

2012，挖掘政策红利

——2012 年投资策略分析报告——

内容摘要:

- 2012 年，我国经济继续平稳运行，消费探底回升、出口减速增长、投资稳定，通胀消除，宏观经济呈现软着陆的趋势，全年经济增长在 8.9%左右；
- 2012 年工业行业投资继续加速，特别是装备制造业的投资明显加快，保障房建设助推投资增长，装备工业和新兴战略性新兴产业继续成为火车头，受事故影响的高铁建设和核电投资继续恢复；地缘政治动荡是值得警惕的一年；
- 2012 年通胀预计将回落到 3.3 以内，但存款利率调整的可能性很低，存款准备金率存在向下 2 个百分点的调整空间，货币政策的结构性宽松和财税政策的改革是 2012 年最值得期待的；
- 由于政府消费的增强导致强周期启动，企业盈利继续较快增长，我国新一轮经济增长周期的特点更加显著，但新周期的特点决定了经济增长的速度和时间跨度都与前周期不一样，内生性和可持续性都有所增强；
- 以鼓励分红、打击内幕交易为开端的制度建设与行业清理将逐步完善资本市场，三板市场是 2012 年的主要任务。尽管 PE 和 PB 估值整体处于历史最低水平，市场具备良好的投资价值。但不排除在盈利预期下降和外围负面因素增多的拖累下，新低后面还有新低，而且从股息率的角度看，也有进一步向下调的压力，幅度在 10%左右；
- 我们预期 2012 年行情是经济软着陆后的政策结构性宽松行情，探底盘升并确认的走势，市场将采取退一进二的方式逐步走高。预期沪深 300 指数 2012 年运行区间在 2270-3000 点之间，对应上证 A 股指数，在 2100-2950 点之间。2012 年的投资策略是“绩优+成长”。

分析师

张仕元
执业证号：S1250511010004
电话：010-57631193
邮箱：zsy@swsc.com.cn

相关研究

- 1、进二退一，收获新周期——2011 年下半年投资策略…… .15/07/2011
- 2、通胀见顶市场见底——2011 年 2 季度投资策略…… .22/04/2011
- 3、与新周期起舞——2011 年投资策略…… 10/12/10
- 4、经济减速后的攻守之道——2010 年下半年投资策略…… . 10/06/30
- 5、地产新政后的策略修正——2010 年二季度投资策略 10/04/23
- 6、估值均衡后的行业配置——2010 年二季度投资策略报告 10/03/31

目 录

一、全球金融动荡——一个时代的终结	1
二、宏观经济——通胀缓解后的确定增长	2
（一）制造业投资加速，地产投资将减速	5
（二）消费增长提升仍然靠政策给力	8
（三）出口减速，地缘因素存忧	11
（四）货币结构宽松与财税改革存机遇	15
（五）盈利增长减速，安全边际内找增长	19
三、2012 年市场展望与资产配置建议	21
行业价值分析与配置建议	21

插图目录

图 1: 美国财政收入与支出	1
图 2: 欧盟 27 国债务	1
图 3: 全球 GDP 增长	2
图 4: GDP 三次产业季度增长分析	3
图 5: 季度 GDP 增长分析	3
图 6: 工业增加值增长分析	4
图 7: 固定资产投资分析	5
图 8: 固定资产投资占比分析	5
图 9: 投资增长最快的行业	6
图 10、11: 美日经济数据分析	6
图 12: 地产投资资金来源分析	7
图 13: 地产投资资金来源分析	7
图 14: 地产竣工面积分析	8
图 15: 地产信贷与价格指数分析	9
图 16: 消费品零售品种分析	9
图 17: 地产投资与 GDP 增长	9
图 18: 汽车销售增长分析	10
图 19: 政府消费及 GDP 占比	10
图 20: 我国财政支出主要项目占比分析	11
图 21: 进出口增长分析	12
图 22: 贸易出口地区结构分析	12
图 23、24: WIND 沪深 300 估值分析	21
图 25: 进口增长最快的产品	13
图 26: 我国进口产品占比分析	14
图 27、28: 我国初级产品进口分析	14
图 29、30: 世界原油产量及我国进口价格分析	15
图 31: 货币供应增长分析	15
图 32: 存款准备金率分析	16
图 33: 食品价格分类指数	16
图 34: 利率与价格指数	17
图 35: CPI 分析	17
图 36: 当月新增人民币贷款分析	18
图 37: 我国财政收入增长分析	18
图 38、39: 我国税收结构分析	19
图 40: 33 个制造业 3-9 月盈利	20
图 41、42: WIND 沪深 300 估值分析	21

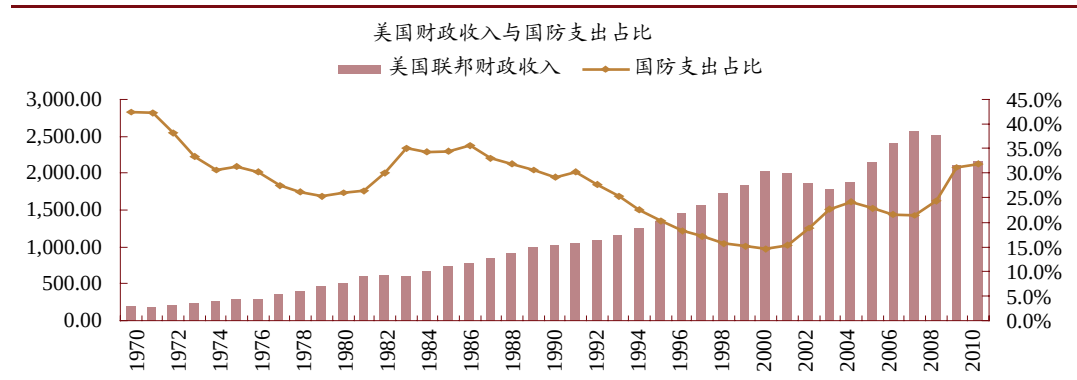
表格目录

表 1: 支出法 GDP 明细.....	4
表 2: 2012 年 CPI 预测	16
表 3: WIND 沪深 300 估值分析	20
表 4: 主要行业投资评级分析	22

一、全球金融动荡——一个时代的终结

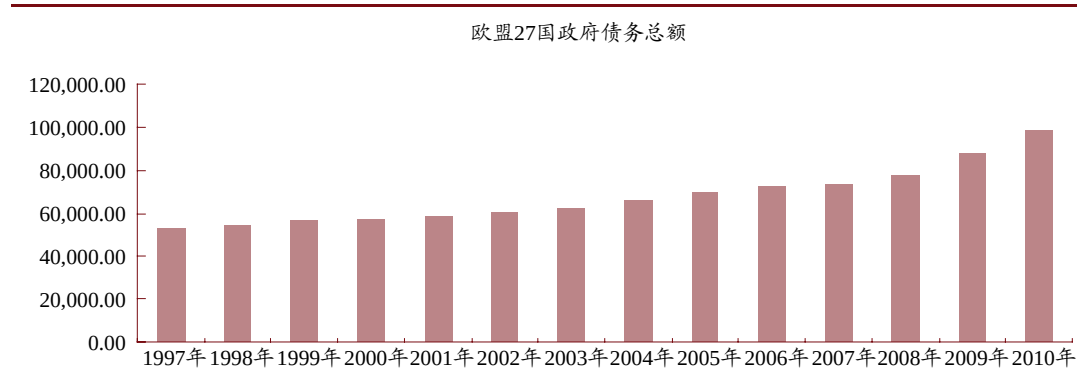
无论是 2008 年的次贷危机还是 2011 年的欧洲次贷危机，都是一个时代终结的表现。冷战的结束和全球多极化和平发展给予许多新兴国家更多的发展机会，传统发达国家市场份额进一步萎缩，产业空洞加剧其经济与社会的危机。而 500 年来形成的强势与贪婪又使政府和社会支出不断攀升，依靠货币与金融创新手段难以维持其庞大的财政支出。最终导致西方金融危机进一步加剧。

图 1：美国财政收入与支出



无论是美国的战争还是欧洲的债务负担，不经历持续的金融动荡和少数国家的没落是难以解除的，因此在未来的几年里，全球仍然是充满危机与动荡的。当金融手段解决不了经济问题以后，就只有依靠目前仍然占优的军事力量，因此未来几年，政治危机、地缘冲突甚至较大范围的局部战争将一直伴随着全人类。

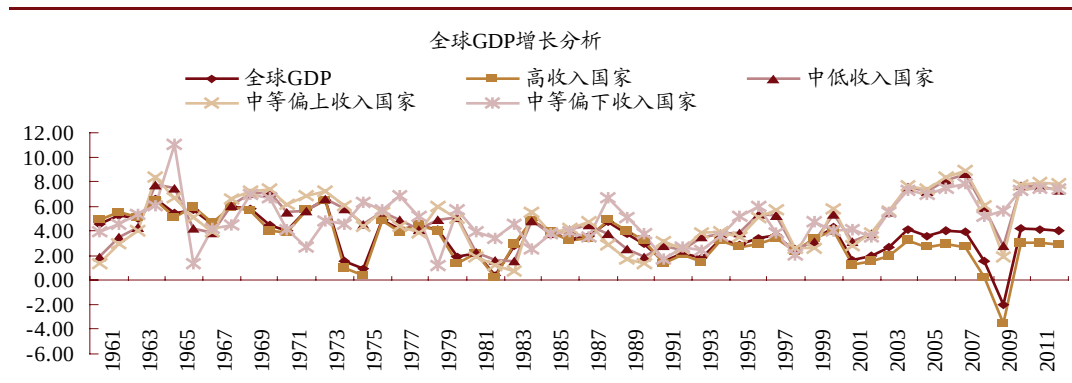
图 2：欧盟 27 国债务



冲突的结果是决定西方发达国家是继续通过各种手段稳定市场、攫取全球廉价资源继续享受富裕的生活，还是部分国家走向了衰落从而终结几百年殖民历史的辉煌。因此 2012 年，全球的地缘政治形势将更加复杂，多个地区和国家面临政府更替，因此摩擦会比 2011 年更甚。2012 年全球经济面临诸多挑战，如果不出现大的地缘冲突，全球经济仍然可以保持 3.5 以上甚至到 4.0% 的增长，如果冲突加剧，全球经济可能面临灾难，增速降至 2.0% 以内。

复杂的国际形势会对我国的全球战略以及进出口产生一定的影响，从而影响 2012 年的经济政策。

图 3：全球 GDP 增长



二、宏观经济——通胀缓解后的确定增长

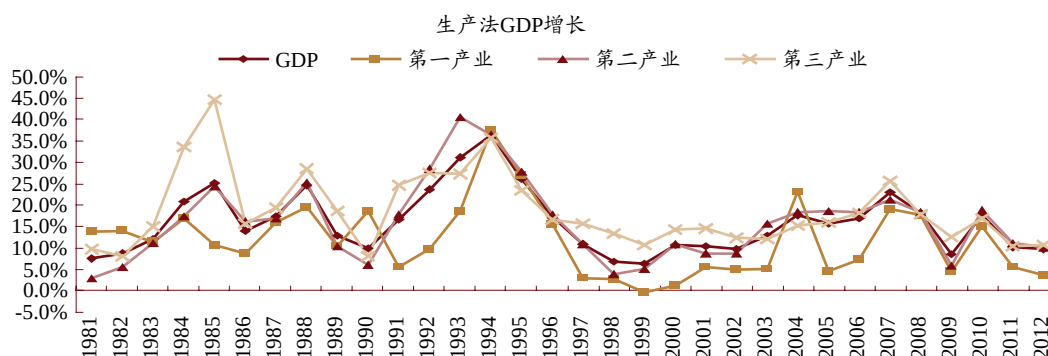
2012 年的经济可以概括为温和通胀下的确定增长。即在通胀减弱预期明确的背景下经济稳定前行，而不是许多人担忧的可能出现滞胀。

主要理由有三：首先，我国经济在城镇化和重装工业带动下进入新周期，经济增长已悄然全面启动，这种启动不仅体现在新周期的一些行业，而且在农村基础建设投资、中西部区域发展提速和保障性住房建设加快的推动下，传统的强周期行业也已出现恢复性增长。

前三季度国内生产总值 320692 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.4%。分季度看，一季度同比增长 9.7%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%。分产业看，第一产业增加值 30340 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 154795 亿元，增长 10.8%；第三产业增加值 135557 亿元，增长 9.0%。固定资产投资，一季度同比增长 25%，上半年是 25.6%，前三季度是 24.9%，在 25%附近。社会消费品零售总额，一季度同比增长 16.3%，二季度增长 17.2%，三季度增长 17.3%，也稳定运行在 17%附近。从实体经济来看，运行态势也是比较稳定的，规模以上工业增加值一季度 14.4%，二季度是 14%，三季度是 13.8%，也是在 14%附近波动。

从结构看，第二产业自去年第二季度以来，再次占比突破 48%，成为拉动经济的主要动力。自 2009 年四季度以来，第二产业就开始恢复其在危机前的主动力地位，拉动国内经济快速增长。尤其是以装备工业为主的重工业，增长最为迅速。国内经济在装备工业、战略新兴产业和保障房建设的拉动下，进入新周期。

图 4: GDP 三次产业季度增长分析



资料来源国家统计局

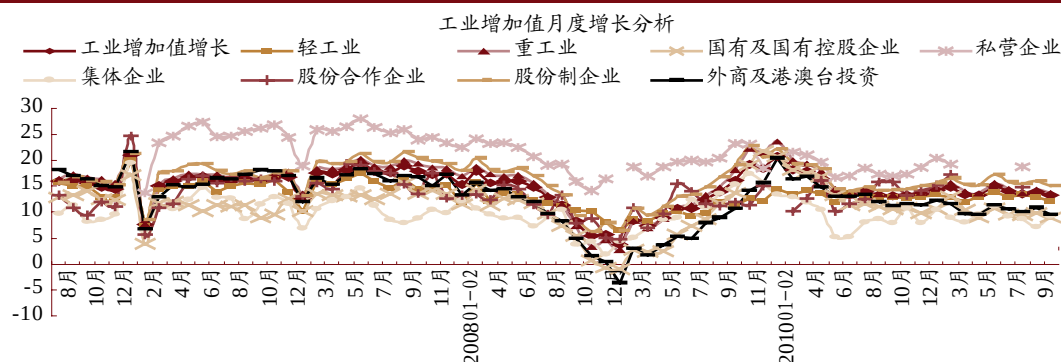
2011 年经济增长的季度波动很小，基本符合我们年初的预测，尽管在 2、3 季度受到日本地震、高铁动车组事故影响，使三季度经济有所回落，但四季度经济有望稳定下来，全年维持 9.2 以上的增长应该可以实现。我们认为 2012 年的经济增长仍然是确定性很强的一年，GDP 季度数据预期将在 9.0 正负 0.3 点的区间波动，全年经济仍然有可能保持 9.0 的增长。

图 5: 季度 GDP 增长分析



2011 年工业增长呈现脉冲式波动，年初大家比较担心，但 6 月数据也打消了大家的疑虑，6 月工业增加值增速相比 5 月加快 1.8 个点达 15.1，是去年 5 月以来的最高点，轻重工业全面提速，其中轻工业比去年 5 月数据还高，创 13 个新高。股份制企业增长 17.2，比平均值高 2.1 个点。但随后又出现回落与小幅度的弹升。由于铁路投资快速回落，地产金九银十希望落空，因此四季度工业增长存在压力，但货币政策的结构性宽松，能够提升 12 月的工业增长，全年工业增长估计稳定在 13.1%。

图 6: 工业增加值增长分析



资料来源: 国家统计局

此外，农业部公布的今年粮食大丰收，也给第一产业的增长奠定了基础，并为 2012 年的物价稳中有降提供了保障。2011 年全国粮食总产量达到 57121 万吨，比 2010 年增产 2473 万吨，增长 4.5%，基本达到 2020 年规划的水平。这主要得益于政府针对去年部分地区自然灾害加大了对粮食生产的重视，2011 年国家主要用于粮食的农业“四补贴”规模扩大到 1406 亿元，比去年增长 17%，对粮油生产大县的奖励资金增加到 225 亿元，增长 21.6%。同时国家对小麦、稻谷的最低收购价格每 50 公斤分别提高 5-7 元和 9-23 元。

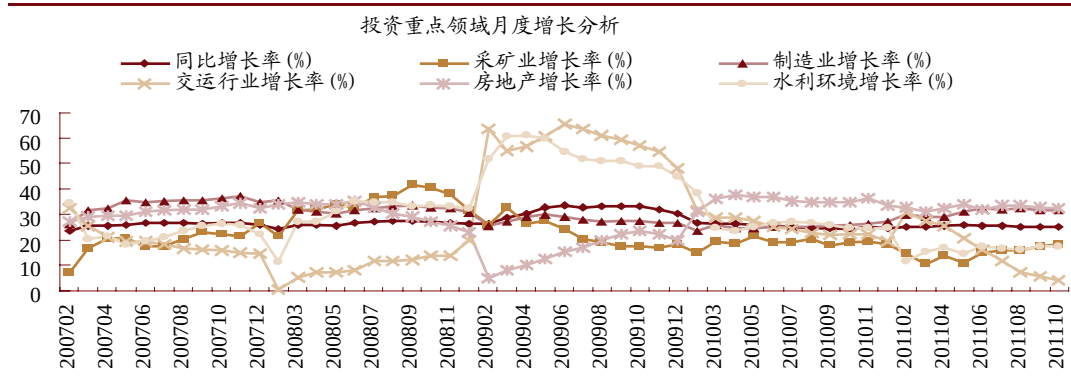
我国自古以来就有粮食稳则经济稳、社会稳的历史，因此 2011 年粮食生产创历史记录，不仅对于稳定经济以及促进全球粮食价格回落，都有积极意义。

表 1: 支出法 GDP 明细

年度	GDP(支出法)	GDP 增长	消费	消费增长	资本形成	资本形成增长	净出口	净出口增长
2001	109028	10.4%	66933.9	8.8%	39769.4	14.1%	2324.7	-2.7%
2002	120475.6	10.5%	71816.5	7.3%	45565	14.6%	3094.1	33.1%
2003	136634.8	13.4%	77685.5	8.2%	55963	22.8%	2986.3	-3.5%
2004	160800.1	17.7%	87552.6	12.7%	69168.4	23.6%	4079.1	36.6%
2005	187131.2	16.4%	99051.3	13.1%	77856.8	12.6%	10223.1	150.6%
2006	222240	18.8%	112631.9	13.7%	92954.1	19.4%	16654	62.9%
2007	265833.9	19.6%	131510.1	16.8%	110943.2	19.4%	23380.6	40.4%
2008	314901.3	18.5%	152346.6	15.8%	138325.3	24.7%	24229.4	3.6%
2009	346316.6	10.0%	166820.1	9.5%	164463.2	18.9%	15033.3	-38.0%
2010	394307.6	13.9%	186905.3	12.0%	191690.8	16.6%	15711.5	4.5%
2011	449274.6	13.9%	210268.5	12.5%	222744.71	16.2%	16261.4	3.5%
2012	510895.5	13.7%	235500.7	12.0%	259052.1	16.3%	16342.71	0.5%

(一) 制造业投资加速，地产投资将减速

图 7：固定资产投资分析



资料来源：国家统计局

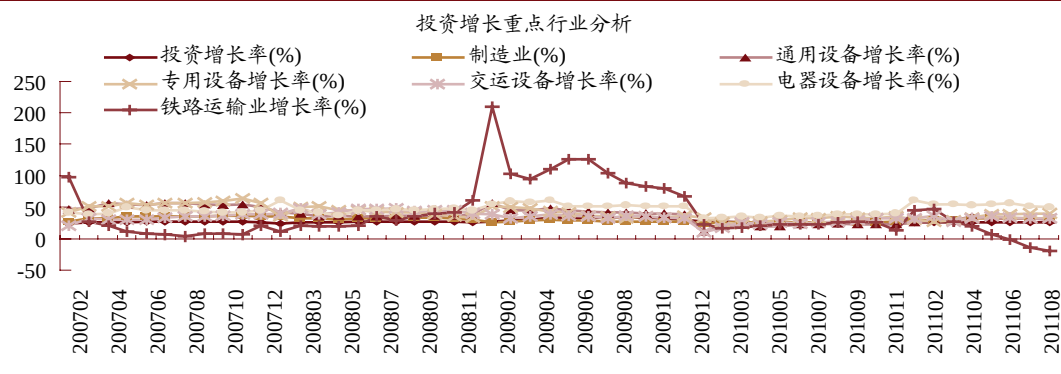
从投资的运行态势看，扭转了 2010 年下半年以来不断走低趋势，一直维持稳定增长的态势，尽管三季度受动车组事故影响导致交运行业投资快速下行，铁路投资甚至由事前的两位数增长转变为两位数的负增长，都没有对固定投资带来太大的压力。全年维持在 28.8 以上应该不存在问题。1-10 月份，第一产业投资 5656 亿元，同比增长 28.2%；第二产业投资 105605 亿元，增长 26.9%；第三产业投资 130104 亿元，增长 23.3%。分地区看，东部地区投资增长 22.2%，中部地区投资增长 29.7%，西部地区投资增长 29.6%。呈现东低中西高的区域特点。

从占比数据看，制造业已经从去年初的 29.5% 上升到 34.3%，创近八年新高，显示制造业对经济的拉动非常显著。通信设备制造、电器设备制造、交通运输设备制造的投资增长速度均超过或接近 30%。

图 8：固定资产投资占比分析



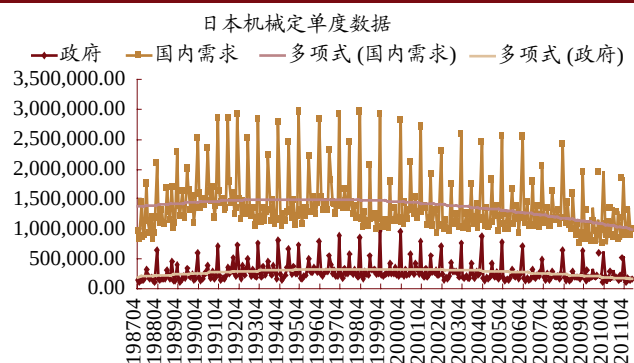
图 9：投资增长最快的行业



从发展的角度看，轨道交通是我国城市化发展的必然，因此 2012 年的铁路投资将重新恢复到两位数增长的水平，而核电作为相对安全的可持续清洁能源，发展核电的步伐将不会停下来，2012 将会有多个项目恢复建设。由于重装工业具有定单生产的特点，因此其在一国工业化发展过程中持续的时间和稳定性要比其他时期长而且增速相对稳定。

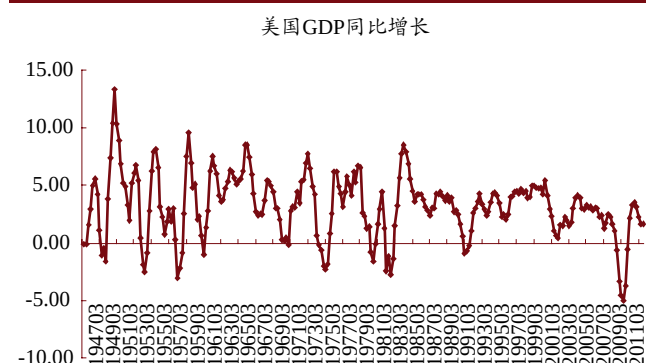
图 10-11：美日经济数据分析

图 10，日本机械定单分析



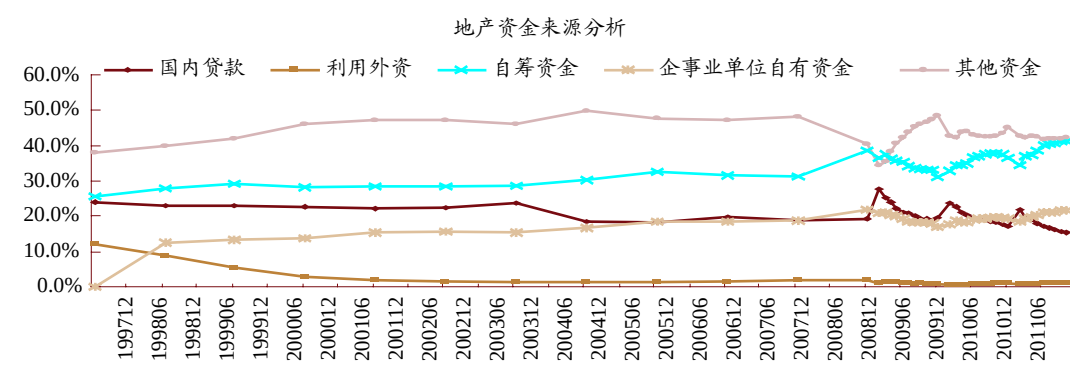
资料来源：WIND 资讯 国家统计局

图 11，美国 GDP 增长分析



这显示，我们提出的重装工业引领经济增长的观点进一步被证明。从经济的演进逻辑看，重装工业和新兴战略性新兴产业是经济的内生动力，也是本轮经济结构调整的主要方向，其未来的发展空间无论从时间还是从总量看，都极具潜力。而保障房建设属于政策性外加的力，上半年房地产在政策的推动下投资增长 32.9%，下半年保障房建设会在土地、金融等政策的支持下继续发力，因此下半年的投资增长速度会继续加快。

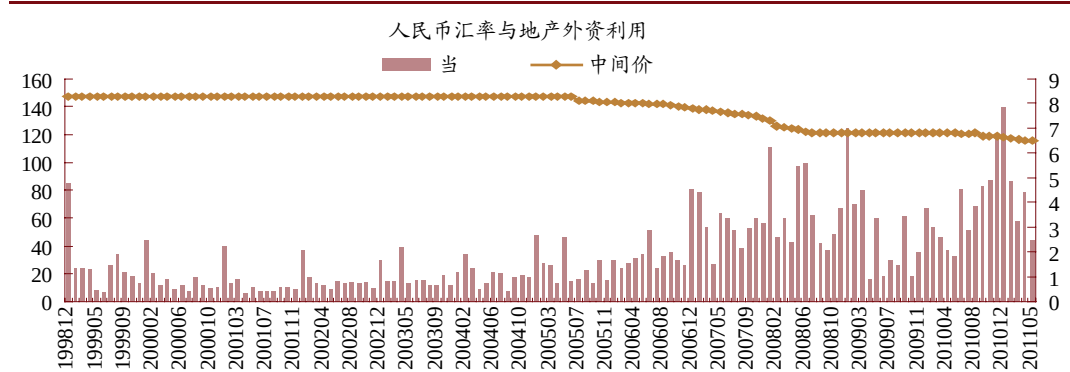
图 12: 地产投资资金来源分析



资料来源：国家统计局

资金是保障房建设最担心的，从房地产领域的资金来源结构看，1-10 月国内贷款占比为 15.4%，这一数据虽然比去年同期的 18.3% 低了 2.9 个点，同时企业自有资金攀升到 2008 年 12 月以来的次高，仅比 2008 年 12 月的 21.9% 低 0.3 个点，自筹资金占比攀升到 2008 年以来的新高，达 41.2%，比 2008 年的 12 月高点还高 2.6 个百分点。由于调控政策出台以后，许多地产商纷纷将融资渠道转向境外或境内非银行金融机构，导致非银行金融机构的资金占比上升到 1.7%。

图 13: 地产投资资金来源分析



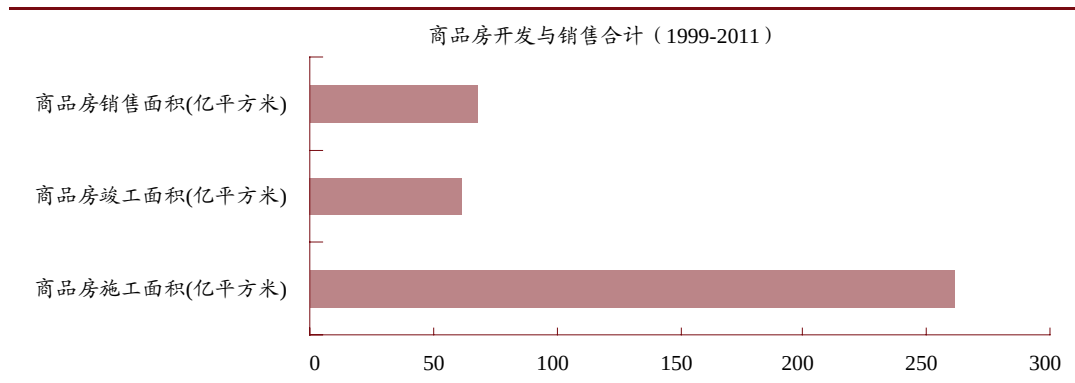
资料来源：国家统计局

保障房建设，在融资方面政策已经打开缺口，而部分参与保障房建设的公司也将获得资本市场的支持，因此对于这些板块，目前的投资机会是显著的。因为，尽管保障房不是盈利很高的项目，但如同基本药物一样，盈利是能够保证的，而且地方政府在资金紧张的情况下，一般会采取土地补偿的方式支付建设成本，因此对于地产商而言将获得廉价土地从而带动商业地产的发展。

保障性住房建设是房地产信贷和投资增长的重要推力，也是拉动未来固定资产投资增长的重要动力，因此未来房地产对经济的拉动作用仍然比较强，尽管在新周期中重装工业已经迅速崛起成为重要推力，但房地产对经济的推力并没有减太多。在此期间中，我们可以借鉴医疗领域的数据进行推理：医改将长期缺位的政府投资明显提升，那么二次房改也有类似的现象，政府主导的保障房建设，也是弥补近 10 余年政府不该缺位的住房市场发展中的应有角色。目前在建商品房 261 亿平方米，是前 12 年销售总面积的四倍。

由此我们可以推断，地产市场的供给平衡已经打破，保障房形成的挤出效应，会使部分不具备土地储备、资金、品牌等综合优势的小型地产公司将淘汰出局。地产行业在 2012 年将迎来真正的洗牌。

图 14: 地产竣工面积分析



资料来源: 国家统计局

从投资增速的区域特点看，中西部仍然是投资增长最快的地区，因此挖掘与投资相关的公司，也应该以中西部地区公司为目标。

(二) 消费增长提升仍然靠政策给力

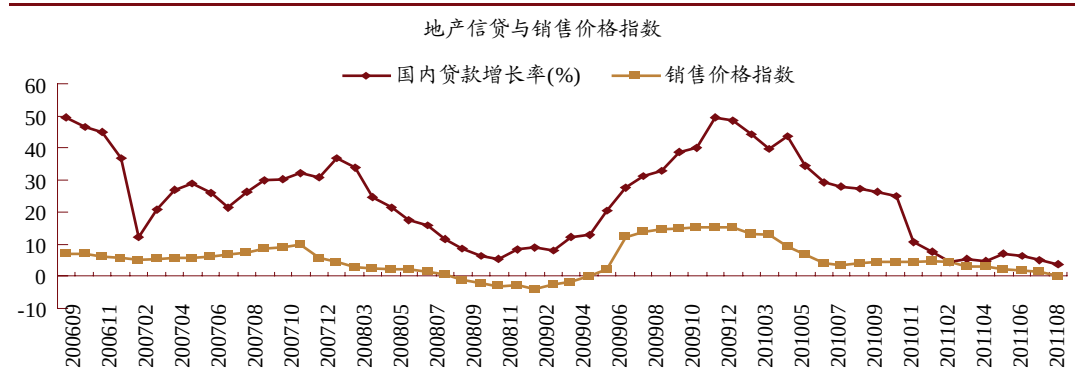
2011 年 10 月份，社会消费品零售总额 16546 亿元，同比名义增长 17.2% (扣除价格因素实际增长 11.3%)。其中，限额以上企业消费品零售额 7629 亿元，增长 21.3%。1-10 月份，社会消费品零售总额 147357 亿元，同比名义增长 17% (扣除价格因素实际增长 11.2%)。从环比看，10 月份社会消费品零售总额增长 1.3%。其中，1-10 月汽车类增长 15.6%，增速比上年同期回落 21.5 个百分点；家具类增长 30.0%，回落 8.5 个百分点；家用电器和音像器材类增长 21.5%，回落 7.3 个百分点。

从月度看，基本呈现逐月盘升的态势，由于去年存在鼓励消费政策，导致基数高，因此今年的消费增长一直是三驾马车中表现最疲软的，因此我们一直呼吁政策的加力，主要是收入增长能够落到实处。

关于所得税改革的政策，经过两会的讨论和社会的广泛征求意见，3500 元的起征点免除了大部分工薪阶层的纳税，据测算，如果按照正常法规扣除三险一金，那么基本上 4500 以下的月收入均不用交纳个人所得税，这样就将纳税主体由以往的 7000 万人降低到 2400 万人，对于普通工薪收入者来说，是实质上的收入增长。因此我们预计，在四季度，消费对经济的推动作用将逐步发力，这也是我们研判四季度经济继续走高的主要因素。

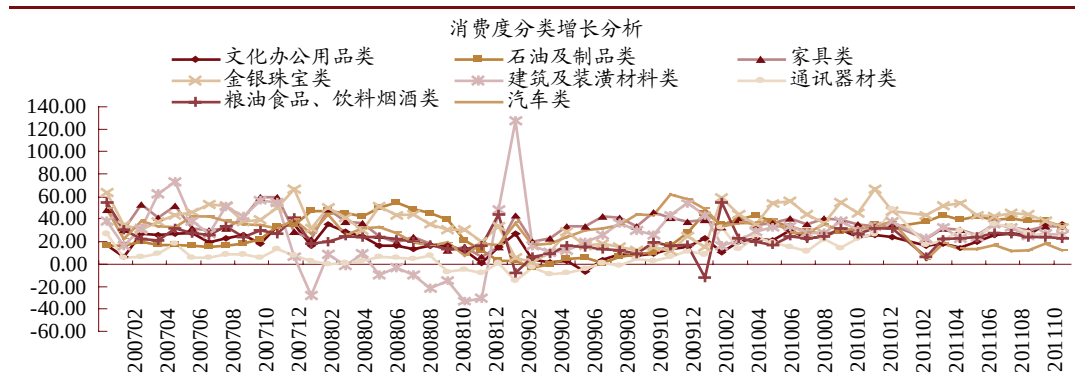
正如我们预期今年三季度房价出现拐点，对地产的限购政策和比较紧的信贷政策，已使房地产销售降至 2008 年的水平，销售价格开始全面回落 (图 11)，其中北京现房交易与限购政策出台前的 2010 年 7 月-2010 年 12 月日均交易水平相比下降 46.8%。商业房地产市场的回落无疑会对消费产生一定影响，但由于保障房和刚性需求的存在，相比若干炒房行情来说，与地产相关的消费如家电销售、住房装修等，不仅不会降，反而能够稳定增长。

图 15: 地产信贷与价格指数分析



资料来源: 国家统计局

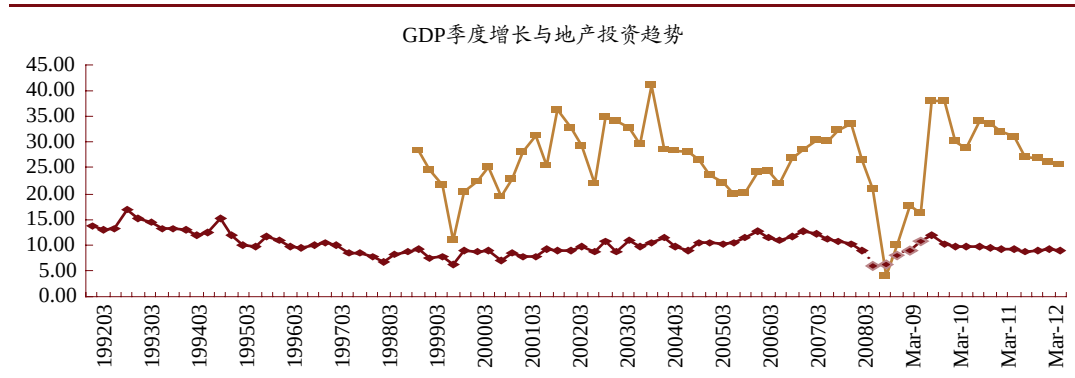
图 16: 消费品零售品种分析



资料来源: 国家统计局

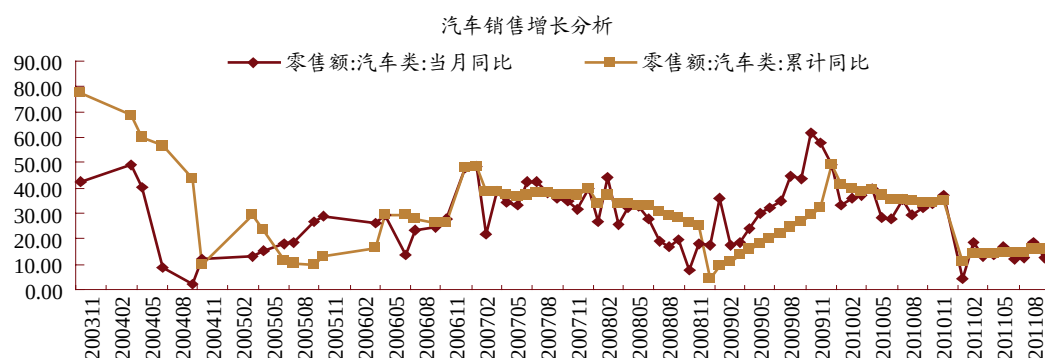
但受 2009-2010 年地产销售火热的影响, 预计是今年大量期房进入交房期, 因此今年的装潢和家具类的消费并没有受今年地产低迷的影响, 仍然表现强劲, 消费增长高居零售品前列。但地产投资的回落无疑会对 GDP 的增长形成压力。这需要在经济的方式上进行取舍, 在加大战略性新兴产业投资的同时, 会容许商业地产投资的减速。

图 17: 地产投资与 GDP 增长



汽车消费的增长是分歧最大的，笔者年初预计今年汽车增长仍然能够维持 15%左右的增长，但许多机构和分析师均非常悲观。从 1-10 月汽联公布的数据看，笔者的预期还是比较准确。今年前 10 月，除 1-2 月数据偏低仅增长 4.2%以外，其余月度均保持 12-18%的增长速度。中汽协数据显示，今年 1-10 月乘用车累计销量达 1,110.06 万辆，较 2009 年总销量高出 76.93 万辆，其中乘用车四大类品种销量均超过去年全年，10 月销量则同比增长 27.12%至 120.31 万辆。

图 18: 汽车销售增长分析

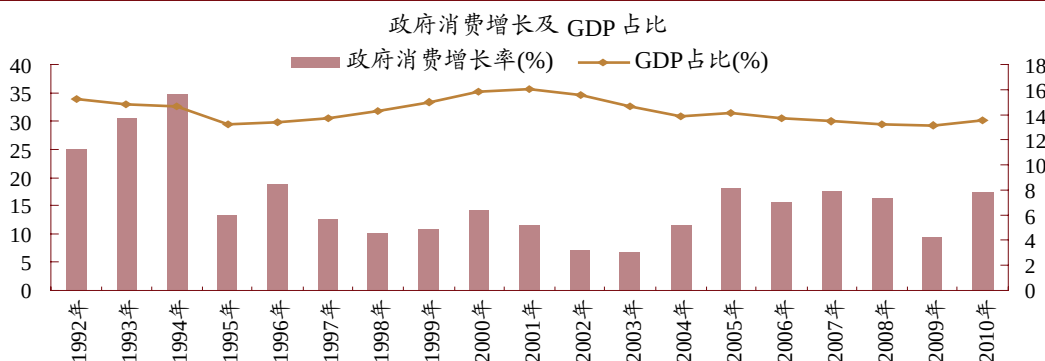


资料来源：国家统计局

从消费的分类增长看，国内居民社会消费已进入滞涨期，主要原因有三：一是高房价使许多中产阶级陷入偿债压力中，消费潜力受到抑制；二是高收入阶层消费市场已经转向境外，无论是境外置业、学习、旅游等，都对国内消费贡献不大，包括汽车的高档消费也对国内产业贡献甚微；三是低收入群体受物价影响以及失业、上学和养老的压力，消费能力难以提升。因此从扩大内需的角度看，国内消费水平和消费能力的提高，需要进一步改革财税，使居民增收节支，同时进一步稳定房价，提升资本市场的回报。

但我国政府消费的潜力还很大，2010 年我国政府消费同比增长 17.34%，GDP 占比为 13.6%，是 2005 年以后的首次占比提高。相比我国财政收入 27%的增长，政府消费增长 17%并不是很高，扩大国内消费市场，政府也会做出相应贡献，比如在国防、社会基础设施、公共卫生和其他公共需求方面增加采购。特别是在国防、城市轨道交通和城市间的高铁投资、医改后的基本医疗服务采购、保障房等，我国仍然存在巨大的空间，这也是新周期的特点。

图 19: 政府消费及 GDP 占比

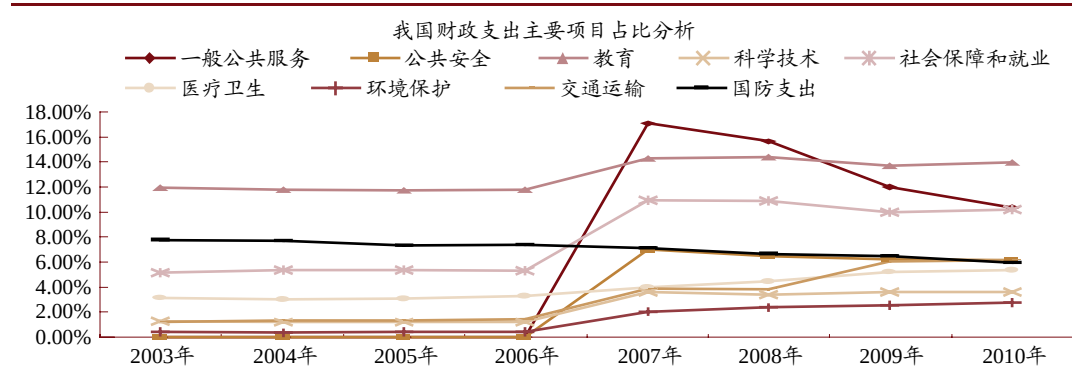


政府的民生投入有一个发展——积累——再投入的过程。经过几年的经济高速增长，政府具备改善民生与国防的经济基础和技术基础。因此自 2007 年开始，我国的财政支出尤其是民生方面的支出快速增长，近 5 年年均增长幅度超过 15%，成为消费增长的重要动力。

但这里有一个问题，就是政府消费与社会居民消费的关系问题。要提高社会居民消费，一般会通过结构性减税来实现，但结构性减税又会降低财税收入，降低政府消费能力，而恰当的政府消费又会提升社会居民消费的水平，其中的平衡如何达到最佳，应该是政府目前应该考虑的问题，及怎样提高政策引导实现社会消费潜力和能力的最大化是当前财税改革的主要目的。

从财政支出占比看，教育、一般公共服务、社会保障和就业已经占我国财政支出的三分之一，当然，从目前的社会反馈看，仍然存在巨大差距，需要继续加大政府采购力度。我们预期 2012 年政府消费将突破 7 万亿，GDP 占比将接近 14%。

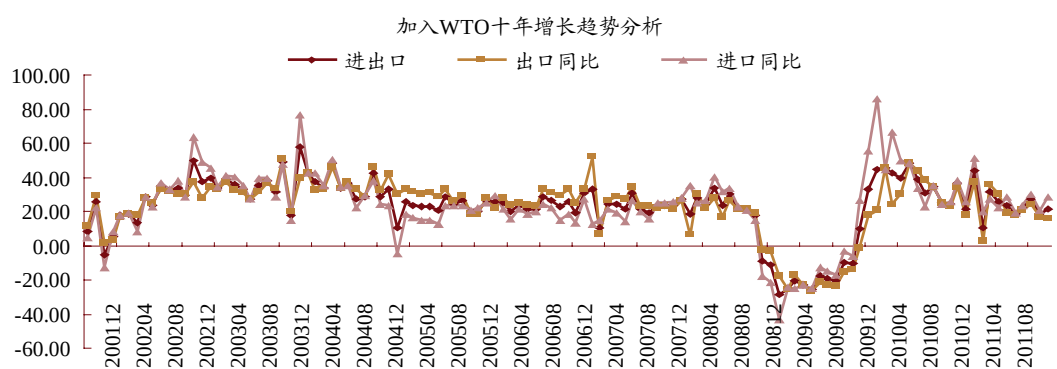
图 20：我国财政支出主要项目占比分析



(三) 出口减速，地缘因素存忧

前 10 个月，我国外贸进出口总值 29753.83 亿美元，同比增长 24.3%，进出口规模已经超过 2010 年 29740 亿美元的全年历史最高水平。其中，出口 15497.06 亿美元，同比增长 22.0%；进口 14256.78 亿美元，同比增长 26.3 %。前 10 个月，我国一般贸易进出口 15699.6 亿美元，同比增长 31.6%。其中出口 7482.8 亿美元，同比增长 29.2%，高出同期出口总体增速 7.2 个百分点；进口 8216.8 亿美元，同比增长 33.9%，高出同期进口总体增速 7 个百分点。一般贸易项下出现逆差 734 亿美元，同比扩大 1.1 倍。同期，我国加工贸易进出口 10719.5 亿美元，同比增长 14.2%。其中出口 6846.1 亿美元，同比增长 14.6%；进口 3873.4 亿美元，同比增长 13.5%。加工贸易项下的顺差为 2972.7 亿美元，同比增加 16.1%。

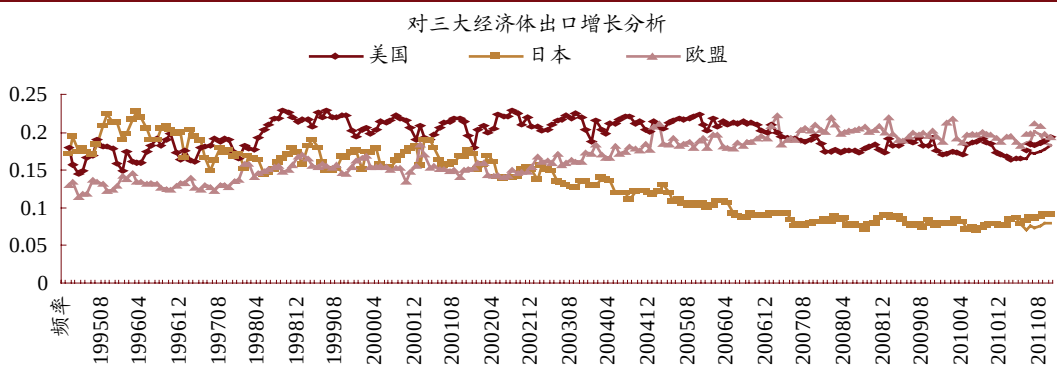
图 21: 进出口增长分析



资料来源: 国家统计局

在与主要贸易伙伴的双边贸易中,对欧美日传统市场增速减缓,对新兴市场国家贸易增长强劲。中欧双边贸易总值 4669.4 亿美元,同比增长 20.2%。中美双边贸易总值为 3630.3 亿美元,同比增长 16.8%。前 10 个月中日双边贸易总值为 2816.1 亿美元,同比增长 17.7%。而对澳大利亚、巴西、俄罗斯和南非等国家双边贸易进出口总值分别为 947.5 亿、698.3 亿、649 亿和 363.7 亿美元,同比分别增长 34.6%、37.4%、43.8%和 87%,均高于同期中国总体进出口增速,表明中国对新兴市场国家贸易增长强劲。与东盟双边贸易总值为 2959.1 亿美元,同比增长 25.7%,高出同期进出口总体增速 1.4 个百分点。

图 22: 贸易出口地区结构分析



资料来源: 国家统计局

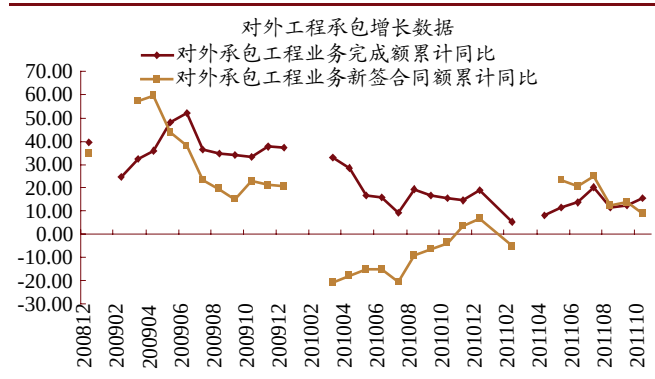
2012 年,美日经济预期能够维持 2011 年水平甚至略好一些,但欧洲经济预期会继续走低。影响我国的对欧出口,但三大经济体的走份额预期变化不大。2012 年我国的出口市场拓展仍然寄希望于拉丁美洲、大洋洲、非洲和东盟的贸易。

由于地缘冲突,我国出口增长比较快的对外投资拉动出口模式受到冲击,利比亚、叙利亚、伊朗等已经成为或即将成为问题。由于许多项目是与设备出口密切相关的,如水电站建设与发电设备、轨道交通与铁路设备等,许多项目的暂停和延期预期将对 2012 年我国的设备出口产生影响。

对外合作和劳务输出,也是我国外汇收入的重要来源,地缘冲突已经使我国在外劳务用工情况降到 2008 年以来的次差,如果局势进一步恶化,有可能创出新低,从而影响 2012 年的贸

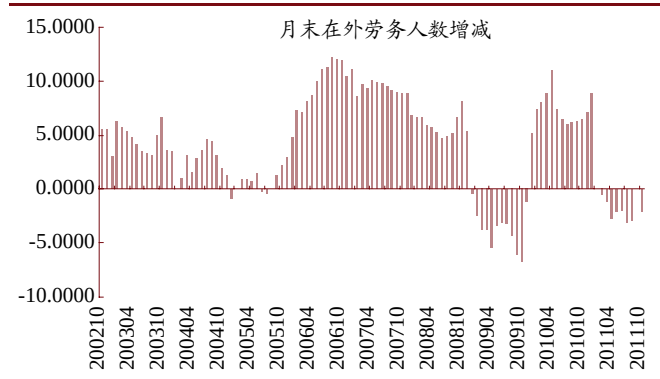
易与服务净收益。我们预期 2012 年进出口增长速度降到 12%，出口与服务净收益对 GDP 的贡献降低 2/3，但仍然是正，不过对 GDP 的贡献度可以忽略到最小，预期仅 0.1-0.3 个点。

图 23: 对外工程承包增长



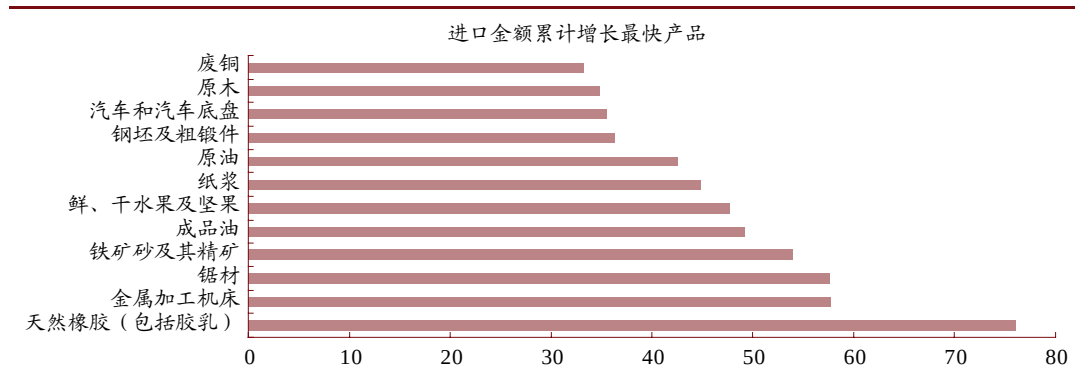
资料来源: WIND 资讯

图 24: 在外劳务人员月末增减分析



但我国经济的增长以及我国对外原材料的巨大需求，并不能够因为世界局势复杂就止步不前，相反，我们还应该继续扩大对外直接投资、尤其是在资源以及具备企业核心技术的企业股权方面的投资，继续抓住新兴国家经济快速增长的有利条件，扩大经济全球资源配置水平，降低我国的发展成本。

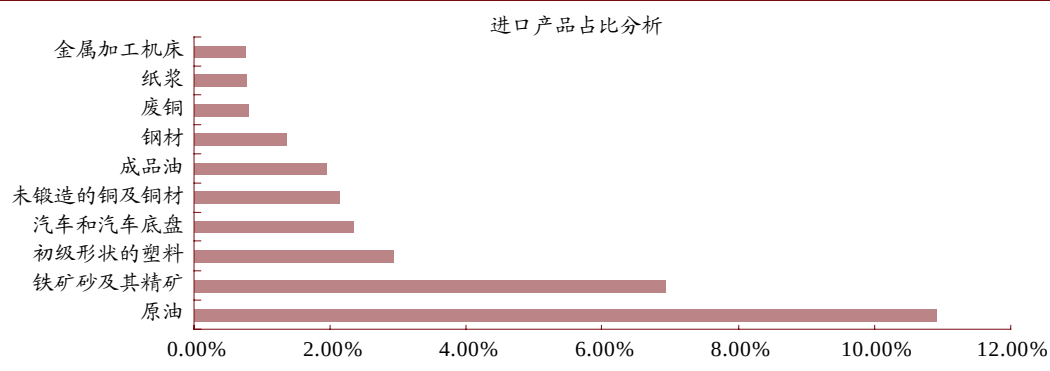
图 25: 进口增长最快的产品



资料来源: 国家统计局

从进口产品占比来看，原油占比已经稳定在整个进口额的 10% 左右，只要布伦特原油价格超过 80 美元，我国当月原油进口占比都会超过 10%（图 20 示）。而我国的进口数量是稳步增长的，影响原油进口额的主要因素还是原油价格的剧烈波动。进口量排第二的是铁矿石，其次是初级状态的塑料，这些似乎都与汽车产业的发展密切相关。

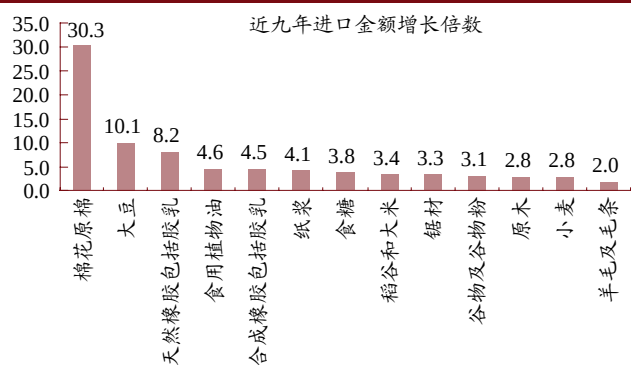
图 26: 我国进口产品占比分析



资料来源: 国家统计局

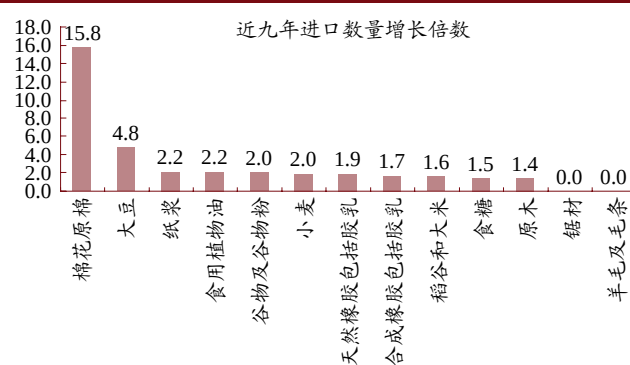
图 27-28: 我国初级产品进口分析

图 27, 我国初级品进口金额分析



数据来源: WIND 资讯

图 28, 我国初级品进口数量分析



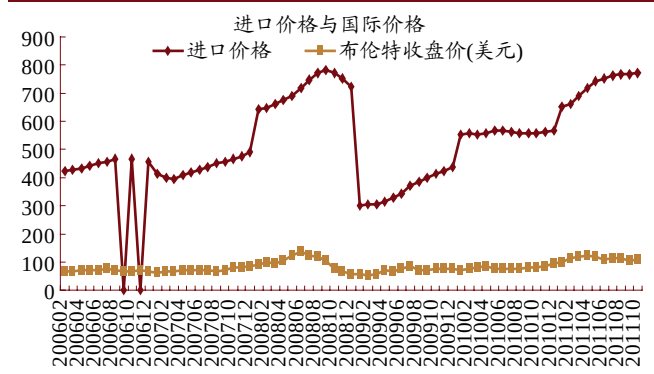
资料来源: 国家统计局

由于我国的需求因素, 全球许多产品的价格均出现快速上涨, 导致我们进口的成本增长要远大于量的增长。如原油的进口价格, 我们的进口价格总是很高。由于利比亚因素, 我国今年下半年进口原油价格已经追平 2008 年同期水平, 这也是我们的国内成品油价格一直难以下调的主要原因。

如 2010 年利比亚原油产量占欧佩克总产量的 5.3%, 但战争使其下降到 2011 年的 1.2%, 基本处于停滞状态。如果 2012 年占欧佩克产量 12% 的伊朗再起祸端, 那么就不是影响其 12% 的产量, 整个中东石油出口均将受影响, 不仅对我国的进出口产生不利影响, 其对世界经济的负面作用将不可估量。

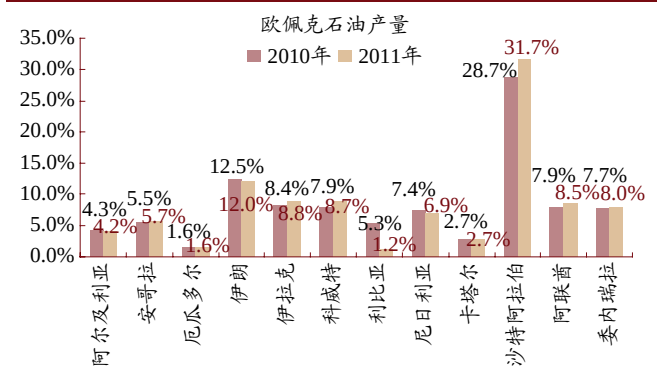
图 29-30: 世界原油产量及我国进口价格分析

图 29, 原油进口价格分析



数据来源: WIND 资讯

图 30, 欧佩克原油产量占比分析

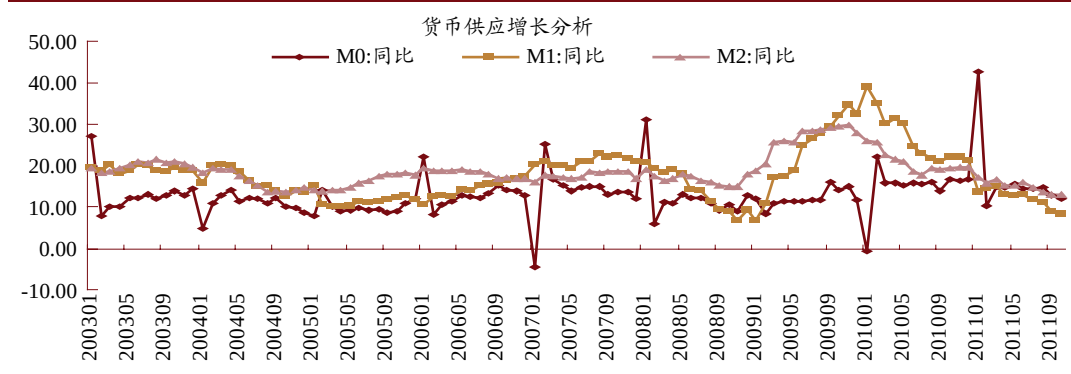


不过 2012 年, 人民币升值的压力会减轻, 在全球经济处于动荡的时期, 能够保持我国的出口份额稳中有升, 就已经是对 2012 年的最好期待。尽管 2012 年存在若干不确定性, 但我们认为大国经济尤其是美国、德国、印度、巴西、俄罗斯以及南非等仍然具备一定的增长能力, 世界经济仍然存在一些机会, 这也是我们继续看高 2012 年出口的主要依据。

(四) 货币结构宽松与财税改革存机遇

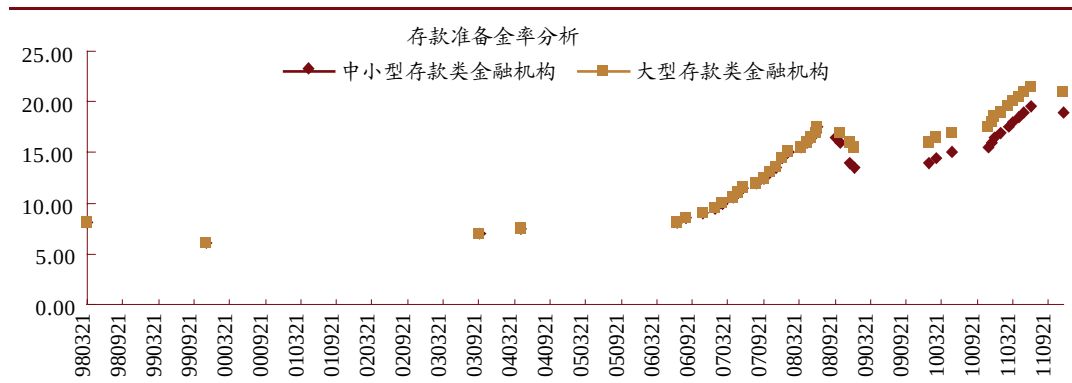
2011 年 10 月末, 广义货币(M2)余额 81.68 万亿元, 同比增长 12.9%, 比上半年回落 3 个百分点; 狭义货币(M1)余额 27.65 万亿元, 同比增长 8.4%, 比上年末低 4.7 个百分点, 7-10 月仅增加 1800 亿; 流通中货币(M0)余额 4.6579 万亿元, 同比增长 11.9%, 比上半年回落 2.5 个百分点。持续的货币收紧已经对经济产生影响, 表现在物价回落, 房市低迷, 经济增长走低。为了稳定经济增长, 自 10 月下旬开始, 央行开始了新一轮的结构性宽松政策, 并如我们预期在 12 月 5 日下调了存款准备金率。

图 31: 货币供应增长分析



资料来源: 国家统计局

图 32: 存款准备金率分析



资料来源: 国家统计局

从 11 月数据及其态势看, CPI 将在 2012 年上半年继续回落。加上经济下行压力的影响, 我们预期 2012 年存款准备金率有继续下调的空间, 调整幅度约为 2 个百分点, 也就是还有四次存准的下调。大型金融机构回到 19%, 小型金融机构回到 17, 市场平均水平在 18% 多一点。

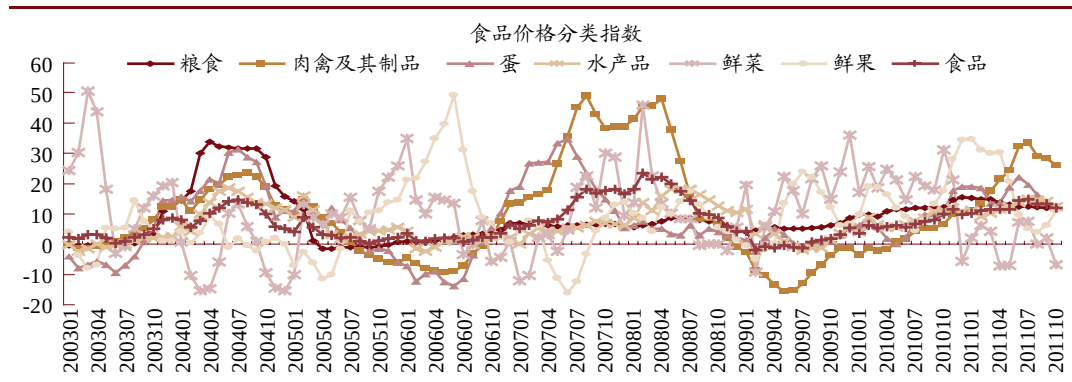
2011 年我们准确的预测了三次加息以及四季度的存准下调, 对于 2012 年的基准利率, 我们认为, 存款利率调整的可能性很低, 贷款利率具备下调空间, 未来 18 个月内, 我们认为下调利率的次数不会超过 2 次。2011 年初我们判断正利率时代要到 2012 年二季度, 因此明年上半年将出现 CPI 的持续小幅回落, 并在二季度回落到 3.0 附近, 进入市场的正利率时代。

从 10 月的 CPI 分类数据看, 影响食品价格的各种因素只有鲜果还处于上行态势, 其余已经全面掉头向下。因此 2012 年食品价格指数会回落到 5.0 附近, 从而带动 CPI 指数的全面走低。2012 年 CPI 运行区间预期在 2.3-3.8 之间, 全年 CPI 为 3.3%。

表 2: 2012 年 CPI 预测

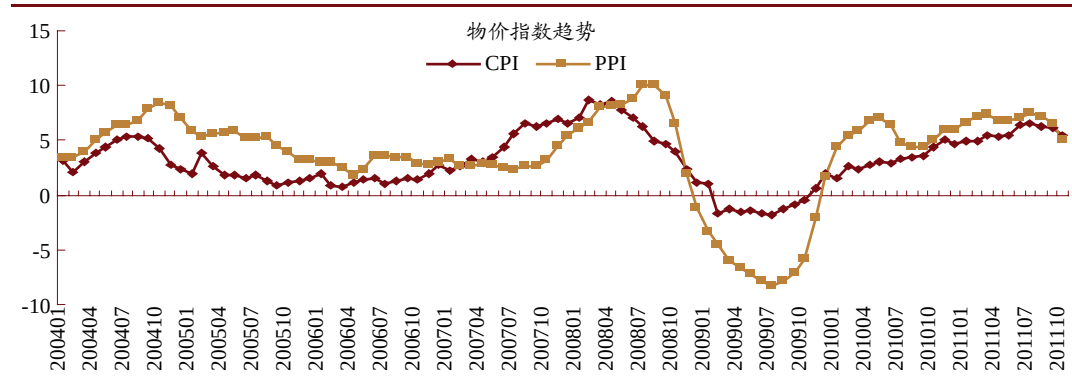
预测值	居民消费价格指数	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品及服务	医疗保健及个人用品	交通通讯及服务	娱乐教育文化用品及服务	居住
2012 年 CPI1	2.27	5.5	1.2	0.5	-0.2	1.5	-0.1	0.3	1.2
2012 年 CPI2	3.72	8.8	1.5	0.6	0	1.8	0.3	0.5	2.8

图 33: 食品价格分类指数



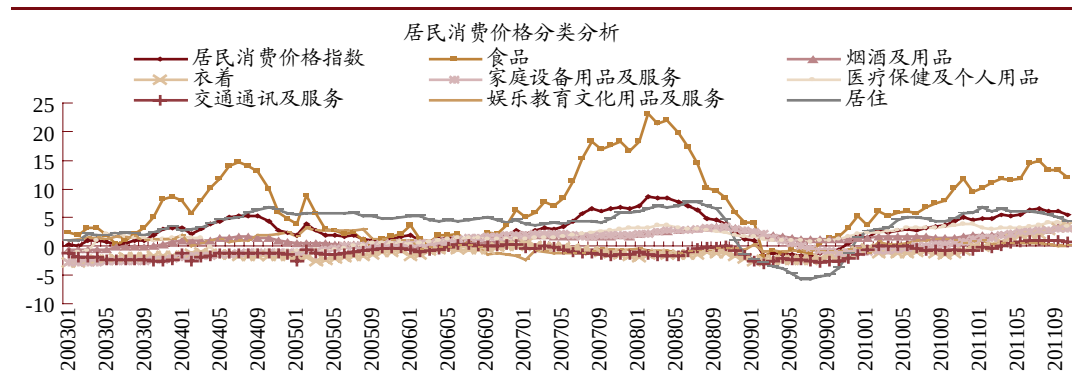
2012 年 CPI 和 PPI 将出现交错下行的走势,这对于我们预期工业企业业绩增长可不是一个好消息,尤其是当原材料购进价格指数高于产成品价格指数时,企业将出现存货增加,成本增加而毛利下降的局面。这是 2012 年我们值得警惕的现象。如果出现比较严重的高进低出价格倒挂现象,将可能加速基准利率的调整。而这种情况一般是在国际局势动荡时,国际原材料价格飙升才会出现,因此被我们认为是最坏的情况,全球经济将受冲击,资本市场将创出新低。

图 34: 利率与价格指数



资料来源: 人民银行

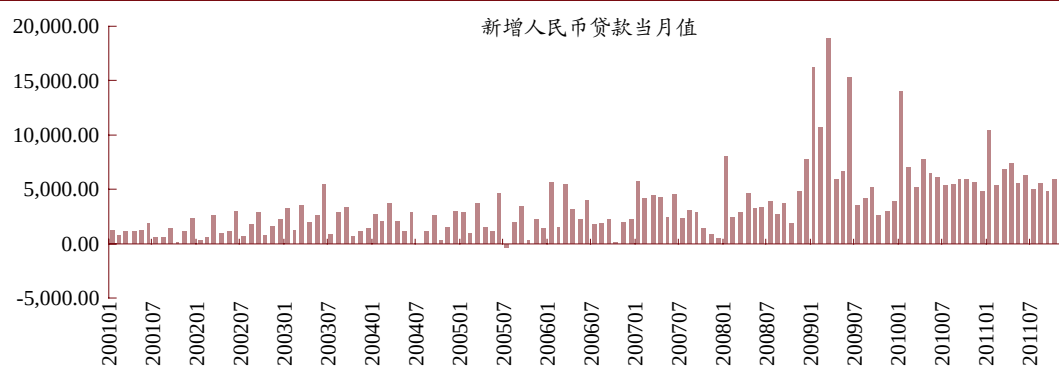
图 35: CPI 分析



资料来源: 国家统计局

对于 2012 年的货币供应,我们认为将向结构型定向宽松转变,全面宽松的可能性难见,M2 的增速预期会反弹到 15.5%左右。2012 年 M2 总量会达 94.3 万亿,M1 增长会反弹到 12.0%,年末 M1 总量预期为 32.23 万亿。全年信贷规模会上升到 61.2 万亿,同比增长 12.9%,2012 年新增信贷总额预期为 7 万亿。

图 36: 当月新增人民币贷款分析

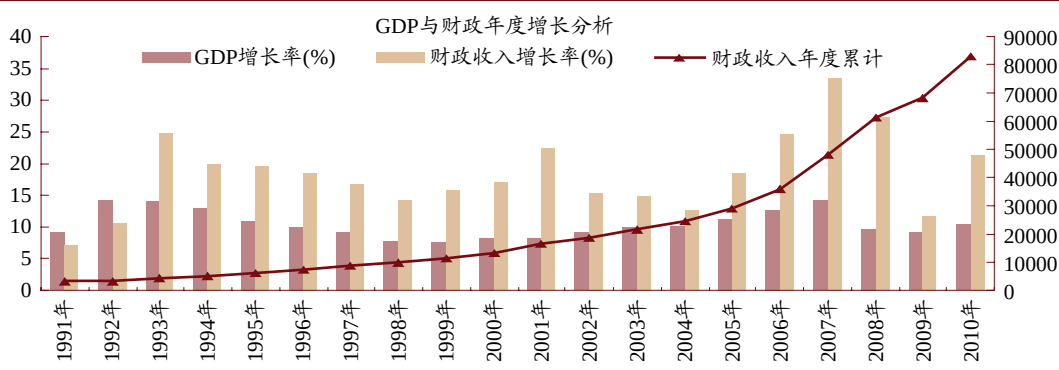


资料来源: 国家统计局

2012 年继续实施积极的财政政策，对于促民生、稳增长、促消费、促转型都是非常关键的。尤其在在全球经济疲软，地区不稳定因素太的背景下，积极的财政政策显得尤为重要。前面我们分析表明，积极的财政政策需要稳定的财政收入，而国内扩内需促进居民消费又需要积极的收入增长计划，需要财政在减税和增收方面进行调整。如此我们目前的财税结构是否有调整的空间呢？

答案是肯定的，自 1993 年以来，我国已经连续 19 年财政收入高于 GDP 增长，目前年财政收入超过 10 万亿，而且在 2004 年-2007 年一度出现财政盈余，随着 2008 年底积极财政的实施和大量民生项目的投入，财政盈余局面才得到改观。目前年财政收入超过 10 万亿元，是全球最有钱的政府。当然，我们的民生待支出也是全球最大的，一个即将步入老年人口越来越多的、社会保障没有完备的未来社会需要支付的太多。因此税收的增长对于庞大的财政支出非常关键。

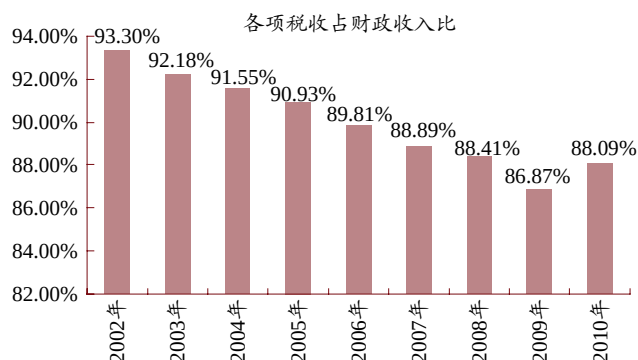
图 37: 我国财政收入增长分析



资料来源: WIND 资讯

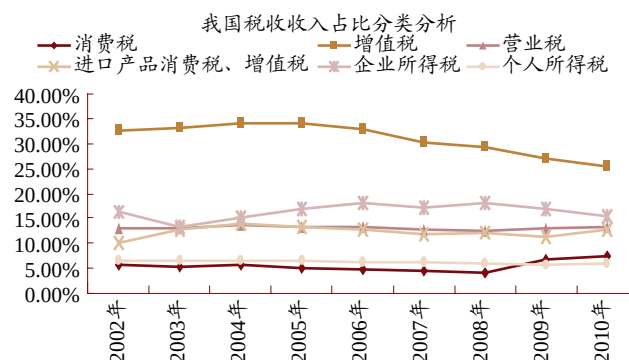
图 38-39: 我国税收结构分析

图 38, 各项税收占 GDP 比



资料来源: WIND 资讯

图 39, 我国税收收入占比分析



是不是就没有进行税收调整,减轻企业和居民压力的空间呢?也不是。我国的税收结构大部分诞生于 10 多年前,近几年进行过一些微调,如企业所得税的调低、个人所得税的起征点的提高,资源税试点与推广,房产税的试点等。即将试行的上海服务类企业营业税改增值税也是一个重大改革。这些改革都极大的改善了企业的经营和居民收入水平的提高。

2012 年营业税改增值税,在上海市交通运输业和部分现代服务业试点。在现行增值税 17% 和 13% 两档税率的基础上,新增设 11% 和 6% 两档低税率,交通运输业适用 11% 的税率,研发和技术服务、文化创意、物流辅助和鉴证咨询等现代服务业适用 6% 的税率;试点纳税人原享受的技术转让等营业税减免税政策,调整为增值税免税或即征即退;现行增值税一般纳税人向试点纳税人购买服务,可抵扣进项税额;试点纳税人原适用的营业税差额征税政策,试点期间可以延续;原归属试点地区的营业税收入,改征增值税后仍归属试点地区。

预计 2012 年试行完后,2013 年将会在其他发达地区逐一展开。这次改革是继 2009 年全面实施增值税转型之后,货物劳务税收制度的又一次重大改革,也是一项重要的结构性减税措施。

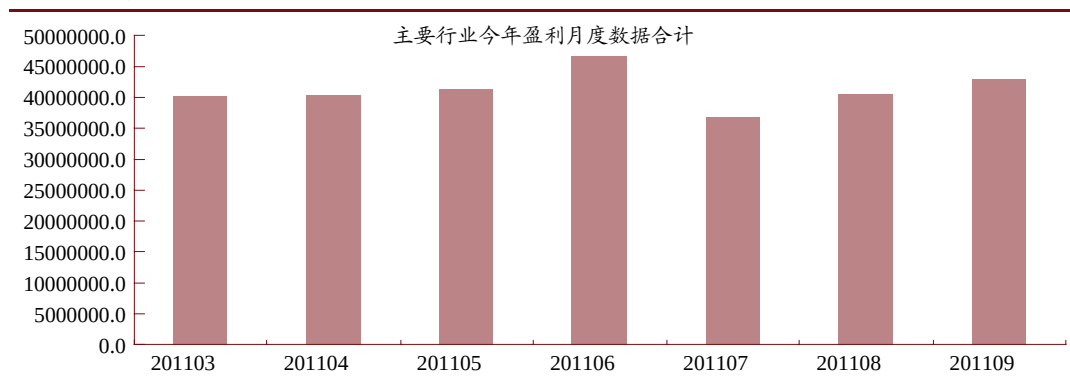
2012 年税收改革值得期待的还有房产税。这对于增加地方财政收入是有益的,尤其是随着土地出让收入的减少,地方财政民生支出的扩大,收支压力会越来越严重,房地产税的推行将能够缓解这一矛盾,但对于地产行业可以视为利空。

因此货币财政政策是值得期待的 2012 年。

（五）盈利增长减速，安全边际内找增长

1-9 月份,我们统计的与资本市场密切相关的全国 33 个行业规模以上工业企业盈利 34944.51 亿元,环比增长 14.0%,其中 1-8 月同比增长 24%,月度利润总额基本维持在 4000 亿元。

图 40: 33 个制造业 3-9 月盈利



1-8 月有四个行业增幅超过 50%: 有色金属冶炼及压延加工业 60.0%、有色金属矿采选业 54.7%、黑色金属矿采选业 54.6%、水的生产和供应业 50.2%。另外有 18 个行业增长幅度在 20-50%之间。但 9 月相比 8 月仅水的生产与供应业增长超过 30%，其余均在 10-25%之间，可见，行业盈利呈现增定增长状态。

在四大装备制造业中，以通用设备制造业增长最快，达到 21.9%，专用设备制造为 19.1%，电器机械设备制造和交运设备制造增速分别为 9.6%和 12.1%。与上半年相比增速明显回落，表明日本核事故和 7.23 动车组事故对行业的影响仍然是很深的。

表 3: WIND 沪深 300 估值分析

代码	简称	12 月 5 日收盘点位	总市值 (亿元)	市盈率 PE	市净率 PB
000300	沪深 300	2,521.39	179,900.76	12.57	1.81
000972	300 沪市	2,247.56	154,387.81	11.86	1.73
000968	300 周期	2,482.69	134,709.18	11.07	1.65
000914	沪深 300 金融	3,335.21	78,879.60	9.84	1.54
000969	300 非周	2,777.64	45,191.57	21.09	2.54
000908	沪深 300 能源	3,095.19	36,771.38	12.57	1.88
000910	沪深 300 工业	2,017.95	21,895.63	13.82	1.82
000909	沪深 300 材料	2,364.20	13,984.34	22.95	2.05
000950	300 基建	1,366.62	11,516.13	14.19	1.45
000912	沪深 300 消费	6,904.08	10,425.74	41.64	6.24
000911	沪深 300 可选	2,934.40	7,184.50	13.86	2.11
000913	沪深 300 医药	4,813.24	4,010.53	26.89	3.93
000917	沪深 300 公用	1,346.54	2,749.36	15.73	1.66
000915	沪深 300 信息	1,306.43	2,233.78	56.97	2.98
000916	沪深 300 电信	2,229.95	1,765.89	38.15	1.80

资料来源: WIND 资讯 2011 年 12 月 6 日数据

从估值角度看,可以发现沪深 300 静态 PE 已由去年底的 19.57 倍下降为 12.57 倍,300 周期已跌到 11.07 倍,金融在 10 倍以内、能源与 300 平均值一致、但消费、信息仍然比较高,从行业盈利增长和行业的价格竞争态势看,信息与电信的估值水平仍然太高,消费回落到 33 倍是相对合理的。因此尽管 PE 和 PB 估值整体处于历史最低水平,市场具备良好的投资价值。但不排除在盈利预期下降和宏观经济低迷的拖累下,新底后面还有新低,而且从股息率的角度看,也有进一步向下调的压力,幅度在 10% 左右。

图 41-42: WIND 沪深 300 估值分析

图 41, PE 分析

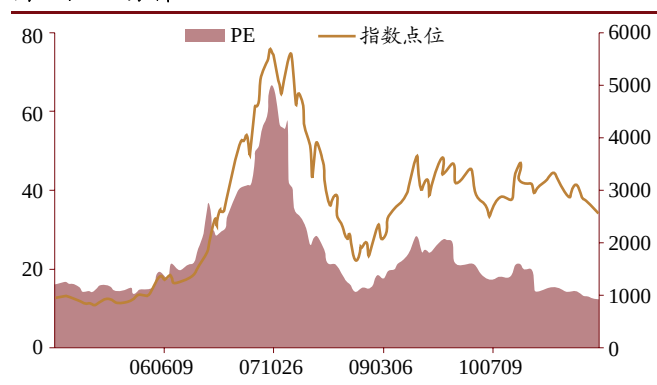
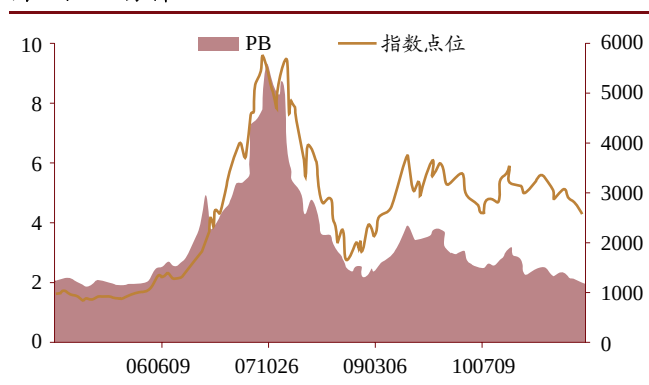


图 42, PB 分析



资料来源: WIND 资讯

我们预期沪深 300 指数 2012 年运行区间在 2270-3100 点之间,对应上证 A 股指数,我们认为在 2100-3000 点之间。属于一个见底回升并再确认的走势。

三、2012 年市场展望与资产配置建议

我们预期 2012 年行情是经济软着陆后的政策结构性宽松行情,探底盘升并确认走势,市场将采取退一进二退一进二的方式逐步走高。市场回落的诱因不再是紧缩政策而是市场对企业盈利增长趋缓的担心和不稳定的国际形势。

2012 年作为监管部门领导履新的第一年,加强市场监管,理顺市场环境,探究市场发展路径将成为资本市场建设与发展的主要思路,在清理全国各种交易所的基础上建设“三板市场”将是 2012 年资本市场建设的大事。因此 2012 年的资本市场建设是整顿提高的 2012。

行业价值分析与配置建议

2012 年我们继续看好金融、煤炭、有色金属冶炼及延压加工、化学原料及化学品制造等强周期行业、以及专用设备、交运设备制造、通用设备和机电设备制造为代表的装备制造业。轨道交通设备、航空运输设备、海洋工程设备、矿山设备以及核电设备领域的龙头股、地产行业中的保障房建设板块、生物医药、纺织服装中的品牌消费、以及受重装备拉动的相关材料、核心配件和软件服务类资产。

配置策略为安全边际+成长的选股思路。一季度主要以观望为主，等待全球局势的明朗和国内经济政策的陆续到位，二、三季度是 2012 年值得期待的收获期，有望在系列政策的推动下，市场走出盘跌的迷局，形成长达 5 个月的单边上行行情。因此资本市场是绩优加成长的 2012。

在 2011 年下半年基础上，我们 2012 年仅调高水的生产与供应业的投资评级。其他行业维持不变。

下表是我们给出的行业评级：

表 4：主要行业投资评级分析

行业名称	投资评级	评级调整	投资要点
金融	强于大市		买入大市值银行\券商\保险
地产	跟随大市		持有被低估的品种和保障房建设板块
建筑业	跟随大市		
交通运输设备制造业	强于大市		买入铁路\汽车制造中的新能源汽车
专用设备制造业	强于大市		买入矿山机械\医疗设备
石油和天然气开采业	跟随大市		
医药制造业	强于大市		增持生物制药\中药\化学制剂中优势品种
黑色金属矿采选业	强于大市		
黑色金属冶炼及压延加工业	弱于大市		
燃气生产和供应业	强于大市		
水的生产和供应业	强于大市	调高	
有色金属冶炼及压延加工业	跟随大市		
造纸及纸制品业	弱于大市		
纺织业	强于大市		
塑料制品业	强于大市		
化学纤维制造业	跟随大市		持有碳纤维类公司
非金属矿采选业	跟随大市		
纺织服装、鞋、帽制造业	强于大市		持有品牌优势企业
金属制品业	强于大市		持有集装箱制造业企业
化学原料及化学制品制造业	强于大市		
商业贸易	跟随大市		增持药品配送商
石油加工、炼焦及核燃料加工业	弱于大市		
有色金属矿采选业	跟随大市		
非金属矿物制品业	强于大市		
通用设备制造业	强于大市		增持机床\动力设备制造\轴承制造\设备铸造
电气机械及器材制造业	弱于大市		持有电机设备制造
通信设备及其他电子设备制造业	跟随大市		持有通信设备、电子器件、集成电路等出口行业
家具制造业	跟随大市		
电力、热力的生产和供应业	跟随大市		
饮料制造业	跟随大市		持有酒制造业
橡胶制品业	跟随大市		持有轮胎制造

行业名称	投资评级	评级调整	投资要点
煤炭开采和洗选业	强于大市		可买入股息率高的品种
交通运输业	跟随大市		股息率高的公路运输业
软件服务业	强于大市		
文化传媒业	强于大市		
商贸服务业	跟随大市		
旅游及其他服务业	强于大市		

资料来源：西南证券研发中心

在资产配置方面，我们建议以四个主线进行资产配置，一是重装工业及其相关的战略性新兴产业，二是与保障房建设相关的地产和建材行业，三是消费板块的品牌消费公司、四是低估值的金融板块。

在资产配置上二三季度可以以股票为主，建议 8 成仓位至获利减仓，四季度在市场调整充分后再增持至 7 成左右的股票仓位，一季度建议轻仓或至多五成仓位。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>