

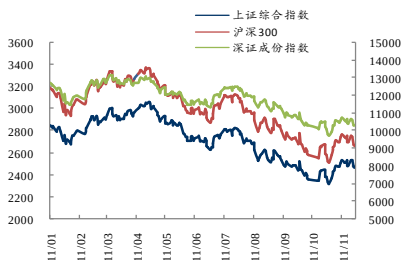


因退而进，重筑繁荣之路

研究报告-策略研究

2012 年 A 股年度投资策略

市场表现



相关报告

- 《“弹”花有一现,开始买入》11 年 4 季度策略
- 《左侧伏击》11 年中期策略
- 《从“新兴”到“成长”》11 年 1 季度策略
- 《结构性机会, α 策略》11 年年度策略
- 《寻找穿越周期的投资机会》10 年中期策略

分析师

桑俊 S0350510120007
sangj@ghzq.com.cn
0755-83707385

邹璐 S0350510120012
zoul01@ghzq.com.cn
0755-83707473

分析师申明

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

通向繁荣之路：自由市场、稳健的货币再加点运气！

——鲁迪·多恩布什 (Rudi Dornbusch)

宏观经济 2012 年保持平稳态势。房地产行业调整以及基建增速放缓增加了经济增速下行压力,但民生投资增加,战略性新兴产业逐渐兴起,中小企业营商环境改善,有利于夯实经济增长的基础。“稳健的货币政策+积极的财政政策”组合不变。通胀回落增加了货币政策弹性,货币政策在稳健中见微调,社会流动性相对改善;财政政策方面,增加民生投资,结构性减税,引导中国经济转型。2012 年 GDP 增速为 8.2%,CPI 为 3.7%,基准利率维持平稳。

2012 年才是中国经济结构调整真正的“元年”。经济增速平稳放缓、通胀压力消退、房价受控,为经济结构转型提供了较好的外部环境。政府政策调控空间重新变大,在流动性改善、政府政策倾斜、投资者对于新兴产业试错的容忍度增加的情况下,以消费和新兴产业为代表的主题投资仍是 2012 年的投资主线。

- **宏观经济：因退而进，经济转型“元年”开启** 经济增速为“退”，经济结构转型为“进”；全面的经济刺激政策为“退”，重点扶持、制度优化为“进”；房地产、基建为“退”，消费、新兴产业为“进”；股指低位窄幅波动为“退”，新周期行业市值稳步增加为“进”。
- **企业盈利：关注消费及新兴产业盈利的逆周期上行** 非金融企业 ROE 在 2012 年仍将趋势性下滑，投资品行业盈利下滑的压力仍然较大，但是消费及新兴产业盈利处于历史高点，具备上行可能。
- **流动性：A 股市场的吸引力在增加** 尽管经济放缓之后存在着金融“反脱媒”的可能，但是商业银行表外利率以及民间拆借高利率的回落，有助于资金回流 A 股市场。
- **估值：成长股的估值溢价还将存在** 经济结构调整的重要性再度上行，预计市场对于新兴产业试错的容忍度会增强，成长股的估值溢价还将持续。
- **投资策略：前低后高，谨慎中积极，主题投资为主** 2012 年相对确定的是经济增速的放缓以及流动性好转，经济结构转型背景下，**A 股市场将以主题投资为主，投资风格上“先成长+防御，后周期”**。上证指数波动区间为 2000-2800 点。
- **国海重点公司** 日海通信、恒宝股份、龙源技术、航天信息、中科电气、众生药业、好当家、搜于特、东方电热、佛山照明。

目 录

宏观经济：因退而进，经济增速平稳放缓，结构转型“元年”开启	3
1. 经济增长呈 U 型，通胀呈 L 型	3
2. 财政政策增支为主，货币政策稳健为主	7
3. 趋向“自由市场”的制度优化	9
4. 进入密集期的新兴产业政策	10
企业盈利：整体盈利下行，关注逆周期性成长	12
1. 2012 年非金融企业 ROE 将维持下行趋势。	12
2. 投资品盈利压力显现	13
3. 关注消费及新兴产业的逆周期性	15
流动性：存在金融“反脱媒”的可能，但股票市场吸引力在增加	15
1. 金融反脱媒的概率在增加	16
2. 流动性整体趋于改善	16
3. A 股对于流动性的吸引力在增强	17
估值：基本面不支持估值中枢大幅上行，成长股估值溢价犹存	18
1. 流动性不支持估值中枢大幅上行	18
2. 全流通时代到来，市场估值中枢缺乏大幅上行空间	19
3. 估值风格差异继续，成长股估值溢价犹存	20
投资策略与主题：因退而进，前低后高，主题投资为主	21
1. 投资时钟决定市场趋势性机会在二季度附近	21
2. 主题投资为主	22
3. 轮动策略为辅	24
4. 谨慎中积极：上证综指波动区间[2000，2800]	24
重点行业及公司	25
1. 新一代信息技术主题	26
2. 节能环保主题	27
3. 高端装备制造主题	27
4. 新医药主题	28
5. 新消费主题	29
6. 新能源主题	29

策略观点概述:

2012 年是典型的“进退”之年。从经济格局上看，经济增速平稳放缓为“退”，加快经济增长方式转变为“进”；从政策导向上看，全面刺激政策为“退”，重点扶持与制度优化为“进”；从产业更替上看，房地产、基建为“退”，新兴产业投资为“进”。因此，**2012 年才是真正的经济“转型”元年，更低的增长、更低的通胀、更低的房价造就转型契机。**经济增速平稳放缓、通胀压力消退、房价受控，为经济结构转型提供了较好的外部环境。经济增长放缓，促使私人资本从出清的传统产业向新兴产业进行转移；通胀回落，使得发展新兴产业的要素成本降低；房价受控，使得经济畸形格局得到改善，从储蓄到投资的模式转为从消费到投资的模式。

经济增速放缓的内部风险大于外部风险，政策会在二季度出击。在资金链的持续压力下，房地产和基建及相关产业投资的增速都存在“失速”的可能，如果全球经济“二次衰退”出现共振，那么中国经济下行的压力将会显现。预计二季度政策将会出击，以对冲经济下行，具体措施将以财政政策为主。

2012 年证券市场牛市还未到来，但是熊市接近尾声，趋于改善的流动性和持续下行的非金融企业盈利决定市场缺乏趋势性行情。其中，流动性趋势相对于 2011 年有所改善，但随着经济下行和表外业务的严控，金融反脱媒、存款回流的可能性在增加；其次，非金融企业 ROE 趋势是下行，企业盈利放缓成为必然。

证券市场的结构性机会同样以“进退”格局为主。主要特征是股指低位震荡为“退”，顺应新周期的主题投资活跃为“进”。**政策导向下的主题投资将是市场的主线，投资品仅存在阶段性投资机会。**政策引导下的民间投资兴起将是经济增长的新亮点，财政支持、税收改革将成为新兴产业增长的主推动力，由此将带来市场主题投资的机会。此外，为了防止经济出现超预期下滑，部分基建工程复工可能会带来投资品的小波段机会。

预计上证综指的波动空间为 2000-2800 点。市场将呈现先抑后扬的趋势，我们重新看好新兴产业相关的投资机会。重点行业包括通信、节能环保等。

宏观经济：因退而进，经济增速平稳放缓，结构转型“元年”开启

2009 年的政策扩张，2010 年的政策收紧，2011 年是政策退出，2012 年将是政策平稳。金融危机后的政府政策从刺激到收缩之后，经济开始回归低速稳定增长。房地产行业调整、基建投资增速放缓、全球经济“二次衰退”将是经济增长的潜在风险。为了对冲这一风险，财政支出的规模将会增加，从促投资转变为改善民生和促进消费。

从朱格拉周期初期的基本格局来看，**2012 年才是经济转型的“元年”**。危机货币救市的后遗症在减弱，经济回归常态之后，低增长、低通胀、低房价成为经济结构转型的基础。同样 **2012 年可以解释为典型的“进退”之年**。从经济格局上看，经济增速平稳放缓为“退”，加快经济增长方式转变为“进”；从政策导向上看，全面刺激政策为“退”，重点扶持与制度优化为“进”；从产业更替上看，房地产、基建为“退”，新兴产业投资为“进”。

与 2011 年相比，2012 年的几个关键词：

1) “退”有多深？ 房地产和基建投资增速同比放缓成为必然，预计房地产投资增速约为 4%，制造业投资也将放缓至 20%，GDP 增速放缓至 8.2%，低点在二季度，约为 8%。

2) “进”有多快？ 力保经济增速低位平稳是 2012 年政策的主要目标。二季度房地产市场降价出清力度加快，政府税收减免以及促民生的投资增长加快，三、四季度 GDP 增速开始企稳回升，增速分别为 8.2% 和 8.3%。

3) 政策手段有哪些？ “稳健”的货币政策和“积极”的财政政策仍然是主基调，但是侧重点会有所差别。财政政策为主，预计财政赤字占 GDP 比重将增加至 2%，政策着力于减税、引导新兴产业补贴。货币政策为辅，此前的数量型调控将转为价格型调控，来指导信贷投放和货币供应，核心的观测指标是货币市场收益率水平。

1. 经济增长呈 U 型，通胀呈 L 型

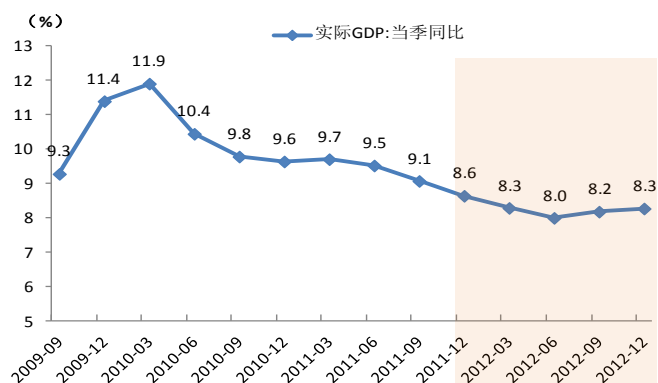
经济增速的回落，通胀压力缓解，房地产和基建投资以及相关产业投资高位下行。

1) 2012 年经济增速放缓至 8.2%，通胀降至 3.7%。

经济呈“U”型走势。 2011 年 GDP 增速为 9.2%，2012 年为 8.2%。二季度达到低点 8%，之后将企稳回升。

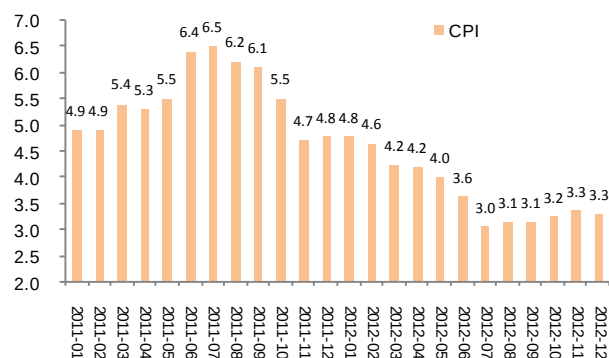
通胀呈“L”型走势。 经济增速放缓导致需求下行，稳健的货币政策下，通胀回归低水平，全年 3.7%。

图表1 改革开放以来的朱格拉周期



资料来源: WIND、国海证券研究所

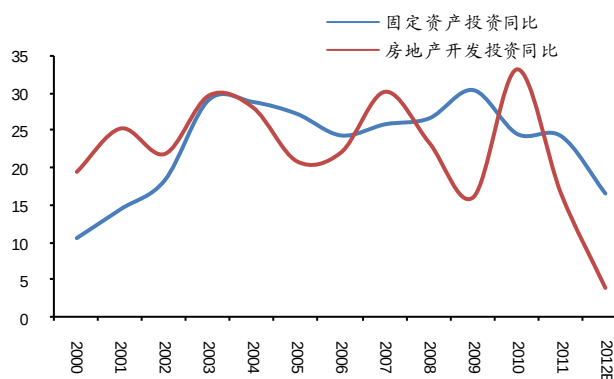
图表2 2012年经济增速进一步下滑



资料来源: WIND、国海证券研究所

2) 投资整体放缓, 但结构性改善。投资主导中国经济周期的格局不变, 2012年经济增速放缓的主要因素在于固定资产投资增速的回落, 尤其是危机救市的房地产行业 and 基建行业投资的陆续退出。2012年固定资产投资增速将显著放缓至18.7%。房地产及制造业增速分别放缓至7%, 财政支出促民生的背景下, 水利、交通、文化教育类投资显著反弹。

图表3 固定资产投资增速测算



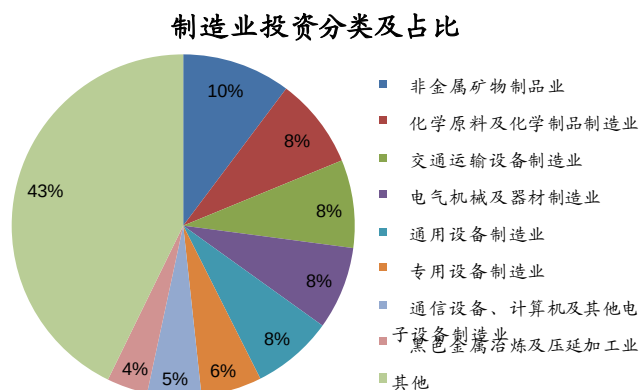
资料来源: WIND、国海证券研究所

图表4 固定资产投资及房地产开发投资增速

主要行业	比重(%)	同比增速		
		2010	2011E	2012E
制造业	30.00	25.7%	30.0%	25.0%
房地产	24.00	34.6%	25.0%	7.0%
交通运输、仓储和邮政业	11.00	22.2%	5.0%	15.0%
水利、环境和公共设施管理业	9.00	24.7%	17.0%	22.0%
文化、教育、居民服务等服务业	5.50	18.5%	17.0%	25.0%
其他	20.50	15.0%	22.0%	22.0%
固定资产投资增速		24.5%	23.0%	18.7%

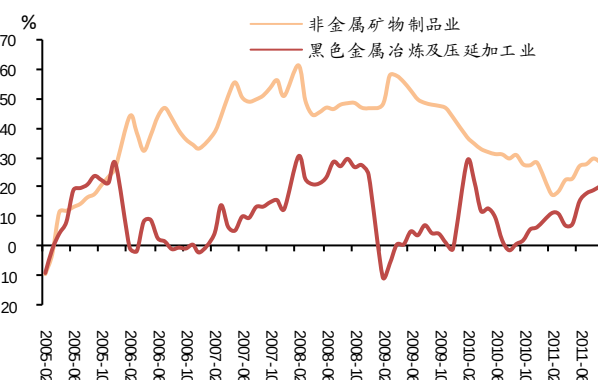
资料来源: WIND、国海证券研究所

图表5 制造业投资分类占比



资料来源: WIND、国海证券研究所

图表6 主要制造业行业投资增速



资料来源: WIND、国海证券研究所

商品房压力不亚于 2008 年，中性情形下投资增速将放缓至 4%，考虑保障性住房增量，整体投资增速约为 7%。从资金链角度出发测算房地产投资增速，2012 年商品房固定资产投资增速约为 4%。

假设 1：用“房地产固定资产投资规模占房地产资金来源的比重”来从侧面衡量房地产行业的资金充裕程度。预计 2012 年房地产资金链压力达到 2008 年的水平，及投资与资金来源占比达到 78.8%。

假设 2：资金链供给以房地产资金来源来代替。在中性的预期下，商业银行房地产开发贷款资金来源保持稳定，与房地产相关的理财产品到期不续。房地产销售以价格下滑 5%，面积达到 2010 年的历史高点 10 亿平米来算。房地产资金来源规模约为 8 万亿，与 2011 年持平。

假设 3：资金需求以房地产固定资产投资来代替。按照市场一致预期，假设 2011 年房地产固定资产投资增速为 25%。

图表 7 房地产行业资金充裕度测算

		2007	2008	2009	2010	2011-09	2011E	2012E	备注
房地产资金来源	a=b+e+f+i+p	37477.96	39619.36	57799.04	72944.04	61947.19	79336.89	79665.25	
	%	38.1%	5.7%	45.9%	26.2%	22.7%	8.8%		
国内贷款	b=c+d	7015.64	7605.69	11364.51	12563.70	9749.25	12363.81	13000.00	
银行贷款	c	6487.75	6600.75	10310.53	11363.81	8673.84	11363.81	12000.00	假设2012年与2011年持平
	%		1.7%	56.2%	10.2%	0.5%	0.0%	0.0%	
非银行金融机构贷款	d	473.23	655.79	982.16	1176.67	1075.41	1000.00	1000.00	部分信托产品发放保持稳定
利用外资	e	641.04	728.22	479.39	790.68	678.55	1027.88	1336.25	假设2011年和2012年增速为30%
	%		13.6%	-34.2%	64.9%	50.1%	30.0%	30.0%	
自筹资金	f=g+h	11772.53	15312.10	17949.12	26637.21	25534.82	23000.00	18000.00	
企事业单位自有资金	g	6991.84	8688.87	9858.90	14172.97	13364.40	13000.00	13000.00	2011年三季度上市公司现金负增长
其他筹集资金	h	4780.69	6623.23	8090.22	12464.24	12170.42	10000.00	5000.00	假设银行理财产品到期不续，减少7000亿
其他资金	i=l+m	18048.75	15973.35	28006.01	32952.45	25984.56	32670.00	34485.00	
定金及预收款	j	10628.47	9286.09	16217.50	19019.75	15761.05			
个人按揭贷款	k	4877.07	3572.51	8402.89	9210.92	6185.77			
房地产销售额	l=n×o	29889.12	25068.18	44355.17	52721.24	39311.54	49500.00	52250.00	
占比	m	60.4%	63.7%	63.1%	62.5%	66.1%	66.0%	66.0%	假设销售回款占比与2011年持平
房地产销售面积	n	77354.72	65969.83	94755.00	104764.65	71288.75	90000.00	100000.00	假设2012年销售面积接近历史高点，达到10亿平米
房地产销售单价	o	3863.90	3799.95	4681.04	5032.35	5514.41	5500.00	5225.00	假设房价下跌5%
应付款合计	p	4006.07	5043.00	6231.66	8220.16	9026.94	10275.20	12844.00	假设2011年和2012年增速为25%
	%	35.5%	25.9%	23.6%	31.9%	49.2%	25.0%	25.0%	
房地产固定资产投资	q	25288.80	31203.20	36241.80	48259.40	44224.84	60324.25	62742.32	按照市场一致预期，2011年增长25%
		30.2%	23.4%	16.1%	33.2%	32.0%	25.0%	4.0%	
资金充裕度	z=q/a	67.5%	78.8%	62.7%	66.2%	71.4%	76.0%	78.8%	

资料来源：国海证券研究所

图表 8 房地产开放投资增速的敏感性分析

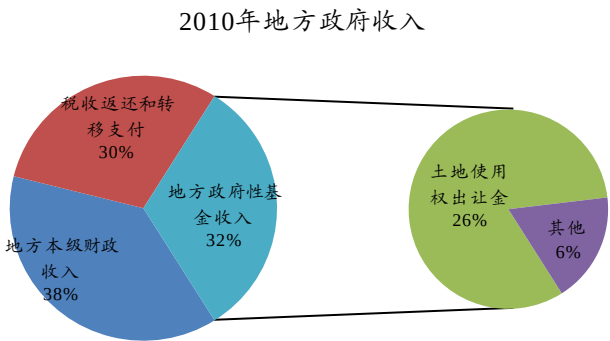
房地产投资增速	2012年商品房销售面积				
	8	9	10	11	12
5%	-1.2%	3.8%	8.7%	13.7%	18.7%
房价 0%	-3.1%	1.6%	6.4%	11.1%	15.9%
调整 -5%	-5.0%	-0.5%	4.0%	8.5%	13.0%
幅度 -10%	-6.9%	-2.6%	1.6%	5.9%	10.2%
-15%	-8.8%	-4.8%	-0.7%	3.3%	7.3%

资料来源：WIND、国海证券研究所

地方政府资金缺口约束基建投资及其相关行业。国有土地使用权出让金收入仍然是地方政府收入的主要来源（2011 年占 26%）。对地方政府财政收入支出进行简单测算，在中性的房地产投资增速、中央政府长期 3% 的财政赤字约束下，2012 年地方政府资金缺口约为 2100 亿。地方政府资金缺口的存在将显著制约地方基建的扩张能力。

基建高峰已过，2012 年难以重回高增长。基础设施固定资产投资已经整体收缩，增速降至 6%；三季度动车事故之后，铁路运输投资也出现负增长。即使政府为稳定经济增长而有目的地重启部分在建铁路投资，但是政府整体仍将处于低增速水平。

图表 9 地方政府收入格局



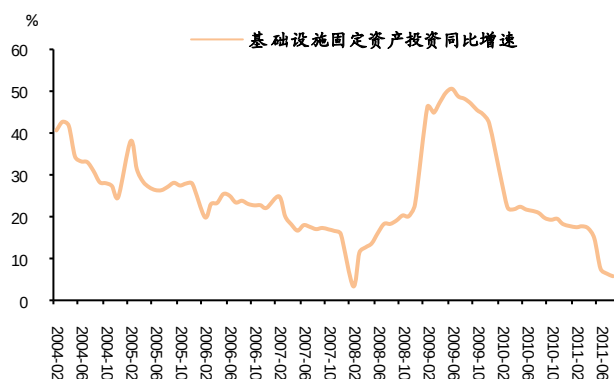
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 10 地方政府收入测算

地方政府新增债务以及投资支出								说明
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	
年初债务余额	a	107,175	109,002	104,135	103,074	113,503	125,759	2016 年及以后的债务余额原为 32773 亿元，此处假设 2016 年原本金偿还额约为十分之一即 3278 亿元
当年新增债务额	b	14,950	17,458	20,335	23,360	26,750	30,559	新增债务额根据固定资产投资资金来源估算
当年本金偿还额	c	13,123	22,324	21,396	12,931	14,494	13,786	假设 2011 年起新增债务用于项目建设，建设期 3 年，建设期满后 5 年等额偿还本金，同时假设 2011、2012 年原有债务偿还额的 5 成展期一年
利息	d	6,431	6,341	6,164	6,443	7,118	7,982	全部贷款利息以本轮加息周期（2008 年 11 月 -2011 年 7 月）内 3 年期贷款基准利率的平均值计算，即 5.95%
未覆盖到期偿还额	e=(c+d)×74%	14,470	21,212	20,395	14,337	15,993	16,108	根据银监会数据，地方融资平台中可依项目现金流还款约占 26%
年末债务余额	f=a+b-c	109,002	104,135	103,074	113,503	125,759	142,531	
增速 %		1.7%	-4.5%	-1.0%	10.1%	10.8%	13.3%	
控制赤字率在 3% 以内								
地方政府综合财力	g=h+(i-ii)+j	120,950	133,690	147,034	166,053	196,144	235,922	
一般预算收入	h	52,412	63,205	73,910	87,296	104,135	125,448	
转移支付和税收返还	i	40,913	48,581	56,809	67,098	80,041	96,423	
转移支付减少额	ii	37	2,992	7,231	11,623	15,899	19,598	为把赤字率在 3% 以内，财政支出应该相应减少，但考虑到其具有刚性
地方政府性基金收入	j	27,662	24,896	23,546	23,281	27,867	33,650	
其中：土地出让金收入		23,513	21,161	20,014	19,789	23,687	28,602	
增速 %		-16.6%	-10.0%	-5.4%	-1.1%	19.7%	20.8%	
地方财政支出	k2	93,983	114,531	137,364	164,991	198,465	239,084	本处取地方财政支出，因为实际支出具有刚性
地方可支配盈余	m2=g-k2	26,968	19,159	9,670	1,062	-2,321	-3,162	
资金缺口	n2=m2-e	12,498	-2,053	-10,725	-13,275	-18,314	-19,271	
国家财政赤字	o2	-10,469	-15,491	-17,745	-20,540	-24,022	-28,382	
财政赤字/GDP	p2	-2.3%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	
地方政府偿债率	q2=(c+d)/g	16.2%	21.4%	18.7%	11.7%	11.0%	9.2%	地方政府偿债率为还本息金额/当年地方政府综合财力

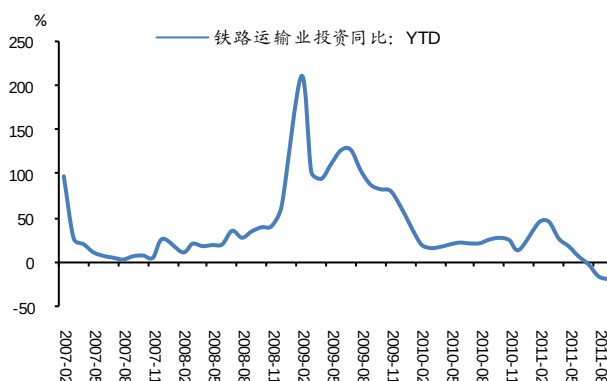
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 11 基建投资同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 12 铁路固定资产投资高峰已过



资料来源：WIND、国海证券研究所

2. 财政政策增支为主，货币政策稳健为主

预计年底中央经济工作会议的政策定调为“积极财政政策和稳健货币政策”。财政政策以结构性减税和主动性财政开支为主；货币政策回归“稳健”，数量型工具在通胀压力下缺乏空间。

1) 货币政策：稳健是“不二”选择

稳健的货币政策是“稳增长”和“防通胀”之间的“不二选择”。社会融资总量在 2012 年略微增长，表外资产的收缩与表内信贷的扩张基本抵消，其中新增贷款约为 8.5 万亿；存款准备金可能下调 1-2 次；利率保持基本稳定；汇率仍维持小幅升值 1-2%，幅度低于往年。

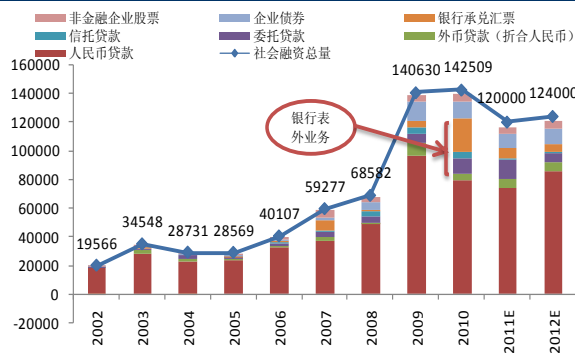
利率水平是货币政策动向的主要观测指标。数量型工具在过去三年中已经证实是一把“双刃剑”，因此尽管经济下滑以及通胀退却，但是在以贷款投放为核心的数量型工具不敢大用的情况下，央行只能通过观测利率水平来实施货币政策。贷款实际上浮水平和货币市场资金利率将成为主要观测指标，根据经济形势变化，合理安排准备金率的调降与信贷投放，逐步弱化信贷规模调控的作用，取而代之以综合利率水平为目标的货币政策操作。

图表 13 社会融资总量预测

	累计值 (亿元)	2010	2011E	2012E
社会融资总量		142,509	120,000	124,000
间接融资 (表内贷款)				
人民币贷款		79,235	74,000	85,000
外币贷款 (折合人民币)		4,147	5,570	6,500
间接融资 (表外贷款)				
委托贷款		11,296	13,700	6,500
信托贷款		3,848	748	1,000
银行承兑汇票		23,307	7,825	5,000
直接融资				
企业债券		12,011	10,000	11,000
非金融企业股票		5,862	4,315	5,000
保险公司赔偿		1,859		
保险公司投资性房地产		143	3,842	4,000
其他		1,001		

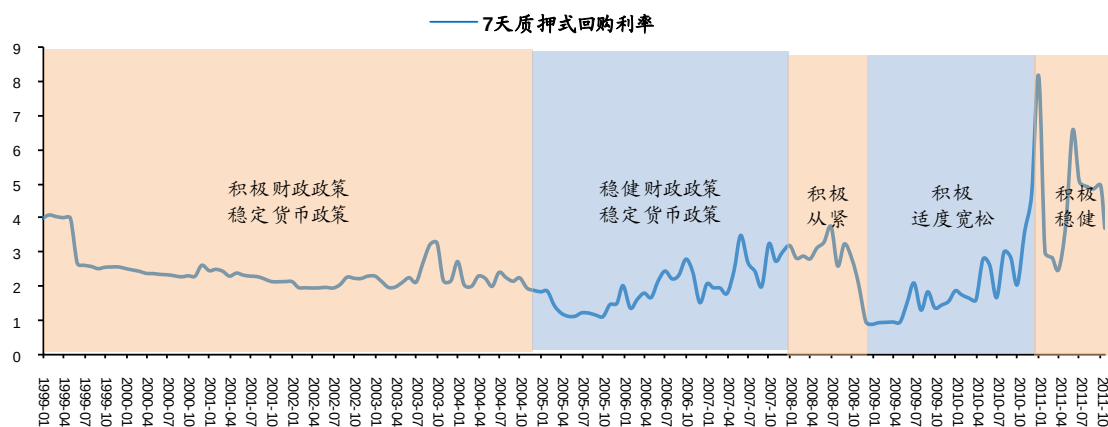
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图表 14 社会融资总量构成及走势



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图表 15 货币市场收益率水平分析



资料来源：WIND、国海证券研究所

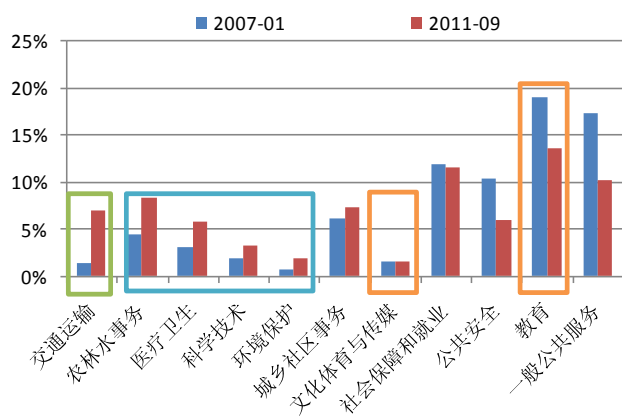
2) 财政政策：增支为主，减收为辅

积极财政政策作为经济稳定机制的作用将更加明显。2012 年从维持经济增长稳定角度出发，财政保持收支并举，结构性减税与主动性财政支出相结合。

从增支的角度来看：与 2007 年相比，中国政府在交通运输、农业、医疗、科技、环保方面的开支显著上升，但是在教育和公共服务的支出占比有所下降。预计 2012 年，随着基建投入的放缓，政府除了维持在医疗、环保等方面的持续投入外，对于文化和教育的投入将显著提高。

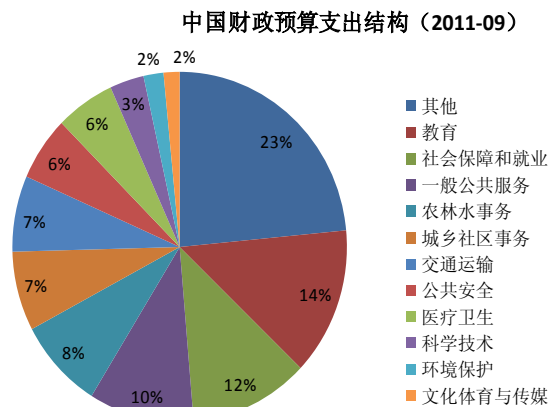
从减收的角度来看：虽然三季度国家财政收入增速接近 30%，达到了 2007 年的高水平，但是政府开支刚性压缩了减税的空间。不过，政策的小幅调整还是会有利于产业调整和服务业发展。当前，小微企业增值税、个人所得税起征点已经上调，增值税改革已经开始推进。

图表 16 2007 年至 2011 年中国财政支出比重变化



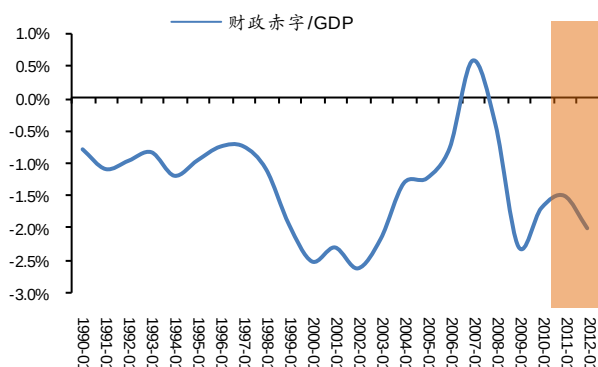
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图表 17 中国财政支出结构图



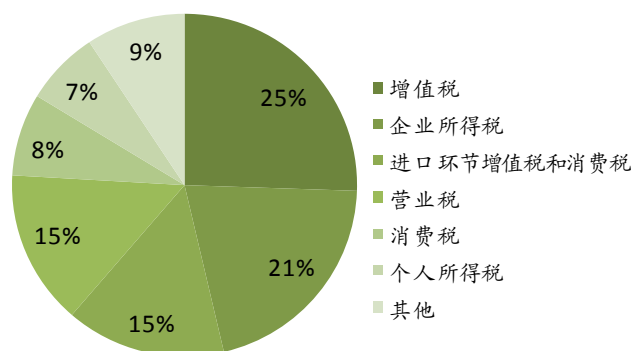
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图表 18 国家财政收入增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 19 财政赤字率 2012 年将有所扩张



资料来源：WIND、国海证券研究所

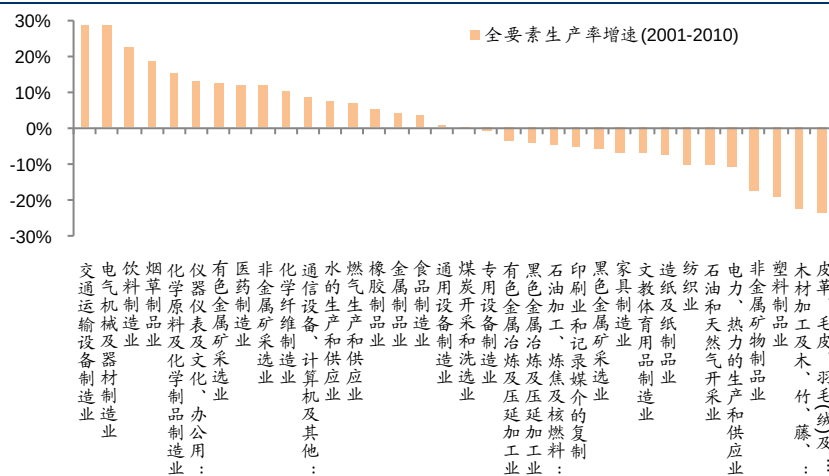
3. 趋向“自由市场”的制度优化

经济结构调整更为深刻的是改变经济增长的方式。金融危机以来，“国退民进”以及基建大规模投资的低效率已经显现，未来经济增长效率的提高将主要依赖于制度优化下生产率的提高。

历史上竞争行业的生产率更高。从 2002-2008 年各行业全要素生产率的平均增速水平来看，竞争行业的效率更高，这同样意味着，解除行业垄断则意味着有着更多的制度红利释放，更少的要素投入依赖，尤其是对于投资高增长的依赖。

“十二五”规划暗示趋向“自由市场”的制度优化成为必然。按照“十二五”规划，政策已经开始就财税体制改革、贸易体制、人民币国际化以及收入分配调整方面进行改革和优化。当前政府财政收入高速增长，推进减税和主动财政支持的基础已经存在。2012 年，行业准入等破除垄断的制度改革难度较大，因此通过结构性减税、服务业支持、中小企业支持等方案仍将是制度优化主要的着眼点。

图表 20 主要行业全要素生产率水平



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 21 “十二五”规划及出台政策更新

	“十二五”规划	已公布政策
财税体制改革	加快财税体制改革。积极构建有利于转变经济发展方式的财税体制。在合理界定事权基础上，按照财力与事权相匹配的要求，进一步理顺各级政府间财政分配关系。增加一般性转移支付规模和比例，加强县级政府提供基本公共服务财力保障。完善预算编制和执行管理制度，提高预算完整性和透明度。改革和完善税收制度。 扩大增值税征收范围，相应调减营业税等税收，合理调整消费税范围和税率结构，完善有利于产业结构升级和服务业发展的税收政策。 逐步建立健全综合和分类相结合的个人所得税制度。继续推进费改税， 全面改革资源税，开征环境保护税，研究推进房地产税改革。 逐步健全地方税体系，赋予省级政府适当税收管理权限。	环境保护税将启动： 环保部网站11月9日公布了《“十二五”全国环境保护法规和环境经济政策建设规划》。根据规划，要推动现有税制“绿色化”，将严重污染环境、大量消耗资源的商品纳入消费税征收范围，选择防治任务重、技术标准成熟的税目开征环境保护税，并逐步扩大征收范围等。 增值税改革启动： 2011年10月26日，国务院决定从2012年1月1日起，在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点。 提高小微企业增值税营业税起征点： 10月12日，国务院常务会议研究确定支持小微企业发展的金融财税政策措施，其中包括提高小微企业增值税和营业税起征点。10月30日，财政部和税务总局正式颁布新的条例细则，自11月1日起上调增值税和营业税起征点的幅度。 资源税改革启动： 2011年10月11日，国务院公布新修改的《资源税暂行条例》，其将自2011年11月1日起施行。新条例将原油、天然气资源税由从量计征改为从价计征，正式启动全国性的资源税改革。 个人所得税起征点上调： 9月1日起实施的新个人所得税法，将个税起征点由2000元提高到3500元，并扩大了低档税率的适用范围。
现代市场体系建设	深化资源性产品价格和要素市场改革。 理顺煤、电、油、气、水、矿产等资源类产品价格关系，完善重要商品、服务、要素价格形成机制。 加快多层次资本市场体系建设，显著提高直接融资比重。积极发展债券市场，稳步发展场外交易市场和期货市场。健全土地、资本、劳动力、技术、信息等要素市场，加快社会信用体系建设，完善市场法规和监管体制，规范市场秩序。	资源税改革启动： 2011年10月11日，国务院公布新修改的《资源税暂行条例》，其将自2011年11月1日起施行。新条例将原油、天然气资源税由从量计征改为从价计征，正式启动全国性的资源税改革。
贸易改革	优化对外贸易结构。继续稳定和拓展外需，保持现有出口竞争优势，加快培育以技术、品牌、质量、服务为核心竞争力的新优势，延长加工贸易国内增值链，推进市场多元化，大力发展服务贸易，促进进出口结构转型升级。 发挥进口对宏观经济平衡和结构调整的重要作用，促进贸易收支基本平衡。	促进口： 9月29日，在上海举行的“2011中国进口论坛”上，报道指出商务部制定的《关于扩大进口促进对外贸易平衡发展的指导意见》将出台，其将推出促进口指导政策。
对外投资与人民币国际化	加快实施“走出去”战略。按照市场导向和企业自主决策原则，引导各类所有制企业有序到境外投资合作。发展海外工程承包，扩大农业国际合作，深化国际能源资源互利合作，积极开展有利于改善当地民生的项目合作。逐步发展我国大型跨国公司和跨国金融机构，提高国际化经营水平。 扩大人民币在跨境贸易和投资中的作用。 做好海外投资环境研究，强化投资项目的科学评估。提高综合统筹能力，完善跨部门协调机制，加强实施“走出去”战略的宏观指导和服务。维护我国海外权益，防范各类风险。	人民币结算扩至全国： 2011年8月，跨境贸易人民币结算境内地域范围扩大至全国。
合理调整收入分配关系	合理调整收入分配关系。坚持和完善按劳分配为主体、多种分配方式并存的分配制度。初次分配和再分配都要处理好效率和公平的关系，再分配更加注重公平。 努力提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重。 创造条件增加居民财产性收入。健全扩大就业增加劳动收入的发展环境和制度条件，促进机会公平。逐步提高最低工资标准，保障职工工资正常增长和支付。规范分配秩序， 加强税收对收入分配的调节作用，有效调节过高收入，努力扭转城乡、区域、行业和社会成员之间收入差距扩大趋势。 完善公务员工资制度，深化事业单位收入分配制度改革。	三部委拟定“促消费”： 10月26日，商务部、财政部和中国人民银行联合出台意见推进“十二五”扩大消费。商务部计划从明年开始每年确定一个月为“消费促进月”。 个人所得税起征点上调： 9月1日起实施的新个人所得税法，将个税起征点由2000元提高到3500元，并扩大了低档税率的适用范围。 多省市提高最低工资标准： 2010年以来，各地纷纷提高最低工资标准。截至2011年9月底，全国已有北京、天津、山西等21个省市上调了最低工资标准。目前，25个省份发布了2011年度工资指导线，基准线多在14%以上。

资料来源：国海证券研究所

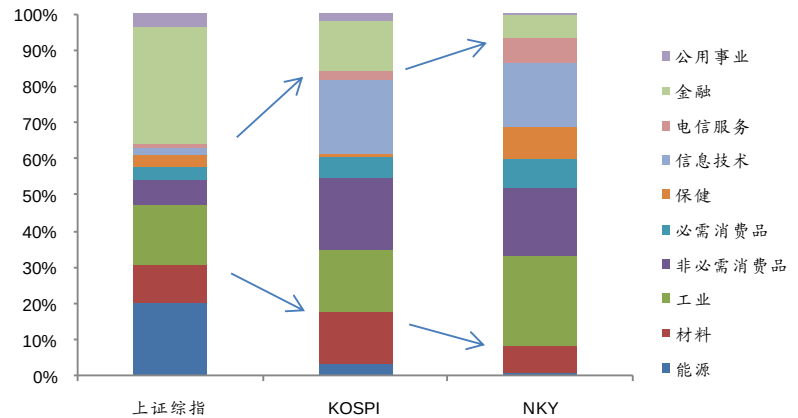
4. 进入密集期的新兴产业政策

从不同国家指数结构来看，新兴产业发展是大势所趋；台湾的历史经验证实经济低增长反而能够成为新兴产业的高速成长期；中国当前已经开始重视新兴产业的发展，而且进入了政策密集期。

1) 经济增长结构蕴含着产业更替的必然趋势

从东亚地区经济发展的历程来看，韩国和日本产业格局同样预示着高端制造化和现代化服务业仍然是经济发展的不二方向。从韩国 KOSPI 和日本 NKY 指数 GICS 行业市值占比的趋势来看，电信、信息技术、保健、消费品以及工业仍然存在较大的增长空间。

图表 22 不同发展阶段国家的市值结构



资料来源: WIND、国海证券研究所

2) 新兴产业的政策支持进入密集期

经济增速放缓下，政策导向倾向于调整经济结构和经济增长方式。近期，在提及适度调整此前相对从紧的经济政策时，也着重强调对于新兴产业的支持，强调增长从政策刺激向自主增长的逐步推进。

新兴产业的“十二五”规划将陆续出台。目前，机械、新闻、医药、环保等领域的规划已经逐步出台，未来具体扶持政策有待进一步细化。但是总的来说，在经济增速放缓的大趋势下，管理层对于新兴产业政策支持力度将加大，尽管存在着试错的可能，但是经济结构转型的大趋势使得管理层愿意支付更高的政策成本。

图表 23 领导人对于新兴产业发展的表态

国家领导人	时间	主要内容
胡锦涛	11.3	中国正在加快转变经济发展方式、调整经济结构，促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变。今后5年，中国消费增长率将保持在一个较高水平上，预计进口总规模有望超过8万亿美元。
温家宝	10.29	加快转变发展方式，推动经济增长由政策刺激向自主增长有序转变，国民经济保持平稳较快发展。内外需增长动力更趋协调，物价过快上涨势头得到初步遏制，农业生产形势良好，结构调整积极推进，金融体系健康稳定，重点领域改革取得新进展，人民生活进一步改善，经济社会发展总体保持良好态势。
温家宝	10.26	要正确认识当前经济形势，准确判断经济走势出现的趋势性变化，把握好宏观调控的方向、力度和节奏，更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，适时适度进行预调微调，保持货币信贷总量的合理增长，优化融资结构，提高金融服务水平。大力推进结构性减税，扶持战略性新兴产业。

资料来源: 国海证券研究所

图表 24 已公布以及即将公布的重点行业“十二五”规划

规划名称	部门	受益主题	详细内容
《“十二五”中小企业成长规划》	工信部	所有主题	保持平稳较快增长。 中小工业企业实现增加值年均增长8%。 技术创新能力明显增强。 中小企业研究与试验发展经费支出占主营业务收入比重不断提高。 产业结构明显优化。 中小企业在现代服务业、现代农业和战略性新兴产业中的比重持续提高。 信息化应用水平显著提高。 中小企业应用信息技术开展研发、管理和生产控制的比例达到45%，利用电子商务开展采购、销售等业务的比例达到40%，中小企业信息化服务平台基本建立。 企业人员素质和管理水平明显提升。
《饲料工业“十二五”发展规划》	农业部		未来5年，我国饲料总产量达2亿吨，年产50万吨以上的饲料企业集团要由2010年的30家增加至50家，其饲料产量占全国总产量的比例达到50%以上。鼓励企业兼并重组，提高行业集中度。
《国家环境保护“十二五”科技发展规划》	环保部	节能环保主题	适应“十二五”以至今后更长时期经济社会可持续发展的环境保护要求，初步阐明区域、流域重大生态与环境问题的发生机制与演化机理，基本建立起基于环境污染和生态退化防控的全方位的环境科技创新体系和环境技术管理体系。围绕约束性指标 取得一批具有自主知识产权的控源减排共性技术和关键技术 ；围绕环境质量改善构建适合中国国情的环境管理技术体系；围绕风险防范构建风险管理和风险控制技术体系。调查和掌握重点地区环境污染与人体健康的状况，夯实环境基准、标准制订的科学基础；逐步搭建起国家环境科技基本能力、基础数据信息获取与人才培养平台，为全面完成“十二五”环境保护目标、建设生态文明和环境友好型社会提供强有力的科技支撑。
《全国药品流通行业“十二五”发展规划纲要》	商务部	新医药主题	发展目标： 形成1-3家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团 ，20家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额85%以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额60%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到2/3以上。县以下基层流通网络更加健全。骨干企业综合实力接近国际分销企业先进水平。
《新闻出版业“十二五”规划》	国家出版总署	新消费主题	到“十二五”期末，新闻出版业发展方式转变基本到位，新兴业态蓬勃发展， 数字出版等战略性新兴产业领域的发展达到世界先进水平 。新闻出版产品和服务更加丰富，公共服务能力和水平进一步提高。基本扭转新闻出版产品和服务的出口逆差状况，大幅度提升中华文化的国际传播力和影响力。基本形成以公有制为主体、多种所有制共同发展的产业格局，以民族文化为主导、吸收外来有益文化共同繁荣的开放格局。基本建立起统一开放、竞争有序、健康繁荣的现代出版市场体系，以人为本、面向基层、惠及大众的新闻出版公共服务体系，技术先进、传输快捷、覆盖广泛的现代传播体系。
《机械工业“十二五”规划》	中国机械工业联合会	高端装备制造主题	一是保持平稳健康发展。工业总产值、工业增加值、主营业务收入年均增长速度保持在12%左右。二是 产业向高端升级有所突破 。产业结构向高端提升，现代制造服务业比重明显上升，机械百强企业现代制造服务业收入占主营业务收入的比重达到25%左右。三是 自主创新能力明显增强 。大中型企业研发经费占主营业务收入比重达到2.5%左右。四是 产业基础初步夯实 。五是 两化融合水平显著提高 。六是 推进绿色制造 。
《高端装备制造业“十二五”产业发展规划》	工信部	高端装备制造主题	即将出台。预计重点方向包括航空装备、海洋工程装备、轨道交通装备、卫星制造装备及应用、智能制造装备等5个领域。
《可再生能源发展“十二五”规划》	国家能源局	新能源主题	即将出台。预计会提出的太阳能发电装机目标以及太阳能屋顶发电装机目标。
《生物质能源“十二五”规划》	国家能源局	新能源主题	即将出台。预计会提出生物质发电装机目标，同时对生物质燃料例如生物质乙醇、柴油和固体成型燃料作出规划。
《现代服务业“十二五”规划》	发改委		即将出台。预计会对社会消费品流通总额、服务贸易进出口贸易总额及增速提出目标。
《物联网“十二五”规划》	工信部	新一代信息技术主题	即将出台。预计会物联网产业规模提出目标，并对智能卡技术、二维码识别、RFID片、传感器四个细分行业制定详细发展规划。
《新一代信息技术“十二五”规划》	工信部	新一代信息技术主题	即将出台。预计规划重点包括新一代移动通信、下一代互联网、三网融合、物联网、云计算、集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器和信息服务。
《软件服务行业“十二五”规划》	工信部	新一代信息技术主题	即将出台。预计对软件行业的政策扶持将由普惠转向培育大型企业，鼓励做大做强。
《电动汽车科技发展“十二五”规划》	工信部	新能源汽车主题	即将出台。预计会对电动汽车保有量以及动力电池产能提出目标，推动动力电池、电机、电控的发展。
《生物医药“十二五”规划》	工信部	新医药主题	即将出台。预计会强调“产业升级”和“抢占制高点”。主要是指在基因工程、遗传工程、细胞工程、酶工程和现代生物技术方面，实现与国际技术同步。

资料来源：国海证券研究所

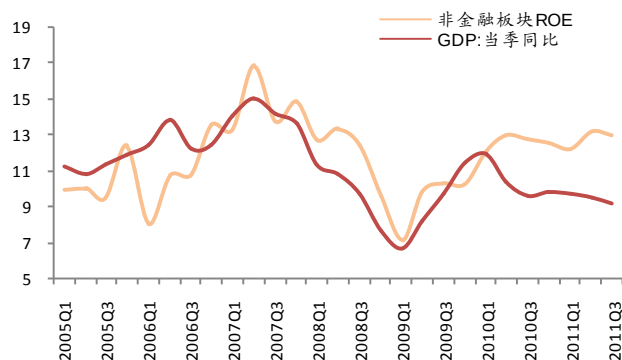
企业盈利：整体盈利下行，关注逆周期性成长

经济增速放缓下，非金融企业盈利将会延续下行的趋势。随着经济结构调整带来的房地产和基建相关投资品行业的出清，盈利下滑的风险更大。此消彼长下，关注消费及新兴产业相关行业的长期成长空间。

1. 2012 年非金融企业 ROE 将维持下行趋势。

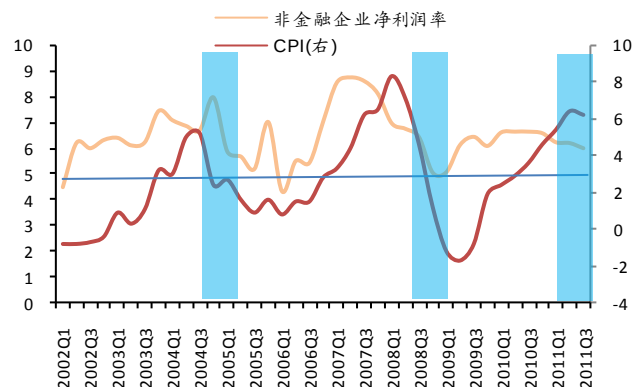
从 GDP 同比增速下行趋势来看，未来非金融企业 ROE 将继续下行。2010 年中期是本轮非金融企业 ROE 的高点，经济增速的高位滑落对于非金融企业 ROE 的趋势影响较大。从杜邦分解的细分数据来看，高通胀下利润率下滑还将延续，资产负债率和资产周转率的阶段性反弹随着“类通胀”格局的来临将会显著承压。其中，**净利润率、资产周转率和资产负债率在 2012 年都将延续高位回落的趋势。**

图表 25 非金融企业 ROE 趋势向下



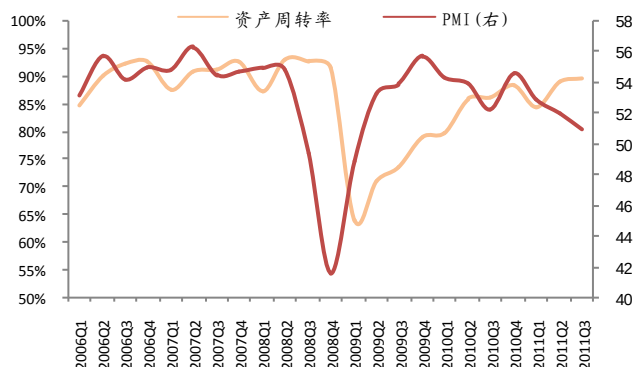
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 26 企业利润率还将下行



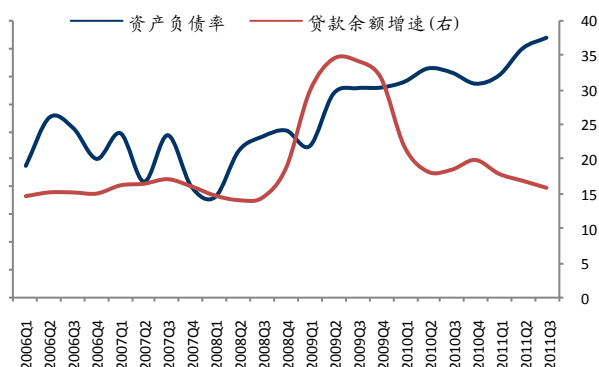
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 27 资产周转率也位于历史高点



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 28 非金融企业资产负债率已经达到历史高点



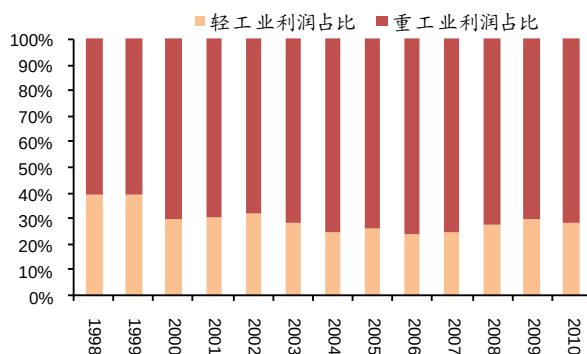
资料来源：WIND、国海证券研究所

2. 投资品盈利压力显现

从工业企业利润的结构来看,重工业仍然贡献近 70%的工业企业盈利。2012 年上半年投资放缓将使得重工业行业盈利仍然存在进一步下行的风险。

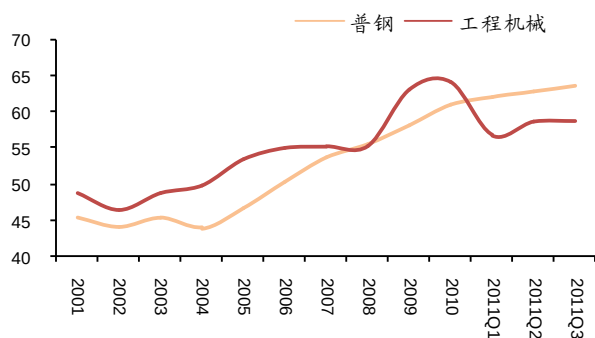
传统产业的利润率高位下滑。当前经济结构调整的意愿份外迫切,随着政策投资为主导的经济拉动模式进入尾声,传统产业销售净利润率纷纷从高位回落。据上市公司三季度的数据,水泥和工程机械在 2011 年销售净利润率达到历史新高,而玻璃和钢铁的净利润率也处于危机以来的较高水平,但是三季度以来都纷纷自高点下行。

图表 29 制造业盈利主要还是以重工业为主



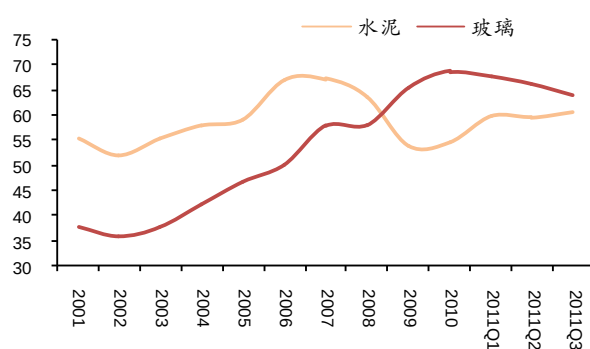
资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 30 钢铁和工程机械资产负债率



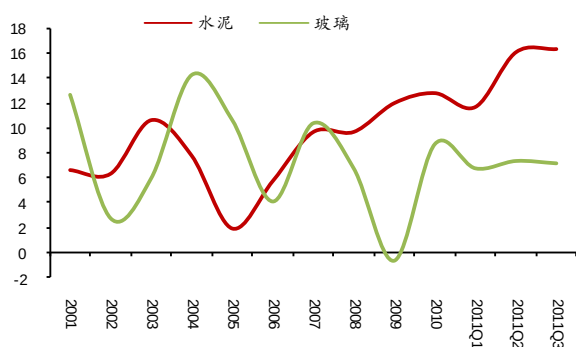
资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 31 建材行业资产负债率



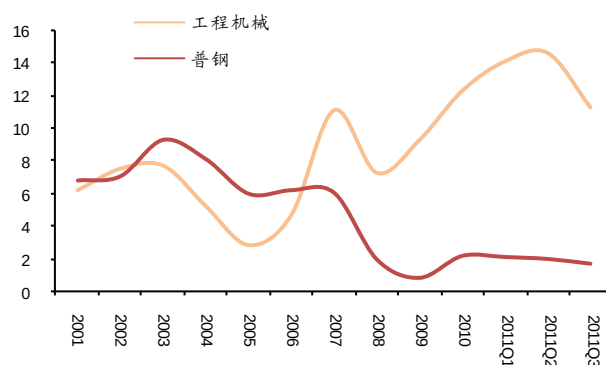
资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 32 建材行业盈利处于历史高位



资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 33 工程机械行业盈利处于历史高位



资料来源: WIND、国海证券研究所

3. 关注消费及新兴产业的逆周期性

经济增速下滑以及经济结构调整期，消费及新兴产业反而能够凭借经济的内生性增长和行业的政策红利获取更多的利润空间。从 2001 年至 2011 年的分行业销售净利润率来看，绝大部分消费相关行业盈利处于历史高水平，而且随着收入分配结构调整，仍然存在上行的空间。

图表 34 细分行业销售净利润率及历史水平

	销售净利润率（2001-2011Q3）				研究主题
	最大值	最小值	当前值	当前值/最大值	
生物医药	24.86	-9.43	24.86	1.00	新医药
广播电视	21.80	5.15	21.80	1.00	新一代信息技术
海洋捕捞	16.98	2.37	16.98	1.00	
水泥	16.29	1.95	16.29	1.00	
纺织服装机械	11.35	-4.51	11.35	1.00	新消费
超市	3.56	1.78	3.56	1.00	新消费
啤酒	8.40	-4.52	8.37	1.00	新消费
小家电	8.83	3.22	8.77	0.99	新消费
水务	36.29	7.38	35.77	0.99	
葡萄酒	26.83	-2.27	26.42	0.98	新消费
饲料	4.86	-3.16	4.74	0.98	
白酒	34.89	5.99	33.27	0.95	新消费
平面媒体	13.01	1.85	12.39	0.95	新消费
中成药	12.71	1.56	12.04	0.95	新医药
航空	11.20	-17.43	10.55	0.94	
公路	38.30	30.68	35.95	0.94	
医疗器械	16.66	0.41	15.60	0.94	新医药
住宅地产	15.84	1.07	14.81	0.93	
锅炉设备	14.63	9.12	13.65	0.93	
特钢	8.15	0.61	7.54	0.93	
家用纺织品	7.31	-5.00	6.75	0.92	
复合肥	6.57	3.07	6.06	0.92	
百货	4.42	1.17	4.06	0.92	新消费
产业用纺织品	7.61	-0.28	6.98	0.92	
电子设备	6.78	0.01	6.18	0.91	
乳制品	4.96	-5.51	4.52	0.91	
白色家电	5.15	-2.34	4.68	0.91	新消费
油田服务	21.50	8.60	19.35	0.90	
印刷	15.83	-11.27	14.23	0.90	
服饰	11.23	6.51	10.04	0.89	新消费
连锁	4.28	0.86	3.75	0.88	新消费
机床设备	8.80	2.29	7.69	0.87	
景区	22.35	-7.55	19.52	0.87	新消费
旅行社	8.28	3.46	7.23	0.87	新消费

资料来源：WIND、国海证券研究所

流动性：存在金融“反脱媒”的可能，但股票市场吸引力在增加

宏观经济放缓将导致资金的风险偏好降低。尤其是经过表外信贷的清理之后，2011 年信贷额度挤压所造成的高企的市场收益率将回归，经济“类衰退”期，金融“反脱媒”的概率更大。

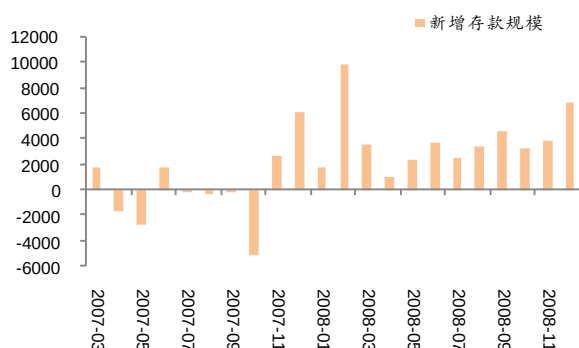
2012 年流动性趋势改善，整体态势好于 2011 年。从“稳健”货币政策的基调来看，2011 年是防止流动性过于宽松，2012 年是防止流动性过于紧张，流动性态势好转整体是有利于证券市场。

1. 金融反脱媒的概率在增加

2012 年宏观经济面临的特点是经济增速放缓和流动性改善。因此，资本的回报率将会下行，尤其是高风险资产的风险开始暴露，资金从风险资产回流逐步回流至低风险资产。因此，2012 年上半年，资金会回流债券市场，债券市场收益率会降低，而且银行存款也将出现显著回升，资金回流的趋势明显。

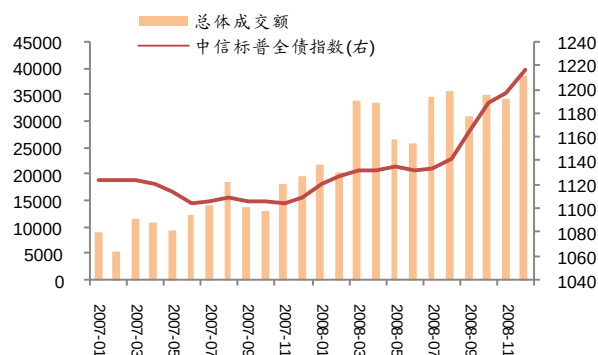
2008 年的历史经验也证实，“类衰退”期商业银行储蓄存款显著增加，低风险的国债市场也呈现资金的快速流入。

图表 35 月度新增存款规模



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图表 36 债券指数及当月成交额



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

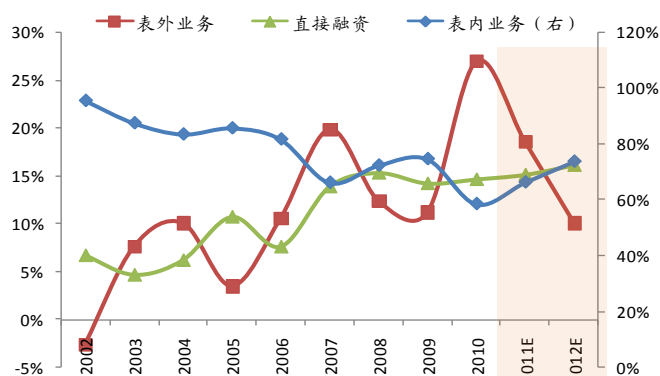
2. 流动性整体趋于改善

随着表外资产对于表内信贷挤压接近尾声，新增实际可投放信贷在增加，货币供应量和社融融资总量都趋于好转。

1) 社会融资总量略增，新增信贷规模回升

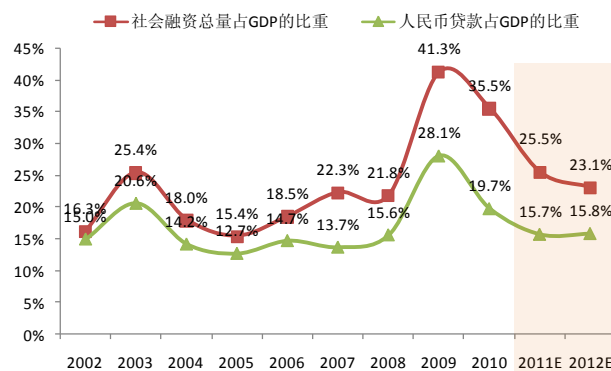
社会融资总量及新增信贷占 GDP 的比重回归至历史平均水平。根据测算，社会融资总量约为 12.4 万亿，相比 2011 年的 12 万亿略增。在预估 2011 年及 2012 年名义 GDP 分别名义增长 17% 和 14% 的基础上，社会融资总量占 GDP 的比重正逐渐回落至 24% 的平均水平。2012 年新增信贷约 8.5 万亿，相比 2011 年约增长 1.1 万亿的水平，预计 2012 年信贷余额增速由 2011 年的 15.5% 回升至 2012 年的 17%。新增信贷占 GDP 的比重 2011 年起也已回落至 2008 年的水平。

图表 37 表内外业务及直接融资分别占社会融资总量的比重



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图表 38 社会融资总量及新增信贷占 GDP 比重

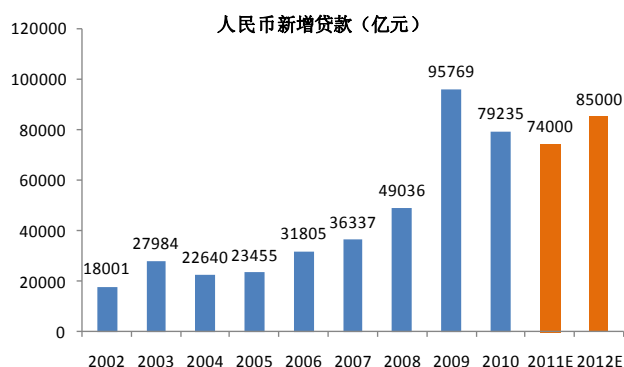


资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

2) 货币供应量底部小幅回升

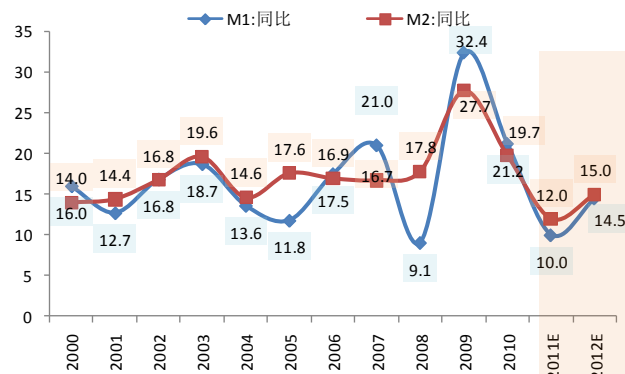
2011 年 M1 及 M2 同比增速的持续回落,一方面与新增信贷的持续收紧有关;另一方面与存款准备金率不断上调并扩大补缴范围,导致货币乘数下降有关。至 2011 年 10 月份, M1 已回落至 8.4% 的历史低位, 而 M2 亦回落至 12.9% 的历史低位, 我们认为货币供应量已处于底部区域, 未来难以大幅下行, 而且随着新增信贷的适度放松, 以及存款准备金率适度下调, 预计 2012 年货币供应量有望出现小幅回升。预计 M2 将由 2011 年的 12.6% 的同比增速回升到 2012 年的 15.0%。M1 同比增速由 2011 年的 10% 回升至 2012 年的 14.5%。

图表 39 新增信贷走势



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图表 40 M1 和 M2 预测



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

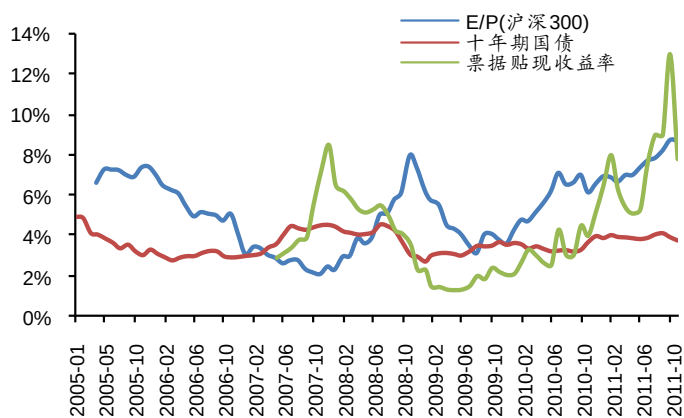
3. A 股对于流动性的吸引力在增强

A 股的相对收益率在提升。随着货币政策的持续收紧, 各类风险资产的回报率在逐步下行, 票据贴现利率也从 9 月份的历史高点开始回落, 沪深 300 的 E/P 水平处于历史高位。相对于其他资产, A 股市场的相对收益率在明显提升。

吸引资金大幅流入还缺少财富效应。股票市场明显缺少财富效应, 目

前尚不足以吸引资金从其他高风险资金中回流。

图表 41 各类资产回报率水平



资料来源：WIND，国海证券研究所

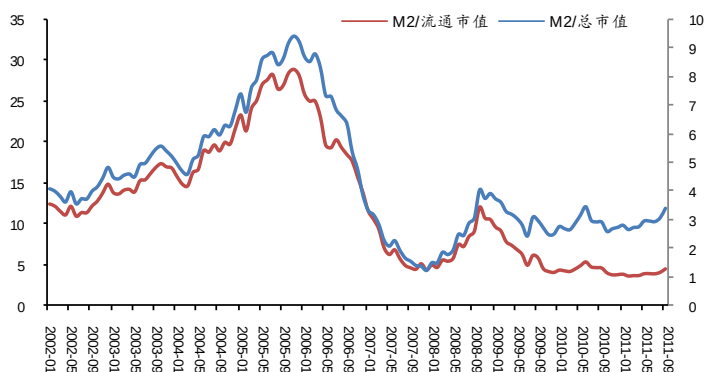
估值：基本面不支持估值中枢大幅上行，成长股估值溢价犹存

2012 年整体的估值中枢不会发生太大的变迁，主要是由于流动性缺乏大幅扩张的可能，以及产业资本代替基金等机构投资者成为资本市场定价者。虽然当前估值风格差异仍然处于历史的上轨区域，但是 2012 年经济结构调整的重要性再度上行，预计市场对于新兴产业试错的容忍度还将持续，估值风格差异还将持续。

1. 流动性不支持估值中枢大幅上行

流动性对估值中枢的影响趋弱。未来货币供应量增速将会逐步趋缓，而证券市场的总市值在持续增大，仅仅通过流动性来推高整体市场估值中枢的概率在减少。

图表 42 M2 与 A 股市值



资料来源：WIND、国海证券研究所

2. 全流通时代到来，市场估值中枢缺乏大幅上行空间

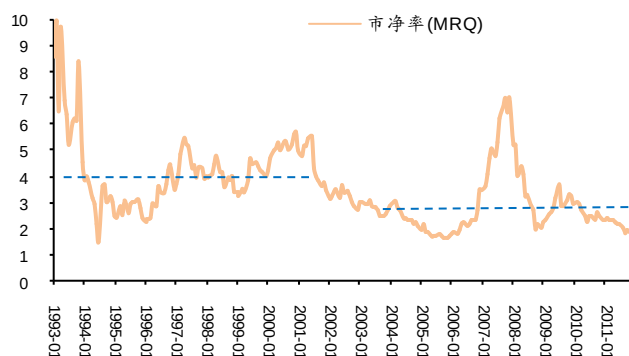
随着 2012 年下半年创业板原始股东的解禁，A 股将迎来“全流通”时代。与 2006-2007 年公募基金主导市场走势的格局不同，未来产业资本将成为证券市场估值的核心影响因素。上市公司股东减持密集期所对应的估值水平，已经由 2007 年的 6 倍 PB 降至当前的 3 倍 PB 左右，整体显著走低。全流通时代产业资本主导市场的格局，将会使得一级市场和二级市场、国内市场和国外市场的估值差距被压缩，将从根本上制约 A 股估值中枢的大幅上行。

图表 43 全球指数估值水平

指数	PE(剔除负值)	PB	指数	PE(剔除负值)	PB
成熟市场			中国市场		
道琼斯工业指数	12.14	2.50	恒生指数	8.29	1.31
标普 500	12.50	1.97	恒生国企	8.33	1.46
纳斯达克综指	15.38	2.59	上证综指	11.96	1.89
加拿大标普	13.41	1.78	中小板	32.02	3.61
德国 DAX	9.50	1.20			
法国 CAC	8.75	1.02	创业板		
比利时 BEL20	12.19	0.96	外部市场		
英国富时 100	9.47	1.58	罗素 3000 指数	13.54	1.90
新加坡海峡	6.68	1.31	标普/港交所创业板指数	11.45	1.20
日经 225	13.87	1.08	日本 JASDAQ 指数	20.05	0.86
均值	11.39	1.60	台湾柜台指数	25.13	1.28
新兴市场			韩国 KOSDAQ 指数	55.36	1.40
巴西圣保罗	10.86	1.85	均值	25.10	1.33
俄罗斯 RTSI 指数	5.34	0.97	内部市场		
孟买 SENSEX	15.71	2.77	中国创业板指数	43.74	3.54
泰国证交所	10.86	1.85			
均值	10.69	1.86			

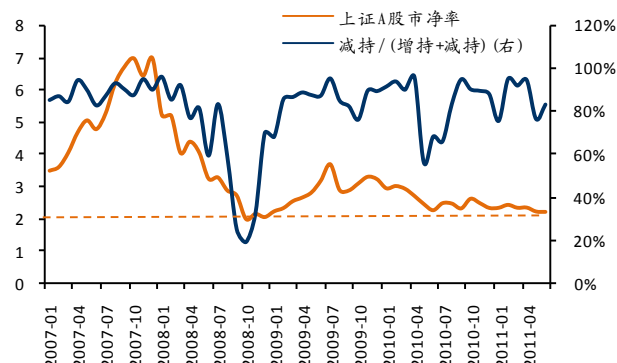
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 44 A 股市净率水平显著走低



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 45 A 股指数估值与股东行为



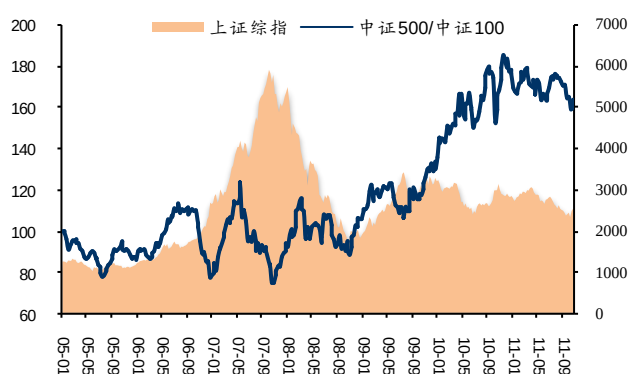
资料来源：WIND、国海证券研究所

3. 估值风格差异继续，成长股估值溢价犹存

当前市场估值风格差异处于历史上限区域。2010年以来的大小盘风格差异仍然持续，在市场对于未来经济结构转型的大趋势形成共识之后，市场对于经济增长转型以及新兴产业试错的意愿仍然非常强烈，因此乐于给予中小市值股票以高估值溢价。

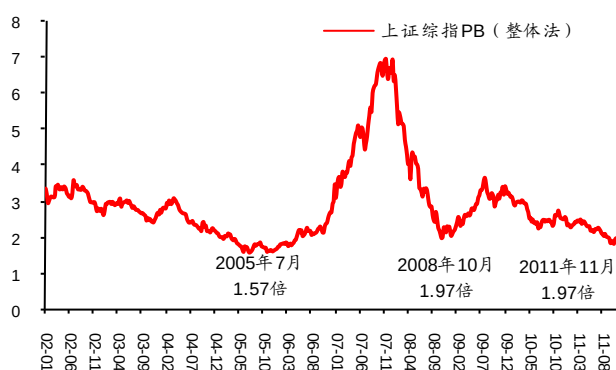
估值溢价还会继续存在。经济增速在上半年会持续放缓，出于对企业盈利增长的担忧，估值差异可能会缩窄。但是经济回归低增长将使得市场对于“调结构”的预期上行，即使收窄但是估值的风格差异还会延续。

图表 46 当前市场风格指数维持高位



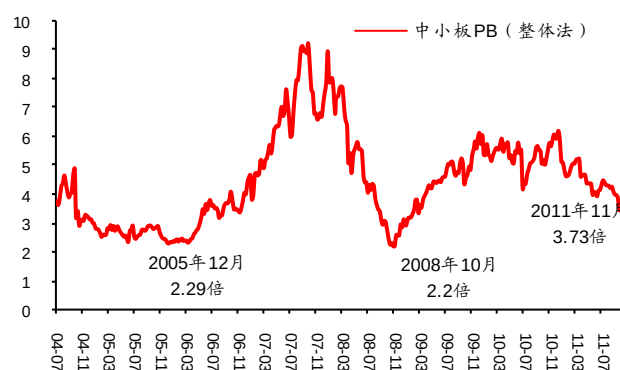
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 47 上证综指估值维持低位



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 48 中小板估值相对较高



资料来源：WIND、国海证券研究所

投资策略与主题：因退而进，前低后高，主题投资为主

2012 年相对较为确切的是经济的趋势下行以及流动性的环比好转。从投资时钟的角度来看，2012 年上半年经济和通胀的趋势下行基本确认，房地产投资出清以及政策宽松的滞后效应将使得经济增速自二季度起趋于稳定。因此，投资时钟所暗示的证券市场趋势性的机会可能开始于二季度。但是总体而言，经济低增长、通胀低水平的格局使得经济结构转型的推进将超过市场预期，以转型为导向的主题投资将成为市场热点。

1. 投资时钟决定市场趋势性机会在二季度附近

无论是朱格拉周期的特征，还是未来宏观经济所运行区间的趋势，证券市场在 2012 年将是触底回升的过剩，整体性投资机会位于二季度。

朱格拉周期暗示新兴行业溢价仍将持续。2012 年的宏观经济形势将更加能够体现朱格拉周期初期的经济特征，重化工业为代表的行业进入衰落期，去产能化与行业集中度提高相伴随；新兴产业的试错阶段持续，随着产能建设的持续而逐步进入成熟期。在此阶段，企业盈利的高位回落成为必然。一方面是传统行业随着基建投资的完成进入下行周期，ROE 水平必将高位回落；另一方面社会资金随之向新兴产业进行转移，新进入的增加将拉低新兴产业的高回报率，但是尽管如此，行业的成长空间仍将维持这些行业的高估值水平。

2012 年的市场特征将暗合朱格拉周期前期的特征：

1) 宏观经济相对低速的平稳增长。随着新周期产业的不断成长与旧周期产业的不断出清，宏观经济能自发地保持平稳增长，但产业结构却越来越显示出新周期的特征。在多数新产业完成婴儿期，旧周期产业基本完成出清后，宏观经济将迎来高增长期。

2) 企业盈利维持较低水平。旧周期产业的盈利水平开始走低，新周期产业却能维持相对较高的企业盈利，但是从整体上，由于旧周期行业的绝对高比例，企业整体的盈利水平将维持低位。

3) 股票市场维持较长期的区域震荡。经济增速放缓，绝大部分企业的盈利从高位下行，市场在盈利上缺乏大幅上行的支撑。

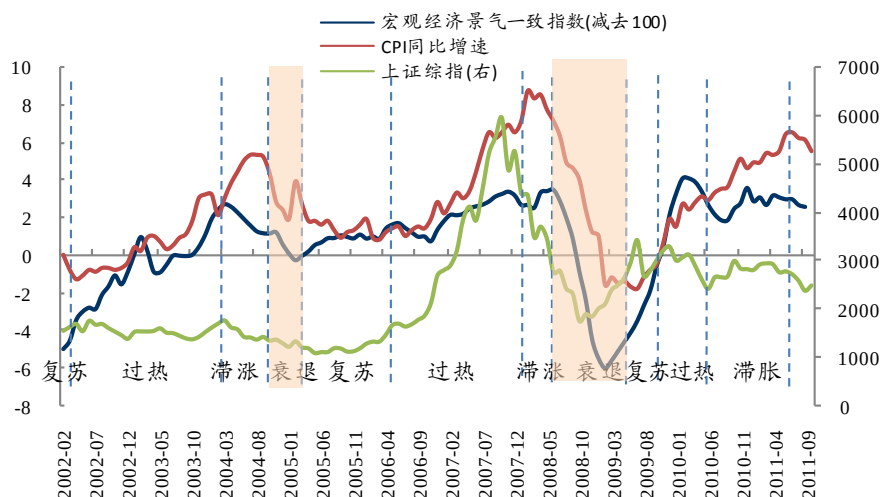
4) 结构性估值差异是常态。对于新兴产业试错的表现将是估值溢价，行业空间所暗含的盈利高增长则是维持估值高水平的重要因素，因此，在试错阶段结束之前，结构性的估值差异难以消除。

投资时钟暗示经济在 2012 年将由“类衰退”向“类复苏”转变。因此大类资产的投资机会将逐步从债券转向股票市场，这种变迁的核心在于判断经济增长从“下行”向“上行”的时间点。

初步判断 2012 年经济低点可能在二季度，股票的最佳投资时间窗口

是二季度。经济自发的回落与政策相机抉择的效应对冲，我们预计房地产投资的快速回落将集中在二季度，新开工将普遍呈现低水平，而房地产销售旺季不旺使得开发商的投资意愿继续下降。政策放松的滞后效应在二季度开始显现，由此形成经济的阶段性底部，市场底部也有望在二季度出现。

图表 49 投资时钟与证券市场



资料来源：WIND、国海证券研究所

2. 主题投资为主

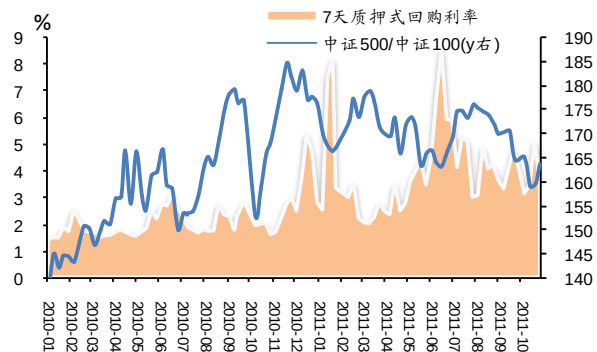
2012 年初，经济放缓、流动性趋好、经济政策组合有利都意味着主题投资将成为 2012 年的主要投资机会。

流动性宽松的格局有利于主题投资。“稳健”货币政策在 2011 年和 2012 年的措施基调有所变化。但是与去年持续从紧不同，保障流动性的相对宽松格局将是政策的主要落脚点，从而有利于中小市值股票估值溢价的扩大。

政策组合对于主题投资有利。积极的财政政策和稳健的货币政策有利于市场企稳，2011 年以来政策紧缩下的单边下行趋势改善。此外，财政支持的增加使得受益产业获得较大的市场溢价，以支持相对较高的估值水平持续。

结构性政策出台利好主题投资。产业“十二五”规划政策密集出台，看好信息技术、节能环保产业等相关投资机会。

图表 50 流动性与市场风格



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 51 2012 年政策组合及影响

政策类型	主要内容	对主要行业的影响	对应新兴产业类型
税收政策	结构性减税、增值税转型	必需消费品、机械设备行业将显著受益	高端装备制造、新消费
货币政策	社会融资总量保持稳定，信贷规模增长	整体市场影响正面	所有产业
财政政策	扩大财政赤字比例、新兴产业引导	整体市场影响正面	高端装备制造、通信技术等
房地产政策	继续严控、引导房价合理调整	前期对投资品影响负面，后期对消费品影响正面	新消费

资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 52 主题投资及相关观点

重点产业	细分行业	主要行业政策	2012 年行业观点	重点公司
节能环保	污水处理	《全国地下水污染防治规划(2011-2020 年)》、《“十二五”环境保护规划》(即将公布)	市政污水处理行业保持高景气。上游原材料(如环境检测仪器、给排水管道、膜材料、水处理剂等)需求增加，中游污水处理工程新建、改建需求旺盛，下游污水处理量增加。工业废水处理行业处于低谷期。下游行业为石化、钢铁、火电、纺织等，这些行业新建产能有限，导致工业废水处理行业景气度下降。	碧水源、维尔利、创业环保
	大气污染治理	《节能环保产业“十二五”发展规划》(即将公布)	氮氧化物的排放标准趋严，脱硝市场将启动，重点关注低氮燃烧技术、SCR 催化剂企业。	龙源技术、九龙电力
新一代信息技术	光通信、智能手机、移动互联网、移动支付、云计算	“宽带中国”战略、“三网融合”战略、《内贸“十二五”规划》、《软件和信息技术服务业“十二五”规划》	宽带接入、电信与广电业务融合、电子商务交易、云计算以及移动互联网进入快速增长时期	烽火通信、日海通信、新海宜、亨通光电、信维通信、长盈精密、神州泰岳、东信和平、恒宝股份、卫士通、国民技术、华胜天成、天喻信息、科大
高端装备制造	航空、航天、轨道交通、海洋工程、智能装备制造	《高端装备制造“十二五”规划》	根据该规划提出的目标，到 2015 年高端装备的销售产值占装备制造业的比例将达 20% 以上，年销售产值达到 6 万亿元。	机器人、智云股份、天奇股份、航空动力、钢研高纳、航天信息、中国卫星、杰瑞股份
新能源	锂电池材料	《节能与新能源汽车产业规划(2011-2020 年)》、《新材料十二五规划》	锂电池材料的需求将实现稳定增长趋势，主要来自于传统的便携式领域，如手机(特别是智能手机)、笔记本电脑、数码相机等；新的增长领域是电动自行车领域替代铅酸电池；潜在领域是储能和电动汽车领域。碳酸锂作为锂电池的上游资源，处于较重的地位。正极材料是磷酸铁锂、三元材料和磷酸铁锂互相竞争，谁将胜出；隔膜技术壁垒较高，先入者的能充分分享市场的增长，新进入者取得技术和市场的突破难度较大；电解质的国产化已经看到希望。	佛山照明、赣锋锂业、天齐锂业、佛塑科技、杉杉股份
	功能薄膜	《新材料十二五规划》	光学膜及其基膜处于起步阶段，面临液晶显示面板产能向国内转移这一难得机遇，率先取得技术突破的企业投资价值显著。电容器用薄膜将呈现高端产品供需情况有所改善，低端产品供过于求的情况，行业内的龙头企业的优势将显现。	东材科技、康得新、南洋科技
新消费	家纺、休闲服装、旅游、游艇、化妆品		消费整体保持平稳增长态势，新消费各子行业将以明显快于国民经济的速度增长，景气度将在未来 3-5 年内保持。	富安娜、搜于特、瑞贝卡、华帝股份、通产丽星、太阳鸟、好想你、百润股份、上海家化

资料来源：WIND、国海证券研究所

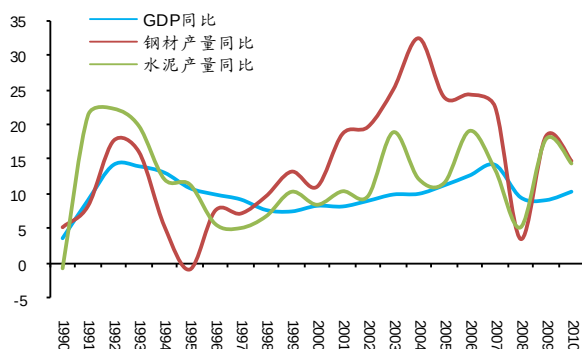
3. 轮动策略为辅

GDP 与大部分周期品产量同方向。历史上来看，除玻璃略有滞后外，钢材、水泥、机械等产量增速基本上与 GDP 增速保持一致。但是经济下行时，原材料以及企业利润的周期性变化幅度远远大于 GDP。

经济下滑趋势使得估值继续承压。宏观经济下滑的趋势将直接传导至房地产相关产业链，考虑到盈利增速下行的趋势还将延续，市场的估值还将进一步承压。

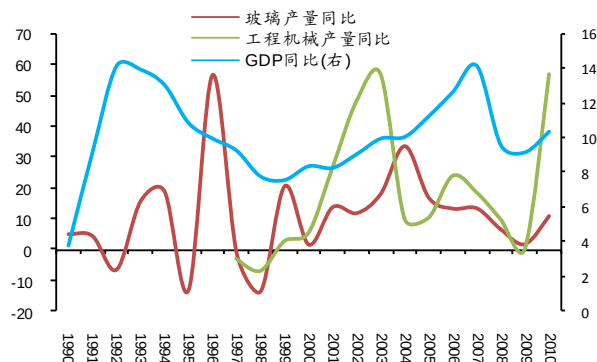
经济增速触底将带来投资品盈利的阶段性回升，轮动策略生效。政策拐点将带来投资拉动的行业轮动，二季度末看好煤炭、有色、钢铁、水泥、工程机械等行业的触底反弹。

图表 53 GDP 同比与钢材、水泥产量同比



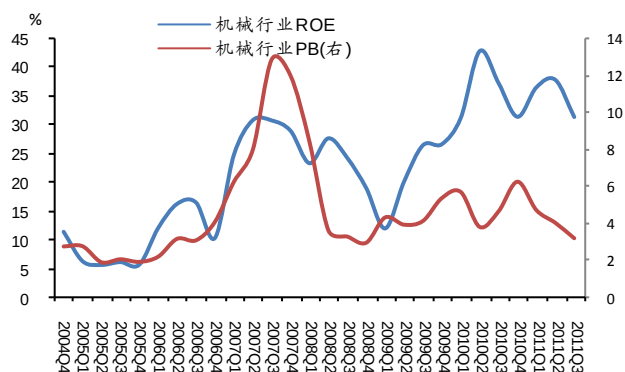
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 54 GDP 同比与玻璃、工程机械产量同比



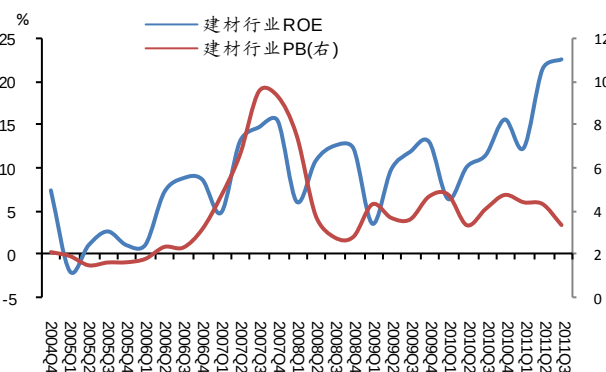
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 55 机械行业 ROE 与 PB



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表 56 建材行业 ROE 与 PB



资料来源：WIND、国海证券研究所

4. 谨慎中积极：上证综指波动区间[2000, 2800]

市场策略：主题投资为主。2012 年相对确定的是经济增速放缓和流动性趋势好转。但是我们积极看待经济增速放缓，资金从高风险资产的回流将更有利于经济转型。经济放缓对于整体经济的压力显现，但流动性好转

和政策支持将给予新兴产业估值溢价，我们看好市场震荡格局下的主题投资机会。

市场风格：轮动策略为辅，先“防御+成长”，后“周期”。当前政策放松将明显受制于通胀下行的趋势。建议关注稳定增长类行业（医药、食品饮料、百货、电力设备、服装等），以及低估值防御类行业（高速公路、电力、金融等）；二季度附近建议关注周期类行业，把握通胀和政策拐点，布局短周期“轮动”（有色、煤炭、房地产、钢铁、化工等）。

市场波动区间：上证综指约为[2000，2800]。按照当前市场的一致预期，上市公司 2011 年盈利同比增速为 20%，调整 2012 年盈利同比增速为 10%。中性预期下，对应市场 9-11 倍动态市盈率的水平，上证综指约为 [2000，2800]。

图表 57 上证综指水平敏感性分析

		2012年盈利同比增速				
		0%	5%	10%	15%	20%
动态市盈率	8	1772	1861	1949	2038	2126
	9	1993	2093	2193	2293	2392
	10	2215	2326	2436	2547	2658
	11	2436	2558	2680	2802	2924
	12	2658	2791	2924	3057	3190

资料来源：WIND、国海证券研究所

重点行业及公司

图表 58 研究所重点股票池

投资主题	股票代码	股票名称	市价	EPS					PE	
			2011-11-29	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E
新一代信息技术	002313	日海通讯	46.00	1.01	1.51	2.14	2.87	45.5	30.5	21.5
	002104	恒宝股份	11.48	0.24	0.30	0.45	0.65	47.8	38.3	25.5
节能环保	300105	龙源技术	57.80	1.43	1.15	1.62	1.96	40.4	50.3	35.7
高端装备制造	600271	航天信息	25.98	0.98	1.09	1.26	1.46	26.5	23.8	20.6
	300035	中科电气	12.94	0.26	0.33	0.61	0.75	49.8	39.2	21.2
生物医药	002317	众生药业	26.20	1.10	0.95	1.22	1.64	23.8	27.6	21.5
新消费	600467	好当家	12.39	0.23	0.35	0.55	0.62	53.9	35.4	22.5
	002503	搜于特	35.06	0.74	0.95	1.56	2.55	47.4	36.9	22.5
新能源	300217	东方电热	38.50	1.15	1.36	1.81	2.27	33.5	28.3	21.3
	000541	佛山照明	11.79	0.27	0.38	0.57	0.79	43.7	30.6	20.8

资料来源：国海证券研究所

1. 新一代信息技术主题

日海通讯（002313）——踌躇满志，尽享光纤时刻

FTTH 建设大潮带来的配线市场繁荣：中国电信和中国联通 FTTH 建设，大规模的 xPON 设备招标，直接刺激了配线端的需求。进入到入户阶段后，ODN（光分配网络）设备的需求将会大幅释放。ODN 设备是光纤接入网络投资的重要环节，一般占 FTTH 总投资的 30%-50% 左右。未来几年，随着 FTTB 的完成，FTTH 建设的展开，ODN 设备的大幅放量是必然性事件。光通信配套市场高度景气，日海通信作为配线市场和 ODN 市场的龙头，将会从中极大受益。

无线网络建设促使 ODF 和光连接器需求旺盛：中国联通未来大规模的 3G 基站建设会进一步促进 ODF 需求，另外室分系统的改造也需要大量的光连接器设备，日海通讯作为这一行业的龙头，其市场占有率还不足 10%，其产品供不应求。未来随着产能的扩大，市场集中度的提升是大概率事件，日海通讯作为专注于这一领域的龙头企业，会再上一个台阶。

预计 2011 年和 2012 年每股 EPS 为 1.51 元和 2.14 元，对应市盈率 31 倍和 22 倍，给予“买入”评级。

恒宝股份（002104）——静待 EMV 市场爆发、手机支付时代来临

EMV 迁移市场爆发前夜。长期而言，磁条银行卡因安全性差未来向 IC 银行卡（EMV 迁移）过渡是必然趋势，银行 IC 卡单价是磁条卡约 15 倍，EMV 迁移使银行卡市场空间大幅提升。随着 2011 年人行发布关于推进金融 IC 卡应用工作的意见，EMV 迁移进入议程，各大银行开始紧锣密鼓进行银行 IC 卡试点，国内使用 IC 银行卡的使用环境（ATM 机易于兼容 IC 卡、POS 机 IC 功能易实现）趋于成熟。EMV 迁移万事俱备，脚步声渐行渐近，估计 2012-2013 年将进入爆发性增长期。恒宝作为国内银行卡龙头厂商，与银行有长期合作品牌基础，银行 IC 卡进入大部分银行试点，中国银行、建设银行 IC 卡招标中占据主要地位，将是未来 EMV 迁移最直接受益者。

手机支付潜力巨大。国内移动用户规模巨大，随着移动互联网和电子交易时代的来临，小额消费支付极为便利的国内手机支付产业有望步日韩成功经验走向成功。国内三大运营商及银联正在积极推动手机支付的发展。公司是中国联通手机支付试点独家供应商，也是中国电信试点主要供应商，是中国移动三家入围厂商之一，在未来手机支付大力发展中占得先机。手机支付将为公司未来提供广阔的蓝海市场。

2012-2013 年有望步入加速增长期，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.30、0.45、0.65 元，动态 PE 分别为 38.23、25.49、17.65 倍。给予“买入”评级。

2. 节能环保主题

龙源技术（300105）——享电场脱销改造巨大市场，开启余热利用潜在空间

享电场脱销改造巨大市场，业绩高速增长确定。《火电厂大气污染物排放标准》将从 2012 年 1 月 1 日开始实施。各大电力集团都将集中规划在 2012 年-2014 年逐步完成电场脱销改造。未来 3 年仅国电集团内部有约 200 台机组需要改造，整个电力系统大约有 2000 台需要改造，市场规模超过 200 亿元，未来三年公司的低氮燃烧器业绩爆发式增长确定。

开启余热利用潜在空间。公司与国电大同发电公司签订实施余热回收集中供热技改工程合同，开启国内首个电场余热利用项目。该项目运行后，其经济效益明显，预计电场有望在 3 年内收回投资。如果通过多个项目的示范效应，国内火电厂余热利用市场能够启动，公司具有先动优势将获得很大部分市场份额。

国家“节能环保”政策的出台以及“脱硝”电价的确定，是公司股价短期刺激因素。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.15 元、1.62 元、1.96 元，对应 PE 为 48 倍、34 倍、28 倍。目前公司估值不低，但业绩增长确定，可选择时点长期投资，给予“增持”评级。

3. 高端装备制造主题

航天信息（600271）——信息安全业务快速增长，营业税改增值税试点为高利润的防伪税控系统带来新增长点

信息安全业务快速增长，已成为公司重要的利润增长点。随着公司多元化经营，以信息安全为核心技术的网络、软件和系统集成从 2005 年-2011 年上半年持续 30-35% 高速发展，公司拥有信息安全核心技术和相关资质证书，该业务具有较高行业壁垒，较难有竞争对手进入，预计未来仍将持续 30% 以上的高增长，毛利由 2006H 的 5.44% 提高到目前的 29.93%，进一步提高的趋势明显，未来有望成为公司第一主营业务。

税控业务持续增长，利润高，营业税改增值税为防伪税控业务提供新的爆发式增长点。公司是国家行政管理机关唯一指定的防伪税控系统研制、生产和销售许可单位，拥有以商用密码为核心的专业化信息安全技术优势，拥有增值税防伪税控系统的产业优势和绝对市场优势，近 10 年自然增速约 10-13%，预计 2011 年增速约 10% 左右，2012 年在上海试点的营业税改增值税预计将给此业务带来约 12-15% 的增量，如果未来 3-5 年营业税改增值税在全国推行，将给公司业绩带来爆发式增长机会，毛利率稳定在 45% 左右。

公司未来存在资产重组或资产注入的大概率事件。公司大股东中国航天科工集团有计划在“十二五”实施改革调整和资源重组整合，其主要任务就包括集团内信息产业资源重组，公司是集团内重要的信息化产业公司，

预料未来资产重组和资产注入为大概率事件，公司产品结构有望拓展至航天军工领域，成为新的利润增长点。

公司未来 3 年有望持续高速增长，经估算，2011-13 年 EPS 预计分别为 1.10、1.38、1.75 元，对应 PE 分别为 22.66、17.94、14.21 倍，公司的股价被低估，维持“买入”评级。

中科电气（300035）——电磁冶金领域大有可为

公司是电磁冶金领域的行业龙头。公司在工业磁力应用领域尤其是钢铁电磁冶金领域具备雄厚的科研实力，在连铸 EMS 市场占有率处于国内第一，尤其在板坯连铸 EMS 市场处于垄断地位。由于 EMS 产品的生命周期较短，因此能够对下游钢铁厂商形成较大的粘性；公司约有 40% 的收入来源于 EMS 产品的备件和维护业务。

新产品业绩具备爆发性增长的能力。公司正在研制的中间罐精炼加热装置有望在明年取得成功并进行市场化推广。该产品处于国内首创，下游需求市场极大，粗略估算市场空间为 56 亿元。

公司是一个攻防兼备的优质标的。未来，公司传统业务将保持稳定增长，新兴中间包加热产品有望实现爆发性增长，是一个攻防兼备型的优良标的。预计 2011 年和 2012 年每股 EPS 为 0.37 元和 0.62 元，以 2011 年 11 月 29 日收盘价 12.94 元计算，对应市盈率 35 倍和 21 倍，给予“增持”评级。

4. 新医药主题

众生药业（002317）——南国奇葩，蕙质兰心

股权简单，架构清晰。公司股本 1.8 亿，董事长张绍日先生持 32.74%，为实际控制人，以副董事长叶惠棠为代表的 135 人持 42.46%，个人持股高达 75%，管理团队利益高度一致化。

复方血栓通胶囊驶入广阔海洋。胶囊是公司原研独家剂型，药材地道，技术壁垒高，涵盖眼科、神内、心血管等科室，心血管用药尚有很大空间，注射剂型热销拉动口服剂型使用，随着医院覆盖度不断提升，复方血栓通胶囊驶入广阔海洋。

脑栓通胶囊打造强力第二梯队。随着医院渠道利用深化，脑栓通胶囊销售开始爆发。08-10 年销量翻番增长，预计 10 年销售收入 4000 万元，11 年收入有望突破 6000 万，未来 2-3 年将成长为过亿品种，形成处方药第二梯队。对比步长脑心通，脑栓通胶囊未来成长空间十分巨大。

11/12 年 EPS 0.95/1.22 元，给予“买入”评级。未来公司的增长动力来自复方血栓通胶囊和脑栓通胶囊，OTC 产品将保持平稳，预计 11/12 年 EPS 0.95/1.22 元，对应 PE 27/21 倍，较同业具有估值优势。公司重视增长的稳定性和确定性，低调务实，经营风险低于同业，是理想的长期投资

标的。鉴于此，我们给予公司“买入”的投资评级。

5. 新消费主题

好当家（600467）：海参海蜇比翼齐飞

海参捕捞进入放量阶段。海参精养池改造已完成 2.6 万亩，剩余的 9867 亩将于今年年底合拢，届时海参精养池的海域面积达到 3.6 万亩。养殖海域将继续增长，公司已又申请了 2 万亩的海域，适合底播海参。另外，苏山岛 20 万亩中的 7-8 万亩海域为污泥底，通过投礁也可适合海参养殖。随精养池的逐步改造完成，公司海参可收获面积上升，预计 2011、2012 年海参捕捞量将达到 1950、3000 吨。

海蜇价量齐升。海蜇一年可以养殖两茬，每茬养殖周期将近 3 个月。公司利用今年合拢的 8000 亩海域中的 3000 亩圈网多养殖了一茬海蜇，预计全年的产量将达到 5100 吨，较去年增长 28%。目前海参混养面积达到 1.6 万亩，随着 9867 亩的合拢，明年海蜇可养殖海域面积将达到 2.6 万亩。

预计公司 2011、2012 年的每股收益分别为 0.34、0.55 元，对应的 PE 分别为 37、22 倍，给予“增持”评级。

搜于特（002503）——推动时尚下乡 专注开发三四线市场

精准的市场定位：专注于三四线青春休闲服装市场的拓展。该市场已具有 2000 亿元的规模并在持续增长，抢先占位并起跑的龙头公司有望享有行业稳健增长和集中度提升的双重红利。公司在业内率先提出了“时尚下乡”的口号，顺应了我国城市化进程深入和城乡人民消费升级的需求，并避开了一二线市场激烈的竞争，取得了快速的成长。

专注于营销和研发，加盟渠道扩张迅速：充分利用了所在地的产业集群优势，专注于研发设计、品牌和渠道建设、营销、采购和订单管理等高附加值的环节，紧抓微笑曲线的两端，研发和广告推广投入力度不断加大。以加盟为主的营销网络扩张迅速，1166 家终端已经初步完成了全国布局，且远景可开店数可观；平效不断提升，有望在开设新店和单店效率提升双重驱动下快速增长。

预计 2011 年和 2012 年每股 EPS 为 0.95 元和 1.56 元，对应市盈率 38 倍和 23 倍，给予“买入”评级。

6. 新能源主题

东方电热（300217）——空调市场提供业绩保障，多晶硅冷氢化市场增长确定，水电加热器构筑想象空间

独享多晶硅冷氢化约 10 亿的市场。多晶硅冷氢化技改势在必行。公司已经获得中能，中硅等行业龙头企业订单，示范效果明显。公司作为冷氢

化电加热器的国内唯一供应商未来 2-3 年将独享约 10 亿的市场。

空调市场提供业绩保障，水电加热器构筑想象空间。在民用电加热器方面，公司绑定格力、美的等大型客户，领跑空调加热器市场。伴随消费升级，公司也在积极拓展其他民用领域，其中水电加热器的技术壁垒相对较高，利润率达到 30%-40%，全球市场规模达数十亿，是公司民用电加热器未来重点拓展的方向，预计明后年水电加热器业务将快速增长。

预计 2011-2013 年完全摊薄 EPS 分别为 1.36 元、1.81 元、2.27 元，对应 PE 为 28 倍、21 倍、17 倍，给予“买入”评级。但鉴于公司流通盘较小，股价波动幅度较大，建议谨慎选择买卖时点。

佛山照明（000541）——传统业务稳定增长，新能源即将进入收获期

磷酸铁锂将成为重要利润来源之一。青海佛照锂电正极材料公司 750 吨/年的磷酸铁锂产能已经投产，公司计划于 2012 年 10 月建成年产 2750 吨磷酸铁锂正极材料生产线，到“十二五”末，公司锂电池正极材料产能达到 1 万吨。按照目前市场磷酸铁锂售价达到 13 万元/吨计算，佛照正极材料公司磷酸铁锂单吨净利润超过 5 万元。考虑到正极材料公司佛山照明控股比例更高，我们认为，未来磷酸铁锂正极材料对佛山照明上市公司利润贡献将更明显。“参股国轩高科+成立佛山合资电池厂”打造电池组产业链。国轩高科 2010 年营业收入超过 1 亿元，净利润达到 0.6-0.7 亿元，按照目前产能释放情况，国轩高科 2011 年预期净利润将达到 1.5 亿元以上，国轩高科与安凯客车的合作非常成功。佛照与国轩高科在佛山成立合资电池厂，各占 50%股权，合资电池厂将成为佛山照明未来重要利润来源。

LED 领域取得重大突破，节能和新能源双轮驱动业绩高速增长。公司既具有节能产品，又大举进入新能源行业，节能和新能源双轮驱动业绩高速增长。

预计公司 2011 年~2013 年 EPS 分别为 0.38 元、0.56 元和 0.78 元，目前股价对应于公司未来三年内 PE 分别为 31、21 和 15 倍左右，给予公司“买入”评级。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。