

2012 年 02 月 06 日



策略研究

底部区域，催化剂发酵继续进行

策略深度报告

◆当前的位置：三重底部

估值底：沪深 300 估值处于历史最低区间；

产业资本增持底：二级市场重要股东增持金额/减持金额比例以及增持家数/减持家数比例表明：市场已经进入产业资本认可的估值区间。历史上，出现产业资本的增持相对减持行为大幅上升后，都能看到市场出现较为明显的上涨。

政策呵护底：1 月 6 日，在全国金融工作会议上，国务院总理温家宝在金融工作会议上提出“要深化新股发行制度改革，抓紧完善发行、退市和分红制度，加强股市监管，促进一级市场和二级市场协调健康发展，提振股市信心”，紧接着《人民日报》发表题为《稳定和提振股市信心》的文章。应该说，总理提出提振股市信心是比较罕见的。此后外管局超预期快速放行 RQFII，证监会成立投资者保护局，我们相信：政策对股市的呵护态度已经比较明朗。

◆经济走势：政策托底的力量不断显现，缓中趋稳态势明显；

◆盈利走势：12 月规模以上工业企业累计同比增速结束连续 5 个月下行，出现反弹，同期 M1 亦出现反弹。即便去年 12 月不是企业盈利的底，企业盈利增速在 2012 年上半年见底或许并非奢望。更为重要的是，盈利对市场的负面影响或许已经逐渐进入相对可控的区间；

◆流动性：从我们跟踪的相关指标来看，目前热钱流出的现象已出现显著缓解——且不排除转向流入。从 1 月 31 日国务院常务会议以及小微金融债发行审批发行情况看，中小企业流动性应该可以得到趋势性改善。从货币政策调控目标看，央行有能力也有意愿保障银行系统信贷投放能力；

◆市场融资

在纳入支持小微企业上市、14 家商业银行排队上市等最新信息的考量后，我们估算 A 股市场 1 季度 IPO、增发、配股大概率分别不会超过 500 亿元、750 亿元和 41 亿元，合计大概率不超过 1291 亿元。

维持 1 季度策略报告的判断：市场融资应该不会成为 1 季度市场的拦路虎。

◆结论

在反弹已经出现的前提下，考虑 2 月份行情演绎时，在经济基本面、企业盈利面和股票供求应该不会带来明显负面影响的预期下，我们沿用 1 季度报告的逻辑，认为两个因素比较关键：热钱和基建投资。

其中热钱流动继续朝着有利于市场上涨的方向发展，基建投资是否启动尚处观察期。整体上看依然偏正面，催化剂发酵进行时，反弹行情有望得以延续。

联系人

徐彪
021-22169120
xubiao@ebsecn.com

分析师

刘名斌 (执业证书编号：S0930511100003)
021-22169170
liumb@ebsecn.com

开文明 (执业证书编号：S0930510120012)
021-22169160
kaiwm@ebsecn.com

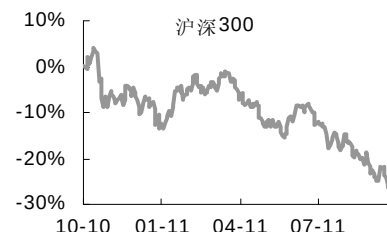
范敏 (执业证书编号：S0930510120021)
021-22169039
fanmin@ebsecn.com

冯钦远 (执业证书编号：S0930510120014)
021-22169119
fengqy@ebsecn.com

熊伟 (执业证书编号：S0930511060001)
021-22169110
xiongwei@ebsecn.com

薛俊 (执业证书编号：S0930510120022)
021-22169045
xuejun1@ebsecn.com

大盘走势图



相关研报

光大策略季报：2012 年 1 季度-底部区域，关注两大催化剂2012-01-18

光大策略动态：反弹可持续么？ ..2012-01-11

目 录

一、当前所处的位置：三重底.....	4
二、经济走势缓中趋稳.....	5
三、企业盈利增速下行逐渐进入可控区间.....	8
四、流动性分析.....	9
(一)、热钱流出或现转向.....	9
(二)、中小企业流动性.....	11
(三)、银行间市场资金状况与信贷投放能力.....	12
五、股市融资：不必担忧.....	12
六、结论.....	15

图表目录

图表 1: 沪深 300 预期业绩增速变化	4
图表 2: 沪深 300 预期 EPS 与 PE	4
图表 3: 增减持金额比例	5
图表 4: 增减持数量比例	5
图表 5: 经济增长波动是主动性调控的结果	6
图表 6: 调控工具与经济增长的关系	6
图表 7: 调控工具与经济增长的关系	6
图表 8: PMI 和工业增加值数据反弹	7
图表 9: 商品房销售/房地产投资与新开工面积	7
图表 10: 房价下跌	7
图表 11: 企业盈利增速出现单月反弹	8
图表 12: M1 出现单月反弹	8
图表 13: 利润率上升	8
图表 14: 通胀周期决定库存周期	9
图表 15: 人民币兑美元即期汇率结束大幅下跌, 转向上涨	10
图表 16: 人民币兑美元重现升值预期	10
图表 17: 美元购买人民币预期 1 年收益出现拐头	10
图表 18: VIX 指数持续下行	10
图表 19: 美元指数转头下行	10
图表 20: 2 月份公开市场到期资金只有 120 亿元	12
图表 21: 发审委 IPO 审批通过情况 (2009.07—2012.01)	13
图表 22: IPO 基本审核流程	14
图表 23: 排队上市的地方商业银行融资规模情景分析	14

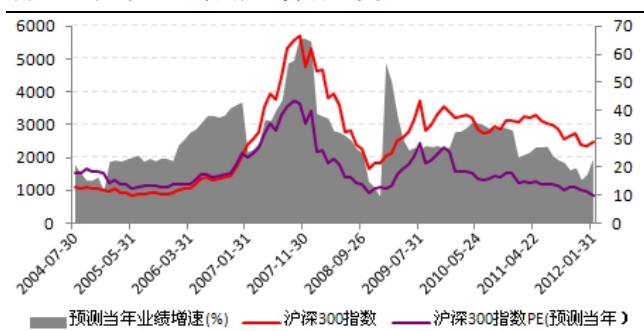
一、当前所处的位置：三重底

当前所处的位置我们可以用三重底部来形容：分别为估值底部、政策底和产业资本认同底。

市场估值方面：

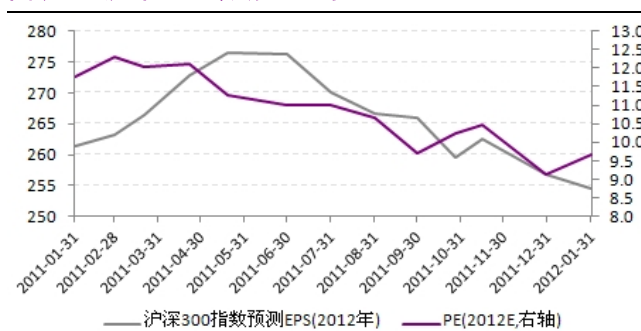
整个2012年4季度，A股市场深幅下跌。此前被视为市场防御性力量中坚的食品饮料等板块也出现一轮明显的补跌。市场悲观情绪释放的比较充分。分析师一致预期明显下调，同时股市估值持续下行。

图表 1: 沪深 300 预期业绩增速变化



数据来源：Wind，光大证券

图表 2: 沪深 300 预期 EPS 与 PE



数据来源：Wind，光大证券

我们可以理解成，在快速下跌过程中市场已经逐渐至少部分消化了基本面下滑的不利因素。市场估值便是这种消化过程的结果，沪深 300 估值水平已经接近历史最低区间。

产业资本认同方面：

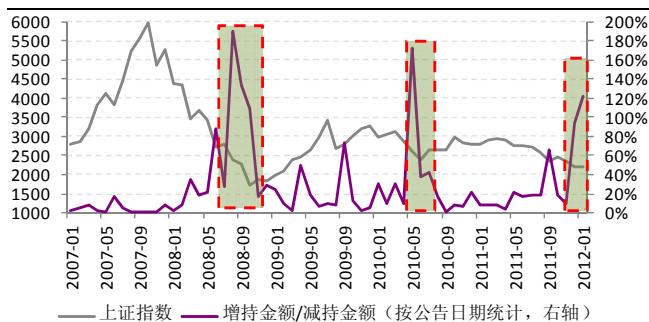
2011 年 12 月份公告重要股东二级市场减持的上市公司共 164 家，减持参考市值共约 58 亿元；2011 年 12 月份公告重要股东二级市场增持的上市公司共 127 家，增持参考市值共约 51 亿元。按公告日期统计计算，2011 年 12 月增持金额/减持金额这一比值为 87%，被增持公司家数/被减持公司家数比值为 77%。

2012 年 01 月份公告重要股东二级市场减持的上市公司共 82 家，减持参考市值共约 23 亿元；2012 年 02 月份公告重要股东二级市场增持的上市公司共 111 家，增持参考市值共约 28 亿元。按公告日期统计计算，2012 年 02 月增持金额/减持金额为 122%，被增持公司家数/被减持公司家数为 135%。

产业资本身处行业更能感觉行业及公司的经营状况，产业资本对其产业的投资更具备长期性，其增持行为相对减持行为上升主要发生在低估值阶段，增持行为相对快速上升时往往预示着股票价值已被严重低估。从历史数据来看，出现产业资本的增持相对减持行为大幅上升后，都能看到市场出现较为明显的上涨。目前来看，产业资本增持行为相对减持行为已出现大幅上升。2007 年以来，曾经出现过两次比较明显的增持行为，分别在 2008 年 8 月-2008 年 10 月、以及 2010 年 5 月，之后便对应着 2008 年 10 月底、2010 年 6 月底 7 月初开始启动的 2008 年次贷危机爆发以来的两轮最大的行情。春江水暖鸭先知，产业资本动作可以作为一个重要的观察指标。

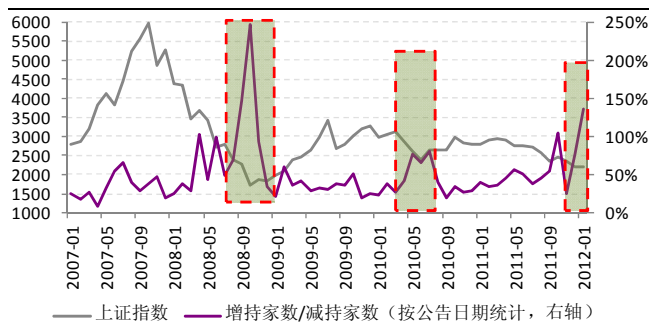
2012-02-06 策略研究

图表 3: 增减持金额比例



数据来源: Wind

图表 4: 增减持数量比例



数据来源: Wind

政策方面:

1月6日,在全国金融工作会议上,国务院总理温家宝在金融工作会议上提出“要深化新股发行制度市场化改革,抓紧完善发行、退市和分红制度,加强股市监管,促进一级市场和二级市场协调健康发展,提振股市信心”,紧接着《人民日报》发表了题为《稳定和提振股市信心》的文章。应该说,总理提出提振股市信心是比较罕见的。2011年12月30日外汇管理局披露已批准10家公司共107亿元的RQFII额度这个事情重要的不在于审批的额度是107亿元,而在于这个事情的推进速度很快。同时,近期我们还看到证监会成立投资者保护局浮出水面。我们有理由相信,包括促进价值投资、培育机构投资者、保护投资者、企业融资市场化等方面将会逐步有实质性的政策推出。

综合起来看,我们相信:政策对股市的呵护态度已经比较明朗。

在多重底部区域,经过去年4季度的连续9周下跌,反弹的力量不断积攒。2012年的第二周,在总理“提振股市信心”的刺激下,期盼已久的反弹终于出现,此后市场连续三周反弹。(具体请参见1月10日报告《反弹可持续么?》以及1月29日周报《春节期间CRB指数大幅上涨,借道有色金属助推行情发展》)

经历了期盼反弹的12月,度过了反弹来临的1月份,站在2月初的门槛展望本月行情时,我们需要探讨几个问题。

第一, 经济走势如何演变

第二, 企业盈利如何演变

第三, 股市供给是否会成为显著性障碍

第四, 流动性如何变化

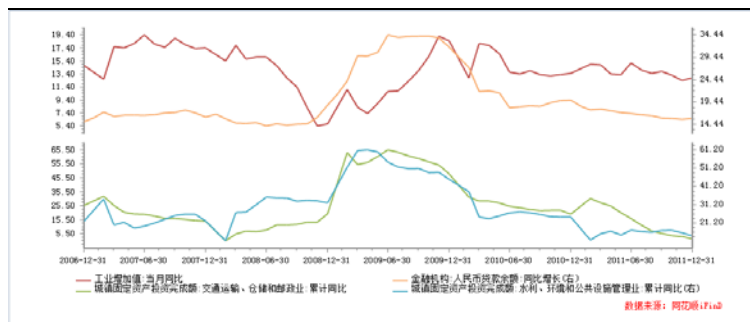
二、经济走势缓中趋稳

提及经济走势,我们首先需要明确一点:本轮经济下行是政策主动性调控的结果。因此经济内生性增长的动力依然较为强劲,体现在经济增长的弹性上,会有这么一个显著的规律:政策调控与经济增长波动之间的关系极为密切。

我们从两个角度衡量政策调控:货币政策和财政政策。

货币政策方面最终会体现在信贷上,财政政策方面最终会体现在基础建设投资上。

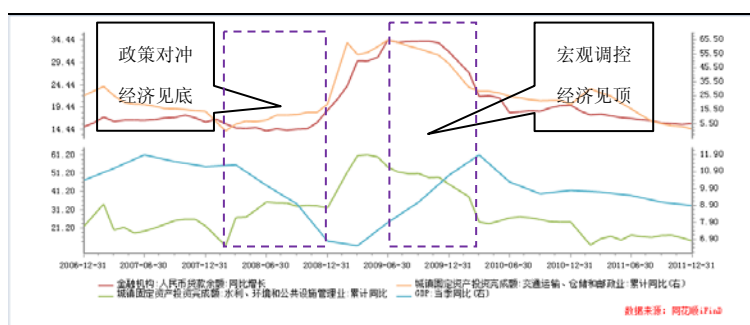
图表 5: 经济增长波动是主动性调控的结果



数据来源：同花顺

如果说看工业增加值数据还不是那么明显的话，GDP 当季同比数据则更为清晰地表达出调控工具与经济增长之间的关系。

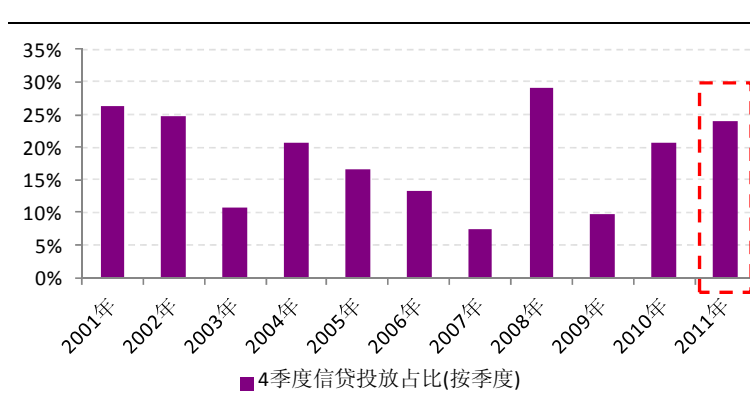
图表 6: 调控工具与经济增长的关系



数据来源：同花顺

自 2011 年 10 月 25 日温总理提出政策要“预调微调”以来，政策托底的力量逐渐显现。我们从信贷上看到了预调微调的迹象，整个四季度，新增信贷高达 1.8 万亿，明显高于正常年份。

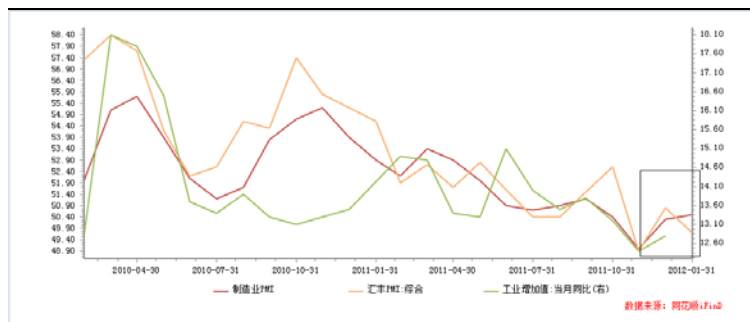
图表 7: 调控工具与经济增长的关系



数据来源：Wind

经过一个季度传导，信贷投放带来的效应逐渐显现。

图表 8: PMI 和工业增加数据反弹



数据来源：同花顺

向前看，需要担心的两个问题是：

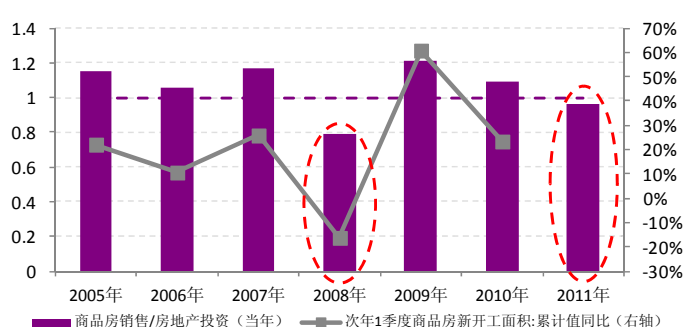
外国需求是否会出现快速下行？这个取决于欧债危机。

房地产投资下行能否有效对冲？这个取决于政策。

欧债危机方面，自从去年年底圣诞节前欧洲央行向市场注入近 5000 亿资金后，金融市场传递出越来越多的正面的信号。首先是欧元区相关国家的国债收益率近期出现持续下降，意大利 10 年期国债收益率自 2011 年 10 月中下旬以来首次回落至 6% 以下，而西班牙 10 年期国债收益率也回到了 5% 以下的水平；德国、法国、意大利、西班牙等欧元区主要国家的 CDS 利差（5 年期）近期出现了显著性回落，表明投资者对这些国家主权信用风险的要价在下降，投资者对这些主权国家的信心有所改善；美元、欧元的 3 个月 LIBOR-OIS 利差近期出现持续下降，表明银行体系的信贷压力在缓解，银行间拆借的意愿在持续恢复。更重要的是，2 月 29 日，欧洲央行还将举行新一轮贷款拍卖。市场普遍预计此次规模将达到上轮的 2-3 倍。因此，我们可以定性的认为：欧债危机引发的外国需求风险在下降。

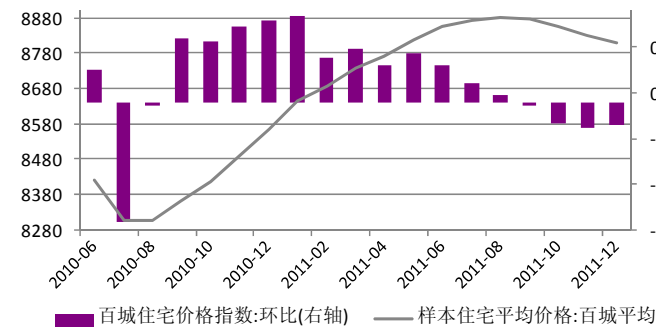
房地产投资方面，在房价下跌和现金流压力下，2012 年房地产固定资产投资下滑应该是大概率事件。

图表 9: 商品房销售/房地产投资与新开工面积



数据来源：Wind

图表 10: 房价下跌



数据来源：Wind

考虑到房地产固定资产投资在整个固定资产投资中占比高达 1/4，而投资对经济增长的拉动作用，如果地产投资下行明显，或许会对整个增长造成比较大困扰。

1 月 31 日，温总理在国务院第六次全体会议上指出，要保证国家重点在建续建项目的资金需求，抓紧布局、有序推进新的国家重点项目，保持投资稳定增长。考虑到政府对投资的控制力，我们倾向于认为，从结果上固定资产投资总额即便下滑，程度也相对有限。

就具体发力点而言，我们相信尚未启动的基建投资可以充当发力点的角色。

因此，综合而言，在考虑中国经济增长对股市的影响时，我们倾向于经济增长的不利因素相对可控，出现超预期下行的概率不大，反倒企稳迹象不断显现，有必要对此保持一定乐观。

三、企业盈利增速下行逐渐进入可控区间

企业盈利方面，2012 年 12 月规模以上工业企业累计同比增速结束连续 5 个月下行，出现反弹。

图表 11: 企业盈利增速出现单月反弹



数据来源：同花顺

对应着，企业活期存款占比占近 4/5 的 M1 也在去年 12 月出现反弹。

图表 12: M1 出现单月反弹

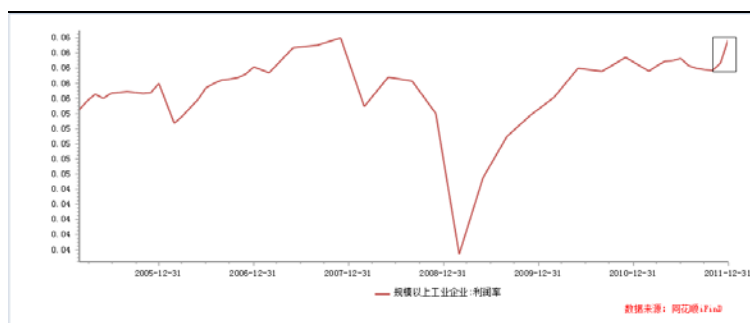


数据来源：同花顺

看到好的迹象后，我们需要思考一个问题：利润增速下行过程是否已经结束？

毛利率方面，过去 1 个季度，工业部门原材料成本下降速度超过价格下降的速度，受益于（PPI-PPIRM）上行，规模以上工业企业利润率出现反弹，目前处于高位。

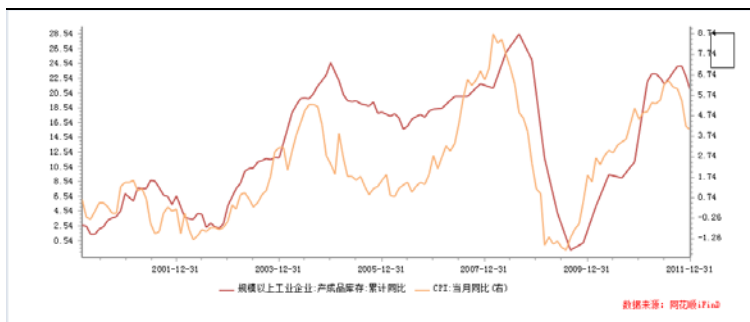
图表 13: 利润率上升



数据来源：同花顺

主营收入方面，应该会受到库存周期的影响，而库存周期取决于通胀周期。

图表 14: 通胀周期决定库存周期



数据来源：同花顺

从逻辑上推演，整个产业链条尤其是终端链条增加存货的行为才会导致全社会产成品库存持续上升，而产业终端链条累库存的行为应该属于逐利行为，换言之，在通胀上行的周期里，出于追逐利润的目的，销售机构会倾向于不断增加库存。而在通胀下行的周期里，企业部门对通胀会明显回落，导致累库存行为转变为去库存，库存增速开始明显回落。需要提出的是，在经济总量快速增长的区间，库存总量扩张是方向。所谓去库存与累库存，更多体现在增速变化上。而且，在不同阶段，根据通胀下行的幅度，去库存的力量大小各不相同。

从通胀演绎的进程看，目前市场上比较公认的是通胀下行或将延续至年中附近，我们可以猜测，如果本轮通胀下行至 12 年年中，主营业务收入增速的负面影响或许还要持续至 1-2 个季度。而从影响程度上看，CPI 从高点下来至见底大约 4-5 个百分点，属于小型去库存，负面影响较小。

综上，虽然无法量化，但是我们可以猜测，即便去年 12 月不是企业盈利的底，企业盈利增速在 2012 年上半年见底或许并非奢望。更为重要的是，盈利对市场的负面影响或许已经逐渐进入相对可控的区间。

四、流动性分析

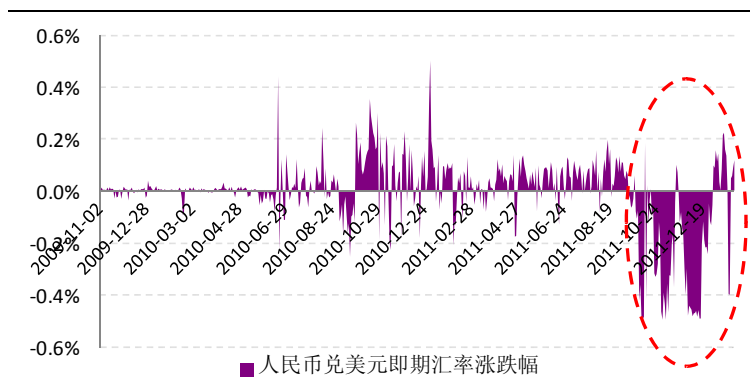
(一)、热钱流出或现转向

2011 年 4 季度出现了热钱持续流出我国的现象，特别是 2011 年 12 月份流出规模更是高达 2800 多亿元（残差法）。从我们跟踪的相关指标来看，目前热钱流出的现象已出现显著缓解——且不排除转向流入。

从人民币兑美元即期汇率的涨跌幅来看，2012 年 1 月份结束了从 2011 年 09 月中旬开始出现的持续大幅度下跌的状态，出现了显著的上涨。虽然春节之后有 2-3 个交易日出现大幅下跌，但之后很快又转为上涨。总体上，近入 2012 年之后，人民币兑美元即期汇率上涨显著。

2012-02-06 策略研究

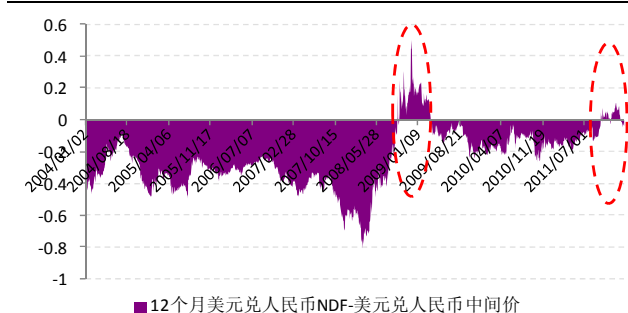
图表 15:人民币兑美元即期汇率结束大幅下跌, 转向上涨



数据来源: Wind

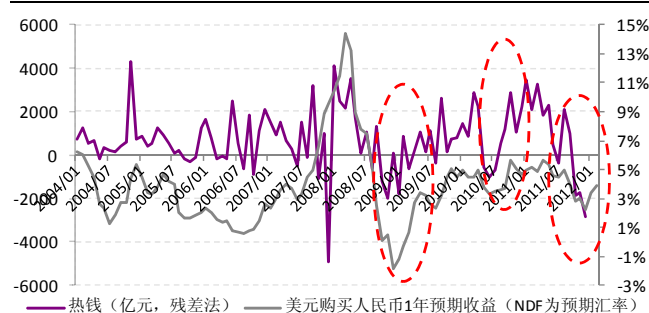
从人民币汇率预期的角度来看, 美元兑人民币 NDF-中间价这一指标出现了贬值预期结束、重回升值预期的迹象。同时, 美元购买人民币预期收益从 2012 年 01 月也开始了回升, 2 月份在继续回升中。这两个指标显示人民币重回升值预期迹象比较明显。

图表 16:人民币兑美元重现升值预期



数据来源: Wind

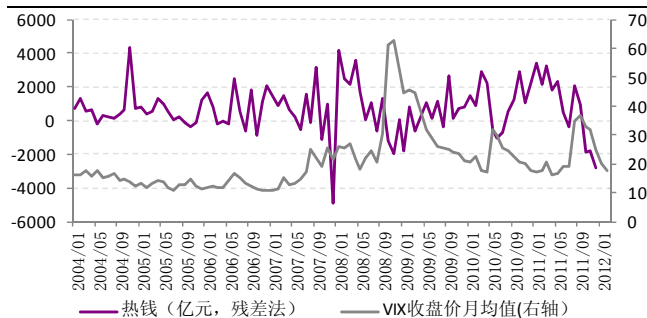
图表 17:美元购买人民币预期 1 年收益出现拐点



数据来源: Wind

从避险的角度来看, 此前 VIX 指数持续下行的过程中, 伴随美元指数持续上行。目前来看, 美元指数出现了下行的迹象 (这里需要注意的是, 这很可能跟美联储维持目前的低利率至 2014 年有关)。

图表 18:VIX 指数持续下行



数据来源: Wind

图表 19:美元指数转头下行



数据来源: Wind

从目前的情况来看, 虽然我们不能确定热钱流出是否已经出现转向, 但是就目前的情况来看, 热钱流出至少已较此前显著性地出现缓和是比较确定的——2012 年 01 月热钱转向流入应是大概率事件。就目前来看, 我们需要常规性地跟踪相关指标, 警惕热钱流出重演, 但并无必要过于担忧。

(二)、中小企业流动性

总体上,我们认为中小企业流动性获得改善是一个趋势,近期可从两个方面来看这个事情:

一、政策支持

关于中小企业流动性改善的一个力量来自政策支持,目前这一趋势已经非常明确,近期主要有两个重磅级政策:

1、2012年01月31日,温家宝主持召开国务院第六次全体会议讨论《政府工作报告(征求意见稿)》,其中对当前重点工作部署的第一个部署“继续搞好宏观调控”中就明确提出“**继续加强对实体经济特别是中小企业的信贷支持**”。

2、2012年01月31日,温家宝主持召开国务院常务会议,研究部署进一步支持小型和微型企业健康发展,其中除了提出中央财政安排150亿元设立中小企业发展基金用于支持初创小型微型企业等财税支持政策之外,还明确提出了“**努力缓解融资困难**”,具体包括:建立小企业信贷奖励考核制度;支持符合条件的商业银行发行专项用于小型微型企业贷款的金融债;加快发展小金融机构,适当放宽民间资本、外资和国际组织资金参股设立小金融机构的条件,放宽小额贷款公司单一投资者持股比例限制,符合条件的小额贷款公司可改制为村镇银行;支持小型微型企业上市融资;继续对符合条件的中小企业信用担保机构免征营业税;制定防止大企业长期拖欠小企业资金的政策措施。

二、小微企业金融债

关于中小企业流动性的改善,我们此前一直强调,中期来看,小微金融债会持续地改善中小企业流动性:这其中的一个重要逻辑是,我们认为小微企业金融债的规模会随着各大银行的持续加入参与而扩大。此前,小微金融债的参与者主要是中小型银行,最近招商银行公告已获银监会和人民银行核准发行不超过200亿元小微金融债,而中信银行也公布了拟发行不超过300亿元的小微金融债。目前小微金融债的规模方面:

1)、据上市银行公告:兴业银行300亿元、民生银行500亿元、浦发银行300亿元、深发展300亿元、北京银行300亿元、中信银行200亿元、中信银行300亿元、宁波银行80亿元,合计2280亿元。

2)、据媒体报道:光大银行300亿元、广发银行300亿元、杭州银行80亿元、兰州银行50亿元、重庆银行30亿元、郑州银行20亿元、哈尔滨银行25亿元。

按以上计算,已获批+在申请的小微金融债规模已超过3000亿元。

总体来看,我们认为小微金融债的规模会持续扩大的逻辑主要在于:

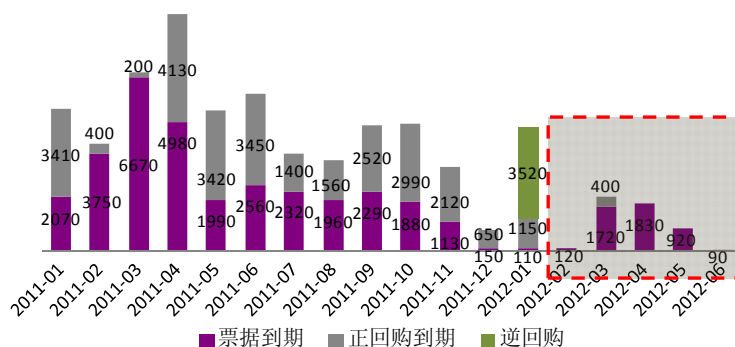
- 1、免除存贷比考核;
- 2、政策支持,发行规模有优势;
- 3、具有诱人的利差(见我们1季度报告《底部区域,关注两大催化剂》)。

我们认为在以上3个力量的吸引之下,小微金融债规模仍将继续扩大。随着中信银行、招商银行参与进来,预计大行也有望参与进来,届时规模将会出现显著的上升——积极关注5大行特别是交通银行在这方面的动作。

(三)、银行间市场资金状况与信贷投放能力

2 月份公开市场投放资金量只有 120 亿元，同时又有逆回购到期（2012-02-02）回笼资金 1830 亿元。春节之后虽有逆回购到期回笼资金，但同时由于春节之后有大量流通中的现金回流银行体系，所以整个货币市场资金面比较宽松。1 月底 2 月初的时候，由于大规模的逆回购集中到期，我们看到年后的 7 天期质押式回购利率先是有所上升，然后再回落。目前来看，公开市场的两笔质押式回购共计 3520 亿元已经全部到期，2 月份也不处于财政存款集中上缴的月份，如果央行不再公开市场进行大规模的资金回笼，预计随着流通中的现金逐步回流银行体系，银行间市场资金面将相对宽松。

图表 20:2 月份公开市场到期资金只有 120 亿元



数据来源：Wind

信贷投放能力取决于央行，2011 年 4 季度央行超预期下调准备金已经为我们做出了示范：在必要时刻，央行愿意也能够动用手里一切政策工具保证银行系统合理的信贷创造能力。

从节前央行停止发行央票、开展逆回购的政策举动来看，进入 2012 年，政策保障信贷投放能力的基调不会发生变化。（谨慎动用准备金工具并不代表央行保障信贷投放能力支持实体经济发展的基调发生改变）

在 1 月 7 日至 8 日在北京召开的 2012 年中国人民银行工作会议中，人民银行对 2012 年货币政策定调是“继续实施好稳健的货币政策，适时适度进行预调微调”。我们认为，在当前经济增长放缓（至少当前的数据显示仍处于下降的过程中）、通胀处于趋势下降过程中，至少在中短期来看，央行并无必要收紧资金面。更重要的是，央行拥有足够多的手段（比如准备金率比如逆回购等等）。只要预调微调的前提不变，最终银行系统信贷投放能力是可以得到保障的。

五、股市融资：不必担忧

关于股市融资，最近有 3 个事情可能让投资者有所担忧：

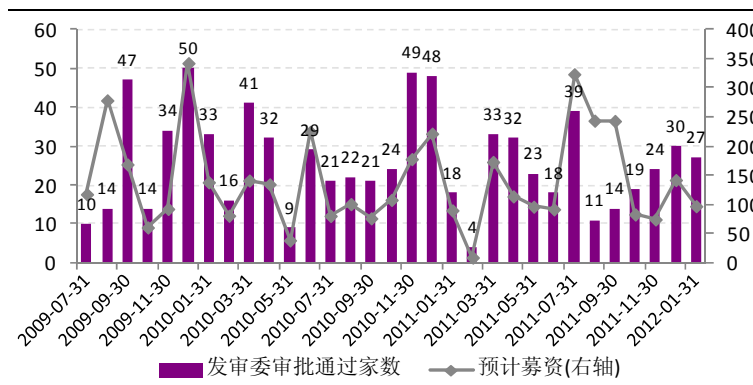
- 1、国际板：写入上海市“十二五”发展规划；
- 2、政策“支持小型微型企业上市融资”；
- 3、证监会首次发布《发行监管部首次公开发行股票申报企业基本信息情况表（截至 2012 年 1 月 31 日）》和创业板发行监管部首次公开发行股票申报企业基本信息情况表（截至 2012 年 1 月 31 日），显示正在申请 IPO（排队上

市)的公司分别高达 295 家和 192 家，其中特别是有 14 家地方商业银行在排队上市引起投资者的担忧。

对于以上三个事情，我们认为：

- 1、国际板的事情偏长期，而且一直在市场的预期之内，对于我们进行中期判断的影响不大；
- 2、对于政策支持小微企业上市融资，我们认为在当前的经济环境和调结构的政策基调下，这已是已一个趋势。但小微企业融资的一个显著特点是规模小，而对于中短期的影响，我们观察发审委的审核情况：一方面，从 2011 年 9 月开始，发审 IPO 审批通过的家数确实在逐步上升（今年 1 月份有所下降，这可能有春节的原因），但从审批的绝对量来看，跟 2009 年 07 月（次贷危机之后，IPO 审批在 2009 年 07 月重启）以来每个月的审批数量相比，目前的审批数量并没有显得比以往更多；另一方面，从预计募资的角度来看，近期审批的公司的募资并没有出现趋势性上升。总体上来看，我们认为从中短期的角度来看，目前还不必对小微企业上市融资过于担忧；

图表 21:发审委 IPO 审批通过情况（2009.07—2012.01）

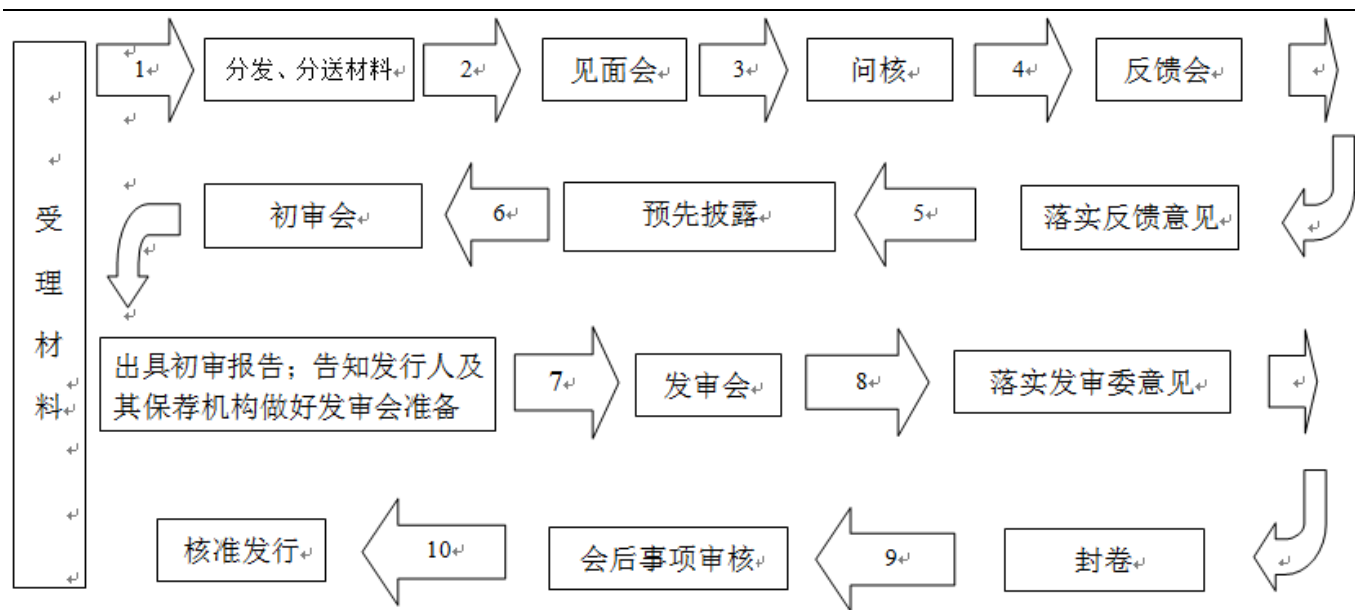


数据来源：Wind

- 3、对于大量公司排队上市的事情，由于是首次披露，我们并不知道历史中各个阶段中排队上市的情况，以及目前这些排队中的公司是从什么时候开始排队的。但其中有两点：其一，包括创业板在内，目前在初审中的总共只有 78 家，其余大部分处在落实反馈意见中阶段，这些公司从当前的阶段走到上市仍有一个较长的过程；其二，从流程上来说，发审委审核是关键环节（包括初审会和发审会）——而其中的发审会能否通过是一个决定性的关键环节（7 人投票表决，5 票通过），而历史上此环节通不过的公司不在少数：2009 年 07 月以来共有 779 家公司获得发审委通过，而也有 177 家公司未通过发审委的审核（注意这其中有些公司重新申请然后上市）。从发审委最近的审批情况来看（图表 21），我们认为当前的审批情况并没有变得足够让人担忧。

2012-02-06 策略研究

图表 22:IPO 基本审核流程



数据来源：证监会

排队上市让人担忧的另一个很重要的原因是其中有 14 家地方商业银行：目前 A 股市场共有 16 家上市银行，其中有 14 家在 2007 年（包括）之前上市，只有 2 家在次贷危机之后上市（农业银行、光大银行分别在 2010 年 07 月、08 月上市）。对此我们认为：

一方面，如果这些公司在今年全部能够顺利上市的话，从测算的结果看，融资规模大概率会围绕450-900亿元上下波动，这对市场可能会有一定的负面影响、但难言产生很显著的影响——2011年IPO融资2720亿元；

另一方面，目前这14家地方商业银行有8家在初审中阶段、6家在落实反馈意见阶段，其推进速度未必会很快——我们猜测其中有些银行申请的时间已经很长（比如：重庆市商业银行在2007年9月19日已经更名为重庆银行股份有限公司，但在《发行监管部门首次公开发行股票申报企业基本信息情况表（截至2012年1月31日）》中仍叫做重庆市商业银行）；

再次，我们认为长期来看，市场融资内生于市场行情，当前市场虽有所反弹，但仍处于熊市中，难言是反转行情，监管层对待大型 IPO 必然慎之又慎——一个例子是中国交通建设近期对发行价格和发行规模进行调整之后，预计融资只有原来的 1/4 左右。

综合来看,我们认为需要关注地方商业银行上市的推进步伐,但站在目前来看,完全不必担忧其会给市场带来显著性的负面影响。

图表 23:排队上市的地方商业银行融资规模情景分析

首发 PE(按 2010 净利润)\发行比例	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
5	57.66	115.32	172.98	230.64	288.30	345.96	403.63	461.29
10	115.32	230.64	345.96	461.29	576.61	691.93	807.25	922.57
15	172.98	345.96	518.95	691.93	864.91	1037.89	1210.88	1383.86
20	230.64	461.29	691.93	922.57	1153.22	1383.86	1614.50	1845.14
25	288.30	576.61	864.91	1153.22	1441.52	1729.82	2018.13	2306.43
30	345.96	691.93	1037.89	1383.86	1729.82	2075.79	2421.75	2767.72
35	403.63	807.25	1210.88	1614.50	2018.13	2421.75	2825.38	3229.00
40	461.29	922.57	1383.86	1845.14	2306.43	2767.72	3229.00	3690.29

2012-02-06 策略研究

数据来源：光大证券

注1：由《发行监管部首次公开发行股票申报企业基本信息情况表（截至2012年1月31日）》，共14家银行排队，因数据缺失，测算中不含贵阳银行；

注2：表格中紫色区域为假设这些排队上市的公司全部上市的情况下，募资规模大概率会落在此区间：按2010年净利润计算，当前上市银行的PE水平落在9-14倍之间；历史上，中小型银行IPO发行比例（发行股本/发行后总股本）基本上落在20-25%左右的水平。

注3：测算中所用的2010年净利润数据来源于这些商业银行的网站

A股市场融资相关数据更新：

IPO：

2月及之后有具体发行时间：10家公司（都在2月），预计募资约98.4亿元；

通过发审委审核但尚未获证监会核准：85家公司，预计募资约482亿元；

增发：

已通过发审委审核：68家，预计募资约1583亿元；

已通过发审委审核且股价高于最低增发价：19家，预计募资约406亿元；

已通过发审委审核且获证监会批准：34家，预计募资约839亿元；

已通过发审委审核且获证监会批准、股价高于最低增发价：7家，预计募资约204亿元；

配股：

已通过发审委审核：3家，预计募资不超过137亿元；

已获证监会核准：2家，预计募资不超过44亿元。

2012年01月份A股市场IPO、增发、配股分别募资27.5亿元、166.5亿元和0亿元，A股市场1月份合计募资194亿元，是2009年04月以来的最低水平，从绝对值的角度来看，是非常低的水平。我们在2012年1季度的市场策略报告《底部区域，关注两大催化剂》中认为“市场融资不会成为1季度市场的拦路虎”，我们估算A股市场1季度IPO、增发、配股大概率分别不会超过500亿元、750亿元和41亿元，合计大概率不超过1291亿元。目前来看，对于A股市场的融资规模，我们基本上仍然维持这个判断（注：配股方面多了一家中国北车获得证监会发审委通过，但是就规模来说不会对这个判断造成很大扰动——按现在价格计算，预计募资不会超过90亿元。）

六、结论

在反弹已经出现的前提下，考虑2月份行情演绎时，在经济基本面、企业盈利面和股票供求应该不会带来明显负面影响的预期下，我们沿用1季度报告的逻辑，认为两个因素比较关键：热钱和基建投资。

其中热钱流动继续朝着有利于市场上涨的方向发展，基建投资是否启动尚处观察期。整体上看依然偏正面，催化剂发酵进行时，反弹行情有望得以延续。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐彪，吉林大学载运工具运用工程学士，复旦大学国民经济专业硕士，曾在招商银行负责个金财富条线宏观与策略研究，擅长自上而下研究市场。目前负责光大策略部市场策略。

刘名斌，中国科学技术大学理学硕士、学士，2007 年开始从事期货套利策略研究与交易，2009 年加入光大证券策略团队，目前从事市场策略研究。

开文明，复旦大学经济学院世界经济专业硕士，2008 年第六届新财富最佳分析师评选交通运输行业共同入围，曾担任交通运输行业、环保水务行业、建筑工程行业分析师，目前任策略部副总经理。

薛俊，日本埼玉大学金融学硕士，策略研究团队成员。此前先后在长江证券和中信证券研究部从事策略研究，分获新财富策略第三名和第四名。擅长国际比较，特别是对中外产业发展动态有深入研究。

熊伟，浙江大学经济学硕士，策略研究团队成员。此前从事宏观经济研究经验，经济学基础扎实。

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。现任策略分析师，此前任银行业分析师，再之前就职于瑞银证券。目前主要从事行业比较和行业配置研究，注重自上而下和自下而上相结合进行组合配置，所负责光大月度金股和行业配置历史表现优秀。

范敏，西安交通大学金融学学士，上海财经大学证券方向硕士，策略研究团队成员，此前从事传媒行业研究。擅长财务分析和数据处理，善于从事物运行表状发现其背后深层次原因。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com