

# 投资时钟切换，关注可选消费

## ——2011 年中期策略报告



### 分析师

穆启国

SAC 执业证书编号: S1000510120006

(021) 5010 6020

muqg@mail.htlhsc.com.cn

姚卫巍

SAC 执业证书编号: S1000511020001

(021) 5010 6033

yaoww@mail.htlhsc.com.cn

冯伟

SAC 执业证书编号: S1000510120039

(0755) 8236 4467

fengweisz@mail.htlhsc.com.cn

刘湘宁

SAC 执业证书编号: S1000510120001

(0755) 8249 2026

liuxn@mail.htlhsc.com.cn

### 联系人

李进

(0755) 8253 7967

lijinyjs@mail.htlhsc.com.cn

顾益辉

(0755) 8249 2280

guyh@mail.htlhsc.com.cn

谢志才

(0755) 8249 2295

xiezc@mail.htlhsc.com.cn

### 市场看法：震荡上行

**投资时钟面临切换：“类滞胀”转向“类萧条”。**上半年对冲流动性紧缩的两个引擎动力边际递减，美国经济增速回落带动出口增速减缓，进而影响制造业投资增速；在建项目使得建筑安装和设备购置增速向上的动力减弱，需求端面临下滑压力，资本品的超额收益将回落。

**经济回落导致“去库存”压力增加，但盈利增速回落有限。**去库存是必然的，去库存的时间和力度决定了盈利预期的变化。从时间上看，三季度便是去库存的时间，力度会低于以往。逻辑在于：需求下降幅度偏小、库存压力主要体现在地产，剔除房地产的库存量并不大；其次流通环节的库存压力较小。5 月份钢铁库存和煤炭库存相比 3 月份的库存高点都下降了 25% 以上，市场已经逐步消化。

**估值接近底部，情绪已到极度悲观。**虽然股市精确底部难以测算，但股市底部必然是外围资金不断回流股市形成的，因此极端底部值可以从资金回流的角度进行测算。外围资金回流主要来自于产业资本增持、债市资金、储蓄资金的流入，根据 A 股市场在 2005 年 11 月（资金供求极端恶化）和 2008 年 10 月（经济极端恶化）形成的两个极值标准来看，目前逐步进入底部区域。

**经济滞后指标回落将催化政策微调。**在经济增速回落背景下，市场触底上行的催化剂很大程度上来自于政策微调或者政策变化。政策变化的领先指标在于（1）滞后指标的回落往往领先于政策微调，目前同比已经回落；（2）经济最敏感区域开始出现倒闭、失业率提升的现象，如中小企业。（3）2012 年将是全球换届年。

**历史经验回顾：**1、从美国和日本的转型经验来看，70 年代的经济转型期伴随了长期的滞胀，经济长期增速显著下滑，但是与市场预期不一样的地方在于：经济长期增速回落虽然导致估值回落，但是股价却持续上涨。2、回顾 50 年代以来美国共有 7 个明显的类滞胀期，滞胀期股市跌幅较大，进入萧条期之后股市呈现震荡筑底。而且滞胀期后半段开始货币政策就出现转向，每次滞胀期间美元指数均出现上行。

### 投资主线：可选消费及确定成长

虽然经济转型意味着传统行业长期超额收益回落，新产业超额收益上升，日本经济转型期间行业表现也验证了这个看法。但目前中小企业系统性机会还未到，只能是结构性机会。系统性机会启动预期需要：其一：估值底大约是动态 25 倍；其二：经济回落担忧减弱。

流动性、经济增速和通胀压力回落背景下，资源和资本品超额收益有望回落，下游周期性消费品如汽车、家电、地产、水泥等行业超额收益有望上升。8 月份开始汽车销量有望改善，保障性住房开工旺季将改善基本面的预期，较低的估值回避了系统性风险，经济增速回落使得政策微调预期增强。

## 目 录

<b>一、 市场判断：震荡上行</b> .....	<b>6</b>
经济：投资时钟面临切换，“类滞胀”转向“类萧条”.....	6
盈利：经济回落导致“去库存”压力增加，但盈利增速回落有限.....	10
资金：依然偏紧，限售股减持力量使得三季度供求略改善.....	13
情绪：估值接近底部，情绪已到极度悲观.....	15
政策：经济滞后指标回落将催发政策微调.....	19
历史经验之一：股市下跌主要是在“类滞胀期”，“类萧条期”企稳回升.....	21
历史经验之二：转型导致长期经济增速回落，股市并非熊市.....	26
<b>二、 投资主线：可选消费及确定成长</b> .....	<b>29</b>
成长趋势：转型意味着传统行业长期超额收益下降.....	29
新产业与小股票：结构性机会，盈利增长预期改善仍待时日.....	31
关注下游周期性消费品，汽车、家电、地产、水泥.....	34
<b>三、 主题投资：政策驱动成长</b> .....	<b>38</b>
聚焦十二五区域规划.....	38
科技股：关注软件和智能终端.....	38
发展节能环保，实现可持续发展.....	40
海洋经济.....	42

## 图表目录

图 1:	票据腾挪空间大幅缩小 .....	6
图 2:	M2 和信贷预测.....	6
图 3:	发达国家与发展中国家经济周期的轮换 .....	7
图 4:	发达国家与发展中国家股市次序的轮换 .....	7
图 5:	出口增速与第二产业投资增速.....	7
图 6:	建筑安装和设备购置增速 .....	7
图 7:	美国 ISM 制造业和服务业领先指数触顶回落.....	8
图 8:	美国领先指标领先于同步指标 3 个月 .....	8
图 9:	ISM 新订单和库存指数 .....	8
图 10:	订单存货比领先于订单出货比.....	8
图 11:	土地购置价格和房屋价格一致.....	8
图 12:	房屋销售面积领先于土地购置面积约 6 个月.....	8
图 13:	房地产投资预期 .....	9
图 14:	保障房拉动固定资产投资增速的测算.....	9
图 15:	工资收入同比 .....	9
图 16:	居民负债率高位、存量财富低位 .....	9
图 17:	消费增速预期.....	9
图 18:	CPI 与 PPI 预期（宏观组预测） .....	9
图 19:	工业企业产成品库存 .....	10
图 20:	CPI 领先于库存增速 .....	10
图 21:	应收账款领先于库存周期.....	10
图 22:	上市公司存货 .....	10
图 23:	流通企业库存指数.....	11
图 24:	流通企业订单/库存比 .....	11
图 25:	流通企业订单指数平稳 .....	11
图 26:	存货/销售收入增速不高 .....	11
图 27:	PMI 原材料库存已经下行.....	11
图 28:	PMI 产成品库存仍在高点.....	11
图 29:	钢铁库存 .....	12
图 30:	煤炭库存 .....	12
图 31:	去库存与盈利.....	12
图 32:	去库存与股市 .....	12
图 33:	7 天质押式回购利率回落.....	13
图 34:	散户保证金下降 .....	13
图 35:	6 月份资金供求关系 .....	14
图 36:	6 月份资金缺口环比收窄 .....	14
图 37:	理财产品平均收益率 .....	15
图 38:	4 月份信托投向占比.....	15
图 39:	PB 与股东增持和减持的对比 .....	16
图 40:	PB 与股东增持和减持+融资的对比 .....	16
图 41:	E/P 和国债收益率 .....	16

图 42:	分红收益率和国债收益率 .....	16
图 43:	自由流通市值/M2 .....	17
图 44:	08 年的 1664 点水平对应的总市值 .....	17
图 45:	美国行业涨跌反映的市场情绪领先于股指 .....	17
图 46:	中国行业涨跌反映的市场情绪领先于股指 .....	17
图 47:	5 月调整后的 A 股换手率接近底部 .....	18
图 48:	股价处于超卖区域 .....	18
图 49:	交易账户比例下降、持仓账户比例平稳 .....	18
图 50:	A 股新开户维持低位 .....	18
图 51:	中国国债与企债利差维持高位 .....	18
图 52:	新股首日溢价率处于底部 .....	18
图 53:	中国经济景气滞后指标的货币政策的领先 .....	19
图 54:	中国经济景气滞后指标的同比增速已经回落 .....	19
图 55:	美国长期国债收益率上升 .....	19
图 56:	保障房对冲新开工下滑测算 .....	19
图 57:	人民币升值预期 .....	20
图 58:	升值预期与 AH 股溢价 .....	20
图 59:	中国换届年份前一年的 GDP .....	20
图 60:	美国换届年份前一年的 GDP .....	20
图 61:	美国滞胀与萧条的历史时期 .....	22
图 62:	美国 81、82 年萧条期的股市 .....	22
图 63:	美国 86 年萧条期的股市 .....	22
图 64:	美国 01 年萧条期的股市 .....	23
图 65:	美国 08、09 年萧条期的股市 .....	23
图 66:	中国滞胀与萧条的历史时期 .....	25
图 67:	中国 90 年代滞胀期和萧条期的股市 .....	25
图 68:	中国 07 年之后滞胀期和萧条期的股市 .....	25
图 69:	日本 GDP 在转型期下一台阶 .....	27
图 70:	美国 GDP 在转型期下一台阶 .....	27
图 71:	日本 TOPIX 指数在转型期内大幅上涨 .....	29
图 72:	美国 S&P500 在转型期间震荡上行 .....	29
图 73:	日本房地产行业累计超额收益 .....	30
图 74:	日本建筑行业累计超额收益 .....	30
图 75:	日本采掘业累计超额收益 .....	30
图 76:	日本钢铁行业累计超额收益 .....	30
图 77:	日本农业累计超额收益 .....	30
图 78:	日本纺织行业累计超额收益 .....	30
图 79:	日本造纸行业累计超额收益 .....	31
图 80:	日本交运设备行业累计超额收益 .....	31
图 81:	日本服务行业累计超额收益 .....	31
图 82:	日本电子通讯行业累计超额收益 .....	31
图 83:	中小板的动态估值 .....	32
图 84:	创业板动态估值 .....	32

图 85: 新股发行的动态市盈率 .....	32
图 86: IPO、再融资募集资金规模持续较大.....	32
图 87: 创业板一季报盈利增速分布 .....	33
图 88: 中小企业盈利增速分布 .....	33
图 89: 在触底复苏阶段小盘股显著跑赢大盘股 .....	33
图 90: 08 年以来的汽车销量同比类似 01 年之后.....	34
图 91: 汽车整车超额收益与汽车销量同比 .....	34
图 92: 汽车超额收益和汽车销量的关系 .....	34
图 93: 汽车超额收益和毛利率关系 .....	34
图 94: 销售缺口决定房屋价格环比走势 .....	35
图 95: 房价指数超过 108 是调控信号 .....	35
图 96: 房地产上市公司存货 (扣除预收) 超过 6000 亿.....	35
图 97: 一季报地产上市公司经营性净现金流接近-400 亿.....	35
图 98: 地产上市公司融资额骤降 .....	36
图 99: 2010 年地产投资资金来源 .....	36
图 100: 房地产行业相对估值处于底部.....	36
图 101: 预收账款锁定业绩.....	36
图 102: 房地产超额收益和政策的关系.....	37
图 103: 房地产超额收益和商品房销售面积的关系 .....	37
图 104: 家电销量累计同比.....	37
图 105: 家电板块超额收益和商品房销售 .....	37
图 106: 互联网周期的投资顺序 .....	39
图 107: 过去几年网络公司的资本支出.....	39
图 108: 移动互联网的投资、消费两条产业链.....	39
图 109: 海洋经济的未来在第二、第三产业 .....	42
图 110: 海洋经济子行业增长率 (2006-2010) .....	42
图 111: 海洋经济主题投资框架 .....	43
表格 1: 非金融行业盈利增速情景分析 .....	13
表格 2: 各种投资渠道的收益率和风险对比.....	14
表格 3: 2011 年股市底部的测算 .....	15
表格 4: 换届前一年美国和中国股市行业表现 .....	20
表格 5: 滞涨和萧条时期的美国股市表现及相关宏观环境.....	23
表格 6: 滞涨和萧条时期的中国股市表现及相关宏观环境.....	26
表格 7: 日本 (1955-1980) 和中国(2005 年至今)宏观经济背景对比 .....	27
表格 8: 美国 (1960s-1980s) 和中国(2005 年至今)宏观经济背景对比.....	28
表格 9: 复合增长率和初始投资时估值倍数的情景分析.....	32
表格 10: 十二五期间保障房建设对于家电的需求拉动 .....	37
表格 11: 地方十二五规划的亮点 .....	38
表格 12: 美国互联网泡沫再次出现 .....	38
表格 13: 新一代信息技术的细分方向和相关标的.....	40
表格 14: 十二五中央及各地节能减排目标 .....	41
表格 15: 节能减排领域相关上市公司 .....	41

回顾二季度市场，流动性阶段性改善，低估周期行业估值得以部分修复，而经济回落使得中小企业面临更大的经营压力，风格从小市值股票转变为溢价能力较强的中大型公司。在地产、汽车销量增速下滑的背景下，出口和基建增速维持高位对冲了部分经济下滑的压力，供给受限和需求平稳的中游制造行业具有超额收益。

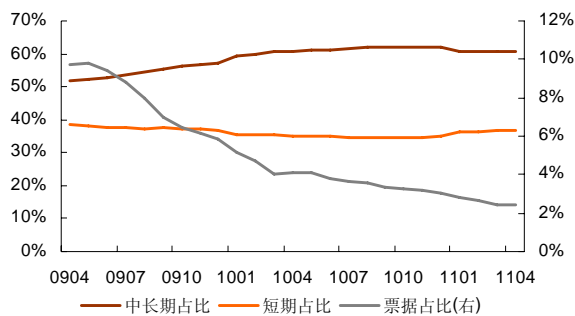
面对三季度市场，流动性增速和通胀将趋于平稳，低估值行业的估值修复依然是主线。出口增速和基建增速回落将使得中游制造景气度回落，可选消费的低估值和数据环比好转有望带来反弹机会。在资金、电力、能源、人力等生产要素趋紧的背景下，中小企业二季度面临金融危机以来最恶劣的环境，因此相关政策环境有望好转，虽然创业板和中小板系统性风险没有消除，盈利成长的信心恢复仍需时日，但动态 PE 回落到 25 倍左右会减弱限售股减持的力量。

## 一、 市场判断：震荡上行

### 经济：投资时钟面临切换，“类滞胀”转向“类萧条”

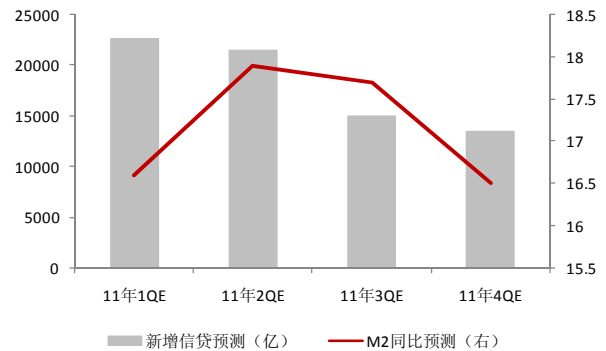
从 09 年 7 月开始的流动性紧缩对经济冲击效应开始逐步显现。新增信贷依然从紧，银行票据占比逐季回落，短期资金腾挪进行中长期信贷的空间越来越小。我们宏观组判断，今年 3、4 季度 M2 同比增速为 17.7%、16.5%。

图 1： 票据腾挪空间大幅缩小



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

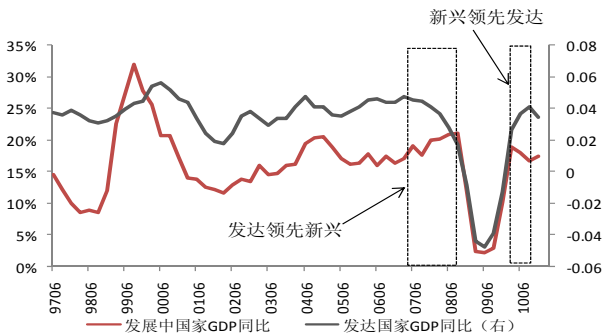
图 2： M2 和信贷预测



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

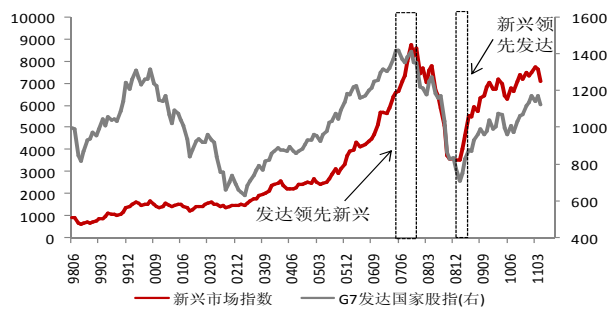
上半年对冲流动性紧缩的两个引擎动力边际递减，美国经济增速回落带动出口增速减缓，进而影响制造业投资增速；在建项目使得建筑安装和设备购置增速向上的动力减弱，需求端面临下滑压力，资本品的超额收益将回落。

图 3： 发达国家与发展中国家经济周期的轮换



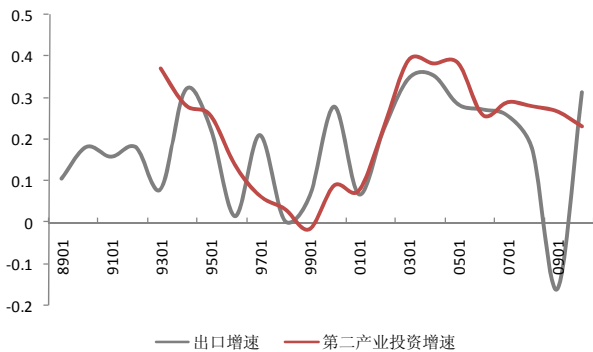
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 4： 发达国家与发展中国家股市次序的轮换



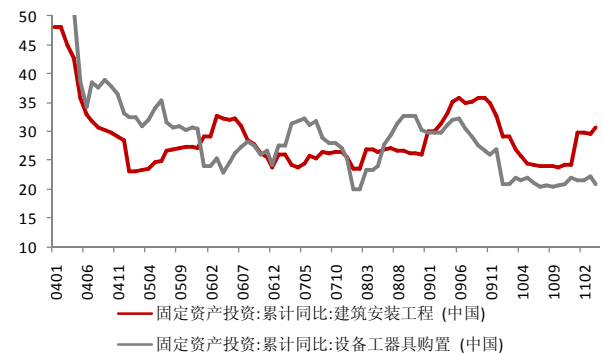
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 5： 出口增速与第二产业投资增速



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 6： 建筑安装和设备购置增速

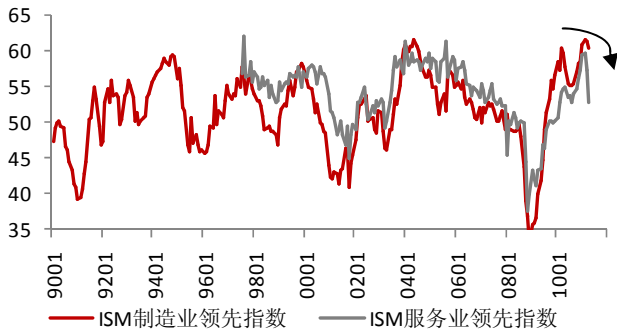


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

美国和欧洲经济下半年将开始逐步回落，这将导致工业企业投资增速回落。根据历史经验来看，美国领先指标往往提前同步经济增速 3 个月，从 3 月份开始，12 个区域的领先指标中有 9 个开始回落，美国股票市场的可选消费板块超额收益大幅度回落印证了经济回落的担忧。

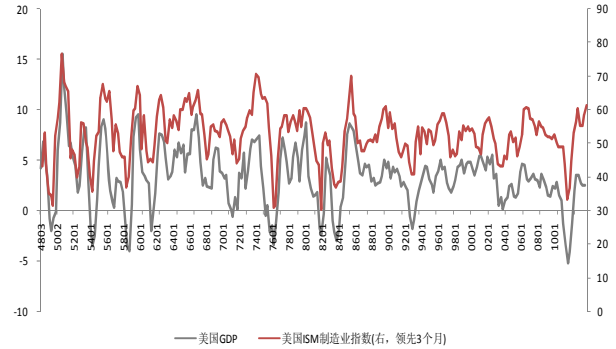
美国 3 月份开始 ISM 制造业、服务业领先指数出现了去年 7 月份以来的首次回落，到 5 月份分别回落至 53.5 和 54.6。芝加哥采购经理人指数从 2 月的 71.2 持续下滑至 5 月的 56.6，ISM 新订单指数从 2 月的 68 持续下滑至 5 月的 51，均出现了见顶回落的情况。领先指标中只有半导体订单出货比有上行趋势，但是分析结构发现，主要是出货量减少所致，而非订单增加，科技行业作为美国的早周期行业，订单增速放缓预示其他行业需求也将下滑。

**图 7: 美国 ISM 制造业和服务业领先指数触顶回落**



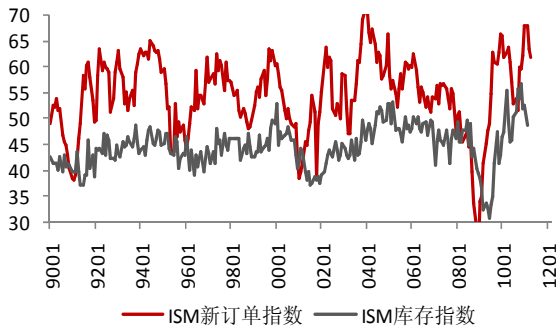
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

**图 8: 美国领先指标领先于同步指标 3 个月**



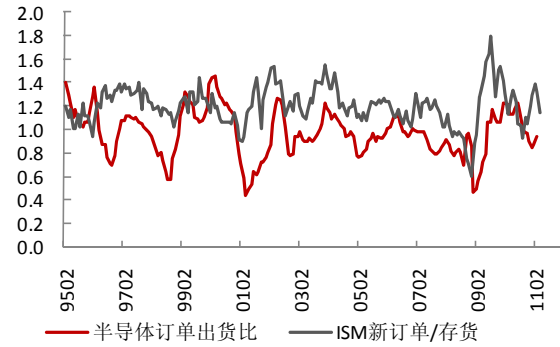
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

**图 9: ISM 新订单和库存指数**



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

**图 10: 订单存货比领先于订单出货比**



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

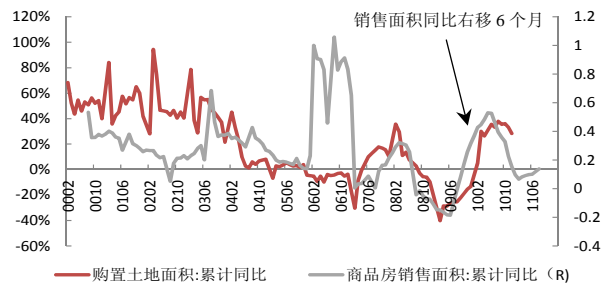
政府投资受制于地方政府的融资能力。虽然中央财政收入增速上升，而地方政府负债迅速增加。地方政府收益主要来源于土地出让金，土地出让又取决于房地产投资，目前土地购置价格回落，房地产投资的其他费用增速已经大幅下滑，将影响地方政府的融资能力。在货币支持的背景下财政政策对于经济拉动作用难以释放。房地产投资往往取决于流动性情况、房屋销量和存货水平，目前三个方面均不乐观。未来 6 个月，除非保障房能够迅速启动，否则面临快速下滑。

**图 11: 土地购置价格和房屋价格一致**



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

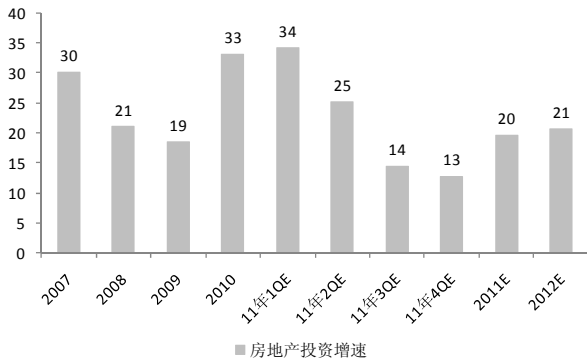
**图 12: 房屋销售面积领先于土地购置面积约 6 个月**



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

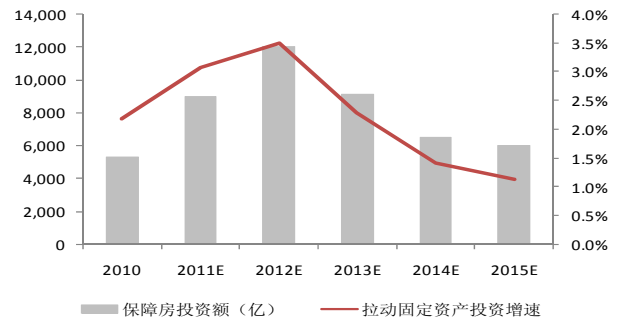


图 13: 房地产投资预期



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 14: 保障房拉动固定资产投资增速的测算



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

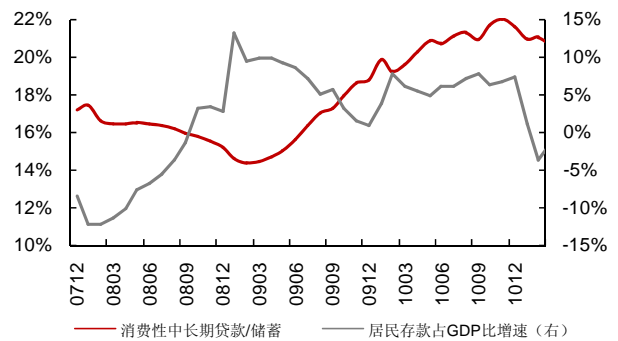
在地产销量下滑和汽车限购背景下, 消费增速难以提升。从历史来看, 居民消费往往取决于: 1、流量财富, 关注的指标是居民收入和就业; 2、存量财富, 关注的指标是储蓄率和资产价格; 3、通胀预期, 主要体现在居民对经济的信心; 4、国家政策, 对消费的优惠如何。这四个方面目前均未显示改善。

图 15: 工资收入同比



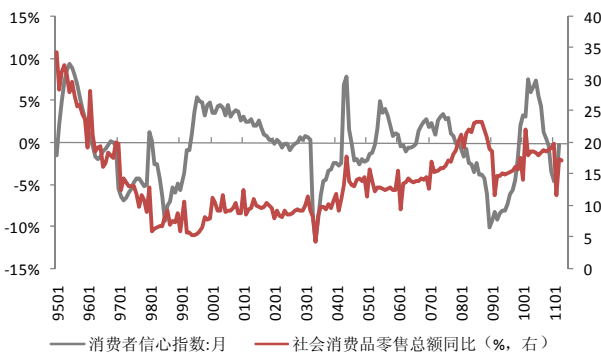
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 16: 居民负债率高位、存量财富低位



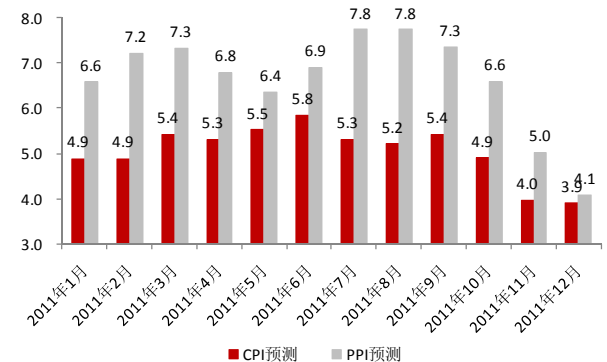
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 17: 消费增速预期



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 18: CPI 与 PPI 预期 (宏观组预测)



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

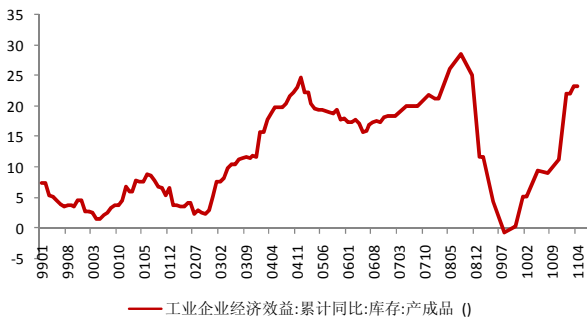
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

### 盈利：经济回落导致“去库存”压力增加，但盈利增速回落有限

经济增速回落将导致去库存压力增加，通胀压力导致流动性收缩，进而导致应收帐款增加，强化了企业库存的压力。从工业企业的历史数据来看，通胀周期、应收帐款增速与工业企业库存往往具有较高的一致性。

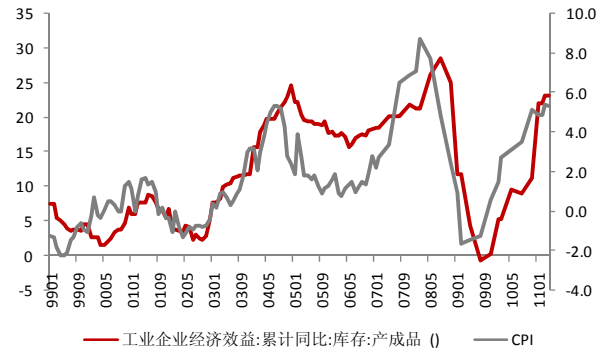
去库存是必然的，去库存的时间和力度决定了盈利预期的变化。从时间上看，三季度便是去库存的时间，力度会低于以往。主要逻辑在于（1）需求下降幅度偏小。从宏观组的判断来看，GDP 增速虽然逐季下滑，但是仍处于较高水平；（2）库存压力主要体现在地产，剔除房地产的库存量并不大；其次流通环节的库存压力较小。从商务部公布的流通企业数据来看，库存指数逐步下滑，订单/库存比平稳。（3）周期行业库存从4月份开始出现了下降的趋势，5月份钢铁库存和煤炭库存相比3月份的库存高点都下降了25%以上。

图 19： 工业企业产成品库存



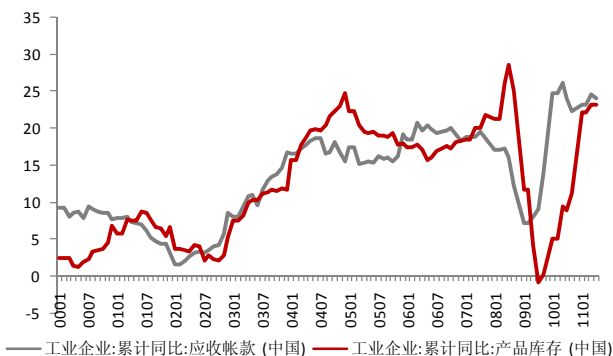
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 20： CPI 领先于库存增速



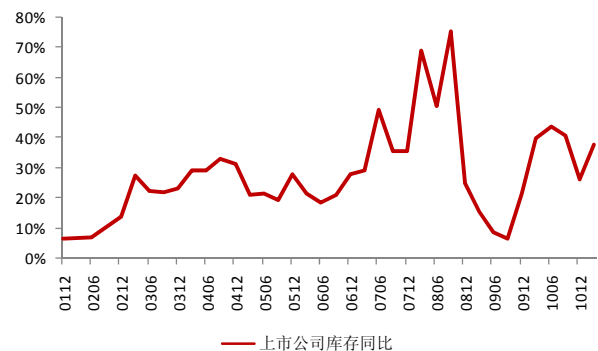
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 21： 应收账款领先于库存周期



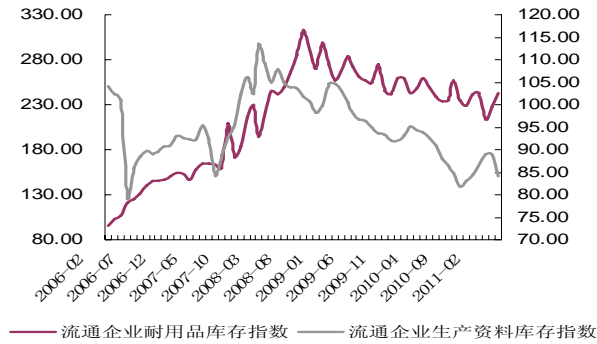
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 22： 上市公司存货



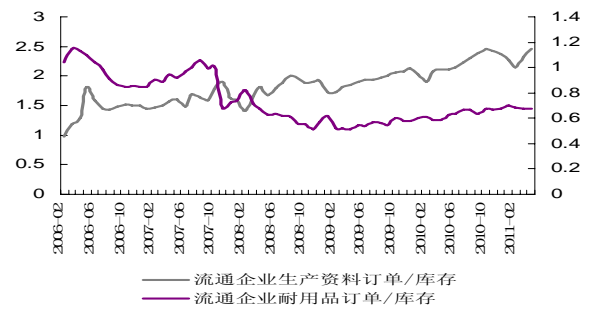
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

**图 23: 流通企业库存指数**



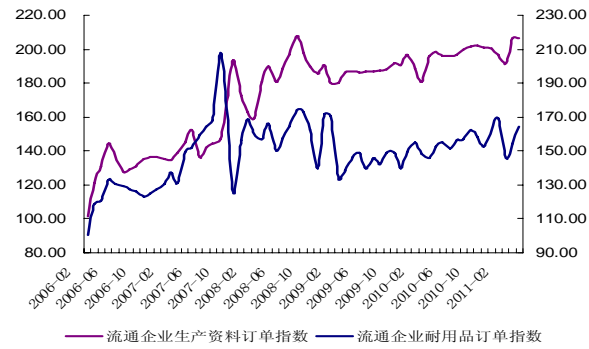
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

**图 24: 流通企业订单/库存比**



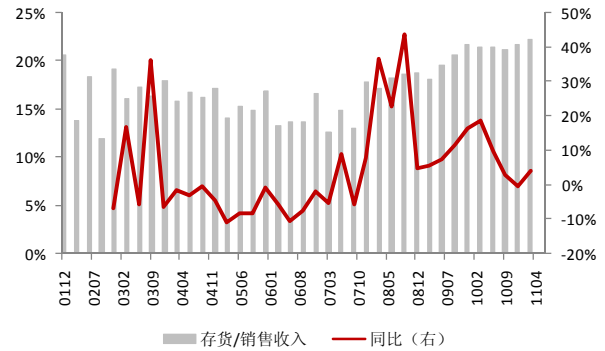
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

**图 25: 流通企业订单指数平稳**



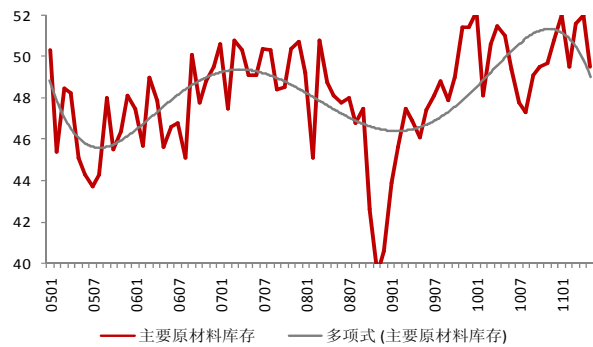
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

**图 26: 存货/销售收入增速不高**



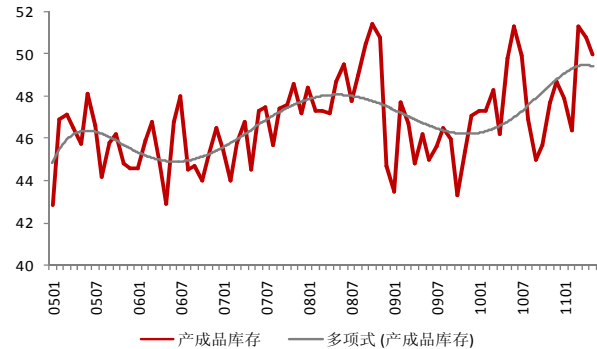
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

**图 27: PMI 原材料库存已经下行**



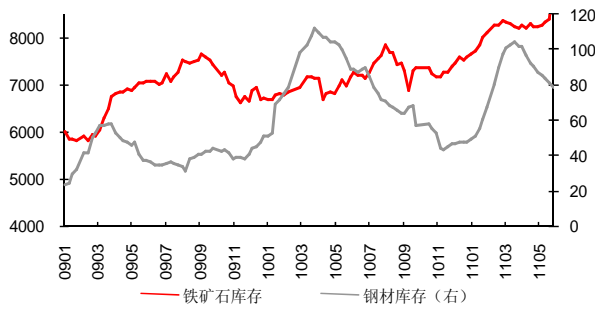
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

**图 28: PMI 产成品库存仍在高点**



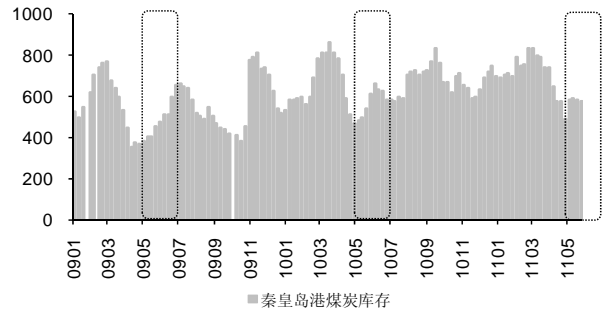
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 29: 钢铁库存



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

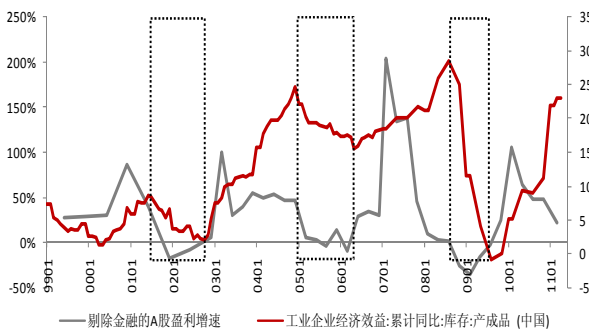
图 30: 煤炭库存



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

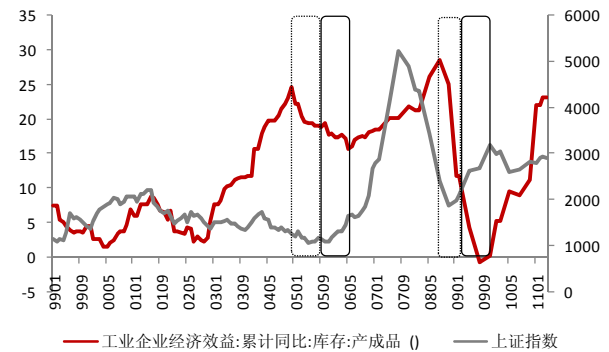
从中国去库存历史来看, 库存上升的后半段是盈利大幅下滑的时期, 而大幅去库存的时候, 盈利已经基本见底, 对应股市在去库存的上半段仍是震荡下跌, 但是下半段开始明显上涨。05 年 1 月至 06 年 6 月, 工业企业库存同比大幅减少, 出现了“去库存”, 但是剔除金融的 A 股盈利增速已经处在底部, 盈利并未大幅下滑, 对应股市的表现可以分成两个阶段, “去库存”上半段 05 年 1 月至 05 年 12 月, 股市下跌 8.3%, “去库存”下半段 06 年 1 月至 06 年 6 月, 股市上涨 44%。08 年 9 月至 09 年 9 月再次出现“去库存”, 同样盈利增速已在底部, 并未明显下滑, “去库存”上半段 08 年 9 月至 09 年 3 月, 股市下跌 1.6%, “去库存”下半段 09 年 4 月至 09 年 9 月, 股市上涨 17.1%。

图 31: 去库存与盈利



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 32: 去库存与股市



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

综合金融和非金融行业的盈利预测, 利用市值加权, 我们预测 2011 年全市场的盈利增速约 21.5%, 相比年报中 25% 的预测下调了 3.5%。

**非金融行业的盈利增速预测约 22%。** 盈利增速 = (1 + ROE 增长率) × (1 + 净资产增长率) - 1。从通胀调整后的 ROE 历史数据来看, 97 年以来均处在 8%-12% 之间 (除了 01 年的 7.1% 和 08 年的 3.8%), 均值为 9.2%, 我们假设 2011 年通胀调整后的 ROE 处于历史区域下限 8.2%, 加上宏观预测全年 4% 的通胀水平, 预计 2011 年剔除金融的 A 股 ROE 为 12.2%。股市净资产的增长来自于上年盈利的留存、新股上市、

通过资产注入再融资等等，2010 年增长 22.8%，2011 年净资产增长将高于 2010 年，原因在于 2010 年的留存利润比 09 年高出 2000 亿以上，约占 2.3%，其他增加项假设持平，全年净资产增加约 25%。根据下表的计算，2011 年非金融行业的盈利增速预测约 22%。

**表格 1：非金融行业盈利增速情景分析**

非金融行业盈利增速情景分析			净资产增加的假设情景					
			17.9%	18.0%	20.1%	22.8%	25.0%	29.4%
			08 年	09 年	06 年	10 年	预测值	07 年
ROE 的假设情景	9.72	08 年	-9%	-9%	-7%	-5%	-3%	0%
	10.43	09 年	-2%	-2%	0%	2%	4%	7%
	12.23	预测值	15%	15%	17%	19%	22%	26%
	12.58	10 年	18%	18%	20%	23%	25%	29%
	13.52	06 年	27%	27%	29%	32%	34%	39%
	14.91	07 年	40%	40%	42%	45%	48%	53%

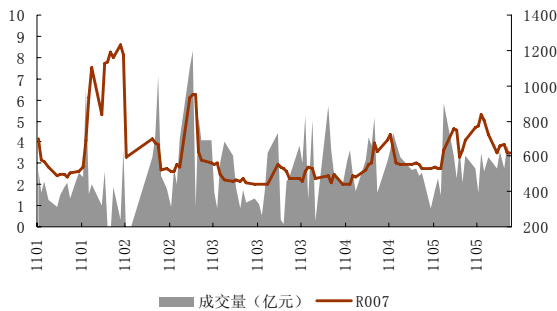
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

金融行业的盈利增速预测约 20%。影响金融行业利润的因素主要有两块，一块是资产质量，第二块是信贷。由于资产质量更多是只能监测，我们主要研究信贷。金融行业的利润增速与新增信贷的增速一致。按照我们宏观对 11 年 7.2 万亿的信贷预测，信贷增速约 15.4%，低于 10 年 19% 的增速 20%，考虑到经济下行造成资产质量的下降，保守估计金融行业的盈利增速比 2010 年的盈利增速 29% 下滑 30%，约为 20%。

**资金：依然偏紧，限售股解禁力量使得三季度供求略改善**

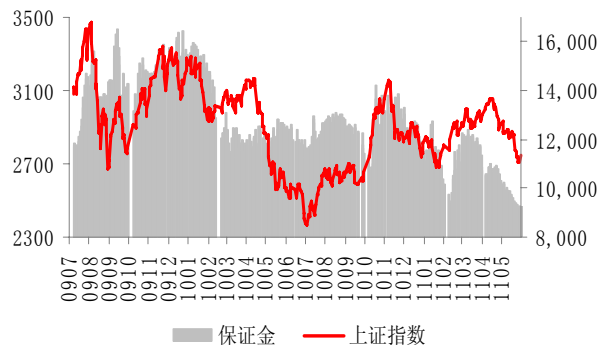
三季度股市微观资金面略有好转。资金缺口收窄的主要原因是 A 股解禁金额减少。根据我们金融工程组测算，当前开放式股票型、开放式混合型基金平均仓位分别为 80.2%、68.77%，分别从高点回落了 5%、6%。据本公司客户保证金及市场占有率数据推算，5 月末散户仓位 88.8%，仍处于高位，随着上周股市平均净流出大幅减少至 23 亿/天，股市资金资金流出有望得到缓解。

**图 33：7 天质押式回购利率回落**



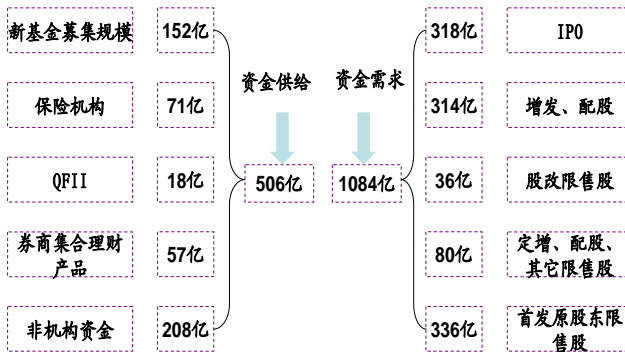
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

**图 34：散户保证金下降**



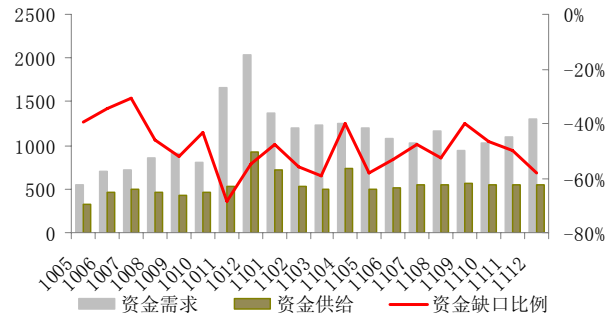
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 35： 6 月份资金供求关系



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 36： 6 月份资金缺口环比收窄



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

从各种投资渠道的收益率和风险对比情况来看，二级市场相对于其他资产的吸引力正在逐步增强。

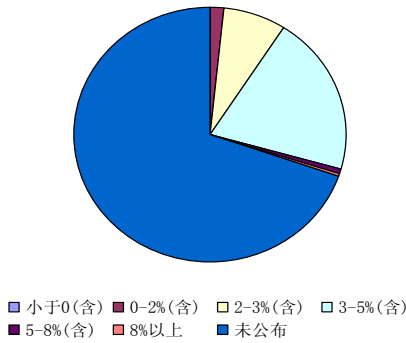
表格 2： 各种投资渠道的收益率和风险对比

中/短期	5 月份收益率	历史平均收益率 (月度)	风险 (月度)	夏普比例	产品个数	总规模 (亿)
二级市场收益率 (上证指数)	-5.77%	0.90%	4.92%	0.18	2184	258,191
债券市场收益率 (中证国债)	0.29%	0.26%	0.45%	0.58	2835	198,662(票面)
基金收益率 (中证基金)	-4.21%	1.58%	3.37%	0.47	812	24,506
打新收益率	4.96%	92.26%	40.51%	2.28	26 (5 月份)	
定向增发收益率	103.80%	41.44%	59.70%	0.69		
银行理财产品	2.91%				1632	
券商集合理财产品	2.64%				223	1,285
货币市场收益率 (货币基金指数)	0.27%	0.19%	0.05%	3.42	69	

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

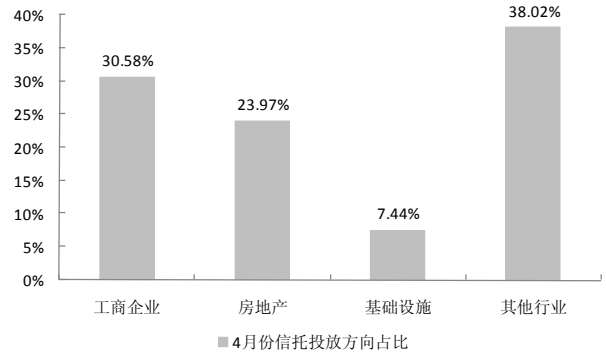
当前大多的理财产品收益率在 3-5%，不至于对股票市场资金分流。当然由于国内货币紧缩使得企业资金紧张，个别信托产品收益率不断攀升。4 月信托资金投向主要为工商企业、房地产以及基础设施行业。

图 37: 理财产品平均收益率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 38: 4 月份信托投向占比



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

**情绪: 估值接近底部, 情绪已到极度悲观**

虽然股市精确底部难以测算, 但股市底部必然是外围资金不断回流股市形成的, 因此极端底部值可以从资金回流的角度进行测算。外围资金回流主要来自于产业资本增持、债市资金、储蓄资金的流入, 根据 A 股市场在 2005 年 11 月 (资金供求极端恶化) 和 2008 年 10 月 (经济极端恶化) 形成的两个极值标准来看, 上证指数极端在平均在 2430。但是目前经济、资金供求没有当初那么恶劣, 因此我们认为目前已经逐步接近底部区间。

表格 3: 2011 年股市底部的测算

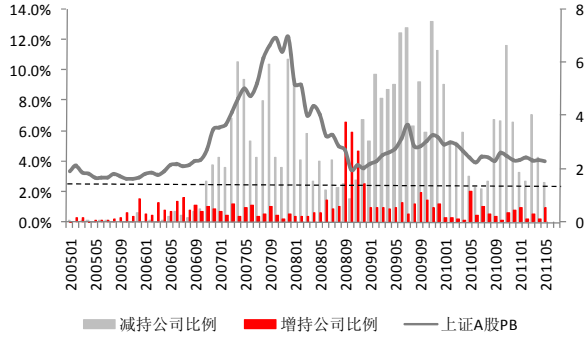
股市估值的维度 (TTM)	Benchmark	股市底部对应的极值	目前	11 年对应的底部
沪深 300 的 E/P (7.3%)	十年期国债收益率(3.9%)	5.1% (05.10 和 08.10)	3.4%	2350 点
沪深 300 的 E/P (7.3%)	一年期存款利率 (3.25%)	6.2% (05.11)	4.0%	2300 点
沪深 300 的分红收益率 (3.5%)	十年期国债收益率(3.9%)	0.3% (05.10)	-0.4%	2590 点
产业资本增持	上证指数 PB	1.98 (08.10)	2.3	2470 点
总市值/M2		30% (08.10)	42%	2250 点
DDM 股利折现模型 (悲观假设)				2580 点
综合				2430 点

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所 (注: 统计时间为 2011 年 5 月 20 日, 分红收益率用 10 年预期分红)

产业资本进入股市的参考系是 PB, PB 底部对应的上证指数极端底部为 2470。PB 底部接近时, 往往会伴随着增持现象的增加。从历史 PB 与增持比例来看, PB 越低增持比例也越多。1664 点时, 上证 A 股 PB (按 08 年三季报账面价值) 为 1.98, 而增持公司数在 9-11 月期间分别达到了 100、95、79。假设 11 年 PB 最低也下降到 1.98, 对应上证指数约 2470 点。从 08 年的 1664 到 2011 年的 2470, 股价不变的情况下相当于净资产增长了 48%

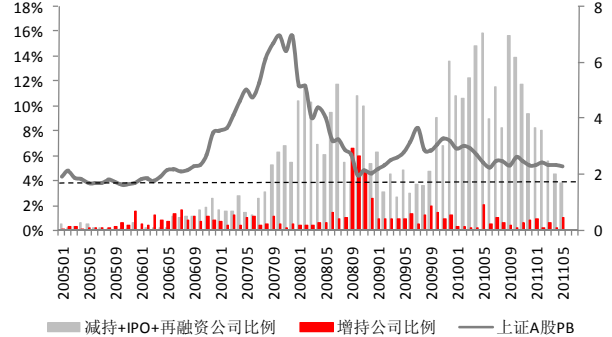
(2008-2010年全部A股ROE分别为10.5%、12.6%、13.9%)。

图 39: PB 与股东增持和减持的对比



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 40: PB 与股东增持和减持+融资的对比

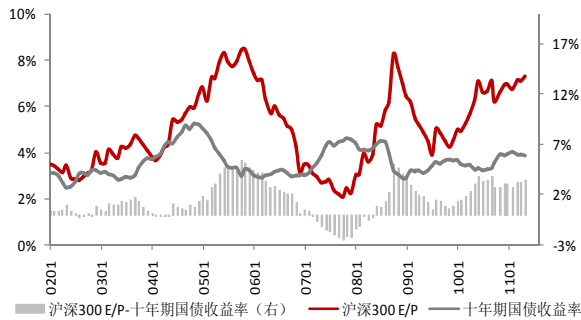


资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

债市资金进入股市的参考系是国债收益率与股市收益率的比较,统计股市 E/P 和国债收益率的历史走势,05 年的底部和 08 年的底部对应的股市 E/P- 国债收益率均在 5% 附近,按此差值来估算 2011 年市场的极端底部,约 2350 点。

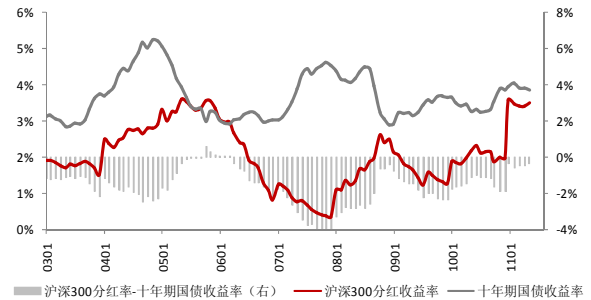
统计股市分红收益率和国债收益率的历史走势,05 年的底部和 08 年的底部对应的分红收益率- 国债收益率均在 0% 附近,按此差值来估算 2011 年市场极端底部,约 2590 点。

图 41: E/P 和国债收益率



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 42: 分红收益率和国债收益率

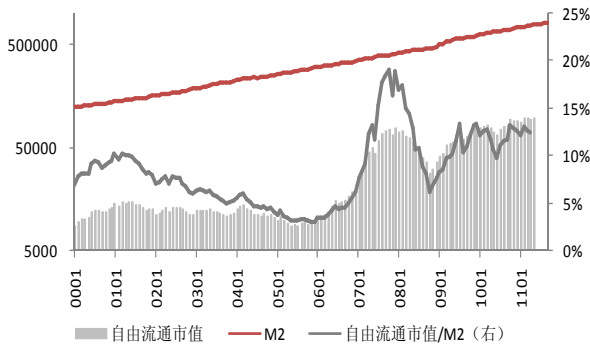


资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

自由流通市值/M2 反映的是单位宏观流动性支撑的市值,利用总市值/M2 来测算股市底部,08 年 10 月达到最小值 30%,按最低时期的比值来测算当前市场的底部,约 2250。

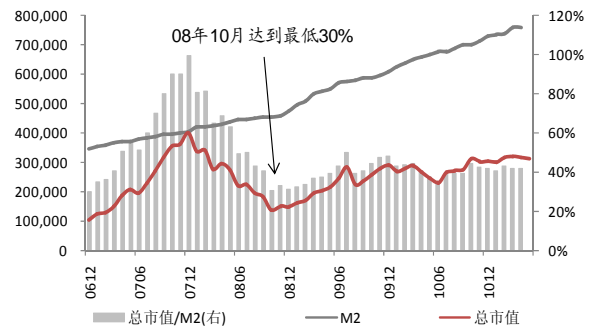


图 43: 自由流通市值/M2



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 44: 08 年的 1664 点水平对应的总市值



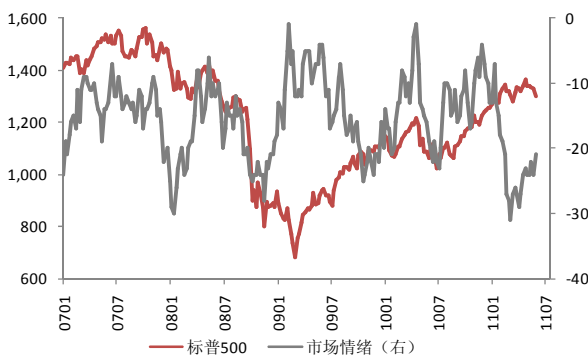
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

从我们监控的市场情绪指标来看, 股市的行业结构性涨跌幅以及换手率等指标显示的市场情绪均在底部区域, 债券市场反映的情绪也是持续谨慎。

二级市场周期性子行业超额收益所反映的市场情绪来看, 美国市场情绪大幅回落后有所恢复, 中国市场情绪 4 月开始大幅恶化, 但是目前恶化的趋势已经放缓。5 月份 A 股调整后的换手率接近 08 年 1664 和去年 2319 时的水平。我们使用自由流通市值作为计算换手率的参照, 可以减少大股东的限售股解禁之后仍然不参与交易的影响。股价高于前十周均价的比例可以反映市场的超买超卖状况, 高于 80% 为超买, 低于 20% 为超卖, 当前处于超卖区域。

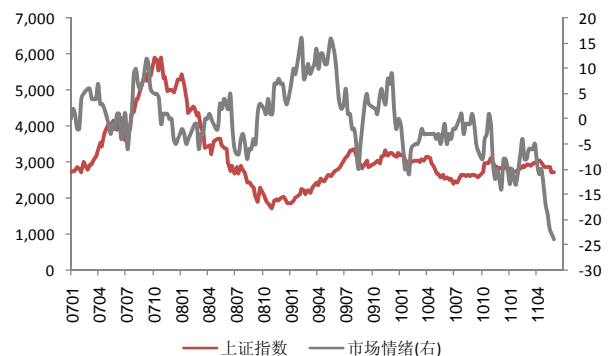
交易者活跃度 4 月份之后持续减弱。交易账户比例从 44% 下降到 41%, 从历史来看, 39% 是个交易活跃度的底部。新开户数据同样也处于低位。

图 45: 美国行业涨跌反映的市场情绪领先于股指



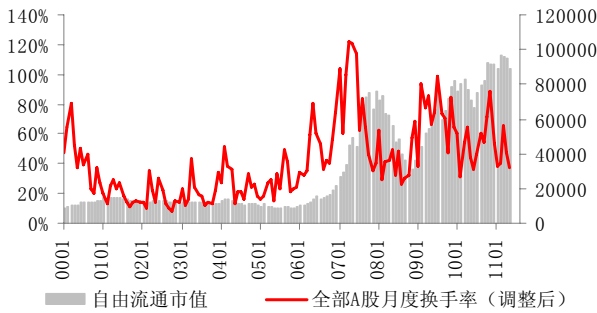
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 46: 中国行业涨跌反映的市场情绪领先于股指



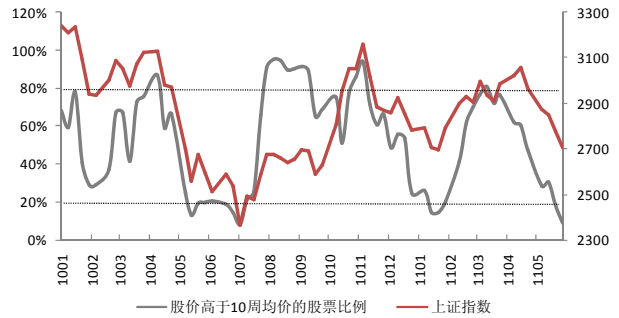
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

**图 47： 5 月调整后的 A 股换手率接近底部**



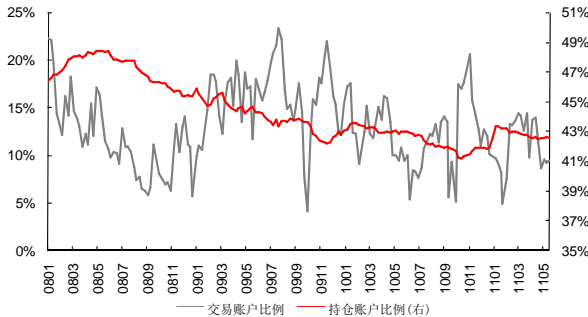
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

**图 48： 股价处于超卖区域**



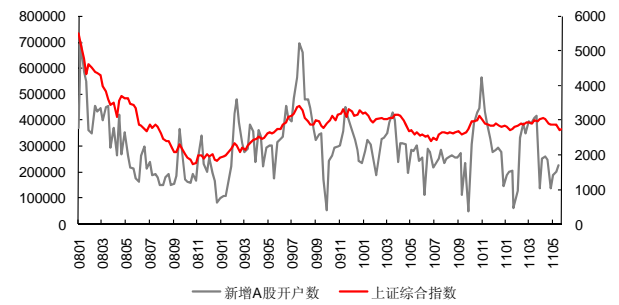
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

**图 49： 交易账户比例下降、持仓账户比例平稳**



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

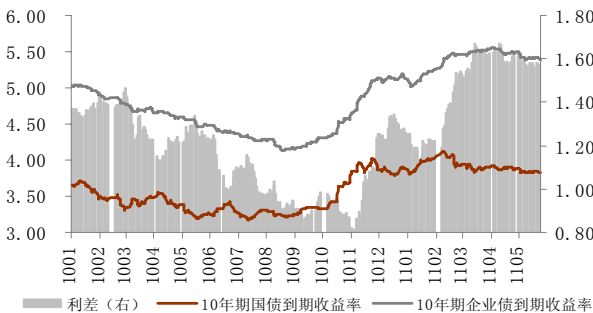
**图 50： A 股新开户维持低位**



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

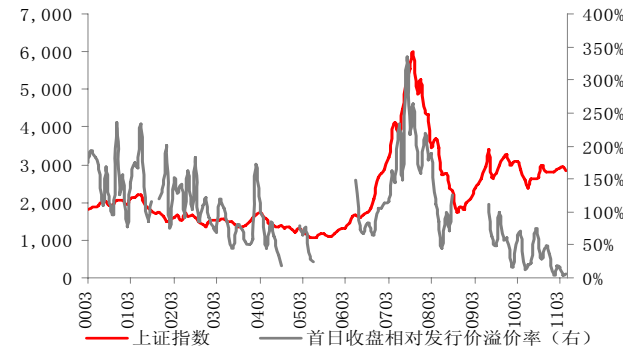
一级市场以及债券市场反映的市场情绪持续谨慎。5 月新股首日溢价率为 6.38%，首发上市公司中破发比率为 46%，均处于历史底部区域。从企债与国债的利差来看，5 月约为 1.58%，是历史的高位。

**图 51： 中国国债与企债利差维持高位**



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

**图 52： 新股首日溢价率处于底部**



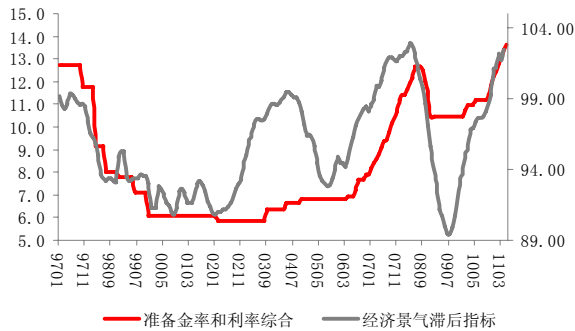
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

政策：经济滞后指标回落将催化政策微调

在经济增速回落背景下，市场触底上行的催化剂很大程度来自于政策微调或者政策变化。政策变化的领先指标在于（1）经济滞后指标（如通胀），滞后指标的回落往往领先于政策微调；（2）经济结构最敏感区域开始出现倒闭、失业率提升的现象，如中小企业。（3）政治格局的变化。2012 年将是全球换届年，2011 年尤其是下半年是全球的选举年。

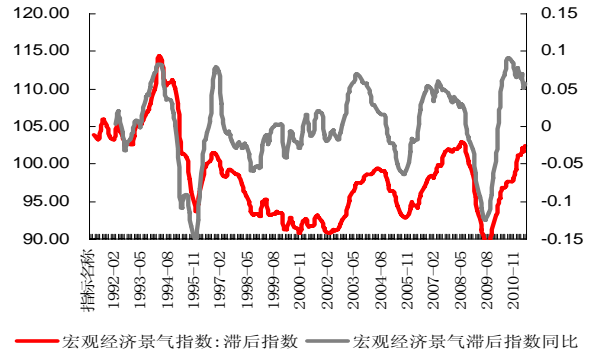
目前来看，（1）目前中国经济景气滞后指标已经在高位，同比增速已经回落。（2）输入型通胀压力随着 QE2 结束之后，压力将逐步降低；经济增速回落，制造业的产能利用率回落，降低经济过热的风险；房地产库存上升，降低房地产价格上升动力。全球食品和能源价格增长正在放慢。油价目前较年中高点回落 10%以上，食品价格上涨也在消退。联合国粮农组织(Food and Agriculture Organization)公布，5 月份全球食品指数较 4 月份小幅下降。

图 53：中国经济景气滞后指标的货币政策的领先



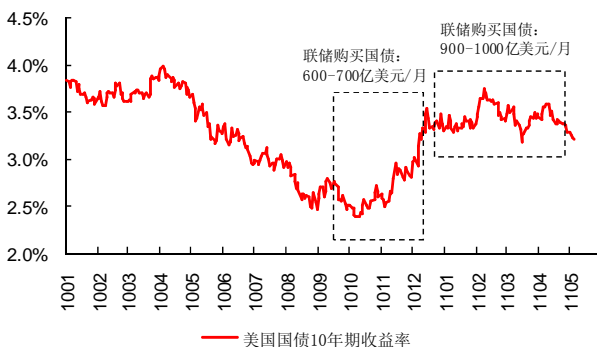
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 54：中国经济景气滞后指标的同比增速已经回落



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 55：美国长期国债收益率上升



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 56：保障房对冲新开工下滑测算

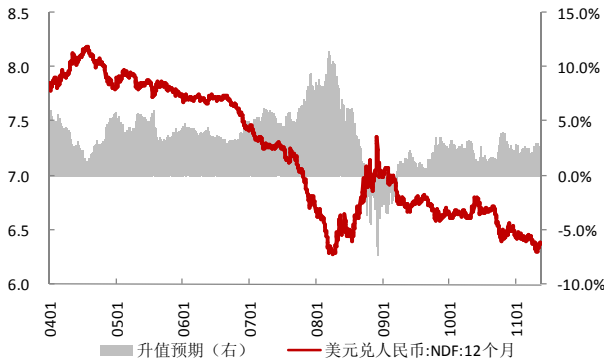
保障房弥补新开工下滑增速	新开工月份				
	2月	4月	6月	8月	10月
9	70%	70%	54%	39%	23%
建设周期 (月份数)	12	64%	52%	41%	29%
15	51%	42%	32%	23%	14%
18	42%	35%	27%	19%	12%

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

再结合美国政府债务问题，人民币升值压力将逐步增加。近期人民币对美元汇率中间价再度创出 2005 年汇改以来新高。美国、欧洲和日本政府财政压力和主权债券压力

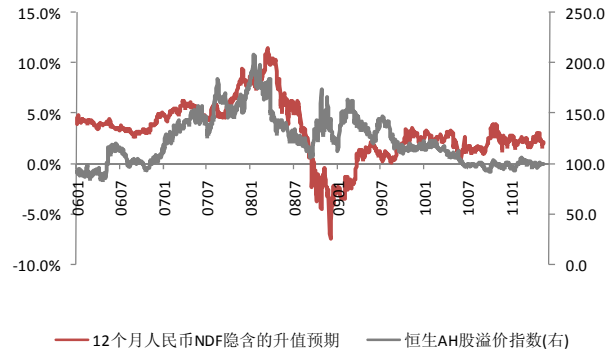
有增无减，国债对于资金吸引力降低。欧美经济放缓进一步支撑人民币升值预期。与上半年相比，下半年人民币升值预期难以改变，甚至有强化的迹象。人民币升值预期将降低A股市场的系统性风险，使得权重股权重难以大幅度回落。

图 57： 人民币升值预期



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

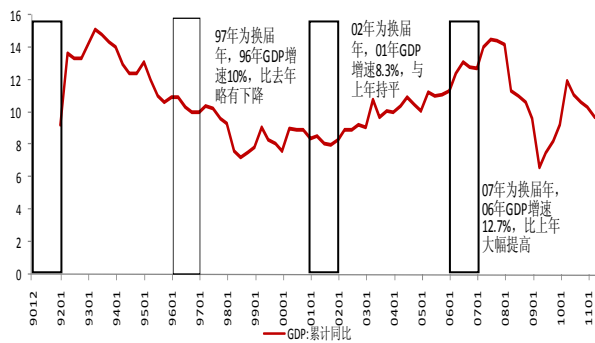
图 58： 升值预期与 AH 股溢价



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

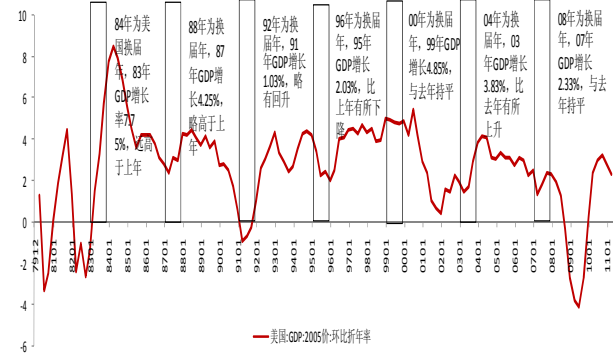
从历史来看，选举年和换届年，无论中国还是美国，相关政策基本保持稳定。历史上换届年份之前一年的经济状况出现大幅下滑的概率偏小。股市表现来看，美国换届前一年股市往往是上涨的。

图 59： 中国换届年份前一年的 GDP



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 60： 美国换届年份前一年的 GDP



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

表格 4： 换届前一年美国和中国股市行业表现

换届前一年	标普 500	行业表现			
1983	19.2%	最优			
		最差			
1987	0.3%	最优			
		最差			
1991	27.8%	最优	零售业 63.0%	综合金融 58.8%	银行 57.5%
		最差	IT 硬件与设备 2.6%	能源 3.6%	汽车及零配件 5.38%
1995	34.2%	最优	制药与生物科技 57.2%	综合金融 52.7%	银行 52.2%

		最差	零售业 8.0%	汽车及零配件 16.39%	原材料 17.8%
		最优	软件与服务 81.4%	IT 硬件与设备 73.6%	半导体及设备 63.7%
1999	19.6%	最差	食品与零售-29.1%	食品饮料与烟草-23.7%	医疗与保健设备-20.26%
		最优	半导体及设备 80.0%	IT 技术硬件与设备 46.5%	消费者服务 46.4%
2003	22.3%	最差	食品与零售-8.28%	电信业务-1.9%	制药与生物科技 5.5%
		最优	能源 41.0%	原材料 20.5%	软件与服务 17.0%
2007	3.7%	最差	银行-32.8%	耐用消费与服装-21.9%	房地产-21.0%
换届前一年	上证 A 股	行业表现			
		最优			
1991	127.22%	最差			
		最优	采掘 286.5%	有色金属 262.6%	餐饮旅游 234%
1996	70.49%	最差	交通运输 31.2%	农林牧渔 33.6%	信息服务 40.9%
		最优	餐饮旅游-20.3%	交通运输-20.7%	纺织服装-21.8%
2001	-21.75%	最差	化工-55.7%	电子元器件-35.85%	信息服务-34.6%
		最优	食品饮料 126.8%	房地产 84.5%	黑色金属 77%
2006	126.55%	最差	金融服务-1.3%	信息设备 4.3%	电子元器件 12.3%

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

### 历史经验之一：股市下跌主要是在“类滞胀期”，“类萧条期”企稳回升

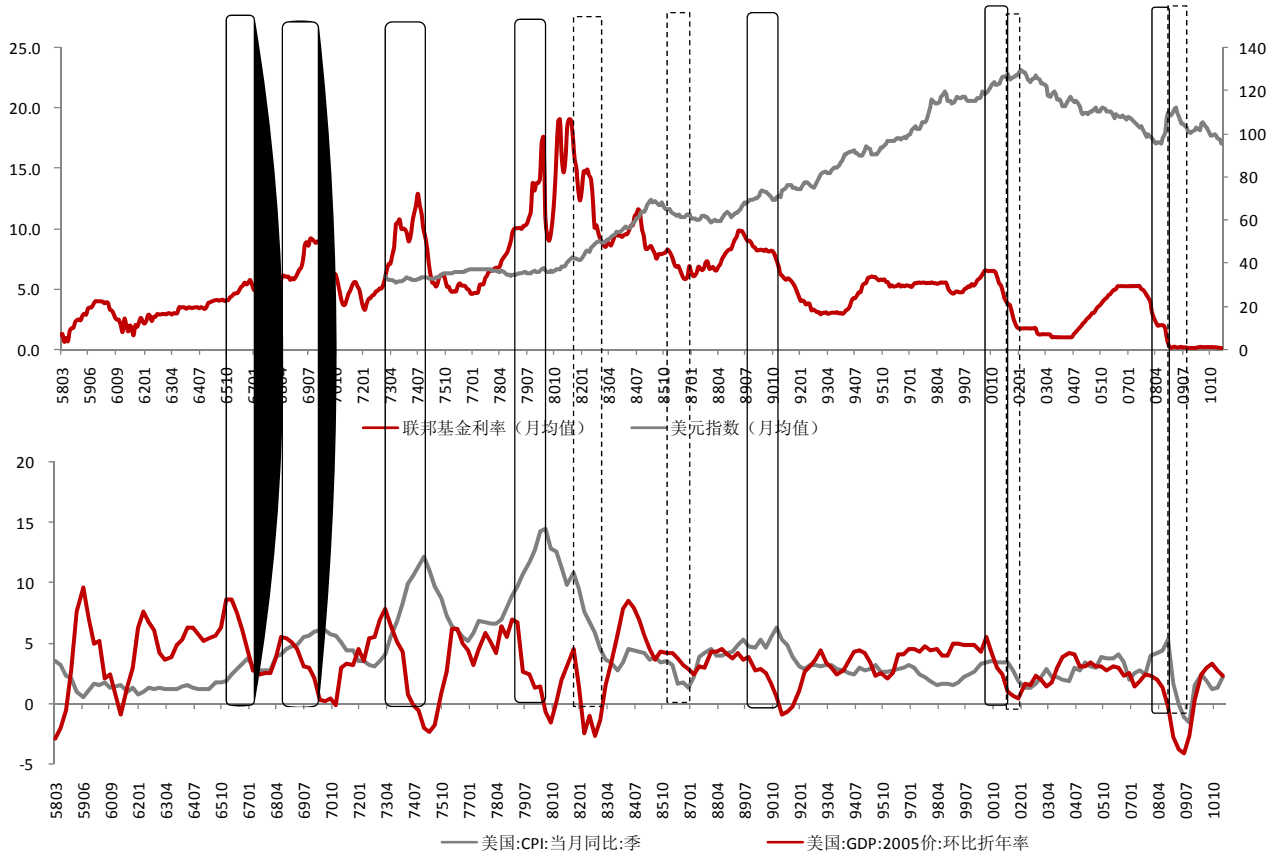
从美国股市经验数据来看，滞胀期股市跌幅较大，进入萧条期之后股市呈现震荡筑底。而且滞胀期后半段开始货币政策就出现转向，而非萧条期出现后货币政策才转向。汇率方面，每次滞胀期间美元指数均出现上行。

50年代以来美国共有7个明显的滞胀期，股指跌幅普遍较大，平均跌幅接近20%，仅有78.12-80.6的滞胀期股指是上涨的，主要是由于当时国际贷款业务的兴起为美国银行业提供了新的盈利模式从而金融股大涨，同时第二次石油危机导致高油价也带动能源股上涨，两者共同拉动股指上涨。

从美国“萧条期”的历史来看，经过滞胀期的大幅下跌，萧条期大概率呈现低位震荡态势，平均收益率为1%。只有金融危机期间08.9-09.6的萧条期，跌幅仍然达到了21%。从震荡的过程来看，81、82年的萧条期股市整体收益率2.9%，期间出现了两波上涨下跌，最大涨幅和跌幅达到20%和15%；86年的萧条期股市窄幅震荡，整体收益率为3%，震荡幅度最大仅为7%；01年的萧条期股市整体收益率0.2%，期间先跌后涨，最大涨幅和跌幅达到21%和25%；08、09年的萧条期股市整体收益率-21%，期间先跌后涨，最大涨幅和跌幅达到25%和33.6%。

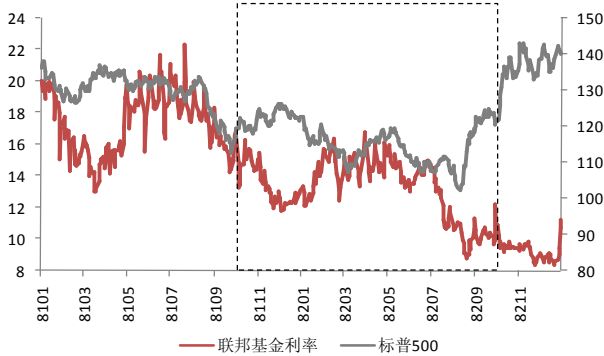
货币政策方面，美国滞胀期的货币政策呈现先紧后松。7次滞胀期中有5次是先加息后降息，转折的时间点基本处在滞胀的中期；有2次是从滞胀期开始就已经处于降息通道。

图 61： 美国滞胀与萧条的历史时期



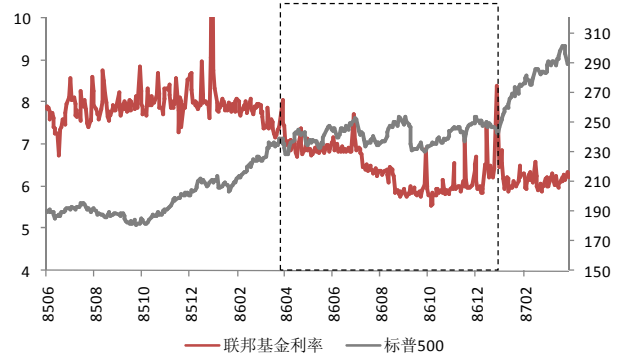
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 62： 美国 81、82 年萧条期的股市



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 63： 美国 86 年萧条期的股市



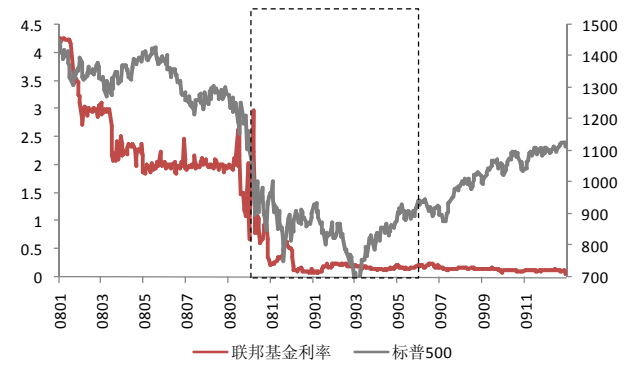
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 64: 美国 01 年萧条期的股市



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 65: 美国 08、09 年萧条期的股市



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

表格 5: 滞涨和萧条时期的美国股市表现及相关宏观环境

开始	结束	持续时 间(月)	股市 表现	行业表现	利率变动	汇率变动	
1965 年 12 月	1967 年 3 月	15	-4% 最优 最差		基准利率从 4.13% 下 降到 3.75%		
1968 年 6 月	1970 年 6 月	24	-22% 最优 最差		基准利率从 6.13% 上 升到 7.75%		
1973 年 3 月	1975 年 3 月	24	-25% 最优 最差		基准利率从 7% 下降 到 6.06%	美元指数从 99.9 下降到 97.7, 下 降 2.2%	
1978 年 12 月	1980 年 6 月	18	19% 最优 最差		基准利率从 10.84% 下降到 10.44%	美元指数从 93.3 到 93.2 下降 0.1%	
滞 胀	1989 年 9 月	1990 年 9 月	12 -12% 最优 最差	能源 12.9% 家庭与个人用 品 9.8% 银行一 49.2%	制药与生物 科技 7.9% 消费者服务一 42.4% 软件与服务 -35.8%	基准利率从 9.24% 下 降到 8.03%	美元指数从 94.6 到 86.9, 下降 8.1%
	2000 年 3 月	2001 年 3 月	12 -22% 最优 最差	食品与零售 39.3% 公用事业 32.7% 技术硬件与 设备一 62.8%	医疗保健设 备与服务 28.4% 半导体与设备 -60.1% 软件与服务 -54.3%	基准利率从 6.11% 下 降到 5.29%	美元指数从 98.6 到 110.2, 上升 11.7%
	2007 年 9 月	2008 年 9 月	12 -24% 最优 最差	食品与零售 2.32% 家庭与个人用 品 0.18% 银行一 49.6%	运输-1.09% 汽车及零部 件-41.6% 保险-45.1%	基准利率从 4.58% 下 降到 2.03%	美元指数从 74.5 到 76.2, 上升 2.3%
萧 条	1981 年 9 月	1982 年 9 月	12 4% 最优 最差			基准利率从 16.58% 下降到 12.17%	美元指数从 108.7 到 120.7, 上升 11.1%

1986年 3月	1986年 12月	9	1%	最优  最差				基准利率从7.42%上 升到14.35%	美元指数从 114.0到104.0下 降8.7%
2001年 3月	2001年 12月	9	-1%	最优  最差	商业与专业 服务19.2%  公用事业— 25.9%	零售业16.6%  食品与零售— 21.4%	软件与服务 14.4%  汽车及零部 件—15.4%	基准利率从5.29下 降到1.52%	美元指数从 110.2到110.5, 上升0.3%
2008年 9月	2009年 6月	9	-21%	最优  最差	IT硬件与设 备—6.7%  房地产— 52.3%、银行 —40.8%、保 险—39.7%	软件与服务— 8.8%  资本货物— 31.9%	消费者服务 —8.8%  耐用消费品 与服装— 31.0%	基准利率从2.03%下 降到0.22%	美元指数从76.2 到77.9, 上升 2.1%

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

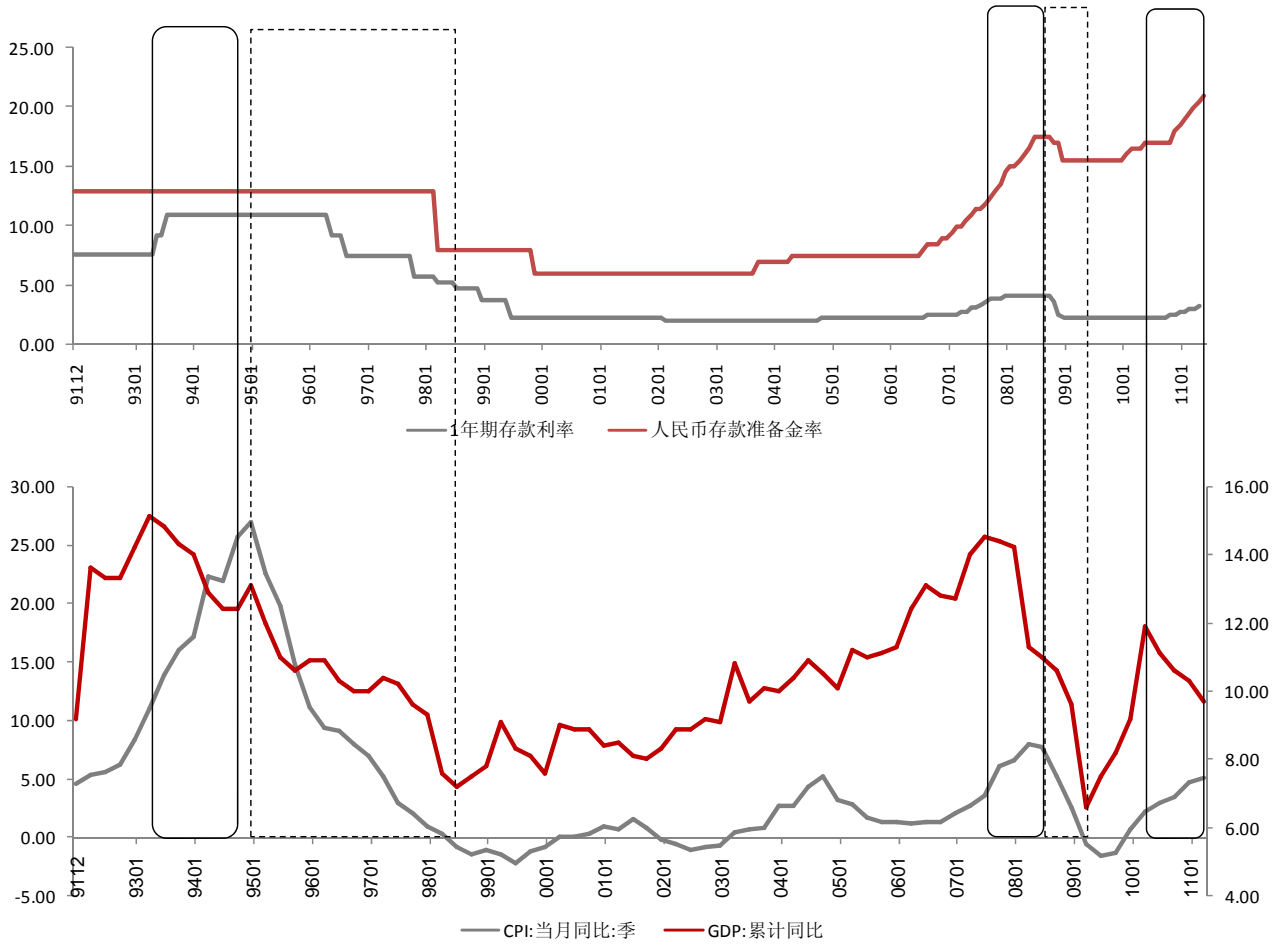
从中国的历史来看, 90年之后有三个明显的滞胀期, 93.4-94.12、07.9-08.6、10.4-至今, 期间股市分别下跌30%、50.7%、11.7% (截止6月8日)。前两个滞胀期之后都出现了萧条期, 95.1-98.6、08.6-09.3, 期间股市分别上涨106.7%、下跌13.8%。

货币政策来看, 滞胀期的下半阶段就停止加息。第一个滞胀期在93.4-93.6加息2次, 一年期存款利率从7.56%加到10.98%, 之后虽然直至94.12通胀才见顶, 但是过程中就不再加息了。第二个滞胀期处在04.9到07.12的加息周期, 期间加息8次从1.98%到4.14%, 虽然通胀是08年二季度才见顶, 但是08年上半年就停止加息了 (准备金率从14.5%提高到17.5%)。第三个滞胀期从10.4至今, 10.10首次加息到11.4共加息4次从2.25%到3.25%。

萧条期货币政策的转向是股市反转的信号。95.1-98.6的萧条期间, 股市底部震荡后大幅上涨, 整体涨幅达到106.7%, 转折点出现在96年4月, 而政策的转折点是96年5月, 当月降息180个基点。08.6-09.3的萧条期间, 股市先跌后涨, 整体期间跌幅达到13.8%, 转折点出现在08年11月, 而政策的转折点是08年10月, 当月降息54个基点, 08年11月降息108个基点, 12月继续降息27个基点。

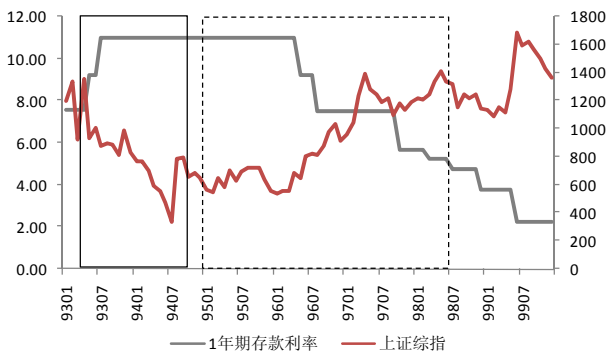


图 66： 中国滞胀与萧条的历史时期



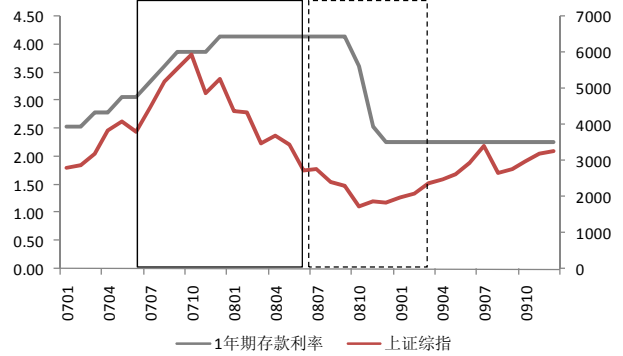
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 67： 中国 90 年代滞胀期和萧条期的股市



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 68： 中国 07 年之后滞胀期和萧条期的股市



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

表格 6：滞涨和萧条时期的中国股市表现及相关宏观环境

开始	结束	持续时间	股市 涨跌幅(%)	行业			货币政策
1993 年4 月	1994 年9 月	21	-14.6	最 优			1993年4月-1993年6月加息2次， 一年期存款利率从7.56%加到 10.98%
				最 差			准备金率从1988年1月到1998 年2月维持13%不变
滞 胀	2007 年7 月	2008 年6 月	-28.4	最 优	农林牧渔 14.8%	采掘 7.8%	2004年9月到2007年12月加息 8次从1.98%到4.14%，2008年9 月到12月3次下调从4.14%到 2.25%
				最 差	交运设备 -41.6%	房地产 -38.6%	2003年8月到2004年4月准备金 率2次上调从6%到7.5%，2006 年6月到2008年6月18次上调从 7.5%到17.5%
	2010 年4 月	14+	-12.8	最 优	食品饮料 18.3%	有色金属 17.1%	2010年10月到2011年4月加息 4次从2.25%到3.25%
				最 差	房地产 -21.4%	交通运输 -20.7%	2009年12月到2011年5月，11 次上调从15.5%到21%
萧 条	1995 年1 月	1998 年6 月	106.7	最 优			1993年7月到1996年4月利率维 持10.98%，1996年4月到1999 年6月利率7次下调，从10.98% 到2.25%。
				最 差			准备金率从1988年1月到1998 年2月维持13%不变
	2008 年7 月	2009 年3 月	-13.8	最 优	机械设备 19.4%	交运设备 15.9%	2007年12月到2008年9月利率 维持4.14%，2008年9月到12月 降息3次从4.14%到2.25%
				最 差	采掘-31.8%	黑色金属 -22.8%	2008年9月到12月准备金率2次 下调从17.5%到15.5%

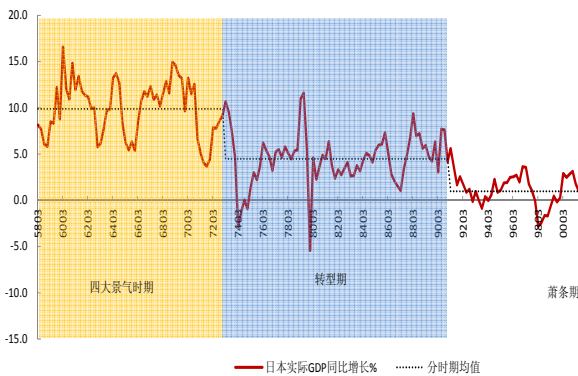
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

### 历史经验之二：转型导致长期经济增速回落，股市并非熊市

当前中国面临滞胀+转型的特殊时期，从美国和日本的转型经验来看，70年代的经济转型期伴随了长期的滞胀，经济增速明显下一台阶，但是与市场预期不一样的地方在于经济长期增速回落未必导致熊市。

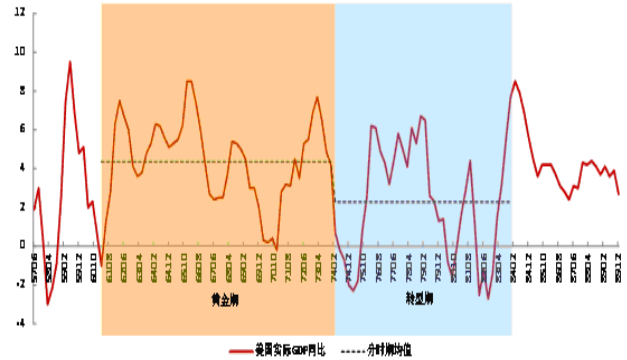
将日本从景气进入转型期的经济背景和重要政策事件和中国05年以来的宏观背景相对照，可以发现二者在历史上走过相似的路径。因此，我们或许可以借日本转型期经济的运行轨迹来思考中国经济未来的形势。

图 69： 日本 GDP 在转型期下一台阶



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 70： 美国 GDP 在转型期下一台阶



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

表格 7： 日本（1955-1980）和中国(2005 年至今)宏观经济背景对比

历史时期	日本	历史时期	中国
1955 年-1965 年	<p>维持超低汇率，出口迅速扩大，出口产品以低附加值高能耗产品为主；</p> <p>设备投资坚挺，经济高速增长，物价稳定；</p> <p>劳动力充足，农村人口向城市大规模转移；</p> <p>对资源依赖程度高，特别依赖进口石油；</p> <p>大规模工业开发使得环境污染、公害泛滥，迫使国会在 70 年制定公害关联法案。</p>	2005 年-2006 年	<p>汇率低估，持续贸易顺差，出口产品以低附加值高能耗产品为主；</p> <p>经济快速增长，物价稳定；</p> <p>收益于人口红利，劳动力充足低廉；</p> <p>制造业所需原油、矿石等对外依存度高片面追求高速增长造成水源污染、空气污染等一系列社会问题。</p>
1965 年-1972 年	<p>传统行业产能过剩的局面逐渐形成；</p> <p>1965 年日本陷入“昭和 40 年萧条”，佐藤政府为了使经济摆脱困境，实行凯恩斯主义赤字财政政策，于 1965 年首次发行赤字国债，同时实行减税政策。</p> <p>1971 年布雷顿森林体系瓦解，日元升值、外需下滑；为对付日元升值，政府编制大型预算，田中内阁推行“日本列岛改造构想”，经济过热，通胀压力呈现。</p>	2007 年-2010 年	<p>通胀压力增大，产能过剩矛盾日益凸显；</p> <p>金融危机爆发，外需萎缩，出口下滑；</p> <p>2008 年 11 月出台四万亿经济刺激计划；</p> <p>信贷扩张，投资加速，经济回暖；</p> <p>财政赤字迅速扩大，通胀快速上升。</p>
1973 年-1974 年一季度	<p>1973.12 第四次中东战争爆发，石油价格暴涨，需求加剧萎缩——二战后程度最深的世界经济危机爆发；</p> <p>日本政府实施控制总需求政策：提高贴现率至 9%，压缩公共事业投资。</p>	2010 年	<p>欧美经济复苏乏力，外需萎缩；</p> <p>政策紧缩周期启动：房地产调控、央行年内六次上调准备金率、自 2010 年四季度起中国经济进入加息周期。</p>
1974 年二季度-1980 年	<p>物价逐渐稳定，75 年在稳定物价的同时采取一些扩张性政策；</p> <p>日本劳动力转移在 70 年代后期趋于停滞；</p> <p>调整产业结构，经济体质提高，受益于经</p>	2011 年	<p>货币政策继续从紧；</p> <p>政府大力推进保障房建设；</p> <p>民工荒——人口红利即将结束</p>

济转型日本受 1979 年第二次石油危机影响最小。

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

美国经济在 60 年代到 70 年代所处的经济环境也和 05 年至今的中国类似, 因而研究这段时期的美国经济和金融市场对我国同样有积极的参考意义。

**表格 8: 美国 (1960s-1980s) 和中国(2005 年至今)宏观经济背景对比**

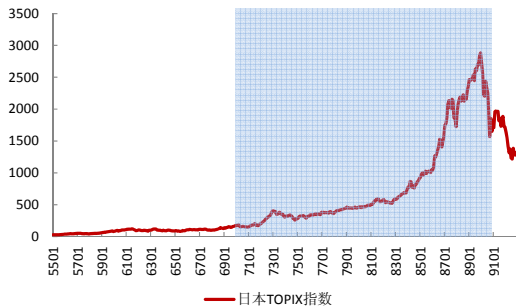
历史时期	美国	历史时期	中国
1961 年-1965 年	出口改善, 国内企业投资加速, 物价稳定。	2005 年-2006 年	持续贸易顺差, 经济快速增长, 物价稳定。
1965 年-1967 年	投资过热, 通胀压力加大, 产能严重过剩; 日本、德国相继爆发经济危机, 出口下降。	2007 年-2008 年	通胀压力增大, 产能过剩矛盾日益凸显; 金融危机爆发, 外需萎缩, 出口下滑。
1968 年-1969 年	侵越战争升级, 军费开支猛增; 财政赤字恶化, 信贷扩张; 贸易顺差不断缩小, 通胀继续上行。	2008 年-2010 年	2008 年 11 月出台四万亿经济刺激计划; 信贷扩张, 投资加速, 经济回暖; 财政赤字迅速扩大, 通胀快速上升。
1969 年-1971 年	尼克松采取紧缩性政策, 美越战争结束——新一轮经济危机爆发	2010 年	政策紧缩周期启动: 房地产调控、央行年内六次上调准备金率、自 2010 年四季度起中国经济进入加息周期。
1972 年-1973 年	美国政府采取美元贬值、扩大财政赤字以实现就业——美国工业生产进入短期高涨	2011 年	货币政策继续从紧; 政府大力推进保障房建设
1973 年-1975 年	美、日、德货币竞相贬值、发达国家制造业产能过剩——全球市场需求萎缩; 1973.12 第四次中东战争爆发, 石油价格暴涨, 需求加剧萎缩——二战后程度最深的世界经济危机爆发; 工业增加值下降, 通胀高企, 经济进入全面滞涨阶段, 传统产业受重创, 股市深跌		
1975 年-1980 年	1975 年减税法令, 刺激经济复苏; 1979 第二次石油危机爆发, 经济又一次陷入滞涨; 1977 年-1980 年, 卡特政府的反能源危机政策, 提倡开源节流兼顾的能源政策		
1981 年-1983 年	里根削减政府支出, 减税, 实行反通胀的紧缩性货币政策, 美国 83 年走出经济危机		

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

转型期间美国和日本的股票市场表现并不像其经济数据那样惨淡。日本股市涨幅巨大, 从 1973 年到 1990 年, 年均收益率高达 8.5%; 从 1974 年到 1983 年, 美国股市年均收益率为 5.4%, 但是转型期的上行趋势则颇为曲折, 其中有两次较大跌幅,

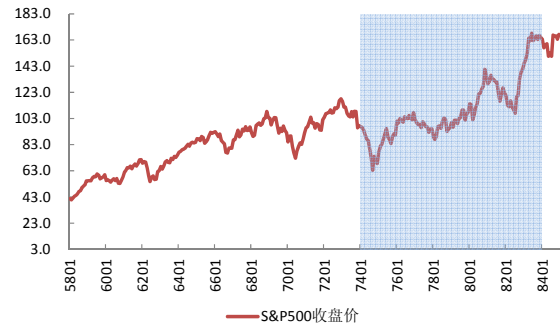
分别是 1972 年 12 月到 1974 年 9 月，跌幅为-34.2%，以及 1980 年 11 月到 1982 年 7 月，跌幅达-23.8%。

图 71：日本 TOPIX 指数在转型期内大幅上涨



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 72：美国 S&P500 在转型期间震荡上行



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

## 二、投资主线：可选消费及确定成长

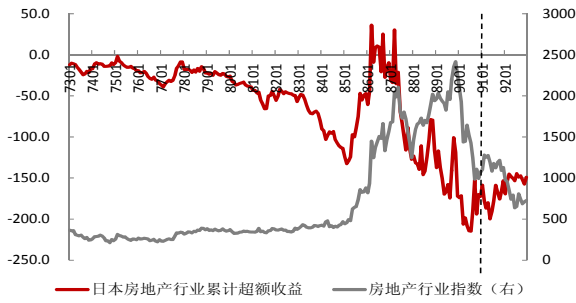
投资主线必然是成长趋势、经济周期、以及资金景气三位一体。从成长趋势来看，经济转型意味着传统行业超额收益回落，新产业超额收益上升；从投资时钟来看，虽然传统行业成长性较弱，但经济增速回落和信贷紧张使得中小企业盈利能力冲击短期难以消除；业绩增长相对确定的可选消费有机会；从资金估值情绪来看，低估值的可选消费仍有望有超额收益。

### 成长趋势：转型意味着传统行业长期超额收益下降

在日本和美国的经济转型阶段，传统行业如建筑、钢铁、汽车等会因为经济拉动热点由投资转向消费而受到负面冲击，相反，战略新兴行业以及和消费相关行业却会因转型而受益。

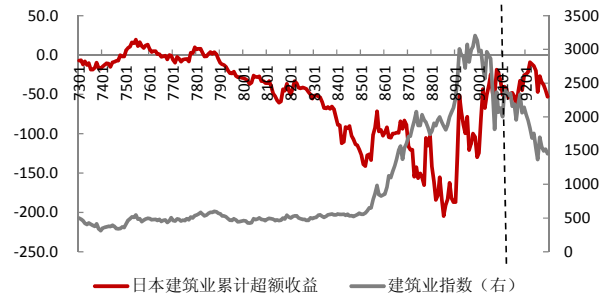
所有传统行业指数都在转型期内跑输大盘。房地产和建筑板块超额收益最小，采掘直至 80 年代初还能获得超额收益可能和石油危机造成的能源供应紧缺有关，而交通运输设备在头十年持续跑赢大盘则和日本的出口产品结构有关——日产汽车是日本的重要出口产品之一，贡献了巨额贸易顺差。受益于经济转型的服务行业却在大部分时期处于略跑输市场的状态，电子通讯板块则是在 80 年代后发力，涨势最为惊人。这是因为日本政府在 80 年代提出“科技立国”的口号，使科技为经济服务，通过加强预算投入和立法有力引导和扶持“技术创新”。

图 73：日本房地产行业累计超额收益



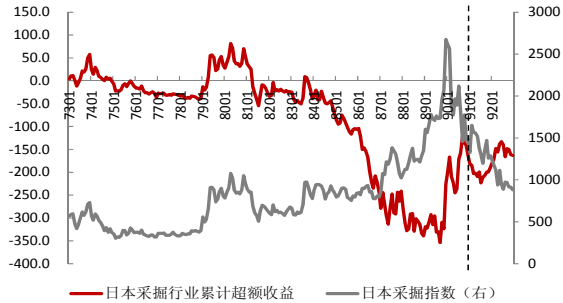
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 74：日本建筑行业累计超额收益



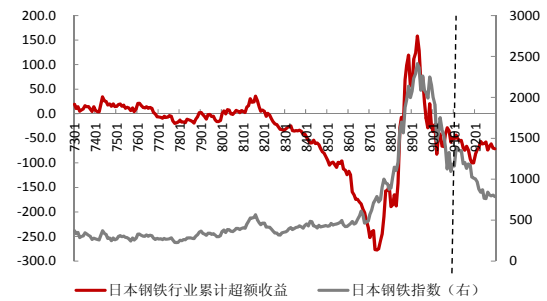
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 75：日本采掘业累计超额收益



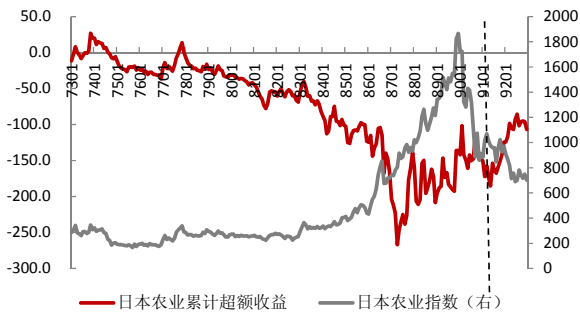
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 76：日本钢铁行业累计超额收益



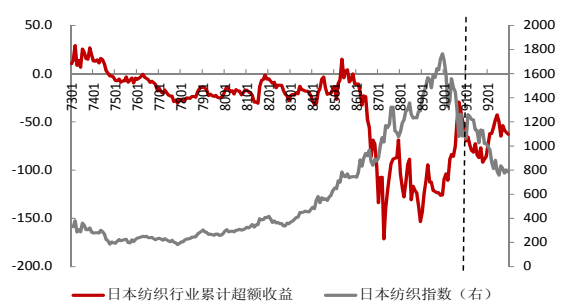
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 77：日本农业累计超额收益



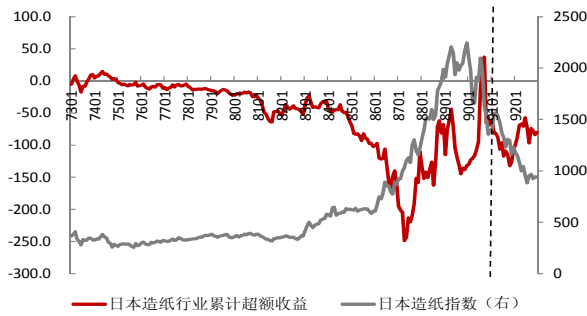
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 78：日本纺织行业累计超额收益



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 79：日本造纸行业累计超额收益



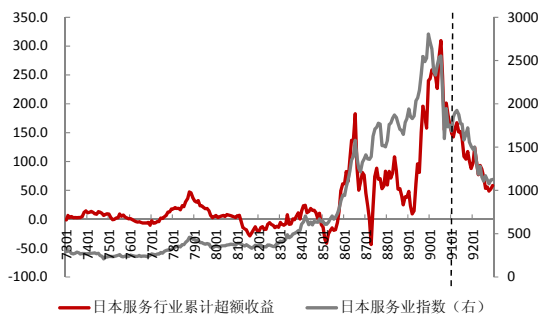
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 80：日本交运设备行业累计超额收益



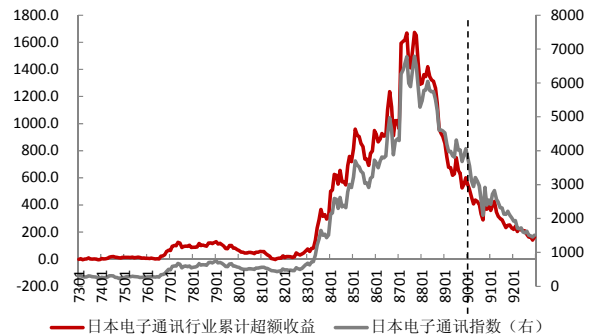
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 81：日本服务行业累计超额收益



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 82：日本电子通讯行业累计超额收益



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

### 新产业与小股票：结构性机会，盈利增长预期改善仍待时日

虽然长期成长性较好的，但目前整体占 GDP 比例较小，对于经济回落和信贷冲击的抵御能力较弱。我们认为中小企业系统性机会还未到，其一估值的压力仍存。虽然一季度创业板持续下跌已经从最高的 44 倍调整至 33 倍，但离估值底部仍有距离。其二盈利增速预期改善。

从估值的角度来看，动态估值 25 倍是估值底。估值底部取决于两个方面，其一是 PEG，对于 30%-50% 的增长来说，25 倍左右动态估值是一个底部；其二是减持力量大幅减弱时的估值水平。构建创投机构投资中小企业的获利模型，假设  $V_0$  为初始投资时的 PE 倍数， $V_n$  为退出卖出时的 PE 倍数， $G$  为持有年份期间的盈利复合增长率， $n$  为持有期间， $N$  为退出时的要求获利倍数， $R_f$  为无风险利率表示资金成本。

$$\frac{V_0}{(1+G-R_f)^n} \leq \frac{V_n}{1+N}$$

要求获利倍数  $N$  一定的情况下，退出 PE 倍数至少为：

$$V_n = \frac{V_0(1+N)}{(1+G-R_f)^n}$$

我们进一步对复合增长率  $G$  和初始投资时的估值倍数  $V_0$  进行情景分析。从创投进入到上市申请，再经过审批、上市、解禁，大约需要 4 年，另外考虑到创投成功退出的

概率，一般要求获利倍数约 5 倍。在 4 年 5 倍的假设下，对应的退出倍数如下表所示，如果以 12 倍 PE 倍数投资进入公司，在年复合增长 30% 的情况下（相当于 4 年业绩增长 200%），退出时 PE 倍数至少要达到 25 倍。

**表格 9：复合增长率和初始投资时估值倍数的情景分析**

退出 PE 倍数		复合增长率					
		10%	20%	30%	40%	50%	60%
初始投资时的 PE 倍数	6	24.6	17.4	12.6	9.4	7.1	5.5
	8	32.8	23.1	16.8	12.5	9.5	7.3
	10	41.0	28.9	21.0	15.6	11.9	9.2
	12	49.2	34.7	25.2	18.7	14.2	11.0
	14	57.4	40.5	29.4	21.9	16.6	12.8
	16	65.6	46.3	33.6	25.0	19.0	14.6

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

**图 83：中小板的动态估值**



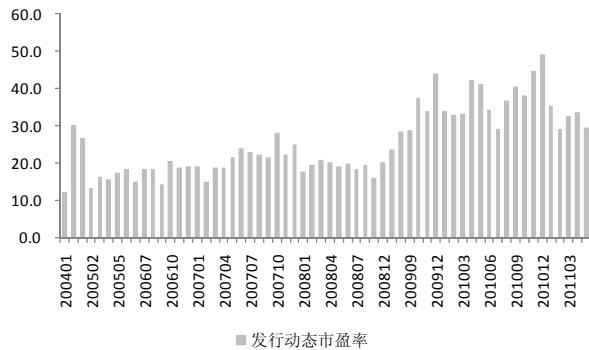
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

**图 84：创业板动态估值**



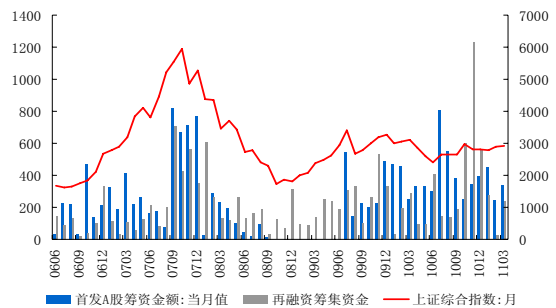
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

**图 85：新股发行的动态市盈率**



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

**图 86：IPO、再融资募集资金规模持续较大**



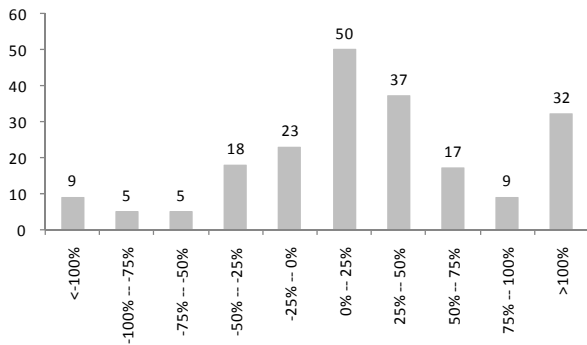
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所



盈利预期的改善是中小盘股底部的另一个条件。成长信心的恢复依赖于其一业绩公布超预期，表明成长性较好；其二是经济触底后，小企业业绩弹性开始启动。

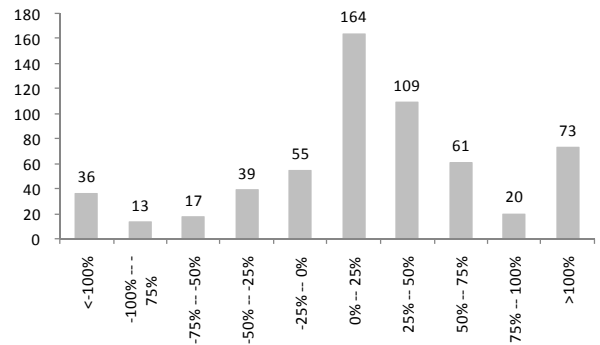
从业绩公布的因素来看，大规模业绩公布得等到中报披露之时，目前中报仍存在业绩下调的可能。205家公布一季报的创业板公司中，有110家公司一季度净利同比增速低于25%。朝阳永续一致预期数据显示，创业板2011年-2013年的盈利增速预测逐年下降，分别为59%、43%、28%，但是从一季度37%的盈利增速来看，全年59%的预测值有可能下调。587家公布一季报的中小板公司也是类似的情况。

图 87： 创业板一季报盈利增速分布



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

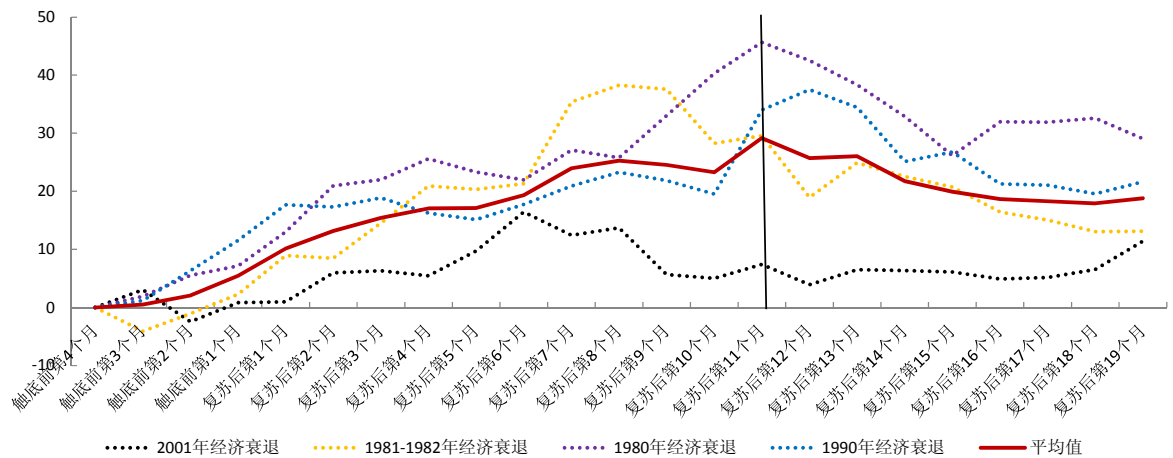
图 88： 中小企业盈利增速分布



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

除了业绩公告之外，经济增速预期触底也是中小盘股的条件。从美国市场四个经济周期中风格转换来看，在经济触底复苏时，小市值的公司确实能相对大市值公司获得超额收益，这个相对优势一直持续到经济进入扩张期，各个周期持续的时间长度不同，平均上看在1年左右，之后小盘股相对大盘已经没有显著超额收益。

图 89： 在触底复苏阶段小盘股显著跑赢大盘股



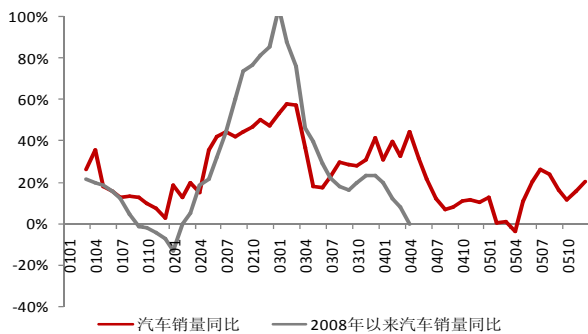
资料来源：Bloomberg，NBER，华泰联合证券研究所

关注下游周期性消费品，汽车、家电、地产、水泥

从投资时钟来看，流动性、经济增速和通胀压力回落背景下，早周期的可选消费应有超额收益。8、9、10月份汽车销量改善、保障性住房开工旺季将改善基本面的预期，较低的估值回避了系统性风险，经济增速回落使得政策微调预期增强。

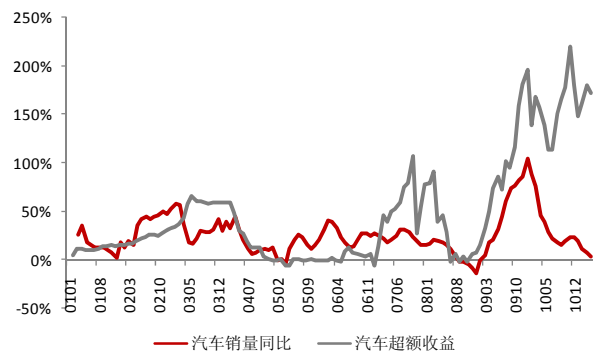
从汽车销售的周期来看，08年以来的周期和01-05年的周期非常相似，02-03年汽车销售首次突破3百万辆，同比增长分别达到了37.5%和33.5%，直到2009年汽车销量突破1000万辆，09年和10年的汽车销量数据分别为1362万辆和1804万辆，同比增长分别达到了45.6%和32.5%。

图 90： 08 年以来的汽车销量同比类似 01 年之后



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

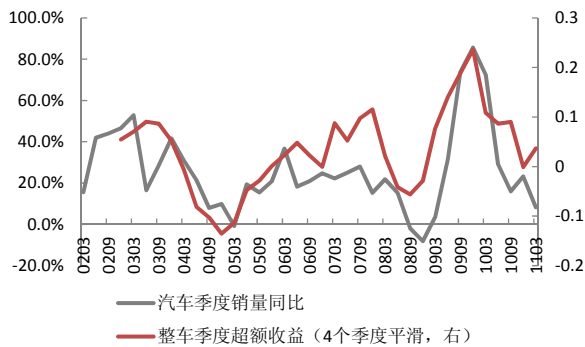
图 91： 汽车整车超额收益与汽车销量同比



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

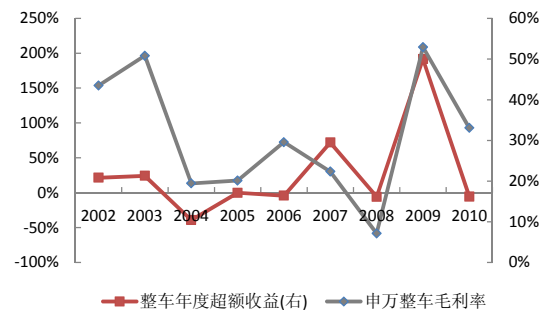
销量同比增速和整车板块的季度超额收益是同步的，市场超额收益略微提前对汽车市场的需求情况作出反应。从毛利率看汽车超额收益出现的时点，而这同样有较强的正相关性，整车板块超额收益大幅下滑的2004、2008和2010年，同样是毛利率快速下行的年份。

图 92： 汽车超额收益和汽车销量的关系



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 93： 汽车超额收益和毛利率关系



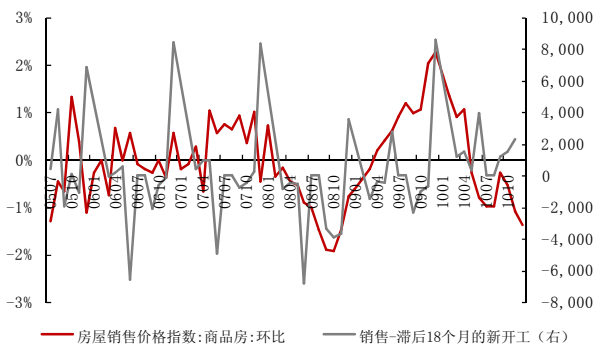
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

住宅市场供给增加而需求减少的情况下，地产商的库存将上升，资金压力将使开发商难以涨价。由于新开工面积在18个月之后形成市场供给，我们构建销售缺口指标：当期的销售-滞后18个月的新开工，从历史数据来看，销售缺口增大时，房价环比上涨压力较大，反之环比下跌。房价不出现大幅上涨的情况下，调控预期是偏弱的。从

历史来看，房价指数超过 108 是一个危险信号。04 年 12 月房价指数达到 110.3，对应 05 年 3 月份出台“国八条”；07 年 8 月房价指数达到 108.4，对应 9 月份出台“二套房首付比例不低于 50%”的规定；09 年 12 月房价指数达到 108.2，对应当月出台提高首付、停发三套房房贷、提高房产交易税收、提高地产商拿地首付等，房价仍上涨的情况下 2010 年 4 月份进一步推出“国十条”抑制房价上涨。当前的房价指数 106.8，处于回落趋势中，进一步出台地产调控政策的概率偏低。

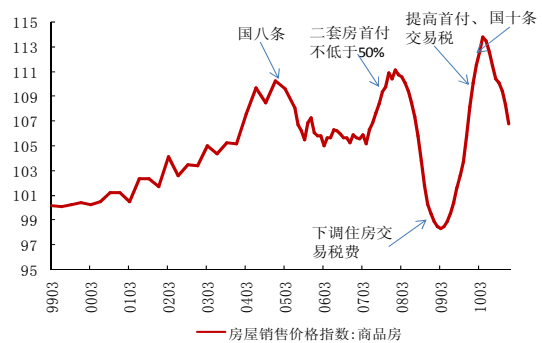
从政策来看，09 年以来的新开工和地产资金链紧张将促使房地产供给二季度逐步释放，降低地产调控预期。按照 18-24 个月的建设周期，09 年 4 季度开始的大量新开工将从今年开始形成供给。供给增加的情况下，即使销量增加，房价也不会大幅拉升，调控预期偏弱；反过来如果限购等政策下，销量仍然维持低位，那么地产商现金流压力大增，将会产生降价的动力来扩张销售。2011 年一季报显示地产上市公司经营性现金流为 -400 亿，库存超过 6000 亿，同时由于对地产商的融资限制，2010 年地产商的融资额仅为 53 亿，相比 07-09 年的年均 660 亿大幅减少。

**图 94： 销售缺口决定房屋价格环比走势**



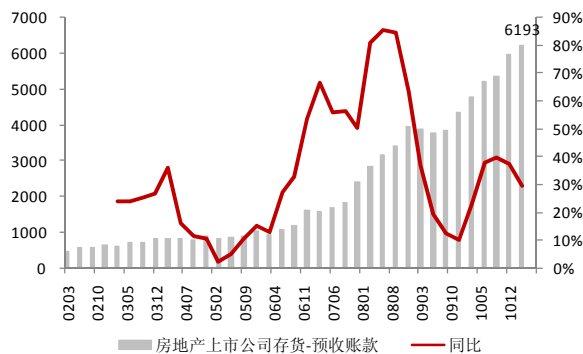
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

**图 95： 房价指数超过 108 是调控信号**



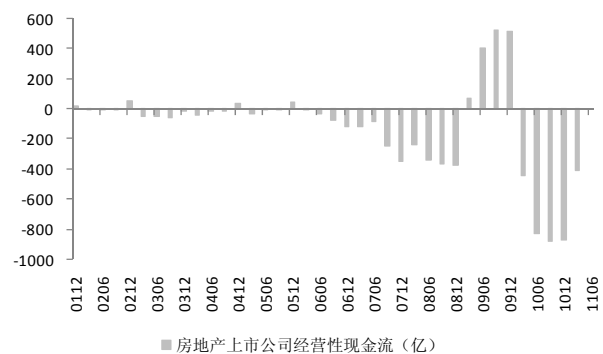
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

**图 96： 房地产上市公司存货（扣除预收）超过 6000 亿**



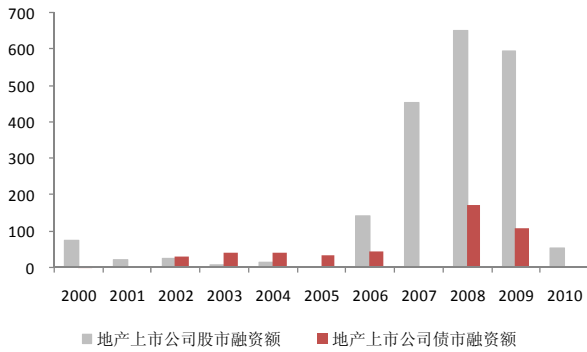
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

**图 97： 一季报地产上市公司经营性净现金流接近 -400 亿**



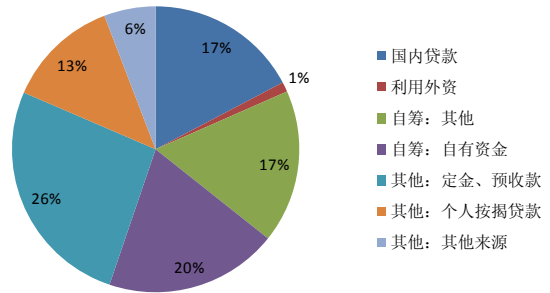
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 98： 地产上市公司融资额骤降



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

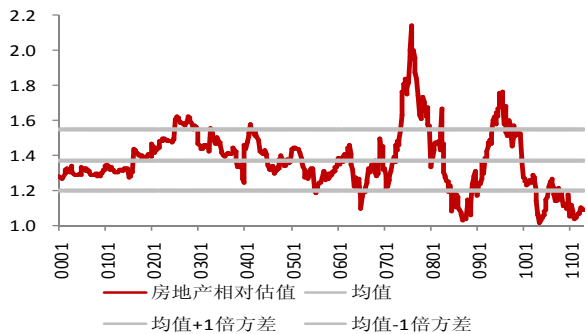
图 99： 2010 年地产投资资金来源



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

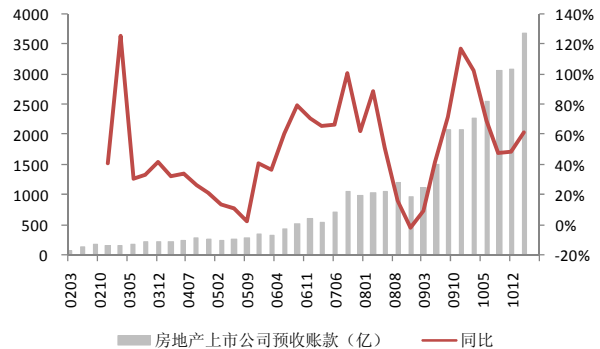
房地产股票的估值、超额收益、盈利预期已经充分反映负面的基本面因素。从相对估值来看,历史上地产股和全部 A 股的相对 PE 大概率在 1.20-1.55 倍之间,均值为 1.37 倍,当前为 1.1 倍,处于历史底部。从超额收益来看,从 2010 年 4 月份地产调控开始至 2011 年 3 月份,房地产行业同比超额收益持续为负,4 月份首次出现正收益。

图 100： 房地产行业相对估值处于底部



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

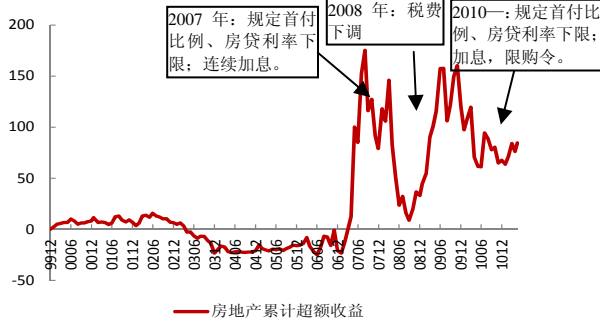
图 101： 预收账款锁定业绩



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

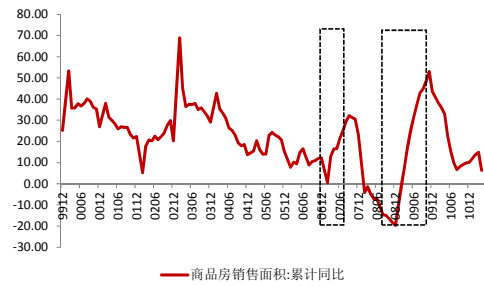
房地产市场在 07 年之后就频频受到政策干预, 07 年出现大幅超额收益是由楼市火爆所致, 而行情的结束则是政策调控的结果; 08 年四季度开始降低交易税费等刺激楼市, 同样随着刺激性政策退出以及房地产调控政策的出台, 房地产超额收益告一段落。同时可以观察到, 出现大幅超额收益的两个时期, 商品房销售面积也出现了大幅上涨。

图 102: 房地产超额收益和政策的关係



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

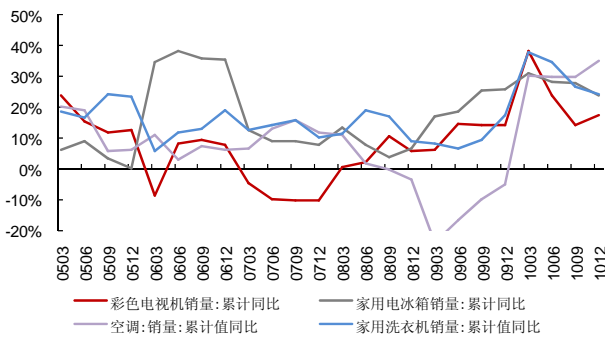
图 103: 房地产超额收益和商品房销售面积的关系



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

中长期来看, 家电受益于农村消费升级带来的首次置办需求, 另外技术升级带来的城市消费的改善升级需求。而且随着保障房大力推进, 计划今、明两年每年 1000 万套保障房, 对家电拉动明显。家电板块是滞后指标, 因为地产销售中大部分是预售, 而对家电的拉动是在交房之后, 也就是地产销售高峰之后一年左右, 才会对家电形成拉动。此时工业增加值同比增速已经开始下滑, 商品房销售也开始下行。

图 104: 家电销量累计同比



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 105: 家电板块超额收益和商品房销售



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

表格 10: 十二五期间保障房建设对于家电的需求拉动

竣工套数 (万套)	彩电需求 (万台)	同比拉动	冰箱需求 (万台)	同比拉动	空调需求 (万台)	同比拉动	洗衣机需求 (万台)	同比拉动
2011E	620	620	310	4.2%	310	2.8%	310	5.1%
2012E	1000	1000	500	6.7%	500	4.6%	500	8.2%
2013E	840	840	420	5.6%	420	3.9%	420	6.9%
2014E	560	560	280	3.8%	280	2.6%	280	4.6%
2015E	500	500	250	3.4%	250	2.3%	250	4.1%

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

### 三、主题投资：政策驱动成长

#### 聚焦十二五区域规划

2010年10月，国家发布《关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》，其中明确提出，实施区域发展总体战略和主题功能区战略，构筑区域经济优势互补、主题功能定位清晰、国土空间高效利用、人与自然和谐相处的区域发展格局，逐步实现不同区域基本公共服务均等化。科学制定城镇化发展规划，走有中国特色的城镇化道路。同时各地也出了各自的十二五规划，我们建议重点关注有亮点的区域：东部地区建议关注山东、浙江以及海南的海洋经济建设；中部地区安徽的水利建设是重点，我国近年来频发的自然灾害凸显了水利建设的重要性。西部地区的新疆能源基地建设以及广西的面向东盟开发的物流体系建设值得重点关注。

表格 11：地方十二五规划的亮点

区域	省份	重点举措或发展产业
东部	河北	建设环首都经济圈，构建立体交通体系
	江苏	高新技术开发区等产业园建设
	浙江	高新技术产业、先进制造业、现代农业
	福建	海洋经济
	山东	服务业：旅游业和现代物流
	广东	产业集群：10个产值超千亿元基地
	海南	山东半岛蓝色经济区和黄河三角洲高新生态经济区
	广西	提升文化软实力
	河南	国际旅游岛建设
中部	安徽	水利工程和信息化建设
	新疆	能源基地建设
西部	西藏	旅游业和矿业
	广西	拓展出海国际大通道，构筑现代综合交通运输体系

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

#### 科技股：关注软件和智能终端

国外未上市网络股的泡沫已经出现。Facebook 在 OTC 市场 SharesPost 上的总市值达到 829 亿美元，已超过亚马逊（788 亿），仅次于谷歌（1880 亿），但是从收入来看，Facebook 在 2010 年的收入为 20 亿，而亚马逊是 342 亿，谷歌是 290 亿；从净利润来看，Facebook 在 2010 年的净利润约 6 亿，亚马逊是 12 亿，谷歌是 85 亿。

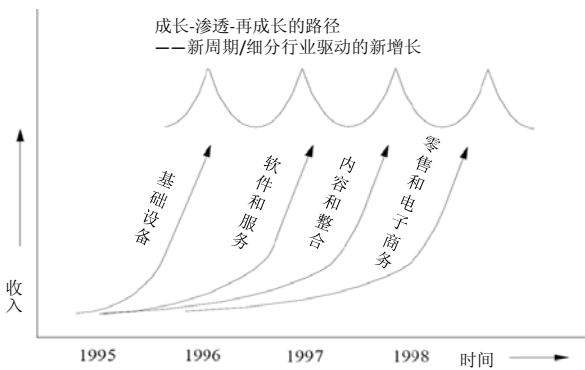
表格 12：美国互联网泡沫再次出现

		市值	收入	净利润
未上市公司	Facebook	829	20	6
	Twitter	40	1.5	-
	linked in	29	2.4	0.19

	Groupon	250	7.6	0.5
	LivingSocial		5	-
上市公司	谷歌	1875	293	85
	亚马逊	788	342	11.5
	苹果	3233	652	140
	雅虎	219.3	63	12.3
	微软	2142	624	188

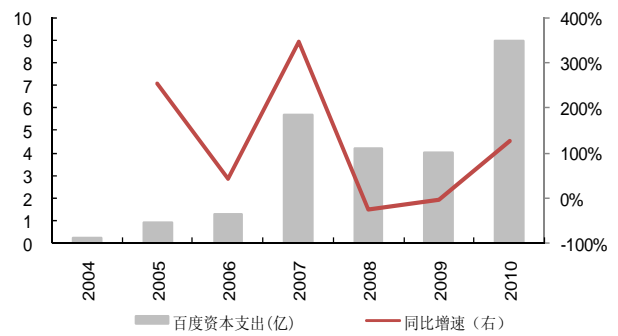
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所 (数据截止 3.30)

图 106: 互联网周期的投资顺序



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

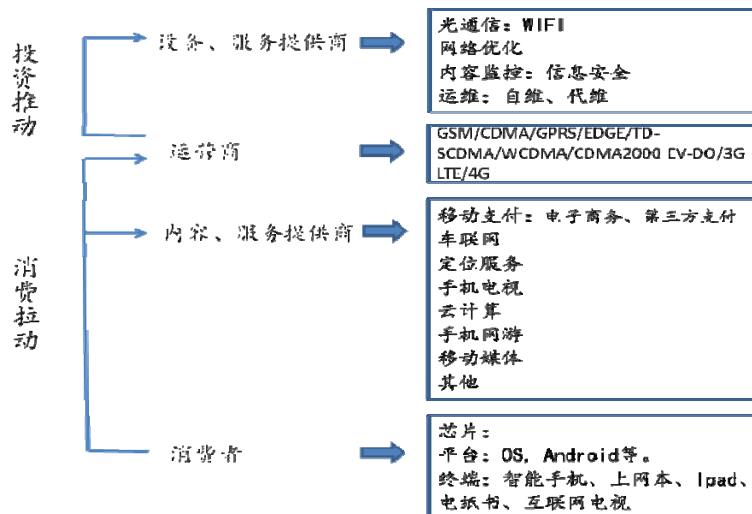
图 107: 过去几年网络公司的资本支出



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

移动互联的本质是移动通信和互联网的融合，融合过程中首先受益的是运营商投资推动的通信设备，然后是用户数拉动的软件和系统集成，再后是内容提供商的传媒行业。2011 年随着运营商投资加大，3G 用户数快速增长以及日渐庞大的存量用户，整体行业景气将加速。重点关注移动互联的子方向行业：WLAN 网络建设、光通信、网优、汽车互联、移动视频、手机游戏等。

图 108: 移动互联网的投资、消费两条产业链



资料来源：华泰联合证券研究所

**表格 13：新一代信息技术的细分方向和相关标的**

新兴产业	主题方向	说明	重点关注上市公司
新一代信息技术	智能终端	触摸屏	莱宝高科、长信科技、超声电子、欧菲光、宇顺电子、锦富新材、南玻 A
		OLED	彩虹股份、深天马 A
		主要组件	劲胜股份、长盈精密、信维通信、立讯精密、顺络电子
	LED		浙江阳光、国星光电
	物联网	安防	海康威视、大立科技
		电子标签	远望谷、航天信息、中瑞思创、达华智能
		手机支付	恒宝股份、长电科技
		车联网	中航电测、银江股份、启明信息、交技发展
	三网融合	内容及增值业务服务商	博瑞传播、奥飞动漫
		网络设备商、系统平台提供商	烽火通信、日海通讯、中兴通讯、天威视讯、鹏博士、网宿科技、欣网视讯、捷成股份（待上市）、大恒科技
终端设备商		数源科技、同洲电子、金亚科技、银河电子（待上市）	
广电系统		中视传媒、广电网络、歌华有线、东方明珠	
移动支付		恒宝股份、东信和平、大唐电信、长电科技	
新一代信息技术	移动支付	支付平台涉及/安全服务	拓维信息、北纬通信、卫士通、启明星辰
		专用读卡器制造商	新国都、南天信息、新大陆
		移动互联网应用服务	神州泰岳、拓维信息、北纬通信、同花顺、四维图新、卓翼科技
	Wifi 热点部署	三元达、华星创业、星网锐捷、世纪鼎利	
	下一代宽带网络	烽火通信、光迅科技、日海通讯、中兴通讯	
	云计算	东华软件、东软集团、华胜天成	
	数字城市	数字政通、海康威视	
	基础设施智能化改造	达实智能、宝信软件	
	医疗信息化	银江股份、东软集团、东华软件	
	移动互联网内容提供	广电信息、华谊兄弟、博瑞传播	

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

注：新兴产业各细分子行业及上市公司众多且大多业务交叉，难以详细划分，我们列示的主题方向为市场主要关注的重点，以示参考。

## 发展节能环保，实现可持续发展

国家战略重视，节能环保迎来新的起点。2011 年 3 月 16 日，国家发布《十二个五年规划纲要》，其中表示“今后 5 年，要坚持把建设资源节约型、环境友好型社会作为加快转变经济发展方式的重要着力点。深入贯彻节约资源和保护环境基本国策，节约能源，降低温室气体排放强度，发展循环经济，推广低碳技术，积极应对全球气候变化，促进经济社会发展与人口资源环境相协调，走可持续发展之路。”在发展战略性新兴产业篇章中更将节能环保放在节能环保作为第一发展方向。我们认为，随着政策支持力度的加大，节能环保行业将迎来新的起点。



地方政府规划纳入节能环保指标，国家战略有望转入切实落实层面。在节能环保指标硬约束下，中央及地方政府具备推动产业发展的内在动力。根据各地方的规划，在节能环保指标分解上发达地区任务重，落后地区任务轻。这意味着节能环保行业将更有可能切实受益，因为发达地区不论从资金到技术都更具备落实节能环保指标的条件的。

**表格 14：十二五中央及各地节能减排目标**

层级	区域范围	节能环保指标
中央	全国范围	非化石能源占一次能源消费比重达到 11.4%； 国内生产总值二氧化碳排放降低 17%
第一梯队	天津、上海、江苏、浙江和广东	单位 GDP 能耗降低 18%
第二梯队	北京、河北、辽宁和山东	单位 GDP 能耗降低 17%
第三梯队	山西、吉林、黑龙江、安徽、福建、江西、河南、 湖北、湖南、重庆、四川、陕西产业集群；10 个 产值超千亿元基地	单位 GDP 能耗降低 16%
第四梯队	内蒙古、广西、贵州、云南、甘肃、宁夏	单位 GDP 能耗降低 15%
第五梯队	海南、西藏、青海、新疆	单位 GDP 能耗降低 10%

资料来源：中央及地方十二五规划，华泰联合证券研究所整理

在国家战略支持，地方有望切实落实的背景下，我们认为政策支持力度大、节能环保需求最为迫切、成长性确定的行业与领域为投资的首选。在工业节能领域，电力设备、节能电机、节能建材行业最为受益；在环保领域，污水处理、垃圾处理、除尘“两脱”最为受益。综合来看，我们建议关注：电力设备相关公司合康变频；节能电机相关公司大洋电机、卧龙电气；节能建筑相关公司南玻 A、泰豪科技；污水处理相关公司碧水源、深圳惠程、铁汉生态；垃圾处理相关公司桑德环境、盛运股份、格林美；除尘“两脱”相关公司龙净环保。

**表格 15：节能减排领域相关上市公司**

一级分类	二级分类	个股精选
工业节能	电力设备	合康变频
	节能电机	大洋电机、卧龙电气
	节能建筑	南玻 A、泰豪科技
环保领域	污水处理	碧水源、深圳惠程、铁汉生态
	垃圾处理	桑德环境、盛运股份、格林美
	除尘“两脱”	龙净环保

资料来源：华泰联合证券研究所

## 海洋经济

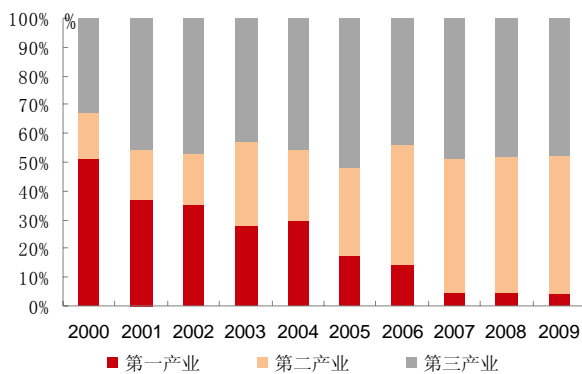
从十二五规划来看，海洋经济是一个亮点，首次被提高国家战略层面。国家明确表示努力实现经济布局由陆地向海洋延伸，科学开发利用海洋资源，培育海洋优势产业，组织编制海洋事业和海洋经济发展规划，加快推动山东半岛蓝色经济区、浙江海洋经济发展示范区和广东海洋等重点区域的发展。

但是从政策扶植的力度来，我们认为浙江受到政策的重点青睐。2011年3月份，国务院近日正式批复《浙江海洋经济发展示范区规划》，浙江海洋经济发展示范区建设上升为国家战略。批复认为，建设好浙江海洋经济发展示范区关系到我国实施海洋发展战略和完善区域发展总体战略的全局；要求实施要着力优化海洋经济结构，加强海洋生态文明建设，形成我国东部沿海地区重要的经济增长极。根据《规划》，浙江将充分挖掘浙江丰富的“海洋生产力”，并把海洋经济作为经济转型升级的突破口。到2015年，浙江的海洋生产总值将突破7200亿元。在国务院的批复中明确提出将浙江将打造“一核两翼三圈九区多岛”为空间布局的海洋经济大平台。

根据浙江省海洋经济发展规划，在其重点实施十项工程中，有五项涉及海洋渔业的发展。我们认为，政策的扶植和资源优势将会推动浙江海洋经济的突飞猛进，重点关注的行业是渔业以及海洋运输业。

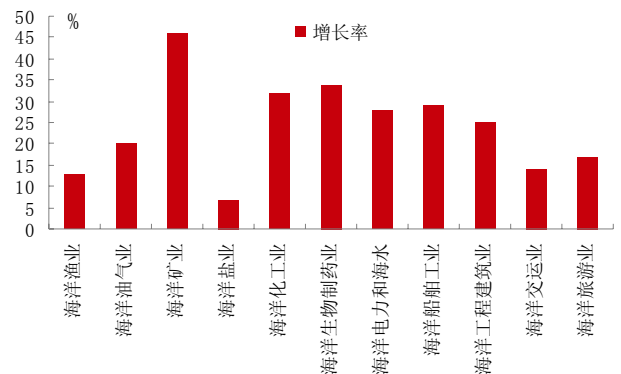
近年来，海洋经济总体产值增长较快，从产业结构来看，以海洋矿业、化工、油气、船舶制造、工程建设为代表的第二产业和以滨海旅游为代表的第三产业正处于快速增长阶段，以渔业为代表的第一产业发展速度降低。因此，我们认为海洋经济投资的重点需要把握两个维度，第一，行业增速较快且投资快速增加的第二和第三产业，子行业如：海工装备、油气开发。第二，受国家政策大力扶植行业，如海水淡化、滨海旅游。建议重点关注：中集集团、中海油服、南方汇通、中国国旅。

图 109：海洋经济的未来在第二、第三产业



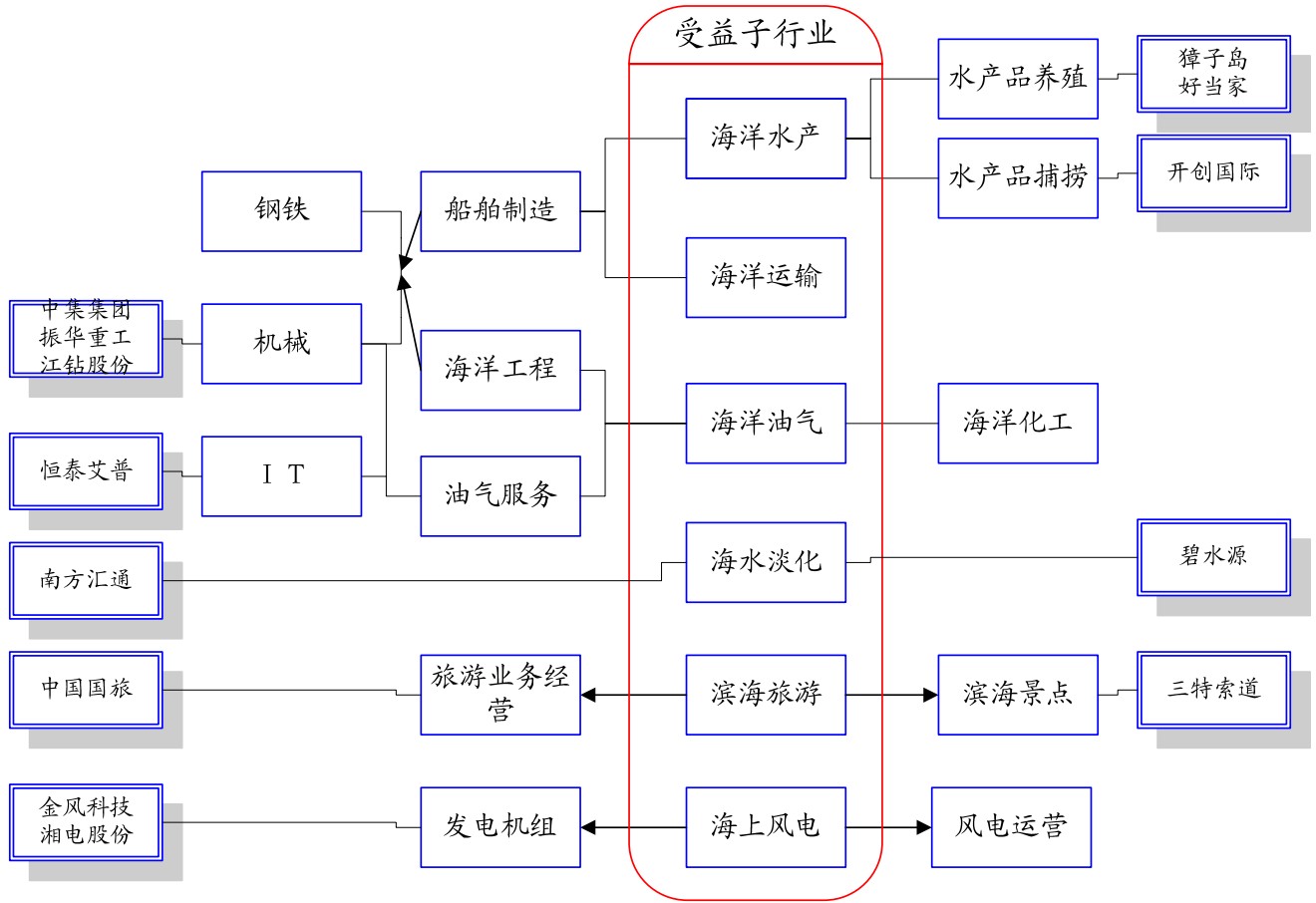
资料来源：海洋经济信息网，华泰联合证券研究所

图 110：海洋经济子行业增长率（2006-2010）



资料来源：国家海洋局，华泰联合证券研究所

图 111：海洋经济主题投资框架



资料来源：华泰联合证券研究所

#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn