

宏观策略报告

要点：

- 美国经济复苏情况良好，但楼市依然不振，欧洲虽然暂时摆脱危机，但是陷入长期衰退；
- 需要警惕油价继续上涨给全球带来的通胀压力；
- 国内经济增长疲软，通胀压力减轻，经济进入转型困难时期；
- 一季度前期A股大幅反弹，海外股市大涨、政策放松预期是本轮反弹的主要推动力；
- 从有业绩预披露的数据来看，1470家上市公司2011年业绩同比增幅均值在17.92%，中值为12.84%。不过，数据也显示，去年4季度上市公司业绩有明显下降。预计2012年上市公司盈利增速整体在10%左右，中小板、创业板为代表的成长股盈利增速在20%左右；
- 经过前几年的盘整、下跌之后，A股逐渐回归理性，整体估值已经趋于合理，个别行业和公司明显有所低估。A股上市公司目前股价对应的2012年业绩加权平均市盈率11.3倍，沪深300指数对应的2012年业绩加权平均市盈率则只有9.45倍；
- 疲弱的基本面和较低的估值迭加，使得A股市场面临上下两难的局面，重点配置确定性强的、有安全边际的行业和公司。此外，对于煤炭、房地产等估值较低，但面临不确定性的行业，保持密切关注。

免责声明及风险提示：本报告内容仅供参考，不构成任何形式的要约或要约邀请。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本报告中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议或担保。报告中所载的观点、分析、预测等仅反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。摩根士丹利华鑫基金郑重提醒您注意投资风险，并请根据自身财务状况及风险承受能力谨慎选择。

本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

一、海外经济展望——欧美演绎冰火两重天

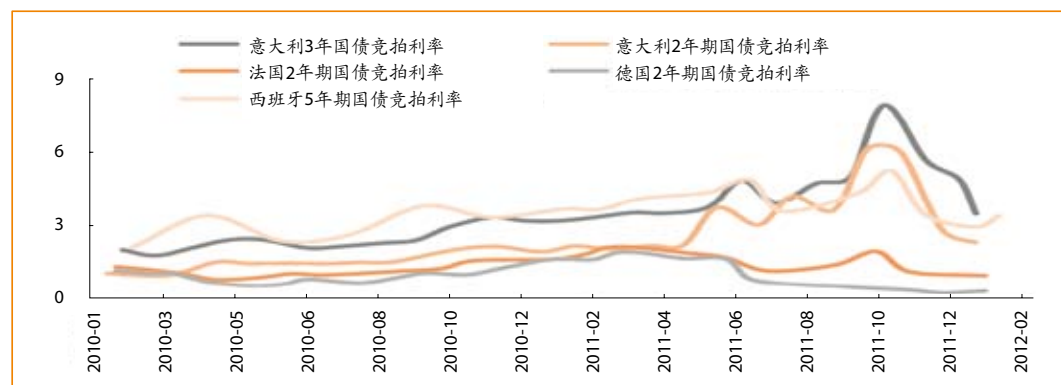
1、欧洲债务危机暂缓，但陷入长期衰退

1季度欧洲局势趋向缓和，在多方的努力下，希腊与三驾马车（欧盟、欧央行、IMF）终于达成了金额为1300亿欧元的援助协议。此后，希腊成功实施了与私人债权人之间的债务互换协议，削减了三分之一的希腊债务，希腊违约的风险暂时得以消除。不过，随着四月末希腊进行选举，政治风险可能再度浮出水面。

通过去年12月和今年2月的两次LTRO，欧央行向商业银行输血了近万亿欧元，大幅缓解了银行业短期的流动性危机。欧洲央行通过LTRO以1%的利率将资金借给欧元区银行，银行随便买欧元区任意国家国债，收益率都能达到2%-7%。而且还可以拿去欧央行抵押，变相由欧央行来买欧元区国债。由于1季度是“欧猪国家”再融资的高峰期，之前市场一直担心“欧猪国家”会陷入国债利率攀升——财政负担更重，发债更加困难——国债利率继续攀升的恶性循环。但是现在看来，局势正朝着相反的方向发展，自去年12月欧洲央行宣布实施LTRO以来，西班牙2年期国债收益率大幅下滑逾240个基点，至2.60%左右的水平，意大利2年期国债收益率亦大幅走低近340个基点，至2.80%附近。

继希腊问题淡出视线之后，市场担忧葡萄牙或是西班牙可能成为下一个希腊。2月29日，欧洲央行第二轮3年期LTRO数据公布后，二级市场葡萄牙10年期国债收益率飙升80个基点，可见市场对葡萄牙明显信心不足。

图1：LTRO实施之后欧洲主要国家国债收益率出现明显下降



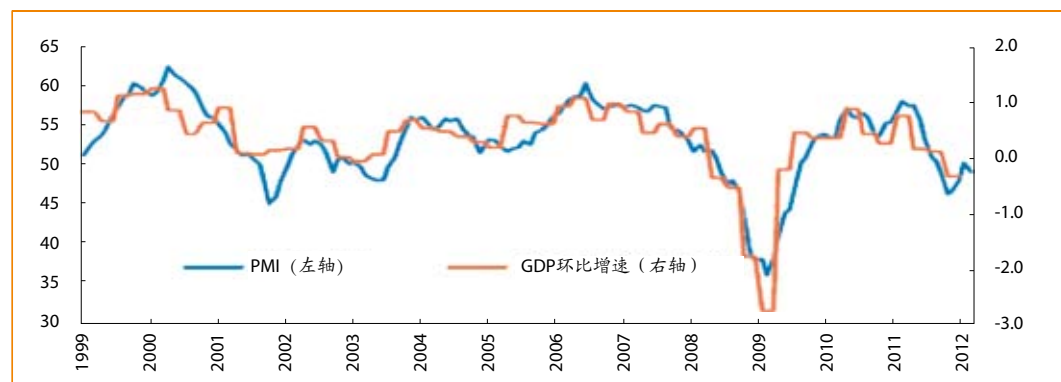
资料来源：彭博社，平安证券

虽然短期爆发债务危机的可能性不大，但是欧洲的经济将陷入中长期的衰退。一方面，欧洲人口老龄化、福利型经济持续时间过长导致经济竞争力不足，使得在资产泡沫破灭之后，经济无法自愈，西班牙就是极好的例子。另一方面，欧洲的主权债务危机正在迫使许多欧元区国家做出财政调整，由此引发的紧缩措施大大抑制了增长前景，并拖累边缘国家陷入衰退。

根据欧央行的最新预测，2012年欧元区GDP同比增速在-0.1%左右，2013年为+1.1%，较去年12月份预测分别下调了0.4个和0.2个百分点，而欧盟委员会则预测2012年欧元区国内生产总值（GDP）将萎缩0.3%。此外，数据显示2012年2月份欧元区综合PMI终值从50.4回落至49.3，且略低于49.7的初值，重回跌势，该跌幅主要是服务业成份指数从50.4降至48.8所致。

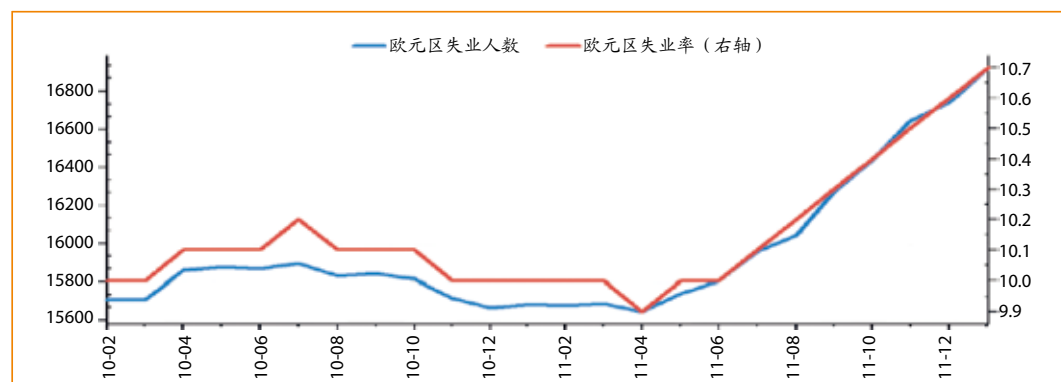
欧洲统计局公布的数据显示，2012年1月，欧元区17国的失业率高达10.7%，创下自1997年10月近15年以来最差水平。1月失业人口上升18.5万人，至1692.5万人，为1995年有纪录以来的最高水平。其中，西班牙的失业率已经高达23.3%。年轻人的失业问题尤为突出，2011年年底，欧元区25岁以下的年轻失业人口已经增加到329万人，年轻人失业率已高达21.3%，这不但会影响欧元区的经济发展，而且还可能加剧社会动荡。

图2：欧元区PMI重回跌势



资料来源：彭博社，申银万国研究所

图3：欧元区失业率与失业人数（单位：千人、%）



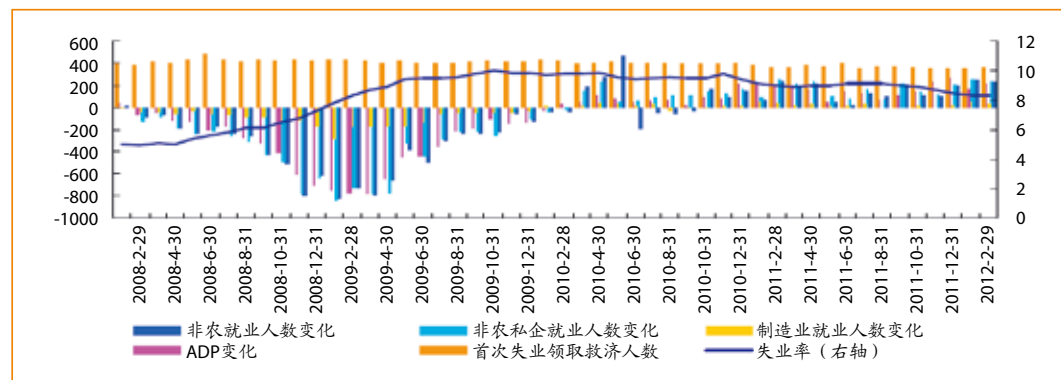
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

2、美国经济复苏较好，不过仍存隐忧

相比之下，美国经济则继续表现良好，其中消费和就业数据屡屡超出市场预期。消费方面，1月份美国个人支出环比上升0.2%，2月美国消费者信心指数上升至70.8，达到一年以来最高水平，高于市场预期的64.4；就业方面，美国劳工部公布的数据显示，美国1、2月份非农就业人数分别大增24.3、22.7万人，均好于市场预期，失业率已从去年夏天的9%左右降到了8.3%。

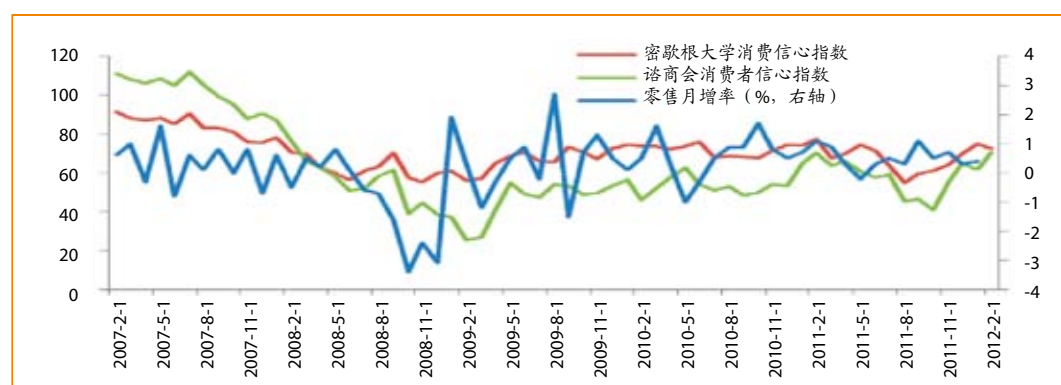
美国商务部公布的修正资料显示，经通货膨胀因素调整后，去年第四季度美国GDP折合成年率增长3.0%，不仅高于2.8%的初值，而且创下2010年第二季度以来最大增幅，而市场预期为增长2.7%。

图4：美国近年来就业数据变化（单位：千人、%）



资料来源：彭博社，申银万国研究所

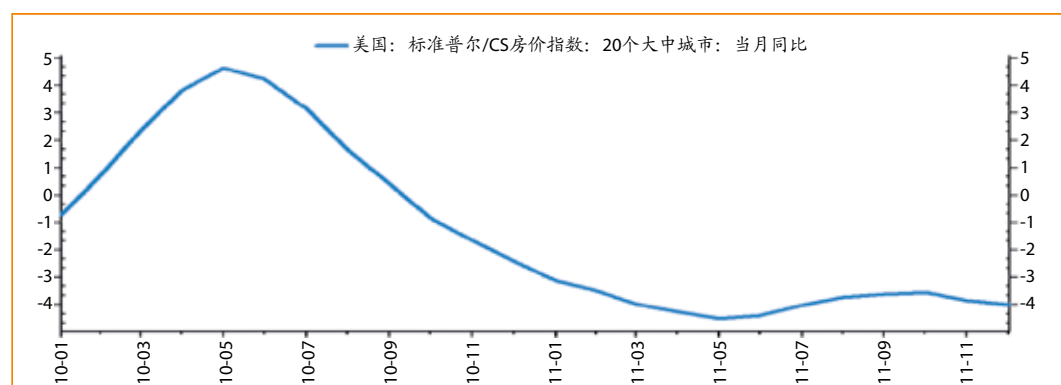
图5：消费者信心指数连续上升，预示着消费可能加速



资料来源：彭博社，银河证券

不过，美国经济也存在一些隐忧，主要是房地产市场依旧疲软。截至到去年12月，美国20个大城市房价已经连续7个月环比下降，从同比增速看也连续15个月处于负数区间。据估算，在未来四年法拍屋和廉价急售房屋还将增加约750万栋，年均供给约180万栋。此外，现有库存仍处于高位，可供出售的空置房屋还有约230万栋。按照年化房屋销售约450万栋来计算，仅仅消化现有和影子库存还至少需要将近1年左右时间，这将继续对房价产生下行压力。

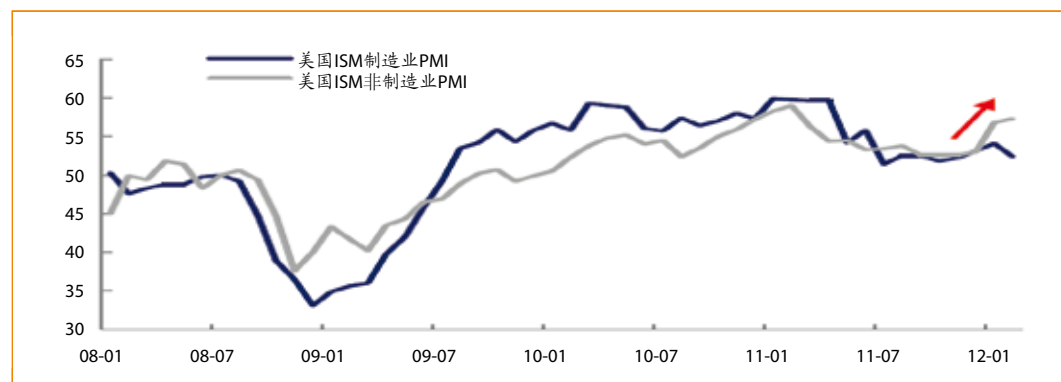
图6：美国：标普/CS房价指数：20个大中城市：当月同比



资料来源：彭博社，银河证券

此外，美国1月耐用品订单月率下降4.0%，降幅创三年以来最大，大多数种类耐用品的订单均出现下滑，其中民用飞机订单大幅走低19.0%，机械订单下滑10.4%。而1月以前，美国耐用品订单已经连续三个月走高，12月为上升3.2%，11月为走高4.2%。而最新公布的数据显示，2月ISM制造业采购经理人指数为52.4，不及预期水平的54.5，也低于1月份水平的54.1。

图7：美国制造业PMI略有回落，非制造业PMI继续向上



资料来源：彭博社，申银万国研究所

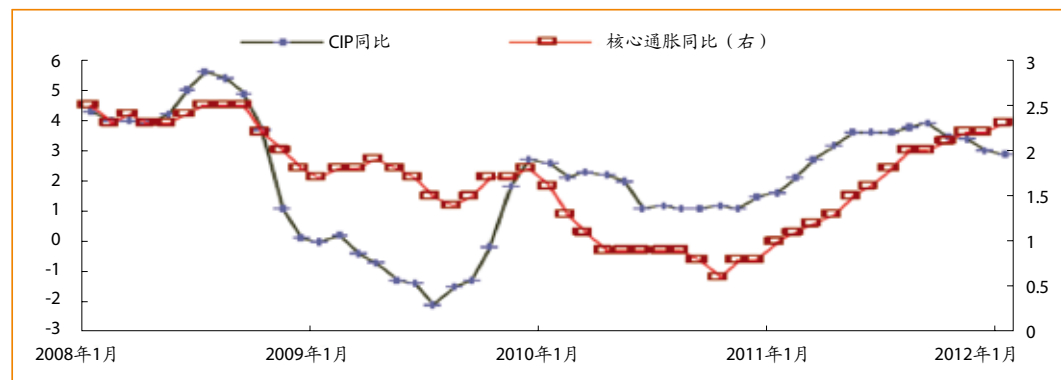
3、警惕通胀再度来袭

现在，全球投资者还都沉浸在经济复苏的美妙时光，但是当我们回顾走出危机的历程，我们发现，各国央行大量注入流动性，是这一轮经济复苏最重要的推动力量。在经济处于恐慌和衰退之际，流动性的注入不会导致通胀率的大幅上升，但是一旦经济从底部回升，通胀压力就会大增。

从欧美两地的数据来看，美国1月核心通胀同比增2.3%，高于市场预期（2.2%），物价水平已经连续4个月超过美联储2%政策线，通胀压力随着经济持续复苏正在持续增加，价格上涨压力主要来自交通运输以及服务业；2月份欧元区通胀率达到2.7%，连续15个月高于欧央行2.0%警戒线，这一指标曾在去年9月份创下3.0%的历史最高纪录，而PPI年率上升3.7%，亦超出预期的上升3.5%。

高通胀对风险资产的压制不言而喻，一方面高通胀会直接影响到经济增速，另一方面高通胀必然导致各国央行提高利率、回收流动性。无论是从基本面、流动性，还是从风险偏好这三个角度出发，高通胀对股市都是十分不利的。

图8：美国核心通胀连续上升



资料来源：彭博社，中投证券

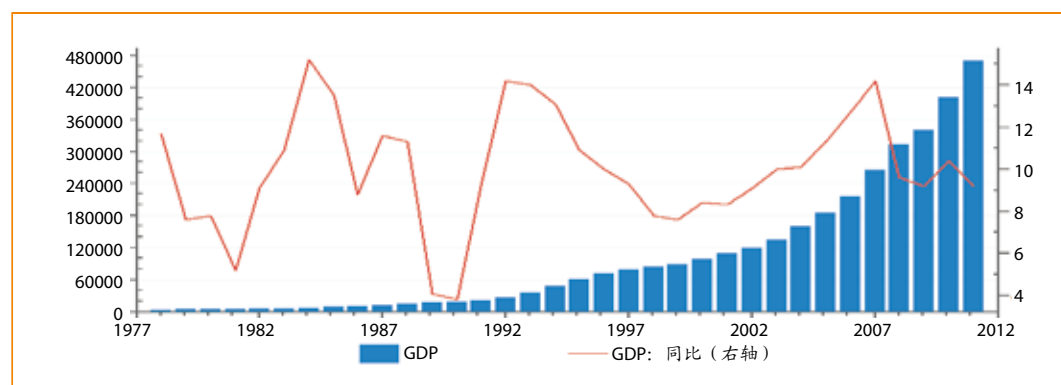
二、国内宏观分析——经济增速下滑是不争的事实

1、我国经济增速将下滑是历史的必然

过去三十年，中国经济以年均9.8%的增速连续发展，创造了世界经济史上奇迹。但是，随着经济基数越来越大，以及制度和人口红利挖掘殆尽，中国经济减速是历史的必然。

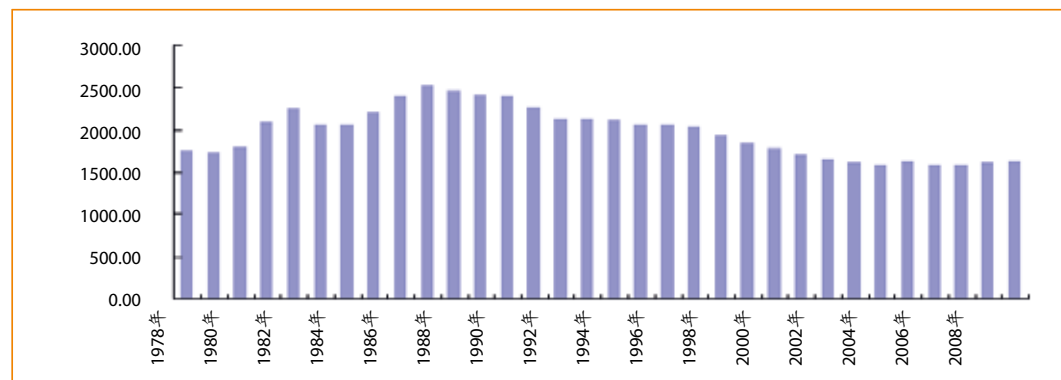
国务院总理温家宝5日向十一届全国人大五次会议作政府工作报告时提出，2012年国内生产总值增长目标为7.5%，这是我国GDP预期增长目标八年来首次低于8%。“十二五”规划纲要确定，今后五年国内生产总值年均增长7%。而在“十一五”规划纲要中，这一预期增长目标被定为7.5%，而在此期间我国GDP年均实际增速为11.2%。

图9：GDP连续30年高速增长（单位：亿元、%）



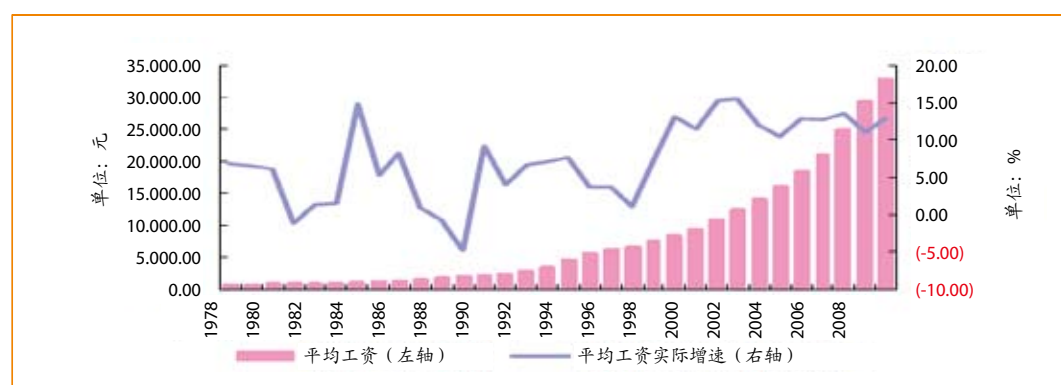
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

图10：1978年以来我国年出生人口情况（单位：万人）



资料来源：国家统计局，华泰证券

图11：城镇非私营单位在岗职工年平均工资及实际增速



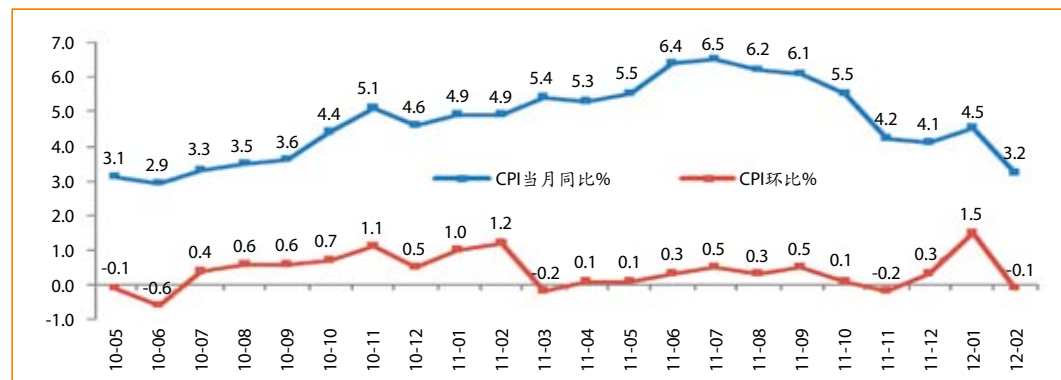
资料来源：WIND，华泰证券

2、供给增加、需求回落导致通胀下降

统计局公布的数据显示，2月CPI同比上涨3.2%。其中，食品价格上涨6.2%，非食品价格上涨1.7%；CPI环比下跌0.1%，其中，食品价格下跌0.3%，非食品价格环比持平。PPI与去年同月持平，环比上涨0.1%。

2月CPI涨幅比1月回落1.3个百分点，重新恢复自去年8月以来的回落趋势。这是自2010年10月CPI同比高于4%后，16个月后首次低于4%，创20个月新低。

图12：近2年CPI走势图



资料来源：WIND，民生证券

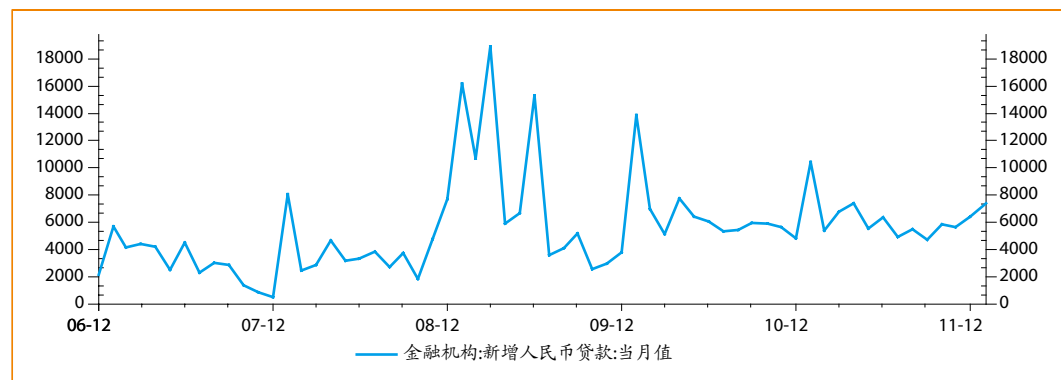
今年通胀压力小于2011年，主要原因是，翘尾因素仅1.2%，比2011年低1.4%；2011年粮食丰收，猪肉价格进入下跌周期，食品价格上涨压力减小；房价稳中趋降，居住价格同比将下跌；2011年货币调控滞后影响显现，基于以上诸方面的原因，前三季度CPI同比将保持回落趋势。

3、信贷增速屡屡低于预期

从央行公布的2月份货币信贷数据来看，2月M2新增11,400亿元，对应同比增速13%，较今年1月份上升0.6个百分点；人民币贷款新增规模为7107亿元，对应同比增速为15.2%，较今年1月份小幅上升0.2个百分点，低于市场此前预期。

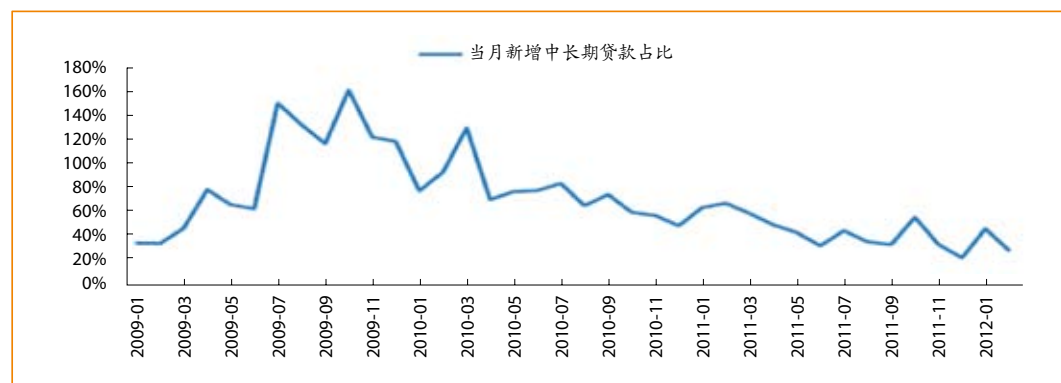
2月信贷增速从1月的15%小幅上升0.2个百分点至15.2%，但仍处于历史低位附近。之前市场认为1月份信贷低于往年源于决策层对于信贷平稳投放的意愿，因而今年1月份信贷低于计划额的部分将于2月份补放，然而2月份的数据证明这种猜测显得过分乐观。此外，信贷结构也不合理，2月新增票据融资1106亿元，较1月大幅提升，而新增中长期贷款占比仅占当月新增信贷的30%，处于历史低位附近。企业中长期贷款增速也从1月份的8.74%下降到2月份的8.24%，依然处于快速下降的通道中。

图13：金融机构当月新增人民币贷款（亿元）



资料来源：WIND、摩根士丹利华鑫基金研究

图14：当月新增中长期贷款占当月新增贷款比例下降(%)

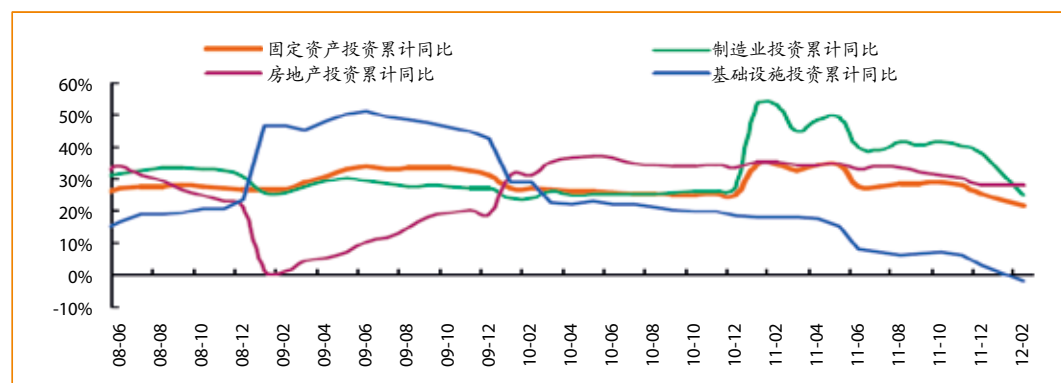


资料来源：WIND、安信证券

4、固定资产投资增速下降，内部结构分化

数据显示，2012 年1-2 月份，固定资产投资（不含农户）21189 亿元，同比增长21.5%，增速较去年全年回落2.3个百分点。延续了去年年末的回落趋势，并且创下了2003 年以来的最低值。不过，还是远高于市场18.7%的预期。

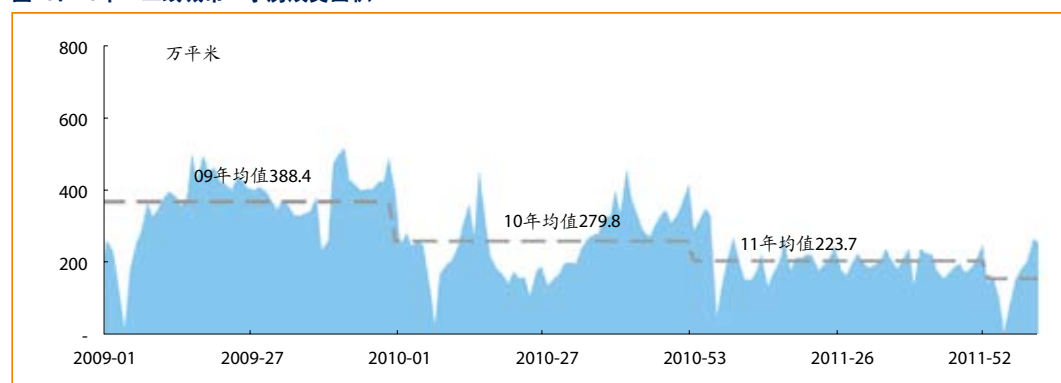
图15：固定资产投资累计同比



资料来源：WIND，安信证券

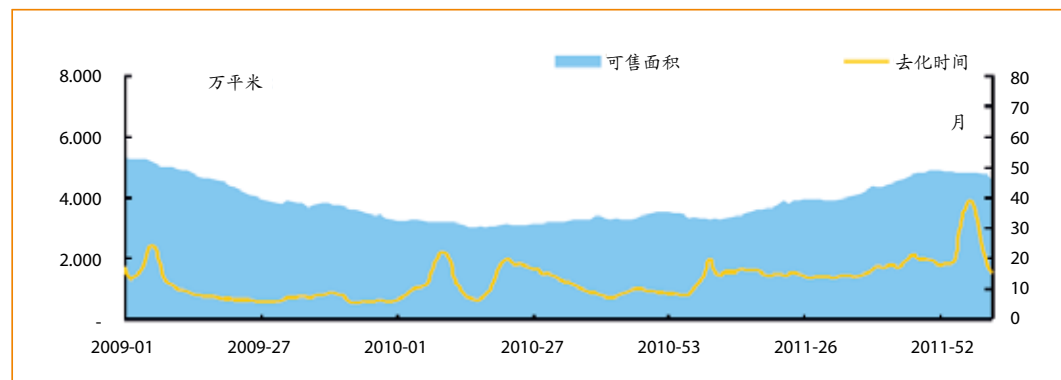
投资超预期的原因在于地产投资超预期，1-2月房地产累计开发投资0.54万亿元，增速27.8%，只比2011年底回落了0.1个百分点，较12月单月的12.5%大幅上升。主要原因是由于复工投资刚性以及统计数据的滞后性，但即便如此，我们对新开工、投资数据仍存有疑虑。预计2012全年地产投资增速下滑至12%，主要原因为开发商库存高位、资金压力增大背景下，开发商：1）减少新开工；2）降低复工；3）缩减土地购置，导致土地款支付减少。

图16：19个一二线城市一手房成交面积



资料来源：IFIND，中投证券

图17：7个一、二线城市房地产可售面积及去化时间



资料来源：IFIND，中投证券

1-2月，基建投资额同比下降2.4%，较去年全年回落5.1个百分点。这主要是因为交通运输行业基建投资大幅下滑，例如铁路基建投资同比下滑67.5%、公路建设投资下降12.2%。从全年来看，为了保证宏观经济稳定增长，对于保障房、水利等的基建投资还会得到政策的有力支持，我们预计等待地方融资平台展期等政策明晰之后，在建工程信贷投入会有所增加，基础设施投资增速有望企稳回升。

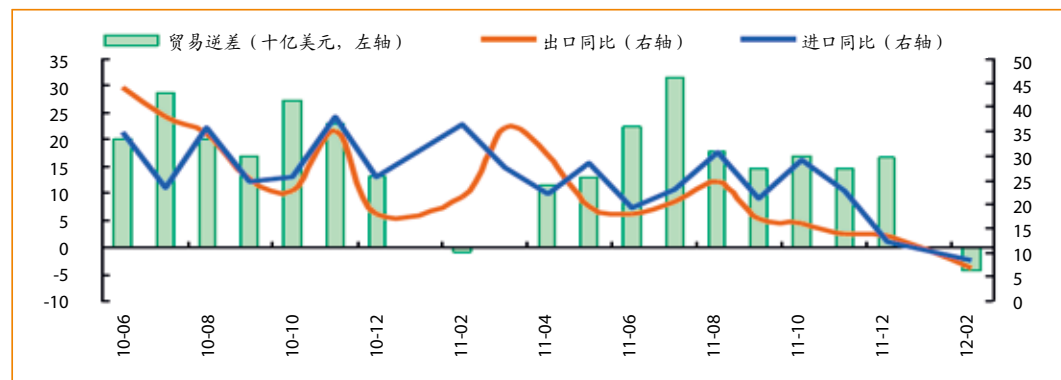
1-2月我国制造业投资累计同比增长24.5%，较去年12月回落13.2个百分点。货币信贷政策持续紧缩，中制造业企业普遍反映生存压力大，同时，在内外需求同步回落的背景下，制造业投资高企可能蕴含未来产能过剩风险，在未来某一时点出现快速下行的风险不容忽视。

5、出口，高基数下放缓是必然

海关总署发布的数据显示，1-2月，我国进出口总值达到5330.3亿美元，同比增长7.3%，其中出口2643.9亿美元，同比增长6.9%，进口2686.4亿美元，同比增长7.7%，累计贸易逆差达到42.5亿美元。其中，2月份我国外贸逆差315亿美元，创下1995年以来的最高纪录。今年前两月的出口累计增速为最近10年来同期增长的最低值，反映了随着基数的扩大，中国出口增速逐渐放缓的趋势。

出口额的大幅下降，主要源于欧、美、日三大经济体经济增速下滑：2月份对欧、日、美三大经济体出口额环比分别下降了31.4%、15%、27.2%，由于三大经济体仍是我国主要出口目的地，这导致整体出口不如预期。

图18：1-2月我国出口增速延续去年四季度的下行趋势



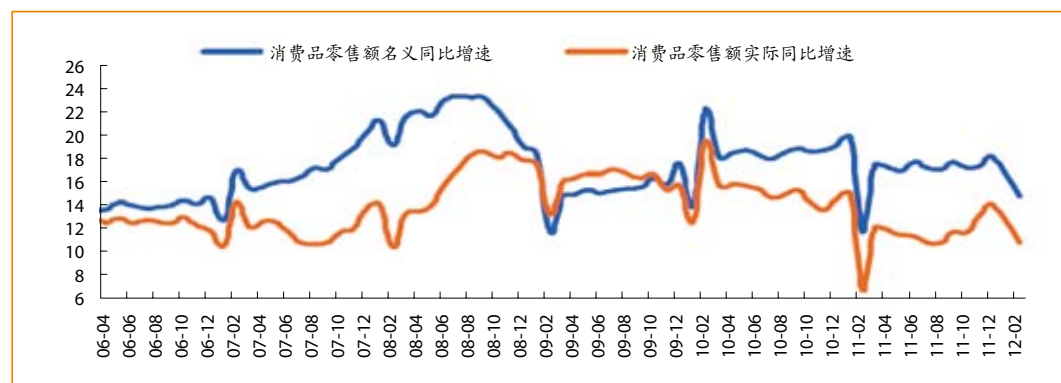
资料来源：CEIC，华创证券

展望未来，美国经济持续复苏，欧洲陷入危机后的长期衰退，新兴经济体为预防经济失速下滑，货币政策普遍转向，全球经济会继续缓慢复苏。因此，预计今年我国出口依然有望保持8-10%左右的增长。不过，我们需要密切关注去年年末以来国际能源价格再次上涨对未来全球制造业景气度的滞后影响，如价格持续维持高位，脆弱的复苏或被扼杀。

6、消费：增速出现明显下滑

1-2月，社会消费品零售总额同比名义增长14.7%，较去年12月回落3.4个百分点，扣除价格因素实际增长10.8%，低于去年12月17.1%的名义增速和13%的实际增速，也低于2011年1-2月份累计15.8%的名义增速和10.9%的实际增速。

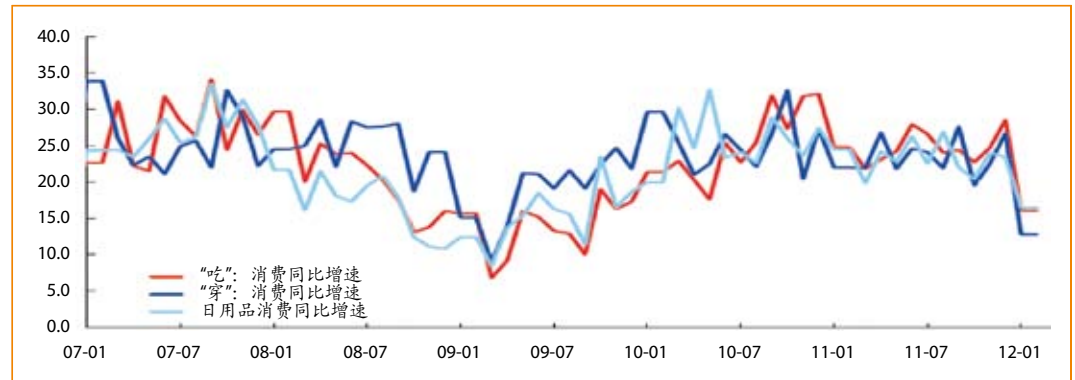
图19：2012年1-2月份消费品零售总额增速下滑明显



资料来源：CEIC，华创证券

分类别看，必需消费品增速下滑幅度较大，食品增速为16.1%，服装增速为12.8%，日用品增速为16.5%，较此前水平下降7-14%。

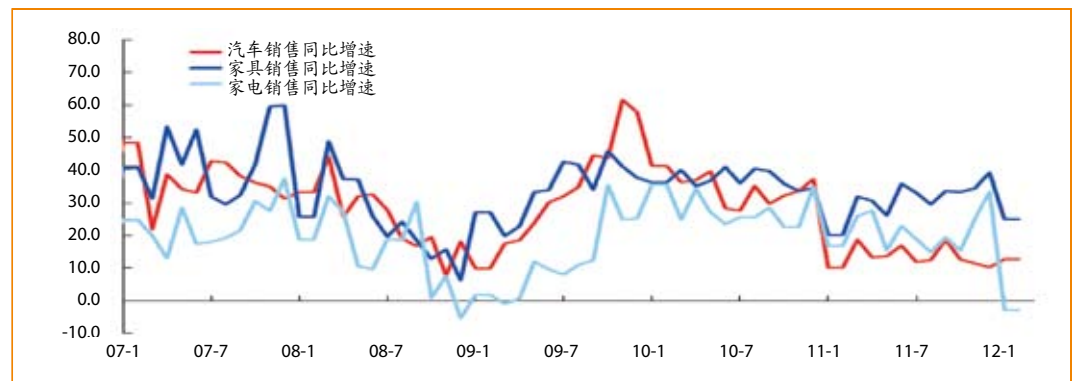
图20：2012年1-2月份必需消费品同比增速



资料来源：国家统计局，国泰君安

耐用消费品增速同样低迷，受地产销售低迷影响，家具和家电消费同比增速继续回落，汽车消费同比增速由两年来的低点回升2.5%至12.7%。

图21：2012年1-2月份耐用消费品同比增速



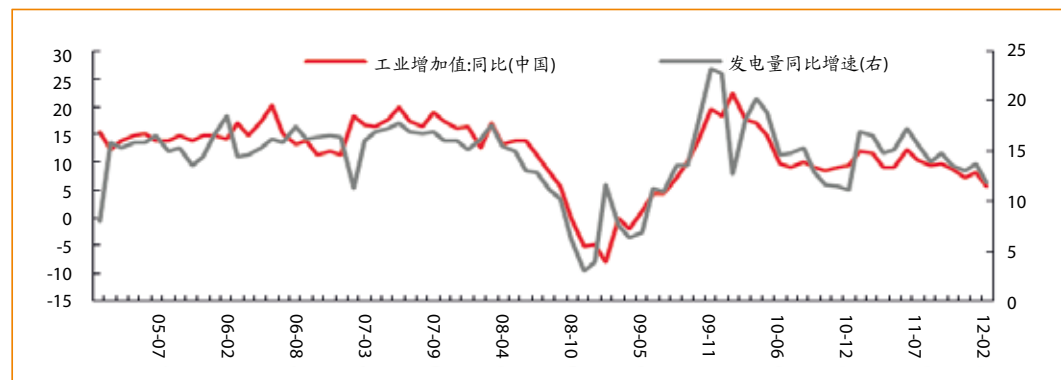
资料来源：国家统计局，国泰君安

7、工业增加值

1-2月份，规模以上工业增加值同比实际增长11.4%，较去年12月份回落1.4个百分点，此数据与统计局官方所述的发电量较为相符，从1-2月来看，发电量同比增长率为7.1%。工业增加值下滑超出市场预期，主要表现在重工业生产减速明显。从行业看，中游行业生产增速波动较大，上游和下游行业增长相对稳定，下游轻工业生产总体有所加速，反映了我国经济增长的内在需求依然稳定。

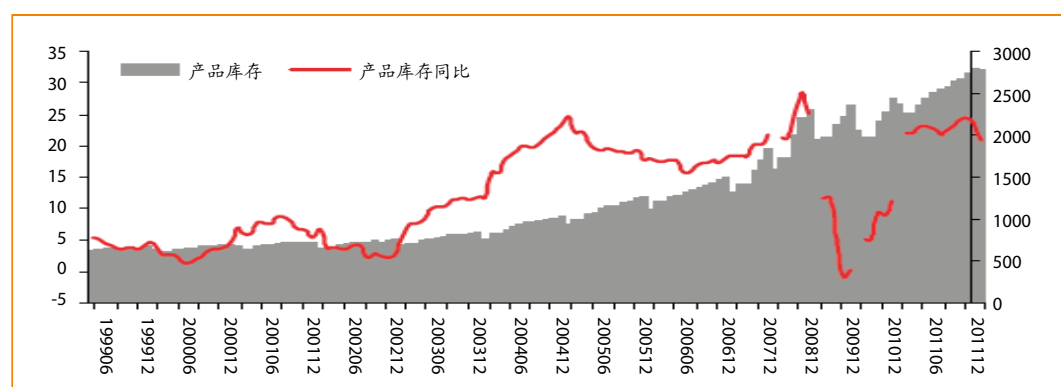
目前工业部门仍有去库存压力，考虑到当前的价格走势和需求形势，我们认为工业部门总体上仍然处于去库存阶段，中游行业去库存力度相对较大。随着去库存继续，工业生产增长还将减速。短期而言，二季度开始，随着需求企稳，工业生产将开始恢复；长期而言，工业增速很有可能回落到1997-2002年10-12%的水平。

图22：工业增加值继续回落



资料来源：CEIC，华泰联合证券

图23：工业部门仍有去库存压力

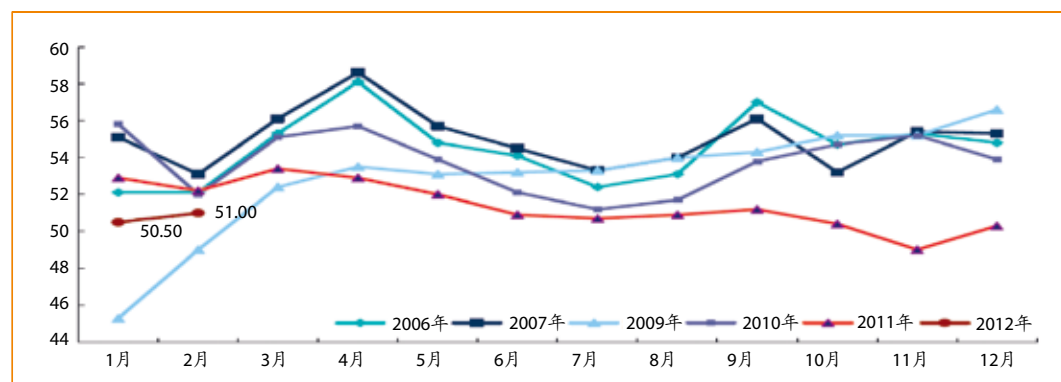


资料来源：CEIC，华泰联合证券

8、PMI继续回升，不过仍然低迷

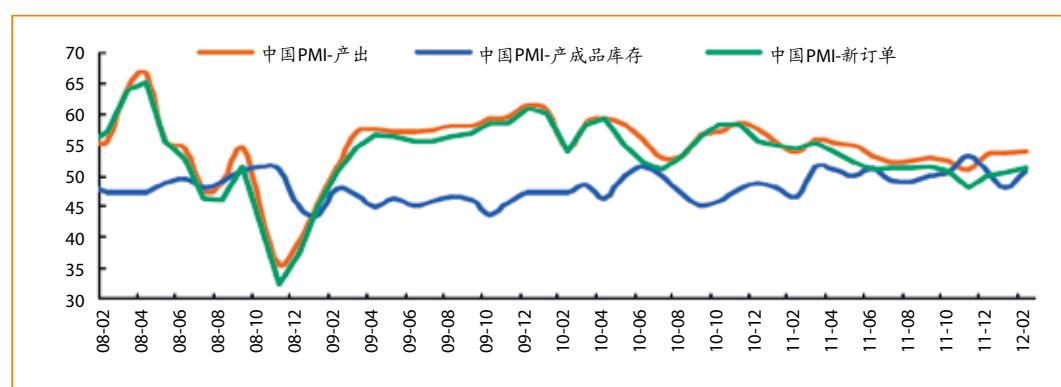
中国物流与采购联合会数据显示，2月中国制造业采购经理指数为51%，比上月小幅提升0.5个百分点，连续三个月位于50%扩张与收缩的临界点以上，与历史均值仍有差距。分项来看，2月新订单指标从上月的50.4反弹至51，反应春节过后订单有所增加，虽然与往年中值略有靠近，但由于往年2月多是春节所在月份，所以1、2月份的历史可比性较差。产量继续回升，但加速度并不显著，指数从二月份的53.6回升至53.8；原材料库存由49.7降至48.8，企业补充原材料库存以扩大后期生产的动力不强。与此同时，产成品库存经过上月短暂消化后，指数又从48回升至了50.5，结合产量和库存的变化来看，目前的需求仍然较为低迷，库存消化困难，生产回升的积极性也受到限制。

图24：历年各月份PMI变化趋势比较



资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券

图25：我国PMI产出、产成品库存和新订单指数



资料来源：CEIC，华创证券

9、未来几个月经济增速下滑的趋势仍将延续

从1-2月公布的宏观经济数据来看，除了投资超预期之外，其它指标均低于预期。而温总理发表的关于地产价格的言论，表明了中央政府调控地产的决心是不会改变的。仅依赖刚性需求，地产成交量很难有大的升幅，商品房新开工面积累计增速会进一步下降，而未来保障房投资对整体的房地产投资贡献较为有限，因此房地产开发投资仍将继续下降，从而带动固定资产投资增速缓慢回落。

由于物价过高对于消费的抑制作用非常明显，因此无法对消费预期过高，虽然政府多次提出要促进消费，但是在住房、医疗、教育、养老等未得到保障的情况下，消费增速难以大幅提升。出口方面，欧洲陷入衰退，一旦美国经济出现增速放缓，我国的出口又会受到严重打击，而且随着我国的劳动力成本优势越来越弱，未来全球制造业向东南亚国家转移的趋势会更加明显，长期不利于我国的出口。最后，从库存情况来看，产成品库存处于高位，企业库存消化困难，扩大再生产的动力也不足。

综上所述，未来一段时间我国经济还会处于低速增长状态，即使数据会有所回升，回落的大趋势还是不会改变。

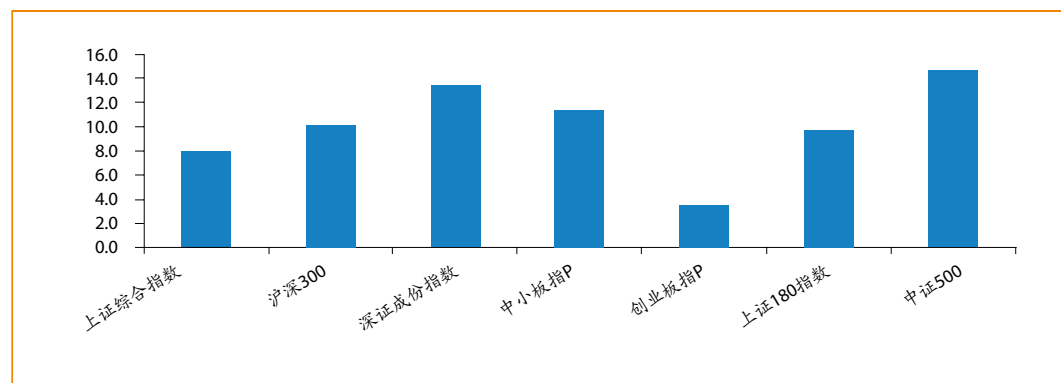
三、市场分析与判断

1、一季度前期股市大幅反弹

市场从元旦过后开始了一轮较大级别的反弹，上证综指从最低点的2132.63点反弹到最高的2478.38点。期间，煤炭有色等投资品、中小盘、房地产、白酒等板块相继表现，超跌、高送转概念，也有智能电视、触摸屏概念，还有不少资产收购概念股活跃，短短2个月把一轮小牛市的板块轮动、概念炒作演绎得淋漓尽致。从3月开始，股市开始进入盘整期，虽然仍有不少个股强势拉升，但是总体来说，市场明显不如前两个月强势。

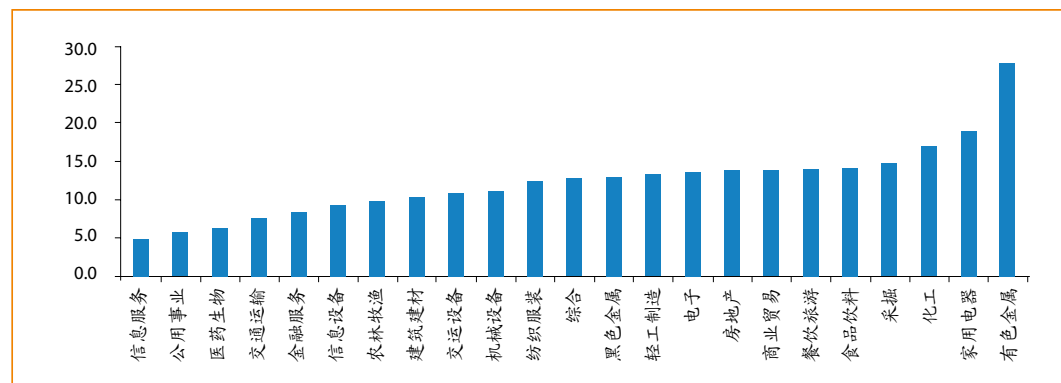
行业方面，以有色、采掘、化工和房地产为代表的周期股引领市场，而信息服务、公用事业、医药生物和交通运输等行业涨幅相对落后。风格方面，亏损股、小盘股和高市盈率股票领涨市场，显示A股市场进攻性十足。

图26：截止到3月20日A股主要指数涨跌幅（%）



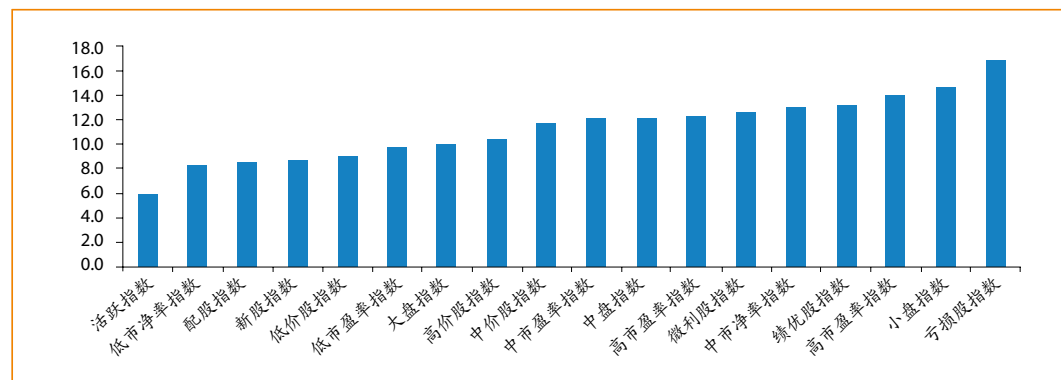
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

图27：截止到3月20日申万行业指数涨跌幅（%）



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

图28：截止到3月20日申万风格指数涨跌幅（%）



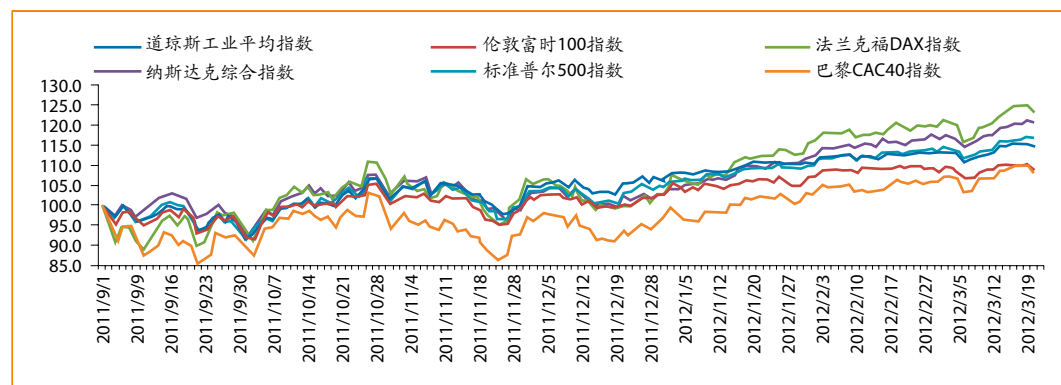
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

2、海外股市大幅上涨，给A股创造了良好的示范效应

从去年10月开始，在良好的经济数据，和宽松的政策推动下，欧美股市大幅反弹。今年以来，这一趋势得到强化，截止到3月20日，标普500指数累计上涨11.8%，道指累计涨幅7.8%，纳斯达克指数大幅上涨18%，德国法兰克福指数上涨19.6%，伦敦富时100指数上涨5.7%。

如果与去年10月的低点相比，道指上涨21.9%，标普500指数上涨25%，纳斯达克指数上涨27.9%，德国法兰克福指数上涨39.1%，伦敦富时100指数上涨19.1%。

图29：截止到3月20日海外主要股指走势（2011/9/1日为基期，基数100）



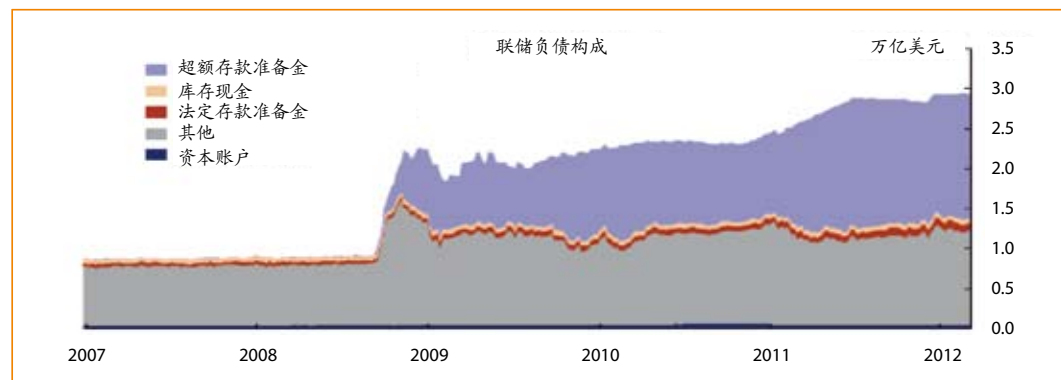
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫基金

海外股市的大幅上涨，给A股创造了良好的示范效应，尤其是纳斯达克指数近期的强劲增长似乎预示着全球科技行业正迎来新一轮的持续增长，这也导致了A股TMT个股大幅上涨。

3、流动性：海外继续宽松

目前，欧美货币当局的操作策略还是继续维持宽松的流动性，最新的FOMC声明中，美联储决定维持联邦基金利率在0-0.25%的区间不变，持续时间预计到2014年底。欧央行虽然2月维持目标利率不变，但是两轮LTRO一共释放了1万亿欧元的流动性。

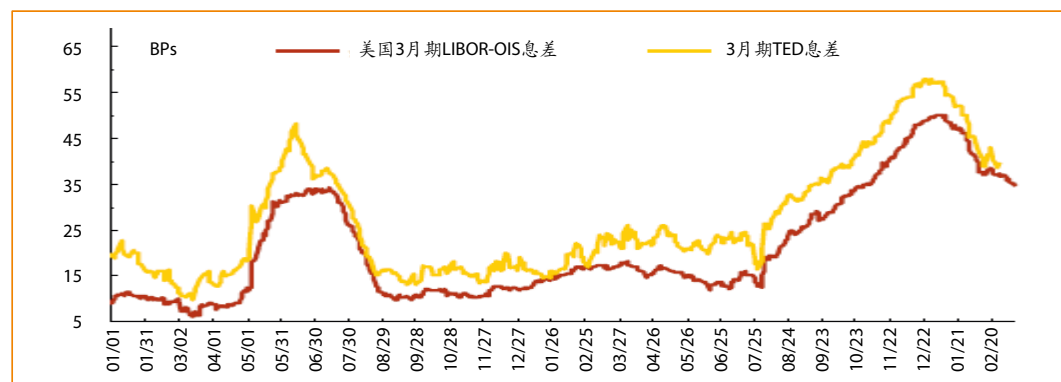
图30：美联储资产负债表



资料来源：美联储，中金公司

风险偏好方面，随着欧元区债务问题短期的缓解，美国就业市场数据的好转，美国TED 息差与LIBOR-OIS 息差逐步下降，显示市场风险溢价下行。

图31：市场风险溢价显著下行

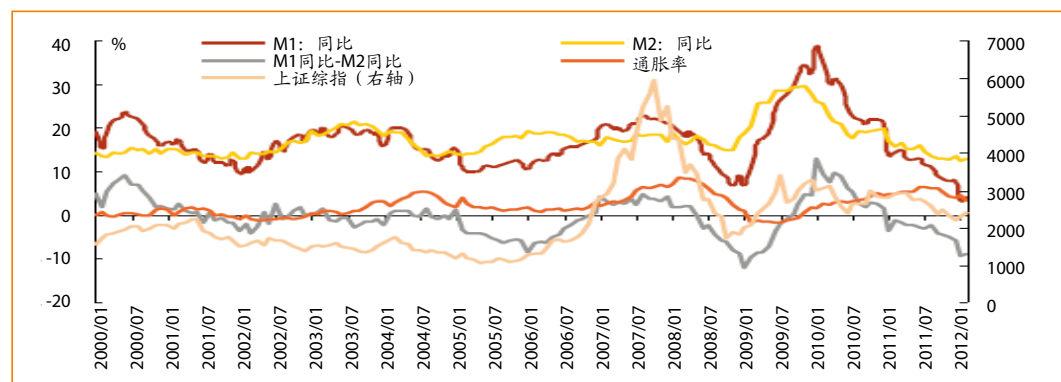


资料来源：彭博社，宏源证券

4、流动性：国内在改善

宏观流动性近期小幅改善，M1、M2 同比增速在2 月小幅上升，分别由1 月的3.1%和12.4%上升至4.3%和13%，主要原因有：外汇占款负增长结束、信贷增长与存准率下降、企业存款增加。展望未来，信贷需求不足，可能会导致信贷增速继续不理想，但由于通胀压力消退，叠加公开市场持续净回笼，不排除继续降准的可能性。

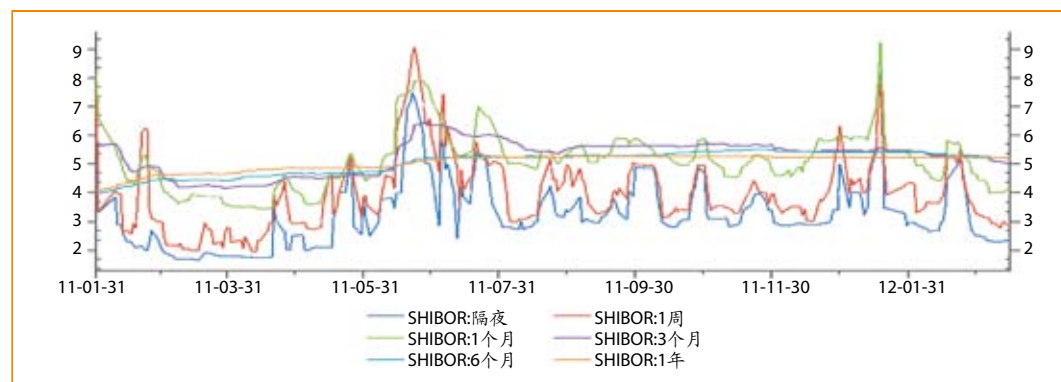
图32：2月货币增速小幅回升



资料来源：wind，宏源证券

近期资金价格一直在回落，2周SHIBOR降至3%以下，显示银行间市场流动性宽松；各地票据直贴利率较年初大幅下降。

图33：各期限SHIBOR利率走势图



数据来源：WIND、摩根士丹利华鑫基金研究

图34：长三角票据直贴利率



数据来源：WIND、兴业证券

5、盈利回顾与预期

从2011年上市公司已披露的财务数据来看，剔除掉一些异常数据之后的样本共1853只股票，其中2011年业绩增长的有988只，占总数的53.3%，业绩下降的483只，占总数的26%，另有383只股票没有预披露业绩，这些股票中11年前三季度业绩增长的229只，持平或下降的154只。从有业绩预披露的数据来看，1470家上市公司2011年业绩同比增幅均值在17.92%，中值为12.84%。

有一个明显的现象就是，去年4季度上市公司业绩有明显下降，从统计的2338家公司来看，4季度业绩不如前三季度平均水平的，有998只。考虑到很多公司大多数收入都是在4季度结算，4季度业绩出现回调已经是不争的事实。

从沪深300的数据来看，已公告业绩预告的公司共188家，剔除异常值之后的净利润增速均值在19.45%，中值为19.13%，而未公告业绩预告的公司，共112家，剔除异常值之后的前三季度净利润增速均值18.54%，中值17.4%。各项数据，均显示去年A股上市公司业绩增速还是不错的。无论是大样本，还是小样本，均显示上市公司业绩增速平均在15%以上。但同时，数据也显示去年4季度上市公司业绩环比前三季度平均水平要差，企业盈利增长明显放缓。

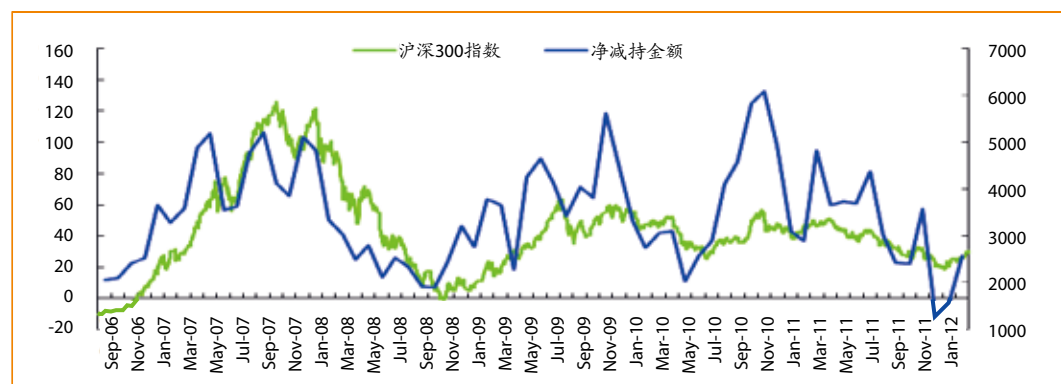
而对于12年的盈利预测，从最新的对于沪深300指标股的盈利预测来看，去年已公告业绩的112家上市公司、机构最新的2012年盈利增速预测均值为33%，中值为23.8%。从机构预测来看，市场对于未来的盈利增长还是很乐观的。不过从过往的历史来看，机构预测一直就偏高，而今年以来的工业增加值数据也屡屡低于预期，我们对于今年企业盈利增长难言乐观。

如果按照简单的工业增加值来推算，去年我国工业增加值同比增长是13.5%，今年预计在11.5%，照此推算，今年上市公司盈利增速理应在10%-15%之间，结合今年宏观形势，我们认为10%应该还是比较合理的。

6、投资者行为

近期，随着股市的反弹，产业资本减持金额环比大幅增加，而增持金额环比小幅下降，这表明目前产业资本对股市的长期投资价值预期处于中性偏弱的水平。

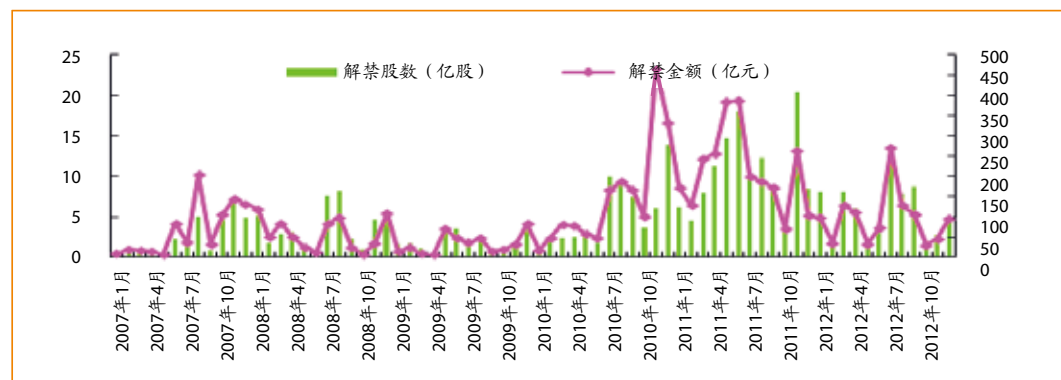
图35：产业资本净减持金额与沪深300指数



数据来源：WIND、兴业证券

从未来的解禁情况来看，中小板和创业板面临着越来越大的大小非解禁压力，考虑到这些大小非入股的成本都极低。无论是为了投资新的项目，或者是改善生活，我们都可以预期大小非减持的动力十足。

图36：中小板剔除大股东持股后的解禁股数和金额

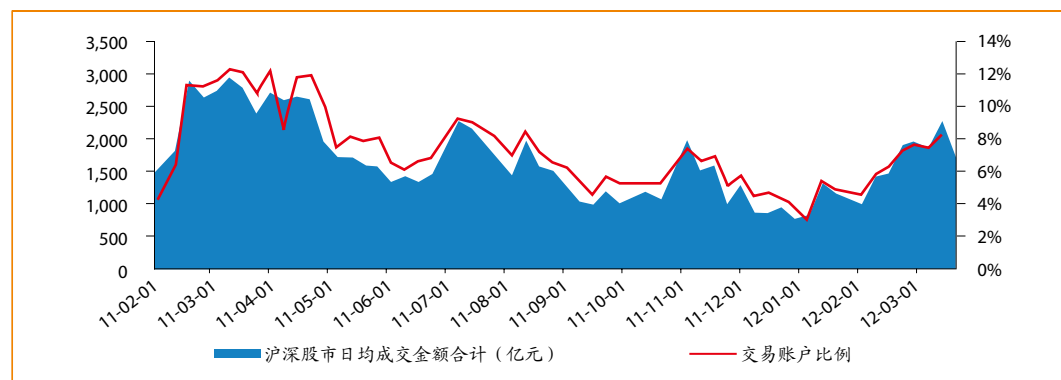


数据来源：WIND、兴业证券

另一方面，随着股市上涨，赚钱效应吸引了大量资金进入场内交易。成交量方面，去年12月两市合计成交金额最低达到800亿左右，而到3月份成交金额已经达到2000亿的水

平，显示交易十分热络。截止到2012年3月16日，A股账户数为16444万户，参与交易的A股账户数为1363万户，占总数的8.29%，较去年年底的4%左右的水平大幅提升。

图37：A股投资者行为统计



数据来源：WIND、摩根士丹利华鑫基金研究

7、市场判断

今年以来，无论是信贷、出口、消费、工业增加值，都远远不达预期，而我们本来最不必担心的基建投资，居然出现了同比下滑。这几年，A股市场探讨最多的问题，就是经济转型，但是由于行政干预较多，使得转型面临一定困难。但是从去年下半年以来的数据来看，投资和出口导向型经济已经难以为继，即使还有增长，但是无论是成本，还是资金，都难以继续支撑（铁路投资是最好的例子）。从过去日本和台湾的先例来看，大的转型期会很长，而在此期间，羸弱的基本面很难撑得起一轮像样的牛市。

不过，我们对股市并不悲观，股市经历了过去两年的调整之后，至少有一半的公司，估值都处于合理区间。根据我们统计的2179家上市公司样本来看，静态PE（对应2011年业绩）在10倍以下的，有65家，静态PE 20倍以下的，有447家，静态PE 30倍以下的，有938家。考虑到很多公司还是能够保持每年2位数以上的成长性，这一估值水平真的不能算贵。

因此，未来的股市，我们认为还会保持箱体震荡的格局。经济数据好，可望刺激股市上涨，但是宏观经济的阴霾挥之不去，涨幅也有限；而经济数据即使走弱，凭借上市公司的竞争力，很多公司维持现有业绩也并非难事，低估值可以提供较强的安全边际，股市跌幅也有限。另外，我们无法忽视的是政府的力量，如果经济持续偏弱，可能会导致中央政府出台大的刺激政策，反而有利于股市。

四、估值分析

1、静态估值分析

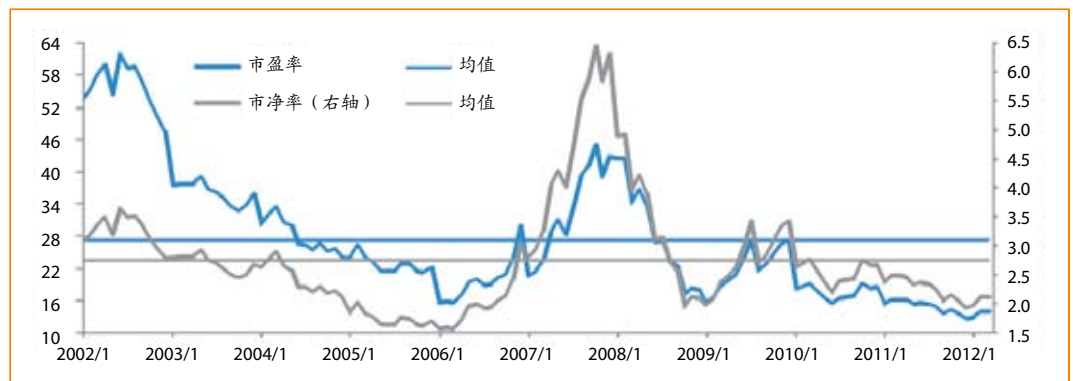
正如我们上文的分析，目前的A股，无论是横向比较（比世界其它股市）还是纵向比较（与过去相比），估值水平都处于合理区间。我们将2360家上市的公司，剔除掉市盈率超过100倍、亏损的以及ST公司（这样做，是考虑到有些公司业绩很低，比如为鞍钢去年亏损15亿，但是股价不可能为零），之后的样本共计1871家公司。我们根据公司11年年报、业绩预告以及预增情况（没有预告，则综合前三季度业绩来测算），最后算出1871家样本公司的股价，对应2011年业绩的加权平均市盈率为12.6倍，市净率为1.9倍。

如我们上文的分析，市盈率30倍以上的（包含亏损股），有1300多家。有些公司高估值，是因为预期盈利增速较快，而有些公司高估值，则纯粹是因为炒作。我们统计了样本中11年市盈率超过30倍的933家公司，这些公司按照12年的WIND盈利预测中值，12年业绩对应PE低于20倍的，有208家，低于30倍的，有630家。

此外，我们还分别统计了代表蓝筹的沪深300指数成份股，以及代表成长的中小板创业板公司的估值情况。蓝筹方面，剔除掉14家异常公司之后，我们的样本公司共计286家，股价对应2011年业绩的加权平均市盈率为10.5倍，市净率为1.9倍。其中静态PE（对应2011年业绩）在10倍以下的，有39家，静态PE 20倍以下的，有143家，静态PE 30倍以下的，有198家。

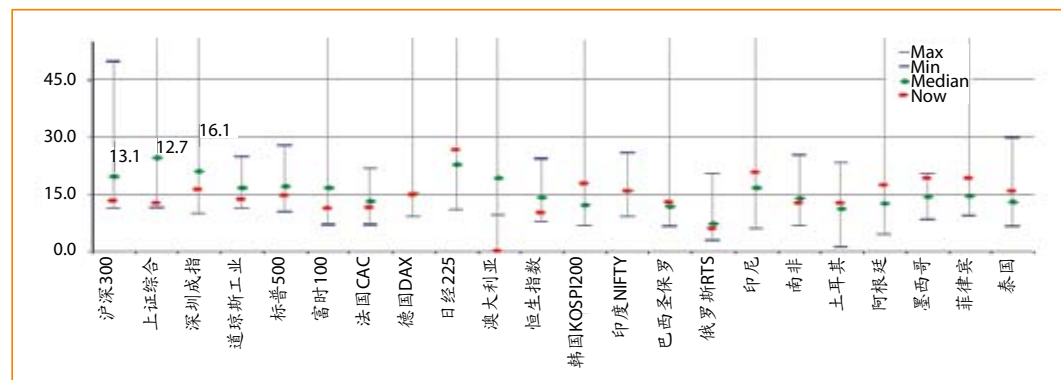
成长方面，中小板、创业板公司一共965家，扣掉数据异常的92家公司之后，样本数一共857个，对应2011年业绩，加权平均市盈率为28.6倍。其中，2011年市盈率低于20倍的公司有60家，低于30倍的332家。增长方面，根据WIND一致预期的测算，这些公司2012年的业绩加权平均增长在44.6%，对应2012年PE为19.8倍。不过考虑到WIND一致预期可能偏乐观，我们仅取一半值，业绩20%增速，那么中小板、创业板的2012年业绩对应的动态PE为24倍。

图38：A股动态估值



数据来源：WIND、浙商证券

图39：A股静态市盈率与全球主要股权指数静态市盈率比较



数据来源：彭博社、中投证券

2、动态估值分析

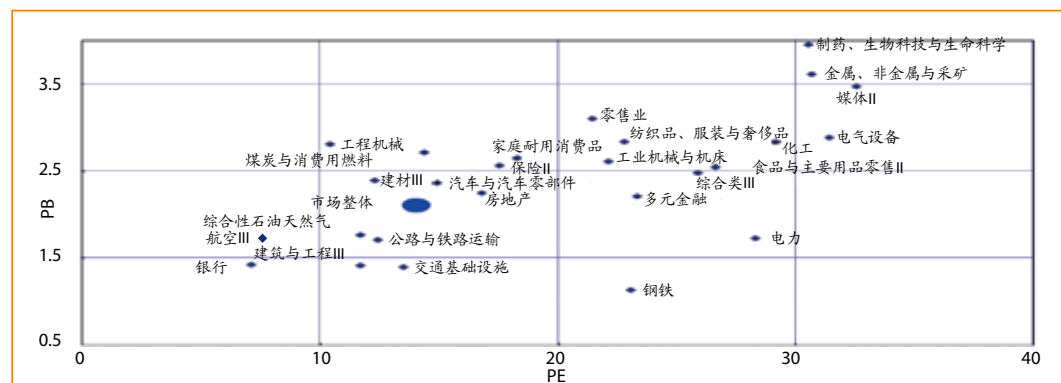
如我们前文的分析，我们对今年上市公司盈利增速的预期在10%左右，这一水平应该是市场上偏低的了，不过作为一个理性投资者，在经济前景明显偏弱的环境下，保守一点也无妨。

如果按照这个盈利预测来计算，A股上市公司目前股价对应的2012年业绩加权平均市盈率11.3倍，沪深300指数对应的2012年业绩加权平均市盈率则只有9.45倍，而根据WIND一致预期计算的2012年业绩加权平均市盈率只有8.8倍。

3、行业估值分析

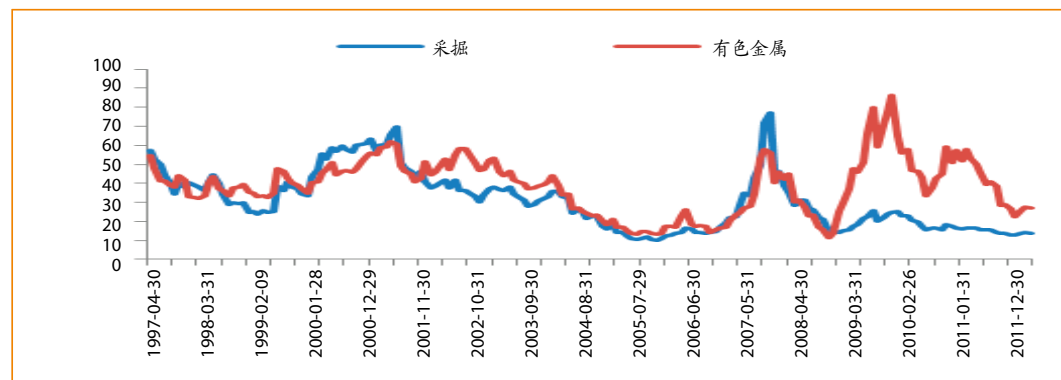
行业方面，目前银行、航空、公路、铁路、石油、煤炭估值较低，而电子、信息服务、信息设备、农林牧渔、餐饮旅游、食品饮料、医药、有色金属估值较高。与历史估值相比较，银行、保险、航空、公路、铁路、港口、石油、石化、建筑建材、房地产、机械、交运设备等行业的估值处于历史底部区域。

图40：行业估值分布散点图（纵轴PB，横轴PE）



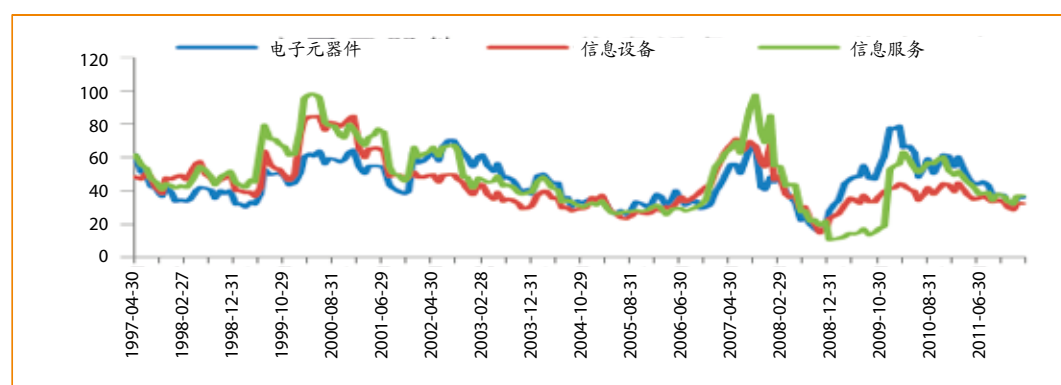
数据来源：WIND、中投证券

图41：上游板块估值历史走势图



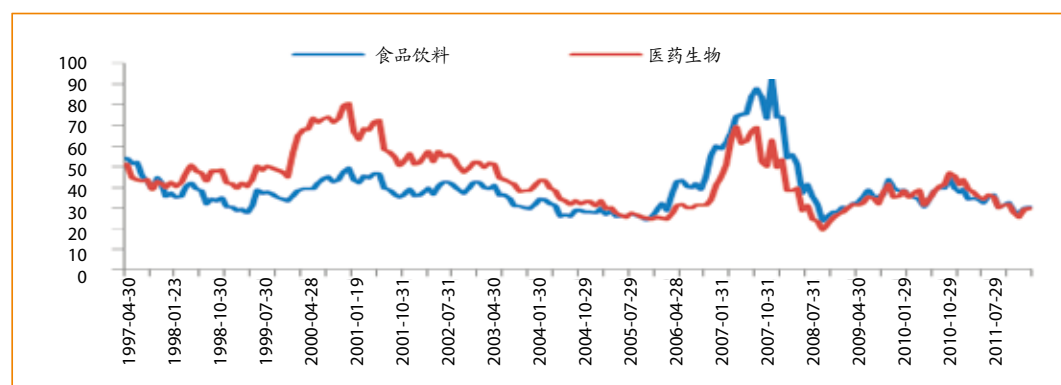
数据来源：WIND、银河证券

图42：科技类板块估值历史走势图



数据来源：WIND、银河证券

图43：消费类板块估值历史走势图



数据来源：WIND、银河证券

4、结论：

从去年以来的A股走势来看，表现十分疲软。主要原因还是投资者对中国经济前景的担忧较深，中国经济转型困难并非仅是一种预期，而是已经实实在在发生的事实。但是，这几年A股市场的估值中枢一直在下移，到现在整体上已经处于估值合理，甚至是略有低估的水平。纵向比较看，目前A股的整体估值水平基本处于十几年来的最底部。

而从结构方面来看，以银行、航空、公路、铁路、石油、煤炭为代表的大盘蓝筹股估值较低，而且银行、铁路、公路、煤炭很多公司的股息收益率已经高于一年期定期存款利率，如果上市公司能够进一步提高分红率，股息收益率还会更高，长期投资价值凸现。

以中小板和创业板为代表的成长股，目前估值水平整体还是比较贵。就个股而言，也有不少便宜的公司，加上这些企业大多数是细分行业的龙头，具备较强的竞争力和行业内整合能力，因此也具备了一定的投资机会。不过，中小公司的另一个风险，就是大小非减持，对此我们需要加以重视。

五、投资建议

综上所述，我们对于未来的中国经济持谨慎态度，我们反复强调，经济转型困难已经不是一种预期，而是正在发生的现实。在这种大的背景下，短的库存周期和政策扰动因素可以撬动股市的上涨，但是无法托起一波大的向上趋势。不过，我们通过研究发现，经过前几年的盘整、下跌之后，A股逐渐回归理性，整体估值已经趋于合理，个别行业和公司明显有所低估。疲弱的基本面和较低的估值迭加，使得A股市场是面临上下两难的局面。

配置思路：首先，投资于我们确定性强的、有安全边际的行业和公司。我们认为：水利水电建设会是政府下一个投资的重点；IPAD、IPHONE会继续畅销，并带动低端智能机的火爆；光通信投资会持续景气；智能电视将会逐渐占据我们的客厅；随着油价的持续高企，煤化工、页岩油（气）的开发会如火如荼；既然转型已经开始，消费占GDP的比重会越来越高等等。这些板块里面有很多公司的估值合理，增长明确，具备了较好的投资价值。

其次，有一些行业和公司存在不确定性，例如煤炭、有色，虽然目前的经济疲弱，投资不振，但是中国城镇化率还比较低，政府对刺激投资又有天生的癖好，不排除未来政府继续出台刺激投资的政策，而这对于煤炭有色等投资品的股价会有比较大的刺激，我们对此依然会密切关注。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

深圳市福田区中心四路1号嘉里建

设广场一期二座17楼

邮编：518048

电话：(0755) 88318883

传真：(0755) 82990384

www.msfnfunds.com.cn