

选择性偏好于积极因素，市场转入整固期

A 股月度策略报告

2011 年 1 月 4 日

主要观点：

➤ 市场逻辑分析：

- 前期市场已经展开了一定的调整，预期物价阶段性将有所回落，政策趋紧的节奏将有所缓和，流动性的季节性释放效应将会显现。虽然无改政策趋紧的大方向，但市场行为的选择性偏好将会更多的反应一些积极的信号。
- 美国经济的逐步好转、货币的逐步活跃，美国物价水平的低位，全球流动性充裕的格局依然不变。利于出口，对包括工业金属、能源品在内的全球资产价格也是一种支撑。
- 鉴于物价的回落预期，短期内利率工具将处于观察期；对冲外汇占款的角度来看，数量化工具短期内也将处于观察期。
- 2011 年的出口可能依然是一个加分项，从某种程度上将人民币升值是出口上升的果、而非出口下降的因。
- 年报业绩预警中 80% 的公司业绩报喜，主要在汽车、电子信息设备、建材等行业，钢铁、电力、金融业绩报喜的比例相对较低。
- 货币及居民储蓄活化程度的减弱将不利于市场趋势性上升机会的形成，中小盘等股票的估值压力也并未得到完全释放，反转向上的条件并不具备。但是，利空阶段性释放后市场选择性偏好有望阶段性的改变，市场风险的释放将可能是逐步验证、释放。因此，市场有望从“调整”转向“整固”、不乏反弹及结构性机会，市场机会将有望更多体现在外部经济复苏红利、政策红利、业绩红利层面。

➤ 操作策略分析：

- 操作上以整固期有反弹、但无反转的逻辑配置仓位；结构上适宜大平衡配置下的结构调整。
- 投资主线上，立足于美国经济好转、货币活跃度增强下全球贸易增长、资源品价格上行的逻辑；立足于国内政策红利、业绩红利下的产业机会。
- 传统产业中增配有色、煤炭石油等资源品及其上游设备。内需+新兴产业中主要增配养殖类农业股以及电子信息服务设备等产业，重点关注以泛电子信息产业为主要载体的新一代信息技术及其中的泛物联网概念。
- 1 月重点个股为海大集团、平庄能源、神开股份、金钼股份、远望谷、江海股份、三安光电、华天科技、世纪鼎利、御银股份等农业、资源及设备、电子信息设备。

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、美国经济逐步好转、货币活跃度增强.....	3
1、美国就业、地产、制造业等经济指标均出现了好转迹象.....	3
2、美国货币活跃度在恢复、消费信贷与货币供应量持续增长.....	3
3、欧洲债务危机之葡萄牙、西班牙短期平稳.....	4
二、政策趋势难改，但不乏积极变量.....	5
1、政策趋势难改，但市场选择性偏好将会关注一些积极变量.....	5
A、反应货币政策，A 股录得全球倒数第五.....	6
B、短期物价数据将回落，为价格工具预留时间.....	6
C、对冲外汇占款的角度看，数量化紧缩政策将有望进入观察期.....	7
2、PMI 回落，但出口依然回升.....	7
3、上市公司业绩优良依然是经济微观层面的亮点.....	8
三、市场运行逻辑及投资策略.....	9
1、市场转入整固期的归因分析.....	9
A、市场反转条件不具备的归因.....	9
B、市场转入调整期的归因.....	10
2、“整固”体现在指数整固以及风格内部的结构整固.....	11
3、1 月操作策略及投资主线.....	12
附：新一代信息技术之物联网说明.....	12
表 1：美国经济指标出现好转.....	3
图 1：美国货币活跃度在增强，货币供应量持续增长.....	4
图 2：美国消费信贷连续 2 个月正增长、物价则依然处于低位.....	4
图 3：葡萄牙、西班牙债务危机短期处于平稳状态.....	5
图 4：大宗商品最近一个月来涨幅显著.....	5
图 5：2010 年上证指数跌幅 14%、位列全球倒数第五.....	6
表 2：12 月 CPI 市场一致预期在 4.5%左右.....	6
表 3：数量化工具对冲外汇占款之经验分析.....	7
表 4：经济小幅回落，新订单回落、但新出口订单依然回升.....	8
图 6：新出口订单的持续回升，表明出口依然是加分项.....	8
表 5：年报业绩稳健，报喜比率在 80%.....	9
图 7：货币及储蓄活化程度在政策紧缩下已有且将要减弱.....	10
图 8：中小板与上证 180 的估值溢价将高位整固.....	11
表 6：中小板高溢价有望在业绩预期下得以阶段性维持.....	11
表 7：1 月重点个股列表.....	12
图 9：物联网之感知层、网络层和应用层图解.....	12
表 8：物联网之感知层相关上市公司列表.....	13

11 月中旬至今上证指数累计跌幅超过 10%，市场调整可以理解为是对货币政策转向的确认，即市场的主要驱动因素是通胀及资产价格泡沫压力下的政策调整所诱发的市场对资金面、未来经济面以及业绩层面的担忧。

换句话说，如果政策趋紧是前期股市调整的主因，也是中国股市长期以来的主要驱动因素之一，那么，进入 2011 年 1 月，我们需要思考的是，政策趋紧的节奏是否会有阶段性的变化？市场的驱动因素是否依然

主要受制于政策的压力还是由于较为充分的反应了市场的紧缩而有所变化？如果市场有变化，那么“可预见”的新驱动因素是什么？这种驱动因素对市场是具有逆转性的还是阶段性的？这种驱动因素对市场结构的变化又会如何演绎。这是我们站在上证指数 2800 点位置上需要思考的，这也将是 1 月行情演绎的主要逻辑。

我们认为，美国经济的逐步好转、货币的逐步活跃，同时，美国物价水平的低位，全球流动性充裕的格局依然不变。这有利于全球贸易市场，对包括工业金属、能源品在内的全球资产价格也是一种支撑。同时，在经历了 6 次准备金率上调、2 次加息后，在预期物价阶段性有所回落下，1 月份政策趋紧的节奏将有所缓和，流动性的季节性释放效应将会显现；虽然无改国内通胀以及资产价格泡沫下“惠民生”导向下政策趋紧的大方向。因此，我们认为，1 月市场行为的选择性偏好将更多的反应一些积极的信号、市场趋势有望从“调整”转向“整固”，市场结构性机会将有望更多的体现在外部经济复苏红利、政策红利、业绩红利层面。

一、美国经济逐步好转、货币活跃度增强

1、美国就业、地产、制造业等经济指标均出现了好转迹象

量化宽松等政策及时间的自然作用下，美国经济逐步好转。美国首次失业人数好于预期，最近一期首次失业人数低于 40 万、为 38.8 万；作为住宅真实销售情况的领先指标的美国待建住宅销售量也好于市场预期、维持月环比的正增长；ISM 制造业指数也连续在 50 以上、本月市场预期为 57、好于上期。就业市场、房地产市场尤其是制造业市场指标出现了持续的好转，美国经济出现了好于预期的迹象，将推升全球贸易市场、中国出口以及增大对全球工业金属、能源等资源品的需求。

表 1：美国经济指标出现好转

公布日期	指标	本期调查值	本期实际值	上期值
12/28/2010 22:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	-0.60%	-0.99%	-0.80%
12/28/2010 22:00	标普/CS 综合指数-20 同比	-0.20%	-0.80%	0.59%
12/28/2010 23:00	里士满联储制造业指数	11	25	9
12/29/2010 06:00	ABC 消费者信心指数	--	-44	-41
12/30/2010 21:30	首次失业人数	415K	388K	420K
12/30/2010 22:45	芝加哥采购经理指数	61	68.6	62.5
12/30/2010 23:00	待建住宅销售量(月环比)	0.80%	3.50%	10.40%
12/30/2010 23:00	待建住宅销售 同比	--	-2.40%	-22.40%
01/03/2011 23:00	ISM 制造业	57	--	56.6

数据源自彭博，东北证券

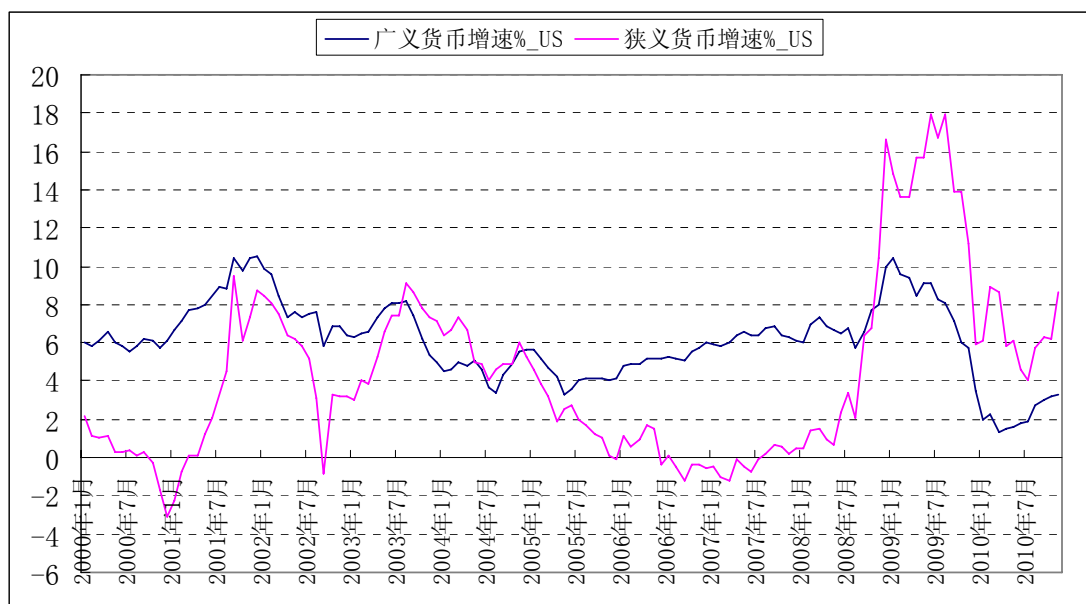
2、美国货币活跃度在恢复、消费信贷与货币供应量持续增长

美国货币活跃度在恢复、但物价整体依然处于低位。金融危机后美国经济活跃度下降，尽管美联储购买资产注入流动性，但是广义货币供应量持续下降且持续低于历史低点 3.3%(2005 年 5 月 M2 增速为 3.3%，是金融危机前的低点)。但是，从 2010 年 3 月起，美国 M2 恢复上行趋势，最近已经恢复至 3.3%，同时，美国 M1 增速也出现了跳升。如果考虑美国货币供应的微观层面，我们发现美国消费信贷金融危机后首次连续 2 个月实现正增长，消费信贷市场有活跃迹象。

因此，当前美国货币供应量增速已经恢复至前期低点附近，消费信贷也在逐渐改观。美国货币活跃度的增强，有利于全球经济的复苏、也将推升全球大宗商品市场在内的资产价格上涨。目前我们看到的铜、石油等价格最近 1 个月创出年内新高且未有掉头迹象，是为明证。

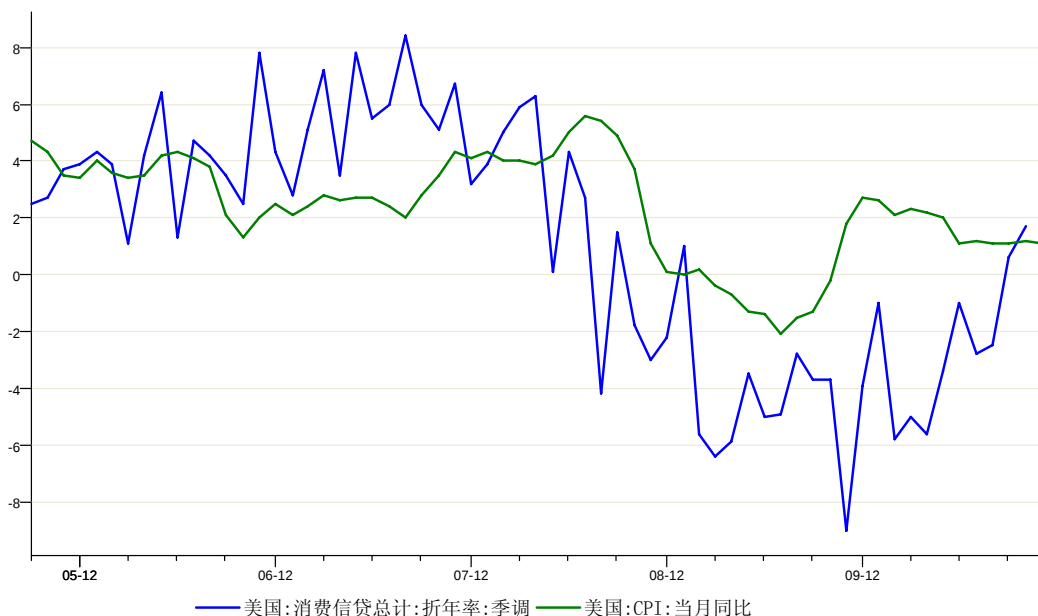
同时，考虑到美国目前 CPI 依然在 1.1%附近，连续 6 个月 CPI 在 2%以下，因此，尽管美国经济出现了好的迹象，但离美联储回落货币的时日尚早、即中短期内美联储改弦更张、收拢货币的可能性极低。

图 1：美国货币活跃度在增强，货币供应量持续增长



数据源自彭博，东北证券

图 2：美国消费信贷连续 2 个月正增长、物价则依然处于低位



数据来源:Wind资讯

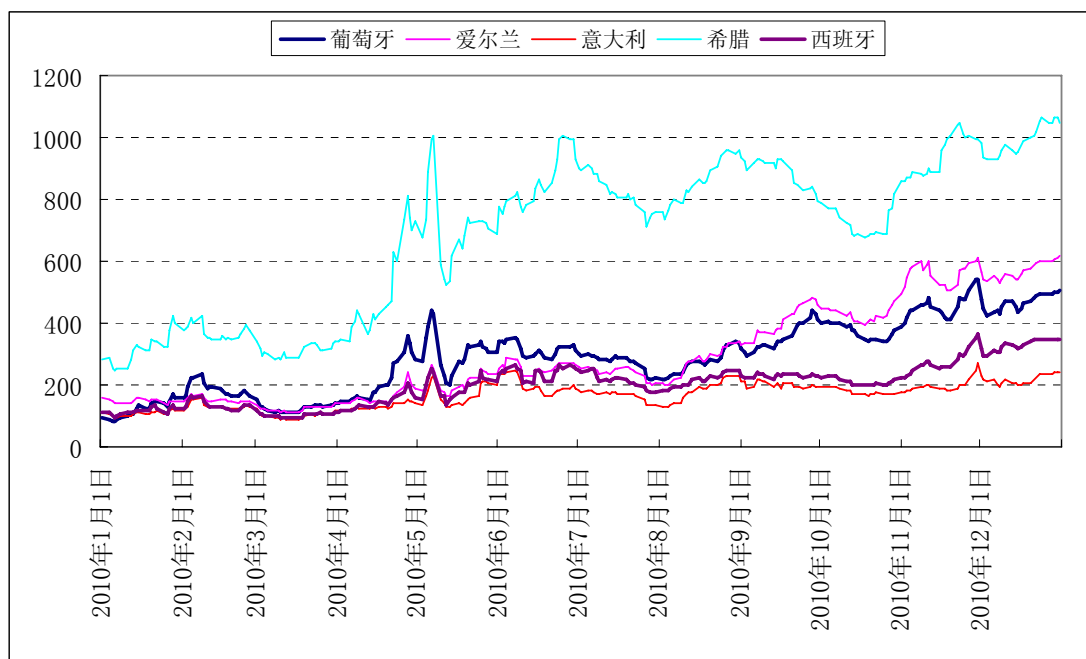
数据源自 WIND，东北证券

3、欧洲债务危机之葡萄牙、西班牙短期平稳

欧洲债务危机、欧元区“铁索连环”的本质，使得欧猪五国等“双过线”的部分欧元区成员国的债务危机经常成为欧元阶段性弱势、全球金融市场阶段性恐慌的催化剂。但是，目前来看，前段时间风言风语的葡萄牙、西班牙等国的债务危机再次处于平稳状态，对应的 5 年期 CDS 处于并未有所显著波动。

我们认为，随着全球经济的逐步好转、救助计划的实施，短期内再度恶化的可能性不大，这有利于 1 月份全球市场营造一个较好的投资氛围。

图 3：葡萄牙、西班牙债务危机短期处于平稳状态



数据源自彭博，东北证券

因此，当前是全球存量流动性充裕、货币活跃的理想时间窗口，也是全球经济出现好转、欧债危机暂时缓和的观察窗口，全球资产价格尤其是资源类的上升动力较强。

图 4：大宗商品最近一个月来涨幅显著

名称	收盘点	涨跌幅%		
		1 日	5 日	1 月
BDI 指数	327	-1.09	-0.30	8.53
CRB 指数	90	-0.17	-1.99	6.63
原油期价	79	0.83	4.05	11.34
煤炭期货	1406.80	0.06	1.94	1.57
黄金期货	2401.25	0.48	3.48	13.92
伦敦锌期货	26555.00	-0.17	-1.50	8.38
伦敦锡期货	9536	0.99	1.43	13.30
伦敦铜期货	24265	1.91	-1.33	5.45
伦敦镍期货	4865	0.33	0.75	2.77
螺纹钢	4787	-0.66	1.01	2.51
线钢	327	-1.09	-0.30	8.53

数据源自东北证券研究晨报、2010 年 12 月 31 日

二、政策趋势难改，但不乏积极变量

1、政策趋势难改，但市场选择性偏好将会关注一些积极变量

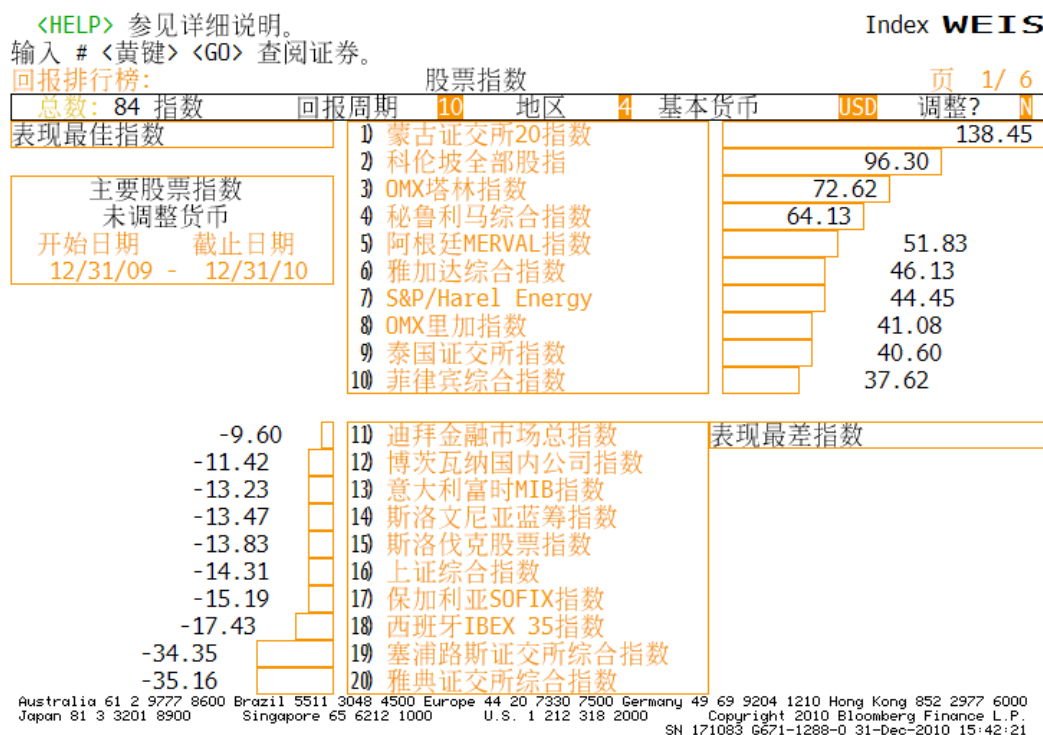
管控通胀是转型期“急务”的政策判断已经在不断上调的准备金率以及利率中得到验证，因此，就政策趋势而言，在通胀压力以及房地产为代表的资产价格压力下，货币政策趋紧的趋势将难以改变。即加息难改非金融企业盈利规模受损的情景，也将难改货币供应量回落的趋势。

但是，在股市运行的不同阶段，对于各种信息往往存在着选择性偏好。我们认为，随着央行加息等紧缩工具的出台，市场已经展开了调整；未来市场行为的选择性偏好将会更多关注一些利好层面的。其主要理由除了市场已经展开了一定的调整外，12月通胀回落为政策留有余地、前期紧缩的货币政策有望进入观察期，也是市场选择性偏好发生变化的主要理由。

A、反应货币政策，A股录得全球倒数第五

2010年经济归于常态，经济增速大致在10.2%、CPI大致在3.2%；但是经济增速的前高后低、物价水平的前低后高，地产调控、货币紧缩、产业政策等贯穿全年，使得A股整体平衡市的格局下，指数收益为负，在全球84个主要市场指数中仅次于希腊、塞浦路斯、西班牙、保加利亚等4个市场。尤其是11月中旬以来的调整，较为明显的反应了政策紧缩的风险。在经济增长预期未变、在1季度上市公司业绩增长未明的情况下，市场选择性偏好将不会一直关注于利空因素，即市场有需要整固的要求。

图5：2010年上证指数跌幅14%、位列全球倒数第五



数据源自彭博，东北证券

B、短期物价数据将回落，为价格工具预留时间

10月加息以及价格管制等政策在12月以及后期将逐渐发挥作用，基于微观数据的观测，12月CPI指数将有所回落，我们预期在4.5%-4.8%之间，当前市场的一致预期为4.5%，较11月份5.1%的物价水平有所回落。

如果说12月及时的加息显示了政策的明晰、有利于政策避免矫枉过正的话，那么基于当前管控通胀的货币政策导向以及货币政策传导时滞的要求，在12月物价阶段性回落之际，在货币政策趋于避免矫枉过正的推断下，我们认为，元旦后、春节前的一月份将是利率政策观察期，而短期物价数据的回落将为其预留空间。

表2：12月CPI市场一致预期在4.5%左右

预测机构	预测者	预测值	预测时间
长江证券	李冒余	4.7	2010-12-31
东海证券		4.5	2010-12-30

华泰联合证券	陈勇、陆磊、张晶	4.4	2010-12-30
兴业证券	董先安、王连庆、卢燕津、贾潇君	4.4	2010-12-30
国金证券	付雷	4.1-4.3	2010-12-29
第一创业	李怀军	4.4	2010-12-28
国海证券		4.8	2010-12-27
华泰证券	崔红霞	4.6	2010-12-27
海通证券	李明亮	4.7	2010-12-27
国泰君安	李迅雷、王虎、汪进、吕春杰、姜超	4.4	2010-12-27
德意志银行	马骏	4	2010-12-26
中金公司	张智威、鞠娟	4.5	2010-12-26

数据源自 WIND，东北证券

C、对冲外汇占款的角度看，数量化紧缩政策将有望进入观察期

货币政策尤其是数量化工具主要用来对冲外汇占款的超额流动性。2007 年至 2010 年 11 月，历年外汇占款的增加额分别为 2.9 万亿、4 万亿、2.47 万亿、2.86 万亿。为了避免外汇占款对实体经济的不良影响，往往通过上调准备金率以及公开市场操作来对冲；上调准备金率将通过存量储蓄以及增量储蓄的准备金回笼，来对冲。

当年准备金率回笼增额以“年末准备金率×年末存款-年初准备金率×年初存款”来计算。

例如，2007 年，管理层回落货币的力度是巨大的，至 2007 年底、当年外汇占款增加 2.9 万亿、但央行公开市场操作回笼了 9 千亿、准备金率上调 5.5%回笼了 2.7 万亿，即管理层年末将外汇占款全部回收了且超额回笼了 7 千亿。即 2007 年后半段的行情主要来自于储蓄搬家而非外汇占款。

截至 2010 年 11 月，2010 年的外汇占款增加 2.86 万亿、准备率回笼 3.6 万亿(2010 年因准备金变动而回笼的资金为 71 万亿×18.5%-61 万亿×15.5%=3.68 万亿)、同时公开市场以央票和正回购到期的形式净投放了 6800 亿，所以，2010 年准备金率上调大致对冲了当年的外汇占款、且超额了 1300 亿。因此，当年的流动性主要来自于表内外的信贷资金。

因此，我们认为从对冲外汇占款的角度来看，考虑外汇占款增速与 M2 增速相近，以准备金率、公开市场操作为代表的数量化工具短期内将处于观察期，未来管控通胀需要利率工具发挥更大作用。同时，鉴于物价的回落预期，短期内利率工具也将处于观察期。

表 3：数量化工具对冲外汇占款之经验分析

	M2	M2 年增量	外汇占款年增量	准备金率变动	准备金变动回笼资金额	净投放货币量	外汇占款-准备金+公开市场净投放
2007 年	403401	57823	29397	提高 5.5%	27391	-9028	-7022
2008 年	475167	71765	40054	最高提高 3%	24661	-9094	6299
2009 年	610225	135058	24681	未变	NA	2130	NA
2010 年	710274	100049	28649	提高 3%	36816	6835	-1331

注：2007 年由 9%提升至 14.5%，提高 5.5%；2008 年由 14.5%最高提升至 17.5%后降至 15.5%、最高提高 3%；2009 年未变；2010 年由 15.5%提升至 18.5%，提高 3%。数据源自 WIND，东北证券

2、PMI 回落，但出口依然回升

经济短周期回落是市场的一致预期，12 月 PMI 也在政策紧缩、节能减排以及周期回落的影响下如期出现了回落。PMI、新订单环比分别回落 1.3%、2.9%，这是 2005 年以来 12 月环比回落最大的月份，预示着 2011 年 1 季度将是经济短周期回落的阶段；同时，经济的回落也为后续政策紧缩预留观察期提供了客观要求。

需要指出的是，在市场一致预期之外，我们发现新出口订单却依然在上升，相比 11 月环比微幅上升

0.3%。出口的持续上升，是与全球经济缓慢复苏紧密相关，与美国经济以及金融货币层面活跃度增强有关。

我们认为，2011 年的出口可能依然是一个加分项，从某种程度上将人民币升值是出口上升的果、而非出口下降的因。

表 4：经济小幅回落，新订单回落、但新出口订单依然回升

	PMI			PMI:新订单			PMI:新出口订单		
	11 月	12 月	12 月-11 月	11 月	12 月	12 月-11 月	11 月	12 月	12 月-11 月
2005 年	54.1	54.3	0.2	58.0	58.9	0.9	57.6	56.4	-1.2
2006 年	55.3	54.8	-0.5	59.6	58.9	-0.7	57.1	55.0	-2.1
2007 年	55.4	55.3	-0.1	59.4	59.6	0.2	53.8	54.3	0.5
2008 年	38.8	41.2	2.4	32.3	37.3	5.0	29.0	30.7	1.7
2009 年	55.2	56.6	1.4	58.4	61.0	2.6	53.6	52.6	-1.0
2010 年	55.2	53.9	-1.3	58.3	55.4	-2.9	53.2	53.5	0.3

数据源自 WIND，东北证券

图 6：新出口订单的持续回升，表明出口依然是加分项



数据来源: Wind 资讯

数据源自 WIND，东北证券

3、上市公司业绩优良依然是经济微观层面的亮点

已经公布 2010 年业绩预告的 759 家公司中 80% 的公司业绩报喜，业绩或扭亏或续盈或预增或续盈，其行业分布主要在汽车、电子信息设备、建材等行业，相反，钢铁、电力、金融业绩报喜的比例相对较低。即相对传统产业，内需+新兴产业的上市公司业绩表现较为显著。

上市公司业绩大范围的报喜，为经济微观层面的逐渐活跃提供了支撑，也将是市场较为显著的积极因素。综合考虑样本的代表性即预告样本占行业公司家数的比重来看，汽车、电子信息服务设备、有色、机械建材以及化工新材料等行业的业绩改观或续赢比例较高且较有代表性。

表 5：年报业绩稳健，报喜比率在 80%

	合计 家数	报喜 家数	报忧 家数	报喜占预警比例 比重	报喜占行 业比重	全部预告报喜公 司中行业比重
交运设备	32	30	2	93.75%	30.61%	4.93%
电子元器件	61	57	4	93.44%	58.16%	9.38%
信息服务	48	44	4	91.67%	44.00%	7.24%
有色	30	27	3	90.00%	40.91%	4.44%
纺织服装	33	28	5	84.85%	38.89%	4.61%
信息设备	33	28	5	84.85%	38.36%	4.61%
机械设备	112	94	18	83.93%	36.29%	15.46%
建筑建材	42	35	7	83.33%	35.71%	5.76%
交通运输	12	10	2	83.33%	12.66%	1.64%
轻工制造	35	29	6	82.86%	42.03%	4.77%
家电	17	14	3	82.35%	40.00%	2.30%
食品饮料	17	14	3	82.35%	24.14%	2.30%
医药生物	52	41	11	78.85%	26.62%	6.74%
商业贸易	22	17	5	77.27%	19.10%	2.80%
餐饮旅游	8	6	2	75.00%	21.43%	0.99%
房地产	36	26	10	72.22%	19.12%	4.28%
化工	99	70	29	70.71%	32.71%	11.51%
农林牧渔	25	17	8	68.00%	28.81%	2.80%
采掘	3	2	1	66.67%	5.41%	0.33%
黑色金属	6	4	2	66.67%	12.12%	0.66%
公用事业	20	11	9	55.00%	13.58%	1.81%
金融服务	5	2	3	40.00%	4.44%	0.33%
综合	11	2	9	18.18%	4.76%	0.33%
合计	759	608	151	80.11%	30.05%	30.40%

注：年报业绩报喜指略增、扭亏、续盈、预增，报忧指略减、首亏、续亏、预减；主要考察业绩报喜占行业业绩预警公司中的比重以及考察样本代表性的报喜占行业公司总数的比重；化工新材料子行业的报喜率 100%，业绩也较高。数据源自 WIND，东北证券

三、市场运行逻辑及投资策略

1、市场转入整固期的归因分析

如果说前期市场震荡下行属于调整期的话，那么 1 月市场有望转入整固期；即虽然总体而言市场资金面紧张的压力并未缓解，中小盘等股票的估值压力也并未得到完全释放，反转向上的条件并不具备。但是，市场未来选择的释放风险的方式将可能是逐步释放、逐步验证的，未来市场虽未有反转条件但不乏反弹的可能，市场将转入整固阶段。

A、市场反转条件不具备的归因

市场反转条件不具备，主要因为政策紧缩趋势以及货币、储蓄货币程度的减弱。相反，市场反转或者大幅反弹的动因，除了业绩，主要直接来自于流动性、来自于货币活化。随着持续的上调准备金、控制信贷以及连续的加息，货币以及储蓄的活化有望在未来 1-2 个月有所回落。

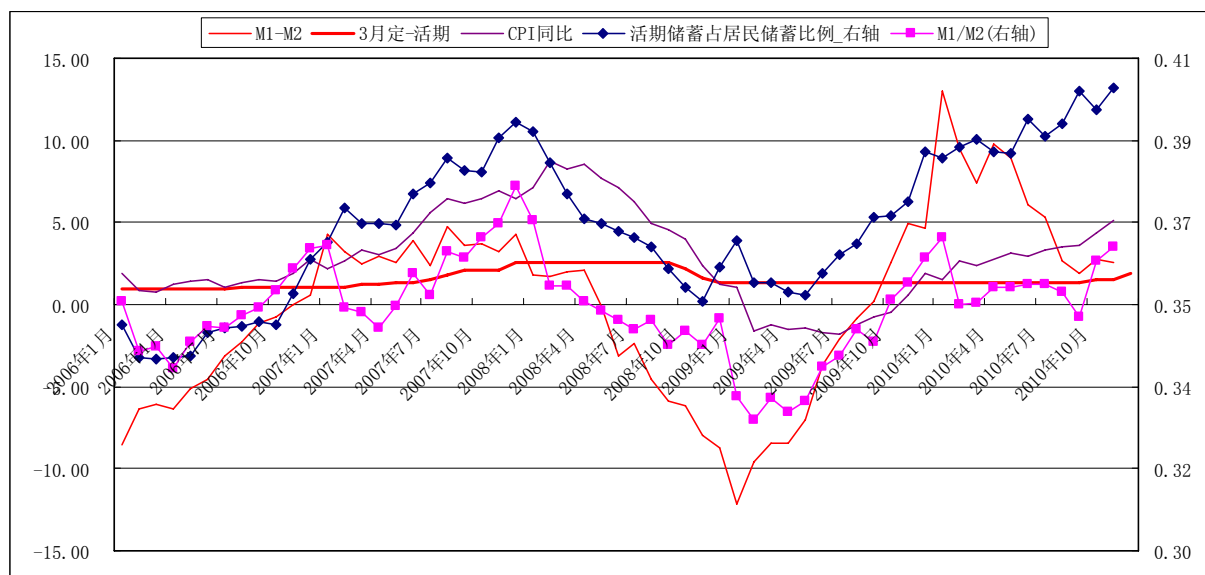
我们对比“M1/M2”、“M1 增速-M2 增速”、“居民活期储蓄/居民储蓄总额”三个货币或储蓄活化指标，

可知，在信贷政策调控、经济增速回落作用下，货币供应量层面的“M1/M2”和“M1 增速-M2 增速”指标显示，自 2010 年 1 季度后，M1-M2 增速差呈现下行趋势，企业层面的货币活化程度有所下降，虽然在最近 2 个月有所反弹。

不一致的是，在通胀压力下，居民储蓄的活期化倾向却一直处于上升通道。但是，央行本次加息扩大了 3 月期存款与活期存款之间的利差，根据 2007 年 12 月扩大 3 月定存与活期利差的规律，在未来 1-2 个月储蓄存款的活期化将有所缓和。

货币以及居民储蓄活化程度的减弱，尤其是居民储蓄活化程度在未来 1-2 个月即将减弱的推断，将不利于市场趋势性上升机会的形成，即目前来看市场反转的条件并不具备。

图 7：货币及储蓄活化程度在政策紧缩下已有且将要减弱



数据源自 WIND，东北证券

B、市场转入调整期的归因

市场转入调整期，主要来自利空阶段性释放后市场选择性偏好有望阶段性的改变。

理由如下：

1)、全球经济缓慢复苏，为全球贸易、中国出口创造条件；中国为管控通胀、对冲热钱而采取的趋紧政策，将在保障房为代表的惠民生工程以及全球经济缓慢复苏、出口平稳增长的双重作用下，不至于在短期内对中国经济增长产生重大影响，虽然 12 月 PMI、新订单等指标出现了创纪录的环比回落。即，短期来自基本面的因素，不会形成市场显著下行的压力。

2)、短期(12 月)CPI 的适度且可预期的回落，2010 年新增外汇占款在准备金上调以及公开市场操作的对冲作用下几乎全额对冲(不计 2009 年外汇占款新增部分)。因此，加息等价格工具以及准备金率等数量化工具在短期内再次运作的可能性在降低，货币政策进入观察窗口。即，短期内来自紧缩政策的压力将有所弱化，尽管当前依然处于管控通胀及资产泡沫的政策紧缩通道之内。

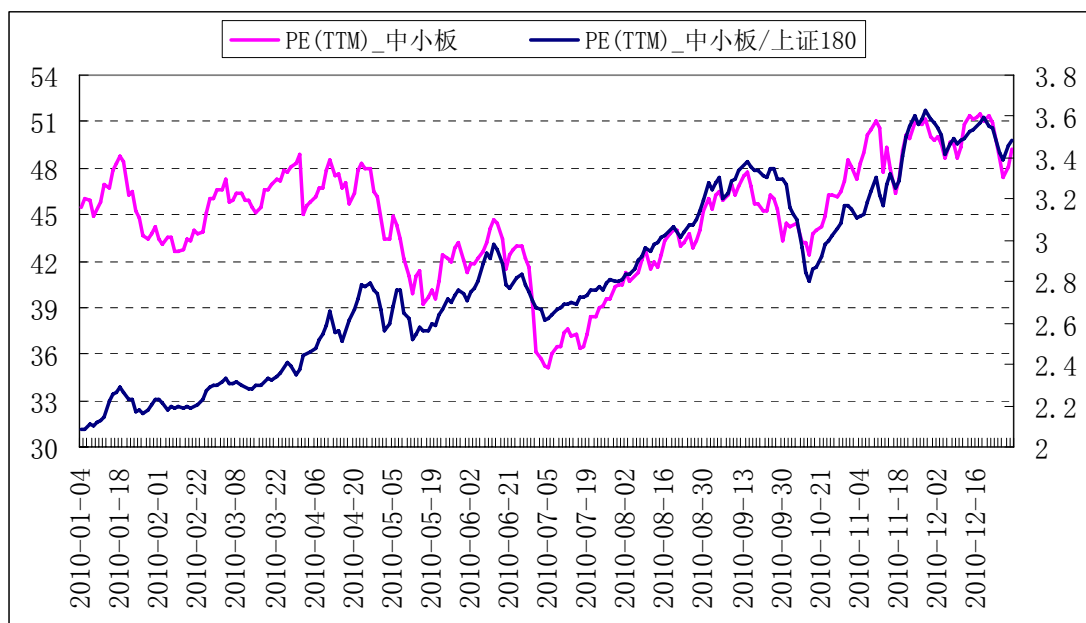
3)、利空政策阶段性的弱化，有利于市场在经历 13%以上的调整后转入整固期，即市场选择性偏好将由过度关注利空转为寻找利好。即，市场心理偏好的变化，将有利于市场关注年初信贷常规性的高比例投放、关注年报业绩的高增长、关注全球流动性泛滥及人民币升值等因素推动下的资源品价格的上涨，而相对淡化利空的冲击。

4)、从市场微观结构来看，1 月市场行情也有望由 2010 年 11 月以来的调整转为整固。因为，当前市场宏观层面的压力主要来自于政策的紧缩以及由此带来的经济增长担忧、短期将弱化；微观层面主要的压力来自于风格大幅背离下的估值比修复。

就估值背离，我们考察的反应中小板估值溢价的指标——中小板市盈率 TTM 对上证 180 指数的估值，目前从 3.5 倍上方回落至 3.4 倍左右。虽然从长期的角度，该估值比是不具有安全边际的，但是，在年报尤其是明年 1 季度业绩尚未明了的情况下，估值溢价在中小盘高成长的良好预期下还有一定的支撑，因为如果 2010 年以及 2011 年市场业绩预测兑现，则中小板与上证 180 指数届时对应的估值溢价将回落至 3.1 倍、2.7 倍。

需要说明的是，笔者认为中小板动态市盈率并不具备如市场预期般的快速回落的良好预期，但是，市场预期的有偏性却是客观的。因此，包括创业板在内的中小盘股的估值溢价在“图未穷、匕未现”的情况下将适宜以结构性整固而非一泻千里式的修复，这就为市场整理阶段性的企稳整固创造了微观条件；当然也为 3、4 月份年报及 1 季报业绩不能兑现时市场再次调整留下伏笔。

图 8：中小板与上证 180 的估值溢价将高位整固



数据源自 WIND，东北证券

表 6：中小板高溢价有望在业绩预期下得以阶段性维持

板块名称	市盈率 TTM	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	20.09	17.25	14.52	2.88	190858	266394
沪深 300	15.34	14.18	11.98	2.4	132355	166333
非金融类可比公司	27.14	21.19	17.73	3.27	125958	154988
金融服务	11.05	10.7	9.01	1.98	43301	58066
上证 180	14.11	13.14	11.14	2.25	107377	131576
中小创业板	49.19	41.07	30.54	5.94	16194	35266
创业板	70.75	59.61	41.31	5.98	2027	7365
中小板/上证 180	3.49	3.13	2.74	2.64		

数据源自 WIND，东北证券

2、“整固”体现在指数整固以及风格内部的结构整固

短期市场的影响因素将从货币紧缩转移至外围宽松流动性+美国经济逐渐好转的，转移至新年伊始国

内政策主导下的新兴产业以及保障房、三农等惠民生的层面上来。因此，市场虽无反转，但却有望迎来整固。整固将主要体现在市场指数整体的整固而非调整，体现在市场不同风格内部的结构性的整固而非风格之间显著的切换。

从微观结构上看，市场指数整固期将有小幅反弹，但受制于货币及储蓄活化程度的弱化，力度将相对有限；同时，风格的背离、中小板的高估值溢价短期内将在高位区间内运行，我们在年度策略中提出了基于转型政策红利、中小板市盈率(TTM)相对上证 180 指数的溢价区间在 3-3.5 倍。短期内估值溢价将有望在该区间的上轨运行，直至 3、4 月份年报及 1 季报业绩的兑现修正。由于当前中小板估值与上证 180 估值比为 3.4 倍左右，处于较高水平，不具有继续显著提升的空间，因此，中小盘股的活跃将是结构性的，将更多活跃在具有政策扶持以及现实的较高业绩水平的板块层面上来。

3、1 月操作策略及投资主线

操作上以整固期有反弹、但无反转的逻辑配置仓位；配置结构上适宜大平衡配置下的结构调整。

投资主线上，立足于美国经济好转、货币活跃度增强下全球贸易增长、资源品价格上涨的逻辑；立足于国内政策红利、业绩红利下的产业机会。具体如下：

传统产业中增配有色、煤炭石油等资源品及其上游设备，主要理由：受益于美国经济复苏、货币活跃度，在经济及货币双重冲击下资源品涨价概念。

内需+新兴产业中主要增配养殖类农业股以及电子信息服务设备等产业，主要理由：受益于“三农”等惠民政策以及下游涨价概念的养殖类农业股；受益于美国经济超预期、出口超预期以及年报业绩普遍报喜，以泛电子信息产业为主要载体的新一代信息技术，其中可主要关注泛物联网概念。

1 月重点个股为海大集团、平庄能源、神开股份、金钼股份、远望谷、江海股份、三安光电、华天科技、世纪鼎利、御银股份等农业、资源及设备、电子信息设备。

表 7：1 月重点个股列表

代码	名称	收盘价	市盈率 TTM	预测市盈率 2010	预测市盈率 2011	A 股市值
002311	海大集团	30.72	45.42	42.82	31.41	89.46
000780	平庄能源	15.33	24.32	22.02	19.00	155.49
002278	神开股份	16.56	47.74	41.20	31.13	36.09
601958	金钼股份	24.24	119.28	82.17	53.62	782.13
002161	远望谷	34.91	148.22	100.45	67.66	89.65
002484	江海股份	30.70	61.22	58.33	41.80	49.12
600703	三安光电	45.86	95.56	67.93	33.92	301.01
002185	华天科技	13.97	41.92	39.11	28.49	52.14
300050	世纪鼎利	67.45	47.63	41.64	29.44	72.85
002177	御银股份	18.19	50.53	44.13	28.59	48.19

数据源自 WIND，东北证券

附：新一代信息技术之物联网说明

新一代信息技术位列七大战略新兴产业之首，涉及电子元器件、信息服务、信息设备等板块，个股众多，且又可从物联网、下一代通信网络、三网融合、新型显示、高性能集成电路和以云计算为代表的高端软件等主题入手。就物联网而言，首先受益的将是物联网感知层的传感器等厂商，其次是系统集成商以及后续的物联网运营商。

图 9：物联网之感知层、网络层和应用层图解



数据源自全球赢家，东北证券

表 8：物联网之感知层相关上市公司列表

RFID	300078	中瑞思创	硬标签全球占有率 30%，软标签中前三大厂商占 70%份额
	002161	远望谷	唯一一家主业为 RFID 的上市公司
	002421	达实智能	非接触 IC 卡国内龙头，市场占有率 19%
二维码	000997	新大陆	二维码技术国内第一
传统传感器	300007	汉威电子	气体传感器龙头，市场占有率 53%，前三大占有市场 70%
	300114	中航电测	应变传感器
	002138	顺络电子	片式电感器件，片式敏感器件
	000988	华工科技	敏感元器件，温度敏感行业龙头，空调市场占有率高，进军汽车电子
	002058	威尔泰	高精度传感器、压力变送器
	000727	华东科技	子公司高华科技从事传感器生产
	000611	时代科技	便携式检测
	002175	广陆数测	容栅传感器
MEMS 传感器	002241	歌尔声学	MEMS 麦克风，微型电声元器件
	600584	长电科技	MEMS 封装
	002156	通富微电	MEMS 封装
	002185	华天科技	MEMS 封装
安防监控	002415	海康威视	占有率 40%，在 DVR 领域
	002236	大华股份	占有率 20%，在 DVR 领域
	002214	大立科技	DVR 领域仅占 1%份额

红外热成像	002414	高德红外	国内占有率 30%左右, 国内四家厂商占 80%以上份额
	002214	大立科技	国内占有率 20%左右, 国内四家厂商占 80%以上份额
触摸屏	002106	莱宝高科	
	300088	长信科技	
	000823	超声电子	
	000050	深天马 A	
	000727	华东科技	
	000012	南玻 A	

数据源 WIND, 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。