

经济乏亮点，机会看结构

——2012 年年度策略报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

穆启国

SAC 执业证书编号: S1000510120006

(021) 5010 6020

muqg@mail.htlhsc.com.cn

姚卫巍

SAC 执业证书编号: S1000511020001

(021) 5010 6033

yaoww@mail.htlhsc.com.cn

冯伟

SAC 执业证书编号: S1000510120039

(0755) 8236 4467

fengweisz@mail.htlhsc.com.cn

刘湘宁

SAC 执业证书编号: S1000510120001

(0755) 8249 2026

liuxn@mail.htlhsc.com.cn

联系人

顾益辉

(0755) 8249 2280

guyh@mail.htlhsc.com.cn

谢志才

(0755) 8249 2295

xiezc@mail.htlhsc.com.cn

王传晓

021-50106415

wangchuanxiao@mail.htlhsc.com.cn

江金凤

0755-82492280

jiangjinfeng@mail.htlhsc.com.cn

市场看法：回落趋势难改，反弹可操作性优于 2011

经济：凯恩斯式拯救无亮点。国内民间借贷或其他金融风险催化实体泡沫消化成为明年中国经济关键词。虽然通胀回落，但商品价格高位，企业成本和资金压力难出现逆转。商品价格下跌是政策放松空间的关键。实体经济泡沫消化，政策空间将再次打开，利于股票和债券；如果货币太早松动，泡沫维持只会让市场高位盘整，回落趋势不可能扭转。

市场：静待外国资金入市。估值虽逼近 1664，但产业资本增持未如当初凸显，反而减持和融资迹象明显，流动性缺少是关键。反观美国公司回购股票达到 4 年来最高，原因在于美国公司持现水平创历史最高记录。从 95-97 年股市行情看，外国资金进入股市条件是股市存在明显投资主线导致持续赚钱效应，经济缺乏持续增长点使得投资主线混乱。

波动：反弹时间预估 2012 年二季度。逻辑：（1）一季度春节前后资金（包括高利贷和实体经济的结算资金紧张）的风险逐步消化；（2）经济回落的趋势显性化，需求倒逼下商品价格有望回落，房地产价格回落，政策空间相对明确。

投资主线：行业轮动效应弱化，核心资产享有溢价

主线：供给约束让位于成本回落与需求稳定。在经济需求回落趋势中，行业轮动往往经历三个阶段：其一：供给约束和价格上升的行业往往较好的超额收益，这个阶段主要是 2011 年表现；其二：需求回落将使得利润率及产能利用率下降，商品回落导致成本下降，部分需求稳定的细分行业超额收益上升；其三：需求逐步提升带动的量价齐升。

行业：医药、科技、汽车、家电。从远期成长驱动力来看，消费和新兴产业是长期超额收益来源；从内需宏观驱动力来看，通胀和流动性企稳利于可选消费超额收益提升。从外需宏观驱动力来看，美国经济领先指标好转，带动科技股超额收益上升；从估值情绪驱动力来看，回避超额收益和持仓较高的行业。

主题观点：战略新兴产业、农业科技化、并购重组

战略新兴产业：节能：电机节能、合同能源、LED 自动装备、检测仪器、驱动电源、关键材料；环保行业：污水处理“膜”、空气污染看脱硫，固废看焚烧；高端装备制造：数控、伺服驱动系统、液压、轴承等核心零部件；生物医药：特色品种医药企业（如特色中药）、资源属性的医院企业（如有血液制品批文的医药企业）、行业整合题材龙头（如药辅材细分行业）；新能源：风电设备维护和关键部件（如轴承、变桨技术、变流器过插画）、光伏辅链和装备；新能源汽车：安全类技术（如防腐蚀、防电磁、制动、软件、设计电路）。**农业科技化：**生物育种、缓控释肥、测土配方施肥、环保低毒无公害农药、农用机械、节水灌溉、农业规模化经营、冷链物流、动物疫苗；**地方国资整合：**上海、重庆、西安、江浙、广东、广西等地国资整合。

目 录

一、经济：凯恩斯式拯救无亮点	7
境外宽松货币难改，需求倒逼商品价格回落	7
地产资金链恶化凸显，经济新驱动力难寻	9
财政支出无超配方向，减税仍需观其行	11
货币政策回归中性，调控与放松难超预期	12
资产配置：微调难改需求回落，股市下行趋势未扭转	13
二、市场：静待外围资金入市	15
PB 估值虽已逼近 08 年，但需待产业资本增持	15
股市外围资金增加，流入 A 股需待赚钱效应	15
市场情绪底部徘徊，缺钱是关键	17
市场趋势：先跌后涨，二季度是关键	21
三、主线：供给约束让位于成本回落与需求稳定	22
远期成长驱动力：消费也波动，主导产业才是长期超额收益来源	23
内需宏观驱动力：可选消费和必须消费	24
外需宏观驱动力：美国经济领先指标好转主线：科技股	26
估值情绪驱动力：部分稳定消费超额收益和持仓太高	30
行业推荐：医药、科技、汽车、家电	33
四、主题：农业科技化、并购重组、新产业结构机会	33
2011 年主题板块市场表现	33
农业科技化：全球人口突破 70 亿	35
并购重组：地方国资整合	37
新兴产业：结构性机会，注意解禁压力	40
风险提示	45

图表目录

图 1:	2011 年全球主要资产的收益率对比.....	7
图 2:	2011 年中国股市的行业及风格指数的收益率.....	7
图 3:	美国核心通胀与商品相关性近年来逐步降低.....	8
图 4:	美国失业率高于 7%，工资驱动通胀降低.....	8
图 5:	美国较低核心通胀决定了利率维持低位.....	8
图 6:	人民币升值预期降低利于美国债收益率降低.....	8
图 7:	欧洲经济领先指标和 PMI.....	8
图 8:	欧洲主权债务危机.....	8
图 9:	本轮油价高位并非需求驱动.....	9
图 10:	本轮油价高位更多是货币驱动.....	9
图 11:	钢铁行业价格与毛利率背离.....	9
图 12:	煤炭行业价格与毛利率背离.....	9
图 13:	房地产投资增速滞后于资金来源.....	10
图 14:	自筹资金和其他资金来源同比向下.....	10
图 15:	日本转型期地产新开工下行.....	10
图 16:	美国转型期地产销量下行.....	10
图 17:	中国城镇化降速.....	10
图 18:	中国人口趋势（2013 年是劳动力人口拐点）.....	10
图 19:	韩国建筑业占 GDP 比重.....	11
图 20:	中国建筑业占 GDP 比重.....	11
图 21:	基础建设的权重.....	11
图 22:	对经济有较大作用的基建增速出现回落.....	11
图 23:	土地出让金占地方财政收入比例.....	12
图 24:	地方财政支出与中央支出比.....	12
图 25:	Baidu 网对反垄断的关注度.....	12
图 26:	Baidu 网对的减税关注度.....	12
图 27:	经济滞后指标预示政策更紧较难.....	12
图 28:	外汇流入与准备金率.....	12
图 29:	08 年来出现 2 次比较明显的资本外流.....	13
图 30:	资本外流与股市及债券收益率同步下跌.....	13
图 31:	原油价格及同比（假设 2012 年原油价格 90 美元）.....	14
图 32:	国内 PPI 和原油价格走势一致.....	14
图 33:	通胀回落利于债券收益率下行.....	14
图 34:	毛利率已经逼近历史低点.....	14
图 35:	商品远月与近月价差.....	14
图 36:	原油比金属强势.....	14
图 37:	全部 A 股市场 PB.....	15
图 38:	上证 A 股市场产业资本增持与 PB.....	15
图 39:	创业板产业资本增持与 PB.....	15
图 40:	美国公司现金流与资本支出比例.....	15
图 41:	95 年至 98 年期货市场资金显著下滑.....	16

图 42:	95 年至 97 年迎来量价上行	16
图 43:	94 年至 1997 年是家电行业销售迅猛增长期	16
图 44:	95.3.28-97.5.12 家电收益率高居第二	16
图 45:	新股首日发行市盈率与上证综指	17
图 46:	一二级市场 PE 差与上证综指	17
图 47:	新股冻结资金情况领先于股指	17
图 48:	新股冻结资金与 M2	17
图 49:	美国市场领先行业的涨跌领先于股指	17
图 50:	中国市场领先行业的涨跌领先于股指	17
图 51:	涨跌停个数之差下降	18
图 52:	超买超卖指标领先于股指	18
图 53:	企业债与国债的利差下降	18
图 54:	上证指数与国债收益率	18
图 55:	中国 CDS 处于高位	19
图 56:	中资银行及地产 H 股走势均下降	19
图 57:	中资银行 H 股卖空占比上升	19
图 58:	中资地产 H 股卖空占比大幅上升	19
图 59:	2005 年市场底	20
图 60:	2008 年市场底	20
图 61:	近期的市场	21
图 62:	中国表现最好与最差行业的超额收益收窄	22
图 63:	美国表现最好与最差行业的超额收益放大	22
图 64:	2011 年投资主线在于供给约束	23
图 65:	需求分析框架	23
图 66:	转型期间跑赢大盘的行业	23
图 67:	转型期间跑输大盘的行业	23
图 68:	日本房地产行业累计超额收益	24
图 69:	日本建筑行业累计超额收益	24
图 70:	日本农业累计超额收益	24
图 71:	日本交运设备行业累计超额收益	24
图 72:	日本服务行业累计超额收益	24
图 73:	日本电子通讯行业累计超额收益	24
图 74:	行业配置的宏观驱动力	25
图 75:	乘用车销量与 M1 正相关	25
图 76:	乘用车销量与通胀负相关	25
图 77:	必须消费超额收益和债券信用价差正相关	26
图 78:	必须消费超额收益和国债收益率	26
图 79:	工业超额收益与 PPI	26
图 80:	工业超额收益与经济领先指标	26
图 81:	美国 ISM 新订单回升和库存指数回落	26
图 82:	美国 ISM 订单存货比领先于半导体订单出货比	26
图 83:	科技股超额收益领先于订单出货比	27
图 84:	科技股超额收益领先于科技支出	27

图 85: 科技股超额收益领先于科技行业出货量	27
图 86: 中国与美国科技股超额收益	27
图 87: 科技股投资时钟	28
图 88: 美国科技股细分行业超额收益（相对信息技术）	28
图 89: 中、美科技股子行业超额收益的相关性	28
图 90: 中、美通信设备指数超额收益	28
图 91: 机电产品和美国领先指标密切相关	30
图 92: 机械船舶及运输设备和美国领先指标密切相关	30
图 93: 塑料橡胶等化学制品和美国领先指标密切相关	30
图 94: 鞋帽等纺织品和美国领先指标密切相关	30
图 95: 基金对食品饮料的相对和绝对配置	31
图 96: 基金对生物医药的相对和绝对配置	31
图 97: 基金对电子的相对和绝对配置	31
图 98: 基金对信息技术的相对和绝对配置	31
图 99: 机械设备与电子总市值占比变化	32
图 100: 化工与建筑建材总市值占比变化	32
图 101: 交运设备与信息设备总市值占比变化	32
图 102: 家用电器与食品饮料总市值占比变化	32
图 103: 信息服务与餐饮旅游总市值占比变化	32
图 104: 医药与公用事业总市值占比变化	32
图 105: 2011 年（1.1-11.18）具有超额收益的主题板块	33
图 106: 主要主题大类区间涨跌幅（2011.1.1-2011.11.18）	34
图 107: 各区域主题相对上证 A 股的超额收益	34
图 108: 新兴产业主要板块相对上证 A 股的超额收益	34
图 109: 主要主题板块估值	35
图 110: 农林牧渔板块一季度超额收益	36
图 111: 水利板块相对上证 A 股走势（2010.12.1-2011.3.31）	36
图 112: 并购重组指数走势图（截至 2011.11.14）	40
图 113: 2011 年 11 月至 2012 年年底月均解禁 117 亿	43
图 114: 静态测算创业板解禁压力较前期增加	43
图 115: 此前主要以机构解禁与其他首发股东解禁为主	43
图 116: 创业板大股东解禁在 2012 年首次出现	43
图 117: 解禁日前后累计收益及累计超额收益持续下降	44

表格 1: 国内期货市场暂停	16
表格 2: 依据 2005 年 998 和 2008 年 1664 水平, 对 2012 年的估值进行测算	21
表格 3: 依据 2010 年 10 月水平, 对 2012 年的估值进行测算.....	22
表格 4: 投资主线方向汇总	33
表格 5: 出口形势对重点影响行业的影响汇总	28
表格 6: 近十年的行业超额收益情况.....	30
表格 7: 历年“中央一号文件”出台的时间及主题.....	36
表格 8: 农业科技发展投资主线.....	37
表格 9: 重点行业整合目标	37
表格 10: 管理层涉及并购重组的重点政策意见	39
表格 11: 地方国资整合建议重点关注上市公司	40
表格 12: 新兴产业投资结构	41
表格 13: 七大战略性新兴产业重点标的	41
表格 14: 静态测算创业板解禁行业分布 (2010 年 2 月至 2012 年 12 月)	43

回顾 2011 年，发达国家遭遇主债务危机，经济下滑和宽松货币使黄金成为表现最好的资产。新兴经济体持续收缩货币，股市跌幅远超发达国家，与新兴挂钩较多商品（如农产品和金属）表现弱于发达国家挂钩较多的原油。无论是美国还是中国，无论释放流动性还是收缩流动性，经济下滑预期使得必须消费超额收益最高。

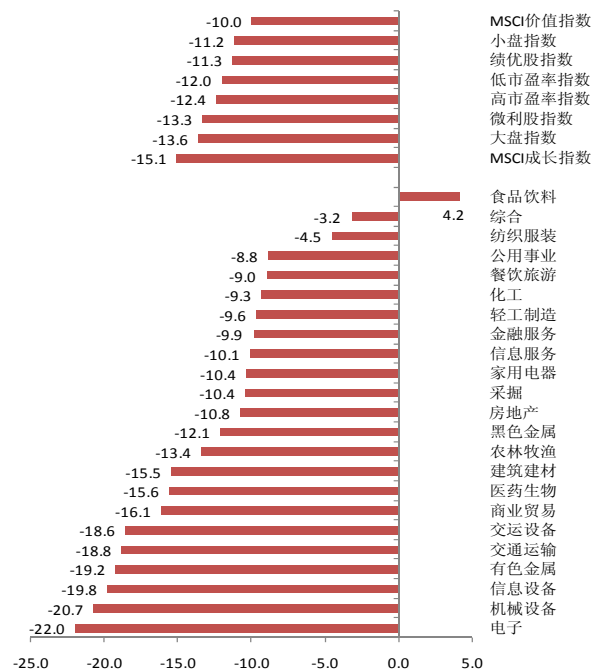
展望 2012 年，A 股市场周期股权重较高，周期股走势也决定了市场走势。周期股最佳投资时间往往是“较低股票价格”和“较高的市盈率”，即股票和实体经济泡沫消化后。从这个角度看，虽然 A 股市场经过两年半调整，但仍需等待实体泡沫消化。货币政策微调面临制肘因素，估值体系的提升较难。经济主线并不明确，长期成长与短期增长存在逻辑上的冲突，持续赚钱效应难以显现，股市回落趋势没有改变。不过由于反弹操作性和空间优于 2011 年。2012 年二季度中为捕捉反弹的预估时点。经济下滑使得周期行业超额收益难超预期，持仓集中和较高超额收益使得稳定消费超额收益回落，行业轮动作用减低，优质资产公司将获得溢价。

图 1： 2011 年全球主要资产的收益率对比



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 2： 2011 年中国股市的行业及风格指数的收益率



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

一、经济：凯恩斯式拯救无亮点

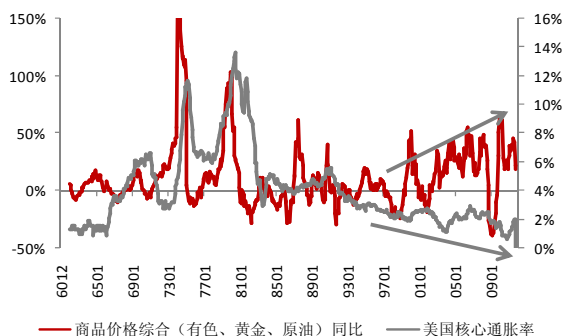
境外宽松货币难改，需求倒逼商品价格回落

2012 年的逻辑起点没有发生根本性变化，判断上半年仍将维持目前趋势。发达国家主权债务危机持续甚至恶化，全球宽松货币格局没有改变。

从流动性角度来看，流动性松紧取决于核心通胀，失业率较高使得工资驱动通胀回落，核心通胀水平较低，低利率格局上半年依然难改。此外人民币升值预期回落也利于美国国债收益率保持低位。历史数据来看，只有失业率下滑到 7% 以下，其核心通胀率才有可能明显上升。欧洲经济向下趋势非常明显，并且欧元区危机也开始蔓延至核心

国家，流动性宽松格局难改。

图 3： 美国核心通胀与商品相关性近年来逐步降低



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 4： 美国失业率高于 7%，工资驱动通胀降低



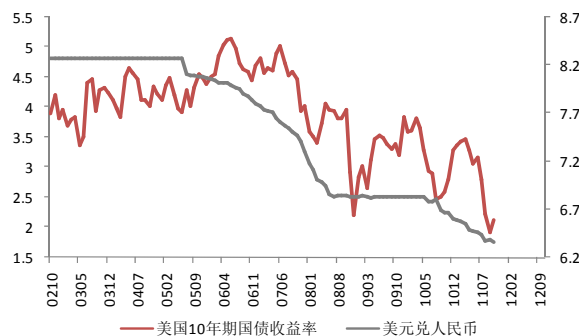
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 5： 美国较低核心通胀决定了利率维持低位



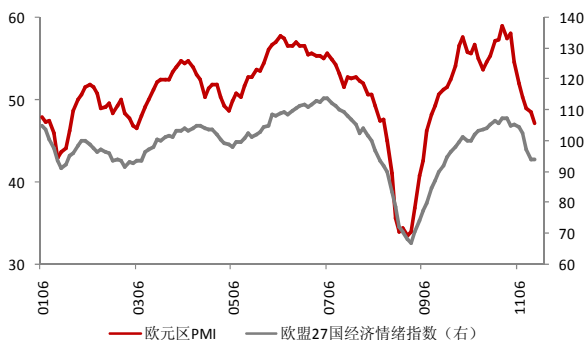
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 6： 人民币升值预期降低利于美国债收益率降低



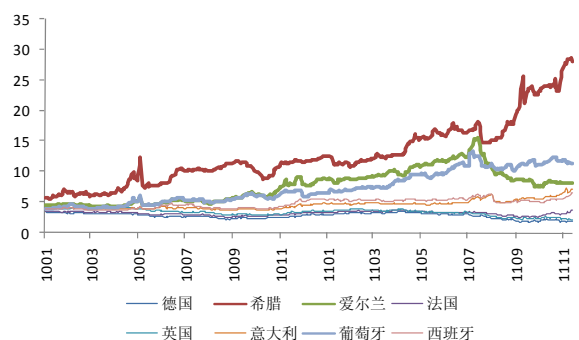
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 7： 欧洲经济领先指标和 PMI



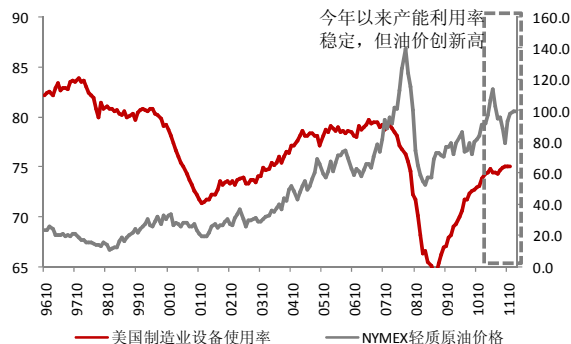
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 8： 欧洲主权债务危机



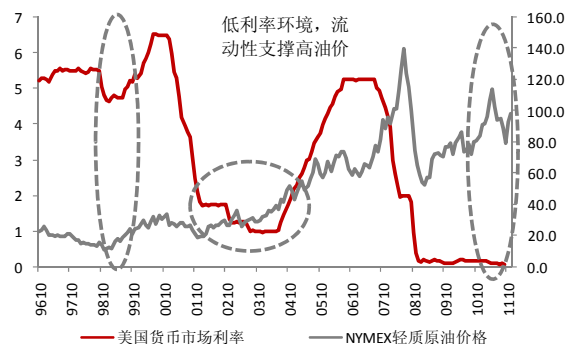
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 9： 本轮油价高位并非需求驱动



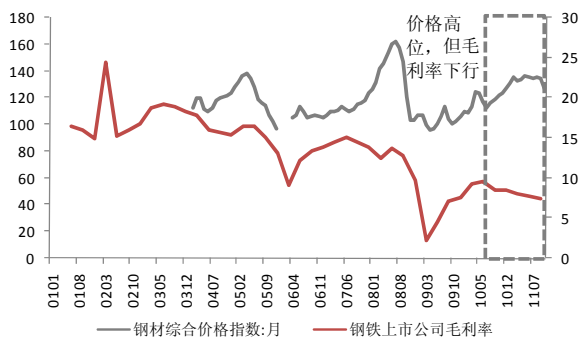
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 10： 本轮油价高位更多是货币驱动



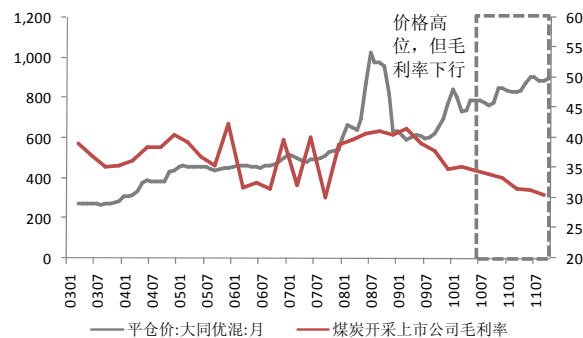
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 11： 钢铁行业价格与毛利率背离



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 12： 煤炭行业价格与毛利率背离



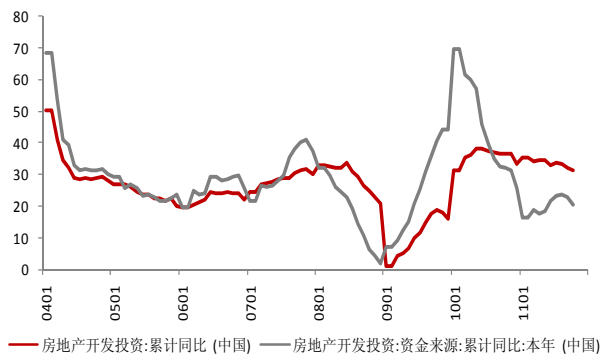
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

地产资金链恶化凸显，经济新驱动力难寻

中国经济不仅面临大宗商品导致的成本压力，中期“去房地产化”和短期资金链紧张将加速房地产投资的回落。长期看，房地产行业成长性逼近中期拐点，一线城市销售面积持续下滑，人口拐点使地产需求也将下滑，建筑业占GDP比例已经处于历史高位，接近其他国家的极值，信贷的稀缺性也使得依赖于杠杆的房地产需求下滑。

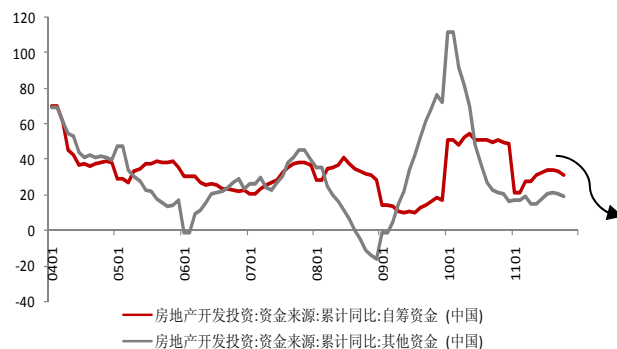
目前数据显示：房地产销量下滑，将带动新开工增速下降，进而在建面积增速回落，库存和资金压力将催化地产投资明年上半年快速下滑风险加大。10月在建面积增速大幅下滑，从9月12%下滑至-2.7%；资金来源增速从9月17%下滑至1%。自筹资金和其他资金出现较为明显下滑。考虑到年底前是开发工程款结算时点，开发商资金链将明显加大。

图 13: 房地产投资增速滞后于资金来源



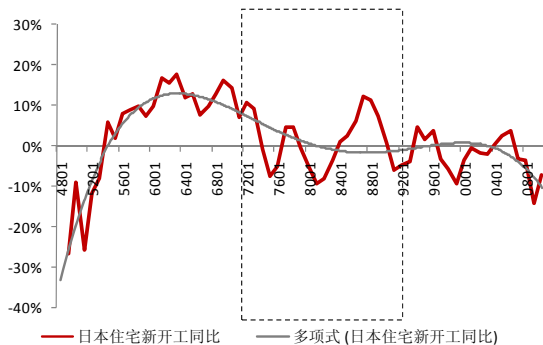
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 14: 自筹资金和其他资金来源同比向下



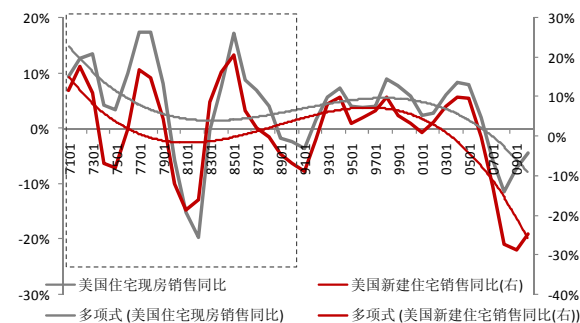
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 15: 日本转型期地产新开工下行



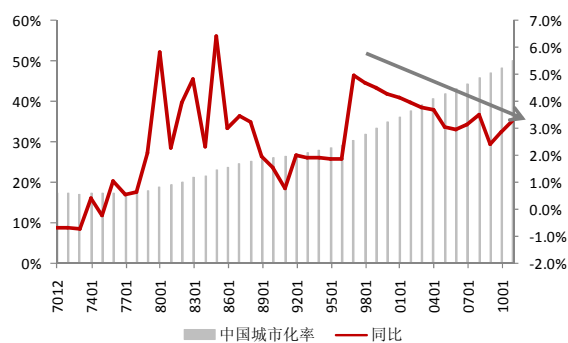
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 16: 美国转型期地产销量下行



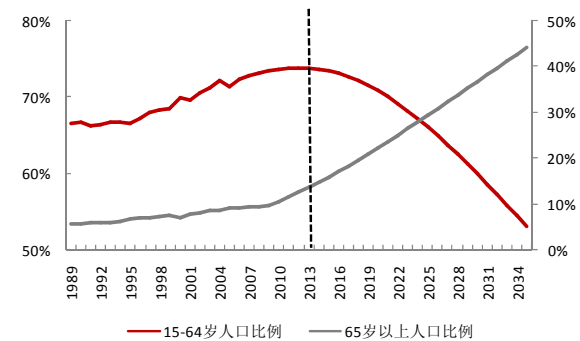
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 17: 中国城镇化降速



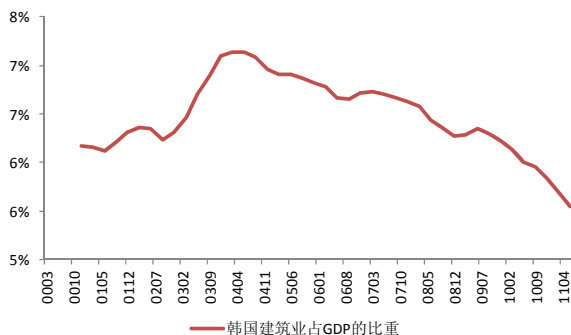
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 18: 中国人口趋势（2013年是劳动力人口拐点）



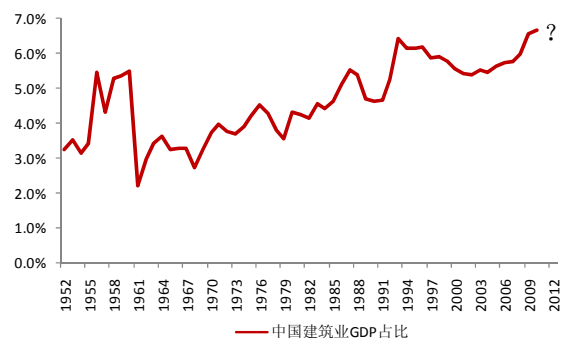
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 19： 韩国建筑业占 GDP 比重



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 20： 中国建筑业占 GDP 比重

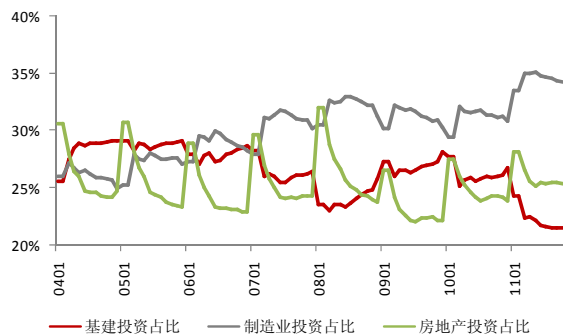


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

财政支出无超配方向，减税仍需观其行

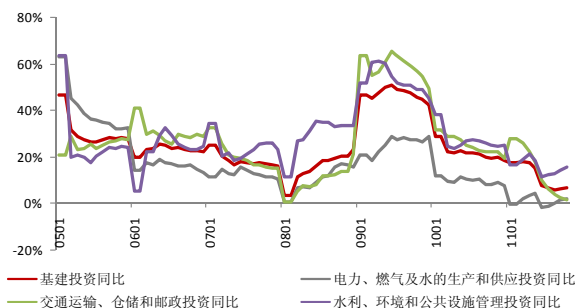
从基建投资来看，2011 年重点支出方向如铁路和高速公路建设、保障房投资、水利建设等，将受到一些因素制约。铁路建设进度受制于铁路事故，保障房投资受制于资金也将逐步下滑，水利建设资金依赖于土地出让金，随着土地出让金的下滑，水利建设资金难以超预期。除了实际数据观测之外，中国投资率创新高和其他国家的历史新高，资源约束、人力约束等问题使投资驱动模式基本到顶，社会上对反垄断和减税呼声也越来越高。

图 21： 基础建设的权重



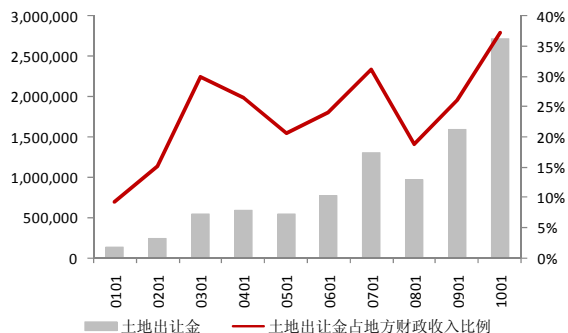
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 22： 对经济有较大作用的基建增速出现回落



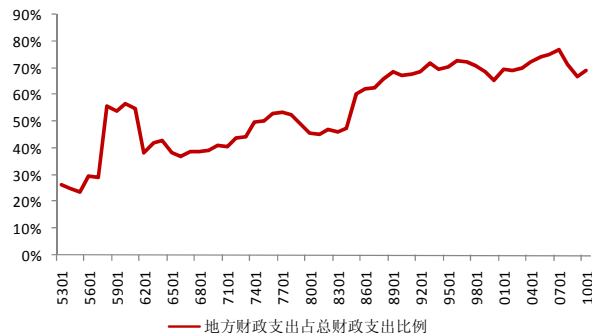
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 23: 土地出让金占地方财政收入比例



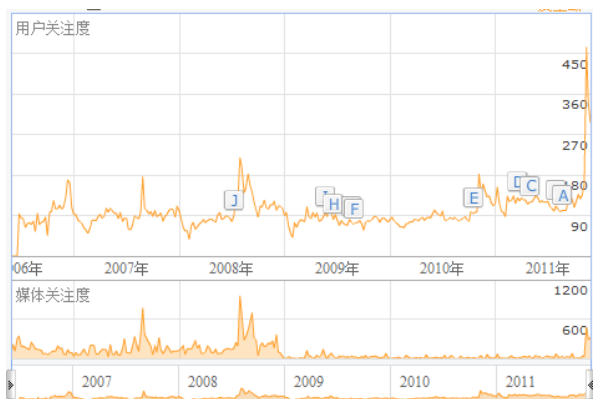
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 24: 地方财政支出与中央支出比



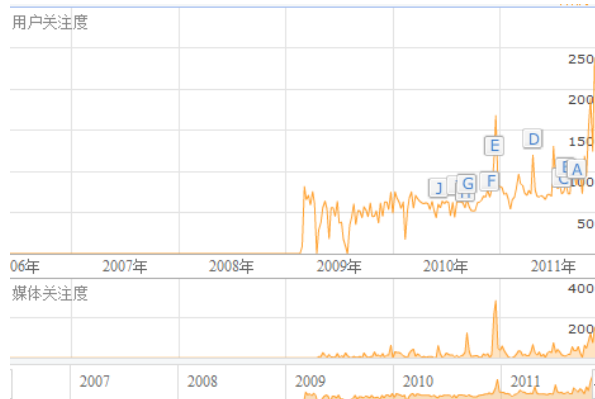
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 25: Baidu 网对反垄断的关注度



资料来源: 百度, 华泰联合证券研究所

图 26: Baidu 网对减税关注度

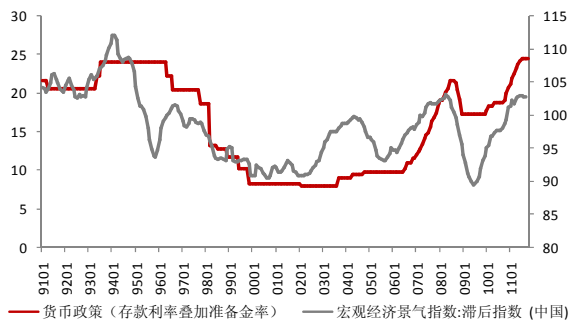


资料来源: 百度, 华泰联合证券研究所

货币政策回归中性，调控与放松难超预期

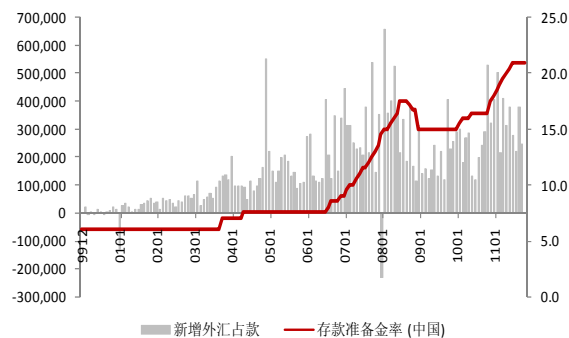
经济景气滞后指标回落和通胀同比回落将使得货币政策主动调控概率减小，M2 增速目前已接近央行年初确立的中性目标。

图 27: 经济滞后指标预示政策更紧较难



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

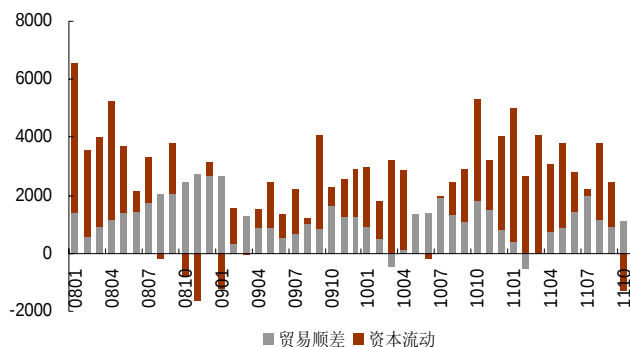
图 28: 外汇流入与准备金率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

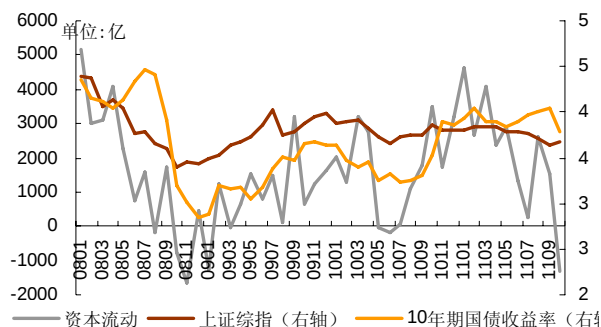
货币宽松或者转向的概率也偏小。中国新增货币供应量大多来自于外汇占款。随着贸易顺差减小和人民币升值压力减弱，外汇占款减少使得基础货币供应回落，市场流动性可能出现短缺。2008 年以来，国内曾出现两次较为明显的资本（包括 FDI 在内）外流，从 2008 年经验来看，资本外流领先于外贸大幅下滑。从资本外流与股市、债市的关系来看，资本外流将导致国内流动性承压。2008 年以来，资本流动与股市的相关关系为 67%，与 10 年期国债收益率的关系为 48%。从流动性向信贷转变过程中，中国所有商业银行的总体存贷比已经达超过 70%，与此前的 65% 左右的平均水平相比，有着明显的上升。

图 29： 08 年来出现 2 次比较明显的资本外流



资料来源：华泰联合证券研究所

图 30： 资本外流与股市及债券收益率同步下跌



资料来源：华泰联合证券研究所

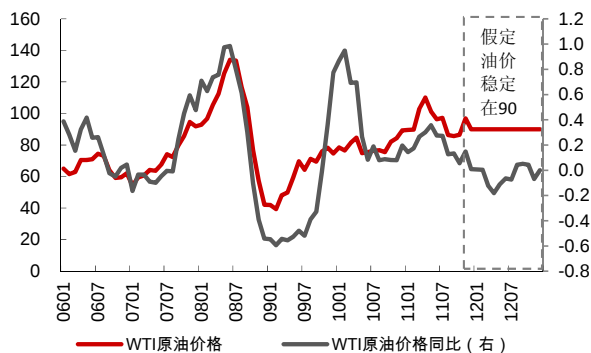
同时民间借贷也需要担忧年底的冲击。根据我们策略团队于 11 月 1 日开始的温州民间借贷调研来看，与其他季末还不一样，年底春节（2012 年 1 月 23 日）结算是付清的。不仅企业实体结款，民间资金结清款项压力大。目前政策出台有效性不足。（1）民间借贷规模目前急剧萎缩，银行存款大量增加，尤其是定期存款，民间资本落袋为安情绪高；（2）信贷规模并未明显增加。温州重点支持公司信贷有所增加，大多小企业未改善。虽然地方政府工作组督察放贷，但是银行积极性不高，以各种名义拒绝给企业放贷。（3）小企业信贷标准并未降低。如房产抵押必须是法人的产权证，其他人产权证无效。再如房地产抵押并非按照目前市场价格，而是初始投入资金等。这些使得小企业融资远比 2008 年困难。依据调研对象平时交流，高利贷资金流向主要是房地产、矿产、私募股权、赌博等。温州民间信贷特点是以本地为平台，钱往外走。民间信贷 40% 是投往外地的。年底资金紧张会加速变现地产等资产。

资产配置：微调难改需求回落，股市下行趋势未扭转

虽然目前通胀同比回落，但由于商品价格仍在高位，企业层面的成本压力和资金压力难以出现逆转。所以商品价格下跌是政策放松空间的关键，也是债市和股市上行启动的关键。目前经济需求回落，成本压力难以转嫁，制造业毛利受到挤压，这样对于大宗商品价格下行压力增加。但由于国际宽松货币，使得商品价格调整时间存在不确定。

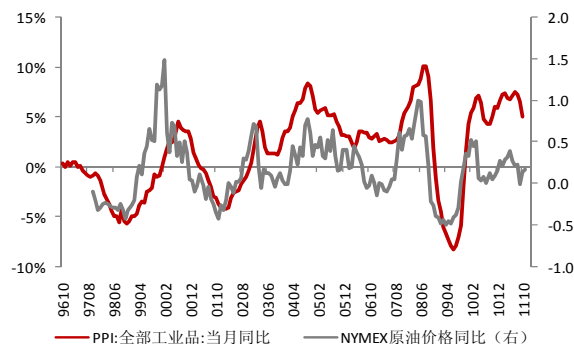
如果实体经济泡沫（无论是房地产还是大宗商品）得以消化，政策空间将再次打开，利于股票和债券；如果货币政策太早松动，实体经济泡沫维持，只会让市场高位盘整，但是回落趋势不太可能扭转。

图 31: 原油价格及同比 (假设 2012 年原油价格 90 美元)



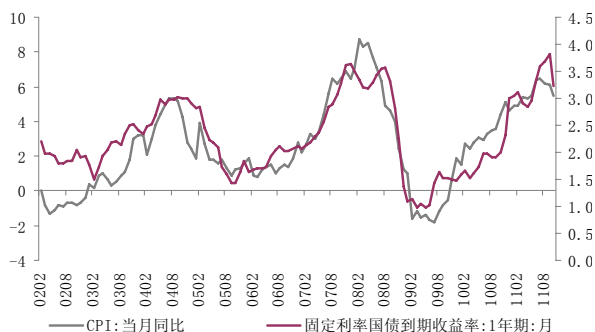
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 32: 国内 PPI 和原油价格走势一致



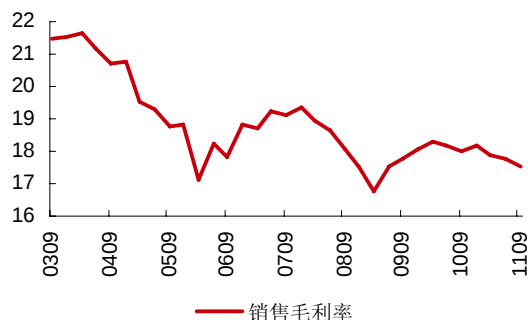
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 33: 通胀回落利于债券收益率下行



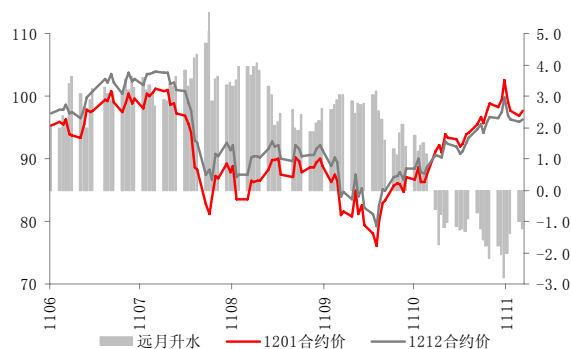
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 34: 毛利率已经逼近历史低点



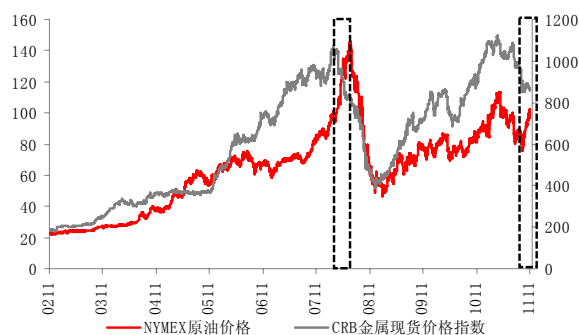
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 35: 商品远月与近月价差



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 36: 原油比金属强势



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

二、市场：静待外围资金入市

PB 估值虽已逼近 08 年，但需待产业资本增持

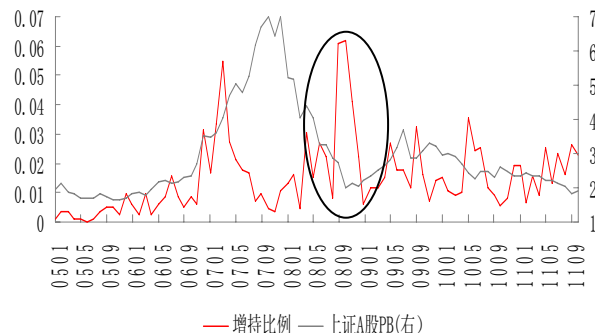
目前估值已经逼近 08 年最低点水平，但与 08 年不一样的地方在于：当初产业资本增持迹象明显，但目前减持和融资迹象明显。全部 A 股 PE 接近历史低点 2008 年的 11.65，PB 低于历史均值，接近 2008 年低点 2.05。1664 点时，上证 A 股 PB（按 08 年三季报账面价值）为 1.98，而增持公司数在 9-11 月期间分别达到了 52、53、35 家，10 月为历史上增持家数最多的月份。低利率环境产业资本才可能大量增持。美国公司持现水平创历史最高记录，现金流与资本支出比例是近 50 年以来最高，购买股票的价格比信用危机爆发时便宜 15%，美国公司回购股票达到 4 年来最高水平。

图 37：全部 A 股市场 PB



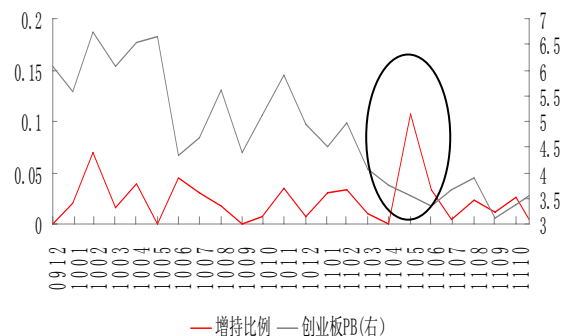
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 38：上证 A 股市场产业资本增持与 PB



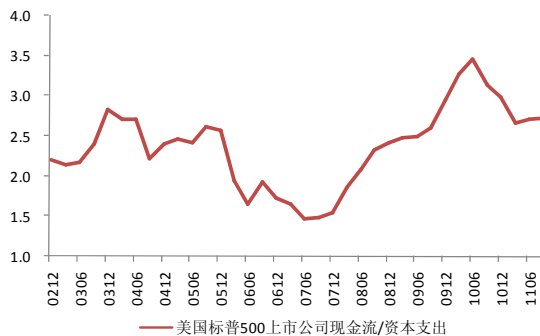
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 39：创业板产业资本增持与 PB



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 40：美国公司现金流与资本支出比例



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

股市外围资金增加，流入 A 股需待明确投资主线

监管层对于民间高利贷、理财产品的规范已经提上日程，所以外围资金供给将增加。从历史经验来看，外围资金进入股市重要条件是股市存在明显投资主线导致持续赚钱效应。

回顾 95 年 3 月至 97 年 5 月的行情，先有领先行业持续增长，后有大规模投资资金入市。1993 年，为应对期货市场投机过度，11 月 4 日国务院发出通知对期货市场进行整顿，先后停止部分钢材、食堂、煤炭、粳米等产品交易，在 95 年 3·27 国债事件爆

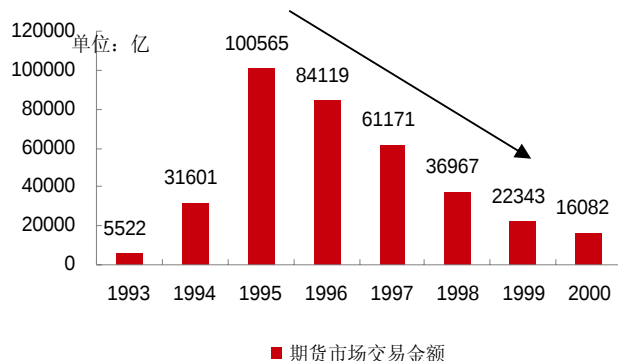
发后，5月份国务院决定暂停国债期货交易，期货投机市场受到空前压制。于此同时，CRT电视机普及入户带来家电行业的空前繁荣，家电龙头四川长虹、深康佳A在94-97年间彩电销售复合增长率54.21%、38.52%，长虹更在97年达到35%的市占率。96年，家电行业等行业的繁荣推动投资资金入市，日均交易量由此前18亿增加至110亿。截至97年5月12日，上证综指相对3.27(1995年3月28日)时期涨幅达138.4%，家电龙头长虹电视涨幅1243.53%，家电行业以465.31%涨幅位居各行业前二。

表格 1: 国内期货市场暂停

时间	事件
1993年11月4日	国务院发出《关于制止期货市场盲目发展的通知》，要求坚决制止期货市场盲目发展，中国期货市场规范整顿工作由此开始。
1994年4月6日	国务院开始停止部分部分大品种钢材、食糖、煤炭期货交易。9月29日暂停粳米、菜籽油期货交易。
1995年5月	国债期货“3·27事件”和“3·19风波”导致国债期货交易被暂停。
1998年8月	国务院发布《关于进一步整顿和规范期货市场的通知》，将原来的14家期货交易所合并为大连、郑州、上海3家。
1998年11月24日	中国证监会批准重新修订后的大豆、小麦、绿豆、铜、铝、天然橡胶6个合约。

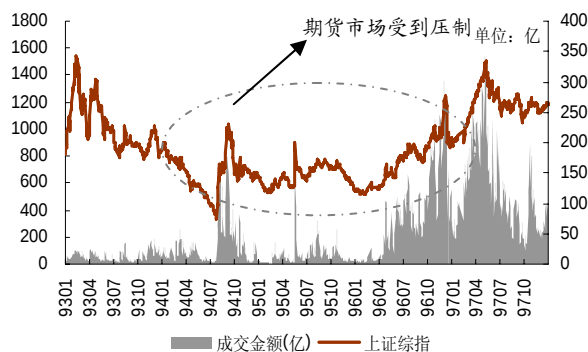
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所整理

图 41: 95 年至 98 年期货市场资金显著下滑



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 42: 95 年至 97 年迎来量价上行



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 43: 94 年至 1997 年是家电行业销售迅猛增长期

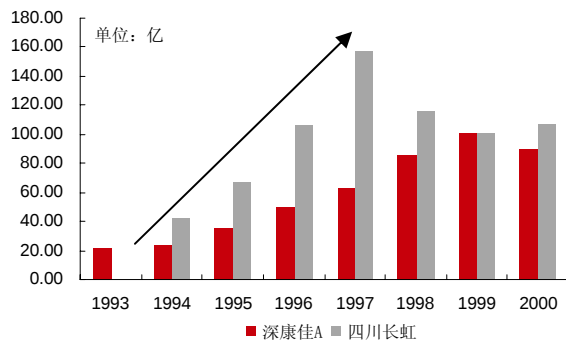
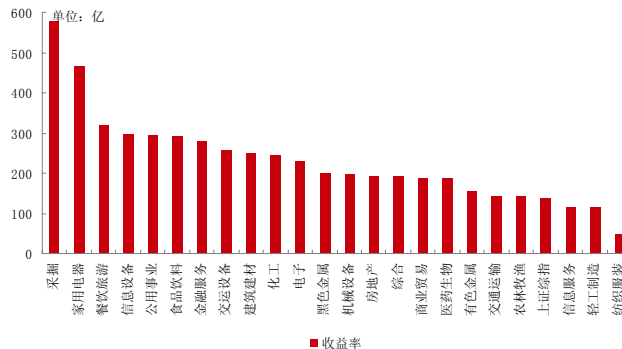


图 44: 95.3.28-97.5.12 家电收益率高居第二



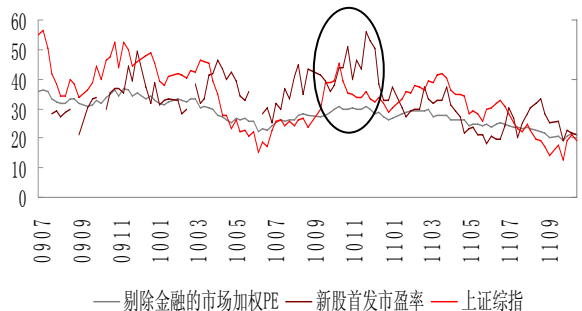
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

市场情绪底部徘徊，缺钱是关键

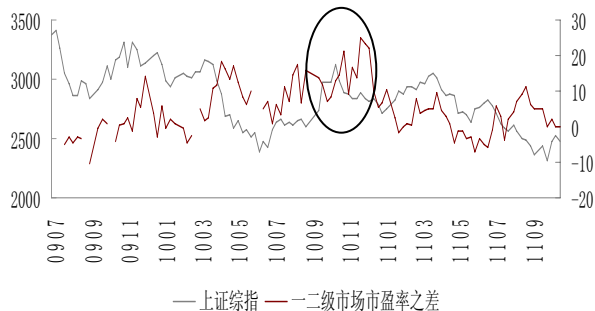
从一级市场来看，新股首溢溢价率、发行市盈率及新股申购资金均处于历史均值以下，新股申购资金目前低于历史均值且呈下降的趋势。

图 45: 新股首日发行市盈率与上证综指



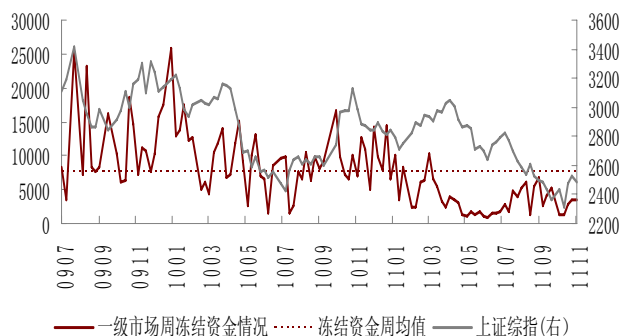
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 46: 一二级市场 PE 差与上证综指



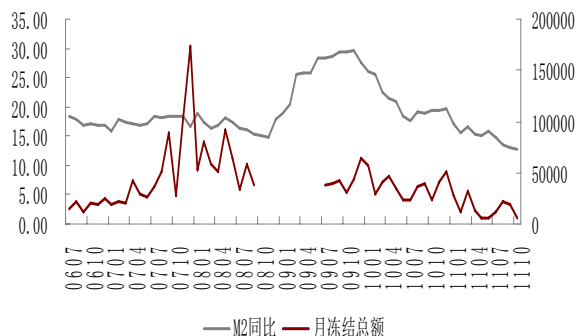
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 47: 新股冻结资金情况领先于股指



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 48: 新股冻结资金与 M2



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

二级市场来看，弹性较高子行业超额收益所反映的市场情绪，9月底缓慢回升，目前有所下降。涨跌停个数之差目前下降，股价高于前十周均价比例当前处于超卖区域。

图 49: 美国市场领先行业的涨跌领先于股指

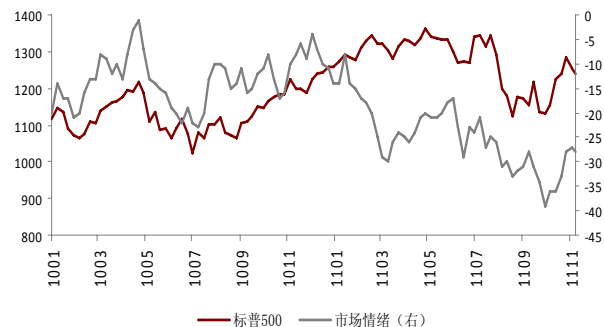


图 50: 中国市场领先行业的涨跌领先于股指



资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰联合证券研究所

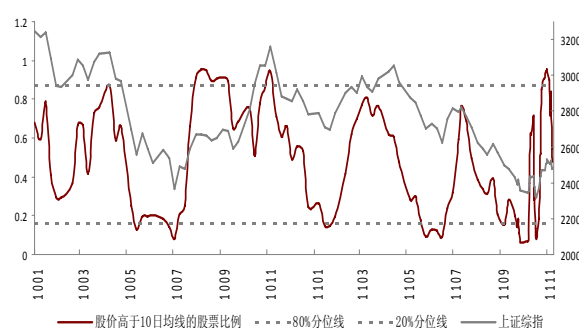
图 51: 涨跌停个数之差下降



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

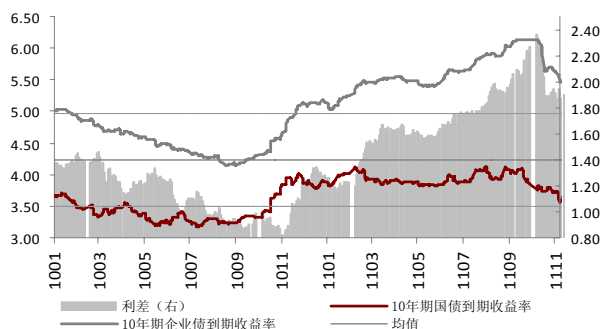
图 52: 超买超卖指标领先于股指



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

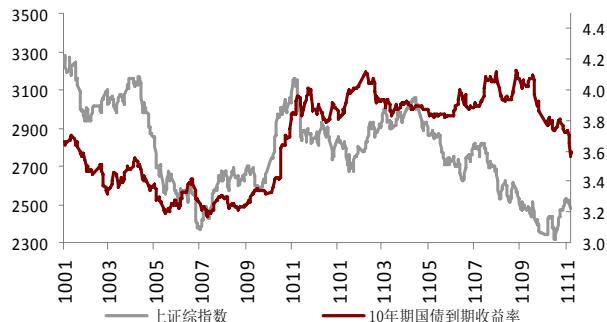
从债券市场来看，企业债与国债收益差整体从 2011 年 10 月下旬开始下降，债券市场风险厌恶情绪有所下降。10 年期国债到期收益率日均整体较之前下降，为 3.75%。但目前利差水平还是高于均值以上一个标准差的水平。

图 53: 企业债与国债的利差下降



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 54: 上证指数与国债收益率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

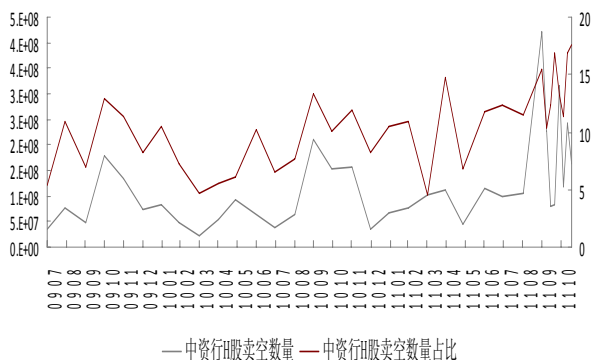
从外资行为看，境外投资者往往用中国五年期 CDS、香港上市中资银行股及地产股进行风险对冲。中国五年期 CDS 价差在从上周开始上升至 135 个基点,远高于均值 68 个基点,暗示投资者对中国债务违约的忧虑又开始上升。目前价差水平超过历史均值以上的一个标准差水平。受高盛减持工行股份、美银减持建行的影响，中资行 H 股的卖空数量占总成交量的比例均上升。地产 H 股由于 IMF 发布中国房地产风险使得金融脆弱性增加的报告，房地产卖空数量占总成交量比例大幅上升。指标总体显示境外投资者对国内市场看空情绪上升。

图 55： 中国 CDS 处于高位



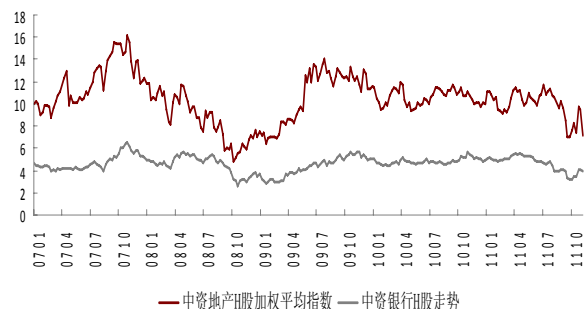
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 57： 中资银行 H 股卖空占比上升



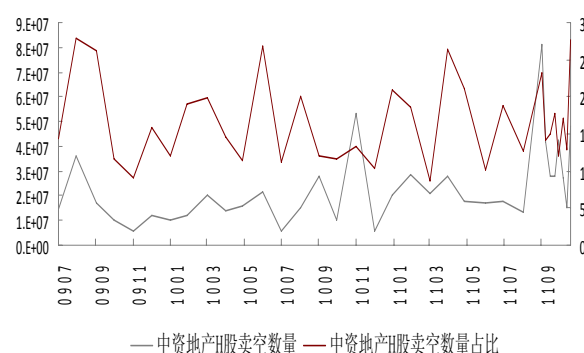
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 56： 中资银行及地产 H 股走势均下降



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

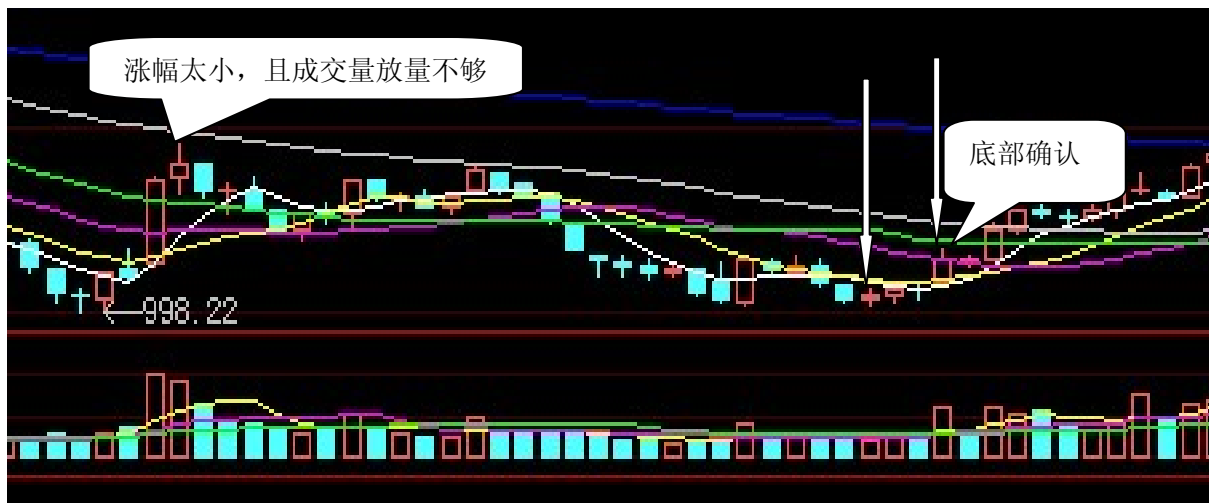
图 58： 中资地产 H 股卖空占比大幅上升



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

从技术指标来看，根据奥尼尔数线法（counting method）和国内赵亚赧在《财富》杂志上的理解，市场底部要满足以下条件：熊市经过长期下跌后，找到一天指数忽然收高，但前一天必须下跌。上涨这天算作第一天。我们把第一天的最低点算成支撑位。然后接着数，第二天、第三天必须全天价位都在第一天的支撑位之上，至于这两天是涨势跌不用管。到第四、五、六、七天，我们要找一个贯穿日来确认底部。这个贯穿日必须上涨 1% 以上，而且成交量应该超过前几天的任何一天。这一天涨幅相对前几天最好要强一些，成交量最好也要明显放大（这个特征一定要满足）。这个贯穿日一般在第四天——第七天之间，不过也不绝对。有的时候，第十天才算是贯穿日。不过这样的确认力度就比不上第四天了。中途也不能出现放量大跌的情况，也不能出现跌破支撑位的情况。如果跌破了支撑位或者出现放量大跌，那这次确认底部就失败了。另外，5 日均线、10 日均线与 30 日均线的走势可作为辅助判断，需短穿长，特别是 10 日均线上穿 30 日均线或者更长时间段的均线，且保持在上方，时间越长越好。

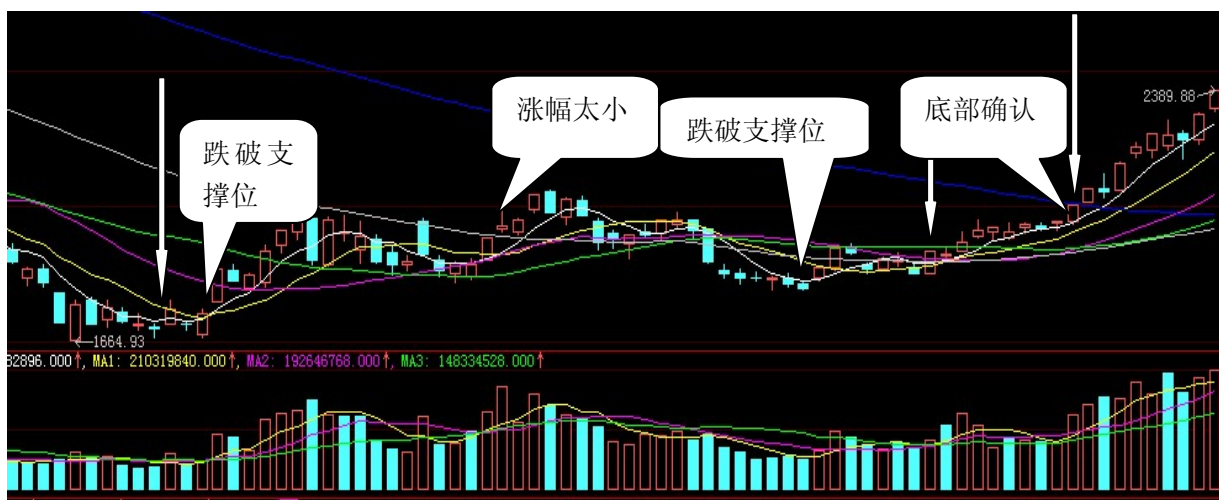
图 59： 2005 年市场底



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

2005 年的历史性大底。我们可以看到本来 2005 年 6 月 6 日大盘打出 998.22 的低点后，也开始上涨。但第四天虽然涨幅超过 1.39%，也放量了，但相对第三天涨幅并不强，收成一个顶部放量的十字星。所以之后没能维持涨势，出现了二次探底。但即使这样，也没有打破 998.23 的历史低点。到 7 月 12 日，虽然在接近底部的时候拉了一根大阳线，但第四天是下跌的，所以失败。到了 2005 年 7 月 19 日，在开始很弱的收了一根小阳线，但第四天放量上涨 2.52%，之后一路上涨，没能再下探支撑位，于是底部确立。此时 5 日均线上穿 10 日及 20 日均线，并一直保持在上方。后面几天 10 日均线上穿 20 日、30 日及 60 日均线，也一直保持在上方。

图 60： 2008 年市场底

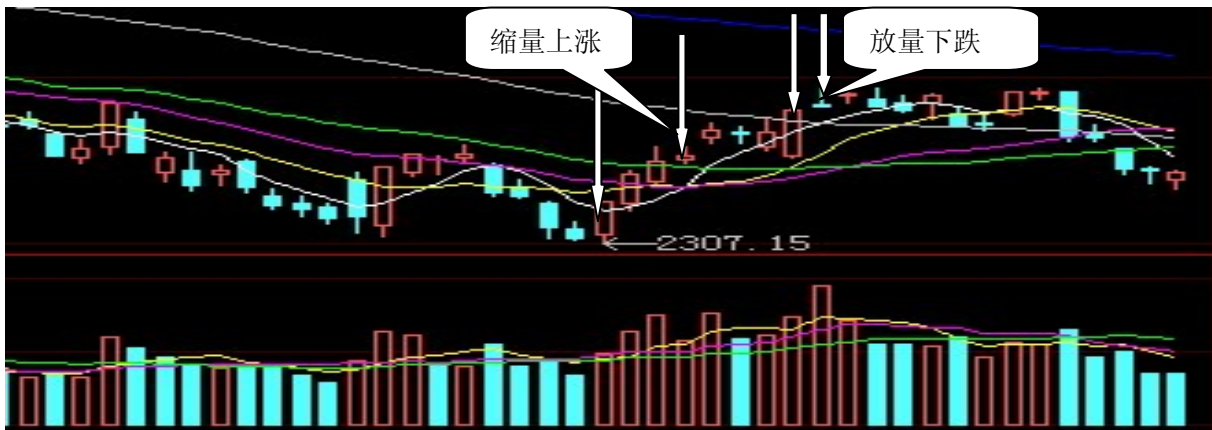


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

2008 年的历史性大底。我们可以看到本来 2008 年 10 月 28 日大盘打出 1664.93 的低点后几天也开始上涨。但第四天虽然大涨超过 1%，但相对第三天缩量，并且第三天还跌破支撑位，所以之后没能维持涨势，有所下行。但即使这样，也没有打破 1664.93 的历史低点。之后一次是涨幅太小，另一次是中间跌破支撑位，因此均没有确认底部。

但到 2009 年 1 月 14 日，市场收了一根较大的阳线，后面几天连续上涨，虽然第四天没有放量大涨，但后面几天均除了一天缩量下跌外均上行，在第 10 天放量大涨，于是底部确立。此时 10 日及 20 日均线上穿 30 日均线，并一直保持在上方，5 日均线上穿 10 日、20 日、30 日 60 日、120 日均线，一直保持在上方。

图 61：近期的市场



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

市场此次从 10 月 24 日 2307.15 点开始的反弹，市场有乐观看反转的，有谨慎看反弹的。那现在这个时点，市场到底是不是底部，此次的上行是不是反转，根据我们前面总结的底部特征，来分析一下。

反弹后第四天 10 月 28 日虽然上涨超过 1%，但是缩量上涨，到第八天虽然有所放量且上涨超过 1%，但第九天以更大的量下跌。最近几天 5 日均线下穿 20 日及 60 日的均线。因此不符合我们前面总结底部的特征。因此目前还不是市场的底部，需谨慎对待该次的反弹。

市场趋势：先跌后涨，二季度是关键

从经济、政策、估值、资金各个维度来看，我们整体认为：经济回落和政策仅是微调背景下，市场回落趋势没有改变。但由于通胀回落和流动性适度宽松，反弹的操作性空间优于 2011 年。反弹的时间点预估是 2012 年二季度中。逻辑在于：（1）春节前后资金（包括高利贷和实体经济的结算资金）紧张的风险逐步消化；（2）经济回落的趋势相对明显，政策主线相对明确；（3）商品价格需求倒逼下有望回落，房地产价格回落。

依据 2005 年上证指数 998 和 2008 年 1664 的底部水平，从估值维度测算，2012 年上证指数底部如表：

表格 2：依据 2005 年 998 和 2008 年 1664 水平，对 2012 年的估值进行测算

股市估值的维度	Benchmark	股市底部对应的极值	目前	12年对应的底部
沪深 300E/P(9%)	十年国债收益率(3.7%)	5.1% (05.10 和 08.10)	5.3%	2407
沪深 300 分红率(2.4%)	一年期存款利率(3.5%)	-1.2% (05.10 和 08.12)	-1.1%	2355
产业资本增持	上证指数 PB	1.83 (05.6 和 08.10)	1.92	2341
总市值/M2		30% (08.10)	34%	2134

资料来源：华泰联合证券研究所（统计时间为 2011 年 1 月 17 日）

依据本轮开始下跌行情最高时点 2010 年 10 月及今年的最高时点 3 月，对 2012 年的估值进行了测算。

表格 3：依据 2010 年 10 月水平，对 2012 年的估值进行测算

股市估值的维度	Benchmark	2010 年 10 月（这轮行情的最高点）	2011 年 3 月（今年最高点）	12 年对应 10 年的顶部	12 年对应 11 年的顶部
沪深 300E/P(9%)	十年国债收益率(3.66%)	2.68%	3.12%	3424	3202
估值水平（11.58）	上证 PE	16.74	14.99	3487	3122
产业资本增持（1.89）	上证指数 PB	2.61	2.33	3330	2974
总市值/M2（34%）		44.2%	41.9%	3136	2972
综合				2972	

资料来源：华泰联合证券研究所（统计时间为 2011 年 11 月 22 日，带括号的值为此时点的值）

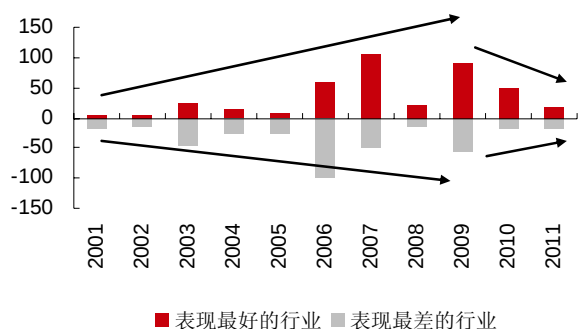
三、主线：供给约束让位于成本回落与需求稳定

从 2009 年开始，A 股最强势行业和最弱势行业超额收益差异逐步减小，说明板块轮动效应在逐步弱化。

2012 年的系统性机会更加难以把握，经济增速回落使得周期性行业超额收益难以系统性提升；消费需求回落和持仓太重也将导致超额收益将逐步回落，成长股估值偏高使得系统性机会难以看到。大类机会缺乏使得行业轮动效应减弱。

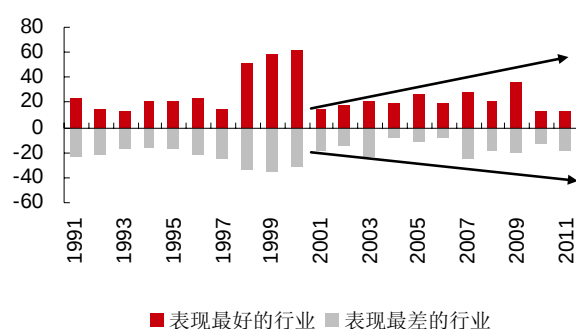
在经济需求回落趋势中，行业轮动往往经历三个阶段：其一：需求仍处于平稳阶段，供给约束和价格上升的行业往往较好的超额收益，这个阶段主要是 2011 年表现；其二：需求回落将使得利润率及产能利用率下降，商品回落导致成本下降，部分需求稳定的细分行业超额收益上升；其三：需求逐步提升带动的量价齐升。2012 年，经济确定性下滑，行业配置应该处于第二阶段。

图 62：中国表现最好与最差行业的超额收益收窄



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 63：美国表现最好与最差行业的超额收益放大



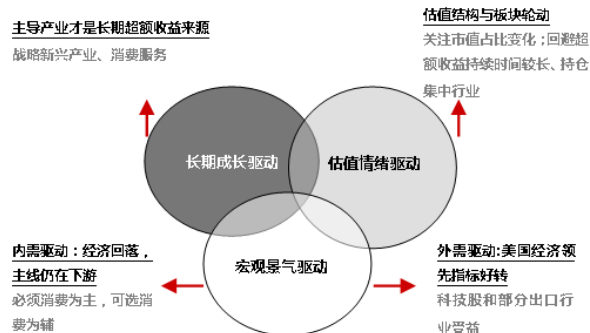
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 64： 2011 年投资主线在于供给约束



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 65： 需求分析框架



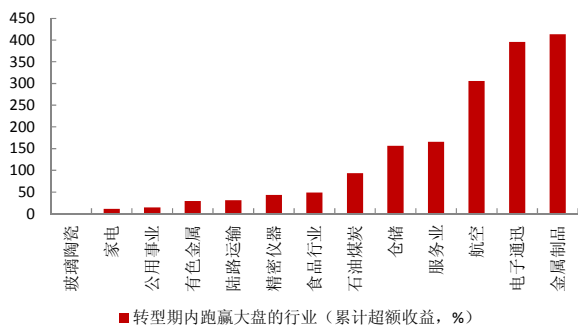
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

远期成长驱动力：消费也波动，主导产业才是长期超额收益来源

转型是一个不破不立的过程，在大力发展战略性新兴产业的同时必然伴随着对落后产能淘汰。日本在 70 年代的产业结构据此分为两个部分：一是有效引导传统制造业的产品技术升级，淘汰高耗能低附加值的过剩产能；鼓励和支持新兴技术，大力开发节能技术以减少对石油的依赖，实现了从“贸易立国”到“科技立国”的转变。

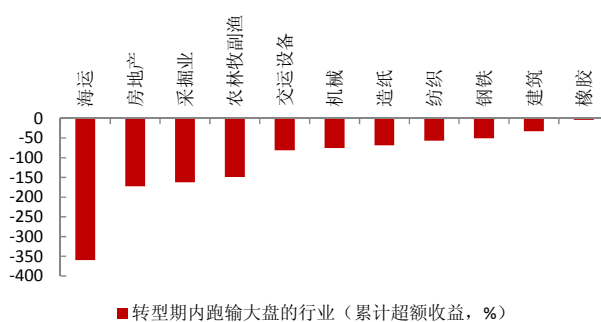
将各个行业从 1973 年-1990 年的累计超额收益做一个排序，可以发现跑赢大盘的主要是服务类和消费类板块，比如服务业、仓储、食品、航空等，另外还有一些战略新兴行业，如电子通讯和精密仪器；跑输大盘的除了和投资直接相关的房地产和建筑业外，还有一些资本密集型的传统制造业，如采掘、交运设备、纺织、造纸等。

图 66： 转型期间跑赢大盘的行业



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 67： 转型期间跑输大盘的行业

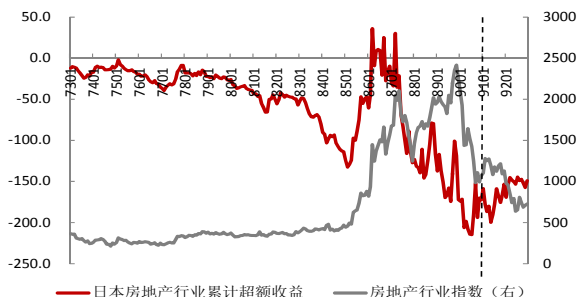


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

从日本转型期行业超额收益来看，周期性行业超额收益更多的需要“量涨”，而非“价涨”。与中国 2005-2007 年不同，房地产超额收益在日本房市泡沫期间持续下滑，主要原因在于建筑业占 GDP 比例持续下滑；消费类股票超额收益也存在波动，并非持续长期超额收益。日本股市经验数据来看，持续长期超额收益行业往往是一个经济体的增长点。如日本的汽车行业和电子行业。交运设备在头十年持续跑赢大盘则和日本

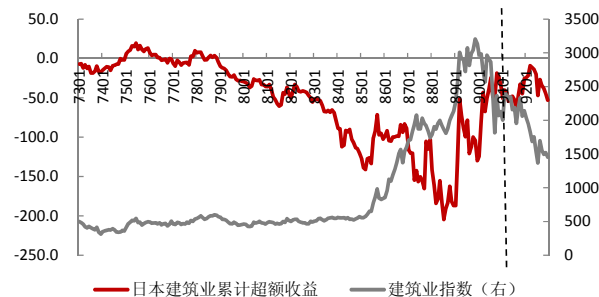
的出口产品结构有关——汽车是日本的重要出口产品，贡献了巨额贸易顺差。电子通讯板块则是在 80 年代后发力，涨幅最为惊人，在整个转型期累计超额收益 395.6%。这是因为日本政府在 80 年代提出“科技立国”的口号，通过加强预算投入和立法有力引导和扶持“技术创新”，使高新科技行业逐渐发展成为日本经济的主导产业。

图 68：日本房地产行业累计超额收益



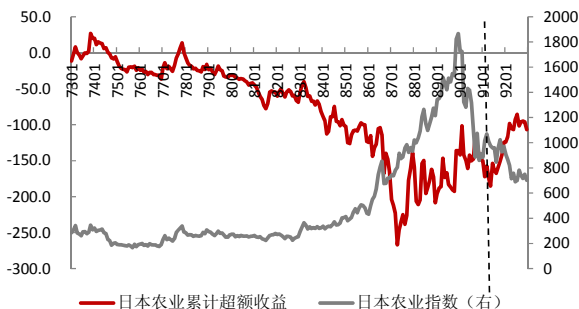
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 69：日本建筑行业累计超额收益



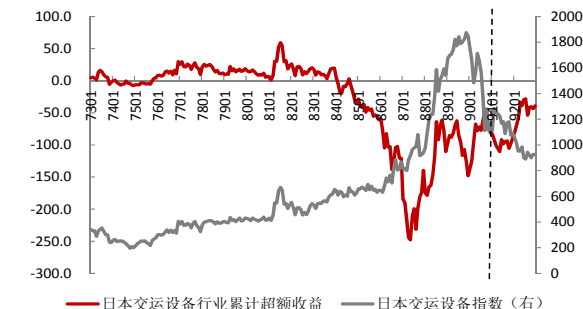
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 70：日本农业累计超额收益



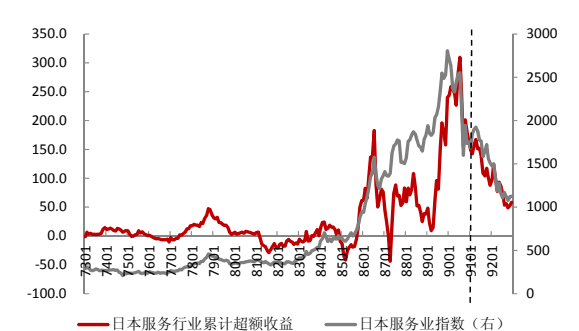
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 71：日本交运设备行业累计超额收益



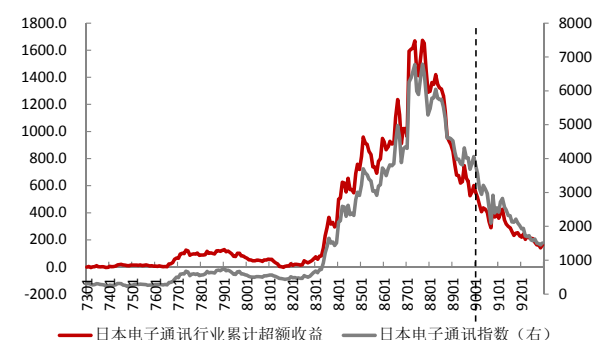
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 72：日本服务行业累计超额收益



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 73：日本电子通讯行业累计超额收益

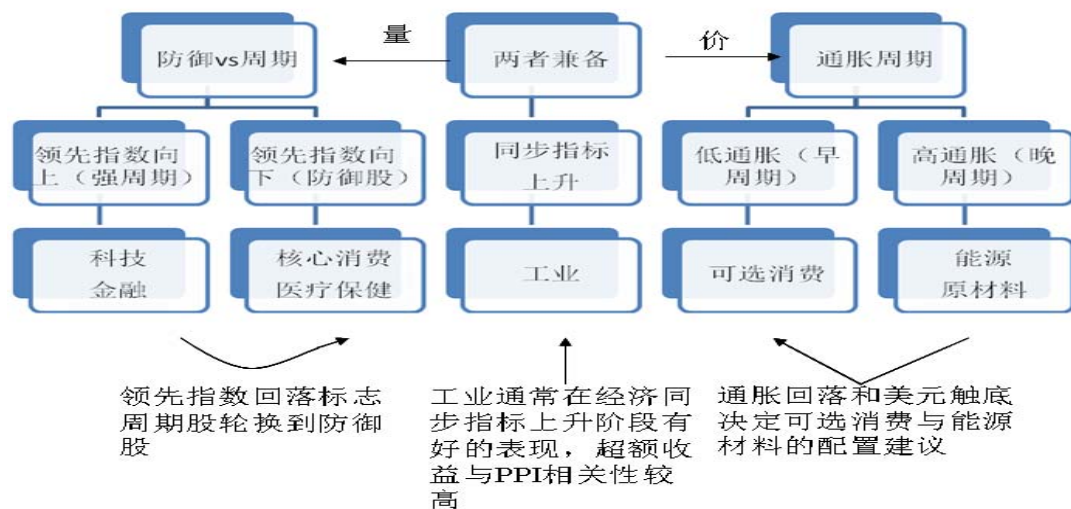


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

内需宏观驱动力：可选消费和必须消费

从行业配置的宏观驱动力来看，通胀回落和流动性趋于平稳，利于可选消费的超额收益上升。

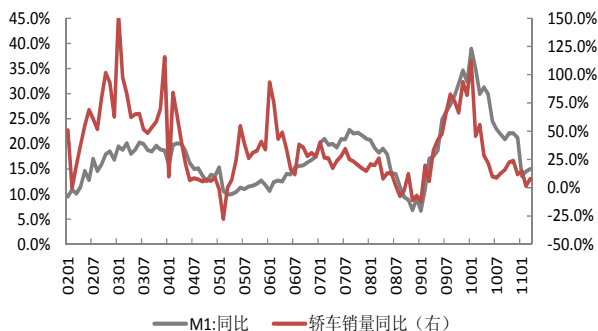
图 74： 行业配置的宏观驱动力



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

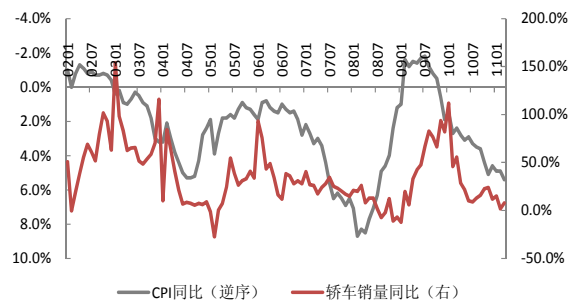
对于可选消费类，历史上汽车、家电等可选消费和 M1 强相关的行业。但由于货币增速大概率是中性平稳，难以显著提升，再加上堵车等社会文化约束，汽车销量好转幅度也不会太大。对于稳定消费而言，经济持续回落，使得稳定消费仍有超额收益，PPI 和工业增加值缓慢回落，使得工业品获超额收益空间不大。综合来看投资主线依然在下消费，建议以稳定消费为主，可选消费为辅的配置。

图 75： 乘用车销量与 M1 正相关



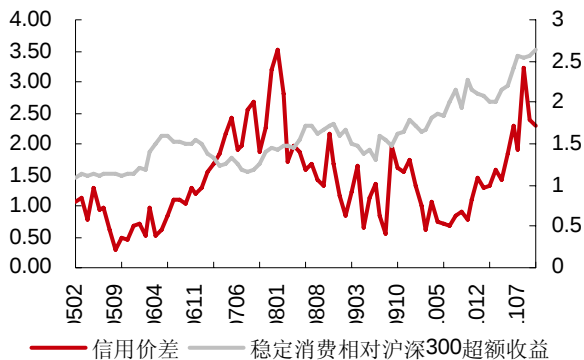
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 76： 乘用车销量与通胀负相关



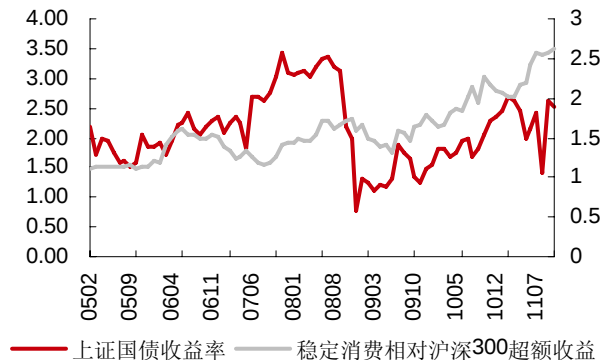
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 77： 必须消费超额收益和债券信用价差正相关



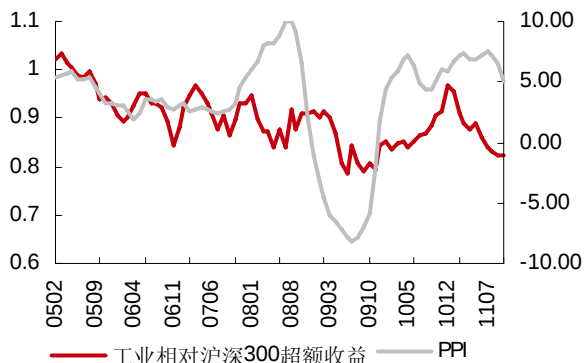
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 78： 必须消费超额收益和国债收益率



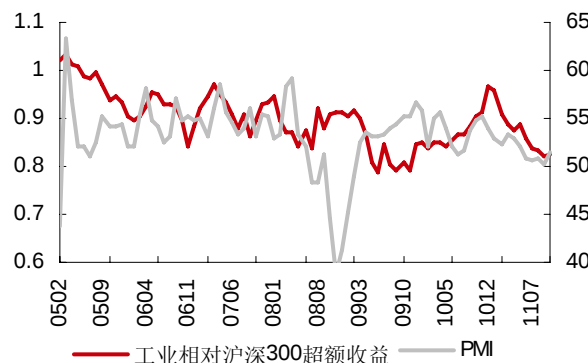
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 79： 工业超额收益与 PPI



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 80： 工业超额收益与经济领先指标



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

外需宏观驱动力：美国经济领先指标好转主线：科技股

美国经济领先指标将出现好转。10月美国ISM新订单指数52.4，相比9月49.6大幅回升；ISM库存指数从上月52下降至46.7；综合新订单/存货的比值来看，订单大幅上升和库存大幅下降导致新订单/存货大幅上升。美国经济领先指标好转对于A股市场的影响主要存在两个层面：其一：美国经济领先指标好转必然带动美国市场的周期行业超额收益上升；其二：美国经济领先指标对于出口有所好转。

图 81： 美国 ISM 新订单回升和库存指数回落

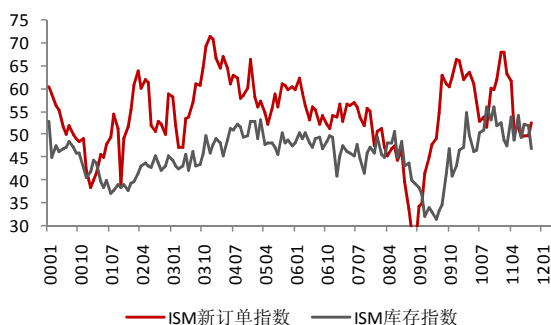
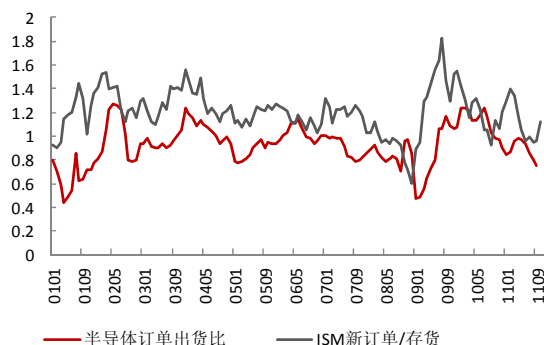


图 82： 美国 ISM 订单存货比领先于半导体订单出货比

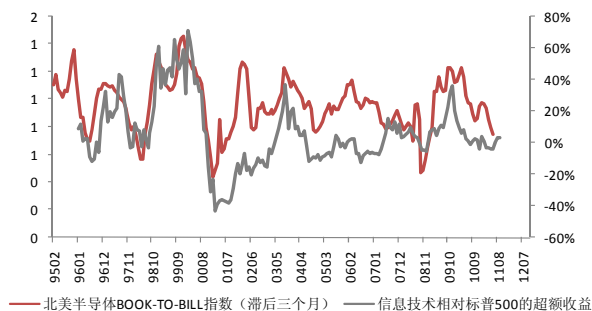


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

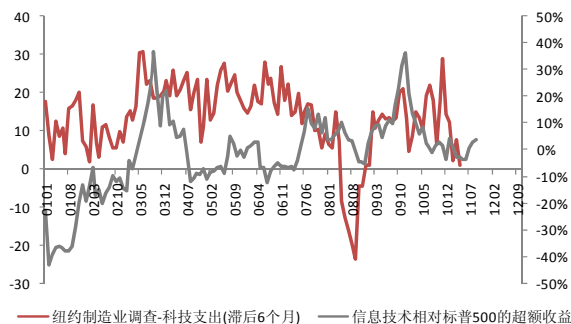
从市场层面来看，美国经济领先指标往往带动其科技股超额收益上升。从美国股市来看，科技股超额收益领先于半导体订单出货比3个月，领先于科技支出6个月，领先于科技出货量9个月

图 83： 科技股超额收益领先于订单出货比



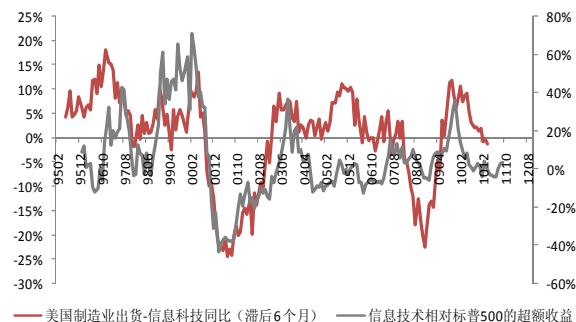
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 84： 科技股超额收益领先于科技支出



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 85： 科技股超额收益领先于科技行业出货量



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

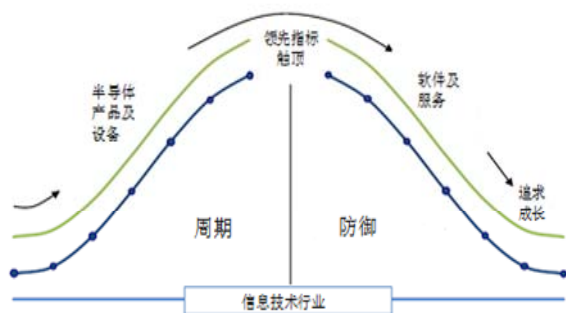
图 86： 中国与美国科技股超额收益



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

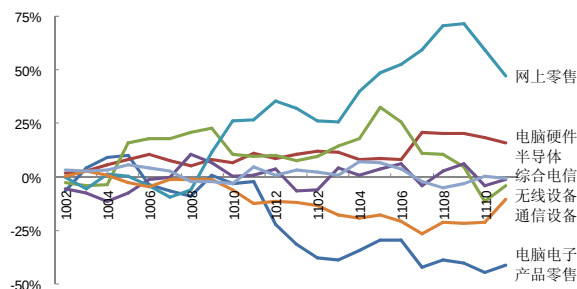
从科技股的投资时钟来看，领先指标触底有利于高成长行业景气回升，领先指标的上行有利于设备类行业的复苏。从市场走势来看，9月份开始的美国的通信设备、无线设备等子行业开始出现超额收益，而且从中、美科技股子行业的超额收益的相关性来看，中国通信设备指数和美国通信设备指数也有正相关关系。

图 87： 科技股投资时钟



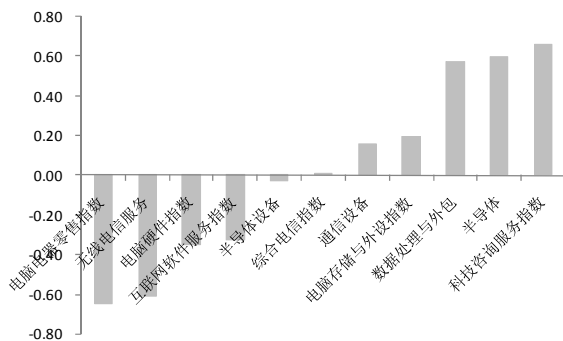
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 88： 美国科技股细分行业超额收益（相对信息技术）



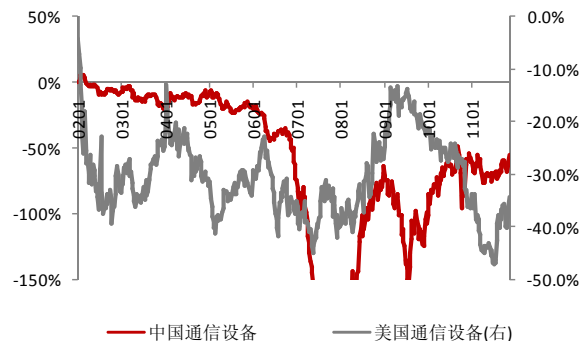
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 89： 中、美科技股子行业超额收益的相关性



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 90： 中、美通信设备指数超额收益



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

基于对美国 ISM 经济指标的反弹的判断，明年对美国的出口形势会有改观。应关注对美国出口较多的企业。通过分析考察中国对美国出口主要项目比例以及中国不同商品出口与美国领先指数的相关性发现，塑料橡胶及其制品；鞋帽伞纺织品；船舶设备机械品、以及机电机电、音像设备等产品与美国的领先指标相关性较高。因此从出口美国的角度，纺织服装、装备制造、家用电器、化工（塑料、橡胶）等行业有可能受益于美国经济的回暖。

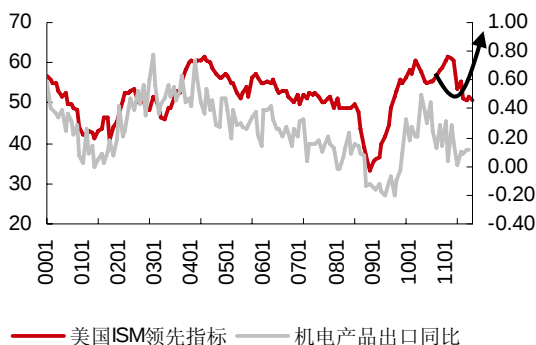
表格 4：出口形势对重点影响行业的影响汇总

对应的申万行业	出口产品	与美国 ISM 的相关系数	出口美国占总出口比例	出口总额
农林牧渔	活动物；动物产品	0.15	14.3%	1282
农林牧渔	植物产品	0.23	5.9%	1412
农林牧渔	动、植物油、脂、蜡；精制食用油脂	0.13	12.7%	46
食品饮料	食品；饮料、酒及醋；烟草及制品	0.01	12.9%	2079
采掘	矿产品	0.10	4.8%	3308
建筑材料	矿产品：矿物燃料、矿物油及其产品；	0.03	3.6%	2945

	沥青等			
化工	化学工业及其相关工业的产品	0.18	12.1%	8469
化工	塑料及其制品；橡胶及其制品	0.49	19.6%	5805
轻工制造	革、毛皮及制品；箱包；肠线制品	0.29	25.4%	2834
轻工制造	木及制品；木炭；软木；编结品	0.44	21.7%	1108
造纸	纤维素浆；废纸；纸、纸板及其制品	0.10	20.1%	1522
纺织服装	纺织原料及纺织制品	0.26	16.0%	22180
纺织服装	纺织原料及纺织制品：针织或钩编的服装及衣着附件	0.19	19.3%	8122
纺织服装	纺织原料及纺织制品：非针织或非钩编的服装及衣着附件	0.18	19.2%	5912
纺织服装	鞋帽伞等；羽毛品；人造花；人发品	0.33	29.9%	4673
建筑材料	矿物材料制品；陶瓷品；玻璃及制品	0.41	16.0%	3099
有色金属(贵金属)	珠宝、贵金属及制品；仿首饰；硬币	0.19	10.3%	1686
有色金属（基本金属）	贱金属及其制品	0.28	12.8%	12689
家用电器	机电、音像设备及其零件、附件：核反应堆、锅炉、机械器具及零件	0.27	22.7%	31248
家用电器	机电、音像设备及其零件、附件：电机、电气、音像设备及其零附件	0.53	16.4%	40076
机械设备	车辆、航空器、船舶及运输设备	0.31	10.4%	9737
机械设备	光学、医疗等仪器；钟表；乐器：光学、照相、医疗等设备及零附件	0.39	7.8%	8814
机械设备（军工）	武器、弹药及其零件、附件	0.07	60.1%	13
综合	杂项制品	0.43	32.3%	10026
综合	艺术品、收藏品及古物	0.24	32.8%	29
综合	特殊交易品及未分类商品	0.04	6.7%	184

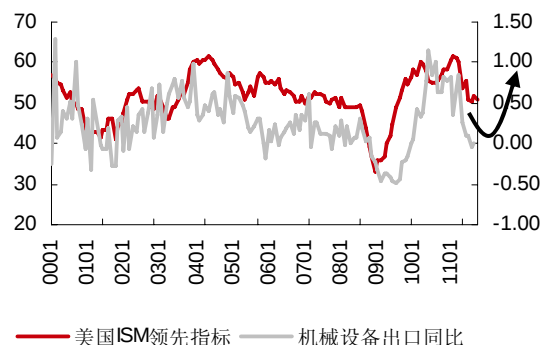
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 91： 机电产品和美国领先指标密切相关



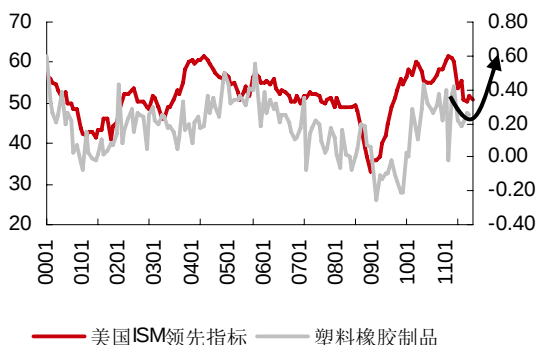
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 92： 机械船舶及运输设备和美国领先指标密切相关



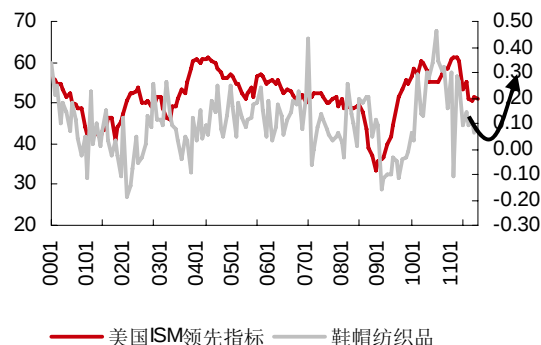
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 93： 塑料橡胶等化学制品和美国领先指标密切相关



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 94： 鞋帽等纺织品和美国领先指标密切相关



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

估值情绪驱动力：部分稳定消费超额收益和持仓太高

从板块轮动来看，稳定消费超额收益偏高，需要关注其超额收益回落的风险。

表格 5：近十年的行业超额收益情况

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
食品饮料	-1.24	6.24	1.19	-20.17	2.89	14.63	40.60	28.10	6.70	29.89	35.13	19.64
综合	-1.24	-5.75	-4.08	-25.86	-8.51	-13.46	-57.31	105.36	-0.52	46.88	30.33	6.64
纺织服装	10.73	4.36	-1.54	-27.79	-4.01	-15.96	-66.96	88.68	2.71	39.13	21.82	5.18
餐饮旅游	23.69	-6.18	3.18	-33.87	6.94	17.78	-21.14	23.33	-3.42	53.55	22.83	4.52
公用事业	1.22	-1.50	0.09	10.86	-6.06	-7.20	-74.17	78.46	9.97	-27.86	2.17	2.26
金融服务	-48.24	5.49	-0.47	-0.98	-6.92	22.83	52.21	20.70	-0.10	22.22	-9.18	1.84
轻工制造	8.81	-3.48	-0.06	-28.94	-0.47	-11.78	-55.38	74.62	-0.43	39.20	16.11	1.06
信息服务	11.81	-16.65	-6.58	-6.84	4.32	-7.06	-44.89	28.01	10.77	0.12	13.30	0.84
化工	7.02	-0.43	-3.25	-10.23	3.45	-1.76	-40.99	88.27	0.71	30.89	-8.09	0.32
房地产	8.12	0.24	0.67	-28.71	-1.46	4.52	22.99	68.61	1.27	36.39	-9.85	-0.12
家用电器	-32.20	-6.35	-9.27	-18.05	-4.27	-3.75	-58.50	105.90	9.95	73.86	14.29	-2.17
农林牧渔	27.61	-18.13	-5.72	-34.67	-7.56	-6.73	-47.90	65.41	18.88	11.18	35.38	-2.53

黑色金属	9.02	2.30	3.18	25.38	7.27	-9.56	-18.54	77.93	-5.49	16.18	-14.01	-2.65
采掘	47.67	-2.16	-6.30	15.97	15.39	-1.96	-70.86	166.54	-2.67	88.17	8.45	-2.71
医药生物	19.73	-1.51	4.20	-27.94	-3.29	-4.01	-63.20	89.49	22.04	22.80	44.00	-4.15
商业贸易	16.14	-1.71	-2.63	-30.17	7.23	5.87	0.73	96.17	6.92	29.75	18.76	-6.70
建筑建材	19.37	-2.40	-4.14	-19.75	-7.68	-7.77	-18.97	86.40	13.15	-10.74	23.75	-7.01
交通运输	-2.36	2.83	2.49	1.81	17.41	-3.33	-61.15	71.92	-3.19	-1.27	2.81	-8.31
交运设备	3.48	5.15	11.04	1.84	-28.42	-3.82	-14.77	88.29	-3.86	107.04	11.88	-8.63
信息设备	-3.86	-12.60	-10.09	-19.60	9.18	-17.98	-86.94	31.87	8.60	49.37	26.85	-9.55
机械设备	14.51	-1.22	0.58	-19.38	-5.87	-1.48	-8.21	96.31	9.59	27.00	39.85	-10.67
电子	18.42	-14.29	-6.51	-16.78	8.63	-18.41	-88.53	34.64	-0.24	65.18	53.70	-12.71
有色金属	23.61	-9.93	-5.78	0.11	-5.22	0.01	13.63	165.89	-11.90	100.04	36.41	-12.99

资料来源: wind, 华泰联合证券研究所整理, 注: benchmark: 沪深300, 2011 年数据截止 2011 年 12 月 2 日;

从持仓结构来看, 2011 年三季度行业配置比重最高的前五大行业分别是机械设备、食品饮料、金融保险、生物医药和批发零售。虽然基金大幅减持机械设备, 但由于前期持续处于超配, 持仓比重仍然处于首位。

图 95: 基金对食品饮料的相对和绝对配置



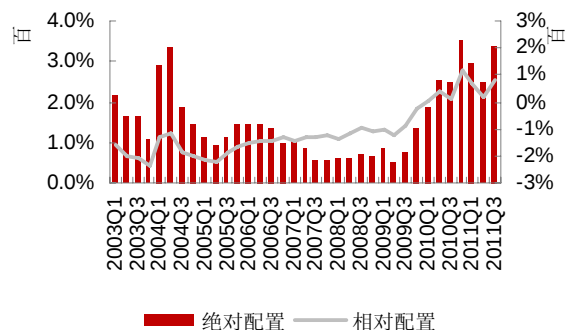
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 96: 基金对生物医药的相对和绝对配置



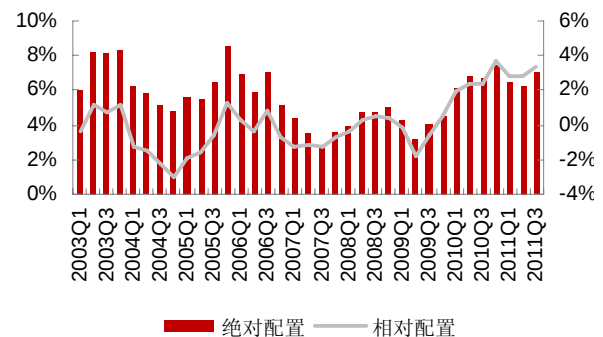
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 97: 基金对电子的相对和绝对配置



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 98: 基金对信息技术的相对和绝对配置

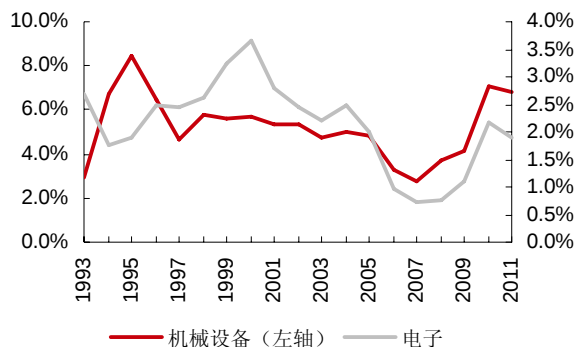


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

从市值占比来看, 近 5 年市值占比持续回落的行业主要是房地产, 黑色金属、化工、

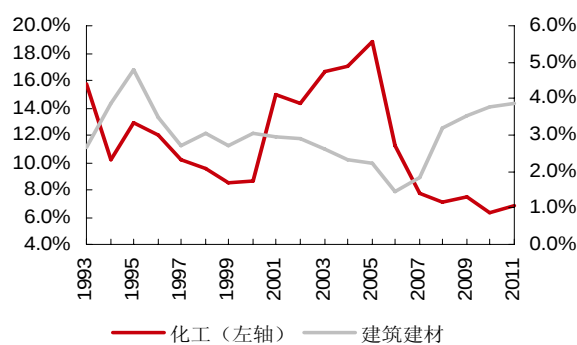
交通运输、家用电器，市值大幅提升的主要金融服务、采掘等行业。短期来看市值的占比则应相对稳定在一个合理的区域，超出较高的位置仍需要警惕。市值占比处在历史较高位的行业主要有：建筑建材、机械、有色金属、食品饮料等行业。

图 99： 机械设备与电子总市值占比变化



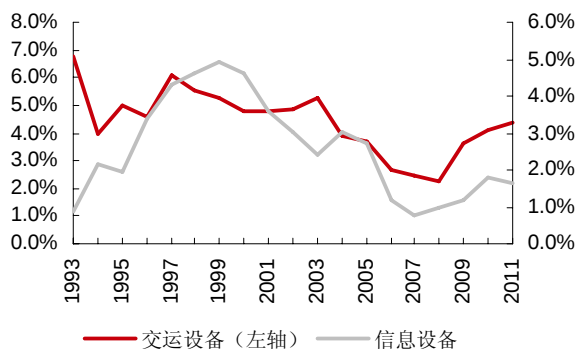
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 100： 化工与建筑建材总市值占比变化



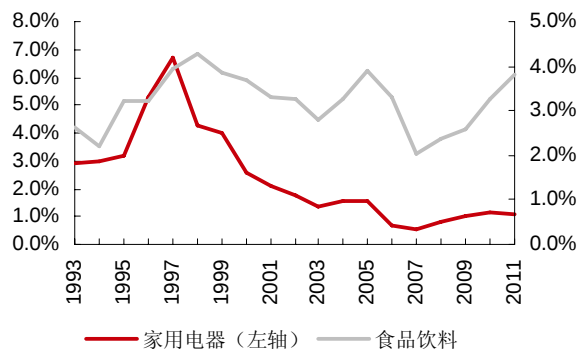
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 101： 交运设备与信息设备总市值占比变化



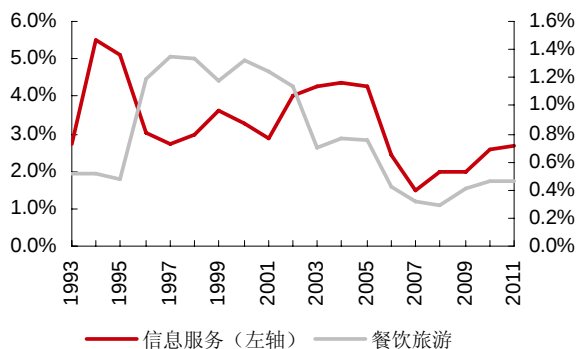
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 102： 家用电器与食品饮料总市值占比变化



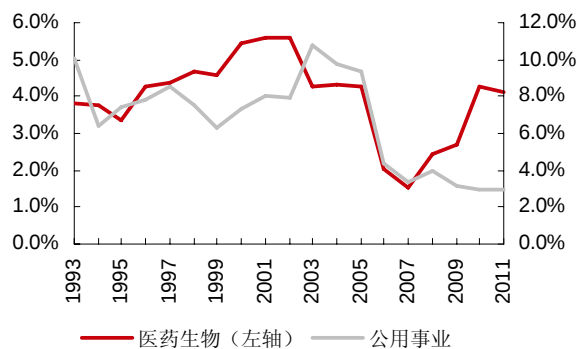
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 103： 信息服务与餐饮旅游总市值占比变化



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 104： 医药与公用事业总市值占比变化



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

行业推荐：医药、科技、汽车、家电

表格 6：投资主线方向汇总

投资主线的驱动力	驱动力的变化	主要推荐行业
远期成长驱动力	消费也波动，主导产业才是长期超额收益来源	信息设备、机械设备、消费服务业、食品饮料
内需宏观驱动力	可选消费和必须消费	生物医药、食品饮料、纺织服装、汽车
外需宏观驱动力	美国经济领先指标好转主线，欧洲经济领先指标持续走弱	信息服务、电子元器件、信息服务、纺织服装、机械设备、家用电器、化工
估值情绪驱动力	板块长期轮动的规律 市值结构的变化 基金持仓的情况	公用事业、交通运输， 回避食品饮料
综合推荐的行业		医药、科技、汽车、家电

资料来源：华泰联合证券研究所

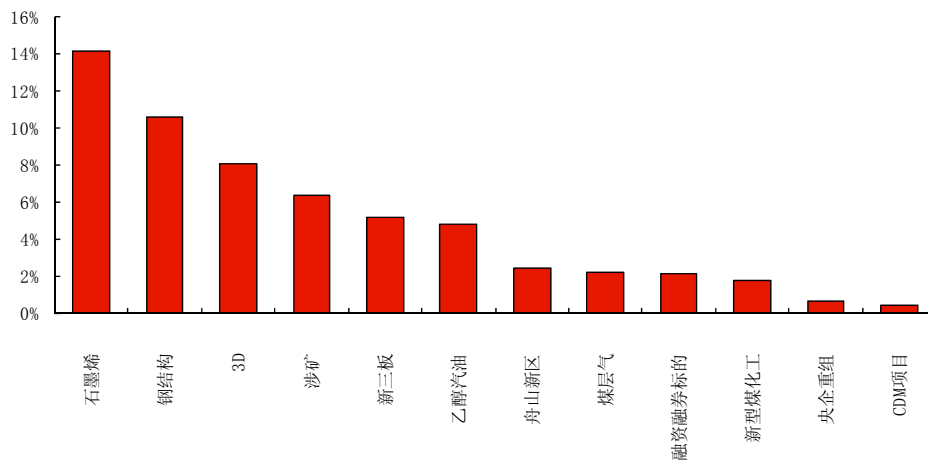
四. 主题：农业科技化、并购重组、新产业结构机会

2011 年主题板块市场表现

从 2011 年 1 月 1 日至 2011 年 11 月 18 日的统计数据来看，在 77 个主题板块中，仅有石墨烯一个板块取得正收益，为 3.22%，其余 76 个主题板块区间收益为负。

相对上证 A 股，超额收益为正的主题板块仅有 12 个，分别为石墨烯、钢结构、3D、涉矿、新三板、乙醇汽油、舟山新区、煤层气、融资融券标的、新型煤化工、央企重组、CDM 项目；而触摸屏、节能元器件、滨海新区、绿色节能照明、合同能源管理区间收益率最低。

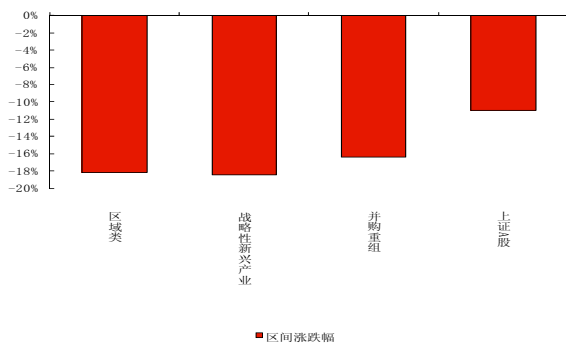
图 105：2011 年（1.1-11.18）具有超额收益的主题板块



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

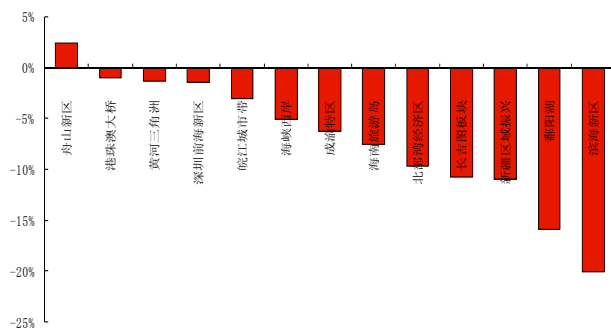
从大的主题板块来看，我们从 77 个主题板块中，抽取部分相关主题，构建了区域、新兴产业、并购重组三大主题。对上述三大主题 2011 年 1 月 1 日至 2011 年 11 月 18 日的市场表现进行统计发现，区域主题在上述区间下跌 18.18%，表现最差；战略性新兴产业下跌了 18.41%、并购重组主题下跌了 16.36%，跌幅均高过上证 A 股区间 10.95% 的跌幅。分季度来看，上述三个板块相对上证 A 股，均没有超额收益。

图 106：主要主题大类区间涨跌幅
(2011.1.1-2011.11.18)



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 107：各区域主题相对上证 A 股的超额收益

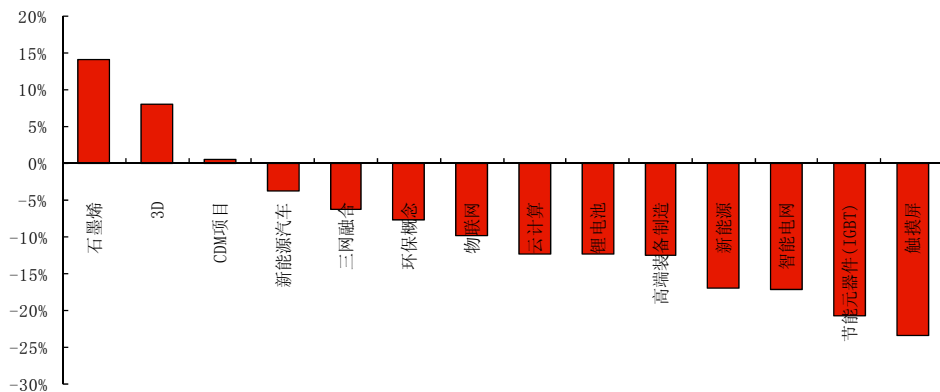


资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

具体而言，区域主题里面，仅有舟山新区一个板块相对上证 A 股有超额收益，表现最好的四个板块舟山新区、港珠澳大桥、黄河三角洲、深圳前海新区中，除黄河三角洲外，均有政策催化剂。

新兴产业主题中，相对上证 A 股有超额收益的，仅有石墨烯、3D、CDM 项目三个板块。新兴产业主流板块均相对上证 A 股没有超额收益，其中新能源汽车下跌 14.72%、三网融合下跌 17.2%、环保概念下跌 18.69%、物联网下跌 20.81%、云计算下跌 23.27%、锂电池下跌 23.3%、高端装备制造下跌 23.47%、新能源下跌 27.9%、智能电网下跌 28.12%、节能元器件下跌 31.7%、触摸屏下跌 34.26%。

图 108：新兴产业主要板块相对上证 A 股的超额收益



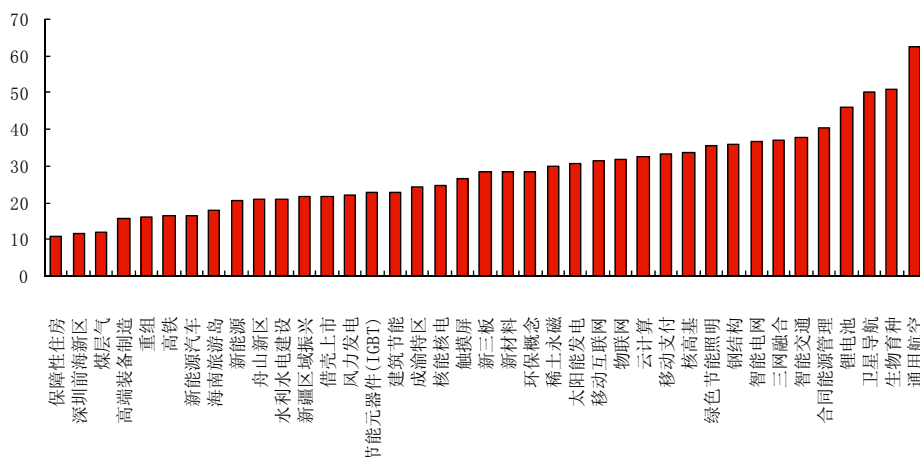
资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

并购重组主题中，仅有央企重组相对上证 A 股具有超额收益，但在央企重组大局已定，缺乏催化剂的背景下，相比 2010 年 14.76% 的超额收益，2011 年央企重组的超额收益仅有 0.64%。

其他主题中，钢结构、涉矿、新三板、煤层气、融资融券标的相对上证 A 股具有超额收益。上述板块钢结构受益于保障房建设、新三板有扩容预期的催化剂、煤层气受益于财政补贴政策 and 税费减免政策的出台，以及煤层气十二五规划的预期。

主题板块在 2011 年的表现，也一定程度上印证了我们对主题市场表现规律性的判断：即在上涨市主题表现最好。牛市中主题是推动市场上涨的动力之一，点燃投资热情，反过来市场情绪被激发后也将进一步推动主题表现的深化；主题很多时候呈现普涨的局面，重点是寻找弹性高的主题方向。在下跌市中，主题分化现象严重，市场更多把目光集中在有基本面支持、前景确定性较强的主题方向上。而在震荡市中，大趋势没有形成，传统行业及板块没有超额收益，更多时间里市场都在找寻结构性的投资机会，主观表现成主题热点轮换，但同样分化现象严重，很多主题方向超额收益持续性不强，市场都在找寻新故事。

图 109：主要主题板块估值



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

农业科技化：全球人口突破 70 亿

2011 年 10 月 31 日，世界总人口突破 70 亿人。根据联合国粮农组织的数据，2010 年全球营养不良人口的数量为 9.25 亿人，其中亚太地区营养不良人口总量为 5.78 亿人，占比为 62.49%。撒哈拉以南非洲为 2.39 亿人，占比为 25.84%。

对于中国而言，粮食安全隐忧仍然存在。第一，中国粮食产量的缺口在扩大。根据国家发改委的预测，到 2020 年，中国粮食总需求为 11450 亿斤，而 2010 年，中国粮食总产量为 10928 亿斤，仍有缺口。第二，耕地面积减少的趋势不可逆转。中国人均耕地面积仅为 1.38 亩，约为世界平均水平的 40%。2010 年中国耕地面积为 18.26 亿亩，已经逼近了 18 亿亩的红线，相比 1997 年的 19.49 亿亩，减少了 1.23 亿亩，且宜耕耕地后备资源匮乏，可开垦成耕地的不足 7000 万亩。第三，中国人均水资源占有量约 2100 立方米，仅为世界平均水平的 28%。农田水利设施不足，抗水旱灾害能力弱。

在耕地面积难以增加、水土资源贫乏、化肥施用已经过量的情况下，中国粮食安全的实现必须依赖农业科技发展，此外历年中央一号文件往往也涉及农业。

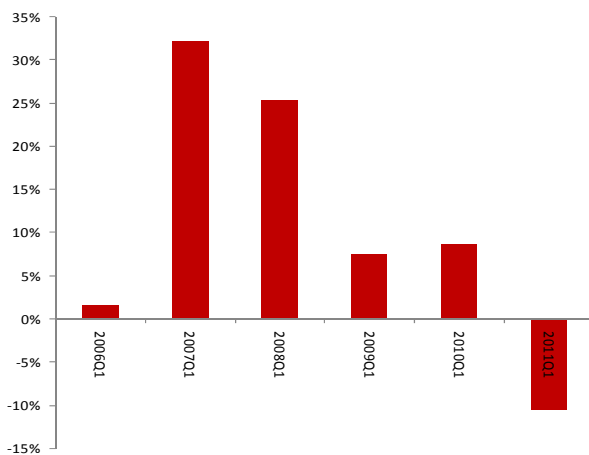
表格 7：历年“中央一号文件”出台的时间及主题

年度	“一号文件”出台时间	主题
2004 年	2004 年 2 月 8 日	促进农民增收
2005 年	2005 年 1 月 30 日	提高农业综合生产能力
2006 年	2006 年 2 月 21 日	社会主义新农村建设
2007 年	2007 年 1 月 29 日	发展现代农业
2008 年	2008 年 1 月 30 日	加强农业基础建设，促进农民增收
2009 年	2009 年 2 月 1 日	促进农业稳定发展、农民持续增收
2010 年	2010 年 1 月 31 日	统筹城乡发展
2011 年	2011 年 1 月 29 日	加快水利改革发展

资料来源：华泰联合证券研究所

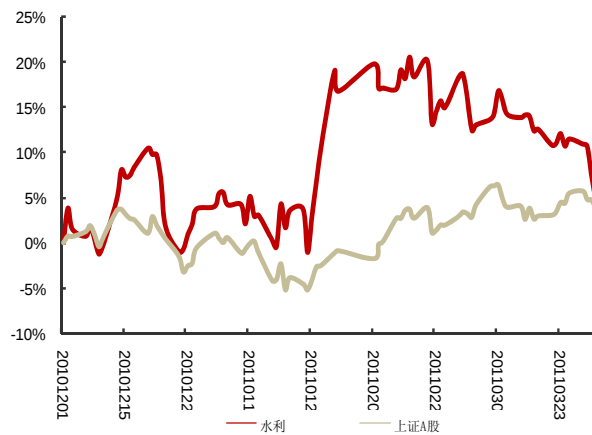
综合而言，1 月底 2 月初是“中央一号文件”最有可能出台的时间段。我们统计 2006 年-2011 年 1 季度农业板块涨幅，发现除 2011 年外，其余 6 年 1 季度农林牧渔板块相对于上证 A 股，都有超额收益。

图 110：农林牧渔板块一季度超额收益



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

图 111：水利板块相对上证 A 股走势
(2010.12.1-2011.3.31)



资料来源：WIND 华泰联合证券研究所

农业科技化的主题性投资机会，主要可以从以下几个方面重点关注：

第一， 生物育种。目前化肥对农作物产量的增加已经到达极限，育种几乎是唯一可以提高产量的方法，且在这一领域，有着国家政策的大力支持。2011 年 9 月 25 日，《农作物种子生产经营许可管理办法》开始实施，该管理办法大幅提高了育种行业的准入门槛，也使得目前 8700 多家育种企业中，90%以上将被挡在门槛之外，行业整合势在必行，因此对于具有优势品种的上市公司来说，行业将打开成长空间。

第二， 农化领域的缓控释肥、精细化施肥以及低毒环保农药。肥料对农作物增产的贡献率，在 40%左右。目前中国化肥施用量过量，不仅已经达到了增产的极

限，而且带来一系列环境污染、土壤盐碱化等问题。但另一方面，中国肥料利用率仅为 30%，低于发达国家 50% 的水平。因此缓控释肥和测土配方施肥有着对传统化肥的替代空间。前者养分利用率比普通化肥高 50% 以上，后者以土壤测试为基础进行有针对性的施肥。对于农药而言，由于食品安全事故多发，因此无公害农药和低毒环保农药需求有望增加。

第三， 农用机械。中国农机人均保有量处于世界平均水平之下，综合机械化水平仅约 48%，并呈现明显的结构性不均衡：机耕机械化水平显著高于机播和机收、粮食作物机械化水平普遍高于经济作物、丘陵地带机械化尚处于起步阶段。随着各地土地流转政策的不断出台，农业集约化、规模化发展给农机带来了巨大空间。我们认为机播、机收等薄弱环节对应农机，以及与水稻、玉米、经济作物、饲料、根茎类作物、果蔬类作物相适应的精细化农机，成长空间更大。

第四， 农田水利建设。我们看好水利建设中政策偏向的灌溉节水。根据《全国节水灌溉规划》，2006 - 2020 年全国节水灌溉项目总投资为 4500 亿。“十一五”全国节水灌溉项目在乐观情况下的总投资为 1800 亿元，因此未来十年节水灌溉项目总投资至少将达到 2700 亿元。

第五， 农业规模化经营。农业规模化经营是一国农业专业化、现代化的必然需求。而土地流转试点逐步开展，也为农业规模化经营提供政策支持。

第六， 流通环节。我们看好保鲜和低温运输技术一体化的冷链物流业。

第七， 动物疫苗。家禽家畜瘟疫时有发生，中国的动物防疫体系仍在建设过程中。

表格 8：农业科技发展投资主线

投资方向	具体标的
生物育种	隆平高科、敦煌种业、登海种业、荃银高科
缓控释肥	金正大
测土配方施肥	司尔特
环保、低毒、无公害农药	诺普信、长青股份、利尔化学
农用机械	吉峰农机、新研股份
节水灌溉	大禹节水、青龙管业、国统股份
农业规模化经营	北大荒、亚盛集团、海南橡胶
冷链物流	大冷股份、烟台冰轮、铁龙物流
动物疫苗	中牧股份

资料来源：华泰联合证券研究所

并购重组：地方国资整合

随着各行业“十二五”规划的全面铺开，在国家推进经济结构调整的背景下，后续各行业企业大规模并购将不可避免。工信部也表示了在“十二五”期间，我国将以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土、电子信息、医药等八大行业为重点，推动优势企业强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作，提高产业集中度。

表格 9：重点行业整合目标

行业	国家目标	整合前景
汽车	2009 年年初发布的规划就明确提出，要通过兼并重组，形成 2—3 家产销规模超过 200 万辆的大型汽车企业集团，4—5 家产销规模超过 100 万辆的汽车企业集团，产销规模占市场份额 90% 以上的汽车企业集团数量由目前的 14 家减少到 10 家以内。	我国汽车产业集中度不够高，全国 130 余家车企平均年销售量不足 2 万辆，车企并购是大势所趋。市场推动为主，政府推动为辅，鼓励一汽、东风、上汽、长安等大型汽车企业在全国范围内实施兼并重组；支持北汽、广汽、奇瑞、重汽等汽车企业实施区域性兼并重组；今年以来汽车销售持续低迷也将加速后续行业整合的进程，未来部分整车汽车整合产业链将是趋势。
钢铁	加快钢铁产业调整振兴，必须以控制总量、淘汰落后、联合重组、技术改造、优化布局为重点，推动钢铁产业由大变强。	我国钢铁行业集中度低，落后产能很大。明确将重点培育 3—5 家具有较强国际竞争力的钢企，积极推进 6—7 家具有较强实力的钢铁企业集团在全国范围内实施战略性兼并重组。中国将继续推动钢铁行业淘汰落后产能。
水泥	“十二五”时期，水泥产业将全面彻底淘汰落后产能，提高行业准入门槛，严格行业准入管理，支持大企业集团并购重组，做大做强区域性水泥集团。	着力优化产业结构，提高产业集中度。我国水泥产量已连续多年位居世界首位，但我国水泥工业“大而不强”，厂家众多、区域布局不尽合理，产品大多同质化、无自给熟料的粉磨站较多。现有企业近 5000 家，前 10 家企业产能只占总产能的 25%，产业集中度低，产业组织结构亟待优化。“十二五”期间，要严格行业准入，规范市场主体行为，支持和鼓励具有比较优势的企业或集团，利用资本、技术、品牌和市场等优势，推进跨区域、跨产业整合重组，提高前 10 家企业产能在全行业中的比重，优化骨干企业布局。加快整合直接面向下游消费的粉磨站，稳定并提高粉磨站水泥产品的质量，加强品牌培育，打击“假冒伪劣”，防止结构雷同、重复建设和无序竞争，促进行业健康可持续发展。
机械制造	《国务院关于促进企业兼并重组的意见》，将工程机械所属的机械制造业列为了国家推进兼并重组的重点行业之一。	劳动力成本带来的价格比较优势是我国工程机械低端产品具备较强竞争力的重要因素，随着经济发展方式转变的深化，这种竞争优势将难以持续；也正因如此，产品高端化和加快整合将是机械行业未来发展的两大主线，这也是工程机械企业在竞争中脱颖而出，实现跨越发展的新契机。
电解铝	力促优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作。	近几年电解铝行业在经济利益的推动下过度扩张导致产能过剩，价格低位运行，行业利润低迷，兼并重组成未来发展趋势。当前我国电解铝产业呈现产业组织结构不合理，产业集中度不高，企业小而分散，而产业集中度低导致资源配置效率不高，重复研发、重复建设问题严重，技术装备水平和企业管理水平难以提高。一些缺乏电力成本优势、年产 10 万吨以下、产业链相对较短的小电解铝企业将面临着被兼并重组的局面。电解铝行业兼并重组已成未来发展趋势，预计国内电解铝企业数量或将从目前的一百多家降至二三十家。
稀土	积极推进稀土行业的联合重组，形成以大企业、大集团为主导的产业格局，是改善稀土行业管理的有效途径。加强和改善稀土行业管理，保护好、开发好和利用好宝贵的稀土战略资源。	在未来的整合中，大型央企五矿集团、中国铝业、中国中色等将充当重组的“龙头企业”。地方性龙头企业广晟有色、赣州稀土公司在地方政府等的支持下也将加入整合大潮。

资料来源：证监会网站，国资委网站，华泰联合证券研究所

自 2011 年 9 月 1 日开始执行的《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》更是明确表示支持企业利用资本市场开展兼并重组，鼓励上市公司以股权、

现金及其他金融创新方式作为兼并重组的支付手段，拓宽兼并重组融资渠道，提高兼并重组效率。其中明确“上市公司购买的资产对应的经营实体持续经营时间应当在 3 年以上，最近两个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 2000 万元。上市公司发行股份购买资产的，可以同时募集部分配套资金”。

但目前关于并购重组的配套融资细节问题尚未明确，尤其是借壳上市类可能不被包括在可配套融资的范围内。其他方面，证监会仍延续暂缓受理房地产类并购重组申请的行政规定。

表格 10：管理层涉及并购重组的重点政策意见

时间	部门	政策及意见
2006 年 9 月 1 日	证监会	《上市公司收购管理办法》
2006 年 12 月 5 日	国资委	《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》
2008 年 5 月 18 日	证监会	《上市公司重大资产重组管理办法》
2008 年 8 月 27 日	证监会	关于修改《上市公司收购管理办法》第六十三条的决定
2009 年 9 月 30 日	发改委等	《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》
2010 年 8 月 28 日	国务院	《国务院关于促进企业兼并重组的意见》
2011 年 5 月 1 日	国务院	《地方国有资产监管工作指导监督办法》
2011 年 9 月 1 日	证监会	《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》
预计年底前发布	国资委	《中央企业“十二五”发展规划纲要》

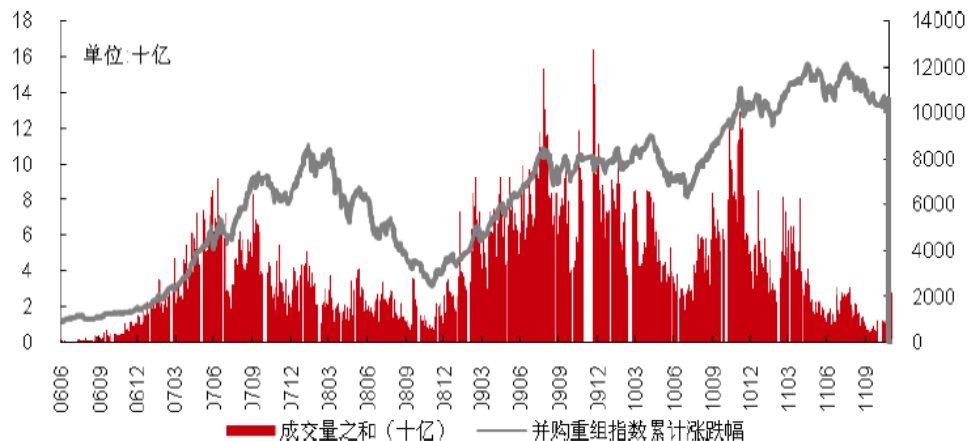
资料来源：证监会网站，国资委网站，华泰联合证券研究所

目前央企数量已经减至 117 家，后续几年央企市场化并购重组将是大趋势。坚持市场化专业化运作，做强做优中央企业，培育具有国际竞争力的世界一流企业，提高央企并购重组的质量和效果是国资委的后续目标，而一直酝酿中的《中央企业“十二五”发展规划纲要》也可能于年底正式公布。

截至 2010 年底央企资产总额达到 24.3 万亿元，超过 80% 的资产集中在石油石化、电力、国防和通信等关系国家安全和国民经济命脉的关键领域和行业。未来一段时间内央企国资整合仍将主导重组市场。目前国资委下属央企控股上市公司超过 302 家，总市值约 11 万亿元，占 A 股总市值 36%；而全部国有控股上市超过 953 家，总市值约 17.64 万亿元，占 A 股总市值 57%，国有资产一直是 A 股资本市场的主流。但尽管数量很多，但很多国有上市公司规模较小且行业分散，资源没有得到合理配置，成长性并不好。未来央企整合将更重质重量，而沿着产业链和价值链方向，积极推进国有企业的重组、并购和上市，以及上市公司的战略性重组将是国资委及各地方政府后续工作的重中之重。

年末年初之际需重点关注重组股的投资机会。根据我们的跟踪分析，每年年末年初都是并购重组市场最活跃的时候，一方面固然有题材丰富的原因，另一方面年底难看的财务报表导致很多公司选择并购重组的方式进行挽救，这里面不乏对公司债务进行重组，或是大股东注入资产或现金保壳等。

图 112：并购重组指数走势图（截至 2011.11.14）



资料来源：华泰联合证券研究所编制计算

整体来说，央企整合速度快于地方国资，而东部整合力度大于西部。目前，上海、河南、黑龙江、浙江、安徽、江西、重庆、云南、山西、山东、广东、陕西等省市国资监管部门都已下发文件，提出通过资本市场整合地方国资，而提高资产证券化率也成了摆在各地国资监管部门面前的一项重要任务。如上海、重庆等都明确提出后续地方国有资产证券化率要达到 100%，但目前仍不到 30%。地方国有资产可注入上市公司的体量远大于央企，而保障房建设、水利建设等使得本来就不宽裕的地方财政雪上加霜，后续扩展融资渠道，通过资本市场融资的意愿较强，预计后续地方国资整合的速度和力度都将不断提升。

从自上而下的维度，建议可以关注产业链上的整合机会或者集团有明确发展方向或资产注入承诺的上市公司。综合来讲，通过我们对于央企、地方国资及产业链整合的三大维度的梳理，建议可以重点关注以下公司的投资机会：

表格 11：地方国资整合建议重点关注上市公司

地方国资	建议重点关注上市公司
上海国资整合	上海机场、隧道股份、兰生股份、新世界、上工申贝、自仪股份
重庆国资整合	渝三峡A、建峰化工、涪陵电力、上海三毛、西南证券、重庆路桥、太极集团、桐君阁、西南药业
西安国资整合	西安旅游、西安饮食、ST长信、延长化建、秦川发展
江浙国资整合	江苏舜天、江苏开元、江山化工、浙江东日
广东国资整合	星湖科技、广弘控股、佛塑股份、力合股份、东方宾馆
广西国资整合	北海港、*ST南化、柳化股份、南宁百货
其他地方国资整合	太工天成、ST北人、*ST昌九、湖南海利、武汉控股、云天化

资料来源：华泰联合证券研究所

新兴产业：结构性机会，注意解禁压力

战略性新兴产业 2012 年仍难有整体行情，更多的机会是政策推动的主题性机会和自下而上的结构性机会。原因在于：第一，经济回落背景下，小企业的业绩受到冲击较

大。历史统计震荡市，主题并没有超额收益，2011 年新兴产业主要板块的表现也是对此的印证；第二，参考美国 1996 年-2000 年科网泡沫科技股的爆发以及 1996-1997 年家电板块的行情爆发（家电是当时的新兴产业），新兴产业出现整体性行情需要技术的突破性进步、新的商业模式的出现、政府采购和补贴带来需求、下游需求的打开等因素，但就目前七大新兴产业来看，上述条件的成熟有待时日；第三，从供给而言，由信贷宽松带来的新兴产业的投资产能有望 2012 年大量释放，在下游难有实质性需求的情况下，产能过剩相关行业前景并不乐观。

对于新兴产业投资 E 主线和结构机会的把握，请参考我们《VC/PE 视角下战略新兴产业投资论坛会议资料精编》。

表格 12：新兴产业投资结构

新兴产业细分方向	成长的领域
新一代信息技术	移动互联
节能与环保	电机节能、合同能源管理、LED 自动化装备、检测仪器、驱动电源、关键材料、大功率外延及芯片 环保行业：污水处理技术“膜”、空气污染看脱硫，固废看焚烧
高端装备制造	数控、伺服驱动系统、液压、轴承等核心零部件
生物医药	特色品种医药企业（如特色中药）、资源属性的医院企业（如有血液制品批文的医药企业）、行业整合题材的龙头（如药辅材细分行业）
新能源	风电设备维护和关键部件（如轴承、变桨技术、变流器过插画）、光伏辅链
新材料	碳纤维、芳纶纤维、人造金刚石
新能源汽车	电机及控制系统、锂电池关键材料、充电设备、安全类技术（如防腐蚀、防电磁、制动、软件、设计电路）
节能环保	电机节能、合同能源管理以及绿色节能照明

资料来源：华泰联合证券研究所

我们对新兴产业七大方向建议关注上市公司进行了更新如下：

表格 13：七大战略性新兴产业重点标的

新兴产业	主题方向	细分方向	重点关注上市公司
节能环保	节能照明		阳光照明、国星光电、三安光电、乾照光电
	建筑节能		南玻 A、达实智能、北新建材、中航三鑫、双良节能
	脱硫脱硝		龙净环保、九龙电力、龙源技术、龙源技术、三聚环保、三维工程
	电机节能-变频器		合康变频、荣信股份、九洲电气、智光电气
	余热利用		荣信股份、易世达、华光股份、杭锅股份
	地源热泵		汉钟精机、大冷股份、烟台冰轮、双良节能
	污水处理		万邦达、碧水源、创业环保、重庆水务、兴蓉投资、宝莫股份
	垃圾发电		华光股份、维尔利、桑德环境、盛运股份、杭锅股份
新一代信息技术	新一代移动通信	3G	中国联通、中兴通讯、烽火通信
		4G	中兴通讯、烽火通信、大富科技
	移动互联		拓维信息、神州泰岳、三元达、国民技术
	物联网		远望谷、中瑞思创、东信和平
	三网融合		烽火通信、日海通讯、数码视讯、华谊兄弟
	新型平板显示	触摸屏	莱宝高科、长信科技、超声电子、欧菲光
		LED	海信电器、洲明科技、京东方 A
	云计算		东华软件、东软集团、华胜天成

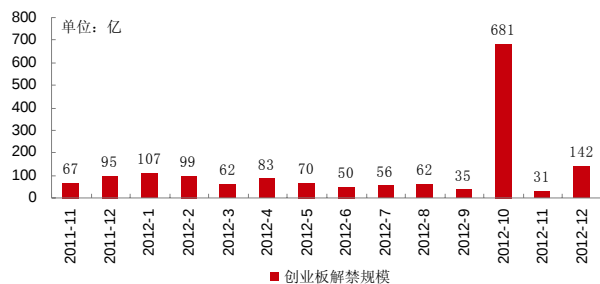
	高端软件		超图软件、华力创通、太极股份
	网络安全		卫士通、启明星辰、星网锐捷
	移动支付		东信和平、恒宝股份、新国都
	生物育种		登海种业、隆平高科、荃银高科、敦煌种业、丰乐种业
生物	生物制造		铁汉生态、桑德环境
	生物医药及生物医学工程		海南海药、武汉健民、沃森生物、华兰生物
高 端 装 备 制 造	数控、伺服驱动控制系统		华中数控、中航动控
	动力部件:	液压	恒立油缸
		轴承	天马股份、轴研科技
	智能化、传感装置		机器人
	智能装备		沈阳机床、机器人、昆明机床
	城市轨道交通、高铁		中国南车、国电南瑞、天业通联、时代新材、交技发展
	空间技术		中国卫星、华力创通、北斗星通
	大飞机制造		航空动力、哈飞股份、中航光电
	海洋工程		中国重工、中集集团、中海油服、杰瑞股份
	新一代核电		上海电力、南风股份、中核科技
新 能 源	太阳能	晶硅电池	静功科技、综艺股份、乐山电力
		薄膜	东材科技、南洋科技
		聚光	乾照光电、三安光电
	生物质能		中粮生化、海南椰岛、凯迪电力
	智能电网	特高压	平高电气、金利华电、荣信股份
		智能变电站	国电南瑞、中元华电
新 材 料	风能		金风科技、银星能源、中材科技、东方电气、湘电股份、
	新型功能材料		佛塑科技、杉杉股份、多氟多
	耐磨、耐压、特种材料		博云新材
	先进结构材料		宝钛股份、久立特材、钢研高纳
	高性能复合材料		方大炭素、金发科技
新 能 源 汽 车	锂电池		赣锋锂业、江苏国泰、多氟多、杉杉股份
	整车及设备		曙光股份、安凯客车、大洋电机、奥特迅

资料来源：华泰联合证券研究所

注：新兴产业各细分子行业及上市公司众多且大多业务交叉，难以详细划分，我们列示的主题方向为市场主要关注的重点，以示参考。

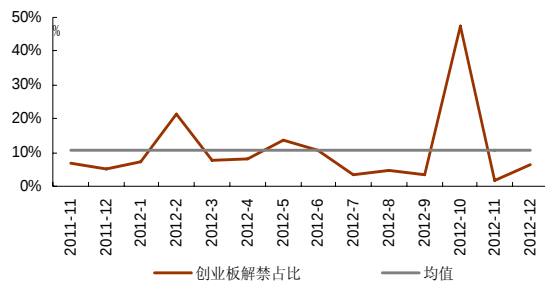
尽管 2012 年解禁压力总体减小，但创业板的解禁压力将持续加大。两方面的数据可以直观验证这个结论：1）静态测算解禁绝对的规模，即不考虑 2011 年 11 月后创业板新股基金情况，2011 年 11 月至 2012 年年度月均创业板月均解禁规模为 117 亿，大于 2010 年 2 月至 2011 年 10 月月均 71 亿的水平。如果我们将 2011 年 11 月新上市的创业板公司机构解禁、其他首发股东解禁纳入考虑范围，则月均解禁规模更大。2）静态测算创业板解禁比率占 A 股解禁总规模比率，2011 年 11 月至 2012 年年末月均比率为 10.54%，远超 2010 年 2 月至 2011 年 11 月 3.73% 的平均水平。

图 113：2011 年 11 月至 2012 年年底月均解禁 117 亿



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

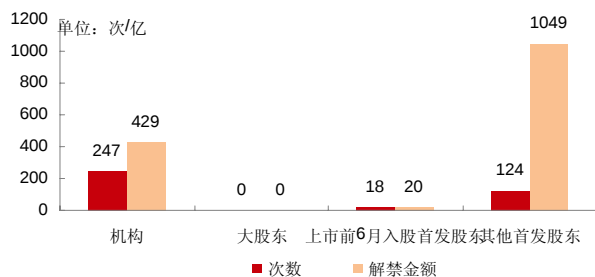
图 114：静态测算创业板解禁压力较前期增加



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

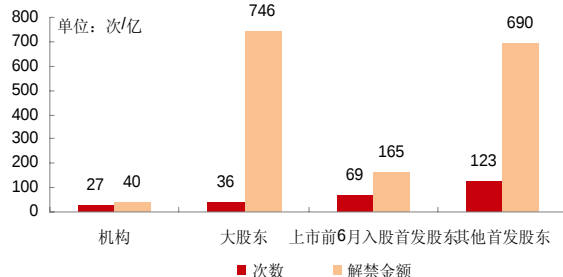
在解禁主体上，明年创业板将首次出现大股东解禁。由于创业板公司遵循主板解禁制度与规定，在上市后的三年方有大股东解禁，因而 2012 年 10 月 30 日正是创业板首批公司上市三年大事记，届时将出现首批 28 家公司大股东集中解禁。大股东解禁的体量、减持行为等较其他类型解禁行为存在显著差异，其对市场的影响值得关注。

图 115：此前主要以机构解禁与其他首发股东解禁为主



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

图 116：创业板大股东解禁在 2012 年首次出现



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

在行业分布特征上，预计后续解禁仍将以前期上市较多的机械设备、信息服务、化工、医疗生物、电子、信息设备等行业为主。创业板上市公司行业集中，从解禁次数量来，2011 年 10 月前的解禁中上述 6 个行业占比为 80%；从金额上看，2011 年 10 月前解禁中上市 6 行业占比为 84%。我们预计，后期创业板上市仍将把这些行业为主，静态测算上述六行业在 2011 年 11 月至 2012 年 12 月的解禁次数、解禁金额分别占比高达 81%、79%。

表格 14：静态测算创业板解禁行业分布（2010 年 2 月至 2012 年 12 月）

	2011 年 10 月前 解禁次数	2011 年 11 月后 解禁次数	2011 年 10 月前 解禁市值 (亿)	2011 年 11 月后 解禁市值 (亿)
机械设备	94	69	331.38	430.71
信息服务	62	42	281.79	290.97
化工	47	19	123.74	71.19
医药生物	42	38	243.80	361.05
电子	37	19	187.32	75.26
信息设备	31	19	89.60	64.87

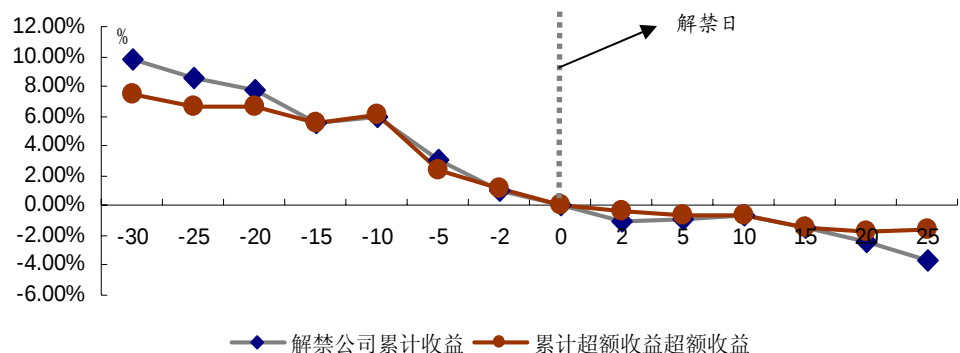
农林牧渔	16	8	46.04	52.46
公用事业	11	9	43.14	66.47
交运设备	10	6	40.22	25.42
轻工制造	8	0	23.13	0.00
建筑建材	7	3	21.70	17.99
采掘	5	6	15.63	45.74
商业贸易	5	3	19.85	27.63
家用电器	3	7	4.05	26.61
纺织服装	3	1	9.67	28.57
交通运输	3	2	3.93	11.50
有色金属	2	1	4.89	3.78
综合	2	2	3.74	24.78
餐饮旅游	1	1	4.10	15.65
黑色金属	0	0	0.00	0.00
食品饮料	0	0	0.00	0.00
房地产	0	0	0.00	0.00
金融服务	0	0	0.00	0.00

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所整理

从历史规律看,创业板解禁对创业板市场偏负面。我们利用创业板首次解禁以来的数据(356次解禁)进行事件研究,将所有公司解禁当天定义为“0”天,以“-”表示解禁日之前,例如“-5”即表示公司股票解禁日的前5个交易日。不论是解禁公司的平均累计收益亦或是剔除股指影响后的累计超额收益均在解禁日前后呈现单边下滑的趋势。平均而言,创业板公司在解禁日前30个交易日相对解禁日股价累计收益为-9.82%,累计超额收益为-7.47%;在解禁日后25个交易日相对解禁日股价累计收益为-3.61%,累计超额收益为-1.62%。

鉴于市场对创业板股东解禁的负面反应,具备解禁压力的小盘股将在2012年受到压制,机械设备、信息服务、化工医疗生物、电子、信息设备行业受创业板解禁影响最大。由于上述行业解禁占比近80%,我们认为这些板块公司集中解禁将对A股其他板块同类行业的公司产生负面影响。

图 117: 解禁日前后累计收益及累计超额收益持续下降



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

风险提示

同时由于策略角度是从上至下的个股筛选，存在行业研究员尚未覆盖的可能性。报告中使用的盈利预测是基于一致预期，而非本公司行业研究员的预测，在上市公司实际运营过程中，有变化的可能性。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

