

2012 年行业比较报告

产业比较分析报告

辞旧迎新，战略转型

基本结论

- 中国经济过往十年依赖外贸和投资驱动的传统模式已经走到尽头，未来转型的动力来自科技进步和消费升级。2012 年将是“旧经济”向“新经济”过渡的阶段，整体宏观经济在增长、物价、货币、财政方面以稳为主，周期性波动不明显。
- 2012 年企业盈利增长相对平缓。中性预计 2012 年全部 A 股上市公司盈利增长 10.8%，乐观情况下增长 15.3%。企业盈利形态分布上将体现为前低后高，业绩放缓最明显的时期体现在今年 4 季度和 12 年 1 季度，其中制造业今年 4 季度和明年 1 季度单季出现负增长的概率较大。
- 代表“新经济”方向的行业值得全年战略性配置。在 2012 年整体流动性比 2011 年有所好转、经济周期特征偏弱、政策氛围扶持的背景下，中小板和创业板将持续活跃。我们看好代表“新技术”方向、行业市值占比高、弹性大的 TMT、机械和电气设备、新材料板块，建议自下而上精选个股。
- 看好符合“新生活”方向、业绩增长稳定的旅游、医药、家纺和品牌服饰。从增长来看，旅游仍处在快速成长期，同时又受益于文化体制改革下的政策扶持，明年利润将保持快速增长。医药在原材料成本下降和政策不再恶化的情况下，明年有望毛利率提升，利润触底回升。服装家纺明年订单好于今年，且受益于 CPI 下降带来的成本下降，明年利润增速将高于今年。从估值来看，这三个行业也同样具有吸引力。
- 传统周期类行业景气度的提升需要等待，只存在战术性交易机会，关注下游可选消费出现回升的信号。全年相对看好业绩低点已现的保险和券商。
- 2012 年一季度前期，机会更多存在于主题横行的中小板和创业板中，主题投资我们看好受益十二五规划和电价上调的电力设备和新能源，以及受益于中央 1 号文件的农林牧渔。消费品看好受益春节黄金周效应的旅游板块，周期品看好受益资金面改善、债券收益率下行的保险。
- 2012 年一季度后期市场风格将发生转化，周期品行业将迎来战术性机会。如果地产销售出现好转，投资者对于基本面的预期将向上修正；如果地产销售继续萎靡，政策结构性放松以防止经济下滑过度的必要性将会上升。因此，明年 3-4 月份经济旺季来临时，不管地产销售是否回升，周期品行业都将迎来战术性机会。建议投资者届时逐渐增加周期品的配置。
- 我们一季度建议超配农林牧渔、电力设备、新能源、旅游、保险。

冯宇

分析师 SAC 执业编号：S1130511040007
(8621)61038262
fengyu@gjzq.com.cn

徐炜

分析师 SAC 执业编号：S1130511030024
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

刘成

联系人
(8621)61038272
liucheng@gjzq.com.cn

内容目录

2012: 新旧经济模式的交替	4
传统模式已走到尽头, 经济转型是唯一出路	4
2012: 新旧经济交替下的弱周期	5
2012: 企业盈利增速平稳, 前低后高	6
制造业的寒冬: 今年 4 季度和明年 1 季度	7
新兴和消费行业: 入戏益深	8
市场的变化已经体现未来趋势	8
机构配置从传统周期转向新兴和消费行业	8
战略新兴和消费行业的配置思路不同	9
追捧战略新兴产业导致中小创业板持续活跃	9
中小股票的溢价仍有上升空间	10
中小板和创业板中战略新兴产业的弹性更大	10
消费品行业高速稳定增长的特性愈加凸显	11
切换至 2012 年后消费品行业估值更有吸引力	12
传统周期行业: 落花无奈	13
周期品: 下游需求未见好转	13
周期品: 中上游回升更待时机	13
金融: 银行息差高点已现, 明年增速下行	13
金融: 保险券商熬过最差时光	14
2012 一季: 从战略主题到战术周期	15
2012 一季度建议关注主题: 电力设备、新能源、农业	15
2012 一季度: 消费看好旅游, 周期看好保险	16
一季度后期风格将向周期股转变	17

图表目录

图表 1: 外贸和投资拉动中国经济过去十年的高速增长	4
图表 2: 2010 年中国进出口总额是 2000 年的 6 倍	4
图表 3: 2010 年商品房新开工面积是 2000 年的 6 倍	4
图表 4: IMF 认为主要发达经济体复苏前路漫漫	5
图表 5: 政府对房地产的调控决心异常坚定	5
图表 6: 政策指向科技创新和内需服务行业	5
图表 7: 2012 年经济以稳为主, 周期性不明显	6
图表 8: 判断 2012 年 A 股盈利增速在 10.8%-15.3% 之间	6
图表 9: 2012 年 A 股盈利增长前低后高	7

图表 10: 上市公司制造业净利率放缓仍不显著	7
图表 11: PPI 开始大幅下滑	7
图表 12: 06-07 年是周期金融的狂欢, 09-11 是消费新兴的崛起	8
图表 13: 金融地产采掘不再是基金超配的品种	9
图表 14: 2010 年以来基金对消费和新兴行业不离不弃	9
图表 15: 战略新兴和消费行业 的配置思路不同	9
图表 16: 科技和消费板块是中小板和创业板的主力	10
图表 17: 中小和创业板相对估值仍未有明显泡沫	10
图表 18: 小盘股相对大盘股的相对估值仍较合理	10
图表 19: 战略新兴产业的弹性更足	11
图表 20: 食品饮料、医药和商贸明年仍能增长 20%以上	12
图表 21: 服装家纺和餐饮旅游明年仍能增长 20%以上	12
图表 22: 消费品行业绝对估值处于历史区间底部	12
图表 23: 消费品行业相对估值处于历史区间中位	12
图表 24: 货币和下游可选消费需求仍未显示好转信号	13
图表 25: 下游向中游传导需要 3 个月的时间	13
图表 26: 水泥和乙烯价格仍继续下行	13
图表 27: 机械和家电明年 1 季度受制于今年高基数	13
图表 28: 银行净息差本轮已现高点	14
图表 29: 银行净利润增速将逐渐回落	14
图表 30: 保费收入今年明显缩水	14
图表 31: 券商佣金率已接近极限低点	14
图表 32: 一季度提供了主题投资的适宜氛围	15
图表 33: 过往 3 年一季度主题投资大行其道	15
图表 34: 今年 10 月底反弹文化传媒、TMT 涨幅居前	16
图表 35: 一季度农业板块受益一号文件 刺激	16
图表 36: 从历年表现看, 消费行业优选旅游	16
图表 37: 1 季度后期周期品行业迎来战术性机会	17

2012：新旧经济模式的交替

传统模式已走到尽头，经济转型是唯一出路

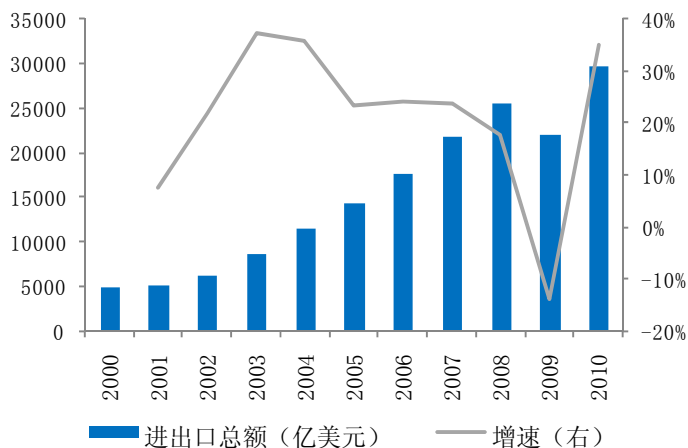
- 外贸和投资是中国经济过往十年高速增长的两大引擎。过去 10 年，进出口和地产投资出现了爆发式的增长，2010 年进出口总额和商品房新开工面积与 2000 年相比均增长了 5 倍。
- 出口和投资拉动经济高增长的传统模式走到尽头。一方面，08 年金融危机之后，发达国家仍未找到新动力，货币和财政刺激效力消退之后，经济增长再次陷入疲弱无力的境地。IMF 认为发达经济体的经济复苏依然缓慢，并且下调了其 2012 年的经济增长预测。另一方面，近期国家领导人一再表态继续坚持房地产调控不动摇，国内房地产调控成为常态，地产投资高速增长长期一去不返。外需不振和国内地产调控使得中国经济无法再复制传统模式来实现高增长。

图表1：外贸和投资拉动中国经济过去十年的高速增长



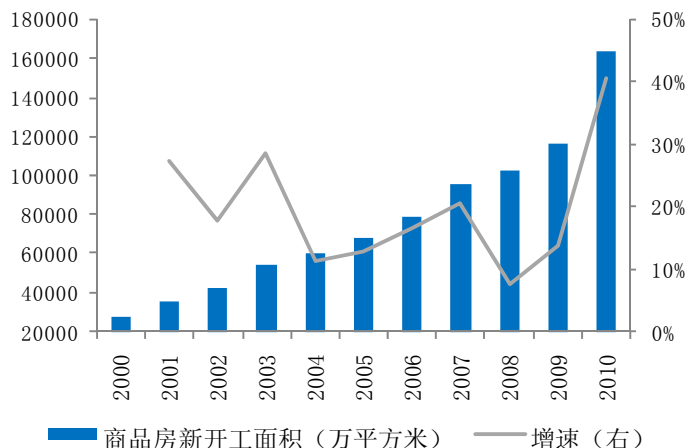
来源：国金证券研究所

图表2：2010 年中国进出口总额是 2000 年的 6 倍



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：2010 年商品房新开工面积是 2000 年的 6 倍



图表4: IMF 认为主要发达经济体复苏前路漫漫

	欧盟GDP	美国GDP	日本GDP
2011-Q1	2.4	0.4	-2.7
2011-Q2	1.6	1.3	-1.3
2011-Q3	1.5	2.5	6
2011-Q4	1.1	2.3	2.03
2012-Q1	0.5	2	2.86
2012-Q2	0.4	2.2	2.23
2012-Q3	0.6	2.2	1.45
2012-Q4	1.2	2.3	

来源: IMF, 国金证券研究所

图表5: 政府对房地产的调控决心异常坚定

时间	政府领导	内容
2011/10/27	国务院总理温家宝	目前房地产市场调控和保障性住房建设处于关键时期, 各级政府要切实采取措施, 进一步巩固调控成果
2011/11/9	国务院总理温家宝	房地产市场调控绝不可以有丝毫动摇。目标是既要使房价回归到合理的水平, 同时又促进房地产业持续健康发展
2011/11/16	住建部部长姜伟新	要继续坚持房地产宏观调控不动摇; 要继续大力推进保障性住房建设

- 中国经济下一轮增长的新动力将来自科技创新和消费, 这一点无论是上层政府、还是下层民众都已形成一致共识。十二五规划中明确指出要把战略性新兴产业培育成先导性、支柱性产业, 把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点, 未来新兴和消费行业将获得更多的政策扶持和货币、财政优惠。
- 自 10 月下旬以来, 政府高层领导多次在各种公开场合强调中国的转型要依靠创新和内需, 体现了政府对于经济转型的坚定决心。

图表6: 政策指向科技创新和内需服务行业

七大战略新兴产业	定位		新兴产业	涉及行业
	支柱产业	节能环保		节能技术装备、节能环保服务、废旧商品回收利用、煤炭清洁利用、海水综合利用
		新一代信息技术		新一代移动通信、下一代互联网核心设备、智能终端、三网融合、物联网、云计算、集成电路、新型显示、高端软件和服务器、文化创意
		生物		创新药物、医疗设备、医用材料、生物育种、海洋生物
		高端装备制造		航空装备、卫星及应用产业、客运专线和城市轨道交通、海洋工程装备、智能制造装备
	先导产业	新材料		稀土、高性能膜、特种玻璃、功能陶瓷、半导体照明、高品质特殊钢、新型合金、工程塑料、高性能纤维
		新能源		核能、太阳能光伏光热发电、风电技术装备、智能电网、生物质能
		新能源汽车		动力电池、驱动电机、电子控制、混合动力汽车和纯电动汽车
规划		主要内容		
关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见		构建现代商贸流通体系，促进网络购物和电视购物发展，加大财政金融支持力度		
内贸十二五规划（未出）		商品流通体系建设，扶持中小微企业，发展电子商务、连锁业和物流配送体系		

来源: 国金证券研究所

2012: 新旧经济交替下的弱周期

- 2012 年将是“旧经济”向“新经济”过渡的阶段, 整体宏观经济在增长、物价、财政、货币方面将以稳为主, 周期性波动不明显。国金宏观组判断在投资和外需下滑、政策松动的背景下, 2012 全年经济同比增长 8.7%,

形态上表现为前低后稳，1 季度触底；通胀逐季下滑，全年增长 3%；政策基调以微调为主，全年新增信贷 8 万亿。

图表7：2012 年经济以稳为主，周期性不明显

指标	核心指标	2012	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2011
增长	GDP YOY	8.7	8.5	8.7	8.8	8.8	9.2
	工业增加值 YOY	12.5					13.8
需求	固定资产投资 YOY	18	10.3	15.1	17.3	25.2	23.9
	社会消费品零售 YOY	15.2	16.1	14.9	14.0	16.0	16.8
	出口 YOY	15.3	12.2	12.2	14.1	21.9	20.5
	进口 YOY	19.3	13.0	18.4	22.3	22.6	25.5
	顺差 (亿美元)	1065	-42.5	260	359	488	1500
价格	CPI	3	3.8	3.1	2.5	2.4	5.4
	PPI	2.7	2	1.8	3.3	3.6	6.3
货币信贷	M2 YOY 月均同比	13.7					14.5
	新增信贷 (万亿)	8					7.8
	1 年期存款利率 (%)	3.25	3.5	3.5	3.25	3.25	3.5
	1 年期贷款利率 (%)	6.31	6.56	6.56	6.31	6.31	6.56
汇率	人民币/美元汇率	6.08					

来源：Wind，国金证券研究所

2012：企业盈利增速平稳，前低后高

- 我们在今年 9 月的秋季策略报告中，将 2011 年全部 A 股上市公司的盈利增长预测进一步下调至 14.73%，目前我们维持这一判断不变。
- 2012 年在较为平稳的增长和物价环境中，企业盈利增长相对平缓。在中性情况下，我们预计 2012 年全部 A 股上市公司盈利增长 10.8%；在乐观情况下，2012 年盈利增长 15.3%。从目前自下而上汇总的市场一致预期来看，对 2012 年盈利增长判断明显过于乐观，后续存在较大的下调空间。

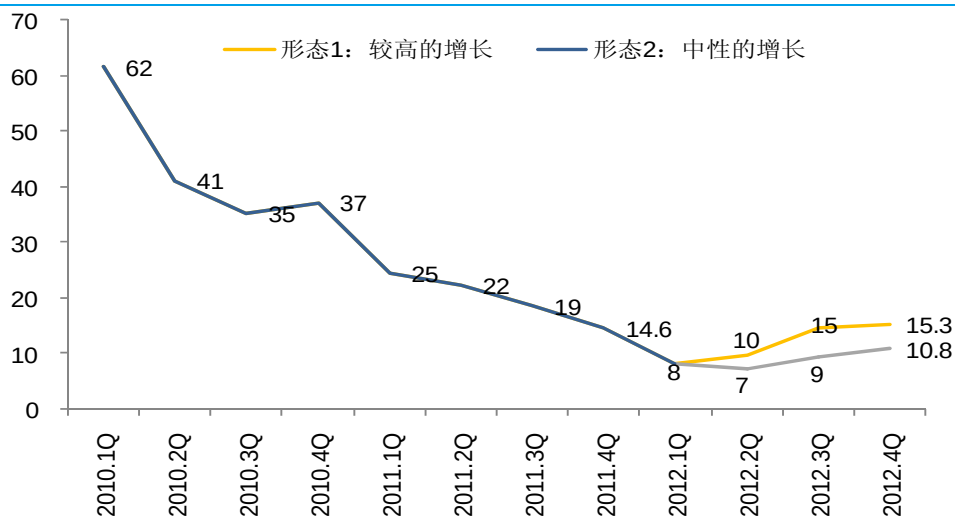
图表8：判断 2012 年 A 股盈利增速在 10.8%-15.3% 之间

行业	中性		11 年利润占比	乐观		市场一致预期	
	2012 盈利增长	2012 盈利增长		2011 盈利增长	2011 年 3 季度盈利增长	2012E	2011E
制造业	5.00%	10.00%	20.00%	15.00%	28.22%	23.38%	35.24%
煤炭	11.00%	17.00%	5.00%	15.00%	18.32%	18.08%	21.22%
石油石化	9.00%	13.00%	12.00%	5.00%	4.54%	17.23%	6.27%
银行	17.00%	21.00%	45.00%	25.00%	31.86%	20.12%	29.50%
其他	3.00%	8.00%	18.00%	0.00%	0.35%	27.18%	7.80%
全市场	10.77%	15.26%	100.00%	14.73%	20.35%	23.38%	22.27%

来源：Wind，朝阳永续，国金证券研究所

- 我们认为明年上市公司的利润增速在形态上呈前低后高的格局，由于经济增长自身的惯性下滑和通胀水平的明显回落，同时叠加去年 4 季度的高基数效应，我们判断业绩放缓最明显的时期将体现在 11 年 4 季度和 12 年 1 季度。明年下半年，随着货币政策微调效力的逐渐发挥，以及经济内生循环的触底回升，企业盈利将温和反弹。

图表9: 2012 年 A 股盈利增长前低后高

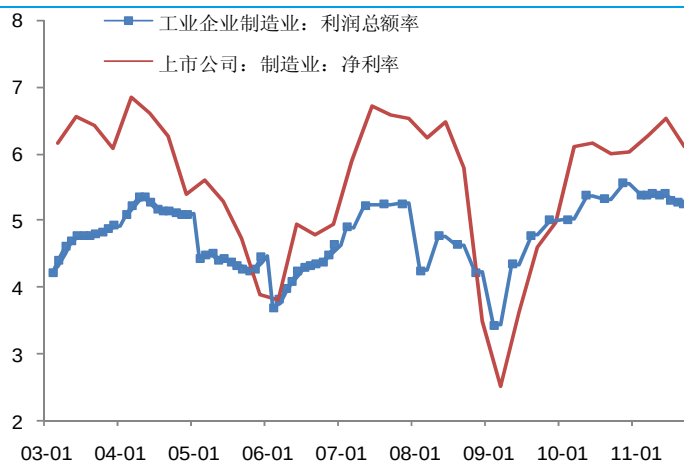


来源: Wind, 国金证券研究所

制造业的寒冬: 今年 4 季度和明年 1 季度

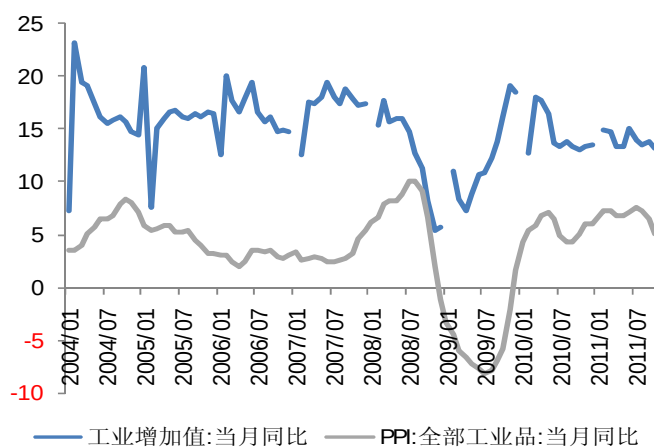
- 制造业盈利增长将面临最严峻的考验, 随着工业增加值和 PPI 下滑, 未来收入放缓将使得制造业盈利继续下滑。我们预计 2012 年 1 季度, A 股制造业上市公司的收入增速将从今年 3 季度的 26.5% 降至 18%, 毛利率从 17.1% 下滑至 16.6%, 净利率从 6.1% 降至 5.5%, 单季利润出现负增长将难以避免。

图表10: 上市公司制造业净利率放缓仍不显著



来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: PPI 开始大幅下滑



新兴和消费行业：入戏益深

- 我们认为代表“新经济”方向的行业将获得更高的溢价，是值得全年战略性配置的品种。在 2012 年整体流动性比 2011 年有所好转、经济周期特征偏弱、政策氛围扶持的背景下，中小板和创业板将持续活跃。
- “新技术”方向看好行业市值占比高、弹性大的 TMT（软件电子信息）、机械和电气设备、新材料（有色、化工、建材）。
- 消费品看好医药、旅游、家纺和品牌服饰。但上半年 CPI 下行使得提价催化剂难以出现。

市场的变化已经体现未来趋势

- 市场的表现已经对未来增长模式的变化有所预期。在传统的经济增长模式中，金融和周期股引领市场是合理的存在，06、07 年的牛市涨幅排名前 100 的个股主要分布在有色、地产、机械、金融等周期性行业；在转型渐行渐近的背景下，我们认为新兴和消费类股票的强势将长期存在，09 年以来涨幅排名前 100 的个股主要分布在医药、电子、食品饮料、纺织服装等消费和新兴行业。

图表12：06-07 年是周期金融的狂欢，09-11 是消费新兴的崛起

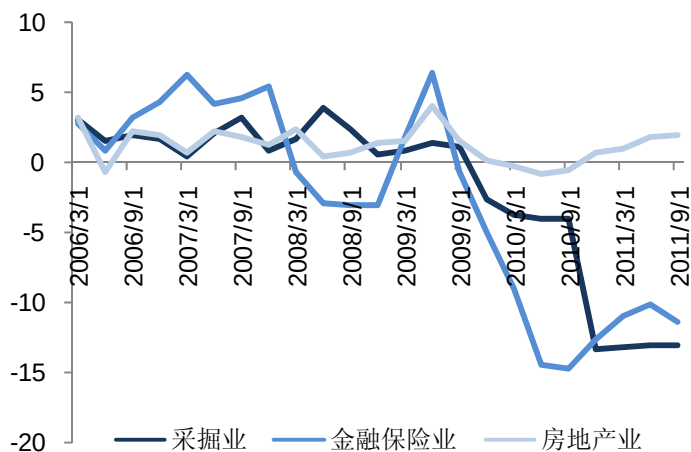
涨幅前100个股的行业分布 (06.1.1-07.10.31)		涨幅前100个股的行业分布 (09.1.1-11.10.31)	
有色金属	22	医药生物	17
房地产	18	化工	10
机械设备	12	机械设备	10
金融服务	10	电子	7
公用事业	5	食品饮料	7
采掘	4	有色金属	7
交运设备	4	纺织服装	5
医药生物	4	轻工制造	5
纺织服装	3	建筑建材	4
化工	3	交运设备	4
建筑建材	3	房地产	3
商业贸易	3	农林牧渔	3
信息服务	3	商业贸易	3
黑色金属	2	公用事业	2
餐饮旅游	1	金融服务	2
家用电器	1	信息服务	2
交通运输	1	信息设备	2
食品饮料	1	采掘	1
		家用电器	1

来源：Wind，国金证券研究所

机构配置从传统周期转向新兴和消费行业

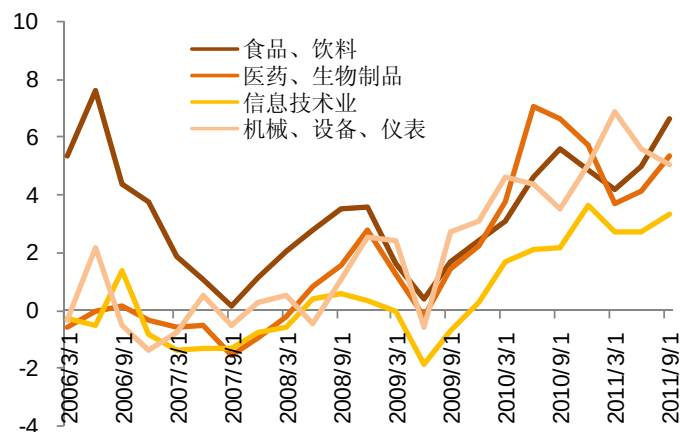
- 机构的配置行为也体现出对传统周期性板块的抛弃和对消费新兴行业的青睐。在上轮经济周期中一直被超配的金融、地产、采掘行业风光不再，自 2010 年以来新兴和消费行业持续处于超配状态。06、07 年一直处于超配状态的金融、采掘自 09 年 4 季度以来一直处于严重低配状态，而食品饮料、医药、信息技术、设备仪表自 2010 年一直受到基金的追捧。

图表13：金融地产采掘不再是基金超配的品种



来源：Wind，国金证券研究所

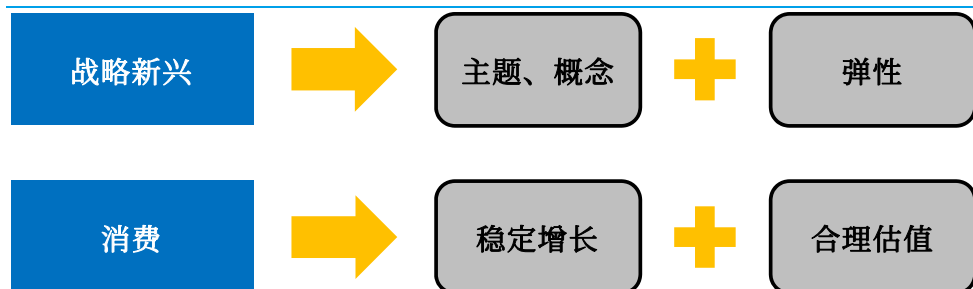
图表14：2010 年以来基金对消费和新兴行业不离不弃



战略新兴和消费行业的配置思路不同

- 对于战略新兴行业而言，需要在流动性宽裕、政策催化剂频出的背景下选择弹性较大的品种，对于业绩短期内可以暂时不考虑。对于消费行业而言，关注的焦点仍然是业绩的稳定性和估值的合理性，尽管爆发力不足，但应作为长期持有的底仓品种。

图表15：战略新兴和消费行业的配置思路不同



来源：国金证券研究所

追捧战略新兴产业导致中小创业板持续活跃

- 与主板市场金融和周期板块占据半壁以上江山不同，科技和消费板块在中小板和创业板中的市值占比在 50%以上。当市场追捧受到政策扶持、代表未来经济发展方向的战略新兴产业的时候，中小板和创业板的持续活跃成为必然。