



稳中求进 把握结构性成长机会

——东吴基金 2012 年度投资策略报告



(2011 年 12 月 20 日)

主 编 刘元海

行业研究

传媒、软件	朱冰兵
食品饮料品牌服饰	邹国英
医药	张寅
节能环保	戴斌
电力设备	宫在轶
银行	刘元海
房地产	薛和斌
煤炭	张能进
电子、通信	徐 嶒

策略助理 王 刚

监 审 徐建平
王 炯
黎 瑛

地址：

上海浦东源深路 279 号

邮编：200135

客服热线：021-50509666

网址：www.scfund.com.cn

稳中求进 把握结构性成长机会

2011 年是让投资者备受煎熬的一年，在这一年里市场不断憧憬，却不断失望，内忧外患，上证指数呈现反弹下跌，再反弹再下跌局面。底、底、底在哪里？也许市场绝望的时候底部就出现了。

2011 年防通胀是政策首要目标，央行 4 次上调存款准备金率，3 次加息，致使银行间和实体经济利率高企。在货币信贷收紧背景下，宏观经济从主动收缩到被动加速下滑。经济加速下滑和政策放松预期落空“双杀”A 股市场，同时外围市场动荡加剧 A 股市场波动。

展望 2012 年，政策已发生转向，稳增长成为政策首要目标。紧缩货币政策结束，货币政策开始微调。我们判断，12 月 5 日存准率下调是开始，2012 年将多次下调存准率，释放流动性。预计 2012 年货币供应量 M2 同比增长 14%，货币适度宽松；新增信贷 8 万亿，比 2011 年多 5000 亿。

目前宏观经济将继续惯性下行，但随着 2012 年 1 季度货币信贷规模投放，经济有望于上半年见底。但由于 2012 年投资增速中枢系统性下移至 20%左右，并且中短期内中国经济结构转型驱动新的经济周期启动概率不大，全年经济基本处于温和平稳增长态势。因此，上证指数以箱体震荡为主，上证指数 2200 - 2300 点将是政策和估值的底部区域。

在新的经济周期起来之前，经济短周期波动将成为一种常态，而短经济周期更易受货币供应周期影响进而成为货币政策周期的衍生品。因此，货币信贷波动将会深刻影响 2012 年 A 股市场走势 A 股波动性会明显加大，在投资策略上要稳中求进。我们判断，2012 年 1 季度特别是 2、3 月份货币信贷将迎来小高峰，市场有望出现一波反弹。但步入 2 季度后，4、5 月份是国内财税上缴高峰，市场流动性将趋紧，加上上市公司业绩预测面临大幅下调压力，市场重归弱势。3 季度，随着经济底部明朗，打消了市场对经济下滑的过分忧虑，同时货币供应较 2 季度偏好，市场会在企业业绩回升预期和流动性驱动下重拾升势，估值重心整体上移。

从投资主线看，在经济增速中枢下移背景下，市场更多是一种结构性投资机会。在经济温和平稳增长背景下，成长性行业和公司可能会越来越少，因此每次市场系统性下跌都是很好的买入机会。由于投资增速系统性下降，周期类股票业绩弹性将减弱，周期类股票更多是政策放松力度加大驱动估值修复带来的投资机会。2012 年重点关注以下三条投资主线：

- 受益于政府财政支持和经济结构转型的行业及其成长股，重点关注：传媒、软件、节能环保、电力设备及新能源。
- 业绩稳定增长的弱周期行业，重点关注：食品饮料、品牌服饰、医药。
- 把握政策放松力度加大而引致估值修复的周期性行业的阶段性投资机会，重点关注：房地产、金融、汽车和工程机械。



目 录

一、2011 年A股市场回顾：始于憧憬，终于失望	3
(一) 市场走势：内忧外患，股指震荡向下	3
(二) 行业表现：“弱周期+低估值”强	3
(三) 估值水平：迭创新低	4
二、货币适度宽松，信贷依然偏紧	5
(一) 货币适度宽松	5
(二) 信贷依然偏紧	12
(三) 存准率存在下调需要	16
三、经济温和平稳增长	17
(一) 经济从主动收缩到被动下滑	17
(二) CPI：上半年持续回落，下半年略有回升	27
(三) 外围：动荡依旧	30
(四) 政策转向：系统有序	32
三、2012 年A股市场格局：箱体震荡	34
(一) 政策底：基本探明	34
(二) 业绩底：即将明朗	35
(三) 估值压力：释放充分	37
(四) 市场趋势判断：箱体震荡为主	39
五、2012 年投资主线：重成长兼顾周期性估值修复	41
(一) 04 - 05 年历史经验	41
(二) 寻找成长股：消费 + 符合经济结构转型的成长股	42
(三) 周期股估值修复交易性机会	43
(四) 投资主线：重成长兼顾周期性估值修复	44
(五) 重点行业	46
东吴基金管理有限公司旗下基金：	55



一、2011年A股市场回顾：始于憧憬，终于失望

（一）市场走势：内忧外患，股指震荡向下

截至12月15日，今年以来上证指数跌了22.33%。2011年是让投资者备受煎熬的一年，在这一年里“黑天鹅”频繁光临，给刚刚经受金融危机、本已相当孱弱的市场一次又一次的重磅打击，投资者对市场一次次美好的预期均以幻灭收场，股指震荡向下。

年初，由于1月份CPI数据低于预期让市场产生了政策松动的预期，催生了一波反弹，上证综指从年初的2852.65点反弹至4月中旬的3057.33（年内高点）后，伴随着政策放松预期的落空，即开始下行。

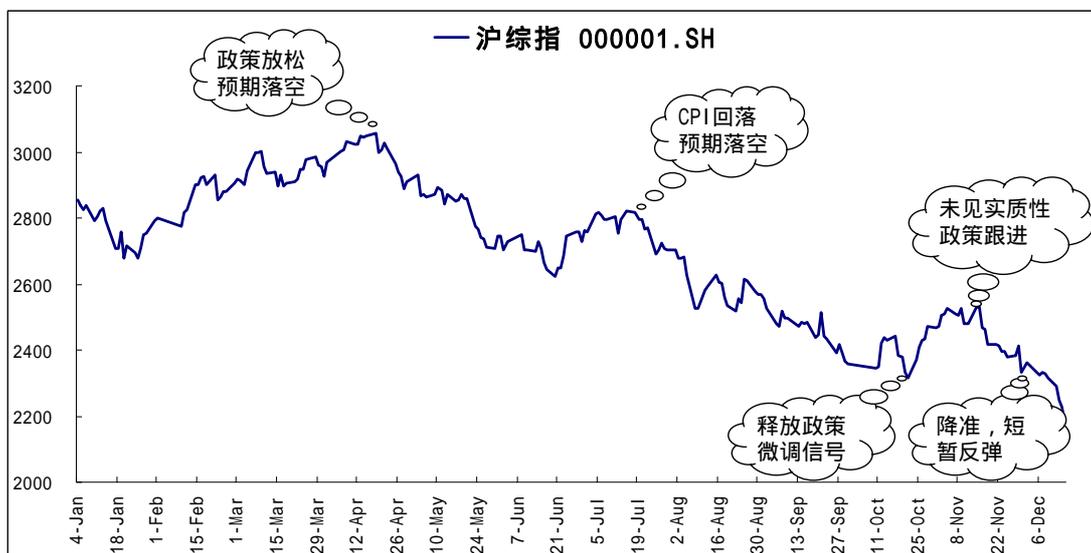
7月，高企的6月份CPI数据引发市场对通胀失控引来更严调控的担忧，再加上欧债危机的恶化，A股再度下行。

10月21日，沪指击穿2010年7月形成的低点，收于2317.28点，最低探至2307点。随后，在政府释放出政策预调微调的信号后开始反弹，但由于没有实质性利好政策跟进，市场重归弱势。在再次逼近2300之际，11月30日央行出人意料的下调存款准备金率，催生再次反弹。但反弹力度渐次减弱，政策刺激的效果逐次递减，市场极度疲弱，对政策极度敏感和依赖。

12月12日，市场在中央政治局会议和中央经济工作会议上看不到积极信号，而11月份宏观数据显示经济正加速下滑，市场再次恐慌暴跌，最低跌到2170点。

始于憧憬，终于失望，内忧外患，上证指数震荡向下。底、底、底在哪里？也许大家都绝望的时候底部就出现了。

图表1 内忧外患，上证指数震荡向下



数据来源：Wind，东吴基金。

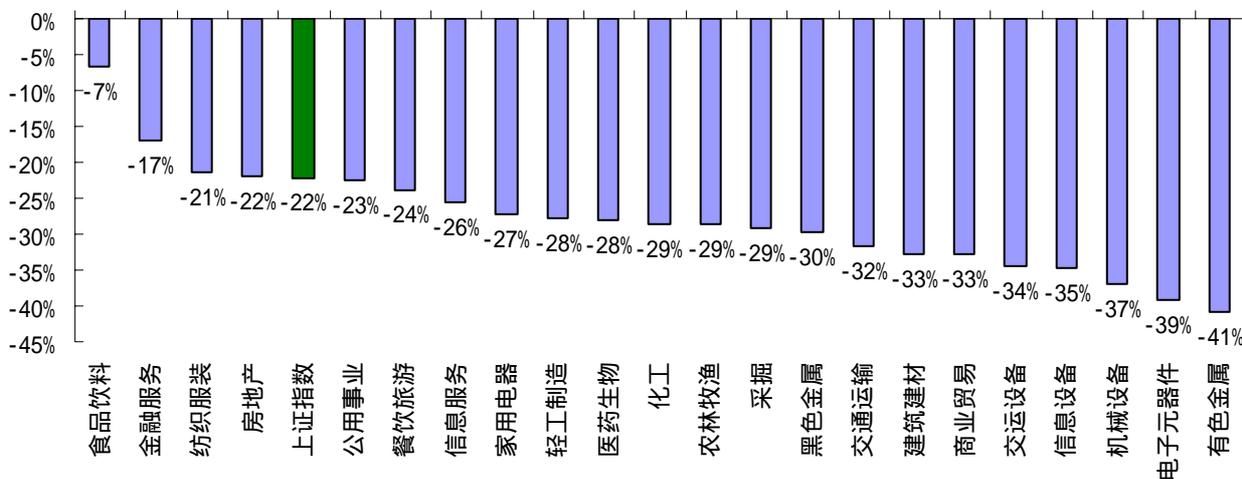
（二）行业表现：“弱周期+低估值”强

截至12月15日，申万22个一级行业全部为负收益。其中，跑赢上证指数只有4个行业，分别为：食品饮料、金融服务、纺织服装和房地产，这些行业特征是弱周期稳定增长、或者低估值。



跌幅居前的行业主要有两类：一类是业绩低于预期和估值较高的行业，如电子元器件、信息设备；另一类是强周期性和耐用消费品行业，如有色、机械设备、交运设备、交通运输、黑色金属和采掘。

图表2 行业指数涨跌幅

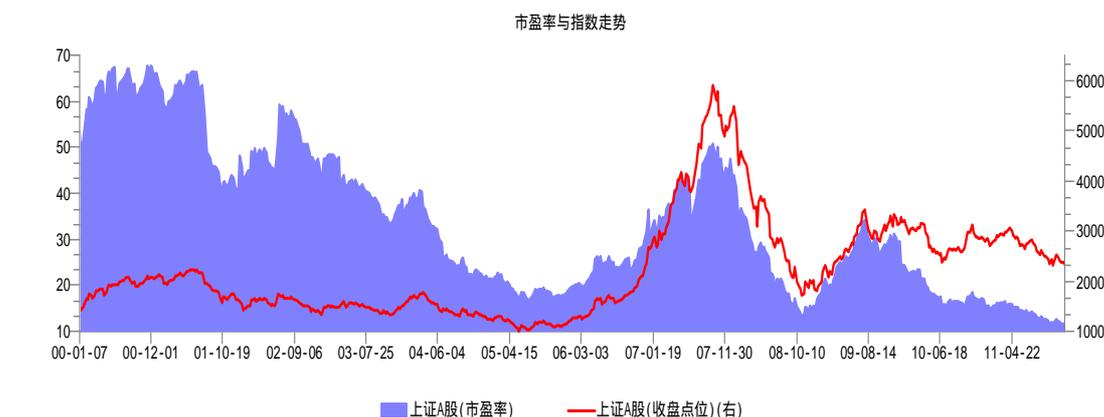


数据来源：Wind，东吴基金。

(三) 估值水平：迭创新低

随着市场的大幅下跌，市场股值水平是一降再降，迭创历史新低。目前上证A股市盈率已降至12倍以下，低于2008年10月上证综指1664点时估值水平。

图表3 估值水平与上证走势



数据来源：Wind资讯，东吴基金

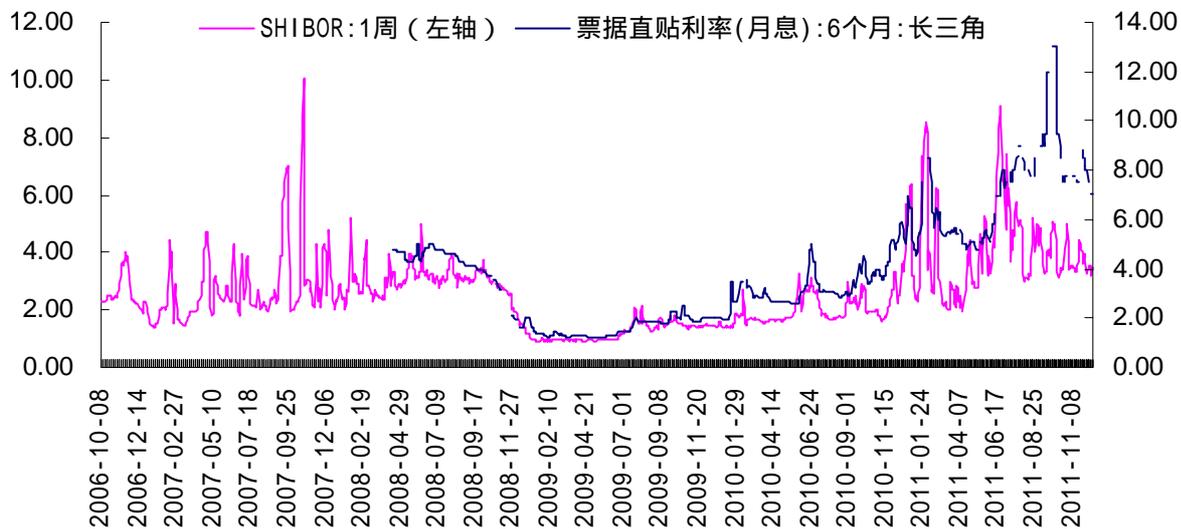


二、货币适度宽松，信贷依然偏紧

2011 年在货币政策持续收紧背景下，货币和信贷呈现紧缩趋势。反映银行间流动性紧张程度的 1 周 SHIBOR 利率最高达到 9.07%，全年平均 4%；反映实体经济流动性紧张的长三角 6 个月票据直贴利率最高达到 13%，全年平均 7%。显示在货币政策紧缩背景下，2011 年货币供应、信贷需求紧张，对银行间和实体经济流动性造成比较大冲击，进而影响到 A 股走势。

我们判断，2012 年货币和信贷依然是影响实体经济和 A 股走势关键因素。那么，2012 年货币和信贷走势又将如何呢？

图表 4 2011 年银行间和实体经济流动性紧张，利率高启（%）



数据来源：Wind，东吴基金。

（一）货币适度宽松

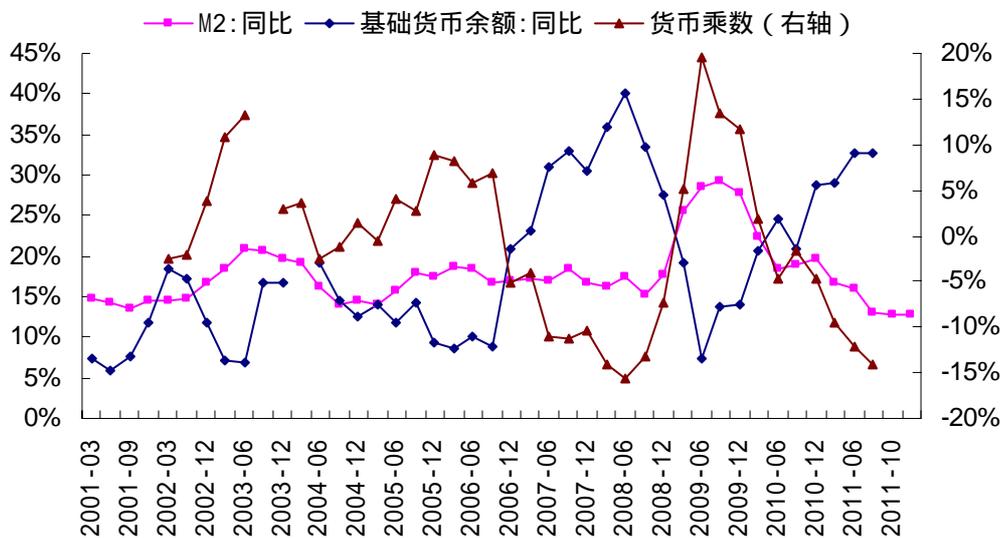
2011 年以来，广义货币供应量 M2 增速呈单边下行趋势。2011 年 11 月，M2 增速降到 12.7%，处于历史低位水平。

从货币供应量公式看， $M2 = \text{基础货币} \times \text{货币乘数}$ ，即货币供应量是由基础货币和货币乘数共同决定的。从央行三季度货币政策执行报告中公布数据看，9 月份，基础货币 21.2 万亿，同比增长 32.8%；货币乘数 3.71，同比增长 -14%。也就是说，今年货币的增长是靠基础货币的扩张，而货币乘数不断下降放慢货币供应速度。

对于 2012 年，我们判断，情况恰好相反，基础货币扩张速度将放慢，而货币乘数上升，总体来看，2012 年货币供应量 M2 增速可能略高于 2011 年，货币供应适度宽松。



图表 5 货币供应量 M2 增速处于历史底部，受基础货币与货币乘数变化影响



数据来源：Wind，东吴基金。

1、外汇占款减少，基础货币增速放慢

在央行资产负债表中，资产方包括 7 个部分：国外净资产、对政府债权、对其他存款性公司债权、对其他金融性公司债权、对非金融性部门债权、其他资产。负债方包括 6 个部分：储备货币、发行债券、国外负债、政府存款、自有资金、其他负债。根据“资产等于负债加所有者权益”原理推出，储备货币（基础货币）=资产 - 负债（发行债券、国外负债、政府存款、其他负债） - 自有资金。即资产方（国外净资产、对政府债权、对银行机构债权、对非金融机构债权）的变动会引起基础货币的同方向变动，而负债方（发行债券、国外负债、政府存款、其他净负债）的变动会引起基础货币的反方向变动。

从近几年情况看，国外净资产中外汇占款、债券发行以及政府存款是我国基础货币主要影响因素，能大部分解释基础货币变动。今年前 10 个月，新增基础货币 2.75 万亿，其中外汇占款贡献 2.62 万亿，债券发行（即央票净投放）贡献 1.9 万亿，政府存款回笼负贡献 1.45 万亿，以上三个因素基本解释了今年前 10 各月基础货币的变化。因此，对于 2012 年基础货币增速判断主要从这三个方面进行。

图表 6 我国基础货币主要影响因素：外汇占款、债券发行和政府存款（单位：亿元）

	2005-12	2006-12	2007-12	2008-12	2009-12	2010-12	2011-10
资产方：							
外汇占款	16200	22221	30808	34456	25530	31612	26193
负债方：							
储备货币	5487	13415	23788	27677	14763	19173	27509
债券发行	9217	9445	4729	11311	-3716	-1175	-19032
政府存款	1695	2683	6910	-157	4263	3051	14513
解释力	96.37%	75.24%	80.58%	84.19%	169.23%	155%	111.65%

数据来源：Wind，东吴基金。

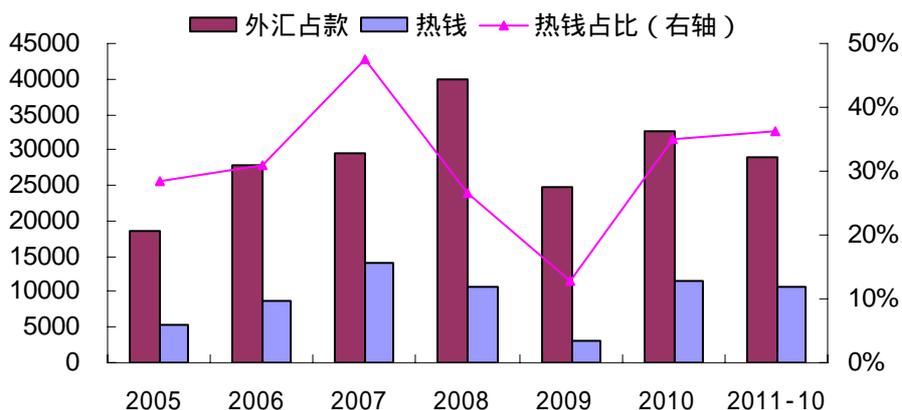


(1) 热钱减少降低外汇占款规模

外汇占款主要由贸易顺差、外商直接投资 (FDI) 和热钱组成。通常将外汇占款扣除贸易顺差和外商直接投资视为热钱流入 (注: 如果用直接投资净流入, 即外商直接投资减境外直接投资, 那么热钱规模要更大)。

05 年以来, 外汇占款基本与热钱呈正相关, 即外汇占款随热钱增加而增加, 随热钱减少而减少。近两年, 热钱占外汇占款比例基本在 35% 左右。今年外汇占款近 3 万亿, 预计热钱有 1 万亿规模, 热钱是中国外汇占款增长的主要推动力。

图表 7 热钱是外汇占款增长的主要推动力

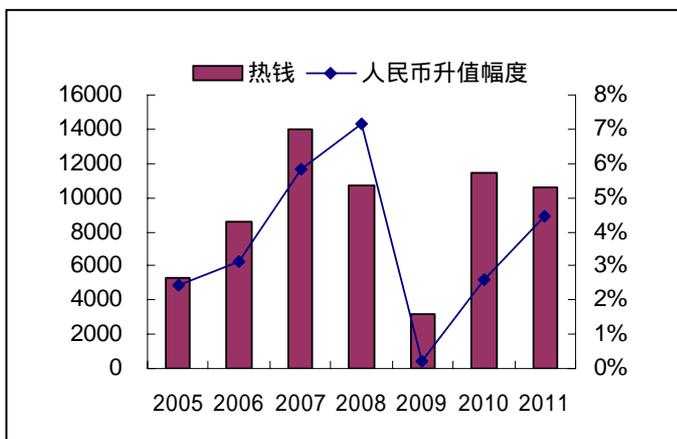


数据来源: Wind, 东吴基金。

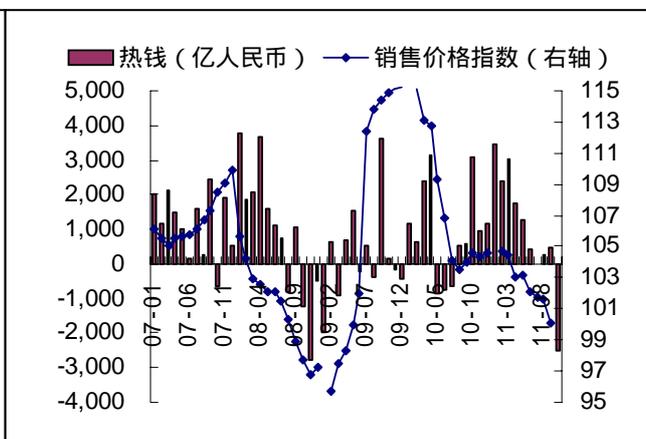
从历史看, 热钱流入规模与以下两个因素有关: (1) 人民币升值幅度; (2) 国内资产回报率水平。05 年汇改以来, 热钱流入与人民币升值幅度呈高度正相关。05-08 年人民币不断升值, 热钱也不断涌入。09 年人民币重新与美元挂钩导致人民币升值预期下降, 热钱流入量也大幅减少。而 2010 年人民币重新回到升值趋势, 热钱流入量又大幅反弹。

国内资产回报率主要是楼市和股市回报率是影响热钱流入和流出又一个因素。07 年楼市和股市火爆时, 热钱不断流入; 而 08 年楼市和股市齐跌时, 热钱流入规模减少, 甚至 08 年下半年出现流出。

图表 8 人民币升值推动热钱流入



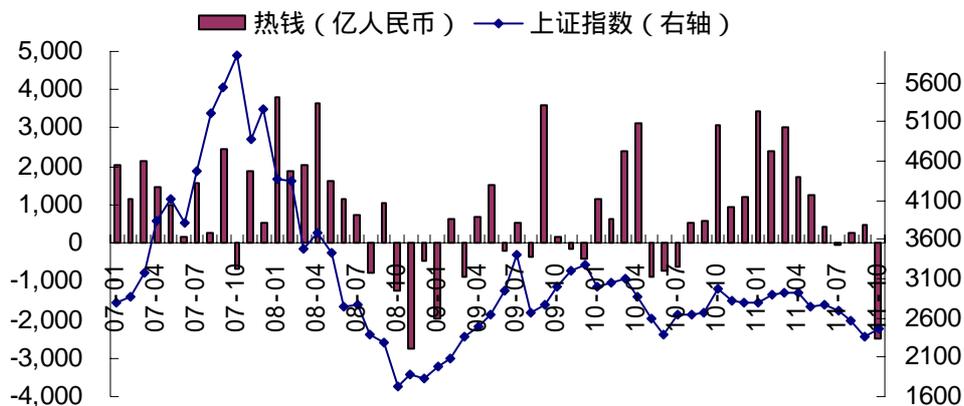
图表 9 房价上涨推动热钱流入



数据来源: Wind, 东吴基金。



图表 10 A 股上涨推动热钱流入



数据来源：Wind，东吴基金。

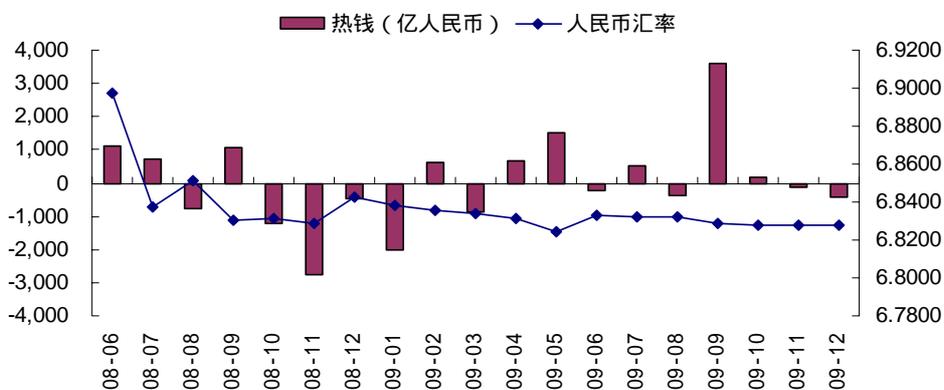
今年 10 月份，外汇占款余额减少 890 亿，热钱流出 2500 亿。短期原因有：商业银行结汇时间推迟；欧债危机导致资金回流欧洲救市。当然，更为深层次原因还是市场担心中长期内人民币升值预期减弱和国内资产回报率降低导致的。

那么在人民币升值预期减弱、国内资产回报率降低背景下，热钱流出规模有多大呢？可以参考一下 08 年下半年和 09 年案例。08 年 8 月人民币停止升值步伐，8 月份较 7 月份贬值了 139BP，热钱流出 785 亿。08 年 9 月份人民币较 8 月份升值 208BP，热钱流入 1000 亿。从这个例子可以看出，管理层通过稳定人民币汇率预期防止热钱规模流出意愿是很强的。

08 年下半年在人民币升值预期减弱和经济下滑共振下，08 年下半年热钱流出 3500 亿左右。但 09 年随着经济 V 型反转以及人民币汇率保持稳定，热钱流入 3000 亿。也就是说，如果人民币汇率预期稳定和经济稳定增长，那么热钱大规模流出可能性不是很大。

虽然近期人民币汇率盘中不断跌停，但是央行稳定汇率迹象比较明显，如 12 月 16 日人民币兑美元汇率大涨，收于 6.335，再次显示管理层稳定人民币汇率的意愿。我们判断，2012 年人民币汇率总体保持稳定，同时经济平稳增长。因此，2012 年热钱大规模流进流出概率都不大，可能类似于 09 年，热钱规模处于零增长水平。

图表 11 人民币汇率预期稳定可以防止热钱规模流出



数据来源：Wind，东吴基金。



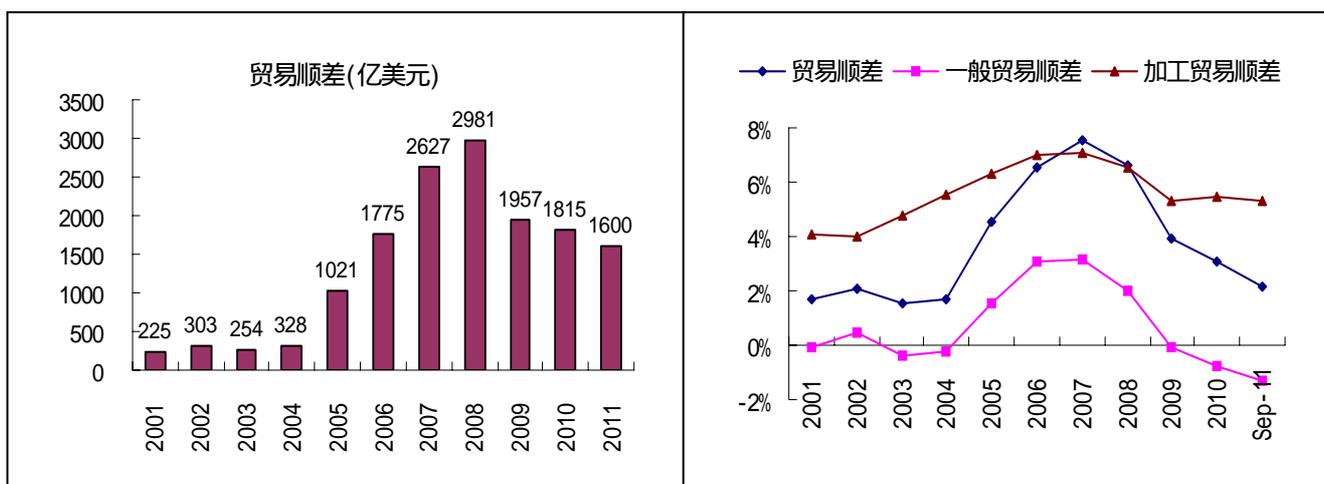
(2) 贸易顺差和 FDI 相对稳定

从外汇占款影响因素之二贸易顺差变化情况看，近几年贸易顺差绝对数呈逐年下滑，预计 2011 年降到 1600 亿左右，占 GDP 比例降到 2% 附近。从贸易顺差构成看，09 年以来，一般贸易呈现逆差趋势。2010 年一般贸易逆差 460 亿美元，预计 2011 年一般贸易逆差 900 亿美元，一般贸易逆差呈快速上升趋势，并且占 GDP 比例逐步上升，显示国内进口国外货物规模在上升。而近几年加工贸易顺差占 GDP 比例基本持平在 5.4% 左右，并有下降趋势。

假定 2012 年一般贸易逆差继续快速上升，加工贸易顺差按名义 GDP 增速计算，其它贸易逆差 1200 亿美元，我们预计 2012 年贸易顺差 1350 亿美元左右，较 2011 年略有下降，但幅度不会太大。

图表 12 贸易顺差逐年下滑

图表 13 贸易顺差和一般贸易顺差占 GDP 比例逐年下滑



数据来源：Wind，东吴基金。

从外汇占款影响因素之三外商直接投资规模变化情况看，2001 年以来，外商直接投资规模整体呈上升趋势。今年前 11 个月中国实际利用外资同比增长 13.15%，累计达 1037.69 亿美元，接近去年全年的水平，预计全年有望超过 1100 亿美元，外商直接投资规模继续上升。但今年 11 月当月，中国实际使用外资金额 87.57 亿美元，同比下降 9.76%，这是自 2009 年 8 月以来首现负增长。

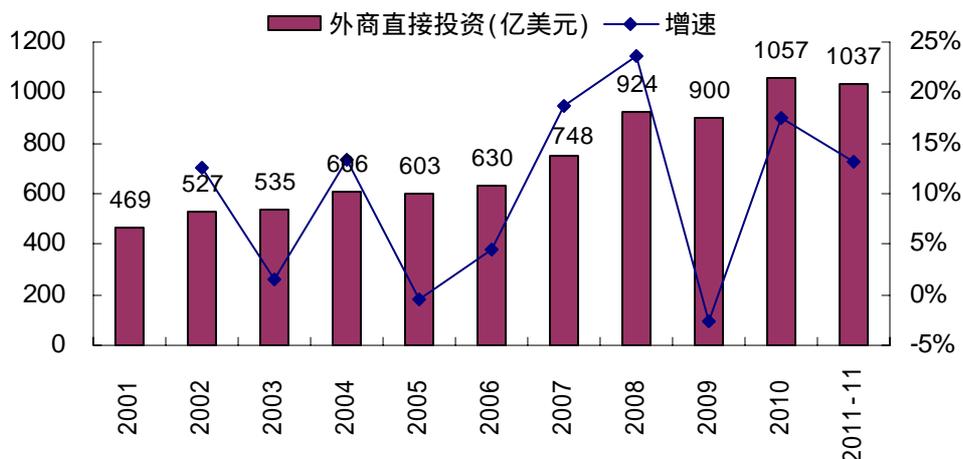
分行业看，制造业利用外资下降是拉低 FDI 的主要原因。前 11 个月制造业实际使用外资金额 473.15 亿美元，同比增长 7.56%，累计增速较前 10 个月下降 3.6 个百分点。而服务业前 11 月实际使用外资金额 487.68 亿美元，同比增长 18.54%，服务业利用外资金额占整体比重首次超过制造业。其中，广播电影电视业、社会福利保障业、旅游业、管道运输业、航空运输业等行业实际利用外资增幅较大。

从国别看，亚洲主要国家和地区对华投资持续增长，欧美投资继续呈下降之势。1-11 月，亚洲地区实际投入外资金额 895.85 亿美元，同比增长 17.98%。同期，欧盟 27 国实际投入外资金额 59.82 亿美元，同比微增 0.29%；而美国实际投入外资金额 27.39 亿美元，同比下降 23.05%，降幅比 10 月扩大了 5 个百分点。

由于服务业利用外资金额增速和占比提升以及欧美对华投资占比较低（9% 不到），亚洲国家和地区对华投资仍然保持较快增速，因此，我们判断，2012 年外商直接投资规模仍然会有所增长，即使按 10% 增速计算，2012 年外商直接投资规模也有 1200 亿美元。



图表 14 外商直接投资呈上升趋势



数据来源：Wind，东吴基金。

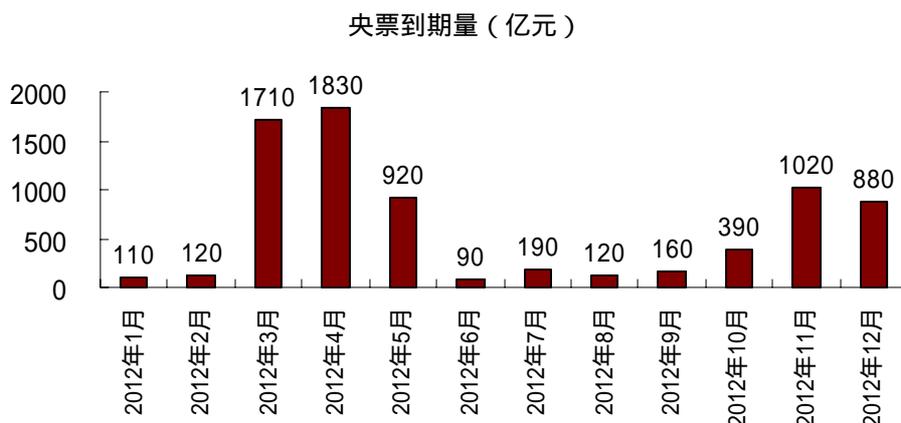
我们判断，2012 年中国贸易顺差规模约 1350 亿美元，外商直接投资规模 1200 亿美元，热钱流入规模视零计算，那么 2012 年新增外汇占款有 2550 亿美元，相当于 1.6 万亿基础货币投放。与 2011 年 3 万亿外汇占款规模相关，2012 年外汇占款新增规模将快速下滑。

(3) 到期央票规模减少，财政存款新增近零

再来看一下基础货币另外两个主要影响因素：央行债券发行（即央票净投放）和政府存款。

2011 年前 11 月，央行票据到期量 3.16 万亿，央行票据发行 1.285 万亿，央票净投放 1.875 万亿。2012 年到期央票规模只有 7540 亿，这个规模要远远低于 2011 年。假定 2012 年央行不再发行央票，那么 2012 年央票净投放规模最多也就 7540 亿，也要低于 2011 年的 1.875 万亿。

图表 15 2012 年央票到期规模很小



数据来源：Wind，东吴基金。

财政收与支与基础货币是呈反向关系的。财政收入对应着税收的清缴，相当于基础货币回笼；而财政支出则是财政存款下发，相当于基础货币投放。一般来说，1 月、4 月、5 月、7 月、10 月是财政税收缴款期，



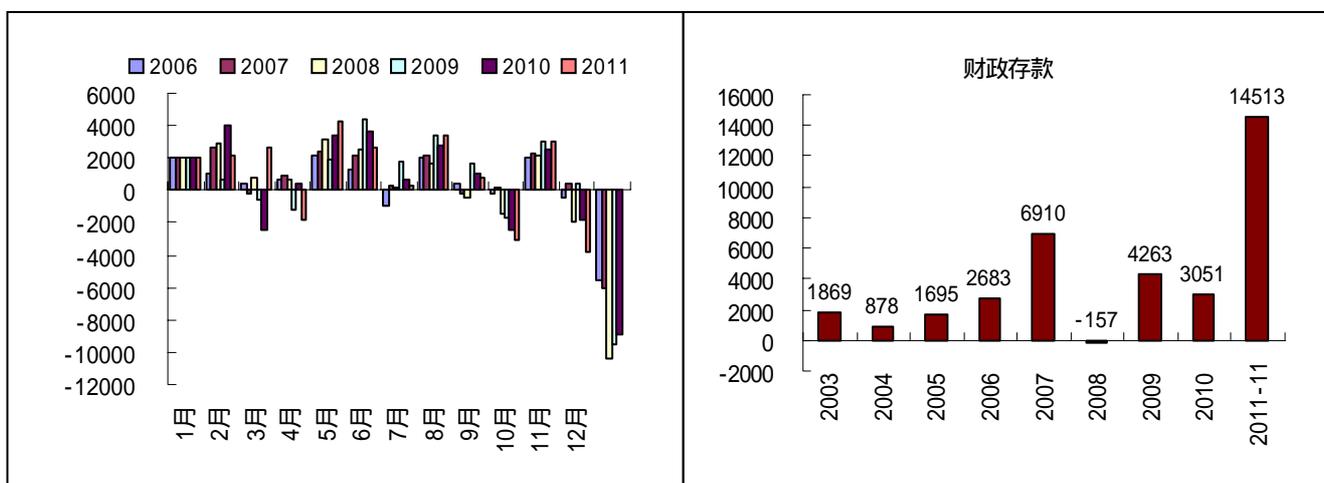
财政存款积累，意味着基础货币减少；而 11、12 月份是财政存款投入期，财政存款减少，意味着基础货币增加。由于财政存款收支具有明显周期特征，因此，对基础货币会造成比较大波动。

今年前 11 月，财政累计收支分别为 9.73 万亿、8.9 万亿。年初，财政预算收支分别为 8.97 万亿、10.02 万亿，财政赤字预算 1 万亿。如果全年财政支出按年初预算 10 万亿支出，那么 12 月份财政存款下发 1.1 万亿，等同于新增基础货币 1.1 万亿左右。对于 12 月份流动性改善、信贷投放都有比较大正面影响。

我们估算，2011 年财政收入 10.33 万亿，财政支出 10 万亿，财政盈余 3300 亿（低于年初 1 万亿赤字预算）。从历史看，每年财政存款基本都是正增长，即对基础货币起回笼作用。考虑 2012 年经济增速放缓，财政收入增速将低于 2011 年，财政支出增加，因此 2012 年财政存款增量可能接近于零，全年看对基础货币不会产生负贡献。但由于财政存款收支具有明显周期性特征，不同月份财政存款对基础货币变化会有很大影响。

图表 16 财政存款年底集中投放

图表 17 历年财政存款略有增加（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴基金。

根据以上对外汇占款、央票净投放量以及财政存款分析，我们判断，2012 年，新增外汇占款 1.6 万亿，央票净投放量 5000 亿，财政存款新增为零，那么 2012 年新增基础货币 2 万亿左右。预计今年年底基础货币余额接近 23 万亿，那么 2012 年基础货币余额同比增速 8.7% 左右。

2、存准率下调提高货币乘数

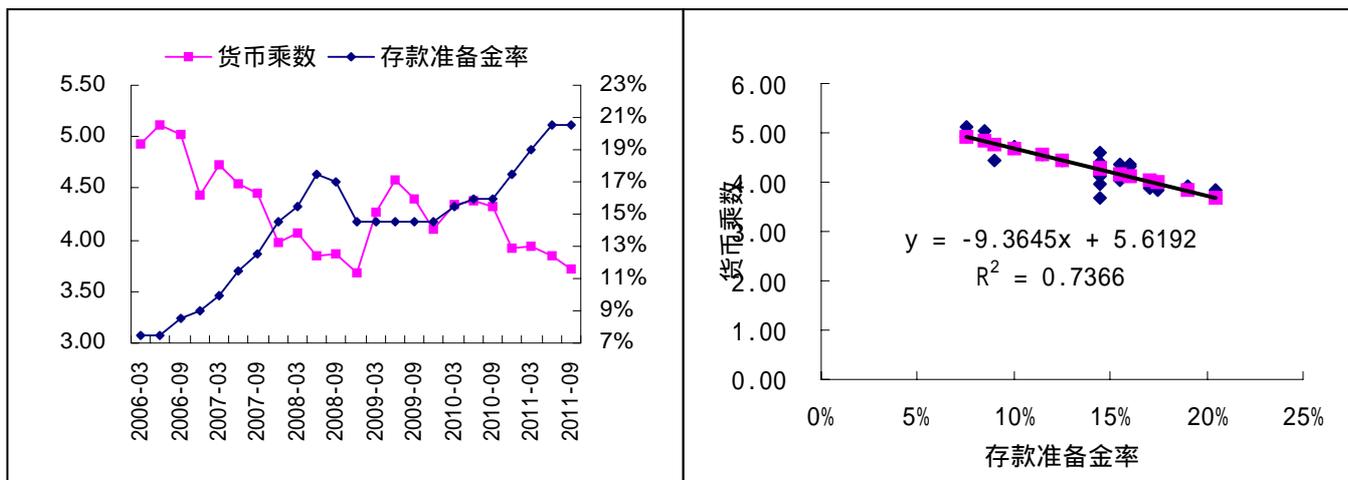
货币乘数 $k = (Rc + 1) / (Rd + Re + Rc)$ ，其中 Rd 、 Re 、 Rc 分别代表法定准备金率、超额准备率和现金在存款中的比率，即货币乘数与存款准备金率呈负相关性。06 年至 08 年 6 月，随着存准率上调，货币乘数逐渐降低；08 年 9 月至 09 年上半年，随着存准率下调，货币乘数逐渐提升；09 年下半年至今，随着存准率上调，2011 年 9 月份货币乘数降到 3.71，接近历史低点。

从货币乘数与存准率两者回归效果看，统计上也显示显著负相关。存准率下调 0.5 个百分点，货币乘数将提升 0.047，提升幅度约 1.3%。如果存准率下调 4 次，那么货币乘数将提升 5 个百分点。

根据 $M2 = \text{基础货币} * \text{货币乘数}$ ，如果 2012 年存准率再下调 3 次，加上 12 月份一次，那么 2012 年 M2 增速有望达到 14%，要高于今年前 11 月 12.7% 增速。虽然，2012 年由于外汇占款和到期央票规模减少，但是由于货币乘数提高，2012 年货币供应要比 2011 年有所宽松。



图表 18 货币乘数与存款准备金率呈反向关系，且对存款准备金率敏感



数据来源：Wind，东吴基金。

（二）信贷依然偏紧

对于 2012 年新增信贷预测，我们采取一种比较直观和简单的测算方式来估算新增贷款量，即新增贷款=新增 M2 - (新增外汇占款+央票净投放+新增有价证券及投资-新增财政存款)。

我们预测 2012 年 M2 同比增长 14%，新增 M2 11.7 万亿；新增外汇占款 1.6 万亿；央票净投放 0.5 万亿；新增有价证券 1.5 万亿；新增财政存款为 0。据此推算，2012 年新增贷款 8 万亿左右。

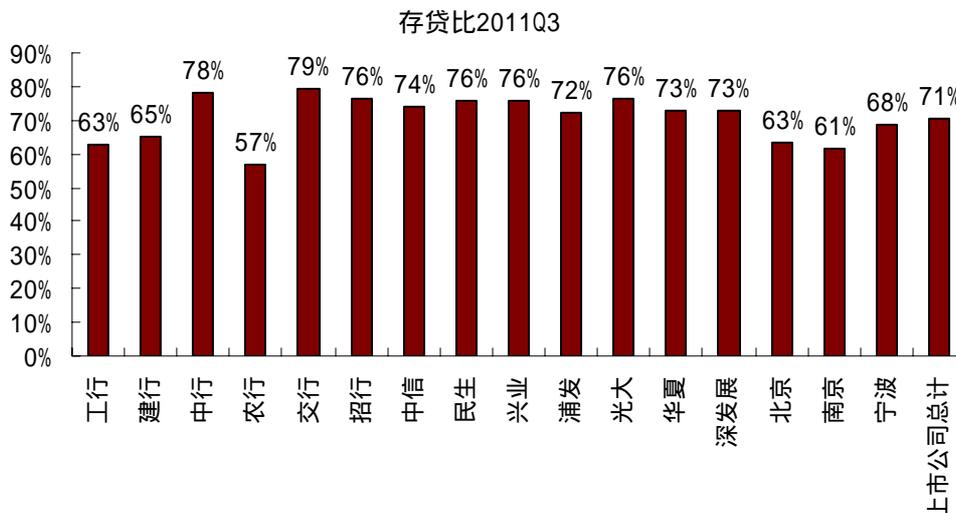
下面，我们进一步分析 75% 贷存比要求是否会限制 2012 年银行放贷能力？2012 年 8 万亿信贷投放是否能够缓解实体经济流动性紧张局面？

在金融机构信贷收支表中，存款基本等于信贷和外汇占款之和。根据我们预测：2012 年新增信贷 8 万亿，新增外汇占款 1.6 万亿，计算得到 2012 年新增存款 9.6 万亿。据此计算，2012 年新增贷款/新增存款比为 0.83，新增贷存比超过 75%，因此对于 2011 年贷存比接近或者超过 75% 的股份制银行而言，放贷能力将受到限制。

但是从整个银行业看，存贷比压力还不是很大。截至 2011 年 11 月末，人民币贷款余额 54 万亿，人民币存款余额 79.5 万亿，贷存比 68%。并且随着 12 月份财政存款下发，预计 12 月底贷存比会降到 67.9%。根据我们对 2012 年新增贷款（8 万亿）和新增存款（9.6 万亿）的预测，2012 年底银行业整体贷存比为 69.5%，比 2011 年末上升 1.6 个百分点，不过全行业还有空间。



图表 19 股份制银行存贷比压力较大，但全行业还有空间



数据来源：东吴基金。

为解决贷存比对信贷投放限制问题，预计 2012 年央行将会多次下调存准率对冲外汇占款减少对基础货币增长的影响。理论上讲，如果贷存比超过 75%，那么无论下调多少次存准率，银行也是无法放贷的，货币乘数就失效了。但是银行体系可以通过以下几种方式派生存款以缓解贷存比压力，从而增加信贷投放：

(1) 购买企业债券。银行可以购买银行间市场发行的企业类债券，增加企业存款；

(2) 同业拆借。下调的准备金头寸可以通过同业拆借给没有贷存比压力的银行，从而增加信贷投放，同时派生存款；

(3) 借道政策性银行。富余资金可以通过购买政策性银行债券，由于政策性银行没有贷存比压力，以此增加信贷投放，由于政策性银行本身不吸收存款，因此派生的存款全部转移给商业银行；

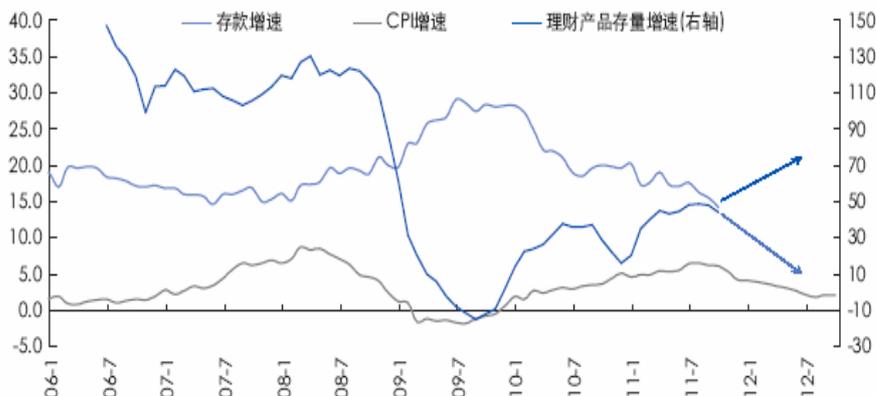
(4) 存款竞争。贷存比压力较大的银行可以通过竞争贷存比压力较小的大型银行的存款来缓释贷存比压力，从而获得贷款能力。

同时，存准率下调将增加银行间流动性，降低市场利率，从而加速表外资金的回流，促使存款回流银行体系。2011 年 3 季度末，银行表外理财产品规模为 3.3 万亿元，比年初增长 9275 亿元，银行理财产品对资金的分流是导致 2011 年银行体系存款紧张的原因之一。由于银行理财产品主要投资于中短期债券，而中短期债券利率与 CPI 正相关，2012 年随着 CPI 回落和银行流动性宽松，银行理财产品投资吸引力将降低，理财产品资金分流压力在 2012 年将减弱。

从历史上看，存款增速和 CPI 呈现负相关，2012 年随着 CPI 持续回落，实际负利率状况改善，也有助于存款回流银行体系。



图表 20 CPI 回落有利资金回流银行体系



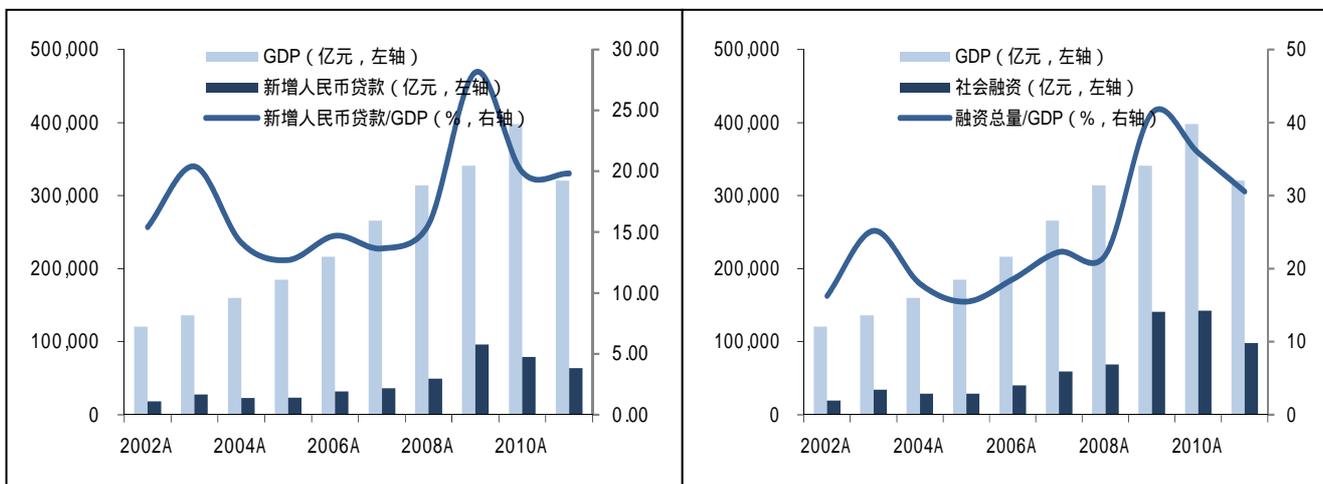
数据来源：国泰君安研究所。

总体来看，随着存准率下调，银行间流动性宽松，并通过各种传导机制作用，2012 年银行存款派生能力会增强，从而缓解存贷比压力，打通信贷增长的渠道。

从新增人民币贷款/GDP 和新增社会融资总量/GDP 指标上看，今年前 3 季度以上两个指标值虽然低于货币超发的 2009、2010 年，但还是要高于 2002-2008 年的，也即 2011 年的信贷投放并不算太低。那么，2011 年实体经济资金面表现十分紧张原因何在，是否会继续影响 2012 年呢？

图表 21 新增人民币贷款/GDP 仍处高位

图表 22 新增社会融资总量/GDP 仍处高位



数据来源：国信证券研究所。

我们先看一下货币流通速度，用 GDP/M2 衡量，表示单位货币在一定时期内的平均周转次数。货币流通速度越快，流通中所需要的货币量越少，反之则越多。

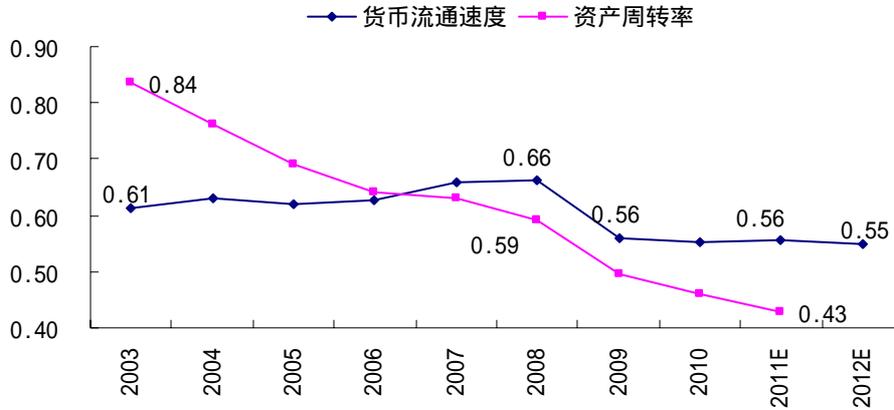
09 年超发货币导致当年货币流通速度出现跳跃性下跌，从 08 年的 0.66 跌到 0.56，之后一直维持在这个水平。如果所投入单位货币能够获得等同收入，理论上，货币流通速度应该保持一致。

我们判断，09 年之后货币流通速度出现大幅下跌，一个主要原因是政府融资平台所投资资产周转率太低，导致全社会资产周转率 (GDP/平均固定资产投资) 从 08 年的 0.59 降到 2011 年的 0.43，结果是：一方面，部分贷款资金被沉淀下去，无法再周转，导致货币流通速度变慢；另一方面，资产周转变慢，资金需求更大，



导致实体经济资金紧张，比如现在贷款上要优先保障国家重点续建项目。

图表 23 资产周转慢，货币流通速度低



数据来源：Wind，东吴基金。

平常我们主要关注贷款的新增规模，事实上存量贷款周转速度对于社会融资影响更大。比如，50 万亿的存量信贷，假设一年周转 1/3 左右，提供的融资就远远超过新增 7-8 万亿的信贷。如果存量信贷中有部分贷款被不断沉淀下去，而新增贷款又无法弥补沉淀资金，那么实体经济就会出现紧张情况。

那么，09、2010 年新增贷款中有多少贷款属于沉淀贷款资金？在 2003-2008 年新增贷款/GDP 的均值为 15%，而 2009、2010 年要明显高于这一水平。我们假设高于这一比例投放的贷款，都可能是沉淀贷款。据此计算 2009、2010 年沉淀贷款累计约为 6.25 万亿，占 2011 年末贷款余额 11.4%，规模不小。如果存量贷款正常一年周期 1/3 次，即这 6.25 万亿沉淀贷款中至少有 2 万亿可以被重新放贷，但现在被沉淀下去。如果新增贷款在符合经济正常需求情况下而不再追加投入这 2 万亿，那么整个实体经济资金会偏紧。

我们估算，2012 年名义 GDP 为 52 万亿，按新增贷款/GDP=15%测算，2012 年实体经济新增信贷需求 8 万亿，但考虑被沉淀的 2 万亿信贷，因此，2012 年信贷依然偏紧。

图表 24 2009、2010 年沉淀贷款规模（单位：亿元）

时间	GDP	新增人民币贷款	新增人民币贷款/GDP	沉淀贷款规模
2003 年	135822	27700	20.39%	
2004 年	159878	22600	14.14%	
2005 年	184937	23500	12.71%	
2006 年	216314	31800	14.70%	
2007 年	265810	36300	13.66%	
2008 年	314045	49100	15.63%	
平均值			15%	
2009 年	340902	95900	28.13%	44066
2010 年	401202	79500	19.82%	18498
2011 年截止 9 月	320692	56800	17.71%	
2011E	465394	74000	16%	
2012E	521241	80000	15%	

数据来源：Wind，东吴基金。



(三) 存准率存在下调需要

通过对 2012 年货币供应、信贷和存款分析，我们进一步研究 2012 年存准率下调次数。存准率下调次数取决于银行系统内净现金流情况，如果净现金流为负很多，则需要下调存准率；如果净现金流为正，则需要回笼资金。

现金供给方项目主要包括：外汇占款、到期央票；

现金需求方主要包括：新增存款法定准备需冻结资金、现金净投放、财政存款。

银行系统净现金流=（外汇占款+到期央票）-（新增存款法定准备需冻结资金+现金净投放+财政存款）

假设：

- ◆ 2012 年新增贷款 8 万亿，按照 3：3：2：2 的节奏投放，则每季度分别为 2.4、2.4、1.6 和 1.6 万亿。
- ◆ 外汇占款全年新增 1.6 万亿，月度波动与 2011 年相当；
- ◆ 新增存款 9.6 万亿，月度波动与 2011 年相当，每月同比增长 12%；
- ◆ 现金和财政存款的波动与 2011 年相当。

从 2012 年银行系统净现金流月度预测数据看，资金紧张的月份分别是：1 月、4 月和 7 月。其中 1 月份净现金流-1.65 万亿，如果扣除 12 月底下发 1 万亿财政存款，1 月份资金缺口 0.65 万亿。我们判断，1 月初央行可能再次下调存准率 0.5 个百分点，4、7 月份还要分别再下调一次，从而保证资金供给平衡。

图表 25 2012 年银行系统净现金流分布预测（单位：亿元）

月份	新增贷款	外汇占款	到期央票	新增存款	法定准备需冻结资金 =max(0, 上期新增存款*存准率)	现金净投放	新增财政存款	净现金流 = + - - -	存准率下调次数预测
1月	8000	1012	110	-6059	2000	13436	2182	-16496	1次
2月	8000	126	120	14772	0	-10794	2673	8367	
3月	8000	864	1710	30039	2954	-2425	-1844	3889	
4月	8000	1193	1830	3835	6008	644	4299	-7927	1次
5月	8000	1339	920	12406	767	-886	2687	-309	
6月	8000	2085	90	21385	2481	-125	267	-449	
7月	5333	2204	190	-7505	4277	705	3422	-6010	1次
8月	5333	1539	120	7914	0	592	836	231	
9月	5333	1405	160	8179	1583	1370	-3088	1700	
10月	5333	1492	390	-2481	1636	-566	3078	-2266	
11月	5333	1358	1020	3601	0	738	-3763	5403	
12月	5333	1611	880	11088	720	1828	-10000	9943	

数据来源：Wind，东吴基金。

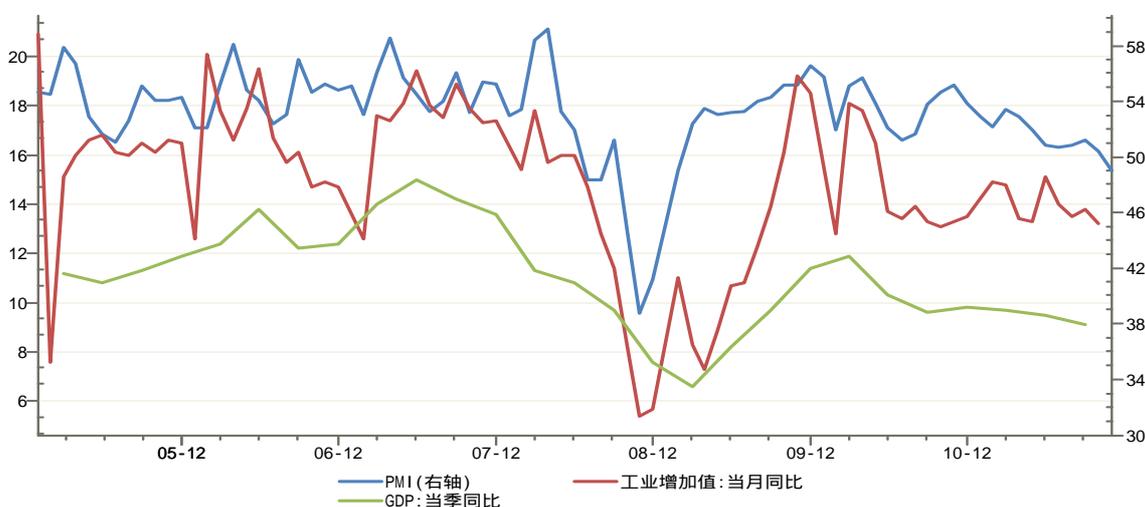
三、经济温和平稳增长

(一) 经济从主动收缩到被动下滑

1、经济加速下滑趋势明显

11月份制造业采购经理指数（PMI）跌破荣枯线至49，较上月下滑1.4个点；规模以上工业增加值同比增长12.4%，较上月下滑0.8个百分点；预计4季度GDP同比增长8.7%，较3季度下滑0.4个百分点。总体看，中国经济呈现加速下滑趋势，经济正从主动收缩到被动下滑。

图表26 经济加速下滑趋势明显



数据来源: Wind资讯, 东吴基金

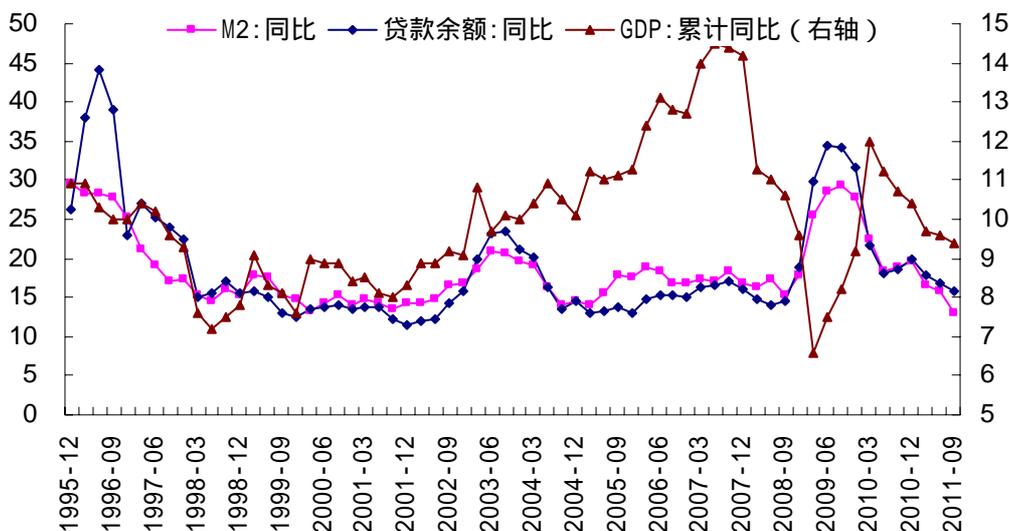
2、货币信贷显示 2012 年中国经济将平稳增长

从历史看，中国经济很大程度上是依靠货币信贷推动的。特别是08年底货币信贷同比持续多增，随后经济V型反转。今年以来经济增速持续回落，其背景也是货币信贷增速的不断下滑。

我们预计，2012年M2和信贷同比增长14%左右，与04、05年比较接近，增速水平处于历史底部。参考04、05年经验，在货币信贷保持相对低位水平背景下，经济整体呈现平稳增长。即使下半年经济增速有所回升，但在新增信贷有限背景下，很难推动经济快速回升。



图表27 货币信贷推动中国经济增长



数据来源：Wind，东吴基金。

3、固定资产投资缺乏动力

2011年前11月，固定资产投资累计同比增长24.5%，较前10月下降0.4个百分点。其中，11月当月同比增长21.2%，较上月下降3.7个百分点，固定资产投资增速也开始下滑。

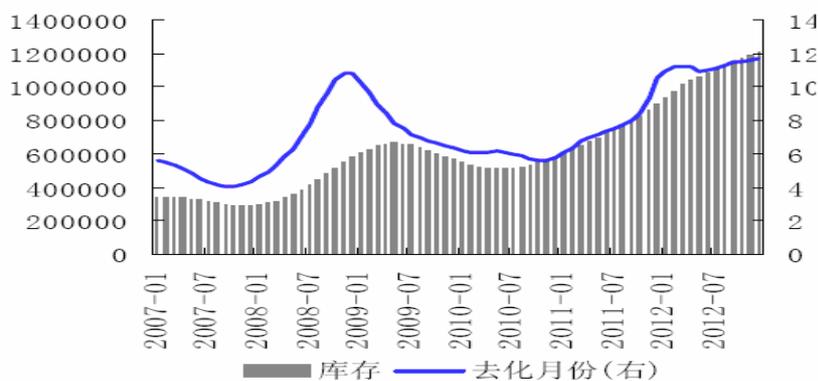
从投资构成看，房地产、基础设施和制造业投资占总投资比例分别为：20%、21.4%和32%。事实上，无论是基建还是制造业投资，很大程度上受到房地产投资的影响和制约。因此，房地产投资增速快速下滑，将对2012年中国投资负面影响是很大的。

(1) 房地产投资增速快速下滑

前11个月房地产投资同比增长29.9%，较上月回落了1.2个百分点。其中，11月当月同比增长20.1%，较上月下滑4.4个百分点。房地产投资已呈现快速下滑趋势。

当前房地产市场库存已经明显高于08年末危机时水平，按目前库存水平看，需要一年消化时间。2012年房地产仍将经历较长的去库存过程，对房地产投资将有很大抑制作用。

图表28 房地产库存高



数据来源：申万研究所。



前11月房地产开发企业资金来源同比增速降到19%，资金来源增速放缓，资金压力逐步增大。今年以来，在房地产调控背景下，房地产企业银行贷款资金出现明显下降。如果房地产销售收入和预售收入连续多个季度的下降，那么自有资金、定金及预付款增速也将放缓。尽管地方政府有放松房地产调控政策的意愿，但从近期中央针对房地产所释放的信息看，房地产调控丝毫没有松动意思。我们判断，房地产资金链压力会越来越大。

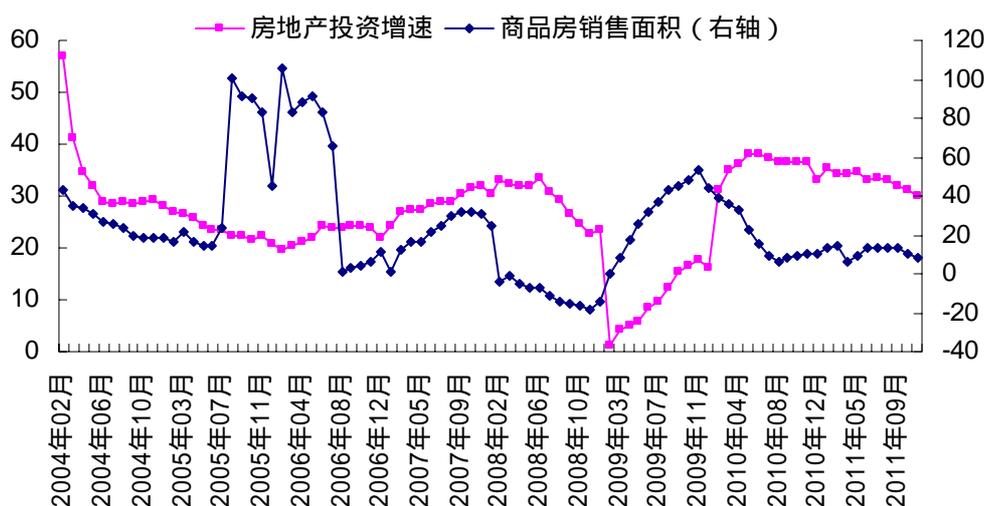
图表29 银行贷款被卡住，自有资金和定金面临压力（单位：%）

	资金来源合计	国内贷款	自筹资金	自有资金	定金及预付款
2005	24.63	24.05	34.43	38.54	4.78
2006	26.81	36.72	22.81	26.7	4.99
2007	38.11	30.96	36.94	39.14	30.64
2008	5.71	8.41	30.07	24.27	-12.63
2009	45.89	49.42	17.22	13.47	74.64
2010	32.48	27.2	49.74	41.71	18.67
2011	26.2	10.55	48.4	43.76	17.28
2011-9	22.66	3.74	33.53	34.69	29.34
2011-10	20.2				
2011-11	19				

数据来源：Wind，东吴基金。

从历史经验看，商品房销售面积同比增速领先房地产投资增速约6个月左右。10月份单月商品房销售面积0.83亿平米，同比下降了10%；11月单月商品房销售面积0.99亿平米，仍同比下降1.7%。商品房销售面积持续下滑预示着房地产投资将持续下滑。

图表30 商品房销售面积领先房地产投资增速6个月（单位：%）



数据来源：Wind，东吴基金。

预计2012年全国房地产开发投资6.2万亿，同比增长28.5%。今年保障房开工1000万套，总投资约1.2万亿左右，假设70%金额在今年投资，那么今年保障房新增投资8400亿左右。剔除保障房，则2011年商品房投资



5.36万亿，同比增长只有11%。分解看，2011年房地产28.5%投资增速中13.5%是保障房贡献的，保障房投资是拉动今年房地产投资快速增长的主要动力。

2012年保障房计划是800万套，预计总投资1万亿，假设70%金额在当年投资，加上2011年结转，2012年保障房总投资规模为1.06万亿，同比增长26%。假设2012年商品房投资增速只有5%。综合计算，2012年全国房地产投资增速只有7.87%，其中，保障房贡献3.29个百分点，保障房建设对房地产投资拉动边际效应减弱。

总体来看，在商品房和保障房投资增速下滑背景下，2012年房地产投资规模的增速可能只有10%左右，较2011年出现快速回落。

图表31 房地产投资增速预测和构成分析（单位：亿元）

	房地产投资		商品房		保障房		保障房对投资增速贡献
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	
2010	48259	33.20%	48259				
2011E	62000	28.47%	53600	11.07%	8400		13.55%
2012E	66880	7.87%	56280	5.00%	10600	26.19%	3.29%

数据来源：东吴基金。

（2）基建投资：难担大任

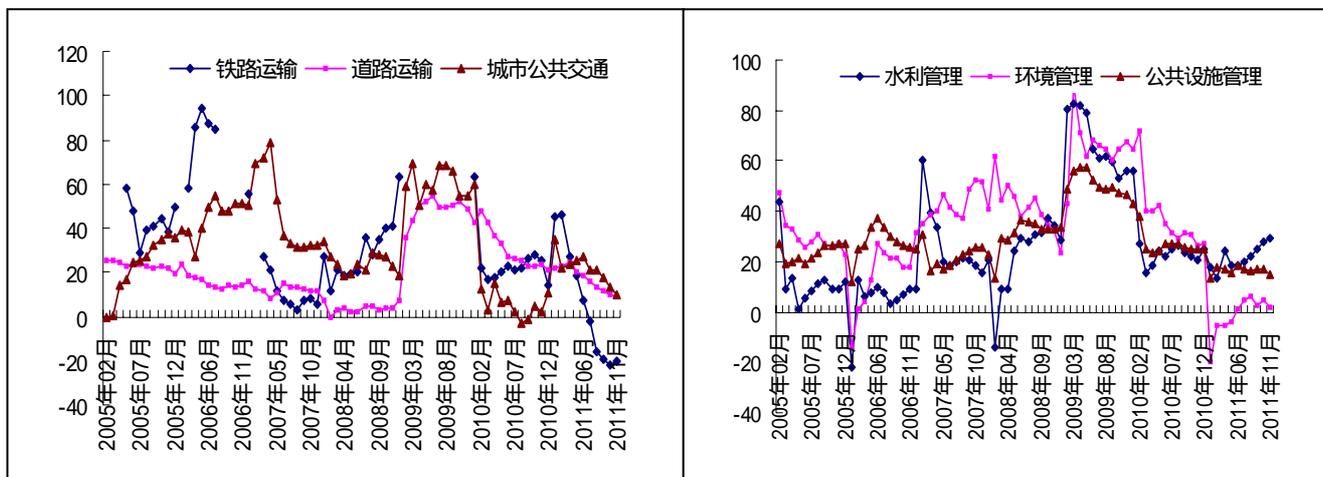
基建投资中，铁路运输业投资因动车追尾事故急剧下滑，前11月份累计同比增幅为-19.9%。即使重启，规模也将大打折扣。

道路运输业前11月的投资增幅回落到了9.4%，仍然维持在低位水平。从目前高速公路投资规划以及融资压力看，2012年道路运输业投资也难见起色，预计仍将维持2011年水平。

年初被寄予厚望的水利建设，前11月已完成投资额2926亿，同比增长29.3%，增速趋势向上。但十二五期间水利总投资1.8万亿，平均每年投资3600亿，因此未来4年水利投资增速基本保持稳定，看不到增长趋势。

前11月公共设施投资规模1.76万亿，同比增长15.2%，处于持续回落过程。

图表 32 基础设施建设投资增速总体趋势回落，维持在低位水平



数据来源：Wind，东吴基金。

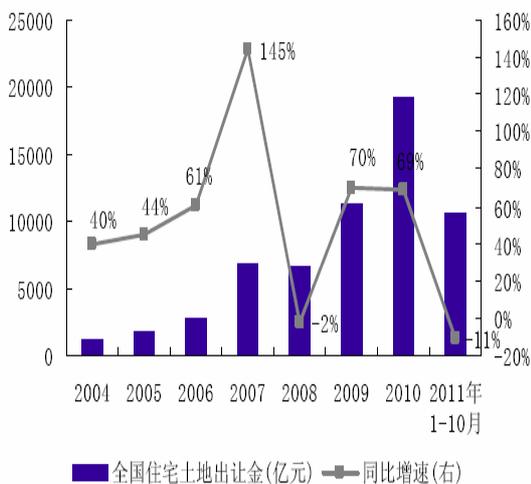
从资金面看，不支持大规模基础设施建设。截至2010年底，全国地方政府性债务余额10.7万亿，其中有



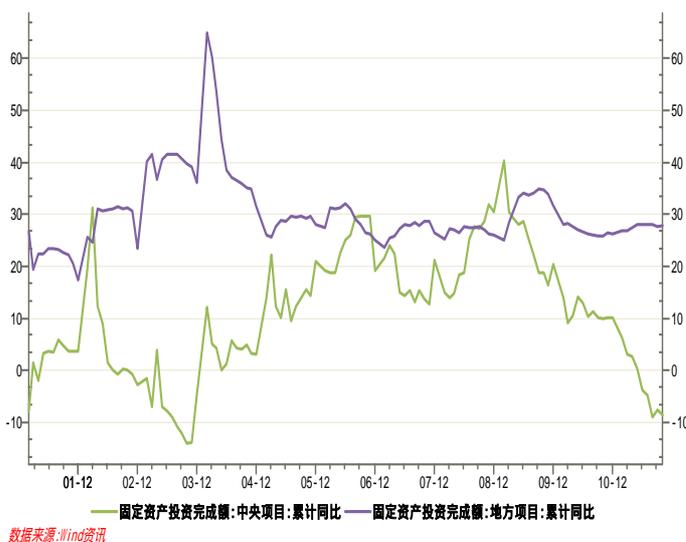
5.94万亿是用于交通运输、市政等基础设施和能源建设。从资金来源看，有9万多亿是来自于银行贷款，目前，银行基于风险控制已原则性停止向地方政府融资平台新项目贷款。

另外，受制于房地产调控，2011年前10月的土地出让金出现了负增长(-11%)，资金上的捉襟见肘将抑制2012年的地方投资规模。预计2012年来自中央政府的投资会较大幅度的增加，但由于其体量及占比均较小，对固定资产投资整体的增速贡献有限，因此，可以预测在政策不发生大转向的前提下，基础设施投资也会有一定幅度的下滑。

图表33 2011年前10月土地出让金负增长



图表34 地方投资增速保持高位运行



数据来源：申万研究所，Wind，东吴基金。

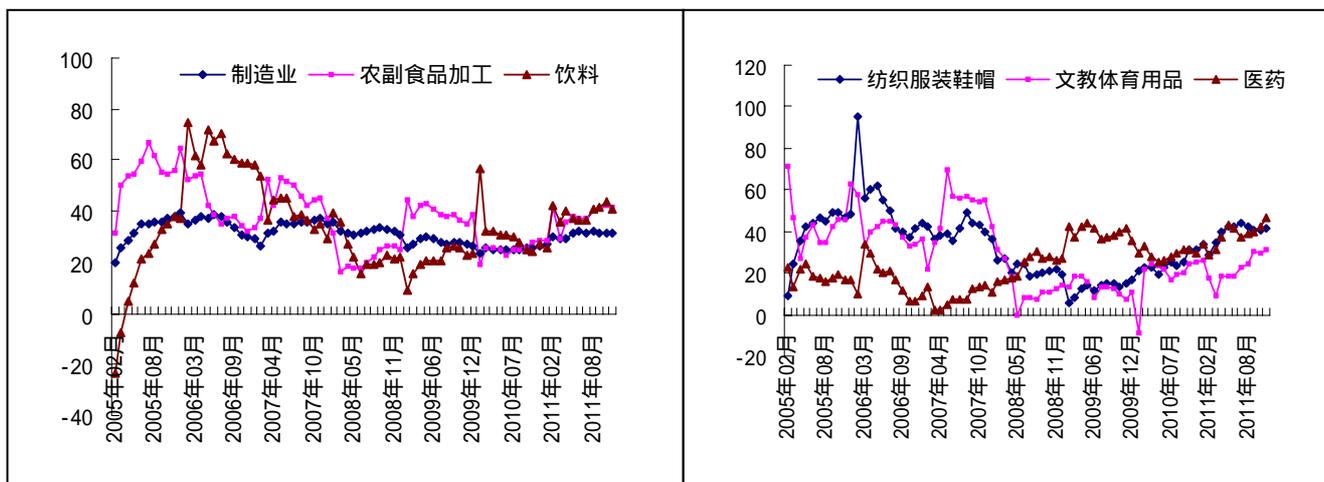
(3) 制造业：投向消费和装备制造业

前11月，制造业投资增速同比增长31.5%，较上个月只回落0.1个百分点，下半年以来，制造业一直保持在31%以上高位运行。分行业看，消费和装备制造业投资保持快速向上或高位运行态势，如消费行业中农副食品加工、饮料、纺织服装鞋帽、文教体育用品和医药，装备制造中通用设备、专用设备和通信设备等。由于这些行业符合国家产业导向，预计这些行业在2012年仍然能够保持较快增速，同时我们判断这些行业存在投资机会。

总的来看，在消费和装备制造业投资驱动下，2012年制造业将保持较快增速。

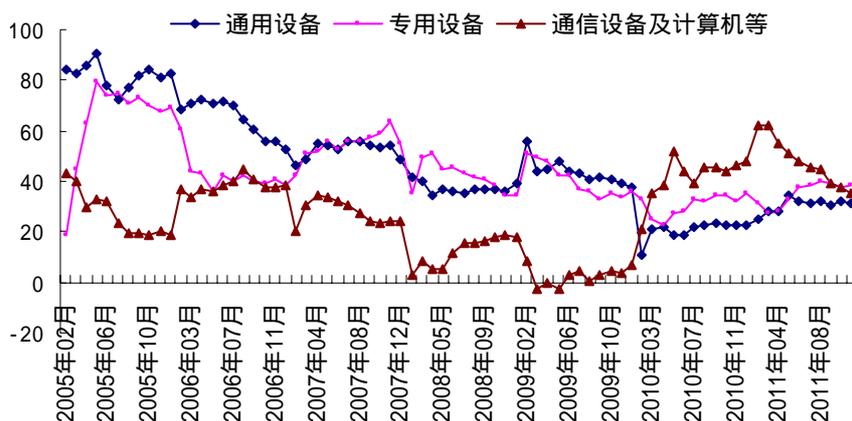


图表 35 消费投资保持快速向上增长趋势



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 36 装备制造保持高位运行



数据来源：Wind，东吴基金。

根据以上分析假设，2012年房地产投资增速10%，基础设施10%，制造业30%，其它25%，那么2012年固定资产投资增速为20.45%，比2011年24.5%降4个百分点。与历史相比，2012年固定资产投资增速中枢将下一个台阶。

图表 37 2012年固定资产投资增速中枢下降一个台阶

	权重	2012 投资增速	投资贡献
房地产	20%	10%	2.00%
基础设施	21%	10%	2.10%
制造业	32%	30%	9.60%
其它	27%	25%	6.75%
固定资产	100%		20.45%

数据来源：Wind，东吴基金。



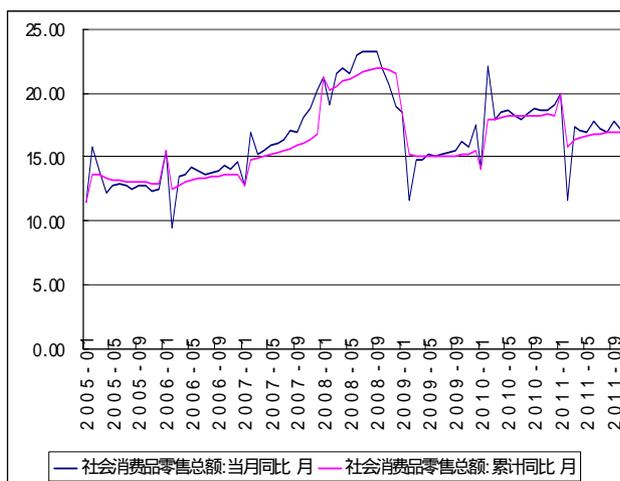
4、消费：期待新的增长点

中央经济工作会议在加快经济结构调整、促进经济自主协调发展中，提出要着力扩大内需特别是消费需求。要合理增加城乡居民特别是低收入群众收入，拓宽和开发消费领域，促进居民文化、旅游、健身、养老、家政等服务消费。

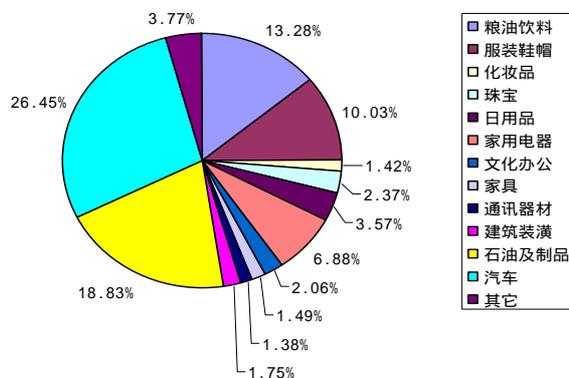
2011年消费增速全年走势平稳，前11月基本维持在17%左右，处在历史中等水平。

从结构上看，占比最大的前五项分别为：汽车（26.38%），石油及其制品（18.83%），食品饮料（13.28%），服装鞋帽（10.03%），家用电器（6.88%），该五项合计占比为75.47%。

图表38 消费平稳增长



图表39 社会零售总额分类



数据来源：Wind，东吴基金。

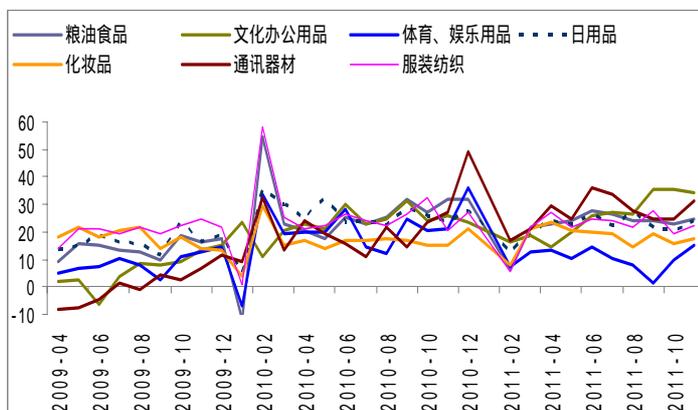
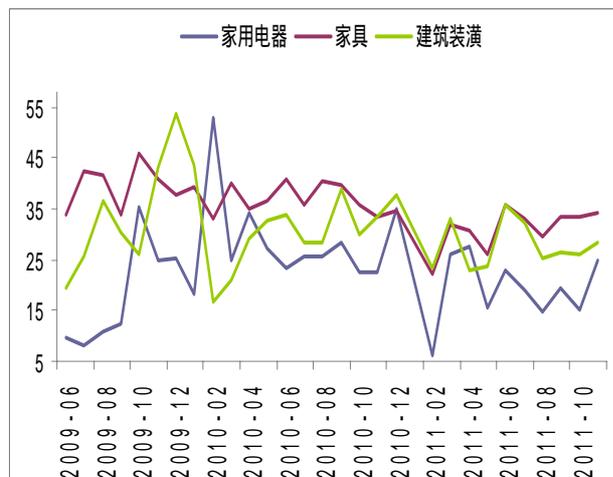
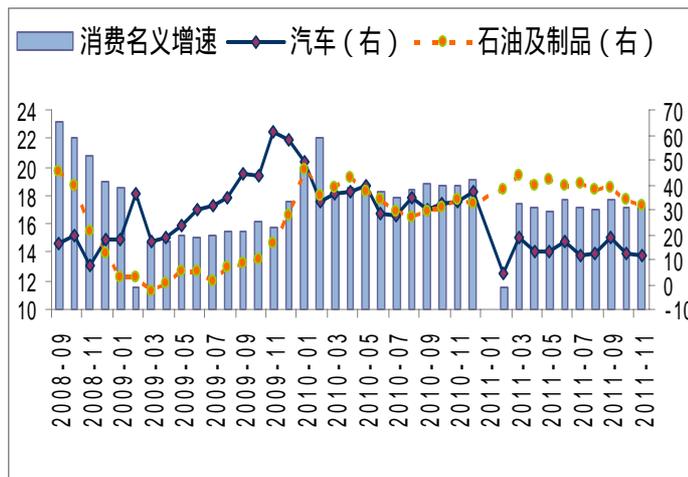
汽车、石油及其制品零售总额的增幅受经济景气程度的影响较大，09、10年在国家汽车下乡政策的刺激下，增幅急剧攀升，透支了11、12年的需求，增速回落在所难免。

缘于房地产投资增速仍维持在高位，同地产相关的家用电器、家具、建筑装潢类的增速虽较上年有所回落，但幅度不大，后期下行的概率较大。奢侈品金银珠宝的消费增速在大幅下滑。

必须消费品类如食品饮料、服装鞋帽、日用品及化妆品的增速相对平稳。值得关注的是通讯器材、体育娱乐用品的增速开始快速上扬，文化办公用品近3个月来的增速跃上了一个台阶，涨幅近10个百分点。这与中央经济工作会议关于消费的政策导向是一致的，明年保持较高增速值得期待。



图表40 消费细项增速 (单位: %)

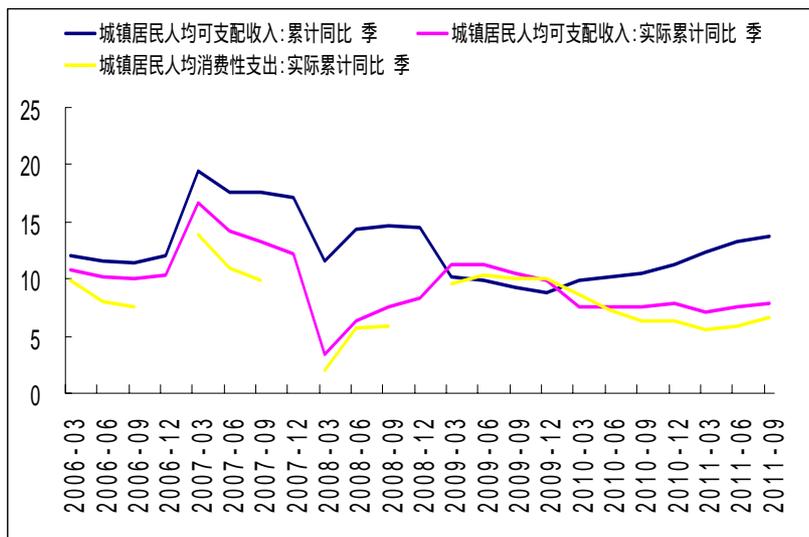


数据来源: Wind, 东吴基金。

从有数据的过去5年经验来看,城镇居民人均消费性支出的实际累计同比增速同城镇居民人均可支配收入增速(扣除通胀影响)基本同步。2007年、2008年城镇人均可支配收入增幅较大时,消费表现良好。2010年,人均可支配收入增幅加快,实际可支配收入增幅基本持平,而消费性支出增幅则持续下滑,反映了高通胀会抑制消费。人均消费支出的增幅从2011年3月开始止跌,在随后的两个季度内回升趋势明显。个税起征点提高增加了居民可支配收入,随着通胀回落以及相关消费刺激政策的合力下,预计12年的消费增速会稳中略升。



图表41 城镇人均可支配收入同比上升



时间	政策
2011/06/30	个税起征点上调至3500元； 生产经营所得税起征点由5000元调整为15000元
2011/10/19	商务部“十二五”电子商务发展指导意见
2011/10/25	商务部、财政部和央行联合发布的《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的指导意见》
2011/10/26	2012年1月起,部分地区和行业增值税改革试点
2011/11/14	商务部发布“十二五”期间加强商务领域信用建设的指导意见

数据来源：Wind，东吴基金。

5、出口：面临考验

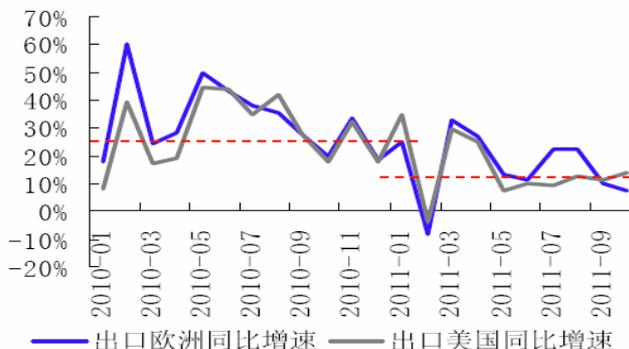
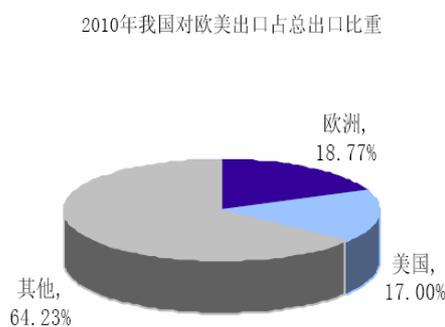
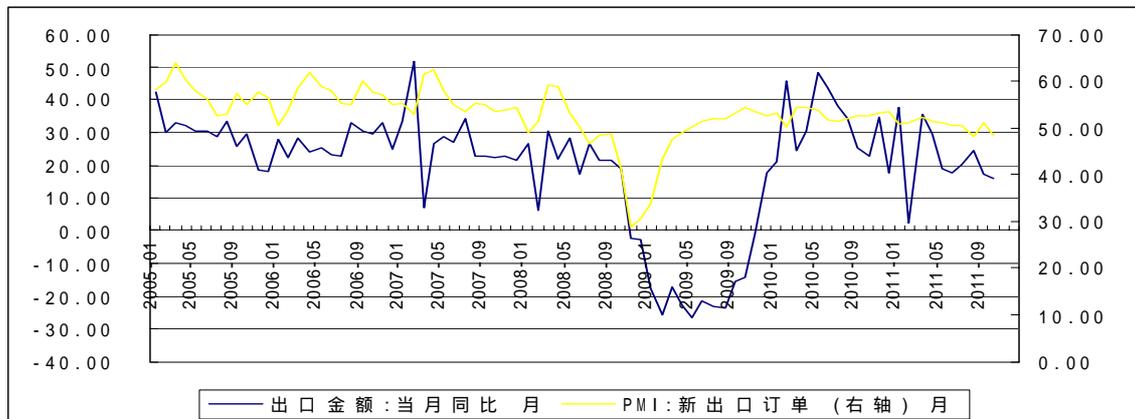
11月份，中国PMI新出口订单指数已降至45.6。与此对应的是出口增速也快速下滑，11月份出口增速同比增长13.8%，较上月回落2个百分点。

从出口地区构成看，2010年，欧洲为第一大出口地（占比为18.77%），其次为美国（占比为17%）。在次债和欧债冲击下，2011年中国对欧美出口增速下降一个台阶。近期随着美国经济的复苏，中国对美国出口增速已走稳并开始回升，但对欧洲的出口因欧债危机影响仍处下滑通道。

由于对美出口的增长难以抵消对欧出口的下滑，同时欧债危机带来的全球经济的不确定性也会影响对其它地区的出口，中短期内中国的出口增速下滑趋势将延续，但不会出现如2008年底的断崖式下滑。考虑到欧债问题明年上半年必须得有个说法，欧元区经济下半年极可能在此基础上逐步恢复，预计2012年中国出口增速极可能呈前低后高走势，到下半年才会回升。



图表42 受欧美经济影响出口增速快速回落



数据来源：Wind，东吴基金，申万研究所。

6、2012 年经济走势判断：GDP 增速中枢系统性下移

从目前已公布的机构年度策略报告来看，绝大多数机构预测2012年GDP同比增速在上半年探底后逐步回升。机构对2011Q4、2012Q1、2012Q2、2012Q3、2012Q4单季度GDP同比增速预测均值分别为：8.7%、8.2%、8.3%、8.5%和8.6%。

我们认为，GDP增速在2012年上半年继续下滑是可以预期的，并且可能在第二季度探底后缓慢回升，回升幅度主要取决于政策调整的力度和实施的时间窗口。主要原因一如前面的分析，出口在二季度探底回升；房地产投资增速下滑的速度是渐进的，在年中至谷底；政府保增长的举措开始见效并一定程度对冲房地产投资下滑的影响。我们不认为政府会重走2008年的老路，放开房地产并推出巨额的投资计划，毕竟时过境迁，所面临的内外部环境都有较大的差异：(1) 调结构、转变经济增长方式要求减轻经济对投资的过度依赖，特别是对房地产的过度依赖；(2) 有了2008年底的前车之鉴，不会再踏进同一条河里，更何况目前的情况要好于2008年，主要是出口虽在下滑但不是断崖式的，企业还处于招工难状态；(3) 政府换届追求平稳过渡，政策上大起大落的意愿不强，目前看起来政府还较淡定，政策也是以微调为主，只要不出现大面积失业，相信这种状况会持续。



图表43 GDP预测：上半年触底，下半年温和回升

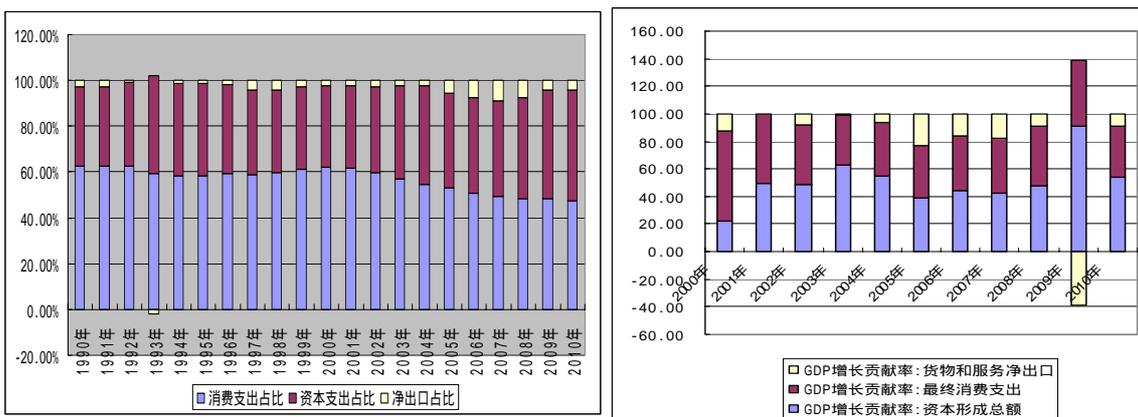
	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4E	2012Q1E	2012Q2E	2012Q3E	2012Q4E
实际值	9.7%	9.5%	9.1%					
申万				8.9%	8.4%	8.4%	8.6%	8.6%
国泰君安				8.3%	7.8%	7.7%	8.0%	8.3%
国金				8.8%	8.5%	8.7%	8.8%	8.8%
均值				8.7%	8.2%	8.3%	8.5%	8.6%

数据来源：东吴基金。

自2000年起，消费支出占GDP的比重就逐年下降，从60%左右下降至2010年的47.4%，而投资占GDP的比重则逐年上升并在2010年首次超过消费，达48.6%。从对GDP增长的贡献度看，投资从2002年起即取代消费龙头地位，俨然成为政府调控经济增速的油门。

我们判断，2012年固定资产投资增速将回落到20.45%，与历史比较下降一个台阶；消费略有回升，但回升幅度有限；随着出口回落，2012年贸易顺差同比仍然是负增长，对GDP仍然是负贡献。总的来看，2012年中国经济极将终结近30年的高速发展阶段，GDP增速系统性下移，全年处于温和平稳增长态势，很难进入新的经济增长周期。

图表44 GDP组成结构



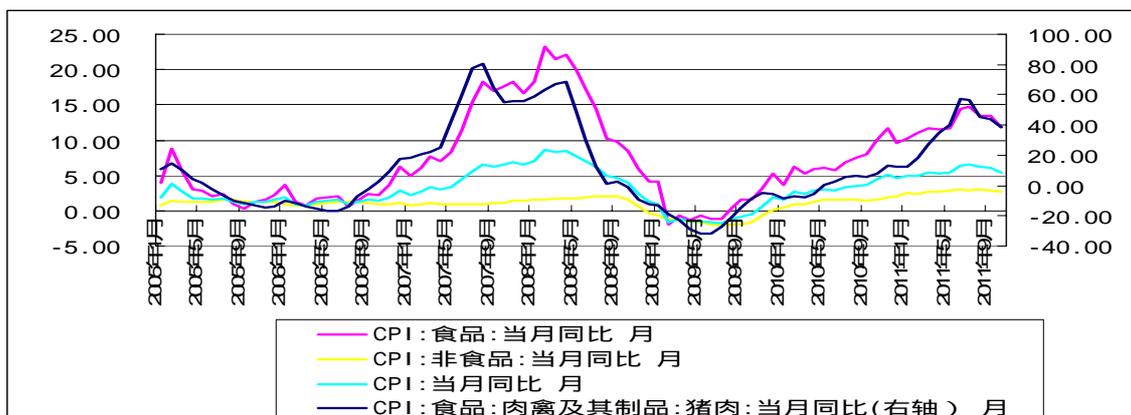
数据来源：Wind，东吴基金。

(二) CPI：上半年持续回落，下半年略有回升

2011年，CPI在6-9月份一度盘踞在6以上高位，引起市场广泛忧虑甚至恐慌，成为了宏观调控的首要目标。重压之下，CPI调头并开始加速向下，10月份回落到5.5%，11月份继续回落到4.2%左右，但仍没有改变负利率状况。CPI的扰动因素中，非食品类的价格波动较小，而且其走势要稍微同向滞后于CPI的变动，而食品类的价格则波动较大，并导致CPI同向、同步波动。食品类的价格的波动则主要受制于猪肉的波动。



图表45 CPI见顶快速回落

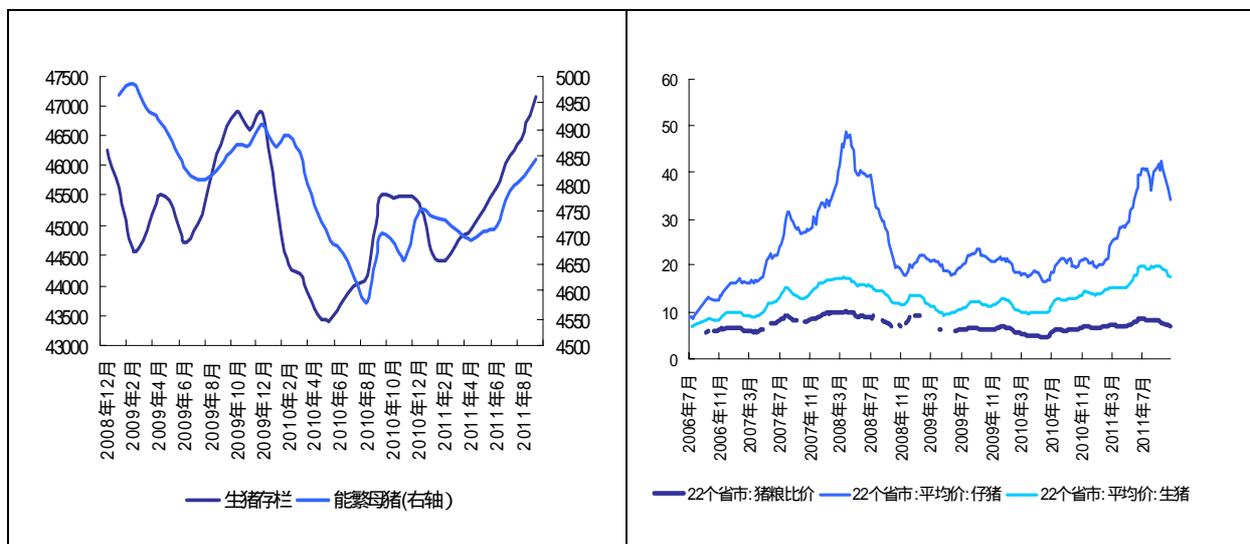


数据来源：Wind，东吴基金。

2011年，猪肉价格大幅上涨源于2010年2 - 6月的猪粮比（生猪价与主要饲料玉米价格比）跌至生猪养殖的盈亏平衡点5.5以下，导致生猪存栏量大幅下降，在7月份猪粮比升到6以上后，生猪存栏量才得以回升。目前生猪存栏量和能繁殖的母猪数量均处高位，猪粮比也在6.9左右，有利于生猪养殖业，生猪供给充分，猪肉价格也从9月开始回落。根据生猪价格过去的变动规律，这种周期性回落一般要延续1 - 1.5年。预计2012年猪肉价格的回落将对CPI的回落起到重要贡献作用。

图表46 生猪存栏和能繁母猪持续上行

图表47 猪肉价格高位回落



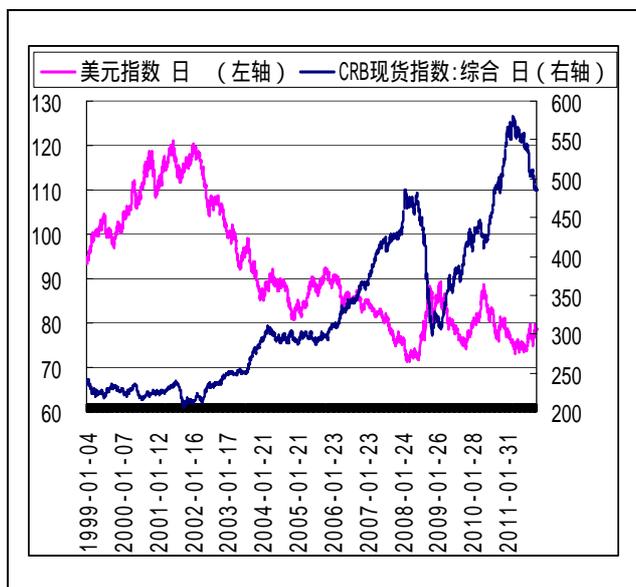
数据来源：Wind，东吴基金。

近10年数据显示，CRB指数（大宗商品）要领先于中国的CPI指数，反映了大宗商品价格变动传导到CPI中有一个过程。而美元指数同CRB指数（大宗商品）的走势基本是同步反向的，由于美国经济的强势回升，欧元区前景不明，以及新兴经济体的风险上升，中短期内，对美元作为避险货币的需求会增加，近期美元指数探底回升态势明显。目前大宗商品价格大幅回落，尽管欧洲为应对债务危机采取扩张的货币政策，货币超发可能会再次推高大宗商品的价格，但我们认为大宗商品价格的走势主要取决于市场对需求的预期。目前，全球经济进入弱增长期，发达经济体中美欧此消彼涨，新兴国家经济增速均在减速，势必会影响对大宗商品的需求。另外，欧债危机让银行都在去杠杆化，超发的货币可能会主要留在银行体系。因此，我们判断，大

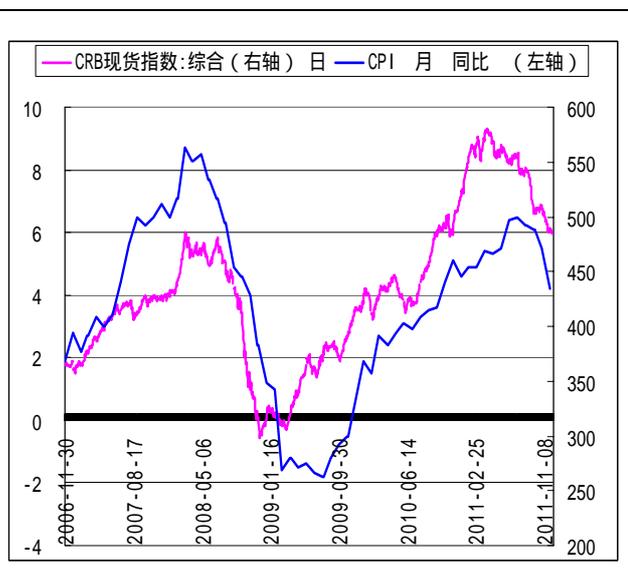


宗商品的价格回落趋势不变，将更有助于CPI的回落。

图表48 CRB指数与每月指数反向关系



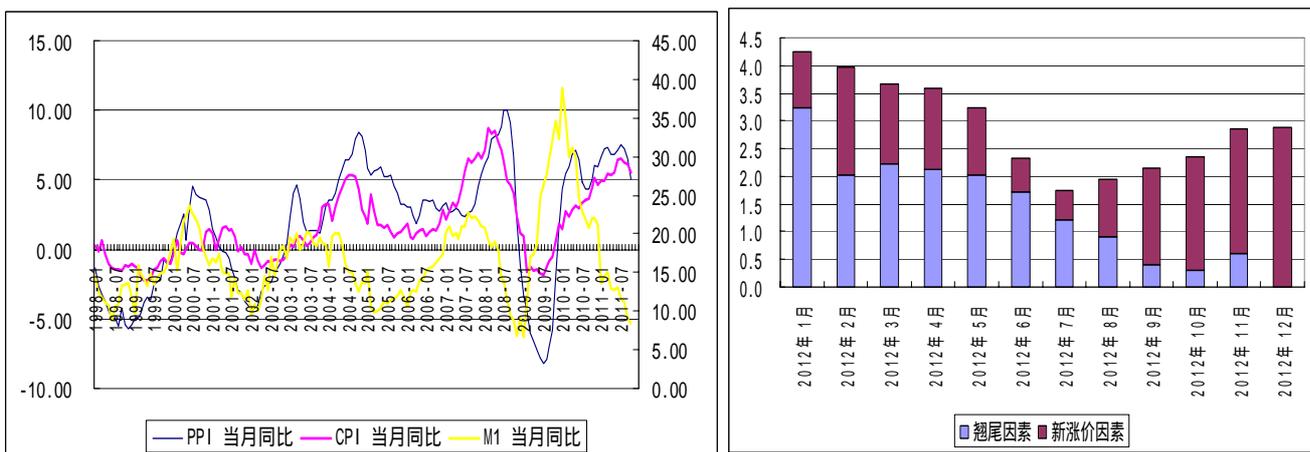
图表49 CRB指数领先中国CPI



数据来源：Wind，东吴基金。

根据以往经验，M1 变动趋势领先 CPI 约 6 个月，目前 M1 还没掉头向上，因此 CPI 回落趋势将继续。经济下滑、出口减速、PPI 调头向下等多重因素都将助推 CPI 的持续回落。综合考虑过去 10 年 CPI 月度环比走势以及 CPI 主要影响因素的变动趋势，我们预计 2012 年 CPI 将呈两头高、中间低的小幅 V 型走势，且年末要大幅低于年初，并且下半年 CPI 增幅在 3% 以内。

图表50 2012年CPI呈现V型走势，但下半年反弹幅度有限



数据来源：Wind，东吴基金。

基于上面对影响CPI的关键因素的逐一分析，我们认为2012年CPI大幅回落趋势基本可以确定。CPI的大幅回落为政策预调微调提供了空间，并将不再是宏观调控的首要目标。



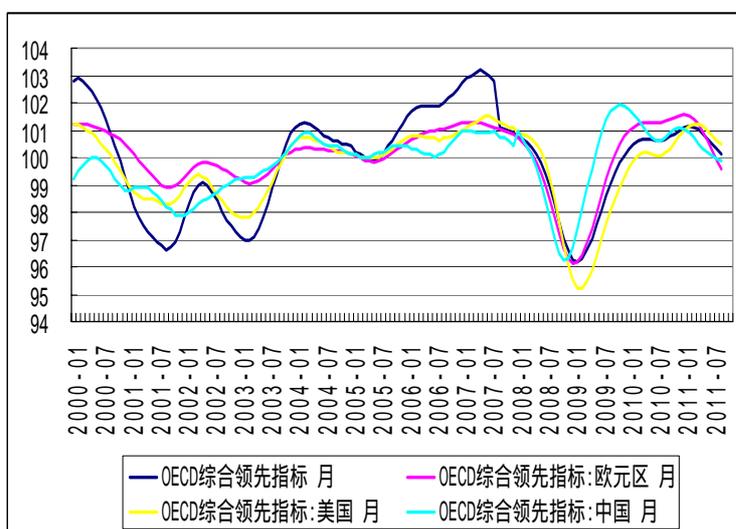
(三) 外围：动荡依旧

2011年，外围环境充满了动荡，日本地震、中东变局、美国经济复苏一波三折以及欧债危机等因素均对中国证券市场产生了较大的冲击。2012年，美法大选的政治角力、欧债危机继续以及伊朗问题等都可能拨动全球金融市场脆弱而敏感神经。

1、全球经济：步入弱增长周期

OECD（经合组织）综合领先指标掉头向下，预示2012年全球经济将走弱。IMF最近将2011年全球GDP增速预测值调低至4%，较2010年下降了1.1个百分点，2012年的预测值与2011年持平。发达经济体中，美国有回升势头，但幅度较小；受主权债务危机影响，欧元区经济上半年步入衰退；日本从地震重创中恢复缓慢；发展中国家表现稍好，但增速已显疲态。

图表51 全球经济步入弱增长周期



	2009 [□]	2010 [□]	2011E [□]	2012E [□]
全球 [□]	-0.7 [□]	5.1 [□]	4.0 [□]	4.0 [□]
美国 [□]	-3.5 [□]	3.0 [□]	1.5 [□]	1.8 [□]
欧元区 [□]	-4.3 [□]	1.8 [□]	1.6 [□]	1.1 [□]
日本 [□]	-6.3 [□]	4.0 [□]	0.5 [□]	2.3 [□]
其它发达经济体 [□]	-1.1 [□]	5.8 [□]	3.6 [□]	3.7 [□]
发展中国家 [□]	2.8 [□]	7.3 [□]	6.4 [□]	6.1 [□]

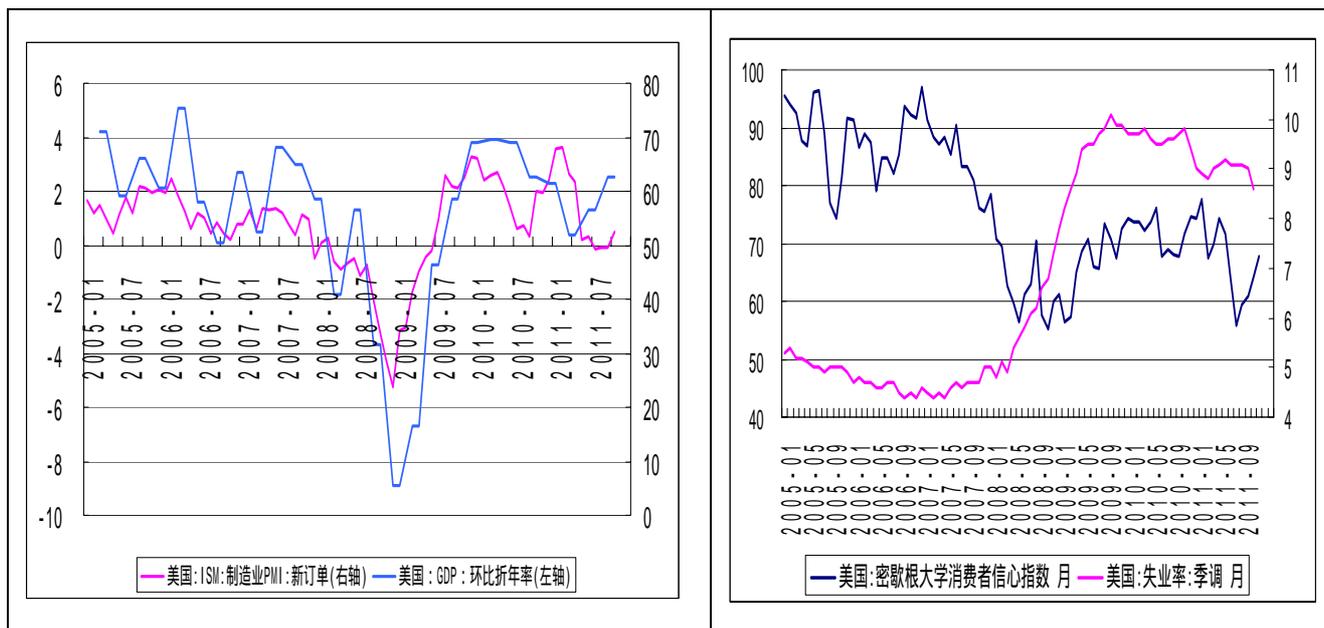
数据来源：IMF，Wind，东吴基金。

2、美国：复苏势头良好，亦有隐忧

美国近期经济数据表明复苏迹象明显而确定：PMI新订单指数、GDP增速均调头向上；密歇根大学消费者信心指数连续4个月回升，而失业率也开始高位回落。但目前美国外债占GDP比重也已超过98%，如果经济复苏进程中再起波折，加上明年是大选年，两党就债务减赤问题的政治角力都可能引起国际金融市场巨幅波动。



图表52 美国经济复苏迹象明显

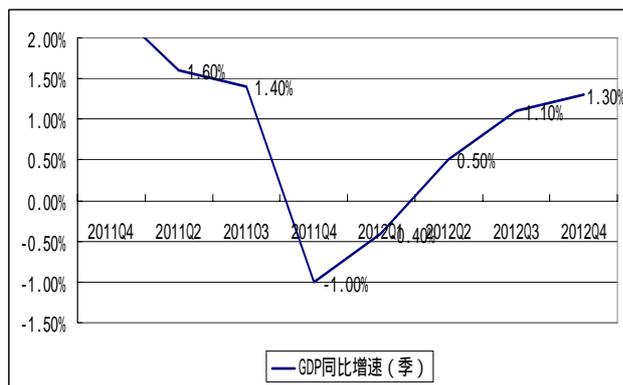


数据来源：Wind，东吴基金。

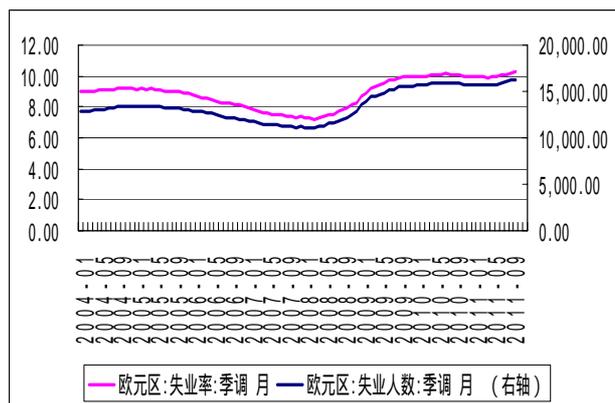
3、欧元区：积重难返

经合组织预计，欧元区 2011 年第 4 季度和 2012 年第 1 季度分别同比下滑 1%和 0.4%，2 季度有望开始触底回升，全年增幅降至 0.2%。近两年来，其失业率均维持在 10%以上的高位，未见丝毫好转迹象。可以预见的是，危机让银行和政府部门都有去杠杆化的约束，银行放贷意愿降低，政府财政支出紧缩，使经济复苏缓慢而艰难。

图表 53 欧元区 GDP 与 2012 年 1 季度触底回升



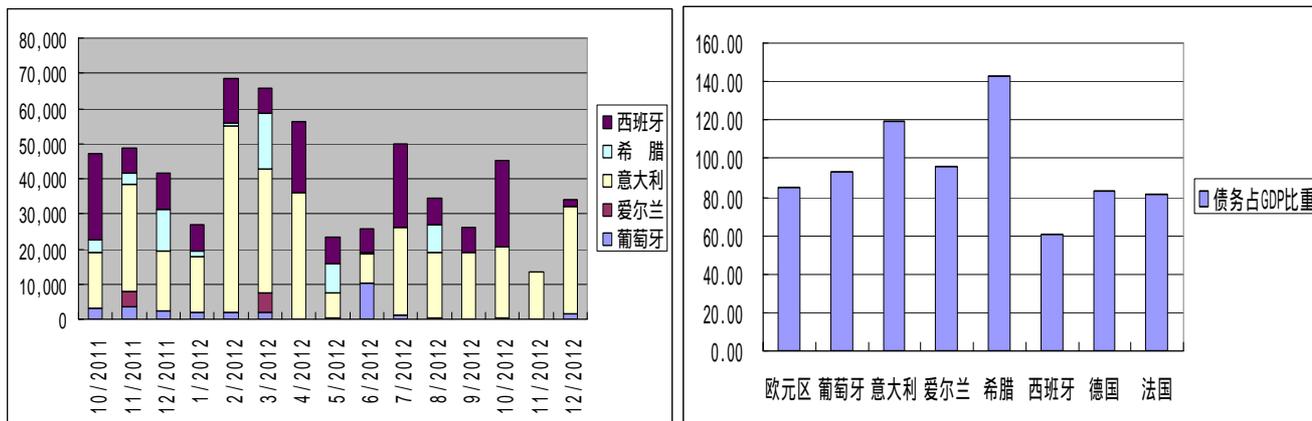
图表 54 欧元区失业率维持高位



数据来源：Wind，东吴基金。

过去两年，欧元区政府为应对金融危机大量举债增加支出以刺激经济，导致政府负债率大幅上升，目前整个欧元区债务占 GDP 的比例为约为 85%，已大幅超出了欧元区成立时设定的上限（60%）。2012 年 2、3、4 月是欧猪 5 国主权债务到期高峰期，到时欧债危机再次爆发将迫使欧洲领导人出台实质性的解决方案，而不是现在一味的拖。届时，欧债危机再次爆发可能会对中国 A 股市场造成一定冲击。

图表 55 2012 年 2、3、4 月份是欧猪 5 国主权债务到期高峰期



数据来源：Bloomberg 东吴基金

(四) 政策转向：系统有序

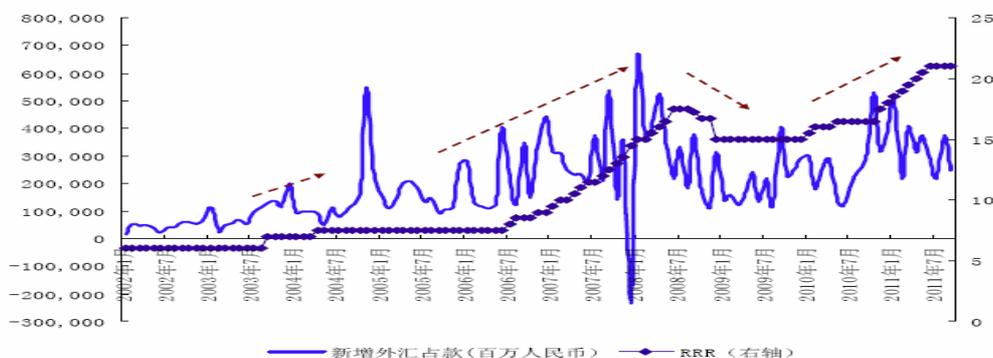
经济从主动收缩到被动下滑，客观上需要对政策进行相应的调整，以避免经济下滑速度的加剧，而通胀压力的缓解，也为政策的微调提供了可能。2012年经济工作的主线是稳增长、调结构、保民生、促稳定，控通胀将不再成为首要目标，政策微调也已开始，货币、财政及产业政策将有序/系统的推进，以应对中长期经济转型。

1、货币政策：微调频繁

自10月份中央释放出预调微调信息后，后续出台了信贷面向中小企业定向宽松的政策，紧接着又调低了存款准备金率，以保证必要的流动性。我们判断，随着中国经济增速中枢下移和人民币升值预期减弱，2012年外汇占款将会大幅度减少，并且2012年到期央票规模不大，因此，2012年央行会频繁下调存准率以对冲外汇占款减少带来货币供应紧张，预计1、4、7月份存准率各下调一次。在信贷政策上，预计2012年新增信贷8万亿，比2011年增加5000亿左右，以缓解实体经济资金紧张。由于负利率状况还没得到改观，因此降息概率不大。

降低存准率，扩大信贷规模并不意味着货币政策走向全面宽松，因为降准只是在流动性紧张时的一种被动放松，而新增8万亿信贷也只是刚好符合经济正常需要，2012年货币政策风格将以稳健为主。

图表56 外汇占款下降将驱动央行下调存准率



数据来源：Wind，东吴基金。



2、财政政策：走向积极

财政政策是结构调整的关键，从财政赤字占GDP的比重看，我国财政政策还有空间。假定2012年财政赤字为9000亿元，则财政赤字占GDP比重约1.7%，仍处于历史较低水平。

目前已公布的具体措施有：(1) 结构性减税；(2) 营业税改增值税试点，促进生产服务于发展；(3) 提高个税起征点等。预计2012年财政政策如定向财政支出、结构性减税等将在结构调整中被较多的运用。

图表57 财政政策还有空间



时间	主要内容
2011. 10. 26	提出继续推进结构性减税
2011. 10. 26	营业税改增值税试点
2011. 10. 12	《支持小型和微型企业发展的金融财税措施》
2010. 10. 10	《关于铁路建设债券利息收入企业所得税政策的通知》
2011. 06. 30	提高个税起征点

数据来源：申万研究所，东吴基金。

3、产业政策：应对中国经济中长期转型

近期，各行业陆续公布“十二五”规划，包括：农机工业、工程机械行业、商贸物流、交通运输、水利、钢铁及医药等。并且将陆续出台七大新兴战略产业专项规划，包括：节能环保、新一代信息技术、新能源、新材料、生物制药、新能源汽车和高端装备制造制造业。

随着“十二五”行业规划和专项规划有序、系统出台，将为中国经济中长期转型指明了方向，为中国新的经济周期启动奠定基础。



三、2012 年 A 股市场格局：箱体震荡

上证指数 2300 点被市场视为具有重要支撑点位，但在 12 月 12 日被轻易跌破，随后 A 股市场恐慌杀跌，上证指数最低跌到 2170 点。市场杀跌动力何在？是担心经济找不到底，还是政策放松力度低于预期，抑或是市场非理性行为等等？如今市场底部是否已见，还是深不见底？

（一）政策底：基本探明

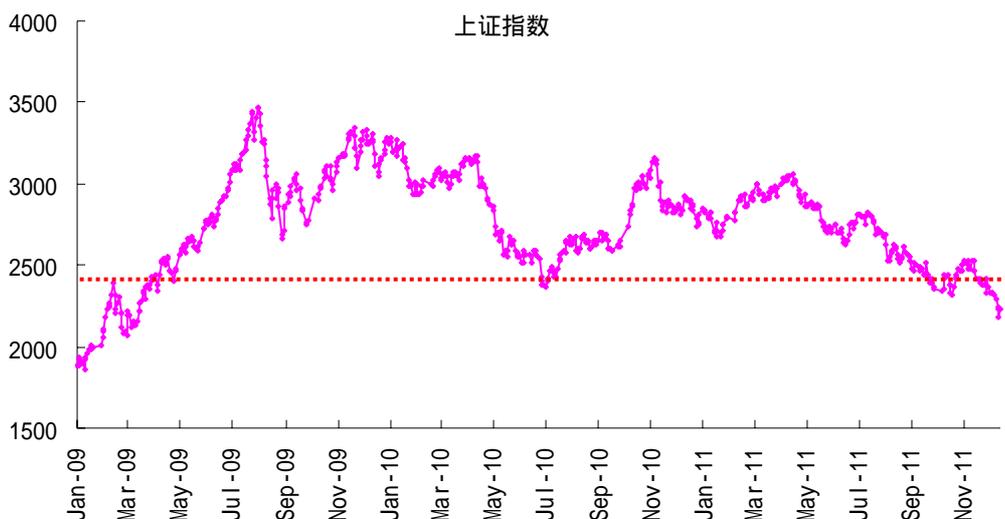
从 2010 年 4 月中旬开始，市场担心经济二次探底，上证指数一路杀跌，2010 年 7 月 2 日最低跌到 2319 点。之后在信贷政策放松、保障房开工等驱动下，上证指数一路涨到 2600 点之上。

今年 10 月份，当上证指数跌近 2300 点时，汇金入市增持四大行，下旬中央释放出政策预调微调，上证指数出现了一波小反弹，最高反弹到 2536 点。11 月 30 日，上证指数暴跌探至 2300 点附近时，同天晚上央行下调存款准备金率引起第二天市场大幅反弹。但是市场在中央政治局会议和中央经济工作会议上看不到积极信号，而 11 月份宏观数据显示经济正加速下滑，导致投资者对经济悲观，对市场失去信心。

从历史看，A 股市场数次底部形成都与政策底有密切关系。比如 08 年 11 月历史大底与 4 万亿投资有关；2010 年 7 月初底部与保障房推出和信贷政策放松有关等。

我们认为，本轮政策底基本探明。2011 年紧缩货币政策结束，货币政策开始微调。我们判断，12 月 5 日存准率下调是开始，随后 1、4、7 月份存准率可能再次下调。2012 年新增信贷 8 万亿，要比 2011 年多 5000 亿。12 月之后，每月新增贷款有望逐月增加。从流动性看，1 月份相对偏紧，但是存准率再次下调后，资金供给相对平衡，春节后也即 2、3 月份流动性会明显好转。从货币信贷看，本轮政策底基本探明。因此，上证指数 2200-2300 点政策底部区域概率比较大。

图表 58 上证指数 2200-2300 点政策底部区域基本探明



数据来源：Wind，东吴基金。

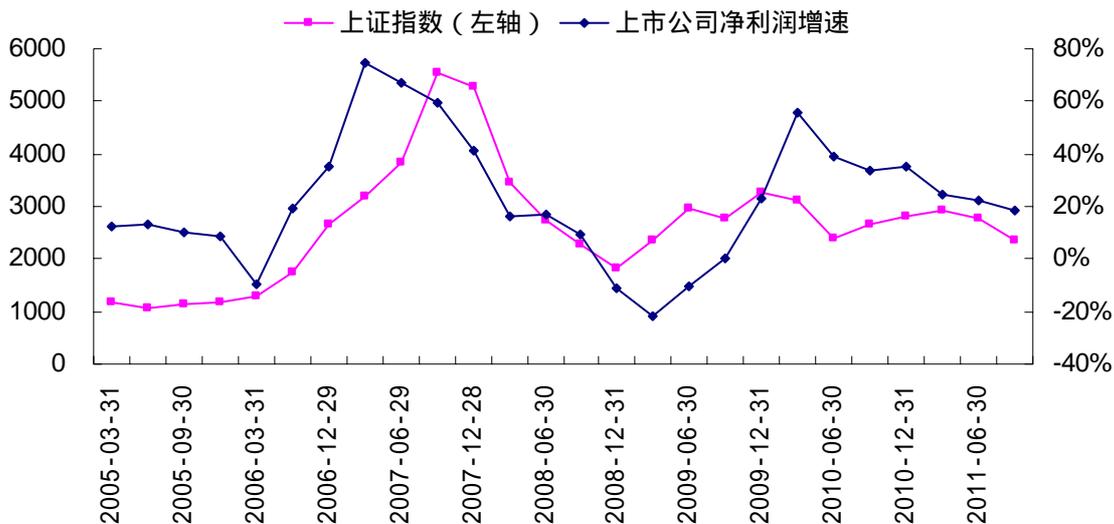


(二) 业绩底：即将明朗

2005年年中，上证指数在1000点筑底成功，之后一路上涨，而上市公司净利润增速底部在2006年1季度，市场底领先业绩底2个季度。2008年10月底上证指数最低跌到1664点，在4万亿推动下，指数触底上涨，而上市公司净利润增速底部在09年1季度，市场底领先业绩底1个季度。

过往两次经验表明，市场底总是领先业绩底，并且市场底领先上市公司业绩底约1-2个季度。

图表 59 市场底领先业绩底 1-2 个季度



数据来源：Wind，东吴基金。

今年前三季度，申万重点公司净利润同比增长 18.8%，较中期下滑 3.5 个百分点。剔除金融服务业，净利润同比增速 9.7%，较中期下滑 3.4 个百分点。A 股上市公司净利润增速继续呈现下滑趋势。

从全年盈利预测情况看，申万重点公司 2011 年净利润预测同比增速 19.4%，2012 年为 22.3%；剔除金融服务业，2011 年净利润预测同比增速 17.2%，2012 年为 21%，要远高于前三季度的 9.7%。中小创业板 2011 年净利润预测同比增长 28.9%，2012 年为 37.1%，要远高于前三季度的 15%。

在当前经济加速下滑背景下，预示着 2011、2012 年 A 股上市公司业绩有大幅下调空间。那么，在经济下滑背景下，A 股上市公司净利润底部会在什么时候呢？

图表 60 上市公司净利润存在大幅下调空间

	09 年度	10 中期	10 年度	11Q1	11 中期	11 三季	11 年度 E	12 年度 E
重点公司整体	23.2%	38.6%	35.3%	23.2%	22.3%	18.8%	19.4%	22.3%
重点公司整体剔除金融服务业	22.2%	53.7%	43.1%	22.2%	13.1%	9.7%	17.2%	21.0%
重点公司整体剔除金融服务、 石油化工、石油开采、电力	13.6%	82.2%	55.2%	19.7%	17.9%	13.6%	23.0%	25.6%
重点公司主板	23.0%	38.3%	35.1%	23.9%	22.1%	18.7%	18.8%	22.0%
中小创业合计	27.3%	44.3%	32.1%	29.5%	24.1%	15.0%	28.9%	37.1%
中小板全样本	26.2%	46.7%	32.6%	28.5%	24.4%	14.9%	28.2%	35.6%



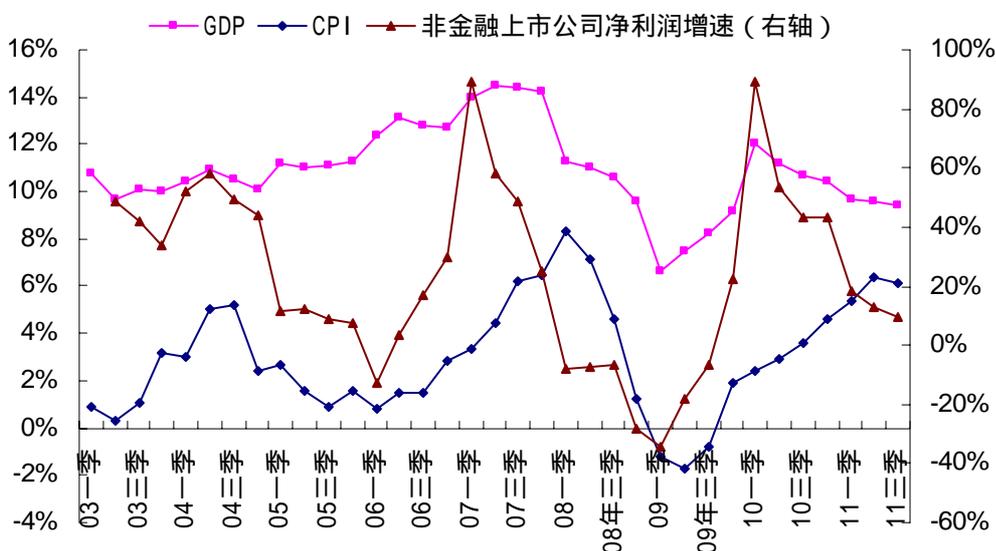
创业板全样本	48.2%	23.1%	29.3%	37.0%	22.1%	15.8%	32.2%	44.2%
--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：申万研究所，东吴基金。

从历史看，非金融上市公司净利润增速底部与 GDP 增速底部和 CPI 底部基本一致。比如，06 年 1 季度，非金融上市公司净利润见底回升，CPI 也在此时见底回升。09 年 1 季度，非金融上市公司净利润见底回升，GDP 增速也在此时见底回升。虽然季度数据显示，这个时期 CPI 底部要滞后上市公司净利润底部一个季度，但是从月度数据看 CPI 已经在 09 年 2 月份见底，不过 CPI 回升时间滞后一个季度。

总的来看，非金融上市公司净利润增速底部基本与 GDP 增速底部和 CPI 底部基本一致。我们判断，GDP 底部在 2012 年 1、2 季度，1、2 季度 GDP 增速差异不是很大，CPI 底部在 2 季度，下半年 GDP 和 CPI 会缓慢温和回升。从历史经验看，2012 年非金融上市公司净利润增速底部应该在明年上半年，下半年将随着经济和 CPI 缓慢温和回升而回升。

图表 61 非金融上市公司净利润增速底部基本与 GDP 增速和 CPI 底部一致



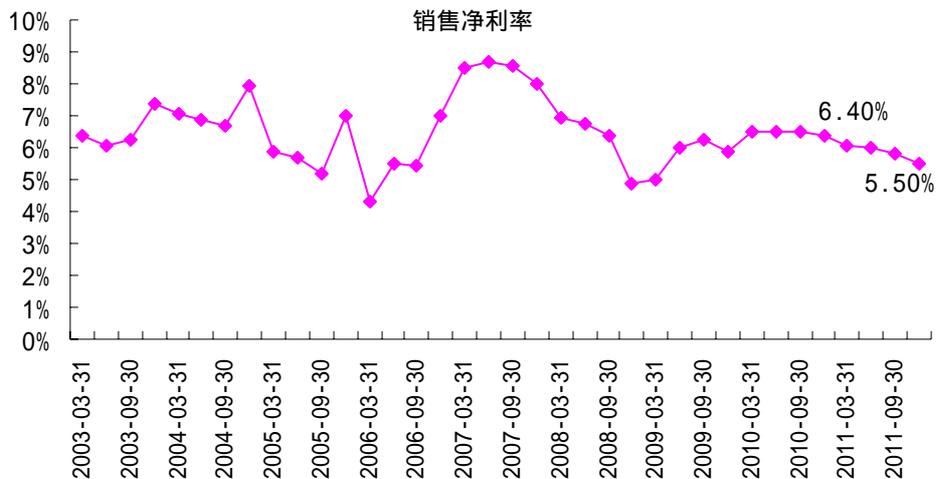
数据来源：Wind，东吴基金。

假设非金融板块 2011 年 4 季度环比 3 季度增长为 0%，则非金融板块 2011 年净利润同比增长 8%，A 股整体净利润同比增长 16%。

预计 2011 年非金融上市公司收入增速 25%，净利润率为 5.5%。08 年非金融上市公司净利润率为 4.8%，我们假定 2012 年非金融上市公司净利润率为 5.2%，收入增速与名义 GDP 增速一致为 12%，那么 2012 年 A 股非金融上市公司净利润同比增速 6%。从敏感性分析看，2012 年 A 股非金融上市公司净利润同比增速为负概率不大。



图表 62 非金融上市公司净利润率接近历史底部



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 63 2012 年非金融上市公司净利润增速敏感性分析

		收入增速						
		8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
净 利 润 率	4.8%	-6%	-4%	-2%	-1%	1%	3%	5%
	5.0%	-2%	0%	2%	4%	5%	7%	9%
	5.2%	2%	4%	6%	8%	10%	12%	13%
	5.4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%
	5.6%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%
	5.8%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	27%
	6.0%	18%	20%	22%	24%	27%	29%	31%

数据来源：东吴基金。

(三) 估值压力：释放充分

估值创出历史新低。从 2008 年 10 月 28 日上证指数最低点 1664 点至今，上证指数上涨 34%。当前全部 A 股 2011 年动态 PE 11.36 倍要低于 2008 年 11 月的 15.86 倍，当前市值对应 2011 年三季度净资产的 PB 值 1.82 倍要低于 2008 年最低点 PB 值 1.94 倍。

如果剔除金融、中石油和中石化，当前 A 股 2011 年动态 PE 14.27 倍要低于 2008 年 11 月的 20.21 倍，当前市值对应 2011 年三季度净资产的 PB 值 2.18 倍相对 2008 年最低点 PB 值 1.81 倍也就溢价 20%。

从全部 A 股和剔除金融、中石油和中石化后全部 A 股 PE、PB 比较看，估值应该是见底了。

上证指数 2200 点等同于净资产涨幅，估值安全边际高。由于当前金融、中石油和中石化市值与 1664 点市值相比增幅不大，我们做一个最极端情景假设来判断 A 股市场底部，假设剔除金融、中石油和中石化后全部 A 股从 1664 点至今市值增幅按其净资产增幅 55% 计算，并加上当前金融、中石油和中石化市值，那么全部 A 股市值从 08 年 11 月至今上涨 32.5%。如果上证指数从 1664 点至今也只涨 32.5%，那么今天上证指数点



位也有 2200 点。

图表 64 上证指数 2200-2300 点有望形成估值底部区域

	上证指数	
2008-10-28 点位	1664	
2011-12-15 点位	2225	
	34%	
	全部 A 股	剔除金融、中石油、中石化后全部 A 股
2008-10-28 总市值(亿)	129445	55121
2011-12-15 总市值(亿)	187924	103014
总市值增幅	45%	87%
2008 净利润 (亿)	8164	2728
2011 净利润 (亿)	17665	7218
净利润增幅	116%	165%
2008 净资产 (亿)	66609	30465
2011Q3 净资产 (亿)	103135	47356
净资产增幅	55%	55%
PB2008	1.94	1.81
PB2011	1.82	2.18
PB 变化率	-6%	20%
PE2008	15.86	20.21
PE2011	10.64	14.27
PE 变化率	-33%	-29%
ROE2008	12.26%	8.95%
ROE2011	17.13%	15.24%
ROE 变动幅度	4.87%	6.29%

注：全部 A 股指 2008 年 11 月份上市并且 2011 年有盈利预测的公司，样本数量 1037 只。

数据来源：Wind，东吴基金。

分行业看，部分行业 PE 已接近历史最低值，有近一般行业 PB 值接近历史最低值。

从市场和行业估值看，我们判断，经过近期下跌，当前 A 股估值压力得到很大释放，上证指数 2200-2300 点有望形成估值底部区域。

图表 65 行业估值比较

行业	PE2011-12-15				行业	PB2011-12-15			
	均值	"min"	PE	(PE-min)		均值	"min"	PB	(PB-min)
建筑建材	37.82	11.51	11.51	0.00	交通运输	3.31	1.41	1.41	0.00
房地产	42.52	13.30	13.30	0.00	金融服务	4.11	1.45	1.47	0.02
金融服务	32.28	7.69	7.78	0.09	黑色金属	2.03	0.90	0.99	0.09
家用电器	29.22	11.78	12.59	0.81	公用事业	3.32	1.55	1.82	0.27
交运设备	30.59	11.89	14.23	2.34	房地产	3.88	1.57	1.86	0.29
采掘	31.03	9.95	12.46	2.51	化工	3.11	1.55	1.89	0.34



化工	30.02	10.09	12.87	2.78	采掘	3.86	1.65	1.99	0.34
交通运输	33.32	7.94	10.85	2.91	建筑建材	3.15	1.20	1.62	0.42
食品饮料	39.61	23.37	29.11	5.74	交运设备	3.27	1.37	2.08	0.71
商业贸易	40.15	14.09	20.13	6.04	轻工制造	3.29	1.16	2.05	0.89
机械设备	39.55	13.37	20.19	6.82	机械设备	4.04	1.66	2.59	0.93
公用事业	29.48	15.03	21.88	6.85	家用电器	2.98	1.09	2.05	0.96
纺织服装	34.70	12.57	20.08	7.51	商业贸易	3.79	1.62	2.62	1.00
医药生物	43.95	19.30	28.53	9.23	纺织服装	3.34	1.26	2.58	1.32
黑色金属	22.04	5.50	14.82	9.32	信息设备	4.70	1.59	2.92	1.33
有色金属	38.91	11.23	22.76	11.53	信息服务	4.60	1.59	2.92	1.33
轻工制造	36.37	11.76	24.11	12.35	有色金属	4.13	1.55	2.95	1.40
餐饮旅游	52.52	23.18	36.28	13.10	电子元器件	3.94	1.39	2.85	1.46
农林牧渔	45.81	20.73	34.04	13.31	餐饮旅游	4.16	1.68	3.37	1.69
信息设备	44.27	14.65	30.85	16.20	医药生物	4.33	1.83	3.68	1.85
电子元器件	45.80	15.21	33.25	18.04	农林牧渔	4.06	1.32	3.50	2.18
信息服务	48.27	10.57	33.83	23.26	食品饮料	5.11	2.22	6.31	4.09

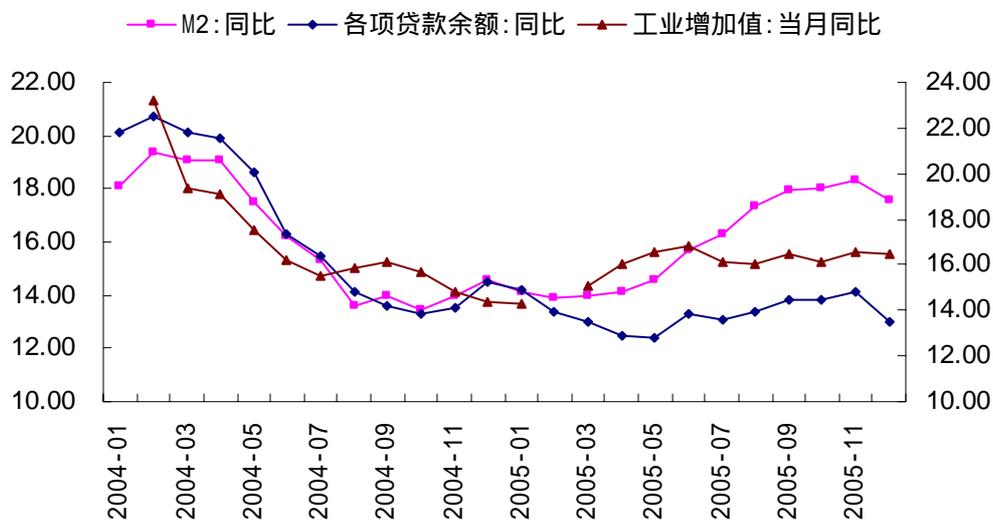
注：PE、PB 以最近 12 各月数据计算。数据来源：Wind，东吴基金。

（四）市场趋势判断：箱体震荡为主

从以上分析可知，2012 年中国经济有望探底缓慢回升，预计全年 GDP 同比增长 8.5%。与历史比较，2012 年中国经济增速中枢将系统性下移，中国经济乃至全球经济进入一个弱增长周期。我们判断，在新的经济周期来临之前，上证指数要突破 2011 年箱体趋势性上涨概率不大。

在新的经济周期启动之前，经济短周期波动将成为一种常态，而短经济周期更易受货币供应周期影响进而成为货币政策周期的衍生品。当前宏观经济环境与 04-05 年比较类似，2004-05 年工业增加值增速基本随货币信贷波动而波动。因此，货币信贷波动将会深刻影响 2012 年 A 股市场走势，A 股波动性会明显加大。

图表 66 2004-2005 年货币供应周期影响经济短周期波动





数据来源：Wind，东吴基金。

对 2012 年 A 股市场我们做如下判断：

- 1、上证指数 2200-2300 点属于政策底部区域概率比较大，同时也是估值底部区域。
- 2、业绩底即将明朗。虽然分析师尚未大规模下调 2011、2012 年上市公司盈利预测，但是目前市场已将 2011 年非金融上市公司净利润同比增速下调到 10%左右，2012 年调到 5%左右，业绩风险已得到一定释放。从历史经验看，市场底一般领先业绩底 1-2 个季度，上市公司业绩在 2012 年上半年触底概率比较大，因此，从业绩底时间点判断目前点位市场底出现概率也比较大。
- 3、2012 年货币信贷波动将会深刻影响 A 股市场走势。2012 年 1 季度特别是 2、3 月份货币信贷将迎来小高峰，市场有望出现一波反弹。但步入 2 季度后，4、5 月份是国内财税上缴高峰，市场流动性将趋紧，加上上市公司业绩预测面临大幅下调压力，市场重归弱势。3 季度，随着经济底部明朗，打消了市场对经济下滑的过分忧虑，同时货币供应较 2 季度偏好，市场会在企业业绩回升预期和流动性驱动下重拾升势，估值重心整体上移。
- 4、短经济周期不支持 A 股市场趋势上涨，加上明年不确定性事件增多（政治的、经济的，外部的、内部的），市场将以箱体震荡为主，其核心波动区间在 2200 - 2700 点之间。能否突破箱体，在于政策实施的力度和效果。



五、2012 年投资主线：重成长兼顾周期性估值修复

我们判断，2012 年中国经济增长中枢将系统性下移，中国经济乃至全球经济进入一个弱增长周期。中短期看，中国经济结构转型驱动大的经济周期启动概率不大，因此上证指数更有可能是箱体震荡。虽然 2012 年 A 股市场可能以震荡为主，但仍然存在结构性投资机会。

从投资主线看，在经济增速中枢下移背景下，市场更多是一种结构性投资机会。在弱经济增长周期中，成长性行业和公司可能会越来越少，因此每次市场系统性下跌都是很好的买入机会。由于投资增速系统性下降，周期类股票业绩弹性将减弱，周期类股票更多是政策放松力度加大驱动估值修复带来的投资机会。

（一）04 - 05 年历史经验

当前经济环境与 04-05 年比较类似，都是经过一轮宏观调控之后，通胀压力缓解，经济增长平稳，货币、信贷保持较低水平。

从 04 年 4 月 7 日宏观调控开始到 05 年底，上证指数跌了 35%。在此期间表现最好的股票主要集中在以下几个行业：(1) 商业贸易：苏宁电器、大商股份、小商品城；(2) 机械设备（电力设备）：天威保变、思源电气等；(3) 食品饮料：张裕 A、贵州茅台；(4) 化工（新材料和农药）：烟台万华、新安股份、星新材料；(5) IT：航天电器、中兴通讯、华胜天成；(6) 医药：云南白药、科华生物；(7) 建筑建材：海油工程。

综合看，当时表现最好的股票主要集中在食品饮料、商贸、医药和 IT 稳定增长性行业中，一些景气行业也容易出牛股，如电力设备、农药。这对 2012 年行业配置具有一定借鉴作用。

图表 67 2004-2005 年 A 股市场表现最好的前 20 只股票

证券简称	区间涨跌幅 2004-4-7 至 2005-12-30	申万行业
航天电器	206.42	电子元器件
苏宁电器	175.79	商业贸易
天威保变	137.38	机械设备
张裕 A	111.23	食品饮料
海油工程	96.66	建筑建材
贵州茅台	94.61	食品饮料
大商股份	86.43	商业贸易
宏达股份	86.02	有色金属
云南白药	84.22	医药生物
华侨城 A	66.84	房地产
烟台万华	66.70	化工
新安股份	55.35	化工
中兴通讯	52.50	信息设备
巨轮股份	49.07	机械设备
小商品城	46.40	商业贸易
华胜天成	44.58	信息服务
ST 新材	44.51	化工
思源电气	42.13	机械设备



石油济柴	40.95	机械设备
科华生物	40.52	医药生物

数据来源：Wind，东吴基金。

(二) 寻找成长股：消费 + 符合经济结构转型的成长股

虽然全部 A 股前 3 季度净利润增速要明显低于全年业绩预期，但分行业看，今年前 3 季度净利润增速高于全年预期的行业仍有 5 个，分别是：建筑建材、食品饮料、服装家纺、金融服务和餐饮旅游。我们判断，这些行业 2011 年业绩被大幅下调可能性会小些，不排除超预期可能，特别是食品饮料、纺织服装和银行。

从业绩增长趋势看，上游和中游行业业绩增速向下趋势比较明显，或者保持较低增速水平；而业绩增速趋势有望向上的行业是信息服务业。

在经济增速中枢下降背景下，业绩稳定较快增长、或者业绩趋势向上的行业值得我们重点关注，如食品饮料、服装家纺和信息服务业。

图表 68 行业净利润增速表现

		09 年度	10 年度	2011Q1	2011Q2	2011Q3	11 年度 E	12 年度 E
上游	煤炭开采	1.8%	31.9%	19.1%	20.6%	16.4%	19.2%	19.5%
	有色金属	-123.7%	1102.9%	37.2%	65.5%	64.5%	59.9%	32.7%
中游	石油化工	179.7%	14.5%	25.0%	9.4%	6.8%	14.2%	13.2%
	电力	9793.2%	3.6%	-27.8%	-3.3%	-19.2%	-12.3%	30.5%
	钢铁	-50.0%	120.8%	-26.5%	-37.3%	-32.5%	-1.8%	36.6%
	电气设备	78.1%	22.8%	3.5%	-8.4%	-17.9%	13.8%	22.6%
	专用设备	34.4%	66.3%	97.1%	65.2%	45.5%	46.1%	26.1%
	水泥制造	49.7%	57.7%	146.8%	146.4%	127.3%	82.6%	27.1%
可选消费品	乘用车	389.7%	90.6%	27.1%	21.2%	13.8%	16.2%	18.9%
	白色家电	48.4%	47.2%	36.2%	23.4%	19.8%	25.1%	23.3%
	航空运输	121.2%	282.1%	-10.1%	6.4%	-2.8%	3.1%	8.3%
	餐饮旅游	21.3%	21.9%	-5.9%	8.3%	15.9%	13.7%	
必须消费品	医药生物	78.0%	-0.8%	34.5%	35.7%	28.1%	37.3%	21.2%
	纺织制造	32.3%	53.7%	33.2%	32.9%	23.3%	24.0%	31.6%
	服装家纺	18.7%	30.1%	82.8%	79.5%	58.6%	50.4%	37.2%
	饮料制造	37.3%	30.0%	45.1%	50.5%	45.3%	48.8%	43.6%
	零售	32.1%	23.9%	22.5%	19.9%	21.0%	34.3%	19.2%
TMT	电子	69.4%	39.5%	-14.1%	-2.4%	-29.4%	134.2%	39.9%
	信息设备	49.9%	32.8%	16.4%	0.6%	-8.0%	17.3%	15.1%
	信息服务	-68.5%	-12.5%	-14.4%	13.4%	4.0%	35.0%	54.4%
大金融	金融服务	24.1%	28.8%	29.1%	30.5%	27.0%	21.5%	23.5%
	房地产	50.3%	40.6%	-9.0%	10.1%	13.3%	31.6%	
其它	农林牧渔	25.3%	35.3%	11.3%	18.1%	25.7%	41.8%	32.1%
	交通运输			-27.0%	-67.4%	-75.3%	-73.9%	19.7%

数据来源：申万研究所，东吴基金。



经济结构转型将是中国未来经济新的增长动力,因此,符合经济结构转型的行业诞生成长股概率比较大。从美国 73-82 年转型期间经验看,涨幅最高的 200 支股票中电子电器设备、旅游休闲、软件与计算机、医疗设备与服务、医药生物等新兴成长类股票几乎占据了半壁江山。即使是第 200 家的累计收益也高达 10 倍,远高于周期性行业第一名的涨幅。

结合国家关于发展战略性新兴产业的规划,我们认为在生活型服务业、生产性服务业以及新技术领域有望诞生高成长的好公司。

图表 69 美国 73-82 年转型期间表现最好的股票集中在新兴成长类行业

73-82年累计涨幅最高的前 200只股票所属行业	股票个数
电子与电器设备	51
旅游与休闲	12
软件与计算机服务	10
技术硬件及设备	10
金融服务业	9
支持性服务业	9
医疗设备与服务	8
工业工程	8
媒体	8
石油与天然气	8
医药生物	8
航天科技与国防	7
家用物品与建筑	7
零售	6
工业金融与采掘	6

数据来源：申万研究所。

(三) 周期股估值修复交易性机会

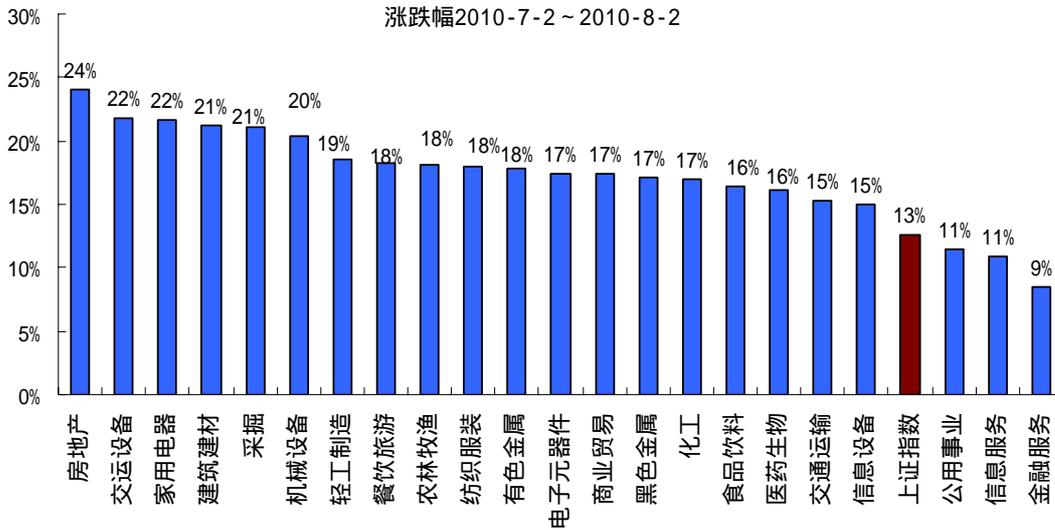
2010 年 7 月,政府担心经济二次探底而放松信贷、推出保障房计划等。在随后的一个月中,表现最好的行业主要集中在周期性行业和耐用消费品,涨幅居前的行业是房地产、交运设备、家电、建筑建材、采掘和机械设备等;而非周期性行业如信息服务、公用事业、信息设备、交通运输、食品饮料涨幅居后。

2011 年 10 月,在政府释放出预调微调信号后的一个月,反弹涨幅居前的行业是信息设备、信息服务、电子元器件、公用事业(包括环保水务)、农林牧渔、医药等;而周期性行业和耐用消费品行业如金融服务、家电、黑色金属、交通运输、建筑建材等涨幅居后。

两次反弹的风格基本是相反的,究其原因在于政策的基调和导向不同,在于政策是注重总量放松的保增长,还是注重结构优化的调结构。我们的判断是:除非欧债崩盘以及国内经济下滑态势难以遏制,2012 年政策指向将更侧重于调结构,这也决定了 2012 年符合政府政策导向的新兴产业成长股投资性机要多于周期股,而周期类股票的投资机会在于经济向好趋势得到确认后的估值修复。

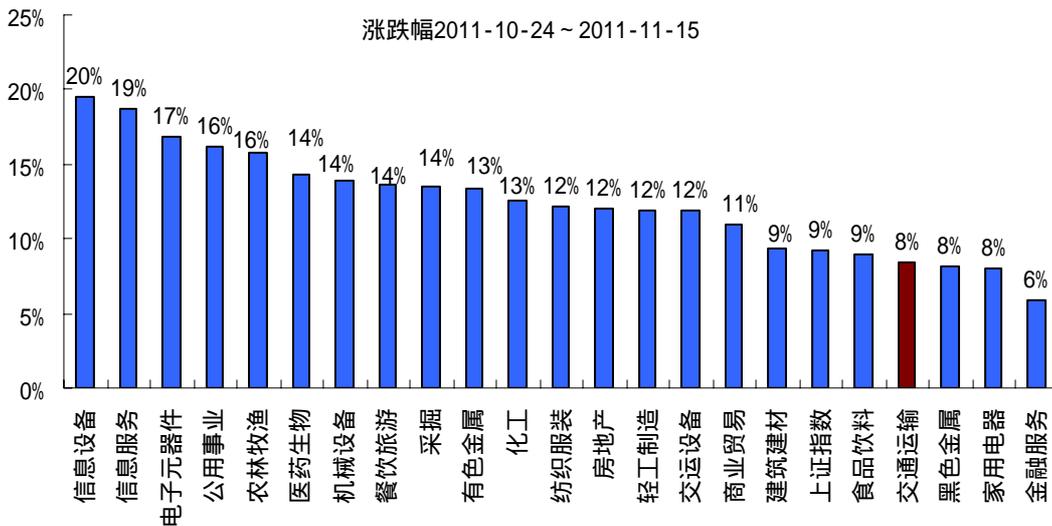


图表 70 2010-7-2 ~ 2010-8-2 期间反弹周期性行业强于大盘



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 71 2011-10-24~2011-11-15 反弹以来周期性行业弱于大盘



数据来源：Wind，东吴基金。

(四) 投资主线：重成长兼顾周期性估值修复

鉴于 2012 年，外围环境仍充满了变数和动荡，而国内经济增速中枢下移，运行趋势及政府应对的措施均还不甚明朗，再加上 CPI 虽回落但仍未改变负利率状况制约了政策操作空间，因此，应本着谨慎的心态，追随国家的政策导向，在投资方向的选择上侧重于符合政策导向的成长性行业和稳定较快增长行业，同政策导向的一致性和业绩高增长的确信性将是考量的主要标准。2012 年，重点关注以下三条主线：

(1) 受益于政府财政支持和经济结构转型的行业及其成长股，重点关注：传媒、软件、节能环保、电力设备及新能源。这些行业代表了经济结构调整的方向，是国家未来 5 - 10 年重点发展的领域，投入巨大，



市场容量大、增长快，盈利增速快，容易催生高成长的好公司。

- **传媒**：十七届六中全会明确深化文化体制改革，政策扶持力度大，成长空间大。传媒行业相对大盘的涨幅不大，未来企业业绩得到有望改善，消化高估值压力。在预期明年经济下滑的情况下，“口红效应”的作用会使人们文化需求反而会不断增强，对文化传媒行业产生正面的影响。建议关注影视剧内容、动漫、新媒体及传统企业中有整合及资产注入预期的公司。
- **软件**：转变经济增长方式，两化融合，IT 应用的全面深入给予软件行业持续旺盛的需求。但是在明年经济下滑、投资减少的情况下，需要选择投资确定的行业、业绩确定的公司，以及能够超越经济周期的新技术公司。
- **节能环保**：业绩的验证决定环保 12 年的投资机会。地方财政收支的好转有利于环保项目的重启，上市公司的业绩有望逐步好转。中长期看，环保股中具备独特盈利模式，业务不依赖政府投资的行业和公司具有较大的发展前景，值得长期关注。
- **电力设备**：作为投资拉动型的行业，2012 年电力（电网、电源）投资有望超预期。从投资额度和投资时间分布上看，2012 年是“新五年计划”投资启动的元年，2014 年是投资建设的高峰年份。建议关注细分领域：智能数字化配网建设，电网节能、核电。

(2) 业绩稳定较快增长的弱周期行业，重点关注：食品饮料、品牌服饰、医药。2012 年经济仍处于收缩阶段，该类行业具备弱周期性、业绩增长有保障，具备较好的防御性。

- **食品饮料**：消费的弱周期性是食品饮料行业获得稳健增长的前提，其中，白酒量价齐升的格局依然存在，有望延续高景气，只是业绩增速预期较 2011 年有所回落。品牌力强的中高档以上白酒具有区别于一般商品的“边际收益递增”特征，是典型的价值积累型公司，长期投资价值突出。此外，在通胀回落预期下，我们也看好受益原料价格下降、销售稳定增长的乳制品、肉制品等大众消费品行业。
- **品牌服饰**：受暖冬、成本推动的大幅涨价和基于经济前景的消费意愿下降等因素影响，服装销售自 2011 年 10 月份之后开始出现明显的下滑，预期这一趋势将在 2012 年得到延续。加上涨价因素缺失，以及网点扩张放缓和租金、工人成本的上涨，品牌服装行业的业绩预计会整体减速。结合各子行业的不同发展阶段和各公司订货会情况，我们相对看好品牌化发展初期的户外用品、家纺行业，以及增长稳健的男装行业。
- **医药**：医药行业需求保持较快增长，在成本压力有所缓解，药价政策不再继续收紧的预期下，行业利润增速有望回升。在明年经济增速放缓的大背景下，医药行业增长的确性会重新被市场关注。

(3) 把握政策放松力度加大而引致估值修复的周期性行业的阶段性投资机会，重点关注：房地产、金融、汽车和工程机械。政策放松力度加大会催生周期性行业估值修复。

- **房地产**：我们预计 2012 年房地产行业将延续中央政府严厉行业调控的格局，限购和限贷政策不会轻言放松，对投资性和投机性需求的高压政策不会轻易放松，但对首次购房需求和部分改善性需求将有定向平衡性政策。由于目前房地产板块估值较低，在宏观货币政策局部微调的背景下，我们预计一季度末房地产投资数据将大幅下滑情况下，行业可能有较好的阶段性交易型机会，但大的趋势性投资机会需等到行业基本面调整到位和政策面回归正常。我们暂时维持行业“中性”评级，但一季度可能根据行业运行情况 and 政策变化趋势，将行业评级调整到“推荐”。
- **银行**：2012 年在货币政策放松预期下，银行股存在阶段性交易性投资机会和绝对投资收益。投资时点可能在 1 季度和明年下半年。1 季度货币政策可能会进一步放松，包括新增信贷超预期增长和存准率继续下调。下半年如果经济复苏力度超预期，那么银行股也会有绝对收益。



（五）重点行业

1、传媒行业——百花齐放又一春

行业评级：推荐

十七届六中全会明确深化文化体制改革，推动社会主义文化大发展大繁荣，使文化产业成为国民经济支柱产业。文化体制改革继续深化和逐步突破，是文化传媒行业长期发展的逻辑。中国文化产业对国民经济增长的贡献不断上升，日益成为新的经济增长点。2010 年中国文化占国内生产总值的 2.75%，目标是在 2015 年文化产业占 GDP 的比重提升至 5%，未来几年的年均复合增长率达 25%。

随着我国人均收入不断增长，文化娱乐消费增长加速，互联网、移动互联网、IPTV 等销售渠道的增加，使影视、动漫等内容价值不断得到提升，给予影视内容产业巨大的成长空间。近年来电影票房不断攀升，2010 年全国电影票房 100 亿元，今年票房超过 130 亿元、实现 30% 以上增长确定无疑；影院银幕也呈现快速增加，预计增长 60% 达到近一万块银幕；电视剧版权价格从前几年的几十万元/集到今年已经突破一百多万/集，网络版权甚至在一年内上涨几十倍。

由于科技进步，光纤到户、3G 渗透率提升、互联网不断发展，这些新技术产生、完善，改变了用户消费习惯，驱动新的商业模式，创造了新需求、新媒体，如 IPTV、手机视频、网络视频、网络广告营销等，呈现快速的成长。2011 年 6 月底，中国网络视频用户达 3.01 亿，用户使用率为 62.1%，互联网广告收入增长超过 40%。随着限娱令、限广令等限制措施的出台，电视用户往网络视频转移的趋势将加快，互联网广告将增长更快。

传统媒体增长较为平稳，但随着三网融合试点的推广，整合将是未来发展的主要趋势。广电总局已表示在 2012 年底实现一省一网，并组建国家广电网络公司。在电信运营商的竞争压力之下，广电系统需要加快整合进程。出版企业在政策的支持下，需要转型以及跨区域并购实现增长。因此，未来传统企业的看点在于整合。

文化传媒行业自九月底开始，由于对十七届六中全会预期较高，在资金推动下整体快速上涨，涨幅超过 20%。在高估值的压力下，呈现调整态势，这是合理的回归。但是与历史相比，传媒行业相对大盘的涨幅不大，在看到各项扶持政策逐渐落实，企业的业绩得到改善，估值压力通过调整消化后，传媒行业还会有良好的表现。另外文化传媒行业具有“反经济周期”的特点，在预期明年经济下滑的情况下，“口红效应”的作用会使人们精神文化需求反而会不断增强，也会对文化传媒行业产生正面的影响。对于各细分行业，建议关注影视剧内容、动漫、新媒体及传统企业中有整合及资产注入预期的公司。

2、软件行业——不确定中依然有确定性

行业评级：推荐

中国的软件业正处于高速发展的成长期，在过去 10 年年复合增长率达 38%。今年以来仍然保持着高速增长的气势，1-10 月软件行业景气度高，收入增速 32.9%，全国软件收入已接近 1.5 万亿元，同比、环比都呈现加速态势。工信部在《软件和信息技术服务业“十二五”发展规划》中明确了“十二五”期间的发展思路和发展目标，到 2015 年，我国软件行业收入将突破 4 万亿元，年均增长 25% 以上。

中国经济转型，大力发展新兴产业，政府陆续出台政策，扶持云计算、物联网项目，给予软件企业税收优惠，推动软件行业长期快速发展。工业化与信息化深度融合的要求，促使企业信息化由单项应用、到渗透应用、到融合阶段的全面应用发展，最终信息化就是业务本身，为软件行业提供长期的需求。中国人口红利的消失，人力成本持续上升，也迫使企业通过信息技术（自动化、管理效率）来控制成本、提高效率。

软件行业与经济增速相比，有滞后效应。在三季报中，软件行业整体的收入增速为 21.2%，环比、同比都出现了明显的下降，反映了行业受到经济下滑的影响。但是也有部分细分行业，如 ERP 软件、IT 服务与外



包、智能交通、地理信息等保持 30% 以上的较快增速。

对于明年行业的增长从两个维度进行分析。1、需求拉动。主要分析信息化投资规模及确定性。传统工业需要转型，两化融合，通过传统制造业的信息化解决产业升级、融合创新问题。随着企业整合，管理边界越来越大，需要更多的集团管控来实现有效的管理，对于高端 ERP 软件的需求旺盛。建设和谐社会、改善社会民生是国家关注的，预计明年医疗卫生、政府、能源、社保等行业的信息化投资仍将保持较高增长。专业服务的需求和人力成本的提高使服务外包成为未来发展趋势，目前行业分散，有整合的要求，市场规模超过一百亿元。国家构建数字中国的规划积极促进地理信息应用社会化，预计到 2020 年形成一万亿元的年产值，是 2010 年的 10 倍。2、技术推动。IT 的核心就是智慧、创新，新的技术能够创造新的商业模式、新的需求。计算能力提升、通信基础设施完善、移动终端普及，云计算、物联网的发展具备了基本条件，在此基础上产生了海量数据，有越来越多数据的价值亟待挖掘。

在经济逐步下滑的背景下，今年行业整体走势弱，估值便宜。四季度落实了增值税退税，出台了云计算等政策，给予行业较大的扶持力度。明年经济仍然存在不确定性，政府有可能加大投资、发展新兴产业对冲传统产业的下滑，行业前景看好。另外需要从信息化投资的确定性、业绩的确定性、产业链中的地位、和未来技术的演变趋势来进行判断，预计 ERP 软件、医疗卫生信息化、地理信息、IT 服务与外包、行业信息化等细分行业中具备技术、市场优势的公司能够超越行业的成长。云计算、人工智能、大数据会呈现阶段性的主题投资机会，未来更长远的机会来自于云服务成熟度提升、人工智能更多地渗透至企业、个人应用中。

3、节能环保行业——短期看订单，中期看政策，长期看模式 行业评级：推荐

节能环保行业的特点，一个是“战略性”，一个是“新”，合起来就是战略性新兴产业。战略性，意味着行业发展被寄予厚望，表现为国家层面予以高度关注，相关扶持政策陆续出台；行业新，则起步晚，但发展快，表现为行业进入门槛不高，竞争激烈，尚缺乏成熟的商业模式，盈利高度依赖政府投资。因此，在政府大幅缩减开支的背景下，尽管政策热闹非凡，但企业的盈利却逐季走低，上市公司的业绩与政策预期之间出现了明显的时滞。

就明年来看，政策的推出速度肯定弱于今年，环保股的投资机会更多的来自于业绩的兑现。换句话说，在政策预期减弱估值回归理性的同时，业绩能否接棒助推股价是明年环保股最重要的投资思路。

业绩的增长，短期看新签订单，中期看政策力度，长期看业务模式。

环保板块中，在手订单较多的企业，尽快存在跨期结算的问题，但业绩相对有保障。即使部分企业在今年出现订单推迟的情况，但这并不影响对未来价值的判断。这方面典型的上市公司包括天立环保和碧水源。

中期来看，企业订单的持续性，关键看政策的执行力度。明年正值地方政府换届，作为政绩考核的重要指标，环保政策的执行力度有可能超预期。就政策取向来看，明年动作较大的领域可能包括：大气治理、固废处理、重金属治理等。其中的大气治理领域，《新版火电排放标准》将于 2012 年 1 月 1 日起实施，加上脱硝电价 0.008 元的补贴方案已经出台，以及 PM2.5 的广受关注，包括除尘、脱硫、脱硝等在内的需求将有较为明确的增长；固废处理领域，《可再生资源“十二五”规划》以及《环境服务业“十二五”规划》出台在即，资源循环利用将是重要的政策指向，需求也较为确定；重金属治理领域，《十二五环境保护规划》将重点提及重金属治理，这一领域过去基本是空白，但前景广阔，需求可能出现爆发式增长。

长期来看，模式是核心。环保投入本质上是一项成本支出，在环保要求不断提升，监管执法愈加严厉，违规成本日益提高的背景下，在取得同等治理效果的前提下，尽可能减少环保投入是行业的核心诉求。这就要求环保企业提供跨领域的整体解决方案，能提供这类服务的企业具有更强的适应性和竞争力。这类企业至少需要同时具备以下几个条件：（1）在多个领域能内的技术储备和经验积累，且同时具备设备研发和运营能力，具有相对完整的产业链；（2）较为雄厚的资金实力，具备一定规模的运营项目以便提供稳定现金流；（3）核心产品或服务的标准化和模块化以便复制。



上市公司的部分项目已经开始具备有整体解决方案的特点，包括：固废领域中桑德环境的静脉产业园、环境监测设备领域中聚光科技的运维、大气治理领域龙净环保的烟气治理岛、水治理领域碧水源的膜组件及运营等。这些企业相信是未来最有可能成长为中国环保行业龙头的标的。

此外，价格调整可能是明年重要的事件性因素，包括部分城市水价的上调、污水处理费的上调以及垃圾处理费随水费征收试点的进一步推广等。这些预期的逐步兑现，将对相关上市公司形成持续利好，这包括武汉控股、兴蓉投资、格林美等。

环保板块在年底政策出台的预期下领先于大盘反弹。目前，板块 11 年平均 PE 为 33.9 倍，12 年平均为 23.2 倍，较年内低点反弹了约 15%。环保作为未来经济转型的重要抓手，具有良好的需求前景，未来 5 年行业有望保持复合 25% 的增长。给与板块 12 年 25 倍的估值较为合理，部分子行业给与 30 倍估值。

4、电力设备和新能源行业—2012 年是新一轮电力投资启动元年 行业评级：推荐

作为投资拉动型的行业，2012 年电力（电网、电源）投资有望超预期。超预期的原因主要基于以下 3 点：1) 从宏观角度分析，在明年房地产等固定资产投资下滑和出口下滑的不利局面下，要维持经济平稳增长，电力投资超预期增长有望起到支撑作用；2) 明年在实体 CPI 显著回落的情形下，水电气的价格机制有望理顺，即价格上调可以实施，这将给电力系统建设投资带来增量资金；3) 考虑到今年的电力紧张，明年的电源建设（火电、核电）和匹配的电网传输建设资金仍将增加。此外，考虑到今后中国的能源进口紧张局面和外部的能源获取压力，核电有望重启。

从投资额度和投资时间分布上看，2012 年是“新五年计划”投资启动的元年，2014 年是投资建设的高峰年份。“十二五”期间预计电网投资规模高达 2.2 万亿，同比增长 40%。按照以往五年规划的进度，第一年（2011 年）制定计划，第二年（2012 年）开始启动投资，到第四年（2014 年）是高峰投资年度，考虑到中国政府换届完成是在 2013 年，2012 年将成为投资启动元年。考虑到从目前开始到 2013 年、2014 年投资逐年增加，建议关注明年 2 季度的订单增长情况来增加确定性。

建议关注细分领域：智能数字化配网建设，电网节能、核电。

1) 预计 2012 年电网企业将再次对配电网进行改造，此次改造将侧重数字化、智能化设备应用，叠加国家规划的对农网的深入改造。“十二五”期间国网将新建智能变电站 5100 座，改造 1000 座，接近目前总体存量的一半，规模巨大，目前集中招标的智能设备比例已经明显提高至 30%-60%，此外，变压器在线监测系统以及组合开关的在线监测系统开始纳入集中招标，目前占比接近 10%，随着智能变电站标准的完善，智能变电站推广规模将加大。

2) 为了应付越来越重的新能源接入任务以及大量大功率新兴用电设备对电网形成的冲击和导致的电能质量下降，启用更加节能的变配电设备，以及在配用电侧加装补偿装置将是最有效的电网节能手段。今年 11 月国网公司入主控股民营企业置信电气，并与上游公司安泰科技成立合资公司，充分表明国网公司推广节能的非晶合金变压器的意愿；此外，国家电网公司对于上网风电机组所规定的低电压穿越能力，以及其他新能源上网造成的电能质量下降，将使得电网公司继续实施大量无功补偿措施。预计国网公司将继续对已有变电站持续进行无功补偿装置的改造，以及在线路上装置可控串补。

3) 核电具有成本低，可大容量开发的特性，在目前中国能源短缺的背景下，增强国内能源供应方面最优能源。11 月下旬发改委表态发展核电的决心不会改变后，我们认为核电最坏的时期已经过去，《核安全规划》有望在明年上半年出台，核电项目有望明年年中重启，整个核电板块估值将得到提升；业绩方面，考虑到以 AP1000 为代表的第三代核电技术将成为主流，而其商业运行效果要到 2015 年才能得以检验，估计 2013 年、2014 年将是供货高峰，明年的业绩仍然是执行今年滞后的项目，业绩向上拐点或在 2012 年下半年。

2011 年电力设备行业行业指数跑输大盘，为表现最差行业，板块指数下跌 34.71%，在 29 个一级行业中



跌幅第一；而相对于沪深 300 的跌幅也高达 21.77%。业绩出现下滑的同时，估值下降明显，目前的估值静态超过 35 倍，动态估值超过 25 倍。

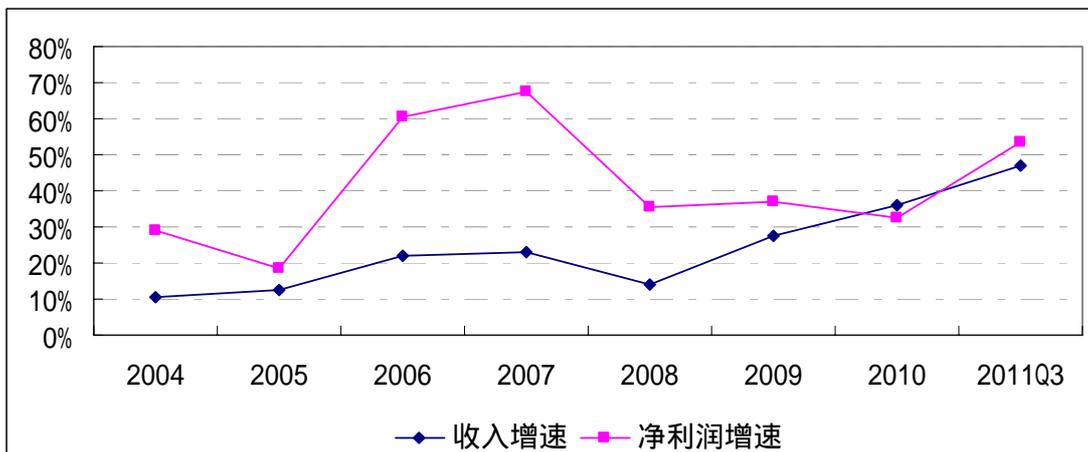
5、食品饮料——确定性投资机会的延续

行业评级：推荐

2011 年，食品饮料行业受益旺盛的内需，整体增长稳健，其中白酒行业增长最为突出，景气度处于历史较高水平。截止 2011 年 10 月，白酒产量累计同比增长 29.81%，较上年同期提高 3.17 个百分点，也明显高于其他食品饮料子行业。前三季度，A 股白酒类上市公司整体收入和净利润同比分别增长 47%和 54%，是自 05 年以来本轮消费景气时期的较高增长水平。

与 06、07 年主要为高端白酒量价齐升的格局不同，去年以来的整体收入增速明显提升，反映出各档次白酒消费的全面高景气，各白酒公司的业绩均表现靓丽，其中二、三线公司业绩增速更高。葡萄酒龙头张裕同样受益于中高档酒的消费升级，今年前 3 季度净利润实现了 42%的高增长。业绩的确定性高增长支撑股价表现强劲，截止 11 月底，以白酒及葡萄酒为主的饮料行业是今年 A 股唯一获得正收益的板块，涨幅达 8.75%，带动食品饮料板块上涨 4.6%。

图表 72 白酒板块的收入和净利润同比增长情况



数据来源：Wind，东吴基金。

展望 2012 年，消费的弱周期性是食品饮料行业获得稳健增长的前提，其中白酒仍有望延续高景气，只是业绩增速预期较 2011 年有所回落。经过多次提价，目前白酒终端零售价格已经大幅提升，预计未来提价空间和频率下降；今明两年白酒行业的总产量较 04 年 312 万吨的低点增长了 2 倍，达到历史最高水平。因此，当前各白酒企业的扩产行为将使得行业竞争加剧，行业在未来 2 年内有望进入调整期。

不过，与一般产品的“边际收益递减”规律不同，品牌力强的中高档以上白酒具有明显的“边际收益递增”特征，即随着销售量的有序增长，社会文化属性赋予的独特定价权使得毛利率上升，同时资本开支少，成本费用率下降，利润率呈上升趋势，因此是典型的价值积累型公司，长期投资价值突出。

此外，在通胀回落预期下，我们也看好受益原料价格下降、销售稳定增长的乳制品、肉制品等大众消费品行业。

6、品牌服饰——优选业绩增长相对确定的公司

行业评级：中性

受益国内消费需求的旺盛，品牌服饰行业今年保持 20%以上的较高增长水平：根据限额以上批发零售企业统计数据，截止 2011 年 10 月份，服装零售额累计同比增长 24.1%，与上年同期 25.1%的增长水平基本持平。不过，受暖冬、成本推动的大幅涨价以及基于经济前景的消费意愿下降等因素影响，服装行业自“十一黄金



周”之后开始出现明显的下滑，百家大型商场服装类零售额 10 月份下降至 19.5%，环比和同比均下滑 7、8 个百分点，11 月份这一增速进一步下降到 15.5%。进入 12 月份，受降温、节日消费旺季到来的刺激，服装销售增速有望有所回升，但难以改变增长放缓的趋势。

品牌服饰的各类上市公司，今年的产品普遍有 20%左右的提价，加上新开店的外延式扩张，业绩整体较为靓丽，增速高于上年；年初至 11 月底，该板块股价下跌 12.37%，跑赢沪深 300 指数 6 个百分点。其中，三家家纺公司、经营户外用品的探路者和业绩增速较高的七匹狼的股价涨幅均超过 10%。

在预期行业增速放缓的 2012 年，我们仍相对看好还处于品牌化发展初期的户外用品、家纺及童装子行业。男装行业由于增长稳健，渠道库存良性，抗风险能力相对较强，加上七匹狼、报喜鸟等几家公司有再融资需求，有释放业绩动力；休闲服行业自 2000 年以来的快速发展，渠道扩张带来的增长在放缓，加之国际品牌的加速扩张和渠道下沉，竞争加剧，行业库存明显增加，行业进入调整期。

在我们相对看好的子行业中，家纺行业受房地产市场的拖累，加上提价因素的缺失，明年增速会放缓。不过，行业前 3 强凭借上市后的品牌效应和资金实力，仍能通过渠道扩张带来相对明确的增长。根据明年春夏季的订货会情况，梦洁和富安娜订货金额均有 40%的增长，罗莱家纺受订货方式调整影响，订货金额增长放缓，3 家家纺公司明年全年有望实现 30%以上的收入增长。

户外用品行业受益居民收入水平提升带来的健康、亲近自然等生活理念的转变，目前处于高速发展期，行业将保持 40%以上的增速。目前我国户外用品 100 亿左右的市场规模还不及美国的十分之一，也远低于日本和韩国，因此，未来增长空间较大。探路者在行业中的竞争地位，目前仅次于 Columbia 和 The North Face，在品牌影响力和经营规模上要显著强于其他国内户外品牌；与优势外资户外品牌相比，探路者在产品价位、销售渠道上存在差异化。上市后，公司引进资深的高级管理人员加强营销和供应链管理，加上资金实力的增强，加快了扩张步伐，市场占有率有望进一步提升。公司未来三年的收入年增速有望保持在 60%以上，由 2010 年的 4.3 亿元增长至近 20 亿元。

童装行业随着婴童消费市场的兴起，正处于品牌化发展初期，森马服饰旗下的“巴拉巴拉”作为童装第一品牌，将保持 40%以上的年销售增速，但受主品牌的拖累，公司整体业绩增速一般，投资价值不突出。随着其他童装品牌的陆续上市，将不乏好的投资标的。

7、医药行业——需求持续快速增长，利润增速有望回升 行业评级：推荐

我国已经快速步入老龄化社会，人口结构的变化使得我国医药行业的潜在需求不断扩大。虽然随着新医改的推进，我国医保的覆盖面有了明显提高，但保障水平仍然较低，卫生费用中近 40%由个人支出，负担较重。同时，我国卫生总费用占 GDP 比重还不到 5%，与发达国家超过 10%的比重也相去甚远。所以在保障民生的政策导向下，未来政府还将持续加大对医疗卫生的投入。此外，随着生活水平的提升，人们对健康的关注程度日益提高，多层次的养生保健需求也不断被激发。由此，我国医药行业的总体需求将在较长时间保持快速增长。

医药行业是受国家政策影响较大的行业，这一点在实体经济和股票市场都有明显的反映。新医改的大部分政策旨在促进需求、规范行业秩序，对行业发展有积极的推动作用。对于我国而言，医改还是较新的命题，医改的关键问题——公立医院改革还处于试点摸索阶段，在建立合理补偿机制以前，以药养医的问题仍将持续存在，药品仍是医院收入的重要来源。另一方面，医保覆盖的扩大增加了国家和地方财政的压力，媒体对于药价虚高的报道也屡见不鲜，各级政府都把降低药品价格作为医改的一项重要工作，而降低药价无疑会压缩医药行业的利润。今年发改委陆续出台了抗生素、循环系统类、内分泌类、神经系统类药品的价格调整文件，近期又开始实行《药品出厂价格调查办法（试行）》，卫生部也发布了《抗菌药物临床应用管理办法（征求意见稿）》，对药品的价格和使用范围作出限制。在药品招标方面，过度关注价格的基药招标模式也有向各地医保品种招标延伸的趋势。所以，医药行业今年在价格受压，而中药材、人工等成本上升的影响下，行业



利润增速出现下滑。但我们判断，医药行业政策带来的负面影响在今年已经充分显现，虽然明年的药价政策走向仍存在不确定性，但总体政策环境应不会比今年更加严厉，此外成本压力也将有所缓解，所以行业利润增速回升是大概率事件。

截止到目前，今年二级市场医药板块的走势弱于大盘，更远逊于同为大消费领域的食品饮料板块。其原因一方面有上述提到的行业利润增速下滑，另一方面则是由于部分公司的业绩低于预期，随着季报、中报的公布，今年的业绩已日渐明朗，这一风险目前已得到释放。现医药板块整体对应 2012 年 21 倍预测市盈率，处于历史偏低水平。预计明年受国内外大环境的影响，中国经济增速将会放缓。而对于医药行业，利空因素已基本消化，在需求的强劲拉动下，行业增速有望回升，成长的确性会重新被市场关注，我们给予行业“推荐”评级。基于药价政策仍存在不确定性，定价能力是个股选择的重要标准，重点关注以下领域：1、医疗器械类公司；2、具有品牌、渠道优势的 OTC、保健品公司；3、具备较强研发实力的创新型企业；4、利好政策频出的医疗服务类公司。

8、房地产行业——政策再平衡或有阶段性机会

行业评级：中性

考虑到目前宏观政策，信贷增速和市场环境以及市场预期对房地产市场的影响，我们预计未来房地产销售面积同比将下降明显，2011 年销售面积增速在 6% 左右，考虑到 2010 年四季度开始销售面积基数较大，因此从 2011 年四季度开始，销售面积同比大概率负。房地产投资将进入下行通道，预计 2011 年全年增速为 29.5%，2012 年下降到 10% ~ 15%，但在明年二季度到来之前，降幅并不会很大，而 2012 年二季度以后，下滑速度可能加快。

假设 2012 年一二线城市销售面积下降 8%，三线及以下城市销售面积 0 增长，则 2012 年房地产销售面积增速为 -2.1%。

假设 2012 年一线城市销售均价下降 15%，二线城市销售均价下降 10%，三线及以下城市销售均价增长 5%，则 2012 年房地产销售均价增速为 -2.9%。

根据 2012 年一二三线城市销售面积和销售均价的变化情况计算出房地产销售额，预计 2012 年房地产销售额增速 -4.9%。

我们认为 2012 年房地产新开工面积增速 -11%、房地产投资增速 11.6%，其中除去保障房后的房地产投资增速为 8.4%。

我们预计 2012 年上半年房地产行业将延续中央政府严厉行业调控的格局，限购和限贷政策不会轻易放松，对投资性和投机性需求的高压政策不会轻易放松，但对首次购房需求和部分改善性需求将有定向平衡性政策；而 2012 年 4 季度由于世界经济和国内宏观经济环境的变化，政策面可能出现方向性调整。行业基本面演变路径可能是：“一季度，销量继续下滑，库存继续增加，房价继续下跌；二季度，房价持续下跌，新开工面积大幅下降，房地产投资大幅下降；三季度，土地购置大幅减少，土地价格出现下跌，政府卖地收入减少，地方财政缺口扩大；四季度，房价下跌后平稳，成交量低位稳定，土地大量流拍，政府推迟推地，保障房开始大量建成并分配，行业等待政策面方向性调整”。行业政策面相应可能演变的趋势是：“一季度，宏观货币政策局部微调，存准率多次下调，整体信贷投放增加；二季度，首套房和改善性住房的信贷可能局部放松，首次购房和部分改善性需求首付比例和房贷利率回调；三季度，偏向刚需和改善性需求的行业政策松动；四季度，房地产税试点可能扩大，行业政策可能面临方向性调整”。

我们仍维持行业“中性”的投资评级，由于目前房地产板块估值较低，在宏观货币政策局部微调情况下，行业可能有较好的阶段性交易型机会，但大的趋势性投资机会需等到行业基本面调整到位和政策面回归正常。

9、银行——把握货币政策放松带来交易性投资机会

行业评级：中性



2011 年 A 股银行股指数显著跑赢上证指数，主要原因有：(1) 业绩超预期。在信贷收紧背景下，A 股上市银行贷款溢价能力不断提升，净息差逐季上升，加上中间业务收入快速增长，净利润增速超市场预期。(2) 估值低。2011 年 A 股银行股 PE、PB 创出历史新低，甚至部分银行 PB 接近 1 倍，估值安全边际高。

展望 2012 年，虽然 A 股上市银行业绩增速要比 2011 年有所下降，但凭借绝对估值优势以及货币政策放松预期，A 股上市银行仍然有望获得交易性投资机会和绝对投资收益，但难有趋势性投资机会，给予“中性”评级。

2012 年，在 CPI 下行背景下，央行加息可能性很小。贷款利率上浮比例已接近 70%，在经济下行背景下，银行溢价能力将减弱，贷款利率上浮比例进一步提升可能性不大。因此，2012 年 A 股上市银行净息差继续上行动能将减弱。我们预计，2012 年 1 季度是 A 股上市银行净息差的顶部，全年净息差与 2011 年比较上升幅度有限。另外，从信贷政策看，2012 年新增信贷即使达到 8 万亿，2012 年信贷增速也就 15% 左右。此外，在经济下行背景下，2012 年银行资产质量面临一定压力，不良率会有一定幅度上升。总体看，2012 年 A 股上市银行净利润同比增长 15% 左右，与 2011 年接近 30% 左右增长比较明显降低。

虽然 2012 年银行股业绩增速呈现下滑趋势，但是 2012 年与 2011 年比较，货币政策上有放松预期。对于货币政策比较敏感的银行股而言，凭借其绝对优势估值优势，其股价弹性会比较大。事实上，从 12 月份银行股走势看，在货币政策放松预期下，银行股股价明显跑赢大盘。

我们判断，2012 年在货币政策放松预期下，银行股存在阶段性交易性投资机会和绝对投资收益。投资时点可能在 1 季度和明年下半年。1 季度货币政策可能会进一步放松，包括新增信贷超预期增长和存准率继续下调。下半年如果经济复苏力度超预期，那么银行股也会有绝对收益。

品种选择上，看好两类银行：(1) 贷款溢价能力强；(2) 具有存款成本优势。

10、煤炭——经济下行，价格承压

行业评级：中性

煤炭属于后周期性行业，今年上半年价格依然比较强劲，当前经济增速在放缓，通胀也在下行，我们觉得这已经慢慢传导到煤价，煤价面临着下行的压力。一年中煤价的表现主要看旺季价格的强弱，分别在前一年的年底和当年的二季度。我们目前观察到的今年年底的煤价同比涨幅仅在 4-5% 之间，明显弱于往年，这预示着下游需求的转弱，明年煤价的疲软。我们发现，煤价增速与房地产投资增速密切相关；在政府坚持不放松地产调控的背景下，明年的房地产投资增速将明显下滑，这也将不利于煤价的表现。

从铁路投资建设的进度来看，运力短期难有较大缓解，“三西”地区 2012 年铁路运力增长仅 5200 万吨，仍将制约有效供给的释放。各地资源整合继续推进，深层次兼并重组有望逐步展开，行业集中度将持续上升，未来，行业将逐步由大煤矿、大集团主导，对价格的控制力在增强。综合考虑，我们认为明年煤价涨幅在 5% 左右。

今年在煤价同比仍有 10% 增长的背景下，上市公司的毛利率出现较大幅度下滑，净利润增速逐季收窄，这主要源于成本的快速上涨。我们觉得，未来工资每年 10-15% 的增长，安全投入的增加、地方政府从土地财政到资源财政的转变，都将使得成本的上涨趋势成为刚性。

成本的刚性上涨，煤价的上涨乏力正在侵蚀上市公司的利润，我们预计明年上市公司的净利润增速在 0-10% 之间。

目前煤炭行业 2011 年动态市盈率在 14 倍左右，低于行业历史均值 20 倍。如果政策放松程度超出我们的预期，特别是房地产行业，那么我们觉得整个行业会有阶段性的机会。就目前来看，鉴于我们不看好明年煤炭价格。我们主要从三方面选取：第一、合同煤比例高的，2011 年的限价抑制了相关公司的业绩，2012 年允许合同煤上涨 5%，将对相关公司形成利好；第二、资产注入预期比较强烈的；第三，明年产量增幅比较大的，可以抵御煤价上涨乏力带来的负面影响。



11、通信行业——关注景气度高及受益国家政策扶持的子行业 行业评级：中性

我们预计明年三大运营商的资本开支将小幅度增长，联通将主要投资 WCDMA 网络，电信将加大宽带网络建设，而移动将加大无线和 TD 网络的投资。由于目前正处于 3G 网络建设高峰结束而 4G 网络尚未大规模建设阶段，因此明年通信行业不具备整体性机会。但结构性机会依然存在。

11 年国内 3G 用户快速增长，据统计国内 3G 用户的渗透率已达到 11%。根据统计，当 3G 用户渗透率超过 10% 后，往往会迎来一段用户快速增长期，而作为拥有国内最好 3G 网络的中国联通，在中移动 4G 网络没有大规模建设之前，将迎来发展的黄金时期。

随着联通和电信的反垄断调查暂时告一段落，联通和电信承诺将降低宽带接入费用，我们认为两者将通过进一步建设 FTTx 来实现。因此光通信尤其是接入网明年将继续保持较快发展。

除此以外，我们还建议关注北斗和移动支付两个产业链。北斗导航系统明年年底将建成覆盖亚太地区的体系。出于国家安全考虑，北斗导航将是国家大力扶持的产业之一，2015 年市场规模有望达到 400 亿元，明年将迎来大发展元年。随着智能手机的普及，我们认为移动支付将逐步走进人们的日常生活。2.4G 和 13.56M 两种技术都将成为行业标准，作为物联网的一种具体表现形式，行业空间巨大。

我们认为明年通信板块由于运营商投资的增速放缓，不存在整体性机会，需要关注结构性机会。从经营出现好转的角度来看，我们认为联通将会获得 2-3 年的黄金发展时期，经过今年的“跑马圈地”之后，明年业绩将会明显提升。从价值成长的角度看，随着移动互联的普及和光通信的投资加速，我们认为中兴通讯将最大程度受益。从行业景气层面来看，我们认为光通信行业在联通和电信的持续投资下将保持 30% 左右的增速，板块景气度高。而从政策扶持的角度来看，北斗和移动支付将是明年的两大看点。

12、电子行业——等待景气回升后的投资机会 行业评级：中性

电子行业目前景气处于低位，我们认为行业的景气度可能在明年 1 季度或 2 季度触底，之后会迎来阶段性的景气回升，持续时间将取决于全球经济的走向。

2012 年移动互联仍是电子行业增长较快的子行业，尤其是智能手机和平板电脑。预计两者 12 年的增速仍可维持在 50% 以上。但这两个行业的发展趋势将与 11 年不同：1) 以华为和中兴为代表的中低价智能手机（100-150 美元/部）的增速将显著超过高价智能手机；2) 苹果虽然仍旧占据平板电脑一半以上的市场份额，但其他厂商的产品竞争力将显著提高，尤其是走低价路线的亚马逊。

虽然电脑行业（去除平板电脑）11 年的增速非常缓慢，但我们预计 Ultrabook 和 Windows 8 的推出将使 12 年行业的同比增速回升到 8% 左右。Ultrabook 是英特尔力推的产品，主要的竞争对手是苹果的 Macbook 系列。Ultrabook 的特点是轻薄和待机时间长，可以很好弥补目前平板电脑商务性不强的弱点。明年 Ultrabook 的渗透率有望达到 10%。我们认为只要价格合理，Ultrabook 在市场上的认可度是有保证的，因此值得重点关注。

我们欣喜地看到国内有些公司已经进入上述两个领域一流厂商的供应链，尤其是连接器和声学器件等产品。我们认为国内企业反应速度明显优于国外企业，人力成本又具有一定优势，将会继续受益于产能转移的大趋势。

另外从内需和政策扶持的角度看，安防行业和 LED 行业也是 2012 年值得关注的子板块。在经济下滑基本成定局的情况下，受益于内需或政策扶持的行业往往可以体现出一定的业绩稳定性。随着国内贫富差距的扩大，“平安城市”的建设需求将持续升温，而视频监控将是平安城市非常重要的组成部分。未来网络化，高清化和智能化将是视频监控的发展趋势，这将使龙头企业优势愈加明显。国家在今年 11 月颁布了淘汰白炽灯



的路线图，对 LED 行业的补贴也将出台。虽然目前 LED 行业仍旧处于供大于求的局面，但 LED 芯片和封装价格今年大幅下降，使 LED 照明在商业领域获得了应用。随着芯片价格的进一步下跌，我们认为 LED 家用照明也将在明年下半年启动，家用照明的潜在市场规模达上千亿美元，空间非常巨大，因此一旦启动，将对相关公司形成实质利好。

电子板块经过 11 年一年的调整，估值水平有所回落但仍处于历史高位。随着我国股市和国际市场的接轨，板块整体估值有下降的趋势。在行业景气没有触底之前，个股配置应该以业绩确定，成长性好的个股为主。当景气触底后，机构对于板块的预期转好，配置可以从成长型股票转移到周期型股票，享受周期型股票业绩和估值修复所带来的股价上涨。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，东吴基金管理有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。本报告仅向特定客户传送，仅供参考。据此投资，盈亏责任自负。未经东吴基金管理有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。



东吴基金管理有限公司旗下基金：

1、东吴嘉禾优势精选基金

基金类型： 混合型基金

基金经理： 唐祝益

基金代码： 580001

基金托管人： 中国工商银行

东吴嘉禾基金自 2005 年 2 月 2 日成立以来,业绩表现良好。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,2010 年嘉禾基金净值增长率 17.88%,在所有偏股混合型基金中排名第 8。嘉禾基金自成立以来,累计分红 7 次,每 10 份单位累计分红为 17.20 元,为投资者带来丰厚回报。

2、东吴双动力基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 王少成

基金代码： 580002 (前端); 581002 (后端)

基金托管人：中国农业银行

东吴双动力基金自 2006 年 12 月 15 日成立以来,业绩表现优异。荣获新民晚报、东方财富网联合评选的“2007 年十大最具潜力基金”。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴双动力基金累计单位净值为 1.4250 元,2008 年以来在所有股票型基金中排名第 13。2010 年东吴双动力基金净值增长率为 23%,在同类型基金中排名第 6。

3、东吴行业轮动基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 任壮

基金代码： 580003

基金托管人：华夏银行

东吴行业轮动基金自 2008 年 4 月 23 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴行业轮动基金单位净值为 0.7344 元,成立以来净值增长率为-26.56%。2010 年东吴行业轮动基金净值增长率为 19.05%,在同类型基金中排名第 13。

4、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 韦勇

基金代码： 582001 (A 类)

基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金(A 类)于 2008 年 11 月 5 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴优信稳健基金(A 类)单位净值为 1.0244 元,成立以来净值增长率为 2.44%。2009 年 6 月 25 日,东吴优信稳健基金(A 类)第一次分红,每 10 份基金份额派发现金红利 0.12 元。2010 年东吴优信稳健债券基金(A 类)净值增长率为 3.58%。



5、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金
基金经理： 丁惠
基金代码： 582201 (C类)
基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金(C类)于2009年6月15日成立以来,业绩稳定。2009年6月25日,东吴优信稳健基金(C类)第一次分红,每10份基金份额派发现金红利0.12元。2010年东吴优信稳健债券基金(C类)净值增长率为3.14%

6、东吴进取策略灵活配置基金

基金类型： 混合型基金
基金经理： 朱昆鹏
基金代码： 580005
基金托管人：中国农业银行

东吴进取策略灵活配置基金于2009年3月31日开始发售,募集期间本基金共募集10.49亿份。本基金为混合型基金,在适度控制风险并保持良好流动性的前提下,以成长股作为投资对象,并对不同成长类型股票采取不同操作策略,追求超额收益。投资理念是以成长为导向,策略操作提高投资收益。2010年东吴进取策略基金净值增长率为21.24%,在同类型基金中排名第2。

7、东吴新经济基金

基金类型： 股票型基金
基金经理： 吴圣涛
基金代码： 580006
基金托管人：中国建设银行

本基金为股票型基金,通过投资于引领经济发展未来方向的新兴行业的上市公司,享受新经济发展带来的高成长和高收益。2010年东吴新经济基金净值增长率为14.99%。

8、东吴创业基金

基金类型： 股票型基金
基金经理： 王少成
基金代码： 580007
基金托管人：中国工商银行

本基金为股票型基金,主要投资于市场中的创业型股票,包括创业板股票、中小板股票和主板中的中小盘股票。通过精选具有合理价值的高成长创业型股票,追求超越市场的收益。截至2010年12月31日,成立以来东吴创业基金净值增长率为14.03%。

9、东吴货币市场证券投资基金

基金类型： 货币型基金
基金经理： 韦勇
基金代码： 583001 (A级) / 583101 (B级)
基金托管人：中国农业银行



本基金为货币市场基金，在所有证券投资基金中，是风险相对较低的基金产品。在一般情况下，其风险与预期收益均低于一般债券基金，也低于混合型基金与股票型基金。本基金于 2010 年 4 月 7 日开始发售，截止 2010 年 12 月 31 日，A 级基金净值增长率为 0.9152%，B 级基金净值增长率为 1.0718%。

10、东吴中证新兴产业指数证券投资基金

基金类型： 指数型基金

基金经理： 王少成

基金代码： 585001

基金托管人：中国农业银行

本基金属于指数型股票基金，预期风险和预期收益高于货币市场基金、债券型基金以及混合型基金。本基金紧密跟踪中证新兴产业指数，具有和标的指数所代表的股票市场相似的风险收益特征，属于证券投资基金中预期风险较高、预期收益也较高的品种。本基金采用指数化投资，通过严格的投资程序约束和数量化风险管理手段，力争控制本基金净值增长率与业绩比较基准之间的日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.35%，年化跟踪误差不超过 4%，以实现对标的指数的有效跟踪。

11、东吴新兴产业精选股票型证券投资基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 任壮 刘元海

基金代码： 580008

基金托管人：中国建设银行

本基金为股票型基金，投资组合中股票类资产投资比例为基金资产的 60%-95%，其中，投资于新兴产业类上市公司股票的比例不低于股票资产的 80%，权证投资比例不高于基金资产净值的 3%，固定收益类资产投资比例为基金资产的 0-35%，现金或到期日在一年期以内的政府债券不低于基金资产净值的 5%。