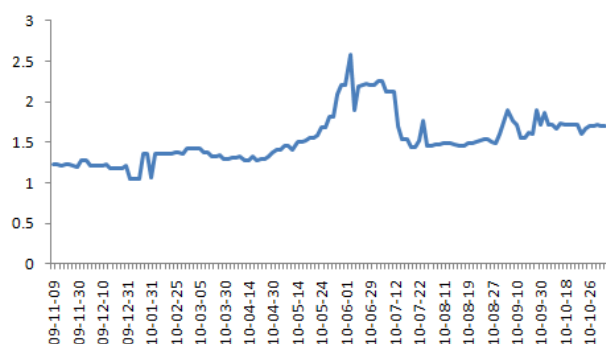
流动性方面,从银行间同业拆放利率波动来看,利率曲线小幅上升,市场此前的资金宽松的局面有所收紧。

图表 6：采购经理人指数-PMI



数据来源：中邮证券研发部 聚源资讯

图表 7：同业拆借交易价格



数据来源：中邮证券研发部 聚源资讯

国际市场方面：道琼斯工业股票平均价格指数上周累计下跌 2.2%，至 11,192.58 点。标准普尔 500 指数跌 2.17%，至 1199.21 点。纳斯达克综合指数跌 2.36%，至 2518.21 点。

受我国政府可能进一步收紧货币政策的担忧拖累下跌 4.6%。中国 10 月份消费者价格指数 (CPI) 上升 4.4%，升幅高于预期。我国或其他新兴市场增长的放缓将抑制原材料寻求。可能是受这一预期影响，原油价格上周五下跌超过 3%，十二月原油期货上周跌 1.97 美元，至每桶 85 美元附近，为五周来第四周下跌。周末席卷市场的对我国经济放缓的担忧情绪可能是推动因素之一，但引发股市下跌的主要原因是科技巨头思科系统疲软的利润预期。

图表 8：世界主要市场走势



数据来源：中邮证券研发部 港澳资讯

能源市场方面：原油上，NYMEX 原油期货均价为 87.110 美元/桶,较上周走高 3.84%,或 3.218 美元。ICE 布伦特原油期货均价同步上涨 2.953 美元,或 3.45%,达到 88.465 美元/桶。各地现货价格本周也接连上扬,周均价涨幅在 2-4 美元之间。美联储第二轮量化宽松政策推出后,投资者开始寻找下一个焦点,欧元区主权债务问题重新浮出水面。爱尔兰在关键预算案进行投票前出现政治僵局、希腊等欧元区外围国家经济衰退、失业率高企的状况仍未明显好转等因素,明显抑制了投资者风险偏好。同时,中国央行货币政策的继续收紧或将令经济增速放缓,引发市场对流动性紧缩的担忧。对于本周四五召开的 G20 首尔峰会,各国在汇率问题上仍存在分歧,且许多与会国都对美联储 6000 亿美元国债购买计划表示不满。普遍认为本次峰会不会取得重大突破。因此,预计投资者在短期内将会青睐避险资产,依然处于历史相对低位的美元仍有一定上行空间。IEA、EIA、欧佩克三大权威机构日前相继发布新一期原油市场展望。基于对美国 and 全球经济持续增长的信心,他们纷纷调高未来全球石油需求预估。美国近期发布的多项即将数据尤其是就业指标普遍向好,令投资者进一步看好未来美国油品消费。我国经济前景更为乐观,加之目前中国国内出现柴油油荒,我国仍将是全球原油消费的主力。成品油上,继 10 月 26 日成品油价格上调后,各地汽油批发市场供需正常,而柴油市场却仍供不应求,石油巨头控销停批和“批零倒挂”局面也依旧存在。据息旺能源统计,10 月 28 日,国内柴油批发均价为 7511 元/吨,较调价前一天(10 月 25 日)上涨了 155 元/吨,但仍较调价后的全国最高零售均价高出 31 元/吨,柴油继续处于批零倒挂状态。

国内市场方面：期货市场:金属市场方面：LME 铜还将继续上涨。美元受联储决议影响走弱,但短期有反弹风险。联储利率会议及略超预期的会议决议增加了其下跌压力,而美 10 月

非农就业数据优于预期,促使美元出现反弹。美联储的量化宽松的货币政策已经引起世界上很多国家的担忧,短期美元有反弹的风险,中期走势仍然取决于美国经济数据改善能否持续,美联储量化宽松政策具体实施情况。本周中国数据会影响市场预期及人气。10月份的铜进口量有可能与9月持平或略有减少,预期10月份工业增加值同比增幅将有所回升,市场多数预期10月份的CPI将升至4%,政策紧缩的压力并未完全消除。铜供需偏多,铜现货市场成交情况好于前一周,交易所库存总量降至54.79万吨,国内期现价差略有扩大,但LME市场0-3个月价差继续收窄。LME铝依旧上涨缺乏动力。中国有色金属工业协会最新数据显示,9月氧化铝产量为238.45万吨,1-9月累计产量2189.40万吨,较去年同期增长30.69%。8月氧化铝产量为240.04万吨,虽然从数字上看9月产量少于8月,但从折年率来看,9月的2901.12万吨/年较8月的2826.28万吨/年增长了74.83万吨/年。LME锌短期继续震荡。国储抛锌对市场并未有较大影响,国内锌供应总体仍然较为充裕,数据则显示交易所锌库存总量增至93万吨,为年内最高水平,在目前其基本面尚未有明显改善的情况下,价格可能会表现为较大的波动性。预期短期价格可能出现震荡,但总体货币政策较为宽松的格局以及经济状况的改善,使得中期价格能够延续涨势。锌市场注意持仓及价格波动风险,关注美元及数据对市场的影响。农产品市场方面:美国农业部(USDA)下调美国大豆产量和库存预期,大豆供应格局开始有松转紧,大豆价格后市有望继续走高。国内现货大豆价格继续走高,期现联动有望。资金充裕,持仓创新高,资金看好大豆格局依旧。国储抛豆料短期压制大豆价格上行,但整体幅度有限。糖,国内糖价创高后出现大幅跳水,主要受外糖的联动和国内利率政策的调控,央行继上月上调存款保证金率后,本周再次做出将在本月16日上调存款保证金率,多家机构也预测年内有再加息可,政策的偏紧预期给暴涨后的商品来个错手

不急,价格峰转急下。虽说 10/11 榨季 1200 万吨的国内产量和 1400 万吨的消费来讲仍存在缺口,糖的基本面仍维持一个偏紧的格局未发生大的变化,但是过快过高的上涨已经积聚太多风险,市场要求价格回归的呼声渐高,虽然处于高糖价时代,但是上涨和下跌是随时可以转化的两面。从目前的市场反映看,商家对暴跌的期价维持观望态度,多数不报价,或许后期随着期价止跌企稳后,现货价格或将稳步跟上,但是毕竟期货的大跌已经使高糖价有所动摇,因此郑糖在周一将难逃继续大跌的命运,大跌之后,市场将进入调整期。

图表 9：原油价格



数据来源：中邮证券研发部 港澳资讯

图表 106：主要金属走势



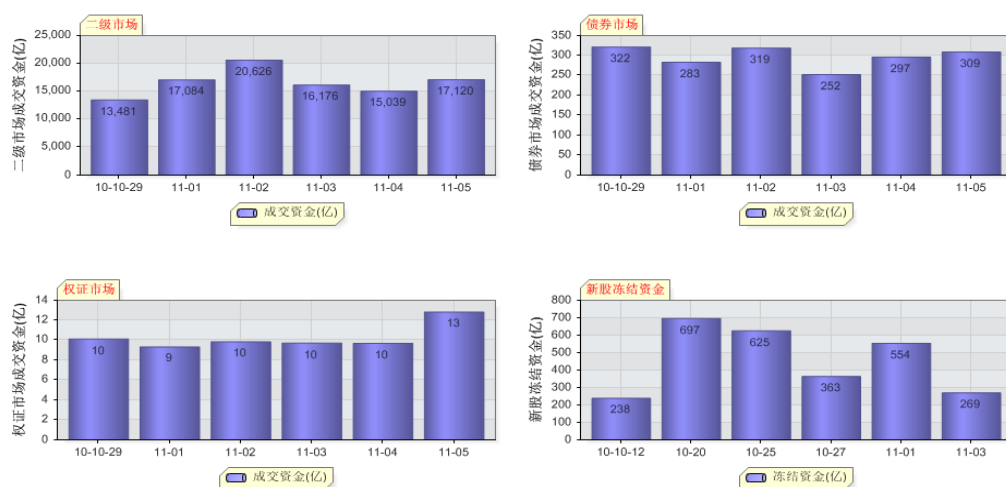
数据来源：中邮证券研发部 港澳资讯

债券市场方面：在存款准备金率上调的冲击和通胀压力及加息担忧的持续影响下,上周银行间信用债收益率跟随利率债整体向上平移,各评级短融和中票收益率上行幅度在 15-20BP,需求主要集中在 3 个月以内的短期品种。企业债一级市场发行规模尽管有所上行,但是新

券个数依旧很少,二级市场向一级市场的调整延伸仍在继续。交易所品种调整幅度超过银行间品种,收益率普遍上行 20-30BP 甚至更多,但周五股市大跌对交易所品种带来了一定的支撑。尽管债市的弱势格局很难趋势性改变,但是短期内缺乏使收益率如同前几周一样大幅上行的催化剂;因此尽管信用债的调整将跟随债市整体而继续,调整幅度由于银行需求的季节性减弱而可能超过利率品种,但短期内收益率上行的幅度可能将较为有限。

从四个主体市场来看,上海 A 股二级市场成交量日均维持在 2500 亿以上,但考虑到周末化工行业大涨,而个股普遍回吐,人气将削弱。大市值价值股轮番活跃明显成为掩护前期热点板块出局的信号,而小市值成长股在解禁受压环境下无法切换热点;权证市场无新增品种资金部分分流,交投清单;债券市场成交量平稳;新股融资冻结资金小幅回落,对二级市场无显著分流影响。

图表 11：市场资金状况



数据来源:中邮证券研发部 港澳资讯

四、交易策略

在前面的报告里我们多次用到“类系统性”来描述行情的特征，因为行情是建立在流动性上而非行业的盈利面上，这种齐涨共跌更易受流动性的支配波动性大。从化工行业在上周末的表现可以看出，当行业权重出现可替代性后，市场的忧虑反而升高，这种担忧导致市场急速兑现盈利。故本周我们在资金风险偏好整体下降的局面下我们继续选择提高成长股的交易性比例，而降低价值股的交易比例，由此我们小幅调低交易型资金的比例为 30%的判断。

周涨幅行业方面：“药品零售、软件、航空物流”成为上周上涨靠前行业，绝对周分类行业涨幅环比涨幅缩小在 10% 以内，排名靠前的市值行业出现化工行业，市场换手率维持在高位，市场热点出现下降。对比周指数涨幅及市场驱动结构，大盘股冲击前期高点后形成行业切换。赚钱效应由成长股取代，资金风险偏好出现高位回落。周跌幅行业方面：“航空、钢铁、煤炭、有色”出现在周下跌榜内，其中钢铁、煤炭、有色等权重板块居前，绝对跌幅扩大至 5% 附近，市场系统性调整的特征显著。从两市涨跌家数及指数波动来看，依旧呈正相关性，系统性市场特征显著。

图表 12：上周板块涨幅排名

行业	当日涨幅	当日涨幅%	阶段涨幅	阶段涨幅%
药品零售		-0.02		14.15
医疗保健设备与用品		0.38		10.11
个人用品		-1.25		7.52
软件		-0.94		7.19
中药		-1.79		6.93
经销商		-0.59		6.27
化学药		-1.24		6.06
航空物流与货运		-0.29		6.06
机动车零配件		-0.47		5.6
生物科技		-1.04		4.75
饮料		-1.14		4.55
专营零售		-1.8		4.48
大卖场与超市		-1.56		4.4
石油天然气设备与服务		-8.06		4.34
家庭装饰用品与家用电器		0.73		4.08
包装食品与肉类		-1.69		4.05
多元化零售		-1.78		3.99
半导体产品与设备		-2.05		3.59
独立电力商与能源贸易		-0.92		3.17
酒店、餐馆与休闲		-0.93		3.14
医疗保健服务		-0.92		3.12

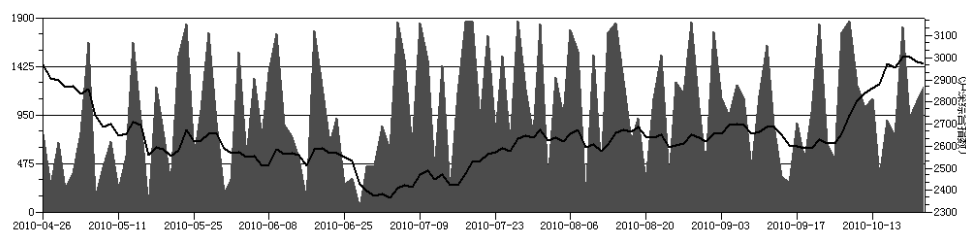
数据来源: 中邮证券研发部 港澳资讯

图表 13：上周板块跌幅排名

行业	当日涨幅	当日涨幅%	阶段涨幅	阶段涨幅%
航空航天与国防		-9.63		-14.12
钢铁		-6.66		-6.51
化肥与农药剂		-7.86		-5.45
建筑产品		-6.96		-4.7
建筑材料		-7.46		-4.28
煤炭采矿与产品		-6.41		-3.83
电气设备		-6.81		-3.77
有色金属		-7		-3.47
海运		0.3		-3.28
建筑与工程		-7.22		-3.21
林产品		-8.65		-3
金属与玻璃容器		-4.89		-2.56
休闲设备与用品		-2.32		-2.45
化纤		-6.33		-2.33
商品化工		-7.24		-2.24
商业服务与用品		-3.21		-2.23
综合金融与资本市场		0.8		-2.08
家常用品		-0.4		-1.96
工业机械		0.1		-1.88
信息技术与服务		-2.54		-1.41
轮胎与橡胶		-0.95		-1.22

数据来源: 中邮证券研发部 港澳资讯

图表 14：两市上涨家数与上证指数



数据来源：中邮证券研发部 Wind 资讯

五、投资建议

价值股更多的是交易性的机会，从权重的可替代性来预测，金融有望取代化工股的位置，成长股将逐步转换为投资性机会。本周推荐农业、医药生物、新能源。

中邮证券投资评级标准：

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 看好： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；
看淡： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以其他方式传

送、复印或印刷本报告。

公司简介：

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

业务简介：

■ 证券经纪业务

我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。



2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。