



Research and
Development Center

基建投资短期加速带来一季度结构性机会 ——2013 年 A 股策略

2012 年 12 月 19 日

王松柏
首席策略分析师

证券研究报告

策略研究——年度策略

王松柏 首席策略分析师

执业编号: S1500512080001

联系电话: +86 10 63081428

邮箱: wangsongbai@cindasc.com

王小军 策略分析师

执业编号: S1500512040003

联系电话: +86 10 63081430

邮箱: wangxiaojun@cindasc.com

胡佳妮 研究助理

联系电话: +86 10 63081426

邮箱: hujiani@cindasc.com

相关研究

《投融资体系如何演变——策略视角下对金融体系的思考》

《弱势格局下配置确定性增长行业——2012年12月A股行业配置策略》

《融资的“两喜一忧”——2012年11月流动性及估值策略月报》

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编: 100031

基建投资短期加速带来一季度结构性机会——2013年A股策略

2012年12月19日

- ◆ 预计明年上证综指运行区间为 1800 点至 2400 点，一季度市场存在一定的结构性上涨机会，推荐配置 FAI 主题，包括铁路及设备、水利及工程、水泥等，以及房地产、非银行金融；二季度以后随着基建投资不确定性增加，市场阶段性机会将会消失，推荐配置大型商业银行、餐饮、医药。
- ◆ 经济增速在二季度之后不确定性增加。一季度在确定的资金支持下基建投资仍将维持高增长，但财政收入增速减缓和土地出让金收入下滑将导致财政基建资金缺口不断扩大。如果假设 2013 年固定资产投资总额增速与今年基本持平，乐观情景下非银融资规模增速至少为 11.5%，而悲观情景下增速需达到 100%以上，二季度以后非银融资渠道的潜在风险或将阻碍融资规模的持续增加，降低基建投资乃至整体固定资产投资增速的确定性。制造业面临产能严重过剩和需求减弱，其投资增速将持续下滑至 20%左右；消费相对平稳，温和通胀下，劳动者报酬向均衡状态回归将带动消费增速小幅回升；发达经济体 GDP 增速降低导致的出口疲软将抵消新兴经济体出口的增速上升，出口仅维持高个位数增长，贸易顺差对 GDP 贡献较小。
- ◆ 估值与流动性限制了股市趋势性上涨的机会。预计 A 股 2013 年盈利增速在 8%-10%左右，今明两年公司盈利差别不大，显著低于 16%以上的市场盈利增速一致预期。盈利增速的不匹配将导致 A 股（尤其是周期性行业）在明年下半年面临较大的盈利预测下调风险。受到存款增量效应减小和理财产品的竞争挤压，股市资金供给难以大幅改善，2013 年解禁市值高达 2.08 万亿，比 2012 年高出 68%，显著提高的解禁压力和潜在的融资需求使得流动性压力进一步增加。
- ◆ 主要风险：非银渠道融资规模缩减导致基建投资资金缺口增加和基建投资增速下滑；名义 GDP 增速连续两年放缓之下企业盈利表现低于预期。

目 录

GDP 增速与今年持平, 季度走势前高后低	1
一季度基建投资的确定性增长有望带来结构性阶段行情	2
国进民退, 基建投资增长趋势短期仍将持续	2
财政资金压力将长期存在	4
作为基建投资资金来源的最后一环, 非银渠道融资长期难以维持高增长	7
制造业投资增速将持续下滑	10
消费相对平稳, 增速将小幅上升	14
净出口对 GDP 的贡献较小	16
估值与流动性限制了股市趋势性上涨的机会	18
上市公司盈利高个位数增长	18
流动性压力较大	21

表 目 录

表 1: 2013 年宏观经济数据预测	1
表 2: 基础产业非银渠道融资需求情景假设分析	8
表 3: 主要经济体 GDP 与 CPI 增速	16
表 4: 中国 GDP 同比增速预测	19

图 目 录

图 1: 行业固定资产投资增速	2
图 2: 固定资产投资与民间固定资产投资增速	2
图 3: 基础产业社会融资当季规模	3
图 4: 基础产业固定资产投资累计同比增速	3
图 5: 基础产业固定资产投资累计资金构成	4
图 6: 财政基建累计资金构成	5
图 7: 财政收支累计同比增速	5
图 8: 财政基建支出占比	6
图 9: 财政基建资金累计规模	6
图 10: 社会融资累计资金构成 (银行贷款包含保障房口径)	7
图 11: 基金机构持有债券种类构成	9
图 12: 商业银行持有债券种类构成	9
图 13: 制造业新订单、积压订单与产成品库存	10
图 14: 制造业细分行业新订单、积压订单与产成品库存	11
图 15: 非金融企业人民币贷款累计净增规模占比	13
图 16: 短期融资价格比较	13
图 17: GDP (收入法分解) 组成部分占比变化	14
图 18: 主要国家个人消费占 GDP 的比重	14
图 19: 猪粮比价、生猪存栏量与猪肉价格	15
图 20: CPI 与社会消费品零售总额	15
图 21: 主要发达经济体 GDP 增速与中国出口	17
图 22: GDP 及分项 (收入法分解) 增速	18
图 23: 主要指数今明两年营业收入、净利润的一致预期	19
图 24: 非金融周期性公司主营业务收入与名义 GDP 累计同比增速走势	20
图 25: 周期性、非周期性行业今明两年营业收入、净利润增速的一致预期	20
图 26: 住户存款与流通市值比值	21
图 27: 理财产品规模和构成及与基础金融资产 (存款、股票、债券) 比值	21
图 28: 全部 A 股 2013 年解禁数量及市值	22
图 29: 2013 年各行业解禁市值占解禁总市值的比重	22
图 30: 各行业解禁市值占流通市值、总市值的比重	23
图 31: 历年股权融资金额	23

GDP 增速与今年持平，季度走势前高后低

表 1: 2013 年宏观经济数据预测

	2012 年季度				2013 年季度				2012E	2013E
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
GDP 增速(%)	8.1	7.6	7.4	7.8	8.0	8.0	7.8	7.6	7.8	7.8
CPI 增速(%)	3.8	2.8	1.9	2.0	2.8	3.0	2.5	2.3	2.6	2.7
PPI 增速(%)	0.2	-1.4	-3.3	-2.2	-1.6	-1.0	-0.8	-1.2	-1.7	-1.2
工业增加值增速(%)	11.6	9.5	9.1	10.1	10.6	12.0	11.0	10.0	10.1	11.0
固定资产投资增速(%)	20.9	20.0	20.5	21.5	20.8	21.0	19.0	18.0	20.8	20.0
社消总额增速(%)	14.8	13.9	13.5	14.8	15.2	14.9	14.8	15.0	14.3	15.0
出口(%)	8.9	10.5	4.5	7.2	6.0	7.0	8.0	7.0	7.8	7.0
进口(%)	10.0	6.4	1.5	1.2	7.0	6.0	6.0	6.0	5.1	6.2
贸易顺差(亿美元)	2.8	685.6	794.0	737.5	-40.0	779.2	949.9	836.1	2219.9	2225.0
M2 (%)	12.9	13.2	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	13.5	14.0

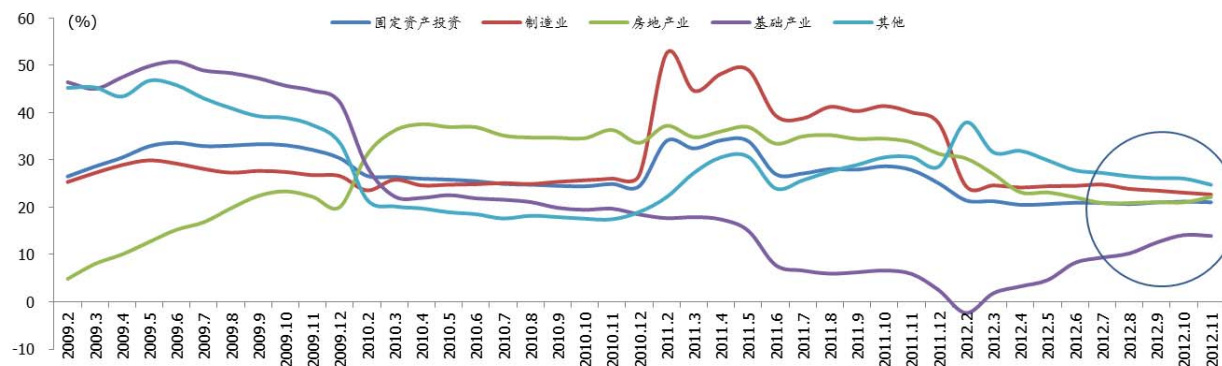
资料来源：信达证券研发中心

一季度基建投资的确定性增长有望带来结构性阶段行情

国进民退，基建投资增长趋势短期仍将持续

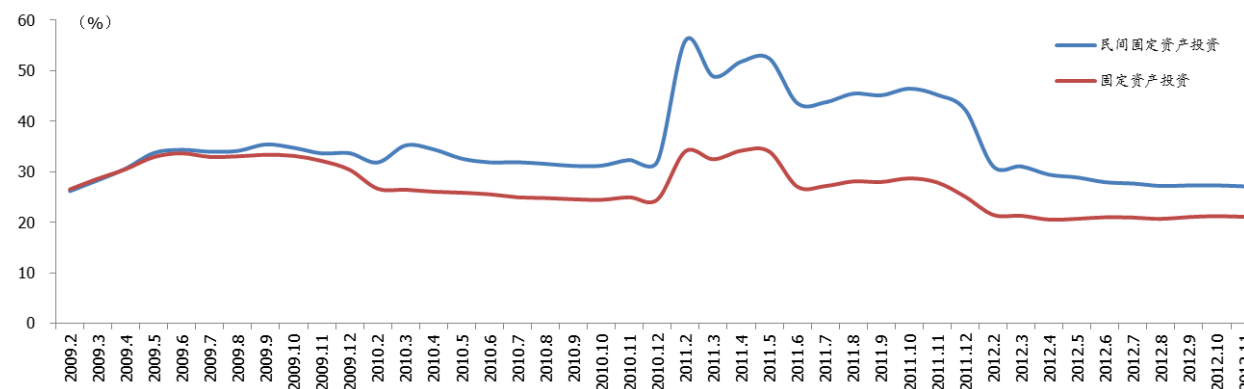
固定资产投资增速回升动力主要来自政策推动。固定资产投资增速在三四季度呈现缓慢回升的态势，但分项数据显示除基础产业投资增速明显回升以外，其他产业的增速持续下滑。民间固定资产投资增速与固定资产投资增速趋势的背离进一步验证了私人企业投资的减速。

图 1: 行业固定资产投资增速



资料来源: Wind 资讯, 信达证券研发中心

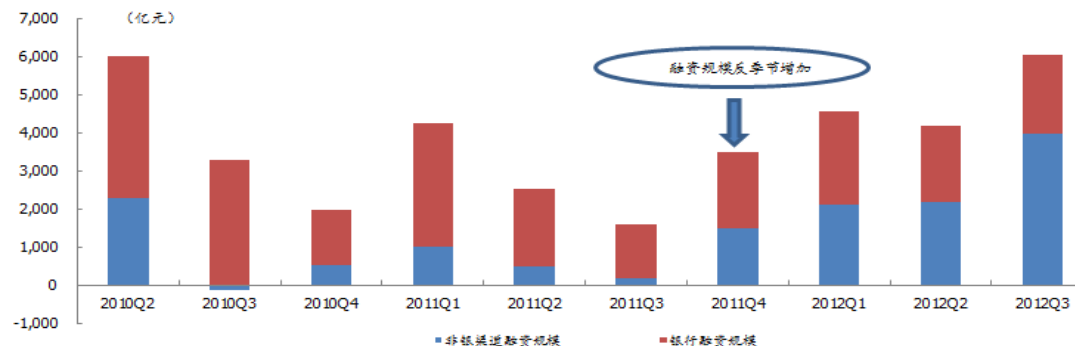
图 2: 固定资产投资与民间固定资产投资增速



资料来源: Wind 资讯, 信达证券研发中心

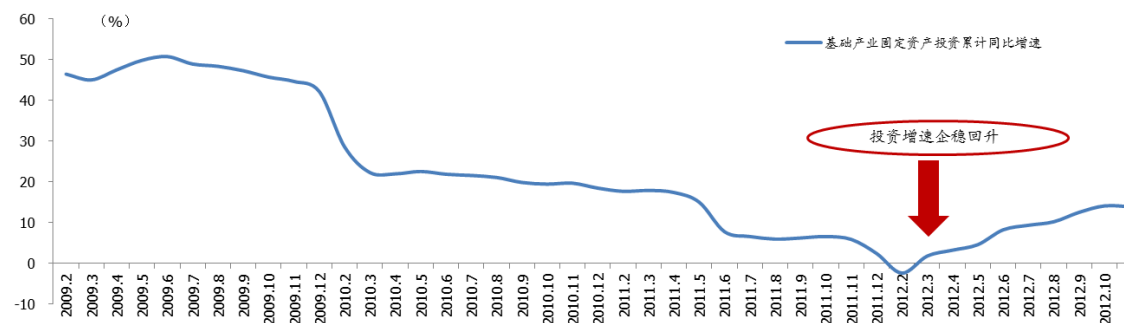
资金供给领先基建投资一到两个季度。通过观察发现基础产业投资和融资规模我们发现：2011 年以前资金来源以银行贷款为主，一般呈现前高后低的态势与银行 3: 3: 2: 2 的信贷投放节奏基本吻合；而基础产业固定资产投资规模则是逐季上升。2011 年前三季度基建资金来源尤其是银行贷款大幅下降，导致基建投资（包括整体 FAI）增速下滑，四季度在信贷和非银渠道融资（尤其是非银渠道，大幅放量）反季节回升的带动下，基建投资增速在今年 3 月份企稳回升，由此可以推断基建资金供给大约领先实际投资一到两个季度。

图 3：基础产业社会融资当季规模



资料来源：中国人民银行，中国信托业协会，wind 资讯，信达证券研发中心

图 4：基础产业固定资产投资累计同比增速



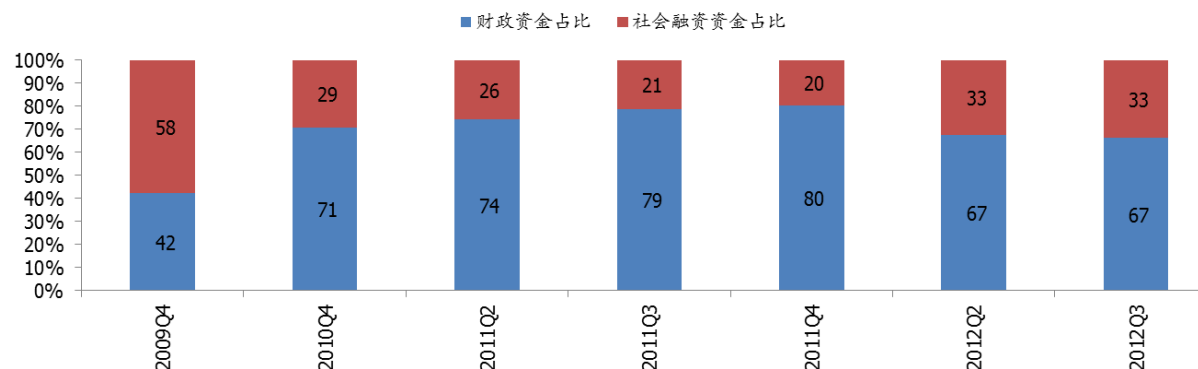
资料来源：Wind 资讯，信达证券研发中心

今年三四季度非银渠道融资放量为明年上半年基建投资提供了充足的资金保障。从目前数据来看，银行信贷的投放节奏与往年类似，规模与去年同期基本持平，但信托、债券等非银渠道大幅放量导致第 3 季度基建融资规模显著高于上半年，根据我们上面的推测，明年一季度的基建投资增速将会延续上升趋势。

财政资金压力将长期存在

财政基建支出是基建固定资产投资资金的主要来源。由于政府性基金收支披露信息的缺乏，我们对财政资金对基建投资的支持数据搜集并不连续，但通过已有数据整理发现，“四万亿”投资高歌猛进的 2009 年社会融资资金占比达到 57%，其后这一比例迅速下降，2010 年到 2012 年基建固定资产投资资金来源中社会融资资金占比均不超过 35%，而在流动性紧张的 2011 年社会融资资金占比仅 20%。社会融资规模的扩大对基础产业投资的推动更多的起到的是增量作用，财政对于基础产业的投入才是近年基建投资资金的主要来源。

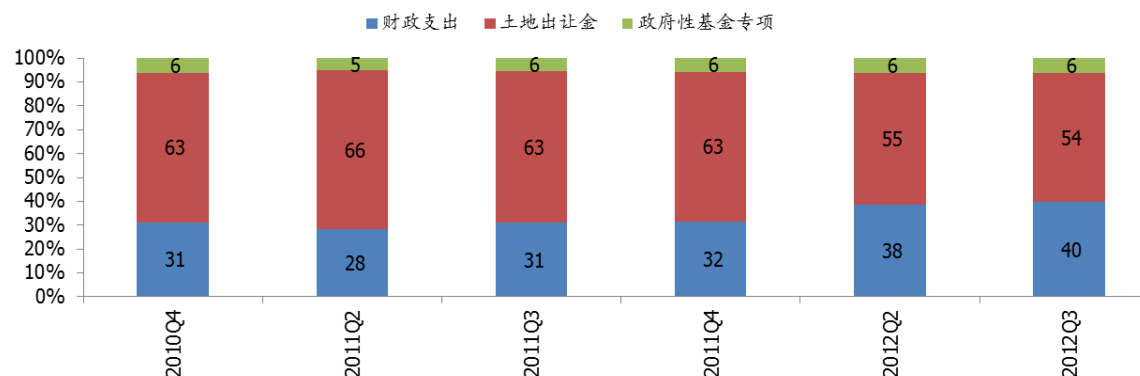
图 5：基础产业固定资产投资累计资金构成



资料来源：财政部，中国人民银行，中国信托业协会，wind 资讯，信达证券研发中心

财政资金供给变动受制于国家财政收入和地方政府土地出让金收入。财政对基础产业资金投入可以大致分为财政支出、政府性基金中的土地出让金支出以及政府性基金中其他基础产业专项支出三部分。财政支出受制于国家财政收入和支出预算，土地出让金支出主要从地方政府卖地所得的土地出让金收入中获得，而其他基础产业专项支出如铁路建设基金支出、民航基础设施建设基金支出等则从专项基金收入中支取，其变化与波动相对较小。从资金规模占比来看，政府性基金中其他基础产业专项支出占比仅为 6%，且因变动较小对整体资金规模影响不大，因而分析财政资金供给我们更多的需要分析财政支出与土地出让金支出的变化。

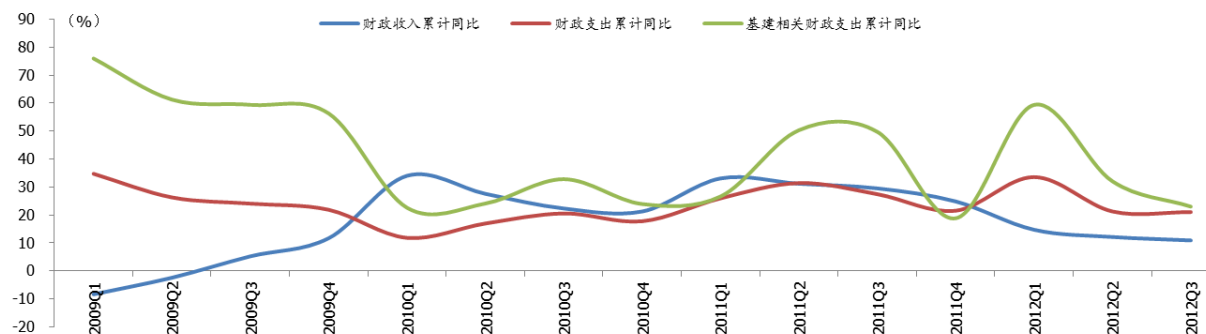
图 6: 财政基建累计资金构成



资料来源: 财政部, 信达证券研发中心

财政收支增速的差距或将进一步扩大财政收支缺口。1994 年的分税制改革大幅削减了地方政府的财政收入, 但中央通过转移支付和税收返还将大部分中央财政收入拨回至地方, 因而在较长的时间内中国的财政收支保持在中央小幅赤字而地方盈余的状态。08 年至 09 年的投资大跃进大幅增加了财政支出需求, 从财政收支增速上看, 尽管财政收入与财政支出的增速差距在 09 年末开始减小, 但已经形成的基数效应仍在持续, 致使中央财政赤字水平增加, 地方也由盈余转为小幅赤字。今年以来受实体经济减速的影响财政收入增速已降至 11% 左右, 而财政支出尤其是基础产业支出增速仍维持在 17% 以上, 财政收支增速再次失衡。

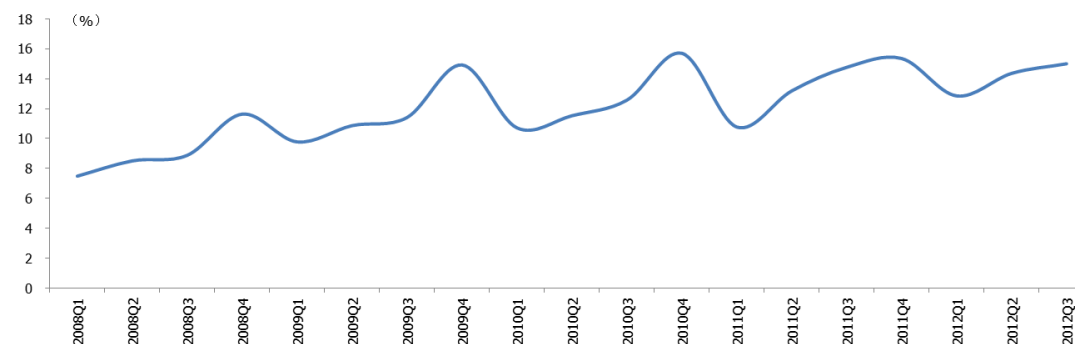
图 7: 财政收支累计同比增速



资料来源: 财政部, 信达证券研发中心

基建支出占比不断提高，未来资金供给的持续增加将受到限制。基建相关财政支出占总财政支出的比例仍呈现明显的逐年上升趋势，08年三季度基建支出占比不到10%，截至三季度该比例已经上升至15%，显示仅靠全国财政总支出的增加无法满足基建的财政资金需求，还需通过挤占其他支出填补资金缺口。考虑到社会保障体系改革才刚刚开始，未来医疗和社会保障支出仍有大幅上升的空间，基建资金投入的进一步增加将受到限制。

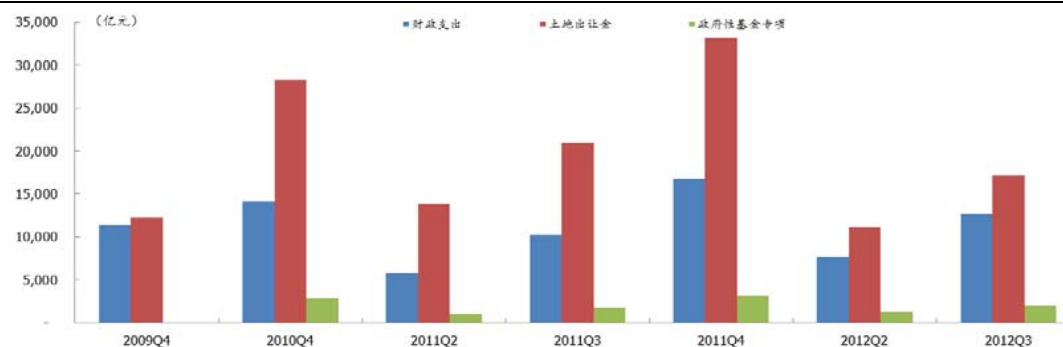
图 8：财政基建支出占比



资料来源：财政部，信达证券研发中心

土地出让金的萎缩进一步增加了财政基建投入的资金压力。从财政资金投入占比不难看出地方政府土地出让金收入的贡献最大，2011年以前超过60%的财政资金来源于土地出让金，地方政府对基建投资的冲动推动了地方政府卖地的需求和土地出让金收入的增加。由于银行信贷的收紧，2011年土地出让金成为基建投资最主要的资金来源，全年土地出让金支出达到33172亿元，占全部基础产业固定资产投资的50%。今年地方政府土地出让金支出降幅超过15%，尽管财政支出保持较高速度增长，财政资金对基础产业的资金投入规模较去年仍有减小。

图 9：财政基建资金累计规模



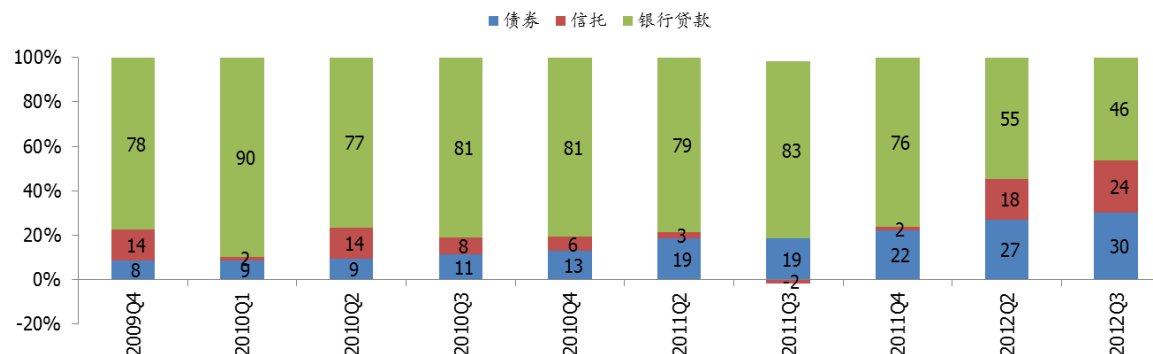
资料来源：财政部，信达证券研发中心

作为基建投资资金来源的最后一环，非银渠道融资长期难以维持高增长

社会融资从银行信贷转向非银渠道融资。受地方融资平台银行贷款投放收缩的影响，基础设施项目建设融资渠道已逐步从传统信贷转为债券、信托等非银渠道，从 2011 年四季度开始，非银渠道的融资规模呈现逐季上升的趋势，今年三季度以来非银渠道（包括城投债和基础产业信托）累计融资规模占比超过总融资规模的 50%，三季度单季融资规模占比接近 70%。

非银渠道融资规模的快速增加填补了财政资金的缺口。受制于土地出让金收入的缩减，截至 3 季度财政对基础产业的资金投入较去年有所减小，尽管基础产业贷款净增规模与去年基本持平，但非银渠道融资规模较去年同期多增加了近 7000 亿，填补了财政资金的缺口并推动基础产业固定资产投资增速底部回升。

图 10：社会融资累计资金构成（银行贷款包含保障房口径）



资料来源：中国人民银行，中国信托业协会，wind 资讯，信达证券研发中心

非银渠道融资规模长期填补财政资金缺口的能力有限。按照对四季度数据的合理假设，为了满足基础产业投资的资金需求，2012 年全年非银渠道融资规模需达到 15852 亿元，这意味着四季度单季债券和信托融资规模为 7250 亿，比三季度融资规模还需多增 3000 亿元。而在如此高的基数水平下，为了维持固定资产投资增速水平明年还需从非银渠道融得多少资金呢？我们通过对房地产投资增速的情景假设进行一些测算：

基本假设：

假设固定资产投资总额增速与今年持平；

根据对制造业去产能过程将持续较长时间的判断，假设明年行业固定资产投资增速缓慢下降至 20%；

假设除制造业、基础产业和房地产业以外的行业固定资产投资增速不变；

假设财政收入维持 10%-11% 的增长速度，全国财政赤字占总财政收入的比例不变；

根据银行风险控制行为和偏中性的货币政策的判断，假设明年基础产业贷款规模与今年持平。

乐观：假设城镇化预期下房地产行业景气度迅速提升，房地产固定资产投资增速从今年的 22% 升至 26%，土地出让金增速从今年的 -15% 迅速回升至 15% 左右，基础产业固定资产投资增速为 11.6%，全年土地出让金支出 32000 亿，非银渠道全年需融资 17688 亿元，较 2012 年多增 1836 亿；

中性：假设房地产固定资产投资增速维持今年 22% 的水平不变，而土地出让金增速小幅回升至 5%，那么基础产业固定资产投资增速需达到 16.5%，而 2013 年全年土地出让金支出不足 30000 亿，非银渠道全年需融资 24568 亿元，同比增速在 50% 以上；

悲观：假设房地产固定资产投资增速降至 15%，土地出让金零增长，此时基础产业固定资产投资增速达到 25% 以上才能维持固定资产投资总额增速不变，非银渠道融资需求为 32625 亿，达到今年预测融资规模的 2 倍。

三种情景分析中，即使在房地产行业景气发展的情况下非银融资规模也至少需要与今年持平，而在房地产投资平稳或增速下滑的情况下非银融资规模需在今年的基础上大幅扩张才能填补财政资金的缺口。

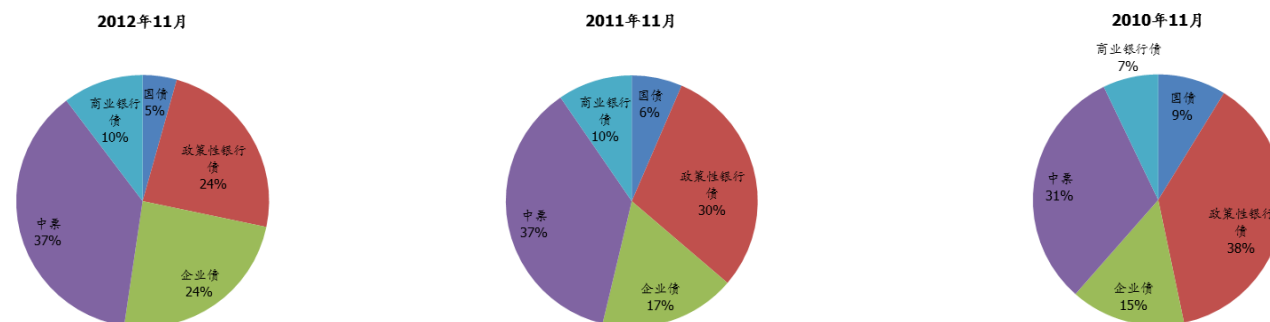
表 2：基础产业非银渠道融资需求情景假设分析

	单位：%，亿元	2012Q3	2012E	2013E		
				乐观	中性	悲观
固定资产投资增速	整体	21	21	21.50		
	制造业	23.5	22.5	20.00		
	其他产业	26.2	26.2	26.2		
	房地产	21	22	26	22	15
	基础产业	12.5	13.1	11.6	16.5	25.1
财政投入	财政收入增速	10.9	10.7	10.4		
	土地出让金增速	-23.1	-15	15	5	0
	财政基建支出	12621	18084	19961		
	土地出让金支出规模	17150	27761	31925	29149	27761
社会融资	银行贷款	7383	9300	9500		
	非银行渠道融资规模	8602	15852	17688	24568	32625
	非银渠道融资增速	466	415	11.5	55	105.8

资料来源：财政部，中国信托业协会，中国人民银行，wind 资讯，信达证券研发中心

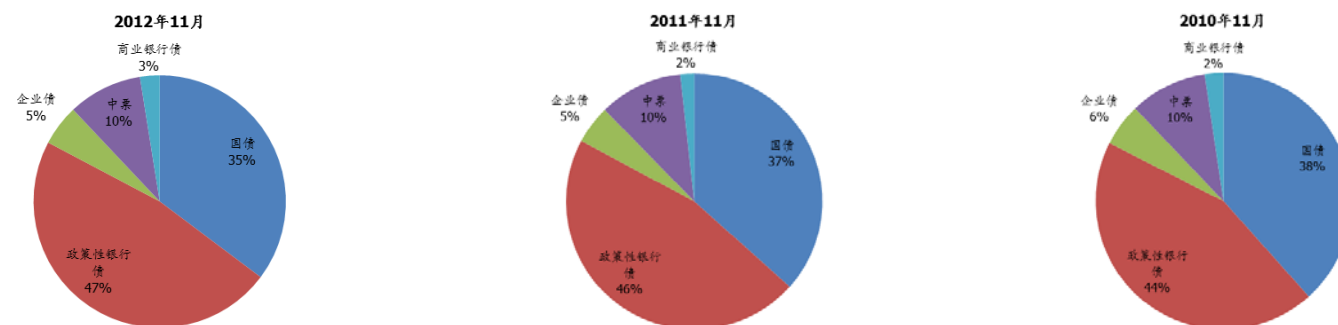
理财产品潜在的监管风险将压缩城投债的需求并推高城投债收益率。由于城投债收益率较高而评级相对较低，其主要需求方为证券资管、银行理财、信托理财以及债券型公募基金，近年来基金机构（包含银行理财、信证合作、银信合作理财专户等，其债券交易量占总基金机构交易量的 76%以上）持有企业债券比例呈现逐年上升趋势，而商业银行自有资产所持有的债券组合中企业债占比则在下滑。近日银监会表示将加强重点领域的风险排查，其中包括地方融资平台、理财业务和影子银行等风险。若明年出台政策整治理财产品，将导致城投债需求减小，收益率大幅上行，基础产业债券融资规模将受到抑制。

图 11: 基金机构持有债券种类构成



资料来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

图 12: 商业银行持有债券种类构成



资料来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

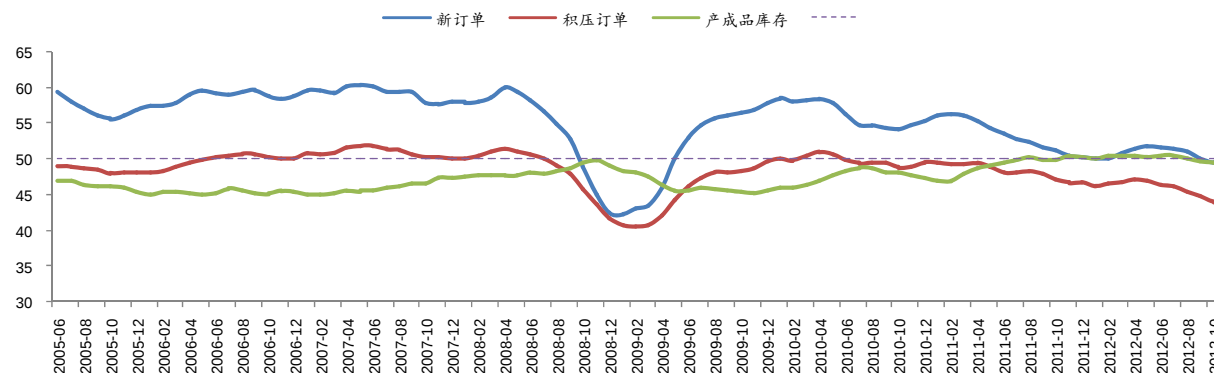
基础产业信托将面临监管和项目质量下降的双重压力。银监会近期叫停了部分政信合作产品（主要为基础产业类和地方融资平台贷款类产品），监管的限制可能会影响今年四季度至明年基础产业信托的发行规模。目前各地基础产业信托收益率差异较

小，地方政府的财政收支相差较大信托产品风险溢价分化不明显，在信托项目质量逐渐下降的情况下若地方政府财政缺口增加，明年的扩张力度将有所减小。

制造业投资增速将持续下滑

需求的弱势、短复苏仅能支撑制造业短期的补库存行为，去产能是未来几年的主线，因而制造业投资增速将持续下降。政策推动的需求回升（主要是基建投资）导致工业企业去库存取得很大成效——下游企业已经进入主动补库存阶段，中游企业处在被动去库存阶段，而上游企业仍在主动去库存，整体看制造业去库存进程过半，处在被动去库存向主动补库存转化的阶段，这将会导致未来一段时间制造业企业产能利用率有所提高。不过，这并不足以吸收制造业大量闲置的产能，高产能、高负债率、融资环境不佳的情况下，企业的理性行为是收缩，而不是继续扩张。目前，中国制造业平均产能利用率仅为 72%，闲置产能高达 28%，35.5%的制造业企业产能利用率在 75%或以下，远低于正常水平。因而我们判断，去产能是未来几年中国制造业的主题，2013 年制造业投资增速将继续下降，预计在 20%左右。

图 13：制造业新订单、积压订单与产成品库存



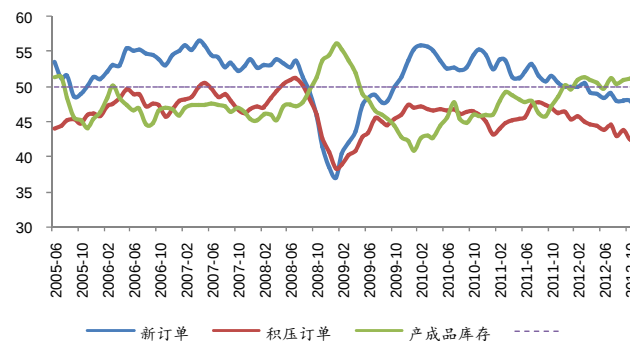
资料来源：Wind 资讯，信达证券研发中心

大多数制造业细分子行业产能过剩严重。制造业 PMI 分项指标积压订单代表企业内部产能利用率程度的高低，该指标越低表示生产能力利用越不充分，目前全部制造业的积压订单指数（6 个月移动平均）仅高于 2008 年 11 月至 2009 年 4 月，通用设备制造业、金属制品业、黑色金属冶炼与加工业、有色金属冶炼与加工业、化学原料及化学制品业等行业产能利用率都处于 2009 年年中以来的最低水平，专用设备制造业处在有统计数据以来最低，食品加工业、饮料制造业等行业产能利用率较高，但也在平均水平之下。这意味着如果需求不出现持续、大幅度的回升，制造业企业不太可能加快投资支出以扩大产能。

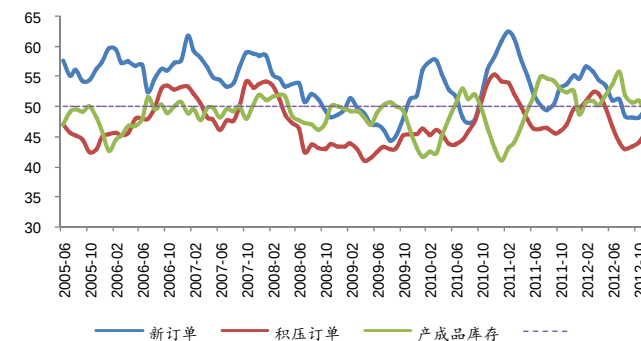
图 14: 制造业细分行业新订单、积压订单与产成品库存



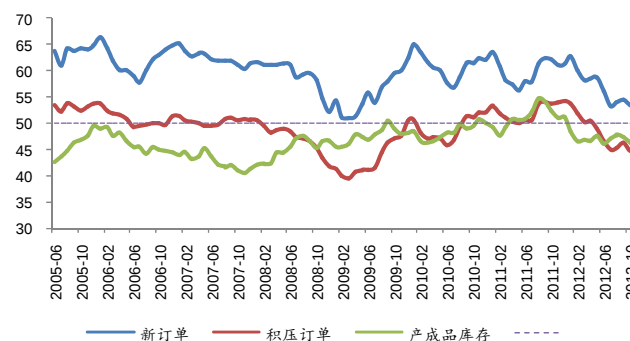
化学原料及化学制品制造业



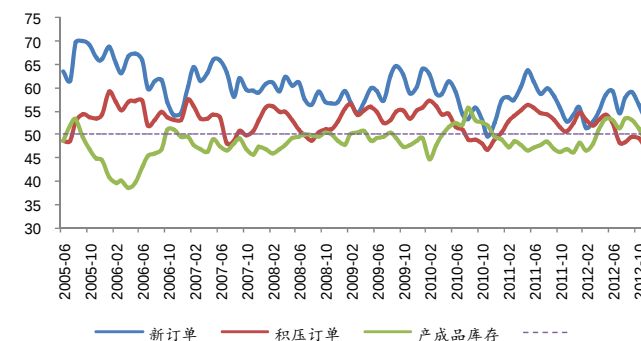
医药制造业



食品加工及制造业



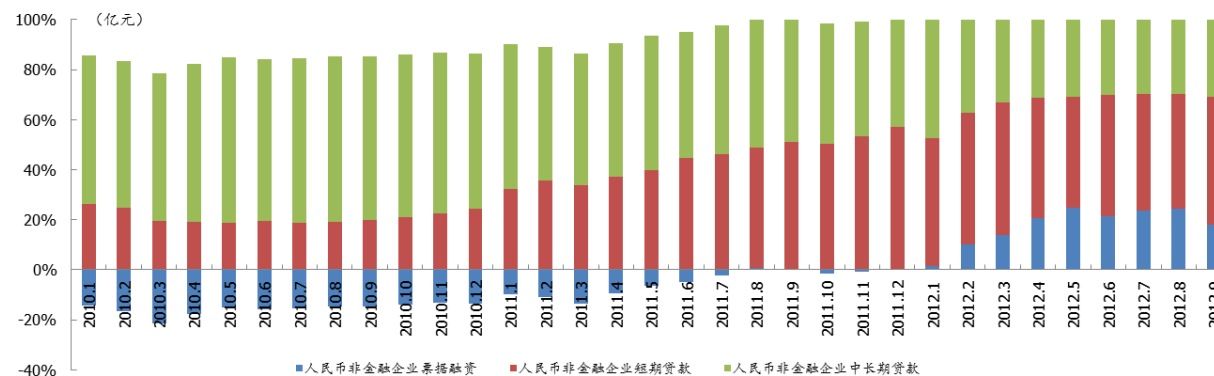
饮料制造业



资料来源：PMI 数据终端，Wind 资讯，信达证券研发中心

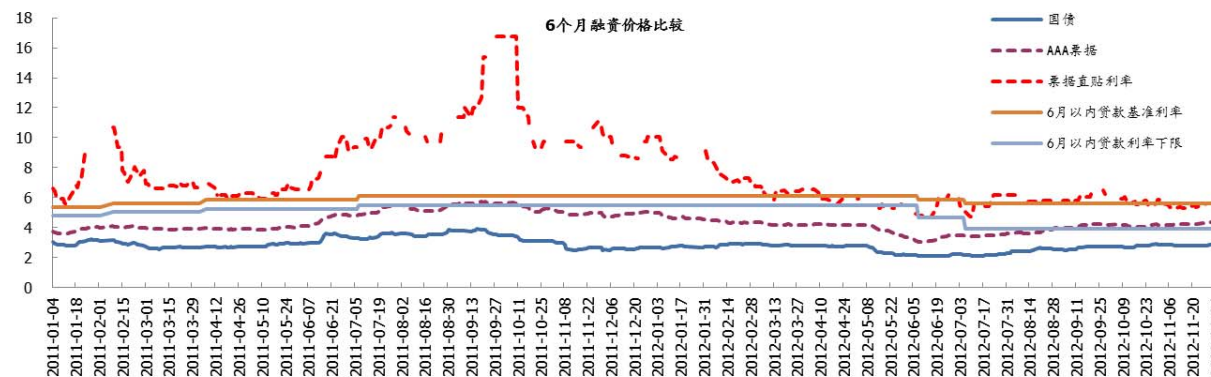
私人企业部门融资需求减弱导致银行信贷供给微量过剩。我们在之前的流动性月报中曾多次提到两个因素造成了 2012 年下半年社会融资规模中非银行渠道融资规模占比大幅增加：一方面大型企业选择通过发行债券融资降低融资成本，另一方面基础产业信贷融资受限转向债券和信托等非银渠道。剩余仍通过银行渠道进行融资的中小型企业则受制于企业盈利下降和产能过剩，其融资需求有明显减弱。贷款结构中短期融资占比上升、票据直贴利率的长期低位运行说明银行信贷供给实际出现了微量过剩。

图 15: 非金融企业人民币贷款累计净增规模占比



资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

图 16: 短期融资价格比较



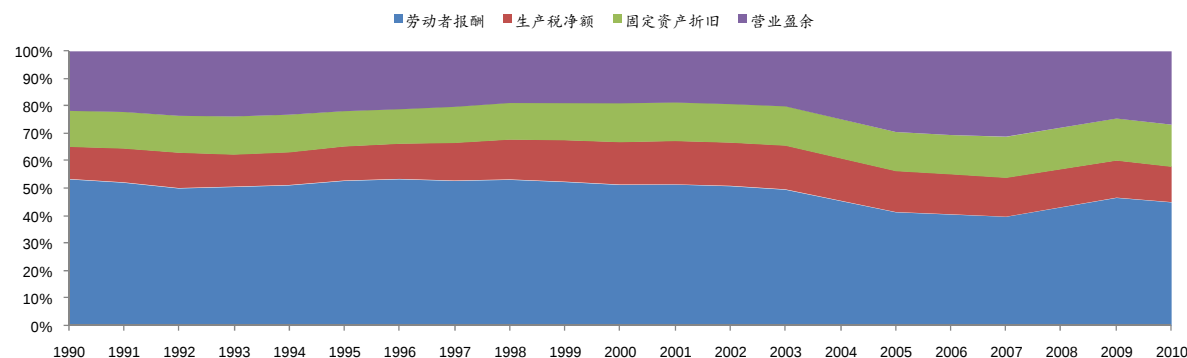
资料来源：Wind 资讯，信达证券研发中心

偏中性的货币政策仍将持续。央行三季度货币政策执行报告中下一阶段的主要政策思路为“增强前瞻性、针对性和灵活性，加强预调微调，把稳增长、物价稳定和风险防范三者之间的平衡”，近日召开的经济工作会议提出也要实施稳健的货币政策，增强操作的灵活性，保持贷款的适度增加。今年下半年以来央行逐渐将逆回购操作作为调节货币供应量的主要手段也正是体现了央行在货币政策方面对灵活微调操作的偏好，结合明年对CPI回升和以信贷融资为主要渠道的中型制造业私人企业投资需求仍将维持疲弱态势的判断，明年的货币政策难有大幅度放松的可能。

消费相对平稳，增速将小幅上升

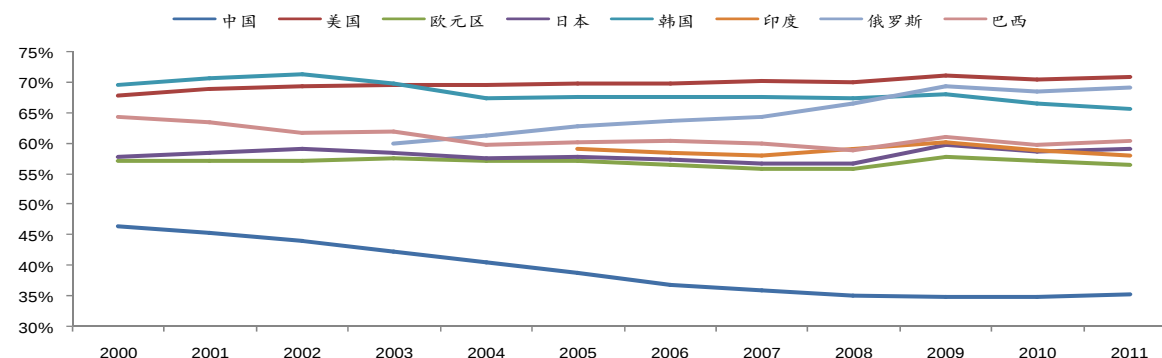
从中长期看，劳动者报酬占比将向均衡状态回归，这意味着消费增速将超过 GDP 增速。无论是纵向比较还是横向比较，中国个人消费占 GDP 的比重都过低，经济失衡已经相当严重，经济自身的运行规律和宏观政策导向都将推动经济结构向均衡状态回归，个人消费提升空间巨大。纵向看，2000 年以后，低成本投资主导的经济增长模式导致劳动者报酬在经济总量中的占比逐渐萎缩，进而导致个人消费在 GDP 中的占比不断下降，这一现象在金融危机后有所好转。从纵向看，无论是美国、欧元区、日本等发达经济体，韩国为代表的新兴工业化国家，还是印度、俄罗斯和巴西等典型新兴经济体，个人消费在 GDP 中的占比都高于 55%，这比中国高出约 20 个百分点。

图 17: GDP (收入法分解) 组成部分占比变化



资料来源: Wind 资讯, 信达证券研发中心

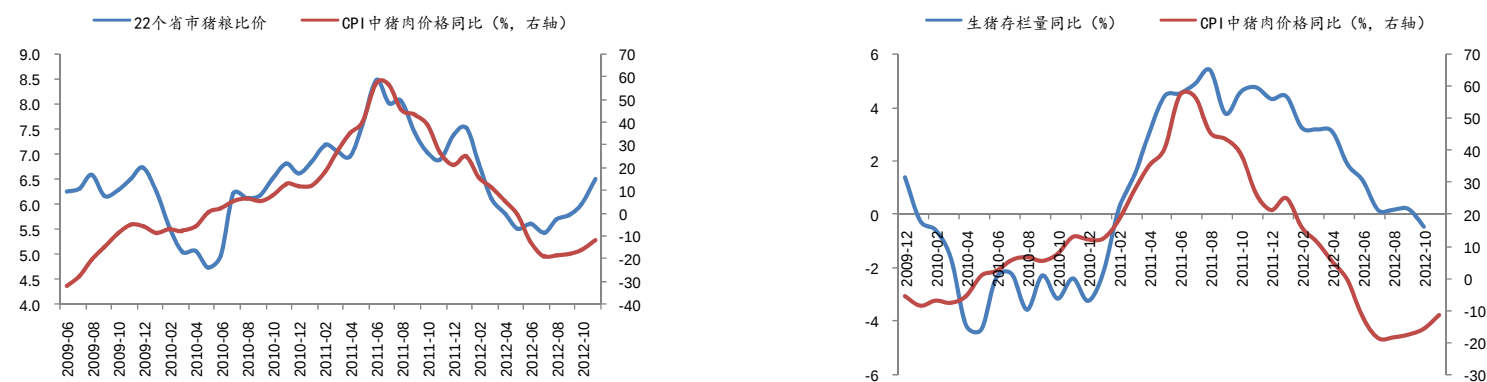
图 18: 主要国家个人消费占 GDP 的比重



资料来源: 世界银行, Wind 资讯, 信达证券研发中心

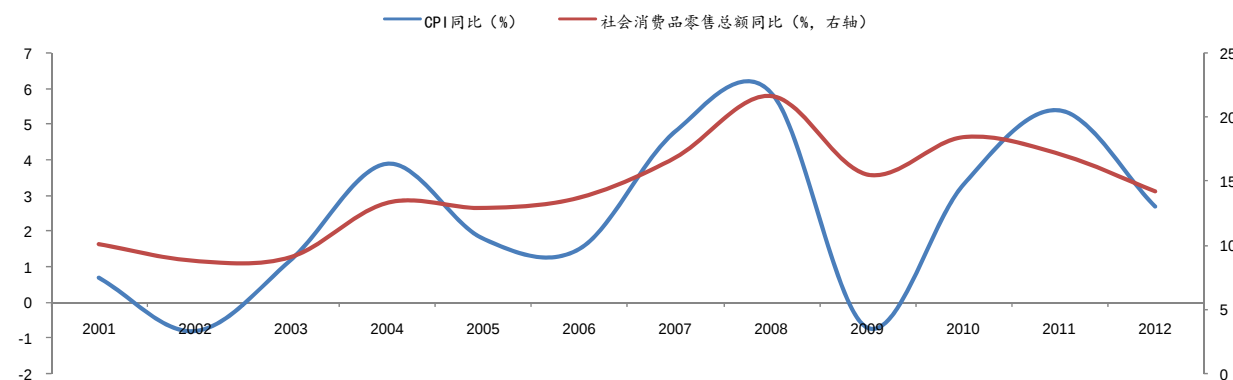
短期看，猪粮比价处于低位，猪肉价格回升概率较大，资源品价格改革可能性较大，CPI 同比增速将高于今年，温和通胀有利于消费回升。从成本端看，猪粮比价在 7 月份见底回升；从供给端看，虽然生猪存栏量在高位，但增速已经出现负增长，猪肉价格已经进入上行周期，同比看，明年猪肉价格降出现较大涨幅，鉴于过去几年猪肉价格与 CPI 走势存在高度的正相关性，明年 CPI 同比增幅将扩大。目前资源性产品价格改革的时机较好：PPI 同比负增长，CPI 同比增幅只有 2% 左右，相对温和的物价水平为改革预留了较大空间。十八大报告明确了资源品价格改革的方向，成品油、天然气、煤炭、水和电等领域的价格改革可能深化，短期看，这将造成终端消费价格上涨。

图 19：猪粮比价、生猪存栏量与猪肉价格



资料来源：Wind 资讯，信达证券研发中心

图 20：CPI 与社会消费品零售总额



资料来源：Wind 资讯，信达证券研发中心。注：2012 年的数据位为前 11 个月

净出口对 GDP 的贡献较小

出口增速维持个位数增长。根据 IMF 的预测，与中国贸易往来最为密切的发达经济体中，2013 年美国实际 GDP 增速略低于今年，日本显著低于今年，欧盟高于今年。但出口额是名义值，因而需要考察出口对象的名义 GDP。将通胀考虑进去，2013 年美国、日本名义 GDP 将大幅低于今年，欧盟与今年基本持平，这意味着 2013 年中国对占中国出口份额约 40% 的美国、欧盟、日本的出口将出现较大幅度的下降。与之相反，中国对香港、台湾、新加坡和韩国等亚洲新兴工业国，东欧新兴经济体、南美国家、独联体等其余市场的出口增速将会上升，因南海争端等政治问题对东盟的出口存在变数。总体而言，2013 年中国出口增速将是高个位数增长，约 7%。

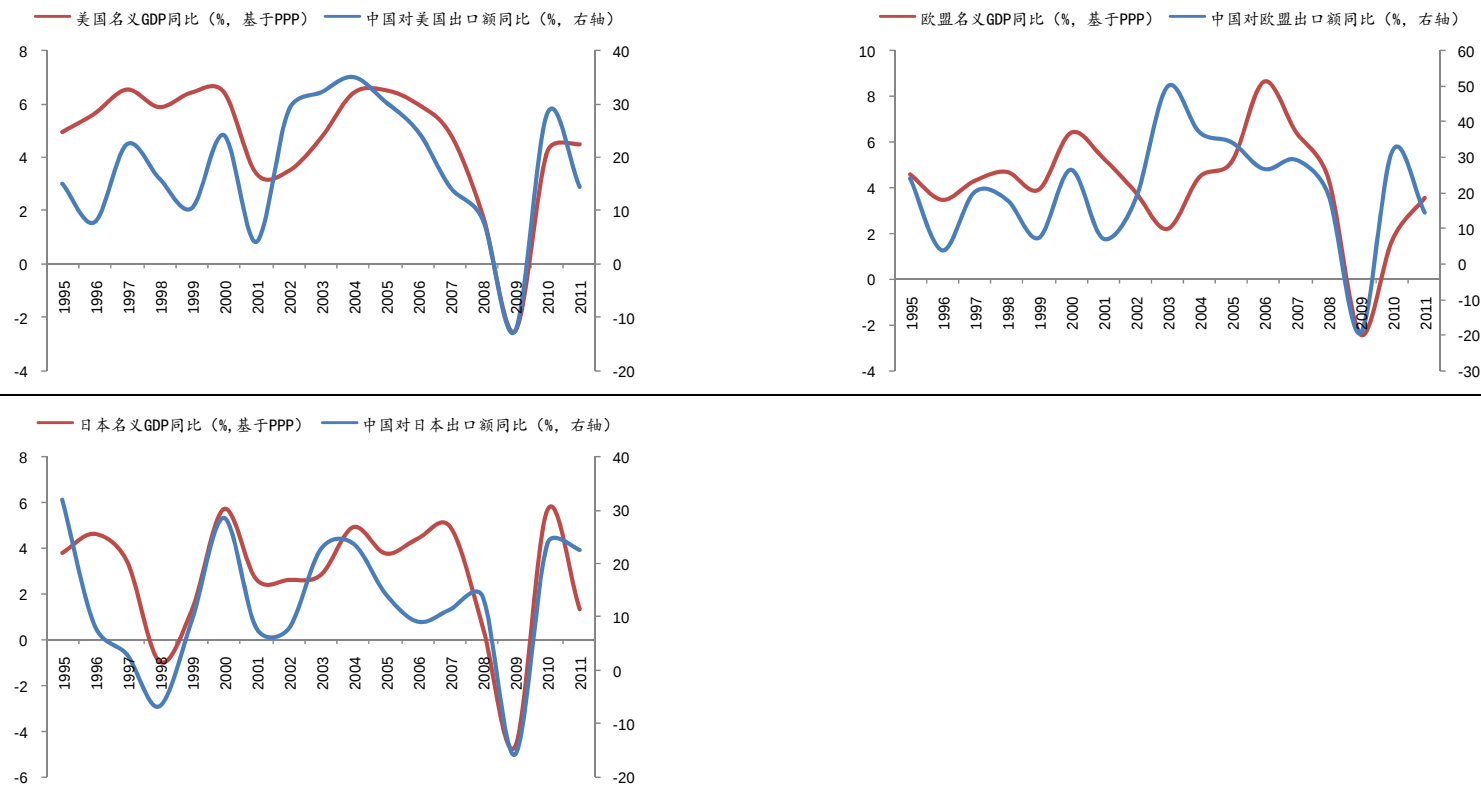
进口增速前高后低，个位数增长，贸易顺差小幅扩大，对 GDP 正面拉动不大。上半年受投资带动，进口增速可能要高于出口，下半年国内需求尤其是投资力度减弱，进口增速随着下降。

表 3：主要经济体 GDP 与 CPI 增速

	实际 GDP 同比增速			CPI 同比增速		
	2011A	2012F	2013F	2011A	2012F	2013F
美国	1.8	2.2	2.1	2.7	1.9	1.6
欧盟	1.4	-0.3	0.4	2.9	2.3	1.7
欧元区	1.4	-0.4	0.2	2.7	2.3	1.6
日本	-0.8	2.2	1.2	-0.3	0.0	-0.2
亚洲新型工业国	4.0	2.1	3.6	3.6	2.7	2.7
东盟五国	4.5	5.4	5.8	5.9	4.0	4.3
欧洲新兴经济体	5.3	2.0	2.6	5.3	5.6	4.4
南美	4.8	2.9	4.0	7.8	6.8	6.9
独联体	4.9	4.0	4.1	10.1	6.8	7.7

资料来源：IMF，信达证券研发中心

图 21: 主要发达经济体 GDP 增速与中国出口



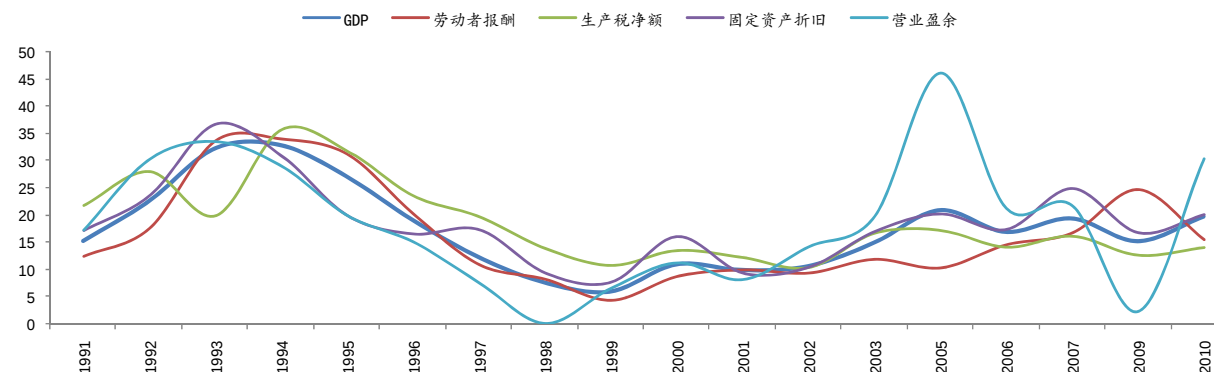
资料来源: 世界银行, Wind 资讯, 信达证券研发中心

估值与流动性限制了股市趋势性上涨的机会

上市公司盈利高个位数增长

收入法分解 GDP 显示今明两年企业盈利增速差别不大。按收入法，GDP 可分解为劳动者报酬、生产税净额（生产税-生产补贴）、固定资产折旧和营业盈余。从占比来看，劳动者报酬占比在 2007 年已经出现拐点，虽然在 2010 年出现暂时性的下降，但由于劳动力市场的结构已经发生了趋势性的改变，因而 2008 年以来劳动者报酬在 GDP 中的占比呈现的上升趋势难以逆转。4 万亿固定资产投资主要在 2009、2010 年完成，2011 年至 2013 年是固定资产折旧的高峰期，其在 GDP 中的比重将高于历史均值。生产税净额在 GDP 中的占比将维持稳定，原因在于，目前是结构性减税，并非全面减税，对总体税收的影响收入不大，例如营业税改增值税对政府的规模在数百亿元左右，占 GDP 的规模很小。因而即使企业营业盈余增速在 2013 年有所回升，回升的幅度也不会很大，即今明两年的企业盈利增速的差别不会太大。

图 22: GDP 及分项（收入法分解）增速



资料来源: Wind 资讯, 信达证券研发中心。注: 2004、2008 年数据缺损, 2005、2009 年增速分别为 2003-2005 年, 2007-2009 年的年均几何增速

上市公司盈利增速与 GDP 增速的预期并不匹配, 2013 年盈利增长可能是高个位数, 不及市场预期。从 Bloomberg 汇总的国际投行、Wind 汇总的国内经济学家、IMF 对中国经济的预测来看, 有一个共同点: 2013 年中国 GDP 增速将高于 2012 年, 但回升幅度有限。从一致预期来看, 市场普遍预期主要股指 2013 年的营业收入和净利润同比增速大幅高于 2012 年, 尤其是中小板指、创业板指、中证 500 等中小市值股票。市场对 GDP 增速的预期与对企业营收、盈利的预期很不匹配, 这与收入法角度分解 GDP 得出的结论一致。自上而下的测算来看, 银行股的净利润增速在 5-10%, 要低于 2012 年 14% 左右的水平, 非金融 A 股 2013 年的净利润增速会显著好于 2012 年的 -11% 左右的水平, 预计在 10-15%, 因而全部 A 股 2013 年的盈利增速

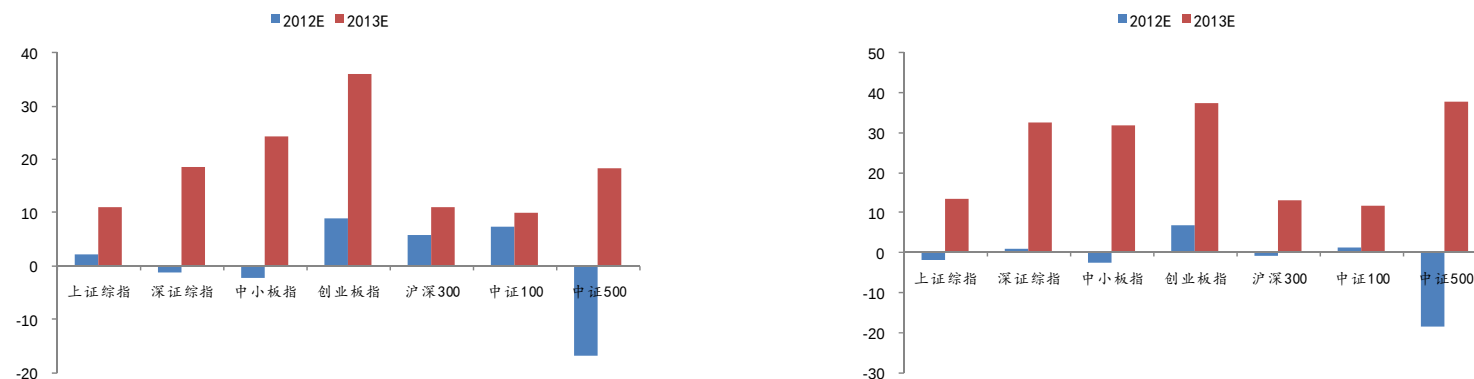
可能在 8-10%，这显著低于 16.1% 的市场一致预期值。

表 4: 中国 GDP 同比增速预测

	Q3 12	Q4 12	Q1 13	Q2 13	Q3 13	Q4 13	2012	2013
彭博	7.4	7.7	7.9	8.1	8.3	8.1	7.7	8
Wind	7.5	7.8	7.8	7.9			7.8	8
IMF							7.8	8.2

资料来源: Bloomberg, Wind 资讯, IMF, 信达证券研发中心

图 23: 主要指数今明两年营业收入、净利润的一致预期



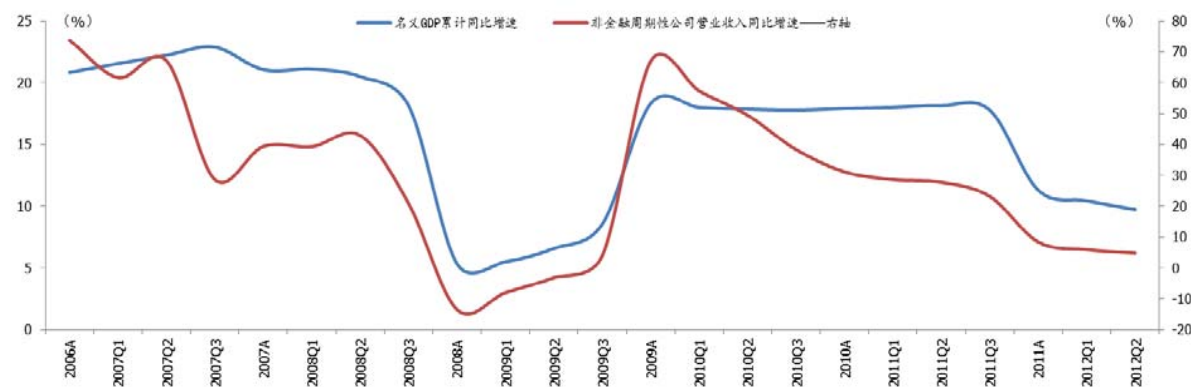
资料来源: Wind 资讯, 信达证券研发中心

从结构来看，周期类与非周期类行业盈利的市场一致预期均过高，周期性行业更为突出。从支出法角度分解 GDP，主要可分解为固定资产投资和消费，净出口占比相对较小。投资与有色金属、煤炭、化工、建筑建材、钢铁、机械、房地产和汽车等周期性行业对应程度较高，消费与食品饮料、餐饮零售、医药生物、IT 等非周期性行业对应程度较高。目前的经济复苏由固定资产投资带动，消费和净出口增速的变化不大，对 GDP 的贡献率较低。依此推断，2013 年周期性行业的营收和盈利将有一定程度的恢复，而非周期性行业的恢复不会很明显。但市场的一致预期显示，周期性行业和非周期行业明年的营收同比增速比今年均高出 10 个百分点以上，周期性行业的盈利增速则从今年的-9.9%大幅上升至明年的 23.3%。相比较而言，非周期性行业盈利增速的预测较为可信。

周期性行业盈利预测下调风险较大，尤其是在明年下半年。今明两年实际 GDP 基本持平，但由于 PPI 跌幅继续收窄，明年名义 GDP 将会高于今年。2006 年以来的统计数据显示，周期性行业主营业务收入增速与名义 GDP 增速的相关系数超过 0.7，

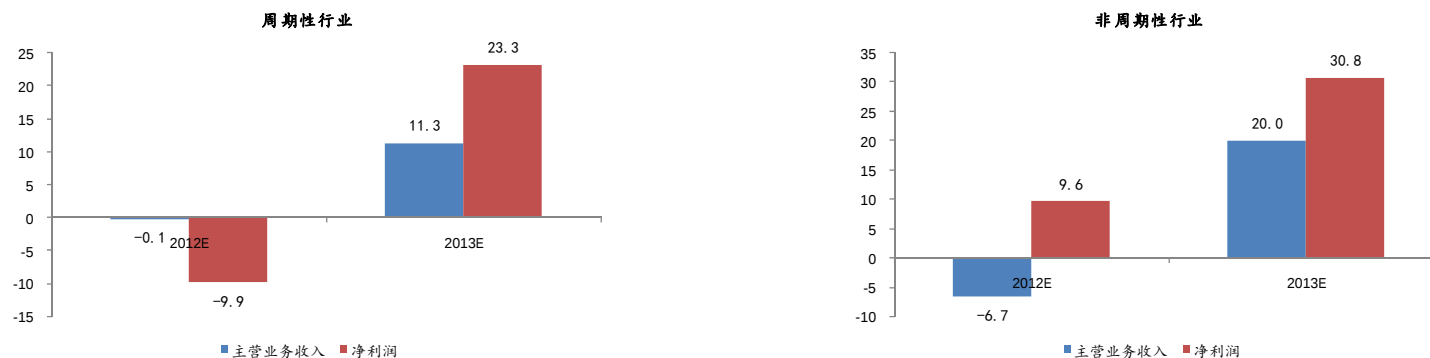
这意味着明年周期性行业的主营业务收入增速将好于今年，进而带动利润增速好转。不过，从今明两年主营业务收入和净利润增速的差值来看，市场对周期性行业的一致预期仍然过于乐观，投资品行业尤其是有色、化工、建材和钢铁等行业 2013 年盈利预测下调的概率明显高于其他行业。

图 24: 非金融周期性公司主营业务收入与名义 GDP 累计同比增速走势



资料来源: Wind 资讯, 信达证券研发中心

图 25: 周期性、非周期性行业今明两年营业收入、净利润增速的一致预期

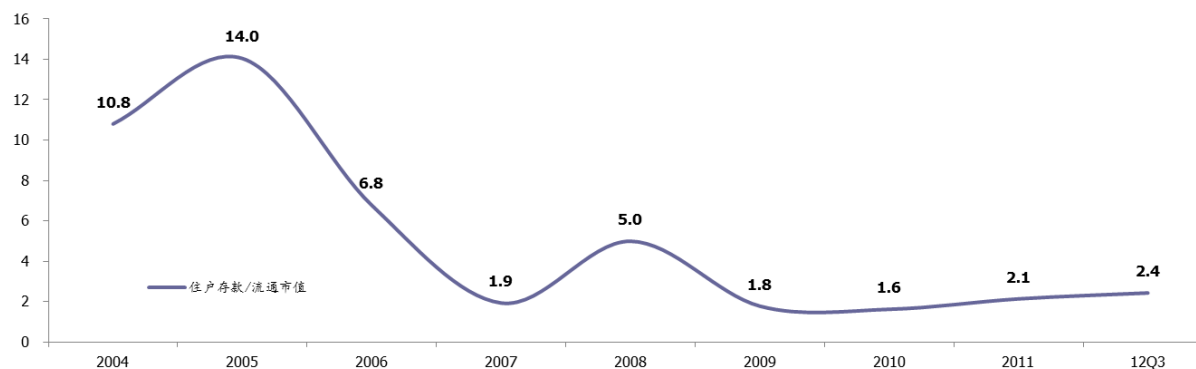


资料来源: 信达证券研发中心, Wind 资讯

流动性压力较大

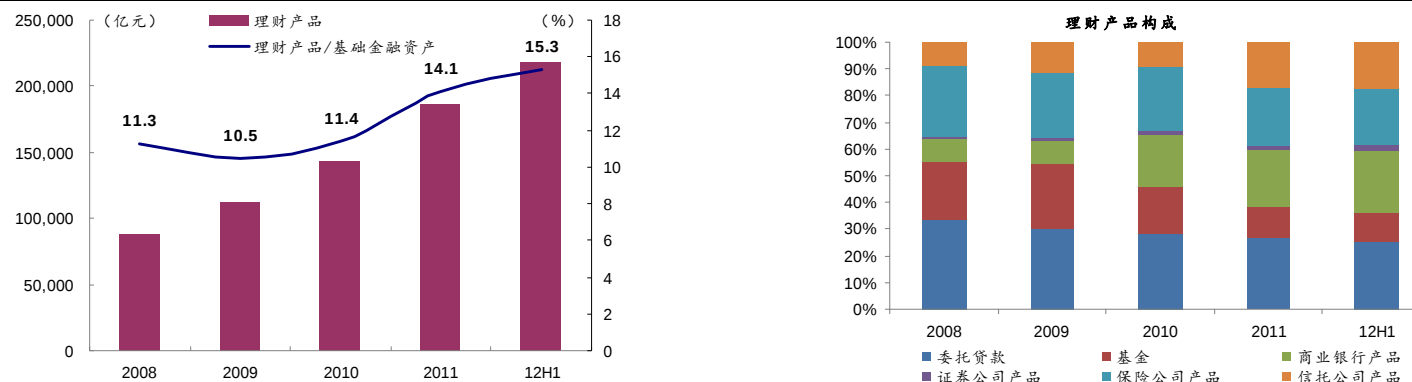
股市资金供给不会出现大幅改善。2008 年之前，理财产品的极度匮乏和个人投资债券的限制导致股票成为了除存款之外个人金融资产配置的最主要方向。2005 年底住户存款是流通市值的 14 倍、个人在流通市值中的占比高达 70%，为股票市场高速发展提供了流动性基础。近年来住户存款与流通市值的差距迅速缩小，2009 年底和 2010 年底住户存款与流通市值的比值一度降至 2 以下，近两年小幅提升至不到 2.5 的水平，为股票市场提供流动性的基础已大不如前。而银行理财产品和信托产品为代表的固定收益类理财产品满足了个人和非金融企业的投资需求，进一步挤出了流向股市的资金。结合我们对 2013 年中性货币政策的判断，股市的资金供给将难以出现大幅改善。

图 26：住户存款与流通市值比值



资料来源：中国人民银行，上交所，深交所，信达证券研发中心

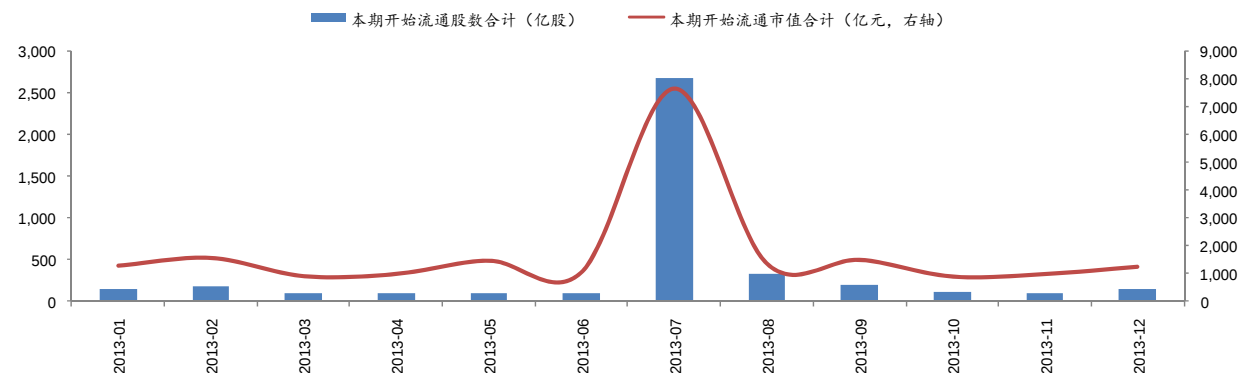
图 27：理财产品规模和构成及与基础金融资产（存款、股票、债券）比值



资料来源：中国人民银行，中国保险年鉴，中国信托业协会，Wind 资讯，信达证券研发中心

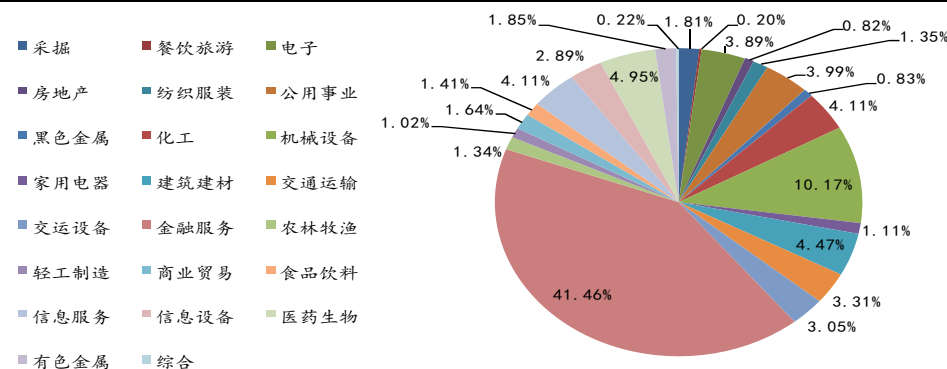
解禁压力显著高于 2012 年。2013 年解禁市值高达 2.08 万亿元，月均解禁市值为 1733 亿元，比 2012 年高出 68%，潜在解禁压力巨大。7 月份解禁压力最大，单月解禁市值高达 7638 亿元，主要是农业银行有 7214 亿元（2586 亿股）限售解禁。即使扣除银行股约 8000 亿元的解禁压力，其余行业仍高达 1.3 万亿元，仍高于 2012 年全部解禁市值。

图 28: 全部 A 股 2013 年解禁数量及市值



资料来源: Wind 资讯, 信达证券研发中心, 数据截止 2012 年 12 月 12 日

图 29: 2013 年各行业解禁市值占解禁总市值的比重

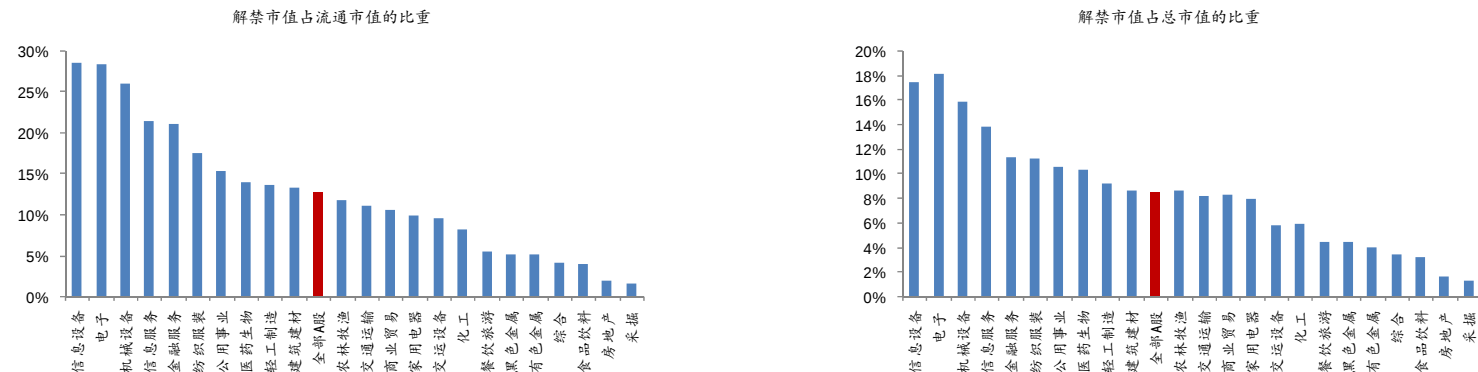


资料来源: Wind 资讯, 信达证券研发中心, 数据截止 2012 年 12 月 12 日

中小市值股票解禁压力较大。2013 年全部 A 股解禁市值占流通市值的比重高达 12.75%，占总市值的比重也达到 8.54%。分行业看，信息设备、电子、机械设备、信息服务等小市值股票占比较多的行业解禁市值占流通市值的比重均超过 20%，显

著高于除金融外的其他行业。

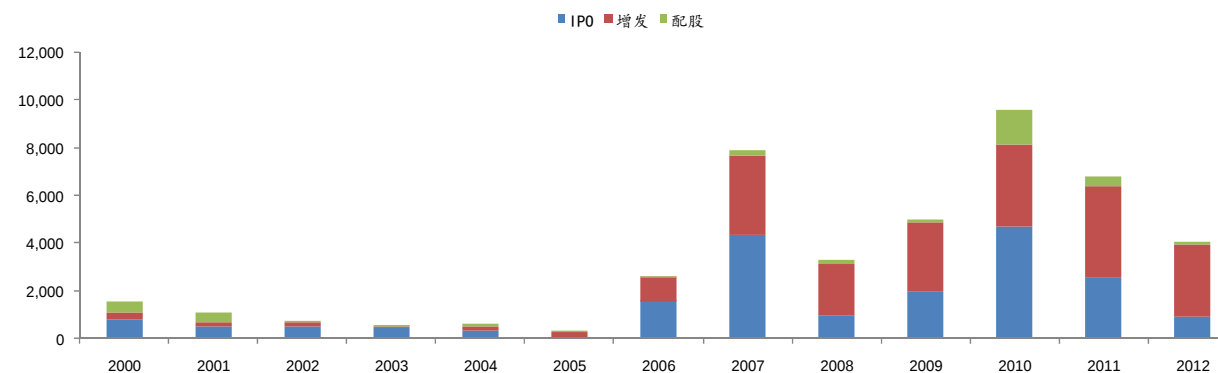
图 30: 各行业解禁市值占流通市值、总市值的比重



资料来源: Wind 资讯, 信达证券研发中心, 数据截止 2012 年 12 月 12 日

明年股市规模显著高于今年的概率大。2012 年融资规模较前两年显著降低, 重要原因是 A 股表现不佳, 管理层有意降低了企业的融资需求, 尤其是在今年下半年, IPO 暂停较长时间。未来几年, 国内企业融资需求旺盛, 今年被人为压制的融资需求可能在今后释放出来, 目前等待 IPO 的公司在 800 家左右, 当前市场化改革呼声渐高, 明年股市融资需求将显著高于今年。

图 31: 历年股权融资金额



资料来源: Wind 资讯, 信达证券研发中心

策略研究团队简介

王松柏，首席策略分析师兼首席非银行金融行业分析师，2012年7月加盟信达证券研究开发中心。曾任职于中国国际金融有限公司研究部，从事非银行金融行业研究。

王小军，策略分析师，天津大学数量经济学专业，硕士学历，具有5年证券业从业经历。曾就职于天相投资顾问有限责任公司和中国民族证券有限责任公司，主要负责宏观策略研究，国际宏观经济、金融市场跟踪密切，对全球尤其是美国、欧元区经济和股市有较深的理解和认识。2012年4月进入信达证券，负责A股策略行业比较研究。

胡佳妮，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2012年7月进入信达证券研究开发中心。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； 增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好 ：行业指数超越基准； 中性 ：行业指数与基准基本持平； 看淡 ：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。