

研究员：郭春燕, CFA 执业证书编号：S0570510120015

☎ 025-84457777 ✉ guochunyan@mail.htsc.com.cn

 <http://t.zhangle.com/4037>

行到反弹处、坐看浮尘起

——2012.01.30 策略周报

投资要点：

◆ 春节前一周主板与创业板的走势大相径庭。金融服务、有色金属、煤炭、房地产等权重板块纷纷给力，带领沪深 300 指数及上证指数分别大幅上涨 4.58% 和 3.32%。而创业板“一枝独秀”，独跌 2.96%。走势上可谓跌宕起伏、大起大落，时而跌停数十只，时而又现涨停潮。目前，创业板跌幅已经很深，甚至创业板指数盘中创下新低，但目前仍有近 30 倍的市盈率，如果新股发行制度改革向荷兰式或美国式转变，那么创业板将继续面临估值向下杀跌。

◆ 板块方面，有色金属、煤炭、黑色金属、机械等强周期板块以及金融服务、建材、家用电器、房地产等低估值板块继续较好的表现，估值修复行情得到延续，而估值较高的信息设备、信息服务、食品饮料等板块继续承受抛售压力，资金持续流出，板块表现低迷。

◆ 本周为春节长假后的第一周，对于本周的走势，我们的观点是“行到反弹处，坐看浮尘起”。央行持续向市场净投放资金、存准率有望近期下调、一月份信贷可能破万亿、养老金及 RQFII 长期资金入市等一系列提振股市信心的政策、消息接踵而至。因此，我们对本周股市相对看好。此外，希腊债务谈判有望达成协议以及意大利国债拍卖大获成功将使得欧债危机暂时得到缓解，春节期间亚太股市集体上扬，外围市场的好转也将从一定程度上支撑 A 股走强。

◆ 在宏观经济下滑趋势未改、行业向好拐点未现的背景下，反弹行情主要基于估值修复和超跌反弹的逻辑，从这个角度考虑，我们依然建议在估值合理的基础上结合产业政策和宏观环境的变化，优先配置：**家电、医药、农业、建材、银行**；在此基础上回避估值较高、资金流出较多的板块：**食品饮料、餐饮旅游、信息设备**；另外对于近期涨幅较大的板块如有色金属和煤炭，我们建议投资者不宜再追高，逢高减仓，**有色和煤炭**板块面临最大的问题是下游需求在国内外经济下滑的趋势下受到抑制，近期的动力煤价格也在不断下行，基本面不支持板块持续反弹。

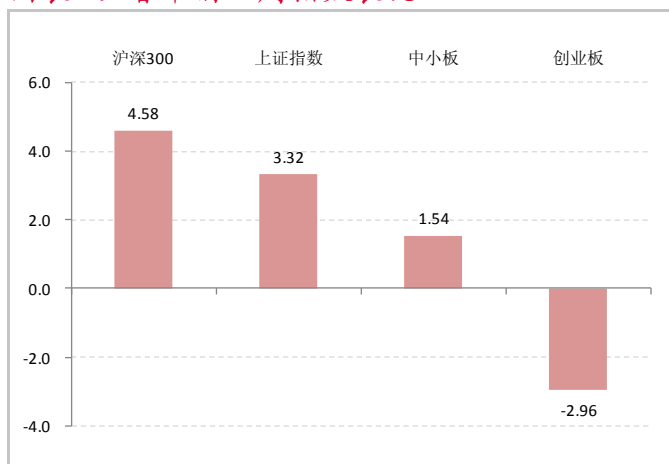
一、市场回顾

1.1 国内市场表现

春节前一周主板与创业板的走势大相径庭。金融服务、有色金属、煤炭、房地产等权重板块纷纷给力，带领沪深 300 指数及上证指数分别大幅上涨 4.58% 和 3.32%。而创业板“一枝独秀”，独跌 2.96%。走势上可谓跌宕起伏、大起大落，时而跌停数十只，时而又现涨停潮。目前，创业板跌幅已经很深，甚至盘中创业板指数创下新低，但目前仍有近 30 倍的市盈率，如果新股发行制度改革向荷兰式或美国式转变，那么创业板将继续面临估值向下杀跌。

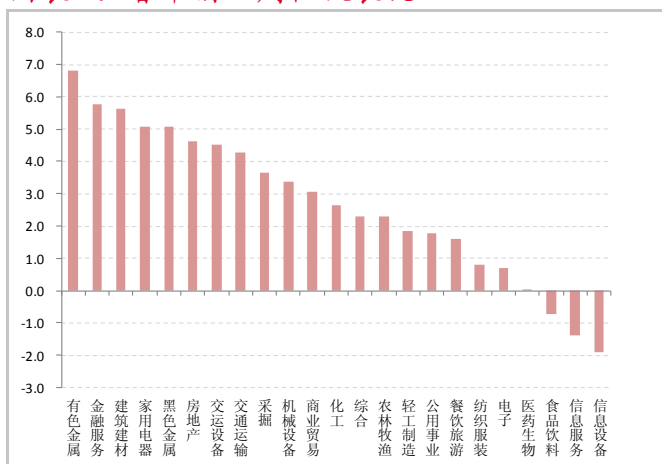
板块方面，有色金属、煤炭、黑色金属、机械等强周期板块以及金融服务、建材、家用电器、房地产等低估值板块继续较好的表现，估值修复行情得到延续，而估值较高的信息设备、信息服务、食品饮料等板块继续承受抛售压力，资金持续流出，板块表现低迷。

图表 1：春节前一周指数表现



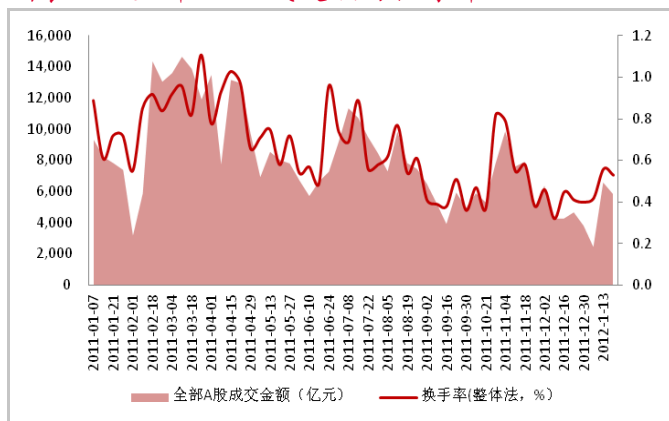
资料来源：wind、华泰证券

图表 2：春节前一周板块表现



资料来源：wind、华泰证券

图表 3：全部 A 股成交额与换手率

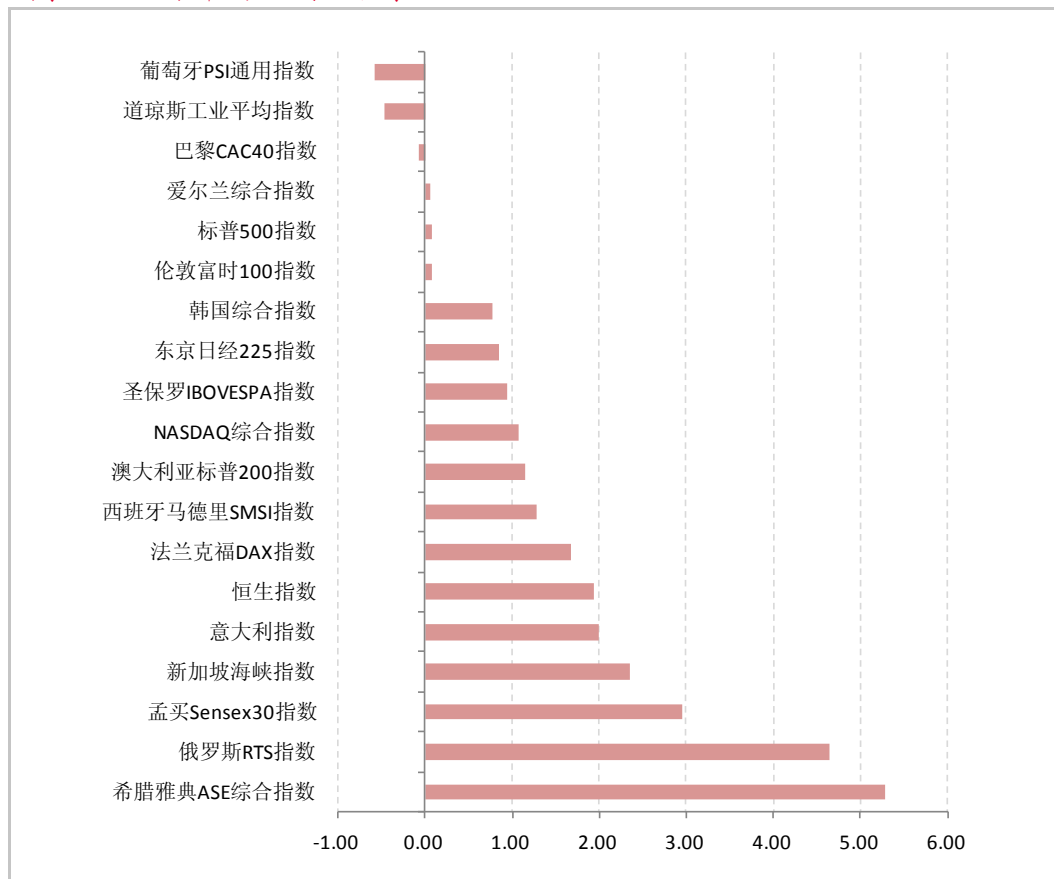


资料来源：wind、华泰证券

1.2 国际金融市场表现

上周，海外股市涨多跌少。欧洲股市方面，希腊股市受本国债务谈判即将达成协议这一利好消息提振，股指延续强劲走势，上周股市大幅上扬 5.29%。虽然惠誉下调了意大利、西班牙等欧元区五个国家的主权评级，但市场对此已早有预期，市场反应平淡，意大利、西班牙股市亦有较好表现。美股表现相对平淡，道琼斯工业指数小幅下跌 0.47%，标普 500 指数平收，微涨 0.07%，NASDAQ 指数上涨 1.07%。

图表 4：全球市场主要股指表现



资料来源：wind、华泰证券

二、股市外围环境

2.1 国际方面： 美国经济增速不及预期

上周，美国公布的经济数据喜忧参半。在就业市场好转和消费者信心指数攀升的状况下，美国消费市场有所好转。12 月份，美国耐用品新增订单环比增长 3%。然而，房地产市场却持续低迷。去年 12 月美国新屋销售降至 30.7 万套（折年数），环比下降 2.2%。2011 年美国新屋销量约为 30.2 万幢，不及 2010 年的 32.3 万幢，更不及经济学家所认为健康经济环境下必须达到的 70 万幢，成为 1963 年有数据以来的最差年份。房地产市场的持续低迷成为拖累美国经济复苏的最主要因素。2011 年，美国 GDP 增长 1.7%，低于 2010 年的 3.0%。在房地产市场尚未复苏之前，美国经济难有较大改善，2012 年美国的经济仍将呈缓慢复苏态势，

但总体上将好于 2011 年。根据美联储官员预计，2012 年美国 GDP 将增长 2.2%-2.7%。

欧元区方面：上周欧元区利好偏多，主要有：（1）1 月份欧元区 PMI 指数反弹，创 5 个月新高，消费者信心指数好于预期；（2）希腊政府与私营债权方债务减记谈判前景乐观，有望数日内达成协议；（3）意大利国债拍卖再次大获成功，筹得 110 亿欧元。虽然惠誉下调了意大利、西班牙等欧元区五个国家的主权评级，但市场对此已早有预期，市场反应较为平淡。

◆ 2.1.1 上周国际主要经济数据回顾

【美国 2011 年四季度 GDP 升 2.8%，增速创阶段新高】1 月 27 日，美国商务部数据显示，美国 2011 年第四季度 GDP 季比增长 2.8%，不及市场预期，但高于第三季度的 1.8% 及第二季度的 1.3% 的水平，同样实现 2010 年第二季度以来最高增速。2011 年美国 GDP 增长 1.7%，低于 2010 年的 3.0%。美联储官员预计，2012 年美国 GDP 将增长 2.2%-2.7%。

【美国 1 月消费者信心指数 75.0，连续五个月上扬】1 月 27 日，密歇根大学和路透社联合公布数据显示，美国 1 月消费者信心指数的终值为 75.0 点，高于市场预期，且连续第五个月增长。其中当前状况从上月的 79.6 升至 84.2 点，消费者预期从 69.1 升至 63.6 点。

【美国 2011 年 12 月耐用品订单环比增长 3%】美国商务部 1 月 26 日公布的数据显示，2011 年 12 月美国耐用品订单环比增长 3%，连续第二个月增长。电脑、机械设备之类的核心资本货物订单增长 2.9%，达到创纪录的 689 亿美元。自 2009 年 4 月触及本轮经济衰退的低点以来，耐用品订单增幅至今已超过 45%。

【美国 2011 年 12 月新屋销售环比降 2.2% 坏于预期】美国商务部 1 月 26 日公布的数据显示，2011 年 12 月新屋销售降至 30.7 万幢（季调年化值），环比下降 2.2%，2011 年成为新屋销量最低的一年，远不及经济学家所认为健康经济环境下必须达到的 70 万幢。2011 年新屋销量约为 30.2 万幢，不及 2010 年的 32.3 万幢，从而成为 1963 年有数据以来的最差年份。

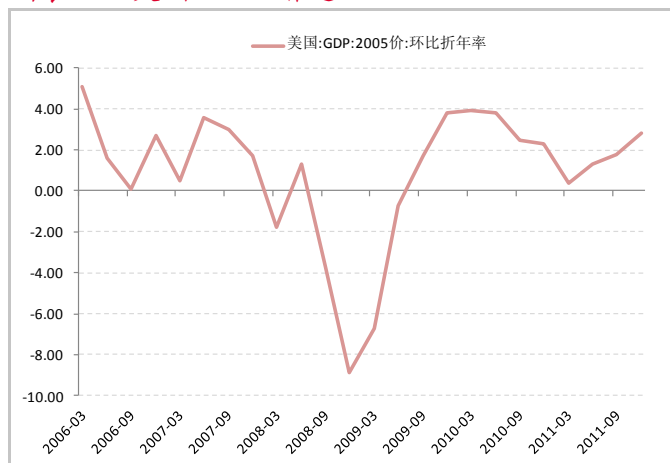
【欧元区 1 月综合 PMI 初值 50.4，创 5 个月新高】1 月 24 日，数据编撰机构 Markit 公布的数据显示，欧元区 1 月 Markit 综合 PMI 初值为 50.4，创 5 个月以来新高，预期 48.4，前值为 48.3。与此同时，欧元区 1 月 Markit 服务业 PMI 初值为 50.5，预期 48.9，前值为 48.8，创 5 个月新高；制造业 PMI 初值为 48.7，预期 47.2，前值为 46.9，亦创 5 个月新高。

【欧元区 1 月消费者信心指数初值 -20.6，好于预期】欧盟委员会 1 月 23 日公布月度消费者信心调查的初步结果显示，欧元区 1 月消费者信心指数初值升至 -20.6，较以前一月的 -21.3 有所上升，好于市场预期。

【德国 1 月综合 PMI 初值 54 创 7 个月最高】1 月 24 日，数据编撰机构 Markit 与德国联邦采购物流协会(BME)公布数据显示，德国 1 月 Markit/BME 综合 PMI 初值升至 7 个月最高水平 54.0，前值 51.3；德国 1 月 Markit/BME 制造业 PMI 初值升至 5 个月最高的 50.9，预期为 49.1；服务业 PMI 初值创 7 个月新高 54.5，预期为 52.8。

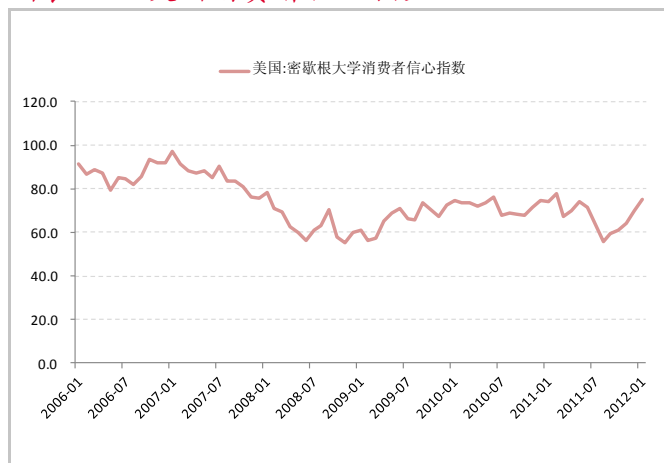
【英国 2011 年经济增速仅 0.9%】英国国家统计局 1 月 25 日公布的数据显示，经估算，2011 年第四季度英国国内生产总值（GDP）环比下降 0.2%，低于第三季度 0.6% 的增长率，英国 2011 年整体经济增速仅为 0.9%。

图表 5: 美国 GDP 增速



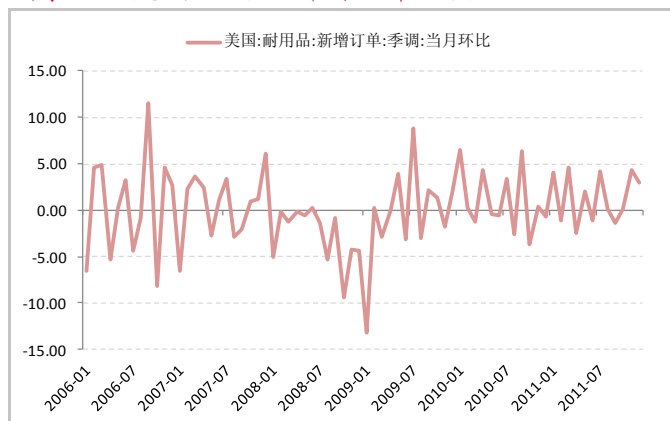
资料来源: wind、华泰证券

图表 6: 美国消费者信心指数



资料来源: wind、华泰证券

图表 7: 美国耐用品新增订单当月环比



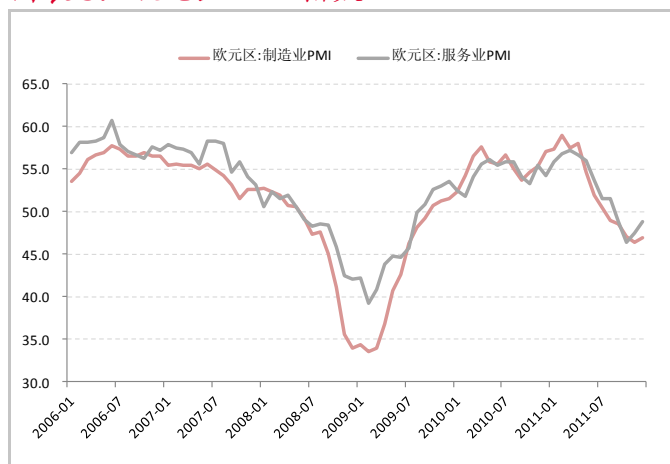
资料来源: wind、华泰证券

图表 8: 美国新屋销售



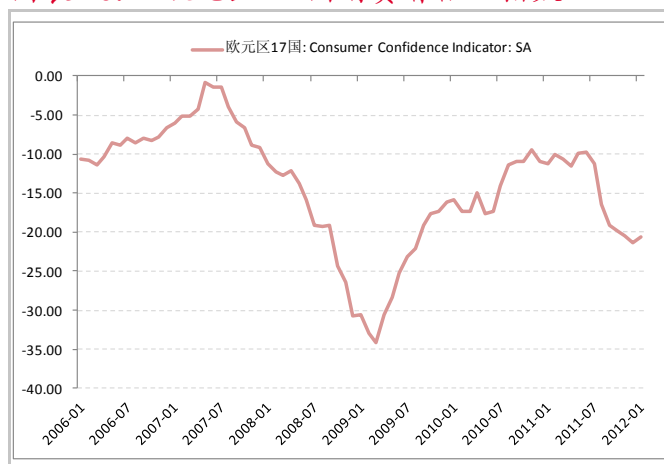
资料来源: wind、华泰证券

图表 9: 欧元区 PMI 指数



资料来源: wind、华泰证券

图表 10: 欧元区 17 国消费者信心指数



资料来源: wind、华泰证券

2.1.2 上周主要政策及事件回顾

图表 11: 上周主要政策及事件回顾

日期	相关主体	重要政策及事件描述	政策/事件解读及市场影响
2012.1.27	意大利	意大利周五国债拍卖成功筹得 110 亿欧元 (144.6 亿美元)。在本次国债拍卖中, 80 亿欧元半年期国债利率为 1.96%, 上月的类似拍卖为 3.25%; 12 月到期的 30 亿欧元国债借款成本为 2.21%。	蒙蒂接任意大利总理以来, 新政府采取一系列紧缩政策、促进经济增长计划及改革措施, 使得投资者对意大利财政的信心正在逐步恢复。
2012.1.27	惠誉	惠誉 27 日宣布将欧元区第三大经济体意大利的主权信用评级下调两个级别至 A-, 将西班牙的主权信用评级从 AA- 下调两个级别至 A。此外, 惠誉还分别调降了比利时、塞浦路斯以及斯洛文尼亚的主权信用评级, 同时维持爱尔兰的评级在 BBB+ 不变。	惠誉下调欧元区主权信用评级当天, 市场反应比较平淡, 主要是市场对此已经早有预期。此外, 意大利国债拍卖大获成功以及希腊债务谈判有望达成协议也在一定程度上减弱了市场对危机持续扩散的担忧。
2012.1.25	美联储	美联储 25 日表示, 将会维持在接近零水平的极低利率至少到 2014 年底。	2011 年 8 月, 美联储曾宣布至少在 2013 年年中前维持利率在极低水平。此次, 美联储将期限推迟至 2014 年年底, 主要是由于目前美国房地产市场依旧疲软, 失业率高企, 从而拖累了美国经济复苏缓慢, 低于预期。

资料来源: 华泰证券

2.2 国内方面: GDP 增速超预期, 下行趋势难改

近期, 国家统计局、央行等公布了 GDP、工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额等一系列重要数据。

GDP: 2011 年中国 GDP 同比增长 9.2%, 符合预期。分季度来看, 呈逐季回落态势。其中, 4 季度 GDP 同比增长 8.9%, 尽管较 3 季度下滑了 0.2 个百分点, 但超过了 8.6% 的市场预期。分产业来看, 第一产业累计值同比增长 4.5%, 较 3 季度提高了 0.7 个百分点; 第二产业累计值同比增长 10.6%, 较 3 季度下滑了 0.2 个百分点; 第三产业累计值同比增长 8.9%, 较 3 季度下滑了 0.1 个百分点。因此, 第一产业增速大幅上升是 4 季度 GDP 增速超预期的主要原因。

工业增加值: 去年 12 月规模以上工业增加值同比增长 12.8%, 较 11 月上涨了 0.4 个百分点。其中, 轻工业同比增长 12.6%, 较 11 月上涨了 0.2 个百分点; 重工业同比增长 13%, 较上月上涨了 0.6 个百分点, 重工业的显著反弹是工业增加值同比增速反弹的重要因素。

固定资产投资: 去年全年, 固定资产投资累计同比增长 23.8%, 较 1-11 月的 24.5% 下滑 0.7 个百分点, 房地产开发投资全年累计同比增长 27.9%, 较 1-11 月的 29.9% 下滑了 2.0 个百分点, 成为拖累固定资产投资增速下滑的重要因素。从 12 月当月来看, 固定资产投资增速下滑更为显著。12 月当月, 固定资产投资增速同比仅增长 5.7%, 房地产开发投资同比增长 12.5%。2012 年国家房地产调控政策基调不变, 房地产调控政策的累计效应已逐步显现, 房地产开发投资继续下行几无悬念。在需求低迷的状况下, 制造业投资动能减弱, 投资增速也将下滑。因此, 我们认为 2012 年在房地产及制造业投资增速下滑的拉动下, 全国固定资

产投资增速将继续回落。

消费：2011 年我国社会消费品零售总额 181226 亿元，同比名义增长 17.1%，符合预期。12 月，社会消费品零售总额 17740 亿元，同比名义增长 18.1%，略超预期，一方面是由于春节因素，居民消费提前，另一方面是由于家电下乡、以旧换新等优惠政策的退出，引发了年前的消费高峰。在投资、出口下滑的背景下，消费被寄予厚望。商务部近期也频吹暖风，称商务部正在会同财政部、央行研究多项促进消费的具体措施，包括降低银行卡费率、对家用太阳能产品销售给予财政激励等。我们认为在外需不景气的状况下，国家将着力于撬动内需，预计 2012 年将会有更多的消费刺激政策出台。

社会融资规模：2011 年全年社会融资规模为 12.83 万亿元，比上年少 1.11 万亿元，也低于央行年初预定的 14 万亿元目标。尽管全年总规模有所降低，但从季度变化的角度来看，2011 年四季度社会融资规模达到 3.03 万亿元，比第三季度增加 9900 亿元。在欧债危机愈演愈烈及国内经济下滑的背景下，国家提出对货币政策进行预调微调。从去年四季度社会融资规模环比变动情况来看，这种预调微调的效果已开始显现。

纵观 2011 年，在国际金融危机深层次影响进一步显现以及我国长期潜在增长率趋势性放缓的交织和叠加影响下，去年我国宏观经济整体呈现出逐季回落的走势。从今年经济形势看，欧债危机拖累世界经济复苏带来的外需下滑将使我国出口增长空间继续受到抑制。同时，房地产投资放缓对固定资产投资的拖累使得投资增长引擎也将面临一定的下行风险，而消费对经济增长贡献的提升则需要制度改革和政策的积极助力，今年经济增速惯性下滑的压力仍在。展望 2012 年，我们认为经济弱势格局在今年一季度暂难有明显改观。

政策面上，主要是央行在春节前进行了两次逆回购操作，逆回购总额为 3520 亿元。虽说短期来看央行通过逆回购释放了巨量流动性，相当于降准一次，但紧张的资金面并未出现立竿见影的好转，18 日，银行间市场流动性继续吃紧，资金利率全线上扬，部分期限品种收益率甚至创出历史新高，隔夜和 7 天银行间质押式回购利率分别创出 15% 和 13% 的历史新高，虽 19 日第二次逆回购后，资金利率有所下降，但 6% 左右的资金成本仍体现机构对跨节资金的高度需求。

央行重启逆回购的主要目的是为满足短期的春节期间银行备付资金需求，其作用远不及降准，14 天到期后，如果没有进一步的释放流动性，资金面还是紧张，降低准备金可以从趋势上释放整个金融体系的流动性压力，逆回购只能起到平滑资金到期的作用，因此鉴于 2 月份公开市场到期量仅 120 亿、逆回购的到期以及外汇占款连续 3 月环比下降，我们认为春节后降准势在必行。

2.2.1 上周国内主要经济数据回顾

【2011 年中国经济增速比上年增长 9.2%】初步测算，全年国内生产总值 471564 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.2%。分季度看，一季度同比增长 9.7%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 8.9%。

【2011 年 12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 12.8%】2011 年 12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 12.8%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），比 11 月份加快 0.4 个百分点。从环比看，12 月份，规模以上工业增加值比上月增长 1.10%。1-12 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.9%，比 1-11 月份回落 0.1 个百分点。

【2011 年 12 月份，社会消费品零售总额 17740 亿元，同比名义增长 18.1%】2011 年 12 月份，社会消费品零售总额 17740 亿元，同比名义增长 18.1%（扣除价格因素实际增长 13.8%，以下除特殊说明外均为名义增长）。1-12 月份，社会消费品零售总额 181226 亿元，同比名义增长 17.1%（扣除价格因素实际增长 11.6%）。从环比看，12 月份社会消费品零售总额增长 1.41%。

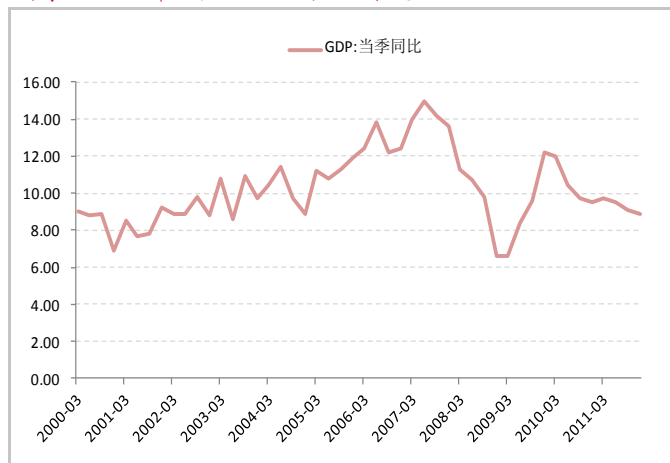
【2011 年，固定资产投资同比增长 23.8%】2011 年，固定资产投资（不含农户）301933 亿元，比上年增长 23.8%，增速比 1-11 月回落 0.7 个百分点，扣除固定资产投资价格上涨因素，实际增长 16.1%（以下除特别标明外均为名义增长）。从环比看，12 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.14%。

【2011 年全国房地产开发投资同比增长 27.9%】2011 年，全国房地产开发投资 61740 亿元，比上年增长 27.9%，增速比上年回落 5.3 个百分点，比 1-11 月回落 2 个百分点。其中，住宅投资 44308 亿元，增长 30.2%，增速比 1-11 月回落 2.6 个百分点，占房地产开发投资的比重为 71.8%。

【2011 年中国发电量同比增长 12%】2011 年中国发电量累计达到 46037 亿千瓦时，同比增 12%，较 2010 年 13.3% 的同比增速有所回落。2011 年 12 月份的同比增速放缓更加明显，为 9.7%。

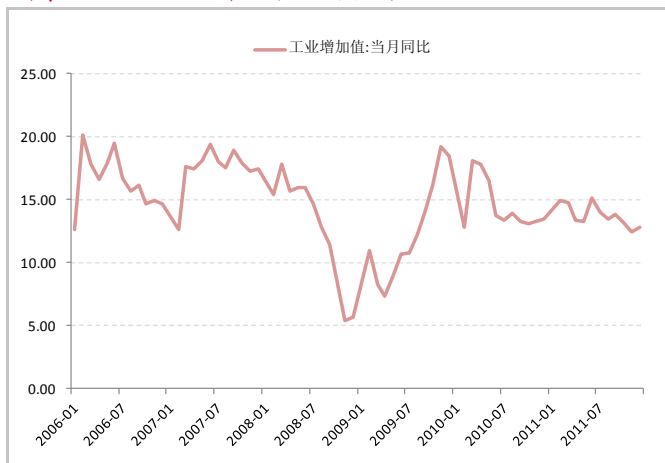
【2011 年社会融资规模降万亿 低于央行预定目标】央行 18 日公布社会融资规模统计数据报告。初步统计，2011 年全年社会融资规模为 12.83 万亿元，比上年少 1.11 万亿元，也低于央行年初预定的 14 万亿元目标。其中，人民币贷款增加 7.47 万亿元，同比少增 3901 亿元；外币贷款折合人民币增加 5712 亿元，同比多增 857 亿元；委托贷款增加 1.30 万亿元，同比多增 4205 亿元；信托贷款增加 2013 亿元，同比少增 1852 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1.03 万亿元，同比少增 1.31 万亿元；企业债券净融资 1.37 万亿元，同比多 2595 亿元；非金融企业境内股票融资 4377 亿元，同比少 1409 亿元。

图表 12：中国 GDP 同比增速



资料来源：wind、华泰证券

图表 13：工业增加值当月同比



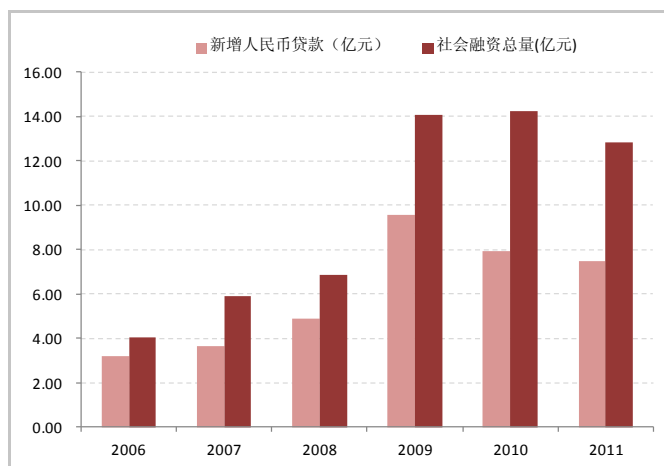
资料来源：wind、华泰证券

图表 14：社会零售总额当月同比

图表 15：社会融资总量



资料来源: wind、华泰证券



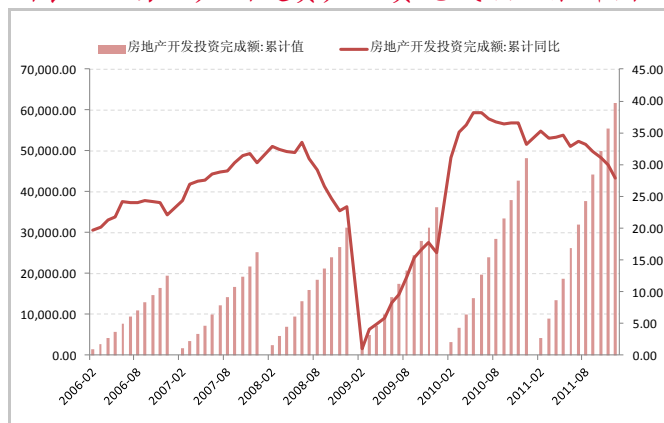
资料来源: wind、华泰证券

图表 16: 固定资产投资完成额及累计同比



资料来源: wind、华泰证券

图表 17: 房地产固定资产投资完成额及累计同比



资料来源: wind、华泰证券

2.2.2 上周主要政策及事件回顾

图表 18: 上周主要政策及事件回顾

日期	相关主体	重要政策及事件描述	政策解读及市场影响
2012.1.17	央行	春节长假临近, 银行资金备付工作进入攻坚阶段。为了平滑春节期间银行体系的资金需求, 央行在春节前一周连续开展逆回购操作, 期限为 14 天, 1 月 17 号逆回购规模为 1690 亿元, 中标利率 5.47%, 1 月 19 号逆回购规模 1830 亿元, 利率 6.05%, 央行公告的逆回购总额为 3520 亿元。上周央行公开市场操作净投放资金 3530 亿元, 为连续第四周净投放资金。	虽说短期来看央行通过逆回购释放了巨量流动性, 相当于降准一次, 但紧张的资金面并未出现立竿见影的好转, 18 日, 银行间市场流动性继续吃紧, 资金利率全线上扬, 部分期限品种收益率甚至创出历史新高, 隔夜和 7 天银行间质押式回购利率分别创出 15% 和 13% 的历史新高, 虽 19 日第二次逆回购后, 资金利率有所下降, 但 6% 左右的资金成本仍体现机构对跨节资金的高度需求。 央行重启逆回购的主要目的是为满足短期的春节期间银行备付资金需求, 其作用远不及降准, 14 天到期后, 如果没有进一步的释放流动性, 资金面还是紧张, 降低准备金可以从趋势上释放整个金融体系的流动性压力, 逆回购只能起到平滑资金到期的作用, 因此鉴于 2 月份公开市场到期量仅 120 亿、逆回购的到期以及外汇占款连续 3 月环比下降, 我们认为春节后降准势在必行。

2012.1.17	养老金	南方某省已经获准将 1000 亿元基本养老保险基金转交全国社保基金理事会运营，这部分资金将扩大全国社保基金投资规模，一季度将开始投资。	养老金及 RQFII 的正式入市标志着“长期资金入市”已经从政策转为实际行动，这对当前弱势的市场起到较强的信心提振作用，据了解，新投入运营的 1000 亿元资金将从今年一季度开始投资。出于养老资金保值增值的需要，以及全国社保基金投资运营资产的结构，粗略估计投向股市的比例可能在 30%-40%，其余部分将主要投资于固定收益资产。虽然目前来看，真正进入股市的资金还有待评估（本批 RQFII 最多 40 亿投资股市），但未来包括养老金和 RQFII 的试点都会扩大范围，其他省份也会进一步跟进，长远来看，监管层所规划的长期资金入市将进入实质阶段，基于长期资金的投资理念是坚持价值投资、责任投资，因此客观上有利于股市的长期稳定发展。
2012.1.17	RQFII	截至上周，香港证监会已批准 17 只 RQFII 产品，涉及额度共有 170 亿元人民币。多数获得额度的基金及券商均表示将争取在春节前推出产品，本周 RQFII 产品集中面世，16 日就有三只展开认购。	

资料来源：华泰证券

2.3 银行间及二级市场资金面分析

◆ 逆回购释放短期流动性，春节后降准更具迫切性

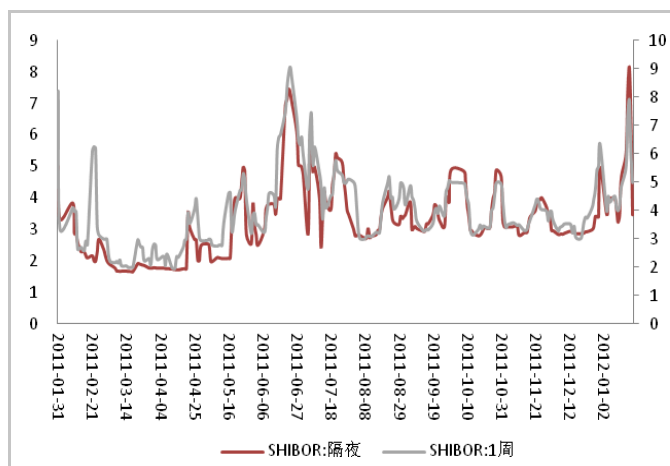
春节长假临近，银行资金备付工作进入攻坚阶段。为了平滑春节期间银行体系的资金需求，央行在春节前一周连续开展逆回购操作，期限为 14 天，1 月 17 号逆回购规模为 1690 亿元，中标利率 5.47%，1 月 19 号逆回购规模 1830 亿元，利率 6.05%，央行公告的逆回购总额为 3520 亿元（市场消息 18 日央行对个别资金告急的大行进行了定向逆回购，规模约 2000 亿元）。上周央行公开市场操作净投放资金 3530 亿元，为连续第四周净投放资金。

虽说短期来看央行通过逆回购释放了巨量流动性，相当于降准一次，但紧张的资金面并未出现立竿见影的好转，18 日，银行间市场流动性继续吃紧，资金利率全线上扬，部分期限品种收益率甚至创出历史新高，隔夜和 7 天银行间质押式回购利率分别创出 15% 和 13% 的历史新高，虽 19 日第二次逆回购后，资金利率有所下降，但 6% 左右的资金成本仍体现机构对跨节资金的高度需求。

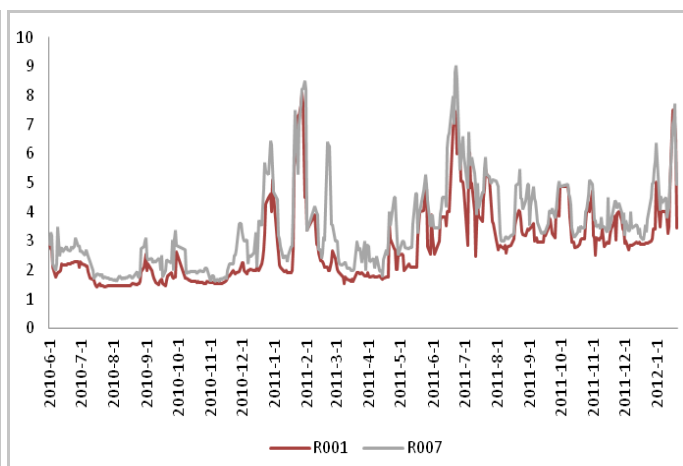
央行重启逆回购的主要目的是为满足短期的春节期间银行备付资金需求，其作用远不及降准，14 天到期后，如果没有进一步的释放流动性，资金面还是紧张，降低准备金可以从趋势上释放整个金融体系的流动性压力，逆回购只能起到平滑资金到期的作用，因此鉴于 2 月份公开市场到期量仅 120 亿、逆回购的到期以及外汇占款连续 3 月环比下降，我们认为春节后降准势在必行。

图表 19: 春节前一周 7 天 SHIBOR 攀升明显

图表 20: 7 天银行间质押式回购利率高点回落



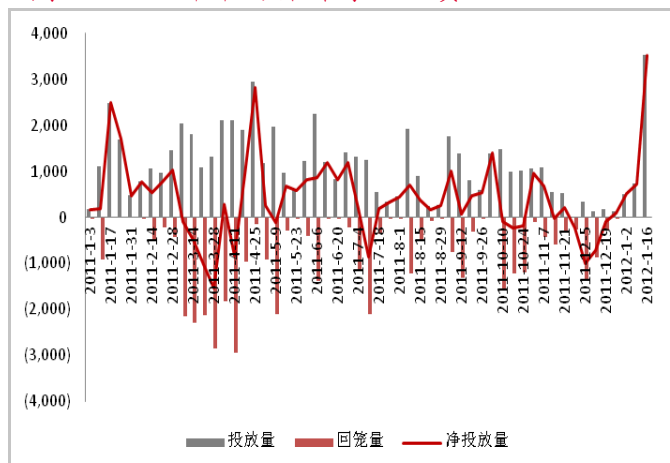
资料来源: Wind, 华泰证券



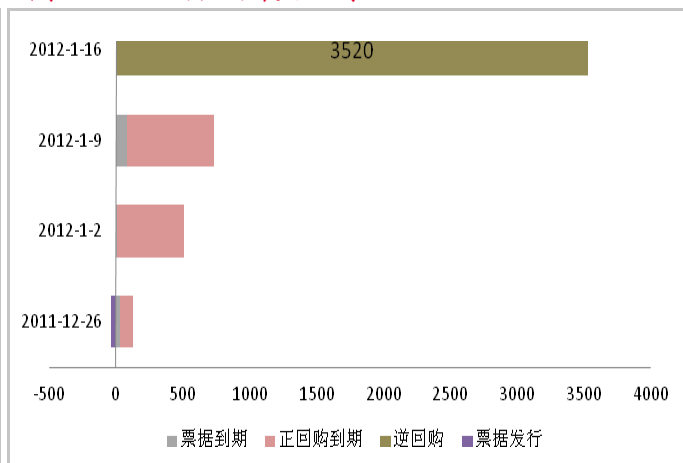
资料来源: Wind, 华泰证券

图 21: 公开市场操作净投放资金 3530 亿元

图 22: 连续 4 周实现净投放



资料来源: Wind, 华泰证券



资料来源: Wind, 华泰证券

3.1 行业政策刺激

春节前一周，行业“十二五”发展规划密集发布，涉及的行业主要有轻工、纺织服装、化纤、医药工业、医疗器械等。从规划内容来看，国家谋求工业转型升级、优化产业结构的决心显现。在此背景下，我们最看好战略性新兴产业的发展前景。目前，新兴产业分类目录已经制定完毕，各项规划也将在 2012 年陆续发布，这也就意味着新兴产业今年将进入实质性发展阶段。因此，我们认为“十二五”期间，新兴产业将是 A 股最大的结构性投资机会之一。

图 23: 上周相关行业政策解读

日期	相关主体	涉及行业	主要内容	政策解读及市场影响
----	------	------	------	-----------

2012-1-19	工信部	轻工	工信部发布了《轻工行业“十二五”发展规划》。《规划》指出“十二五”期间，全部轻工业增加值年均增长 9%，保证生产平稳较快增长，生产要素配置进一步优化；实现轻工行业主要产品年均出口增长 7.5%；单位工业增加值能源消耗较“十一五”末降低 20%，用水降低 30%，主要污染物化学需氧量和氨氮分别减少 10%；进一步提升产业集中度，将轻工业产业集群产值占轻工业总产值比重由 2010 年 26% 提升至 36%。	由于轻工行业门类众多，部分子行业间关联度低，我们选取其中比较有代表性的子行业，分析“十二五”规划对其相关影响。 造纸行业：我们建议关注行业内龙头企业，如晨鸣纸业和太阳纸业。此外，考虑到规划要求提高木浆及废纸浆占比，并推进林纸一体化建设，我们推荐岳阳林纸。 玩具制造业：关注具备优势的为骅威股份、高乐股份。 文教体育用品制造业：关注行业龙头，在品牌建设和研发能力方面具备一定的竞争优势的齐心文具。 家具制造业：可关注从设计、采购、制造，再到拥有自建销售渠道等完整产业链的龙头企业宜华木业。
2012-1-19	工信部	纺织服装	工业和信息化部发布了《纺织工业“十二五”发展规划》，以推进纺织工业由大变强。规划提出“十二五”期间，规模以上纺织企业工业增加值年均增长 8%，工业增加值率提高 2 个百分点。至“十二五”末全行业出口总额达到 3000 亿美元。	根据“十二五”规划，纺织服装行业发展重点方向在于：提升行业技术创新能力，提高产品附加值、加快产业用纺织品发展和推进国内服装家纺自主品牌建设。因此，我们长期看好具备持续技术创新能力的纺织制造型企业 and 具有良好品牌运营管理能力的优质品牌企业的长期投资价值，重点公司有：技术工艺水平领先的色织布龙头鲁泰 A 和色纺纱龙头华孚色纺、汽车装饰用品企业申达股份、长期植根于国内市场的七匹狼和九牧王以及家纺行业龙头富安娜和罗莱家纺等。
2012-1-19	工信部	化纤	工信部发布《化纤工业“十二五”发展规划》。规划提出在化纤行业总体增速下降的背景下，要转变发展方式，促进产业升级，改进产品结构，解决原材料供给瓶颈，增强可持续发展能力。	规划提出将适时修订粘胶行业准入条件，同时解决人纤木浆原料瓶颈，利好粘胶行业，建议关注国内粘胶行业龙头澳洋科技（002127）。此外建议关注新材料芳纶龙头企业泰和新材（002254）等优势企业。
2012-1-19	工信部	医药	工业和信息化部制定了《医药工业“十二五”发展规划》，以加快医药工业结构调整和转型升级，培育发展生物医药产业，促进医药工业由大变强。规划对我国医药工业面临形势、发展思路、重点领域、保障措施和规划实施等方面进行了详尽阐述，明确了医药工业在“十二五”期间的主要发展目标。	《医药工业“十二五”发展规划》明确未来将通过技术创新、质量要求、基药规模和国际化等方面来进一步提升医药工业的行业集中度，从而达到行业销售规模超 500 亿的企业 5 个以上，100 亿规模的企业达到 100 个以上，实现“强者恒强”格局，结合 A 股上市公司，各细分行业龙头企业将会极大受益，建议投资者关注恒瑞医药、科伦药业、上海医药和天士力。
2012-1-18	科技部	医疗器械	科技部印发《医疗器械科技产业“十二五”专项规划》。规划对我国医疗器械行业的现实情况、发展思路、发展目标和措施等进行了详尽阐述。	近年来，我国医疗器械产业平均增速在 25% 左右，远高于同期国民经济平均增长水平，随着新医改政策和扩大内需政策的实施，尤其是对基层卫生体系建设投入的大幅增加，我国医疗器械产业市场前景非常广阔。我们认为，国家明确将重点支持 10-15 家大型医疗器械企业集团，结合医疗器械 A 股相关上市公司，建议投资者关注万东医疗、东富龙、新华医疗和鱼跃医疗等细分行业龙头企业。

2012-1-18	国务院	工业	国务院印发《工业转型升级规划（2011—2015 年）》（以下简称《规划》）。《规划》在分析“十一五”期间我国工业发展形势的基础上，指出“十二五”期间我国要加快转变经济发展方式，着力提升自主创新能力，改造提升传统产业，培育壮大战略性新兴产业，调整和优化产业结构。《规划》重点提出了“十二五”期间我国工业转型升级的主要目标和重点发展领域。	在国家谋求经济转型、优化产业结构、工业转型升级的背景下，我们认为大力发展新兴产业势在必行。我们可以看到，在《规划》中，重点发展的领域与战略性新兴产业七大领域不谋而合。可以预见，未来新兴产业将是国家重点投资的领域。目前，新兴产业分类目录已经制定完毕，各项规划也将在 2012 年陆续发布，这也就意味着新兴产业今年将进入实质性发展阶段。因此，我们认为“十二五”期间，新兴产业将是 A 股最大的结构性投资机会之一。
-----------	-----	----	--	--

资料来源：华泰证券

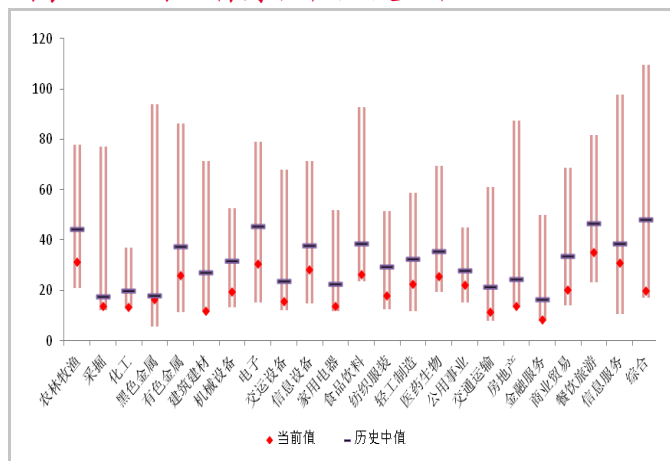
3.2 估值分化及盈利预期

春节前一周周期类板块如煤炭、钢铁、有色、建材继续引领一波反弹，估值重心也继续向上提升，而银行、地产、石油等权重板块表现相对平稳，整体 A 股市场估值重心有所上移，处于历史估值低位的板块本周均有不俗表现。从绝对估值来看，**煤炭、化工、建筑建材、家电、房地产、银行、综合**等板块的 PE 还处于 06 年以来的最低位，这些板块的估值安全边际较高。

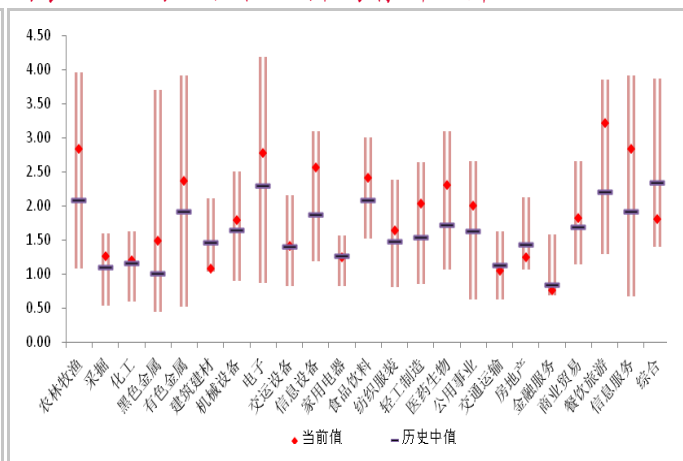
从相对沪深 300 指数的估值溢价来看，连续反弹使得部分周期类行业已经有所上移，如煤炭、化工、交运设备等估值溢价再次处于历史中值上方，目前处中值下方的板块只有**建材、家电、交通运输、房地产、金融服务、综合**等。

本期朝阳永续盈利预测我们做了调整，重新引入中证 800 系列，扩大样本数量，本期覆盖样本数为 300 家。上周一致盈利预期近少数行业出现上调：**煤炭、化工、家电、金融、商贸**。煤炭行业基本面与宏观经济紧密相关，去年四季度 GDP 增速显著回落，从投资、消费及进出口的数据表现来看，今年一季度 GDP 可能面临继续回落，而近期国际煤炭需求也受制于经济下滑的影响价格出现连续下降，因此短期内煤炭行业仍处于估值修复阶段，基本面改善有待观察。

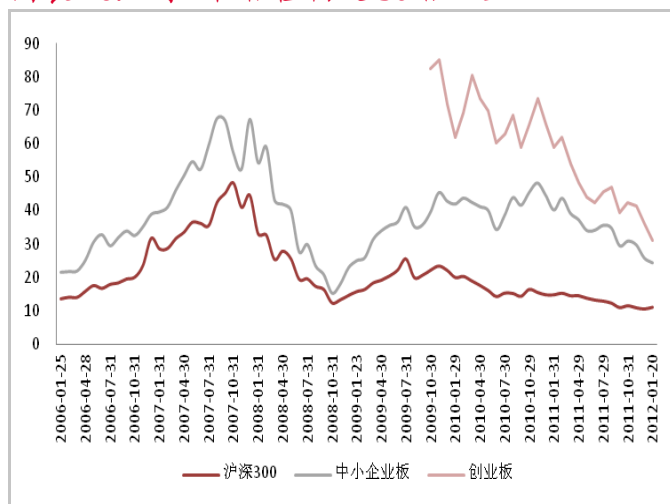
春节前一周的走势主板与创业板个股表现大相径庭，以煤炭、有色、机械等为代表的周期类、低估值板块的估值修复行情接踵而至，而创业板继续“独领风骚”，时而跌停数十只，时而又现涨停潮，可谓跌宕起伏、大起大落，创业板虽然跌幅很深，但目前仍有近 30 倍的市盈率，如果新股发行制度改革向荷兰式或美国式转变，那么创业板将继续面临估值向下杀跌。在宏观经济下滑趋势未改、行业向好拐点未现的背景下，反弹行情主要基于估值修复和超跌反弹的逻辑，从这个角度考虑，我们依然建议在估值合理的基础上结合产业政策和宏观环境的变化，优先配置：**家电、医药、农业、建材、银行**；在此基础上回避估值较高、资金流出较多的板块：**食品饮料、餐饮旅游、信息设备**；另外对于近期涨幅较大的板块如有色金属和煤炭，我们建议投资者不宜再追高，逢高减仓，**有色和煤炭**板块面临最大的问题是下游需求在国内外经济下滑的趋势下受到抑制，近期的动力煤价格也在不断下行，基本面不支持板块持续反弹。

图表 24: 行业自身估值历史比较


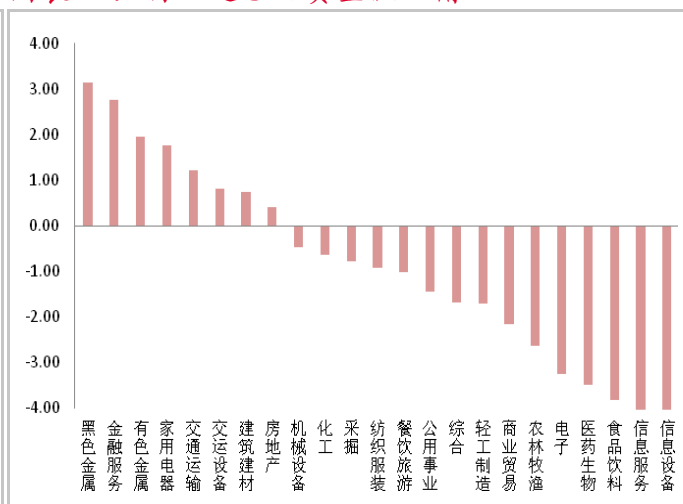
资料来源: Wind, 华泰证券

图表 25: 行业估值溢价均有所上升


资料来源: Wind, 华泰证券

图表 26: 创业板估值仍处 30 倍以上


资料来源: Wind, 华泰证券

图表 27: 行业近 5 日资金流入情况


资料来源: Wind, 华泰证券

图表 28: 朝阳永续一致预期 2011E

行业名称	本期覆盖样本数	净利润	净利润占比	净利变化率	连续上调周数
中证 800	300	184144096	100.00%	0.11%	
农林牧渔	11	913236	0.50%	-0.46%	
采掘	22	24068774	13.07%	1.13%	1
化工	15	10620833	5.77%	0.08%	1
黑色金属	8	2582542	1.40%	-1.69%	
有色金属	16	3746851	2.04%	-0.17%	
建筑建材	12	6727818	3.65%	-0.28%	
机械设备	26	5548687	3.01%	-0.55%	
电子	6	708172	0.39%	-0.46%	
交运设备	22	6322246	3.43%	-0.47%	
信息设备	7	1002503	0.54%	-0.48%	

家用电器	5	1627762	0.88%	0.16%	1
食品饮料	13	3337378	1.81%	-0.05%	
纺织服装	5	663793	0.36%	-1.20%	
轻工制造	8	489620	0.27%	-1.87%	
医药生物	13	2771460	1.51%	-0.16%	
公用事业	6	2464023	1.34%	-0.14%	
交通运输	22	4709815	2.56%	-1.30%	
房地产	9	5556775	3.02%	-0.66%	
金融服务	37	96434241	52.37%	0.20%	1
商业贸易	23	2010882	1.09%	0.07%	1
餐饮旅游	2	204862	0.11%	-0.43%	
信息服务	12	1329285	0.72%	-0.52%	

资料来源：华泰证券

3.3 重点行业景气指标跟踪

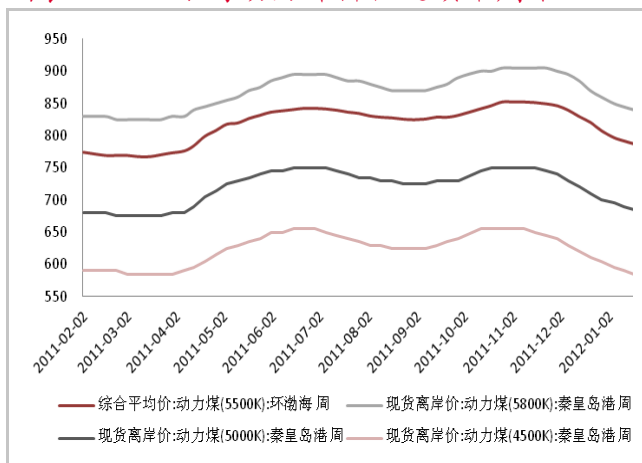
◆ 国内国际煤炭价格均保持下跌趋势，短期仍受制于需求不振

上周（1.11-1.17）国内动力煤价格继续保持下跌趋势，环渤海 5500 大卡动力煤价格指数为 787 元/吨，较前一报告周期下降 5 元/吨或 0.64%，连降十周，累计跌幅达 66 元/吨，秦皇岛港所有煤种价格均较前一报告期下跌 5 元/吨。从价格跌幅来看，动力煤价格有走稳的趋势，5500 大卡和 5000 大卡两个重点港口规格品在各港交易价格区间持平的数量由前一报告周期的 1 个增加到了 4 个，保持平稳的规格品已经有所增加，而且秦皇岛 5500 大卡动力煤价格已经跌至 785 元/吨，较限价水平低 15 元/吨，继续下跌的动力不足。

同样，国际煤价也继续承压，受季节性需求疲软影响，尽管看涨的石油市场防止了煤市更大的下跌幅度，欧洲煤价下滑幅度仍超过 2%。全球性气候温暖和世界经济增速下滑导致国际煤炭市场不景气，欧洲主要的煤炭进口国德国的现况预示着进一步看跌的市场信号。

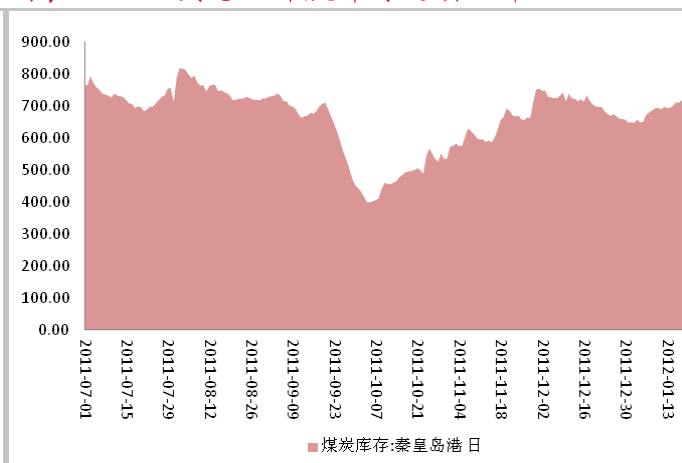
库存方面，上周（1.11-1.17）秦皇岛港煤炭日均库存量为 695.3 万吨，较上一周继续回升，煤炭库存回升主要受煤炭需求低迷、调出量下降影响。截至 1 月 18 日，秦皇岛港煤炭库存量为 718 万吨，周环比上升 4.06%。春节长假进一步削弱了煤炭购销热情，进口煤的持续高位进一步对国产煤需求造成抑制，近期市场煤价格的跌幅较深，风险已经得到较好释放，随着春节后用煤企业开工率的上升，煤炭需求情况会有所好转，总体而言，动力煤市场供求低迷现状没有得到改善。

图表 29: 环渤海动力煤价格连续十周下跌



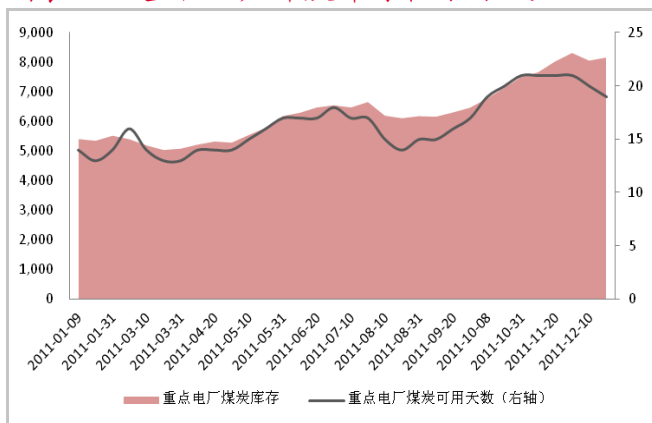
资料来源：华泰证券

图表 30: 主要港口煤炭库存连续反弹



资料来源：华泰证券

图表 31: 直供电厂煤炭库存和可用天数



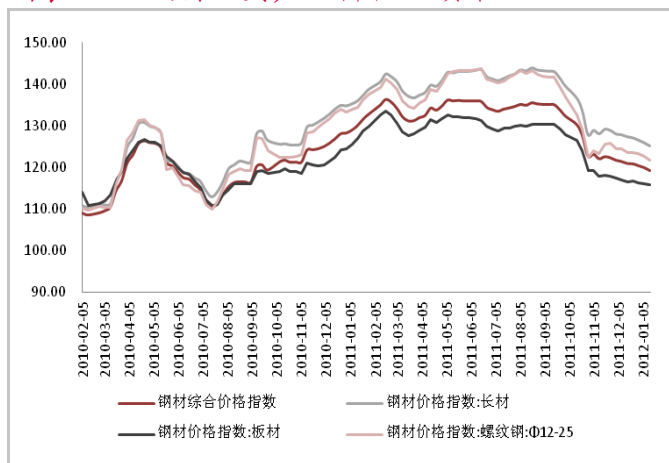
资料来源：华泰证券

◆ 被动去库存阶段钢材市场短期仍难走出弱势盘整

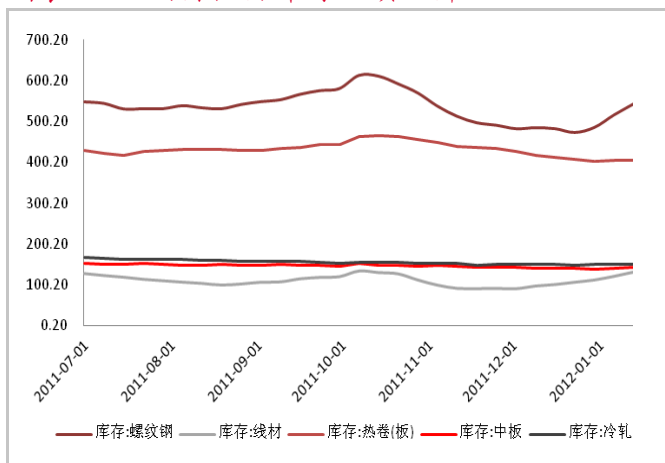
钢材市场短期内仍难走出低迷行情，春节期间，建筑工程陆续停工，部分贸易商提前歇业，市场成交量明显下降，华南、华东等地建筑用钢需求减弱，春节前一周国内钢材综合价格指数环比下降 0.14 个百分点，连续九周回落，比 2011 年 11 月中旬下滑 3.46 个百分点。

钢材社会库存继续小幅反弹，钢企去库存压力较大，钢铁的下游需求主要来自固定投资及制造百分点业，如汽车、房地产，目前来看，2012 年投资新的需求增长点不明确，信贷投放力度未见宽松迹象，因此采购贸易商积极性普遍偏低，囤货意愿不强，这也导致今年一季度钢材市场仍将维持弱势盘整。

图表 32: 钢材主要产品价格继续下跌



图表 33: 钢材社会库存继续上升



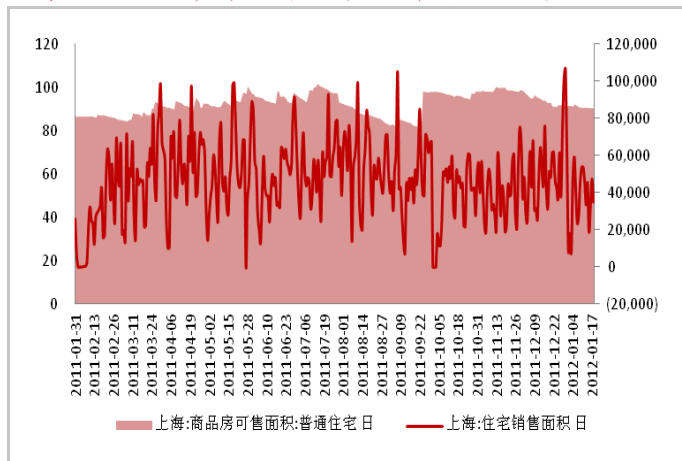
◆ 消化库存需降价配合, 市场回暖来日方长

国家统计局公布 11 年 12 月 70 个大中城市住宅销售价格变动情况, 与上月相比, 70 个大中城市中, 价格下降的城市有 52 个, 持平的城市有 16 个, 与 11 月份相比, 12 月份环比价格下降的城市增加了 3 个, 全国性的楼市价格下调通道已开启。成交量方面, 今年上半年有望继续延续“量价齐跌”态势, 去年年初至今 (截至 1 月 15 日), 已公布数据的 25 个城市中有 24 个城市交易量同比下降 50% 以上。

我们监测的四大重点城市交易数据来看, 春节期间房地产交易市场明显变得冷清, 北京、上海、深圳、广州四大城市成交量均继续缩量下滑, 库存 (可售面积) 方面, 虽然各大城市均较前一报告期有所下降, 但均维持高位, 库存的消化需要开发商降价来配合, 目前市场参与各方依然处于互相博弈中, 未来将考验开发商的资金压力和偿债风险, 从政策来看, 今年房地产调控不会放松, 顶多是做一些补充和微调, 市场回暖来日方长。

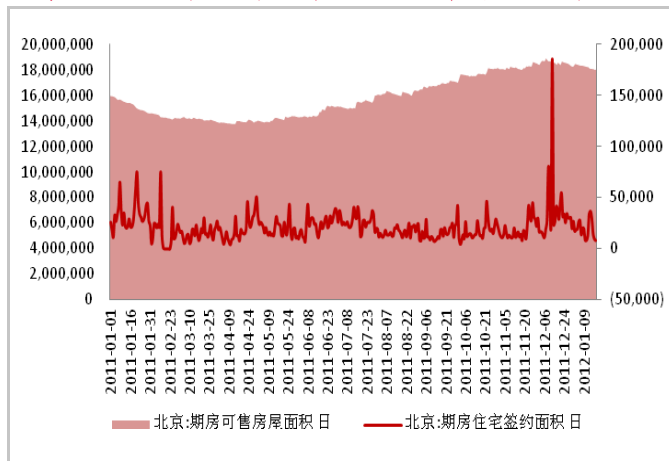
今年一、二季度是房地产行业偿债高峰期, 虽然房地产市场调控已经持续 1 年多时间, 但调控的影响目前更多只停留在交易量的大幅下滑, 对房价的打压力度不大, 主要是大型房地产企业还未进入密集偿债期, 还经得起现金流压力的考验, 所以各地主要楼盘的价格跌幅不明显。但随着 2012 年房地产信托的集中兑付期到来, 房地产信托偿付风险逐渐显现, 如不降价销售实现回款有可能面临资金链断裂的困境。

图表 34: 上海商品房销售、库存双下降



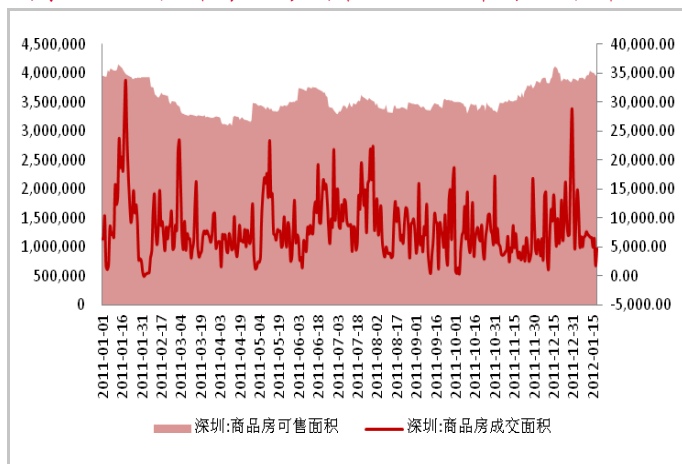
资料来源: 华泰证券

图表 35: 北京期房销售面积、库存双下降



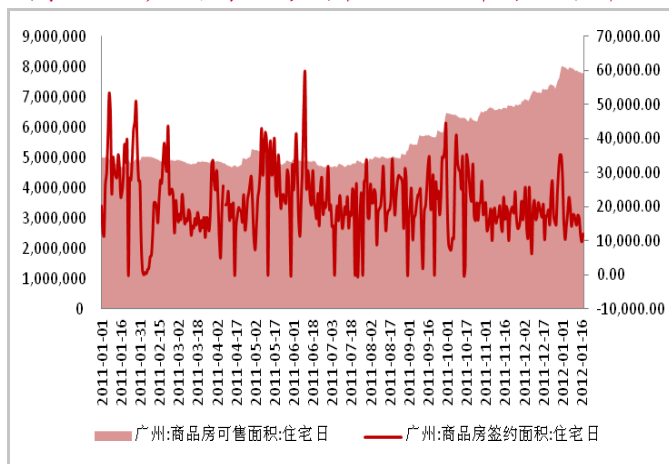
资料来源: 华泰证券

图表 36: 深圳商品房销售面积、库存双下降



资料来源: 华泰证券

图表 37: 广州商品房销售面积、库存双下降



资料来源: 华泰证券

四、投资策略

4.1 市场整体走势判断

春节前一周主板与创业板的走势大相径庭。金融服务、有色金属、煤炭、房地产等权重板块纷纷给力，带领沪深 300 指数及上证指数分别大幅上涨 4.58% 和 3.32%。而创业板“一枝独秀”，独跌 2.96%。走势上可谓跌宕起伏、大起大落，时而跌停数十只，时而又现涨停潮。目前，创业板跌幅已经很深，甚至盘中创业板指数创下新低，但目前仍有近 30 倍的市盈率，如果新股发行制度改革向荷兰式或美国式转变，那么创业板将继续面临估值向下杀跌。

板块方面，有色金属、煤炭、黑色金属、机械等强周期板块以及金融服务、建材、家用电器、房地产等低估值板块继续较好的表现，估值修复行情得到延续，而估值较高的信息设备、信息服务、食品饮料等板块继续承受抛售压力，资金持续流出，板块表现低迷。

本周为春节长假后的第一周，对于本周的走势，我们的观点是“行到反弹处，坐看浮尘起”。央行持续向市场净投放资金、存准率有望近期下调、一月份信贷可能破万亿、养老金及 RQFII 长期资金入市等一系列提振股市信心的政策、消息接踵而至，我们对本周股市相对看好。此外，希腊债务谈判有望达成协议以及意大利国债拍卖大获成功将使得欧债危机暂时得到缓解，春节期间亚太股市集体上涨，外围市场的好转也将从一定程度上支撑 A 股走强。

4.2 行业配置选择

春节前一周周期类板块如煤炭、钢铁、有色、建材继续引领一波反弹，估值重心也继续向上提升，处于历史估值低位的板块本周均有不俗表现。从绝对估值来看，**煤炭、化工、建筑建材、家电、房地产、银行、综合**等板块的 PE 还处于 06 年以来的最低位；从相对沪深 300 指数的估值溢价来看，目前处中值下方的板块只有**建材、家电、交通运输、房地产、金融服务、综合**等。

本期朝阳永续盈利预测我们做了调整，重新引入中证 800 系列，扩大样本数量，本期覆盖样本数为 300 家。上周一致盈利预期近少数行业出现上调：**煤炭、化工、家电、金融、商贸**。

在宏观经济下滑趋势未改、行业向好拐点未现的背景下，反弹行情主要基于估值修复和超跌反弹的逻辑，从这个角度考虑，我们依然建议在估值合理的基础上结合产业政策和宏观环境的变化，优先配置：**家电、医药、农业、建材、银行**；在此基础上回避估值较高、资金流出较多的板块：**食品饮料、餐饮旅游、信息设备**；另外对于近期涨幅较大的板块如有色金属和煤炭，我们建议投资者不宜再追高，逢高减仓，**有色和煤炭**板块面临最大的问题是下游需求在国内外经济下滑的趋势下受到抑制，近期的动力煤价格也在不断下行，基本面不支持板块持续反弹。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。