

张忆东 李彦霖
吴峰 聂清廉

策略研究团队

021-38565932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190207040090

星星之火可以燎原 ——A股市场12月投资策略报告

2010年12月5日

相关报告

20101128《短期震荡,“三湾整编”渐近尾声》

20101116《三湾整编进行时,星星之火何处寻》

20101031《休整只为再启程,转型是主线——11月策略》

20101019《震荡后,均衡配置:周期股分化 转型经济淘金》

20101011《新牛市在4季度的演绎一波三折》

20101007《价值复苏,新兴休整》

20100907《转型经济新牛市》

20100824《小复苏行情,掘金中国优势》

20100721《决胜三季度一走进海西报告会投资策略》

2010/7/18《调整时耐心加仓,继续看好三季度!》

20100702《平淡中惊喜,决胜三季度》

20100620《行情恰如世界杯,没有永远的强和弱》

20100523《行情再次进入“磨、忍”阶段》

20100518《7月份/2300 绝地大反弹》

20100502《控制仓位,耐心等待》

20100430《预期紊乱·潜伏》

20100411《审慎迎接震荡》

20100201《价值为纲,伏击成长》

20100128《反弹!! 凭什么? 靠什么?》

20091120《初生牛犊遇到虎——2010年度A股策略报告》

投资要点

★11月回顾:三湾整编

——11月月度策略《休整只为再启程 转型是主线》,指出10月之后,市场有休整压力,指数震荡,热点活跃,孕育明年初行情。

★12月A股展望: 短期冲击消退后,星星之火可以燎原

——维持12月星火再燎原的判断,12月上旬,大盘弱势震荡,结构性行情星火闪烁,观望氛围浓厚;12月中下旬,政策和数据明朗化之后,市场有望震荡向上。

——一月初的观望。政策局会议定调,政策由“双松”转变为一“松”一“紧”,符合市场预期。但是更具体的政策表述,要等到月中的中央经济工作会议。

——流动性收缩对股市的影响从“预期反应”到“实质性冲击”还有时滞,现在仍处于预期反应的阶段。11月CPI比投资者预期(5%)更高的概率小,年内政策紧缩力度符合甚至弱于市场预期的概率较大,进而引发行情反弹。

——资金面边际改善,推动行情反弹。银行间市场Shibor、短期固定利率国债到期收益率冲高后,已开始回落;A股交易账户占比接近中低风险区域;考虑到加息预期以及A股整体估值低,一旦年内利空出尽,A股较债市更有吸引力;年关后,财富再配置、信贷的季节性改善推动反弹行情延续更久。

——对指数形成决定性影响的金融等权重板块,具有业绩的确定性、估值的安全性以及“超卖”后供求关系转换的可能;中小“成长股”在“政治标签正确”和“价值理性错乱”的困扰中继续活跃,但是,泡沫化阶段要提防“利多”出尽后的震荡、分化,特别是市场一致预期的“高送转”等题材。

★投资策略: 中小成长股在泡沫化中分化,部分周期股在质疑声中反弹

——战略性新兴产业“七仙女”都在天上飘着,投资机会一方面在震荡回调时,一方面在于找到成长性真正超市场预期的细分行业或个股。下阶段可关注前期调整较充分、阶段性催化剂强的行业,比如,军工(《关于建立和完善军民结合寓军于民武器装备科研生产体系的若干意见》)、新能源、医药(《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》)、生物育种等。

——立足保持经济平稳增长,考虑到政策紧缩利空已经逐步反应到相关行业股价中,因此,建议提高配置地产、金融、有色、建材等低估值、高弹性、基金低配置的部分周期股。

目 录

回顾：三湾整编	- 3 -
12 月 A 股展望：短期冲击消退之后，星星之火可以燎原	- 4 -
月初观望，紧缩兑现后“预期反应”短期冲击消退	- 5 -
资金面边际改善，推动行情反弹	- 6 -
大盘股估值安全，成长股在困扰中继续活跃	- 8 -
策略：中小成长股在泡沫化中分化，部分周期股在质疑声中反弹	- 9 -
立足经济增长和转型，成长也需“择时”“择股”	- 9 -
立足保持经济平稳增长，提高低估值周期股配置	- 9 -
图 1：兴业证券策略观点和回顾	- 3 -
图 2：2010 年 11 月行业涨跌幅	- 4 -
图 3：流动性收缩对股市的影响从“预期反应”到“实质性冲击”有时滞	- 6 -
图 4：资金面短期冲击释放-shibor 冲高回落	- 7 -
图 5：资金面短期冲击释放-短债收益率冲高回落	- 7 -
图 6：股市和债市的资金配置效应	- 7 -
图 7：A 股交易账户占比	- 7 -
图 8：银行 PE (TTM)	- 8 -
图 9：银行相对 PE (TTM)	- 8 -
图 10：房地产 PE (TTM, 剔除亏损)	- 8 -
图 11：房地产相对 PE (TTM, 剔除亏损)	- 8 -
图 12：大小盘股相对超额收益	- 9 -
图 13：大小盘股滚动 PE 对比	- 9 -
表 1：12 月交易日历	- 4 -
表 2：历届中央经济工作会议政策基调	- 5 -
表 3：行业配置建议	- 9 -

回顾：三湾整编

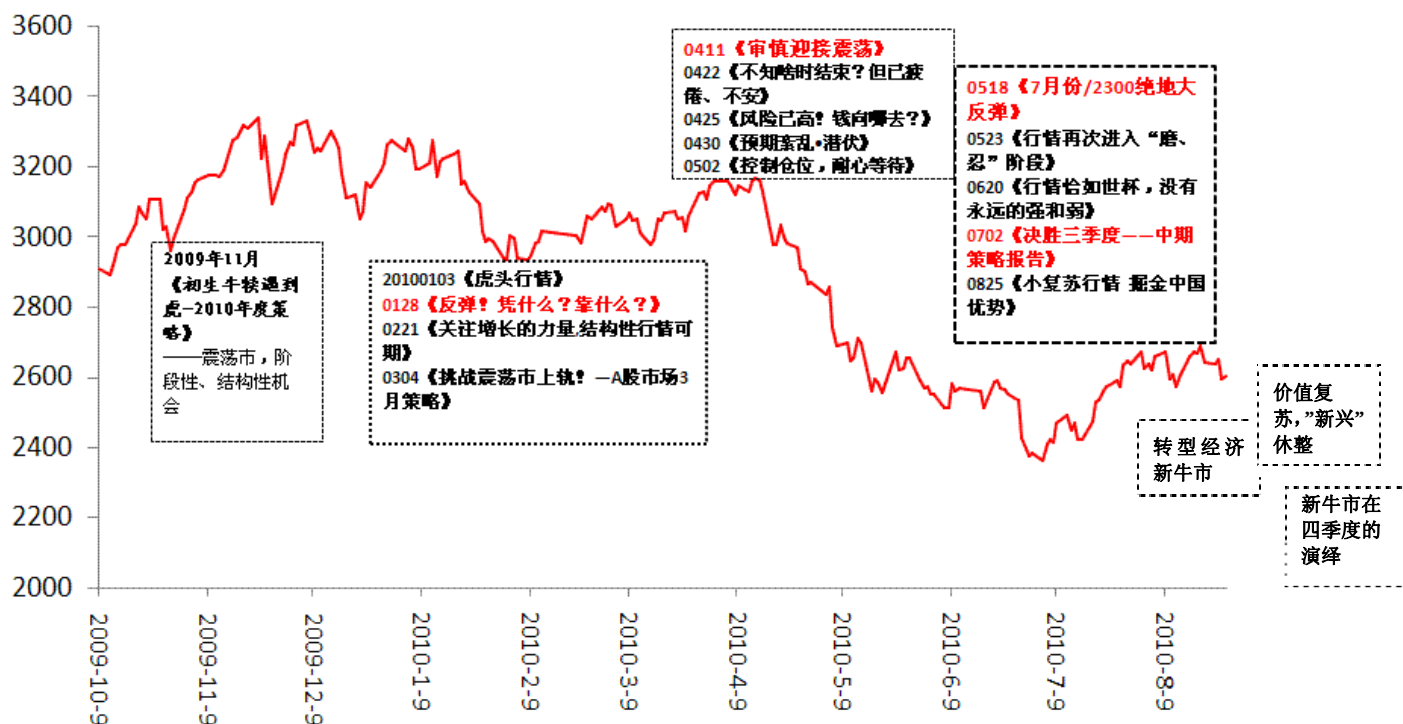
从6月中旬持续看多，9月初提示“转型经济新牛市”，10月初看好价值股——行情的演绎符合我们在9月初以来的判断，转型经济新牛市！9月下旬以来，强调价值股至少相对收益，10月初根据大国博弈、汇率问题，确立《新牛市在四季度的演绎》20101011

——10月19日央行加息我们发布点评报告，指出“强势震荡之后，可平衡配置，逢低布局升值受益资产+转型受益资产”。

——11月月度策略《休整只为再启程 转型是主线》，指出10月之后，市场有休整压力，强势震荡，热点活跃，孕育明年初行情。

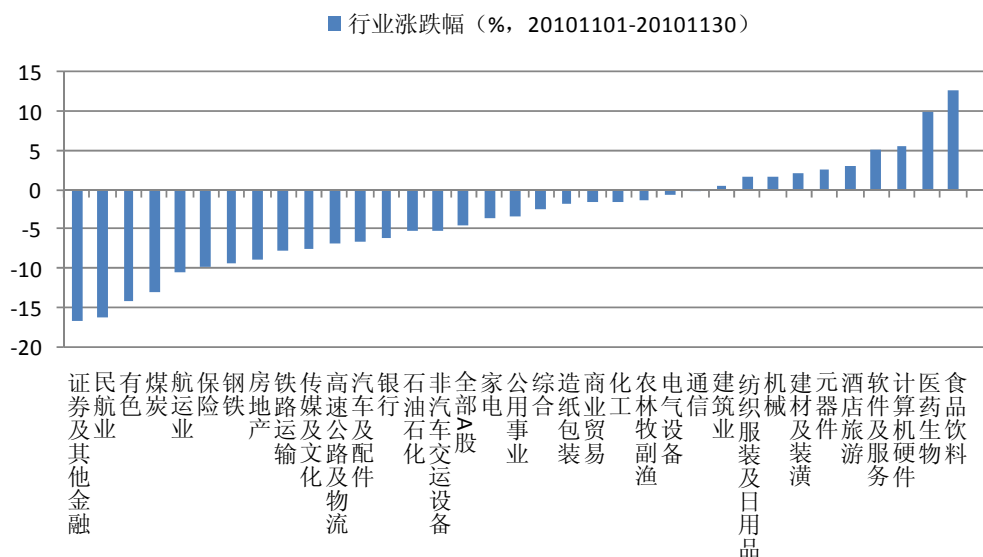
图1：兴业证券策略观点和回顾

纵横博弈——从《磨忍轰隆》到《决胜三季度》（兴业证券首席策略研究员张忆东）



资料来源：兴业证券研发中心

图 2: 2010 年 11 月行业涨跌幅



资料来源：兴业证券研发中心，WIND

12 月 A 股展望：短期冲击消退之后，星星之火可以燎原

表 1: 12 月交易日历

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
		1 世界艾滋病日	2	3 中共中央政治局会议	4	5
6	7 国际民航日	8	9	10 10-12日中央经济工作会议召开 海关统计数据	11 世界防治哮喘日	12 中海集运 559550 万股解禁
13 国内经济数据发布	14	15	16	17	18	19 国投新集 80261.08 万股解禁；中国远洋 86427.08 万股解禁
20 澳门回归纪念日	21	22	23 工业经济效益报告	24 平安夜	25 圣诞节 中国太保 501234.7 万股解禁	26 金风科技 69526.8 万股解禁
27 圣诞节后第一个周一 港交所休市；1-11 月工业企业效益数据	28	29	30	31	备注：	

资料来源：兴业证券研发中心

基于紧缩政策的预期冲击和资金面短期冲击的消退，年内到明年“两会”前后，权重股估值安全和小盘股催化多，我们维持 12 月星火再燎原的判断，12 月上旬，大盘弱势震荡，结构性行情星火闪烁，观望氛围浓厚；12 月中下旬，政策和数据明朗化之后，市场有望震荡向上。

月初观望，紧缩兑现后“预期反应”短期冲击消退

政治局会议已经为明年经济政策定下基调，政策基调由 09 年“积极”的财政政策和“适度宽松”的货币政策，转变为“积极”的财政政策和“稳健”的货币政策，类似 2000 年向 2001 年的转变。

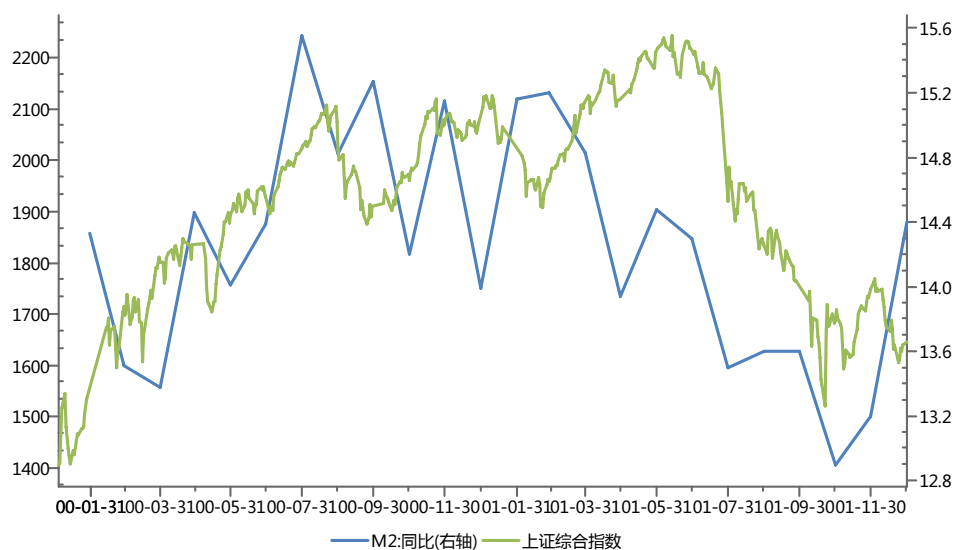
- 一“松”一“紧”的政策搭配符合市场预期，加息和存款准备金率的连续上调，已经意味着货币政策的拐点。虽然政治局会议声明并未强调通胀，但稳健货币政策已经意味着放手“反通胀”，流动性较 2010 年紧缩。但是更具体的政策表述，要等到月中的中央经济工作会议。
- 流动性收缩对股市的影响从“预期反应”到“实质性冲击”还有时滞，现在仍处于预期反应的阶段。实际上，市场已经普遍预期 12 月 CPI 维持高位（5% 左右），经济继续强劲扩张，央行将加息 25-50 个基点以及上调存款准备金率。因此，CPI 比投资者预期更坏的概率小，从而年内政策紧缩力度可能符合甚至弱于市场预期，进而引发行情反弹。

表 2：历届中央经济工作会议政策基调

1997	适度从紧的财政政策和适度从紧的货币政策
1998	适度从紧的财政政策和适度从紧的货币政策
1999	积极的财政政策,辅之以适当的货币政策
2000	积极的财政政策,进一步发挥货币政策的作用
2001	积极的财政政策和稳健的货币政策
2002	积极的财政政策和稳健的货币政策
2003	积极的财政政策和稳健的货币政策
2004	积极的财政政策和稳健的货币政策
2005	稳健的财政政策和稳健的货币政策
2006	稳健的财政政策和稳健的货币政策
2007	稳健的财政政策和稳健的货币政策
2008	稳健的财政政策和从紧的货币政策
2009	积极的财政政策和适度宽松的货币政策
2010	积极的财政政策和适度宽松的货币政策
2011	积极的财政政策和稳健的货币政策

资料来源：兴业证券研发中心，中央政府门户网站

图 3：流动性收缩对股市的影响从“预期反应”到“实质性冲击”有时滞



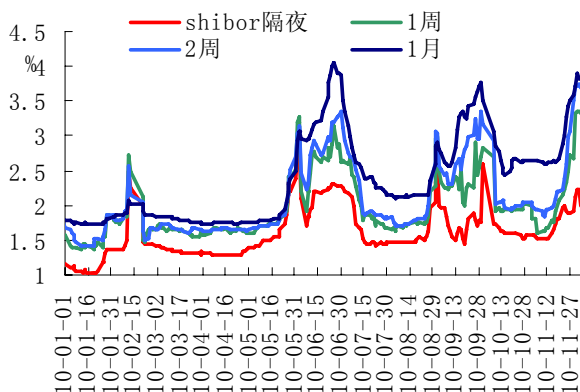
数据来源:Wind资讯

资料来源：兴业证券研发中心，WIND

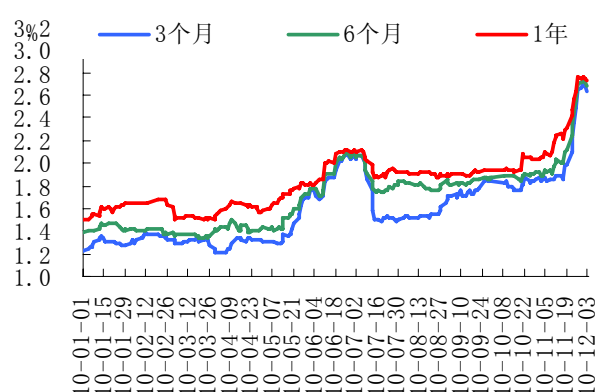
资金面边际改善，推动行情反弹

从各种资金价格观察，资金面短期冲击释放。虽然年内资金面偏紧环境明显改善的难度较大，但是，考虑到 A 股交易账户占比快速回落、股债资金配置、居民财富再配置等因素，环比改善之下仍可有星火燎原。

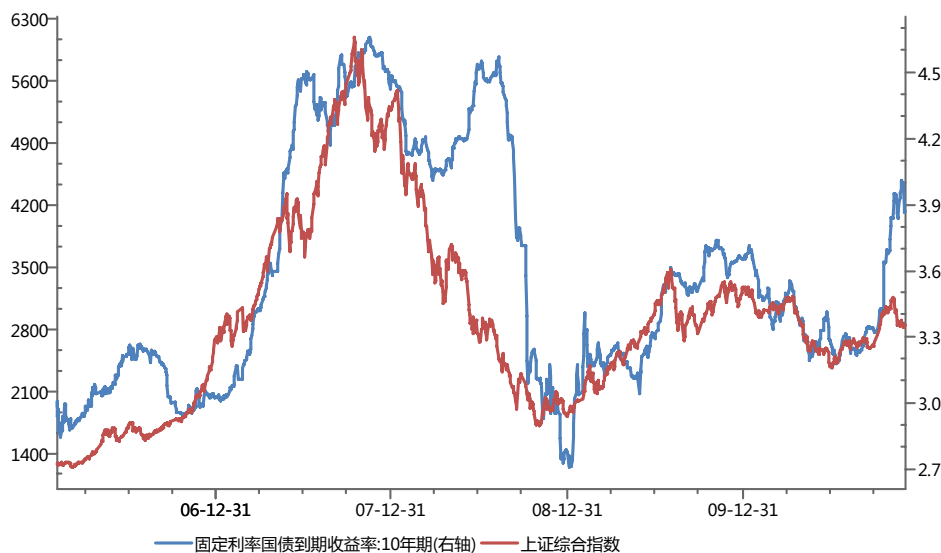
- 资金价格回落显示短期冲击释放。银行间市场，shibor 在 12 月 1 日以后小幅回落，11 月 29 日准备金率回笼以后以及央票地量发行阶段性缓解了资金面的压力；债券市场，短期固定利率国债到期收益率冲高后回落，商业银行抛售短债以应对超储率偏低的举动随着准备金率缴款而暂告一段落。
- A 股交易账户占比接近中低风险区域。截止 2010 年 11 月 26 日该指标数值为 12.51%，处于中等风险区域，结合上周市场的换手率判断，情绪指标有望进入 5%-10%的中低风险区域。也即意味着，近期震荡调整为下一阶段 A 股积累的反弹力量正在充盈。
- 股债资金再配置对股市短期有利。加息预期之下债市走熊，长期国债收益率快速上升，长期看长债收益率上升降低 A 股合理 PE，但是当前长债收益率在 4%左右，股市 2010 年业绩对应 PE 仅 20 倍，因此一旦年内利空出尽，A 股较债市更有吸引力
- 年关过后，居民财富再配置、信贷的季节性改善继续推动股市的阶段性机会。

图 4：资金面短期冲击释放-shibor 冲高回落


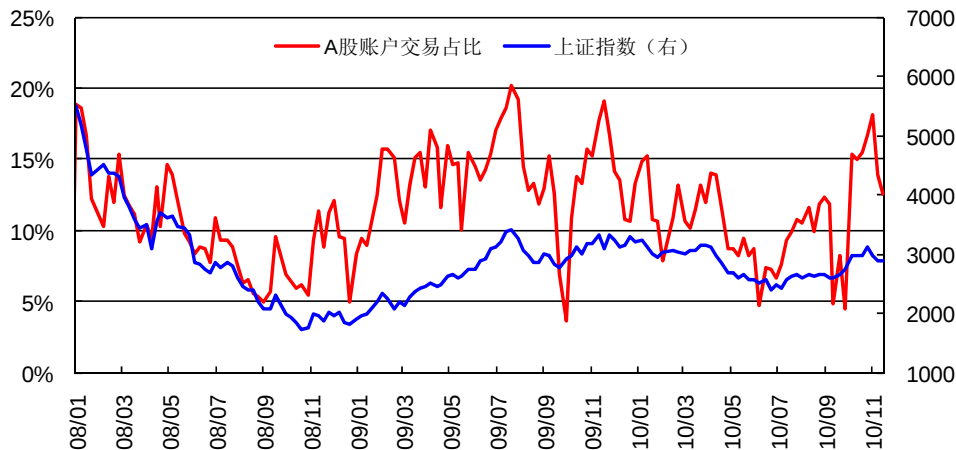
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 5：资金面短期冲击释放-短债收益率冲高回落


资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 6：股市和债市的资金配置效应


资料来源：兴业证券研发中心，WIND

图 7：A 股交易账户占比


资料来源：兴业证券研发中心，WIND

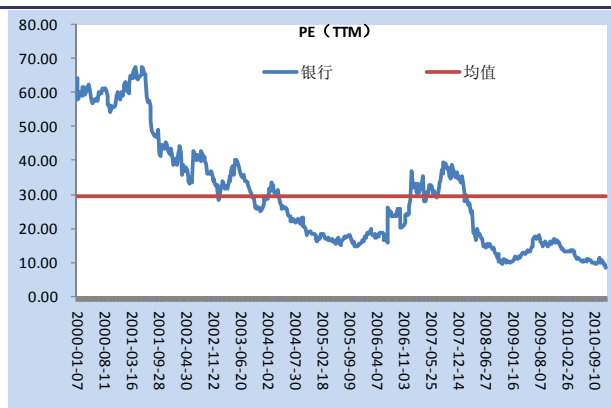
大盘股估值安全，成长股在困扰中继续活跃

对指数形成决定性影响的金融等权重板块，具有业绩的确定性、估值的安全性以及“超卖”后供求关系转换的可能。

- 银行板块以 TTM 计算的 PE 仅 8.5 倍，保险 TTM 计算的 PE 仅 22 倍，房地产仅 23 倍，几乎都处于 05 年以来的最低水平；
- 根据银行研究员的判断，明年一季度银行信贷投放回升以及净息差水平将有超预期的提升。量升，2010 年四季度末受抑制的投放规模将会在 2011 年一季度放开，由于企业的贷款习惯 1 季度也是申请放款的密集期，在信贷额度紧缩的年份尤为明显；价升，由于贷款重定价的开启以及新增贷款定价考核的加紧，银行业整体的净息差水平将有超预期的提升。

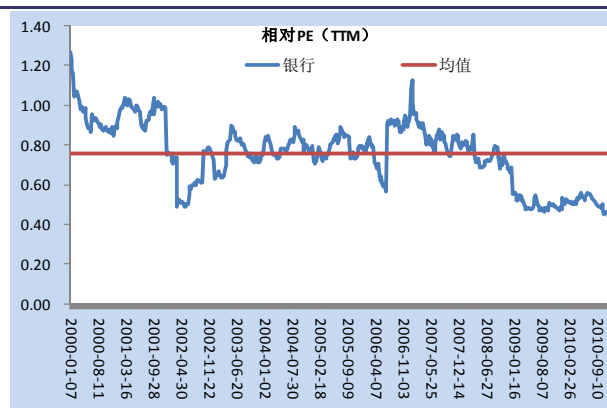
中小“成长股”虽然整体估值泡沫已较为明显，但是在“政治标签正确”和“价值理性错乱”的困扰中继续活跃。但是，泡沫化阶段要提防“利多”出尽后的震荡、分化，特别是市场一致预期的“高送转”等题材。

图 8：银行 PE (TTM)



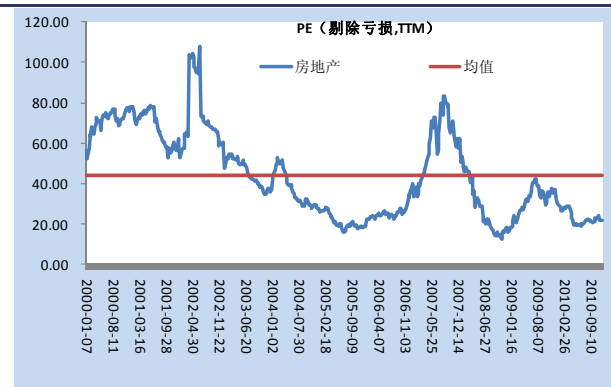
资料来源：天软，兴业证券研发中心

图 9：银行相对 PE (TTM)



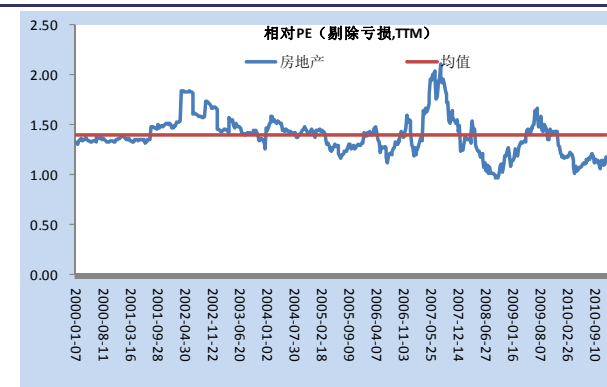
资料来源：天软，兴业证券研发中心

图 10：房地产 PE (TTM, 剔除亏损)



资料来源：天软，兴业证券研发中心

图 11：房地产相对 PE (TTM, 剔除亏损)



资料来源：天软，兴业证券研发中心

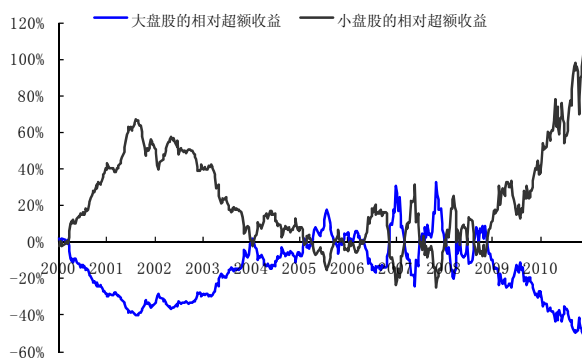
策略：中小成长股在泡沫化中分化，部分周期股在质疑声中反弹

立足经济增长和转型，成长也需“择时”“择股”

战略性新兴产业“七仙女”都在天上飘着，投资机会一方面在震荡回调时，一方面在于找到成长性真正超市场预期的细分行业或个股。

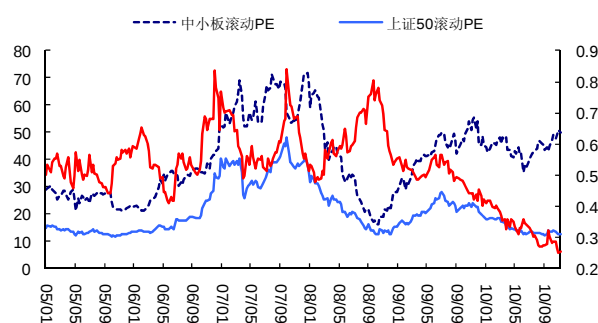
下阶段可关注前期调整较充分、阶段性催化剂强的行业，比如，军工（《关于建立和完善军民结合寓军于民武器装备科研生产体系的若干意见》）、新能源、医药（《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》）、生物育种等。

图 12：大小盘股相对超额收益



资料来源：天软，兴业证券研发中心

图 13：大小盘股滚动 PE 对比



资料来源：天软，兴业证券研发中心

立足保持经济平稳增长，提高低估值周期股配置

立足保持经济平稳增长，考虑到政策紧缩利空已经逐步反应到相关行业股价中，因此，建议提高配置地产、金融、有色、建材等低估值、高弹性、基金低配置的部分周期股。上述板块的风险已经提前释放，年内有望震荡向上，至少可视为现金等价物，而且明年上半年一旦调控政策边际改善，则有望强劲反弹。

表 3：行业配置建议

行业分类	行业权重（全市场，流通市值）	配置建议	行业分类	行业权重（全市场，流通市值）	配置建议
电气设备	2.86%	超配	化工	4.03%	标配
非汽车交运设备	1.20%	超配	纺织服装及日用品	1.22%	标配
通信	1.76%	超配	机械	3.33%	标配
保险	4.42%	超配	汽车及配件	3.01%	标配
房地产	4.24%	超配	计算机硬件	0.65%	标配
建材及装潢	1.90%	超配	传媒及文化	0.65%	标配

软件及服务	1.19%	超配	酒店旅游	0.44%	标配
医药生物	4.80%	超配	建筑业	1.78%	标配
商业贸易	2.64%	超配	银行	16.23%	低配
食品饮料	3.76%	超配	钢铁	2.39%	低配
元器件	1.80%	超配	高速公路及物流	0.82%	低配
有色	4.03%	标配	公用事业	2.82%	低配
煤炭	4.86%	标配	航运业	1.27%	低配
民航业	1.22%	标配	石油石化	13.35%	低配
农林牧副渔	1.31%	标配	铁路运输	0.82%	低配
证券及其他金融	2.37%	标配	造纸包装	0.65%	低配
家电	1.39%	标配	综合	0.78%	低配

资料来源：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% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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。