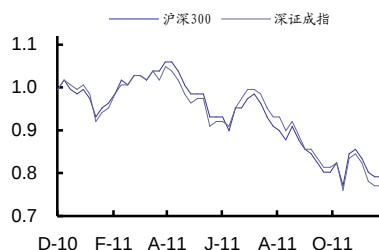


**证券研究报告—深度报告**
**投资策略**
**2012 年投资策略**

2011 年 12 月 9 日

**一年沪深 300 与深圳成指走势比较**

**市场数据**

|                |             |
|----------------|-------------|
| 中小板/月涨跌幅       | 5,502/-0.10 |
| 创业板/月涨跌幅       | 799/-0.09   |
| AH 股价差指数       | 1,778       |
| A 股总市值/流通(万亿元) | 26.44/17.41 |

**相关研究报告:**

《业绩呈现逐季回落趋势，现金流分化明显》——2011-11-01  
 《财报分析专题四：中报业绩增长质量堪忧，主板优于成长》——2011-09-04  
 《投资周期演变下的股市布局》——2011-06-10  
 《内外景气作用下回归传统》——2011-04-12  
 《2011 年新兴产业投资策略报告：布局新兴产业，分享成长收益》——2010-12-21

**证券分析师：黄学军**

电话：021-60933142  
 E-MAIL: huangxjun@guosen.com.cn  
 证券投资咨询职业资格证书编码：S0980510120018

**联系人：林丽梅**

电话：021-60933157  
 E-MAIL: linlm@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

**定期策略**

# 经济转型中突围

**● 中国经济转型中突围**

从 08 年底四万亿的刺激计划以来，投资成为经济波动的主要来源。过去一年以来通胀高企下的宏观调控，高铁事故，房地产限购等使得中国经济的方向不明。如何突围，经济转型成为选项。经济实体去地产，中低端劳动者收入累积增加和积极财政政策下提升民生需求，具备转型突围的条件。

**● 经济顺周期处于类滞胀后（通胀和经济回落），政策逆周期**

经济周期处于类滞胀后，即通胀回落，经济放缓。从短期看，实体经济和房地产都将去库存而回落。美国出现了复苏的苗头，消费信贷出现了恢复，居民资产负债表有所恢复，但关键的房地产还在底部徘徊。欧债危机无解，解决需依赖经济增长，目前欧洲处衰退阶段，那么未来美国量化宽松货币政策退出或许将是债务危机解决的标志之一。在此情形下，中国政策将出现逆周期的放松。

**● 股市明年总体乐观，节奏上半年看好春节后的行情**

随着 2010 年 10 月份以来的政策微调，政策底越来越明确，市场底将显现。按照明年宏观预测通胀回落到 3%，政策全面放松可能性较大，那么市场的整体（沪深 300）估值水平会有所提升，高度取决于经济回落的幅度和政府对此的容忍度，目前给定 15 倍的上限。核心区间预计为 10 到 15 倍之间，10 倍间已是新低。

节奏上看好春节后的行情。原因一是由于担心经济下滑年初信贷投放会相对较多，如果 12 年一季度信贷占比 35%，总规模在 8 万亿，历史上同情形下都会出现节后行情。二是处于年报期间。三是从通胀的翘尾因素看，1 月份最大，2 月份回落，3 月略有上涨后随后的月份会逐渐回落，也有助于节后行情。

**● 行业配置：通胀回落下的投资机会**

2012 年一个重要的判断是成本下降，体现在 CPI 和 PPI 趋势回落。因此从以下四个方面寻找确定性的投资机会。一是受益成本下降而需求刚性的行业。典型的有大众消费品和轻工消费等。二是需求回落过程中，寻找受益积极财政政策的机会，方向是有钱的投资主体，比如政府、垄断型企业（如石油石化、电信移动以及电网等），这样包括电力设备、节能减排、新能源、宽带网络、海洋工程和行业软件等将受益。三是尽管通胀在回落，但是劳动力成本上升的趋势没有改变，受益于中产阶级壮大和三四线城市消费主体的壮大的行业，主要体现在零售超市、旅游、服装、医疗服务和消费电子等。四是通胀回落受益于要素改革的行业。水电煤气等公用事业和资源税改革会提速，也包括一些 11 年计划提价却没有提的行业如景区旅游，这样一些行业板块和相关联的制造业会受益如天然气、油页岩、水务环保等。五是或有投资机会。如果通胀压力缓解经济回落幅度较大，时间预计在一季度末，基于政策大力度放松的预期超配部分强周期和早周期的行业如房地产和汽车等。

**● 风险提示**

需要提示投资者的是，明年政府对经济回落的容忍度非常高，部分资产（如银行地产）恶化程度超预期、国际板推出等都是风险项。

## 内容目录

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| <b>中国经济：类滞胀后+去存货+去地产转型</b>           | <b>5</b>  |
| 中国经济周期：处于类滞胀后                        | 5         |
| 短期需求冲击：实体经济仍需要去库存                    | 6         |
| 短期需求冲击：房地产面临着去库存                     | 7         |
| 中期需求：中国经济转型面临着去地产                    | 8         |
| <b>美国消费有所复苏，欧债危机要靠增长解决</b>           | <b>9</b>  |
| 房地产企稳是美国历次经济快速复苏的关键                  | 9         |
| 2007 年这一轮经济衰退过后复苏进程缓慢                | 9         |
| 欧债危机中期无解，解决靠增长（标志之一：美量化宽松退出）         | 11        |
| <b>政策：正在微调，大力度放松取决于经济和通胀</b>         | <b>11</b> |
| 政策正在进行微调                             | 12        |
| 存款准备金 12 年 1 季度会继续调整                 | 13        |
| 降息等需要通胀和经济增速的回落，时间点目前还需等待            | 13        |
| 政策弹性弱化：流动性到通胀的时间延长                   | 14        |
| 政策弹性弱化：民间投资周期（制造业投资）主导               | 14        |
| <b>流动性：节奏上至少看好春节后的行情</b>             | <b>15</b> |
| 外部流动性放缓，信贷放松可期                       | 15        |
| 节奏：至少看好春节后的行情                        | 16        |
| <b>盈利：2012 年盈利增速为 7%</b>             | <b>16</b> |
| 工业企业利润增速放缓                           | 17        |
| 上市公司的 12 年盈利增速预计 7% 左右               | 17        |
| <b>市场趋势：维持沪深 300 动态估值目标[10 15]判断</b> | <b>18</b> |
| 沪深 300 的动态估值中枢目标在[10 15]之间           | 18        |
| 扩容和减持压制估值                            | 18        |
| A 股全流通的压力依然较大                        | 20        |
| <b>行业配置：寻找成本回落下的投资机会</b>             | <b>21</b> |
| 寻找确定性机会一：中低端劳动者收入提高带来的投资机会           | 22        |
| 寻找确定性机会二：看好成本回落下的大众消费品的投资机会          | 26        |
| 寻找确定性机会三：需求回落下积极财政政策带来的投资机会          | 26        |
| 寻找确定性机会四：通胀回落下要素价格改革带来的投资机会          | 26        |
| <b>国信证券投资评级</b>                      | <b>32</b> |
| <b>分析师承诺</b>                         | <b>32</b> |
| <b>风险提示</b>                          | <b>32</b> |
| <b>证券投资咨询业务的说明</b>                   | <b>32</b> |

## 图表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 1: 工业增加值和发电量处于平稳回落中 .....              | 5  |
| 图 2: 中国制造业 PMI .....                     | 5  |
| 图 3: CPI 和 PPI 趋势项环比 .....               | 6  |
| 图 4: 房地产市场也在回落 .....                     | 6  |
| 图 5: PPI 与美国 ISM 制造业指数的关系 .....          | 6  |
| 图 6: 上市公司制造业存货增速与 PPI 的关系 .....          | 6  |
| 图 7: 剔除金融业的毛利与 PPI 关系 .....              | 7  |
| 图 8: 上市公司毛利与净利的关系 .....                  | 7  |
| 图 9: 房地产行业的库存水平恶化 .....                  | 7  |
| 图 10: 房地产行业现金流状况恶化 .....                 | 7  |
| 图 11: 房地产行业的应收账款周转率下降 .....              | 8  |
| 图 12: 房地产行业的净负债率攀升 .....                 | 8  |
| 图 13: 历次衰退开始后每月失业率与衰退时失业率的差距 .....       | 10 |
| 图 14: 69 年经济衰退 PMI、新房销售、失业率和消费信贷 .....   | 10 |
| 图 15: 73 年经济衰退 PMI、新房销售、失业率和消费信贷 .....   | 10 |
| 图 16: 80 年经济衰退 PMI、新房销售、失业率和消费信贷 .....   | 10 |
| 图 17: 81 年经济衰退 PMI、新房销售、失业率和消费信贷 .....   | 10 |
| 图 18: 90 年经济衰退 PMI、新房销售、失业率和消费信贷 .....   | 10 |
| 图 19: 01 年经济衰退 PMI、新房销售、失业率和消费信贷 .....   | 11 |
| 图 20: 07 年经济衰退 PMI、新房销售、失业率和消费信贷 .....   | 11 |
| 图 21: 美国货币政策调整与金融危机的爆发 .....             | 11 |
| 图 22: 资金库存与存款准备金率的关系 .....               | 13 |
| 图 23: 国外净资产（外汇）与基础货币的关系 .....            | 13 |
| 图 24: 2004 年和 2008 年的宏观调控（提存款准备金率） ..... | 14 |
| 图 25: 2004 年和 2008 年的宏观调控（加息） .....      | 14 |
| 图 26: M1 和通胀的关系 .....                    | 14 |
| 图 27: 历年每个季度新增信贷比例 .....                 | 14 |
| 图 28: 制造业依然独步天下 .....                    | 15 |
| 图 29: 固定资产投资以地方政府项目为主 .....              | 15 |
| 图 30: 制造业投资占比 .....                      | 15 |
| 图 31: 民间投资依然旺盛 .....                     | 15 |
| 图 32: 国外净资产和国内信贷的关系（增速） .....            | 16 |
| 图 33: 国外净资产和国内信贷的关系（占比） .....            | 16 |
| 图 34: 信贷和股市下的春节效应 .....                  | 16 |
| 图 35: 通胀的翘尾因素 .....                      | 16 |
| 图 36: 工业企业利润增速处于回落过程中 .....              | 17 |
| 图 37: 工业增加值继续回落 .....                    | 17 |
| 图 38: 沪深 300 的估值水平 .....                 | 18 |
| 图 39: 扩容的压力困扰 A 股市场（上海市场） .....          | 19 |
| 图 40: 扩容的压力困扰 A 股市场（深圳市场） .....          | 19 |

|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| 图 41: 上市公司减持的压力很大.....                              | 19 |
| 图 42: 上市公司减持的家数和金额.....                             | 19 |
| 图 43: 上市公司增持的压力很大.....                              | 19 |
| 图 44: 上市公司增持的家数和金额.....                             | 19 |
| 图 45: 2012-2013 年解禁市值明细.....                        | 20 |
| 图 46: 2012-2013 年解禁市值.....                          | 20 |
| 图 47: 历年新股破发率.....                                  | 20 |
| 图 48: 2010.01-2010.10 每月新股破发率.....                  | 20 |
| 图 49: A 股全流通比例创出新高.....                             | 21 |
| 图 50: 流通市值与储蓄存款的占比.....                             | 21 |
| 图 51: 全国各地最低工资标准增速.....                             | 23 |
| 图 52: 2011 年各地区最低工资标准增速.....                        | 23 |
| 图 53: 韩国消费支出增速、CPI 和 CPI: 服装鞋类.....                 | 23 |
| 图 54: 韩国消费支出增速、CPI 和 CPI: 住房维修.....                 | 23 |
| 图 55: 台湾消费支出占比、CPI 和 CPI: 住宅维修费.....                | 24 |
| 图 56: 台湾消费支出占比、CPI 和 CPI: 衣着.....                   | 24 |
| 图 57: 中国 CPI、CPI:衣着和 CPI:家庭设备用品及服务.....             | 24 |
| 图 58: CPI: 韩国 84.09-92.12 和中国 02.01-11.10.....      | 24 |
| 图 59: CPI 衣着: 韩国 84.09-92.12 和中国 02.01-11.10.....   | 24 |
| 图 60: CPI 住房维修: 韩国 84.09-92.12 和中国 02.01-11.10..... | 24 |
| 图 61: 通胀上升阶段消费支出增加.....                             | 25 |
| 图 62: 食品饮料在通胀回落阶段 (89-92) 稳定增长.....                 | 25 |
| 图 63: 住房支出增速在通胀回落阶段 (89-92) 放缓.....                 | 25 |
| 图 64: 家具及家电支出增速在通胀回落阶段 (89-92) 放缓.....              | 25 |
| 图 65: 医疗支出增速在通胀回落阶段 (89-92) 稳定增长.....               | 25 |
| 图 66: 衣服鞋帽支出增速在通胀回落阶段 (89-92) 稳增.....               | 25 |
| 图 67: 文化娱乐支出增速在通胀回落阶段 (89-92) 稳增.....               | 26 |
| 图 68: 交通消费支出增速在通胀回落阶段 (89-92) 下降.....               | 26 |
| 图 69: PPI 回落.....                                   | 26 |
| 图 70: CRB 指数.....                                   | 26 |
| 图 71: 历次电价调整和 CPI 走势图.....                          | 28 |
| 表 1: 2011 年下半年政策微调的梳理.....                          | 12 |
| 表 2: 全部 A 股公司 11 年盈利预测.....                         | 17 |
| 表 3: 全部 A 股公司 12 年盈利预测.....                         | 18 |
| 表 4: 建议的行业配置比例.....                                 | 22 |
| 表 5: 天然气出厂价格的演变.....                                | 27 |
| 表 6: 我国省会城市居民水价调整情况.....                            | 29 |
| 表 7: 2005 年以来污水处理定价及相关政策汇总.....                     | 29 |
| 表 8: 资源税税率表.....                                    | 30 |
| 表 9: 上市公司景区价格改革一览表.....                             | 31 |

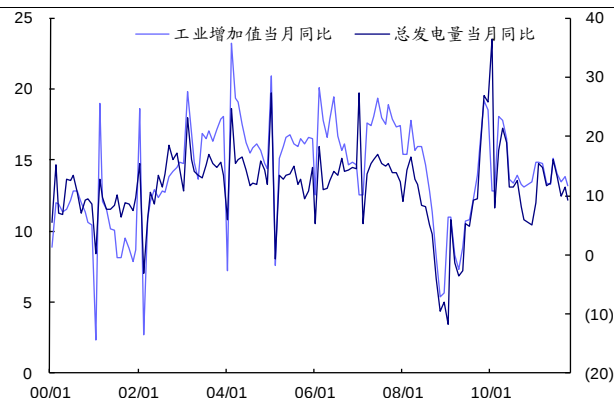
## 中国经济：类滞胀后+去存货+去地产转型

### 中国经济周期：处于类滞胀后

目前经济状态介于类滞胀和衰退之间，或许用“类滞胀后”来形容比较合适。这是因为通胀还在高位回落过程中，经济增速出现缓慢回落，还没出现类似于 08 年那样的短期衰退。首先从经济增长来看，类滞胀后和衰退间的表述是基于经济增速回落，工业增加值等都出现了回落，但又不能用经济衰退来形容的是 GDP 增速还保持在 9% 的增速，工业增加值和发电量还保持在一个历史的平均增速。但未来总体趋势处于回落过程中。其次从通胀来看，通胀的拐点在 7 月份确定，回落的趋势正在进一步确定中。但是通胀还处于 5% 以上的一个状态，未来回到 4% 以下的概率大增。再次按照宏观的判断，2012 年一季度经济滑落到 8% 附近，低点出现在上半年。

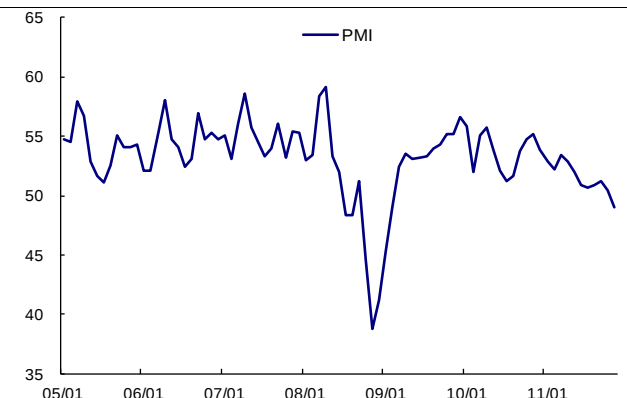
在类滞胀后这个阶段，政策出现了两难的微调。首先是保经济增长的难度在于是否还要走老路子：经济回落-信贷（财政和货币政策放松）-刺激投资（房地产）-推动经济过热-通胀出现-政策收缩-经济回落。其次是假如经济回到 8% 的经济增速，管理层是否能承受受到 8% 左右增速的回落。但是可以确定的是，经济回落的幅度越大，就业问题凸现，那么经济的刺激力度就会越大，刺激消费的可能性越大。

图 1：工业增加值和发电量处于平稳回落中



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

图 2：中国制造业 PMI

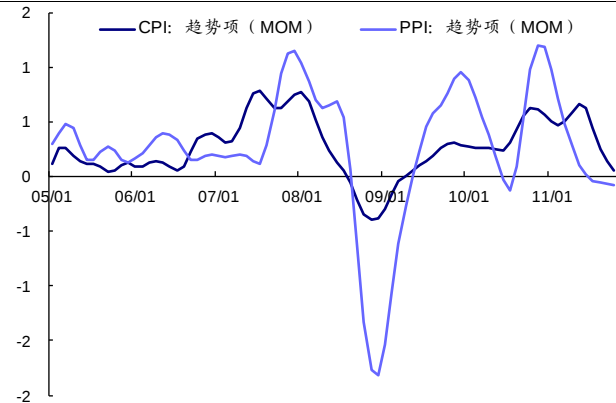


资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

首先，工业增加值无论从同比还是环比的数据看，增速均有所回落。从同比看，从 2 月份的 14.9% 回落到 11 月份的 13.2%。从环比看，按照我们测算的工业增加值趋势项环比增速为 0.97%，延续了去年 10 月份的回落。

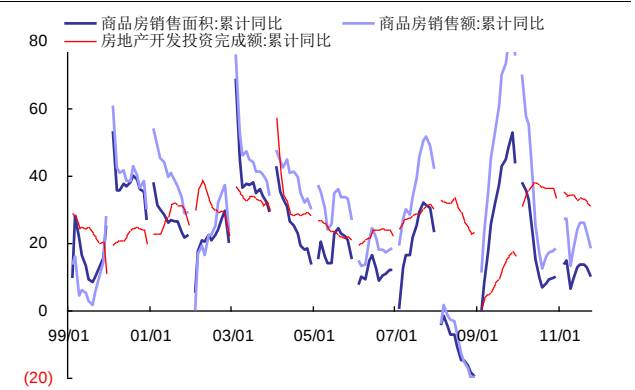
其次，经济回落的同时，通胀的环比也在回落，但同比还维持在高位，7 月份后通胀出现小拐点。

图 3: CPI 和 PPI 趋势项环比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 房地产市场也在回落



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

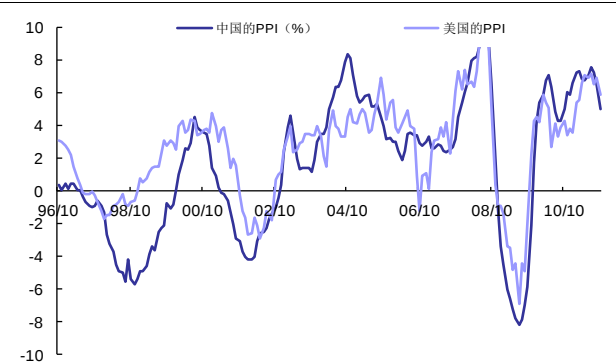
最后从先行指标来看，房地产的销售面积和销售额出现了明显回落。汽车销量还在底部，类似的是 2004 年出现过同样的回落，只不过起落的幅度比现在小。

### 短期需求冲击：实体经济仍需要去库存

存货周期的波动会放大基本面的波动，中间传导变量是工业品出厂价格（PPI）。如果工业品价格越高，企业加库存的压力越大，会放大需求，如果价格下降和需求回落，企业将面临去存货的压力。

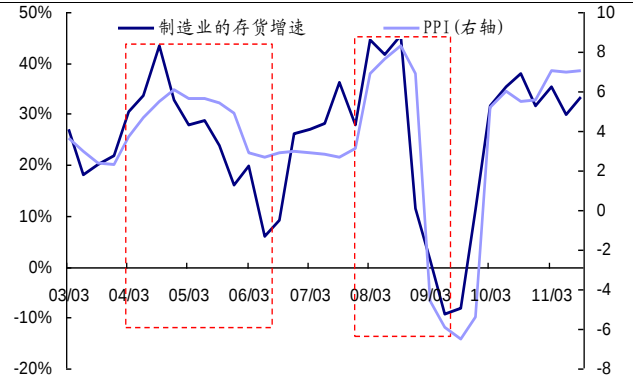
当前去存货的压力将存在。首先，按照宏观的判断，PPI 在 2012 年将继续回落，因此制造业还将继续去存货。其次，从房地产来看，存货位居高位，也将面临着去存货。

图 5: PPI 与美国 ISM 制造业指数的关系



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

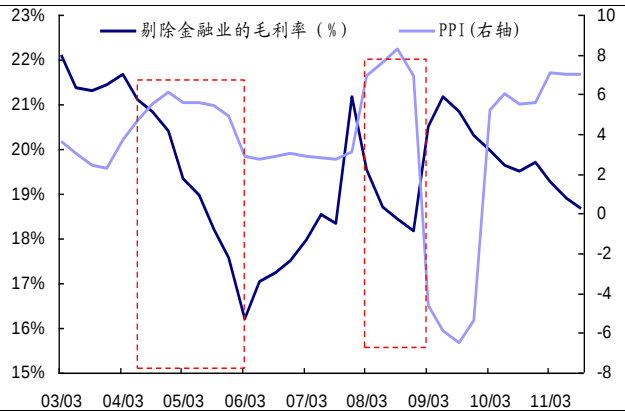
图 6: 上市公司制造业存货增速与 PPI 的关系



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

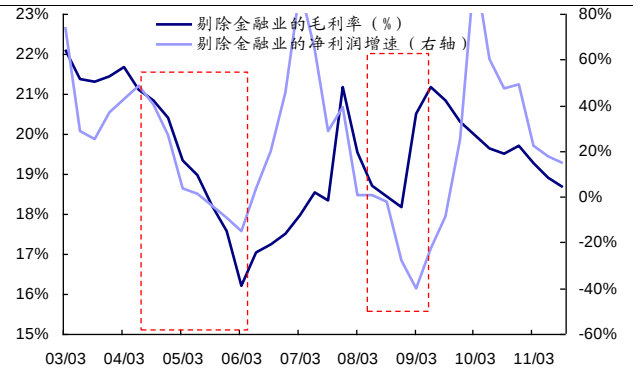
相比 04 年和 08 年的情形，这轮通胀的回落目前还不能判断出现类似 08 那样的急速去库存，可以确定的是盈利会出现下滑。首先按照库存周期的变化规律，在去存货阶段，制造业的毛利出现回落。这也是投资者担心基本面回落的主要因素之一。当然加存货阶段，制造业为主的毛利上升，这时价格也会出现上升，这个一般出现在政策刺激后。其次，通过上面的分析，这次可能不同于 04 和 08 年需求的大幅回落下价格的阶梯式下滑，这样企业的去库存行为比较温和，当然这将取决于终端需求，如海外和消费需求等。

图 7: 剔除金融业的毛利与 PPI 关系



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 上市公司毛利与净利的关系

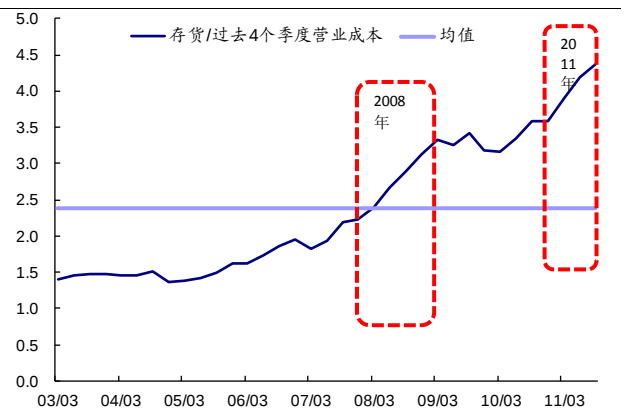


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 短期需求冲击: 房地产面临着去库存

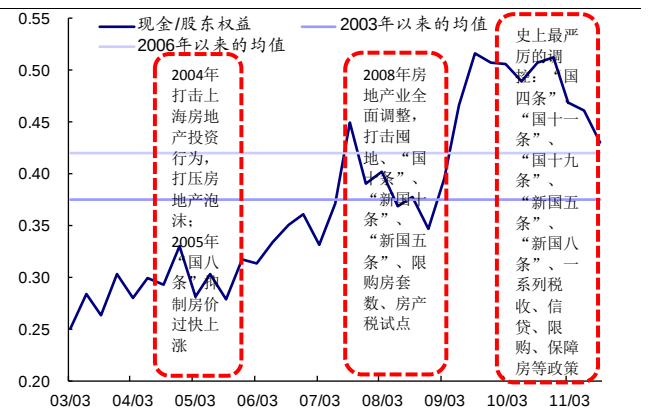
从房地产行业的存货情况来看, 亦不容乐观, 库存水平创下历史新高。反映房地产行业的库存指标(上市公司存货/过去 4 个季度营业成本、滞后 1 年新开工 - 销售面积(TTM))历史上曾经出现了两次大幅攀升: 一是金融危机和房地产行业低迷的 2008 年, 二是调控到现在的 2011 年。

图 9: 房地产行业的库存水平恶化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 房地产行业现金流状况恶化



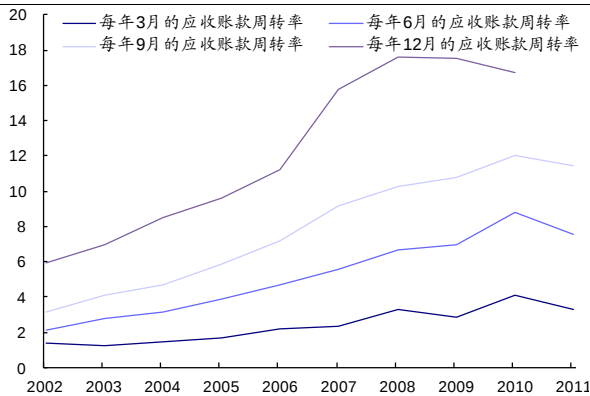
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

房地产现金流还在恶化过程中, 但是还没到 2008 年的程度。我们用货币资金/股东权益可作为衡量房地产行业现金流情况的指标之一。从走势看, 逢调控就会比较差。第一次 2005 年开始国家为了抑制房价过快上涨进行调控, 货币资金/股东权益指标有所回调, 但是并没有将房价打压下去, 2006-2007 年期间持续上涨的房价使得房地产企业的现金流状况依然非常地良好。第二次是 2008 年全球金融危机以及房地产产业的全面调整使得货币资金/股东权益出现大幅度地下滑, 2009 年开始国内积极的财政政策和货币政策以及多项针对房地产行业的救市政策的刺激下, 房地产行业迎来了全新的年景, 房价和地价呈现“量价齐升”的态势, 房地产企业的现金流状况迅速改善, 该指标直线上升; 2010 年上半年房地产过热发展的新一轮调控周期开始, 然而调控政策并未如预期, 全国房地产市场行情持续火爆, 部分一、二线城市继续“量价齐升”。第三次是 2011 年以来史上最严厉的调控, 房地产企业的现金流开始恶化, 从今年 1 季度开始货币资金/股东权益急速地下滑, 下滑速度可与 2008 年相当, 但还没到 2008 年的程度。该指标仍处在 2003 年以来的均值水平之上, 在 2006 年以来的均值水平附近。

从房地产行业的营运情况来看，房地产上市公司的应收账款周转率处于回落过程中，说明调控下房地产的资金压力将进一步显现。周转率除了在 2009 上半年小幅下滑之外，从 2002 年至 2010 年年底开始该指标就一直在处在上升的趋势；但是 2011 年开始随着全社会资金流动性的异常紧张，房地产上市公司的应收账款周转率也受此影响，出现了下滑，平均收账期拉长，说明应收账款的收回变慢。

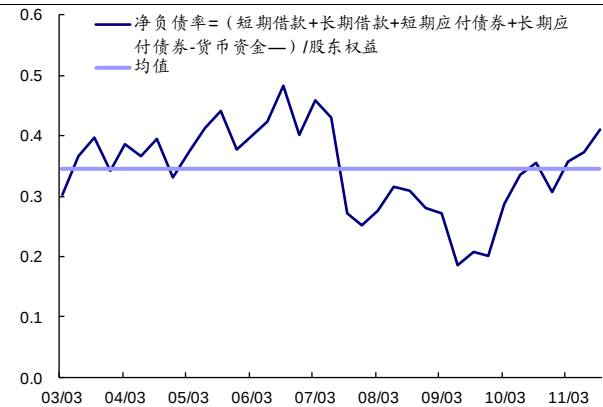
从房地产行业上市公司的负债情况来看，上市房企的净负债率在上升，但是没达到 2008 年的水平。2007 年之前净负债率基本上维持在 40% 的水位，而从 2008 年一直至 2009 年年底房企的净负债率迅速下滑，2009 年创下历史新低，20% 以下。2010 年开始史上一列最严厉的房地产调控政策开始，房企的净负债率开始大幅上升：（1）反映了房地产企业营业收入下降，存货量大增的残酷现状；（2）也说明了企业增发融资途径受阻，房地产企业不得不通过更高成本的方式增加现金流入；（3）企业在 2010 年土地投资大幅增加，部分现金可能留在今年支付也导致了净负债率上升。

图 11: 房地产行业的应收账款周转率下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 房地产行业的净负债率攀升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 中期需求: 中国经济转型面临着去地产

“去地产”将是中国经济转型面临的重大问题，在过去的十年甚至更长的时间，中国经济都是“加地产”。这一切都源自于 2003 年出台的《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》(国务院 18 号文)，这个文件类似于房地产行业的一个五年规划，就此确立房地产行业是国民经济的支柱产业。其实在这个文件之前，国务院于 1998 年发布的 23 号文-《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》。这其中明确了房地产市场化的基本方向，包括“进一步深化城镇住房制度改革，增加普通商品住房供应，搞活住房二级市场，规范发展市场服务，扩大市场机制的作用范围”。这两个文件的意义在于 98 年的 23 号文确立了房地产的市场化改革方向。03 年的 18 号文确立了房地产的支柱产业方向。随后的中国加地产进程在城镇化的方向下发展迅速，尽管早在 2003 年 6 月 13 日发布了名为 121 号文的《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》，严控房地产信贷，开启了信贷和土地两大调控闸门，还是出现了越调控价格越涨的局面。2010 年 4 月提出限购，2010 年 9 月国家有关部委出台五项措施，这是史上最严厉房产调控政策“新国五条”，包括暂停发放第三套房贷；部分城市限购房套数；推进房产税改革试点等。

可以借鉴的是“去房地产”在韩国等经济体都出现过，类似的时间是 90 年代初。“去地产”后，消费是否转型，案例分析在行业配置部分。

## 美国消费有所复苏，欧债危机要靠增长解决

### 房地产企稳是美国历次经济快速复苏的关键

历次经济从衰退走向复苏的动力主要来自四个方面：一是宽松的货币政策和积极的财政刺激政策；二是住房和耐用品需求的强劲反弹；三是投资改善时企业会迅速雇用工人，需求会转化为居民收入，通过乘数效应促进消费增加，拉动信贷消费的增长；四是制造业部门从去库存转向补库存。

纵观 60 年代以来美国经济经历的 7 次衰退之后的复苏过程，我们会发现：（1）2000 年之前房地产销售在经济复苏之前开始企稳，大约提前 6-9 个月；而 2000 年过后房地产销售基本上与经济复苏步调一致。（2）1990 年之前信贷消费基本上是与经济复苏同步，而 1990 年之后信贷消费滞后于经济复苏 6-12 个月，并且滞后的时间越来越长。（3）失业率并不会随着经济的复苏而出现明显回落，除了 1981 年那一轮经济衰退，失业率大约在经济复苏 20 个月后回到经济刚开始衰退时的水平，但 1981 年此轮的经济开始衰退的时候失业率就已经达到 7% 以上，是历次经济衰退开始时的最高水平；1990 年那一轮经济衰退，失业率经济复苏开始后 16 个月失业率才有所下滑，再历经 48 个月才回落到这一轮经济开始衰退时的水平。其余 5 轮的经济衰退失业率在经济复苏之后再也没回落到此轮经济衰退开始时的水平。

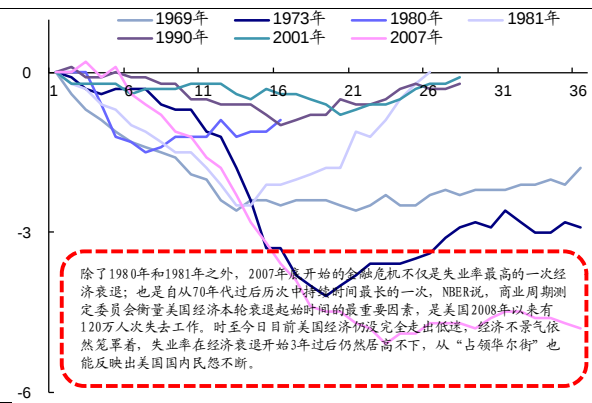
### 2007 年这一轮经济衰退过后复苏进程缓慢

**2007 年的经济衰退是二战以来持续时间最长的一次：**除了 1980 年和 1981 年之外，2007 年底开始的金融危机不仅是失业率最高的一次经济衰退；也是自从 70 年代过后历次中持续时间最长的一次，时至今日美国经济仍没完全走出低迷，经济不景气依然笼罩着，失业率在经济衰退开始 3 年过后仍然居高不下，从“占领华尔街”也能反映出美国国内就业情况不容乐观。

**美房地产市场依然处于底端徘徊：**观察本轮经济复苏，房地产市场并没有起到明显的推动作用。2009 年 6 月开始美国经济开始复苏至今，美国新建住房销售同比增速，仅有 7 个月出现正增长，其余均为负增长。2010 年年初，美国房地产市场一度显示出复苏迹象，部分市场住房价格跌势趋缓。但这主要是受到美国政府给予新购房者 8000 美元税收减免政策的刺激。但随着这一税收减免措施于去年 4 月底到期，住房销售又再度萎缩，2010 年二季度开始到 2011 年 4 月，新建住房销售同比增速平均高达 -20% 以上的增长，快要接近 07-08 金融危机爆发时的水平。

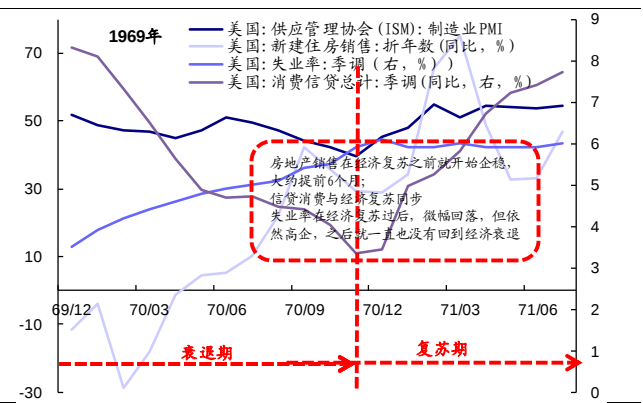
**美消费信贷在经济开始复苏后 1 年才有所企稳，但增速颇为缓慢：**美国前三季度的经济增长主要来自于消费拉动，而消费增长的主因是居民的资产负债表改善。受制于失业率高企、房地产市场复苏缓慢和银行借贷需求不振，美国经济的复苏过程仍将较为缓慢。

图 13: 历次衰退开始后每月失业率与衰退时失业率的差距



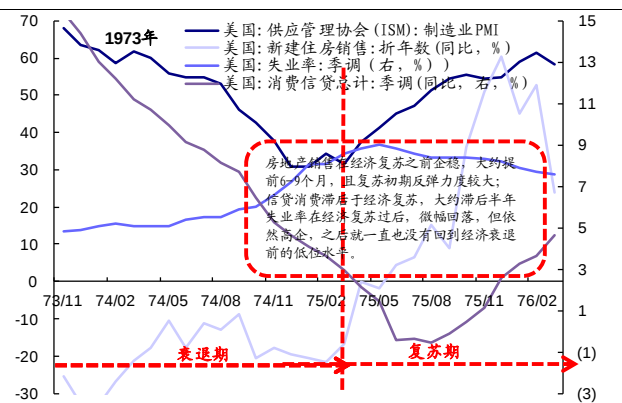
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 69 年经济衰退 PMI、新房销售、失业率和消费信贷



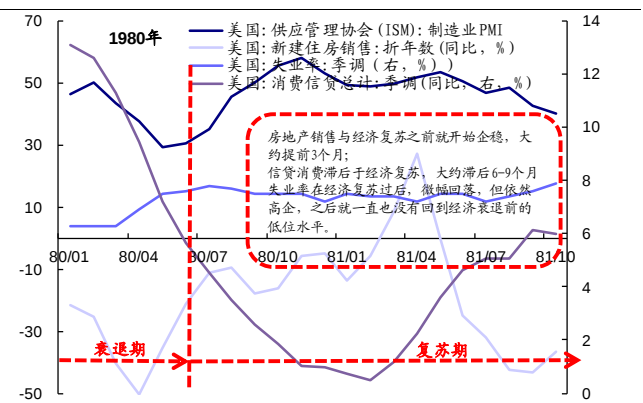
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 73 年经济衰退 PMI、新房销售、失业率和消费信贷



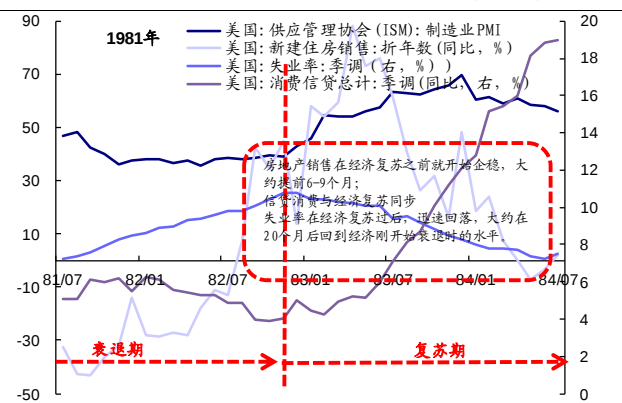
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 80 年经济衰退 PMI、新房销售、失业率和消费信贷



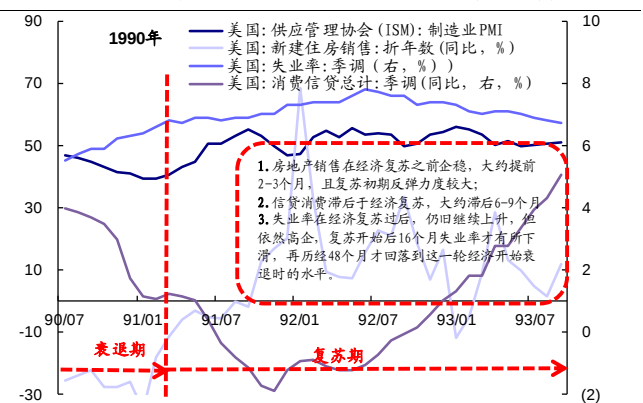
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 81 年经济衰退 PMI、新房销售、失业率和消费信贷



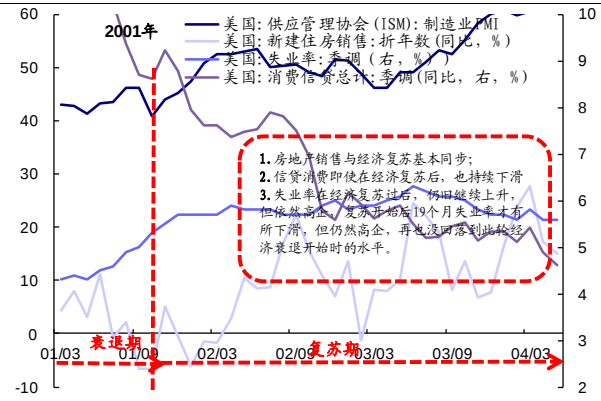
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 90 年经济衰退 PMI、新房销售、失业率和消费信贷



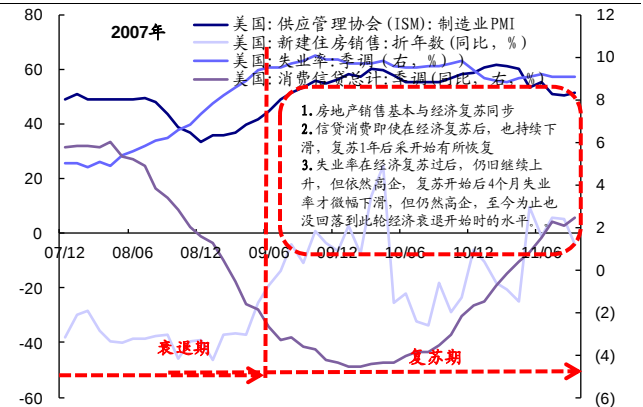
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 01 年经济衰退 PMI、新房销售、失业率和消费信贷



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 07 年经济衰退 PMI、新房销售、失业率和消费信贷



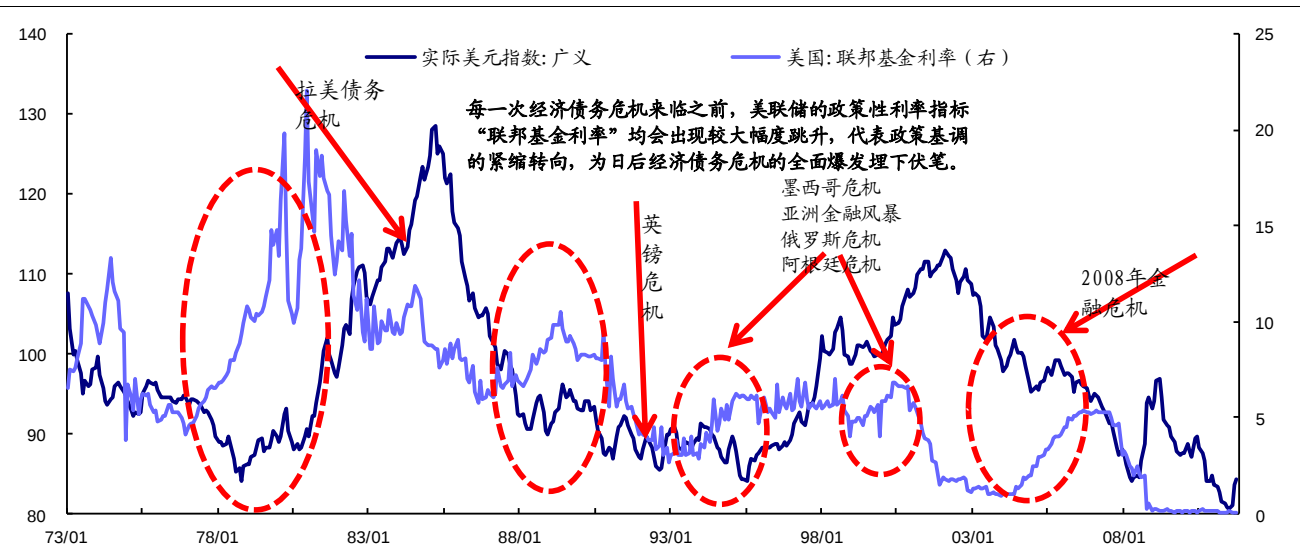
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 欧债危机中期无解，解决靠增长（标志之一：美量化宽松退出）

借鉴历史：以墨西哥为代表的拉美债务危机从 1982 年爆发到 1989 年美国提出的布雷迪计划解决，时间持续将近 8 年。无论是第一次的债务重组，还是第二是 IMF 出手，还是第三次美国出手，并没有最终解决债务危机，最终解决还是依靠经济的增长。

等待经济增长，增长就意味着美国宽松货币政策退出。欧债危机自爆发以来，现在已经有两年的时间，尽管已经实施了一些救助计划，仍旧难以解决。细数 80 年代以来世界各地的经济债务危机，我们会发现：（1）每一次经济债务危机来临之前，美联储的政策性利率指标“联邦基金利率”均会出现较大幅度跳升，代表货币政策基调的紧缩转向，也为日后经济债务危机的全面爆发埋下伏笔。（2）危机进行中都有美元升值。以此推断，现在只有看到美国量化宽松货币政策退出，这也意味着主要经济体都出现了稳定的增长，欧债危机才能解决，目前至少没有看到。

图 21: 美国货币政策调整与金融危机的爆发



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

### 政策：正在微调，大力度放松取决于经济和通胀

## 政策正在进行微调

比较 08 年和 10 年的两轮周期均面临货币政策由紧到松，不同的是 08 年面临经济下滑，货币政策极度宽松，预计本轮属于稳健性的微调，是否完全放松，也要看政府对经济的容忍度。看是先微调，后全面。先财政后货币，也就是说 08 年的放松的幅度大，节奏快。

08 年：货币政策极度宽松，09 年放出 9.6 万亿天量信贷，08 年 9 月 16 日起，央行先后 5 次降息；08 年 9 月 25 日起，央行 5 次下调存款准备金率（包括单独下调大型、中小金融机构和同时下调大型和中小型）。财政政策：包括房地产和汽车税收政策等。

11 年 10 月：货币政策适时适度的调整。10 月 20 号以来，货币政策转向的信号越来越强，具体措施见下表。

**表 1：2011 年下半年政策微调的梳理**

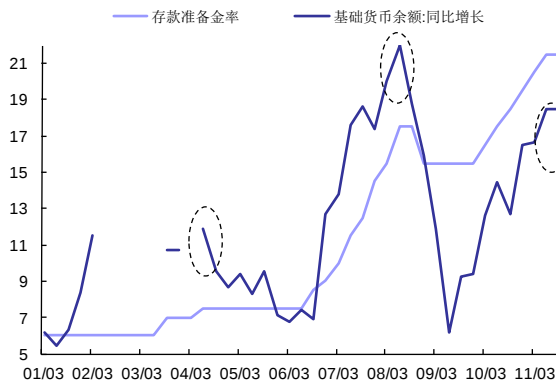
| 时间        | 事件内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 9 月 29 日  | 温州市政府出台了多项解决中小企业债务危机问题的措施，其中包括要求银行业机构不抽资、当地政府抽调 25 个工作组进驻市内各银行。温州市银监局也已要求当地各家银行调低贷款利率，最高上浮不能超过 30%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 10 月 4 日  | 国务院总理温家宝赴温州考察中小企业生存状况并出药方。一是在金融贷款的结构上加以调整，重视对小型企业包括微型企业的支持；二是财政部对企业税负要继续进行结构性调整。而结构性减税的重点，是小型微型企业。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 10 月 7 日  | 浙江省政府召开四级（省市县乡）政府电视电话会议，要求政府部门主动上门为企业排忧解难。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 10 月 8 日  | 香港经济日报引述温州市金融办相关人士称温州市政府向浙江省政府提交《关于要求申请金融稳定再贷款的请示》，由省府出面，向人民银行申请金融稳定再贷款 600 亿元，期限 1 年，专门用于支持温州银行机构增加对困难企业的融资规模，防止发生系统性风险，维护地方金融稳定。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 10 月 10 日 | 财政部和国家税务总局将对企业持有 2011-2013 年发行的中国铁路建设债券取得的利息收入，减半征收企业所得税，12 日铁道债顺利发行。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 10 月 12 日 | 国务院总理温家宝 12 日主持召开国务院常务会议，研究确定支持小型和微型企业发展的金融、财税政策措施：（一）加大对小型微型企业税收扶持力度。提高小型微型企业增值税和营业税起征点。将小型微利企业减半征收企业所得税政策，延长至 2015 年底并扩大范围。将符合条件的国家中小企业公共技术服务示范平台纳入科技开发用品进口税收优惠政策范围。（二）支持金融机构加强对小型微型企业的金融服务。对金融机构向小型微型企业贷款合同三年内免征印花税。将金融企业中小企业贷款损失准备金税前扣除政策延长至 2013 年底。将符合条件的农村金融机构金融保险收入减按 3%征收营业税的政策，延长至 2015 年底。（三）扩大中小企业专项资金规模，更多运用间接方式扶持小型微型企业。进一步清理取消和减免部分涉企收费。                                                                                             |
| 10 月 15 日 | 参加广交会调研的温家宝总理提出要加大对外贸企业信贷支持，以及出台落实关于鼓励和引导民间投资“36 条”的细则。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 10 月 20 日 | 3 年期央票，中标利率为 3.96%，较之前下行 1 个 BP。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 10 月 20 日 | 2011 年上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点。试点有助于厘清地方财政和银行信贷的关系，有利于缓解投资者对地方融资平台信息不透明的担忧。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 10 月 24 日 | 温家宝在天津滨海新区调研，并主持召开天津、内蒙古、江苏、山东四省（区、市）经济形势座谈会。强调要正确认识当前经济形势，准确判断经济走势出现的趋势性变化，把握好宏观调控的方向、力度和节奏，更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，适时适度进行预调微调，保持货币信贷总量的合理增长，优化融资结构，提高金融服务水平。要完善财税政策，大力推进结构性减税。财政支出要把保障和改善民生作为重点，把钱花在刀刃上。信贷政策要与产业政策更好地结合起来，切实做到有保有压，保证国家重点在建、续建项目的资金需要，重点支持实体经济尤其是符合产业政策的中小企业，支持民生工程尤其是保障性安居工程，继续严格控制产能过剩和高耗能、高污染项目投资。                                                                                                                                  |
| 10 月 24 日 | 银监会出台《关于支持商业银行进一步改进小型微型企业金融服务的补充通知》，在前期出台的《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》（“银十条”）基础上，《补充通知》提出了更为具体的差别化监管和激励政策，其中包括允许商业银行发行小型微型企业专项金融债。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 10 月 27 日 | 中国银行间交易商协会已正式接受广东佛山、山东潍坊两地中小企业区域集优票据的发行注册。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 10 月 27 日 | 3 年期央票临时停发                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 10 月 29 日 | 工业和信息化部中小企业司副司长王建翔 10 月 29 日在沈阳透露，为帮助中小企业渡过难关，新的扶持中小企业的措施将很快出台                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 11 月 1 日  | 为了贯彻落实国务院关于支持小型和微型企业发展的要求，财政部、国家税务总局日前审议通过《关于修改〈中华人民共和国增值税暂行条例实施细则〉和〈中华人民共和国营业税暂行条例实施细则〉的决定》，对营业税起征点和增值税起征点进行修改。新规自 2011 年 11 月 1 日起施行。具体来看，销售货物的增值税起征点调整为月销售额 5000-20000 元，此前为 2000-5000 元；销售应税劳务的增值税起征点调整为月销售额 5000-20000 元，此前为 1500-3000 元；按次纳税的增值税起征点调整为每次（日）销售额 300-500 元。修改后的营业税起征点的幅度调整为：按期纳税的，为月营业额 5000-20000 元；按次纳税的，为每次（日）营业额 300-500 元。营业税方面，按期纳税的，营业税起征点调整为月营业额 5000-20000 元，此前为 1000-5000 元；按次纳税的，起征点调整为每次（日）营业额 300-500 元，此前为 100 元。 |
| 11 月 8 日  | 1 年期央票利率 28 个月以来首降，从 3.584% 下降至 3.5733%，下降了 1 个 BP                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 11 月 9 日  | 中国民生银行 9 日公告称，公司收到《中国银监会关于中国民生银行发行金融债的批复》，同意公司在中国银行间债券市场发行金额不超过 500 亿元人民币的金融债券。这是 10 月 12 日国务院常务会出台支持小微企业金融服务系列财税和金融政策、10 月 24 日银监会发布支持商业银行改进小微企业金融服务的补充通知后，商业银行首次获批发行小微企业专项金融债。发债募集资金将全部用于小微企业贷款。有媒体报道，除民生银行之外，兴业银行、深发展、浦发银行、杭州银行也分别公开表示，已向监管部门提交了申请。这 5 家银行合计发行扶持小微企业金融债 1380 亿元。                                                                                                                                                                 |
| 11 月 15 日 | 1 年期央票发行利率再次下降，从 3.5733% 下降至 3.4875%，下降了 8 个 BP                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 11 月 16 日 | 《2011 年第三季度中国货币政策执行报告》，在报告中提及了要进行货币政策微调 and 预调，提出“保持货币信贷总量和社会融资规模的合理适度增长，保证国家重点在建、续建项目的资金需要，重点支持符合产业政策的中小企业，支持民生工程尤其是保障性安居工程”，表述上更加积极。（2）年底随着重点工程和中小企业的信贷放松，这行业与农民工相关度较高，因此信贷在年底保持宽松的可能较大。                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 11 月 23 日 | 央行把浙江省 6 家农村合作银行恢复执行 16% 的存款准备金率，下降 0.5%，央行给出的解释是进行正常的调整。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 11 月 30 日 | 中国人民银行决定，从 2011 年 12 月 5 日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

资料来源：国信证券经济研究所整理

## 存款准备金 12 年 1 季度会继续调整

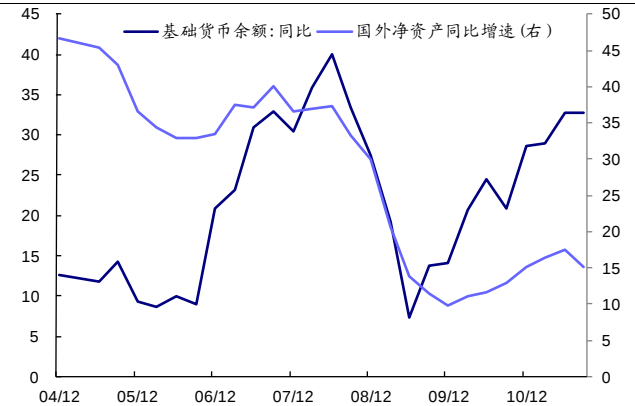
下调存款准备金的概率加大，我们判断的逻辑是：来源于外汇占款的货币投放是基础货币的主要来源，如果外汇占款的货币投放减少-那么基础货币的增速出现回落-对冲基础货币的从紧政策就会停止。明年 1 季度存款准备金率仍有可能继续下调。

图 22: 资金库存与存款准备金率的关系



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

图 23: 国外净资产（外汇）与基础货币的关系



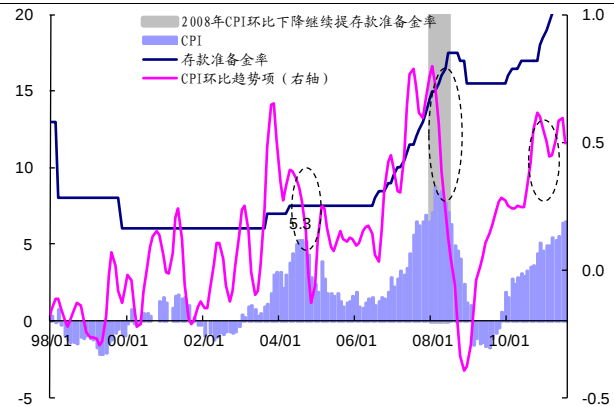
资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

由于目前的货币乘数接近 08 年的最低水平，因此信贷如何突破银行存贷比也是一个问题。这也将迫使央行降存款准备金率，提升货币乘数，从而使得商业银行释放出贷款。

## 降息等需要通胀和经济增速的回落，时间点目前还需等待

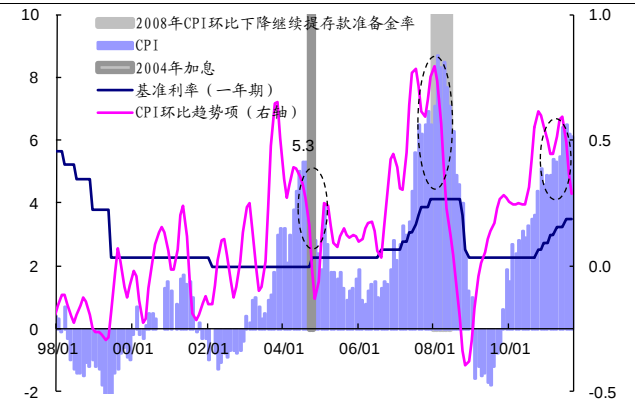
为了更好的判断时机，我们试图找出决定的变量并给出时机的判断。通过对 04 年和 08 年央行实施从紧货币政策的分析发现，全面结束从紧政策的标志是通胀的环比出现负增长和通胀同比回落：一、04 年 5-9 月，CPI 从 5 月份的 4.4%，到 6-9 月连续 3 个月超过 5%，但 CPI 环比趋势项自 5 月开始下降，在 9 月降至 0.13%，10 月份出现负增长。央行却选择了 10 月 29 日加息，标志着这一轮从紧的结束。工业增加值从同比 17.5% 下降到 10 月的 15.9%，环比趋势项从 03 年 11 月就开始出现下降，一直到 05 年 5 月的 0.69%。二、08 年 1-4 月，1 月份 CPI 为 7，随后 CPI 连续 3 个月超过 8%，5 月 7.7%，但环比趋势项自 1 月起就开始下降，6 月降至 0.05%，7 月出现负增长，工业增加值从 1 月的 17.07% 下降到 6 月的 15.02%；工业增加值季调环比趋势折年自 07 年 10 月就开始下降，08 年 5 月降至 0.6%。央行 6 月 7 日却宣布于 15 日和 25 日连续两次上调准备金率。三、对照现在，从基本面看，工业增加值环比增速去年 10 月份是高点，目前是 0.97% 的增速，趋势上处于回落中，但是回落的幅度远小于 08 年，也比 04 年好，因此大力度的放松还需时日。从通胀看，通胀的环比趋势项和同比增速在 7 月份拐点确认，同比和环比到目前出现了大幅回调，但是通胀的环比增速相比于 04 年和 08 年，还是正值，为 0.06%，目前还没出现负增长。两者结合判断大力度放松还需等待。

图 24: 2004 年和 2008 年的宏观调控 (提存款准备金率)



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图 25: 2004 年和 2008 年的宏观调控 (加息)

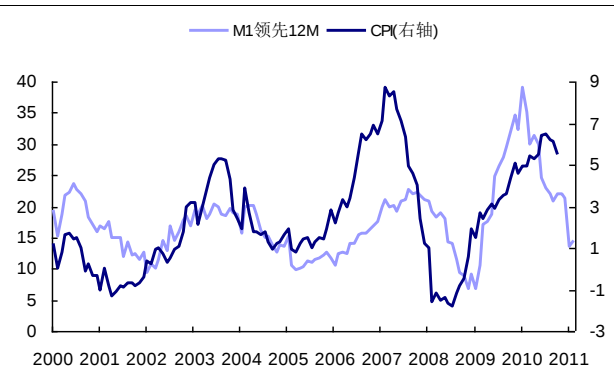


资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

### 政策弹性弱化:流动性到通胀的时间延长

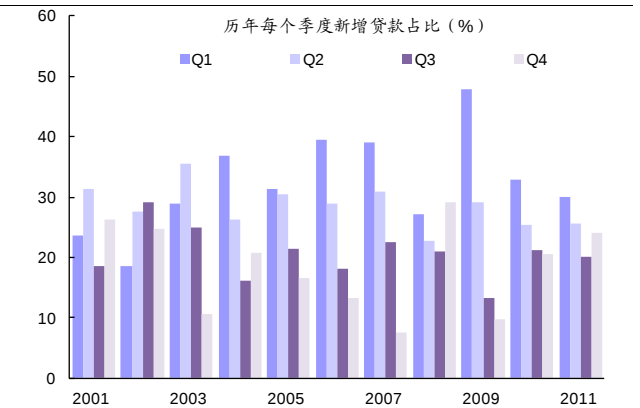
从通胀与流动性 M1 的关系来看,过去的两次宏观调控,可以看出 M1 领先于通胀 6-12 个月,而这次超过了 12 个月,M1 的顶点在 2010 年 1 月,但是通胀出现拐点在 2011 年 7 月,说明这轮宏观调控对通胀的作用较小,其中除了劳动力成本上升与前几轮不同,还有就是实体经济对基建和房地产投资的依赖性比前两轮小。

图 26: M1 和通胀的关系



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图 27: 历年每个季度新增信贷比例

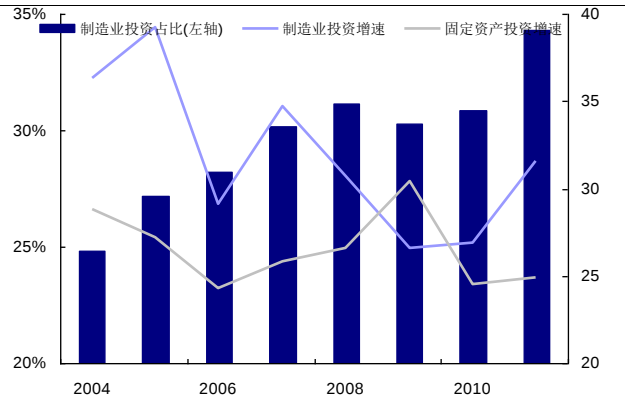


资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

### 政策弹性弱化:民间投资周期(制造业投资)主导

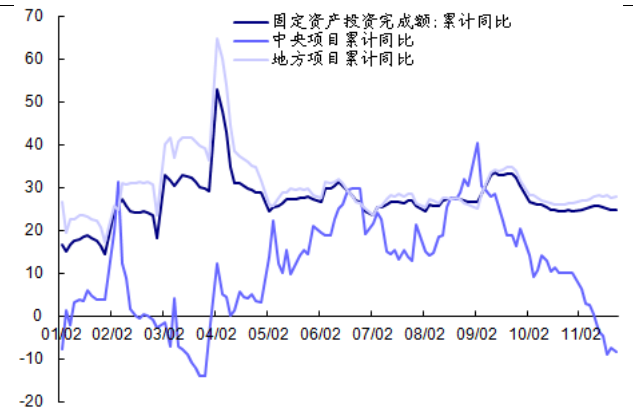
这轮宏观调控的时间跨度超过上两轮宏观调控。从过去的两轮宏观调控来看,03-04 年经济过热是因为基建为主导,地方政府的投资热情高涨,政策一紧就能使得经济增速放缓,这样宏观调控对整个经济的弹性作用较大。换句话说,整个中央项目与经济的逆周期特征明显。07-08 年从投资上来看,弹性也不大,经济状况并没 03-04 年明显,这时的制造业投资已经出现了占比上升,从 03-08 年一直是占比提升的,但是受到外需影响,使得 08 经济出现了一种急剧冷冻现象,从 10 年来开始的制造业投资出现了快速增长,这轮宏观调控对经济的作用明显出现了滞后,不仅仅体现在通胀的持续时间长,经济下滑幅度缓。整个宏观调控对抑制过热的持续性差。

图 28: 制造业依然独步天下



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

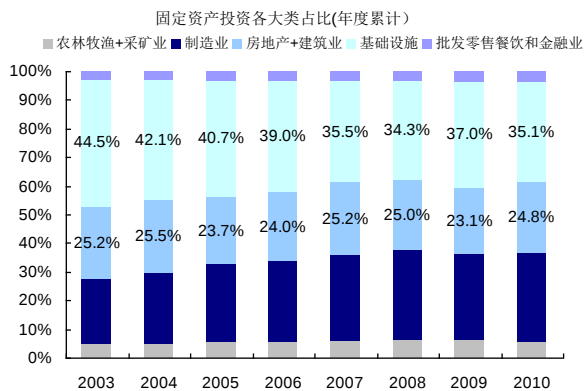
图 29: 固定资产投资以地方政府项目为主



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

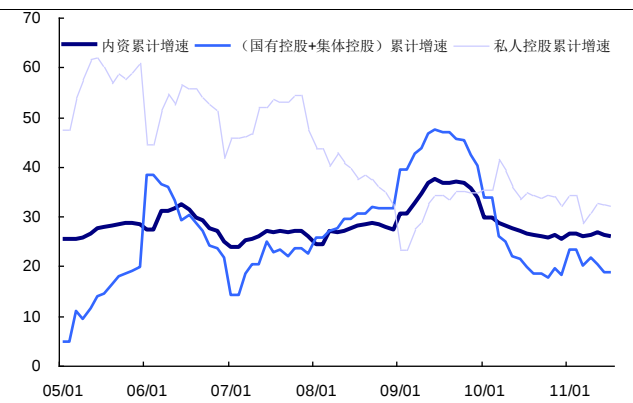
从投资增速看，2004 年以来制造业投资增速都超过了固定资产投资增速，除了 09 年，这是为应对金融危机，四万亿的投资计划主要是投向基础设施，这一年的基础设施投资占比达到 36%，中央项目投资增速相当快。

图 30: 制造业投资占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 31: 民间投资依然旺盛



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 流动性：节奏上至少看好春节后的行情

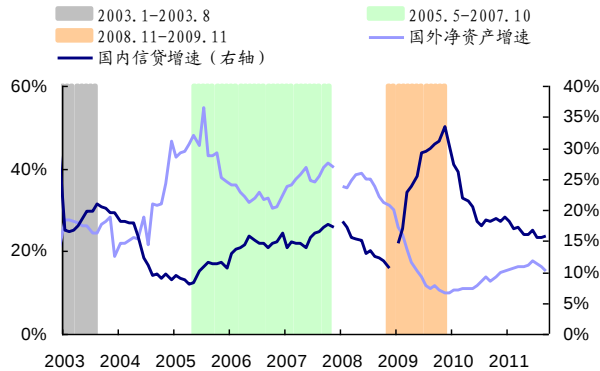
### 外部流动性放缓，信贷放松可期

我们预计 2012 年随着通胀和经济的回落，一季度信贷有望回升。

回顾历史，我们发现信贷的紧缩主要受三个主要因素的影响，一个是宏观调控的影响，如存款准备金的上调，信贷的窗口指导等。一个是经济周期的影响，如投资、出口等景气度持续的向好。还有一个就是金融机构自身的约束，如拨备比、银行资本充足率的影响。目前来看，流动性的紧缩主要是受到第一个因素的影响。但是未来如果受到第三个因素的影响也难释放出信贷，目前这个对于明年的股市来说有着非常大的不确定性。

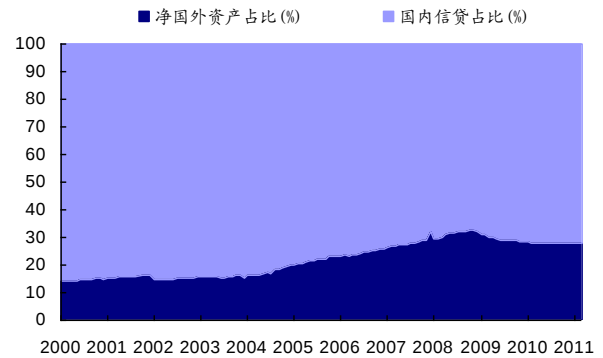
比较前两次宏观调控，都出现了信贷收缩现象。第一段时间是 03 年 9 月份以来，央行上调法定存款准备金率、对商业银行进行“窗口指导”等，一致延续到 2005 年 4 月。只不过 04-05 年是由于银行的资本充足率不足。第二段时间是 08 年 1 月到 9 月，信贷也出现了急剧的萎缩。第三段时间就是 2010 年底密集的宏观调控以来。

图 32: 国外净资产和国内信贷的关系 (增速)



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图 33: 国外净资产和国内信贷的关系 (占比)



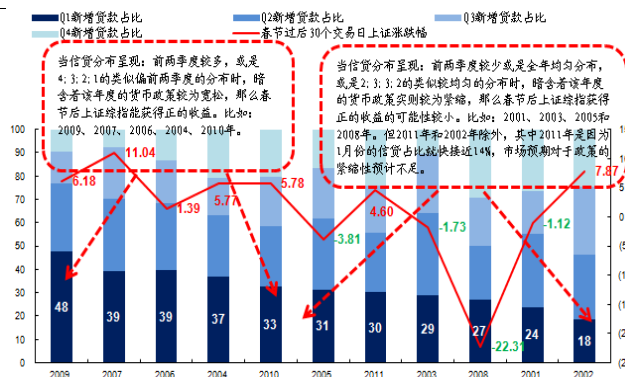
资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

### 节奏: 至少看好春节后的行情

统计发现在年报期间, 行情的春节效应显现, 信贷投放是主因。(1) 原因之一就是信贷的不均匀分布造成, 一般是政策相对宽松一些, 具有行情。我们对过去十年的一季度新增信贷占比从高到低排序为: 2009、2007、2006、2004、2010 一直到 2001、2002, 发现如果一季度的信贷占比较高的情形, 从数据上看占比超过 33% 就有年报行情。如果是放松的年份, 银行都是早投放早受益, 最典型的是 2009 年。当然如果出现均衡放贷, 一般这时政策相对较紧, 相对全年的信贷来说占比较均衡, 每个季度比较均衡是宏观调控的结果, 如 2008 年, 2010 年等都是。(2) 2012 年通胀的走势也有助于这一格局的出现, 我们预计 1 月份的翘尾因素出现最高后逐步回落。总体的翘尾因素表明通胀是上半年高, 下半年低。高点就在 1 月份。我们假设 11 月的环比增速为 0, 12 月环比增速为 0.4%, 这样 2012 年 1 月份的翘尾因素贡献为 3.3, 为全年最高。2 月份恰好是春节后, 因此我们判断春节后出现行情的可能性较大。

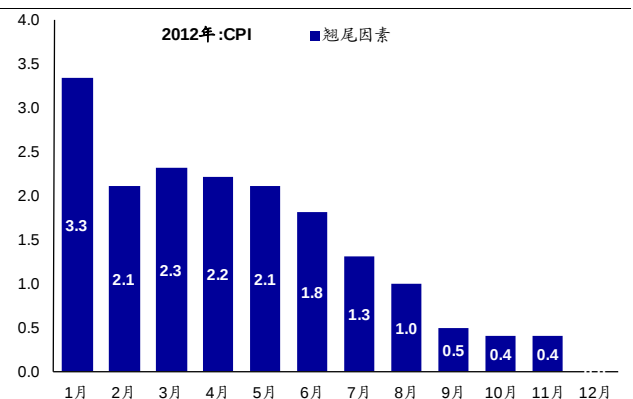
如果 2011 年四季度经济下滑比较大, 那么 2012 年一季度信贷占全年的比例会比均衡投放年代高, 按照我们宏观测算 2012 年信贷规模为 8 万亿左右, 如果一季度占比为 35%, 预计一季度月均接近万亿的规模。

图 34: 信贷和股市下的春节效应



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图 35: 通胀的翘尾因素



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

### 盈利: 2012 年盈利增速为 7%

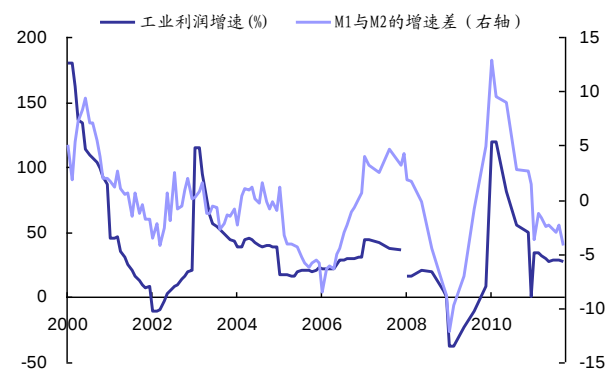
维持 2011 年 A 股盈利增速在 13-17% 左右的影响。从紧的政策继续对基本面产生影响, 尽管 2012 年政策会放松, 改善流动性, 股权回报有所提高, 但是相

对滞后一些，我们判断 2012 年 A 股盈利增速在 7% 左右。

### 工业企业利润增速放缓

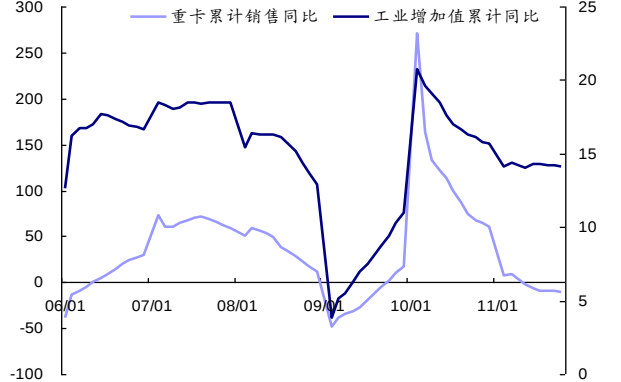
从工业企业的利润看，由于成本的上升以及存货的影响，从 10 年以来增速持续的回落，到 10 月份，增速回落至 25%。估计四季度还将有所回落。从工业企业利润增速与流动性的关系看，10 月份的 M1-M2 增速降低为 -4.5%，比前几个月份的 -3 到 -4% 的增速低。趋势上继续处于回落中，工业企业利润的增速将放缓。

图 36: 工业企业利润增速处于回落过程中



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

图 37: 工业增加值继续回落



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 上市公司的 12 年盈利增速预计 7% 左右

11 年的盈利为 15% 左右，维持原来的判断。基于 11 年全部 A 股上市公司 ROE 水平将会持平于 10 年 14-15% 左右的水平，对应 11 年实现净利润约 1.9-2.0 万亿，同比增长 14%-18%。11 年第三季度的净利润增速达到 20%，估计四季度略有下滑。

12 年的盈利增速预计为 7% 左右。按照宏观调控，整个流动性收紧和需求下滑的影响，12 年的 ROE 水平将有所下滑，我们维持在 14% 左右水平的判断，这样对应的 2012 年的盈利为 20-21 万亿的水平，增速是 7% 左右。

按照朝阳永续沪深 300 的一致预期来看，显示 12 年的盈利增速为 19%，高于我们的预期水平。

表 2: 全部 A 股公司 11 年盈利预测

| (单位: 亿元) | 2010A  | % YOY  | ROE    |          |
|----------|--------|--------|--------|----------|
| 净利润      | 17395  | 39.51% | 14.00% |          |
| 净资产      | 122362 | 24.80% | 假设 ROE | 09 年末净资产 |
|          | 17500  | 0.60%  | 13.00% | 134612   |
|          | 18243  | 4.87%  | 13.50% | 135132   |
| 11 年预测利润 | 18992  | 9.18%  | 14.00% | 135656   |
|          | 19747  | 13.52% | 14.50% | 136185   |
|          | 20508  | 17.89% | 15.00% | 136717   |

资料来源：国信证券经济研究所整理

表 3: 全部 A 股公司 12 年盈利预测

| (单位: 亿元) | 2011E  | %YOY   | ROE    |          |
|----------|--------|--------|--------|----------|
| 净利润      | 19747  | 13.52% | 14.50% |          |
| 净资产      | 136185 | 11.30% | 假设 ROE | 10 年末净资产 |
|          | 19476  | -1.37% | 13.00% | 149818   |
|          | 20304  | 2.82%  | 13.50% | 150397   |
| 12 年预测利润 | 21137  | 7.04%  | 14.00% | 150981   |
|          | 21978  | 11.30% | 14.50% | 151569   |
|          | 22824  | 15.58% | 15.00% | 152162   |

资料来源: 国信证券经济研究所整理

## 市场趋势: 维持沪深 300 动态估值目标[10 15]判断

### 沪深 300 的动态估值中枢目标在[10 15]之间

市场高点的判断要考虑基本面和股票的供求关系等因素。2005 年以来沪深 300 滚动的市盈率的平均水平在 21 倍。2007 年以来上市公司减持规模高达 3947 亿元, 而增持仅为 504 亿元, 这也就是全流通的压力使得整体的估值中枢有所下移的主导因素, 这样我们把市盈率的上限合理水平定在 15 倍, 换算成上证综指, 对应的点位可以看高到 2100-3200 点。当然点位的高度的弹性取决于经济回落的速度, 以及政策的力度。

目前沪深 300 对应的市盈率在 11.2 倍, 远低于历史的平均水平。从动态市盈率来看, 12 年的利润增速可能达到 7%左右, 对应的动态的估值水平为 10.5 倍。我们预计明年沪深 300 的动态估值中枢在[10 15]之间, 10 倍已是新低。

图 38: 沪深 300 的估值水平

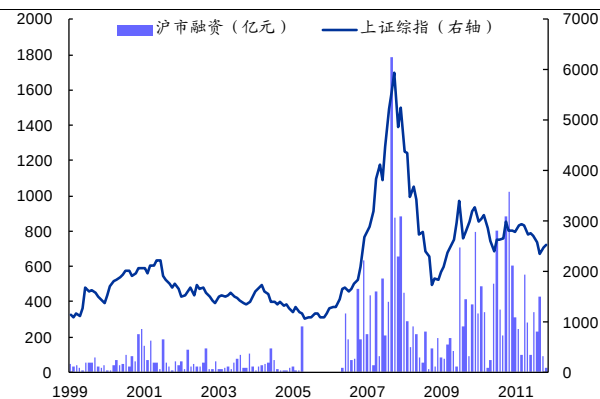


数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 扩容和减持压制估值

市场的供求关系是影响 A 股市值的重要因素。供给主要是从: 股票的发行、再融资、限售股、减持等方面考察。短期来看, A 股的扩容节奏并没有发生改变, 尤其是深市比沪市融资规模更大, 这些都是制约市场的因素, 继新华保险之后, 陕煤集团、中交股份等大盘股也确定准备在近期发行, 另外还有其它一些大盘股有发行安排。

图 39: 扩容的压力困扰 A 股市场 (上海市场)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

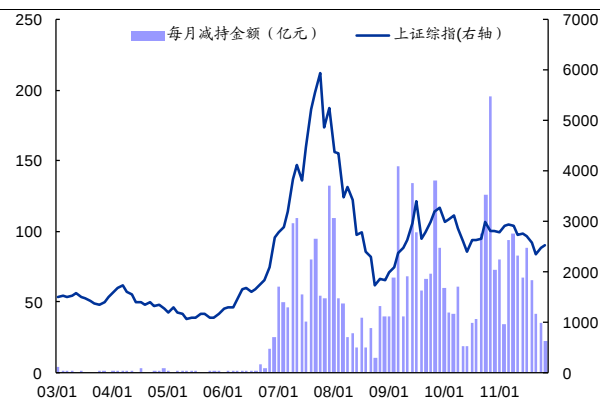
图 40: 扩容的压力困扰 A 股市场 (深圳市场)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

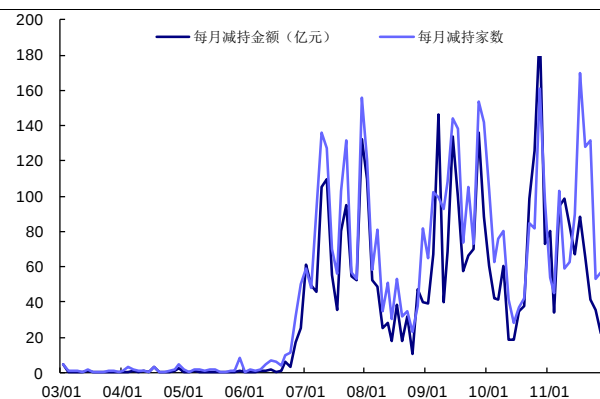
从最近的数据看，2011 年 2、3 季度股市的低迷，上市公司为了增强投资者信心，减持的动力减少，相反地增持的动机相比去年同期要大。上市公司减持的力度在 2011 年下半年以来基本是逐月递减的，10 月份更是创出新低，仅 53 家公司公告减持，减持金额为 35 亿元。相反地，今年 1-10 月份进行增持的公司相比去年同期大幅增加，公告增持的公司数从 89 家攀升至 276 家，增持金额从 90 亿元上涨至 101 亿元。

图 41: 上市公司减持的压力很大



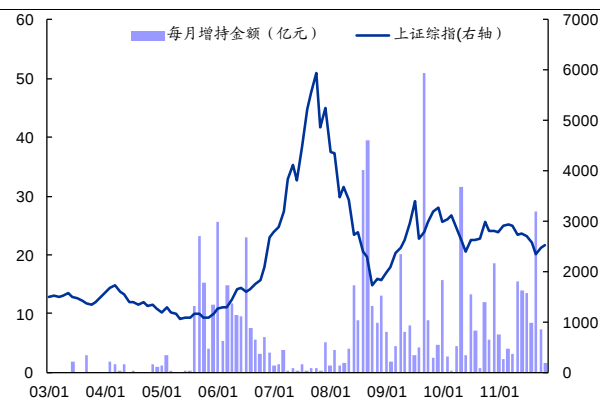
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 42: 上市公司减持的家数和金额



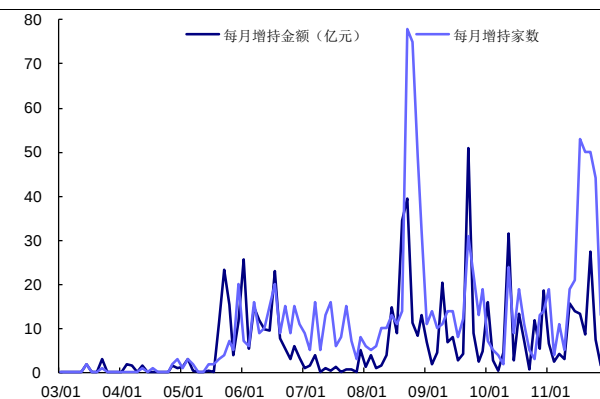
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 43: 上市公司增持的压力很大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

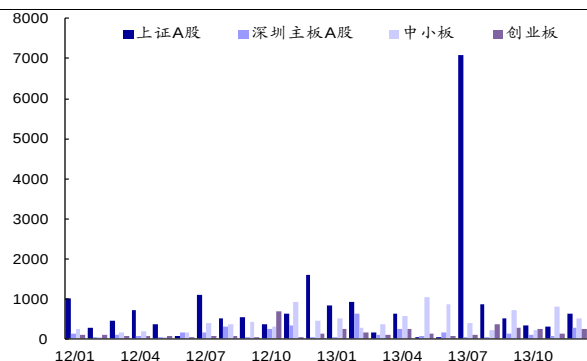
图 44: 上市公司增持的家数和金额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

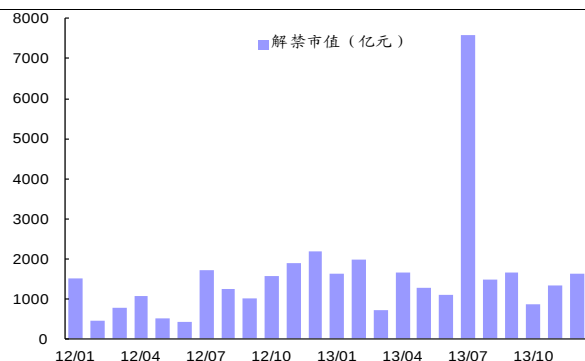
2012 年解禁股压力前低后高。从解禁市值来看，2011 年前半年的月均解禁市值为 784 亿元，仅有 1 月和 4 月单月解禁的市值超过 1000 亿元；而 2011 年下半年的月均解禁市值为 1590 亿元。尤其需要提示的是 2012 年 7 月和 12 月上证 A 股板块的单月解禁市值就已超过 1000 亿元，另外创业板和中小板股票解禁压力体现在 2012 年 10 月和 11 月，解禁市值分别高达 683 亿元和 906 亿元。

图 45: 2012-2013 年解禁市值明细



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 价格日期: 2011-11-04

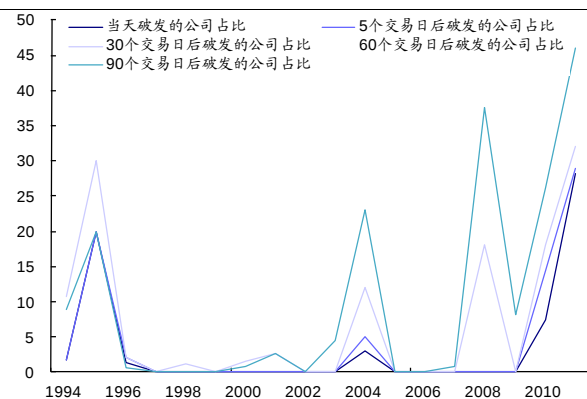
图 46: 2012-2013 年解禁市值



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

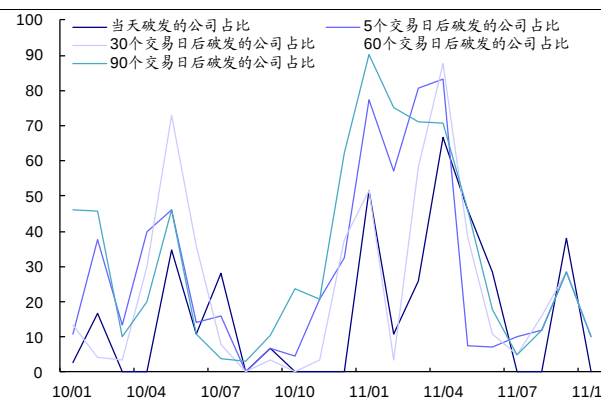
10 年和 11 年至今是新股首日收盘价破发的案例数创历史新高。10 年总共有 26 家，11 年至今有 71 家。其中庞大集团首日首发破发幅度最大，首日跌幅为 23.2%，11 年 1 月、4 月和 5 月首日破发的公司数目占比最多，均超过了 45%。然后 7 月和 8 月份新股不再延续前期的破发潮，这主要也与前期破发潮导致 7、8 月份发行市盈率创低有关。但由于受中国水电大盘股扩容影响，9 月份破发潮又再重现，9 月份总共有 21 家上市，其中 8 家上市公司首日破发，新股破发率 38.1%。

图 47: 历年新股破发率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 48: 2010.01-2010.10 每月新股破发率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

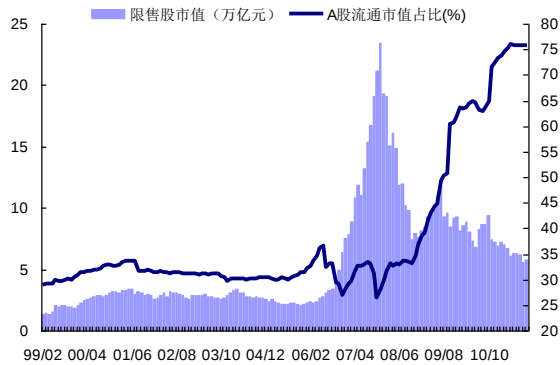
## A 股全流通的压力依然较大

随着 A 股进行股权分置改革以来，整个 A 股市值将迎来全流通，2011 年 11 月份的数据显示流通市值占整个市值的比例将达到 76%，处于历史新高。

从整个流通市值与储蓄存款的占比来看，截至到 9 月末，目前整个流通市值在 18 万亿，而储蓄存款在 43 万亿，在 2011 年的 4 月份流通市值与储蓄存款的比例曾经创下历史新高，超过了大牛市的 07 年的顶点时期，但近几个月以来该比例有所下滑。

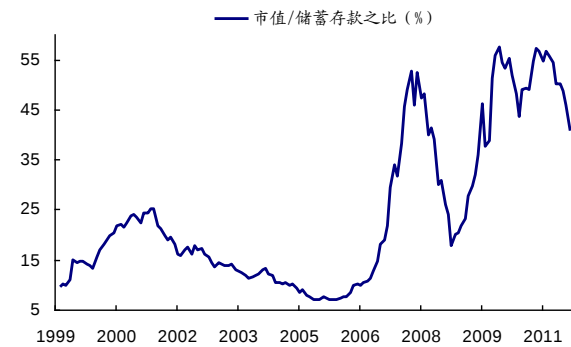
A 股在全流通之后，市场的估值难现 97 年大牛市的疯狂，估值中枢相对稳定，沪深 300 要超过历史的平均水平也较难。

图 49: A 股全流通比例创出新高



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 50: 流通市值与储蓄存款的占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 行业配置:寻找成本回落下的投资机会

明年一个重要的判断是成本下降，体现在 CPI 和 PPI 回落。因此从以下四个方面寻找确定性的投资机会。一是受益成本回落而需求刚性的行业。通胀回落也是需求回落的过程，因此尽量寻找需求端比较刚性的行业，典型的有大众消费品和轻工消费等。二是需求回落过程中，寻找有钱的投资主体，比如政府和垄断型企业（如石油石化、电信移动以及电网等），这样包括电力设备、节能减排、新能源、宽带网络、海洋工程和行业软件等都会受益于积极的财政政策。三是尽管通胀在回落，但是劳动力成本上升的趋势没有改变，受益于中产阶级壮大和三四线城市消费主体的壮大的行业，受益主要体现在零售超市、旅游、服装、医疗服务和消费电子等行业。四是通胀回落受益于要素改革的行业。水电煤气等公用事业和资源税改革会提速，也包括一些 11 年计划提价却没有提价的行业如景区旅游，这样一些行业板块和相关连的制造业会受益，如天然气、油页岩和水务环保等。五是或有投资机会。如果通胀压力缓解经济回落幅度较大，时间预计在一季度末，基于政策力度放松的预期超配部分强周期和早周期的行业如房地产和汽车等。

根据上述看法，建议配置比例如下：

**表 4: 建议的行业配置比例**

| 申万行业  | 二级行业    | 标准配置 (%) | 建议配置 (%) | 超配与否 | 配置的简单理由                      |
|-------|---------|----------|----------|------|------------------------------|
| 农林牧渔  |         | 1.12     | 3        | 超配   |                              |
| 采掘    |         | 7.88     | 7.88     | 标配   |                              |
| 化工    |         | 3.36     | 3        | 低配   | 看好新材料、受益要素改革的天然气等            |
|       | 石油化工    | 1.38     | 0        | 低配   |                              |
| 黑色金属  |         | 2.17     | 0        | 低配   |                              |
| 有色金属  |         | 7.19     | 5        | 低配   | 经济回落，先导行业需求还没恢复              |
| 建筑建材  |         | 4.27     | 3        | 低配   |                              |
| 机械设备  |         | 6.22     | 12       | 超配   | 受益于积极财政，看好电力设备               |
|       | 电气设备    | 2.78     | 4        |      |                              |
| 电子元器件 |         | 0.76     | 2        | 超配   | 看好消费电子                       |
| 交运设备  |         | 5.08     | 3        | 低配   | 等待降息或者税收优惠等刺激看好              |
| 信息设备  |         | 1.05     | 3        | 超配   | 受益积极财政，宽带网络等板块受益             |
|       |         |          |          |      | 估值低，但是需求回落，看好积极财政刺激消费和节能环保板块 |
| 家用电器  |         | 1.94     | 1.94     | 标配   |                              |
| 食品饮料  |         | 7.77     | 8        | 超配   | 成本回落刚性需求板块受益，看好大众消费品等        |
| 纺织服装  |         | 0.49     | 0.49     | 标配   | 看好渠道优势和升级的公司                 |
| 轻工制造  |         | 0        | 2        | 超配   | 成本回落刚性需求板块受益，看好轻工消费          |
| 医药生物  |         | 4.54     | 5        | 超配   | 看好收入提升下的医疗器械和服务等             |
| 公用事业  |         | 2.15     | 2.21     | 超配   | 受益于积极财政，看好节能环保               |
|       | 环保工程与服务 |          |          |      |                              |
| 交通运输  |         | 3.69     | 2        | 低配   |                              |
| 房地产   |         | 5.24     | 5.24     | 标配   | 估值低，看好一些积极转型的公司              |
| 金融服务  |         | 29.66    | 23.19    | 低配   |                              |
|       | 银行      | 18.91    | 18.91    |      | 估值接近较低，维持标配，流动性释放            |
|       | 证券      | 6.33     | 0        |      |                              |
|       | 保险      | 4.28     | 4.28     |      | 看好债市                         |
| 商业贸易  |         | 2.54     | 3        | 超配   | 受益中低端收入提升，看好超市等子板块           |
| 餐饮旅游  |         | 0.16     | 2        | 超配   | 受益收入提高和景点提价                  |
| 信息服务  |         | 2.59     | 3        | 超配   | 积极财政下行业软件等服务业相关的板块受益         |
| 综合    |         | 0.17     | 0        |      |                              |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 日期：2011-12-05

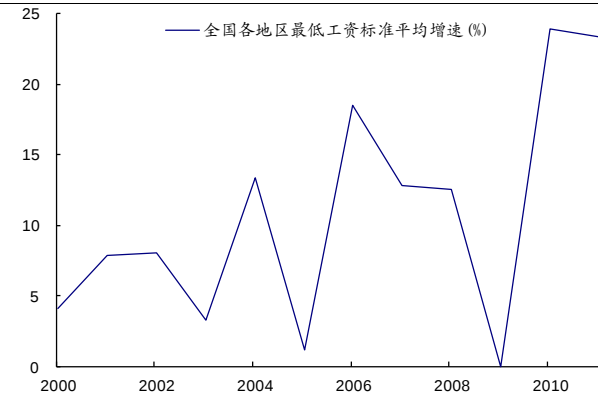
### 寻找确定性机会一：中低端劳动者收入提高带来的投资机会

尽管通胀在回落，但是劳动力成本上升的趋势没有改变，受益于中产阶级壮大和三四线城市消费主体的壮大的行业，受益主要体现在零售超市、旅游、服装、医疗服务和消费电子等行业。

### 中国通胀回落但“人”主导的要素（衣着服装和家庭服务类）价格还在上升

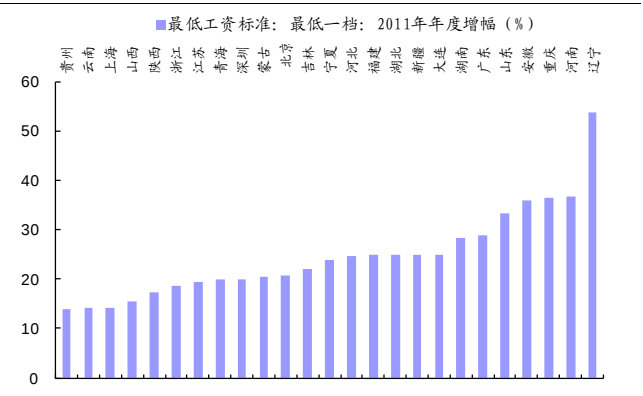
比较过去三轮通胀，不同的是这轮“人的”因素显现，体现在总体通胀水平回落，家庭服务和设备维修以及衣着服装的价格还没现趋势回落。此轮通胀与过去通胀的相同之处在于：一是过去的 10 年通胀都主要受食品价格的推动。二是流动性作为推手功不可没。不同之处：04 年的通胀是“粮食”主导，08 年的通胀是“猪”主导，本轮通胀与上两轮最大的不同在于，上两轮衣着服装类的价格并没有出现上涨，基本上波澜不惊，甚至出现负增长。还有就是家庭服务和设备维修类的价格也出现了上涨。现在从整体来看，通胀出现了回落，但是这两类价格并没有出现拐头向下的趋势。背后的宏观背景和逻辑是劳动力的价格水平整体提升度较高。从粘性的角度来看，这类价格的上涨幅度比起周期性的“粮食”和“猪”粘性更强。同时从持续的时间来看，也是比较长。

图 51: 全国各地最低工资标准增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 52: 2011 年各地区最低工资标准增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

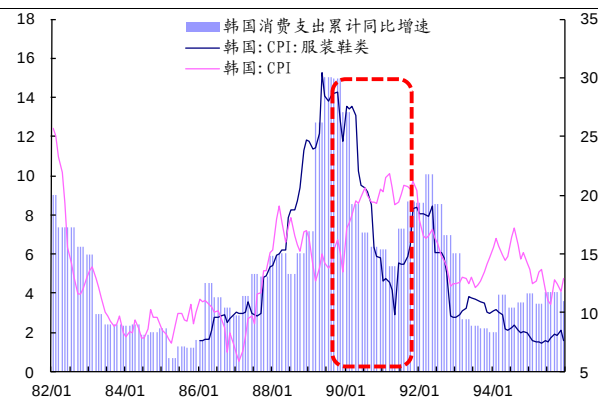
### 转型下劳动力成本上升拉动居民消费支出：韩国和台湾案例

比较发现 1985-1995 年的台湾和韩国与当前的消费转型的背景相同。(1) 中低端的劳动力收入提高也可以从 CPI 各细项的变化看出。在此期间，韩国的服装鞋类、住房维修、设备维修费用 CPI 增速大于整体 CPI 增幅，特别是住房维修和设备维修费用增速的增速更是显著；而台湾在此期间的住宅维修费用大幅攀升，增幅远超过 CPI 增速；但是同期衣着、纺织类、家庭用品 CPI 增速略低于整体 CPI 增速。(2) 房地产价格出现停滞的局面，经济也在经历去地产过程。

根据配第和克拉克的研究发现，随着全社会人均国民收入的提高，劳动力逐渐地从第一产业转移到第二产业，再进一步地转向第三产业，产业结构逐步地从劳动密集型向资本密集型和技术密集型转变。这一系列的转变过程中暗含着一个共同的参数，那就是劳动力成本的提升，经济转型的重要驱动因素在于劳动力成本的绝对和相对优势都开始逐渐地消失。而劳动力成本的上升最主要是体现在技术含量较低的劳动力成本的提高，反映在产业结构上面就是那些劳动力密集型行业的成本压力的增加，比如说纺织服装和人工维修费用等劳动力较为密集型的产业链。

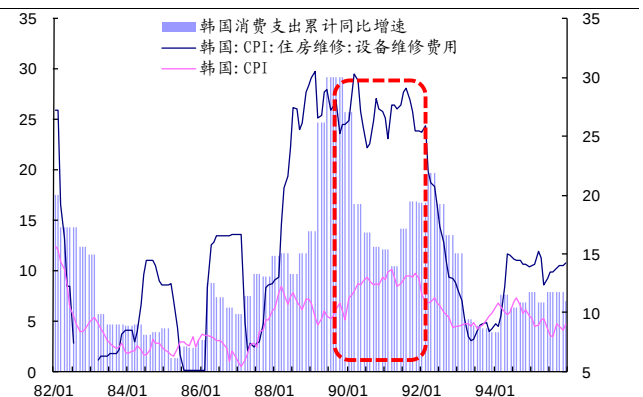
通过分析台湾和韩国的国内私人消费的变化情况，发现在转型期间，私人消费支出占 GDP 比重提升，同时私人消费支出的增速增长。如台湾的私人消费支出占 GDP 比重在 1985 年之前基本上是逐年下滑的，但是随着居民收入水平的上升，该比例急速攀升，从 1985 年的 47% 上涨至 1995 年的 57%。如韩国也出现在 1985 年后消费支出增速明显提升，特别是 1990 年的消费支出增速创出新高，高达 27%。1987-1992 年期间个人消费支出年均保持 14% 以上的增速。

图 53: 韩国消费支出增速、CPI 和 CPI: 服装鞋类



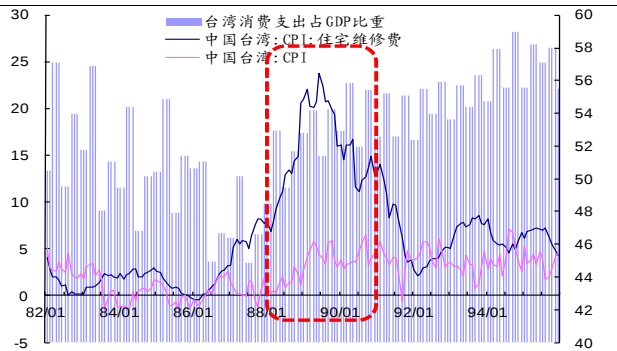
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 54: 韩国消费支出增速、CPI 和 CPI: 住房维修



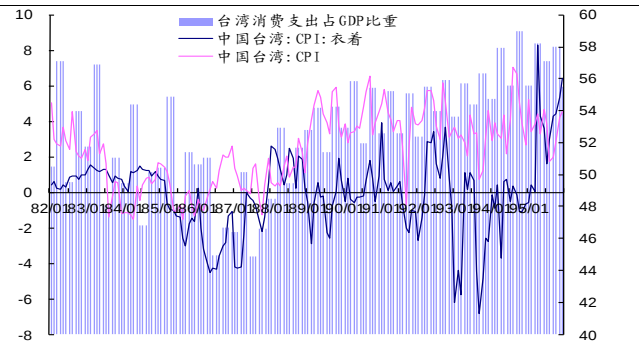
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 55: 台湾消费支出占比、CPI 和 CPI: 住宅维修费



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 56: 台湾消费支出占比、CPI 和 CPI: 衣着



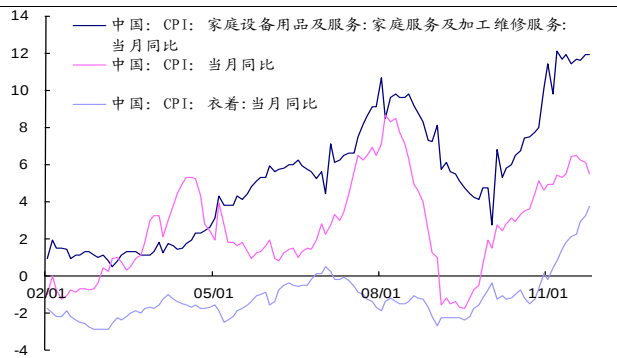
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 中国当前物价和劳动力成本走势类似于韩国 1991Q4 的情形

由于劳动力要素供需关系的变化, 最低工资提高, 农民工工资的普涨, 劳动力密集型的产品出现了成本推动局面, CPI 细项种的衣着服装、家庭设备和服务增速较快, 在通胀回落下保持上涨趋势, 虽然增速还低于整体 CPI。而且家庭设备用品及服务中的“家庭服务及加工维修服务”增长的态势强于整体 CPI, 且绝对增幅在 2004 年开始就已经超过了整体 CPI 增幅。

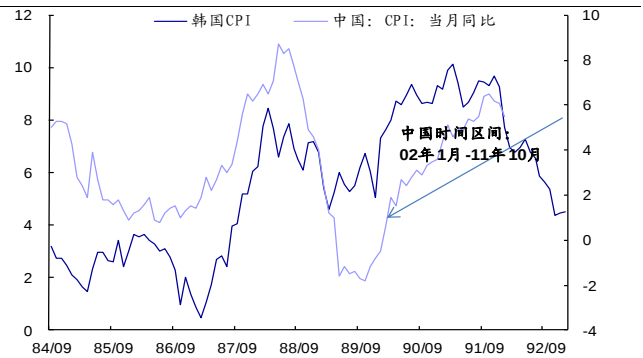
将中国 2002 年至今的 CPI 和家庭服务及加工维修服务的价格走势与韩国 1984 年 9 月至 1992 年 3 月期间的走势颇为一致。1990-1995 期间韩国同样经历转型, 上世纪 80 年代初, 韩国开始出现劳动力相对短缺的局面。与此相对应, 自 1982 年后, 韩国制造业工资开始出现大幅增长。特别是在 1986 年-1990 年的 5 年间, 其制造业工资平均年增长率高达 21%。也在 1985 年之后开始逐步推行此前已经进行立法的全民医疗保险、国民年金和最低工资制等三项措施。

图 57: 中国 CPI、CPI:衣着和 CPI:家庭设备用品及服务



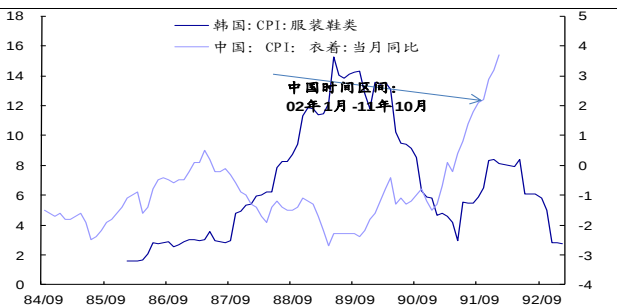
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 58: CPI: 韩国 84.09-92.12 和中国 02.01-11.10



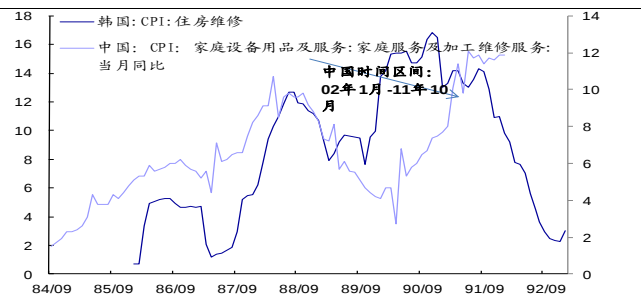
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 59: CPI 衣着: 韩国 84.09-92.12 和中国 02.01-11.10



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 60: CPI 住房维修: 韩国 84.09-92.12 和中国 02.01-11.10

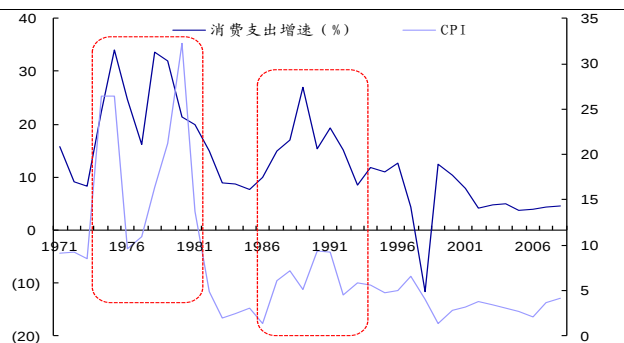


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

韩国的居民消费支出增速较快的时期有两个：1974-1980 年期间和 1989-1992 年期间，这两个时期的共同特点是 CPI 增速也较快。其中 1989-1992 年期间从居民消费支出结构来看：

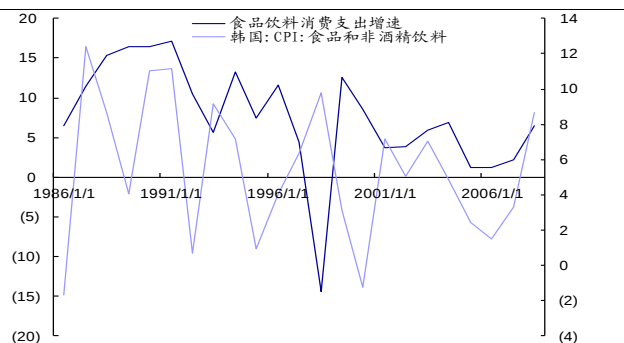
消费支出稳定增长：食品饮料、服装鞋类、医疗产品和器械、文化娱乐；消费支出增速下滑：住房、家具和家用设备、燃料水电、医疗服务、教育、交通、通讯等。

图 61: 通胀上升阶段消费支出增加



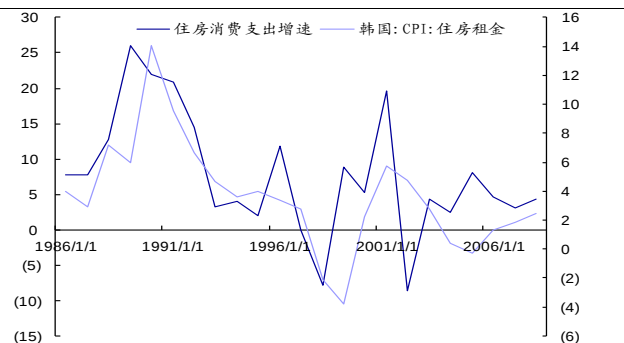
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 62: 食品饮料在通胀回落阶段（89-92）稳定增长



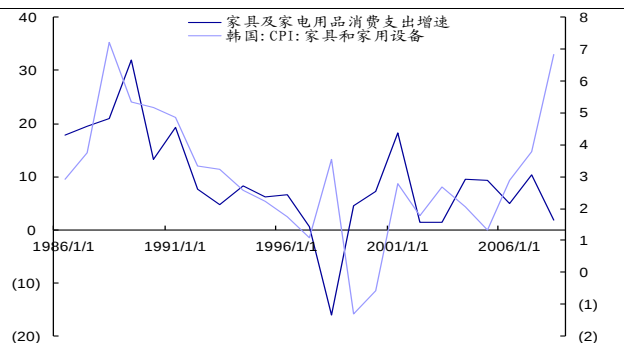
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 63: 住房支出增速在通胀回落阶段（89-92）放缓



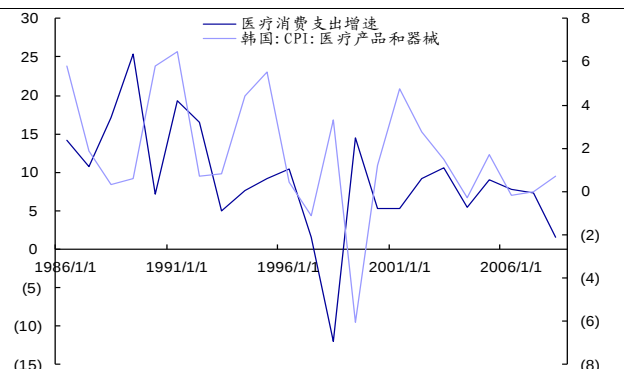
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 64: 家具及家电支出增速在通胀回落阶段（89-92）放缓



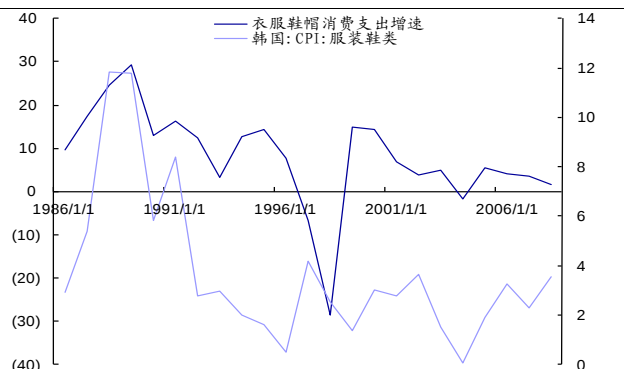
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 65: 医疗支出增速在通胀回落阶段（89-92）稳定增长



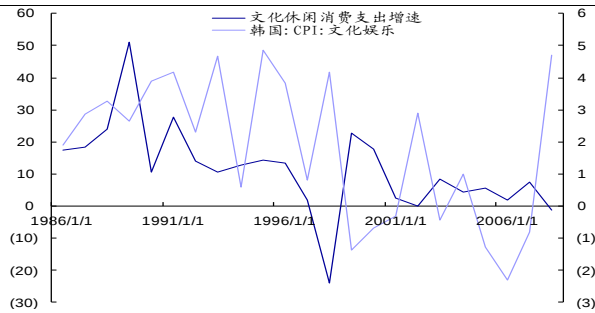
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 66: 衣服鞋帽支出增速在通胀回落阶段（89-92）稳增



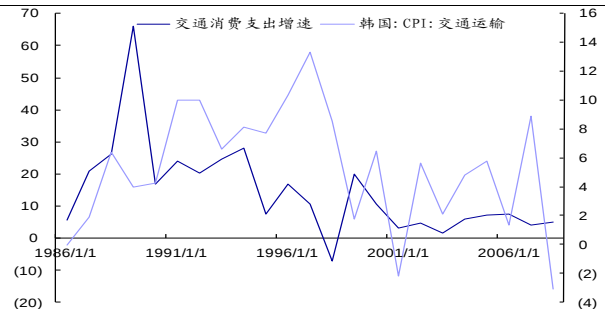
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 67: 文化娱乐支出增速在通胀回落阶段 (89-92) 稳增



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 68: 交通消费支出增速在通胀回落阶段 (89-92) 下降

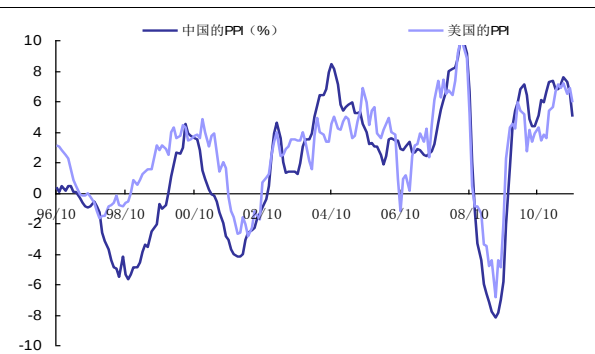


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 寻找确定性机会二: 看好成本回落下的大众消费品的投资机会

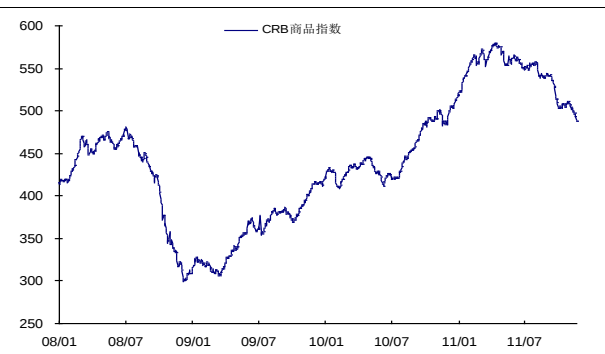
看好受益成本下降而需求刚性的行业。通胀回落也是需求回落的过程，因此尽量寻找需求端比较刚性的行业。典型的有大众消费品和轻工消费，具体如一些中低端的消费品如食品中的乳制品、肉制品及其他产品等，零售的超市业态、农产品相关的流通业态等。

图 69: PPI 回落



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 70: CRB 指数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 寻找确定性机会三: 需求回落下积极财政政策带来的投资机会

第一，需求回落下，积极的财政政策将起作用，这将带来投资机会，方向是政府消费品。如果这波经济下滑，预计刺激计划将是消费和结构调整为主，而 08 那样的刺激基建投资的可能性较小。按照目前的推断，政策刺激的方向可能是节能减排的产品，如新能源汽车和节能的家电、照明等。

第二，还可寻找有钱主体的需求，除了刚才的政府消费，还有一些垄断型企业（如石油石化、电信移动以及电网等）。这样包括电力设备、宽带网络、海洋工程等都会受益。

### 寻找确定性机会四: 通胀回落下要素价格改革带来的投资机会

通胀回落，要素改革启动带来的契机。要素价格改革：包括水电煤气等公用事业、景点和资源等。这种改革最大的隐含就是提价。首先是电力的提价，这样会改善电力设备和电力信息技术等的投资，电力设备将受益，这是 2011 年调整幅度最大的板块。其次是水相关的，看好水务环保等相关的板块。再次是天然气、油页岩、煤炭等能源板块，并看好相关的设备板块。最后是旅游景点提价的预期存在，将给景点旅游板块带来投资机会。

通过比较发现，在通胀严厉的月份如 2008 和 2011 年中的大部分时间里，很多公用事业、景点和资源税改革基本停滞。为的是控制通胀，2012 年通胀回落是

大概率事件，那么要素改革就提上议事日程。

### 一、天然气价格改革：销售额的 5%-10%，低于美国和澳大利亚

发改委决定在 2010 年 6 月 1 日将国产天然气出厂价格每千立方米提高 230 元。并改进天然气价格管理办法，即取消双轨制，扩大价格幅度范围，设定车用气与车用油的售价比。这是天然气定价机制市场化改革推行以来最重要的一步。

2011 年资源税改革之后石油天然气的资源税是按照销售额的 5%-10% 的比例来征收，仍然低于国际上的其他国家，比如美国是按照 12.5% 来征收、澳大利亚是在 7.5%-10%。

表 5：天然气出厂价格的演变

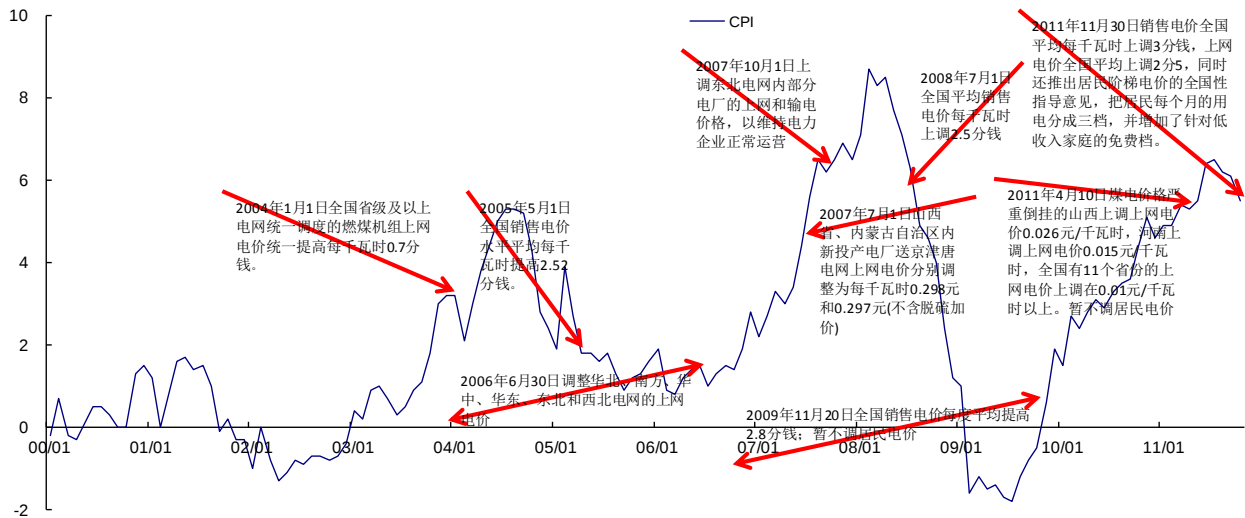
| 阶段                                | 时间                                          | 项目                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-----------------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 单一的国家定价阶段<br>(1956-1993 年)        | 1958—1981 年<br>(优惠低价政策以鼓励使用天然气时期。)          | 1958 年，受当时天然气勘探开发特别是输送技术条件的限制，加之产量较少，原石油部为了鼓励就地使用天然气，将价格由 70 元下调为 30 元。这期间虽然对天然气井口价格作过微调，但总的原则仍实行的是优惠低价政策，以鼓励天然气消费。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|                                   | 1982—1992 年<br>(通过提高天然气井口价格，筹集天然气勘探开发资金时期。) | 1982 年以后，为筹集天然气勘探开发资金，国家在逐步提高天然气井口价格的同时，采取了多种价格形式，其中一项重要措施是实行天然气商品量常数包干，对超包干基数外供天然气实行高价政策。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|                                   |                                             | 1987 年颁布了《关于颁发天然气商品量管理暂行办法的通知》，允许天然气生产企业在气价外向用户收取净化费，这是在计划经济条件下由于井口价格偏低而采取的一种价外收费的补充形式，主要是为了弥补生产企业的成本支出。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 国家定价、国家计划指导价并存阶段<br>(1993-2005 年) | 1992 年                                      | 1992 年，原国家计委对我国陆上天然气实行了分类气价，按用途分为化肥用气价格、其他工业用气价格、城市居民用气价格和商业用气价格。同时对四川天然气井口价格实行了计划内外并轨。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|                                   | 1993 年                                      | 1993 年为加快企业转换经营机制，逐步向社会主义市场经济体制过渡，国家实行了企业自销天然气价格政策                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|                                   | 1994 年<br>(进入了国家定价、国家计划指导价并存的价格管理阶段)        | 1994 年，国家再次调整天然气价格，天然气包干内外井口价格完全并轨，对企业自销天然气井口价格又规定了中准价，允许生产企业在在此基础上上下浮动 10%。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 国家指导价阶段<br>(2005-至今)              | 2002 年                                      | 2002 年，国家调整了天然气价格结构，将井口价外加收的净化费并入价内，合并后统称为出厂价。另外，在这一时期进行的西气东输工程中，首次采用了价格调整机制，实现了天然气出厂基准价与原油、LPG（液化石油气）和煤炭价格的联动。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|                                   | 2005 年                                      | 国家发改委发布了《国家发展改革委关于改革天然气出厂价格形成机制及近期适当提高天然气出厂价格的通知》，简化用户分类为化肥用气、直供工业用气和城市燃气，将天然气出厂价格归并为两档价格，其中川渝气田、长庆油田、青海油田、新疆各油田的全部天然气（不含西气东输和川气东送的天然气）及大港、辽河、中原等油田计划内天然气执行一档气价，除此以外的其他天然气执行二档价格，统一实行国家指导价。一档天然气出厂价在国家规定的出厂基准价基础上，可在上下 10% 的浮动范围内由供需双方协商确定；二档天然气出厂价格在国家规定的出厂基准价基础上上浮幅度为 10%，下浮幅度不限。天然气出厂基准价格每年调整一次，调整系数根据原油、LPG 和煤炭价格五年移动平均变化情况，分别按 40%、20% 和 40% 加权平均确定，相邻年度的价格调整幅度最大不超过 8%。鉴于一档气价与二档气价尚存在一定差距，对二档气先启动与可替代能源价格挂钩的调整机制，一档气价（包括忠武线出厂基准价）暂不随可替代能源价格变化调整，经过 3-5 年的过渡期后，将一档出厂基准价逐步调整到二档出厂基准价水平。同时通知在全国范围适当提高天然气的出厂价格，涨幅为 50-150 元/千立方米不等，涨幅在 8%-10%。在 2005 年天然气价改后，二档天然气的出厂基准价为 0.98 元/立方米，而一档气的出厂基准价根据油田和用途有所不同。 |
|                                   | 2007 年 4 月                                  | 2007 年 4 月发改委在成都商谈传递出天然气价格改革的方向是“先商品化、后市场化，最终目标要与国家原油价格接轨”。具体思路是：计划在 3-5 年内，建立油气价格联合机制，以每年 5%-8% 的幅度不断上调天然气价格，实现价格并轨。2007 年 11 月，发改委上调了工业气价 0.4 元/立方米，上调幅度为 35% 左右；同时提高车用天然气销售价格，理顺车用天然气与汽油比价关系，其他用户气价保持不变。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|                                   | 2010 年 5 月底                                 | 2010 年 5 月底，发改委再次宣布调整国产陆上天然气价格，上调幅度为 0.23 元/立方米，一、二档出厂基准价格加权并轨，将出厂基准价格允许浮动的幅度统一改为上浮 10%，下浮不限，进口中亚天然气价格暂按国产天然气供同类用户价格执行。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|                                   | 2011 年 9 月 21 日                             | 国务院公布了修改后的《中华人民共和国资源税暂行条例》，对原油、天然气资源税由从量计征改为从价计征，并相应提高原油、天然气的税负水平，税率为 5% - 10%，这次改革暂按 5% 的税率征收                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|                                   | 2011 年 10 月                                 | 2011 年 10 月 21 日，国家发展改革委、国家能源局在济南组织召开 2011 年全国天然气工作会议，根据会议内容，我们预计油气定价改革仍将继续，特别是政府正在考虑调整国内天然气的价格，包括井口价、城市门站价。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

数据来源：国信证券经济研究所整理

### 二、电价改革

电价改革是电力体制改革最为核心和敏感的环节，煤电联动将是关键，也是难题，电价改革不仅仅是提价，而是怎么市场化，以此发挥对经济结构调整的作用。

图 71: 历次电价调整和 CPI 走势图



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 三、水价改革：水价低于世界其他国家

水价改革将会是经济转型过程中的一项重要议题。中国的水价改革主要是从两方面入手：一是进行合理制定水资源费的征收标准；二是全面推行污水处理收费制度，提高污水处理覆盖面和处理费用。

我国是世界上水价最低价位的国家之一。中国城市生活用水原水（每立方米原水）约为 0.1 元，工业用水原水约为 0.16 元，农业用水约为 0.03 元。无论与其他生活消费品价格比，还是同国外水价比，都显偏低。欧美工业水价一般相当于 8 元人民币，农业水价相当于 0.8 元人民币。世界各地水价粗略比较如下（换算成人民币计）：挪威、加拿大 2.1 元，爱尔兰 3.3 元，纽约 3.7 元，瑞典和英国 4.8 元，荷兰 5.1 元，芬兰 5.4 元，比利时 5.7 元，法国 6 元，意大利 6.9 元，德国 8.1 元，澳大利亚 9.3 元，香港地区 20 元，东京 22.8 元。

统计显示 2005 至今每年各省份城市或直辖市上调水价的个数分别为：2011 年 2 个、2010 年 9 个、2009 年 7 个、2008 年 3 个、2007 年 3 个、2006 年 3 个、2005 年 4 个。

**表 6：我国省会城市居民水价调整情况**

| 城市   | 最近居民用水调价时间  | 2007 年之间居民用水调价次数 | 自来水价 (元/吨) | 污水处理费 (元/吨) | 总水价 (元/吨) | 最近工业用水调价时间  | 2007 年之间工业用水调价次数 | 自来水价 (元/吨) | 污水处理费 (元/吨) | 总水价 (元/吨) |
|------|-------------|------------------|------------|-------------|-----------|-------------|------------------|------------|-------------|-----------|
| 天津   | 2010 年 11 月 | 2                | 3.50       | 0.90        | 4.40      | 2010 年 5 月  | 下调 1 次, 上涨 2 次   | 6.30       | 1.20        | 7.50      |
| 北京   | 2009 年 12 月 | 1                | 2.96       | 1.04        | 4.00      | 2009 年 11 月 | 1                | 4.44       | 1.77        | 6.21      |
| 上海   | 2010 年 11 月 | 1                | 1.63       | 1.30        | 2.93      | 2009 年 6 月  | 2                | 2.00       | 1.70        | 3.70      |
| 重庆   | 2010 年 1 月  | 1                | 2.70       | 1.00        | 3.70      | 2010 年 1 月  | 1                | 3.25       | 1.30        | 4.55      |
| 石家庄  | 2008 年 10 月 | 1                | 2.50       | 0.80        | 3.30      | -           | -                | 3.00       | 1.00        | 4.00      |
| 太原   | 2008 年 9 月  | 1                | 2.40       | 0.50        | 2.90      | -           | -                | 2.70       | 0.80        | 3.50      |
| 呼和浩特 | 2009 年 12 月 | 1                | 2.35       | 0.65        | 3.00      | 2009 年 12 月 | 1                | 3.50       | 0.95        | 4.45      |
| 沈阳   | 2009 年 7 月  | 1                | 1.80       | 0.60        | 2.40      | 2009 年 7 月  | 1                | 2.50       | 1.00        | 3.50      |
| 长春   | 2006 年 1 月  | -                | 2.50       | 0.40        | 2.90      | -           | -                | 4.60       | 0.80        | 5.40      |
| 哈尔滨  | 2010 年 1 月  | 1                | 2.40       | 0.80        | 3.20      | 2010 年 1 月  | 下调 1 次, 上涨 1 次   | 4.30       | 1.10        | 5.40      |
| 南京   | 2009 年 4 月  | 下调 1 次, 上涨 2 次   | 1.50       | 1.30        | 2.80      | 2008 年 5 月  | 1                | 1.85       | 1.55        | 3.40      |
| 杭州   | 2005 年 6 月  | -                | 1.35       | 0.50        | 1.85      | 2009 年 11 月 | 2                | 2.10       | 1.80        | 3.90      |
| 合肥   | 2010 年 10 月 | 下调 1 次, 上涨 1 次   | 1.55       | 0.51        | 2.06      | 2010 年 10 月 | 1                | 1.55       | 0.59        | 2.14      |
| 福州   | 2010 年 8 月  | 1                | 1.70       | 0.85        | 2.55      | 2010 年 8 月  | 1                | 1.90       | 1.10        | 3.00      |
| 南昌   | 2009 年 9 月  | 1                | 1.18       | 0.80        | 1.98      | 2009 年 9 月  | 1                | 1.45       | 0.80        | 2.25      |
| 济南   | 2010 年 1 月  | -                | 2.60       | 0.90        | 3.50      | -           | -                | 2.90       | 1.10        | 4.00      |
| 郑州   | 2005 年 4 月  | -                | 1.60       | 0.65        | 2.25      | -           | -                | 2.00       | 0.80        | 2.80      |
| 武汉   | 2006 年 6 月  | -                | 1.10       | 0.80        | 1.90      | -           | -                | 1.65       | 0.80        | 2.45      |
| 长沙   | 2007 年 3 月  | 1                | 1.21       | 0.65        | 1.86      | 2007 年 3 月  | 1                | 1.38       | 0.80        | 2.18      |
| 广州   | 2009 年 7 月  | -                | 1.32       | 0.90        | 2.22      | -           | -                | 1.83       | 1.40        | 3.23      |
| 南宁   | 2010 年 1 月  | 1                | 1.48       | 0.80        | 2.28      | 2010 年 1 月  | 1                | 2.23       | 0.80        | 3.03      |
| 海口   | 2008 年 2 月  | 1                | 1.60       | 0.80        | 2.40      | 2008 年 2 月  | 1                | 2.50       | 1.10        | 3.60      |
| 成都   | 2011 年 1 月  | 2                | 1.95       | 0.80        | 2.75      | -           | -                | 2.90       | 1.40        | 4.30      |
| 贵阳   | 2010 年 4 月  | 1                | 2.00       | 0.70        | 2.70      | -           | -                | 2.50       | 0.80        | 3.30      |
| 昆明   | 2007 年 7 月  | 1                | 2.45       | 1.00        | 3.45      | 2009 年 6 月  | 2                | 4.35       | 1.25        | 5.60      |
| 拉萨   | 2006 年 1 月  | -                | 0.60       | 0.50        | 1.10      | -           | -                | 1.40       | -           | -         |
| 西安   | 2007 年 4 月  | 1                | 2.25       | 0.65        | 2.90      | 2007 年 4 月  | 下调 1 次           | 2.55       | 0.90        | 3.45      |
| 兰州   | 2009 年 11 月 | 下调 1 次, 上涨 2 次   | 1.75       | 0.50        | 2.25      | -           | 下调 1 次, 上涨 2 次   | 1.38       | 0.63        | 2.01      |
| 西宁   | 2005 年 11 月 | -                | 1.30       | 0.52        | 1.82      | 2007 年 1 月  | -                | 1.38       | 0.63        | 2.01      |
| 银川   | 2011 年 1 月  | 2                | 1.80       | 0.7         | 2.50      | 2011 年 1 月  | 2                | 2.75       | 1.00        | 3.75      |
| 乌鲁木齐 | 2005 年 11 月 | -                | 1.36       | 0.70        | 2.06      | -           | -                | 1.48       | 0.70        | 2.18      |

数据来源：中国水网、国信证券经济研究所整理

**表 7：2005 年以来污水处理定价及相关政策汇总**

| 时间      | 政策名称                           | 政策思路                                             |
|---------|--------------------------------|--------------------------------------------------|
| 2011.10 | 2011 中国（国际）水务高峰论坛              | 下一步的水价改革将全面推行污水处理收费制度，扩大污水处理收费的征收范围，适时调整污水处理费标准。 |
| 2009.7  | 2009 年深化经济体制改革工作意见             | 加快推进污水处理、垃圾处理等收费制度改革                             |
| 2009.7  | 《关于做好城市供水价格管理工作有关问题的通知》        | 水价矛盾积累较大的地区，要统筹安排，循序渐进，分步到位；要重点缓解污水处理费偏低问题       |
| 2009.3  | 《城镇污水处理厂污泥处理处置及污染防治技术政策（试行）》   | 提高城镇污水处理厂污泥处理处置水平。污泥处置成本计入污水处理费                  |
| 2008.12 | 财政部国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知 | 整合和规范资源综合利用增值税政策                                 |
| 2008.12 | 对再生水等实行免征增值税政策通知               | 推动资源综合利用工作，促进节能减排                                |
| 2007.11 | 《中华人民共和国企业所得税法实施条例》            | 所得税优惠                                            |
| 2005.12 | 《国务院关于落实科学发展观加强环境保护的决定》        | 加强环境保护，中国设市城市到 2010 年污水处理率不低于 70%。               |
| 2005.1  | 关于严格执行《城镇污水处理厂污染物排放标准》的通知      | 生活污水处理执行一级 A 标准                                  |
| 2005.9  | 关于加强市政公用事业监管的意见                | 强调加强监管，包括收费、价格和成本的监管                             |

资料来源：国信证券经济研究所整理

水价主要由水资源费、供水价格和污水处理费三部分组成。其中水资源费目前在全国 31 个自治区和直辖市均已开征，而污水处理费方面进度相对较慢。最新数据显示，截至 2010 年，全国除西藏以外的 30 个省市均已开通污水处理费，657 个设市城市中有 579 个城市开征了污水处理费，占 88%。

2011 年 10 月 13 日召开的中国水务高峰论坛提出，水价改革将全面推行污水处理收费制度，扩大污水处理收费的征收范围，适时调整污水处理费标准。

## 五、资源税改革

资源税是对在我国境内开采应税矿产品或者生产盐的单位和个人征收的一种税。最新的资源税法规定：资源税设置七个税目，包括原油、天然气、煤炭、黑色金属矿原矿、有色金属矿原矿、其他非金属矿原矿和盐。这七个税目覆盖部门已知矿产资源，但仍有大部分资源未包括在内，如水资源、地热资源等。

我国从 1984 年 10 月 1 日起对开采矿产品的单位和个人就开征了资源税。现行的《中华人民共和国资源税暂行条例》从 1994 年 1 月 1 日起施行。《中华人民共和国资源税暂行条例》修改后的条例在 2011 年 11 月 1 日开始施行。

**表 8：资源税税率表**

| 序号 | 税目        | <<资源税条例>> 规定的单位税额(幅度) | 常见的应税项目应税产品名称                   | 调整后税率                                                |
|----|-----------|-----------------------|---------------------------------|------------------------------------------------------|
| 1  | 原油        | 8-30 元/吨              |                                 | 销售额 5%-10%                                           |
| 2  | 天然气       | 2-15 元/千立方米           |                                 | 销售额的 5%-10%                                          |
| 3  | 煤炭        | 0.3-5 元/吨             |                                 | 焦煤每吨 8-20 元；其他煤炭每吨 0.3-5 元。而修改前焦煤并未单列。               |
| 4  | 其他非金属矿原矿  | 0.5-20 元/吨或立方米        | 花岗石、石灰石<br>水泥、红砖用泥土，建筑用河沙、山砂、海砂 | 普通非金属矿原矿每吨或者每立方米 0.5-20 元；贵重非金属矿原矿每千克或者每克拉 0.5-20 元。 |
| 5  | 黑色金属矿原矿   | 2-30 元/吨              |                                 |                                                      |
| 6  | 有色金属矿原矿   | 0.4-30 元/吨            |                                 | 轻稀土矿的税额标准为每吨 60 元，中重稀土矿则为每吨 30 元。而修改前稀土并未单列。         |
| 7  | 盐：固体盐、液体盐 | 10-60 元/吨；2-10 元/吨    | 海盐                              |                                                      |

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

标注：资源税的计算公式：应交资源税=课税数量×单位税额

## 六、景区价格改革

统计发现旅游景区（上市）价格调整主要是在通胀回落过程中，2008 年价格调整在 4 月份后也就停止。

**表 9: 上市公司景区价格改革一览表**

| 上市公司    | 门票总类   | 现行票价                                                 | 涨价历史                                                                                                          |
|---------|--------|------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 黄山旅游    | 景区门票   | 旺季 230 元/人, 淡季 150 元/人                               | 2009 年 5 月 1 日起上调                                                                                             |
|         | 新云谷索道  | 旺季 80 元/人, 淡季 65 元/人                                 | 2008 年 4 月 1 日起执行, 索道为新建                                                                                      |
|         | 太平索道   | 旺季 80 元/人, 淡季 65 元/人                                 | 2008 年 4 月 1 日起执行, 原旺季 65 元/人, 淡季 56 元/人                                                                      |
|         | 玉屏索道   | 旺季 80 元/人, 淡季 65 元/人                                 | 2008 年 4 月 1 日起执行, 原旺季 65 元/人, 淡季 56 元/人                                                                      |
| 中青旅首旅股份 | 乌镇     | 东栅 100 元/人, 西栅白天 120 元/人, 夜游门票 80 元/人, 东西栅联票 150 元/人 | 2009 年 3 月起西栅夜游门票提至 80 元/人, 原为 40 元/人                                                                         |
|         | 南山景区   | 散客 150 元/张, 团队 138 元/张                               | 2005 年 6 月 1 日起执行, 原散客 65 元/张, 团队 50 元/张                                                                      |
| 峨眉山     | 景区门票   | 淡旺季浮动管理, 在 120 元基础上上下浮动 25%                          | 2008 年 4 月 10 日起执行, 原旺季 120 元/人, 淡季 100 元/人                                                                   |
|         | 新金顶索道  | 旺季 120 元/人, 淡季 50 元/人                                | 上行 40 元/人, 下行 30 元/人                                                                                          |
|         | 万年索道   | 80 元/人                                               | 上行 40 元/人, 下行 30 元/人                                                                                          |
| 桂林旅游    | 漓江游览   | 普通船淡季 190 元/人, 旺季 210 元/人                            |                                                                                                               |
|         | 银子岩等景区 | 银子岩团队 35 元/人, 散客 65 元/人; 龙胜温泉 128 元/人, 丰鱼岩 70 元/人等   | 银子岩门票由 50 元/人, 调至 65 元/人, 龙胜温泉票价由 98 元调至 128 元, 丰鱼岩由 60 元/人调至 70 元/人分别从 2010 年 3 月, 2010 年 2 月、2010 年 3 月开始执行 |
| 丽江旅游    | 大雪山索道  | 160 元/人次                                             | 2004 年上市前由 100 元/人上调至 160 元/人                                                                                 |
|         | 牦牛坪索道  | 60 元/人次                                              |                                                                                                               |
|         | 云杉坪索道  | 上行 30 元, 下行 25 元                                     | 2008 年 4 月 1 日起执行, 原 20 元/人次                                                                                  |
| 三特索道    | 华山索道   | 淡季往返 80 元/人, 单程 45 元/人; 旺季往返 150 元/人, 单程 80 元/人      | 2009 年 6 月可执行新票价, 原往返 110 元, 单程 60 元                                                                          |

数据来源: 上市公司公告、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间      |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间     |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 国信证券经济研究所团队成员

|                  |                    |                  |                    |                |                    |
|------------------|--------------------|------------------|--------------------|----------------|--------------------|
| <b>宏观</b>        |                    | <b>固定收益</b>      |                    | <b>策略</b>      |                    |
| 周炳林              | 0755-82130638      | 李怀定              | 021-60933152       | 黄学军            | 021-60933142       |
| 林松立              | 010-66026312       | 侯慧梯              | 021-60875161       | 林丽梅            | 021-60933157       |
| 崔 嵘              | 021-60933159       | 张 旭              | 010-66026340       | 技术分析           |                    |
|                  |                    | 赵 婧              | 021-60875168       | 闫 莉            | 010-88005316       |
| <b>交通运输</b>      |                    | <b>银行</b>        |                    | <b>房地产</b>     |                    |
| 郑 武              | 0755-82130422      | 邱志承              | 021-60875167       | 方 焱            | 0755-82130648      |
| 陈建生              | 0755-82133766      | 黄 飙              | 0755-82133476      | 区瑞明            | 0755-82130678      |
| 岳 鑫              | 0755-82130432      |                  |                    | 黄道立            | 0755-82133397      |
| 周 俊              | 0755-82130833-6215 |                  |                    |                |                    |
| 糜怀清              | 021-60933167       |                  |                    |                |                    |
| <b>商业贸易</b>      |                    | <b>汽车及零配件</b>    |                    | <b>钢铁及新材料</b>  |                    |
| 孙菲菲              | 0755-82130722      | 左 涛              | 021-60933164       | 秦 波            | 010-66026317       |
| 祝 彬              | 0755-60933156      |                  |                    | 郭 莹            | 010-88005303       |
| 常 伟              |                    |                  |                    |                |                    |
| <b>机械</b>        |                    | <b>基础化工</b>      |                    | <b>医药</b>      |                    |
| 陈 玲              | 0755-82130646      | 刘旭明              | 010-66025272       | 贺平鸽            | 0755-82133396      |
| 杨 森              | 0755-82133343      | 张栋梁              | 0755-82130532      | 丁 丹            | 0755-82139908      |
| 后立尧              | 010-88005327       | 吴琳琳              | 0755-82130833-1867 | 杜佐远            | 0755-82130473      |
|                  |                    | 罗 洋              | 0755-82150633      | 胡博新            | 0755-82133263      |
|                  |                    | 梁 丹              | 0755-82134323      | 刘 勍            | 0755-82130833-1845 |
| <b>电力设备与新能源</b>  |                    | <b>传媒</b>        |                    | <b>有色金属</b>    |                    |
| 杨敬梅              | 021-60933160       | 陈财茂              | 021-88005322       | 彭 波            | 0755-82133909      |
| 张 弢              | 010-88005311       | 刘 明              | 010-88005319       | 龙 飞            |                    |
| <b>电力及公共事业</b>   |                    | <b>非银行金融</b>     |                    | <b>通信</b>      |                    |
| 谢达成              | 021-60933161       | 邵子钦              | 0755-82130468      | 唐俊杰            | 021-60875160       |
|                  |                    | 田 良              | 0755-82130513      |                |                    |
|                  |                    | 童成墩              | 0755-82130513      |                |                    |
| <b>轻工</b>        |                    | <b>家电</b>        |                    | <b>建筑</b>      |                    |
| 李世新              | 0755-82130565      | 王念春              | 0755-82130407      | 邱 波            | 0755-82133390      |
| 邵 达              | 0755-82130706      | 朱少凌              | 0755-82130646      | 刘 萍            | 0755-82130678      |
| <b>计算机及电子元器件</b> |                    | <b>纺织服装</b>      |                    | <b>农业</b>      |                    |
| 段迎晟              | 0755-82130761      | 方军平              | 021-60933158       | 张 如            | 021-60933151       |
| 高耀华              | 0755-88005321      |                  |                    |                |                    |
| 欧阳仕华             | 0755-82151833      |                  |                    |                |                    |
| 熊 丹              | 0755-82133528      |                  |                    |                |                    |
| <b>建材</b>        |                    | <b>旅游</b>        |                    | <b>食品饮料</b>    |                    |
| 马 彦              | 010-88005304       | 曾 光              | 0755-82150809      | 黄 茂            | 0755-82138922      |
|                  |                    | 钟 潇              | 0755-82132098      |                |                    |
| <b>新兴产业</b>      |                    | <b>量化投资产品</b>    |                    | <b>数据与系统支持</b> |                    |
| 陈 健              | 010-66022025       | 焦 健              | 0755-82133928      | 赵斯尘            | 021-60875174       |
| 孙 伟              | 010-66026320       | 周 琦              | 0755-82133568      | 徐左乾            | 0755-82133090      |
|                  |                    | 邓 岳              | 0755-82150533      | 李扬之            | 075582136165       |
|                  |                    |                  |                    | 袁 剑            | 0755-82139918      |
| <b>量化投资策略</b>    |                    | <b>量化交易策略与技术</b> |                    | <b>基金评价与研究</b> |                    |
| 董艺婷              | 021-60933155       | 戴 军              | 0755-82133129      | 杨 涛            | 0755-82133339      |
| 郑 云              | 021-60875163       | 黄志文              | 0755-82133928      | 康 亢            | 010-66026337       |
| 毛 甜              | 021-60933154       | 秦国文              | 0755-82133528      | 刘舒宇            | 0755-82133568      |
| 李荣兴              | 021-60933165       | 韦 敏              | 0755-82130833-3772 | 李 腾            | 0755-82130833-6223 |
| 郑亚斌              | 021-60933150       | 张璐楠              | 0755-82130833-1379 | 刘 洋            | 0755-82150566      |
|                  |                    |                  |                    | 潘小果            | 0755-82130843      |
|                  |                    |                  |                    | 蔡乐祥            | 0755-82130833-1368 |
|                  |                    |                  |                    | 钱 晶            | 0755-82130833-1367 |

### 国信证券机构销售团队

| 华北区（机构销售一部） |                                                       |  | 华东区（机构销售二部） |                                                       |  | 华南区（机构销售三部） |                                                       |  |
|-------------|-------------------------------------------------------|--|-------------|-------------------------------------------------------|--|-------------|-------------------------------------------------------|--|
| 王立法         | 010-82252236<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn   |  | 盛建平         | 021-68864592<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn  |  | 魏 宁         | 82133492-1277<br>13823515980<br>weining@guosen.com.cn |  |
| 王晓建         | 010-82252615<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn   |  | 马小丹         | 021-68866025<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn     |  | 邵燕芳         | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn  |  |
| 焦 戡         | 010-82254209<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn |  | 郑 毅         | 021-68866205<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn  |  | 段莉娟         | 0755-82130509<br>18675575010                          |  |
| 李文英         | 010-88005334<br>13910793700<br>liwying@guosen.com.cn  |  | 黄胜蓝         | 021-68866011<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn  |  | 郑 灿         | 0755-82133043<br>18620399819                          |  |
| 原 玮         | 010-88005332<br>15910551936<br>yuanyi@guosen.com.cn   |  | 孔华强         | 021-60875170<br>13681669123                           |  | 王昊文         | 0755-82130818<br>18925287888                          |  |
| 赵海英         | 010-66025249<br>13810917275<br>zhaohy@guosen.com.cn   |  | 叶琳菲         | 021-60875178<br>13817758288                           |  | 甘 墨         | 0755-82133456<br>15013851021                          |  |
| 甄 艺         | 010-66020272<br>18611847166<br>zhenyi@guosen.com.cn   |  | 崔鸿杰         | 021-60933166<br>13817738250<br>cuihj@guosen.com.cn    |  | 徐 冉         | 13632580795                                           |  |
| 杨 柳         | 18601241651<br>yangliu@guosen.com.cn                  |  | 李 佩         | 021-60875173<br>13651693363<br>lpei@guosen.com.cn     |  | 颜小燕         | 13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn                    |  |
| 袁方园         | 15810236669                                           |  | 刘 塑         | 021-68866236<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn    |  | 林 莉         | 0755-82133197<br>13824397011                          |  |
|             |                                                       |  | 汤静文         | 021-60875164<br>13636399097<br>tangjwen@guosen.com.cn |  | 赵晓曦         | 82134356-1228<br>15999667170<br>zhaoxxi@guosen.com.cn |  |
|             |                                                       |  | 梁轶聪         | 021-60933149<br>18601679992<br>liangyc@guosen.com.cn  |  |             |                                                       |  |