

流动性改善有延续、股指低位蓄势反弹

——12月投资策略

A股月策略报告

2011年12月1日

主要观点：

- **经济回落已成共识、政策积极因素在积累**
 - 经济回落已经形成共识，市场一致预期认为明年一季度经济将回落至 8.2%左右的低点，物价回落更为明显。欧洲经济仍处于回落过程中，美国经济已出现企稳迹象。
 - 国内政策微调低于预期，但有利因素仍在累积。信贷抑制下的固定资产投资增速放缓，未来将成为经济增长的内生推动因素，而物价的回落以及民间信贷金融风险暴露后，金融稳定政策将延续，并向实体经济层面延伸。尤其是中央经济工作会议以及“十二五”开局之年，调控以经济稳定增长为核心，促转型、扩内需下产业政策不断出现。
 - 欧债危机向核心国蔓延，促成债务解决方案的达成以及国内稳定经济增长的调控思路。
- **四季度业绩增速已下调、估值分化成为价值回归基础**
 - 统计数据表明，分析师隐含第四季度预测业绩增速实现压力较大的行业有：黑色金属、信息设备、房地产、农林牧渔、轻工制造以及生物医药等行业。但相关行业市值占比有限，并不会导致市场整体估值因业绩增速不及预期而出现大幅提升。
- **市场运行逻辑：股指确认低点支撑、反弹伴随政策配合**
 - 10月下旬股指普涨后虽然受到流动性改善低于预期的影响，但下跌中市场分化明显，并以周期性行业下跌为主，此过程已集中反应了投资者对于经济增速回落的悲观情绪。
 - 2307 点时，股指除表现对经济增速回落的担忧外，还反映了流动性的极度紧张、物价高位运行以及民间信贷危机暴露等风险因素。当下经济增速回落已形成共识，而在政策底逐步显现，物价以及流动性拐点的出现均是股指运行的有利环境，股指在 2300 点上方仍具有较强的支撑力度。
 - 年内顺差规模虽有减少但仍有结余，信贷投放规模将维持甚至略有提升，资金供给逐步改善。M1 同比增速处于周期性底部，储蓄相对 M2 占比的增速 10 月出现负增长，表明资金储蓄效应减弱，有助于提升市场流动性并在货币乘数上升阶段得到进一步放大。虽然目前仍处于市场资金供给转折的确认期，但仍在延续流动性改善的中期趋势。
- **市场投资策略：**12 月仍适宜低位逐步介入为主，关注经济工作会议以及经济数据公布前后，市场流动性改善的进一步强化，以及年末资金市场利率波动影响。
- **配置上：**首先以价值投资为基础，重点关注保险、券商、石油化工（采掘服务）；其次，在稳增长以及有保有压的政策导向下，重点以政策扶持以及“十二五”产业规划受益行业为主，如水务环保、固废处理、现代农业（养殖）以及信息服务、现代物流等相关的现代服务业；此外，关注经济体制与资源要素价格改革相关行业，如公用事业、电力设备等行业。

策略组

分析师：杜长春

执业证书号码：S0550511110001

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

TEL：(021)63367000-310

FAX：(021)63373209

Email：ducc@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

目 录

一、经济回落已成共识、政策积极因素在积累	3
1.1 经济回落已有预期、不宜过度悲观	3
1.2 政策微调低于预期，但有利因素在累计	4
1.3 中央经济工作会议召开、“十二五”规划成热点	7
1.4 欧债向德法核心国蔓延、促使国内经济稳定调控为主	10
二、四季度业绩增速已下调、估值分化成为价值回归基础	11
2.1 分析师业绩增速四季度下调空间有限	11
2.2 估值结构性分化严重、存在均衡回归基础	12
三、市场运行逻辑：股指确认低点支撑、反弹伴随政策配合	13
3.1 股指下跌过程反映经济担忧情绪	13
3.2 上证 2300 点上方支撑力度较强、关注政策动向	14
3.3 资金市场利率波动不改流动性改善中期趋势	15
3.4 股指运行风险因素	16
四、市场投资策略	17
图 1、市场对经济走势的一致预期	3
图 2、欧美需求回落下我国出口增速回落	3
图 3、欧元区失业率与物价同时上行	4
图 4、物价回落趋势明确，预计 11 月 CPI 为 4.3%	5
图 5、资金市场利率显著回落	5
图 6、货币政策微调、存款准备金率下调概率大	6
图 7、欧债危机呈现出向德法核心国蔓延之势	11
图 8、上证 180、中小板与创业板估值走势	12
图 9、非金融类行业估值仍属合理	13
图 10、中小板与创业板的估值溢价维持高位	13
图 11、05 年以来各行业历史估值及当前状况	13
图 12、普涨后周期性行业成为下跌主力	13
图 13、资金市场利率受年末效应虽有波动，但幅度有限	15
图 14、M1 增速周期性回落至历史低点	16
图 15、储蓄存款占比增速快速回落	16
表 1、当前市场对重要经济数据的一致预期	4
表 2、金融稳定相关政策	6
表 3、历次中央经济工作会议重点	7
表 4、年内可能出台“十二五”发展规划的行业	8
表 5、分析师业绩预测隐含四季度增速比较	11
表 6、未来信贷投放规模继续恢复	15
表 7、12 月重点个股	17

一、经济回落已成共识、政策积极因素在积累

1.1 经济回落已有预期、不宜过度悲观

对于经济的回落市场已经形成共识，从市场一致预期看，普遍认为经济整体将在明年一季度企稳后逐步回升，市场一致预期认为明年一季度经济将回落至 8.2% 左右的低点。

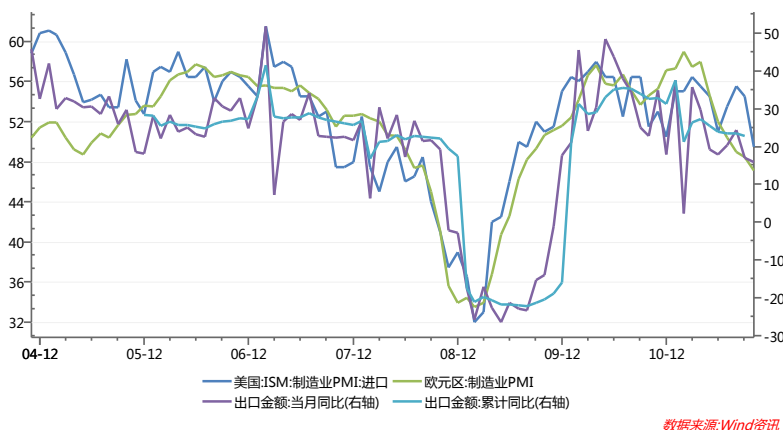
经济回落的重要原因集中在对外贸易以及国内投资需求的下降，尤其是欧洲债务危机影响下欧洲进口需求显著回落，而欧洲是我国第一大贸易伙伴，美国虽然经济存在逐步幅度的迹象，但贸易保护主义作用下，仍会对我国的出口形成一定影响。此外，在全球经济增速放缓的大背景下，全球贸易下行为主，明年我国出口面临较大下行压力。从当前市场一致预期看，对于未来的消费、投资以及贸易均以逐月（逐季）回落为主，工业增加值将下降至 10% 附近，而市场对于物价仍较为乐观，均预期 CPI 逐月回落。

图 1、市场对经济走势的一致预期



数据来源：WIND，东北证券

图 2、欧美需求回落下我国出口增速回落



数据来源：WIND，东北证券

表 1、当前市场对重要经济数据的一致预期

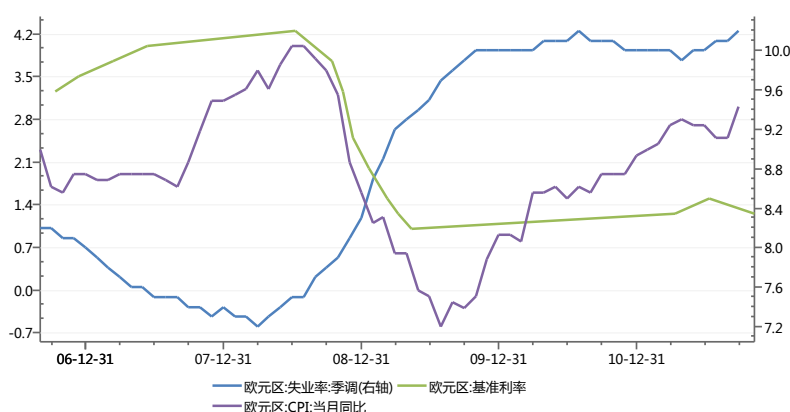
	2012.06F	2012.05F	2012.04F	2012.03F	2012.02F	2012.01F	2011.12F	2011.11F
GDP: 当季(%)	8.2			8.2			8.7	
CPI(%)	3.4	3.4	3.7	3.7	3.5	4.1	4.5	4.5
PPI(%)				1.2	1.3	1.9	3.1	3.6
社会消费品零售(%)				14.7	15.6	16.1	16.5	16.7
工业增加值(%)				10.7	10.8	11.0	11.9	12.5
贸易顺差(亿美元)				-83.5	-35.4	93.0	120.9	169.1
固定资产投资: 累计(%)	20.5			21.2			23.2	24.1

数据来源: WIND, 东北证券

市场对于经济走势的整体预期表现为逐步回落为主, 但在此过程中仍存在一定不确定性或可能超预期因素。首先, 欧美经济走势存在分歧, 欧洲受债务问题影响, 经济走势弱势明显, 但是在信任央行上任后便降低基准利率, 表明当前欧元区国家在失业率以及物价持续攀升时更以刺激经济、保证增长占据主导低位, 表明欧洲央行的货币政策在关注通胀指标的同时更注重对经济的积极作用。近期德国失业率的意外攀升以及制造业的持续萎缩也表明欧元区经济复苏的难度。

相对于欧元区经济的回落风险, 美国出现更多积极信号。美国 10 月 PMI 虽然也出现下滑, 但新订单上升、库存回落明显, 而且就业市场也出现向好迹象, 每周初次申请失业金人数低于 40 万, 持续回落, 11 月消费者信心指数也大幅反弹, 营建许可以及新屋开工等数据均出现回暖迹象。

图 3、欧元区失业率与物价同时上行



数据来源: Wind 资讯

数据来源: WIND, 东北证券

其次, 前期由于受到信贷紧缩影响, 固定资产投资受到明显抑制, 在市场流动性改善之后, 前期受资金影响的投资需求在流动性释放过程中逐步得到满足, 有助于稳定投资对经济贡献度, 尤其是具有长期投资需求的高铁、核电、电网建设等领域。此外, 在经济转型进程中, 对于相关基础设施以及设备投资需求仍有望成为新的领域。

1.2 政策微调低于预期, 但有利因素在累计

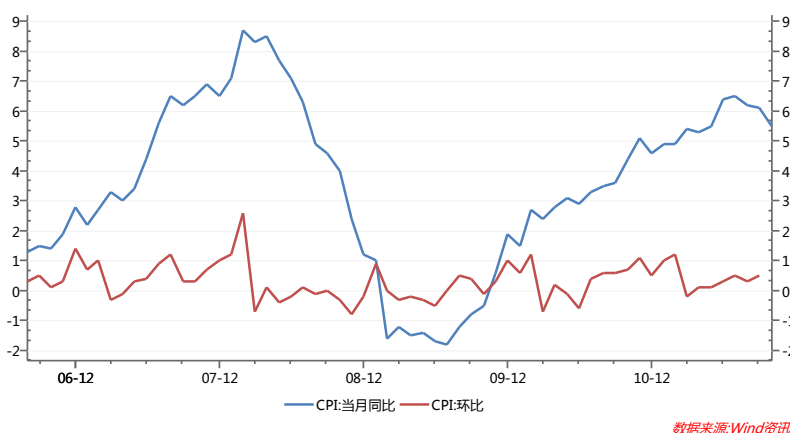
在经济走势相对明确的背景下, 市场更注重政策预调微调所带来的积极作用, 尤其是货币政策层面的

变动。当前货币政策微调的动因：首先，受物价因素影响，导致紧缩性货币政策的持续出现，而资金需求依然旺盛。在资金需求层面，一方面金融危机后期由于投资期限较长，以高铁等基建为主的投资需求量较大；另一方面，在严厉的地产调控政策作用下，房地产市场成交量迅速萎缩，房地产企业资金周转难度加大，成交量未能有效增加，而前期地产新开工工程后续投资需求依然存在时，地产企业依靠信托产品等高利率方式获取资金，导致了国内以间接融资为主的银行信贷市场供给失衡，民间借贷规模迅速膨胀，而中小企业由于自身的规模、资信等不利因素难以通过银行渠道获取信贷，实际上信贷额度已被多方投资需求挤占，导致中小企业转向民间信贷市场，最终导致金融以及实体经济层面信贷成本非理性上升。

其次，信贷成本的上升并不利于经济的发展尤其是对中小企业存在较大制约，信用风险违约后可能导致的被动性失业等社会问题。而在以温州为代表的信贷违约风险暴露后，更需要稳定金融市场措施的有效实施。

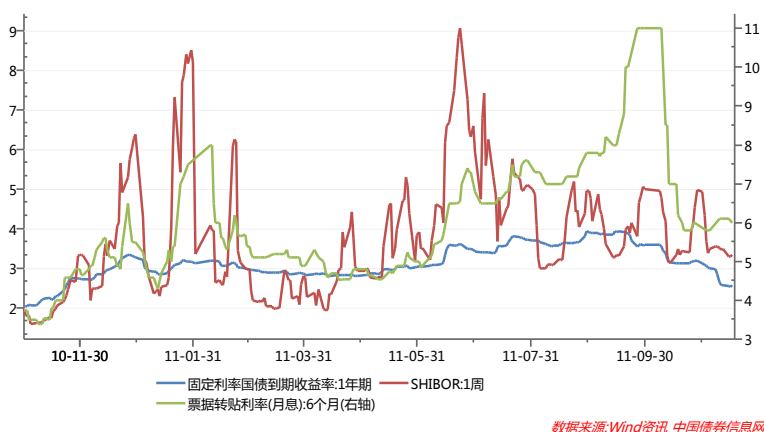
此外，制约货币政策持续收紧的物价因素减弱，CPI 已经自今年 7 月高点连续回落，且市场普遍预期未来 CPI 仍以快速回落为主，预计 11 月份 CPI 将下降至 4.3%。

图 4、物价回落趋势明确，预计 11 月 CPI 为 4.3%



数据来源: WIND, 东北证券

图 5、资金市场利率显著回落



数据来源: WIND, 东北证券

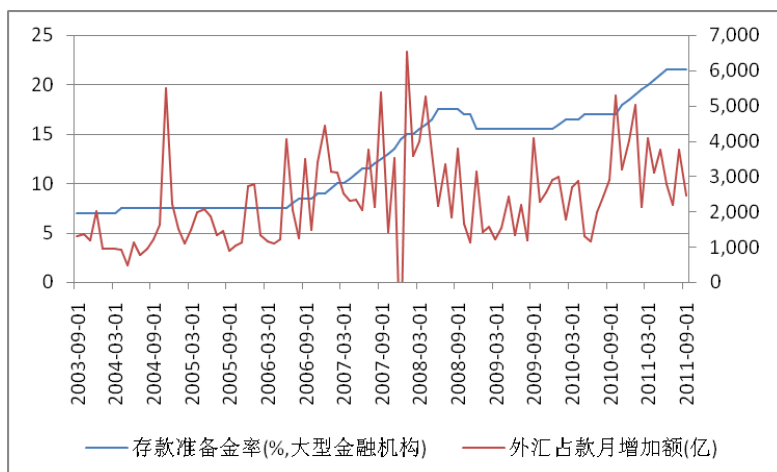
当前金融稳定政策自十月份以来已经连续出台，在国庆期间温家宝总理考察温州等地后，货币政策微调的基调下，相关调控政策连续出现，而在金融市场以及实体经济流动性也已经出现不同程度的好转，一年期央票发行利率已连续出现回落，累积回落 0.097%，在资金市场利率高位回落的背景下，流动性底已经得到确认。

表 2、金融稳定相关政策

时间	部委	目的/现状	措施
2011.10.10	中央汇金投资有限责任公司	为支持国有重点金融机构的稳健经营和发展，稳定国有商业银行股价。	自 10 月 10 日起已在二级市场自主购入工、农、中、建四行股票，并继续进行相关市场操作。
2011.10.13	国务院	当前一些小型微型企业经营困难，融资难和税费负担偏重等问题突出	加大对小型微型企业的信贷支持、支持金融机构加强对小型微型企业的金融服务、扩大中小企业专项资金规模等九项措施
2011.10.20	财政部	地方政府自主发债试点	批准上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点，政府债券期限分为 3 年和 5 年。
2011.11.24	国务院	一些未经批准违法开展证券期货交易活动等问题如发展蔓延下去，极易引发系统性、区域性金融风险，甚至影响社会稳定，必须及早采取措施坚决予以纠正。	国务院下发《关于清理整顿各类交易场所 切实防范金融风险的决定》
2011.11.19	证监会	为促进中国资本市场健康发展，	中国证监会将力推六项监管新举措。
2011.11.28	深交所		推出《关于完善创业板退市制度的方案（征求意见稿）》，向社会公开征求意见

数据来源：WIND, 东北证券

图 6、货币政策微调、存款准备金率下调概率大



数据来源：WIND，东北证券

从货币政策未来走向看，未来货币政策微调仍存在改善空间，尤其是随着外汇占款的回落以及资金外流背景下，存款准备金率下调预期较强。自 2010 年以来以流动性回收以及控制物价为主的存款准备金率上调已经达到政策目的，存款准备金率的调整有效的对冲掉外汇占款导致的货币投放，随着外汇占款的回落，流动性回收压力减弱，通过存款准备金率的下调有望提升货币供给弹性以及货币乘数的回升，进一步改善金融市场以及实体经济层面的流动性。

1.3 中央经济工作会议召开、“十二五”规划成热点

在物价回落趋势确立的背景下，宏观经济层面的关注焦点集中在金融市场的稳定以及促进经济转型。从长期看，未来宏观经济工作的重点，即我国经济发展的长期核心仍然是如何通过多种途径促进经济转型。在促进经济转型的过程中，仍以两大途径为主：一是大力发展战略性新兴产业、推动经济增长方式转变；二是推动内需为主的消费市场。在新兴产业中，目前仍以政策规划尤其是“十二五”发展规划为主线，并争取在重点优势领域取得突破，在此过程中一方面需要扶持政策的真实落地，另一方面需要资金的投入以及市场需求的培育，因此在当前流动性压力缓解过程中仍以定向宽松为主。在消费领域，扩大内需的相关政策仍有望配合执行。因此，当前在经济层面重点仍以经济转型为背景的新兴产业和扩大内需为主。

在今年十二月份召开的中央经济工作会议中，我们认为此次经济会议仍将重点强调促进经济结构转型，巩固宏观调控成果（物价、房地产）为主，保持政策的灵活性、前瞻性。经济发展方向上将以扩大内需、促进战略性新兴产业发展为主。政策导向上仍然坚持稳健货币政策与宽松财政政策的组合，稳健货币政策下信贷规模回归合理水平，更加注重社会融资总量整体增速调控。

表 3、历次中央经济工作会议重点

会议	经济主基调
定调 2010	保持宏观政策的连续性和稳定性：稳经济、调结构、控通胀
定调 2009	保增长、扩内需、调结构、推动又好又快发展
定调 2008	控总量、稳物价、调结构、促平衡；实施从紧货币政策
定调 2007	继续稳健财政政策，国民经济又好又快发展
定调 2006	继续搞好宏观调控
定调 2005	巩固宏观调控成果
定调 2004	保持宏观政策连续性
定调 2003	积极财政和稳健货币政策
定调 2002	扩大内需
定调 2001	加强和改善宏观调控
定调 2000	突出抓好国企改革

数据来源：东北证券

在产业规划上，从已公布“十二五”规划的行业看，受到政策关注较多的行业包括：煤炭开采、电气设备（节能设备、电力设备等）、农用机械、专用设备（高端装备制造）、环保、水务、信息服务等。由于今年是“十二五”开局之年，预计年内将有更多行业的发展规划将出台。

表 4、年内可能出台“十二五”发展规划的行业

二级行业	牵头/发布部委	规划名称	核心内容
农产品加工		生物质能源“十二五”规划	“十二五”期间全国将形成约 300 个生物质电厂的格局；到 2015 年底，生物质发电装机将达 1300 万千瓦，到 2020 年将达到 3000 万千瓦，较 2010 年分别增长 1.36 倍和 4.45 倍；“十二五”期间，生物质成型燃料利用量将达 1000 万吨，生物质乙醇利用量将达 350 万到 400 万吨，生物柴油利用量将达 100 万吨，航空生物燃料利用量将达 10 万吨。
有色金属冶炼	工信部	有色金属“十二五”规划	《规划》中除了总量控制和结构调整外，还对钨、钼、锡、锑、稀土等战略性小金属的发展做了专项规划，并提出要建立完整的国家储备体系。
建筑装饰	水利部	水利“十二五”规划	“十二五”水利改革发展的目标：洪涝灾害和干旱灾害年均经济损失占同期 GDP 的比重分别降低到 0.7% 和 1.1% 以下，新增供水能力 400 亿立方米左右，全面解决农村饮水安全问题，全国万元 GDP 用水量和万元工业增加值用水量分别降低 30%。农业灌溉用水有效利用系数提高到 0.53，重要江河湖库水功能区主要水质达标率提高到 60%，新增水土流失综合治理面积 25 万平方公里等。
煤炭开采 II	国家能源局	煤层气“十二五”规划	到 2015 年，新增煤层气探明地质储量 8500 亿立方米，地面煤层气产量 90 亿至 110 亿立方米，井下抽采煤层气产量 125 亿立方米。井下瓦斯利用量 79 亿立方米，利用率 60%。瓦斯民用 260 万户，发电装机总容量 300 万千瓦以上。规划提出的“十二五”煤层气产量为 215 亿至 235 亿立方米，较“十一五”规划的 100 亿立方米增长一倍多。
	国家能源局	煤炭工业发展“十二五”规划	，“十二五”煤炭工作将明确“大集团、大基地、大矿井、大通道”的“四大”原则，继续推进兼并重组、发展大型企业集团列为重点任务，目标是亿吨级企业由 5 家增至 10 家。另外，加大煤层气利用开发和提高煤矿装备国产化水平也是“十二五”规划重点发展的方向。
	国家发改委	现代煤化工“十二五”规划	“十二五”期间，要通过煤炭液化、煤制天然气等 7 大板块中的重大示范项目建设，基本掌握相关的成套技术，并且具备设计建设能力，能够制造关键装备。
其他采掘 II	国家能源局	页岩气“十二五”发展规划	推进页岩气产业快速发展；制定页岩气产业政策，明确行业准入门槛和标准。
化工新材料 II	中国石油和化学工业联合会	有机硅“十二五”规划	预计规划内容：到 2015 年目标产能 300 万吨，限制新建单套规模 10 万吨/年以下的生产装置，同时加大苯基、乙烯基、烷氧基硅烷等特种单体以及中间体和下游中高端产品发展力度。
石油化工	工信部	石油和化学工业“十二五”发展规划	重点支持石化行业信息化建设与技术改造；核心是实现石化行业“由大变强”。预计“十二五”期间，石化行业年均增长速度保持在 10% 以上，“十二五”末，行业总产值将达 16 万亿元。其中，精细和专用化学品率将提高到 45% 以上，销售收入过千亿元企业将超过 15 家。
金属非金属新材料	工信部	新材料产业“十二五”发展规划	“十二五”期间我国新材料产业预计总产值达到 2 万亿元，年均增长率超过 25%。“十二五”期间，国家将实施新材料重大工程项目，对高强轻型合金材料、高性能钢铁材料、功能膜材料、新型动力电池材料、碳纤维复合材料、稀土功能材料等 6 类新材料进行重点支持
电气设备	国家能源局	电力行业“十二五”规划	积极开发水电、优先发展煤电、安全高效发展核电、积极推进风电峰新能源发电的原则方针不会变动，在此基础上国家还会大力推动特高压和智能电网建设。在电力建设“十二五”规划中，除了对传统能源的装机规模有所规定外，还对充电桩的建设、布局有相关规划。
		可再生能源发展“十二五”规划	太阳能发电装机规模到 2015 年达 1000 万千瓦，到 2020 年达 5000 万千瓦。未来将出台一系列财税扶持政策，政策上将更加重视太阳能屋顶电站的发展。预计未来 5 年内太阳能屋顶电站装机规模将达现有规模十倍。力争到 2015 年，我国锅炉、窑炉平均运行效率分别比 2010 年提高 5 个和 2 个百分点，电机系统运行效率提高 2—3 个百分点，余热余压发电能力达到 3100 万千瓦。
	工信部	“十二五”太阳能光伏产业发展规划	“十二五”期间重点发展非晶与微晶相结合的叠层和多结薄膜电池。鼓励企业研发 5.5 代以上大面积高效率硅薄膜电池，开发柔性硅基薄膜太阳能电池卷对卷连续生产工艺等。
	国家发改委	全国循环经济发展规划	“十二五”期间，国家将按照减量化、再利用、资源化，减量化优先的原则，以提高资源产出效率为目标，推进生产、流通、消费各环节循环经济发展，并从推行循环型生产方式、健全资源循

			循环利用回收体系、推广绿色消费模式和强化政策技术支撑四个方面为循环经济的发展指明了方向。
专用设备	国家能源局	高端装备制造业“十二五”规划	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; 高端装备“十二五”规划主要分为五个部分: 航空装备、卫星制造与应用、轨道交通设备制造、海洋工程装备制造和智能制造装备。(大飞机项目、发展支线飞机、低空开放等机会; 卫星导航已成为继移动通信、互联网之后信息产业的第三个增长极; “十二五”期间将是我国轨道交通装备发展的黄金期; 未来全球探明石油可采储量的增长主要来自于海洋, 十二五”期间加快我国海洋工程装备制造业的发展将是必然)
	中国石油和石化设备工业协会	“十二五”期间海洋工程装备发展规划	海洋工程装备业涉及到的行业包括海洋油气开发、海工平台制造、配套设备制造、油气开采服务以及设备设计总承包类相关上市公司。预期, “十二五”期间海工投资将达 2500 亿-3000 亿元。
通信设备	工信部	云计算“十二五”规划	发改委设立的云计算专项基金今年约投入 8 亿元, 主要用于支持北京、上海等 5 大云计算示范城市的示范项目, 由于支持的范围相对较少, 因而该专项基金的支持力度实际高于物联网专项。
	工信部	物联网“十二五”规划	明确重点应用领域, 包括: 智能电网、交通运输、物流产业、医疗健康、智能家居、环境与安全检测、精细农牧业、工业与自动控制、金融与服务、公共安全、国防军事以及智慧城市。
	工信部	宽带网络基础设施“十二五”规划	“十二五”期间宽带网络基础设施建设将累计投资 16000 亿元, 其中宽带接入网投资 5700 亿元; 规划还制定了包括“加大财税金融支持”在内的五大保障措施。五大工程光纤宽带网络推进工程、无线宽带网络推进工程、数据中心优化工程、下一代互联网推进工程、国际通信网络优化工程。
食品加工制造	工信部	食品业“十二五”规划	具体有六大规划: 第一, 制定行业发展规划。会同发改委开展《食品工业“十二五”发展规划》编制工作; 发布实施《肉类加工业“十二五”发展规划》、《马铃薯加工业“十二五”发展规划》、《粮食加工业发展规划(2011-2020 年)》和《浓缩果蔬汁(浆)加工行业准入条件》, 启动《葡萄酒行业准入条件》制订工作。
纺织制造服装家纺	中国纺织工业协会	纺织工业“十二五”规划	将我国纺织工业定义为“国民经济支柱产业”、“重要的民生产业”以及“国际竞争优势明显的产业”。“十二五”期间, 纺织工业还将成为“战略性新兴产业的重要组成部分”以及“时尚产业的重要推动力量”。
化学制药	工信部	医药工业“十二五”规划	至 2015 年, 中国医药工业总产值有望达到 3.6 万亿-3.7 万亿元人民币的水平; 而从今年开始至 2015 年, 年平均增幅将达 23%~24%。扶持医疗器械产业将是“十二五”规划的重点之一。
生物制品 II	发改委	生物医药发展“十二五”规划	要在“新药创制、产业化、国际化发展、产业结构升级”四个方面开展重大行动。其中包括组织实施重大新药创制, 肝炎艾滋病防治等重大传染病防治科技重大专项, 组织实施自主知识产权化学药、基因工程药物、单克隆抗体药物、疫苗、诊断试剂等品种的产业化专项等。力争到 2015 年, 百强新药企业销售收入占全行业销售总收入的 50%, 到 2020 年, 5 家企业进入世界医药百强。
医疗器械 II	工信部	医药包装“十二五”规划	未来五年我国医药包装业将重点发展新型、环保可降解、使用便捷的药用包装材料和容器。包括 I 级耐水药用玻璃制品、预灌封注射器、多室袋输液包装等自带给药装置的包装形式、适合中药材及饮片质量要求的包装材料、PVC 替代产品和技术、具有温度记忆功能的药用包装材料、药品儿童安全包装和方便老人及残障人使用的包装形式和材料等八种包材。
电力	国家能源局	能源科技“十二五”规划	能源科技“十二五”规划部署的 10 年内有望取得突破的重大前沿科技项目有: 700 度超临界机组、高温高强度材料、高温气冷堆示范工程、快堆示范工程、储能技术等; 在勘探与开采技术、加工与转化技术、发电与输配电技术、新能源技术四大领域, 形成“四位一体”的国家能源科技创新体系; 在发电与输配电技术领域, 2015 年能源科技发展目标为: 突破 700 度超临界机组, 到 2020 年要掌握该技术; 同时, 智能电网、间歇式电源的接入和储能技术达到广泛应用。“十二五”期间, 拟建成智能电网技术 5 个能源应用技术和示范工程重大专项, 规划 7 项重大技术研究、10 项重大示范工程和 13 个技术创新平台。
环保工程及服务 II	国家环境保护部	“十二五”节能环保产业发展规划	将在产业、金融、税收等多方面为节能环保产业发展给予政策支持, 并提出一些方向性目标以指导产业发展。在税收政策方面, 规划在节能环保企业已获“三免三减半”税收优惠基础上, 再比

			照国家需重点扶持的高新技术企业的标准，按 15%征收节能环保企业所得税。
		环境服务业“十二五”发展规划	该规划的核心是拟仿照合同能源管理模式，在环保领域引入合同环境服务概念。合同环境服务具体分为两种形式：一是污染企业通过合同服务，将节省的减排费用与治污企业共享；二是政府采购由环境服务商所提供的环境服务。
		全国土壤环境保护“十二五”规划	五项重点工作：一是对农用土壤和集中式饮用水水源地土壤实行优先保护；二是对土壤重金属、持久性有机污染物等实行源头控制，落实好重金属污染防治等相关规划；三是对受污染土壤的使用进行风险评估与管控；四是开展污染土壤治理修复试点示范；五是夯实土壤环境监管基础。
水务 II	环保部	重点流域水污染防治“十二五”规划	城镇集中式地表水饮用水水源地水质稳定达到环境功能要求，跨界断面、污染严重的城市水体和支流水环境质量明显改善，重点湖泊富营养化程度有所减轻，部分水域水生态逐步恢复，主要水污染物排放总量持续削减，水环境监测、预警与应急能力显著提高
	农业部	全国节水灌溉“十二五”规划	未来 5 年全国将力争推广新增高效节水灌溉面积 1 亿亩，同时中央财政将从前期投资建设和后期运营维护等方面为节水灌溉投资及用户提供全方位补贴。
航空运输 II		空管建设“十二五”规划	“十二五”期间空管配套工程和基础设施建设投资将相当于前两个五年规划的总和，同时将坚持走空管装备国产化道路。
多元金融 II	中国人民银行、银监会、证监会和保监会	金融业发展和改革“十二五”规划	规划中重点是体制改革，通过利率市场化改革、资本项目基本可兑换以及香港离岸中心建设来推动市场化建设；一方面深化大型金融机构综合经营试点改革，另一方面推进民间资本进入金融企业；同时规划还考虑建立国务院直属的新机构管理国有金融产权，加强国有股权管理。
银行 II			
证券 II			
计算机应用	工信部	中国软件服务业的“十二五”规划	“十二五”期间对软件行业的政策扶植将由普惠转向培育大型企业。
通信运营 II	工信部	新一代信息技术产业发展“十二五”规划	重点发展新一代移动通信、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。
网络服务			
	国家发改委	现代服务业“十二五”发展规划	包括《环境服务业“十二五”发展规划》等十八个专项规划，现代服务业包括生产性服务业和生活性服务业，生产性服务业将在税收、融资等方面获得一系列优惠政策。生产性服务行业的重点领域包括了信息服务、研发服务、物流服务和技术支持服务等。

数据来源：东北证券

1.4 欧债向德法核心国蔓延、促使国内经济稳定调控为主

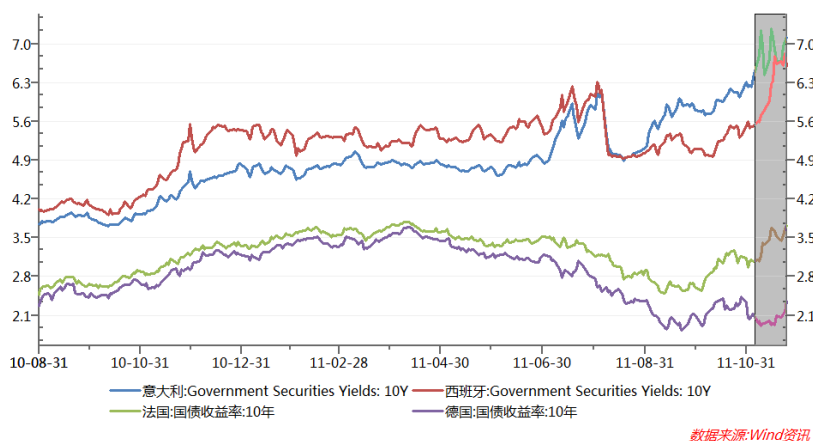
欧洲债务危机在德法等国家推动下虽然已经就达成救助协议，但近期随着意大利等国家债务的临近以及政坛变化，并未导致债务国家国债收益率水平下行，反而近期以意大利等国为首的债务风险敞口扩大、市场避险情绪上升，西班牙、比利时等国的主权信用评级也纷纷遭到下调。尤其是 23 日德国发行的 60 亿欧元国债认购率仅为 60%，穆迪也发出将下调法国主权信用评级的警告，而意大利以及西班牙 10 年期国债收益率已经分别达到 7.13% 与 6.6%，已经步入危险境地，受此影响近期德国、法国长期国债收益率均出现上升，欧债危机呈现出向核心经济体蔓延的趋势。

从德法等国领导人对债务危机的态度看，均强调了维持欧元区的坚定信心。11 月 3 日萨科齐表示“我们不能允许欧元区解体，欧元区的解体意味着欧洲的解体”，“我们需要希腊留在欧元区内”；11 月 23 日法国财长表示“欧元区绝不会因债务题目问题而解体”。但是德国总理默克尔多次表示反对欧元区共同债券。德国总理默克尔发言人表示默克尔将在 12 月 2 日向国会下院发表有关欧债务危机的讲话。此后，欧盟各国领导人将在 12 月 8-9 日召开峰会，并将在会议上讨论有关改动欧盟公约的提议。从长期看，当前欧债危机

仍处于逐步解决的过程中。

欧债危机的蔓延有望形成倒逼机制，一方面促成欧元区国家采取切实有效的解决途径，形成长期解决方案，另一方面，由于欧洲是我国的第一大贸易伙伴，在外围需求受债务危机影响下，有望促成国内相关政策的适度调整，政策调控更多以稳定经济为主。

图 7、欧债危机呈现出向德法核心国蔓延之势



数据来源: WIND, 东北证券

二、四季度业绩增速已下调、估值分化成为价值回归基础

2.1 分析师业绩增速四季度下调空间有限

分析师业绩增速预测在三季度报后已出现一定幅度下调，从分析师在三季报结束后到目前对上市公司业绩预测统计与前三季度已实现净利润比较，在已有的 1641 家上市公司统计结果看，在剔除个别行业中市值较大、业绩稳定的大型公司后，推测实现预测预期时四季度隐含内在增长，并与 2010 年第四季度业绩增速相比，由于 2010 年第四季度 GDP 增速为 9.8% 低于 2009 年第四季度 GDP 的 11.4%，与今年第四季度 GDP 增速回落趋势相同，因此，行业业绩单季度具有一定可比性。从统计数据看，分析师隐含第四季度预测业绩增速实现压力较大的行业有：黑色金属、信息设备、房地产、农林牧渔、轻工制造以及生物医药等行业。但相关行业市值占市场整体市值比重有限（10% 左右），并不会导致市场整体估值因业绩增速不及预期而出现大幅提升。

表 5、分析师业绩预测隐含四季度增速比较

行业	公司数	样本公司占行业市值比重	样本公司占市场市值比重	预测 2011 年净利润	前三季度已实现净利润	实现预测年度净利润时第四季度业绩同比增速	2010 年第四季度业绩增速
采掘	35	27.0%	3.2%	583.93	446.22	31.9%	63.6%
有色金属	56	90.5%	3.6%	407.25	350.86	-31.4%	108.4%
黑色金属	31	84.5%	1.6%	301.19	198.27	39.9%	-7.5%
化工	157	53.4%	3.6%	506.35	353.64	39.8%	99.2%
建筑建材	87	91.9%	3.6%	840.92	625.14	-13.7%	47.5%

电子	85	79.0%	1.5%	141.46	90.83	69.7%	115.6%
机械设备	242	88.1%	6.0%	807.37	585.59	22.6%	35.8%
家用电器	67	94.9%	1.0%	207.98	173.99	-37.5%	41%
交运设备	92	81.4%	3.5%	562.50	430.75	-7.5%	38.3%
信息设备	57	79.9%	1.3%	144.49	68.13	54.3%	-4.6%
房地产	66	70.0%	2.4%	653.37	300.81	47.2%	44.8%
纺织服装	41	80.0%	1.0%	138.05	83.50	14.8%	60.3%
公用事业	61	85.2%	3.3%	307.92	218.31	9.3%	29.7%
交通运输	60	70.3%	2.6%	608.99	507.60	-20.8%	195.4%
金融服务	45	99.8%	27.5%	9665.40	7594.57	9.9%	27%
农林牧渔	52	78.9%	1.2%	123.08	77.22	83.4%	42.5%
轻工制造	49	68.8%	0.8%	88.61	62.96	22.5%	-32.0%
商业贸易	64	87.8%	1.9%	271.98	207.57	5.9%	23.5%
食品饮料	42	95.6%	3.8%	357.60	273.72	24.4%	62%
信息服务	104	80.0%	2.2%	186.37	112.83	7.4%	122.1%
医药生物	130	88.4%	3.6%	368.49	262.77	30.3%	-11.7%
餐饮旅游	18	76.4%	0.4%	30.67	26.73	-26.7%	-11.9%

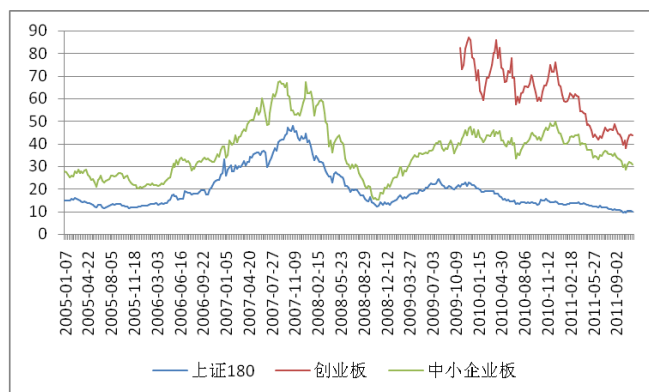
注：涉及行业剔除“中国石油、中国神华、中国石化、大秦铁路、上海汽车、中国联通”等权重股

数据来源：WIND，东北证券

2.2 估值结构性分化严重、存在均衡回归基础

在地产调控以及流动性紧缩压力下，信贷受到一定程度抑制，固定资产投资增速回落，在周期性行业受到业绩以及流动性影响后出现持续下跌，导致市场整体估值下行，尤其是银行金融股估值的持续低位导致以上证 180 为代表的权重股整体估值已经低于 10 倍 PE，且均已经低于历史低点包括 2005 年 998 点以及 08 年的 1664 点时期的估值水平。除金融板块之外，当前 A 股整体估值为 18.57 倍 PE，制造业估值为 22.17 倍，非金融行业估值仍在理性范围内，较为合理。中小板与创业板的高估值仍在延续，与上证 180 相比，估值溢价仍在高位震荡，估值相对吸引力较低。在创业板退市制度的推出，市场弱势格局中，价值投资理念有望恢复，市场估值存在逐步回归均衡的基础。

图 8、上证 180、中小板与创业板估值走势



数据来源：WIND，东北证券

图 9、非金融类行业估值仍属合理



数据来源：WIND，东北证券

在行业层面，各行业当前估值均位于近年来估值中枢下方，其中采掘、建筑建材、家电、房地产、金融服务当前估值已属历史低位，化工、交运设备、交通运输行业接近历史低位，而农林牧渔、电子元器件、餐饮旅游、信息服务行业整体估值虽然位于中枢附近但仍接近于 40 倍 PE，估值水平相对较高。

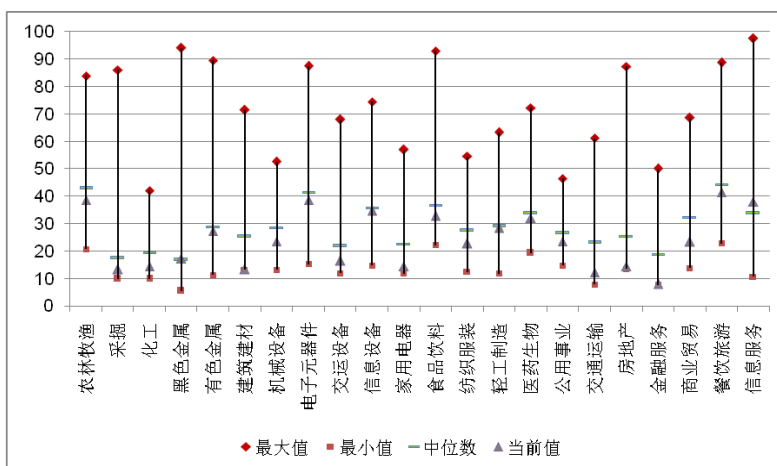
从行业历史估值变化看，波动幅度相对较小且当前位于历史估值中枢下方的行业有化工、家电、公用事业、纺织服装。

图 10、中小板与创业板的估值溢价维持高位



数据来源：WIND, 东北证券

图 11、05 年以来各行业历史估值及当前状况



数据来源：WIND, 东北证券

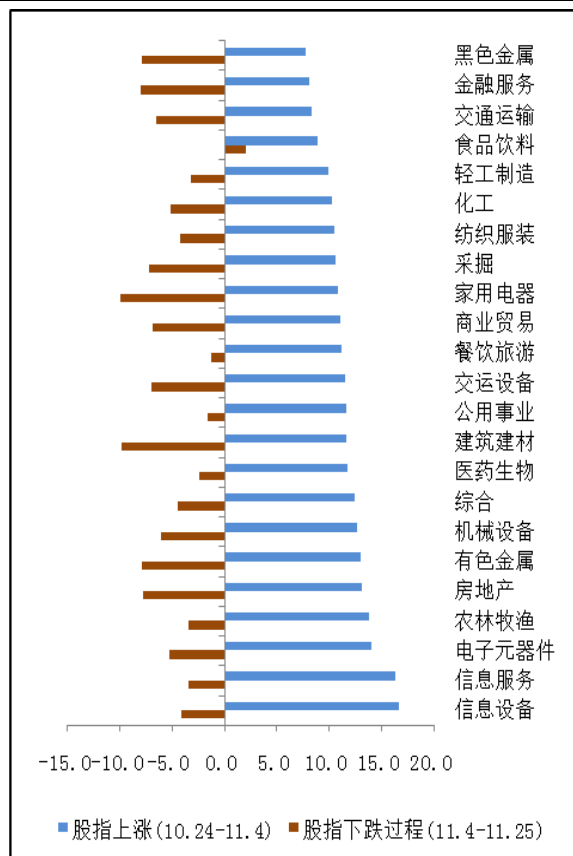
三、市场运行逻辑：股指确认低点支撑、反弹伴随政策配合

3.1 股指下跌过程反映经济回落悲观情绪

股指自 10 月下旬的反弹集中反映了市场流动性改善以及对政策微调的预期，而 11 月份股指反弹后震荡回落一方面反映了市场流动性改善低于预期，另一方面更多反映了对于经济回落的担忧情绪。股指自 10 月 24 日的反弹过程中，市场出现普涨格局，尤其是地产、有色、机械设备、建筑建材等周期性板块也出现较

大涨幅，而在下跌过程中，市场分化较为明显，跌幅较大的多以周期性板块为主，除金融服务外，主要包括了建筑建材、黑色金属、家电、房地产、有色等行业，且下跌过程更以房地产相关产业为主。相对而言，食品饮料出现上涨，餐饮旅游、公用事业、医药生物、农林牧渔等弱周期性行业跌幅明显较小。表明此轮下跌已经集中反映了投资者对于地产调控所导致的经济回落的担忧情绪。

图 12、普涨后周期性行业成为下跌主力



数据来源：WIND，东北证券

3.2 上证 2300 点上方支撑力度较强、关注政策动向

股指在反弹后的下跌过程中主要集中在与经济相关性较高的周期性行业，下跌之后已经回落至前期反弹起点附近，周期性行业的回落已经反映出投资者对于经济增速回落的悲观预期，随着市场成交量快速萎缩以及周期性权重股估值的合理回归，市场做空动能减弱，并不支持相关行业的进一步大幅下跌。

从上证综指形成的 2307 点低点的背景看，当时市场已经预期到经济增速的回落，此外市场还反映了流动性的极度紧张、物价高位运行以及民间信贷危机暴露等风险因素。因此，与彼时市场运行背景相比，对于当下经济增速回落市场已经形成共识，而在政策微调的基调下，“确保经济复苏是压倒一切的任务”支持下，政策底已逐步显现，此外，物价拐点以及流动性拐点的出现均是股指运行的有利环境。

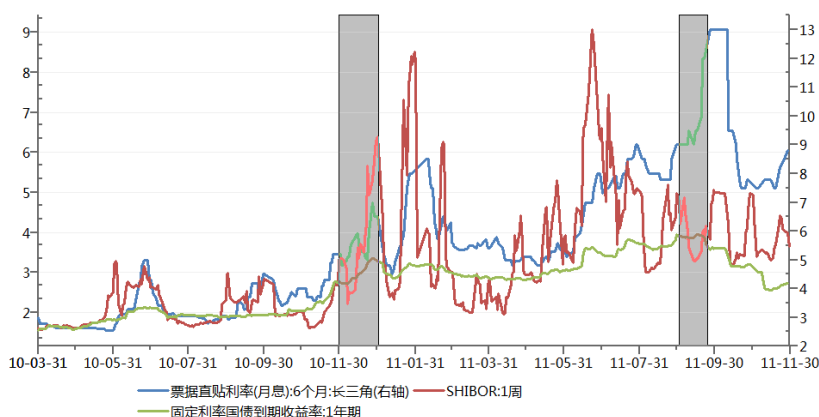
因此，从市场运行环境变迁看，股指在 2300 点上方仍具有较强的支撑力度。股指低位附近虽然具有较强支撑力度，但股指推升因素仍以估值理性回归下政策微调推动为主。尤其是在中央经济工作会议之后，一方面关注产业政策强调重点领域，另一方面，关注在此之后以及 10 月经济数据公布后资金市场（利率）

走向，尤其是在 CPI 大幅下降后，存款准备金率下调预期得以兑现，市场流动性向好有望得以强化。

3.3 资金市场利率波动不改流动性改善中期趋势

虽然货币政策微调以及流动性改善低于市场预期，但资金市场利率尤其是央票到期收益率以及票据贴现利率均出现明显回落，表明金融市场以及实体经济层面流动性已经出现显著改善。由于临近年末，市场资金量需求较大，往往容易造成资金市场供需的短期紧张，与去年 12 月份相比，当时存款准备金率处于上调初期，市场对于货币紧缩调控下资金准备仍不充分，导致资金市场利率快速上升，而目前存款准备金率已经上调至历史高点，且持续较长时间，短期资金市场利率波动虽然受到资金需求影响出现波动，但难以出现相对去年更为紧张的状态，且并不会改变流动性中期向好趋势。年内贸易顺差量虽有减少但仍以顺差为主，而信贷投放总量仍有望维持 10 月规模甚至略有提升，市场资金供给层面呈逐步改善之势。此外，从资金流向看，当前 M1 同比增速处于周期性底部，同比增速回升将确认经济中资金的真实改善，M1 相对 M2 占比也出现回落，流通中的现金以及活期存款在年末需求增强时有望提升，而储蓄相对 M2 占比的增速 10 月份出现负增长，表明资金储蓄效应减弱，这将有助于提升市场流动性并在货币乘数上升阶段得到进一步放大，当前虽然仍处于市场资金供给转折的确认期，但仍在延续流动性改善的中期趋势。

图 13、资金市场利率受年末效应虽有波动，但幅度有限



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

数据来源: WIND, 东北证券

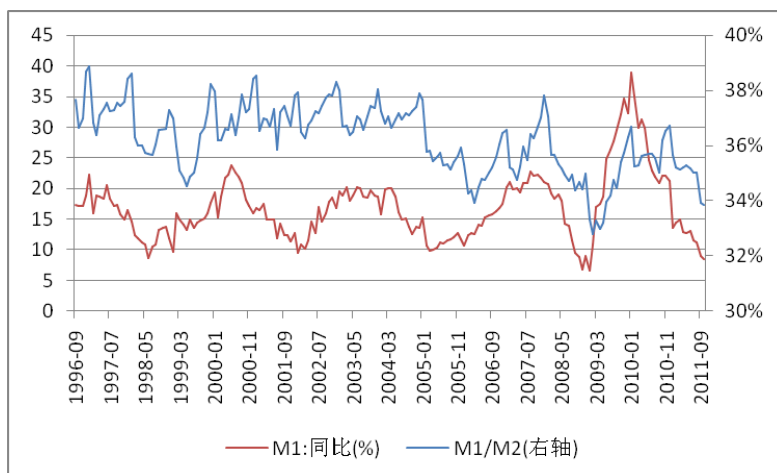
表 6、未来信贷投放规模继续恢复

月份	新增人民币贷款	增幅
2010-09	5,955.00	15.3%
2010-10	5,877.00	132.3%
2010-11	5,640.00	91.3%
2010-12	4,807.00	26.6%
2011-01	10,400.00	-25.2%
2011-02	5,356.00	-23.5%
2011-03	6,794.00	33.0%
2011-04	7,396.00	-4.4%
2011-05	5,516.00	-13.7%

2011-06	6,339.00	5.1%
2011-07	4,926.00	-7.5%
2011-08	5,485.00	0.6%
2011-09	4,700.00	-21.1%
2011-10	5,868.00	-0.2%
预计 2011-11	5863.6	4.0%
预计 2011-12	5997.2	24.8%
预计 2012-1	11750.0	13.0%

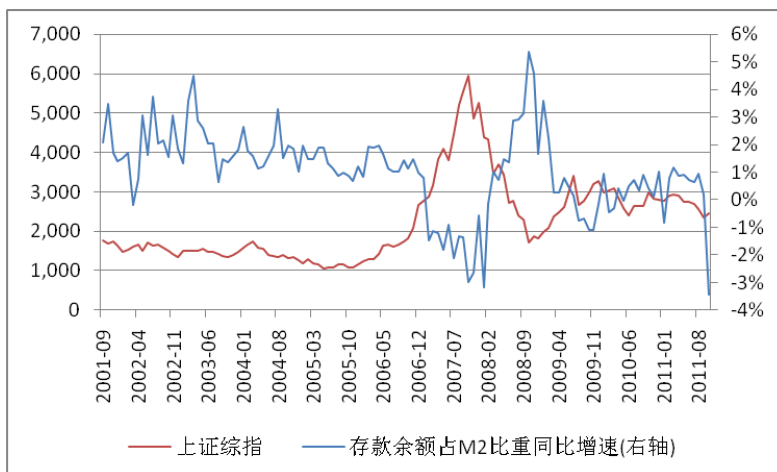
数据来源：WIND，东北证券

图 14、M1 增速周期性回落至历史低点



数据来源：WIND，东北证券

图 15、储蓄存款占比增速快速回落



数据来源：WIND，东北证券

3.4 股指运行风险因素

地产调控导致经济层面悲观预期进一步恶化。近日国务院副总理李克强再次表示“明年继续抑制房价

过快上涨”表明管理层政策对于地产调控的延续性，虽然我们认为地产价格理性回归以及政策主动调控下政策发挥空间较大并不会导致极端情况发生，但是由地产调控导致的经济回落幅度仍是市场普遍担忧的重要因素。

境内资本外流对经济冲击影响的不确定性。10月份外汇占款近4年来的首次负增长，以及外汇储备的下降，导致市场对于经济资本外流的担忧情绪上升。目前看，境外资本大规模外流并不明显，未来趋向仍需观察，但短期并不适宜过分夸大。

欧债危机以及国际政坛的持续恶化。当前欧债危机呈现出向德法等核心国家蔓延迹象，或将促使欧元区尽快采取有效措施，但债务危机的演进及其对全球经济的潜在影响仍是不可忽视的风险因素。

四、市场投资策略

此轮下跌过程以周期性行业为主，反应了对于经济增速回落的悲观预期，在市场流动性向好趋势下，伴随物价的回落以及政策微调等有利因素的共同作用，股指在逐步消化经济以及外围市场等不利因素后，将在2300点上方得到有效支撑。操作策略上12月仍适宜以明年配置作为基础，低位逐步介入为主，而在市场影响因素中，一方面中央工作会议对货币政策的主基调确立后，产业以及金融政策的真是落地及其导向，另一方面，临近年末会计结算需求等因素扰动下，市场或将再次受到资金市场利率波动影响，而存在调整压力。

行业选择与配置上，首先以价值投资为基础，重点以保险、券商、石油化工（采掘服务）类为主；其次，在经济稳定增长以及有保有压的政策导向下，重点以政策扶持以及“十二五”产业规划受益行业为主，如水务环保、固废处理、现代农业（养殖）以及信息服务、现代物流等相关的现代服务业；此外，关注经济体制与资源要素价格改革相关行业，如公用事业、电力设备等行业。

重点个股：中信证券、蓝科高新、中山公用、盛运股份、壹桥苗业、烽火通信、新宁物流、思源电气、鱼跃医疗。

表 7、12 月重点个股

重点个股	总市值（亿）	PB(最新)	PE(TTM)	市销率	ROE(平均/三季报)	毛利率% (三季报)	预测 PE (2012)	一致预期 2012 净利润增速%
中信证券	1227.3	1.6	11.6	4.9	4.90	——	17.6	7.7
蓝科高新	41.1	2.7	28.8	6.0	8.82	40.2	18.9	36.0
中山公用	98.4	1.7	7.7	11.4	20.19	30.1	12.8	——
盛运股份	29.5	3.2	54.4	5.2	5.35	31.4	25.7	37.9
壹桥苗业	49.0	6.6	70.6	26.4	7.95	64.7	33.1	113.4
烽火通信	139.0	3.7	35.1	2.2	8.61	26.8	22.7	26.8
新宁物流	9.7	4.5	3.0	3.5	1.9	37.5	42.4	92.2
思源电气	68.6	2.6	23.5	3.7	3.41	34.4	29.9	30.1
鱼跃医疗	100.9	9.6	46.1	9.1	18.17	35.3	27.8	45.3

数据来源：WIND，东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为：优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为：推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益±5%之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。