



□本报记者 龙跃

### 经济底相对确定 市场节奏存争议

主持人:2011年无疑是令A股投资者失望的一年,从当前的局面来看,A股并未出现显著的改观。那么从宏观经济运行来看,2012年可能与2011年的不同之处在哪儿?

曹阳:从券商上个年度的预测来看,我认为有两个没想到,一个是没想到通胀会如此的顽固,CPI同比增长6.5%的顶点超出了绝大多数券商的预期,通胀上升周期的长度也在预期之外,如果市场对通胀周期的时间与空间都出现了判断失误,那么趋势的判断出现失策也就理所当然了。另一个没想到就是在政策持续紧缩的情况下,经济下行的幅度。至于各大券商此前对2011年A股运行的趋势的判断,从现实来看,多少有点不靠谱。当时最悲观的上证综指点位预测也只是2200点,这在当时已经十分另类了。当然有部分券商对2011年一季度的反弹还是做出较为正确的判断,比如安信证券,但对四季度的剧烈下行,这确实超出了几乎所有机构的预期。

展望2012年,既然中央经济工作会议已经定调为“稳增长”,那么对经济的关注必然将成为核心。从目前的券商的综合观点来看,信贷的增多可能会催化反弹,但市场真正的确认作为右侧反转,至少要等到经济底的出现。

丛榕:从流动性角度来讲,短期资金收益上升非常快。对于股市来说,都是很强的资金分流效果。券商对于2012年的展望包含几个方面,一个是通胀面临下行,短期来看CPI可能维持在4%,广义通胀包括生产资料价格在下跌,房地产也在下跌,在这种情况下,货币政策从09年末的收缩以来,面临一个趋势性转变。

主持人:2012年通胀下行趋势基本比较明确,中央经济工作会议提到明年

宏观经济主要任务,从控通胀转向稳增长,2012年经济形势稳增长举措能不能让经济下滑趋势得到遏制,从各大券商报告来看,投资者所关注的“经济底”大概什么时候出现?

曹阳:2012年的经济运行趋势一定会非常复杂。一方面,CPI已步入了下行轨道,根据我们之前的统计,当PPI数据下穿CPI之后,物价水平会有一个加速下行的趋势,所以很可能未来几个月CPI下行的程度会超出市场的预期,而CPI的加速下行反映在实体经济上就是需求的下滑,所以在物价下行的同时,经济也将处于一个“减速”状态;另一方面,CPI的加速下行,将会打开货币政策可操作的空间。加上我们的货币政策已经转向,现在市场不确定的因素就是转向的力度,根据各大券商的一致观点,经济底很可能出现在一季度或者二季度。然后在货币政策放松的情况下,实体经济实现触底反弹。

主持人:既然大部分研究机构的判断是“经济底”可能出现在2012年上半年,是否意味着A股的趋势性投资机会是在明年一季度或二季度经济增速见底之后呢?

曹阳:从当前各大券商的策略报告来看,2012年出现趋势性机会的可能性相对较小。不过,可能在经济出现环比见底的情况下,市场会做出一定的反应,而环比见底很可能是建立在信贷同比增多的情况下。这就意味着第一波反弹极有可能是建立在流动性放松的基础之上。一旦流动性充裕程度提高了,那么市场的整体估值水平会出现一个上升的局面。但还要考虑到一点,一季度和二季度会有很多上市公司的业绩出现同比负增长,这就意味着部分个股的估值会被动提升。此消彼长,最终反映在股价的上涨程度上可能就相对有限了。

目前券商之间主要有两派观点,一种是以国泰君安和申银万国为代表的,



中证研究中心副主任 丛榕

认为市场走势基本与经济增长的趋势同步,会先抑后扬。另一种则是以中信证券和安信证券为代表,一季度经济寻底,但市场在流动性放松的支持下出现估值回升的反弹。但在二三季度,则要关注地产政策是否出现放松,通胀是否可能反复,届时可能股市的运行不会一帆风顺。

丛榕:对于股市来讲,实际就是两部分,一个是PE,一个是EPS,也就是业绩,业绩取决于增长,PE取决于流动性。从两个因素分析来看,2012年上半年可能会出现这样一个情况,EPS往下,PE往上。具体市场运行方向恐怕很难判断。

2012年可能影响到市场运行的因素,一个是欧债,另一个就是房地产。2012年2、4月份意大利债务到期量非常大,届时欧洲遇到的困难将十分棘手。对于全球资金流向来说,这都是至关重要的大事,将对A股产生非常大的影响。另一方面,中国房地产调控不仅牵动中国经济,也牵动千千万万投资者,房地产调控必然带来货币紧缩,带来投资的下降,带来经济担忧。在中国经济中,房地产相关上下游行业数量相当巨大,经济影响也相当巨大。因此,房地产政策的方向和调控方式将影响二级市场



市场新闻部记者 曹阳

场投资者对市场运行趋势的判断。

### 行业分歧较大 趋势性机会难现

主持人:在这么多券商策略报告中,有没有一些行业,或者板块,是券商普遍看好或看空的?

丛榕:券商对传统强周期行业确实不是很看好,不过现在有券商提出早期周期概念,而目前越来越多的投资者也开始关注早周期行业,像家电、地产、水泥等行业近期的表现,确实体现出有些资金正在开始关注这些板块。这些板块能不能形成持续增长,或者持久的上涨,我个人抱相对乐观态度。

现代服务业是大家相对看好的一个行业,我也关注到经济学家吴敬琏曾经提到,中国经济应该从一个工业制造单头前进向服务业发展的趋势。这里面还有一些大家美好的愿望,从09年整个市场出现分化,投资者和经济学家对中国的经济走势,都有这么一种转型的美好期望。

主持人:从驱动经济增长的三驾马车来看,投资与出口的增长在2012年都将面临较大的下行风险,只有消费能够保持相对稳定的增长,这是不是说明2012年A股的主要机会仍然是在大消费行业中?

曹阳:从基本面的角度来看,消费的增长相对确定,特别是在2012年出口不确定性较大,而投资面临房地产投资下滑的巨大风险,这种情况下,消费作为拉动经济增长的三驾马车之一,其重要性越来越显著。预计财政政策将为刺激消费而采取一些措施。不过,消费股有一个问题,就是其估值水平相对周期蓝筹股的溢价比较明显,即使在业绩稳定增长的情况下,相对较高的估值也限制了其上涨空间,但作为一个防御性品种还是很有价值的。

同样,周期类股票也并非毫无机会。现在周期性股票的价格基本反映了市场对经济下行对公司业绩造成负面影响预期,在流动性放松的情况下,对流动性更为敏感的周期类股票仍然存在阶段性的估值修复机会。在大的经济周期没有发生变化的情况下,国内的小经济周期基本与货币政策周期是同向的,2012年央行针对经济下行的问题进行逆周期调控,货币政策会步入一个相对宽松的阶段,所以对周期股而言,会存在波段操作机会。

丛榕:实际上,消费股被看成是能够穿越周期的股票,因此被赋予了很高的估值。因为衣食住行是人类最基本的生活需求。不过消费股中也存在着分化的可能,比如五粮液,因为他市值本身比较大,他的增长速度开始走下坡路,对这类股票而言,其最终慢慢变成一个稳定分红的价值股。而有些新兴的消费行业,如影视、传媒、文化旅游、文体产业等,可能是中国经济在未来消费领域会出彩的行业。

主持人:房地产行业作为我国经济的支柱产业,其一举一动都影响到了国内经济的运行态势,从调控的情况来看,决策层“房地产调控不放松”的基调并未改变,这是不是意味着对于房地产上市公司来讲,2012年仍将是寻底的过

程? 曹阳:按照房地产市场的销售情况预测,房地产投资将继续在2012年下滑,假设新开工面积的增速为-20%,房地产销售增速为0,那么房地产行业库存将在2012年上半年达到高峰,2012年四季度,在供应收缩的情况下,即使房地产销售没有起色,库存也将出现明显下降。房地产政策放松的时点越晚,越有可能由于刚需的爆发和供应的收缩导致房价的报复性反弹。因此,部分券商预期放松地产调控的时点应落在2012年二季度或三季度,此时由于商品住宅库存仍处于高位,放松地产政策也难以触发房价报复性上涨。

丛榕:地产一直是大家比较关心的行业。从交易性角度来讲,因为其毕竟是高资产行业,货币政策对地产行业的影响立竿见影。从趋势来看,对于地产股而言,发展动力可能慢慢在减弱,包括人口结构的这种变化。这种趋势性机会与过去十年相比,将变得越来越弱。

主持人:券商对于2012年上证指数

的预测区间,大概在什么范围? 曹阳:中金最高是看到2900点,中信是2200-2800点,安信是2000-2800点,这都是相对比较悲观的。偏中性的包括申万2200-3000点,国泰君安2300-3000点。相对乐观的是广发证券和民生证券,广发是2300到3100点,民生是2300点到3200点,民生提到提到,2012年A股的估值中枢是在2900点。

丛榕:研究机构是根据一些估值预测以及不同敏感性区间分析给出这些点位。不过,点位并不代表一切,从2009年下半年到现在,上证综指从3478点一直跌到2200点附近,在这个过程当中市场仍然存在很多机会。点位是一回事,投资是另外一回事。

### 详情请见股事会

<http://home.cs.com.cn>

### ■ 评级简报 | Report

#### 首旅股份 (600258)

#### 期待酒店资产注入

安信证券研究报告指出,作为首旅股份第一大股东,首旅集团旗下拥有众多资产,并已形成旅行社、旅游商业、酒店、景区、汽车服务、餐饮六大业务板块。近年来,首旅集团加大改革和整合力度,积极推进六大板块实体化,希望做到每个板块以一家上市公司或一个主导品牌为核心,形成企业集群和品牌系列。作为集团旗下唯一的酒店类上市平台,首旅股份定位成集团酒店资产整合平台,酒店资产注入是公司未来几年发展的主线。

目前,首旅集团旗下有11家5星级酒店及8家4星级酒店,其中经营情况良好,产权结构清晰的酒店资产有望注入上市公司。具备注入上市公司条件的酒店包括:和平宾馆、新侨饭店、建国饭店、兆龙饭店、亮马河大厦以及三亚的超五星级酒店悦榕山庄。其中,和平宾馆、新侨饭店由于前期评估工作已经完成,有望最先启动。此外,首旅建国酒店管理有限公司在全国托管着多家高星级酒店,同样存在注入上市公司的可能性。

预计公司2011年-2013年EPS分别为0.48元、0.59元和0.69元,对应动态PE25.3倍、20.5倍和17.5倍。给予“中性”的投资评级,6个月目标价13元。

#### 南钢股份 (600282)

#### 调整产品结构提升业绩

瑞银证券研究报告指出,公司计划未来2到3年将铁矿石和焦煤资源自给率分别提升至50%和1/3,依靠公司目前拥有的铁矿和焦煤产量难以达到自给率目标,因此预计未来2-3年公司会继续通过收购资源资产以达到自给率目标。

在总产量未来增长有限的情况下,公司

将通过调整产品结构来提升钢铁主业的盈利能力。考虑到船板需求短期难以明显复苏,公司计划将船板产量占比从目前的55%-60%逐渐降低至40%左右,提高高端的特殊钢,例如特殊用途管线钢,高强度,高档容器钢,汽车机械用钢等产品的产量占比。

预计2011年-2013年EPS为0.22元、0.30元和0.36元。采用ROE-市净率法,预计2011年-2013年平均ROE为10.1%,比中期ROE7.5%高34%,因此给予1.4倍目标市净率,基于2012年2.9元每股净资产得出人民币4.2元目标价,给予“买入”评级。

#### 龙源技术 (300105)

#### 向低氮燃烧系统商转型

公司业务结构持续转型,由等离子点火设备逐步转向低氮燃烧系统及EPC项目。从已出台的脱硝政策看,前端脱硝与后端脱硝均将呈现快速增长态势,预计公司低氮燃烧系统市场需求将快速增长,占主营收入比重将持续提升。低氮燃烧系统每年的市场空间在60-120亿元之间,相较于公司目前低氮燃烧系统1亿元左右的业务体量,未来近百亿元的市场空间将成为公司业绩高速增长的动力驱动。

预计公司2011年-2013年每股收益分别为1.14元、1.95元和3.25元。综合PE等相对估值法和海通DCF估值结果,公司合理股价区间为48.75元-56.79元,目前尚有13%的空间,首次给予公司“增持”评级。

#### 潮宏基 (002345)

#### 销售网络迅速扩张

光大证券研究报告指出,公司积极扩张销售网络,2011年总体门店数新增70家左右,12年预计新开80-90家(大部分为直营店),其中50%是将分布在新区域,如西南、中南区域。未

来几年,公司目标每年新开门店100家,至2015年门店总数达到1000家,其中Venti 200多家,潮宏基700多家。按每家门店300万元的开店成本计算,公司每年开店所需资金约2.4亿元。截至2011年三季度,公司货币资金约2.46亿元,考虑到公司向银行贷款的因素,短期资金方面压力不大。从品牌传播角度来看,目前公司门店较少,广告投放效应不明显,所以通过渠道的扩张,门店形象和购物环境来提高品牌认知度。

受金价回调影响,公司近期销售增速略有放缓至40%,略下调公司2011年-2013年EPS分别为0.89元、1.31元和1.81元,以2010年为基期未来三年CAGR为46.6%,6个月目标价39.3元,维持“买入”评级。

#### 冀中能源 (000937)

#### 内蒙煤炭整合再下一城

公司27日公告称,公司全资子公司冀中能源内蒙古有限公司拟收购鄂尔多斯市盛鑫煤业有限公司72%的股权。收购价格为6.84亿元。收购完成后将择机注入内蒙古公司控股子公司嘉信德公司。

对此,华鑫证券研究报告指出,盛鑫煤矿煤种为不粘煤,属于动力用煤,该矿目前保有资源储量为6773万吨,可采储量合计3987万吨。盛鑫煤业煤矿采矿权评估价值为8.3亿元,折合吨煤价格为12.25元/吨,略低于此前收购的武靖牛煤矿14.96元/吨和平安煤矿13.47元/吨的价格水平,因此该收购价格较为合理。

公司目前通过子公司冀中能源内蒙古公司参与内蒙古煤矿资源的整合,目前已经整合了乾新煤业平安煤矿和武靖牛煤矿。未来公司很可能将嘉信德公司股权转让至冀中能源内蒙古公司,以内蒙古公司为平台参与整合内蒙煤矿资源。预计公司2011-2013年EPS分别为1.41、1.48和1.64元,给予公司“推荐”的评级。

长期角度来说,股市的底部已初步显现,现在不是抛股票的时候,而是分批建仓的时机。

而港股方面,由于目前处于两个假期间隔,不少基金经理及投资者离场观望属于正常现象。尽管预计未来三个月可能难以脱离区间震荡局面,但阶段性反弹的机会是有的。

衍生工具交易方面,短期可关注中移动(00941.HK)的走势,该股目前稳守于10元线之上,最近底部逐步被抬高,有机会触及75元港元水平。建议看好该股的投资者可关注其认购13534,行使价85.88港元,2012年3月到,引申波幅25.3%。提醒投资者,权证投资风险巨大,可能导致本金全部损失。(作者为香港证监会持牌人士 AQE003)

### ■ 窝轮点金 | Warrant

## 中移动认购证短线走势向好

□恒明珠证券 梁渊

港股适逢圣诞及元旦假期之间,市场交投清淡,三日平均成交不足300亿港元。并且受外围及A股拖累,恒指逐步向18300点靠拢,观望气氛浓厚。截至昨日收盘,恒指报18397点,下跌120点或0.65%。

现时,市场的注意力重新回到了欧债问题上,投资者对欧元区未来前景的担忧令市场情绪变得紧张起来,欧美股市双双走弱。不过,关于欧

债问题不想再重复评论,严重与否对照美股走势可一目了然。

至于内地A股走势,投资者希望有一天股市能强劲反弹,可惜现在的情况是屡破不立,唯一庆幸的是每次创新低后,仍能看到一些资金来接盘,也算是底部相对“坚挺”。对于未来走势,投资者不必过于悲观。正如一位著名学者说过的:现阶段经济不安全,楼市不安全,股市最安全”。这句话倘若放在国外市场来讲,简直是本末倒置。不过,面对中国股市,这个话却是有道理的,从中

股市有风险,请慎重入市。 本版股市分析文章,属个人观点,仅供参考,股民据此入市操作,风险自担。