

日期: 2011 年 12 月 12 日



屠骏

021-53519888*1911

Tujun69@yeah.net

执业证书编号: S0870511070001

曾小勇

021-53519888*1930

zengxiaoyong@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120014

报告编号
TUJUN-07

相关报告

2011 年四季度 A 股投资策略:
遥远的“宏观底” 渐近的“市场底”
专题研究:
2012 年: 全面放松是一种幻想

报告首发日期: 2011 年 12 月 12 日

外忧内稳, 形似 2005

——2012 年 A 股投资策略

主要观点:

■ 2012 宏观环境: 外忧内稳, 结构亮点看财政

2012 年欧元区确定性衰退与美国不确定复苏。财政一体化、欧洲稳定机制 (ESM) 进程是欧债危机的关键因素。2012 年 2 到 4 月, 6、7 月和 9、10 月份是欧猪五国偿债压力的三大关键时间窗口, 也是全球经济和资本市场的压力窗口。美国经济复苏同样受限于欧债危机。美元有限趋强与中国经济增速放缓将压制大宗商品价格。

国内政策“稳”字当头: 货币环境回归中性, 难言全面宽松。M1、M2 所代表的流动性更可能表现为见底但回升缓慢的态势。财政重点突击担当“稳增长”主力: 新兴产业及重点支持行业将享受税收减免的政策红利; 电网建设、水利建设、城市宽带、节能环保领域有望成为财政投入的重点。

政策风险: 货币政策重归反危机状态, 全面宽松的货币开闸: 政策的针对性和灵活性相对于政策摇摆不定仅一步之遥。

■ 市场流动性依然偏弱, 趋势形似 2005 年

流通市值“大跃进”, M2/流通市值仍难以摆脱“熊市泥潭”。2012 年盈利增速预测: 乐观 16%、中性 8%、悲观-4%。2012 年上证综指的核心波动区间为 2100-2700 点, 沪深 300 指数核心波动区间为 2300-2900。一季度见全年重要低点的可能性较大, 全年趋势波动特征形似 2005 年。

2012 年政策调整的两个关键节点是: 12 年 4 月一季度经济形势明确, 关注内外部需以及欧债问题进展, 确定政策微调是否加码。7-10 月全面分析上半年经济数据, 包括外部欧债危机、内部经济放缓程度、全球热钱流向, 确定下半年经济政策取向。上述时间节点形成全年趋势拐点可能性较大。

■ 行业配置策略: 先防御, 后进取

在 2012 年投资时钟由固定收益转向权益的跨越上, 需结合货币政策恢复常态、固定资产投资探底、终端消费需求企稳、物价探底之后回上升等带来的对不同行业的配置节奏。总体上先防御后进取。

上半年行业配置思路分别是: 民生投资与政策支点 (水利建设、电网建设、节能环保)、放松预期 (房地产) 以及成长性 (旅游、生物医药); 下半年: 周期领先 (券商、有色) 与转型投资 (传媒、水利、智能电网、核电、高铁等) (参见表 15)

■ 上海证券研究所 2012 年股票投资组合推荐

森源电气、建研集团、瑞康医药、西部牧业、中国国旅、四方股份、易联众、金禾实业。

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司资格说明和免责声明。

目 录

一、市场回顾：重陷熊市.....	错误！未定义书签。
二、欧美经济：确定的衰退与不确定的复苏.....	错误！未定义书签。
三、国内政策：强化常态、货币微调、财政突击.....	错误！未定义书签。
四、市场流动性依然堪忧，盈利见底维持“弱平衡”.....	错误！未定义书签。
五、形似 2005 年，核心波动区间为 2100-2700 点.....	错误！未定义书签。
六、行业配置思路.....	错误！未定义书签。
七、上海证券 2012 年投资组合推荐.....	错误！未定义书签。

图 目 录

图表 1 2011 年沪深 300 指数、中小板综指、创业板综指的表现.....	3
图表 2 2011 年行业指数与风格指数表现.....	3
图表 3 欧猪五国长期国债收益率大幅上升（%）.....	4
图表 4 欧猪五国主权违约风险剧增（%）.....	4
图表 5 美国出口的区域分布.....	6
图表 6 美国失业率高位持续回落（%）.....	6
图表 7 月度新增信贷：当月值（亿元）.....	8
图表 8 M1、M2 处于历史低位.....	8
图表 9 财政收支差额：当月值.....	9
图表 10 政府在各领域的投资支出.....	9
图表 11 流通市值与总市值.....	12
图表 12 M2/流通市值在重要顶、底的表现.....	12
图表 13 A 股市场融资与流通市值变化关系.....	12
图表 14 产业资本月度净增持市值统计.....	12
图表 15 一致预期 2012 净利润变化.....	13
图表 16 全部 A 股单季单季净利润同比与环比.....	13
图表 17 本轮小周期的大类资产配置路线图.....	15
图表 18 我国几次增长和通胀双下降情形（%）.....	16
图表 19 从基数效应来看这一阶段将延续到明年 7、8 月份（%）.....	16
图表 20 主要成份指数估值及年度表现（%）.....	17
图表 21 上海证券 2011 年四季度推荐股票投资组合回顾（2011.9.26-2011.12.05）.....	19

表 目 录

表格 1 欧洲七国债务集中到期数额统计.....	4
表格 2 2012 年欧债危机国家以及到期债务金额统计.....	5
表格 3 各国减记债务额测算.....	5
表格 4 2012 年欧债危机核心变量下，美元、全球资金流向、风险资产的价格变化的两种情	

景.....	6
表格 5 主要货币政策工具在常态区间内的分布	7
表格 6 三次货币政策转向时数量化目标的谷峰值对比	8
表格 7 分行业固定资产投资增速变化 (%)	9
表格 8 2012 年可能出台的主要新兴产业振兴规划	9
表格 9 2007 年 10 月份以来 A 股市场进入熊市，但流通市值增长“大跃进”	11
表格 10 A 股市场历史重要“顶”、“底”的 M2/流通市值表现	11
表格 11 2012 年盈利增速对应上证指数 (PE=11.5) 的情景分析	13
表格 12 历年一季度是政策蜜月期	14
表格 13 2012 年重要的宏观政策窗口	14
表格 14 2012 年 A 股市场支撑压力因素分析表	15
表格 15 2012 年不同阶段的行业配置建议	18
表格 16 上海证券 2011 年四季度推荐股票投资组合	19
表格 17 上海证券 2012 年年度推荐股票投资组合	20

一、市场回顾：重陷熊市

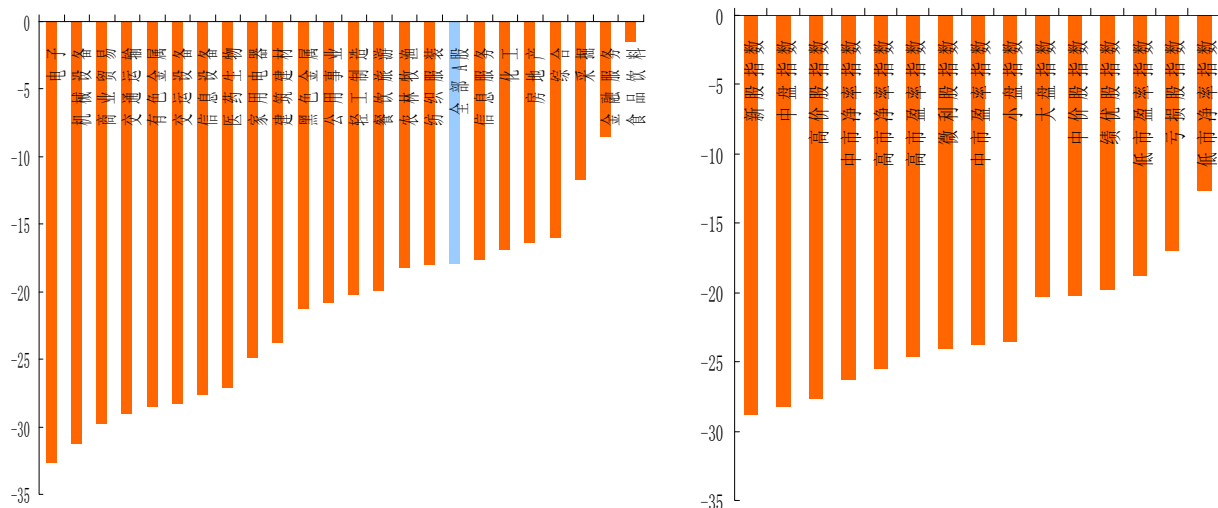
图表 1 2011 年沪深 300 指数、中小板综指、创业板综指的表现



2011 年沪深 300 指数涨-19.97%；中小板综指涨-26.63%；创业板综指涨-28.52%。2011 年 A 股市场经过第一季度短暂上涨后，后三个季度基本处于震荡下跌的下行通道中，熊市氛围浓重。市场积弱的主要因素是政策紧缩、经济放缓的双重压力，以及市场对中国经济转型远景的迷茫，外部的欧债危机是次要因素。全年的行业表现来看，金融服务、采掘以及房地产等周期性低估值行业表现强于电子、商业、信息等弱周期行业，低市盈率大盘股较高市盈率小盘股明显抗跌。而四季度市场先升后跌背后的逻辑基本与我们四季度策略“渐近的市场底、遥远的宏观底”一致。

数据来源：Wind 资讯

图表 2 2011 年行业指数与风格指数表现



数据来源：Wind 资讯

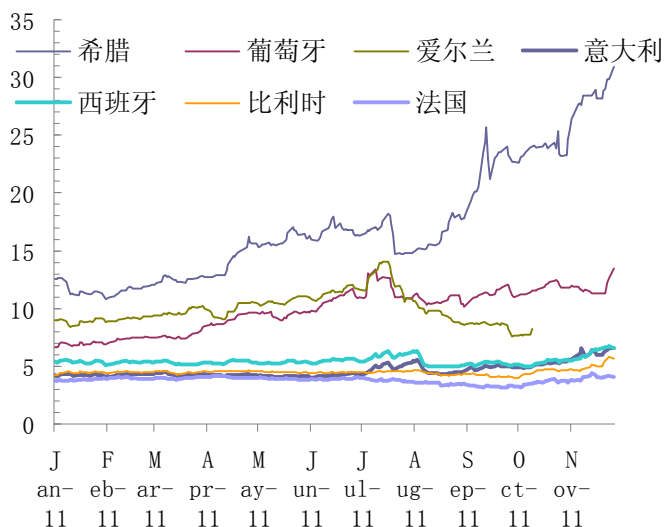
二、欧美经济:确定的衰退与不确定的复苏

1、欧债危机:压力窗口与确定性衰退

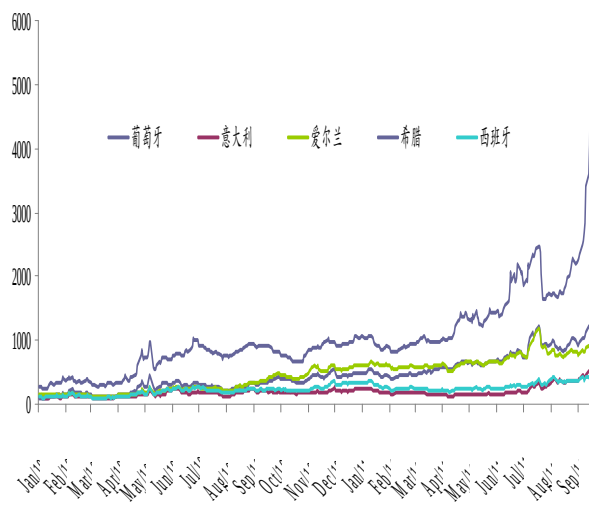
■ 二到四月,六、七月和九、十月份是2012年欧债危机的三大关键时间窗口

2011年以来,欧猪诸国的十年期国债利率和CDS利差不断攀升。希腊债务已减记50%,其余四国也正面临越来越高的违约风险。同时,巨额债务已成为了整个欧元区经济的发展沉重的负担。2012年,欧债危机的进展在每个到期高峰都将吸引市场关注。我们认为,2012年二到四月,六、七月和九、十月份是欧猪五国偿债压力的三大关键时间窗口,预计也是全球经济和资本市场的压力窗口。

图表 3 欧猪五国长期国债收益率大幅上升(%)



图表 4 欧猪五国主权违约风险剧增(%)



数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

表格 1 欧洲七国债务集中到期数额统计

欧洲七国债务集中到期数额(亿欧元)									
日期	葡萄牙	意大利	爱尔兰	希腊	西班牙	欧猪	法国	比利时	欧猪+法比
2012	285.2	3640	96	563	1609	6193	2953	710	9856
2013	154.4	2020	99	380	1036	3688	1630	408	5726
2014	197.5	1614	154	408	940	3314	971	274	4559
2015	149.4	1795	32	288	602	2867	1137	290	4295
2016	130.5	1175	132	223	585	2246	1038	259	3543
2016 后	569.5	6324	630	1190	2198	10912	4266	964	16143
合计	1486	16569	1143	3052	6971	29221	11994	2906	44121

数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

表格 2 2012 年欧债危机国家以及到期债务金额统计

2012 年欧债危机国家以及到期债务金额（亿欧元）			
时间	七国总债务	危机国家	危机国家债务量
1 月	1034	法国	557
2 月	1282	意大利	630
3 月	1188	爱尔兰、比利时、意大利	727
4 月	1313	西班牙、意大利、法国	1234
5 月	518		
6 月	389	葡萄牙	120
7 月	1012	西班牙、意大利、法国	961
8 月	539	意大利	280
9 月	748	比利时	184
10 月	1035	西班牙、意大利、法国	983
11 月	264	意大利	225
12 月	534	意大利	328
注 1：希腊新政府若同意 10 月达成的救助协议，将需要约 1300 亿欧元的资金。			
注 2：到期债务的关键国家和时间已用红色标出			
数据来源：Bloomberg，上海证券研究所			

■ 欧债的关注焦点：财政一体化、稳定机制（ESM）

2011 年末欧盟峰会上，成员国决定立新条约，建立财政联盟，向欧元区财政一体化迈出了坚实的一步。除此之外，峰会上欧盟领导人同意提早于 2012 年 7 月启动 5,000 亿欧元的欧洲稳定机制（ESM），ESM 若能杠杆化 4-5 倍，资金规模可达 2 万亿以上，至少可保欧元区 5 年。但我们欧债危机未来仍有反复可能，财政一体化与稳定机制（ESM）是关注焦点。

表格 3 各国减记债务额测算

国家	葡萄牙	意大利	爱尔兰	希腊	西班牙
债务占 GDP%	106%	121%	109%	169%	67%
总债务（亿欧元）	1486	16569	1143	3052	6971
债务减记比例	28%	25%	34%	50%	5%
救助金额	470	5648	689	1300	838

数据来源：上海证券研究所

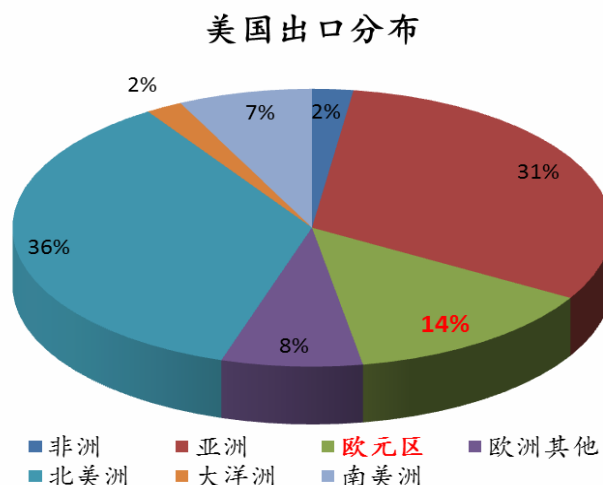
■ 欧元区确定性的衰退

我们预计 2012 年欧债救助较为曲折，欧元经济将确定衰退。债务货币化仅仅是将债务危机爆发的时间延后，各国的债务规模可能会越变越大。欧元区解体，债务危机国家将面临破产风险，国内局势将十分动荡；非危机国家货币升值导致出口竞争力下降，同时由于债务减损规模巨大，银行系统将面临很大考验，信贷危机难以避免。

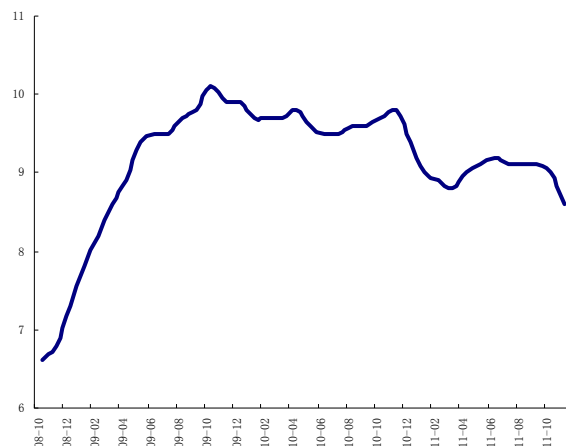
2、美国经济复苏依然存在不确定性

美国基本面数据 2011 年四季度明显转好。失业率数据下降至 8.6%，制造业和服务业景气提升。PMI 指数上升，特别是新增订单指数上升明显。库存/销量比例已接近低点，补库存要求强烈。产能利用率也持续攀升。美国经济复苏迹象较为明显，但由于美国银行系统对欧猪五国存在较大的风险敞口以及欧元区在美国进出口占比分别为 13%、14%。欧债危机可能出现的恶化趋势同样会使得美国经济复苏面临不确定性。

图表 5 美国出口的区域分布



图表 6 美国失业率高位持续回落 (%)



数据来源：Bloomberg，上海证券研究所

总结：

表格 4 2012 年欧债危机核心变量下，美元、全球资金流向、风险资产的价格变化的两种情景

欧债危机发展态势 (2012 年核心变量)	美国经济	美联储政策	美元	风险资产	对中国经济、政策影响
缓慢恶化	有限复苏	暂缓释放流动性，稳通胀，提振消费	保持币值稳定或缓慢升值	稳中趋弱	欧元区财政紧缩、汇率贬值购买需求下降打击中国出口。维持“结构微调”的政策应对。
急剧恶化（崩盘）	受拖累，复苏艰难或重陷衰退	无法容忍美元急剧升值，被迫释放流动性打压美元	币值先升后贬，剧烈波动	暴跌后暴涨	被迫重返“反危机”政策，重启宽松货币政策，放松房地产调控。

三、国内政策：强化常态、货币微调、财政突击

1、货币环境回归中性，难言全面宽松

■ 货币政策工具放松空间不大

目前来看，除了存款准备金率处于历史最高点外，其他货币政策工具的最新值都处于常态区间内，特别是市场一致预期将会下调的利率，如果 2012 年 CPI 均值在 3.5，那么降息的空间将极为有限。因此，从数据分析看，未来除了下调存款准备金率与通过公开市场释放流动性外，其他货币政策工具放松的空间有限。

表格 5 主要货币政策工具在常态区间内的分布

央行货币政策工具	20072Q-20113Q 的常态区间（%）	最新值
存款准备金率	7.50-21.50	21.00
利率	2.25-4.14	3.50
公开市场操作 (一年期央票发行数量与利率)	1.32-4.05 10 亿-2100 亿	3.57% 190 亿
再贴现	1.8-4.32	2.25

数据来源：央行网站 上海证券研究所整理

■ 货币政策目标不支持全面宽松

我们通过三次货币政策转向时的 GDP、CPI、M1、M2、失业率等数量化目标的谷峰值对比，明显可以看到经济有限放缓、物价向下拐点形成、流动性低位徘徊、失业率平稳波动的宏观经济特征。因此，就数据分析的角度而言，我们可以较为明确的判断，目前货币政策全面放松既无迫切性，也无必要性。

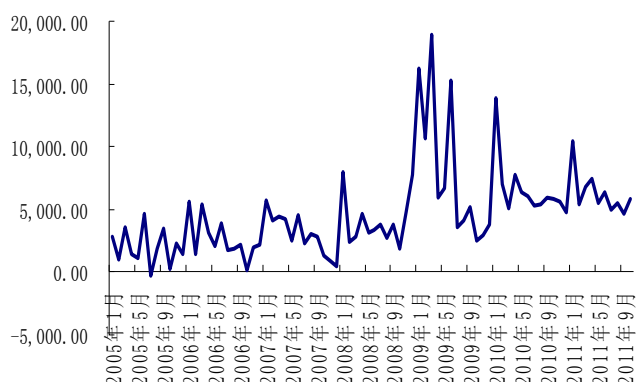
2012 年由于银行体系将高度关注如何防范房地产贷款风险，银行新增信贷规模将与 GDP 增速相匹配，我们预计为 7.8-8 万亿左右。从货币供应量 M1、M2 同比水平来看，虽然当前值与 2008 年 11 月份非常接近。但是 2008 年由于政策转向以及随后的超宽松信贷政策，M1、M2 快速攀升，而目前则没有该背景，2012 年 M1、M2 所代表的流动性更可能表现为见底但回升缓慢的态势。

表格 6 三次货币政策转向时数量化目标的谷峰值对比

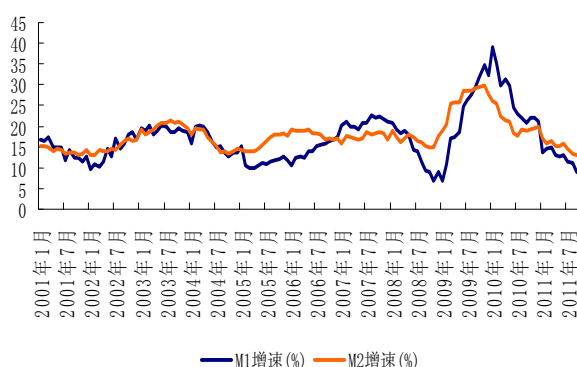
货币政策 转向时间	转向方向与经济周期	货币政策转向时数量化目标的谷峰值 (%)				
		GDP	CPI	M1	M2	城镇失业人数 (万人)
2007 年 第二季度	过热 稳健→适度从紧	15	8.7	22.8	18.5	838 (4.1%)
2008 年 第四季度	衰退 适度从紧→适度宽松	6.6	-1.8	6.68	14.8	915 (4.3%)
2010 年 第四季度	衰退初期 适度宽松→稳健	9.6	4.4	22.1	19.5	908 (4.1%)
目前	衰退 稳健→适度从紧	9.1	6.1	8.9	13.3	911 (4.1%)

数据来源：上海证券研究所整理

图表 7 月度新增信贷：当月值（亿元）



图表 8 M1、M2 处于历史低位



数据来源：Wind 资讯

2、财政重点突击担当“稳增长”主力

■ 积极财政政策成为“稳增长”主力

2012 年我们面临的货币供应环境将见底但回升缓慢，存在不能抵御经济下滑的风险，并且货币转向对于经济刺激存在明显滞后性。因此，在货币宽松受限以及刺激经济存在局限性的情况下，我们认为 2012 年政府采取积极财政政策以防止经济下滑过快的必要性加强。从历史上看在 2005 年和 2009 年经济见底回升过程中，中央项目固定资产投资增速都出现了回升。

虽然 2012 年的财政收入增速可能会出现下滑，但我们认为中央政府有能力通过中央财政预算稳定调节基金和发行国债来保证积极财政政策的实施。但地方政府及相关融资平台在 2011 年和 2012 年应偿还债务占比很高，将影响地方财政的扩张能力，未来地方政府投资新项目速度不可避免会放缓。同时，我们预计，2012 年结构性增减税将同时存在，新兴产业及重点支持行业将享受税收减免的政策红利，而资源税、

环境税以及房产税的开征将促进增长方式的转变。我们预计 2012 年财政赤字预算为 GDP2.4%。

■ 财政突击的“着力点”

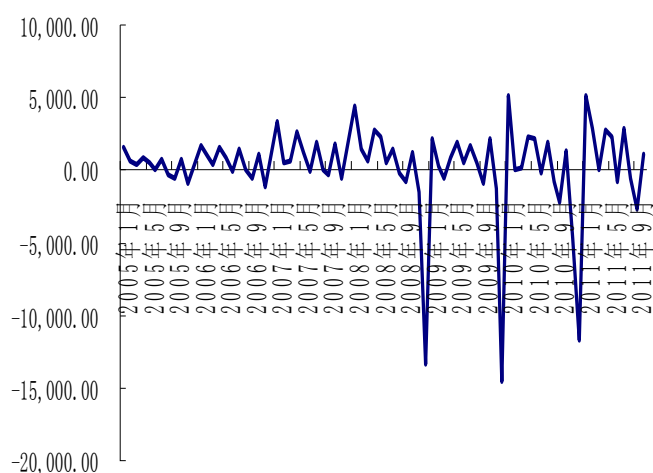
结合从 2007-2011 年 1 至 10 月份分行业固定资产投资增速变化情况以及政府产业扶持政策取向看，我们认为电力、热力的生产和供应业（电网建设）、水的生产和供应业（水利建设）、信息传输、计算机服务和软件业（城市宽带）、环境管理业（节能环保）领域在 2012 年有望成为财政投入的重点。

表格 7 分行业固定资产投资增速变化（%）

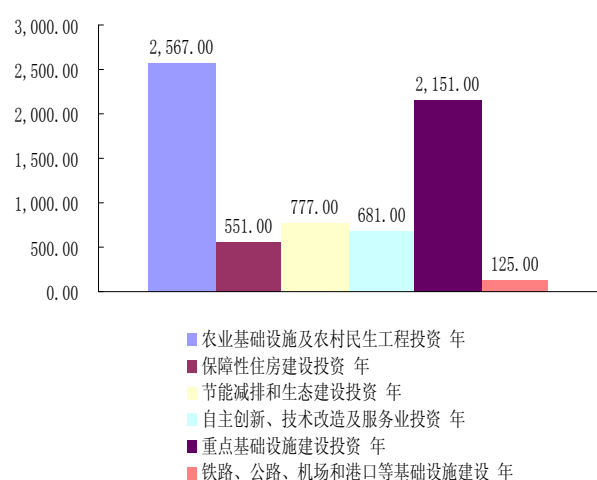
	2007	2008	2009	2010	2011（1-10）
电力、热力的生产和供应业	8.70	14.10	23.40	7.00	3.30
水的生产和供应业	27.60	25.10	67.90	-2.50	-4.60
信息传输、计算机服务和软件业	2.70	17.10	19.30	-5.90	0.70
环境管理业	40.90	23.30	64.30	27.30	4.50

数据来源：Wind 资讯

图表 9 财政收支差额:当月值



图表 10 政府在各领域的投资支出



数据来源：Wind 资讯

表格 8 2012 年可能出台的主要新兴产业振兴规划

相关部委与产业规划	受益行业及投资主题
国家能源局《页岩气“十二五”发展规划》	煤炭
《国民旅游休闲纲要》	旅游
国家能源局《煤层气“十二五”规划》	煤炭、采煤机街
工信部《十二五高端装备制造业产业发展规划》	精密机床、军工、海工
国家能源局、发改委《可再生能源发展“十二五”规划》	机械设备、化工新材料

国家能源局、发改委《生物质能源“十二五”发展规划》	生物质发电
国家能源局《能源科技“十二五”规划》	特种机械、化工
水利部《全国节水灌溉“十二五”规划》	水利设施
发改委环资司《“十二五”节能环保产业发展规划》	合同能源管理、污水治理、脱硫设备
环保部《“十二五”环境保护规划》	公用事业
工信部《物联网“十二五”规划》	物联网
工信部《新一代信息技术产业发展“十二五”规划》	信息服务、信息设备、电子
工信部《云计算“十二五”规划》	服务器
工信部《软件行业“十二五”规划》	软件
文化部《文化产业“十二五”规划》	有线网络、报业、文化 MALL
工信部《节能与新能源汽车产业发展规划》（2011~2020）	汽车制造、锂电池
工信部《生物医药产业“十二五”规划》	医药生物

上海证券研究所整理

3、政策风险在摇摆不定与货币开闸

■ 货币开闸，重归反危机状态

基于我们上文中对欧债危机未来可能结果的相对悲观预期，如果 2012 年海外市场大动荡导致外需急剧下滑，叠加国内房地产市场超调导致投资超预期下滑，货币政策重归反危机状态，全面宽松的货币开闸，可能性也不能完全排除，但这将导致 2010 年四季度货币政策重归稳健以来的“调结构”重回起点，这是 2012 年宏观经济面临的重大风险。

■ 政策摇摆不定导致市场波动

面对 2012 年欧元区确定性衰退、美国经济不确定性复苏、国内控通胀、调结构、稳增长政策着力点切换，以及世界主要国家与地区政府换届的空前复杂政经局面，相机抉择的政策摇摆可能导致 2012 年股票市场的波动风险。2008 年 9 月份以来的“反危机”货币政策回归“稳健”的常态后，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者关系在 2012 年仍面临严峻挑战，提高政策的针对性和灵活性相对于政策摇摆不定仅一步之遥。

总结：

货币端——继续纠正危机期间的过度供给，回归常态，结构性微调但不具备全面宽松的条件。银行新增信贷规模受限于严控房地产贷款风险，增长将极为有限，我们预计为 7.8-8 万亿左右。M1、M2 所代表的流动性可能表现为见底但回升缓慢，有限改善的态势。

财政端——政府采取积极财政政策以防止经济下滑过快的必要性加强，积极财政政策将成为“稳增长”主力。中央政府有能力通过中央财政预算稳定调节基金和发行国债来保证积极财政政策的实施，地方政府

投资新项目速度将放缓。预计 2012 年财政赤字预算为 GDP2.4%。我们预计财政突击的“着力点”在电网建设)、水利建设、城市宽带以及节能环保领域。

风险——货币政策重归反危机状态，全面宽松的货币开闸；控通胀、调结构、稳增长政策着力点切换过程中，提高政策的针对性和灵活性相对于政策摇摆不定仅一步之遥，政策摇摆不定导致市场波动。

四、市场流动性依然堪忧，盈利见底维持“弱平衡”

1、股市流动性依然堪忧

- 流通市值“大跃进”，M2/流通市值仍难以摆脱“熊市泥潭”
- 流通市值“大跃进”的根本原因不是 IPO，而是各类限售股的流通（图 13）
- 产业资本月度净增持金额为正是大盘构筑中期底部的重要标志。

表格 9 2007 年 10 月份以来 A 股市场进入熊市，但流通市值增长“大跃进”

	2007 年 10 月	2011 年 10 月	增减幅度 (%)
上证指数	6124	2330	-61.95
沪深总市值 (亿元)	280,234.870	242,982.916	-13.57
流通市值 (亿元)	89,141.350	184,611.891	106.74

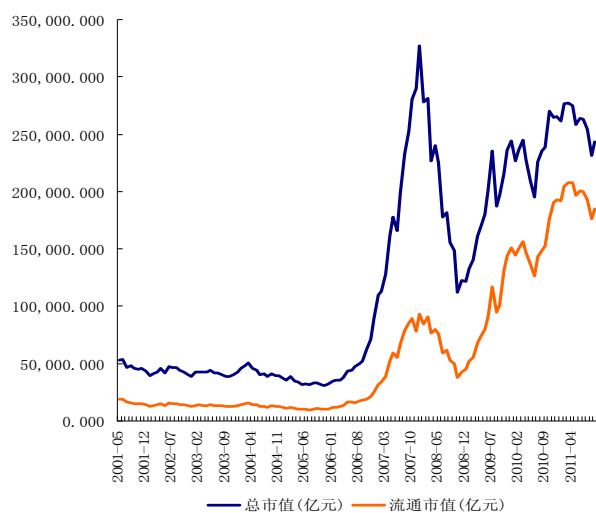
上海证券研究所整理

表格 10 A 股市场历史重要“顶”、“底”的 M2/流通市值表现

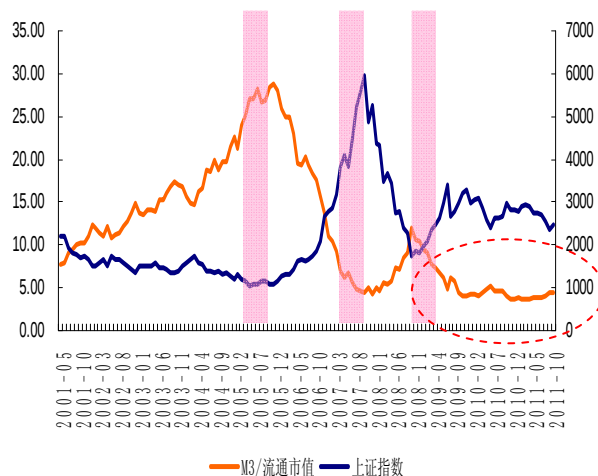
日期	2005.7	2007.10	2008.10	2009.9-2011.10
上证指数	998	6124	1664	2300-3200
M2/流通市值	28.22	4.42	12.02	3.59-5.45

上海证券研究所整理

图表 11 流通市值与总市值

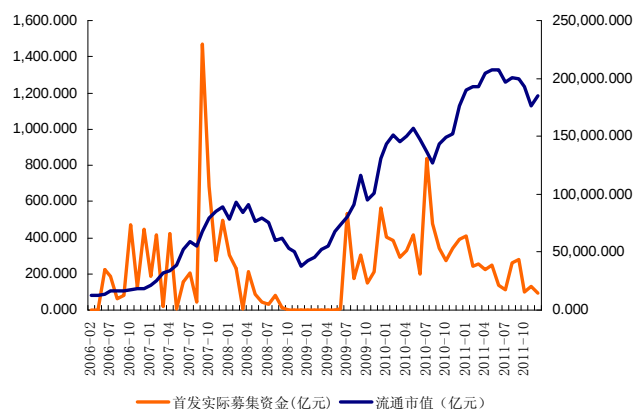


图表 12 M2/流通市值在重要顶、底的表现

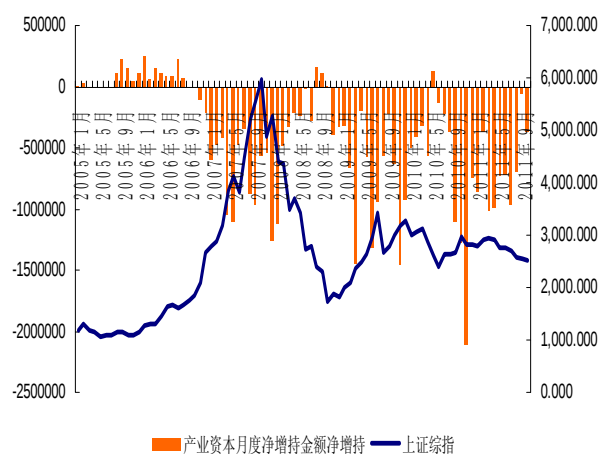


数据来源: Wind 资讯

图表 13 A 股市场融资与流通市值变化关系



图表 14 产业资本月度净增持市值统计



数据来源: Wind 资讯

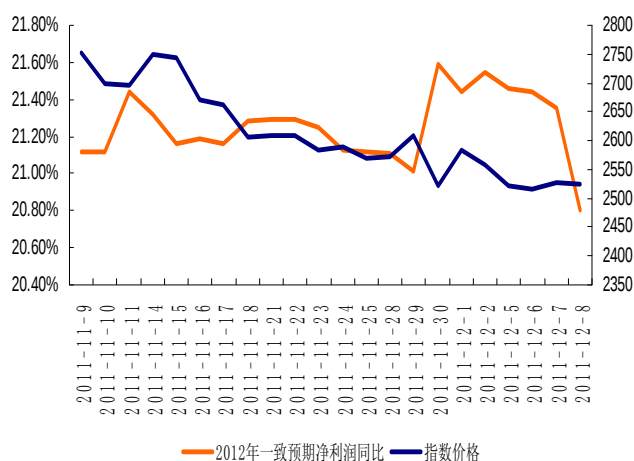
1、2012 年盈利增速预测：乐观 16%、中性 8%、悲观-4%

表格 11 2012 年盈利增速对应上证指数 (PE=11.5) 的情景分析

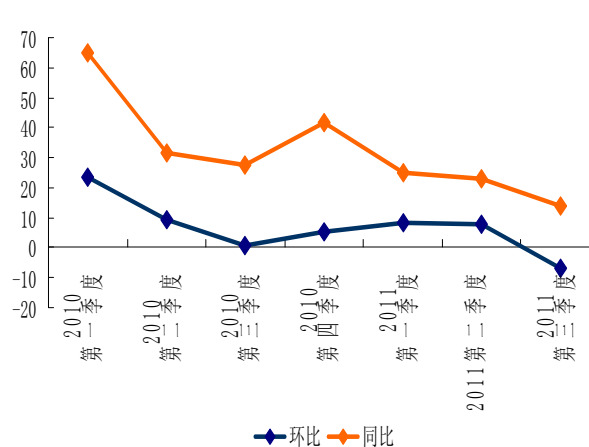
2012 年盈利增速(%) / 估值 (PE)	10	11	12	13
-4% (悲观)	2040	2250	2450	2650
4%	2250	2480	2710	2935
8% (中性)	2320	2550	2780	302
12%	2350	2600	2850	3065
16% (乐观)	2465	2720	2965	3210

上海证券研究所整理

图表 15 一致预期 2012 净利润变化



图表 16 全部 A 股单季季净利润同比与环比



数据来源：Wind 资讯 朝阳永续

五、形似 2005 年，核心波动区间为 2100-2700 点

2012 年 A 股市场趋势波动面临的宏观背景可以概括为：“稳”字头上“一把刀”——国内政策保持稳定，外部欧债危机“一把刀”。在此大框架下，市场影响变量分别表现为：宏观流动性（信贷增速、M1、M2）有限改善、市场流动性（M2/流通市值）依然堪忧、盈利增速“见底”维持“弱平稳”，形成趋势拐点的主要变量是内外部形势判断下的政策调整。

结合 2012 年盈利增速对应上证指数 (PE=11.5) 的情景分析与市场流动性的预判，我们认为 2012 年上证综指的核心波动区间为 2100-2700 点，沪深 300 指数核心波动区间为 2300-2900。考虑到一季度是政策蜜月期，并且叠加了物价下行与宏观流动性环比有限改善的因素，成为全年重要低点的可能性较大，全年趋势波动特征形似 2005 年，重要拐点源自政策调整的 4 月份、7-10 月份两个时间段。（参见表 15）

表格 12 历年一季度是政策蜜月期

	2008-2009 年	2009-2010 年	2010-2011 年	2011-2012 年
中央经济工作会议	财政积极 货币适度宽松	财政积极 货币适度宽松	财政积极 货币稳健	
产业政策着力点	4 万亿投资	区域经济	水利建设	文化产业、休闲旅游、节能环保
经济工作会议到 次年“两会”	1 号文件促农业 发展	大力发展七大新 兴产业	推动保障房建 设	
次年“两会”焦点	保增长、拉内需	十二五规划，低 碳经济	个税起征点上 调	

上海证券研究所整理

表格 13 2012 年重要的宏观政策窗口

时间	可能存在的政策动向	对趋势产生的影响
12年3月	政府工作报告，将主要经济工作分解。两会后，各个地方政府开始推进新一年度经济工作。	
12 年 4 月	分析一季度经济形势，关注内外部需以及欧债问题进展，研究确定政策微调是否加码。	若微调政策加码，将对趋势产生正面影响。
12 年 6 月	关注美联储扭曲操作到期后对货币政策和美元走势的态度。	
12 年 7 月	全面分析上半年经济数据，包括外部欧债危机、内部经济放缓程度、全球热钱流向，确定下半年经济政策取向。	7-10 月份为全年经济政策调整的敏感时段。
12 年 10 月	分析前三季度经济形势，部署四季度工作，展望全年走势，研究制定下年度经济工作思路	此时易于产生趋势性拐点。
12 年12月	中央召开经济工作会议，确定明年工作思路；各部门召开会议，贯彻中央经济工作会议精神。	

上海证券研究所整理

表格 14 2012 年 A 股市场支撑压力因素分析表

支撑因素（按重要性排序）	压力因素	风险因素
1、宏观流动性有限改善 2、财政突击与产业扶持中的结构性机会 3、大盘蓝筹股的估值支撑 4、政府换届的维稳需求	1、市场流动性依然偏紧 2、供给压力（国际板、限售股、IPO） 3、结构性估值压力	1、欧债危机冲击超预期导致货币被迫开闸 2、房地产行业投资增速下滑超预期 3、政策调整的摇摆不定

六、行业配置思路

1、大类资产配置：“先债后股”

2012 年经济增长总体放缓，通胀水平继续高位回落。不考虑我国经济周期性的增长收敛，就 2012 年格局来看，上半年增长和通胀持续回落十分清楚，而下半年也可以预期两者环比回升、同比企稳。因此，按照传统的投资时钟理论，就年度大类资产配置而言，上半年增长和通胀的双回落是固定收益类配置、发酵的良好时机，而下半年增长通胀双回升又指向关注权益类投资。

图表 17 本轮小周期的大类资产配置路线图



数据来源：上海证券研究所

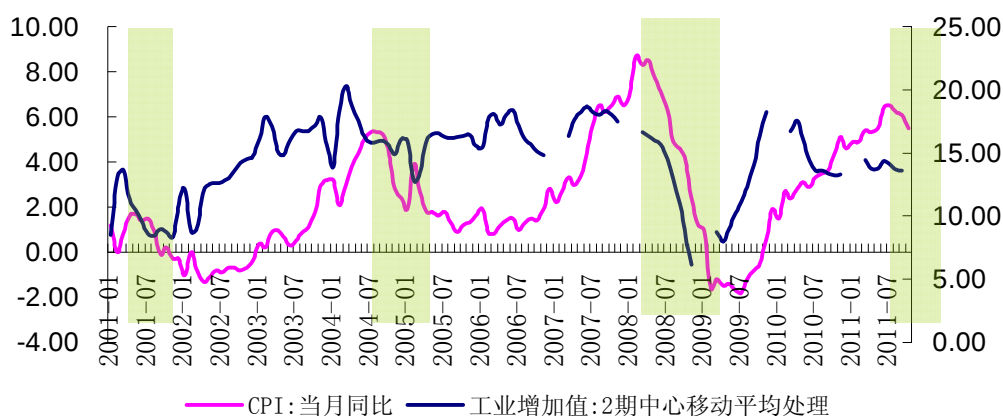
2、行业配置：

就权益投资的行业配置和公司选择上，上半年重点关注安全和防御性，下半年关注适当的进取性。同时，在投资时钟由固定收益转向权益的跨越上，需结合货币政策由紧逐步趋松、固定资产投资探底、终端消费需求企稳、物价探底之后重回上升等带来的对不同行业的配置节奏。

■ 增长和通胀双拐头向下的配置：相对集中，以安全和防御为主

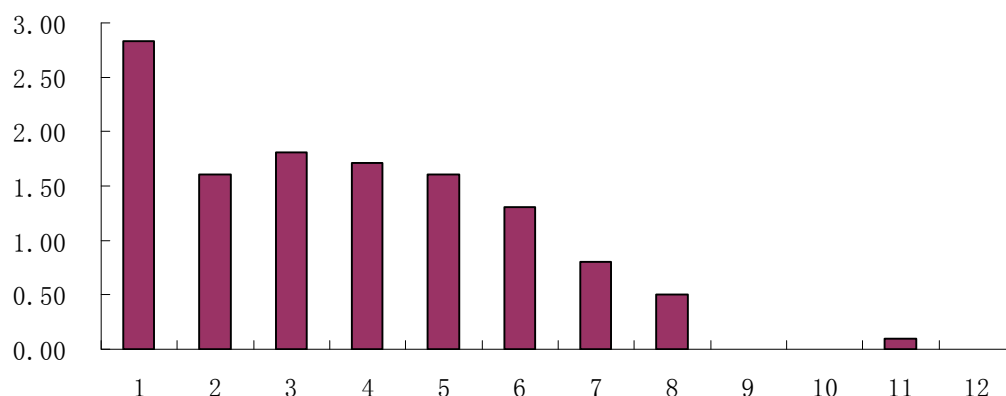
这一轮 CPI 确认见顶以及增长趋势性向下同时出现应该在 11 年 8—9 月份，这一情形在 2000 年以来还有出现三次，分别是 08 年 3 月份至 09 年 2 月份、04 年 8 月份至 05 年 4 月份、01 年 4 月份至 01 年 12 月份（这一阶段严格来说并不算，因为通胀高点仅为 1.7 再下拐）。从时间上判断目前这一阶段持续至少 8—10 个月，并将伴随 CPI 环比向上和同比探底回升而结束。我们预计，明年 8 月份才可能是 CPI 企稳的时间。

图表 18 我国几次增长和通胀双下降情形（%）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

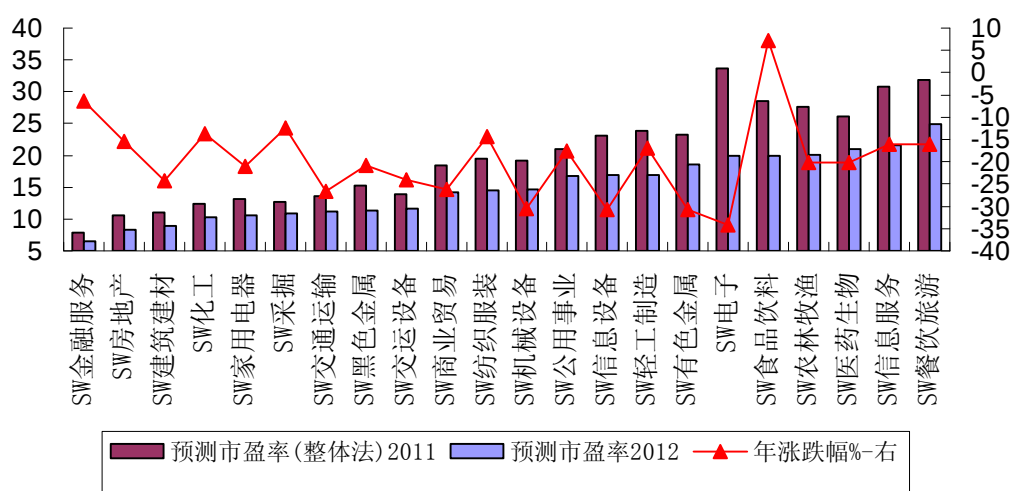
图表 19 从基数效应来看这一阶段将延续到明年 7、8 月份（%）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

由于在这一阶段受需求回落、产品价格下降和毛利下降影响，行业普遍营收下降、经营困难，历史看各行业二级市场表现均是负收益，同时政策又在逐步放松，因此大类配置上倾向于固定收益类。就行业配置而言，只能选择相对跌幅小的，历史上医药生物、食品饮料、信息设备、信息服务、公用事业、房地产、商业贸易会有相对收益，而原材料、中游制造业是重灾区。由于这一阶段持续时间长，整个明年上半年防御性都显得很重要，配置上我们认为，一方面是考虑低估值端的防御性，如业绩增速下降但确定性强的银行、股价先跌并基本反映房价下跌预期未来面临政策松动的房地产，业绩稳定的石油石化等，另一方面是考虑政策支点和行业成长性自下而上选股逐步进行布局，如文化传媒、水利投资、智能电网、核电高铁和消费类的餐饮旅游、食品饮料、生物医药等，以及新兴产业的节能环保、新材料、新能源、新技术等，但要坚定回避原材料、中游制造业。

图表 20 主要成份指数估值及年度表现 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所, 数据截至 12 月 5 日

■ 增长和通胀见底企稳后的配置: 政策性和周期性的进取性行业

这一阶段由于政策发力，财政和货币手段主导终端需求回暖，消费类的房产汽车家电开始放量、价格企稳，企业库存逐步降至合理位置进入新的生产链条，各中间产业被传导，经济复苏逐步向全面展开。历史上，这一阶段二级市场表现较好的是采掘、有色金属、房地产、黑色金属、交运设备、金融等。配置上要寻找带有政策性和周期性特征的领先行业。

就 2012 年来看，要把握政策松动的节奏和重点，结构性保增长方向区别于 08 年的四万亿投资拉动，以民生、转型为主的投资将是政策重点，如继续加大水利投资、加大文化投资、加大智能电网投资、重启核电高铁投资、地产限购限贷明紧暗松等，因此除了配置弹性大的保险券商、有色、采掘外，更主要以民生类投资的文化传媒、水利、智能电网、核电高铁为主，同时符合经济转型方向的高成长性行业如软件、传媒、旅游、医疗保健、节能减排等也是配置重点，而传统的受益于投资拉动的机械、水泥、钢铁、电解铝面临行业产能压制和自身成长性，行业弹性有限。

■ 自下而上选股

在转型压力、政策空间有限和趋势性机会缺乏的明年，要坚持自下而上选股的原则。上半年以安全和防御为主，行业配置适当集中，同时风格上偏大盘价值股，关注年报和一季报增长确定或超预期的品种，注重回避小板股票年初报表的业绩风险。下半年初期关注政策性和周期性的领先行业。全年可对受益于民生的各类投资，符合经济转型方向的高成长性行业如软件、传媒、旅游、医疗保健等大消费，新兴产业的节能环保、生物医药、高端装备、新能源、新材料、新一代信息技术进行布局、挖掘。军工类整合和农业季节性涨价可成为贯穿全年的主题投资。

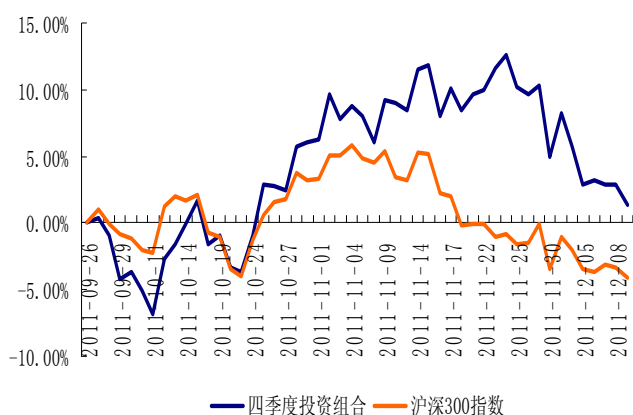
总结：

表格 15 2012 年不同阶段的行业配置建议

时间阶段	2012.1—2012.4	2012.5—2012.8、10	2012.10—2012.12
拐点驱动因素	调结构、保增长的政策蜜月期	物价低位整理、经济增速依然放缓，增长动力不明	需求终端回暖，转型投资发力
大盘表现	超跌反弹波段	延续中期调整	酝酿趋势性行情
行业配置建议	配置：房地产、水利建设、电网建设、节能环保、旅游 回避：中游制造、原材料	配置：银行、餐饮旅游、食品饮料、生物医药	配置：周期先导——保险、券商、有色、采掘；民生投资——传媒、水利、智能电网、核电、高铁。 回避：机械、水泥、钢铁、电解铝等

七、上海证券 2012 年投资组合推荐

图表 21 上海证券 2011 年四季度推荐股票投资组合回顾（2011.9.26-2011.12.05）



上海证券研究所 2011 年四季度推荐股票投资组合期间累计涨幅达到 1.45%，同期沪深 300 指数涨幅为-4.12%，投资组合跑赢大盘 5 个百分点。主要原因是组合在弱市中较好地实现估值为盾，成长为矛的防御反击策略，在熊市中获得了相对与绝对的收益。

数据来源：Wind 资讯

表格 16 上海证券 2011 年四季度推荐股票投资组合

代码	股票名称	所属行业	11EPS	12EPS	13EPS	推荐理由
002358	森源电气	电气设备	0.64	0.93	1.30	有源滤波产品已经进入快速放量期，公司作为有源滤波产品龙头企业，将充分受益有源滤波行业景气上行周期，也将迎来快速增长，预计 2011 年有源滤波产品对公司业绩贡献将大幅提升至 30%以上，显著提升公司盈利能力。
300096	易联众	信息技术	0.38	0.47	0.57	公司在以福建省为主的省份取得重大的成功和市场优势，随着发卡数量的大幅增加，用卡人群的大幅增长，与卡相关的机构和衍生单位的用卡支撑系统和技术服务等需求将随后逐步体现出来。
002589	瑞康医药	生物医药	1.04	1.30	1.70	关注下半年基本药物配送业务的开展。公司目前已覆盖的市区和已配送企业的数量均遥遥领先其他竞争对手。有关方面估计山东省的基础医疗市场规模约为 70 亿元，预计公司将能获得 5 亿以上的配送份额。
002597	金禾实业	食品添加剂	1.50	1.80	2.20	食品添加剂行业快速发展，安赛蜜受益替代下半年或有超预期表现。硝酸、三聚氰胺投产正当时公司自建项目、募投项目产能逐

						渐释放，公司盈利将稳步增长。
600016	民生银行	银行	0.83	1.11	1.33	小微企业“商贷通”蓝海，发展初期风险可控。公司目前发展已经初具规模，看好公司小微企业发展前景。
002277	友阿股份	商业零售	0.86	1.12	--	分享区域经济快速发展的盛宴，老门店内生性增长与新项目的陆续投入运营，奠定了公司未来三年稳健快速增长的基础。

数据来源：上海证券研究所

推荐股票投资组合

代码	股票名称	所属行业	11EPS	12EPS	13EPS	推荐理由
002358	森源电气	电气设备	0.64	0.93	1.30	2012 年是公司再上台阶的一年，有源滤波产品受益谐波治理需求增强，将成为公司新的利润增长点，外延式发展助力公司市场开拓，拓宽公司业绩增长空间，公司业绩增长确定性较强。
002398	建研集团	建筑建材	0.80	1.20	1.60	受益于公司异地扩张战略顺利实施、三代减水剂产能的逐步释放。未来随着而外加剂（减水剂）业务的异地扩张进一步推进，公司业绩大幅增长较为明确。
002589	瑞康医药	生物医药	1.04	1.30	1.70	公司目前已覆盖的市区和已配送企业的数量均遥遥领先其他竞争对手。有关方面估计山东省的基础医疗市场规模约为 70 亿元，预计公司将能获得 5 亿以上的配送份额。
300106	西部牧业	农林牧渔	0.38	0.72	1.05	公司以新疆首屈一指的自有奶牛及管理奶牛群规模可以摆脱这一局限性，并可能沿着消费品公司的发展路径实现持续加快的成长。
601888	中国国旅	旅游	0.77	1.08	1.20	享受海南离岛免税政策的三亚店投入运营，公司免税业务实现超预期的快速增长；未来离岛免税金额限制以及入境免税店等政策上的突破，将给公司带来更为广阔的发展空间，具长期战略性投资价值。
601126	四方股份	电力设备	0.55	0.75	0.99	我们预计明年智能变电站标准有望统一，并开始大规模建设。公

						司 70%的业务来自于此，是二次设备企业中对智能变电站建设规模最敏感的企业，届时公司业绩有望爆发式增长。
300096	易联众	信息技术	0.38	0.47	0.57	公司在以福建省为主的省份取得重大的成功和市场优势，，随着发卡数量的大幅增加，用卡人群的大幅增长，与卡相关的机构和衍生单位的用卡支撑系统和技术服务等需求将随后逐步体现出来。
002597	金禾实业	食品添加剂	1.50	1. 80	2.20	食品添加剂行业快速发展，安赛蜜受益替代下半年或有超预期表现。硝酸、三聚氰胺投产正当时公司自建项目、募投项目产能逐渐释放，公司盈利将稳步增长。

数据来源：上海证券研究所

分析师承诺

分析师 屠 骏 曾小勇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大盘	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大盘同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大盘	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。