

[2010.12.13]

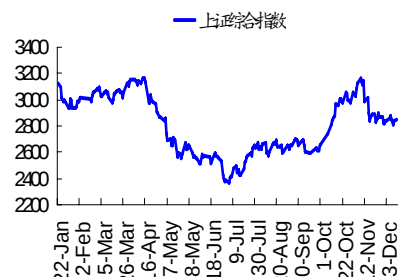
A 股投资策略周报:

短期环境趋暖 中期压力仍在

 周 喜	房振明	张 雷
S1150208030107	S1150208020105	S1150109121400

投资要点:

- 上周沪深两市继续缩量盘整,截止周五上证综指和深证成指分别收于 2841.04 点和 12460.46 点,较前一交易周分别变动-0.05%和 0.14%,当周两市共成交 10169.99 亿元,较前一交易周萎缩近一成。
- 总体上,中央经济工作会议提出的 2011 年经济工作的主要任务基本延续了此前管理层的调控思路。具体而言,管理层对于目前的经济增长形势相对满意,对于经济增长前景的信心明显强于 2009 年同期。而也正是因为如此,在政策目标中,“调结构”和“控通胀”的重要性更为凸显,这将是未来一段时期分析政策的核心所在,于是我们更加关注通货膨胀的发展方向以及“稳健”货币政策在实际运作中的力度把握。
- 上周数据和消息层出不穷,在数据方面我们看到,经济增速企稳回升的同时通胀压力则依旧高烧不退,同时大幅增加的新增贷款、因一、二级利率倒挂而发行困难的央行票据、面临突击投放的财政存款都使得流动性在短期内存在进一步宽松的趋势。在政策方面,存款准备金率的再次上调不仅小于“双加”调控的力度,而且也小于“加息”对于市场心理的负面影响;另外于周日闭幕的中央经济工作会议并未公布超越市场预期的不利消息。
- 我们认为,存款准备金率的上调意味着市场将进入一段政策真空期(尽管这一期间可能较短),且远小于预期的调控力度为市场反弹提供了支持(上周五下午市场的反弹就是对该预期的提前反应)。但是另一方面,分析中央经济工作会议有关精神,我们感到管理层对于目前经济增长的形势较为满意,并对其前景较有信心,同时会议对于“控通胀”的多层面强调表明紧缩并未结束,于是投资者紧缩的预期目前尚无法完全释怀,而这必然会抑制市场反弹的幅度和强度。因此市场在短期内或将有所反弹,但其不会改变震荡运行的总体形态,且在此过程中必须时刻关注通胀及政策动向。
- 对于投资,我们认为保持适当的仓位仍是关键;品种方面,我们依然看好消费升级相关个股的中长期配置价值,但就短期而言,新兴产业相关个股的资金关注度更高,如上周表现良好的高铁产业链、电子信息技术和高端装备制造;另外由于市场成本较为明朗,一些具有特质的新股也先后获得资金青睐,于是我们建议投资者短期除继续关注高送转和并购重组个股外,自下而上的选择新兴产业及新股将是不错的选择。



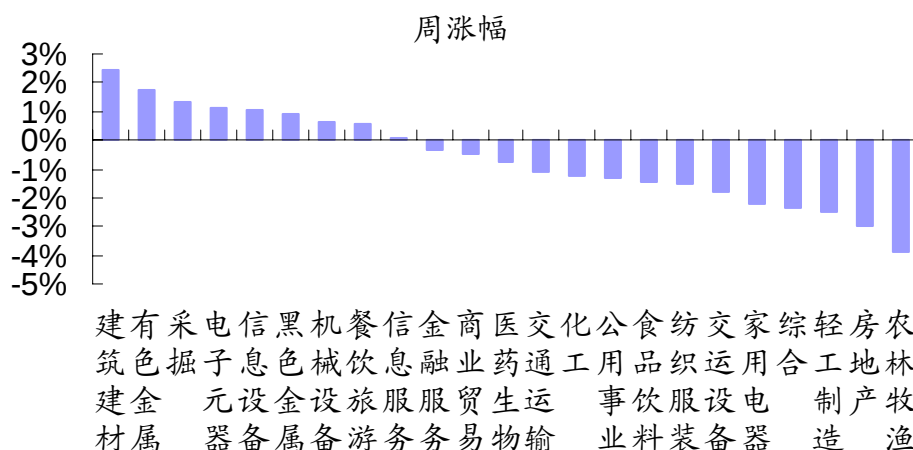
相关报告

《成长引领投资 升级仍是关键》
 ——2011 年 A 股投资策略
 《平衡配置 双线作战》
 ——2010 年 11 月 A 股投资策略
 《以业绩寻求价值
 以预期追寻成长》
 ——2010 年四季度 A 股投资策略

1. 一周市场回顾

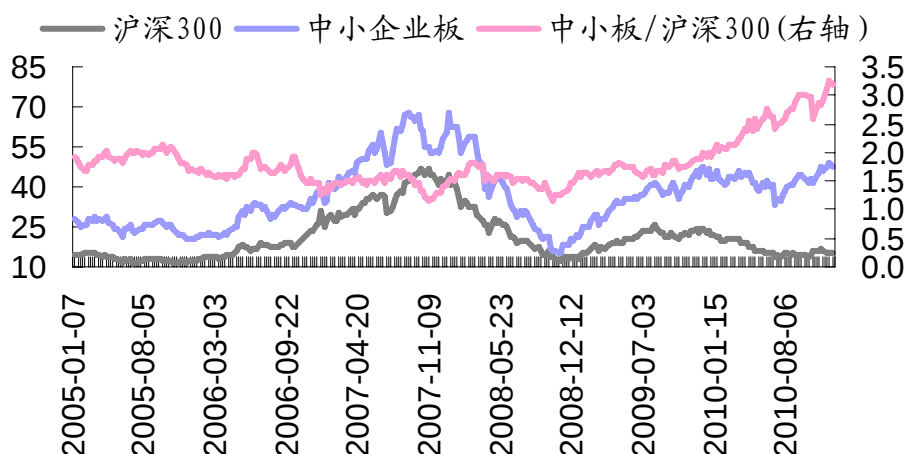
上周沪深两市继续缩量盘整，截止周五上证综指和深证成指分别收于 2841.04 点和 12460.46 点，较前一交易周分别变动-0.05%和 0.14%，当周两市共成交 10169.99 亿元，较前一交易周萎缩近一成。

图 1: 上周 (2010.12.06~2010.12.10) 市场各板块涨跌幅对比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 2: 指数估值变动趋势



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2. 经济企稳信号强化 政策收紧动作跟进

上周 11 月宏观经济数据全部发布，其中统计局数据在呈现出经济增速逐步企稳

的同时，通胀压力则仍高烧不退，而央行数据则表明流动性依旧宽裕。经济企稳、通胀压力以及依旧充裕的流动性，令政策再度收紧，上周五央行再度上调存款准备金率 0.5 个百分点。另外，最为引人瞩目的中央经济工作会议也于上周日闭幕，其对 2011 年的经济目标做出了更为详尽的阐述。

2.1 经济同比增速或将四季度见底

自 8 月份领先指数 PMI 开始见底回升以来，我们一直在强调“经济环比增速已经企稳回升，同比增速下滑幅度趋缓，二次探底无忧”。11 月宏观数据的发布进一步印证了我们的这一判断。

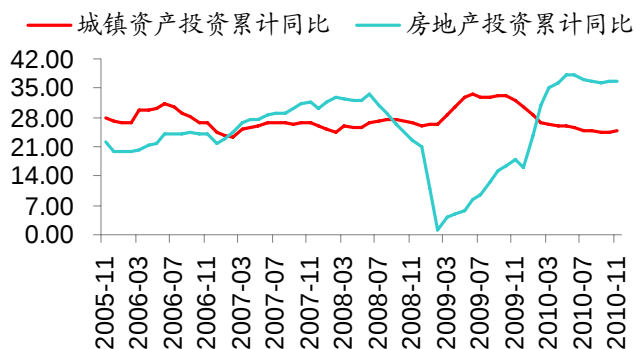
首先，在保障住房投资力度加大的带动下，11 月份城镇固定资产投资累计增速一举扭转了此前连续 13 个月回落的颓势，实现年内首次回升。而该数据连续 5 个月保持在 24.4%—24.9% 之间则说明投资同比增速很可能已经成功筑底。

其次，虽然基数较 10 月份提高了 3.1 个百分点，但是 11 月份工业生产同比增速仍然较 10 月份提高了 0.2 个百分点。这既反映了投资的企稳回升，也反映了企业二次去库存之后的自动回补库存。而规模以上工业增加值同比增速持续 6 个月保持在 13.1%—13.9% 之间，亦说明工业生产同比增速很可能也已经成功筑底。

再则，11 月份进口和出口双双超越预期，一方面印证了国内经济依然保持强劲，另一方面也显示，虽然作为我国主要出口市场的发达国家经济复苏乏力，但是其对出口的影响并不像想象中的那么严重或者来的那么快。

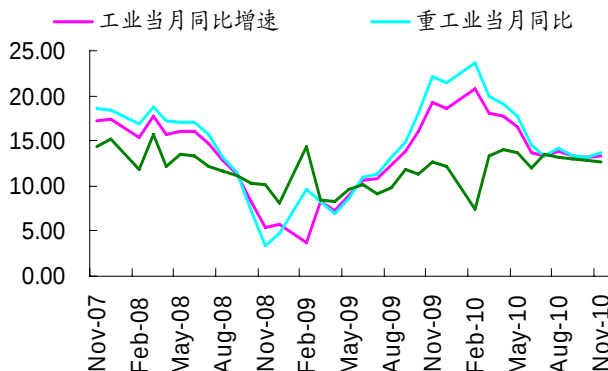
11 月份主要宏观数据同比增速在基数提高背景下全面回升，不仅进一步印证了经济环比增速企稳回升，而且，如果这种趋势能够持续的话，此前我们一直预期的“GDP 同比增速今年四季度或明年一季度见底回升”很可能提前至今年四季度。

图 3：年内城镇固定资产投资累计增速首次回升



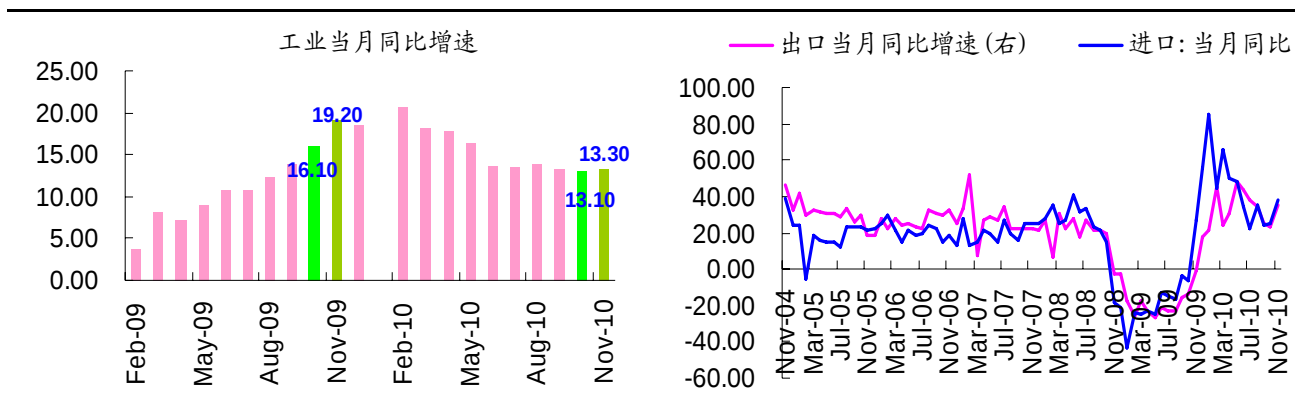
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 4：11 月份规模以上工业增加值增速企稳回升



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 5: 基数走高背景下工业生产增速回升凸显其环比增长 图 6: 11 月份进出口增速超越预期



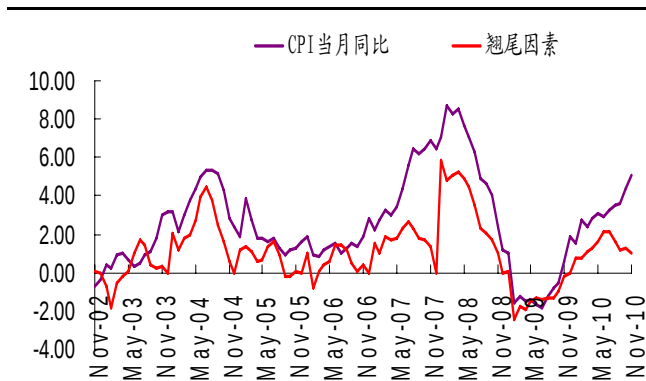
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2.2 通胀压力继续加大

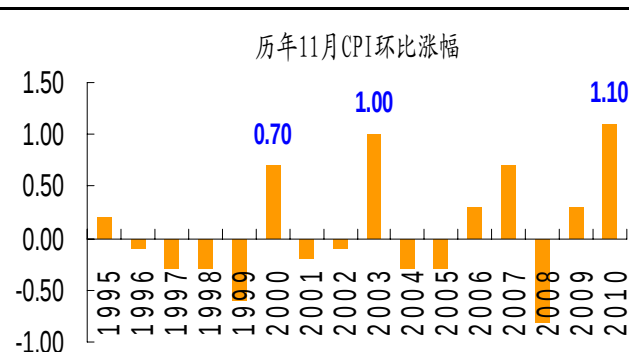
国家统计局数据显示, 11 月份我国 CPI 同比上涨 5.1%, 环比上涨 1.1%, 继 10 月份之后再次超过市场预期 (此前市场普遍预期在 4.5%—4.8% 之间)。本月 CPI 涨幅创 28 个月以来的新高, 并且 CPI 环比意外大幅上涨, 显示通胀压力在继续加大。

图 7: 11 月份 CPI 再创新高



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 8: 11 月份 CPI 环比意外大幅上涨



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

我们认为物价再创新高, 主要有三个原因: 一是本轮通胀更多的是低端劳动力成本上升导致的, 不是货币政策紧缩能够彻底解决的问题, 这主要表现在劳动力密集程度较高的食品价格的持续快速上涨。二是超发货币确实提高了通胀预期, 也给某些农产品价格炒作提供了充足的流动性, 但是从货币政策紧缩回收流动性到物价回落之间存在较长时间的时滞, 当下的大力紧缩政策不会立竿见影。三是国务院 11 月 19 日下发《关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》后, 11 月下旬物价控制初现成效, 尤其是蔬菜的价格明显下降, 但是 11 月上中旬物

价快速上涨已经对 11 月份 CPI 产生了较大的影响，况且国务院的物价平抑措施很多事中长期，不会很快见效。

我们认为，随着翘尾因素的消失，12 月份 CPI 将会小幅回落，但是基于对通胀成因及其货币政策时滞的考虑，通胀压力降持续存在，并且从 11 月的情况来看，通胀在继续加大。

2.3 预期之中的货币紧缩仍将进行

8 月份以来的经济环比增速企稳回升，11 月中旬 10 月份 CPI 发布以来的通胀超预期高企，已经使“高通胀”取代“经济二次探底”成为当局最为关注的宏观问题，因此货币政策持续紧缩不可避免。

央行选在在 12 月 10 日晚这个特殊时点再次上调法定存款准备金率完全在市场预期之中。之所以说时点特殊和完全在预期之中，主要是当日发布的 11 月进出口数据、房地产运行数据和货币信贷数据，以及次日将要发布的其他宏观数据（相信央行早已知晓），不仅进一步印证了此前“经济增速趋稳，通胀高企”的判断，而且经济增速趋稳和通胀高企二者双双大超预期，这既解除了央行对经济增速继续下滑的后顾之忧，又促使其更加决然的对付通胀。

此外，11 月份新增人民币贷款 5640 亿元（1—11 月累计新增 7.5 万亿）导致今年 7.5 万亿预期目标提前被突破，以及 10 月份针对 6 大银行为期 2 个月的提高准备金率到期，也是央行继续上调存款准备金率的重要原因。

图 9：央行 10 日宣布 20 日再次上调存款准备金率

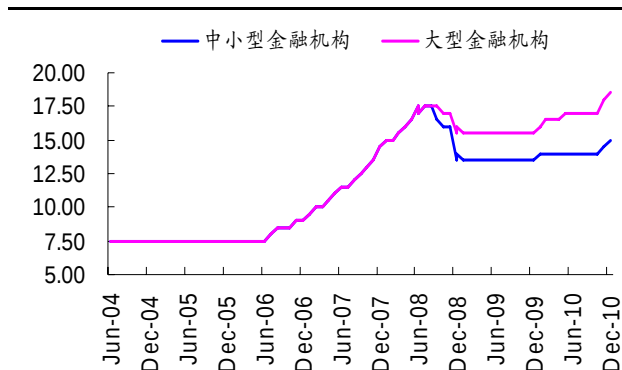
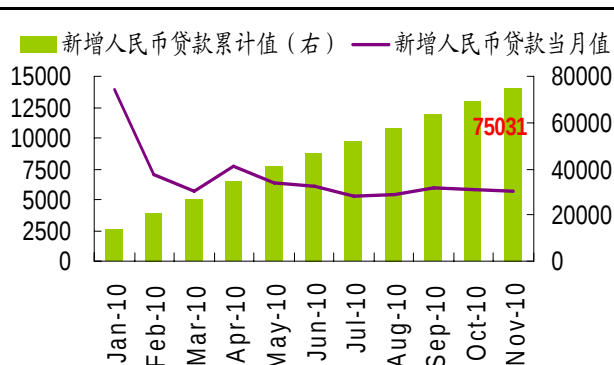


图 10：11 月份全年 7.5 万亿新增贷款目标被提前突破



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

如果考虑到 10 月份针对 6 大银行为期 2 个月的提高准备金率到期，此次 0.5 个百分点的存款准备金率的上调冻结资金量大为减少（此次上调 0.5% 大约冻结 3500 亿元，10 月份针对 6 大银行为期 2 个月的提高准备金率大约冻结 2000 亿元，因此此次实际冻结资金约为 15000 亿元），并且市场早已预期到这一举措，因此对市场影响将十分有限。

但是站在更长的时间跨度来看，我们认为，在经济同比增速很可能提前在四季度见底的情况下，央行持续紧缩货币，回收流动性应对高通胀的决心将更大。因此，诸如上调存款准备金率或者加息等紧缩手段年底或明年上半年将持续推进，于是中期内，流动性紧缩预期将成为市场上涨的主要压制力量。

2.4 中央经济工作会议落幕 2011 年经济目标确定

上周日，众人瞩目的中央经济工作会议在经过三日的讨论后得以落幕，随后新华网发布了会议的有关精神。总体上，会议提出的 2011 年经济工作的主要任务基本延续了此前管理层的调控思路。具体而言，2011 年的经济工作主要包括六个层面：一、加强和改善宏观调控，保持经济平稳健康运行；二、推进发展现代农业，确保农产品有效供给；三、加快经济结构战略性调整，增强经济发展协调性和竞争力；四、完善基本公共服务，创新社会管理机制；五、加大改革攻坚力度，推动经济发展方式转变；六、坚持互利共赢的开放战略，拓展国际经济合作空间。

对比 2009 年和今年的中央经济工作会议，我们可以看出政策调控的某些转变：

第一，从六大任务的排序来看，2011 年管理层更加关注农业和基本公共服务，这二者在 2011 年的工作任务中均上升一位至第二和第四位。

第二，就宏观调控基调而言，2011 年更加关注稳定价格总水平，对于经济增长的表述也从“保持经济平稳较快发展”转变为“保持经济平稳健康运行”。

第三，对于三农问题的表述，2009 年更加关注“扩大内需增长空间”，而 2010 年会议则强调“确保农产品有效供给”。这从一个侧面表明，2009 年时管理层仍对经济前景有所担忧，而目前农产品价格上涨所导致的通胀压力则是“三农问题”的关注重点。

第四，有关“加快经济结构调整”的表述，2009 年更多地在于强调“扩大内需”，而 2010 年则强调“坚持把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向”，增强消费拉动力仅是从属于此目标的一环。这同样说明，随着经济增长

前景的明朗，管理层进行经济结构调控的决心逐步增强。

第五，对于有关民生问题的表述，2010 年会议将“要加强教育重点领域建设”作为第一个要扎扎实实去办的实事，而在 2009 年会议时，扩大就业则位居首位。就其中子项而言，房地产和医药卫生改革仍是重点：（1）2009 年的会议精神中对于保障性住房建设仅用了寥寥 21 字，而今年经济工作会议中有关这一方面的表述则多达 99 字，无疑说明管理层对于房地产这一目前民生首要问题的关注；（2）2010 年会议对医药卫生改革的表述也是大增笔墨，其关键在于“抓好健全基本药物制度和加快公立医院改革试点工作”。

第六，对于深化经济体制改革而言，2010 年会议突出强调了收入分配机制改革，特别是有关完善个人所得税制度的表述值得期待。

第七，对于有关对外开放的表述，2010 年和 2009 年的精神大致相同，更为强调“要增创外贸竞争新优势”。

综合而言，管理层对于目前的经济增长形势相对满意，对于经济增长前景的信心明显强于 2009 年同期。而也正是因为如此，在政策目标中，“调结构”和“控通胀”的重要性更为凸显，这将是未来一段时期分析政策的核心所在，于是我们更加关注通货膨胀的发展方向以及“稳健”货币政策在实际运作中的力度把握。

3. 短期环境趋暖 中期压力仍在

上周数据和消息层出不穷，在数据方面我们看到，经济增速企稳回升的同时通胀压力则依旧高烧不退，同时大幅增加的新增贷款、因一、二级利率倒挂而发行困难的央行票据、面临突击投放的财政存款都使得流动性在短期内存在进一步宽松的趋势。在政策方面，存款准备金率的再次上调不仅小于“双加”调控的力度，而且也小于“加息”对于市场心理的负面影响；另外于周日闭幕的中央经济工作会议并未公布超越市场预期不利消息。

我们认为，存款准备金率的上调意味着市场将进入一段政策真空期（尽管这一期间可能较短），且远小于预期的调控力度为市场反弹提供了支持（上周五下午市场的反弹就是对该预期的提前反应）。但是另一方面，分析中央经济工作会议有关精神，我们感到管理层对于目前经济增长的形势较为满意，并对其前景较有信心，同时会议对于“控通胀”的多层面强调表明紧缩并未结束，于是投资者紧缩的预期目前尚无法完全释怀，而这必然会抑制市场反弹的幅度和强度。因此市场在短

期内或将有所反弹，但其不会改变震荡运行的总体形态，且在此过程中必须时刻关注通胀及政策动向。

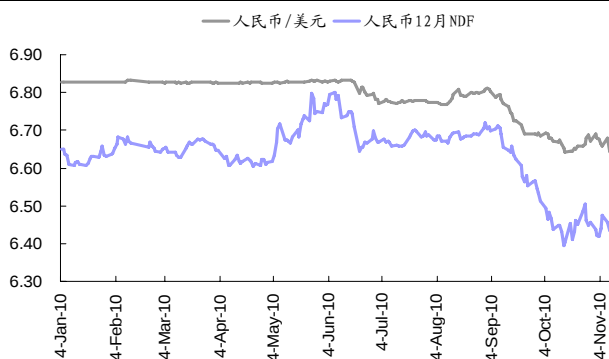
对于投资，我们认为保持适当的仓位仍是关键；品种方面，我们依然看好消费升级相关个股的中长期配置价值，但就短期而言，新兴产业相关个股的资金关注度更高，如上周表现良好的高铁产业链、电子信息技术和高端装备制造；另外由于市场成本较为明朗，一些具有特质的新股也先后获得资金青睐，于是我们建议投资者短期除继续关注高送转和并购重组个股外，自下而上的选择新兴产业及新股将是不错的选择。

A 股投资策略周报 (2010.12.13)

图 11: 美元指数

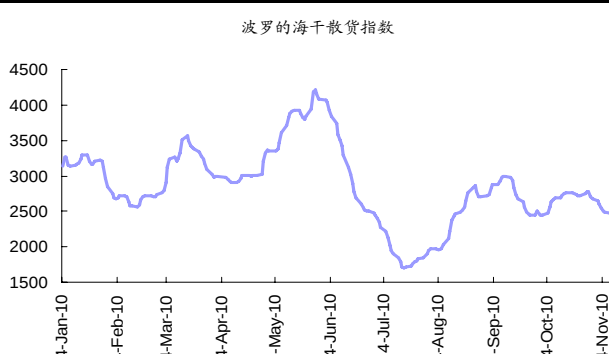
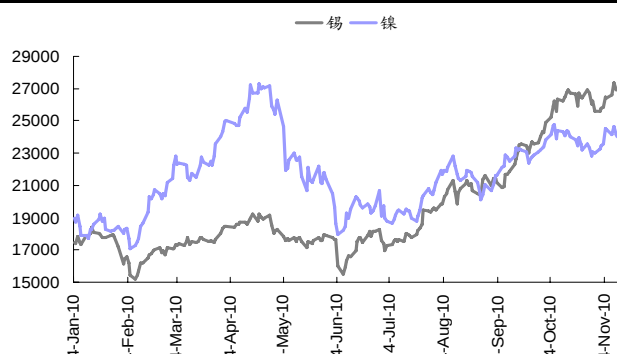
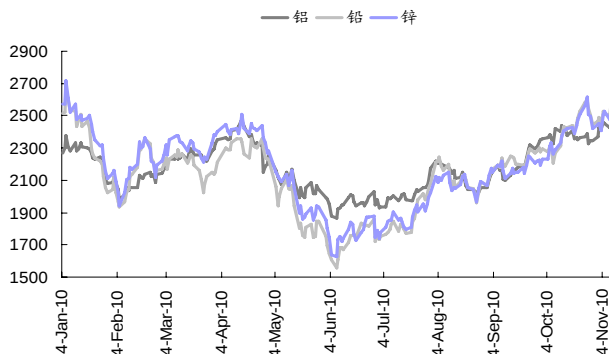
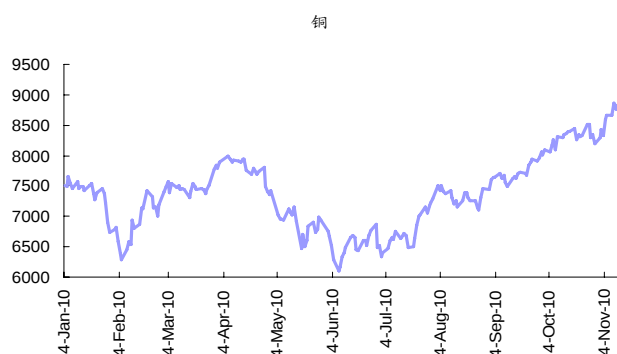
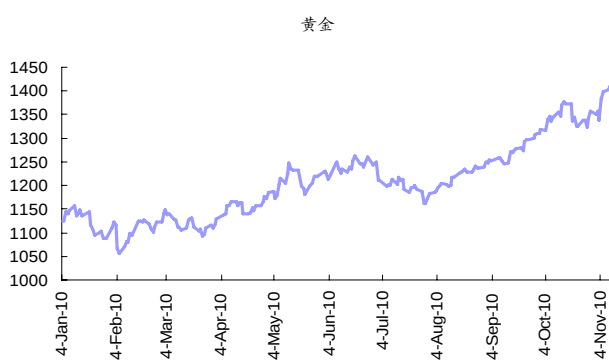
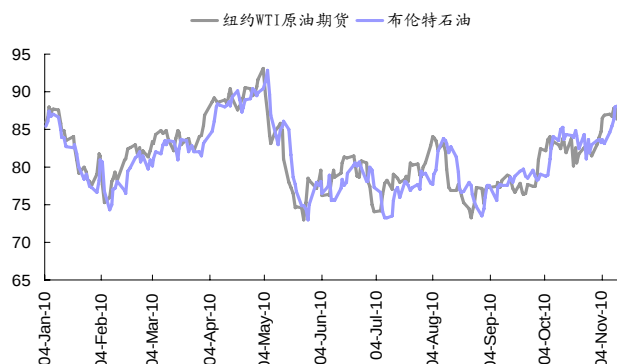


图 12: 人民币升值预期



资料来源: 彭博, 渤海证券研究所

图 13: 大宗商品价格走势



A 股投资策略周报 (2010.12.13)

资料来源：彭博，渤海证券研究所

图 14: 上证综指 PE 国际比较

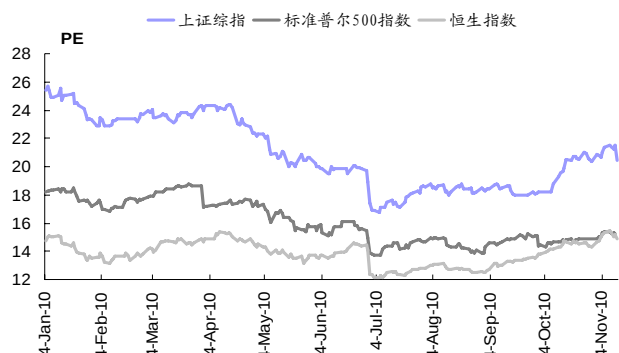
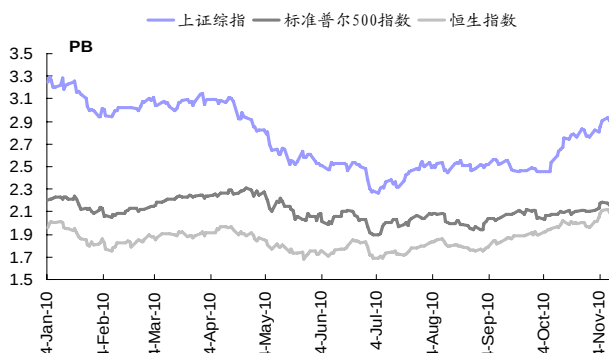


图 15: 上证综指 PB 国际比较



资料来源：彭博，渤海证券研究所

图 16: A 股主要板块 PE 历史对比

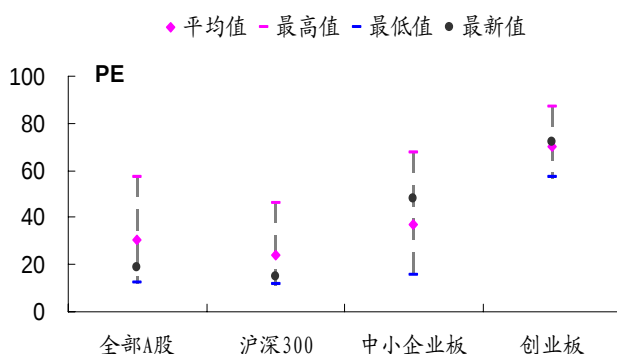
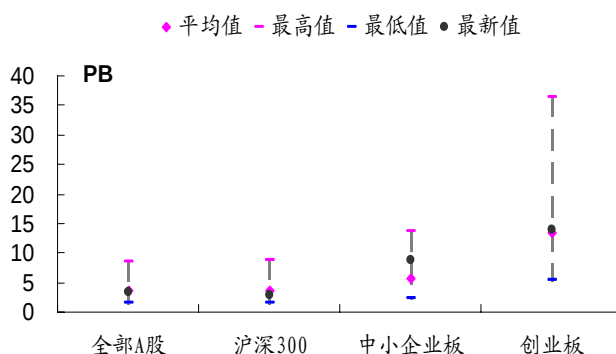


图 17: A 股主要板块 PB 历史对比



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 18: 申万行业 PE 历史对比

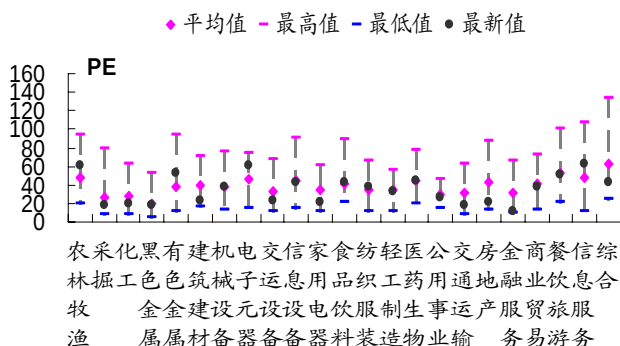
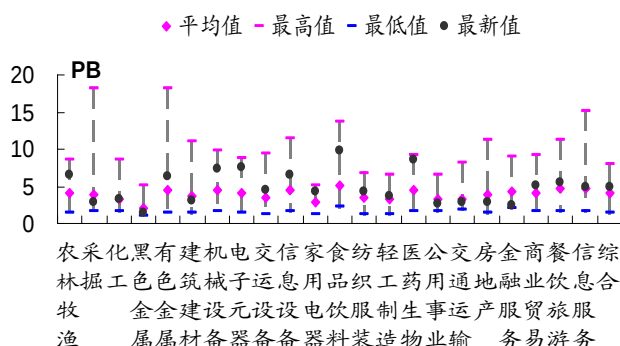


图 19: 申万行业 PB 历史对比



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

A 股投资策略周报 (2010.12.13)

图 20: 全部 A 股 PE 分布

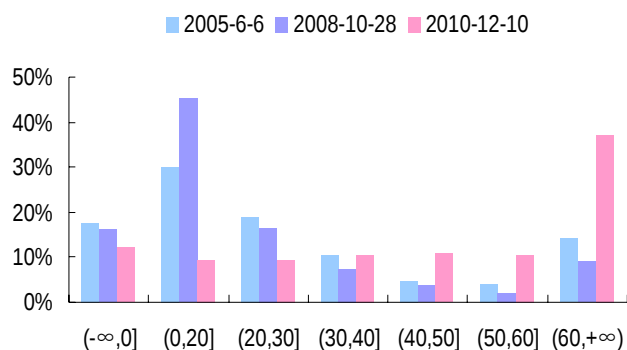
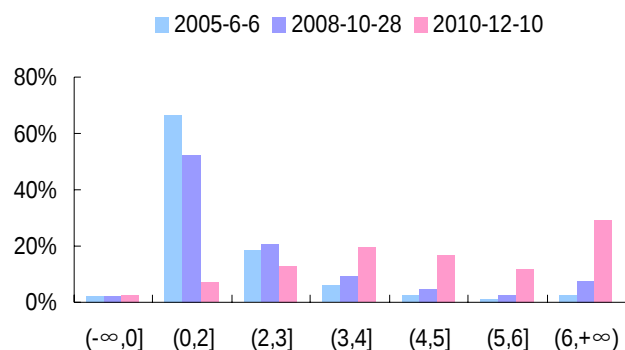


图 21: 全部 A 股 PB 分布



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 22: A 股主板 PE 分布

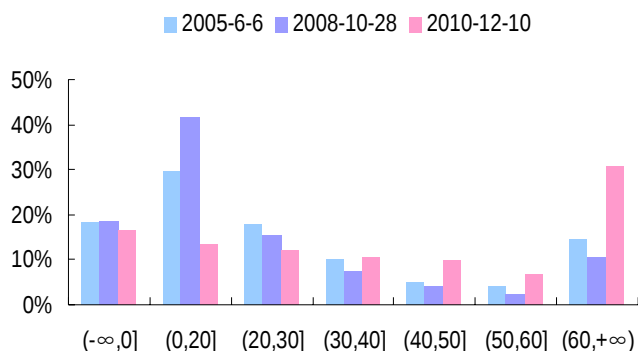
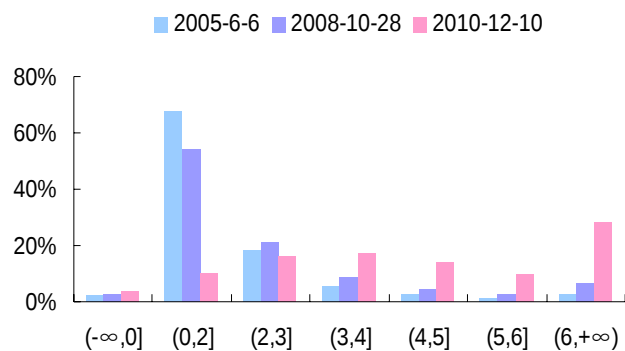


图 23: A 股主板 PB 分布



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn
huangfeng@bhq.com

谢晓冬 022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn
xiexd@bhq.com

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn