

策略研究报告

第一创业研究所
于海涛 S1080200010003
联系人: 周海峰
电话: 0755-82485052
邮件: zhouhaifeng@fcsc.cn

市场部分反映悲观预期, 2月反攻值得期待

——市场2月投资策略

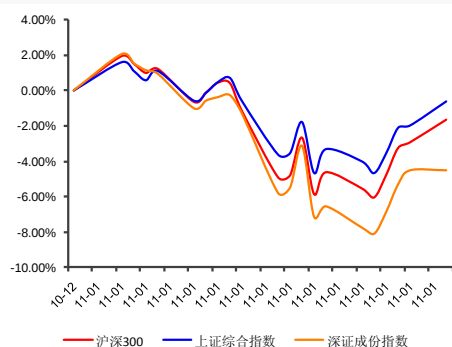
沪深300交易数据

年初涨跌幅: -1.65%
日最大涨幅: 2.26% (1/19)
日最大跌幅: -3.80% (1/17)

A股基本数据

A股流通市值(亿元): 187775.70
总市值(亿元): 296901.73
市场平均PE(10): 18.89
市场平均PE(11): 18.28

市场指数今年表现



要点:

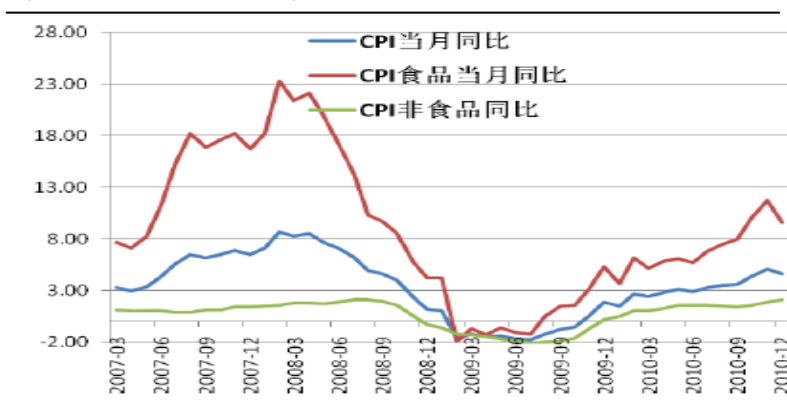
- **物价暂时回落 加息压力不减** 由于供给、流动性等因素引起蔬菜价格快速上涨已经传导致非食品行业, 而在信贷并未严厉收紧的情况下, 2011 年上半年 CPI 或将维持高位震荡, 下半年这一局面才可能有所改善。面对通胀、信贷的巨大压力以及久调不下的高房价, 央行在 2 月份很有可能再次加息。
- **经济企稳 但拐头向上趋势尚未确立** 2010 年 12 月规模以上工业增加值同比增长 13.5%, 比 11 月同比数据上升 0.2 个百分点, 该数据连续两个月出现上升。2010 年全年国民生产总值同比增长 10.3%, 增速高于 2009 年修订后的 9.2%。而 2010 年第四季度 GDP 增速为 9.8%, 高于第三季度的 9.6%。09 年、10 年 1 月新增信贷分别为 16200 亿、13900 亿, 今年 1 月或难达到前两年的增幅, 信贷规模扩张速度减慢可能会对经济增长带来一定冲击。另一方面, 2010 年 10 月、12 月的两次加息的效果可能因滞后性而在 2011 年一季度显现出来, 进而影响经济增长。
- **调控频繁 权益市场流动性未受大冲击** 央行在 2010 年 10 月、12 月两次上调存贷款基准利率, 2010 年 11 月以来连续 4 次上调存款准备金率。4 次上调存款准备金率总计约冻结资金 14000 亿, 在不计算 1 月外汇占款情形下, 11 月至今年 1 月通过外汇占款与央票总共已向市场投放资金近 15000 亿, 所以我们认为市场流动性并未因 2010 年末以来的频繁调控而大受影响。
- **急速调整之后 估值分化有所改善** 12 月 15 日以来, 信息设备、电子元器件等前期强势板块进行了大幅度回调, 二者分别下跌 17%、15%, 最具代表性的高估值板块创业板整体下跌逾 16%, 中小板指也下跌近 15%。而低估值板块诸如金融、地产及整个沪深 300 指数相对跌幅均很小。从估值来看, 大盘已经基本没有下跌空间, 目前上证综指的市盈率仅为 20.69 倍, 若考虑到 2010 年上市公司整体大约 30% 的业绩增长, 实际静态市盈率可能已达 15.91 倍, 这已经低于 2005 年出现的第一个底部; 若 2011 年上市公司业绩整体增长 20%, 以目前的上证指数看, 其对应的市盈率已达 13.26, 这已经低于 08 年底部的估值水平。
- **市场策略: 春天里的超跌反弹值得期待** 我们认为 2010 年 11 月以来的这一轮下跌已经体现了大部分对于未来的不确定性预期, 中小板块跌幅接近 20%, 做空动能得到有效释放, 大部分利空提前兑现。迅速的下跌之后, 我们认为不应悲观, 2 月的春节效应或能重新点燃投资者热情, 至少超跌之后的反弹值得期待, 但期待可能不宜过高, 我们认为大盘在 3000 点左右会有较大的继续上行压力。



一、 物价暂时回落 加息压力不减

12 月 CPI 同比回落至 4.6%，主要是翘尾因素导致的，蔬菜价格环比下降 9.4%也有贡献，但 CPI 环比仍上升 0.5%。非食品价格同比上涨 2.1%，涨幅进一步加快，七大类项目同比涨幅均扩大或持平，衣着类自 07 年 3 月后首次为正。非食品环比上涨 0.2%，超过往年同期均值，物价上涨从食品向非食品进一步传导。

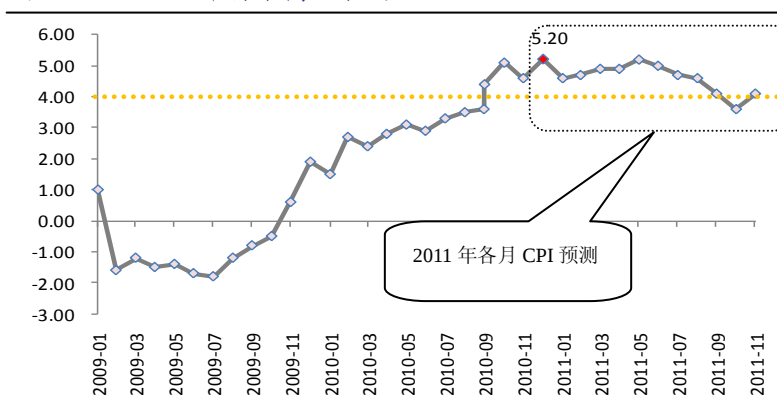
图一、CPI 出现小幅回落 (%)



数据来源：第一创业证券 WIND

今年 1 月份以来，因南方等地低温雨雪天气持续，根据我们宏观组的跟踪，蔬菜价格出现持续上升，物价上涨压力加大。食品与非食品价格皆出现上涨，CPI 可能在 1 月达到 5.2%并创下 2008 年年底以来新高。据报道本月至今信贷投放已突破 1 万亿，银行年初信贷扩张冲动强烈。由于供给、流动性等因素引起蔬菜价格快速上涨已经传导致非食品行业，而在信贷并未严厉收紧的情况下，2011 年上半年 CPI 或将维持高位震荡，下半年这一局面才可能有所改善。面对通胀、信贷的巨大压力以及久调不下的高房价，央行在 2 月份很有可能再次加息。

图二、CPI2011 年将于高位震荡 (%)



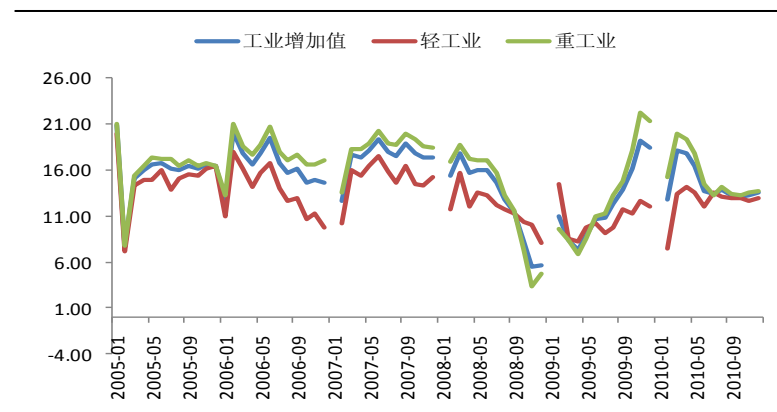
数据来源：第一创业证券



二、 经济企稳 但拐头向上趋势尚未确立

2010 年 12 月规模以上工业增加值同比增长 13.5%，比 11 月同比数据上升 0.2 个百分点，该数据连续两个月出现上升。2010 全年，规模以上工业增加值同比增长 15.7%，金融危机前三年工业增加值平均增速在 17% 左右，2010 年的增速已经接近了金融危机前的正常水平。

图三、工业增加值连续两个月上升（%）

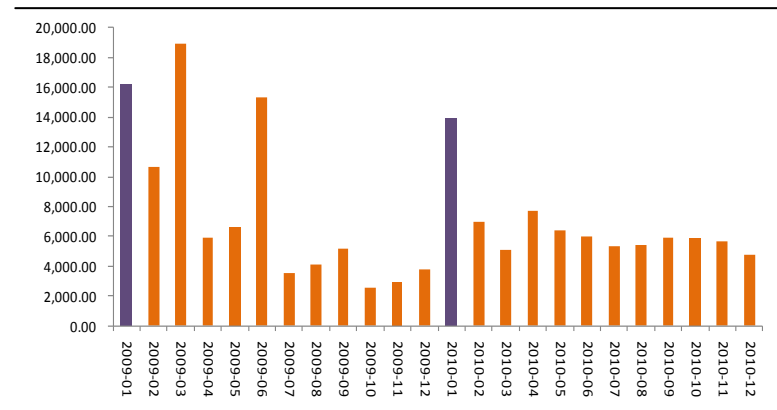


数据来源：第一创业证券 WIND

国家统计局 20 日公布的数据显示，2010 年全年国民生产总值同比增长 10.3%，增速高于 2009 年修订后的 9.2%。而 2010 年第四季度 GDP 增速为 9.8%，高于第三季度的 9.6%，但稍低于第二季度的 10.3% 和第一季度的 11.9%。

虽然 2011 年新增信贷出现大幅萎缩的可能性比较小，但亦难以超过前两年的规模，09 年、10 年 1 月新增信贷分别为 16200 亿、13900 亿，今年 1 月或难达到前两年的增幅，信贷规模扩张速度减慢可能会对经济增长带来一定冲击。另一方面，2010 年 10 月、12 月的两次加息的效果可能因滞后性而在 2011 年一季度显现出来，进而影响经济增长。因此 2011 年上半年经济增长可能会比我们之前预期的稍弱，一季度 GDP 同比增速甚至可能会比 2010 年四季度的 9.8 低。

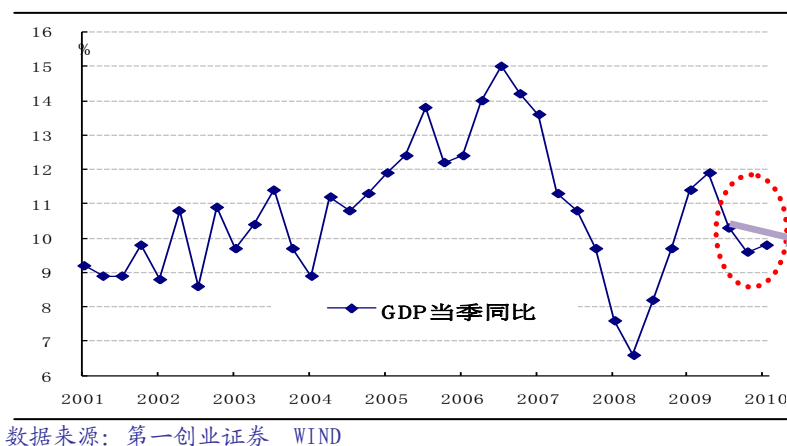
图四、2011 年 1 月信贷增长或难超前两年（单位：亿元）



数据来源：第一创业证券 WIND



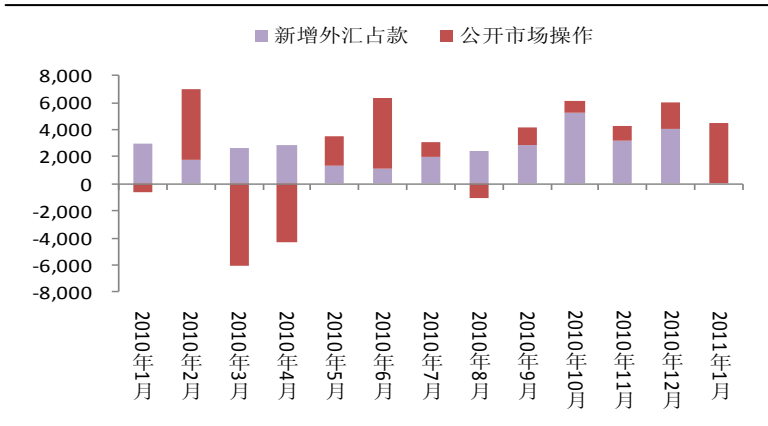
图五、GDP 出现企稳 (%)



三、 调控频繁 权益市场流动性未受大冲击

2010年12月与2011年一月央行通过发行央票总共仅回笼货币200亿元，强烈的加息预期使得央票一二级市场利率倒挂，央票的发行变得困难、其货币操作功能基本丧失。1月下旬以来，央行连续两周暂停公开市场央票和回购操作，2010年11月至2011年1月间央行总计通过公开市场操作投放货币7645亿元。2010年四季度新增外汇占款增幅比往年明显加快，四季度共新增外汇占款12531亿元，同比09年增长62%，2010年9月以来通过新增外汇占款与公开市场总计投放货币25192亿元（不包括2011年1月新增外汇占款）。

图六、月度新增外汇占款与公开市场操作净投放（单位：亿元）



数据来源：第一创业证券 WIND

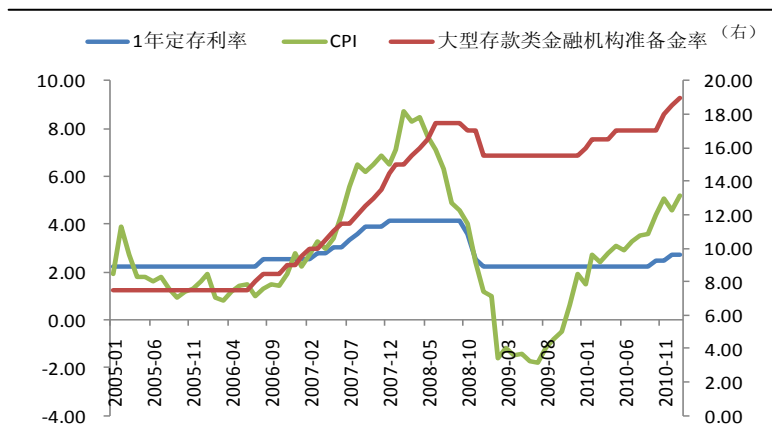
央行在2010年10月、12月两次上调存贷款基准利率，2010年11月以来连续4次上调存款准备金率。4次上调存款准备金率总计约冻结资金14000亿，在不计算1月外汇占款情形下，11月至今年1月通过外汇占款与央票总共已向市场投放资金近15000亿，所以我们认为市场流动性并未因2010年末以来的频繁调控而大受影响。

加息的意图仍是主要应对高企的通胀水平，从而减缓居民存款的“贬值”趋势，但高



位运行的 CPI 使得“负利率”会较长时间存在，“存款搬家”的冲动便会存在，权益市场的实际流动性充裕程度可能不会因调控而大幅恶化。

图七、利率、存款准备金、CPI 对比 (%)



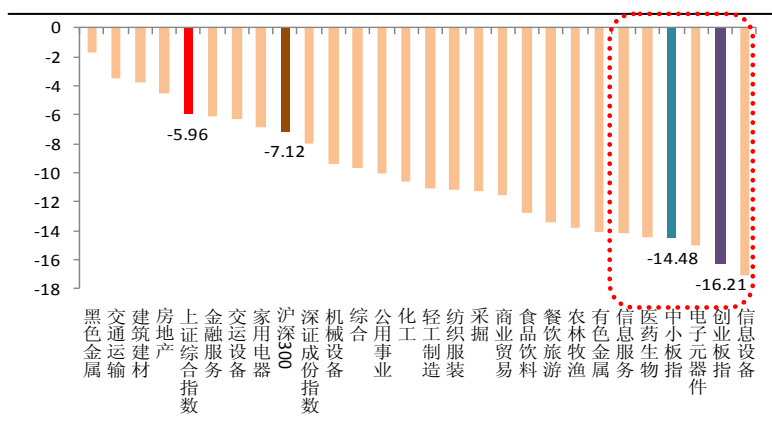
数据来源：第一创业证券 WIND

四、急速调整之后 估值分化有所改善

我们之前的报告中曾多次提出部分板块的估值与业绩发生比较严重的偏离，传统行业板块、权重板块与非周期、新兴行业板块估值出现巨大的估值分化，2010 年 12 月中旬以来，市场出现一轮急速下跌之后，上述的估值分化出现一定的改善。

12 月 15 日以来，信息设备、电子元器件等前期强势板块进行了大幅度回调，二者分别下跌 17%、15%，最具代表性的高估值板块创业板整体下跌逾 16%，中小板指也下跌近 15%。而低估值板块诸如金融、地产及整个沪深 300 指数相对跌幅均很小。

图八、12 月 15 日以来各行业涨跌幅 (%)



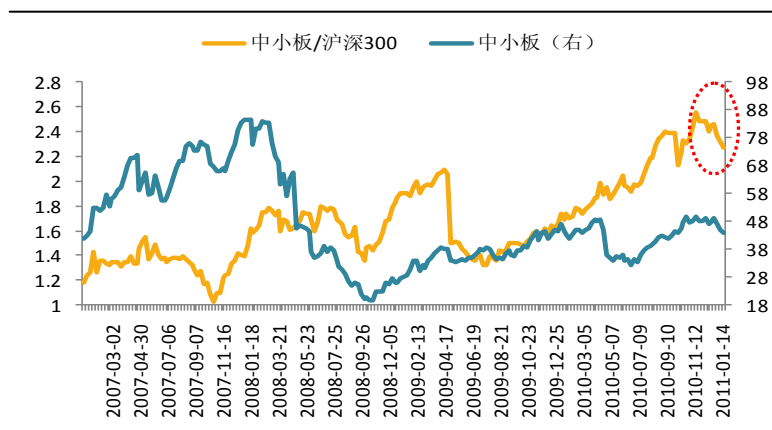
数据来源：第一创业证券 WIND

中小板与沪深 300 的估值分化在 2010 年 11 月底达到极限，在 11 月 26 当周，中小板与沪深 300 估值比达到 2.56 这一历史最高水平，12 月之后中小板相对估值连续创新高的



趋势得以终结，在 2011 年 1 月底，二者的估值之比已至 2.2 左右。

图九、板块估值对比（静态 PE）



数据来源：第一创业证券 WIND

从估值来看，大盘已经基本没有下跌空间，05 年以来 A 股市场的两个底部出现在 05 年 6 月和 08 年 10 月，两个底部的静态市盈率分别为 17.25 倍、14.13 倍。目前上证综指的市盈率仅为 20.69 倍，若考虑到 2010 年上市公司整体大约 30% 的业绩增长，实际静态市盈率可能已达 15.91 倍，这已经低于 2005 年出现的第一个底部；若 2011 年上市公司业绩整体增长 20%，以目前的上证指数看，其对应的市盈率已达 13.26，这已经低于 08 年底部的估值水平。

图十、板块历史估值（静态 PE）



数据来源：第一创业证券 WIND

五、 市场策略：春天里的超跌反弹值得期待

在 2010 年底开始进入加息周期，其对经济的影响或在 2011 年逐步开始显现，所以现在尚不能断言经济已经趋势性的拐头向上。在物价的压力下，后续出现加息以及上调存款



准备金率的可能性依然非常大，因此，2011 年的经济增长以及市场流动性并不宜过分乐观。

目前市场的主要忧虑一是国家进行紧缩调控的力度以及节奏，二是中小板块随着年报业绩逐渐披露而引致的增长不及预期的估值调整风险。但从整体估值来看，市场并无多少下跌空间，目前的大盘估值、特别是权重板块估值已近历史最低点。

我们认为 2010 年 11 月以来的这一轮下跌已经体现了大部分对于未来的不确定性预期，中小板块跌幅接近 20%，做空动能得到有效释放，大部分利空提前兑现。迅速的下跌之后，我们认为不应悲观，2 月的春节效应或能重新点燃投资者热情，至少超跌之后的反弹值得期盼，但期待可能不宜过高，我们认为大盘在 3000 点左右会有较大的继续上行压力。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,如需引用或转载本报告,务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120