

分析师 高上

执业证书编号：S0270511070003

电话：021-60883499

gaoshang@wlzq.com.cn

联系人：王赵欣、葛轶强

电话：021-60883490、021-60883482

发布日期：2011 年 12 月 2 日

长夜之后，重见晨曦

——万联证券 2012 年 A 股市场投资策略会纪实

研究报告-会议纪要

事件：万联证券研究所于11月30日在上海佘山举办“长夜之后，重见晨曦”暨万联证券2012年A股市场投资策略会

会议内容：

本次策略会是研究所成立之后，面向基金机构的首次正式亮相的专题会议，也服务于公司的经纪业务客户，会议更是邀请到包括中央电视台匡树辉、中原证券研究所所长袁绪亚、东吴证券研究所所长孔晓芳、兴业证券研发总经理颜克益、中信证券研究所上海部负责人潘建平、丽石投资副总汪远征、中原英杰华基金的付强和富合投资执行董事任文明，与研究所所长高上一起开展了“佘山论剑”高峰论坛，本次论坛云集了各方翘楚，给与会嘉宾带来了聆听业内各种声音的机会，可以说是一场别开生面的投资盛宴。

本次到会机构嘉宾及经纪业务客户约180人，全场会议气氛热烈，到会基金机构有：

富国基金

兴业全球基金

上投摩根基金

金元比联基金

天弘基金

国投瑞银基金

万家基金

中欧基金

国联安基金

浦银安盛基金

中原英杰华基金

中信证券

中原证券

兴业证券

东吴证券

长江证券

中融国际信托

富合投资

丽石投资

涌泉亿信投资

到会媒体有：

中央电视台

上海证券报

东方财富网

朝阳永续

其中东方财富网全程直播此次策略会，大家可查阅网址：
<http://topic.eastmoney.com/wlzc2011/>

以下是本次策略会的全部内容

高上：大家下午好，欢迎大家来到佘山天境，之所以选择这里，一方面是次贷危机爆发之后对上海市政府建设金融中心是洗礼，以虹桥中心为枢纽的西部开发进入了一个高峰阶段，佘山也是上海别墅区域最为云集的地段。2009年9月份佘山经济集团在天境这块土地拍下了地块，大家在会议期间和会后如果有兴趣，还可以参观一下他们的别墅。佘山的旅游资源也非常丰富，我想对于新老朋友在这里欢聚一堂，尤其是在中国的房地产对中国经济捆绑之后也是市场关注的一个焦点。今天下午我代表研究所来做2012年的年度投资策略报告，从图片上来看，我们经历了漫漫长夜之后终于重见晨曦。大家都记得《三国演义》中诸葛亮《隆中对》当中提出了三大目标：夺取荆襄、夺取西川、重建大业。当刘备成功夺取西川之后含泪说过“长夜之后，重见艳阳”，而我们今天主题的“晨曦”不是旭日，更不是艳阳，但我们认为明年总体形势将会好于2011年，而且将会以2008年经济急剧下滑、全球股市一片崩盘的最坏状况为极限，所以相对于市场目前对2012年的普遍预期来看，万联证券是相对乐观的。明年的总体状况是处在一个牛熊之交的阶段，所以我在报告中集中对牛熊阶段，包含2005、2008年市场发展的热点进行对比分析，希望通过这种分析来达到抛砖引玉的作用。在我们研究员发言之后还有一个所长总监论坛，中原证券研究所所长袁绪亚、东吴证券研究所所长孔晓芳、兴业证券研发总经理颜克益和中信证券研究所上海部负责人潘建平、丽石投资副总汪远征和中原英杰华基金的付强都将发表自己的看法。

我这里要谈几个方面的内容，一方面回顾一下我们中期的观点，另一方面谈一下国内究竟在通胀、增速方面发生了哪些变化，还有我们关心的欧债问题何时会深度爆发，经济转型背景下的政策走势，这里包含货币政策、财政政策和产业政策。另外就是谈一谈我们的市场现在处于什么阶段，和2005、2008年进行对比，最后谈一下我们的建议。总之，我想对在座的各位有一句话，对于2012年鼓励大家重回股市。

2011年的A股市场应该说哀鸿遍野，但毕竟2012不是世界的末日。现在资金链总体呈现着牛熊状态，对于年内的吃饭行情逐渐发展为喝汤行情，各位投资者最近可能都感觉到，汤没喝到，嘴可能烫到了。另外关于底部区域，我想这几个概念是有区别的，最低点是底部区域构成的一部分。我们来看一下还有多少利空因素没有出现，总体来看市场因为存在很多不确定性因素，所以对于我们来说很多投资者目前还是心有余悸，普遍对于2012年抱有比较淡的看法。另外如果从正面来讲，这些利空因素不正是有利于我们2012年的因素吗？

中期的观念有几点：一是估值硬着陆，这是我们对2011年下半年的判断。我们当时认为震荡触底会反复，没完没了，但是下半年的趋势机会并不强；二是触底存在着苦夏、良秋、暖冬，总体来看是一个下移的过程，年尾也许会引发2012年春季行情的提前到来。当然，这个暖冬可能大家没有感觉到太暖，所以还是要打一个问号。上证综指区间波动是2300-3200点，对于大行情的标志，我们给出未来的市场在一两年之内等待着三重底，包括政策转向，包括国际板的推出估值的硬着陆，还有政府换届期间的经济转型。考虑到市场持续重心下移，我们在中期没有推出金股，对于2012年年度投资策略我们推出了20大金股，最后会由宋博士重点介绍这20大金股。

我们来看经济和我们的市场，从2003年以来实体经济和市场经历了3轮小周期，从2003年一季度到2005年四季度是我们认为周期的第一阶段，第二阶段是在2006年一季度到2008年四季度，第三轮阶段是2009年一季度到目前。这根红线就是CPI运行的态势，这边紫线是上市公司盈利增速。我们把市场三个低点标示出来，998点、1064点和2307点，从这张图上我们可以看出，CPI也好、上市公司盈利增速也好，包括市场的高点和低点，我们看到一旦上市公司的盈利增速出现了负增长，意味着市场的触底回升，这个特点将逐渐出现。所以目前来看CPI正在处于高点回落的过程中。明年我们预计二季度有可能上市公司的盈利增速出现负增长，我觉得这是一个市场见底的重要信号之一，提醒大家特别注意。

另外我们把认为当前经济处在“类衰退”阶段，是因为中国经济增速虽然下降了，但还是处于增长之中，增速的放慢其实还不是经济完全的衰退，2004-2005年这一阶段经历了5个季度，2008年三季度到2008年四季度仅仅有2个季度，2011年四季度开始的衰退，我们预计可能有3-4个季度，之所以2008年衰退的周期非常短，主要是由于政府推行了4万亿的刺激政策，导致了市场发生了急剧变化。正因为2012年经济和CPI的回落也是一个缓慢的过程，又考虑政府处在换届阶段，大的刺激政策我们预计不太可能推出。所以经济的复苏是以一种自主的、温和的复苏方式。所以市场的起来有可能也是比较温和的。

类衰退的特征之一就是可选消费的疲软，这里我们看到房地产销售的面积和新开工面积的增幅都是处在比较低的位置，而汽车销量的同比增幅更是处在历史的低位。还有类衰退的特征之二就是出口形势不容乐观，这里我们看到10月份同比增速15.9%，增速也创出了3个月以来的新低。再看看大类资产的价格正在从大宗商品转向债券，经验告诉我们，经济在回落的过程中，债市行情的启动往往提前于股市，另外当前债市的收益率也有明显的回落。

从产业视角来看经济的话政策仍然是非常重要的变量。从海外经济来看，它会影响石油、矿石、煤炭等上游能源的价格，同时也决定了下游的出口走势。另外货币政策对于可选消费，包含房地产、汽车都构成重要的影响，产业政策和制度革新对于我们一些必需的消费品，包括食品、医药和服装都会产生影响。

另外就是我们要寻找毛利比较领先的行业，从我们统计的数据来看，设备制造业的毛利走势领先于上市公司的盈利增速，目前仍在下滑的阶段。企业的盈利增速与上证指数的走势

基本相符，市场略有领先的态势。从上市公司的年报业绩预告来看，情况比中期还要更差一些。总体看来，从2002年一直到2005年再到2008年底经历的这个周期状态是非常明显的，所以通过上市公司盈利增速这个重要的指标，我们看到第三轮的周期见底、触底的状态是比较明显的，我们认为类衰退将会持续到明年的二季度。

从宏观调控的目标来看，主要是三方面：一是控通胀，二是抑房价，三是促转型。对于2012年来说通胀已经基本上没有担忧了，房价的拐点也正在出现，转型正在进行之中，其中包含产业政策、制度革新将是后续政策的重点。目前来看，政策调控已经实现了目标近半，后续的重点将从货币财政政策转向产业政策和制度革新。

对于欧债问题，目前来看意大利国债收益率已经突破了7%的警戒线，整个市场应该说恐慌蔓延，各国的国债与利差也创出了历史新高。欧元区以德法为核心的欧洲一体化应该说政治意义大于经济意义，另外欧元的实际经济效果小于预期，欧元区的最大受益者应该说在经济的持续增长和失业率创新低的情况下德国是最为受益的。所以对于欧债问题，有可能有四个结局：一是改革欧元体制，平稳地度过危机；二是希腊违约，退出欧元区；三是德法澳等少数国家退出欧元区；四是欧元区解体，从我们的研究来看希腊退出欧元区或者少数德法国家组成新的欧元区，这种可能性是最大的。

欧债危机爆发的最危险时刻应该说是明年的2-5月份，明年的2-5月份将是意大利、希腊偿债的高峰，左边的图是意大利2-5月偿债的高峰。2012年初欧洲各国开始大选，政治不确定性是存在风险的。另外经济火车头德法受到拖累，欧洲面临着衰退。对于美国问题，我们认为经济的核心还是就业和房地产，目前的失业率是9%居高不下，非农就业增速不稳定，关键在于产业的空心化。另外房价还是处于历史低位，库存也在历史高位，压制了对房地产的投资增长。2012年美国再出刺激政策的概率比较大，一是扭曲政策的效果不佳；二是要完成奥巴马的出口倍增计划就需要一个弱势美元；三是美联储的态度也正在转变。从新兴经济体来看，货币放松是一种大势所趋，目前新兴经济体普遍通胀见顶，而且经济增速开始下滑，紧缩的政策开始转向，各国国家巴西和印尼都开始降息。国内的政策是适时、适度微调，货币政策只会缓松，目前来谈直接降息还为时尚早，目前来看我们的实际利率还是为负，所以未来可能存在存款准备金下调的机会，但是降息的可能性是不大的。

另外对于房地产的看法，我们认为它的拐点渐现、调控仍将会继续。2012年针对房地产的调控政策仍然将维持和巩固。目前的开发商降价也只是针对调控，并非资金链的断裂，二三线城市房价上涨的动力仍然是比较顽强的。大家开车到佘山边境也可以看到很多的高端别墅都在打折，当然，从我了解的价格来看目前这个打折的力度还是非常大的，就在咱们附近600万就可以买到500平方米的独栋别墅，这在过去是看不到的。

另外就是决策层对经济增速下滑的容忍度应该说高于对房价再创新高的容忍度，我们认为十年的中国楼市牛市已经终结，新一轮的经济周期也不太可能由房地产来启动。一旦我们见到经济增速的最低点，市场往往是提前预期、提前启动。从这张图来看，2005年6月6日是998点，市场从此开始起来，但是A股上市公司盈利的增速应该说到2005年12月份才见到，应该说市场提前于上市公司盈利增速大概半年。而在2008年这个时间点，应该说2008年10月份1664，真正上市公司盈利增速最低点是在2009年3月份，当时我们在2008年底曾经提出最坏的时刻、最好的时期。对于2012年我们认为应该是最坏的时刻、最好的时期。当然，投资上有铁顶，下有安全垫，缺乏大规模的刺激，所以行情和2009年相比还是有本质区别的。

我们从市盈率和市净率来看，均接近历史底部，就是从我们的估值角度，从投资的价值

角度几方面来看, 这些指标全部是指向历史的底部。还有就是估值见底, 权益类资产吸引力凸现。我们把全部A股估值与AA企业债的倒数之差进行比较, 两者在2008年之后第三次接近, 反映市场对上市公司成长性溢价的悲观预期, 理论上我们已经到了第三个历史低谷, 而且是这次市场起来的低点。

另外我们将过去3年各行业的估值进行标准化, 可以看到交通运输、建材、机械设备从绝对估值还是相对估值来说都是处于历史底部。但是我们看到纺织服装和食品饮料在历史高位, 所以2011年的走势特别不好判断。

从宏观流动性来看, M1已接近历史低点, 从微观流动性来看, 2011年解禁已经基本全面结束了, 但是减持依然存在。这一点可能对中国股市长期走势形成压力, 也是我们认为为什么2012年大的牛市行情依然不具备的主要原因。

还有2012年中小板和创业板进入解禁的高峰, 机械行业、生物医药、信息服务解禁市值位列前三, 这一点提请大家注意。另外2012年年底的解禁压力最大, 所有解禁的中小板和创业板市值是5063亿元, 占到中小板、创业板的流通市值25%。从减持市值来看, 我们看9-10月份的减持市值较前期有明显回落, 2500点之下, 减持压力并不是太大。

我们再来看公募基金, 公募基金的市场份额占比从高点的38%降至当前的10%不到。应该说基金的影响力是大不如前, 但是在实际流通市值中公募基金的影响力应该说仍然是比较大的。但是最近半年新成立的主动开放型偏股型基金的规模不足600亿, 并且存量基金的仓位目前仍然在75%以上, 这是跟前两轮牛市启动时不同的地方。前两轮牛市启动时基金仓位都降到了60%以下, 从这方面来看我们也不认为2012年能形成大的牛市。

所以总体来看, 我们认为2012年是个牛熊之交的阶段, 市场会呈现宽幅的震荡。就是下有2000-2300点的安全垫, 上有3200-3478点的铁顶。市场前期低点是2307点, 一旦这个安全垫被打破, 那就是投资者重仓, 甚至满仓的最佳时机。市场发生转变的重要时间点一是12月中旬今年的中央经济工作会议, 二是明年二季度年报的出台和一季报的预告有可能继续低于市场的普遍预期, 另外就是明年2-5月份欧债到期的高峰阶段, 市场有可能继续探底。我们认为牛市需要巨量的资金, 从当前点位上涨至3500点, A股的流通市值将由18.6万亿上升到26万亿, 这个市场是不堪承重的, 在不包括新股的IPO、增发和大股东减持的情况下市场仍需要7.4万亿的增量资金, 而在过去12年当中每年的储蓄资金新增平均规模仅有2.7万亿。还有就是解禁未减持的部分仍然占到解禁股的70%以上, 所以潜在的供给压力是非常巨大的。另外就是长期巨大的套牢盘在3478点, 2009年的3478点以来有过四次上升到3000点上方, 均未果而返, 并且大量的套牢盘全部集中在3200-3478点。

对于2012年的市场研判。我们从3478点来看, 创业板上市, 2010年4月16日股指期货推出, 股指期货推出之后中国的做空机制真正开始发挥作用。在2012年我们认为做空机制仍然可能发生比较大的对市场的作用。另外2011年10月20号是3年来首次加息, 明年国际板的步伐有可能会加快。我们明年初步计划举办一个国际板的讨论论坛。到时候也会邀请大家交流国际板的准备情况。

从市场波动来看, 下调存款准备金率发布之后, 我们认为就是给市场一个正式的信号, 紧缩的货币政策正式结束。虽然我们没有正式降息, 但是紧缩政策结束已经初见端倪。另外上市公司的盈利增速进一步下滑, 市场有可能进一步探底, 二度迎来最坏的时刻, 最好的投资时机。

2012年换届政府没有更大力度刺激政策的出台，2008年靠的是4万亿美元的刺激政策，2012年究竟靠什么？从今年第一年“十二五”项目的进度来看，实际并不理想。我们在电网建设投资和保障房投资截止到9月份，完成的比例并不高，都是在60%-70%左右，并不理想，包括电源建设、水泥建设和高铁建设。今年已完成“十二五”的比例按理说应该是20%，现在有的电网建设的投资和保障房投资仅完成了一半。所以“十二五”规划的出台节奏可能会加快，前一阶段包含农机工业、工程机械行业、仪器仪表行业，包含商贸、物流、中国民用航空等等行业都已经出台了“十二五”部分规划，已经报道的这些包含软件行业、物联网行业、生物医药行业等等高端装备制造行业可能会陆续出台。

未来我们关注的重要政策事件一是刚才说的中央经济工作会议，还有3-4月份两会和各部委的调研情况。还有中共十八大的正式召开，对于目前中国的现状来讲，政府平稳过渡都是市场预期，在这期间产生任何的市场分歧都有可能直接影响到证券市场。但是总的来说，这个结果其实就是确定的。

3月1日意大利2750亿的欧元债务到期，还有就是3月份的俄罗斯大选，3月20号希腊151亿欧元债务到期，另外4月份的法国大选和11月份的美国大选，应该说2012年是全球各国政府换届的一个敏感期。从市场的周期寻找投资路径，我们认为路径就是在牛熊之交，一是选择下游必需消费品，另外就是选择下游的可选消费加中游的设备制造。随着经济的逐步恢复，再选择上游的资源加下游的可选消费。

应该说，2009年是一波恢复性行情，2012年我们总体认为是一个“修复性”行情，波动不会像2009年那么大，现在的市盈率、市净率均列为行业前五位的有三个：金融、采掘和房地产。当然这一块流通市值过大，目前场内存量资金比较有限，所以这一块波动起来困难比较大，弹性小。另外就是“轻指数、重个股”，经济结构转型中产业政策利好主要还是集中在中小市值的个股，当然，明年对中小盘来说一个是解禁量非常大，这一点对于中小盘是不利的。另外就是创业板的退市政策的推出，这一点对市场的影响也会比较大。2009年IPO中小市值都已经破发，IPO重启之后90%是中小板和创业板，截止11月11号创业板破发率达到42%，中小板破发率37%。我们说行业的超额收益存在一个“年度效应”，如果这一年涨势非常好，下一年的涨势就会比较弱，甚至反过来。所以今年涨势非常好就要提醒大家在食品饮料、纺织服装方面的风险关注。

我们仍然把商业零售、电力设备与新能源、食品饮料作为超配，但从短期来说，我们要注重前期涨幅大的行业回调的风险。另外就是公用事业、建筑建材、房地产、有色金属、生物医药、化工、计算机、纺织服装都作为标配，这些行业接下去研究员专门为大家解析。

最后我想说，天亮了，最黑暗的阶段正在过去，长夜之后建议大家重回股市。应该说2011年是一个股指重心不断下移的过程，投资者备受煎熬。2012年走势我个人认为向下的空间在10%，而向上的空间可能在20%-30%。还有就是经济增速的下滑、市场的探底，最坏的情况都会以2008年为极限。我们来看2012年会坏到什么程度，把2008年这些历史数据情况拉出来分析，不会超过2008年。另外就是提醒大家投资环境的全面改变，我们认为政策转向、国际板的推出、政府的换届三层巨浪仍然是影响股市见底重要的三因素。而中小板、创业板开始解禁、退出机制的出台，以股指和融资融券的机制步入了快速发展阶段，很多投资者在2009年3478点以来，如果是单边做多的投资者损失会非常惨重，因为你没有利用这种对冲的机制。2012年我估计会有更多的投资者用股指来做空进行对冲。还有证券市场全面梳理，发展的思路也有了新的改观。我觉得目前的证券市场应该说是十分低迷的，跟2005年股改启动之前的

证券市场非常相似,尤其是在2012年,如果听过我们的中期报告就知道,我们把2011年和2004年做过类比,2012年是按照2005年的发展阶段来作为参考依据的。另外就是投资者信心有待恢复,我们为什么恐惧?因为有很多不确定性因素,但是把这些不确定性因素归纳起来分析,只要我們看到了最坏的情况其实风险就大大下降,机会反而是上升了。投资者在黑暗中确实是呆待的太久了,天亮了,但是还要有一个适应的过程,应该说“一朝被蛇咬,十年怕井绳”,对于2012年,我们认为利好是切切实实的,而利空也是利好,因为它加速了市场的筑底。

最坏的时刻就是最好的时机,上半年经济探底,欧债危机深入爆发,市场将出现一个利空出尽的阶段,我认为这是一个比较好的阶段。对于一个上有铁顶,下有安全垫的市场运行。这里有一句话要送给大家“凡事预则立,不预则废”,对于2012年所有的利空因素进行分析和判断,我们就对事情的最坏程度有一个预期和准备。对于通胀来说,输入性、周期性的通胀压力缓解有利于调整经济结构,但是资源税和电价等要素改革以及人力成本的长期上升又使得通胀难以大幅、快速地回落。我们预计明年的通胀全面水平在3.5%,当然,这个影响因素在2012年对于市场都有影响。由于负利率仍在持续,利率空间的政策是有限的,更多的是通过存款准备金率下调来缓解资金紧张。政策的重点也从控通胀转向保增长,以调结构之名在行保增长之实,支撑经济的力量主要还是来自“十二五”项目的实施。

牛熊之交,我们认为天时是政府换届,地利是估值硬着陆,人和就是信心在恢复。经济增速有上下半年之分,上半年仍然是下行,下半年开始温和复苏,但是市场可能没有上下半年之分,是一个宽幅震荡。从周期的角度可以参考过去两轮经济触底回升过程中的行业和板块轮动的逻辑。同时可以关注市盈率、市净率双低的板块,跌破发行价和定增价格的个股以及2011年超跌的行业,此外,一些受益于转型的产业政策和制度红利相关行业以及一些主题性的投资机会也值得我们关注。谢谢大家,祝大家2012年投资顺利。

论坛内容

匡树辉:首先介绍一下,我是中央电视台财经频道的首席记者匡树辉,其实我感觉我不是今天最合适的主持人,我觉得刚才的小姑娘讲话很得体,形象又好,我觉得她比我更适合做主持人。

记者不是一个好职业,爱爆料,嘴里的话藏不住,大家都知道现在市场跌得很厉害,为什么跌?我们把罪魁祸首找出来了,就是咱们的高所长。为什么是高所长?第一,我们把万联证券的投资者拉到这里,没有人做盘了,所以大盘下跌了。第二,我们上周在中央电视台搞了一个高端论坛,当时请到论坛的嘉宾有上海市副市长屠光绍、张悦君和几位人士,当时高所长第一个提问题,他提的问题非常尖锐,我们主持人不敢提。张悦君来的时候就跟我说,我只说债券,其它的我不要说。我们主持人一直严格遵循这个规则,没有提其它的。高所长就说“你认为国际板什么时候推出,大概会是什么样的形式?”结果那天张悦君谈得非常高兴,“国际板会非常有利于市场、有利于我们投资者”,之后上海证券交易所就给我打电话,说张市长的话一定不要传出去,影响太大。但是不可避免地已经传出去了,在刚才临收盘的时候交易所又给我发短信说“你今天下午如果还有嘉宾来评论市场的话,你说据了解,国际板近期是不会推出的,但是你不要说交易股”,所以今天对不起高所长,把高所长这点秘密都给透露出来了。介绍完我自己,我就介绍一下台上的几位嘉宾。高上所长我就不再介绍了,坐在高上所长旁边的是咱们中原证券的袁绪亚所长,他是我们老人了,一直从东北证券到中原证券。袁所长旁边的那位是我们兴业证券的所长颜克益,我是久闻大名,第一次认识颜所

长，因为今年在研究所的评选中颜所长他们获得了大满贯的大丰收，特别是策略获得了第一名的成绩。谢谢颜所长。颜所长旁边的那位是我们的美女所长，东吴证券的所长孔晓芳女士，她今年也是在新财富榜上有名，我们一并祝贺。孔所长旁边的是我们中信证券研究部的执行总经理潘建平先生。潘总旁边是中原英杰华的副总付强先生。丽石投资的副总汪远征先生。(音)因为我知道他们是市场中的高手，而且有很多股票做得非常好，特别是在上海的任文明先生，因为原来有一个小的金融沙龙，每次我们在聊天的时候都听他们对市场的判断，然后再回过头来验证，可以听一听他们的真知灼见，或者从市场中大浪淘沙的选择过来，所以他是有一定真实本领和功夫的。接下来我就把话筒交给我们的嘉宾，我们的嘉宾总共有8位，加上我总共是9位，跟政治局的人数差不多，虽然我们的说话力度没有那么大，但是可以作为参考。刚刚高上所长已经把他们的题目确定了，叫做“长夜之后，重见晨曦”，明年是2012年，这里有一个问题，在2012年什么时点大概是长夜，你认为长夜会到什么点位，另外为什么是“重见晨曦”，而不是“重见阳光”？我觉得这一点可以慢慢地请各位嘉宾品一品。高所长已经在刚才的演讲中把主要的观点阐述了，接下来我们问问袁所长同意不同意这个判断。

袁绪亚：高所长已经把他们的观点说出来了，我们认为应该是“夜半人更静”吧，针对市场一些积极和消极的因素来看，固然市场上存在一些积极的因素，包括一些制度的改革，但是看一看弥漫在市场上其它的因素还是很多，有两个观点，首先可以看到中国经济改革的周期，从1980年开始到1990年，然后到2011年，大家可能年龄大一点的都知道，一直到1991年才出现了政治改革、经济改革的基调。从90年代来看，包括亚洲金融风暴和中国经济治理，直到2001年的世贸我们才走出来。我觉得每个国家都会面临经济改革的周期，目前我们总结了一下，都面临一些经济的、政治的、金融的动荡。目前来看，我认为这个经济改革周期是面临着这十年来最后三四年的中间阶段，现在我们必须把它联系起来，现在是暴露了一些企业债的问题、融资平台的问题，包括集团利益的矛盾。

匡树辉：所以袁所长认为明年我们见不到晨曦？

袁绪亚：经济改革到最后几年必须要受社会制度的改革，还没有寻找到一个明确的突破方向，从这个观点来看目前还没有找到突破的方向。

匡树辉：您认为明年指数会回到3000点吗？

袁绪亚：我们还没有看到3000点。

匡树辉：那会下跌到2000点吗？

袁绪亚：有可能。

匡树辉：下面的嘉宾也是同样的问题，您认为会不会突破3000点？会不会跌破2000点？

颜克益：因为高所长正好是我以前的同事，邀请我来，推托再三也没有成功，所以就是过来聊一聊。前两天好象说喝完汤之后还要过一段草地。

匡树辉：颜所长也是投资界的一位高手，据说他在10年炒股票的过程中好象是没有亏过。

颜克益：亏过的。

匡树辉：大家都比较相信您的实力和水平，炒了10几年，您是怎么判断的？

潘建平：因为我刚陪他去演讲，今年好象状态又来了，因为他们是策略拿第一的，因为

我也是他的老同事了，也是很佩服的一个投资者，他是管兴业证券资产管理部的，今年拿了三个第一，应该是很厉害的，所以可以跟我们分享一下。

颜克益：就未来三五年来看，买股票还是最好的选择，但是具体说高点是哪一年还是很难判断，现在和房子、艺术品、黄金股市还是可以的。所以今天大家参加这个会肯定是有价值的，在战略上肯定是可以的。另外我觉得股票在涨、大盘在涨，去买基金可能是更好的选择。如果说亏了50%可能是运气差，还有就是明年具体会怎么样，我不做过多的阐述，会不会是黎明之前呢？

匡树辉：颜总最后一句反问很有意思，会不会是黎明之前呢？表面看起来可能是问，但实际上他是给大家一个观点，可能是在黎明之前。我觉得这和高所长的观点是大致一致的，接下来我们请孔所长阐述一下您的观点。

孔晓芳：坐在两位高手中间还是有点忐忑的，我觉得今天听了万联研究所的报告也很有感触，首先我比较同意明年的策略，我觉得袁所长做了非常深刻的分析，对于全球的看法有这么几个趋势，政策宽松已经是全球性的了，大家看到很多国家都在做这件事情，我想这一方面也是从过去2007-2008年的风暴危机逐渐走出来的情况，还有就是大家明年可能会从前期我们一直很关注的通胀，不仅是中国，包括美国其它国家关注通胀都有很多，未来是不是会把这个关注的焦点转向经济复苏这个角度，我觉得这可能也是一段趋势，经济是不是见底了，刚才万联也在讲欧债危机，确实包括明年一段时间在内都会是全国的一个关注焦点，但是我相信一方面可能会逐渐得到一些解决方案的出台，另一方面人们的这种视线可能会审美疲劳，对于我们国内投资者来说，这种感受可能比较弱，这种疲劳会逐渐地淡化，从这三点来看，应该说对于国内股市的影响是能够看到晨曦的。

匡树辉：孔所长可能是受到了颜所长的影响，因为刚才介绍孔所长获得了很多第一名，又坐在您的旁边，有没有受到影响？如果没有受到影响的话是3:1，袁所长是暂时处于下风，他是稍微偏空一点，其他几位是稍微偏多一点，接下来我们继续看看他们的进展。

潘建平：首先声明一下，我在中信证券是做产品策划的，不做策略，我的观点仅代表我的一些观察和思考。以前我也拿过一些新财富的排名，但是排名有60%的准确率就已经很高了，大家不要把这个太当回事，现在我已经不做建筑建材的东西了，我觉得这个过程可以培养我对股市的一些观察，所以如果大家谁跟你说股票市场谁是大师，谁是明星，我自己很敬畏这种称呼。我从来没有叫颜所长“颜大师”，我只能说我敬畏他超过60%的准确率。中信证券自己的宏观策略和明年观点还没有出来，但是对短期的看法都是比较谨慎的，他们觉得到年底之前机会可能是比较少的，到明年一季度在实体经济、流动性有一些实质性改善的时候会有一些行情。再中长期的东西大家其实现在还看不清楚，但是我觉得做投资我个人的一些思考，刚刚几位都说道了晨曦、黎明之前，大家要去跑跑，光天化日之下你是买不到好东西的，所以不管是黎明之前还是产业，这个时候比到天亮了大家都在抢还是更有利的，你可以买到好的东西，因为只有在价格差的时候才能买到好的东西，特别是在黑夜。还有第二个思考，我从佛家的角度来说，佛家说普度众生，我听说过一个故事，可能是福建某一个寺庙的方丈，他买股票是要普度众生，当众生不要的时候我把他买下来，当众生都要的时候我给众生，大家以这种思路去思考就会很有帮助，大家都不想要的时候就是最好的时候。

匡树辉：听潘总讲和尚买股票，我突然有一个很奇怪的想法，你说和尚去营业部开户的时候，你们营业部给他开吗？

潘建平：我确实碰到过，我觉得做股票当你买到好的价格的时候应该有好的耐心，据我观察，很多人都是拿不住股票的，今天买了明年又会换另外一个，赚不到钱，我也碰到过我的一位朋友，他是做中长线期货的，每年操作不超过10次，每天干的事是在学中医、易经、打太极拳，因为我觉得做投资做到最后就是人性，我很崇尚这个，因为我们中国A股市场其实太折腾了，我前几年也觉得我是搞研究的，这种应该收回来。但是后来反思看来，你要赚大钱，要赚轻松的钱，要做快乐投资，很多人都有这种经历，股票你买对了，但是没有拿住。2006-2007年都不赚钱，我觉得这个问题还是存在的，大家想一想、总结一下我觉得做投资还是要去思考很多东西的，又让自己太累，很多人都放松不下来。所以我觉得和尚去投资的话，真的，如果他是一个真正的出家人，真正想普度众生，众生都不想要了，你去买一点，真正大家都很疯狂，很多人都抢股票的时候你就卖给他们，大家可以去试一试，花个三五年去实践，如果真正赚不到钱，那这个市场绝对是不值得你进来的。

匡树辉：大家投资中可能面临着两个问题，一个是策略问题，另外一个就是投资方法的问题，潘总刚才更多地说了一种投资方法，他们中信证券认为市场还会往下跌，是不是这样？

潘建平：刚刚说到可能会有一个过程，或者到明年以后还要熬，但是熬过以后，我比较认同顾所长的一些说法，我觉得可能从中长期来看，房地产和股票相比，现在的股市市盈率还是很高的，你再去看艺术品，南方的艺术品拍卖市场还是很火的，就是把一些当代艺术家的藏品，你对比一下股票，包括PE市场，很多人可能都会忽悠在座的一些人去做风险投资，现在A股市场有些行业5倍、6倍，PE有的时候是1倍以下，如果你相信中国政府是不会垮台的，那么长期来看肯定会有回报。所以我从来不相信，也不去想这个事。

匡树辉：大家注意了没有，今天台上的座位分得很有规律，这边几位就看作多空阵营，中间的潘总是一个过渡，他谈的是投资的方法，如果说在最差的市场中也有人能够从中获利，就像我们上海滩，当年尽管是油锅在那里沸腾，但是手还能下去捞到钱，接下来的几位就是捞钱的，我们来听听他们的看法。

付强：今天很高兴坐在这里参加万联的研讨会，但是坐在这里又很惶恐，因为客观来讲，这个市场有特别多的影响因素，点位的问题是没有办法预测的，这是我想说的第一句话，实际上我非常同意潘总的观点，重建晨曦，因为市场经过今年一年普遍的不景气，行业板块几乎没有比较好的表现，但是在重现晨曦之前，我个人的理解可能还有一个漫长的过程，甚至可能还有一个中间下沉的过程，这是我想强调的第一点。第二点是，刚才大家谈到了，实际上从证券投资这么多年的经验来讲，从大类资产配置来讲，目前和今后一段时间是我们需要更多地关注证券市场的时间，体现在两个方面，从大类资产配置来讲它显得越来越有价值了，另外在重现晨曦之前需要更多地做功课。其实股票投资如果想做得比较好，如果想做得比较有所斩获的话你需要做更多功课，需要有更长线的思考。同时在这个过程中一定不要去想做最经典的，一定抓到那个最低的点位，实际上没有必要这么做。

匡树辉：我来问两个问题，在这样的市场下您现在的仓位有多少？

付强：这还算是个秘密吧。我也做过证券公司的资产管理，目前我们基金还在筹备过程当中，还在证监会排队，之前8月份的时候我们资产管理仓位，权益类的基本没有超过30%，更多地是做一些债券后期市场，其中特别是债券和货币市场基金，在这样的情况下，我非常赞同袁总的观点，就是你可以选择在自己投资的时候去比较，不管是银行的公募基金，券商的资产管理层或者是公募基金的基金产品，你可以做比较，你把你的资产配置在不同的产品当中。举个例子，不管是公募基金还是券商的资产管理产品都有一些可能是我们一般老百姓

客户不太容易做的，比如说货币市场基金，比如说券商的公募产品，它可以和银行对接，在市场不景气的时候，或者相对看淡的时候，在大类资产配置上尽可能少配股票型。当然还有一些是配合和银行对接的其它产品，这些产品一般的投资者可能不太好操作，但是实际上收益率和流动性、安全性都是非常好的。

匡树辉：是的，在前不久上海搞了一个理财博览会，我每年都会去看一看，今年一个最大的特点就是没有一家基金公司在那里摆展位，以前都是占1/4，另外就是银行，平安银行、招商银行现在为了规避1个月的5.3%，平安银行可以做到5.7%，我说你的收益率很高啊，如果说半年期的话还可以做到7.5%，实际上在这里的收益率比证券市场还要多。实际上您的仓位不超过30%，但是您又觉得有晨曦，我觉得您的观点是看多不做多。您说还有一跌，您心里的点位应该是2000点支撑不住，不知道我猜得对不对？在点头，那就不用解释了。下面听听汪总的观点。

汪远征：非常高兴能够有机会和大家分享近几年来思考，现在是不是长夜之后，重现晨曦呢？我和付总的观点有点类似，可能大家都喜欢用PE或者PB的角度来看待，我们回顾2005年一直到现在的进场收益率，你就会发现2004-2005年平均的收益水平大概在9%，市场起不来，但是到2006的时候就上升到了11%，到了2007年又进入了过热，达到了16%。也就是说2008年由于金融危机的冲击一下子掉到了8.9%，从这个角度来看，我们可以判断一下，就是它在这种最高点和最低点处往往对于你的市场有一种转变，我们经过了测算发现明年的经营利润率和周转率两个方面可能都会面临下滑，这样我们就初步测算，如果整个市场的平均利润率在8%，周转率大概是0.8%的话大概会下降2%，今年的水准大概在11%，因为前高后低，4季度的数据还没有出来，乐观一点大概是12%，悲观一点11%，这样可能会降到9%左右的区间。在这个区间我们的判断就是真正的底部当然不完全是我到了9%，因为还需要M2增长速度要同时见底，同时还要和美元形成一种共振，这样就会形成很大的优势。目前我个人的判断明年说不定还会往上走，这是制约我们的因素，因为明年的不确定因素特别大，包括出口、投资各方面都面临着下滑。那么明年市场究竟有多长时间？长夜有多长？我个人感觉可能要比我们想象的要长。从操作的角度来讲，我是感觉明年是有亮点的，明年有一些行业可能会有亮点，还有一个最大的变数，那就是房地产政策是不是会放松，我跟很多人交流过，大家都说为什么会堵呢？现在实际上房地产的这种趋势影响到了地方财政收入，地方财政收入又影响了地方债务，地方债务又影响到了银行。所以我感觉政策层面妥协一定要有，但不会是上半年，有可能在下半年会有妥协。在操作角度，现在所有的机构，大家都判断一季度会再次探底，后面可能会有行情。我的感觉是，如果12月份出现急跌，有可能反而在1季度有行情，后面没有行情。这预示着什么呢？这种反弹有可能是多因素的共振引起看空的预期，但是从中长线的角度来讲，真正的底部一定能够是8%，甚至是9%冲到12%-13%以上，这应该说是业绩推动的行情。我们1996年那一波内需的增长动力主要来自于家用电器，像长虹、海尔，包括银行股的业绩释放，那一年我查了一下，1996年居然高到了25%，1997年落到了18%，但是那个时候我感觉是有业绩驱动的行情的，这波行情比较绵长，叫做大牛市，我们判断下一轮行情什么时候会到大牛市呢？我们的感觉是可能下一轮大牛市，从美国的经验来讲，它的指标一直是在10%-12%左右，中国市场我们看1996、2007两个高点，可以看出未来的水平不会高于16%，可能有可能到13%-14%。当然如果有这种判断肯定是底部了，我们现在的核心是什么？就是什么时候能够来到大牛市。付总刚才谈到的几点我是认同的，但是真正的大牛市我感觉应该是来自制度层面，这种制度层面有可能是分配结构，比如居民收入的增长大于企业利润的增长，再大于政府税收的增长，如果形成这样的良性互动，形成小政府，这是大家期盼的。还有一种很可能就是来自于国有资产变为国民所有资产，这可能就是以前大家猜测的二次股

改。在这几个条件都不具备的情况下，我的感觉是整个市场的标准大概在10%左右，上下2个百分点的振荡概率是比较高的，所以整体来讲，我看刚才袁总谈的10年一个周期，有可能会到2016年那个时候我们再谈，现在来看还是为时过早。

匡树辉：从汪总的讲话中，我觉得里面有好几个条件都要具备起来，就跟问上帝中国人什么时候能拿到世界杯，上帝哭了，我也看不到，什么时候能满足你说的这几个条件，我哭了，我也看不到。请任总说说他的观点。

任文明：刚才几位都说了很多，从选股策略、宏观经济方面大家的阐述都比较全面了，我个人也有一点研究，我认为明年的业绩拐点应该在二三季度区间。

匡树辉：是从低点向上的拐点？

任文明：企业的业绩从高点向下，在第二和第三季度之间，今年的冬天很冷，谈到大牛市，我也认为在未来的3-4年之内不会产生，但是我认为结构性市场还会有，主要是一些业绩增长稳定的上市公司的一种结构性机会，这就需要广大投资者，包括我们一些机构长期跟踪上市公司，如果跟踪得好可能还会在这个市场中超越，否则大家不用功，甚至研究方向比较广，对上市公司不利，靠一些研究机构推荐股票来看，我觉得这个市场你很难超越。在未来的3-4年之内，大家如何跟踪新的公司。我们现在整个团队地位，我们寻找未来在5年甚至更长之内寻找一些重点品种，但是从我们跟踪的一些上市公司来看，在我们估值体系当中仍然高于30%，说明这个市场下跌空间还是很大的。

匡树辉：大家有没有发现什么特点？以袁所长为代表的券商们略微悲观一点，其他几位虽然觉得市场乐观，但只能是偏乐观，只能见到晨曦，见不到大阳光。但是到具体操盘手的眼中和手中，他们认为市场比较悲观。我们再回头请高所长，你认为长夜到底有多长？刚才汪总说会很长，长得大家都哭了，你认为这个长夜会有多长？这个晨曦到底是一抹晨曦，还是一轮红日？请您解释清楚。

高上：其实在刚才谈策略的时候我把这个晨曦已经解释了，它不是旭日，也不是艳阳，所以它是有区别的，最近我们接触的一些机构，包含基金在内普遍对于明年的市场走势很悲观，2008年的时候我记得在12月份整个讨论下来之后，就跟断崖一样，后来我在会上就跟大家说了，我们知道2009年1-2季度之间很可能经济要触底，最后我们提出了一个“最坏的时刻、最好的时机”，当时央视访了12家券商的观点，我当年在中原证券做所长，中原证券的观点排在第一，是很具有代表性的。当然，在2012年因为经济的走势是缓慢的，因为货币是到2012年开始转为中性，就是紧张的这种态势结束了。紧张加剧的态势结束了，很多人对明年实际上都有恐惧感，这种恐惧感有很多的不确定，包括欧债危机是不是会引起连锁反应，经济触底何时到来，政府换届也在担心，它是很平稳的，最坏的时候就是在2008年，你说还能坏到哪儿去？1664如果再见到的话我们这辈子就太幸福了，不可能再让你见到了，你说2000点下去就是1800，不是1664很近吗？但是我们现在不是找这一轮行情的低点，没有任何意义，你是要找底部，底部和低点是有区别的，什么是低点？1664是低点，998也是低点，就是历史上不再出现了。你去找这个点，一生能碰到几个？你要找底部区域，这个底部区域的很多现象都已经再现了，营业部也没有多少客户了，做投资的缩头缩尾，不敢承认自己在做投资。现在银行紧缩的话，信贷又要重新考察了，过去都不给发信用卡，2005年出现过这种情况。所以在不确定中，其实我们发现看见了也不害怕，就跟进入一个黑暗的房间，摸到了一条冰冷的蛇，他浑身发抖，这条蛇说不定什么时候会起来咬他，但是灯一打开是一个塑料绳。2008年我们多恐惧啊，政府说你再出4万亿，现在有2008年那么恶劣吗？没有，而且中国经济大家

再往上判断，8.6%、8.3%、8.0%，世界都不敢想象，因为你是一个增速国。所以这一年尽管变数很多，但是你把最坏的情况想到了，所以跟市场的普遍预期，我们万联证券研究所是相对乐观的，但是我也告诉你，3200-3478点十几万的套牢板全部集中在这里，可以随便支撑26万亿的市值。我们说明年的机会很多，因为上有顶，下有底，所以你好做高端。市场上的高手只要题材快都可以出来活动，也会有波段性的行情，我们想告诉大家的就是这一点，如果你现在还恐惧，2300多点你还恐惧，就跟那天上交所的张力君总经理说过，都是在1200点买股，1600点割肉，永远是这样操作的。到时候自由市场什么便宜买什么，不能在鸡蛋价格最高的时候吃鸡蛋，螃蟹价格最高的时候吃螃蟹，你说证券市场的人都是精英，这里有一个常识，你买股票肯定是买便宜的，现在你能买几股？等市场都好了，天都亮了你买什么？现在楼市摔下去了，其它的投资风险又非常大，包含大宗商品，资金究竟哪儿去了？大家再想想这个问题。所以我们在2300点附近，从中长期来说，6倍的市盈率。

匡树辉：时间不是很多，现在还有两个问题我觉得嘉宾应该给我们解答一下，第一是上次袁所长在我们的论坛上提出了一个问题，这个制度性的变革如果到来，我们不会出现一个好的市场？究竟是制度先变还是指数先走起来？我们看到最近郭树清也在推进上市公司，今天又处罚了平安证券的几个保贷，另外大家今天都迫切地想知道市场为什么跌成这个样子，我到会场的时候是跌了91个点，收盘的时候是跌了78个点，不知道是怎么回事，这两个问题就不再规避了，大家自己自由发言。另外想再延长10分钟给我们台下的朋友，我们可以提出3个问题，可以问台上任何一位嘉宾。

袁绪亚：我认为有两个方面，一个是国际板已经开通了，所以基本上还是制度性的问题。现在来看都是一些虚无缥缈的，国际板对于B股可能比较敏感。

匡树辉：刚才在开会之前我说过交易所想通过我们这个平台跟投资者说近期是不会推出国际板的，有这么一个说法，其他人有没有解释？

任文明：首先作为市场，我觉得现在可能是供过于求，市场购买能力严重不足，这是最核心的话题。出现这些问题的主要原因就是资金不进场，仍然维持在5万亿左右的水平。对于一个20万亿的市场来看，投资者信心严重不足，主要原因是很多制度上的缺陷，我觉得这是造成今天这个市场仍然出现低迷的主要原因。另一个问题就是目前的市场大家可能都看中很多股票，觉得有投资价值，从目前的市盈率来看，对于没有分红，没有股息率的市场，从这个角度来看我认为这个市场如果制度上没有出现根本性的变化，我觉得大家可能先要找一些市场消息面的因素，目前管理层就是“隔靴搔痒”，这四个字比较适合。

匡树辉：任总说管理层对制度层面是隔靴搔痒，其他几位有没有意见？

孔晓芳：我们觉得后面也许还会有一些新政出来，也许会更深入，这方面我们也没有做什么判断，实际上今年以来这个市场一直处于悲观，曾经非常脆弱，稍微有一点风吹草动一下就破灭了。我觉得这是一个正常现象，也说明市场这种状态是非常不好的。

颜克益：原来是期待会放松，期待政府处理好，结果最后崩溃了，暴跌了，所以说是感情破裂了。想要大福大贵，不仅要有胆有识，还要有运气，要研究得好，看得透，另外还需要运气。大家可以多去买基金，多去买理财产品，少投机，远离股市。

嘉宾：我是一个散户，我听了半天，我对潘建平的讲话是蛮认可的，我觉得他说得比较实在。为什么股市大跌？我可以做一个解释，我们现在是散户，散户原来20块钱的股票现在跌到9.8块，但是基金公司拿不到散户便宜的股票，这是跌的关键因素。我是不接受这些的。

今年的300197也是翻倍的，如果股票再往下跌，所有的散户都不投股票了，你们这些人全部都没饭吃。我认为现在是新官上任了，需要三把火，明年我认为是大牛市。

匡树辉：虽然说语言比较激烈，比如说我们券商和基金都没饭吃，但这是我们股民心里的话，实际上券商或者基金都是在吃资本市场这碗饭，如果资本市场没有了，这个生态就不存在了，虽然语言比较激烈，但说的是心里话，我们都是感同身受，只不过今天讨论的不是这个问题，因为这个太大了，我们的几位回答不了。其他的投资者还有没有更具体的问题跟台上嘉宾交流？没有的话今天就谢谢大家的光临。

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。