

研究员：潘俐俐 执业证书编号：S057051012003

郭春燕 执业证书编号：S0570510120015

☎ 025-84457777 ✉ panlili@mail.htsc.com.cn

 <http://t.zhangle.com/4058>

短期不乐观 中期不悲观

——2011 年四季度 A 股投资策略报告

投资要点：

◆ 8 月初受美国主权评级下调等利空消息，全球股市遭遇重创。外围市场的动荡波及 A 股，导致 A 股连续暴跌，屡创年内新低。总体来看，中国经济发展的外部条件处于危机后持久的全球结构调整阶段，全球经济增长的风险日益攀升，各国政策采取的措施受到市场关注，能否发挥效力仍具备相当大的不确定性。

◆ 国内通胀高位波动，政策尚待观察。2011 年 1-8 月份，固定资产投资同比增长 25%，固定资产投资增速连续 3 个月回落。“四万亿”的投资项目拉动进入尾声，从投资的前景看，保障房建设、民生领域的投资以及制造业投资仍将是拉动投资增长的主要方面。8 月份我国进口增速大超预期，但从前景看，欧债危机、美国经济复苏不及预期等外部条件不确定性增强，未来增速仍可能受到抑制。8 月份实际消费增速的表现相对平稳，环比增速反弹，表明居民消费的动能略有增强。CPI 峰值已现，但大幅回落尚不现实，政策拐点仍需观察。

◆ 目前整个市场估值特征表现为：1、处于历史底部，A 股平均市盈率为 15 倍左右，沪深 300 11 左右；2、金融服务行业估值在 8.5 倍左右，处于底部；3、中小板块估值仍高高在上，目前估值在 34.5 倍附近，仍处于高位区域。从中线角度，低企的估值水平将支撑市场，纠偏需求将逐渐强烈。市场对中线资金的吸引力也正来源于此。

◆ 中期业绩隐忧闪现：其一，金融股对上市公司整体业绩贡献巨大，一定程度上掩盖了实体经济下滑对上市公司业绩的影响；其二，中小板全年业绩增速过于乐观。中报公布完毕后一致预期有所调整，分析师一致预测调低公司家数明显增多，而调升公司数下降明显。下调公司集中在周期类行业，而消费类行业内公司盈利预测上调的多。

◆ 在经济平稳，通胀仍高的背景下，货币政策不会轻易放松。整体来看，宏观流动性的显著松动的难度仍大。从市场融资需求看，尽管市场已经创下年内新低，成交低迷，但融资步伐一直未有停息，市场资金面将继续承压。

◆ 目前的经济数据和政策面并没有超预期的利好来支持大盘大幅反弹，而外围危机的升级可能对市场再次形成冲击，短期内 A 股还很难扭转弱势寻底的趋势。虽然短期不乐观，但中期我们却不悲观。从中长期来看，内部环境仍是影响 A 股的主导因素。我们认为随着经济底和通胀顶的逐步明朗，届时政策拐点也渐行渐近，市场有望演绎弱势筑底和对物价回落的趋势确认后的震荡回升格局。

◆ 在投资方向上，以低估值和三、四季度业绩增长确定性强的行业和公司作为积极防御和布局为主要策略，建议（1）从低估值的角度，关注银行、商贸等行业；（2）寻找下半年业绩能够持续增长的行业及公司；（3）关注受益于结构性积极财政政策的行业；（4）关注新兴产业转移带来的主题性投资机会。

宏观经济：通胀高位波动 政策尚待观察

8月初受美国主权评级下调等利空消息，全球股市遭遇重创。外围市场的动荡波及A股，导致A股连续暴跌，屡创年内新低。总体来看，中国经济发展的外部条件处于危机后持久的全球结构调整阶段，全球经济增长的风险日益攀升，各国政策采取的措施受到市场关注，能否发挥效力仍具备相当大的不确定性。从趋势看，我国经济正处于一个从过去两位数高增长平台，逐步迈向相对趋缓增长的平台。进一步的经济结构调整将成为管理层面临的重要任务，可能的政策着力点在于用财政上结构性积极支持民生、消费相关板块，促进经济增长方式的转型。

从通胀来看，CPI峰值已现，但政策拐点仍需观察。8月份CPI 6.2%的数据在市场预测的5.9-6.2%的上沿。从后期走势看，7月份的6.5%成为年内CPI峰值的可能性很大，但预期CPI明显回落，政策由此放松仍不现实。我们认为，通胀明显下行或是经济意外下滑是引发政策调整的两个条件，政策走向仍待观察。

增速持续下滑 投资拉动勉力而行

2011年1-8月份，固定资产投资同比增长25%，比1-7月份回落0.4个百分点。至此，固定资产投资增速已连续3个月回落。1-8月份，全国房地产开发投资37781亿元，同比增长33.2%，较上月回落0.4个百分点。受保障房开工的推动，房屋新开工面积由1-7月的24.9%扩大至25.8%。房地产投资尤其是保障房建设仍然继续担当了固定资产投资增长的主要力量。

分产业看，第一产业投资增速继续加快，1-8月同比增长23%，较1-7月扩大了0.2个百分点；第二产业增速回升，分别同比26.7%和24.5%，较1-6月份分别回落了0.4和0.2个百分点。前8个月，中央项目投资继续下降，同比增速由1-7月份的14.7%进一步降至-8.9%；而地方项目投资维持了稳定增长，1-8月同比增长28.1%。自今年6月份以来中央项目投资一直持续负增长。“四万亿”的投资项目拉动进入尾声。从投资的前景看，保障房建设、民生领域的投资以及制造业投资仍将是拉动投资增长的主要方面。

图表1：地产投资增速%



资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

图表2：地方项目投资增速%



资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

进出口增长超预期 未来仍存不确定

8 月份我国出口同比增长 24.5%，进口同比增长 30.2%，增速分别比上月扩大了 4.1 和 7.3 个百分点。进口增速大超预期，当月铁矿石、原油和钢材等主要原料进口扩大，推动当月进口增速趋大。8 月份出口方面，除香港和美国外，对绝大部分贸易伙伴的出口都回到了历史稳定水平或者实现高速增长。对美国的出口仅小幅反弹，对欧洲的出口增速更与上月持平，反映出欧美经济的疲弱。当月贸易顺差 177.6 亿美元，较上月减少了 137.2 亿美元。从进出口的前景看，欧债危机、美国经济复苏不及预期等外部条件不确定性增强，未来增速仍可能受到抑制。

图表 3: 进/出口当月同比增速



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 4: 月度贸易顺差规模



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

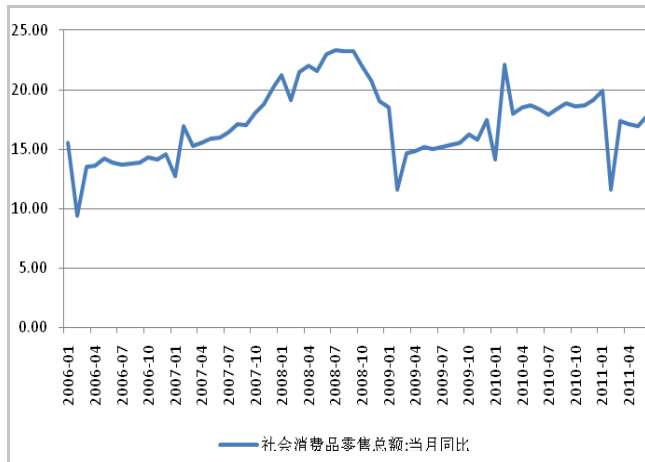
消费增势平稳 汽车增速反弹

8 月份社会消费品零售总额 14705 亿元，同比增长 17%，名义增速较上月回落 0.2 个百分点，考虑到 8 月份物价涨幅的高位回落，实际消费增速的表现相对平稳。从前 8 个月情况看，社会消费品零售总额 114946 亿元，同比增长 16.9%，较 1-7 月份提高了 0.1 个百分点，从环比看，8 月份社会消费品零售总额增长 1.36%，略高于 7 月份的 1.26%。8 月份消费品零售当月同比增速小幅下降，不过环比增速反弹，表明居民消费的动能略有增强。

从类别看，必需消费品当中的食品饮料烟酒类、服装鞋帽针纺织品类消费增速延续放缓势头，增速分别为 24% 和 21.9%，较上月分别回落 2.6 和 2.2 个百分点。高档消费品表现依旧突出，金银珠宝类商品销售增速继续高企，8 月份增长 44.4%。耐用消费品中的汽车消费增速在上月显著回落之后有所反弹，8 月份增长 12.4%，较上月回升 0.5 个百分点。而家具、建筑和装潢材料类、家电类增速则继续延续放缓态势。

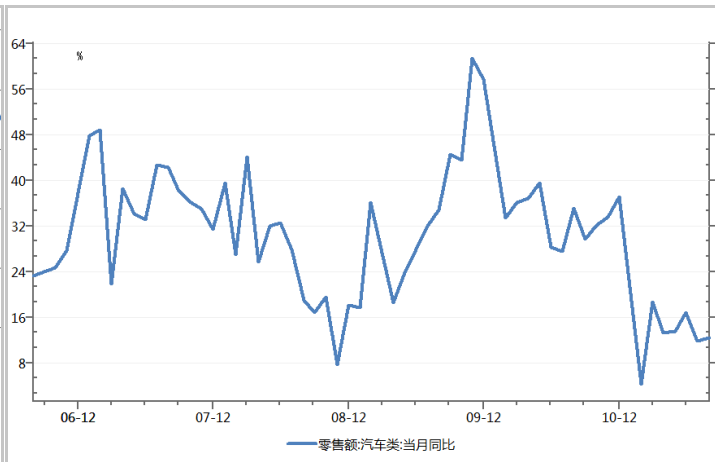
从前景看，未来的经济结构调整过程，民生与消费仍将是结构性的支撑重点，未来消费仍有望维持平稳增长。

图表 5: 社会消费品零售总额



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 6: 汽车消费略有回升

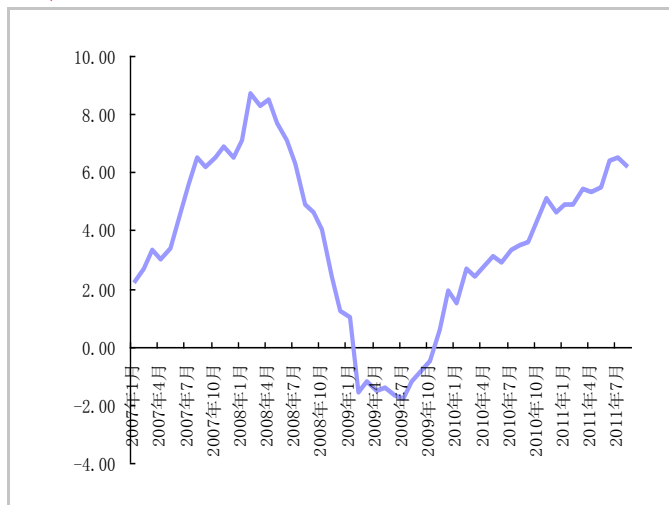


资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

CPI 峰值已现 大幅回落仍有难度

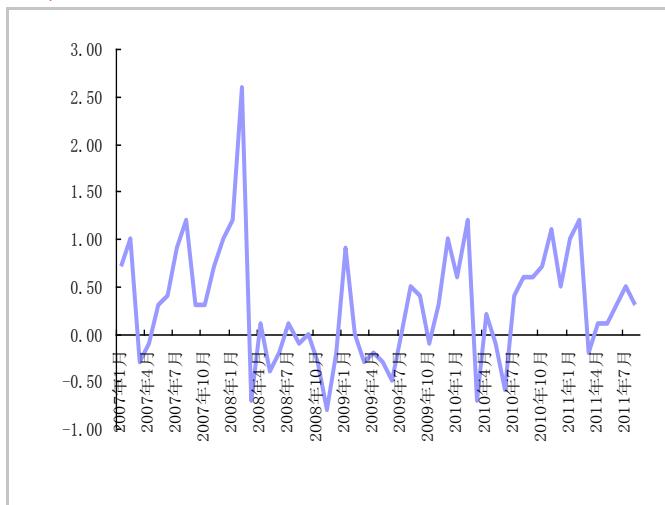
CPI 峰值已现, 但政策拐点难见。8 月份 CPI 6.2% 的数据在市场预测的 5.9-6.2% 的上沿。从后期走势看, 7 月份的 6.5% 成为年内 CPI 峰值的可能性很大, 但预期 CPI 明显回落, 政策由此放松仍不现实。具体分析看, 本期新涨价因素为 3.5, 呈现进一步扩大趋势; 非食品价格上涨略高于预期; 6.2 整体值仍属于沿着上限的回落。从目前通胀的诱因上来说既有输入性通胀因素, 又有成本因素, 再加上水灾、旱灾等气候的影响, 美国量化宽松的货币政策和货币调控当中不当等因素, 货币量增大, 人民币持续升值造成的大量国际游资涌入, 也是重要的推动力量。通胀数据大幅回落尚不现实, 政策拐点仍需观察。

图表 7: CPI 月度同比



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 8: CPI 月度环比

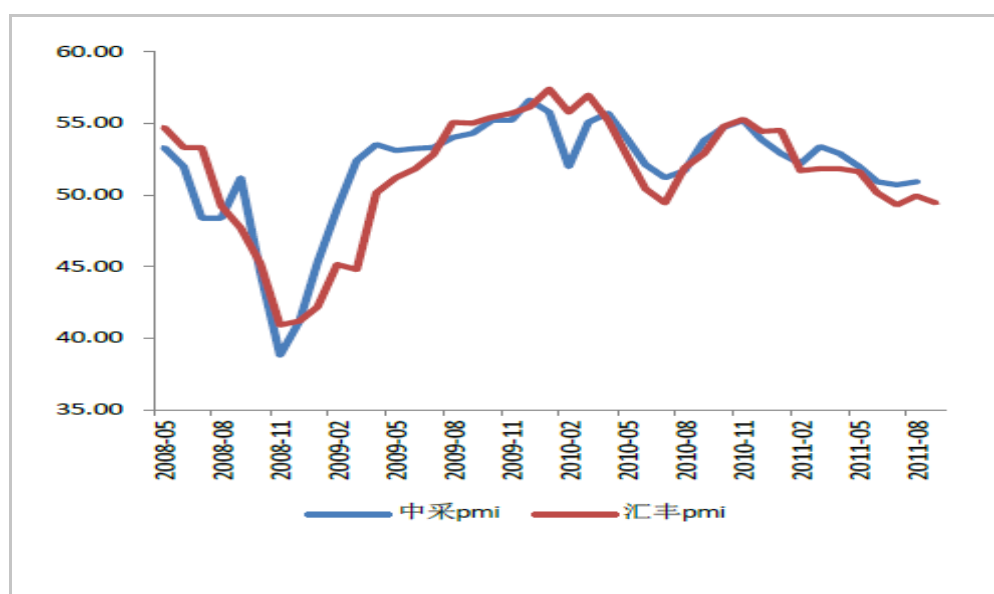


资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

PMI 低于预期 经济回落引警惕

9 月份汇丰中国 PMI 初值为 49.4，为两个月的低点，前值为 49.9。如果 9 月终值不出现大的变化，汇丰制造业 PMI 已连续三个月处于荣枯分水岭线 50 下方。另外，中国制造业产出指数为 49.2（8 月为 50.2），降至两个月来的低点。数据远远低于预期。从历史数据看，十一五”期间，9 月份中国官方 PMI 平均环比上涨 2.24 个百分点。今年 9 月的数据不升反降显示经济下滑迹象值得警惕。预期政策将在控制通胀和谋求增长之间谨慎选择。

图表 9：9 月 PMI 指数低于预期



资料来源：华泰证券研究所

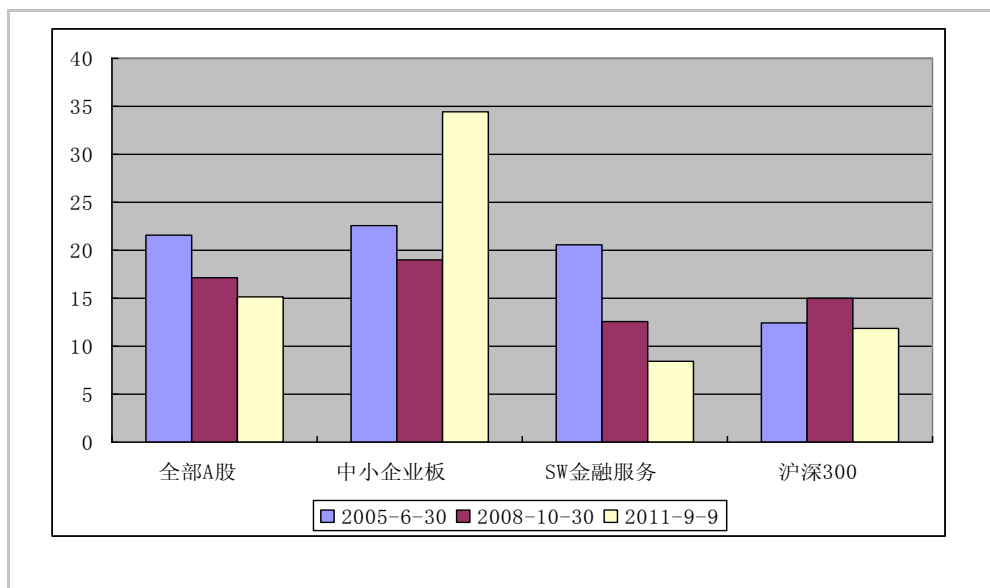
市场环境：业绩藏隐忧 抽血仍不停

估值屡创新低 纠偏力量蓄积

目前整个市场估值特征表现为这样几个方面：1、处于历史底部。A 股平均市盈率为 15 倍左右，沪深 300 11 左右。比 2005 年 1000 点附近，2008 年 2000 点附近的估值还低；2、金融服务行业估值在 8.5 倍左右，处于底部；3、中小板块估值仍高高在上，目前估值在 34.5 倍附近，仍处于高位区域。从业绩支撑来看，背离严重。上半年年报显示，金融板块是上市公司增长的主体，金融服务上半年的业绩增长在 30.44%，市场预期全年业绩 25% 的增长率实现的可能性很高；而估值高企的中小企业上半年业绩增长才 18.99%。市场预期的 44% 的全年业绩增长率显然过于乐观。涨时重势，跌时重质。从中线角度，低企的估值水平将支

撑市场，纠偏需求将逐渐强烈。市场对中线资金的吸引力也正来源于此。

图表 10: A 股当前与前两次历史低点市盈率情况



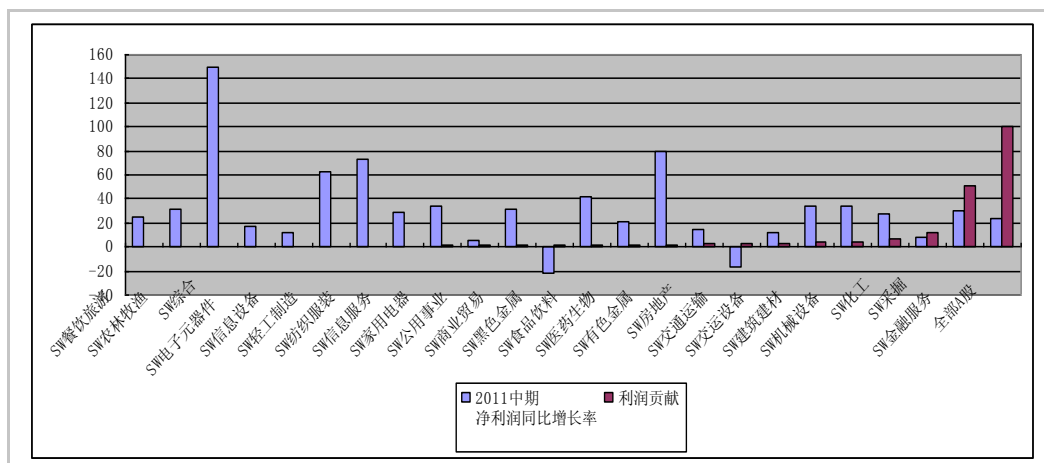
资料来源：华泰证券

净利增速逐季下滑 中期业绩隐忧闪现

◆ 业绩增长倚重金融板块

金融股对上市公司整体业绩贡献巨大，一定程度上掩盖了实体经济下滑对上市公司业绩的影响。根据wind统计，全体上市公司2011年上半年净利润增长23.79%，其中金融服务板块增长30.44%，该板块贡献了整体上市公司51%的净利润。非金融上市公司2011年中期净利增长16.86%，远低于2010年同期56.4%的业绩增速。而金融板块中的银行股2011年中期实现净利润4610.89亿元，半年同比增长达到34.27%，占据了绝对的利润贡献大户的地位。

图表 11: 上市公司业绩增长倚重金融板块

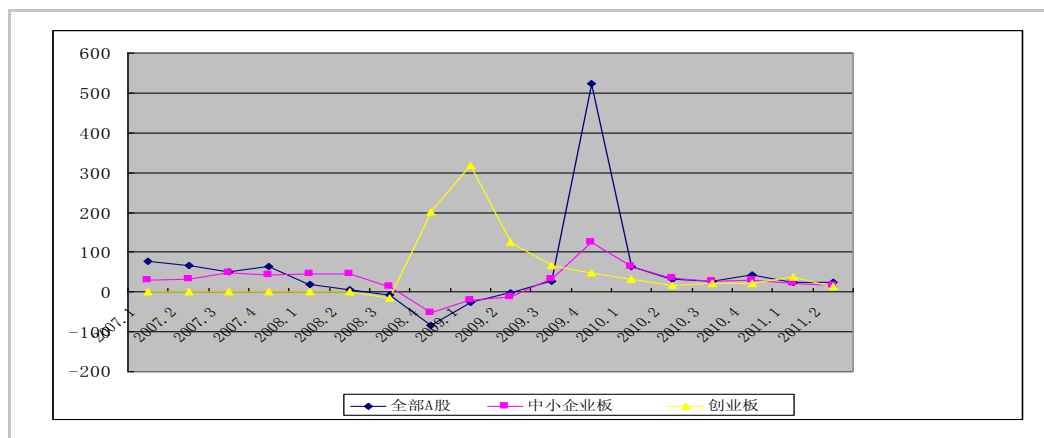


资料来源: 华泰证券

◆ 上市公司单季度净利润增速逐季下滑

从单季度业绩增长来看, 上市公司净利润增速呈现逐季下滑态势。全体上市公司 2011 年二季度单季净利增长 23.13%, 较一季度下滑 1.7 个点, 其中金融板块单季净利增长 32.37%, 较一季度上升 4 个点, 非金融板块单季净利增长 14.25%, 较一季度下滑 6.5 个点。

图表 12: 上市公司单季度净利润增长%

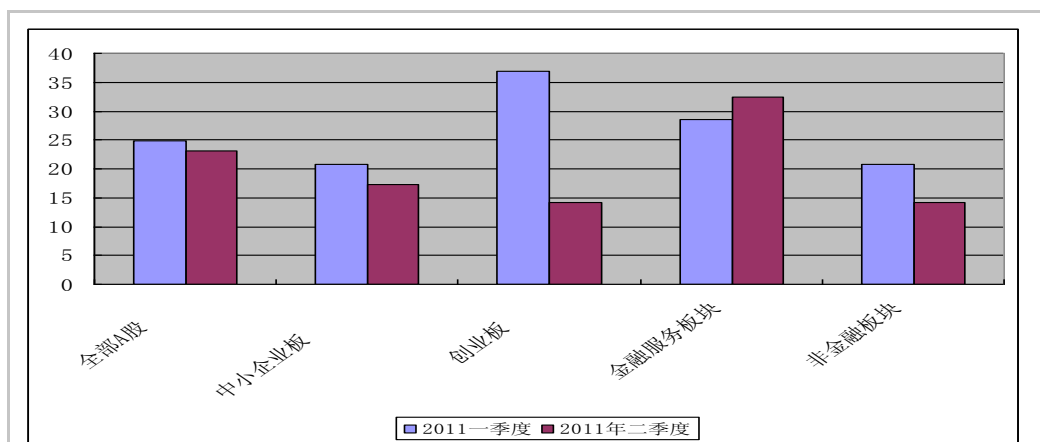


资料来源: 华泰证券

◆ 中小板全年业绩增速过于乐观

从板块利润贡献看, 中小板和创业板公司中期业绩增速仅为 18.99% 和 22.84%。市场原先预期的 40% 以上的全年业绩增速显然过于乐观。从单季度的业绩增长来看, 2011 年二季度中小板和创业板上市公司净利增长仅为 17.31% 和 14.09%。均较一季度 20.75% 和 36.96% 的增速明显下滑。创业板下滑尤其显著。

图表 13: 上市公司板块净利单季增长%

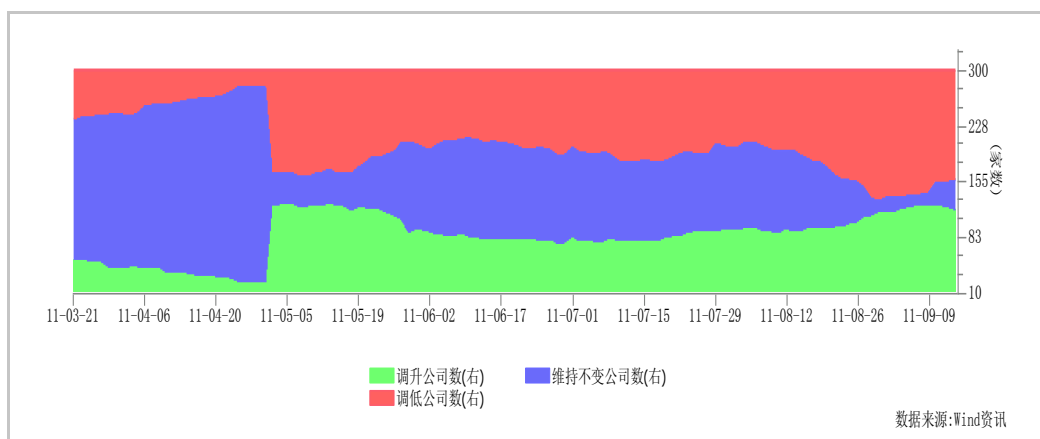


资料来源: 华泰证券

◆ 一致预期有进一步下调的可能

中报公布完毕后一致预期有所调整,近一个月来,分析师一致预测调低公司家数明显增多,而调升公司数下降明显。下调公司集中在周期类行业,而消费类行业内公司盈利预测上调的多。从三季度业绩预告情况看,808家有业绩预告的公司中预增和略增的公司合计471家,接近六成。从行业来看,消费类公司预告增长的公司占比较多,医药生物、纺织服装、食品饮料、商业贸易等上市公司业绩增长显著。而受全球经济增速放缓,以及国内宏观经济调控过分紧缩影响,机械设备、交运设备等周期性行业整体显现疲软状态。此外,受宏观政策调控及上游需求下滑影响,房地产和电子元器件等行业也下滑明显。

图表 14: 上市公司板块净利单季增长%



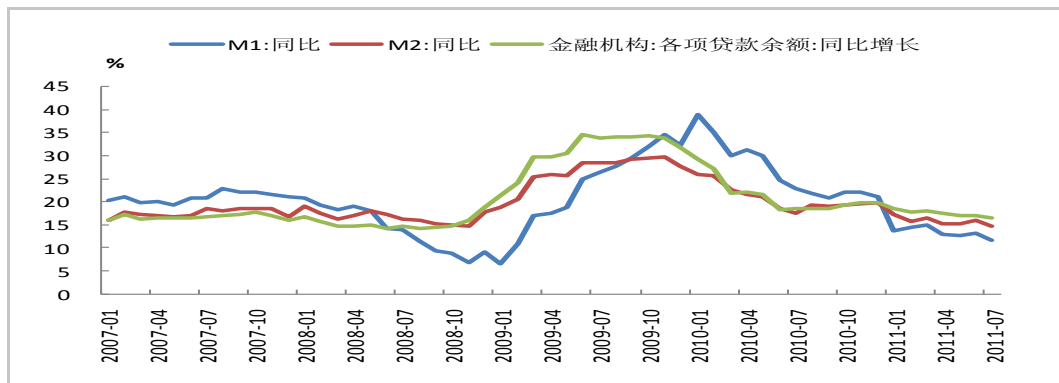
资料来源: 华泰证券

资金面难松 融资步伐不停

8 月份新增人民币贷款 5485 亿元，同比多增 93 亿元，超出此前市场普遍预期的 5000 亿元。人民币存款增加 6962 亿元，同比少增 3736 亿元。从新增人民币贷款分部门看，住户贷款增加 1888 亿元，其中，短期贷款增加 878 亿元，中长期贷款增加 1010 亿元；非金融企业及其他部门贷款增加 3602 亿元，其中，短期贷款增加 1588 亿元，中长期贷款增加 1011 亿元，票据融资增加 917 亿元。外币贷款余额 5078 亿美元，同比增长 24.6%，当月外币贷款增加 59 亿美元。从贷款结构可以看出，对公短期贷款多增较多，这可能与监管部门鼓励银行加大对中小企业的信贷投放有关，因为中小企业的短期贷款需求相对较大，显然中小企业已获定向宽松待遇。整体上信贷控制力度将渐趋稳定。

8 月末，广义货币(M2)余额 78.07 万亿元，同比增长 13.5%，比上月末低 1.2 个百分点；狭义货币(M1)余额 27.33 万亿元，同比增长 11.2%，比上月末低 0.4 个百分点。此前 7 月份 M2 同比增长 14.7%，创下 6 年新低。货币供应量 M2 和 M1 增速继续走低，显示政策紧缩效应仍在持续显现。从货币政策预期来看，一方面经济增速仍平稳，8 月进口增长大幅高于预期，短期国内投资仍会保持较高增速，经济不会发生大幅回落。另一方面尽管 8 月 CPI 涨幅有所回落，但未来快速、大幅回落的可能性不大。在经济平稳，通胀仍高的背景下，货币政策不会轻易放松。整体来看，宏观流动性的显著松动的难度仍大。

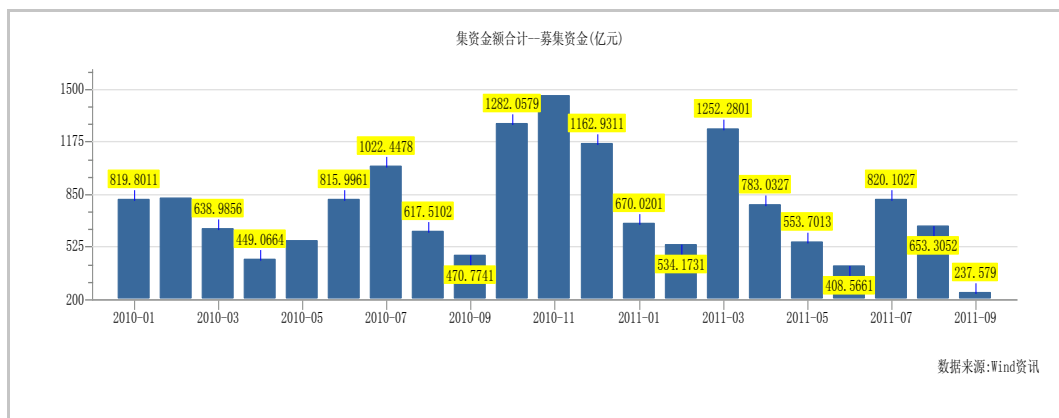
图表 15: 货币信贷增速情况



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

从市场融资需求看，尽管市场已经创下年内新低，成交低迷。但融资步伐一直未有停息，不断抽血是市场饱受诟病的一个重要因素。根据 wind 统计，截至 9 月底，今年以来共有 374 家公司在 A 股市场进行融资或者再融资，合计募集资金 6079.14 亿元。其中 230 家公司发行新股，合计募集资金 2182 亿元；131 家公司进行了增发，实际募集资金 3339.8 亿元；13 家公司进行了配股，募集了 400.49 亿元。算上中国水利，前三季度 IPO 合计融资超过 2300 亿元。在接下来的四季度，另一巨无霸陕西煤业也拟募集资金约 172 亿元。市场积重难返，大盘股照上不误，市场资金面将继续承压。

图表 1: 市场融资情况



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

投资策略: 短期不乐观 中期不悲观

市场短期弱势寻底, 中期有望震荡回升

◆ 总体观点: 经济、政策无超预期利好

基于前面的分析, 我们总体的观点是:

1、8 月份消费、投资、工业增加值及物价指数等数据显示当前国内经济继续温和回落, 而通胀处于见顶之中。但海外经济持续低迷不振, 特别是欧美债务危机短期内难以好转, 宽松货币政策或为发达经济体国家继续刺激经济的主要手段之一, 这会对国内通胀回落的进程造成扰动。在经济增长处于适度放缓, 但通胀压力仍未得到彻底释放的背景下, 我们认为央行旨在实现遏制通胀目标的紧缩货币政策还难以转向, 但应该也不会进一步紧缩。我们认为未来应该是政策相对宽松的一段时期。紧缩货币政策是否会进行实质性调整, 还要视今年四季度通胀、经济增速等因素变化而定, 这期间是央行观察货币政策的重要时间窗口。相对而言, 财政政策更值得期待, 管理层倾向于利用结构性积极的财政政策来抵御外围危机的冲击和平滑国内经济增长放缓的影响, 政策重点关注方向在于保民生、促消费。

2、市场整体估值已基本反映了悲观预期, 大小盘估值差异明显, 特别是大盘蓝筹, 处于历史低位, 而中小盘个股的估值仍然较高。从中线角度, 低企的估值水平将支撑市场, 纠偏需求将逐渐强烈。

3、从短期的资金面看, 央行利用公开市场缓解资金压力, 但在货币政策上仍然整体偏紧。从近期的市场成交看, 市场对外围资金仍然缺乏吸引力, 尽管有中线资金试探性建仓, 但观望气氛仍占上风。存量资金的博弈仍将主导市场运行, 市场主要的受制因素仍在于资金面。

4、虽然全市场上半年整体净利润实现了 23.8% 的增长, 但各个行业盈利分化明显, 其中银行和消费类行业下半年预期继续向好, 而许多周期类行业则遭遇业绩下调。

◆ 市场走势：短期弱势寻底，中期震荡回升

因此我们的结论是，目前的经济数据和政策面并没有超预期的利好来支持大盘大幅反弹，而外围危机的升级可能对市场再次形成冲击，短期内 A 股还很难扭转弱势寻底的趋势。虽然短期不乐观，但中期我们却不悲观。短期看，欧债危机等外围因素对于 A 股市场的运行影响较大；但从中长期来看，内部环境仍是影响 A 股的主导因素。我们认为随着经济底和通胀顶的逐步明朗，届时政策拐点也渐行渐近，市场有望演绎弱势筑底和对物价回落的趋势确认后的震荡回升格局，目前我们需要的是耐心和等待。

关注低估值+确定增长主线

在投资方向上，我们以低估值和三、四季度业绩增长确定性强的行业和公司作为积极防御和布局为主要策略，建议（1）从低估值的角度，关注银行、商贸等行业；（2）寻找下半年业绩能够持续增长的行业及公司；（3）关注受益于结构性积极财政政策的行业；（4）关注新兴产业转移带来的主题性投资机会。

◆ 积极防御，继续布局低估值板块

在政策紧缩累计效应渐现、外围局势动荡背景下，估计四季度的市场风险偏好仍处于收敛状态。目前蓝筹股相对于中小市值品种的折价进一步上升，数据显示大盘蓝筹估值约为 10 倍，其中金融股更低在 7 倍左右，而中小板估值却仍高达 35 倍。我们认为低估值板块，比如银行、商贸等，是值得逢低布局的品种。虽然货币政策尚未出现放松迹象，但紧缩政策已经逐步进入尾声，未来政策面的任何松动都会被市场视为利好，迎来以银行为代表的蓝筹股估值修复的行情。

1、银行

银行业中报业绩符合预期，全年增长较为确定，资本充足率新规对行业冲击小于预期；虽然行业存在地方融资平台风险等隐忧，但目前的估值水平已经反映了诸多的利空因素，安全边际较高，建议继续关注行业估值的修复机会。建议关注微小企业业务有较强定价能力、具有估值优势的民生银行，中期业绩增长良好、资本补充到位和业务转型空间较大的浦发银行，以及定增解决资本瓶颈、后续发展力度强劲的深发展。

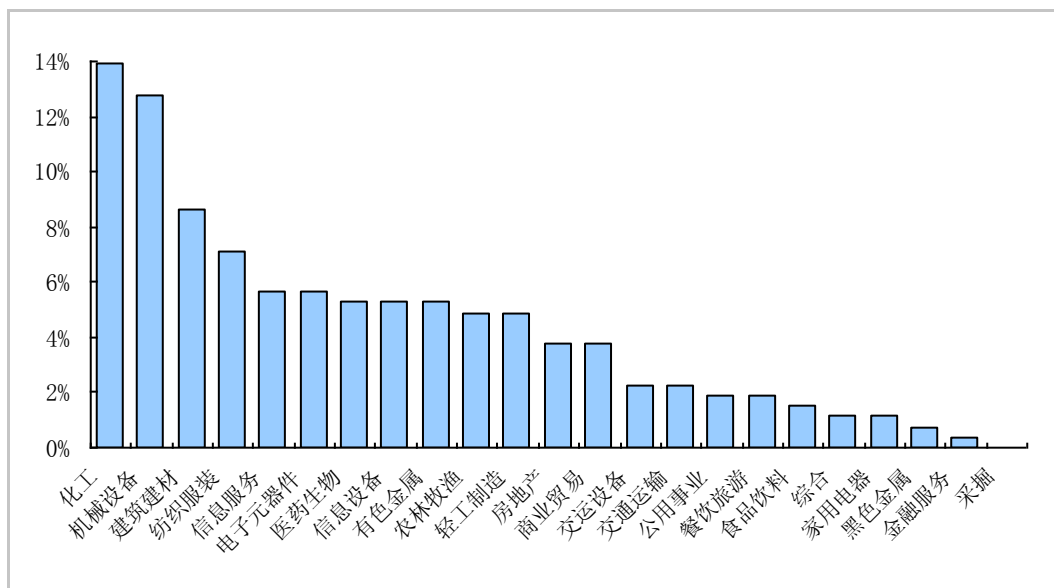
2、商贸

我国消费增速总体保持平稳，上半年零售企业营业收入和扣除非经常性损益后净利润基本上保持了快速增长。虽然大部分零售企业毛利率出现下滑，但二季度毛利率较一季度有所回升，行业的总体毛利率水平在逐步恢复之中，且目前行业的估值仍处于历史较低水平。建议关注中西部区域质地优良的龙头企业如成商集团、步步高、重庆百货、友阿股份；关注全国性扩张的苏宁电器、大商股份、王府井；此外，低估值的大东方、中兴商业、小商品城也具有较好的投资价值。

寻找下半年能够持续增长的行业及公司

中报公布完毕后，分析师对于各行业盈利预测进行了调整，从跟踪的情况看，下调公司主要集中在建材、化工、机械、汽车及零部件、证券、有色、房地产、钢铁等，多为周期类行业；业绩上调的行业则主要集中在金属新材料、消费类（零售、建筑装饰、饮料、景点、食品加工、传媒、农业综合）、银行等。从三季度业绩预告情况看，808 家公司发布了业绩预告，其中预增和略增的公司合计 471 家，占比接近六成。从行业来看，同样是消费类公司预告业绩增长的占比较多，其中业绩预增 50%以上的公司多集中在化工、机械设备、建筑建材、纺织服装、信息服务、电子元器件、医药生物和信息设备等行业。进入四季度后，市场对于上市公司全年业绩的预期将愈加明朗。

图表 17：三季度业绩预增 50%以上公司所属行业统计



资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

从华泰证券股票池统计数据看，我们重点跟踪的 469 家公司中 406 家 2011 年预测净利润同比有增长，其中 140 家公司预计能实现 50%以上高增长。综合中期业绩、三季度预增数据以及重点公司的业绩预告数据，我们认为信息服务、纺织服装、农业、医药生物等行业下半年整体仍能保持较高的增长。我们筛选了部分目前估值相对合理、盈利增长确定性较强的上市公司。

图表 18：2011 年净利润预测增长率较高的公司

代码	简称	一级行业	2011 年净利润增速 (%)	2011EPS	2011 年预测 PE
601101	昊华能源	采掘	66.2%	1.45	17.7
002033	丽江旅游	餐饮旅游	1228.5%	0.89	26.8

601888	中国国旅	餐饮旅游	119.0%	1.02	26.7
300183	东软载波	电子元器件	62.1%	1.68	28.3
002293	罗莱家纺	纺织服装	71.8%	2.57	34.1
002327	富安娜	纺织服装	58.6%	1.51	31.4
000826	桑德环境	公用事业	56.0%	0.78	31.4
002092	中泰化学	化工	165.5%	0.67	16.1
000422	湖北宜化	化工	46.8%	1.55	14.0
002535	林州重机	机械设备	80.0%	0.45	37.7
600690	青岛海尔	家用电器	32.7%	1.01	10.1
600496	精工钢构	建筑建材	56.0%	0.60	18.7
600585	海螺水泥	建筑建材	106.1%	2.4	7.7
600016	民生银行	金融服务	41.5%	0.93	6.4
600000	浦发银行	金融服务	32.3%	1.36	6.7
002477	雏鹰农牧	农林牧渔	160.2%	1.20	26.0
000876	新希望	农林牧渔	72.4%	1.20	17.4
002078	太阳纸业	轻工制造	21.4%	0.77	12.1
000715	中兴商业	商业贸易	89.7%	0.45	22.8
600887	伊利股份	食品饮料	87.2%	0.91	21.2
000858	五粮液	食品饮料	43.4%	1.66	23.0
300165	天瑞仪器	信息服务	67.0%	1.09	23.9
002410	广联达	信息服务	82.3%	1.11	34.2
002491	通鼎光电	信息设备	46.9%	0.79	20.9
000423	东阿阿胶	医药生物	51.1%	1.34	33.4
300171	东富龙	医药生物	49.9%	1.34	33.7
000426	富龙热电	有色金属	--	0.93	18.2

资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

◆ 关注受益于结构性积极财政政策的行业

在目前复杂国际金融背景下，国内货币政策调控基本取向暂时还难以出现实质性改变，放松时机尚不具备。根据历史经验，我们认为管理层倾向于利用结构性积极的财政政策来抵御外围危机的冲击和平滑国内经济增长放缓的影响。而作为“十二五”开局之年，今年依然维持较为宽松的财政政策。按照年初及“十二五”规划设定的目标，今年积极财政政策的主要方向包括：推进保障房和各项基础设施建设、提升中低收入阶层收入、实施消费促进政策、促进产业升级、深化医改，以及提升社会保障等方向。我们认为主要可以从两个角度进行投资机会的挖掘。

角度一：受政策支持推进的保障房和水利建设

受货币信贷持续收紧影响，固定资产投资增速不断回落，但作为结构性投资重点的保障房建设和水利建设，在政策支持下增速有望加速和回升。2011 年保障房建设任务为 1000 万套，比 2010 年的 580 万套高出 72.4%，任务非常重。住建部要求 11 月末各地保障性住房必须全面开工，其中还需要确保主体竣工的占

到项目 1/3，年内确保竣工项目 400 万套。今年 1-7 月份，全国城镇保障性住房和棚户区改造住房已开工建设 721.8 万套，开工率 72%（不含西藏自治区）；各地区截至 7 月底的开工量比 6 月底均有较大幅度增长。我们认为保障房建设的加速会对建筑机械、建筑施工和水泥行业需求形成持续拉动。

我国水电中长期的发展目标，到 2015 年我国常规水电装机将提升到 2.7 亿千瓦，到 2020 年实现常规水电装机达到 3.3 亿千瓦的目标，水电建设将在“十二五”期间加速。1-7 月水利环境 FAI 完成额 13240 亿元，7 月新增 2524 亿元，同比增长 8%，初步扭转 6 月负增长的局面。考虑到水利已出政策以及环境保护规划即将出台，未来水利环境投资增速有望会继续回升。目前国内大型水电建设市场处于寡头垄断格局，行业技术壁垒较高，葛洲坝目前市场份额在 25% 左右，将主要受益水电建设的加速。

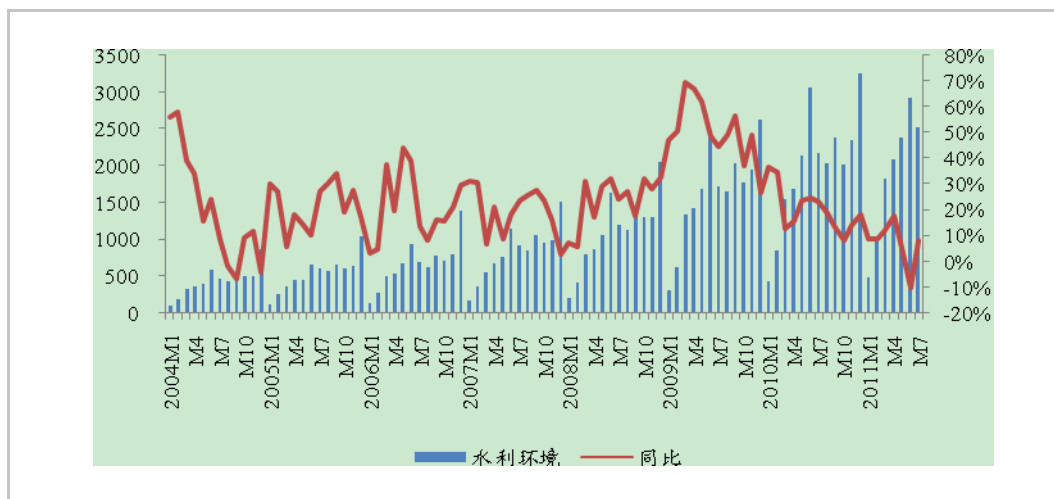
图表 19: 2011 年 1-7 月各地区城镇保障性安居工程开工情况

地区	已开工套数（万套）	开工率（%）
北京	14.2	70
天津	14.9	57
河北	31.6	83*
山西	29	87*
内蒙古	29.2	75
辽宁	36.2	开工率超过 100%
吉林	20.6	65*
黑龙江	60.3	71*
上海	13.3	51
江苏	26	74
浙江	12.6	70
安徽	31.7	80*
福建	20.1	82
江西	22.4	70
山东	24.8	76*
河南	29.4	65*
湖北	22	66*
湖南	27.1	62
广东	18	59
广西	17.3	69*
海南	6.8	73
重庆	37.6	74*
四川	27.3	77*
贵州	14.5	62*
云南	19.4	62
陕西	45	开工率超过 100%
甘肃	14	76*
青海	11	61*
宁夏	6.8	88*

新疆	22.3	66*
兵团	16.4	92*

注：1、西藏自治区未统计。2、*为按增加任务量后计算的开工率。资料来源：http://www.gov.cn/gzdt/2011-08/12/content_1924581.htm

图表 20：水利环境单月 FAI 及同比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯 华泰证券研究所

角度二：经济结构调整，偏重民生与消费

国内经济正在以“十二五”为契机开启新一轮经济增长周期，原有增长动力正逐步衰退，新旧动力的切换势在必行。从前景看，未来经济结构调整过程中，民生与消费将是结构性的支撑重点。管理层今年以来多次强调改善民生的重要性，根据 2011 年中央和地方预算草案的报告，中央财政主要支出项目安排优先保障加强“三农”、改善民生、发展社会事业、促进经济结构调整、深化改革等方面的支出，与民生和消费相关的领域的财政支出将保持较高的增长。

图表 21：2011 年中央财政主要支出项目安排情况

支出项目	2011 年预算安排 (单位：亿元)	2011 年预算增长 (%)
教育	2963.6	16.3
科学技术	1944.1	12.5
文化体育与传媒	374.4	18.5
医疗卫生	1727.6	16.3
社会保障和就业	4414.3	16.6
住房保障	1292.7	14.8
农林水事务	4588.8	18.3
国土气象等事务	454.9	22.9

节能环保支出	1591.9	10.3
交通运输支出	2866.9	10.3
资源勘探电力信息等事务	744.9	-10
粮油物资储备管理事务	1130.5	23.9
商业服务等事务	706.1	3.3
国防支出	5835.9	12.6
公共安全支出	1617.3	9.6
一般公共服务支出	1118.8	4.3
国债利息	1839.8	21.7

资料来源：财政部网站 华泰证券研究所

从受益的行业看，我们看好农林牧渔、旅游、医药等行业，在改善民生、促进消费的政策导向下，这些行业景气度有望继续向上，业绩稳定增长较有保障。

◆ 关注新兴产业转移带来的主题性投资机会

我国经济结构的转型正经历由传统产业向新兴产业转移的改革之路。目前由国家发改委牵头、有关部委参与起草的《战略性新兴产业发展“十二五”规划》总报告以及面向七大战略性新兴产业的七个《规划》正陆续上报国务院，有望 9 月开始对外公布。按照近几年我国 GDP 发展速度及规模测算，预计到 2015 年战略性新兴产业增加值约 4.3 万亿元，2020 年将达到 11.4 万亿元。为实现国务院提出的上述发展目标，预计战略性新兴产业在 2011 年至 2015 年间要实现 24.1% 的年均增速，2016 至 2020 年要实现 21.3% 的年均增速。从新兴产业所处发展阶段和推进层次来看，预计到 2020 年，节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业将成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业将成为国民经济的先导产业，七大产业链将引领中国在未来十年进入一个新的产业周期。

在政策推动下，发掘具有持续成长的新兴产业公司仍会是市场的主要热点。不过市场也逐渐认识到从政策推动到转化为真实业绩中间还有诸多不确定性，尤其是创业板中相当部分的公司，它们在行业内的竞争力和行业地位远没有到达稳固的领先地位，业绩和未来的发展具有较大风险。在意识到实体经济发展的速度明显不能支撑其在股票市场的高估值时，市场对于政策效应的敏感度也在逐渐减弱，单纯政策刺激的行情难有持续性，我们认为未来一段时间内新兴产业估值调整压力仍然存在，结构分化将更加明显，能较快从政策激励转化为行业现实发展和公司业绩增长的标的值得重点关注。

图表 22：中小板和创业板公司利润增速与估值不匹配

板块	2011 年中期 净利润增长 率%	市盈率 (TTM)
中小板	19	34.5

创业板	22.8	44.6
全部 A 股	23.8	15.2

资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

目前七大新兴产业的《规划》尚未公布，不过 9 月初《“十二五”节能减排综合性工作方案》公布，并披露了“十二五”期间节能减排相关目标和具体措施，我们认为四季度节能环保子行业的投资机会值得重点关注。在吸取了“十一五”期末突击完成节能减排目标的教训后，“十二五”期间，政府制定的节能减排目标将落实到各年，并作为当年地方政府政绩考核的重要指标。2011 年的节能降耗目标是，单位国内生产总值能耗比上年下降 3.5%；二氧化硫、化学需氧量、氨氮和氮氧化物四项主要污染物排放量均比上年减少 1.5%。工业节能方面，万元工业增加值用水量比上年下降 7%；工业固体废物综合利用率比上年提高 1 个百分点。此外，城市污水处理率达到 80%；城市生活垃圾无害化处理率达到 74%。

节能减排领域涉及的细分行业比较多，预计“十二五”期间主要侧重于污水处理及配套建设、污泥处理、垃圾处理、脱硝脱硫环保处理和重金属污染处理等几个领域，我们建议关注水务及固废等环保处理类运营和设备商，特别是节能环保业务占主营业务比例较大、并且在行业中占据龙头地位的上市公司，比如污水处理行业领域的碧水源，固废处理行业领域的桑德环境。

图表 2：四季度行业投资逻辑及重点公司

行业	评级	投资逻辑	四季度最看好的公司
电力设备	中性	截止 8 月份电网建设投资增长 8.7%，全年总投资超预期概率不大；特高压交流新项目的核准仍没有进展；工控自动化装备增长受益于节能减排目标，但会受宏观经济低迷的限制。	许继电气、英威腾、特变电工
电子元器件	增持	1、三季度末，全球半导体行业产业链将会从日本地震的影响中全面恢复过来。2、以历史数据来看，10 月又是半导体行业销售的传统旺季，因此，我们认为 10 月行业营业收入有望实现探底回升。3、从估值的角度上讲，目前 A 股电子元器件行业 2011 年动态市盈率 31 倍，处于行业平均水平，估值下行的空间已经不大。	东软载波、莱宝高科、拓邦股份
房地产	中性	今年以来，尽管投资增速、销售面积及金额、开、竣工数据均较去年同期有较大幅度的提升，但已略显疲态，增速水平开始出现下滑。随着三季度保障房开工高峰期的过去，四季度保障房对房地产开发投资的拉动效应也将逐渐减弱。预计四季度行业投资增速将有所回落。同时信贷政策的收紧对行业内公司资金面影响明显，开发商筹款能力不断降低，资金压力持续增加。未来行业景气度仍将继续下行。	金地集团、荣盛发展、世茂股份
纺织服装	增持	考虑到棉花等原料价格走势仍具不明确性，同时外围市场	富安娜、罗莱家纺、

		需求疲软，出口需求增速可能将在四季度放缓，纺织企业下游需求存在不确定性，我们暂时不推荐行业内公司。但是国内服装消费需求受通胀影响有限，继续保持较稳定增长，品牌企业上半年业绩呈快速增长态势，前三季度业绩预告和下半年订货会情况均表现良好，全年业绩增长较明确。9月份进入旺季，品牌服装行业继续维持高景气，行业整体盈利仍将保持较高水平。同时，随着大盘深度调整，部分今年业绩增长明确的优质品牌企业的投资价值将逐步体现。我们推荐具有良好业绩支撑，兼具成长和价值的优质品牌企业。	七匹狼
非银行金融	保险： 中性； 券商： 增持	保险：1) 10年期国债收益率提升带来的会计利润增加；2) 固定收益类资产收益率的提高；3) 历史规律保险股上涨需要较好的市场环境配合 券商：1) 估值已经基本反应悲观的预期；2) 创新业务业绩超预期；3) 监管制度放松；4) 有利的行业政策环境	中信证券、吉林敖东、辽宁成大
钢铁	中性	原材料成本上升，下游需求下滑，行业效益整体下降。	西宁特钢、大冶特钢、攀钢钒钛
工程机械	增持	目前行业估值继续下降空间有限，而投资拉动经济增长方式未发生实质性改变，随着全球经济不确定性增强，未来宏观紧缩政策难以进一步收紧，将为行业带来机会。	三一重工、中联重科、柳工
公用事业	中性	从重置成本的角度出发，电力行业估值被普遍低估，但行业趋势性投资机会尚未形成。	金山股份、上海电力、天富热电
航天军工	中性	军工行业虽面临大力发展国防实力的大好机遇，又有资产注入的市场想象，但目前股价还是偏高。	航空动力、中国卫星、中航精机
化学原料与制品	中性	全球经济复苏受挫，对大宗商品需求减弱；美元走强可能性增大；原油价格下跌，化工产品价格普遍承压。化工行业整体景气下行。可关注仍处于景气上升期的子行业，如磷化工、BDO。	兴发集团、湖北宜化
计算机软件	增持	行业基本面依然保持平稳快速发展的势头，1-8月行业增速30.5%。截止26日，9月的软件与服务指数下跌7.3个百分点，跑输沪深300指数约0.7%，估值从历史上看依然具有吸引力，我们认为四季度是软件公司收入的集中确认期，且年末存在盈利预期向2012年切换的预期，因此，给予软件行业增持评级。	软控股份、广联达、天瑞仪器
家电	增持	估值低，已进入值得投资的价格区间，且业绩不存在负增长的风险。	格力电器、青岛海尔、美的电器
建材	增持	目前主要公司的股价已经反映了行业景气度下行的状况，在业绩支撑下，行业内主要企业的估值下行空间有限，四季度是建材行业的传统旺季，估值修复的行情可以期待，给予“增持”评级。	海螺水泥、江西水泥、天山股份
建筑	增持	子行业景气分化，关注高景气子行业的龙头企业	杭萧钢构、精工钢构、四川路桥
交通运输	中性	未来板块的投资机会更多的还是体现在跟随大盘上。另外，	深高速、铁龙物流、

		前期风险的释放较充分,一些个股的下跌空间不大。可以关注一些具有资产注入、成长性较好或业绩较稳定的公司。	唐山港
商贸	增持	从行业基本面来看,剔除了家电和汽车等受政策影响较大的品类之后的社零总额及重点零售企业业绩均保持了平稳增长。CPI亦如期触顶回落。从行业表现来看,在经历7-8月的普涨之后,9月份行业出现回调,部分个股出现超跌。考虑到目前的业绩情况,行业整体估值水平仍处于低位。从个股来看,我们仍重点推荐业绩成长较为确定、估值较低以及处于业绩拐点的三类公司,并结合前期走势筛选个股。	步步高、银座股份、王府井
旅游酒店	增持	行业三季度走出了一波上涨行情。进入9月以后横盘整体,但从资金面上看并没有出现大范围的流出。我们预计十一长假前,个股还会有一波小幅度的上涨。四季度是行业淡季,出现全面行情的可能性不大,但行业内部分政策预计年底前将会推出,对相关个股还有事推动作用的,建议四季度关注有事件或题材刺激因素的个股。	桂林旅游、中国国旅、峨眉山A
煤炭	中性	目前煤炭价格坚挺,下游需求依然旺盛,但投资风险主要来自于宏观经济大幅下滑导致煤炭价格下跌,紧缩货币政策放松前取得绝对收益难度较大。	兰花科创、中国神华、国投新集
煤炭机械	增持	随着煤炭整合的逐步完成,未来相关煤炭企业资本开支将逐步加大,煤机行业将迎来一个需求快速释放时期,业绩也将加速	林州重机、山东矿机
农业	增持	重点关注深海养殖行业捕捞季到来和四季度种子行业的机遇,关注登海种业、一桥苗业,大北农	登海种业、一桥苗业、大北农
汽车	中性	9月份受节能汽车补贴范围缩小的政策末班车效应影响,行业销量可能会冲高,但这只是将四季度的汽车消费提前释放,行业基本面仍未改观,全年汽车销量增速预计为5%。	宇通客车、华域汽车、福耀玻璃
轻工	增持	四季度行业消费旺季到来带动需求增长,落后产能淘汰力度较大,在年底前需关停,供需格局逐步改善,而原材料价格未来有望继续下跌,行业利润改善	太阳纸业、博汇纸业、晨鸣纸业
石油化工	中性	原油价格下行压力较大,对上游开采盈利能力构成较大压力,同时,由于原油价格下跌,下游石化行业成本压力减轻,因而,相对而言,石化行业预期尚好。	中国石化、S 上石化、齐翔腾达
食品饮料	中性	行业景气度没有发生改变,但有些影响因素发生了变化,比如提价受限制等,同时由于相对收益高,虽然部分大白酒的估值比较低,但行业对沪深300的相对估值达到高点。	五粮液、伊利股份、洽洽食品
通信设备	增持	业绩现两极分化,部分公司超跌,应选择有业绩保障的成长股和超跌的股票配置	中兴通讯、通鼎光电、日海通讯
通信运营	中性	涨幅过大,2011年业绩大幅增长可能性较低,估值虚高	
医药生物	增持	发改委已发布激素、调节内分泌类和神经系统及抗生素和循环类药物两次降价,降价利空已出。降价不影响行业长期向上的基本面。四季度是部分中药销售旺季,值得关注	科伦药业、东阿阿胶、东富龙
银行	增持	目前压制银行板块估值的主要因素是银行自身资产质量的	民生银行、浦发银

		不确定性和行业监管层面关于资本管理方面的规范所带来的后续融资压力。但一方面，银行板块极低的估值将为银行股投资锁定极高的安全边际，另一方面，银行良好的业绩增长和稳定的盈利能力将为股价提供有力支撑，因此我们认为虽然目前银行板块缺乏上涨的催化，但长期仍具有吸引力，维持“增持”评级。	行、深发展
有色金属	中性	金属价格维持弱势；流动性因素支撑减弱，继续大幅推高金属价格的可能性减少；商品属性影响趋重，未来重点关注各国宏观经济复苏形势。	富龙热电、南山铝业、中金岭南

资料来源：华泰证券研究所

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。