

辞旧迎新，战略转型

— 2012年行业比较报告

国金证券研究所 冯宇 徐炜 刘成

电话：(8621) 61038262

邮箱：fengyu@gjzq.com.cn



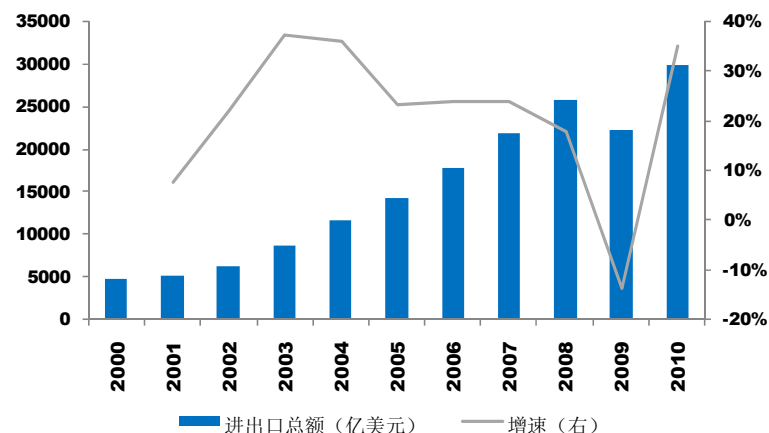
- 中国经济过往十年依赖外贸和投资驱动的传统模式已经走到尽头，未来转型指向科技进步和消费升级。**2012**年将是“旧经济”向“新经济”过渡的阶段，整体宏观经济以稳为主，周期性波动不明显
- **2012**年企业盈利增长相对平缓。中性预计**2012**年全部**A**股上市公司盈利增长**10.8%**，形态分布上将体现为前低后高
- 代表“新经济”方向的行业值得全年战略性配置。看好代表“新技术”方向、行业市值占比高、弹性大的**TMT**、机械和电气设备、新材料；看好符合“新生活”方向、业绩增长稳定的旅游、医药、家纺和品牌服饰
- 传统周期类行业景气度的提升需要等待，只存在战术性交易机会。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。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。我们一季度建议超配农林牧渔、电力设备、新能源、旅游、保险

■ 2012:新旧经济模式的交替

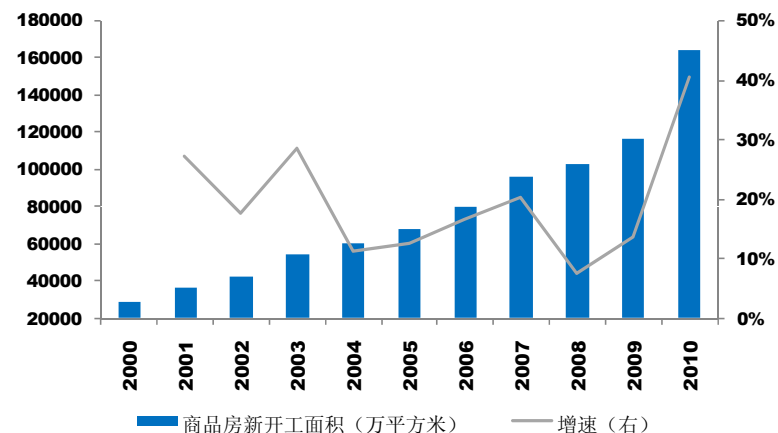
- 外贸和投资是中国经济过往十年高速增长的两大引擎



2010年中国进出口总额是2000年的6倍



2010年中国商品房新开工面积是2000年的6倍



资料来源: WIND, 国金证券研究所

- 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
- 房地产调控成为常态，地产投资的高速增长一去不返

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	

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

资料来源：IMF，国金证券研究所

- 温家宝：一个国家要想能应对危机，必须有发达的实体经济，而在实体经济中又必须有创新的和科技的产业作为主导。
- 李克强：中国的转型发展，要突出扩大内需、创新驱动、民生改善、绿色低碳

政策指向科技创新和内需服务产业

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、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
	先导产业	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
		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

资料来源：国金证券研究所

- 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

2012年经济以稳为主，周期波动不明显							
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					

资料来源：WIND，国金证券研究所

- 维持秋季报告的判断，今年全部A股上市公司盈利增长**14.73%**
- **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%**

判断2012年A股盈利增速在10.8%-15.3%之间

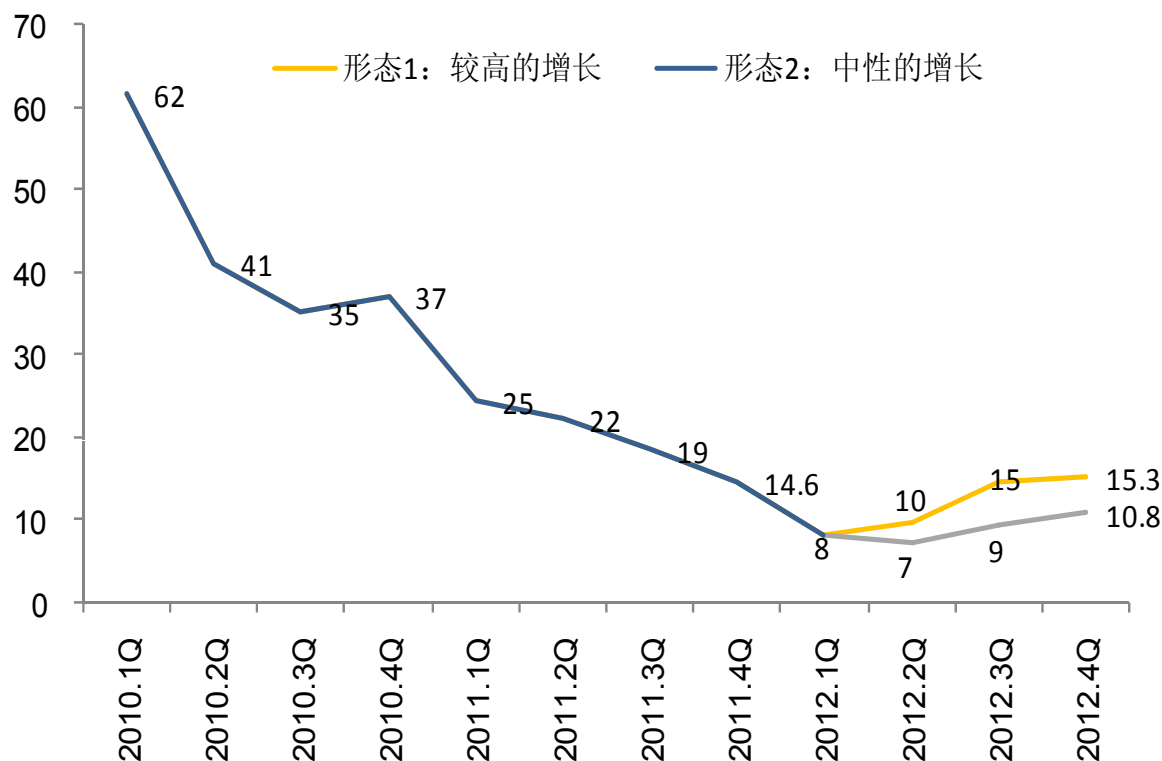
行业	中性	乐观	11年利润占比	2011盈利增长	2011年3季度盈利增长	市场一致预期	
	2012盈利增长	2012盈利增长				2012E	2011E
制造业	5.00%	10.00%	20.00%	15.00%	28.22%	23.38%	35.24%
煤炭	11.00%	17.00%	5.00%	15.00%	18.32%	18.08%	21.22%
石油石化	9.00%	13.00%	12.00%	5.00%	4.54%	17.23%	6.27%
银行	17.00%	21.00%	45.00%	25.00%	31.86%	20.12%	29.50%
其他	3.00%	8.00%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

注：其他中行业按照利润排序：交通运输(航空、铁路、航运、公路)、保险、房地产、证券、建筑、电力等

资料来源：WIND，国金证券研究所

- 从全年看，企业利润增速呈前低后高。业绩放缓最明显的时期体现在11年4季度和12年1季度

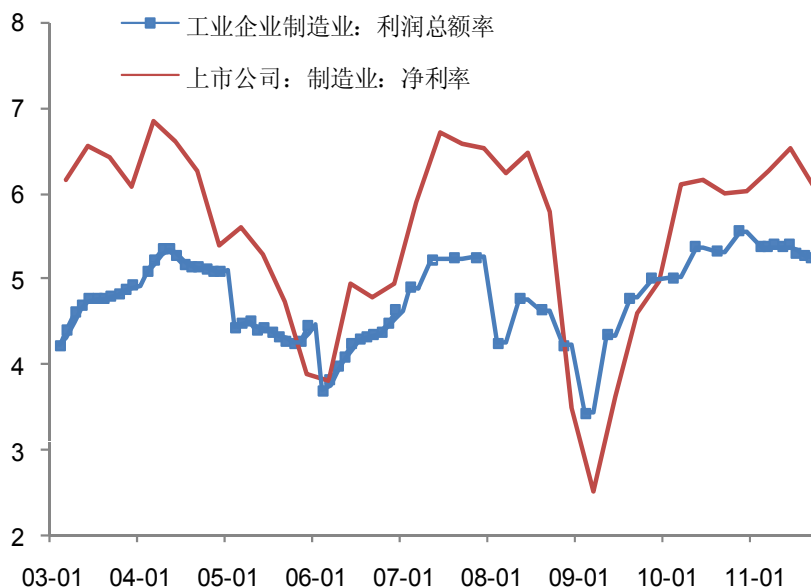
2012年A股盈利增长前低后高



资料来源：WIND，国金证券研究所

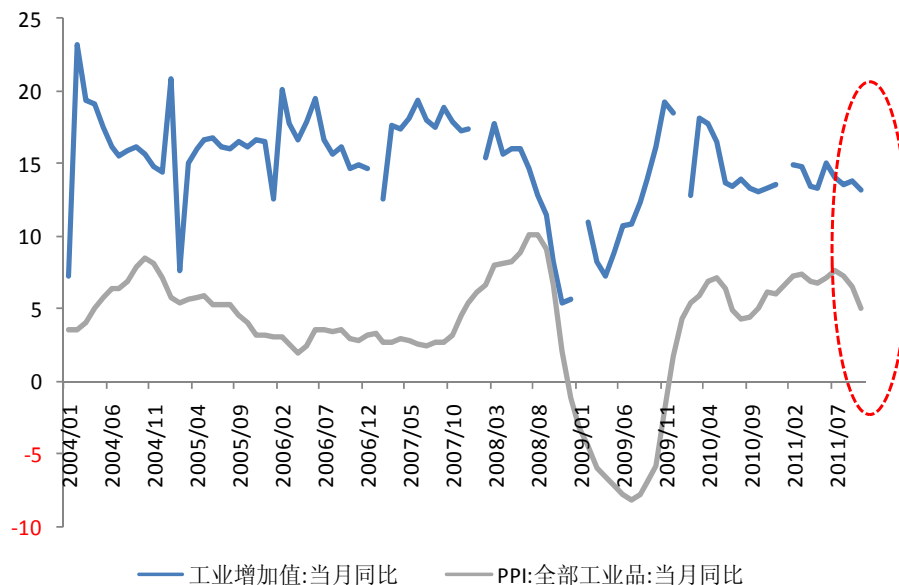
- 目前企业盈利还处景气较高的位置，随着工业增加值和**PPI**下滑，未来收入放缓将使得企业盈利继续下滑
- 预计**2012年1季度**，**A股制造业上市公司**的收入增速将从今年**3季度**的**26.5%**降至**18%**，毛利率从**17.1%**下滑至**16.6%**，净利率从**6.1%**降至**5.5%**，单季利润出现负增长的概率较大

上市公司制造业净利率放缓仍不显著



资料来源：WIND，国金证券研究所

PPI开始大幅下降



■ 新兴和消费行业：入戏益深

- 市场的表现已经对未来增长模式的变化有所预期。在传统模式中，金融和周期股引领市场是合理的存在；在转型渐行渐近的背景下，新兴和消费类股票的强势将长期存在

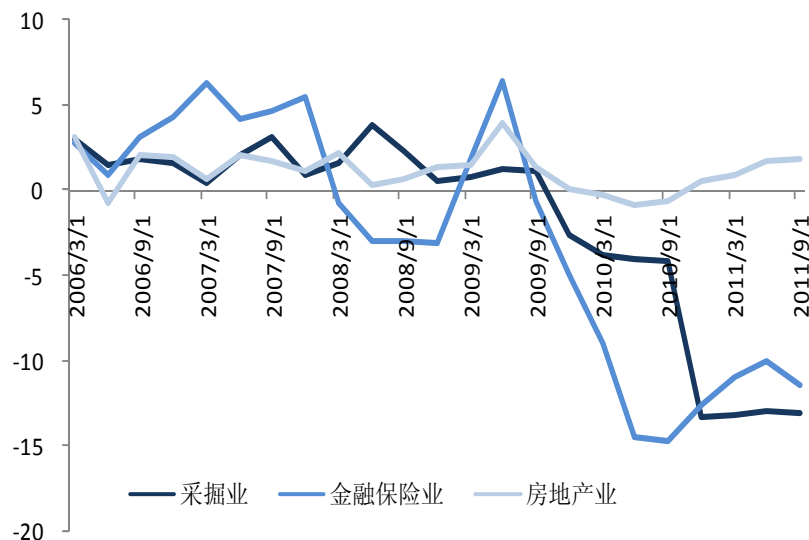
06-07年是周期金融的狂欢，09-11是消费新兴的崛起

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

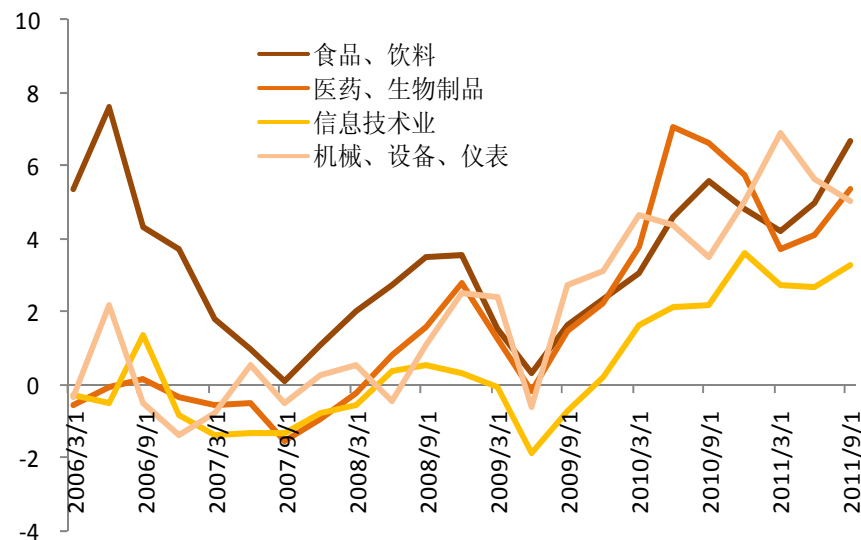
资料来源：WIND，国金证券研究所

- 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矿、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

金融地产采掘不再是基金超配的品种

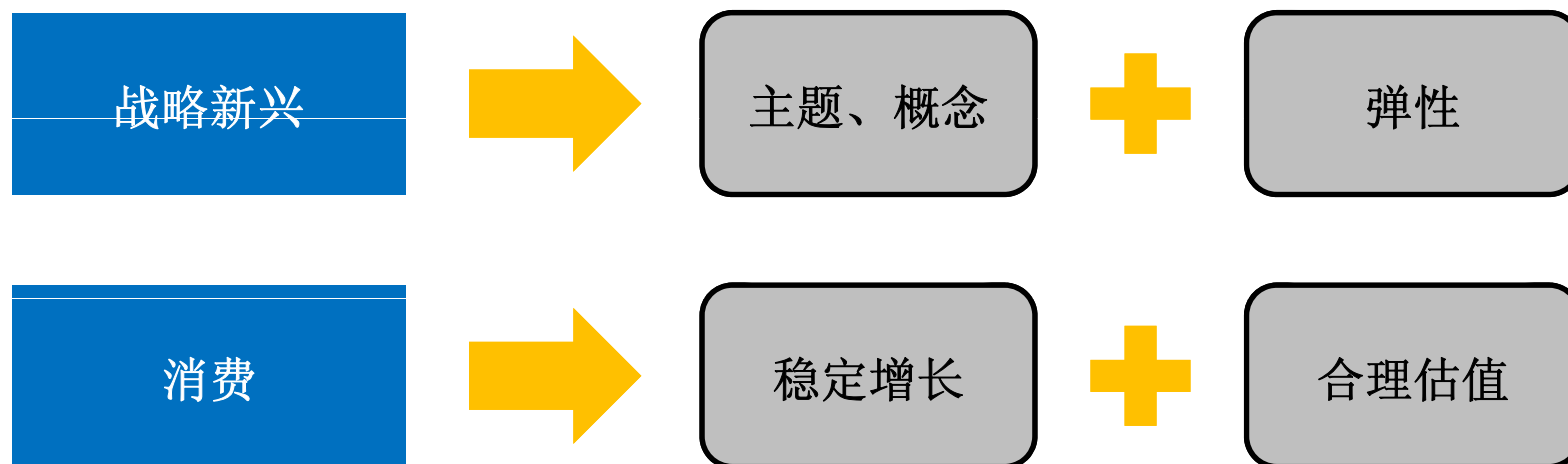


自2010年以来基金对消费和新兴行业不离不弃



资料来源：WIND，国金证券研究所

- 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



- 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权重较高
- 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

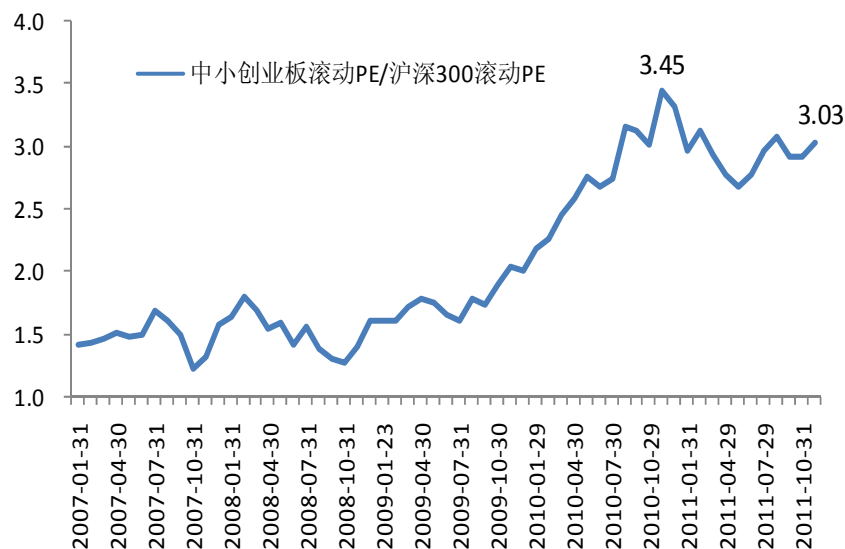
科技和消费板块是中小板和创业板的主力

	总市值占比	流通A股市值占比
机械设备	17.21	15.29
医药生物	10.00	9.26
化工	9.37	9.41
信息服务	7.72	7.93
电子	7.58	9.26
建筑建材	5.87	6.21
信息设备	5.22	4.70
食品饮料	4.62	3.81
纺织服装	4.49	4.93
交运设备	4.12	2.84
商业贸易	4.03	4.32
农林牧渔	4.00	4.21
轻工制造	3.56	3.60
有色金属	3.10	3.75
家用电器	2.39	2.44
公用事业	1.66	1.50
金融服务	1.22	1.41
房地产	1.11	1.67
采掘	1.02	1.50
交通运输	0.59	0.84
餐饮旅游	0.58	0.63
黑色金属	0.44	0.46

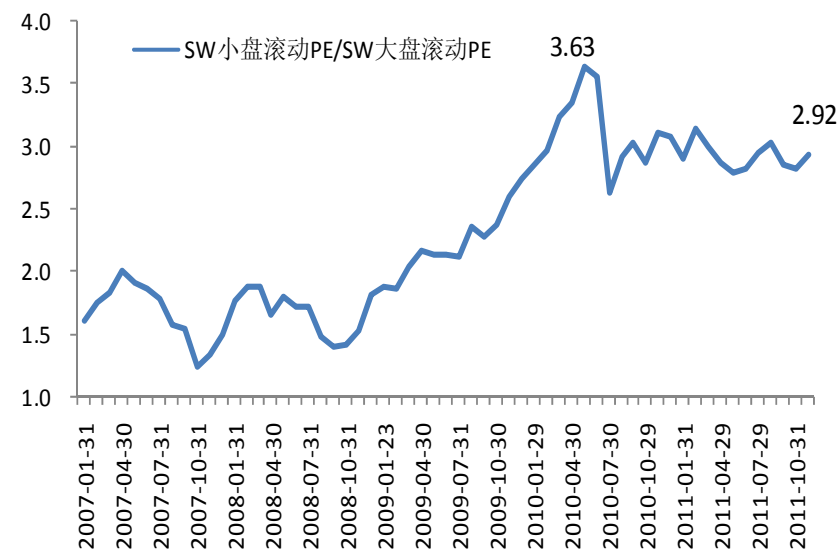
资料来源：WIND，国金证券研究所

- **2009年末至2010年中是中小股票表现最好的时期。目前中小股票与大盘股的相对估值泡沫程度并不严重**

中小和创业板相对沪深300的相对估值仍未有明显泡沫



小盘股相对大盘股的相对估值仍较合理



资料来源: WIND, 国金证券研究所

- 中小板和创业板中新兴产业涉及的板块比指数的弹性更大
- 综合发展趋势、市值容量和板块弹性考虑，TMT（电子软件信息）、高端装备制造和新能源（机械和电气设备）、新材料（有色、化工、建材）是值得战略性配置的品种

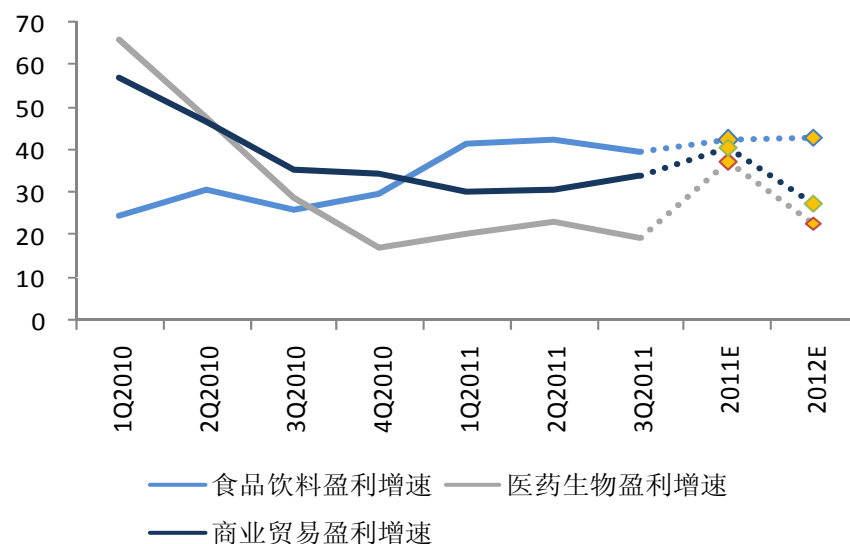
战略新兴产业的弹性更足

行业	BETA
建筑装饰	1.2716
有色金属	1.2711
金属制品	1.2683
汽车零部件	1.2074
电子	1.1912
仪器仪表	1.1549
采掘	1.1416
化学纤维	1.1402
建筑材料	1.1306
通用机械	1.1208
房地产	1.1120
计算机应用	1.0846
非汽车交运设备	1.0780
专用设备	1.0712
信息设备	1.0550
塑料	1.0523
化学制品	1.0470
家用轻工	1.0457
电气设备	1.0338
黑色金属	1.0331

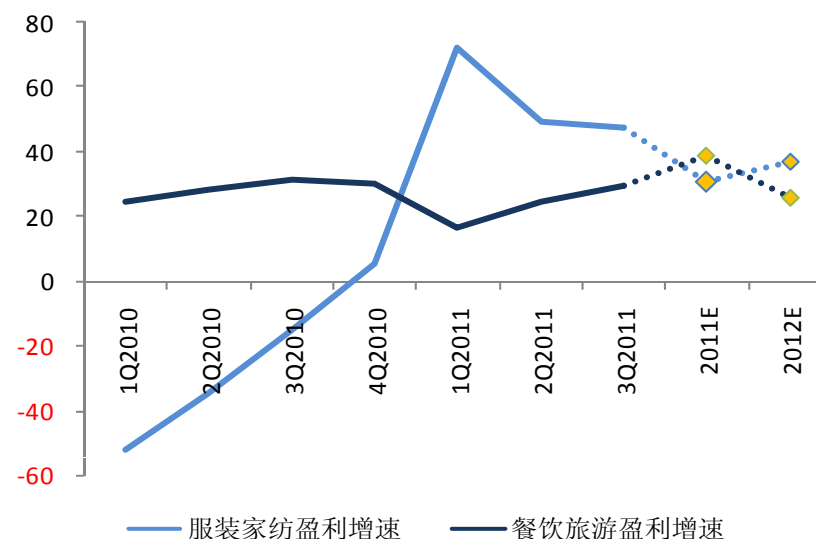
资料来源：WIND，国金证券研究所

- 消费品各子行业**2012年**的业绩增长仍能保持**20%以上**的较高速增长
- 但上半年**CPI**下行使得提价催化剂难以出现

食品饮料、医药生物和商业贸易明年仍能增长20%以上



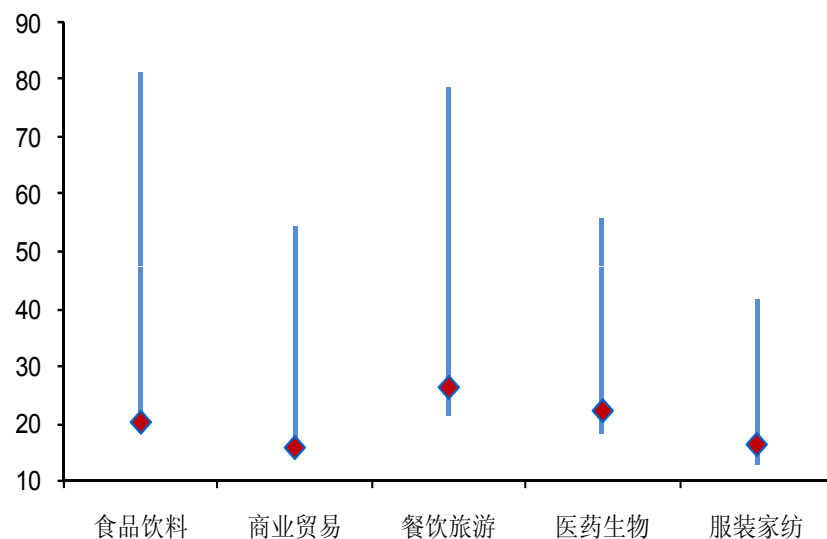
服装家纺和餐饮旅游明年仍能增长20%以上



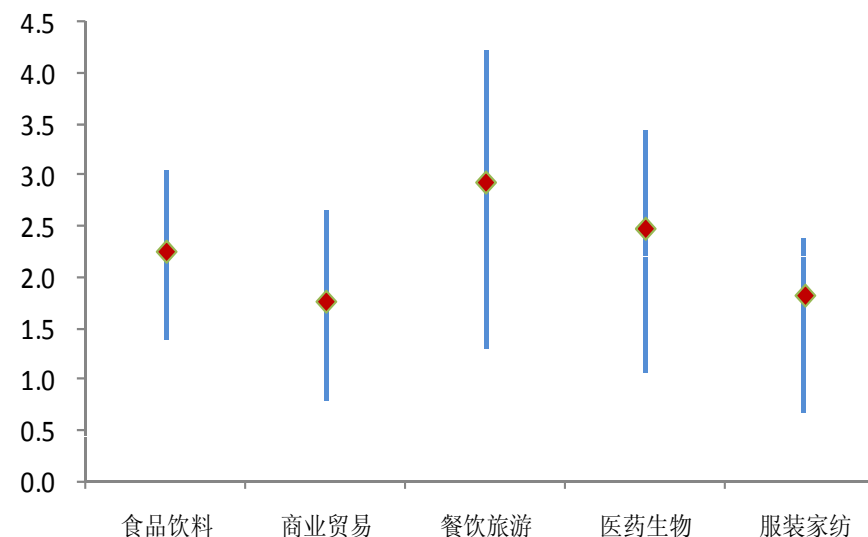
资料来源: WIND, 朝阳永续, 国金证券研究所

- 估值切换后消费行业**2012年绝对PE均在30倍以下**
- 综合发展前景、业绩、估值考虑，我们看好医药、旅游、家纺和品牌服饰

消费品行业绝对估值处于历史区间底部



消费品行业相对估值处于历史区间中位



资料来源：WIND，国金证券研究所

- 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

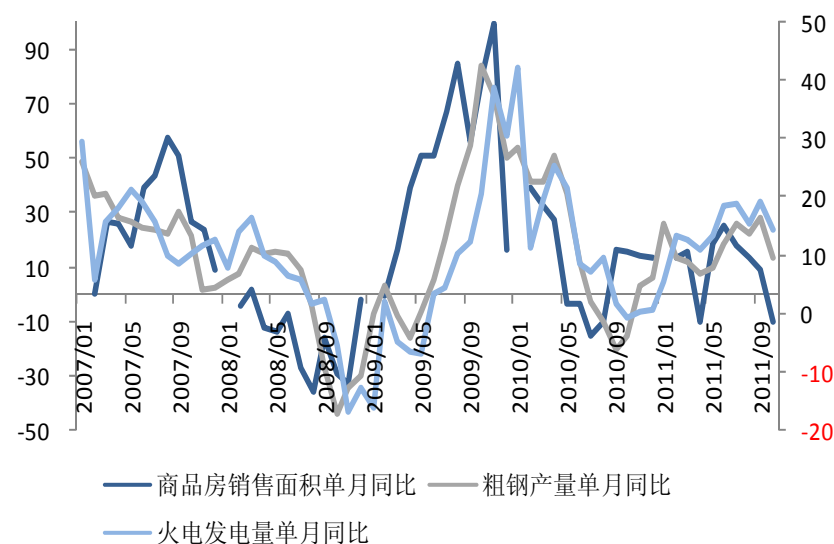
■ 传统周期行业：落花无奈

- 与实体流动性关系最密切的下游可选消费需求仍未出现好转
- 下游向中游传导一般需要**3个月**时间
- 整体经济重新进入活跃状态至少要到**2012年2季度**

货币和下游可选消费需求仍未显示好转信号



下游向中游传导需要3个月的时间



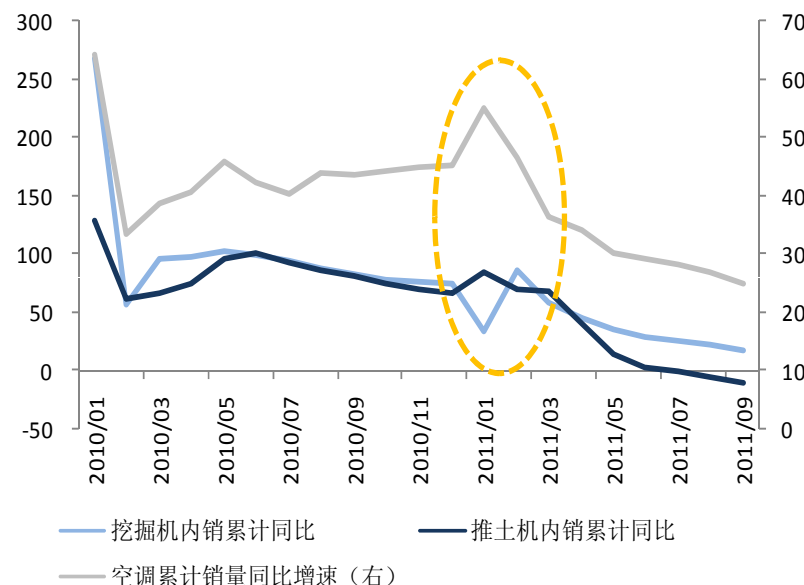
资料来源：WIND，国金证券研究所

- 水泥、化工等依靠价增长的行业景气回升仍需等待
- 工程机械、家电的销量增速将继续下降，一方面地产销售和出口的未见回暖，另一方面受到**2011年1季度**高基数的负面影响
- 上游资源类行业属于晚周期，景气恢复需要的时间更长

水泥和乙烯价格仍继续下行



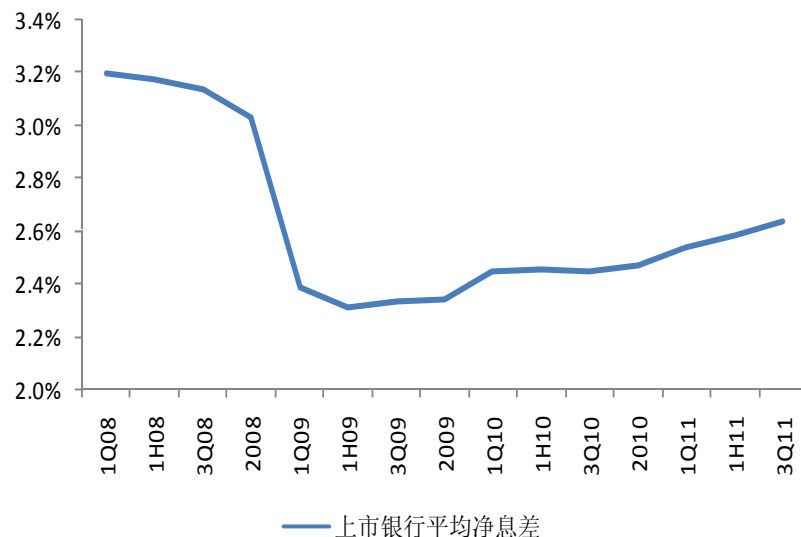
工程机械和家电2012年1季度受制于今年销量的高基数



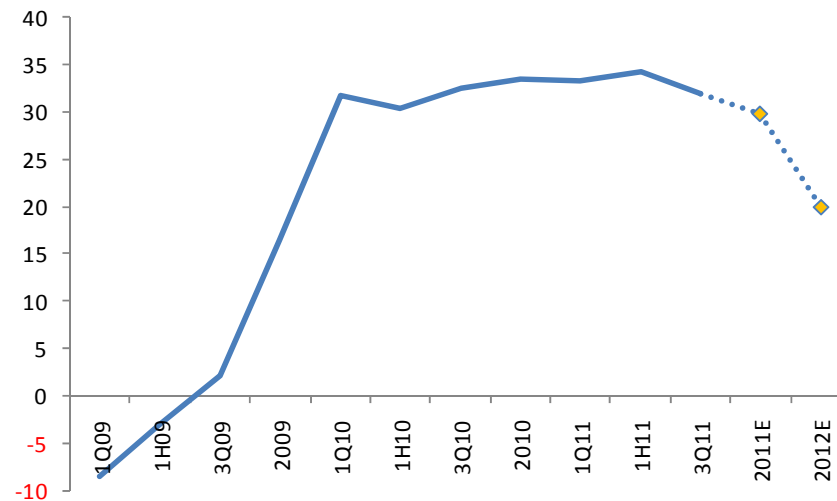
资料来源：WIND，数字水泥网，产业在线，国金证券研究所

- 本轮银行净息差高点在今年**3**季度已基本显现
- **2012**年如果降息，银行的利润增长回落将更为显著

银行净息差本轮已现高点



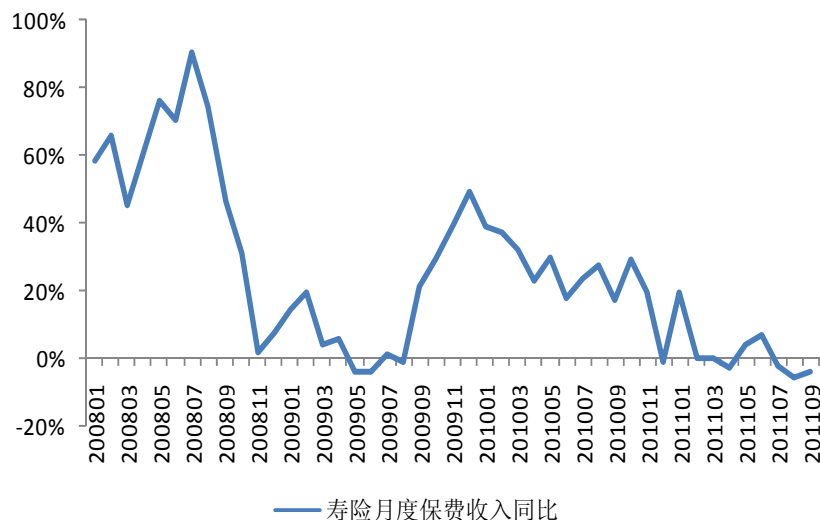
银行净利润增速将逐渐回落



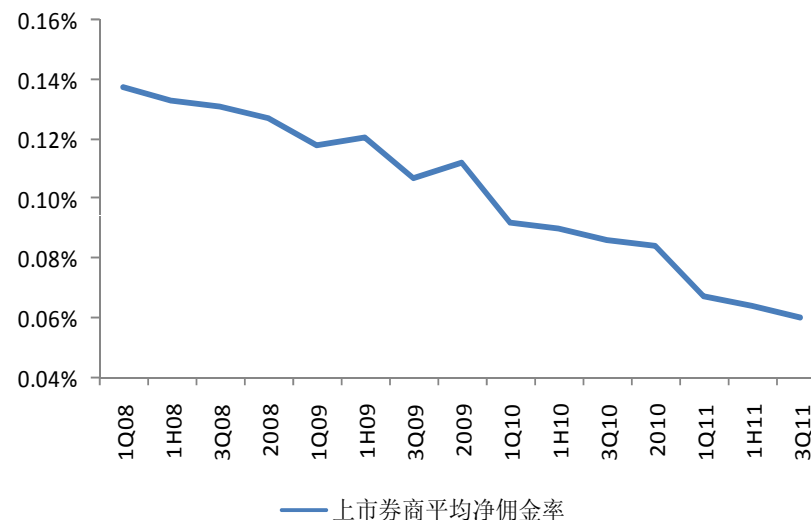
资料来源：WIND，朝阳永续，国金证券研究所

- 保费收入增长今年受银行理财急速膨胀的冲击很大，这一因素明年基本消除；债市回暖改善投资收益，业绩低点已过
- 券商行业佣金率基本触底，后续如果市场活跃，向上弹性最大

保费收入今年明显缩水



券商佣金率已接近极限低点



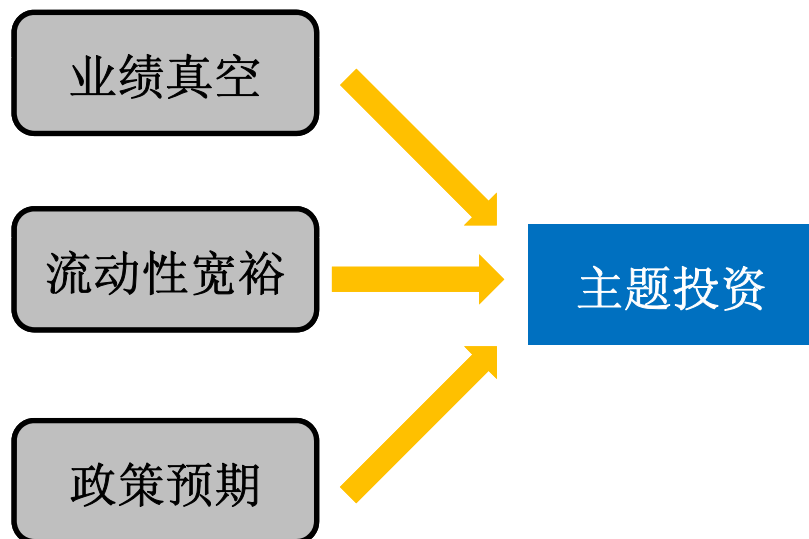
资料来源：WIND，国金证券研究所

- 代表“旧经济”的传统周期类行业景气度的提升需要等待较长时间、全年角度看只存在战术性的交易机会。需要关注下游可选消费出现回升的信号
- 金融板块中银行明年净息差将收窄、业绩增速逐渐放缓；相对看好基本面最坏情景和业绩低点已现的保险和券商

■ 2012一季：从战略主题到战术周期

- 一季度业绩真空、流动性宽裕、政策预期推动，为主题投资提供了最适宜的氛围

一季度提供了主题投资的适宜氛围



过往3年一季度主题投资大行其道

时期	主题	龙头公司	最高涨幅
2009年一季度	新能源	杉杉股份	208.85%
		中炬高新	158.79%
		孚日股份	149.72%
		科力远	124.18%
2010年一季度	区域	福田汽车	116.22%
		罗顿发展	169.95%
		皖通科技	107.37%
		罗牛山	104.55%
2011年一季度	水利	新疆城建	90.96%
		三峡水利	92.87%
		安徽水利	62.89%
		利欧股份	49.94%

资料来源：WIND，国金证券研究所

- 自**2011年10月24日**反弹以来，文化传媒、**TMT**涨幅居前
- 电力设备和新能源将受益于十二五规划、电价调整等诸多催化剂
- 历年中央一号文件均聚焦三农问题，过往**12年**农林牧渔**2**月份超额收益概率**92%**

保费收入今年明显缩水

时期	主题	龙头公司	最高涨幅
2011.10.24-11.17	文化传媒	中文传媒	81.66%
		天舟文化	68.37%
		华谊嘉信	65.29%
	TMT	三五互联	66.38%
		达华智能	62.26%
		浪潮软件	57.33%
		亿阳信通	49.62%
	电力设备及新能源	科泰电源	55.51%
		奥特迅	46.49%
		比亚迪	45.03%

一季度农业受益一号文件

	农林牧渔2月超额收益
2000	11.04
2001	0.38
2002	2.69
2003	-0.88
2004	3.17
2005	1.15
2006	1.86
2007	11.91
2008	14.36
2009	4.55
2010	3.38
2011	7.36

资料来源：WIND，国金证券研究所

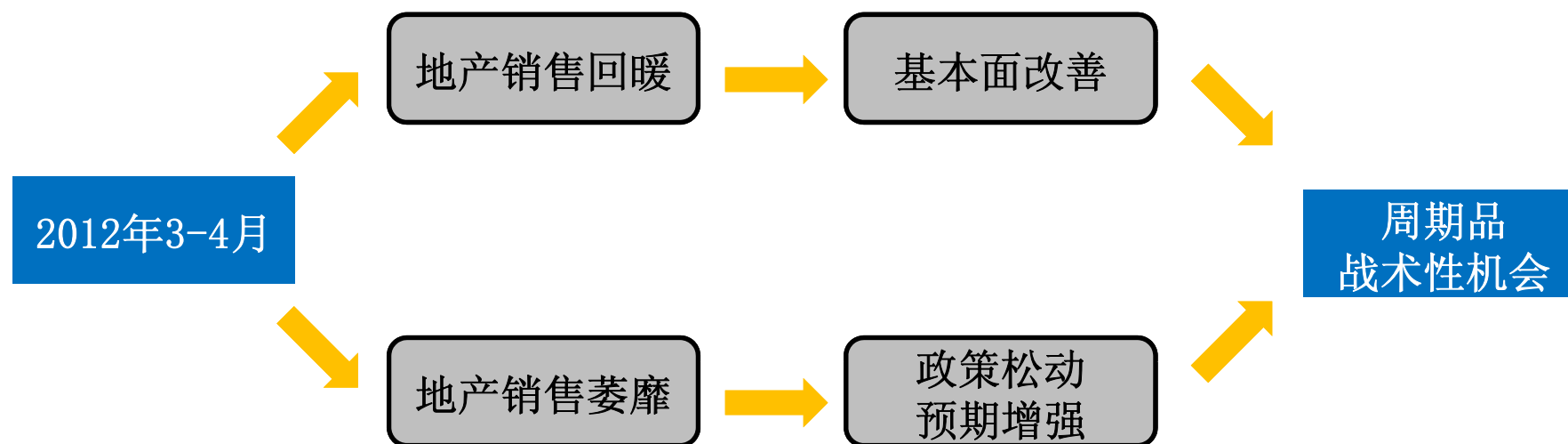
- 参考历年表现，综合考虑超额收益幅度和概率，消费类优选旅游
- 一季度存在降准可能，债券收益率将明显下行，对保险构成催化剂

从历年表现看，消费行业优选旅游

一季度相对 上证综指超 额收益	食品饮料	服装家纺	医药生物	商业贸易	餐饮旅游
2000	-3.99%	14.40%	4.04%	12.30%	18.81%
2001	0.01%	-0.55%	-2.99%	-1.10%	-5.07%
2002	1.15%	0.76%	0.72%	-1.27%	3.04%
2003	-6.41%	-5.38%	-7.18%	-5.48%	-0.37%
2004	3.29%	5.91%	0.69%	8.95%	11.64%
2005	9.70%	-2.87%	-1.16%	0.77%	7.64%
2006	13.75%	-2.45%	-4.51%	7.00%	-2.31%
2007	3.08%	60.54%	42.93%	37.47%	10.60%
2008	9.27%	12.89%	12.58%	13.48%	16.22%
2009	-9.99%	16.31%	-3.46%	0.04%	20.44%
2010	1.02%	14.54%	10.47%	6.61%	18.40%
2011	-6.79%	-6.06%	-12.21%	-6.53%	-4.33%
全部年份超 额收益平均	1.17%	9.00%	3.33%	6.02%	7.89%
全部年份超 额收益概率	66.67%	58.33%	50.00%	66.67%	66.67%
最近4年超 额收益平均	-1.62%	9.42%	1.84%	3.40%	12.68%
最近4年超 额收益概率	50.00%	75.00%	50.00%	75.00%	75.00%

资料来源：WIND，国金证券研究所

- 进入3月份，随着一季度信贷回升和经济旺季的来临，以地产产业链为代表的周期品将迎来关键时期
- 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
- 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





国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn

敬请雅正 欢迎交流

国金证券研究所 冯宇
电话：(8621) 61038262
邮箱：fengyu@gjzq.com.cn
2011年11月