

走过寒冷的冬天

— 2012年年度投资策略报告

国金证券研究所 陶敬刚 冯宇 刘成

电话：(8621) 61038296

邮箱：xuwei1@gjzq.com.cn



- **2012年大类资产中，股市吸引力提高**
 - 货币信贷的相对扩张将压低短端收益率水平
 - 国债收益率以及未来风险溢价的下降将推动估值回升
 - 在经济软着陆的前提下，A股盈利温和增长10.8%-15.3%，形态分布前低后高
 - 上证综指核心波动区间（2100，3200）

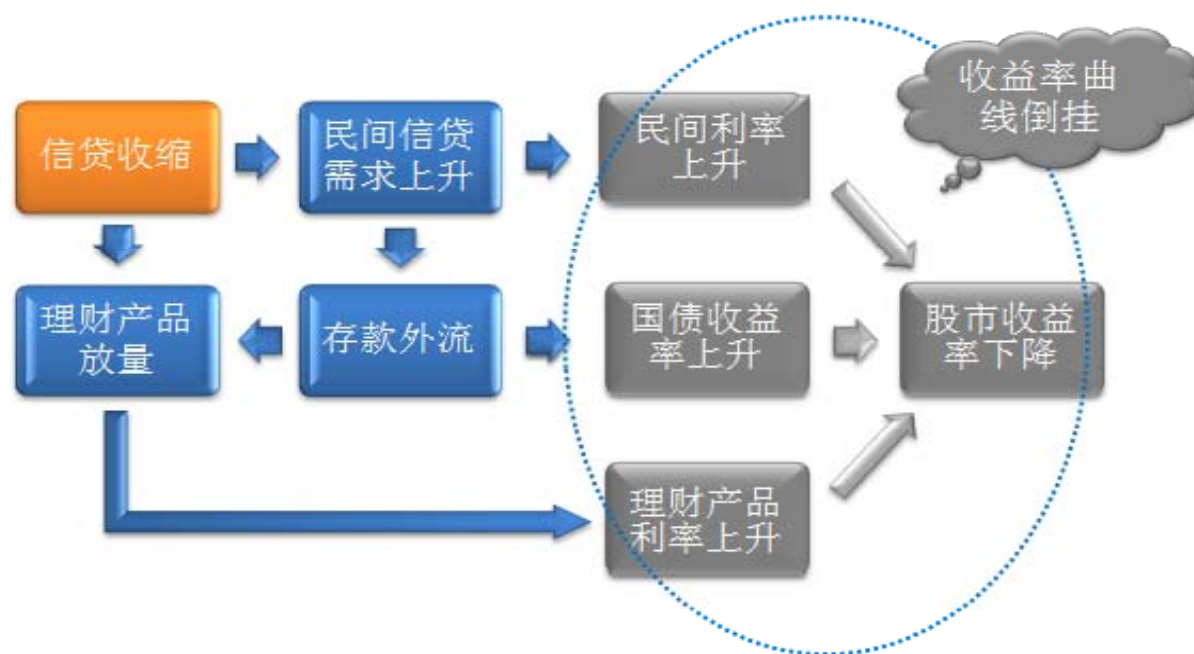
- **2012年H1：估值提升，成长泡沫化，周期切换**
 - 2012年H1，流动性改善有助于估值提升
 - 2012年H1，经济环比改善和盈利见底回升有助于市场筑底回升
 - Q1主要特征是成长泡沫化，临近Q2关注周期切换
 - 风险提示：通胀迅速回升，欧债危机失控

- **配置思考：有守，有望**
 - 宏观逻辑是守住调控成果，守住经济增长底限，展望经济内生性转型趋势
 - 内生性转型指向消费、投资结构变迁，政策依赖度低，值得战略性持有，关注旅游、电子消费、新材料、新能源、轻工行业
 - 传统投资仍是保增长的有效工具，具有战术冲击价值，关注铁路、核电、特高压

■ 大类资产中的优胜者

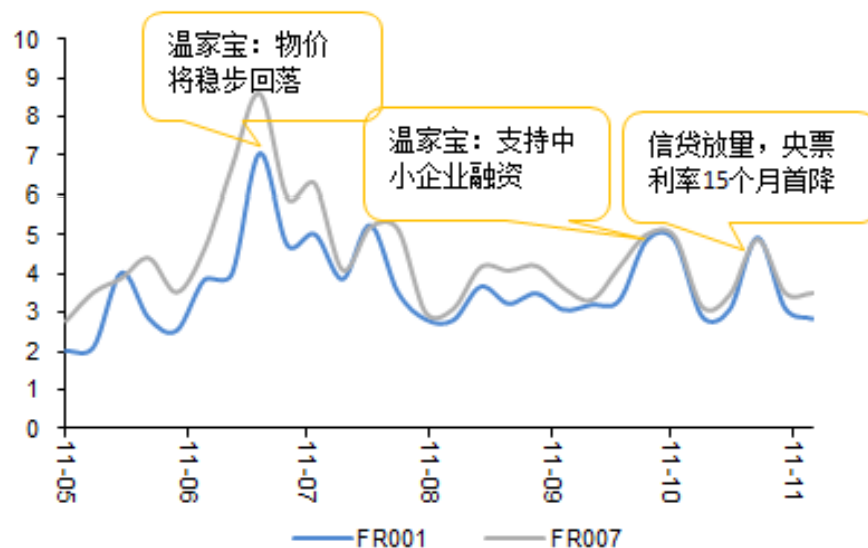
- 信贷收缩+需求旺盛，导致收益率曲线严重倒挂

信贷收缩和需求旺盛是收益率曲线倒置的根本原因

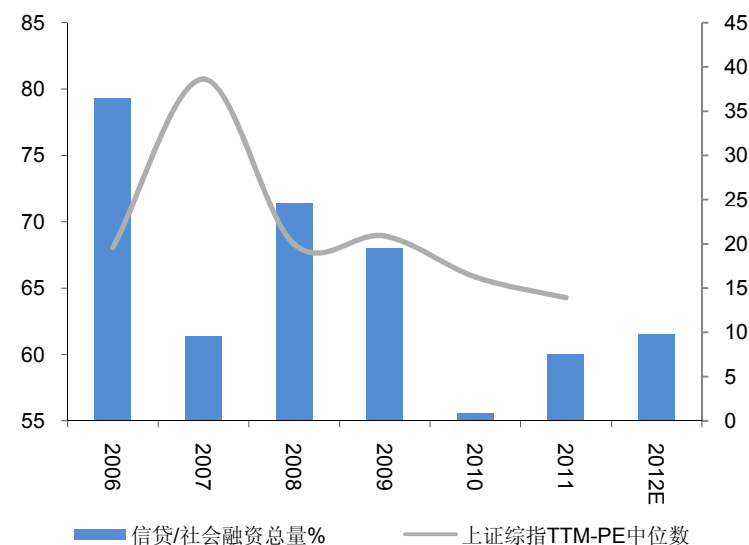


- 政策改善和经济下滑双重影响，推动短期收益率下滑
- 股市作为长端资产，吸引力相对提升

金融途径回归传统信贷，有助于降低资金价格

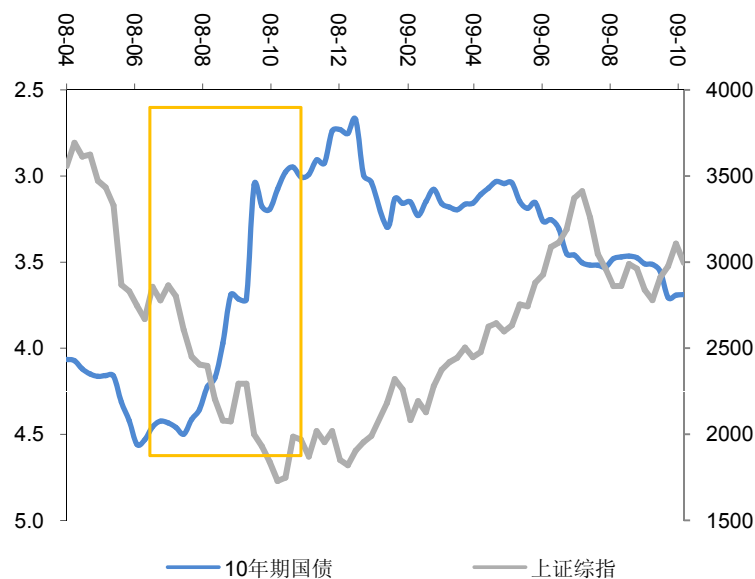


信贷回升，降低资金压力，有助于股票估值的回升

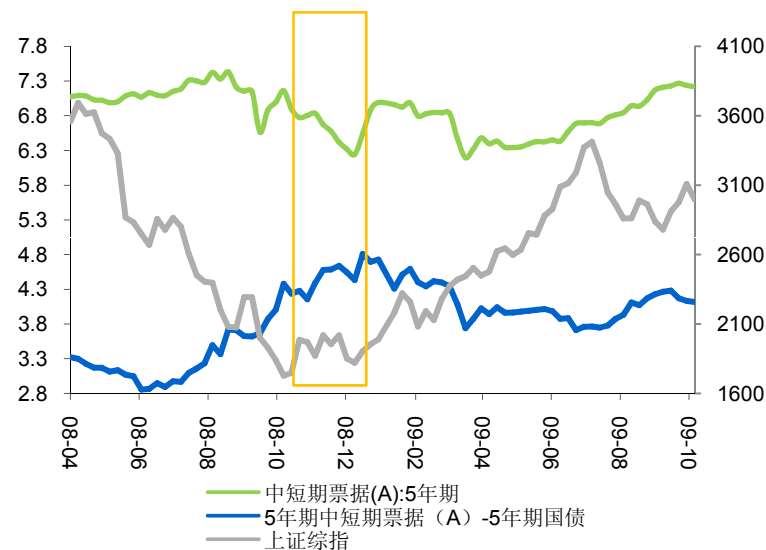


- 2008-2009年经历了典型的资产轮动过程
 - 第一轮：国债领先股市4个半月见底
 - 第二轮：风险利差见顶回落，股市大行情启动
 - 本质上这是估值和盈利预期的逻辑

2008年国债6月底见底，股市11月初见底，债领先股4个半月

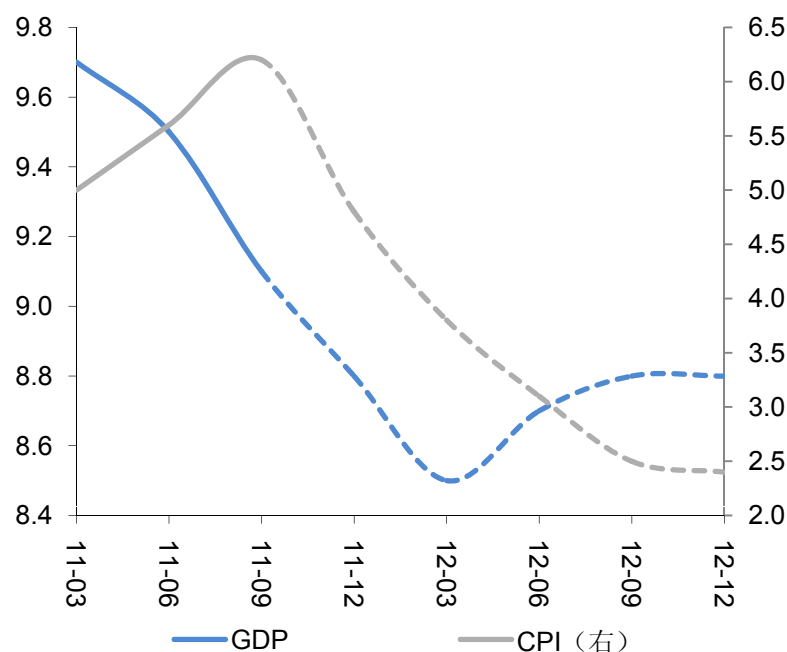


9月份信用债利率下降后，风险溢价还在提升，09年1月份信用债利差见顶，股市才获得持续上扬

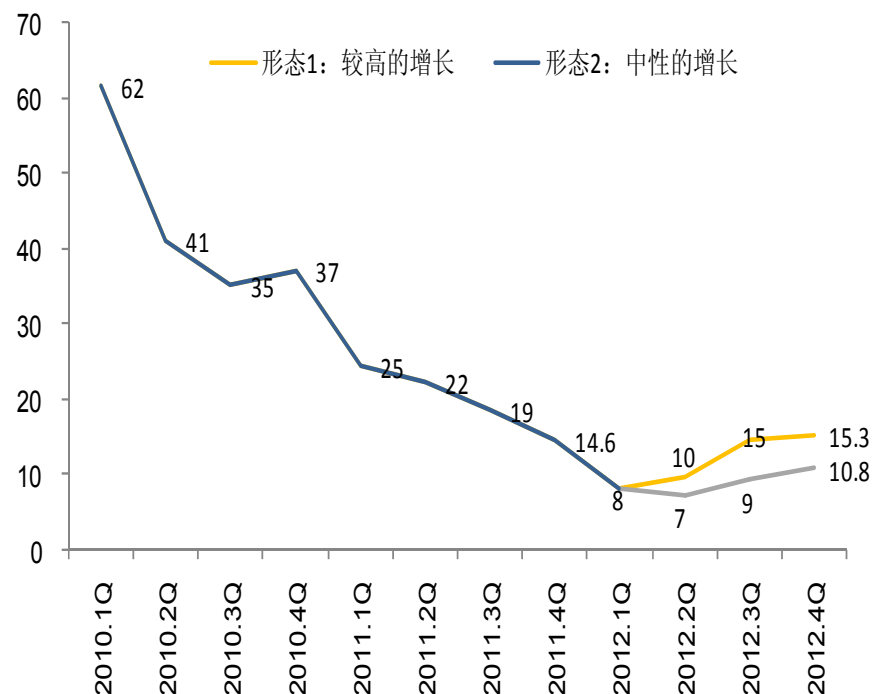


- 股债能否转换的实质是软着陆能否实现的问题
- 如果经济硬着陆，债券会一直走牛，股市一再在经济衰退中寻底
- 我们的宏观预测2012年是软着陆的一年
- 在此前提之下，我们预计2012年A股盈利全年增长10.8%-15.3%，形态分布前低后

宏观形态：2012年经济软着陆



盈利预测，温和增长，前低后高

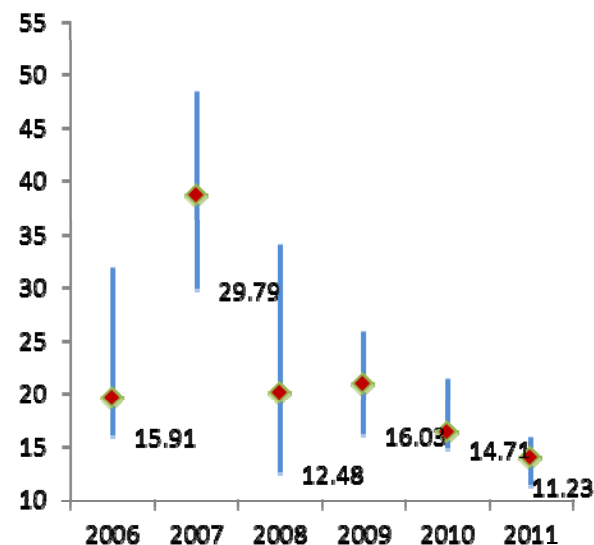


- 我们预期全年上证综指核心波动区间（2100,3200）
- 2100对应着10%业绩增长和9倍PE，3200对应着15%业绩增长和13倍PE
- 估值的改善是一个重要的上行驱动力

上证综指敏感性测算表

	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
8	1505.5	1589.1	1672.7	1756.4	1840.0	1923.6	2007.3	2090.9
9	1693.6	1787.7	1881.8	1975.9	2070.0	2164.1	2258.2	2352.3
10	1881.8	1986.4	2090.9	2195.5	2300.0	2404.5	2509.1	2613.6
11	2070.0	2185.0	2300.0	2415.0	2530.0	2645.0	2760.0	2875.0
12	2258.2	2383.6	2509.1	2634.5	2760.0	2885.5	3010.9	3136.4
13	2446.4	2582.3	2718.2	2854.1	2990.0	3125.9	3261.8	3397.7
14	2634.5	2780.9	2927.3	3073.6	3220.0	3366.4	3512.7	3659.1
15	2822.7	2979.5	3136.4	3293.2	3450.0	3606.8	3763.6	3920.5
16	3010.9	3178.2	3345.5	3512.7	3680.0	3847.3	4014.5	4181.8
17	3199.1	3376.8	3554.5	3732.3	3910.0	4087.7	4265.5	4443.2
18	3387.3	3575.5	3763.6	3951.8	4140.0	4328.2	4516.4	4704.5

06年以来上证指数估值K线图



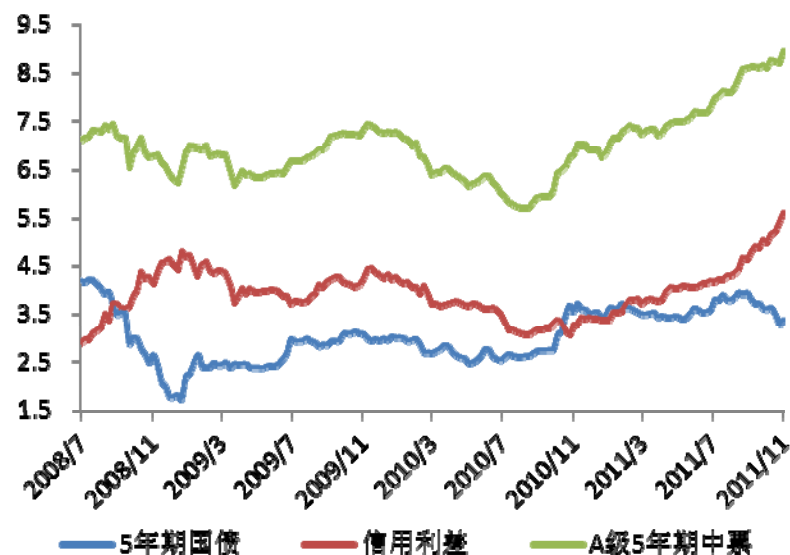
■ 2012H1：成长泡沫和周期切换

- 利率下行，首先会提升股市估值
- 08年经验显示国债领先股市（估值）4个半月，风险利差同步负相关市场
- 11年国债利率从10-11月份开始下滑，当前风险利差仍在攀升，12年3月前后股市估值可能改善

08年国债利率领先股市估值底4个半月出现，由于贴现率的降低，08年10月份A估值先行触底反弹

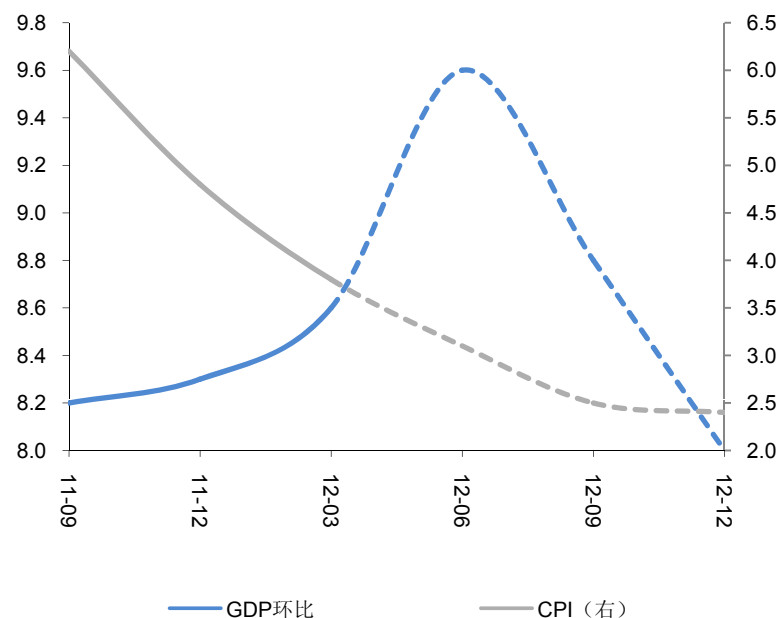


当前国债利率下行，低等级中票以及风险溢价仍在攀升

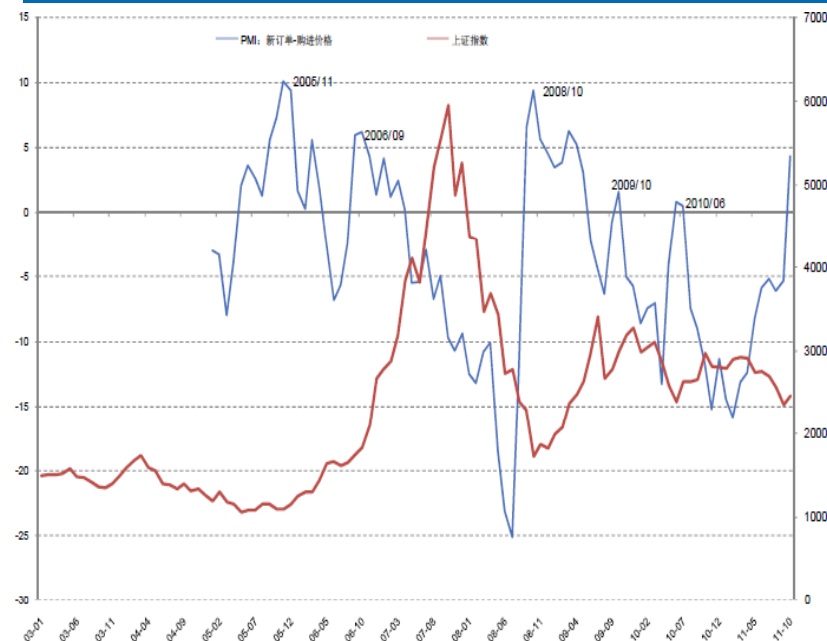


- 宏观预计2012年H1经济环比回升，物价下滑
- 在此基础上，盈利有望见底回升
- 2012年H1是较好的投资时机

宏观预计2012H1经济环比回升，物价下降

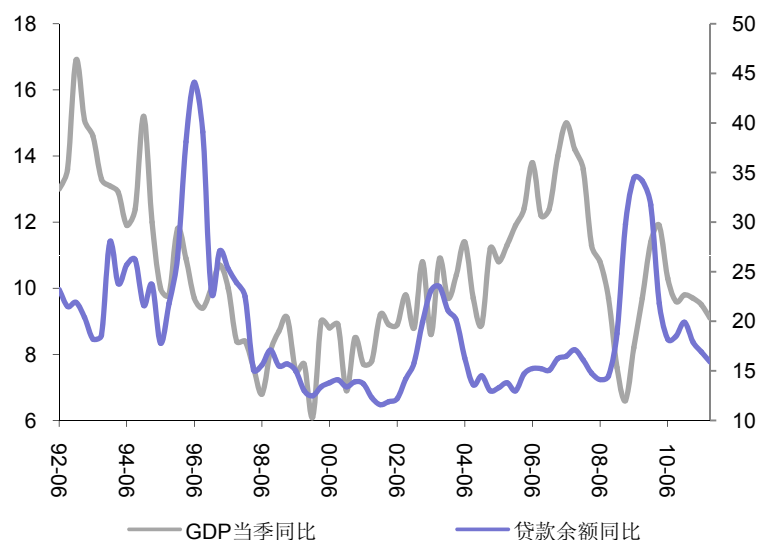


PMI新订单-购进价格领先利润6个月，如果需求改善、物价下行，盈利有望触底回升

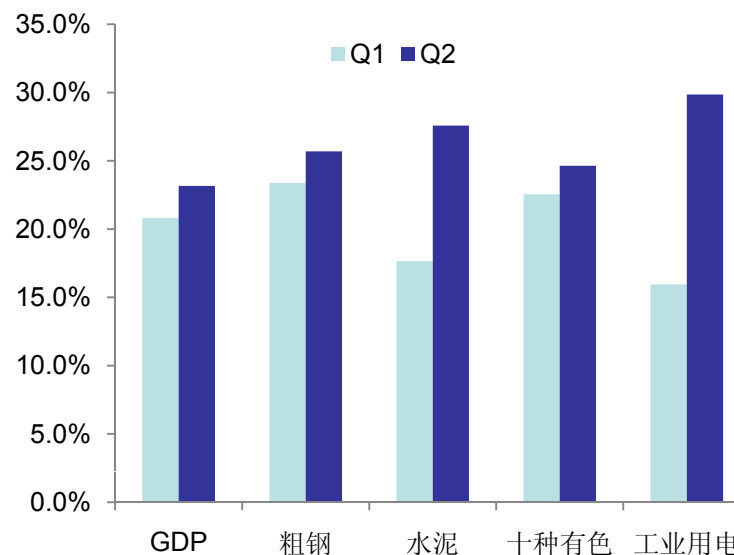


- Q1难以形成大级别的周期股行情
 - 经济下滑仍在延续
 - Q1是经济淡季，权重的周期股在1季度景气低迷，压制周期股表现

信贷同步或领先经济一个季度，10月份信贷的回升只是减缓了经济下行，经济回升需要更多的信贷拉动



1季度是历来的经济淡季（产量占全年比重）



- 一、前瞻地看，年末到一季度是利好政策频出的时期

每年的年末到次年一季度，利好政策频出

	08-09年	09-10年	10-11年	11-12年
经济工作会议	积极的财政政策和适度宽松的货币政策	积极的财政政策和适度宽松的货币政策	积极的财政政策和稳健的货币政策	
	推进4万亿投资计划	促进区域经济协调发展	1号文件推动水利建设和农业发展	文化产业列为支柱产业
经济会议至次年两会前后	1号文件促进农业稳定发展农民持续增收	大力发展新兴产业	大力推动保障房建设	对小微企业进行信贷财税支持
		1号文件推动农业发展		营业税改增值税试点
次年两会	保增长、拉动内需；食品安全	十二五规划；教育；低碳经济	个税起征点上调	

- 二、货币环境趋于改善
 - 10月份以来，货币已经开始微调
 - 11年Q1可能迎来降息、降准

10月份以来货币出现微调

时间 事件

10月 国务院常务会议提出加大对小型微型企
12日 业的信贷支持等九条金融、财税政策

10月 3年期央票发行利率15个月来首次下调
20日

10月 银监会提出支持商业银行进一步改进小
25日 型微型企业金融服务的8项政策

11月 1年期央票发行利率下调
8日

11月 3季度货币政策执行报告明确提出适时
21日 适度进行预调微调

实际利率攀升、物价和经济下滑，11年Q1货币政策进一步放开的空间打开

