

改革：追寻“执拗的低音”、复活“价值的理念”

A 股年度策略报告

2011 年 12 月 9 日

主要观点：

- 欧债危机、国际环境的不确定性以及国内房地产投资回落是经济的主要风险；货币信贷改善以及十二五规划的落实、实际零售增速的回升，利于经济短期的企稳，包括财税、要素价格、金融投融资的改革则有利于经济回落的中长期改善。国内经济增速呈现上半年逐步回落而后有回升的态势，物价逐步回落至 3 季度而后有所回升的特征。
- 准备金率的下调和货币信贷回归合理、老龄化的大趋势，储蓄搬家的格局依然延续。相对房地产、理财产品以及民间金融等市场，资本市场的吸引力将增强；而资金的外流更多是波动。
- 预计上市公司明年业绩增速在 8% 左右，2011 年四季度及 2012 年 1 季度非金融类业绩处于负增长、而后有望企稳回升。A 股整体估值水平无论市盈率还是市净率均已国际化，完善分红、利于股票回报期限上的改善，利于价值型资金的逐步介入。
- 经济的回落、业绩的下行以及金融创新、解禁压力，中小板和创业板的估值溢价难有提升且有回落的压力；中短期来看估值溢价回升的催化剂并未成熟。中小盘的机会更多来自于业绩的增长而非业绩溢价的提升。
- “资金价格出现回落——M1 增速出现回升——经济和业绩增速止跌后回升——物价不确定导致政策不确定性再度增强”的演绎序次，A 股整体有望演绎蓄势而后回升的行情，而后期的压力主要来自物价再起后政策预期改变所带来的波动。
- 转型期市场年振幅和年涨跌幅整体平缓化，预计明年成交量环比将有所增长，市场有望在宽幅区间中运行至上轨而获取正收益。伴随流通市值的扩大、市场主体更趋多元化、更适宜从资产配置角度看运行空间，上证指数核心区间为 2300-3200。
- 配置思路，在风格与行业做选择的同时，更加需要重视行业内部盈利结构性的差异性，预期在经济回落、改革与转型的过程中这种趋势将加强而非弱化。风格上，倾向于以价值为主、主题为辅、挖掘成长；投资主线及行业上，重点关注经济物价双回落、货币信贷回归合理逻辑下，估值水平低、受益于未来要素改革、产业组织结构改善以及经济回落下具有并购重组价值的板块，即布局金融（券商、保险、银行）、能源（采掘服务、电气设备）、信息（电信服务、光通信）、汽车（乘用车、客车）；同时，关注兼具主题与成才逻辑的节能环保（水处理、固废）、新能源（核电）、农副药材加工（中药保健）、文化内容提供商（后 3G 信息服务、影视传媒网络广告）、高端装备（航天卫星导航、海工装备）。
- 风险因素：国际局势下能源价格的异动以及欧债等危机扩散下全球避险风险的变动，国际板快速推进造成对市场供求惯性的悲观预期，上述两方面风险将导致市场筑底的时空延长。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

TEL：(021)63367000-314

Email:shenzy@nesc.cn

分析师：杜长春

执业证书编号：S0550511110001

TEL：(021)63367000-310

Email:ducc@nesc.cn

FAX：(021)63373209

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

引言：“执拗的低音”、“价值的理念”	4
一、宏观经济政策基本面	4
1、2012 年经济层面的主要风险点	5
1)、欧债危机紧绷、系统性风险有望年初释放	5
2)、全球经济复苏缓慢、中国难言脱钩	6
3)、房地产景气还在回落中、制约投资及经济增速	7
2、货币改善、五年规划周期以及改革的推进构成经济止跌回升的动力	9
1)、稳增长、货币供应回归合理有改善	9
2)、十二五规划第二年的内生增长动力	13
3)、财税、要素价格、产业组织结构改革进一步推进	15
二、市场运行逻辑分析	17
1、储蓄搬家大趋势下股市相对价值提升	17
1)、储蓄搬家是老龄化和金融深化的必然结果	17
2)、理财产品规模高位将滞涨	18
3)、房地产景气度仍在回落、但不会崩盘	19
4)、热钱有流出、但更多是避险需求而非趋势性撤离中国	22
2、从融资结构看，需要降低准备金率、促进资本市场的发展	23
1)、信贷投资比及融资结构角度看流动性紧张、需要降低准备金率	23
2)、另类思考：融资规模与成交金额的回落折射资本市场明年有望改观	24
3、业绩、估值与风格轮动分析	25
1)、业绩层面：上市公司业绩增速在 8% 左右	25
2)、估值层面：估值合理但在经济回落预期下分化严重	26
A、分红制度性建设有利于改善股票价值在期限上分布、提高吸引力	26
B、中小盘股估值溢价依然有压力	27
C、金融创新、国际化进程以及海量解禁制约中小盘股的溢价空间	30
三、市场运行趋势以及投资策略	30
1、市场运行趋势及高低点情景分析	30
1)、另类思考：境外转型期及失落期股市的经验	30
2)、市场逻辑及运行分析	31
2、配置思路：以价值为主、主题为辅、挖掘成长	33
图 1：经济运行导向逻辑图	4
表 1：意大利等国明年 1 季度到期债务压力巨大	5
图 2：意大利国债利率及利差飙升至近 20 年来的高位	5
图 3：西班牙国债利率及利差飙升至近 20 年来的高位	6
图 4：金融危机传导链正在步入轮回的后阶段	6
图 5：全球经济同步性在增强，中国等新兴市场难言脱钩	7
表 2：预期美国缓慢复苏、欧洲低速增长且临近衰退边缘	7
图 6：10 月份住宅施工及新开工面积单月增速年内首现负增长	8
图 7：国房景气指数将回落至 100 下方、房地产投资可能降至 15% 左右	8
图 8：国房景气指数回落将拖累经济增速	9
图 9：货币总量回归合理意味着超额货币供应增速转正	10
图 10：外汇占款对冲率处于高位、准备金率有下调需求	10
表 3：基于外汇占款对冲率和逆周期政策取向，准备金率有下调至 20% 下方的要求	10
图 11：通胀回落企稳，年中有望回落至 3% 下方	11
图 12：基于 CPI 回落的时空、降息空间不大、或有 1 次	11
图 13：流动性改善有利于经济的止跌企稳	12

图 14: 流动性改善与库存波动间的关系.....	12
图 15: M1 增速变动与股市相关度极高.....	13
表 4: 经验看, 五年规划第二年的经济增速环比有增长.....	13
表 5: 经验看, 五年规划第二年投资增速环比有升.....	13
表 6: 十二五规划中增长潜力大于经济整体增速的部分行业规划摘要.....	14
图 16: 物价回落有利于实际零售的逐步企稳回升.....	15
图 17: 以电信为例, 改革有利于产业活力的进一步提升.....	16
图 18: 以电信为例, 历次电信行业改革图解.....	16
图 19: 改革的推进以及市场结构(集中度)的合理化有利于提高产业活力.....	17
图 20: 储蓄搬家的归因及配置推演图解.....	17
图 21: 中国老年人口比重持续上升.....	18
图 22: 90 年代末开始、储蓄与 M2 的比重呈现逐步回落的趋势.....	18
图 23: 银行理财产品发行及存量规模有高位滞涨迹象.....	19
图 24: 物价回落、资金价格回落, 制约理财产品的增速.....	19
图 25: 房地产景气度尚在回落阶段、房价依然有调整要求.....	20
图 26: 考虑到全国房价水平, 全国范围崩盘式下跌的条件并不成立.....	20
图 27: 股市有望领先与房地产景气见底而回升.....	21
图 28: 日本土地价格与 GDP 增速、日经指数及房地产股票指数间的关系.....	21
图 29: 美国房价增速与 GDP、标普 500 及住宅类股票指数的关系.....	22
图 30: 残差法热钱短期有流出、但较难构成趋势.....	22
表 7: 信贷投资比呈下滑态势、倒逼存量资金挤入.....	23
表 8: 信贷投资比测算的宏观参数表.....	23
表 9: 社会融资规模增速下降、民间融资相对活跃.....	24
表 10: 债券融资需要大力发展.....	24
表 11: 包括 IPO 在内的股票融资规模 2011 年有所下降.....	24
表 12: 日均成交额环比回落看市场已处于低谷.....	25
图 31: 上市公司业绩增速伴随着经济回落而回落、时序上具有较高同步性.....	25
表 13: 基于 GDP 与 ROE 关系, 预计上市公司业绩增速在 8% 左右.....	26
表 14: 2010 年盈利公司中分红家数比例为 64.7%, 有改善空间.....	26
图 32: 目前 2% 左右的股息率有所提高后吸引更多价值投资资金关注股市.....	26
表 15: 股息率及分红率的国际比较.....	27
表 16: 分红现状: 7% 的公司分红规模大于融资规模、且有 11% 零分红.....	27
图 33: 中小盘估值溢价有逐步回落而非扩大的迹象.....	28
图 34: 纳斯达克对标普估值已经回落至 2 倍附近.....	28
表 17: 今年以来权重和部分消费板块跌幅小于中小盘股.....	28
图 35: 银行股国际比较——美国银行的估值及盈利能力.....	29
图 36: 银行股国际比较——中国银行估值创出历史低位、而盈利尚在高位.....	29
表 18: 中国创业板估值及分布远高于纳斯达克.....	29
表 19: 创业板、中小板明年解禁压力较大.....	30
图 37: 日本 70 年代转型期与 90 年代“失去期”的股价表现.....	31
图 38: 中国走在转型期、并非如日本的“失去期”, 市场平稳但非崩盘.....	31
表 20: 基于货币信贷总量回归合理的指数高点测算.....	32
图 39: 市场运行趋势的“遐想”.....	33
图 40: 金融危机后金融及能源类利润占比依然较大、转型兑现至业绩层面存在困难.....	34
表 21: 金融危机后申万行业业绩占比变化及估值列表.....	34

附录：行业研究员及行业比较分析对跟踪行业的配置建议及重点个股 35

引言：“执拗的低音”、“价值的理念”

2008 年爆发的金融危机至明年将步入第 5 个年头。危机之初，各界反思全球经济金融失衡的根源，寻求再平衡的力量；但救市的方法则依然以注资、债务货币化等方式来应对。时至今日全球经济的失衡、金融市场的不确定性非但没有弱化反而愈发增强，国内则房价依然处于高位区域、投资失衡、投资与 GDP 的比重高于危机之前，改革与转型之路漫漫。

股票市场则内部估值分化、业绩成长背离。市场积弱，重融资、轻回报下导致资本利得及红利的双低结果，以至于近两年来主题投资理念占据主流、而早前各界倡导的价值投资理念则有长期边缘化。

思想史上曾用“执拗的低音”来形容已经被推挤到历史边缘但却始终顽强求进的看似传统、非主流思想，尤其在前路坎坷之时曾经的低音因其自身的执拗而有再度被审视、实践的需要；改革之于经济、价值之于投资，恰如儒学之于社会。

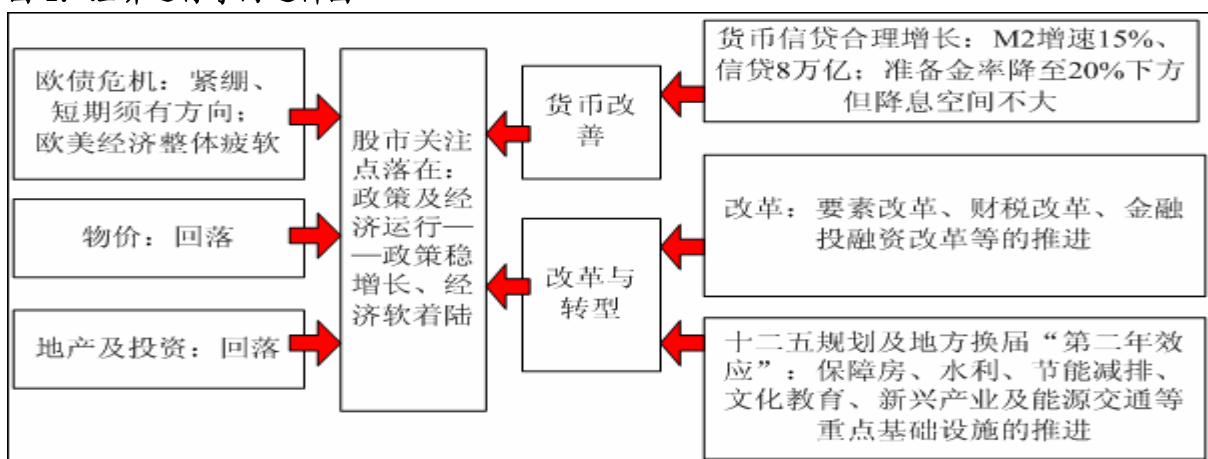
回想 2008 年金融危机时，扩张需求的凯恩斯主义占据主流，而借助彼时金融危机外部环境改善的条件推进改革、促进供给效率、促进转型的主张相对而言淡化在了天量信贷之后，成了彼时“执拗的低音”。时至今日，欧债危机、经济回落以及地产泡沫等困扰着当下的市场，借助保障房、水利、节能环保、文化教育及重点基础设施建设来对冲经济的下滑过程，更为重要的是将更多的精力放在进一步的经济体制改革，以供给主义的思路推进财税制度、要素价格、产业组织结构等改革，则有望成为未来的希望。

A 股 20 多年的投资理念，从各类主体轮流坐庄炒概念、到价值投资理念流行，再到近两年伪成长诱惑下的主题投资盛行；曾经大力倡导的价值投资理念，在各种局限条件下被迫沦为投资理念中的“执拗的低音”。展望 2012 年，思索 A 股投资理念的变迁。伴随着改革与转型的推进，在各类资本博弈、资本市场推进改革、金融创新以及国际化的大背景下，到了重新反思价值及投资理念的时候了；再思考价值投资但非复古式全盘接受昔日的蓝筹泡沫，寻找估值与业绩之间的平衡，复活“价值的理念”，是策略中重点思考项。

一、宏观经济政策基本面的

欧债危机、欧美经济疲软、国际环境的不确定性以及国内地产泡沫、投资回落是经济回落的主要风险，但在分析 2012 年经济时也不可过分夸大这些当下风险的权重对全年经济的影响程度。毕竟，货币改善、以及十二五规划的落实、实际零售增速的回升，有利于经济短期的企稳，包括财税、要素价格、金融投融资的改革则有利于经济回落的中长期改善。强调改革、改善生产效率、改善供给端，以供给主义结合凯恩斯主义的政策导向、有望成为欧债危机阴影下中国经济软着陆的政策思路，相对而言将有别于更多强调凯恩斯主义的四万亿。因此，中国受外国及国内前期紧缩的滞后效应，经济增速呈现上半年逐步回落而后下半年小幅回升的态势，物价也逐步回落至 3 季度而后有所回升的特征。

图 1：经济运行导向逻辑图



数据源自东北证券

1、2012 年经济层面的主要风险点

1)、欧债危机紧绷、系统性风险有望年初释放

意大利等国债利率及利差攀升至历史高位，意大利 10 年期国债利率突破 7%、对德国的利差逼近 6%，与 90 年代受索罗斯等冲击时相似。同时，未来几个月内又面临着大额的到期债务，以意大利为例，明年到期债务占全部债务的 20%而明年 1 季度就占了其中的 36%，当下至明年 1 季度、大量的债务到期，欧债危机面临着方向性选择的问题。

从金融危机的历史经验及欧洲一体化的进程来看，财政预算约束、金融稳定基金、欧元降息贬值、欧洲债乃至债务货币化等均为可选项。或分或离、欧债危机对全球金融的系统性风险有望在未来数月内释放。

金融危机传导的经验链条表明，当下主权危机即将进入最后一环、即内外债违约风险增大；而“债务货币化或者注入流动性式的救市——企稳(企稳的时长存在波动)——通胀再起”，轮回之间。

倾向于认为欧洲一体化的进程将延续、欧元不解体，欧债危机处于紧绷期间，期待在欧洲一体化的路径下解决：变卖资产、财政紧缩等自救；金融稳定基金+IMF+欧洲央行+欧元债券+美联储等发挥最后贷款人作用——近期美联储等六大央行降低美元互换利率、意味着最后贷款人扩大化的倾向、表明了传统金融危机传导及解决路径依然是主流办法、节支为辅。因此，欧元继续降息且伴有阶段性贬值、释放流动性，是可以预见的。

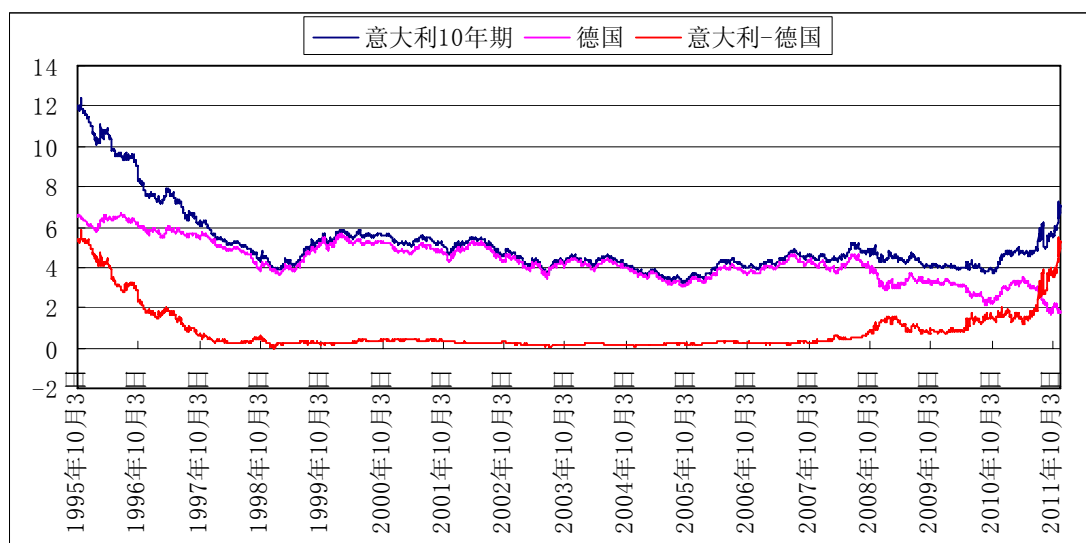
欧债危机对于 A 股的影响，更多着眼于欧洲财政紧缩和全球流动性释放对中国出口以及大宗商品的冲击，并关注期间国际资本流动的风险：短期危机敏感期资金有从新兴市场回流欧美需求，而中期则有再度流入新兴市场的要求。

表 1：意大利等国明年 1 季度到期债务压力巨大

百万欧元	2011	2012Q1	2012	总债务	2012Q1 占年度 比	2012 年 占比	债务占 GDP%	预算赤字 占 GDP%	GDP 同 比%
意大利	31,261	112,941	312,004	1,589,512	36%	20%	118.4	-4.6	0.8
希腊	8,466	22,206	44,626	278,826	50%	16%	144.9	-10.6	-5.5
西班牙	18,380	30,363	134,700	651,152	23%	21%	61	-9.3	0.8
法国	53,316	101,661	246,807	1,311,483	41%	19%	82.3	-7.1	1.6

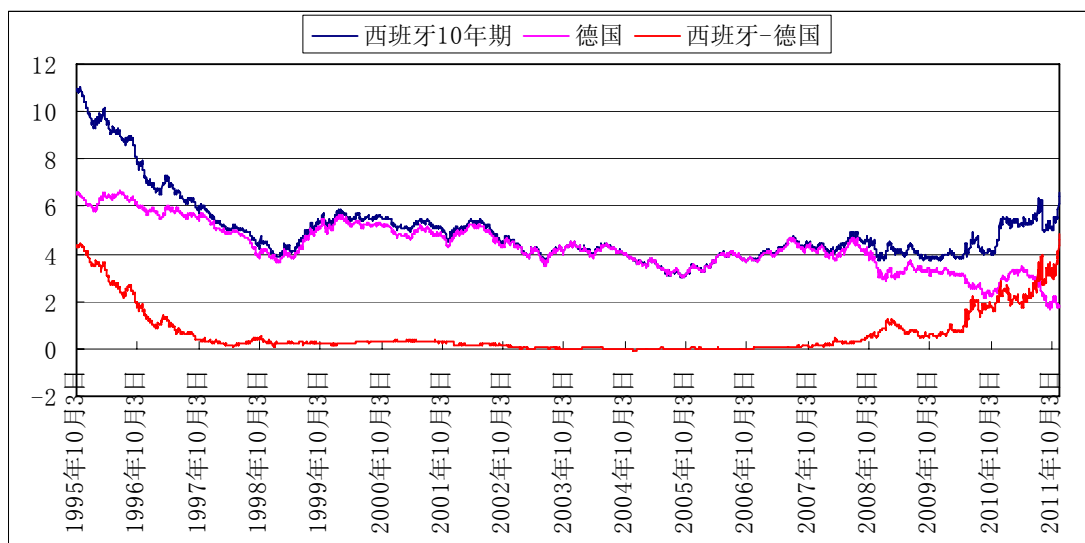
数据源自彭博、东北证券；截至日期取 2011 年 11 月 16 日。

图 2：意大利国债利率及利差飙升至近 20 年来的高位



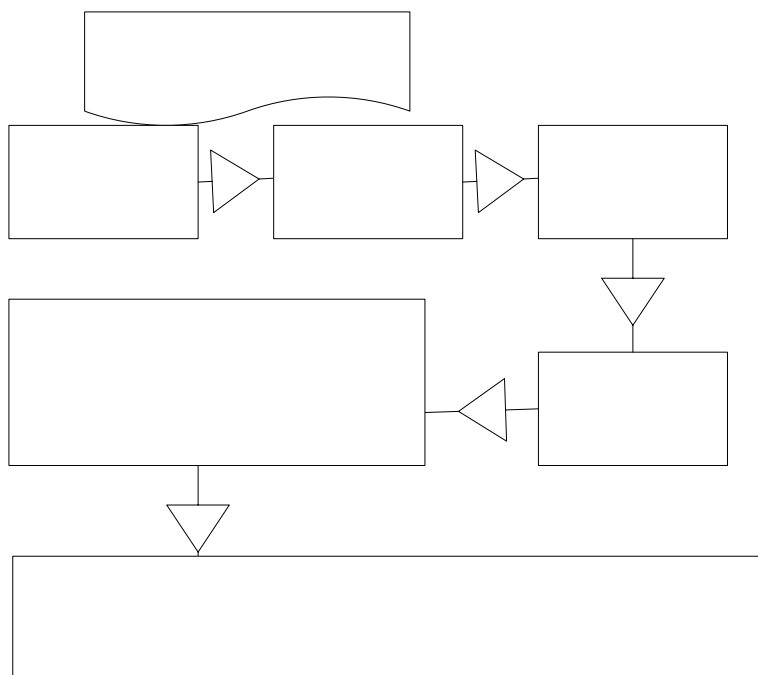
数据源自彭博、东北证券

图 3：西班牙国债利率及利差飙升至近 20 年来的高位



数据源自彭博、东北证券

图 4：金融危机传导链正在步入轮回的后阶段



数据源自东北证券

2）、全球经济复苏缓慢、中国难言脱钩

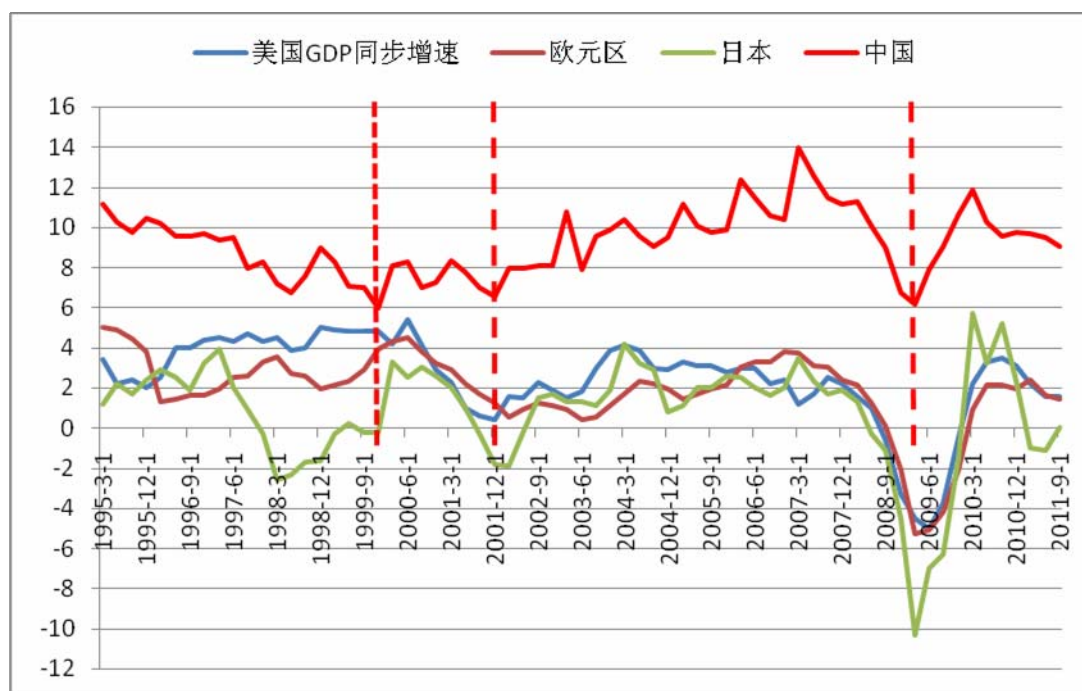
中国经济周期由全球经济周期、国内短期的换届或五年规划周期以及中长期人口要素变迁周期所决定；从周期波动看，2008 年金融危机后全球经济的同步性在增强、尽管强调扩大内需以及再平衡，但包括中国在内的新兴市场经济虽有小幅的时滞后、但难以脱钩。

展望欧美经济，问题重重，结合全球主要研究机构的分析：美国整体处于缓慢的低位复苏，预计 2% 左右增速，相对平稳；而欧洲处于低速增长且在第一季度有接近衰退的风险。

因此，从全球经济同步性看，中国经济回落有企稳、明年 1-2 季度增速可能相对较低。

触发点：股市地产崩盘、经济放缓

图 5：全球经济同步性在增强，中国等新兴市场难言脱钩



数据源自彭博、东北证券

表 2：预期美国缓慢复苏、欧洲低速增长且临近衰退边缘

美国环比	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
中值	2	2.3	2	2.2	2.35	2.5
平均	2.05	2.25	1.92	2.22	2.39	2.49
欧洲同比	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
中值	1.5	1.1	0.5	0.4	0.6	1.2
平均	1.41	1.11	0.45	0.52	0.64	1.02

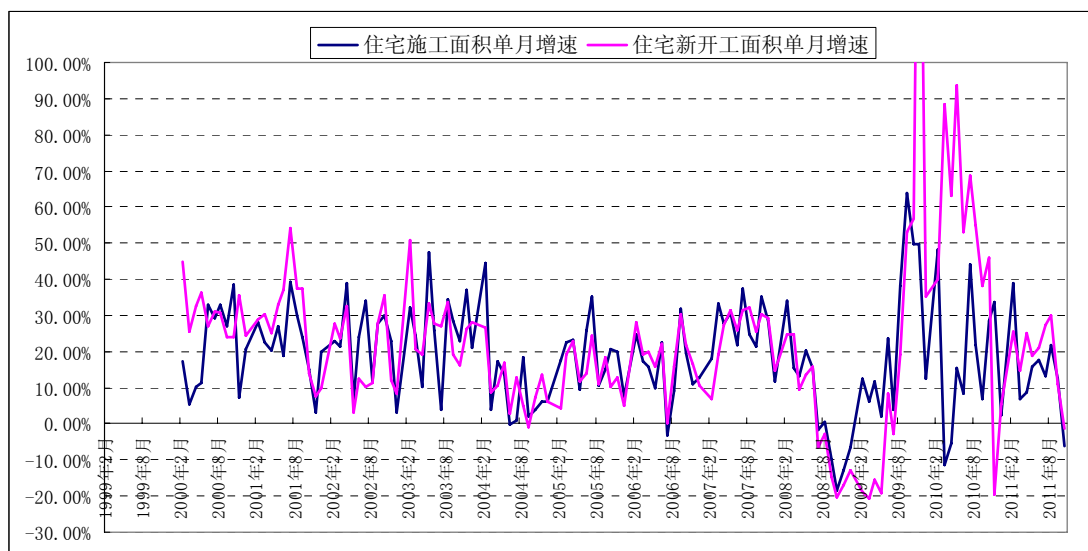
数据源自彭博、东北证券

3）、房地产景气还在回落中、制约投资及经济增速

房地产从 10 月份开始明显感到了寒意。10 月份住宅施工及新开工面积单月增速年内首次出现双双负增长的局面，这种情形只在 2008 年看到。

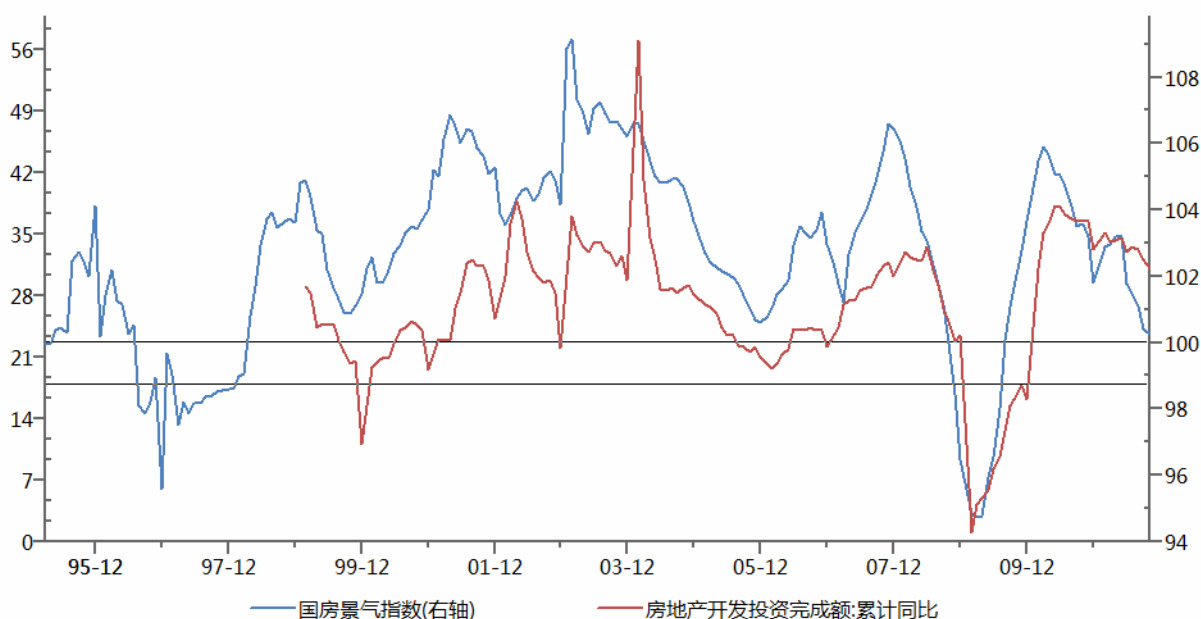
国房景气指数将回落、并将跌至 100 下方。从前 90 年代至今国房景气的规律来看，尤其是 96-97 年和 08-09 年均有回落且跌破 100 的历史，跌破 100 而后景气继续回落的时间可能需要 2 个季度的时间。对应着，房地产投资增速将下滑、静态看明年地产投资可能降至 15% 左右。

图 6: 10 月份住宅施工及新开工面积单月增速年内首现负增长



数据源自 WIND、东北证券

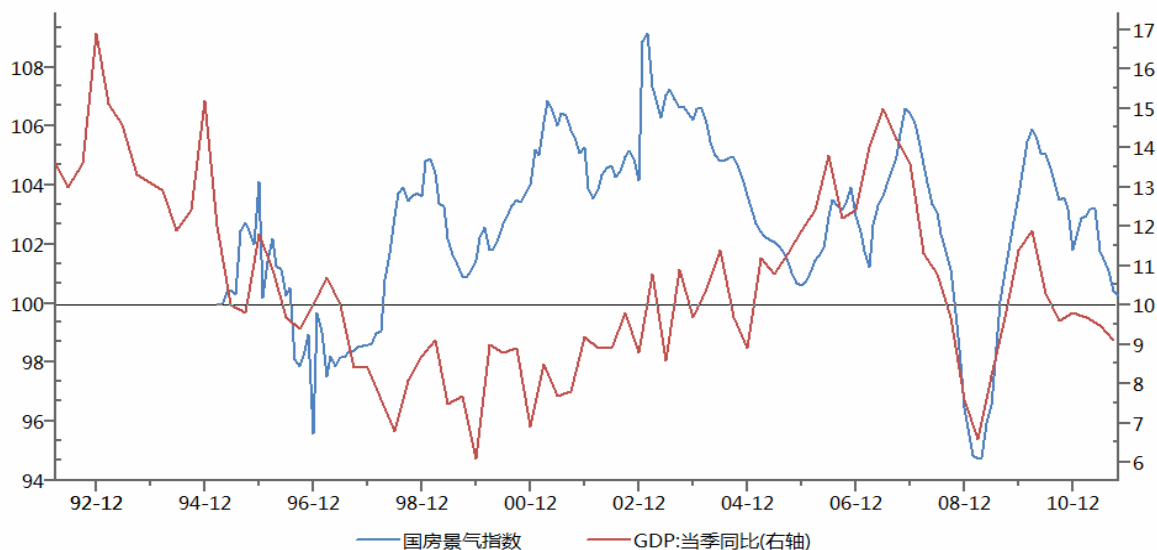
图 7: 国房景气指数将回落至 100 下方、房地产投资可能降至 15% 左右



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND、东北证券

图 8：国房景气指数回落将拖累经济增速



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND、东北证券

2、货币改善、五年规划周期以及改革的推进构成经济止跌回升的动力

面对经济回落的压力，市场对于转型的信心有所回落；导致分析“转型”时的参照系选择上存在误区。

转型并不必然等于“崩盘”。在经济增长、消费与产业升级前景分析时更多参考如 70 年代日本转型经历，但对资产价格的看法则更多参考 90 年代日本崩溃的图景，参照系在经济和股市的分析中出现错位。

我们认为，整体经济是转型之中的经济增长、股市也是转型期的股市。

转型不仅仅要资金的投入更需要经济体制各方面的改革：金融危机后金融能源等盈利占市场大头的现象反而有所上升、而新兴产业在盈利增长上则停滞不前；这需要在衡量价值时如何把握成长潜力及业绩估值的平衡，需要看到短周期反周期政策、换届红利以及长期改革的因素。

1)、稳增长、货币供应回归合理有改善

货币信贷总量回归合理但非天量，将会是明年货币的主要导向。从理解货币信贷回归合理的角度看，回归合理意味着超额货币供应量增速转正，以参数 GDP8.5%、CPI3.5%、超额货币增速 3%，则预计 M2 增速在 15%左右；实现的途径主要将借助降低准备金率、公开市场净投放来实现。

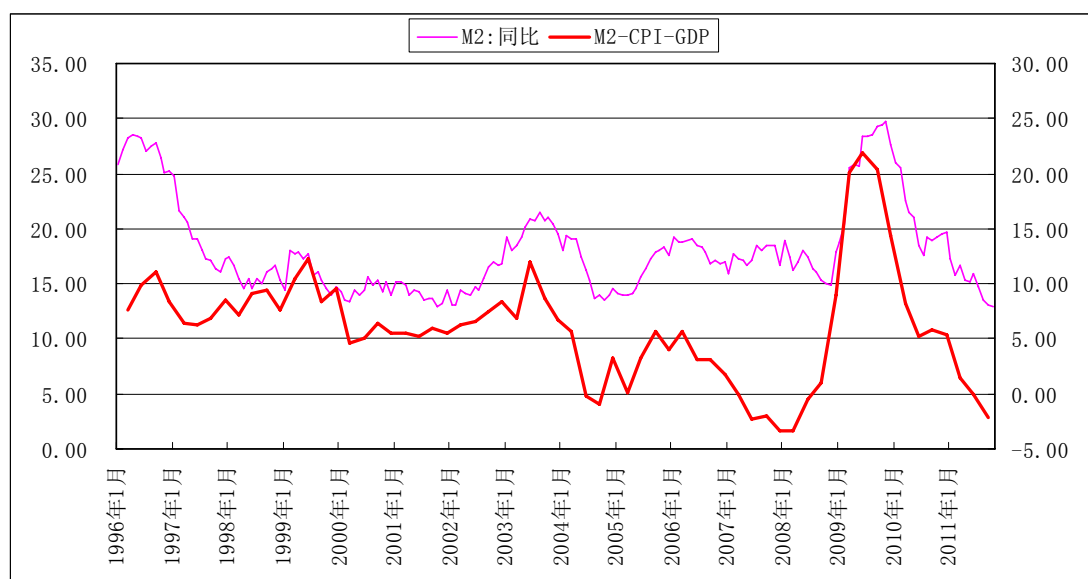
国际金融市场的稳定、人民币的弹性，10 月居民储蓄及外汇占款的双降是一些苗头。稳经济的逆周期调控需要以及未来外汇占款的增长规模受限的预期，准备金率存在持续回调的要求。

考虑到明年 7 月份前后是物价的年内低点附近、而后有企稳适度回升的可能，准备金率调整可能主要在明年 6 月前展开。以外汇占款月增 1500 亿以及适度的逆周期来看明年准备金率回调至 20%下方；若外汇占款无显著增长，则准备金率需要回调至 18.5%一线——11 月末准备金率首降、即表明了这种态势。

从金融危机解决方案的通胀后遗症以及国内货币信贷回归合理的导向看，物价有回落但下半年有企稳要求、2013 年后通胀有再起的压力。因此，从 CPI 回落的时空、预计明年 CPI3.5%左右，降息空间不大、或有的降息也可能只有 1 次。

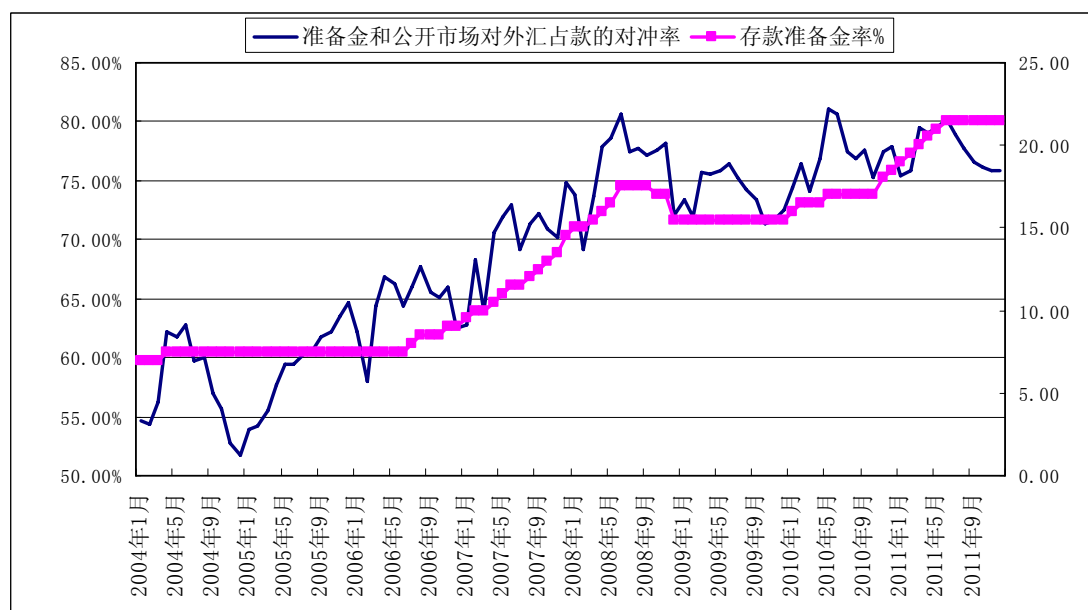
股市的角度看，密切关注流动性改善的拐点及空间。尽管金融深化加剧，但 M1 作为股市及经济的重要指标，因为，M1 增速是最稳定的基钦周期变量、周期 3 年或 40 个月左右；与股市同步性较高。预计，货币信贷回归合理、M2 增速回升以及内需消费、改革等推动，又 M1 处于周期性的低点和时点，这些因素有利于 M1 增速的回升、企稳经济；当然，考虑各种不稳定性，本轮 M1 增速回升曲线的平滑程度将弱于 2006、2009 年前两轮的经验。

图 9：货币总量回归合理意味着超额货币供应增速转正



数据源自 WIND、东北证券

图 10：外汇占款对冲率处于高位、准备金率有下调需求



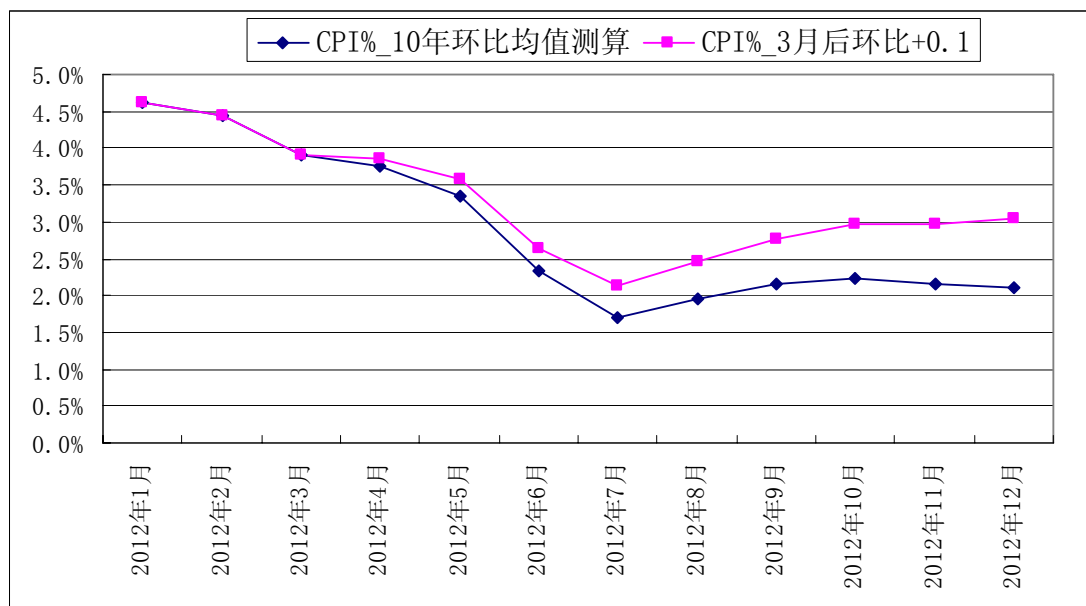
数据源自 WIND、东北证券

表 3：基于外汇占款对冲率和逆周期政策取向，准备金率有下调至 20% 下方的要求

指标名称	2011 年末	2012 年中预测	准备金率下调周期至明年 6 月
外汇占款余额	254869	266869	外汇占款月增 1500 亿
各项存款余额	792091	848091	存款月增 7000 亿
公开市场未到期资金 余额	23820	23820	公开市场零回笼
外汇占款静态对冲率	76.16%	72.48%	外汇对冲率降至 72%: 2009 年低水平区域
人民币存款准备金率	21.5	20.0	准备金率下调 3 次

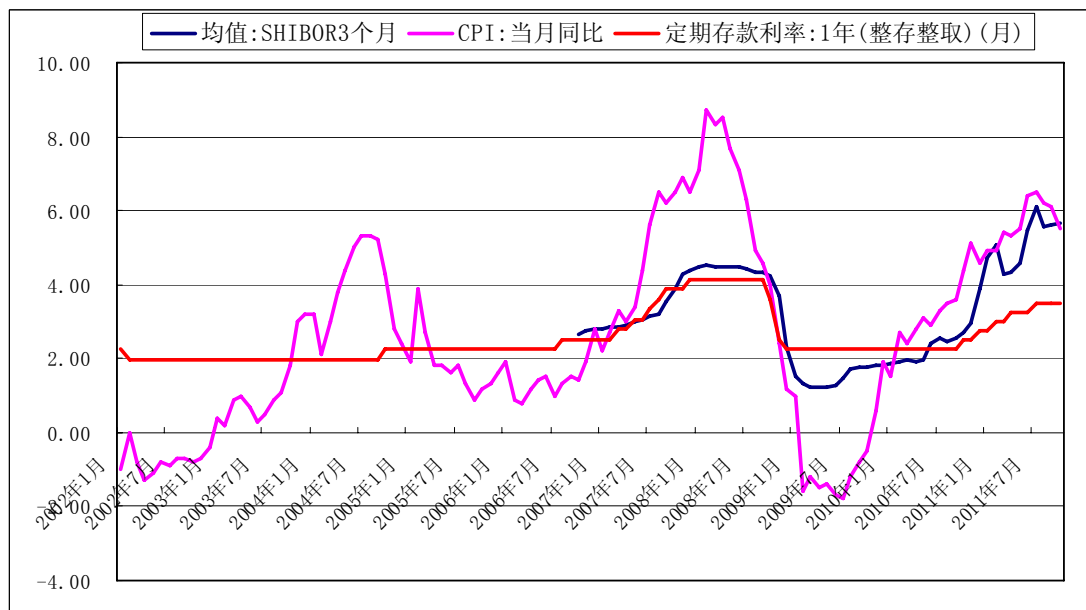
数据源自 WIND、东北证券；

图 11: 通胀回落企稳, 年中有望回落至 3% 下方



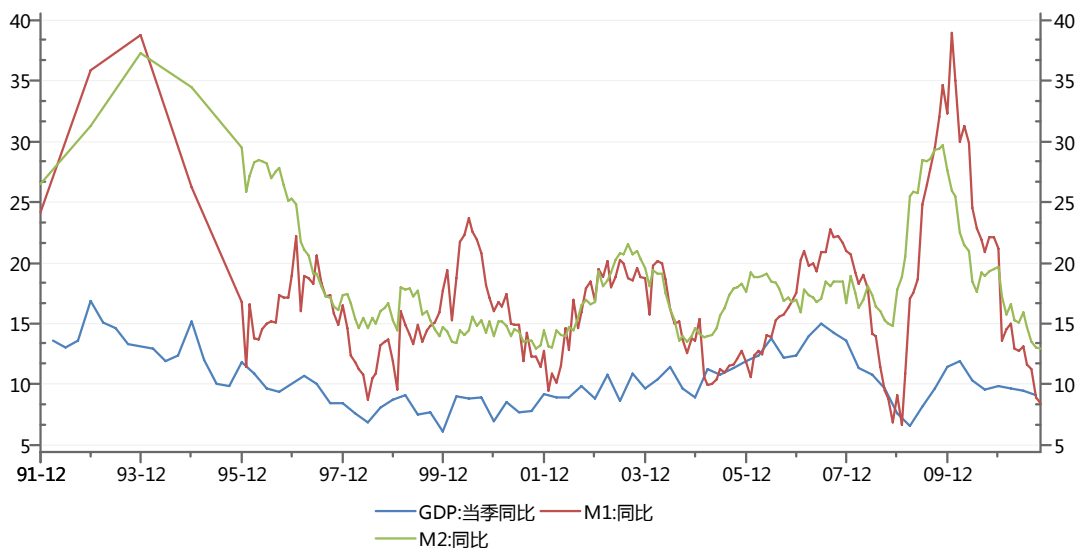
数据源自 WIND、东北证券

图 12: 基于 CPI 回落的时空、降息空间不大、或有 1 次



数据源自 WIND、东北证券

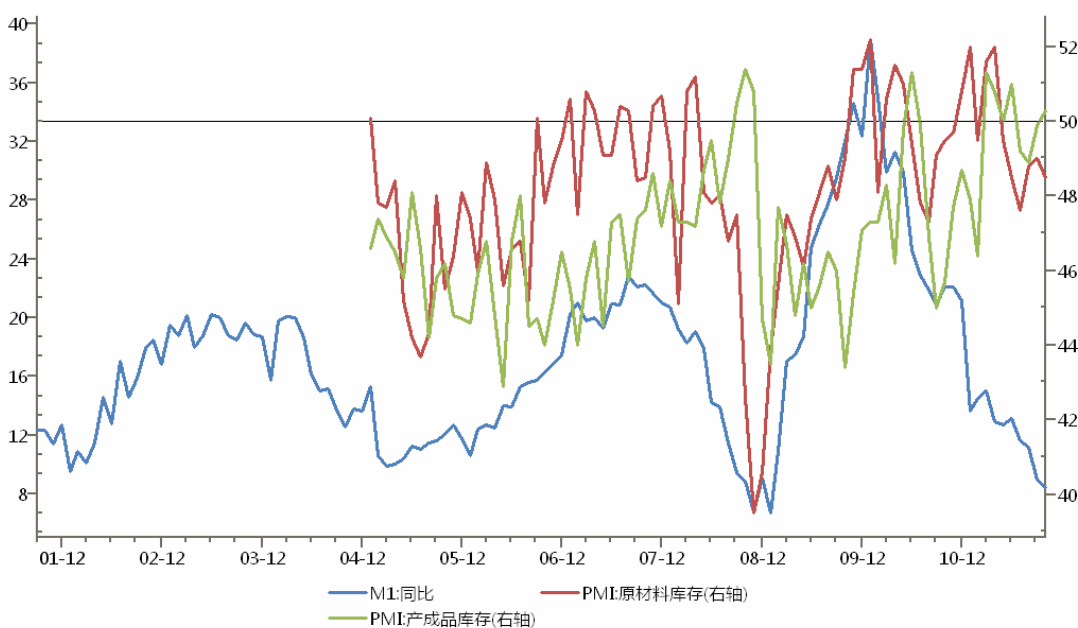
图 13: 流动性改善有利于经济的止跌企稳



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND、东北证券

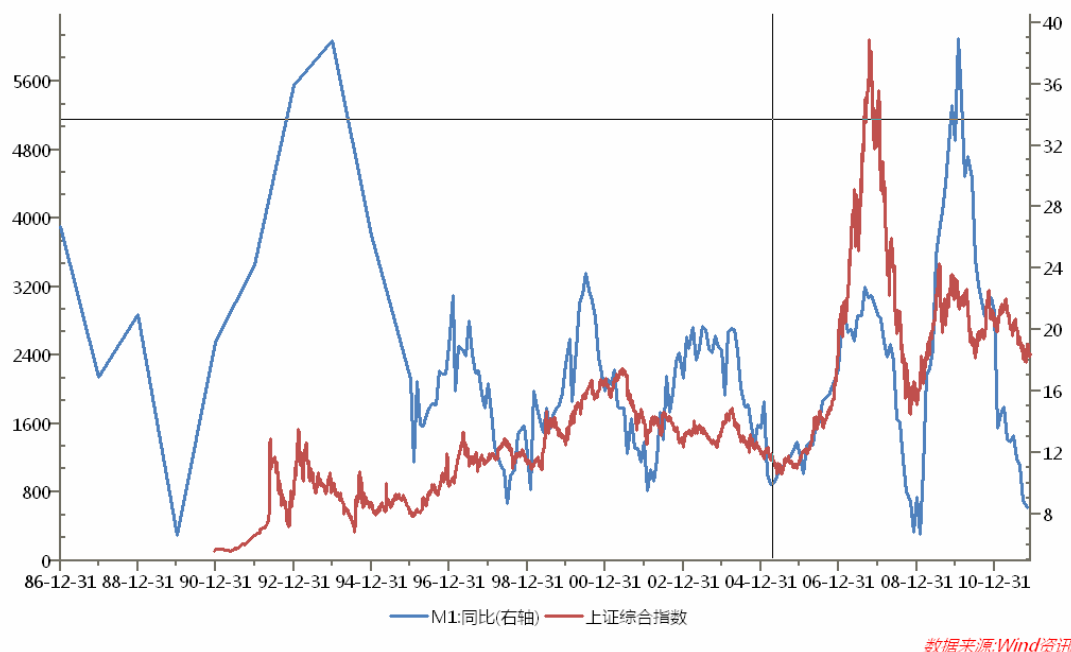
图 14: 流动性改善与库存波动间的关系



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND、东北证券

图 15: M1 增速变动与股市相关度极高



数据源自 WIND、东北证券

2)、十二五规划第二年的内生增长动力

中国经济周期的国内因素主要有宏观调控周期、松紧之间，但调控更多与换届周期以及五年规划周期有较强相关性；由此，国内更为明显的就是五年规划周期即换届红利现象。

30 年来经济增速的经验表明，五年规划第二年即地方换届次年，经济增速多高于五年规划的第一年，源于规划及地方投资冲动——1997 年例外，由于亚洲金融危机使得 1997 年的经济增速低于 1996 年。

目前看，中国经济与全球的同步性以及自身的中长周期影响制约经济趋势性回升，但规划落实周期也将有利于经济回落后的企稳，是重要的对冲力量、也是 2012 年经济的主要看点之一。

从我们对十二五规划的梳理来看，保障房、水利、节能减排、文化教育、新兴产业及能源交通等重点基础设施的推进是明年以及十二五期间的重要投入项目。从行业十二五的分布来看，规划中的行业增速在 10% 上方或者显著大于 GDP 增速的较多，这里从能源(节能)、制造(工业品)、消费升级(内需)三个角度，列出 19 个行业规划，供参考。具体分布分别为，节能、能源方面的：水利、生物质能源、煤层气、可再生能源、能源科技等；内需、消费升级方面的：畜牧业发展、轻工业、酿酒、医药、民航、内贸、旅游、新闻出版、体育等；工业、制造方面的：高端石化产品、新材料、高端装备、农业机械、宽带网络基建等。

表 4: 经验看，五年规划第二年的经济增速环比有增长

GDP%	五	一	二	三	四	一-五	二-一
1980-1984	7.80	5.20	9.10	10.90	15.20	-2.60	3.9
1985-1989	13.50	8.80	11.60	11.30	4.10	-4.70	2.8
1990-1994	3.80	9.20	14.20	14.00	13.10	5.40	5.0
1995-1999	10.90	10.00	9.30	7.80	7.60	-0.90	(0.7)
2000-2004	8.40	8.30	9.10	10.00	10.10	-0.10	0.8
2005-2009	11.30	12.70	14.20	9.60	9.20	1.40	1.5
2010-2014	10.40	9.20				-1.20	

数据源自 WIND、东北证券

表 5: 经验看，五年规划第二年投资增速环比有升

投资增速%	五	一	二	三	四	一-五	二-一
-------	---	---	---	---	---	-----	-----

1990-1994			36.80	65.50	32.80		36.8
1995-1999	21.60	12.30	9.30	17.20	5.50	-9.30	(3.0)
2000-2004	10.50	14.40	18.30	29.10	28.80	3.90	3.9
2005-2009	27.20	24.30	25.80	26.60	30.40	-2.90	1.5
2010-2014	24.50	24.90				0.40	

数据源自 WIND、东北证券

表 6：十二五规划中增长潜力大于经济整体增速的部分行业规划摘要

生物质能源	到 2015 年底，生物质发电装机将达 1300 万千瓦，到 2020 年将达 3000 万千瓦，较 2010 年分别增长 1.36 倍和 4.45 倍；
畜牧业发展	到 2015 年全国畜禽规模养殖比重提高 10-15 个百分点，畜牧业产值占农林牧渔业总产值的比重达到 36%。到 2015 年，工业饲料产量将达到 2 亿吨，年产 50 万吨以上的饲料企业或集团达到 50 家，饲料产量占全国总产量的比例达到 50%以上。
水利	防汛抗旱减灾、水资源合理配置和高效利用、水资源保护和河湖健康、体制机制和制度。主要指标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；农业灌溉用水有效利用系数提高到 0.53。
煤层气	到 2015 年，新增煤层气探明地质储量 8500 亿立方米。“十二五”煤层气产量为 215 亿至 235 亿立方米，较“十一五”规划的 100 亿立方米增长一倍多。
安全生产	规划确定实施 9 类重点工程，五年总投资估算 6252 亿元（年均 1250 亿元），较“十一五”期间实际完成投资（5265 亿元）增加 987 亿元，增长 18%（年均增长 2.12%）。
石化工业	发展高端石化产品。预计“十二五”期间，石化行业年均增长速度保持在 10%以上，精细和专用化学品率将提高到 45%以上。
新材料	“十二五”期间我国新材料产业预计总产值达到 2 万亿元，年均增长率超过 25%。对高强轻型合金材料、高性能钢铁材料、功能膜材料、新型动力电池材料、碳纤维复合材料、稀土功能材料等 6 类新材料进行重点支持
可再生能源	太阳能发电装机规模到 2015 年达 1000 万千瓦，到 2020 年达 5000 万千瓦。力争到 2015 年，我国锅炉、窑炉平均运行效率分别比 2010 年提高 5 个和 2 个百分点，电机系统运行效率提高 2-3 个百分点，余热余压发电能力达到 3100 万千瓦。
高端装备	到 2015 年高端装备的销售产值占装备制造业的比例将达 20%以上，年销售产值达到 6 万亿元；高端装备“十二五”规划主要分为五个部分：航空装备、卫星制造与应用、轨道交通设备制造、海洋工程装备制造和智能制造装备。
农业机械化	到 2015 年，农机总动力达到 10 亿千瓦，农机化率提升到 60%以上。目前我国农机化率为 52.3%。制定农机以旧换新办法。
宽带网络基础设施	“十二五”期间宽带网络基础设施建设将累计投资 16000 亿元，其中宽带接入网投资 5700 亿元。
轻工业指导意见	“十二五”期间，轻工业规模以上企业工业总产值年均增长 12%左右，到 2015 年达到 23 万亿元左右；在出口方面，保持年均增长 7.5%左右。
酿酒产业	“白酒适度增长、啤酒缓慢增长、葡萄酒快速增长，果露酒平稳增长，黄酒和酒精较快增长”的态势。预计到 2015 年，葡萄酒年均增长 20%左右；啤酒的产销量年均增长 4%。
医药工业	2015 年中国医药工业总产值有望达到 3.6 万亿-3.7 万亿元人民币的水平，年平均增幅将达 23%~24%。扶持医疗器械产业将是“十二五”规划的重点之一。
能源科技	在勘探与开采技术、加工与转化技术、发电与输配电技术、新能源技术四大领域，形成“四位一体”的国家能源科技创新体系；在发电与输配电技术领域，2015 年能源科技发展目标为：突破 700 度超临界机组，到 2020 年要掌握该技术；智能电网、间歇式电源的接入和储能技术达到广泛应用。

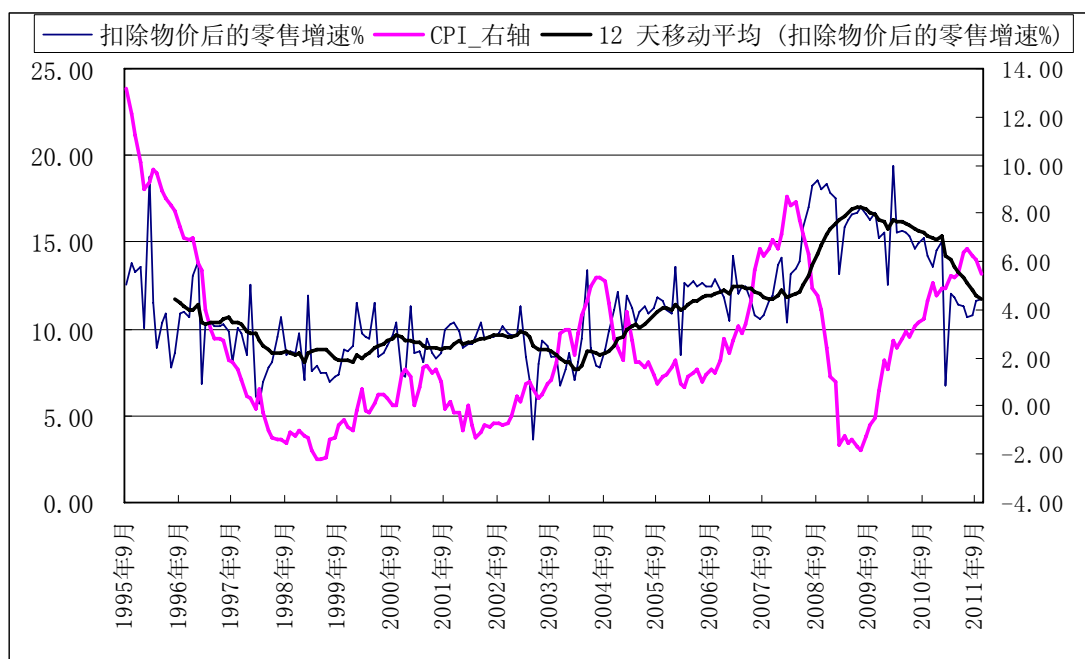
民用航空发展	到 2015 年，运输机场数量达到 230 个以上。保障起降架次达到 1040 万架次。运输总周转量 990 亿吨公里，旅客运输量 4.5 亿人次，货邮运输量 900 万吨，年均分别增长 13%、11%和 10%。
国内贸易	到 2015 年，社会消费品零售总额从 15.7 万亿元上升至 30 万亿元；生产资料销售总额从 37 万亿上升至 70 万亿；电子商务交易额从 4.5 万亿上升至 12 万亿；网上购物零售额规模从 5131 亿上升到 2 万亿。
旅游	到 2015 年，我国旅游业总收入将从目前的 1.44 万亿元提高到 2.3 万亿元，年均增长率 10%；设定增长率最快的为国内旅游收入，将从 2010 年的 1.15 万亿元上升到 2015 年的 1.9 万亿元，年均增长率为 11%。
新闻出版业	新闻出版产业未来几年增速将达 19.2%，到“十二五”期末，实现全行业总产出 29400 亿元，实现增加值 8440 亿元。在“十二五”期间，全国报刊出版单位数量降至 5000 家以下。
体育产业	增加值以平均每年 15%以上的速度增长，到“十二五”末期，体育产业增加值超过 4000 亿，占国内生产总值的比重超过 0.7%。

数据源自 WIND、东北证券

除了基于规划周期或者说换届红利，还要看到物价回落、老龄化大周期下消费的增长动力，虽然消费对经济的贡献相对平稳。老龄化的进程，实际零售总额增速从 2000 年代初开始逐步缓慢回升；2011 年由于通胀的压力以及汽车家电等刺激政策退出的缘故，导致下半年实际零售与物价出现了量价齐跌的现象，物价回落、实际消费下降的现象并非常态。

因此，明年伴随着物价回落以及国家可能出台进一步鼓励消费的政策，实际零售额并有望逐步企稳；其中汽车等耐用消费品也会是主要改善项目。

图 16：物价回落有利于实际零售的逐步企稳回升



数据源自 WIND、东北证券

3)、财税、要素价格、产业组织结构改革进一步推进

十二五规划中对经济体制改革的描述主要有加快财税体制改革、深化金融体制改革、深化资源性产品价格和环保收费改革。

有关推进改革对于中国经济的增长与转型，已有较多共识。劳伦·勃兰特和托马斯·罗斯基在《伟大的中国经济转型》就劳动力流动、人口政策、环境和资源保护、教育和科技发展、产业政策，财政分配制度改革、国有企业结构调整、全球化、法制建设、收入差距、地区差异等方面做了较多的论证。

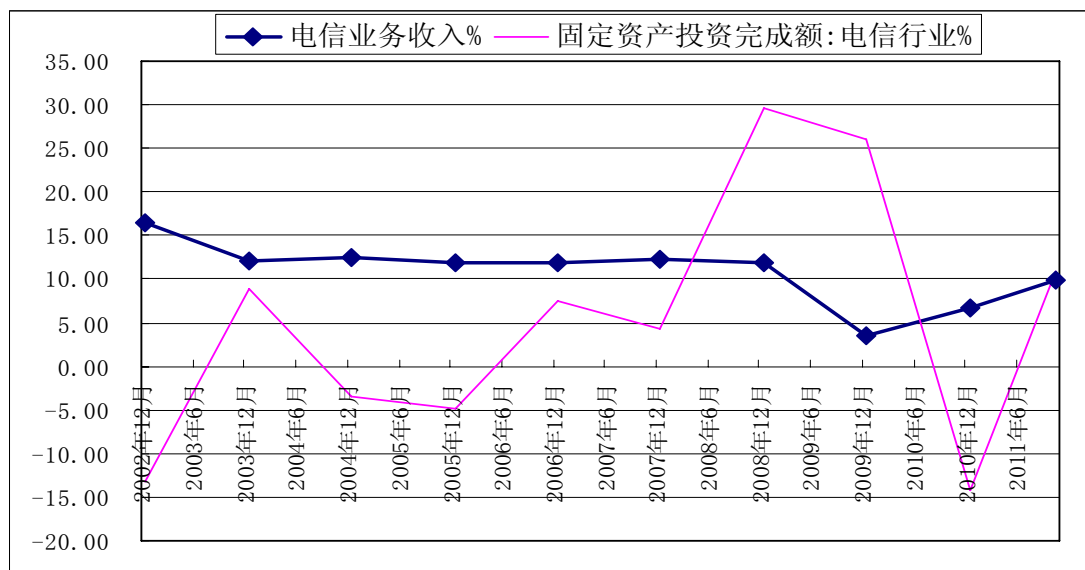
推进改革有利于经济活力的提升，尤其对相应的产业链具有积极的意义。以电信为例，产业组织结构改革以及产业集中度的变化，有利于产业活力的进一步提升。2004 年前电信行业增速均高于 13.5%、高于

GDP 增速；而近年来增速出现落后于 GDP 的现象，2011 年才有改善。研究表明，产权、管制的改革以及产业集中度改革是早起电信行业产出大幅增长的主要贡献，甚至大于资本投入的贡献。而 3G 牌照下发以及运营商的重组，使得 2011 年电信收入增长出现了改善。

事实上，财税、要素价格、产业组织结构改革的推进不同于资本的投入但有利于全要素生产率的提高；也是未来的重要期待项。伴随着物价的适度回落，电力、能源、环保等价格的改革以及金融融资结构的改革，将对相关行业产生积极影响、值得重点关注。

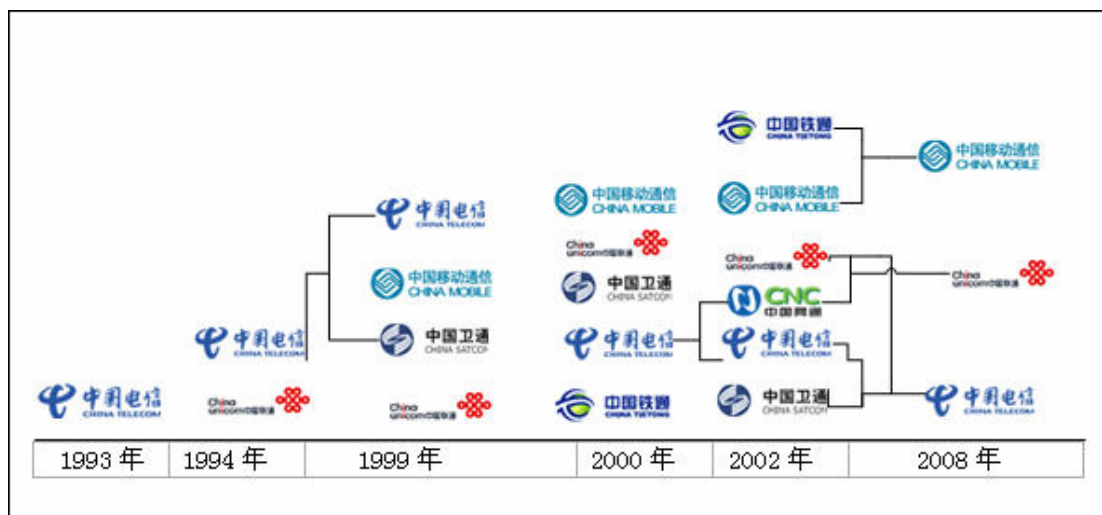
比如：资源税从价计征的实施以及上网及销售电价的上调、成品油“22+4%”机制下的相机调整，均对相关产业形成了影响；随着进一步的要素价格改革，有望对相关产业形成进一步的改善。

图 17：以电信为例，改革有利于产业活力的进一步提升



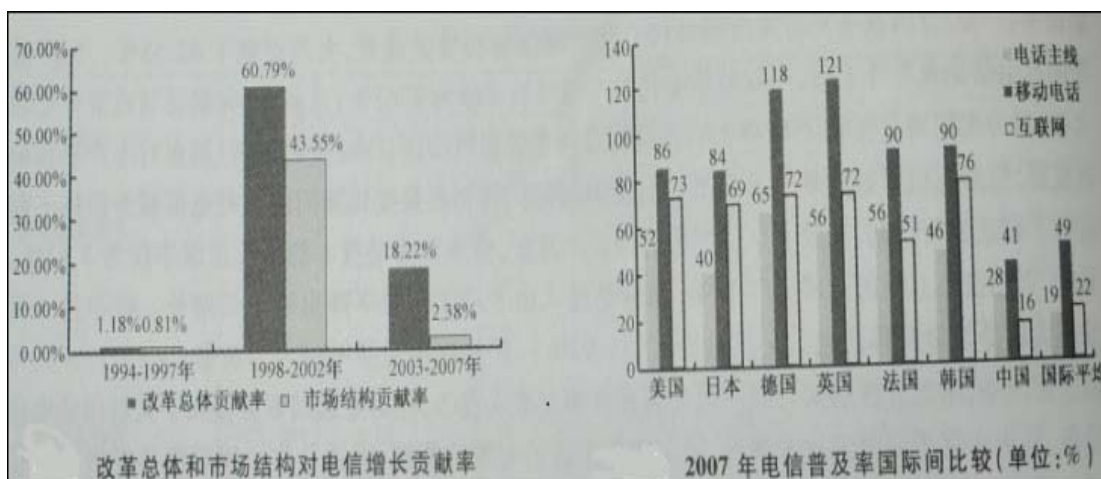
数据源自 WIND、东北证券

图 18：以电信为例，历次电信行业改革图解



数据源自 WIND、东北证券

图 19：改革的推进以及市场结构(集中度)的合理化有利于提高产业活力



数据源自《经济研究》2011 年 11 月、东北证券

二、市场运行逻辑分析

1、储蓄搬家大趋势下股市相对价值提升

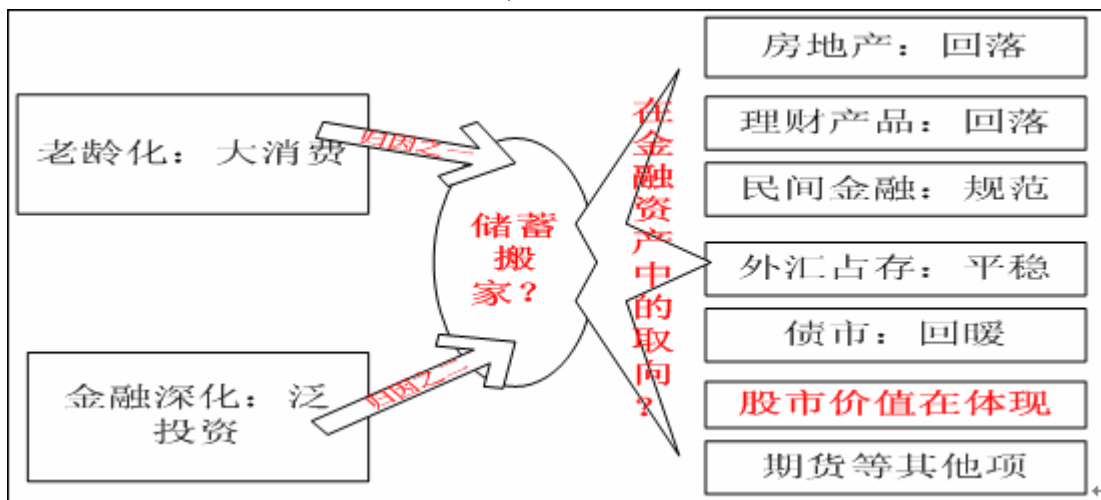
1)、储蓄搬家是老龄化和金融深化的必然结果

老龄化虽然对经济潜在产出造成影响，但生命周期的规范下呈现出边际消费倾向的增加、储蓄率的下降，这对大消费及泛金融投资产生积极影响；另外，中国处于金融深化的过程中，M2/GDP 比值还有上行，从资产配置的角度看，居民储蓄也有搬出的趋势。

自 90 年代末、中国 65 岁以上人口逐渐接近并超过 7% 后，储蓄与 M2 的比重呈回落态势，目前已较 90 年代末下降 10%；即居民储蓄财富的消费配置以及金融资产的配置出现持续的变化、而其间扰动在于负利率以及股市大幅波动等因素，在负利率显著或股市表现较好的时期，比如 1999-2000、2006-2007、2009 年的后期，居民储蓄/M2 占比均有明显回落。今年来虽然储蓄与 M2 比重有小幅回落，但由于理财产品、民间金融等的挤压，导致股市成了资金的抽水池而非蓄水池。

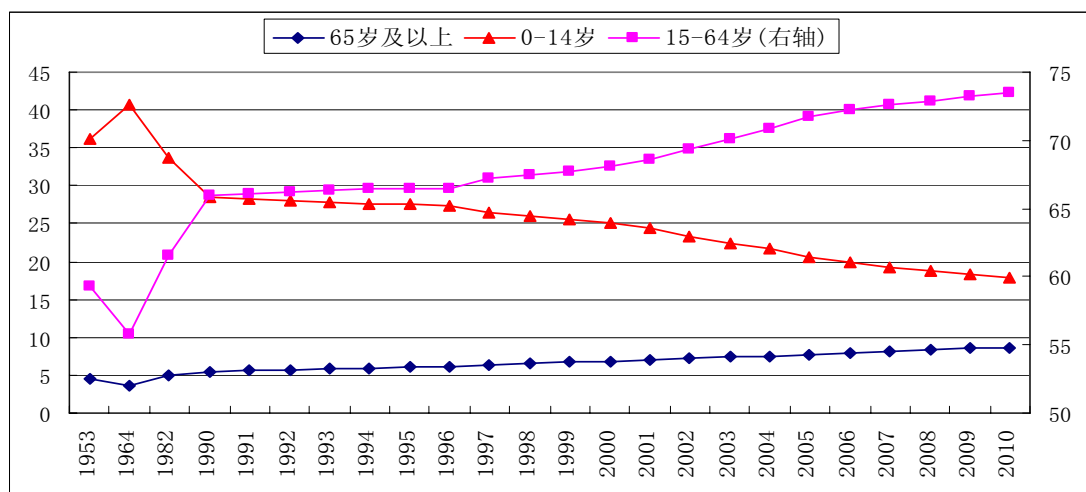
明年货币信贷回归合理、货币供应量增速较高于 2011 年，同时老龄化推进的大趋势，储蓄搬家的格局依然延续。又因为，相对由于房地产、理财产品以及民间金融等市场，包括债市和股市在内的资本市场的吸引力将增强；而资金的外流更多是波动、如同 2008 年金融危机时候的热钱外流，因此，2012 年的股市不仅在大类资产中吸引力提高、且伴随着货币总量的改善将有望获取正收益。

图 20：储蓄搬家的归因及配置推演图解



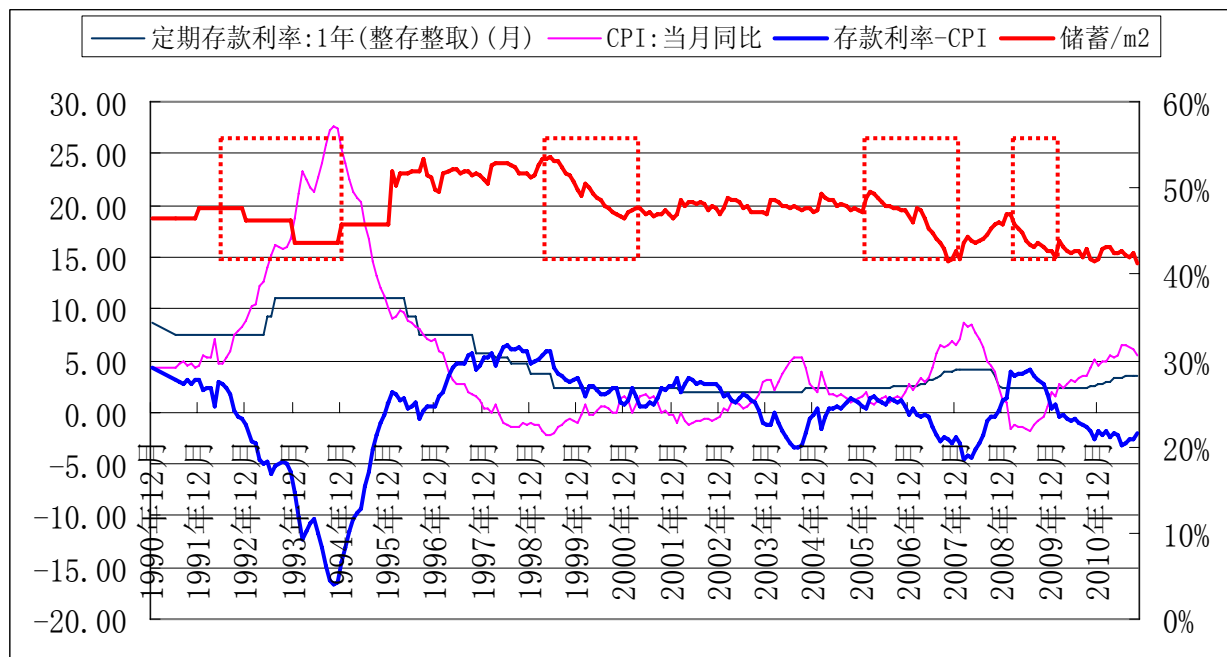
数据源自东北证券

图 21：中国老年人口比重持续上升



数据源自 WIND，东北证券

图 22：90 年代末开始，储蓄与 M2 的比重呈现逐步回落的趋势

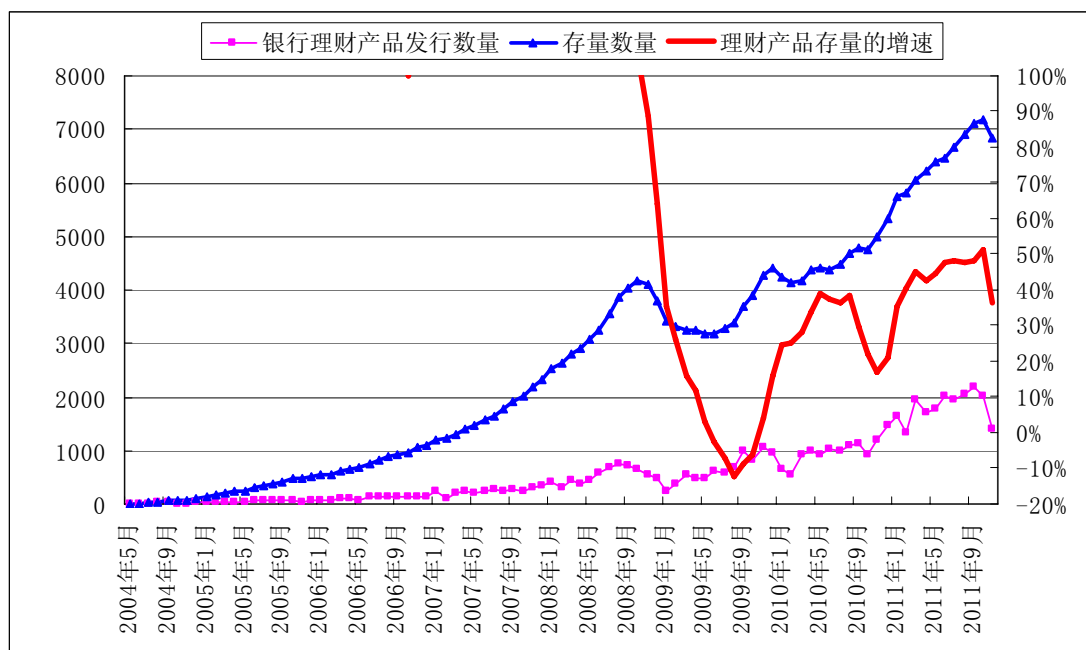


数据源自 WIND，东北证券

2)、理财产品规模高位将滞涨

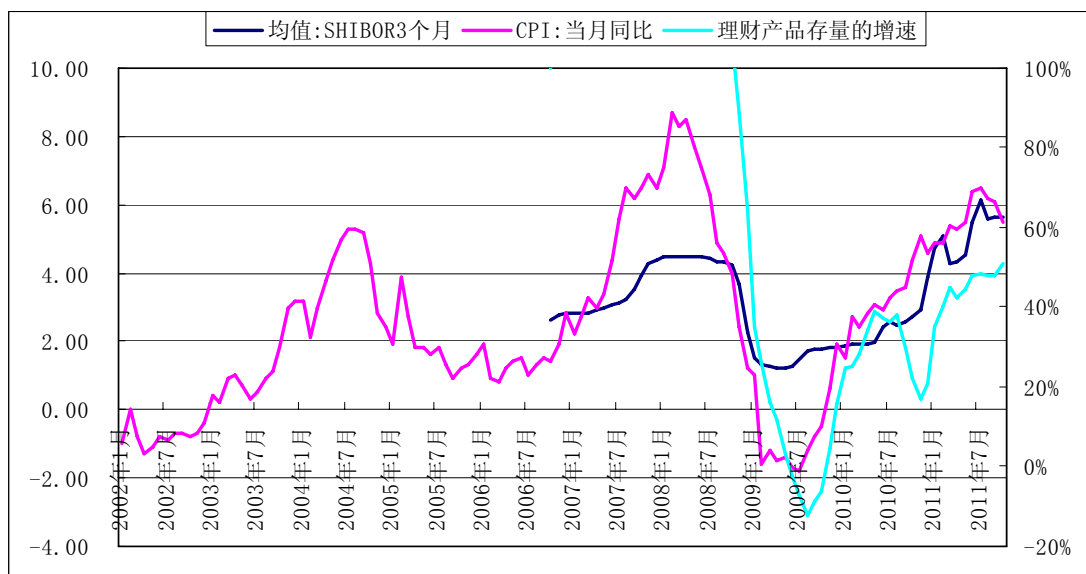
银行理财产品发行及存量规模最近 2 年来出现了突飞猛进的发展，但在近期出现了高位滞涨迹象，存量为 7000 多只理财产品、约 3 万多亿。随着物价的回落、货币政策的改善，资金利率出现了回落，再加上银行理财产品的进一步规范，预计单只理财产品的规模难有提高且理财产品的增速也将回落、理财产品的规模相对 2011 年而言将出现高位滞涨。

图 23：银行理财产品发行及存量规模有高位滞涨迹象



数据源自 WIND，东北证券

图 24：物价回落、资金价格回落，制约理财产品的增速



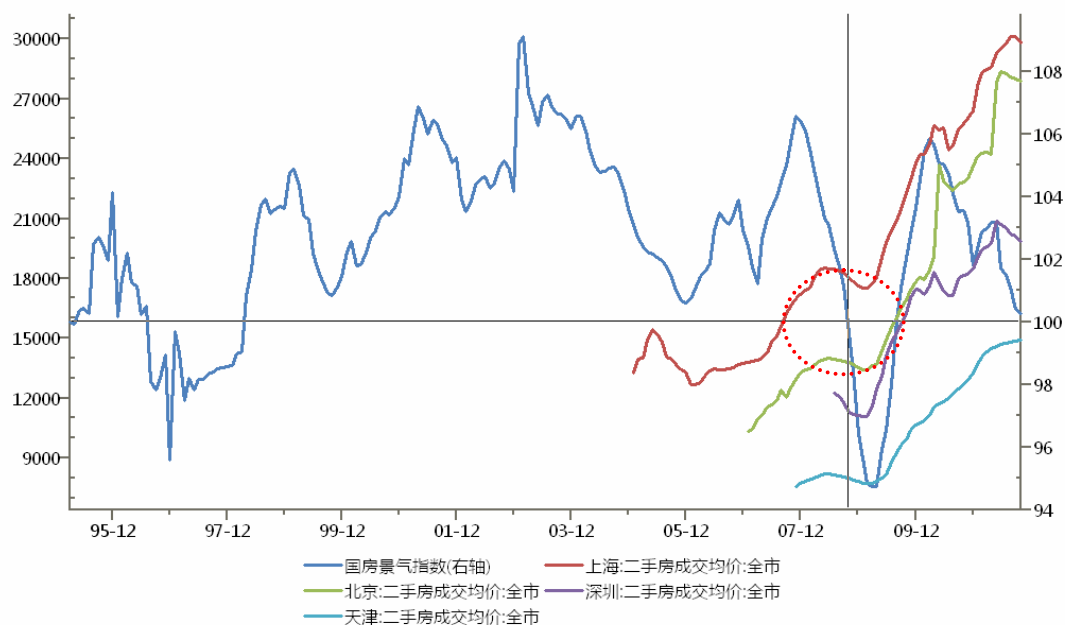
数据源自 WIND，东北证券

3)、房地产景气度仍在回落、但不会崩盘

房地产景气度明年依然处于低位区域，且明年上半年可能处于回落阶段。而股市领先于国房景气度，有 1-2 个季度的时差。

同时，房地产崩盘的概率较小，一方面日本美国房地产崩溃的惨痛经历是我们管理层希望避免的、而本轮调控更多是主动调控的原因；其次，如果以全国商品房新售均价为 5000 多、而 2008 年时 3800 左右，因此，出现崩盘式回落的空间并不太大。对于房地产调控政策而言，保障房的推进、房地产试点的扩大化以及明年中期限购政策的走向，这些值得关注。

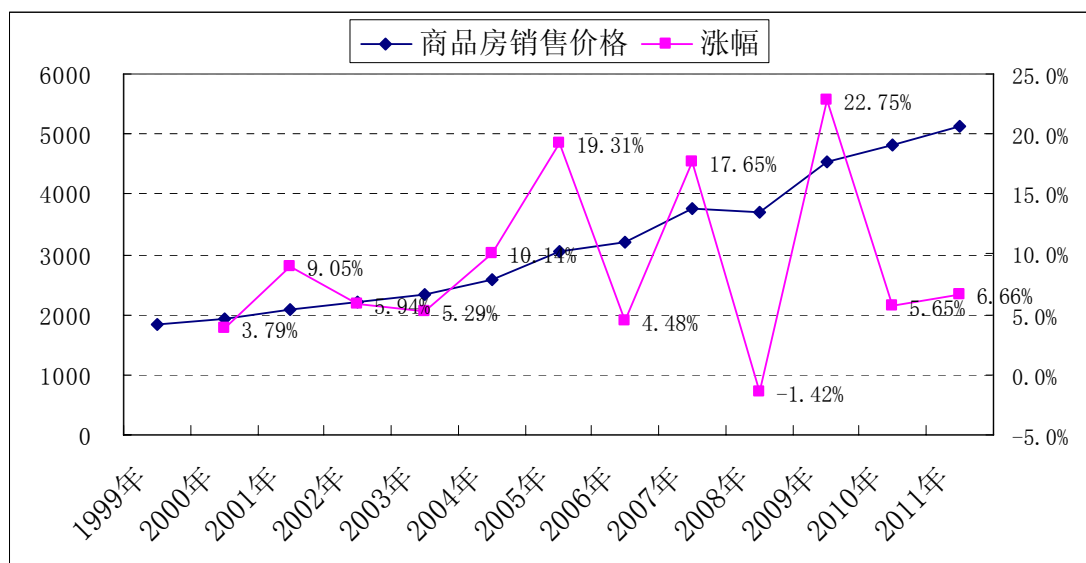
图 25: 房地产景气度尚在回落阶段、房价依然有调整要求



数据来源:Wind资讯

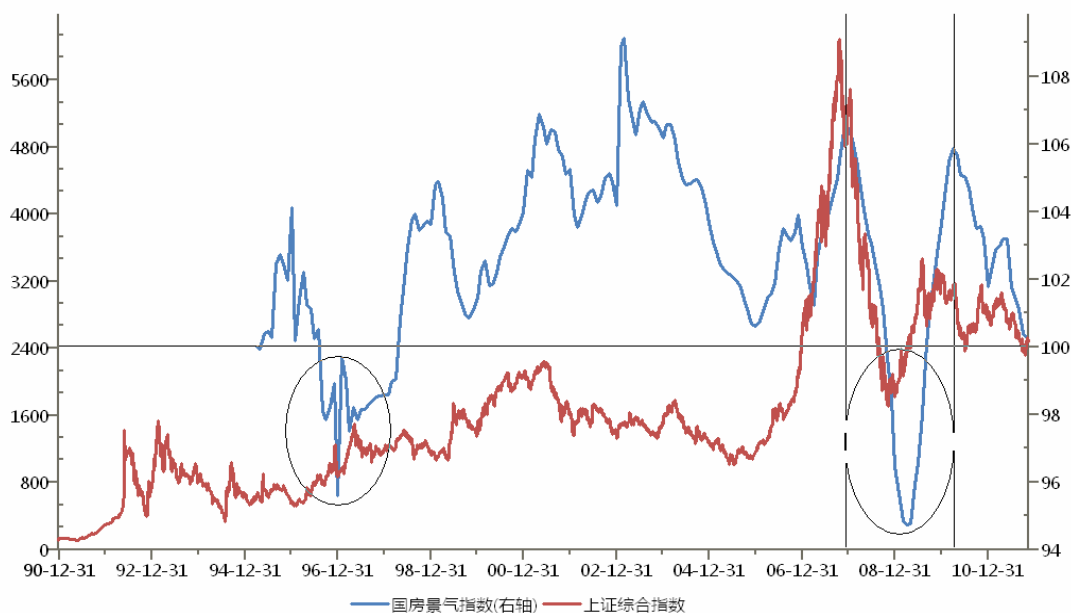
数据源自 WIND, 东北证券

图 26: 考虑到全国房价水平, 全国范围崩盘式下跌的条件并不成立



数据源自 WIND, 东北证券

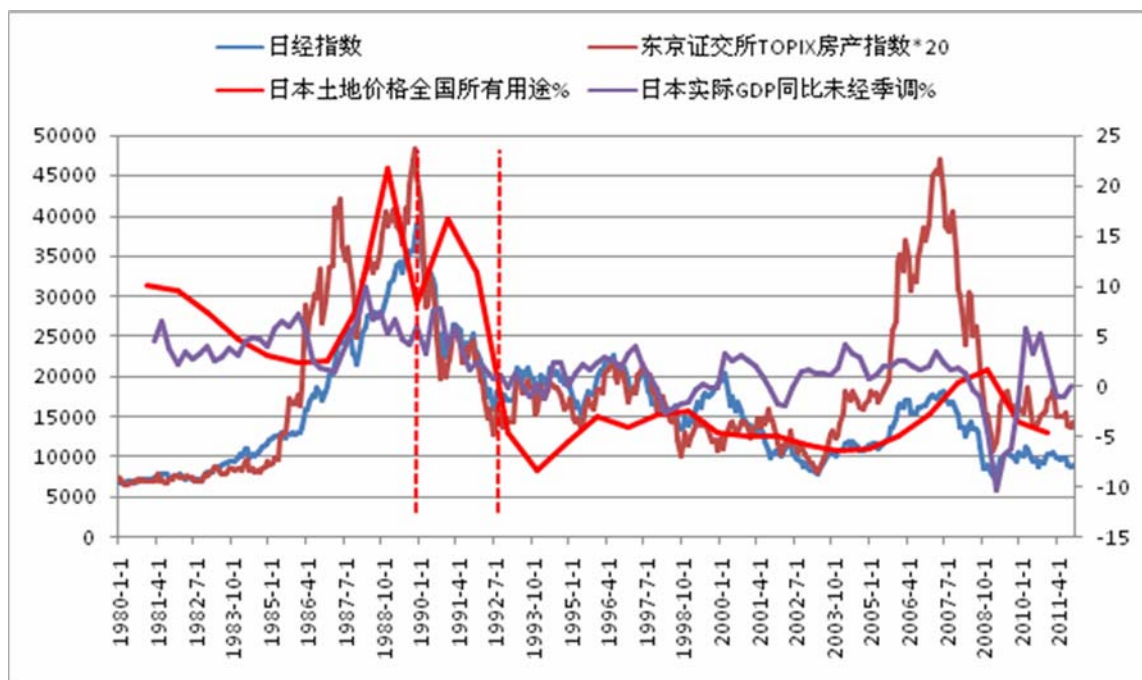
图 27：股市有望领先与房地产景气见底而回升



数据来源:Wind资讯

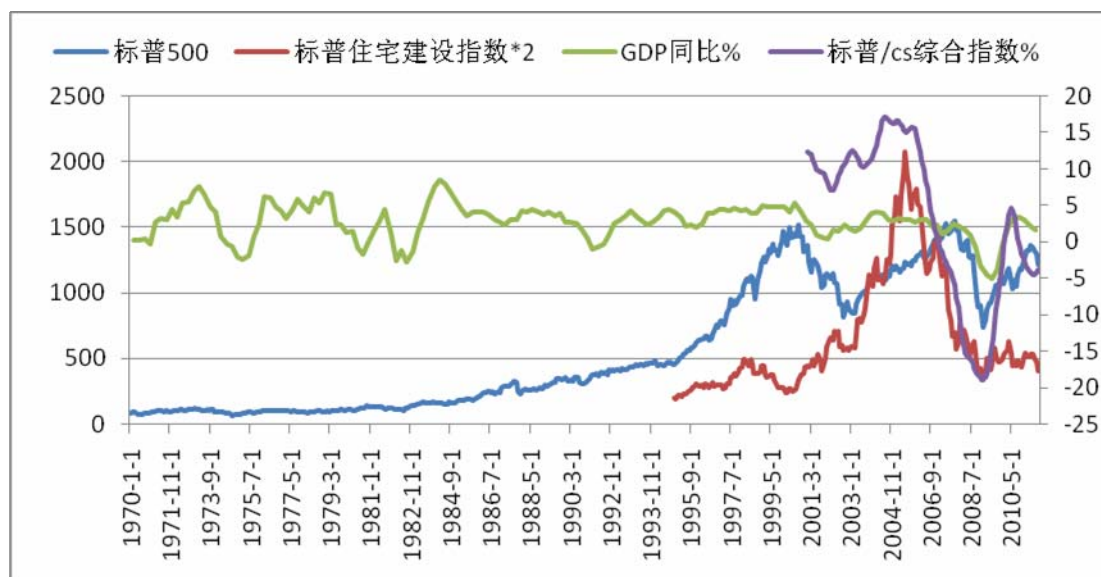
数据源自 WIND，东北证券

图 28：日本土地价格与 GDP 增速、日经指数及房地产股票指数间的关系



数据源自彭博，东北证券

图 29：美国房价增速与 GDP、标普 500 及住宅类股票指数的关系



数据源自彭博，东北证券

4)、热钱有流出、但更多是避险需求而非趋势性撤离中国

外汇占款的下降、人民币的增加弹性并阶段性出现贬值现象，尽管出现了些苗头，但目前来看更多还是波动而非逆转。

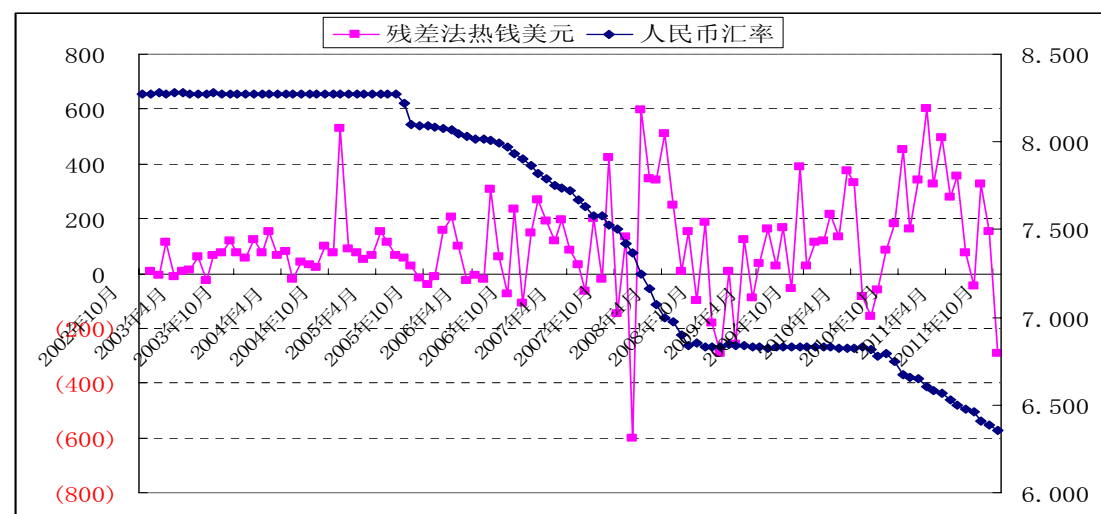
首先，残差法热钱流出在 2008 年前后频繁出现，但并未改变外汇占款增加的大趋势。

其次，人民币均衡汇率，可能的一个参照系是 94 年汇改之前 5.8 左右；彼时中国外汇储备只有 200 亿美元、贸易条件不佳，因此，如果不考虑 17 年来技术的相对进步等因素，94 年汇改前的人民币水平可视为均衡。这表明，人民币升值的空间并不大但贬值的条件也并不成熟；人民币汇率以扩大弹性为佳。

另外，客观看待人民币升值和贬值以及对经济的影响。在 2005 年人民币升值以来，由于中国人力成本及规模效应的优势，中国的出口并未因为人民币升值而减少，由此在 2007 年享受了人民币升值、经济上行、外汇占款飙升的升值红利；在进入弹性波动的过程，除了看到人民币波动导致的资金流出外，还需要看到本币贬值对本国出口及顺差的改善、只是存在 J 曲线的时滞而已。

因此，客观看待热钱流出及人民币币值问题，同时更需要客观看待人民币弹性下贬值对资本流动及出口、经济的影响；预期人民币处于弹性波动而非趋势性逆转、热钱流出并非常态；且未来降低准备金率等措施下，流动性改善是趋势。

图 30：残差法热钱短期有流出、但较难构成趋势



数据源自 WIND，东北证券

2、从融资结构看，需要降低准备金率、促进资本市场的发展

1)、信贷投资比及融资结构角度看流动性紧张、需要降低准备金率

在去年探讨 2011 年信贷及信贷投资比的时候，我们认为 7.5 万亿左右的信贷对应的信贷投资比降低至 25%、低于常态 30% 上方的比例；2009-2010 年期间的超额货币在 3 万多亿，以信贷比 30% 和投资 30 万亿的规模测算、原本 2011 年可以应付且有多余 1.5 万亿左右，但又因为期间 6 次提高准备金率及准备金缴款范围的扩大、回笼资金 2.5 万亿左右，使得资金面供给极其紧张、可能的缺口在 1 万亿左右，于是理财产品规模膨胀相较 2010 年末增加了近万亿、民间金融活跃，资本市场则受到冲击、股债双杀。

而从 2012 年的形势来看，以 8 万亿信贷、20% 投资增速看，信贷投资比将进一步回落；除了资金利用效率的改善，资金补充将更多来自存量的挤压。因此，准备金率下调是必然选择。如果外汇占款有 1.8 万亿左右增加量，且准备金率有下调至 20% 下方，则两者合计可以释放 3 万亿资金；以 30% 信贷投资比测算，则大致平衡。如果准备金率下调幅度更大些，那么储蓄搬家资金将可能更多用来促消费及资本市场而非 2011 年储蓄搬家更多流向理财产品等市场，彼时则会有显著的流动性改善，体现为超额货币供应量（M2-GDP-CPI）的转正。因此，准备金率持续的下调，可能是明年政策工具的频繁事项。

准备金率的下调和货币信贷回归合理有利于实体经济资金的平衡，而储蓄搬家趋势下理财产品及民间金融的规范和平缓使得资本市场相对吸引力增强且呈现资金的正向供给；因此，股市流动性改善的主要看点在于准备金率下调有利于实现经济领域资金总量的平衡以及储蓄搬家下的配置机会。

另外，债券市场融资规模的提升，地方债、企业债、公司债、中期票据、转债等上行较快，明年依然是趋势；准备金率的下调带来的资金供给，更多通过债券融资及股权融资的方式传导至实体、而新增信贷则相对不会太大、8 万亿左右而已。由此，从将来重视债券融资以及股权融资对实体的贡献，需要下调准备金、释放货币，需要改善股市环境。这也表明，释放货币及改善资本市场环境是未来的必由之路。

表 7：信贷投资比呈下滑态势、倒逼存量资金挤入

指标名称	GDP	固定资产投资完成额	投资占 GDP 比重	人民币新增贷款	信贷/gdp	信贷/投资
2002-12	120333	35489	29%	18001	15.0%	50.7%
2003-12	135823	45812	34%	27984	20.6%	61.1%
2004-12	159878	59028	37%	22640	14.2%	38.4%
2005-12	184937	75095	41%	23455	12.7%	31.2%
2006-12	216314	93369	43%	31805	14.7%	34.1%
2007-12	265810	117464	44%	36337	13.7%	30.9%
2008-12	314045	148738	47%	49036	15.6%	33.0%
2009-12	340903	193920	57%	95769	28.1%	49.4%
2010-12	401202	241431	60%	79235	19.7%	32.8%
2011 年预测	458975	301306	66%	75000	16.3%	24.9%
2012 年预测	513593	361567	70%	80000	15.6%	22.1%

数据源自 WIND，东北证券

表 8：信贷投资比测算的宏观参数表

参数表	2012 年	2011 年
GDP%	8.6	9.2
CPI%	3.3	5.2
名义 GDP%	11.9	14.4
M2%	15	14
投资增速%	20	24.8
储蓄增速%	12	12

数据源自 WIND，东北证券

表 9：社会融资规模增速下降、民间融资相对活跃

指标名称	2010-09	2010-12	2011-09	2011 年 Q3 增速
社会融资总量:累计值	110,600	142,700	98,000	-11.39%
社会融资总量:新增人民币贷款:累计值	62,777		56,800	-9.52%
社会融资总量:新增外币贷款:累计值	2,921		4,770	63.30%
社会融资总量:新增委托贷款:累计值	5,075		10,700	110.84%
社会融资总量:新增信托贷款:累计值	4,772		848	-82.23%
社会融资总量:新增银行承兑汇票:累计值	19,668		9,825	-50.05%
社会融资总量:企业债券融资:累计值	9,770		8,397	-14.05%
社会融资总量:非金融企业股票融资:累计值	3,628		3,515	-3.11%

数据源自 WIND，东北证券

表 10：债券融资需要大力发展

类别	债券规模 2010 年 末	债券规模 2011 年 11 月	债券规模 增量	增速
国债	59628	63692	4065	6.82%
地方政府债	4000	5842	1842	46.05%
企业债	14443	16984	2541	17.59%
金融债	57039	71196	14158	24.82%
央行票据	37030	18130	(18900)	-51.04%
短期融资券	6655	7819	1164	17.49%
资产支持证券	184	109	(75)	-40.62%
公司债	1641	2617	975	59.41%
中期票据	13606	19332	5726	42.08%
可转债	789	1176	387	49.03%
可分离转债存债	951	871	(80)	-8.36%
合计	195967	207769	11802	6.02%

数据源自 WIND，东北证券

2)、另类思考：融资规模与成交金额的回落折射资本市场明年有望改观

股市行情不佳、制约了股票融资规模；2011 年 IPO 和股票总融资规模要比 2010 年小些，即融资规模与股市具有负相关。但是，金融深化下成交额的下落是市场极度低迷的特征，往往不具有年度持续性；因为在储蓄搬家、金融深化背景下，股市成交额整体是上行，即使如 2004、2010 年指数下跌但成交额也有上行；而成交额下行的出现、是极度悲观的情景，例如 2002、2005、2008 年。

总结 A 股成交量规律：3 年一个循环周期，即 2 年环比上升、1 年环比下降，但连续 2 年成交量环比下降的现象目前还未出现；这种三年的周期规律，是与 3 年或 40 个月左右的基钦周期存在一致性，具有参考价值。成交量环比下降之年均为股市负收益的年份；而成交量环比上行之年、股市或牛市或结构性小牛市行情，比如 2006、2009 年的牛市和 2003 年的结构性小牛市行情。

因此，从另类思考的角度看，预计明年成交量环比将有所增长、有望恢复至日均 1800 亿上方；同时，股票市场表现有所上行的概率也在增加、获取一定的正收益值得期待。

表 11：包括 IPO 在内的股票融资规模 2011 年有所下降

日期	募集资金(亿元)	IPO	IPO 占比
2003	629	454	72.15%
2004	645	353	54.83%
2005	327	58	17.63%

2006	2697	1643	60.91%
2007	8044	4470	55.57%
2008	3464	1034	29.86%
2009	5150	2022	39.27%
2010	10121	4911	48.52%
2011年11月	6912	2525	36.53%

数据源自 WIND，东北证券

表 12：日均成交额环比回落看市场已处于低谷

日期	成交额(亿元)	成交单价	日均成交额
2001	33,274	13.49	133
2002	27,082	9.53	108
2003	31,203	7.84	125
2004	41,520	7.34	166
2005	31,073	4.81	124
2006	88,736	5.63	355
2007	454,069	12.73	1,816
2008	265,424	11.12	1,062
2009	531,860	10.56	2,127
2010	542,513	13.00	2,170
2011年11月	393,433	12.62	1,788

数据源自 WIND，东北证券

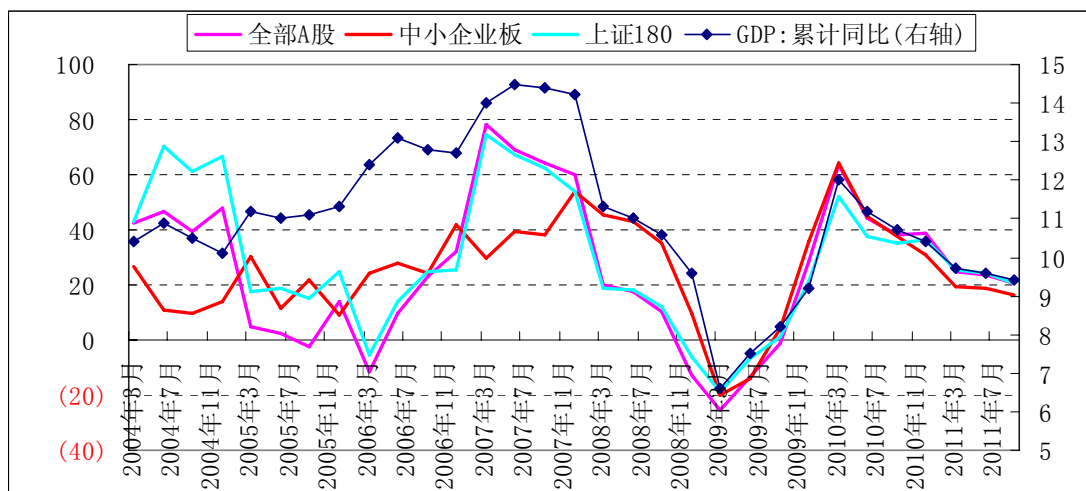
3、业绩、估值与风格轮动分析

业绩层面：预计上市公司明年业绩增速在 8% 左右。

上市公司业绩增速、ROE 时序上与 GDP 增速具有较高同步性，2012 年 GDP 增速可能回落至 8.5% 左右；对应着 ROE 环比有 10% 左右回落。因此，自上而下预期 2012 年 A 股业绩增速整体在 8% 左右、非金融类业绩增速在 4.5% 左右；其中，2011 年四季度及 2012 年 1 季度非金融类业绩处于负增长、而后有望企稳回升。

1)、业绩层面：上市公司业绩增速在 8% 左右

图 31：上市公司业绩增速伴随着经济回落而回落、时序上具有较高同步性



数据源自 WIND，东北证券

表 13: 基于 GDP 与 ROE 关系, 预计上市公司业绩增速在 8% 左右

	2011 净资产 E	2012 年净资 产 E	净利润 2012E	净利润 2012 增 速 E
全部 A 股	134279	154815	21309	7.70%
沪深 300	103465	121344	18871	10.14%
非金融股	75073	84472	9518	4.46%

数据源自 WIND, 东北证券

2)、估值层面: 估值合理但在经济回落预期下分化严重

A、分红制度性建设有利于改善股票价值在期限上分布、提高吸引力

A 股整体估值水平无论市盈率还是市净率均已国际化, 上证 13 倍市盈率、2 倍市净率与全球主要股指持平。分红制度改革则有利于股息率提高; 目前有 11% 公司零分红、沪深 300 股息率为 1.5%, 分红率 20%、未来有进一步提升空间。

逐步改善目前重融资轻回报的现象。尽管分红率不改变股票的价值, 但股东回报期限上的改善有利于吸引价值型资金的逐步介入。

表 14: 2010 年盈利公司中分红家数比例为 64.7%, 有改善空间

计数项: 分红	亏损家数	盈利家数	合计家数	分红家数	分红家数占 盈利的比例
深圳主板	49	423	472	208	49.2%
中小板	13	518	531	416	80.3%
创业板		153	153	132	86.3%
上海 600	54	750	804	418	55.7%
上海 601		78	78	70	89.7%
总计	116	1922	2038	1244	64.7%

数据源自 WIND, 东北证券

图 32: 目前 2% 左右的股息率有所提高后吸引更多价值投资资金关注股市



数据源自 WIND, 东北证券

表 15: 股息率及分红率的国际比较

	最新	市盈率	市净率	股息率	分红率
标普 500 指数	1193	12.54	1.94	2.21	27.68
英国富时 100 指数	5223	9.41	1.53	4.07	38.29
日经 225 指数	8315	16.14	1.08	2.31	37.28
纳斯达克综合指数	2523	21.61	2.55	1.12	24.24
巴西圣保罗指数	56285	9.33	1.27	4.33	40.39
印度 SENSEX 指数	16156	14.8	2.6	1.57	23.26
上证指数	2413	12.63	1.95	2.02	25.46
沪深 300 指数	2609	13.15	2.07	1.55	20.33

数据源自 WIND, 东北证券

表 16: 分红现状: 7%的公司分红规模大于融资规模、且有 11%零分红

现金分 红/市场 融资额	1990-1999	2000-2005	2006-2010	2011	合计	比例
0	41	6	30	182	259	11%
0-0.2	351	211	555	72	1189	52%
0.2-1	347	205	116	0	668	29%
1 以上	113	39	11	0	163	7%
合计	852	461	712	254	2279	100%

数据源自 WIND, 东北证券

B、中小盘股估值溢价依然有压力

中小板股盈利增速的溢价是中小盘股持续估值高溢价的前提。当下估值及业绩的双重背离, 伴随着经济的回落、业绩的下行以及金融创新、解禁压力, 中小板和创业板的估值溢价难有提升且有回落的压力。

2010 年 11 月中小板对上证 180 市盈率 TTM 的估值溢价从 3.6 被回落至今为 3.1 倍、即 2011 年中小板对上证 180 的市盈率估值溢价大致在 3 倍上方运行; 今年创业板中小板的股价表现也落后于权重板。

预计 2012 年中小板对上证 180 的市盈率估值溢价将延续 2011 年的特征而难有提升, 中小板的机会更多来自于业绩的增长而非业绩溢价的提升。

原因为: 银行股为代表的上证 180 权重股估值已经处于低位, 继续回落的空间不大。以银行股为例, A 股银行股估值及 ROE 盈利能力要好于美国银行、考虑到经济软着陆, 银行板块的安全边际较高。而创业板 40 倍的估值水平, 依然存在着估值的压力; 同时, 明年中小板尤其是创业板解禁压力相对较大, 供求关系也制约着创业板估值溢价的提升。创业板与纳斯达克估值结构看整体偏高、有压力; 纳斯达克中市盈率在 10-20 倍的市值占比为 48%、而国内创业板中市盈率在 30-50 倍的市值占比为 58%, 估值配比较为严重。

创业板高估值或泡沫是需要有高业绩溢价等多因素支撑的, 在经济回落下缺乏该条件; 而退市机制、转融通等金融创新以及国际化等 A 股成熟化的特征将制约创业板的比较价值; 同时, 明年创业板解禁规模占流通市值的 53%、解禁压力大, 而全部 A 股的解禁规模占 8.6%。因此, 以中小盘股为代表的成长溢价将会回落压力。

另外, 今年创业板跑输大盘、但 2010 年创业板大幅跑赢大盘, 从行为金融角度看, 当前风格层面总体不适用反转策略、因为 A 股中反转策略的形成期和观察期实证来看一般为 2 年而非 1 年。

图 33: 中小盘估值溢价有逐步回落而非扩大的迹象



数据源自 WIND, 东北证券

图 34: 纳斯达克对标普估值已经回落至 2 倍附近



数据源自彭博, 东北证券

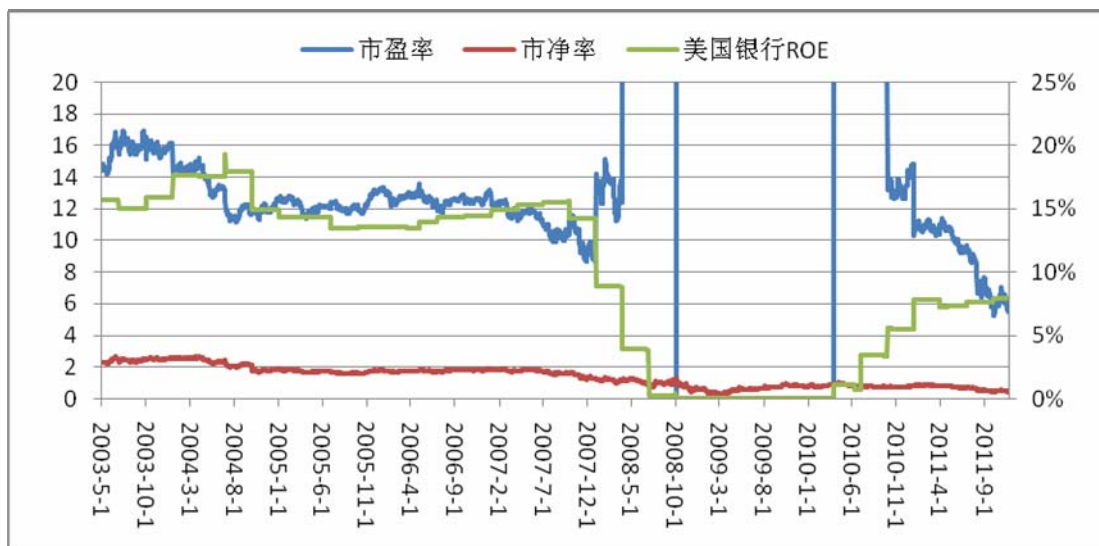
表 17: 今年以来权重和部分消费板块跌幅小于中小盘股

	总市值	2011 年至今涨跌幅%	市盈率 TTM	预测市盈率 2012_WIND
全部 A 股	238388	-13.75	14.26	10.33
中小企业板	32183	-22.02	32.08	19.03
创业板	8826	-25.26	43.4	23.4
上证 180	117534	-10.44	10.22	8.14
SW 银行 II	37774	-1.25	6.94	5.55
SW 采掘	28915	-10.07	13.76	11.25
SW 食品饮料	10424	6.99	32.91	20.21

SW 医药生物	11105	-21.01	33.76	21.73
SW 餐饮旅游	1249	-9.65	42.25	26.2
SW 商业贸易	6058	-19.8	24.26	15.24

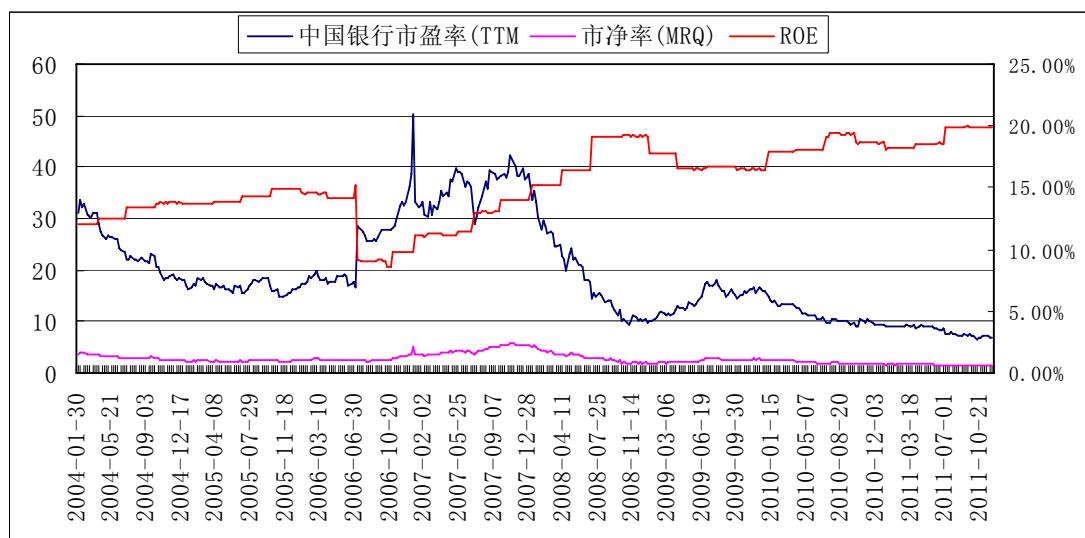
数据源自 WIND，东北证券

图 35：银行股国际比较——美国银行的估值及盈利能力



数据源自彭博，东北证券

图 36：银行股国际比较——中国银行估值创出历史低位、而盈利尚在高位



数据源自 WIND，东北证券

表 18：中国创业板估值及分布远高于纳斯达克

市盈率分布	纳斯达克				中国创业板			
	总市值 (亿美元)	家数	市值比重	家数比重	总市值 (人民币)	家数	市值比重	家数比重
缺省	4691	85	10.6%	3.3%				
负值	2744	872	6.2%	33.8%				

0-10	5565	346	12.6%	13.4%				
10-20	21186	709	47.9%	27.5%				
20-30	5149	251	11.6%	9.7%	877	23	9.9%	8.4%
30-40	1499	107	3.4%	4.2%	2249	78	25.5%	28.4%
40-50	1029	42	2.3%	1.6%	2580	83	29.2%	30.2%
50-60	371	39	0.8%	1.5%	1387	43	15.7%	15.6%
60-high	1996	127	4.5%	4.9%	1734	48	19.6%	17.5%
All	44230	2578	100.0%	100.0%	8826	275	100.0%	100.0%

数据源自彭博，东北证券

C、金融创新、国际化进程以及海量解禁制约中小盘股的溢价空间

国际化及金融创新、卖空机制、解禁与股市尤其是中小板。创业板明年解禁规模为 1500 亿、占当下创业板流通市值的 53%；全部 A 股解禁规模占 8.6%。由此，创业板为代表的中小盘股明年的估值溢价难有溢价而有回落压力。

中小盘股的估值溢价回升可能的情形模拟：2011 年报业绩大幅下降、并作大量洗澡计提；2012 年中国经济后期显著回升、导致中小盘股业绩显著增长且对上证 180 为代表的权重股在某些季度有业绩增速的溢价；彼时，大股东解禁背景下释放业绩动能增强。中短期来看，这些催化剂均未出现、这也是估值溢价有回落的因素。

表 19：创业板、中小板明年解禁压力较大

解禁市值	深圳主板	中小板	创业板	上证 A 股	总计
2011 年 12 月	160	163	93	1284	1699
2012 年 1 月	130	238	106	937	1411
2012 年 2 月	26	55	99	255	437
2012 年 3 月	91	154	60	426	731
2012 年 4 月	71	169	84	689	1013
2012 年 5 月	46	48	70	336	499
2012 年 6 月	136	154	46	66	402
2012 年 7 月	157	388	59	1013	1617
2012 年 8 月	272	351	65	457	1146
2012 年 9 月	34	400	29	509	972
2012 年 10 月	206	283	664	345	1498
2012 年 11 月	312	960	35	597	1904
2012 年 12 月	10	433	129	1514	2086
解禁市值合计	1652	3797	1538	8427	15415
当前流通市值	28324	16998	2918	130921	179161
当前总市值	36628	32118	8836	159358	236940
解禁市值占流通市值比重	5.83%	22.34%	52.71%	6.44%	8.60%

数据源自 WIND，东北证券

三、市场运行趋势以及投资策略

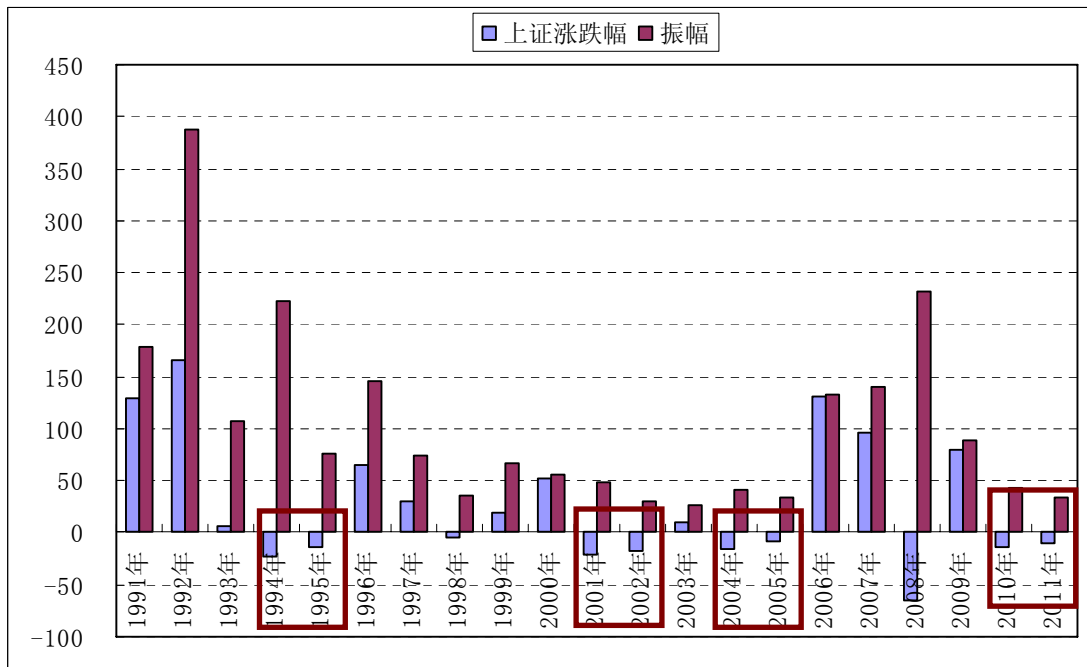
1、市场运行趋势及高低点情景分析

1)、另类思考：境外转型期及失落期股市的经验

另类思考：转型期股票市场的国际比较经验。日本在 70 年代经历了转型期，期间市场振幅和涨幅均平缓、涨跌幅在 10% 左右；而 90 年代后失落时代、年度收益率连续为负。国内市场，A 股 2010-2011 年已经

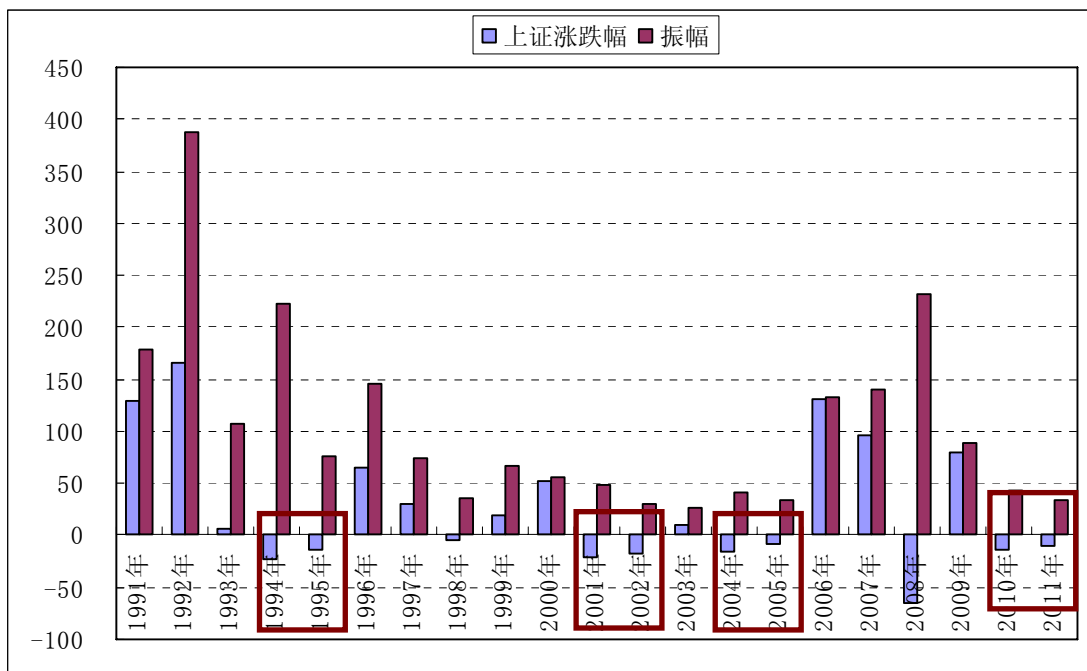
连续 2 年处于宽幅区间震荡中的指数负收益；参照日本经验、以日本转型期规律来看，转型期市场年振幅和年涨跌幅整体平缓化，基于中国转型而非崩盘的判断，A 股明年有望在宽幅区间震荡中运行至上轨而获取正收益。

图 37：日本 70 年代转型期与 90 年代“失去期”的股价表现



数据源自彭博，东北证券

图 38：中国走在转型期、并非如日本的“失去期”，市场平稳但非崩盘



数据源自 WIND，东北证券

2)、市场逻辑及运行分析

市场的推动因素：预计明年在稳增长调结构的导向下货币信贷将回归合理、同时储蓄搬家应有延续；经济的适度回落、对应上市公司业绩增长在 8% 左右，估值在流动性改善下有所回升；这是明年市场回升

的主要动力。

市场的风险因素：根据 90 年代至今 A 股走势与 M1 增速之间的关系来看，股市一般同步(96 年 1 月 M1 拐点、股市回升)或略领先于 M1 拐点(2002 年 3 月和 2009 年 1 月 M1 拐点、股市提前其 2 个月回升)；而只有股市供求关系失衡的悲观预期以及经济层面超预期的下降才会延缓股市与 M1 增速之间的关系，比如 1998 年 6 月 M1 拐点但由于长江洪水以及亚洲金融危机，导致股市继续杀跌至 8 月份 1043 点而后才回升，2005 年 3 月 M1 拐点则由于股权分置改革在 4-5 月推进，市场对供求失衡的惯性担忧导致股市继续杀跌之 6 月份的 998 点而后才回升。因此，明年市场的风险点，可能来自中东局势下能源价格的异动以及欧债等危机扩散下全球避险风险的变动、或来自国际板快速推进对市场供求造成的悲观预期，这两个方面将导致市场筑底的时空延长。

2008 年以来由于大量限售股解禁及融资扩容、流通市值的扩张、市场主体更趋多元化，市场估值整体一直处于低位区域运行，导致在分析市场的高低点运行的时候更多从资产配置角度而非“估值*业绩”的角度来思考；因为市场规模的扩大以及投资群体的变化，估值体系已经较难有历史做参考，尤其是在测算市场上行空间的时候。

以自由流通市值和储蓄及 M2 的比值参考 2009 年 8 月极度释放流动性的场景，2009 年 8 月时自由流通市值和储蓄及 M2 的比值分别为 31%、13.3%；预计 2012 年自由流通市值由目前的 8.7 万亿可能扩张至 9.6 万亿、对应的自由流通市值对储蓄和 M2 的占比现值相对 2009 年 8 月的基准分别提升 17%、和 33%，以 2400 点为参考基准则预计 2012 年在货币信贷回归合理和储蓄搬家的作用下市场的高度在 2800-3200 点。

由于整体估值水平的历史低位以及政策点已经确立、流动性底部也将在明年 1 季度伴随着 M1 增速的转向而确立，因此，市场指数回落的空间不会太大、冲击更多来自于部分高估值个股业绩低于预期的风险。

因此，2012 年 A 股市场有望逐步复活“价值的理念”、演绎蓄势回升的格局；股市拐点的确立、将同步于流动性拐点。流动性的拐点有价量两个维度：2011 年 10 月份票据贴现及债券收益率等资金价格利率出现回落，这是流动性价格维度的拐点；而 M1 增速的止跌回升将确认市场的转势。对于 M1 增速的拐点，我们认为，自 08 年 11 月 M1 触底至今已有 3 年、且目前已经处于历史低位的 M1 增速，有望在未来数月、更可能是 1 季度出现。

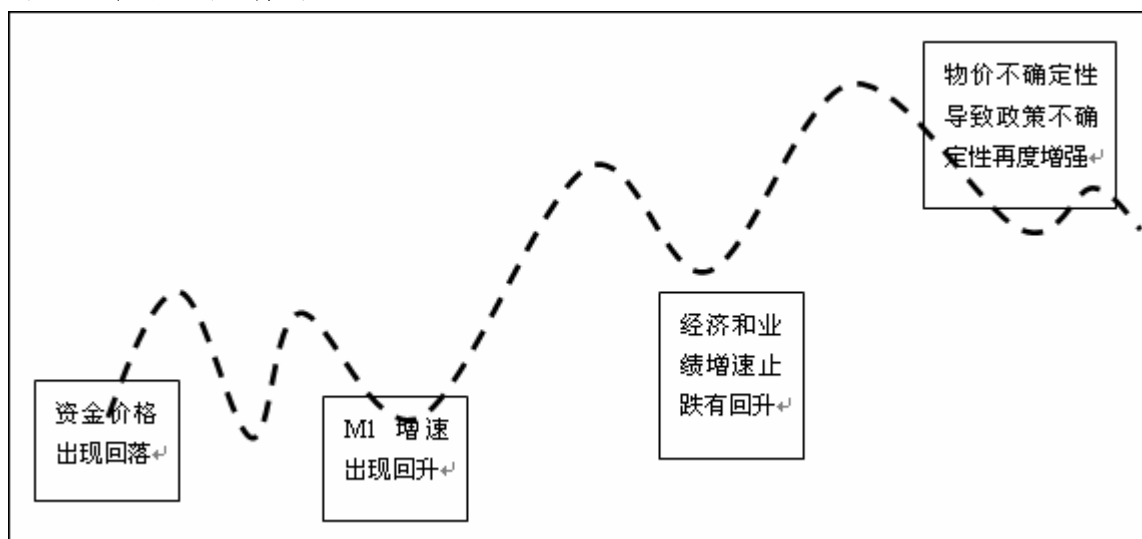
故市场在“资金价格出现回落——M1 增速出现回升——经济和业绩增速止跌后又回升——物价不确定导致政策不确定性再度增强”的事件演绎，从而 A 股整体有望演绎蓄势而后回升的行情，而后期的压力主要来自下半年主要是四季度物价再起后、政策预期改变所带来的波动；市场可能经历“价值的复活”、“估值的修复”以及“再度寻找均衡”的三步骤。上证指数核心区间为 2300-3200；全年有望获取正收益、股息收益 2%、资本利得 10%以上。

表 20：基于货币信贷总量回归合理的指数高点测算

指标名称	M2	储蓄存款余额	自由流通市值	自由流通市值/储蓄	自由流通市值/M2
2005 年 6 月	275786	132339	8361	6.32%	3.03%
2007 年 10 月	394204	163883	78650	47.99%	19.95%
2008 年 10 月	453133	207744	28805	13.87%	6.36%
2009 年 8 月	576699	248503	77474	31.18%	13.43%
2010 年 12 月	725852	303302	91435	30.15%	12.60%
2011 年 10 月	816829	327699	86729	26.47%	10.62%
2012 年 12 月 E	949354	360469	95829	26.58%	10.09%
2012 年末对 2009 年 8 月的提升比例				17.31%	33.10%
以 2009 年 8 月 3478 点为参照系，自由流通市值对储蓄和 M2 的占比提升 17.3%和 33%，以 2400 点为基数，对应市场高点在 2800-3200 左右。					

数据源自 WIND，东北证券

图 39：市场运行趋势的“遐想”



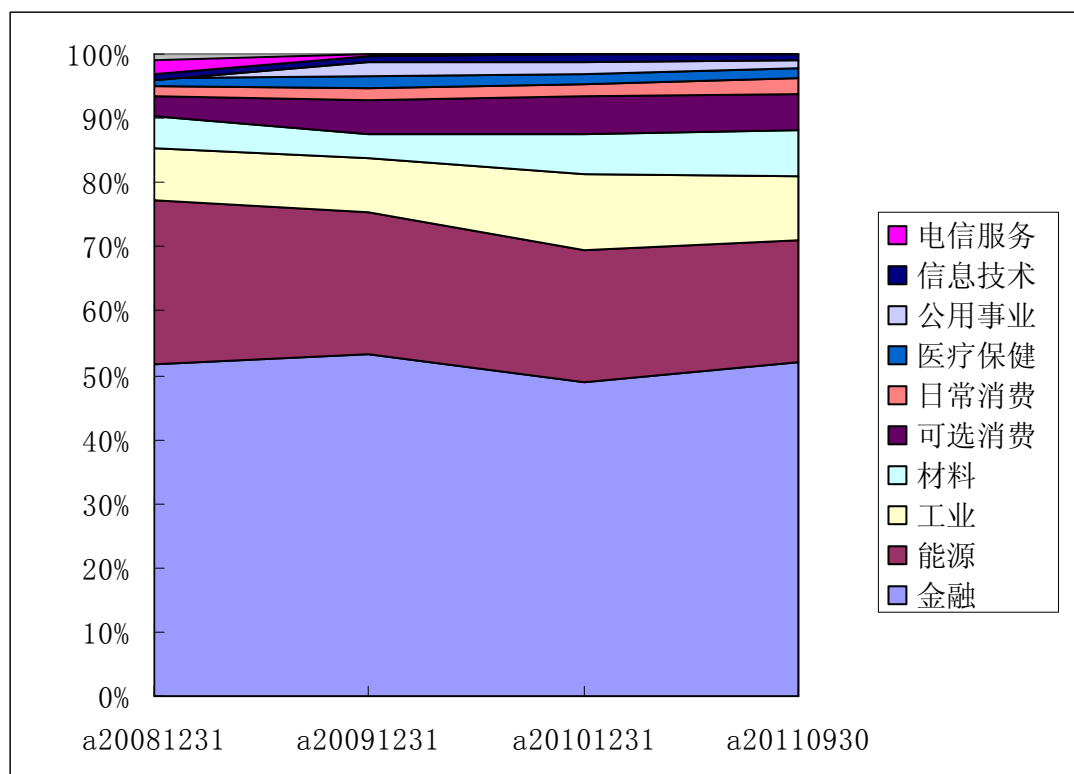
数据源自东北证券；注：回忆 2011 年策略中给出相对谨慎的 2450 点的低位，但依然被黑天鹅所冲击；故，作此市场运行图更多为遐想、仅为解读市场逻辑的方便出发，笔者对市场始终充满敬畏。

2、配置思路：以价值为主、主题为辅、挖掘成长

盈利以及估值水平的结构分化是 2008 年金融危机以来的主要特征。盈利水平在行业之间持续分化，金融能源等价值类板块盈利占比持续高位而一些新兴产业盈利占比始终低位；盈利水平在行业内部分化也较为明显，房地产、券商、保险、汽车、煤炭、钢铁、电力等系统性显著的行业内盈利增速也出现了较大分化。估值水平的背离极大，如前文所述，创业板 40 倍、中小板 30 倍、上证 180 指数 10 倍，估值水平与业绩水平之间如果简单用 PEG 来衡量的话，背离度极大。

明年配置思路，在风格与行业做选择的同时，更加需要重视行业内部盈利结构性变化的趋势，预期在经济回落、改革与转型的过程中，这种趋势将加强而非弱化。风格上，倾向于以价值为主、主题为辅、挖掘成长；投资主线及行业上，重点关注经济物价双回落、货币信贷回归合理逻辑下，绝对估值水平低、受益于未来要素改革、产业组织结构改善尤其是经济回落下具有并购重组价值的板块，即布局金融（券商、保险、银行）、能源（采掘服务、电气设备）、信息（电信服务、光通信）、汽车（乘用车、客车）；同时，关注兼具主题与成才逻辑的节能环保（水处理、固废）、新能源（核电）、农副药材加工（中药保健）、文化内容提供商（后 3G 信息服务、影视传媒网络）、高端装备（航天卫星导航、海工装备）。

图 40：金融危机后金融及能源类利润占比依然较大、转型兑现至业绩层面存在困难



数据源自 WIND，东北证券

表 21：金融危机后申万行业业绩占比变化及估值列表

利润占比	2008 年报	2009 年报	2010 年报	2011Q3	市盈率	市净率
采掘	22.27%	16.27%	15.60%	14.17%	13.45	2.11
餐饮旅游	0.12%	0.14%	0.13%	0.13%	40.83	3.74
电子	0.13%	-0.13%	0.37%	0.30%	56.16	3.21
房地产	3.30%	4.18%	3.86%	2.76%	14.96	2.02
纺织服装	0.54%	0.65%	0.59%	0.47%	22.82	2.85
公用事业	-0.30%	2.40%	2.10%	1.50%	26.01	1.91
黑色金属	2.66%	0.94%	2.01%	1.60%	19.88	1.1
化工	3.77%	6.79%	6.40%	6.56%	15.35	2.12
机械设备	2.64%	2.68%	2.95%	3.20%	24.16	2.92
家用电器	0.63%	0.95%	1.00%	1.07%	14.81	2.33
建筑建材	1.71%	2.75%	2.43%	2.60%	13.32	1.84
交通运输	2.39%	2.03%	5.43%	3.69%	14.35	1.56
交运设备	1.96%	2.82%	3.53%	3.06%	16.55	2.37
金融服务	49.22%	49.69%	45.70%	49.96%	8.11	1.53
农林牧渔	0.30%	0.35%	0.32%	0.30%	46.74	4
轻工制造	0.43%	0.46%	0.37%	0.37%	34.62	2.42
商业贸易	1.30%	1.20%	1.20%	1.34%	23.02	2.94
食品饮料	1.03%	1.60%	1.52%	1.77%	33.39	7.09
信息服务	2.98%	0.83%	0.73%	0.61%	36.86	3.15
信息设备	0.50%	0.72%	0.59%	0.37%	36.45	3.2

医药生物	1.42%	1.87%	1.49%	1.57%	33.64	4.18
有色金属	1.22%	0.79%	1.53%	2.23%	29.17	3.53
综合	-0.22%	0.02%	0.18%	0.35%	28.85	3.67
All	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	13.96	2.08

数据源自 WIND，东北证券

附录：行业研究员及行业比较分析对跟踪行业的配置建议及重点个股

	行业	行业观点（行业比较结合行研的观点做适当调整）	配置建议	研究员看好公司
农林牧渔	农产品加工	原料成本可能下降，但毛利润低，且不稳定	标配	
	饲料	生猪存栏量增加，原料玉米价格下跌	标配	海大集团
	渔业	消费升级，供应有限，但产品价格受经济加速回落影响	标配	壹桥苗业、獐子岛
	种植业	行业空间大，受宏观经济影响小，政策扶持	标配	登海种业
	畜禽养殖	肉价下跌预期下关注一体化养殖企业	标配	圣农发展
采掘	煤炭开采	资源价格改革方向总体不利于煤炭企业继续获得暴利，尽管供应偏紧但煤炭作为晚周期行业在经济下行后期受到冲击会较大。	低配	平庄能源、冀中能源、山煤国际
	石油开采	油价供应易受事件性冲击，比其他大宗商品坚挺	标配	
	采掘服务	取决于资源价格的变化	标配	潜能恒信
化工	化学新材料	化工行业最具活力子行业，相关公司成长性佳但业绩波动较大	标配	宏达新材
	化学纤维	高棉价行情不在，行业产能较多，景气度下行，下游纺织服装降速	低配	
	化学原料	纯碱两次上涨源于限电，氯碱 PVC 上游电石持续上涨，下游地产开工不佳，整体机会不大	低配	
	化学制品	产能过剩限制价格上升，需求在周期低位，拐点未现	低配	
	石油化工	跟踪炼油毛利变化	低配	
	塑料	以钢代塑趋势未变，工程塑料前景较好，但出口占比较大	低配	
	橡胶	受汽车轮胎行业影响大，原料价格下乡但需求增速亦放缓，出口占比较大	标配	
黑色金属	钢铁（钢种）	房地产产业链，受固定资产投资增速下降影响，估值已经较低	标配	久立特材
有色	金属非金属新材料	十二五规划政策	标配	骆驼股份
	有色金属冶炼（基本金属、贵金属、小金属）	基本金属：发达国家经济复苏缓慢，需求不振影响价格；贵金属：金价仍有上升动能；小金属：新材料、收储情况，十二五规划行业政策	低配	利源铝业
建筑	建筑材料	水泥股的投资节奏与政策和需求紧密关联，玻璃行业关注浮法和光伏业务的见底回升以及深加工设备制造商	低配	冀东水泥、同力水泥、东方雨虹

建材	建筑装饰	受房地产影响较有限，晚周期，库存压力大，估值低	标配	建研集团、棕榈园林
机械设备	电气设备	预计明年电网投资增速在 10% 以上，高压一次设备利润回升，中低压配电仍会较高增长，核电审批重启会有交易性机会	超配	东方电气、众业达、阳光电源、平高电气、置信电气、国电南瑞
	机械	能源装备（煤机、油气）、印刷装备、农业机械等较小的子行业景气度较高，工程机械、机床、重型机械出现周期性回落	标配	郑煤机、林州重机、杭氧股份、陕鼓动力
电子	半导体	半导体行业下游消费升级趋势明显，明年收入稳定增长，相对今年有所复苏	低配	鸿利光电、欧菲光、莱宝高科、国星光电、长盈精密、长信科技
	光学光电子	重点关注 LED 照明产业链和智能手机产业链相关公司		
汽车整车	乘用车	明年乘用车行业增长 12% 左右，流动性转好，原材料成本下降	超配	悦达投资、长城汽车、上海汽车、江淮汽车、宇通客车
	货车	经济下行，货车增速不确定性	标配	
	客车	新能源客车，校车采购，出口恢复	超配	
信息设备	通信设备	明年通信设备板块可能仍然受到宏观经济负面影响，但围绕中国移动 3G 困局以及无线、固网宽带建设可挖掘到较多结构性投资机会，看好光通信子行业	超配	烽火通信、日海通讯、中天科技、光迅科技
食品饮料	饮料制造（酒种、软饮料）	白酒：中端>高端>低端，啤酒：关注成本，葡萄酒：关注进口葡萄酒冲击效果，肉制品：静待成本下降，乳制品：长期看好，短期关注原奶价格	超配	伊利股份、洋河股份、张裕 A
医药生物	化学原料药	预计明年净利润增速略低于今年，国家仍会加强药价调控，医药板块估值依旧偏高，但医药行业的高成长性预期仍能获得一定的估值溢价，结构化行情值得期待。建议关注受药品降价影响不大的家用医疗器械，诊断试剂和中药保健类，二是受益于国家政策的医疗服务类，三是具有产业整合能力的企业	标配	科华生物、鱼跃医疗、马应龙、通策医疗、康美药业、江中药业、华润三九
	化学制剂			
	生物制品			
	医疗器械			
	医药商业			
	中药			
公用事业	电力	电价上调后短期利好兑现，后续看煤炭供应链改善程度	标配	深圳能源
	燃气	天然气终端售价有上调预期	超配	陕天然气
交通运输	港口	明年增速有所放慢，部分区域竞争加剧，港口费率上调可能性小，业绩分化	标配	上海机场、厦门空港、大秦铁路
	航空运输	明年上半年可能延续国内旺，国际货运弱的态势，下半年国际可能有所复苏。人民币升值速度放缓	低配	
	机场	稳中偏慢的增长，业绩预期稳中有增	标配	
	高速公路	业绩平稳，风险在于全国公路收费清查后的整改，待其释放	标配	
	航运	行业供过于求状况在明年难以逆转，但平均运价水平可能有波动或微升以弥补亏损	低配	

	铁路运输	运量适度增长（看运能瓶颈限制）运价仍有上调可能	超配	
	物流	政策扶持渐落实，行业空间大，公司弱小，盈利分化	标配	
	房地产	行业景气度继续下行，政策有望在下半年放松，估值低	超配	保利地产、万科A、金地集团
金融服务	银行	明年宏观面组合为：经济增速见底回升，利率政策稳定。历史经验表明这种组合下银行股获得绝对收益的可能性非常大	超配	招商银行、深发展、华夏银行、民生银行
	证券	明年国内流动性相对放松，欧债可能会有更多解决对策推出，压制市场的力量减弱	超配	中信证券、国海证券
	保险	明年市场光谱利率下行有助于资金流入保费收入，证券市场有望同债市一起上涨提高保险投资收益率	超配	中国太保、新华人寿
商业贸易	零售	行业整体难有超预期表现，偏个股选择，长期看好商业模式好，战略清晰的公司	标配	欧亚集团、文峰股份、鄂武商A
信息服务	传媒	广告营销和影视娱乐子行业景气度最高，投资逻辑仍然是选择成长性高和最受益文化体制改革政策的个股	标配	华策影视、宋城股份、粤传媒、北巴传媒
	通信运营	中国联通明年成长性基本确定，但要注意数据业务收入提升带来资本支出和经营支出的增加，总体上应收和净利润会超过今年	超配	中国联通

数据源自东北证券；行业比较研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为：优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为：推荐、谨慎推荐、中性、回避。

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

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

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

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