

11月A股投资策略月报

股票投资策略报告

本报告的主要看点:

1. 回顾了9月后市场运行的主要脉络,指出市场运行的主导因素阶段性转移到政策变化上来。
2. 对市场的态度由悲观转为中性,建议积极寻找投资机会。

守望

基本结论

- **市场回顾: 绝境反弹。**经济下滑、资金链紧张、欧债危机等利空因素推动10月份市场快速下调考验2300点,但是10月后期,国内政策的“转向”、欧债危机的“解决”推动市场信心强劲升温 and 股市大幅反弹,10月A股结束了月线的3连阴收阳,信息服务、金融股领涨,采掘煤炭因为资源税等原因下跌。
- 我们9月份推出的秋季策略《向下的螺旋》,指出了资金链紧张造成经济和盈利超调、市场加速下跌的前景。
- **未发生变化的因素。**目前来看,经济调整、企业盈利下滑的趋势没有改变,但从市场角度来看,前期的下跌部分兑现了这一利空,同时业绩披露的真空期来临,盈利下滑对市场的风险潜伏。
- **关注新的变化。**随着经济的调整和资金链风险的暴露,政策出现了针对性的微调,突出表现在对小微企业的信贷、财税支持以及对铁路、保障房等重点项目的支持上。
- **政策环境的改善使我们对市场评价改善,由悲观转为中性。**结构性刺激可以降低经济超调的风险,尚不能改变经济的下滑趋势。但随着经济的进一步下滑,政策放松的力度也有望逐步提高。鉴于此,我们对于市场的观点由悲观转为中性,预期中最坏的情景已经过去,若后续市场出现调整,建议追求绝对收益的低仓位投资者加仓。
- **11月份上证综指核心区间(2400,2600),建议积极参与政策热点,周期股中看好保险券商。**
 - 由于经济尚未出现巨大风险而政策也未出现全局性反转,我们认为当前消费成长为主导的风格没有发生变化,政策刺激热点有望为消费成长股提供催化剂。超跌的政府投资类股票(如铁路)、TMT、新能源、节能环保、文化、农业等政策热点股仍有望保持活跃。我们重点提示政策较为新颖的文化传媒和可能成为一号文件的种子农业行业。
 - 周期股面临经济和盈利下滑的压力,但由于政策的改善,我们认为未来可能看到盈利的下滑和估值的提升,而股价相对稳定。在周期股中,保险和券商在3季度遭遇股债双杀的打压,业绩低点已现;未来债券收益率的下行将部分改善其投资收益,当前正是增加配置、把握弹性的良机。
- **风险提示**
 - 极端的经济风险爆发。欧债复燃是一个难以预估的风险点,希腊公投可能妨碍第二批援助和欧债危机处理进程,压制全球市场情绪。
 - 政策放松预期落空。可能来源于超预期的CPI上涨。

陶敬刚 分析师 SAC 执业编号: S1130511030030
(8621)61038296
taojg@gjzq.com.cn

冯宇 分析师 SAC 执业编号: S1130511040007
(8621)61038262
fengyu@gjzq.com.cn

徐炜 分析师 SAC 执业编号: S1130511030024
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

内容目录

市场回顾：绝境反弹	3
未发生变化的因素	4
经济下滑，预期之中	4
盈利冲击，风险潜伏	5
关注新的变化	5
针对性微调出手	5
为什么还是结构性放松？	6
但经济继续回落会逐渐打开政策空间	7
对市场观点从悲观转向中性，11月上证核心区间（2400，2600） ..	7
消费成长风格依旧为主导	7
保险券商具备业绩弹性	7
风险提示	8

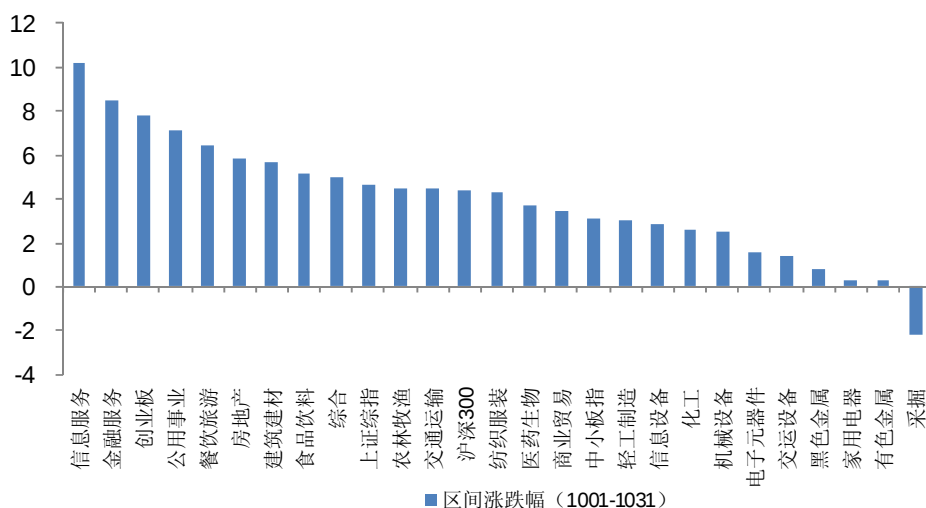
图表目录

图表 1：10月份A股涨跌幅	3
图表 3：10月份中采PMI指数继续回落，大致和历史规律一致	4
图表 4：房地产交易下滑，投资恐显著回落	4
图表 5：10月份韩国出口加速下滑，暗示中国出口前景	4
图表 2：3季度A股盈利加速下行	5
图表 9：支持小微企业政策频出	6
图表 10：防范政府主导投资烂尾的风险	6
图表 7：降息、降准，需要一定的经济和物价条件	6
图表 8：近期楼市出现调整	7

市场回顾：绝境反弹

经济下滑、资金链紧张、欧债危机等利空因素推动 10 月份市场快速下调，但是 10 月后期，国内政策的“转向”、欧债危机的“解决”推动市场信心强劲升温 and 股市大幅反弹，10 月 A 股结束了月线的 3 连阴收阳，信息服务、金融股领涨，采掘煤炭因为资源税等原因下跌。

图表 1：10 月份 A 股涨跌幅



来源：国金证券研究所

我们 9 月份推出的秋季策略《警惕向下的螺旋》，指出了资金链紧张造成经济和盈利超调、市场加速下跌的前景，这一判断在 9-10 月份的市场运行中得到了充分验证。目前来看，有些因素继续存在，但也观测到一些新的变化。

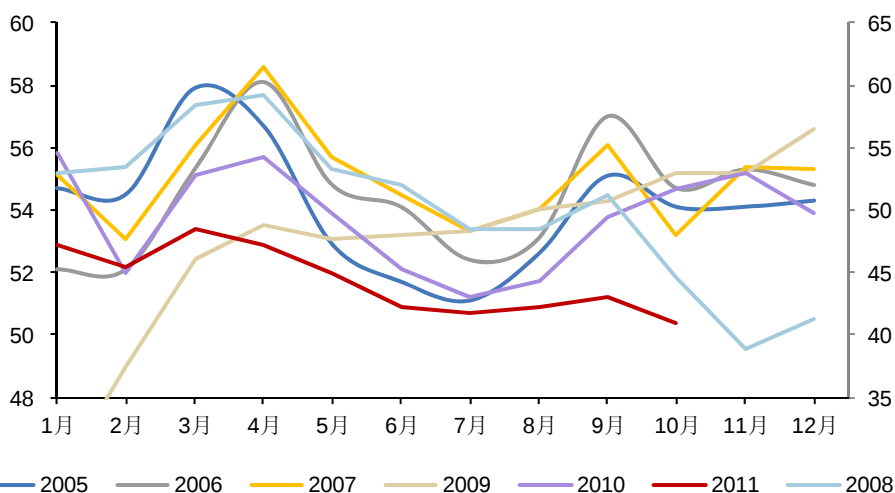
未发生变化的因素

目前来看，经济调整、企业盈利下滑的趋势没有改变。但从市场角度来看，前期的下跌部分兑现了这一利空，同时业绩披露的真空期来临，盈利下滑对市场的风险潜伏。

经济下滑，预期之中

年初以来经济总体处于缓慢下行状态。10月份汇丰PMI预览曾经给人以经济逆势回升的假象，但从中采PMI数据来看，10月份PMI较9月份回落1.8个百分点至50.4，大致反映了经济的季节性回落规律。

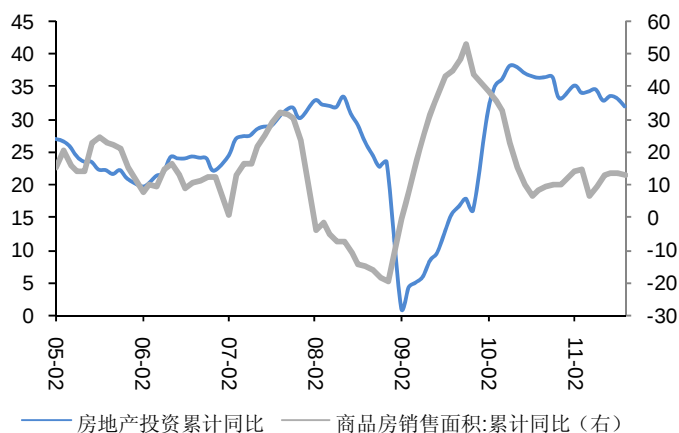
图表2：10月份中采PMI指数继续回落，大致和历史规律一致



来源：国金证券研究所

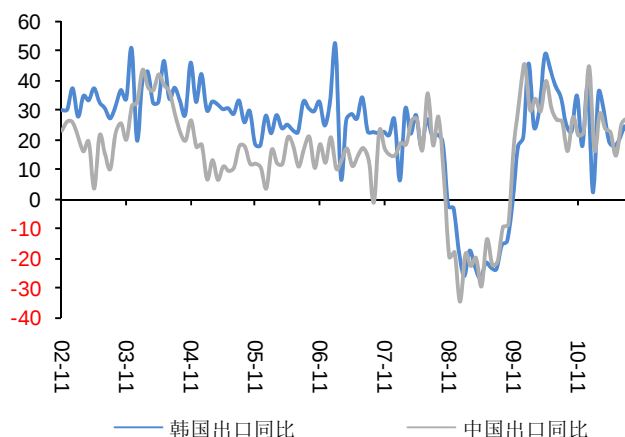
考虑到国内地产行业的拐点以及出口的偏悲观前景，如果没有政策的扶持，经济可能出现加速下行，此前的资金链断裂风险可能放大这一过程，这也是政策针对性扶持的触发因素。

图表3：房地产交易下滑，投资恐显著回落



来源：国金证券研究所

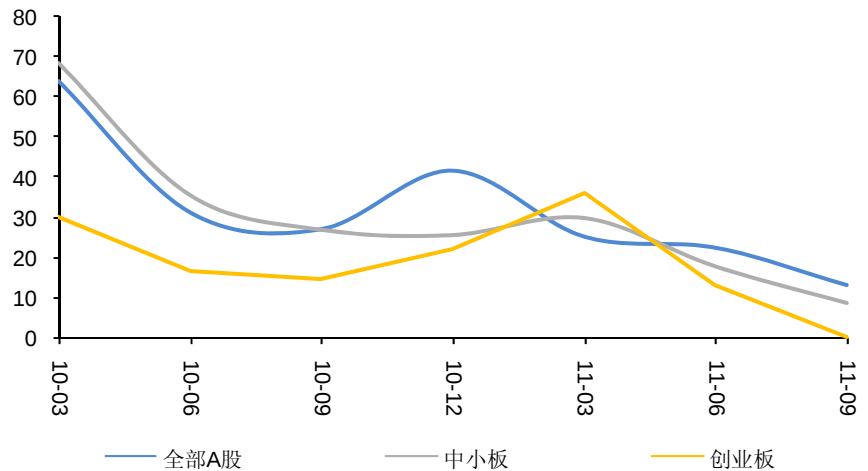
图表4：10月份韩国出口加速下滑，暗示中国出口前景



盈利冲击，风险潜伏

我们在秋季策略中预计4季度盈利将加速下滑并拉低全年盈利增速至15%。3季度的数据显示盈利已经提前出现了加速下滑的现象，全部A股、中小板、创业板单季度盈利增速普遍下滑10个百分点左右（A股、中小板、创业板2/3季度盈利同比增速分别为22.7%/13.5%、17.8%/8.7%、13.2%/0.5%）。鉴于经济和物价的双下滑趋势，A股盈利同比增速仍将继续下降。

图表5：3季度A股盈利加速下行



来源：国金证券研究所

然而一个好消息是，由于财报披露的真空期以及此前市场的快速下跌部分反映了盈利的下滑，我们认为这一风险暂时潜伏。

关注新的变化

发生变化的是，随着经济的调整 and 资金链风险的暴露，政策出现了针对性的微调，突出表现在对小微企业的信贷、财税支持以及对铁路、保障房等重点项目的支持上。

针对性微调出手

随着经济下滑，政策态度逐渐改善。尤其是资金链断裂的风险造成了经济超调隐患。资金链紧张的直接触发因素是货币信贷的收紧，根源上是政府主导投资规模难以为继，通过二元金融的传导，集中体现在小企业的资金链断裂和政府投资项目的烂尾风险上。因此，针对性的政策必然是对小企业的倾斜和对重点项目投资的资金支持上。10月以来财政、信贷政策大致反映了这一倾向。

图表6：支持小微企业政策频出

财政	提高小型微型企业增值税和营业税起征点。
	将小型微利企业减半征收企业所得税政策，延长至2015年底并扩大范围。
信贷	加大对小型微型企业的信贷支持:贷款增速不低于全部贷款平均增速，加大对单户授信总额500万元（含）以下小微企业的信贷支持。
	小企业信贷达标，银行可申请发行专项金融债。
	小微企业贷款风险权重：适用优惠的风险权重和资本监管要求。
	规范银行小微企业贷款收费问题，严格限制对小微企业收取财务顾问费、咨询费等费用。

来源：国金证券研究所

图表7：防范政府主导投资烂尾的风险

铁路	铁道部将获2000亿融资——11月1日
	铁道部：铁路建设债券利息收入企业所得税减半征收——10月10日
	发改委：铁路建设债券为政府支持债券——10月12日
保障房	《国务院办公厅关于保障性安居工程建设和管理的指导意见》指出，确保用地供应，按照规划优先安排、单列指标等。
	中央继续加大资金补助力度，地方优先安排资金。
	规范利用企业债券融资：地方政府融资平台公司发行企业债券，专项用于保障性房建设。
	央行和银监会要求加大对保障房的信贷支持，执行优惠信贷利率。
	银监会要求加大力度对保障性住房项目放贷，支持保障房建设。

为什么还是结构性放松？

目前政策的“拐点”还是针对性的微调，并非全局性放松。由于此前的紧缩集中体现在收紧货币和打压地产上，我们认为全局性放松的标志应该是货币政策的逆转和地产调控的放松。基于工业生产、物价（严格讲是实际利率）水平和地产调控阶段的制约，当前，全局性放松的条件并不具备。

- 工业生产相对平稳，无须政策逆转；而通胀拐点大概率确立，但当前 5% 以上的 CPI 和实际负利率水平并没有足够的放松空间。

图表8：降息、降准，需要一定的经济和物价条件

	工业增加值： 当月同比	CPI: 当月同 比	实际利率	人民币存款 准备金率	1年期贷款基 准利率
1997/09	11.10	1.80	8.28	13.00	10.08
1997/10	11.80	1.50	7.14	13.00	8.64
1998/02	9.50	-0.10	8.74	13.00	8.64
1998/03	9.00	0.70	7.22	8.00	7.92
2002/01	18.60	-1.00	6.85	6.00	5.85
2002/02	2.70	0.00	5.31	6.00	5.31
2008/08	12.80	4.90	2.57	17.50	7.47
2008/09	11.40	4.60	2.60	17.50	7.20
2008/10	8.20	4.00	2.66	17.00	6.66
2011/09	13.80	6.10	0.46	21.50	6.56

来源：国金证券研究所

- 地产调控初见效果，热点城市房价出现下跌。但是一旦货币放松或者限购解除，那么楼市调控前功尽弃，楼市恐将报复性反弹。

图表9：近期楼市出现调整

上海	10月，上海嘉定龙湖郦城：1.8万元/平方米直降到1.4万元/平方米。浦东中海御景熙岸：团购活动价格从2.2万元/平方米降至1.7万元/平方米。
深圳	10月份，全市成交均价19119元/平方米，比9月的20028元/平方米下降4.54%。 万科深圳金域缙香：均价万元左右的精装修房源，比此前开盘价优惠约1000元/平方米左右。 宝安西乡某新盘：带装修售价由预计的1.8万元/平方米下调至1.4万元/平方米起。
北京	万科北：金隅万科城即将于11月推出三期新房源，均价14000元/平方米，比之上期房源低了3000元/平方米。
西安	西安楼市“降价潮”迅速蔓延。近期，包括曲江、浐灞等楼市热门区域都惊现“4”字头起价楼盘。三季度，西安21623套成交普通住宅中，61%的普通住宅售价低于6000元/平米

来源：国金证券研究所

但经济继续回落会逐渐打开政策空间

目前政策的“拐点”尚是“结构性”的，不能扭转经济的下行趋势，但可能减缓经济下滑的斜率。然而，必须指出的是，经济调整本身也是政策空间逐渐放大的前提，未来经济下滑和政策放松的进程需要密切跟踪。针对小微企业的信贷倾斜可能通过降低对银行存贷比考核要求、取消差别准备金率、甚至直接窗口指导增加信贷投放等形式出现。如果信贷短期集中加速投放，不排除经济回升超预期的可能性。

对市场观点从悲观转向中性，11月上证核心区间（2400，2600）

鉴于政策的结构性刺激，我们认为经济超调的风险减弱，但是经济下滑的趋势仍在延续。而随着经济的进一步下滑，政策放松的力度也有望逐步提高。鉴于此，我们对于市场的观点由悲观转为中性，建议追求绝对收益的投资者逢低加仓。11月份上证综指核心区间（2400,2600），建议积极参与政策热点，周期股中看好保险券商。

消费成长风格依旧为主导

从基金3季报披露的情况来看，“低估值”的周期蓝筹配置被削减，而“高估值”的消费成长配置继续增加，这种配置似乎有点“扭曲”。从经济增长模式重大转折的趋势来看，消费成长股的超配十分理性。同时，我们也要关注风格阶段性转变的可能：一是，“低估值”超预期下跌，那么“高估值”将跟随杀跌；二是，低估值趋势性反转，高估值被调仓跑输甚至杀跌！因此，**配小弃大均衡被打破的风险来源于经济的向下超调或者政策的强劲反转，这需要切实的数据、事件、政策的触发，目前尚未看到触发因素。**

因此，政策的结构性特征恰为市场提供了结构性机会。一是，政府针对性挽救的方向，如超跌的政府投资类股票（如铁路建设股、电力设备股）；二是，政策针对性促进的方向，如TMT、新能源、节能环保、文化、农业等政策热点。我们重点提示政策较为新颖的文化传媒和可能成为一号文件的种子农业行业。

保险券商具备业绩弹性

由于经济仍在下滑而政策未发生根本性变化，蓝筹周期尚缺乏系统性机会。但由于政策的改善，我们认为未来可能看到盈利的下滑和估值的提升，而股价相对稳定。从进攻性的角度来看，我们推荐保险和券商。保险和券商在3季度遭

遇股债双杀的打压，业绩低点已现；未来债券收益率的下行将部分改善其投资收益，当前正是增加配置、把握弹性的良机。

风险提示

- 极端的经济风险爆发。欧债复燃是一个难以预估的风险点，希腊公投可能妨碍第二批援助和欧债危机处理进程，压制全球市场情绪。
- 政策放松预期落空。可能来源于超预期的CPI上涨。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B