

二力博弈定起伏 需求为媒选行业

——2012 年 A 股投资策略报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2011 年 11 月 16 日

联系人

谢晓冬

SAC NO: S1150110080003

022-28451949

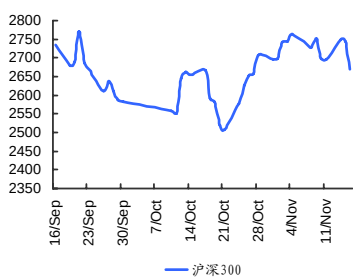
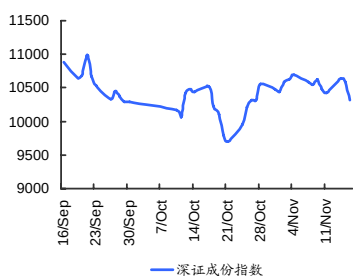
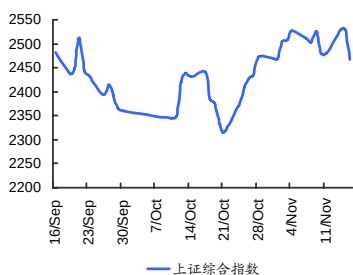
actionfish@live.cn

投资要点：

- 在世界主要经济体都需要重新审视并对原有经济体系进行修正的情况下，世界范围内分工体系的破旧立新必然不可避免，而这种全球经济体系的重构不可能一蹴而就，相较之前的几次经济危机，此次危机后世界经济整体活力的恢复将需要更长的时间，于是 2012 年的世界经济增速仍将较为缓慢。对于中国经济而言，在外部需求仍将持续回落、消费短期难以大幅提振、房地产投资面临压制的情况下，GDP 增速重心仍将小幅回落，总体呈现前低后高的走势。
- 2012 年，国内外经济环境主导下的上市公司业绩以及货币信贷政策主导下的估值波动将成为决定市场整体走势的关键。一季度信贷集中投放及上市公司业绩数据的真空将促使 A 股市场呈现震荡反弹的态势，而随着财务数据的发布，上市公司业绩增速的下行预期将得以强化，并同政策转向下流动性改善预期产生博弈，两个因素的合力将决定市场的最终走势。在流动性改善预期无法持续推进，且业绩增速下行预期渐趋强化之时，上证综指或将考验 2100 点附近的估值底部，而当业绩增速拐点来临，且与流动性改善预期相互结合之时，上证综指则有能力上冲至 3200 点高位。
- 我们认为，以业绩前景为出发点选择标的，不仅可以享受业绩增长所带来的股价提升，而且还可以享受到资金聚集效应所带来的估值提升。为此，我们通过挖掘终端需求有效提升的行业作为标的选择的核心所在。具体而言，我们可以从两大主题入手：

其一，受益于政策扶持而需求前景明朗的各行业板块。一方面，基于近期管理层对于小微企业政策支持的不断深化，我们建议投资者重点关注大浪淘沙后中小企业中的真金白银；另一方面，在财政投入逐步倾向于“保民生、调结构”的趋势下，我们建议投资者重点关注与之相关的水利建设，以及节能环保、新能源和生物育种等新兴产业；

其二，受益于我国社会变革而需求前景明朗的各行业板块。考虑到刘易斯拐点初期低端劳动力成本快速提升对农村消费升级的刺激作用，我们建议投资者在较短的时间维度内，重点关注纺织服装、商业零售和食品饮料行业中以满足二三线城市消费需求的相应标的。另外，从中长期的角度看，中老年人口比例的逐年提升将为以生物医药为主的保健市场带来持续增长的终端需求，而且有钱又有闲的中老年人还将成为推动餐饮旅游支出快速增长的重要力量。



相关研究报告

《谋定后动仍需等

防守反击最当先》

——2011 年 4 季度 A 股投资策略

《市场将反复探底

业绩成选股核心》

——2011 年 9 月份 A 股投资策略

《震荡以待筑底 稳健以图后进》

——2011 年 8 月份 A 股投资策略

目 录

1. 内外体系重构 经济增长仍缓	5
1.1 欧美增长乏力 外需仍将承压	5
1.2 投资略显疲态 消费难堪大任	8
1.3 经济增长全年“前低后高”	10
2. 估值缓慢回升 等待业绩拐点	12
2.1 货币政策转向中性 预期改善推升估值	12
2.2 盈利能力依然承压 业绩拐点尚需等待	13
2.3 估值回升预期已现 业绩拐点尚未到来	16
3. 以需求把握业绩 以主题选择行业	18
3.1 政策导向有保有压 结构性调控下的结构性机会	18
3.2 生产型转向消费型 刘易斯拐点主题的分段把握	26
4. 股票池	33

图 目 录

图 1: 失业率高企仍将困扰美国经济复苏.....	6
图 2: 房地产市场继续低位徘徊.....	6
图 3: 欧元区 PMI 指数持续回落.....	7
图 4: 欧元区失业率再度显露攀升迹象.....	7
图 5: 政府换届前一年投资基本保持稳定.....	9
图 6: 房地产开发投资同比增速持续回落.....	9
图 7: 住宅销售面积同比回落明显.....	9
图 8: 住宅新开工及施工面积同比增速显著回落.....	10
图 9: 2012 年全年 GDP 增长 9% 仍可期.....	11
图 10: 国际市场市盈率比较.....	12
图 11: 国际市场 PEG 比较.....	12
图 12: A 股不同板块市盈率比较.....	13
图 13: A 股不同板块市净率比较.....	13
图 14: 规模以上工业企业利润同比增速回落明显.....	13
图 15: 规模以上工业企业盈利能力继续回落.....	13
图 16: 可比样本营业收入环比.....	14
图 17: 可比样本净利润环比.....	14
图 18: A 股上市公司上半年毛利率.....	14
图 19: A 股上市公司单季度净利率.....	14
图 20: 三大板块毛利率情况.....	14
图 21: 三大板块净利率情况.....	14
图 22: 沪深 300 成分股业绩一致预期出现显著回调.....	16
图 23: 中小企业提供的就业岗位逐年升高.....	19
图 24: 创新是小企业的“必然结果”和“唯一出路”.....	20
图 25: 从 80、90 年代 NASDAQ 的表现可以窥见美国 IT 引领下的经济浪潮.....	21
图 26: 上世纪 50 年代以来硅谷发展经历了四个主要阶段.....	21
图 27: 创新转化为实体经济增长动能的效率在提升.....	22
图 28: 80 年代主要创新分别源自于大企业和小企业的统计情况.....	22
图 29: 在“人口红利”逆转的背景下, 从“创新”到“民生”的逻辑.....	23
图 30: 苹果股价 2000-2011 年的涨幅.....	24
图 31: 苹果公司 2008-2010 年申请专利数量.....	24
图 32: 苹果公司打造的“硬件”产业链和“内容”产业链.....	24
图 33: 中小板上市公司涨幅统计.....	25
图 34: 苏宁电器、双鹭药业 05 年至今绝对涨幅.....	25
图 35: 近年来中国劳动力人口供给增速逐步趋缓.....	27
图 36: 总抚养比降速趋缓且老年人口抚养比逐步提升.....	27
图 37: 2009 年中国人口年龄分布.....	27
图 38: 劳动力供应临近顶峰且呈现老龄化.....	27
图 39: 1999 年后高校开始大幅扩招.....	28
图 40: 2001 年后普通高校在校生大幅增加.....	28
图 41: 1970 年后日本 15-64 岁人口占比结束攀升.....	29

2012 年 A 股投资策略报告

图 42: 1970 年后日本劳动者报酬占比快速提升	29
图 43: 韩国经济活动人口年度增速	29
图 44: 1976 年后韩国劳动者报酬占比快速提升	29
图 45: 刘易斯拐点初期日本低端劳动力成本上升更为明显	31
图 46: 西部地区农民工月平均收入增长更快	32
图 47: 城乡消费当月同比差距渐趋弥合	32
图 48: 城乡居民家庭人均收入相对差距低位趋稳	32
图 49: 近年来农村居民家庭恩格尔系数快速回落	32

表 目 录

表 1: 至 2012 上半年欧猪五国月度到期债务估计	7
表 2: 中国对主要贸易伙伴出口当月同比增速	7
表 3: 2012 年重点项目投资概览	8
表 4: 三季报发布完毕, 行业业绩增速一致预期普遍下调	15
表 5: 基于三阶段股利贴现模型的估值情景分析表	17
表 6: 日本各年份主要产业产值占比	30
表 7: 日本各时期主要产业产值增速	30
表 8: 股票池	33

进入 11 月，政策微调的预期、大盘股 IPO 推进的政策博弈以及通胀的趋势性回落共同主导了 A 股市场的大幅反弹。然而，风险是否已成过眼云烟，压力是否业已荡然无存，此次反弹是否吹响了 A 股市场趋势性反转的号角，我们认为其仍有商榷之处。即使不考虑欧债危机仍可能出现的诸多波折，国内经济及上市公司业绩增速下行对 A 股市场的压制就足以引起重视，而且 IPO、定增及减持等行为所产生的资金紧张也依然如故。不仅对于中短期内 A 股市场的趋势判断，我们要立足业绩、估值和政策预期三个层面加以分析，而且对于 2012 年市场趋势的判断，我们同样需要从这三个方面入手。

1. 内外体系重构 经济增长仍缓

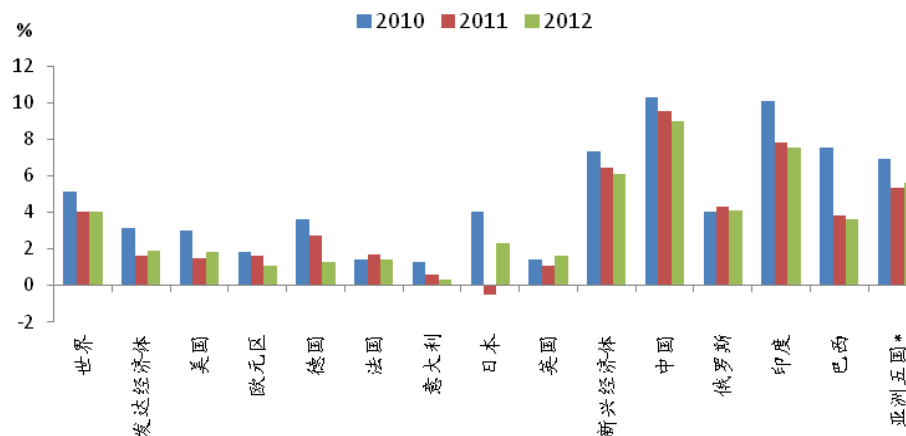
2008 年经济危机不仅宣告“发达经济体消费-新兴经济体生产”这一全球分工体系的瓦解，同时也宣布了中国“出口推动投资-投资刺激经济”这一外向型经济增长方式的难以为继。而 2010 年以来，欧洲债务危机蔓延、美国债务上限争论和中国地方债务平台迷雾等则说明财政刺激业已前进乏力，为应对经济断崖式下滑而不得不过度杠杆化的政府部门，面对企业和私人部门需求的长期疲弱终于疲态尽显。

我们认为，在世界主要经济体都需要重新审视并对原有经济体系进行修正的情况下，世界范围内分工体系的破旧立新必然不可避免，而这种全球经济体系的重构不可能一蹴而就，相较之前的几次经济危机，此次危机后世界经济整体活力的恢复将需要更长的时间，于是 2012 年的世界经济增速仍将较为缓慢。对于中国经济而言，在外部需求仍将持续回落、消费短期难以大幅提振、房地产投资面临压制的情况下，GDP 增速重心仍将小幅回落。

1.1 欧美增长乏力 外需仍将承压

2011 年三季度以来，世界经济增速普遍放缓，虽然并未出现如金融危机时的断崖式下滑，但相比 2010 年仍较为强劲的经济增长来看，经济复苏的不确定性显然正在以超预期的速度加剧。就 2011 和 2012 年经济增长情况，IMF 预计世界经济增速均可达到 4.0%，其中发达经济体 2011 年和 2012 年 GDP 增长约为 1.6% 和 1.9%，而新兴经济体 2011 和 2012 两年的 GDP 增速水平则分别为 6.4% 和 6.1%。

图 5: 2012 年世界经济增长预测



资料来源: IMF, 渤海证券研究所, 亚洲五国为印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国和越南

具体而言, 尽管 2011 年三季度以来美国经济数据略有好转, 但我们并不认为其国内经济具有大幅反弹的可能, 原因在于主导美国经济的就业市场和房地产市场依然保持疲弱, 且其未来趋势仍不容乐观。目前, 美国失业率仍维持在 9% 左右的高位, 而房地产市场则继续保持低位震荡。就美国经济前景而言, 美联储在最新一期议息会议后的表态依旧不乐观, 其预计 2011 年美国经济增速将在 1.6% 至 1.7% 之间, 低于 6 月份预测的 2.7% 至 2.9%; 2012 年的经济增速将在 2.5% 至 2.9% 之间, 低于 6 月份预测的 3.3% 至 3.7%。失业率方面, 美联储预测美国今年底的失业率最低为 8.5%, 目前是 9.0%。

图 1: 失业率高企仍将困扰美国经济复苏

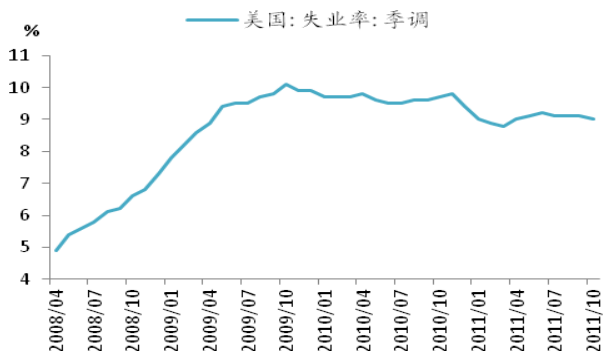
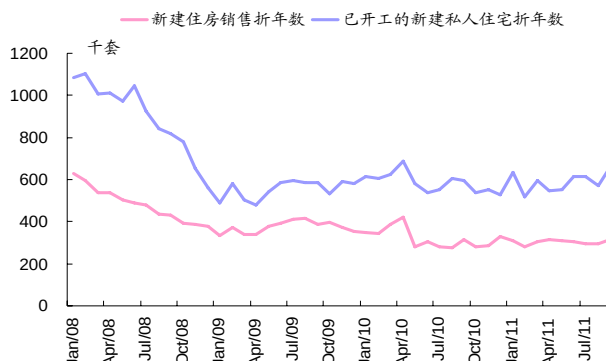


图 2: 房地产市场继续低位徘徊



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

相对于美国经济, 欧洲经济的前行之路则更为泥泞。不仅欧元区制造业 PMI 指数持续走弱、失业率再现攀升之势, 而且欧债危机的波荡起伏还为欧洲经济的增长埋下了极大的隐患。正是迫于经济暗淡的复苏前景, 欧洲央行在欧元区通胀压力

2012 年 A 股投资策略报告

持续走高的情况下，于 11 月意外宣布降息。

图 3：欧元区 PMI 指数持续回落

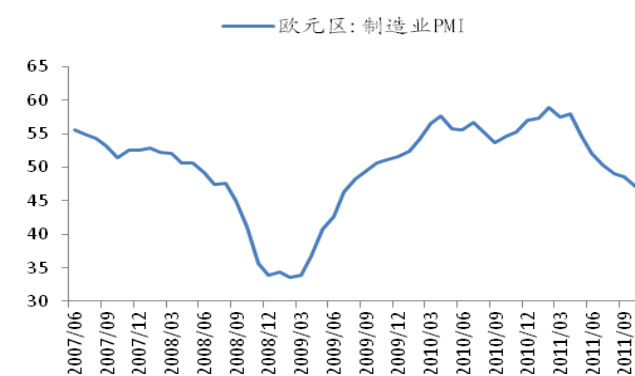
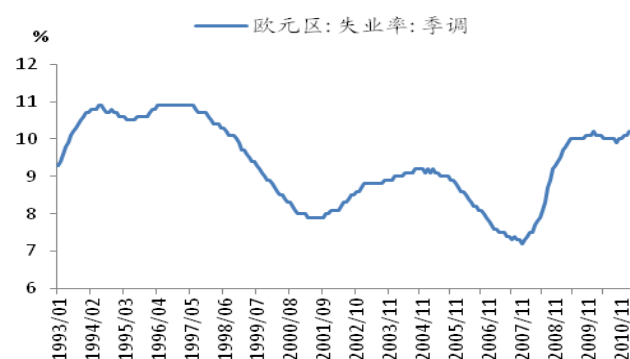


图 4：欧元区失业率再度显露攀升迹象



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

表 1：至 2012 上半年欧猪五国月度到期债务估计（亿欧元）

月份	希腊	葡萄牙	爱尔兰	西班牙	意大利	合计
2011-10	36	33	0	257	157	483
2011-11	20	25	46	69	305	465
2011-12	102	4	0	106	131	343
2012-01	16	22	0	77	156	271
2012-02	8	8	0	126	543	685
2012-03	164	15	58	72	359	668
2012-04	0	0	0	208	363	571
2012-05	89	0	0	76	72	237
2012-06	6	107	0	66	84	263

资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

不仅以欧美为代表的发达经济体增长前景难以乐观，考虑到政策调控以及欧美需求减弱对新兴经济体影响的滞后性，其经济增速下行的趋势也已开始显现。于是我们看到我国外贸需求已由前期的仅发达经济体疲软转变为发达经济体与新兴经济体的共同下滑。综合各方因素，我们认为出口增速回落这一态势可能将持续至 2012 年一季度，而且个别月份存在再度加速下滑的风险，预计 2011 年全年出口增速将维持在 20% 左右，而 2012 年的出口增速则将进一步回落至 11% 左右，且贸易顺差将较 2011 年减少近两成。

表 2：中国对主要贸易伙伴出口当月同比增速（%）

	2011-07	2011-08	2011-09	2011-10
美国	9.54	12.55	11.63	13.78
日本	27.23	29.82	21.63	19.61
欧盟	22.29	22.34	9.76	7.54

2012 年 A 股投资策略报告

东盟	23.49	26.79	27.32	14.35
印度	32.24	39.36	23.76	34.30
南非	20.67	38.79	30.14	29.03
俄罗斯	19.63	34.11	14.86	23.05
巴西	23.73	39.75	18.96	26.36

资料来源：海关总署，渤海证券研究所

1.2 投资略显疲态 消费难堪大任

对于 2012 年我国经济增长而言，净出口这驾马车对于 GDP 增长将继续维持负贡献，经济增长的动力只能依赖于投资和消费，而我们认为在收入分配体制改革、房地产调控、社保制度健全等制约消费的问题没有得到明显改善前，国内消费难以出现爆发式增长，其对于 GDP 增长的贡献将维持在 50% 左右。由此看来，2012 年我国经济增长的决定因素依然是投资。

具体而言，加快转变经济发展方式对投资的内在需求成为支持其 2012 年稳定增长的关键。2011 年以来，各行业十二五规划相继出台，随着规划不断进入实施阶段，我们认为在 2012 年这种由经济转型而引致的投资转型步伐将更为明显，投资将日趋注重由速度到质量的转变。在此过程中，与民生及经济结构转型相关的投资将成为亮点所在。另外数据显示，如果不考虑 1997 年因东南亚经济危机所导致的国内投资下滑，我们看到在政府换届的前一年国内投资基本保持稳定增长。

表 3：2012 年重点项目投资概览

领域	主要目标
保障房	“十二五”期间建设保障性住房 3600 万套，2011 年开工 1000 万套，至 2015 年末，保障房覆盖面达到 20%。
水利	“十二五”期间全国水利建设总投资规模约 2 万亿元，10 年总投资约 4 万亿元。
特高压	国家电网将在未来 5 年内全面加快坚强智能电网发展，并计划建设“三纵三横”结构的特高压骨干网架，未来 5 年计划投资 2500 亿美元（约合人民币 1.6 万亿元）。
铁路	2010 年，铁路固定资产投资达 8426.25 亿元。根据铁道部的计划，2011 年铁路将完成基础设施投资 6000 亿元。“十二五”期间，铁路每年投资规模或调降至 5000 亿元左右。
新能源汽车	原计划未来十年中央财政将投入 1000 亿元，其中 500 亿元为节能与新能源汽车产业发展专项资金；300 亿元用于支持新能源汽车示范推广；200 亿元用于推广以混合动力

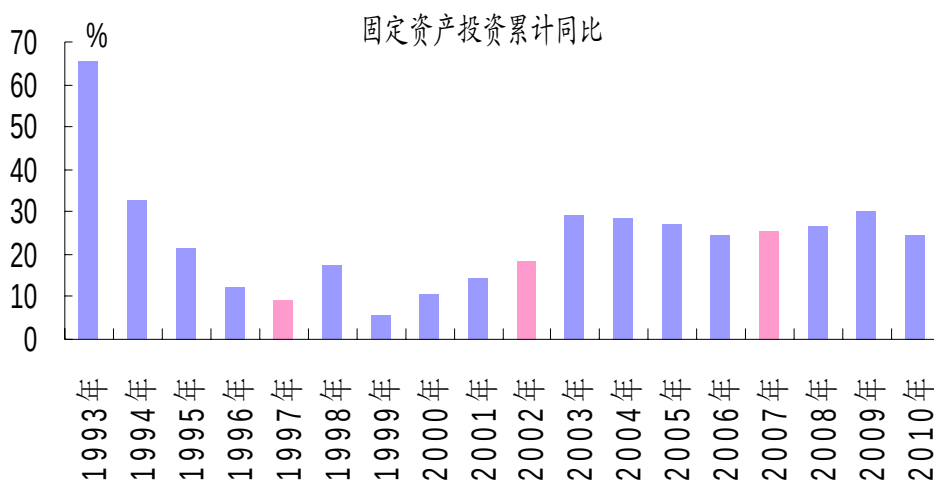
汽车为重点的节能汽车。

海洋工程装备

未来几年，中国海工装备全球市场份额将持续提升，预计到 2015 年有望达到 20%。据此测试，未来 5 年期间，中国海工装备年均市场容量有望达到 120 亿元。

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 5：政府换届前一年投资基本保持稳定



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 6：房地产开发投资同比增速持续回落

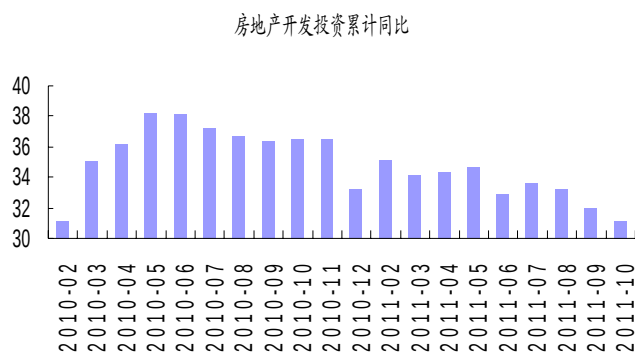
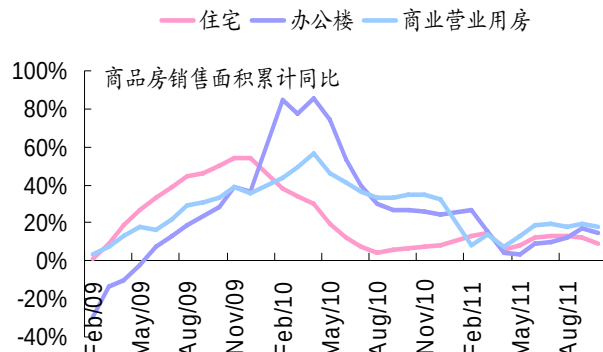


图 7：住宅销售面积同比回落明显



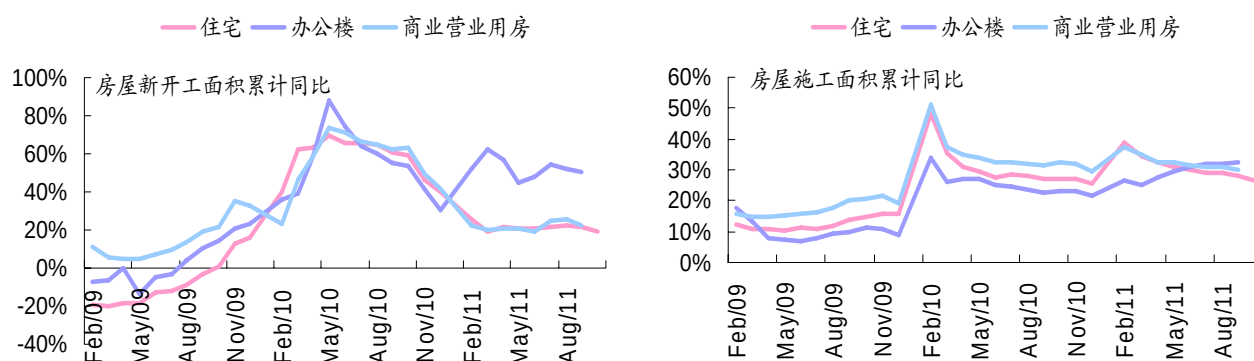
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

而就投资在 2012 年所面临的压力，房地产投资的下滑无疑是关键所在。一方面，数据显示 2011 年 7 月份以来房地产开发投资累计同比增速出现持续且显著的回落。另一方面，我们看到 9 月份以来，商品房销售面积同比增速开始回落，特别

2012 年 A 股投资策略报告

是住宅销售面积累计同比增速降幅最为明显,2011 年 10 月份 9%的累计同比较 8 月份回落了 4.1 个百分点,对应的住宅新开工和施工面积也同时出现了明显的下降,分别由 8 月份的 22.6%和 28.9%回落至 10 月份的 19.1%和 26.8%。考虑到房地产调控政策在未来一段时期内仍将延续,我们认为 2012 年房地产投资的持续回落将成为制约固定资产投资增速的关键所在。

图 8: 住宅新开工及施工面积同比增速显著回落

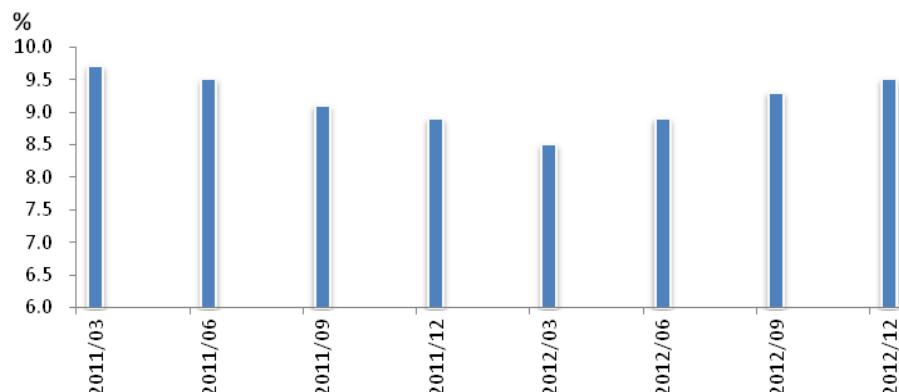


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.3 经济增长全年“前低后高”

回顾 2011 年, 尽管作为“十二五”的开元之年, 产业升级、新兴产业发展等战略对促使中国进入朱格拉周期上升阶段产生了有利的刺激作用, 但是持续走高的 CPI 指数令“控通胀”成为 2011 年内调控的重点, 其对国内需求的压制同欧美经济不佳所导致的外需萎缩令国内 GDP 增速呈现逐季回落的整体态势。我们认为, 这其中既有外需恶化导致的被动“减员”, 同样也有经济发展方式转变过程中政策调控的主动降速。

图 9：2012 年全年 GDP 增长 9%仍可期



资料来源：wind，渤海证券研究所

展望 2012 年，外需仍将因欧美经济增长不佳而难见起色，净出口对于 GDP 增长将呈现负贡献；而内需方面，尽管政策刺激逐步消逝将令本就不温不火的消费难以对 GDP 增长提供有力提振，但其难起波澜的稳定增长也不会对 GDP 产生过大拖累，于是投资依然是主导 GDP 增长幅度的关键因素。总体而言，在经济内生性增长略有向好的情况下，外需风险加大并不妨碍我们继续看好 2012 年 GDP 的增长前景，预计第一季度 GDP 将回落至 8.5%左右的底部区间，随后将呈现出逐级回升态势，第二至第四季度 GDP 单季同比将分别为 8.9%、9.3%和 9.5%，由此全年累计同比增速仍可维持在 9%左右。

2. 估值缓慢回升 等待业绩拐点

尽管 2011 年 10 月份以来在通胀压力进入下行通道后,流动性改善预期持续强化,但是考虑到国内外流动性存量依然泛滥,而且在人口红利逐步消失,刘易斯拐点临近的情况下,通胀中枢将逐步抬升,所以我们认为 2012 年货币信贷政策仍将以“稳健”为主,难以出现大幅度放松,由此 A 股市场估值的提升将是一个缓慢的过程;同时,考虑到经济增速回落过程中上市公司整体盈利能力将受到明显压制,业绩增速下行难以避免,上市公司业绩拐点到来前,其对 A 股市场的压制作用将持续存在。

2.1 货币政策转向中性 预期改善推升估值

众所周知,货币政策所主导的流动性情况一向是影响资本市场估值变动的核心因素,2011 年三季度之前持续走高的通胀水平令货币政策不断收紧,从而直接压制了 A 股市场的估值水平。对于 2012 年而言,我们认为随着通胀水平的持续回落,货币政策的调控思路将由中性偏紧逐步转向真正意义上的中性,于是 A 股市场的估值水平将因为流动性预期的改善而逐步回升。

就目前而言, A 股市场“整体合理、结构高估”的估值特征依然延续。无论是立足国际比较还是立足历史纵比, A 股市场目前的整体估值水平都已位于底部,但是中小市值板块的估值水平却仍居高位,中小板和创业板市盈率分别是沪深 300 的 2.8 倍和 3.7 倍。因此,市场整体较高的估值安全在流动性改善预期下存在向上修复的内在动力,但是考虑到中小市值板块整体过高的估值溢价,以及经济增速下行对上市公司业绩增速压制渐趋增大,中小市值板块整体相对于沪深 300 板块的估值溢价存在明显的向下修正风险。

图 10: 国际市场市盈率比较

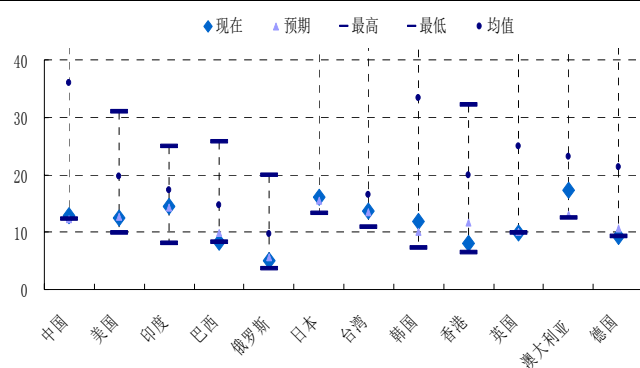
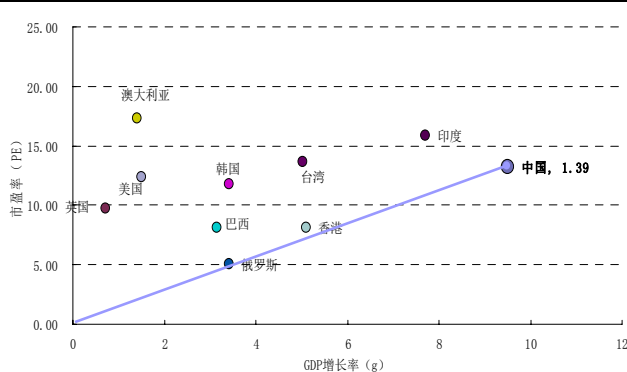


图 11: 国际市场 PEG 比较



2012 年 A 股投资策略报告

资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

图 12: A 股不同板块市盈率比较

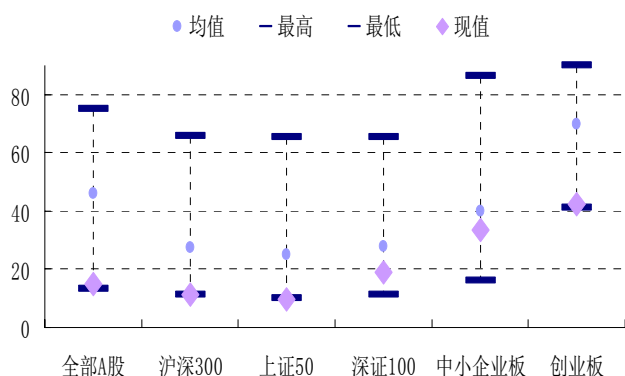
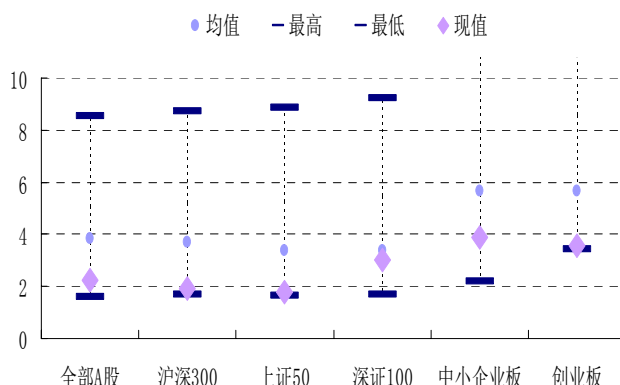


图 13: A 股不同板块市净率比较



资料来源：Wind，渤海证券研究所

2.2 盈利能力依然承压 业绩拐点尚需等待

统计局最新一期发布的规模以上工业企业数据显示，1-9 月份全国规模以上工业企业利润同比增速为 27%，较 1-8 月份回落 1.2 个百分点，而同期主营业务收入同比则仅下降 0.3 个百分点，盈利能力的下降可见一斑。同样，主营业务收入利润率由 1-9 月份的 6.07% 回落至 6.05% 也同样说明了规模以上企业的盈利能力继续承受压力。

图 14: 规模以上工业企业利润同比增速回落明显

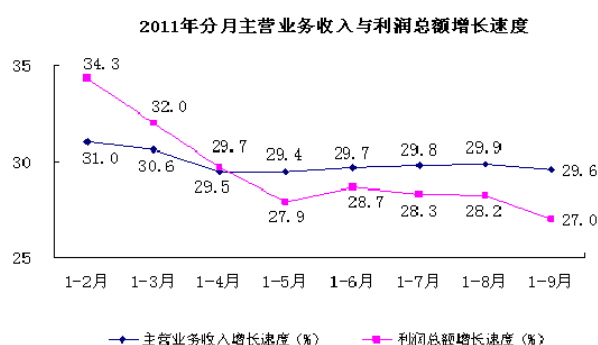
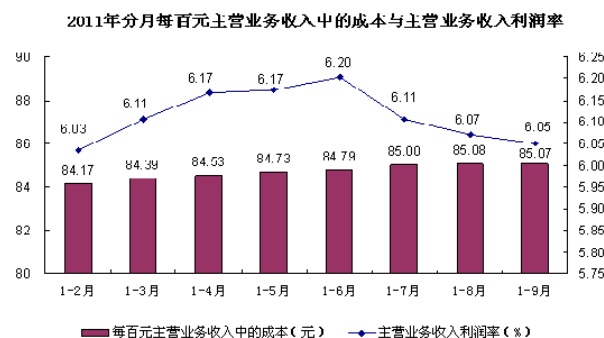


图 15: 规模以上工业企业盈利能力继续回落



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

在经济和通胀增速双双回落的情况下，国内企业的盈利能力受到了越来越大的压制，而且这一趋势也在上市公司的业绩数据中得到了印证。回顾 2011 年三季度上市公司业绩情况，我们看到可比样本（剔除金融石化）营业收入 1-3 季度环比上升 2.9%，而同期净利润环比却下降 14.4%，导致这一现象的原因正是企业净

2012 年 A 股投资策略报告

利率水平的回落。

图 16: 可比样本营业收入环比

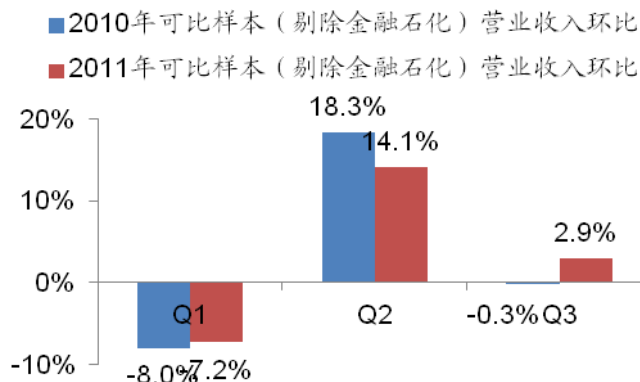
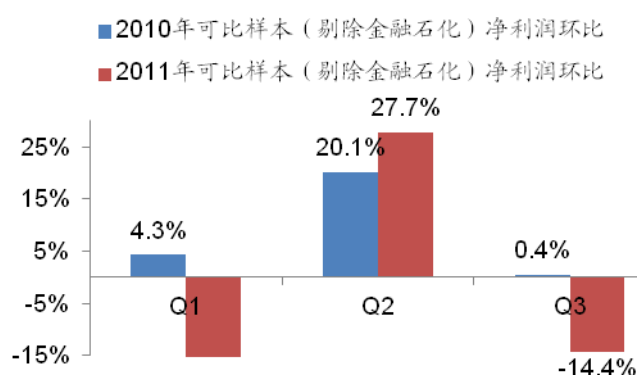


图 17: 可比样本净利润环比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 18: A 股上市公司上半年毛利率

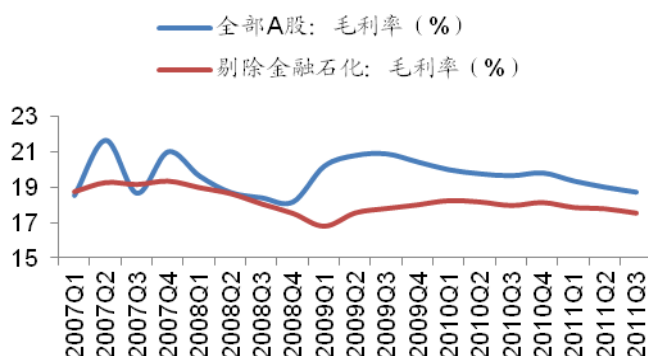
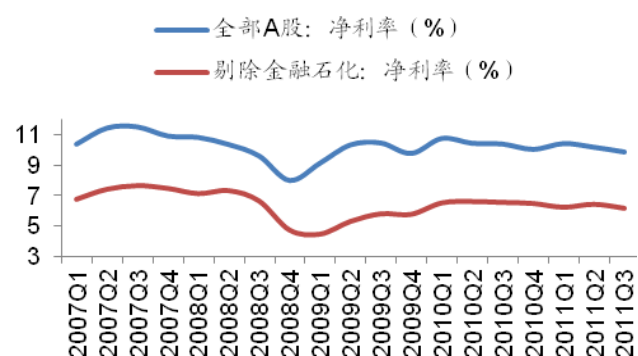


图 19: A 股上市公司单季度净利率



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 20: 三大板块毛利率情况

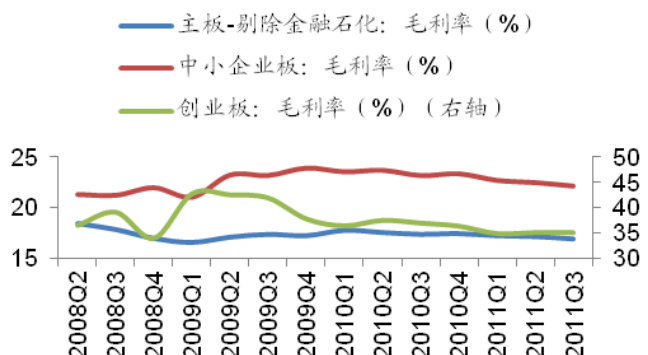
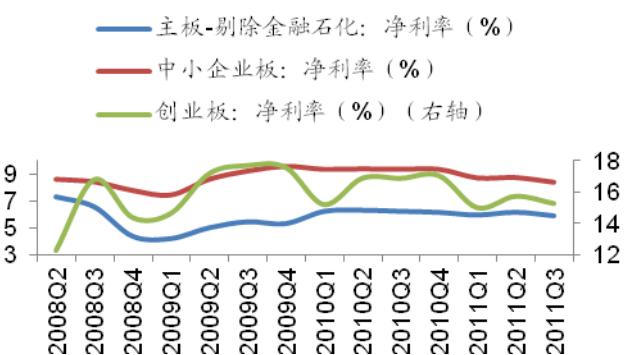


图 21: 三大板块净利率情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

与上半年上市公司毛利率下降但净利率提升的情况不同, 1-3 季度数据表明, 上

2012 年 A 股投资策略报告

市公司的毛利率和净利率双双出现下降，而且净利率回落更大：（1）2011 年 1-3 季度上市公司（剔除金融石化）毛利率为 17.52%，较 1-2 季度下降 0.24 个百分点；（2）2011 年 1-3 季度上市公司（剔除金融石化）净利率为 6.19%，较 1-2 季度下降 0.27 个百分点。毛利率和净利率这种双双下降的趋势在主板、中小板和创业板中均显现无遗，区别在于以中小板和创业板为代表的成长型公司的净利率降幅更为明显。

净利率水平的下降促使各机构研究员纷纷下调行业盈利预测，与三个月前相比，在 23 个申万一级行业中仅有金融服务、化工、食品饮料和纺织服装 4 个行业上调业绩预期，其余 19 个行业均遭到业绩下调，其中下调幅度最大的是电子、黑色金属、交通运输和轻工制造。

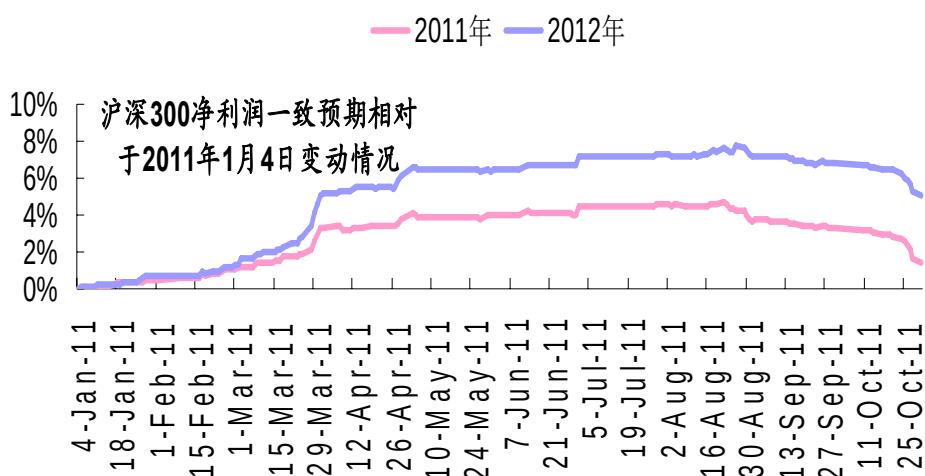
表 4：三季报发布完毕，行业业绩增速一致预期普遍下调

板块名称	3 个月前	当前	增幅	板块名称	3 个月前	当前	增幅
金融服务	21.9%	23.5%	1.5%	综合	68.6%	60.2%	-8.4%
化工	17.6%	19.0%	1.4%	公用事业	-4.0%	-12.8%	-8.8%
食品饮料	36.8%	37.5%	0.7%	建筑建材	31.9%	21.5%	-10.4%
纺织服装	21.4%	21.9%	0.5%	农林牧渔	73.1%	62.7%	-10.4%
有色金属	55.4%	54.4%	-1.0%	交运设备	7.8%	-3.4%	-11.3%
房地产	21.8%	20.6%	-1.2%	机械设备	40.6%	25.5%	-15.1%
信息服务	17.7%	15.5%	-2.2%	餐饮旅游	34.2%	17.2%	-17.0%
家用电器	13.3%	10.6%	-2.7%	轻工制造	34.6%	13.7%	-20.9%
医药生物	31.8%	26.8%	-5.0%	交通运输	-0.5%	-22.0%	-21.6%
采掘	8.4%	3.0%	-5.3%	黑色金属	49.3%	13.1%	-36.2%
信息设备	33.0%	25.6%	-7.4%	电子	91.4%	45.9%	-45.5%
商业贸易	38.4%	30.1%	-8.3%	整体	20.8%	16.8%	-4.0%

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

依然是考虑到经济及通胀增速继续下行对上市公司盈利水平的压制，其增速水平在未来一到两个季度内仍将受到压制，在 2012 年 3-4 月间（即 2011 年年报和 2012 年一季报的发布期内），研究员对上市公司业绩增速的向下修正将再度开启，从而成为压制 A 股市场的一大隐患。Wind 数据显示，2011 年中期业绩发布后，研究员对于沪深 300 指数成分股净利润的一致预期开始向下修正，特别是三季报发布后，这一现象更为明显。相对于 8 月底时的高点，目前研究员对 2011 和 2012 年沪深 300 指数成分股的净利润预测分别向下修正了 3.12% 和 2.50%。

图 22: 沪深 300 成分股业绩一致预期出现显著回调



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2.3 估值回升预期已现 业绩拐点尚未到来

2012 年 A 股市场将如何发展无疑成为目前投资者所关注的焦点, 我们认为国内外经济环境主导下的上市公司业绩以及货币信贷政策主导下的估值波动将成为决定市场整体走势的关键。展望 2012 年, 货币信贷政策由偏紧向中性回归将成为支撑 A 股市场的重要力量, 相对于这一预期, 上市公司业绩增速下修的风险则成为 A 股市场最大的风险所在。自 2011 年 10 月底开始, 有关政策微调的预期无疑成为促使市场反弹的关键, 但是如果政策微调力度难再强化, 其预期对 A 股市场的利好刺激无疑难以继续支撑反弹的进一步推进, 因此调控政策转变的力度及持续性无疑成为投资者为了一个季度内最应重点关注的要素。

考虑到 2012 年年初信贷的集中投放将为市场提供一个良好的估值提升动力, 而上市公司财务数据发布尚需等待, 这种数据的真空降低了业绩增速下行对市场的压制, 从而为市场走强创造了条件; 随着时间的推进, 上市公司财务数据的发布将强化业绩增速下行对 A 股市场的压制作用, 此时, 业绩增速下行预期和流动性改善预期的博弈将决定市场走向。

具体到指数的运行区间, 我们则同样立足估值现状及业绩前景对其加以预判。回顾近 10 年 A 股市场的估值情况, 我们看到上证 50 在 2005 年市盈率最低时为 10.7 倍, 2008 年市盈率最低时为 12.58 倍; 沪深 300 在 2005 年市盈率最低时为 13.06 倍, 2008 年市盈率最低时为 12.31 倍; 全部 A 股在 2005 年市盈率最低时为 18.68

倍，2008 年市盈率最低时为 13.36 倍。而目前的上证 50 与沪深 300 市盈率均低于历史上这几个低点，仅全部 A 股估值还高于 2008 年时的低点水平，并且距当时低点尚有 10%左右的溢价。于是按此估算，A 股市场继续向下的空间应当在 10%-15%左右，即上证综指的底部区域大概位于 2100-2200 点左右。考虑 2012 年上市公司整体业绩约 15%左右的增速水平，上证综指的波动高点将位于 3000-3200 点左右。

另外，基于股利贴现模型（DDM），在沪深 300 未来五年业绩平均增长 13-16%的预期下（考虑未来几年经济增速逐步放缓，对应 GDP 增长 7.5%-9%之间），对应 11%左右的核心股权资本成本，沪深 300 指数的市盈率区间应当在 11-16.5 倍左右，那么所对应上证指数的波动点位同样在 2100-3200 点之间。

表 5：基于三阶段股利贴现模型的估值（市盈率）情景分析表

估值情景分析		未来 5 年 GDP 增长对应上市公司利润年均增长率预期的假定					
GDP 增长		10%	9.5%	9%	8.5%	8%	7.5%
业绩增长		18%	17%	16%	15%	14%	13%
股权资本成本	8.00%	48.85	42.80	37.82	33.42	29.54	26.12
	8.50%	40.68	35.73	31.65	28.04	24.86	22.05
	9.00%	34.60	30.46	27.05	24.03	21.37	19.01
	9.50%	29.92	26.40	23.51	20.94	18.66	16.65
	10.00%	26.22	23.19	20.69	18.48	16.52	14.78
	10.50%	23.22	20.58	18.41	16.48	14.77	13.25
	11.00%	20.75	18.43	16.53	14.83	13.33	11.99
	11.50%	18.68	16.63	14.95	13.45	12.11	10.92
	12.00%	16.93	15.11	13.61	12.27	11.08	10.01

资料来源：渤海证券研究所

综上所述，我们认为 2012 年一季度信贷集中投放及上市公司业绩数据的真空将促使 A 股市场呈现震荡反弹的态势，而随着财务数据的发布，上市公司业绩增速的下行预期将得以强化，并同政策转向下流动性改善预期产生博弈，两个因素的合力将决定市场的最终走势。在流动性改善预期无法持续推进且业绩增速下行预期渐趋强化之时，上证综指或将考验 2100 点附近的估值底部，而当业绩增速拐点来临，且与流动性改善预期相互结合之时，上证综指则有能力上冲至 3200 点高位。

3. 以需求把握业绩 以主题选择行业

在 2012 年 A 股市场难现整体性牛市，指数震荡盘升中结构性机会凸显为主要运行特点的情况下，标的选择的重要性不言而喻。我们认为，在上市公司整体业绩增速出现回落的情况下，那些在 2012 年业绩增速能够保持稳中有升的标的，必将受到资金的追捧；即使市场整体资金面没有出现大幅改观，仅仅依靠既有资金对于局部目标的冲击，其所产生的估值提升力也是不可小觑的。因此，以业绩前景为出发点选择标的，我们不仅可以享受业绩增长所带来的股价提升，而且还可以享受到资金聚集效应所带来的估值提升。

既然要以业绩前景为出发点挖掘标的，那么如何把握业绩前景无疑成为我们投资策略的核心。对此，我们认为应当从终端需求入手，年初以来国内经济增速下行的实质就是国内外终端需求的不断萎缩（特别是国外需求持续、快速的回落）。众所周知，对于任一行业，终端需求的萎缩不仅压制其销量、增大其库存，进而降低其产能利用率，而且还将弱化其对于下游需求方的议价能力，即使该行业价格传导顺畅使其毛利率保持稳定，这种量价齐降的态势也必然导致其利润增速的回落（对于诸多中游行业，在此情况下，还要承受毛利率降低所带来的压制，利润增速的下降也会更为明显）。因此，在考虑未来产能释放的基础上，那些终端需求有效提升的行业无疑将在 2012 年拥有相对明确的良好业绩前景。

那么，如何在国内外需求萎缩的整体环境下，挖掘出终端需求有效提升的行业就成了我们需要回答的最后一个问题。对此，我们认为可以从两大主题入手：其一，受益于政策扶持而需求前景明朗的各行业板块；其二受益于我国社会变革而需求前景明朗的各行业板块。对于传统上的周期类行业，我们认为也应基于这一分析路径，在其中选择那些终端需求相对平稳，更有能力对抗经济增速下行的子行业或者个股作为标的选择核心。

3.1 政策导向有保有压 结构性调控下的结构性机会

尽管内外部总体需求的萎缩导致我国 GDP 增速水平逐季回落，但是其仍在管理层调控的目标之内，而且通胀水平的回落也尚未改变我国负利率的现实，于是希望 2012 年货币信贷政策再度井喷显然并不现实，“稳健”仍将是其调控的主要方针，相对于此，更具结构调控优势的财政政策和产业政策将在 2012 年内大有作为。我们的目标就是在有保有压的政策导向中，选找出受益于政策扶持的主题性行业：一方面，基于近期管理层对于小微企业政策支持的不深化，我们建议投

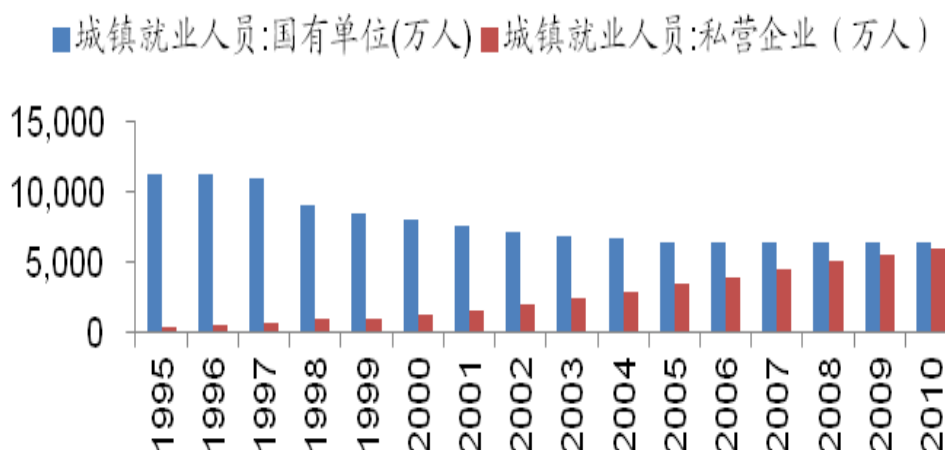
投资者重点关注大浪淘沙后中小企业中的真金白银；另一方面，在财政投入逐步倾向于“保民生、调结构”的趋势下，我们建议投资者重点关注与之相关的水利建设，以及节能环保、新能源和生物育种等新兴产业。

3.1.1 支持中小企业 剑指结构转型

尽管对于中小企业而言，今年以来的需求并未出现类似于 08 年那样的断崖式锐减，但是人力和原材料成本上升、融资成本畸高以及人民币升值和欧美复苏缓慢导致的需求持续萎缩令中小企业的经营困境不断加剧，甚至出现企业家“跑路”的现象。此前，工信部发言人称中小企业为国家创造了 60% 的 GDP，50% 的税收和 80% 的就业岗位，中小企业已然成为国民经济举足轻重的组成部分，但今年以来国内中小企业利润率已下降到 3%，60-70% 的中小企业生存极为困难。

为了支持中小企业，近期政府相继出台了包括结构性放松信贷和结构性减税在内的一系列旨在支持中小企业稳定发展的扶持政策，诸如 2011 年 11 月 1 日起开始实施的《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》和《中华人民共和国营业税暂行条例实施细则》，以及为鼓励金融机构对小型、微型企业提供金融支持，促进小型、微型企业发展，自 2011 年 11 月 1 日起至 2014 年 10 月 31 日止，国家将对金融机构与小型、微型企业签订的借款合同免征印花税。同时我们看到在尚福林调任银监会主席后，即高调指出将通过政策引导使银行积极支持中小企业发展。

图 23： 中小企业提供的就业岗位逐年升高



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

我们认为国家持续出台有关政策以支持中小企业发展，其目的本身具有短期和长期两个层面的内涵：就短期而言，通过政策扶持以避免中小企业因外部环境恶化

而出现大范围倒闭，可以有效稳定国内就业市场；而就中长期而言，作为最具创新动力的中小企业，将是我国经济结构转型中不可或缺的重要力量。

（1）创新是中小企业的“必然结果”和“唯一出路”

由于社会需求多样性和个性化的趋势不断强化，企业对效率无限的追求，客观上要求了分工的不断细化，企业必须不断通过横向或纵向的协作以及互补寄生来加以适应。特别是中小企业，由于其往往专攻于产业链的某一环节，加之越来越多的技术创新不再像传统行业那样过度依赖于资本，偶然一个创意就足以成为改变世界的创新。因此，技术创新和技术进步成为中小企业发展中的“必然结果”。

另外，在永不满足的社会需求面前，只有顺应需求潮流的创新才能避免企业自身不被淹没和淘汰。社会需求就像自然选择，每年都有大批的中小企业无法跟上技术进步的步伐而注销倒闭，但同时也会有大量的新鲜血液注入进来，创新成为中小企业生存并得以发展的“唯一出路”。

图 24：创新是小企业的“必然结果”和“唯一出路”

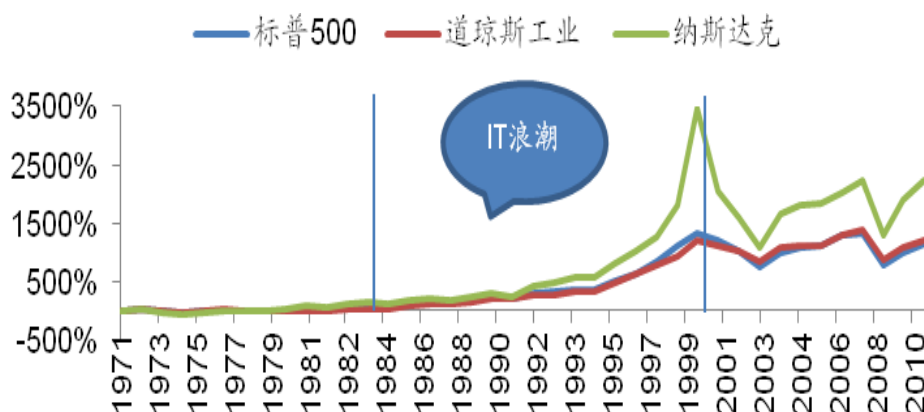


资料来源：渤海证券研究所

（2）中小企业创新不仅改变了自己

在激烈的竞争环境中，“创新”是中小企业发展的“必然结果”，也是“唯一出路”。80、90 年代美国由一批创新型中小企业掀起的 IT 浪潮不但成就了自己，更使整个国家走出经济泥沼重塑繁盛，可谓“小蚂蚁”撬动“大蛋糕”。

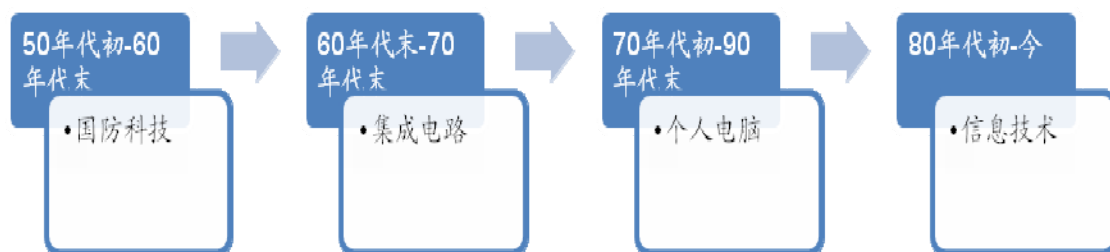
图 25: 从 80、90 年代 NASDAQ 的表现可以窥见美国 IT 引领下的经济浪潮



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

73-82 年是美国最痛苦的滞胀阶段, 在传统行业上重新赶超日本已几乎没有可能, 而美国人找对了新的经济增长点——“信息技术 (IT)”产业, 主要内容是软件、硬件、网络。一时间, 相应的产业政策和立法应运而生, 像微软、思科、英特尔、甲骨文等一大批诞生于硅谷 80 年代前后, 从事信息技术的高科技小企业们恰好迎合了这样一个背景, 并受政策导向吸引了大量风投, 他们在之后 20 年里掀起了一轮近乎疯狂的 IT 浪潮。浪潮不但成就了一个个世界巨头, 最重要的是让滞胀中的美国一改颓势, 再度恢复到高就业、稳增长和低通胀的繁荣。

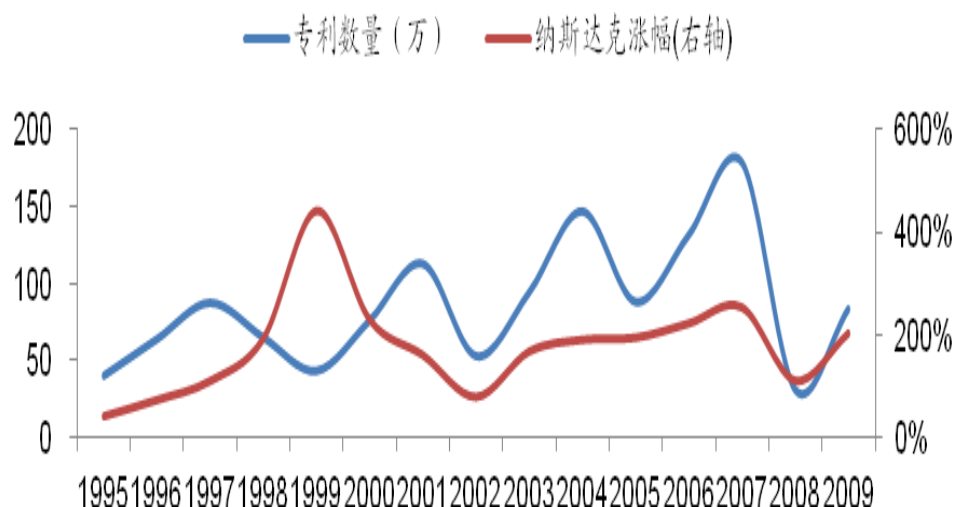
图 26: 上世纪 50 年代以来硅谷发展经历了四个主要阶段



资料来源: 渤海证券研究所

2012 年 A 股投资策略报告

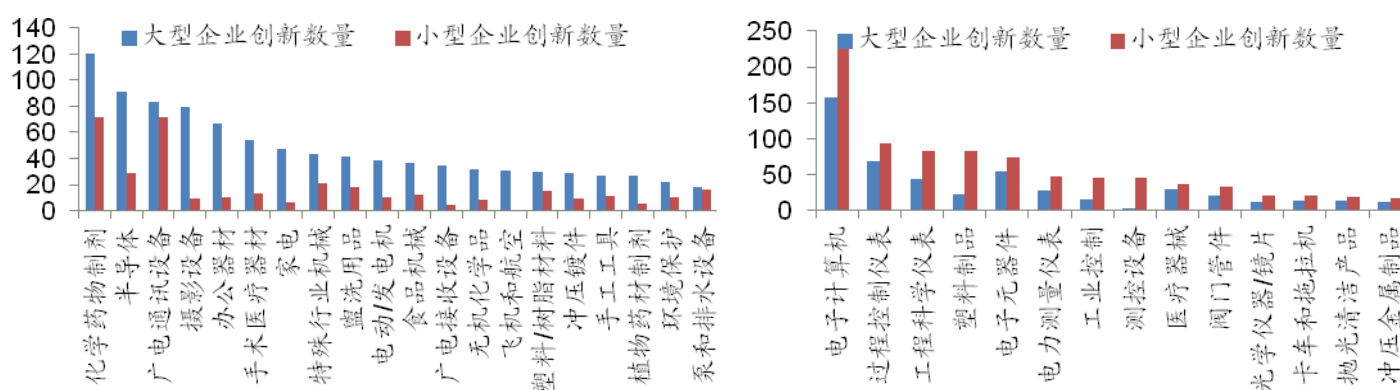
图 27：创新转化为实体经济增长动能的效率在提升



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

90 年代美国经济崛起是源于“信息技术”，而在这一领域小企业却优势明显。经济学家 Audretsch 曾对 80、90 年代美国，对社会有较大推动作用的创新做了统计。结果表明，在 2636 项杰出创新中，大型企业占据 54.7%，小型企业占据 45.3%，数量相差并不多。但具体细分行业看，小企业确实在电子计算机和电子元器件等新兴行业和轻资产的行业中占据明显优势；而大企业的优势仍旧是在投入较高的传统行业，如制药和航空航天。

图 28：80 年代主要创新分别源自于大企业和小企业的统计情况

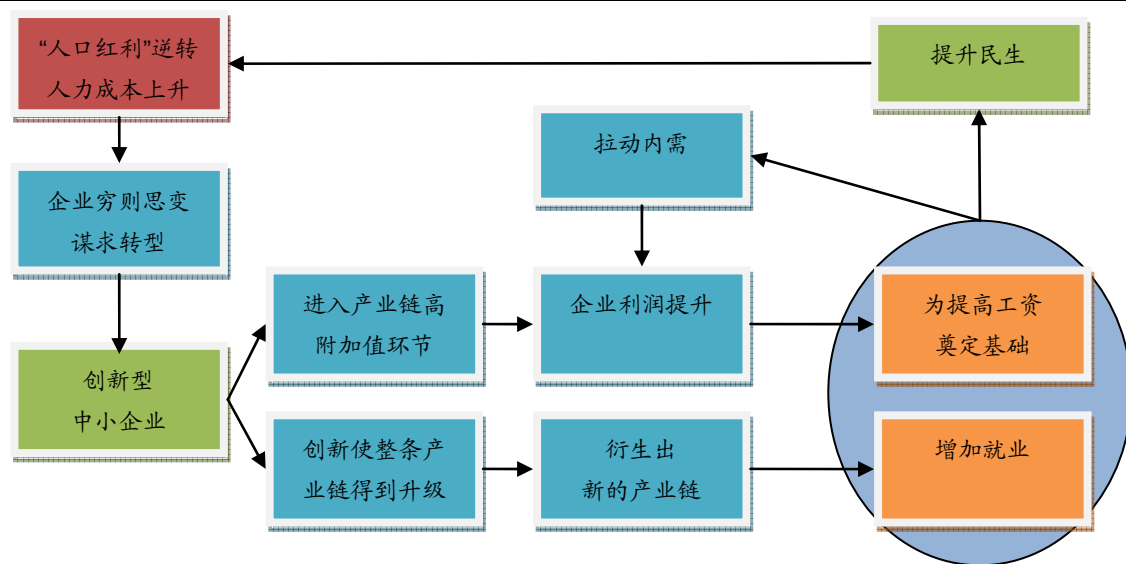


资料来源：Audretsch，渤海证券研究所

此外，“创新”与“劳动力成本提升”间的正反馈效应同样值得关注。除了不断创新以满足日益多样化的社会需求外，劳动力成本提升也是很多企业不得不选择创新的动力所在。然而，“创新”不仅令企业在劳动力成本不断提升下得以继续发展，而且也为劳动力成本（即劳动者报酬）提升奠定了基础，同时考虑到衍生出的全

新产业链条，企业的“创新”行为还将有利于增加就业岗位。因此，这种正反馈的存在使我们相信，“创新”在完善我国产业结构的同时还有益于我国人民生活质量的提升。

图 29：在“人口红利”逆转的背景下，从“创新”到“民生”的逻辑



资料来源：渤海证券研究所

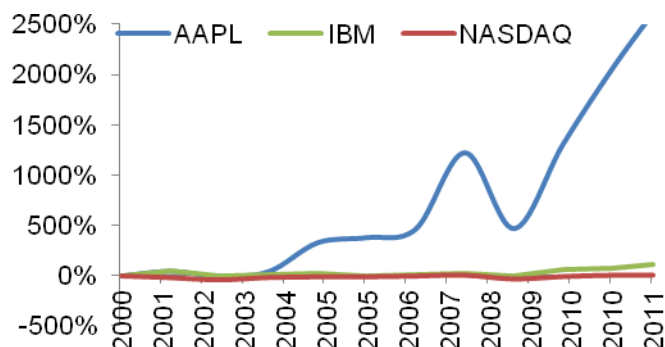
（3）榜样的力量：发掘“成长良好的创新型中小企业”

惊世骇俗的创新往往可以促使企业高速成长，并为投资者带来丰厚回报，甚至可以通过创新衍生出的全新产业链推动经济快速拉升。对比当年的 IBM 和苹果，在 2000 年 IBM 和苹果的市值大致 800 和 60 亿美元，显然不属于一个数量级。而 IBM 的创新能力远出其右，2010 年 IBM 一家申请专利的数量就超过了微软、苹果、谷歌的总和；但是十年之后的 2011 年，苹果的市值却大幅提升至 3700 亿美元，年复合增长率达到 51.0%，而此时 IBM 的市值仅为 2200 亿元，年复合增长率仅为 10.6%，创新在中小企业成长中的作用可见一斑。即使在 2011 年美国济复苏缓慢的背景下，苹果股价涨幅依然高达 25.80%，远远超过 NASDAQ0.99% 的涨幅。公司飞速成长的背后依然是强大的研发创新，一部 IPHONE 仅在 2010 年就申请了 563 项专利技术，而 08、09 年这一数字分别是 186 和 289，三年间增幅为 55.4%和 94.8%。

我们看到，即使是苹果这样的市值已达 60 亿美元的跨国企业，创新仍能为其自身和投资者带来惊人的超额收益，那么对于基数更小的中小企业而言，有针对性的创新对其经营的刺激作用就更加不言而喻了。

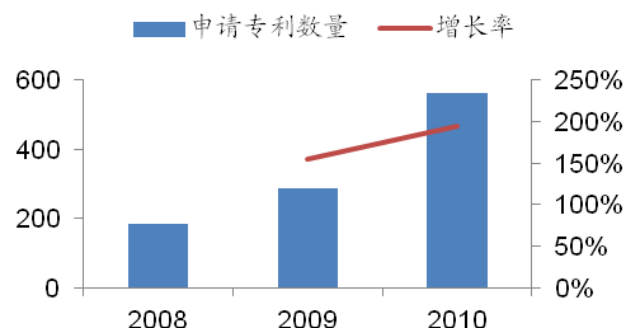
2012 年 A 股投资策略报告

图 30: 苹果股价 2000-2011 年的涨幅



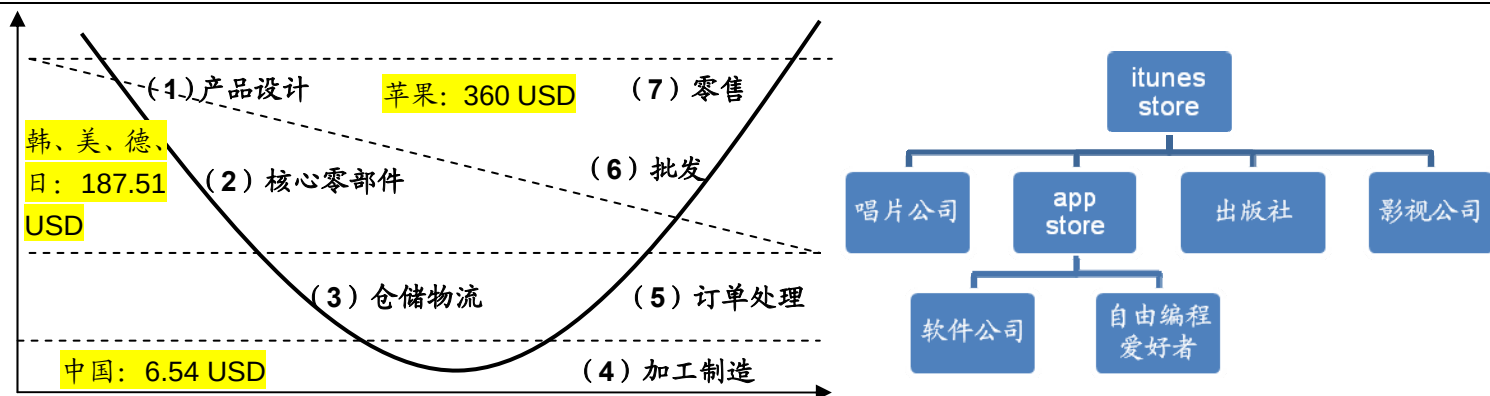
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 31: 苹果公司 2008-2010 年申请专利数量



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 32: 苹果公司打造的“硬件”产业链和“内容”产业链



资料来源: 渤海证券研究所

苹果不仅牢牢占据“硬件”产业链的高附加值环节在硬件制造上, 打造了一条庞大且完美的产业链, 而且由其所衍生出的“内容”产业链同样价值不菲。一台价值 600 美元的 IPHONE4, 其价值在产业链中是这样分布的: (一) 苹果公司掌控: ①产品设计, ⑥批发, ⑦零售, 这三个环节产生了 360 美元的价值, 占据全部的 60%; (二) 韩国、美国、德国、日本完成③核心零部件生产, 共分得其中的 187.51 美元, 占 52.1%, 其中仅三星液晶屏就收获了其中的 80 美元; (三) 中国完成④加工制造, 像富士康、广达、英业达这样的代工企业赚取了 6.54 美元的加工组装费, 仅占价值总额的 1.8%。而在其所衍生出的“内容”产业链方面, 我们看到, iTunes store 一个看似简单的电子平台, 却打造了一条内容产业链。苹果通过 iTunes store 向终端用户免费或付费来提供音乐、电子书、应用软件等内容, 进而给上游的唱片公司、软件公司、出版社、影视公司等文化产业创造利润, 也保护了上游文化产业, 甚至让喜爱编程的自由职业者或者是在校学生实现自我价值。

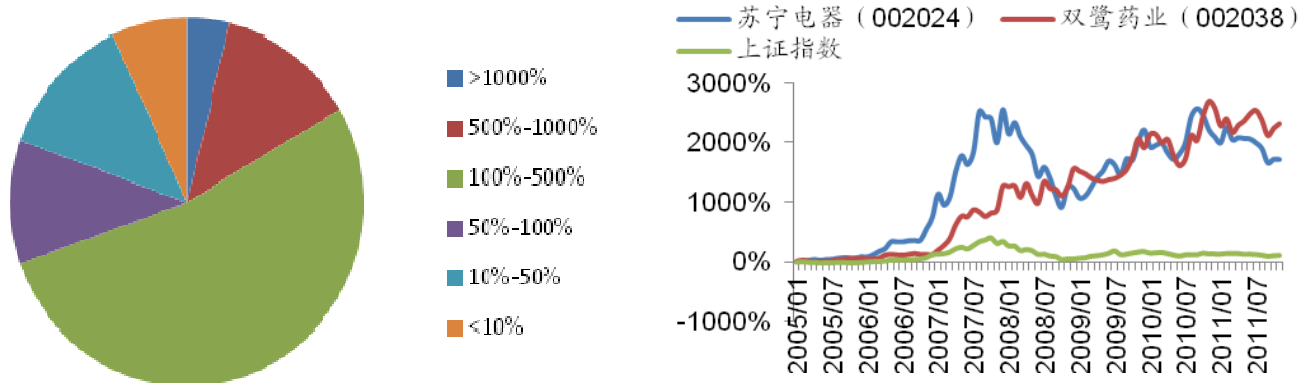
我们认为, 榜样的力量是强大的, 而且在国家针对中小企业扶持政策的推动下, 我国将呈现出越来越多依靠创新力量而不断快速成长的优质企业。例如在 2007

2012 年 A 股投资策略报告

年之前上市的 102 家中小板股票中，截止目前涨幅在 100%以上的占据 69.6%。特别是苏宁电器涨幅 2612%，双鹭药业 1884%，相比其他公司，他们给投资者创造的无限价值就根源于销售模式和科技研发上的创新优势。针对于此，我们针对 2012 年的一条投资逻辑就是“在高成长行业中寻找高成长的创新型中小企业”，在参考国家有关“七大新兴战略产业”发展布局的基础上，着重关注行业内“中小企业”所带来的超额收益。

经过对目前近 900 只中小板和创业板上市公司的梳理，我们发现其主要集中于机械设备、化工、信息服务、电子和医药生物五个行业，分别占比达 20.7%、12.3%、8.7%、8.6%和 8.1%，合计占比近六成。结合“十二五”规划中七大新兴战略产业将优先享受相关产业政策的惠泽，我们建议投资者重点关注包括信息服务、信息设备和电子在内的 TMT 以及化工新材料这两大主题所涉及的相关标的。

图 33: 中小板上市公司涨幅统计 (07 年前上市 102 家) 图 34: 苏宁电器、双鹭药业 05 年至今绝对涨幅



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

3.1.2 民生投资持续增长 相关标的前景广阔

在四万亿投资以力挺国内经济之后，以地方债务平台问题为表征的政府部门负债跃升越来越引起管理层的重视，特别是在通过卖地为投资筹措资金这一方式难以继之后，未来我国财政投资继续全面大幅增长已不可能，取而代之的将是有针对性的重点投资，以年初以来的政策导向分析，与民生相关的各项投资将在其中占据主导性地位，就其重点而言，“水利建设”和“节能环保”无疑又将是重中之重。

就“水利建设”而言，今年 10 月 12 日在北京召开的“当前水利形势和‘十二五’规划方面情况”新闻发布会上，国家水利部总规划师周学文表示“十二五”期间水利的总投资规模要达到 1.8 万亿，到 2020 年完成水利投资 4 万亿的建设目标。

尽管 1.8 万亿较之前年均 4000 万的计算有所低于预期，但出于投资进度的考虑并无太大偏差。具体到着 1.8 万亿的分配，其中用于农田水利建设资金约占 20%，防洪工程、水资源配置和城乡供水能力提高工程，以及水土保持和生态建设资金分别占 38%、35%和 7%。水利的投资周期一般较长，对该类上市公司的投资多以主题投资为主，比如灾情出现和相关政策颁布等等。

而对于“节能环保”，今年 3 月 5 日温总理在政府工作报告中披露，“十二五”期间单位 GDP 耗能下降确定为 16%。但仔细来看，“十一五”期间实际减排程度 19.1%，虽然基本完成 20%的任务，但很大程度上是依靠简单粗犷的办法来完成，比如拉闸限电，比如关闭不规范小火电等等。尽管“十二五”的目标有所下降，但新阶段的终点放到了完成提高节能减排技术含量和效率的层面上，因此“十二五”期间节能减排的压力依然艰巨。节能减排基本围绕电力产业链（发电——输电——变电——配电——用电）展开，除涉及电力行业外，还有冶金、石化、钢铁、建材等高耗能行业。而主要的投资机会仍然围绕提高节能减排技术含量和效率的相关技术和设备，主要包括（1）脱硫脱销设备；（2）余热余压利用设备，包括余热锅炉发电设备，热泵（溴冷机）等；（3）高效节能电机；（4）非晶合金变压器；（5）变频器。

3.2 生产型转向消费型 刘易斯拐点主题的分段把握

近年来，“民工荒”都会成为年初曝光率最高的词语之一，特别是进入 2011 年，在东部沿海地区依旧面临用工不足的同时，在人们记忆中被认为是劳务输出地的中西部地区也被“民工荒”问题所困扰。在东部地区“以钱留人”的挑战下，中西部地区喊出了“以情留人”的口号，决定企业发展的不再仅仅是订单的多寡，劳动力正在成为企业发展的决定因素。面对此情此景，我们认为其实已经没有必要争论“刘易斯”拐点是否已经到来，劳动力（特别是低端劳动力）成本的持续走高至少说明我们正在接近刘易斯拐点，劳动力供过于求的局面已经转变为劳动力的供不应求（至少劳动力结构层面的供不应求已然出现）。

既然人既是生产者也是消费者，那么人口红利和“刘易斯”拐点实质上就是源于人类“消费者”和“生产者”属性的博弈，当一个经济体其自身的抚养比处于趋势性下降时，该经济体本身的“生产者”属性将占据主导地位，积累财富成为这一阶段的主要特征，政府、企业以及居民的储蓄率均保持较高水平，然而随着人口结构的转变，“消费者”属性将逐步占据主体地位，此时经济体各部类储蓄率的回落则成为必然。由此我们认为，在我国劳动力供求关系逐步转变的情况下，劳

2012年A股投资策略报告

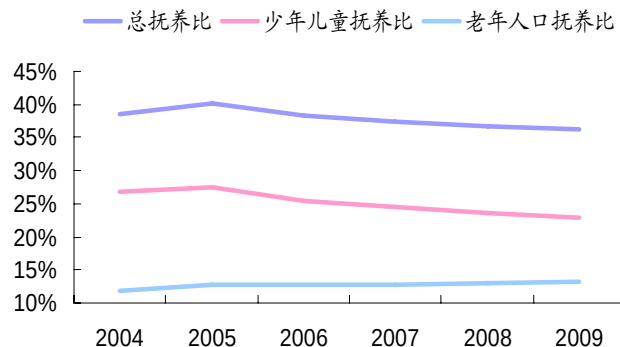
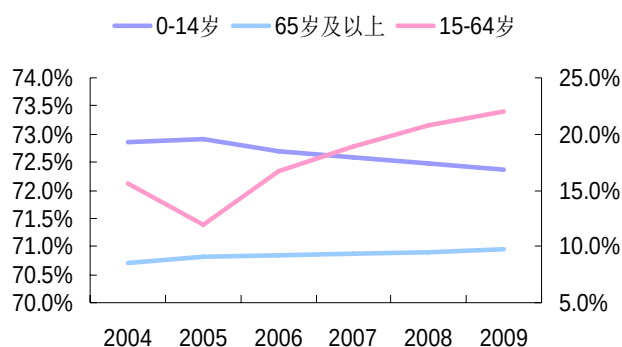
动保障机制的健全、收入分配体制的完善以及国家对于消费领域的政策支持将成促使国内消费迈入持续快速增长的轨道。

3.2.1 国内劳动力供给增速趋缓 高校扩招加剧结构失衡

抽样数据显示, 2009 年我国 15-64 岁人群占比为 73.41%, 尽管依然延续了 2004 年以来的增长态势, 但其提升幅度则是逐年回落。同时, 0-14 岁之间的人口占比逐年回落, 而 65 岁以上人口占比却在逐年增长, 与之对应, 我们看到中国人口总抚养比的下降趋势正在逐步放缓, 而且在少年儿童抚养比回落的同时, 老年人口抚养比却逐年提升, 其无疑预示中国老龄化进程的加速推进。

图 35: 近年来中国劳动力人口供给增速逐步趋缓

图 36: 总抚养比降速趋缓且老年人口抚养比逐步提升

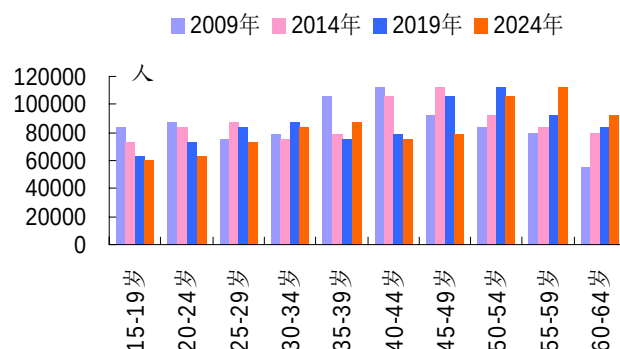
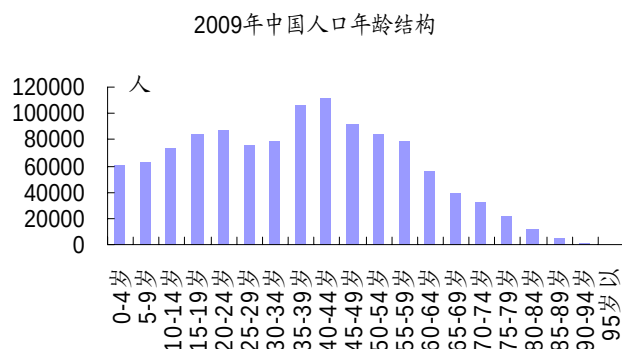


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

除总劳动人口供给增速逐步下降外, 劳动力人口内部的老龄化趋势同样值得关注, 以 2009 年人口抽样数据为基准, 并以 5 年为步长将数据向后依次递推, 我们看到在 2009 到 2024 年的 15 年内, 劳动力人口的平均年龄将逐年提高, 其中 15-34 岁之间的劳力人口占比稳中有降, 35-49 岁之间的劳动力人口占比显著降低, 而 50-64 岁之间的劳动力人口占比则显著提升。

图 37: 2009 年中国人口年龄分布

图 38: 劳动力供应临近顶峰且呈现老龄化



2012 年 A 股投资策略报告

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

另外，在劳动力人口供给增速逐步趋缓的情况下，自 20 世纪末开始的高校扩招则进一步加剧了劳动力的结构失衡。接受高等教育人群的大幅增加，在提升国民整体素质的同时，一方面使具备高学历的劳动力人口供给激增，而另一方面则大幅降低了低学历劳动力人口的供给，由此直接导致低端劳动力的缺乏。此外，随着制造业（特别是劳动密集型制造型企业）由东部沿海地区向中西部内陆地区的转移，中西部内陆地区对劳动力的需求逐步增加，由此抑制了劳动力人口向东部地区的输出，劳动力人口在地域间的重新分配同样加剧了东部地区的“民工荒”。

图 39：1999 年后高校开始大幅扩招

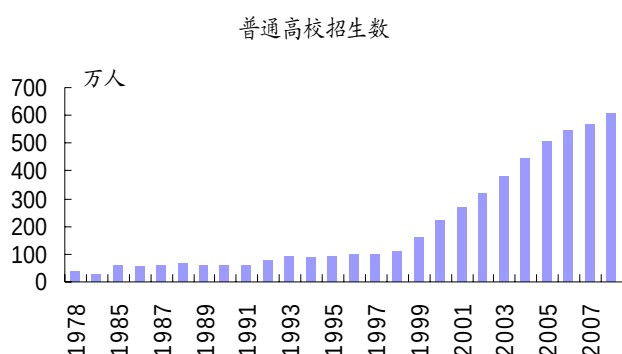
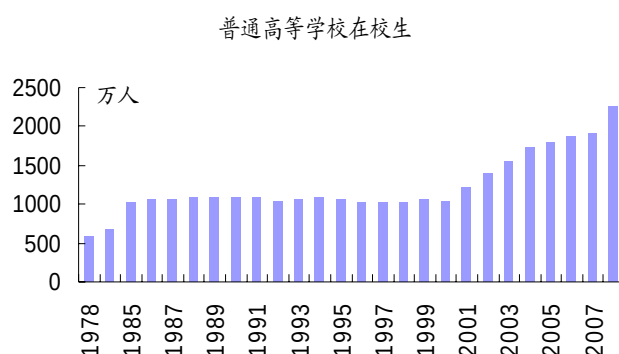


图 40：2001 年后普通高校在校生大幅增加



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

3.2.2 供求变动促使劳动力价值重估

对于享受人口红利的中国经济而言，面对“刘易斯”拐点的考验，尽管通过对劳动力人口结构的合理安排，人口红利并不会在“刘易斯”拐点后立刻终结，但是在逐步接近并最终跨过“刘易斯”拐点之后，劳动力资源必将走上价值重估之路，劳动力将真正被当做一种稀缺资源。回顾日本和韩国上世纪的经济历程，我们可以更加清晰地看出跨过“刘易斯”拐点后，经济将出现何种变化。

对于日本而言，其 15-64 岁人群占比在 1970 后结束快速爬升期，并在随后的 25 年间基本维持在 67%~69%之间，到 2000 年之后，这一比例开始显著回落。实质上，自上世纪 60 年代开始，日本劳动力人口增速就已经快速回落，而进入新世纪以来，这一速度甚至跌落为负值。与这两个数据相对应的是，在劳动力供给渐趋紧张的形势下，劳动者报酬在日本国内 GDP 之中的占比则快速提升，日本所谓的“收入倍增计划”实质上并非政策主导，而应当是劳动力资源供求关系转变下的必然结果。

2012 年 A 股投资策略报告

图 41: 1970 年后日本 15-64 岁人口占比结束攀升

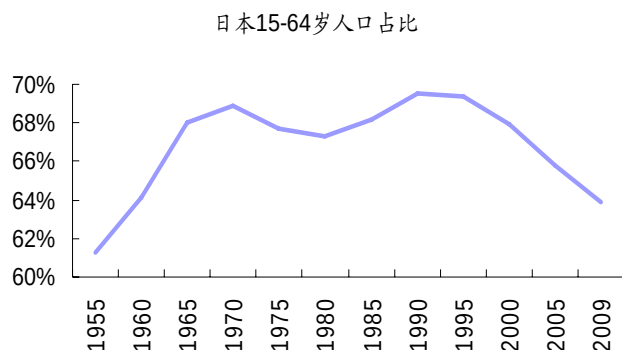
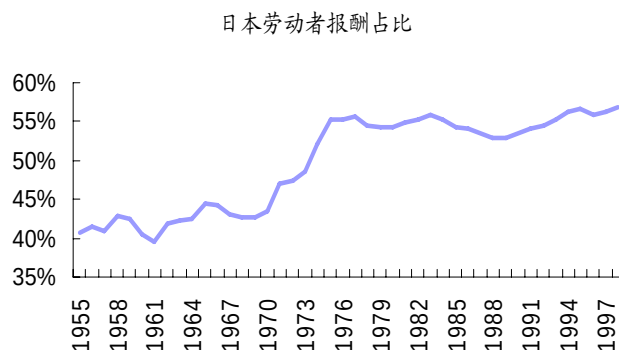


图 42: 1970 年后日本劳动者报酬占比快速提升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

与日本类似, 跨过“刘易斯”拐点的韩国也同样迎来了劳动力供求关系的转变, 尽管 1972 至 1990 年韩国国内 15-64 岁人口占比继续呈现较快的攀升速度, 但是数据显示 1976 年和 1987 年其国内经济活动人口增速出现了两次显著的回落。体现到劳动者报酬方面, 我们看到 1976 年开始其在当年 GDP 之中的占比水平快速提升, 而随着经济活动人口增速在 80 年代初的触底反弹, 该比例暂时结束攀升, 但到 1987 后经济活动人口增速的逐年回落再度令这一比例快速攀升。

图 43: 韩国经济活动人口年度增速

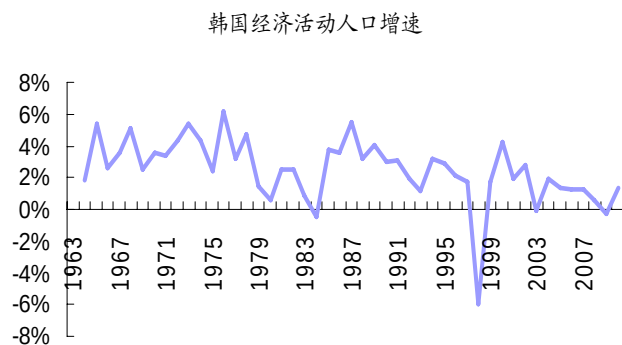
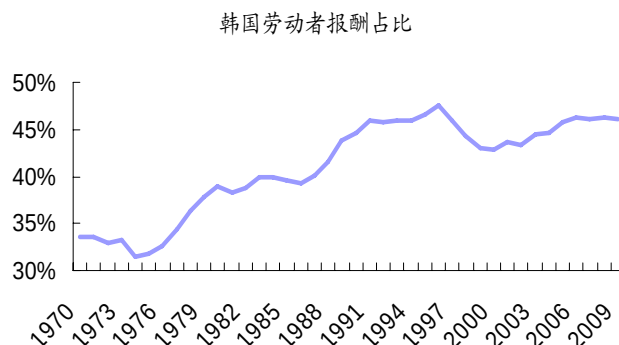


图 44: 1976 年后韩国劳动者报酬占比快速提升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

3.2.3 双视角下刘易斯拐点主题的把握

一个经济体在人口红利消逝并逐步跨过刘易斯拐点的过程中, 其“生产者”属性将被“消费者”属性逐步替代, 生产型社会向消费型社会的转变直接促使消费概念持续快速的增长, 并促使与之相关的各类标的产生良好的投资收益。日本历史数据显示, 1970 年后随着国内劳动力供给增长的减速, 其制造业产值占比开始逐年回落, 而与消费升级相关的服务业、房地产 (受益于房地产业的发展, 建筑业

产值占比也出现显著提升)和商业零售等产业的产值占比则显著提升。

表 6: 日本各年份主要产业产值占比

	1955	1960	1970	1980	1990
农林水产	20.97%	13.81%	6.38%	3.94%	2.66%
采掘	2.07%	1.62%	0.88%	0.61%	0.27%
制造业	29.98%	36.38%	37.51%	31.32%	29.51%
建筑业	4.76%	5.87%	8.03%	10.04%	10.57%
公用事业	2.50%	2.67%	2.21%	2.93%	2.74%
商业零售	11.25%	12.22%	14.96%	16.41%	14.21%
金融保险	4.28%	3.72%	4.43%	5.55%	6.22%
房地产	5.85%	7.99%	8.38%	10.10%	11.39%
运输通信	7.69%	7.81%	7.17%	6.59%	6.93%
服务业	10.64%	7.92%	10.05%	12.51%	15.49%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 7: 日本各时期主要产业产值增速

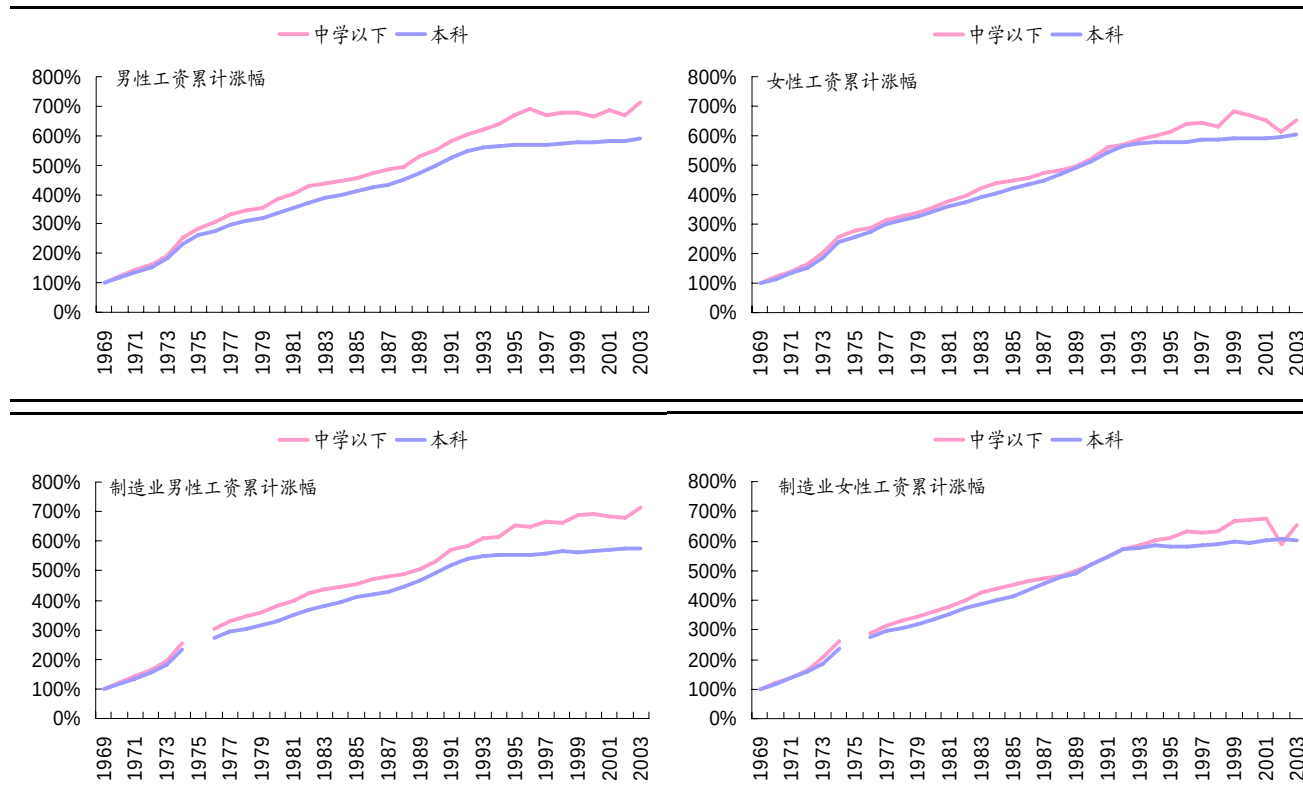
	1955-1960	1960-1970	1970-1980	1980-1990
公用事业	105.14%	282.92%	322.44%	70.84%
金融保险	66.26%	452.01%	298.67%	105.34%
建筑业	136.46%	532.65%	298.32%	92.96%
服务业	42.67%	486.88%	296.69%	126.72%
房地产	161.64%	385.39%	284.04%	106.55%
商业零售	108.13%	466.17%	249.36%	58.61%
运输通信	94.47%	324.68%	193.14%	92.57%
制造业	132.48%	376.97%	166.01%	72.60%
采掘	49.54%	151.85%	119.73%	-17.71%
农林水产	26.15%	113.61%	97.13%	23.43%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

此外, 值得注意的是, 在日本劳动力报酬占比逐步提升的过程中, 劳动力成本的提升速度却不尽相同。相对于拥有本科以上学历的劳动者, 仅有中学及以下学历的劳动者工资累积涨幅更为明显, 而且随着人口红利消逝的不断深化, 这一趋势还存在加速的趋势。

2012 年 A 股投资策略报告

图 45: 刘易斯拐点初期日本低端劳动力成本上升更为明显



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

相对于日本, 中国近年来大幅度的高校扩招令低端劳动力的供给更为紧张。针对于用工荒的屡屡发生, 用工单位除了通过提升工资待遇加以挽留外, 向中西部地区迁移已经成为越来越多劳动密集性企业应对劳动力供给不足的重要手段。就其结果而言, 这两种方式都将增加低端劳动力的可支配收入, 进而提升其消费能力; 而且产业转移还将有利于弥合我国东西部经济发展的不均衡。

统计数据显示, 2009 年西部农民工月平均工资涨幅最为明显, 考虑到东中西部城市化率的差距, 城市化率较低的西部地区其消费增速的提升幅度应当更大, 这一点我们可以从城乡消费同比数据中得到印证: 在乡村消费同比增速与城镇消费同比增速间差距逐步缩小的情况下, 城市化率较低的西部地区必然较城市化率较高的东部地区呈现出更明显的消费增长加速度。

尽管农村居民的消费能力与城市居民尚有较大差距, 但是两组数据使我们相信, 低端劳动力成本更为明显的提升将成为推动农村消费快速增长的根本动力: 其一, 就农村相对于城镇家庭人均收入的占比而言, 在经历了数十年的震荡回落后, 2010 年这一数值大幅回升至 30.97%, 略低于 2005 年, 尽管城乡居民收入的绝对差距依然显著, 且自 1984 年开始连续 27 年保持增长, 但是就其幅度而言, 2009

2012 年 A 股投资策略报告

和 2010 两年仅维持在个位数(分别为 9.09%和 9.72%),远低于 2007 年的 18.02% 和 2008 年的 14.25%;其二,近年来农村居民家庭的恩格尔系数快速回落,基本与城镇居民本世纪初的情况相接近,这就为其进行消费升级提供了必要的基础。

图 46: 西部地区农民工月平均收入增长更快

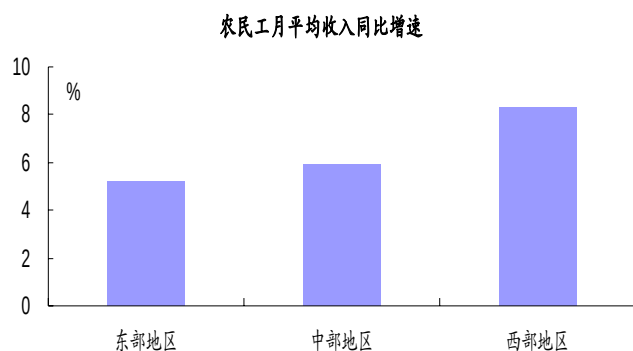
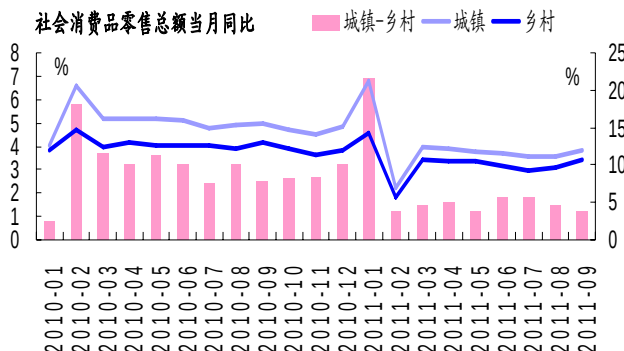


图 47: 城乡消费当月同比差距渐趋弥合



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 48: 城乡居民家庭人均收入相对差距低位趋稳

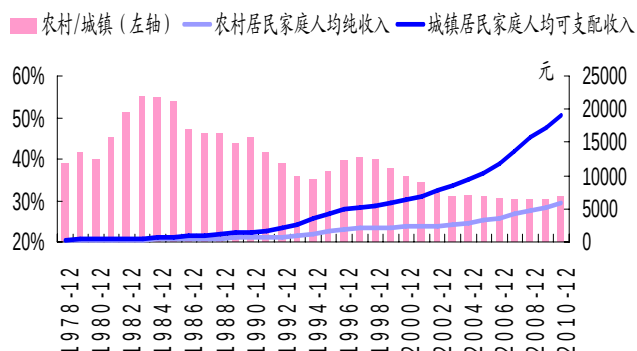
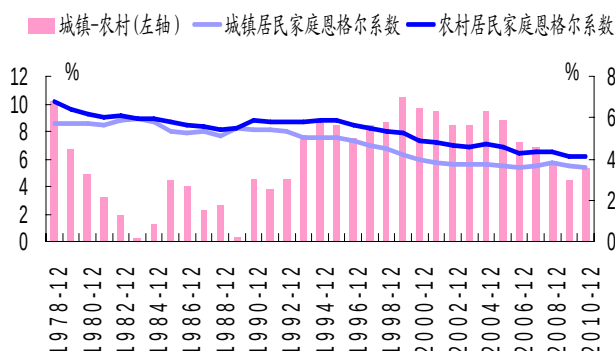


图 49: 近年来农村居民家庭恩格尔系数快速回落



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

因此,正是考虑到刘易斯拐点初期低端劳动力成本快速提升对农村消费升级的刺激作用,我们建议投资者在较短的时间维度内,重点关注纺织服装、商业零售和食品饮料行业中以满足二三线城市消费需求的相应标的。另外,从中长期的角度看,中老年人口比例的逐年提升将为以生物医药为主的保健市场带来持续增长的终端需求,而且有钱又有闲的中老年人还将成为推动餐饮旅游支出快速增长的重要力量。

4. 股票池

依据我们对 2012 年 A 股市场的判断, 以及立足需求把握各主题下行业机会的投资思路, 我们遴选出以下 20 只个股, 建议投资者可重点关注。

表 8: 股票池

	股票代码	股票简称	EPS			收盘价 2011/11/15	市盈率		
			2010A	2011E	2012E		2010A	2011E	2012E
成长型	002398	建研集团	0.37	0.81	1.18	22.47	60.96	27.74	19.04
	300198	纳川股份	0.41	0.68	1.12	25.35	61.79	37.28	22.63
	000826	桑德环境	0.50	0.68	0.98	29.71	59.33	43.40	30.25
	002334	英威腾	0.95	1.25	1.81	38.97	40.96	31.29	21.57
	300133	华策影视	0.50	0.80	1.11	36.99	73.86	46.24	33.32
	600267	海正药业	0.70	0.99	1.37	36.50	52.37	36.77	26.64
	300087	荃银高科	0.31	0.33	0.57	20.65	66.53	62.58	36.23
	300275	梅安森	0.73	1.10	1.62	42.00	57.91	38.18	25.93
	002503	搜于特	0.57	0.95	1.48	36.62	64.53	38.55	24.74
	300241	瑞丰光电	0.41	0.61	0.74	19.65	47.79	32.21	26.55
	600859	王府井	0.81	1.38	1.85	41.11	50.59	29.81	22.17
价值型	002251	步步高	0.63	0.91	1.22	25.39	40.17	28.02	20.79
	002029	七匹狼	1.00	1.41	1.84	39.50	39.46	28.01	21.47
	000963	华东医药	0.73	0.93	1.18	29.09	39.79	31.42	24.61
	601098	中南传媒	0.33	0.42	0.50	11.59	35.06	27.60	23.18
	600502	安徽水利	0.61	0.76	0.95	14.75	24.30	19.35	15.47
	300079	数码视讯	0.67	0.90	1.27	27.69	41.58	30.77	21.80
	600143	金发科技	0.41	0.78	1.02	15.84	38.25	20.31	15.53
	601208	东材科技	0.59	0.87	1.12	25.86	43.70	29.72	23.09
	000978	桂林旅游	0.20	0.32	0.41	9.76	49.89	30.50	23.80

2012 年 A 股投资策略报告

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2012 年 A 股投资策略报告
渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君	吴慧	刘啸
渤海证券研究所机构销售部经理 华南区销售经理	渤海证券研究所机构销售部 华东区销售经理	渤海证券研究所机构销售部 华北区销售经理
座机: 86-22-28451995	座机: 86-10-68784269	座机: 86-10-68784275
手机: 13502040941	手机: 13811199719	手机: 13810427284
邮箱: zhuyanjun@bhqz.com	邮箱: wuhuihui09@gmail.com	邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn