

2012 年 1 季度投资策略报告

把握弱复苏反弹

证券分析师

王韧

首席策略研究员 中小市值组长
投资咨询资格编号
S1060210090010
0755-22623376
wangren740@pingan.com.cn

研究概述：

- 看好 A 股 1 季度反弹。经济预期见底是基础，流动性改善是催化剂，反弹时间窗口将在春节前后，行情性质为弱复苏反弹。建议关注两类先导行业：一是预期右侧的周期股，包括汽车、金融、电力设备等；二是财政左侧的成长股，包括化工新材料、节能环保、TMT 软业务等主题。

投资要点：

- 市场反弹的时间窗口逐渐开启。前期调整已充分反映欧债危机恶化、业绩下降风险、节前资金紧张等悲观预期，相对忽视了美国经济复苏和节后流动性拐点两大乐观信号。预期的错配正在为市场完成“先下”到“后上”的切换提供潜在动能。
- 春节前后有望出现四个信号验证。春节前后市场将大概率出现四个正面信号并提供市场反弹的动力。宏观层面，M1 增速回升和信贷投放加速有望形成共振；微观层面，企业库存压力见顶和现金流状况改善将稳定业绩预期。
- 政策微调节奏结构决定布局方向。政策“大开大阖”概率较低，微调何时加速、微调的重点领域将决定市场节奏和配置方向。节后就业压力可能成为政策加速微调的重要催化剂，而政策微调将集中于创造新的增量和存量结构放松两条主线。
- 把握弱复苏反弹中的先导性行业。经济“先下后平”和业绩回落趋势决定 1 季度行情为弱复苏反弹。历史表明，“强复苏反转”条件下才有明显的行业轮动，“弱复苏反弹”背景下虽有汽车等领先性行业，但先导行业很快就会切换到弱周期板块和主题性投资上。
- 周期看预期右侧，主题看财政左侧。弱复苏反弹中重点关注两类投资机会：一是处于悲观预期右侧，且有早周期属性的周期股，如汽车、金融、电力设备等；二是处于财政扶持左侧，政策和增长预期足以对冲估值压力的投资主题，包括节能环保、化工新材料、TMT 软业务等。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

正文目录

一、“先下-后上”时间窗渐开启	4
1.1 悲观预期基本达致极限	4
1.2 市场忽视了两大乐观信号	5
二、观测市场反弹的四大信号	6
2.1 等待信贷加速和 M1 回升的共振	6
2.2 期待企业库存和现金流的好转	7
三、政策预期变化决定布局方向	8
3.1 政策加速微调的必要性显现	8
3.2 政策微调主线决定两类布局机会	9
四、布局弱复苏反弹中的先导性行业	10
4.1 增长和业绩 1 季度后有望弱复苏	10
4.2 股价表现有望提前实际业绩见底反弹	11
4.3 布局弱复苏反弹的先导性行业	12
五、周期看预期右侧，主题看财政左侧	14
5.1 周期行业：关注预期右侧的见底反弹	14
5.2 主题投资：把握财政左侧的投资机会	17

图表目录

图表 1	近期市场调整已对潜在悲观预期做出充分反映	4
图表 2	年底资金面容易出现季节性紧张	4
图表 3	12 月至今已公布的好于预期的美国经济数据	5
图表 4	美国国债利差收窄显示复苏好于预期	5
图表 5	近 2 个月央行公开市场操作情况	5
图表 6	年底结售汇逆差预示明年初可能出现银行结汇高峰并增大货币供给	6
图表 7	M1 同比增速已基本处于历史底部位置	6
图表 8	银行信贷投放存在 1 季度集中爆发的历史传统	6
图表 9	企业产成品库存居高位，去库存化在继续	7
图表 10	下游需求疲软，被动去库存压力加大	7
图表 10	上市公司经营性现金流存在周转压力	7
图表 10	企业库存高点稍微领先于工业增加值低点	7
图表 11	2011 年下半年起，裁员成为国内普遍现象	8
图表 12	2011 三季度求人倍率（岗位空缺/求职人数）出现明显回落	8
图表 13	政策变量调整催生两类投资机会	9
图表 14	多维度分析 2012 年上市公司净利润增速比较	10
图表 15	ROE 主要构成因素回归至历史均值下 2011 年和 2012 年 ROE 水平估算	10
图表 16	经济环比增速有望明年 1 季度见底	11
图表 17	2012 年上半年上市公司业绩增速和累计 ROE 水平预测	11
图表 18	上市公司净利润增速同 GDP 相关性较高	11
图表 19	市场一致预期 2012 年沪深 300 净利润增速持续下调	12
图表 20	市场一致预期 2012 年沪深 300 净利润增速持续下调	12
图表 21	（2006.3.9-2007.10.16）强复苏回升后三个月超额收益前十的行业比较	13
图表 22	（2008.11.4-2009.8.3）强复苏回升后三个月超额收益前十的行业比较	13
图表 23	（2009.8.31-2009.12.7）弱复苏反弹后三个月超额收益前十的行业比较	13
图表 24	（2010.7.1-2010.11.11）弱复苏反弹后三个月超额收益前十的行业比较	14
图表 31	核能核电主题投资板块	17
图表 32	新兴产业指数 2010 年全面跑赢大盘	17
图表 33	新兴产业指数 2011 年全面跑输大盘	18
图表 34	七大战略新兴产业和传统行业净利润同比增速	18
图表 35	新兴产业领域整体流通市值占比偏低	19
图表 36	新兴产业领域 2012 年整体解禁压力偏高	19
图表 37	中小板和创业板 12 年解禁压力大于主板	19
图表 38	中小板和创业板流动市值占比偏低	19
图表 39	市场成交量急剧萎缩将推动导致中小公司主题投资模式的转变	19

一、“先下-后上”时间窗渐开启

依据年度策略报告“先下-后上-再回”的市场节奏判断，2012年1季度后半段至年中构成A股市场最好的投资时间段，而春节前后市场将迎来“先下”到“后上”的时间窗口。虽然近期市场依旧弱势，但从预期变化的角度看，市场已基本处于底部区域，反弹的基础正在形成。

这一判断的逻辑在于：前期的市场调整已充分反映欧债危机恶化、业绩下降风险、节前流动性冲击等悲观预期，而相对忽视了美国经济复苏和市场流动性稳步改善两大乐观信号。预期的错配将为未来的市场反弹提供潜在的动力。

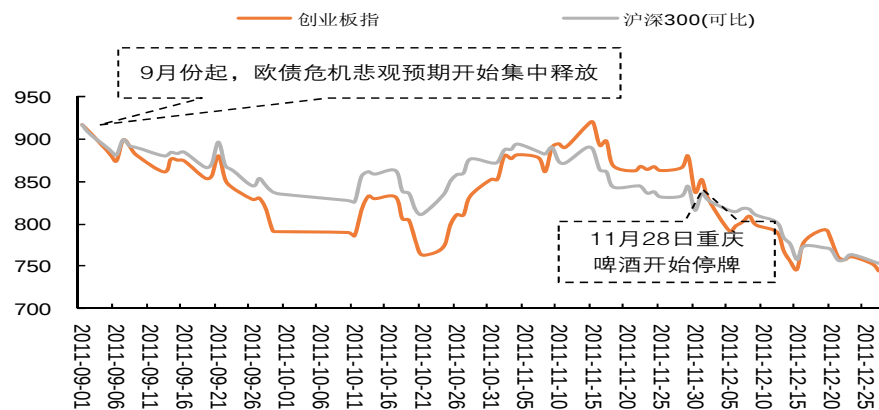
1.1 悲观预期基本达致极限

从2011年9月1日到12月27日，沪深300指数下跌17.9%、创业板指数下跌18.9%。

总体而言，近期A股市场的下跌主要源于对几项悲观预期的消化：一是欧洲主权债务危机悬而未决和可能扩散的风险；二是经济景气下滑引致的上市公司业绩担忧；三是表外融资大幅扩张可能放大节前资金面紧张现象。

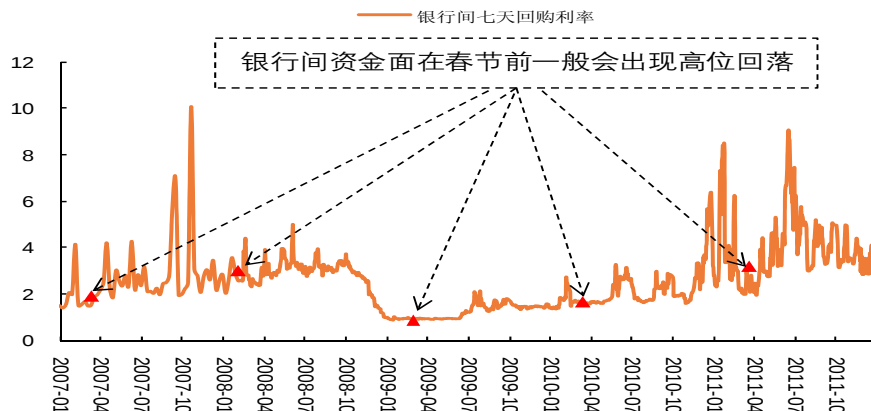
伴随全球央行联合干预欧洲银行流动性；经济短周期加速赶底趋势日益明朗；节前流动性冲击逐步得到消化，前期压制市场运行的悲观预期已得到较充分反映，持续恶化概率较低。

图表1 近期市场调整已对潜在悲观预期做出充分反映



资料来源：Wind

图表2 年底资金面容易出现季节性紧张



资料来源：Wind

1.2 市场忽视了两大乐观信号

在充分反映悲观预期的同时，我们认为市场可能忽视了 12 月以来开始出现的两大乐观信号，这可能构成后市反弹的重要驱动力：一是美国经济数据屡有超预期表现；二是市场流动性将逐步改善。

美国 12 月公布的重要数据如房屋开工销售数据、就业率指标、汽车销量和消费者信心指数均有超预期表现，显示美国经济已进入复苏通道。但由于欧债问题的干扰，国内外市场对美国持续 1 个月的经济超预期表现并未给予充分关注，直接体现为美国十年期国债收益率并未同步经济回升上行。逻辑上看，欧债问题的冲击主要集中于金融和预期层面，而美国经济对于全球基本面的影响更为深远。一旦明年 1 季度欧债问题趋于明朗，市场有可能重新反映这种基本面预期的乐观变化。

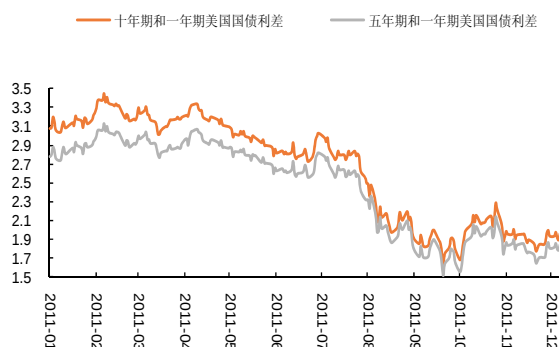
国内流动性角度看，12 月的第一周，央行公开市场的流动性净回笼量为 1010 亿；到 12 月的倒数第二周，净回笼量已逐步递减至 100 亿，表明央行正在主动放松公开市场银根来平抑银行间利率，近期整个银行间回购利率的变化也表明了这一点。另外，前期人民币盘中连续跌停引发资金外流和外汇占款持续减少预期，而在央行连续干预后，人民币汇率重新走入稳中有升轨道，企业结汇需求也大幅回升，在明年初主要银行的结汇额度限制解除后，积累的结汇需求释放也将为市场提供新的流动性增量，再考虑每年 1 季度的传统信贷投放旺季，未来市场流动性将进入逐步改善通道。

图表3 12月至今已公布的好于预期的美国经济数据

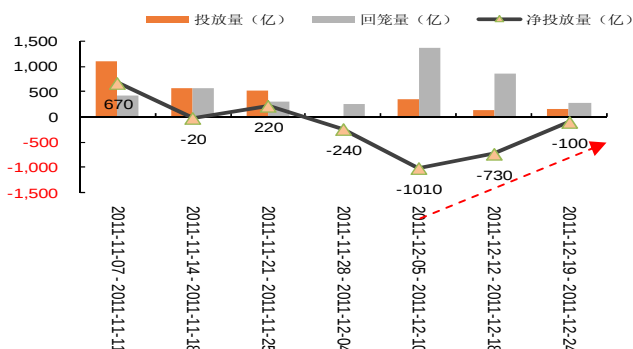
公布时间	经济数据	调查预期值	实际值
12/02/2011 06:00	11 月汽车总销售量（国内汽车销售量）	13.40M（10.40M）	13.59M（10.53M）
12/02/2011 21:30	11 月失业率	9.00%	8.60%
12/08/2011 21:30	12 月 2 日当周首次失业人数	395K	381K
12/08/2011 21:30	11 月 25 日当周持续领取失业救济金人数	3700K	3583K
12/09/2011 21:30	10 月贸易余额	-\$44.0B	-\$43.5B
12/09/2011 22:55	12 月前半月密执安大学消费者信心	65.8	67.7
12/19/2011 21:30	12 月 NAHB 住宅市场指数	20	21
12/20/2011 21:30	11 月新宅开工指数	635K	685K
12/20/2011 21:30	11 月房屋开工(月环比)%	1.10%	9.30%
12/21/2011 23:00	11 月旧宅销售月环比	2.60%	4.00%
12/22/2011 21:30	第三季度核心个人消费支出季环比	2.00%	2.10%
12/22/2011 21:30	12 月 17 日当周首次失业人数	378K	364K
12/22/2011 21:30	12 月 10 日当周持续领取失业救济金人数	3600K	3546K
12/22/2011 22:55	12 月后半月密执安大学消费者信心	68	69.9
12/22/2011 23:00	10 月住宅价格指数月环比	0.20%	-0.20%
12/23/2011 21:30	11 月耐用品订单	2.00%	3.80%

资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

图表4 美国国债利差收窄显示复苏好于预期



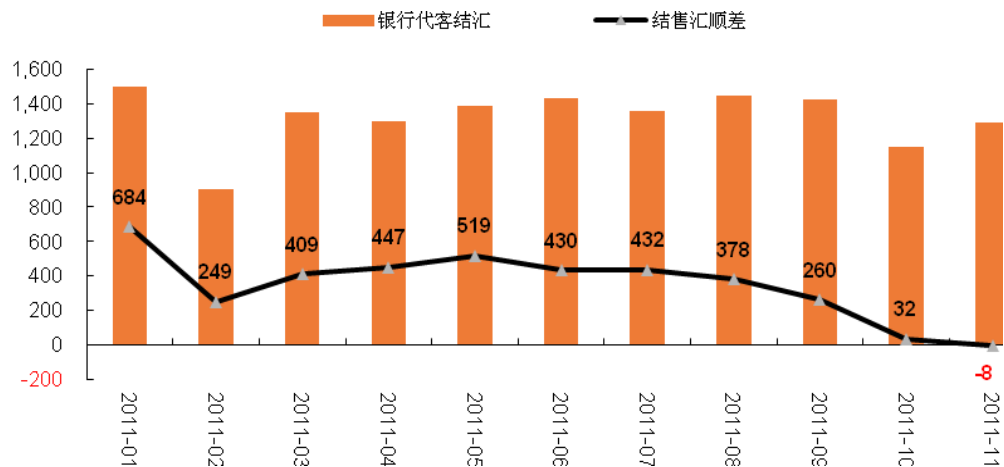
图表5 近2个月央行公开市场操作情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

资料来源: Wind

图表6 年底结售汇逆差预示明年初可能出现银行结汇高峰并增大货币供给 单位: 亿美元



资料来源: WIND, 平安证券研究所

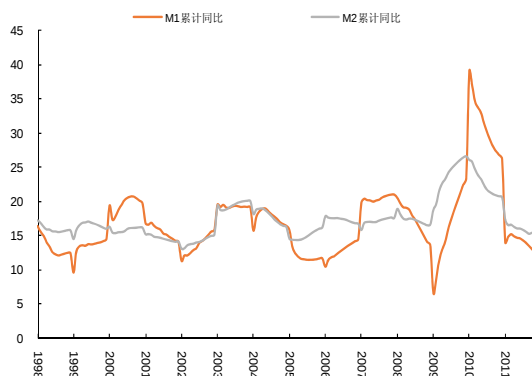
二、观测市场反弹的四大信号

坚持认为春节前后市场将出现“先下”到“后上”的时间窗口的前提在于:未来1个月有望大概率出现四个正面信号的验证,这将是市场企稳回升的动力。其中,宏观层面的两个信号是M1增速回升和信贷投放加速;微观层面的两个信号是企业库存压力见顶和现金流状况改善。

2.1 等待信贷加速和M1回升的共振

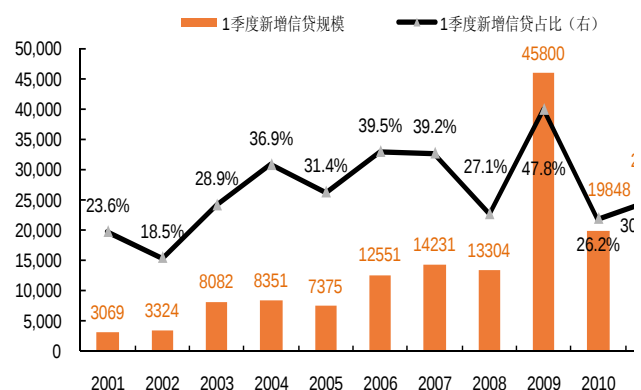
M1增速见底回升和信贷投放加速两个信号高度相关。历史经验看,国内银行的信贷投放存在1季度集中爆发的历史传统,叠加今年以来缓解社会资金面紧张的实际需求和潜在的货币政策配合(比如下调存准等),2012年年初的信贷投放加速是大概率事件。而除去2008年的短期冲击外,目前M1增速已基本处于历史底部,在信贷投放可能加速的背景下,M1增速见底回升也同样是大概率事件。

图表7 M1同比增速已基本处于历史底部位置



资料来源: Wind

图表8 银行信贷投放存在1季度集中爆发的历史传统



资料来源: Wind, 平安证券研究所

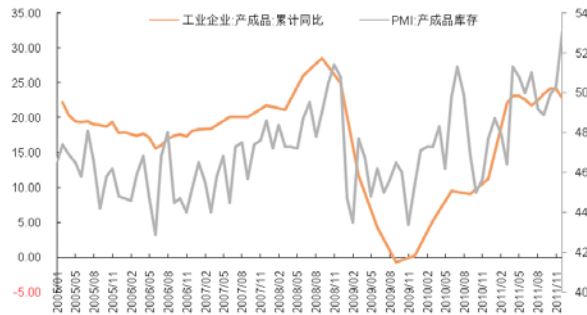
2.2 期待企业库存和现金流的好转

当前工业产成品库存仍居高位，需求疲软导致被动去库存压力加大。统计显示，虽然工业企业产成品库存 11 月份出现小幅回落，但仍居历史较高水平，而作为景气指标的 PMI 产成品库存也同样创出新高。另外，库存领先指标——PMI 新订单指数（领先 PMI 产成品库存 3-4 个月左右）已经连续三个月持续下滑，折射当前经济整体需求偏弱。综合考虑前述三个指标，12 月以来工业企业总体处于被动去库存压力不断加大的状态中，这也助推了同期基本面预期的持续恶化。

而从上市公司经营性现金流情况看，根据 2011 年 3 季报显示，上市公司的经营性现金流同比增长为-20.21%，经营现金流同销售收入比也下滑至 4.23%，处于历史较低水平，经营现金流的周转压力将抑制企业的正常生产。在货币政策持续偏紧的宏观背景下，上市公司经营现金流水平的好转将是业绩预期企稳回升的前提条件。

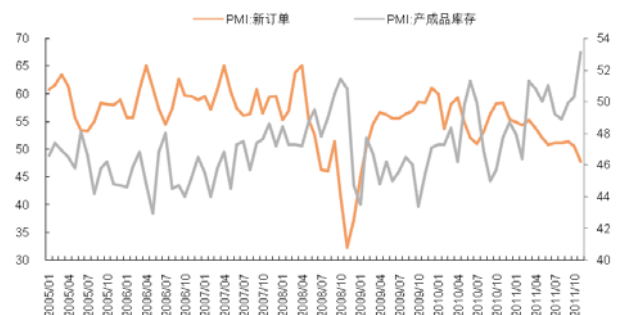
上述两个因素明年 1 季度均有望出现正面变化：一方面，企业库存压力的顶部往往同步于工业增加值的底部，被动去库存往往同步于实际需求的回落，从平安宏观组预测看，经济环比有望 2012 年 1 季度见底，对应企业库存压力最大的时刻将逐步过去；另一方面，企业现金流的改善与银行信贷创造活动存在滞后的因果关系，而与 M1 同比增速具有正相关性，在 1 季度银行信贷加速、M1 同比增速回升的宏观假设下，有理由相信 2012 年 1 季度开始上市公司现金流将出现渐进改善。

图表9 企业产成品库存居高位，去库存化在继续



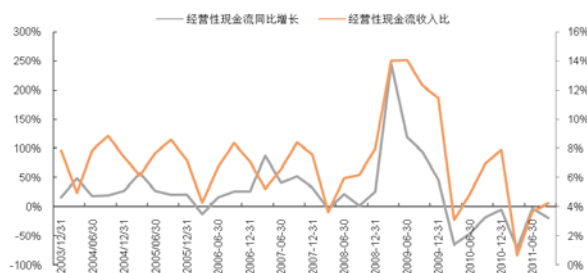
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表10 下游需求疲软，被动去库存压力加大



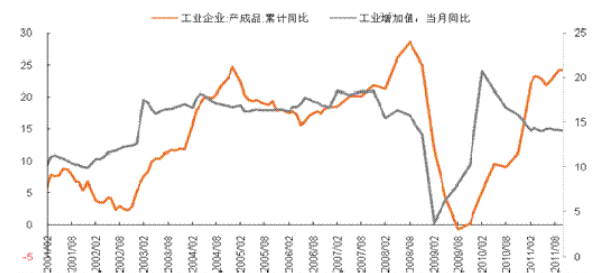
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表10 上市公司经营性现金流存在周转压力



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表10 企业库存高点稍微领先于工业增加值低点



资料来源：Wind，平安证券研究所

三、政策预期变化决定布局方向

中央经济工作会议定调稳健货币政策和积极财政政策后，政策出现 2008 年式“大开大阖”的可能性基本排除。政策分析的落脚点在于两个方面：一是政策微调的节奏；二是政策微调的方向。也就是说，政策微调何时加速、政策在哪些领域重点微调将是决定市场运行节奏和市场配置方向的关键要素。

3.1 政策加速微调的必要性显现

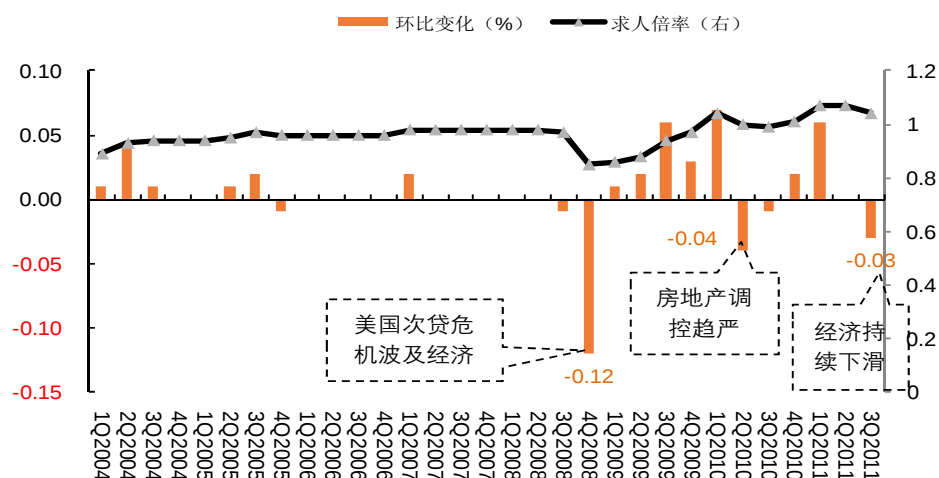
经济增速下滑的最大压力在于就业问题。伴随经济景气度的回落和经济预期的持续恶化，2011 年 3 季度末开始，电子商务、家电、家电的上游供应链面板类企业、汽车、地产和券商自营类公司均有大幅裁员现象发生，统计数据看，2011 年 3 季度全国 103 个城市的求人倍数（岗位空缺/求职人数）较二季度明显下滑 0.03 至 1.04，是 2004 年以来下滑最严重的之一。而从季节性因素看，春节往往是企业经营压力向就业压力传导的重要时点，经济下滑引发的就业压力可能在节后加速放大，对于失业问题的考量将成为政策加速微调的重要催化剂。

图表11 2011年下半年起，裁员成为国内普遍现象

时间	行业	裁员信息
2011 年 8 月	电子商务	高朋网裁员超过 40%，团员网、嘀咕网裁员比例为 50%
2011 年 8 月底		凡客裁员 5%
2011 年 9 月初		敦煌网整体裁员 30%
2011 年 9 月	汽车	比亚迪对销售部门裁员 60%以上，最终保留 800 人。
2011 年 11 月下旬起	家电及产业链	白电 美的裁员部门比例少逾 50%，多则超过 70% 海尔、格力、格兰仕、海信裁员
		彩电 创维、TCL 裁员
		小家电 九阳裁员
		上游面板类 LGD、乐捷、华鹭裁员
2011 年 12 月起	地产	恒大地产预计共裁员 30%，年底先裁员 8%--10%
2011 年 12 月	券商自营	中信自营部门北京、上海几乎全体解散

资料来源：平安证券研究所整理

图表12 2011三季度求人倍率（岗位空缺/求职人数）出现明显回落



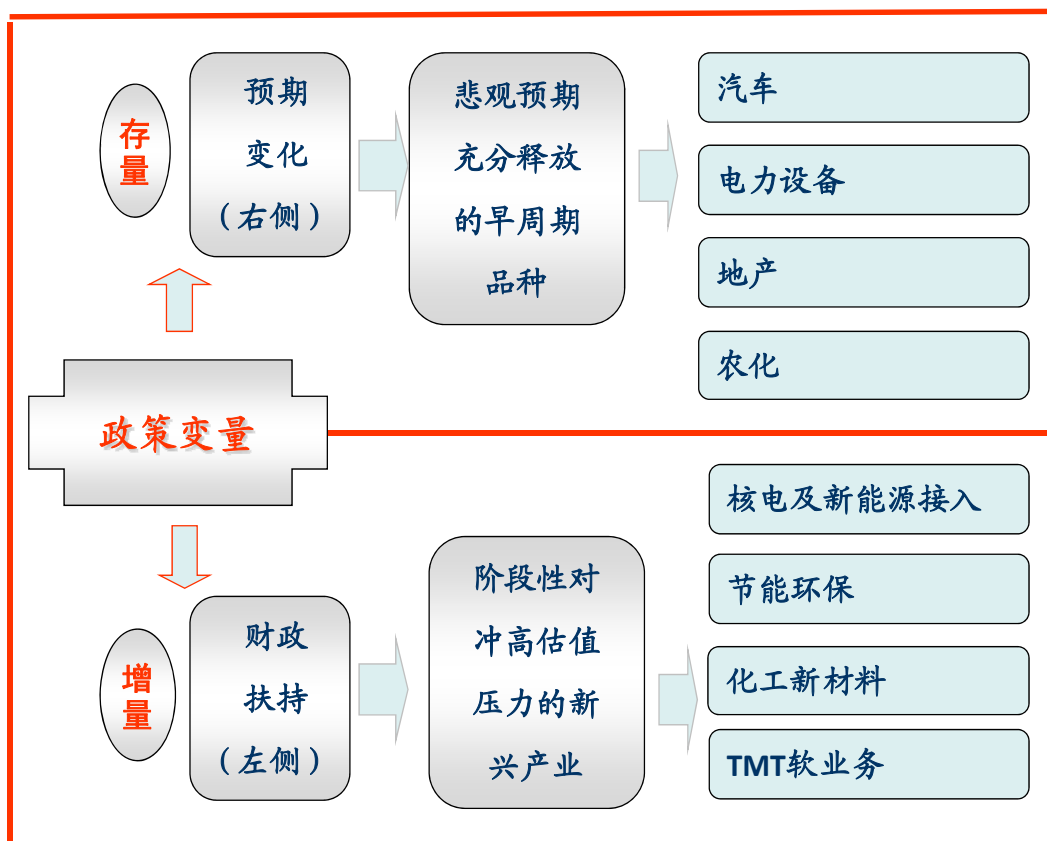
资料来源：中国劳动力市场信息网监测中心

3.2 政策微调主线决定两类布局机会

政策加速微调的方向集中于两条主线：一是创造新的增量，对应于一些符合经济转型和结构调整方向的板块；二是存量结构放松，对应于一些面临长周期下行压力的板块。

上述政策微调主线将驱动两类投资机会：一是处于悲观预期右侧的周期股，即那些悲观预期已充分释放，存在预期见底反弹收益的行业；二是处于财政扶持左侧的成长股，即那些发展前景明确，政策扶持预期足以阶段性对冲高估值压力的投资主题。

图表13 政策变量调整催生两类投资机会



资料来源：平安证券研究所整理

四、布局弱复苏反弹中的先导性行业

4.1 增长和业绩 1 季度后有望弱复苏

根据平安宏观组和主要行业研究员判断，2012 年 GDP 增长总体呈现回落态势，对应上市公司净利润增速可能回落至 12%-17% 区间。而从盈利指标看，鉴于近年来上市公司高 ROE 水平主要由财务杠杆放大和资产周转率提升驱动，预计在金融“去杠杆”和需求“降周转”趋势下，2012 年上市公司 ROE 将回落至 10% 附近。

图表14 多维度分析2012年上市公司净利润增速比较

情境假设	市场板块	净利润同比(%)			
		2010(A)	2011Q3	2011(E)	2012(E)
自上而下增速预测	全部 A 股	21.52%	22.20%	21.56%	10.61%
自下而上中性预测	全部 A 股	21.52%	22.20%	20.82%	19.04%
自下而上乐观预测	全部 A 股	21.52%	22.20%	23.67%	23.59%
自下而上悲观预测	全部 A 股	21.52%	22.20%	19.37%	15.29%
市场一致预期增速	沪深 300	21.52%	22.20%	19.79%	21.02%
平安综合预测	全部 A 股	21.52%	22.20%	19.37%	17.11%

资料来源：朝阳永续，平安证券研究所

图表15 ROE主要构成因素回归至历史均值下2011年和2012年ROE水平估算

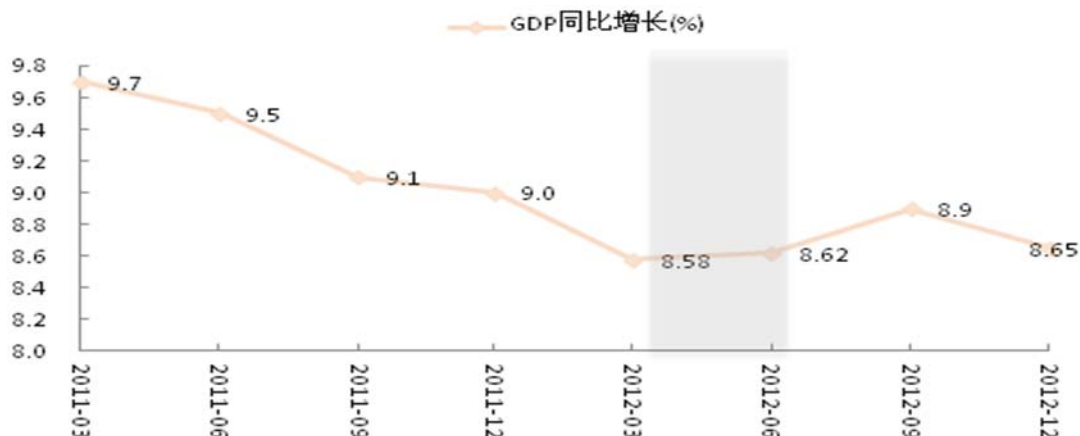
ROE 构成因素变化	10 年 ROE	11 年 ROE 估算	12 年 ROE 估算	12 年同 11 年 ROE 变化	12 年同 10 年 ROE 变化
净利率回归均值	13.50	12.35	12.56	1.70%	-6.97%
周转率回归均值	13.50	12.18	11.87	-2.53%	-12.08%
杠杆率回归均值	13.50	12.08	11.48	-4.98%	-14.98%
净利率与周转率回归均值	13.50	12.20	11.96	-1.99%	-11.44%
净利率与杠杆率回归均值	13.50	12.10	11.56	-4.45%	-14.36%
周转率与杠杆率回归均值	13.50	11.94	10.93	-8.50%	-19.07%
三项因素都回归至均值	13.50	11.96	11.01	-7.98%	-18.47%

资料来源：平安证券研究所

注：11年四季度和12年全年ROE水平的估算采用单季ROE预期水平乘以季度数来简易计算

从季度分布看，1 季度可能构成经济环比增速的低点，之后有所回升，但总体仍然在相对低位，呈现“先下后平”特征。对应上市公司业绩风险也将在上半年集中释放，据测算，最坏情况下 2012 年上半年上市公司净利润增速可能快速回落至 9.7% 左右，对应 ROE 水平 5.9% 左右，之后净利润增速和 ROE 水平都有小幅回升，但总体难以达到 2011 年水平。

图表16 经济环比增速有望2012年1季度见底



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表17 2012年上半年上市公司业绩增速和累计ROE水平预测

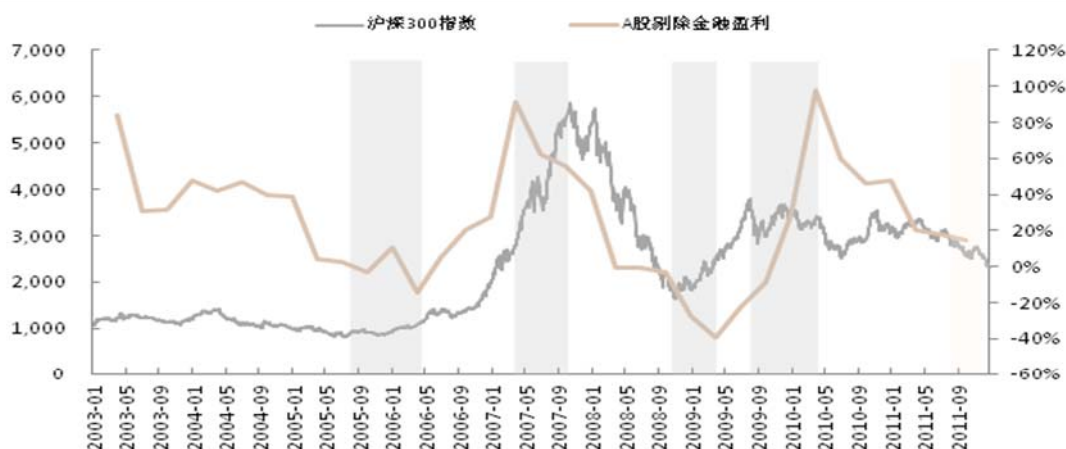
情境假设	市场板块	净利润同比(%)			
		2010(A)	2011Q3	2011(E)	2012 上半年
自上而下增速预测	全部 A 股	21.52%	22.20%	21.56%	9.70%
自下而上悲观预测	全部 A 股	21.52%	22.20%	19.37%	15.29%
累计 ROE 水平预测	全部 A 股	16.32%	11.86%	14.12%	5.9%-6.2%

资料来源: 平安证券研究所

4.2 股价表现有望提前实际业绩见底反弹

长期看, 股市周期稍微领先于上市公司盈利周期。除了 2007 年由于市场情绪推动导致股市周期拐点晚于盈利周期拐点出现之外, 其他时间均呈现出股市拐点提前盈利拐点反映的特征, 领先时间大概为 4-6 个月, 这主要是因为股市本质上随盈利预期而动。如果上市公司业绩增速 2012 年上半年见底, 则在春节前后, 市场就可能经历一波弱复苏预期驱动的反弹。

图表18 上市公司净利润增速同GDP相关性较高



资料来源: wind, 平安证券研究所

2011 年 4 季度以来, 与市场调整同步, 对上市公司一致预期净利润增速也出现持续大幅下调, 考虑

股市周期的提前因素和 2011 年基数的调低效应，2012 年 1 季度市场出现反弹概率较高。

图表19 市场一致预期2012年沪深300净利润增速持续下调



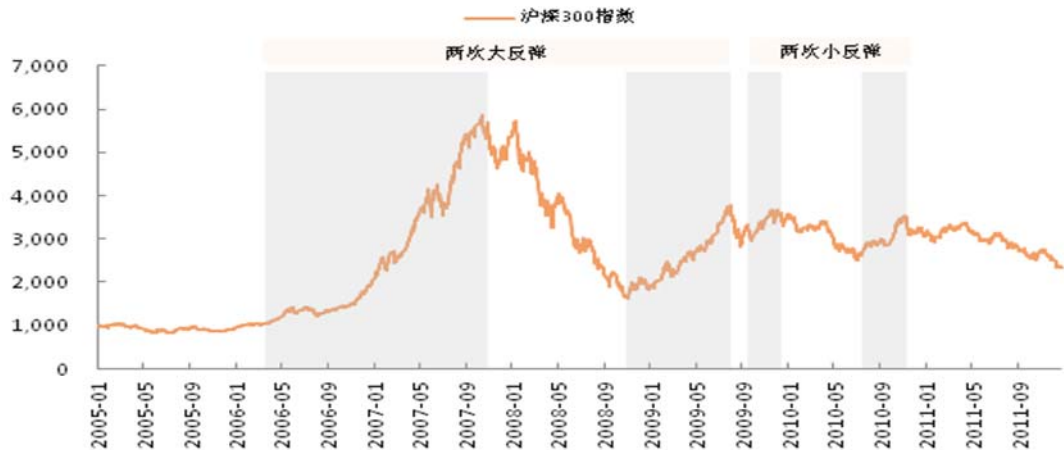
资料来源：朝阳永续，平安证券研究所

4.3 布局弱复苏反弹的先导性行业

鉴于 2012 年整体宏观经济运行呈现“先下后平”特征，上市公司整体业绩增速和 ROE 指标也呈现回落趋势，所以 1 季度的市场回升性质上属于弱复苏背景下的阶段反弹。

历史经验看，综合宏观经济背景和后续演绎特征，市场回升大致可以区分为两类：一类是“强复苏，大反转”。典型代表是（2006.3.9–2007.10.16）和（2008.11.4–2009.8.3）两个时间段；另一类为“弱复苏，小反弹”，典型代表是（2009.8.31–2009.12.7）和（2010.7.1–2010.11.11）两个时间段。

图表20 市场一致预期2012年沪深300净利润增速持续下调



资料来源：wind，平安证券研究所

总体而言，前述两类市场回升的先导行业表现迥异：“强复苏，大反转”条件下，先导行业选择更多遵循传统的行业轮动逻辑，并大致遵循着可选消费/大宗商品–中游制造–中游原材料的路径进行传递；而在“弱复苏，小反弹”背景下，传统的行业轮动逻辑被打乱，虽然汽车、地产行业仍然表现出一定的领先性，但是先导行业很快就切换到弱周期板块和主题性投资上来。

综合我们对于春节后市场弱复苏反弹的定性和历史上同类反弹呈现的规律性特征，我们认为汽车、电力设备、金融地产等传统的早周期行业在反弹初期可能仍具有一定领先意义，但先导行业选择的重点主要集中在弱周期板块和主题投资领域。也就是说，在关注预期右侧的周期股反弹的同时（如汽车、电力设备、农化、地产等），必须同时布局处于财政左侧的主题投资，尤其是其中的超跌品种。

图21 (2006.3.9-2007.10.16) 强复苏回升后三个月超额收益前十的行业比较

反弹后 1 个月		反弹后 2 个月		反弹后 3 个月	
行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益
有色金属	25.22%	国防军工	54.46%	国防军工	66.09%
非银行金融	13.33%	房地产	48.82%	汽车	53.24%
房地产	12.30%	汽车	24.77%	房地产	30.17%
国防军工	9.00%	通信	22.09%	电力设备	20.02%
传媒	8.88%	石油石化	20.34%	石油石化	15.00%
电力设备	7.56%	交通运输	11.71%	通信	14.99%
机械	5.55%	食品饮料	9.69%	食品饮料	14.76%
餐饮旅游	5.12%	电力设备	8.48%	交通运输	11.72%
电子元器件	3.72%	非银行金融	8.26%	农林牧渔	6.89%
煤炭	2.55%	农林牧渔	3.23%	钢铁	4.65%

资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 橙色标注为连续三个月均取得前十的超额收益; 灰色标注为有两次取得前十德超额收益; 下同

图22 (2008.11.4-2009.8.3) 强复苏回升后三个月超额收益前十的行业比较

反弹后 1 个月		反弹后 2 个月		反弹后 3 个月	
行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益
建材	29.00%	餐饮旅游	45.19%	电力设备	48.22%
电力设备	27.73%	电力设备	35.55%	餐饮旅游	46.24%
电子元器件	19.10%	交通运输	25.17%	交通运输	43.33%
房地产	17.69%	电子元器件	20.02%	汽车	35.80%
计算机	16.27%	汽车	18.32%	石油石化	35.10%
机械	16.06%	基础化工	18.26%	电子元器件	33.94%
综合	15.79%	轻工制造	17.79%	基础化工	31.71%
纺织服装	15.77%	非银行金融	17.39%	银行	28.53%
有色金属	15.72%	石油石化	17.31%	计算机	28.02%
轻工制造	14.01%	国防军工	16.79%	钢铁	27.32%

资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 橙色标注为连续三个月均取得前十的超额收益; 灰色标注为有两次取得前十德超额收益; 下同

图23 (2009.8.31-2009.12.7) 弱复苏反弹后三个月超额收益前十的行业比较

反弹后 1 个月		反弹后 2 个月		反弹后 3 个月	
行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益
家电	25.02%	汽车	15.69%	银行	5.75%
汽车	21.10%	家电	13.34%	电力设备	3.23%
电子元器件	14.09%	银行	6.80%	家电	3.17%
煤炭	10.37%	煤炭	6.31%	非银行金融	2.56%
医药	9.96%	电子元器件	5.81%	汽车	2.50%
食品饮料	9.87%	房地产	5.80%	通信	1.58%
纺织服装	9.64%	医药	4.77%	电子元器件	1.48%
商贸零售	9.63%	非银行金融	3.36%	房地产	1.46%
房地产	7.35%	纺织服装	2.33%	食品饮料	1.30%
建材	6.16%	计算机	1.64%	计算机	0.57%

资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 橙色标注为连续三个月均取得前十的超额收益; 灰色标注为有两次取得前十德超额收益; 下同

图表24 (2010.7.1-2010.11.11) 弱复苏反弹后三个月超额收益前十的行业比较

反弹后 1 个月		反弹后 2 个月		反弹后 3 个月	
行业	超额收益	行业	超额收益	行业	超额收益
国防军工	9.66%	医药	9.66%	煤炭	34.22%
房地产	9.07%	建筑	9.07%	医药	29.83%
建材	7.51%	农林牧渔	7.51%	银行	23.62%
汽车	7.21%	计算机	7.21%	计算机	20.72%
基础化工	5.44%	综合	5.44%	农林牧渔	18.67%
煤炭	5.27%	国防军工	5.27%	石油石化	18.44%
家电	4.95%	纺织服装	4.95%	钢铁	18.33%
机械	3.55%	电子元器件	3.55%	综合	16.23%
农林牧渔	2.77%	钢铁	2.77%	轻工制造	15.63%
纺织服装	2.46%	家电	2.46%	食品饮料	14.76%

资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 橙色标注为连续三个月均取得前十的超额收益; 灰色标注为有两次取得前十超额收益; 下同

五、周期看预期右侧，主题看财政左侧

5.1 周期行业：关注预期右侧的见底反弹

短周期见底和长周期转型的叠加决定周期性行业的投资机会源自于预期见底后的估值反弹。因此从布局 1 季度弱复苏反弹的角度出发，建议重点关注处于当前股价和估值已充分反映悲观预期，且具有一定早周期属性和先导传统的板块。

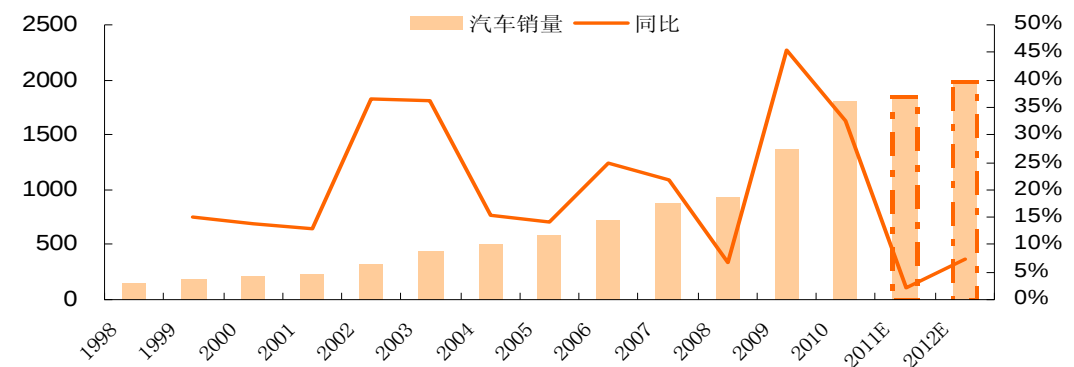
建议在 1 季度展开的弱复苏反弹中，重点关注汽车、金融、电力设备三个板块。这三个板块的共同属性是：第一，业绩短期向下的空间有限，具有较强确定性；第二，绝对和相对估值均处于历史低位，对悲观预期反映较为充分；第三，具有一定早周期传统，该传统源自于 A 股市场的政策高敏感性，比如汽车受益于消费政策刺激；金融受益于货币政策松动；电力设备受益于政府投资驱动。

(1) 汽车：预期右侧的消费先导板块

2011 年是汽车行业调整年，一是消化前期受汽车行业刺激政策导致的消费透支；二是消化四万亿投资导致的商用车消费透支。预计全年汽车销量同比为 2.2%，为近 12 年来增幅最低点。

但是，预计 2012 年开始，汽车行业有望企稳回升，依据平安汽车行业研究员预测，2012 年汽车行业销量增幅有望回升至 7.1%，增幅比 2011 年提高 5 个百分点。销量增幅看，2012 年全年将“前低后高”，1Q12 将是行业销量增幅最低点。对应 2012 年全年利润增幅则可能呈现“前低后高”走势。

图表 25 汽车行业历年销量及预测 单位：万辆



资料来源: 中汽协、平安证券综合研究所

从股价和估值角度看，经历 2011 年的调整后，目前整个汽车行业呈现明显“估值见底+盈利预期见底”的预期右侧状态。汽车股整体估值已接近 2008 年的历史低点，且市场对今年 1 季度销量增幅低已有充分预期，盈利下调过程有望在今年 1 季度结束。

从历史看，过去每轮周期中汽车股估值中枢的提升均先于基本面回暖，且具有明显的早周期传统，再股价估值已到预期右侧的情况下，有望充当 1 季度市场弱复苏反弹的先导行业。

图表 21 汽车行业子板块 PB 估值

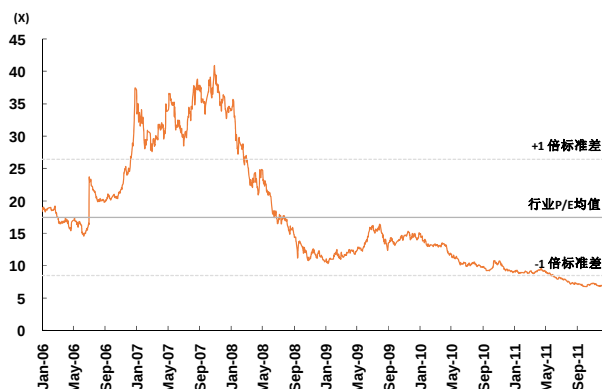


资料来源: wind

(2) 金融：预期右侧的货币先导板块

银行是 2011 年较为典型的估值和业绩相背离行业。2011 年预计 15 家上市银行将实现平均 31% 的归属股东净利润增长，但同期银行板块市值加权平均 PB 下跌 17%，PE 下跌 25.3%。目前银行业 PE 和 PB 估值在所有行业中排名垫底。这种背离源于融资平台、监管新规、地产调控等不确定性的压制。但是，伴随经济短周期见底，融资平台解决方案逐步明朗、新监管协议最终落地、地产风险逐步释放，银行板块的估值压力有望逐步缓解，进而带来阶段性估值反弹的动能。

图表27 银行业 P/E（市值加权平均）



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表28 银行业 P/B（市值加权平均）

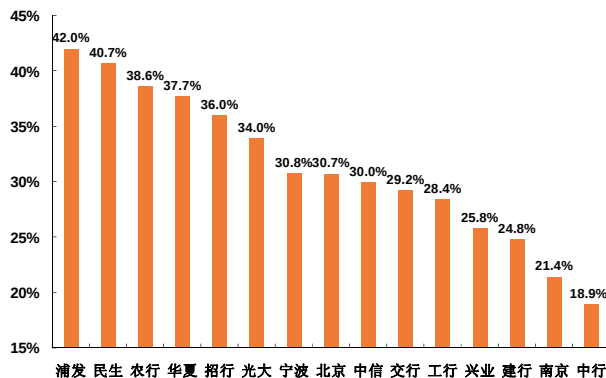


资料来源: Wind、平安证券研究所

从盈利预期看，平安银行业研究员预计上市银行 2012 年归属股东净利润将回落至 12.2%至 22.9% 之间，但总体仍在平稳增长状态。具体变量方面，上市银行整体存贷款增速将在 2011 年基础上出现回升；整体来看上市银行净息差将维持在 2011 年水平附近小幅波动，但部分银行净息差仍有持续上升空间；银行业中间业务收入在 2012 年仍将维持较快增速；虽然银行业在 2012 年将经历轻度资产

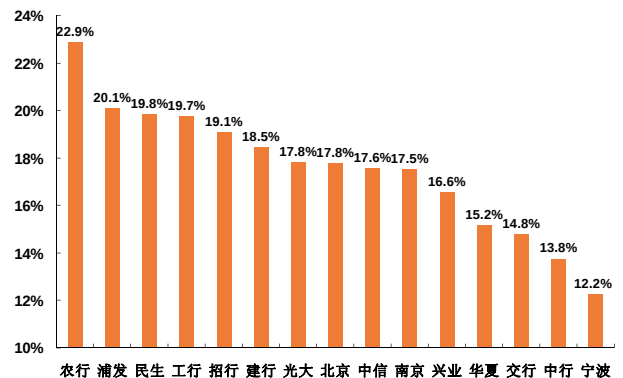
质量恶化周期，但升幅有限，上市银行仍能实现拨备覆盖率的持续提升。较高的业绩确定性将提供银行股反弹的基本面支撑。

图表29 2011年归属股东净利润同比增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表30 2012年归属股东净利润同比增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

另外，在 A 股市场运行更多受政策预期和流动性预期影响的背景下，银行股也同样具有较为明显的早周期传统。因此在货币政策微调，信贷适度放松先行的背景下，银行股同样有望充当 1 季度 A 股弱复苏反弹的先导板块。

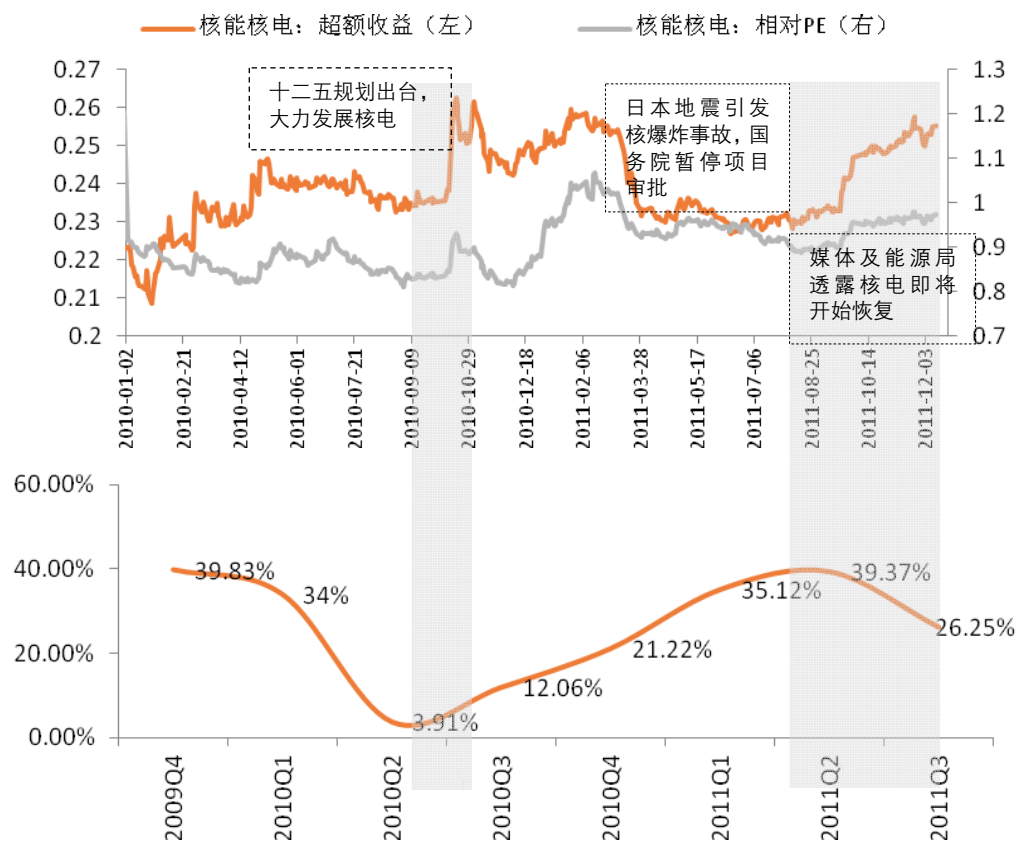
（3）电力设备：预期右侧的投资先导板块

2011 年电气设备与新能源行业下跌 43%，大幅跑输沪深 300 指数 17 个百分点。主要原因在于传统电力设备如发电、输变电一次大景气周期已过；行业中的新兴产业部分如新能源、输变电二次和电力电子等多数以中小市值公司为主，低于预期的业绩增长和过高估值导致了股价调整。

但从 2012 年情况看，为维持整体经济的稳定，固定资产投资仍会有一定增长，而在投资领域中，应对能源需求增长和能源结构升级的电力设备投资领域不仅具有较高的投资确定性，而且在节能减排和经济转型的驱动下，有获得投资超预期表现的可能性。从历史上看，作为投资的重要先导行业，电力设备板块在历次市场反弹过程中都呈现出一定的早周期属性。

具体子行业方面，平安电力设备行业研究员看好核电建设相关板块，原因在于：一方面，2009 年是核电项目审批高峰期，一年之内审批项目高达 11 个，设备订单同期也达到高峰。从核电项目进程及设备生产能力建设速度来推算，2012 年将是核电设备业绩的爆发期；另一方面，经历日本核事故后，行业发展的不确定性导致板块估值大幅下挫，从 10 月份后，行业政策暖风不断吹来，核电安全性、经济性及清洁性得以综合考量，行业确定性逐渐增强，预期到 2012 年 3 月核安全规划出台，之后核电新项目审批重启可能提前，板块估值将逐步得以修复。板块业绩与估值的双重提升将构成板块反弹的重要催化剂。

图表31 核能核电主题投资板块

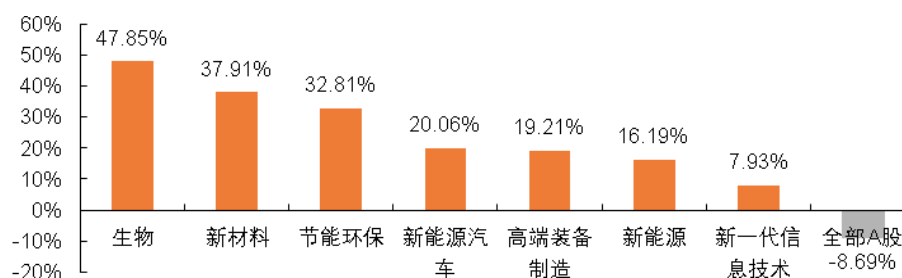


资料来源：WIND，平安证券研究所

5.2 主题投资：把握财政左侧的投资机会

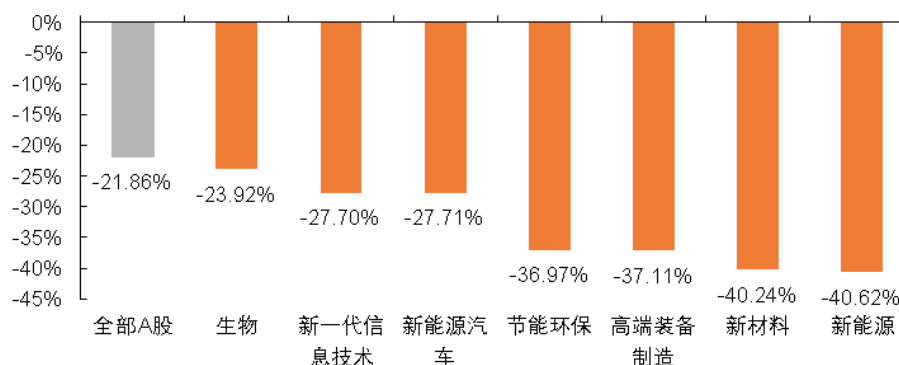
经济转型大背景下，主题投资机会的挖掘主要集中于新兴产业领域。历史演绎看，2010年在相关政策不断出台的刺激下，新兴产业相关股票备受追捧，估值水平也出现系统性抬升。从平安战略新兴产业指数成份股表现看，2010年七大战略性新兴产业均大幅跑赢大盘，表现最好的生物行业超额收益高达56.54%，表现最差的新一代信息技术行业其超额收益也达到了16.62%。但在2011年，这一情况出现反转，七大战略性新兴产业全面跑输大盘，表现最好的生物行业超额收益为-2.06%，最差的新能源行业其超额收益达到了-18.76%。

图表32 新兴产业指数2010年全面跑赢大盘



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表33 新兴产业指数2011年全面跑输大盘



资料来源：WIND，平安证券研究所

总体而言，2011年以来国内外经济波动和需求回落直接导致新兴产业相关公司的业绩下滑，而此前过高市场预期的向下修正放大了股价的波动。细分来看，2011年前三季度七大战略新兴产业中仅生物行业的盈利增速得到维持，其他行业增速均有所放缓，其中节能环保、新一代信息技术、新能源和高端装备制造行业净利润同比出现了一定程度的下降。

图表34 七大战略新兴产业和传统行业净利润同比增速

所属行业	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
节能环保	111.25%	29.55%	38.08%	33.93%	57.87%	28.69%	-7.30%
新一代信息技术	-21.83%	10.87%	-7.17%	-1.78%	-0.79%	19.95%	-12.24%
新能源	53.04%	19.64%	34.75%	40.24%	23.84%	-1.07%	-17.40%
新能源汽车	174.80%	95.78%	54.15%	21.24%	6.48%	11.40%	6.33%
生物	62.33%	44.74%	37.67%	10.21%	28.74%	28.76%	39.16%
高端装备制造	17.35%	18.69%	18.11%	17.30%	47.00%	31.23%	-8.96%
新材料	179.87%	51.87%	35.36%	41.97%	47.52%	43.46%	19.55%
其他中小市值	62.70%	32.52%	22.78%	27.23%	32.90%	23.22%	16.80%

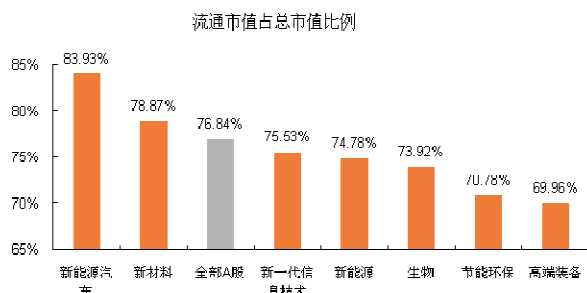
资料来源：WIND，平安证券研究所

但是，考虑到中小公司业绩更容易受宏观波动影响，且受制于今年以来的货币全面紧缩和利率双轨，我们认为中小公司业绩更多反映经济短周期变化，而且其中的新兴产业成长股受益于中国经济的中长期转型进程。大公司则多数分布于传统行业，虽然在今天的货币政策环境中受冲击程度相对较小，但会更多反映经济转型的中长期压力，因此其业绩更多反映经济长周期变化。在此背景下，依据平安宏观组判断和前面的业绩分析，我们认为新兴产业领域中小公司业绩在2012年上半年探明底部的可能性较大，这也将提供主题投资的业绩基础。

另外，在估值层面，依据我们在策略专题报告《估值调整的逻辑与转机》中的分析框架，投资者结构变化与产业资本话语权提升是A股市场估值逻辑切换的主因，而流通市值占比和限售股解禁构成了估值切换完成度的主要指标。从这一角度看，新兴产业成长股的估值调整进程整体滞后于传统行业的周期股。一方面，多数新兴产业领域的流通市值占比显著偏低；另一方面，多数新兴产业领域

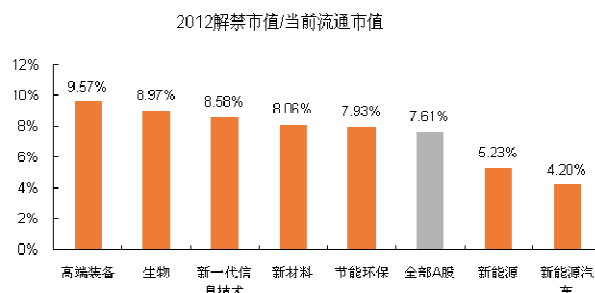
2012 年的限售股解禁压力明显偏高。这两个因素决定了即使其业绩上半年见底回升，但全面反弹和整体估值提升的空间并不大，重点仍然会呈现为结构性机会。

图表35 新兴产业领域整体流通市值占比偏低



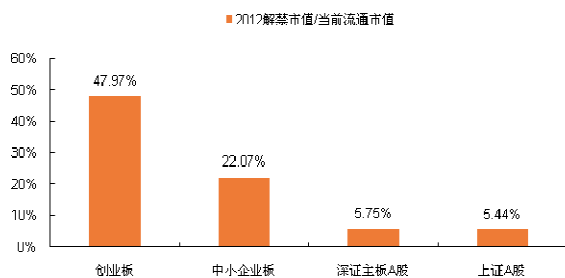
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表36 新兴产业领域2012年整体解禁压力偏高



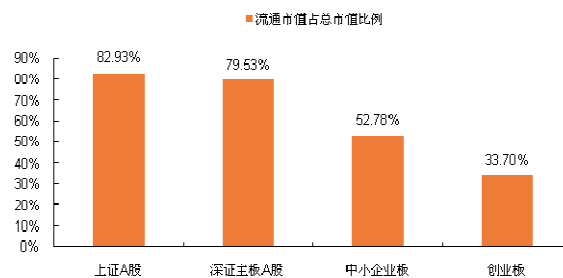
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表37 中小板和创业板12年解禁压力大于主板



资料来源: Wind, 平安证券研究所

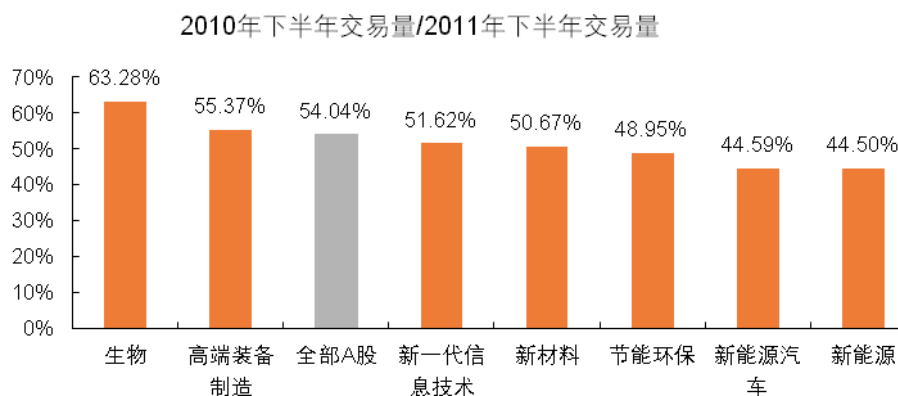
图表38 中小板和创业板流动市值占比偏低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从把握结构性机会的角度看，另一个因素值得关注：一是整个中小公司主题投资模式的转变，伴随市场成交量大幅萎缩，交易的冲击成本出现急剧提升，2011 年下半年成交量仅为去年同期一半左右，这种市场流动性的显著降低将压制过去快进快出的概念炒作方式，中小公司投资将逐步转向优选板块和个股进行中长期持有的方式。二是中小公司投资结构的筛选，估值调整压力和业绩探底回升并存的条件下，中小公司投资机会将集中于那些发展前景明确，政策扶持力度加大带来的业绩上升能够有效对冲和消化高估值压力的领域。

图表39 市场成交量急剧萎缩将推动导致中小公司主题投资模式的转变



资料来源: WIND, 平安证券研究所

综合前面分析结论，在稳健货币政策和积极财政政策背景下，主题投资领域的潜在政策增量来自于积极财政的扶持。而在中小公司承受整体估值调整压力并面临投资模式转型的约束下，未来的结构性投资机会将集中于那些发展前景明确，受益于潜在积极财政利好的新兴产业领域，这些领域中长期业绩增长的明确性和财政政策扶持的预期将有效对冲和消化其估值压力，并推动相应的股价演绎。基于自上而下的政策性主线分析和自下而上的行业观点汇总，建议从积极财政的着力点出发，重点布局以下三类新兴产业主题：第一，受益内容消费爆发的 TMT 软业务主题；第二，受益于财政扶持的节能环保主题；第三，充当新兴产业上游消费耗材的化工新材料主题。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257