

研究员：郭春燕 执业证书编号：S0570510120015

潘俐俐 执业证书编号：S057051012003

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

 http://t.zhangle.com/4037

预期继续发酵 走势一波三折

——2011 年 12 月 A 股投资策略报告

投资要点：

◆ 从公布的宏观数据看，经济、物价仍处于双回落，但回落幅度并未超预期。现阶段通胀压力的缓解为政策微调创造了空间，但政策全面放松和实质性转向的可能性依然较小，近期政策的放松预计仍局限于定向宽松。而在外需低迷不振的背景下，我们认为利用结构性积极的财政政策更有利于抵御外围危机的冲击和平滑国内经济增长放缓的影响。

◆ 目前全部 A 股的市盈率为 14.7 倍，沪深 300 为 11.6 倍，仍低于 2005 年 1000 点附近和 2008 年 2000 点附近的估值。其中，作为大盘蓝筹代表的金融服务行业其估值为 8.4 倍，处于底部区域，而中小板块 32.6 倍的估值水平则仍明显高于历史底部。从具体行业看，与历史水平比较，目前不少行业的估值水平已经低于或接近历史低点。

◆ 从三季度业绩情况看，上市公司整体业绩的增长依然明显倚重于金融板块。随着物价和经济增速的双回落，上市公司单季的业绩增速继续呈较明显的下滑态势。从单季度净利润增速看，全部 A 股净利润增速从一季度的 24.8% 下降至三季度 13.1%，扣除金融股后净利润增速更是从 21.2% 下降至 6.9%。考虑到企业毛利率随着物价走低而处于下降的通道中，预计上市公司四季度业绩增速将进一步下滑，业绩继续向下修正的概率较大。

◆ 11 月份市场反弹的结束主要原因在于估值修复的结束和政策宽松预期的暂难兑现。目前经济正在承受较大的下行风险，对政策的放松预期也进一步升温。市场的风险主要集中在是否会出台超预期的政策转向信号，以及经济超预期的下滑。短期内大幅宽松预期的兑现风险将是导致市场一波三折的重要诱因。我们认为，政策利好的进一步释放和流动性的实质宽松才会引发再次上涨的走势，而这在时间点上仍难把握。经济政策的调整将在今后一段时间内持续影响市场走势。

◆ 投资策略建议关注政策支持的相关领域与盈利稳定增长的品种。在目前时点上由于流动性大幅改善的预期仍难建立，大盘股撼动不易，我们认为市场热点仍将集中在具备盘小绩优特征的个股上。十月份以来产业规划密集出台，预计在未来一段时间产业规划还将围绕着“十二五”规划纲要不断出台，特别是在制造业升级和战略新兴产业培育方面。受益经济结构转型的细分行业龙头，如医疗保障、节能环保、水利投资等领域值得重点关注。

宏观经济：经济物价双回落 政策微调有空间

从公布的宏观数据看，经济、物价仍处于双回落，但回落幅度并未超预期。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，现阶段通胀压力的缓解为政策微调创造了空间，但政策全面放松和实质性转向的可能性依然较小，近期政策的放松估计仍局限于定向宽松。而在外需低迷不振的背景下，我们认为利用结构性积极的财政政策更有利于抵御外围危机的冲击和平滑国内经济增长放缓的影响。

投资增速难改下滑趋势

2011年1-10月份，固定资产投资同比增长24.9%，与1-9月的累计增速持平，此前固定资产投资增速已连续4个月回落。具体来看，1-10月份，全国房地产开发投资49923亿元，同比增长31.1%，较1-9月份回落了0.9个百分点，呈继续回落态势。作为房地产投资的领先指标，商品房新开工面积和施工面积自8月以来连续下滑，10月新开工面积累计同比下滑2个百分点，施工面积下滑1.3个百分点，再考虑到截止三季度末，保障房已经基本全部开工，估计未来整体地产投资增速将继续放缓。“四万亿”的投资项目拉动已进入尾声，自今年6月份以来中央项目投资一直持续负增长，1-10月同比增速进一步降至-8.5%。不过地方项目投资略有上升，累计同比增速27.9%，在一定程度上对投资有所拉动。综合而言，我们判断未来固定资产投资增速将继续放缓。

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%



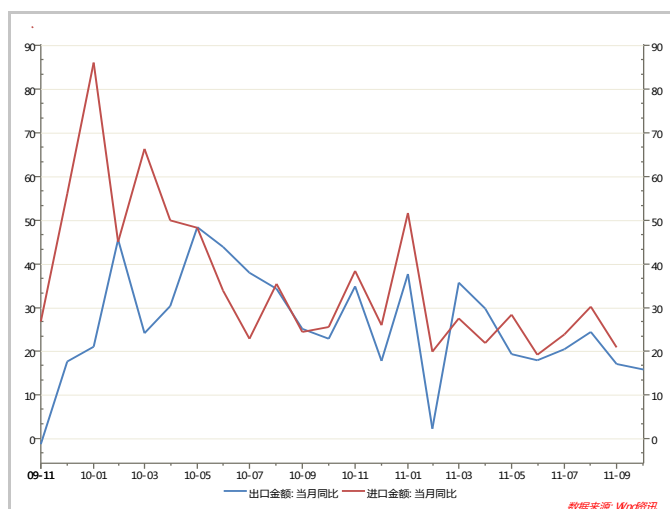
资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

外需低迷 出口增速继续承压

10月份出口增速继续放缓，进口增速则有小幅反弹。其中，出口同比增长15.9%，较上月回落1.2个百

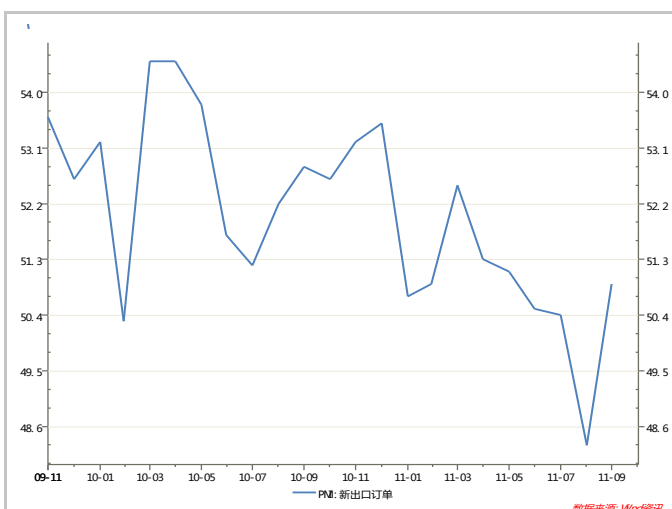
分点；进口同比增长 28.7%，较上月回升 7.8 个百分点。但从经季节性调整后的同比增速看，10 月份进口同比增长 22.4%，较上月回落 2.5 个百分点，进口增势仍延续了前期的回落走势。10 月份我国对欧盟、日本和东盟的出口增速均有所放缓，其中对欧盟出口增速在上月显著回落之后继续下行，降至 7.5%。而对美国的出口同比增速则有小幅反弹，回升至 13.87%，但未来的持续性如何还有待观察。10 月份 PMI 指数中新出口订单指数出现明显下降，此外近期秋交会的成交也显示来自外部市场尤其是欧美等传统市场的需求明显减弱，全球经济复苏放缓对我国出口的影响正在不断显现，四季度以及明年的外贸形势并不乐观，出口增长将继续承压。

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: PMI (新出口订单) 指数

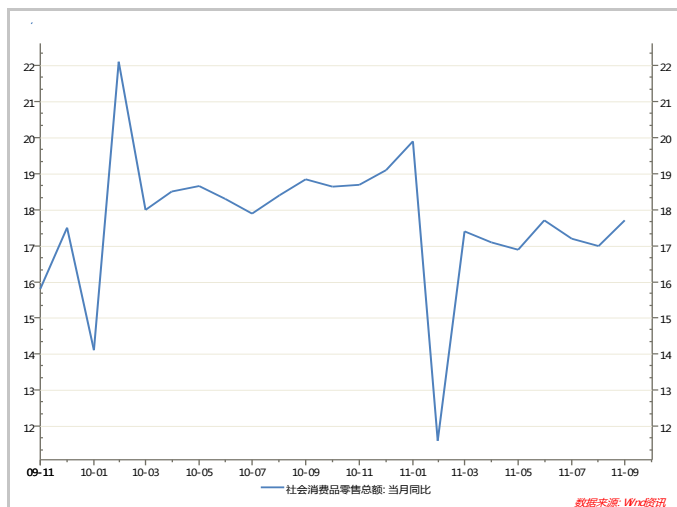


资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

实际消费增长平稳 汽车消费大幅回落

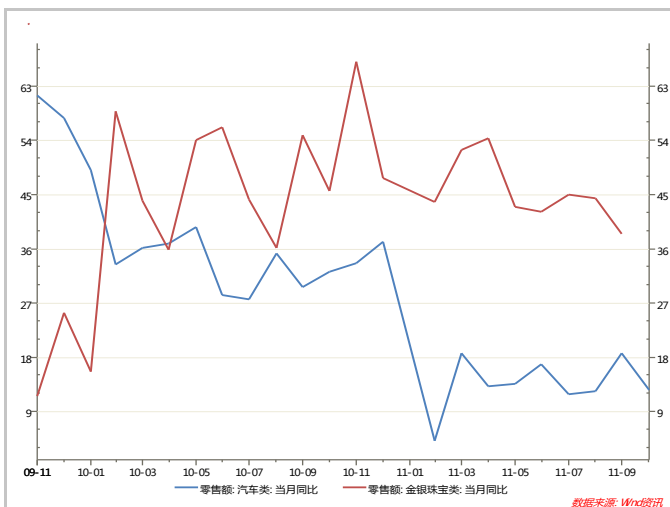
1-10 月社会消费品零售总额 147357 亿元，同比增长 17%，与 1-9 月份持平。10 月社会消费品零售总额 16546 亿元，同比增长 17.2%，名义增速较上月回落 0.5 个百分点，考虑到 10 月份物价涨幅继续高位回落，消费实际增长相对平稳。从环比看，10 月份社会消费品零售总额增长 1.30%，低于 9 月份的 1.35%。分类别看，必需品、耐用品和高档消费品增速均有不同程度下降，其中汽车消费增速较 9 月份有大幅下滑，金银珠宝类商品销售增速继续高位回落，成为拖累整体消费增长的主要原因，而家具、建筑和装潢材料类、家电类增速也继续延续放缓态势。预计未来消费名义增速将继续平稳回落。

图表 5: 社会消费品零售总额增速



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 6: 汽车、金银珠宝消费增速

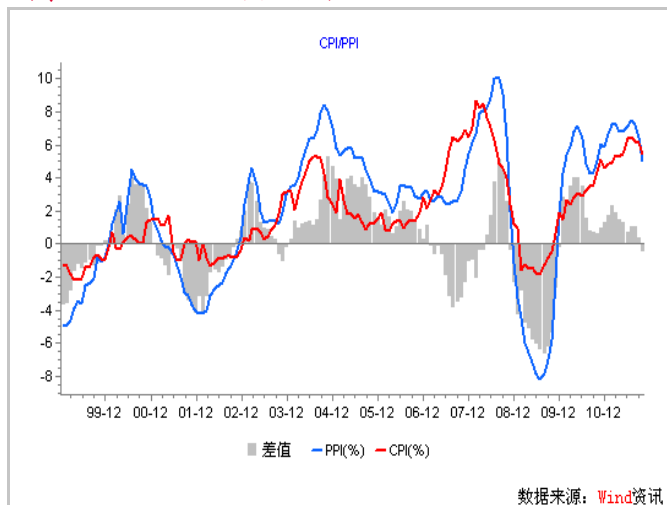


资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

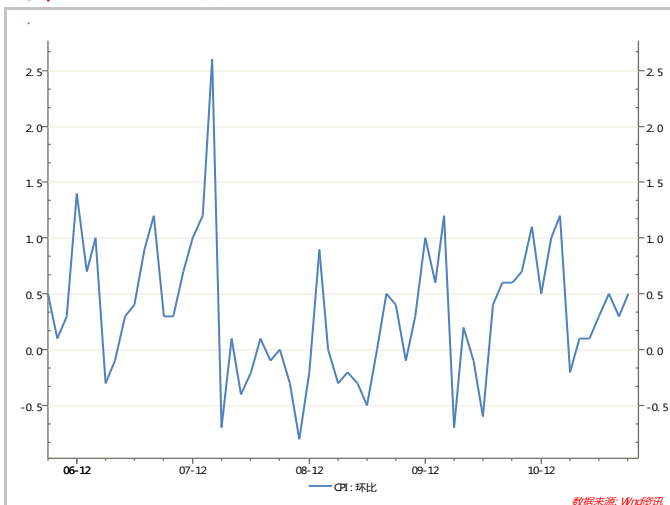
CPI 回落趋势进一步明朗

10 月份的 PPI 同比涨幅为 5%，比上月回落 1.5 个百分点，呈加速下行的走势；PPI 环比下跌 0.7%，是今年以来月度环比的首次下跌。10 月份 CPI 涨幅 5.5%，数据与市场预测的平均水平基本一致。其中翘尾因素的显著回落带动了 CPI 同比涨幅的回落。而从环比看，10 月份 CPI 环比上涨 0.1%，较上月收窄 0.4 个百分点，其中食品价格环比下降明显，非食品价格环比仍然高居不下。整体而言，CPI 年内继续回落的趋势已进一步明朗，但由于新涨价因素仍居高位，未来 CPI 虽然延续回落的势头，但涨幅预计仍将在 4% 以上的区间运行。现阶段通胀压力的缓解为政策微调创造了空间。

图表 7: CPI/PPI 月度同比



图表 8: CPI 月度环比



资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

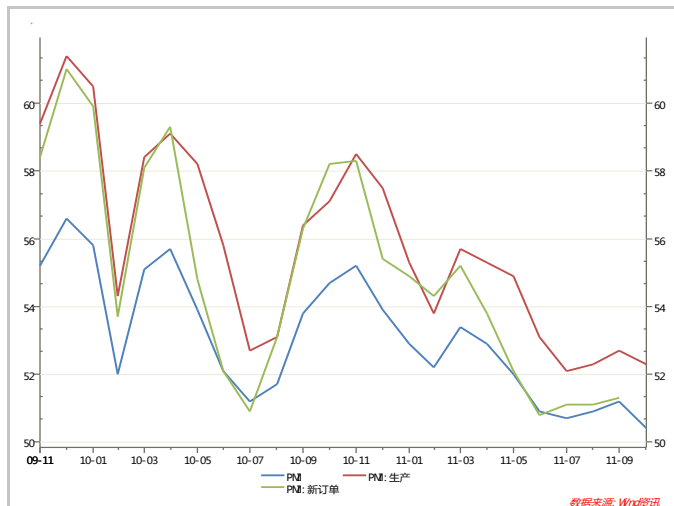
资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

PMI 指数回调，经济底仍在探明中

10 月中国制造业采购经理人指数 (PMI) 指数为 50.4%，较上月回落 0.8 个百分点。其中购进价格指数、进口指数、积压订单指数、新出口订单指数回落幅度较大。PMI 指数的再度回落显示四季度经济仍将延续减速的态势。而汇丰银行发布的 11 月中国制造业采购经理人指数 (PMI) 初值为 48，为 32 个月最低，其中产出指数更是创下 09 年 3 月以来最大降幅。

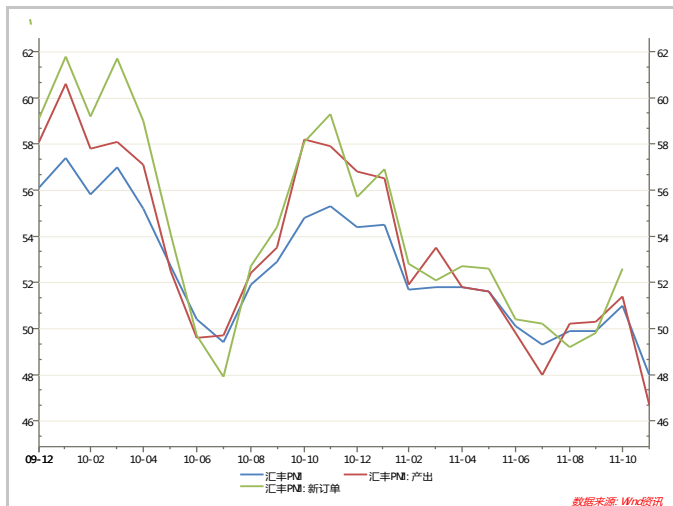
我们认为，通胀明显下行或是经济明显下滑是引发政策调整的两个条件，目前看两者虽然处于双回落中，但回落幅度并未超预期，因此现阶段政策全面放松和实质性转向的可能性依然较小。不过通胀压力的缓解还是为政策微调创造了空间。意大利和希腊国债收益率创出欧元区建立以来的新高，欧洲央行对债务危机恶化的担心已超过了通胀持续高企的担忧，在月初选择降息 25 个基点，同时美国为提振持续疲弱的就业和房地产市场也将维持现行宽松政策或采取更加有力的措施。虽然各国提振经济的计划勉力而行，但效果并不明显，欧洲经济仍陷泥沼，美国经济复苏进程也较缓慢。G20 峰会的结果让人失望，未能达成实质协议，欧债危机仍然悬而未决。整体而言，对全球经济增长的担忧并未消退，投资者的避险情绪依然高涨。在外需低迷不振的背景下，我们认为国内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，大基调不变下的结构性微调已经逐步展开，比如加快扩大消费、支持现代服务业发展的步伐来促进经济结构调整。

图表 9：中国 PMI 指数



资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

图表 10：汇丰中国 PMI 指数



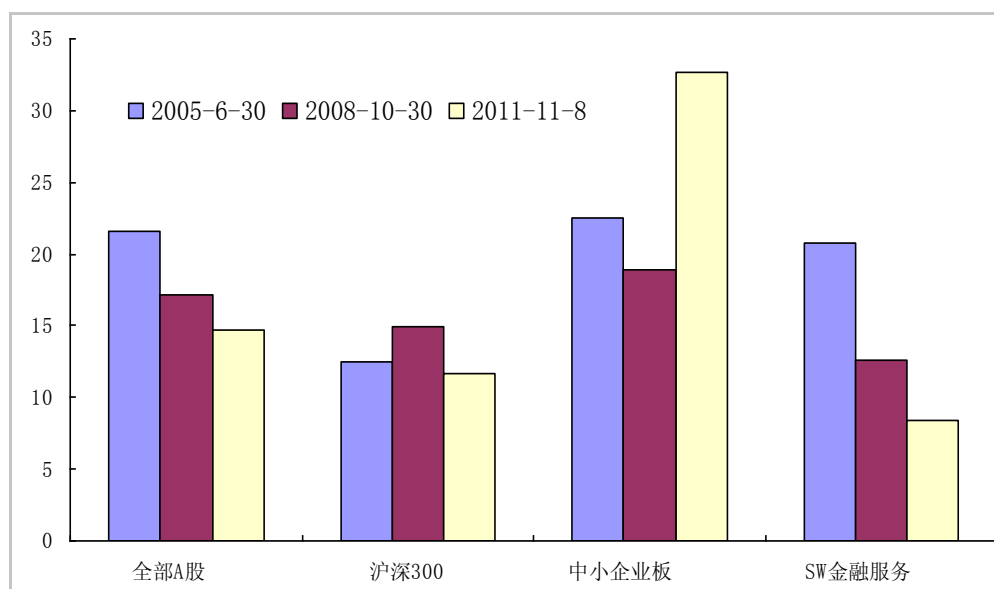
资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

市场环境：公司业绩堪忧 资金面有好转

估值仍存在结构性高估

目前全部 A 股的市盈率为 14.7 倍，沪深 300 为 11.6 倍，仍低于 2005 年 1000 点附近和 2008 年 2000 点附近的估值。其中，作为大盘蓝筹代表的金融服务行业其估值为 8.4 倍，处于底部区域，而中小板块 32.6 倍的估值水平则仍明显高于历史底部。从具体行业看，与历史水平比较，目前不少行业的估值水平已经低于或接近历史低点，比如目前金融服务行业就处于低估水平，市净率为 1.59，处于其历史最低值附近，市盈率为 8.4，同样处于历史底部。如果单从估值水平而言，大部分行业尤其是金融服务和周期性强的行业如煤炭、机械、建筑、房地产等仍有反弹空间。

图表 11：整体估值仍处底部，但结构性高估也依然存在

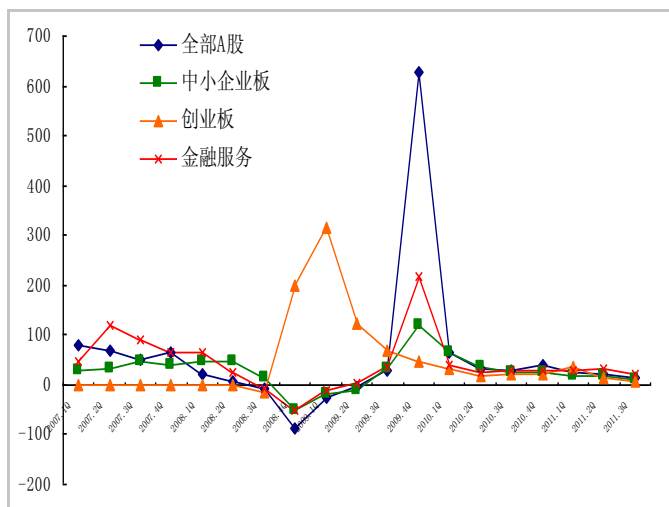


资料来源：WIND 资讯，华泰证券

上市公司业绩增速将进一步下滑

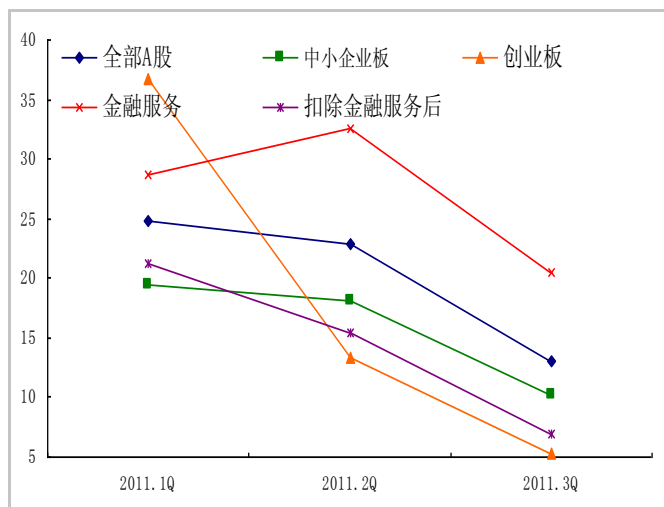
根据 wind 统计，全部 A 股 2011 年前三季度净利润增长 20.35%，其中金融服务板块增长 27.14%，该板块贡献了 50.6% 的净利润，说明上市公司整体业绩的增长依然明显倚重于金融板块。随着物价和经济增速的双回落，上市公司单季的业绩增速继续呈较明显的下滑态势。从单季度净利润增速看，全部 A 股净利润增速从一季度的 24.8% 下降至三季度 13.1%，扣除金融股后净利润增速更是从 21.2% 下降至 6.9%。考虑到企业毛利率随着物价走低而处于下降的通道中，预计上市公司四季度业绩增速将进一步下滑，业绩继续向下修正的概率较大。

图表 12: 上市公司单季度净利润增长%



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

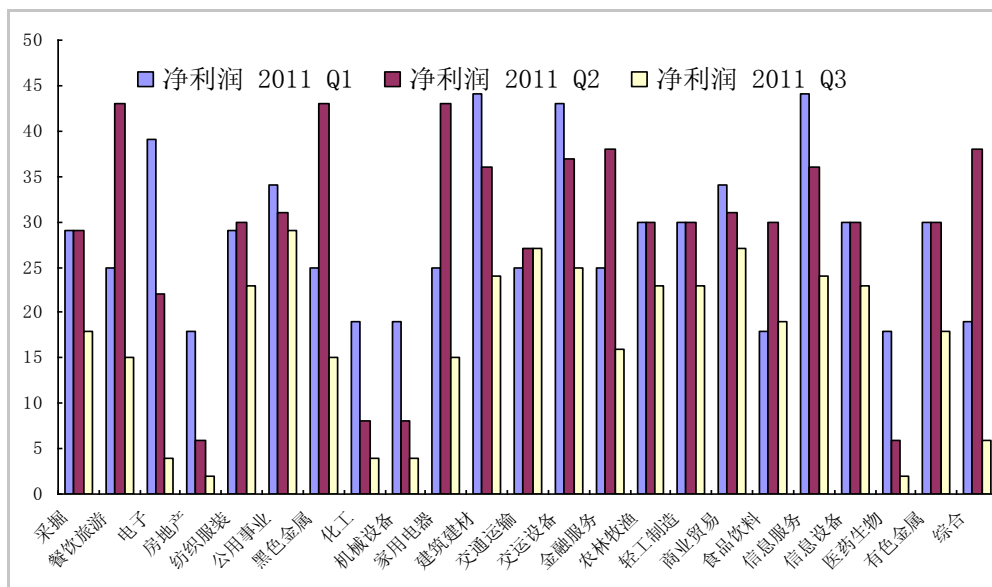
图表 13: 11 年各板块净利单季增长%



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

从板块利润贡献看, 中小板和创业板公司前三季度业绩增速仅为 16%和 16.7%, 三季度单季增速更是下滑至 10.2%和 5.3%。而分行业看, 基本所有行业业绩增速处于下滑中, 其中房地产、化工、电子、机械等行业的下滑程度较为明显, 而商贸、信息服务和公用事业等的增速降幅则较小。虽然大部分行业的估值都已接近历史底部, 但以目前的业绩增速显然是不利于行业估值的进一步修复的。

图表 14: 各行业业绩增速继续分化



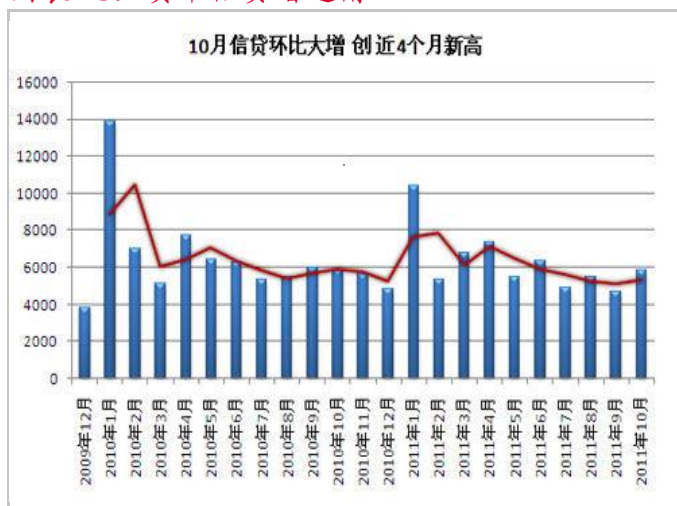
资料来源: WIND 资讯, 华泰证券

资金面有所好转

10 月份新增贷款 5868 亿元，超出市场预期，不仅同比多增 175 亿元，环比还扩大 1168 亿元，信贷规模是 7 月份以来的月度新高。此前已有消息称四大行在 10 月底开始信贷投放力度突然加大，从具体数据看，中长期贷款规模扩大较为显著，创出今年 3 月份以来的新高，在政策微调的背景下，四季度信贷闸门有松动迹象。

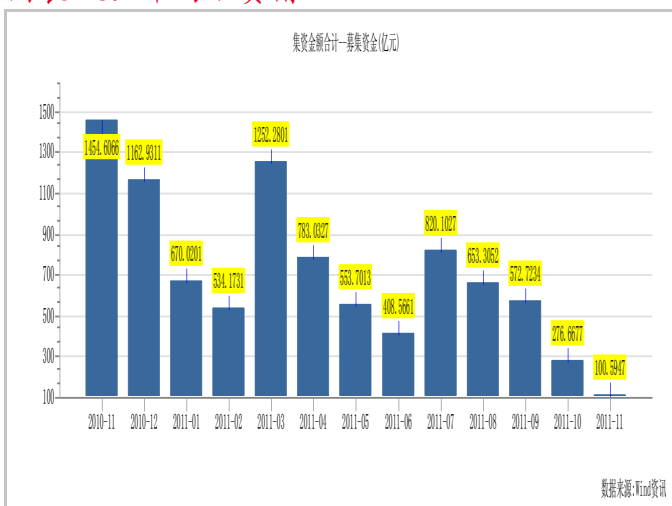
与 10 月股市资金匮乏的局面相比，11 月初以来资金供给情况有所改善，表现在新基金数量上升、新增 A 股开户数回升。不过未来资金需求压力依然较大，受大盘股可能上市影响，IPO 规模将回升，同时限售股解禁规模也有明显上升。整体而言，市场资金面还是有所好转。

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

图表 16：市场融资情况



资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

投资策略：预期继续发酵 走势一波三折

市场震荡寻底，期盼政策给力

从上述对市场环境的分析来看，10 月份 CPI 数据显著回落显示通胀压力出现较明显缓解，而经济下行压力加大。10 月份工业增加值同比增长 13.2%，相比上月回落 0.6 个百分点，在预期中继续回落。由于 PPI 与工业增加值相关性明显，而未来 PPI 还将继续快速回落，我们认为工业增加值面临较快下行的压力。10 月份固定资产投资同比增长 24.9%，与上月相平，略好于预期，其中，房地产投资增长仍保持了 31.1% 的同比高增长。但由于房地产市场调控持续，而房地产销售面积快速下滑，地产方面的投资未来将面临快速回落。同时，制造业投资也正步入下降周期，预计固定资产投资增速未来仍将面临继续回落。由于未来固定

资产投资和工业增加值可能出现较明显回落，经济的下行压力正在显现。而来自于秋交会的数据也显示，欧美数据下滑严重，外贸形势不容乐观。汇丰银行 11 月 22 日发布的 11 月中国制造业采购经理人指数(PMI)初值为 48，创下 32 个月以来最低，其中“产出指数”创下 2009 年 3 月以来最大降幅。种种迹象表明，经济正在承受较大的下行风险，对政策的放松预期也进一步升温。

图表 17：近期相关预期及未来演变的可能性

主要指标	当前市场普遍预期情况	未来演变可能性
经济增长	全年增速放缓，低点可能出现在明年上半年	欧美债务危机和国内复苏进程对国内外贸易形势影响
物价	10 月份 CPI 5.5%，物价走势高位回落态势明显，但控通胀之弦的全面放松仍不可能	总体通胀可控，中长期通胀风险仍需警惕
货币 政策	定向宽松政策频繁推出	继续定向宽松政策，并且预期更具有连续性，后续可能的政策预期是存款准备金率的结构性调整
财政 政策	十二五开局之年，依然将维持宽松的财政政策，但高铁和保障房建设降速	投资依然是重要力量，对新兴产业、农牧和中小企业的扶持成为政策挖掘新动力所在
市场扩容速度	年底前处于密集发行期，大盘股如期登台可能性大	新股节奏依旧，放缓可能不大
上市公司业绩	四季度非金融行业零增长甚至负增长可能性增大	盈利逐季下滑，低点可能出现在明年一、二季度，业绩向下修正可能性增大

资料来源：华泰证券研究所

我们认为 11 月份的市场反弹的结束主要来源于估值修复的结束和政策宽松预期的暂难兑现。目前政策顶、通胀顶已经可以得到确认，但经济底则处于进一步探明过程中。市场的风险主要集中在是否会出台超预期的政策转向信号，以及经济超预期的下滑。短期内大幅宽松预期的兑现风险将是导致市场一波三折的重要诱因。我们认为，政策利好的进一步释放和流动性的实质性宽松才会引发再次上涨的走势，而这在时间点上仍需要等待。经济政策的调整将在今后一段时间内持续影响市场走势。

立足经济转型 挖掘细分龙头

大幅宽松预期是否能够兑现的风险将使得市场继续震荡筑底。投资策略建议关注政策支持的相关领域与盈利稳定增长的品种。在目前时点上由于流动性大幅改善的预期仍难建立，大盘股撼动不易，我们认为市场热点仍将集中在具备盘小绩优特征的个股上。

十月份以来产业规划密集出台，预计在未来一段时间产业规划还将围绕着“十二五”规划纲要不断出台，特别是在制造业升级和战略新兴产业培育方面。受益经济结构转型的细分行业龙头，如医疗保障、节能环保、水利投资等领域值得重点关注。

节能环保:

节能环保产业在“十二五”规划中被列为七大战略性新兴产业之首。今年以来是环保相关政策的密集出台期。年初中央 1 号文件《关于加快水利改革发展的决定》围绕落实最严格的水资源管理制度为重点,明确了水资源开发利用、用水效率控制、水功能区限制纳污三条“红线”。“十二五”规划纲要提出了“双八双十”总量削减计划。6 月份出台国家环境保护“十二五”科技发展规划,提出了面向污染减排的环境保护目标,研发污染控制技术、培育环保产业的科技需求。9 月份出台了“十二五”节能减排综合性工作方案。这是“十二五”节能减排工作的纲领性文件,明确了“十二五”节能减排的总体要求、主要目标、重点任务和政策措施。11 月份出台“十二五”控制温室气体排放工作方案,明确了我国控制温室气体排放的总体要求和重点任务,到 2015 年单位国内生产总值二氧化碳排放比 2010 年下降 17%。11 月 22 日,中国环保机械行业协会和中国环境保护产业协会联合发布了《国家鼓励发展的重大环保技术装备依托单位名单》,共列出了包括大气和污水污染防治、固废处理、资源综合利用和环境监测在内的七大门类共计 226 项技术装备,分别交由近百家企业承担研发工作。龙净环保、碧水源、桑德环境等多家上市公司榜上有名。

从环保产业来看,覆盖面扩大,结构与细分行业仍有待丰富,环保服务业占比低。现今我国环保产业已全面覆盖水、大气、固体废弃物三大传统环保领域,包括环保设备、环保服务、资源回收利用等内容。从产业结构来看,水、大气、固废治理占绝对比例,以仪器制造、分析测试、生态修复、环境咨询等为主要内容的环保服务业比例较低。预计“十二五”期间将继续出台一批法规和政策规划,这些政策的出台有望从根本上完善环保产业的产业链,扩大环保产业的资金和订单来源,带来行业的持续景气。在所有环保刺激政策中,预计脱硝电价、再生水规划及具体投资计划有望在 2012 年出台。从细分行业来看,废气处理设备工程和污水处理工程板块值得重点关注。

医疗保障

中国医药行业在近年来的政策支持下实现了快速增长,但同时药品降价的趋势也给企业带来了较大的压力。从“服务业”角度看,医药卫生作为重要的战略新兴产业,其占 GDP 比例仍会不断上升,行业仍具备较大的上升空间。

从政策支撑看,医药产业的相关“十二五”规划主要为发改委的《生物产业发展“十二五”规划》、工信部的《医药工业“十二五”发展规划》以及科技部的《“十二五”生物技术发展规划》。11 月 15 日科技部正式下发了由科技部、卫生部、国家食品药品监督管理局等多个部门联合制定的《医学科技发展“十二五”规划》,同时科技部官员表示:“医疗器械‘十二五’正在边实施边规划,近期会出台”加上即将出台的《生物医药产业“十二五”规划》、《医药包装“十二五”规划》、《中药产业“十二五”规划》等,医药卫生产业面临诸多政策推动。

总体来看,医药行业未来的政策重心将集中在:公立医院改革;医药行业的整合,企业集中度将继续上升;县级医院等基层医疗机构的扩建将持续;药品降价,进口产品的降价幅度将大于本土产品等等。从子行业来看,医疗服务、医疗器械受到的政策降价压力较小;消费类中成药除了具备一定的定价能力,还有望受益于药材降价。

水利投资

中国的水利投资建设历史欠账太多，多地水利设施年久失修，我国水利建设长年投入不足。2011 年可以称作是水利建设元年，各项政策连续出台。年初中央一号文件《中共中央、国务院关于加快水利改革发展的决定》强调，把水利作为国家基础设施建设的优先领域，把农田水利作为农村基础设施建设的重点任务，把严格水资源管理作为加快转变经济发展方式的战略举措。水利部 5 月 23 日会议强调落实中央“1 号文件”精神，确保今后 10 年年均水利投资比 2010 年高出 1 倍，“总量将达到 4 万亿元左右”。“十二五”期间，水利建设投资目标为 2 万亿元左右，年均将达 4000 亿元，比 2010 年全国水利建设总投资 2000 亿元高了一倍。

从上半年情况看由于配套资金不到位以及资金统筹使用等问题，上半年水利建设投资额低于进度。下半年明显提速，从固定资产投资增速来看，水利管理业近两月累计同比增长连续拉升，8、9、10 月分别增长 22.2、25.1、28.1%，9、10 月当月增长分别达到 75.7、66.1%，可以看出经过三个季度的准备，一号文件相关规定的落实正在悄然进行，但与规划相比，今年落实情况并不理想，预计水利投资问题仍将会是相关政策讨论支持的重点之一，后期的投资仍有望进一步提速。从子行业来看，重点关注水利建设工程、节水灌溉设备制造、输水管材、排污排水管材、高端污水处理设备等等

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。