

2012 资本市场能否重演 2009 年的故事？

——2012 年 A 股年度投资策略报告

民生精品---策略深度研究报告

2011 年 12 月 08 日

报告摘要:

● 资金松绑与业绩见底，2012 年全市场 15% 收益可期

在货币总量小幅放松下，地产市场严厉调整和民间借贷泡沫破裂引发的两大资金流动，将拉低全社会回报率，增强股票市场流动性。上市公司业绩增速二季度见底下半年掉头向上，全年增长 13%。预期差好转下风险溢价有望从高点小幅回落，预计 2012 年市场的估值中枢在 2900 点附近，运行区间为 2300-3200 点。风险因素主要来自于国际板和市场融资压力。

● 节奏演绎：等待三重阴霾散去，年中或有好风景

年初看主题投资：当前至明年一季度，国内外不确定因素依然很多，市场难以出现趋势性行情，看好主题性投资主题；

年中看蓝筹修复：年中通胀、房地产投资、出口不确定性的三层阴霾散去，周期板块有望迎来估值修复；

下半年看转型：“十八大”召开前后“调结构”与“经济转型”有望提到一个前所未有的高度，转型受益下的行业将迎来重大投资机遇。

● 四大主题：电力电网、农业、军工、环保

电力电网主题：电源、农网与智能变电站并重；农业水利主题：生物育种与水利的投资机会；军工发展主题：关注海军以及服务于海空一体化的信息化系统；节能环保主题：关注装备制造与环境服务。

● 新时期新转型：消费提升、民生保障与制造升级

A 股市场历史上出现的大牛股，几乎都是深深地打上了时代背景的烙印并在经济核心驱动力变化中受益的企业。借鉴日本、韩国等国家的转型经验以及国内经济的特征，重点看好转型受益下的消费提升（食品饮料、文化传媒）、民生保障（节能环保、电力水利）、制造升级（电气设备、信息技术、高端精密仪器、航天军工）方向。

● 2012 年度股票组合

民生银行、中国水电、新国都、荣信股份、中国化学、爱尔眼科、日科化学、王府井、壹桥苗业、山煤国际、亨通光电、中国联通、龙净环保、盐湖股份、航空动力、国电南瑞、酒鬼酒、唐山港、富龙热电、潞安环能、伊利股份、首商股份、中鼎股份、森源电气、北斗星通、电广传媒、东方园林、大北农、宋城股份、红日药业。

分析师

策略分析师：张 琢

执业证号：S0100511010002

电话：(8610)8512 7665

邮箱：zhangzhuo@mszq.com

策略分析师：陆俊龙

执业证号：S0100511090002

电话：(8610)8512 7665

邮箱：lujunlong@mszq.com

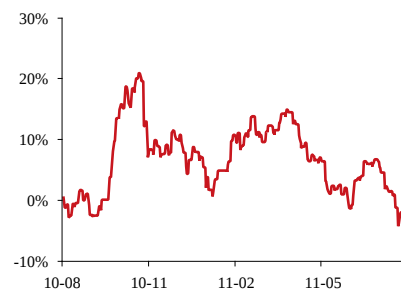
联系人：马 科

电话：(8610)8512 7665

邮箱：make@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 17 层 100005

沪深 300 收盘价



沪深 300 收盘价

总市值（万亿）	28.76
流通市值（万亿）	18.90
市盈率（TTM）	14.65
市净率（MRQ）	2.15

题记

2012 年，资本市场在一片对宏观经济的悲观预期中起步，受物价阴霾、房价阴霾、出口阴霾的影响，一季度 GDP 增速和上市公司业绩增速将再创新低，货币政策放松的速度将超出市场预期……

这一切，让中国资本市场的资深投资者们仿佛又“穿越”回了 2009 年：同样是 2008 年底对资本市场的悲观预期；同样是对经济向下“深不见底”的过度忧虑；同样是上市公司业绩一季度迅速触底；同样是货币政策的超预期宽松……

然而，2012 毕竟不是 2009。

2009 年中国经济阴霾在 3 月份已然褪去，而 2012 年笼罩在中国经济上方的三重阴霾却要等到 6 月份以后方能散尽；2009 年中国新增信贷高达 9.59 万亿，而 2012 年市场乐观预期不过 8-8.5 万亿。

崭新的岁月，似曾相识的轮回。

2012 年中国资本市场能否重复 2009 年的故事？手握一只只亏损股票的投资者能否登上金光闪闪的盈利之船？

目 录

题记	2
一、资金松绑、业绩触底，市场 15% 收益可期	4
（一）资金整体可得性上升与局部粘性弱化，改善股市流动性	4
（二）明年下半年上市公司业绩有望掉头向上	6
（三）估值底部支撑，下行风险小	7
（四）全年 15% 收益可期，阿尔法策略制胜	8
二、等待三层阴霾散去：年初看主题，年中看周期，下半年看成长与转型	9
（一）风格表现与流动性业绩双维分析框架	9
（二）背后的逻辑：政策周期的驱动	9
（三）国内政策判断：积极财政+稳健货币	11
（四）等待三层阴霾散去：年初看主题投资，年中看周期修复，下半年看成长转型	12
三、电力电网、农业、军工、环保四大主题护航	13
（一）电力电网主题：电源、农网与智能变电站并重	13
（二）农业水利主题：生物育种与水利的重大投资机会	14
（三）军工发展主题：关注海军以及服务于海空一体化的信息化系统	15
（四）节能环保主题：看好装备制造与环境服务	16
四、转型受益三大方向：消费提升、民生保障、制造升级	17
（一）新时期我国经济转型：消费提升、民生保障、制造升级	17
（二）经济转型之日本经验：电气设备与精密仪器胜出	19
（三）经济转型之韩国经验：广播与信息服务拔得头筹	20
（四）财政转型瞄准社会福利、公共建设、节能环保、文化娱乐	21
（五）转型时期股市表现：信息通讯与精密仪器更胜一筹	22
五、2012 年年度股票组合	22
插图目录	24
表格目录	24

2011 年，A 股市场深陷沼泽。“通胀向上，经济向下”带来的是流动性持续收紧以及上市公司业绩的大幅下滑，弱势之中高安全边际成为战胜市场的唯一法宝，全年仅有食品饮料和银行两个行业实现了正收益。

2012 年中国经济增速和物价将双双回落，但有三重阴霾笼罩在市場上方：出口会不会出现类似 2009 年那样大幅减少？房价下跌会不会超预期并造成严重影响？通胀是否会演化成“类通缩”？三重阴霾将在何时、如何散去，将决定 A 股市场何时走出泥潭。当前的市场环境 with 2009 年初极为相似，那么 2012 年的资本市场能否重复 2009 年的故事？

一、资金松绑、业绩触底，市场 15%收益可期

（一）资金整体可得性上升与局部粘性弱化，改善股市流动性

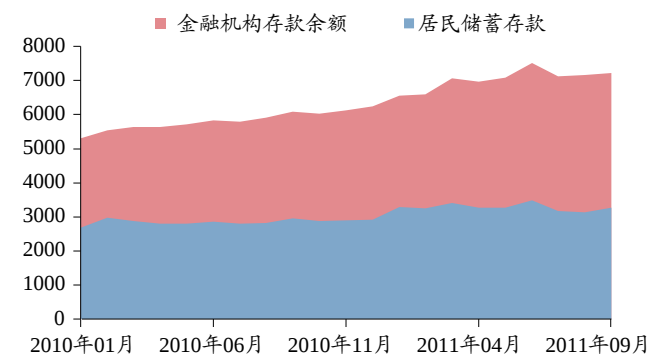
目前货币政策已经出现松动迹象，以微调方式渐进式推进。2012 年货币政策转向将经历一个较长的过程，结构性放松是主基调，资金的可得性明显提升。在货币小幅放松的前提下，股票市场的流动性将显著改善。地产市场严厉调整和民间借贷泡沫破裂引发的两大资金流动倾向，将拉低全社会的资金回报率，引导股票市场流动性出现明显好转。

1、资金回流到银行体系

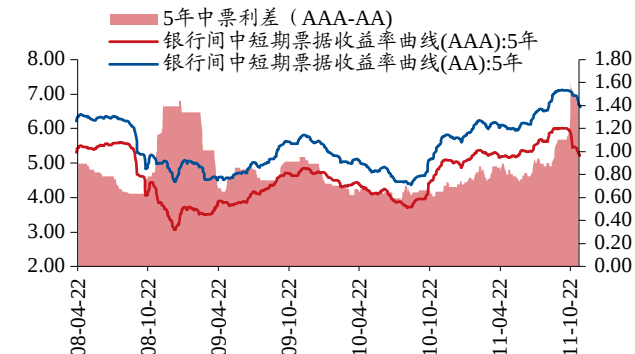
今年以来市场资金大量从银行体系流出，主要集中在两个方面：一是民间借贷、信托、担保等；二是银行理财产品，据我们的测算今年以来理财产品总规模超过 15 万亿元，日均存量规模在 3 万亿左右。我们认为明年资金回流到银行体系是大概率事件：

- 一是经济整体增速下行，实体经济回报率降低；
- 二是地产市场调整下，地产相关的信托和信贷产品等的收益率降低，资金刚性减弱；
- 三是货币环境回归常态，资金的可得性改善；
- 四是目前票据的贴现利率和信用债利差处于近年来的最高点，几乎没有上升空间；
- 五是体制外资金的监管进一步加强。

这些因素将引导全社会资金的回报率下行，并减少体制内外在资金收益上的差距。实际上，近期温州和鄂尔多斯等地民间借贷泡沫破裂后当地存款规模大幅增加，已经反映了部分资金已经开始有流回体制内的趋势。

图 1：温州民间借贷泡沫破裂后存款规模开始增加（亿元）


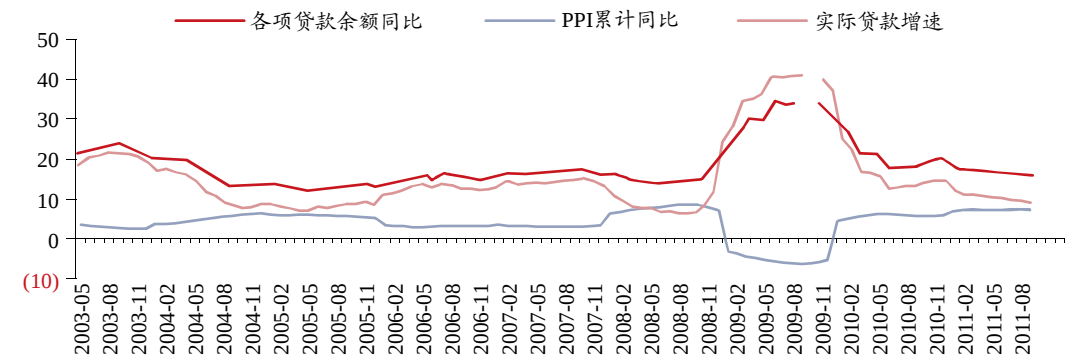
资料来源：wind，民生证券研究所

图 2：5 年期中票 AA 级等级信用利差处于近年来的最高点


资料来源：Wind，民生证券研究所

2、企业实际贷款增速提升

预计企业实际资金的可得性会有所缓解。在资金总供给保持平衡的前提下，企业成本端压力的缓解也有利于企业实际可得资金提升。按照明年全年 8 万亿的新增信贷规模，实际贷款增速（贷款增速-PPI）2011 年 8%，2012 年为 11%，企业层面的实际资金供需略有好转。

图 3：预计明年企业实际贷款增速 10%，较今年全年 8%略有上升


资料来源：Wind，民生证券研究所

3、从大类资产配置角度看，股市对资金的吸引力增强

无论是从宏观视角---房地产市值占 GDP 比例，还是从微观视角---主要城市居民房贷和月供的收入比来看，当前国内资金在大类资产配置上向房地产市场过度倾斜都是无可争辩的事实。美国和日本在房地产市场出现调整以后，居民的资产配置中房地产的占比都出现了明显的下调。我国的严厉地产调控下，国内房地产价格已经出现下降势头，总理在圣彼得堡的讲话也明确提出下调房价是国家坚定的政策，新增资金在房地产市场的配置将明显减小。

从其他市场看，实体经济方面，增速继续小幅下滑实现软着陆；商品市场上，明年随着欧洲经济的衰退和美元的走强，大宗商品价格有望维持震荡；债券市场，在政策紧缩结束后行情略有改善；加息基本结束，存款负利率格局延续；而 A 股估值处于历史低位。上述因素叠加奠定了在社会整体流动性保持平衡的格局下，股市流动性相对增强的预期。

表 1: 当前大类资产投资的吸引力对比

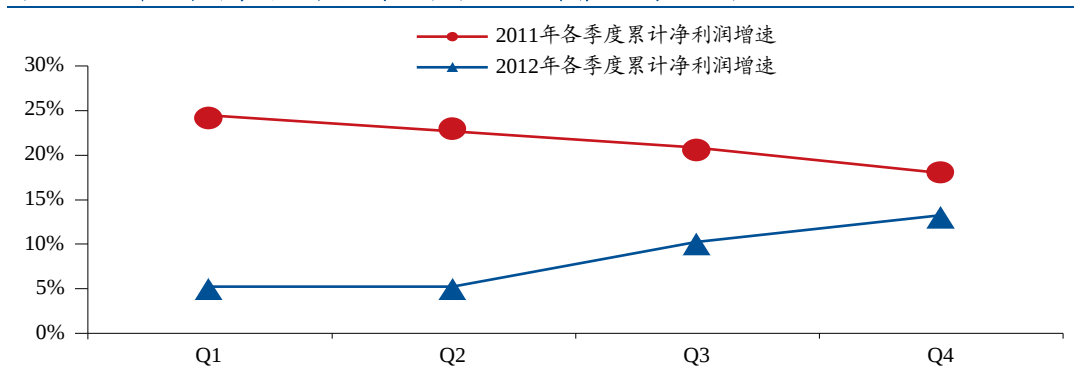
项目	对资金的吸引力
房地产	房价下降趋势初步出现还将持续，资金粘性下降
债券	加息告一段落，紧缩政策结束估值有望修复
股票	低估值优势与风险溢价下降
大宗商品	欧洲经济继续衰退与美元走强，大宗商品价格维持震荡
实体经济	全年经济增速下行，实业回报率下降
存款	利率保持稳定，负利率格局短期内难以改变

资料来源：民生证券研究所

（二）明年下半年上市公司业绩有望掉头向上

今年两市上市公司净利润增速逐季度下行，尤其是非金融类企业快速下滑是导致市场连续走低的重要原因。前三季度全部 A 股累计净利润同比增长 20.5%，剔除金融后增长 14%。从单季度来看，第三季度净利润同比增长 11.5%，剔除金融后仅增长 5.9%，而今年第一、二季度净利润分别同比增长 24.1%、22.9%，剔除金融后增长 22.3%、14.8%，可见第三季度上市公司净利润增速呈现出加速下滑的态势。

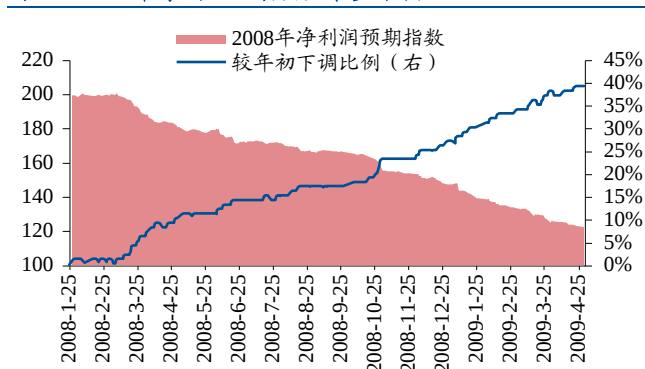
图 4: 2011 年全市场净利润增速逐季度下行，2012 年有望逐季度上行 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究所

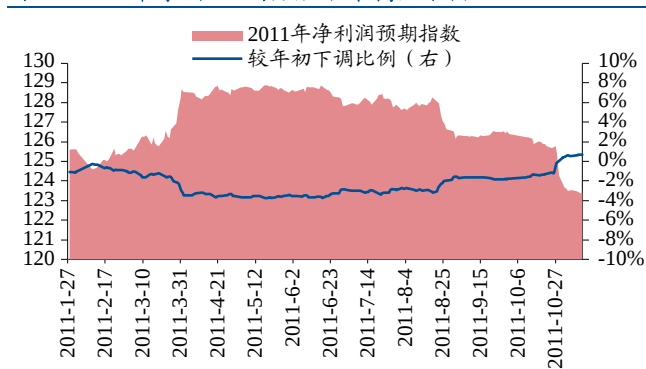
业绩预期的下调也往往伴随着市场的下跌。年中以来业绩一致预期开始出现大幅度的调整，目前已经下调了 10% 左右。目前全市场业绩预测的下调还在进行中，跟 2008 年的 40% 的下调幅度相比，当前的下调可能仍未结束，下调趋势将延续到明年年初。

图 5: 2008 年净利润预期指数最多下调 40%



资料来源：wind，民生证券研究所

图 6: 2011 年净利润预期指数较最高点下调 10%



资料来源：Wind，民生证券研究所

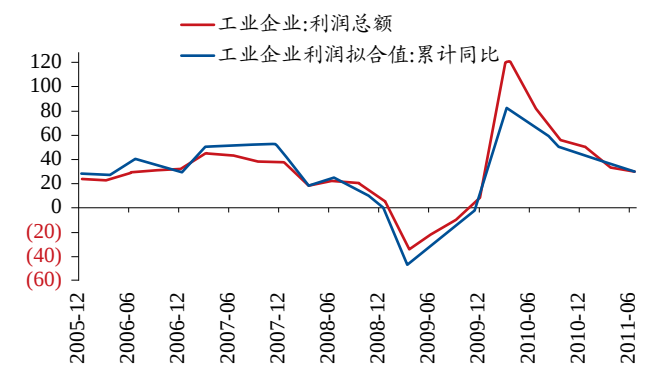
预计 2012 年全年上市公司业绩增长在 13% 左右，略低于全市场 16% 的增长预期。考虑到明年全年的 GDP 走势和基数问题，上半年是全年的业绩低点，增速在 5% 以下。下半年开始随着经济的见底回升净利润增速略有恢复。

其中：

(1) 预计明年金融类上市公司业绩增长 21%，较今年 24% 的增速有所下降。银行净利润增速下降较为明显，而非银行类金融企业净利润有所恢复将对冲下滑幅度。

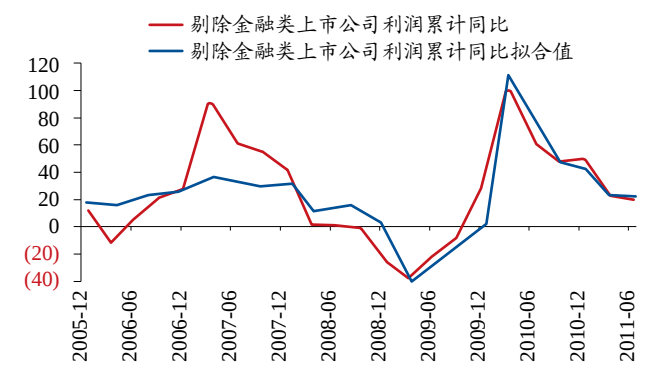
(2) 非金融类上市公司业绩与工业企业利润高度相关，我们的模型拟合程度在 90% 以上。按照消费、投资、出口分别增长 15.6%、19% 和 10.5% 的预测，非金融类上市公司净利润增速为 7-8%。

图 7：工业企业利润增速拟合值



资料来源：wind，民生证券研究所

图 8：非金融类上市公司净利润增速拟合值

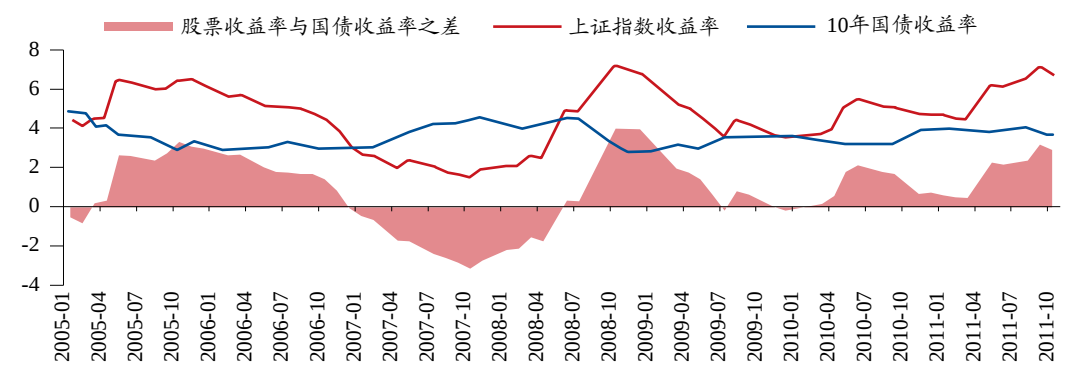


资料来源：Wind，民生证券研究所

（三）估值底部支撑，下行风险小

从收益率角度来理解估值：根据 Fed 模型，均衡条件下十年期国债的真实收益率应该近似于股票综合指数的收益率，两个收益率之间的差值决定了相应股市价值被高估还是被低估。2005 年以来，A 股市场收益率较十年期国债收益率平均高 0.8%，目前将近 3% 的差值处于历史水平的高点。

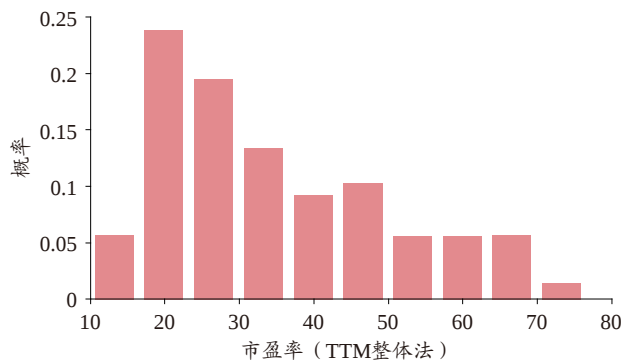
图 9：当前股票收益率与十年期国债到期收益率在 3% 左右，处于历史高点附近



资料来源：Wind，民生证券研究所

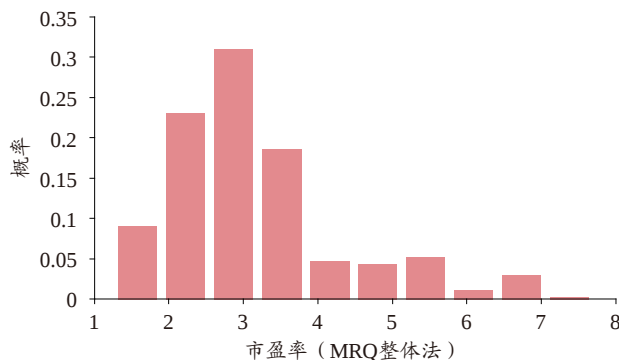
从安全边际的视角看，市场估值已经处于相当安全的分布区间上。目前全市场市盈率 14.5 倍，市净率 2.1 倍，估值水平处于 10% 的分位数上，虽然并不是历史上的最低水平，但向下的概率不足 10%，风险基本可控。多数周期股都处于历史底部，也为整体提供相当强的安全边际。

图 10: 当前 PE 为 14.5 倍，处理历史估值分布的最左侧



资料来源: wind, 民生证券研究所, 取 2000 年以来数据

图 11: 当前 PB 为 2.1 倍，处于历史估值分布的最左侧



资料来源: wind, 民生证券研究所, 取 2000 年以来数据

表 2: 能源、工业处于估值分布 20% 分位数以下

时间	能源	原材料	工业	可选消费品	日常消费品	医疗保健	信息技术
市盈率当前分位数	14%	40%	5%	2%	3%	4%	27%
市净率当前分位数	12%	41%	16%	34%	67%	49%	45%

资料来源: Wind, 民生证券研究所, 取 2001 年以来的分布数据

绝对估值方法也显示目前的市场处于低估位置。我们的 DDM 和 EDM 模型显示，考虑到明年业绩增长 13-14%，永续增长率在 3%、折现率为 9.5% 的情景下，市场合理估值为 15 倍-16 倍，较当前的估值有一定的上行空间。

（四）全年 15% 收益可期，阿尔法策略制胜

过去两年市场的运行特点发生了显著变化: 波动区间逐渐收缩, 结构性热点层出不穷。中国经济增速下滑以及通胀中枢上移, 未来市场整体的贝塔特质逐渐弱化; 结构性转型将成为中长期的目标及过程, 阿尔法收益的重要性愈发突出。

预期差向好, 明年市场行情将好于今年, 全年实现正收益。经济下滑及业绩下调还在进行中明年下半年掉头向上, 货币环境最紧张的局面也已经过去, 紧缩政策基本结束明年回归常态调控, 预期差好转下风险溢价有望从高点小幅回落。按照业绩增长 13% 以及绝对估值模型计算出来的合理水平, 市场的估值中枢在 2900 点附近, 波动区间 2300-3200 点。

此外, 明年保持资本市场的稳定将是重中之重。外围市场上, 明年欧洲经济下行、欧债问题将成为长期考验, 其他发达国家从“占领华尔街”到“占领墨尔本”已出现扩散势头, 西亚北非过去三十年来罕见的剧烈社会动荡还在持续。国内市场上, 明年房价出现下跌基本确定, 经济软着陆下企业整体盈利能力下降, 我国人均 GDP 已经到了 3000-5000 美元的关口, 能否顺利跨过“中等收入陷阱”是当前面临的最大挑战。在周边动荡的背景之下, 维持资本市场的稳定将成为明年重要的维稳因素。

最大的风险因素来自于国际板与市场融资压力。两年以来往往股市刚刚要好转，就有国际板要推出的传闻出来。目前国内市场资金极度紧张，国际板暂时不会推出，但是一旦股市好转，还可能会卷土重来。此外，当前新股发行速度不减，以及大小非减持带来的压力，都将在资金和估值上带给市场负面冲击。

二、等待三层阴霾散去：年初看主题，年中看周期，下半年看成长与转型

（一）风格表现与流动性业绩双维分析框架

在流动性与业绩的双维分析框架中，根据市场资金价格和上市公司净利润增速分为四个象限，分别对应四种情形：业绩增速向上，流动性宽松；业绩增速向上，流动性趋紧；业绩增速向下，流动性趋紧；业绩增速向下，流动性趋松。

大盘股对业绩增长更为敏感，小盘股对流动性变化更为敏感。我们分析了过去八年每个季度大盘股和小盘股获得超额收益的分布，下图中横轴代表上市公司净利润增速，纵轴表示市场资金面利率水平。可以看到：大盘股跑赢市场的散点分布大多处于第一象限，业绩增长很快，但是资金价格也相对较高；小盘股跑赢市场的散点分布大多处于第三象限和第四象限，意味着小盘股取得超额收益时，资金价格较低、全市场流动性较为充裕，而对业绩增长的要求相对较低。

图 12：大盘指数跑赢市场的分布区间（季度）

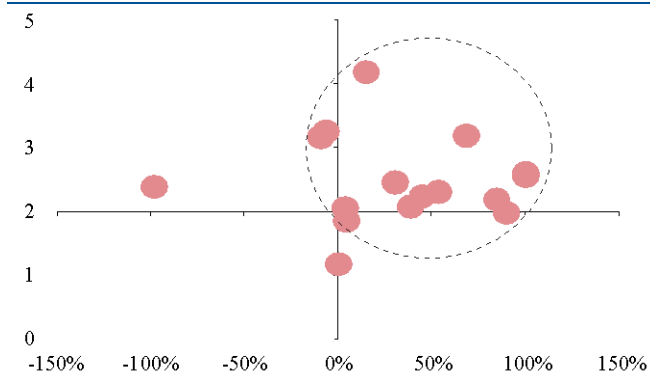
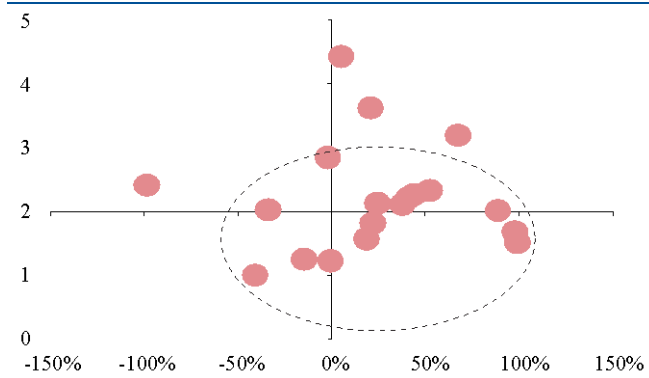


图 13：小盘指数跑赢市场的分布区间（季度）

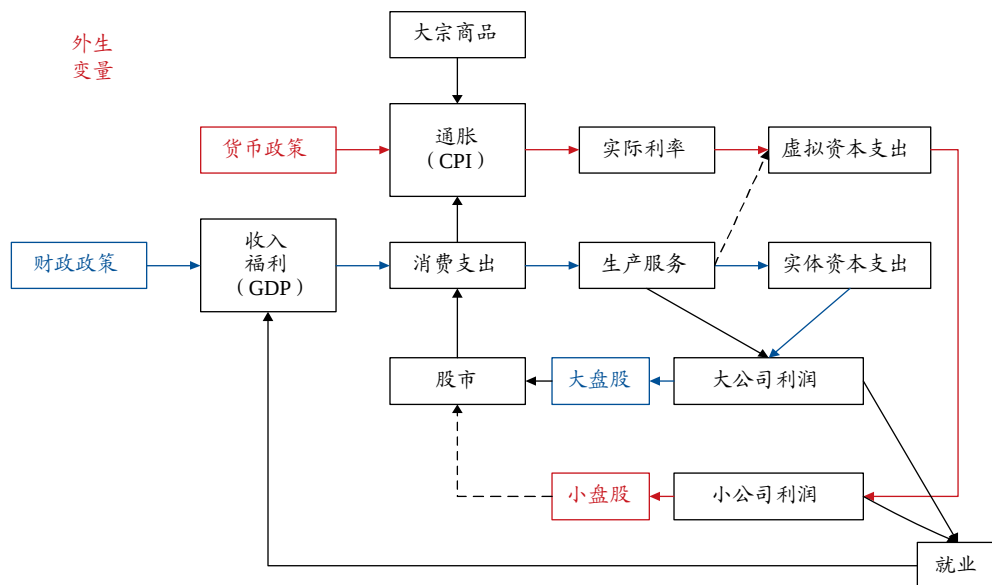


资料来源：wind，民生证券研究所，上图纵轴为银行间七天质押式回购利率（%），横轴为上市公司业绩增速。

（二）背后的逻辑：政策周期的驱动

流动性变化与业绩变化背后的逻辑是政策周期的变化。财政政策偏重经济增长，进而影响业绩变化，货币政策偏重对物价的控制进而影响流动性。美国股市过去 30 年的历史经验表明，在较为宽松的财政政策下大盘股表现好于小盘股，在较为宽松的货币政策下小盘股要好于大盘股。但在双紧的趋势下，大小盘风格转换效果并不显著。这与上述流动性业绩的分析结果基本一致。

图 14: 财政与货币政策变化对大盘和小盘股的传导路径



资料来源：《走在曲线之前》，民生证券研究所，实线代表主要影响，虚线代表次要影响

美国在 1975-2004 年间,政策的变动引发了五次风格转换:

第一次，1975-1983 年财政、货币政策处于双紧的趋势，小盘略好于大盘。在此阶段，美国经历了布雷顿森林体系瓦解、卡特和里根总统从紧的货币政策，联邦基金利率从 3% 左右上升到 20% 左右，小盘股略好于大盘股，但是并不明显；

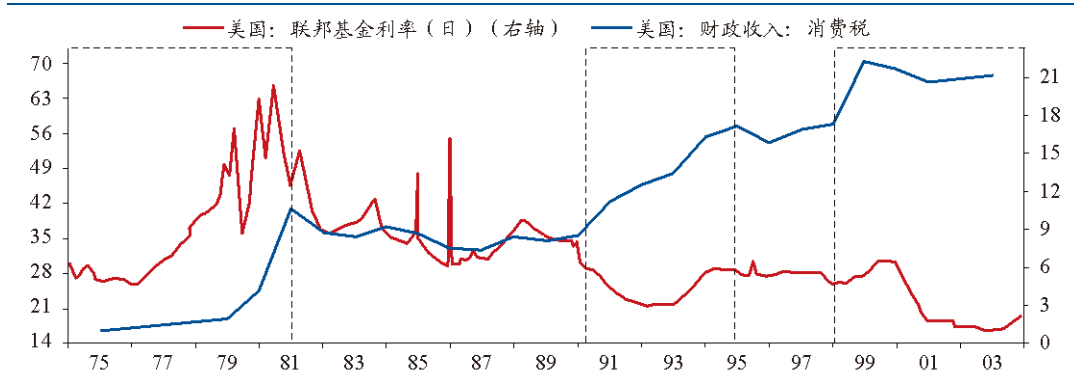
第二次，1984-1990 年财政政策保持宽松、货币政策中性，从小盘转换到大盘。在此期间，里根进行大幅度的减税，联邦利率多数在 10% 以下，大盘股的年平均收益率为 15%，大幅超过其他类的资产选择。

第三次，1991-1994 年财政政策趋紧、货币政策趋向宽松，从大盘转换到小盘。在此阶段，布什政府消除财政赤字、税率不断提高，联邦基金利率处于 3%-6% 的较低水平，小盘股的年平均收益率为 23%，好于其他类的资产选择。

第四次，1995-1998 年财政政策趋松、货币政策中性，从小盘转换到大盘。在此阶段，克林顿大幅加大对信息技术的投入，相关企业从美国银行贷款 16000 亿美元、发行 6000 亿美元的债券进行网络基础设施投资，联邦基金利率维持在 6% 的中间水平，大盘股的平均年收益率为 31%，要好于小盘股。

第五次，1999-2004 年财政政策趋紧、货币政策趋向宽松，从大盘转换到小盘。在此阶段，美国经济出现大幅波动，小布什政府连续 11 次降息，联邦基金利率从 7% 回落到 1% 以下的历史最低位，小盘股的平均年收益率为 13%，要好于大盘股。

图 15: 美国经济政策与股票市场风格转换密切相关 (左轴: 十亿美元, 右轴: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究所

(三) 国内政策判断: 积极财政+稳健货币

伴随着温总理提出政策“微调”，四季度迎来结构性政策的密集发布期，在总量不放松的前提下，结构性政策围绕新兴产业、小微企业、区域政策三条主线展开。

表 3: 11 月份以来出台的主要结构性政策

发布日期	政策分类	发文机关	政策名称
2011/11/3	区域建设	国务院	国务院关于支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡的意见
2011/11/7	产业升级	工信部	关于印发《钢铁工业“十二五”发展规划》的通知
2011/11/9	产业升级	商务部、发改委等 34 部门	《服务贸易发展“十二五”规划纲要》
2011/11/9	政策改革	证监会	媒体通气会（完善分红政策、提升股东回报）
2011/11/10	结构调整	国务院	通过“十二五”控制温室气体排放方案
2011/11/10	民间借贷	央行	民间借贷是正规金融的有益补充
2011/11/10	产业升级	工信部	《高端装备制造业“十二五”规划》近期出台
2011/11/10	区域发展	国务院	《河北沿海地区发展规划》
2011/11/10	产业升级	发改委、财政部、环保部、工信部	全国工业系统节能减排工作电视电话会议
2011/11/13	产业升级	科技部、发改委、财政部、工信部	《关于进一步做好节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》
2011/11/13	产业升级	国家能源局	煤层气“十二五”规划即将印发 产能酝酿大扩张
2011/11/14	产业升级	工信部	《重大技术装备自主创新指导目录（2011 年版，征求意见稿）》

资料来源: 各部委网站, 民生证券研究所.

12 月初的中央经济工作会议上将确定明年政策的大基调，我们认为极有可能是积极的财政政策+稳健的货币政策。

1、财政政策着力点: “转型”与“民生”

在经济转型的构成中，财政政策将发挥主导作用。阶段性支出重点将向加强财政对中小企业以及战略新兴产业企业的支持，建立财政对小型和微型企业的扶持制度，重点支持中小企业技术创新、转型升级、节能减排和专业化发展等；对于三农的扶持，主要体现在加快改善农村生产生活条件，加强以水利为重点的农业和农村基础设施建设，改善农村生产生活条件，实施新一轮农村电网改造，加快无电地区电力建设等方向上。

2、货币政策着力点: 名为“稳健”，实则“宽松”

新增信贷的绝对值和相对增速在 2009 年以来均呈现出逐年回落的趋势。展望 2012

年，在稳健货币基调下，预计 2012 年新增贷款 8 万亿元以上，贷款余额增速约 14.6%，低于 2005-2008 年贷款余额平均增速 15.1%，M2 增速约 15.7%。新增信贷资金对部分行业和在建、续建项目“定向放松”。部分行业主要指战略性新兴产业、农村电网、城市轨道交通、水利、新能源、环保、节能减排等国家鼓励和支持的项目，续建项目主要指受今年紧缩调控影响进度滞后的已开工项目，主要分布在铁路、市政以及一些民生投资项目。

新增外汇占款和公开市场到期资金量的大幅减少，使得存款准备金率有四次下调的可能性，参数降至 19%。我们预测明年上半年下调两次存款准备金率，明年下半年下调两次。

3、地产政策整体从紧，差别化调控显现

伴随着房地产投资增速的回落，地产整条产业链在未来的盈利能力会逐渐得到考验。按照以往的政策经验来看，当地产投资增速回落到 15% 左右甚至以下时，政府担心房市过度回落一般会采取救市政策。考虑到政府今年地产调控的坚定性，2012 年会进行差别化调控，对于首套房以及部分改善型住房的限购政策会延续，但是在企业债发行等资本市场融资方面上会略有放松。

4、地方投融资平台明年年中会策略化放松

尽管地方投融资平台债务风险确实很大，但是考虑到未来 10 年中国经济的主动引擎依然要靠城镇化与工业化的上升，采取暴风骤雨般的措施则会伤害地方经济。大方针应该是逐渐取消地方投融资平台，辅之以地方自主发债模式来缓解地方建设资金。对原有的债务则可以采取优质资产注入，平台贷转公司贷等其他方法适当展期等方式来解决。

（四）等待三层阴霾散去：年初看主题，年中看周期，下半年看成长转型

1、明年上半年：看好电力电网、农业水利、节能环保、文化传媒

明年上半年不确定因素依然很多，在物价、地产投资和海外冲击三层阴霾散去之前，相对看好主题性投资机会。

国内的不确定因素主要是房地产投资增速和上市公司业绩增长何时见底。房地产投资增速是否会大幅下滑目前还难以给出确切判断，至少要等到明年二季度才能看清楚。从业绩节奏来看，我们测算明年上半年是上市公司业绩增速的低点，这与我们宏观研究员对经济增长的判断和主要周期性行业研究员对板块业绩增长的判断一致，在四月份上市公司年报和一季报公布之前，市场都会呈现出对业绩增长的担忧。

海外市场上主要是明年一季度欧债集中到期风险。明年 2、3、4 是欧债到期的高峰，到期规模远超过今年。这将是重要的时间窗口，欧债危机会恶化还是好转，已经由此所带来的对我国出口的冲击力度到底有多大有望在这一时点显现。

在国内外不确定因素仍然较多的情况下，看好短期电网投资恢复与明年上半年电力供需“硬缺口”下的电力电网板块、中央一号文件预期下的粮食安全和水利投资板块、明年年初五年一次的全国环保大会召开下的节能环保板块以及投资增速将明显提升的文化传媒板块。

2、明年年中：三层阴霾散去，看好煤炭、地产、汽车、机械等周期板块的估值修复

明年年中三层阴霾散去后，周期性板块有望在年中出现估值修复行情。明年二季度业绩增速见底，下半年业绩增速回升，基本面迎来拐点。海外市场冲击暂告一段落，出口形

势逐渐明晰。地产政策的小幅放松以及地方投融资平台解决方案的明朗，更有利于提升整个市场的信心，引导超跌的低估值周期股实现估值修复行情。阶段性超配地产、机械、水泥、煤炭、汽车等周期股博取收益。

3、明年下半年：看好食品饮料、信息与通信、航天军工板块

明年下半年政府换届将成为市场关心的核心焦点问题，调结构与经济转型有望提到一个前所未有的高度。通胀压力的缓解将直接导致货币政策节奏的变化，下半年尤其是四季度全市场流动性将得到显著地好转。看好流动性相对充裕以及转型受益显著的食品饮料、信息与通信、航天军工板块。

三、电力电网、农业、军工、环保四大主题护航

在不确定性因素压抑整体市场的情况下，明年上半年将是主题机会的爆发期。从短期的政策扶持和行业特点考虑，重点看好电力电网、农业、军工、环保四大主题：短期电网投资恢复与明年电力供需“硬缺口”，看好基本面拐点来临下的电力电网板块；在环境保护“十二五”规划即将出台以及五年一次的全国环保大会召开前后，节能环保板块有望再度呈现活跃格局；中央一号文件及今年水利投资不及预期，粮食安全和水利投资将再成为市场讨论的热点；海外政治局势紧张格局以及国内政府换届、财政收支相对宽裕下，军工投资将加大，看好军工板块的阶段性行情。

（一）电力电网主题：电源、农网与智能变电站并重

今年3月份以来的电力紧缺现象引起了全社会的关注，国家电监会发言人10月份表示：今冬和明春全国依然会面临“电荒”，缺口甚至达到2600万千瓦，其中缺水缺煤的南方和华中地区情况最为严重。

电荒的主要原因，可以归结为以下几点：一是近几年行业投资增速低于用电增速，供求缺口逐渐出现；二是煤电成本“剪刀差”越拉越大，供电企业没有积极性发电；三是煤炭供应趋紧，我国现在已变成煤炭净进口国；四是其他新能源发电供给太少。针对上述原因，一方面要理顺煤电联动机制，尽可能保证经济发展所需的电力；另一方面要尽可能减弱对于煤炭能源的依附性，大力发展新能源发电。

根据中电联的《电力工业“十二五”规划研究报告》，按照规划基准方案，“十二五”期间，全国电力工业投资达到5.3万亿元，比“十一五”增长68%，其中电源投资2.75万亿元，占全部投资的52%，电网投资2.55万亿元，占48%。

1、电源投资整体上行，核电更具相对优势

从电源投资来看，新能源发电之中，风电、光伏发电都面临产能过剩的压力，核电未来具备相对优势。张德江副总理在视察中国原子能科学研究院时强调，我国发展核电的决心不能动摇，加强核安全工作一刻也不能放松。在前不久举行的中国核学会2011年学术年会上，原国家能源局局长张国宝也透露，明年3月后核电有可能步入恢复发展的轨道，中国未来必然是世界最大的核电市场。明年核电投资应该会有反弹。

2、电网投资结构性机会连连

从电网投资来看,预计2012年电网投资将会延续2011年的结构性调整。主角将不会只有配网,智能变电站与特高压将会重新引起大家的关注,上演好戏连台:

(1) **智能变电站走出试点期,进入大面积铺开期。**国家电网目前已经完成了两批共计74座智能变电站试点项目招标,非试点项目也已开始招标,意味着智能变电站开始进入大规模铺开期;根据国家电网规划,“十二五”期间,新建110kV及以上电压等级智能变电站5100座、变电站智能化改造约1000座,我们预计在“十二五”期间,智能变电站将进入大面积铺开阶段,相关公司将充分受益。

(2) **农网改造升级力度持续加大,拉动配网行业景气持续提升。**农村电网改造升级已经上升到国家战略层面,预计2011年农网改造投资将超过800亿元,投资增速超过15%,未来几年仍将保持高速投入状态,农网改造升级推动整个配网行业景气持续提升,预计“十二五”期间配网总投资额或将达到1万亿以上,配网行业公司受益明显。

(3) **特高压招标有望加速推进。**从2006年晋东南—荆门第一条1000kV特高压交流线路得到核准,到2011年淮南—上海第二条1000kV特高压交流线路得到核准,时隔近六年的时间,从近期淮南—上海正式开工、晋东南—荆门扩建线即将进行500万千瓦大负荷运行等重要试验,表明国家电网在加快推进特高压项目进度,特高压招标有望加速推进。

(二) 农业水利主题: 生物育种与水利的重大投资机会

今年贯穿全年的第一要务“防通胀”再次敲响了粮食生产的警钟。粮食价格同比的快速上涨一直是中央政府最关心的议题,尽管从现阶段来看,粮食价格的上涨速度被有效控制住,但明年的“通胀巩固”战依然不能松懈。

今年9月份农业部公布了《全国农业和农村经济发展第十二个五年规划》,规划要求坚持把保障粮食等主要农产品有效供给作为首要任务:“解决好13亿人口吃饭问题始终是治国安邦的头等大事,必须把确保国家粮食安全放在农业和农村经济发展的首位”。由于耕地规模受限,想要保证粮食安全与增产,就必须只能从提高农民种粮积极性、提高单产和优化粮食种植结构等方面入手。

1、提高农民种粮积极性

造成农民种粮积极性不高的主要原因是:1)种粮成本太高;2)农田基础设施老化。针对上述原因,国家未来会在农业各项政策补贴中继续加大力度:直接补贴、农资综合补贴、良种补贴和农机补贴,简称“四补贴”。针对农田基础设施老化,则重点是加大水利建设。经过调研,很多水利设施还依然是20—30年前修建的,老化情况严重,灌溉功能萎缩,淤塞现象层出不穷。结果水田越来越干旱,双季稻改成单季稻,严重影响粮食供应。

2、提高单产以及优化粮食种植结构

从提高单产以及优化粮食种植结构角度来说,要加大对科技种粮的投入,例如建立主要粮食作物科技发展基金和农业科技发展基金等。大力发展和研究杂交技术、推广优良

品种和高产栽培技术,实现良种良法配套尤其是生物育种技术;强化病虫害的防控和防灾减灾、加强农田水利建设以及加大农机、农肥补贴等。

3、重点关注农田水利与生物育种

从粮食增产的两个解决措施中都有农田水利建设,因此水利依然是明年中央投资的重点之一。财政部7月份印发《财政部关于全面贯彻落实中央水利工作会议精神的意见》,强调要不断增加水利投入,明显提高财政性资金对水利投入的总量和增幅,鼓励金融机构进一步增加水利建设的信贷资金。10月份水利部副部长又重申十二五水利规划具体量化指标:主要包括洪涝灾害和干旱灾害年均经济损失占同期GDP的比重分别降低到0.7%和1.1%以下,新增供水能力400亿立方米左右,全面解决农村饮水安全问题,全国万元GDP用水量和万元工业增加值用水量分别降低30%。农业灌溉用水有效利用系数提高到0.53,重要江河湖库水功能区主要水质达标率提高到60%,新增水土流失综合治理面积25万平方公里等。以上指标中,万元工业增加值用水量降低30%为“十二五”国家经济社会发展约束性指标,农业灌溉用水有效利用系数提高到0.53为“十二五”国家经济社会发展预期性指标。

综上,农业投资应重点关注水利以及生物育种。水利产业链上的水利建设类、管材、水泵、机电设备类将会充分受益,生物育种主要关注相关种子行业。

(三)军工发展主题:关注海军以及服务于海空一体化的信息化系统

在中国GDP昂首挺入全球第二之后,更多的思考应被放在军力上。一国的军工必须要和GDP相协调,从我国军力实力、世界经济争霸背后的军工逻辑以窥得未来军工股布局的脉络,海军以及服务于海空一体化的信息化系统应该是未来军工发展的重中之重。

从外围情况看,不利地缘政治周期带来的负面影响越来越突出,有阿拉伯之春,有中东之乱,有南海之争,还有随之而来的C型包围。

2010年底北非和西亚国家发生的一系列以民主等为议题的社会运动,吸引了全世界的高度关注。这些运动多采取公开示威游行和网络串连的方式,稳坐江山数十年之久的政治强人如多米诺骨牌般接二连三地倒下。叙利亚和伊朗是否会成为这场运动中下一个倒下的多米诺骨牌,还需要继续观察。

在中东非洲动荡不安的背景下,在南海勘探和开发油气的重要性凸显。南海中我们占据的岛屿油气少,而越南、菲律宾以及印度在美国的支持下又越走越近,并大力发展海军。根据非洲、中东以及拉美的经验,不排除在这片区域发生冲突的可能性。

中东腹地+南海、东海所代表的整个太平洋岛屿区域等都构筑起了对中国的C型包围态势。11月10日美国国务卿希拉里·克林顿说,奥巴马政府将更多地关注亚太地区,效仿二战后美国建立的跨大西洋国际体系。具体的战略就是美国近期再提的“空海一体战”。主要内容是强调美军要充分利用在航空航天、网络、电子技术等方面的垄断优势,在全维空间内加速实现其各种作战力量的有效融合。

从国内情况看，适逢中央换届，同时我国财政收入近年来增速稳定，今年四季度就有4万亿财政款等待支出，因此也具备大力投入军工的条件。

从各国军工发展的经验来看，海军板块值得重点关注。同时在海军这一平台上，要重点关注未来海军与空军集体作战的电子信息化系统子行业，其次可以关注海军造船、海军材料、以及海军军用飞机相关行业。

（四）节能环保主题：看好装备制造与环境服务

近期一系列环保政策陆续出台：9月份国务院印发《“十二五”节能减排综合性工作方案》、《国务院关于加强环境保护重点工作的意见》，10月环保部下发《全国地下水污染防治规划》，11月国务院通过了《“十二五”控制温室气体排放工作方案》，环保部正式公布《“十二五”全国环境保护法规和环境经济政策建设规划》。此外，五年一次的全国环保大会有望在今年年底明年年初召开，这也是国家层面规模最大规格最高的环境保护会议。目前我国国内生产总值占全球的9%，而消耗的钢材占46%、煤炭占45%、水泥占48%，重要能源资源的进口依存度超过50%，单位GDP能耗是日本的8倍、欧盟的4.5倍。经济转型下节能环保推进刻不容缓。

1、节能领域

在节能产业方面，一是发展高效节能技术和装备，包括锅炉窑炉、电机及拖动设备、余热余压利用装备、节能监测技术和装备，重点示范推广稀土永磁无铁芯电机、基于吸收式换热的新型热电联产集中供热技术等；二是发展高效节能产品，包括家用和商用电器、照明产品、建材产品和汽车等，重点研发和示范具有自主智能财产权的新型节能汽车及配套系统，重点推广能效等级为1、2级的高效节能产品；三是发展节能服务产业，推动节能服务公司为用能单位提供节能诊断、设计、融资、改造、运行等“一条龙”服务，以节能效益分享方式回收投资的市场化节能服务模式。

2、环保领域

在环保产业方面，一是发展先进环保技术和装备，包括污水、垃圾处理，脱硫脱硝，高浓度有机废水治理，土壤修复，监测设备等，重点攻克膜生物反应器、反硝化除磷、湖泊蓝藻治理和污泥无害化处理技术装备等；二是发展环保产品，包括环保材料、环保药剂，重点研发和产业化示范膜材料、高性能防渗材料、脱硝催化剂、固废处理固化剂和稳定剂、持久性有机污染物替代产品等；三是发展环保服务，建立以资金融通和投入、工程设计和建设、设施运营和维护、技术咨询和人才培养等为主要内容的环保产业服务体系，加大污染治理设施特许经营实施力度。

在资源循环利用产业方面，重点发展共伴生矿产资源、大宗工业固体废物综合利用，汽车零部件及机电产品再制造，再生资源回收利用，餐厨废弃物、建筑废弃物、道路沥青和农林废弃物资源化利用，重点解决共性关键技术的示范推广。

在众多规划内容中建议投资者重点关注装备类和环境服务业。任何节能、环保以及资

源循环利用产业都必须先大力发展和建设设备制造产业，因此重大节能技术与装备、环保技术装备以及汽车零部件以及机电产品应该是环保行业投资的首选。

四、转型受益三大方向：消费提升、民生保障、制造升级

A 股市场上出现的大牛股，几乎都是深深打上了时代背景的烙印并在经济核心驱动力变化中受益的企业。上世纪 90 年代，“轻工业+出口导向”的时代特征，造就了青岛海尔、四川长虹等一大批成长股。2000 年以来，“重工业+城镇化”的时代特征，造就了驰宏锌锗、海螺水泥、苏宁电器、贵州茅台等一大批快速成长的企业。

中国经济经过近十年的重工业化后，过分依赖资本注入与人口红利的粗放式增长必须摒弃，经济结构转型已经是箭在弦上不得不发。明年是政府换届年，“调结构”与“经济转型”有望被提高到前所未有的高度。我们重点看好消费提升（食品饮料、文化传媒）、民生保障（节能环保、电力水利）、制造升级（电气设备、信息技术、高端精密仪器、航天军工）方向。

（一）新时期我国经济转型：消费提升、民生保障、制造升级

1、消费提升：新时代有新特点

从经济结构转型的一致性因素——需求推动看，我国收入增长和人口结构都支撑居民消费实现提升。

当前我国人均 GDP 已经到达 4300 美元。从各国经验来看这一阶段正处于消费升级的重要关口，消费的多样性需求越来越明显，食品饮料、商业贸易、交通运输、纺织服装都都出现了显著的增长。

我国的人口结构的两个高峰，使得未来五年中 20-29 岁的年轻人和 40-49 岁的中年人将达到高点。这种结构性特征也意味着，时尚便利消费品和高端消费消费品正迎来繁荣期。

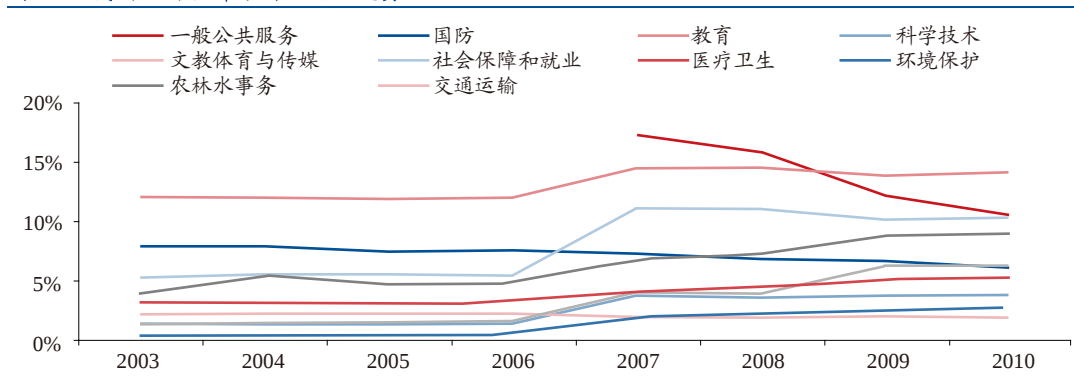
值得注意的是，当前我国面临的消费升级与传统意义上的消费转型存在不同点，主要来自于新的消费形势和新的消费产品出现。

例如，网络购物愈发成为新的商业贸易渠道：今年光棍节淘宝商城的交易额为去年同一天的 4 倍突破 33.6 亿，淘宝网总交易总额达到 52 亿；而新媒体的需求超预期增长：新影视和以 IPTV、网络视频等为代表的新媒体呈现出勃勃生机，“高需求性、高成长性、高景气度”推动下行业年均增速甚至在 80%以上。

2、民生保障：未来政府支出的重点所在

从经济结构转型的差异性因素——政策支持来看，目前我国的政府财政支出中，教育、一般公共服务、国防、农林水事务、医疗和交通运输、社会保障等项目占据总支出的 70%以上。尤其是最近几年地方政府在农林牧渔、卫生费、环境保护和城市水资源的方面的支出出现了明显的攀升。目前至明年，还陆续会有高端装备、节能环保、信息技术、文化传媒、生物质能、可再生能源等一系列的十二五规划出台，相关的财政税收等政策也值得期待。

图 16: 我国政府各部分财政支出走势



资料来源: 财政部, 民生证券研究所

3、高端制造: 关键领先技术与重大科技专项导向

从经济结构转型的差异性因素——技术进步与生产效率提升来看, 目前我国在七大关键技术上处于世界领先水平, 分别是高压输电(中国已配置世界上第一批超高压交流直流传输线)、高速铁路(六年内中国已从技术进口转为技术出口, 建成世界上最快的列车和铁路网)、先进的煤炭燃烧技术(中国正快速部署超临界和超临界的煤燃烧工厂)、核能源(中国正建设 30 多座核电站, 数量超过世界上任何一个国家)、新能源交通工具、可再生能源、超级计算机等。

从未来重点发展的科技项目来看, 当前我国科学技术攻关的几个方向基本确定, 十六个重大科技专项分别在核高基、移动无线互联网、高端设备制造、新型能源、节能环保、生物医药、航空航天等几个方向上。重大科技专项是为了实现国家目标, 通过核心技术突破和资源集成, 在一定时限内完成的重大战略产品、关键共性技术和重大工程。

重大科技专项始于美国在二战时期的“曼哈顿计划”, 该计划的成功使美国率先建立了新兴的核科技工业设施, 成为美国称雄世界的后盾。欧洲从 70 年代通过长达 20 年的“空中客车”计划, 打破了由美国一统天下的国际民用航空产业格局。目前我国的重大科技突出对产业竞争力整体提升具有全局性影响、带动性强的关键共性技术, 紧密结合经济社会发展的重大需求, 有望在培育具有核心自主知识产权的战略性新兴产业方面产生重大推动作用。

表 4: 我国当前重点攻关的重大科技专项

类别	重大科技专项名称
电子与信息通讯	1、核心电子器件、高端通用芯片及基础软件产品; 2 极大规模集成电路制造装备及成套工艺; 3、新一代宽带无线移动通信网
设备制造	4、高档数控机床与基础制造装备
新型能源	5、大型油气田及煤层气开发; 6、大型先进压水堆及高温气冷堆核电站
节能环保	7、水体污染控制与治理
生物医药	8、转基因生物新品种培育; 9、重大新药创制; 10、艾滋病和病毒性肝炎等重大传染病防治
航空航天	11、大型飞机; 12、高分辨率对地观测系统; 13、载人航天与探月工程

资料来源: 科技部网站, 民生证券研究所

4、看好食品饮料、文化传媒、节能环保、电力电网、信息技术、精密仪器、航天军工

综上所述，需求角度对经济结构转型影响主要是收入增长和多样化需求方面，以恩格尔定律为基础。供给角度的产业结构转型是由于生产率的提高、技术进步、政策扶持等造成的。不同的经济体的结构转变有不同的特点，需求因素是一致性的原因，而供给条件和政策差异却是造成发展模式差异性的重要原因。

从其他国家的转型经验来看，根据工业化率、恩格尔系数和三次产业的比重，我国所处的经济阶段与上个世纪六十年代末期的日本、九十年代初期的韩国等较为相似。在这些国家在转型期间，经济增长明显下行，文化传媒、信息咨询等服务业和电气设备、精密仪器等技术密集型行业显著跑赢市场。

综合考虑我国的转型背景以及其他国家的转型规律和市场表现，我们重点看好转型受益下三个方向：

一是消费升级：包括文化传媒、食品饮料等

二是民生保障：节能环保、电力水利等

三是高端制造：电气设备、信息技术、高端精密仪器、航天军工等

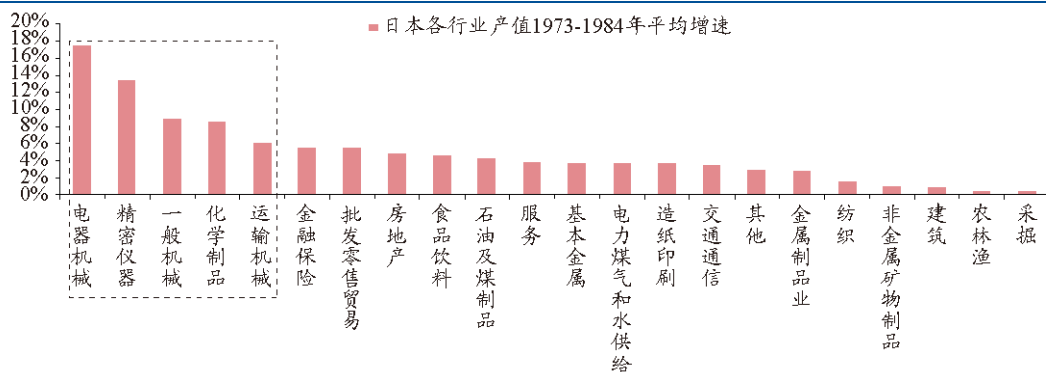
（二）经济转型之日本经验：电气设备与精密仪器胜出

日本在 1974 年以后经济增长开始减速。在 1956 至 1974 年的 19 年间，日本的年均 GDP 增速（以现价计）达到了 15.8% 的水平。在经济转型期的 1974 到 1984 年，日本的年均增长速度下降到 8.5%。随着日本工业化过程的临近结束，各行业整体快速增长的局面不再，行业发展速度的差异化日益明显。这个变化的过程有如下特点。

首先，工业增速显著慢于服务业。1974 年以前是日本工业化快速发展时期，这个阶段日本的工业增长速度大幅高于农业和服务业。从日本统计局网站数据可以看出，以 1990 年不变价，日本在 1956 至 1974 年间，工业、服务业和农业的平均增长速度分别为 11.84%、9.28% 和 1.19%。而在 1974 年至 1984 年间，服务业开始发力，风头超过了其他。

其次，工业行业内部表现分化。日本工业的发展重点在上个世纪 70 年代以后从基础材料型产业向汽车、机械、电子加工等组装型产业转移，产业结构从“重厚长大”向“轻薄短小”转变，这一时期精密仪器、电气设备等技术密集型行业获得了飞速的发展。同时，日本加快了节能减排的步伐，铝、生铁、粗钢等的产量大幅下降。1973 年以后的 10 年间，日本实际 GNP 增长 47%，一次性能源的消耗量只增长 17%，单位 GNP 的石油消耗量下降了 50%。

图 17：1973 年-1984 年日本经济各行业产值增速



资料来源：CEIC，民生证券研究所

第三，转型构成中出口基本保持稳定。日本在 1953 到 1972 年的 20 年间，出口的平均增速为 17.26%，在经济转型期的 1973 到 1984 年间，日本的出口年平均增速为 16.73%，与前一段相比下降幅度并不明显，依然维持在高位。从日本的出口类别上看，金属、运输设备、乘用车和电气设备等技术密集型产品开始成为日本的出口支柱，它们在出口产品中的占比均在 10% 以上。

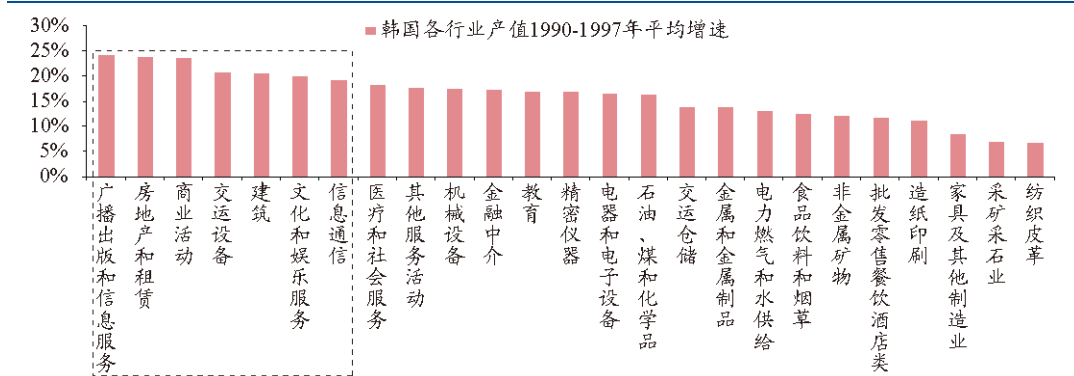
（三）经济转型之韩国经验：广播与信息服务拔得头筹

进入 90 年代，韩国以出口和投资为主要拉动力的经济发展模式遇到了瓶颈，经济结构调整成为韩国经济发展的必由之路。90 年代初期，韩国提出“新经济五年计划”，将经济发展的核心战略从“以出口作为经济发展的源动力”向“通过改革创造新的发展原动力”转变，整个 90 年代也是韩国经济转型的阶段。

经济转型时期韩国经济增长也同样出现下滑。1980 到 1990 年间，韩国的经济发展速度维持在 9% 以上，而从 1992-1997 年间，韩国的经济增长速度下滑到 6.9%。结构上，各产业和行业分化日益显著，投资出现大幅下滑，服务业和制造业升级是这一时期的特点。

首先，转型期间韩国的第三产业获得飞速发展，商业活动、医疗和社会服务业和文化及娱乐服务业平均增速都在 15% 以上，出版、广播和信息服务业甚至超过了 20%。

其次，韩国的制造业发展明显分化，制造业升级加速。90 年之前的十年中，整体经济增长较快，金属和金属制品、电力燃气、家具、电器和电子设备以及交运设备是增长最快的五个行业，平均增速达到了 25% 以上。90 年代初到亚洲金融危机之前的 8 年中，各行业增速差别加大，交运设备、建筑、机械设备、精密仪器和电器及电子设备行业成长为增速最快的行业。

图 18：1990 年-1997 年韩国经济各行业的产值增速


资料来源：CEIC，民生证券研究所

第三，整体投资增速下滑。韩国在转型之前的 1971 到 1991 年 20 年间，年均投资增长率高达 28.9%。1992 年，韩国新的五年计划启动经济转型，在到 1997 年亚洲金融危机之前的 6 年间，韩国的年均投资增长速度仅为 12.7%。

第四，出口增速稳定，出口产品升级。出口增速在本次经济转型的过程中并未出现显著的下滑。只是在出口产品的种类上较之前有升级，高附加值、高技术含量的产品逐渐增加。1980 到 1990 年间，韩国的年均出口增速为 14.71%，经济转型期的 1991 到 1997 年间，增速较之有一定下滑，但并不严重，此阶段的年均增速为 11.45%。电气设备、化学及相关产品、商品和交易品、纺织品和道路车辆在出口中得占比明显提升，而杂项制品、服装、鞋类、电信和录音器材、食品和家具等行业的出口明显减少。

（四）财政转型瞄准社会福利、公共建设、节能环保、文化娱乐

由于财政政策在转型中具有更大的效果，各国在经济转型过程中都倾向于在财政支出上给予重点行业重点支出，尤其是政府福利支出、公共支出建设、污水处理以及债务利息支出项目的占比都出现了较为明显的上升。

从日本的情况来看，上世纪六十年代末期以后，日本地方政府开支中占比明显上升的项目包括社会福利支出、公共债务支付，小幅上升的包括教育、卫生费和消防、出现明显下降的是城镇建设、社会集会费、一般管理支出、灾害修复。

从美国的情况来看，上个世纪五十年代末期以来，美国地方政府支出占比出现明显上升的项目有社会福利、公用设施建设、污水处理、债务利息支出，明显下降的项目是高速公路和消防支出。

从韩国的情况来看，上个世纪九十年代初期以来，韩国中央政府支出占比出现明显上升的项目有交通运输、社会福利、住房和通讯、教育、文化娱乐，明显下降的项目是一般公务支出和国防公共秩序和安全。

表 5：主要国家转型时期财政支出的重点投向

国家	转型时期财政支出重点投向
日本（六十年代末期-七十年代）	社会福利支出、公共债务支付，小幅上升的包括教育、卫生费和消防
美国（五十年代末期-六十年代）	社会福利、公用设施建设、污水处理、债务利息支出
韩国（九十年代）	交通运输、社会福利、住房和通讯、教育、文化娱乐

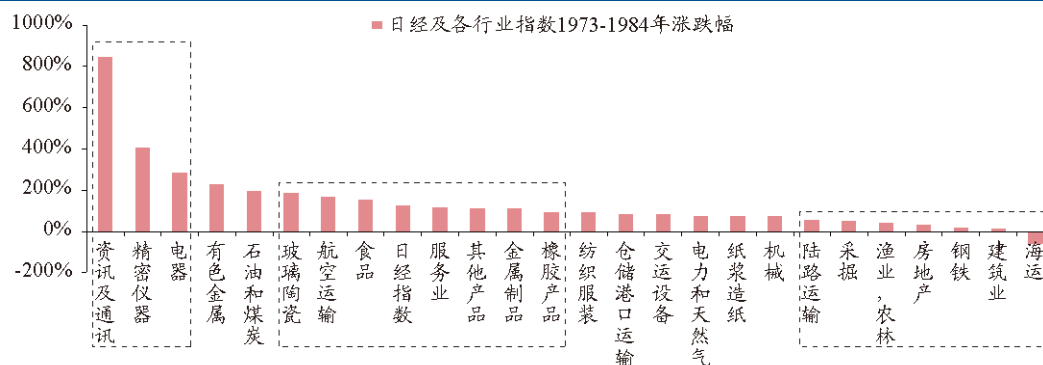
数据来源：CEIC，Bloomberg，各国统计局网站，民生证券研究所

（五）转型时期股市表现：信息通讯与精密仪器更胜一筹

在经济转型期间，股票市场的整体表现较之前有所下滑，这与转型阶段经济增速下降趋势一致。日本 1973 - 1981 的经济转型阶段，日经指数年均涨幅不到 5%，远不及经济开始转型前（1950 - 1970 年）年均 15.6% 的涨幅。

从各行业走势看，技术密集型行业在第一次石油危机以后开始获得显著的超额收益，而前期表现较好的劳动和资金密集型行业回报下降。在 1974 到 1981 年间，精密仪器、信息通讯、电器、航空运输等行业的表现较前一时期显著增强，年均增长均在 15% 以上。传统行业如采掘、房地产、钢铁、建筑业与海运大幅跑输市场。

图 19：日本股票市场 1973-1984 年各行业指数涨幅：资讯与通讯行业位列第一



数据来源：Bloomberg，民生证券研究所

五、2012 年年度股票组合

2012 年度股票组合：民生银行、中国水电、新国都、荣信股份、中国化学、爱尔眼科、日科化学、王府井、壹桥苗业、山煤国际、亨通光电、中国联通、龙净环保、盐湖股份、航空动力、国电南瑞、酒鬼酒、唐山港、富龙热电、潞安环能、伊利股份、首商股份、中鼎股份、森源电气、北斗星通、电广传媒、东方园林、大北农、宋城股份、红日药业。

表 6：2012 年度股票组合

公司	推荐理由	2011EPS	2012EPS	2013EPS
民生银行	受益小微企业扶持政策，风险缓释有保障	0.99	1.24	1.48
中国水电	市场空间巨大：水利未来十年 4 万亿，水电未来五年 1 万亿	0.38	0.5	0.68
新国都	POS 机行业维持高速增长；公司有望切入四大行，同时公司是移动支付产业链首要受益公司	0.68	1.09	1.59
荣信股份	大容量 HVC 进入规模化生产，电网市场拓展势头良好，稳定增长值得期待	0.67	0.94	1.3
中国化学	煤化工行业拐点来临	0.5	0.7	0.95
爱尔眼科	不受各项行业负面政策影响，业绩增长确定	0.42	0.62	0.93
日科化学	ACM：替代 CPE 空间广阔；AMB：受益于进口替代	0.75	1.33	1.89
王府井	2011 年是所有白马股中表现最弱，2012 年或有股权激励刺激，业绩增长稳定	1.46	1.91	2.44
壹桥苗业	公司主业由育苗向海参养殖转型，2012 年海参捕捞面积将达到 3500 亩	0.52	1.25	1.9
山煤国际	霍尔辛赫业绩释放，十二五产能增 4 倍	1.36	2.12	2.78
亨通光电	线缆力缆助力公司三位一体。光纤光缆及光棒的持续扩产，将不断提升公司的盈利能力	1.3	1.52	1.73
中国联通	跑马圈地，3G 用户数猛增，为未来大幅盈利埋伏笔	0.13	0.28	0.4
龙净环保	公司为电厂除尘行业龙头，政策利好出台，明后两年业绩值得期待	1.2	1.54	1.86
盐湖股份	低估值蓝筹股，作为国内钾肥龙头企业，资源优势明显	2.23	2.93	3.6
航空动力	军机即将放量，燃机前景看好	0.25	0.32	0.43
国电南瑞	智能变电站招标放量；智能电网龙头；资产整合加速	0.8	1.27	1.85

酒鬼酒	利润迎来爆发式增长期，2012 年战略性投资品种。	0.39	0.8	1.2
唐山港	公司提价空间高于其他港口，未来三年仍将是电煤主动补库存周期，下水煤仍有增长空间	0.5	0.75	1.28
富龙热电	集团未来资产持续注入值得期待，注入矿企储量高，产量增长势头强劲	1.21	1.41	1.48
潞安环能	公司喷吹煤产能未来增长 200%，产品结构优化空间大；分享焦化整合盛宴	1.78	1.98	2.26
伊利股份	行业龙头，增长超预期可能性大	1.01	1.12	1.28
首商股份	内生性增长动力大，合并效果显现	0.59	0.75	0.94
中鼎股份	外延扩张，迈向高端；出口高增长+毛利回升+技术升级	0.65	0.83	1.05
森源电气	APF 产品下游需求旺盛，开始放量；省外市场开拓成果显著，未来增长具备可持续性	0.7	1.06	1.46
北斗星通	“北斗二号”多模导航芯片具有领先技术，且具有广泛渠道，未来将取得快速发展	0.35	0.62	0.94
电广传媒	有线电视和创投业务业务进入景气周期	2.02	2.32	2.55
东方园林	市政园林领袖者，受益于园林业下一个黄金十年	3.43	6.01	8.36
大北农	2011 年-2012 年猪饲料行业销量增速将分别超过 20%和 25%，猪饲料行业迎来高景气	1.21	1.73	2.28
宋城股份	现有业务保证业绩稳定增长，新项目打开新空间；政策支持力度大。	0.64	0.82	1.1
红日药业	血必净销售改革显效，中药配方颗粒前景看好	0.82	1.14	1.42

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 温州民间借贷泡沫破裂后存款规模开始增加 (亿元)	5
图 2: 5 年期中票 AA 级等级信用利差处于近年来的最高点	5
图 3: 预计明年企业实际贷款增速 10%, 较今年全年 8%略有上升	5
图 4: 2011 年全市场净利润增速逐季度下行, 2012 年有望逐季度上行 (%)	6
图 5: 2008 年净利润预期指数最多下调 40%	6
图 6: 2011 年净利润预期指数较最高点下调 10%	6
图 7: 工业企业利润增速拟合值	7
图 8: 非金融类上市公司净利润增速拟合值	7
图 9: 当前股票收益率与十年期国债到期收益率在 3%左右, 处于历史高点附近	7
图 10: 当前 PE 为 14.5 倍, 处理历史估值分布的最左侧	8
图 11: 当前 PB 为 2.1 倍, 处于历史估值分布的最左侧	8
图 12: 大盘指数跑赢市场的分布区间 (季度)	9
图 13: 小盘指数跑赢市场的分布区间 (季度)	9
图 14: 财政与货币政策变化对大盘和小盘股的传导路径	10
图 15: 美国经济政策与股票市场风格转换密切相关 (左轴: 十亿美元, 右轴: %)	11
图 16: 我国政府各部分财政支出走势	18
图 17: 1973 年-1984 年日本经济各行业产值增速	20
图 18: 1990 年-1997 年韩国经济各行业的产值增速	21
图 19: 日本股票市场 1973-1984 年各行业指数涨幅: 资讯与通讯行业位列第一	22

表格目录

表 1: 当前大类资产投资的吸引力对比	6
表 2: 能源、工业处于估值分布 20%分位数以下	8
表 3: 11 月份以来出台的主要结构性政策	11
表 4: 我国当前重点攻关的重大科技专项	18
表 5: 主要国家转型时期财政支出的重点投向	21
表 6: 2012 年度股票组合	22

分析师简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。2007 年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010 年 9 月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

陆俊龙，策略分析师，英国斯旺西大学数学金融硕士。2010 年加入东兴证券研究所从事策略研究工作，2011 年 7 月加盟民生证券研究所。精于政策分析和主题投资，拥有独特的政策视角与主题投资战略。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyang@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼；518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。