

上半年选股，下半年趋势

摘要:

2012 年中国股市面临的宏观环境将是“以平稳过渡”为主基调的政策面和总需求进一步延续周期性回落的叠加情景，A 股很难走出趋势性行情。2012 年是换届年，减税、放松管制等改革措施难以有实质性突破，政策取向仍以“平稳过渡”为主，股市走势将主要取决于经济短周期所处的位置及微调政策取向。

在长周期经济增速趋势性放缓、外需不振和投资放缓等风险拖累下，预计 GDP 将在 2012 年继续下滑至 8.5%；但是 CPI 亦下降至 3.8%，宏观政策将在 2012 年充当经济软着陆“缓冲器”的作用，硬着陆的风险不大。因此，经济增速将呈现前低后高的态势，上半年以筑底为主，由于下行的惯性，经济在政策投放之后继续经历一个季度的底部徘徊的可能性比较大，而进入下半年以后特别是 4 季度，经济的温和复苏将会显现。相对于上述基本判断，需要提示两种可能的风险情景：外需向上超预期，房地产投资增速向下超预期。

根据我们自上而下的盈利预测模型分析，预计 2012 年非金融企业盈利增长约为 11%，如果金融企业盈利增速为 18%，那么上市公司整体盈利增速为 14% 左右，略低于 2011 年的盈利增速。

2012 年流动性状况将明显好于 2011 年。尽管外汇占款减少在明年一季度构成一个阶段性不利因素，但是我们认为货币政策及国内信贷的放松能起到主动对冲的作用，A 股目前的估值水平已经处于历史底部水平，因此，2012 年全年存在估值修复的机会。

投资策略上：上半年市场仍难以摆脱震荡市的走势，因为投资者对两个方面的判断依然会有分歧：一是流动性能否持续改善，政策放松是否可持续，能否完全对冲因经济降温、外汇占款减少对流动性的负面影响；二是经济增速和企业盈利是否可能面临超预期的下滑，不建议对于原材料、中游制造业等周期性股票盲目乐观，需要注意其盈利下滑风险。但系统性风险已显著释放，个股的结构性机会将明显多于 2011 年，成长股跑赢大盘价值股的情况仍有望延续。配置上以自下而上的选股策略为主，更看好一些盈利相对确定、业绩有保证的成长股（详细参见 2012 年金股组合），并依然看好现代服务业（旅游、传媒、医疗保健、软件等）、节能减排（环保）以及农业相关等前景明确并且有大的政策导向保驾护航的板块。另外，我们还基于行业成长空间、手持净现金、募投项目投向、未来盈利增长潜力等因素遴选了“中小盘（含创业板）”和“定增破发”等两个成长股主题组合。

2012 年黑天鹅猜想：黑天鹅事件往往会成为阶段性冲击股价的因素。我们分析了以下四种情景下对 A 股市场、大宗商品、国际汇市、全球股市的影响，分别是：（1）欧盟国政策协调达成统一，欧债危机暂时平息；（2）伊朗局势恶化；（3）美国大选共和党获胜；（4）国内利率市场化改革有实质性推进。

宏源证券策略组:

首席策略分析师

邴彬 (S1180511050001)

电话: 010-88085952

Email: libin3@hysec.com

分析师

秦培景

电话: 021-51782233

Email: qinpeijing@hysec.com

朱俊春 (S1180511040001)

电话: 021-51782232

Email: zhujunchun@hysec.com

杨昕

电话: 010-88085901

Email: yangxin@hysec.com

相关研究

从政策拐点到转型起点.....	2011/11/28
中国股市何时走出震荡市.....	2011/11/6
估值修复、超跌反弹.....	2011/10/9
主权债务风暴下的经济着陆.....	2011/10/3
崛起的中国高端消费市场.....	2011/9/18
欧债危机的逻辑与前景.....	2011/8/7
股价具有安全边际，选择稳定增长行业.....	2011/8/1
软着陆预期下的估值修复.....	2011/6/27
“微笑曲线”中孕育的伟大投资机会——生产性服务业.....	2011/4/12
通胀阴霾难散，投资由攻转守.....	2011/4/6

年度策略报告

目 录

2011 年 12 月 06 日

一、政策周期、经济短周期与股市表现	6
核心观点.....	6
（一）政策周期与股市表现.....	6
1、十年震荡市，改革是关键.....	6
2、2012 年换届年：改革难有实质性突破.....	7
（二）经济短周期：2012 年经济呈现 U 型走势	8
二、宏观展望与盈利预测	10
核心观点.....	10
（一）2012 年经济与政策展望.....	11
1、经济运行：经济先见底后回升.....	11
2、政策以微调为主：放松看着陆、紧缩看 CPI.....	13
（二）自上而下：上市公司盈利预测.....	14
（三）超预期风险提示.....	16
（四）流动性判断.....	17
三、行业配置与主题选择	18
核心观点.....	18
（一）消费服务业：超越周期的稳定收益.....	19
1、“V”型底的启示.....	19
2、行业及公司选择：升级意愿高、品牌偏好、垄断性经营和消费品营销的受益者.....	20
（二）生产性服务业：站在微笑曲线的两端.....	21
1、生产性服务是全球价值链中的主要盈利点.....	21
2、行业及公司选择.....	22
（三）节能减排：迫在眉睫.....	23
1、目前能源消耗方式不支持完成工业化，应效仿日本节能.....	23
2、节能领域相关行业及公司选择.....	24
3、污染减排是扭转环境污染恶化趋势、提升未来竞争力的迫切需要.....	26
4、减排环保领域相关行业及公司选择.....	27
（四）农业板块：供给瓶颈与政策催化.....	28
1、种业：看好“育、繁、推”一体化企业.....	28
2、农机：看好流通领域的整合效应.....	29
3、农田水利：看好节水灌溉板块.....	30
4、水产养殖：消费升级催生板块投资机会.....	30
四、成长股与定增破发的量化选股策略	31
核心观点.....	31
（一）中小盘创业板股票组合.....	31
1、股票筛选思路.....	31
2、回溯测试.....	32
3、股票筛选步骤与最终选定资产组合.....	32
（二）定增破发股票组合.....	34
1、股票筛选思路.....	34

2、回溯测试.....	34
3、股票筛选步骤与最终选定资产组合.....	35
五、2012 黑天鹅事件猜想	37
核心观点.....	37
（一）欧盟国政策协调达成统一，欧债危机暂时平息.....	37
（二）伊朗局势恶化.....	38
（三）美国大选共和党获胜.....	40
（四）国内利率市场化改革有实质性推进.....	41

插图

图 1-1: 上证指数走势	6
图 1-2: 2001 年至今各类资产年化收益率	6
图 1-3: 上证综指与政治周期	7
图 1-4: GDP 增速与政治周期	8
图 1-5: 固定资产投资增速与政治周期	8
图 1-6: 股市、经济增速与政策	8
图 1-7: 股市、经济增速与政策的大循环	9
图 2-1: 十年长周期末端: 增长放缓 (季度实际 GDP, %)	10
图 2-2: 短周期: 需求端增速向下 (同比%)	10
图 2-3: 中国季度 GDP 同比增长及驱动构成 (%)	11
图 2-4: 工业库存和生产周期	11
图 2-5: “PIIGS” 主权债务按到期日构成 (十亿欧元)	11
图 2-6: “PIG” 截至 2012 年底到期主权债务 (十亿欧元)	11
图 2-7: 对欧元区国家出口同比 (%)	12
图 2-8: 房地产投资单月值同比增速 (%)	12
图 2-9: 2009 年政策投放后投资增速的增加 (%)	12
图 2-10: 2009 年工业增加值增速的增长 (%)	12
图 2-11: 非金融上市公司毛利增速及预测 (%)	15
图 2-12: PPI-PPIRM 与毛利率水平 (%)	15
图 2-13: 对于 2012 上市公司毛利率的预测 (%)	15
图 2-14: 对于 2012 上市公司收入增速的预测 (%)	15
图 2-15: 美国个人消费增长 (%)	16
图 2-16: 野村 PMI 和消费者信心 (%)	16
图 2-17: 对于国际热钱的流动的估计 (%, 十亿美元)	17
图 2-18: 外汇占款预测模型的拟合能力 (亿元)	17
图 3-1: 东亚主要经济体的消费占 GDP 之比 (%)	19
图 3-2: 城市居民消费升级意愿最高的商品类目 (占调研样本%)	20
图 3-3: 我国城市居民对各类消费的品牌偏好 (占调查样本%)	20
图 3-4: 制造业产业链中拓展的生产性服务业	21
图 3-5: 产业链的“微笑曲线”式分工	21
图 3-6: 生产消费中的节能减排示意图	23
图 3-7: 2000 年以来中印人均石油消费量不断上升	24
图 3-8: 如果中印人均石油消费量达到日本水平 (年, 亿桶)	24
图 3-9: 日本节能发展初期能源效率 (1973=100)	24
图 3-10: 中国能源需求结构决定了短期节能看工业	24
图 3-11: 电池成本回收里程 (万公里)	26
图 3-12: 不同油价下电池成本回收里程变化 (万公里)	26
图 3-13: 农业生产效率提高的一般过程	28
图 4-1: 超募资金使用途径	32
图 4-2: 超募公司股票相对于上证综指表现	32
图 4-3: 标的资产组合累积收益率	33
图 4-4: 标的资产组合表现	33
图 4-5: 项目融资破发比例最大	34

图 4-6: 不同破发项目相对于上证综指表现.....	34
图 4-7: 回溯测试资产组合累积收益率.....	35
图 4-8: 回溯测试资产组合表现.....	35
图 5-1: 债务冲击下的两种不同的循环.....	37
图 5-2: 国际资本配置德国和美国债券数量 (百亿)	37
图 5-3: 国际资本配置新兴市场国家证券市场数量 (百亿美元)	38
图 5-4: 美元指数和欧元对美元汇率 (1974=100, EUR/USD)	38
图 5-5: 石油危机大宗商品价格大幅上涨, 美元下跌.....	39
图 5-6: 中东为主要石油出口地区.....	39
图 5-7: 中国石油消费高于发达国家 (全球占比)	40
图 5-8: 石油价格与中国 GDP 表现.....	40
图 5-9: 美国产出缺口	41
图 5-10: 人民币贷款在社会融资总量中的占比 (%)	41
图 5-11: 存款利率和银行间同业拆借利率 (%)	41

表 格

表 2-1: 中国核心经济指标预测汇总 (预测基于截至 2011 年 12 月 5 日可得数据)	14
表 3-1: 2012 年十大金股推荐 (市盈率根据 12 月 6 日收盘价计算)	18
表 3-2: 消费服务业重点推荐标的	20
表 3-3: 生产性服务业重点推荐标的	22
表 3-4: 节能建筑系统分解	25
表 3-5: 节能领域重点推荐标的	26
表 3-6: 减排环保领域相关上市公司	28
表 3-7: 我国种业公司一体化战略不够	29
表 3-8: 2010 年、2011 年种业政策一览表	29
表 3-9: 农业板块相关上市公司推荐	30
表 4-1: 基于成长股选股的标的资产组合	33
表 4-2: 回溯测试标的资产组合	35
表 4-3: 定增破发股票组合	36

一、政策周期、经济短周期与股市表现

核心观点

2012 年中国股市面临的宏观环境将是以“平稳过渡”为主基调的政策面和总需求进一步延续周期性回落的叠加情景，A 股很难走出趋势性行情。2012 年是换届年，减税、放松管制等改革措施料难以有实质性突破，政策取向仍以“平稳过渡”为主，股市走势将主要取决于经济短周期所处的位置及微调政策取向。

（一）政策周期与股市表现

1、十年震荡市，改革是关键

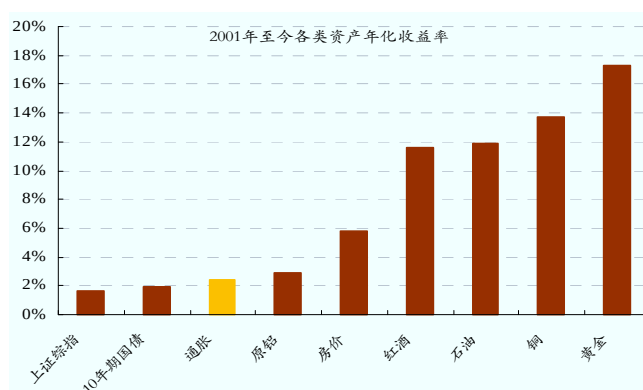
回顾近年中国股市走势，从 2001-2011 年，十年震荡市，指数上涨幅度仅 10% 多，并没有走出趋势性行情。与期间 GDP 和企业盈利的绝对水平（期间有波动）大幅提升极不匹配，远远落后于房地产、大宗商品、高端消费品、艺术品等其他资产的投资回报率，甚至未能跑赢同期通胀。

图 1-1：上证指数走势



数据来源：Wind；宏源证券研究所

图 1-2：2001 年至今各类资产年化收益率



数据来源：Wind、彭博资讯、Liv-ex；宏源证券研究所

股价停滞不前固然与股市大规模的扩容有非常直接的关系，但从本质来说，是中国经济结构性失衡的问题。经济增长严重依赖于投资和出口，而代表终端需求的国内消费未能得到有效启动。在过度扩张的财政和数量型放松的货币政策刺激下，经济短期虽呈现环比改善的趋势，但是长期必将推高通胀预期，使得经济陷入“滞胀”的风险上升。因此，政府政策始终陷入放松（刺激经济）与紧缩（抑制通胀）之间不断摇摆的困境，非但没有起到熨平经济周期的作用，反而加大了经济短期的波动。对于中国这样的制造业为主导的国家，能源及资源瓶颈和羸弱的终端需求将使得经济调整面临更长的时间。这是股市一直无法摆脱经济短期周期波动困扰，无法走出震荡市的根本原因。

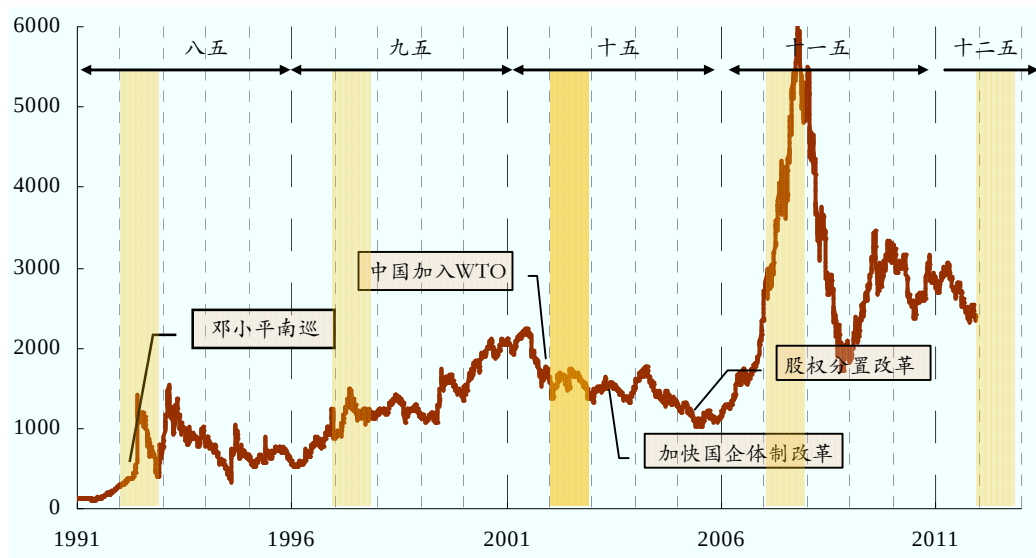
如果在政府政策导向上看不到一些根本性转变的话，中国股市就很难走出震荡市的格局。走出经济滞胀困境的政策选择将是 A 股能否突破震荡市进入牛市的重要一环。这一揽子政策包括：（1）货币回归中性，同时配合汇率浮动弹性加大的政策；（2）减税、削减政府消费及投资开支，促进私人消费与私人资本投资；（3）逐步放松政府管制：包括放松行业准入门槛与放松价格管制两方面；（4）扩大政府在 R&D 支出比重，完善知

识产权等法律法规基础上，鼓励自主创新。（具体请参见我们 2011 年 11 月发布的深度报告《中国股市何时走出震荡市？》）

2、2012 年换届年：改革难有实质性突破

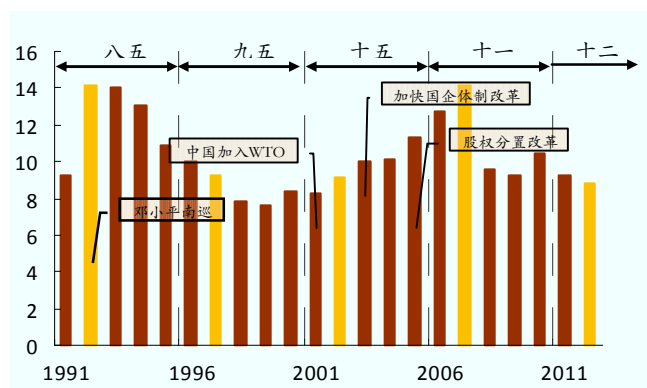
2012 年是党的十八大召开的一年，届时政府的换届将开始进行，直到 2013 年初两会结束后换届才会彻底完成。政府的换届意味着深度的改革难以推出，政策取向将在很大概率上维持以“平稳过渡”为主，微调将成为 2012 年政策的主要操作方式。上一次政府换届是 2002 年，当年是改革的空白年，股市在 2002 年整年并未走出趋势性行情而是维持大幅震荡。而真正有意义的改革开始于新政府上任后的第二年：在 2003 年与 2005 年，对中国经济与资本市场有深远意义的国企体制改革加速与股权分置改革分别推出，这两项改革无疑是之后的经济繁荣与股市牛市的重要推动力。因此，虽然目前全球经济格局开始逐步转变，经济体制改革的呼声愈来愈大，但是在政府换届的微妙时刻，我们很难看到有深度的体制上的改革推出。另外，虽然纵观过去 20 年，自八五计划开始，无论从经济增速还是投资增速来看每个五年计划的中期往往是增长的高峰期，但是 2012 年面对外部需求疲软与内部投资增速放缓的影响，经济增速与投资增速均将放缓，我们预测 2012 年 GDP 同比将从今年的 9.2% 下降到 8.5%。因此，在经济增速维持温和，政府政策导向上看不到一些根本性转变的话，中国股市很难走出过去十年震荡市的大周期。

图 1-3：上证综指与政治周期



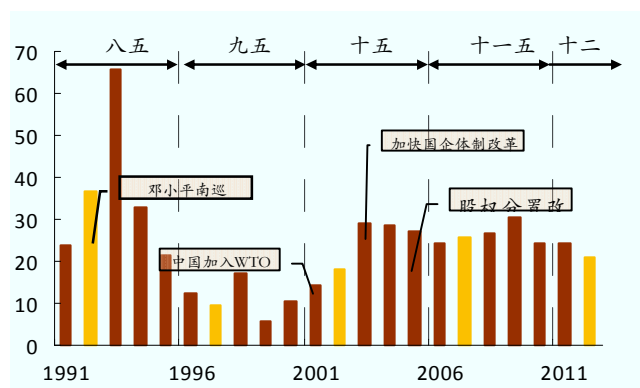
资料来源：彭博资讯；宏源证券研究所整理

图 1-4: GDP 增速与政治周期



数据来源：CEIC，2011、2012 为预测值；宏源证券研究所

图 1-5: 固定资产投资增速与政治周期



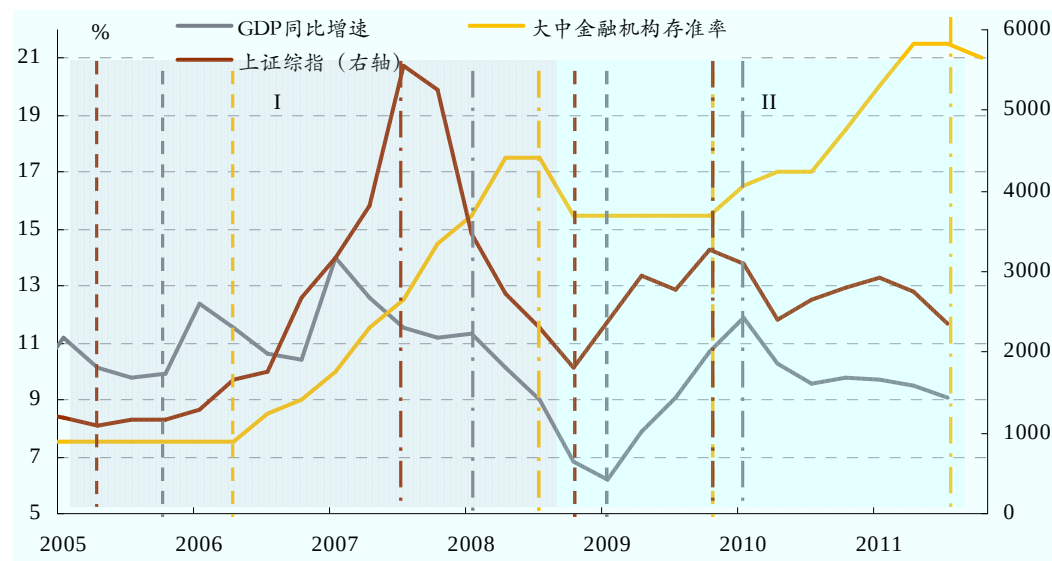
数据来源：CEIC，2011、2012 为预测值；宏源证券研究所

（二）经济短周期：2012 年经济呈现 U 型走势

依据我们的判断，2012 年 A 股很难走出震荡市的大周期，那么股市走势将主要取决于经济短周期所处的位置及短期政策取向。我们认为 2011 年底是政策放松的起点，2012 年上半年将是股市的底部。

自从 2005 年以来，我们观察到中国股市、经济增速与政府政策存在明显的循环周期。股市是经济的晴雨表，因此往往领先于 GDP 增速，而政策会随经济基本面变化而调整，进而影响股市表现，因此，自 2005 年以来我们可以发现一个明显的循环，即是：股市见底回升→经济增速见底回升→政策收紧→股市见顶回落→GDP 增速见顶回落→政策放松→股市见底回升。2005 底以来中国股市已经经过了二轮循环，目前我们所处的时点是第二轮循环的结束，第三轮循环的开始：2011 年 11 月底宣布下调存准率，这很大程度上意味着我们开始进入货币政策放松的起点。

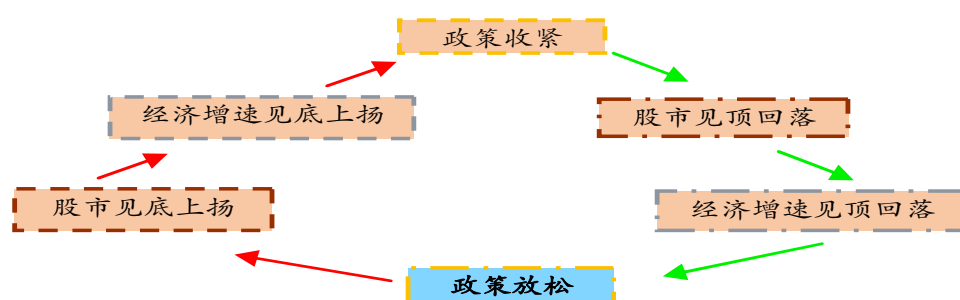
图 1-6: 股市、经济增速与政策



资料来源：彭博资讯；宏源证券研究所整理

结合我们对宏观经济的判断是经济增速同比可能在三季度见底，加之欧债问题可能在2012年3月债务到期高峰期时负面影响市场情绪，那么股市很可能在前半年见底（参考我们2012年宏观经济年度报告《从政策拐点到转型起点》，2011/11/28）。而在下半年，我们也很难看到V型反转，一方面是基于国内难以推出深度改革使得经济增速整体维持在温和水平，以及外围市场不确定因素依然存在，另一方面，政策放松后的经济复苏，加之2012年欧美可能实行的更加宽松的刺激政策的逐步出台，可能使得通胀在四季度重新上升。因此，我们认为在2012年的小周期内，A股将在上半年触底，并在下半年震荡上行，整体呈现出U型走势。

图 1-7: 股市、经济增速与政策的大循环



资料来源：宏源证券研究所

二、宏观展望与盈利预测

核心观点

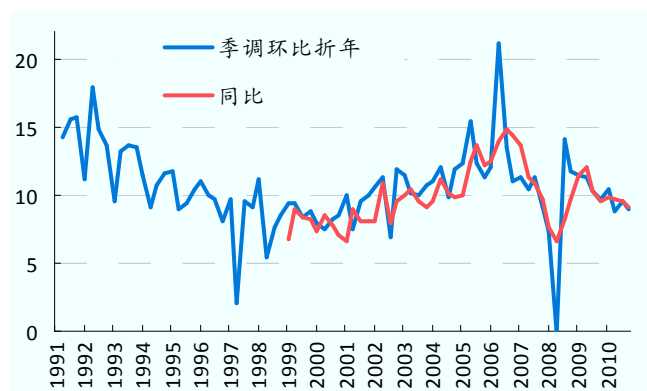
在长周期经济增速趋势性放缓、外需不振和投资放缓等风险拖累下，预计 GDP 将在 2012 年继续下滑至 8.5%；但是 CPI 亦下降至 3.8%，**宏观政策将在 2012 年充当经济软着陆“缓冲器”的作用，硬着陆的风险不大**。因此，经济增速将呈现前低后高的态势，上半年以筑底为主，由于下行的惯性，经济在政策投放之后继续经历一个季度的底部徘徊的可能性比较大，而进入下半年以后特别是 4 季度，经济的温和复苏将会显现。

根据我们自上而下的盈利预测模型分析，预计 2012 年非金融企业盈利增长约为 11%，如果金融企业盈利增速为 18%，那么上市公司整体盈利增速为 **14% 左右**，略低于 2011 年的盈利增速。

相对于上述基本判断，**需要提示两种可能的风险情景：外需向上超预期，房地产投资增速向下超预期**。明年全球经济仍将面临财政整固困境下制约增长缓慢，新增的经济和政治面风险因素会加大国际市场的波动幅度；但是欧债危机在有序债务重组和国家战略协作上有突破性进展的情况下仍有可能好于目前市场的一致悲观预期。而房地产投资的加速下滑可能引致房地产高压调控政策的松动，但是恢复周期可能会比较长从而拖累经济复苏进程。

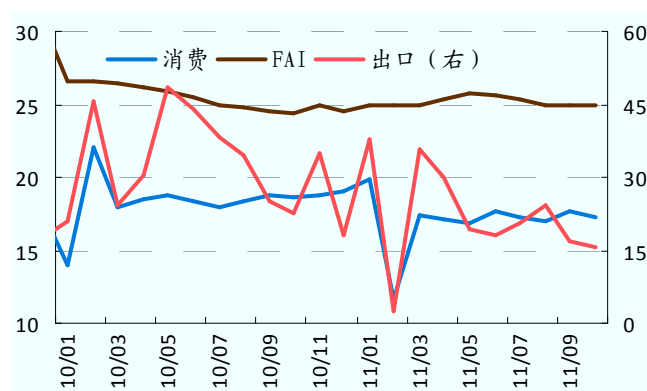
2012 年流动性状况将明显好于 2011 年。尽管外汇占款减少在明年一季度构成一个阶段性不利因素，但是我们认为货币政策及国内信贷的放松能起到主动对冲的作用，A 股目前的估值水平已经处于历史底部水平，因此，2012 年全年存在估值修复的机会。

图 2-1：十年长周期末端：增长放缓（季度实际 GDP，%）



数据来源：CEIC，国家统计局；宏源证券研究所

图 2-2：短周期：需求端增速向下（同比%）



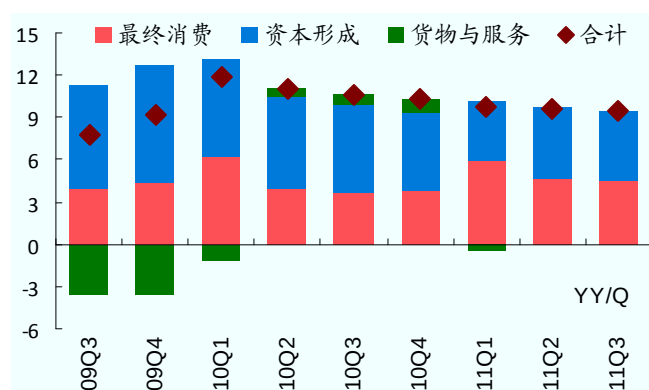
数据来源：CEIC；宏源证券研究所

(一) 2012 年经济与政策展望

1、经济运行：经济先见底后回升

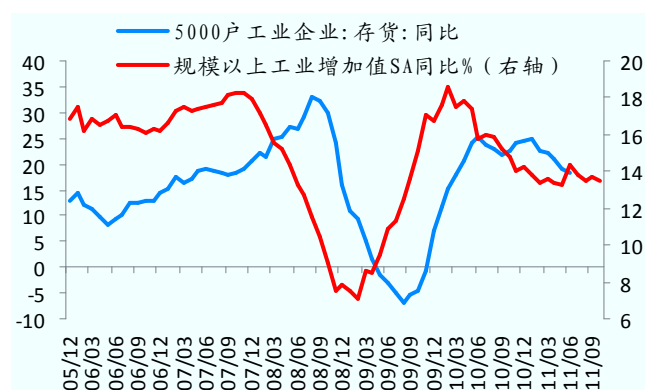
从短周期的走势来看，2012 年是中国经济着陆的一年，目前经济正处于工业生产下行，企业主动去库存的阶段；但我们判断，未来软着陆的概率依然要大大高于硬着陆。在 12 月即将召开的中央经济工作会议中，预计政府的经济增长目标将在 7.5%，而 M2 的增长目标将在 13% 左右，这两个目标应该都不难完成。明年政策基调应是保持稳健的货币政策和积极的财政政策。核心思想是降低目标，为转型的相关政策布局提供弹性和空间。我们预测 2012 年 GDP 同比从今年的 9.2% 下降到 8.5%，而 CPI 同比从今年的 5.5% 下降到 3.8%，呈现出比较温和的经济下行（参考表 2-1 的预测汇总）。

图 2-3：中国季度 GDP 同比增长及驱动构成（%）



数据来源：CEIC；宏源证券研究所

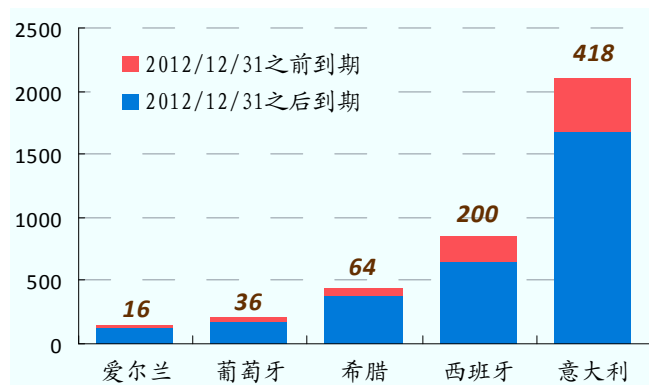
图 2-4：工业库存和生产周期



数据来源：WIND；宏源证券研究所

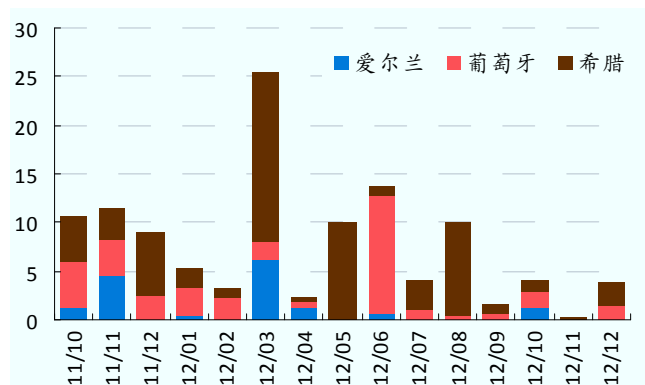
从拉动经济增长的三辆马车来看：出口不力将会受到海外经济的疲软影响一直延续到明年全年，预计出口增速同比波动中枢在 10% 至 15% 之间。因为作为中国出口主要需求端的发达经济体 2012 年仍然会面临较大压力：首先，避无可避的财政整固最终会制约对应经济体的增长；另一方面，新增的经济和政治面风险因素会加大国际市场的波动幅度。动荡核心欧元区主权债务的风险无法根除，在明年 3 月份的债务到期量高峰，若到时欧元区当局仍然不能达成可取信于市场的方案的话，欧元区将发生系统性偿债风险。

图 2-5：“PIIGS”主权债务按到期日构成（十亿欧元）



数据来源：彭博资讯，截至 2011 年 11 月 11 日，包括国债和主权贷款的本金与利息；宏源证券研究所

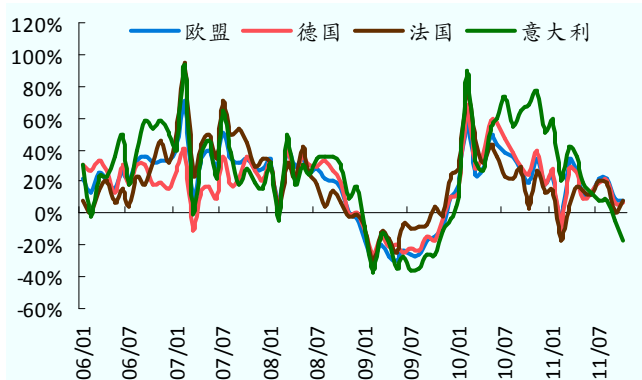
图 2-6：“PIG”截至 2012 年底到期主权债务（十亿欧元）



数据来源：彭博资讯，截至 2011 年 11 月 11 日，包括国债与主权贷款的本金与利息；宏源证券研究所

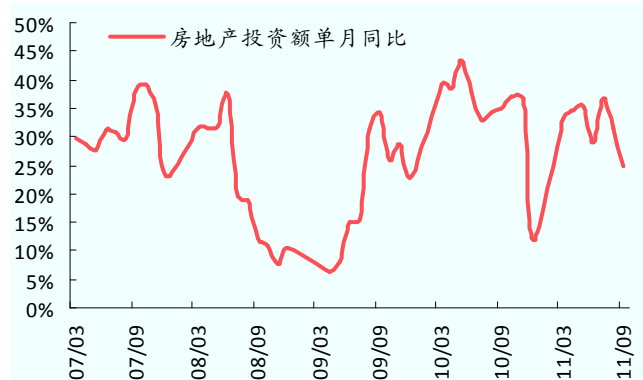
由于欧元区国家低迷的经济增长前景，欧洲市场的萎缩将成为中国对外出口下行的最大威胁。而美国明年大选将为长期财政稳定以及财政整固的政策执行带来非常大的变数，可能使得政策严重偏离最优，增长的疲软将会是主要的姿态。

图 2-7: 对欧元区国家出口同比 (%)



数据来源: CEIC; 宏源证券研究所

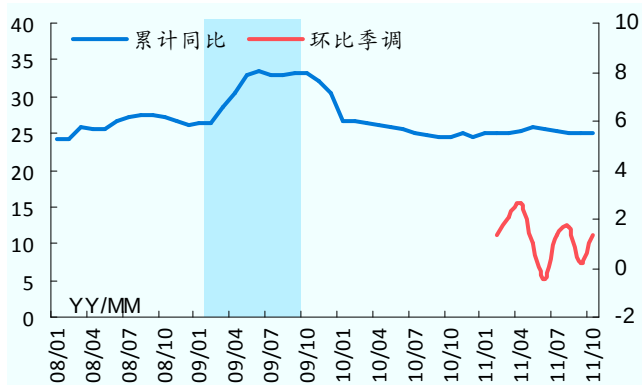
图 2-8: 房地产投资单月值同比增速 (%)



数据来源: WIND; 剔除了难以计算单月值的每年 1、2 月份, 宏源证券研究所

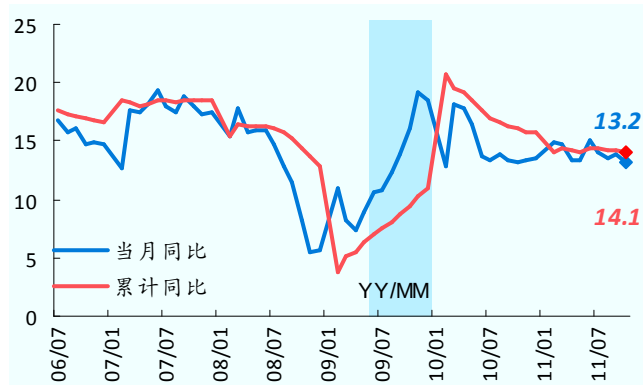
从投资来看, 由于资金的持续收紧以及对这一行业的政策性打压, 房地产投资紧缩将延续到明年的 1 季度, 单月同比很可能下降至 20% 以下。而整个投资部门的增速将在 3 季度降至 20.8%, 直到 4 季度才会在产业政策的刺激下出现小幅回升。只有在全面政策反转流动性重新变得非常宽裕的形势下, 地产投资才可能出现转机。从消费来看: 在政策的引导和物价水平好转的影响下, 明年实际消费将会呈现稳中有升的态势, 名义消费的同比在全年保持稳定, 预计在 17.2% 至 18.4% 之间。

图 2-9: 2009 年政策投放后投资增速的增加 (%)



数据来源: CEIC; 宏源证券研究所

图 2-10: 2009 年工业增加值增速的增长 (%)



数据来源: 彭博资讯; 宏源证券研究所

按照季度 GDP 增长来判断, 2012 年经济增长整体会呈现出前低后高的格局。我们认为明年 1 季度末或 2 季度初将成为一个非常重要的政策转折点, 经济环比将在 2 季度见底, 投资增速和出口增速都已经处于底部, 海外重大风险发生的可能性使得国际市场都非常紧张, 而降至 3.6% 左右的通胀水平将使得政策空间打开, 我们认为, 在这一刻政策全面反转的概率比较高, 但整体风格仍然是微调为主, 不会出现类似 2009 至 2010 年“四万亿”大规模刺激计划。

而基于 2008 年的经验, 政策反转之后到投资恢复将有一个季度以上的时滞, 而工业产出的高增长将在 6 个月之后展开 (参见我们 2012 年的年度宏观报告《从政策拐点到转

型起点》, 2011/11/28), 基于这样的时间逻辑, 我们认为, 在明年的年中, 投资增长率将会开始恢复, 而在明年十八大召开的前后, 工业产出的增长率也将开始恢复。

也就是说, 整体来看, 明年的经济前低后高的走势将会比较明显, 上半年以筑底为主, 由于下行的惯性, 经济在政策投放之后继续经历一个季度的底部徘徊的可能性比较大, 而进入下半年以后特别是 4 季度, 经济的复苏将会显现出来。

2、政策以微调为主：放松看着陆、紧缩看 CPI

经济走势和政策判断其实是一个相互呼应的关系, 我们对于明年经济的走势的判断固然是基于明年 1 季度末政策转折之下的时间逻辑来展开, 但是反过来说, 政策其实也是经济走势的一个倒逼的结果。在我们软着陆的基本假设下, 综合考虑政府换届的背景, 微调将会成为 2012 年政策操作的主要特点; 在明年前三个季度经济探底并在低点徘徊的过程中, 宽松性质的微调政策将会被不断投入来避免经济硬着陆的风险, 这也是我们对于明年的整体性的判断。

但是需要提示的是, 按照我们对于明年全年通胀水平的判断, CPI 的同比增长将不会低于 3%, 而到 4 季度随着整个经济的扩张和流动性的改善, 通胀率会达到 4.3% 的高水平, 我们认为, 在这一时期, 通胀风险将会再次变成影响宏观政策趋势的重要变量, 一些数量性质的货币工具如公开市场操作等又会做出适度的微调反应来控制这一风险, 我们甚至不排除 2012 年下半年加息的可能。

整体上, 无论明年是经济增速下行过快还是通胀压力再次重现, 宏观政策都将以微调的方式应对, 其作用机制类似于在实体经济和各类风险因素之间建立缓冲带, 以求在政府换届年经济金融系统的平稳运行。

正如我们在第一部分中所论述的, 由于明年是一个换届年, 我们并不认为会发生非常剧烈的政治改革, 但是我们认为各种形式的产业定向的扶持政策会在明年以逆周期的财政政策的形式推出, 这可以被看作是个长期的产业结构的增量性质的调整。而税制改革、利率市场化改革等政策展开周期和影响时间都会比较长; 改革在明年可能会推出一些铺垫性或者说试探性的政策 (比如说, 以试点的性质展开), 以比较小的影响来争取中长期改革的空间。

(二) 自上而下：上市公司盈利预测

一般而言，需求放缓与毛利率挤压是企业盈利风险的主要来源。首先，我们基于固定资产投资（名义）、出口（人民币计价）、消费品零售（名义）增速等宏观变量做自上而下的企业收入增长的预测；基于 PPI-PPIRM（领先调整）、CPI、WTI 油价等自变量做自上而下的企业毛利率的预测。最后，我们基于收入增长、毛利率、以及影响税后利润率的税负和财务负担等因素来构建量化模型预测企业净利润增长。按照我们对于明年中国宏观经济的预测，我们设定出对于盈利预测的基准假设。我们的基准假设的相关预测情况如表 2-1 所示。

表 2-i: 中国核心经济指标预测汇总（预测基于截至 2011 年 12 月 5 日可得数据）

	2010	2011F	2012F	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F
实际 GDP（同比增长，%）	10.4	9.2	8.5	9.1	9.0	8.9	8.3	8.1	8.7
工业增加值（同比增长，%）	15.7	13.9	13.1	13.8	13.0	12.9	13.2	12.7	13.4
社会消费品零售总额（名义同比增长，%）	18.4	17.5	17.9	17.3	17.2	17.0	18.1	18.1	18.5
社会消费品零售总额（实际同比增长，%）	14.8	12.1	14.1	11.0	12.3	13.3	14.3	14.5	14.2
城镇固定资产投资（累计，名义同比增长 %）	24.5	24.4	21.0	24.9	24.4	21.0	21.4	20.8	21.0
城镇固定资产投资（累计，实际同比增长 %）	20.2	17.9	17.2	18.1	17.9	16.2	17.0	17.3	17.2
出口（美元，十亿）	1578	1906	2181	518	514	452	532	599	597
出口（同比增长，以美元计价，%）	31.3	20.8	14.4	20.1	15.8	13.2	12.1	15.7	16.2
进口（美元，十亿）	1394	1759	2100	454	476	475	511	537	577
进口（同比增长，以美元计价，%）	38.9	26.2	19.4	22.2	25.1	18.7	19.3	18.2	21.3
贸易顺差（美元，十亿）	185	155	81	71	38	-23	22	62	20
贸易顺差（人民币，十亿）	1249	993	498	456	238	-143	134	386	120
贸易顺差（占 GDP 比例）	3.11	2.36	1.11	4.46	2.21	-1.27	1.19	3.43	1.07
CPI（同比增长，%）	3.3	5.5	3.8	6.3	4.9	3.6	3.8	3.6	4.3
CPI（非食品）（同比增长，%）	1.4	2.8	2.1	2.9	2.7	2.1	2.2	1.9	2.3
CPI（食品）（同比增长，%）	7.2	11.7	7.2	13.9	9.3	6.6	7.1	7.0	8.2
PPI（同比增长，%）	5.5	6.3	7.0	7.1	4.3	6.3	5.2	7.6	8.8
PPI 购进价格指数（同比增长，%）	9.6	9.5	9.8	10.5	6.7	8.2	11.2	9.4	10.4
货币供应量 (M2，期末，同比增长，%)	19.7	14.1	13.4	12.9	14.1	13.2	13.8	13.6	13.4
外汇占款（十亿人民币）	3268	3582	2228	844	650	378	456	612	782
新增人民币贷款（十亿人民币）	7927	7200	8136	1511	1806	2441	2441	1627	1627
人民币汇率（人民币/美元，期末值）	6.61	6.27	6.14	6.37	6.27	6.24	6.20	6.17	6.14
人民币汇率（升值幅度，%）	3.22	5.20	2.10	1.45	1.57	0.53	0.53	0.53	0.53
10 年期国债到期收益率（%，期末值）	3.91	3.85	3.62	3.90	3.85	3.75	3.61	3.82	3.62
存款准备金率（%）	18.5	21.5	20.5	21.5	21.5	21.0	21.0	21.0	20.5
一年期存款基准利率（%，期末值）	2.75	3.50	3.25	3.50	3.50	3.50	3.25	3.25	3.25
一年期贷款基准利率（%，期末值）	5.81	6.56	6.31	6.56	6.56	6.56	6.31	6.31	6.31

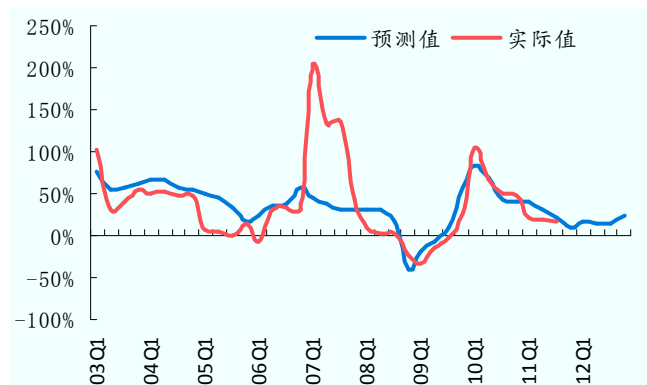
数据来源：历史数据来自彭博资讯，蓝色数字为预测值；宏源证券研究所宏观组预测。

由于盈利模式的区别，我们把上市公司分成金融企业和非金融企业两个部门各自进行预测。对于非金融企业，我们使用上述的逻辑来进行预测，基于整个中国宏观经济 2012 年的走势以及我们对于相关系数的模拟和预测，我们预测，2012 年非金融上市公司的净利润增长水平约为 11%，相比于 2011 年 14% 的预测增长水平下降 3 个百分点，由于宏观经济的整体下行对于企业收入增速的压制，前三个季度特别是第二和第三季度的同比增

速将会低至 9.1%和 9.9%。

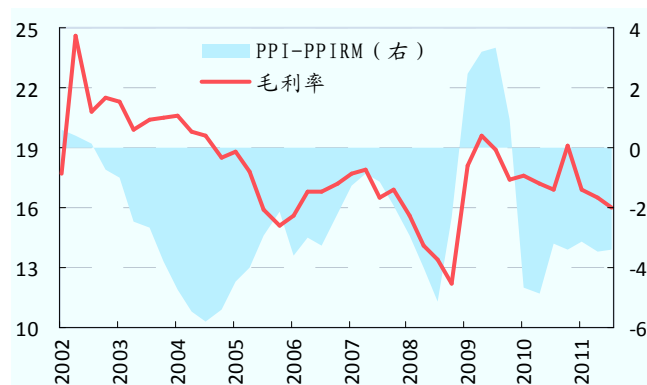
由于我们上述宏观层面的政策反转时间逻辑，我们认为，经济在 4 季度的整体复苏会整体推动上市公司盈利的回升，我们预测会增至 17.3%。根据我们对于金融行业上市公司的单独分析，我们认为**金融行业 2012 年的盈利增速的预测将在 18%左右**，基于此，我们认为，整个 A 股市场的上市公司 2012 年的盈利增速将从 2011 年的 18%降至 14%左右。

图 2-11: 非金融上市公司毛利增速及预测 (%)



数据来源：WIND，这里“非金融”的范围为 A 股中剔除了申万一级行业中的“金融服务”后的公司；宏源证券研究所

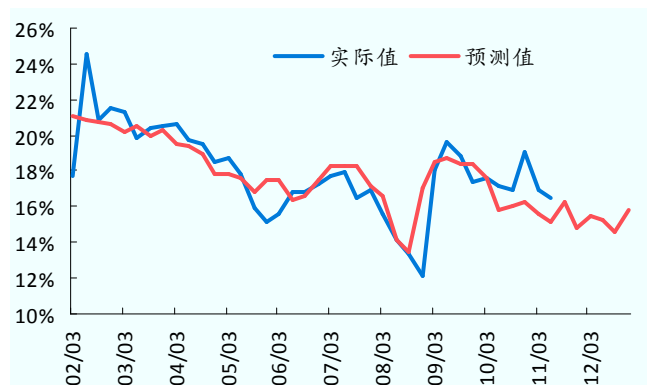
图 2-12: PPI-PPIRM 与毛利率水平 (%)



数据来源：WIND，CEIC；宏源证券研究所

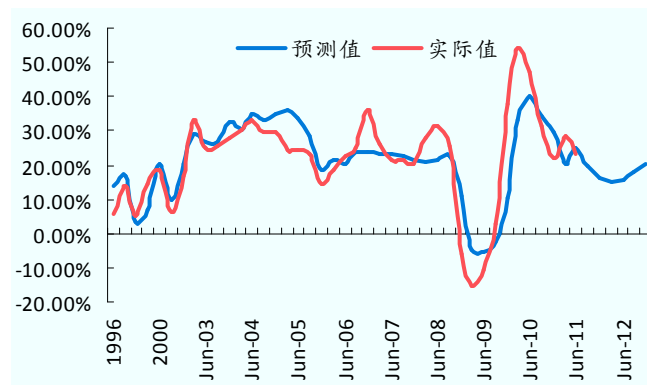
拆分来看的话，从收入角度来说，我们认为，由于消费的疲软，投资的冷却和出口的下行，企业的收入会在明年的上半年出现明显下行，明年第一季度和第二季度企业的同比收入增速将会降至 15%左右，而下半年，企业收入会出现一定程度的增长，并在 4 季度增长至 20%。显然，我们对于宏观经济层面上半年筑底，下半年反弹的走势将通过企业的盈利水平反映出来。而从毛利角度来说，由于我们采用了滞后的处理（假设本季度的产品使用的是上个季度的原料），今年 4 季度原材料价格水平的下降就会对于明年一季度的毛利形成一定程度的支持，而明年 4 季度由于经济复苏而导致的价格上行也会使得 2012 年 4 季度的毛利水平相对偏高，这会使得明年的毛利同样呈现出“先降再升”的走势。由于我们认为一些产业导向的财政减负政策会作为逆周期的操作而在明年的下行周期中被推出，我们认为，企业整体税负和财务负担将会减少。基于对于这几个关键因素的分析，我们得出了上述对于上市公司企业盈利的基准预测。

图 2-13: 对于 2012 上市公司毛利率的预测 (%)



数据来源：WIND，预测值根据 PPI-PPIRM、CPI、WTI 油价等指标进行预测

图 2-14: 对于 2012 上市公司收入增速的预测 (%)



数据来源：WIND，预测值根据固定资产投资增速，零售消费增速和出口增速进行预测

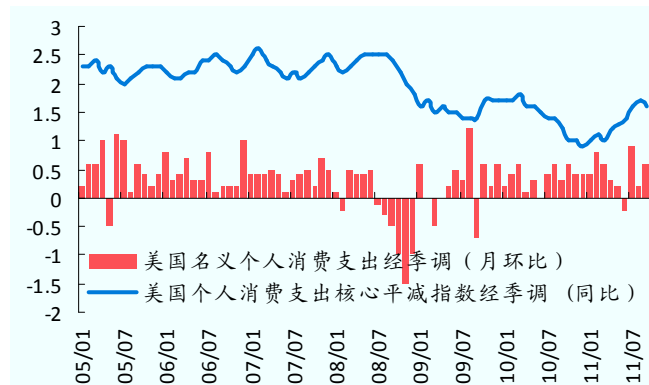
（三）超预期风险提示

上面的论述时我们对于明年宏观经济情境的基本判断，**这里我们还要针对于盈利提示两种可能的风险情景：外需向上超预期，房地产向下超预期。**

虽然我们对于明年的海外形势尤其是欧洲的经济增长整体比较悲观，并且据此认为中国出口部门将会承受一定的压力，但是，美国和日本的经济增长存在增长超预期的可能性。如果政策协调获得超预期的成果，欧元区的经济可能也不会入市场预期的如此悲观。

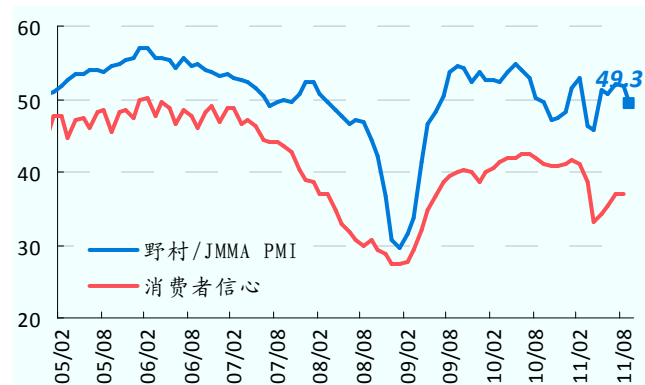
如果受到一定的政策激励，美国的房地产市场出现超预期的复苏，推动就业情况出现显著好转继而带来收入和消费信心的增长，而日本政府的强硬姿态控制住了日本在汇率上面临的困境，同时我们一直指出的中国贸易对象向新兴市场国家的结构转型在一定程度上会缓解对发达国家出口下行的压力，这些因素的共同作用可能会在欧元区需求萎缩的情境下支持中国的出口的的稳定甚至是回升。如果外需向上超预期，我们认为，这对于中国的工业生产以及众多出口部门企业的盈利会是一个重要的提振。

图 2-15: 美国个人消费增长 (%)



数据来源：彭博资讯；宏源证券研究所

图 2-16: 野村 PMI 和消费者信心 (%)

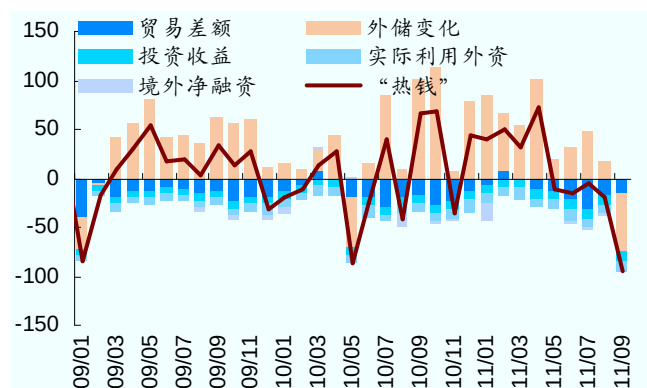


数据来源：彭博资讯；宏源证券研究所

如果这种“外需向上超预期”的情境真的出现，我们认为，这会给明年上市公司企业的收入增速带来 1.3 个百分点的提升，而整个净利润的增长率也会由基准情境下我们所预测的 11.8% 增长至 13.7%。

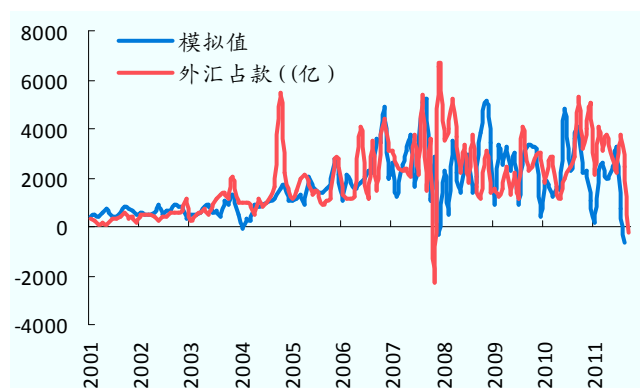
同时，我们认为房地产部门所引发的风险有可能会超出市场的预期，从政策预期的角度上来说，政府本次压制房价的决心是非常强的，这导致市场所预计的政策反转有可能不会如期而至，再加上从土地和资金方面的数据，地产明年的投资全面下行有可能会比市场想象中的更猛。更重要的是，房地产部门的下行对于上游的工业生产所产生的负面影响也可能超过预期，这导致地产下行对于宏观经济会形成整体性的冲击。根据我们的测算，在 2012 年的投资增速比基准情况出现更大的下行幅度情境下，我们认为，这个企业的收入增速将会降低 0.2 个百分点，而整体盈利水平也会相应下降 0.2%，主要受影响的行业无疑是房地产板块和银行板块。

图 2-17: 对于国际热钱的流动的估计 (%，十亿美元)



数据来源：彭博资讯，外汇储备口径热钱=外汇储备增量-贸易盈余(+贸易逆差)-实际利用外资额-境外投资收益估算-境外融资；其中“境外投资收益估算”为估计值。

图 2-18: 外汇占款预测模型的拟合能力 (亿元)



数据来源：CEIC，EPFR，假定相关变量到外汇占款的影响滞后一期；宏源证券研究所

(四) 流动性判断

总体上，我们认为 2012 年流动性状况将明显好于 2011 年。尽管外汇占款减少在明年一季度构成一个阶段性不利因素，但是我们认为货币政策及国内信贷的放松能起到主动对冲的作用，A 股目前的估值水平已经处于历史底部水平，因此，2012 年全年存在估值修复的机会。

2011 年 11 月份外汇占款变成负值已经提示出外资的外流对于中国整体流动性带来的压力，通过我们对于热钱的一个简单的测算，我们认为，短期内热钱的流出趋势已经非常明确。我们还用贸易顺差、FDI、外汇储备收益以及 EPFR 数据库中的外资配置数据对外汇占款进行了一个简单的拟合。考虑到贸易顺差的收窄和 EPFR 数据的走势，我们认为，短期来看，外汇占款的数据可能要再经历一个低谷后才能回升，并且从中期来看，其波动的中枢会出现大幅度的降低。我们认为 2012 年外汇占款月增量的波动中枢应该在 1000~2000 亿人民币之间。因此，在对外贸易顺差和 FDI 流入长期存在的前提下，外汇占款负增长不会是常态，货币当局也有充分的空间和意愿以及能力通过调准和公开市场操作维持流动性供给。

在基准情境下，我们认为，由于货币政策的放松，明年一整年的流动性状况要比今年的 4 季度有显著的提升，M2 的供应水平在 13.4% 左右，但是如果外资的流动造成外汇占款这一重要的货币投放工具始终保持在很低的水平上的话，央行在投放流动性方面的主动性将会受到严重的影响，这种流动性的影响会直接投影在对于 A 股市场的估值水平上。就一般预期来说，目前的估值水平已经处于底部，明年的估值会有所回升，但是这种流动性短期的紧缺可能会给这种估值修复的过程蒙上一层阴影，从而对于价格产生压制。这是我们所需要提示的另一个风险。

三、行业配置与主题选择

核心观点

投资策略上：上半年市场仍难以摆脱震荡市的走势，因为投资者对两个方面的判断依然会有分歧：一是政策放松是否可持续，同时伴随着经济降温、外汇占款减少流动性状况能否持续改善；二是经济增速和企业盈利是否可能面临超预期的下滑，尤其不建议对于原材料、中游制造业等周期性股票盲目乐观，需要高度注意其盈利下滑风险。但由于系统性风险已有显著释放，个股的结构性机会将明显多于 2011 年，成长股跑赢大盘价值股的情况仍有望延续。

配置上以自下而上的选股策略为主，更看好一些盈利相对确定、业绩有保证的成长股（详细参见 2012 年金股组合，表 3-1），并依然看好现代服务业（旅游、传媒、医疗保健、软件等）、节能减排（环保）以及农业相关等前景明确并且有大的政策导向保驾护航的板块。

表 3-ii: 2012 年十大金股推荐（市盈率根据 12 月 6 日收盘价计算）

行业分类	代码	简称	11PE	12PE	13PE	公司基本面简述
医药	002550	千红制药	30.4	23.7	19.4	肝素原料药看毛利回升，胰激肽原酶看国内销售拓展，内冬酰胺酶看国际市场开拓。
旅游	600138	中青旅	20.6	16.6	14.6	1、看好公司连锁景区的全产权开发模式，一线城市周边2-3小时交通圈的休闲度假区将受益于短线游、自驾游的兴起。2、而休闲度假类景区将实现较高的复游率，实现景区的可持续发展。
农业	002311	海大集团	33.4	25.0	19.0	1、服务营销模式获得市场认同，产品+服务模式增强了养殖户的粘度。2、目前产能500万吨，产量320万吨，未来几年每年产能扩大100万吨以上。3、有望成为饲料行业整合的重要受益者，增长前景确定。
传媒	300027	华谊兄弟	52.2	31.5	22.5	1、12年电影业务进入收获期，11年公布的电影出品H计划中，有5部超级大片确定于2012年上映。2、12年电视剧业务发展策略转向，由数量扩张向质量取胜转变，能提高电视剧业务净利率10个百分点以上。
新能源	300068	南都电源	56.7	19.4	12.9	1、看好蓄电池行业明年在准入条件出台和行业整顿条件下的量价齐升，公司是受益者之一。2、同时，公司在锂电池储能领域的拓展具备潜力。总体上看，基本面处于拐点上。
电子	002273	水晶光电	30.7	20.9	15.0	主业光学器件业绩增长稳健，LED 蓝宝石衬底未来潜力大，微投具备想象空间。
软件	002065	东华软件	26.2	19.9	15.2	1、医疗信息化推进，公司的大医院战略有望在区域医疗中有更大进展；2、2011年有望发布股权激励方案。
环保	300070	碧水源	41.2	25.8	17.8	1、计划建立八大业务根据地，目前这八大市场进展较为顺利，在一个区域将会有多个项目。2、通过与省会城市、或直辖市地方政府合作，建立合资公司，与地方保持长期稳定的合作关系，有利于公司的市场扩张。
贸易	000906	南方建材	28.3	18.7	14.1	1、拓展西南区域，业务进入快速成长期。2、进军钢铁现代物流，提高钢材贸易附加增值。3、集团西南区域唯一贸易商，未来将受益集团的销售网络。4、在兰州设立分公司，提供“开拓西北市场”的想象空间。
农机	300159	新研股份	37.7	26.8	18.8	1、A股农机行业唯一标的，看好农机行业，看好公司；2、主力产品自走式玉米收获机至少3年以上高增长，辣椒机、采棉机和番茄机等后产品层递。

资料来源：宏源证券研究所。

（一）消费服务业：超越周期的稳定收益

随着政策导向的逐步转变，中国经济能逐步走出滞胀，加之消费相关政策催化剂会不断出现，消费服务业可能会有超越周期的稳定收益。宏观上表现为目前国内消费 GDP 之比正处于“V”型底部，潜在的扩张空间很大；微观上表现为支撑消费繁荣的富裕人群已成规模且不断壮大，催化剂包括中短期内各种相关消费的刺激政策。

选股上可以从实际需求升级意愿较高的领域、偏好国内品牌的行业、特色品牌企业、渠道垄断型企业以及受益于国内消费繁荣的传媒广告类公司出发，落实到行业上分别是文化娱乐、医疗保健、旅游休闲、高档餐饮、和广告影视。

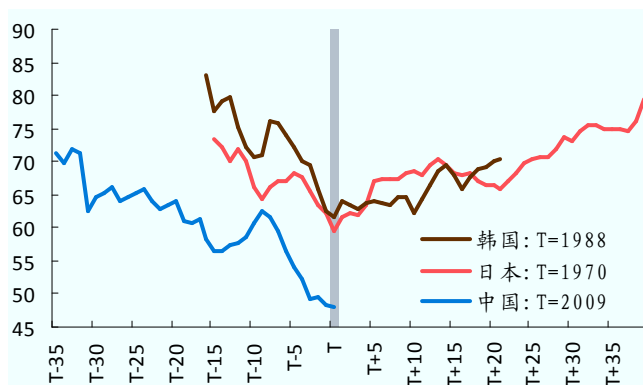
1、“V”型底的启示

从美国 1970 年代的历史经验来看，消费服务业在经济走出滞胀周期的过程中有显著超额收益。我们认为消费服务业获得超额收益的可能性来自于（1）中国经济的结构性失衡并没有改变，而政府政策的导向在明年难有根本性转变，明年股市将无法摆脱目前震荡市的基调。（2）经济结构的渐进式改革，将使中国经济逐步走出滞胀，加之消费相关政策催化剂会不断出现，消费服务业可能会有超越周期的稳定收益。

消费占比正处于“V”型底部。对中国、日本和韩国这些东亚经济体消费特征进行历史比较发现，在投资驱动的经济初期，高储蓄率压低了消费，但随着基本建设达到一定阶段，消费占 GDP 的比例会呈现“V”型走势，而中国很有可能正处于这个过程的底部。

富裕家庭已成规模且不断壮大将成为消费升级的主要驱动力。除了消费能力与欲望外，中国消费快速增长有赖于随着中国经济发展而逐步壮大的中高收入群体。根据摩根斯坦利的预测，中国人均年收入超过 15000 美元的城市家庭数量在 2010 年的占比为 7%，而在 2015 年将达到 16.3%，在 2020 年将达到三分之一左右。考虑到中国仍在稳步推进的城市化进程，未来十年高收入家庭的数量将增长 574%！

图 3-19：东亚主要经济体的消费占 GDP 之比（%）

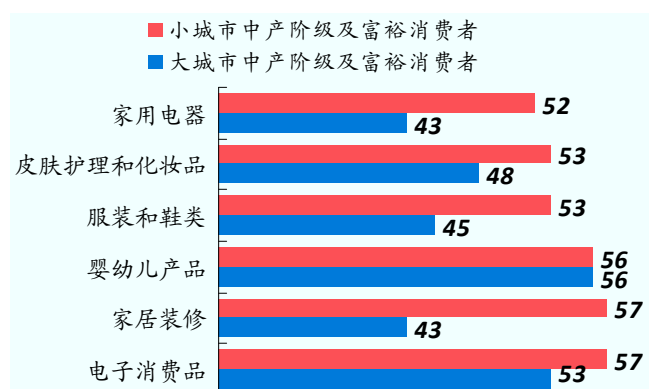


数据来源：世界银行 WDI 数据库，包括居民和中央政府消费；宏源证券研究所

2、行业及公司选择：升级意愿高、品牌偏好、垄断性经营和消费品营销的受益者

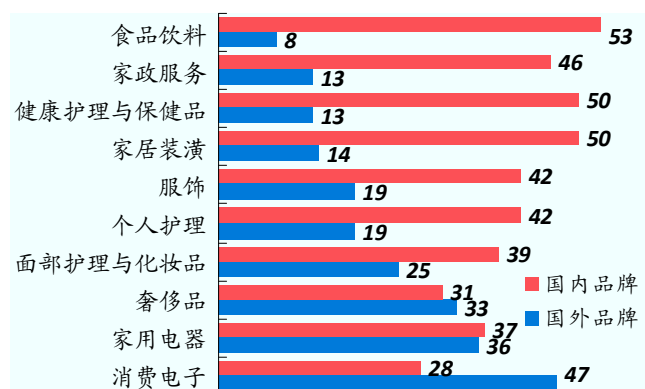
目前国内升级意愿较高的领域包括：食品安全、营养保健、服装服饰、家居装潢、健康护理、影视娱乐，相关产品和对应的上市公司会有更好的发展前景。消费者更偏好国内品牌的领域包括：食品饮料、健康护理与保健品、家居装潢、服饰，在奢侈品和家用电器方面没有特别的国内外偏好，而消费电子方面更偏好国外品牌。

图 3-20：城市居民消费升级意愿最高的商品类目（占调研样本%）



数据来源：BCG，《2010 年中国消费者调研》；样本规模 7268，调研对象为年收入 8 万元以上的城市居民；宏源证券研究所

图 3-21：我国城市居民对各类消费的品牌偏好（占调查样本%）



数据来源：BCG，中国消费者行为季度调研，这里的“食品饮料”包括“外出就餐”，基于城市居民调研的 3750 个样本；宏源证券研究所

看好特色品牌企业在于其能与普通名牌、国外名牌进行差异化竞争；渠道垄断型企业主要受益于消费升级的渠道下沉；传媒广告类公司主要受益于消费品营销支出的扩大。

表 3-iii：消费服务业重点推荐标的

行业分类	代码	简称	11PE	12PE	13PE	公司基本面简述
旅游	600138	中青旅	20.6	16.6	14.6	1、看好公司连锁景区的全产权开发模式，一线城市周边2-3小时交通圈的休闲度假景区将受益于短线游、自驾游的兴起。2、而休闲度假类景区将实现较高的复游率，实现景区的可持续发展。
餐饮	000721	西安饮食	35.9	28.5	21.7	2011年公司新增门店已渡过培育期，净利率将有较大的提振空间。高效的管理体制，有效的激励机制，可持续的优良服务将成为连锁餐饮类企业可持续发展的源动力。
旅游	300144	宋城股份	37.3	28.7	22.6	公司将文化演艺节目的高附加值通过主题公园得以实现，公司计划在未来三年左右的时间，复制7-8台文化演艺类节目，多选取已具有演绎产品的一线旅游景区，以减少市场培训的时间。
旅游	000430	ST张家界	40.4	30.7	24.8	1、明年张家界景区交通改善带来客流量上升（高速公路开通），2、原有景区游客数和业绩改善明显，3、张家界索道有望下半年投入运营，成为新的赢利增长点。
旅游	601888	中国国旅	35.1	24.6	19.1	同时经营免税和旅行社业务的中央企业，其“旅游+免税”的业务模式独一无二，而且公司是旅游行业和免税行业的龙头，中免公司作为我国免税行业的龙头企业，其免税品销售的境内市场份额始终排名第一。
传媒	300027	华谊兄弟	52.2	31.5	22.5	1、12年电影业务进入收获期，11年公布的电影出品H计划中，有5部超级大片确定于2012年上映。2、12年电视剧业务发展策略转向，由数量扩张向质量取胜转变，能提高电视剧业务净利率10个百分点以上。
传媒	300058	蓝色光标	40.5	25.9	19.4	主要为企业提供品牌管理服务，包括品牌传播、产品推广、危机管理、数字媒体营销等一体化的链条式服务。2011年公司通过并购，形成公共关系业务、广告业务并行的传播集团产业格局雏形。
传媒	600637	广电信息	26.8	24.3	17.4	重组完成后，广电信息将成为上海广播电视台、东方传媒从事IPTV、手机电视、互联网视频等新媒体技术服务和市场营销业务的唯一平台。
传媒	600088	中视传媒	51.4	32.7	23.1	公司是中央电视台下属唯一的上市公司也是中国首家兼营影视制作和文化旅游业的上市公司，拥有无锡影视基地和南海影视城两大影视拍摄及旅游景区。主营业务有影视、广告和旅游。
传媒	600373	中文传媒	24.0	20.9	17.8	公司作为江西省出版发行行业龙头，占领了江西全省80%的教材出版份额，且依靠遍布全省的新华书店系统主导了全省的教材发行市场，近几年出版发行业务运行稳健，收入逐年上升。

资料来源：Wind；宏源证券研究所。

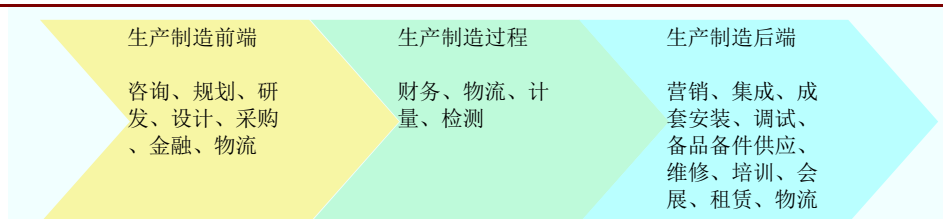
（二）生产性服务业：站在微笑曲线的两端

制造业的巨大体量以及产业升级、转移需求，低成本的大量高学历劳动力构成国内生产性服务业快速发展的供需条件，随着制造业专业化分工的不断深化，国内生产性服务业将迎来高速增长。

从具体板块来看，现代物流业看好具备独特垄断资源的仓储运输企业、物流自动化设备提供商以及信息化平台提供商；软件与信息服务业看好安防、产业信息化和工业化的融合、全球性软件服务外包；高新技术服务业看好能源类、节能环保等方向的专业技术服务提供商。

生产性服务业是制造业专业化分工不断深化的结果。随着制造业产业链重组、专业化分工的不断深化，新的服务内容不断产生，如图所示。

图 3-22：制造业产业链中拓展的生产性服务业



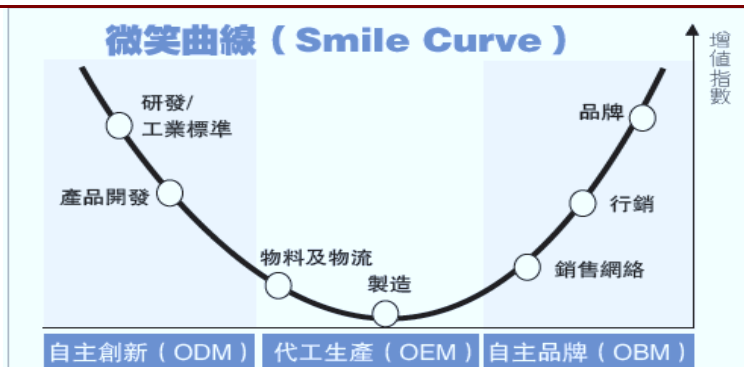
资料来源：Wind；宏源证券研究所

1、生产性服务是全球价值链中的主要盈利点

生产性服务是全球价值链中的主要盈利点。生产性服务业脱胎于制造业的专业化分工，突出表现为制造业前端的研发和后端的销售，微笑曲线则形象地说明了附加值在制造业产业链上的分布。全球制造也已供过于求，但是研发与营销的附加价值高，因此产业未来应朝微笑曲线的两端发展。我国在国际产业链条中处于中低端，国际分工与贸易的利益更多地流向发达国家，我国直接获益相对较少。

国务院《关于加快发展服务业的若干意见》提出到 2020 年，基本实现经济结构向以服务经济为主的转变，服务业增加值占国内生产总值的比重超过 50%，服务业结构显著优化，其中生产性服务业占国内生产总值比重将从目前的不到 20%提高到 25%。

图 3-23：产业链的“微笑曲线”式分工



资料来源：Wind；宏源证券研究所

2、行业及公司选择

物流：看好具有垄断性资源的运营商和硬件提供商

我们看好物流行业的三类公司：（1）具有独特垄断性资源的专业运输和仓储企业。这类企业在成立之初获取了独特性资源，如铁路、港口、保税区、全国性仓库网络等。（2）现代物流设备提供商，主要是自动化运输和仓储设备、冷藏物流设备和信息化设备。（3）物流软件系统信息服务提供商，如物流公共信息服务平台、供应链管理。

信息服务：看好安防类品牌公司、重点行业信息化整体解决方案提供商

安防板块的投资标的，我们选择具有品牌优势和系列化产品提供能力的产品提供商，并进行价值链延伸、向综合性安防解决方案供应商转变的公司，如海康威视、大华股份。

推动 IT 产业发展的驱动因素中，最为重要的是下游行业的信息化需求，重点行业信息化整体解决方案的集成商因此受益。从历史数据来看，制造业、金融业、电信与政府机构是软件投资最多的 4 大行业。

专业技术服务：看好油服、节能服务、第三方检测等

随着产业链价值环节纵深分解，研发、设计、测试等前端服务专业化和独立化趋势日益明显，具有智力密集、高技术含量和高附加值的研发设计产业发展迅速。结合中国经济“调结构”的方向——新能源、低碳和节能环保，我们看好专业技术服务业的增长前景，A 股上市公司重点有如下几类：油田服务类、节能服务类、现代农业服务、第三方检测等。

表 3-iv：生产性服务业重点推荐标的

行业分类	代码	简称	11PE	12PE	13PE	公司基本面简述
物流-运营	600125	铁龙物流	24.1	18.1	14.7	全国性的铁路物流公司，具有行业垄断优势，收购中铁集装箱运输有限公司的特种集装箱资产及业务，成为唯一一家经营特种集装箱的公司。
物流-设备	002161	远望谷	33.1	21.1	14.0	国内唯一一家以 RFID 为主业的上市公司，2011 年 6 月定向增发募资 6.9 亿投入铁路车号智能跟踪装置等 5 个物联网产业。
物流-供应链管理	002183	怡亚通	23.6	17.8	14.0	主营供应链管理服务行业，为企业提供嵌入式服务产品
行业软件	002063	运光软件	29.1	20.2	14.0	福建省电力公司财务管理信息系统承包商，电力财务软件市场占有率 80%。2010 年 6 月签署协议为国家电网公司提供约 3.47 亿元的财务管控模块等服务
行业软件	002474	榕基软件	33.9	22.8	16.7	公司在电子政务、信息安全、质检三电工程和协调管理等领域领先的软件供应商
行业软件	002296	辉煌科技	27.0	18.5	11.2	公司拳头产品，铁路信号微机监控系统覆盖全国 40% 的车站
行业硬件	300065	海兰信	42.5	28.9	19.5	主营航海电子设备，2004 年开始成为军方制定供应商
油服	002554	惠博普	34.1	24.2	17.7	国内领先的油气田装备及技术提供商，公司设计制造的高效分离器在业务领域市场份额突出
油服	300157	恒泰艾普	42.5	24.9	16.8	主营油气勘探服务，具有成本技术优势，产品覆盖中石油、中石化和中海油三大石油公司，并打入国际市场
第三方检测	300012	华策检测	36.3	26.8	19.8	公司是中国第三方检测与验证服务的开拓者和领先者，研究中心为业类成立最早投入最多，在部分核心领域已拥有核心技术

资料来源：Wind；宏源证券研究所。

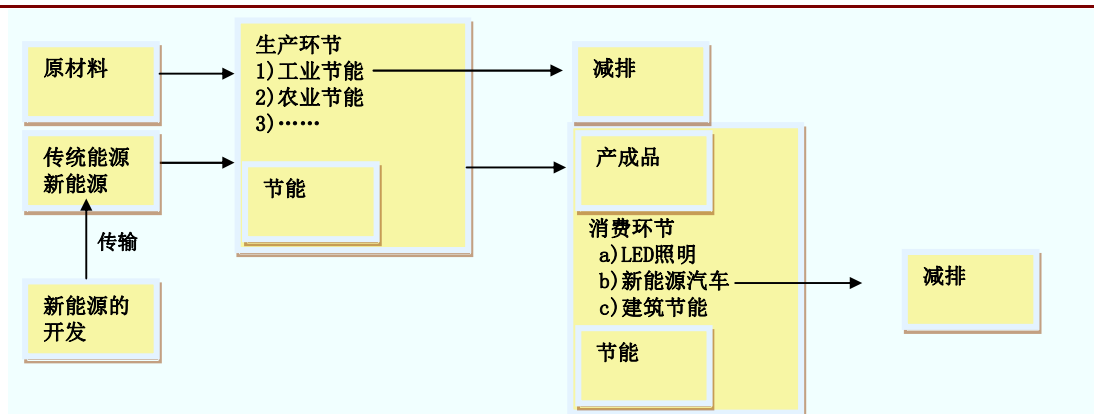
（三）节能减排：迫在眉睫

我们推荐节能环保概念的主要逻辑在于，1）能源瓶颈迫在眉睫，必须提高能源使用效率：目前能源消耗方式不支持中印等国完成工业化；70 年代日本通过节能成功对抗石油危机是最好的借鉴；2）中国面临的减排形势更为严峻：与欧美发达国家在长达 100 多年的发展过程中分不同阶段分别面临了治理大气、污水、固废的挑战所不同，近几十年全球经济的快速发展及全球化进程使得中国面临的减排形势更为严峻，需要同时面对传统污染物和温室气体的减排。

节能方面短期看工业节能，长期商用/居民节能更有前景；建筑节能看公共建筑的运行管理系统，LED 产业链看好的龙头公司和垂直一体化企业，新能源汽车看好动力电池。

减排方面，未来 5 年全国固废处理市场规模有望爆发式增长，其中垃圾渗滤液处理和重金属污染治理发展迅速；污水处理市场规模继续扩大，再生水和污泥市场逐步发展；除尘标准渐趋严格，脱硝市场正式启动。

图 3-24：生产消费中的节能减排示意图



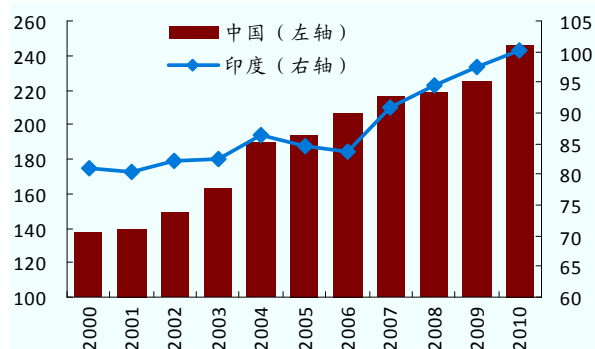
资料来源：Wind；宏源证券研究所

1、目前能源消耗方式不支持完成工业化，应效仿日本节能

目前能源消耗方式不支持中印等国完成工业化。中印两国完成工业化尚需多年努力，如果两国保持当前原油需求增速，现有已探明能源储量将无法支持两国的可持续发展。如果计入其他需要实现工业化的国家和人口，如果不采取应对措施，人类的能源危机将很快就会到来。

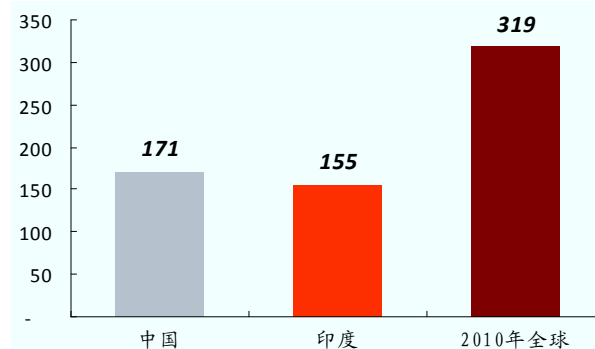
70 年代日本通过节能成功对抗石油危机是最好的借鉴。美国等西方发达国家在上世纪 70 年代遭遇了两次明显的经济衰退，而日本却躲过了第二次石油危机。这主要得益于其间日本经济产业结构的调整，尤其是对提高能源效率的重视，以减轻原油等上游资源价格波动对经济的影响，反映在通货膨胀上，第二次危机中则得到明显控制。

图 3-25: 2000 年以来中印人均石油消费量不断上升



数据来源: BP 能源统计; 宏源证券研究所

图 3-26: 如果中印人均石油消费量达到日本水平 (年, 亿桶)



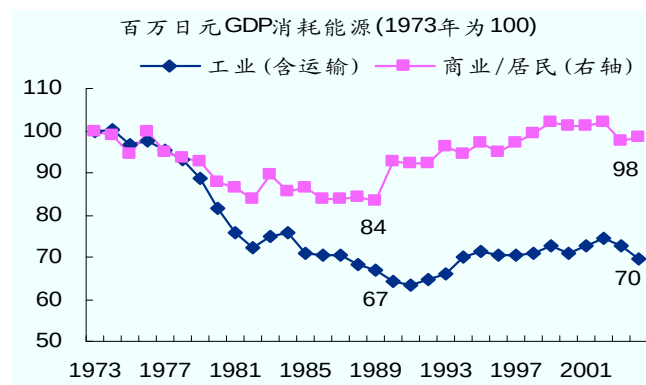
数据来源: BP 能源统计; 宏源证券研究所

2、节能领域相关行业及公司选择

(1) 工业节能: 节能实际效果最大, 智能电网和特高压并重

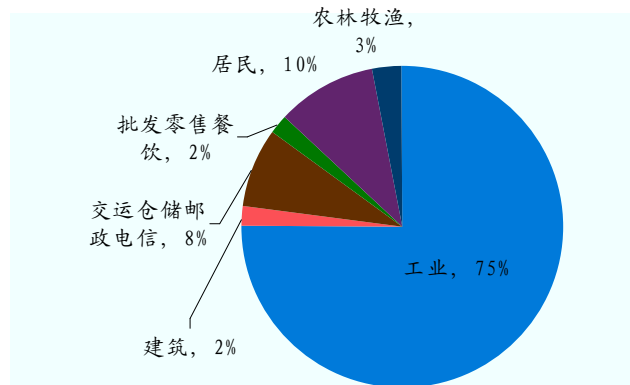
由于工业能耗占比最高且单一工业节能项目的投资额和节能效益显著, 因此工业领域节能先行往往最具实际效果。1973 年日本工业能耗占比 65%, 而商业/居民部门的能耗占比仅 18%, 工业领域的节能对日本克服石油危机意义最重大, 1973~1990 年日本工业节能步伐远快于商业/居民领域的节能。

图 3-27: 日本节能发展初期能源效率 (1973=100)



数据来源: 《日本节能 2007》; 宏源证券研究所

图 3-28: 中国能源需求结构决定了短期节能看工业



数据来源: 2010 年中国电力消耗部门构成; 宏源证券研究所

智能电网进入全面建设阶段, 高景气有望持续。智能电网的试点覆盖了从输变电到配电、用电端, 其中, 用电端铺开较早, 目前已经进入全面建设阶段, 其景气度在未来两年内有望维持; 智能变电站及配电自动化均实行了两批试点, 目前已经基本完成, 在试点完成和标准确定后, 预计明年将进入初步全面建设期。

特高压建设后来居上, 其中一次设备受益最大。据国家电网的规划, “十二五”期间国家将投资建成“三纵三横”特高压交流骨干网架和 11 项特高压直流输电工程, 特高压变电站的投资大概在 1200 亿元左右, 占特高压交流总投资的约 42% (交流投资预计在 2800 亿元左右)。最受益的是一次设备, 包括开关、变压器、绝缘子和串补等。

（2）建筑节能：看好公共建筑的运行管理系统领域

我国建筑能耗占总能耗的 27.6%，单位建筑面积能耗是发达国家的 2 至 3 倍以上，按照建设部测算，我国若达成 2020 年城镇建筑达到 65% 节能率(相对于在 05 年基数上再节能 30%)的规划，未来 12 年，这一领域的投资额将达到 2 万亿元，每年的经济效益也高达数千亿。公共建筑的运行管理系统领域由于新建/改造过程中较小的投资额、实施阻力和较为直观的经济收益成为其中最先呈现经济效益的领域。

表 3-V：节能建筑系统分解

节能建筑	主要节能手段	推进的收益成本分析
能源供给系统	集中供热采暖	大量的热电厂供热管网及设备的投资，社会效益明显，缺乏经济效益
建筑构造系统	节能建筑材料（塑窗、型材、外墙保温材料、围护结构保温等）	100-200 元/平米的额外支出，投资回收期 3-4 年，但建筑开发商缺乏动力
建筑设备系统	选用节能电器设备	公共建筑 100-200 元/平米额外支出，投资回收期在 2-4 年，住宅在 50-80 元/平米额外支出，经济意义仍不明显
运行管理系统	智能电器控制	

资料来源：宏源证券研究所。

（3）照明节能：看好 LED 产业链龙头和垂直一体化企业

技术进步和政策支持是长期看好 LED 产业的依据。目前 LED 照明应用拓展的最大限制是光源成本过高，但在成本突破和政府支持的双重利好下，我们预计 LED 照明市场会在 1-2 年启动，到 2012 年再次拉动产业景气，这是我们长期看好 LED 产业的依据。

中国白炽灯淘汰路线图发布拉动 LED 照明产业景气：今年 11 月，国家发改委等 5 部门联合印发《关于逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯的公告》，决定从 2012 年 10 月 1 日起，按功率大小分阶段逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯。

LED 产业链中上游的衬底制作和外延生长占据了大部分利润。LED 产业可以分为上游的衬底制作和外延生长、中游的芯片制造、以及下游的封装和应用。上游设备厂商、中游的芯片厂商的营业利润率高于下游封装厂商，在于上游环节进入壁垒大大高于下游环节（投资规模大），呈现金字塔形的产业结构。在 LED 产业链上，LED 外延片跟 LED 晶片约占行业 70% 的利润，LED 应用约占 10%-20%，LED 封装则低于 10%。

看好的上市公司主要有两类：1）占据龙头优势、享受规模效应；2）享有垂直一体化优势的企业。3）照明节能类上市公司。

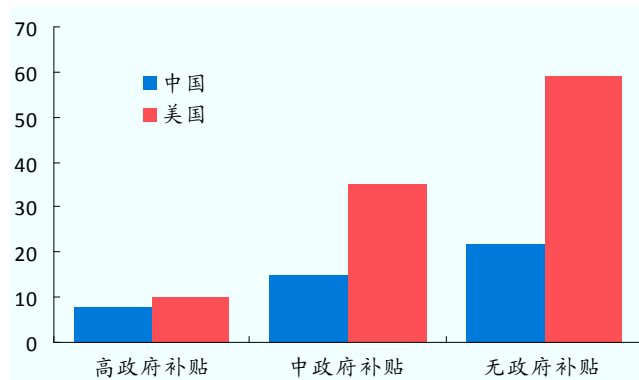
（4）动力车节能：看好动力电池市场

政府补贴是电动汽车实现商用化的契机。中国对插电式混合动力汽车和纯电动汽车给予每千瓦时 3000 元的补贴，最高分别不超过 50000 元和 60000 元，地方政府也有相应的额外补贴。美国给予 PHEV2500-7500 美元的补贴。在目前的补贴水平下，插电式混合动力汽车已经具备明显商用价值，并对油价下跌不过分敏感。但在政府补贴退出 50% 以上时，按目前的制造成本，商用价值不再明显。

动力电池市场规模最大。在内燃机时代，整车企业完成的价值，大约占一辆汽车的

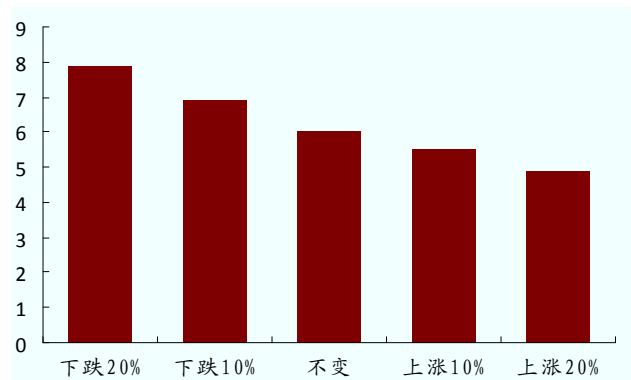
25%，75%的成本是在零部件供应商那里。而在电动汽车时代，一辆汽车近 90%的制造成本将花在零部件环节，其中很大一部分在于车用动力电池。电池是新能源汽车产业链中最重要也是最有投资价值的一环。与传统汽车相比，新能源汽车的电池性能基本决定了整车的驾驶性能。

图 3-29：电池成本回收里程（万公里）



数据来源：Wind；宏源证券研究所

图 3-30：不同油价下电池成本回收里程变化（万公里）



数据来源：Wind；宏源证券研究所

表 3-vi：节能领域重点推荐标的

行业分类	代码	简称	11PE	12PE	13PE	公司基本面简述
工业节能	002255	海陆重工	26.6	21.1	17.8	余热锅炉龙头：公司是节能环保设备专业生产企业，产品余热锅炉广泛运用于钢铁，有色，焦化，建材，石化，化工，造纸，电力等行业，产品种类居余热锅炉行业第一。
工业节能	600475	华光股份	25.3	19.0	14.9	国内垃圾焚烧炉制造龙头企业，公司未来将加大对垃圾焚烧锅炉，余热锅炉，生物质燃料锅炉的技术开发力度
工业节能	600312	平高电气	26.9	16.9	12.9	1、公司作为对特高压交流弹性最大的标的，在特高压交流有望提速的情况下最为受益；2、集团层面的领导层更换是公司整合的信号，中电装备对公司的资产整合有望进入实质性进展阶段。
建筑节能	600590	泰豪科技	27.2	15.8	11.7	国内为数不多具备生产智能建筑电气设备全系列产品企业
建筑节能	002178	延华智能	64.3	53.1	40.7	我国最早专业从事建筑智能化工程总承包服务的综合性工程企业之一
照明节能	002005	德豪润达	26.6	12.8	10.1	2009年先切入LED封装和应用，2010年下半年进入芯片领域
照明节能	000021	长城开发	16.7	13.4	11.7	2010年三季度进入LED芯片领域，在LED技术和下游封装上具备领先优势
照明节能	600261	阳光照明	32.2	24.1	17.7	公司是目前亚洲最大的节能制造厂商，也是飞利浦贴片灯的最大生产商
动力车节能	600478	科力远	33.3	20.8	n.a.	主要生产泡沫镍，国内唯一一家能为镍氢动力电池提供配套原材料的企业。在HEV所用动力电池中，镍氢动力电池综合性能最佳，每辆HEV的泡沫镍用量在8至10平方米，公司将面临历史性的发展契机。
动力车节能	002091	江苏国泰	22.8	17.1	13.0	公司控股子公司华荣化工(占78.895%)有2500吨锂电池电解液生产能力，是国内电解液龙头，国内市场占有率达到40%，10000吨锂离子电池电解液扩能技改项目预计2011年10月底前正式投产。

资料来源：Wind；宏源证券研究所。

3、污染减排是扭转环境污染恶化趋势、提升未来竞争力的迫切需要

中国面临的减排形势更为严峻，同时面临传统污染物和温室气体的减排。与欧美发达国家在长达 100 多年的发展过程中分不同阶段分别面临了治理大气、污水、固废的挑战所不同，近几十年全球经济的快速发展及全球化进程使得现有发展中国家面临的污染问题更为迅猛和复杂。

城市化是水务、燃气、大气治理、固废等环保行业发展的重要推动力。城市用水普

及率从 2003 年的 83.2% 增长至 2009 年的 96.1%，带动水务产业发展；随着城市化的深入推进，更多人口转移到城市，污水处理、固废处理、大气治理等产业都将迎来新的市场机遇。城镇化尤其是中西部城镇化水平的提升将带动环境保护投资的不断增长和环保产业不断发展。

国家对环境保护重视程度不断提升，环境保护投资力度不断加大。国家环保部下属环境规划院预测，“十二五”期间，环境保护投资规模将达到 3.1 万亿元人民币，相比“十一五”期间增幅达 125%；“十一五”期间环境保护总投资为 13750 亿元，是“十五”期间环境保护投资的 1.6 倍。

4、减排环保领域相关行业及公司选择

（1）固废处理：垃圾渗滤液处理和重金属污染治理发展迅速

“垃圾围城”成为困扰城市经济社会发展的严重问题，现有垃圾处理设施生活垃圾无害化处理能力不能满足实际需要。中国除县城之外的 668 个城市中，有 2/3 的城市处于垃圾包围之中，1/4 已经无垃圾填埋堆放场地。2009 年，全国城市生活垃圾清运量为 1.57 亿吨，实际无害化处理量为 1.12 亿吨，仅占 57%。

未来 5 年全国固废处理市场规模爆发式增长。政策提出更高目标，后续还有政策细则出台。2009 年全国城市垃圾无害化处理率已经达到 71.3%，到 2015 年全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80% 以上，36 个大中城市生活垃圾全部实现无害化处理，生活垃圾收运和处理服务正由城市向县城和乡镇延伸，城市生活垃圾处理还有很大的市场空间。

（2）污水处理：市场规模继续扩大，再生水和污泥市场逐步发展

再生水和污泥投资领域有望成为下一轮环保投资的重点。2005 年，全国污水处理率是 54.25%，2010 年达到 77.40%，预计 2015 年将达到 85%，比 2010 年提高 8 个百分点。2010 年全国城市再生水利用率达到 8.5%，2015 年全国城市污水处理利用率达到 20%。

“十二五”期间将加大再生水利用力度。目前全国 655 个城市中现在有近 400 个城市缺水，其中约 200 个城市严重缺水。为实现保护和节约水资源，国家已经确定在“十二五”期间加大对水资源节约的政策实施力度，预备首次将再生水设施建设列入“十二五”规划中的水资源开发利用工程范畴，并且即将出台《再生水利用专项规划》。目前全国总的污水排放量是 700 多亿立方米，全国再生水用量只有 16.6 亿立方米，仅占全国废污水排放量的 2%。水利部初步确定了“十二五”全国及分省城市污水处理回用率指标，2010 年全国城市再生水利用率达到 8.5%，2015 年全国城市污水处理回收利用率达到 20%。

环保部 2010 年 11 月下发文件要求，污水处理厂新建、改建和扩建时，污泥处理设施应当与污水处理设施同时规划、建设和投入运行，不具备污泥处理能力的现有污水处理厂，应当在该通知发布之日起两年内建成并运行污泥处理设施。该文件的发布是我国污泥处置市场正式启动的重大政策信号，这一领域也有望成为下一轮环保投资的重点。

（3）除尘标准渐趋严格，脱硝市场正式启动

环保部发布的火电厂新版排放标准是火电厂脱硝市场正式启动的重要标志，火电厂烟气脱硝电价补贴政策也将于近期正式出台，脱硝市场已经正式启动。

目前煤炭消费占我国一次能源消费的 69%，我国以煤为主的能源结构决定了煤炭燃

烧所产生二氧化碳、二氧化硫、烟尘、粉尘等是造成我国大气污染的重要因素，冶金、水泥等行业高速发展带来的烟尘、粉尘的排放进一步增加了环境保护的压力。“十二五”期间，我国对颗粒物的排放标准预计将更趋严格，标准趋严将促进除尘技术进步，推动行业发展。

表 3-vii: 减排环保领域相关上市公司

行业分类	代码	简称	11PE	12PE	13PE	公司基本面简述
固废处理	000826	桑德环境	40.6	28.3	20.8	固体废物处理工程唯一一家固体废物处理工程类上市公司，在技术、项目经验等方面都处于行业领先地位
污水处理	300070	碧水源	41.2	25.8	17.8	依靠雄厚的资金实力和技术优势，通过和地方政府或者国有企业建立合资公司平台，快速实现异地扩张，分享各地方污水处理市场的稳步增长；将显著受益于污水处理厂排放标准提高和再生水利用率的提高。公司从05年到08年脱硫业务收入占比从11.3%迅速提升至51.5%，成为近年来其收入增长的主要源泉，08年新增订单已跻身行业第二位。公司干法脱硫处国际国内领先地位，成功突破66万KW机组和冶金行业干法脱硫项目的应用，脱硫业务快速成长，成功突破百万机组脱硝和海外市场，开始实现规模赢利。“大型燃煤机组干法脱硫技术开发”被列入国家863重大科研项目计划，获得政府资金支持。公司是国内电除尘器行业龙头企业，在该领域多年排名第一，除尘市场涉及电力，钢铁，冶金，水泥等多个行业，市场规模约200多亿元，公司目前市场份额大约为10%-15%。
废气处理	600388	龙净环保	22.1	17.9	15.3	公司是国内电除尘器行业龙头企业，在该领域多年排名第一，除尘市场涉及电力，钢铁，冶金，水泥等多个行业，市场规模约200多亿元，公司目前市场份额大约为10%-15%。
废气处理	000915	山大华特	23.1	17.6	13.7	公司是我国二氧化氯生产设备的最大生产厂家，化工专家力推二氧化氯为防控非典首选消毒剂。其子公司山大华特环保工程公司业务领域涉及烟气净化，电厂深度节能，电厂污水回用，工业废水处理等，是国内具有工程设计，施工，安装，调试，售后等专业服务能力的大型环保解决方案公司，燃煤电厂节能减排一体化解决方案提供商。

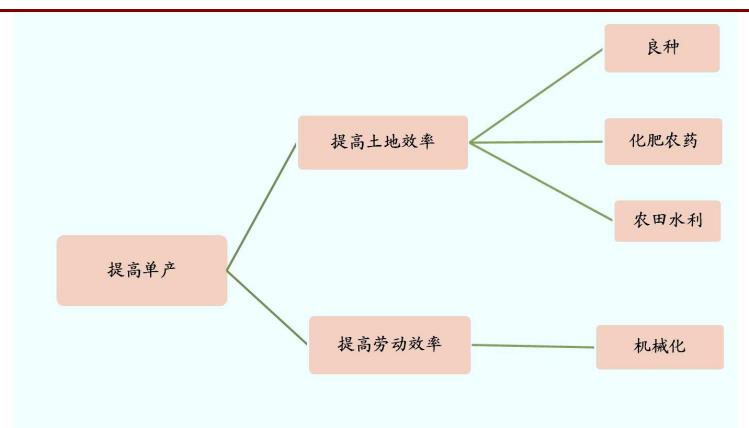
资料来源：Wind；宏源证券研究所。

（四）农业板块：供给瓶颈与政策催化

我们推荐大农业板块的逻辑在于：1）全球范围内农产品供不应求。2）中国进入工业反哺农业的发展期。3）促进农业发展政策频出。

从具体板块来看，推荐种业、农机、农田水利和水产养殖，逻辑在于：1）先进的农业育种技术、优良的化肥农药和完善的农业基础设施能够提高土地效率。2）农业机械化率能够提高劳动效率。3）由于化工原料成本上升、环保要求和出口的不旺，农药和化肥行业短期内增速有限。4）农业的其他板块，畜牧业和饲料行业已处于高点，未来业绩具有较大的不确定性。5）水产养殖行业成长性较好，受益于消费升级和保健功能的挖掘。

图 3-31: 农业生产效率提高的一般过程



资料来源：Wind；宏源证券研究所

1、种业：看好“育、繁、推”一体化企业

种子是农业发展的基础，育种具有战略意义，但与欧美国家相比我国种业差距较大。

我国种子企业中 99%没有品种研发能力，外资种子企业垄断了 70%的市场。由于国内巨大的市场空间、高额利润和较弱的国内企业市场竞争力，吸引了美国先锋、孟山都、德国 KWS 等跨国种业巨头。行业集中度方面，我国种业公司前十名只占市场份额的 13%，与国际种业前 10 强 37%的份额相比仍有很大的差距。

综合性种子企业具有竞争优势。种业的产业链包括育种、制种、加工和销售四大环节，国外的种子企业一般是集育、繁、推于一体，我国种子企业一体化战略不够，大部分种子企业主要通过购买第三方育种机构的品种来组织产销。

表 3-viii: 我国种业公司一体化战略不够

	国内	国外
育种	绝大多数公司通过育种机构购买	内部研发
制种		外包给农户、农场
筛选	人力和辅助设备	专门的筛选设备
销售	经销商销售	直销与经销商销售结合

资料来源：Wind；宏源证券研究所。

政策催发种业的长期投资机会。2011 年 4 月国务院发布《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》（国发 2011 年 8 号文），将种业安全及科技创新提高到国家高度。作为 8 号文的配套措施，包括农业部、财政部、税务总局等相关部委正研究相关细则，我们期待对育繁推一体化的后续政策包括：企业所得税免征、收购贷款给予基准利率优惠，以及品种审定的绿色通道、种业发展基金、种业保险等。

表 3-ix: 2010 年、2011 年种业政策一览表

日期	主要政策
2010-01-31	中央一号文件正式公布，提出切实把农业科技的重点放在良种培育上，加快农业生物育种创新和推广应用体系；建设推动国内种业加快企业并购和产业整合，引导种子企业与科研单位联合，抓紧培育有核心竞争力的大型种子企业。
2010-4-15	中国农网报道，农业部发布了《农作物种子生产经营许可证核发条件》，提高了育繁推一体化农作物种子企业的经营门槛。
2010-11-08	国家税务总局称制种企业在雇佣生产等经营模式下生产销售种子，属于农业生产者销售自产农产品，应根据《中华人民共和国增值税暂行条例》有关规定免征增值税。
2011-4-18	国务院发布《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》，提出未来 10 年建设一批优势种子生产基地，打造现代农作物种业集团以提升我国农业科技创新水平，增强农作物种业竞争力，满足建设现代农业的需要。
2011-8-29	农业部公布《农作物种子生产经营许可证管理办法》，加强农作物种子生产、经营许可管理，规范农作物种子生产、经营秩序。
2011-10-22	消息称农业部组织专家拟定的《2011-2012 年现代农作物种业发展规划》已进入审议程序。

资料来源：Wind；宏源证券研究所。

2、农机：看好流通领域的整合效应

截至 2010 年末，我国农业机械化率为 52%，与欧美发达国家接近 100%相比，我国农业机械化率相对较低，未来成长潜力巨大。2011 年 4 月，工信部下发《农机工业发展规划（2011-2015 年）》，提出到 2015 年，农机总动力达到 10 亿千瓦，主要农机装备数量稳步增长，装备结构更加合理，区域发展更加协调。8 月，工信部公布了《农机工业发展政策》，农机企业将获得包括上市融资在内的多项金融财税政策支持。

农机板块的产业链可以分为上游制造，中游流通和下游消费三大块。上游农机制造业竞争压力大，产品低端且产能过剩。上游农机制造业公司众多，经营规模小，市场竞争激烈，利润水平不高，而且农机产品低端，与国外技术差距较大，面临着产能过剩的压力。

我国农机市场整体规模大，但单个企业规模小，竞争激烈，行业集中度低，而且经济效益一般。目前，农机销售企业经营规模已逐渐向大而集中方向转变，随着这些企业销售规模的增长与渠道网络的扩张，与上游制造企业的议价能力将逐渐增强，相应从上游制造企业中分得的利润也将越多。

3、农田水利：看好节水灌溉板块

农田水利是影响农业增产增收的关键。我国农业旱涝灾害频发，对我国粮食安全形成了一定的冲击，为了保证粮食产量，大规模的农田水利建设势在必行。今年10月，国务院新闻办就当前水利形势和水利“十二五”规划等方面情况举行新闻发布会，“十二五”期间水利的总投资大概要达到1.8万亿左右，十年内总投资将达到4万亿，其中用于农田水利建设大概占20%左右。据预测未来十年，年均水利投资额将达到4000亿~5000亿，较“十一五”期间年均1174亿的规模增长240%。

与农业相关性较强的水利工程主要有水利工程、灌溉、节水和排水。节水灌溉是世界灌溉技术发展的趋势，是水资源紧缺国家实现高效农业的必由之路。在我国，农业用水占全社会用水需求的64%，而发达国家这一比例仅为50%。

即将出台的《全国节水灌溉发展“十二五”规划》和《大型灌区续建配套和节水改造“十二五”规划》提出，到2015年，力争全国新增高效节水灌溉面积达1亿亩，全国70%大型灌区和50%中型灌区完成配套续建和节水改造任务，共涉及灌溉面积近2.83亿亩。

4、水产养殖：消费升级催生板块投资机会

水产品具有较强的消费弹性，长期来看，随着居民收入水平的提高，在消费结构升级背景下，水产品消费增长率将持续超过消费总体增长水平，鲍鱼、海参等具有保健功能的海珍品消费表现将更为突出。

渔业获得国家政策支持。2011年10月《全国渔业发展“十二五”规划》公布，提出到2015年，我国渔业经济总产值达到2.1万亿元，年均增速10.2%；渔业产值达到1万亿元，年均增速为8.3%。国家还将完善产业扶持政策，将加大对现代渔业建设的财政支持，争取财政投入增幅不低于大农业投入的增幅水平。

表 3-x：农业板块相关上市公司推荐

行业分类	代码	简称	11PE	12PE	13PE	公司基本面简述
育种	002041	登海种业	41.6	30.1	23.9	与五岳泰山种业整合，超级玉米研发国内领先
育种	300189	神农大丰	35.5	26.1	22.6	杂交水稻制种技术业内领先，“育繁推”一体
农机	300022	吉峰农机	41.6	26.3	16.0	行业龙头，初步实现全国连锁布局，“类国美”式扩张，管理优势
农机	300159	新研股份	37.7	26.8	18.8	1、A股农机行业唯一标的，看好农机行业，看好公司；2、主力产品自走式玉米收获机至少3年以上高增长，辣椒机、采棉机和番茄机等后备产品层递。
节水灌溉	300021	大禹节水	60.0	37.6	28.9	国家重点扶植对象，研发实力强，项目经验丰富
水产育苗	002447	壹桥苗业	63.3	29.7	19.2	“育苗-养殖-加工-销售”一体化公司，育苗具有技术优势
水产养殖	002069	獐子岛	35.8	24.1	16.9	行业龙头，优质海域资源，受台风影响拖累业绩
饲料	002311	海大集团	33.4	25.0	19.0	1、服务营销模式获得市场认同，产品+服务模式增强了养殖户的粘度。2、目前产能500万吨，产量320万吨，未来几年每年产能扩大100万吨以上。3、有望成为饲料行业整合的重要受益者，增长前景确定。

资料来源：Wind；宏源证券研究所。

四、成长股与定增破发的量化选股策略

核心观点

我们基于行业成长空间、手持净现金、募投项目投向、未来盈利增长潜力等因素遴选了“中小盘（含创业板）”和“定增破发”等两个成长股主题组合。

（一）中小盘创业板股票组合

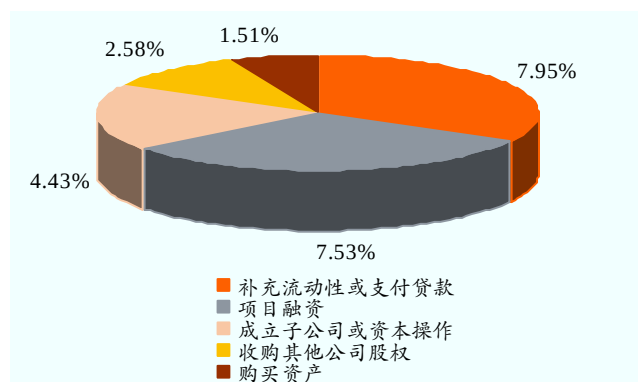
1、股票筛选思路

如果说未来 1-2 年内政府政策导向难现根本性改观的话，经济仍将陷于类滞胀的格局，股市难现趋势性上涨，那么，小盘股跑赢大盘股的情况仍有望延续。因为，市场一致预期显示，对中小盘股未来两年的盈利增速相对于大盘股仍相对乐观，同时未来将维持流动性呈现环比改善的判断，有利于小盘成长股相对于大盘价值股估值溢价的修复（具体请参见 2011 年 11 月深度策略报告“中国股市何时走出震荡市”）。基于我们对于中小盘成长股的相对表现乐观的看法，我们重点筛选中小板与创业板的股票。我们进行筛选股票的思路是：

（1）挑选具有未来成长空间行业：例如受经济结构转型利好的服务业与一些受政策利好崛起的新兴行业。

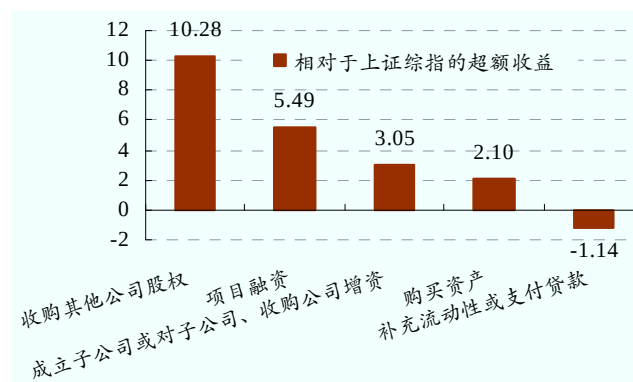
（2）具体到个股上，我们希望挑选出具有成长潜力的股票：当然，基本面的财务分析如未来的盈利增速是帮助我们判断未来公司成长空间的一个方面；另外，我们重点筛选的目标是出现首发超募的股票，尤其这类公司如果持有大量现金，流动性充足，是我们判断公司未来具有成长潜力的重要标尺。首发超募在市场上是很常见的事，自 2009 年以来，A 股市场有超过 96% 的股票发生了首发超募。发生首发超募最主要的原因是 IPO 普遍存在抑价现象，即首次公开发行定价明显低于上市初始的市场价格，这一方面是由于定价的投资银行处于自身利益导致的，另一方面也是对掌握信息较少的多数投资者的补偿。首发抑价意味着能够申购到 IPO 股票往往能够为投资者提供风险较低的高额收益，这使得投资者对 IPO 股票趋之若鹜，旺盛的需求往往使得企业能够募得超额资金。但是从另一个角度来看，部分股票发生首发超募一方面可能反映了投资者对公司前景乐观，另一方面也显示出公司在成长过程中对超额资金有潜在的需求，这种股票往往有相对较大的成长价值，因此，我们希望能够在众多首发超募的股票中寻得真正具有投资价值的股票。

图 4-32: 超募资金使用途径



数据来源: Wind; 宏源证券研究所

图 4-33: 超募公司股票相对于上证综指表现



数据来源: Wind; 宏源证券研究所

2、回溯测试

各个公司的超募资金投向往往不同, 总结来说, 超募资金的投向一般有: 项目融资、股权收购、购置固定资产、补充流动性或偿还贷款、及成立子公司或为子公司注资。以 2009 年以来发生首发超募的 679 家在 A 股上市的公司为样本, 我们发现超募资金的使用比例在 24% 左右, 而超募资金大部分用于项目融资或者偿还贷款或补充流动性, 两者占超募资金的比例均在 8% 左右。

基于超募资金项目用途分类, 我们对于股票相对于上证综指的相对表现进行回溯测试。我们发现, 把超募资金投至股权收购与项目融资的公司股票往往能够获得相对于大盘的较高超额收益, 而将超募资金用来补充流动性或偿还贷款的公司股票表现较差, 无法跑赢大盘。这也是符合基本逻辑的, 公司利用多余的现金进行收购或者开展项目而非还债补充流动资金一方面表明公司流动性较好, 另一方面意味着公司希望扩展现有的业务, 这种公司往往具有较大的未来成长空间。因此, 我们在进行股票筛选时重点选择超募项目用于股权收购与项目融资的公司。

3、股票筛选步骤与最终选定资产组合

我们在筛选股票时以中小公司与创业板为样本, 股票样本共 911 家, 选股步骤是:

第一步: 选择明年成长空间较大的行业, 我们看好的行业主要有: 受转型推动的服务行业, 主要有消费服务业的餐饮旅游、医药生物与生产性服务业的信息服务与物流; 节能减排行业, 主要有环保工程及服务、环保设备与电源设备; 受政策利好推动的农林牧渔; 及物联网相关的电子。

第二步: 剔除上市不足一年的企业, 这样基本能够排除限售股解禁对股价的影响。

第三步: 筛选出发生首发超募的股票, 并仅筛选出超募项目资金投向与股权收购或项目融资的股票。

第四步: 筛选出基本面较好的股票: 主要考察企业的流动性、成长能力、与盈利能力。对于发生超募的公司, 如果公司现金流较为充足, 加之未来具有较高的成长性, 那么这种公司往往有较高的价值增长空间。我们筛选的标准是: 最新季报净现金/营业收入 > 1 (净

现金为货币现金减去短期负债与长期负债之和)，2012 年与 2013 年机构预测 EPS 增速均值>30%，2012 年机构预测 EPS 高于 2011 年，并剔除 2011 年业绩出现大幅下滑的公司（2011 年 EPS 增速低于-20%）。

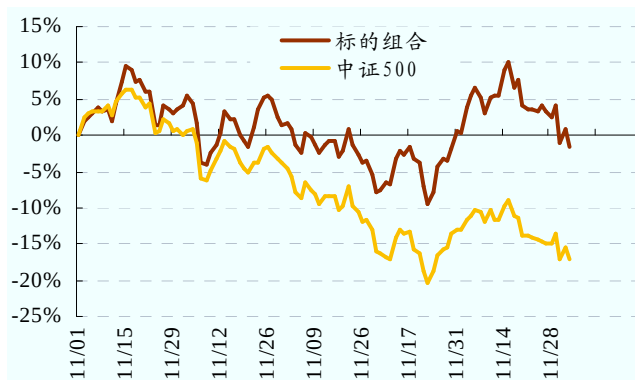
表 4-xi: 基于成长股选股的标的资产组合

代码	名称	首发上市日期	所属申万二级行业	首发募集资金(万元)	项目用途	EPS2010	EPS2011(机构预测均值)	EPS2012(机构预测均值)	EPS2013(机构预测均值)	每股盈利增速均值(2012~2013)	净现金/营业收入
300075.SZ	数字政通*	2010/4/27	计算机应用	55,255	项目融资	0.98	0.87	1.19	1.59	0.35	16.23
300059.SZ	东方财富	2010/3/19	网络服务	99,567	项目融资	0.51	0.49	0.68	0.94	0.38	7.67
300033.SZ	同花顺	2009/12/25	计算机应用	59,045	项目融资	0.68	0.66	0.86	1.19	0.35	6.06
300139.SZ	福星晓程	2010/11/12	半导体	55,920	项目融资	1.42	1.50	2.50	4.33	0.70	4.22
002405.SZ	四维图新	2010/5/18	计算机应用	78,287	股权收购	0.62	0.68	0.91	1.20	0.33	3.09
002410.SZ	广联达	2010/5/25	计算机应用	107,183	股权收购	0.97	1.04	1.62	2.39	0.52	2.69
002279.SZ	久其软件	2009/8/11	计算机应用	16,865	股权收购	0.42	0.57	0.75	1.14	0.41	2.23
300122.SZ	智飞生物	2010/9/28	生物制品 II	80,782	项目融资	0.69	0.60	0.89	1.19	0.41	3.16
002308.SZ	威创股份	2009/11/27	计算机应用	75,854	项目融资	0.47	0.42	0.59	0.80	0.38	2.13
300026.SZ	红日药业	2009/10/30	化学制药	45,285	股权收购	1.01	0.87	1.19	1.53	0.33	1.32
300110.SZ	华仁药业	2010/8/25	化学制药	37,792	项目融资	0.43	0.42	0.55	0.79	0.38	1.28
300068.SZ	南都电源	2010/4/21	电气设备	144,477	股权收购	0.36	0.29	0.85	1.25	1.18	1.09

资料来源: Wind; 宏源证券研究所, *代表 2010 年以来出现过高管净增持现象股票。

最后我们筛选出的股票是: 数字政通、东方财富、同花顺、福星晓程、四维图新、广联达、久其软件、智飞生物、威创股份、红日药业、华仁药业与南都电源。如果我们按照均等持有股票建立资产组合, 那么我们的标的组合自 2011 年 3 季度以来能够显著跑赢中证 500 指数, 标的组合自 2011 年截至目前累计收益率在-1.6%左右, 而中证 500 指数截至目前累积收益率仅为-15%。标的资产组合的夏普比率为 0.02, 相对于中证 500 指数的 Alpha 值为 0.03。

图 4-34: 标的资产组合累积收益率



数据来源: Wind; 宏源证券研究所

图 4-35: 标的资产组合表现

2011年3季度至今	资产组合
组合年化收益率均值	0.5%
组合年化标准差	30%
夏普比率	0.02
ALPHA (相对于中证500)	0.03
BETA (相对于中证500)	0.33
非系统风险 (相对于中证500)	68%

数据来源: Wind; 宏源证券研究所

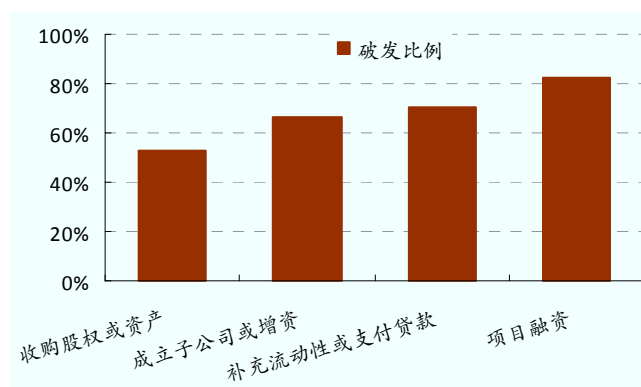
(二) 定增破发股票组合

1、股票筛选思路

在增发中多数股票都会出现破发,自 2009 年以来实施增发的 351 家公司,有超过 70% 的股票出现了破发。增发意味着股票的供给增加,对市场资金流动性造成压力,因此股票的增发造成股价的下跌是正常现象。但是,某些需要增发的公司可能出于扩张公司业务的目的,这种公司的潜在业绩成长性往往会吸引投资者资金,尤其当股价跌破增发价后具有一定安全边际,股票需求的上升会使得破发股票价格回补。因此,我们重点选择增发破发且未来公司业绩成长性较好的公司,这类公司可能能够带来潜在的超额收益。

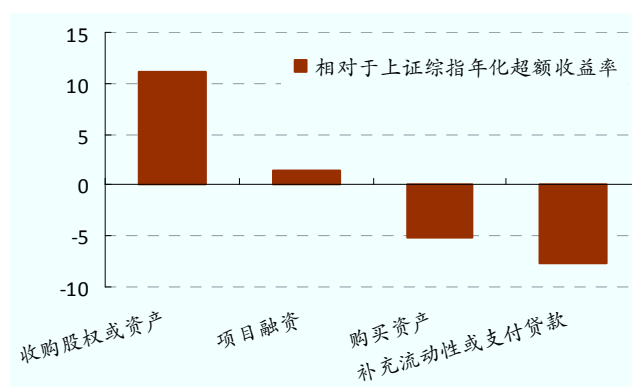
2、回溯测试

图 4-36: 项目融资破发比例最大



数据来源: Wind; 宏源证券研究所

图 4-37: 不同破发项目相对于上证综指表现



数据来源: Wind; 宏源证券研究所

由于目前市场上的增发主要以定向增发为主,我们研究 2009 年以来进行定向增发的公司,发现出现破发概率最大的是项目融资,其次是用于补充流动性或偿还贷款与股权收购。基于定增项目用途分类,我们假设投资者在定向增发日买入标的股票,对股票相对于上证综指的相对表现进行回溯测试。我们发现,增发主要用于收购股权与项目融资的公司股票能够取得相对于大盘较高的超额收益,而增发主要用于补充流动性或偿还贷款的显著跑输大盘,与我们上面分析的超募相同的逻辑,流动性充足并有扩展现有业务愿望的公司,往往具有较大的未来成长空间。我们在进行股票筛选时重点选择定增项目用于股权收购与项目融资的公司。

我们对 2010 年以来进行定向增发,并曾经出现过破发现象及增发项目投向方向是股权收购或项目融资的股票池进行回溯测试,我们进行筛选出基本面条件是: 2010~2011 年 EPS 同比增速>30%, 2011 年 EPS 增速较 2010 年有所上升, 净现金(货币现金-短期负债-长期负债)>0。

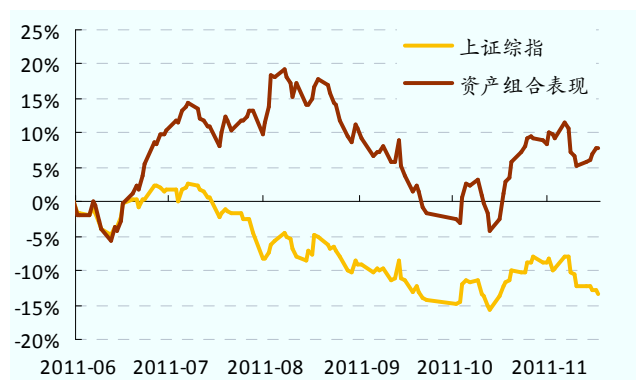
最后,我们筛选出的回溯测验组合是: 天士力、得润电子、合肥百货、金种子酒、西藏矿业与海南海药。如果我们按照均等持有股票建立资产组合,并在定向增发日买入持有股票,那么我们的标的组合能够显著跑赢上证指数,标的组合自 2011 年 6 月截至目前累计收益率高达 8%,而中证 500 指数截至目前累积收益率仅为-13%。标的资产组合的夏普比率为 0.87,相对于中证 500 指数的 Alpha 值为 0.09。

表 4-xii: 回溯测试标的资产组合

代码	600535.SH	002055.SZ	000417.SZ	600199.SH	000762.SZ	000566.SZ
名称	天士力	得润电子	合肥百货	金种子酒	西藏矿业	海南海药
证监会行业	制造业	制造业	批发和零售贸易	制造业	采掘业	制造业
发行日期	2010/12/17	2011/3/3	2011/6/9	2010/12/8	2011/4/28	2011/8/22
项目用途	项目融资	项目融资	项目融资	项目融资	项目融资	项目融资
发行价格	37.6	21	17.55	16.02	29.18	23.5
期间最低价	32.99	16.5	16.08	14.5	23.5	23.08
破发比率	-12%	-21%	-8%	-9%	-19%	-2%
2010EPS增速	42%	47%	42%	19%	52%	-49%
2011EPS增速	46%	79%	64%	117%	52%	264%
2010~2011增速	44%	63%	53%	68%	52%	107%
净现金(十万)	455	99	31,736	9,993	14,056	5,007

资料来源: Wind; 宏源证券研究所。

图 4-38: 回溯测试资产组合累积收益率



数据来源: Wind; 宏源证券研究所

图 4-39: 回溯测试资产组合表现

2010年至今	资产组合
组合年化收益率均值	21%
组合年化标准差	25%
夏普比率	0.87
ALPHA (相对于上证综指)	0.09
BETA (相对于上证综指)	0.31
非系统风险 (相对于上证综指)	93%

数据来源: Wind; 宏源证券研究所

3、股票筛选步骤与最终选定资产组合

我们按照回溯测验表明选择增发破发、项目投向股权收购或项目融资且业绩实现较好的股票能够获取超额收益。因此我们可以依照这个步骤从目前依然处于破发阶段,且增发项目投向为股权收购或项目融资的股票池中筛选股票。这类股票虽然目前表现较差,但是在较高的安全边际下,且如果未来盈利能够确定,那么将来可能能够获得较高的超额收益。我们的筛选步骤是:

第一步: 选择出目前价格仍然低于增发价格的股票;

第二步: 选择增发项目投向方向是股权收购与项目融资的股票;

第三步: 筛选出基本面较好的股票: 主要考察企业的成长能力、盈利能力与流动性,我们筛选的标准是 2012~2013 年机构预测 EPS 同比增速均值>30%, 2012 年机构预测 EPS 增速均值较 2011 年有所上升, 2011 年最新季报净现金(货币现金-短期负债-长期负债)>0, 并剔除 2011 年与 2010 年盈利大幅下滑的公司。

最后, 我们选择出的股票组合是: 远望谷、江南高纤、西藏旅游、安凯客车、得润电子、华工科技、精功科技、三全食品、综艺股份、兔宝宝、西藏矿业、大东南、新疆众和与美克股份。

表 4-xiii: 定增破发股票组合

代码	名称	发行日期	证监会行业	项目用途	发行价格	最新收盘价	目前破发比率	EPS2011(机构预测均值)	EPS2012(机构预测均值)	EPS2013(机构预测均值)	2012~2013EPS平均增速(机构预测均值)	净现金(十万元)
002161.SZ	远望谷	2011/6/16	信息技术业	项目融资	19.26	17.89	-7%	51%	80%	121%	54%	5,458
600527.SH	江南高纤	2011/6/30	制造业	项目融资	8.56	8.08	-6%	40%	55%	73%	35%	3,119
600749.SH	西藏旅游	2011/4/28	社会服务业	项目融资	14.50	13.26	-9%	16%	26%	27%	36%	1,343
000868.SZ	安凯客车	2011/9/6	制造业	项目融资	10.18	9.01	-11%	27%	35%	47%	32%	8,975
002055.SZ	得润电子	2011/3/3	制造业	项目融资	21.00	20.60	-2%	62%	97%	133%	47%	99
000988.SZ	华工科技	2011/5/26	制造业	项目融资	20.00	14.80	-26%	64%	90%	127%	40%	5,170
002006.SZ	精功科技	2011/5/17	制造业	项目融资	60.10	24.11	-60%	147%	199%	261%	33%	3,110
002216.SZ	三全食品	2011/9/2	制造业	项目融资	35.50	35.18	-1%	84%	118%	163%	39%	8,573
600770.SH	综艺股份	2011/4/12	综合类	项目融资	19.72	17.03	-14%	79%	133%	180%	52%	11,118
002043.SZ	兔宝宝	2011/8/15	制造业	项目融资	9.10	8.23	-10%	19%	36%	66%	86%	1,122
000762.SZ	西藏矿业	2011/4/28	采掘业	项目融资	29.18	24.80	-15%	18%	38%	89%	123%	14,056
002263.SZ	大东南	2011/9/13	制造业	项目融资	9.35	8.46	-10%	19%	30%	43%	51%	7,111
600888.SH	新疆众和	2011/7/1	制造业	项目融资	20.05	18.55	-7%	85%	125%	190%	50%	4,515
600337.SH	美克股份	2010/11/23	批发和零售贸易	项目融资	9.50	9.49	0%	34%	51%	68%	42%	1,511

资料来源: Wind; 宏源证券研究所。

五、2012 黑天鹅事件猜想

核心观点

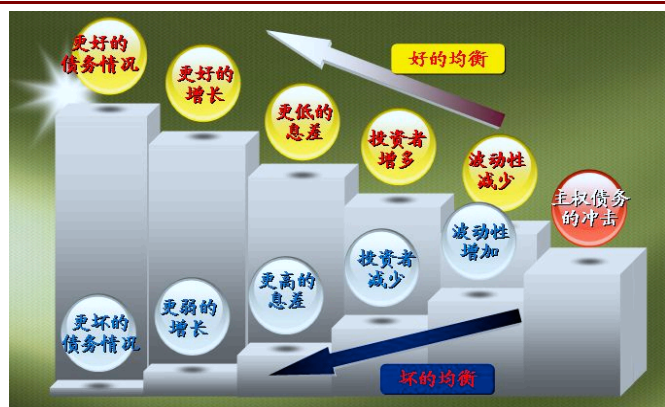
黑天鹅事件往往会成为阶段性冲击股价的因素。我们分析了以下四种情景下对 A 股市场、大宗商品、国际汇市、全球股市的影响，分别是：（1）欧盟国政策协调达成统一，欧债危机暂时平息；（2）伊朗局势恶化；（3）美国大选共和党获胜；（4）国内利率市场化改革有实质性推进。其中，事件（1）对 A 股市场影响正面，事件（2）-（3）对 A 股市场影响负面，事件（4）对 A 股长期利好，但短期对银行影响负面，对中小企业则有利。

（一）欧盟国政策协调达成统一，欧债危机暂时平息

对于欧洲来说，我们预测的基准假设是：由于欧元区固有的体制性缺陷造成的政治协调的不力，债务危机将会沿着银行体系继续蔓延，从而对整个欧元区的经济增长前景造成压制，经济增长疲软又会和财政整固形成负向的反馈循环，而恶化整个局势。

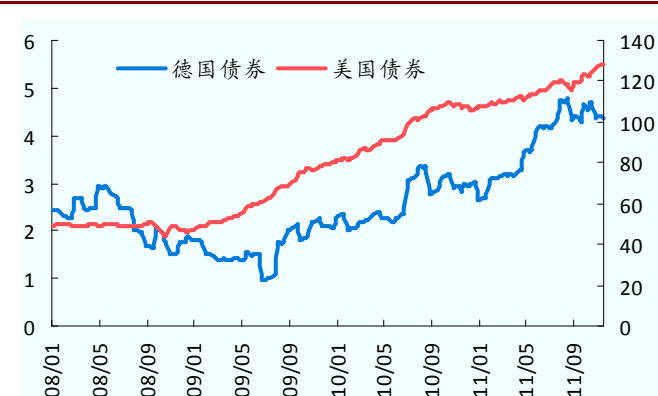
但是，在充分估计欧元区下行风险的同时，我们必须提示的是，欧元区的政治协调的程度，例如财政一体化的进程，在危机的倒逼下，可能会超出市场普遍悲观的预期；或者受到超预期的货币政策刺激，经济出现了超预期的增长从而和财政整固的反馈向上进入一个良性的循环。

图 5-40：债务冲击下的两种不同的循环



数据来源：宏源证券研究所

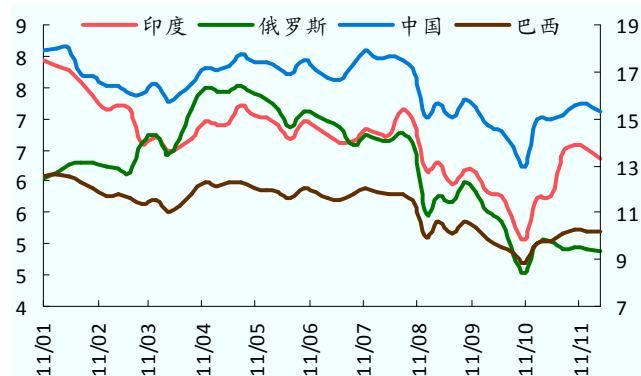
图 5-41：国际资本配置德国和美国债券数量（百亿）



数据来源：EPFR，本币计量，“德国债券”对应左坐标轴，“美国债券”对应右坐标轴；宏源证券研究所

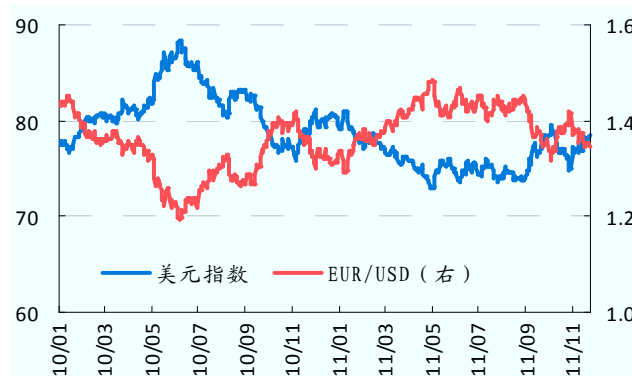
我们认为，以下几种事件可能会造成上述的超预期情形：（1）EFSF 杠杆化的方式被确认并真正开始运作，被赋予二级市场干预的职能；（2）IMF 进行进一步干预，对于债务国家进行更大规模的救助；（3）真正具有约束力的财政一体化的政策推出，有效填补欧元区国家统一的货币政策和分散的财政政策不对等的体制缺陷，包括明确的财政纪律惩罚措施和成立超主权并有实际控制力的财政监督实体。

图 5-42: 国际资本配置新兴市场国家证券市场数量(百亿美元)



数据来源: EPFR; 宏源证券研究所

图 5-43: 美元指数和欧元对美元汇率 (1974=100, EUR/USD)



数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

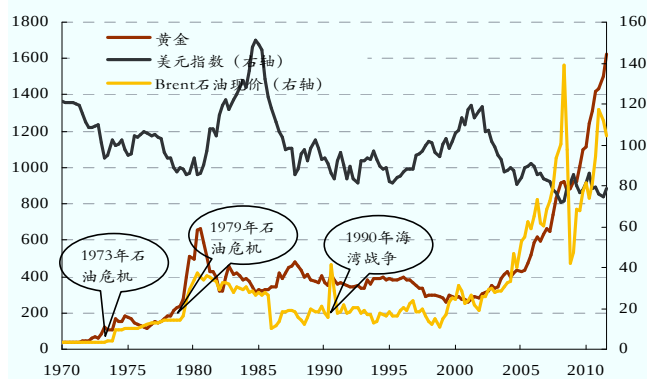
在欧元区的政策协调的进程出现超预期的情况下, 经济增长和国内的需求都会较基准情形有一个提升, 这显然可以有效缓解外需下行给中国的出口造成的压力。更重要的是, 虽然欧债危机的消散依然有赖于长期的财政整固, 但是欧债危机这一全球范围内最为重要的风险来源的减弱所带来的预期的反转, 会有效的提升全球资金的风险偏好, 我们目前所观察到的涌向美国, 德国, 日本等避险天堂进行避险操作的资金可能会重新开始布局全球的新兴市场, 这对于中国市场的流动性会是一个重大利好。我们所提示的由于外汇占款减少而紧张的国内流动性可能会有明显的缓解。而外围市场的压力的减轻对于国内市场显然也会起到一个联动性的提振作用。

另外, 这种情境下全球风险偏好的降低所造成的资金流向会降低对于美元资产的需求, 从而使得美元走弱。而日元的升值压力也会大大减轻, 从而使得日本的复苏前景变得更加乐观。经济预期的好转会提振石油和基本金属等大宗商品, 而压低黄金作为避险资产的收益。

(二) 伊朗局势恶化

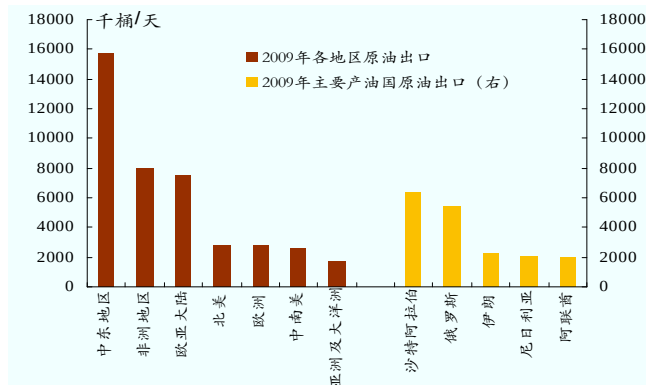
2011 年 11 月, 美国指责伊朗秘密研发核武器已经超过基地组织, 成为美国在中东地区的最大威胁, 之后, 美国副国务卿伯恩斯和以色列副外长阿亚隆 12 月 1 日在华盛顿举行两国例行战略对话, 双方在会后发表的联合声明称, 伊朗持续不履行有关其核计划的国际义务, 且继续向恐怖组织提供支持, 对美以两国和整个国际社会而言“非常令人担忧, 是中东地区面临的最大挑战”。美国的态度使得国际社会猜测在美国经济复苏缓慢, 国内赤字严重的情况下, 美国可能向伊朗开战。

图 5-44: 石油危机大宗商品价格大幅上涨, 美元下跌



数据来源: 彭博资讯; 宏源证券研究所

图 5-45: 中东为主要石油出口地区

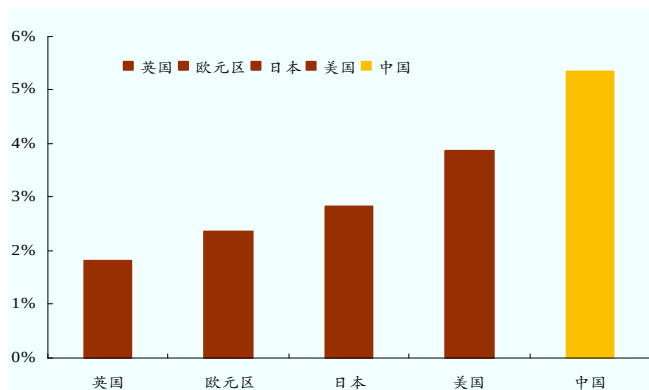


数据来源: Haver; 宏源证券研究所

且不论美伊开战的概率, 战争打响最直接的结果是石油价格的井喷式上涨。中东地区石油出口量占世界石油出口量的 44% 左右, 而历史上公认的三次石油危机分别发生在 1973 年中东战争爆发、1979 年伊朗伊拉克开战与 1990 年海湾战争, 这三次石油危机无一不是由中东局势紧张造成的。中东战事使得石油产量骤减, 石油禁运造成石油价格迅猛上涨, 例如 1979 年的伊朗革命与之后的两伊战争使得全球石油产量每天 580 万桶骤降到 100 万桶以下, 油价从每桶 13 美元猛增至 1980 年的 34 美元。目前, 伊朗是世界第三大石油出口国, 其石油出口占世界石油总出口超过 5%, 如果美伊开战使得第四次石油危机爆发, 那么石油价格成倍增长是极有可能发生的。

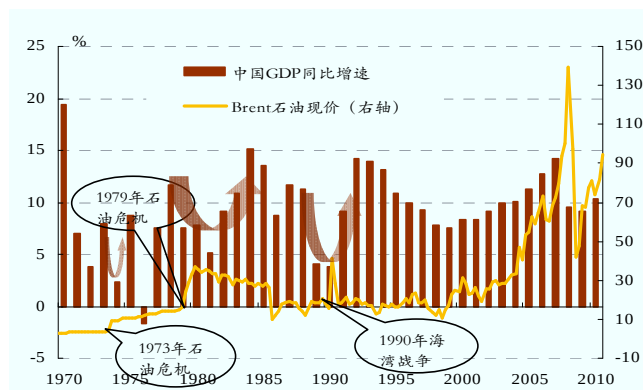
油价上涨会通过几个方面对中国股市产生影响: 1) 通过对消费与出口, 负面影响经济增速, 对股市产生负面影响。自 1993 年中国成为石油净进口国以来, 中国的石油对外依存度在不断上升, 净进口占石油消费比重在 2011 年 8 月达 55.2%, 首次超越美国的 53.5%。较高的对外依存度意味着在国际油价上扬时, 石油消费会在较大程度上受到抑制, 而中国的石油消费占 GDP 比重大约在 5.5% 左右 (占消费比重超过 10%), 超过欧美日等发达国家, 这意味着石油消费每下降一个百分点, 中国消费增速就会下降 0.1 个百分点。另外高油价也会打压外围市场经济, 使得外需疲软, 抑制出口。我们可以观察到在三次石油危机时, 中国经济增速都出现探底现象。我们的基准情况预测中国经济增速在 2012 年将放缓, 如果石油危机袭来, 无疑对经济是雪上加霜, 对股市造成负面影响。2) 高油价引发大宗商品价格上涨, 造成输入型高通胀, 输入型通胀可能使得政府不得不在经济增速缓慢时收紧货币政策, 打压股市。3) 高油价可能有助于经济转型, 对股市的长远发展是利好。一是高油价可能使得美元走软, 这在前三次石油危机均已发生, 美元的走软或将使人民币升值加速, 这一方面可能抑制出口, 但是能够加速我国摆脱依赖于外需的经济增长模式; 二是高油价能够驱动寻找替代能源的步伐, 在“十二五”规划重点发展“节能减排”的关键时刻, 高油价能够进一步刺激新能源的发展, 长远利好于我国经济发展。

图 5-46: 中国石油消费高于发达国家 (全球占比)



数据来源: Haver; 宏源证券研究所

图 5-47: 石油价格与中国 GDP 表现



数据来源: 彭博资讯、Wind; 宏源证券研究所

(三) 美国大选共和党获胜

由于经济起色一直不大, 奥巴马的支持率自 2008 年当选以来有所下降, 在 2010 年的中期选举中, 共和党获得了众议院的控制权, 而民主党仅仅在参议院保持微弱的优势。2012 年是美国大选年, 如果奥巴马落选, 那么共和党上台将会对国际市场与我国股市产生如何的影响呢?

共和党与民主党的分歧将主要集中在创造就业、开支和税收策领域。1) 在创造就业和推动经济增长上, 共和党主张减少政府干预和税收, 特别是对所有人延长布什减税计划来促进经济增长, 创造就业; 民主党则主张仅对收入少于 25 万美元的人群延长现行税率、对富人增税和扩大政府开支来刺激经济, 扩大就业。2) 在财政政策上, 国会共和党主张减少开支, 控制政府规模、平衡预算。虽然奥巴马和国会民主党人也允诺减少赤字, 但民主党主张在经济完全复苏后才大幅削减赤字。因此, 从财政政策来看, 共和党无疑是更为保守的, 民主党希望让财政政策在短期内发挥支持作用, 但共和党却希望马上削减公共支出。

可以说, 目前共和党奉行的是不折不扣的供给学派观点: 降低税收与政府干预, 同时维持平衡预算。这与 80 年代里根上台时非常相仿, 虽然里根上台后的星球大战计划使得财政平衡变成了一句空话。而如今共和党上台如果成为现实, 那么攻打伊朗的可能性又增大了几分, 美国未来几年的政府政策导向很有可能就是 80 年代初期的重演。但是我们对这种政策是否能够像 80 年代那样将美国经济推向繁荣应该持有谨慎的态度。80 年代里根之所以成功的原因之一在于美国在 70 年代末期到 80 年代初期很大一段时间经济处于供不应求的阶段, 供给学派的应用正是解了燃眉之急, 对症下药。而观察目前的经济形势, 美国经济的衰退来自于需求的疲软, 产出缺口大大低于 0 的水平, 降低政府干预、减少开支的政策可能进一步抑制需求, 对经济复苏产生不利影响。另外, 如果伊朗战争在共和党的坚持下爆发, 那么油价的上涨很有可能完全抵消减税对经济的刺激。

如果我们设想共和党在 2012 年底上台, 如果到时美国经济还未走出衰退中, 那么共和党奉行的政策短期内对经济是弊大于利的。而外围市场经济的疲软无疑会对 A 股造成一定负面冲击。

图 5-48: 美国产出缺口

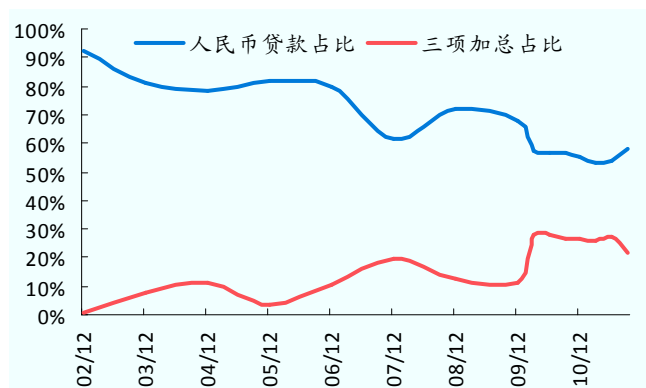


资料来源: 彭博资讯; 宏源证券研究所。

(四) 国内利率市场化改革有实质性推进

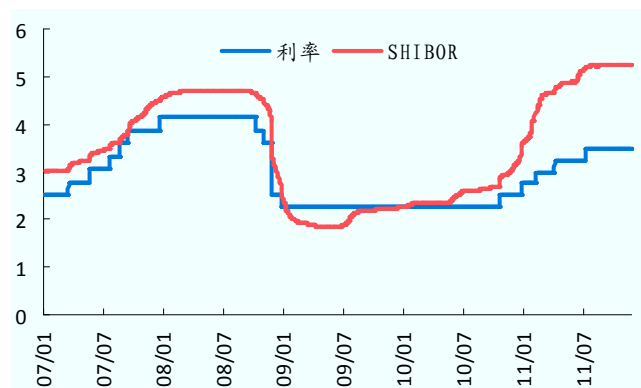
我们在 2012 年的年度宏观报告中(《从政策拐点到转型起点》, 2011/11/28)已经指出了利率市场化改革的紧迫性和必要性。目前管制利率偏离(低于)均衡利率的现象导致了对于信贷资源的供不应求, 这使得银行系统长期处于强势地位, 并且客观上造成了信贷资源向大型国有企业的倾斜, 而中小民营企业所拥有的信贷资源其实非常匮乏, 这造成了今年危机背景下大量中小企业资金链的断裂, 也给高风险的民间融资甚至是高利贷融资提供了发展空间。

图 5-49: 人民币贷款在社会融资总量中的占比 (%)



数据来源: CEIC, 表中的“三项加总”代表委托贷款、信托贷款和承兑汇票三项的加总; 宏源证券研究所

图 5-50: 存款利率和银行间同业拆借利率 (%)



数据来源: CEIC, “利率”为一年期居民储蓄存款年利率; 宏源证券研究所

同时, 在金融多元化发展的趋势之下, 数量型的货币政策已经明显存在覆盖不足的问题, 而需要向价格型的货币政策转向。也就是说, 长期金融资源配置的不合理、短期货币“脱媒”造成的货币政策失效、下行周期中中小企业资金的流动性困境都指向了利

率市场化这一改革方向。

虽然我们认为利率市场化的改革是一个长期的过程，但是在明年很可能会推出一些先导性的措施。在这种情境下，首先要提示的就是银行的风险，毫无疑问，利率放开的直接结果是银行息差资源的降低，据测算，存款利率上限的放开意味着未来四大银行利息收入将下降一半左右，各家银行必须拓展非利息收入来源。上市银行显著高于非金融上市公司的盈利水平会出现一个逆转，银行板块的风险将会大大增加。但是，我们也需要看到，从长期来看，利率市场化改革对于银行体系的效率提升是有刺激作用。举例来说，高于存款利率的银行间拆借利率意味着，银行理财产品的资金只要把资金拆借出去就可以提供比存款更高的收益，因此银行理财产品并不存在很强的优化配置的动力。利率市场化之后，体制性的溢价就会消失，在造成盈利风险的同时，也给其能力的优化提供动力。

如果以更大的视角来看利率市场化的话，我们认为，这本质上对于市场是一个利好，原因在于，利率市场化优化了我国金融资源配置的效率，使得资金的循环沿着一个更加有序的渠道进行运转，降低了监管之外的民间融资带来的风险。更直接的说，就是会降低A股市场上市公司的财务压力，对于资金紧缺流动性匮乏的中小企业来说，其正面影响要更大一些，这使得我们认为，如果这种情形发生的话，除去银行板块以外的市场会呈现一个正向的反馈，而对于中小板和创业板，这个正向的反馈会更加强烈。

分析师简介:

邴 彬: 首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

秦培景: 高级宏观分析师, 复旦大学金融学博士, 主要研究领域为开放宏观经济学, 对外经济政策, 人民币汇率; 2010 年加盟宏源证券研究所。

朱俊春: 投资策略分析师, 复旦大学经济学硕士, 3 年证券从业经验, 2011 年加盟宏源证券研究所。

杨 昕: 投资策略分析师, 密歇根大学金融工程硕士, 2011 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixihong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。