

## 政策底部显现，市场行情回暖

民生精品---策略简评报告

2011年10月12日

分析师：张琢 电话：010-85127665 邮箱：zhangzhuo@mszq.com 执业证书编号：S0100511010002

分析师：陆俊龙 电话：010-85127665 邮箱：lujunlong@mszq.com 执业证书编号：S0100511090002

最近一周一系列微调政策连续出台：

结构性政策方面，国务院最新发布了支持小微企业发展的一系列政策措施，从财政、税收、信贷等多个方面给出了明确的支持信号；

区域政策方面，国务院支持喀什霍尔果斯经济开发区和河南中原地区的指导意见连续出台；

财政政策方面，部分项目的审批有所放开，淮南-上海线路的特高压交流项目获得发改委批准；

股市政策方面，汇金出资购入低估值银行股。

经过连续的下跌之后，经济增长和盈利下滑已经被市场充分消化，政策成为影响市场运行的决定性因素。在总量政策保持稳定的前提下，政策的结构性调整已经非常明显和清晰。我们认为，政策底部已经显现，市场情绪回暖，四季度指数有望出现 15%-20% 的估值修复行情。

### 一、政策结构性调整的时机已经来临

今年前三个季度“通胀向上，经济向下”，央行连续 6 次提高存款准备金率，3 次加息，将大型金融机构的存款准备金率提高至 21.5%，一年期的存、贷款利率分别提高至 3.5% 和 6.56%。政策紧缩防通胀成为年初至今的主调。

当前阶段，虽然物价环比仍在上涨，但在翘尾因素逐渐消退的情况下，通胀下行趋势已经形成，预计 9 月份 CPI 在 6.2% 左右。同时，经济增速持续下滑，9 月份 PMI 指数为 51.2，9 月份 PMI 指数向来有季节性走高的惯例，但 51.2 较 8 月份仅上升了 0.3 个百分点，工业生产难言复苏。四季度投资增速和出口增速继续下滑或回落至 9% 左右。

企业经营层面的压力不断增大，尤其是对经济形势最为敏感的中小微企业。东部中小型企业倒闭的现象，见诸于各大媒体；民间资金链条高度紧张的情形，从年中至今愈演愈烈。在通胀压力日趋缓解，经济增速下行明显之际，政策的结构性放松条件已经具备。

### 二、小微企业支持政策力度略超预期：范围明确、操作性强

国务院总理温家宝 12 日主持召开国务院常务会议，研究确定支持小型和微型企业发展的金融、财税政策措施。从具体的细则上看可以分为供给方政策与需求方政策：

### （一）需求方政策：

加大对小型微型企业税收扶持力度。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。将符合条件的国家中小企业公共技术服务示范平台纳入科技开发用品进口税收优惠政策范围。中小企业尤其是小微企业贷款难，税负重的特征是一直以来的顽疾，所以给予中小企业税收优惠是减小中小企业财务成本，增强其内部积累能力以及见效比较快的缓解中小企业困难的措施。

### （二）供给方政策：

支持金融机构加强对小型微型企业的金融服务。对金融机构向小型微型企业贷款合同三年内免征印花税。将金融企业中小企业贷款损失准备金税前扣除政策延长至 2013 年底。将符合条件的农村金融机构金融保险收入减按 3% 征收营业税的政策，延长至 2015 年底。这体现的是解决小微企业贷款难问题，不一定非得在信贷总量放松上下功夫，更多的可以从构造一个与企业市场结构相适应的金融市场结构体系，特别是建立和发展若干中小金融机构为主。

扩大中小企业专项资金规模，更多运用间接方式扶持小型微型企业。进一步清理取消和减免部分涉企收费。我国除了税重，费也特别多，单独提出减免部分涉企收费本身也是摸中“命门”的表现。

此次出台的支持小微企业发展的金融财税政策措施针对性、可操作性强，扶持产业明确，有利于提高经济增长质量，改善经济增长预期。未来支持小微企业的后续政策还将进一步发布，财政政策可能还将在规定采购比例、或者建立各类信息平台的基础上帮助小微企业进入政府采购项目等方面展开。

## 三、河南、喀什地区区域政策：短期刺激经济，长期支撑转型

10 月 7 日和 8 日，国务院办公厅相继发布了《国务院关于支持河南省加快建设中原经济区的指导意见》和《国务院关于支持喀什霍尔果斯经济开发区建设的若干意见》。河南和喀什是今年出台的第二、第三个区域政策。

**表 1：一年多来国务院相继出台多条政策刺激区域经济发展**

| 政策主题                                          | 公布日期             | 区域    |
|-----------------------------------------------|------------------|-------|
| 国务院关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见                       | 2009 年 12 月 11 日 | 广西    |
| 国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见                       | 2010 年 01 月 04 日 | 海南    |
| 国务院办公厅关于进一步支持甘肃经济社会发展的若干意见                    | 2010 年 05 月 06 日 | 甘肃    |
| 国务院关于中西部地区承接产业转移的指导意见                         | 2010 年 09 月 06 日 | 中西部地区 |
| 国务院办公厅印发关于进一步支持甘肃经济社会发展若干意见重点工作分工方案的通知        | 2010 年 10 月 21 日 | 甘肃    |
| 国务院办公厅转发发展改革委农业部关于加快转变东北地区农业发展方式建设现代农业指导意见的通知 | 2010 年 12 月 03 日 | 东北地区  |
| 国务院关于进一步促进内蒙古经济社会又好又快发展的若干意见                  | 2011 年 06 月 29 日 | 内蒙古   |
| 国务院关于支持河南省加快建设中原经济区的指导意见                      | 2011 年 10 月 07 日 | 河南    |
| 国务院关于支持喀什霍尔果斯经济开发区建设的若干意见                     | 2011 年 10 月 08 日 | 新疆    |

资料来源：民生证券研究所

### 1、中原经济区：稳粮强农是重点

河南是国家重要的粮食生产和现代农业基地。集中力量建设粮食生产核心区，巩固提升在保障国家粮食安全中的重要地位；大力发展畜牧业生产，建设全国重要的畜产品生产和加工基地；加快转变农业发展方式，发展高产、优质、高效、生态、安全农业，培育现代农业产业体系，不断提高农业专业化、规模化、标准化、集约化水平，建成全国农业现代化先行区，对我国经济建设有着重要的战略地位。着力提高粮食生产能力，积极推进农业现代化是其他一切工作的基础。

## 2、喀什霍尔果斯经济开发区：区位优势得天独厚

2010年5月，中央新疆工作会议上，正式批准喀什设立经济特区。喀什作为中国西部的重要交通要地，将成为中国向中亚、西亚、南亚出口加工基地和商品中转集散基地，进口能源和稀缺矿产资源的国际大通道，连接国内和国际市场的欧亚大陆桥关键节点。中央对喀什、霍尔果斯经济开发区的政策扶持是在经济结构转型，西部大开发的大背景下提出的，符合区域协调发展的总的指导方针。

本次意见指出喀什经济开发区重点发展商贸物流、出口机电产品配套组装加工、农副产品深加工、纺织、建材、冶金、进口资源加工、机械制造、旅游、文化、民族特色产品加工、生物技术、可再生能源、新能源、新材料等产业。并在2011年至2015年，中央财政对经济开发区建设每年给予一定数额的补助，同时对重点鼓励发展产业目录范围内的企业在税收方面给予五年的减免。

喀什地区长期以来只能充当进出口货物通道，开发区的建立将喀什从“过路贸易”转变为“出口加工区”，受此变化影响，喀什地区整体经济结构也将从第三产业向二三产业并重方向转变。

我们认为，喀什地区经济刺激政策直接带来的就是当地基础建设的繁荣。另外，由于由于地理和文化因素，传统的商贸物流、旅游、文化、民族特色产品加工行业可能得到较快的发展。同时，积极的区域政策将对采掘业、原材料加工业和纺织业带来巨大的发展空间。

## 四、财政政策：四季度集中花钱期到来，项目审批或会放松

四季度是传统的财政集中花钱期。综合考虑到外围经济的动荡与疲软、国内经济下滑趋势的判断，四季度财政花钱的方向应该会集中在两个方面，一是今年前三个季度改投而没有投的项目，二是将十二五后续几年必须要干的一些项目提前在四季度开工。综合来看，农村电网、城市轨道交通、水利、环保、新能源以及信息化这几个方向的可能性最大。

1、基本保障支出中以“教育传媒、医疗卫生、住房保障、社会救助和社会养老”这五项为核心。

2、阶段性支出包括：加强财政对中小企业以及战略新兴产业企业的支持，建立财政对小型和微型企业的扶持制度，重点支持中小企业技术创新、转型升级、节能减排和专业化发展。

3、未来对于三农的扶持，主要体现在加快改善农村生产生活条件；加强以水利为重点的农业和农村基础设施建设；改善农村生产生活条件；实施新一轮农村电网改造，加快无电地区电力建设。

## 五、汇金增持给市场提升信心

中央汇金公司宣布，自 10 月 10 日起已在二级市场自主购入工、农、中、建四行股票，并继续进行相关市场操作；且根据四大行披露的信息显示，汇金分别增持了工、农、中、建 A 股约 1458 万股、3907 万股、351 万股、738 万股；根据 10 日四大行的 A 股收盘价计算，汇金此次共耗资约 1.97 亿元。

### （一）历史两次增持均带来短期股市行情

本次汇金通过二级市场增持四大行是历史上的第三次，前两次为 2008 年 9 月 19 日、2009 年 10 月 9 日。

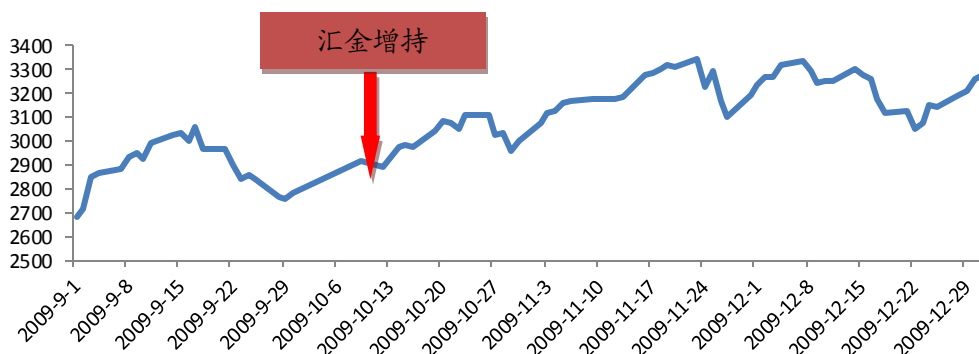
08 年汇金增持后，市场在 2008 年 9 月 19 日当天涨幅为 9.46%，9 月 22 日涨幅为 7.77%，从 9 月 19 日到 9 月 26 日，上证综指涨幅为 21.67%。；09 年汇金增持银行股后，股市当天上涨 4.76%，在小幅下跌后迎来了股市的一波行情，。

图 1：08 年增持后迎来短暂上涨行情



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 2：09 年增持后先跌后升，迎来一波短暂行情



资料来源：Wind，民生证券研究所

### （二）汇金增持有利于提振市场，长期还要看经济走势和政策变化

汇金的增持很明显给市场提升了信心，股市当天的高开也基本反映了这一点。虽在煤炭资源税等因素的影响下，当天收盘并未出现大幅上涨行情，但第二天的低开高走与汇金增持四大行不无关系。

结合前两次汇金增持后股市的走势，我们认为，汇金增持表明政府对股票市场目前处

于低估值状态的肯定态度，但中长期来看，还要取决于政策和实体经济的表现。

## 六、市场行情回暖，“N”型走势第三个阶段临近

经过连续的下跌之后，经济增长和盈利下滑已经被市场充分消化，政策成为影响市场运行的决定性因素。在总量政策保持稳定的前提下，政策的结构性调整已经非常明显和清晰：一方面鼓励新兴产业、鼓励区域政策、鼓励小微企业，多个维度的政策相结合促经济转型，一方面继续保持对地产行业的调控不放松。

我们在年初提出全年“N”型走势的观点，目前政策底部已经显现，第三个阶段已经接近，四季度指数有望出现 15%-20% 的估值修复行情。

从短期来看，在政策底部基本明确、结构性调整的预期下，前期超跌的低估值周期品种有望出现普遍的修复。从中期的角度看，前期超跌且符合政策结构性调整和经济转型方向的成长性股票，包括电信、电网、计算机、信息化安全、传媒、环保等方面的个股具备长期投资价值。

## 分析师及联系人简介

**张琢**，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。2007 年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010 年 9 月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

**陆俊龙**，策略分析师，英国斯旺西大学数学金融硕士。2010 年加入东兴证券研究所从事策略研究工作，2011 年 7 月加盟民生证券研究所。精于政策分析和主题投资，拥有独特的政策视角与主题投资战略。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 机构销售

| 销售         | 负责区域      | 电话                   | 手机                 | 邮箱                          |
|------------|-----------|----------------------|--------------------|-----------------------------|
| 尹璠         | 北京        | 010-85127761         | 18611738655        | yintang@mszq.com            |
| 郭明         | 北京        | 010-85127762         | 18601357268        | guoming@mszq.com            |
| 郭楠         | 北京        | 010-85127835         | 15801209146        | guonan@mszq.com             |
| 杜婵媛        | 北京        | 010-85127761         | 13811313398        | duchanyuan@mszq.com         |
| 杨平平        | 北京        | 010-85127761         | 15210830789        | yangpingping@mszq.com       |
| 李珊珊        | 北京        | 010-85127506         | 18616891195        | lishanshan@mszq.com         |
| <b>平珂</b>  | <b>上海</b> | <b>021-68885772</b>  | <b>13818133101</b> | <b>pingke@mszq.com</b>      |
| 张瑜鑫        | 上海        | 021-68885790         | 13810338213        | zhangyuxin_jgxs@mszq.com    |
| 陈康菲        | 上海        | 021-68885792         | 13917175055        | chenkangfei@mszq.com        |
| 朱光宇        | 上海        | 021-68885773         | 18601666368        | zhuguangyu@mszq.com         |
| 汪萍         | 上海        | 021-68885167         | 13402036996        | wangping@mszq.com           |
| 钟玲         | 上海        | 021-68885797         | 15900782242        | zhongling@mszq.com          |
| 郑敏         | 上海        | 021-68885159         | 18701944310        | zhengmin@mszq.com           |
| 王溪         | 上海        | 021-68885793         | 13585785630        | wangxi_sh@mszq.com          |
| <b>万小山</b> | <b>广深</b> | <b>0755-22662056</b> | <b>13902959014</b> | <b>wanxiaoshan@mszq.com</b> |
| 许立平        | 广深        | 020-84228173         | 18601368846        | xuliping@mszq.com           |
| 韦珂嘉        | 广深        | 0755-22667772        | 13701050353        | weikejia@mszq.com           |
| 李潇         | 广深        | 0755-22662095        | 13631517757        | lixiao@mszq.com             |
| 马炜炎        | 广深        | 0755-22662089        | 18665855545        | maweiyan@mszq.com           |
| 王仪枫        | 广深        | 0755-22662093        | 13682556787        | wangyifeng@mszq.com         |

**民生证券研究所：**

**北京：**北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

**上海：**浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

**深圳：**深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

**免责声明**

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。