



2011.11.24

大民生 小牛市

——2012 年度策略

	张晗	时伟翔	陈思翀
	021-38676675	021-38674603	021-38674878
	zhanghan@gtjas.com	shiweixiang007983@gtjas.co	chensichong010546@gtjas.co
编号	S0880511010055	S0880511010054	S0880511060001

本报告导读：

2012 年小牛市的憧憬具备较低增长和较低估值的基础，浮华洗尽之后，需要审视的是 2012 年的周期如何增长以及成长又该如何分化，而这决定了小牛市的节奏和空间。

摘要：

● 大民生：从追逐增长到倚重民生

中国在 2012 年将会迎来新一轮的增长模式转变期，传统的产能扩张很难超预期，而且在现有经济回落状况下，政策也缺乏全面驱动的必要性，增长将由量转为内部的结构优化；成长的 2012 将更注重实质性，我们推荐的主题涵盖中型公司成长以及隶属于庞大工业生产体系的服务业。

● 策略视角：2009 年以来最重要反弹基础

下半年以来，我们观察政策的战略意图，看到了地产调控的大框架、看到了地方债破解信贷难题、看到了地方政府的转型尝试、看到了浙江地区小企业的倒逼重生；一个伟大的转型已经开始，对股市的视角我们变得积极。

● 流动性：超预期在内部结构

2012 年新增贷款或 M2 增速相比于 2011 年的持续紧缩均会取得环比改善，而房地产等资产价格的调整以及货币政策的微调都意味着资金价格也会有所好转。另一方面，地方债的发行能给予信贷规模控制下的融资结构转变，总量改善、结构丰裕可期。

● 企业盈利：周期回落与趋势稳定

明年一、二季度应该是净利润同比增速的底部。主要理由在于，2012 年初对应的是通胀的大幅回落以及 GDP 的底部。这跟 08 年的情况较为类似，只是幅度较小，程度相对来说较缓和。从现有大宗商品价格波动和政策微调倾向来说，呈现 2005 年利润增长的低位拉锯似波动概率较小。

● 2012 年市场趋势：一季度低点，逐步向上

2012 年的 A 股市场一季度是低点，但是从通胀、流动性、盈利三者之于股市的筑底关联性来看，我们现在已经处于底部区域，2012 年一季度的低点更多将只是一个盈利分化后的成长性再识别，小牛市格局有望在此后形成真正趋势。全年指数运行区间在（2300, 3000）。

2012 年的行业配置分为早周期和民生转型下部分受益行业两个维度，看好房地产、券商、化工、传媒、医药和新兴产业。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

策略团队：

钟华：

电话：021-38674602

邮箱：zhonghua008457@gtjas.com

时伟翔：

电话：021-38674603

邮箱：shiweixiang007983@gtjas.com

张晗：

电话：021-38676675

邮箱：zhanghan@gtjas.com

陈思翀：

电话：021-38674878

邮箱：chensichong010546@gtjas.com

江亚琴：

电话：021-38674622

邮箱：jiangyaqin008083@gtjas.com

解静：

电话：010-59312711

邮箱：xiejing008484@gtjas.com

尹为醇：

电话：021-38674936

邮箱：yinweichun010845@gtjas.com

相关报告

《底！底！底！》	2011.06.13
《大金融+X2》	2011.04.12
《静待历史性底部的到来》	2011.02.11
《不畏浮云遮望眼》	2010.12.09
《政策预期不确定下看重小盘股的投资机会》	2010.11.05

目录

1. 策略视角：2009 年以来最重要反弹基础	3
1.1. 转型与周期重构	3
1.2. A 股市场运行决定于转型	4
2. 大民生：从追逐增长到倚重民生	5
2.1. 民生转型与经济趋稳	5
2.2. 劳动力紧缺促进民生转型	6
2.3. 中国经济趋于稳定的条件存在	7
3. 民生转型：股市与增长之间的新关联	8
3.1. 转型期：股市上升依赖于增长的稳定性	8
3.2. 企业的利润增长趋于分化	8
3.3. 小结：民生转型时期的股市着眼点	10
4. 我们正处股市的底部区域	10
4.1. 周期性股市的见底规律	11
4.2. 通胀超预期的消散	12
4.3. 转型期股市可以领先利润增长提前见底	13
5. 流动性：可能的超预期在内部结构	14
5.1. 2012 整体流动性的评估	14
5.2. 政策变局之地方债对于融资结构影响	15
5.3. 政策变局之中国版 401K 计划	16
5.4. 小结：总量改善，结构丰裕	17
6. 企业盈利：周期回落与趋势稳定	18
6.1. 盈利增长周期性回落	18
6.2. 股市对于盈利增速回落已有抵抗力	19
6.3. 盈利回落之后有望趋于稳定	21
6.4. 小结：2012 年初周期性调整低点	22
7. 2012 年股市运行展望和行业配置建议	23
7.1. 2012 年股市趋势：一季度低点，逐步向上	23
7.2. 行业配置：周期扰动与民生转型	23

从 2009 年政府投资 4 万亿的周期喧嚣，到 2010 年创业板乱舞的转型市梦率，这一切都在 2011 年通胀的不断超预期中趋于平息，蓦然回首，上证综指还在 2300 左右的位置徘徊，也是十年前中国经济正在憧憬新一代网络技术革命的位置。

回顾 2011 年，A 股市场在年初曾经揣测过新一轮工业化的中周期增长，但是却被内生性的资源紧张所轻易束缚，而寄予厚望的创业板后来却发现增长竟还不如传统的周期性行业，站在 2011 年末，尽管与 2008 年普遍悲观的低增长、低估值相比，市场、经济只是较低的增长和较低的估值，但是以目前的政策态度和通胀回落程度来看，2012 年小牛市的憧憬具备基础，当然浮华洗尽之后，策略需要审视的是 2012 年的周期如何增长以及成长又该如何分化。

遵循一般的工业化周期理论，传统的产能扩张持续时间在两个中周期也就是将近 20 年的时间，此后的增长模式中 GDP 增长型社会将让位于民生型社会，而股市的上升节奏也会脱离 GDP 的陈旧模式。我们认为，中国在 2012 年也会迎来新一轮的增长模式转变期，传统的产能扩张很难超预期，而且在现有经济回落状况下，政策也缺乏全面驱动的必要性，增长将由量转为内部的结构优化；成长的 2012 将更注重实质性，我们推荐的主题涵盖中型公司成长以及隶属于庞大工业生产体系的服务业。

1. 策略视角：2009 年以来最重要反弹基础

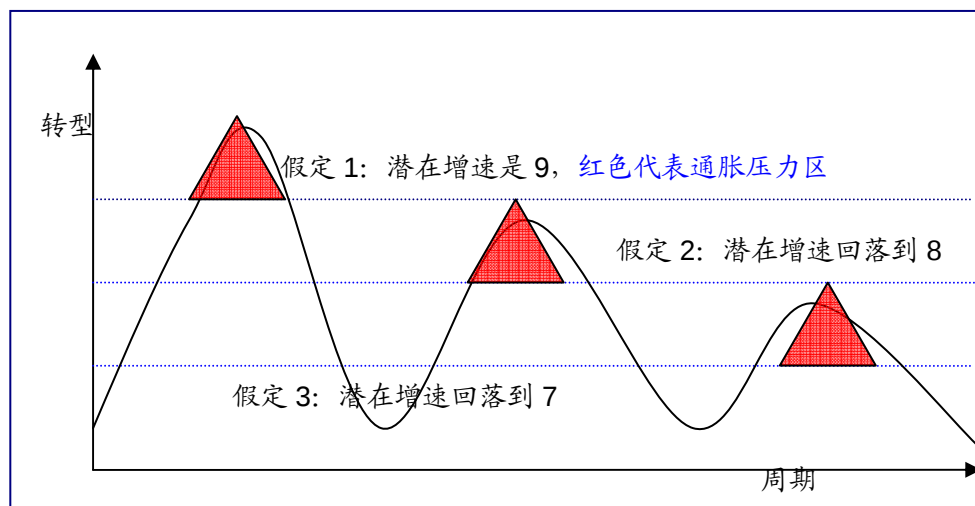
在今年的 9 月 20 日我们提出 A 股市场将存在 2009 年以来最重要反弹的机遇，形势转变的内核在于我们对通胀回落的理解以及决定后金融危机时代转型与通胀矛盾的把握。

1.1. 转型与周期重构

转型是原有的发展模式已经碰到了极大的瓶颈：劳动力的低成本优势不在、资源约束加强、资产价格自我催生、货币过渡投放不可持续、外部需求减弱。这样原有的增长不可持续，需要通过结构转型，来重塑增长动力和模式。

周期是经济的波动，从高到低，从低到高；如果转型中没有找到新的增长动力和模式，对周期的形态的描述都是不可靠的，这也是过去两年做研究的人员犯的错误，总是想描述周期，结果 08 年以来资本市场描述了两个半经济周期，库存周期都要 40 个月的运行。08 年以来 34 个月的时间里资本市场却谈了 3 个去库存周期，2 个中周期。相当的不靠谱。

图 1：转型中经济潜在增速重构，周期的增速与通胀关系发生变化



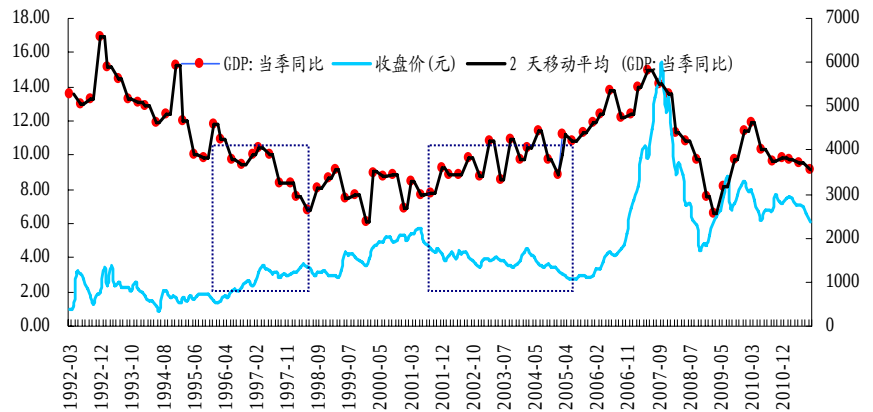
资料来源：国泰君安证券研究

1.2. A 股市场运行决定于转型

我们过去两年策略研究提出的几个命题与市场的验证：

- 1、10 年初提到股市会非常惧怕通胀，不敢追随增长。
- 2、10 年二季度提出经济增长的反证博弈，增速越快，股市就越回落；提出小盘股跑赢大盘股是一个长周期现象。
- 3、10 年下半年提出周期与转型，不解决转型问题，周期股是不值得参与的。我们讨论了银行的坏账、高投资的不可持续与转型压力的很多悲观预期。
- 4、11 年认为如果非要拿周期解释经济，最可靠的是哈耶克的货币经济周期理论，根本不赞同中周期和政治周期。11 年上半年是等待，股市会持续回落。
- 5、下半年以来，我们观察政策的战略意图，看到了地产调控的大框架、看到了地方债破题信贷难题、看到了地方政府的转型尝试、看到了浙江地区小企业的倒逼重生；一个伟大的转型已经开始了，对股市我们变得积极。

图 2:94 年以来的转型，在找到科技发展的路径后，经济增速下降，股市却上涨；05 年经济保持整体平稳，股市却见到了历史性的估值底部；09 年 8 月份，经济刚确认复苏，周期品价格刚进入上涨阶段，股市确见到了直到现在的顶部。



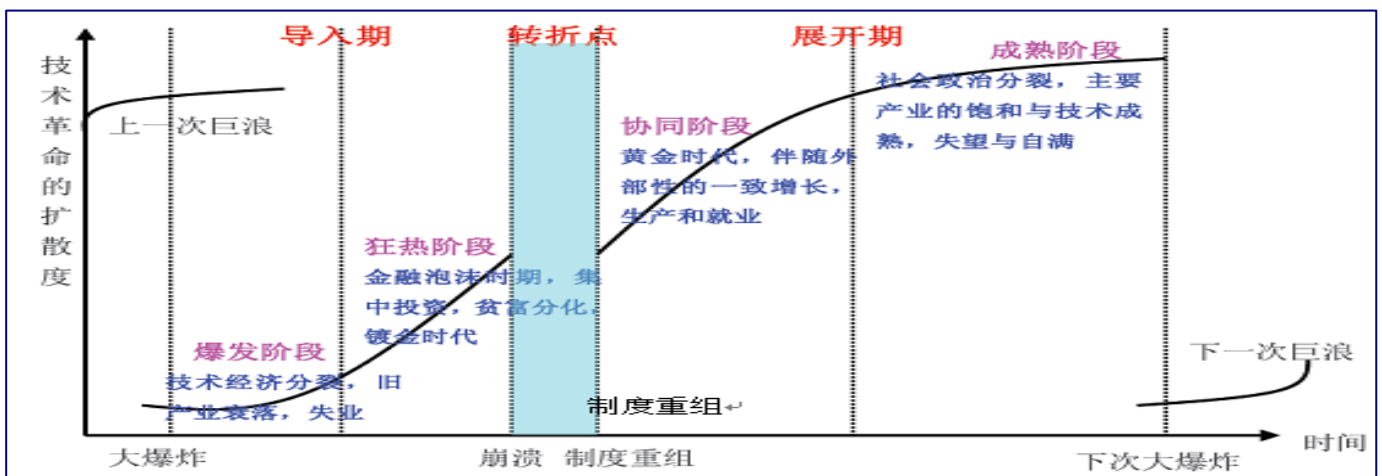
资料来源：国泰君安证券研究

2. 大民生：从追逐增长到倚重民生

2.1. 民生转型与经济趋稳

展望 2012 年，转型起步将成为最为重要的事情。在演化经济学上被称为技术创新的转折点，这一阶段的典型特征是政治反作用经济，或者说政策的战略性非常重要，十二五称之为“顶层设计”。我国的战略层面上从 05 年开始规划，金融危机期间有所布局，而 12 年将是最重要的起步阶段。这阶段需要完成三件事情：一个是扩大直接融资，压制金融资本的主导权，将经济的发展交给生产企业，就是大力发行公司债、政府债；二是扩大民生，改革收入分配，保证充分就业，引导小企业的发展，增加社会福利，保证消费的持续性，协调消费和储蓄的关系；三是重塑合作与集体主义的价值观（全球经济政治秩序重塑）。完成这三件事情，一个是保证资金回流实体经济，抑制泡沫和通胀的恶性循环；一个是通过充分就业扩大消费需求、引导生产扩大、工资增长的良性循环机制，造成协同增长；还有一个是通过福利制度建设化解社会矛盾。一旦这三种机制建立起来，一国经济将进入协同稳定增长阶段。

图 3：演化经济学对转折点前后经济特征的描述



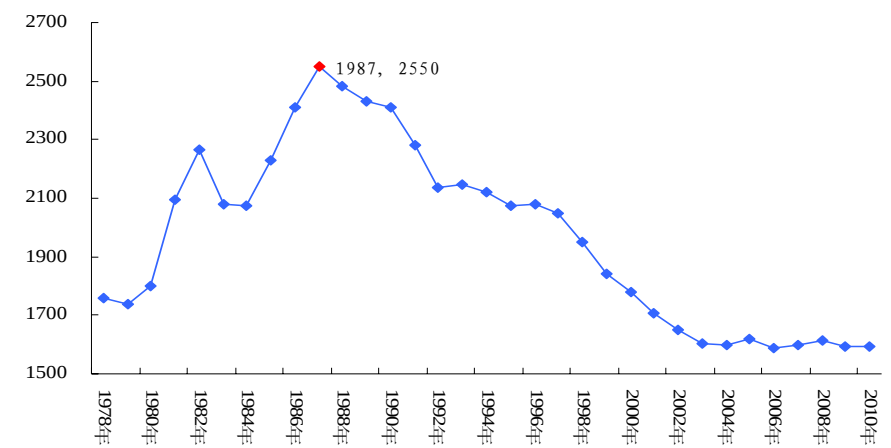
数据来源：国泰君安证券研究。

回顾最近的政策趋向，我们发现：地方债发行试点，明年大规模发行公司债；对处于融资难、成本高、需转型的小企业加大金融支持；还有就是文化体制改革。其实质是加大直接融资，压制货币供应和乘数；通过助力小企业转型保证充分就业，启动消费和内需；通过文化体制改革重塑价值观念和化解社会矛盾。民生转型已经起步。

2.2. 劳动力紧缺促进民生转型

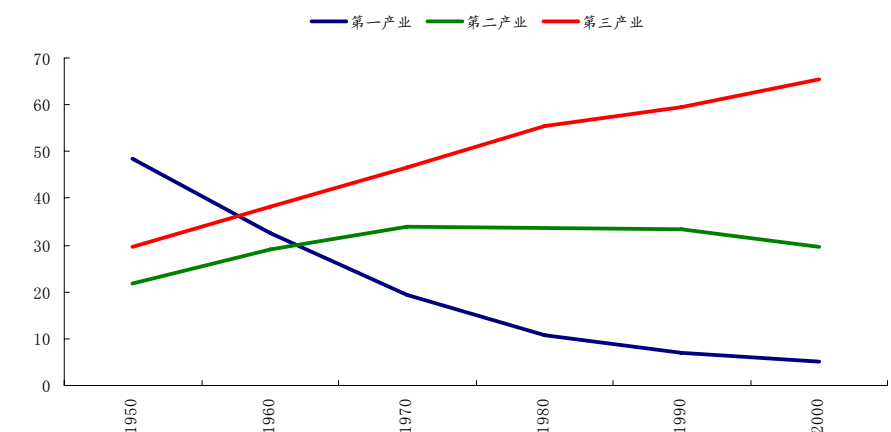
对转型期的一个内在推动力就是要保证充分就业，带动消费稳定增长，这是进入大众消费时代的前提条件。从我国的劳动力情况看，国家统计局的观点是 2013 年总劳动力人口开始下降。从我国出生人口看，新增就业人口已呈逐年下降趋势，所以我们看到的是工资的持续增长。

图 4：中国每年新出生人口数 单位：万



数据来源：国泰君安证券研究

图 5：日本刘易斯拐点之后第三产业就业贡献率上升，经济增速、通胀逐步回落、消费稳定、股市缓慢上升



数据来源：国泰君安证券研究

这一方面，保证了收入预期的稳定，也使得经济的内在稳定性增强。另一方面，也造成了产业升级的直接压力；而劳动力供求状况的改变也使得成本推动型通胀压力较大，也限制了刺激政策的力度；另一方面，这也对经济增速的内在要求降低。从这个角度看，以劳动力成本上升带动

的产业升级与转型必然发生。

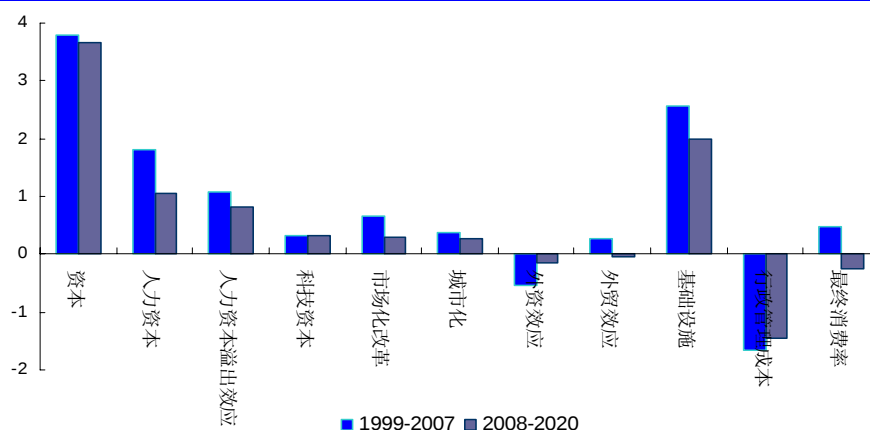
这样消费的稳定增长与升级将可持续，有别于传统经济周期波动时消费受收入预期和就业压力造成的波动性。

2.3. 中国经济趋于稳定的条件存在

基于现在中国生产要素的计量，对未来 10 年的两种情景分析，对中国跨越中等收入国家陷阱的基本增速 6% 的要求，可以满足。

对于未来 10 年的两种情境假设，第一种：考虑了世界经济危机对我国的较大影响：引起效率提升的外源性因素下降、改革带来的效率提升递减、生产率降低和消费水平持续维持在低位，外贸一直维持在低水平。

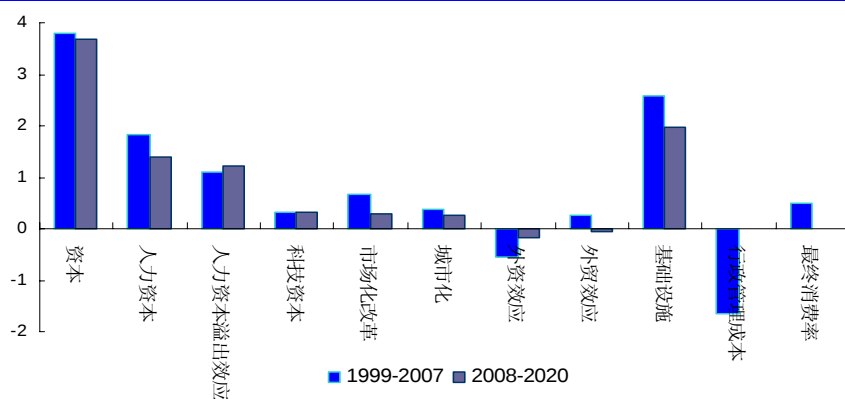
图 6：世界经济危机影响较大假设：10 年增长率平均 6.7%



数据来源：国泰君安证券研究

第二个假设：面对世界经济危机冲击，中国政府采取包括提高行政管理能力、改善教育、平衡消费和储蓄之间的关系。从现在经济体制看，能够看到一些促进改进的迹象：可能推出的官员财产申报制度，人口决定的入学率和教育水平提高，社会保障制度改革等。

图 7：积极改革假设：10 年平均增长率 9.34%



数据来源：国泰君安证券研究

我们认为明年市场将逐步形成这种预期，对中国跨越中等收入国家陷阱持乐观态度。

对于 12 年经济趋稳的可观察要素是：一个是房地产价格的下行趋势形

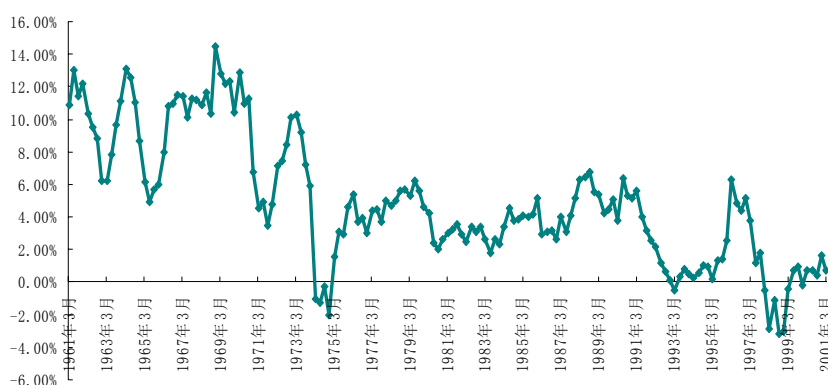
成，在限购政策下，流动性可能对经济起到正面企稳作用；二是通胀压力的解除的长期性将逐步乐观；三是消费的稳定增长将逐步得到确认。

3. 民生转型：股市与增长之间的新关联

3.1. 转型期：股市上升依赖于增长的稳定性

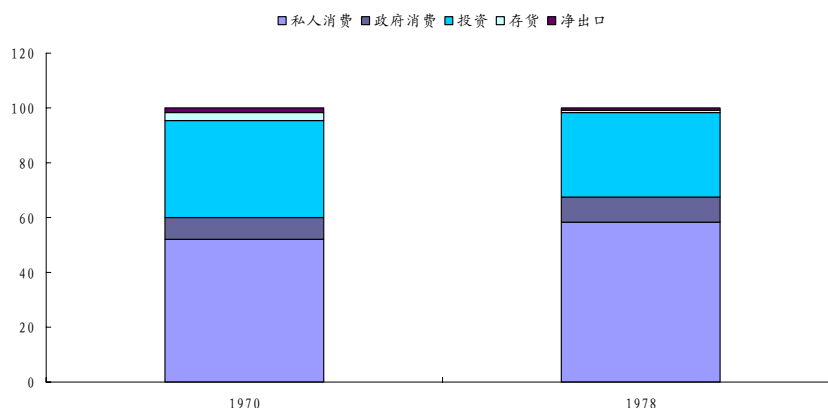
日本在 1975 年经历第一次石油危机之后，股市呈现缓慢的上升格局，但是与 GDP 之间的关联性也出现了民生转型阶段中的新变化：与 1975 年之前相比，GDP 增长水平出现了一定的降低台阶，而内部的结构中消费占比的贡献进一步上升，而投资以及引致经济短期大幅波动的存货占比明显下降，这意味着当经济开始跨越中等收入陷阱、经济增长的特质由量逐步转化为内部的结构优化时，股市真正的需要的是一个稳定增长的环境以及 M2 控制在一个相对较低的水平之上。

图 8：日本 GDP 增长在 1975 年之后的民生转型期平均水平有所降低



数据来源：国泰君安证券研究

图 9：与 1970 年相比，1978 年的日本 GDP 构成中，消费占比上升而投资占比下降



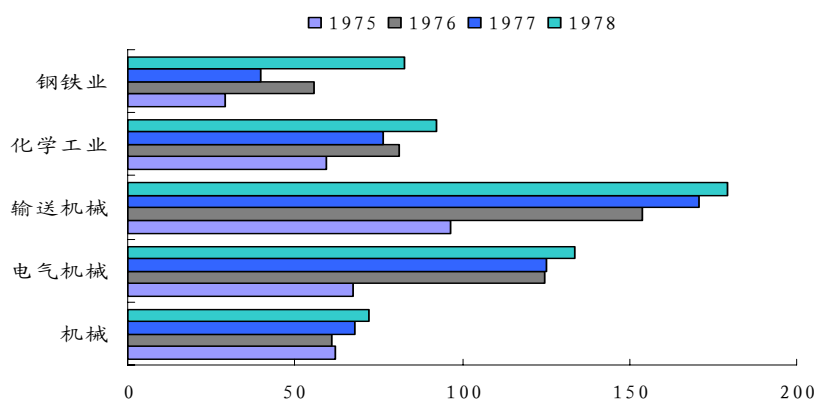
数据来源：国泰君安证券研究

3.2. 企业的利润增长趋于分化

民生转型时期 GDP 增速下降、通胀回落是一个必然的趋势，当然对于

盈利增长整体来看，的确会呈现出与之前工业化扩张时期的增速下降趋势，但是在民生转型时期，股市所关注的利润增长整体性并不如内部的分化重要，而且在度过了两个工业化中周期之后，传统行业的利润增长模式也与此前出现较大变化，典型的特征由之前的产能扩张转化为行业整合。

图 10：日本 1975-1978 年重点产业主营业务利润与 1974 年比例，在进入民生转型期之后，部分行业的盈利增长根本没有回到 1975 也就是第一次石油危机之前



数据来源：国泰君安证券研究

从各行业利润占总利润的比例变化看，日本在石油冲击后，受益于价格上涨的矿业和电力、热力和水的供应业占比提高，而作为未来主导产业的电气机械、输送机械的利润占比也开始提高；而受益与消费升级的服务业和零售业占比也开始提升。而高耗能、高资源消耗的化工、纤维、一般机械和钢铁业，以及批发行业的占比出现大幅降低。

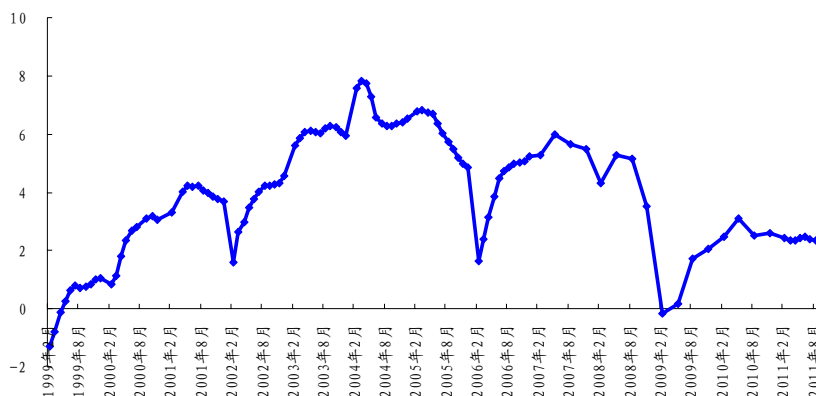
表 1：石油冲击后利润占比提高的行业

年份	矿业	电气机械	输送机械	运输与通讯	电气水运	服务业	零售
1965 年	2.93%	8.06%	7.84%	6.09%	9.49%	1.96%	8.84%
1970 年	-0.60%	23.56%	8.96%	3.14%	9.98%	20.56%	2.13%
1973 年	2.23%	11.42%	4.27%	3.87%	1.73%	4.19%	8.06%
1974 年	9.44%	9.96%	2.40%	0.48%	4.06%	4.08%	13.68%
1976 年	19.69%	40.46%	21.86%	1.52%	19.47%	13.90%	10.42%
1977 年	9.39%	30.15%	22.01%	7.41%	22.33%	13.93%	4.54%

数据来源：国泰君安证券研究

这一点中国在 2008 年金融危机之后的复苏路径正在从产业变革中体现出一些类似性，钢铁行业的利润增长并未随同 GDP 增长触底、投资增速回升而盈利恢复的局面，显示了投资增长回升并不能扭转民生转型时期的周期性行业利润，以资源约束为特征的特殊时代，部分传统型周期性行业的演变基础正在趋于内部的结构整合，这也预示着当投资增速下降、需求开始有所回落时，这些周期性行业的盈利增长也不会呈现之前过大的波动幅度。

图 11：中国黑色金属冶炼及压延加工行业销售利润率



数据来源：国泰君安证券研究

3.3. 小结：民生转型时期的股市着眼点

面对 12 年我们发现，这是一定期限内的终点，而面对未来一段时间，我们处于一个路径选择期，即从成熟时代向大众消费的迈进。在此我们借助罗斯托的描述，想说明几个影响明年行情判断的几个前提：

- 1、社会发展取向，从追求工业化、城镇化和技术水平提高的工业社会转向思考一个成熟的社会究竟该转向何方？所以这是一个富有希望的选择年代，也是一个危险的年代。
- 2、这个阶段从生产转移到需求，即消费问题和最广义的福利问题。
- 3、这个阶段有三个目标转化为三种模式，三种目标在争取社会资源的分配倾向。一个是追求国家的海外影响力，则资源主要用于外交和军事；一个是建立福利社会，通过累进税平均分配社会收入，集体主义观念优于个人主义和竞争主义；还有一个是促进消费水平，使大众都能够消费成熟社会所能提供的耐用消费品和服务。
- 4、美国是顺利的过度到大众消费时代的代表，这个过程需要 30 年的时间，其中起步阶段是 16 年，在起步阶段，只是一种精神状态和政策取向，而不是采取重大措施对资源进行了再分配。决定性的是对所得税采取累进制，整个社会资源配置出现了重大变更。

我们通过上面四个特征发现：一个是政策导向会有不同的路径，但是在这个起步阶段，政策的精神含义大于实质意义，资源的大体配置不会出现大的变动，整个转型期是一个漫长的过程。我国的政策不会追求军事和外交，进行海外扩张，剩下的只有两个：一个是扩大消费，一个是福利国家。在我国的政策实践中称之为“民生”。也就是说我国的转型其实质是未来十年以民生为导向，为进入大众消费时代奠定基础。而就 2012 年民生转型时期的 A 股市场而言，除了传统的描述经济增长触底方式之外，对于增长相对稳定、通胀在相对较低位置时的 A 股市场如何理解则成为关键。换言之，当 2012 年一季度左右 GDP 增长见到此轮短周期调整底部时，伴随着相对较低的 M2 增速、整体盈利增速，我们大民生方向理解基础上的格局，A 股市场应该是一个小牛市。

4. 我们正处股市的底部区域

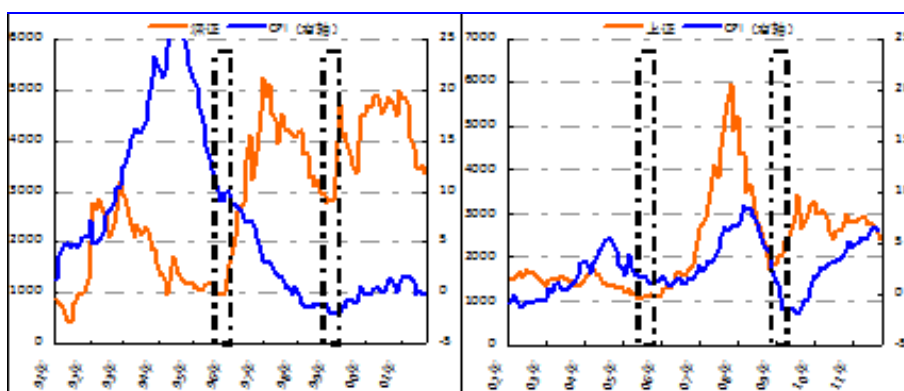
当沪深 300 今年估值 11 倍左右, 股市的底部大致波动区间已经基本锁定, 余下的工作仅仅只是在于权衡传统周期调整中, 股市筑底反弹的内生因素时间点。

4.1. 周期性股市的见底规律

我们对于周期性调整中市场底部一般规律的总结如下:

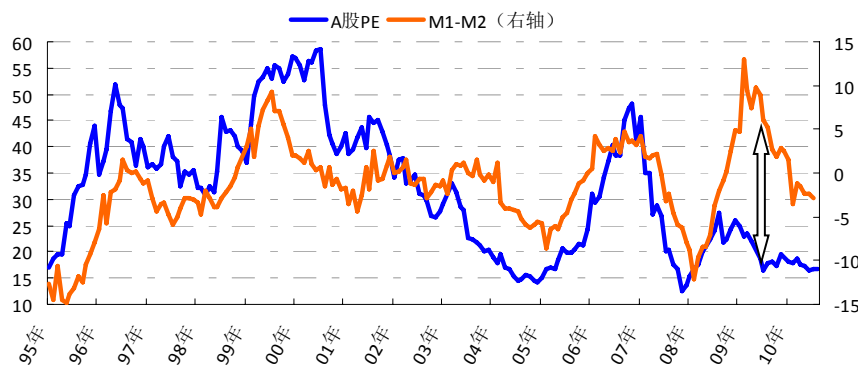
- 通胀顶是先决条件, 领先市场底部。
- 政策转向是必要条件, 并带来流动性转向, 同步市场底部。
- 业绩底是底部确认, 滞后市场底部。

图 12:A 股底部是在通胀高位回落到中低位之后才出现



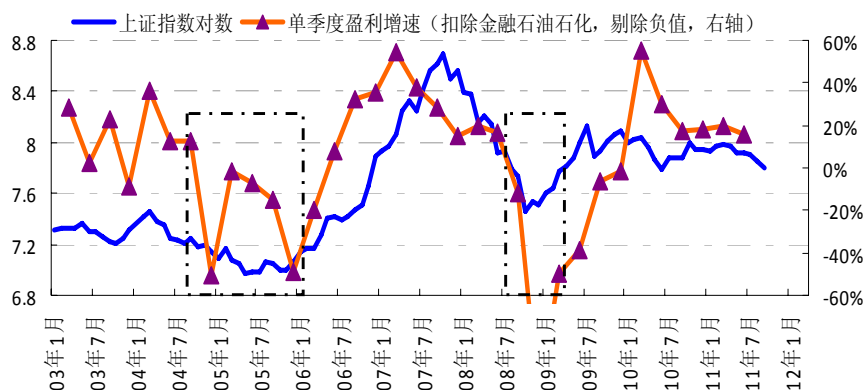
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 13:流动性与 A 股底部同步



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14:A 股季度业绩略滞后市场见底

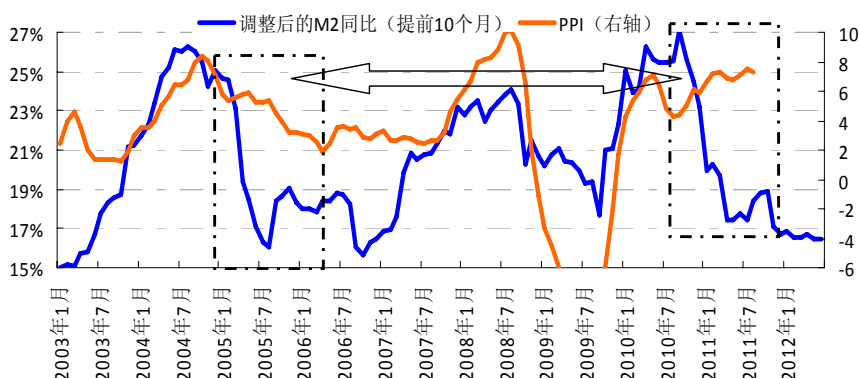


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.2. 通胀超预期的消散

在政策派生增长的背景下，通胀作为一个货币现象更为显著。观察 03 年以来的数据，PPI 的顶部滞后货币增长顶部 10 个月，但下降趋势滞后货币增长下降趋势 18 个月，所以，我们看到现在 PPI 一直在高位徘徊，很难下降。但今年 4 季度滞后的效应将会显现出来，PPI 的下降趋势将会形成。

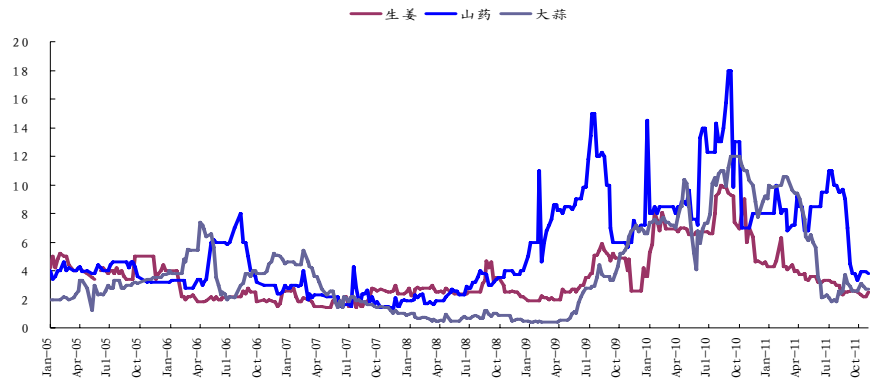
图 15: PPI 下降趋势滞后货币增速下降趋势 18 个月



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

很多人还在忧虑中国的劳动力成本上升导致的通胀中枢抬升，我们并不否认这一现实动力的存在，但是就通胀的超预期而言，日本在 70 年代的经历证明了，只要控制 M2 增速刘易斯拐点即使叠加石油危机，通胀水平也能控制在较低层次。

图 16: 农产品价格的大幅波动证明了劳动力成本提升从而引导农产品价格超预期上升的不切实际，考虑 2009 年以来农产品的涨价路径，我们看到的更多是流动性泛滥下的投机

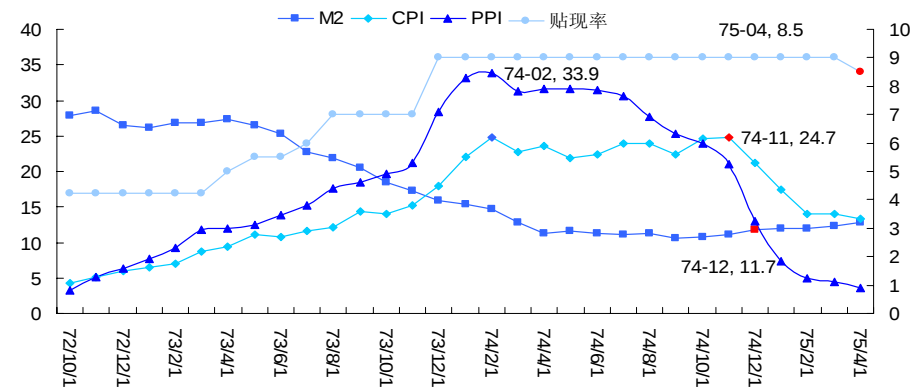


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.3. 转型期股市可以领先利润增长提前见底

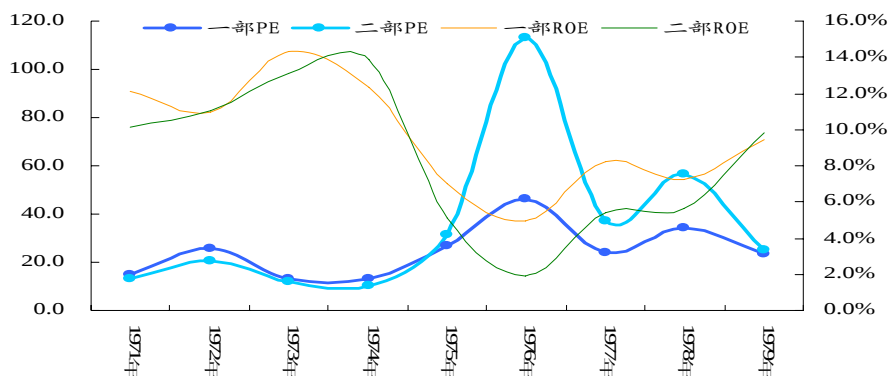
通胀回落之后，流动性得以环比改善，目前的政策也流露出微调的痕迹，很多人亦在担心之后的经济回落乃至盈利增长下降，但是在我们眼中，一方面是在于最后一跌的必然性，也就是经济进一步急剧下降的过程，有点类似于 2008 年的四季度，另一方面是在于股市跟盈利增长的联动性，从日本当时的结论来看，转型期股市筑底回升要领先利润增长提前见底。综合而言，我们已经处于股市的底部区域，尽管还将面临经济、盈利依然的滞后回落，但是即使有这最后一跌，却是不可多得的选择公司和行业机会。

图 17：治理严重通胀时，股市被过度压低后，底部的预期改善就可以提高股价，而不必等经济数据一一兑现



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 18：日本的 PE 领先 ROE 两年见底，在 74 年出现较低的 13 倍 PE 后，快速提升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 流动性: 可能的超预期在内部结构

5.1. 2012 整体流动性的评估

由于现在对于 2012 年贷款具体投放的数据还没有作出限定。我们假设明年新增贷款有三种情景: 悲观: 6.5 万亿, 中性: 7.5 万亿, 乐观: 8.5 万亿。并且季度贷款投放按照 3: 3: 2: 2 的比例投放。同时我们假设今年能够新增贷款 7.5 万亿。这样我们可以近似的得出 2012 年每个季度的贷款增速。

表 2: 三种情景假设下的贷款增速

	三种情景假设下贷款增速		
	悲观	中性	乐观
2012年	6.5万亿	7.5万亿	8.5万亿
1 季度	14.53%	15.13%	15.74%
2 季度	14.03%	15.19%	16.36%
3 季度	13.23%	14.74%	16.25%
4 季度	11.88%	13.71%	15.54%

数据来源: 国泰君安证券研究

对于 M2 的预测, 我们还是采取一种比较直观和简单的测算方式来计算 M2 的新增量, 就是 新增 M2 = 新增贷款 + 新增外汇占款 + 新增公开市场到期资金。

我们假设, 到年末 M2 总量为 82 万亿, 明年外汇占款每个季度新增 7000 亿左右, 也就是每个月 2300 亿, 我们认为这样的假设其实是偏保守的, 今年年初贸易顺差大幅减少, 以及 3 季度外围市场这么差的时候, 季度外汇占款都没有低于 7000 亿, 因此这样的新增量是不高的。

表 3: 三种情景假设下的 M2 增速

			新增贷款				三种情景假设下M2增速			
			悲观	中性	乐观	累计新增 外汇占款		悲观	中性	乐观
	2012年	公开市场到期	6.5万亿	7.5万亿	8.5万亿			6.5万亿	7.5万亿	8.5万亿
758,130.88	1季度	2050	19500	22500	25500	7000		11.93%	12.32%	12.72%
780,820.85	2季度	2840	39000	45000	51000	14000		12.17%	12.94%	13.71%
787,406.20	3季度	470	52000	60000	68000	21000		13.47%	14.49%	15.50%
820,000.00	4季度	490	65000	75000	85000	28000		11.40%	12.62%	13.84%

数据来源：国泰君安证券研究

在这三种情景假设下，最差的情况是在现有 M2 增速的基础上，在往下跌 1.5 个百分点左右，而在中性和乐观的假设下，M2 的增速能够企稳甚至是出现增长。因此在这样的环境下我们认为 M2 的供应与贷款的供应在中性和乐观的情景假设下都能保持现有的增速，甚至出现一定的增长。所以我们判断明年流动性从数量上供应来度量，会比今年有所环比改善，但是大幅超预期的概率并不高。

5.2. 政策变局之地方债对于融资结构影响

2012 年，资本市场依然担忧地方融资平台问题、地方财政问题、银行资产质量问题，而这个问题按照以前的融资模式，只能靠放信贷解决。而再大规模放信贷是不可能的。所以市场的担忧成了一个死局。而试点地方政府发债，则通过直接融资代替间接融资，避开了银行的资产质量问题和过去一轮刺激计划的死结。能够形成新的突破。日本通过这一制度改革，保证了在 75-79 年经济最困难时期，政府融资的连贯性。有价证券融资比例提高了 15 个百分点。

图 19：日本通过地方债务债券化，化解了地方融资平台危机（日本叫第三部门），并成为金融市场变革的突破口。

通过广义金融市场的资金供给					
年 份		1965--1969 年度平均	1970--1974 年度平均	1975--1979 年度平均	1980--1984 年度平均
构 成 比 (%)	金融中介机构	92.7	91.7	89.5	89.3
	〔贷款〕	74.9	77.1	59.9	60.2
	〔有价证券〕	17.8	14.6	29.6	29.1
	银行等	63.1	60.7	52.7	45.4
	〔银行〕	40.5	38.0	32.2	29.5
	〔其它民间金融机构〕	22.6	22.7	20.5	15.9
	信托、保险等	12.1	12.3	11.3	16.6
	政府金融	17.6	18.7	25.5	27.3
	证券市场	5.0	5.4	8.1	7.5
	外资市场	2.3	2.9	2.5	3.2

资料来源：国泰君安证券研究

地方债的发行对于银行本身，通过融资方式改革，将贷款增速放缓，以此保证货币供应增速（M2）整体保持在一个较低的水平，来压制通货膨胀。M2 将形成 L 型走势。另一方面，通过地方债券发行的利率市场化，带动整个利率的市场化改革。

由于地方债仅处于试点阶段，对于发行方式、进度、都难以具体描述，在这里我们按照日本当时的数据。合理猜想，这一地方政府债务发行是未来五年破解难题的重要一环。尤其是对改变社会融资结构做出重要贡献。那么我们假定分别提高直接融资 5、10 个百分点。

表 4: 社会融资总额占比情况，银行承兑、委托贷款合计在 80% 左右。和当时日本比例类似。

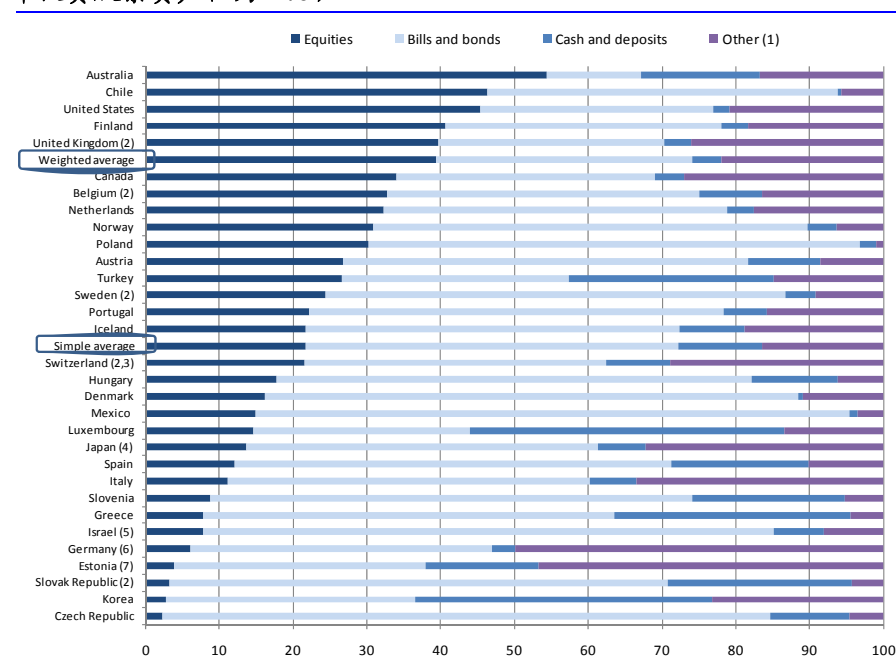
时间	新增人民币贷款	新增银行承兑汇票	企业债券融资	新增委托贷款	新增信托贷款
2006	79.30	3.80	2.10	4.70	2.10
2007	61.30	11.30	3.90	5.70	2.90
2008	71.50	1.60	8.10	6.20	4.60
2009	68.10	3.30	9.20	4.80	3.10
2010	55.60	16.30	8.40	7.90	2.70

现在银行贷款 53 万亿的存量。假定每年 10% 的增速，则 5 年后总规模是 85 万亿的规模。则 5 个点对应的规模为：5.6 万亿；10 个点对应着 11.2 万亿。如果是日本当初降低了 15 个百分点，则是 16.8 万亿。应该足以应对现有的地方融资平台。

5.3. 政策变局之中国版 401K 计划

对于中国版的 401K 计划，市场的期待主要有三个方面：一是，提高投资股票的限制；二是，改革税制，提高企业年金在企业和个人所得税前扣除的比例；三是，鼓励基本养老保险基金投资资本市场。我们认为短期来看，能够提供的增量资金非常有限，但是中长期来说，企业年金基金有利于资本市场的持续发展。

图 20: 2009 年 OECD 各国养老金在各类资产的投资比例（我国 2007 年投资股票资产仅为 1%）

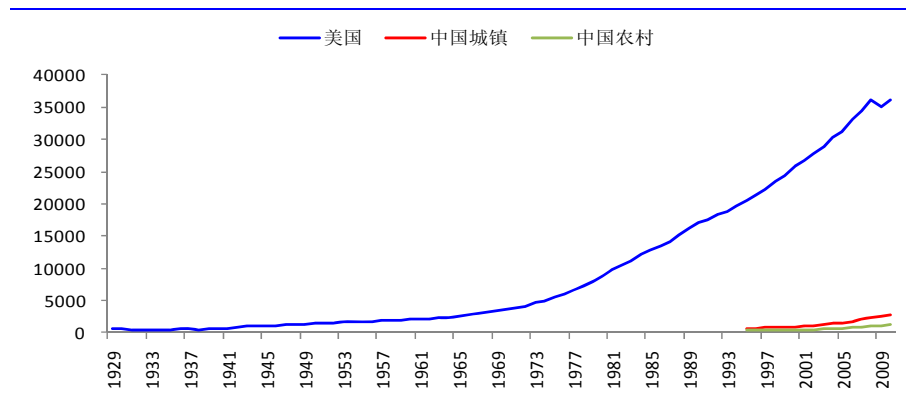


资料来源：国泰君安证券研究

借鉴美国经验，中国版 401K 计划中期之内对于股票市场影响力上升迫切需要的是企业年金运营规模的扩大。而除了税收优惠之外，企业年金规模的迅速壮大还跟居民的可支配收入相关，是企业职工权衡当期消费和延迟消费的效用之后做出的选择，当收入较低尚不能很好满足生活需要时，即使有税收的优惠，职工进行企业年金储蓄的动力也不足。

我国企业年金从无到有发展了 20 年，目前的规模为 2809 亿，美国的私人养老金 1950-1966 年发展了 16 年，1966 年的规模跟中国的目前水平相当。巧合的是，目前中国城镇居民的人均可支配收入相当于美国 1967 年的水平。可见，在中国由增长型社会向民生型社会的转型期，收入水平迈入相对快速增长期，如果能够辅以相应的税收优惠，从中长期来说，企业年金规模的逐步壮大将有利于形成中国版 401K 计划促进资本市场良性循环的局面。

图 21：中国目前人均可支配收入相当于美国 1967 年水平



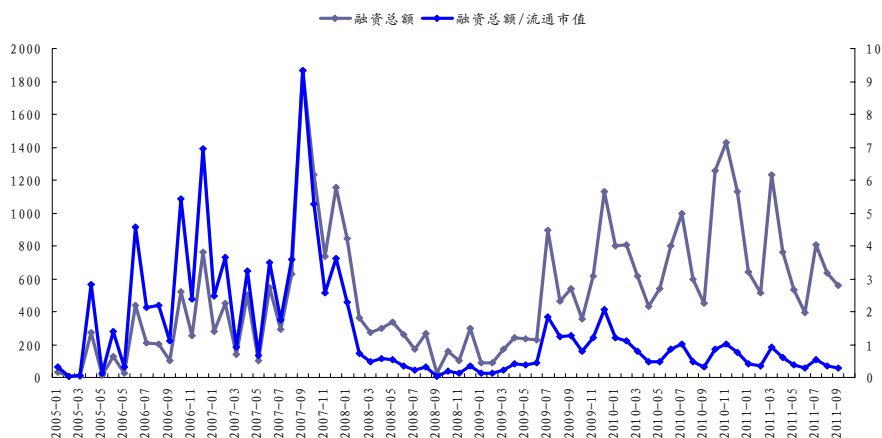
资料来源：国泰君安证券研究

5.4. 小结：总量改善，结构丰裕

从流动性的衡量中，总量规模上无论是新增贷款抑或是 M2 增速相比于 2011 年的紧缩均会取得一定的环比改善，而房地产等资产价格的调整以及货币政策的微调都意味着资金价格相比于今年也会有所好转。另一方面，地方债的发行能给予信贷规模控制下的融资结构转变，而中期涉及资产配置和金融体制变革则意味着流动性结构上存在超预期的可能。

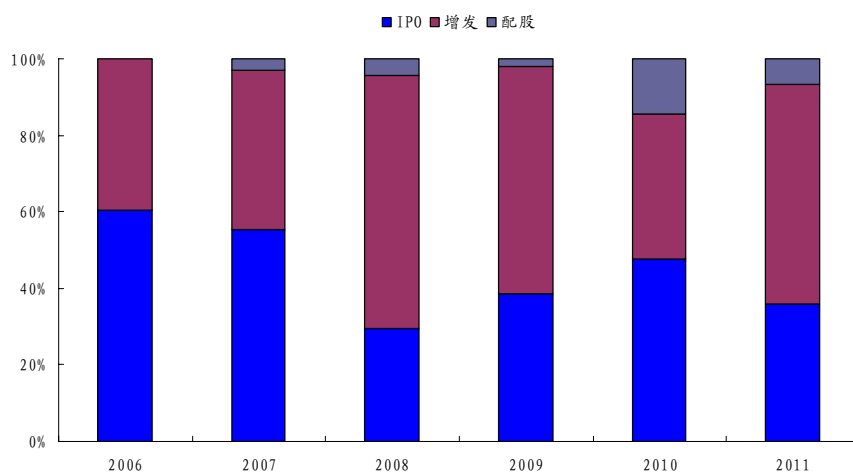
至于市场资金自身供需大家所担心的大规模 IPO 事宜，一方面，A 股历史上的融资总额跟股市之间的因果关系并不强，而且 2011 年下半年以来的融资总额已经开始下降，从可预知的未来来说，IPO 整体规模以及可上市的大公司资源其实是在逐步下降；另一方面，融资总额中的结构开始出现分化，增发占比在逐步上升，意味着政府可控 IPO 进程对于市场供需的影响力在减弱，反而是市场自身如何衡量原有公司的融资行为。

图 22：A 股市场融资与股票市场因果关系并不强



资料来源：国泰君安证券研究

图 23: A 股市场融资总额 IPO、增发、配股占比变化



资料来源：国泰君安证券研究

6. 企业盈利：周期回落与趋势稳定

6.1. 盈利增长周期性回落

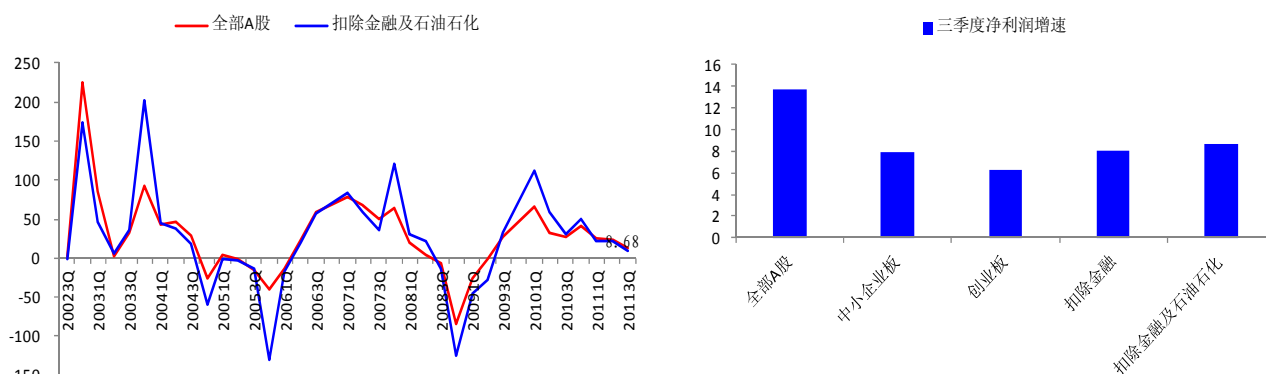
全体 A 股上市公司前三季度实现净利润 1.575 万亿元，按照可比公司口径，同比增长为 13.78%。扣除金融及石油石化 A 股上市公司净利润增速为 8.68%，呈现加速下滑态势。

中小板和创业板上市公司净利润增速大幅下滑，均呈个位数增长，其中，中小板的净利润增速从 17.71% 下降到 7.94%，创业板从 14.09% 下降到 6.25%。

从上中下游的分项来看，中游制造、下游消费、大金融和除金融之外的服务业的利润增速下降非常明显，上游的采掘和原材料利润增速略有反弹。我们在中报分析专题中，曾提示过下游行业如此高的净利润增速可能难以继续维持，三季度中下游利润增速的放缓符合我们之前的预期。（见《业绩存在继续下行风险，中小板和创业板戴维斯双杀过程还将继

续》，2011.09.01）

图 24：全部 A 股单季度净利润增速较二季度加速下滑，中小板和创业板增速已降至个位数



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

表 5：上中下游净利润同比增速

	20101Q	20102Q	20103Q	20104Q	20111Q	20112Q	20113Q
全部 A 股	65.16	31.67	27.47	41.69	24.83	23.21	13.72
除金融及石油石化	111.11	58.35	30.52	50.08	21.44	21.35	8.68
中小企企业板	64.26	34.2	26.78	29.49	20.73	17.71	7.94
创业板	32.37	17.1	21.38	23.52	36.96	14.09	6.25
上游采掘	57.45	18.49	24.14	68.4	16.69	4.5	10.27
上游原材料	195.75	49.3	-4.84	60.61	28.29	23.8	35.01
中游制造	179.47	84.81	57.41	40.74	32.23	14.82	-7.94
下游消费	49.74	26.88	15.52	22.63	38.46	35.1	16.6
大金融	41.03	20.47	26.28	28.72	26.66	32.15	20.74
除金融服务业	84.01	75.65	124.51	105.24	8.45	-2.94	-13.6

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

注：中游原材料包括化工、钢铁、有色、建筑建材；中游制造包括机械设备、电子元器件、交运设备、信息设备；下游消费包括家用电器、食品饮料、纺织服装、轻工、医药生物；大金融包括地产和金融服务；除金融的服务业包括交通运输、商业贸易、餐饮旅游、信息服务（交运占比较大）。

6.2. 股市对于盈利增速回落已有抵抗力

对于未来盈利增长的进一步回落，我们并不是特别担心，因为股市的现有低估值已经有所反映。

净资产收益率/一年期存款利率，可以看做同样的资金用于生产和存款的收益比较；考虑生产有风险，收益率要求更高一些。如果上市公司提供的净资产收益率处于较低的水平，比如接近一年期存款利率，那么 $PB=1$ 的估值就是合理的；08 年 $ROE=9$ 时， $PB=2$ ，则可以看做 ROE 底线。

表 6：以利率与 ROE 之间的换算来看 PB 的合理位置。（剔除金融、中石油的上市公司净资产收益率）

时间	净资产收益率	一年期存款	ROE/利率
2004 年	12.97	2.25	5.76
2005 年	12.95	2.25	5.76
2006 年	14.45	2.52	5.73

2007 年	16.19	4.14	3.91
2008 年	8.96	2.25	3.98
2009 年	10.69	2.25	4.75
2010 年	14.13	2.75	5.14
2011 年 F	13	3.50	3.71

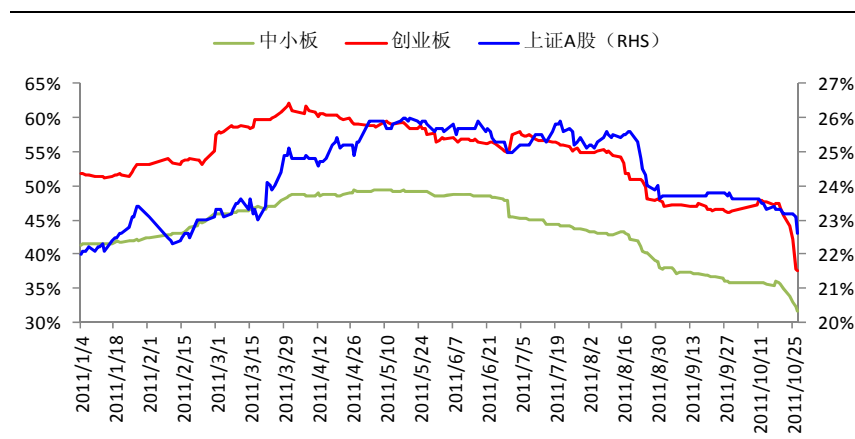
资料来源：国泰君安证券研究

假定明年的净资产收益率为 10，则对于 3.50 的定存，相当于 2.85 倍的 PB。这相当于包含着上市公司整体净利润负增长 20% 左右。周期类行业的估值平均已经在 2 倍左右。

如果上市公司净利率下滑 20%，那么政策方面出现降息的概率较大。这个时候政策与基本面之间要取得平衡。对股市能够形成中性支撑。

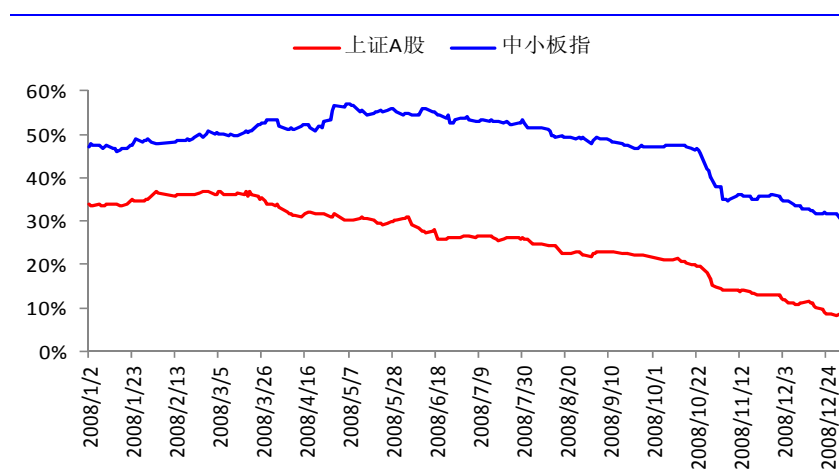
另一方面，三季报期间，上证 A 股、中小板、创业板的盈利均经历了较大幅度的下调，即使四季度增速进一步下降，甚至到负值，类比 08 年，下调的空间也十分有限。切换到明年，看明年的业绩增长，业绩下调已不足为惧。

图 25：三季报期间中小板、创业板盈利预测大幅下调



资料来源：国泰君安证券研究

图 26：08 年三季度净利润同比增速负增长时，上证 A 股业绩当年增速预测仍为 20%，四季度净利润增速加速下滑（-7.16%→-83.94%），盈利预测仅小幅下滑



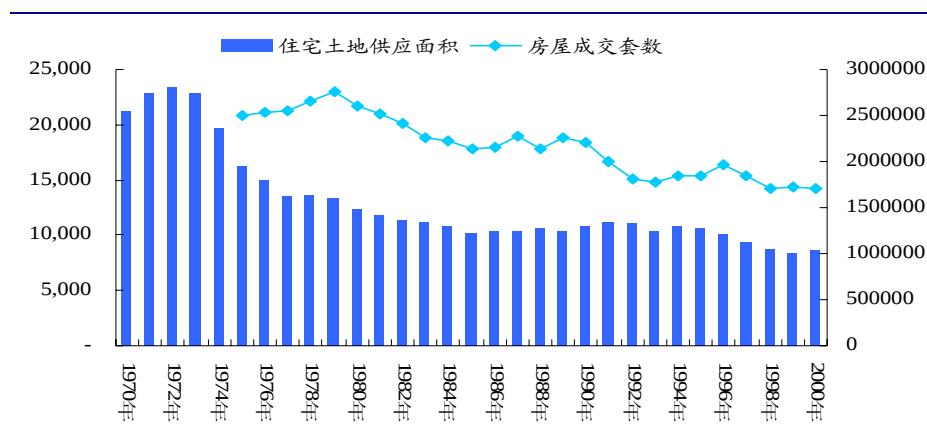
资料来源：国泰君安证券研究

6.3. 盈利回落之后有望趋于稳定

对于盈利增速的周期性回落市场还有另一个担心，是在于明年房地产调控之后整体的新开工面积下降并随之带来投资增速的迅速下降，中国的房地产周期调整在 90 年代房改之后并没有经验，房地产资产价格的走势与房地产市场的表现，我们提供几个工业化历史上的国别案例：

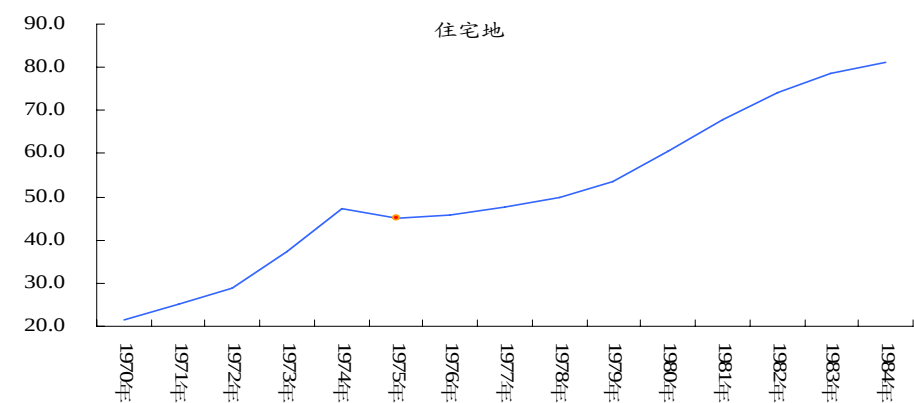
一个是日本，房地产商在价格下跌后，采取了缩量开发，在供应减少，价格下跌后，刺激了需求的增加，房地产市场达到了一个调控房价下的自平衡。在 5 年内房地产保持稳定。这个阶段政府也是极力增加保障性住宅的供应。

图 27：住宅供地面积达到未来的一个高点，房屋成交数量也逐步回落



资料来源：国泰君安证券研究

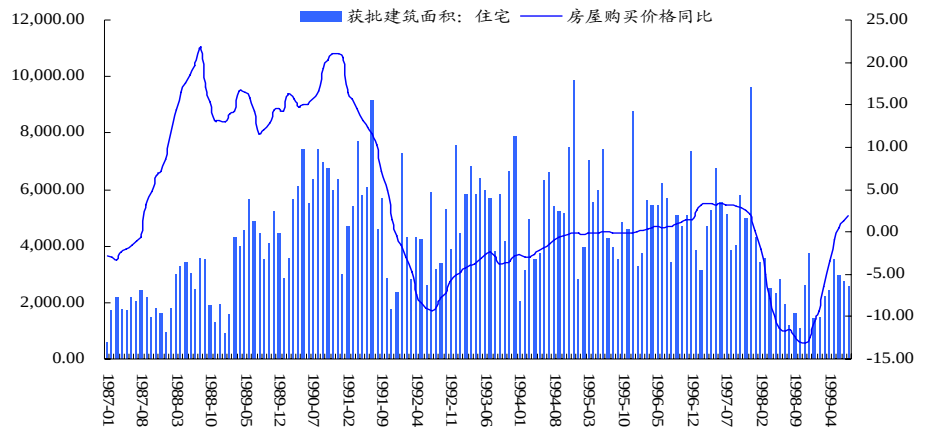
图 28：住宅土地价格在经历 75 年短暂的下跌后，开始企稳缓慢上升



资料来源：国泰君安证券研究

另一个是韩国，在经历一段房地产价格的快速上涨后，也是采取了严格的调控措施，并制定了 200 万套住房计划，可以看出房地产市场处于一个稳定期。

图 29：房地产价格回落 10%后，保持了五年的房价平稳期，且住宅开发面积改变了过去的增长趋势，也进入稳定期。



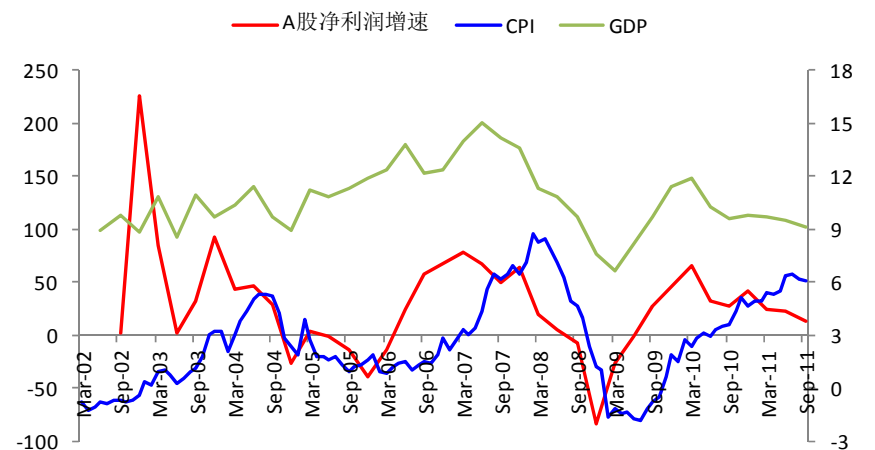
资料来源：国泰君安证券研究

从这两个角度，我们认为房地产此次调整对于企业盈利的影响有望趋于稳定，况且供给端调控思路的保障房建筑面积也有利于平衡商品房开工面积增速的下降。

6.4. 小结：2012 年初周期性调整低点

由于去年四季度净利润的基数较高以及目前来看尚未出现各行业基本面的反转，预计四季度净利润增速将进一步下滑。我们认为明年一、二季度可能是净利润同比增速的底部。主要理由在于，明年一、二季度对应的是通胀的大幅回落以及 GDP 的底部。这跟 08 年的情况较为类似，只是幅度较小，程度相对来说较缓和。

图 30：通胀大幅下滑后利润重新增长



数据来源：WIND, 国泰君安证券研究

可能会有投资者担心明年的净利润增速跟 05 年类似——在 05 年一季度出现反弹之后，进一步下降至更低的水平。也就是 04 年四季度出现的净利润同比增速的低点并不是真正的底部。

我们的解释主要有以下两点：一是，在 04 年底经济出现底部，05 年一季度经济出现较大幅度的增长；二是，05 年一季度通胀出现反复，货币

更紧，M1 从 05 年初的 15% 又下降到 9.9%。从现有大宗商品价格波动的情况来看，明年一、二季度对应的是 GDP 的底部以及通胀的大幅回落，且货币更紧的可能性很小。因此，我们认为明年一、二季度将见到净利润同比增速的重要底部。

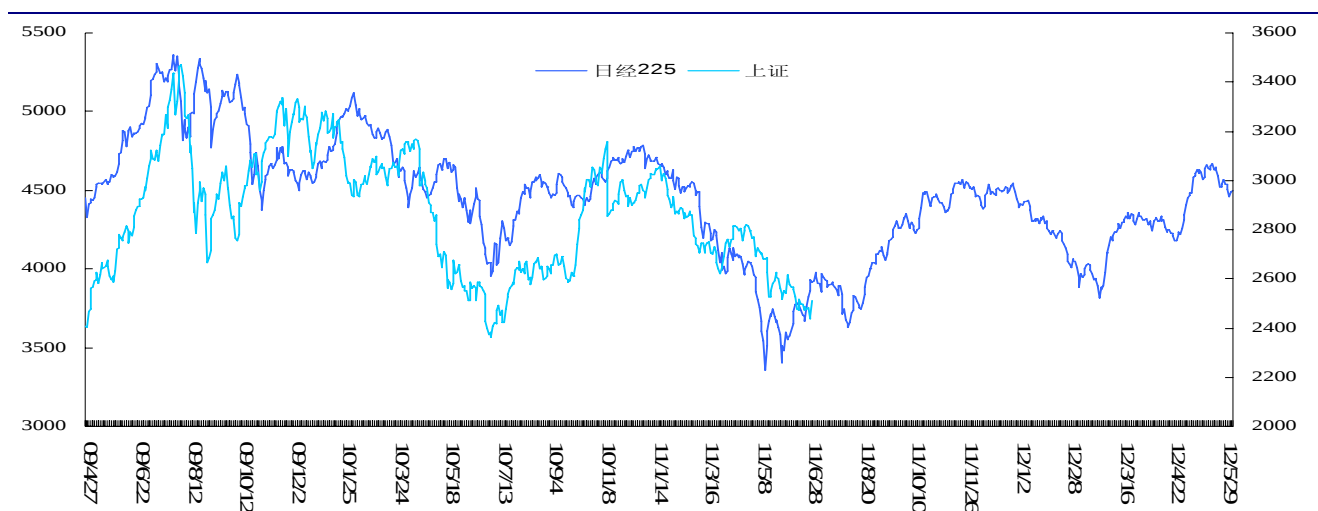
7. 2012 年股市运行展望和行业配置建议

7.1. 2012 年股市趋势：一季度低点，逐步向上

伴随着通胀超预期的消散，现有政策紧缩下的资产价格也已经呈现回落，流动性的环比改善不仅仅体现在紧缩政策的逐步微调，而且实体经济领域内的资金价格也会自发回落，盈利的周期性调整趋势有望在 2012 年初形成本轮底部，而房地产调整的尚在可控和 PPI 的回落将使得企业盈利在 2012 年二季度之后趋于稳定，2012 年的 A 股市场一季度是低点，但是从通胀、流动性、盈利三者之于股市的筑底关联性来看，我们现在已经处于底部区域，2012 年一季度的低点更多将只是一个盈利分化后的成长性再识别，小牛市格局有望在此后形成真正趋势。全年指数运行区间在（2300,3000）

在 2010 年 3 月份研究日本列岛改造计划时，由于当时的政策、转型、国际货币体系、政局、通胀、升值、融资平台、银行体制改革都与中国完全类似，所以我们比较了日经 225 在 70 年代的走势与上证指数的趋势关系。这张图我们从去年 3 月份一直用到现在。现在来看，围绕着增长与通胀之间的权衡仍在延续。

图 31：逻辑一致，抑制通胀，股市震荡，后来通胀超预期，股市上涨；后来再抑制通胀，股市下跌。后来治理通胀见效，股市反转。（剔除了今年 2-3 月份炒周期的那一段）。当 2012 年中国的此轮通胀控制开始见效，A 股市场也有望形成 2009 年以来最重要的机遇



数据来源：WIND, 国泰君安证券研究

7.2. 行业配置：周期扰动与民生转型

从 2009 年以来，市场趋势向下，而行业配置的角度也一直纠缠于周期

与成长，我们在 2011 年建议的行业配置为：从平衡通胀与增长之间的大方向来说，我们需要中国的经济体在未来更加运营的有效率，因此具备创新动能的技术装备、生产性服务业是方向所在，这点可能也是目前卖方都在探寻的方向，另一方面是在于，既然周期均衡的起点修复了价格与增长之间的矛盾，那么这一形式应该很好的体现在房地产身上，因此房地产市场可能并不会产生如同 2005 年之后的牛市，但是房地产股票的投资价值在 2011 年中期之后依然值得关注。回头来看，推荐的行业角度仍难展现较多的持续性，2011 年的行业配置、策略也好最终可能比较适合现在的卖方报告，只能管其中的某一个阶段。

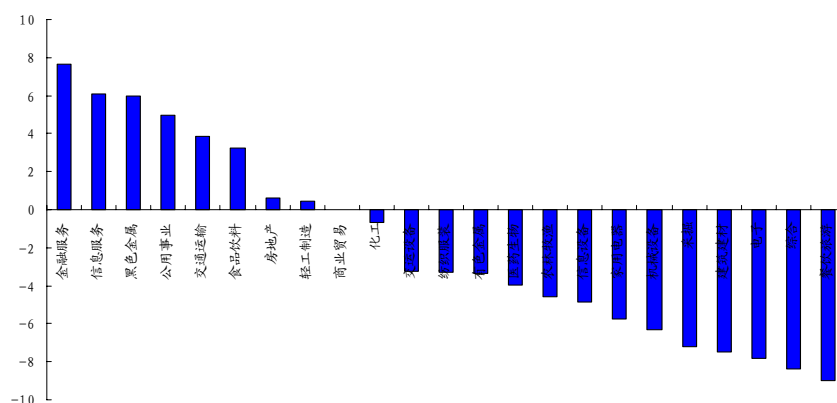
现有角度，我们预计此轮利润增长调整的低点在 2012 年初，由此，早周期行业配置的时间点应该也在此，围绕着周期扰动和民生转型，2012 年的行业配置分为两个部分考量，其一是明年初 GDP 短周期调整结束时的周期重估，另一个则是民生转型下部分受益行业的持续性配置。

7.2.1 早周期：券商、化工、房地产

比较 2005 年、2008 年市场见底时早周期行业反弹进程，差异较大，金融服务在 2005 年排名第一、在 2008 年排名倒数第三，反映了 2005 年经济过热与 2008 年金融危机调整的内在本质区别，而从建筑建材 2008 年领先的角度也可以体会到解决金融危机时政策布局的全面性和紧迫性。

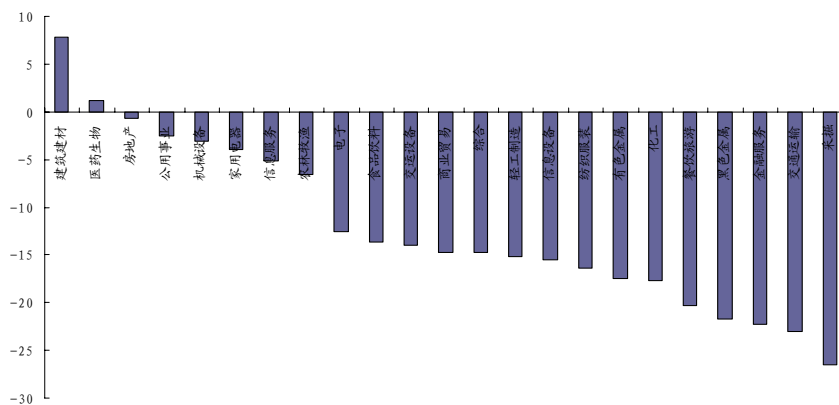
策略的角度，2012 年初的经济增长环境应该是较低的通胀以及较低的需求增长，从早周期的角度，房地产属于此轮经济调整的目标性行业，通胀回落之后从产业链的角度房地产应该会领先；化工代表了上游成本回落之后的中游受益，而且化工中部分细分子行业在 2009 年之后就具备供给端收缩的特征；券商本身在市场面临转折时就具备良好的弹性。

图 32：2005 年市场见底时较早反弹行业比较（2005 年 6-8 月）



数据来源：WIND, 国泰君安证券研究

图 33：2008 年市场见底时较早反弹行业比较（2008 年 10-12 月）



数据来源：WIND, 国泰君安证券研究

7.2.2 民生转型时的持续性配置：传媒、医药、新兴产业

从日本 1975 年之后民生转型时期的投资方向来看，住宅、民生、文教、中小企业、农业、国土整治、新兴产业等均取得较为快速增长，结合国内政策近日的导向，看好中国民生转型阶段中传媒、医药、新兴产业的持续配置价值。

表 7：日本民生转型、调结构时期的投资要点是住宅、民生、文教、中小企业、农业、国土整治、新兴产业；而道路、运输通信、区域开发等增速则大幅放缓

时间	总计	住宅	民生	文教	中小企业	农业	国土保全	道路	运输通信	区域开发	新兴产业
1972	32	33	26	12	24	25	70	52	21	22	15
1973	23	9	36	31	26	17	50	23	32	24	-7
1974	14	24	21	42	20	2	-47	5	19	6	-2
1975	18	28	28	37	18	17	33	9	10	6	14
1976	14	21	24	-6	21	36	2	8	2	-2	8
1977	18	26	6	105	19	20	25	11	6	17	16
1978	19	21	18	33	14	17	73	18	25	7	18
1979	13	17	28	18	22	18	-5	-5	8	13	16
1980	8	11	1	-3	17	4	36	3	0	11	16
1981	7	7	5	-2	12	3	-11	15	12	-3	8

数据来源：WIND, 国泰君安证券研究

表 8：现有政策跟 2008 年的全局性相比，更具针对性，也更具民生特质

2008	2011
1、增加出口退税，人民币升值 2、加强公共财政的社会保障/医疗等方面的支出 3、劳动法调整 4、产业振兴规划 【汽车】汽车振兴规划出 小排量车购置税降 5% 【钢铁】钢铁业振兴规划 推动钢铁产业由大变强 【纺织】纺织业振兴规划获原则通过 【造船】船舶业振兴规划 鼓励加大出口买方信贷 【装备制造】国务院加快装备制造企业兼并重组	11 月发布淘汰白炽灯路线图，出台钢铁十二五规划，鼓励兼并重组 10 月国务院研究确定支持小型和微型企业发展的金融、财税政策措施 9 月研究深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展繁荣等问题

- 【电子】国务院通过电子信息产业调整振兴规划
- 【轻工】国务院审议通过轻工业调整振兴规划
- 【石化】国务院审议通过石化产业调整振兴规划
- 【有色金属】有色金属业调整振兴规划获批
- 【物流】物流业调整振兴规划获批

数据来源：WIND, 国泰君安证券研究

另一方面，资源约束成为民生转型时期的常态因素，替代能源和节能环保也是值得持续关注的主题。

表 9：1978 年日本与主要发达国家能源消费部门结构比较（%）

	日本	美国	英国	联邦德国	法国	意大利
工业部门	57.7	32.2	40.0	40.8	40.9	45.7
交通部门	17.7	34.5	22.2	18.9	21.7	21.1
民用部门	24.6	33.3	37.8	40.3	37.4	33.2
合计	264.47	1353.44	147.62	200.54	145.32	105.61

资料来源：富馆孝夫《能源产业》，国泰君安证券研究

注：合计栏中的单位是换算成石油 100 万吨

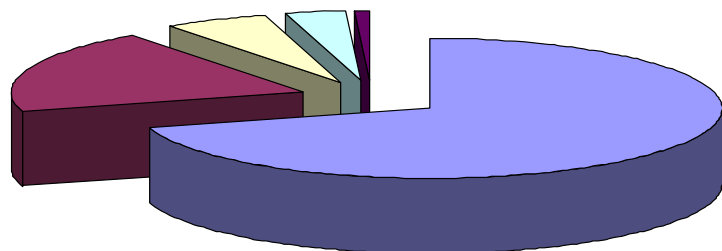
表 10：日本一次能源供给结构变化（单位：换算成石油，100 万千升，%）

年份	总量	石油	煤	天然气	核能	水力	地热	新能源
1973	414	77.4	15.5	1.5	0.6	4.1	0.0	0.9
1980	427	66.1	17.0	6.1	4.7	5.2	0.1	1.0
1985	438	56.3	19.4	9.4	8.9	4.7	0.1	1.2
1990	526	58.3	16.6	10.1	9.4	4.2	0.1	1.3
1995	588	55.8	16.5	10.8	12.0	3.5	0.2	1.1
1997	604	53.6	16.9	11.6	12.9	3.8	0.2	1.1
1998	589	52.4	16.4	12.3	13.7	3.9	0.2	1.1

资料来源：CEIC，国泰君安证券研究

图 34：中国能源消费结构占比，高耗能资源占比明显偏高

■煤炭 ■石油 □水电 □天然气 ■核电

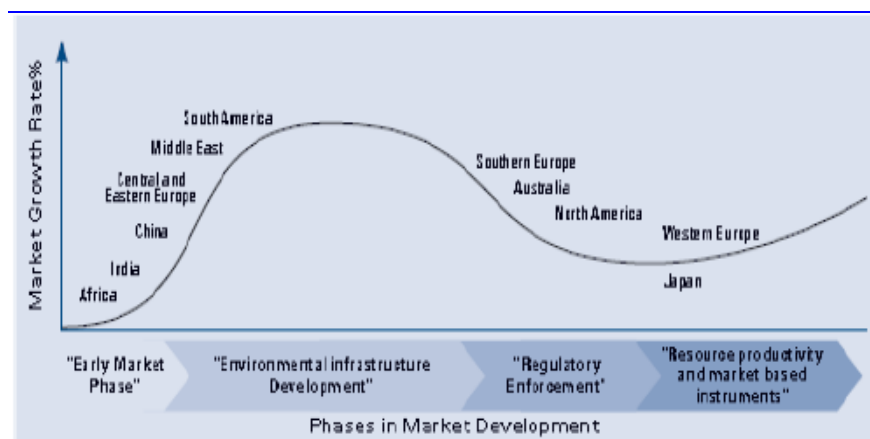


资料来源：CEIC，国泰君安证券研究

中国目前处于环保产业发展的第二阶段，即环保基础设施发展阶段。目前中国环保事业的主要驱动因素如下：高速的经济增长、工业现代化、城市化、高污染的现状。在当前中国环保事业的这个阶段，环保投入将进一步加大，这种投入主要可以由政府主导的环保项目建设以及有企业

投资的污染治理建设两部分构成。

图 35：环保事业的发展阶段演绎路线



数据来源：WIND, 国泰君安证券研究

作者简介:

张晗:

执业资格证书编号: S0880511010055

电话: 021-38676675

邮箱: zhanghan@gtjas.com

时伟翔:

执业资格证书编号: S0880511010054

电话: 021-38674603

邮箱: shiweixiang007983@gtjas.com

陈思翀:

执业资格证书编号: S0880511060001

电话: 021-38674878

邮箱: chensichong010546@gtjas.com

钟华:

执业资格证书编号: S0880511010056

电话: 021-38674602

邮箱: honghua008457@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		