

分析师: 李俊

执业证书编号: S0730511010012

Email: lijun@ccnew.com

电话: 021-50588666-8109

潜龙在渊, 悄觉转型跃潭

——2012 年年度 A 股市场投资策略

研究报告—A 股策略

发布日期: 2011 年 12 月 13 日

相关报告:

《紧缩预期见底, 四季度市场结构性反弹》

---2011 年 10 月 1 日

《风险消退大半, 估值跨年度切换》

---2011 年 9 月 1 日

《从通胀主题向债务问题演变》

---2011 年 8 月 1 日

《市场进入横盘阶段》

---2011 年 7 月 1 日

《逆周期调控下的“退”与“进”》

---2011 年 6 月 1 日

《行情再现新一轮循环》

---2011 年 4 月 1 日

《估值修复进入检验期》

---2011 年 3 月 1 日

《等待第二轮修正》

---2011 年 1 月 28 日

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东世纪大道 1600 号陆家嘴广场 18F

邮编: 200122

投资要点:

- 经济弱周期。伴随金融危机造成的世界经济衰退或将长期化, 出口驱动力下降; 国内经济去杠杆化与地产去泡沫化, 投资驱动力弱化。我们认为, 在出口弱周期与地产弱周期的共振下, 中国经济正在进入一轮增长弱周期。
- 货币常态化。经济增长进入弱周期, 博弈于通胀变化, 2012 年政策预期将出现反复。自 2011 年四季度开始, 市场对政策的放松持有太多的预期。不过, 我们认为在经济增速下滑至政府容忍的底线之前, 货币政策将继续回归常态化: 紧缩政策周期虽已结束, 但扩张力度远弱于 08 年末。
- 业绩弱弹性。随着经济的阶段性见底, 上市公司业绩增长也随之见底。基于经济底、通胀底及业绩底的相继出现, A 股市场有望出现一轮反弹。不过, 经济弱周期、盈利增长弱弹性, 与市场较高的一致预期形成鲜明反差, 行情的性质仍然不明。此外, 预期与现实之间的落差也导致部分中小盘股估值水平继续向合理的水平回归。
- 增长是中期主题。通胀回落过程中, 无论是内生性增长还是政策“保增长”, 经济增长都将是中期的市场主线。政策松动空间受限, 难以有效对冲经济滑坡影响, 是 A 股市场的最大风险。就短期来看, 地产调整、金融风险以及欧债危机是中国经济增长所面临的三重风险。
- 经济转型期, 潜龙仍在渊。预计 2012 年上证综指运行区间 2000 点-2800 点, 对应 9.7 倍-13.6 倍动态市盈率。就市场而言, 前期看趋势, 政策是最重要变量; 后期看基本面, 盈利将是股市核心。1)、在市场反弹过程中, 周期股有望重估, 如地产、券商、铁路设备、电气设备等; 2)、从民生+转型来看, 专业连锁、文化传媒、软件等服务性行业; 新能源汽车、LED 照明、核电建设、环保基础设施等替代能源与节能环保行业或将穿越周期。
- 风险提示: 美国第三轮量化、制度建设超预期

目录

1	引言	5
2	经济弱周期	6
1.1	杠杆化的十年	6
1.2	债务问题显性化	7
1.3	中国债务问题的特征	7
1.4	经济进入一轮弱周期	8
3	货币常态化	10
2.1	通胀影响政策预期	10
2.2	通胀影响 A 股市场	11
2.3	货币常态化	11
4	业绩弱弹性	13
3.1	业绩底	14
3.2	估值底	15
3.3	市场底	16
4	市场主题	17
4.1	回顾：从通胀到增长	17
4.2	展望：增长仍将是中期主线	18
4.3	增长主题下的三重风险	19
5	A 股市场的趋势判断与行业配置	21
5.1	市场趋势	21
5.2	运行区间	22
5.3	行业配置	23

图表目录

图 1: 杠杆化的十年	6
图 2: 固定资本形成占比 GDP	6
图 3: 投资占比接近 70%	6
图 4: 房地产投资规模增长超过 10 倍	6
图 5: 债务/GDP 的国别比较	7
图 6: 中国债务规模构成情况	7
图 7: 地方融资平台债务到期分布	7
图 8: 工业企业负债同比增速	7
图 9: 五年规划与经济周期	8
图 10: 债务根源在信贷刺激	8
图 11: 信贷扩张-通胀上升; 信贷收缩-通胀回落	8
图 12: 信贷扩张-经济上行; 信贷收缩-经济回落	8
图 13: 制造业投资与房地产投资的三次背离	9
图 14: 制造业投资与出口增长的三次背离	9
图 15: 实际消费增速触底	9
图 16: 政府基建开支或逐步上升	9
图 17: 中国 GDP 季度走势	9
图 18: GDP 连续回落季度与幅度	9
图 19: CPI 进入下降周期	10
图 20: 上升周期两年、下跌周期一年	10
图 21: 预计底部明显抬升	10
图 22: 2012 年翘尾因素估计	10
图 23: CPI 与上证综指	11
图 24: CPI 与工业库存	11
图 25: CPI 底与上证反弹时间点	11
图 26: CPI 底、产成品库存底与上证反弹时间点	11
图 27: 一年期央票利率与票据直贴利率	12
图 28: 一年期央票利率与银行间拆借利率	12
图 29: 月度新增外汇储备变化	12
图 30: 公开市场常态化	12
图 31: 一年期央票利率与存准率	12
图 32: 一年期央票利率与基准利率	12
图 33: 信贷增速 14%-15% 之间	13
图 34: 对应 2012 年 7.7-8.3 万亿元新增规模	13
图 35: 2011 年三季度其他社会融资占比减少	13
图 36: 2011 年三季度信贷占比大幅上升	13
图 37: A 股的盈利周期	14
图 38: 盈利增长与经济增长	14
图 39: 2006 年后 A 股盈利与经济的相关性	14
图 40: 盈利见底前后上证综指表现	14
图 41: 非金融类企业负债率上升	15
图 42: 经营性现金流领先营业收入回落	15
图 43: 预计增长 2011 年 16%、2012 年-2%	15

图 44: 盈利同比二季度见底	15
图 45: 市盈率处于历史底部	16
图 46: 市净率处于相对低位	16
图 47: 不同盈利假设下的 2012 年市盈率	16
图 48: 不同盈利假设下的 2012 年市净率	16
图 49: 上证综指对应的市场底与估值底	17
图 50: 市场底领先估值底 2-5 个月	17
图 51: 2011 年三季度业绩加速回落	17
图 52: 创业板预期与现实的落差	17
图 53: 板块区间涨跌幅 (%)	18
图 54: 增长主题 vs. 通胀主题	19
图 55: 房价趋势性回落	19
图 56: 开发贷款增速回落、应付款增速继续上升	19
图 57: 房地产信托暴发性增长	20
图 58: 2012 年二季度是集中到期日	20
图 59: 民间借贷市场规模测算	20
图 60: 信托业规模	20
图 61: 增长乏力, 财政改善余地不足	21
图 62: 增长乏力, 债务压力持续	21
图 63: 五国债务到期规模分布	21
图 64: 银行业持有的债务规模	21
图 65: 增长主题下的逻辑演绎	22
图 66: 2012 年 A 股市场的走势预测	22
图 67: 流动性推动的 PE	23
图 68: 上市公司一级市场扩容	23
图 69: 上市公司二级市场净减持	23
图 70: A 股解禁市值月度分布	23
图 71: 日本转型期	24
图 72: 韩国转型期	24
图 73: 中国服务业的前两次发展	24
图 74: 服务业的国际比较	24
图 75: 替代能源占能源消耗比	24
图 76: 二氧化碳排放量	24

1 引言

2012 年，中国农历龙年。

2012 年，国际金融危机将进入第 5 个年头。温家宝总理说，“本轮危机持续的时间之长、情况之复杂，前所罕见”。某种程度上来说，国际金融危机为中国加速经济转型提供了外在压力。另一方面，经济转型的内在推动力也在强化。十年轮回的国内债务问题显现，有望终结中国经济杠杆化与地产泡沫化进程，并为中国加速经济转型提供了内在压力。

危机承上启下。现有的危机既是对过去十年发展的总结与反思，也是对未来十年发展的调整与布局。从国内来看，无论是 70 年代末的中央财政赤字问题、80 年代末的企业债务问题、90 年代末的银行坏账问题，还是本轮地方债、民间债等问题，都制约着货币政策松动的空间。经验来看，改革与市场化将是解决问题的唯一办法。

就财税金融体制改革而言，步伐正在加快。房地产税、资源税、地方债发行以及增值税等试点预期会向全国范围铺开；小微企业金融债面世，民营资本融资体制将出现重大创新；温州启动金融改革试验区试点，利率市场化有望逐步破冰。伴随财税金融体制改革的推进，资产市场化、资产证券化程度会进一步提高，资本市场的参与主体也将趋于多元化。

因此，我们认为 2012 年是中国传统长周期最后的遗迹。一方面，十年经济长周期已经结束，但推动中国经济持续增长的动力仍在探索与寻找中；另一方面，无论是国企三年脱困、金融三年攻坚，经济转型的阵痛期需要三年以上的时期。政策紧缩周期虽然已经结束，但新周期在政策扩张力度上会远低于市场不切实际的预期。

经济转型期，潜龙在渊。如果说“龙飞九天”预示着中国经济转型成功后 A 股市场的伟大前景，“潜龙在渊”则更能反应转型过程中 A 股市场的痛苦与煎熬。对应于资本市场，经济弱周期、货币常态化以及业绩弱弹性，仍将制约 2012 年 A 股市场向上的空间。

2 经济弱周期

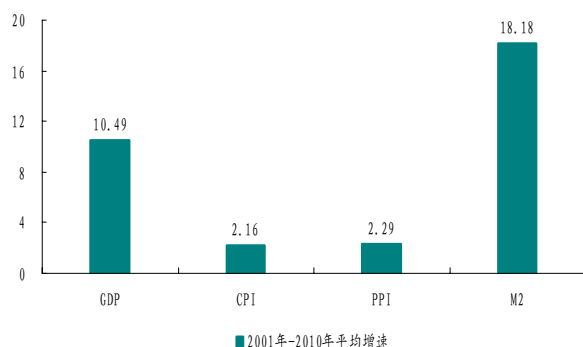
无论是基于加杠杆的十年还是基于后刺激时代，中国都不可避免地进入一轮去杠杆化进程。伴随金融危机造成的世界经济衰退或将长期化，出口驱动力下降；国内经济去杠杆化与地产去泡沫化，投资驱动力弱化。我们认为，在出口弱周期与地产弱周期的共振下，中国经济正在进入一轮增长弱周期。

1.1 杠杆化的十年

在过去十年的这轮经济周期中，中国的实际 GDP 每年增长 10.49%，通货膨胀率为 2.16%，而 M2 增速却达到年均 18.18%。人口红利、WTO 红利以及资源红利，刺激工业产能的急速扩张；而流动性的高速增长，更直接推动了中国历史上罕见的房地产牛市。

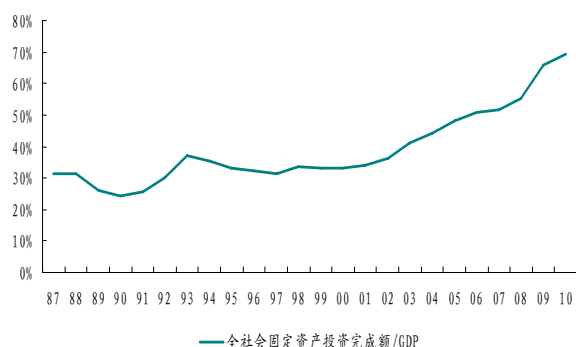
在过去十年的这轮经济周期中，固定资本形成占比 GDP 比例要显著高于上一轮十年周期，无论是其高点还是平均水平都是这样；在过去十年的这轮经济周期中，固定资产投资完成额占比名义 GDP 狂升至 70% 的历史高位，十年前该比例仅为 33%；在过去十年的这轮经济周期中，房地产年开发规模达到 6 万亿元，较 10 年前翻了十倍。

图 1：杠杆化的十年



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 3：投资占比接近 70%



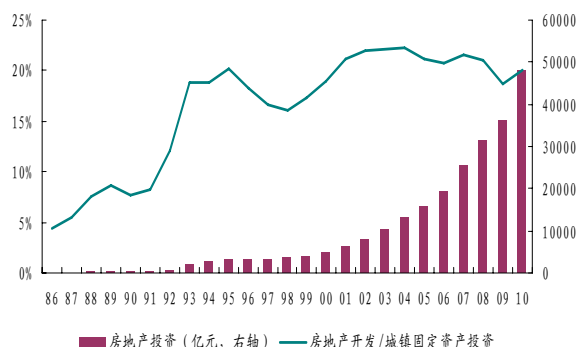
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 2：固定资本形成占比 GDP



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 4：房地产投资规模增长超过 10 倍



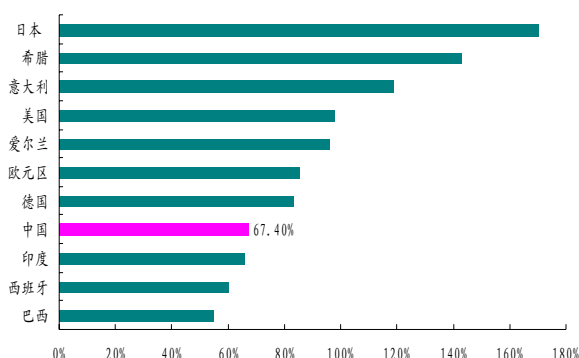
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

1.2 债务问题显性化

十年的经济加杠杆叠加了 2008 年末大规模的信贷投放，地方融资平台债务、民间借贷市场债务急速扩张，政策正常化与经济滑坡无形中放大了隐藏的金融风险。截至 2010 年年底，我们预计政府债务总额相当于 GDP 的 67.4%，这个数字包括了政策性银行和铁道部等其他国家机关所欠的债务。基于此，政府首次提出“守住防范系统性、区域性金融风险这条底线”。

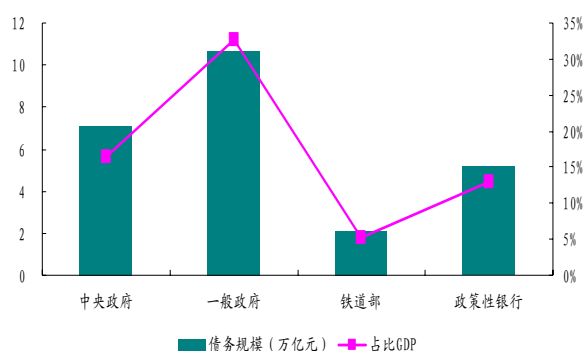
我们认为杠杆化进程正在以债务的急速上升而结束。由于中国经济仍在较快增长，基准利率水平偏低，发生债务危机的几率不大。不过，考虑到债务规模已经上升至相当的规模，迫切需要政府进行清理整顿，而政府解决的过程肯定难以轻松。

图 5：债务/GDP 的国别比较



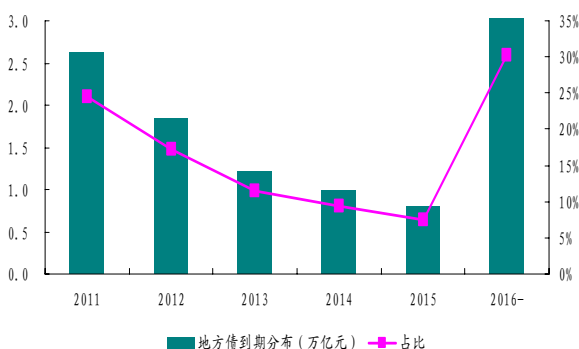
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 6：中国债务规模构成情况



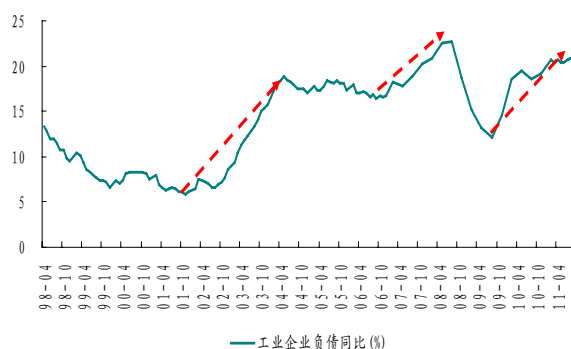
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 7：地方融资平台债务到期分布



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 8：工业企业负债同比增速



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

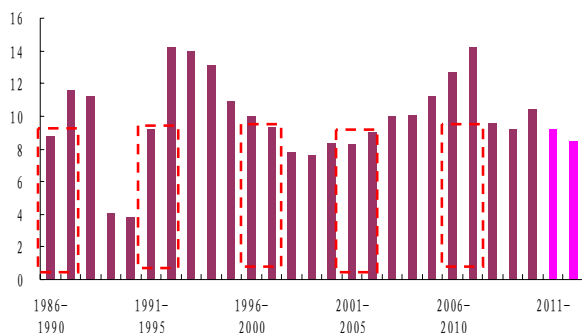
1.3 中国债务问题的特征

中国特色的“五年计划”使得中国的经济周期也带有自身的鲜明色彩，一般来说，是“两年过热，三年过冷”。中国债务问题基本经历如下四个阶段：一、信贷推动投资扩张，经济高速增长；二、经济过热，通胀压力显著上升；三、宏观开始调控，经济逐渐趋冷；四、债务问题暴露，金融风险上升。

本轮债务问题的形成原因与历史类似。不过，与 70 年代末的中央财政问题、80 年代末的企业三角债问题、90 年代末的银行坏账问题不同，本轮债务问题更多是来自于杠杆化与次贷危机阶段的大规模刺激。

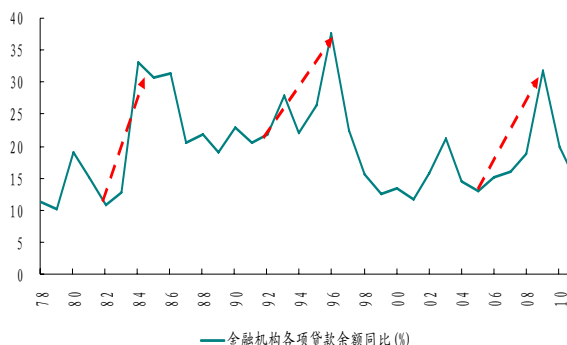
从债务清理的历史经验来看，一般需要三年左右的时间，期间经历较为痛苦的过程。我们预计本轮债务问题的解决时间或将更为漫长，过程或更加曲折。这意味着 2012 年国内经济增速的进一步下行，也意味着政策调控的主要方向难以出现根本性变化。

图 9：五年规划与经济周期



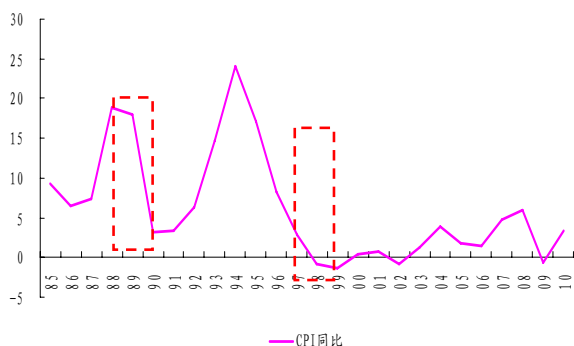
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 10：债务根源在信贷刺激



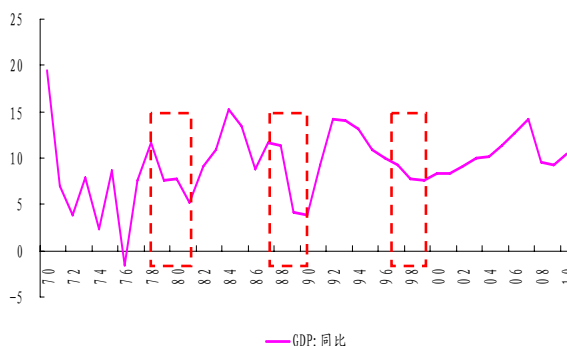
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 11：信贷扩张-通胀上升;信贷收缩-通胀回落



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 12：信贷扩张-经济上行;信贷收缩-经济回落



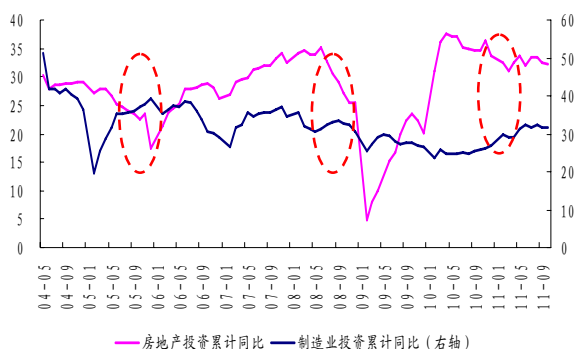
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

1.4 经济进入一轮弱周期

因此，在去杠杆化的过程中，我们认为国内经济将进入一轮弱周期。相应的是，出口弱周期、房地产弱周期以及制造业可能出现的弱周期。一方面，地产投资下降刚开始;另一方面，外需疲弱导致出口增速下降。两者的共同调整或将导致制造业的高速增长难以维持。

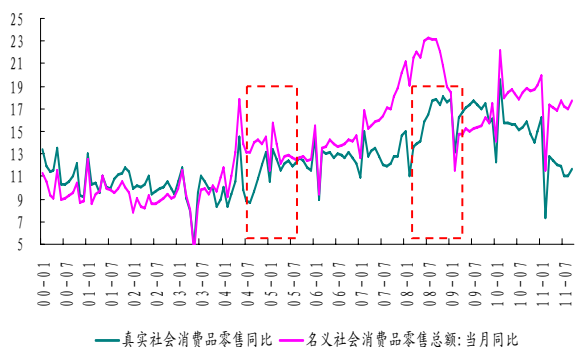
不过，随着通胀水平回落，我们认为实际的消费增速正在触底或即将触底。在积极的财政政策以及中长期贷款占比上升的推动下，政府基建开支可能已经触底并将逐步回升。

图 13: 制造业投资与房地产投资的三次背离



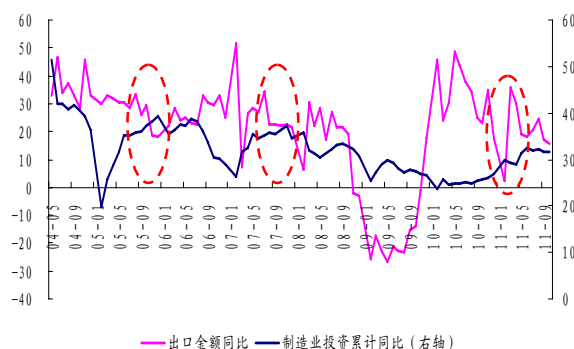
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 15: 实际消费增速触底



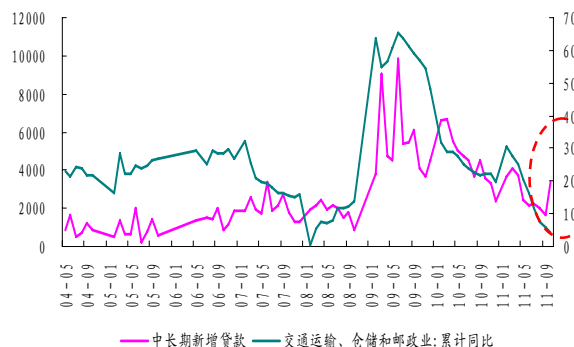
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 14: 制造业投资与出口增长的三次背离



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

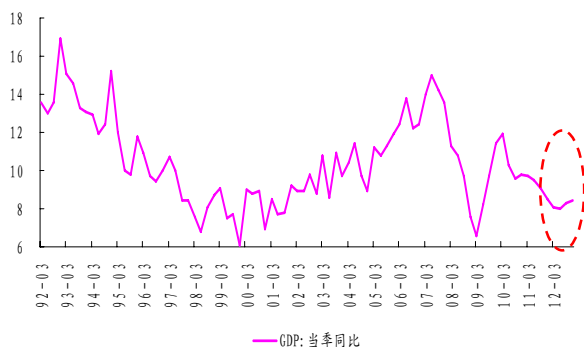
图 16: 政府基建开支或逐步上升



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

我们预计 2012 年 GDP 同比增长 8.2%，四个季度的增速分别为 8.1%、8%、8.3%、8.4%，经济增长弹性明显弱化。其中，房地产投资拖累 GDP 增速 0.5 个百分点，出口拖累 GDP 增速 0.24 个百分点。

图 17: 中国 GDP 季度走势



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 18: GDP 连续回落季度与幅度

开始时间	GDP同比	结束时间	GDP同比	连续季度	回落幅度
1992Q4	16.90%	1994Q2	11.90%	6	5.00%
1994Q4	15.20%	1995Q3	9.80%	3	5.40%
1995Q4	11.80%	1996Q3	9.40%	3	2.40%
1997Q1	10.70%	1998Q2	6.80%	5	3.90%
2004Q2	11.40%	2004Q4	8.90%	2	2.50%
2007Q2	15%	2009Q1	6.60%	7	8.40%
2010Q1	11.90%	2010Q3	9.60%	2	2.30%
2010Q4	9.80%	2011Q4	8.50%	4	1.30%

数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

3 货币常态化

经济增长进入弱周期，博弈于通胀变化，2012 年政策预期将出现反复。自 2011 年四季度开始，市场对政策的放松持有太多的预期。不过，与市场一致预期相左的是，我们认为在经济增速下滑至政府容忍的底线之前，货币政策仍将继续回归常态化：紧缩周期虽然结束，但扩张周期将远弱于 08 年末。

2.1 通胀影响政策预期

通胀水平中期回落、长期底部或明显抬升。1)、中期来看，国内通胀已进入回落周期。从历史经验来看，CPI 同比一般呈现出两年上涨、一年下跌的特征。预计 2011 年 7 月至 2012 年 7 月前后，CPI 将处于下降通道之中。2)、长期来看，在人口拐点以及资源约束下，我们预计 CPI 回落的底部将明显抬升。剔除 2008 年冲击，2002 年低点提升 1 个百分点，2006 年低点提升 2 个百分点。考虑到 2012 年的经济形势，我们预计提升空间应低于 2 个百分点，2012 年 7 月前后的低点应在 2%-3% 之间。

不过，从翘尾因素与春节效应来看，2012 年 1 月 CPI 或出现短暂反弹，并冲击 2011 年四季度以来的政策放松预期。不过，随着经济进一步下行，通胀预期再度减弱，政策放松预期强化；而在 2012 年四季度前后，通胀将见底盘升，政策放松预期再度减弱。

图 19: CPI 进入下降周期



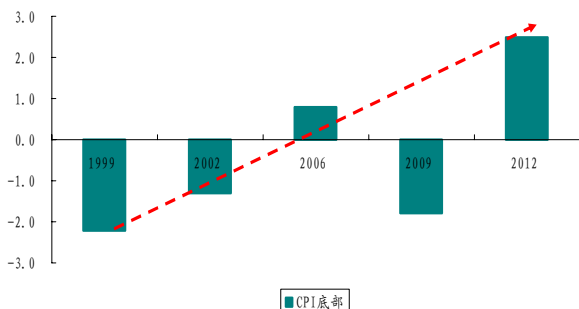
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 20: 上升周期两年、下跌周期一年

	起点时间	高点时间	终点时间	起点位置	高点位置	终点位置
第一轮	1999.05	2001.05	2002.04	-2.2	1.7	-1.3
第二轮	2002.04	2004.08	2005.09	-1.3	5.3	0.9
第三轮	2006.03	2008.02	2009.02	0.8	8.7	-1.6
第四轮	2009.07	2011.07	/	-1.8	6.5	/

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 21: 预计底部明显抬升



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 22: 2012 年翘尾因素估计



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2.2 通胀影响 A 股市场

2000 年以来, CPI 同比走势出现了四轮周期。CPI 上升过程中, 上证综指上涨; CPI 高位及下降过程中, 上证综指趋势性调整。一般而言, 在 CPI 见顶之后, 上证综指 3 个月左右小反弹, 8-9 个月大反弹。因此, 2011 年 7 月 CPI 见顶后, 小级别的反弹对应 2011 年 10 月附近, 大级别的反弹则有望出现在 2012 年 3 月-4 月。

从中期来看, 通胀回落、经济下行, 工业库存水平将随之回落。从经验来看, 库存高点滞后于通胀高点 4-6 个月, 库存底滞后于通胀底 6-8 个月。我们预计库存高点将在 2011 年 11 月-2012 年 1 月出现, 库存底最早将在 2012 年 11 月出现。A 股市场大级别反弹将出现在库存水平回落之后、通胀底部出现之前, 时间窗口指向 2012 年的二季度。

图 23: CPI 与上证综指



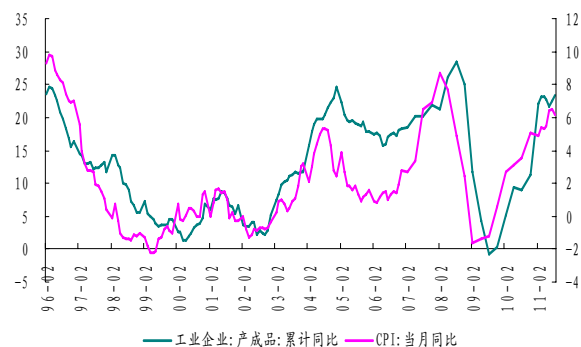
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 25: CPI 底与上证反弹时间点

	上证综指高点	时间	CPI 高点	时间	上证综指低点	调整幅度	低点时间	调整时间
第一轮	2245	2001.6	1.70%	2001.5	1339	40.36%	2002.1	8个月
第二轮	1783	2004.4	5.30%	2004.7	998	44.03%	2005.6	9个月
第三轮	6124	2007.10	8.70%	2008.2	1664	72.83%	2008.10	8个月
第四轮	3067	2011.4	6.50%	2011.7	1829	40.37%	2012.3-4	8-9个月

数据来源: 中原证券研究所 IMF

图 24: CPI 与工业库存



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 26: CPI 底、产成品库存底与上证反弹时间点

	CPI 同比高点	CPI 同比低点	产成品库存同比高点	产成品库存同比低点	A股反弹时间点
第一轮	2004.8	2005.9	2004.12	2006.5	2005.6
第二轮	2008.2	2009.2	2008.8	2009.8	2008.10
第三轮	2011.7	2012.7-2012.8	2011.11-2012.1	2012.11-2013.6	/

数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

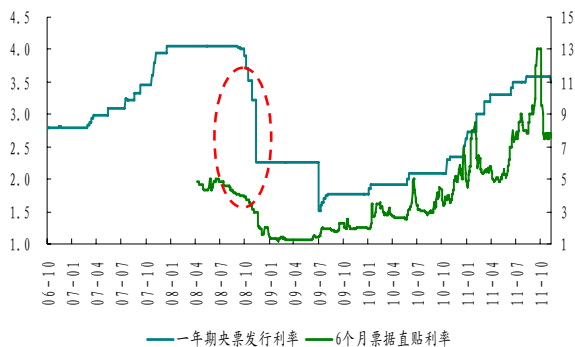
2.3 货币常态化

基于经济、通胀的双重组合, 我们认为 2012 年上半年国内政策将继续微调。不过, 刺激的后遗症、对经济长期增长的伤害, 似乎决策层已逐渐形成共识。因此, 除非增长过度下降、金融领域出现系统性风险, 类似 08 年末的扩张性政策难以再度重演。

1)、王岐山副总理首提“守住防范系统性、区域性金融风险的底线”。在金融领域的潜在风险明显上升的情况下, 政策难以全面放松; 2)、温家宝总理 2011 年初发出“房价控制确实很难”的感叹, 而在地产调控初见来之不易的成效下, 政策应该不会全面放松; 3)、经济好于 08 年, “后刺激时代”问题却多于 08 年, 政策放松时间上也应该排在后面。

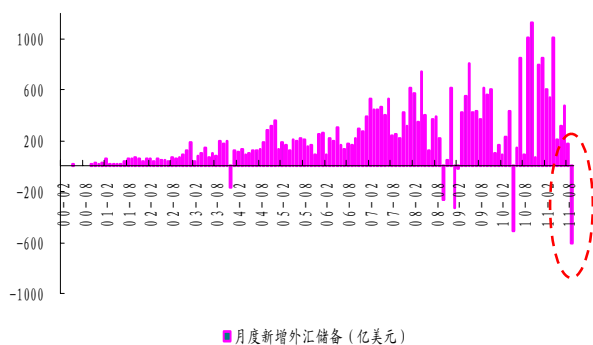
我们不认同“三年期央票利率下行-一年期央票利率下行-存准准备金率全面下调-基准利率水平下调”的逻辑推导结论: 1)、在一年期央票下行前后, 市场资金格局出现了缓解, 这有利于引导社会广谱利率水平回落。2)、从外汇占款、公开市场的来看, 存款准备金率将连续调整。3)、从2004与2008年的经验来看, 我们认为利率下调的可能性有限。

图 27: 一年期央票利率与票据直贴利率



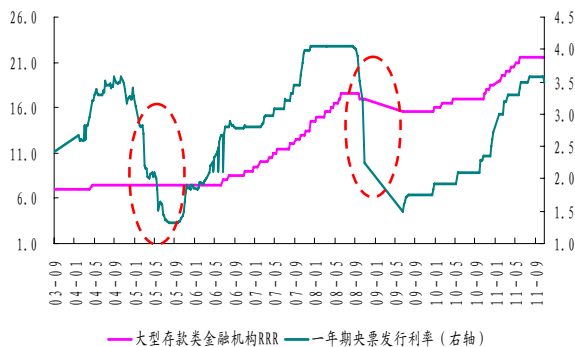
数据来源: 中原证券研究所 IMF

图 29: 月度新增外汇储备变化



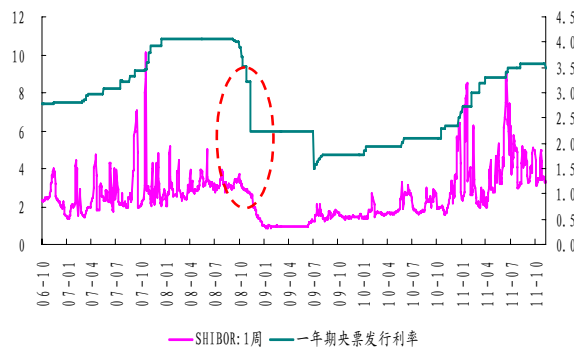
数据来源: 中原证券研究所 IMF

图 31: 一年期央票利率与存准率



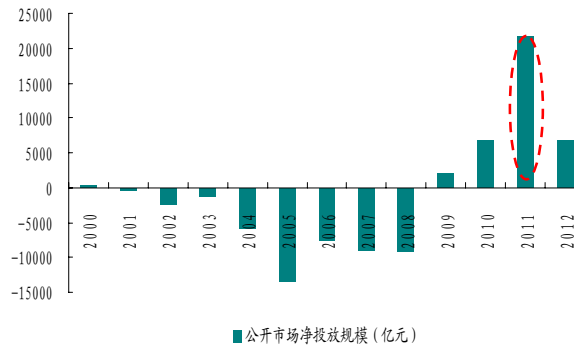
数据来源: 中原证券研究所 IMF

图 28: 一年期央票利率与银行间拆借利率



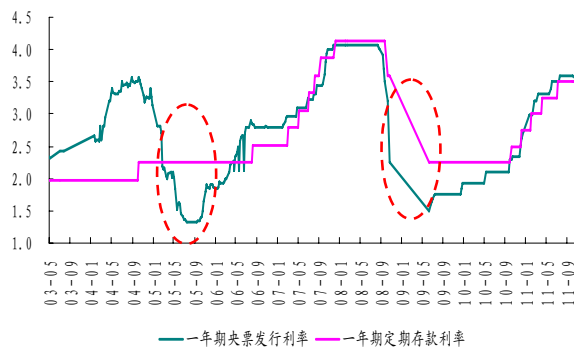
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 30: 公开市场常态化



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 32: 一年期央票利率与基准利率

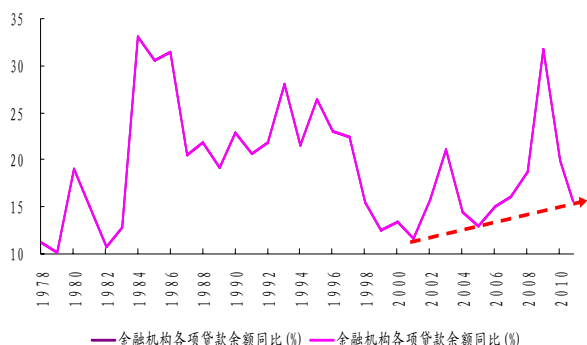


数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

在货币回归常态化的情景下,预计 2012 年信贷余额增速在 14%-15%之间,对应 7.7-8.3 万亿的新增贷款规模。1)、2012 年新增信贷略高于 2011 年,与 GDP、CPI 水平相对应。2)、社会融资总规模增长有限。从 2011 年三季度来看,信贷占比大幅度上升,非信贷类融资占比明显下降。

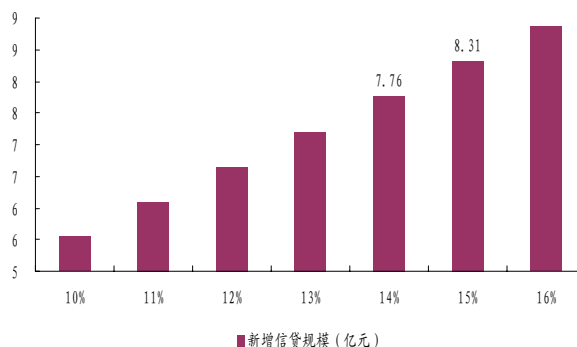
这意味着信贷规模的环比上升,并不能改变 2012 年实体经济的资金面偏紧的格局。我们认为,市场对流动性推动估值上涨有不切实际的预期,这将深刻改变 2012 年的 A 股市场整体的运行趋势。

图 33: 信贷增速 14%-15%之间



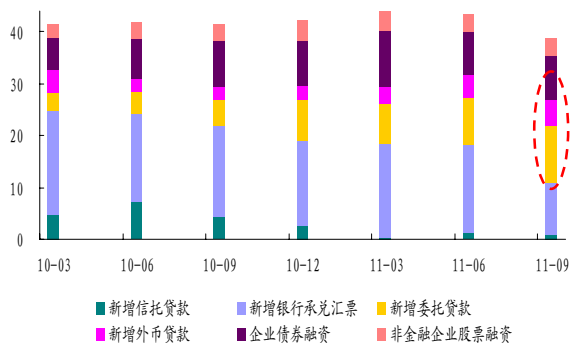
数据来源: 中原证券研究所 IMF

图 34: 对应 2012 年 7.7-8.3 万亿元新增规模



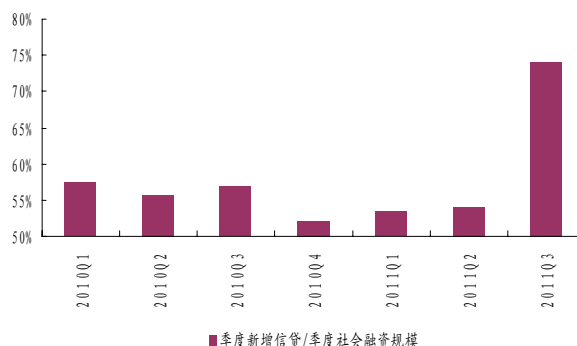
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 35: 2011 年三季度其他社会融资占比减少



数据来源: 中原证券研究所 IMF

图 36: 2011 年三季度信贷占比大幅上升



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

4 业绩弱弹性

随着经济的阶段性见底,上市公司业绩增长也随之见底。我们预计 2012 年二季度盈利增速将见底:一是 A 股盈利周期一般在 3-4 年;二是 2007 年以后盈利增长与经济增长呈现出正相关性。不过,我们认为经济弱周期,相应将带来盈利增长的弱弹性。

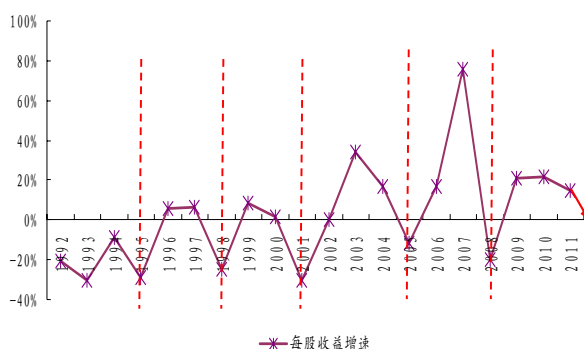
在过去的五轮盈利周期中,上市公司业绩见底前后, A 股市场有望出现一波较大的反弹行情。某种程度上,这是基于市场预期的高度统一。从时间窗口来看,2012 年二季度前后出现反弹的概率最大。

3.1 业绩底

从历史经验来看，A 股盈利呈现出明显的周期性。1)、从盈利周期的角度来看，2012 年 A 股盈利增速再度回落，并有望成为盈利的拐点年。2)、2006 年之后，盈利增长与经济增长呈现出明显的正相关性。一般而言，经济增长每回落 1 个百分点，盈利下滑 15 个百分点。

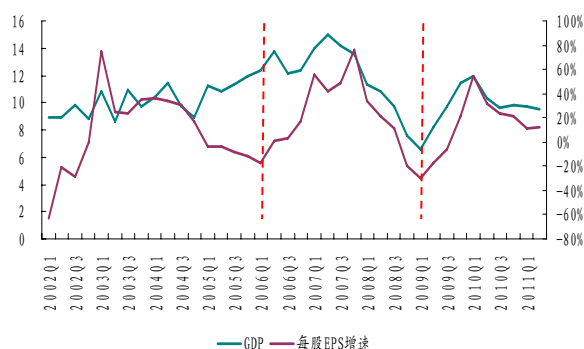
在盈利见底的年份，大盘无一例外出现过反弹或反转行情。在 1995 年、1997 年、2001 年、2005 年以及 2008 年，上证综指的表现都验证了这一点。此外，考虑到最小的反弹幅度都达到 18.59%，我们认为 2012 年的期间反弹幅度或将超过 20%。

图 37：A 股的盈利周期



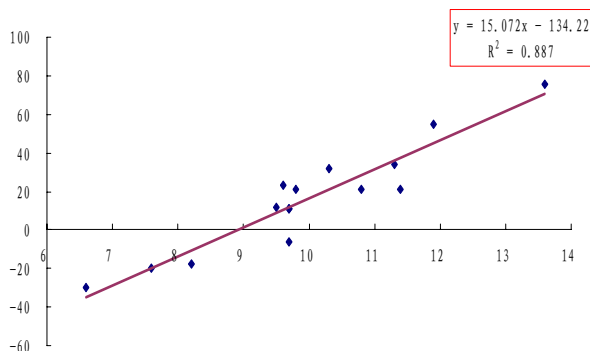
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 38：盈利增长与经济增长



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 39：2006 年后 A 股盈利与经济的相关性



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 40：盈利见底前后上证综指表现

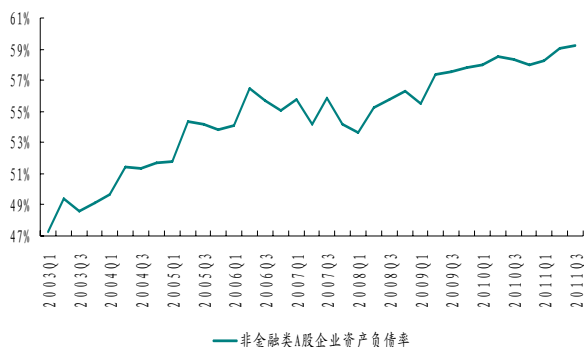
	开始时间	低点	结束时间	高点	行情幅度
第一轮	1995.2	524	1995.5	926	76.72%
第二轮	1997.9	1025	1998.6	1422	38.73%
第三轮	2001.2	1893	2001.6	2245	18.59%
第四轮	2005.6	998	2007.1	6124	513.63%
第五轮	2008.10	1664	2009.7	3478	109.01%

数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

从季度来看，我们认为上市公司盈利的回落将贯穿一、二季度。1)、宏观层面，GDP 增速有望在二季度见底，三季度反弹，对应相应的盈利变化；2)、微观层面，非金融类企业负债率上升、经济性现金流领先营业收入回落，A 股盈利将出现确定性下滑。

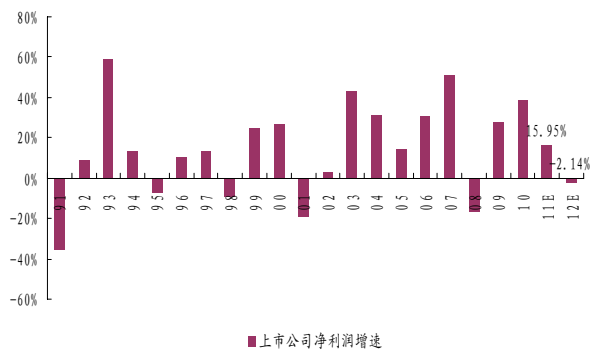
因此，我们预计 2012 年全年盈利增长-2.14%，二季度同比见底。不过，与经济弱周期一致，我们预计未来两个季度业绩的反弹幅度仍然较弱。

图 41：非金融类企业负债率上升



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 43：预计增长 2011 年 16%、2012 年-2%



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 42：经营性现金流领先营业收入回落



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 44：盈利同比二季度见底



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

3.2 估值底

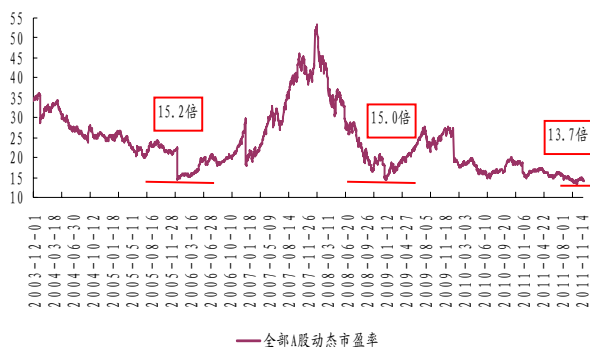
2011 年的 A 股估值回落幅度已超出市场乐观的预期。1)、经济回落下的盈利增长担忧;2)、政策紧缩下的流动性担忧;3)、市场扩容与减持压力。此外，欧债危机的不断演变也持续冲击市场情绪，并拖累 A 股市场的估值水平。

因此，A 股市场整体的估值水平已处于历史低位。1)、从 2011 年度的市盈率来看，13.7 倍的动态 PE 低于 2005 年、2008 年所对应的 15 倍;2)、从 2011 年度的市净率来看，2.13 倍的动态 PB 与 2008 年 2.0 倍基本持平，但仍然高于 2005 年的 1.59 倍。

市场估值高低，用 PE 还是 PB，取决于对盈利的判断。1)、盈利大幅下滑，PE 指标失效，PB 或更有效;2)、盈利大幅增长，预期快速升高，PE 或更能代表市场情绪变化;3)、盈利窄幅波动，两者之间的差异并不明显。

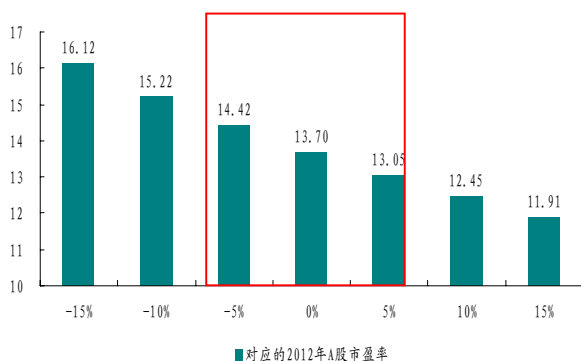
在 2012 年整体上市公司盈利水平维持在-5%至 5%的情况下，全部 A 股 13 倍-15 倍的 PE、2 倍左右的 PB 仍然处于历史的相对低位。1)、从 PE 的角度，估值底部相对明确，市场可以更乐观;2)、从 PB 的角度，基于估值底部的理由并不是特别充分。

图 45：市盈率处于历史底部



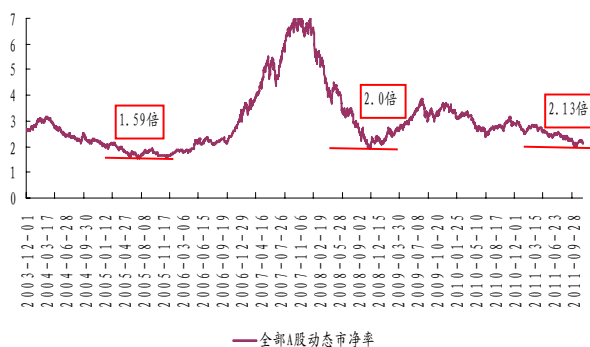
数据来源：中原证券研究所 截止 2011.11.21

图 47：不同盈利假设下的 2012 年市盈率



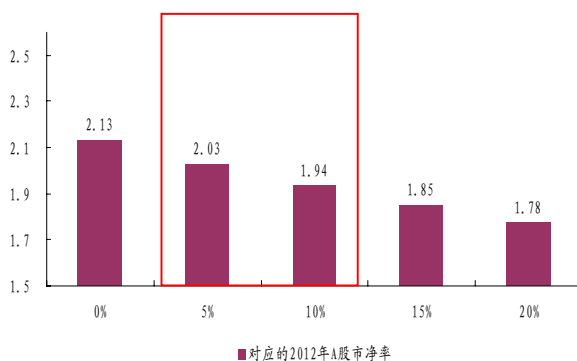
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 46：市净率处于相对低位



数据来源：中原证券研究所 截止 2011.11.21

图 48：不同假设下的 2012 年市净率



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

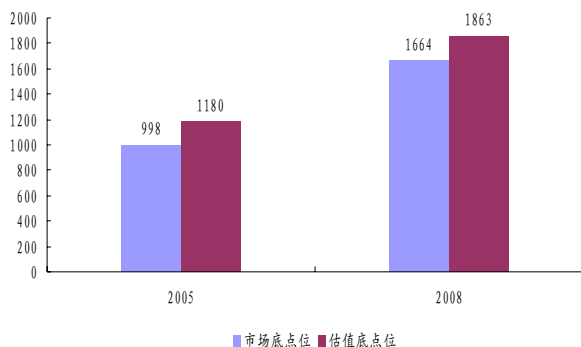
3.3 市场底

基于二季度业绩见底，投资者很容易提前形成一致预期，市场肯定将对此做出正面反应。我们需要注意的是：1)、一致预期能否持续，将决定行情的最终高度；2)、与传统的估值底、政策底、市场底的顺序不同，我们认为市场底将在真正意义上的估值底之前出现。从 2005 年、2008 年的经验来看，市场底领先真正意义上的估值底 2-5 个月。在估值底出现之后，市场已经出现 10% 以上的涨幅。

但是，过去两次经验都对应了 A 股盈利的大幅度上升。这意味着 A 股市场将对盈利增速回落极为敏感：如果盈利增长回落有限，市场将大概率提前反弹；如果盈利下降幅度明显，市场的风险或将继续释放，这将影响市场底出现的最终时间。

因此，市场是否“还有一跌”取决于 2012 年上半年盈利的变化。就目前来看，2011 年三季度盈利已出现加速回落，若经济增长在二季度见底，A 股整体盈利下滑将趋于温和，市场底很有可能在二季度前后出现。不过，对于创业板而言，我们认为市场对其预期与现实存在明显的差异，未来部分个股的股价或将继续回归。

图 49：上证综指对应的市场底与估值底



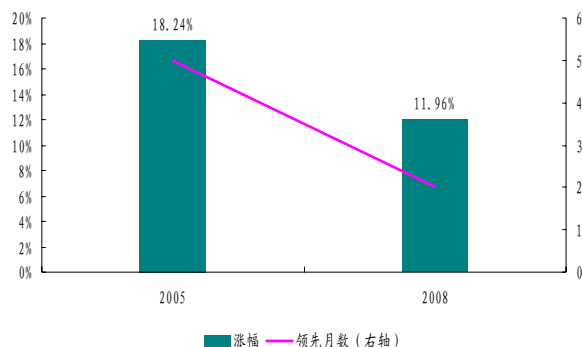
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 51：2011 年三季度业绩加速回落

	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
全部A股	31.49%	27.54%	39.13%	24.78%	22.96%	13.67%
A股-银行	32.96%	24.18%	43.79%	17.99%	14.24%	3.46%
A股-银行-公用	33.99%	24.54%	43.81%	18.91%	13.98%	5.09%
A股-银行-公用-石化	51.70%	27.62%	38.90%	18.59%	20.05%	5.78%
中小企业板	34.90%	27.43%	27.02%	19.44%	18.11%	10.02%
创业板	16.68%	15.33%	17.13%	36.77%	13.29%	3.24%

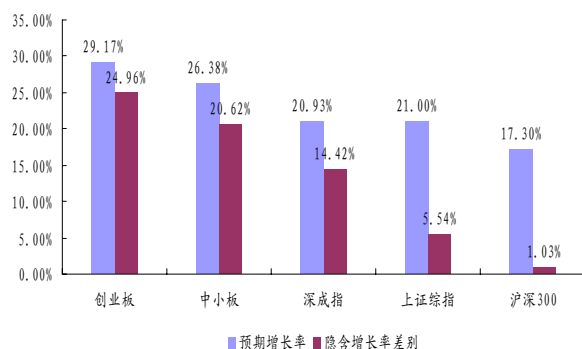
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 50：市场底领先估值底 2-5 个月



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 52：创业板预期与现实的落差



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

4 市场主题

回顾 2011 年，通胀主题与增长主题主导上、下半场，市场运行呈现出清晰的脉络。上半场，通胀预期不断升温，增长担忧未达共识，通胀主题受宠；下半场，随着通胀拐点以及房价拐点的相继出现，增长取代了通胀成为新主题。

展望 2012 年，我们认为增长主题仍将是中期主线：一是通胀趋势性回落。2011 年 7 月见高点，预计在 2012 年 7 月前后见调整低点，通胀难以成为中期市场主线。二是增长持续下滑。自 2010 年四季度以来，经济增速持续下行时间已近 4 个季度。无论是内生性增长还是政策“保增长”，增长都将是中期的市场主线。

4.1 回顾：从通胀到增长

从 2011 年的年初至 2011 年 7 月，CPI 同比增速持续上扬，政策因而持续紧缩，市场资金面极度紧张，A 股市场主题一直围绕着通胀；而随着通胀见顶，市场开始担心经济回落风险，在 GDP 持续回落之后，增长开始取代通胀成为市场主题。具体来看，可以区分为以下五个阶段：

第一阶段：上涨，极具争议的一季度。在经济新周期预期、通胀见顶预期之下，市场发起一轮“春季攻势”。1月25日至4月18日，板块普涨，通胀主题略有淡化，增长主题曲高和寡。

第二阶段：下跌，通胀主题强化的二季度。通胀压力持续上升，随之带来政策再度紧缩。4月18日至6月20日，上证综指成份下跌12.89%，而金融服务、房地产、采掘、家用电器以及食品饮料等抗通胀行业表现明显强于大盘。

第三阶段：反弹，通胀主题向增长主题切换。不过，在6月20日至7月18日的反弹过程中，板块再度普涨。通胀趋于见顶、市场憧憬下半年经济反弹，A股正在从通胀走向增长。

第四阶段：下跌，增长主题主导的三季度。欧债危机、地方债问题以及民间借贷市场风险的暴露，增长担忧的一致预期形成。7月18日至10月11日，建筑建材、有色金属、家用电器、交运设备等周期股重挫。

第五阶段：反弹，增长担忧仍然持续的四季度。市场预期经济2012年见底，增长仍将下行。因此，周期股难以表现，以环保、LED照明、传媒娱乐等为代表的题材股成为市场亮点。

图 53：板块区间涨跌幅(%)

	(1.25-4.18)		(4.18-6.20)		(6.20-7.18)		(7.18-10.11)		(10.11-11.21)
食品饮料	5.01	餐饮旅游	-20.56	金融服务	3.54	建筑建材	-27.09	家用电器	-4.5
交通运输	6.11	信息设备	-19.85	采掘	4.01	有色金属	-23.62	有色金属	-1.92
信息服务	6.44	机械设备	-18.45	上证综指成份	4.3	黑色金属	-23.57	黑色金属	-1.47
医药生物	10.07	有色金属	-17.9	交通运输	6.2	家用电器	-23.56	采掘	0.17
电子	10.37	电子	-17.69	房地产	6.98	交运设备	-23.15	建筑建材	1.47
交运设备	11.01	黑色金属	-16.64	黑色金属	7.1	电子	-22.64	交通运输	1.53
农林牧渔	12.39	综合	-15.64	公用事业	7.67	机械设备	-22.42	房地产	2.02
上证综指成份	13.02	交通运输	-15.4	化工	8.05	综合	-21.44	交运设备	2.03
信息设备	13.17	交运设备	-15.02	信息服务	8.7	信息设备	-21.1	机械设备	2.04
金融服务	13.19	农林牧渔	-14.64	家用电器	10.38	房地产	-21.02	商业贸易	2.52
采掘	13.21	信息服务	-14.52	建筑建材	11.01	商业贸易	-20.85	化工	2.97
商业贸易	13.98	医药生物	-14.39	综合	11.01	公用事业	-19.39	轻工制造	3.34
机械设备	14.59	轻工制造	-14.38	商业贸易	11.55	医药生物	-19.35	综合	3.88
建筑建材	14.94	建筑建材	-14.11	机械设备	12.12	交通运输	-18.85	电子	4.3
房地产	15.69	纺织服装	-13.97	餐饮旅游	12.28	农林牧渔	-18.68	纺织服装	4.46
餐饮旅游	16.18	商业贸易	-13.33	信息设备	12.56	化工	-18.26	医药生物	5.33
化工	16.23	公用事业	-13.22	交运设备	12.61	轻工制造	-17.63	食品饮料	5.4
公用事业	16.51	化工	-12.94	食品饮料	12.69	纺织服装	-17.18	农林牧渔	5.58
轻工制造	16.64	上证综指成份	-12.89	农林牧渔	13.47	信息服务	-13.36	上证综指成份	5.63
纺织服装	18.59	金融服务	-12.51	纺织服装	13.76	餐饮旅游	-13.35	金融服务	5.63
有色金属	19.82	房地产	-11.9	轻工制造	13.78	上证综指成份	-13.22	餐饮旅游	7.02
综合	21.28	采掘	-10.61	有色金属	14	采掘	-12.23	信息设备	7.06
家用电器	22.54	家用电器	-10.18	电子	14.94	金融服务	-11.47	公用事业	8.67
黑色金属	24.19	食品饮料	-0.49	医药生物	16.52	食品饮料	-8.53	信息服务	10.12

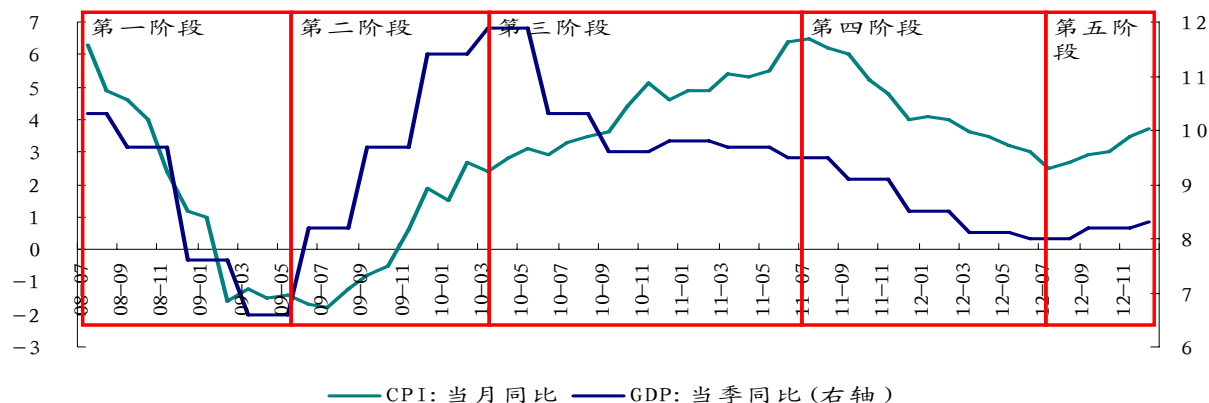
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

4.2 展望：增长仍将是中期主线

展望 2012 年，我们认为增长主题在中期延续。1) 从内生性增长来看，金融危机造成的世界经济衰退或将长期化，出口驱动力不足；国内经济去杠杆化与地产去泡沫化，投资驱动力弱化。因此，经济内生性增长不足，经济或将处于相当长时间的回落中。基于这个逻辑，如果市场对此形成一致预期，则 2011 年底投资周期股的时间仍然过早。在周期股缺乏弹性且推动力有限的基础上，市场机会在于消费与新兴产业为代表的成长股。

2) 由于经济内生性增长不足, 市场将憧憬增长来自于政策。我们认为中央财政确实存在“逆周期”空间, 不过当前的中国经济与 2008 年有明显的不同: 一是经济增长虽然回落, 但明显强过次贷危机最恐慌的时期; 二是“后刺激”时代的债务问题显现, 扩张性政策难以全面铺开。我们认为超预期政策刺激的可能性不大, 但一旦出现, 周期股的战略性配置机遇将会凸显出来。

图 54: 增长主题 vs. 通胀主题



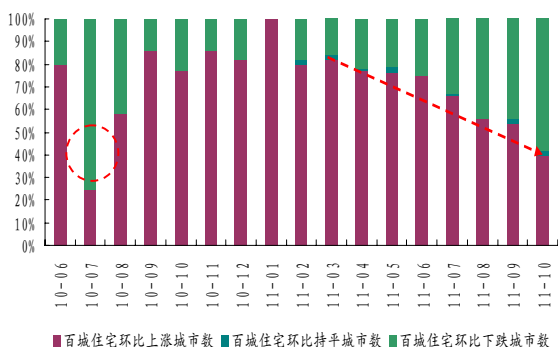
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

4.3 增长主题下的三重风险

我们担忧政府对经济增速容忍度的提升, 将导致: 1)、经济回落幅度超预期; 2)、经济回落持续时间超预期。无论是经济回落空间还是经济回落时间, 都将带来地产风险以及金融风险的上升。除此之外, 欧债持续深化所带来的风险将是影响增长的外在因素。

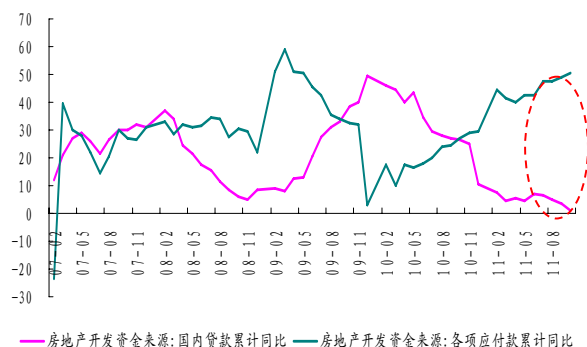
从地产风险来看, 流动性已是最大风险点。1)、房价趋势性拐点出现, 销售处于回落通道; 2)、开发贷款增速与各项应付款增速“喇叭口”持续加大; 3)、房地产信托产品在 2012 年二季度集中到期。在货币常态化的情景下, 房地产市场调整的时间将超过 2008 年的 8 个月跨度, 2012 年一季度将是“价跌、量缩”的风险释放期。

图 55: 房价趋势性回落



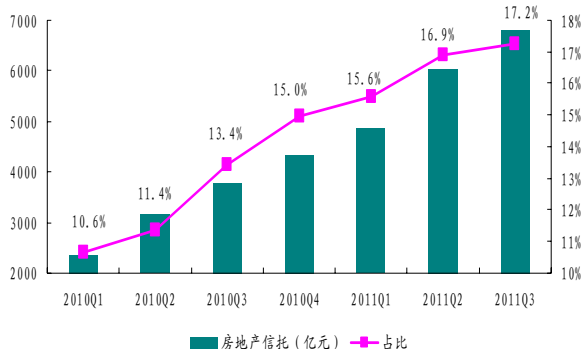
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 56: 开发贷款增速回落、应付款增速继续上升



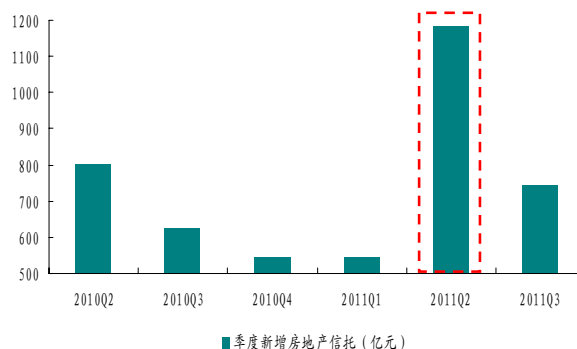
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 57：房地产信托暴发性增长



数据来源：中原证券研究所 信托业协会

图 58：2012 年二季度是集中到期日

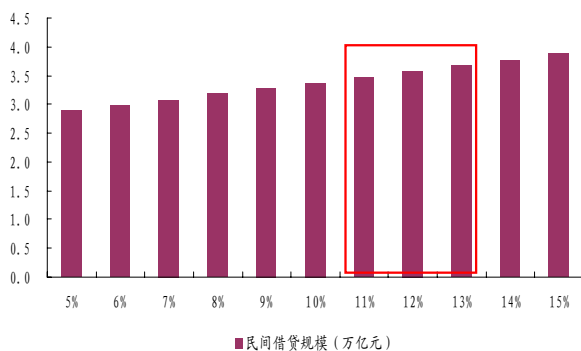


数据来源：中原证券研究所 信托业协会

金融风险集中在影子银行上。1)、预计民间借贷市场规模在 3.48-3.67 万亿，占贷款余额 6.64%-7.01%;2)、截止 2011 年三季度，信托规模 3.94 万亿，占贷款余额 7.53%;3)、2011 年上半年银行理财产品存量规模达 3.57 万亿，占比贷款余额 6.82%。

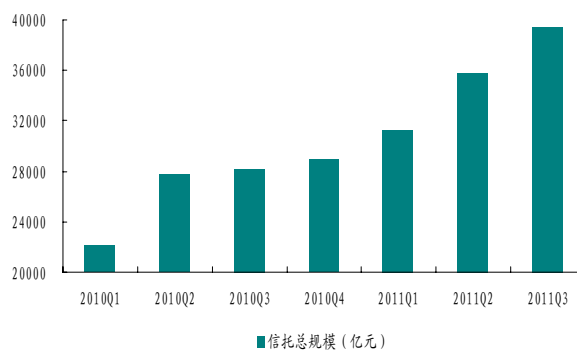
粗略估算，我们预计影子银行的资金规模占比贷款余额的比例在 20%左右。伴随经济去杠杆化、地产去泡沫化，对区域性、系统性的金融风险的防范将开始升温。

图 59：民间借贷市场规模测算



数据来源：中原证券研究所

图 60：信托业规模

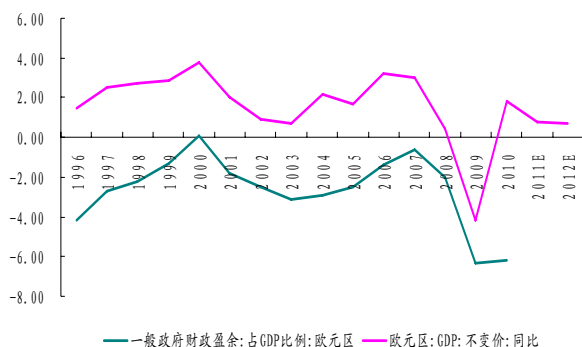


数据来源：中原证券研究所 信托业协会

欧债危机仍在持续。从短期来看，风险暴发点集中在债务集中还本付息的 2012 年 2 月-3 月高峰期间。我们认为：1)、增长乏力、财政减赤难，欧元区债务压力长期化;2)、若欧债危机进一步深化，银行业的流动性风险将上升。从 2011 年 8 月-9 月的经验来看，2011 年末至 2012 年一季度，A 股市场外部的冲击力显著增加。

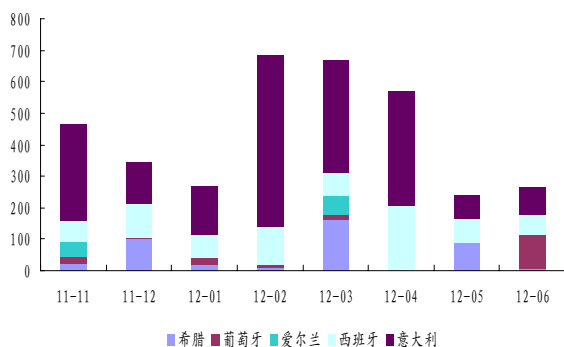
从中期来看，德国国债拍卖是一个“令人警惕的信号”。当危机开始向欧元区核心国家蔓延时，欧债危机才算是进入高潮。我们认为，只有当火蔓延至德、法时，欧债危机才出现真正意义上的解决动力。

图 61: 增长乏力, 财政改善余地不足



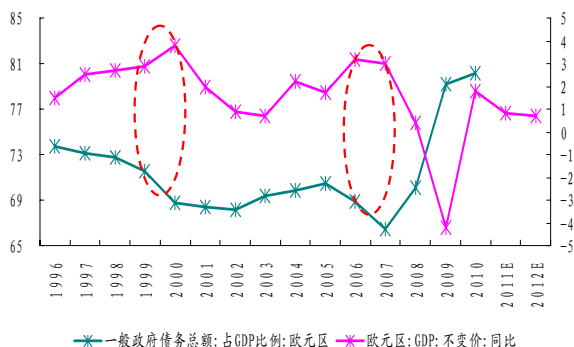
数据来源: 中原证券研究所 IMF

图 63: 五国债务到期规模分布



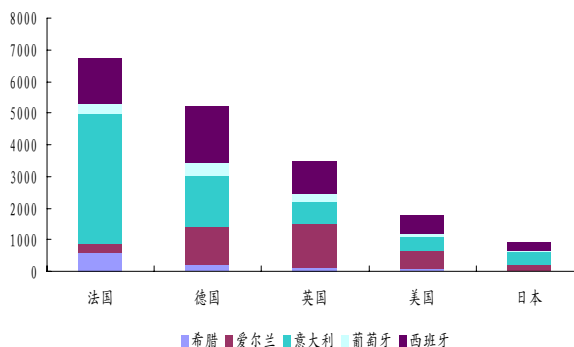
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 62: 增长乏力, 债务压力持续



数据来源: 中原证券研究所 信托业协会

图 64: 银行业持有的债务规模



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

5 A 股市场的趋势判断与行业配置

展望 2012 年, 随着通胀拐点、地产拐点以及经济拐点的相继出现, 国内环境正在发生明显的转变。金融危机造成的世界衰退或将长期化、国内经济去杠杆化与地产去泡沫化, A 股市场必将对此做出充分反应。

从周期的角度来看, 我们认为 2012 年市场的中期主线将是增长。预计市场将呈现以下三个阶段: 1)、增长担忧加重, 政策对冲不足-A 股重心下移; 2)、业绩见底预期强化, 叠加政策预期-A 股出现反弹; 3)、如果增长担忧消退, 政策预期弱化-A 股重拾跌势, 如果增长担忧延续, 业绩见底预期将逆转-A 股也将重拾跌势。

因此, 就预期而言, 前期政策是最重要变量; 后期盈利将是股市核心。从 2012 年股市投资的角度来说, 前期看趋势, 后期看个股基本面。

5.1 市场趋势

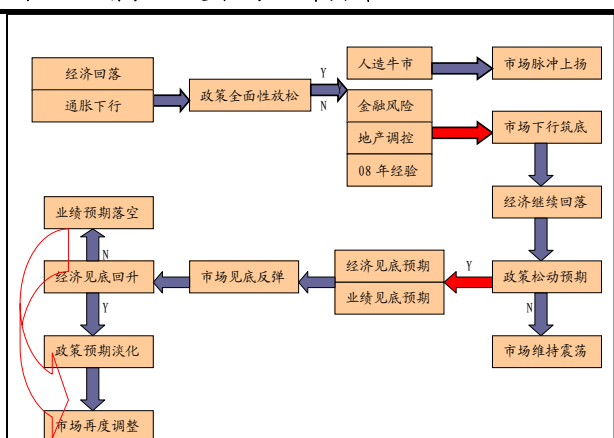
结合经济预期、政策预期以及业绩预期, 我们预计 2012 年 A 股市场将依次呈现下行筑底、震荡盘升以及再度调整的三阶段走势。

第一阶段，“小衰退”阶段。实业去杠杆、地产去泡沫、金融风险抬头，叠加欧债危机冲击，“小衰退”下增长担忧显著上升。在政策微调落实之后，进一步的政策放松预期升温。不过，全面的放松难成现实，政策难以对冲经济回落对市场的巨大冲击，A股有望下行筑底。市场风格偏于防御，过度下跌将提供战略性布局的机会。

第二阶段，“小复苏”预期阶段。在经历房地产调整、欧债还本付息高峰、糟糕的2011年上市公司年报等众多不确定因素冲击之后，A股市场开始逐步企稳。政策松动叠加，预计存款准备金率继续下调，政府基建开支上升。经济见底预期、业绩见底预期升温，A股市场将出现一轮期待已久的反弹行情。市场风格偏向进攻，过度上涨将透支未来的获利空间。

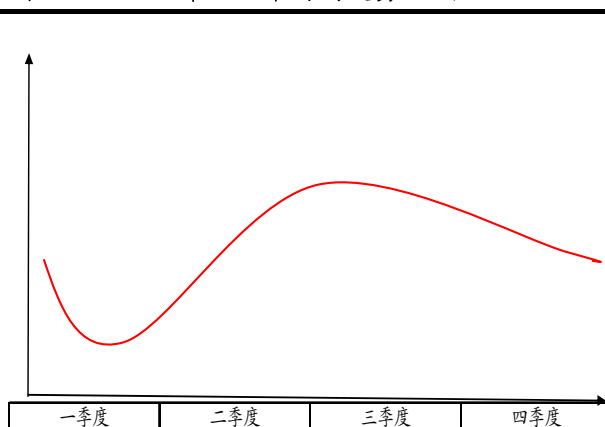
第三阶段，“小滞涨”阶段。情景一：若经济见底预期、业绩见底预期逆转，“小复苏”向“小通缩”转变，市场将陷入调整；情景二：若经济见底回升的弹性不足，而通胀预期却逐渐强化，“小复苏”向“小滞涨”转变，政策松动预期将面临再度弱化，A股市场难以继续表现。与此同时，解禁压力与市场扩容共同冲击估值回升的基础，业绩因素在此过程中脱颖而出，市场风格倾向于“重个股、轻指数”。

图 65：增长主题下的逻辑演绎



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 66：2012 年 A 股市场的走势预测



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

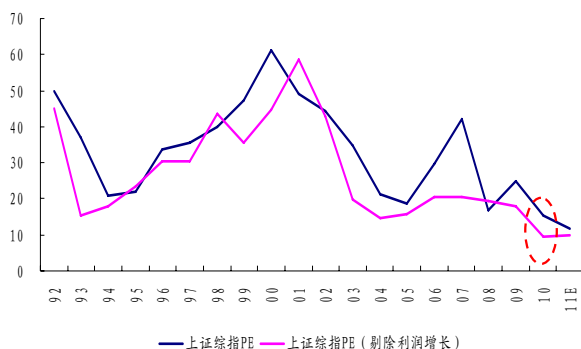
5.2 运行区间

我们预计 2012 年上证综指运行区间在 2000 点-2800 点,对应 2012 年 9.7 倍至 13.6 倍市盈率。我们的预测基于：1、2012 年盈利增长-2.14%，对估值正面推动有限；2、流动性正常化，类似 2010 年。

有别于大众的认识一：流动性对估值推动力有限。外汇占款或将见趋势性拐点，基础货币投放力度减弱；经济去杠杆化与地产去泡沫化，货币处于正常化；影子银行整顿对冲信贷上升，实体资金需求仍然旺盛。因此，政策变动推动的流动性改善空间相对有限。

有别于大众的认识二：扩容与解压压力显著。在经济弱周期、货币常态化、业绩无弹性的 2012 年，解禁与扩容压力被明显放大，并拖累估值水平提升。在基本面缺乏足够推动力之下，投资者转而对股市深层次问题更为敏感。而在减持与扩容压力下，2012 年的市场估值提升空间有限。

图 67: 流动性推动的 PE



数据来源: 中原证券研究所 IMF

图 69: 上市公司二级市场净减持



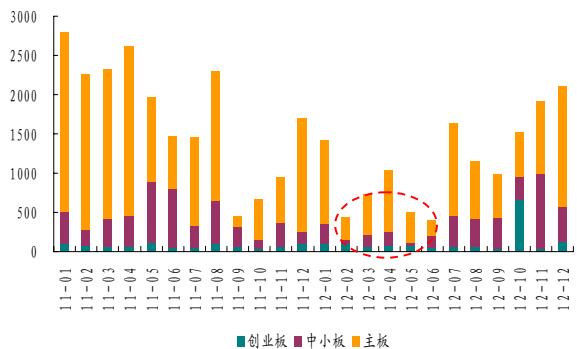
数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

图 68: 上市公司一级市场扩容



数据来源: 中原证券研究所 信托业协会

图 70: A 股解禁市值月度分布



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

5.3 行业配置

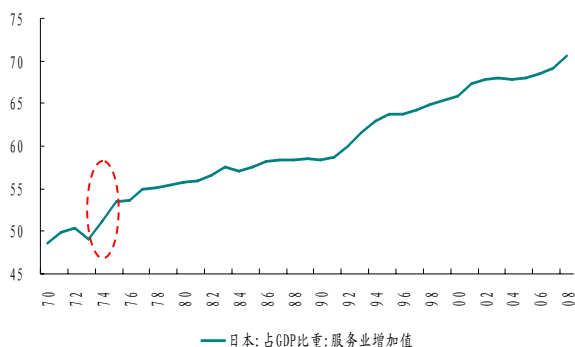
从趋势来看,配置取决于对二季度前后行情的定义。一方面,我们认可基于经济见底、通胀见底、业绩见底的预期,政策调整下的股市有望出现修复性的行情;另一方面,与一致预期的“小牛市”不同,我们认为预期或将遭遇多重不确定因素的挑战,预期的反复将逆转市场原有的乐观趋势。

因此,我们认为周期股表现或将是阶段性的:预期趋于乐观,周期股上涨,但过度则透支未来空间;预期趋于悲观,周期股下跌,但过度则提供一定的投资机会。在反弹过程中,我们认为具备进攻性的周期股有望获取超额收益,如地产、券商、铁路设备、电气设备等。

从周期穿越来看,我们认为经济弱周期叠加政治周期效应,“杠杆化十年”正在向民生+转型过渡。在2012年,寻找经济新的增长点与民生改善将被逐步放大。对应于A股市场,这或将是增长主题下的两条主线。

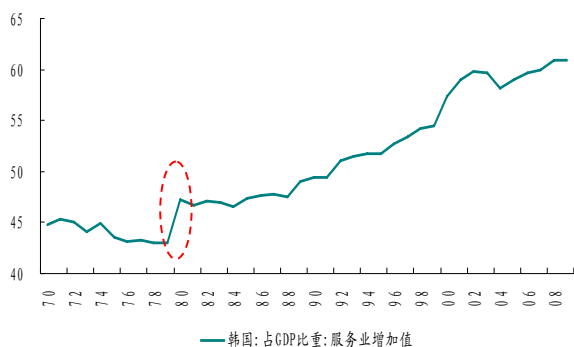
1)、服务业。中国的服务业增加值/GDP甚至低于最不发达国家,发展服务业的空间巨大。而无论是韩国、日本的转型期,还是中国前两轮工业调整期,服务业增加值占比都出现明显提升。此外,国家的政策扶持为服务业发展创造了宽松的运营空间。专业连锁、文化传媒、软件等值得关注。

图 71: 日本服务业占比



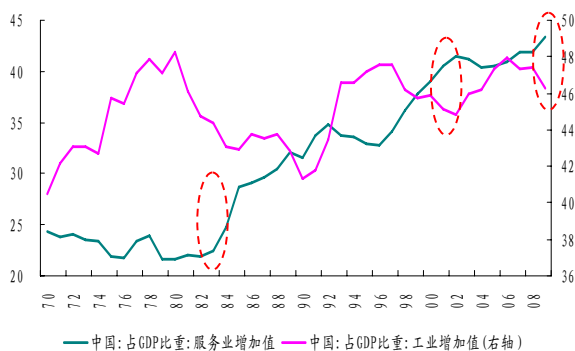
数据来源: 中原证券研究所 世界银行

图 72: 韩国服务业占比



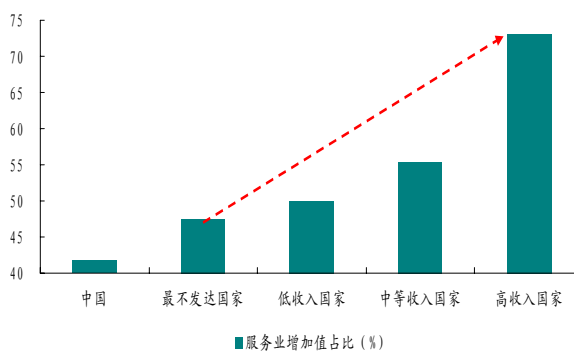
数据来源: 中原证券研究所 世界银行

图 73: 中国服务业的前两次发展



数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

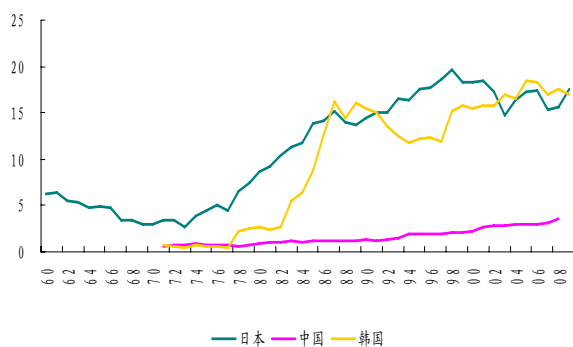
图 74: 服务业的国际比较



数据来源: 中原证券研究所 世界银行

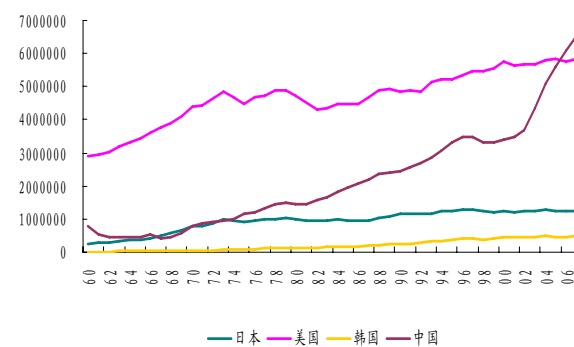
2) 替代能源与节能环保。从转型来看, 经济增长难以继续依赖出口与房地产, 新的增长点将极为重要。从能源约束来看, 替代能源与节能环保是值得持续关注的主题。我们相对看好新能源汽车、LED 照明、核电建设、环保基础设施等相关板块。

图 75: 替代能源占能源消耗比



数据来源: 中原证券研究所 世界银行

图 76: 二氧化碳排放量



数据来源: 中原证券研究所 世界银行

附表：2012 年宏观经济指标预测

指标	2012E	2011E	2010	2009	2008
GDP (%)	8.2	9.1	10.3	9.1	9.6
CPI (%)	3.6	5.1	3.3	-0.7	5.9
PPI (%)	3.5	6.4	5.5	-5.4	6.9
社会消费品零售 (%)	15	16.7	18.4	15.5	21.6
工业增加值 (%)	12.2	14.2	15.7	11	12.9
出口 (%)	12.3	19.3	31.3	-16	17.4
进口 (%)	15.1	22.8	38.7	-11.2	18.5
贸易顺差 (亿美元)	1300	1776	1831	1961	2955
固定资产投资 (%)	19.6	23.1	24.5	30.5	26.1
M2 (%)	14.5	15	19.7	27.7	17.8
人民币贷款 (%)	15	14.8	19.9	31.7	18.8
1年期存款利率 (%)	3.5	3.5	2.75	2.25	2.25

数据来源：中原证券研究所

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。