

反弹可期高度有限

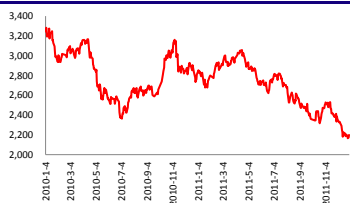
——2012年1月份A股投资策略

核心要点:

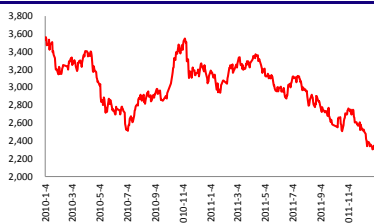
- 1月份维持震荡或小有反弹概率较大。在连续下跌后,市场具有技术性反弹的要求,但是,经济、政策不给力,外围风险未消,加之春节长假因素,预计1月份还难以大的起色。
- 1月份投资应合理控制仓位,注重投资稳健性与灵活性,注重主题性投资机会。基于对市场维持震荡或小有反弹的判断,我们认为在配置上以金融蓝筹与新兴产业为主。
- 本月组合选所行业包括包括金融(2只)、电力(2只)、传媒(1只)、计算机(1只)、汽车(1只)、农业(1只)、旅游(1只)、机械(1只)。
- 本月股票组合(不分先后):招商银行(600036)、中国太保(601601)、大唐发电(601991)、华能国际(600011)、百视通(600637)、川大智胜(002253)、长城汽车(601633)、登海种业(002041)、峨眉山(000888)、蓝科高新(601798)。

主要指数走势

上证指数



沪深 300 指数



资料来源: 中国银河证券研究部

分析师

孙建波 博士 首席策略分析师

☎: (8610) 8357 1306

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

执业证书编号: 0130511040002

秦晓斌 总监

☎: (8610) 6656 8746

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511030001

特此鸣谢

杨岚

✉: yanglan@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

A股市场数据

总市值(万亿)	24.93
流通市值(万亿)	16.36
市盈率(TTM)	12.89
市净率	2.02

目 录

一、市场趋势判断：反弹可期但高度有限	1
（一）连续下跌是多种因素综合作用的结果	1
（二）风险释放过程也是反弹动能积聚过程	1
（三）期盼龙抬头但高度有限	2
二、投资策略：适度主题投资	2
（一）注重稳健性与灵活性	2
（二）适度关注主题投资机会	3
（三）行业配置	3
（四）投资组合	6
三、银河策略本月视点	6
（一）供给需求双降、行业仍有亮点——10 月 PMI 点评（11.01）	6
（二）政策微调方向进一步明确——G20 峰会胡主席讲话点评（11.04）	7
（三）IMF 介入问题仍未获实质突破——G20 嘎纳峰会公报点评（11.05）	7
（四）利润增速跟随经济持续下滑——上市公司 2011 三季度业绩分析（11.08）	8
（五）从态度转变到工具选择——对政策微调的梳理和预判（11.10）	9
（七）退市新规促分化 大浪淘沙见真金——评关于完善创业板退市制度的方案（征求意见稿）（11.28）	10
（八）大风起兮云飞扬——2011 年 11 月下调存款准备金率点评（11.30）	11
（九）震荡时代 正视曲折性——2012 年度 A 股投资策略报告（11.30）	11
（十）政策转向已明确 经济企稳可期——11 月份 PMI 数据点评（12.01）	12
（十一）政策态度变暖，但弱于预期——评“中央定调 2012：稳增长控物价调结构”（12.14）	13
（十三）败叶丛中几点红（12.17）	14
（十四）经济悲观预期得到体现（12.17）	15
（十五）重视资本新政 重视分红价值——资本市场改革与制度创新点评（12.19）	15
四、基础数据图表	16
（一）国际市场	16
（二）国内市场	19
插图目录	27
表格目录	27

即将翻开 2012 年的日历，期盼有个良好的开头。连续下跌后市场有反弹需求，能否实现龙抬头？在不确定性因素仍然较多的情况下，可能难有太好表现。

一、市场趋势判断：反弹可期但高度有限

在连续下跌后，市场具有技术性反弹的要求，但是，经济、政策不给力，外围风险未消，加之春节长假因素，预计 1 月份还难以大的起色，弱势震荡概率较大。

（一）连续下跌是多种因素综合作用的结果

上证综指 7 周阴，这在历史上非常少见，是 2009 年以来的第一次，即便在 2008 年的大熊市中，也只有 1 次 7 周阴、一次 8 周阴。市场连续下跌是多种因素综合作用的结果。

本轮下跌最重要的原因是政策显著弱于预期，这也是我们对前期市场运行趋势判断失误的主要原因。从 10 月下旬开始，管理层陆续释放着政策放松的信号，尤其是 G20 峰会上关于“确保经济强劲增长”的表态使我们认为政策的调整即将到来，由此也引发了一轮反弹。但是好景不长，“保增长”被“稳增长”所取代，在中央经济工作会议上得到了确认，政策放松力度大打折扣。在经济失速下滑的过程中，如果没有较强力度的逆周期政策调节，必然会使投资者丧失信心。

经济持续下行进一步打压投资者信心。从经济运行趋势看，仍在继续下行，不知底在何处。与 2008 年相比，一些企业尤其是沿海外向型企业很悲观。在调查的企业中，很多感觉比 2008 年更难受。原因在于 2008 年跌得深跌得快，反弹得快，反弹得高，企业可能还没有真正感到痛就过去了，而本次是钝刀子割肉，成本高企，盈利下降，接订单找死，不接订单等死。部分地区面临产业向外地转移的问题，流动人口减少就是产业转移的证据。

打击投机和内幕交易使无业绩高估值股票向内在价值回归，降低了市场热度，减少了市场热点。集中持股的后果是在下跌中踩踏效应突出，导致股价快速深跌，进一步打压市场人气。

此外，欧债危机和中东地缘政治紧张局势未有改善，也使投资者紧绷神经。

（二）风险释放过程也是反弹动能积聚过程

在多种因素导致持续下跌后，市场具有内在的反弹要求，风险释放的过程也是反弹动能积聚的过程。

首先，经济是稳增长而非垂直下落。本轮经济回调是政策主动收缩的结果，是期待的回调，如果下跌的速度过快、过猛，超过了自身的承受能力，没有理由认为政策会无为而治，保持经济的稳、达到社会的稳始终是政府的第一目标。既然是这样，投资者对于短期经济也不必过于悲观，如果悲观过了头，就有修正的必要。

其次，从市场自身来看，投机交易、内幕交易的打击是为了市场更加健康，而不是为了打死市场，因此，短期交易热度的下降是整顿过程中必然要承受的代价。既然是为了长期更好更持续的健康发展，也不必对市场完全失去信心。

第三，从资本市场制度创新来看，有利于市场的政策很多。比如引入社保基金等长期投资者、迅速推出 RQFII、加快审批 QFII 额度、强化上市公司分红等，这些都是奠定资本市场真正走向“长期持续健康稳定发展”的基石之策。

我们认为，资本市场的改革与制度创新是 2012 年乃至更长时间驱动市场走势的重要因素，而且是积极因素，A 股市场将进入一个新的历史发展阶段。

（三）期盼龙抬头但高度有限

经济不断下台阶的预期使市场欲振乏力。中国经济正在从高速增长阶段向中速增长阶段转变，从较长期看，经济不断下台阶可能是不以人的意志为转移的规律，这一方面意味着经济触底与反弹的时间可能再次低于市场预期，经济反弹幅度也很难回到很高的水平。如果不是经济自身出现了严重的危机状态，政策就会保持相对温和的力度。因此，对于市场反弹，在经济继续下行没有出现改善的情况下，就很难给予太高期望，需要保持一份谨慎。

外围风险没有消除，甚至可能恶化。欧债危机没有出现突破性的进展，一季度是欧猪五国的还债高峰期，外围风险仍然较大。中东地缘政治不排除突然恶化的可能性，使投资者不敢有所放松。

春节长假因素促使投资者趋于谨慎。1 月份含有春节长假，在高度不确定的时候，长假就意味着风险，因此投资者也将偏于谨慎。

因此，1 月份虽有反弹需求，但欲振乏力，整体维持震荡的概率大。即便有反弹，对高度也不能给予太高期望。

当然，如果政策出现意料外的大放松，或经济数据意外好转，结果可能更乐观些。比如，存款准备金率一次下调 1 个百分点，或一个月内连续下调两次存准率，或者新增信贷达到 1 万亿元以上，基本可以认为放松幅度比较大。另外，如果国际局势突然紧张，金融市场大幅震荡，A 股市场也可能出现继续沉底的走势。

从更长时间看，则需要提防更坏日子的到来。一般来说，否极泰来，不破不立，如果没有坏到极点，就好不起来。证券市场就面临这样的选择，是不是已经足够坏？按照中国股市的周期来看，现在很坏了，但可能还没有达到足够的坏。什么是足够的坏：新股发不出去、低价股成堆、股东大范围增持、券商亏损累累、股民伤心欲绝，这就是 A 股市场曾经的坏日子。谁都不希望坏到那种程度，但不设防的投资意味着风险。

二、投资策略：适度主题投资

（一）注重稳健性与灵活性

基于对市场运行维持震荡或有小反弹的判断，我们认为 1 月份应合理控制仓位，注重投资稳健性与灵活性。市场难以大涨，需要投资的稳健性与安全性，另一方面，1 月份可能存在小反弹，因此，也需要保持一定的灵活性。

(二) 适度关注主题投资机会

消费股补跌。最近两个月来，消费股补跌的迹象非常明显，商业、食品饮料、纺织服装，甚至医药都在进行不同程度的补跌，其中有些股票补跌的幅度还比较大。如果 1 月份出现反弹，优质股票也会反弹，但从整个消费板块来看，反弹之后有可能继续补跌之路。

周期性行业有短期反弹的可能，但中期并不乐观。如果 1 月份出现小反弹，周期性行业会有一些机会。估值修复成为市场反弹的逻辑之一。但从中期看，经济继续下行、投资增速下降将给周期股带来压力，因此，不可忽视稍长时期的风险。高铁股就是例子，之前市场预期高铁投资放开，于是引发一波反弹，但实际投资增速却显著低于预期，于是股价重回低迷。

主题性机会较多。一年之计在于春，各部位、各部门都可能在年初推出一些新的政策，比如中央一号文件的公布、资源价格改革、战略新兴产业规划实施等，都可能引发市场的主题投资热情。电力、农业、文化传媒、计算机、旅游、金融、汽车等是主题投资受益较多的行业，其中的优质个股可适度关注。

风格选择上，大小盘兼顾，价值成长平衡。以金融为代表的超级大盘股，业绩好估值低分红能力强，但需要较多资金推动，难以形成较大的推升；小盘股由于创业板退市制度推进可能加速分化，但一些股票超跌严重，优质股反弹时往往涨幅大。因此，大小盘股要适度兼顾，避免小盘股过分集中带来的流动性风险。

(三) 行业配置

1、行业配置建议

1 月份的行业配置，建议超配电力、汽车、电力设备、等整个 TMT 板块，继续看好金融所发挥的上涨主力军作用，电力设备、机械、汽车等行业也可以重点关注，原材料成本压力的减轻和超跌有助于它们的良好表现。

表 1: 1 月份行业配置建议表

行业名称	配置建议	配置系数	配置比例	流通市值占比
电力及公用事业	超配	1.4	4.22%	3.03%
汽车	超配	1.3	4.01%	3.10%
电力设备	超配	1.3	2.99%	2.31%
国防军工	超配	1.3	0.78%	0.60%
非银行金融	标配	1.2	7.15%	5.99%
建材	标配	1.2	2.01%	1.68%
传媒	标配	1.2	0.72%	0.60%
煤炭	标配	1.1	5.66%	5.17%
农林牧渔	标配	1.1	1.67%	1.53%
家电	标配	1.1	1.54%	1.40%
计算机	标配	1.1	1.46%	1.33%
餐饮旅游	标配	1.1	0.77%	0.71%
银行	标配	1	17.21%	17.30%

石油石化	标配	1	13.17%	13.23%
房地产	标配	1	4.61%	4.63%
机械	标配	1	4.10%	4.12%
有色金属	标配	1	3.79%	3.81%
基础化工	标配	1	3.01%	3.02%
钢铁	标配	1	2.46%	2.47%
建筑	标配	1	1.85%	1.86%
综合	标配	1	0.57%	0.57%
电子元器件	标配	0.9	1.88%	2.10%
通信	标配	0.9	1.66%	1.85%
食品饮料	标配	0.8	3.76%	4.72%
医药	低配	0.7	3.01%	4.33%
交通运输	低配	0.7	2.75%	3.94%
商贸零售	低配	0.7	1.80%	2.59%
纺织服装	低配	0.7	0.89%	1.28%
轻工制造	低配	0.7	0.50%	0.71%
合计			100.00%	100.00%

资料来源：中国银河证券研究部

2、重点关注行业或主题

(1) 资源价格改革 & 电力

资源价格改革是需要重点关注的投资主题。混乱的资源价格体系不能反映各种资源的稀缺程度，扰乱了经济秩序，降低了我国经济的竞争力，因此，有必要尽快理顺我国的资源价格体系，而当前 CPI 和 PPI 的下行为资源价格改革提供了一个非常好的时间窗口。近期，天然气、电力、水、矿产等价格改革加速推进，有些进度超过了市场预期。因此，资源价格改革成为重要的主题投资机会。

在资源价格改革中，电力和天然气是受益程度最高、推进较快的资源品。我们认为，电力、天然气行业具有长期投资价值，值得投资者高度关注。

我国天然气的价格显著低于同等热量的其他能源，也低于国际价格水平，需要大幅提高其价格，看好整个天然气产业链。

电力行业作为一个较多上市公司的重要板块，其行业基本面正在发生重大变化，需要重点关注。我们看好电力行业的投资价值主要有三点：

一是电力行业大周期将摆脱长达数年的低迷，进入景气上升周期。2003 年之前，煤炭行业非常低迷，电力行业繁荣；2003 年-2011 年，煤炭行业景气度持续上升，而电力行业低迷；未来，电力和煤炭行业之间的关系将发生重大变化，煤炭行业的优势地位将不再明显，而电力行业的地位将显著上升。原因就在于煤炭的供需情况将会改善，谈判地位下降，另一方面整顿物流秩序降低物流成本也能使电力企业受益，电力的需求是持续上升的，周期性并不明显。

横向比较看，电力行业是景气度将进入长期上升周期的少数传统行业之一，其长期投资价值不可低估。

二是煤炭价格下跌。最近几周煤炭价格持续下跌，有利于改善电力行业的盈利预期。

三是电价有上浮预期，继工业电价上调后居民电价也有上调必要。煤电价格联动机制形成后将使电力企业保持合理利润水平，虽然难以回到 2003 年之前的辉煌时期，但也将大大好于过去几年的火电亏损边缘状态。

看好大唐发电、华能国际等电力公司。

(2) 估值修复 & 金融、汽车

仅就 1 月份而言，经过连续下跌后市场具有一定的反弹需求。在此过程中，估值修复将是重要的投资逻辑，其中，金融、汽车可以重点关注。

金融是整个市场率先触底企稳反弹的板块之一，俨然也是整个市场上涨中的龙头。银行年报业绩优异，高股息率和低估值的支撑作用不可低估。从长期看，随着社保等长期资金逐步入市，银行的吸引力将进一步显现。关注弹性更高的中小银行如招商银行、华夏银行、民生银行以及业绩快速增长的农业银行等。非银行金融中重点关注保险，券商、信托等的弹性也比较大。对于保险，一方面是股价风险释放比较充分，二是在整体经济相对疲软的情况下，人们的保险意识将不断强化，三是保险业绩对证券市场的弹性高，将使保险在上涨过程中获得超额收益。重点关注中国太保。

相对看好汽车，一是因为估值已经较充分的体现了销售的悲观预期，预计销售最差的时间即将到来，二是消费是驱动 2012 年宏观经济增长的主要力量，因此，一定程度的扶持政策是必然的，三是一些汽车行业有并购重组和整体上市预期，将能够活跃整个板块。重点关注业绩增长稳定性强的长城汽车，一汽轿车、上海汽车、一汽夏利等也可关注。

(3) 中央一号文件 & 农业

每年的中央一号文件锁定三农似乎已成为惯例，2012 年也不例外。

居民对肉蛋奶等食品需求刚性稳定增加，但粮食增产面临资源环境硬约束，耕地面积不断减少，农业灌溉用水比例逐渐下降，务农人数减少，务农机会成本上升。要提高农业综合生产能力，确保农产品有效供给，根本上，还得依靠农业科技进步。

因此，今年会议强调抓好生物技术特别是优良品种培育，抢占农业高科技制高点，加快培育一批育繁推一体化的大型种子企业。积极发展农机装备业，加大农机具购路补贴力度，全面提高农业机械化水平。加强农技推广体系建设，加快发展社会化农技服务组织着力解决“最后一公里”问题。

育种研发是重点，尤其是玉米育种。相关投资标的：登海种业、大北农、隆平高科。农业机械与农艺融合技术研发，尤其是玉米、棉花、甘蔗机械收割率需提升。相关投资标的：新研股份、吉峰农机。加强农技推广体系建设，主题投资标的：辉隆股份

(4) 新兴产业十二五规划实施 & 传媒、计算机、旅游

今年是十二五规划的第二年，需要在发展方式转变和经济结构迈出实质性步伐，新兴产业是其中的重要内容。

对于文化传媒，尽管行业估值不算便宜，但国家对行业的支持力度前所未有，行业的发展空间巨大，有望在投资者的配置中从“非主流”进入“主流”，值得长期关注。IPTV、三网融合等都有望较快推进，重点关注百事通、数码视讯、省广股份、华策影视、华谊兄弟等公司。

对于计算机，新一代信息技术加快发展已经得到国务院层面的支持，IPV6、物联网、云计算、移动支付、软件进口替代等主题性投资机会较多，可关注川大智胜、用友软件、东华软件等。

(四) 投资组合

基于对市场维持震荡或小有反弹的判断，我们认为在配置上以金融蓝筹与新兴股票为主。

我们所选组合的行业，包括金融（2只）、电力（2只）、传媒（1只）、计算机（1只）、汽车（1只）、农业（1只）、旅游（1只）、机械（1只）。

本月股票组合（不分先后）：大唐发电（601991）、华能国际（600011）、招商银行（600036）、中国太保（601601）、百视通（600037）、川大智胜（002253）、长城汽车（601633）、登海种业（002041）、峨眉山（000888）、蓝科高新（601798）。

表 2: 银河证券 1 月份投资组合 （注：股价取 2011 年 12 月 30 日收盘价）

公司代码	公司名称	11.30 股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			分析师/研究员
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
600036	招商银行	11.87	1.64	1.62	1.91	7.24	7.33	6.21	黄斌辉
601601	中国太保	19.21	1.01	1.15	1.35	19.02	16.70	14.23	唐子佩
601991	大唐发电	5.16	0.1	0.34	0.5	51.60	15.18	10.32	邹序元
600011	华能国际	5.35	0.12	0.45	0.6	44.58	11.89	8.92	邹序元
600637	百视通	7.99	0.33	0.51	0.6	24.21	15.67	13.32	许耀文
002253	川大智胜	23.45	0.62	0.97	1.24	37.82	24.18	18.91	吴砚靖、王家炜
601633	长城汽车	11.97	1.06	1.36	1.65	11.29	8.80	7.25	戴卡娜
002041	登海种业	28.62	0.72	0.99	1.24	39.75	28.91	23.08	吴立
000888	峨眉山	18.33	0.63	0.85	1.04	29.10	21.56	17.63	杨欢
601798	蓝科高新	13.45	0.5	0.7	0.9	26.9	19.21	14.94	邱世梁、邹润芳、鞠厚林、王华君

资料来源：中国银河证券研究部

三、银河策略本月视点

(一) 供给需求双降、行业仍有亮点——10 月 PMI 点评（11.01）

1、需求疲软明显，供给端同时下行

需求端萎缩导致供给端随之下行的迹象变得更为明显。PMI 指标报 50.4，创 09 年 2 月以来新低，再次接近荣枯线。新订单与产成品库存指数之差在短暂反弹之后再次下滑至零值附近，制造业内需萎缩的迹象已经表露无遗。但在内需指标快速下滑的同时，新出口订单指数近期变化不大，仍然在荣枯分界线附近挣扎，外需明显萎缩的迹象还未出现。

在内需下滑的同时，原材料库存指数已连续第六个月低于 50，反应制造业总体对未来生产扩张前景不看好。生产指数的持续下行也能部分印证这种判断。供给端在需求端下滑的带动下萎缩迹象比较明显。

2、分行业 PMI：设备制造是亮点

尽管制造业扩张力度显著放缓，供给需求端同时下滑也支持我们对当前经济总体疲软的判断。但在对比大类行业的 PMI 水平后，可以发现一个清晰的亮点，即中游设备制造行业扩张程度普遍明显好于其他行业。除专业设备外，通用设备、通信设备、电气机械设备和交运设备等主要设备制造行业 PMI 指数普遍高于 50 且部分行业指数有上升迹象。

下游行业中，服装和医药制造行业景气仍然较好，而上游绝大多数行业生产已进入收缩区域。

（二）政策微调方向进一步明确——G20 峰会胡主席讲话点评 (11.04)

1、对外中肯建议、对内指明方向

在全球金融形势动荡，发达国家增长无力，中国国内增长和通胀形势复杂的大背景下，胡主席于 11 月 3 日在法国戛纳举行的二十国集团领导人第六次峰会上发表了题为《合力推动增长 合作谋求共赢》的重要讲话，既给其他经济体提出了中肯的建议，同时更是为国内经济政策的下阶段方向指明了道路。

胡主席利用此次峰会的特殊时点和场合充分阐述了我国领导层对于全球经济形势的判断和下一步可能的决策方向。既是鞭策他国，也是安抚国内，而在我们看来，此番讲话针对国内的意义恐怕更为重要。

2、态度转变迹象已现，政策空间将打开

从历史的角度看，态度转变总是领先于实际政策转变的。基于对中国政府决策模式的理解，对高层讲话及新闻媒体的理解，我们认为政府对于经济和调控的态度已经发生变化，此次胡主席的戛纳讲话可视为这一转变的公开化。其后政策转变的空间将逐渐打开，具体措施可能将陆续出台，供给学派的观点将主导政策微调，货币与财政将配合产业政策做调整。

（三）IMF 介入问题仍未获实质突破——G20 戛纳峰会公报点评 (11.05)

世人瞩目的 G20 戛纳峰会已于法国当地时间 11 月 4 日晚闭幕，大会联合公报集中于包

括（1）全球增长和就业；（2）欧元区债务问题，稳定国际金融市场；（3）改革国际货币体系，增强一体化；（4）解决大宗货物价格不稳定情况等九个方面。总体来看，在针对欧元区问题上有所进展，但力度有限，各国领导人在就 IMF 资源介入的问题上仍然存在较大分歧。

声明第十、第十一条犹如一唱一合，一问一答，主角分别是欧元区国家和 IMF 背后的主要经济体。前者表明 IMF 背后的主体（美国）做出了一定的让步，同意 IMF 开始讨论成立专门的救助机制。而后者则代表着前者的代价或者说前提要求，即欧洲必须拿出更多的资源来应对危机。

欧元区和 IMF 的态度已经清楚，IMF 对上月 23 日和 26 日欧洲匆匆忙忙推出的解决方案表示了礼貌上的肯定并同意名义上开始讨论设立欧洲所希望的 IMF 特殊救援机制但缺乏任何细节，另一方面，欧洲必须自己先全力以赴。此次峰会从实际层面看似并未在 IMF 救援欧元区问题上获得实质突破。

（四）利润增速跟随经济持续下滑——上市公司 2011 三季度业绩分析（11.08）

1、A 股上市公司前三季度净利润增长 20.26%

截止到 10 月 31 日，2282 家 A 股上市公司的 2011 年三季报披露完毕。由三季报业绩所示，整体净利润累计同比增速为 20.26%，低于二季度的 23.9%，一季度的 25.2%。主板业绩增速好于中小板、创业板公司，其中主板业绩增速达到 20.58%，高于创业板的 16.55%，中小板的 15.91%。三季度营业收入环比二季度下滑 0.4%，而净利润环比下滑 7.2%。

2、行业利润增长差异较大

2011 年前三个季度，A 股上市公司中，建材、综合、基础化工、有色金属、传媒、商贸零售、机械、纺织服装、食品饮料、农林牧渔、银行、家电、建筑、房地产、医药等 15 个行业净利润同比增长幅度高于平均水平。交通运输、非银行金融、钢铁、电力设备、电力及公用事业、轻工制造、国防军工、汽车等行业利润同比下降，中交通运输行业下滑较大，幅度为 21.67%。

3、上市公司盈利能力有所下降

从销售毛利率看，前三季度为 22.3%，略低于上半年的 23.1%。除化工、家用电器、交通运输、有色金属等板块略有增长以外，其他板块毛利率均有所下滑。

第三季度净资产回报率 ROE 为 3.72%，环比下降 10.7%，同比下降 5.3%，大部分行业 ROE 大体与去年同期持平，房地产、纺织服装、建筑建材、有色金属、和综合的 ROE 明显提升。

企业经营性现金流总体恶化但基本保持净流入，三季度 A 股上市公司现金净流入 15593 亿，受紧缩政策的影响，房地产、建筑建材等行业表现为现金净流出。从三季度单季环比增速来看，A 股整体增加了 50.1%，但是从同比增速来看，A 股整体下滑了 32.85%。

(五)从态度转变到工具选择——对政策微调的梳理和预判(11.10)

1、政府态度的再次转变

国家主席胡锦涛于 11 月 3 日在法国戛纳举行的二十国集团领导人第六次峰会上发表了题为《合力推动增长 合作谋求共赢》的重要讲话。在全球金融形势动荡,发达国家增长无力,中国国内增长和通胀形势复杂的大背景下,胡主席的此番讲话意义重大,既给其他经济体提出了中肯的建议,同时更是为国内经济政策的下阶段方向指明了道路。

尽管胡总书记已经确定了增长的首要性,政策微调的确定性已经大大提高。但作为调控的核心之一,地产调控却“绝不可有丝毫动摇”。

2、微调对股市的影响:以 2010 年 7 月为例

2010 年 7 月曾出现过类似的情景,当时经济下滑的形势已经比较明显,市场对于政策微调预期较高。胡总书记于 2010 年 7 月 20 日中南海党外人士座谈会的讲话为当时的微调进行了定调,微调工具仍以需求侧政策为核心。

11 月 26 日国务院决定深化增值税制度改革的试点正是有力的佐证。我们预计在凯恩斯主义的后遗症暴露时,供给学派的观点正在影响政策,结构性的有重点的放松正在展开和深化。

3、此次微调的新变化:从需求管理到供给学派

(1)需求侧政策工具空间有限:中国的现实情况

再靠单纯的固定资产投资是无法维持中国经济稳定增长的。尽管城市化的进程还在进行中,但是剩余的空间对于维持 GDP 增速维持在 9%以上是比较勉强的。

培养国内消费是长期的趋势,但是在前期刺激之下,代表终端消费的两大权重领域,汽车和房地产都面临至少是短期内无法再次快速增长的尴尬。

出口的增速下降趋势是比较明显的,从政府对于更多培养内需的战略看,我们也相信出口在 GDP 中的比重总体来看是向下的。我们预计中期内中国的两大出口目的地国的进口需求面临较大的问题。

(2)供给主义思维将影响决策

供给主义顾名思义,其主要的观点认为刺激经济中的供给端才是促进经济增长的主要办法,供给的大量产生将压低价格,带来需求。供给主义的核心理念认为需要降低经济中制约生产的成本和障碍,降低政府干预在经济中的作用,最为典型的政策主张如降低税率,减少管制等。

(3)供给主义在中国:适用性与政策内涵

对比美国八十年代初工业化向后工业化转型的情况,当前中国经济的转型需求与供给主义的核心理念具有很强的激励相容性。通过结构型减税、减少经济中的管制等政策手段能够提高对未来新兴产业投资的激励,从而在供给端培养中国未来的“新生产力”,并有效提高整个社会的综合生产率。

（六）热点的持续性更重要（11.14）

1、反弹趋势不改

11月7日-11月11日各大指数普遍调整，为本轮反弹以来周线首次收阴。其中，上证综指跌1.87%，深成指跌2.62%，中小板指跌1.62%，创业板指则与众不同，实现正收益，涨幅达1.01%。不同风格指数普跌，但跌幅仅为1-2%左右。我们判断上周指数普跌属于前期连续上涨之后的正常调整，海外突发事件也产生了一定的冲击，但反弹以来指数向上的态势并未就此打破，反弹趋势仍在。

2、不同行业当前估值的相对位置

行业指数方面，全部23个大行业都出现了幅度不一的跌幅。观察连续两周的行业涨跌幅可以发现一个规律：前周涨幅靠后的行业如建筑建材、家用电器、房地产、金融服务等本周跌幅继续领先，而上周涨幅领先的行业如电子、信息设备、信息服务等则继续跑赢指数。对于近两周表现持续低迷的建筑建材、家用电器和房地产，我们认为政府对于房地产调控的强硬态度使得市场对房地产产业链极度悲观，短期内建议回避。但从TMT三大行业持续良好的表现来看，市场热点具有良好的持续性，这也部分支持了我们对于反弹趋势将继续的判断。

尽管指数普跌，但从行业市盈率的角度看，仍有很多行业估值水平得到较为显著的修复。其中电子元器件PE水平上升最为明显，从十月底的38倍上升至现在的41倍。除此以外，农林牧渔、信息设备、医药生物、信息服务、餐饮旅游的市盈率水平也有显著提升。与这些行业的估值修复形成对比的是，建筑建材、家电、房地产、金融服务等仍然处于历史估值区间的下限附近。

从PE、PB偏离度的角度看，一个总的感受是行业间估值偏离度的差异化程度显著加大，尤其是在横轴（市盈率偏离度）方向。其中，偏离度降低最为明显的包括电子元器件、农林牧渔、医药生物、公用事业。而在代表PE、PB偏离度最大的第一象限，基本没有新的行业进入第一象限。

（七）退市新规促分化 大浪淘沙见真金——评关于完善创业板退市制度的方案（征求意见稿）(11.28)

制度完善还股票以投资工具的本能。让创业板的股票越来越成为投资的标的，而非炒作的工具。不具有投资价值的公司最终会被市场所淘汰，而不会因其上市公司身份而金贵。

诚信指标仍有人治色彩。除了财务指标之外，增加了“衡量规范和诚信”的指标。创业板公司在最近36个月内累计收到交易所公开谴责三次的，其股票将终止上市。这一定程度上有利于遏制上市公司的不规范和不诚信。但谴责本身是人的行为，人治的方式也有其弊端。

新规拒绝僵而不死的“仙股”。连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值的，其股票将终止上市。这增加了投资者用脚投票的筹码。

制度全面完善才是根本。退市新规固然很好，但上市制度及一级市场定价制度仍需完善，才能综合平衡地发挥作用，才能更好地解决募集资金不合理和股价不合理等问题。

对市场的影响:

(1) 与鼓励分红类似, 这是对绩优公司的制度性支持。符合经济社会发展趋势的绩优公司将更受青睐。维持“寻觅新蓝筹”的基本选股思路。

(2) 创业板公司将出现大分化。这里, 不仅仅是当期财务报表的安全性, 更重要的是公司业务的可持续性和远景空间。这对于很多“傍大款”型代工公司提出了加强自我造血机制的要求。

(3) 市场: 预期短期内创业板出现分化, 但不影响大盘指数走出底部的大趋势。

(八) 大风起兮云飞扬——2011 年 11 月下调存款准备金率点评 (11.30)

中国人民银行决定从 2011 年 12 月 5 日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点, 这是自 2008 年 11 月以来的首次。按照最新人民币存款余额 79.2 万亿元计算, 此次下调存款准备金率将释放流动性约 4000 亿元。

市场期待已久的政策拐点已经到来, 保增长和稳定经济已重新成为决策层的首要关注焦点。从时间点看, 此次降低存款准备金率甚至略微超出市场的普遍预期, 然而, 这也反映了政府对于经济下滑的担忧是明显而强烈的。

就在人民银行宣布降低我国存款准备金率的同时, 美联储、欧洲央行、日本央行、加拿大央行、英格兰银行和瑞士央行同时宣布降低美元互换利率 50 个基点并从 12 月 5 日开始实施, 并将该项目有效期延展至 2013 年 2 月 1 日。该项目允许各国央行间将本国货币兑换成美元并投入本国经济, 其政策实质在于帮助以欧洲为代表的发达市场能够以更低成本获得不受限制的美元流动性, 而美联储无限的美元发行能力意味着从流动性角度看, 其他国家市场因为缺乏流动性而出现危机的概率已大大降低。

如此大范围的各大央行联合行动仅在 2008 年 10 月金融危机高峰时出现过。这次不同方式的联合行动向全球显示了主要经济体进一步合作的前景, 市场对于未来政策合作的想象空间将进一步打开, 这对于提振当前国际金融市场的信心意义极为重大。

(九) 震荡时代 正视曲折性——2012 年度 A 股投资策略报告 (11.30)

1、外生曲折：债务货币化迷局

2012 年国际因素将是影响 A 股市场走势的重要因素, 债务货币化是发达国家债务的必然出路。欧债危机的解决任重道远, 主要经济体政府换届将增加国际局势的复杂性, 从而加剧 A 股市场的波动。

2、中国方向：在增长中推动转型

由于 4 万亿投资形成的粗放投资造成资源错配; 巨额信贷投放导致基础货币供应泛滥; 经济前景低迷则提高了信用成本, 进一步扭曲了资金配置。宏观政策的微调或结构性放松将是

大概率事件，成为推升 A 股市场的重要动力。从短期来看，经济下滑已经明显，政策态度已发生变化。从长期看，政策的供给主义倾向将释放科技和制度动力。在经济转型期，产业转型与供给主义是激励相容的，落实十二五规划进入关键期。

3、市场演绎：政策态度强化正反馈

市场情绪的悲观负反馈已近尾声，市场资金面有所改善，而估值又处于低位，因此，政策回暖与资本市场制度创新有助于强化正反馈。从大类资产配置的角度看，2012 年宏观经济小周期为衰退后期和复苏期，股票资产逐步具备吸引力。在各种复杂因素的综合影响下，A 股市场可能呈现前低中高后稳的“肥尾分布”形态。当然，影响因素复杂多变，可能使运行态势与预期有较大差异。

4、长期布局：供给主义释放远景空间

从全球性滞胀和供给主义的必然政策选择来看，有五条投资布局可供参考：（1）从全球债务出路的角度，可关注资源品的价值，如采矿业、公用事业、农业等；（2）从发展模式转型角度，可关注进口替代的机会，如高端装备、精密仪器、精细化工、机械基础件、自主品牌汽车等；（3）从社会转型角度，可关注中产阶级扩大带来的内需扩张机会，如消费；（4）从科技动力释放角度，可关注战略新兴产业的机会；（5）从制度动力释放角度，可关注大服务业的机会。

5、年度配置：以供需基本面为主要依据。

2012 年的行业配股以供求基本面为主要依据，重点关注金融、医药、信息技术、电力设备、航天军工、软件与传媒、农业、旅游等基本面较好的行业，对需求偏弱的轻工、建材、家电等行业应适度谨慎。

（十）政策转向已明确 经济企稳可期——11 月份 PMI 数据点评 （12.01）

1、11 月 PMI 如期下滑

12 月 1 日公布的中国制造业 PMI11 月为 49.0%，环比回落 1.4 个百分点，这是 PMI 指数自 2009 年 2 月份以来首次跌破荣枯分水岭，表明制造业领域总体扩张意愿不在。这与近期公布的一系列增长端数据以及提前公布的汇丰 PMI 完全一致。

2、需求向下，库存向上

11 月份产出和新订单指数均出现较大幅度下滑：从 PMI 权重中最大的新订单指数来看，11 月 PMI 新订单跌至 47.8，较上月下降 2.7 个百分点，跌幅较为明显。同时，11 月 PMI 生产指数为 50.9，较上月回落 1.4 个百分点，但仍处于扩张区域。。新订单指数大幅下降明显与当前内需下滑，经济增速下降的趋势一致。

PMI 新出口订单也大幅回落 3 个百分点，跌至 45.6，是自 2009 年 2 月以来的最低值。产成品库存从 50.3%上升至 53.1%，创下历史新高。PMI 生产量指标下滑和 PMI 产成品库存上升预示着制造业可能仍处于被动补库存阶段。

PMI 新订单指数与产成品指数缺口由 10 月份的 0.2%缩小到 11 月的-5.3%，较上个月下

降 5.5 个百分点。进一步反应了企业生产扩张意愿向下而库存被动向上的现状。

3、政策确定转向，经济企稳可期

虽然国际经济下行，国内需求不振，未来经济增速和企业利润继续下滑的趋势已经比较明显，如此现状对于政策最终转向起到了明显的倒逼作用。我们认为，虽然经济的增长状态仍然处于下行通道，但海内外政策的转暖清晰反映了政府对于经济现状的清楚认识。从倒推的逻辑看，对于当前经济下滑过分悲观的必要性将随着政策转向的明确而显著降低。

（十一）政策态度变暖，但弱于预期——评“中央定调 2012：稳增长控物价调结构”（12.14）

从对 2012 年的定调来看，稳增长排在第一位，显示了政策态度确实已经变暖。但变暖的力度不及预期，“稳增长”的表述显然不如“保增长”给力。而紧随其后的“控物价调结构”凸显了对增长的保护力度是有限的。稳健货币政策的表述使得对流动性宽松预期落空，11 月份新增人民币贷款 5622 亿元的水平亦低于市场预期，加之对外汇占款的悲观预测，构成了流动性的压力。

积极财政政策的表述是稳增长的关键。外部需求存在不确定，内部消费需增长不可一蹴而就，那么，积极财政政策通过稳定投资来稳定经济增长。但我们要看到，中国的房地产和道路基础设施建设已经达到巅峰，不可再过分憧憬。投资的方向应着眼于民生和转型的方向。这就意味着不能改变建材和钢铁的长期颓势。

要提高中等收入者比重。这也是我们 2012 年看好的大方向之一，中等收入者比重提高是远景目标，这将带动中国的大众品牌消费的发展。建议关注有关非耐用消费品的生产。保持人民币汇率基本稳定。出口导向的发展模式已经成为历史，进口替代和出口升级是大方向。人民币很难再维持升值趋势。应该卖出出口导向和本币升值受益板块，如造纸、航空等。资源价格体制改革或将推进。经济调结构的关键是理顺经济的价格体系。在这一关键年份里，资源价格体制改革或将推进，应分析公用事业中受益的子行业和公司。

整体来看，虽然政策态度取暖，但力度不及预期，在接受经济长期下台阶和短期下滑的前提下，春节前市场的压力仍是主要方面，预期春节后市场将重新寻找修复的力量，曲折回升。看好的方向有：进口替代、中等收入人群消费、专业服务和技术服务、公用事业、节能环保；谨慎的有：房地产、建材、钢铁、轻工、交运等。

（十二）“经济下台阶”摧毁市场信心历史底部渐行渐近——近期市场大幅下跌的逻辑思考和布局建议（12.15）

1、经济下台阶不应恐慌，中国不是日本。

经济下台阶的预期让人对底部的预期没有底。一定程度上，国家的地位决定了股市的高度。我们的邻国，日本，在其经济下台阶的过程中，股市的表现让人心寒。起到了不好的示范效应。但中国的国家地位稳步上升，不可能永远做低端制造业，庞大的内需纵深发展将支撑股市的震荡区间在转型之后上移。与日本股市最近 20 年的表现相比，中国未来 10 年的基本面有相对

乐观的方面:

(1) 中国不是一下子进入低速增长期, 而是进入中速增长期, 日本的中速增长阶段股市表现较好。

(2) 中国股市的高点产生于高速增长期, 全球危机的冲击同时催生了 1664 的低点。中速增长期相比低速增长期有更高的资本回报。

2、短期指标显示股市正在接近底部, 已是最后的悲观

从历史的观察来看, 价格是经济的反应, 当价格下行时, 表明需求变得疲弱。因此, 每次物价下行的初期, 股市的表现都不好。此时, 政策的松动也需要积累才能有反映。然而, 我们也观察到, 整体物价是经济的滞后指标。当需求已经低迷, 物价才开始下滑。当物价到底的时候, 实际需求层面已经先行到底了。在股市的表现上, 股市下行一段时间之后, 物价才开始下行; 当物价到底的时候, 股市已经开始上行一段时间了。根据有数据可考的历史来看, 当 CPI 下降到与资金成本一致的时候, 股市有望企稳回升。

3、观点: 震荡时代, 加速赶底, 长期机会渐行渐近

经济长期下台阶担忧在短期经济趋势恶化和政策力度较弱的催化下, 摧毁信心, 市场加速赶底。短期基本面仍然是负面的。短期指标显示大致在 1、2 月份底部回升。我们更倾向于 1 月份。决定中国股市的还是自身的因素, 外围因素只是干扰。从中国转型的大趋势看, 长期中应放弃的没落行业, 主要包括: 轻工制造、钢铁、房地产、交运、建材。即便其中的绝对王者也很难带来超额利润。

远期的布局上, 思路有:

(1) 中国发展模式变化, 从出口导向到进口替代与出口升级, 应关注有相对竞争力的制造业部门;

(2) 中等收入人群扩大的消费, 大众品牌消费, 重点关注各耐用非消费品中的大众品牌;

(3) 专业服务, 当制造业部门发展遇到瓶颈, 为其服务的各类技术与专业服务类公司开始有商业机会, 重点从各类新兴产业中寻找具有一定市场基础的公司;

(4) 制度释放带来的大服务业机会。

(十三) 败叶丛中几点红 (12.17)

12 月份上市公司盈利前景指数报 0.72, 环比继续下行。工业企业利润增速伴随下行, 先行指标预示利润增速还未见底。

PPI (生产者出厂价格指数) 与 PPIRM (生产者购进价格指数) 之差可粗略描述工业企业盈利能力的变化, 且从历史角度看, 两者增速之差稳定领先于工业企业利润增速。以当前 PPI 与 PPIRM 之差的趋势来看, 底还未见, 预示工业企业利润增速也尚未见底。

分行业看, 盈利前景指数上升的行业包括有色金属冶炼及压延加工业 (对应上市公司行业“有色金属冶炼与加工 II+金属新材料 III”), 服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业 (对应上市公司

行业“服装家纺 II”), 医药制造业(对应上市公司行业“化学制药 II+中药 II+生物制品 II+动物保健 II”)和塑料制品业(对应上市公司行业“塑料 II”)。

从毛利趋势看, 上升的行业包括饮料制造业(对应上市公司行业“饮料制造 II”), 服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业(对应上市公司行业“服装家纺 II”), 石油加工、炼焦及核燃料加工业(对应上市公司行业“焦炭加工 III+石油加工 III”)和电力、热力的生产和供应业(对应上市公司行业“电力 II”)

对比盈利前景指数和毛利趋势的变化, 唯有服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业(对应上市公司行业“服装家纺 II”)两项指标同时提高。

(十四) 经济悲观预期得到体现 (12.17)

1、悲观情绪集中释放

上周(12月12日-12月16日)各大指数暴跌, 连续创出新低。其中, 上证综指跌3.91%, 深成指跌4.2%, 两大指数跌幅较前周显著放大。创业板指则形势相反, 上周跌幅收窄, 跌2.51%。不同风格指数也基本普跌, 大盘指数表现仍然优于中、小盘指数。经济下滑的悲观预期在中央经济工作会议结果低于预期的催化之下, 最终在股指中得到集中释放, 前期底部无抵抗击破。

行业指数方面悲鸿一片。无任何行业取得正收益。从相对收益的角度看, 仅五个行业跑赢上证综指, 包括公用事业、金融服务、家用电器、商业贸易和食品原料。粗略地概括可以发现跌幅相对较小的这五个行业中基本属于前期超跌或防御特性相对较强的行业。而反观跌幅最大的几个行业基本全部属于强周期行业, 如有色、采掘、化工, 跌幅分别为第一、第三和第四。强周期行业的普遍大跌与市场在经济前景的悲观预期高度一致, 也反映了政策调整不及预期下市场对于经济进一步下滑的预期加剧。

2、不同行业当前估值的相对位置

估值水平方面, 各大行业普遍下跌仍是主要现象。但与上期报告相比, 金融服务的抗跌能力仍然极为突出。而对比之下, 我们首次发现建筑建材当前的估值水平已经完全到达历史极低位路, 当前的 PE 水平已低于历史均值的两倍标准差, 从统计学的定义看, 如此事件的发生概率小于 3%。另一值得注意的事实是, 食品饮料在上周也出现了非常明显的估值下行, 这在近期基本属于首次。市净率方面与市盈率极其类似。大多数行业 PB 水平普遍下调, 而金融服务连续保持稳定。从 PE、PB 偏离度的角度看, 估值负向偏离度最大, 即估值最便宜的行业集中于第三象限, 而估值水平最贵的行业则集中于第一象限。

(十五) 重视资本新政 重视分红价值——资本市场改革与制度创新点评 (12.19)

新一届证监会管理层迅速推出了强化上市公司分红等多项重大改革创新。改革创新已经成为中国资本市场的前进动力和主旋律, 展示了新管理层与众不同的行事风格, 渐渐清晰地描绘了中国资本市场的崭新蓝图, A 股市场由此跨入一个新的时代。

强化现金分红有助于重树价值评价标准, 改变 A 股市场高度投机的博弈特征, 建立真正

的价值投资文化。强化退市制度与提高重组门槛有助于抑制投机炒作。引入社保等长期资金有助于完善投资者结构,降低市场波动,促进资本市场持续健康稳定发展。改革开放与制度创新成为推动资本市场发展的强大动力,也是影响 A 股市场运行趋势的重要因素。

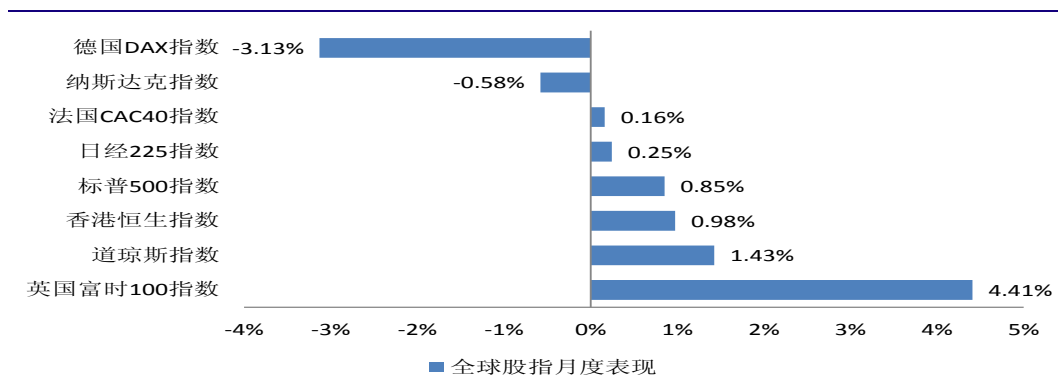
从长期来看,上述改革开放与制度创新都是为了夯实资本市场的发展根基,是资本市场更好更快发展的治本之策;从短期来看,强化监管打击内幕交易可能会迫使部分不规范资金撤离市场,降低市场热度,增加市场短期波动,但这是改革所必需承受的,也是值得的。就短期市场运行而言,目前处于一个相对较低的位置,但国际因素的不确定性、经济下行和业绩下滑、宏观调控政策低于预期,会使市场在低位震荡筑底。对于中国资本市场的长期前景和结构变化,投资者需逐渐适应新的环境,完善投资理念、投资策略和投资方法。尤其是要关注上市公司的现金流和持续分红能力,重视长期价值投资的转变,减少投机炒作,优化品种结构。

四、基础数据图表

(一) 国际市场

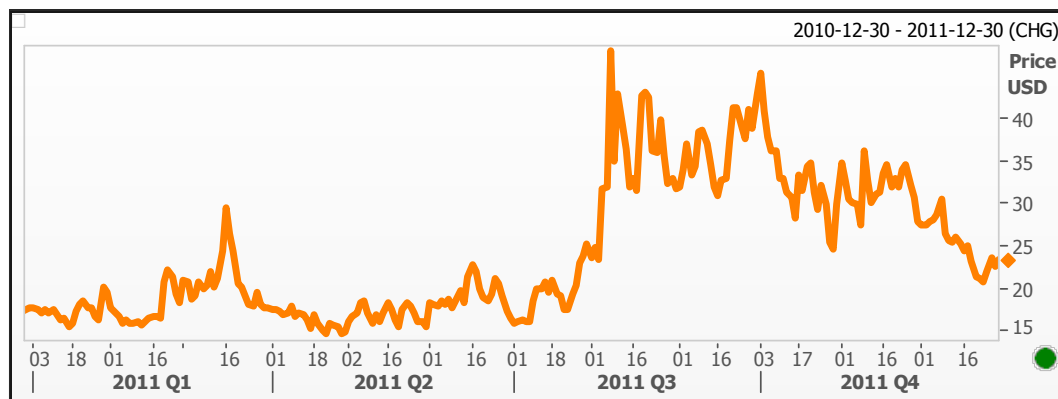
1、海外主要股指动态

图 1: 海外主要股指近月度涨跌幅



资料来源: 中国银河证券研究部 ThomsonReuters

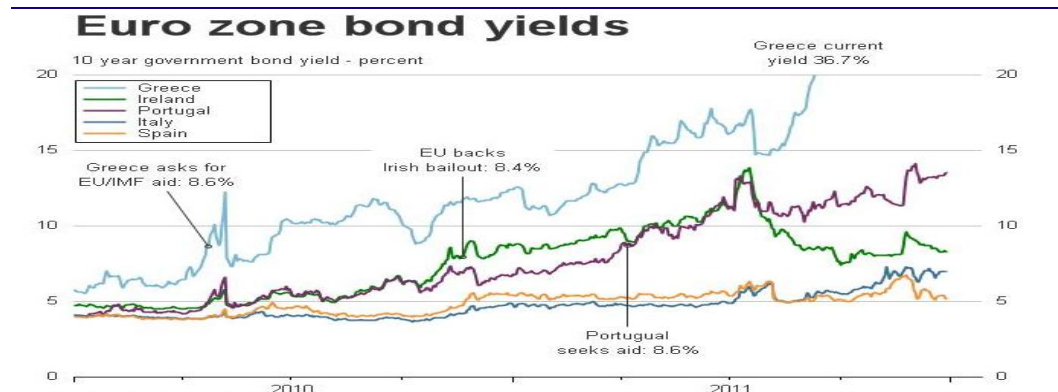
图 2: VIX 恐慌指数近一年走势



资料来源: 中国银河证券研究部 ThomsonReuters

2、欧洲债券市场动态

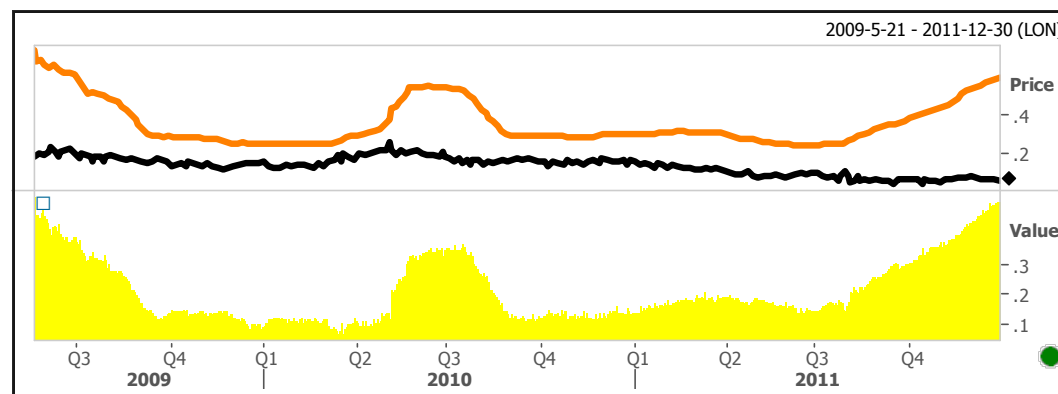
图 3: 欧猪五国 10 年期国债收益率



资料来源: 中国银河证券研究部 ThomsonReuters

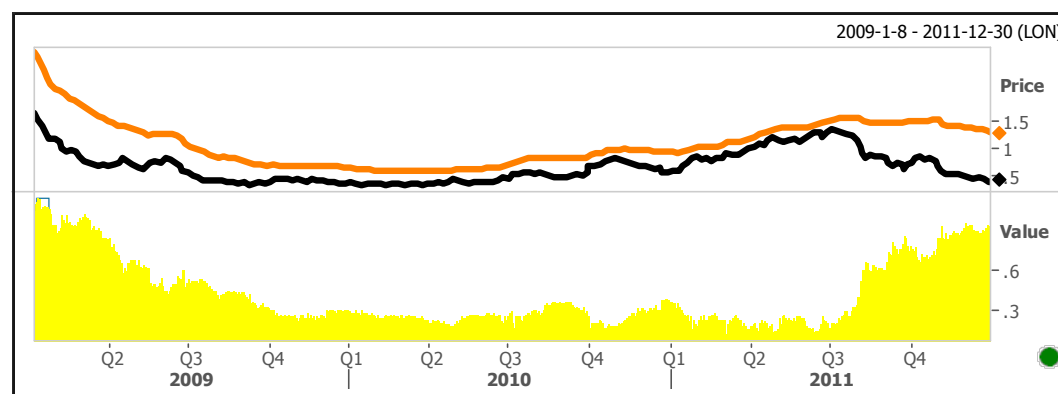
3、货币市场流动性观察

图 4: 3 个月美元 libor、OIS 及息差



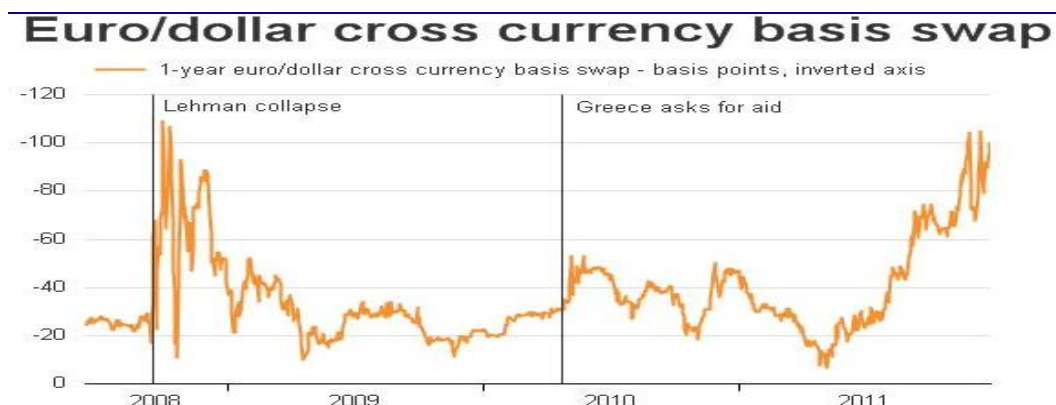
资料来源: 中国银河证券研究部 ThomsonReuters

图 5: 3 个月欧元 libor、OIS 及息差



资料来源: 中国银河证券研究部 ThomsonReuters

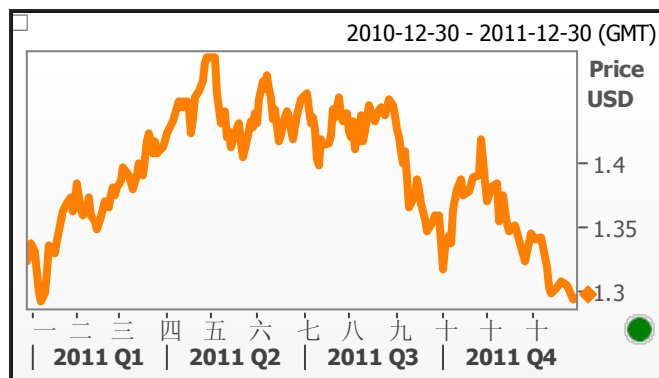
图 6: 欧元一年期 CBS 走势



资料来源：中国银河证券研究部 ThomsonReuters

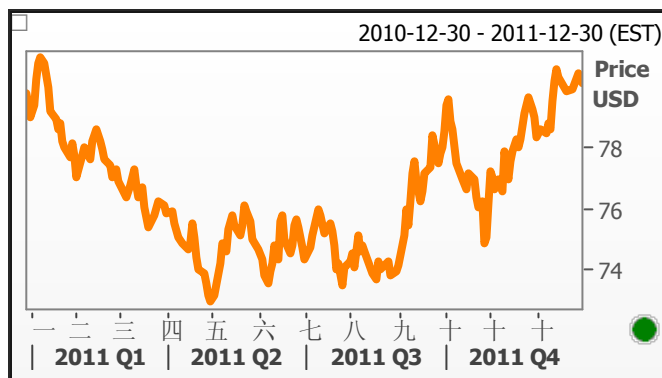
4、外汇市场动态

图 7: 本月欧元兑美元走势



资料来源：中国银河证券研究部 ThomsonReuters

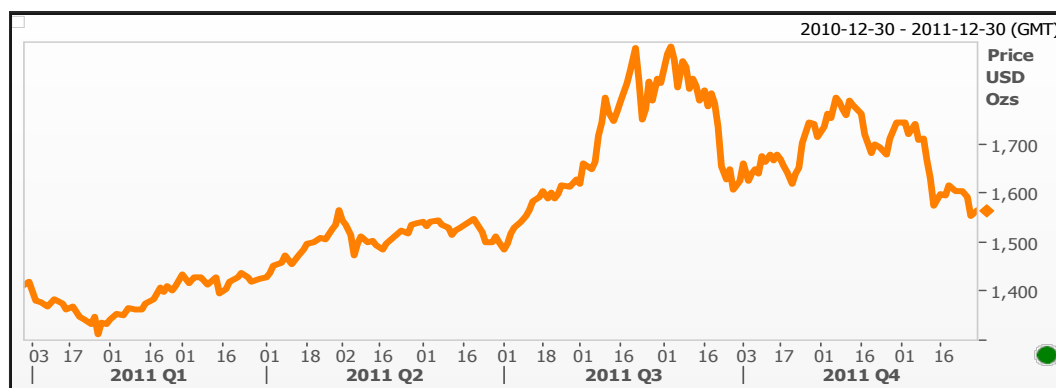
图 8: 本月美元指数走势



资料来源：中国银河证券研究部 ThomsonReuters

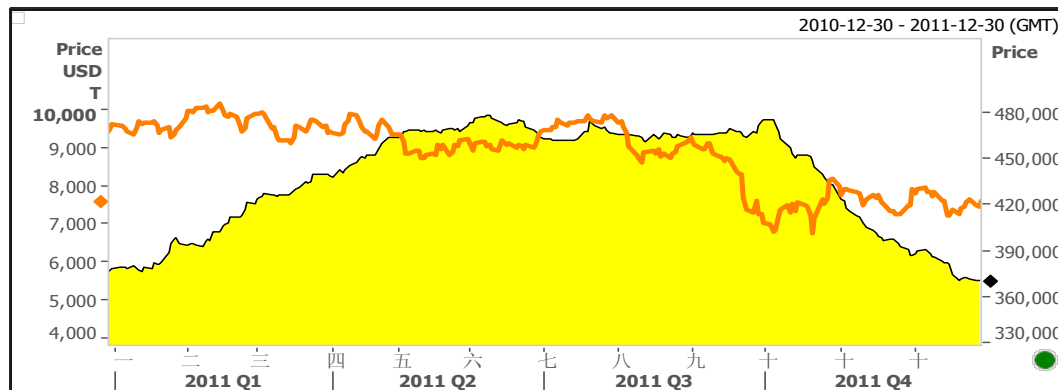
5、大宗商品市场动态

图 9: 黄金近一年走势



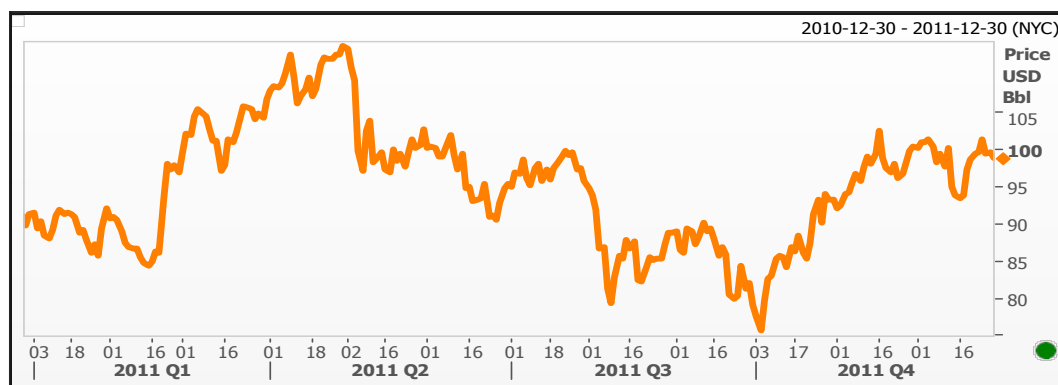
资料来源：中国银河证券研究部 ThomsonReuters

图 10: LME 三个月期铜价格及库存



资料来源: 中国银河证券研究部 ThomsonReuters

图 11: 美国 WTI 原油近一年走势

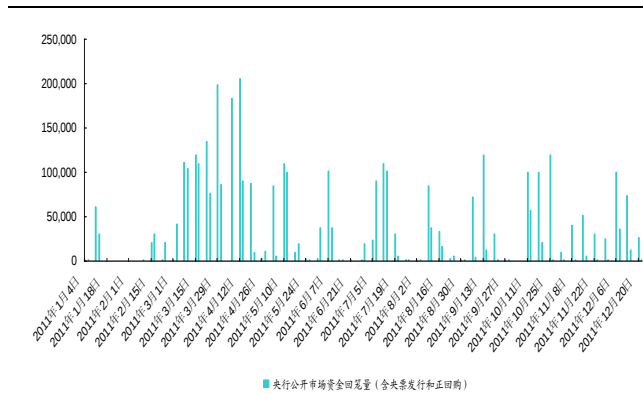


资料来源: 中国银河证券研究部 ThomsonReuters

（二）国内市场

1、流动性观察

图 12: 12 月央行资金回笼较 11 月显著上升



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 13: 12 份公开市场资金到期量显著不足

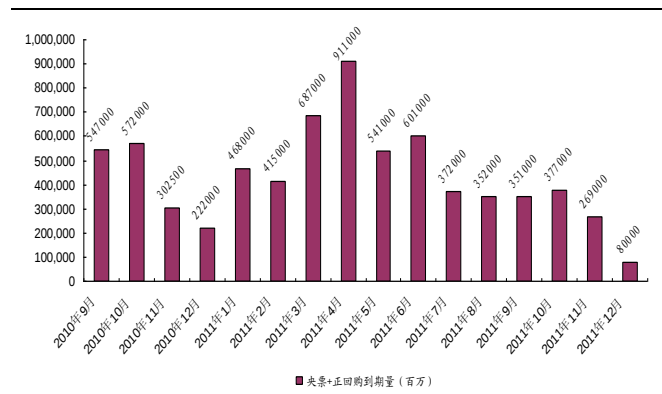
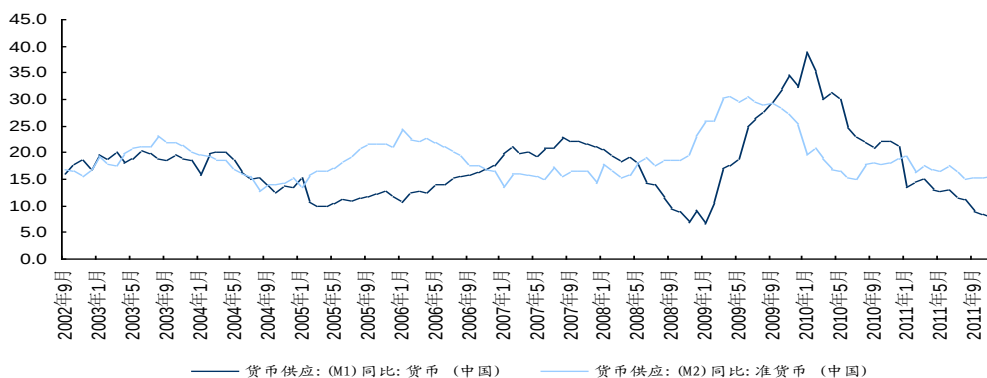
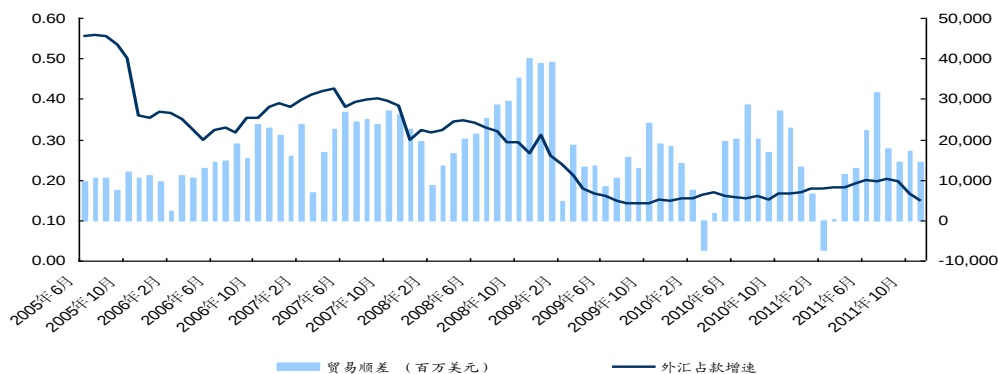


图 14: 11 月份 M1 同比创新低 7.8%，但是准货币增速已经企稳



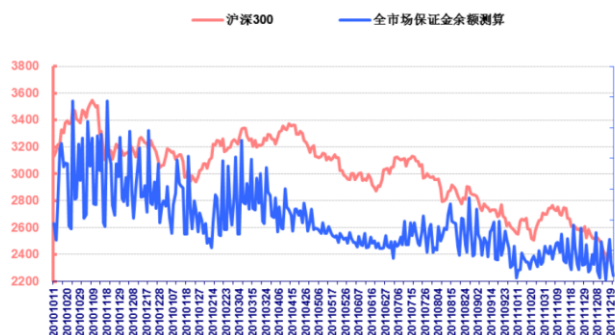
数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 15: 11 月贸易顺差同比环比继续大幅下降，外汇占款快速下降到 14.8%



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 16: 银河证券全市场保证金余额测算仍在谷底（截止 2011 年 12 月 19 日）



来源: 中国银河证券投资研究总部 本数据来源于样本公司

数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 17: 11 月以“其他存款”衡量的保证金同比回升到 14.6%

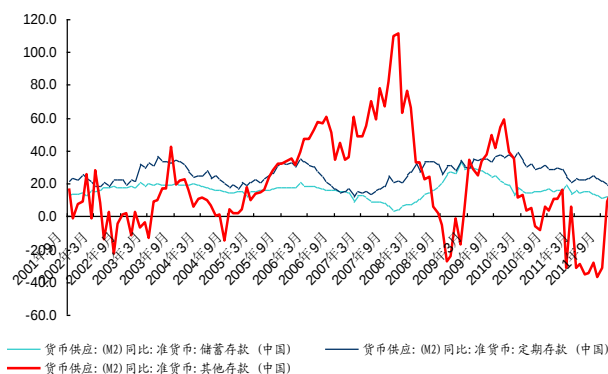
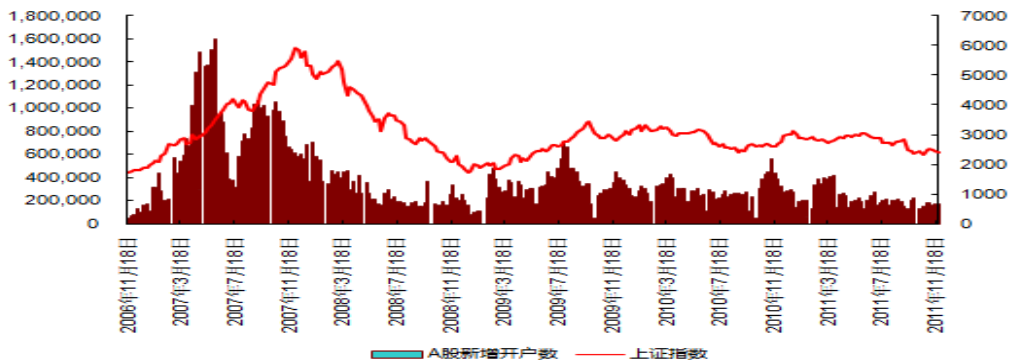
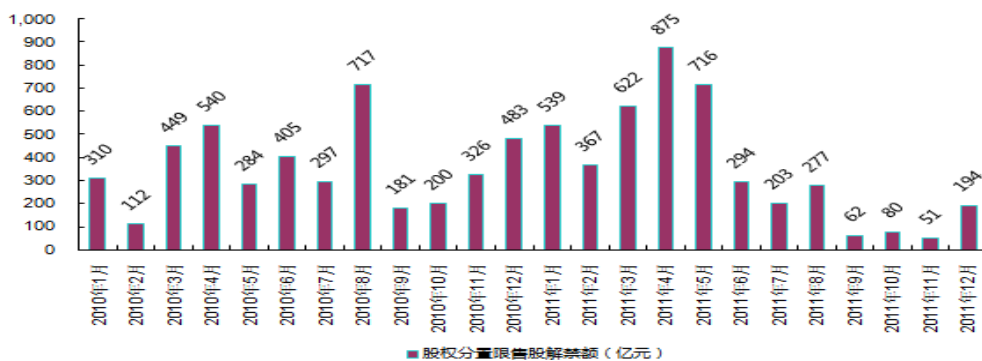


图 18: 11 月 A 股新增开户数为 69 万户, 新增可入市资金估计为 415 亿左右



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

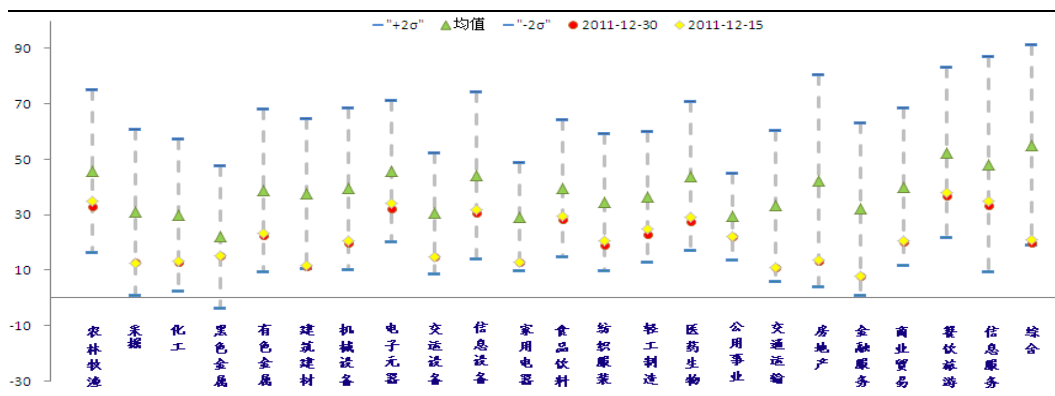
图 19: 11 月股改限售股解禁规模大幅下降至 51 亿元, 12 月则是 9 月以来的高点 194 亿元



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

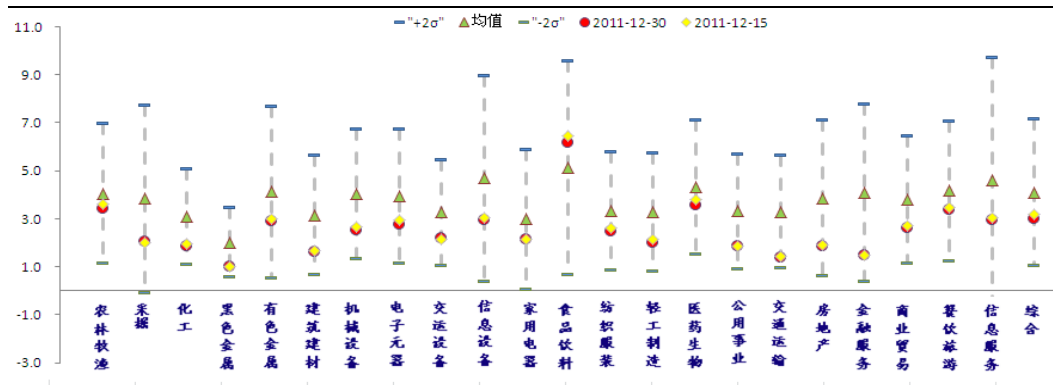
2、行业比较

图 20: 不同行业当前市盈率的历史相对位置 (1997-至今) (整体法, TTM)



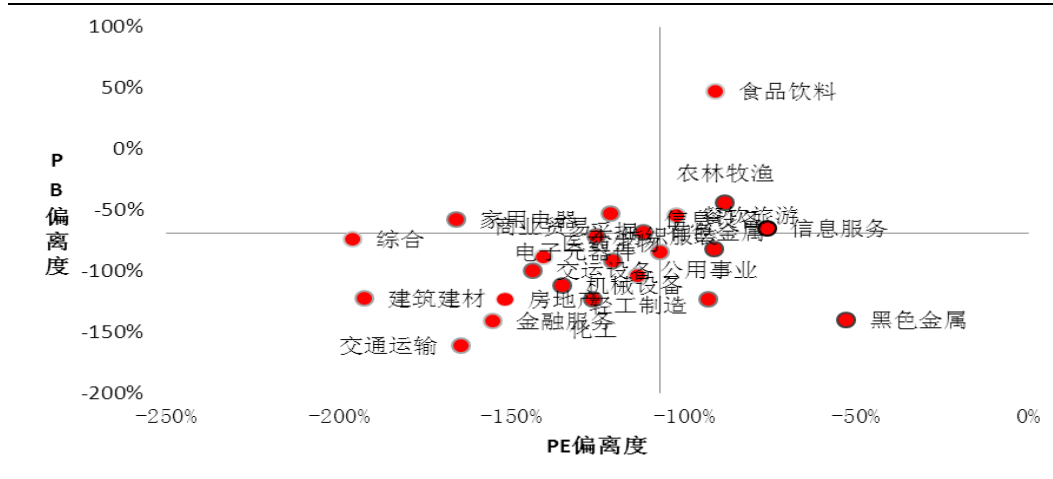
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 21: 不同行业当前市净率历史相对位置 (1997-至今) (MRQ)



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

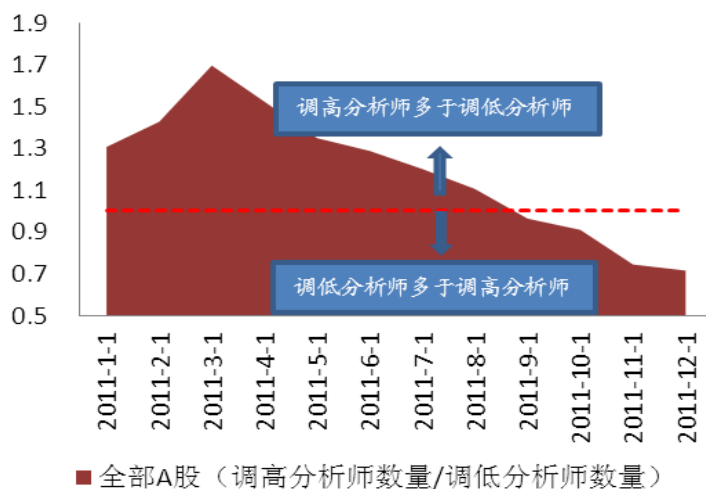
图 22: 估值偏离度 (2011-12-30)



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

3、盈利估值

图 23: 上市公司盈利前景与工业企业利润增速继续下降

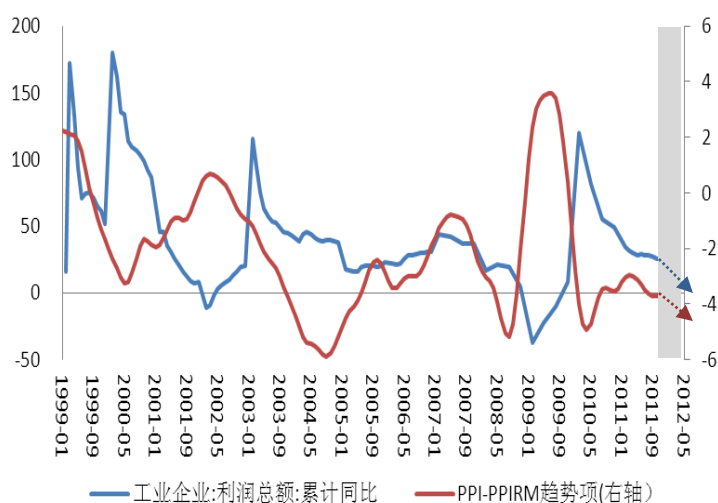


12 月上市公司盈利前景指数（E.R.R.）¹

0.72 ↓

	10 月	11 月	12 月
E.R.R.	0.91	0.75	0.72

2011 年 12 月 1 日		2011 年 12 月 1 日	
过去 30 天内 调高净利润	过去 30 天内 调低净利润	E.R.R.=调高数量/调低数量 低于上月 ↓ 高于上月 ↑	
2570 人次	3588 人次	0.72 ↓	



11 月工业企业累计利润增速

25.26% ↓

PPI-PPIRM 之差预示工业企业利润增速将继续下降

PPI（生产者出厂价格指数）与 PPIRM（生产者购进价格指数）之差可粗略描述工业企业盈利能力的变化，且从历史角度看，两者增速之差稳定领先于工业企业利润增速。以当前 PPI 与 PPIRM 之差的趋势来看，底还未见，预示工业企业利润增速也尚未见底。

数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

¹ E.R.R. (Earning Revision Ratio) = (过去 30 天上调盈利分析师报告数量/过去 30 天下调盈利分析师报告数量)，样本总体为全部 A 股剔除 ST 股。盈利预测数据包含 31 家研究机构对上证所、深交所交易的全部股票的盈利预测和研究报告。对比 E.R.R. 与上证综指的关系可发现两者基本同步。

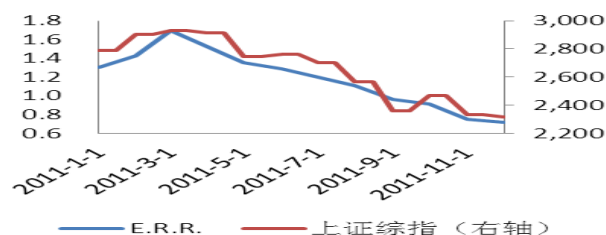


表 3：毛利趋势、行业景气与盈利前景对比

工业企业行业	毛利趋势 ² (11 月)	行业景气 ³ (12 月)	上市公司行业 (申万分类)	E. R. R. (12 月 1 日)
煤炭开采和洗选业	↓	NA	煤炭开采 III	0.88 —
石油与天然气开采	↓	NA	石油开采 II+油气钻采服务 III	0.10 —
有色金属冶炼及压延加工业	↓	48.2 ↑	有色金属冶炼与加工 II+金属新材料 III	1.05 ↑
黑色金属冶炼及压延加工业	↓	42.6 ↓	黑色金属	0.39 ↓
食品制造业	↓	49.8 ↓	食品加工制造 II	1.31 ↓
饮料制造业	↑	43.4 ↑	饮料制造 II	2.16 ↓
纺织业	↓	42.1 ↓	纺织制造 II	0.77 ↓
服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业	↑	53.2 ↓	服装家纺 II	2.16 ↑
造纸及纸制品业	↓	50.7 ↓	造纸 II	0.22 ↓
石油加工、炼焦及核燃料加工业	↑	54.2 ↑	焦炭加工 III+石油加工 III	0.68 ↓
化学原料及化学制品制造业	↓	50.9 ↓	化学原料 II+化学制品 II+塑料 II	0.88 ↓
医药制造业	↓	51.6 ↓	化学制药 II+中药 II+生物制品 II+动物保健 II	0.58 ↑
化学纤维制造业	↓	43.1 ↓	化学纤维 II	0.32 ↓
橡胶制造业	↓	43.1 ↓	橡胶 II	0.20 ↓
塑料制品业	↓	43.1 ↓	塑料 II	1.06 ↑
通用设备制造业	—	50.1 ↓	通用机械 II+金属制品 II	0.37 ↓
专用设备制造业	—	43.8 ↓	专用设备 II+医疗器械 II	0.62 ↓
交通运输设备制造业	↓	54.4 ↑	交运设备	0.40 ↓
电气机械及器材制造业	↓	50.7 ↓	电气设备 II+白色家电 II	0.58 ↓
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	↓	48.5 ↓	信息设备+电子+视听器材 II	0.61 ↓
仪器仪表及文化、办公用专用机械制造业	—	NA	仪器仪表 II	0.11 ↓
电力、热力的生产和供应业	↑	NA	电力 II	0.19 —
非金属矿物制品业	↓	44.8 ↓	建筑材料 II	0.93 ↓

数据来源：中国银河证券研究部整理

² 参见附录

³ 使用当月 PMI 衡量行业扩张景气

表 4：上市公司行业盈利前景

	2011 年12 月1 日		2011 年12 月1 日	
	过去 30 天内	过去 30 天内	E.R.R=调高数量 / 调低数量	
	调高净利润 (人次)	调低净利润 (人次)	低于上月 ↓ 高于上月 ↑	
全部	2570	3588	0.72	↓
采掘	107	142	0.75	↓
有色金属	135	117	1.15	↑
黑色金属	54	140	0.39	↓
化工	143	217	0.66	↓
建筑建材	143	157	0.91	↓
机械设备	192	406	0.47	↓
家用电器	92	90	1.02	↓
交运设备	100	248	0.4	↓
轻工制造	35	90	0.39	↓
食品饮料	191	101	1.89	↓
医药生物	184	282	0.65	↑
纺织服装	123	7	1.73	↓
商业贸易	123	174	0.71	↑
餐饮旅游	66	80	0.83	↓
农林牧渔	101	108	0.94	↓
电子	69	138	0.5	↓
信息服务	127	229	0.55	↓
信息设备	68	117	0.58	↓
房地产	64	10	0.4	↓
金融服务	291	202	1.44	↓
交通运输	124	196	0.63	↑
公用事业	34	120	0.28	↑
综合	4	3	1.33	—

数据来源：Wind，中国银河证券研究部

表 5：附录 工业企业毛利趋势指标

工业企业行业	毛利趋势指标	工业企业行业	毛利趋势指标
煤炭开采和洗选业	煤炭 PPI 同比趋势项	石油和天然气开采业	石油天然气 PPI 同比趋势项
有色金属冶炼及压延加工业	有色 PPI—1 月前有色 PPIRM 同比趋势项	黑色金属冶炼及压延加工业	钢铁 PPI—1 月前钢铁 PPIRM 同比趋势项
食品制造业	食品制造 PPI 同比趋势项	饮料制造业	饮料制造 PPI 同比趋势项
纺织业	纺织业 PPI—1 月前纺织业 PPIRM 同比趋势项	服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业	服装 PPI—1 月前纺织 PPI 同比趋势项
造纸及纸制品业	造纸 PPI—1 月前木材及纸浆类 PPIRM 同比趋势项	石油加工、炼焦及核燃料加工业	石油加工 PPI—石油和天然气开采业 PPI 同比趋势项
化学原料及化学制品制造业	化学原料及化学制品 PPI—1 月前化工原料类 PPIRM 同比趋势项	医药制造业	医药制造业 PPI 同比趋势项

化学纤维制造业	化学纤维制造业 PPI—1 月前石油和天然气开采业 PPI 同比趋势项	橡胶制造业	橡胶制造业 PPI—1 月前石油和天然气开采业 PPI 同比趋势项
塑料制品业	塑料制品业 PPI—1 月前石油和天然气开采业 PPI 同比趋势项	通用设备制造业	通用设备制造业 PPI—1 月前原材料 PPI 同比趋势项
专用设备制造业	专用设备制造业 PPI—1 月前原材料 PPI 同比趋势项	交通运输设备制造业	交通运输设备制造业 PPI—1 月前原材料 PPI 同比趋势项
电气机械及器材制造业	电气机械及器材制造业 PPI—1 月前原材料 PPI 同比趋势项	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	通信设备制造业 PPI—1 月前原材料 PPI 同比趋势项
仪器仪表及文化、办公用专用机械制造业	仪器仪表制造业 PPI—1 月前原材料 PPI 同比趋势项	电力、热力的生产和供应业	电力、热力 PPI—煤炭开采 PPI 同比趋势项
非金属矿物制品业	非金属矿物制品业 $PPI-0.5 \times (1 \text{ 月前煤炭开采 } PPI + 1 \text{ 月前非金属矿采选 } PPI)$		

数据来源：中国银河证券研究部整理

插图目录

图 1: 海外主要股指近月度涨跌幅.....	16
图 2: VIX 恐慌指数近一年走势.....	16
图 3: 欧猪五国 10 年期国债收益率.....	17
图 4: 3 个月美元 libor、OIS 及利息差.....	17
图 5: 3 个月欧元 libor、OIS 及利息差.....	17
图 6: 欧元一年期 CBS 走势.....	18
图 7: 本月欧元兑美元走势.....	18
图 8: 本月美元指数走势.....	18
图 9: 黄金近一年走势.....	18
图 10: LME 三个月期铜价格及库存.....	19
图 11: 美国 WTI 原油近一年走势.....	19
图 12: 12 月央行资金回笼较 11 月显著上升.....	19
图 13: 12 份公开市场资金到期量显著不足.....	19
图 14: 11 月份 M1 同比创新低 7.8%，但是准货币增速已经企稳.....	20
图 15: 11 月贸易顺差同比环比继续大幅下降，外汇占款快速下降到 14.8%.....	20
图 16: 银河证券全市场保证金余额测算仍在谷底（截止 2011 年 12 月 19 日）.....	20
图 17: 11 月以“其他存款”衡量的保证金同比回升到 14.6%.....	20
图 18: 11 月 A 股新增开户数为 69 万户，新增可入市资金估计为 415 亿左右.....	21
图 19: 11 月股改限售股解禁规模大幅下降至 51 亿元，12 月则是 9 月以来的高点 194 亿元.....	21
图 20: 不同行业当前市盈率的历史相对位置（1997-至今）（整体法，TTM）.....	21
图 21: 不同行业当前市净率历史相对位置（1997-至今）（MRQ）.....	22
图 22: 估值偏离度（2011-12-30）.....	22
图 23: 上市公司盈利前景与工业企业利润增速继续下降.....	23

表格目录

表 1: 1 月份行业配置建议表.....	3
表 2: 银河证券 1 月份投资组合（注：股价取 2011 年 12 月 30 日收盘价）.....	6
表 3: 毛利趋势、行业景气与盈利前景对比.....	24
表 4: 上市公司行业盈利前景.....	25
表 5: 附录 工业企业毛利趋势指标.....	25

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波，秦晓斌，策略证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn