

日期: 2011 年 11 月 29 日



曾小勇

021-53519888*1930

Zengxiaoyong@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120014

收官之战 难有惊喜

——2011 年 12 月份 A 股市场投资策略

主要观点:

A 股本年最后一个月度, 收官之战难有惊喜。逻辑来自于三方面:

一是宏观层面, 增长和通胀加速回落已经在宏观利润层面开始体现, 1-10 月份全国规模以上工业企业利润以及国有企业利润总额均出现同比增速下降、月度环比较大负增长局面。

二是政策层面, 在回落初期放松难以全面展开、流动性仅仅是相对见底, 结构性减税和定向信贷增加主要面对小微企业及三农企业, 流动性相对改善一方面是货币供给的改善另一方面是价格回落、需求放缓。预计 11 月 CPI 将回落到 4.3% 的水平。

三是从经验来看, 07 年之后的最近几年, 12 月份市场波动都不大, 另外年度资金结算、业绩考核等都决定 12 月机构操作动力减弱。

12 月有两个大会可以关注, 一是中央经济工作会议, 对来年政策定调, 对市场有全局性影响, 我们预计政策“稳健+积极”的提法不会有大的转变, 二是全国环保大会召开, 对节能环保相关方向上的题材股有交易性机会。

预计全月指数核心波动区间在 2300-2500 点。操作上总体偏防御, 选股以超跌、政策热点、业绩增长确定为主线, 中线关注年报高送转的交易性机会, 以超跌、次新小盘股、业绩好有送股潜力的品种为关注重点, 行业方面以消费类的白酒、新兴产业中的节能、环保、新材料、新技术等为主。

报告编号

ZXY11-M08

相关报告

《上海证券 11 月份 A 股市场投资策略: 预期逐步兑现, 探底反弹继续》

《上海证券 9 月份 A 股市场投资策略: 低位震荡、重心下移格局难变》

《上海证券 8 月份 A 股市场投资策略: 政策和通胀决定整体行情弱势》

《紧缩缓解与估值支撑下的趋势修复——2011 年中期 A 股市场投资策略》

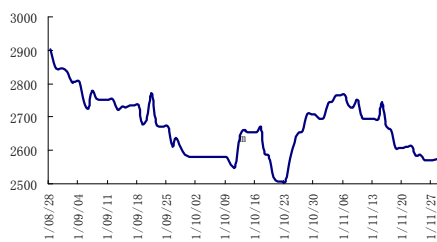
《2011 年春季 A 股市场投资策略: 投资驱动的经济 顺周期的配置逻辑》

《仍以寻找震荡格局下的结构性机会为主——2011 年 3 月 A 股市场投资策略》

《上海证券 2 月 A 股市场投资策略: 估值底部区域有反弹》

报告首发日期: 2011 年 11 月 29 日

最近 3 个月沪深 300 指数表现



目 录

目 录.....	1
图.....	1
一、11 月市场回顾：反弹遇阻继续探底.....	1
二、增长和通胀加速回落在宏观利润层面开始显现.....	2
■ 增长和通胀加速回落持续	3
■ 宏观层面利润加速下滑	6
三、政策定向宽松和相对流动性见底.....	7
■ 定向宽松继续	7
■ 相对流动性见底.....	8
四、关注两个大会.....	9
■ 预期中央经济工作会议仍定调“稳健+积极”	9
■ 全国环保大会为环保产业带来交易性机会	9
五、收官之战难有惊喜.....	10
■ 近年经验来看，12 月波动不大	10
■ 全月指数核心波动区间在 2300 - 2500 点	11
■ 风险因素	12

图

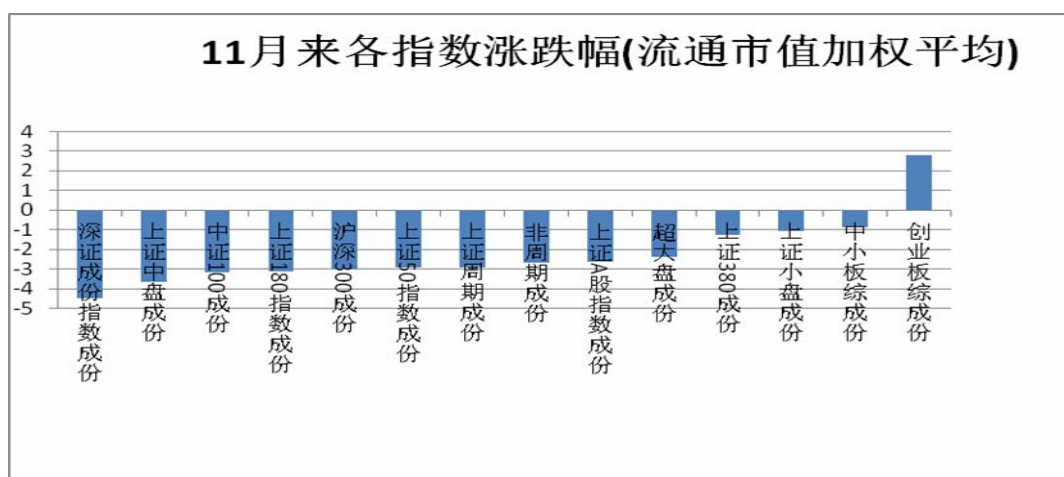
图 1 主要成份指数月度表现(流通市值加权平均) (%)	1
图 2 各一级行业月表现(流通市值加权平均) (%)	2
图 3 全球重要股指月度表现 (%)	2
图 4 发电量增速 10 月份回到个位数 (%)	3
图 5 随着 PPI 等下滑，工业增加值回落幅度有加大趋势 (%)	3
图 6 名义消费增速平稳 (%)	4
图 7 房地产投资高位回落有加速风险 (%)	4
图 8 进口增速反弹、出口增速回落 (%)	4
图 9 汇丰 PMI 初值加速回落 (%)	5
图 10 从周频数据看，食品月环比涨幅可能为负 (%)	5
图 11 CRB 现货综合指数 11 月跌 5%	6
图 12 工业企业利润累计同比增速下降及环比负增长 (%) ..	6
图 13 国企利润总额同比增速下降及环比负增长 (%)	7
图 14 外汇占款转负带来货币供给趋紧	8
图 15 货币供应 12 月或反身向上%	8
图 16 股指流动性指标 (%，点)	9
图 17 12 月份行情与全年比较 (%)	10

图 18 12 月份行情与四季度比较 (%)	11
图 18 近三年 12 月份各行业表现 (%)	11

一、11 月市场回顾：反弹遇阻继续探底

整个 11 月份指数波动区间 2350 - 2550 点, 与我们月度策略判断一致。政策的微调力度不断加大, 但反弹在 2550 点位置遭遇大盘股发行、大小非抛售等冲击, 严重压制了做多动能, 这种格局持续下去将有进一步考验新低的可能。指数弱势, 但局部结构性机会却演绎不断, 人气得到一定维持, 图 1, 创业板、中小板、上证小盘、上证 380 等小市值特征的指数表现较好, 这和软件、环保、新材料等新兴产业方向题材股表现强劲是一致的。总体上, 中小板和创业板走势相对于大盘股要强, 上证指数却相对强于深证指数。

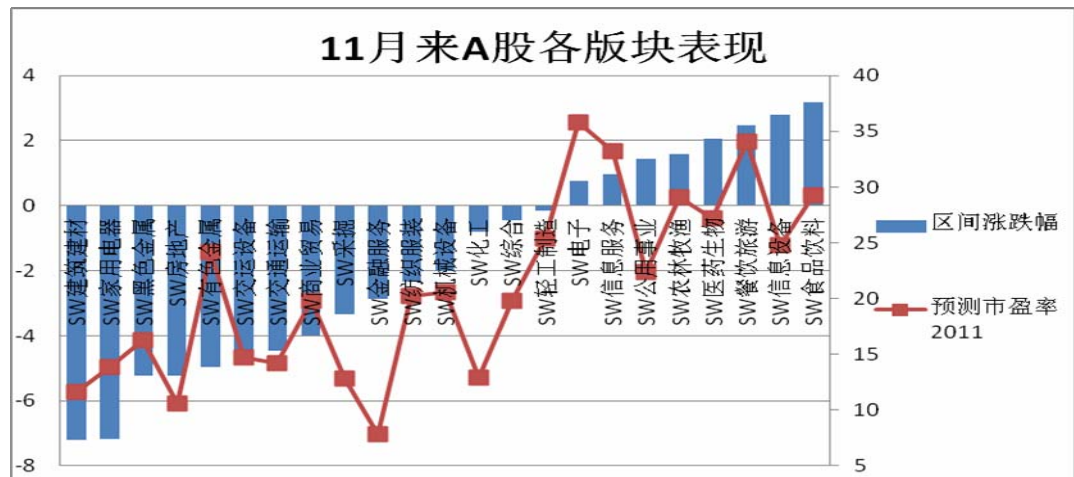
图 1 主要成份指数月度表现(流通市值加权平均) (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所 (数据截止日为 11 月 24 日, 下同)

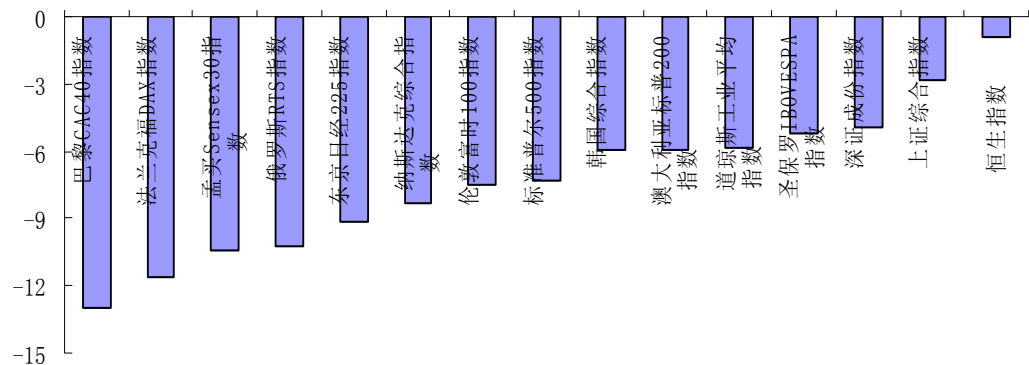
分行业看, 图 2, 11 月食品饮料、信息设备、餐饮旅游及生物医药等消费类与科技类板块表现强势, 而跌幅居前的板块包括建材、家电、房地产、黑金、有色等强周期类行业。受楼市调控政策效果加速呈现影响, 以及经济放缓加速, 市场对固定资产投资预期悲观, 房地产以及投资相关产业链上的行业, 包括建材机械家电钢铁等未来利润空间受冲击严重, 而采掘有色金属板块则因为美元的强势普遍创出反弹以来的新低。如此看来, 低估值板块的防御性不强, 主要还是看未来能否持续低估值, 除银行石化外, 不少低估值行业明年都面临业绩下降和估值上升。

图 2 各一级行业月表现(流通市值加权平均) (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 3 全球重要股指月度表现 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

外围来看, 欧洲主权债务危机救助仍进展缓慢, 希腊能否获得下一笔贷款悬而未决、意西法等又陆续给市场带来隐忧, 葡萄牙、匈牙利、比利时主权评级被相继调降, 欧盟提出的三种欧洲债券发行方案又被德狂批, 主要股市跌幅较大, 图 3。美元短期强势, 商品市场除原油外, 其它也弱势。目前来看, 欧债危机的救助开始转向修改欧盟条约、寻求制度上的修改并最终促成欧洲债券的发行。

二、增长和通胀加速回落在宏观利润层面开始显现

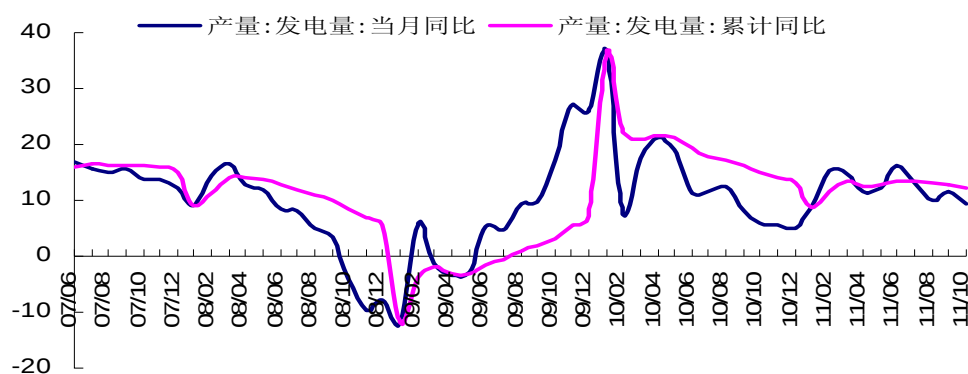
随着宏观调控效应的不断累积, 经济增长和通胀在同比数据上出现加速回落态势。这从 10 月份发电量、工业增加值、投资增速、PPI 以及 CPI 等可以看出。结合近期的价格数据持续多周下滑, 我们预测 11 月 CPI 同比可能回到 4.3%左右, 环比跌 0.2%, 而工业企业利润以

及国企利润在月度环比更是出现负增长。

■ 增长和通胀加速回落持续

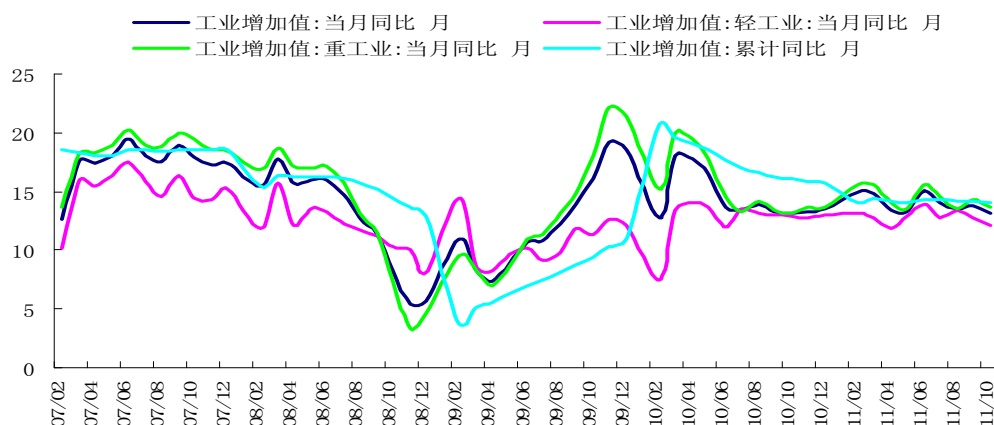
从10月份月度宏观数据来看，领先指标发电量10月份同比增速滑入个位数增长，图4，工业增加值增速10月出现明显的回落，由上个月的13.8%跌到13.2%，另外结合PPI的回落和重工业的下滑来看，未来工业增加值的回落或出现加速，图5。从增长动力来看，名义消费同比增长17%，图6，总体平稳，固定资产投资的增长速度24.9%，与上月持平，但房地产投资增速高位持续回落并有加速可能，图7。贸易顺差收窄，进口和出口增速表现在不同方向上的超预期，图8。

图4 发电量增速10月份回到个位数(%)



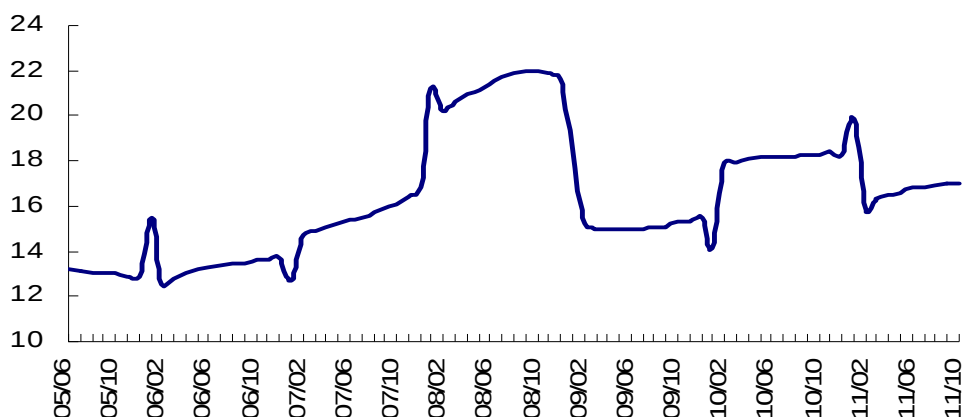
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图5 随着PPI等下滑，工业增加值回落幅度有加大趋势(%)



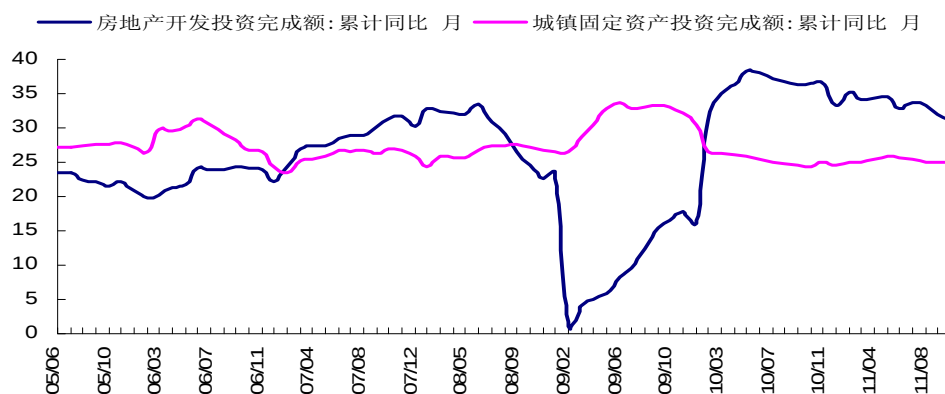
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 6 名义消费增速平稳 (%)



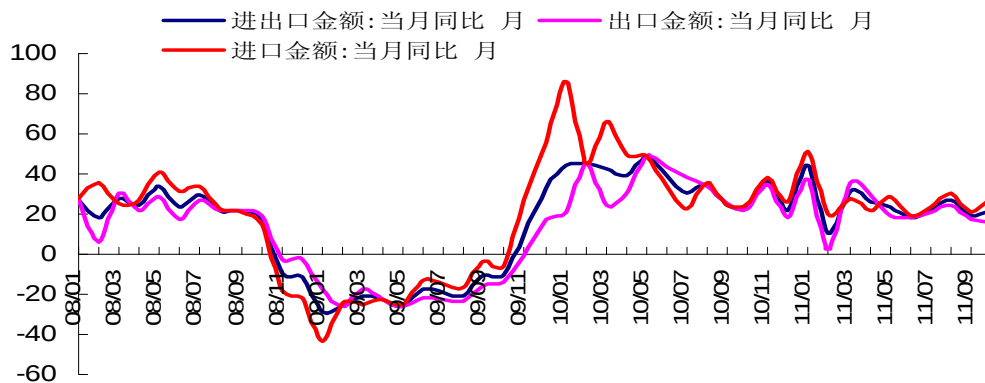
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 7 房地产投资高位回落有加速风险 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

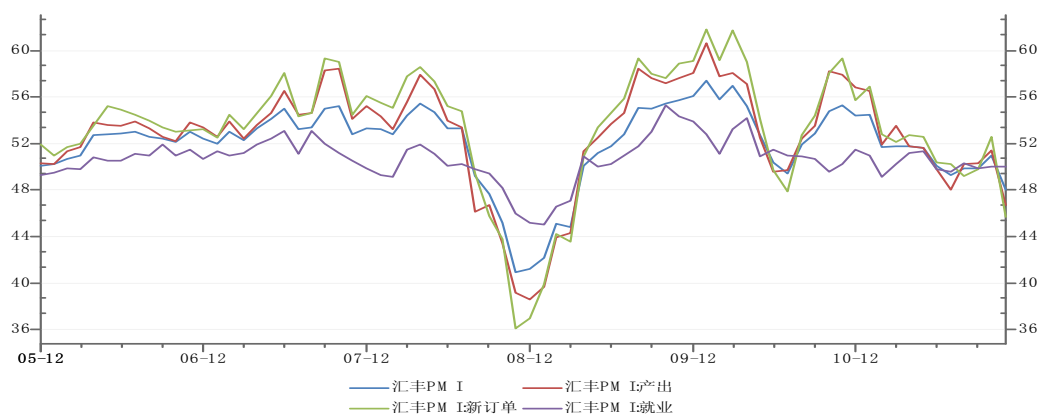
图 8 进口增速反弹、出口增速回落 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

汇丰银行 23 日发布的 11 月中国制造业采购经理人指数(PMI)，初值为 48，低于上月终值 51.0，呈加速回落态势。这一数据不仅跌破 50 的“荣枯线”，更创下 32 个月以来最低。从汇丰中国 PMI 分项数据看，“产出指数”从 51.4 骤降至 46.7，创下 2009 年 3 月以来最大降幅。11 月制造业 PMI 初值反映出，工业生产增长将进一步放缓，食品价格连续六周回落，意味着本月 CPI 在环比上可能负增长。

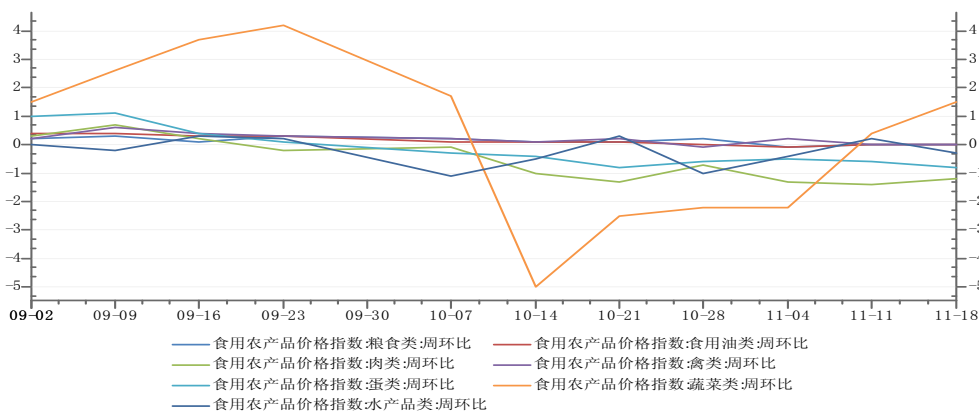
图 9 汇丰 PMI 初值加速回落 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

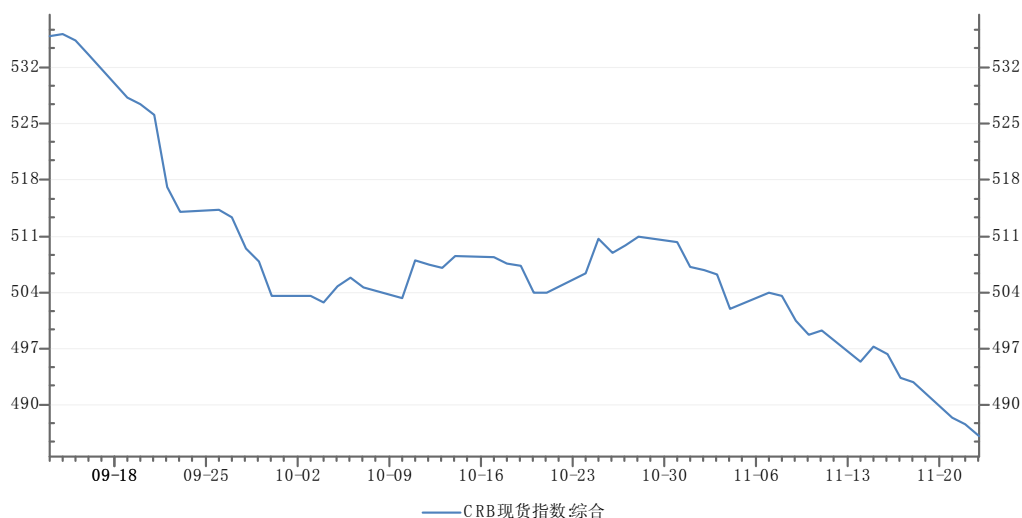
10 月 CPI 同比增长 5.5%，环比增速 0.1%，同比数据出现较大的回落，PPI 录得 5.0%的同比增速，回落幅度超出大家预期。PPI 首次下穿 CPI，经验上看，意味着通胀回落将进入两者相互推动的回落格局。以我们一直以来的测算模型和目前的周频度价格数据推算，11 月 CPI 环比 -0.2%的增长，月同比增速将回到 4.3%水平。

图 10 从周频数据看，食品月环比涨幅可能为负 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 11 CRB 现货综合指数 11 月跌 5%



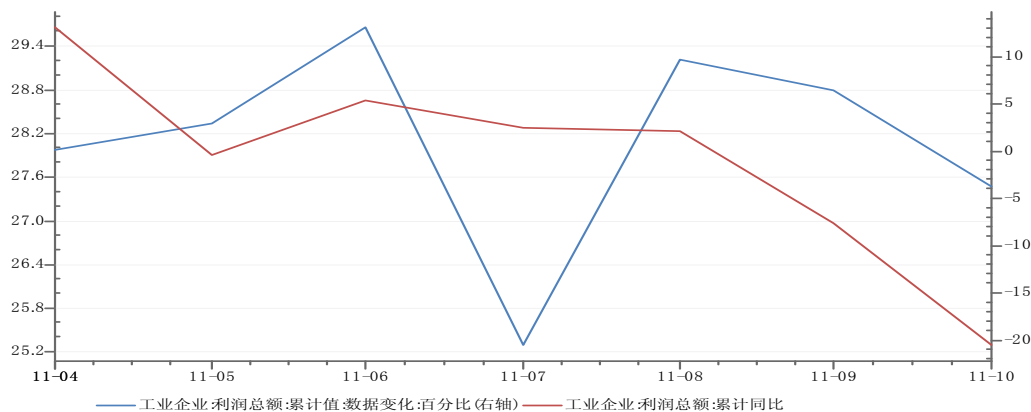
数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 宏观层面利润加速下滑

宏观层面的企业利润出现了增速下滑和环比负增长。1-10 月份全国规模以上工业企业实现利润 41217 亿元, 同比增长 25.3%, 但 10 月当月实现利润 4383 亿元, 同比仅增长 12.5%, 环比更是出现负增长, 增速为 -3.7%。1-10 月, 国有企业累计实现利润总额 18703.5 亿元, 同比增长 16%, 10 月份比 9 月份利润总额环比下降 12.7 %、连续 4 个月下降, 其中约占国企利润三分之二的央企累计实现利润总额 12655 亿元, 同比增长 12.1%, 10 月份比 9 月份环比下降 20.1 %、连续 3 个月下降, 钢铁、石化、烟草、有色、石油等行业环比降幅较大。

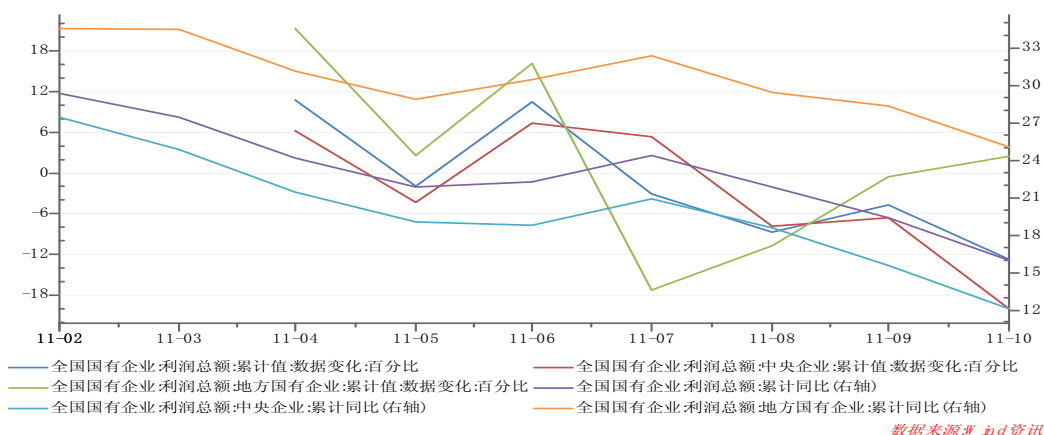
图 12 工业企业利润累计同比增速下降及环比负增长 (%)



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 13 国企利润总额同比增速下降及环比负增长 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

三、政策定向宽松和相对流动性见底

■ 定向宽松继续

经济面符合预期，政策面定向宽松不断，但市场基本不期待全面的放松。

11.7 日，尚主席首次亮相银监会，表态支持中小企业的融资发展，进一步向小微企业的金融服务尤其是信贷进行倾斜；

11.8 日，央行通过暂停三年期央票发行和下调央票利率等方式连续四周内三度释放政策微调松动信号；

11.16 日，央行第三季度货币政策执行报告指出，下一阶段央行将继续实施稳健的货币政策，同时根据经济形势的变化，适时适度进行预调微调，保持货币信贷总量和社会融资规模合理适度增长；

11.23 日，浙江省农信系统的数家机构获准定向下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点至 16%，差别存款准备金率的调整是政策微调的一个步骤。

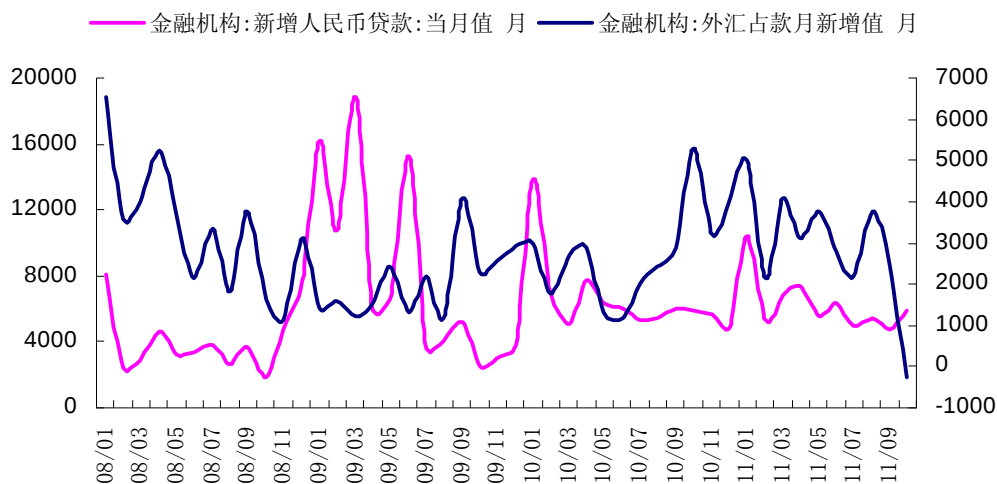
11.25 日，工信部预计明年中国经济运行不确定性更为突出，初步预计 2012 年规模以上工业增加值增速比今年低 1-2 个百分点，并呼吁对效益好、有订单的企业定向放宽金融。

除货币政策外，产业政策方面，各项结构性减税以及多项产业十二五规划推出。值得关注的是，证监会层面新的领导人上台，政策思路持续释放，包括强制分红制度建设、创业板再融资分红及退市、大盘股减量发行等，偏正面的政策不断出台短期难以提升投资者信心，但应关注其累积效应。

■ 相对流动性见底

央行 21 日公布的数据显示, 10 月份新增外汇占款为-249 亿元, 是 2007 年 12 月份以来首次出现单月负增长。用贸易顺差、外商直接投资以及外汇占款增长数据推算, 10 月份约有超 1800 亿元的资金外流。由于我国货币投放的基础货币主要是以外汇占款方式释放, 新增外汇占款如果持续负增长, 对市场资金面形成紧张影响。

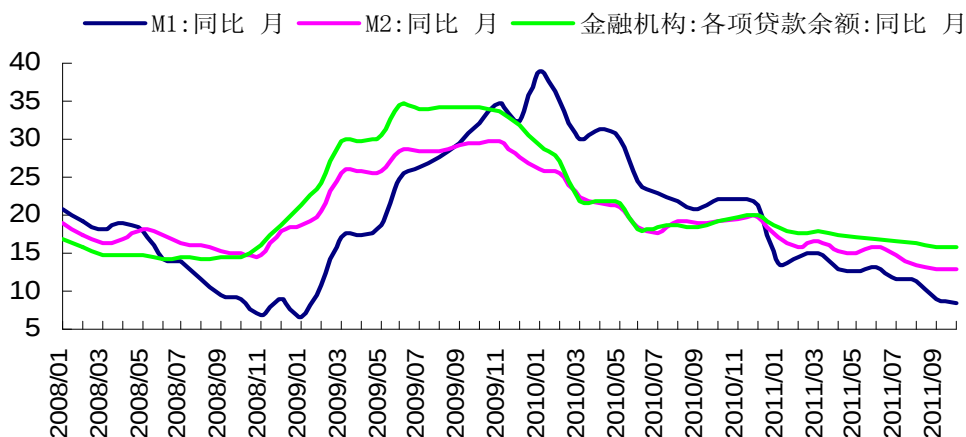
图 14 外汇占款转负带来货币供给趋紧



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

但另一方面新增信贷数据在政策微调下出现一定程度的增长, 10 月新增人民币信贷 5868 亿元, 比上月增加 1100 多亿元, 环比增速超过 22%, 预计年内保持 7.2 万亿元左右信贷规模, 则后两个月月均超 6000 亿元新增信贷。从 M1、M2 增速来看, 下滑势头逐步得到遏制, 信贷增速也略微下滑。可以预期, 货币增速下个月始将反身向上, 流动性改善明显, 图 15、图 16。

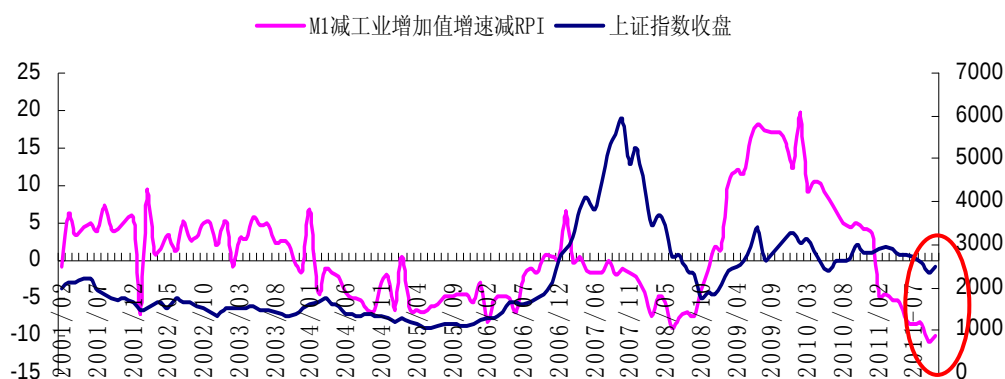
图 15 货币供应 12 月或反身向上%



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

因此,我们判断市场流动性得到相对改善,M1将见底反弹,工业增加值将进一步走低,零售价格指数随CPI见顶回落也继续回落,市场流动性缺口将从10月份开始迎来拐点,尽管仍为负值。

图 16 股指流动性指标(%,点)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

四、关注两个大会

■ 预期中央经济工作会议仍定调“稳健+积极”

12月将召开一年一度的中央经济工作会议,为2012年的宏观经济政策定调。从主流官媒的报道以及近期高层出访调研信息来看,政策基调不会有大的改变,继续以积极的财政政策和稳健的货币政策为手段,平衡控通胀保增长调结构促民生的几大目标,防范金融风险、结构性减税等是明年政策新的着力点。

综合通胀和增长回落的阶段判断,目前中国经济还不适合采用全面放松货币政策的做法,政策只是“微调”,并且“微调”也不是货币政策的整体调整,总体货币政策现在还处于“观望、调整、等待”的阶段。政策调整的着力点,并不简单在于“松紧之变”,而在于力促经济结构调整。

从李克强副总理11月27日在河北调研时强调的房地产调控政策仍将持续来判断,限购限贷政策仍将持续,仍以预调微调为主。从官媒吹风来看,中央高层密集调研集中在如何解决中小企业的难题,对小微企业、服务业新兴产业给予信贷、减税扶持。

■ 全国环保大会为环保产业带来交易性机会

原定于11月份召开的第七届全国环保大会延期到12月召开,此次会议将重点部署“十二五”环保方面的工作,针对环保领域存在的问题,

我国将会出台一揽子措施予以应对。同时，环保产业十二五规划也将在此前后发布。

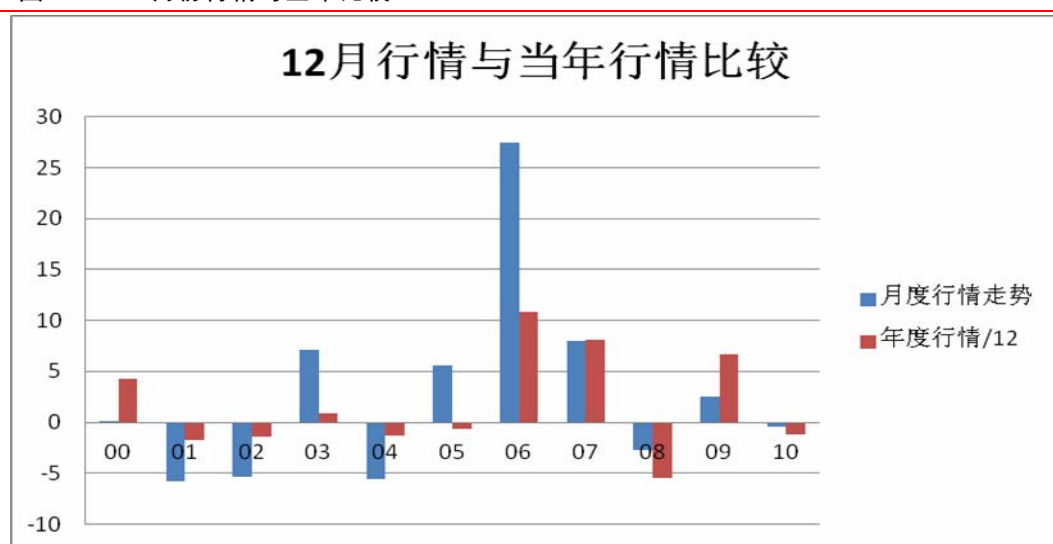
作为未来五年战略性新兴产业四大支柱产业之首的节能环保产业，“十二五”期间产业市场规模将超3万亿元，行业增长空间巨大。包括污水处理、废旧金属再利用、可再生能源及脱硫脱销等行业的龙头公司将迎来交易性机会。

五、收官之战难有惊喜

■ 近年经验来看，12月波动不大

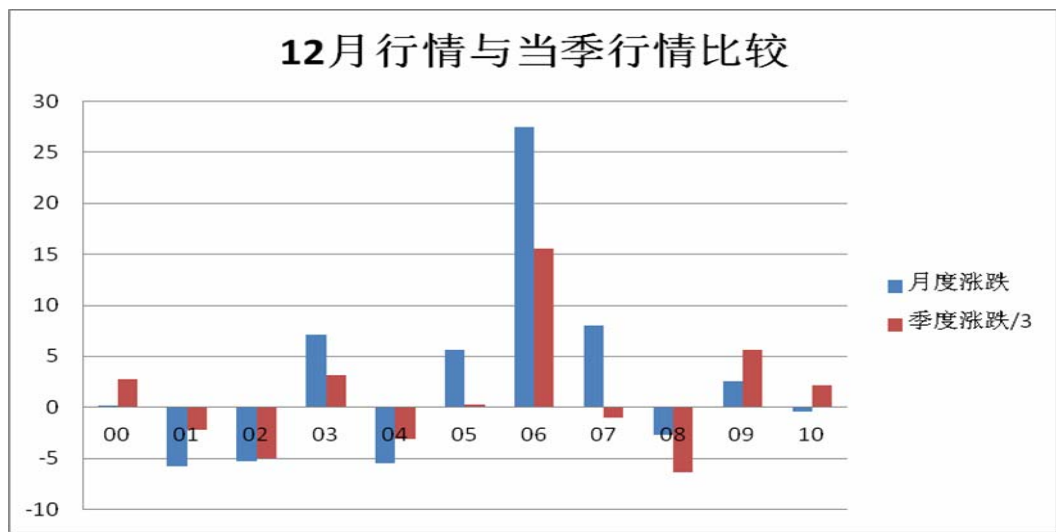
从经验来看，以07为界，最近几年12月份指数波动都不大，图17，12月指数波动都低于年度平均，更是远低于季度平均。另外，结合近期主流机构对明年的策略判断，普遍也认为指数是区间震荡运行态势，这也决定了12月行情不会有什么惊喜。

图 17 12 月份行情与全年比较 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 18 12 月份行情与四季度比较 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

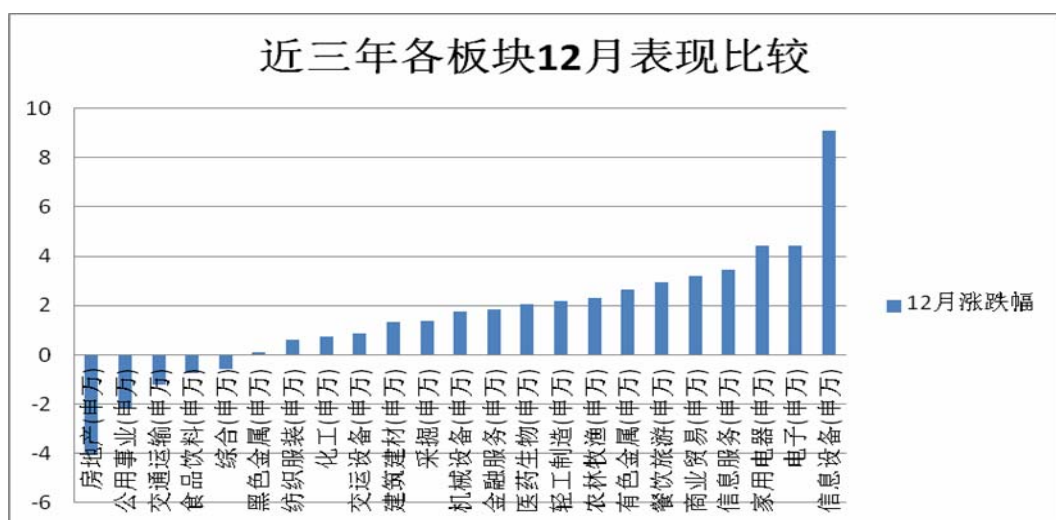
另外年度资金结算、主流机构业绩考核等从资金层面决定了 12 月份操作动力减弱。

■ 全月指数核心波动区间在 2300 - 2500 点

市场判断上, 预计全月指数核心波动区间在 2300 - 2500 点, 破 2300 创出新低的可能性很大, 但此位置技术反弹也有, 而 2500 点整数关将成为反弹的重大压力位。

从过去 3 年数据而言, 12 月份消费服务行业, 如电子、家电、商贸、餐饮等板块相对其它板块较为强势, 而房地产、公共事业、交通运输等板块相对疲软。

图 19 近三年 12 月份各行业表现 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

建议操作上总体偏防御, 选股以超跌、政策热点、业绩增长确定为主

线，中线关注年报高送转的交易性机会，超跌、次新小盘股、业绩好有送股潜力的品种重点关注，行业方面以消费类的白酒、新兴产业中的节能、环保、新材料、新技术等为主。

■ 风险因素

- 1、大盘新股发行对市场的冲击仍难消退；
- 2、欧债危机救助进展反复对美元及市场信心影响产生反复；
- 3、政策微调力度低于预期；
- 4、经济见底晚于预期。

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。

