

恢复性上涨或可期

——2012 年 A 股投资策略报告

相关研究：

《等待拐点——2011 年下半年 A 股策略》，2011-06-17；

《核心资产的战略转换——2011 年四季度 A 股策略》，2011-9-22

分析师：

牛鹏云

(8621) 68634510-8278

npv3333@xcsc.com

执业证书编号：

S0500511050002

朱礼旭

(8621) 68634510-8675

zlx3448@xcsc.com

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路
958 号华能联合大厦 5 层湘财证券研
究所

<http://www.xcsc.com>

投资要点：

□ 2012 年 A 股有望出现恢复性上涨。

2012 年 A 股面临确定性的环境因素是：通胀中枢较 2011 年显著下降、流动性较 2011 年宽松、政策将获得边际性改善；不确定的因素是经济下降、上市公司利润增速下降的程度和节奏，欧洲问题是否再次爆发并趋向严重以及国内房地产市场的调控和保障房的建设是否会导致经济硬着陆和地方政府债务危机等等。简单地说，2012 年 A 股大势取决于景气下降和流动性改善的赛跑。考虑到 2011 年年底 A 股市场较低的估值水平，除非发生大规模的扩容，我们认为 2012 年从全年看 A 股市场或将迎来恢复性上涨。

□ 2012 年 A 股的基本策略是抓住消费和新兴行业、精选个股。

从宏观层面看，增长中枢下移没有疑问，即中国经济潜在增长率的系统性下降是确定事件，不确定的是下降的程度和季度间的节奏。因此，2012 年依靠业绩或者预期推动的趋势性机会将比较少。从中观层面看，中国经济未来的转型是确定性事件。结构转型将大大提升那些“结构投资”行业的盈利能力，消费、为提高消费服务的投资、国家扶持的新兴行业以及部分有国际优势的制造业股票成为核心资产，而传统的周期性行业吸引力将下降。从微观层面看，随着大量中小市值、缺乏行业属性的小公司上市，未来行业的动量将系统性地减弱。通过精选个股从而战胜市场的概率将明显提高。因此，2012 年最好的策略就是少搞点策略（市场涨跌之道），多研究行业和公司（赚钱之道）。

□ 新兴行业、消费分别对应中等收入向高收入迈进和类滞胀的基本面。

研究 70、80 年代美国、日本和韩国的历史可以发现：经济处于类滞胀时期，股票市场表现较好的行业是消费；在从下中等收入迈向中等收入水平时候，产业升级是股票市场的灵魂，行业选择上应把握制造业升级和新兴行业的投资机遇。总结起来：A 股市场未来的核心资产是“消费+新兴”。其他行业战术性的投资机遇取决于一些周期性因素的适当叠加，湘财策略组会在月报中给予关注。

正文目录

1	2011 年资本市场回顾	1
1.1	2011 年的黑天鹅事件回顾	1
1.2	2011 年 A 股表现总结	8
2	2012 年宏观环境展望——我们能说清楚的有哪些	15
2.1	旧模式再无亮点，市场就迷失了方向	15
2.2	欧洲在 2012 年可能爆发更大的债务危机，美国 2012 年大选，中国出口前景堪忧	20
2.3	流动性较 2011 年改善，或成为 A 股的先行指标	22
3	盈利与估值——2012 年 A 股盈利增速将降至个位，估值已充分反应	26
3.1	三季报业绩加速下滑，中小板的情况相对较好	26
3.2	2012 年 A 股上市公司利润增长几何	29
3.3	大盘蓝筹的估值水平处于历史底部	31
3.4	对 2012 年 A 股的看法总结	32
4	2012 年 A 股的行业配置建议——坚定抓住“消费+新兴”的核心配置	33
4.1	经济转型对股市到底意味着什么？	34
4.2	战略性新兴产业是未来 A 股的长期中坚力量	41
4.3	消费行业是 2012 年 A 股的基本配置	45

图表目录

图表 1、2011 年 A 股、债券市场的收益	2
图表 2、银行间市场 10 年期国债到期收益率	2
图表 3、中债企业债总净价指数	2
图表 4、美国 1969—1971 年核心 CPI	3
图表 5、美国 1969—1971 年 GDP 增长（环比折年）	3
图表 6、美国 1969 年道指表现	3
图表 7、美国 1969 年 10 年期国债收益率	3
图表 8、09 年来每月新增信贷	4
图表 9、CPI 与 M1、M2 增速对照	4
图表 10、准备金率上调时间和绝对水平	4
图表 11、10 年来中国土地均价	4
图表 12、农民工月收入 and 增幅	5
图表 13、农民工收入增幅超过平均水平	5
图表 14、2008 年以来沪深 300 指数 PE 水平（整体法、TTM、不剔除负值）	5
图表 15、金融机构贷款加权利率	6
图表 16、金融机构贷款加权利率：一般贷款	6
图表 17、温州民间借贷资金余额及增速	7
图表 18、小额贷款公司数和贷款余额	7
图表 19、2011 年上半年民间借贷资金用途	7
图表 20、民间借贷用于生产经营的比例	7
图表 21、注销的中小企业数和增速	7
图表 22、上证指数和美国道指对比	9
图表 23、上证指数和德国 DAX 指数对比	9

图表 24、上证指数和法国 CAC40 指数对比	10
图表 25、上证指数和香港恒指对比	10
图表 26、上证指数和印度 SENSEX 指数对比	10
图表 27、上证指数和巴西圣保罗 IBOVESPA 对比	10
图表 28、2011 年 A 股市场大致脉络	11
图表 29、2011 年上证基准与中小板指数	12
图表 30、2011 年上证基准与创业板指数	12
图表 31、2011 年上证基准与中小板指数	13
图表 32、2011 年上证基准与创业板指数	13
图表 33、2011 年 A 股市场各行业收益情况（数据截止 2011 年 12 月 9 日）	13
图表 34、全球主要股票市场估值对比（数据截止 2011 年 12 月 9 日）	14
图表 35、中国经济增长分解	15
图表 36、2000——2010 银行、地产携手发展的甜蜜十年	16
图表 37、全国土地出让金收入同比增幅	17
图表 38、PPI 已经呈现下滑趋势	18
图表 39、美国的失业率（季度）	22
图表 40、2012 年 CPI 的翘尾因素	24
图表 41、银行间市场 10 年期国债到期收益率	25
图表 42、M1、M2 增速——还在创新低（不考虑“脱媒”资金）	25
图表 43、A 股流通市值和居民存款的比值	26
图表 44、03 年以来 3 季度 A 股市场利润环比增速（剔除金融、石油、电力）	27
图表 45、分市场业绩变化趋势	28
图表 46、A 股市场公司毛利率变化趋势	28
图表 47、财务费用占收入比例持续上升	29
图表 48、制造业剔除建筑施工行业库存占总资产的比例	30
图表 49、A 股剔除金融、石油、电力经营净现金占收入比重（季调后）	30
图表 50、沪深 300 指数 2012 年利润增速一致预期	31
图表 51、中小板、创业板指数 2012 年利润增速一致预期	31
图表 52、沪深 300、中小板、创业板的估值水平	32
图表 53、中国宏观经济调控的主题	34
图表 54、“奇怪”的 A 股市场中银行行业的估值水平	36
图表 55、日本 70 年代经济增长和股市表现对比	37
图表 56、韩国 80 年代经济增长和股市对比	38
图表 57、台湾地区 80 年代经济增长和股市对比	38
图表 58、日本转型期间涌现出的国际型企业股票表现	39
图表 59、韩国转型期间涌现出的国际型企业股票表现	39
图表 60、“十二五”规划中的战略性新兴产业	42
图表 61、美国的消费结构演变	47
图表 62、休闲娱乐类行业增长	47
图表 63、居住类行业增长	47
图表 64、药品类行业增长	48
图表 65、文化、汽车、珠宝类行业增长	48
图表 66、全球奢侈品市场份额及预测	49
图表 67、2012 年 A 股市场我们重点看好的行业	50
图表 68、2012 年 A 股市场我们重点看好的领域	50

表格 1、江苏省如皋市经济技术开发区管委会募资列表.....	8
表格 2、2011 年 10 月单月密集出台的利好政策.....	12
表格 3、2011 年发行的 7 年期、AAA 级企业债（平台类）票面利率.....	19
表格 4、地方融资平台的债务情况.....	19
表格 5、欧洲主要国家债务情况.....	20
表格 6、欧洲主要国家到期债务情况（亿欧元）.....	21
表格 7、上一个大选年——2008 年中美贸易摩擦.....	22
表格 8、A 股近年来业绩单季增速情况.....	27
表格 9、2004 年投资增速较高的行业.....	35
表格 10、2011 年 1-8 月年投资增速较高的行业.....	35
表格 11、美国 70 年代滞胀时期股票市场上的牛股公司.....	40
表格 12、节能环保行业的主要上市公司.....	42
表格 13、新一代信息技术行业的主要上市公司.....	43
表格 14、生物技术的主要上市公司.....	44
表格 15、新能源（汽车）的主要上市公司.....	44
表格 16、新材料的主要上市公司.....	45
表格 17、高端装备行业的主要上市公司.....	45

1 2011 年资本市场回顾

2011 年即将进入历史。在这 1 年里，国际、国内颇不太平。从国际情况看，日本大地震、利比亚内战、欧洲债务危机再次爆发、美国主权债务评级被降级、黄金价格创出历史新高……无论是成熟市场还是新兴市场都表现乏力；从资产类别看，无论是股票市场、债券市场还是商品市场都乏善可陈。从国内情况看，资本市场各个子市场都表现低迷，被寄予厚望的核电和高铁产业遇到了严峻的挑战；股票市场全年在“胀”和“滞”的轮番冲击、巨大的供应对比紧缩的银根作用下表现低迷，无论是上证指数还是蓝筹股代表的沪深 300 指数均录得负收益。当然，股票市场的流通市值全年增长显著，但以公募基金为代表的机构投资者资产萎缩明显。很显然，2011 年的股票发行者和各类新 IPO 公司的股东是 2011 年资本市场唯一的赢家。

1.1 2011 年的黑天鹅事件回顾

资本市场无论是牛气冲天、高歌猛进还是哀鸿遍野、屡创新低，都将随着岁月流逝进入历史，成为一代又一代市场参与主体或精彩、或平淡、或悲壮的财富故事之载体。许多年后，人们对 2011 年经济景气的高低、通胀水平的起落、流动性的松紧、公司盈利情况、市场估值水平等等都将记忆模糊；但 2011 年资本市场的一些黑天鹅事件，将注定被记入历史，供学者、政府官员和市场投资者研究、品鉴。

1.1.1 资本市场的“股债双熊”：中国 2011、美国 1969

众所周知，股票和债券是属性基本相反的两类资产。股票属于受益经济增长、社会平均资金利率缓慢提升的大类资产；债券则是受益经济衰退、资金价格缓慢下移的资产，它们对于周期起落的反应是完全相反的。近 10 年来，我们对它们出现的极端牛市水平记忆犹新，比如 2003 年 10 年期国债的到期收益率破 3%、2007 年股票市场的估值水平接近 60 倍。但 2011 年两个市场同时表现低迷，却是中国资本市场 20 年来不多见的现实。

我们在 2011 年的四季度策略报告中，已经对今年 A 股市场做了一个阶段性的划分。一季度整体经济处于高增长、高通胀组合，周期类股票表现较好；二季度经济减速、政策进一步紧缩、通胀依然走高，属于比较典型的滞胀组合；三、四季度经济减速得到进一步确认、通胀回落趋势形成，政策处于观察期，10 月份开始出现政策松动的迹象，基本属于衰退组合，必需消费行业表现比较好。市场预期在二季度初期发生明显变化，经济减速成为市场共识（market consensus）。但债券市场从二季度以来，并未反应经济衰

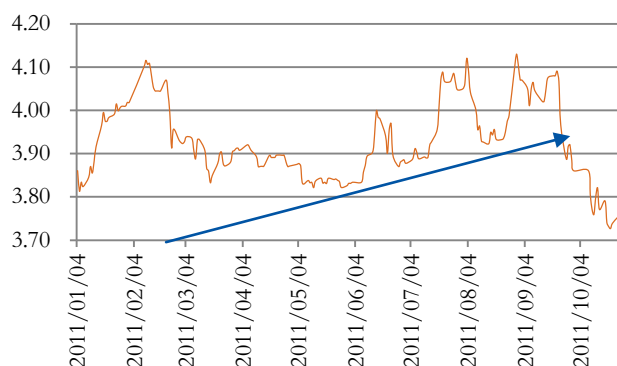
退的基本面，也出现了下跌，特别是信用债，三季度甚至出现了雪崩式的下跌。下跌的惨烈程度一点不亚于股票市场 7、8、9 月份的下跌程度。

图表 1、2011 年 A 股、债券市场的收益



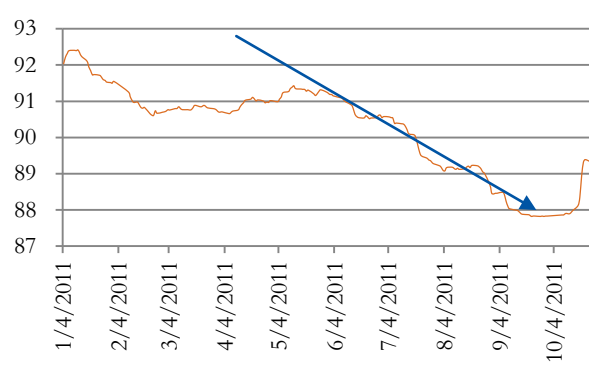
资料来源：WIND 湘财证券研究所

图表 2、银行间市场 10 年期国债到期收益率



数据来源：WIND 湘财证券研究所

图表 3、中债企业债总净价指数

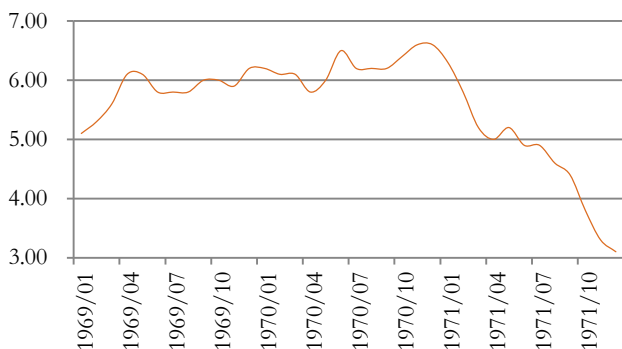


数据来源：WIND 湘财证券研究所

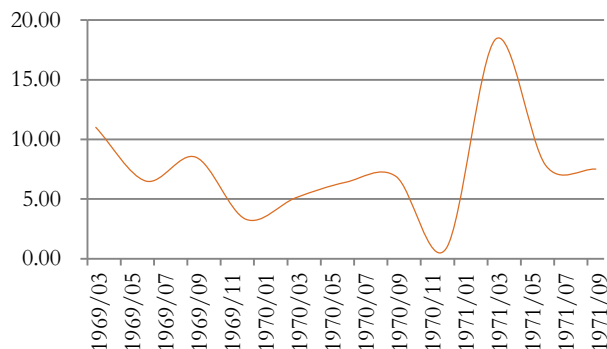
2011 年“股债双熊”的市场反应的是滞胀的经济基本面，而且债券市场主要体现胀的特征而对“滞”的基本面置之不理；对于股票市场而言，无论是滞还是胀都是熊市的注解。而黄金价格的创历史新高，就是体现对全球经济衰退和通胀加剧甚至金融危机的担忧。

在马丁·普林格的“六阶段投资时钟”理论中，股、债、大宗商品都下跌的属于第六阶段，一般大量的金融灾难都发生在这个相对比较短暂的阶段。在这个阶段，用马丁的话说，没有多少理由去拥有任何股票。美国市场 60、70 年代都发生过这样的情形，年轻的中国资本市场在 2011 年也出现了“股债双熊”的大类资产表现。

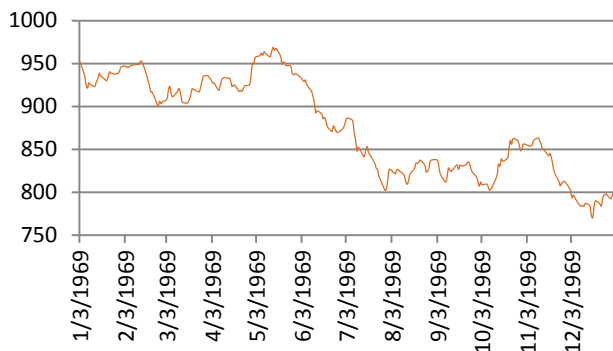
今年中国资本市场出现的“股债双熊”的局面在 1969 年的美国市场也表现得非常明显。1969 年，美国经济增长持续下降，而通胀水平持续走到 6.5% 左右的高位，成为美国 70 年代滞胀周期的预演。在滞胀的大背景下，1969 年美国出现了“股债双熊”的局面。

图表 4、美国 1969—1971 年核心 CPI


数据来源：Bloomberg 湘财证券研究所

图表 5、美国 1969—1971 年 GDP 增长（环比折年）


数据来源：Bloomberg 湘财证券研究所

图表 6、美国 1969 年道指表现


数据来源：Bloomberg 湘财证券研究所

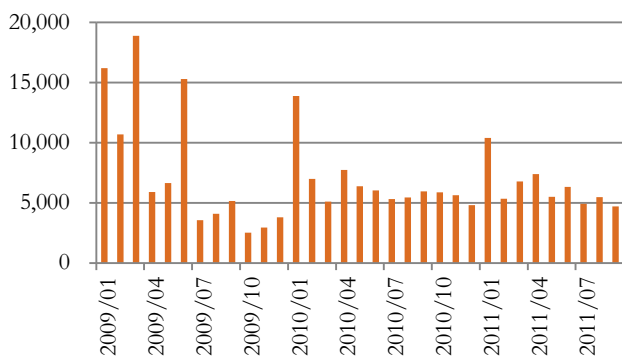
图表 7、美国 1969 年 10 年期国债收益率


数据来源：Bloomberg 湘财证券研究所

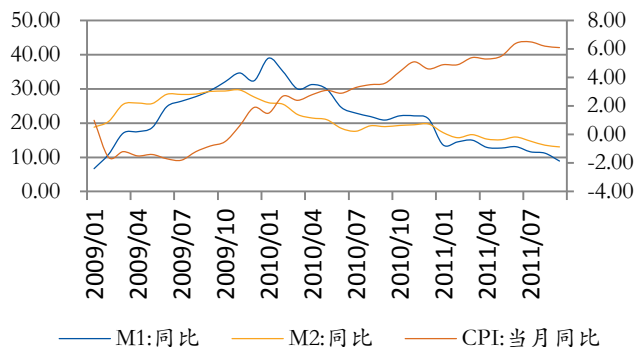
美国市场 1969 年的“股债双熊”反应的是经济滞胀的基本面，这个周期特征 70 年代在美国比较突出。中国资本市场 2011 年的“股债双熊”从原理上反映的是经济滞胀，但目前 GDP9% 以上的增幅，说“滞”还是觉得有些勉强。那么，中国资本市场 2011 年的“股债双熊”到底是什么原因导致的呢？

我们目前对这个问题的看法是：由于 08 年金融危机后中央政府采取了包括 4 万亿投资在内的一揽子刺激政策，09、10 年连续 2 年将新增信贷推到了历史最高水平，中国的 M2 已经达到了 79 万亿元的水平。天量的信贷

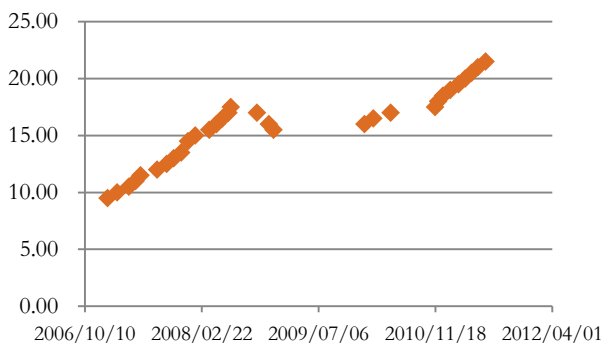
通过房地产行业的传导大大推升了中国的土地价格，土地价格（已经沉淀下来）的大幅度上涨将提高工业品的成本，这个是和随后的货币紧缩无关的变量！另外一个方面，或许是巧合，根据高善文博士的研究，中国大约在 2003—2007 年的某一时间越过了刘易斯拐点。因此，中国在 07 年以后农产品进入了系统性的（非疫病、天气等偶然因素和蛛网等周期性因素）上涨阶段，农产品价格的系统性上涨也是和货币紧缩无关的变量。两个主要的结构性因素造成了中国 10 年开始的通胀带有非常多的结构性特征，而央行面对咄咄逼人的通胀不可能不作为，只能高举紧缩货币政策的利器。结果就是：药不对症就继续加大药的剂量。通胀长期高位，货币紧缩政策已经基本用到尽头（21.5%的准备金比例、低于 9% 的 M1 增速），市场资金的利率已经达到创记录的高位。资金面特别紧张成为 2011 年中国经济压倒一切的基本面！在这样的环境下，除了市场体量较小的黄金可以走出牛市，没有什么大类资产可以走出牛市行情。因此，流动性的缓解成为未来股票市场、债券市场复苏的先决条件。

图表 8、09 年来每月新增信贷


数据来源：CEIC 湘财证券研究所

图表 9、CPI 与 M1、M2 增速对照


数据来源：CEIC 湘财证券研究所

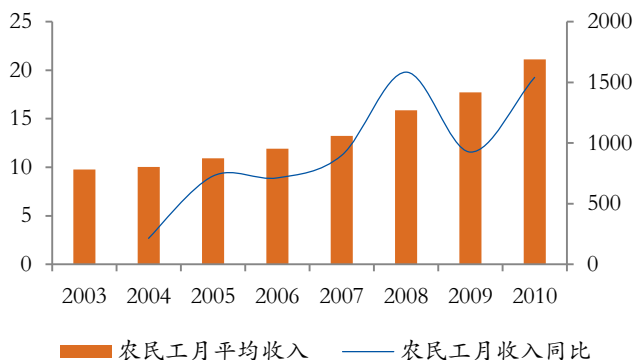
图表 10、准备金率上调时间和绝对水平


数据来源：CEIC 湘财证券研究所

图表 11、10 年来中国土地均价

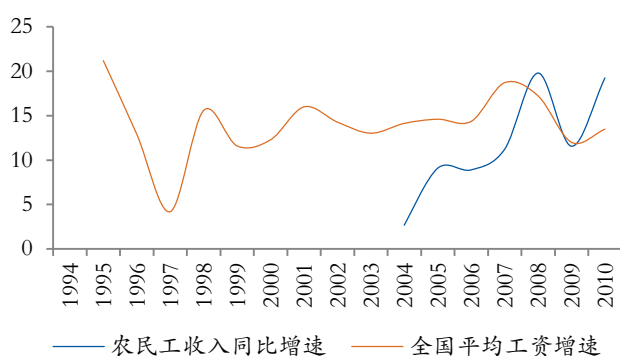

数据来源：同花顺 湘财证券研究所

图表 12、农民工月收入 and 增幅



数据来源：CEIC 湘财证券研究所

图表 13、农民工收入增幅超过平均水平

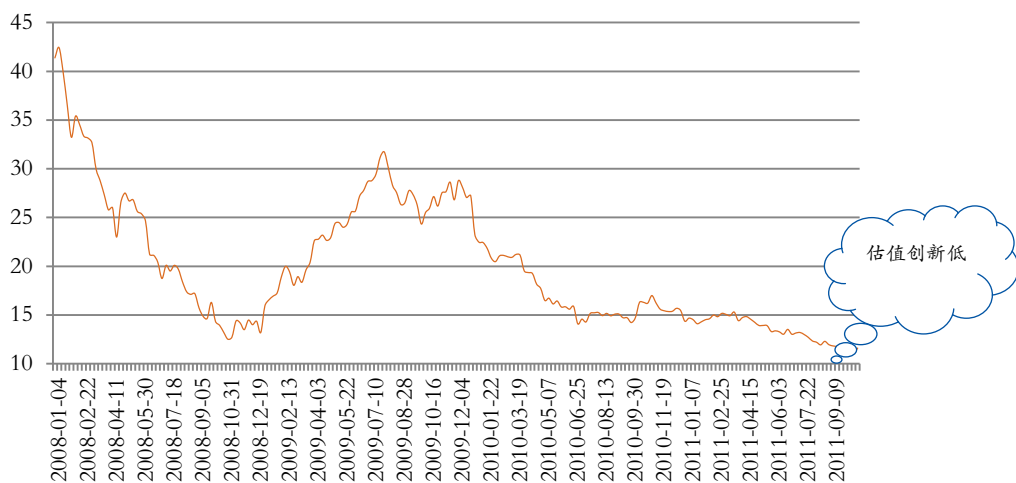


数据来源：CEIC 湘财证券研究所

1.1.2 市场估值水平创出历史新低——2011 年 A 股黑天鹅事件二

我们选取蓝筹的代表沪深 300 指数作为考察对象，按照整体法、TTM 法则看 PE 水平，以周为时间点进行观察。在 2008 年世界经济出现百年未遇的金融危机、出口出现大幅度负增长、工业增加值滑落到个位数、经济出现断崖式下降时，沪深 300 指数的 TTM PE 为 12.5 倍；这个记录居然在 2011 年 8 月初被刷新！而此时中国的 GDP 增速还在 9% 以上，出口增速 20%、工业增加值 13% 以上！08 年 10 月的估值底看似并不靠谱。

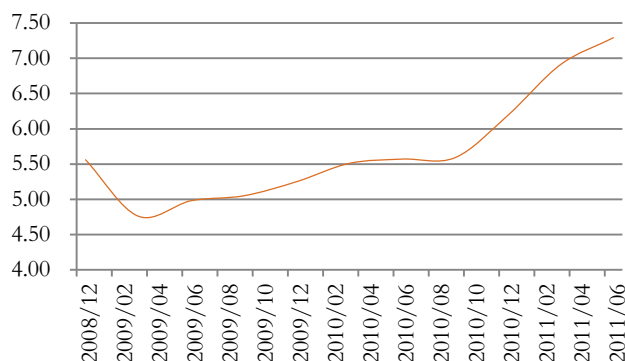
图表 14、2008 年以来沪深 300 指数 PE 水平（整体法、TTM、不剔除负值）



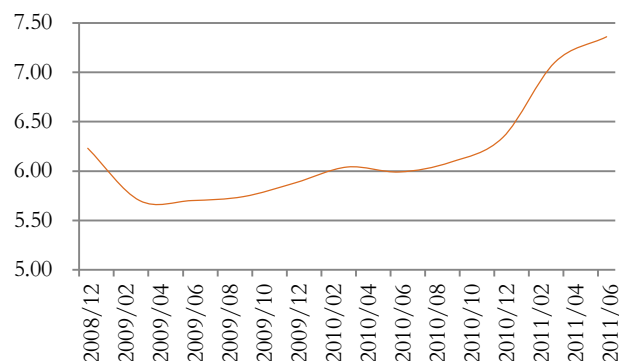
资料来源：WIND 湘财证券研究所

如果从经济基本面来理解 2011 年 8 月份 A 股市场中沪深 300 指数创新低是非常困难的。笔者曾按照 08 年 1664 点的估值水平，认为上证指数的

底部在 2600 点附近，但 2011 年的市场给笔者上了深刻的一课！到目前，我们对这个现象的理解是：2011 年的资金紧张状况远远比 08 年更严峻。这些从金融机构贷款的实际加权利率看得比较清楚。

图表 15、金融机构贷款加权利率


数据来源：CEIC 湘财证券研究所

图表 16、金融机构贷款加权利率：一般贷款


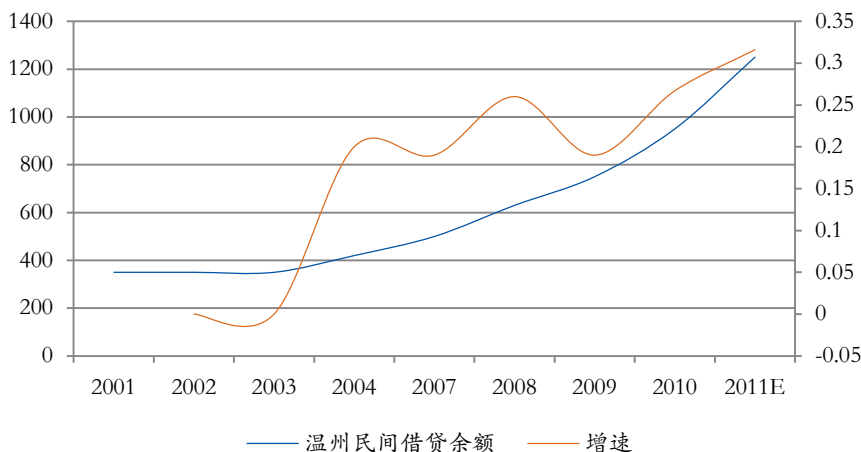
数据来源：CEIC 湘财证券研究所

事实上，图 15、16 还远远不能描述 2011 年资金的紧张程度。由于信贷额度控制，即使按照上面图中所示的利率，广大中小企业、非国有企业 2011 年依然很难从银行取得贷款。因此，2011 年所谓影子银行（泛指银行以外，通过委托贷款、信托、理财产品、民间借贷等形式实现的资金融通）在实体经济中扮演的角色尤其突出。影子银行业务中的资金借贷利率要远远高于银行的加权贷款利率，社会真实的资金价格要大大高于我们研究员所看到的资金价格。而这很可能是今年 A 股估值创新低的根本原因。我们以民间借贷最活跃的地区之一温州为例，来看看民间资金的紧张程度。

2011 年 6 月份，央行就曾经启动民间融资现状调研，针对 6300 多家民间融资的资金融入方(企业)和资金融出方(民间融资中介机构)进行了专项调查。调查显示，截至 2011 年 5 月末，全国的民间融资总量约 3.38 万亿，占当时贷款余额仅 6.7%，占企业贷款余额比重为 10.2%。

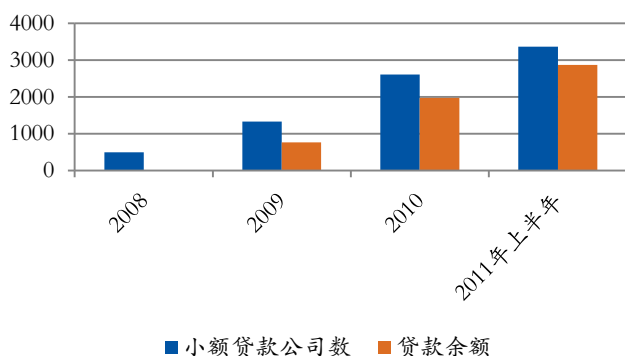
3.38 万亿的民间融资规模，不足以对金融体系产生致命冲击。但不断攀高的民间借贷利率水平，却不得不引起重视。央行调研结果显示，截至 2011 年 5 月末，中国民间借贷平均利率 15.6%。人民银行温州中心支行《温州民间借贷市场报告》显示，温州民间借贷市场规模约 1100 亿元，民间借贷利率处于阶段性高位，年综合利率水平为 24.4%。

图表 17、温州民间借贷资金余额及增速



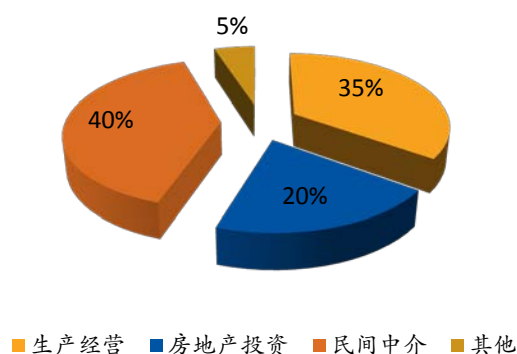
资料来源：人民银行温州支行 湘财证券研究所

图表 18、小额贷款公司数和贷款余额



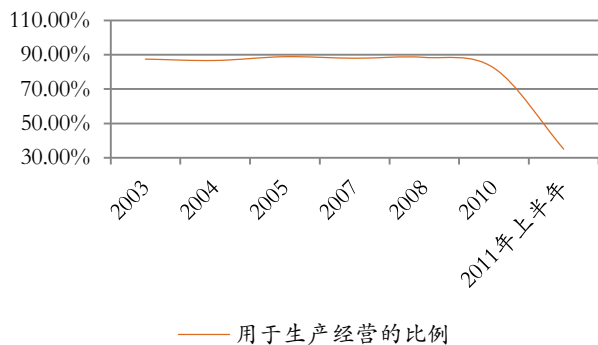
数据来源：CEIC 湘财证券研究所

图表 19、2011 年上半年民间借贷资金用途



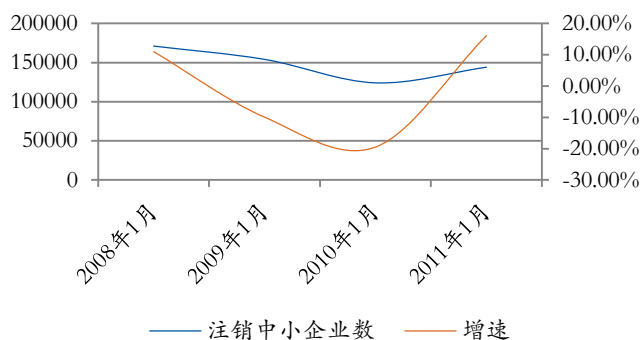
数据来源：湘财证券研究所

图表 20、民间借贷用于生产经营的比例



数据来源：湘财证券研究所

图表 21、注销的中小企业数和增速



数据来源：CEIC 湘财证券研究所

根据湘财证券研究所的草根调研：温州地区中小企业的日子 10 月份的情况比 08 年更为艰难。金融危机对企业影响是市场的萎缩。而目前来看市场萎缩，成本也在上升，并且面临资金不断收紧的问题。目前最大的危机是社会信任感缺失。政府没有出台具体措施限定中小企业贷款的综合成本。目前只是靠成立更多的小额担保公司和担保公司来承担社会责任。中小企业的贷款成本是基准利率上浮 50%，加上担保费用，成本大致在 12.8%。从本质上看，目前银行也在放高利贷，通过开银行承兑汇票等方式，银行贷款的综合成本利率也在 2 分利以上。

说 2011 年是全民高利贷一点也不夸张（连张化桥都去放高利贷了，还写了一篇《为高利贷平反》的文章）。根据 10 月 24 日《21 世纪经济报道》的文章——“另类差钱：江苏如皋开发区民间借贷调查”，差钱的不仅仅是温州老板们，地方政府也非常缺钱。10 月 20 日，在上海、深圳、浙江、广东四地被允许地方政府发债的同时，江苏省如皋市经济技术开发区管委会（如皋市政府派出机构）第四次向社会募集资金，2 年期利率是第一年 12%，第二年为 14%！基本是商业银行贷款利率的 2 倍。据了解，2011 年江苏如皋开发区将拆迁 8000 户居民，按每户 50 万元计算，拆迁支出至少 40 亿元。在地方政府卖地收入下降的背景下，财政压力不言而喻！

我们今年 8 月底和 9 月初在三地基金公司路演时指出：今年政策拐点的触发点一是通胀拐点，二是地方政府的财政压力。10 月份，政府果然密集出台了一系列宽松的政策。这个在后面还将展开说，这里先打个埋伏。

表格 1、江苏省如皋市经济技术开发区管委会募资列表

时间	期限	利率	是否到期
2008	3 年	第一年 10% 第二年 12% 第三年 14%	是
2009	3 年	第一年 10% 第二年 12% 第三年 14%	否
2010	3 个月	14%	是
2011	2 年	第一年 12% 第二年 14%	否

数据来源：《21 世纪经济报道》2011 年 10 月 24 日

1.2 2011 年 A 股表现总结

较长时间尺度看 A 股，10 年来这个市场是融资者的天堂，对于二级市场投资者是一场噩梦。10 年来流通市值增长 10 倍而上证指数仅仅微涨 6%，一切尽在不言中。

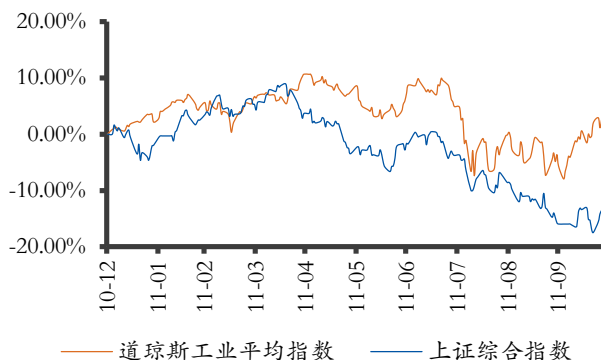
1.2.1 2011 年 A 股表现的国际对比——无处寻牛市

在发现澳大利亚的黑天鹅之前，17 世纪之前的欧洲人认为天鹅都是白色的。但随着第一只黑天鹅的出现，这个不可动摇的信念崩溃了。“黑天鹅”事件指难以预测且不同寻常的事件，通常会引起市场连锁负面反应甚至颠覆。如果简单地对照中国经济和成熟市场经济状况和股票市场，我们不得不承认资本市场的“黑天鹅”事件实际还是不少。

具体到 2011 年，A 股的表现依然比较疲软，基准指数全年录得负收益。从 08 年金融危机至今，中国 A 股表现总体弱于欧美成熟市场；今年的情况依然比美国市场弱，和欧洲、香港情况相仿。

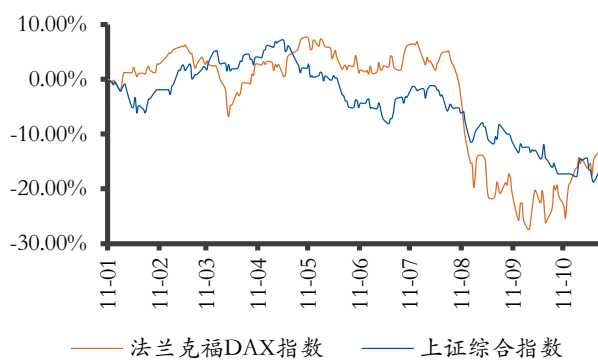
在新兴市场中（鉴于俄罗斯的特殊性我们暂时不纳入比较范围。俄罗斯是个比较特殊的国家：银行不掌握主要金融资源，资金价格奇高，股票市场长期在 5 倍 PE 附近交易），中国 A 股在大部分时间表现强于巴西和印度市场，在年末收益率和另外两个国家趋于收敛。其中巴西市场跌幅巨大，政府在 8 月和 10 月两次下调了基准利率，股票市场的收益趋于和金砖国家基本相仿。

图表 22、上证指数和美国道指对比



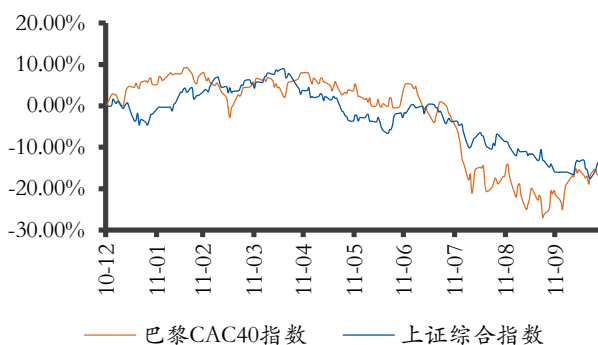
数据来源：Bloomberg 湘财证券研究所

图表 23、上证指数和德国 DAX 指数对比



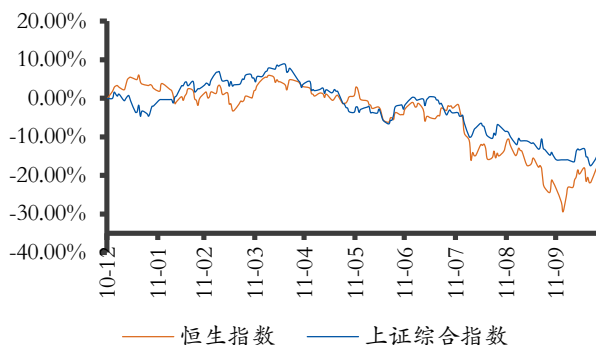
数据来源：Bloomberg 湘财证券研究所

图表 24、上证指数和法国 CAC40 指数对比



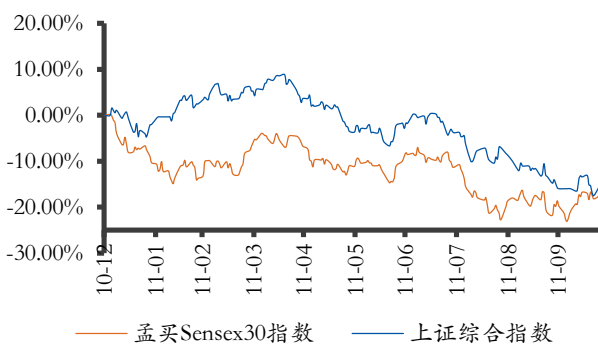
数据来源：Bloomberg 湘财证券研究所

图表 25、上证指数和香港恒指对比



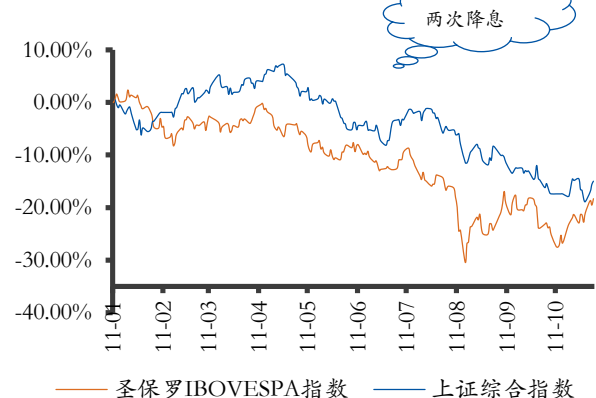
数据来源：Bloomberg 湘财证券研究所

图表 26、上证指数和印度 SENSEX 指数对比



数据来源：Bloomberg 湘财证券研究所

图表 27、上证指数和巴西圣保罗 IBOVESPA 对比



数据来源：Bloomberg 湘财证券研究所

1.2.2 2011 年 A 股市场全年描述——“阴跌+暴跌”成为主旋律

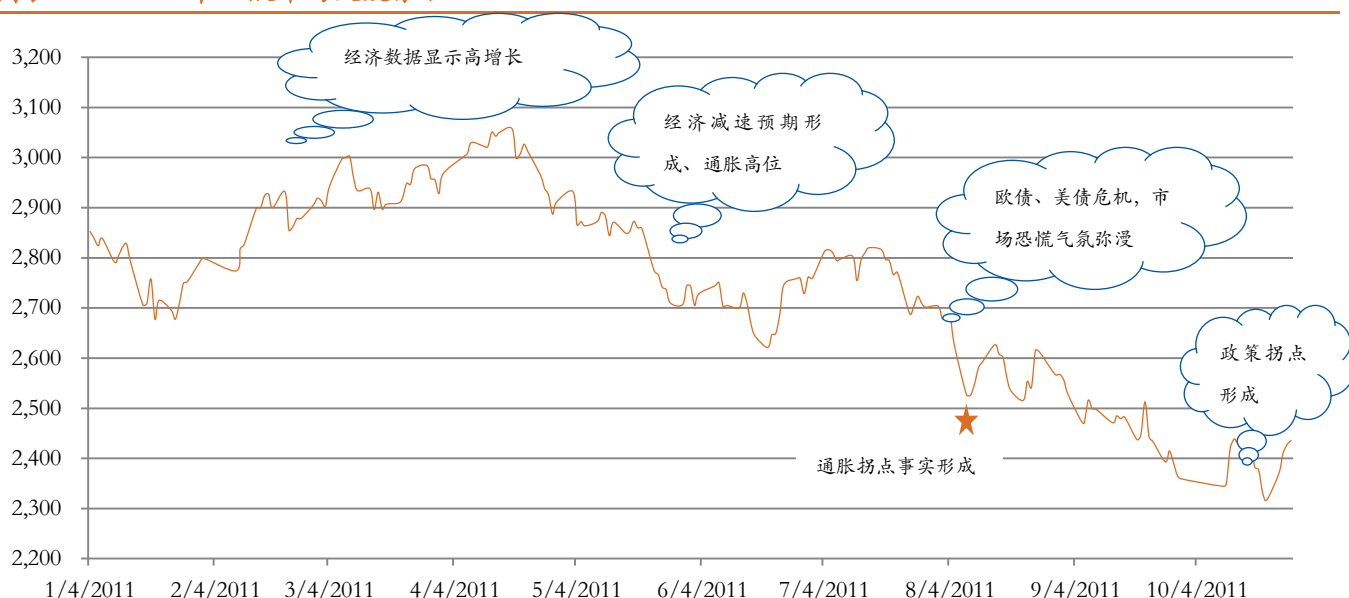
2011 年 A 股市场，简单地说就是一季度涨、二、三、四季度大多处于下跌市道。2010 年 9 月底美国的 QE2 推出在推高大宗商品价格的同时，也为 2011 年初国内宏观经济营造了偏暖的氛围。2011 年 3 月份宏观数据出来以后，市场对宏观经济的总体看法是高增长、高通胀，股票市场也基本反应了这样的基本面；4 月初，基本面发生了一系列显著变化：通胀继续走高、货币紧缩愈演愈烈，同时实体经济开始显露下滑态势；广大的国有企业对实业投资没有兴趣，热衷于去放高利贷。进入 3 季度，A 股市场一方面受到经济下滑、通胀高位的冲击外，还受到欧洲主权债务危机、美国主权债务被降级的影响；与此同时，新股发行节奏依然不减。三季度特别是 9 月单月成为全年最惨淡的一个季度。进入四季度，政策拐点终于在 10 月份出现：10 月份单月，出台了一系列利好政策（表格 2）。由于市场资金面还没有出现明显

好转、趋势的内生力量以及情绪的转变有一个过程，A 股市场总体呈现震荡格局结束了 2011 年全年的交易。

港股暴跌今年对 A 股的下跌也有一定影响。近 2 年的中国房地产市场调控、通胀的顽固不退以及地方政府债务水平的担忧，给了国际投资者在港股市场做空中资概念股票的基本面支撑。2011 年 4 月中旬，穆的将中国房地产行业评级从稳定下调成负面。原因是担心紧缩政策和信贷环境给房价和销量带来压力，从而使开发商面临艰难的经营环境。随后 6 月 15 日，标准普尔公司也宣布：由于中国房地产行业的信贷环境越来越具有挑战性，将行业评级前景由稳定下调成负面。到了 7 月 11 日，穆的发表了那份著名的红旗报告《新兴市场公司的“红旗”：中国焦点》，报告涉及了 61 家中资民企，并对 49 家给予红旗警示。著名的做空中国领军人物詹姆斯·查诺斯曾经提供了 4 个标的股票——保利香港、工商银行、港交所和淡水河谷，前面 2 个 2011 年受到持续的做空力量袭击。根据香港证券交易所的数据显示：9 月最后一周，港股沽空金额占主板成交比例升到 11.79%，比 2008 年金融海啸时候最高沽空比例 9.7% 还要高；进入 10 月份，卖空活动依然活跃。

在今年的中期策略报告（《等待拐点》）中，我们对下半年的市场展望是通胀拐点、政策拐点和流动性拐点会相继出现，A 股市场有望出现探底回升的态势。目前，我们的这一看法和逻辑不变。通胀拐点和政策拐点已经出现，我们预计 2012 年二季度 CPI 回落到 4% 附近后，市场将明显感受到流动性的改善，流动性的拐点也会在随后得到市场的确认。在三个拐点相继出现后，市场将迎来恢复性上涨。

图表 28、2011 年 A 股市场大致脉络



数据来源：WIND 湘财证券研究所

表格 2、2011 年 10 月单月密集出台的利好政策

时间	政策
10 日	汇金公司宣布 2 亿元增持四大国有商业银行股票
12 日	国务院发布支持小、微企业的九大政策
20 日	允许上海、深圳、浙江、广东四个地方试点发行地方债券
20 日	3 年期央票发行利率降低 1 个 BP
24 日	国家发改委副主任彭森明确价格拐点形成
24 日	银监会副主席周慕冰宣布对地方融资平台的相关规定松口（展期、借新还旧）
25 日	温家宝总理首次谈及政策微调
27 日	对部分地区的部分行业进行“流转税改增值税”过度的试点
31 日	新任证监会主席郭树清表示：A 股定位是头等大事

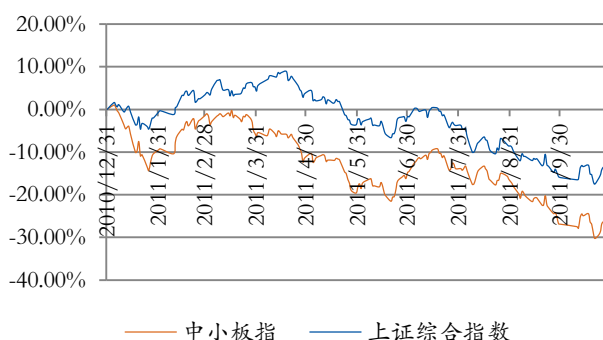
数据来源：湘财证券研究所

进入 11 月以来，政策宽松的信息越来越清晰。11 月 16 日，央行发布了《第三季度货币政策运行报告》，删除了防止通胀的字眼，强调了货币政策的灵活性和政策微调。11 月 24 日，浙江农信社等 6 家机构获准恢复 16% 的存准率。11 月 30 日央行宣布降低存准 0.5%。

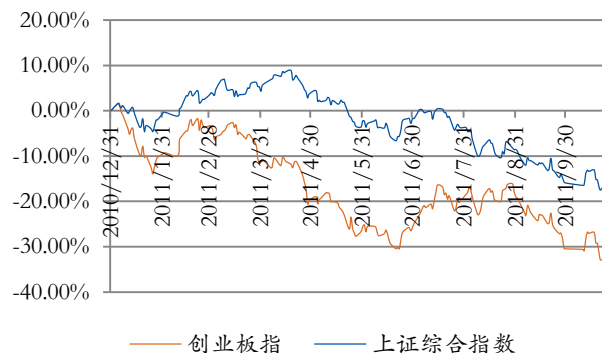
1.2.3 2011 年 A 股市场风格、行业表现和估值水平

2009 年 A 股市场表现出明显的行业轮动。到了 2010 年，市场呈现小盘股的天下，大盘蓝筹全年没有机会。2011 年中小板、创业板的下跌幅度明显大于上证基准。

从风格指数表现看：价值股比成长股表现稍强；低 PE 的股票比中、高 PE 股票表现好一些。主要是银行股虽然在 2011 年整体表现平平，但相对于其他股票的大幅度下跌，相对表现较好。

图表 29、2011 年上证基准与中小板指数


数据来源：WIND 湘财证券研究所

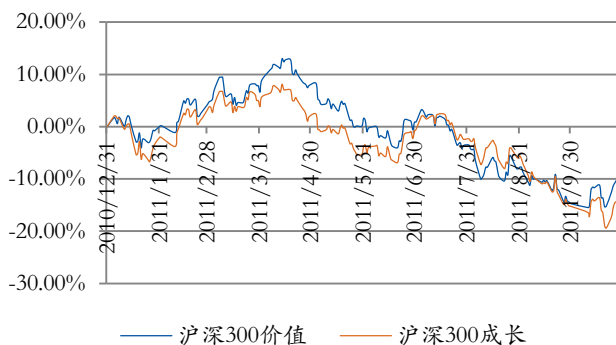
图表 30、2011 年上证基准与创业板指数


数据来源：WIND 湘财证券研究所

2011 年的市场没有出现 09 年上半年非常显著的行业轮动。全年行业表现基本可以从 4 月份做一个清晰的划分：4 月份前市场基本呈现高增长、高通胀态势，周期类表现较好；4 月份以后市场呈现滞胀和衰退特征，低估值的银行和大消费类表现比较强。如果从全年整体看，食品饮料成为全年取得正收益的行业，金融行业相对收益明显。总体还是下游行业表现好一些。

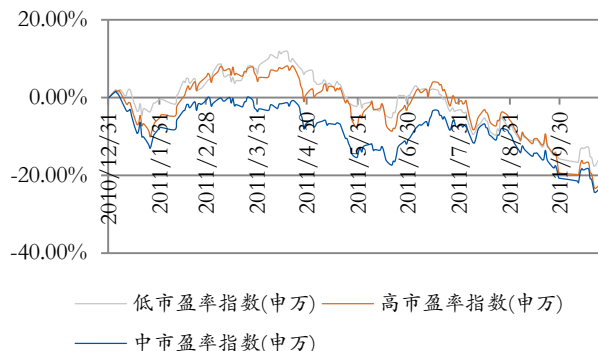
从全球市场看，A 股的估值结构性比较强，有中小板和创业板的深圳市场估值水平在全球属于较高水平，而上海市场的估值水平在全球看处于中等水平。不存在明显的高估和低估。关于估值，湘财研究所策略组每周会发布估值周报，比较各市场、各行业的动态估值水平。

图表 31、2011 年上证基准与中小板指数



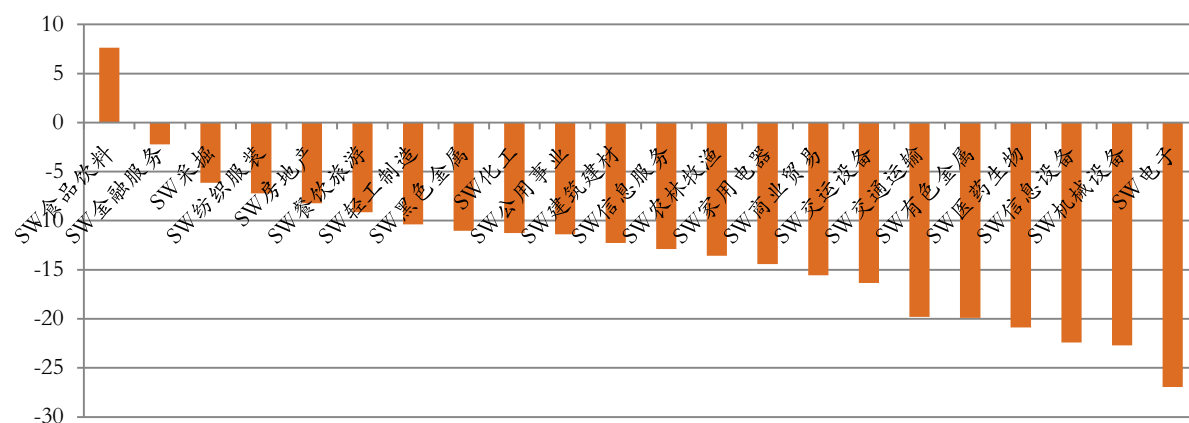
数据来源：WIND 湘财证券研究所

图表 32、2011 年上证基准与创业板指数

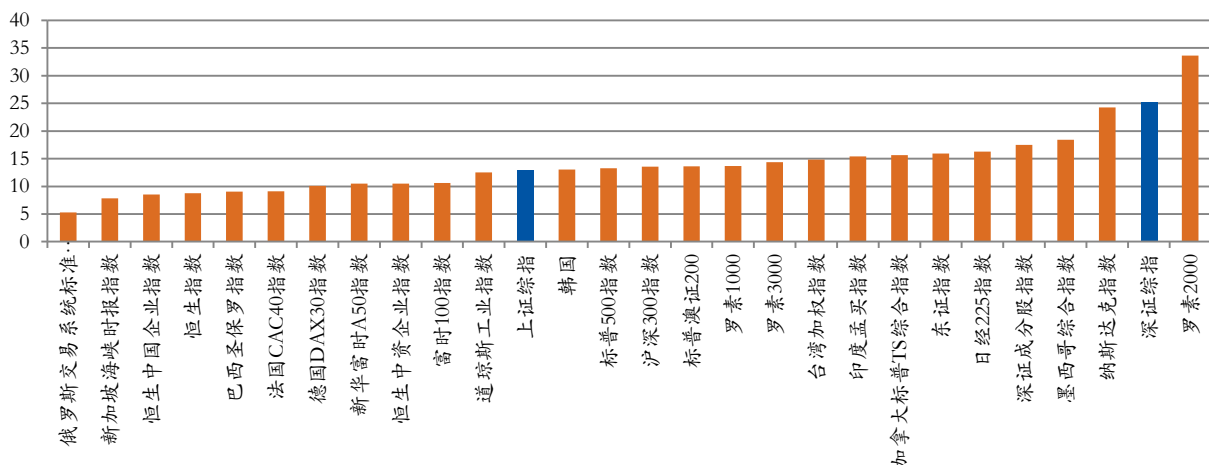


数据来源：WIND 湘财证券研究所

图表 33、2011 年 A 股市场各行业收益情况（数据截止 2011 年 11 月 30 日）



数据来源：WIND 湘财证券研究所

图表 34、全球主要股票市场估值对比（数据截止 2011 年 11 月 30 日）


数据来源：Bloomberg 湘财证券研究所

下面，我们将开始试图讨论一个颇具挑战性的话题——2012 年 A 股的方方面面。从笔者 10 多年的从业经验看，每年年末，国内各投资银行均会发布对下一年的 A 股展望。从后来实际情况看，这些预测大多是错误的甚至错得非常离谱。而做出这些预测的人们在笔者看来可能是中国最优秀且勤奋的人群，那么，其中到底是什么原因呢？

笔者对这个问题的理解大致三个方面：一是行业原因；类似的现象就是我们几乎找不到一篇“卖出”评级的研究报告，这个不多展开。二是股票投资实际是一个艺术性很强的实践活动，而研究报告的撰写者很多是有着华丽教育背景、考了一堆证书的年轻人（这些人大多数没有运作资金的实践经历）。从短期看，市场是极其复杂且变幻无穷的，有的时候跟着流动性走，有的时候跟着盈利预期走，有的时候跟着情绪走……市场逻辑多样且易变化。而研究报告的撰写者往往抓住一、两个逻辑或者更多时候是他们有数据、资料积累的逻辑展开论述。于是，我们经常可以看到论证严密的报告证明类似“大象像柱子”这样的结论等等。这样的报告实际是一个非常精彩的“头脑风暴”或者“思想实验”，阅读起来颇有味道。但如果用这些从没大资金炒过股票的人写出来的报告指导投资活动，在笔者看来，不是报告撰写者的错而是买方机构的错！三是研究方法上的问题。根据笔者 10 多年的从业体会，两个季度以上的预测基本是不靠谱的。而研究报告的撰写者大多用经济变量的当下值做一些线性外扩或者听起来很有道理的外扩，得到未来的预测。因此，除非这些预测听起来有些荒唐，否则在当前很有道理的预测基本就注定是错误的（因为中国的通胀、流动性等因素过 2、3 个季度就变化了）。

2 2012 年宏观环境展望——我们能说清楚的有哪些

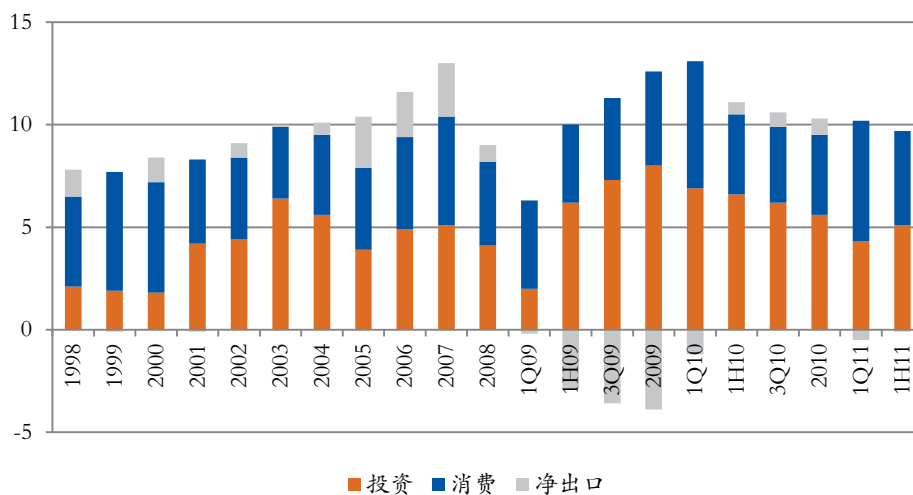
限于篇幅和突出重点，本报告对 2012 年 A 股市场在制度方面的新因素（比如转融通、新三板、国际板）不做讨论。如果出台相关政策，湘财研究所策略组将出专题报告讨论。

我们总体对 2012 年市场的宏观环境看法是：增长中枢（投资和出口的问题是糟糕到什么程度的问题）、通胀中枢较 2011 年下降、流动性较 2011 年宽松、政策环境稳中见松。

2.1 旧模式再无亮点，市场就迷失了方向

长期以来，中国宏观经济周期的波动主要由投资和净出口主导。从过去的经验看，每次的经济过热都是由内需过热导致，而每次的经济硬着陆都是由外部经济、金融危机引发。由于过去 10 年中国房地产市场的持续繁荣以及房地产对固定资产投资的带动，在大多数市场参与者的脑中，自觉不自觉地形成一个认识：那就是房地产决定中国经济！落实到 A 股市场，我们都有这样的“市场经验”或者思维模式，那就是没有房地产的繁荣、没有固定资产投资，就没有中国股市系统性的上涨！很显然，图 36 所大致示意的模式在 2012 年注定是玩不转了。2011 年，是一个结束的开始。

图表 35、中国经济增长分解



资料来源：CEIC 湘财证券研究所

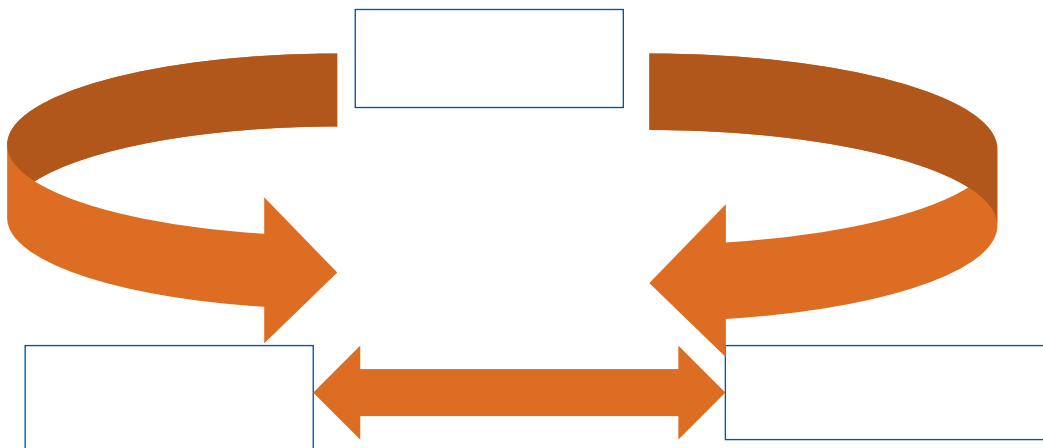
2.1.1 假如 2012 年房地产硬着陆，是否将中国经济拖入硬着陆

我们所说的硬着陆，是指 GDP 同比增长连续两个季度在 8% 以下。如果看全国房地产行业的数据，中国的地产行业仍在健康的轨道中运行（比如限购的城市仅 40 个，而全国有 600 多个城市）；但如果看金额较大的一线城市，房地产行业的调整已经是不可避免的了。一线城市的地产交易面积、金额同比出现大幅度的下降；进入 9 月份以来，一线城市的房价开始出现调整。11 月 6 日，温总理在访问俄罗斯期间表示，继续坚持房地产调控，让房价回落到合理水平。

我们担心的是：一旦房地产价格下行，财政收入和土地转让收入必将锐减。地方政府、商业银行所赖以维持和发展的投资拉动模式无法维持。长期看必将导致地方财政转型和商业银行盈利模式的转变；中短期看确实存在拉低中国经济增速的可能性。如果坚持地产调控（事实上我们认为这种可能性还是比较大的，这样 2012 年年底，本届政府到期的时候，可以在控制商品房、大力建设保障房这方面交出比较满意的答卷），2012 年经济出现硬着陆并非不可能。2011 年前三季度，湖南、四川、江苏、陕西、山西已经出现了新开工项目个数负增长。

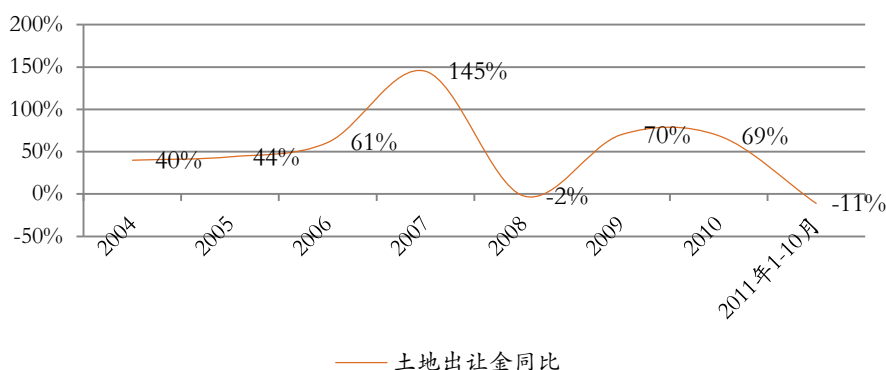
事实上，2012 年房价的下跌是不可避免的，无非是跌多还是跌少的问题。小跌则经济滑坡；大跌则威胁银行资产安全。我们认为 2012 年房价小跌、经济滑坡是必然事件；但大跌概率极小。

图表 36、2000——2010 银行、地产携手发展的甜蜜十年



资料来源：湘财证券研究所

图表 37、全国土地出让金收入同比增幅

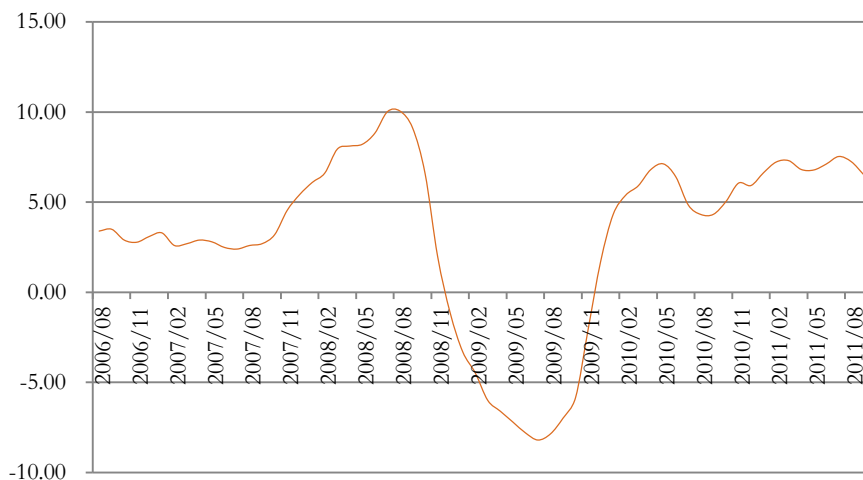


资料来源：CEIC 湘财证券研究所

除了房地产投资以外，制造业投资的情况如何呢？10 月份的 PMI 数据为 50.4，远远低于 05-10 年的均值 54.4，显示制造业情况比较糟糕。一个很显然的规律是制造业的投资滞后于制造业的利润。制造业的利润情况在我们的分析框架中，2012 年前两个季度的同比增速面临下滑的风险。原因在于 PPI 三季度已经开始回落。

PPI 对行业利润变化的滞后性较为明显，通常当 PPI 开始下降时，大部分制造业 ROE 已走过周期的高点；当 PPI 开始上升时，大部分行业 ROE 的周期低点已现。原因在于经济的调整总是量在价先，这意味着：收入、费用等的调整先于价格；经济或多或少会经历一段时间的滞胀，这对占 A 股比较大的中下游制造业尤为不利；企业盈利下降的先后顺序基本满足：中下游先于上游、投资品早于消费品、高供给快于低供给的特征，利润波幅则是低利润率、竞争性行业远高于高利润率、垄断性行业。

如果政策未来没有做大的调整，2012 年企业盈利增速将面临比较剧烈的下降。我们判断，2012 年 A 股全部上市公司利润增速大约在 8%（2011 年这一数据大致在 14%左右，第 3 部分详细分析），这意味着相当多的制造业将出现利润负增长。利润下滑必将传导到投资，因此制造业投资 2012 年也将面临下降的风险。由于 A 股中，周期性行业和金融合计占据了近 80% 的市值，因此，投资增速的下降就决定了 A 股 2012 年没有系统性的牛市。

图表 38、PPI 已经呈现下滑趋势


资料来源：CEIC 湘财证券研究所

2.1.2 2012 年地方债务问题令人担忧

客观地说，地方政府融资平台对中国城市化进程的推进发挥了无以替代的作用。08 年底推出的 4 万亿投资中，中央政府拨款只有 1 万亿左右，大多数投资是以银行贷款形式进入实体经济。地方政府融资平台在其中发挥了重要作用。随着房地产调控的持续，土地财政的压力越来越大，地方政府隐性债务的偿债风险越来越大。

2011 年 10 月 24 日，银监会副主席周慕冰表示，在前一段时间严格控制贷款新增的基础上，下一阶段银监会将重点推进存量贷款的风险缓释和整改增信。对原有期限安排不合理的贷款，在其满足抵押担保模式、合同补证到位等条件以后，根据现金流与还本付息的实际匹配情况，经批准可以适当延长还款期限或展期一次。这意味着，此前银监会要求地方政府融资平台“到期的贷款本息不得展期和借新还旧”的禁令将“松口”，银行业不良贷款率短期内将不会因平台贷款偿付问题而上升，同时，地方政府偿债压力也将得到缓解。

然而，问题解决了吗？

地方债务问题已经不是个新问题。在我们撰写本报告时候，已经传来负债 426 亿的云南省公路开发投资公司可能债务违约的消息。6 月中旬以来，已经有 10 多家省级的交通控股平台公司发行债券融资，偿还银行贷款。国家审计署公布的 10.7 万亿地方债中，近一半是 09 年来形成的。2011、2012 年是偿还高峰期，合计金额大约 4.6 万亿。虽然，10 月 20 日，国务院同意了上海、深圳、浙江、广东四个地方试点发行债券。但中国很多公共项目的

投资回报率根本没有贷款利率高，这就意味着，中国地方债务未来递增的速度将非常快！对地方债务的暂时宽松只会把这个问题推后，同时债务金额会继续增加。我们认为：中国地方政府债务危机在今后若干年内将反复考验中国政治家的智慧。

我们选取了今年发行的 7 年期、AAA 评级的平台类公司的企业债，可以看出今年发行利率上升的幅度和速度(如果选取评级低于 AAA 的企业债，利率上升幅度更大)。利率的上行将加重地方政府的债务负担。一个符合逻辑的推断是：房地产高压继续维持、地方政府融资渠道的不畅通、地方政府投资促进中国城市化进程至少在一线城市已经成为新的“不可能三角”。

表格 3、2011 年发行的 7 年期、AAA 级企业债（平台类）票面利率

时间	公司	利率
2011-1-11	11 渝城投债	5.78
2011-4-21	11 丰国资债	5.24
2011-5-23	11 宜宾国资债	5.8
2011-7-7	11 扬州开发债(5 年)	6.1
2011-10-26	11 南平高速债	7.9

数据来源：WIND 湘财证券研究所

表格 4、地方融资平台的债务情况

年份	债务合计		政府偿还责任		政府担保责任	
	债务额	比例	债务额	比例	债务额	比例
2011	26246.49	24.49%	18683.81	27.84%	3646.24	15.60%
2012	18402.48	17.17%	12982.52	19.35%	2972.07	12.72%
2013	12194.94	11.37%	7991.36	11.91%	2265.98	9.70%
2014	9941.39	9.28%	6177.01	9.20%	2273.31	9.73%
2015	8012.26	7.48%	4934.69	7.35%	1780.66	7.62%
2016 及以后	32377.35	30.21%	16340.12	24.35%	10431.48	44.63%
合计	107174.91	100.00%	67109.51	100.00%	23369.74	100.00%

数据来源：国家审计署 湘财证券研究所

房地产调控和地方政府融资平台的债务问题将明显影响中国的投资增速，成为 2012 年中国经济减速的最主要因素。

2.2 欧洲在 2012 年可能爆发更大的债务危机，美国 2012 年大选，中国出口前景堪忧

在我们撰写本报告时候，恰碰上欧洲央行意外降息 25 个 BP，我们就从降息说起。欧央行降息，主要因为欧洲经济前景恶化，借贷成本攀高，而通胀压力减小。这次降息利好风险资产、降低欧元区借贷成本、缓解欧债危机、开启了降息周期。

欧央行降息的背景有三：1、欧洲经济前景堪忧，下行风险增大，欧央行 12 月可能大幅削减经济增长预测。GDP 预计继续回落，下行趋势明显，10 月失业率创历史新高 10.2%，制造业基本陷入萎缩，领先指标也预示未来欧洲经济的下滑趋势。2、欧元区通胀压力减小。因为 10 月通胀或持平于 9 月的 3%，增加了欧央行降息的动力。3、欧债危机深化，借贷成本上升。意大利、西班牙的 10 年期国债大幅升至 6% 左右，让欧央行在二级市场购买国债的努力难以奏效，而希望通过降息来降低借贷成本。

然而，降息远远不能解决欧洲的问题。相反，我们认为：2010 年发端的欧洲债务危机在 2012 年可能迎来更大的爆发，其影响将大于 2011 年的希腊债务危机。欧洲、美国的问题本质上是低储蓄、高消费、高福利、高负债的问题。欧洲问题本质的另一种表达是德国和希腊竞争力的不平衡。

2.2.1 2012 年西班牙、意大利债务问题令人担忧

2010 年爆发并于 2011 年愈演愈烈的希腊债务危机在我们看来仅仅是一个大危机的开始。在一个统一货币、分散财政（而这个财政的基本特征是高福利、高负债且具有刚性，稍加改变就面临国内游行、罢工等考验）的经济体实体经济不平衡的必然结果。小小的希腊债务问题实际并不可怕，但展望 2012 年，我们发现足球王国的西班牙和意大利，面临的债务问题可能更加严重，对欧洲的影响要比今年的影响大得多。

表格 5、欧洲主要国家债务情况

国家	债务 (亿欧元)	5 年 CDS	2010 年赤字/GDP	债务/GDP
西班牙	6611	381	9.2%	60.1%
意大利	15918	451	4.6%	119%
希腊	3434	5887	10.5%	143%
葡萄牙	1655	1141	9.1%	93%
法国	13174	183	7%	126%

数据来源：Bloomberg 湘财证券研究所

表格 6、欧洲主要国家到期债务情况（亿欧元）

月份	西班牙	意大利	希腊	葡萄牙	欧猪五国
2011 年 12 月	106	131	102	4	343
2012 年 1 月	77	156	16	22	271
2012 年 2 月	126	543	8	8	685
2012 年 3 月	72	359	164	15	668
2012 年 4 月	208	363	0	0	571
2012 年 5 月	76	72	89	0	237
2012 年 6 月	66	84	6	107	263

数据来源：Bloomberg 湘财证券研究所

欧洲如此糟糕的经济基本面不可能不影响中国的对欧出口。事实上，2010 年二季度开始，中国对欧盟的贸易增速就进入了下降通道。2011 年 8 月，中国对欧盟的出口增速同比零增长，低于 2000 年来 5% 的平均水平。前 8 个月，中国对欧盟的出口增速同比增 18.5%，低于 2000 年来 23.9% 的平均水平。

从 2011 年秋季广交会一期（器材、器械类）和二期（日用轻工类）情况看，采购商交易意向不高，欧洲、美国订单明显下滑。根据轻工商会的数据，相比上届广交会，第二期来自欧洲的订单下降 6.1%，来自美国的订单下降 7.4%。

2.2.2 2012 年美国大选，中美贸易摩擦可能加剧

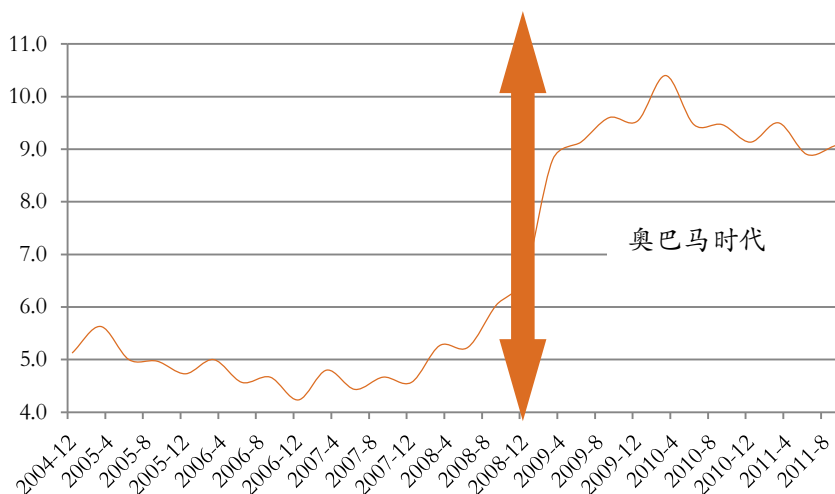
美国的问题更是长期和根本的。从公共财政的基本面看，美国的情况比欧洲更糟糕。美国的基本赤字约占 GDP 的 6%，而欧洲各国基本都在 6% 以下。根据美国国会预算办公室自己的测算，如果没有大规模的财政调整，到 2030 年，美国法定的财政支出将远远超过其财政税收。

近期，美国经济的复苏程度比欧洲略好，但失业率仍在 9% 以上（jobless recovery）。事实上，美国的失业率始终居高不下远非经济危机引发那么简单。本质上是一种结构性失业。2012 年是美国大选年，政治家为了国内选票，往往会拿中国对美国贸易顺差说事，贸易纠纷发生的概率较大，中国对美国的出口前景并不看好。类似的情况 2008 年也发生过，从某种意义上讲，2012 年中美贸易摩擦的发生几乎是必然的。

2008 年全年，中国出口产品共遭受来自 21 个国家和地区的 93 起贸易调查，涉案总金额约为 61.4 亿美元。其中反倾销案件 70 起、反补贴案件 11 起、保障措施案件 10 起、特保案件 2 起。在对华出口产品发起贸易调查的主要贸易伙伴中，位于前十位的国家和地区分别为：印度（17 起）、美国（15 起）、巴西（8 起）、土耳其（7 起）、欧盟（6 起）、加拿大（6 起）、印尼（6 起）、

澳大利亚（5 起）、哥伦比亚（4 起）、阿根廷（3 起）。

图表 39、美国的失业率（季度）



资料来源：CEIC 湘财证券研究所

表格 7、上一个大选年——2008 年中美贸易摩擦

时间	公司
2008-8	美国总统布什签署了《消费品安全改进法案》，使这一关注已久的法案正式成为法律并开始生效。直指中国出口美国的儿童产品。（该法案旨在建立消费产品安全标准和儿童产品的其它安全要求，提高对儿童产品质量要求，同时这又是一项影响广泛的技术性贸易措施。）
2008-11	美国商务部对我国输美金属丝网托盘实施的惩罚性关税上限达到 438%。
2008-12	美国贸易代表处向 WTO 起诉中国出口补贴违反 WTO 规则
2008-12	中国要求 WTO 设立专家组，就美国对中国标准钢管采取反补贴和反倾销措施的合法性进行调查

数据来源：商务部网站 湘财证券研究所整理

2.3 流动性较 2011 年改善，或成为 A 股的先行指标

2.1 和 2.2 这两个部分是从投资和净出口两个角度论证了中国经济 2012 年减速的必然性。**根据湘财研究所宏观组的判断：2011 年四季度 GDP 增速将回落到 8%—8.5% 的区间，2012 年一季度将滑落到 8% 以下！**实际上这个在 A 股市场的估值水平上已经有了比较充分的体现。正因为投资者对国内房地产调控导致经济下滑以及欧美债务危机导致中国出口急剧下降的担忧，A 股的估值水平才会如此之低！因此，2012 年经济下滑已经提前在 A 股中得到了比较充分的反应。

在弗里德曼的巨著《美国百年货币史：1867——1960》中我们知道：1960 年前 M1、M2 对于美国 GDP 有显著的解释力，当时的基金经理可以通过对货币的预判来预测经济和盈利；后来货币指标和 GDP 相关性丧失。所以，

和经济相关性的强弱成为选择货币指标的唯一标准！

货币政策与股票市场存在紧密关联性是显而易见的。把近二十年美国、日本的股市走势与流动性走势图叠加起来可以发现，每当流动性紧缩时，股票市场熊市则与之相伴。国际货币基金组织的数据也显示，1959-2003 年，19 个主要工业国家的股票市场总共有 52 次泡沫破裂，其中每一次下跌都与货币政策息息相关。可见，货币政策是影响股市的一个重要因素，宽松的货币政策有利于行情向上推动，而流动性紧缩则会给股市带来压力。

实证分析表明，我国货币扩张周期基本上也对应着上证综指的上涨阶段，而货币紧缩周期则对应着上证综指的下跌阶段，而且货币扩张期与收缩期的时间跨度和股市上涨阶段与下跌阶段的时间跨度基本上一致。从货币扩张、紧缩周期与股市上涨、下跌阶段的起点来看，货币供应的周期波动基本上领先于股市的周期波动。因此，在我国股票市场上货币供应量也是影响股票价格乃至股市走势的重要因素。宽松的货币供应有助于推动股市持续上涨，而紧缩的货币供应则具有推动股市下跌的作用。

从当前货币供应情况来看，本轮货币供应收缩始于 2010 年 1 月。2010 年 1 月 12 日，央行宣布提高存款准备金率 0.5%，改变了 2008 年 12 月份以来一直维持的 15.5% 的低存款准备金水平，当时 M1 增速由 38.96% 显著回落至 34.99%。随着央行 11 次提高存款准备金率与数次提高利率水平，M1 增速随之一路波动走低，2011 年 9 月已经下滑到 8.9%，已经接近 10% 的低位。

从 08 年年底的经济复苏经验看：信贷总量成为最重要的经济指标！其中 M1（和工业增加值增速 20 年来保持高度一致）和 A 股的关联度最密切。98 年以来，A 股几乎每次大幅度的波动都和 M1 有着密切的关系。

在我们今年二季度策略报告《转型之路不平坦》中，我们介绍了湘财策略组对于流动性的分析框架。总结起来即中国 M2 主要由外汇占款和新增信贷决定，新增信贷和利率水平、准备金比例密切相关，利率和准备金比例或多或少和通胀水平相关。通胀水平中枢的下移在 2012 年是大概率事件，为货币政策的调整奠定了基础。我们的结论是：2012 年流动性较 2011 年改善是大概率事件，A 股市场的估值水平将获得系统性的提高！

我们在近期和基金的交流中，部分基金对我们的逻辑提出质疑：即 2012 年地产调控的延续和流动性的改善是否自相矛盾？我们认为是不矛盾的。问题的答案在于评价流动性的指标用什么？如果用信贷数据这个指标，2012 年地产调控的延续和流动性的改善完全可以并存！信贷如果没有流向房地产，还能流向哪里？我们的回答是广大中小企业以及像铁路、水利这些行业。

2.3.1 流动性拐点或许已经出现，确认需待 2012 年一季度

一般而言，我们用 M1、M2 或者信贷的同比增速来刻画流动性。2011

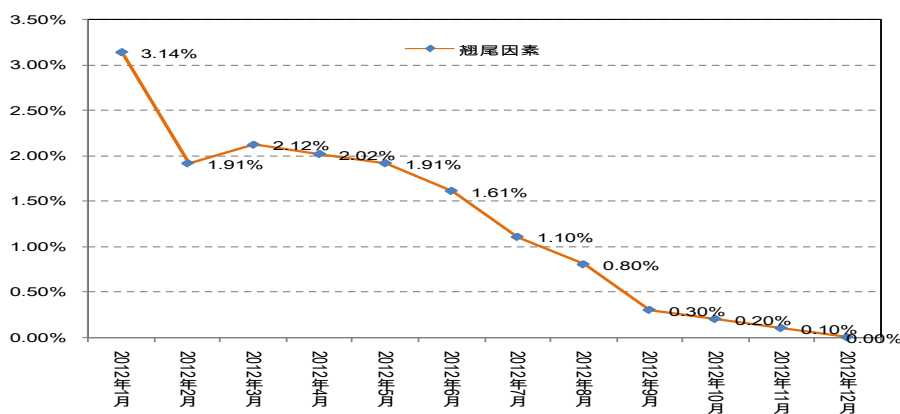
年的情况比较特殊，由于严重的负利率造成大量资金游离出银行存贷体系，购买理财产品、信托产品、（借入银行资金）放高利贷，造成中国的 M2 实际数字要比统计数字高一些（按照 3 万亿到 7 万亿的规模估计，实际 M2 增速要比统计数据高 5% 左右）。

2012 年的流动性本质上取决于央行的货币政策。信贷和准备金率、利率有关；汇率将影响外汇占款（FDI、热钱和贸易顺差）。很显然，我们不可能给出非常具体的 2012 年流动性判断，但根据债券市场的表现和多年来信贷的年度规律，我们依然可以做一些分析。

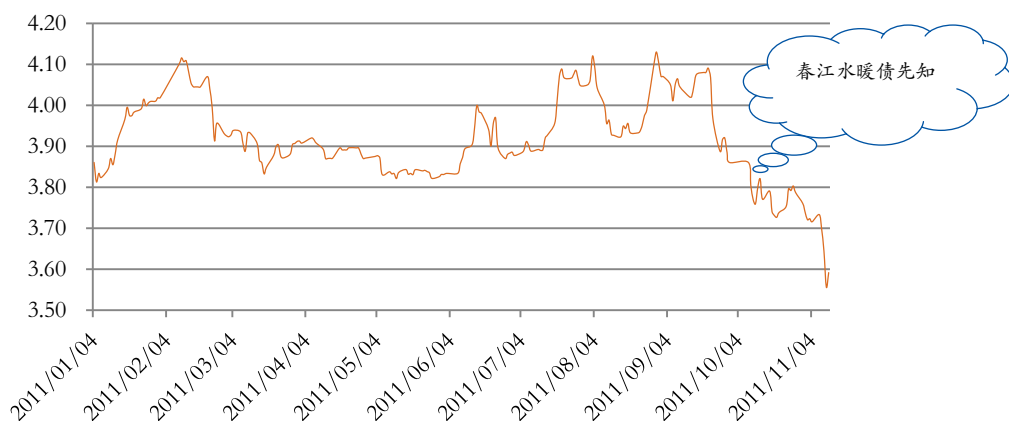
从大方面（思想实验）讲，2012 年经济下降和通胀下降是确定性事件，2012 年名义 GDP 增幅很可能小于 2011 年，实体经济消耗的资金将显著小于 2011 年；另外一方面，我们在二季度策略报告《转型之路不平坦》中已经总结了中国的流动性框架，实体经济和资产市场（主要是资本市场和房地产市场）是流动性的基本去处。2012 年房地产市场吸纳流动性的能力将大幅度下降，如此，2012 年 A 股的流动性改善是合乎逻辑的（当然，如果政府不出手，全民高利贷现象依然可能延续，因为确实找不到比放高利贷更好的投资工具了）。

从通胀情况看，2012 年 CPI 的翘尾因素将明显降低且前高后低。从市场角度看，债券市场的回暖已经揭示了流动性改善的拐点可能已经出现。但如果看 M1、M2 增速，拐点似乎还没有到来。

图表 40、2012 年 CPI 的翘尾因素

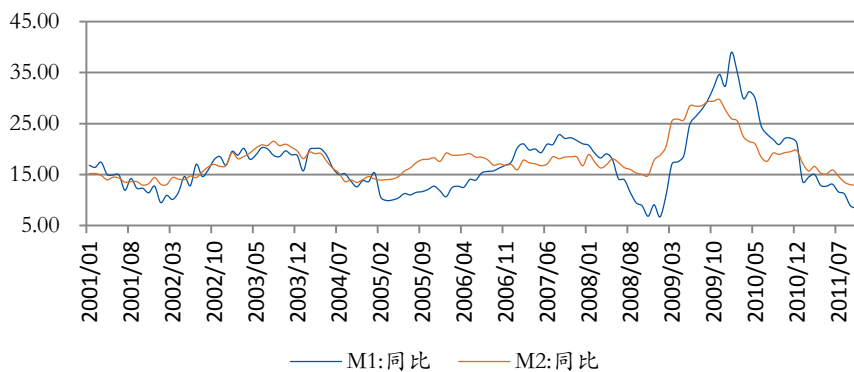


资料来源：湘财证券研究所

图表 41、银行间市场 10 年期国债到期收益率


资料来源：中国债券信息网 湘财证券研究所

最后，从货币政策看，2010 年开始的加息、加准备金率在今年 8 月份已经告一段落。理论上讲，2012 年降低准备金比例、甚至降息都是可能的。根据过去 10 年的信贷递增规律，剔除 09 年、10 年的极端数据，湘财研究所银行组预计 2012 年的新增信贷大致在 8 万亿元左右。同时，2012 年 4 月份，CPI 将回落到 4% 以下。因此，2012 年注定将迎来流动性拐点，只是程度还有待观察。

图表 42、M1、M2 增速——还在创新低（不考虑“脱媒”资金）


资料来源：CEIC 湘财证券研究所

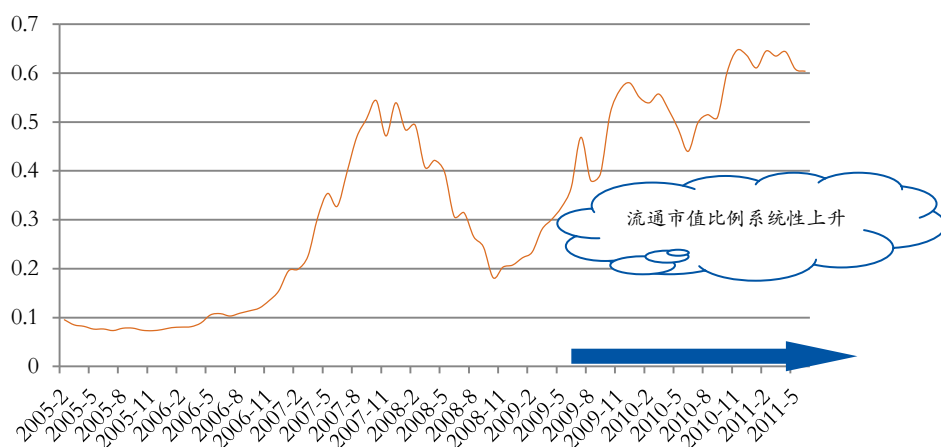
2.3.2 A 股流通市值和居民存款和对比关系——流动性另一视角

我们用“居民存款”和 A 股的流通市值来衡量股市所面临的相对流动性情况。考虑到 05 年开始的股改，数据从 05 年 1 月开始。用月度的流通市值和居民存款的比值来衡量股市的流动性状况。

统计数据显示：目前的流通市值和居民存款的比值处于历史高位，甚至比 07 年 6000 点以上的位置还要高！从居民存款来看 A 股市场未来的上涨潜力看，这个潜力处于历史的最低位置。1600 点以来，A 股的流通市值相对而言跑得比居民存款快。

从这个角度看，A 股的上升潜力到了 05 年来的最低水平！

图表 43、A 股流通市值和居民存款的比值



资料来源：WIND 湘财证券研究所

3 盈利与估值——2012 年 A 股盈利增速将降至个位，估值已充分反应

3.1 三季报业绩加速下滑，中小板的情况相对较好

从单季增速来看，三季度业绩在加速下滑。三季度 A 股非 ST 公司净利润单季增长 11.7%，比二季度单季下降 8.4 个百分点，二季度单季增速比一季度单季增速仅下降 3.8 个百分点，单季增速下降幅度在扩大。在工业增加值等宏观经济指标 3 季度缓慢下降的背景下，业绩却加速下滑，超出预期。

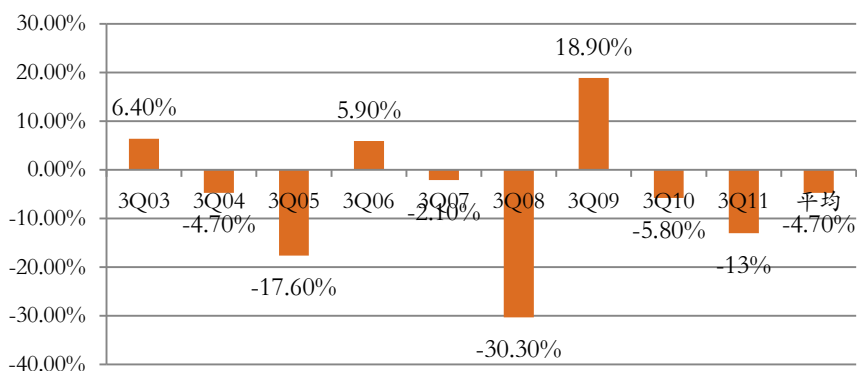
三季度单季净利润的环比增速下降幅度较大。剔除金融服务石油石化和电力后非 ST 公司三季度单季净利润的环比下降 13%（意在观察制造业的景气情况），下降幅度大于历史同期环比下降幅度，仅低于 04 年和 08 年同期。

表格 8、A 股近年来业绩单季增速情况

	1Q11	2Q11	3Q11	2Q-1Q	3Q-2Q
A 股	23.92%	20.11%	11.67%	-3.81%	-8.44%
剔除金融	19.01%	9.88%	3.52%	-9.13%	-6.35%
剔除金融、石油、电力	20.65%	15.23%	5.45%	-5.42%	-9.78%
A 股制造业	22.02%	11.73%	6.71%	-10.29%	-5.02%
制造业剔除石油、电力	25.91%	19.89%	11.35%	-6.02%	-8.54%

数据来源：WIND 湘财证券研究所

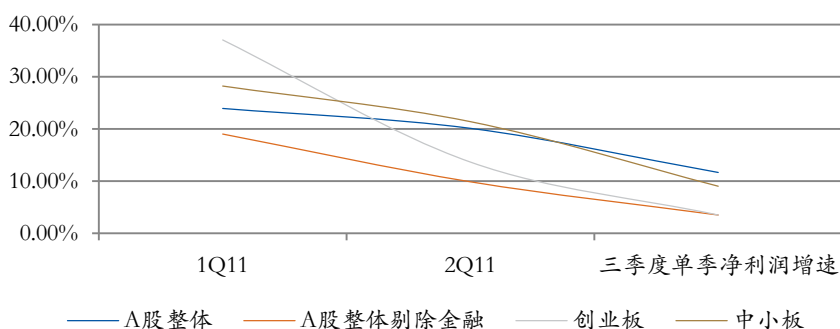
图表 44、03 年以来 3 季度 A 股市场利润环比增速（剔除金融、石油、电力）



资料来源：同花顺 湘财证券研究所

分市场看，在业绩下滑的整体趋势下，结构上显示中小板和创业板的业绩下滑程度更为剧烈。值得注意的是：如果剔除了金融行业，主板公司 3 季度单季度的业绩下滑程度和创业板相仿，中小板公司反倒成了业绩相对稳定的群体。

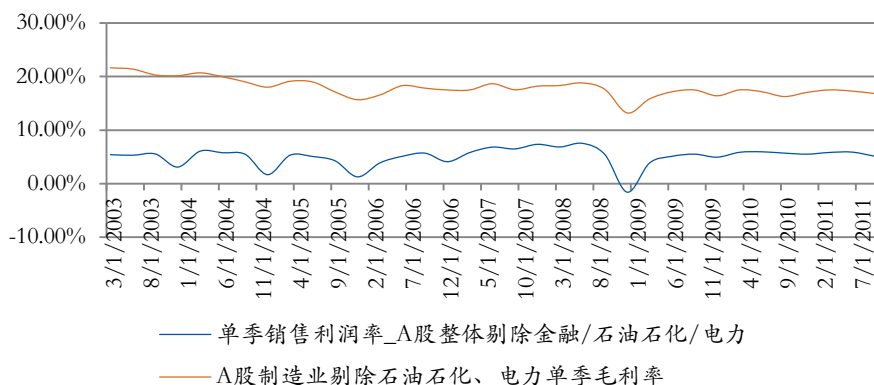
图表 45、分市场业绩变化趋势



资料来源：WIND 湘财证券研究所

在经济景气下滑的影响下，毛利率如期下滑，但是在三季度铜铝、石油等大宗原材料价格出现回落，成本压力有所缓解的情况下，毛利率下滑幅度并不大。需求是决定毛利率变动方向的主要因素，在需求持续下滑的背景下，今年毛利率总体以下滑为主。但是3季度成本压力小于2季度、需求下滑并不明显比2季度严重，因此3季度毛利率下滑将比较小。非ST公司剔除金融、石油石化、电力后3季度单季毛利率为17.52%，比2季度单季毛利率17.95%下滑0.43个百分点，下滑幅度小于去年同期的0.57个百分点。制造业剔除石油石化电力三季度毛利率为16.8%，环比下滑0.43个百分点。由于成本压力缓解毛利率环比下滑幅度并不大，小于去年同期的0.57个百分点。

图表 46、A 股市场公司毛利率变化趋势

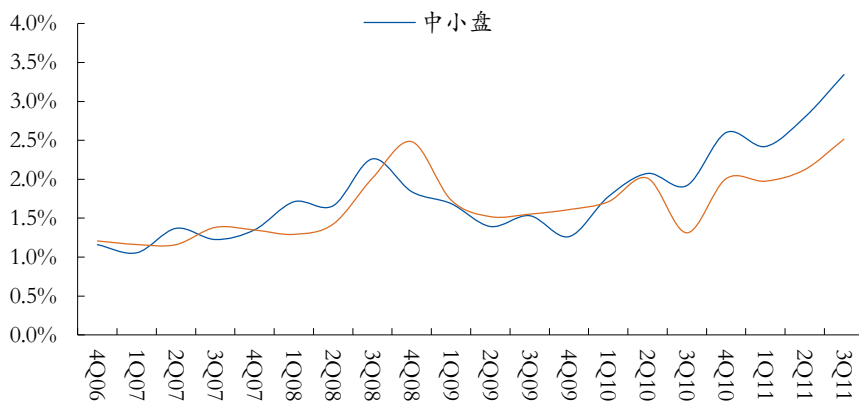


资料来源：同花顺 湘财证券研究所

我们在四季度策略报告《核心资产的转换》中已经谈到了，银行业业绩越好，制造业公司的业绩往往越差。毛利率水平略有下降还不是公司业绩下降的主要原因。由于资金价格高企，上市公司财务费用占收入的比例今年出

现持续、大幅度的上升。这在某种程度上解释了为什么制造业公司经营困难、业绩滑坡而唯有银行行业业绩依然相对亮丽。

图表 47、财务费用占收入比例持续上升



资料来源：同花顺 湘财证券研究所

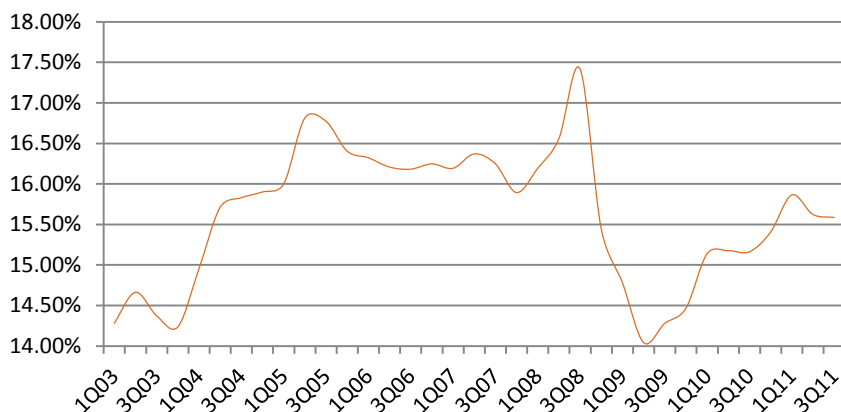
3.2 2012 年 A 股上市公司利润增长几何

多年来,湘财策略组一直在摸索预测 A 股上市公司盈利增速的分析框架。目前看,如果从自上而下的方法出发 (GDP 增速、工业增加值等因子),效果并不好。我们目前主要的方法是根据上市公司的库存情况、现金流量,推断出盈利的趋势;再根据主要行业未来的盈利增速,反推出全 A 股未来的盈利增速。

从图中可以看出,目前制造业上市公司的库存水平处于 08 年来的高位;同时上市公司经营活动的现金流情况处于历史上比较差的水平。这些,都揭示了未来 A 股制造业盈利情况向下。

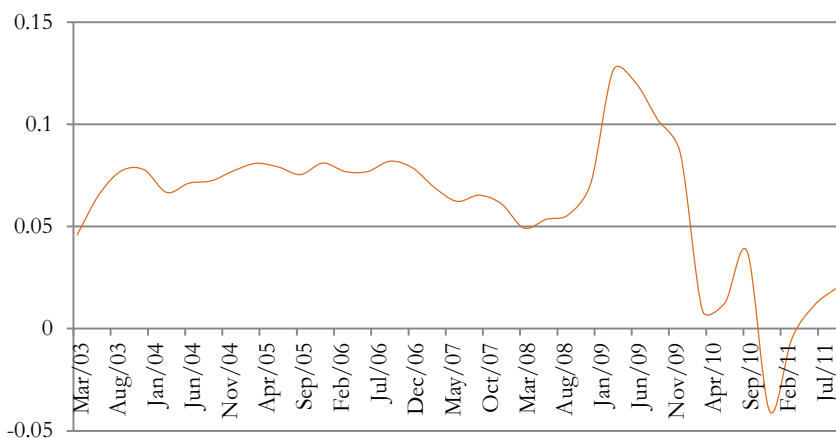
2012 年盈利,预计可能前低后高。根据 2004 年和 2008 年两轮通胀周期的经验,当 PPI 同比超过 5%以后制造业开始出现毛利挤压,但是毛利挤压最严重的情形发生在通胀开始显著回落的初期。在大约 1 个季度的时间里,企业既要面对需求疲弱和收入增速下降,又要承受前期累积的高价库存。预计 2012 年盈利同比增速将逐季回升,但回升的速度和高度将受制于通胀因素的消退和地产投资增速下降的不利影响。基数效应可能使得 2012 年盈利同比增速呈现前低后高的形势。

图表 48、制造业剔除建筑施工行业库存占总资产的比例



资料来源：CEIC 湘财证券研究所

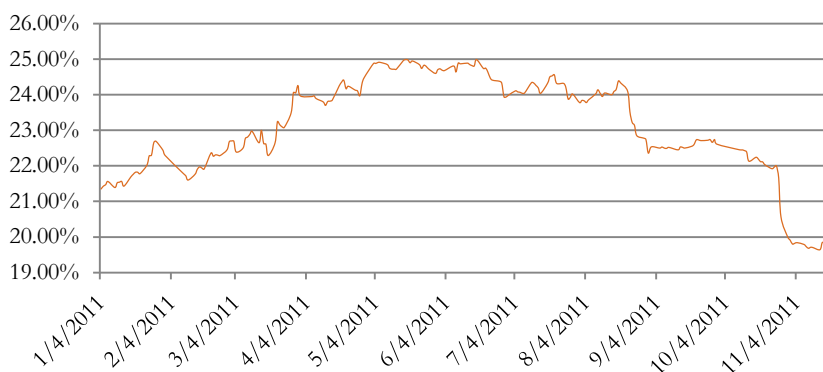
图表 49、A 股剔除金融、石油、电力经营净现金占收入比重（季调后）



资料来源：WIND 湘财证券研究所

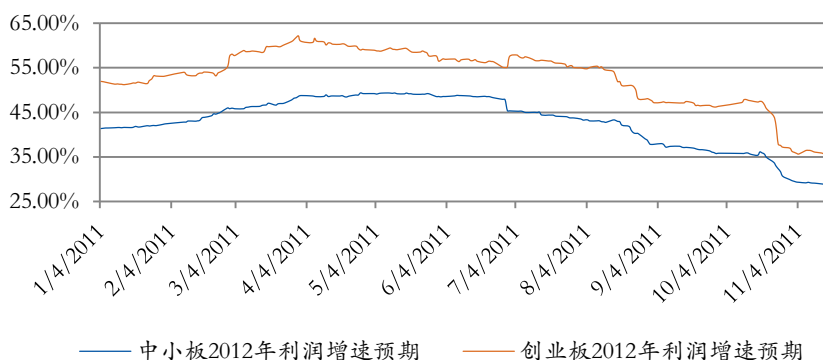
根据湘财研究所银行组的研究结果, A 股银行业 2012 年利润增长 20%左右, 结合银行业占全市场 47%左右的利润比例和制造业利润预期, 我们预计 2012 年全 A 股利润增长在 10%以下, 部分行业将出现利润负增长。

但是, A 股市场目前还没有对 2012 年的业绩滑坡给予充分的预期。根据朝阳永续公司的数据, 市场对沪深 300 指数、中小板和创业板指数 2012 年的利润增长仍然给予了比较高的预期。

图表 50、沪深 300 指数 2012 年利润增速一致预期


资料来源：朝阳永续 湘财证券研究所

需要指出的是：在利润增速预期下调时，如果正好碰上流动性条件相对紧张、扩容以及外围市场动荡，A 股市场的风险将短期凸现。我们认为，2012 年 1 季度和 2 季度初期发生这种情景的概率较大。

图表 51、中小板、创业板指数 2012 年利润增速一致预期


资料来源：朝阳永续 湘财证券研究所

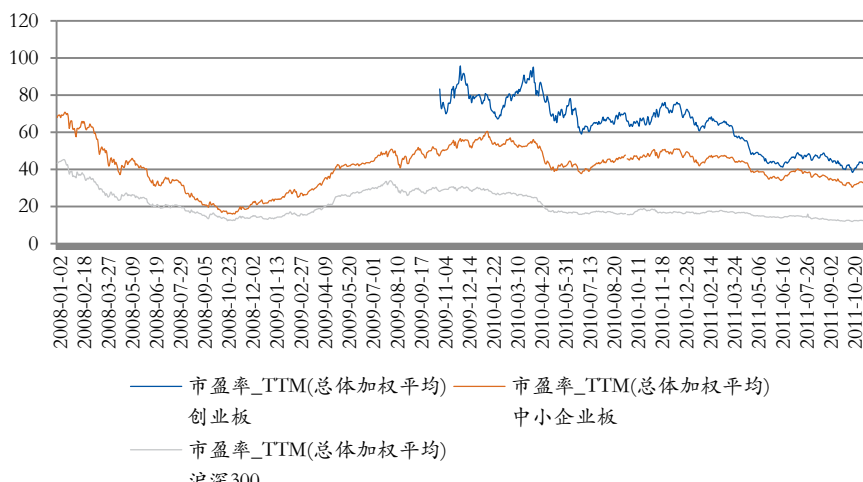
3.3 大盘蓝筹的估值水平处于历史底部

市场中枢的估值水平处于历史较低水平是我们对市场不悲观最核心理由（当然，估值低并不是上涨的充分理由）。根据湘财策略组的大致估计：2012 年 A 股 IPO、再融资、大小非解禁、交易费用合计大致需要 1.2—1.3 万亿元资金；另外一方面，市场的实际资金供应是一个没办法说清楚的问题。当然，随着市场估值水平的变化，上述四个方面都会有所调整，1.2 万亿也仅仅是一个估计的数字。

我们用整体法观察市场的 TTM 市盈率水平，发现市场估值的结构性特

征比较明显。大盘蓝筹的估值水平处于历史底部，但小盘股的估值水平距离历史底部还有一定距离，创业板的整体估值水平也不算低。

图表 52、沪深 300、中小板、创业板的估值水平



资料来源：WIND 湘财证券研究所

总结起来，市场估值水平给我们的指示是市场中枢的估值水平较低，指数并没有太大系统性下跌风险；但能否上涨将视流动性和政策有无超预期的情况出现而定。2012 年上市公司整体出现利润超预期得好目前看概率很小。

3.4 对 2012 年 A 股的看法总结

开宗明义。我们目前对 2012 年 A 股市场比较有把握的判断概括起来大致三句话：

从宏观层面看，增长中枢下移没有疑问，即中国经济潜在增长率的系统性下降是确定的事件，不确定的是下降的程度和季度间的节奏。因此，2012 年依靠业绩或者预期推动的趋势性机会将比较少。考虑到 A 股中枢估值水平处于历史底部和 2012 年流动性改善的背景，我们认为 2012 年 A 股将迎来恢复性上涨。

从中观层面看，中国经济未来的转型是确定性事件。结构转型将大大提升那些“结构投资”行业的盈利能力，比如消费、为提高消费服务的投资、国家扶持的新兴行业以及部分有国际优势的制造业股票成为核心资产，而传统的周期性行业吸引力将下降（在第四部分还将详细讨论）。

从微观层面看，随着大量中小市值、缺乏行业属性的小公司上市，未来行业的动量将系统性地减弱。通过精选个股从而战胜市场的概率将明显

提高。因此，2012 年最好的策略就是少搞点策略，多研究行业和公司，我们以为这才是 2012 年乃至更长时期 A 股的赚钱之道。什么是中国经济长期稳定增长的因素，抓住这个因素才是投资的核心逻辑。

4 2012 年 A 股的行业配置建议——坚定抓住“消费+新兴”的核心配置

由于是年度策略报告，无论我们从货币供应波动角度、行业利润预期角度、行业轮动的角度等等都无法给出 2012 年全年的行业配置建议（因为这些角度得出的结论所依据的变量在 1-2 个季度后就会变化，目前无法判断）。当然，很多卖方机构在若干假设和一定逻辑（市场的逻辑有很多，不同时候体现不同的逻辑）基础上可以推导出 2012 年四个季度的宏观波动、流动性预测、政策走势和 A 股的判断。但这样的研究在我们看来类似“思想实验”或者书斋里自娱自乐的东西，可以写，但对投资实践意义不大。从投资实践看：对周期性因素比较科学的态度是走一步看一步。

那是否意味着我们对 2012 年 A 股的行业配置没有看法呢？

答案显然是否定的。我们的观点是：2012 年经济增速下滑并且中国经济长期增速的系统性下降（潜在增长率的下降）是确定的；2012 年通胀中枢较 2011 年下降是确定的；2012 年流动性边际性改善是确定的（但对 A 股而言是否改善还取决于 2012 年扩容的规模）。这就意味着图 53 中轴上面的部分不是 2012 年的主题！研究转型和民生是指导 A 股投资的关键。经济增速在下降、经济在转型、银行、地产及大多数周期性行业很难有系统性机会（即使有也不是在 2011 年年底的时候可以预测的），在中国经济转型和注重民生的背景下，A 股的核心资产一定是消费和新兴行业。

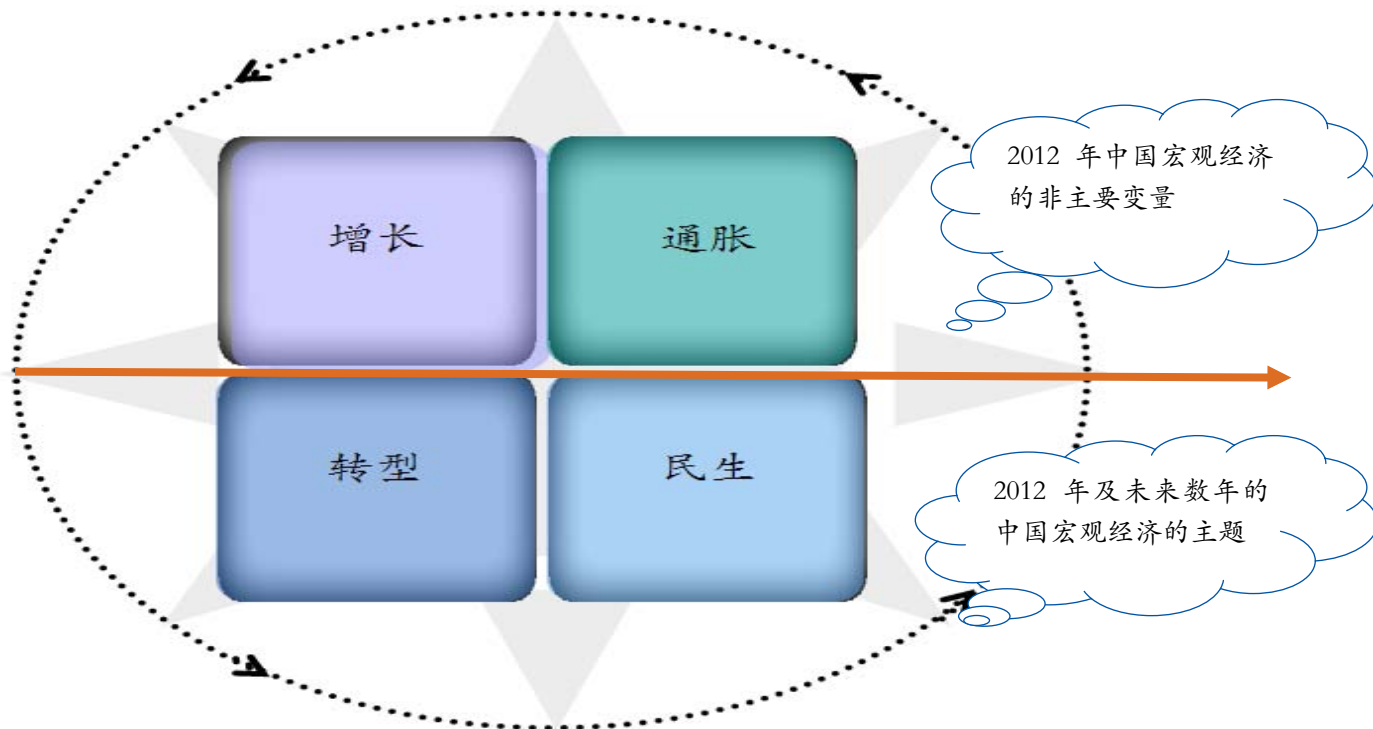
转型到底意味着什么？从 GDP 组成看，转型意味着消费所占比例系统性的上升和投资所占比例的下降；从行业领域看，转型意味着产业的升级换代。换一个表达方式：从短期看，简单地说，转型意味着痛苦；从中长期看，转型意味着传统模式发展依靠的行业面临深刻的挑战和部分新兴行业面临的历史性的机遇。此外，转型还意味着消费行业、特别是必需消费行业值得长期看好。

在今年四季度策略报告——《核心资产的战略转移》中，我们论述了为什么传统周期类股票没有系统性的投资机会，这里不再赘述。如果精力充沛、对自己择时能力很有信心的机构投资者，可以去捕捉周期类行业和主题投资机会，我们丝毫不怀疑这些股票会涨！但对于这类行业什么时候会涨、能涨

多少、哪个位置是底部等问题，我们没有能力回答。

这里我们重申在四季度策略报告《核心资产的战略转换》中的观点：
A 股市场中的核心资产已经转换成消费和新兴行业；银行、地产和传统周期性行业不再是核心资产。

图表 53、中国宏观经济调控的主题



数据来源：湘财证券研究所

4.1 经济转型对股市到底意味着什么？

4.1.1 2011 年——中国经济事实上已经走上了转型之路

中国过去 30 年经济高速增长的原因简单地说是制度创新、压低要素价格和深入参与国际市场这三方面因素导致。观察中国 30 年经济增速波动可以发现，三次增速系统性的提升都与制度变革相关：80 年代的改革和家庭联产承包责任制、90 年代的南巡讲话、全面推进市场经济、本世纪初 10 年加入 WTO 后的世界工厂模式；另外，人口红利、廉价的要素价格以及对环境污染、劳动者尊严生存的漠视也是中国经济高增长的重要因素。

然而，这种模式已经走到了尽头。

中国经济的转型已经成为主动调整或被动路径的走向必然。产权私有是效率的源泉。从全球经济的实践看，国有产权为主导的经济体实现成功转型

是没有先例的。中国能否成就转型奇迹呢？我们不知道。在我们近期和部分基金的交流中，有基金研究员认为谈中国经济转型是扯淡（言下之意，中国经济仍处于靠传统周期性行业拉投资所主导）。但无论如何，中国经济已经走上了开弓没有回头箭的转型之路。

观察 2004 年和 2011 年投资增速比较快的行业，中国经济转型的特征一目了然（表现为消费相关的行业明显增多）。

表格 9、2004 年投资增速较高的行业

排序	行业	全年投资增速
1	黑色金属采选	165. 5%
2	废弃资源和废弃材料回收	108. 6%
3	石油加工、炼焦	98. 8%
4	其他采矿业	78%
5	居民服务业	65. 8%
6	有色金属采选	65%
7	电气机械	64. 2%
8	煤炭开采	60. 8%
9	金属制品	58. 2%
10	非金属矿采选	56. 4%

数据来源：CEIC 湘财证券研究所

表格 10 、2011 年 1-8 月年投资增速较高的行业

排序	行业	投资增速
1	电气机械	51. 4%
2	居民服务业	46. 8%
3	通信设备、电子设备	44. 9%
4	建筑业	43. 2%
5	化学纤维制造	42. 4%
6	纺织、服装、鞋帽	42. 1%
7	饮料	40. 8%
8	农副食品加工	40. 2%
9	专用设备制造	40%
10	仪器、仪表制造	39. 8%

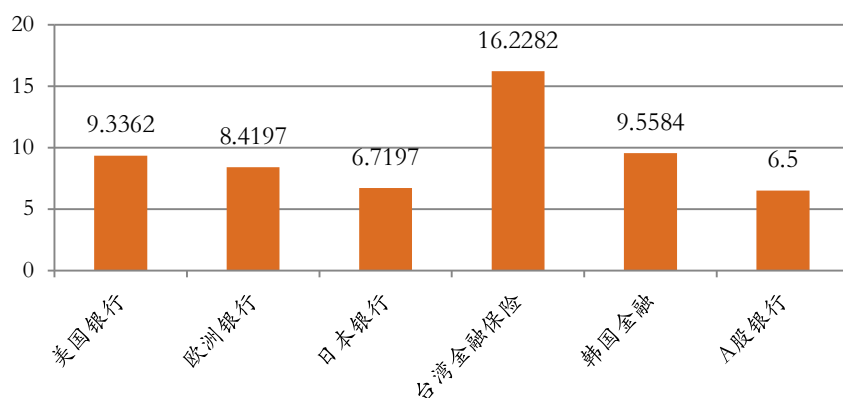
数据来源：CEIC 湘财证券研究所

从资本市场的表现看：08 年金融危机以来，中国政府采取了包括 4 万亿投资在内的一揽子刺激政策防止经济硬着陆，A 股市场在周期性行业的强劲反弹下最高涨至不到 3500 左右便开始了调整。很显然，这个调整尽管已经持续了 2 年多，还远远没有结束。观察中国 A 股市场，转型的痕迹已经非

常清晰了（从中长期看，没有人比市场更聪明、更深刻）。

举个最明显的例子——银行股票的表现。从间接金融占中国融资比例、A 股中银行的利润占比和市值占比，银行基本是中国经济的写照。中国经济增速还保持在 9% 左右的增长、银行行业利润每年在 20% 以上的增长，银行的股票 PE 已经跌到了 6 倍左右。这在全世界都是绝无仅有的！账面的数字骗不了 A 股市场，其中表达的语言很清楚：中国经济转型将导致银行未来的盈利前景不明朗，目前银行的盈利模式很难持续。

图表 54、“奇怪”的 A 股市场中银行行业的估值水平



资料来源：Bloomberg 湘财证券研究所

4.1.2 经济转型并不必然导致股市调整——产业升级是关键

事实上，经济转型是发展中经济体经济增长到一定阶段的必然产物（大约是人均 GDP 达到 5000 美元左右）。成功转型的有美国、日本、韩国、台湾地区等，但拉美很多国家由于种种原因没有实现成功转型，人均 GDP 徘徊在 1 万美元以下很长时间。

人均 GDP 从 2000 美元左右增长到 10000 美元左右，日本用了 10 年左右（1971 — 1981 年），韩国用了 12 年左右（1983 — 1995 年），台湾地区用了 13 年左右（1979 — 1992 年）。根据这一指标判断，我国所处发展阶段类似上世纪 70 年代的日本和 80 年代的韩国，开始进入由中等收入国家向高收入国家攀升的加速期。

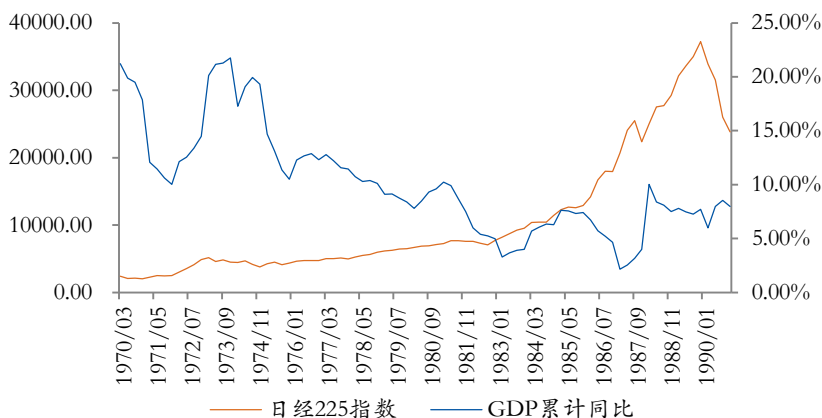
经济转型的初始环境各国都比较类似。比如都遇到了成本上升、劳动力瓶颈、本币升值等问题。在低收入经济体成长为中等收入经济体阶段，大多数后发国家依靠的是低成本优势战略，即凭借低劳动力价格、低廉的土地价格、压低的其它生产要素的价格获取出口产品优势。然而，在成长为中等收入经济体后，随着重工业化阶段到来，资源环境压力加大，劳动力土地要素

成本提高，本币不断升值，低估的要素价格开始得以校正，国际贸易摩擦增加等对发展形成了挑战。在从中等收入经济体向高收入经济体攀升的过程中，劳动力和资源优势逐渐减弱，其重要性日趋下降，功效日益降低，低成本优势战略无法继续维系经济持续的高增长。

东盟和拉丁美洲多数经济体在由低收入向中等收入攀升过程中的产业结构，严重向出口型生产行业倾斜，依靠高投资率和高资源消耗来推进经济增长。在进入中等收入国家行列后，这种发展战略一旦形成路径依赖，则无法维系经济的进一步持续增长。长期依赖低成本优势战略，发展战略转型失败，产业结构调整和经济增长方式转变失败，是这些国家落入中等收入陷阱的主要原因之一。

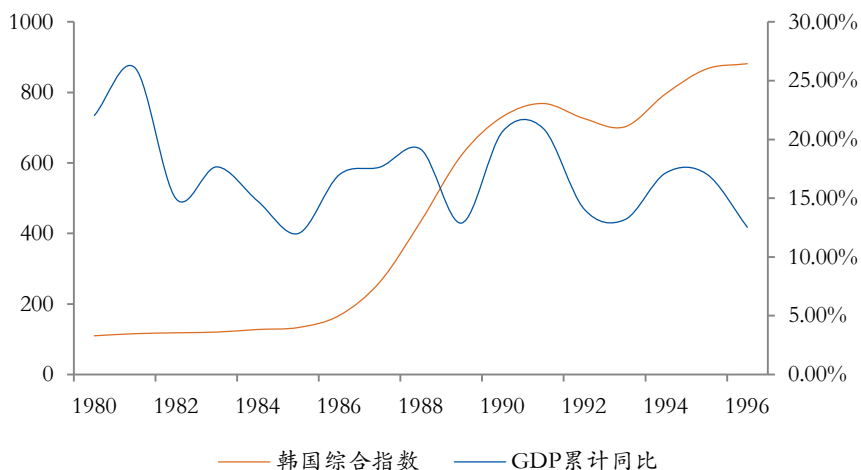
日本和东亚经济体，在20世纪70年代和80年代也不同程度依赖以出口为导向的低成本优势战略，但是，在进入中等收入序列后这些国家和地区放弃了这一战略，依靠经济增长方式、产业结构和经济增长动力结构的转型，实施了发展战略转变，避开了中低收入陷阱。观察日本、韩国和台湾地区经济转型时期，虽然转型意味着增速系统性的下降，但并不一定导致股市的调整。

图表 55、日本 70 年代经济增长和股市表现对比



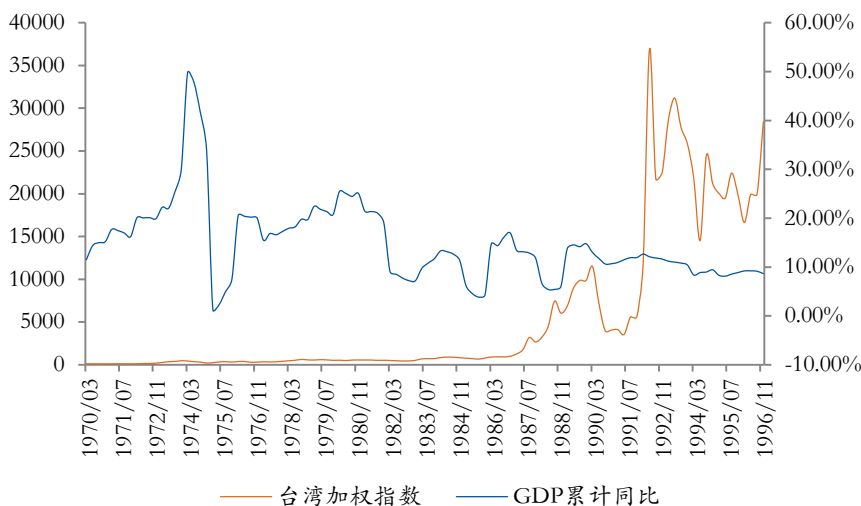
资料来源：Bloomberg 湘财证券研究所

图表 56、韩国 80 年代经济增长和股市对比



资料来源：Bloomberg 湘财证券研究所

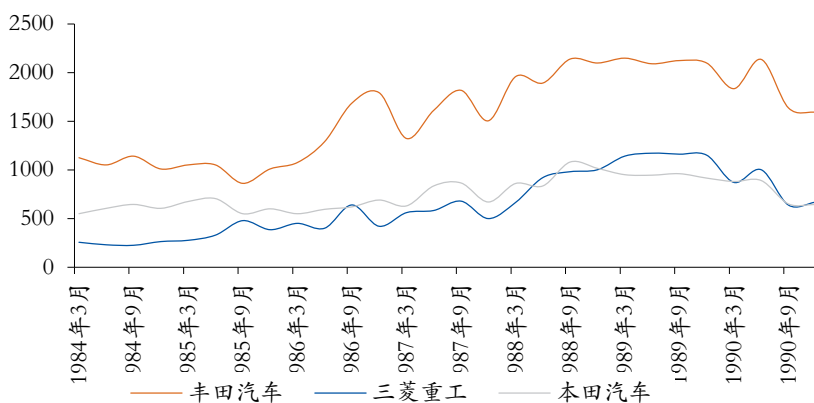
图表 57、台湾地区 80 年代经济增长和股市对比



资料来源：Bloomberg 湘财证券研究所

为什么转型期间经济增速系统性下降而股票市场却出现上涨呢？我们的理解大致两方面原因：一是在这个时期国际大宗商品价格相对较低，这些国家利率水平处于相对较低的水平，这个不是我们分析的重点；另外一个原因是这个时期经济转型中出现了一批国际性、品牌企业（SONY、丰田、三星、现代等等），这些国家共同的特征是 GNP 远远大于 GDP。产业升级获得极大成功是这些国家、地区股市上涨的重要原因。

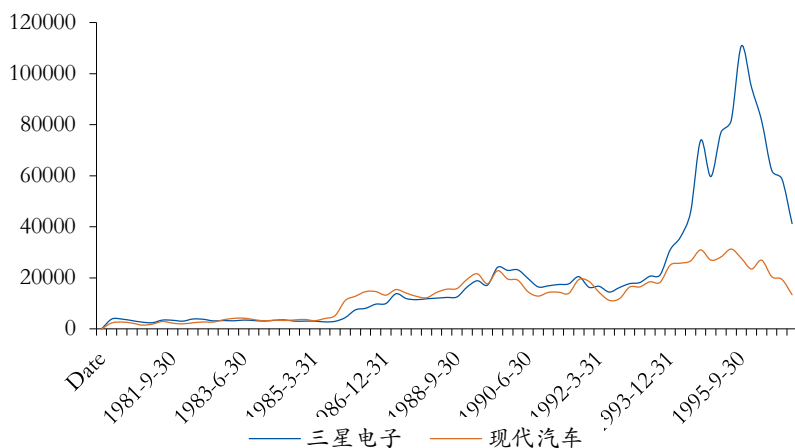
图表 58、日本转型期间涌现出的国际型企业股票表现



资料来源：Bloomberg 湘财证券研究所

根据工业化国家经验,在中等收入向高收入攀升过程中,首先表现为第二次产业比重迅速下降和第三次产业比重急剧上升。其次,制造业产业结构开始升级,由生产率较低部门转移到生产率较高部门,工业结构将要先后经过重工业化、高加工度化和技术集约化等三个阶段。根据日韩的经验,机械、汽车、电力设备、半导体将依次成为主导产业。以韩国为例,20世纪80年代基本完成重工业化之后,从90年代开始进入高加工度化阶段,汽车,半导体、电力设备依次成为其经济增长贡献率较大的产业,2000年进入技术集约化之后,半导体和电力设备成为主导产业。

图表 59、韩国转型期间涌现出的国际型企业股票表现



资料来源：Bloomberg 湘财证券研究所

回顾日、韩的历史是 70 年代、80 年代的日本、韩国和目前中国在人均 GDP 这个角度比较类似；从宏观环境角度看，中国 2012 年乃至未来数年将面临增长中枢下移和通胀中枢上移的基本宏观组合，这个组合有些类似美国上世纪 70 年代滞胀的时期。

从政策周期看：美国 70 年代以前，以需求管理为主，财政政策扩张、货币政策转型——向数量目标过渡；80 年代后供给管理取代了之前的政策体系，政策主要是减税和增加科技投入。整个 70 年代 10 年，标普 500 指数几乎没涨（随后开始了 20 年的牛市），消费和科技股取得了相对收益，而传统制造业指数跑输基准指数。

表格 11、美国 70 年代滞胀时期股票市场上的牛股公司

公司名称	业务描述
Gap	生产、销售男女和儿童服装
沃尔玛百货	大型连锁超市
纽威尔	通过多种批发和零售渠道，生产、销售各种品牌消费品
家庭人寿保险	为美国、日本客户提供各种附加保险
可口可乐	生产销售软饮料、糖浆、果汁
EQUIFAX	通过信息管理、交易处理、市场直销和客户关系管理等服务将买方、卖方相联系
世纪电信	综合性通讯公司、提供电话、网络宽带服务
沃尔格林公司	零售药店和日用品、卫生保健服务
礼恩派公司	家具、零售店家具、固定设备
劳氏公司	销售建筑材料、装饰材料、灯具、厨卫洗涤用品
VE 公司	国际服装公司
沃那多房地产信托	拥有、管理、出租纽约、华盛顿等地的办公物业
BEMIS 公司	生产包装材料、力敏材料
宣威威廉斯	生产油漆、涂料
PNC 财务	多元化金融服务机构
CLOROX 公司	非耐用消费品（家庭清洁、漂白产品、汽车保养产品、色拉酱、垃圾袋）
好时食品	生产巧克力、糖果、休闲食品、薄荷饮料
家乐氏公司	生产麦片和便利食品
高特立集团	烟草产品
伊利诺伊工具	生产黏合剂、焊接产品、质量检测设备
金宝汤	生产销售方便食品、汤类酱料、饼干糖果、餐饮服务
Interpublic 公司	广告代理和营销
H&R block 公司	金融服务 包括报税服务、会计咨询
百事可乐	饮料、甜点、食品服务
DISNEY	娱乐公司（媒体网络、节目制作、主题公园）
亨氏	食品
高露洁	牙膏、牙刷、洗发水

数据来源：湘财证券研究所整理

总结上世纪 70、80 年代美国、日本、韩国的案例可以发现：在经济从下中等收入向上中等收入水平迈进时候，股票市场表现较好的是新兴行业和制造业升级的行业；而在经济增速和通胀水平系统性下降和上升的宏观背景下，消费行业是股票市场中战胜基准指数的不二选择。

4.2 战略性新兴行业是未来 A 股的长期中坚力量

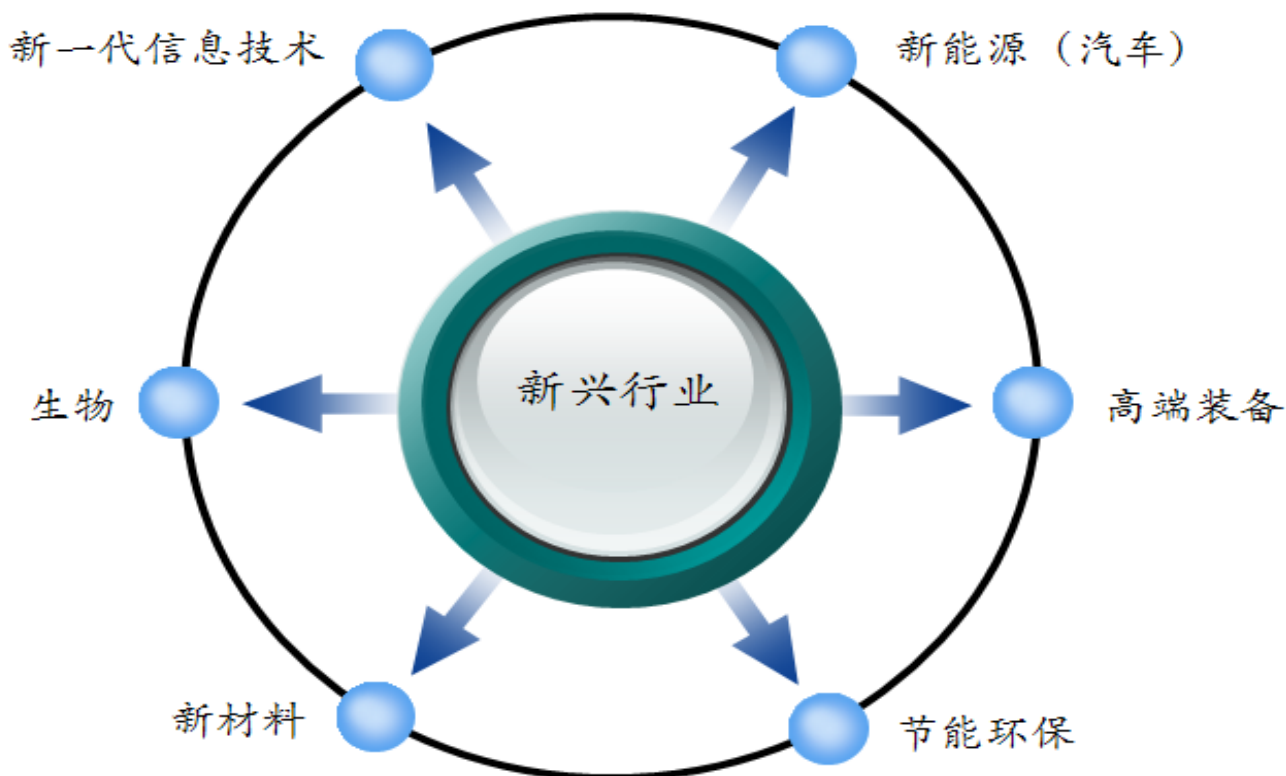
新兴行业首先是一个时代意义的概念。在上世纪 30 年代大危机后，新兴行业往往与重化工业深入相对应：比如，费雪关注的道氏化学、德州仪器、通用、IBM 等等；到了 70 年代，新兴行业成为诸如沃尔玛、万豪酒店、GAP 等公司所处行业的代名词（彼得·林奇的时代）；90 年代，新兴行业的内核往往对应核心技术或者商业模式，在这个时代，弗雷德里克·科布里克发掘了新兴行业的大牛股：比如 NIKE、微软、DELL、SISCO、GOOGLE 等。

在这里，我们不想讨论诸如创业板是否估值过高等细枝末节的问题（实际上这个问题在我们看来是说不清楚的。难道要求创业板的平均 PE 和银行股估值看齐才叫没有泡沫？我们目前的看法是：讨论创业板、中小板的股票整体 PE 多少合适是没有意义的，关键还是要看公司的真实成长性！）。我们的观点很鲜明：在今天创业板、中小板、主板部分新兴行业公司中，一定会诞生未来的大蓝筹。对新兴行业的追逐这个大方向本质上无疑是正确的，只是如果短期过度的话，必然引发调整。

未来十年乃至更长时期，哪些行业是中国的新兴行业呢？这个问题实际上已经不需要我们再去研究了，“十二五”规划已经总结了七大战略性新兴产业。我们仔细研究了“十二五”规划，大致结论是：它提供的增长机遇大致涉及三个方面：一是产业升级，现有产业的改造和新兴产业的发展路径，二是大消费时代，这是内需拉动的关键阶段，三是节能环保，有关绿色 GDP、环保产业。

根据“十二五”规划，到2015年，新兴产业增加值占GDP比重将达8%，“十二五”期间新兴产业将逐步成长为经济的主要拉动力量，可以预见的是，“十三五”将是新兴产业主导经济的时期，而“十二五”是新兴产业成长为经济主导力量的时期。

图表 60、“十二五”规划中的战略性新兴产业



数据来源：湘财证券研究所

我们把这些战略性新兴产业里面主要的公司罗列出来，成为机构投资者在新兴行业自下而上挑选股票时的备选股票池。

4.2.1 节能环保

节能环保是我们最看好的战略性新兴产业。规划提出重点开发推广高效节能技术装备及产品，实现重点领域关键技术突破，带动能效整体水平的提高。加快资源循环利用关键共性技术研发和产业化示范，提高资源综合利用水平和再制造产业化水平。示范推广先进环保技术装备及产品，提升污染防治水平。推进市场化节能环保服务体系建设。加快建立以先进技术为支撑的废旧商品回收利用体系，积极推进煤炭清洁利用、海水综合利用。

表格 12、节能环保行业的主要上市公司

子行业	公司
环保	富春环保、龙净环保、菲达环保、桑德环境、首创股份、武汉控股、南海发展、洪城水业、城投控股、创业环保、中原环保、东湖高新、凯迪电力、众合机电、九龙电力、三维丝
节能照明	三安光电、士兰微、联创光电、国星光电、德豪润达、方大集团、法拉电子、佛山照明、雪莱特、浙江阳光
建筑节能	泰豪科技、南玻 A

合同能源管理	延华智能、荣信股份、智光电气、泰豪科技
工业节能	合康变频、英威腾、九洲电气、荣信股份、智光电气、卧龙电气、国电南自、科陆电子
水处理	碧水源、万邦达、首创股份、创业环保、南海发展、双良股份、深圳惠程
固废处理	格林美、桑德环境、深圳能源、九龙电力
再制造	大族激光、格林美、鼎盛天工

数据来源：湘财证券研究所

4.2.2 新一代信息技术

该行业的核心领域在于两个方面——新一代显示技术和物联网。

表格 13、新一代信息技术行业的主要上市公司

子行业	公司
新型显示	彩虹股份、莱宝高科、长信科技、深天马、超声电子、南玻A、欧菲光、深天马A、
物联网—RFID	远望谷、上海贝岭、厦门信达、新大陆、同方股份、达华智能
物联网—移动支付	东信和平、恒宝股份、大唐电信、焦点科技、国民技术、航天信息、生意宝、康强电子、通富微电、拓维信息、卫士通、南天信息、证通电子、新大陆
物联网—M2M	东信和平、卫士通、中兴通讯
物联网—无线传感器	长电科技、威创股份、大华股份、大立科技、远望谷、航天信息、汉威电子、赛维智能
云计算	神州泰岳、生意宝、三五互联、焦点科技、鹏博士、亿阳信通、网宿科技、卫士通、华东电脑、方正科技、同方股份、长城电脑、浪潮信息、华胜天成
三网融合	广电网络、天威视讯、中视传媒、电广传媒、歌华有线、中电广通、鹏博士、金亚科技
高端软件	卫宁软件、超图软件、远光软件、启明星辰、四维图新、石基信息、宝信软件、用友软件、东华软件、软控股份、东软集团、中国软件
信息服务	银江股份、宝信软件、银之杰、浙大网新、数字政通、易联众、信雅达
网络增值服务	鹏博士、乐视网、顺网科技、拓维信息、北纬通信

数据来源：湘财证券研究所

4.2.3 生物技术

根据“十二五”规划，主要指用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种，提升生物医药产业水平。加快先进医疗设备、医用材料等生物医学工程产品的研发和产业化，促进规模化发展。着力培育生物育种产业，积极推广绿色农用生物产品，促进生物农业加快发展。推进生物制造关键技术开发、示范与应用。加快海洋生物技术及产品的研发和产业化。

表格 14、生物技术的主要上市公司

子行业	公司
生物医药	天坛生物、华兰生物、双鹭药业、海正药业、丽珠集团、科华生物、恒瑞医药、康缘药业、天士力、辽宁成大、长春高新、中牧股份、重庆啤酒、达安基因、华神集团
创新药企	海普瑞、华神集团、兰生股份、岳阳兴长、长春高新、通化东宝、恒瑞医药、双鹭药业
现代中药	天士力、康美药业、康缘药业、康恩贝、仙琚制药、紫鑫药业、上海凯宝、东阿阿胶、片仔癀、云南白药
制剂	海正药业、美罗药业
生物育种	登海种业、荃银高科、隆平高科、敦煌种业、丰乐种业、万向德农
先进医疗器械	阳普医疗、乐普医疗、万东医疗、鱼跃医疗、新华医疗

数据来源：湘财证券研究所

4.2.4 新能源（汽车）

风能、太阳能在 2012 年投资机会仍不具备,这里主要指的是智能电网。

另外,核能经过 2011 年的行业调整后,预计 2012 年开始进入缓慢复苏的阶段。

表格 15、新能源（汽车）的主要上市公司

子行业	公司
智能电网	国电南瑞、百利电气、国电南自、理工监测、长城开发、平高电气、许继电气、东方电子、思源电气、东源电器、荣信股份、奥特迅、智光电气、特变电工、天威保变、置信电气、科陆电子、积成电子、森源电气、浩宁达、中恒电气、中能电气、科远股份、九洲电气、金利华电、英威腾、特锐德、东北电气、上海电气、北京科锐、卧龙电气、鑫龙电器、中国西电
清洁能源	广汇股份、华光股份、海陆重工、科达机电、东方电气、天科股份
生物质能	凯迪电力、丰原生化、岁宝热电、东湖高新
核能	中核科技、沃尔核材、东方电气、中国一重、上海电气、烟台冰轮、哈空调
动力电池	当升科技、杉杉股份、江苏国泰、新宙邦、佛塑股份、多氟多、万向钱潮、德赛电池、亿纬锂能、中国宝安、风帆股份、科力远、中炬高新、中信国安、佛山照明、华芳纺织、成飞集成、拓邦股份、湘潭电化
电机	大洋电机、宁波韵升、江特电机、横店东磁
充电设备	奥特迅、科陆电子、思源电气、许继电气、国电南瑞、动力源

数据来源：湘财证券研究所

4.2.5 新材料

主要指稀土功能材料、高性能膜材料、特种玻璃、功能陶瓷、半导体照明材料等新型功能材料；高品质特殊钢、新型合金材料、工程塑料等先进结构材料。提升碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维及其复合材料发

展水平。开展纳米、超导、智能等共性基础材料研究。

表格 16、新材料的主要上市公司

子行业	公司
化工新材料	巨化股份、宏达新材、中材科技、红宝丽、鲁阳股份、金发科技、普利特、云天化、南洋科技、中钢吉炭、烟台氨纶、回天胶业、沃尔核材、烟台万华、奥克股份、广东榕泰
稀土永磁	包钢稀土、广晟有色、厦门钨业、中色股份、五矿发展、北矿磁材、横店东磁、中科三环、太原刚玉、中钢天源、银河磁体
小金属	西藏矿业、锡业股份、吉恩镍业、金钼股份、东方钽业、东方锆业、宝钛股份、西部材料、西部资源、云海金属
金属材料	安泰科技、宁波韵升、豫金刚石

数据来源：湘财证券研究所

4.2.6 高端装备（产业升级）

这块主要包括以干支线飞机和通用飞机为主的航空装备。积极推进空间基础设施建设，促进卫星及其应用产业发展。依托客运专线和城市轨道交通等重点工程建设，大力发展轨道交通装备。面向海洋资源开发，大力发展海洋工程装备。强化基础配套能力，积极发展以数字化、柔性化及系统集成技术为核心的智能制造装备。

表格 17、高端装备行业的主要上市公司

子行业	公司
卫星应用	中国卫星、国腾电子、北斗星通、合众思壮
高端智能装备	沈阳机床、昆明机床、秦川发展、汉钟精机
海洋装备	海油工程、海油工程、中集集团、振华重工、中国重工、中国船舶、杰瑞股份
轨道	时代新材、赛为智能、中国南车、中国北车、晋西车轴
航空	四创电子、中信海直、威海广泰、川大智胜、海特高新、哈飞股份、贵航股份
航空装备	航空动力、成发科技、中航动控、中航重机、钢研高纳、中航电子、中航光电、中航精机、西飞国际、洪都航空

数据来源：湘财证券研究所

4.3 消费行业是 2012 年 A 股的基本配置

新兴行业蓬勃发展是经济转型的一大特征；消费特别是必需消费的长期繁荣则是转型经济的另外一个基本特征。我们认为：抓住这两个方面是 A 股投资的大逻辑和大智慧所在。投资新兴行业小公司需要独到的行业眼光和敏锐的洞察力，过程类似挑选航天员；投资消费行业的龙头公司需要的是耐心

和忍受寂寞的自制力。

每当我们写到必需消费行业时候，心情总有些激动。目前A股的估值水平和08年1664点时候相仿或者还略低，但彼时茅台90元、张裕40多元、天士力10元，目前两者在200元、100元、40元以上。投资这三只股票3年多，都会有100%以上的盈利。期间，完全可以不管猪肉、原油、金融危机、欧债、美债、利比亚战争、日本地震、高铁事故……也不需要去关心经济增速、通胀水平、流动性松紧……这就是消费行业的龙头公司股票带给我们的财富启示！

2010年，中国的人均GDP越过4000美元，达到上中等收入水平(3945美元是下中等和上中等的分界线)；也就在这一年，中国以94亿美元的水平成为全球第二大奢侈品消费国。中国GDP中消费仅占40%左右，消费潜力可见一斑。由于2012年中国经济减速是确定事件，可选消费——汽车、地产等我们暂时不作考虑，我们主要考察食品饮料、零售、服装、医药等必需消费品行业的投资机遇。

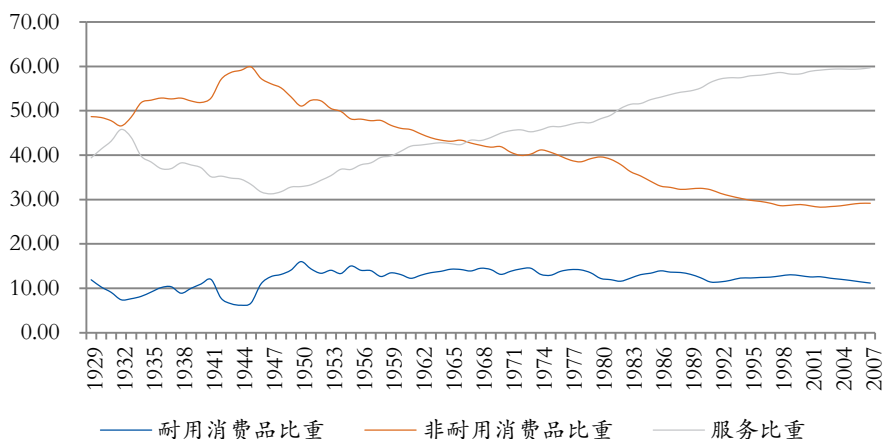
4.3.1 居住类消费、医疗保健类消费和服务类消费长期看好

考虑到和我国居民消费心理的类似性，我们搜集了台湾地区1979——1997年共19年的居民消费数据。对这些数据形成的时间序列及其他相关材料，可以发现台湾地区居民消费各组成部分演变的一些特点：一是居民食品、饮料、烟草类消费、衣着类消费的支出比重在此时期内呈现稳步下降趋势；二是居民居住类消费、医疗保健类消费、文教、娱乐用品及服务类消费的支出比重在此时期呈上升势头；三是家具、家庭设备及服务类消费、杂项商品及服务类消费的支出比重一直较为稳定，分别在5.0%和7.0%左右的窄小范围内波动；四是交通通讯类消费支出的比重在前半期呈现稳步上升势头，由1979年的7.4%稳步提高到1989年的13.5%，接着又出现逐步下滑趋势，下降到1997年的10.4%。

通过对世界主要国家和地区居民消费结构组成部分时间序列的考察分析，我们发现了其中一些共同的规律：主要为食品、饮料、烟草类消费、衣着类消费的支出比重随居民收入水平的提高而逐步下降；家具、家庭设备及服务类消费支出比重一般会出现下降或者较为平稳；居民居住类消费、杂项商品及服务类消费一般都会出现较为明显的上升势头；医疗保健类、交通通讯类消费、文教娱乐用品及服务类消费基本都会出现上升或者较为平稳。

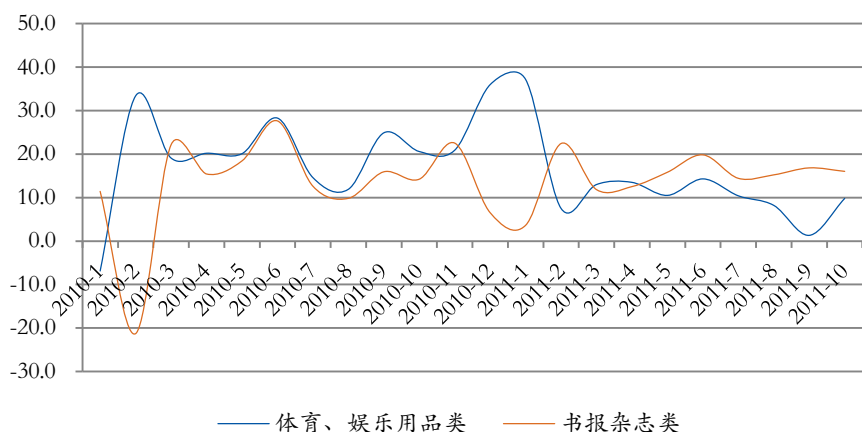
由于中国的人口基数庞大、城镇化趋势还将持续若干年，我们对未来中国必需消费行业持续看好、奢侈品子行业也持乐观态度。

图表 61、美国的消费结构演变



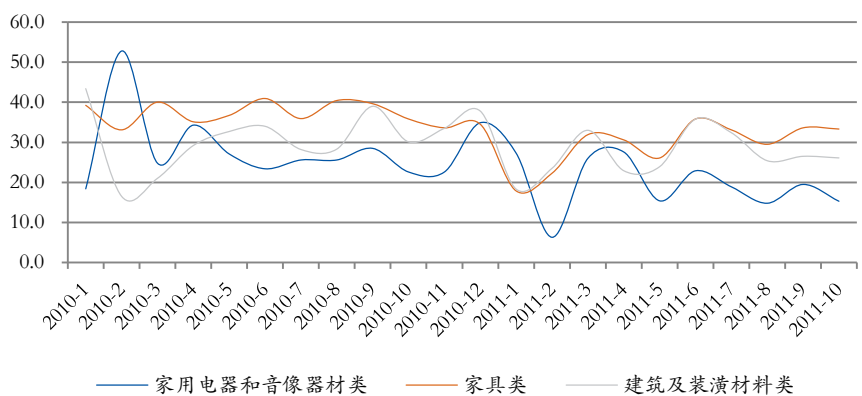
资料来源：CEIC 湘财证券研究所

图表 62、休闲娱乐类行业增长



资料来源：CEIC 湘财证券研究所

图表 63、居住类行业增长



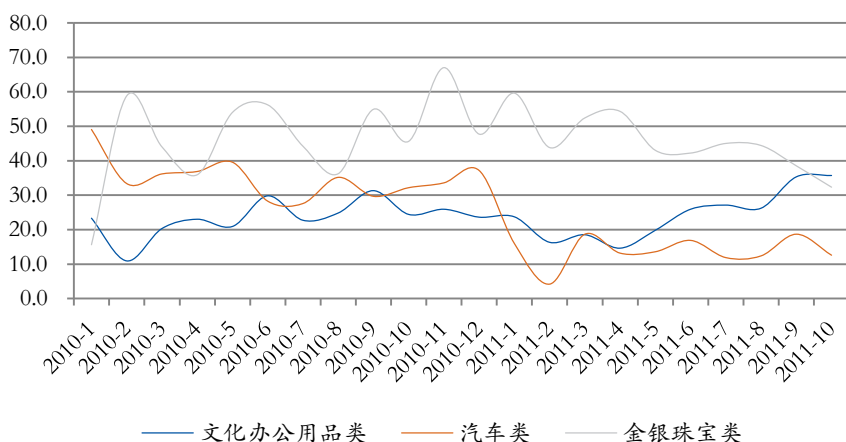
资料来源：CEIC 湘财证券研究所

图表 64、药品类行业增长



资料来源：CEIC 湘财证券研究所

图表 65、文化、汽车、珠宝类行业增长



资料来源：CEIC 湘财证券研究所

4.3.2 奢侈品行业值得看好

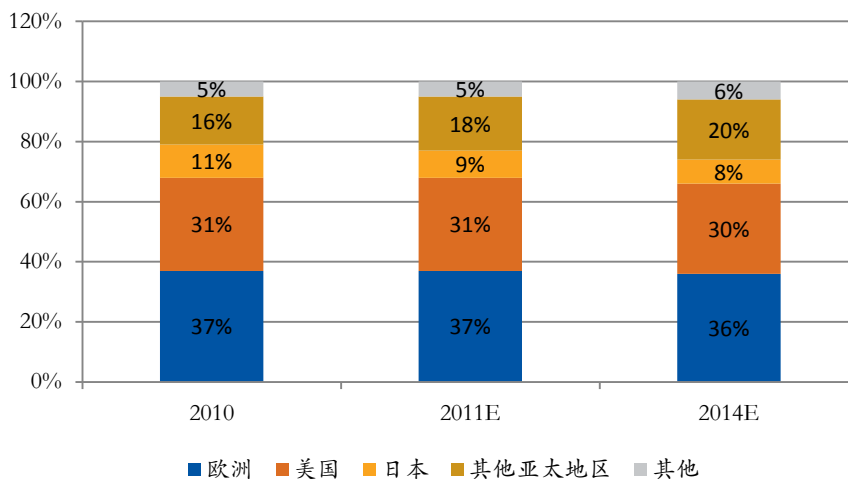
近年来，随着老凤祥、飞亚达、东方金钰、美克股份、瑞贝卡、潮宏基等一批 A 股公司得到人们的逐步关注，奢侈品行业开始进入研究者的视野。2011 年，大量国际奢侈品牌公司在香港股市上市，尽管香港股市 2011 年环境非常严峻，但这些公司 IPO 依然得到市场的追捧。我们更愿意把奢侈品牌选择到香港上市看作是国际资本对大陆奢侈品行业的看好。

2011 年 6 月 24 日，意大利著名品牌 PRADA 在香港上市。发行价 39.5

港元,募集资金 213 亿港元,位列 2011 年上半年香港 IPO 金额最大的公司,发行价格对应 2011 年 PE22.8 倍,超过了 Burberry。在 PRADA 的招股书中可以看到:公司计划年内新开 80 家直营店,其中 25 家位于亚太,10-12 家位于中国大陆。目前,中国大陆的 18 家门店居然贡献了 PRADA 公司 19% 的销售收入!

世界奢侈品协会不久前做出预测:2011 年中国奢侈品消费增长 25%,2012 年中国将超过日本成为全球第一大奢侈品消费国。研究显示:亚太是全球奢侈品市场增长最快的地区。Altagamma 公司预测:中国奢侈品市场的快速成长是可持续的。2011——2014 年,中国的奢侈品市场将以 15%——20% 的复合增长位列全球第一。

图表 66、全球奢侈品市场份额及预测



资料来源: Altagamma (意大利奢侈品咨询公司)

总结一下我们对 2012 年 A 股市场在行业配置方面的基本结论:我们看好消费和新兴两个基本行业大类。在消费行业中,看好必需消费和奢侈品消费行业,在新兴行业中,我们看好产业升级和节能减排、新能源、新材料等子行业。图 67 可以概括我们的行业配置观点。

图表 67、2012 年 A 股市场我们重点看好的行业



资料来源：湘财证券研究所

图表 68、2012 年 A 股市场我们重点看好的领域

大消费	制造业升级	新兴产业
“十二五”规划建议坚持扩大内需战略、保持经济平稳较快发展，加快形成消费、投资、出口协调拉动经济增长新局面。并首次提出进一步释放城乡居民消费潜力。 未来就是大消费的时代，将会对包括医药、零售百货、服装、食品饮料、以及金融服务（保险、证券、财富管理）等大消费带来重大的发展机遇。	“十二五”要发展现代产业体系、改造提升制造业，加强现代能源产业和综合运输体系建设，全面提高信息化水平，发展海洋经济。 重点发展以干线飞机和通用飞机为主的航空装备，做大做强航空产业。积极推进空间基础设施建设，促进卫星及其应用产业发展。依托客运专线和城市轨道交通等重点工程建设，大力发展轨道交通装备。	十二规划建议指出“要加快建设资源节约型环境友好型社会、提高生态文明水平，积极应对全球气候变化，大力发展循环经济，加强资源节约和管理，加大环境保护力度。 战略性新兴产业的发展包括——新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车。

资料来源：湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。