



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

组合与量化策略

研究部

汪超¹

分析师，SAC 执业证书编号：S0080210090003
wangchao@cicc.com.cn

2012 年市场流动性与组合策略展望

期待制度性红利 博弈事件性 alpha

投资要点：

- ▶ **内忧外患下市场整体流动性预期不容乐观。**宏观流动性预期甚不明朗。旷日持久的欧债危机演化进程或使得资本外流及外汇占款趋势性下降；国内货币政策放松趋势随着存款准备金下调而确立；但货币增长的困局压制流动性大幅放松的预期。当前假设下，2012 年市场资金仍旧会供需失衡。根据当前假设预测 2012 年市场资金供需：资金需求约 1.2 万亿，相对确定；资金供给 1 万亿，比较不确定，受诸多因素影响。但若宏观环境没有显著改变，市场供需仍旧失衡。
- ▶ **期待制度性红利改善市场资金困局。**市场流动性改善需要两个必要条件：一是宏观环境变化导致居民资产配置重新选择股票资产；二是制度建设引入长期资金进入股票市场。货币化进程进入新的历史阶段，货币化困局推动货币调控工具改变，控制社会融资总量，调整社会融资结构，提高直接融资比例符合新进程发展的需要。疏导过去几年超发的货币存量，股票市场作为资金沉淀的“池子”效应明显。监管层制度建设已经出发。监管单位换届之后，已经推出一系列制度改革措施，包括强制分红、创业板退市、打击内幕交易和研究鼓励长期资金入市政策等，制度建设短期或由于抑制市场投机炒作而受到压制，但长期利好资本市场的建设，重新建立股票市场投融资平衡的功能，为引入长期资金进入股市作为前提准备；RQFII、中国版 401K 计划出台或推上日程。
- ▶ **博弈产业资本投资时钟把握事件性 alpha 机会。**包括上市公司集团股东、创投、公司高管及相关在内的产业资本已经占有 A 股流通市值近 50% 的比例，占自由流通市值也近 38% 比例；产业资本逐步具备与金融资本同等重要的定价权，A 股市场过去的估值体系或重新平衡。以上市公司实际控制人为主的产业资本由于资本运作需要对股价高低有不同的诉求，从而驱动一系列事件以积极推动股价向其预期方向变化；这些事件在股市牛熊周期中呈现出类时钟的周期性变化。2012 年的市场基调仍然可能是“筑底待涨”的概率较大，这样的市场环境下博弈“产业资本增持”、“高送转”、“主动业绩预增释放业绩”、“带资产交易性质的定向增发”等事件的 alpha 机会值得关注。

¹报告贡献人：李求索（liqs@cicc.com.cn），刘健（liujian3@cicc.com.cn）

目录

内忧外患下市场流动性预期不容乐观.....	4
期待制度性红利改善市场资金困局	12
把握产业资本事件时钟下的 alpha 机会.....	20

图表目录

图表 1: 海外资金 2011 年呈净流出趋势.....	4
图表 2: 美元表现为避险货币的特征将持续.....	4
图表 3: 外汇占款负增长隐含资金外流风险.....	4
图表 4: 国内“热钱”有流出迹象.....	4
图表 5: 2011 年 Shibor 整体处于高位水平	5
图表 6: 存款准备金率处从历史高点回落	5
图表 7: 2012 年公开市场到期量骤降.....	5
图表 8: 市场资金价格.....	5
图表 9: 中国与欧美发达经济体 M2/GDP 比较.....	6
图表 10: 中国与新兴市场经济体 M2/GDP 比较.....	6
图表 11: 外汇占款对广义货币供给的影响在减弱.....	6
图表 12: 银行信贷依然是广义货币增长的主因.....	6
图表 13: 社会融资总量得到有效控制.....	7
图表 14: M2 增速回归是对货币超发的“补偿”.....	7
图表 15: 2012 年资金供给需求结构预测.....	7
图表 16: 2012 年 IPO 募资约 3500 亿.....	8
图表 17: 2012 年再融资约 5000 亿.....	8
图表 18: 目前增发需求总规模仍有 6400 亿.....	8
图表 19: 券商佣金与印花税情况.....	8
图表 20: 2012 年限售股解禁情况.....	9
图表 21: 大小非减持占比.....	9
图表 22: 个人帐户数及持有市值分布情况.....	9
图表 23: 新基金发行支数.....	10
图表 24: 保险行业保费收入情况.....	10
图表 25: 社保基金资产情况.....	10
图表 26: 券商集合理财产品发行份额.....	10
图表 27: 阳光私募发行情况.....	11
图表 28: 企业年金规模统计.....	11
图表 29: 制度性因素或改变市场资金供给状况.....	12
图表 30: 各资产类别近期收益率及变化趋势（截止至 2011-11-30）.....	13
图表 31: 年度债券发行情况.....	14
图表 32: 债市目前存量 21 万亿.....	14
图表 33: 债市与股市间存在联动效应.....	14
图表 34: 401K 计划为美国股市提供了稳定资金来源.....	15
图表 35: 美国私人部门养老金资产存量.....	15
图表 36: 2000 年以来国内社保基金结余持续增长.....	15
图表 37: 国内企业年金增速放缓.....	15
图表 38: 各国企业年金在养老金中占比情况.....	15
图表 39: 企业年金在 GDP 中占比情况.....	15
图表 40: 货币存量的疏导方式.....	16
图表 41: 监管层换届后改革措施推进过程.....	18
图表 42: 产业资本持有流通股比例已经超过 50%.....	20
图表 43: A 股流通市值占比逐步上升.....	20
图表 44: A 股市场整体市盈率呈下降趋势.....	20
图表 45: 高管净减持与上证指数关系.....	20
图表 46: 主要国家估值水平比较.....	21

图表 47: 香港回购情况统计	21
图表 48: 国内股东增持情况统计	21
图表 49: 上市公司事件公告体现的股份高低诉求	22
图表 50: 股东增持股票增持至今的超额收益情况	23
图表 51: 2011 年初以来增持股东类型情况	23
图表 52: 预案公告日前 30 天至公告日的实际高送转公司与预测高送转公司的超额收益	23
图表 53: 2010 年预测高送转公司与实际高送转公司年报前 30 天相对于中小板指和创业板指的超额收益	23
图表 54: 业绩预告公告日后 7 日相对收益表现	24
图表 55: 2010 年间多因子筛选后组合表现	24
图表 56: 资产交易性定向增发在预案公告日前后超额收益表现	24
图表 57: 不同类型定向增发项目破发后回补比例情况统计	24

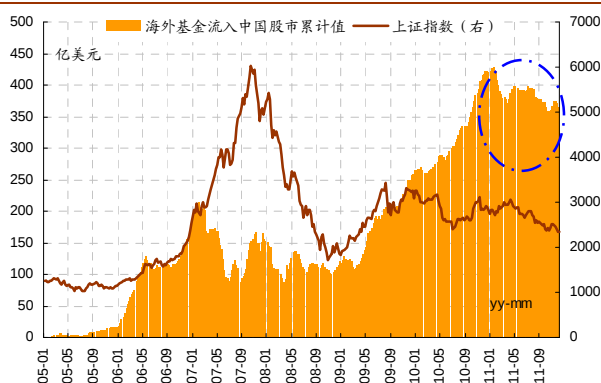
内忧外患下市场流动性预期不容乐观

一、宏观流动性预期甚不明朗

海外市场对我国宏观流动性的贡献在趋弱

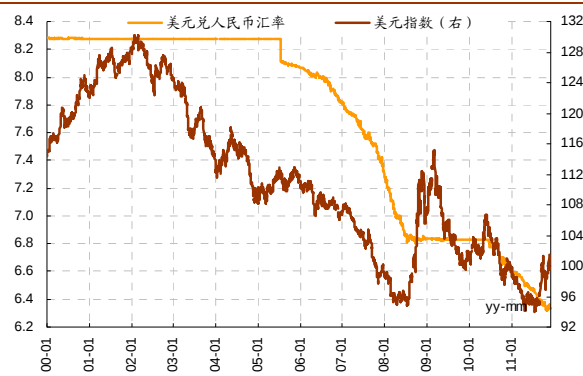
困扰海外市场的核心问题仍为欧债危机的演变和美国经济前景，从目前局势来看这两大难点仍会在很长一段时间内继续折磨着国际投资者的神经。1) 欧洲方面，欧债危机自爆发至今已历时近两年，自 2009 年 12 月危机爆发以来，“欧猪五国”的主要股指至今平均下跌了约 40%。目前危机已经从问题最严重的希腊开始向整个欧元区扩散，核心国法德亦无法幸免，今年 7 月以来短短 5 月时间股指重挫 15%。据中金海外策略组观点，在应对危机方面，欧盟已经没有太多的办法，扩大 ECB 和 IMF 的作用将对化解危机至关重要，否则欧洲的银行系统危机有随时爆发的风险，未来欧洲经济很可能会陷入衰退。2) 美国的表现则相对较好一些，尤其是近期的经济数据显示美国经济复苏已有所加快，除了消费和企业盈利的持续作用之外，一直被视为经济“绊脚石”的就业和房地产亦出现了好转的迹象。进入 2012 年，虽然大选或为经济复苏前景增加一定的变数，但从整体来看美国经济维持缓慢复苏格局的概率仍然较大。

图表 1: 海外资金 2011 年呈净流出趋势



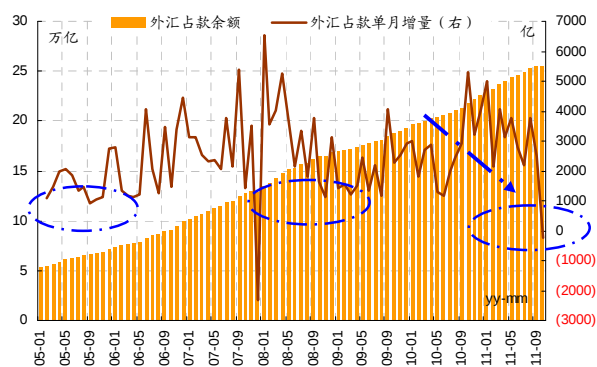
资料来源: EPFR、中金公司研究部

图表 2: 美元表现为避险货币的特征将持续



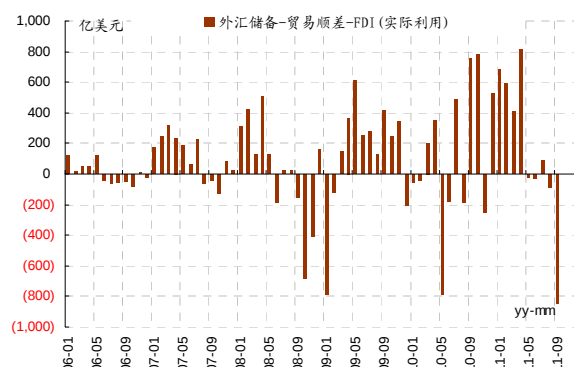
资料来源: EPFR、中金公司研究部

图表 3: 外汇占款负增长隐含资金外流风险



资料来源: WIND、中金公司研究部

图表 4: 国内“热钱”有流出迹象



资料来源: WIND、中金公司研究部

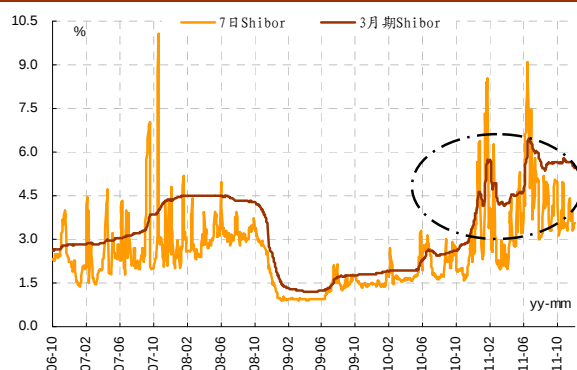
从 2011 年初至今的趋势上来看海外风险对国内流动性的影响正在逐步加深，初期仅主要表现为投资风险偏好下降使得海外基金持续净流出中国股票，近期尤其是 10 月份以来这一风险已进一步上升，近期人民币兑美元即期汇率已经是连续多个交易日触及跌停也从侧面说明了资本外逃的风险。往前看，2012 年海外风险对国内流动性的利空效应仍会持续一段时间，尤其是一季度欧元区面临偿债高峰期，市场不确定较大，海外投资者风险偏好的下降将使得资金继续从新兴市场撤退，对于中国来说，这将导致外汇占款增速的下降以及人民币升值放缓，期间不排除个别月份再次出现外汇占款减少以及汇率的阶段性的贬值。若债务问题能如同中金海外策略组的判断可以“蒙混过关”，则欧元区不确定性的下降以及美国经济的持续复苏将使得下半年风险偏好有所回升，有利于流动性重回新兴市场。

基于以上分析，我们对 2012 年海外市场对国内的影响大致判断如下：1) 整体来看，虽然人民币仍将在外汇储备、政治压力等外力作用以及自身购买力平价的内因因素上继续存在升值需求，但海外风险尤其是欧债危机引发的国际投资者风险偏好下降可能导致投资性资产继续从包括中国在内的新兴市场上撤离，2012 年的外汇占款增量或将继续减少甚至重新回到 05-06 年以及 08-09 年的底部水平。值得一提的是，即使美国在 2012 年采用诸如 QE3 等货币刺激政策来引导经济复苏，其作用也难以达到前两次产生的效果，也很难完全恢复国际投资者的信心。2) 从时间点来看，上半年尤其是一季度海外风险对中国的利空影响最为明显，之后会逐步有所改善。汇率和外汇占款可能在前期的波动之后下半年有所反弹，继续保持小幅升值及增量回升。总之，我们认为实体经济的真正回暖从根本要素来看还是需要生产力的进步。而“热钱”的流入不仅需要投资偏好的回升，还要看到国内经济环境的改善，包括房地产调控的成功、银行系统性风险降低以及经济结构顺利转型等等。

国内货币政策放松趋势已定 但货币增长困局依然压制预期

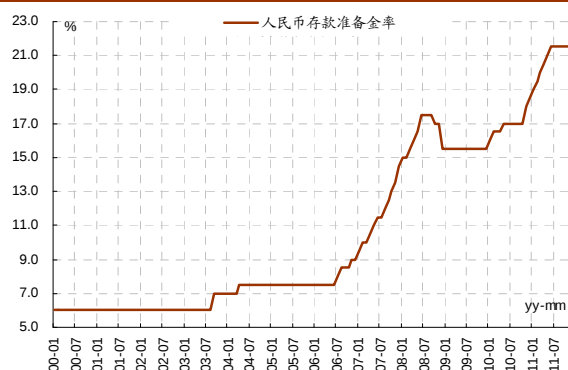
2011 年初至今央行公开市场净投放近 2 万亿，已创同期历史新高，从总量来看净投放资金已经在很大程度上对冲了此前存款准备金率上调的影响，但与此同时 2011 年的 Shibor 也处在历史高位水平，说明如此规模的公开市场投放并没有改变资金偏紧的局面。2012 年全年的公开市场到期量只有 8200 亿左右，还不到 2011 年到期的七分之一，同时在欧债危机持续和美经济缓慢复苏的影响下，2012 年仍将面临外汇占款减少的风险，目前通胀水平已过拐点，政策态度也有所改变。央行开始下调存款准备金率来对冲海外风险及保增长，因此 2012 年将进一步下调存款准备金率来逐步缓解流动性是大势所趋。在海外风险及国内经济“软着陆”的判断下，2012 年货币政策相比 2011 年呈趋势性宽松，这意味着 2012 年的流动性情况相比 2011 年将有所好转，市场资金成本将呈现下降趋势。

图表 5: 2011 年 Shibor 整体处于高位水平



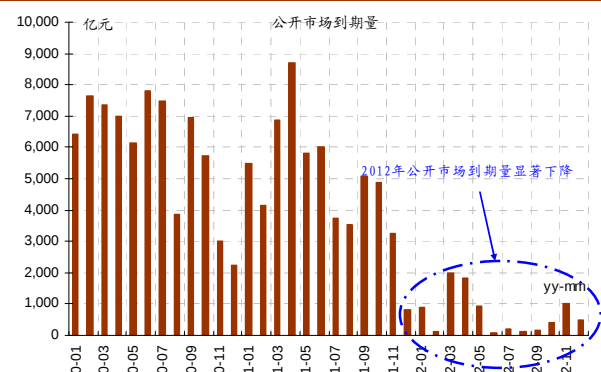
资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 6: 存款准备金率处从历史高点回落



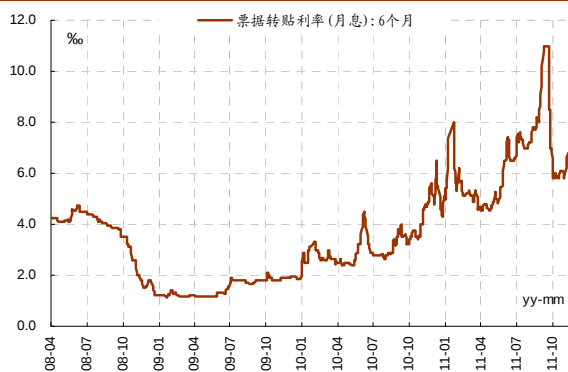
资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 7: 2012 年公开市场到期量骤降



资料来源：PBoC，中金公司研究部

图表 8: 市场资金价格

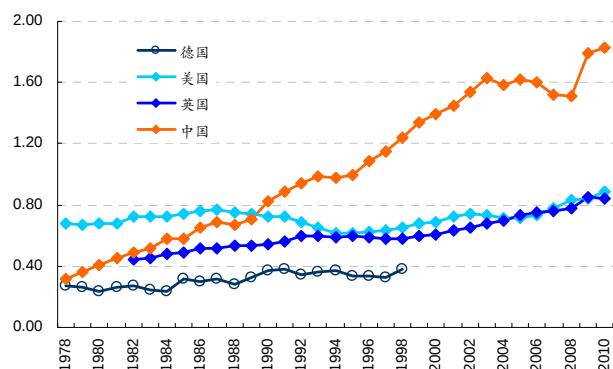


资料来源：WIND，中金公司研究部

不过值得注意的是，M2 增速上升和 GDP 的下降这将导致 M2/GDP 指标进一步上行，从图表 9,10 中可以看到，中国 2010 年 M2/GDP 的比值为 1.82，明显高于世界的平均水平，是主要国家中比值最高的。2011 年这个比值或升至 1.85，到了 2012 年，可能会进一步上升到 1.98。过高的 M2/GDP 比值对中国经济来说并不是一件好事，它会带来一系列的隐患，包括潜在的通胀压力和银行系统风险的上升，提高经济波动的幅度。回顾这轮货币困局的产生背景，我们非常理解 2008 年的金融危机导致的一个主要的“后遗症”，便是引发了中国的货币化困局，它的主要特征如下：

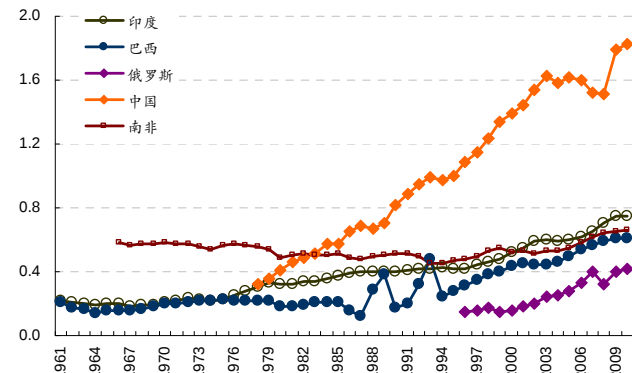
1) 截至 2011 年 11 月广义货币的存量已经达到 82.55 万亿的“天量”，通胀或卷土重来。2009 年和 2011 年近三年间 M2 新增金额超过 36 万亿，已经接近 1985 年至 2008 年 14 年 M2 的新增总额（45 万亿）。从“内生货币”的理论视角来分析中国的经济运行，可以认为，这三年 36 万亿元广义货币，是创生自 2008 年下半年决策层所发动的“4 万亿刺激计划”的实施过程，而不是央行执意超发货币的结果。虽然央行在 2010 年已经认识到了该问题的严重性，并其后试图通过偏紧的货币政策，控制 M2 增量进行解决，但按目前的增速估算，到了 2012 年，这个指标仍将达到 1.98。相比经济增长，货币超发迹象明显，这意味着刚刚付出巨大代价才控制住的通胀可能在未来随时卷土重来，从日前结束的中央经济工作会议内容来看，宏观调控基调已调整为“稳增长，控物价，调结构”，在通胀已经出现下行趋势时政策依然以“控”为主，体现了政策层对货币化困局的隐忧。

图表 9：中国与欧美发达经济体 M2/GDP 比较



资料来源：WDI，中金公司研究部

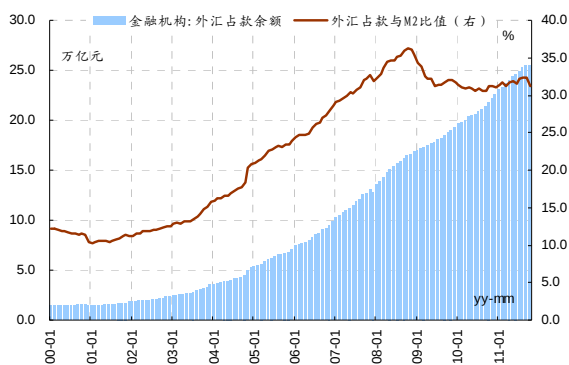
图表 10：中国与新兴市场经济体 M2/GDP 比较



资料来源：WDI，CEIC，中金公司研究部

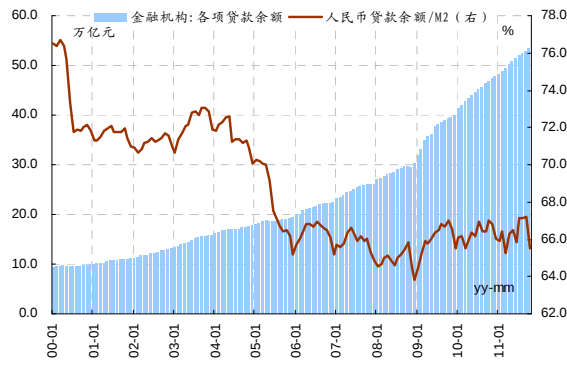
2) 本轮货币化攀升的主因是银行信贷，可目前的经济放缓又需要放松银根保增长。从广义货币供给量创生的外汇占款和银行信贷两个渠道来看，1999 年末到 2010 年末，外汇占款已由 1.48 万亿元增加到 22.58 万亿元，增长了 14.3 倍；外汇占款占广义货币的比例也由 12.3% 增长到 31.1%。据此数据来判断，这些年中国外汇储备的不断积累，确实是央行货币增发的一项主要因素。

图表 11：外汇占款对广义货币供给的影响在减弱



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 12：银行信贷依然是广义货币增长的主因



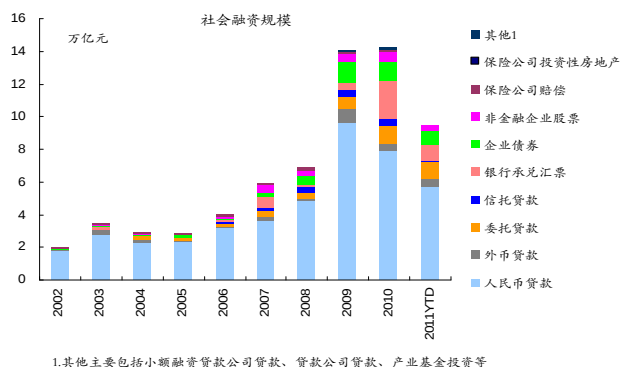
资料来源：WIND，中金公司研究部

但是，我们也可以清晰发现，外汇占款对于广义货币供给的影响自 2008 年底起开始减弱，外汇占款占广义货币的比例由 2008 年 10 月的峰值 36.2% 逐步下降至 2010 年 10 月的低点 30.6%，说明这两年来外汇占款是推动广义货币扩张的基础因素，但并不是主要动力。

从另一个角度，2008 年第四季度以来，在 4 万亿刺激经济计划促动下，各级和各地政府拼命扩大铁公基项目投资，国有企业也是大举借贷，导致各银行放贷几乎失控，使近两三年间的银行贷款绝大部分流入了国有部门和地方政府的融资平台。2009 年一年，全国的银行信贷就净增长 9.59 万亿元，同比增长了 32.99%，2010 年全年又新增贷款 7.95 万亿元。银行贷款的急剧膨胀，显然是导致中国近两年 M2 增长的主要推手。目前，经济又出现了较明显的放缓迹象，国内的主要矛盾，已经从控通胀转向稳增长，但放松银根的后果，便是 M2/GDP 的进一步上升。

目前，央行已经意识到这个货币化困局，并主动正在通过紧缩信贷以及提高直接融资占比等方式加以控制和疏导这个风险。央行在 2011 年年度工作会议正式提出“保持合理的社会融资规模”。《社会融资总量的内涵及实践意义》报告中明确提出了社会融资总量的具体统计方法：社会融资总量=人民币各项贷款+外币各项贷款+委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票+企业债券+非金融企业股票+保险公司赔偿+保险公司投资性房地产+其他；据此统计，2010 年社会融资总量达到 14.25 万亿，相比 2009 年 14.06 万亿的社会融资总量略有小幅增长，但相比 2008 年 6.86 万亿和 2007 年 5.93 万亿均增加超过 1 倍，与 2002 年 1.96 万亿的社会融资总量相比，8 年增幅达到 6.3 倍。至此，央行货币政策调控方法经历了“三步走”：1994 年提出以控制信贷规模为中间目标->1998 年提出控制货币供应量为中间目标->2011 年提出控制社会融资总量为中间目标。

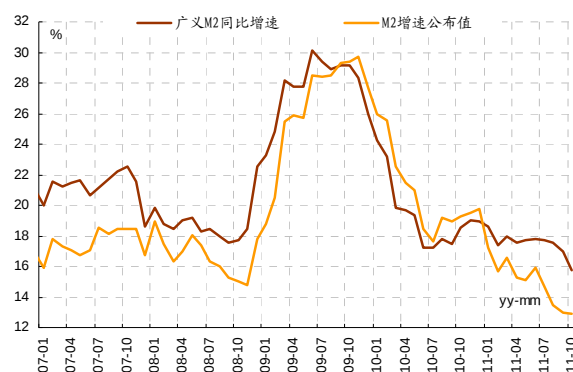
图表 13：社会融资总量得到有效控制



1.其他主要包括小额贷款公司贷款、贷款公司贷款、产业基金投资等

资料来源：PBoC，中金公司研究部

图表 14：M2 增速回归是对货币超发的“补偿”



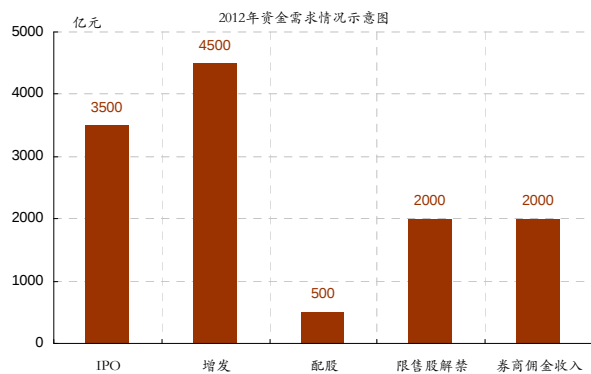
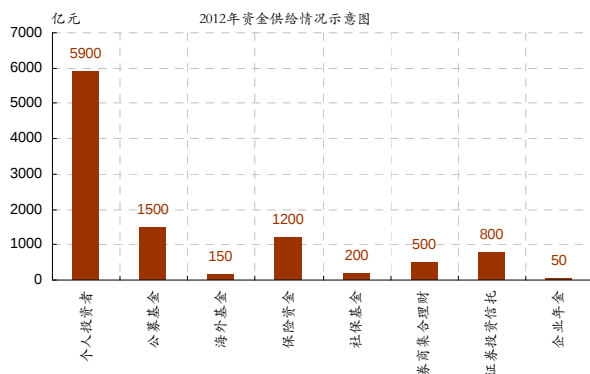
资料来源：WIND，中金公司研究部

从这个角度而言，我们认为虽然 2012 年 M2 的增速会保持在 14% 的水平，但在央行的谨慎控制下这个由紧到松的过程将会显得较为缓慢。并且据中金固定收益组测算今年 10 月份的广义 M2 仍维持在 15.76%，绝对水平并不算低。广义 M2 是基于金融机构信贷收支表的资产方得到的，大致相当于外汇占款、信贷以及债券投资总和，再减去央行财政存款。之所以提及这个指标，主要是目前银行理财产品的高发使得我们不得不考虑这些要素的影响。16% 的广义 M2 增速意味着目前的流动性并不像官方数据所表现的那样紧张，因此货币政策放缓的力度和时间也将会小于和慢于市场预期。因此，我们判断明年的流动性改善格局会逐步缓慢出现，但期待像 2008 年那样的宽松格局并不现实。

二、货币化困局导致 A 股市场资金困局 2012 年市场资金供需仍旧会失衡

基于以上对海外市场及国内宏观流动性不明朗格局的假设，我们认为宏观的货币化困局从直接和间接角度导致了 2012 年 A 股市场资金面困局。根据我们按目前信息推算的 2012 年资金供需情况来看，明年资金供给约 1.03 万亿元；资金需求量约 1.25 万亿元，全年资金大致处于平衡状态，供给资金总量略弱于资金需求，可比口径下，资金供需程度略会好于 2011 年但相差不大。

图表 15：2012 年资金供给需求结构预测



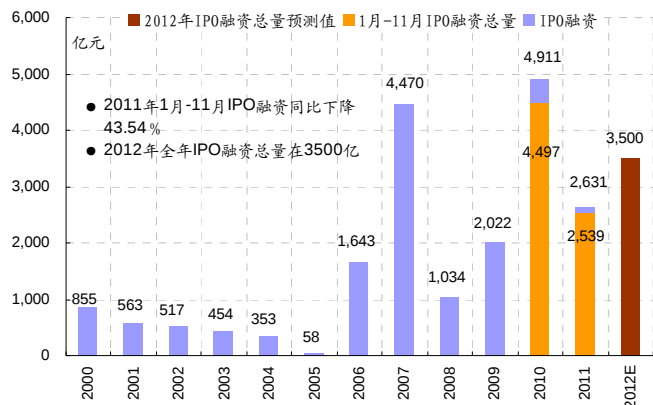
资料来源：中金公司研究部

具体来看，主要资金需求方面：

1) 2012 年 IPO 全年需求约 3000-4000 亿元

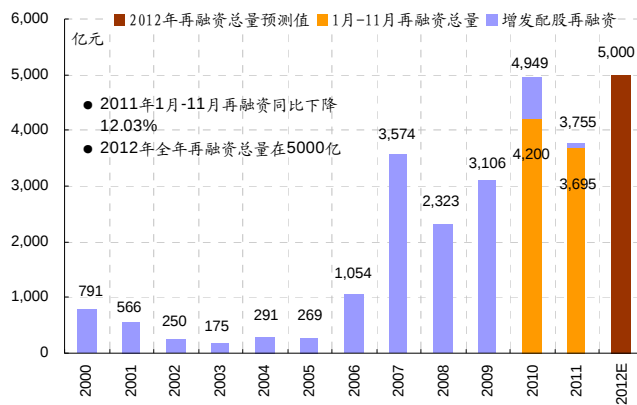
2011 年 1-11 月 A 股市场 IPO 共计募资 2538 亿元，较去年同期下降 43.5%，下降较多的因素主要源于市场萎靡下监管层控制力度的增强和企业本身融资意愿的下降。在今年已发行的 272 家首发项目中，主板尤其是募资规模较大的大盘股寥寥无几，中小盘和创业板占据了绝对比例。目前来看仍不排除中交和陕煤两支大盘股在年前上市，2011 年全年 IPO 规模预计在 3000-3200 亿左右。

图表 16：2012 年 IPO 募资约 3500 亿



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 17：2012 年再融资约 5000 亿



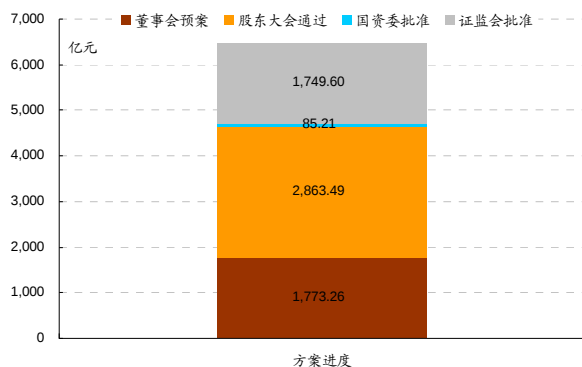
资料来源：WIND，中金公司研究部

展望 2012 年，据网易财经和上海证券报报道，中化股份计划上市募资 350 亿，中铁物资计划募资 147 亿，从流程来看，这两只大盘股明年上市可能性较大，另外，据每日经济新闻报道有银监会官员表示城商行上市“符合各方利益，只要符合标准银监会就会放行”，而据理财周报报道上海证券交易所副总经理在接受媒体采访时称“A 股国际板目前已经基本准备就绪，推出国际板目前已经不存在任何技术上和政策上的问题，只要管理层批准随时可以推出”。因此城商行和国际板仍是 2012 年首发面临的主要不确定性因素。而且从目前政策层对社会融资规模的控制力度的结构调整方向来看，社会融资总量可能会同今年相近但直接融资占比将会上升，我们认为这部分直接融资的扩容会主要针对债券市场，但对股票市场的扩容压力也不容小觑，预计全年的 IPO 融资需求将在 3000 至 4000 亿元之间。

2) 增发及配股融资共 5000 亿

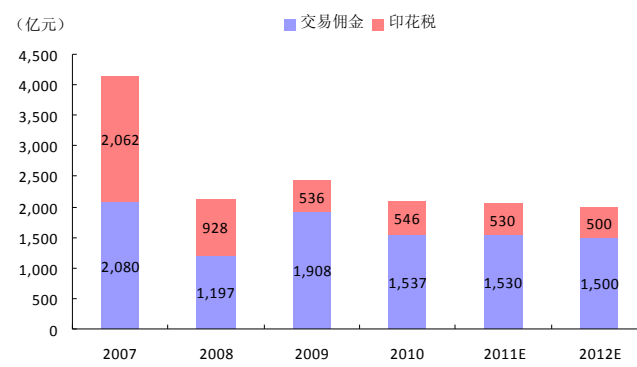
受今年偏紧信贷政策影响，企业再融资需求迅速上升，今年 1-11 月国内增发规模达到 3280 亿，比去年同期增长了 18.28%；配股融资 414 亿，较去年同期有明显下降，不过仍处历史高位水平。展望 2012 年，我们认为货币政策在通胀下行和经济下降趋势下会缓慢由偏紧恢复为中性，因此企业的资金状况迅速改善的概率较小，2012 年的再融资需求依然很大。从目前时点来看，通过增发预案的企业合计融资需求已经超过了 6400 亿元，未来再融资压力较大，另据中金银行组对目前银行板块的融资需求估算情况来看，潜在融资压力仍有 2000-4000 亿，这些资金需求可能会以债券或股市再融资的方式体现出来，因此我们预计 2012 年再融资需求可能会与今年持平甚至略有增长，约在 5000 亿左右。

图表 18：目前增发需求总规模仍有 6400 亿



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 19：券商佣金与印花税情况

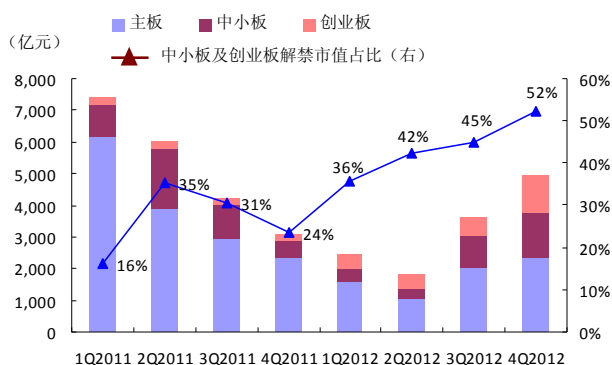


资料来源：WIND，中金公司研究部

3) 限售股解禁需求共 2000 亿

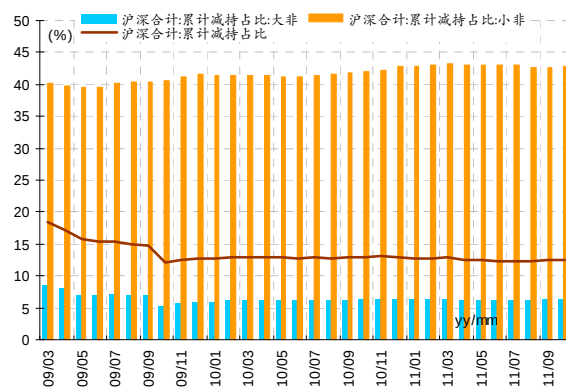
按目前的收盘价来算，今年已知的 2012 年限售股解禁市值约 1.2 万亿，小于今年的 2.1 万亿水平。不过若将今年的限售股解禁市值中排除中煤能源、中国铁建、农业银行等减持概率很小的国有限售股，其实际解禁压力应在 1.7 万亿左右，差距并不大。通过我们的统计发现，09 年以来大小非减持率一直比较稳定，维持在 13% 左右，因此预计 2012 年限售股解禁方面的资金需求约 2000 亿。来自中小板及创业板的限售股解禁在今年 12 月份出现小高潮，明年下半年平均每月 1500 亿左右的解禁规模将加剧产业资本与金融资本的博弈程度。

图表 20：2012 年限售股解禁情况



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 21：大小非减持占比



资料来源：WIND，中金公司研究部

4) 市场摩擦成本约 2000 亿

自印花税调整后 2009 年和 2010 年的印花税都维持在 500-550 亿之间，从 2011 前三季度的印花税收入推算 2011 年全年也会基本落在这一区间之内。受市场萎靡影响 2010 年和 2011 年券商佣金收入不增反减，行业总收入约 1500 亿，我们简单假设 2012 年的市场摩擦成本同样维持在目前水平，约为 2000 亿元。

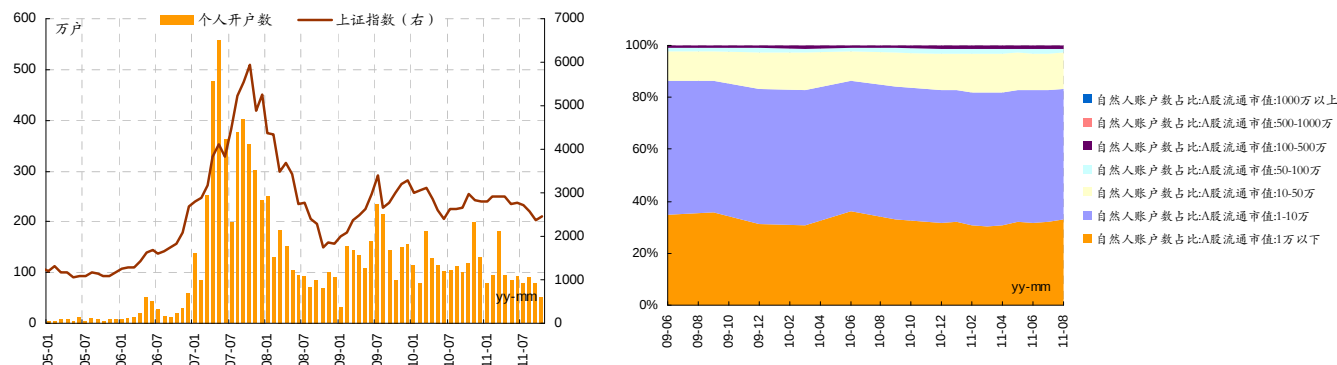
主要资金供给方面：

与 2012 年相对确定的资金需求情况相比，明年的资金供给的不确定性因素更多。

1) 个人投资者预计新增供给资金 5900 亿

2011 年 1-10 月个人投资者新增 A 股账户为 930 万，比去年同期减少 226 万，下降了 19.55%。按此增速来看 2011 年全年新增账户数约为 1180 万户。个人账户金额在近三年内一直处于较稳定的状态，近期虽然受股市低迷影响小市值账户占比有所上升，但从上升幅度来看并不明显。2012 年我们假设新增 A 股账户数和平均持有市值与今年持平，则预计 2012 年个人投资者将为 A 股提供新增资金约 5900 亿元。

图表 22：个人帐户数及持有市值分布情况

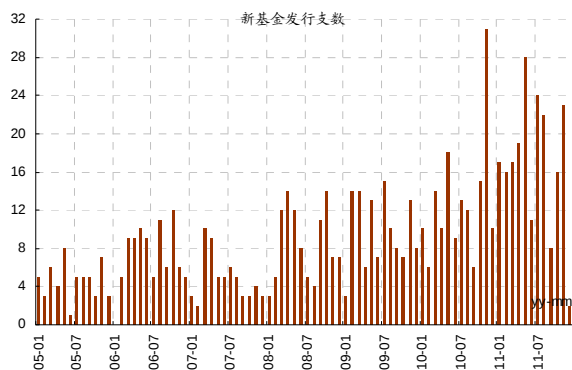


资料来源：WIND，中金公司研究部

2) 新增投入股票市场的国内公募基金约 1500 亿

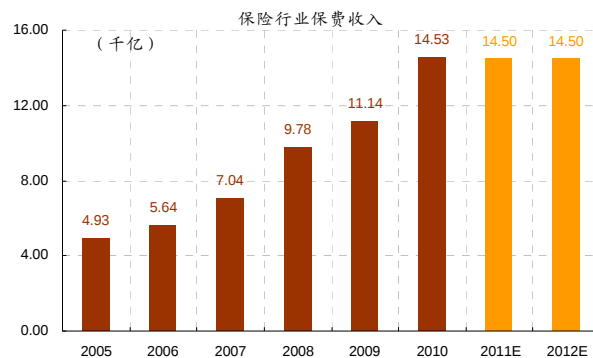
截止至 2011 年 11 月基金发行支数共 201 支，比去年同期大幅上涨了 39.58%，但平均募集基金份额却从 2010 年的 21.2 亿份/支下降到了 12.8 亿份/支。新股票型基金占比也由于市场因素出现了较明显的下滑，新基金总体募集份额同比略降 0.7%，股票型基金降幅更加明显，同比下挫 18.03%。保守假设 2012 年新基金支数同比上涨 15%，平均募集份额维持当前水平，则预计公募基金可投资金约 1500 亿。

图表 23：新基金发行支数



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 24：保险行业保费收入情况



资料来源：中国保监会，中金公司研究部

3) 海外基金供给约 100 至 200 亿

受海外投资者风险偏好下降以及国内股市持续下挫影响，2011 年至今海外基金对中国股市累计资金呈净流出状态，截止 11 月末 2011 年海外基金净流出中国金额约 59 亿美元，是为有统计以来同期净流出金额最高值。展望 2012 年，在海外市场波动下半年投资者风险偏好有继续下降的可能，不过随着一季度欧债危机风险的集中释放下半年市场投资情绪或有所上升，相比而言由于新兴市场的估值水平在前期大幅下挫下已经开始具备了一定的吸引力，而且经济增速虽有减缓但仍明显好于发达市场，因此我们认为 2012 年海外基金投向中国的资金可能会重回净流入但流入金额较 2009-2010 年会有较明显的下降，约在 100 亿元左右。

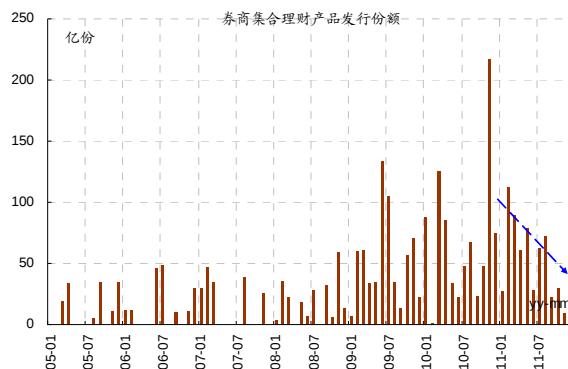
香港方面，目前香港的人民币存款额已经超过 5000 亿元，预料 2011 年底将增至 8000 亿至 1 万亿元。而 8 月李克强在港出席论坛时表示将允许以人民币境外合格机构投资者方式(RQFII)投资境内证券市场可能意味着小 QFII 有望在今年年底推出，从目前的消息面情况来看小 QFII 即使能够顺利推出但初期的规模也相当有限，据证券日报报道试点初期总额度为 200 亿元人民币，额度的 80%投资于内地债券市场，因此 RQFII 预计能为 A 股市场提供 50 亿左右的资金。

图表 25：社保基金资产情况

年份	股票投资 (亿)	委托投资 (亿)	总资产 (亿)
2005		730.29	2117.87
2006	243.39	1056.64	2827.69
2007	269.75	2069.40	4396.94
2008		2565.81	5623.69
2009		3621.15	7766.22
2010		3589.34	8566.90
2011E			9450.13

资料来源：中国社保基金理事会，中金公司研究部

图表 26：券商集合理财产品发行份额



资料来源：WIND，中金公司研究部

4) 保险资金新增供给约 1200 亿

从中国保监局的统计数据来看，2011 年前 10 月保险公司保费收入为 1.22 万亿左右，较 2010 年同期基本持平，远低于 05 年以来 17% 的行业平均增速。估算 2011 年保费收入约为 1.45 万亿，保守假设 2012 年的收入增速与 2011 年持平，其中的 85% 可用于投资，并且实际投资于股票和基金的比例约为 15%，则 2012 年的供给资金约为 1200 亿元。

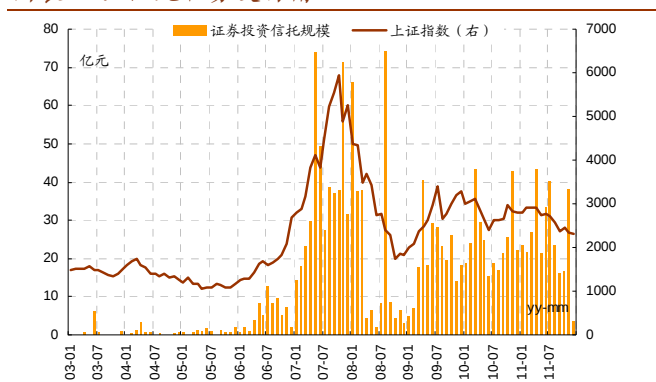
5) 社保基金新增供给 200 亿

2010 年社保总资产共计 8566 亿元，较 09 年增长了 10%，增速出现明显下降，由基金公司管理的社保委托资产共计 3589 亿元，较 2009 年有所减少。随着目前国内老龄化问题日益严峻，2011 年和 2012 年的社保基金的增速可能将继续放缓，委托投资的资产总额在近两年股市的持续低迷下也再难出现此前的跳跃式增长。假设 2011 年及 2012 年社保基金总资产增速均在 10% 左右，则预计 2012 年新增资产为 1000 亿元，由于社保资金可投资股票及基金的比例不得超过 40%，因此估计 2011 年社保基金能为 A 股市场新增供给约 200 亿元。

6) 券商集合理财产品新增供给约 500 亿

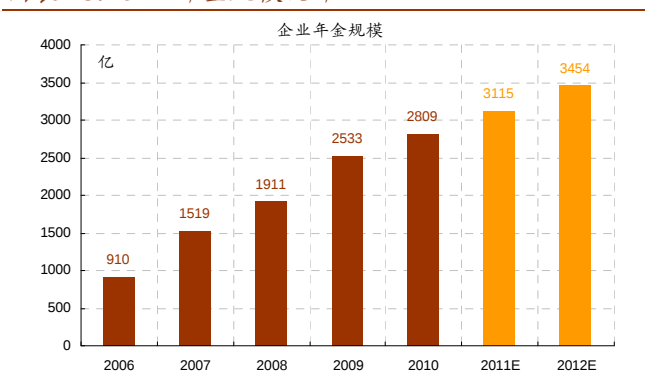
2011 年 1-11 月券商集合理财产品共发行 104 支，比去年同期增长了 20.9%，共计募资规模 585 亿份，同比增长了 7.7%。增速有较明显的放缓。按此估算 2011 年全年券商理财产品的募资份额约为 750 亿份，假设 2012 年其规模增速维持在 10% 以上，约 830 亿份左右，按 60% 的仓位测算，预计能为 A 股市场提供 500 亿左右的资金。

图表 27：阳光私募发行情况



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 28：企业年金规模统计



资料来源：人力资源和社会保障部，中金公司研究部

7) 阳光私募证券投资信托新增供给约 800 亿

2011 年 1-11 月阳光私募共发行 825 支，与去年同期相比增长了 32.6%，募集份额共 1338 亿，增长了 60%。说明随着阳光私募行业的日趋成熟，投资者对其认知程度也在逐步升高，再加上这两年复杂的市场环境使得投资者更倾向于投资方式相对灵活的理财产品，这就给了阳光私募很好的发展空间。不过，随着 2011 年市场的持续萎靡尤其是中小板和创业板的深度调整，使得追求绝对收益的阳光私募产品出现了大面积的亏损，据好买基金统计，私募今年新成立的产品中 94% 在面值以下，受业绩不佳影响遭到清算的阳光私募产品已经超过 60 支。因此预计 2012 年阳光私募基金规模迅速增长的势头将难以再现甚或出现缩水的可能，因此我们保守估计阳光私募规模 2012 年全年缩水 10% 左右，预计可为 A 股提供 800 亿的增量资金。

8) 企业年金新增供给约 50 亿

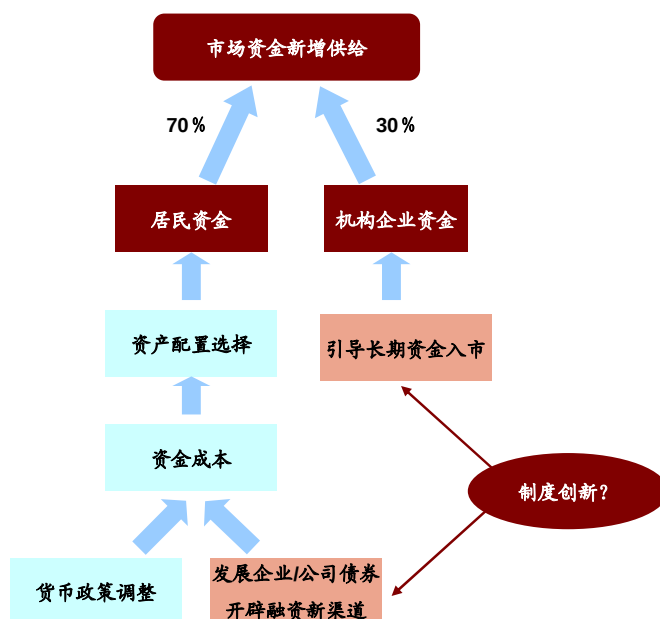
2010 年企业年金规模为 2809 亿，年增长 10.9%，增速继续回落。假设 2011 年和 2012 年的企业年金规模能够维持 10% 以上的增速，则预计 2012 年企业年金规模约在 3450 亿左右，较 2011 年新增 300-400 亿左右的资金，能为 A 股市场提供约 50 亿左右的资金来源。

期待制度性红利改善市场资金困局

一、改善市场资金困局需要制度性红利配合

在第一部分对 2012 年资金供需的分析中，从当前对明年市场流动性的判断来看，市场资金供给仍将小于需求。在我们测算的股票市场新增资金结构分别表明，70% 左右的增量资金来自于个人投资者的资产配置，剩余 30% 来源于机构和企业资金。因此，如图表 29 所示，若要扭转市场资金的困局，则需要两个必要条件：一是宏观环境变化导致居民资产配置变化，重新选择股票资产，针对当前居民资产配置固定收益产品的情况，即要求市场资金成本下降；二是制度建设引入长期资金进入股票市场。从目前来看，这两个条件的实现都需要制度性红利的出现。

图表 29：制度性因素或改变市场资金供给状况



资料来源：WIND，中金公司研究部

2012 年居民资产配置出现方向性的变化需要货币政策转向的支持

从 2011 年初至今居民资产的配置比例来看，2011 年初房地产与居民存款大致占到居民资产的 85%，股票、基金和其他理财产品占 15% 左右，这一资产配置比例在今年发生了较大的转变，居民资产的配置方向整体以固定收益和防御为主。居民资金流向变化是居民资产配置选择的必然结果。

1) 从绝对收益角度而言，另类投资资产，特别是艺术品、PE/VC 等私募股权的年化收益率远远高于其他资产，因此，有条件的居民在做资产配置的决定时，肯定会首选投资此类高收益品种。对大部分居民而言，银行理财及固定收益信托产品的收益率明显高于存款利率，甚至高于通胀水平；相比较而言，股票及股票相关产品、除货币基金外的其他类型基金年化收益率均为负值，而且下跌幅度较深；房地产由于紧缩政策及限购政策影响预期收益率持续下降，近期已经连续表现为负值；这种情况下，居民资金大规模流入相对低风险收益确定性高的银行理财产品及固定收益信托产品，是非常自然的选择。

2) 从收益率的变化来看，不少资产呈现出下降趋势，特别是另类投资的一些品种，包括 PE/VC 私募股权投资、黄金/白银及大宗商品的收益率在近期出现明显下滑，加之目前宏观经济的不确定性增加，这会导致未来居民配置此类资产的比例逐步下降；比较而言，股票及基金等高风险资产年化收益率降幅有所收窄，但居民资产配置目前仍然难有转到此类资产的迹象；债券、固定收益信托及银行理财产品的收益率仍然较为稳定，居民资产配置的重心仍将持续留在此类相对低风险而收益确定性高的资产类别上。

驱动居民资产配置选择变化的外在原因是各种资产预期收益率的变化，但更本质上，是 2011 年宏观经济环境的改变。自 2010 年底以来，为应对高的通胀预期，政策紧缩调控一直是市场主旋律，受此影响，经济活动明显开始收缩，流动性紧缩更加明显，不仅央行通过公开操作回收流动性以及提高市场利率水平，银行部门也开始限制贷款，提高资本监管标准，直接后果是企业融资难度大增，进而企业融资成本显著提升，因此帮助企业融资的理财或信托产品应运而生，这些产品的收益率明显高于通胀水平；而同时，由于基准利率上升，债券收益率得到提升，显著高于定期存款利率。另一方面，高风险资产，特别是股票、针对股票市场的理财或信托产品、大宗商品，在流动性紧缩的大环境下，开始出现“估值向下重估”的过程，预期收益率明显下降。这种情况下，居民自然会选择放弃高风险收益不确定的资产，转为配置相对低风险收益确定性高的资产。

图表 30：各资产类别近期收益率及变化趋势（截止至 2011-11-30）

资产类别	资产品种	前6月年化收益率 (2011.5-2011.11)	近3月年化收益率 (2011.7-2011.10)	近3月年化收益率 (2011.8-2011.11)	收益变动趋势
高风险资产	国内股票	-26.03%	-34.51%	-26.60%	上升
	公募股票型基金	-14.80%	-30.76%	-28.40%	持平略升
	私募基金	-8.84%	-34.44%	-24.40%	上升
	QDII	-34.80%	-39.64%	-34.28%	上升
	券商集合理财	-9.96%	-20.88%	-19.76%	持平略升
	房地产	-8.58%	-12.10%	-12.08%	持平
低风险资产	银行理财				
	保本固定型	3.84%	3.78%	3.94%	持平略升
	保本浮动型	3.92%	3.97%	4.11%	持平略升
	非保本浮动型	5.05%	4.99%	5.11%	持平略升
	信贷类产品	5.82%	5.67%	6.21%	持平略升
	票据类产品	5.33%	5.38%	5.31%	持平略降
	债券				
	国债	3.39%	3.59%	3.24%	持平略降
	企业债	6.30%	6.69%	6.73%	持平略升
	固定收益投资信托	7.49%	8.29%	8.06%	持平略降
现金类资产	货币基金	3.76%	3.68%	3.92%	持平略升
	Shibor	5.19%	5.24%	5.25%	持平
	现金(一年定存)	3.50%	3.50%	3.50%	持平
另类投资资产	PE/VC (按创业板上市溢价估算)	44.05%	35.57%	34.35%	持平
	贵金属(黄金、白银)	26.64%	24.12%	-18.59%	下降
	艺术品/收藏 (按雅昌指数计算)		192.00%		-
	大宗商品	-18.55%	-30.50%	-31.76%	持平略降

资料来源：WIND，中金公司研究部（注：国债和企业债的收益率是到期收益率，而债券基金的收益率根据其价格变化计算）

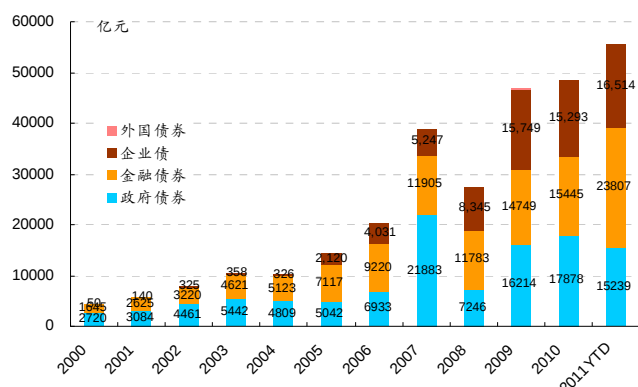
站在居民资产配置的角度而言，什么时候适合开始配置股票？回答这个问题，从根本上来讲，需要经济重回到扩张期，或者说不能继续紧缩，市场利率不再上行甚至下行，这样企业融资成本不再上升或者开始下降，相关为企业融资而发行的产品收益率开始下降，发行规模开始收缩；而同时股票的预期收益率开始因为企业盈利预期好转而逐步上行。只有具备这样的必要条件，居民战略性配置股票资产的时机才开始到来。展望 2012 年，**宏观政策尤其是货币政策的趋势性转变将使得资金成本下降**。在通胀下行趋势下，负利率因素会逐渐下降并有望在 2012 年消失（中金宏观组预测 2012 年 CPI 维持在 3.5%，与目前存款利率一致），存类资产配置有望出现恢复性上涨，而银行理财产品、固定投资信托产品及 Shibor 产品在数量型货币政策放松后利率将出现下行趋势。目前的股票市场整体估值水平也会一定程度上吸引居民资产配置的选择。

主动发展债券市场对股票市场流动性利大于弊

债券市场也将成为越来越重要的新融资渠道，如图表 31 所示，债券市场发行量处于逐年递增的状态，2010 年其发行总规模已经超过了 5 万亿，是当年的股市融资规模的 5 倍，但是从存量情况来看，目前包括央行票据在内的债券市场存量仅有 21 万亿，小于 26 万亿的股票市场市值。债券市场规模有望在 2012 年加快增长，据证券时报报道，11 月 18 日证监会相关负责人提出了发展资本市场的六项措施，其中便包括“推进统一互联的债券市场建设”以及“启动创业板定向债”。**我们认为全力发展债券市场对股市的整体影响应是利多而非利空**，理由有三：一是从资金情况来看债券市场的发展确实会对股市起到一定的资金分流的利空效果，但由于投资债券市场的投资者通常风险偏好较低，

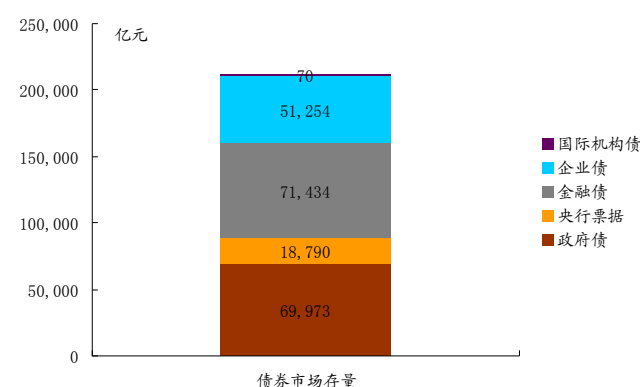
其资金分流的主要源头是银行存款而非股票市场，从融资的角度来说债券市场的扩容有助于为股市分压，逐渐减轻股市的融资压力。二是在前文我们已经分析过，债券市场扩容增加了融资渠道，资金供给的上升有利于资金成本的下降，并进一步促使居民资产配置转向高风险资产。三是股债间有明显的联动效应，如图表 33 所示，从历史数据来看股市的波动与债市具有较强的正相关性，因此债市的发展对股市而言同样有利。

图表 31：年度债券发行情况



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 32：债市目前存量 21 万亿



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 33：债市与股市间存在联动效应



资料来源：WIND，中金公司研究部

引入长期资金入市则需要股票市场本身的制度性建设

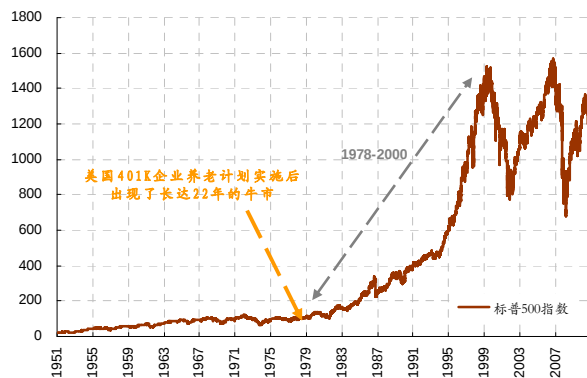
从图表 29 来看，改变 2012 年 A 股市场的资金困局还有另外一个途径，便是通过制度改革来引导长期资金入市，增加机构类资金的入市规模，改善市场资金面。目前有关部门目前正在积极研究“中国版 401K”的相关课题，推动养老金和企业年金入市，以实现养老体系和资本市场的良性互动。该计划如能顺利实施必将成为解决二级市场资金供给最实质性的措施，值得投资者密切关注。

从美国情况来看，美国自 1978 年开始逐步推行 401K 计划以来，其养老金的资产规模便在与股市形成的良性循环下迅猛增长，不但成为美国 1978 至 2000 年长达 22 年大牛市的有力推手，其本身的资产规模也是涨幅惊人，截至 2011 年美国私人部门的养老金规模已经达到了 6.27 万亿美元，是 1978 年的 17.8 倍。若假设这部分养老金中有 60% 的比例投入股票（按标普 500 计算），40% 比例投入债券等固定收益产品（按年通胀均值计算），则这部分养老金的年复合收益率高达 6.5%，远超美国同期的年均通胀水平和固定债券收益率。可以说，美国的 401K 计划在成立至今的三十余年以来，不但有力的助推了美国的经济的发展，同时又起到了改善民生的作用，一举两得。

对于中国而言，推行“中国版 401K”计划有着毋庸置疑的必要性和迫切需求。首先，从民生角度来看，中国即将面临人口老龄化问题，但据 Wind 资讯的相关资料显示，中国的养老金规模很小，养老金覆盖率仅有 18%（日本为 75%，澳大利亚 70%），据清华养老金工作室统计，2011 年估算的企业年金规模仅占 GDP 比重的 1% 不到，远低于发达国家水平；且在养老金的结构组成中，社保基金占了绝大比例，而据社会科学院世界社保中心主任郑秉文测算，目前这

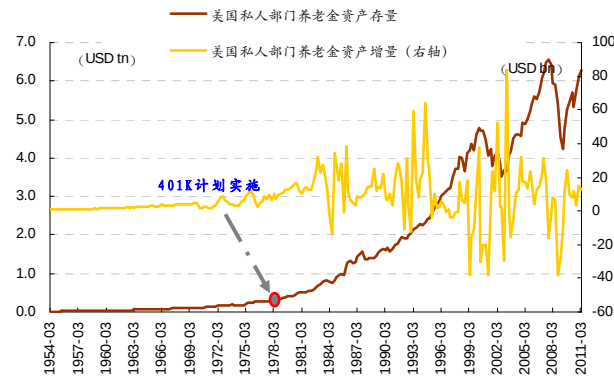
部分社保基金的收益率不到2%，尚低于国内平均通胀水平和银行存款利率。这两个潜在威胁的存在意味着若国内在养老环节上再不有所突破，则人口红利消失后社会将长期面临老人难以安享晚年、年轻人负担沉重的现实，并很可能引发尖锐的社会矛盾。从这个意义上看，若“中国版401K”计划能够在扩大养老金规模的同时提升其收益率，则将有效减轻未来人口老龄化带来的社会保障压力。其次，从经济发展角度来看，该计划将使国内资本市场得到进一步发展，在长期资金的助推下，A股市场真正发展为资金有效分配的平台，在总的社会融资中担当越来越重要的角色，在降低金融系统风险的同时促进经济的发展和结构的改善，这是切合目前央行的调控大局的。

图表 34：401K 计划为美国股市提供了稳定资金来源



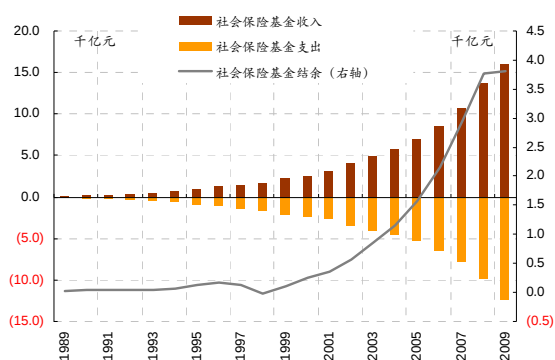
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 35：美国私人部门养老金资产存量



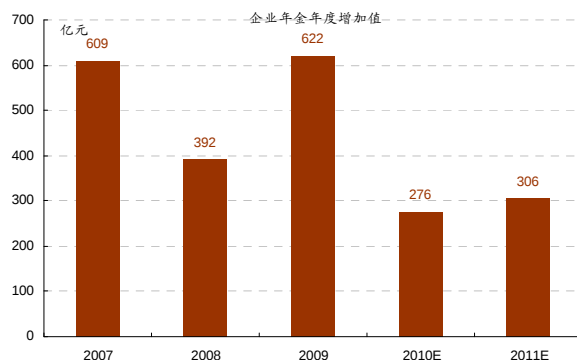
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 36：2000 年以来国内社保基金结余持续增长



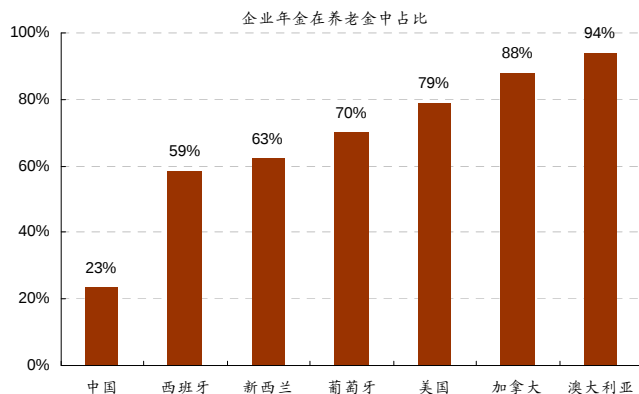
资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 37：国内企业年金增速放缓



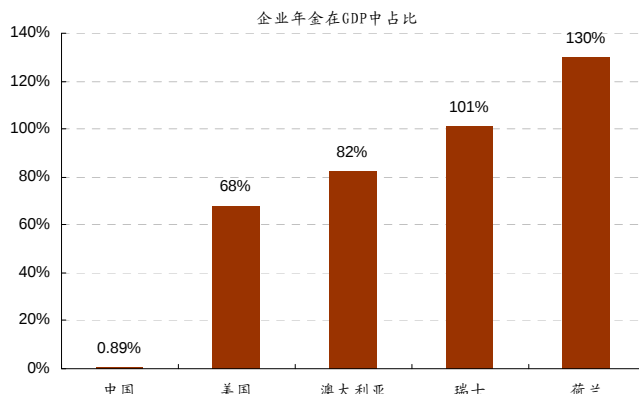
资料来源：人力资源与社会保障部，中金公司研究部

图表 38：各国企业年金在养老金中占比情况



资料来源：清华养老金工作室，人力资源与社会保障部，WIND，中金公司研究部

图表 39：企业年金在 GDP 中占比情况



资料来源：清华养老金工作室，WIND，中金公司研究部

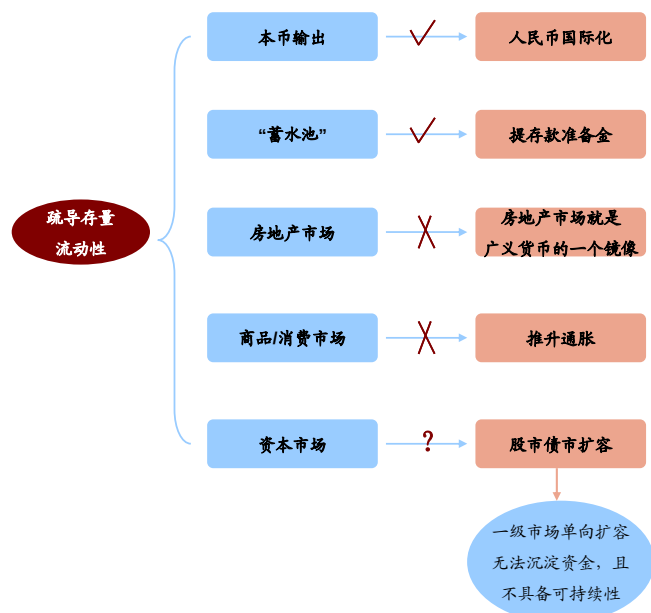
如若中国版的 401K 计划能够实施，则其为资本市场带来的将是一场巨大变革。受目前的机制和税收等制度的影响，企业建设企业年金的意愿有所下降，企业年金增速明显放缓，据人力资源与社会保障部公告数据，截止 2010 年年末企业年金累计结存 2809 亿元，较 2009 年仅增长了 10%，远小于前期 40% 以上的增速水平，目前企业年金的可投资股票和基金的比例为 30%，按此测算 2011 年企业年金可流入股市的增量资金不足 100 亿。假设 2012 年能够实行 410K 计划，按 2012 年 4365 亿的累计额估算（以清华养老金工作室数据为基础），能为股市提供近 700 亿的年度增量资金。而且随着计划的实施，企业增设企业年金的热情以及职工投入年金的工资比例也会提高，两年后即可为股市提供每年千亿以上的增量资金，并逐渐成为 A 股市场不可或缺的“中流砥柱”。另外一方面，401K 计划资金作为长期资金投资股票市场，是可以沉淀下来；有了这样的示范效应，会逐步引导市场从追求短期排名向长期价值投资风格的转变，有利于更多长期资金投向股票市场。

目前来看，中国版 401K 计划距实际推出尚有不少难关需要度过，中国版的 401K 计划目前来看仍是任重道远，但其实施也是势在必行，也将是未来资本市场改革的重要功绩之一。值得参考的是，国内楼市版的“401K 计划”恰好是在 2002 年铺开的，国内的住房公积金计划其实就是楼市版的“401K 计划”。从本质上而言，住房公积金是一种强制性的社会福利，它以单位和个人缴纳金额的方式，保障更多人可以买得起房。1991 年，上海市借鉴新加坡的中央公积金制度，在全国率先试行住房公积金制度，并很快在全国推开。1994 年 4 月，国务院颁布了《住房公积金管理条例》。2002 年 3 月，国务院又发布了《国务院关于修改(住房公积金管理条例)的决定》，并自公布之日起施行，而楼市的牛市几乎与之同步。

二、资本市场制度性改革是符合货币化进程发展的需要

我们之所以认为改变 2012 年资金供需结构的关键点可能来自于制度性方面的因素，其根源是出于对国内货币化进程的考虑。中国改革开放三十多年来，随着经济总量的增长，经济活动对货币和相关交易工具的依赖越来越重，导致金融资产规模在经济总资产中的比重上升。通常衡量金融深化（货币化）的一个重要指标就是广义货币供给量与名义国内生产总值的比值（M2/GDP）。按一般的理解，经济的高度货币化就意味着经济的高度市场化，货币化是市场化的一个重要标志。但我们前面也分析过，我国正处于一个货币化困局的形势当中；从央行角度而言，解决货币化困局主要的手段是在不加快货币流通速度的情况下，创造或引导新的货币需求。有两种途径可以实现这一目标：

图表 40：货币存量的疏导方式



资料来源：中金公司研究部

一种方式是向美国和日本学习，将本国货币输出，包括对外投资、购买国外商品、拓展境外人民币交易需求等，人民币国际化即是实现这一目的的最佳途径。但是从目前来看，人民币实现国际化仍是一个较为漫长的过程，而且在建设初期，其绝对规模远不足以沉淀 M2 的巨额增量资金。就以目前的香港人民币存款规模来说，香港的人民币存款规模有望在 2011 年底达到 1 万亿，到 2012 年底达到两万亿，而一年 1 万亿的增量，对于目前年增量可以达到 11 万亿的 M2 来说根本难以满足。因此，若想能够有效解决货币化困局，需在继续推进人民币国际化的基础上继续寻找其他途径。

这种途径便是在国内找到疏通广义货币的“池子”。从目前的国内市场金融工具来看，所谓的“池子”可以包括：央行存款、房地产市场、股票市场、债券市场、商品市场、消费市场。因此以下我们有必要讨论这几个“池子”能否起到解决货币化困境的作用。

1) 提高存款准备金可以起到蓄水池作用但无法解决目前的货币化困境。

存款准备金确实可以起到沉淀资金的效果，事实上，此前央行也确实在利用这个工具不断吸纳资金，对冲未来货币供给增加的压力。2011 年至今已经上调 6 次，沉淀资金大概在 2 万亿左右。但是，目前面临的新情况是在经济出现明显放缓的形势下央行已经无法继续使用这个工具来沉淀资金，非但不能沉淀资金，央行或将还需继续下降存款准备金来对冲外汇占款下降和稳增长。

2) 房地产市场已不再是疏导的理想渠道。

近几年房地产市场的“池子”作用非常显著，其存量价值占 M2 比例自 2007 年达到 40%后一直稳定其上；但这一比值没有进一步上升，这说明国家对房地产的宏观调控起到了作用。往后看，政府会继续对房地产行业采取调控措施，控制其价格上涨，甚至会对其价格进行打压，房地产市场的交易量将会明显下降；从这个角度来看，房地产相对 M2 的比值很难会进一步上升，房地产市场作为疏通 M2 的“池子”作用将会弱化。从另一个角度来说，因为房地产市场本身就是广义货币的一个镜像，资金流向了房地产，会变成房地产开发商的利润，开发商再把收入和利润存入银行，从而又增加了广义货币，使“流动性”重新回到由货币乘数效应带动的货币供给的循环中去。因此，房地产对于目前货币化困境的解决难以起到有效作用。

3) 商品市场无法解决货币化困境。

资金流到商品市场，则不可避免会推升通胀，使得此前的种种控通胀努力付诸东流，这显然不是决策层想要的。

4) 资金疏导至消费市场是一个不错的选择，但也存在风险。

一方面大量资金流入消费市场，也会推高 CPI 水平，另一方面资金在消费市场的循环通路中，同样会拉动广义货币供给的增长；而且，目前消费已经是我国经济转型重要的一个环节，需要的是良性发展，而不是“掘苗助长”。

5) 直接融资不创造货币，资本市场是解决货币化困境的最佳选择。

把资金疏导至资本市场（主要是股票市场和债券市场）目前看来是必然的选择，事实上，自 2009 年下半年以来，证监会便大规模放开 IPO 融资和上市公司增发、配股等再融资的闸门，并在 2010 年 4 月推出了创业板，2010 年全年 A 股的 IPO 融资总额就达到了 9400 亿元，加上配股、增发等等，A 股市场总募集资金额度也高达 10016.32 亿元，中国股市融资额度与上市公司发行家数均排名世界第一，股票一级市场已经或多或少承担了部分疏导流动性的功能，但这同样存在问题，一方面过快的股市一级市场融资会压制二级市场表现，造成股市对于经济晴雨表的功能失灵，2011 年就是典型的例子；另一方面，上市公司完成融资后，资金并不会不流通，企业会将募集资金扩大再投资生产，重新回到货币流通的循环中，带来广义货币供给的增加，即使企业募集资金以存款形式放在银行中不动，也会由银行通过信贷渠道创生货币。由此从目前的状况看来，股票一级市场并不是疏导过剩流动性的理想渠道；债券的一级市场亦是同理。

如果股票二级市场能有稳定的资金入市，势必带动其“赚钱效应”，就会引导“储蓄搬家”现象再现；除非将赚到的钱退出股票二级市场，否则股票二级市场对于货币创生而言似乎是没有通路的，从疏导流动性的角度，成交量上升的股票二级市场或许是个理想的渠道。而且，我们知道，2011 年可以说是中国 A 股全流通元年，流通市值接近 20 万亿，与近 2 年新增广义货币 23 万亿基本相当。若要疏导一部分广义货币，股票二级市场是足以容纳的。成交量上升的股票二级市场或许才是疏通广义货币存量有效的“池子”；股票二级市场成交量上升，一方面可由股市的扩容带来，另一方面或许需要股市的相对繁荣。

其实，近 2 年来，股市作为疏通 M2 的“池子”作用愈加明显，其自由流通市值占 M2 比例在 2008 年金融危机跌至 7.5%的低点后迅速反弹，2010 年已回复至 16.5%，距离 2007 年的 20%的水平只有一步之遥。当然，大量资金流入股票二级市场的话，既可以会推升股市繁荣，也可能会吹起股市泡沫，这是需要防范的风险。但从当前股票二级市场的环境来看，1) 股票二级市场总市值 26.1 万亿，沪深总市值与 GDP 之比值不到 1，自由流通市场不到 9 万亿，容量上可以保证容纳一定的流动性；2) A 股市场的平均 2011 年市盈率才 19.4 倍，纵向来看，处于历史低端，一定程度的上涨并不会带来股市的泡沫。

而且，从近一年的走势来看，股市整体走势并没有很好反应中国经济运行的情况。2011 年 GDP 增长虽然有所下降但仍在 9% 以上，但上证综合指数却下降 18.4%；中小板指和创业板指更是下挫超 30%。其主要制约因素不是宏观经济基本面问题，而可能是股市融资问题、大小股东利益不一致等问题。因此，在相关部门逐步解决这些问题，给股市带来健康的发展的同时，逐步加强股票二级市场作为“池子”的作用。

三、监管层制度建设之路已经启程

随着货币化进程的阶段性推进，若要实现二级市场沉淀资金的功能，新监管层班子的一些制度创新工作势在必行。我们到目前监管层换届之后已经推出一系列制度性改革措施，包括**强制分红、创业板退市、打击内幕交易、鼓励长期投资**等，这些改革意向会在 2012 年以至更长的时期内对市场产生深远影响。需要投资者重点关注并从中领会改革的方向。如图表 41 所示，我们梳理了目前监管层推出的一些主要措施并对其分析如下：

图表 41：监管层换届后改革措施推进过程

时间	事件简称	事件
2011.11.9	强制分红	证监会有关负责人表示，证监会拟进一步采取措施提升上市公司对股东的回报，这些措施包括立即从首次公开发行股票的公司开始，在公司招股说明书中细化回报规划、分红政策和分红计划，并作为重大事项加以提示，提升分红事项的透明度。在随后新上市公司的招股说明书上，均对分红比例做出了明确计划。
2011.11.18	六项措施	证监会相关负责人表示从 1) 推进统一互联的债券市场建设；2) 逐步改变高市盈率 IPO 局面；3) 创业板率先探索退市制度；4) 启动创业板定向债；5) 坚定不移地打击内幕交易；6) 在国务院领导下协助有关方面清理整顿各类交易场所六个方面促进市场健康发展。
2011.11.27	RQFII 试点	证监会、央行、外管局三个部门对于 RQFII 的试点办法已经基本达成共识，正在按部就班地推进，但推出的进程已在加快。RQFII 将以试点形式分批推出。试点初期，总额度为 200 亿元人民币，额度的 80% 投资于内地债券市场，将从对境内市场较为熟悉的境内基金管理公司、证券公司的香港子公司做起。
2011.11.28	创业板退市	深交所召开新闻发布会，发布新版创业板退市制度（征求意见稿），对比旧版，该征求意见稿在创业板现行 11 项退市条件下再增两条，即“连续受到交易所公开谴责”和“股票成交价格连续低于面值”。
2011.12.1	打击内幕交易	第九届中小企业融资论坛上，新上任的证监会主席郭树清首次就资本市场发表公开演讲。他表示，我国资本市场存在明显缺点和不足，下一步证监会将从加强资本市场诚信建设、打击内幕交易等六个方面推进资本市场的改革创新和健康发展。
2011.12.14	鼓励长期投资	中国证监会党委召开中心组（扩大）学习会议，传达学习中央经济工作会议精神。证监会党委书记、主席郭树清要求，紧紧抓住资本市场改革发展最有利的历史时机，加大力度培育机构投资者队伍，研究加大鼓励各类长期资金投资股票市场的政策措施，适当加快引进合格境外机构投资者（QFII）步伐，增加其投资额度，尽快出台人民币回流资本市场（RQFII）实施办法，逐步扩大港澳地区投资沪深股市实际规模。

资料来源：中金公司研究部

（一）强制分红制度短期对市场整体影响不大 长期有望改变市场投资理念

对于强制分红制度在我们事件驱动策略专题中已有较详细阐述（具体内容请参见 2011 年 11 月 29 日《股利分配探析：“抢权”高分红送转下的成长预期》），在这里就不一一赘述。我们关于此制度做了重点研究并对其前景进行了展望。从最近执行分红计划的几家上市公司披露数据来看基本分为了两个档次，主板和中小板上市公司多数声明未来分红不低于未分配利润的 10%，几家创业板公司则为 20% 甚或 30%。从我们的研究结果来看，即使强制分红政策在未来能够覆盖到所有上市公司，在分红占未分配利润 10% 的限制条件下分红规模和资产配置对比的变化都较小，对市场的整体影响不会很大，只是对于市场存在的个别“铁公鸡”会有些强制效果；若能将分红比例强制提升至 20%，则会较为显著地引导资金逐渐提高绩优蓝筹股的配置，进而对市场的投资理念会产生较为深远的影响。从政策制定的角度考虑，我们认为强制分红制度循序渐进，逐渐改制的概率较大，有利于改变市场重短期轻长期、重投机轻投资的理念。

（二）六项措施并非“镜花水月” 近期已出台部分相关措施 将对二级市场带来实质利好

我们认为这几项措施可以为二级市场带来实质性利好。从 IPO 发行角度来说，若能使得高市盈率趋于合理化，不但能直接减少“打新”资金的规模，促使这部分资金从一级市场回流，长远来看还可带来市场估值中枢的下行，为发展提供良好的基础；而创业板的退市制度一直是市场关注的焦点，体制上的缺陷使得投机资金不断进入，不合理地抬高了创业板的整体估值水平，加大了投资风险，虽然短期内创业板上市公司可获得较大规模的超募资金，但长期来看会使真正的投资者逐渐退出市场，并不利于创业板公司的真正发展。目前来看这六项措施中已有部分开始展开

相关工作，新版创业板退市制度（征求意见稿）已经发布；12 月 2 日证监会通报了两起内幕交易，未来的打击力度和频率或将上升；上海证券交易所总经理表示“新股发行估值存在偏差是资本市场长期熊长牛短的一个重要原因”，这可能意味着新股发行机制改革有望在 2012 年延续。

（三）RQFII 短期对 A 股市场影响甚微 但长期增长潜力巨大

我们认为虽然从初期金额来看，RQFII 对于 A 股市场的贡献微乎其微，不过在人民币国际化进程的背景之下，其规模有望在未来持续扩大，最终成为 A 股市场上不可小觑的参与者之一。

（四）创业板退市新规考验监管力度 效果须时间检验

从新增的两项退市条件来看，历史数据显示此前并无“最近 36 个月内累计收到交易所公开谴责 3 次”的上市公司，3 年内被公开谴责次数最多为两次，分别是*ST 广夏和已暂停上市的深本实。第二条“股票成交价格连续低于面值”在目前的 A 股市场上也很难看到。我们认为从证监会近期加强建立诚信机制和打击内幕交易的表态来看，证监会和交易所的监管力度未来可能会有较明显的加强，在三公原则下，公开谴责的范围和次数或将有所提高。而第二条要求的标准则是与目前国际的成熟交易所规则看齐，随着国内证券市场逐渐向成熟化发展以及国内投资者的理性化投资意识的加强，该项规定也会逐渐发挥实质性的作用。

（五）六项工作意在完善和建立立体化资本市场 进一步提升资本市场地位 打击内幕交易工作已逐步展开

六项工作分别是：一是加快多层次资本市场体系建设，为不同规模、不同类型、不同成长阶段的企业提供差异化的金融服务；二是积极发展多样化的投融资工具，逐步建立以市场为主导的品种创新机制，丰富市场投融资产品体系，更好地服务于中小企业和创新创业活动；三是大力培育多元化的投资者群体，加强对多层次市场各类产品的风险揭示和归类，落实与之相匹配的投资者适当性制度，确保将合适的产品卖给合适的投资人；四是切实加强资本市场诚信建设，升级和完善资本市场诚信档案数据库，丰富诚信监管和约束手段；五是对内幕交易和证券期货犯罪坚持零容忍的态度，严惩操纵市场、欺诈上市、利益输送、虚假披露等违法违规行为；六是时刻警惕和防范区域性、系统性风险。从这六项措施来看我们认为前两项内容是与目前的货币化进程同步的，在 M2 存量压力逐渐增大，银行风险不断上升的背景下，全力发展证券市场有利于在扩大和发展第三产业的同时降低经济的内在风险，并逐步解决银行在放贷结构上的缺失，对融资较难的中小企业通过市场融资的方式得到更好更快的发展。后四项则是规范目前的证券市场，无论从投资者观念、诚信制度、防范内幕交易还是防范风险来看，都是在确立和健全市场的正确投资理念，这与我们此前认为的吸引长期资金入市的必要条件是完全一致的，只有在健全，抗风险能力强的市场环境下，长期投资者才能安心参与其中，实现投资与融资的双赢。

（六）鼓励长期资金入市政策值得期待

监管层领导在讲话中明确了研究鼓励长期投资资金入市措施的目的，即“支持证券投资基金、养老基金、社保基金、保险公司等机构投资者协调发展”，并将其与“国家将全面提速社会保障体制改革，医疗、教育、文化事业将进入繁荣发展新时期”这一重大背景相结合。因此我们认为本次讲话更加明确了监管层引入长期资金入市的决心，也印证了我们一直以来对于政策方向的判断。RQFII、中国版的“401K”计划或将得到实质性的突破，为 A 股市场带来本质的变革。

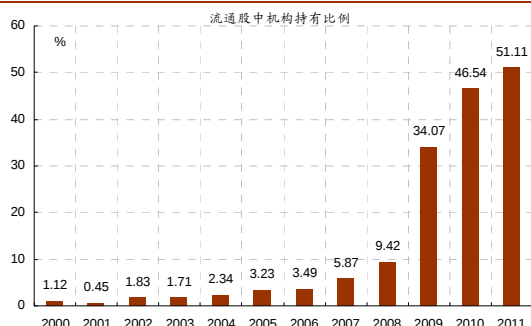
从以上六个事件中，我们看到制度建设的核心在于整顿和规范资本市场，逐步解决市场当前的种种弊端（股市定位、上市审核标准、分红制度、退市机制及市场诚信等），这些制度短期或使市场由于抑制投机炒作而受到压制，但长期来看还是利好资本市场的建设，重新建立股票市场投融资平衡的功能，为引入长期资金进入股市作为前提准备。

把握产业资本事件时钟下的 alpha 机会

一、产业资本介入重建 A 股市场估值体系

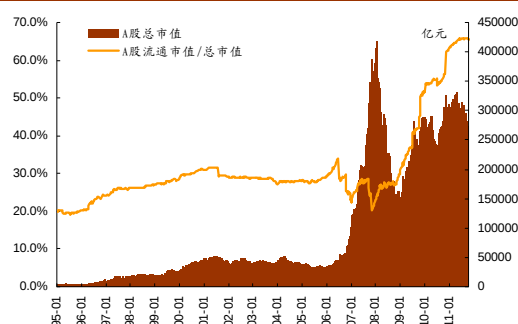
一个值得深刻思考的问题如今正摆在我们面前：如图表 44 所示，目前以整体法测算的 A 股市场市盈率仅有 13 倍，超过了 05 年沪指 1000 点时的估值水平，距 08 年 11 月份 12.39 的历史最低值只差一线。如果但从指标上来看，这应该意味着中国经济正在或即将面临巨大的危机，投资者对未来的前景一片悲观，而事实并非如此，目前中国的 GDP 仍在 9% 以上，通胀很可能已经走过高点，失业率亦保持在较低水平，往未来看，中国硬着陆的可能性极小，明年的经济仍会保持在 8% 以上的增速运行，比起阴云笼罩的欧洲和经济前景迷茫的美国来说，中国的情况好的太多，而 2011 年的市场却令人大跌眼镜，A 股已经下挫近 20%，远差于美国 -0.9% 的指数跌幅，已与身处漩涡中的欧洲各国相当。

图表 42：产业资本持有流通股比例已经超过 50%



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 43：A 股流通市值占比逐步上升



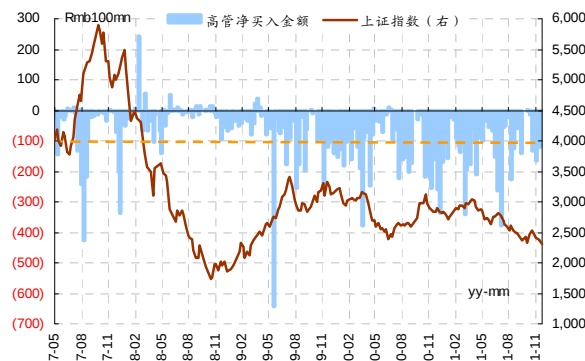
资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 44：A 股市场整体市盈率呈下降趋势



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 45：高管净减持与上证指数关系



资料来源：WIND，中金公司研究部

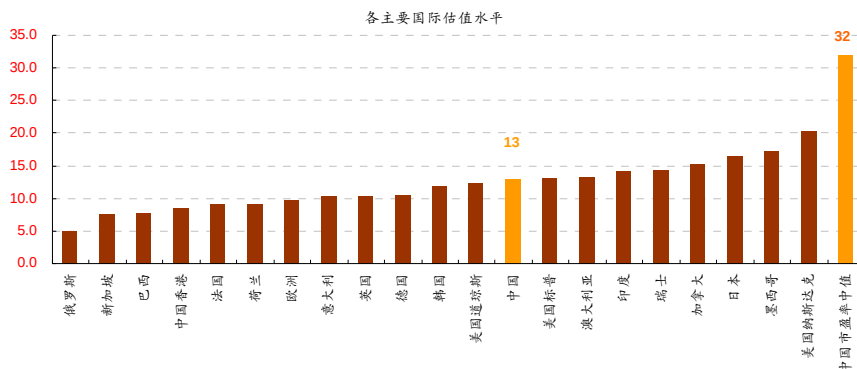
我们认为对这种现象的一个较合理的解释是 A 股市场的资本结构已经发生了变化，其估值方式似乎已经不能简单在用此前的金融资本供需来解释。09 年至今的 A 股市场与此前一个明显差异便是流通市值占比开始迅速上升：市场在短短 3 年时间内快速的成为了一个半流通的市场，目前 A 股流通市值已经达到了 17 万亿，占总市值的 65%，而在 09 年之前，这个比值仅有 20-30%，机构持有流通股的比例，也从 09 年开始迅速增加，目前已经超过了 50%。也就是说，随着限售股的不断解禁，产业资本在市场中的占比越来越高，其与金融资本之间的博弈，已经成为 A 股市场上不可忽略的因素。A 股市场的定价将由原来金融资本的供需关系做主导，逐渐变成产业资本和金融资本共同决定。

另外，从各国的估值水平对比来看，中国目前的估值水平在主要国家中处于中游，与美国市场的估值水平较为接近，不过以中值法计算的市盈率为 32，属于偏高水平，说明目前 A 股市场的整体估值水平虽然较为合理但结构上来看并不理想，估值较低的部分主要来自占市场市值比重较大的银行、能源、电力和钢铁板块，其他行业尤其是中小板和创业板中的上市公司估值依然较高，仍有继续回调的空间。

产业资本占比上升加剧了股市“抽血”效应

在当前环境下，产业资本比重上升给 A 股市场带来的是双重利空。首先，由于历史原因，很多产业资本的初始持有成本较低，这导致了 A 股市场整体持有成本的下降，而随着证券市场与国际的逐渐接轨，A 股的定价机制也开始从之前的垄断型市场定价机制逐渐过渡到竞争型市场，价值中枢逐步下行。其次，由于信贷的收紧企业资金紧缺，上市公司纷纷采用在一级市场融资或一二级市场减持的方式来获取资金，使得股市失血严重。

图表 46：主要国家估值水平比较



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

产业资本对股市定价的影响日益加深

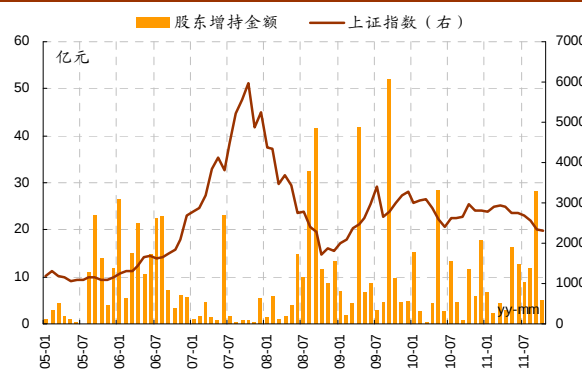
通过以上分析，我们认为从理论上来看产业资本的变动情况将对股市产生越来越明显的影响，而从我们所观察到的国内产业资本增持与指数间的关系来看似乎也印证了这一点，在 05-06 年以及 08 年的底部阶段均发生过较明显的产业资本增持迹象，说明产业资本对市场前景的看好对市场会起到较明显的推动作用。从香港市场的比较情况来看，香港市场与国内较为类似，在 02-03 年以及 08 年的底部位置均发生过集中增持现象。

图表 47：香港回购情况统计



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 48：国内股东增持情况统计



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

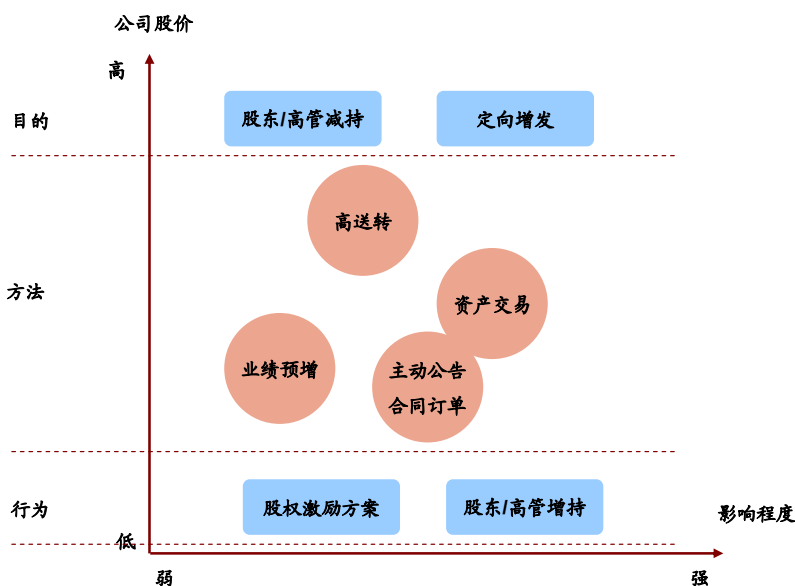
目前市场上，产业资本逐步掌握了定价的话语权，产业资本打通了一级市场与二级市场，可以充分将实业资产在二级市场通过 IPO、增发配股等方式注入上市公司，金融资本往往比较被动接收产业资本的筹码。

在这样的市场环境下，市场估值重心会不断的下移。二级市场的投资人如果想获得满意的回报，就一定要注意产业资本对待股价的态度。当产业资本大幅度增持自己的股票，或者有很实质的信息表明目前价格具备很大吸引力，比如实质性的股权激励价格，或大股东参与增发时大比例现金买入的价格都是一些重要的参考，有现金选择权的价格更具吸引力。二级市场投资者参与市场博弈时不得不重视产业资本的动向。

公司实际控制人主动公告的事件体现其对股市高低的诉求

上市公司实际控制人在股价周期性变化过程中会有一系列利益诉求。在股价低的时候，是上市公司实际控制人通过各种方式增大股权比例的时机，通常这种情况下通过直接在二级市场增持、股权激励或是资产注入等方式的成本会比较低；完成股本扩张后，上市公司实际控制人若希望股价上涨，会依托“内部人”的优势，在业绩预告、公告订单、资产交易或是分红送配上主动释放利好信息，给投资者传达公司成长预期；若上市公司控制人希望股价下跌，则有可能在经济衰退期间对利润有所隐藏；当然，若股价上涨后，股东高管通过减持的方式可以获利了结；股价高的时候实施定向增发募集资金也能达到成本最优的目的。因此，我们可以通过博弈分析方法将这些事件定义为“行为->方法->目的”周期，如图表 49 所示。

图表 49：上市公司事件公告体现的股价高低诉求



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

二、与产业资本博弈把握事件性 alpha 机会

通过对 2012 年投资环境的分析，我们认为至少在明年上半年，市场在海外风险、国内经济增速放缓和融资压力的利空影响下难有良好表现，市场基调仍然可能是“筑底待涨”的概率较大，基于这种情况，从事件时钟上判断我们认为在 2012 年博弈“产业资本增持”、“高送转”、“主动业绩预增释放业绩”、“带有资产交易性质的定向增发”等事件的 alpha 机会值得关注。

（一）产业资本增持

以大股东和高管为代表的产业资本的动向对二级市场投资者而言有非常重要的意义。增持作为公司产业资本运作的一种手段，事件本身对公司的基本面没有影响，但是产业资本的这种增持行为可能传递多重含义，一是从博弈的角度，公司内部对企业更有信心，认为当前市场价格被低估；二是产业资本了解公司的发展状况，增持或意味着公司存在尚未披露的利好消息（如业绩超预期、资产重组、订单增加等）；三是对于某些大蓝筹公司的增持而言，比如中国石油、中国神华或汇金增持银行股等，政策维稳的信号意义更强；四是若某一行业集中增持，也表现出对行业投资前景的看好。我们看到无论是基于何种原因增持，其释放的都是相对积极的信号，市场也往往对此信号给予正面反应，尤其是在弱市环境下，其增持也为普通投资者的投资提供了参照，增加了安全边际。从我们梳理的 2006 年以来出现股东增持的上市公司其 1 年内相对市场的表现情况来看，有增持的上市公司的整体表现要好于同期市场表现，其中 2006 年所获的超额收益最高，可达到 71.8%，而且值得注意的是无论是 2006 及 2007 年的牛市期以及 2008 年的熊市期，股东增持公司的平均收益均明显好于指数。

可关注增持金额较高且股价大幅跌破增持均价上市公司

根据图表 50 所示 2011 年初至今共 124 家上市公司出现过股东增持情况，其中公司或机构股东为增持主力，共 94 家为此类型增持，占比 75.8%，10 家为非高管自然人增持，20 家为高管增持。从出现高管增持公司年初至今的表现来看这 124 家公司的平均绝对收益为-10.13%，相对沪深 300 的超额收益为 1.08%，其中出现自然人增持的上市公司其超额收益最高，为 2.06%，这在一定程度上体现了股东增持的信号指示作用。

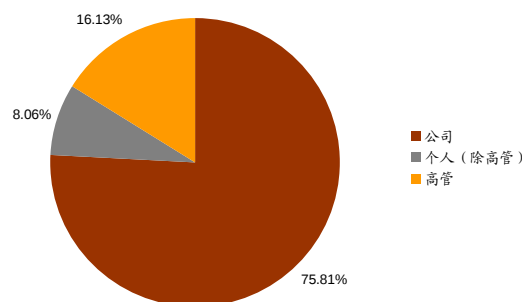
由于年初以来市场整体表现萎靡，有 87 家有股东增持上市公司其当前的股价已经跌破增持均价，占比 70.16%，在“内部人效应”下，建议投资者重点关注增持金额较高且股价大幅跌破增持均价的上市公司，这些股票可能隐含更强的上涨动力。

图表 50：股东增持股票增持至今的超额收益情况



资料来源：WIND, 中金公司研究部

图表 51：2011 年初以来增持股东类型情况



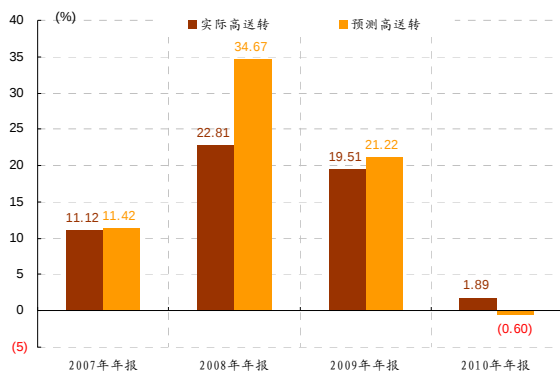
资料来源：WIND, 中金公司研究部

(二) 高送转

高送股的公司往往意味着该公司具有较高的未分配利润，体现其较高的盈利能力；高转增公司意味着该公司具有较高的资本公积，这本身便隐含了投资者对其成长性的看好，同时高转增也体现了公司的管理者主动进行资本运作的意图以及重视其在市场上的表现。因此，从历史统计数据来看高送转类股票长期表现明显好于市场整体，短期内也有明显的 Alpha 效应。（具体分析请参见 2011 年 11 月 30 日《事件驱动策略专题——股利分配探析：“抢权”高送转下的成长预期》）

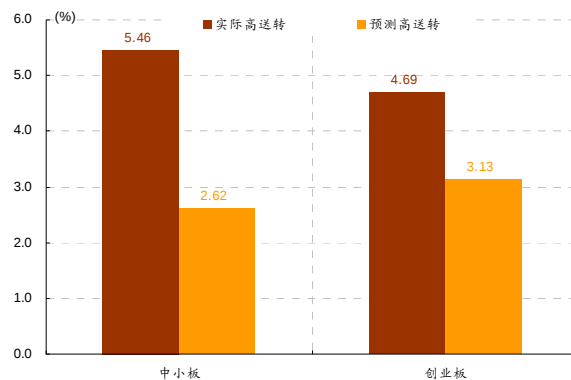
如图 52 所示，通过中金高送转预测模型获得的股票组合在各年报期均有较好的超额收益表现，在 07 至 09 年的年报期收益甚至略好于实际发生了高送转的股票组合。虽然 2010 年年报期该组合相对沪深 300 的超额收益较差，但其主要原因是由于预测高送转股票组合中中小板和创业板占据了绝大比例，而这两个板块在年报期表现明显弱于主板走势，从图表 53 可以看到，若将组合中的中小板和创业板股票分别与中小板指和创业板指比较，还是有较明显的超额收益机会的。

图表 52：预案公告日前 30 天至公告日的实际高送转公司与预测高送转公司的超额收益



资料来源：中金公司研究部整理

图表 53：2010 年预测高送转公司与实际高送转公司年报前 30 天相对于中小板指和创业板指的超额收益

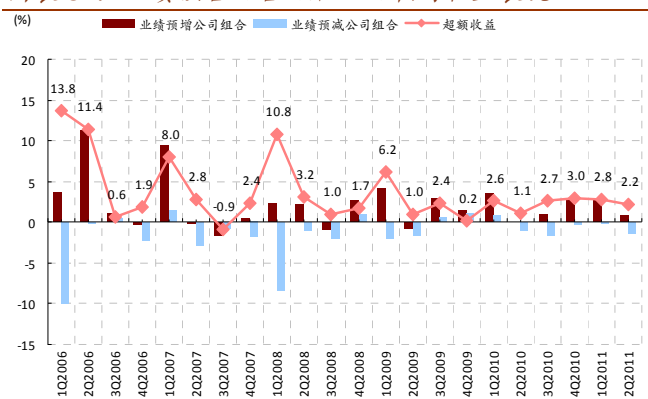


资料来源：中金公司研究部整理

（三）主动公告业绩预增释放业绩

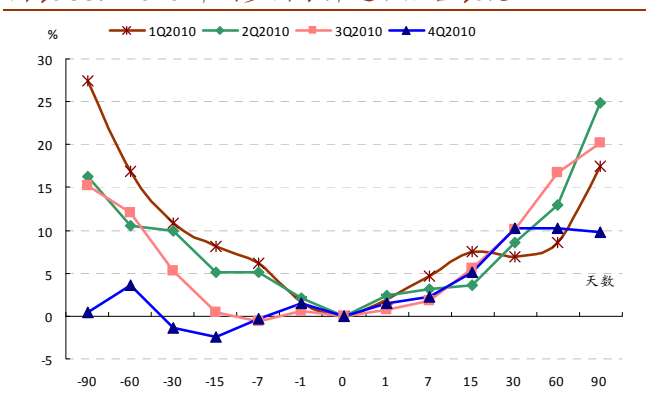
我国对上市公司业绩预告实行的是一定范围的强制披露。即是说，达到披露要求的公司必须披露，未达到披露要求的公司可以不披露，原则上净利润同比上升或下降 50% 以下的公司必须披露。除强制性披露的原因外，上市公司披露业绩预告信息的动机主要有二：一是具有坏消息的公司倾向于向市场明确传递信息以消除公众的期望差距。一方面，既然以自愿披露方式先披露坏消息，则即便引发股价下跌，投资者亦难以指控公司管理层隐瞒信息；另一方面，在业绩公告前披露坏消息，这样可以使得股价提前反应，从而平缓业绩正式公告日前后的股价波动，减少投资者的损失。二是公司管理层主动影响市场预期。在信息不对称的市场环境下，当管理层观察到市场预期与自身预期存在较大偏差时，管理层就有意愿披露盈利预测信息以调整市场预期。在相对弱势的市场环境下，我们认为公司主动公告业绩预增会给予投资者积极信号，带有较明显的 Alpha 效应。（具体内容请参见报告《事件驱动策略专题——业绩预告信息驱动的投资逻辑》）

图表 54：业绩预告公告日后 7 日相对收益表现



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 55：2010 年间多因子筛选后组合表现



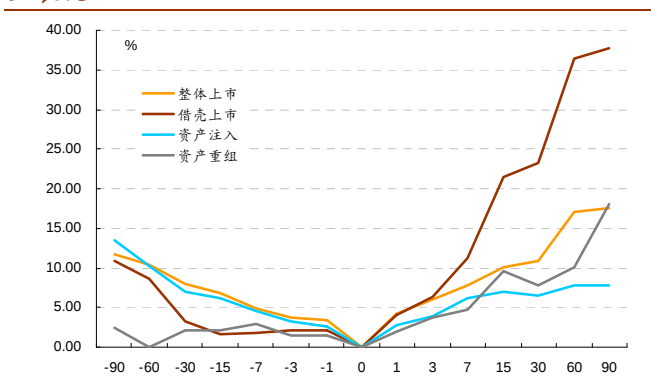
资料来源：WIND，中金公司研究部

为了更好的把握业绩预增的 Alpha 效应，我们推荐在股票池中附加如下筛选条件：1) 业绩预增主要靠主营业务增长；2) 预告业绩表面环比经营改善；3) 预告业绩不低于市场一致预期增速；4) 估值调整后公告日之前股价还未充分反应业绩预告增长。历史数据表明多因子筛选后的股票组合更易获得超额收益。

（四）带有资产交易性质的定向增发

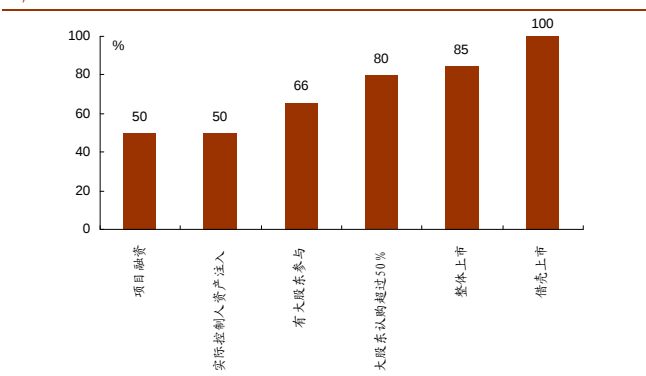
企业做定向增发主要出于以下几种目的：1) 项目融资，改善财务状况；2) 集团公司整体上市；3) 母公司或控股股东等实际控制人注入资产；4) 公司之间的资产并购或置换重组；5) 对壳资源实现财务重组；6) 引入战略投资者。在相对弱市环境下，市场资金面紧张，以项目融资为主的定向增发项目并不受投资者欢迎（虽然弱市期间此类增发项目占比最大）。而 2、3、4、5 类定增项目由于往往会使上市企业的基本面发生质的变化，因此这些类定增项目通常会受到市场的追捧，在短期内带有明显的 Alpha 效应；而大股东在股价低迷的时候实施资产注入也有利于以较低成本完成股本扩张。我们将这几类定向增发统称为带有交易性质的定增项目，是弱市下可以关注的定增类型。（具体内容请参见《事件驱动策略专题——从定向增发的股票中寻找 alpha》）

图表 56：资产交易性定向增发在预案公告日前后超额收益表现



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 57：不同类型定向增发项目破发后回补比例情况统计



资料来源：WIND，中金公司研究部

在关注公告日 Alpha 效应的同时，我们也推荐投资者重点关注目前市场上处于破发状态的定增项目，从理论上来说，此类增发项目的参与者往往是公司目前和未来的大股东，在项目出现亏损时有回补的需求和动力。从统计数据来看，这些资产交易性质的定增项目回补的概率也是远高于项目融资类的定增项目。

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