

多点把握年初机会 避免短板仍是关键

——2013 年 A 股投资策略报告

分析师：周喜

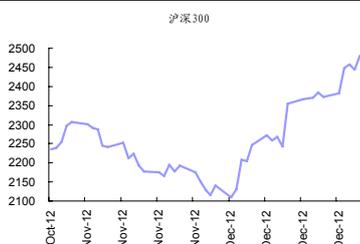
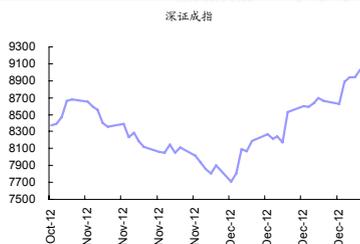
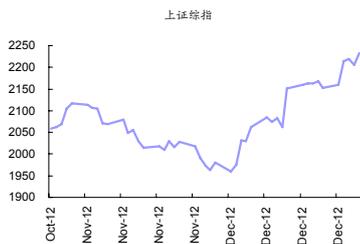
SAC NO: S1150511010017

2012 年 12 月 31 日

证券分析师

周喜

022-28451972



相关研究报告

- 《等待估值压力释放
立足新年配置标的》
——2012 年 12 月 A 股投资策略
- 《延续震荡夯实底部
因循库存把握标的》
——2012 年 11 月 A 股投资策略
- 《压制趋缓支持未现
盘跌有望转向震荡》
——2012 年四季度 A 股投资策略

投资要点:

- 尽管 2012 年 A 股市场的颓势没有出现丝毫改观，指数屡创新低，但是与 2011 年承压于估值不同，2012 年指数压力则主要源于业绩。
- 我们考虑到三驾马车改善空间有限，预计 2013 年国内 GDP 年同比增速仅将小幅回升至 8.2%。需求的疲弱回升和稳定的猪周期则令通胀压力保持平稳，CPI 同比增速略有回升的同时 PPI 同比增速也将由负转正，PPI 与 CPI 同比增速间的剪刀差持续缩窄。
- 就整体经济调控思路而言，2012 年以来实施的“宽财政、稳货币”的政策方针将得以延续。稳健的货币政策仍以数量型工具为主，对于价格工具的运用则将继续保持谨慎，具备靶向作用的财政支出将继续以民生领域为主，稳定经济增长的同时为主题投资提供指导。
- 位于历史低位的整体估值水平令 A 股市场具备较好的安全边际，而 2013 年上市公司业绩增速的小幅回升则将成为推动指数上行的关键因素；在估值层面，一方面社会流动性显著宽松的可能性较低，另一方面 A 股市场仍将面临内外部资金抽离的负面影响，估值整体提升乏力。因此，我们认为市场在 2013 年内呈现趋势性上扬的概率较低，但是整体较高的估值安全性和上市公司业绩渐趋改善将成为主导指数重心上扬并出现阶段性反弹的核心所在，其中两个“时点”和一个“或有事件”所带来的利好刺激值得投资者关注。
- 既然我们认为 2013 年年初，在业绩预期持续向好和流动性短期宽松带来的估值提升下，市场有望出现阶段性反弹，那么业绩主导和主题主导将成为此时标的选择的重点：

第一，立足业绩预期改善的角度，我们的核心选股策略为：“把重点放在挑选库存去化充分或盈利能力改善较大的中游行业，暂时回避估值较高的下游行业，短期内上游采掘业难进入快速通道但要时刻观察以防风格迅速轮换”。投资者可重点关注：补库存需求较强的水泥、重卡和工程机械，以及房地产和家用电器等早周期行业。

第二，立足主题投资的角度，与美丽中国、新城建设等主题相关的节能环保、房地产开发、建筑建材、安防设备、新型能源等行业仍有望在政策利好刺激或财政投入落实的推动下反复活跃；此外，经过 2012 年持续的估值下修，众多中小市值个股的估值水平出现明显回落，跟随市场反弹而逐步回升的风险偏好有望令一年一度的高成长、高送转行情在一季度再次上演，对此需要投资者加以密切关注。

正文目录

1. 国内经济弱复苏 物价水平仍平稳.....	5
1.1 全球贸易复苏有限 中国制造优势难升.....	5
1.2 内需反弹虽延续 改善空间仍有限.....	8
1.3 经济反弹但高度有限 通胀回升但总体平稳.....	10
2. 定调宽财政稳货币 力促增质量调结构.....	12
2.1 稳货币为防通胀 宽财政以稳增长.....	12
2.2 告别低效益增长 着力新城镇建设.....	15
3. 估值近低点业绩将改善 合力主导反弹.....	17
3.1 整体安全较高 估值差异仍在.....	17
3.2 经济反弹趋势确立 业绩改善预期渐强.....	19
3.3 趋势行情尚难期待 先期关注年初反弹.....	20
4. 多点把握年初机会 避免短板仍是关键.....	22

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图 目 录

图 1: 估值回落主导 2011 年市场走弱	5
图 2: 业绩压力成为 2012 年市场延续颓势的主因	5
图 3: 美国 PMI 指数强于欧元区	6
图 4: 美国 OECD 领先指标改善力持续强于欧元区	6
图 5: 多方因素打击美国消费者信心指数	6
图 6: 欧元区信心指数持续低迷	6
图 7: 美国房地产市场温和回暖	6
图 8: 欧洲营建产出指数低位震荡	6
图 9: “中国制造”在美日欧进口中占比停止上升	7
图 10: 制造业和房地产主导国内固定资产投资	8
图 11: 低产能利用率压制制造业投资需求	8
图 12: 依旧较高的去化周期抑制房地产投资增速	8
图 13: 规模以上工业企业产成品同比增速延续回落	9
图 14: 中采 PMI 库存指数小幅回升	9
图 15: 中采 PMI 库存指数月环比变动历史对比	9
图 16: 消费同比增速回升不改环比平稳	10
图 17: 最终消费对 GDP 增长拉动连续两月出现回落	10
图 18: 居民收入感受和信心指数继续小幅回落	10
图 19: 居民就业前景仍不乐观	10
图 20: 生猪及能繁母猪存栏量仍在高位	11
图 21: 低产出缺口降低通胀压力	11
图 22: 2013 年 CPI、PPI 当月同比增速趋势预测	11
图 23: 外汇占款与基础货币的比值稳步回落	12
图 24: 基础货币余额同比显著回落	12
图 25: 金融机构超储率位于较低水平	13
图 26: 2013 年各月央票到期额	13
图 27: 市场利率水平稳步回落	14
图 28: 财政收入同比增速回落抑制支出潜力	15
图 29: 民生领域成近年财政投入主要领域	15
图 30: 相对于美国股市，A 股市场估值溢价率位于低位	17
图 31: A 股市场主要板块市盈率历史对比	17
图 32: 指数估值变动趋势	17
图 33: 申万一级行业估值安全性对比	18
图 34: FAI 资金来源中自筹资金比例显著提升	18
图 35: 2012 年以来债券发行额大幅提升	18
图 36: 2009 年以来信托发行额大幅提升	19
图 37: 债权、贷款及权益类信托发行占据主位	19
图 38: 2013 年解禁市值较 2012 年显著提升	19
图 39: 2013 年 7 月解禁市值达到高峰	19
图 40: 中小市值板解禁冲击远大于主板	19
图 41: 中小市值公司集中的行业解禁冲击大	19

图 42: 工业企业利润同比增速延续触底反弹.....	20
图 43: 经济反弹助力上市公司净利润同比改善.....	20
图 44: 一季度固定资产投资资金占用较少.....	21
图 45: 上中游工业企业利润率与CPI-PPI.....	22
图 46: 下游工业企业利润率与CPI-PPI.....	22

表 目 录

表 1: IMF对 2012、2013 年世界主要经济体经济增长预测概览.....	7
表 2: 2012 年 1-9 月金融机构人民币贷款各利率区间占比 (%).....	13
表 3: 中央政治局关于 2012、2013 年经济工做安排对比.....	15
表 4: 2011、2012 年中央经济工作会议对比.....	16
表 5: 净利润一致预期增速汇总表.....	20

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

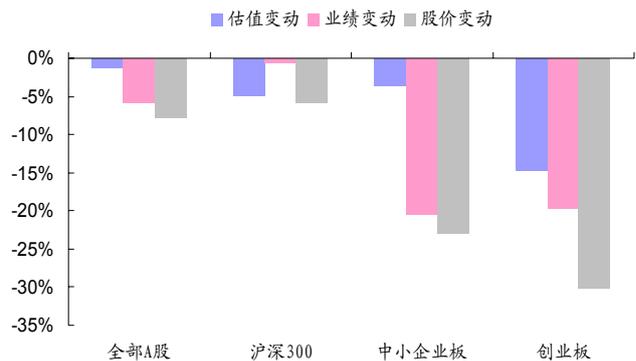
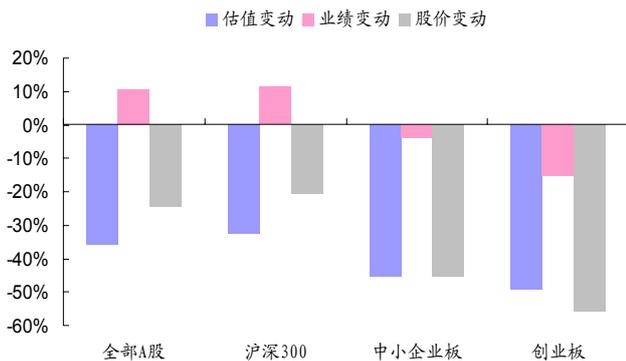
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

尽管 2012 年 A 股市场的颓势没有出现丝毫改观, 指数屡创新低, 但是相对于 2011 年而言, 主导指数下跌的因素却发生了根本转变。分别计算 2010 年 12 月 31 日、2011 年 12 月 31 日和 2012 年 12 月 10 日三个时点各主要板块 TTM 估值(PE)、总股本加权收盘价以及三季度整体法 EPS 的具体数值, 对比显示, 与 2011 年股价回落主要源于估值压力不同, 2012 年股价的回落则主要源于业绩层面的打压。

图 1: 估值回落主导 2011 年市场走弱

图 2: 业绩压力成为 2012 年市场延续颓势的主因



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

由此看来, 我们通过业绩和估值体系演变把握指数运行的方法是有效的, 因此预判 2013 年 A 股市场走势显然就是对上市公司业绩和 A 股市场估值体系波动前景的分析。就上市公司业绩前景而言, 经济增长和物价波动等内生性因素与交织其中的调控政策将是分析的核心要素; 就估值体系而言, 除了要关注全社会流动性趋势的演变, 更为重要的是从大类资产配置的角度分析 A 股市场自身的资金供需情况。

1. 国内经济弱复苏 物价水平仍平稳

1.1 全球贸易复苏有限 中国制造优势难升

面对高杠杆率难以为继的现实情况, 去杠杆将成为美国和欧元区政府部门 2013 年的主基调, 然而企业和居民部门杠杆变动前景的不确定, 使得去杠杆本身就令各国政府深感不安, 如何逐步降低政府杠杆率, 又不给经济带来过大打击, 以求夹缝中的经济得以稳中有升令各国政府俨然就是刀尖上的舞者。

就欧元区和美国这两大发达经济体而言, 无论是从以 PMI 为表征的经济景气指标, 还是从居民和企业经济活动变动趋势角度加以对比, 美国经济的相对优势依然明显。

图 3: 美国 PMI 指数强于欧元区

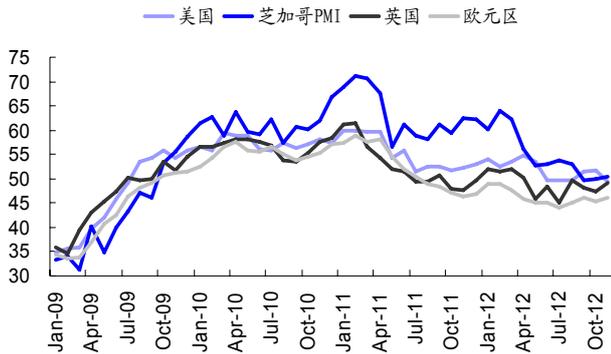
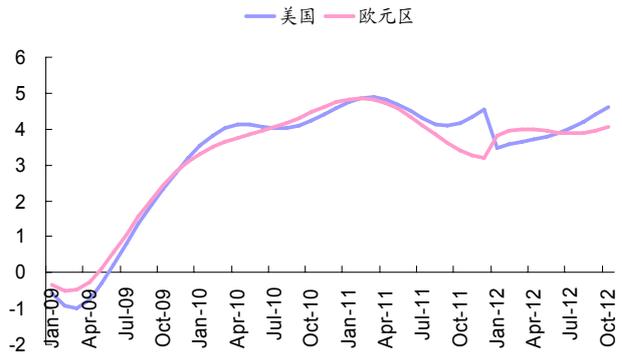


图 4: 美国 OECD 领先指标改善力持续强于欧元区



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 5: 多方因素打击美国消费者信心指数

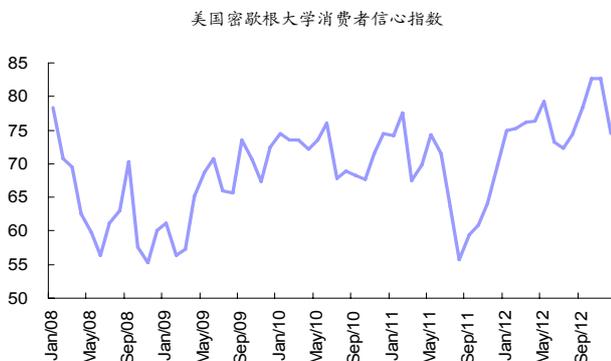
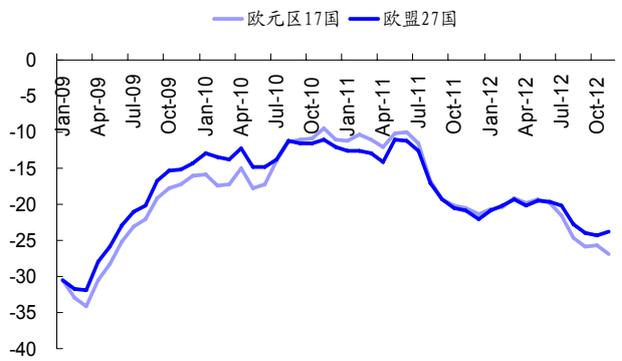


图 6: 欧元区信心指数持续低迷



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 7: 美国房地产市场温和回暖

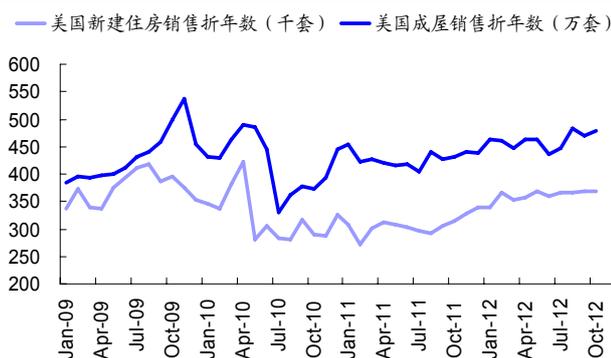
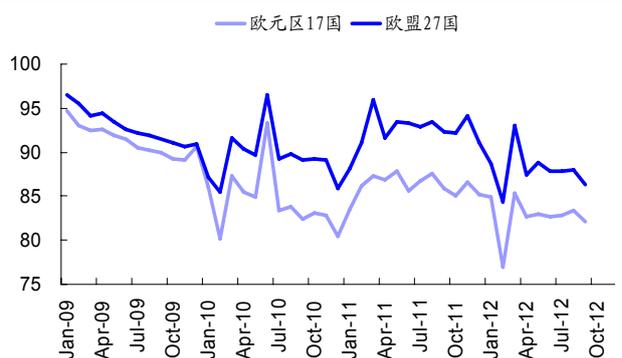


图 8: 欧洲营建产出指数低位震荡



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

考虑到美国共和、民主两党均不会坐视“财政悬崖”的无限冲击，于是该问题的解决虽会对 2013 年的美国经济产生压制，但预计其 GDP 增速仍可保持较高水平。2012 年 10 月份 IMF 发布的《世界经济概览》中，尽管将美国 2013 年的 GDP 增速下调 0.1 个百分点至 2.1%，但仍远高于欧元区 0.2% 的同比增速，且更加严

峻的债务削减压力令意大利和西班牙两国 2013 年仍将维持衰退。

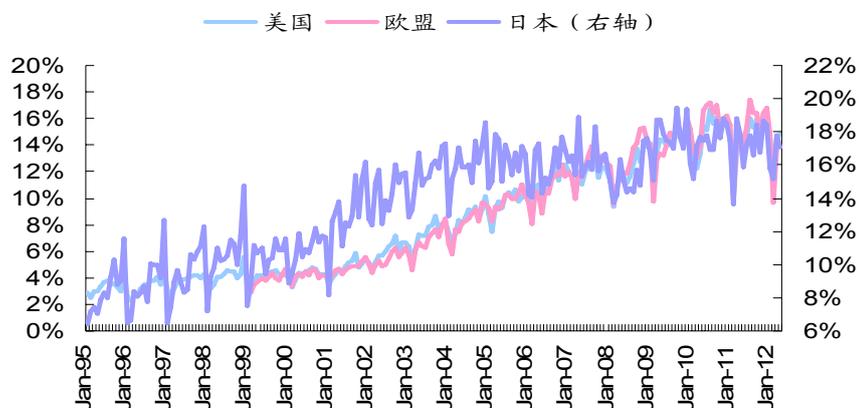
表 1: IMF 对 2012、2013 年世界主要经济体经济增长预测概览

	2010 年	2011 年	2012 年 10 月预测值		较 7 月份预测变动	
			2012 年	2013 年	2012 年	2013 年
全球	5.1%	3.8%	3.3%	3.6%	-0.2%	-0.3%
发达经济体	3.0%	1.6%	1.3%	1.5%	-0.1%	-0.3%
美国	2.4%	1.8%	2.2%	2.1%	0.1%	-0.1%
欧元区	2.0%	1.4%	-0.4%	0.2%	-0.1%	-0.5%
德国	4.0%	3.1%	0.9%	0.9%	0.0%	-0.5%
法国	1.7%	1.7%	0.1%	0.4%	-0.2%	-0.5%
意大利	1.8%	0.4%	-2.3%	-0.7%	-0.4%	-0.4%
西班牙	-0.3%	0.4%	-1.5%	-1.3%	-0.1%	-0.7%
日本	4.5%	-0.8%	2.2%	1.2%	-0.2%	-0.3%
英国	1.8%	0.8%	0.4%	1.1%	-0.6%	-0.3%
加拿大	3.2%	2.4%	1.9%	2.0%	-0.2%	-0.2%
新兴市场及发展中经济体	7.6%	6.2%	5.3%	5.6%	-0.3%	-0.2%

资料来源: IMF, 渤海证券研究所

既然 2013 年发达经济体总体增长势头难有明显改善，甚至存在某些波折，那么与之关系密切的全球贸易也就难有显著提升，以 IMF 预测，2013 年全球贸易量同比增速有望自 2012 年的 3.2% 回升至 4.5%，但相比 2010 和 2011 年的 12.6% 和 5.8% 仍有较大差距，加之随着人民币升值和国内劳动力成本的刚性提升，“中国制造”的国际竞争力面临下行压力，因此我们坚持认为，2013 年中国出口同比增速恢复有限，而且考虑到去库存周期结束后需求回升对进口增速的支持，净出口对 GDP 增长的贡献率将继续维持零值左右的较低水平。

图 9: “中国制造”在美日欧进口中占比停止上升

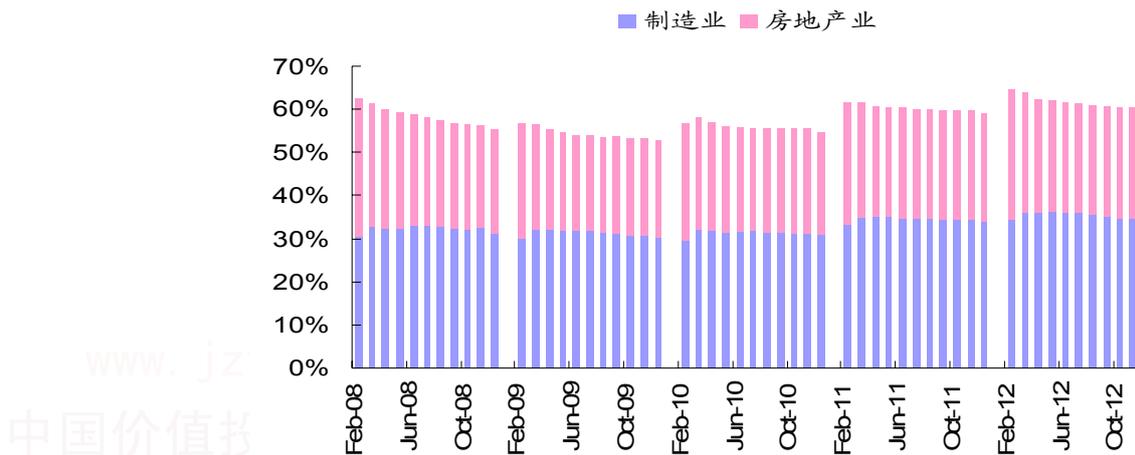


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.2 内需反弹虽延续 改善空间仍有限

2013 年在净出口对国内 GDP 增速提振作用依旧微弱的同时，2008 年次贷危机以来主导国内 GDP 增速的内部需求虽然会延续 2012 年四季度以来的反弹趋势，但是其改善空间仍难以过于乐观。

图 10: 制造业和房地产主导国内固定资产投资



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

在资本形成方面，固定资产投资和库存变动是核心所在，其中制造业和房地产投资则又是固定资产投资增速的重要决定因素，数据显示，截止 2012 年 11 月制造业和房地产累计投资占同期固定资产投资的 34.70% 和 25.58%，合计占到固定资产投资的 60.28%。然而 2012 年中期 IMF 发布的中国经济评估报告显示，中国产能利用率仅为 60%，这种情况下制造业的固定资产投资意愿显然难以提升；与此同时，尽管 2012 年三季度以来随着房地产销售的回升，其去化周期逐步回落，但是该水平仍普遍高于历史均值，加之 2013 年房地产调控政策延续将是大概率事件，房地产投资回升的幅度亦不大。

图 11: 低产能利用率压制制造业投资需求

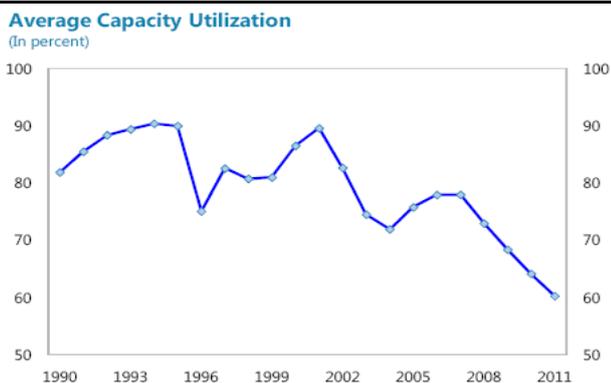
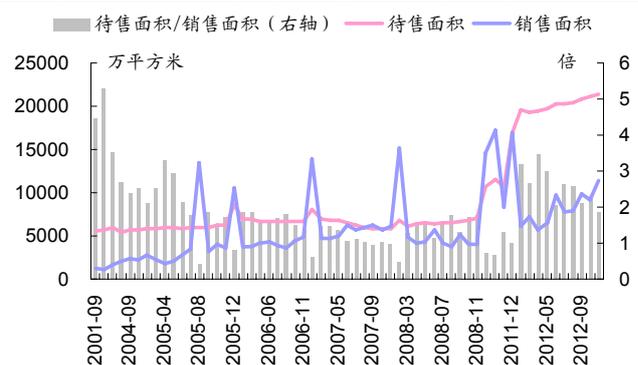


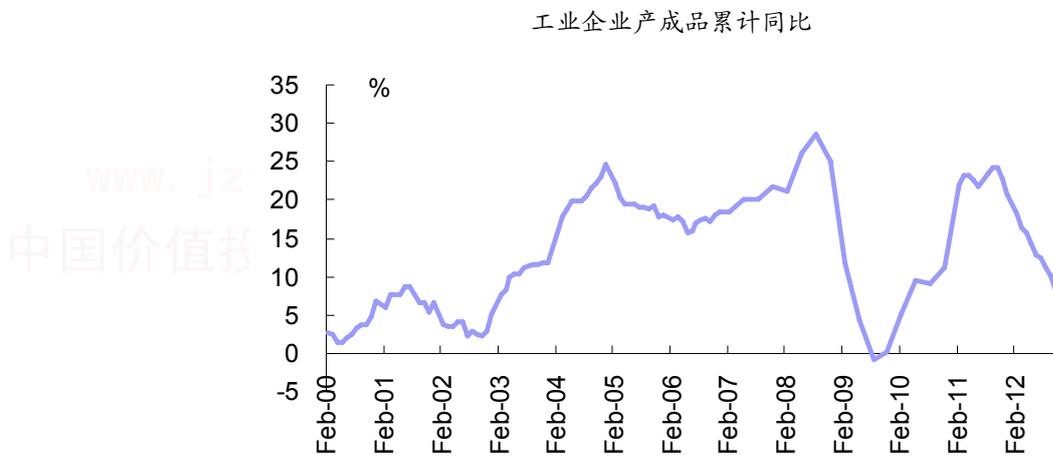
图 12: 依旧较高的去化周期抑制房地产投资增速



资料来源：IMF，Wind 资讯，渤海证券研究所

对于库存变动而言，我们看到自 2011 年四季度开始，规模以上工业企业产成品累计同比增速持续下行，且 10 月份 8.5% 的累计同比增速仍远高于 2002 和 2009 年的最低水平，因此尽管企业去库存已较此前有所降低，但是去库存向补库存的转换仍需时日。中采 PMI 库存指数同样表明去库存压力的释放仍未结束，11 月数据显示，虽然产成品和原材料库存指数延续近来的反弹态势，但其仍位于 50% 的收缩区间内，而且就库存指数的月环比变动数据而言，2012 年 11 月库存的改善程度也普遍弱于历史同期水平。

图 13：规模以上工业企业产成品同比增速延续回落



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 14：中采 PMI 库存指数小幅回升

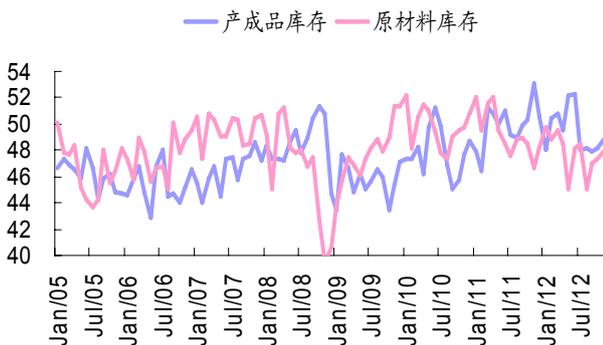
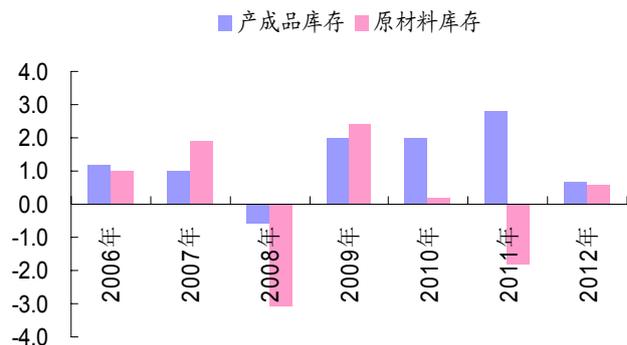


图 15：中采 PMI 库存指数月环比变动历史对比



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

在消费方面，自 8 月份以来居民消费当月同比增速持续回升，然而环比数据仍维持在 1.4%~1.6% 的区间之内，而且最终消费对 GDP 增长的拉动已经连续两个季度出现回落，加之考虑到居民收入感受、收入信心、就业感受和就业预期指数的

震荡回落，我们坚持认为在后周期效应的滞后影响下，2013 年的消费增速同样改善乏力，收入分配制度等利好消费政策性红利效应的释放需要一个过程，2013 年内其对消费的刺激作用尚难给予过高预期。

图 16: 消费同比增速回升不改环比平稳

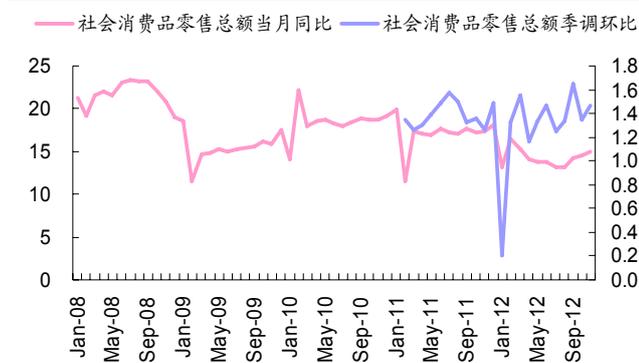
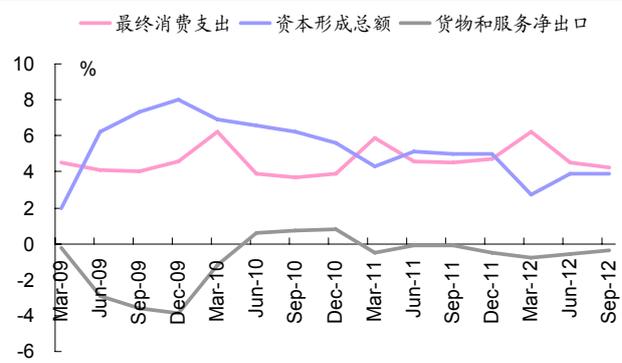


图 17: 最终消费对 GDP 增长拉动连续两月出现回落



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 18: 居民收入感受和信心指数继续小幅回落

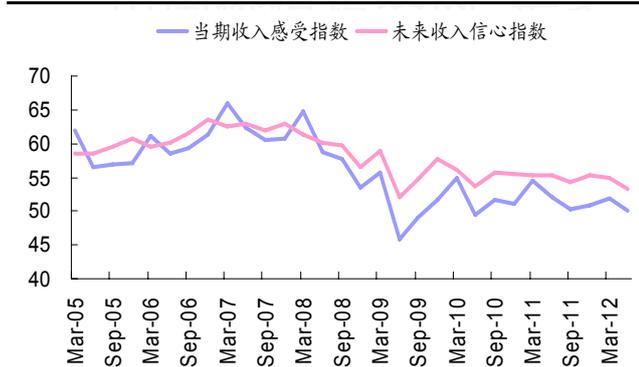
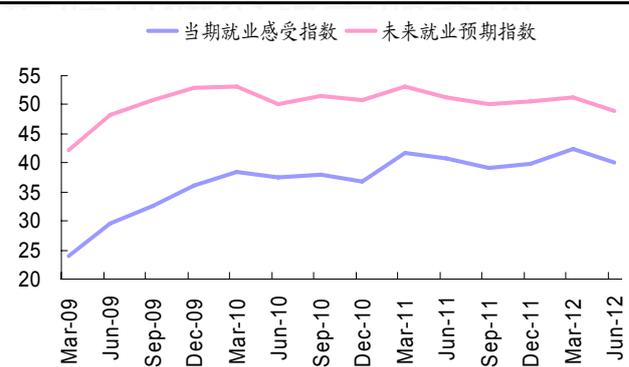


图 19: 居民就业前景仍不乐观



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.3 经济反弹但高度有限 通胀回升但总体平稳

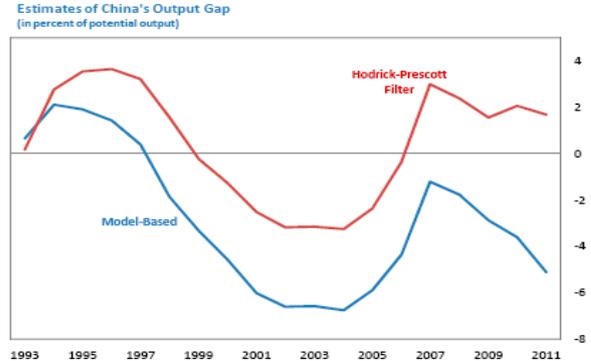
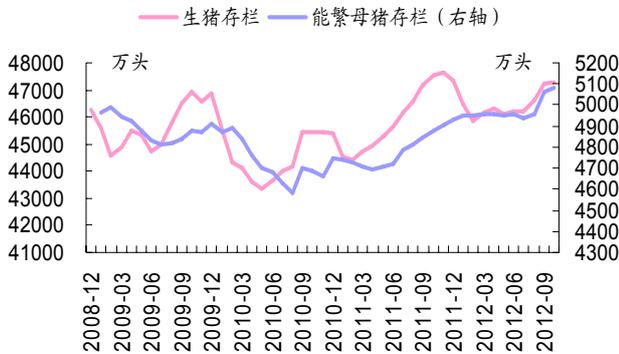
恰恰是考虑到三驾马车在 2013 年有所改善，但空间有限，所以我么预计 2013 年国内 GDP 年增速水平将小幅回升至 8.2%，与 10 月份 IMF 预测水平相当，相比 2012 年 7.8% 的预期增速略有 0.4 个百分点的增长空间。此外，鉴于 2012 年前低后高的基数水平，2013 年 GDP 同比增速将呈现前高后低的增长态势。

经济较低的反弹幅度主要源于各方需求疲弱的回升态势，由此也降低了 2013 年我国的通胀压力，同时仍居较高水平的生猪及能繁母猪存栏量将减弱国内 CPI 同比增速上行力度，仍居较低水平的产出缺口水平则将压缩国内 PPI 同比增速的上行空间。基于翘尾因素和对新涨因素的预估，我们预计 2013 年 CPI 同比增速仍

将低于 3%，且呈前低后高的走势，同期 PPI 同比增速也将回升至 0.76%，并有望于二季度回归正值。

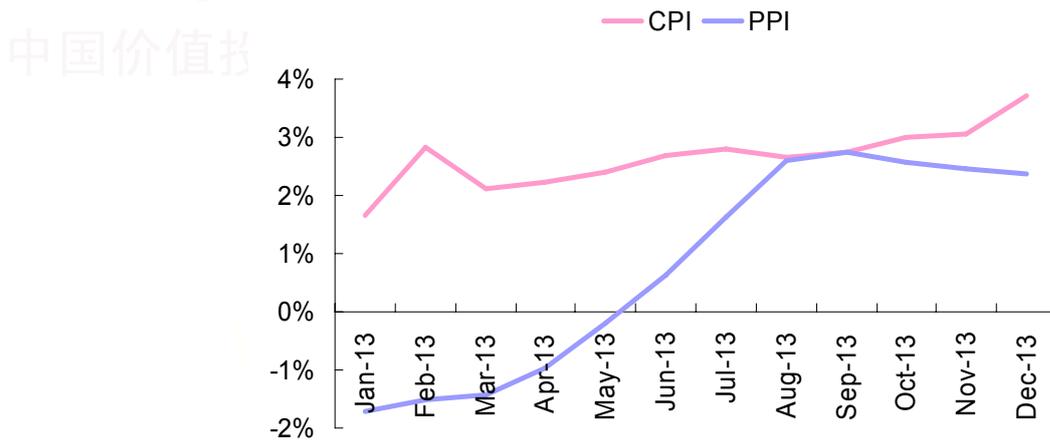
图 20: 生猪及能繁母猪存栏量仍在高位

图 21: 低产出缺口降低通胀压力



资料来源: IMF, Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 22: 2013 年 CPI、PPI 当月同比增速趋势预测



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2. 定调宽财政稳货币 力促增质量调结构

中国共产党十八大报告确定了中国中长期改革的着力点，而 12 月上旬先后召开的 analysis 研究 2013 年中国经济的中央政治局会议和中央经济工作会议则对新一年内的政策重点进行了清晰阐述。就整体经济调控思路而言，2012 年以来实施的“宽财政、稳货币”的政策方针将得以延续，调节经济结构、转变经济增长方式和提升经济增长质量等力主经济发展模式跃迁的各项措施将得以强化。此外，有关十八届三中全会上可能制定的与顶层设计相关的制度性改革则成为 2013 年下半年各界关心的核心事件。

2.1 稳货币为防通胀 宽财政以稳增长

2012 年 12 月结束的 2012 年中央经济工作会议为 2013 年国内宏观调控确定了总基调，积极的财政政策和稳健的货币政策仍将得以延续。就二者调节经济的功用而言，我们认为保持全社会稳定的流动性供给，维持较低的市场利率水平将是货币政策调节的主要目标；而具备靶向作用的财税政策则依然是结构调整和稳定经济增长的核心力量。

2.1.1 货币政策力求维持现状 数量调控仍居主导

图 23: 外汇占款与基础货币的比值稳步回落

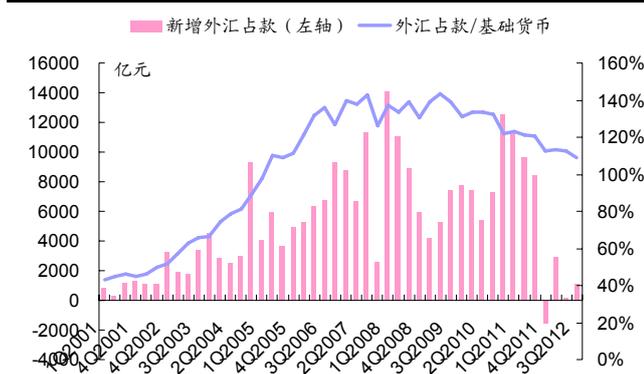
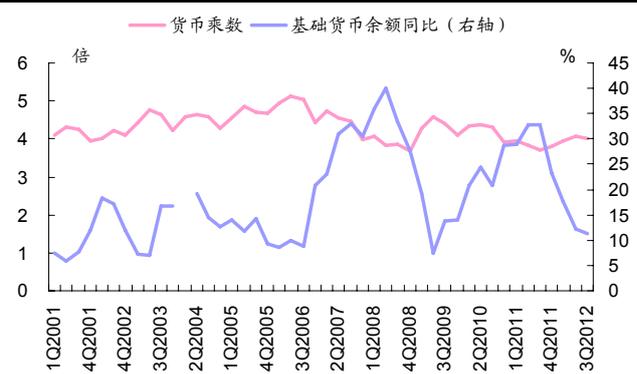


图 24: 基础货币余额同比显著回落



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

21 世纪以来，外汇占款渐趋成为主导基础货币投放的关键因素，应运而生的央行票据和逐步抬升的法定存款准备金率则成为对冲基础货币激增的关键工具。然而 2011 年四季度后，新增外汇占款显著回落，甚至多个月份出现外汇占款的净减少，这不仅导致外汇占款/基础货币稳步回落，而且促使基础货币余额同比增速显著下降，加之经济活力趋弱对货币乘数的压制，M2 增速逐级降低。因此，进入 2012

年后央行停发了实施了近十年的央行票据，并逐步以期限更为灵活的逆回购作为流动性调控工具。

立足目前货币环境展望 2013 年，我们认为数量型工具仍将是央行流动性调控的主要手段，价格工具的动用则会相对谨慎。考虑到目前金融机构超储率处于较低水平，以及 2013 年一季度到期资金量较少，为了保持必须的货币供应，仅仅依靠逆回购，其力度或有不及，于是法定存款准备的再度下调或将因此而触发，但同样需要强调的是，该工具的利用并不表示央行稳健货币政策方针的转变。

图 25: 金融机构超储率位于较低水平

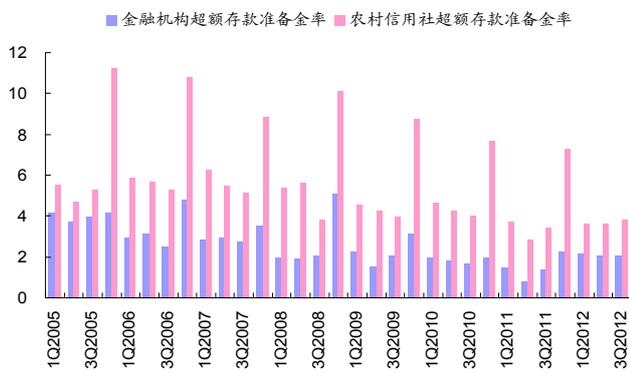
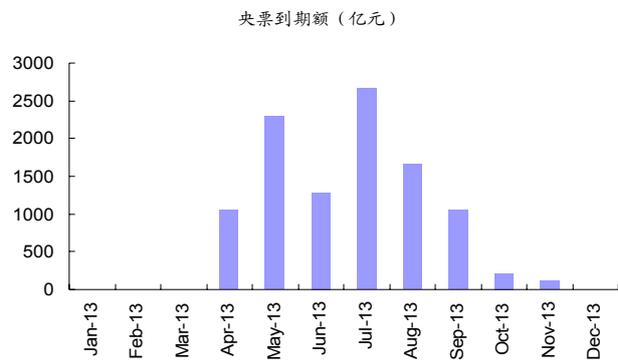


图 26: 2013 年各月央票到期额



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

近期数据显示，不仅金融机构人民币贷款利率区间占比的演变表明企业融资成本出现较为明显的回落，而且银行间债券质押式回购、银行间同业拆借、Shibor 和长三角票据直贴利率的稳步回落也从不同角度印证了这一事实，此外考虑到 2013 年我国 CPI 同比仍将维持在 3% 左右以及中央经济工作会议对潜在通胀风险关注，央行在动用价格工具进行流动性调控时必然会更为审慎。

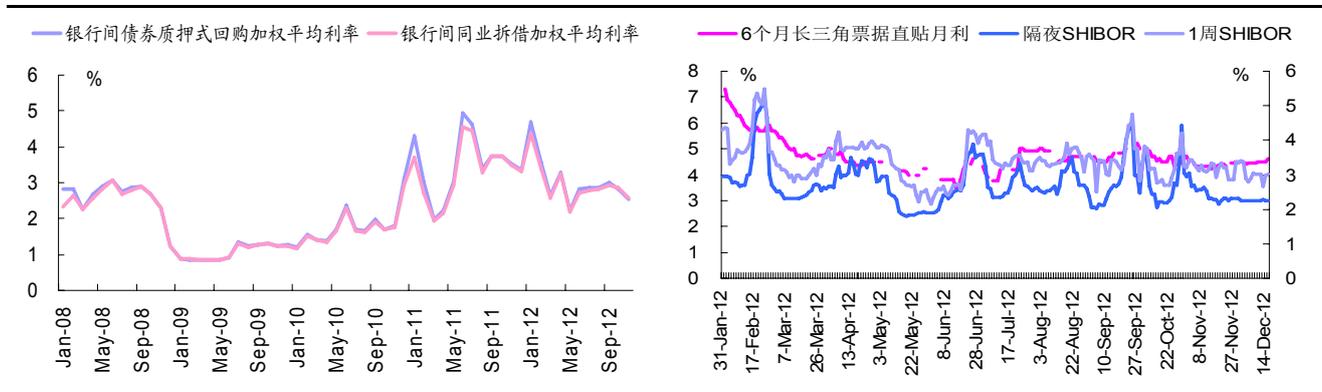
表 2: 2012 年 1-9 月金融机构人民币贷款各利率区间占比 (%)

月份	下浮	基准	上浮					
	[0.9, 1.0)	1.0	小计	(1.0, 1.1]	(1.1, 1.3]	(1.3, 1.5]	(1.5, 2.0]	2.0 以上
1 月	4.79	26.22	69.00	22.33	25.51	8.76	9.22	3.17
2 月	5.53	27.59	66.88	23.12	23.76	7.98	8.61	3.40
3 月	4.62	24.95	70.43	21.12	26.99	9.48	9.41	3.43
4 月	5.03	23.06	71.91	20.76	28.92	10.10	8.98	3.16
5 月	5.35	24.08	70.57	20.51	28.90	9.73	8.31	3.12
6 月	7.92	25.08	66.99	19.94	27.87	8.90	7.66	2.63
7 月	9.51	24.38	66.11	19.74	26.78	9.13	7.61	2.85
8 月	11.61	22.66	65.73	19.64	26.45	8.30	8.33	3.01
9 月	11.31	24.57	64.12	20.16	25.18	8.13	7.67	2.98

注：2012 年 8 月、9 月统计数据的下浮区间为[0.7, 1.0)

资料来源：《2012 年第三季度中国货币政策执行报告》，渤海证券研究所

图 27：市场利率水平稳步回落



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

2.1.2 力度影响经济反弹 方向主导结构调整

中国价值投资网
www.jzlw.com.cn

相对于以维持现状为目标的货币调控，财政政策在 2013 年仍更值得我们关注，财政投入力度决定了经济回升的幅度，而其方向则在促成结构调整的同时也为主题投资提供了方向。

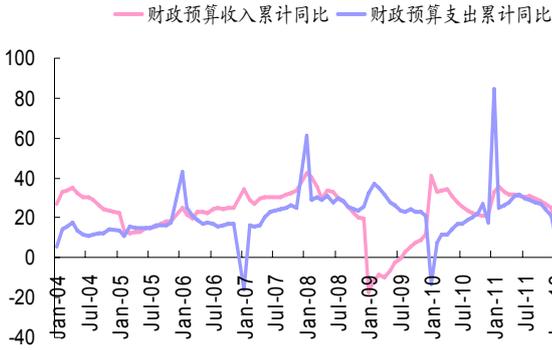
正如我们在 2012 年中期策略报告中所言，政府现有负债的持续增加和财政收入增速的降低令财政扩张难以再度出现类似 2008 年“四万亿”刺激的情况，但是有针对性的定向扶持（加大财政投入或实施税收支持）则依旧是调结构的重要手段。正如 2012 年中央经济工作会议所言，“充分发挥逆周期调节和推动结构调整的作用”，“结合税制改革完善结构性减税政策。各级政府要厉行节约，严格控制一般性支出，把钱用在刀刃上”；对于公共投资，会议则强调“在打基础、利长远、惠民生、又不会造成重复建设的基础设施领域”加以实施。因此我们认为 2013 年，相对于货币政策的维稳特性，财政调控则更加积极主动，在确保经济持续健康发展的基础上，加大财税改革以推动产业结构调整将是其重点目标。

中国价值投资网
www.jzlw.com.cn

仅就财政投向而言，最近五年财政预算支出占比数据的变动趋势显示，我国财政投资更加关注民生领域，住房保障、交通运输、农林水务、医疗卫生和城乡社区事务等在财政预算支出的占比显著提升，这对我们选择主题投资提供了有益指导。

图 28: 财政收入同比增速回落抑制支出潜力

图 29: 民生领域成近年财政投入主要领域



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2.2 告别低效益增长 着力新城镇建设

在财政货币政策调控之外, 告别低效益增长和着力进行新城镇建设将成为 2013 年经济调控工作的重点。

就 2012 年中央经济工作会议的亮点而言, 其对经济发展由此前的强调速度转为强调质量、效益和可持续性, 指出实现这一目标的关键是“深化产业结构战略性调整”, 并强调通过深化经济体制改革是“稳增长、转方式、调结构”的关键所在。此外, 与之前中央政治局会议精神一脉相承的还有对新城镇建设的重点阐述, 指出要“积极稳妥推进城镇化, 着力提高城镇化质量”, 并把推进城镇化作为是“扩大内需的最大潜力所在”。

表 3: 中央政治局关于 2012、2013 年经济工做安排对比

	排位	2012 年政治局会议
宏观政策调控	维持	强调连续性、稳定性、针对性和有效性
扩大内需	维持	培育拉动力强的消费新增长点
农业发展	维持	发展新型农业生产经营模式; 加强防灾减灾能力建设
产业升级	提升两位并成为独立问题	强调过剩行业的兼并重组、扶优汰劣; 强调加强生态建设
城镇化建设	新的问题	推进城镇化, 增强城镇综合承载能力, 提高土地节约集约利用水平, 有序推进农业转移人口市民化
区域发展	维持	强调海洋经济
对外开放	维持	变化不大
物价问题	下降四位	强调规范市场价格和收费秩序
重点领域改革	维持	没有提及金融领域、重点提及了科技、教育、文化和行政审批; 将医药卫生制度改革由“民生”提升至“重点领域改革”层面
民生问题	维持	房地产调控未单独列示, 而放在“民生”问题中加以阐述;

将健全社会保障体系具体化为稳步提高社会保障统筹层次和保障水平。

资料来源：中国共产党新闻网，渤海证券研究所

表 4：2011、2012 年中央经济工作会议对比

	2011 年中央经济工作会议	2012 年中央经济工作会议
宏观调控问题	继续加强和改善宏观调控，促进经济平稳较快发展。	加强和改善宏观调控，促进经济持续健康发展。强调尊重经济规律、有质量、有效益、可持续的速度；强调扩大内需，特别是培育一批拉动力强的消费增长点，对公共投资的领域加以定性规范
农业发展问题	坚持不懈抓好“三农”工作，增强农产品供给保障能力。	夯实农业基础，保障农产品供给。强调“不断提升农业物质技术装备水平”、“创新农业经营体制”。
结构调整问题	加快经济结构调整，促进经济自主协调发展。	加快调整产业结构，提高产业整体素质。相比 2011 年所用文字减少近 500 字，重点强调“深化产业结构战略性调整”、“化解产能过剩矛盾”、“增强创新驱动发展新动力”和“合理安排生产力布局”。
民生保障问题	大力保障和改善民生，加强和创新社会管理。	加强民生保障，提高人民生活水平。“重点保障低收入群众基本生活、做好家庭困难学生资助工作”替代“增加教育投入”成为此次会议强调的第一重点。
深化改革问题	深化重点领域和关键环节改革，提高对外开放水平。	全面深化经济体制改革，坚定不移扩大开放。较 2011 年会议下降两位，强调“深化经济体制改革”是“稳增长、转方式、调结构”的关键。

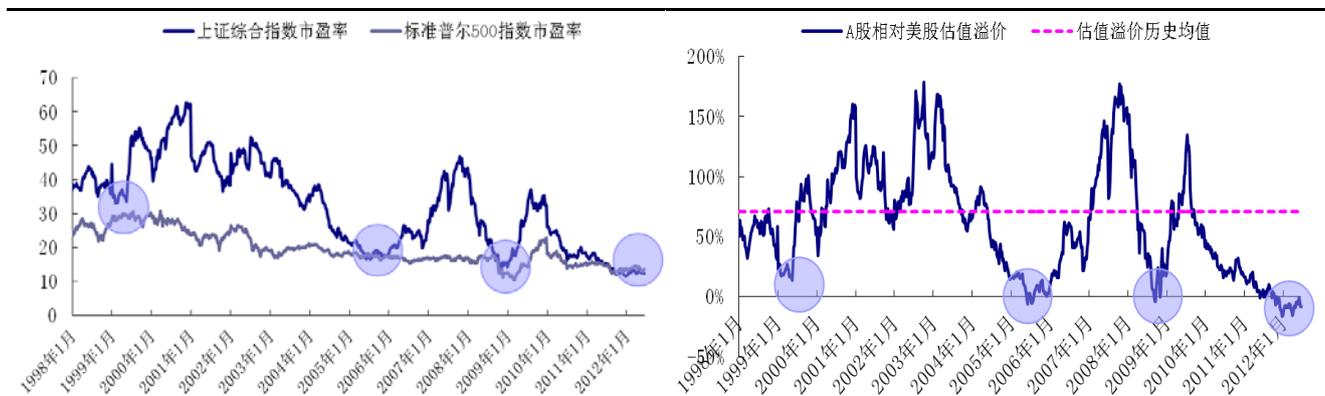
资料来源：人民网、渤海证券研究所

3. 估值近低点业绩将改善 合力主导反弹

3.1 整体安全较高 估值差异仍在

通过前文对 2011 和 2012 两年国内 A 股市场估值及盈利水平的回顾，我们看到在承受了 2011 年估值回归的压制后，尽管 2012 年上市公司业绩增长预期不断下修，但市场整体估值基本保持稳定，其从一个侧面表明投资者对当前估值的认同，估值整体回落的空间已然不大。

图 30: 相对于美国股市，A 股市场估值溢价率位于低位



资料来源: IMF, Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 31: A 股市场主要板块市盈率历史对比

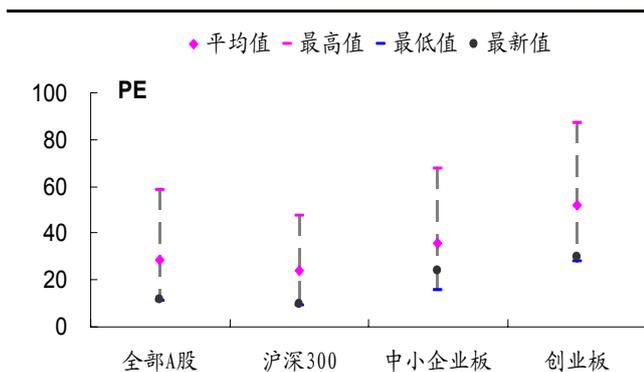
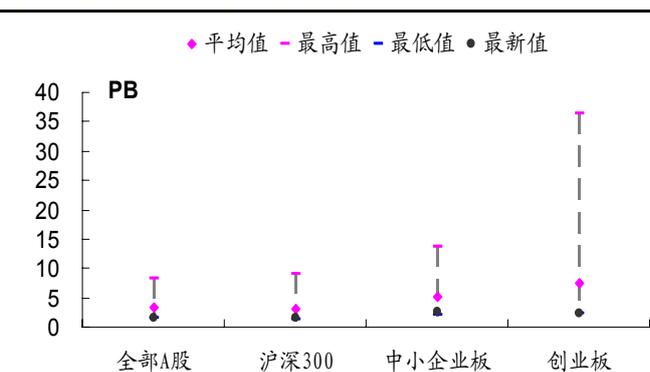


图 32: 指数估值变动趋势



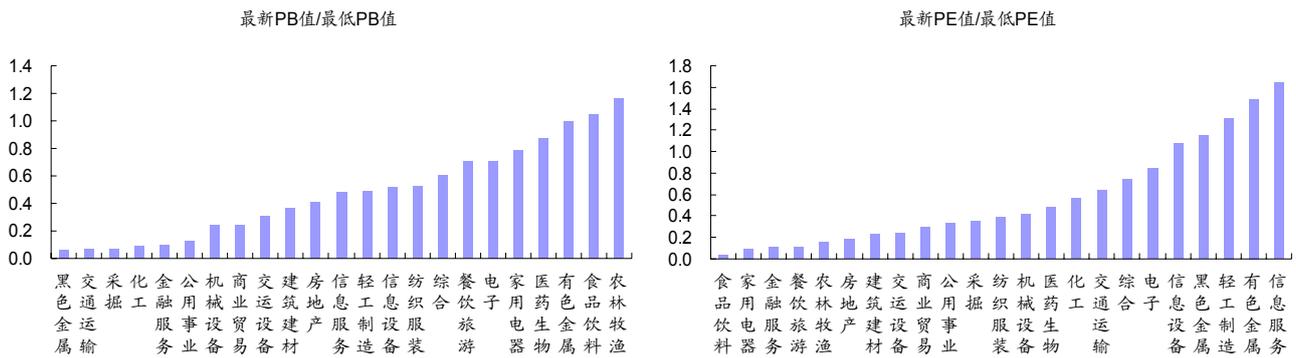
资料来源: IMF, Wind 资讯, 渤海证券研究所

我们依旧坚持认为，A 股市场整体估值已经趋于合理。一方面从国际比较视野入手，上证综指和标普 500 指数 PE 水平的对比结果显示，A 股相对于美股的估值溢价远远低于历史均值，且已低于历史最低水平；另一方面从 A 股市场估值的历史比较入手，尽管 12 月初以来的指数回升令沪深 300 和全部 A 股的 TTM 市盈率均有所提升，但其较历史最低点仅有不足 8% 的下行空间（市净率数据显示，沪

深 300 和全部 A 股距离历史最低点亦不足 8%)。

然而，在市场整体估值具备较高安全性的同时，中小市值板块的估值下修风险则十分明显。数据显示，中小板 TTM 市盈率与历史最低点则尚有显著差距，为 36.24%（市净率据历史最低点则有近 20%的空间）。同时，市场中各行业的估值安全性也存在明显差异。

图 33：申万一级行业估值安全性对比



资料来源：IMF, Wind 资讯, 渤海证券研究所

此时，我们需要提请投资者注意的是，具有高安全边际的估值水平仅仅是封闭了指数估值的回落空间，但并不意味着估值回升的到来，估值回升的动力在于场内资金供需环境的改善。以目前形势看，2013 年全社会流动性难以出现大幅改善，“稳健”货币调控的“中性”特征更为明显，而且更为重要的是，债券、信托、理财产品等金融资产规模的扩大将继续压制 A 股市场的资金获取规模，限售股解禁额的再度提升则令 A 股市场面临较大资金抽离压力。于是，在资金供需环境改善难以期望的情况下，A 股市场 2013 年估值的整体提升空间有限，而且考虑到解禁股以中小市值更大的冲击性，其估值继续向下修正的风险则远高于中大盘蓝筹股。

图 34：FAI 资金来源中自筹资金比例显著提升

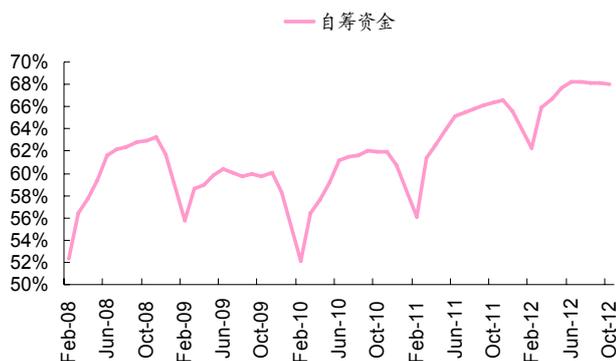
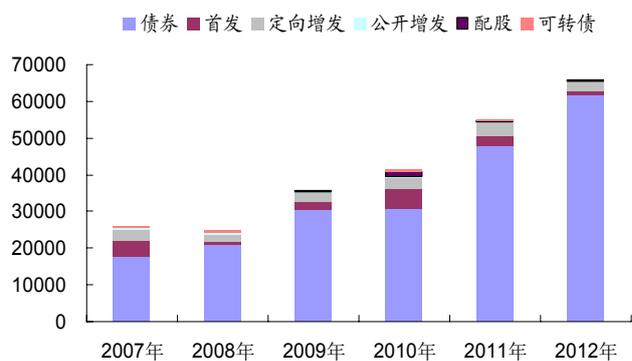


图 35：2012 年以来债券发行额大幅提升



资料来源：IMF，Wind 资讯，渤海证券研究所

图 36: 2009 年以来信托发行额大幅提升

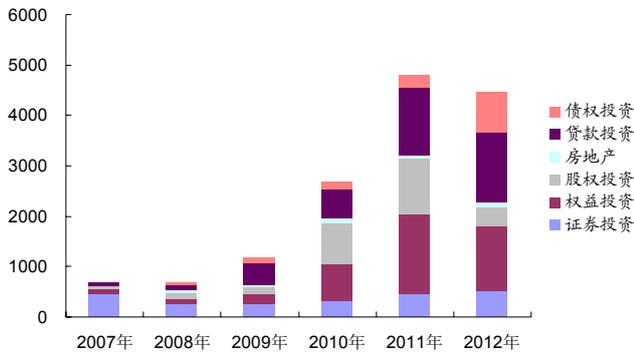
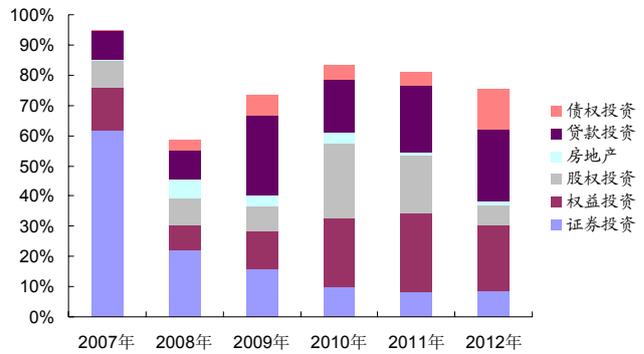


图 37: 债权、贷款及权益类信托发行占据主导



资料来源：IMF，Wind 资讯，渤海证券研究所

图 38: 2013 年解禁市值较 2012 年显著提升

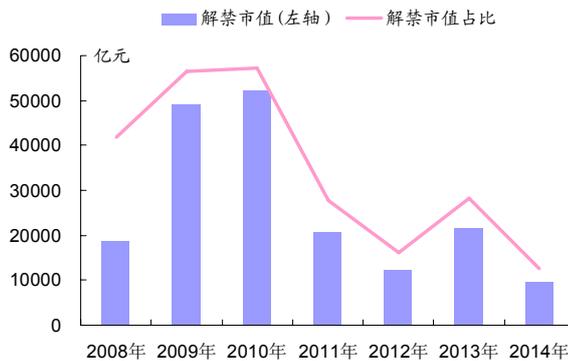
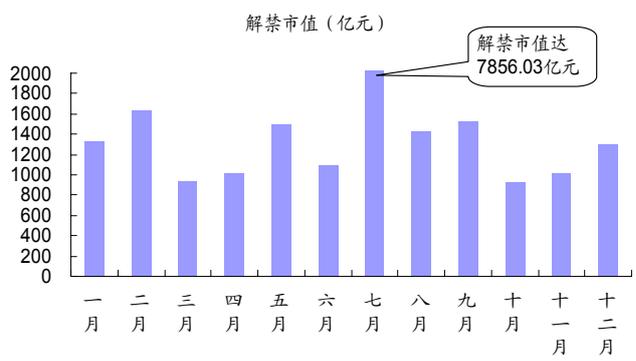


图 39: 2013 年 7 月解禁市值达到高峰



资料来源：IMF，Wind 资讯，渤海证券研究所

图 40: 中小市值板解禁冲击远大于主板

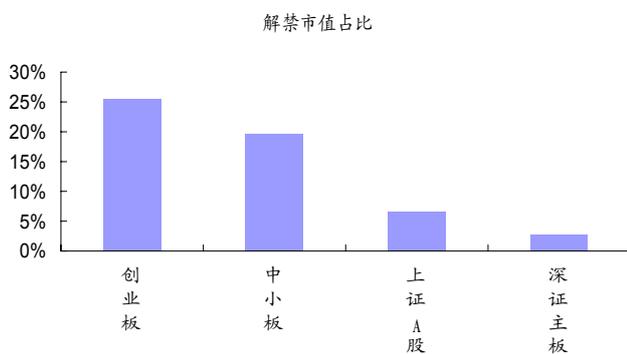
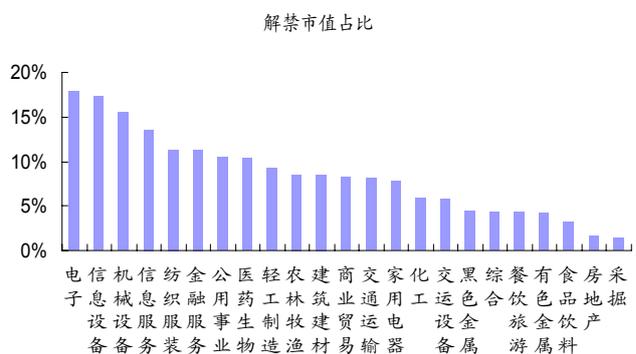


图 41: 中小市值公司集中的行业解禁冲击大



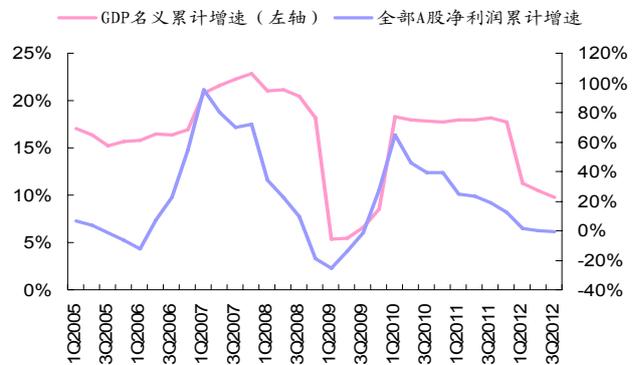
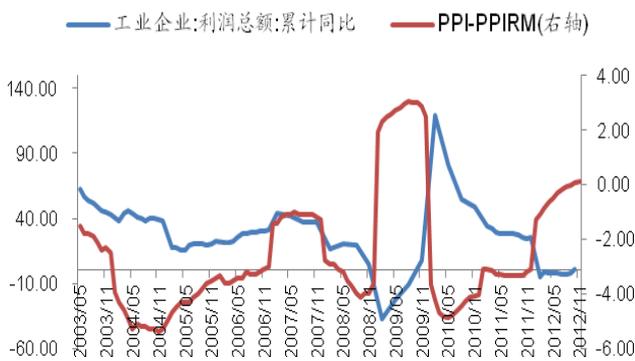
资料来源：IMF，Wind 资讯，渤海证券研究所

3.2 经济反弹趋势确立 业绩改善预期渐强

2013 年经济反弹的延续和 PPI 同比增速的显著回升将有助于上市公司业绩同比增速得以改善。历史数据分析结果显示，PPI 与 PPIRM（累计同比）之差大致领先工业企业利润累计同比三到六个月，可用以预判工业企业盈利能力的趋势变化。进入 2012 年以来 PPI-PPIRM 处于明显上升通道中，且在 10 月份由负转正，由此我们预计工业企业利润增速在 2013 上半年将有一个明显的修复过程，但是考虑到同期银行业净息差回落对其业绩增速的压制，我们认为同期上市公司净利润同比增速的回升幅度或将弱于工业企业，但仍有望回升至 10% 左右。对比这一水平，目前市场的盈利预期则尚需向下修正，Wind 一致预期数据显示，市场预计 2013 年上市公司净利润同比增速将保持为 16.33%。

图 42: 工业企业利润同比增速延续触底反弹

图 43: 经济反弹助力上市公司净利润同比改善



资料来源：IMF，Wind 资讯，渤海证券研究所

表 5: 净利润一致预期增速汇总表

	2012	2013	2014	样本市值占比
上证 A 股	5.82%	13.44%	14.32%	93.39%
深证主板	1.28%	33.41%	24.29%	81.71%
中小板	9.80%	32.22%	28.00%	88.60%
创业板	18.84%	35.63%	29.97%	88.67%
全部 A 股	5.82%	16.33%	16.31%	91.21%

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

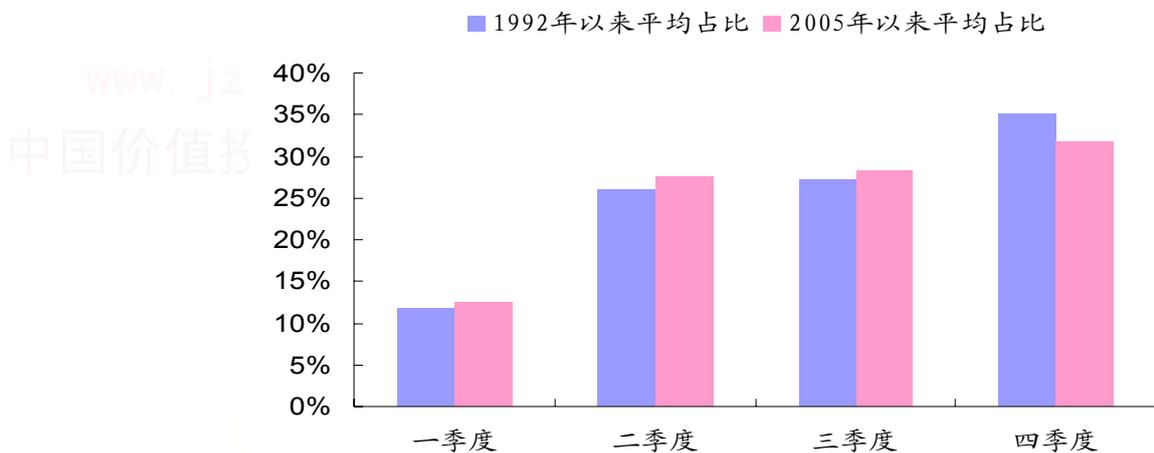
3.3 趋势行情尚难期待 先期关注年初反弹

位于历史低位的整体估值水平令 A 股市场具备较好的安全边际，而 2013 年上市公司业绩增速的小幅回升则将成为推动指数上行的关键因素；在估值层面，一方面考虑到社会流动性调控将以维持现状为主，其显著宽松的可能性较低，另一方面 2013 年信托、理财产品规模扩张和限售股解禁等仍将延续，这导致 A 股市场仍将面临内外部资金抽离的负面影响，估值整体提升乏力。因此，我们认为市场

在 2013 年内呈现趋势性上扬的概率较低，预计全年上证综指的波动点位大约在 1800-2600 点之间，整体较高的估值安全性和上市公司业绩渐趋改善将成为主导指数重心上扬并出现阶段性反弹的核心所在，其中两个“时点”和一个“或有事件”所带来的利好刺激值得投资者关注。

两个“时点”中，第一个是 2013 年一季度，经济增速回升所带来的业绩改善预期持续强化，同时一季度是全年内固定资产投资额占比最小的一个季度，实业投资对于资金挤占作用的短期弱化有助于市场估值出现短暂提升，在业绩和估值双向推动下，指数出现阶段性反弹将是大概率事件；第二个则是对于“十八届三中全会”的政策预期，改革红利释放预期的强化有望为投资者带来良好的经济预期，相对于一季度行情的可预期性而言，该“时点”的参与价值仍需密切观察。

图 44：一季度固定资产投资资金占用较少



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

就“或有事件”而言，我们此前的策略报告一直强调，在流动性变动维持中性的情况下，其对 A 股市场估值难有推升，而各类资产、特别是虚拟资产风险收益综合对比变动所导致的资金流动或是 A 股市场投资者唯一可期盼的，于是若 2013 年信用债、信托或银行理财市场因风险事件发生而导致其投资吸引力下降，那么大类资产配置重新分配或可能为 A 股市场带来一定的投资机会。

4. 多点把握年初机会 避免短板仍是关键

自 2011 年 A 股市场年度策略以来，我们始终将业绩预期主导下可能出现的戴维斯双击作为把握投资机会的核心思想，就 2013 年而言，我们仍将延续这一分析路径。既然我们认为 2013 年年初，在业绩预期持续向好和流动性短期宽裕带来的估值提升下，市场有望出现阶段性反弹，那么业绩主导和主题主导将成为此时标的的选择的重点：

第一，立足业绩预期改善的角度，我们认为该利好刺激一方面直接推升上市公司股价，同时通过强化资金吸引力还有望推升个股估值水平，以实现戴维斯双击，于是从业绩改善预期入手，结合现有估值水平，寻找更具 PEG 优势的行业和个股。考虑到 CPI-PPI 这一裂口在 2013 年将进一步缩窄，相对于下游制造业而言，中上游工业企业盈利能力的提升幅度将更为明显，加之经济反弹对上中游周期品种需求恢复更强的推动力，其净利润改善前景将远好于下游行业。因此，我们的核心选股策略为：“把重点放在挑选库存去化充分或盈利能力改善较大的中游行业，暂时回避估值较高的下游行业，短期内上游采掘业难进入快速通道但要时刻观察以防风格迅速轮换”。投资者可重点关注：补库存需求较强的水泥、重卡和工程机械，以及房地产和家用电器等早周期行业。

图 45: 上中游工业企业利润率与 CPI-PPI

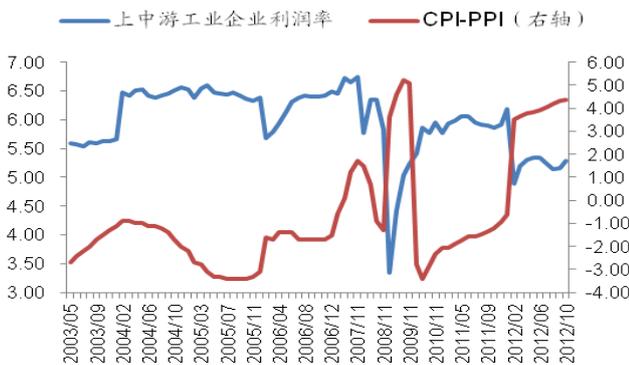
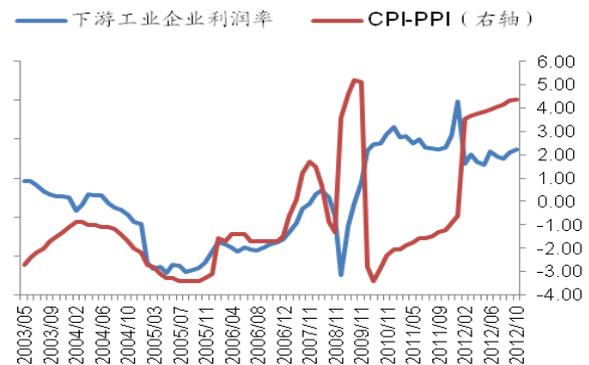


图 46: 下游工业企业利润率与 CPI-PPI



资料来源：IMF，Wind 资讯，渤海证券研究所

第二，立足主题投资的角度，我们则再度强调近年来的策略思想，经济自身转型的内在要求和政策调控的外在刺激显然是把握主题的关键所在。展望 2013 年，与美丽中国、新城镇建设等主题相关的节能环保、房地产开发、建筑建材、安防设备、新型能源等行业仍有望在政策利好刺激或财政投入落实的推动下反复活跃；此外，经过 2012 年持续的估值下修，众多中小市值个股的估值水平出现明显回落，跟随市场反弹而逐步回升的风险偏好有望令一年一度的高送转行情在一季度

再次上演，对此需要投资者加以密切关注。

随着 2013 年年初市场反弹的延续，开工旺季的到来将令实体经济对资金占用的力度强化，由此 A 股市场源自资金面的压力将逐步增大，资金的稀缺性将令选择有业绩保障的高安全边际个股成为投资的核心所在，综合对比业绩前景和估值现状以避免短板出现成为投资配置的关键。鉴于生物医药、商业零售等行业更为稳健的业绩增速，以及经济转型的内在推动，其长期配置价值将长期存在，估值回落将逐步提升其中长期配置价值，对此投资者需密切关注，把握介入时点。此外，考虑到管理层对创新、经济发展质量的一再强调，以及企业发展的内在诉求，立足进口替代寻找同时具备良好产业升级前景和产业升级基础的行业与个股仍是中长期标的配置的重点，对此建议投资者重点关注化工新材料及相关生产设备制造商(如煤化工及煤化工设备相关企业)、高端装备制造及核心零部件提供商等行业。

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	推荐	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	持有	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

重要声明 1: 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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君	吴慧	刘啸
渤海证券研究所机构销售部经理 华南区销售经理	渤海证券研究所机构销售部 华东区销售经理	渤海证券研究所机构销售部 华北区销售经理
座机: 86-22-28451995	座机: 86-10-68784269	座机: 86-10-68784275
手机: 13502040941	手机: 13811199719	手机: 13910094383
邮箱: zhuyanjun@bhzq.com	邮箱: wuhuihui09@gmail.com	邮箱: liuxiao@bhzq.com

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

渤海证券研究所

天津
天津市南开区宾水西道 8 号
邮政编码: 300381
电话: (022) 28451888
传真: (022) 28451615

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

北京
北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层
邮政编码: 100037
电话: (010) 68784253
传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分