

日期: 2011 年 01 月 05 日



曾小勇

021-53519888*1930

Zengxiaoyong@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120014

元旦后正面因素增多 调整是布局良机

——2011 年 1 月份 A 股市场投资策略

主要观点:

◆ 12 月市场受困于通胀高企及政策紧缩和年末效应, 整体市场表现较弱, 尤其是持续强势的中小板、创业板和部分非周期类出现高位下跌态势, 获利筹码兑现及补跌态势明显, 打击市场做多信心。

◆ 地缘政治、政策紧缩的年末效应和机构策略对来年看法不乐观相互交杂是年底市场弱势的主要影响因素。

◆ 上证综指及沪深 300 指数 2011 年的 PE 水平将进入 12 倍的低位, 银行股更是回到 8 倍区间, 估值上难有大的回落空间。

◆ 从估值角度考虑, 指数年底的调整提供了积极布局的良机。而元旦后众多催化因素逐步显现, 支持看涨后市: 政策面紧缩难再加码、资金面将得到缓和、美元短期走弱。

◆ 1 月份选股逻辑主要是: 一是美元走弱和人民币升值驱动的煤炭、有色、地产、金融、航空等行业; 二是积极布局年报高送转预期个股, 集合中小板、创业板、新兴产业方向、次新股等条件是重点关注对象; 三是两会前后, 相关区域主题、产业振兴主题、新兴能源规划等将成为政策焦点, 适当布局; 四是关注大消费类股回落中提供的估值支撑和中期买点机会。

◆ 1 月份推荐组合个股: 部分年度组合的个股继续关注, 如科新机电、合肥百货、乐视网、西部材料、兰花科创、南京银行, 另外关注南方航空、铁龙物流、锡业股份、中国西电、光明乳业、浦东建设、常林股份等。

报告编号

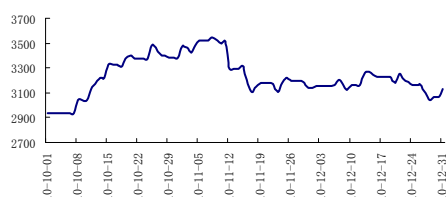
ZXY11-M01

相关报告

《转型突破中找回似曾相识的牛——2011 年 A 股市场投资策略》

报告首发日期: 2011 年 01 月 05 日

最近 3 个月沪深 300 指数表现



目录

目录.....	1
图.....	错误！未定义书签。
表.....	错误！未定义书签。
一、12 月市场总体弱势.....	1
二、地缘政治和紧缩导致的年末效应是主要影响因素.....	2
■ 地缘政治问题.....	2
■ 政策紧缩的年末效应.....	2
■ 机构策略对来年看法震荡居多.....	3
三、元旦后正面因素增多.....	4
■ 政策面紧缩难再加码.....	4
■ 资金面将缓和.....	5
■ 美元走弱的必然性.....	6
四、调整提供积极布局机会.....	8

图

图 1 12 月市场主要指数成份涨跌幅(流通市值加权平均)%	1
图 2 各一级行业月涨跌幅，低估值表现占优	2
图 3 微利股、高市盈率股、小盘股风格指数表现落后%.....	2
图 4 年末资金效应在银行间回购市场显露无遗	3
图 5 券商预测 2011 年上证综指点位	4
图 6 PMI 先行指标回落（%）	4
图 7 CPI 基数效应（%）	5
图 8 近 8 年月度信贷发放节奏（亿元）	5
图 9 美元反弹结束重新走弱（%）	6
图 10 美国长期国债收益上升反应其财政压力上升而非通胀上升（%）	7
图 11 欧元区长期公债收益率也上升反应财政融资成本上升（%）	7
图 12 美国失业率仍上升（%）	7
图 13 美国周失业数据改善	7
图 14 从主要经济体名义有效汇率来看，人民币升值大势所趋	8

表

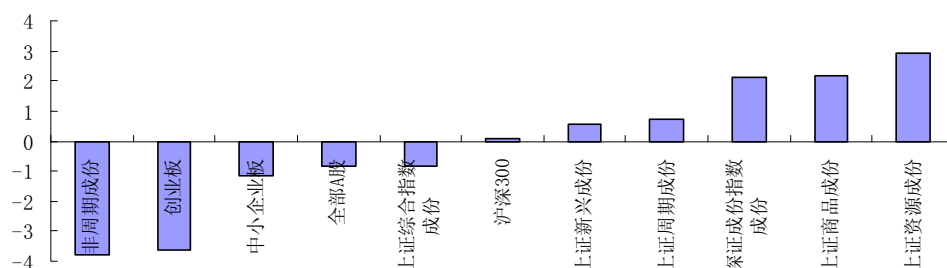
表 1 主要成份指数两年业绩预测及对应 P E	8
-------------------------------	---

一、12 月市场总体弱势

12 月市场受困于通胀高企及政策紧缩和年末效应，整体市场表现较弱，尤其是持续强势的中小板、创业板和部分非周期类出现高位下跌态势，获利筹码兑现及补跌态势明显，更是打击市场做多信心。

从各主要指数成份股表现来看，上证综指、沪深 300 指数 12 月份总体平稳，图 1，而非周期成份、创业板、中小板出现系统性杀跌，跌幅居前，紧缩带来的资金压力、高估值、年底的获利筹码兑现共同作用。而上证资源、上证商品、上证周期表征的包括煤炭、有色（主要是铜等金属）表现抢眼，获得超额收益，催化因素在于全球流动性导致的外围相关大宗商品价格走牛，部分品种走出创新高行情。

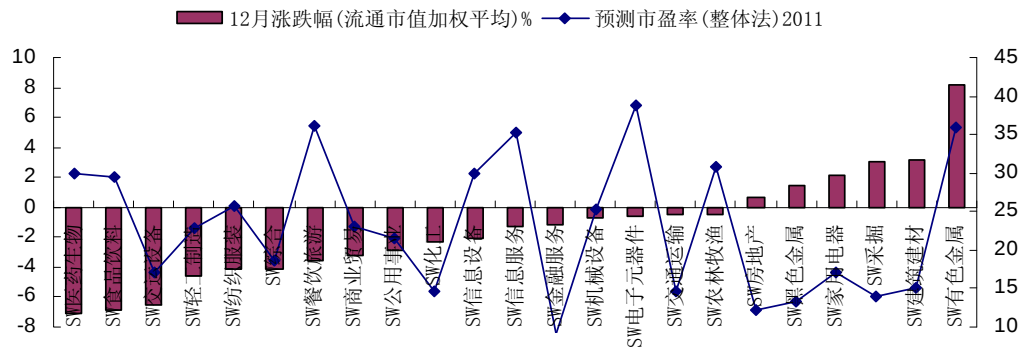
图 1 12 月市场主要指数成份涨跌幅(流通市值加权平均)%



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所（统计数据收盘日非特别说明均为 12 月 31 日，下同）

从行业角度考察，见图 2，医药生物、食品饮料、交运设备（汽车为主）跌幅居前，均超 5%，有色金属、建筑建材、采掘、家用电器涨幅居前三名的行业，但是家电、黑色金属、房地产也获得了正收益。总体上看，各明显行业均有不同的催化因素，非周期类的医药生物由于国家发改委对基本药物制度及价格等有利空打压、而有色及煤炭受外盘期货价格强势推动，房地产及家电受年末政策扰动的抢房效应刺激，钢铁整体是低位反弹，水泥受前期限电限产因素影响导致水泥淡季价格反而大幅上涨。从估值层面看，低估值的板块表现总体占优，在下跌时，银行、地产等表现了一定的抗跌性。

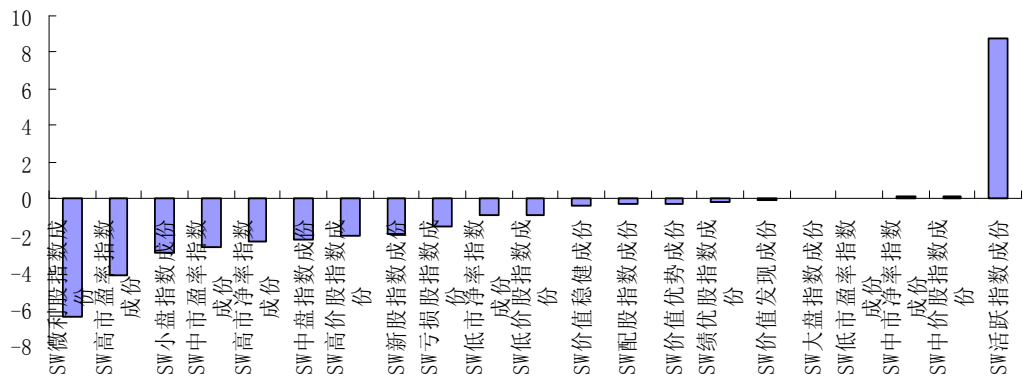
图 2 各一级行业月涨跌幅，低估值表现占优



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

风格指数表现方面，与全年基调相反，微利股指数、高市盈率指数、小盘指数等出现较大的补跌，我们认为，这反应了年底的结账效应和资金趋紧下的补跌是主要原因。

图 3 微利股、高市盈率股、小盘股风格指数表现落后%



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

二、地缘政治和紧缩导致的年末效应是主要影响因素

■ 地缘政治问题

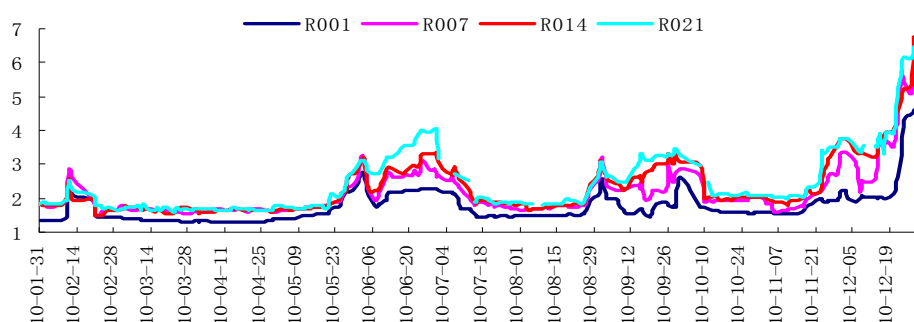
尽管我们不得不承认，朝鲜真正开战的概率趋于零。即便开战，中国卷入战争的概率也很小很小，但是 A 股市场 12 月 20 日确实对朝鲜“让炮弹飞”作出剧烈的反应，反观当日的韩国股市、国际汇市美元指数、黄金期货等却相当平稳。朝鲜问题是导致市场逐步向小箱体下轨震荡的一个重要原因。

■ 政策紧缩的年末效应

11月的CPI数据超市场预期以及对物价飞涨、房地产调控下的房价上涨、新增信贷不断超预期等因素持续催化，政策终于再次加码紧缩，12月20日再次上调存款准备金率，26日再次上调存贷款利率。货币政策短期控通胀、常态化决心显现，尤其是严控最后一个月的信贷额度，12月成为紧缩的一个月。

紧缩再加上年末商业银行的考核压力，拉存款、回收贷款、反应在资金利率就是大幅飚升。再加上股市历来的年末结账效应，资金面上捉襟见肘。

图4 年末资金效应在银行间回购市场显露无遗



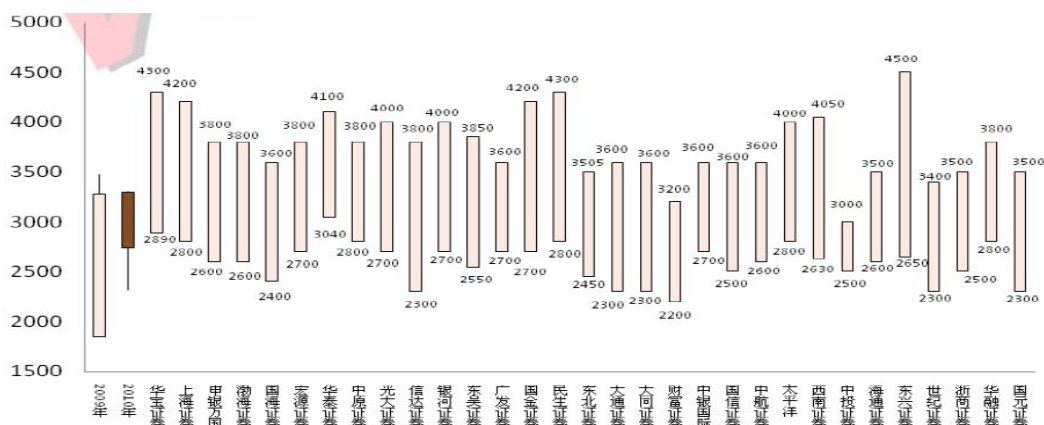
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 机构策略对来年看法震荡居多

从年末各大机构的年度策略来看，看震荡居多，或倾向于震荡、或震荡向上、或震荡向下，无全面牛市的观点。高点较多的分布在3800-4200点之间，而低点2700以上的居多，但仍在相当数量的机构认为要击穿2010年7月份的低点2319点，即指数再创新低。机构对来年的看法，短期对市场影响也较大，也是影响12月走势的重要因素。

再加上年末，各主流机构的排名战，相互的打压或被打压或误伤成为部分做空动力。

图 5 券商预测 2011 年上证综指点位



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

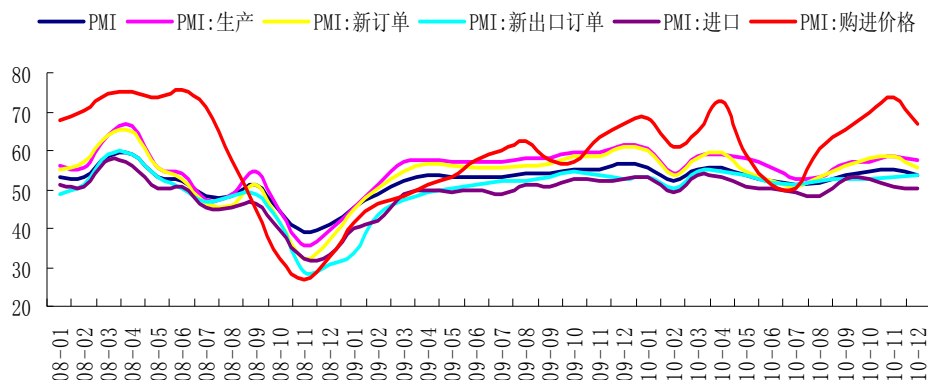
三、元旦后正面因素增多

元旦后,各项负面因素逐步消除,压力也逐步消除,正面因素逐步显现,支持看涨。

■ 政策面紧缩难再加码

年底政策在春节前将呈真空期,一方面是12月连续两道紧缩,一周内提存款准备金率和上调存贷款利率双管齐下,显示了决策层的态度和决心;另一方面博弈各方均需观察后续的数据和调控效果,政策进入观察期可能性大;再次,从最新公布的先行指标,12月份PMI指数来看,制造业综合指数回落1.3个百分点,这除了季季和存货积累因素外,也反应了政策紧缩对生产企业的影响,尤其是购进价格指数更显著回落6.8个百分点至66.7%,调控效果需要时间进一步显现。预计1月中旬开始,将陆续公布12月及全年宏观数据,到时重点关注工业增加值增速、固定资产投资、进出口等指标。

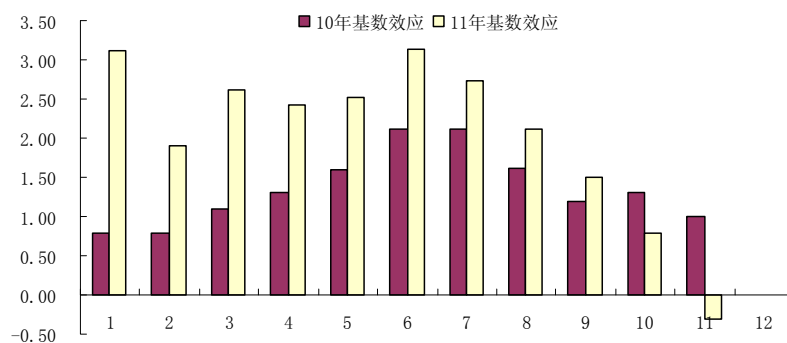
图 6 PMI 先行指标回落 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

随着 1 1 月 C P I 的超预期，1 2 月份的物价指数将显著回落，一方面是多部委联合控物价取得阶段成果，另一方面 1 2 月份翘尾因素消失，两者合力作用，物价将有较大幅度回落。

图 7 CPI 基数效应 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

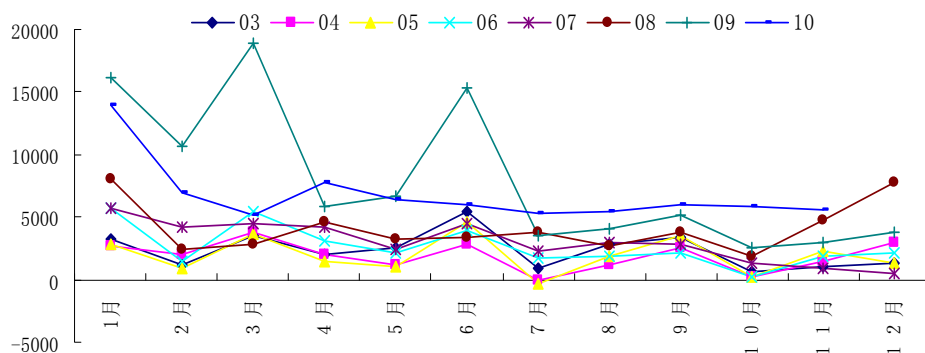
■ 资金面将缓和

一方面，资金拆借需求随着年末冲量行为的结束而回落，拆借利率将出现高位回落，年末两天回购利率回落已现端倪。

另一方面，年底最后一个月的信贷发放限制自然解冻。新的会计年度和信贷额度开始发放，按往年经验 1 月份的新增信贷额度在全年都是高水平，如按照全年 7 万亿元额度和 3322 节奏发放，一季度发放 2.1 亿元，而 1 月份至少放一半，即超过 1 亿元。这将与 1 2 月的资金紧张形成极大的对比。资金面将得到缓和。

从市场层面看，新的一年开始，民间资金结算完毕后，将进入新的操作周期。

图 8 近 8 年月度信贷发放节奏 (亿元)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 美元短期走弱的必然性

美元反弹结束重回弱势，图 9，主要在于：

一是以欧债危机催化美元升值有小题大做之嫌。理论上，美元仅对欧猪四国能保持相对强势，欧猪四国总体产值占欧元区比例低，况且，随着欧盟紧缩财政的实施、欧央行救助以及欧元永久稳定机制的探讨，欧元的弱势将得到稳定。事实上，回头看，美元对加元、瑞郎元显现持续的弱势，当然还包括非欧国家澳元。

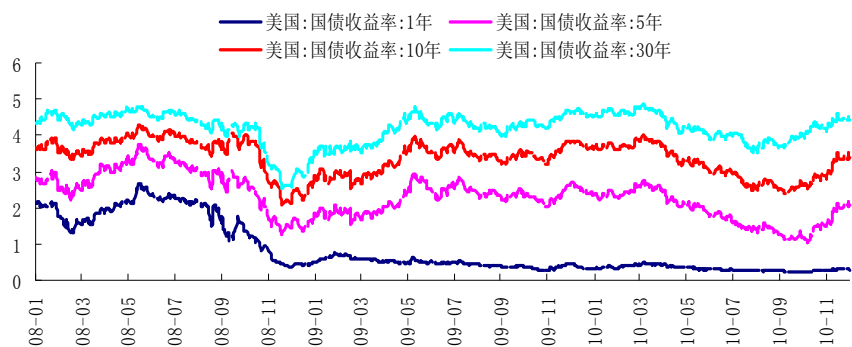
二是圣诞节日的消费旺季，带来美国近期较好的经济数据，部分增强了经济复苏的预期，尤其是美国长期国债收益率的上升，成为部分市场人士怀疑 QE2 能否持续或经验性看涨美元的重要原因。但是，我们认为，美国量化宽松政策，在美联储口头上是取决于“失业率下降和通胀率上升”，但实质上取决于美国影子金融市场的恢复，在此之前，美国的量化宽松将继续。本轮美国长期国债收益率的上升并不体现美国通胀率的上升，而更多是对美国新一轮 8500 亿美元的减税刺激带来的财政压力带来的融资成本上升，因此以此支持美元反弹可想而知是不能持久的。从失业率数据看，尽管周数据上，美国初次申请失业救济的人数出现下降，但月度失业率数据却不跌反涨，失业率数据也不支持美元空涨。预计美元维持弱势震荡格局以等待经济确定性的复苏信号。

图 9 美元反弹结束重新走弱（%）



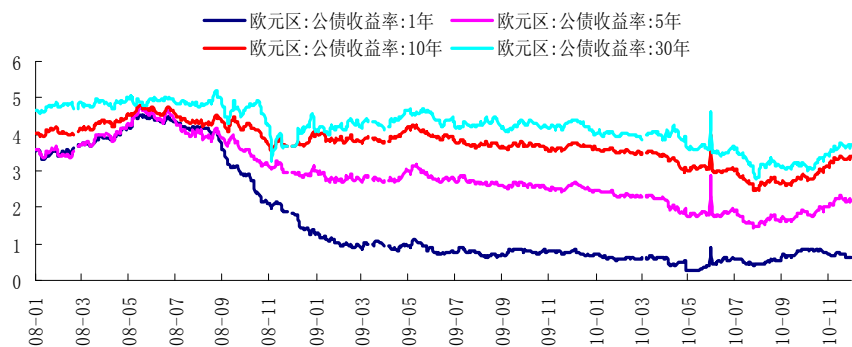
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 10 美国长期国债收益上升反应其财政压力上升而非通胀上升 (%)



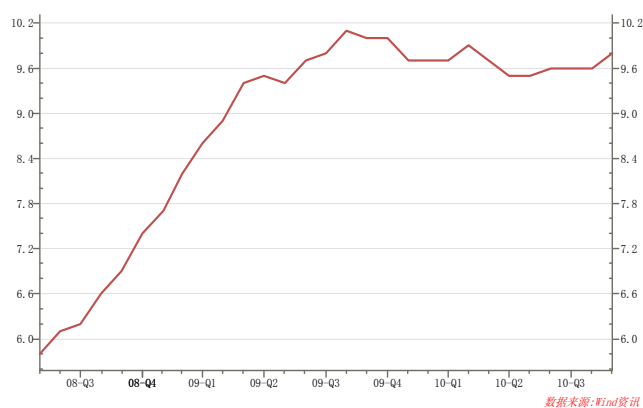
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 11 欧元区长期公债收益率也上升反应财政融资成本上升 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

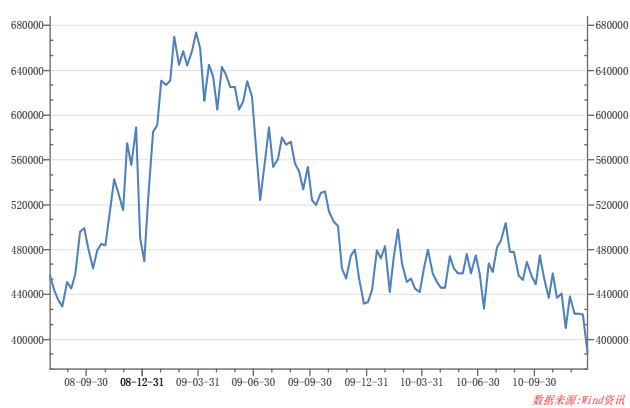
图 12 美国失业率仍上升 (%)



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 13 美国周失业数据改善



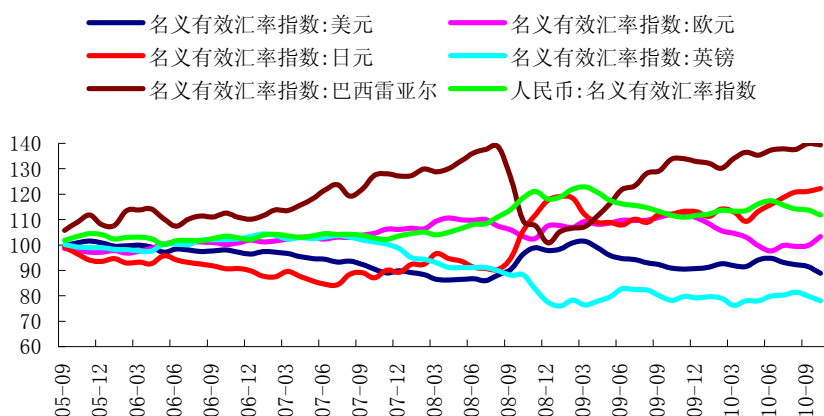
数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

三是朝韩问题将在各方力量平衡后逐步趋于平稳。回顾美元这一轮反弹,经历了欧债危机和朝韩纷争两个阶段性事件的催化,而随着这两件事情的逐步趋稳,美元的避险需求面临回落。

四是最重要的，人民币对美元升值将加剧美元弱势。我国靠原有的利率和存款准备金率及行政管控物价等手段，已越来越难以平衡流动性充裕、物价上涨压力这两者之间的矛盾。我们一直强调的，在不动汇率的前提下，持续的加息空间有限、利率手段紧缩压制物价效果有限，政策有难解的结。唯有适当提高汇率水平，再结合利率、存款准备金率，才有可能化解难题，而难点在于考验出口部门对升值的承受力。从各国的名义有效汇率看，人民币升值将大势所趋。随着 1 月份总书记访美，人民币升值面临窗口期。

图 14 从主要经济体名义有效汇率来看，人民币升值大势所趋



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

四、调整提供积极布局机会

结合估值角度，我们认为，指数年底的调整提供了积极布局的良机，而元旦后众多催化因素支持上涨。

估值来看，A 股上市公司 3 季报整体的盈利增速为 35%，其中 3 季单季增长 25%，环比基本持平，我们预计全年增长 32% 以上，2011 年预期增长 20%。从万得资讯关于业绩增速这一块的预测来看，表 1，上证综指及沪深 300 进入 2011 年的 PE 将进入 1 2 倍的水平。银行股回到 8 倍区间，见图 2。整体估值难有大的回落空间。

表 1 主要成份指数两年业绩预测及对应 P E

指数名称	净利同比增长率 %		两年复合	市盈率		
	10E	11E		09A	10E	11E
上证综合指数	35.61	22.31	28.79	21.15	15.59	12.75
上证 180 指数	33.75	19.86	26.61	17.87	13.36	11.15
上证 50 指数	31.76	18.50	24.95	15.90	12.06	10.18
沪深 300	35.54	20.66	27.88	19.86	14.65	12.14

深证成份指数	45.07	25.50	34.93	30.28	20.87	16.63
中小板综	41.22	39.00	40.11	60.82	43.07	30.98
深证综合指数	51.89	34.64	43.01	50.21	33.06	24.55

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

从估值、美元走势、升值、信贷增长角度综合考虑, 1 月份选股逻辑主要是:

一是美元走弱和人民币升值驱动的煤炭、有色、地产、金融、航空等行业;

二是积极布局年报高送转预期个股, 集合中小板、创业板、新兴产业方向、次新股等条件是重点关注对象;

三是两会前后, 相关区域主题、产业振兴主题、新兴能源规划等将成为政策焦点, 适当布局;

四是关注大消费类股回落中提供的估值支撑和中期买点机会。

1 月份推荐组合个股: 部分年度组合的个股继续关注, 如科新机电、合肥百货、乐视网、西部材料、兰花科创、南京银行, 另外关注南方航空、铁龙物流、锡业股份、中国西电、光明乳业、浦东建设、常林股份等。

分析师承诺

分析师 曾小勇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。