



2012.04.18

熊尾牛头 震荡筑底

—— 2012 年二季度投资策略

✎ 张海东

☎ 021-68761616*8168

✉ zhanghd@tebon.com.cn

📄 S0120512020001

黄岑栋

021-68761616*8623

huangcd@tebon.com.cn

S0120611030023

【核心观点】

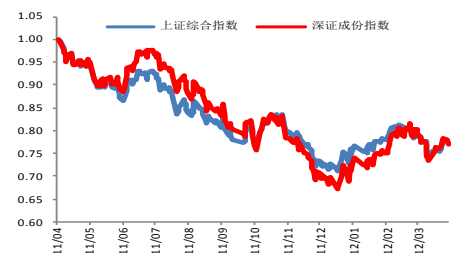
对于 2012 年的宏观环境我们的总体判断是经济增长放缓，政策面趋松。从长周期看，潜在增长率正处于趋势性的底部，倒逼式的体制性改革已经迫在眉睫，呼之欲出。从短周期看，外需不振、投资放缓以及潜在通胀压力对内需的抑制将拖累 GDP 增长在 2012 年继续下滑至 8.0% 左右。2013 年随着政策内在的周期性扩张，以及新一轮体制改革及产业升级带来的技术进步提升全要素生产率，经济增速将温和回升至 9% 左右，中国经济将进入下一个 10 年长周期增长中。

通胀短期反弹，但回落趋势不改。我们认为 CPI 同比增速已于 2011 年 7 月触顶，最新的 3 月份 CPI 反弹至 3.6%，主要受 3 月天气影响，蔬菜类价格大幅上涨所致，但我们依然认为二季度将进一步回落至 3% 以下。CPI 的整体判断是受总体需求的走软应会令通胀压力大幅减小，未来两个月虽仍有可能维持在 3.5% 左右水平，破 3% 窗口在 6、7 月份，下半年小幅回升，全年同比通胀率为 3.2%，处于可容忍的水平。

宏观政策方面，2012 年的政策环境将略微友好一些，2012 年政策定调“稳中求进”，随着通胀水平的阶段性回落，经济工作的重点将从控通胀向保增长微调，但幅度不会太大。目前的政策转变已经开始，上半年仍有 2-3 次的存款准备金率下调的机率，M2 增速预计达 14%，全年新增信贷超过 8 万亿。

企业盈利与估值，我们从自上而下的盈利预测模型预计 2012 年上市公司的利润增速预期为 10% 左右，净资产收益率为 14%。我们认为企业盈利下滑在 2 季度见底，市场的恐慌情绪已经开始缓解。估值方面，上证综指的动态 PE 经过两年的下滑处于 12 倍左右，低于过去 5 年的均值 25 倍，同时低于 2005 年和 2008 年两次历史底部的低点。PB 处于 1.81 倍，低于过去 5 年的均值 3.45。可见目前 A 股的估值水平不论是 PE 还是 PB 都已处于底部区域，股指已经是下跌过度，安全边际较高。

投资策略：2012 的宏观经济增长进一步放缓，通胀水面临平逐步回落，未来经济工作的重点将从控通胀转向保增长，政策的转变已经开始，财政政策更加积极，货币政策未来有 2-3 次的降准机率，流动性将逐步改善对市场形成支撑。我们认为 A 股市场未来 3-6 个月看涨，高度估计在 2700 点附近，下半年或将冲高回落，建议超配股票。行业配置从受益政策和流动性回升角度寻找看好的行业。首先，受益政策扶持的行业，重点看好文化传媒和节能环保；其次，紧缩政策放松重点受益低估值的金融服务；还有，未来流动性回升后转向周期股，重点推荐房地产、有色金属和煤炭股。



板块名称	最新收盘	周涨幅	月涨幅	年涨幅
上证综指	2334.99	-1.02	3.19	6.16
上证A股	2445.70	-1.02	3.19	6.14
上证B股	237.42	-1.81	3.08	10.29
上证180	5431.21	-1.44	3.21	8.42
上证50	1749.40	-1.56	2.57	8.15
深证成指	9839.92	-2.03	4.57	10.33
深证A股	10789.86	-2.03	4.57	10.33
深证B股	4733.71	-2.86	-1.05	10.57
中小板综	5267.46	-1.26	4.40	7.04
创业板指	709.14	-1.37	4.51	-2.79
沪深300	2541.88	-1.49	3.54	8.36
中证100	2427.52	-1.61	3.02	8.40
中证500	3631.56	-1.18	6.28	11.17

重要相关报告

2012 年度策略：基本面难言见底，市场已然超跌

1 月策略：危机转换 以谋后进

2 月策略：中期底部 积极布局

3 月策略：政策趋松 中线看好

4 月策略：震荡市，静待战略反攻

正文目录

熊尾牛头，震荡筑底	1
1 宏观面	4
1.1 海外经济：复苏面临挑战	4
1.2 国内经济：增速进一步放缓	6
2 资本市场流动性：	10
3 盈利与估值	14
4 2012 年二季度投资策略	17
4.1 核心投资策略	18
4.2 行业配置策略	18

图表目录

图表 1：美国 M1、M2 同比增速	4
图表 2：美国 GDP 增长率	4
图表 3：美国失业率	4
图表 4：美国通胀率	4
图表 5：美国联邦政府赤字占 GDP 比例	5
图表 6：欧债五国 2012 年到期债务	5
图表 7：欧债五国 2012 年到期债务占比	5
图表 8：欧元区失业率	6
图表 9：欧元区 GDP 增长	6
图表 10：日本实际 GDP	6
图表 11：日本 GDP 分项	6
图表 12：中国经济周期短期化	7
图表 13：GDP 累计同比	7
图表 14：CPI 当月同比	7
图表 15：2012 年 CPI 预测	7
图表 16：工业增加值累计同比	8
图表 17：GDP 拉动因素变化	8
图表 18：社会消费品零售总额同比	8
图表 19：进出口金额当月同比	8
图表 20：固定资产投资完成额累计同比	9
图表 21：PMI 指数	9
图表 22：工业企业库存情况	9
图表 23：PMI 库存指数	9

图表 24: 房地产销售面积同比增长下滑.....	10
图表 25: 房地产可售面积	10
图表 26: M0	10
图表 27: M1、M2、M1-M2	10
图表 28: 外汇占款.....	11
图表 29: 热钱流出放缓	11
图表 30: 信贷增速同比增速.....	12
图表 31: 实体流动性改善	12
图表 32: 公开市场操作需净投放 1 万亿.....	12
图表 33: 央票利率.....	12
图表 34: 货币市场短期利率回落	13
图表 35: 票据利率高位回落.....	13
图表 36: 股市大扩融难停	13
图表 37: 2012 年限售股解禁规模 1.3 万亿.....	13
图表 38: 上证综指涨跌和上市公司盈利增速对比	14
图表 39: GDP 增速和上市公司利润增速对比	14
图表 40: 2012 年企业盈利预计在 2 季度见底.....	15
图表 41: 毛利率和收入增速是判断盈利拐点的重要指标.....	15
图表 42: 2012 年全部 A 股盈利增长预计 10%左右	15
图表 43: 2012 年全部 A 股净资产收益率预计 14%左右.....	15
图表 44: 上中下游净利润同比增速	15
图表 45: 上证指数的 P/E 处于历史底部区域.....	16
图表 46: 上证指数的 P/B 处于历史底部区域.....	16
图表 47: 最新估值水平与历史最低谷比较.....	16
图表 48: ROE 与 PB.....	17
图表 49: PB 与 ROE 高度正相关.....	17
图表 50: 以利率与 ROE 之间的换算来看 PB 的合理位置。(剔除金融与石油石化的上市公司净资产收益率) ...	17
图表 51: 投资时钟理论	17
图表 52: 经济周期与大类资产配置的关系.....	17
图表 53: 行业最新 PB 与近十年估值水平比较	18
图表 54: 行业最新 PB 与近十年估值水平比较	18

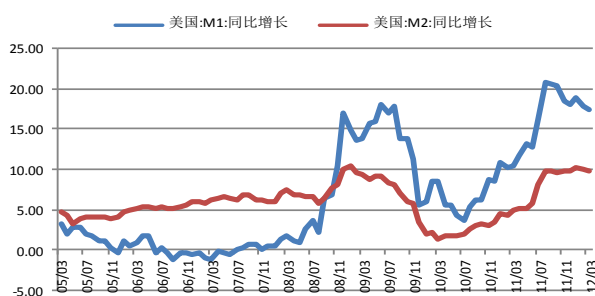
1 宏观面

1.1 海外经济：复苏面临挑战

1.1.1 后危机时代美国经济复苏路径

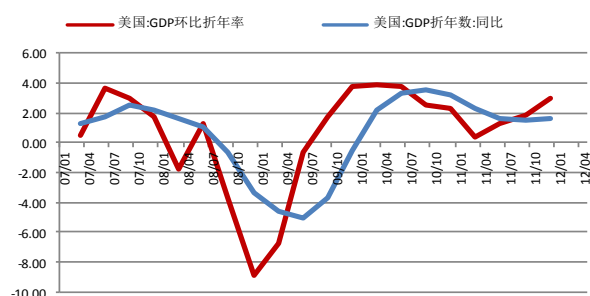
2008 年次贷危机爆发及房地产泡沫破灭后，美国经济增长内生动力不足，经济进入“流动性注入推动”阶段，即第一次流动性注入（QE1）→经济有所恢复，失业率下降→流动性消耗、经济增长动力下降→第二次流动性注入（QE2）→经济再次恢复，失业率进一步下降→流动性继续消耗、经济增长动力再次下降……

图表 1：美国 M1、M2 同比增速



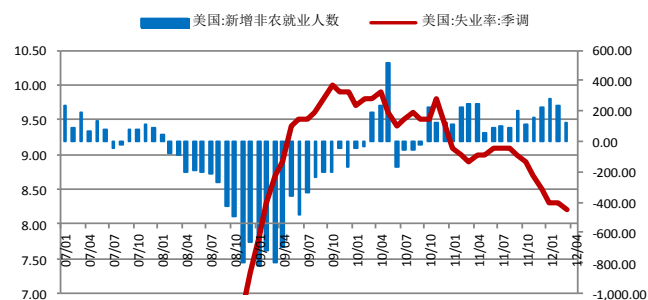
数据来源：WIND资讯，德邦证券

图表 2：美国 GDP 增长率



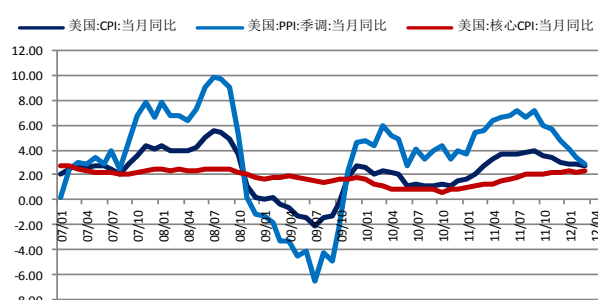
数据来源：WIND资讯，德邦证券

图表 3：美国失业率



数据来源：WIND资讯，德邦证券

图表 4：美国通胀率



数据来源：WIND资讯，德邦证券

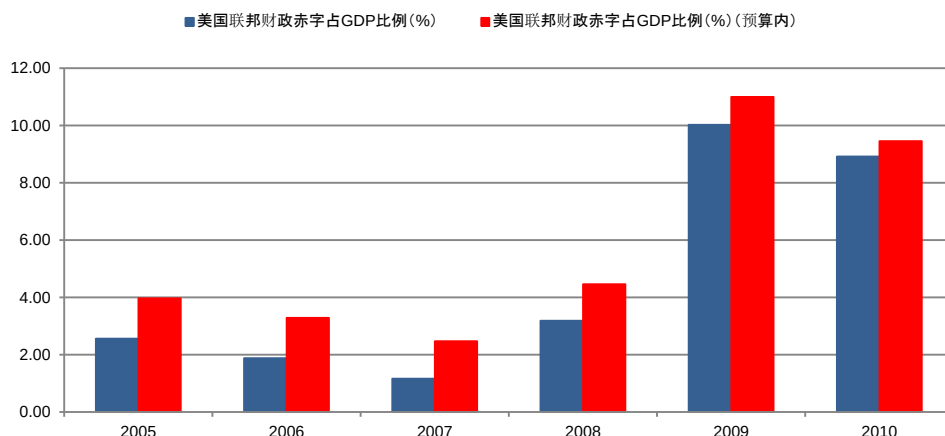
前两轮量化宽松政策带来近期 GDP 增速提升、失业率下降，PMI、消费者信心指数和投资者信心指数等领先指标有所回升。但是从历史数据来看，美国失业率还是处于比较高的位置（2012 年 3 月失业率 8.2%），距离 5%-6% 的可接受水平还有较远的距离，2011 年节日效应带来的近期略有好转的经济数据可持续性仍旧受到质疑。除此之外，低迷的房地产市场仍是经济复苏的最大障碍。我们认为美联储仍然有刺激经济的需求，且欧债危机下美元走强、国内通胀压力缓和等为进一步宽松提供保障。

虽然和前两次量化宽松推出时的情况比起来，第三轮量化宽松政策的推出时机还没有十分成熟，目前看不到确定推出的迹象，但是美联储进一步放松货币的可能性依然存在。其最新议息会议中依然延续低利率政策的实施期限至少至 2014 年，并表示将把此前量化宽松到期资金用于再投资，现行的货币政策或成为 QE3 推出条件尚未成熟背景下的一种部分的替代和试探。

另一方面，美国财政赤字占 GDP 比重大幅上升，2009、2010 两年该比例均维持在 8% 以上的水平，目前减赤等财政改革仍然在两党的政治博弈中面临较大的不确定性，美国预算目标的达成还面临着困难。随着债务上限的提高，减赤迫在眉睫，经

济复苏恐因财政政策实施空间的制约而受到拖累。在全球经济放缓的大环境下，为维持经济复苏进程，预计货币政策继续偏宽松，2012 年仍有推出 QE3 可能。

图表 5：美国联邦政府赤字占 GDP 比例

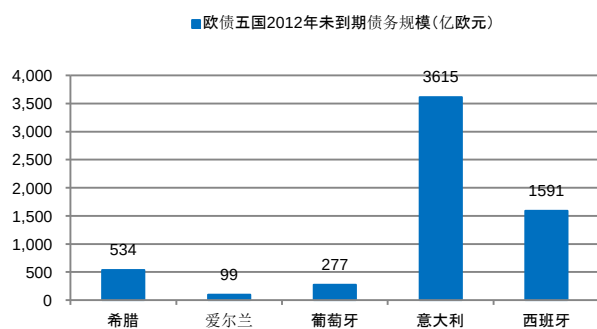


数据来源：WIND 资讯，德邦证券

1.1.2 全球货币政策进入宽松周期

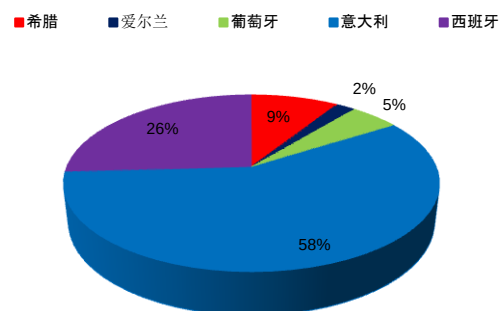
自 2009 年底欧债危机爆发以来，已经成为拖累欧洲乃至全球经济的“定时炸弹”，尽管欧盟峰会达成救助协议，但希腊、意大利等债务重灾国如地雷般时刻有瓦解欧元区以及整个市场信心的可能。另外，在相关救援及缓解债务危机措施协议的达成上，欧洲主要国家之间仍然存在比较尖锐的利益冲突和矛盾，即使已经达成的共识也不排除届时还会出现各种政治博弈所带来的约束机制乏力和实施效果的不确定。

图表 6：欧债五国 2012 年到期债务



数据来源：WIND 资讯，德邦证券

图表 7：欧债五国 2012 年到期债务占比



数据来源：WIND 资讯，德邦证券

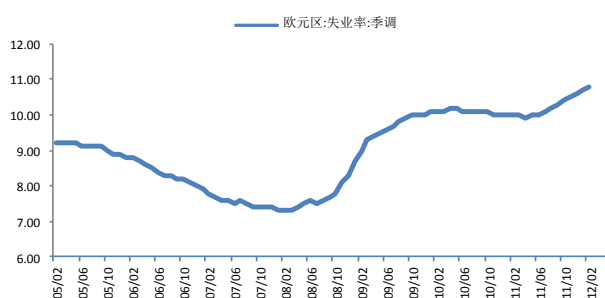
欧元区 2012 年 2 月失业率 10.8%，为 1998 年 5 月以来最高水平，部分成员国失业率继续攀升。从 3 月制造业 PMI 来看，欧元区及成员国制造业 PMI 完成短暂的三个月反弹后又再次下滑，成员国中仍旧只有德国 PMI 指数在 50 的临界点之上。欧债危机之下银行业自身资产状况恶化、流动性承压，并遭受国际评级机构下调评级的威胁，信贷被迫收缩，同时减赤等财政紧缩方案亦使欧元区经济复苏之路困难重重。

日本灾后重建有望刺激经济增长，但受到全球经济复苏疲软和欧债危机的负面影响，总体进展不理想，国内私人消费、政府购买、公共投资和净出口增长均较为缓慢。另外，日本经济仍旧未能摆脱 90 年代以来的阴影，人口老龄化严重导致劳动

力匮乏，技术进步乏力，在传统优势领域如电子、汽车等领域面临新兴国家巨大挑战，并且灾后重建所需的资金仍然有很大的不确定性，同时出口等也因欧债危机的影响受到抑制，因此未来经济前景不确定性较强。

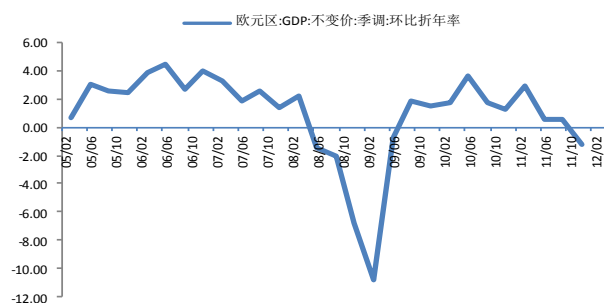
宽松货币成欧元区“救命稻草”。欧洲央行 4 月议息会议决定继续维持 1% 的基准利率不变。为降低欧元区国家债务成本，挽救银行业，欧洲央行或再出购债计划。英格兰央行 4 月议息会议决定维持基准利率在 0.5% 不变，同时维持量化宽松规模在 3250 亿英镑不变。上半年偿债高峰期到来以及欧债国家陆续紧缩方案的出台，银行信贷偏紧，货币政策仍然是补充流动性和刺激经济最直接的手段。可见，全球货币政策基本还是进入宽松周期，流动性回升概率较大。

图表 8：欧元区失业率



数据来源：WIND 资讯，德邦证券

图表 9：欧元区 GDP 增长



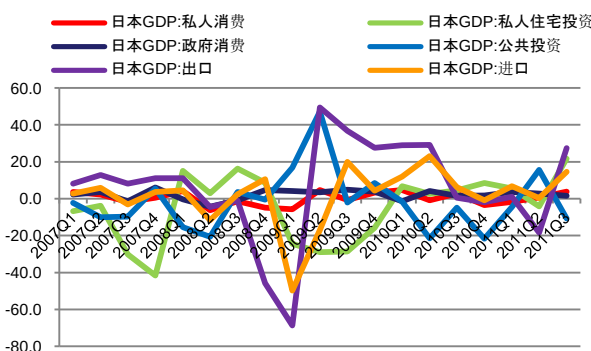
数据来源：WIND 资讯，德邦证券

图表 10：日本实际 GDP



数据来源：WIND 资讯，德邦证券

图表 11：日本 GDP 分项



数据来源：WIND 资讯，德邦证券

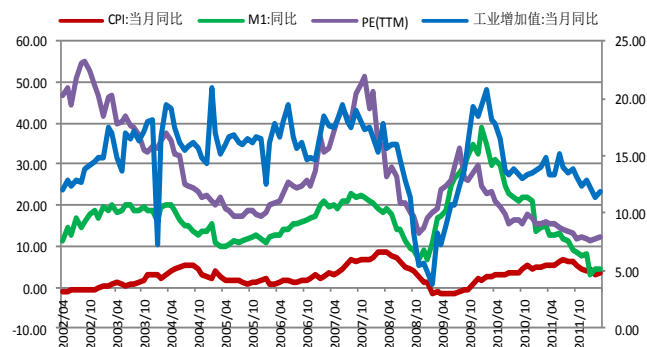
1.2 国内经济：增速进一步放缓

1.2.1 经济周期显著短期化

中国经济周期显著短期化，从历史上波谷到波峰平均历时 7 年缩短至 1 年左右的时间。03 年以来，有两轮经济周期经历滞胀和衰退，“工业增加值、通胀和 M1 同步下滑”，股市也呈现下跌；而反之复苏和扩张相应的股市上涨。目前处于第三轮的小周期衰退的后半段。

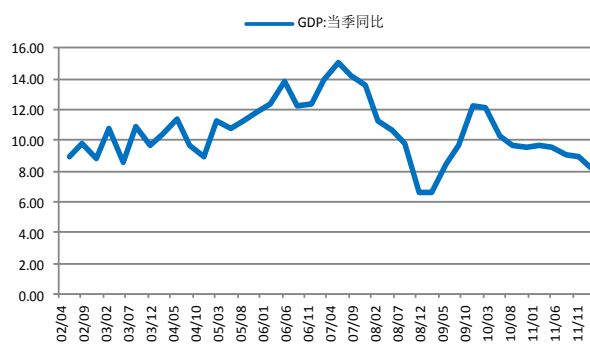
2012 年一季度 GDP 增速加速至 8.1%，低于市场预期的 8.4% 的水平，我们预计 2012 年 GDP 增速应会自 2011 年的 9.2% 放缓至 8.0%，二季度触及今年的最低点。

图表 12: 中国经济周期短期化



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 13: GDP 累计同比

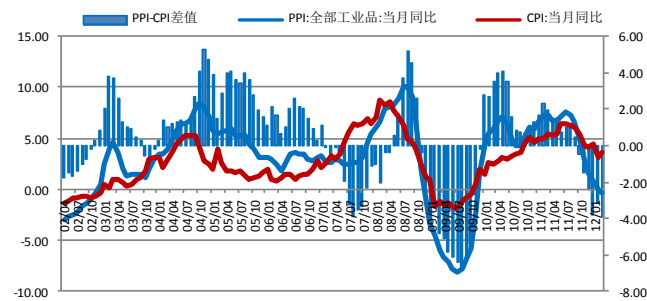


数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

通胀回落缓解紧缩压力。通胀短期反弹,但回落趋势不改,2 季度跌至 3% 以下。我们认为 CPI 同比增速已于 2011 年 7 月触顶,最新的 3 月份 CPI 反弹至 3.6%,主要受 3 月天气影响,食品类价格大幅上涨,但我们依然认为二季度将进一步回落至 3% 以下,在经济下滑阶段中 CPI 也是同步回落。通胀回落的主要因素是:粮食和猪肉价格高位回落,使得推动通胀上涨的因素减弱,未来通胀有望实现趋势性回落,为政策松动提供有利条件。

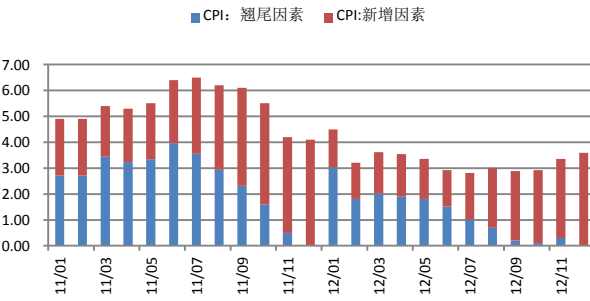
我们认为 CPI 的整体判断是受总体需求的走软应会令通胀压力大幅减小,未来两个月仍有可能维持在 3.5% 左右水平,破 3% 窗口在 6、7 月份,下半年小幅回升,全年同比通胀率为 3.2%。

图表 14: CPI 当月同比



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 15: 2012 年 CPI 预测



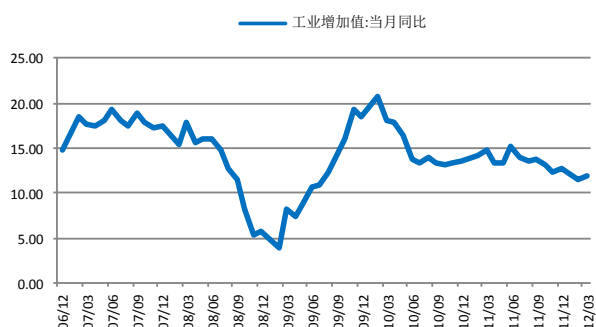
数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

工业增加值度量工业生产景气程度,是监测经济增长的重要指标。近几个月,工业增加值下滑明显。分产品来看,发电量、钢材、十种有色金属等产量均已进入同比个位数的增长,汽车生产受政策影响较大,增长率快速回落,乙烯等化工产品生产较不稳定,同比负增长的局面时有发生。

拉动 GDP 增长的三驾马车未来表现都难言乐观,海外经济下行风险加剧,外资集中撤离使我国经济大量失血,高速增长不可持续。

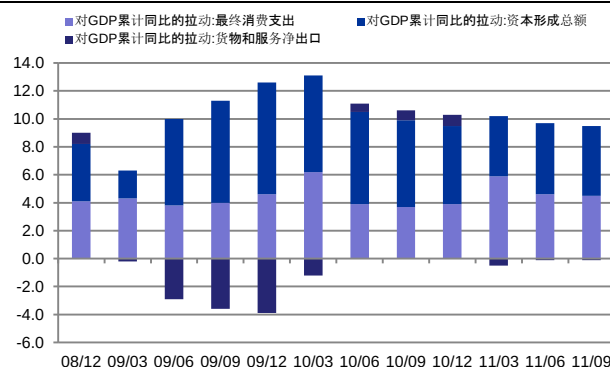
以支出法计算 GDP,2009 年二季度开始,在净出口对 GDP 的拉动转负、最终消费小幅萎缩后,投资对 GDP 的拉动不断扩大。此次经济下滑不排除会重复历史的可能性,在海外经济长期低迷的情况下,净出口对 GDP 的拉动作用已转为负值,最终消费支出目前来看保持平稳,若国内 GDP 持续下滑,则投资将重演成为拉动 GDP 增长的“独轮车”,但在投资的力度、结构和模式上会较 09 年有所不同。

图表 16: 工业增加值累计同比



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 17: GDP 拉动因素变化

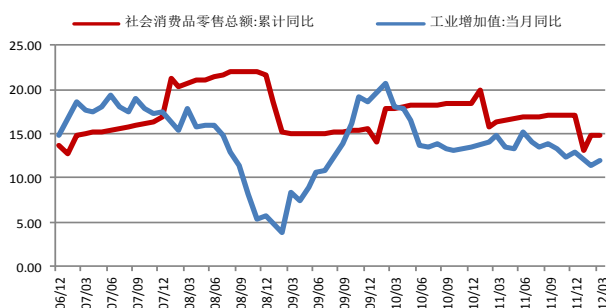


数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

去年内需消费受通胀压制, 实际增速较 2010 年末下滑约 2 个百分点。前期支撑消费的汽车等增速明显放缓, 随着家用电器的补贴到期和未来政策的不明朗, 预计 2012 年的内需消费将稳中有降, 难以支持 GDP 的高位增长, 更难以填补出口及投资回落的缺口。

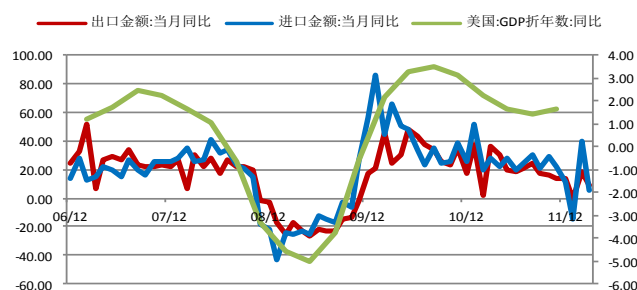
进出口增速持续回落, 欧债危机及美国经济复苏乏力对 2012 年出口形成挑战, 今年 1 月份, 我国出口和进口均出现同比负增长。在与主要贸易伙伴的双边贸易中, 中欧、中美贸易增长放缓, 但与澳大利亚、巴西、俄罗斯和南非等国家的双边贸易增长强劲, 高于我国同期总体进出口增速, 预计未来与新兴国家的双边贸易将成为新的增长点, 但并不会改变进出口增速回落的大趋势。

图表 18: 社会消费品零售总额同比



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 19: 进出口金额当月同比

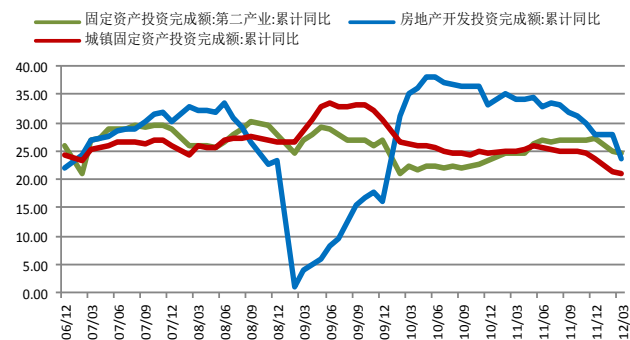


数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

投资下滑明显, 政府主导投资难以为继。房地产投资增速在资金面紧张的情况下持续回落, 未来仍有加速可能。需要警惕 2012 年房地产投资高位快速回落对经济的负面拉动。4 万亿之后中央政府投资后继乏力, 房地产调控恶化、地方土地财政以及地方融资平台清理使得地方政府投资缺乏后续财力。

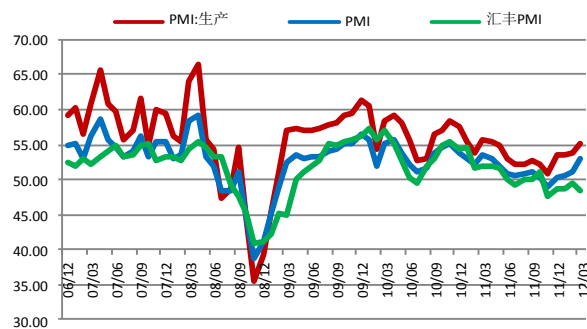
总体来看, 虽然投资仍将继续担当经济复苏的主要推动力量, 但力度肯定不如 09 年的 4 万亿大。另外, 未来的投资模式或有一定改变, 配合相关的财政和金融政策的改革, 投资资金来源范围将更为广泛。

图表 20: 固定资产投资完成额累计同比



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 21: PMI 指数



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

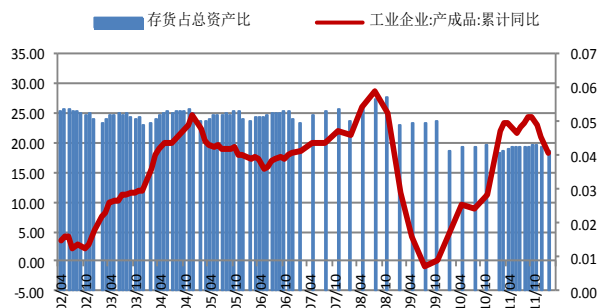
中采 PMI 和汇丰 PMI 出现较大的分歧, 主要原因受季节性因素影响, 汇丰 PMI 季调比较充分, 且是采集中小企业为主, 从此可反应中小企业的经营状况依然比较严峻。而中采 PMI 指标季调不够充分, 且基本反应大型企业, 不能反应经济已经走好的判断。而从 GDP、工业增加值、投资、消费、出口等一系经济指标来看, 经济依然处于下滑过程之中。

1.2.2 库存周期分析

工业企业的库存

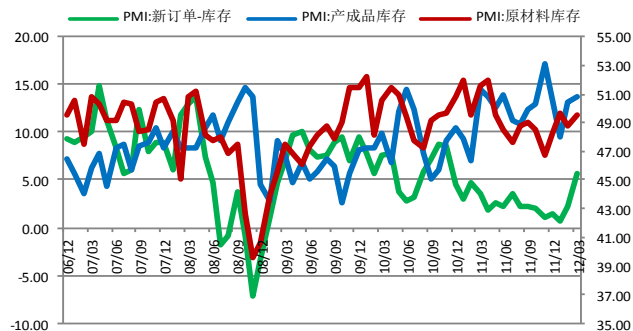
1-2 月份企业库存同比增速继续下降, 从 12 月的 20.8% 下降至 18.3%。由于 2 月份 PPI 几乎接近于 0%, 所以真实库存增速与名义库存增速之间差值急速缩小。从历史数据来看, PPI 是库存增速较好的领先指标, 而其下行趋势目前仍未改变。3 月份 PPI 将进一步下降至 -0.3%, 由此可见库存增速也将继续下滑, 企业去库存周期仍未结束。

图表 22: 工业企业库存情况



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 23: PMI 库存指数



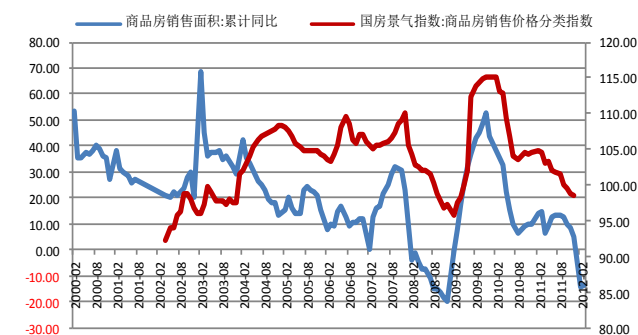
数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

房地产企业库存

房地产是我国国民经济的支柱产业, 房地产行业的兴衰直接关系到国民经济的潮涨潮落。去年以来, 一系列房地产调控政策出台, 房地产投资额增长率缓慢下行。我们可从库存指标考察房地产行业目前的景气状况。

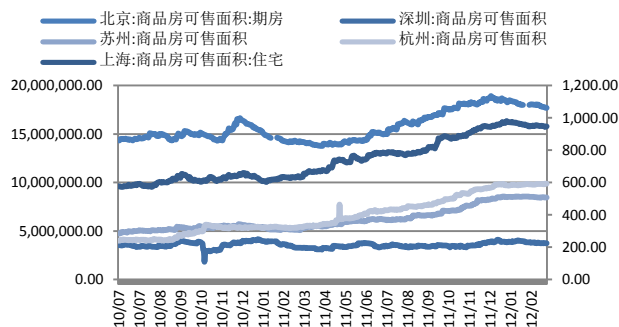
我们选取北京、深圳、上海、苏州和杭州五城市的商品房可售面积来表示房地产企业库存情况。去年以来，除深圳外，其余四大城市的商品房可售面积均呈明显的上升态势，但在去年年末，有高位缓慢回落趋势。总体来看，房地产企业去库存的过程还需持续一段时间，受此影响，国民经济保持高速增长的拉动力将大为减弱。

图表 24：房地产销售面积同比增长下滑



数据来源：WIND 资讯，德邦证券

图表 25：房地产可售面积



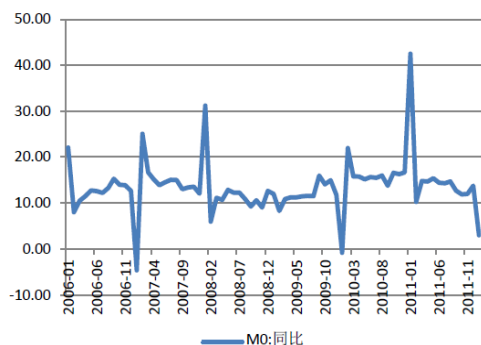
数据来源：WIND 资讯，德邦证券

2 资本市场流动性：

M2 是反映货币供应量的重要指标。

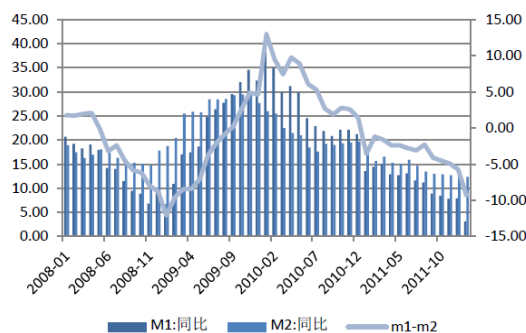
3 月份新增人民币贷款 1.01 万亿高于市场预期，信贷增速提高 0.5 个百分点至 15.7%。一季度数据相加，共新增贷款 2.46 万亿元。自从放出天量信贷的 2009 年以来，各年同期数据一直在下降过程中，相比去年前三月新增 2.25 亿元的规模，今年这个数据还略有增加。从 3 月份流动性指标来看，流动性改善缓慢。M1 同比增速 4.4%触底反弹，相比上月回升 0.1 个百分点，已连续两个月回升；M2 同比增速 13.4%比 2 月份略回升了 0.4 个百分点，货币供应量已连续两个月好转，只是幅度不大，预计未来仍将进一步改善。

图表 26：M0



数据来源：WIND 资讯，德邦证券

图表 27：M1、M2、M1-M2

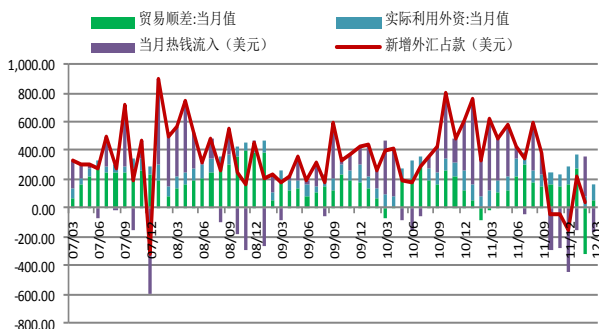


数据来源：WIND 资讯，德邦证券

2012 年 M2 增速有望达到 14%。2 月 15 日央行《2011 年第四季度货币政策执行报告》发布。值得注意的是，该报告提出“2012 年，广义货币供应量 M2 初步预期增长 14%左右”。根据 M2 的计算公式（M2≈外汇占款+金融机构人民币贷款新增信贷）我们知道决定 M2 的最主要因素是银行信贷以及外汇占款。如果要满足 M2 增长 14%的话，那么全年 M2 期末余额增加约 12 万亿。

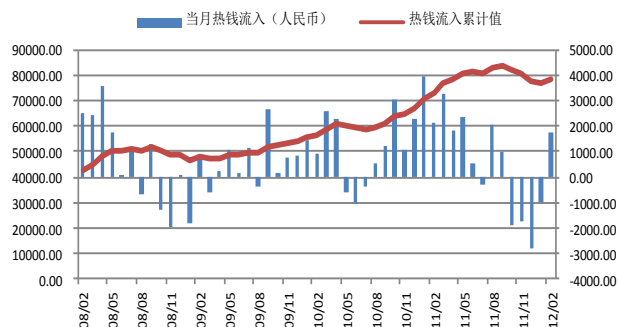
从历来的外汇占款上看，近几年基本都维持在 3 万亿左右。虽然说 10 月份至 12 月份，外汇占款出现了负增长，但是从近期 NDF 美元兑人民币（12 个月）来看，人民币升值预期又开始逐渐加强。因此我们预计全年外汇占款维持在 2 至 3 万亿左右。

图表 28：外汇占款



数据来源：WIND 资讯，德邦证券

图表 29：热钱流出放缓



数据来源：WIND 资讯，德邦证券

而信贷方面，2011 年全年人民币贷款增加 7.47 万亿元。从理论上讲，信贷增速基本上与 M2 增速趋于一致。而且随着银行资本金要求的宽松以及存准率的下降，银行可贷资金将会宽裕。全年完成 8 万亿的目标是完全可以实现的。

那么这样算下来新增外汇占款 2 至 3 万亿，新增贷款 8 至 8.5 万亿，差不多就接近了 11 万亿。此外，我们知道公式 $M2 \approx \text{外汇占款} + \text{金融机构人民币贷款} + \text{新增信贷}$ 与实际 M2 是有一定误差的。比如，M2 2011 年共增加 12.6 万亿，但是外汇占款与信贷仅增加了 10.2 万亿，存在 2.4 万亿的误差。因此，如果考虑进误差项的话，基本上 12 万亿是可以完全实现的，即 M2 增速为 14% 是完全可以达到的。

M1 是经济周期波动的先行指标。

M1 就具有极强的周期性。一共出现五次大底，分别是在 1995 年的 7 月，1998 年的 6 月，2002 年的 1 月，2005 年的 3 月以及 08 年的 11 月。底部周期最长为 42 个月，最短为 34 个月，平均周期为 39 至 40 个月。

截至到 3 月份，已有 40 个月，基本达到了平均周期。同时，从 08 年 M1 底部运行的时间上看，在 10% 之下的时间也就维持了 7 个月的时间，而目前截止到 3 月份的数据显示，此轮 M1 的底部运行在 10% 以下的时间已经有 7 个月的时间。因此，从统计的角度上看，M1 的低点基本上在一季度中可以确定。

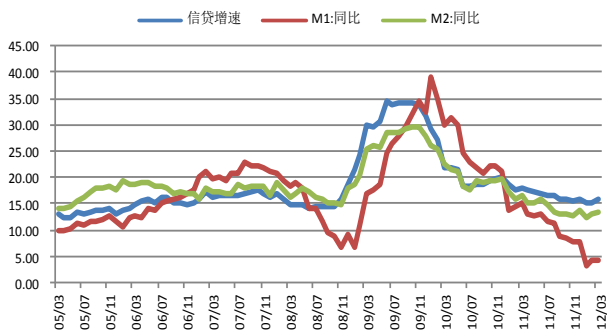
此外我们可以看下 M1 的公式。 $M1 = M0 + \text{活期存款}$ （企业活期存款 + 机关团体部队存款 + 农村存款 + 个人持有的信用卡类存款）。其中企业活期存款的增加可以简单看成是企业现金流的变化。

影响企业现金流变化的主要方式有三种，企业经营性现金流、企业投资性现金流以及企业筹资性现金流。由于投资活动主要是企业间行为，现金从一个企业转移到一个企业，宏观上对 M1 影响不大。因此影响 M1 变化的主要因素是经营性现金流和筹资性现金流。

M1 与库存变化有显著的反向关系。当经济总需求增速快，企业库存增速下降，周转加快，现金流增加；需求回落，企业库存被动增加，周转变慢，现金流减少。2 月份工业产成品名义库存同比增速为 18.3%，相比去年 12 月份 20.78% 的增速进一步回落了 2.48 个百分点。随着企业的自身调整和需求企稳，库存增速将进一步下降，企业经营性现金流将继续改善。

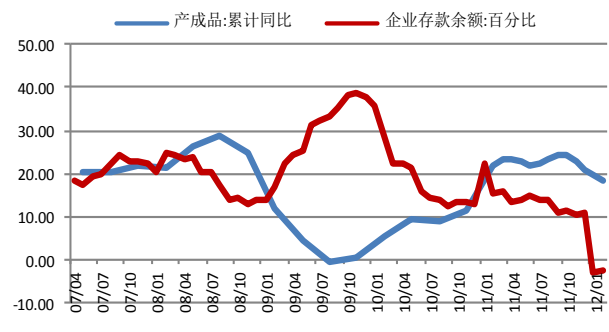
因此无论是从统计的角度还是 M1 构成的角度, M1 一季度见底回升是大概率事件。

图表 30: 信贷增速同比增速



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 31: 实体流动性改善

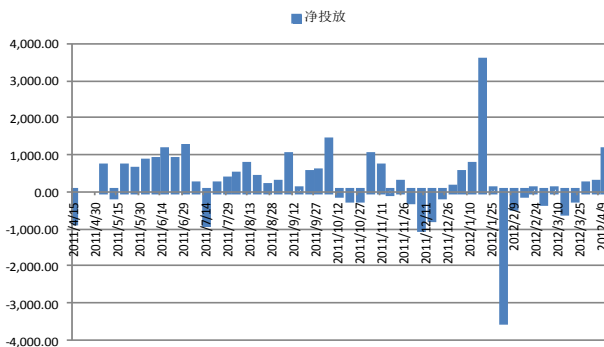


数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

公开市场到期资金

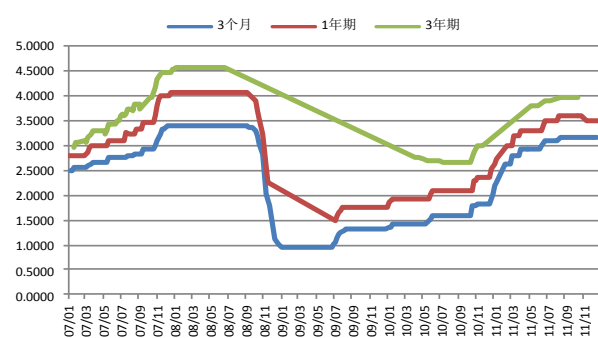
从全年来看, 剩下的月份到期资金量和去年相比将出现大幅度下降, 尤其是在年中的时候, 公开市场到期资金更是接近于枯竭。因此, 如果要满足 M2 14% 的增长, 在货币乘数为 4 的情况下, 基础货币大概需要 3 万亿左右。如果只有 2 万亿左右的外汇占款, 那么在公开市场操作上, 央行需要净投放 1 万亿左右的资金。因此, 从这个角度看, 全年央行都不太会大幅度回收流动性, 预计是以净投放为主。

图表 32: 公开市场操作需净投放 1 万亿



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 33: 央票利率



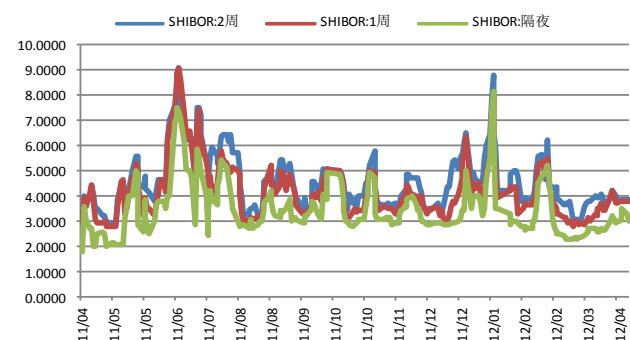
数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

资金价格

1 年期央票首次下调, 银行间 shirbor 利率也已回落至去年上半年之下。10 年、1 年期国债价格也去年 7 月的高点回落至 10 年均值 3.6% 之下。目前国内外局势动荡, 国内经济处于小周期衰退阶段之中, 资金从风险市场撤出, 买入国债避险从而推高国债价格上行, 预计 10 年期国债收益率未来仍将回落。另外, 从 6 个月的票据直贴利率从前期最高的 13% 快速回落至 4% 左右, 说明实体经济资金链紧绷的状况得到初步缓解。预计 2012 年随着政策的可能进一步放松, 市场利率水平有进一步回落, 流动性状况也将进一步改善。

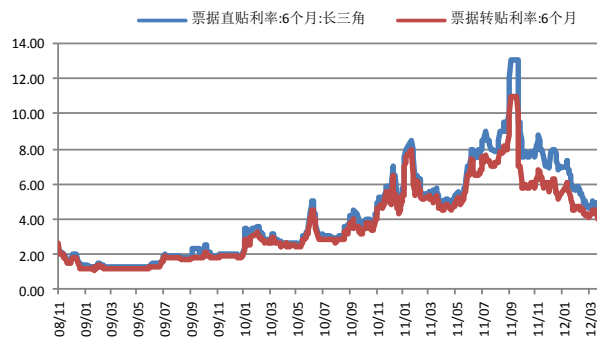
我们认为随着近期的再次下调存准率, 资金面的紧张局面将逐渐缓解。

图表 34: 货币市场短期利率回落



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 35: 票据利率高位回落



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

股票大扩容难停

近两年首发家数大幅度上升, 2010 年达到了 347 家, 2011 年达到了 277 家, 募集资金分别达到了 4911 亿和 2720 亿。而在定向增发上 2011 年达到了 3874 亿, 2010 年为 3510 亿。

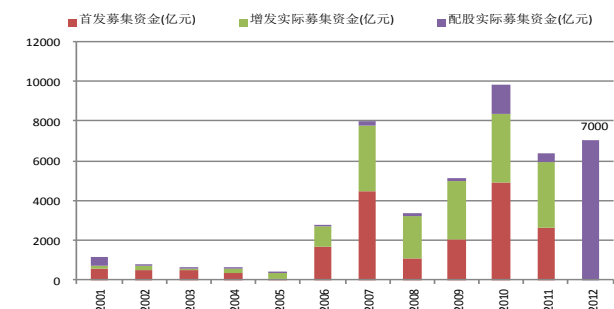
根据证监会首次公布主板及创业板 IPO 申报企业信息显示, 截至 2012 年 1 月 31 日, 共有 515 家公司排队上市, 其中 295 家拟登陆主板和中小板, 220 家拟登陆创业板。在 515 家排队企业中, 包括银行、房地产这样的融资巨头。14 家银行中, 包括 4 家农商行 (江苏常熟农村商业银行、江苏张家港农村商业银行、江苏吴江农村商业银行、江苏江阴农村商业银行), 7 家城商行 (盛京银行、锦州银行、上海银行、贵阳银行、杭州银行、重庆市商业银行、东莞银行), 3 家地方性股份制银行 (大连银行、江苏银行、徽商银行)。

如果最终过会率 70% 至 80% 计算, 那么则有 350 至 400 家企业将发行 IPO, 数量上有可能接近 2010 年。保守估计, IPO 融资有可能会在 3000 亿以上。而在定向增发上, 近几年增发募集资金呈逐级上升状态, 2012 年有可能会在 4000 亿左右。因此, 总体来看, 2012 年融资压力不可小觑。

限售股解禁压力不减

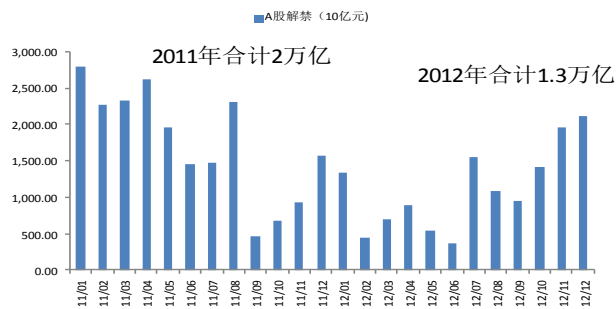
限售股解禁压力 2012 年整体要比 2011 年有所缓解。12 年限售股解禁规模达到 1.3 万亿, 11 年为 2 万亿, 相比 11 年减少 0.7 万亿, 但在 7 月、11 月和 12 月将迎来一个小高峰, 对市场或将形成冲击。预计明年的下半年股市承压而回落。

图表 36: 股市大扩融难停



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 37: 2012 年限售股解禁规模 1.3 万亿



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

3 盈利与估值

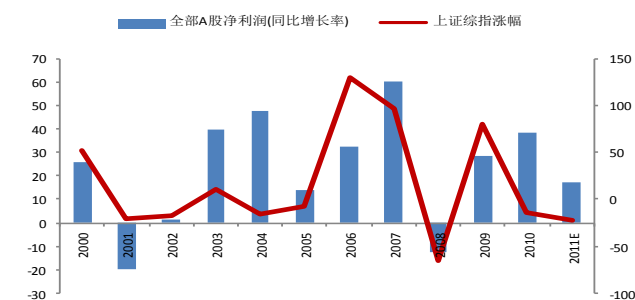
2012 年企业盈利增速预计为 10%

我们在分析市场策略的时候对于企业盈利放至非常重要地位，原因是企业的盈利变动性非常重要。在每一阶段，我们在研判市场的时候，有时看流动性，有时看政策，有时看海外经济，但是从中长期角度来看，股票市场从未偏离经济形势和企业盈利的变化。反过来说，只要判断对了企业盈利的变化趋势，就能准确判断市场。

我们统计过去 10 年的市场表现，在盈利见底的年份，大盘无一例外的出现反弹和反转的行情，在 01 年、05 年和 08 年上证综指的表现都证明了这一点，盈利不断上调的年份股指都是上涨的年份，盈利不断下调的年份也是股指下跌的年份，只有 2004 年和 2010 年是例外，因为当年决策层执行了紧缩的政策。上市公司的盈利增速和 GDP 增速的变化较为一致，从下图我们不难看出。自从 2006 年以后，企业盈利增长与经济增长呈现出明显的正相关性，经济每下降 1 个点，盈利下滑约 10 个点。

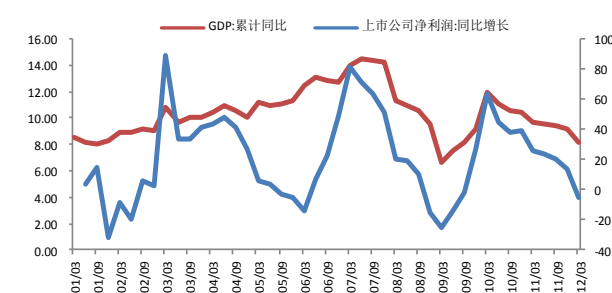
根据我们宏观小组的研究 12 年经济呈现前低后高的走势，一季度达到 09 年以来的最低点 8.1%，全年经济相比 11 年放缓至 8.0% 的水平，以及通胀水平回落至 3.2% 的水平，上半将回落至 3% 以下，下半年回升。我们在经济减速和通胀回落的假设下，我们预期 2012 年全部 A 股的净利润增速下滑至 10%，ROE 放缓至 14%。

图表 38：上证综指涨跌和上市公司盈利增速对比



数据来源：WIND 资讯，德邦证券

图表 39：GDP 增速和上市公司利润增速对比



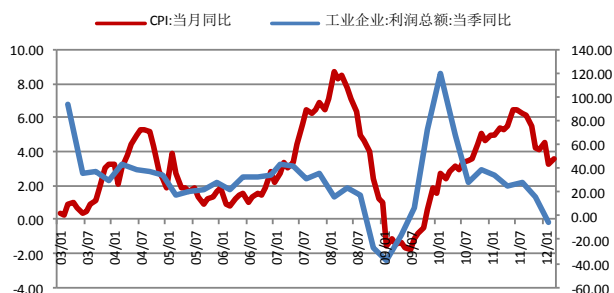
数据来源：WIND 资讯，德邦证券

企业盈利下滑 2 季度见底

毛利率和收入增速是判断盈利拐点的重要指标，尤其是毛利率对企业盈利拐点的表征更为准确。而净利润同比增速波动大，相比之下收入增速更具有一定的方向性，能更好揭示同比见底的情况，比如在 04-05 年中利润增速出现多次反复，而从收入增速则更能清晰的说明同比见底。同时，历史经验显示，股票指数与毛利率基本同步见底和见顶。

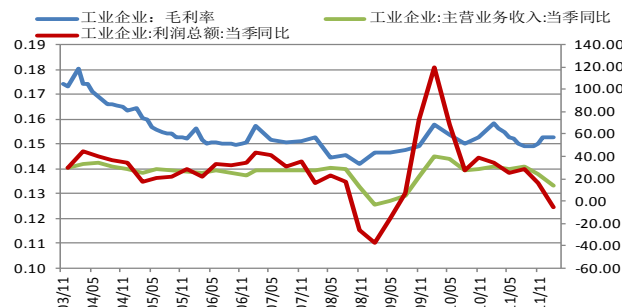
盈利拐点就是物价的拐点。企业经营离不开宏观通货背景。从企业盈利同比增速与通胀的关系来看，企业盈利增速在通胀高于 3% 以上的区间将持续受压制，净利润同比增速下滑的势头难以反转，只有当物价触底，毛利率和盈利增速基本上都能在同期见底。根据宏观研究小组对通胀的分析，通胀要在 12 年的 2 季度回落至 3% 以下，且 2 季度见底，下半年回升。因此，短期来看企业盈利下滑的势头还将持续，企业盈利预计在 12 年的 2 季度见底回升，全年呈现前低后高的走势。

图表 40: 2012 年企业盈利预计在 2 季度见底



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

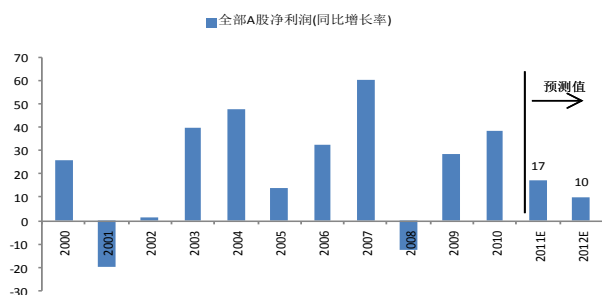
图表 41: 毛利率和收入增速是判断盈利拐点的重要指标



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

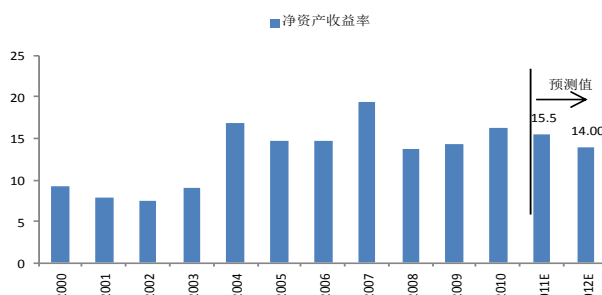
我们从自上而下的盈利预测模型预计 2011 年上市公司盈利增长为 17%, Wind 研究员自下而上的一致预期对 2011 年上市公司利润增速为 18%, 基本接近; 我们对于 2012 年上市公司的利润增速预期为 10%左右, 净资产收益率为 14%。而 Wind 研究员一致预期对 2012 年盈利增长预期 17%, 过于乐观, 未来仍有下调的可能。我们认为企业盈利下滑在 2 季度见底, 市场的恐慌情绪已经开始缓解。

图表 42: 2012 年全部 A 股盈利增长预计 10%左右



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 43: 2012 年全部 A 股净资产收益率预计 14%左右



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 44: 上中下游净利润同比增速

板块名称	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
全部 A 股	-13.13	-1.33	28.78	63.53	44.31	38.32	38.95	24.64	24.07	20.39	13.93
剔除金融及石油石化	-38.82	-19.47	34.25	116.35	80.03	58.5	55.25	20.78	21.68	17.36	7.62
上游	23.85	10.43	7.81	48.5	25.69	24.12	29.55	18.08	10	8.67	2.76
中游	-69.62	-40.39	50.77	384.65	149.31	67.86	69.42	32.99	34.79	25.8	9.27
下游可选消费	1.66	28.62	71.47	165.13	72.05	53.26	43.7	12.04	17.57	15.79	19.33
下游必需消费	1.97	15.82	54.22	38.09	36.09	28.29	28.06	35.69	33.81	31.12	19.69
金融	-3.01	7.34	29.13	37.92	30.87	30.6	29.51	28.75	30.82	27.14	23.42

数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

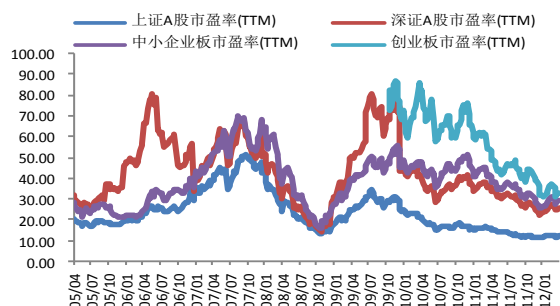
上证综指估值处于底部, 具备配置价值

上证综指动态 PE 处于历史底部区域, 全部上证综指的市盈率是 12 倍 (TTM), 超过历史最低的 (13.27)-9.55%; 深证 A 股的市盈率 25.89 倍, 超过历史最低的 (14.55) 的 77.95%; 沪深 300 的市盈率 11.31 倍, 超过历史最低 (12.51) -9.63%; 中小企业

市盈率 29.43 倍，超过历史最低（16.2）81.6%；创业板市盈率 33.14 倍，处于历史最低。同一时点，上证综指的 PB 水平是 1.81，超过历史低点（1.6）的 12.74%；深证 A 股的 PB 水平是 2.81，超过历史低点（1.57）78.85%；沪深 300 的 PB 水平 1.80，超过历史低点（1.6）的 12.68%，已经接近 2008 年的最低点。

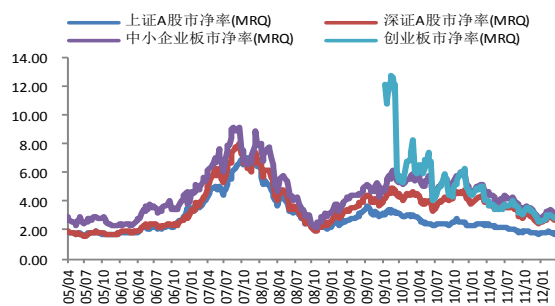
目前，上证综指的动态 PE 经过两年的下滑处于 12 倍左右，低于过去 5 年的均值 25 倍，同时低于 2005 年和 2008 年两次历史底部的低点。PB 处于 1.81 倍，低于过去 5 年的均值 3.45。可见目前 A 股的估值水平不论是 PE 还是 PB 都已处于底部区域，股指已经是下跌过度，安全边际较高。

图表 45：上证指数的 P/B 处于历史底部区域



数据来源：WIND 资讯，德邦证券

图表 46：上证指数的 P/B 处于历史底部区域



数据来源：WIND 资讯，德邦证券

图表 47：最新估值水平与历史最低谷比较

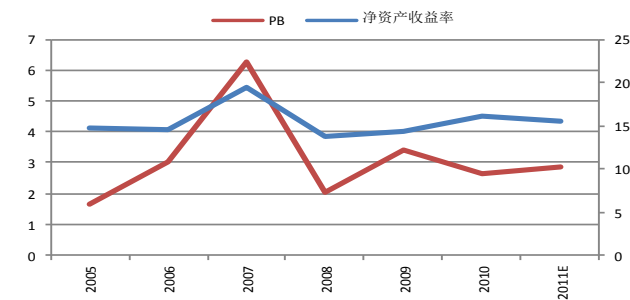
2012/4/13	收盘	市盈率 (TTM)	历史最低	市盈率差额	市净率 (MRQ)	历史最低	市净率差额
上证A股	2359.16	12.00	13.27	-9.55%	1.81	1.60	12.74%
深证A股	994.44	25.89	14.55	77.95%	2.81	1.57	78.85%
沪深300	2580.45	11.31	12.51	-9.63%	1.80	1.60	12.68%
中小企业板	5334.69	29.43	16.20	81.60%	3.24	2.20	47.02%
创业板	718.96	33.14	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%

数据来源：WIND 资讯，德邦证券

熊市看 PB，牛市看 PE。净利润的变化波动比较大，但能更易看出市场情绪的变化，因此，当牛市的时候盈利大幅增长，预期快速升高，PE 更能看出市场情绪的变化。盈利大幅下滑的时候，PE 指标失效。观察 A 股市场的表现可以看出 ROE 与 PB 估值具有高度正相关，PB 与 ROE 的动态相关系数达 0.75，当 ROE 上升时，估值就能持续提升，当 ROE 下滑时，估值将持续受压制。

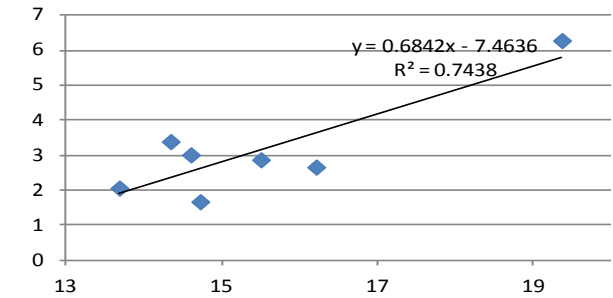
对于未来盈利增长的进一步回落，我们并不是特别担心，因为股市的低估值已经有反映，从净资产收益率/一年期存款利率，可以看做同样的资金用于生产和存款的收益比较；考虑到生产有风险，收益率要求更高一些。假定明年的净资产收益率为 10%（剔除金融及石油石化），则对于 3.5 的定存，相当于 2.85 倍的 Pb。这相比 11 年的 12.5%的净资产收益率已包含着上市公司整体净利润接近负增长 20%左右，而目前市场整体估值在 2 倍左右。由此来看，企业盈利的下滑已不足惧，如果企业盈利负增长 20%，那么政策方面降息的可能性就比较大，对股市能形成中性支撑。

图表 48: ROE 与 PB



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 49: PB 与 ROE 高度正相关



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 50: 以利率与 ROE 之间的换算来看 PB 的合理位置。(剔除金融与石油石化的上市公司净资产收益率)

时间	净资产收益率	一年期存利率	ROE/利率
2004	9.16	2.25	4.07
2005	8.21	2.25	3.65
2006	10.66	2.52	4.23
2007	15.05	4.14	3.64
2008	9.08	2.25	4.04
2009	10.73	2.25	4.77
2010	13.46	2.75	4.89
2011E	12.5	3.5	3.57
2012E	10	3.5	2.85

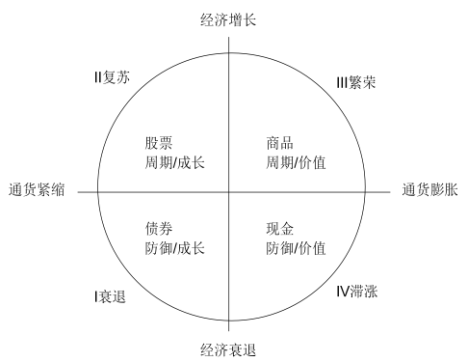
数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

4 2012 年二季度投资策略

我们在资产配置策略的时候,从美林投资时钟进行正确的资产配置,把经济周期划分为四个阶段:衰退、复苏、繁荣和滞涨。经济周期类比为一年中的四季,总是以相同的顺序重复出现。受外部因素的影响,有些年份的夏天会比其他年份更加热一些,有时冬天也会更冷些。但是,夏天来临时天气就会变热,而冬天来临时天气将变冷。同样,在经济周期在本质上也表现为上升和上、下降的交替出现,一些阶段的时间较长,而另外一些较短,一些阶段的经济增长率高于正常情况,而另外一些的回落幅度较大。经济周期对于证券市场的影响犹如四季变化对于天气的影响,虽无法精确预测短期的涨跌,却是影响长期走势的主要因素。

通过对中国资产历史配置实证及美国等重要资产配置结论的对比,可以知道在历史上不同经济周期下股市对应关系如下所示

图表 51: 投资时钟理论



数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

图表 52: 经济周期与大类资产配置的关系

经济阶段	GDP	CPI	利率	大类配置	股票配置
衰退	-	-	-	债券	防御/成长
复苏	+	-	+	股票	周期/成长
繁荣	+	+	+	商品	周期/价值
滞涨	-	+	+	现金	防御/价值

数据来源: WIND 资讯, 德邦证券

4.1 核心投资策略

对于 2012 年的宏观环境是经济增长放缓，政策趋松。相比 2011 年，我们对于 2012 年的市场持谨慎乐观的观点，2012 年宏观政策环境将略微友好一些，2012 年政策定调“稳中求进”，随着通胀水平的逐步回落，未来经济工作的重点将从控通胀转向保增长。政策的转变已经开始，未来仍有 2-3 次的降准机率，M2 增速预计达 14%，全年新增信贷超过 8 万亿。我们判断，股票市场未来 3-6 个月看涨，高度在 2700 点左右，下半年或将冲高回落。

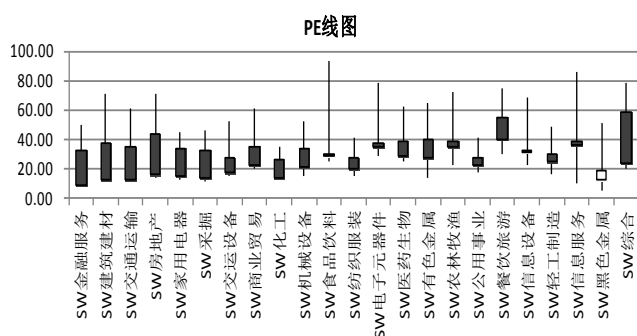
4.2 行业配置策略

我们利用市盈率（TTM）对一级行业最新的估值水平与近十年以来的历史市盈率波动区间进行比较发现，一级行业中的金融服务、建筑建材、交通运输、房地产、家用电器、采掘和交运设备处于估值的底部；而商业贸易、化工、机械设备、食品饮料、纺织服装、电子元器件和医药生物处于估值适中。

行业配置策略从受益政策和流动性回升角度寻找看好的行业：

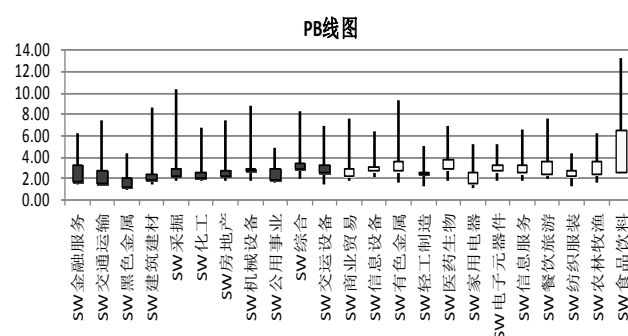
- 受益政策扶持的行业。重点看好：文化传媒和节能环保；
- 紧缩政策放松重点受益低估值板块：金融服务；
- 未来流动性回升后转向周期股。重点推荐：房地产、有色金属和煤炭股。

图表 53：行业最新 PE 与近十年估值水平比较



数据来源：WIND 资讯，德邦证券

图表 54：行业最新 PB 与近十年估值水平比较



数据来源：WIND 资讯，德邦证券

免责声明：

在作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系，本机构、本人分析文章仅供参考，不作为投资决策的依据。本公司、本人不承担任何投资行为产生的相应后果。本文部分数据信息来自资讯合作伙伴“WIND 资讯系统”和“维赛特信息评测系统”。