

2012 年投资策略报告

股票投资策略报告

本报告的主要看点:

1. 分析 2012 年大类资产切换的逻辑和脉络。
2. 判断 2012 年 A 股的整体运行特征和大致节奏。
3. 对股市战略和战术配置做相应思考。

走过寒冷的冬天

基本结论

■ 2012 年大类资产中，股市吸引力提高。

- 2012 年宏观经济运行和政策导向以稳为主，经济波动较低，增速先降后稳；通胀在上半年持续走低，信贷回升，资金面相对宽松，大类资产中股市吸引力提高。
- 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股市估值回升。在经济软着陆的前提下，企业盈利温和增长，我们预计中性假设下 A 股盈利增长 10.8%，乐观情景下增长 15.3%，上证综指核心波动区间（2100,3200）。2100 点对应着 10% 业绩增长和 9 倍 PE，3200 点对应着 15% 业绩增长和 13 倍 PE。

■ 2012 年 H1：估值提升，成长泡沫化，周期切换。

- 估值提升是 2012 年上半年 A 股的主要有利因素。债券领先股票现象的背后是债券利率的降低有助于估值的提升。11 年 10 月份以来国债利率走低，而信用利差仍在攀升，随着无风险利率和风险溢价的走低，股市估值得以提升，这大概率发生在明年 3 月前后。
- 成长股泡沫化是一季度的主要特征。一季度经济继续回落且是经济淡季，难以走出大级别的周期股行情。而历年 12 月到次年 3 月两会期间都是政策利好频出的阶段，同时流动性的改善、成长股估值的提升空间都支持成长股的泡沫化。
- 2 季度是风格阶段性切换的关键时期。2 季度是经济活动旺季，如果地产、汽车销售强劲，周期股景气度抬升，地产、汽车、机械等周期性股票具备主动进攻机会。如果经济继续低迷，经济系统性风险将打击成长泡沫，金融、地产等低估值的周期性股票具有被动防御价值。建议 1 季度后期提前布局周期股。
- 风险提示：全球刺激政策导致通胀超预期回升，经济重回滞涨格局；欧债危机恶化导致系统性风险。

■ 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，配置逻辑遵从宏观逻辑。
- 经济内生性趋势基本独立于政策外力，值得战略性持有。收入和人口结构变化、科技创新将带来新型消费的快速增长；新兴产业受益于需求、技术进步和政策支持有望加速发展。我们看好保险、旅游、电子消费、轻工、新材料、新能源。
- 守住经济平稳运行底限，可能倒逼传统投资改头换面重启，具有战术冲击价值。铁路、电气设备、核电、特高压可能受益。

陶敬刚 分析师 SAC 执业编号：S1130511030030
(8621)61038296
taojg@gjzq.com.cn

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

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

内容目录

大类资产中的优胜者	4
2011 年大类资产收益率曲线倒挂	4
2012 年，股票吸引力提高	4
债股切换的核心是经济硬/软着陆问题	5
2012 上证核心波动区间（2100,3200）	6
2012 年上半年：成长泡沫和周期切换	7
2012H1：估值提升	7
2012H1：成长泡沫化与周期切换	7
1 季度难以形成大级别的周期股行情	7
Q1：氛围适宜成长股的泡沫化	8
Q2：关注周期切换	10
对全年配置的思考：有守有望	13
战略持有：展望消费新亮点	13
战略持有：展望投资新模式	14
战术冲击：守住传统投资	16

图表目录

图表 1：信贷收缩和需求旺盛导致大类资产收益率曲线倒置	4
图表 2：金融途径回归传统信贷，有助于降低资金价格	5
图表 3：信贷回升，降低资金压力，有助于股票估值回升	5
图表 4：2008 年国债 6 月底见底，股市 11 月初见底，债领先股 4 个半月	5
图表 5：9 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	5
图表 6：宏观形态：2012 年经济软着陆	6
图表 7：盈利预测，温和增长，前低后高	6
图表 8：上证综指敏感性测算表	6
图表 9：06 年以来上证指数估值 K 线图	6
图表 10：08 年国债利率领先股市估值底 4 个半月出现，10 月份 A 股估值先行触底拉动市场反弹	7
图表 11：当前国债利率下行，低等级中票以及风险溢价仍在攀升	7
图表 12：宏观预计 2012H1 经济环比回升，物价下降	7
图表 13：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	7
图表 14：信贷同步或领先经济一个季度，经济回升需要更持续的信贷拉动	8

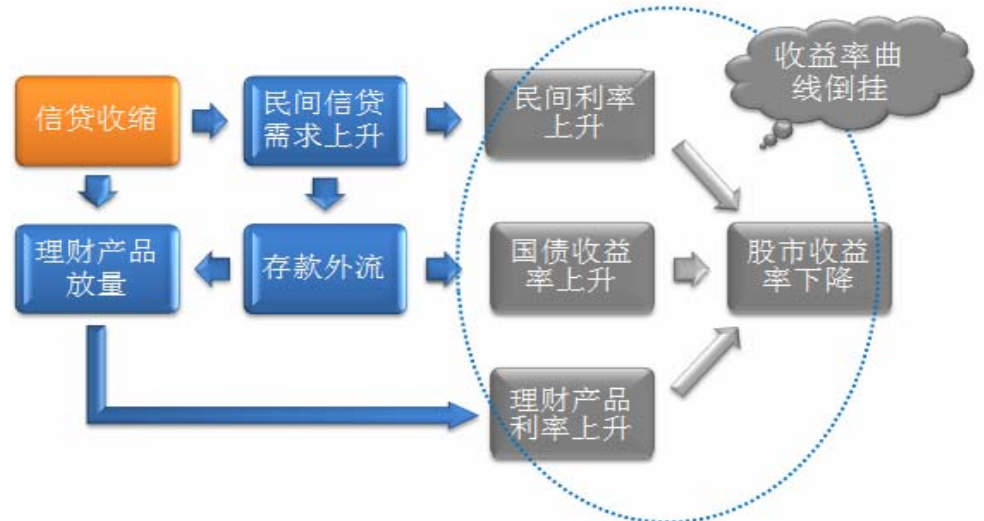
图表 15: 1 季度是历来的经济淡季 (产量占全年比重)	8
图表 16: 每年的年末到次年一季度, 利好政策频出	8
图表 17: 10 月份以来货币出现微调	9
图表 18: 实际利率攀升、物价和经济下滑, 11 年 Q1 货币政策进一步放开的空间打开	9
图表 19: 当前多数成长行业相对估值较最高点仍有一定距离	9
图表 20: 2008、2010、2011 年 4 次股市启动的步骤	10
图表 21: 消费成长风格的转变只有系统性风险来临或者周期景气拐点到来之际才会出现	10
图表 22: Q2 是地产、汽车旺季, 旺则估值修复, 不旺则刺激预期强烈	11
图表 23: 3 月前后, 年报披露期来临, 成长股面临业绩考验	11
图表 24: 10 年来通胀超预期都是市场下跌的直接原因	11
图表 25: 海外经济体已经在开始新一轮货币放松	11
图表 26: 欧债危机冲击投资者情绪和估值	12
图表 27: 明年 2-4 月份依旧是欧债偿还的高峰期	12
图表 28: 联合国预计未来 3-5 年, 中国多数年龄段人口 (千) 仍处于上升通道	13
图表 29: 主打消费品种迎来加速发展期, 指向娱乐、电子、休闲度假、奢侈品、保健品、医疗卫生	13
图表 30: 中美消费结构差异透视家居用品/服务、医疗保健、金融保险等方面的巨大增长空间	14
图表 31: 消费升级、科技创新能够推动一些消费行业和公司加速增长	14
图表 32: 和消费相关的轻工业, 增长稳定, 可推论为消费类行业	15
图表 33: 文教、消费类行业投资增长稳定	15
图表 34: 轻工业中的部分子行业具有稳定的收入和业绩增长	15
图表 35: 新兴产业投资加速的逻辑	16
图表 36: 仪器、设备投资增速高	16
图表 37: 化工新材料投资增速高	16
图表 38: 地产、基建及关联重工业占据了投资比重的 70% (11 年前 3 季度), 对经济影响巨大	17
图表 39: 传统投资改头换面的途径与政策铺垫	17
图表 40: 以铁路为例, 2012 年的增速显然有超预期空间	17

大类资产中的优胜者

2011 年大类资产收益率曲线倒挂

- 2011 年，尤其是上半年，信贷紧缩+需求旺盛导致了大类资产收益率曲线的倒挂。政府不断收缩信贷，旺盛的需求推升了民间信贷的资金利率；同时，存款的外流导致银行大量发行理财产品以扩张中间业务，造成理财产品和国债利率的攀升。此类资产收益率的攀升削弱了股市的吸引力和收益率。从大类资产的角度而言，收益率曲线出现了倒挂的现象。

图表1：信贷收缩和需求旺盛导致大类资产收益率曲线倒置

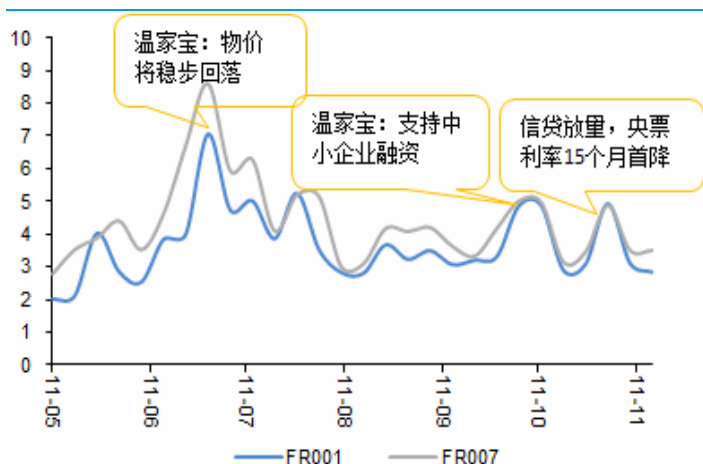


来源：国金证券研究所

2012 年，股票吸引力提高

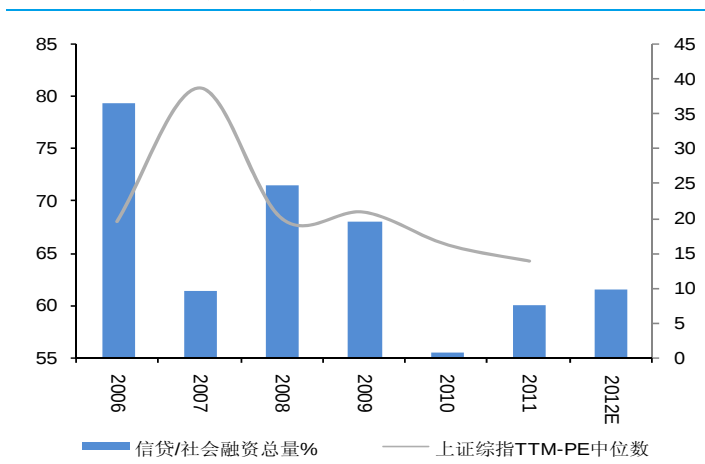
- 经济下滑导致的资金需求降低和货币政策的微调能够改变大类资产收益率曲线。今年 10 月份以来，由于经济快速下滑、物价回落、资金链断裂的风险出现，政策出现了微调：温家宝 10 月温州调研指出支持中小企业融资，接下来各种支持小微企业的金融、财税政策相继出台；10 月份新增信贷环比大幅上涨，央行 3 季度货币政策执行报告也明确提出适时适度进行微调；11 月份央行先后下调农信社和全体银行存款准备金率 50 个基点。在经济下滑和政策面改善的推动下，民间借贷和理财产品等短端资产收益率下滑。
- 另一方面，信贷供给的相对改善有利于提高股市的估值水平。07 年以来 A 股 PE 中位数持续走低，一个相关的背景即是信贷占融资总额比重的不断下降。由于政策空间的打开，国金宏观小组预计 2012 年信贷投放将达到 8 万亿，而融资总额约 13 万亿，使得信贷占比提高，并有利于改善估值的估值水平，从而有利于提高 2012 年股市收益率。

图表2：金融途径回归传统信贷，有助于降低资金价格



来源：国金证券研究所

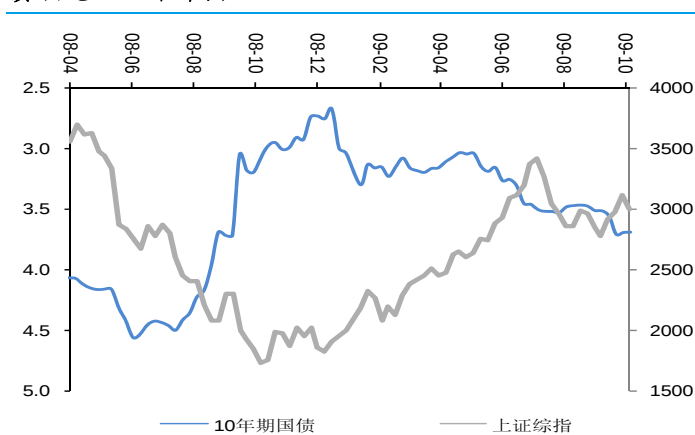
图表3：信贷回升，降低资金压力，有助于股票估值回升



债股切换：08 年经验

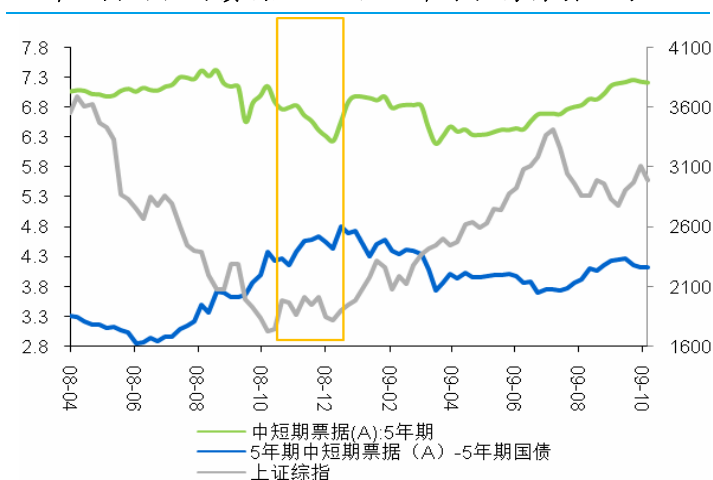
- 我们在 2011 年秋季报告中提出了“股债切换”的前景，这依旧是资金在大类资产期限上选择的结果。11 年 10 月份以来，国债利率已经开始走低，股市如何启动是市场普遍关心的问题。2008-2009 年经历了典型的资产轮动过程：2008 年国债收益率 6 月底见顶股市 11 月初见底，债市领先股市 4 个半月先行回升。虽然 08 年 9 月份信用债收益率即见顶，但直到 09 年 1 月信用利差见顶回落，股市才真正启动大行情。本质上，国债利率、信用债利率的走低能够降低股票贴现率，从而提高估值，而信用利差的走低则隐含了盈利预期的改善，因而是股市大行情的一个积极信号。

图表4：2008 年国债 6 月底见底，股市 11 月初见底，债领先股 4 个半月



来源：国金证券研究所

图表5：9 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

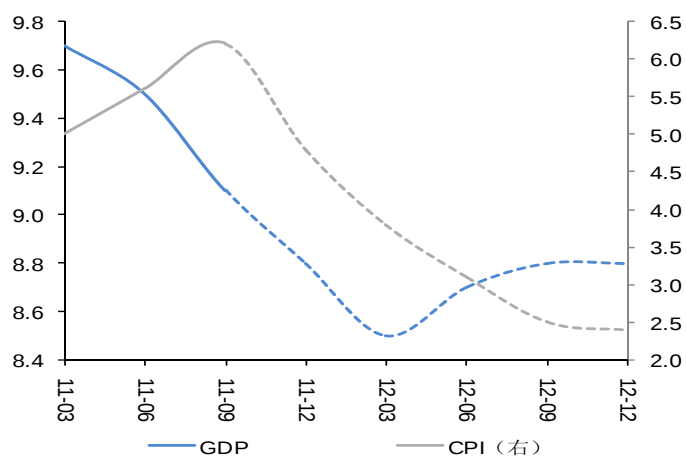


债股切换的核心是经济硬/软着陆问题

- 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。
- 国金宏观组预测 2012 年是软着陆的一年。从同比来看，2011 年四季度至 2012 四季度 GDP 当季同比分别为 8.8%、8.5%、8.7%、8.8%、8.8%，增速前低后高，整体波动较小。在此前提之下，我们预计 2012 年 A 股盈

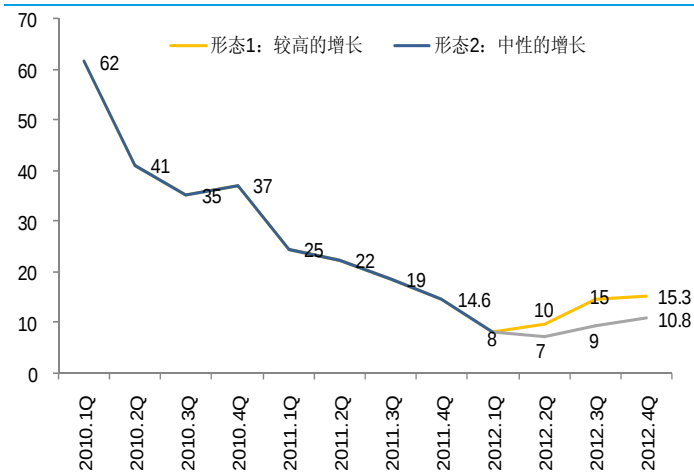
利中性水平下全年增长 10.8%，乐观情景下增长 15.3%；形态分布上 2012 上半年见底后下半年略有回升。

图表6：宏观形态：2012 年经济软着陆



来源：国金证券研究所

图表7：盈利预测，温和增长，前低后高



2012 上证核心波动区间（2100,3200）

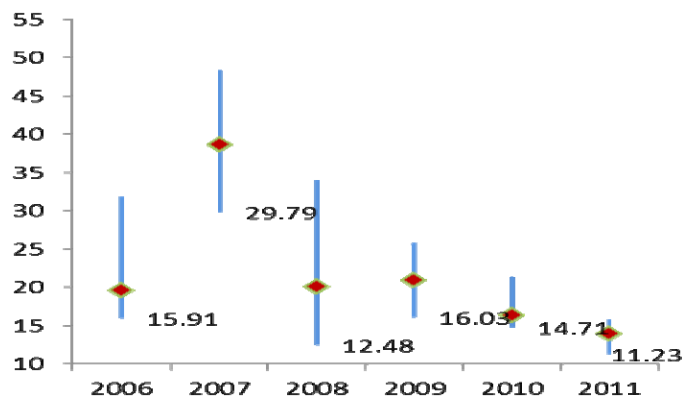
- 在上述前提下，我们预期 2012 年全年上证综指核心波动区间 2100~3200。2100 点对应着 10%的业绩增长和 9 倍的 PE 水平，3200 对应着 15%业绩增长和 13 倍 PE 水平。经济阶段性恶化导致的盈利预期快速下调（比如负增长）可能导致市场探底。
- 在政策面相对宽松和经济见底复苏的大背景下，估值改善是推动股市上行的有利因素。

图表8：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

来源：国金证券研究所

图表9：06 年以来上证指数估值 K 线图

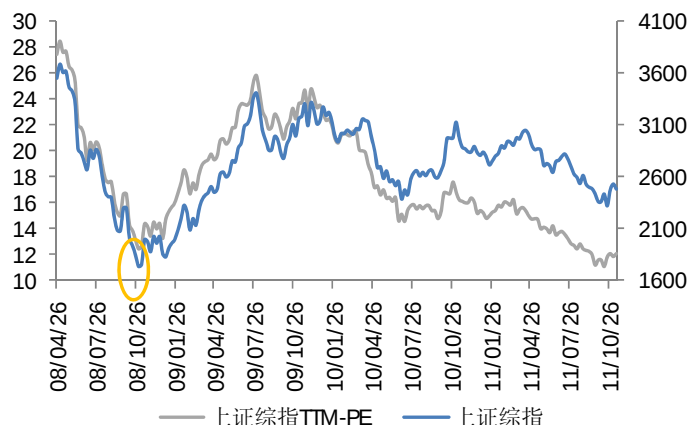


2012 年上半年：成长泡沫和周期切换

2012H1：估值提升

- 利率下行将提升股市估值水平。2008 年经验显示国债领先股市（估值）4 个半月，风险利差（信用债和国债利差）同步负相关市场。
- 2011 年国债利率从 10 月份开始下滑，当前信用债利率、风险利差仍在攀升。从 08 年经验来看，2012 年 3 月前后股市估值可能改善。

图表10：08 年国债利率领先股市估值底 4 个半月出现，10 月份 A 股估值先行触底拉动市场反弹



来源：国金证券研究所

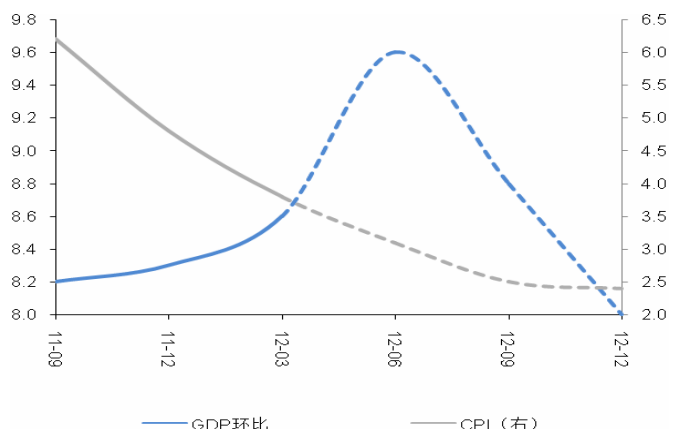
图表11：当前国债利率下行，低等级中票以及风险溢价仍在攀升



2012H1：经济和盈利环比筑底回升

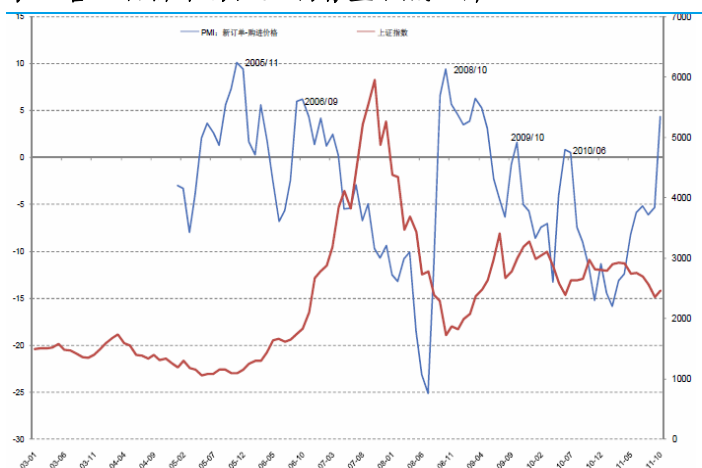
- 国金宏观小组预计 2012 年上半年经济环比见底回升，物价水平持续走低。在需求转好、成本下降的情况下，企业盈利有望见底回升。物价下降、政策支持、企业盈利见底回升的预期有利于明年上半年股市的投资。

图表12：宏观预计 2012H1 经济环比回升，物价下降



来源：国金证券研究所

图表13：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

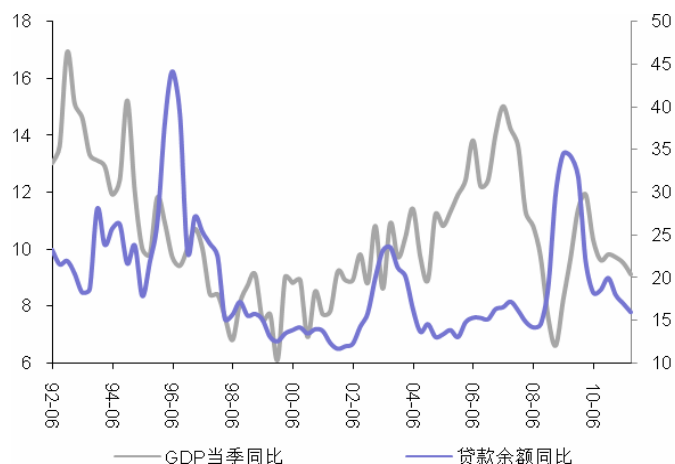


2012H1：成长泡沫化与周期切换

1 季度难以形成大级别的周期股行情

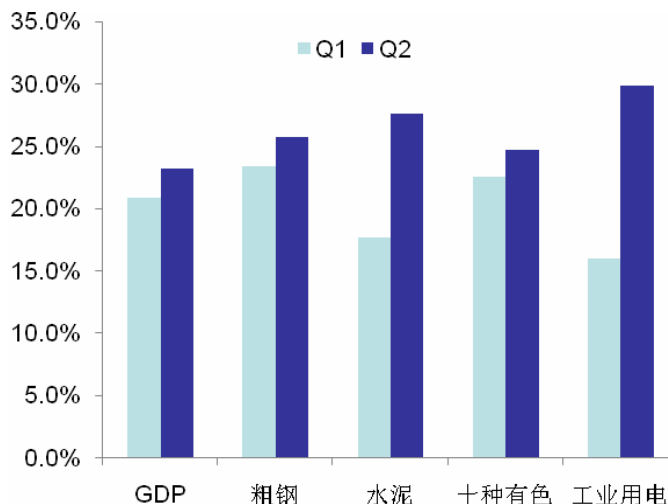
- 一方面 1 季度经济下滑仍在延续。另一方面，1 季度是经济淡季，主要工业品产量在全年产量所占比重较低。低景气和淡季将压制期股在 1 季度的表现。

图表14：信贷同步或领先经济一个季度，经济回升需要更持续的信贷拉动



来源：国金证券研究所

图表15：1 季度是历来的经济淡季（产量占全年比重）



Q1：氛围适宜成长股的泡沫化

- 利好政策活跃。每年年末到次年一季度是利好政策频出的时期。历年 12 月初召开中央经济工作会议，确定来年政策基调；1 月底中央 1 号文件出台；次年 3 月召开两会；12 月到次年 3 月之间均是政策频出的时期。

图表16：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、拉内需；食品安全	十二五规划；教育；低碳经济	个税起征点上调	

来源：国金证券研究所

- 业绩真空期。2011 年三季报已经公布，成长股盈利大幅低于预期，这使得未来继续低于预期的空间和杀伤力减弱。并且年报和 12 年一季报将在明年 3-4 月份开始公布，此前是业绩真空期。因此从目前开始到明年 1 季度，频繁出台的政策有望刺激成长股活跃。

- 货币环境趋于改善。10 月份以来，货币已经开始微调，随着物价和经济下行、实际利率攀升，11 年 Q1 货币放松的空间进一步打开。1 季度股市难以上演周期股大行情，但在政策改善的催化下，结构性行情有望出现。

图表17：10 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

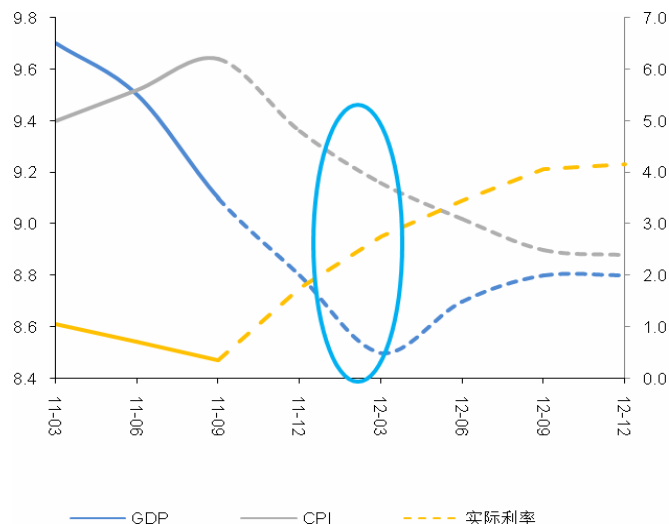
10月 银监会提出支持商业银行进一步改进小
25日 型微型企业金融服务的8项政策

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

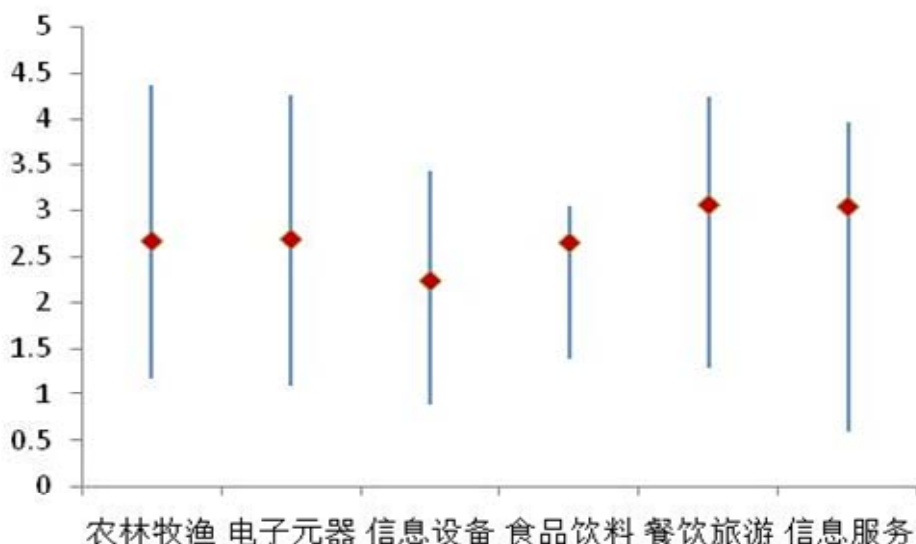
来源：国金证券研究所

图表18：实际利率攀升、物价和经济下滑，11 年 Q1 货币政策进一步打开的空间打开



- 估值溢价尚未见顶。目前成长股相对估值和历史最高点还有相当差距，成长股的估值溢价还有空间。

图表19：当前多数成长行业相对估值较最高点仍有一定距离



来源：国金证券研究所

- 几次反弹的历史经验

- 从 2008、2010、2011 年的四次反弹（2008 年 11 月、2010 年 7 月、2011 年 6 月、2011 年 10 月）来看，政策变动级别影响反弹阶段的行业表现。大级别的政策反转（08、10 年）有利于周期股行情的演绎，政策的微调（11 年两次）有利于消费成长的相对表现。

- 估值高低也影响股市上扬阶段的行业表现：低估值行业很难持续跑赢，这反映此类行业缺乏景气度和估值进攻弹性。而估值较高行业能够跑赢，反映了估值较高的消费股盈利稳定、成长股业绩和估值高弹性能够更多受益。

图表20：2008、2010、2011 年 4 次股市启动的步骤

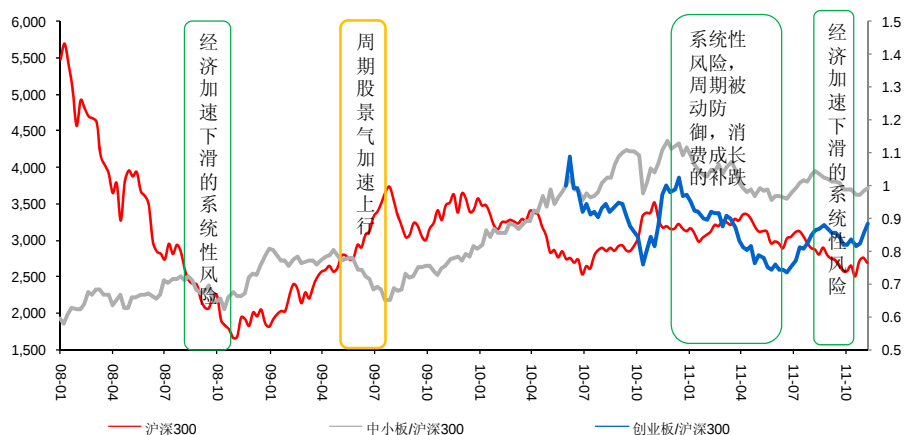
	2008-10-31 (PE-TTM)	Nov-08 (涨幅) (涨幅)		2011-05-31 (PE-TTM)	1106-1108 (涨幅) May-11(涨幅)
机械设备	13.37	28.580	49.970食品饮料	34.28	3.640
信息设备	14.65	19.380	49.700餐饮旅游	46.64	1.330
有色金属	11.23	19.050	40.600纺织服装	26.42	3.010
交运设备	11.89	16.320	40.210医药生物	35.59	1.430
建筑建材	20.06	29.230	39.180农林牧渔	46.63	0.400
农林牧渔	20.73	20.370	38.120轻工制造	31.89	2.380
综合	17.05	16.220	37.790化工	17.53	5.120
电子	15.21	14.200	37.190中小板指	34.17	4.220
	2010-06-30 (PE-TTM)	Jun-10 (涨幅) (涨幅)		2011-09-30 (PE-TTM)	Oct-11 (涨幅) (涨幅)
有色金属	33.44	13.260	37.270信息服务	33.96	10.99
农林牧渔	43.85	13.690	32.890金融服务	7.69	4.23
食品饮料	30.61	12.090	31.330公用事业	21.65	7.42
交运设备	16.36	18.910	31.210餐饮旅游	37.97	6.80
综合	45.12	18.590	28.460房地产	14.53	0.27
商业贸易	28.78	12.760	28.320建筑建材	13.47	0.03
机械设备	25.5	16.080	28.210食品饮料	29.96	4.85
医药生物	31.35	9.420	27.850综合	23.78	4.37

来源：国金证券研究所（4 轮反弹一个季度内涨幅前 8 行业，橙色底纹表示反弹一个月内排名也居前 8 的行业；估值列中红色底纹表示反弹前估值排名最高的 8 个行业，绿色底纹表示最便宜的 8 个行业）

Q2：关注周期切换

- 消费成长风格的延续和周期股的切换是一个硬币的两面。从消费成长到周期的切换有两种逻辑：一是经济的景气拐点或者政策大级别转向出现后周期的主动进攻，二是系统性风险来临时的被动防御。2008 年 8-10 月、2011 年 1-6 月、2011 年 9 月周期股跑赢消费成长股的原因都在于在系统性风险下，周期股由于估值便宜可以作为防御性配置，消费和成长股在系统性风险冲击下补跌。2009 年 5-8 月的周期股跑赢的原因在周期性行业伴随经济过热而景气度快速攀升，这是一次进攻的案例。

图表21：消费成长风格的转变只有系统性风险来临或者周期景气拐点到来之际才会出现

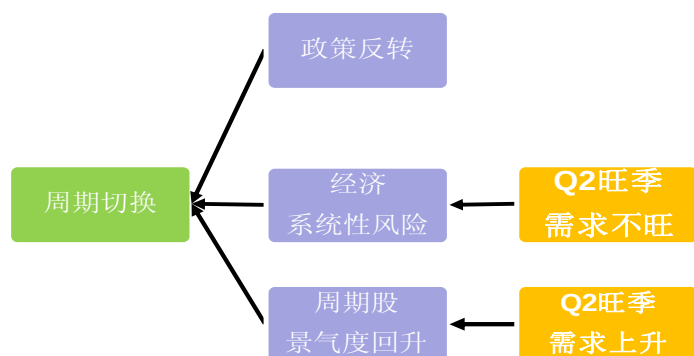


来源：国金证券研究所

- 目前来看，2012 年 Q2 是风格阶段性切换的关键时期。Q2 是经济旺季，如果地产、汽车销售强劲，周期股景气度抬升，地产、汽车、机械等周期性股票可以主动进攻。如果经济继续低迷，经济系统性风险将打击成长泡

沫，金融、地产等低估值的周期性股票吸引力提高。无论是由于景气度提升还是系统性风险下的被动防御，周期股都有望跑赢消费成长股，因此建议 1 季度后期提前布局周期股。

图表22: Q2 是地产、汽车旺季，旺则估值修复，不旺则刺激预期强烈



来源：国金证券研究所

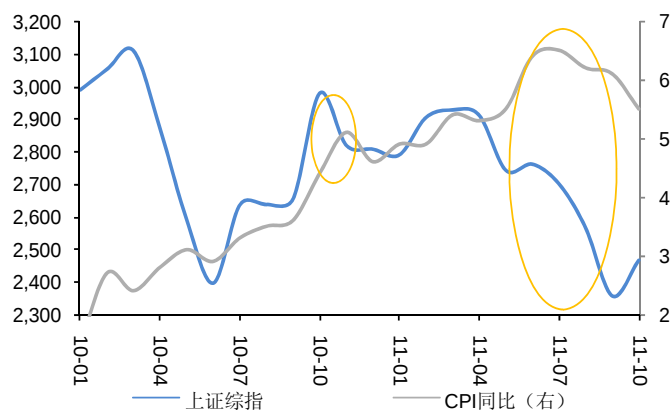
图表23: 3 月前后，年报披露期来临，成长股面临业绩考验

	11年盈利预测 (截至 11.18)	3季报增速	3季度增速-全年预期
农林牧渔	84.4	32.9	-51.6
电子元器件	43.1	-2.4	-45.5
信息设备	26.4	-6.8	-33.2
餐饮旅游	38.3	29.7	-8.6
商业贸易	40.7	34.2	-6.5
食品饮料	42.6	39.7	-2.9
信息服务	33.0	34.9	1.9
纺织服装	21.1	39.7	18.5

■ 判断风险

- 在全球金融和经济困境下，如果海外刺激计划为全球市场注入过多流动性，通胀将超预期回升，经济重回滞胀格局。这种情况下，消费类股票将表现相对突出。
- 如果欧债危机进一步恶化导致全球金融、经济系统性风险升温，A 股普跌，成长股会加速调整。

图表24: 10 年来通胀超预期都是市场下跌的直接原因

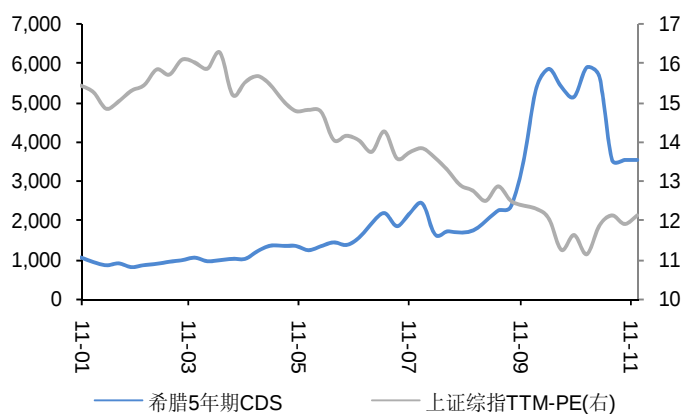


来源：国金证券研究所

图表25: 海外经济体已经开始新一轮货币放松

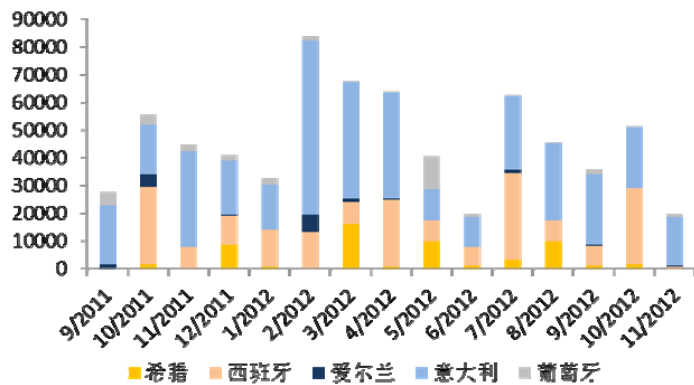
时间	事件
8月4日	欧洲央行在暂停四个月后重启购买政府债券
8月31日和 10月19日	8月31日，巴西央行下调基准利率0.5个百分点 10月19日，巴西央行下调基准利率0.5个百分点
9月26日	以色列央行下调关键利率25个基点
10月11日和 11月10日	10月11日，印尼央行降息25个基点 11月10日，印尼央行降息50个基点
11月1日	澳大利亚央行调低官方利率25个基点
11月3日	欧洲央行宣布降息25个基点

图表26：欧债危机冲击投资者情绪和估值



来源：国金证券研究所

图表27：明年2-4月份依旧是欧债偿还的高峰期



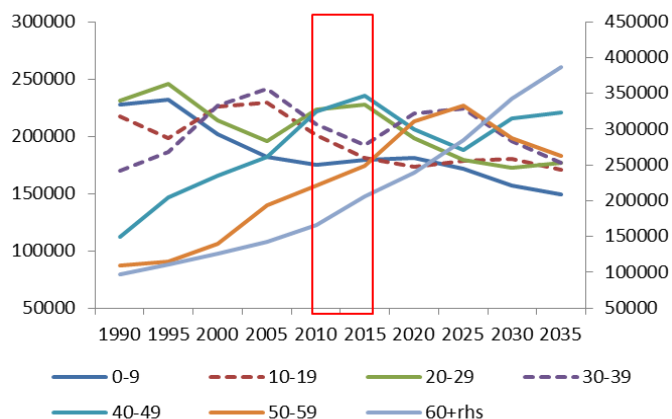
对全年配置的思考：有守有望

- 上述市场的判断，取决于我们对经济运行、政策导向的预判，需要进一步逻辑推演。对政策和经济运行的推演过程，也是形成配置逻辑的过程。
- 我们的核心逻辑在于，政策导向一是守住宏观调控成果，二是守住经济平稳运行底限，三是顺应经济内生性趋势，宏观经济整体波动较低。经济内生性趋势基本独立于政策外力，值得战略性持有，关注新材料、新能源、轻工、旅游、电子消费等行业。守住经济平稳运行底限，可能倒逼传统投资改头换面重启，具有战术冲击价值，关注铁路、核电、特高压。

战略持有：展望消费新亮点

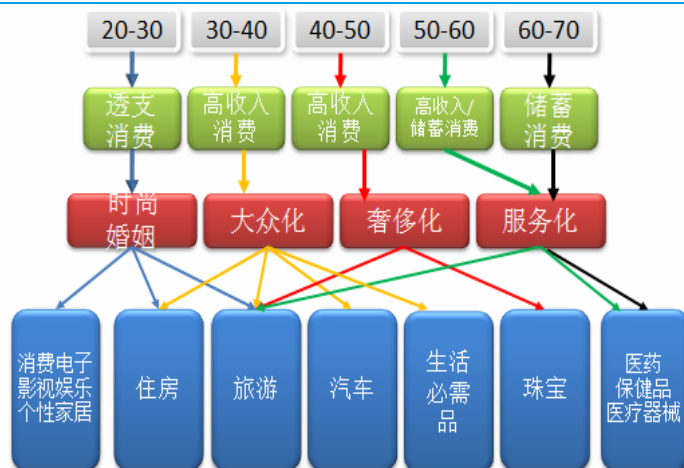
- 传统消费稳定增长，消费升级和科技创新推动新消费加速增长。
 - 收入和人口结构主导需求结构变迁。联合国预计未来 3-5 年，中国 20-30 岁、40 岁及以上、10 岁以下的人口仍将处于上升通道。20-30 岁之间的人口增长将拉动对电子产品、影视娱乐、旅游等时尚消费及对住房、家居的消费。40 岁及以上的人口增长将拉动对旅游、汽车、珠宝等高档消费以及对医疗保健等的服务性消费。

图表28：联合国预计未来 3-5 年，中国多数年龄段人口（千）仍处于上升通道



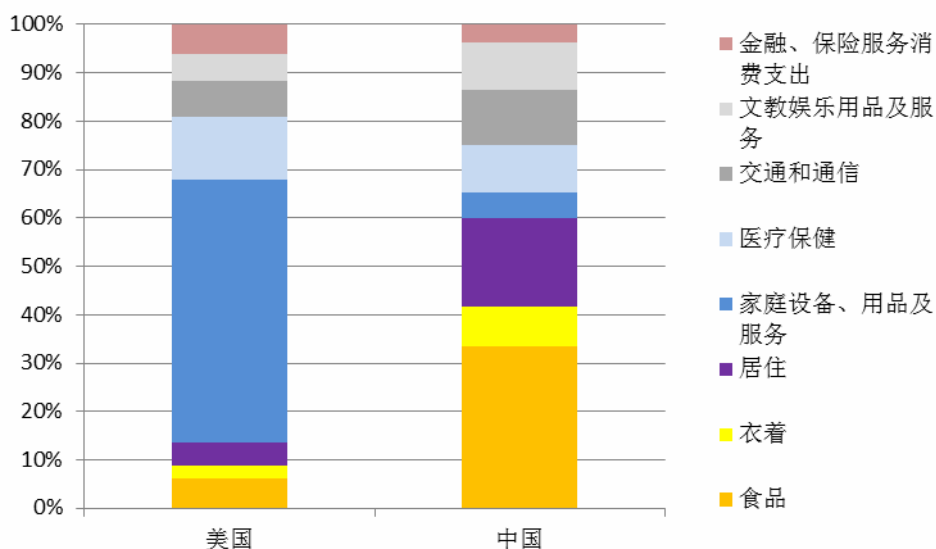
来源：国金证券研究所

图表29：主打消费品种迎来加速发展期，指向娱乐、电子、休闲度假、奢侈品、保健品、医疗卫生



- 中国的消费结构存在提升空间。在中国，消费主要是必需品，衣、食、住等必须消费在总消费中占比高达 60%，家居用品及服务、医疗保健、金融保险服务等在总消费中占比不到 20%；在美国，这三项在总消费中占比超过 70%。由此可见，中国的消费结构有很大的升级空间，特别是家居用品及服务、医疗保健、金融保险服务等方面的消费存在巨大的增长空间。

图表30：中美消费结构差异透视家居用品/服务、医疗保健、金融保险等方面的巨大增长空间



来源：国金证券研究所

- 科技创新带来的新消费值得关注。新型电子产品、电子支付、云计算、物联网、通讯技术升级将带动电子、通讯、软件及其上游新型原材料等行业的快速增长。

图表31：消费升级、科技创新能够推动一些消费行业和公司加速增长

消费升级					
旅游	文娱	家居生活	珠宝首饰 奢侈品	保健品	医疗医药
峨眉山	华策影视	中顺洁柔	潮宏基	汤臣倍健	东富龙
华谊兄弟 宁基股份 明牌珠宝 桑乐金 爱尔眼科					
星辉车模 冠福家用 中国国旅 迪安诊断					
科技创新					
消费电子	电子支付	云计算	物联网	金融IC卡	通讯技术
莱宝高科	国民技术	华胜天成	汉威电子	东港股份	中兴通讯
利源铝业					易联众 兴森科技

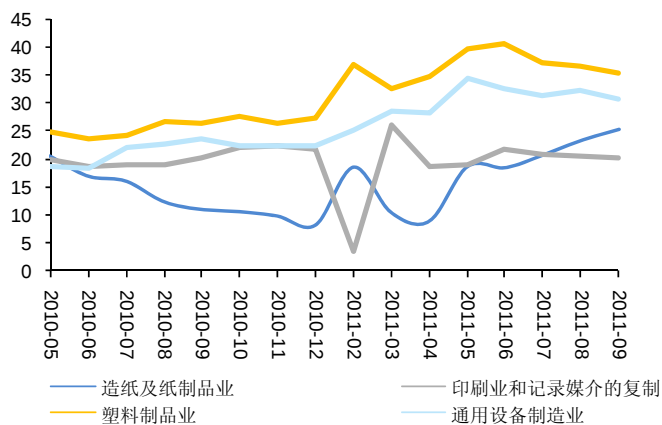
来源：国金证券研究所

- 看好保险、旅游、电子消费、轻工。

战略持有：展望投资新模式

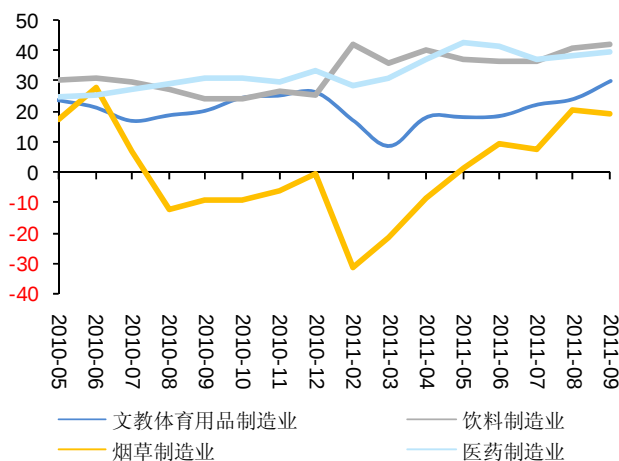
- 未来投资模式有两大转变，一大转变是重工业投资转向轻工业投资；另一大转变是传统投资转向新兴产业投资。
- 增长稳定的消费类行业及造纸印刷拉动轻工业投资稳定增长。轻工业中的造纸印刷、食品饮料、医药、电子、文教用品等行业业绩有望稳定增长。

图表32：和消费相关的轻工业，增长稳定，可推论为消费类行业



来源：国金证券研究所

图表33：文教、消费类行业投资增长稳定



图表34：轻工业中的部分子行业具有稳定的收入和业绩增长

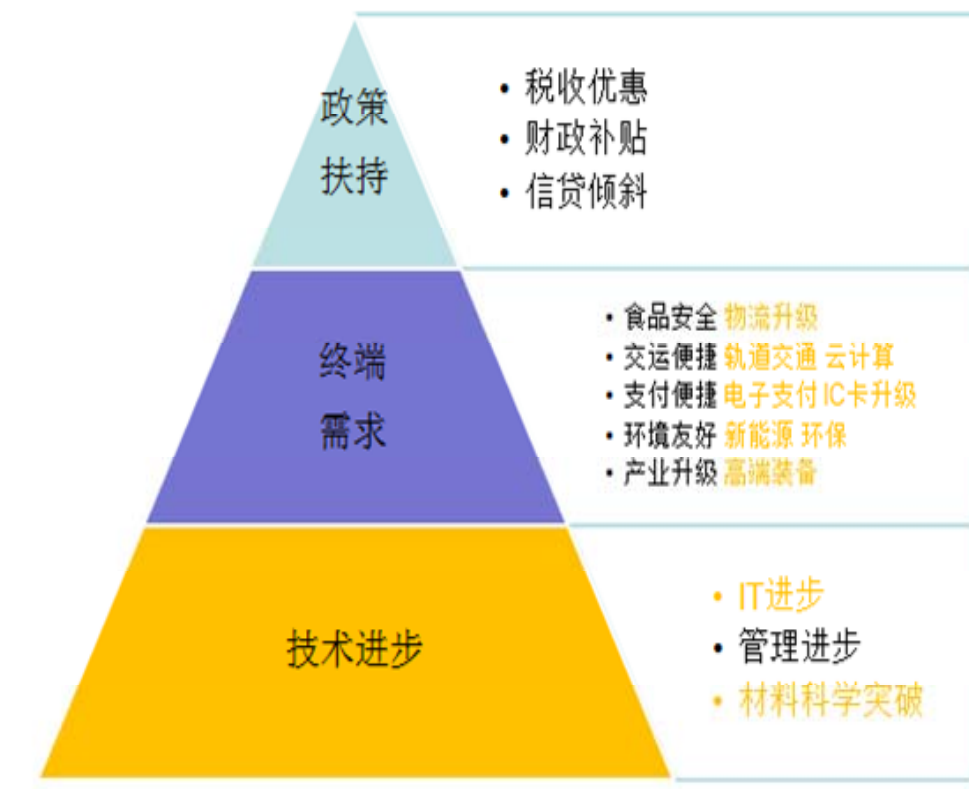
行业	子行业	相关个股
造纸印刷	装饰原纸	齐峰股份
	食品包装	永新股份
	彩票印刷	鸿博股份
烟草	烟草包装	劲嘉股份 上海绿新
食品饮料	饮料包装	丽鹏股份 珠海中富
医药	医药包装	科伦药业
电子	消费电子	利源铝业 莱宝高科
通用设备	小五金器具	巨星科技
	鼓风机	陕鼓动力
文体用品制造		齐心文具

来源：国金证券研究所

- 技术进步、消费需求升级、政策引导拉动新兴行业投资。科技的不断进步带来了新材料、新能源、新技术、新装备；对产业升级、环境保护、食品安全、通讯支付便捷的要求使得新兴产业存在巨大的需求空间。十二五规划中要把七大战略性新兴产业发展成支柱产业或者先导产业的政策决定了未来几年新兴产业将获得税收、财政和信贷方面的大力支持。

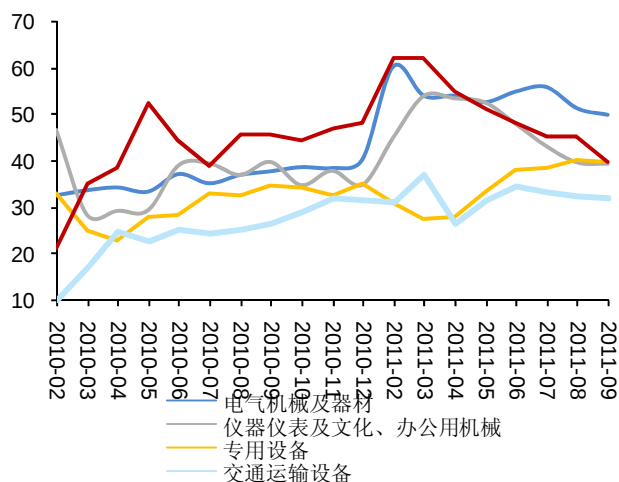
■ 我们看好新材料、新能源、TMT 等。

图表35：新兴产业投资加速的逻辑



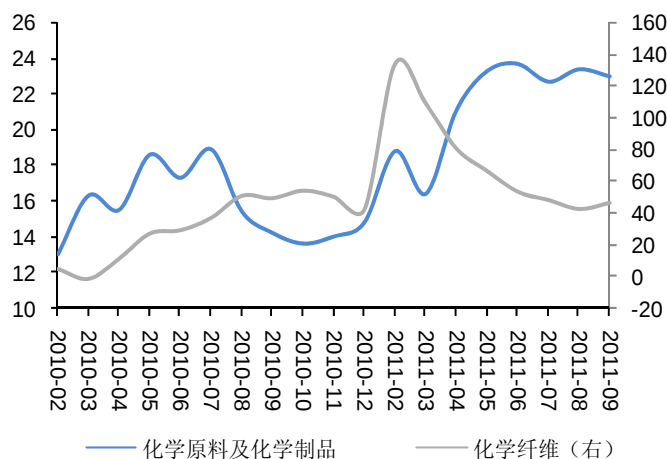
来源：国金证券研究所

图表36：仪器、设备投资增速高



来源：国金证券研究所

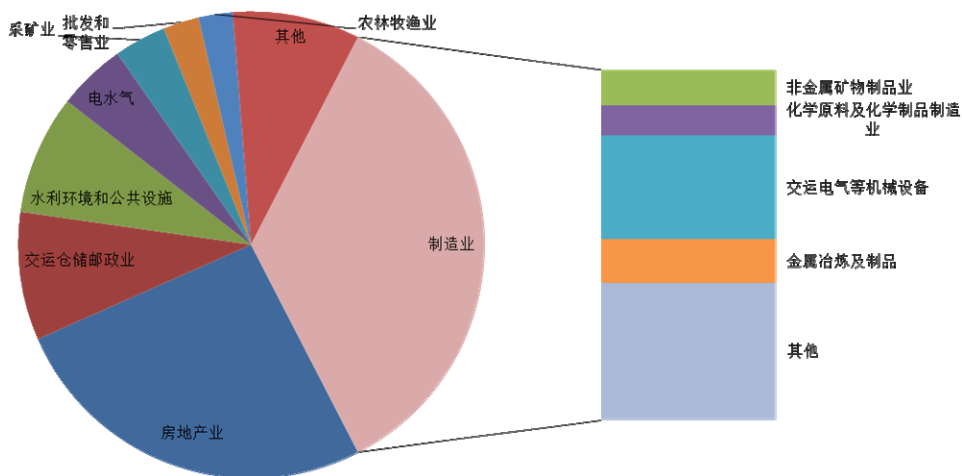
图表37：化工新材料投资增速高



战术冲击：守住传统投资

■ 如果经济下滑过快，传统投资必然有放开的冲动。约 70%的投资（35%的 GDP）与宏观调控关联极大：房地产（25%）、基建（交运、水利公共、水电气，20%），关联重工制造业（25%）。

图表38：地产、基建及关联重工业占据了投资比重的70%（11年前3季度），对经济影响巨大



来源：国金证券研究所

- 传统投资改头换面具有可行性。2011 年商品房投资、铁路投资的收紧和近年来、电力投资的不足，为 2012 年预留了弹药。针对其中的财政、技术等瓶颈问题，政策也有针对性布局的迹象：如将房产税、资源税、地方债试点发行推广可以为地方提供新的财政来源；对 7 月份动车事故责任的界定、核电安全标准的出台和皖电东送特高压交流项目的批准给明年铁路、核电、特高压建设投资打下伏笔。
- 铁路、电气设备、核电、特高压可能受益。

图表39：传统投资改头换面的途径与政策铺垫



来源：国金证券研究所

图表40：以铁路为例，2012 年的增速显然有超预期空间

2010年投资增速	12.50%
11年投资增速	-21.9%（前10月增速）
11年投资	5853.49
2011年理想增速	0 12.50%
2011年预留投资	1641.38 2578.23
2012年预计增速	0 12.50%
2012年预计投资	5853.49 6585.18
加11年预留投资后	5853.49 6585.18
2012年实际增速	28.04% 56.55%

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B