

A 股市场

2012 年 2 月 2 日

研究员：李哲明

执业证书编号：S0170511040002

电 话：0411-39673243

网 址：www.daton.com.cn

邮 箱：lizheming@daton.com.cn

未经授权刊载或者转发证券研究报告
的媒体，应承担相应的法律责任；
研究报告只是投资决策的参考依据。

股指最近三月走势



资料来源：wind 资讯

近期相关报告

1. 转型升级，防守反击
2012 年度 A 股市场投资策略
2. 矫枉过正，关注消费
2011 年四季度 A 股市场投资策略
3. 通胀落，政策松，市场暖
2011 年中期 A 股市场投资策略

政策暖风频现，市场机会不断

2012 年二月 A 股市场投资策略

1.1 月走势回顾

市场一改11月中旬以来单边调整的情况，主要指数出现结构化上涨的局面。一方面以周期类品种为代表的蓝筹板块打了一场翻身仗，另一方面中小市值品种成为了近期深幅下挫的重灾区。

2. 全球经济进入危险期，多个欧元区国家评级被下调

世界银行最新报告调低了对 2012 年的增长率预测，报告认为，世界经济已进入一个危险期。继标普下调欧洲九国主权信用评级后，惠誉评级公司也下调意大利、西班牙等五个欧元区国家的主权信用评级。

3. 国内经济分析

2011年四季度经济增速下滑好于预期。我们认为2012年通胀下降明显，投资受地产拖累，消费比较稳定，流动性对市场有支持。

4. 影响市场的因素分析

市场将在一季度形成重要底部。去年四季度以来所发生的增持潮表明实业资本对二级市场的价值开始认可。中小股解禁洪峰即将到来。长期资本入市极大地改善市场流动性预期。

5. 2012 年是证券市场制度建设重塑之年

随着国家新的金融工作会议的召开，新的证券监管机构的负责人换届，我们认为对证券市场基础制度重新梳理并使之进一步完善，将促进资本市场稳定健康发展。2012 年将是证券市场的重塑之年。

6. 业绩与估值

工业企业利润增速反弹不改变下滑趋势。四分之三的预报公司报喜。当前点位的估值属于合理水平，但是 A 股各指数分化仍旧严重，小盘股（中小板、创业板）估值下调的压力较大。

7. 综合分析及行业配置

2 月份上证指数的波动区间是 2100-2500 点。投资策略上，我们建议重点回避中小板，创业板等中小股票，将关注的焦点聚焦在既可防守又可进攻的低估值品种上。从政策、业绩、估值等角度进行行业配置。建议超配金融、地产、煤炭、石油、汽车、家电、农林牧渔等行业或板块。

风险：欧债危机深化、国际油价剧烈波动、货币政策放松预期下降

一、1 月走势回顾

1 月 A 股市场渐显生机，政策面暖风吹动推动股指上行。市场一改 11 月中旬以来单边调整的情况，主要指数出现结构化上涨的局面。一方面以周期类品种为代表的蓝筹板块打了一场翻身仗，有色金属、煤炭、金融、钢铁、家电等低估值品种涨幅居前。低估值，股东增持，养老金入市等有利因素使调整已较充分的蓝筹品种成为市场资金介入的突破口。而另一方面中小板指，创业板指月初至今分别下挫 2.59% 和 10.73%，中小市值品种成为了近期深幅下挫的重灾区，市场对其高成长预期的破灭，在年报披露日益临近以及今年解禁压力逐渐增大的残酷现实下小盘股将实现价值回归与重塑。

表 1：1 月各市场指数涨跌幅

名称	最新	涨跌幅
上证 50 指数	1742.82	7.74%
上证 180 指数	5315.59	6.11%
沪深 300	2460.72	4.90%
深证成份指数	9274.85	3.99%
上证综合指数	2285.04	3.89%
深证 100 指数	3285.65	3.71%
深证综合指数	855.09	-1.33%
中小板指	4184.39	-2.59%
创业板指	651.25	-10.73%

数据来源：WIND 大通证券研发中心 日期截至 1 月 30 日

表 2：1 月各行业指数涨跌幅

名称	最新	涨跌幅
有色金属	3448.03	14.96%
采掘	4840.84	8.10%
金融服务	2061.23	7.70%
黑色金属	2094.77	6.47%
家用电器	1931.88	4.87%
交通运输	1655.57	3.37%
建筑建材	2220.44	3.30%
交运设备	2447.22	3.19%
化工	1740.71	2.91%
房地产	2182.28	2.41%
机械设备	3231.28	0.85%

综合	1499.02	0.48%
商业贸易	3066.18	-0.06%
公用事业	1552.39	-0.78%
轻工制造	1363.67	-0.79%
电子	1184.66	-2.41%
纺织服装	1648.07	-2.62%
餐饮旅游	2256.03	-2.79%
农林牧渔	1651.74	-2.85%
食品饮料	4945.48	-4.26%
信息设备	1009.12	-4.46%
医药生物	3146.39	-5.98%
信息服务	1410.91	-6.75%

数据来源：WIND 大通证券研发中心 日期截至 1 月 30 日

二、国际经济分析

（一）世界银行认为全球经济进入危险期

世界银行 1 月 18 日发布的最新《2012 年全球经济展望》报告调低了对 2012 年的增长率预测，对 2012 年和 2013 年全球经济增长率的预测从去年 6 月份的 3.6%调低至 2.5%和 3.1%，把对发展中国家和高收入国家的经济增长率预测分别从去年 6 月份的 6.2%和 2.7%调低至 5.4%和 1.4%。报告认为，全球增长与世界贸易已大幅减速，将对发展中国家产生不利影响，世界经济前景不明朗。

欧洲金融动荡已部分扩散到了不久前尚未受影响的发展中国家和其他高收入国家。这种传染性推高了世界许多地区的借贷成本，拉低了股市，而流向发展中国家的资本流量也出现急剧下跌。欧洲显然已陷入衰退。与此同时，几个主要发展中国家(巴西、印度等国，在较小程度上还包括俄罗斯、南非和土耳其)的增长率比复苏初期明显减速，这也是 2010 年末和 2011 年初为抑制通胀压力上升而启动紧缩政策的结果。因此，尽管美国和日本的经济活动正在趋强，但全球经济增长与世界贸易已大幅减速。在这种大背景下，世界经济增长的前景不明朗。

报告中对欧元区的预测从去年 6 月份的 1.8%调至负 0.3%，同时认为，鉴于欧元区债务问题和几个大的新兴经济体增长趋弱导致全球经济增长前景黯淡，发展中国家应准备好应对下行风险进一步增加的趋势。

报告显示，增长放缓的迹象已从全球贸易和大宗商品价格趋弱等方面表现出

来。世界贸易增长率 2011 年估计为 6.6%(从 2010 年的 12.4%下降)，2012 年预计将放缓至 4.7%。与此同时，全球能源、金属矿产和农产品价格从 2011 年初达到巅峰后分别下跌 10%、25%和 19%。大宗商品价格下跌使多数发展中国家的通胀出现缓解。虽然近几个月来国际食品价格涨幅趋缓，从 2011 年 2 月达到巅峰后下跌了 14%，但包括非洲之角在内的最贫困国家粮食安全依然令人担忧。

报告认为，与 3 年前国际金融危机期间相比，目前发展中国家可以采取补救措施的财政和货币空间减小。因此，一旦出现国际融资枯竭和全球经济增长持续下滑，他们的应对能力可能会受到制约。尽管多数低收入国家和中等收入国家的前景依旧看好，但高收入国家的危机产生的涟漪效应在世界各地都能感觉到。发展中国家的主权债务利差已平均上升了 45 个基点，而发展中国家的资本流入总量在 2011 年下半年从 2010 年同期的 3090 亿美元骤减至 1700 亿美元。

（二）多个欧元区国家信用评级被下调

1 月 13 日标准普尔在纽约公布：决定下调 17 个欧元区成员国中九个国家的评级：意大利、西班牙、葡萄牙和塞浦路斯的评级被下调两档，法国、奥地利、马耳他、斯洛伐克和斯洛文尼亚的评级被下调一档。此次下调使得法国和奥地利失去 AAA 的最高评级，而意大利评级从 A 被下调至 BBB+、西班牙评级从 AA-被下调至 A。标准普尔同时还确认了其他 AAA 评级国家的评级，这其中包括德国、芬兰、荷兰和卢森堡。

无疑，标普此次下调评级使得此前趋向有所平静的欧债危机再起大波澜，特别是欧元两大主脑之一的法国评级被下调应当是一个标志，预计 EFSF 的放贷能力将受负面影响。

继标普下调欧洲九国主权信用评级后，27 日，国际三大主要评级机构之一的惠誉评级公司也宣布下调意大利、西班牙等五个欧元区国家的主权信用评级。

惠誉此次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，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，维持爱尔兰的评级在 BBB+不变。惠誉还宣布以上六国的评级前景均为“负面”，这意味着这些国家的评级在今

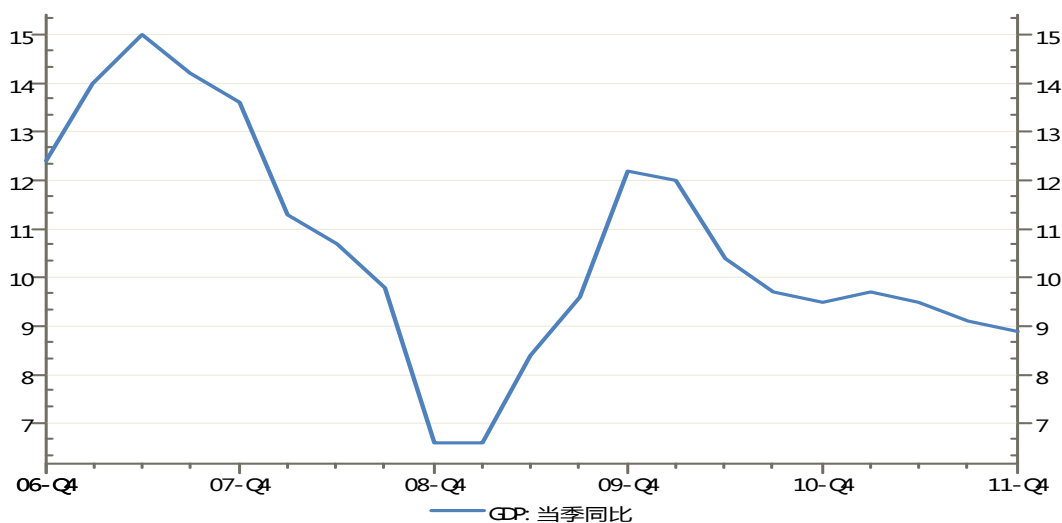
后两年内仍有 50% 以上的几率进一步下调。去年 12 月 23 日，惠誉已先行下调葡萄牙和匈牙利的主权信用评级。在当天发表的声明中，惠誉警告欧元区持续的债务危机将进一步危害这些国家的融资能力，为了确保经济和金融的稳定，欧元区需要进一步进行大刀阔斧的改革，加强财政整合。业界认为，欧债危机正成为全球经济发展最大的不确定因素，因为危机正在向欧元区核心国家蔓延。

三、国内经济分析

（一）11 年四季度经济增长好于预期

国家统计局 1 月 17 日发布 2011 年度宏观经济数据。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%。分产业看，第一产业增加值 47712 亿元，比上年增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。从环比看，四季度国内生产总值增长 2.0%。我们看到从 2010 年以来经济增长一直处于下降状态，其中既有国家宏观调控的因素，也与国际经济形势有关。不过 2011 年四季度经济增速下滑好于预期。从三个产业看，除了第一产业保持平稳，二三产业都有比较明显的下降。

图 1：2010 年以来经济持续下降



数据来源：WIND 大通证券研发中心

数据来源：Wind资讯

（二）工业增加值 12 年将继续下降

全年全国规模以上工业增加值按可比价格计算比上年增长 13.9%。分轻重工业看，重工业增加值比上年增长 14.3%，轻工业增长 13.0%。分行业看，39 个大类行业增加值全部实现比上年增长。分地区看，东部地区增加值比上年增长 11.7%，中部地区增长 18.2%，西部地区增长 16.8%。工业增加值的下降主要是由于重工业的下降所造成的。预计 2012 年将继续下探。

图 2：工业增加值 12 年将继续下降



数据来源: Wind资讯

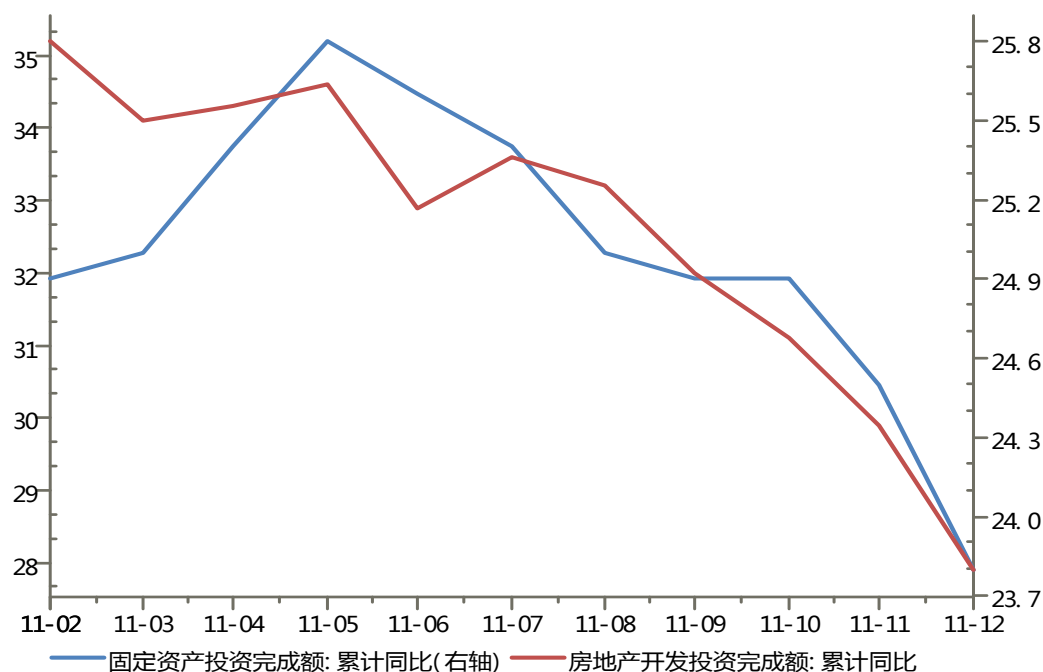
数据来源: WIND 大通证券研发中心

（三）投资增速受到房地产的拖累

全年固定资产投资（不含农户）301933 亿元，比上年名义增长 23.8%（扣除价格因素实际增长 16.1%）。分产业看，第一产业投资 6792 亿元，比上年增长 25.0%；第二产业投资 132263 亿元，增长 27.3%；第三产业投资 162877 亿元，增长 21.1%。分地区看，东部地区投资比上年增长 21.3%，中部地区增长 28.8%，西部地区增长 29.2%。

全年全国房地产开发投资 61740 亿元，比上年名义增长 27.9%（扣除价格因素实际增长 20.0%），增速比前三季度回落 4.1 个百分点，比上年回落 5.3 个百分点；房屋新开工面积 190083 万平方米，比上年增长 16.2%，增速比前三季度回落 7.5 个百分点，比上年回落 24.4 个百分点；全国商品房销售面积 109946 万平方米，增长 4.9%，增速比前三季度回落 8.0 个百分点，比上年回落 5.7 个百分点；全年房地产开发企业土地购置面积 40973 万平方米，比上年增长 2.6%，增速比上年回落 22.6 个百分点。投资增速回落十分迅速，房地产在土地开发、新开工、商品房销售等各个领域全面回落，并且这种趋势将延续到 2012 年。

图 3：投资增速被地产拖累



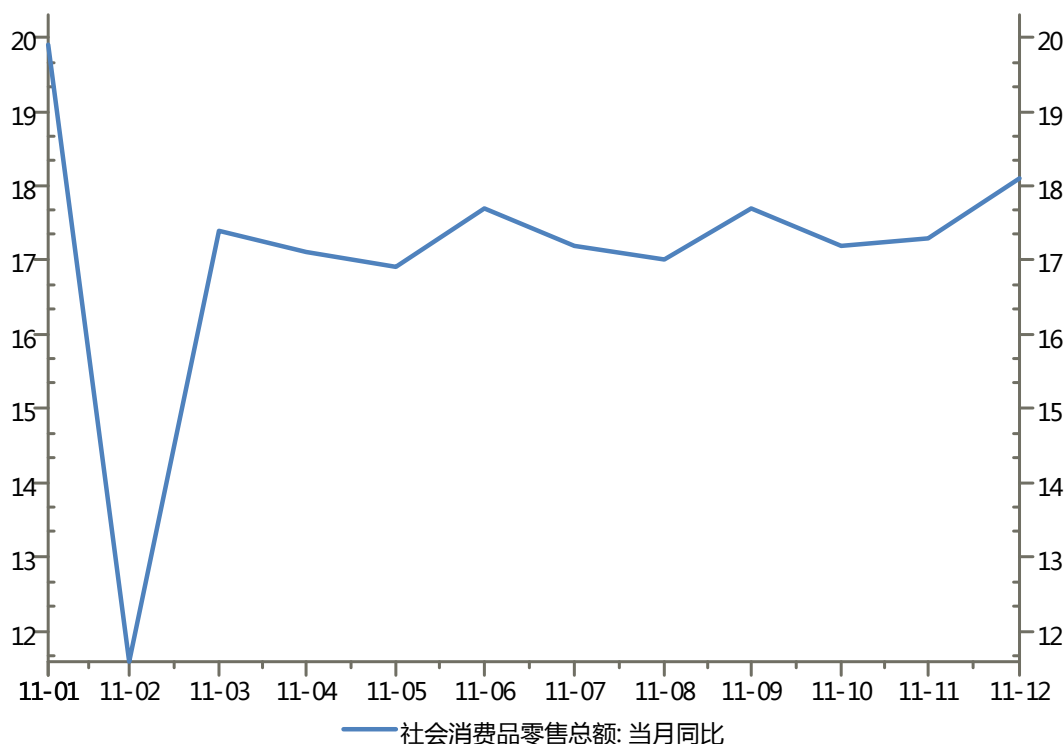
数据来源: WIND 大通证券研发中心

数据来源: Wnd资讯

（四）消费增速很难提高

全年社会消费品零售总额 181226 亿元，比上年名义增长 17.1%（扣除价格因素实际增长 11.6%）。在商品零售中，限额以上企业（单位）商品零售额 78164 亿元，增长 23.2%。其中，汽车类增长 14.6%，增速比上年回落 20.2 个百分点。消费仍旧保持平稳，今年通胀水平将有所稳定，也使得社会消费品零售总额的名义值很难提高。

图 4：消费仍旧稳定

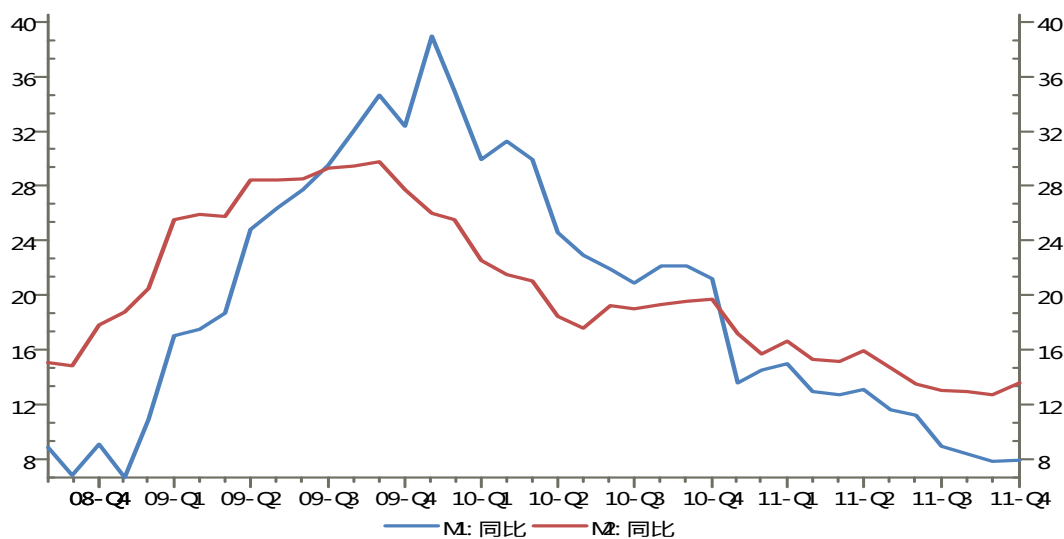


数据来源: WIND 大通证券研发中心

(五) 宏观流动性改善对市场有实际意义

12 月末，广义货币（M2）85.2 万亿元，比上年末增长 13.6%，增速比上年末回落 6.1 个百分点；狭义货币（M1）29.0 万亿元，增长 7.9%，回落 13.3 个百分点；流通中现金（M0）5.1 万亿元，增长 13.8%，回落 2.9 个百分点。全年新增人民币各项贷款 7.5 万亿元，比上年少增 3901 亿元。对于 M2 单月的新增量来说，2.61 万亿已属于天量范畴。即便是在货币政策极其宽松的 2009 年，M2 单月新增量超过 2 万亿元的月份仅有两个，分别为 1 月和 3 月，增量达到 2.1 万亿和 2.4 万亿元。信贷增长、理财产品大规模到期以及财政存款的集中投放是导致 2011 年 12 月份 M2 天量增长的三个原因。尽管基调仍为“稳健”，但事实上的“宽松”已经在 2011 年的最后一个月到来。2012 年 1 月份由于工作日较少的原因，新增贷款数将低于市场预期。由于 1 季度是信贷各季度的最高峰，因此 2、3 月份都超过万亿水平将是毋庸置疑的。另外节后降低存准率的可能性也在逐渐增大。2012 年宏观流动性的改善对于市场资金面的支持具有实际意义。

图 5：流动性将有所改善



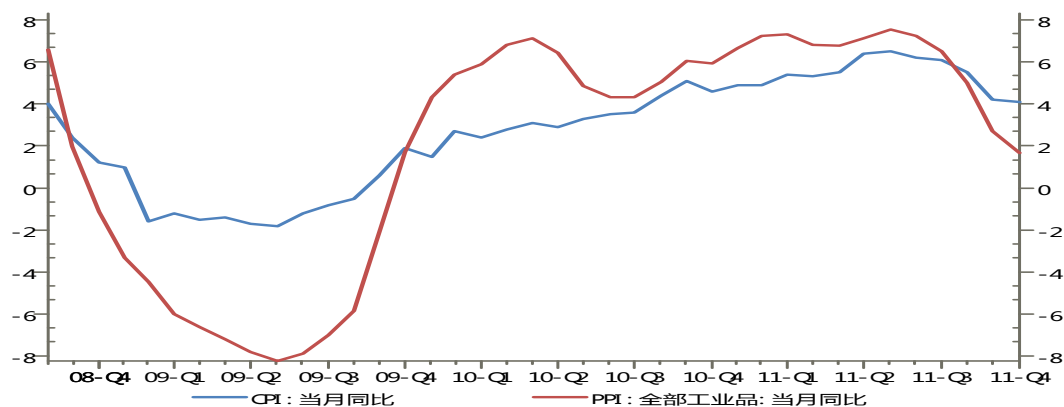
数据来源: Wind资讯

数据来源: WIND 大通证券研发中心

(六) 通胀下行确定性比较强

全年居民消费价格比上年上涨 5.4%。其中，城市上涨 5.3%，农村上涨 5.8%。分类别看，食品上涨 11.8%，居住上涨 5.3%。7 月份居民消费价格同比涨幅达到高点 6.5%后，涨幅连续回落。全年工业生产者出厂价格比上年上涨 6.0%，全年工业生产者购进价格比上年上涨 9.1%。今年通胀在上半年下行趋势是比较确定的。1 月份翘尾因素较大，CPI 将出现反弹，但是随着该因素的消失，上行压力将逐渐减弱。

图 6：CPI 在去年 7 月形成拐点



数据来源: Wind资讯

数据来源: WIND 大通证券研发中心

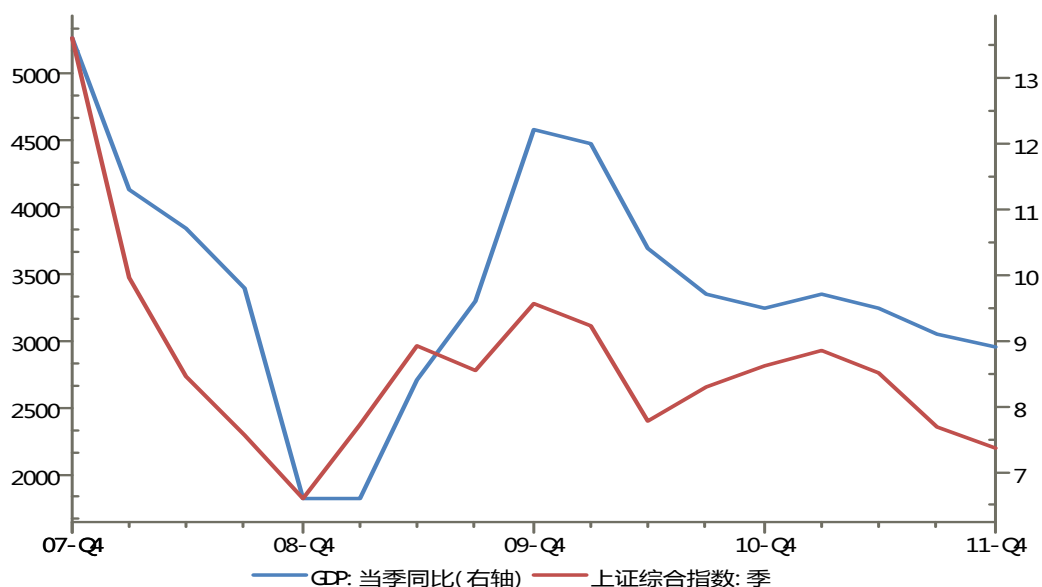
当前,国际经济环境复杂严峻,国内经济发展中不平衡、不协调、不可持续的矛盾和问题仍很突出。国家继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持宏观经济政策的连续性和稳定性,增强调控的针对性、灵活性、前瞻性,继续处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者关系,加快推进经济发展方式转变和经济结构调整,努力实现经济平稳较快发展。

四、影响市场的因素分析

(一) 一季度有望形成重要底部

我们用 GDP 增速代表经济增长,用上证指数代表证券市场。我们发现从 2008 年以来,市场的底部和顶部大约比经济增长提前一个季度左右,例如 2008 年四季度股市见底,而 GDP 则在 09 年一季度达到 6.6%的低点。随后市场在 2009 年四季度见顶,而在四万亿投资为标志的宽松政策推动下,经济增速于 2010 年一季度上冲至 11.9%的高位而到达终点。因此如果这个规律继续有效,按照目前市场的主流观点(2012 年二季度 GDP 增速为本轮最低点),则市场将在 2012 年一季度形成重要底部。

图 7: 市场比经济增长提前一个季度



数据来源: Wind资讯

数据来源：WIND 大通证券研发中心

（二）产业资本开始介入市场

2011 年 12 月，虽然市场中的股改限售解禁股份整体减持规模相比以往有所下降，但持有限售股数量占公司股本比例小于 5%的“小非”股东套现规模则持续加大，整个 12 月共计减持 1.81 亿股，仅次于 2011 年 3 月的 2.29 亿股的减持规模，创下 9 个月以来的新高。而进入 2012 年，截至 1 月 19 日，二级市场重要股东共减持 14 亿元。

但与此相反的是，在 2011 年 12 月，产业资本首次转为净增持。当月上证指数跌幅达到 8.07%，虽然中国 A 股市场彻底进入了一年最“冷”的日子，但产业资本的增持却悄然提速。数据显示，2011 年 12 月增持金额环比大幅增加，总计增持金额为 27.3 亿元，环比 11 月的 13.3 亿元大幅增加，为 2009 年 4 月以来的新高。1 月 19 日前共增持 23 亿元。

联想到此前汇金和平安发动的“增持大法”，也为其市场股价提供了有力支持。工行公告显示，汇金继去年 10 月 10 日首次增持 1458.4 万股后，随后两个多月再买入工行 3847 万股；众多央企面对低股价也已经按耐不住。中国石化、中国联通、中国神华齐获大股东巨资增持。从历史来看，最近一次的“中字头”公司集体增持要追溯到 2008 年 9 月大盘见底前夕，当时包括中国联通、中国石油在内的“中字头”公司，带领着上百家上市公司，浩浩荡荡地掀起了增持浪潮，与上述情况如出一辙。去年四季度以来至今所发生的增持潮表明实业资本对二级市场的价值开始认可。

（三）中小市值解禁潮来临

从统计数据看，中小板今年 1 月份迎来首波解禁洪峰，在随后的 4 个月中，解禁压力逐波减弱，但是从 6 月份开始，中小板将再度迎来超过 14 亿股的解禁洪峰考验，而且随后的解禁压力将一浪高过一浪，直至 11 月份达到 34.21 亿股的高峰。今年中小板将累计解禁 188.72 亿股，约占目前该板块总流通股数的 16.52%。

相比中小板来说，创业板的解禁压力更大，全年共计将有 67.19 亿股解禁，约占目前该板块总流通股数的 47.93%。从每月的解禁股数来看，创业板上半年解禁压力较为分散，在 10 月份将迎来超过 34 亿股的解禁顶峰，这一数字甚至超过全年解禁总和的半数，相当于月均解禁股数的 6 倍。不少创业板公司都是以高溢价发行，原始股东普遍获取了超乎想象的超额回报，这批股份上市流通后套现压力巨大，很可能加剧今年创业板市场的波动。

中小板及创业板自 2010 年底以来的调整，其时间之长、幅度之深历史罕见。一方面与中小板及创业板个股的高股价及高市盈率有关，另一方面也与解禁股对投资者构成的心理压力及大小非减持对股价的冲击有一定关系。

从 2010 年 11 月份开始，中小板及创业板启动解禁浪潮，自此大小非的减持力度也开始逐级走高，中小板指数及创业板指数则开始了同步的阶梯式下行。在 2010 年 11 月至 2011 年 12 月这 14 个月中，中小板每月解禁股数基本保持在 11 亿股以上，2011 年 5 月达到 44.65 亿股的峰值；从每月大小非减持占比来看，2010 年的 11 月，2011 年的 3 月、7 月、10 月的减持股数均超过当月解禁股数的 10%。同期创业板情况更为复杂，在上述 14 个月当中，创业板每月解禁股峰值出现在 2010 年 11 月，达到 11.66 亿股，其他时间则保持在 2.2 亿股至 4.4 亿股之间；从每月大小非减持占比来看，2011 年的 3 月、7 月、11 月的减持股数均超过当月解禁股数的 21%，2011 年的 5 月及 6 月也达到 15.7% 及 13.6%。

上述大小非减持力度较大的月份基本都是中小板指数及创业板指数阶梯式下跌的重要时点，在大小非减持影响下，中小盘股的挤泡沫过程逐步加速。2011 年中小板共计解禁 250 亿股，大小非累计减持 12.21 亿股，约占全年解禁股数的 5%。同期创业板共计解禁 37.56 亿股，大小非累计减持 3.93 亿股，约占全年解禁股数的 10.5%。而今年创业板的解禁股数接近去年的 1.8 倍，市场承接压力可见一斑。

（四）长期资本入市极大地改善市场流动性预期

1、社保基金增资。全国社保基金理事会去年年底向国内拥有社保偏股类组合的基金公司增资，每家基金公司委托管理的每只偏股类组合获追加资金五个亿，至少百亿新增资金注入社保偏股类组合，百亿社保资金虽然规模并不大，但社保基金增资入市往往被视为股市转好的风向标。

2、地方养老金入市获得突破。全国社保基金近日向媒体透露，南方某省已经获准将 1000 亿元基本养老基金，转交全国社保基金理事会运营，这笔资金于今年一季度投入运转，其中一部分资金将进入股市和债市。人社部也表示正在积极研究了地方养老金的运营管理办法。

3、QFII的双扩容，也是近期市场的一个积极信号。数据显示，仅去年 12 月，证监会就新批 14 家QFII，创单月批准QFII家数纪录。截至目前，QFII家数已增至 135 家。目前，QFII审批额度上限是 300 亿美元，有消息称，新增的QFII额度有望在此基础上再上一个很大的台阶。

4、RQFII 额度有望扩大。中国证监会副主席姚刚透露，“自去年底推出 RQFII 试点办法以来，先行的 200 亿元额度已批给 21 家机构。我们将考虑把 RQFII 额度优先用于 ETF，进一步促进离岸人民币资金合理回流。”

另外，还有企业年金、保险公司等现有机构投资者，鼓励增加投资比重；推动住房公积金等长期资金进入资本市场；推动明确私募基金的管理体制，引导私募基金阳光化、规范化发展；鼓励慈善基金、文化基金、教育基金等投资风险较低的证券品种；鼓励产业资本和大股东增持。各种长期资本将逐渐成为市场的“定海神针”。

五、2012 年是证券市场制度建设重塑之年

随着国家新的金融工作会议的召开，新的证券监管机构的负责人换届，我们认为资本市场将明确定位，对证券市场基础制度重新梳理并使之进一步完善，将

促进资本市场稳定健康发展。2012 年将是证券市场的重塑之年。

1 月 6 日的全国金融工作会议上温家宝总理指出：应促进一级市场和二级市场协调健康发展，提振股市信心。为未来资本市场的制度建设指明了方向。另外他还强调继续完善主板、中小企业板和创业板市场，积极探索发展场外交易市场。要稳步提高上市公司治理水平和透明度，完善现代企业制度，发挥资本市场并购重组功能，推动上市公司做大做强和产业优化升级。深化新股发行制度市场化改革，进一步弱化行政审批，强化资本约束、市场约束和诚信约束。完善上市公司投资者回报机制，引导和鼓励增加现金分红。健全退市制度，坚持优胜劣汰。

随后全国证券期货监管工作会议在北京召开。会议认真总结了 2011 年我国资本市场的改革和监管工作，深入分析了当前市场发展面临的新形势和新任务，明确了当前及今后一个时期资本市场改革、开放、服务、监管的总体思路和重点任务。中国证监会党委书记、主席郭树清着重从以下几个方面做出了具体部署：

1、积极稳妥地推进证券领域的改革开放。继续深化发行体制改革，以充分、完整、准确的信息披露为中心，强化资本约束、市场约束和诚信约束。完善新股价格形成机制，改革股票承销办法，使新股定价与发行人基本面密切关联。完善预先披露和发行审核信息公开制度，落实和强化保荐机构、律师和会计师事务所等中介机构的责任。按照统一准入条件、信息披露标准、资信评级要求、投资者适当性制度和投资者保护制度的要求，大力推进债券市场改革，进一步促进场内、场外市场互联互通，建设规范统一的债券市场。以柜台交易为基础，加快建立统一监管的场外交易市场，为非上市股份公司提供阳光化、规范化的股份转让平台。以优化市场优胜劣汰机制为导向，积极推进退市制度改革，逐步形成市场化和多元化的退市标准体系。大力推进行政审批制度改革，坚持市场优先和社会自治的原则，主动改变监管理念和方式，大幅减少事前准入和审批。加快培育和发展市场中介机构，进一步扩大对外开放，引进成熟市场的机构、人才、产品和技术，有效提升境内机构的专业服务水平。

2、努力推动资本市场的结构调整和服务能力提升。显著提高公司类债券融资在直接融资中的比重，研究探索和试点推出高收益企业债、市政债、机构债等

债券新品种。进一步优化股本和期货市场的层次结构。进一步改善股票市场价格结构不合理状况，切实解决新股发行价格过高和恶炒绩差公司股票问题。积极研究开发股票、债券、基金相关的新品种，稳妥推出国债、白银等期货品种以及期权等金融工具。推动基金公司向现代资产管理机构转型。鼓励社保基金、企业年金、保险公司等机构投资者增加对资本市场的投资比重，积极推动全国养老保险基金、住房公积金等长期资金入市。适当加快引进合格境外机构投资者(QFII)的步伐，增加其投资额度。逐步扩大人民币合格境外机构投资者(RQFII)试点范围和投资额度。适时推出双向跨境的交易所交易基金(ETF)。

3、以公开透明为核心加强市场制度建设。推动《基金法》、《期货交易管理条例》、《上市公司监督管理条例》等的修订或制定工作。主动公开行政许可、常规监管、稽查执法和复议诉讼等政务信息。出台诚信监督管理办法，扎实推进资本市场电子化信息披露体系建设，促进上市公司、中介机构提升商务诚信水平。督促上市公司明确对股东的回报，切实加强对其红利分配决策过程和执行情况的监管，强化对未按承诺比例分红、长期不履行分红义务公司的监管约束。推行上市公司分类管理制度。

4、以防范系统性区域性风险为重点加强市场监管。大力提高常规监管的规范化、精细化水平。有效落实相关市场主体的基础管理和内部控制，逐步健全市场化的监管机制。尽快推出《非上市公众公司管理办法》，将非上市公众公司监管纳入法制轨道。加大对内幕交易、市场操纵、欺诈上市、虚假披露等行为的打击力度。认真做好各类交易场所清理整顿工作。深入推进打击非法证券活动。切实加强行业信息安全管理。加强对国际资本流动和跨境风险的监控和防范，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

表 3：近阶段证券市场的相关政策

时间	来源	与资本市场相关的政策内容要点
2012 年 1 月 10 日	媒体报道	证监会投资者保护局已在 2011 年底正式成立，目前已经开展工作。
2012 年 1 月 9 日	全国证券期货监管工作会议	1、继续深化发行体制改革，完善新股价格形成机制，切实解决新股发行价格过高和恶炒绩差公司股票问题；2、大力推进债券市场改革，建设规范统一的债券市场，显著提高公司类债券融资在直接融资中的比重；3、积极推进退市制度改革，逐步形成市场化和多元化的退市标准体系；4、大力推进行政审批制度改革，坚持市场优先和社会自治的原则，主动改变监管理念和方式，大幅减少事前准入和审批；5、推动基金公司向现代资产管理机构转型；鼓励社保基金、企业年金、保险公司等机构投资者增加对资本市场的投资比重，积极推动全国养老保险基金、住房公积金等长期资金入市；适当加快引进 QFII 的步伐，增加其投资额度；逐步扩大 RQFII 试点范围和投资额度；6、督促上市公司明确对股东的回报，切实加强对其红利分配决策过程和执行情况的监管，强化对未按承诺比例分红、长期不履行分红义务公司的监管约束。
2012 年 1 月 6-7 日	全国金融工作会议	今年金融工作：要深化新股发行制度市场化改革，抓紧完善发行、退市和分红制度，加强股市监管，促进一级市场和二级市场协调健康发展，提振股市信心。
2011 年 12 月 30 日	国家外汇管理局	外管局批准 10 家机构 107 亿 RQFII 额度。
2011 年 12 月 30 日	关于修改《上市公司收购管理办法》第六十二条及第六十三条的决定（征求意见稿）	鼓励大股东增持。
2011 年 12 月 15 日	《财经》年会——郭树清主席演讲	建设有中国特色的国际一流投资银行：第一，要提高行业集中度，增强行业整体抗风险能力；第二，要切实贯彻以客户为中心的经营理念，做好投资者服务工作；第三，推动行业创新发展，提升核心竞争力；第四，“以我为主”，稳步扩大证券行业的对外开放；第五，完善监管方法，增强风险防控能力，探索符合我国宏观形势的监管制度；第六，要加强服务，放松管制，改善行业发展的外部环境。
2011 年 12 月 14 日	中国证监会党委召开中心组（扩大）学习会议——传达学习中央经济工作会议精神	郭树清就证券期货监管系统学习贯彻中央经济工作会议精神提出几点具体要求：一是正确看待当前的国际国内形势；二是紧紧抓住资本市场改革发展最有利的历史时机；三是加大力度培育机构投资者队伍；四是抓紧落实与港澳建立更紧密经贸关系安排（CEPA）中的相关要求；五是稳妥有序做好岁末年初工作。
2011 年 12 月 1 日	郭树清主席在第九届中小企业融资论坛上的讲话	关于资本市场如何落实“十二五”规划，提出重点集中于：一是拓展和完善储蓄转化为投资的机制；二是切实加快结构调整和产业升级；三是全力促进科技创新；四是动员出更多资源来建设文化强国；五是维护国家经济金融安全； 关于资本市场下一步的任务：第一，加快多层次资本市场体系建设；第二，积极发展多样化的投融资工具；第三，大力培育多元化的投资者群体；第四，切实加强资本市场诚信建设；第五，坚决打击证券期货违法违规行；第六，时刻警惕和防范区域性、系统性风险。

数据来源：大通证券研发中心

六、业绩与估值

（一）工业企业利润增速反弹不改变下滑趋势

1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润 46638 亿元，同比增长 24.4%。在 39 个大类行业中，36 个行业利润同比增长，3 个行业利润同比下降。1-11 月

份，规模以上工业企业主营业务成本占主营业务收入的比重为 84.98%，比前三季度微降 0.09 个百分点。

工业企业在营业收入增速加速下滑的情况下，利润增速反弹主要是因为毛利率以及利润率的大幅上升。毛利率上升主要是由于原材料成本调整幅度大于产成品。同时，历史数据显示 1、4 季度是毛利率水平最高，所以季节性回升的影响也不容忽视。毛利率上升提升了利润率的上升，从而推动了工业企业利润增速的短暂反弹。

按照工业企业 39 个行业的性质我们将其划分成上中下游等 5 大行业，截至 2011 年 11 月，上游采矿业行业增速仍然维持较高水平的增长，前 11 个月的累计增速达到了 50%。其次为下游制造业以及水力、电力及燃气等公共事业，维持了 30%以上的增速。机械设备以及原材料等行业的利润增速维持在 10-15%的增速，其中机械设备行业前 10 个月逐月放缓，11 月份的盈利增速形成了小幅反弹。但公共事业行业没有扭转盈利增速下降的趋势，11 月份有扩大下行的趋势。

如果说对 2011 年上半年的利润增速贡献度最大的是企业收入的话，那么下半年以来工业企业的营业收入逐月下降，导致主要行业前 11 个月的累计营业收入增速在不同程度上都出现了大幅下降。但除原材料行业的利润增速是随着收入的下降而下降的，其他 4 个上、下游行业 11 月的利润增速都有小幅回升。这也充分证明了工业企业在 2011 年下半年的综合成本的下降趋势高过了收入的下降趋势，从而提升了企业的盈利水平。

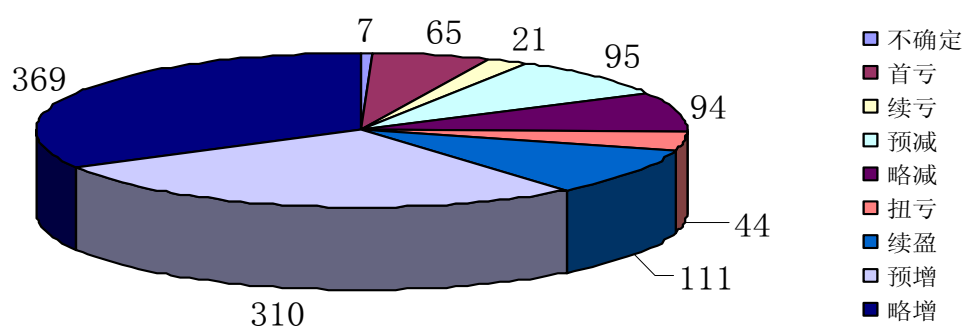
毛利率改善难改盈利下滑趋势。在商品价格环境偏于正面的环境下，毛利率水平应该在短时间内维持较为稳定的增速，届时毛利率将不再是企业盈利的主因，压力将主要来自于需求减弱所带来的收入增速降低以及随之而来的去库存周期的调整。分行业来看，那些企业盈利从 2011 年下半年已经开始下滑的调整周期开始较早的行业，如机械设备在今年可能率先得到恢复，而随着经济持续调整，价格因素逐渐显现，上游采矿业以及原材料行业的业绩将面临压力。

（二）2011 年报预警情况

截至 2012 年 1 月 19 日，两市共有 1116 家公司公布了 2011 年年报的预告情

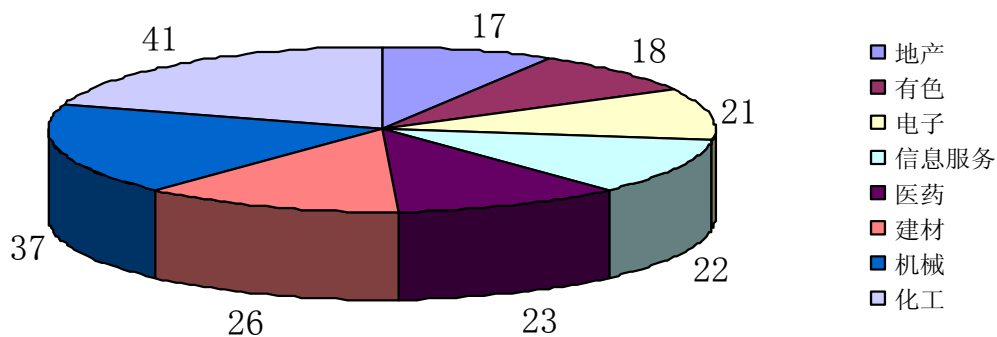
况，占全部 A 股公司家数的 47%，其比重具备一定的代表性，我们认为对它们的分析对于判断上市公司 2011 年年报情况将有很大帮助。从这些公司预警的类型来看，其分布情况是：不确定 7 家、续亏 21 家、首亏 65 家、预减 95 家、略减 94 家、扭亏 44 家、续盈 111 家、预增 310 家、略增 369 家。其中报喜（扭亏、续盈、预增、略增）的家数达到 834 家，占全部预报公司的 74.7%，四分之三的公司交出较为满意的答卷。从其行业分布看，机械、化工、医药、建筑建材、电子、信息服务等六个行业报喜家数最多。我们认为上述公司中高增长、潜在高送配者将有望成为年报行情的热门股。

图 8：2011 年报预警类型分布



数据来源：WIND 大通证券研发中心

图 9：2011 年报预增公司行业分布



数据来源：WIND 大通证券研发中心

（三）估值分析

1. A股与全球主要股指估值比较

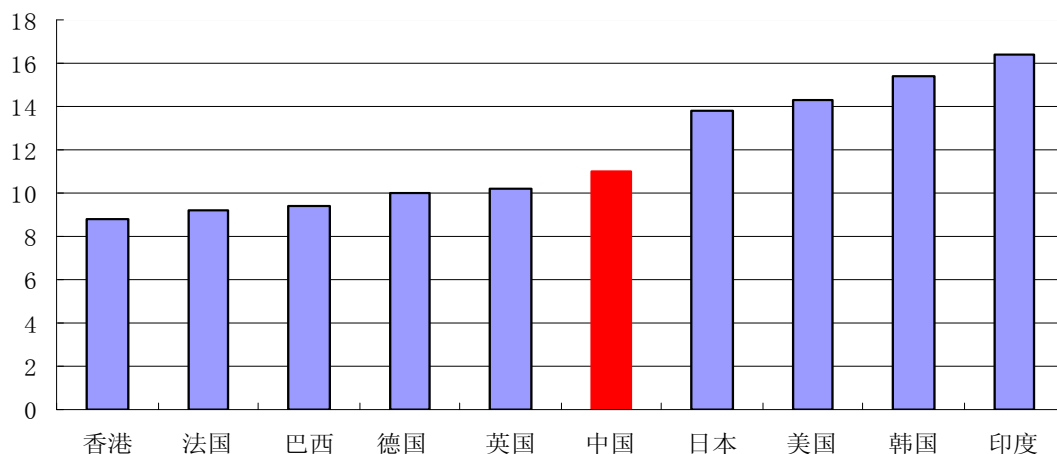
与国际主要指数横向比较,2005年6月10日(998点)时A股市净率处于低估的位置。而2008年10月31日(1664点)的A股市盈率、市净率都处于偏高的水平。而当前点位的A股市盈率低于日本、美国、韩国、印度,高于其他国家,属于国际上的平均水平。市净率除了美国和印度外高于其他国家。AH股溢价指数仍接近历史较低水平。从A股自身纵向比较,几个低点当中,998点的市净率最低,当前点位的市盈率最低。沪深300的当前估值水平已经全面低于1664点的水平。综上所述,998点时价值确实属于低谷阶段,同时股改的启动激发了市场的空前热情,行情因此展开。1664点的估值水平没有明显偏低,只是适逢四万亿投资方案的推出,使市场找到了上行的原动力。而当前点位流通市值是998点和1664点的几倍甚至十几倍,则历史估值的意义大大折扣。在国际比较没有优势的情况下,市场出现大幅上行的动力不足。

表 4: 998 点、1664 点、当前点位全球估值比较

指数	05(998 点) PE	05 (998 点) PB	08 (1664 点) PE	08 (1664 点) PB	最新 PE	最新 PB
标普 500 指数	19.52	2.87	21.29	1.87	14.27	2.12
英国富时 100 指数	14.2	2.23	7.85	1.44	10.24	1.6
法国 CAC40 指数	16.05	2.15	9.59	1.24	9.23	1.06
德国 DAX30 指数	15.91	1.55	10.24	1.36	10.03	1.27
日经 225 指数	21.66	1.65	11.46	1.01	13.77	1.13
香港恒生指数	14.51	2.07	8.53	1.33	8.76	1.51
韩国 KOSPI 指数	9.31	1.17	9.25	0.96	15.43	1.46
印度 NIFTY 指数	14.8	3.26	9.93	2.16	16.36	2.81
俄罗斯 RTS 指数	5.8	1	4.27	0.72	——	——
巴西圣保罗交易所指数	10.26	2.21	9.07	1.35	9.43	1.48
沪深 300 指数	13.17	1.82	12.07	2.14	11.01	2.01
上证综指	18.02	1.75	13.12	1.96	11.96	2.03

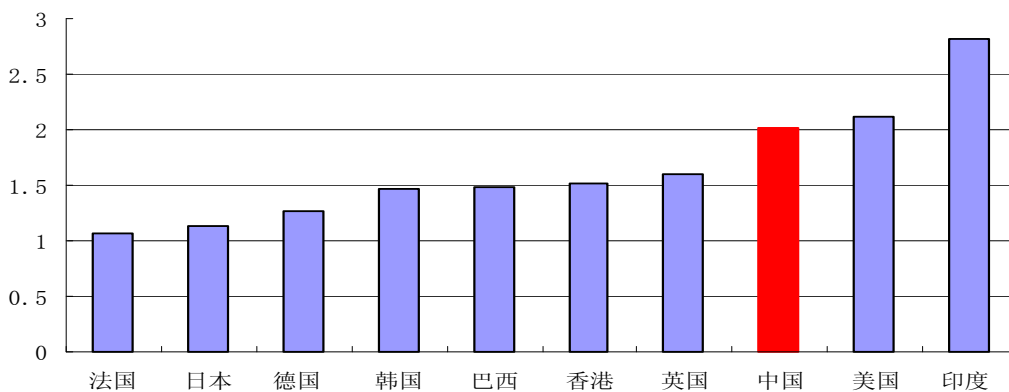
数据来源: 天相投顾、汤森路透、大通证券研发中心 其中: 2005 年数据截止 2005 年 6 月 10 日 2008 年数据截止 2008 年 10 月 31 日 最新数据截止 2011 年 1 月 13 日 财务匹配原则为 TTM

图 10：当前全球主要股指静态市盈率



数据来源：汤森路透、大通证券研发中心 数据截止 2011 年 1 月 13 日

图 11：当前全球主要股指市净率



数据来源：Bloomberg、大通证券研发中心 数据截止 2011 年 1 月 13 日

图 12：AH 股溢价指数

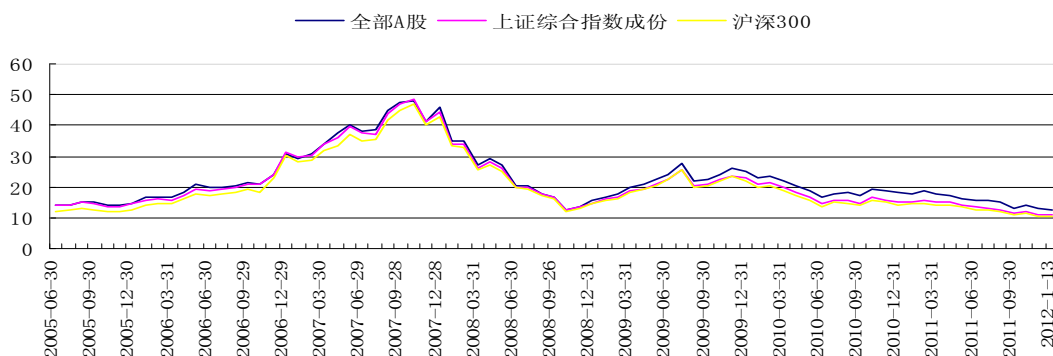


2、 A 股各指数及行业估值比较

从 05 年以来全体 A 股、沪深 300、上证综指的市盈率走势图可以看出，当前股指估值处于历史最低水平。但是考虑流通股占总股本的比例接近 80%，按国际惯例分析，不能说目前市场严重低估，可能略有低估。

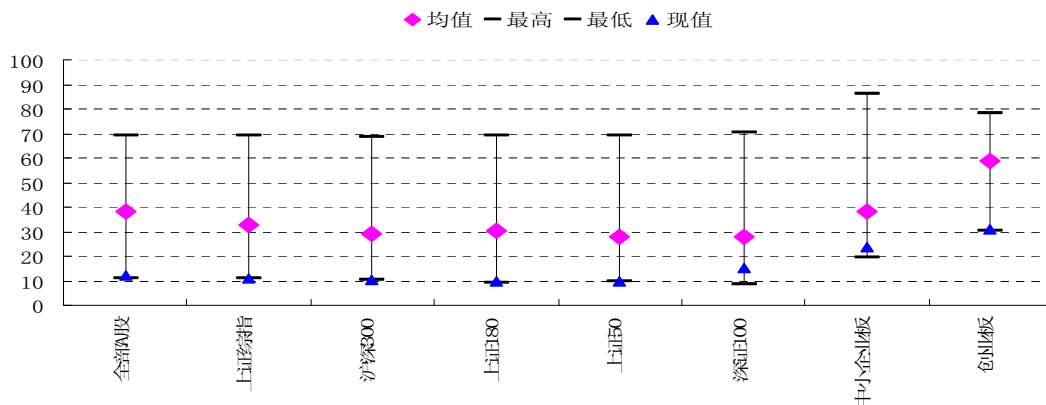
从各主要指数看，中小企板、深证 100 存在结构性高估，上证综指、沪深 300、上证 180、上证 50 估值处于历史最低值。代表中小市值股票的中小板、创业板估值压力较大。2011 年前三个季度它们的利润增速低于主板。2012 年在解禁、业绩下调等因素的影响下，其高高在上的估值水平将继续下移，并且有长期回归的趋势。行业分析看，大多数行业已经处于或接近历史最低位。其中金融服务、房地产、交通运输、采掘、化工、建材、交运设备估值最低，而电子元器件、餐饮旅游、信息服务、农林牧渔、有色估值相对较高。

图 13：2005 以来 全 A、上证、沪深 300 PE 比较



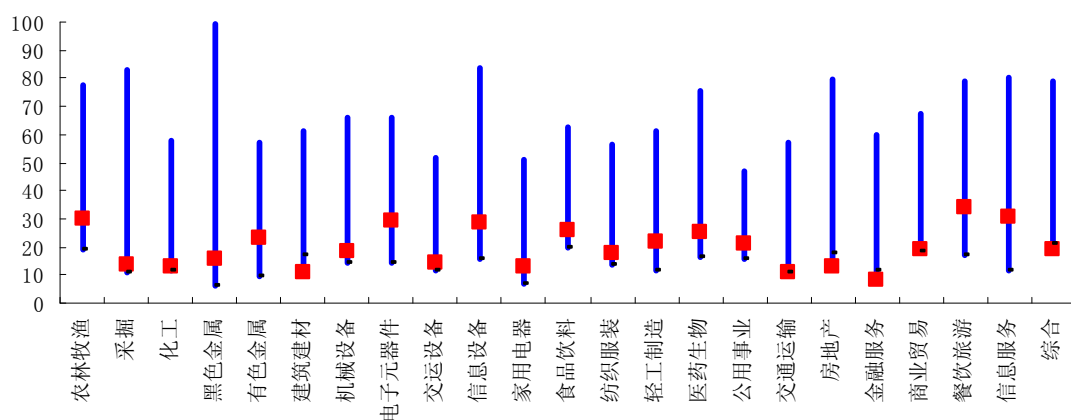
数据来源：wind 大通证券研发中心 日期截至 2011 年 1 月 13 日 财务匹配 TTM 剔除负值

图 14：我国主要市场指数当前市盈率与历史比较



数据来源: wind 大通证券研发中心 日期截至 1 月 16 日

图 15: 行业当前市盈率与历史比较

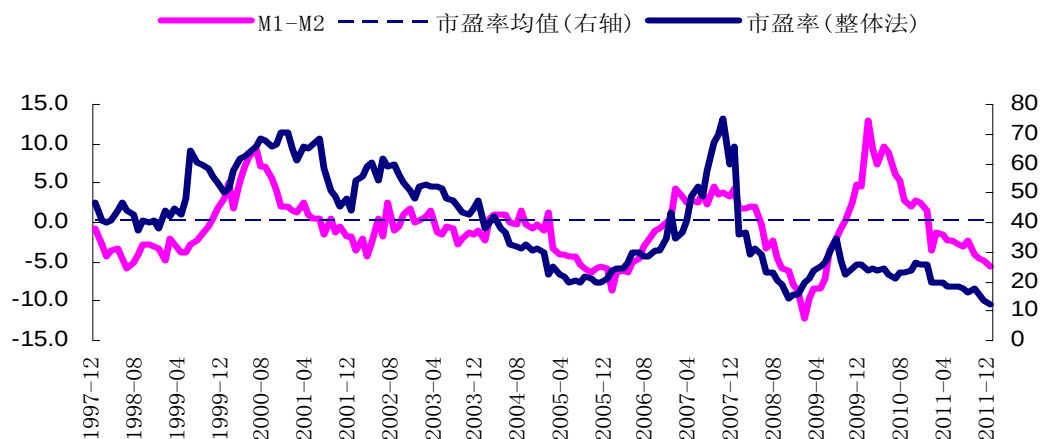


数据来源: wind 大通证券研发中心 日期截至 1 月 16 日

3、相对估值与 M1、M2 关系分析

统计分析表明，M1-M2 与相对估值走势高度拟合。比较 M1-M2 与市场估值的历史走势之后，我们发现相对市盈率而言 M1-M2 几乎可以看作是估值走势的翻版，趋势上极为接近。从这些比较中我们至少可以得出以下结论，流动性对市场估值的驱动力是极为明显的，流动性与估值的相关性也是长期存在的，这其中 M1 增速由于明显的周期性特征对于市场具有更好的指示意义，而 M1-M2 则更接近市场估值的波动趋势。因此，我们认为跟踪 M1-M2 的变化，对市场估值趋势的判断会更有帮助。

图 16: M1-M2 与市盈率的波动正相关



数据来源 WIND 大通证券研发中心

推动未来估值上涨的因素主要有：（1）经济复苏，业绩同比好转；（2）人民币升值预期；（3）通胀预期演化为温和通胀现实，成为投资者增加配置资产的内在动力。

抑制未来估值提升的因素主要有：（1）刺激经济政策收缩；（2）国际经济增长低预期；（3）扩容加剧；（4）高通胀提前来临，经济显露过热迹象，政府开始收缩货币。

一般来说，股市波动取决于经济周期和市场流动性充裕程度。一般认为，经济波动将影响企业盈利和估值，从而决定股市的“牛熊”状态。从更深层次来看，估值水平是盈利增长和流动性共同作用的结果。

结论：总体上当前点位的估值属于合理水平，纵向看属于历史较低区域，横向看属于国际平均估值水平，没有相对估值优势。同时 A 股各指数分化仍旧严重，小盘股（中小板、创业板）估值下调的压力较大。2012 年是 A 股的“估值重估”年。我们认为“估值重估”是未来行情发展的主旋律。A 股的估值重估不仅仅指中小型高估值股票的系统性调整趋势，更需关注“成长溢价”和“风险溢价”带来的估值分化。具体的讲，产业资本与金融资本实现历史性对接之后，投资者会要求业绩存在下滑风险的股票价格折让出“风险溢价”，以平衡未来潜在风险带来的或有损失，不具备成长性的垃圾股将进一步被市场抛弃；另外，具备高速成长潜质的股票将享受“成长溢价”，当估值重构完成之时，正是挖掘高成长股的战略性布局之日。

七、综合分析及行业配置

从历史的统计数据看：1991 年到 2011 这 21 年里，二月份上证指数有 16 次上涨，5 次下降。下降的年份分别是 95 年、98 年、99 年、01 年、08 年。其中 01 年和 08 年都是在当时的历史高位。当前点位在历史较低位置，因此 2 月份收红概率很高。在当前宏观基本面下行背景下，年报披露的业绩压力使中小板，创业板或将面临“地雷”密布的格局！其业绩支撑的估值基础备受考验。同时政策底已逐渐浮现，资金面亦将趋于宽松，政策和资金面利好将对低估值的蓝筹股构成支持。另外，海外局势也出现有利的变化。我们认为 2 月份上证指数的波动区间是 2100-2500 点。投资策略上，我们建议重点回避中小板，创业板等中小股票，

将关注的焦点聚焦在既可防守又可进攻的低估值品种上。

从政策、业绩、估值等角度进行行业配置。建议超配金融、地产、煤炭、石油、汽车、家电、农林牧渔等行业或板块。

风险：欧洲债务危机深化、国际油价剧烈波动、货币政策放松预期下降

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司