

2012年度A股投资策略

——温故鼎新

广发策略研究小组

林鲁东 分析师

电话: 020-8755888-8696

Email: lld2@gf.com.cn

执业编号: S0260511080002

张海波 分析师

电话: 020-8755888-8337

Email: zhb@gf.com.cn

执业编号: S0260511010013

郑文琦 分析师

电话: 021-68826753

Email: zwq5@gf.com.cn

执业编号: 0260511070002

一、转型背景下需重视ROE

ROE将是影响2012年市场走势和行业选择的主线。在经济高速增长时期，市场关注企业的成长性；转型中，应进一步重视企业的盈利能力，这也符合提高经济增长质量的宏观背景。我们发现（1）ROE与资金成本共同决定市场走势；（2）ROE与PB高度正相关，且可以预测PB的变化。

二、2012年ROE见底回升、资金成本温和回落

ROE中，净利率受经济增速影响，周转率同时受增长和通胀影响，杠杆率则处历史高位。ROE短期继续下滑，中性情景下ROE和盈利增速在二季度见底后回升，但幅度温和；2012年非金融企业和全部A股净利润分别增长13%和16%。

资金成本目前位于历史高点附近，有望温和回落：（1）通胀下行压低无风险利率；（2）流动性好转同样使无风险利率下降；（3）政策放松，经济下滑担忧渐缓解，风险溢价降低——但转型和换届带来的不确定性，使风险溢价大幅下降的可能性较小。

三、市场有望取得温和正回报

预计2012年A股市场将取得温和正回报，动力来自盈利增速触底回升和风险溢价下降。全年预期回报率约为12%，指数波动区间为2300-3100。短期仍维持U型底部震荡格局；上涨的必要条件是流动性好转（观察指标是M2增速），充分条件则是基本面和净资产收益率回升。

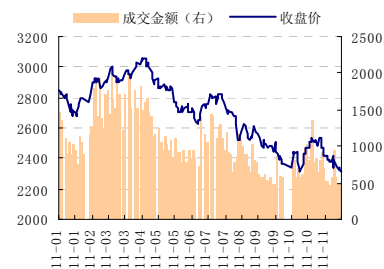
四、配置建议：温故鼎新

温故：关注传统行业盈利能力；**鼎新：**挖掘转型新增长点 and 政策着力点。

从ROE看战术配置：淡化周期，关注盈利能力。选择ROE抗周期且在通胀下行中受益的行业；回避ROE顺周期且在通胀下行中受损的行业。看好必需消费品、消费性服务业和政策支持行业。建议超配：环保、传媒，食品饮料、医药、服装，信息设备、电力和地产龙头；回避交运、有色、钢铁和轻工。

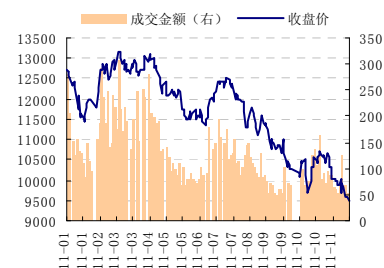
从转型看战略主题：挖掘成长。看好（1）中低收入户和中部区域消费加速，行业上看好服装、通信和娱乐；（2）环保主题，中性情景下十二五环保投资超5万亿，2012-2013年是增长高峰。

上证综指



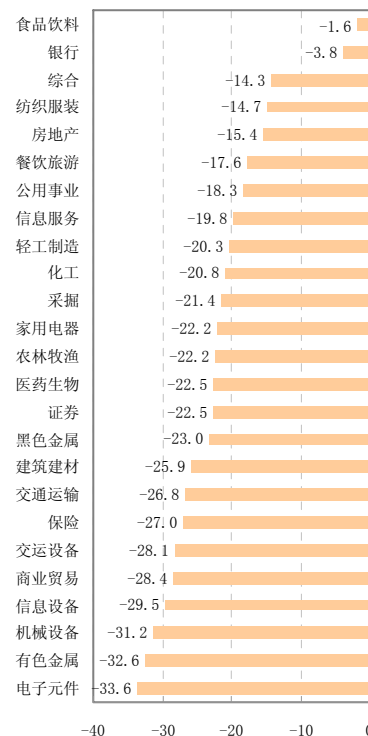
收盘：2315.27 涨跌幅：-17.55%

深证成指



收盘：9480.27 涨跌幅：-23.91%

年度行业表现



目录索引

一、ROE 与资金成本决定市场走势	5
(一) 转型中重视 ROE	5
(二) ROE 与市场估值	6
二、ROE 分析	8
(一) ROE 与增长和通胀的关系	8
(二) ROE 分解及趋势	9
(三) 盈利增速分析	10
三、资金成本分析	12
(一) 无风险利率分析	12
(二) 风险溢价分析	13
(三) 关于流动性的其他问题	15
四、市场及配置	17
(一) 市场展望	17
(二) 从 ROE 看行业配置：淡化周期，关注盈利能力	18
(三) 关于行业配置的讨论	19
(四) 从转型看投资主题：挖掘成长	23
(五) 配置建议及金股推荐	32

图表索引

图 1: ROE、资金成本与 PB	6
图 2: PB 与 ROE 高度正相关	6
图 3: ROE 领先于 PB 1-2 个月	7
图 4: ROE 与宏观变量关系	8
图 5: ROE 与 GDP 同步 (季度)	8
图 6: ROE 领先于 CPI (季度)	8
图 7: 净利率与宏观变量关系	9
图 8: 周转率与宏观变量关系	9
图 9: 周转率与名义 GDP 增速同步	10
图 10: 周转率与名义 GDP 增速高度正相关	10

图 11: 权益乘数达到历史高点	10
图 12: A 股非金融企业 ROE 水平	10
图 13: A 股盈利增速走势	11
图 14: 不同情景下的非金融企业盈利增速模拟	11
图 15: 不同情景下的 A 股企业盈利增速模拟	11
图 16: 通胀与长期利率	12
图 17: 通胀与短期利率	12
图 18: M2 增速创新低	13
图 19: M2-GDP-CPI 降至低位	13
图 20: M2-GDP-CPI 模拟	13
图 21: M2/名义 GDP 与名义利率高度负相关	13
图 22: 股权风险溢价仍在处在很高的水平	14
图 23: M2 增速围绕“12”松紧转换	14
图 24: 货币政策工具围绕“12”松紧转换	14
图 25: 贷款余额增速模拟	15
图 26: M2 增速模拟	15
图 27: M1 增速先于利润增速见底	16
图 28: 利润增速见底前, 企业加速去库存	16
图 29: PMI 产成品库存指数创新高	18
图 30: 工业企业产成品库存增速仍然居高不下	18
图 31: 各行业 ROE 对经济增速的敏感程度比较	19
图 32: 政府消费支出受经济周期影响明显	20
图 33: 通胀下行对高端消费有负面影响	20
图 34: 政策刺激与自然增长下的汽车产量增速	20
图 35: 三季度末空调库存异常增长	20
图 36: 五年计划第二年似乎是增长高点	21
图 37: 在领导人执政前半期, 第二年实际是低点	21
图 38: 政治周期与经济周期高度相关	22
图 39: 地方政府换届造成经济增长的 U 型曲线: 换届当年增速最低	22
图 40: 制造业投资增速恢复至历史均值附近	23
图 41: 资本支出变化滞后于库存变化	23
图 42: 转型与经济结构变化示意	23
图 43: 农村收入增速明显高于城镇	24
图 44: 中低收入户消费倾向更高(城镇, 2009)	24
图 45: 中低收入户消费倾向更高(农村, 2009)	24
图 46: 中国劳动收入比重呈下降趋势	25
图 47: 中国劳动收入比重远低于国际水平	25

图 48: 中部地区工资增速最高	26
图 49: 产业转移重点承接地集中在中部地区	26
图 50: 韩国转型期通讯和文娱支出比重提升最快	28
图 51: 韩国服装支出占比在转型初期继续上升	29
图 52: 台湾服装支出占比在转型中持续上升	29
图 53: 日本转型期环保相关设备增速惊人	30
图 54: 5 年计划前期环保投资增速较高	30
图 55: 环保投资占比仍将保持 5%左右的复合增速	30
图 56: 2012-2013 是十二五环保投资增长高峰	30
图 57: 十二五期间环保投资可能超 5 万亿	31
表 1: ROE 对 PB 具有预测作用, 反之则不然	7
表 2: ROE 对 GDP 和 CPI 增速回归结果	8
表 3: 净利率对 GDP 和 CPI 增速回归结果	9
表 4: 周转率对 GDP 和 CPI 增速回归结果	9
表 5: 2012 年 A 股净利润增速预测	11
表 6: M2 增速历史统计	12
表 7: 信贷余额增速历史统计	15
表 8: 新增信贷规模预测	15
表 9: 上证综指压力测试: 盈利调整和资金成本的影响	17
表 10: 经济周期中的市场表现	17
表 11: 各行业 ROE 对 GDP 和 CPI 弹性分析	19
表 12: 行业盈利增速对经济敏感度分析	21
表 13: 劳动报酬占 GDP 比重比较 (1960-2005), 中国仅为 45%	25
表 14: 日本转型期低收入阶层的收入增速超过高收入阶层	26
表 15: 不同收入阶层消费品支出的收入弹性	27
表 16: 城镇居民消费支出构成 (2009)	27
表 17: 地区消费支出结构差异 (2009)	28
表 18: 韩国转型期消费结构变化	28
表 19: 微观调查显示: 收入提高, 服饰类支出占比会增加	29
表 20: 十二五期间环保投资总量的敏感性分析	31
表 21: 配置建议	32
表 22: 2012 年十大金股	33

一、ROE与资金成本决定市场走势

（一）转型中重视ROE

在这一部分，我们简要阐述了关于市场策略的研究框架，一个关键的结论是ROE与资金成本决定了市场走势。

这一框架首先从标准的Gordon模型出发：

$$P = \frac{E}{r - g}$$

P 是当前股价， E 是预期未来一年的盈利， r 是股权资金成本， g 是长期盈利增速。长期盈利增速稳定的情况下，如果预期盈利增速下降，同时由于政策调控等原因导致资金成本上升，市场将会下跌，这是今年发生在A股的实际情况。

值得注意的是，股权资金成本可以进一步拆分为无风险利率和风险溢价之和： $r = r_f + ERP$ 。基于此，有两个简单的推论：

- 通胀下行，无风险利率下行，对市场影响正面；
- 政策放松，风险溢价下降，对市场影响正面。

以上角度主要关注的是盈利成长性，但并非所有的增长都能够创造价值，对上式两端同时除以净资产可以看到这一点：

$$PB = \frac{ROE}{r - g}$$

从上式可以看到，PB与ROE正相关，ROE是决定市场估值水平的重要因素，但同时，资金成本对估值也有重要影响，推论如下（简单起见忽略 g ）：

- $ROE > r$ ， $PB > 1$ ，增长创造价值；
- $ROE < r$ ， $PB < 1$ ，增长毁灭价值。

增长创造价值的条件是：ROE能够超越资金成本；再此基础上，ROE上升，市场估值水平上升，反之亦然。

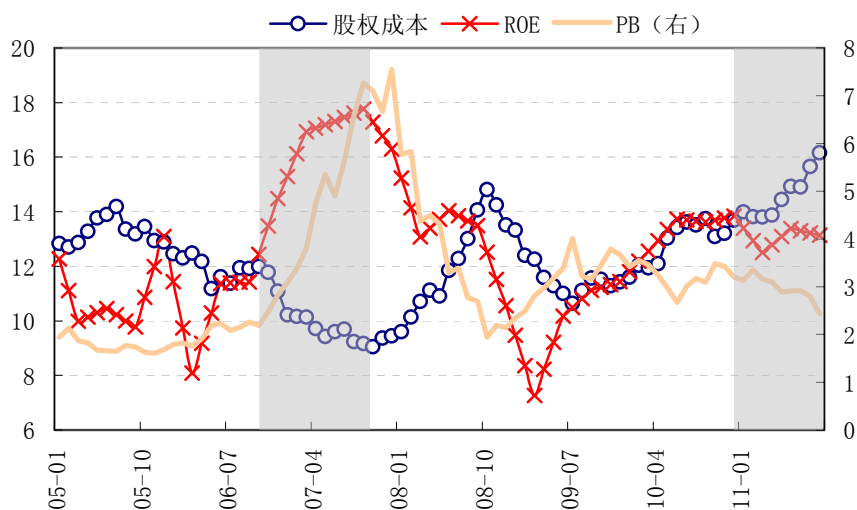
强调ROE符合经济转型的大背景。在以前的增长中，经济和市场更加关注的是经济增长的速度，体现在投资策略上，就是关心盈利的成长性；随着经济转型，经济增长质量的重要性凸显出来，体现在投资策略上，就是要更强调ROE这一盈利能力指标。

(二) ROE与市场估值

A股市场的表现印证了我们上述对ROE与估值关系的推断,几个重要结论如下:

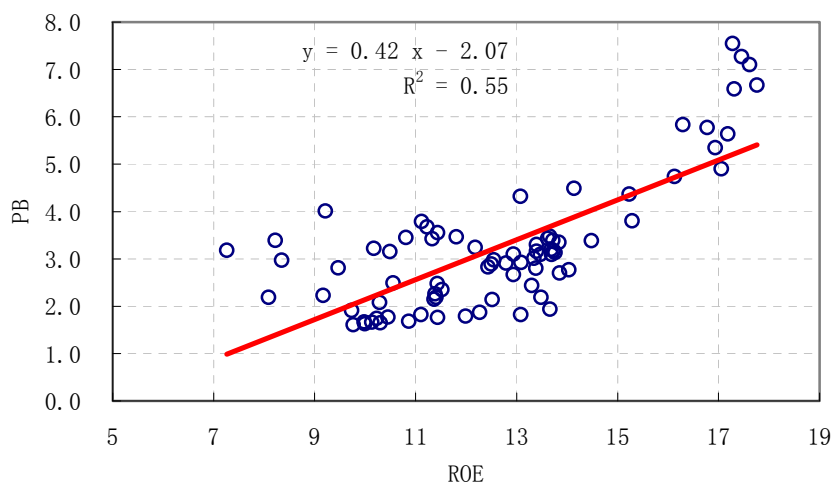
- PB与ROE同向变化,高度正相关;
- ROE上升且超过资金成本时,估值持续提升(2007);
- ROE下滑且低于资金成本是,估值持续受压制(去年底至今)。

图1: ROE、资金成本与PB



数据来源: Wind、朝阳永续、广发证券发展研究中心

图2: PB与ROE高度正相关



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

另一个重要的观察是ROE的变化领先于PB，ROE对PB有预测作用。（1）领先1-2个月的ROE与PB的动态相关系数最大（接近0.75）；（2）动态的检验发现，ROE对PB具有预测能力，而PB则无法预测ROE。

由于ROE对于估值的重要性，理解ROE的变化并预判ROE的拐点就十分重要；另一方面资金成本也影响市场走势，以下分别就ROE和资金成本展开分析。

图3: ROE领先于PB 1-2个月

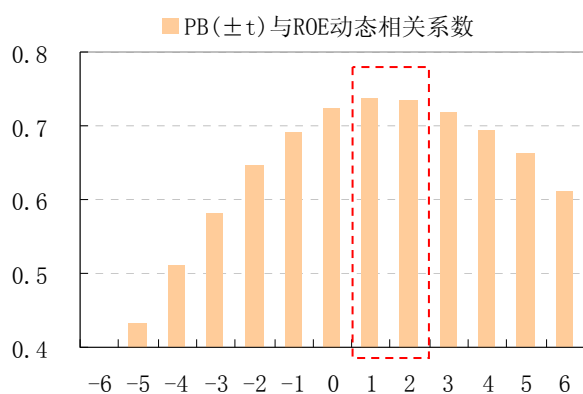


表1: ROE对PB具有预测作用，反之则不然

原假设	检验结论
样本期：2005 至今	
PB 不能预测 ROE	p=0.64 接受原假设
ROE 不能预测 PB	p=0.08 拒绝原假设
样本期：2008 至今	
PB 不能预测 ROE	p=0.63 接受原假设
ROE 不能预测 PB	p=0.06 拒绝原假设

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、ROE分析

（一）ROE与增长和通胀的关系

整体而言，ROE主要随经济增速上升而上升，通胀对ROE有一定的负面影响，但统计上并不显著。（1）模型显示，ROE对GDP增速的弹性是0.33，统计上显著，对CPI增速的弹性是-0.12，但统计上不显著，经济实际增速是影响ROE的主要原因。（2）可以理解，由于需求旺盛，相同的净资产可以产生更高的收益；但通胀上升一方面增加了名义收入和利润，但同时需要投入净资产增加的幅度可能大于利润，从而ROE未必上升，这与巴菲特对ROE的分析一致¹。

图4：ROE与宏观变量关系

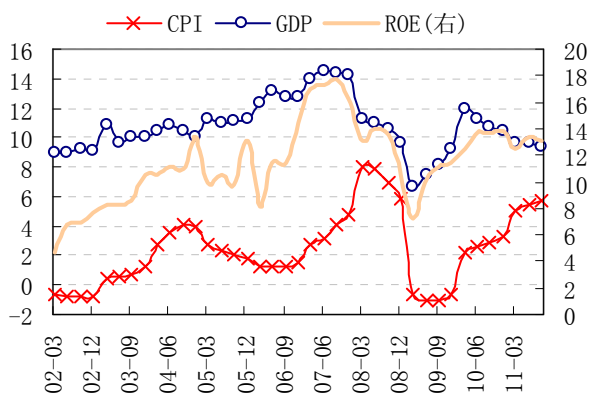


表2：ROE对GDP和CPI增速回归结果

变量	回归系数
GDP	0.33（显著）
CPI	-0.12（不显著）
其他参数	
调整 R 方	0.80
DW	1.93

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从时间先后关系看，ROE与GDP增速同步，且领先通胀1个季度。

图5：ROE与GDP同步（季度）

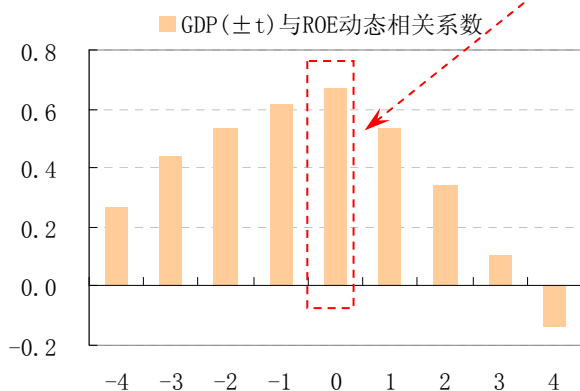
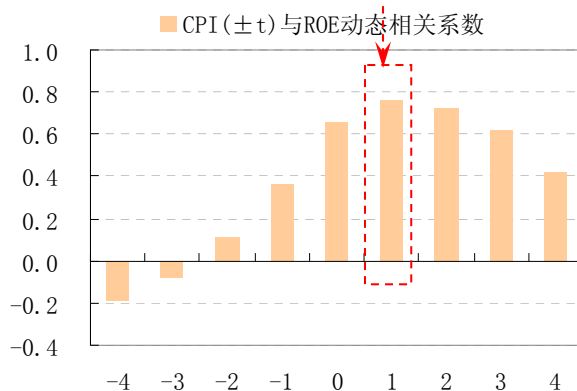


图6：ROE领先于CPI（季度）



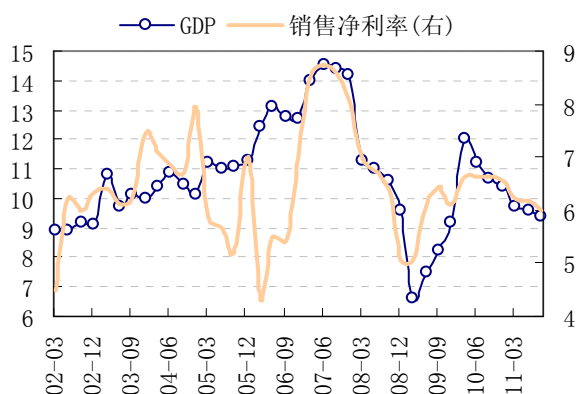
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

¹ 巴菲特，1977，How Inflation Swindles the Equity Investor，Fortune，5月。

(二) ROE分解及趋势

根据杜邦分析,将ROE拆分为净利率、周转率和权益乘数3部分进行分析。从相关性看,对ROE影响最大的是净利率,其次是周转率;我们发现净利率主要受实际GDP增速影响,经济增速上升,净利率上升;周转率同时受实际增速和通胀影响(名义经济增速),二者上升,周转率上升。中性情景下,预计ROE将在2012年二季度见底后温和回升。

图7: 净利率与宏观变量关系

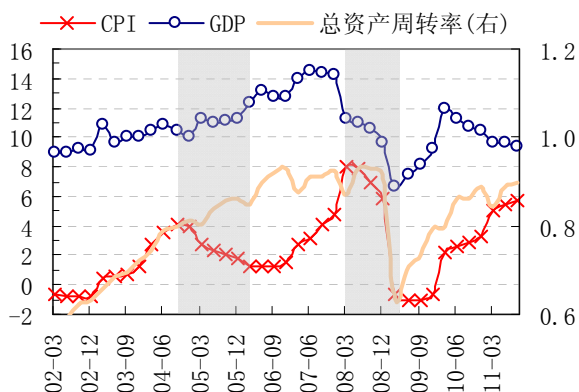


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表3: 净利率对GDP和CPI增速回归结果

变量	回归系数
GDP	0.14 (显著)
CPI	-0.07 (不显著)
其他参数	
调整 R 方	0.49
DW	2.06

图8: 周转率与宏观变量关系



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表4: 周转率对GDP和CPI增速回归结果

变量	回归系数
GDP	0.16 (显著)
CPI	0.10 (显著)
其他参数	
调整 R 方	0.81
DW	2.03

首先,净利率主要受经济增速影响,与经济增速正相关;通胀对净利率有一定的负面影响,但不显著。这说明,实际需求的增加可以提高净利率,但销售价格的上升很可能同时被成本价格上升抵消,从而无法提高净利率。

其次,周转率同时受到增长和通胀的显著影响,名义增速上升有助于提高周转速度。比较名义GDP增速和周转率可发现二者关系十分紧密。

第三,权益乘数已经达到历史高位

图9：周转率与名义GDP增速同步

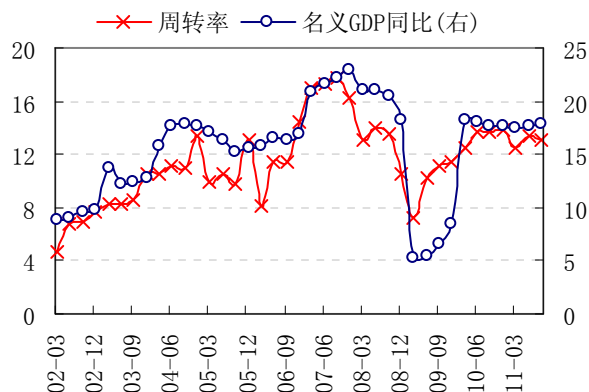
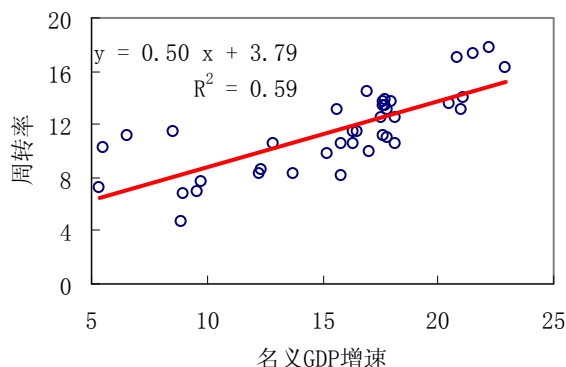


图10：周转率与名义GDP增速高度正相关



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

因此目前ROE将继续下滑，随着经济见底回升，ROE回升的拐点可能出现在明年中。必须注意的是，如果企业持续去杠杆，ROE下滑持续的时间将比我们预期的更长。ROE下滑原因：（1）经济增速下行，净利率难以上升；（2）经济增速和通胀的下行的衰退阶段，企业周转率下滑；（3）企业杠杆率已经很高，很难继续上升。

图11：权益乘数达到历史高点

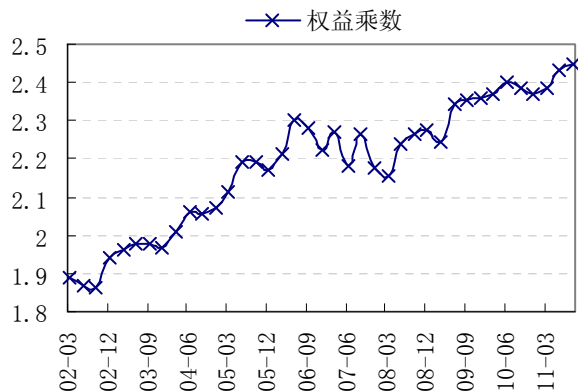
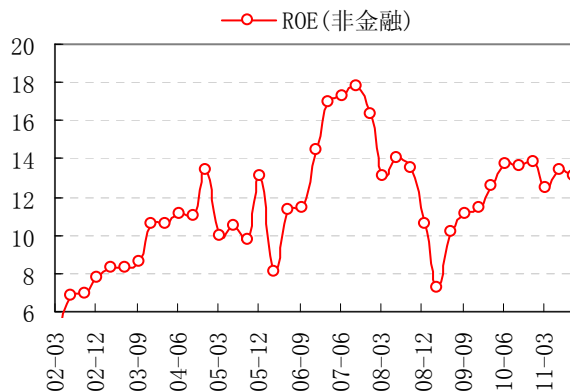


图12：A股非金融企业ROE水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）盈利增速分析

中性情景下，预计A股净利润增速继续下滑，并与2012年二季度见底，随后温和回升。非金融企业2011-2012年净利润增速分别约为10%和13%，全部A股则分别约为17%和16%。

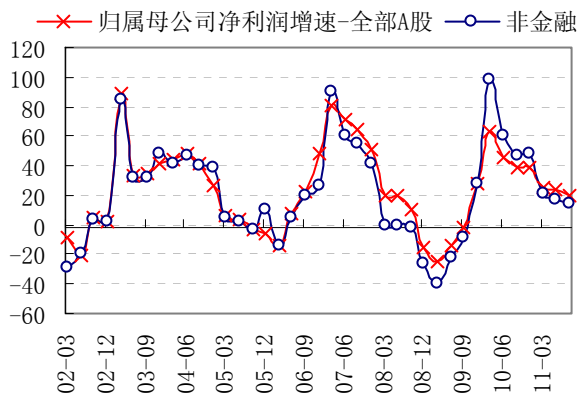
（1）下滑持续的时间看，2003年以后的盈利增速下滑持续了12个季度，2007年后则持续了8个季度，当前已持续6个季度。

（2）当盈利增速降至20%以下后，下滑趋势持续的时间均未超过5个季

度，当前已持续两个季度。

(3) 前两次盈利增速下滑中国均出现过短暂的负增长，其原因是名义或实际需求的大幅回落，如果GDP累计增速降至7.5附近，盈利增速将出现负增长。

图13: A股盈利增速走势



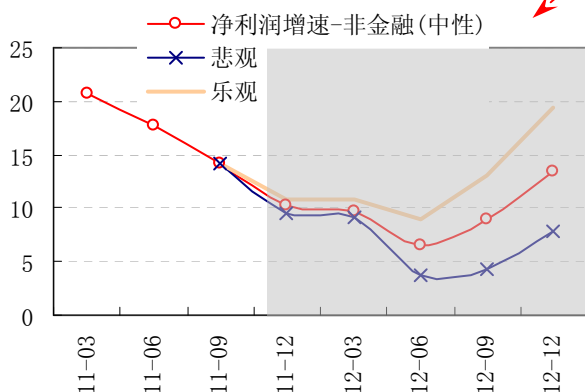
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表5: 2012年A股净利润增速预测

	非金融	全部 A 股
中性情景	13.4	16.7
悲观情景	7.8	13.9
乐观情景	19.4	19.7
历史平均	11.5	15.6
中位数	10.2	15.3
最大值	51.3	47.9
最小值	-31.5	-26.7

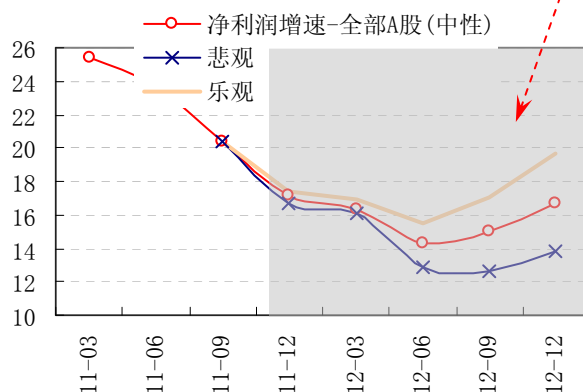
(4) 中性情景下，预计盈利累计同比增速在2012年二季度见底；非金融企业今明两年净利润增速分别约为10%和13%，全部A股则分别约为17%和16%。

图14: 不同情景下的非金融企业盈利增速模拟



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 不同情景下的A股企业盈利增速模拟



三、资金成本分析

(一) 无风险利率分析

通胀下行和宏观流动性逐步改善环境下，无风险利率有望继续温和下行。

无风险利率与通胀高度正相关，长债收益率与通胀相关系数接近0.7，关系密切；短期利率与通胀相关性稍低，但变化方向一致。根据广发宏观的预测，通胀仍将继续回落，可以判断无风险利率继续下行。

图16: 通胀与长期利率

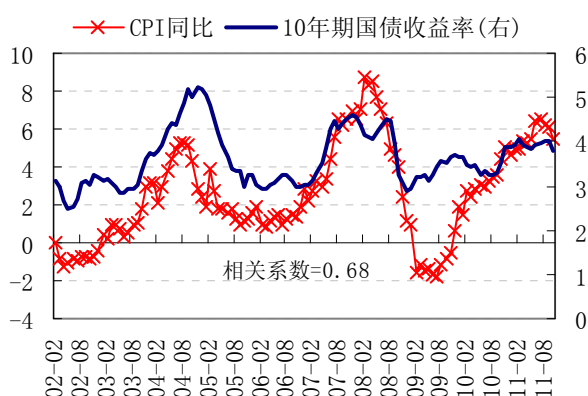
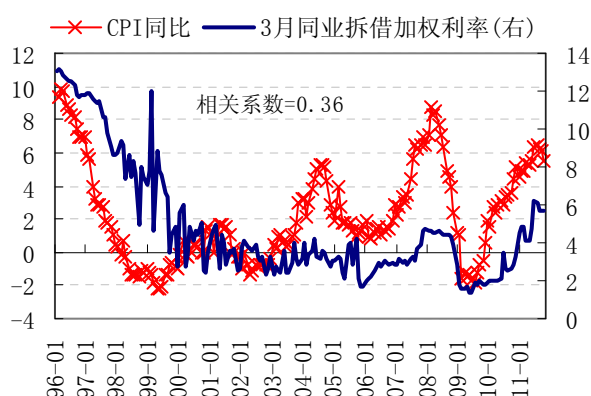


图17: 通胀与短期利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

宏观流动性看，M2增速已经创历史新低，M2-GDP-CPI处于低位，即使M2增速继续维持低位，经济放缓和通胀回落都将使流动性有所好转（M2-GDP-CPI增速回升）。中性情境下，预期2012年M2增速目标为16%，按照这一目标，M2-GDP-CPI的增速回升明显；在较悲观的情况下（M2增速目标仅为14%），M2-GDP-CPI显示的宏观流动性相比当前仍将略有改善。从这一角度看，流动性温和改善是一种趋势，由于M2-GDP-CPI增速回升，名义利率将相应回落（下页，图18—图21）。

表6: M2增速历史统计

	全样本	2000 年前	2000 年后	2000-2008
均值	18.1	19.7	17.6	16.5
中位数	17.1	17.4	17.0	16.6
最大值	29.7	29.5	29.7	21.6
最小值	12.9	14.0	12.9	12.9
标准差	4.3	5.1	3.8	2.2

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: M2增速创新低

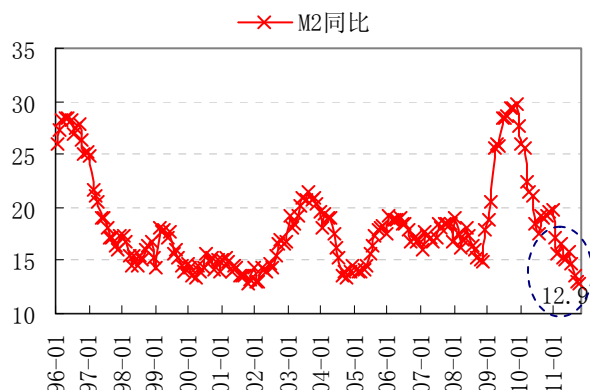
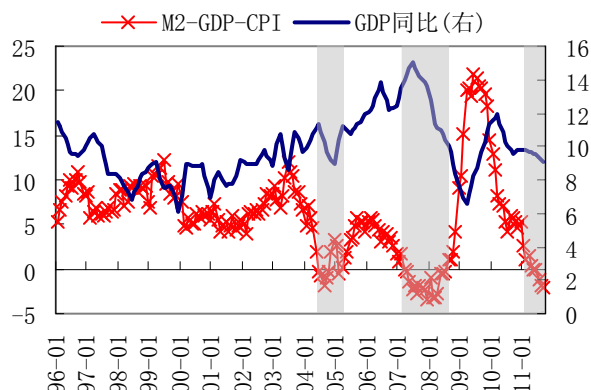


图19: M2-GDP-CPI降至低位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: M2-GDP-CPI模拟

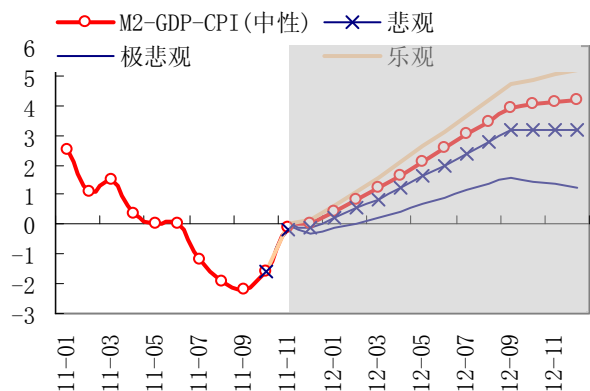
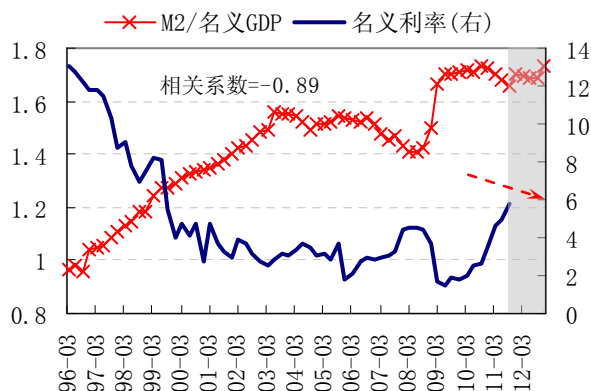


图21: M2/名义GDP与名义利率高度负相关



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）风险溢价分析

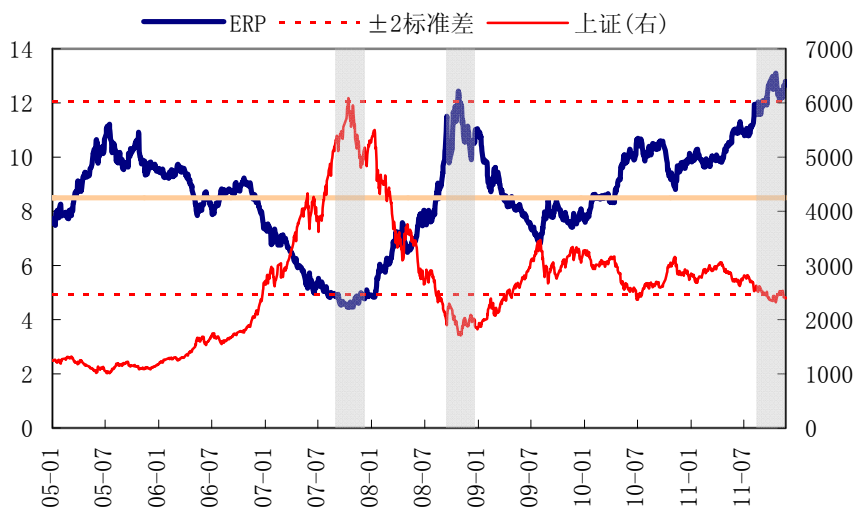
2012年，股权风险溢价水平将有所回落。

（1）风险溢价水平较前期高点已经略有回落，但仍处在99%分位数以上的水平（下页，图22）。

（2）政策是影响风险溢价的核心变量，随着准备金率下调和人民币升值步伐放缓，货币政策“稳增长”的取向已经比较明显，随着名义经济增速进一步回落，货币政策将进一步放松。

（3）目前看，2012年风险溢价大幅下降的可能性较小：换届之年及经济转型将给经济带来一定的冲击和不确定性，从而市场情绪很难立即高涨起来。

图22：股权风险溢价仍在处在很高的水平



数据来源：Wind、朝阳永续、广发证券发展研究中心

由于我们视政策走向为影响风险溢价的核心变量，那么为何在准备金率下调后，市场未作出积极反映，风险溢价仍然居高不下？有几个原因：（1）货币政策一般在GDP+CPI增速降至12%附近开始放松，我们将其称为货币政策的“12法则”；目前在GDP+CPI增速仍然较高的时候下调准备金率，体现了货币政策的前瞻性，但其正面作用一定程度也会被基本面继续下滑的担忧所抵消。（2）政策调整是在外汇占款负增长的背景下进行的，准备金率下调和升值放缓中期来说对稳增长有利，但升值放缓形成的贬值预期短期加速资本的外流，短期对基础货币的扩张造成负面影响，由于这种货币内生性，从准备金率下调到M2增速的回升存在一定时滞。（3）如果M2增速开始回升，一方面说明政策的放松开始见效，另外市场对于经济下滑的担忧也会缓解，我们将M2增速视为重要的观察指标。

图23：M2增速围绕“12”松紧转换

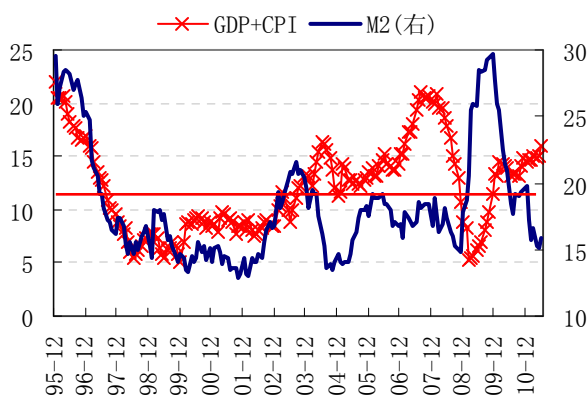
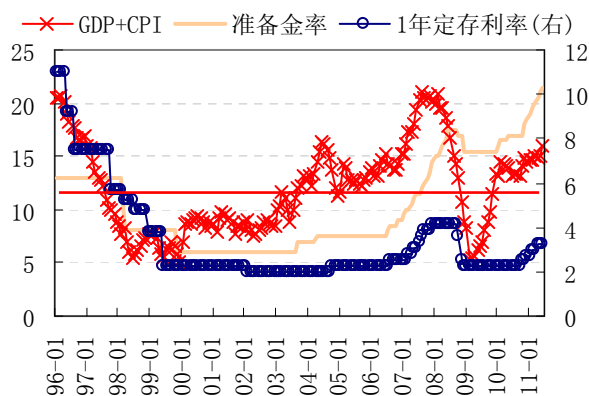


图24：货币政策工具围绕“12”松紧转换



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(三) 关于流动性的其他问题

信贷：中性情景下，预期2012年新增贷款约8.2万亿元，对应的信贷余额增速约为15%，全年稳中略有回升。另外，虽然货币具有一定内生性，同时公开市场到期量减少、新增外汇占款等因素都影响货币扩张，但准备金率仍很高，央行有很大的调控空间。

表7：信贷余额增速历史统计

	全样本	2000 年前	2000 年后	2000-2008
均值	16.7	15.0	17.3	16.1
中位数	15.9	14.9	16.8	16.1
最大值	39.0	22.2	39.0	23.7
最小值	6.7	8.7	6.7	6.8
标准差	5.4	2.8	5.9	3.9

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表8：新增信贷规模预测

	M2 增速	信贷余额增速	预计新增贷款规模
更悲观	14	11.7	6.5
悲观情景	15	13.3	7.3
中性情景	16	14.8	8.2
乐观情景	17	16.4	9.0
更乐观	18	18	9.9

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图25：贷款余额增速模拟

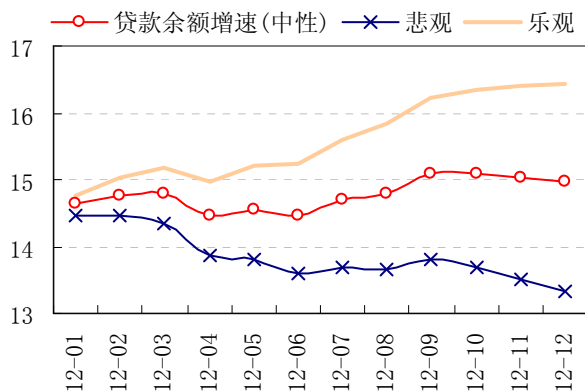
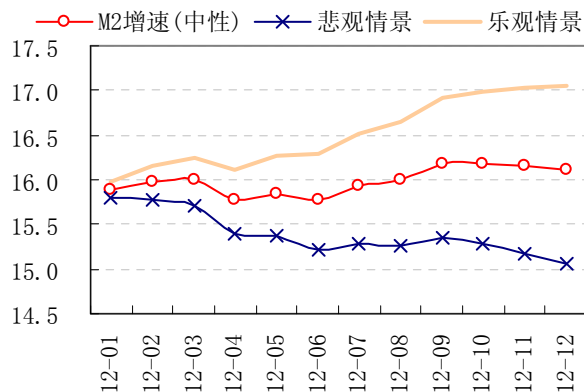


图26：M2增速模拟



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

M1增速：M1增速降先于利润增速见底，中性预期M1增速年底至1一季度见底。我们发现M1增速拐点领先于企业利润增速约2个月，由于企业在利润增速见底前有一个加速去库存的过程，库存的释放减少了资金的占用，增加了企业存款，从而M1增速领先于利润增速是可能的。

图27: M1增速先于利润增速见底

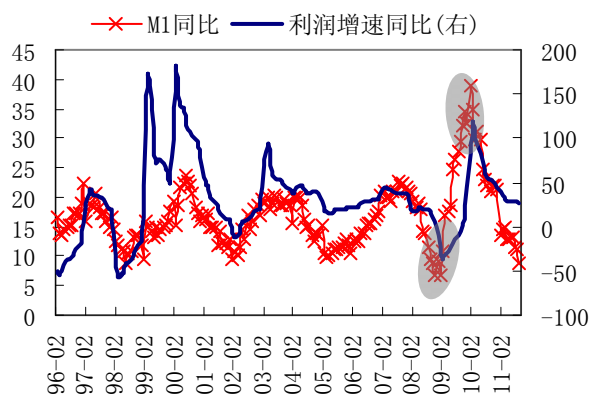
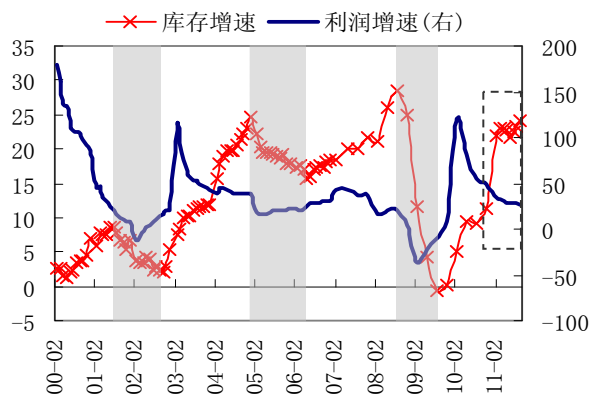


图28: 利润增速见底前，企业加速去库存



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、市场及配置

(一) 市场展望

预计2012年A股市场将取得温和正回报，动力来自盈利增速触底回升和风险溢价下降。按照2011年底上证综指2400点计算，A股市场预期回报率约为12%，指数波动区间为2300-3100。如果基本面恶化导致非金融企业的盈利增速降至0附近，且市场情绪仍然悲观，市场下跌的极端水平在2100附近。

表9：上证综指压力测试：盈利调整和资金成本的影响

2012 盈利增速		极悲观	悲观	中性	乐观	极乐观
风险溢价		11%	14%	17%	20%	23%
历史最高	13.1%	2110	2180	2240	2300	2360
99%分位	12.6%	2210	2290	2350	2410	2470
97%分位	12.1%	2330	2420	2480	2540	2610
95%分位	11.6%	2450	2540	2600	2670	2740
90%分位	10.9%	2660	2750	2820	2890	2970
85%分位	10.5%	2790	2890	2960	3040	3120
80%分位	10.2%	2900	3000	3070	3150	3240

数据来源：Wind，朝阳永续，广发证券发展研究中心

短期中市场在U型底部维持震荡格局的可能性较大，风险溢价整体呈温和下降趋势，但ROE的下降和盈利预期恶化仍压制市场；市场温和上涨的必要条件是流动性进一步好转（观察指标是M2增速），充分条件则是ROE回升。

虽然指数水平已经很低，但目前仍有必要保留一丝清醒：其一，历史经验表明，衰退无牛市；其二，企业层面确实存在较大的去库存风险；其三，企业去杠杆可能导致ROE下滑的时间比预期更长。

表10：经济周期中的市场表现

周期	时间	市场表现	时间	市场表现	时间	市场表现	时间	市场表现
复苏	98.5-99.5	-8.3	01.12-02.5	-12.5	05.4-06.3	12.6	08.12-09.7	108.0
过热	99.6-00.8	66.5	02.6-03.12	-16.5	06.4-07.11	344.1	09.8-09.11	-0.8
滞胀	00.9-01.5	5.2	04.1-04.8	-10.4	07.12-08.4	-12.7	09.12-11.7	-5.6
衰退	01.6-01.11	-21.2	04.9-05.3	-12.4	08.5-08.11	-52.2	11.8-	-13.2

注：最近一轮衰退周期统计的是2011年8-11月4个月的市场表现

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图29: PMI产成品库存指数创新高

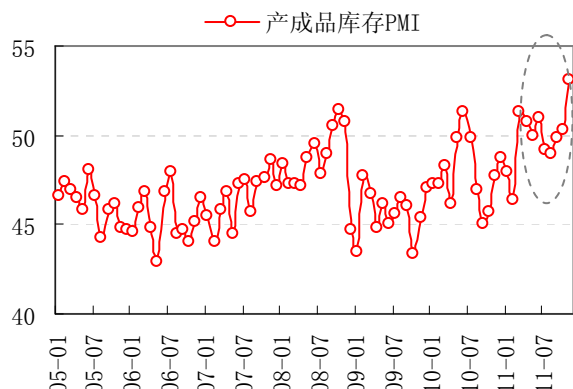
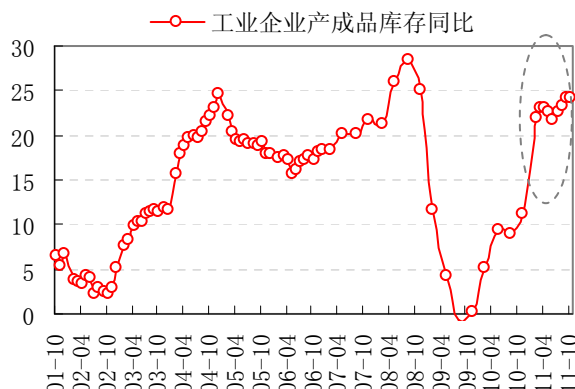


图30: 工业企业产成品库存增速仍然居高不下



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 从ROE看行业配置: 淡化周期, 关注盈利能力

从ROE的角度出发, 建议选择ROE抗周期且在通胀下行中受益的行业; 回避ROE顺周期且在通胀下行中受损的行业。看好必需消费品、消费性服务业和政策支持行业, 超配: 环保、传媒, 食品饮料、医药、服装, 信息设备、电力和地产龙头; 回避交运、有色、钢铁和轻工。

分行业看, 我们发现各行业ROE特征如下:

- 上游行业强周期;
- 中游材料顺周期;
- 中游制造顺周期且在通胀中受损;
- 下游消费弱周期且在通胀中受损;
- 服务业弱周期且受通胀影响较小;
- 交通运输顺周期且在通胀中受益;
- 电力行业弱周期且在通胀中严重受损;
- 地产行业弱周期且在通胀中受损;
- 银行弱周期且在通胀中显著受益。

具体到行业, 结合ROE对经济增速和通胀的弹性, 以下行业ROE抗周期, 且通胀下行对其有利: 食品饮料、医药、餐饮旅游; 信息设备、信息服务、公用事业; 房地产。

而交运、有色、钢铁、轻工等行业的ROE则顺周期且在通胀下行中受损, 因此衰退周期中, ROE下滑的幅度最大。

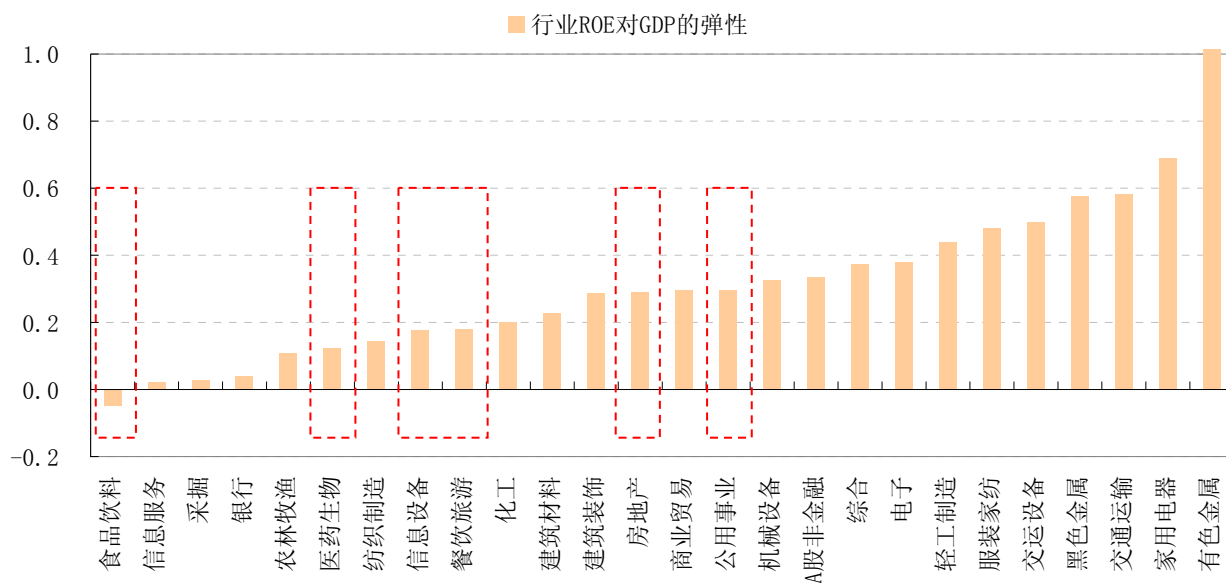
表11: 各行业ROE对GDP和CPI弹性分析

行业	GDP 弹性	CPI 弹性
上游	0.71*	0.16
中游材料	0.50*	0.07
中游制造	0.44*	-0.37*
下游消费	0.27*	-0.22*
服务业	0.34*	0.19
交通运输	0.58*	0.58*
电力	0.25	-0.76*
房地产	0.29*	-0.20*
银行	0.04	0.54*

注: *表示回归系数在10%显著性水平上显著

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 各行业ROE对经济增速的敏感程度比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 关于行业配置的讨论

1、是否应当担心大消费类的增速下滑?

经济下滑阶段, 政府消费和高端消费将受到明显的负面影响, 耐用品消费增速维持低水平可能性较大, 但必需品消费和服务业的需求受经济周期的影响很小, 这是我们推荐相关行业的原因之一。

政府消费支出的行为显然也与其收入水平相关，其传导途径是：GDP增速下滑——财政收入增速下滑——政府消费支出增速下滑。另外高端消费有明显的抗通胀动机，通胀下行，金银珠宝类消费增速面临下滑。

图32：政府消费支出受经济周期影响明显

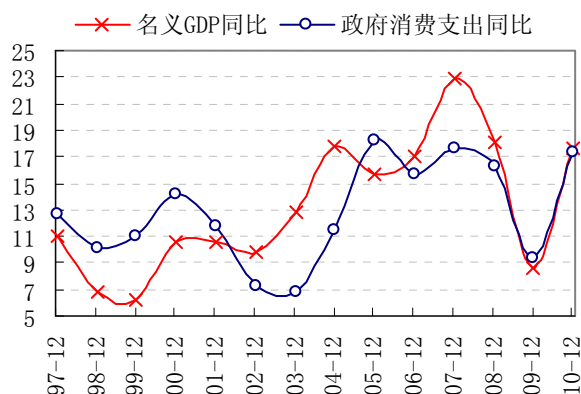
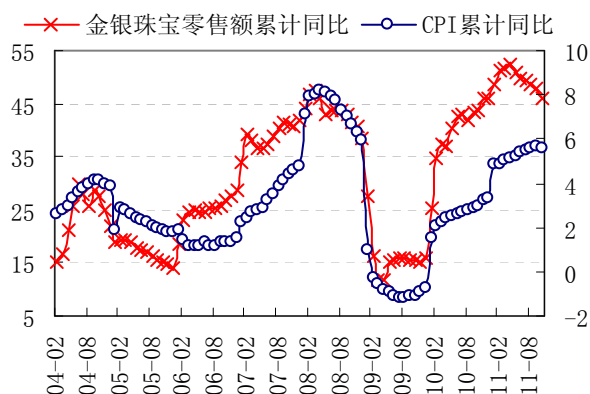


图33：通胀下行对高端消费有负面影响



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

政策刺激使汽车行业透支了未来的消费，未来一段时间仍将面临低增长；空调三季度末库存的异常增长似乎也表明需求已经出现疲态。

图34：政策刺激与自然增长下的汽车产量增速

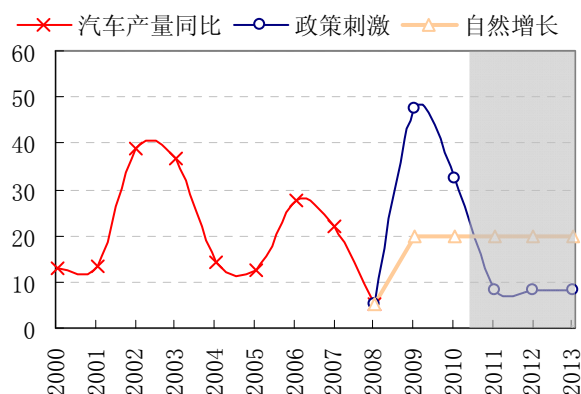
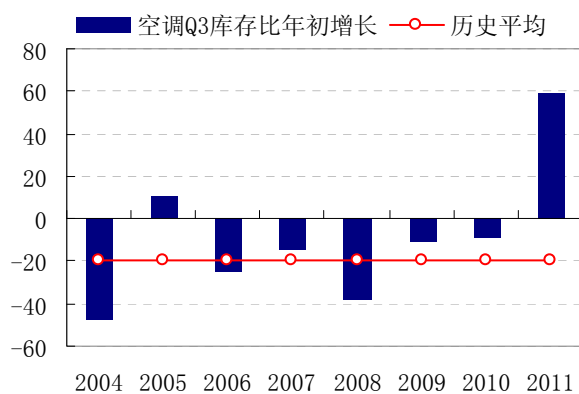


图35：三季度末空调库存异常增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们分析发现，经济和通胀下滑对消费行业的收入和净利率有一定的负面影响，但必需品和服务业业的收入和净利率对经济周期的敏感度非常低，通胀回落反而使必需品净利率回升。

表12: 行业盈利增速对经济敏感度分析

行业（产业）	营业收入		销售净利率	
	对 GDP 弹性	对 CPI 弹性	对 GDP 弹性	对 CPI 弹性
上游	3.0*	1.7*	0.30*	0.02
中游材料	2.2*	1.6	0.13	-0.10
中游制造	1.2	0.3	0.16*	-0.14*
下游必需品	0.5	0.4	0.07	-0.07
服务业	0.5	0.3	0.10	0.10*
汽车	5.6*	-2.7	0.11	-0.16*

注：*表示回归系数在10%显著性水平上显著

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2、投资端相关行业表现会好吗？

一种观点认为，2012年是换届之年，也是五年规划的第二年，将会是投资增长和经济增长的高峰。我们发现，经济增速与领导人更替的政治周期密切相关，换届当年一般是增长和投资的低点，换届之后的2-3年才是增长的高峰，因此我们对2012年的固定资产投资和经济增速持谨慎态度。

图36: 五年计划第二年似乎是增长高点

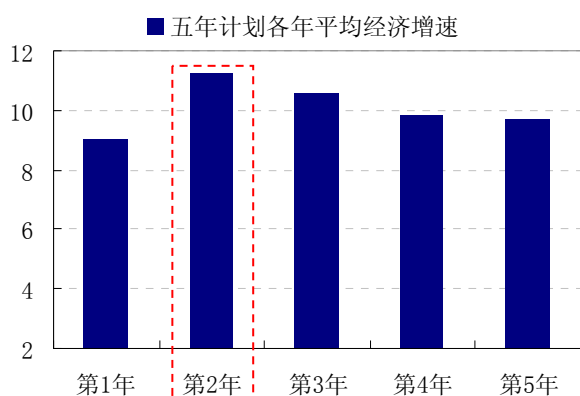
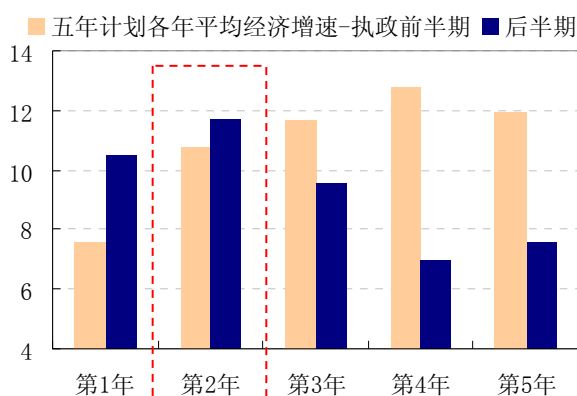


图37: 在领导人执政前半期，第二年实际是低点

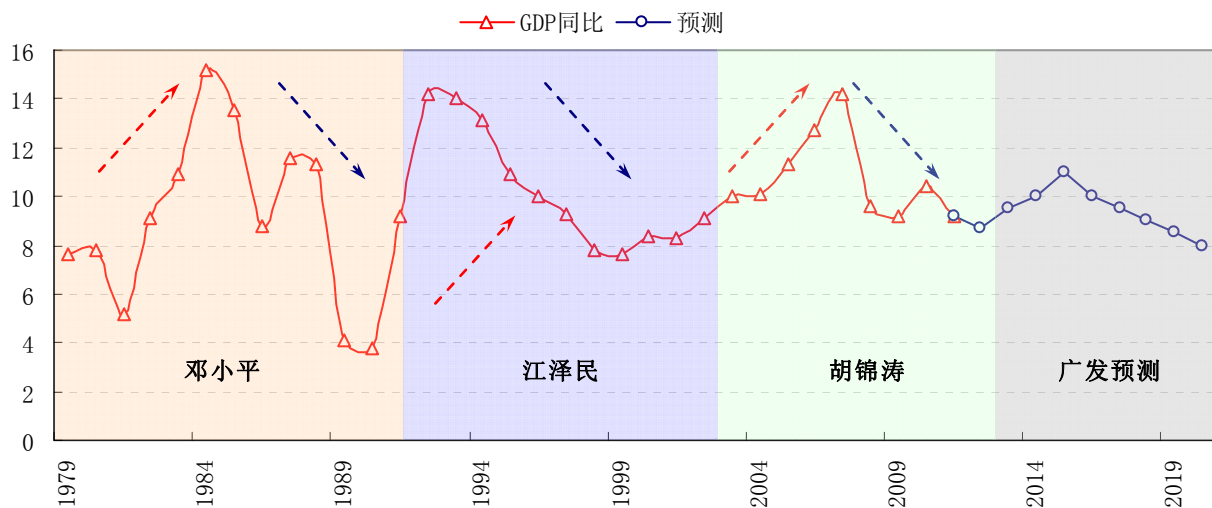


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

将近30年来每个五年计划的经济增速简单平均发现，五年计划的第二年是经济增长的高点；但将其拆分为各国家领导人执政的前后半期再进行平均发现，在执政前半期，经济增速逐年递增，五年计划第二年是增长相对的低点；执政后半期，五年计划第二年是相对的高点。很明显，经济周期与领导人更替的政治周期密切相关：更替期间增速较低，随后逐步上升，执政中后期逐步回落。地方政府换届的经验同样表明，换届当年增速最低，增长高点

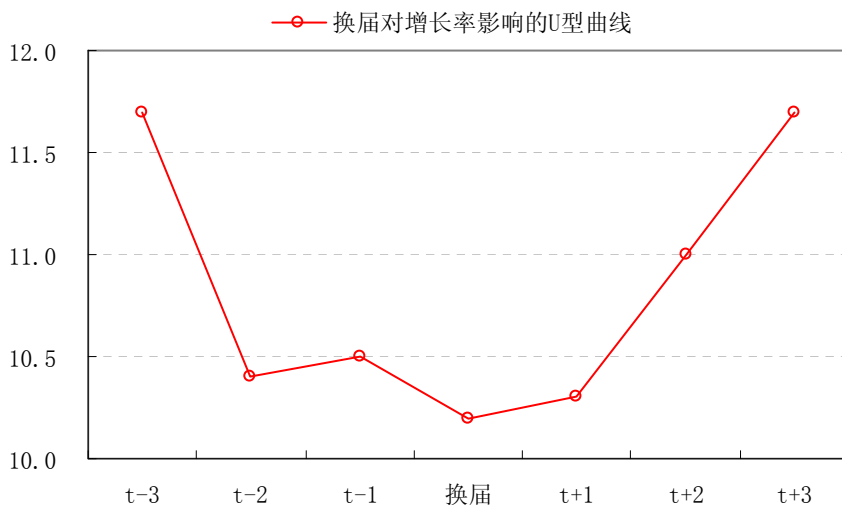
出现在换届后的第三年²。

图38：政治周期与经济周期高度相关



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图39：地方政府换届造成经济增长的U型曲线：换届当年增速最低



数据来源：Wind、朝阳永续、广发证券发展研究中心

3、制造业投资何时启动？

私人部门的投资处在恢复期，新一轮资本支出加速仍需等待。制造业投资增速自去年以来持续回升至历史均值附近，但进一步上升存在制约：一是基数升高；二是企业一般在出现产能瓶颈后才会进行大规模的资本支出，其顺序是去库存——补库存——产能瓶颈——增加资本支出，目前的库存水平说明产能仍有较多的闲置。

² 王贤彬等，2009，地方官员更替与经济增长，《经济学季刊》，第8卷第4期。

图40：制造业投资增速恢复至历史均值附近

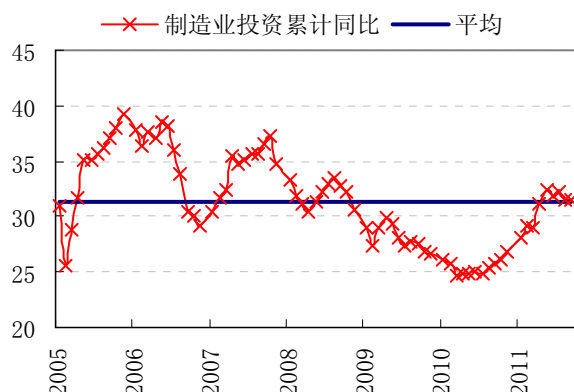
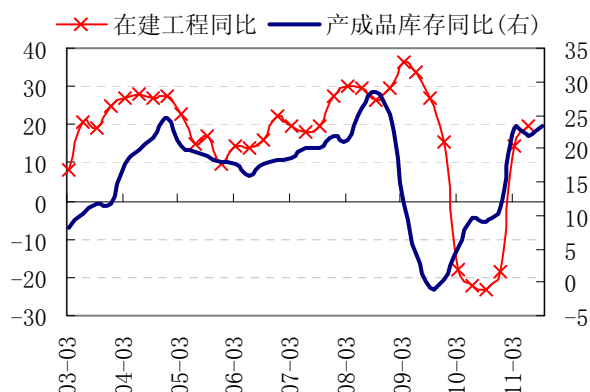


图41：资本支出变化滞后于库存变化



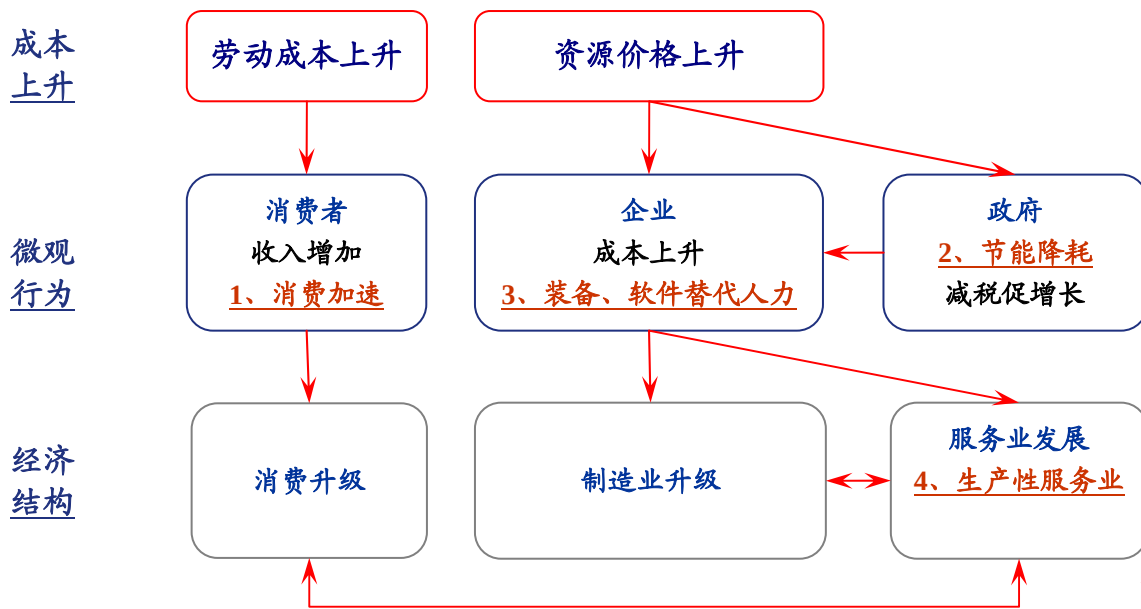
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（四）从转型看投资主题：挖掘成长

1、转型主线中挖掘中长期投资主题

转型本质在于各种成本（劳动力、资源价格）的上升，使消费者、企业和政府作出相应对策，微观主题行为的改变从而表现为经济结构的变化，其中形成几个明确的投资主线。

图42：转型与经济结构变化示意



数据来源：广发证券发展研究中心

- 工资上涨使劳动者收入增加，消费加速，经济结构上表现为消费升级。
- 企业面临劳动成本和资源价格上升的困境，通过增加装备和软件来替代人力并提高效率，以维持较高的利润率，相应带动了装备制造

业和生产性服务业的需求。

- 政府面临资源价格上升、长期增速可能下降的问题，则通过减税促进中长期增长，并加大节能环保降耗力度。

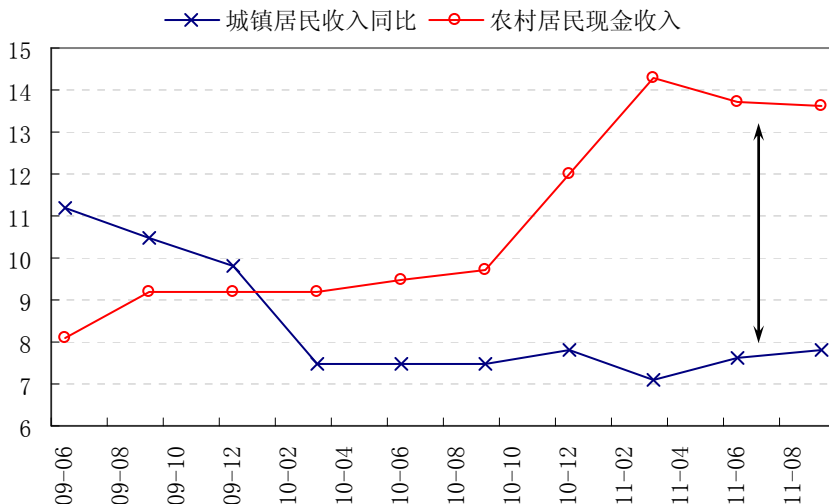
2012年我们看好：1、中低收入阶层和中部区域消费加速；2、环保主题。

2、看好中低收入阶层和中部地区消费增长

由于工资上涨推动，中低收入户收入增长将持续高于较高收入户，其消费相应加速；区域上，中部地区消费增长有更大的潜力。逻辑如下：

（1）由于劳动力成本的上涨，农村居民收入快于城镇居民，同时中低收入阶层的边际消费倾向远高于高收入阶层。

图43：农村收入增速明显高于城镇



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图44：中低收入户消费倾向更高（城镇，2009）

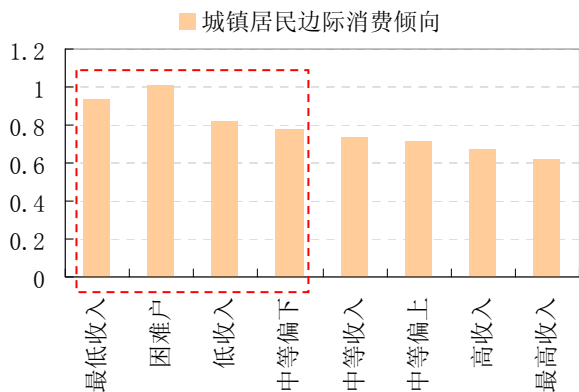
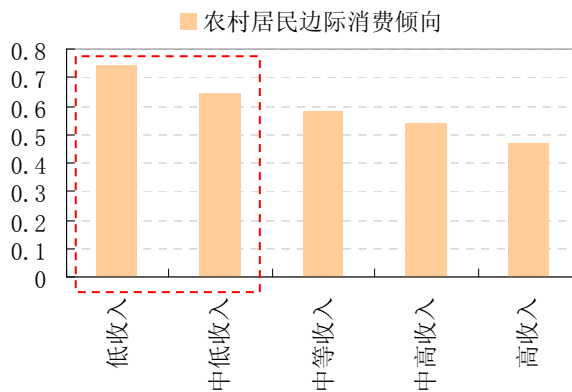


图45：中低收入户消费倾向更高（农村，2009）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(2) 中国劳动收入在GDP中的比重仍然很低, 2010年仅为45%, 从国际比较看, 无论低中高收入国家的平均劳动收入占比均超过50%, 高收入国家更接近60%³, 中国劳动收入增长仍有很大空间。

图46: 中国劳动收入比重呈下降趋势

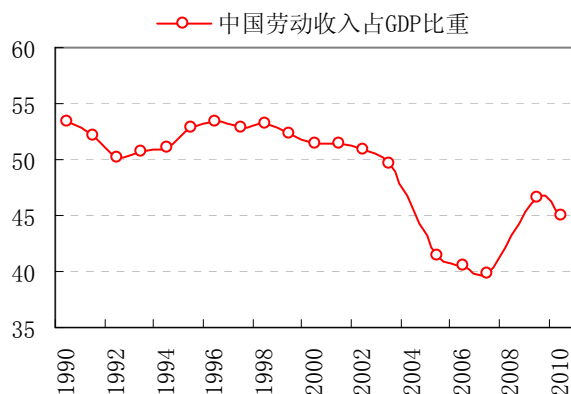
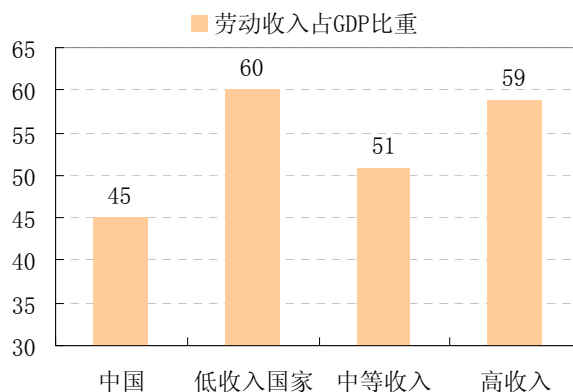


图47: 中国劳动收入比重远低于国际水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表13: 劳动报酬占GDP比重比较 (1960-2005), 中国仅为45%

低收入国家	人均 GDP	中等收入国家	人均 GDP	高收入国家	人均 GDP
布隆迪	105	博茨瓦纳	2993	瑞典	27012
塞拉利昂	141	南非	3020	丹麦	29630
尼日尔	153	牙买加	3100	冰岛	29920
乍得湖	169	立陶宛	3252	瑞士	34249
莫桑比亚	211	拉脱维亚	3257	美国	34599
卢旺达	226	巴西	3461	挪威	37164
布基纳法索	230	毛里求斯	3727	日本	37408
多哥	248	斯洛伐克	3752	卢森堡	44757
平均劳动收入占比	0.60		0.51		0.59

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

³ 李稻葵等, 2009, GDP 中劳动份额演变的 U 型规律, 《经济研究》, 第 1 期。

(3) 日本转型期经验表明，中低收入阶层收入增速超过高收入阶层，可以持续很长的时间（60年代持续至70年代）。

表14: 日本转型期低收入阶层的收入增速超过高收入阶层

	1955	1965		1975	
	平均年收入	平均年收入	1955 年倍数	平均年收入	1965 年倍数
专业技术	26.8	79.0	2.9	262.9	3.3
管理	49.6	117.7	2.4	359.0	3.1
事务	21.9	59.6	2.7	221.5	3.7
商业	29.2	68.5	2.3	211.7	3.1
技术	17.2	57.2	3.3	185.4	3.2
半技术	17.5	46.4	2.7	187.0	4.0
非技术	12.9	47.8	3.7	155.0	3.2
农业	12.6	39.2	3.1	173.6	4.4

数据来源：《日本的阶层结构》，广发证券发展研究中心

(4) 区域上，中部地区消费增长有更大的潜力。中部地区劳动力资源丰富，近年来收入增长已经出现超越东西部的趋势；承接产业转移的重点城市主要集中在中部，制造业向中部转移增加当地收入，由于收入增加导致的消费增长又反过来促进当地的制造业发展，形成良性循环⁴。

图48: 中部地区工资增速最高

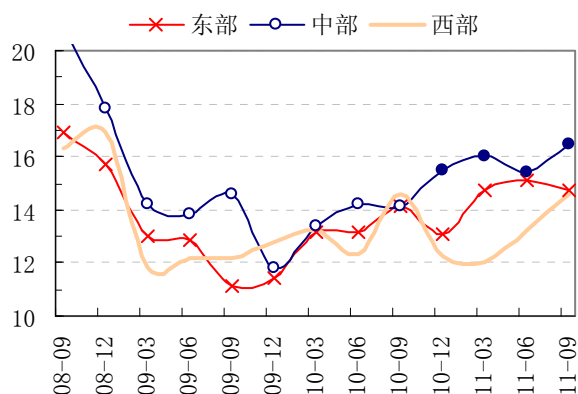
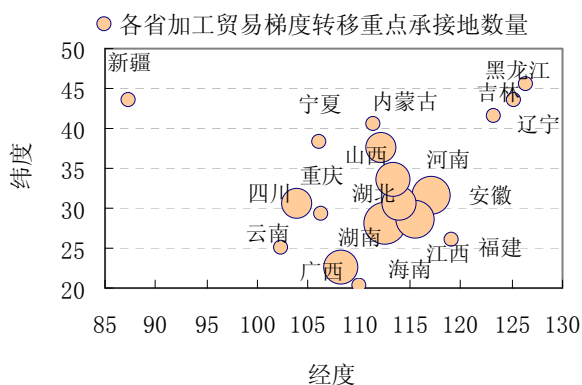


图49: 产业转移重点承接地集中在中部地区



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在行业上看好服装、通信和文娱娱乐。消费的内在动力由两个：一是收入增加产生的“收入效应”，二是攀比心理造成的“攀比效应”（或示范效

⁴范剑勇、杨丙见，2002，美国早期制造业集中的转变及其对中国西部开发的启示，《经济研究》，第8期。

应)。

从收入效应看，收入弹性越大，消费随收入增长越快。通过弹性计算，我们发现：对中低收入户来说，服装的收入弹性大于1；收入弹性最高的是交通通信支出，其次是教育文娱服务。

表15：不同收入阶层消费品支出的收入弹性

消费的收入弹性	低收入 (10%)	中等偏下 (20%)	中等收入 (20%)	中等偏上 (20%)	高收入 (10%)
食品支出	0.74	0.75	0.70	0.67	0.61
衣着支出	1.31	1.06	0.85	0.85	0.83
居住支出	0.70	0.97	0.99	0.69	1.16
家庭设备及服务	1.35	1.15	1.18	1.20	1.14
医疗保健	0.87	1.08	0.90	0.83	0.68
交通通信	1.50	1.54	1.65	1.73	1.47
教育文化娱乐服务	1.38	1.17	1.20	1.22	1.25

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

攀比效应可进一步分为不同收入阶层、不同区域之间的攀比，以及发达国家和地区消费结构的示范效应3个角度。

(1)不同收入阶层的攀比效应：不同收入水平的城镇居民消费结构显示，在收入水平由低向中等偏上水平过渡过程中，服装支出占比有所上升，具有一定攀比效应；交通通信、教育文娱支出的攀比效应最为明显。

表16：城镇居民消费支出构成（2009）

人均消费支出构成 (人均消费支出=100)	最低 收入	低收入	中等 偏下	中等 收入	中等 偏上	高收入	最高 收入
食品	46.8	44.6	41.7	39.0	35.9	33.0	28.0
衣着	9.4	10.1	11.0	11.2	10.7	10.3	9.6
居住	11.8	10.9	10.1	10.0	10.0	9.2	9.9
家庭设备用品及服务	4.6	5.4	6.0	6.2	6.5	6.9	7.3
医疗保健	7.4	7.5	7.2	7.4	7.2	6.9	6.0
交通通信	8.1	8.6	9.9	11.4	13.7	16.5	20.2
教育文化娱乐服务	9.3	9.9	10.9	11.4	12.1	12.8	14.2

数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

(2) 不同区域之间的攀比: 东部地区的交通通信和教育文娱支出占比最高, 对中西部消费习惯的攀比效应最强, 东北地区服装支出占比最高。

表17: 地区消费支出结构差异 (2009)

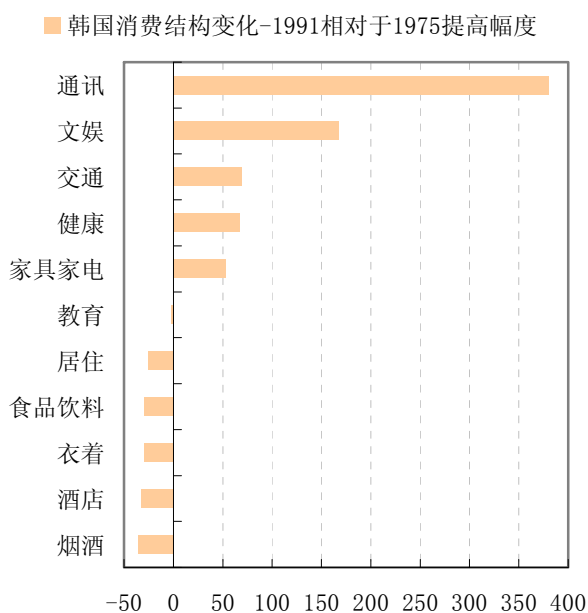
人均消费支出构成 (人均消费支出=100)	东部地区	中部地区	西部地区	东北地区
食品	35.4	37.6	38.6	36.2
衣着	9.2	11.7	11.6	12.4
居住	9.8	10.8	9.3	11.1
家庭设备用品及服务	6.4	7.0	6.5	5.2
医疗保健	6.4	7.5	7.0	9.3
交通通信	15.8	10.7	12.4	11.4
教育文化娱乐服务	13.0	11.4	10.9	10.1

数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

(3) 发达国家和地区消费结构变化的示范效应: 韩国在1975年后的转型期中, 消费支出比重提高幅度最大的是通信支出, 其次是文娱。

图50: 韩国转型期通讯和文娱支出比重提升最快

表18: 韩国转型期消费结构变化



数据来源: Wind, CEIC, 广发证券发展研究中心

(4) 我们看好转型初期服装消费支出的增长: 微观上, 我们发现中低收入户服装支出的收入弹性大于1; 宏观上, 中高收入户服装支出比重高于低收入户, 服装消费具有一定的攀比效应; 国际经验上, 韩国在转型初期服装消费比重仍继续上升, 台湾的服装消费比重则持续上升; 微观调查的结果同样支持这一推论, 根据麦肯锡的调查, 主流消费者的服饰类支出占比为11%, 普通富裕消费者达到16%, 富裕消费者则达到31%, 攀比效应非常强 (类似的还有外出就餐和休闲娱乐支出)。

图51: 韩国服装支出占比在转型初期继续上升

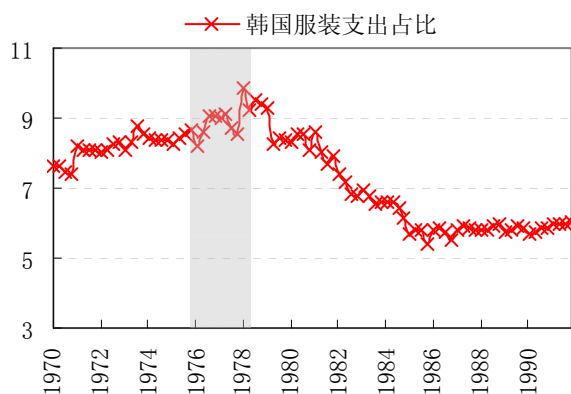
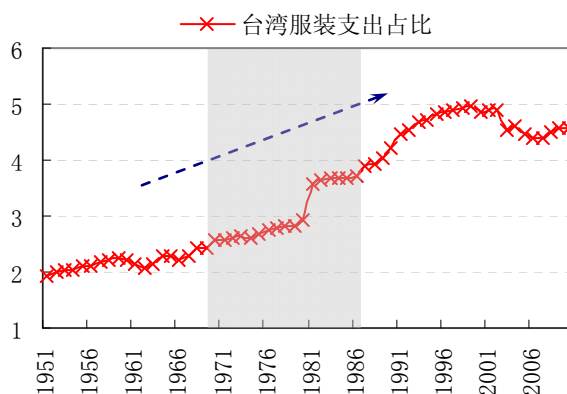


图52: 台湾服装支出占比在转型中持续上升



数据来源: Wind, CEIC, 广发证券发展研究中心

表19: 微观调查显示: 收入提高, 服饰类支出占比会增加

消费支出构成	主流	普通富裕	富裕
食品饮料(不含外出用餐)	53	36	13
服装、鞋类、配饰	11	16	31
教育	10	10	8
外出用餐	7	12	17
给子女的零花钱/给父母的赡养费	6	9	8
个人护理产品/服务	5	5	9
医疗保健	5	6	4
休闲娱乐	3	6	10
合计	100	100	100
以上消费支出占家庭收入的比重	68	49	42

数据来源: 麦肯锡, 广发证券发展研究中心

3、看好环保主题

转型期环保行业迎来高增长，我们尤其看好未来两年环保行业的增速。

(1) 许多国家都走过先污染后治理的历程，因此转型期随着环境成本升高，往往是环保行业增长的高峰，日本60年代后的转型期中环保设备产值增速十分惊人。

(2) 我国经验显示，五年计划的前期是环保投资增长的高峰。

图53：日本转型期环保相关设备增速惊人

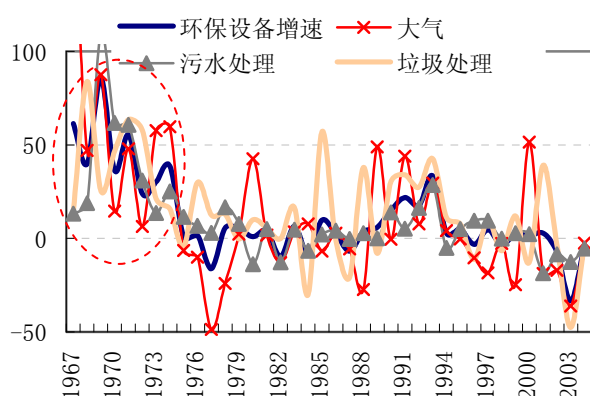
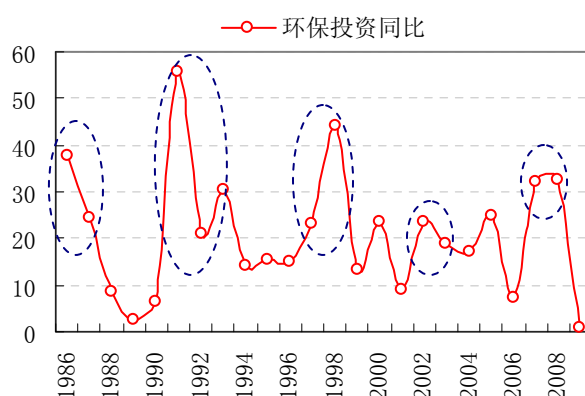


图54：5年计划前期环保投资增速较高



数据来源：Wind，《中国环境年鉴》，广发证券发展研究中心

(3) 未来几年，我国环保投资占GDP的比重仍将继续上升：环境污染水平与GDP水平间存在倒U型关系（环境库兹涅茨曲线），相应的，环保投资占比也将先上升后下降至稳定水平（一般认为该比例上升至2%以上，环境质量将逐步改善）。

图55：环保投资占比仍将保持5%左右的复合增速

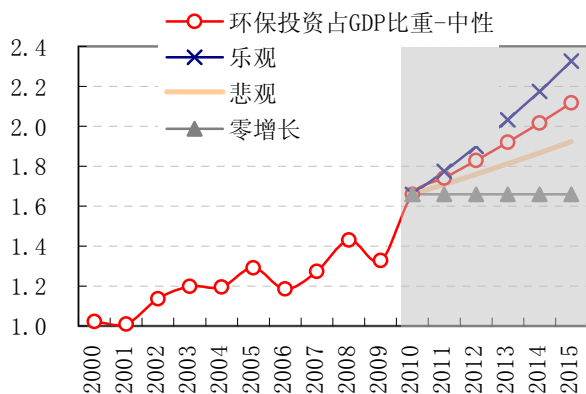
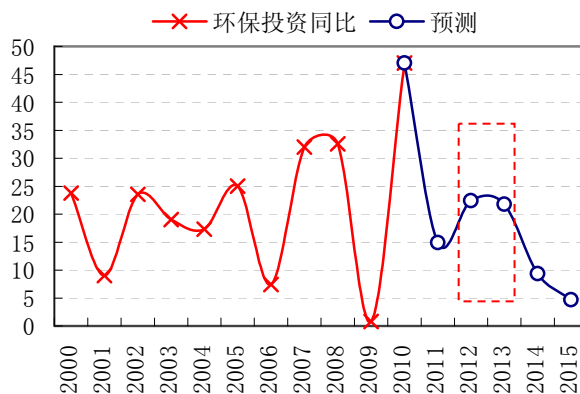


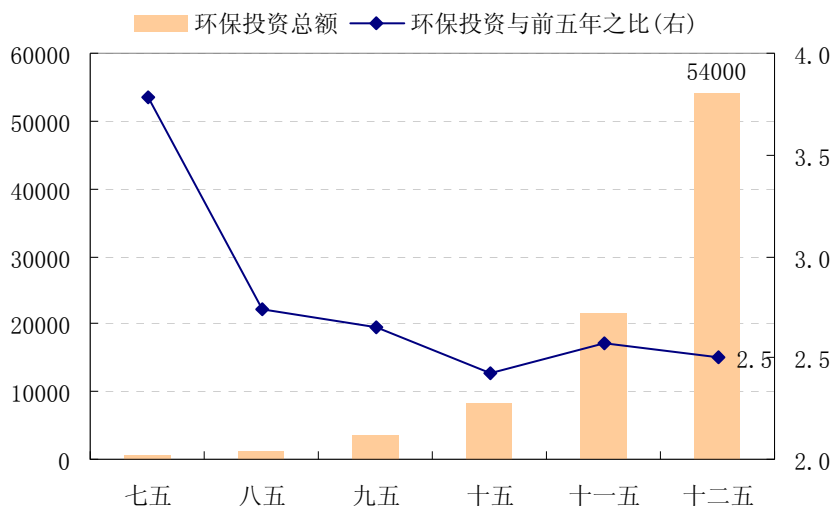
图56：2012-2013是十二五环保投资增长高峰



数据来源：Wind，《中国环境年鉴》，广发证券发展研究中心

根据我们的估算，环保投资占GDP的比重仍将按照每年5%左右的复合增长率增长，至2015年达到或超过2%，同时由于名义GDP的增长，在相对保守的假定下，十二五期间环保投资规模将超过5万亿，即使在最保守的情况下，也将超过3万亿，其中2012-2013年是增长高峰。

图57：十二五期间环保投资可能超5万亿



数据来源：Wind，《中国环境年鉴》，广发证券发展研究中心

表20：十二五期间环保投资总量的敏感性分析

名义 GDP 增速	0	5%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
环保投入比重增速	0	5%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
0	33300	38600	44700	46000	47300	48700	50100	51600
2%	35300	41100	47600	49000	50500	52000	53500	55100
4%	37500	43700	50700	52200	53800	55400	57100	58800
5%	38600	45000	52300	54000	55500	57200	58900	60700
6%	39800	46400	54000	55700	57300	59100	60800	62700

数据来源：统计局，《中国环境年鉴》，广发证券发展研究中心

(五) 配置建议及金股推荐

表21: 配置建议

行业	配置	行业推荐个股	行业	配置	行业推荐个股
农林牧渔	标配	獐子岛、登海种业、隆平高科	服装	超配	七匹狼、九牧王、希努尔、报喜鸟
煤炭	标配	—	轻工	低配	合兴包装、通产丽星、中顺洁柔
化工	标配	久联发展、纳川股份、建新股份	医药	超配	仁和药业、江中药业、人福医药
钢铁	低配	西宁特钢、大冶特钢、新兴铸管	电力	超配	广州控股
有色	低配	西部材料、钢研高纳、焦作万方	环保	超配	桑德环境、兴蓉投资
建筑材料	标配	东方锆业、海螺水泥、伟新新材、棕榈园林、长海股份	铁路	标配	铁龙物流、农产品
建筑装饰	标配	葛洲坝、中国水电、中国建筑、鸿路钢构	航空	低配	海南航空、厦门空港
机械军工	标配	航空动力、中国卫星、中航精机	海运港口	低配	中远航运、海峡股份
电力设备	标配	置信电气、国电南瑞、平高电气	房地产	超配	万科A、保利地产、阳光股份、中南建设、中天城投
新能源	标配	苏州固锲	银行	标配	招商银行、华夏银行、南京银行
电子	标配	德赛电池、奥拓电子	证券	标配	中信证券、海通证券、宏源证券
汽车	标配	精短科技、豪迈科技、风神股份、上海汽车、华域汽车、悦达投资	保险	标配	中国太保
信息设备	超配	烽火通信、高新兴、亨通光电	商业贸易	标配	南京中商、潮宏基、新华百货、王府井、重庆百货
家电	标配	格力电器、美的电器、青岛海尔、合肥三洋	旅游	标配	ST张家界、中青旅
食品饮料	超配	五粮液、山西汾酒、泸州老窖、双汇发展、伊利股份	计算机	标配	海康威视、综艺股份、聚龙股份

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表22：2012年十大金股

行业	EPS11E	EPS12E	EPS13E	目标价	行业推荐个股
双汇发展	0.98	3.25	4.12	98	猪肉价格下跌带来毛利率提升；屠宰计划增长 35%，肉制品毛利率将回升；行业整合空间大
安琪酵母	1.04	1.37	1.84	41	成本下降+募投投产：糖蜜成本下降，毛利率改善，酵母衍生品成长空间大
桑德环境	0.70	1.08	1.45	35	环保子行业龙头，目前市场环境向好，公司储备项目多达 20 余个，未来两三年业绩复合增长率可达 40%-50%
汤臣倍健	1.84	3.10	5.28	100	公司目前是小公司，面对大行业，在历史机遇面前处于同行的领先地位，是典型的成长股
七匹狼	1.42	1.90	2.44	50	经营风格稳健；经销商库存有效消化；渠道改革带来的收入、毛利率提升；12 年外延式扩张提速；12 年春夏订货会预计增长 30%，定增提供安全边际
海康威视	1.53	2.11	2.81	53	前端产品大规模放量，重庆项目收入规模超预期，开启平安城市序幕
综艺股份	0.77	1.24	1.54	27	业绩兑现的确定性增强，组件价格下降利好公司太阳能电站总包业务
烽火通信	1.18	1.58	1.82	40	业务、竞争、政策利好光通信行业投资，公司是受益最全面的标的
久联发展	1.17	1.41	1.69	33	1、炸药业务高增长；2、爆破业务快速发展；3、并购预期强烈；4、业绩确定性强
中国水电	0.38	0.49	0.60	7.4	1、水利建设景气向上，相对保障房、铁路建设，我们更看好水利建设；2、电力主辅改革完成，公司隶属中国电力建设公司，因而具备资产整合和注入可能，中国水电工程顾问集团的优质资产有望优先注入

注：目标价为12个月目标价

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发投资策略研究小组

林鲁东，分析师，中山大学岭南学院金融学博士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

张海波，分析师，厦门大学金融工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

郑文琦，分析师，上海交通大学管理学硕士，曾就职于东方证券研究所，先后从事行业研究及策略研究，2011 年加入广发证券发展研究中心。

向玲瑶，研究助理，中央财经大学经济学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: xly2@gf.com.cn, 020-87555888-8086。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。