



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资策略报告

证券研究报告

2011年12月16日

A股市场

研究部

侯振海*

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010029
houzh@cicc.com.cn

王慧

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010007
wanghui@cicc.com.cn

布局大周期, 操作小波段

政策频繁“微调”下的结构性机会

投资要点:

- ▶ 2012年中国宏观经济政策重心将重回稳增长可能为A股在局部时间区域内带来一定的弹升机会,但是在长周期上,2012年A股很可能仍将无法摆脱2008年以来的大的调整态势。这是因为:货币供给增速向下,股票供给压力向上是决定股市调整周期的根本因素。因此,2012年的A股的大周期特征依然是调整,但其中将有较2011年更适合操作的波段性行情。鉴于此,我们2012年A股的投资思路是“总体维持审慎,寻找阶段性可操作的反弹机会”。
- ▶ 我们认为市场对于货币供给增速中枢下行仍缺乏足够预期。在外汇占款和公开市场到期量锐减的情况下,信贷增速的大幅反弹成为货币供给增速迅速反弹的唯一方法,但受制于对于银行系统性风险的考量、经济潜在增长能力的下降以及房地产等因素,很可能在政策“微调”的背景下M2增速难以出现显著或可持续性的反弹。对于A股投资者而言,如何适应在长期较低货币增速条件下的经济和股市状况已经成为大家必须要面对的课题。另一方面,A股投资者在2012年仍将面临着新股和解禁股减持的股票供给压力。尤其是自2012年7月份起,由于大量的中小板创业板股票开始全流通,新增解禁减持压力或将持续扩大直到2013年以后。这意味未来的一二级市场的定价套利空间将进一步缩小,而如果新股发行的时间和机会成本继续降低,则意味着二级市场尤其是中小盘个股的估值继续探底的空间被再度打开。
- ▶ 2012年国内外经济局势均复杂且不容乐观,政府想达到其制定的所有政策目标殊为不易,因此关键在于看政府会首先淡化甚至暂时舍弃哪些政策目标。我们认为大致政策放松的三部曲是先RRR下调,再信贷额度放松,最后才可能是房地产政策的松动。因此,市场预期将形成“经济增速不破,股市反弹难立”的情况。1季度由于银行获得新的放贷额度,信贷增量可能出现明显反弹,但2季度后信贷和M2增速可能再次回落,而经济增速的反弹也不会很显著。这种情形下,2季度政策关注焦点将会再次转向房地产政策是否会有显著放松。
- ▶ 预计A股上市公司2012年的盈利增速将回落至10%以下,中金至上而下模型显示:基准情形下非金融行业盈利增长将下滑至5.2%,悲观情形下非金融行业盈利增速下滑至-6.2%。如果出现银行NPL上升较快或中东地缘政治风险凸现使得油价大幅飙升等情况下,A股全市场盈利负增长也并非没有可能。
- ▶ 我们认为A股“机会在春天”,也就是说,自1季度中后期到2季度中存在着1到2波的反弹机会。上证指数核心运行区间在2050~2700点。基准情形下,在年初市场探底后,A股有一波机会并出现倒V型走势。但如果房地产政策放松,市场将出现2波反弹机会,并呈M型走势概率将加大,且市场有望触及我们以自由流通市值推算的极限高点2900附近。反之,如果政策放松力度较小或较为滞后,市场反弹力度将显著下降,而且在反弹后很可能再度下跌并创出新低至极限低点1850点左右,这种风险情形的发生概率在30%左右。
- ▶ 无论上述哪种情形,在经济更可能出现U形而非V型走势且下半年股票供给压力大幅增加的背景下,2012年A股反弹后再度回落可能性依然较大。区别在于不同情形的反弹高度有所不同,而风险情形下反弹后股市存在着再创新低至2000点以下的可能。
- ▶ 在主题板块策略中,我们建议关注现代服务业的投资机会,其中板块包括文化传媒、软件、环保、物流交通、医疗教育服务、安防监控、商业地产等。这一主题投资机会的主要看点在于政府相应的调结构产业政策和财政政策的出台和推进,以及相关行业十二五规划出台等政策性刺激因素。其市场基础市场流动性改善更多带来的是这样的主题性板块的局部机会。同时,这些板块的优势在于对2012年经济和市场盈利状况不佳的敏感度相对较低。

* 报告贡献人: 忻子煊

目录

2012 年 A 股市场背景分析	4
一. 基本面因素：市场对于货币供给增速中枢下行仍缺乏足够预期	4
二. 资金面因素：二级市场潜在股票供应增速仍将快于货币供给增速	7
三. 政策面因素：“舍”与“得”的纠结	9
2012 年 A 股盈利与估值分析	11
一. 盈利风险，你看到了么？	11
二. 估值分析	15
2012 年 A 股市场投资策略	17
一. 大势判断：机会在春天	17
二. 走势与区间判断：倒 V 型或 M 型走势的可能较大	17
2012 年 A 股主题板块投资策略	20
一. 主题板块推荐逻辑	20
二. 具体行业选择	23

图表

图表 1：央行年内各周公开市场操作净投放资金额（左），资金连续净投放导致央行所持未到期央票量大幅下滑（右）	4
图表 2：外汇占款月度变动额	5
图表 3：人民币存款增速下滑（左图），我国银行信贷余额与名义 GDP 之比（右图）	5
图表 4：日本当局的政策对于房价泡沫破灭以后的货币增速的刺激作用基本失效	6
图表 5：房地产对于经济的重要意义在于其是创造货币乘数不可或缺的媒介	7
图表 6：A 股各年度一级市场股票募集资金量（左图），2012 和 2013 年的各月的解禁流通市值（右图）	8
图表 7：中美股指与股票自由流通市值的走势对比	8
图表 8：分行业 FAI 同比增速（左图），PMI 制造业产成品库存于原材料库存指数（右图）	10
图表 9：“欧猪”五国 2012 年初有大量国债到期，融资压力巨大	10
图表 10：非金融板块存货（左），经营性现金流（中）和资产负债率（右）均处于历史较差水平	11
图表 11：宏观经济指标及原油价格假设	12
图表 12：自上而下盈利预测	12
图表 13：中金自上而下模型预测基准情形下 2012 年非金融股盈利增速 5.2%（左）和敏感性分析（右）	12
图表 14：年初至今市场一致预期调整趋势：2011 年盈利增速（左）和 2012 年盈利增速（右）	13
图表 15：全部 A 股分行业盈利增速	13
图表 16：A 股非金融 ROE（左）和分行业 ROE（右）	14
图表 17：A 股非金融上市公司 ROE 的杜邦分析三因素	14
图表 18：全部 A 股分行业估值	15
图表 19：上证综指市盈率和市净率走势	16
图表 20：情形分析	18
图表 21：全部 A 股分行业动态市净率走势	19
图表 22：中国、日本、韩国、台湾三大产业占比	20
图表 23：我国第三产业年均增速自 2007 年后逐年放缓（左）和中国城镇化率（右）	21
图表 24：世界主要国家和经济体第三产业占 GDP 的比例*	21
图表 25：2011 年各部委出台的支持现代服务业及其相关子行业的政策汇总	22
图表 26：文化传媒行业中长期发展趋势及相关受益个股	24
图表 27：文化体制改革	24
图表 28：2003-2010 年中国软件行业收入占 GDP 比重（左）和 2000-2010 年软件产业收入（亿元人民币）（右）	25
图表 29：2009 年中美重点行业 IT 支出比较	25
图表 30：软件及服务行业投资逻辑及可选公司	25
图表 31：十五以来环保治理投入 GDP 占比达到 1%以上（左）和十五以来实际环保投入超越规划值（右）	26
图表 32：十二五废水、废气治理仍为环保治理投入的主要方向	26
图表 33：环保类上市公司业务领域划分一览	27

图表 34: 物流产业增加值增速较低（左）和物流产业增加值占 GDP 比重下滑（右）	27
图表 35: 中国物流行业主要的投资机会和主要标的	28
图表 36: 新型农村合作医疗迅速推广（左）和政府医疗保障支出绝对额和占比快速提升（右）	29
图表 37: 全球医药企业规模对比	29
图表 38: 医疗保健子行业及其驱动因素和代表公司	29
图表 39: 我国安防行业产值（单位：亿元）	30
图表 40: 两大竞争逻辑是安防厂商维持高毛利的根本	30
图表 41: 四代视频监控系统对比	31
图表 42: 中国处于商业地产快速发展的黄金期（左）和我国商业地产的价值量占比依然过低（右）	31
图表 43: 我国人均商业地产面积落后于全球	32

2012 年 A 股市场背景分析

我们在 2011 年初发布的年度 A 股策略报告《跨越短周期，迎接新挑战》中提出困扰 A 股的 3 大核心问题是“国际经济危机向主权债务危机深化、中国经济增长方式转变困难重重、巨大的股票供给压力压制 A 股的估值水平”。回顾过去一年，恰恰是这 3 个核心问题对应的 3 大因素，即“欧债危机、高房价高通胀导致的房地产和货币政策紧缩、新股发行节奏较快和解禁股减持压力”共同导致了 A 股在 2011 年继续呈现我们报告中预测的“前高后低”的下探走势。

同时，我们在 2011 年的年度策略报告中也提出，这些困扰 A 股的问题都是长期问题，牵涉到国际经济再平衡、国内经济体制改革以及股票市场自身的制度等诸多深层次问题。而在 2012 年面临全球经济风险加剧、国内经济增速显著下滑，又恰逢国内外各主要国家政府面临换届或选举之际，我们认为各国政府很快拿出一套切实有效而且着眼于长期结构改革经济政策的可能性不大。在长期经济目标难以企及的情况下，短期保增长很可能成为 2012 年全球各国经济政策的主要基调。

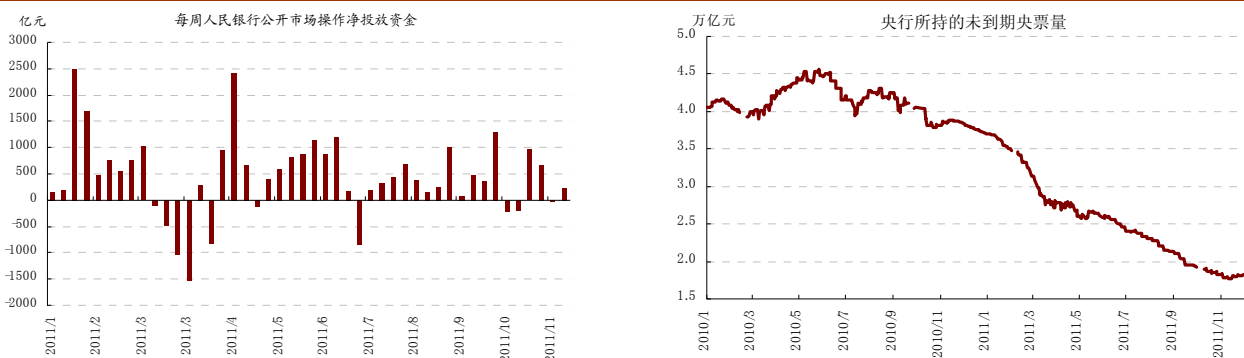
我们认为：这种经济政策重心重回保增长的态势，可能为 A 股在 2012 年局部时间区域内带来一定的弹升机会，但是在大周期上，2012 年 A 股很可能仍将无法摆脱 2008 年以来的大的调整态势。这是因为：**货币供给增速向下，股票供给压力向上是决定股市调整周期的根本因素。**

一、基本面因素：市场对于货币供给增速中枢下行仍缺乏足够预期

中国经济正在进入一个潜在增长放缓期，其典型的标志在于原来推动中国经济增长的两大主要因素，即出口和货币供给增速正在发生趋势性变化。首先是出口增速将持续受到海外需求和国内各种成本上升的压力，因此可以基本肯定的是我国出口已经基本告别了此前的快速增长期。对于这一点，我们认为市场目前存在着较为充分的预期。但是相比之下，市场对于货币供给增速中枢的趋势性下行的认识是不够充分的。市场投资者更多把当前的货币增速回落看作是货币政策紧缩的结果。我们认为，虽然货币政策紧缩在推动货币增速回落中起到了一定的作用，但是不能忽视的是，中国货币供给增长率中枢的下行更受到了中国现阶段经济增长内因变化的影响。与此对应的是，我们看到央行在 2011 年实施的货币政策并非是向市场认为的那样极度紧缩的，从以下的几组数据中我们就可以清楚地看到这一点。

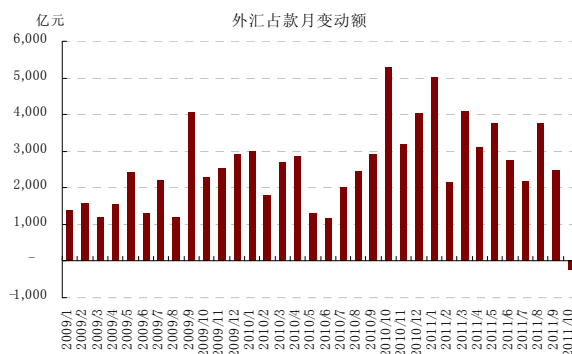
在 2011 年内，央行总计上调 RRR6 次共 300 个基点，相当于回收货币 2.1~2.3 万亿元。与此同时，截止到 11 月末首次下调 RRR 之前，今年年内央行通过公开市场操作总计向市场净投放了 2.06 万亿元的资金（图表 1 左），相对应的是，央行所持的未到期央票总量年内也出现了大幅下滑，从年初的 3.7 万亿下滑到当前的 1.8 万亿元（图表 1 右）。同时，从外汇占款增量看，尽管 10 月份出现了负增长，但 2011 年前 10 个月的外汇占款额总增加额仍高达 2.9 万亿元，较 2010 年和 2009 年前 10 个月外汇占款增量的 2.5 和 1.9 万亿元有显著的增加（图表 2）。同时，央行对基准利率的调整也十分温和，3.5% 的一年期基准利率使得全年负利率的状况一直维持。综合这些因素，我们认为，今年央行所执行的货币政策可以被称为是较为中性的稳健政策，而非十分严格的货币紧缩政策。因此将今年以来的货币增速下行和市场资金紧张状况完全归咎于央行的紧缩政策是有失偏颇的。

图表 1: 央行年内各周公开市场操作净投放资金额（左），资金连续净投放导致央行所持未到期央票量大幅下滑（右）



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 2: 外汇占款月度变动额



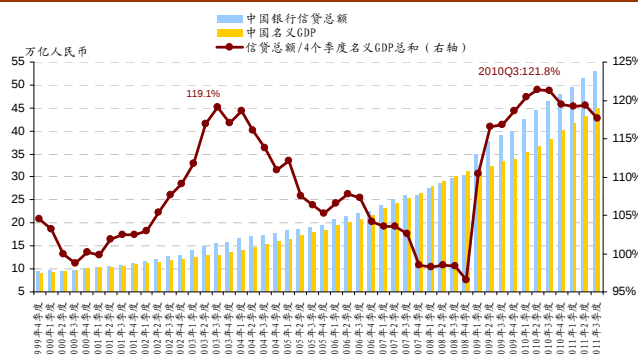
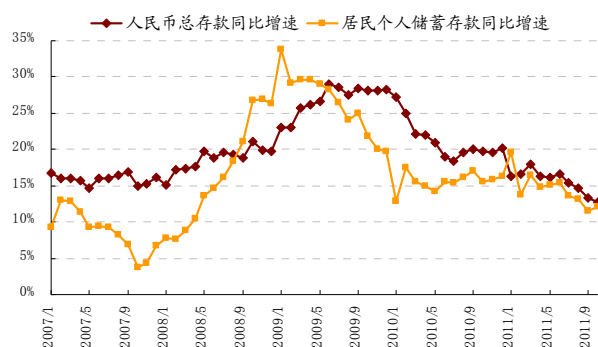
资料来源: Wind, 中金公司研究部

我们分析认为, 影响到国内货币供给增速中枢趋势性下行的内在因素包括以下几点:

► 对于银行信贷宏观审慎性监管的加强

这其中包括对于银行贷存比以及对贷款实付等新规定的影响, 其主要的结果是限制银行的货币创造能力, 而表象的反映就是银行存款增速的显著下滑。从央行公布的数据看, 当前我国人民币存款的同比增速下滑至 12.7% (图表 3 左), 为近 10 年来的最低水平。居民储蓄同比增速也下滑至 12.1%, 虽然仍高于存款大量搬家到股市的 2007 年, 但是考虑到今年并未有大量存款进入股市, 其增速也属历史最低水平。这反映了由于前期银行贷款项目投资的回报率较低且回报周期较长, 导致了银行资产配置久期变长, 资产周转速度下降。在这种情况下, 控制银行资产风险的措施就会陷入一个两难的境地, 即加强监管必然导致短期银行的放贷能力大幅下滑, 而不加强监管则会导致银行资产潜在风险进一步上升。当然, 必须承认这种银行信贷的审慎性监管是有客观依据的, 以银行信贷余额与名义 GDP 之比的情况看, 虽然 2011 年以来该比值有所下降, 但是总体上仍处于历史高位, 如果考虑银行表外信贷近年来的快速增加, 实际比值还可能更高一些。在这样的情况, 继续大幅的信贷扩张必定导致银行信用风险进一步上升。

图表 3: 人民币存款增速下滑 (左图), 我国银行信贷余额与名义 GDP 之比 (右图)



资料来源: Wind, 中金公司研究部

► 经济潜在增速放缓的影响

劳动力、环境、技术和资源等要素情况的变化都会影响一国的潜在增长水平。而经济潜在增速放缓最终也将使得货币供应增速的放缓。就我国目前状况而言, 尽管中西部、服务业和消费还有可开发增长的空间, 但是这些因素对于经济的拉动作用与此前刚进入 WTO 时期出口的快速增长、东部经济腾飞阶段相比无疑是在减弱的。但就货币供给来看, 我国此前的货币供给增速仍依然偏快, 反映在我国的 M2 与 GDP 的比值仍处于不断上升的状态之中。而随着 GDP 潜在增速的进一步放缓, 最终将导致 M2 的增速也开始趋势性的放缓。而在这种情况下, 通过推动 M2 快速增长的方式来拉动 GDP 的效果往往并不理想。一方面, 其对经济增速的作用往往只在短期有所体现, 另一方面, 其后导致的通胀、资产价格泡沫化和金融系统信用状况恶化等问题会成为制约经济增长的巨大风险。这在此前日本、东南亚和拉美等国的经济历史上有很多先例。

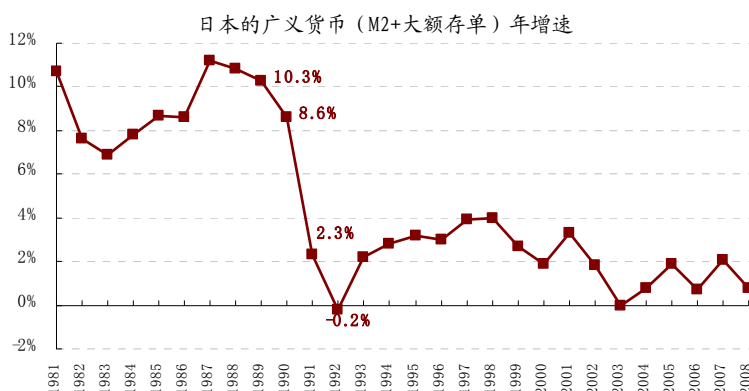
从过去各国的经验看，在第一轮货币刺激的效果结束后，经济面临的风险往往甚至可能大于刺激政策出台之前。这是因为此时经济的结构进一步的恶化使得不平衡问题更加突出，如产能更加过剩、资产价格泡沫更大等。而此时金融系统的资产状况也比此前更为脆弱。同时，由于受到通胀和房价等多种因素影响，宏观政策往往也会陷入两难的境地。因此，无论从基本面还是政策面上看，政策当局都失去了推动一轮更大规模的货币扩张和资产泡沫的勇气和能力。从而使得经济陷入了一个较为长期的寻底过程，而在这个阶段中，货币供给增速也将陷入长期的较低增长水平。

► 房价因素

在货币供给增速较低的阶段，往往也会抑制资产价格的上涨，尤其对于此前价格上涨较多的大类资产而言，则存在着较大的贬值压力。而如果这一大类资产为房地产，那么其价格的下跌会进一步削弱金融系统的货币创造能力，从而使得资产价格下跌和货币增速下滑陷入一个持续的恶性循环。

之所以房地产具有这一与其他大类资产不同的特性，是因为其作为抵押品紧密地参与到了银行货币创造的过程之中，同时无论是房地产的生产方还是需求方都利用了银行的杠杆化，而房价在货币创造的过程中实现了升值又提升了银行资产质量使得银行具备了创造更多货币的可能。因此房地产无疑是作为货币创造的媒介中效率最高、带动资金周转速度最快的一类资产。但是房地产的优点也恰恰是其缺点，如果房价进入下跌状态，由于其杠杆作用，也会迅速导致金融机构资产贬值、投资回报率暴跌，从而使得金融机构的放贷能力和放贷意愿出现快速下滑。而这种下滑又会继续推动房价的下跌，从而造成更多的资产减计损失。更值得注意的是，这种房价与银行货币创造能力的拐点往往有政策推动的因素（向上拐点如我国上世纪 90 年代末实行的房改和美国 2000 年代初推动的房贷证券化浪潮，向下拐点如日本 1989 年的货币紧缩政策和香港 1997 推行大幅供地计划），但一旦房价与信贷轮动上涨或者轮动下跌的趋势形成，政策往往很难打破这一趋势，从而使得房价与经济体杠杆化和去杠杆化的大周期走势往往完全一致。如果在下跌趋势形成时，再出现大量的国内资本向海外转移，那么很可能使一个国家陷入“流动性陷阱”的风险之中，如 1990 年以后的日本，尽管日本央行实行零利率和多次数量型宽松政策，但其 M2 增速在 1990 年以后 20 多年内再也没有回升超过到 5% 以上（图表 4）。

图表 4：日本当局的政策对于房价泡沫破灭以后的货币增速的刺激作用基本失效



资料来源：Datastream，中金公司研究部

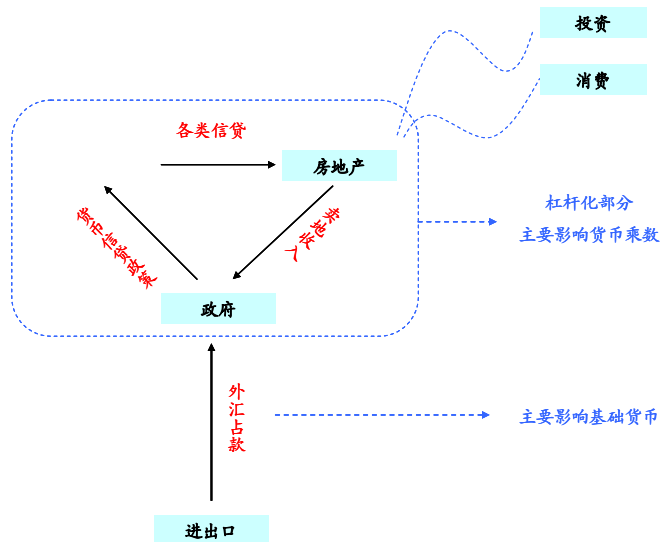
所以从这一点上讲，如果国内当前的房地产限制政策继续实施的话，至少可以说过去的房价与信贷齐升的状况就会被破坏。即便银行短期不会面临太大的资产减计风险，房地产这一货币创造作用的消失，也会使得银行丧失了一个资金周转最快，杠杆率最高，且能够提升资产质量和达到自循环的媒介。而其他的信贷创造媒介基本都不具备房地产的优势。如政府基建和央企投资虽然违约风险低，但信贷周期长 ROE 回报低，最终会严重降低资金使用效率和周转速度，而小企业信贷虽然投资回报周期略短，但违约风险却过高。

因此，从这个意义上讲，我们认为说现代银行信贷货币的创造能力很大程度上取决于房地产并不为过。

由此衍生的一个问题是，房价上升是否会抑制消费？我们对此问题的观点是否定的。正如上文所述，房价的上涨伴随着信贷和货币的创造，也就是说房价上涨所产生那部分资产增量很大程度上是通过货币创造产生的。而从整个社会的角度看，货币与资产的创造最终带来的必然是名义消费能力的上升而非下降。同理，房价下跌带来的资产价格下滑和货币创造能力停滞，最终带来的必然是名义消费能力的恶化而非改善。因此，从社会整体看，我们认为房价与消费能力的关系是正相关的，而且房价上涨能够推动消费能力的上升。所谓房价上升抑制消费仅是从单个自然人

的角度看这个问题所得出的结论，也就是说这些人没有享受到房价上涨所带来的收益，但是至少对他不会产生太大的实际经济损失。所以我们认为房价上涨的问题，归根结底并不是房地产行业自身的问题，而是整个社会财富分配机制出现了问题。反过来说，只有社会财富分配机制的合理化的问题解决了，房价带来的社会问题才能得到有效的解决。

图表5: 房地产对于经济的重要意义在于其是创造货币乘数不可或缺的媒介



资料来源：中金公司研究部

综上所述，我们认为我国 M2 增速的中枢趋势性回落的状况已经形成，尽管货币政策的调整还会对货币增速的波动有所影响，但是导致 M2 快速回升的历史性因素已经大多消失。根据中金公司宏观组的预测，2012 年我国的新增外汇占款量可能下滑至 1.5 万亿元，在此条件下，要维持 14% 左右的 M2 增速所需的 2012 年新增银行信贷要在 9~10 万亿元人民币左右。我们认为，如果银行信贷监管条件不出现大幅度的放松（但放松也意味着银行中长期信用风险进一步上升以及银行股再融资的需求上升），以及房地产限制政策不出现放松的话，很可能出现的情况是 2012 年的 M2 增速难以出现显著反弹。对于 A 股的投资者而言，适应在较低货币增速条件下的经济和股市状况已经成为大家必须要面对的课题。

二、资金面因素：二级市场潜在股票供应增速仍将快于货币供给增速

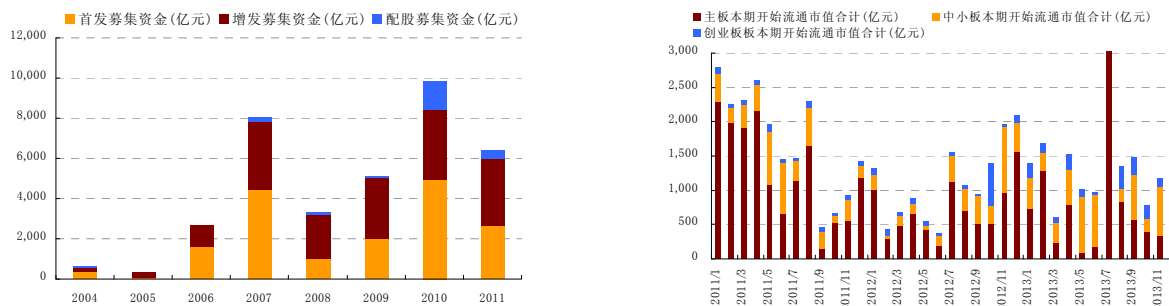
从 A 股的角度看，我们预计中的未来 M2 增速的下滑对于 A 股的影响将是深远的。

首先，A 股一直以来是较为典型的资金推动型市场，因此其走势与货币供给增速的走势有着较为密切的正相关性。如果未来货币供给增速的中枢逐渐下移，那么显然从资金供给的角度看对于 A 股是不太有利的。

其次，自 2008 年以来，由于股票供给的增速持续居高不下，2011 年 A 股共募集资金超过 6400 亿元（图表 6 左），而这还是在大盘新股发行寥寥的情况下做到的。而从宏观上讲，股市直接融资的继续快速增长仍是解决在银行信贷规模不过快增长的前提下维持市场融资总量的一个重要渠道。因此，只要市场条件允许，可预计 A 股的新股供给量不会出现大幅萎缩。

此外，自 2008 年 7 月起至今，A 股累计限售股解禁量达到 11.7 万亿股，其中大非解禁 9.2 万亿股，小非 2.4 万亿股。其中，大非累计减持了约 6100 亿股，占总解禁大非股数的 6.3%；小非累计减持了 1 万亿股，占总解禁小非股数的 42.8%。2012 年和 2013 年，虽然解禁股数量不及高峰时期的 2009 年和 2010 年，但是由于其中的中小板和创业板股票解禁占比大幅上升（图表 6 右），其个股的平均股价相对较高，解禁股中的小非占比较高，且股东的减持比例也通常较高。这些原因，我们解禁股减持压力仍将较大。如果我们用历史数据获得的主板 5%、中小板 20%、创业板 30% 作为大致的减持比例进行计算的话，2012 年到 2013 年的市场减持压力仍呈现逐渐上升的态势，尤其是自 2012 年 7 月份起，解禁减持压力将持续扩大。

图表 6: A 股各年度一级市场股票募集资金量 (左图), 2012 和 2013 年的各月的解禁流通市值 (右图)



资料来源: Wind, 中金公司研究部

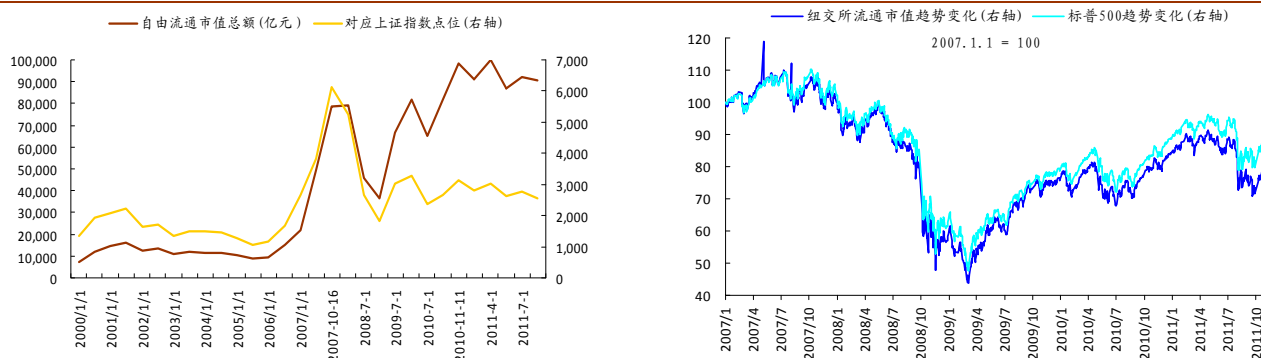
当然,我们也知道无论是新股 IPO、增发配股还是解禁股减持,其本质上是一级市场投资者与二级市场投资者之间的博弈。也就是说,如果二级市场持续低迷,股价不断走低,那么无论新股发行规模还是解禁股减持量必然受到抑制,反之,如果股价上升,那么发行和减持的压力就会很快扩大。但从博弈论的角度看,由于一级市场投资者的持股成本远低于二级市场投资者,因此在这一博弈中,二级市场投资者显然始终处于被动地位。而博弈的结果一定是趋向于股价的下跌,因为只有股价下跌才能抑制作为净卖出方的一级市场投资者的抛售行为,使得博弈趋向平衡。而这一股价下跌的边际,将约等于一级市场投资者的原始购股成本加上股票上市的时间成本和机会成本的总合。即:

二级市场股价下跌的边际 $\Rightarrow$ 一级市场投资者原始购股成本 + 时间成本 + 股票上市所需的机会成本

从这一计算方法中我们可以看出,股票市场发行的节奏越快,意味着上市所需等待的时间越短,同样股票上市所需付出的机会成本也越低,因此二级市场股价可下跌的边际也就越低。我们认为,这一模型能够很好的解释近年来 A 股股价和估值水平不断下移的问题,同样也能解释为何二级市场持续低迷,但 Pre-IPO 的 PE 私募股权基金却继续吸引着大量新增资金的问题。在鼓励更多中小企业上市乃至未来还会推出新三板、国际板等更多上市公司来源的政策背景下,相信上市所需的时间和机会成本仍有进一步下行的空间,也就是说一、二级市场的溢价空间将会继续下行。就欧美香港市场这样的以备案制发行新股的市场看,其一、二级市场的溢价空间基本不存在。但是如果对于 A 股而言,这意味着大量股票,尤其是相对高估值的中小盘股票的股价仍有较大的下跌空间。

从长周期来看股票供应的影响,最直观的就是 A 股在 2008 年全流通开始以后股票指数与可交易的自由流通市值(剔除 5%以上持股的大股东股份的流通市值)出现了走势的背离。而与此相对照的是,美国股市自 2007 年以来的自由流通市值变化与股票指数的走势高度相关,甚至整体上还略差于指数的走势,这一自 2007 年以来美国股市的实际总流通股本实际上是有所下降的(图表 7)。究其原因,那是因为美国上市公司回购或者退市导致的流通股本的减少大于通过新股融资和再融资导致的股本的增加。这说明,市场股价的合理估值区间并非是只由二级市场内的投资者来决定的,而只有在上市公司及其大股东也认同这种价值的时候,估值的有效性才会体现。美股的大股东大幅的回购甚至私有化上市公司(通过回购所有上市股份并注销)后退市的行为是美国股市估值有效性的体现,也是使得美股相对抗跌的重要原因。而反观 A 股,尽管沪指已经跌到的 2200 点左右的位置,而十年前 2001 年沪指就曾到过 2245 点,十年以来二级市场指数没有任何上涨,但是 A 股的自由流通市值却在不断扩大,而上市公司的大股东仍在不断的通过增发配股以及减持来套取现金,在这种情况下,让二级市场的中小股东去认同市场的估值和投资价值无疑是缺乏意义的,这也是为何 A 股估值可以屡创新低的原因。

图表 7: 中美股指与股票自由流通市值的走势对比



资料来源: Wind, 中金公司研究部

三. 政策面因素：“舍”与“得”的纠结

1. 2012 年政策的关键在于舍弃部分政策目标

从政策面上看，2012 年宏观政策在原先基础上逐渐放松将是大概率事件，但放松的时间点与力度将是影响市场走势的关键问题。总体上看，我们认为 2012 年的国内宏观政策将陷入较为纠结的状态，而究其原因，出现这种纠结状态很大程度上是由于政策制定者所追求的政策目标过多过细。在“稳增长、调结构、控通胀预期、促民生发展”的大政策框架下，政策制定者还希望同时达成遏制房价、促进农业发展、改善产业结构、加强环保、推动节能减排、提高居民收入、维持金融稳定、促进政府财政平衡等多项具体目标。由于政策目标过多过杂，因此不可避免的出现相互矛盾和相互制约的问题，最终形成了“房价既不能涨也不能跌、人民币既不能升值也不能贬值、热钱流入着急热钱流出就更着急、投资增长较快担心投资下滑就更担心”这样尴尬的纠结状态。这样一种追求单一最理想状态的政策目标制定方式造成的不利结果有二，一是基层往往对政策取向无所适从，导致政策执行力下降，二是阶段性运动性政策执行状况反复出现，使得政策所预期达到的效果难以维持很长时间。

在政策整体强调“前瞻性”和“灵活性”的基调下，2012 年宏观政策频繁微调的概率将大幅上升。我们认为，由于现在抑制政策继续紧缩和显著放松的制约问题依然普遍没有得到解决，所以更有可能的情景是：未来 6-12 个月内，宏观政策以摇摆不定为主，可能以数月为周期频繁微调。

总体上，我们认为这种情形对于 A 股的中长期走势并不十分有利。因为这使得市场很难形成一致和稳定的政策预期，而不确定性对于股市而言总是意味着风险。政策的频繁变化会让投资者的风险偏好下降，从而使得政策取向对于股市的正面影响力也出现下降。

所以，我们认为当前观察政策变化的关键在于“舍”而非“得”，即主要关注政府未来会放弃哪些政策目标，或者说哪些政策目标的重要性会显著下降。这是因为在当前的经济背景下，政策制定者想同时做到或满足我们上述这些政策目标的可能性已经基本不存在了，所以在政府意识到这一问题以后，更有可能的是在诸多政策目标中去做减法。

2. 政策路径演变分析

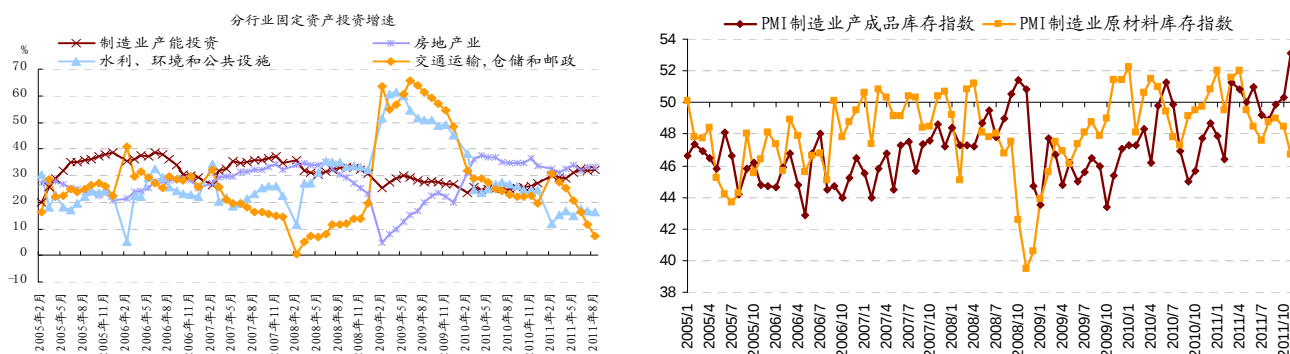
由于“舍弃”远比“获得”难得多，并且会触及到社会各方面的利益群体，所以我们认为这一过程并不会一帆风顺，因此对于 A 股投资者而言，判断这种政策路径的演变就显得及其重要了。

从较为确定的方面来看，2012 年我国的外汇占款增量将较 2011 年出现显著的下滑，而公开市场到期量也将出现较为明显的下降。在这种背景下，要维持货币增速适度增长，下调 RRR 和放松信贷将成为主要的政策手段。但是，我们也注意到放松信贷的难度是较大的。事实上，在不放松房地产政策，房价持续回落的条件下，2012 年能做到 9~10 万亿元新增信贷的可能性是很低的。

因此，我们认为政策放松的路径大约应该是从先下调 RRR 开始，然后再是信贷条件和信贷额度的放宽，最后才是房地产相关限制措施的放松。从这一放松的三部曲来看，RRR 的下调在 2011 年 12 月就已经开始，而且我们预计未来还有 400 个基点以上的下调空间。而信贷条件的放宽，我们预计到春节前后也会出现。而至于房地产政策会不会放松，何时放松，很大程度上取决于经济下滑的幅度和速度，以及前两条放松政策是否起到了预期中的作用。

从经济形势看，我们认为经济下滑的幅度大于政府预期的可能性正在上升。首先，从国内的固定资产投资 FAI 数据看（图表 6），房地产投资增速向下拐点已现，随着新开工增速回落至 20% 以下，2012 年中金房地产租预计房地产投资增速将回落至 12~14% 左右。而受制于 2012 年财政收入增速的回落以及卖地收入的锐减，地方财政紧张的状况也将进一步抑制新增基建投资规模，因此在没有新一轮类似“4 万亿投资计划”出台的背景下，我们预计 2012 年基建投资增速很可能继续维持 10~15% 的增速。最大的变量来自于制造业投资，由于需求端的房地产和基建增速出现较显著的回落，我们预计 2012 年的企业将再次陷入产能过剩和去库存的状况，因此企业自发的产能投资意愿很有可能出现显著的下降。从近期的 PMI 和工业增加值 VAI 的数据看，制造业的库存压力较大而生产开始逐渐放缓，这也预示了未来制造业产能投资的放缓将是大概率事件。另外，从 11 月份 PMI 指数的库存指标看，制造业产成品库存指数水平已经超过 2008 年是的最高水平，同时原材料库存指数却显著降低，说明目前上游资源型企业的库存水平并不高，而中下游企业的产成品库存却显著上升，这反映了当前需求下滑的速度正在进一步加快。而从 FAI 数据看，当前支撑 FAI 快速增长的行业恰恰是中下游行业。根据这些数据，我们认为这就意味着 2012 年制造业的产能投资很可能出现超预期的下滑。

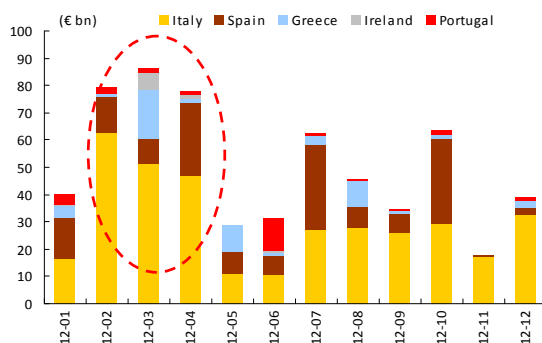
图表 8: 分行业 FAI 同比增速 (左图), PMI 制造业产成品库存于原材料库存指数 (右图)



资料来源: Wind, 中金公司研究部

其次, 从海外经济情况看, 欧债危机的风险很可能仍会继续恶化。由于德法两大欧元区核心国家更希望通过结构性改革和财政改革的手段来化解危机, 而 PIIGS “欧猪” 国家更希望通过欧央行直接购买其国债来缓解危机。这种立场的差距, 加上德法两国 2012 年均面临大选, 很可能造成各方政治立场无法达成一致而丧失了至少是暂时性缓解欧债危机的时机。由于 2012 年 2 至 4 月, 每个月都将有超过 800 亿欧元的欧洲国债到期 (图表 9), 如果届时市场信心还无法恢复, 那么很可能海外经济的风险也会超预期。

图表 9: “欧猪” 五国 2012 年初有大量国债到期, 融资压力巨大



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

所以说, 2012 年政策转向的可能加大。而从政策手段来看, 我们认为货币政策和信贷政策仍将是主要的手段。从财政政策看, 对整体经济增长的刺激作用超预期的可能不大。这是因为, 一是近几年来政府持续采用了积极的财政政策, 所以继续放松的边际效应不大。二是 2012 年政府财政和卖地收入增速下降幅度将会很大, 所以指望政府通过支出高增长来刺激经济的可能也不大。三是政府赤字的可增加空间相比经济、货币和信贷增量又显得较小, 短期内对经济刺激的效果也不会很明显。四是前期一些诸如家电下乡、以旧换新、购车补贴等效果较为明显的政策刺激效应已经释放, 短期寻找新的财政刺激效果较明显的标的难度较大。

从政策效果看, 1 季度由于银行获得新的放贷额度, 信贷增量可能出现明显反弹。但是在政策不是大幅转向且房地产政策没有明确放松的前提下, 2 季度后信贷增速可能再次回落, 而经济增速的反弹也不会很显著。这种情形下, 2 季度政策关注焦点将会再次转向房地产政策是否会有显著放松。

3. 对于 A 股的影响: 经济增速不破, 股市反弹难立

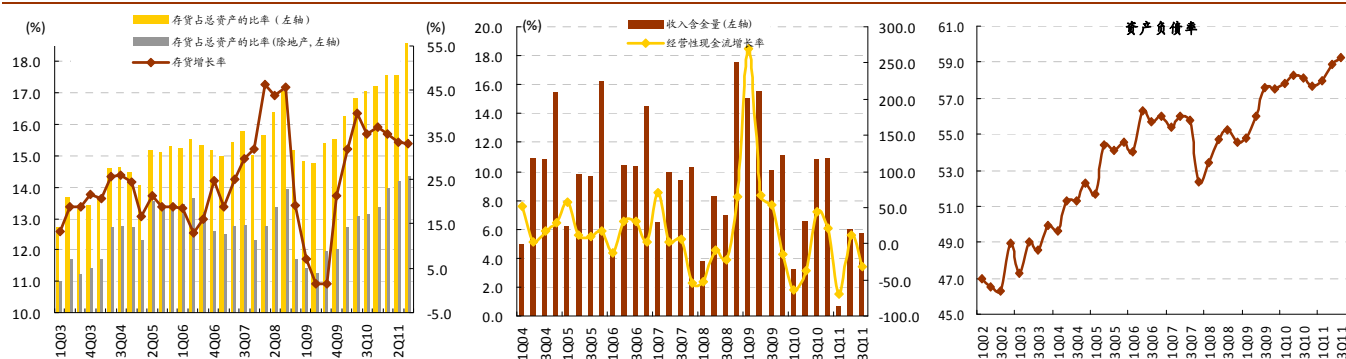
综上, 对于 2012 年国内外经济形势的判断及其对于政策的影响来看, “维持现状” 很可能是当前直到 2012 年初的政策制定者的主要思路。但是我们认为, 最终很可能出现的结果是: 经济增速的下滑风险超过政策制定者的预期, 从而出现政策思路的进一步转向。所以从股市的角度看, “不破不立”, 即 “经济增速不破, 股市反弹不立” 很可能成为 2012 年股市的现实。从这个思路出发, 那么等待经济 (包括国内经济和海外经济) 超预期恶化将成为 2012 年 A 股寻找阶段性机会的重要方法。

2012 年 A 股盈利与估值分析

一. 盈利风险，你看到了么？

上市公司盈利的宏观环境在趋弱，多指标显示上市公司的财务报表处于“亚健康”状态。2012 年美国继续复苏，但温和且脆弱，资产负债表性质的衰退将导致美国经济增长一波三折；欧洲的债务危机错综复杂，旷日持久，明年 2~4 月的债务到期高峰又将带来市场的风起云涌；部分新兴市场国家明年将出现双赤字；国内经济增长平稳放缓，但出口增速将明显回落，而国内房地产行业的调控以及基建投资的放缓也将拖累固定资产投资增长。在这样的宏观大背景之下，中国企业的盈利增长也不容乐观。目前非金融类上市公司的当前库存占总资产比重处于历史最高位，剔除房地产行业之后的库存水平也与 2008 年的高点持平。经营性现金流水平处于历史较差水平，经营性现金流的紧张也使得企业有更强的融资需求。上市公司净利率三季度下滑明显，负债率水平处于历史最高点。因此，从企业的三大报表来看，当前企业盈利增长的基础较为薄弱，能否持续增长的不确定性较大。

图表 10：非金融板块存货（左），经营性现金流（中）和资产负债率（右）均处于历史较差水平



资料来源：朝阳永续，中金公司研究部

2012 年 A 股盈利将现个位数增长

全部 A 股 2011 年 1 至 3 季度盈利同比增长 20.1%，3 季度单季同比增长 13.2%，环比下滑 6.5%。其中非金融板块 1 至 3 季度同比增长 13.7%，三季度单季同比增长 6.8%，环比下滑 7.9%。如果非金融板块 2011 年 4 季度盈利与 3 季度持平，即环比增长 0%，则非金融板块 2011 年全年盈利将增长 7.8%，结合金融板块 25.0% 的盈利增速，2011 年全年 A 股盈利同比增长 16.0%。而如果 4 季度非金融板块延续 3 季度的环比下滑幅度，即环比下滑 7.9%，则非金融板块全年增长 5.7%，全部 A 股 2011 年增速进一步下滑至 14.9%。从因素分解来看，2011 年前三季度收入增长仍相对稳定，毛利率受挤压以及费用率的上升是导致非金融板块盈利下滑的最主要原因。

2012 年自上而下预期非金融板块盈利增长 5.2%。基于更新后的中金宏观组对明年宏观经济指标的判断以及大宗商品组对原油价格的判断，我们的多因素回归模型显示，预计 2012 年非金融板块的收入增速下滑至 14.3%，毛利率下降至 14.6%，净利率下降至 4.9%。由此，非金融板块 2012 年盈利增速将下滑至 5.2%，主要原因是企业面临销售收入快速回落以及毛利率和净利率继续受挤压的风险。进一步考虑金融板块明年 10%~15% 的盈利增长，自上而下计算 A 股上市公司 2012 年的盈利增长为 7.6%~10.1%。从趋势来看，考虑到宏观经济形势和 A 股盈利的季节性因素，2011 年 4 季度 A 股的单季盈利同比和环比都有可能出现负增长，而盈利增速的低点将出现在 2012 年上半年。

我们认为上述预测的下行风险依然大于上行风险，悲观情形下非金融板块盈利进一步下滑至 -6.2%。2012 年海外形势不确定性很大，中国的出口或将受到极大挑战。从国内情况看，如果房地产销售无法回暖，那么在房地产企业库存已然偏高的情况下，开发商买地和施工的积极性将大幅下降，房地产投资大幅下滑，届时将出现固定资产投资的大幅下滑。出口和投资的下滑将使得经济增速面临较大的下行风险，也将给 A 股上市公司的盈利带来压力。再加上如果通胀下滑对企业盈利能力的影响超出预期，使得企业毛利率和净利率继续受挤压，从而影响企业的获利能力。考虑到面临这种情况，宏观调控政策也将做出调整，但调整力度和效果难以出现 2009 年那样的情形。在此悲观情形下，假设明年 GDP 进一步放缓至 8%，CPI 下降至 2%，非金融板块的盈利增速将由正转负，进一步下滑至 -6.2%，全部 A 股盈利增速也只有 1.9%~4.4%。如果再考虑银行 NPL 上升风险，以及中东伊朗等地区局势动荡带来的油价大幅飙升的风险，悲观情形下全部 A 股盈利负增长也并非没有可能。

图表 11: 宏观经济指标及原油价格假设

		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
经济增长（实际）							
GDP	%	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2	8.4
最终消费支出	%	11.0	8.5	9.1	7.9	9.5	9.5
资本形成总额	%	14.6	11.0	19.1	11.8	10.1	9.0
经济活动增长率							
工业增加值（实际）	%	18.5	12.9	11.0	15.7	13.8	12.3
固定资产投资（名义）	%	25.8	26.1	30.5	24.5	23.6	18.5
其中：制造业	%	34.8	30.6	26.8	27.0	31.6	24.0
基础设施	%	15.2	22.2	41.9	18.1	8.0	12.4
房地产	%	32.2	23.0	19.9	33.5	29.4	14.5
社会消费品零售总额（名义）	%	16.8	21.6	15.5	18.4	17.0	15.3
货物贸易							
出口增长率	%	26.0	17.2	-16.0	31.3	20.4	10.0
进口增长率	%	20.8	18.5	-11.2	38.7	25.9	13.0
货币信贷							
M1	%	21.0	9.1	32.4	21.2	10.0	12.0
M2	%	16.7	17.8	27.7	19.7	12.0	14.0
新增贷款	亿元	36,300	49,111	95,900	79,500	73,000	99,000
通货膨胀率							
CPI	%	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.5	3.5
PPI	%	3.1	6.9	-5.4	5.5	6.1	3.0
利率和汇率（期末值）							
1年期贷款利率	%	7.47	5.31	5.31	5.81	6.56	6.31
人民币对美元汇率	元/美元	7.30	6.83	6.83	6.62	6.33	6.27
布伦特原油价格（均值）							114

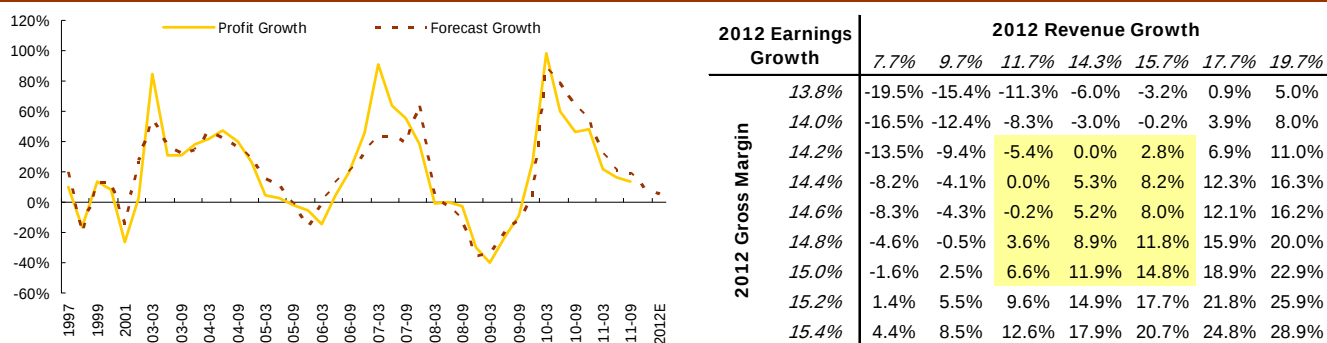
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 12: 自上而下盈利预测

	非金融企业盈利增长	毛利率	净利率	收入增长	金融企业盈利增长	上市公司整体盈利增长
2010A	47.9%	16.3%	5.9%	37.7%	29.9%	38.9%
2011 1~3Q	13.7%	15.1%	5.3%	27.6%	27.0%	20.1%
2011E	8.1%	14.9%	5.1%	23.7%	25.0%	15.8%
2012 年基准情形：GDP 8.4%，CPI 3.5%，其他宏观假设参见宏观预测图						
2012E	5.2%	14.6%	4.9%	14.3%	10% ~ 15%	7.6% ~ 10.1%
2012 年悲观情形：2012 年 GDP 下滑至 8%，CPI 下降至 2%						
2012E	-6.2%	14.3%	4.5%	11.3%	10% ~ 15%	1.9% ~ 4.4%

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 13: 中金自上而下模型预测基准情形下 2012 年非金融股盈利增速 5.2%（左）和敏感性分析（右）



资料来源：Wind，中金公司研究部

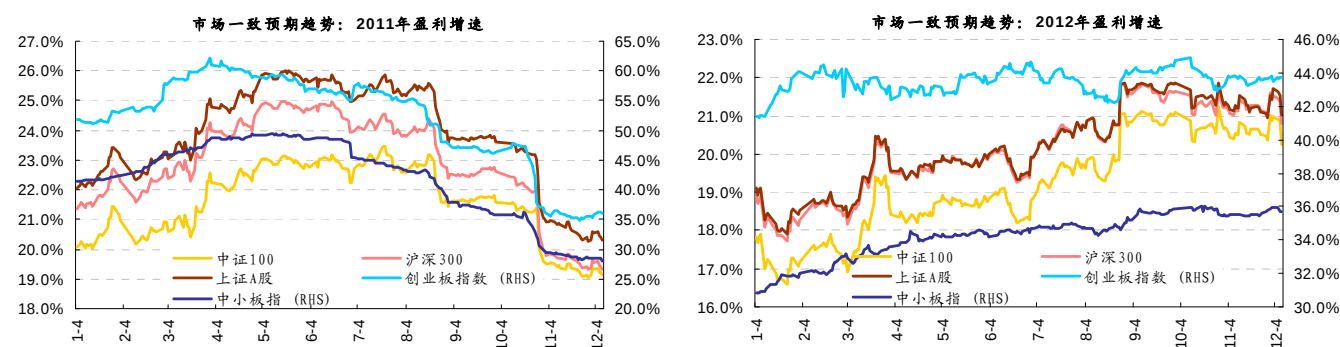
市场一致预期仍需大幅下调

目前自下而上的盈利预测统计，2011 年盈利增长 21.7%，2012 年盈利增长 23.1%。年初至今，全部 A 股 2011 年盈利预测下调 3.0%，其中非金融板块下调了 10.4%。中小板和创业板分别下调了 13.1%和 14.7%。2012 年的盈利预测也有所下调，但幅度偏小。从近期趋势来看，市场一致预期从 3 季报公布期间以来，下调幅度有所变大。

分行业来看 2012 年市场一致预期，科技板块（电信服务、电子元器件、软件及服务、技术硬件及设备）涨幅居前，且较 2011 年的增速还有加快的趋势；金融和消费板块（食品饮料、家庭日用品、纺织服装、农业、家庭耐用消费品等）继续保持稳定的增长；城市公用事业、交通基础设施、石油天然气、煤炭等行业盈利增速居后。整体上，2012 年的市场一致预期盈利显示的格局是：科技板块反转性增长，金融与消费稳定增长，强周期板块缓慢增长。我们认为金融消费板块 2012 年盈利相对稳定，但科技板块和强周期板块盈利不确定性则较大，目前市场一致预期显示的格局难以完全实现。

预计 2012 年 3~4 月份将现市场一致预期大幅下调。全部 A 股 2011 年一至三季度盈利仅完成全年盈利预测的 72.6%，而历史平均水平为 83.2%，剔除 2005 年和 2008 年两年经济衰退期的平均水平为 79.1%。这反映了当前 2011 年市场预期仍然偏高，另一个指标也能说明同样的问题。当前 2011 年的盈利预测隐含全部 A 股 4 季度盈利需要同比增长 26.3%，环比 3 季度增长 16.2%，其中隐含非金融板块 4 季度盈利需要同比增长 33.8%，环比增长 44.2%。我们认为这一预期实现的可能已经非常低，因此 2011 年一致预期仍然会进一步下调。而当前 2012 年市场一致预期的盈利增速还高于 2011 年，但从历史看，经济和通胀的双回落阶段无一例外的对应着盈利增速的大幅回落，因此 2012 年的市场一致预期需要下调的幅度更大。

图表 14：年初至今市场一致预期调整趋势：2011 年盈利增速（左）和 2012 年盈利增速（右）



资料来源：朝阳永续，中金公司研究部

图表 15：全部 A 股分行业盈利增速

行业	净利润同比增长率 (YoY, %)								净利润环比增长率 (QoQ, %)				净利润全年占比		近两月盈利预测调整		年初至今盈利预测调整	
	2010	1Q11	1H11	1-3Q11	4Q11E	2011E	2012E	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11E	1-3Q10	1-3Q11	11E	12E	11E	12E
石油天然气	27.7	18.3	5.1	4.4	10.6	6.0	17.1	-0.1	5.8	-14.4	16.4	4.9	74.3%	73.2%	-1.6%	-5.3%	-7.6%	-4.9%
煤炭	35.2	19.2	19.7	18.1	28.9	20.7	16.2	-12.5	21.4	8.7	-3.5	1.3	76.5%	74.9%	-1.9%	-3.6%	-2.6%	-2.5%
化工	110.0	72.9	73.3	75.6	68.1	72.6	33.5	79.9	-16.8	17.2	-21.1	116.9	59.3%	60.4%	-13.0%	-16.3%	-0.6%	0.2%
钢铁	173.1	-11.9	-20.0	-12.6	104.2	6.9	36.2	19.4	64.5	2.8	-38.7	97.3	83.3%	68.2%	-20.1%	-18.4%	-34.6%	-31.9%
有色金属	152.9	30.2	76.5	79.5	58.5	73.0	31.3	34.6	2.2	61.1	-19.8	20.3	69.3%	71.8%	-6.0%	-7.2%	-3.6%	-1.4%
水泥	52.5	144.7	156.6	136.6	18.5	82.5	18.6	64.0	-51.3	156.3	-14.5	11.0	54.2%	70.3%	-4.6%	-11.6%	31.4%	25.4%
其他建材	97.9	34.4	21.9	5.2	60.8	23.3	35.6	18.2	-41.1	55.1	-27.1	139.7	67.5%	57.6%	-12.8%	-14.3%	-15.0%	-12.8%
林业与造纸包装	14.4	13.6	0.5	-9.5	97.7	16.7	51.8	-7.8	3.9	-0.8	-24.9	158.7	75.6%	58.7%	-19.9%	-13.6%	-27.0%	-11.9%
建筑与工程	22.9	29.6	15.7	25.4	14.9	21.7	19.9	121.2	-29.0	26.1	-21.5	63.6	64.8%	66.8%	-9.4%	-11.7%	-14.4%	-22.1%
机械	53.6	97.2	67.8	47.6	42.0	46.1	27.6	1.8	28.8	24.5	-38.3	43.7	73.0%	73.8%	-6.5%	-7.8%	-1.4%	-0.2%
商用汽车及零部件	77.1	3.7	-2.9	-13.6	10.1	-7.2	20.4	14.8	-7.5	-7.2	-34.8	95.7	73.2%	68.2%	-10.6%	-11.9%	-21.7%	-20.0%
电气设备	14.7	-2.7	-9.5	-8.8	49.8	8.0	37.8	1.1	-32.2	30.0	-1.2	86.2	71.2%	60.1%	-10.4%	-9.0%	-23.7%	-19.6%
综合	96.8	40.7	49.4	52.5	28.0	42.4	22.1	158.6	-30.0	20.2	-26.1	105.9	58.6%	62.8%	-3.1%	-8.2%	3.3%	2.3%
交通运输服务	1,632.2	-8.4	-29.2	-35.7	-23.6	-33.5	29.0	-53.2	-17.3	-12.2	74.3	-39.6	81.4%	78.7%	-15.1%	-11.1%	-41.6%	-26.3%
交通基础设施	26.4	15.8	5.0	8.1	21.2	11.3	14.9	-3.9	5.1	5.7	3.5	5.5	75.6%	73.4%	-1.4%	-1.3%	-5.8%	-4.4%
电力	12.6	-45.4	-3.4	-19.1	8.5	-11.9	60.3	-30.1	-70.9	258.0	-10.1	15.8	73.8%	67.7%	-16.8%	8.6%	-29.7%	-7.5%
城市公用事业	71.2	26.7	32.7	19.1	2.6	13.5	14.3	21.9	-40.4	49.4	-7.3	24.0	66.0%	69.3%	-2.8%	-7.3%	4.8%	1.9%
银行	33.5	33.2	34.3	31.9	21.8	29.6	19.5	-15.9	49.2	2.5	-1.1	-19.5	77.5%	78.8%	0.9%	0.3%	11.1%	13.2%
保险	9.9	-2.0	-0.4	-10.2	7.3	-5.3	28.6	54.3	2.0	-17.0	-53.0	169.7	71.6%	67.9%	-15.3%	-9.7%	-22.3%	-16.1%
证券	7.7	-0.4	5.9	-19.0	-32.6	-24.6	19.2	83.6	-49.9	-14.9	-46.3	205.2	58.9%	63.2%	-19.5%	-13.3%	-28.5%	-23.3%
房地产	28.5	-2.3	15.3	18.1	39.6	28.5	29.7	342.0	-64.0	48.0	-33.2	292.6	51.5%	47.4%	-6.2%	-6.5%	-11.3%	-14.3%
电信服务	-55.2	-66.5	6.4	28.2	346.7	74.8	123.8	-26.8	-31.4	494.0	-33.1	63.8	85.4%	62.6%	-8.6%	-8.0%	-39.9%	-35.1%
软件及服务	12.0	33.5	35.7	10.3	65.2	31.8	37.0	46.9	-56.5	81.9	-37.6	234.5	60.9%	51.0%	-7.6%	-7.2%	-16.1%	-15.9%
技术硬件及设备	23.2	5.4	9.6	1.1	60.2	24.3	32.1	59.9	-63.0	73.9	-19.4	208.1	60.7%	49.4%	-8.6%	-7.2%	-7.8%	-6.5%
电子元器件	7,482.1	13.0	14.3	-5.6	217.3	47.5	52.2	-28.6	-12.0	75.0	-45.3	296.1	76.2%	48.8%	-29.4%	-17.4%	-22.9%	-19.4%
医疗保健	15.1	20.3	22.2	22.6	74.2	35.7	19.3	1.8	19.0	8.3	-6.1	46.2	74.5%	67.3%	-0.8%	-5.2%	-9.5%	-15.3%
汽车及零部件	73.2	19.9	-2.7	-2.2	32.3	5.6	20.3	-6.2	28.8	-9.2	-12.1	34.6	77.3%	71.6%	-9.2%	-10.9%	-11.7%	-9.5%
家电及相关	44.1	39.8	28.9	23.3	49.0	30.2	25.0	-3.5	-9.8	39.7	-5.9	25.3	73.1%	69.3%	-4.1%	-4.9%	-1.5%	1.5%
服装及纺织品	47.2	105.6	78.4	57.4	-18.4	16.2	33.1	218.6	-58.1	-4.7	5.3	81.8	45.6%	61.8%	0.8%	0.5%	9.3%	14.5%
家庭耐用消费品	35.5	111.2	56.0	57.4	120.5	70.5	32.1	4.5	164.4	-27.4	-16.3	44.2	79.2%	73.1%	1.6%	-0.3%	-5.4%	-3.7%
酒店旅游及餐饮	26.8	13.4	18.6	24.6	89.0	37.4	25.0	-43.5	-26.1	171.7	13.8	-17.2	80.1%	72.6%	-4.7%	-5.0%	-12.8%	-12.2%
传媒	38.1	50.9	40.7	38.5	10.6	27.7	22.4	68.9	-34.5	15.2	5.8	38.6	61.4%	66.6%	2.0%	3.3%	4.0%	2.4%
零售	32.9	34.5	29.2	33.0	52.9	38.5	26.4	28.5	30.3	-9.6	-20.3	65.6	72.4%	69.5%	-5.0%	-5.8%	-10.6%	-11.4%
食品饮料	33.9	44.4	45.1	42.4	62.7	47.7	43.3	8.3	44.2	-6.3	-5.9	30.8	73.6%	71.0%	-0.4%	2.0%	1.0%	14.0%
家庭日用品	508.2	67.3	42.3	96.8	344.1	461.3	40.2	-354.6	156.2	155.7	-29.8	100.3	182.7%	64.0%	-7.9%	-7.3%	-14.3%	-5.7%
农业	9.1	16.6	32.3	30.1	273.0	99.8	36.7	-7.8	-14.1	32.7	12.3	195.4	71.3%	46.4%	8.3%	10.6%	6.4%	12.4%
合计	38.8	25.3	23.4	20.1	26.3	21.7	23.1	3.4	10.1	6.3	-6.6	16.2	73.6%	72.6%	-3.8%	-4.3%	-3.0%	-0.8%
金融	29.9	28.8	30.5	27.0	16.1	24.4	20.0	-8.1	36.9	0.7	-5.1	-11.2	76.2%	77.7%	-0.9%	-0.9%	6.7%	9.4%
非金融	47.9	21.6	16.7	13.7	33.8	19.5	25.8	14.2	-9.9	12.6	-8.0	44.2	71.4%	68.0%	-6.3%	-7.0%	-10.4%	-8.1%

资料来源：朝阳永续，Wind，中金公司研究部

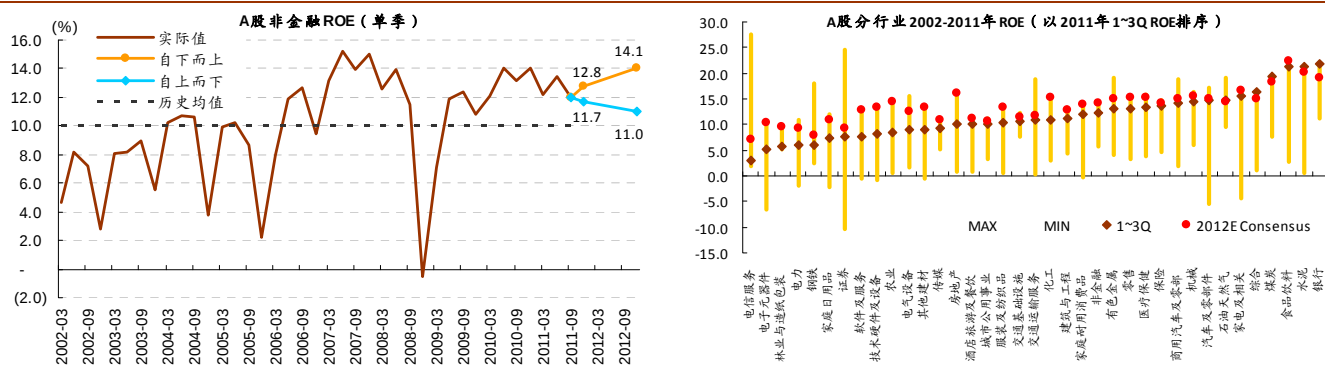
A 股 ROE 可能回落至历史均值水平

A 股非金融板块 3 季度单季 ROE 为 12.0%，前三季度为 12.3%。相比与前一个经济景气周期的最高点 15.2%（07 年 2 季度）和本轮经济景气周期的最高点 14.0%（10 年 2、4 季度）已经有所回落，但仍处于 2002 年以来的较高水平，高于历史均值 10.0%。分行业来看，前三季度银行板块的 ROE 最高，另外水泥、煤炭、石油天然气、机械等周期性板块，以及食品饮料、家电、汽车等消费类板块的 ROE 水平也较高，且处于历史最高点。

自上而下预期非金融板块 2011 年 ROE 为 11.7%，2012 年为 11.0%，悲观情形下回落至 9.9%。目前自下而上预期非金融板块 2011 年 ROE 为 12.8%，2012 年为 14.1%，2011 年的 ROE 相比今年前三季度的 12.3%还有一定的提升，2012 年的 ROE 还要超过本轮经济周期的高点 14.0%。基于我们自上而下盈利预测，即非金融板块 2011 年盈利增长 8.1%，2012 年增长 5.2%，则 2011 年 ROE 将回落至 11.7%，2012 年进一步回落至 11.0%，接近历史平均水平。如果在悲观情形下，非金融板块盈利出现负增长(-6.2%)，那么 2012 年非金融板块的 ROE 将回落至 9.9%，低于历史平均水平。这同样也反映了当前市场一致预期过高，从行业来看，科技板块（电子元器件、技术硬件及设备、软件及服务），以及林业造纸与包装、农业、房地产、化工等行业 2012 年预期的 ROE 水平不仅超过了今年前三季度的实际值，而且还超过了 2002 年以来最高点，因此，这些行业盈利下调的风险也相对最大。

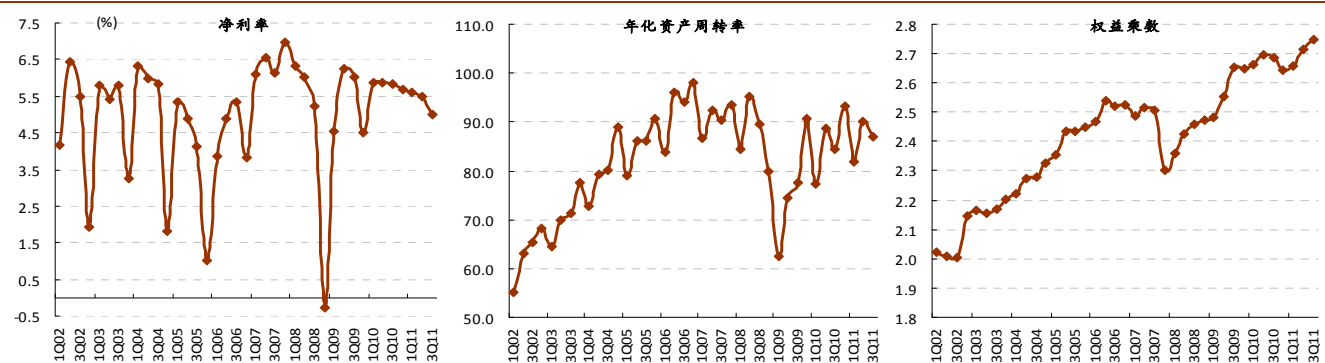
杜邦分析显示 2012 年非金融 ROE 有下降的空间，但难有上升的可能。从杜邦三因素分析来看，3 季度净利率 5.0%，相比 1、2 季度出现明显下滑，未来在经济放缓和通胀下行的宏观环境下，净利率水平有望进一步下降；当前 A 股非金融板块的杠杆水平已经超过 2008 年，成为历史最高点，与其他国家企业部门的杠杆率相比，这一水平也相对较高，因此未来进一步负债的空间有限。而资产周转率受制于去库存周期，出现 2008 年底和 2009 年初时下滑的概率较大。从这三个因子来看，2012 年全市场 ROE 仍有下降的空间，难有上升的可能。

图表 16: A 股非金融 ROE（左）和分行业 ROE（右）



资料来源: Wind, 中金公司研究部 *右图 ROE 最大最小值计算除 2011 年使用前三季度 ROE, 其他平均使用年度 ROE。

图表 17: A 股非金融上市公司 ROE 的杜邦分析三因素



资料来源: Wind, 中金公司研究部

二. 估值分析

自 2009 年 7 月以来，A 股的估值就一直处于下行的通道。目前上证综指动态市盈率和市净率分别为 9.3 倍和 1.5 倍，当前市盈率水平已经达到历史最低点，而市净率水平也仅比 2005 年的历史低点点溢价 1.7%。但其中非金融板块的估值溢价相对较高，目前动态市盈率和市净率分别为 12.7 倍和 1.8 倍，市盈率相比历史低点（2008 年：11.2 倍）的溢价水平已经下滑至 13.4%，市净率相比历史低点（2005 年：1.4 倍）的溢价水平则相对较高，仍有 23.5%。

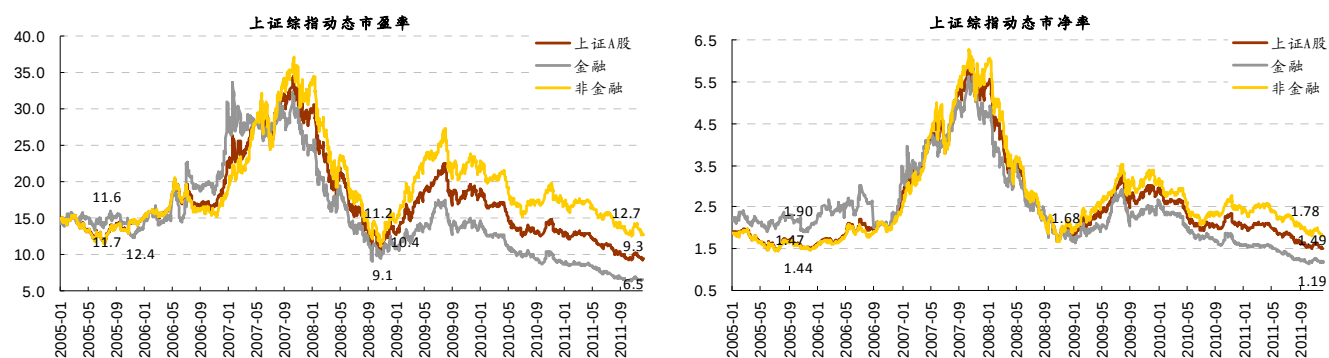
行业间的估值逐步收敛，但市净率差异性仍大。从各行业的估值水平看，我们认为市净率是相对较好的判别指标。与 2008 年的最低水平相比，大部分的权重板块已经出现折价，比如金融（银行、保险），交运（铁路运输、公路、民航业），能源（石油、石化）以及公用事业（电力）。但信息技术，消费品及服务及医药板块的市净率水平相比 2008 年低点仍存在较大的溢价。与 2005 年低点相比，除了上述三个板块，原材料和投资品板块的溢价水平也较高。

图表 18: 全部 A 股分行业估值

	12个月动态市盈率							12个月动态市净率						
	2011-12-9	历史水平	历史水平	相对溢价(折价)	2011-12-9	历史水平	历史水平	2011-12-9	历史水平	历史水平	相对溢价(折价)	2011-12-9	历史水平	历史水平
	2005最小	2008最小	均值	2005最小	2008最小	均值	2005最小	2008最小	均值	2005最小	2008最小	均值	2005最小	2008最小
消费品及服务	16.84	24.25	13.59	28.36	-30.6%	23.9%	-40.6%	2.72	1.48	1.84	3.37	84.0%	48.0%	-19.3%
商业	16.99	28.94	12.67	31.09	-41.3%	34.1%	-45.4%	2.70	1.53	1.97	3.66	75.8%	36.8%	-26.2%
汽车及配件	11.09	13.94	8.63	19.02	-20.4%	28.6%	-41.7%	1.73	1.24	1.06	2.51	39.7%	62.4%	-31.2%
家电	12.33	16.51	11.32	26.27	-25.3%	8.9%	-53.1%	2.06	1.07	1.56	2.76	92.4%	31.8%	-25.5%
纺织服装	18.14	21.42	12.11	34.24	-15.3%	49.8%	-47.0%	2.43	1.20	1.44	2.79	102.2%	68.3%	-12.8%
酒店旅游	28.72	24.52	15.59	38.94	17.1%	84.2%	-26.3%	3.27	1.74	1.63	3.76	87.6%	101.1%	-13.0%
传媒	26.66	30.47	21.13	45.14	-12.5%	26.2%	-40.9%	2.97	2.14	1.99	3.89	38.7%	49.1%	-23.8%
食品	21.24	28.68	17.43	33.03	-25.9%	21.9%	-35.7%	4.73	2.18	3.37	5.34	117.4%	40.3%	-11.4%
农业	22.12	n.a.	18.44	57.76	n.a.	20.0%	-61.7%	3.22	1.28	2.05	3.52	n.a.	56.8%	-8.5%
日用品	30.15	27.78	12.51	34.89	8.6%	141.1%	-13.6%	2.85	0.98	1.49	2.65	189.5%	91.3%	7.4%
原材料	13.28	7.61	9.57	16.53	74.4%	38.7%	-19.7%	1.70	1.23	1.36	2.42	38.9%	25.5%	-29.7%
化工	16.68	15.25	11.21	24.59	9.4%	48.8%	-32.2%	2.57	1.54	2.24	3.34	67.2%	15.0%	-23.0%
石化	7.75	7.07	10.82	13.22	9.6%	-28.4%	-41.4%	1.18	1.24	1.63	2.28	-5.4%	-27.6%	-48.3%
钢铁	13.45	5.31	5.94	13.07	153.4%	126.6%	2.9%	1.06	0.86	0.81	1.65	23.4%	31.5%	-35.4%
有色	18.49	10.66	9.90	24.78	73.4%	86.9%	-25.4%	2.68	1.35	1.39	3.70	97.9%	93.2%	-27.5%
化纤	14.26	17.56	13.07	38.93	-18.8%	9.1%	-63.4%	2.25	0.86	1.03	2.61	162.1%	119.4%	-13.8%
造纸包装	18.11	12.63	9.09	22.74	43.4%	99.3%	-20.4%	1.65	1.02	0.97	2.08	61.9%	70.8%	-20.6%
投资品	13.85	16.42	11.24	23.42	-15.7%	23.2%	-40.9%	1.97	1.38	1.63	3.11	42.4%	20.6%	-36.8%
机械	15.32	14.89	9.98	23.04	2.9%	53.5%	-33.5%	2.28	1.46	1.61	3.36	56.0%	41.7%	-32.2%
建材	10.78	22.77	9.44	25.62	-52.7%	14.1%	-57.9%	1.89	1.21	1.22	2.83	56.1%	55.3%	-33.1%
建筑业	10.37	20.28	15.30	22.03	-48.9%	-32.2%	-52.9%	1.31	1.24	1.72	2.52	5.2%	-24.2%	-48.2%
电气设备	19.60	14.78	10.40	28.03	32.6%	88.4%	-30.1%	2.47	1.68	2.06	3.95	47.3%	20.0%	-37.5%
贸易	10.30	14.23	7.76	20.99	-27.6%	32.7%	-50.9%	1.61	1.03	1.13	2.63	55.9%	41.9%	-38.7%
信息技术	22.43	30.79	13.49	33.21	-27.2%	66.3%	-32.5%	2.54	1.49	1.57	2.99	71.0%	61.6%	-14.9%
软件及服务	22.97	n.a.	13.52	44.35	n.a.	69.9%	-48.2%	3.20	2.56	2.41	4.30	n.a.	32.8%	-25.5%
计算机硬件	21.09	28.04	11.75	31.85	-24.8%	79.6%	-33.8%	2.39	1.69	1.25	2.98	41.3%	91.1%	-19.6%
元器件	23.73	31.09	13.30	41.38	-23.7%	78.4%	-42.6%	2.70	1.48	1.30	3.23	82.2%	107.5%	-16.4%
通信	20.82	22.36	13.44	28.85	-6.9%	55.0%	-27.8%	2.09	1.26	1.54	2.51	66.3%	35.4%	-17.0%
能源	10.97	8.94	10.64	17.00	22.8%	3.1%	-35.5%	1.70	1.37	1.97	2.74	24.6%	-13.6%	-37.8%
石油	10.55	11.63	12.09	22.87	-9.3%	-12.7%	-53.9%	1.49	1.23	2.07	2.65	21.5%	-27.9%	-43.7%
煤炭	11.64	8.29	7.77	17.38	40.4%	49.7%	-33.0%	2.13	1.33	1.64	3.01	60.5%	29.8%	-29.0%
交通运输	12.05	15.86	10.62	21.01	-24.0%	13.4%	-42.7%	1.40	1.73	1.49	2.60	-19.1%	-6.1%	-46.2%
航运业	21.04	12.11	6.75	23.89	73.7%	211.5%	-12.0%	1.40	1.94	1.21	2.88	-28.1%	15.3%	-51.5%
民航业	8.75	17.27	14.61	28.88	-49.4%	-40.2%	-69.7%	1.37	1.76	1.68	3.14	-21.8%	-18.2%	-56.3%
公路	9.33	16.00	10.25	15.91	-41.7%	-9.0%	-41.4%	1.14	1.59	1.34	1.90	-28.4%	-15.1%	-40.2%
铁路运输	9.15	23.06	13.47	22.18	-60.3%	-32.1%	-58.8%	1.41	1.44	1.95	2.57	-2.1%	-27.5%	-45.1%
城市交通仓储	19.74	17.62	12.99	27.93	12.0%	52.0%	-29.3%	2.43	1.35	1.41	2.73	79.5%	72.1%	-11.0%
公用事业	17.20	13.87	22.13	23.11	24.0%	-22.3%	-25.6%	1.66	1.51	1.82	2.41	9.8%	-8.6%	-31.2%
电力	16.29	13.22	22.14	22.51	23.2%	-26.4%	-27.6%	1.50	1.49	1.83	2.32	1.2%	-17.8%	-35.3%
供水供气	21.07	21.40	13.87	32.16	-1.6%	51.9%	-34.5%	2.55	1.65	1.68	3.25	54.3%	52.2%	-21.6%
医药	22.43	28.13	15.13	30.98	-20.2%	48.2%	-27.6%	3.33	1.60	2.28	3.72	107.7%	46.1%	-10.5%
化学药	18.13	19.44	16.12	27.47	-6.7%	12.5%	-34.0%	2.85	1.55	2.24	3.44	83.6%	27.3%	-17.3%
中药	24.45	26.77	15.00	29.41	-8.7%	63.0%	-16.9%	3.73	1.87	2.19	3.73	99.0%	69.9%	-0.2%
化学原料药	17.72	26.57	8.43	28.39	-33.3%	110.2%	-37.6%	2.50	1.46	1.79	3.24	70.9%	39.8%	-22.7%
生物制品	33.77	41.82	36.31	30.70	-19.2%	-7.0%	10.0%	4.40	1.25	3.53	5.00	251.8%	24.5%	-12.1%
医疗器械	29.71	n.a.	14.42	45.37	n.a.	106.0%	-34.5%	4.01	1.27	1.53	3.53	n.a.	161.9%	13.8%
医药流通	20.22	24.31	15.59	30.19	-16.8%	29.7%	-33.0%	3.10	1.49	2.45	4.10	108.6%	26.9%	-24.2%
房地产	10.43	29.49	8.99	28.35	-64.6%	16.0%	-63.2%	1.68	1.42	1.47	2.95	18.3%	13.9%	-43.2%
房地产开发	10.07	31.58	8.25	31.65	-68.1%	22.0%	-68.2%	1.69	1.44	1.47	2.99	17.3%	15.3%	-43.6%
园区土地开发	15.09	19.14	15.26	28.50	-21.2%	-1.1%	-47.1%	1.58	1.33	1.52	2.72	19.3%	4.4%	-41.9%
金融	6.62	12.80	9.11	15.54	-48.3%	-27.3%	-57.4%	1.20	1.86	1.69	2.49	-35.5%	-28.9%	-51.8%
银行	5.73	11.77	7.76	13.90	-51.3%	-26.2%	-58.8%	1.10	1.81	1.55	2.26	-39.3%	-29.4%	-51.6%
证券	20.74	27.74	14.07	26.93	-25.2%	47.4%	-23.0%	1.72	2.00	1.69	3.87	-13.9%	1.8%	-55.6%
保险	13.44	n.a.	17.39	27.53	n.a.	-22.7%	-51.2%	1.90	-	2.52	4.16	n.a.	-24.8%	-54.4%

资料来源：朝阳永续，中金公司研究部

图表 19: 上证综指市盈率和市净率走势



资料来源：朝阳永续，中金公司研究部

2012 年 A 股市场投资策略

一、大市判断：机会在春天

根据前文所述，我们对 2012 年 A 股投资思路可以概括为“经济增速不破，股市反弹难立”。由于我们分析认为 2012 年经济下行风险超预期很可能出现，且很可能在上半年就出现这样的风险。

机会：

从时间点看，我们偏向于认为 1 季度初国内外这种经济恶化加速的情况就会更加明显，因此政策很可能在 1 季度中后期出现更为显著的转向。从市场流动性改善的时点看：2012 年实体经济对于资金的需求将逐渐下降，而政策放松使得资金供给会略有回升。而从一般规律看，自 RRR 首次下调到信贷和 M2 增速反弹需要 3~6 个月，因此判断流动性拐点最可能出现的时点在 1 季度。从银行信贷情况看，大型银行的信贷额度 1 季度将获得新的额度，而由于其对经济预期不佳，因此“早储备好的项目，早放贷”将是其主要的信贷策略，因此信贷集中于 1 季度发放的可能性较大，这对市场流动性将有一定的帮助。从股市看，1 季度初的经济进一步下滑以及海外债务危机的恶化很可能导致 A 股在 1 季度初先出现一轮下跌，而随着 1 季度中后期政策向好的力度显著加大而出现反弹的机会。所以，从 A 股投资策略来看，我们提出“机会在春天”的观点，也就是说，A 股有望在 1 季度中后期至 2 季度中前期这段时间内出现一波反弹的机会。

风险：

对于我们的这一判断，我们认为最大的风险在于政策反应滞后和政策刺激效应的显著减弱。从当前的情况看，政策反应滞后的风险依然不能排除。这里主要包括 3 个方面：一是对于国内房地产投资和房价下跌形成趋势后的影响估计不足。由于现代房地产行业的特殊性，房价与房地产销量和房地产投资增速尽管拐点有先后，但总是正相关的。而房地产投资下滑使得银行资产质量恶化、货币创造能力和意愿下滑的风险，以及对于社会总需求的打击很可能是超出预期的。另外，房地产具有大周期性，其行业大周期往往超过 10 年，一旦拐点趋势确立，往往导致后续政策的效应持续的减弱。二是对于海外经济风险的估计不足。欧洲的危机发端于政府信用，而一旦危机恶化蔓延，其对实体经济造成的影响更可能大于银行业的信用危机，而银行业的危机首先冲击的还是金融市场本身。同时，由于欧洲是我国的第一大贸易伙伴国，因此欧洲经济的风险也会对我国经济造成相当大的影响。三是 2012 年恰逢国内外各国政府的大选或换届年。换届年效应导致各国的国内外政策立场达成一致的难度加大，从而也加大了政策滞后的风险。

二、走势与区间判断：倒 V 型或 M 型走势的可能较大

我们对 2012 年 A 股市场的走势判断认为：大周期看，A 股 2012 年出现反转性走势的可能性很低。所以可操作的反弹将是 A 股 2012 年主要的投资机会。

区间判断：

从 A 股 2012 年的交易空间看，我们认为核心运行区间在 2050~2700 点之间，而极限运行区间是 1850~2900 点。

1. 上限判断

我们对市场上限的判断依然来自于我们对 A 股市场自由流通市值可达到极限的判断。2011 年 A 股自由流通市值的高点为 10 万亿，创出了历史新高，时间点在 4 月初，而以 2012 年 M2 增速在 13~14% 的判断，理论上 2012 年 A 股自由流通市值向上极限可达到 11.4 万亿左右，扣除约 1.5 万亿的新股发行和减持的一级市场因素，二级市场的极限空间约 10 万亿。而当前（2011 年 12 月中）的 A 股的自由流通市值约 8 万亿元，对应的点位为 2300 点左右。那么可以推算出 2012 年的 A 股自由流通市值上限约有 25% 左右，对应上证指数约 2800~2900 点。

但是需要指出的是，A 股达到 2800~2900 的高度极限是需要一定条件的，这些条件包括：房地产政策有实质性放松、上半年 A 股新股和再融资节奏不再加快、M2 增速要回升至 14% 以上（对应 2012 年全年银行新增信贷量达 9 万亿以上）。如果达不到上述条件，那么很可能市场反弹的高点将仅在 2600~2700 一线。

2. 下限判断

方法一：我们对市场下限的判断来自于结合一二级市场套利空间的估值底限判断。首先，正如我们在前文所述，我们判断一二级市场存在的巨大套利空间将在 A 股逐渐消失，而随着新股尤其是中小盘新股上市的规模不断加大，其上市的机会成本将逐渐降低，从而使得二级市场 A 股估值底限继续下移。此外，由于 2012 年经济增速和企业盈利增速的显著下滑甚至负增长的概率很大，我们认为用市盈率估值是很难去判断市场的估值底限的。因此我们认为用市净率去分析市场底部更为有效。

同时，我们认为市净率的考量还要结合一二级市场的套利空间，这里主要是分为两个部分。一是对于国有控股企业而言，在盈利能力下滑导致其分红能力也同样下滑的背景下，其对于二级市场的压力主要来自于再融资。但是如果股价跌至净资产附近甚至净资产以下，那么其通过股票二级市场向公众股东再融资的空间就将基本被封闭。因此，我们认为对于这类国有控股的大型企业而言，其价值底线在总体市净率 1.2 倍左右，因为盈利持续性较好，ROE 较高的企业估值会略高于 1 倍，接近于 1.5 倍，而盈利较差的则低于 1 倍。就目前这部分企业预计 2012 年 10% 左右的 ROE（非金融）水平看，1.2 倍左右是相对合理的底线。

对于其他以中小板和创业板为主的股票而言，最大的风险在于限售解禁流通股东的减持抛售，因而市场估值的底线在于这部分股东的套利空间的大幅下降乃至消失。当前 Pre-IPO 的股票购入成本约在 7~10 倍的市盈率，根据目前上市成功率 and 时间成本进行大致估算，并考虑这部分股票在解禁前的年均 20% 左右的盈利增长，我们认为这部分股票对应的合理平均市盈率在 15~18 倍左右，对应的市净率约 2.5 至 3 倍，我们选取以中值 2.75 倍计算。

由于这两部分股票在 A 股的市值占比约为 7: 3，那么可以得出市场的市净率底线约等于 $1.2 \times 70\% + 2.75 \times 30\% = 1.67$ 倍。

在 A 股 2300 点时，对应的市净率水平约在 2.05 倍的水平，那么 1.67 倍的市净率估值底限约合 1870 点左右。

方法二：用上证 A 股历史数据为基准做估值底部判断。在图表 20 中，我们列出 3 种情形：情形一假设上证 A 股金融板块估值维持当前水平，非金融板块动态市净率降至 2005 年的历史低点，在这种情形下，上证综指还有 11.7% 的下降空间。情形二假设上证 A 股金融板块估值维持当前水平，其他所有板块的估值出现 2008 年时底部状态，在这种情形下，上证综指还有 14.1% 的下降空间。情形三假设上证 A 股金融板块市净率降至 1 倍，其他所有板块的估值出现 2008 年时底部状态，在这种情形下，上证综指还有 20.1% 的下降空间，对应上证综指的低点在 1850 点。

图表 20：情形分析

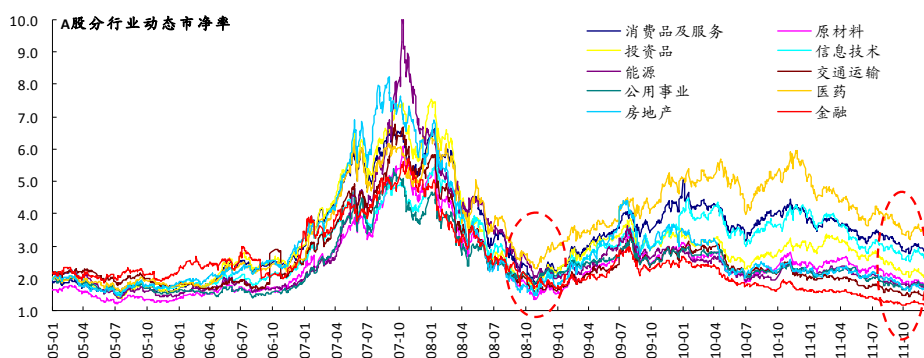
假设一：金融板块估值维持当前水平，非金融板块市净率降至2005年低点								
	2011-12-9	动态市净率 2008 Low	2005 Low	上证综指 2011-12-9	估值调整	市值占比	指数变化	预期低点
上证A股	1.49	1.69	1.47	2,315				
金融	1.19	1.68	1.90		0.0%	38.2%	-11.7%	2,043
非金融	1.78	1.68	1.44		-19.0%	61.8%		

假设二：金融板块估值维持当前水平，其他板块估值收敛，市净率降至2005年低点								
	2011-12-9	动态市净率 2008 Low	2005 Low	上证综指 2011-12-9	估值调整	市值占比	指数变化	预期低点
上证A股	1.49	1.69	1.47	2,315				
消费品及服务	2.57	1.71	1.49		-41.9%	8.9%	-14.1%	1,988
原材料	1.61	1.33	1.27		-21.2%	11.7%		
投资品	1.77	1.64	1.34		-24.5%	10.3%		
信息技术	2.17	1.61	1.48		-31.9%	2.2%		
能源	1.66	1.97	1.38		-17.1%	15.6%		
交通运输	1.37	1.50	1.72		0.0%	4.6%		
公用事业	1.57	1.96	1.54		-1.3%	3.0%		
医药	3.27	2.12	1.57		-52.0%	2.5%		
房地产	1.66	1.41	1.30		-21.4%	2.8%		
金融	1.19	1.68	1.90		0.0%	38.2%		
综合	2.65	1.39	1.34		-49.6%	0.1%		

假设三：金融板块市净率降至1倍，所有大板块估值收敛，市净率降至2005年低点								
	2011-12-9	动态市净率 2008 Low	2005 Low	上证综指 2011-12-9	估值调整	市值占比	指数变化	预期低点
上证A股	1.49	1.69	1.47	2,315				
消费品及服务	2.57	1.71	1.49		-41.9%	8.9%	-20.1%	1,850
原材料	1.61	1.33	1.27		-21.2%	11.7%		
投资品	1.77	1.64	1.34		-24.5%	10.3%		
信息技术	2.17	1.61	1.48		-31.9%	2.2%		
能源	1.66	1.97	1.38		-17.1%	15.6%		
交通运输	1.37	1.50	1.72		0.0%	4.6%		
公用事业	1.57	1.96	1.54		-1.3%	3.0%		
医药	3.27	2.12	1.57		-52.0%	2.5%		
房地产	1.66	1.41	1.30		-21.4%	2.8%		
金融	1.19	1.68	1.90		-15.6%	38.2%		
综合	2.65	1.39	1.34		-49.6%	0.1%		

资料来源：朝阳永续，中金公司研究部 *仅包括上证综指成分股

图表 21: 全部 A 股分行业动态市净率走势



资料来源：朝阳永续，中金公司研究部

由于上述两种方法得到的下限估值底部对应的点位非常接近，因此我们判断 2012 年市场运行下限的区间在 1850 点左右。要达到这样的极限下行区间，我们认为其前提是政策出现了显著的滞后而经济和盈利下滑的严重程度超出预期。

走势判断：

根据我们的判断，我们将 2012 年 A 股走势的判断分为两种情形，一种是基准情形，发生的概率为 70%。另一种是风险情形，发生的概率在 30%。

1. 基准情形

如果政策调整较为及时，我们认为 1 季度初市场将先探底至 2100~2200 点，然后随着政策的变化，自春节前后到 2 季度中，市场有望出现 1 到 2 波的可操作的反弹机会。至于是 1 波还是 2 波反弹机会，很大程度上取决于房地产政策是否有所放松，如果没有则可能只有 1 波反弹机会，市场呈倒 V 型，反弹高度在 2600~2700；如果有则可能有 2 波反弹，市场呈 M 型，反弹高度可能达到 2800~2900。

2. 风险情形

如果政策出现了显著的滞后或者力度过小，那么经济和盈利增速的下滑深度就很可能超预期。在这种情形下，A 股可能先在 1 季度跌至 2000 点左右，随后在 2 季度初政策放松效果开始有所显现，股市出现反弹，高度极限在 2400~2500 点左右。而政策滞后或力度过小很可能导致其实际效果并非十分明显，市场资金面和基本面难以出现持续好转，那种情况下市场情绪可能进一步的恐慌，从而使得反弹之后市场再次下挫跌破 2000 点并创出新低。

整体上，无论上述哪种情形，我们认为在市场反弹以后，依然会回归到下落盘整的大趋势中去。我们这一判断的依据是：首先，2012 年出现全球和国内经济拐点的概率不大。即便国内外政策再次放松，其对经济刺激的边际效应也将显著降低。其次，A 股市场的股票供应压力仍将较大。一方面，正如我们前文所述，A 股 2012 年下半年开始限售股解禁减持压力将开始显著增加，另一方面，如果 2012 年上半年银行信贷增速随着政策放松而出现较为显著的反弹，那么上市银行通过股市融资补充资本金的压力也将提到 2012 年底前出现。再次，经济在下半年迅速回暖的预期落空的可能性较大，市场对于经济未来呈 U 型甚至 L 型走势的担忧上升。最后，国内企业消化库存速度缓慢，但大宗商品和劳动力成本趋势性上升压力继续存在，将压缩企业的利润空间，A 股上市公司的 ROE 水平将出现继续下滑的可能性较大。

可见，我们认为两种情形的市场走势形态是基本类似的，它们之间的主要差别在于：

- ▶ 基准情形下，A 股的波动区间高于风险情形。
- ▶ 基准情形下，A 股的反弹时间点早于风险情形。
- ▶ 风险情形下，A 股反弹后再创新低并会跌破 2000 点整数关。

2012 年 A 股主题板块投资策略

对于 2012 年 A 股具体主题板块投资策略,我们看好现代服务业板块的结构性投资机会。尤其从政策面大环境看,2012 年的产业政策将重点向现代服务业转向。在当前政府倡导经济转型的背景下,大力发展现代服务业是经济转型的重要过程和手段,而发达的现代服务业也是未来经济转型成功的重要标志之一。这不仅可以从“十二五”规划和中央领导最近的讲话中解读出来,也可以从最近政府已经出台的一系列政策中看出端倪。

需要指出的是,现代服务业涵盖面较广,不同子行业在中国的发展阶段也不相同。在当前“稳增长”和防止经济硬着陆的背景下,政府 2012 年对于现代服务业各子行业的支持力度和发展要求也会有所不同。我们认为可能受益相关服务业板块包括(但不局限于):文化传媒、软件、环保、物流交通、医疗教育服务、安防监控、商业地产等。

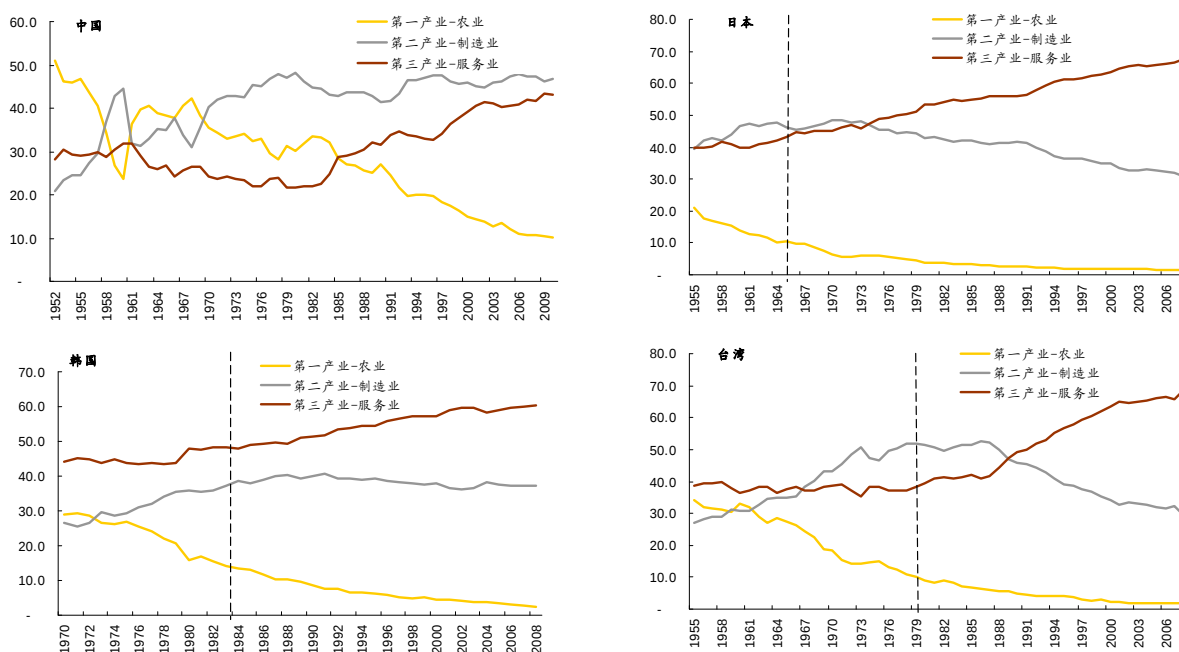
一、主题板块推荐逻辑

我们认为未来一段时间内市场的行情仍将具有典型的结构性行情的特征。在当前股市走出一波各板块齐升共涨的大牛市行情缺乏基础的背景下,我们更加看好市场未来 3~6 个月出现一波围绕现代服务业板块为核心的结构性行情。我们的这一判断来自于以下的几点理由:

我国正处于服务业加快发展的黄金阶段

我国在过去数年的发展过程中,服务业,尤其是现代服务业的发展速度相对比较缓慢,体现在第三产业增速自 2007 年后逐年放缓,相反,第二产业增速却逐年递增。横向比较其他国家,美、英、日等高收入国家第三产业占 GDP 的比重均接近甚至超过 70%,中等收入国家这一比例在 55%左右,即使是低收入国家,这一比例也有 49.9%。而我国作为世界第二大经济体,又早在 2007 年就步入中等收入国家之列,第三产业占 GDP 的比重在仅为 43.6%。从产业结构理论和国内外发展经验来看,我国目前所处的人均 GDP5000 美元左右、城镇化率 50%左右也通常在国际上被认为是服务业开始快速发展的黄金阶段。目前我国的产业结构与 1960 年代的日本、1970 年代末的台湾、1980 年代初的韩国具有类似性。在这些年份后,三个地区的产业结构都出现了第一产业和第二产业占比逐步下降,而第三产业占比逐步提升的趋势。

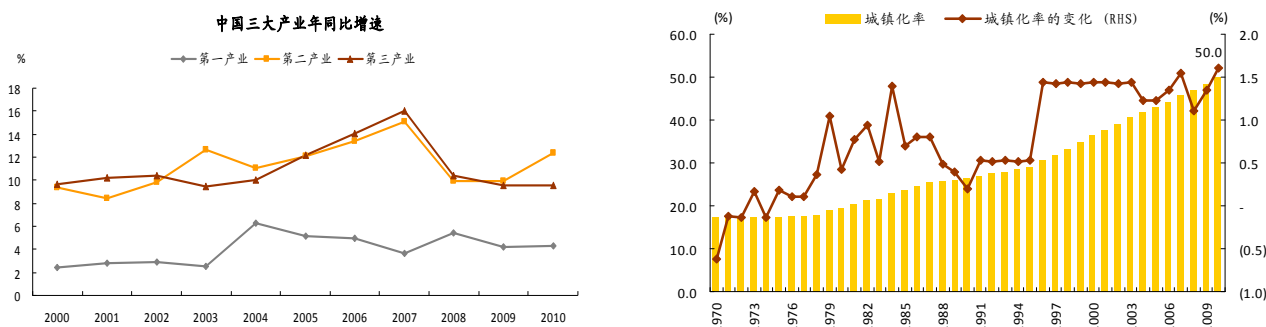
图表 22: 中国、日本、韩国、台湾三大产业占比



资料来源: WIND, 中金公司研究部

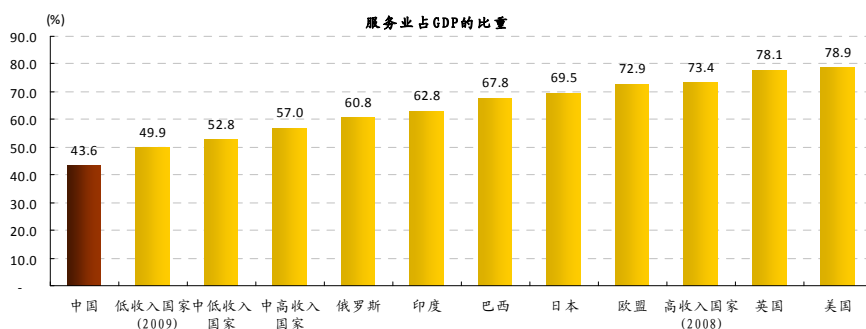
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 23: 我国第三产业年均增速自 2007 年后逐年放缓（左）和中国城镇化率（右）



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 24: 世界主要国家和经济体第三产业占 GDP 的比例*



资料来源: Global Insight, CEIC, 中金公司研究部 *若非特别指明, 均为 2010 年数据

政策面的支持

政府早在“十五”规划时,就首次提出“发展服务业,提高供给能力和水平”,在“十一五”规划时提出“加快发展服务业”,并于 2007 年发布了《关于加快发展服务业的若干意见》等一系列政策措施。我们认为,2012 年国内产业政策的大概率事件是向服务业行业的支持进一步加强。近期国务院副总理李克强多次谈到要加快推进结构调整,大力发展服务业。而最近出台的关于部分地区服务业营业税向增值税的改革也体现了这一思路。我们认为,当前我国政府提出大力发展服务业是有着深刻的时代背景含义的。

我国正处于经济转型的关键时期,大力发展现代服务业是经济转型的重要过程和手段,而发达的现代服务业也是未来经济转型成功的重要标志之一。从此前支撑中国经济高速发展的几个支柱产业来看,当前都面临着很大的问题:房地产业受制于国内的房地产调控政策;人口红利的弱化和 2012 年全球经济增速放缓造成我国出口需求增速下滑使传统制造业的竞争力难有大的改观;而此前被政府寄以厚望的现代新兴制造业在经历 2009 到 2011 年的政策推动后,其高速发展也开始暴露出越来越多的问题。但近几年城市化进程的加快却给服务业的迅猛发展带来了契机。根据国家第六次人口普查情况统计,我国的城镇化率已经从 2000 年的 36.2% 上升到 2010 年的 49.7%。因此,未来几年加快服务业发展对避免我国经济增速过快下滑和经济转型有十分积极意义。

首先,服务业的发展能带动经济增长并缓冲投资增速下降所带来的整体经济增速下滑。比如,虽然现代服务业对于 GDP 的直接拉动力量较小,但推动现代服务业的同时可以推动商业地产的发展,并且借助商业地产来维持政府的卖地收入和基础设施建设投资。其次,服务业自身包含的众多子行业未来有很大潜力转型成新的经济增长动力。为此,中共中央在今年 3 月发布的《“十二五”规划》中进一步提出“营造环境推动服务业大发展”,尤其把推动服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点,要加快发展生产性服务业,大力发展生活性服务业,并营造有利于服务业发展的环境。落实到具体行业,政府希望在未来五年有序拓展金融服务业、大力发展现代物流业、培育壮大高技术服务业、规范提升商务服务业、优化发展商贸服务业、积极发展旅游业、鼓励发展家庭服务业、全面发展体育事业和体育产业。落实到具体行动上,规划提出要以开放促改革,以竞争促发展,推动服务业制度创新,完善服务业政策体系,优化服务业发展环境。总之,大力发展现代服务业刻不容缓,其对中国经济未来发展的贡献将集中体现在扩大内需、加快城镇化、促进就业、助推产业升级、拓宽服务消费和减轻资源环境压力等。

过去一年，发改委在紧锣密鼓地制定《“十二五”现代服务业发展规划》，研究加快发展服务业的新举措，进一步推进服务业改革开放，并对配套政策作进一步明确。各部委也在制订相关的配套政策，部分配套政策已经在年内公布。为此，我们特地整理并回顾了过去一年政府各部门对现代服务业的相关产业政策。通过上述的政策梳理，我们发现，多数现代服务业不以技术为核心，发展现代服务业适合我国当前创新能力弱、科研水平较落后的国情，加之我国拥有天然的大市场、服务业又相对落后，服务业未来的发展空间巨大。所以，我们有理由相信 2012 年的产业政策将更多地向现代服务业倾斜。具体的扶持政策可能包括：1）进一步开放国内服务业市场，放松监管条件，打破垄断，让更多企业发现市场需求，参与到市场竞争中来，一起把服务业做大做强；2）进一步降低税赋。服务业存在着重复征税的问题。制造业征收的是增值税，而服务业征收的是营业税，因此对企业外购的、其他企业已经交过税的部分仍然要交税。今年 10 月，财政部和国家税务总局已经先行在上海试点增值税试点改革，有理由相信政府未来在税赋减免方面的力度会更大；3）给予服务业企业更多融资上的政策支持。由于服务业涉及范围较广，有些子行业才刚刚起步，相对于传统制造业，中小企业居多，因此在这些企业的发展早期，政府应当会给予更多融资方面的政策支持。

图表 25: 2011 年各部委出台的支持现代服务业及其相关子行业的政策汇总

日期	相关政策	发起部门	利好行业	简介
2011-11	医学科技发展“十二五”规划	科技部	医疗服务	《规划》提出以重大新药、医疗器械、中药现代化为核心，发展生物医药战略性新兴产业，提高中高端医疗产品的国产化能力，提升产业规模和技术竞争力，在促进经济发展的同时，为提高医疗服务能力提供产业支撑。
2011-11	“十二五”控制温室气体排放工作方案	国务院	环保行业	明确了我国控制温室气体排放的总体要求和重点任务。会议要求，各地区、各部门要按照“十二五”规划纲要提出的到 2015 年单位国内生产总值二氧化碳排放比 2010 年下降 17% 的目标要求。
2011-10	中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定	中共十七届六中全会	文化传媒	深化文化体制改革，推动社会主义文化大发展大繁荣，坚持社会主义先进文化前进方向，以科学发展为主题，以建设社会主义核心价值体系为根本任务，以满足人民精神文化需求为出发点和落脚点，以改革创新为动力，发展面向现代化、面向世界、面向未来的，民族的科学的大众的社会主义文化，培养高度的文化自觉和文化自信，提高全民族文明素质，增强国家文化软实力，弘扬中华文化，努力建设社会主义文化强国。
2011-10	关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见	商务部、财政部、中国人民银行	现代服务业、消费行业、商业流通业	明确了“十二五”商务领域扩大消费的指导思想、基本原则、主要任务和财政金融支持政策。这是三部门落实中央“防通胀、扩内需、调结构”部署，进一步增强流通在扩大消费中的作用，加快转变经济发展方式，促进产业结构调整的重要举措。
2011-10	疫苗供应体系建设规划	国务院	医疗服务	到 2015 年，初步建成满足我国经济社会发展需要的疫苗供应体系，实现常态必保，应急能力大幅提升；到 2020 年，疫苗供应体系进一步健全完善，具备与发达国家同步应对突发和重大疫情的实力。为此，要建立完善疫情监测网络，加强重大和新发传染病疫苗研发，提高疫苗生产产能和质量，合理扩大疫苗免疫规划品种和覆盖人群，提高人兽共患病防控能力，健全储备体系，增强应急保障能力。
2011-10	国务院关于加强环境保护重点工作的意见	国务院	环保行业	要求全面提高环境保护监督管理水平，着力解决影响科学发展和损害群众健康的突出环境问题和改革创新环境保护体制机制，特别提出要大力发展环保行业，加大政策支持力度，扩大环保产业市场需求。鼓励多渠道建立环保产业发展基金，拓宽环保产业发展融资渠道，实施环保先进适用技术研发应用。
2011-10	关于组织实施 2011 年国家信息安全专项有关事项的通知	发改委	软件服务业	按照优化信息安全产业结构，提高完善信息安全产品性能和功能，培育信息安全专业化服务，推动信息安全标准化建设，扶持骨干重点企业，提升信息安全产业竞争力，2011 年的国家信息安全专项主要围绕重要信息系统和涉密信息系统提供支撑的信息安全产品产业化、为国家信息化建设和重要信息系统安全运行提供技术支持的信息安全专业化服务和重要信息安全产品的关键标准的制订三个领域组织实施。
2011-10	关于软件产品增值税政策的通知	财政部	软件行业	为落实《国务院关于印发进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》（国发[2011]4 号）的有关精神，进一步促进软件产业发展，推动我国信息化建设，对相关税收进行了调整。
2011-10	增值税改革试点	财政部、国家税务总局	现代服务业、物流交通业	此次改革首先在上海市交通运输业和部分现代服务业等开展试点。同时，在现行增值税 17% 标准税率和 13% 低税率基础上，新增 11% 和 6% 两档低税率。
2011-10	“十二五”电子商务发展指导意见	商务部	现代服务业、商业流通业、软件服务业	到 2015 年，电子商务法规标准体系基本形成，协同、高效的电子商务管理与服务体制基本建立，规范、诚信的电子商务交易环境逐步完善；电子商务成为企业拓展市场、推动“中国制造”转型升级的有效手段，消费者方便安全消费的重要渠道；电子商务服务业规模化、规范化发展，成为我国现代商贸流通体系建设的重要组成部分。到 2015 年，我国规模以上企业应用电子商务比率达 80% 以上；应用电子商务完成进出口贸易额占我国当年进出口贸易总额的 10% 以上；网络零售额相当于社会消费品零售总额的 9% 以上。
2011-09	十二五“节能减排综合性工作方案”	国务院	环保行业	到 2015 年，全国万元国内生产总值能耗下降较 2010 年下降 16%；“十二五”期间，实现节约能源 6.7 亿吨标准煤。2015 年，全国化学需氧量和二氧化硫排放总量比 2010 年分别下降 8%；全国氨氮和氮氧化物排放总量比 2010 年分别下降 10%。
2011-09	《中华人民共和国个人所得税法》修改	全国人大	现代服务业、消费行业	新个税法提高起征点后，全国约有 6000 万的工薪所得的纳税人成为最主要的受益群体，有媒体评论指出：新个税法将降低我国中低收入人群的纳税负担，从一定程度上改善工薪阶层的可支配收入达到刺激消费的作用；同时，对社会收入的二次分配力度也将加大加强。
2011-08	全国地下水污染防治规划（2011—2020 年）	环保部	环保行业	到 2015 年，基本掌握地下水污染状况，全面建立地下水环境监管体系；到 2020 年，重点地区地下水水质明显改善，地下水环境监管能力全面提高。
2011-08	关于支持商圈融资发展的指导意见	商务部、银监会	现代服务业、商业流通业	旨在缓解中小商贸企业融资难题，深化银商合作，搞活流通、扩大消费。《指导意见》从推广适合商圈特点的融资模式、建立商圈与金融机构的合作机制、创造良好的融资服务环境等三个方面，提出了推动商圈融资发展的相关具体措施。
2011-07	节能技术改造财政奖励资金管理办法	发改委、财政部	环保行业	为加快推进先进节能技术，提高能源利用效率，实现“十二五”期间单位国内生产总值能耗降低 16% 的约束性指标，根据《中华人民共和国节约能源法》和《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，中央财政将继续安排专项资金，采取“以奖代补”方式，对企业实施节能技术改造给予适当支持和奖励。
2011-07	火电厂大气污染物排放标准	环保部	环保行业	自 2012 年 1 月起，新建燃煤锅炉烟尘排放浓度 30mg/m ³ 以下，二氧化硫排放浓度 100mg/m ³ 以下，氮氧化物 100mg/m ³ 以下。明确了行业发展“十二五”时期的总体目标，即经过五年努力，要形成网络布局合理，组织化程度显著提升，流通效率不断提高，营销模式不断创新，骨干企业竞争力增强，市场秩序明显好转，城乡居民用药安全便利，以及满足公共卫生需要的药品流通体系。为实现上述目标，规划提出四方面要求：一是提高行业集中度，调整行业结构；二是发展公共配送流通和经营方式，加强对外交流合作；三是规范药品流通秩序，加强行业信用建设；四是加强行业基础建设，提升行业发展水平。
2011-05	“十二五”全国药品流通行业发展规划纲要	商务部	医疗服务	根据《国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知》（国发[2007]15 号），为加强城镇污水处理设施配套管网专项资金管理，推动加快城镇污水处理设施配套管网建设，促进水污染防治工作取得实效，充分发挥专项资金使用效益，加强专项资金管理。
2011-04	民航十二五规划	中国民航总局	物流交通业	1. 保障能力整体提高：运输机场数量达到 230 个以上，大型机场容量饱和问题得到缓解。空域不足的瓶颈有所缓解，空管保障能力稳步提高，保障起降架次达到 1040 万架次。2. 运输能力显著增强：到 2015 年运输总周转量 990 亿吨公里，旅客运输量 4.5 亿人次，货邮运输量 900 万吨，年均分别增长 13%、11% 和 10%。航班正常率高于 80%。3. 通用航空快速扩大。基础设施大幅增加，作业领域不断扩展，运营环境持续改善，标准体系初步建立，作业量和飞机数量翻番。
2011-04	物联网发展专项资金管理暂行办法	财政部	软件服务业	为了促进我国物联网健康发展，充分发挥财政资金的引导和扶持作用，规范物联网发展专项资金（以下简称专项资金）的管理，根据财政预算管理规定，特制定本办法。专项资金是由中央财政预算安排，用于支持物联网研发、应用和服务。
2011-04	国家发展改革委关于治理和规范企业纳税环节相关收费问题的通知	发改委	现代服务业	贯彻落实国务院关于治理和规范企业收费的意见，进一步减轻企业负担，取消了一些不必要的费用并规范了相应的收费行为。
2011-03	商贸物流发展专项规划	商务部、发改委	物流交通业、商业流通业	到 2015 年，初步建立一套与商贸服务业发展相适应的高效畅通、协调配套、绿色环保的现代商贸物流服务体系，形成城市配送、城际配送、农村配送有效衔接，国内外市场相互贯通的商贸物流网络。规模以上连锁超市商品统一配送率达到 70%；农村“万村千乡”农家店商品统一配送率达到 60%，农资连锁经营企业商品配送率达到 80% 以上；果蔬、肉类、水产品冷链运输率分别提高至 20%、30%、36%；立体仓库的总面积占仓库总面积的 40%；物流企业机械化、自动化、标准化、信息化水平显著提高；商品库存周转速度明显加快，流通环节物流费用占商品流通费用的比率显著下降。
2011-02	重金属污染综合防治“十二五”规划	环保部	环保行业	到 2015 年，重点区域铅、汞、铬、镉和类金属等重金属污染物的排放，比 2007 年削减 15%；非重点区域的重点重金属污染排放量不超过 2007 年的水平。
2011-02	国务院鼓励软件和集成电路产业发展的通知	发改委	软件服务业	通知延续了 2000 年 6 月份出台的关于鼓励软件和集成电路的政策，内容涉及财税、投融资、研发、人才、知识产权、进出口和市场等 7 方面的政策鼓励措施，并对国家重点扶持的持续经营 15 年的重大集成电路企业实行“五免五减半”的更加优惠的所得税政策。在投融资方面也给予政策支持，同时鼓励资源整合和并购等。此外研发、人才、知识产权保护、进出口和市场等方面给予全面的扶持政策。

资料来源：和讯网，新浪网，中金公司研究部

流动性大环境

承前所述，我们认为未来 3~6 个月的市场流动性环境会略有改善，因此会比较有利于主题类的题材股的运作。

基本面因素

从基本面看，未来 3~6 个月伴随着国内经济增速和通胀的回落，上市公司的盈利增速也将出现较为显著的下降（具体请见本文第 2 部分对于盈利的分析）。在这种情况下，周期股板块尽管当前估值水平较低，但是面临着较大的盈利下滑风险。而非周期股板块尽管盈利下滑风险相对较小，但是当前的估值水平仍缺乏足够吸引力。因此，我们认为那些对于盈利和估值水平相对敏感度较低的板块和个股在这样的市场基本面背景下更有希望有所表现。而很多属于现代服务业的行业板块正符合这个特征。

二、具体行业选择*

综上所述，我们认为可能受益相关服务业板块包括（但不局限于）：文化传媒、软件、环保、物流交通、医疗教育服务、安防监控、商业地产等。

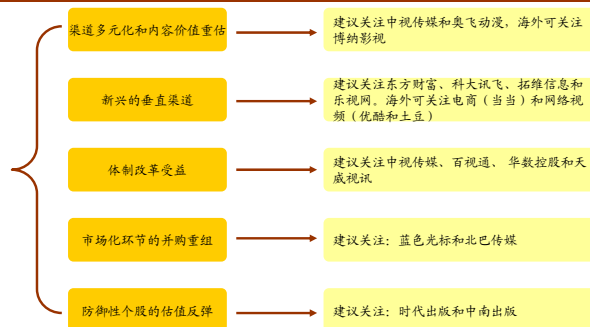
文化传媒行业

文化产业是“十二五”规划的重要内容。不论是金融危机时期的产业振兴规划，还是之后的发展规划，文化产业都是重要内容之一，充分表明，发展文化产业已经成为国家战略。2009 年中央政府出台了《文化产业振兴规划》，发展文化产业被提升到国家战略的高度。2010 年 3 月，中国人民银行会同中宣部、财政部等九部委联合发布《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》，明确提出支持处于成熟期、经营较为稳定的文化企业在主板上市。2011 年 3 月的“十二五”规划中更是首次提出“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”。2011 年 10 月，六中全会审议通过了《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》，深化文化体制改革将进一步理顺管理体制，在制度层面解决一些束缚行业发展的问題，促使文化产业真正迈入大发展大繁荣的阶段。因此，“十二五”期间，中国将继续推进文化体制改革。

相关行业趋势稳步推进：渠道多元化和内容价值重估/新兴的垂直渠道/体制改革受益/市场化环节的并购重组/防御性个股的估值反弹。中金行业分析员认为展望 2012 年，以下五个趋势不容忽视：1）渠道多元化和内容价值重估。目前互联网，移动互联网，数字出版、IPTV，网络电视等等发展迅速，渠道多元化已经不可避免。同时，在渠道多元化背景下，被压制的内容价值有望得到恢复，版权价值问题也将受到重视。2）新兴的垂直渠道。互联网产业处于新一轮的变革期，随着新业务和新商业模式的出现，互联网产业赢家通吃将告一段落，垂直行业面临较好的发展机会。3）体制改革受益股。随着文化体制的进一步深入，我们预计改制预期会从出版业逐步向有线网络，报业以及电视台扩算，同时三网融合也会向进一步向纵深发展，虽然以上行业由于意识形态上的敏感性，改制和融合不会很顺利，过程中也可能出现反复。4）市场化环节的并购重组。这些环节包括市场营销、广告经营、图书策划等非文化/传媒产业的核心环节。这些市场产业规模从数百亿到上千亿不等，但行业高度分散，领军企业市场份额一般仅在个位数。5）防御性个股的估值反弹。主要是出版/发行企业，作为改制主力军，将是各项财税金融政策的主要受益主体。行业增长稳定，但多业态扩张以及教育体制改革有机会改变个别企业的增长前景。

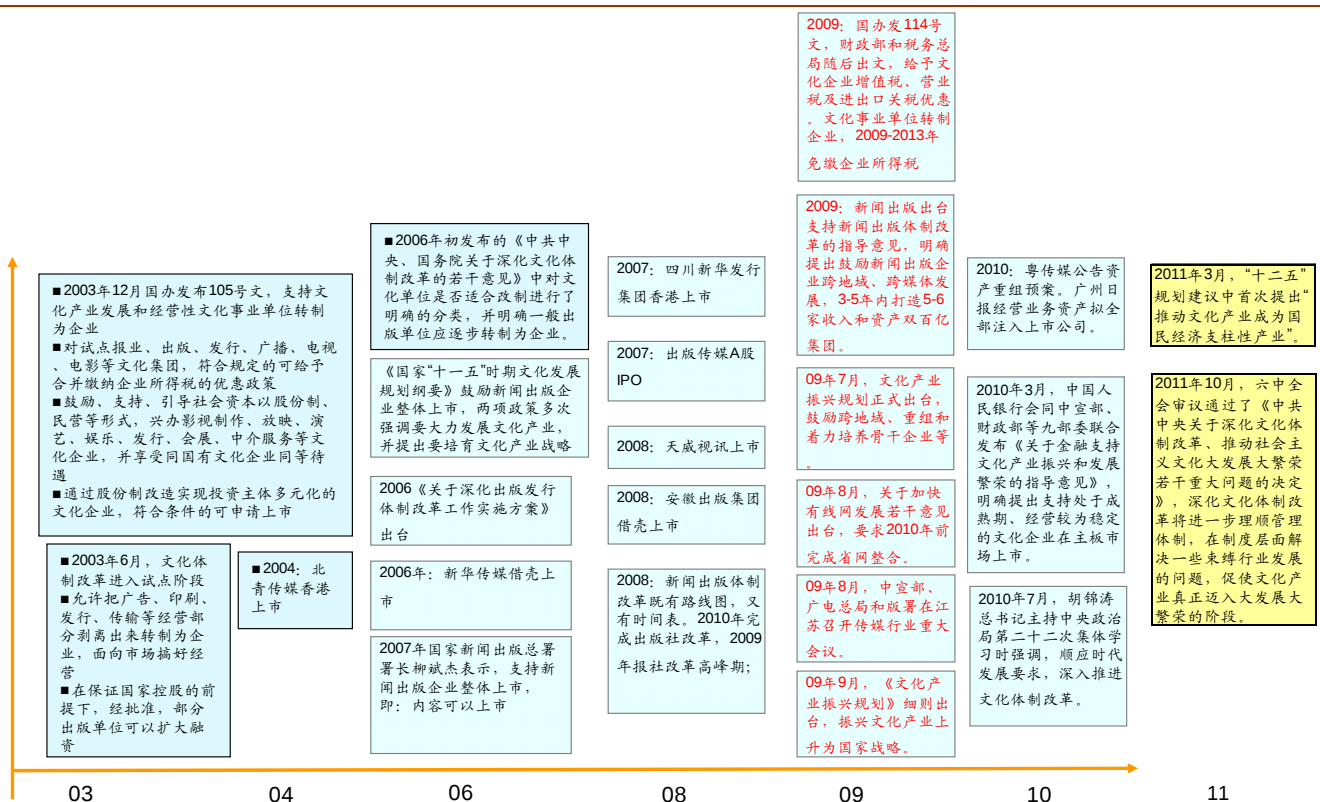
* 以下部分内容来自中金公司行业分析员

图表 26: 文化传媒行业中长期发展趋势及相关受益个股



资料来源：中金公司研究部

图表 27: 文化体制改革



资料来源：中金公司研究部

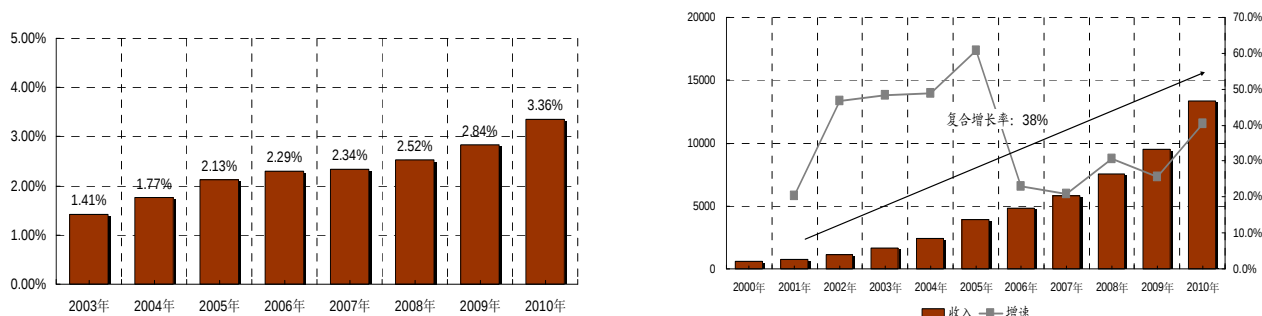
软件及服务行业

中国的软件及服务产业在过去 15 年取得了飞速发展。整个行业的规模和能力得到了极大提升，个人和企业投资行为均发生了重大变化。从“只注重硬件忽视软件与服务”、“以硬件带动软件销售”或者甚至“购买硬件送软件”发展到“软件与服务成为发展的核心和主要投资方向”。IT 用户对于 IT 需求已经转变成基于自身业务发展所需 IT 作为其重要的支持作用，因此各个行业对于基于其自身行业发展特点所需的应用软件，连接应用软件和底层操作软件之间的中间件，跨行业的管理软件以及基于现有系统的专业化服务呈现出旺盛的需求。但与美国相比，我国各行业对 IT 方面的应用还有很大的进步空间。

中国的软件和服务产业正处于高速发展的成长期。“十二五”期间是中国经济转型的关键时期，中国需要转变由廉价劳动力为主的生产加工模式，而提供具有自主知识产权，高附加值的生产和服务模式。随着人力成本的不断上涨，以及提高自主核心竞争力的双重压力，IT 应用软件和专业化服务的价值和作用则更加凸显。“十二五”规划要求各行业和企业进一步深化信息技术在其研发设计、生产、流通、管理和人力资源开发等关键环节上的应用，促进信息技术从单项应用向综合集成转变，这对工业软件和行业解决方案提出了更高要求和更多需求。

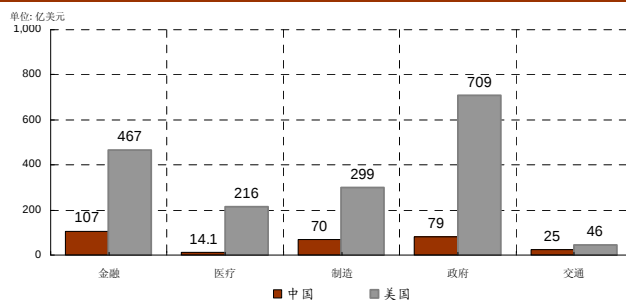
即将出台的软件及服务“十二五”规划将成为催化剂。软件及服务行业“十二五”规划的细则即将出台，更多、更具体的扶持政策将会惠及整个行业及各细分领域龙头企业。行业分析员认为如下四类企业将会在未来的发展中更胜一筹：1) 行业龙头：在行业内拥有超过15年以上的经营历史，具有进入行业早、经验丰富、产品覆盖范围广、客户关系紧密等优势，同时在信用等级、政策扶持方面也具有中小企业无法获得的优势，因此在规模、人才吸引、资金、收并购等生产要素获取就会拥有得天独厚的优势。2) 细分领域领导者：专注某个行业，在该行业进入早，伴随这行业一起发展，与客户之间结下深厚的感情，对于行业的理解深刻，能够较好的把握该行业未来信息化发展的方向，可替代概率小，进入门槛高。3) 技术领先：作为IT软件和服务型企业，技术的水平和创新能力决定这企业未来发展的空间和命运，技术领先型的企业可以拥有较强的议价能力、盈利水平较高、竞争优势明显、客户依赖程度高、发展潜力巨大等优势。4) 盈利模式突出：IT软件和服务处于IT行业的中间阶段，因此会受到上下的制约，因此具有独特的业务模式，将会使企业的竞争优势和盈利水平大大提高。

图表 28: 2003-2010 年中国软件行业收入占 GDP 比重 (左) 和 2000-2010 年软件产业收入 (亿元人民币) (右)



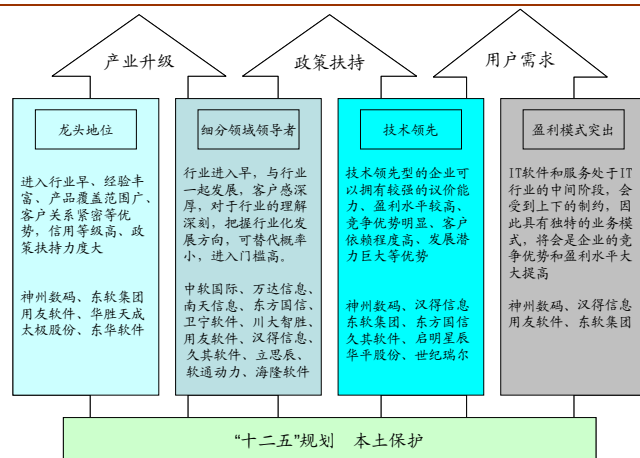
资料来源：商务部，中金公司研究部

图表 29: 2009 年中美重点行业 IT 支出比较



资料来源：中金公司研究部

图表 30: 软件及服务行业投资逻辑及可选公司



资料来源：中金公司研究部

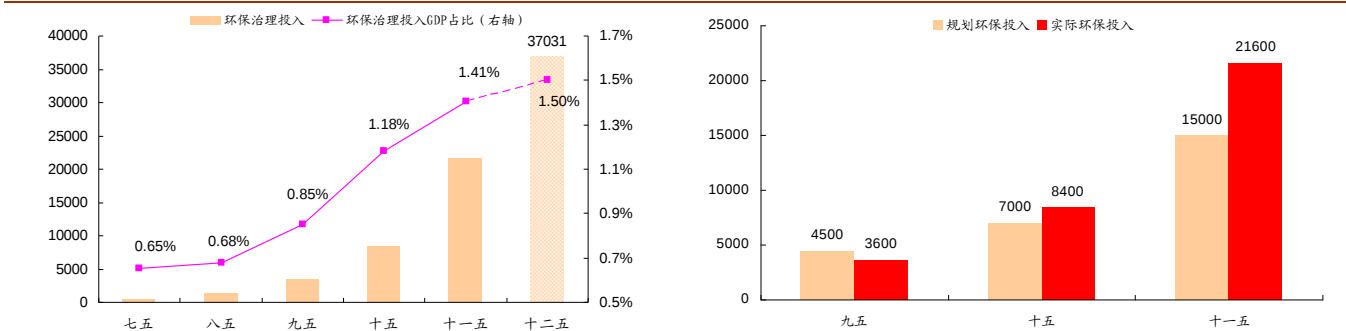
环保行业

预计十二五期间环保投入达3.7万亿，万亿市场空间蓄势待发。“十五”以来，我国环保治理投入GDP占比快速提升至1%以上：“十五”1.2%，“十一五”1.4%；同时，实际环保投入开始超越环保部规划值。按照“十一五”环保治理投入占比GDP1.5%的水平测算，结合“十二五”规划年均GDP7%的增速，预计“十二五”期间环保治理投入将达到3.7万亿元，较“十一五”同比增71%。

近期有关环保的政策性文件频频发布，为即将发布的环保业“十二五”规划预热。先是国务院印发《“十二五”节能减排综合性工作方案》、《国务院关于加强环境保护重点工作的意见》，随后环保部下发了《全国地下水污染防治规划（2011-2020年）》等，让“环保”成为市场持续关注的热点。11月9日，环保部又正式公布了《“十二五”全国环境保护法规和环境经济政策建设规划》，明确表示要将严重污染环境、大量消耗资源的商品纳入消费税征收范围，选择防治任务重、技术标准成熟的税目开征环境保护税，并逐步扩大征收范围。环保部副部长吴晓青在世界低碳与生态经济大会暨技术博览会上表示，我国正以环保服务业为龙头，大力发展环保产业，预计“十二五”期间环保投资将超3万亿元，环保产业将保持年均15-20%的复合增长率。

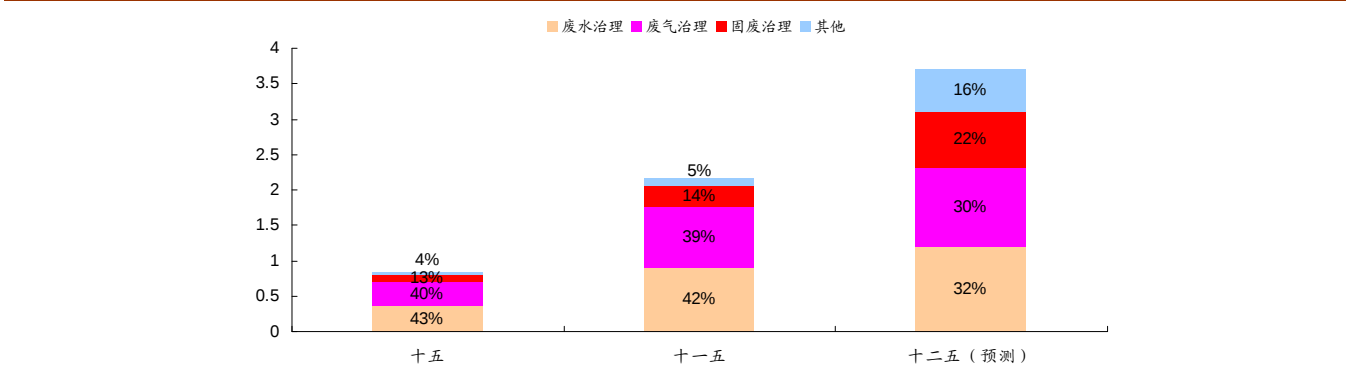
从各治理领域的市场化程度及政策出台的难易度来看，行业分析员最为看好1)废气治理领域的脱硫、脱硝市场爆发：拥有实践经验的企业将最先分享该市场的发展。2)亦看好污水提标市场的全面启动：拥有先进技术的企业市场拓展能力最强。3)而固废、土壤修复以及监测设备市场仍待政策完善，盈利模式尚在探索阶段。

图表31：十五以来环保治理投入GDP占比达到1%以上（左）和十五以来实际环保投入超越规划值（右）



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表32：十二五废水、废气治理仍为环保治理投入的主要方向



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 33: 环保类上市公司业务领域划分一览

涉足领域	上市公司	龙源技术	碧水源	首创股份	国电清新	九龙电力	永清环保	维尔利	富春环保	桑德环境	南海发展	兴蓉投资	国中水务	盛运股份	龙净环保
废气治理	低氮燃烧	✓													
	干法半干法烟气脱硫				✓									✓	✓
	SCR 催化剂					✓									
	常规脱硫脱硝					✓	✓								
废水治理	膜生物反应器		✓												
	垃圾渗滤液处理							✓							
	常规水处理			✓							✓	✓	✓		
固废治理	污泥处理								✓		✓				
	常规固废处理			✓						✓	✓			✓	

资料来源：公司公告，中金公司研究部 注：亮色标注部分为中金覆盖公司

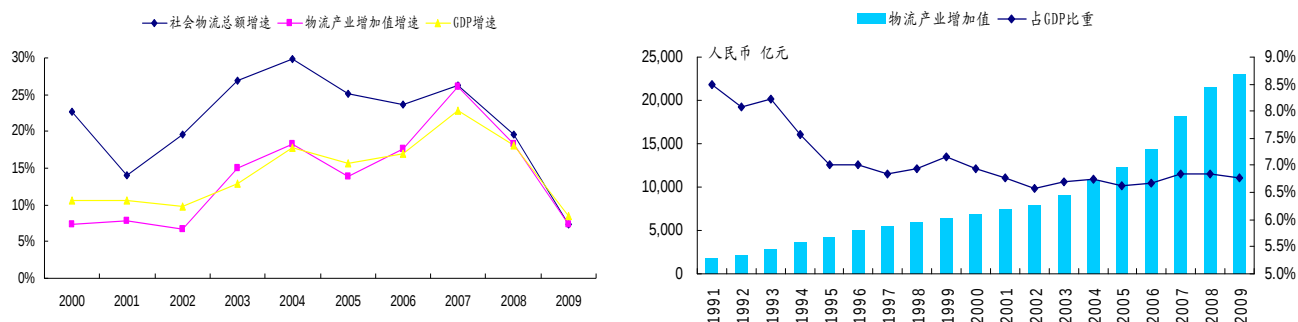
物流行业

当前中国物流整体处于发达国家 80 年代水平。过去十年，中国物流体系发展缓慢，整体效率低，管理费用高。中国物流产业增加值增速明显低于社会物流总额增速，甚至略低于同期 GDP 平均增速，表明我国物流行业以低端物流为主，成长相对滞后，对 GDP 的贡献不断下滑。物流产业增加值占 GDP 比重从 1999 年的 7.2% 下降至 2009 年的 6.8%。低附加值的生产结构延续了十余年的惯性增长，现有的物流体系适应简单的工业生产，但无法满足经济结构调整、产业升级和发展服务业的要求。从发展阶段来看，基本处于发达国家 80 年代同期的水平。

物流行业迎来全面发展长周期。目前物流行业的落后和低效反而预示着行业巨大的发展空间。“十二五”时期中国经济发展的主线是“加快转变经济发展方式”，而物流的使命即在于更好地承载经济的发展。物流业在中国经济三大产业中均能发挥重要作用：稳定农业（冷链物流和农超对接），做强工业（专业第三方物流、供应链管理、物流相关设备及物联网应用），做大服务业（物流产业链延伸和商业物流服务），也就是物流业发展的主要机会。

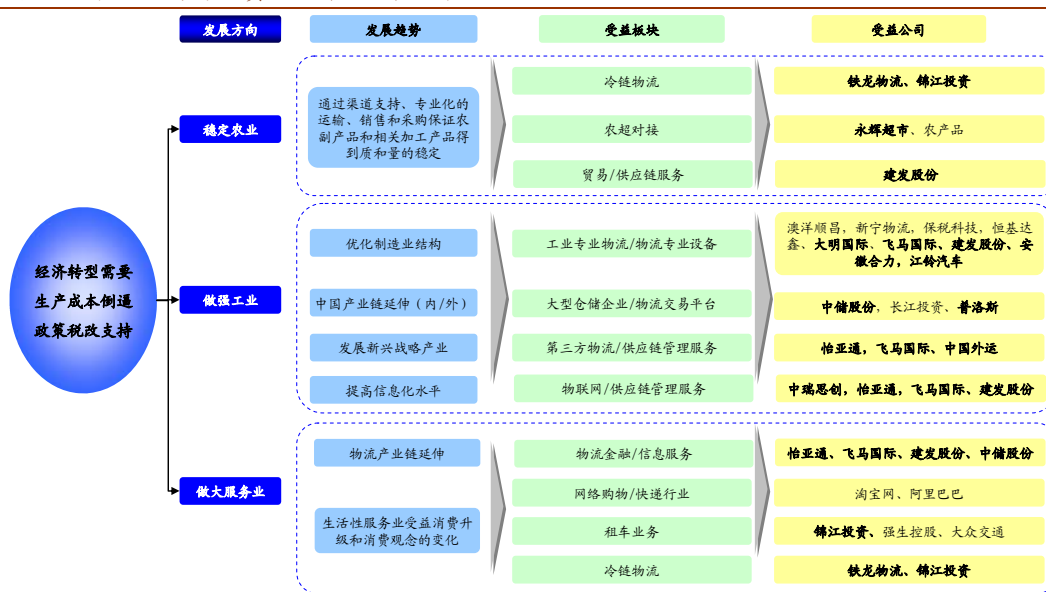
政策和税改带来经营环境改善。10 月底国务院召开常务会议决定深化增值税制度改革试点，会议决定，从 2012 年 1 月 1 日起，先在上海市交通运输业和部分现代服务业等开展试点，在现行增值税 17% 标准税率和 13% 低税率基础上，新增 11% 和 6% 两档低税率，试点行业原营业税优惠政策可以延续，并根据增值税特点调整，纳入改革试点的纳税人缴纳的增值税可按规定抵扣。这一改革对物流行业收入增长和成本下降均有利好影响，一方面可以减少营业税重复缴纳，不仅降低行业整体税负，亦可促进产业链的业务细分和业务分包，另一方面，促进了物流机器设备的进项税抵扣，减少物流企业税负并增加新购设备和设备升级的意愿。未来如果能够广泛推进，将对物流行业的经营环境带来改善。

图表 34: 物流产业增加值增速较低（左）和物流产业增加值占 GDP 比重下滑（右）



资料来源：中国第三产业统计年鉴，中金公司研究部

图表 35：中国物流行业主要的投资机会和主要标的



资料来源：中金公司研究部

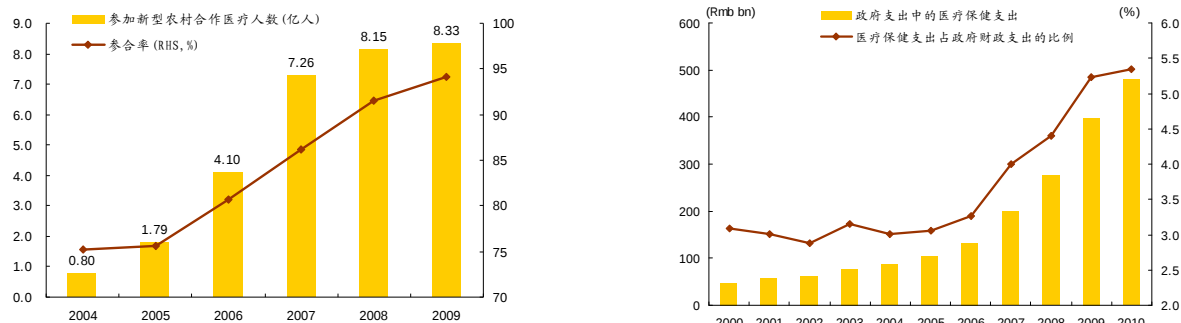
医疗保健行业

结构转型中的成长契机。过去，中国由于社会保障体制的缺乏，居民医疗保健方面的需求受到了一定抑制。但是由于看病与医药方面费用昂贵，居民在医疗保健方面的支出占比并不低。随着经济转型的逐渐深入，居民收入水平的提高将使得居民对健康状况的关注度日益提高，另外，政府投入的加大也将使得医改逐步实现，医保覆盖的面积更大更完善。中国人口老龄化的趋势正在逐步显现，60 岁以上年龄的老年人口占比逐渐增加，对医疗方面的服务需求也将进一步增加。

政策推进医疗改革。2010 年 11 月，工业和信息化部、卫生部、国家食品药品监督管理局等三部门联合印发了《关于加快医药行业结构调整的指导意见》。该意见着力于“创新 + 并购重组”，推动医疗行业集中度提升和发展战略分化。2011 年 11 月，李克强副总理在《求是》杂志上发表重要文章《不断深化医改推动建立符合国情惠及全民的医药卫生体制》，突出了医改的重要性和紧迫性。生物医药产业“十二五”规划即将出台，根据规划，未来 5 年医药产业产值复合增速 23%，仍然处于快速增长趋势中，到 2015 年形成 3.6 万亿规模。作为七大战略新兴产业之一，生物医药行业发展将受到支持鼓励，行业将沿着规范、集中、创新的方向继续前进。

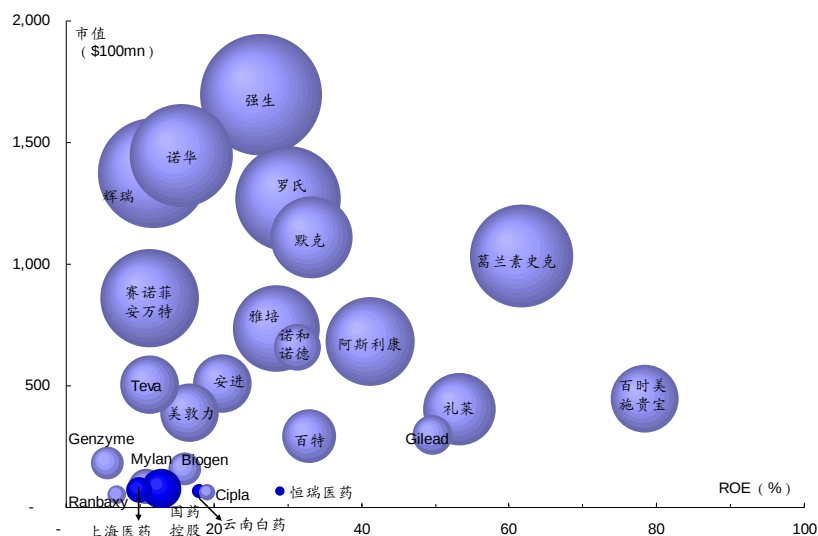
看好医疗保健行业的中长期发展机会。过去 40 年，中国医药市场获得了持续稳定的成长，领先企业的市值也已经达到 400-500 亿元之间。但跨国企业依托高端研发和全球化战略，建立了庞大的制药帝国，领先企业市值规模都是千亿美元以上，而中国的制药行业，目前领先的公司市值仅与印度领先企业相当，都未达到百亿美元，差距明显。中长期来看，随着政府加大中国医疗卫生行业建设投入，随着新医改进入到机制改革深水区，随着行业发展将实现转型调整，中国的医疗保健行业将迎来系统性成长机遇。从子行业来看，生物制药依靠创新引领未来，医疗器械步入综合化扩张之路，医疗服务短期借政策东风，值得关注。

图表 36: 新型农村合作医疗迅速推广 (左) 和政府医疗保障支出绝对额和占比快速提升 (右)



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 37: 全球医药企业规模对比



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 38: 医疗保健子行业及其驱动因素和代表公司

行业驱动因素		代表公司
生物制药	技术创新最为活跃的领域，政策鼓励以及资本支持给产业发展带来更多活力。医改后，医药将更加侧重于重大疾病的诊断预防和治疗，将极大带动相关产品的需求。	沃森生物、华兰生物、科兴生物、天坛生物、科华生物、成大生物、通化东宝、中信国健、上海莱士
医疗器械	国家基层医疗建设给中低端产品带来需求，家用器械市场兴起拉动便携电子产品发展。在产品创新和产业升级帮助下，进口替代是长期趋势；横向并购整合将帮助优势企业走向综合发展之路。	山东威高、迈瑞医疗、鱼跃医疗、康辉医疗、微创医疗、乐普医疗、阳普医疗、微创医疗
医疗服务	国家推进公立医院改革，建立多元化医疗服务体系，为专科医院服务打开发展空间。得益于中国巨大和多样化的医疗需求市场，医疗服务未来有巨大发展潜力。	爱尔眼科、通策医疗、泰和诚
化学制药	化学制剂 普药	推行基本医疗保障和基本药物制度是普药面临最大机遇，在这片红海市场中，竞争将推动规模化 and 集采型企业产生
	品牌专科药	发病趋势变化给品牌专科药带来额外的需求空间，而医保覆盖和支付能力提升加大支持了对品牌药物的需求，企业研究实力增强和政策对创新的支持将加速行业发展
	化学原料药 大宗原料药 特色原料药	市场化定价给原料药提供了更为自由的竞争环境，战略明晰、执行力强的企业通过不断升级中胜出
	中成药 品牌中药 现代中药 中药饮片	依托传统品牌的中药具有消费属性，其定价和品牌拓展具备较大弹性，能够享受消费升级带来的发展机遇。以创新为托，现代中药产品治疗效果更具针对性，受到国家创新和严格的监管，未来发展将更规范。消费升级是饮片发展的推动力，而产业链整合过程中将诞生行业领导企业
医药商业	医药分销 医药零售	受到国家政策和并购扩张推动，行业集中度迅速提升。医改给流通渠道带来更多增值服务空间，并将推动药品消费逐步从医院转移到零售终端。
行业制约因素	改革过程中，政策性限价对大部分制剂产品和医疗器械都是偏负面，而公立医院改革也给药品消费带来不确定性的影响。对于原料药产业，产业结构调整政策以及人民币升值带来了压力。	

资料来源：中金公司研究部

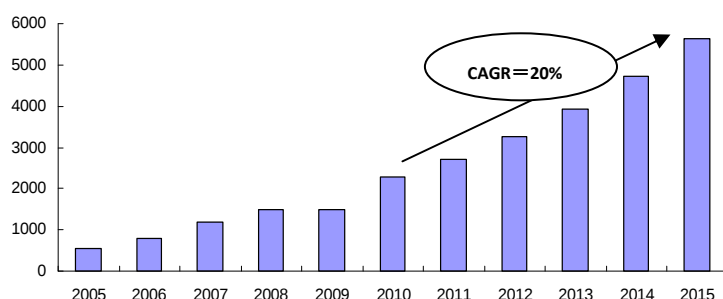
安防监控行业

安防行业“十二五”规划：产值翻倍，2015 年达 5000 亿元，在平安城市、行业应用和工业应用三个市场具有巨大的市场潜力。安防行业主要包括安防设备、安防工程及运营服务三个部分。2010 年中国安防行业总产值 2270 亿元中，安防设备约占 1000 亿元，安防工程约占 1150 亿元，运营服务约占 120 亿元，三个部分占比分别为 44%、51%和 5%。安防设备又分成电子类安防产品与实体类安防产品两大类。电子类安防产品中，视频监控产品产值约 400 亿元，占电子类安防产品的 55%，占安防设备产值的 39%，占当年安防行业总产值的 18%，是安防产业链中产值最大、行业发展最快的行业。“十二五”我国的安防产业将迎来又一波高峰，《中国安防行业“十二五”发展规划》日前正式获批：到“十二五”末期实现产业规模翻一番的总体目标。年均增长率达到 20%左右，2015 年总产值达到 5000 亿元，实现增加值 1600 亿元，年出口交货值达到 600 亿元以上。安防产业下游应用十分广泛。其中最大的推动力来自政府，不管是平安城市还是科技强警项目，都是上千亿的投资规模。其次来自行业应用，如视频监控系统在金融、交通、电力、电信等行业被广泛应用；再次来自民用市场，与发达国家相比，我国的民用市场尚处于初级阶段，市场渗透率很低，蕴含着无限商机。

规模效应与品牌溢价是行业竞争逻辑。安防行业目前是海康威视和大华股份双寡头垄断格局，这是由行业属性决定的规模效应和品牌溢价。能否有 2000 人的研发团队是规模效应的体现之一。与 TI 交流，发现海康和大华占其采购额的 95%的份额，说明在中高端领域两家的绝对竞争地位，对芯片厂商来说，客户规模是影响成本的至关重要因素，因此海康大华采购价格比其他厂商的一半，是规模效应体现之二。随着安防行业技术创新加速这一趋势日益明显。从下游客户角度，在以政府采购为主、对安全高度重视的行业中，品牌至关重要，而能否有强大的销售网络亦非常重要。因此，对于规模效应和品牌溢价的分析很好的解释行业的高集中度、高利润率的格局。

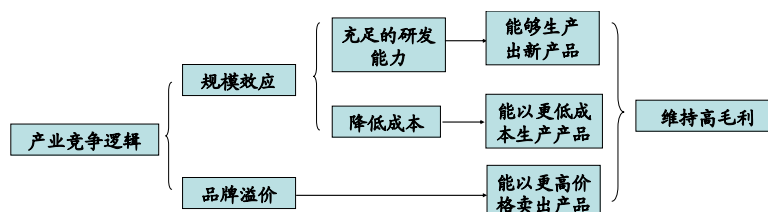
“高清化智能化”与“安防运营”是行业成长逻辑。高清化与智能化的发展提升业绩预期。与产业链上下游调研，高清化是未来 1-2 年的趋势，智能化是未来 3-5 年的趋势。高清化的意义在于提升 ASP，高清摄像头价格是标清的 3 倍。同时高清化带动 DVR 向 NVR 的升级。智能化的意义在于提升产业链价值，从被动的图像输入转向根据输入图像进行处理和反馈。智能化的另一层意义在于上游厂商在行业地位提升。**安防运营业务提升长期估值水平。**在消费电子领域我们强调垂直一体化，苹果和三星的成功是沿着垂直一体化的方向发展。而安防行业最大的优势在于技术创新不断进行，我们相信未来掌握上游的厂商更能做好垂直一体化、向下游延伸。

图表 39：我国安防行业产值（单位：亿元）



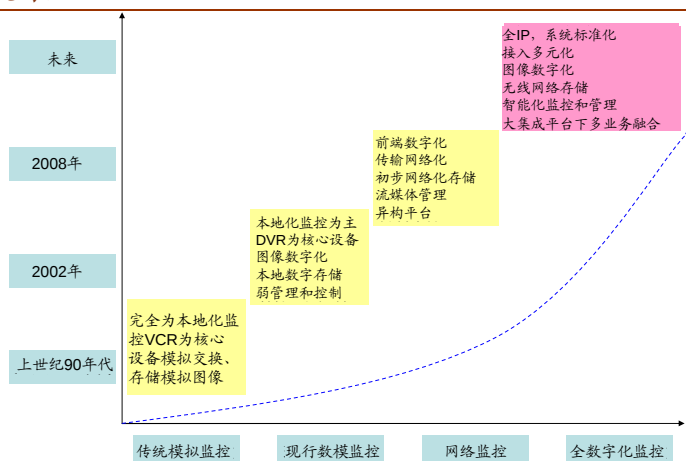
资料来源：安防产业“十二五”规划，中金公司研究部

图表 40：两大竞争逻辑是安防厂商维持高毛利的根本



资料来源：wind，中金公司研究部

图表 41：四代视频监控系统对比



资料来源：公司网站，中金公司研究部

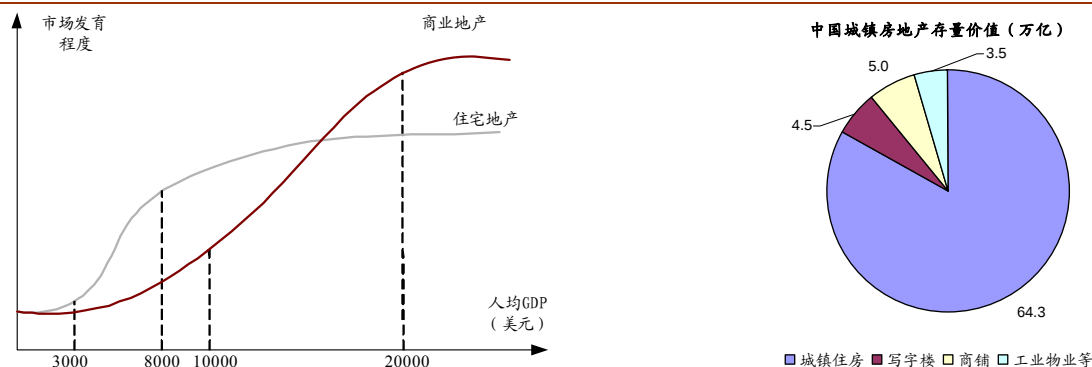
商业地产行业

发展服务业的建设需求也将拉动商业地产的发展。虽然短期内服务业发展对于整体 GDP 增长的拉动作用是较为微弱的，但不能忽视的一点是，发展服务业所需要的各种建设需要，比如建设新的产业园区、商务区、商业文化设施、物流设施、教育医疗设施等，都会成为拉动我国基础设施建设和以商业地产为核心的新一轮房地产投资的动力，而通过商业地产，地方政府也能继续维持其卖地收入，银行贷款也能找到新的房地产投资项目。因此，短期看，反而可能是这一块的投资建设对于 GDP 的实际拉动作用要来得更为明显一些。因此，相比保障房建设，地方政府对于发展服务业和与之相关的商业地产的积极性要高很多。

中国商业地产现状：1) 存量少：城镇人均零售物业面积 0.9 平方米，人均写字楼面积 0.9 平方米；在城镇房地产存量当中，商业物业面积占比 8%，价值量占比 17%，均大幅低于欧美和亚洲主要经济体。2) 质量差：零售物业中 65% 属于低端物业，写字楼中甲级物业少且楼龄长，工业物业中 70% 以上无法满足现代工业需求。3) 价格低：商业物业价格水平显著落后于经济发展水平，特别是一线城市零售物业。4) 租金基本合理：租金水平与经济发展水平基本协同。5) 租金收益率高，但资产升值收益率一般，两项加总的总收益率尚可。5) 持有成本基本合理：若以物业市场价值为基数计量，中国商业地产年持有成本约为 0.8%，与国际相比基本合理。

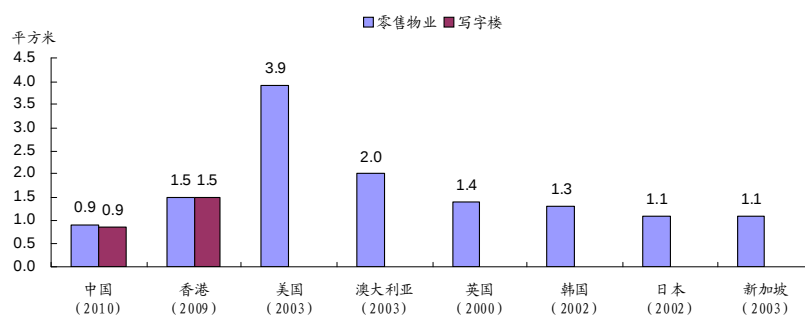
中国商业地产将加速发展。1) 经济发展规律：国际经验表明，人均 GDP3000-8000 美元是商业地产的起步期，8000 美元之后进入加速发展期。未来十年，中国人均 GDP3000-8000 美元的城市数量将从 200 座增加至 320 座，8000 美元以上城市将从 28 座猛增至 177 座。2) 城市发展规律：城市化率 50%-70% 是大城市商业地产发展的黄金阶段，目前中国刚好跨入 50% 关口。3) 人口变化规律：中国适龄购房人口占比已走入下降阶段，未来将进入老龄化和消费型社会，意味着住宅市场趋于稳定，商业地产将完成接棒。A 股相关的商业地产上市公司有金融街、浦东金桥、中国国贸、北辰实业等。

图表 42：中国处于商业地产快速发展的黄金期（左）和我国商业地产的价值量占比依然过低（右）



资料来源：CEIC，Wind，中金公司研究部

图表 43: 我国人均商业地产面积落后于全球



资料来源: CEIC, Wind, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED