

穆启国 执业证书编号 :S0570512070044
 研究员 (021)5010 6020
 muqigu@mail.htsc.com.cn

姚卫巍 执业证书编号 :S0570512070033
 研究员 (021)5010 6033
 yaoweimei@mail.htsc.com.cn

夏理曼 执业证书编号 :S0570512070075
 研究员 021-50106416
 xialiman@mail.htsc.com.cn

程艳 执业证书编号 :S0570511050001
 研究员 025-83290940
 chengyan@mail.htsc.com.cn

钱恺 (0755)82568607
 联系人 qiankai@mail.htsc.com.cn

通缩与变革下的结构演变

--2013 年行业配置年报

2013 年行业配置：房地产、汽车、家电、公用事业、医药

2013 年关注三条投资主线：1、收入分配政策预期、需求企稳、估值切换：地产、汽车、家电；2、资源价格改革催化、业绩好转、产能供给较少：公用事业；3、长期成长确定：医药。从节奏来看，一、三季度周期股相对占优，全年是消费、成长。

◆ 长期成长驱动：医疗、可选消费、高端消费、省会城市高速发展的起点

从人口结构来看，80 后结婚生育高峰使得可选消费强劲刚需将维持 2-3 年；老龄化和少子化使得医药在公共支出比例逐步超越教育；城镇化率超过 50%之后，人口从农村转变为城镇的趋势将减弱，从小城市流向省会城市趋势开始强化，叠加东部向西部省会城市产业转移，省会城市中消费升级、基建需求将提升。

从制度变革来看，转型路径在于资源价格改革、汇率和利率逐步市场化，价格改革提升生产要素配置效率，公用事业受益；收入分配制度改革中消费、服务行业受益。

从科技方面来看，未来科技应用从消费扩展至工业领域。

从信贷方面来看，中国企业资产长期化而负债短期化将加剧财务风险，去杠杆进程势在必行，专营外包业务公司以及轻资产类型公司在去杠杆过程中受益。

◆ 经济周期驱动：通缩预期下的结构演变

根据我们宏观组的判断：目前经济仍处于通缩早期，据此投资主线是剔除通胀敏感、国际敏感，寻找内需、资产负债表改善的行业。**稳定消费品中**，降低业绩对通胀敏感的行业，增加业绩对通胀不敏感的行业，主要推荐医药；**周期消费品中**，降低对通胀敏感的上游行业，降低对美国敏感的科技行业，增加内需稳定的地产、汽车、家电。产能供给较少、利润率改善、对资金成本下降敏感的行业：电力。

◆ 市场资金驱动：传统估值有效性的弱化

传统的股市估值有效性在 2011 年以来受到理财产品等的冲击而逐步弱化。理财产品、债券收益率的高企，使得股市分红收益率难现吸引力；产业资本大规模减持，使得股市 PB 估值失效；相对而言，随着 QFII、RQFII 额度的持续提升，以及未来资本项目的逐步放开，估值国际对比的有效性将会提升。

正文目录

成长驱动：制度变革的期待.....	6
人口：医疗、可选消费、高端消费、省会城市高速发展的起点.....	6
制度：资源价格改革利于公用事业.....	13
科技：从消费领域逐步转向工业领域应用.....	16
信贷：去杠杆使得外包类型和轻资产行业更为受益.....	18
经济周期：通缩预期下的结构演变.....	19
需求角度：买入中国内需，降低境外敏感的科技配置.....	19
成本角度：买入公用事业，降低上游配置.....	20
消费角度：买入通缩预期受益的行业，降低通胀敏感的行业.....	22
资金流向：传统估值有效性的弱化.....	22
盈利：日常消费 ROE 有下行风险.....	23
估值：传统估值有效性弱化，国际对比有效性有望提升.....	25
情绪：周期股情绪低位，日常消费股情绪高位.....	28

图表目录

图 1： 2012 年行业收益率.....	5
图 2： 2013 年行业配置结论.....	5
图 3： 人口结构变化与产业趋势.....	6
图 4： 我国城镇化率仍然偏低.....	7
图 5： 我国城镇化进程与工业化进程基本一致.....	7
图 6： 我国工业化率已是全球最高.....	7
图 7： 城镇化推动房价上涨.....	7
图 8： 美国城镇化加速阶段行业 GDP 占比变化（1947-1970 年）.....	8
图 9： 美国城镇化放缓阶段行业 GDP 占比变化（1971-1990 年）.....	8
图 10： 韩国城镇化率超过 50%之后大城市显著增加.....	8
图 11： 韩国城镇化期间客运量增速保持高位.....	8
图 12： 我国铁路密度（每百平方公里的铁路长度）偏低.....	9
图 13： 我国铁路运输密度（每公里铁路运输人数）偏高.....	9
图 14： 大部分省市的汽车千人保有量并不高.....	9
图 15： 中国每百户家电拥有量偏低.....	9
图 16： 中国人口结构趋势.....	10
图 17： 我国人口增长模式处于低生育率、低增长率态势.....	10
图 18： 人均医疗保健支出逐年上升.....	10
图 19： 医疗保健消费支出占比将不断攀升.....	10
图 20： 80 后婴儿潮处于结婚生育高峰.....	11
图 21： 新婚消费支出占比.....	11
图 22： 居民可支配收入大幅提高.....	11
图 23： 城镇居民高收入户占比持续上升.....	11
图 24： 2015 年富裕家庭和上层中产阶级占比将超过 30%.....	11

图 25 :	中国奢侈品市场快速发展.....	11
图 26 :	中国大学生劳动力维持高位.....	12
图 27 :	中国居民受教育程度逐年提高.....	12
图 28 :	农民工从事的主要行业分布.....	12
图 29 :	制造业劳动力成本同比增速维持高位.....	12
图 30 :	制度变革才能解决结构性问题.....	13
图 31 :	国际电力定价模式.....	14
图 32 :	目前各国上网电价形成机制.....	14
图 33 :	美国电价改革历史进程.....	14
图 34 :	电力改革对美国电力行业估值的提升.....	14
图 35 :	国内煤炭价格大幅下降, 电厂库存高位.....	15
图 36 :	电力行业利润率稳健上行.....	15
图 37 :	初次分配中劳动者报酬占 GDP 比重.....	15
图 38 :	我国个人卫生支出占比已开始下降.....	15
图 39 :	日本中高收入阶段各行业 GDP 占比变化.....	16
图 40 :	日本中高收入阶段行业收益率.....	16
图 41 :	科技的应用将从消费领域转向工业领域.....	16
图 42 :	2000 年以来进入移动互联科技创新周期.....	17
图 43 :	本轮科技创新周期劳动生产率并没有提升.....	17
图 44 :	全球手机每百人使用量达到 86.....	17
图 45 :	苹果市场占有率开始下降.....	17
图 46 :	只有颠覆性的创新才有大幅超额收益.....	17
图 47 :	苹果公司高毛利率需要创新产品来维持.....	17
图 48 :	A 股非金融企业资产负债率回到 90 年代初的高位.....	18
图 49 :	美国标普 500 上市公司资产负债率趋势下行.....	18
图 50 :	国外企业业务外包的比例.....	19
图 51 :	分行业固定资产占总资产比重.....	19
图 52 :	国内钢材价格与伦铜价格.....	19
图 53 :	原油价格与美元指数.....	19
图 54 :	CPI-PPI 反向滞后领先指标 6 个月左右.....	20
图 55 :	CPI-PPI 趋势.....	20
图 56 :	发电量增速已在低位.....	20
图 57 :	电力相对能源股的超额收益在 PPI 下降中上升.....	20
图 58 :	2012 年基建投资对冲制造业和房地产投资下滑.....	21
图 59 :	城投债等债务的快速上升将制约未来的基建投入.....	21
图 60 :	制造业投资与出口.....	21
图 61 :	出口与海外经济.....	21
图 62 :	本轮投资带来的产能投放集中在 2012-2013 年.....	21
图 63 :	产能利用率同比持续下降.....	21
图 64 :	房地产投资与新开工.....	22
图 65 :	房地产新开工滞后于销售 4 个月.....	22
图 66 :	房地产行业累计库存.....	22
图 67 :	房地产施工面积的去化需要 4 年以上.....	22
图 68 :	医药股相对于食品饮料的超额收益.....	22
图 69 :	医药股相对于商业零售的超额收益.....	22
图 70 :	周期股与可选消费盈利增速同比.....	23
图 71 :	日常消费与科技股盈利增速同比.....	23
图 72 :	分行业盈利增速历史最高、最低、均值、最新值 (三季度)	23

图 73 :	周期股与可选消费收入增速同比	24
图 74 :	日常消费与科技股收入增速同比	24
图 75 :	分行业收入增速历史最高、最低、均值、最新值 (三季度)	24
图 76 :	周期股与可选消费 ROE	24
图 77 :	日常消费与科技股 ROE	24
图 78 :	分行业 ROE 历史最高、最低、均值、最新值 (三季度)	25
图 79 :	分行业分红收益率	25
图 80 :	分行业产业资本净增持金额	26
图 81 :	周期股、消费股的月度解禁占流通市值比	26
图 82 :	科技股、金融股的月度解禁占流通市值比	26
图 83 :	A-H 溢价率指数接近底部	27
图 84 :	分行业 A-H 溢价率 (为负表示 A 股折价)	27
图 85 :	普通股型基金的行业配置	28
图 86 :	食品饮料行业盈利预测与超额收益	29
图 87 :	房地产行业盈利预测与超额收益	29
表格 1 :	1%城镇化拉动的各行业需求	9
表格 2 :	使用高端劳动力的行业有成本优势	13
表格 3 :	战略新兴产业的细分成长方向	18
表格 4 :	CPI-PPI 缺口周期下行业二级市场表现 (指数涨幅最快行业)	20
表格 5 :	分行业 2013 年解禁的月度分布	26
表格 6 :	分行业估值的国际对比	27
表格 7 :	分行业盈利预测与调整幅度	29

2012年，A股先涨后跌，年初至今下跌9.5%，整体盈利持续下滑的背景下，需求相对稳定的消费主线贯穿全年，地产、家电、医药、餐饮旅游、食品饮料表现较好，反弹波段主要在上半年，金融改革政策催化券商股表现优异，美国释放流动性对有色金属行业形成支撑。

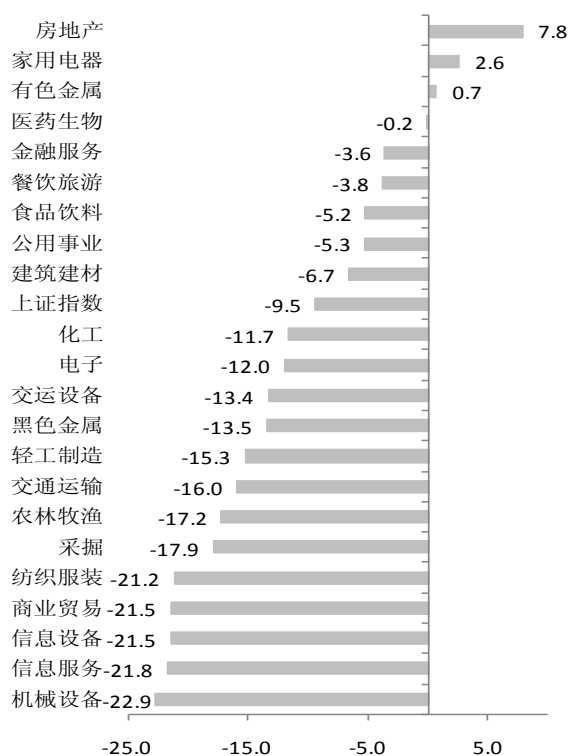
展望2013年，**从成长驱动角度看**，**从人口结构来看**，80后结婚生育高峰使得可选消费强劲刚需将维持2-3年；老龄化和少子化使得医药在公共财政支出比例逐步超越教育；城镇化率超过50%之后，人口从农村转变为城镇的趋势将减弱，从小城市流向省会城市趋势开始强化，叠加东部向西部省会城市产业转移，省会城市中消费升级、基建需求将提升。**从制度变革来看**，转型路径在于资源价格改革、汇率和利率逐步市场化，价格改革提升生产要素配置效率，公用事业受益；收入分配制度改革中消费、服务行业受益。**从科技方面来看**，未来科技应用从消费扩展至工业领域，**从信贷方面来看**，中国企业资产长期化而负债短期化将加剧财务风险，去杠杆进程势在必行，看好企业去杠杆过程中专营外包业务公司以及轻资产类型公司。

从经济周期驱动角度看，根据我们宏观组的判断：目前经济仍处于通缩早期，我们的投资主线是剔除通胀敏感、国际敏感，寻找内需、资产负债表改善的行业。稳定消费品中，降低业绩对通胀敏感的行业，增加业绩对通胀不敏感的行业，主要推荐医药；周期消费品中，降低对通胀敏感的上游行业，降低对美国敏感的科技行业，增加内需稳定的地产、汽车、家电。产能供给较少、利润率改善、对资金成本下降敏感的行业：电力。

从估值情绪的角度来看，理财产品、债券收益率的高企，使得股市分红收益率难现吸引力；产业资本大规模减持，使得股市PB估值失效；相对而言，随着QFII、RQFII额度的持续提升，以及未来资本项目的逐步放开，我们认为估值国际对比的有效性将会提升。

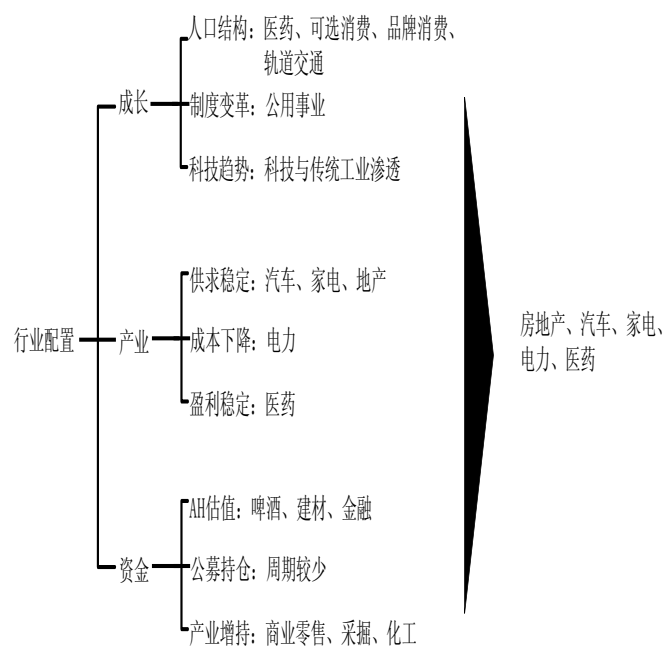
结论：2013年关注三条投资主线：1、收入分配政策预期、需求企稳、估值切换：地产、汽车、家电；2、资源价格改革催化、三季报业绩好转、产能供给较少：公用事业；3、长期成长确定：医药。

图1：2012年行业收益率



资料来源：Wind，华泰证券研究所（截止11.28）

图2：2013年行业配置结论



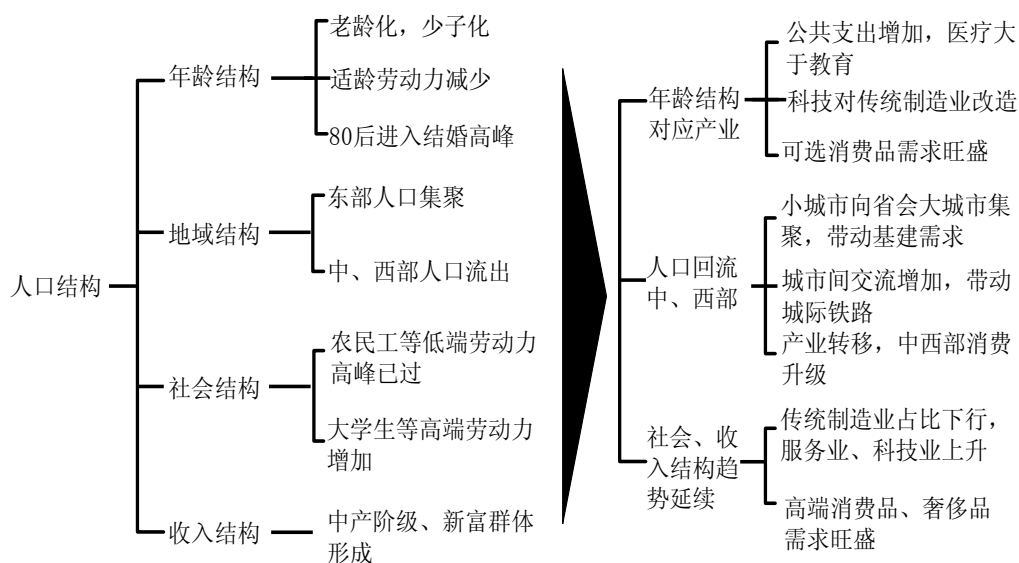
资料来源：Wind，华泰证券研究所

成长驱动：制度变革的期待

产业的长期成长驱动因素主要有人口、制度、科技、信贷等因素。需要关注：人口城镇化、老龄化与结婚高峰；资源价格改革和收入分配制度改革；科技在工业领域特别是节能、环保领域的渗透；去杠杆背景下的企业行为。

人口：医疗、可选消费、高端消费、省会城市高速发展的起点

图 3： 人口结构变化与产业趋势



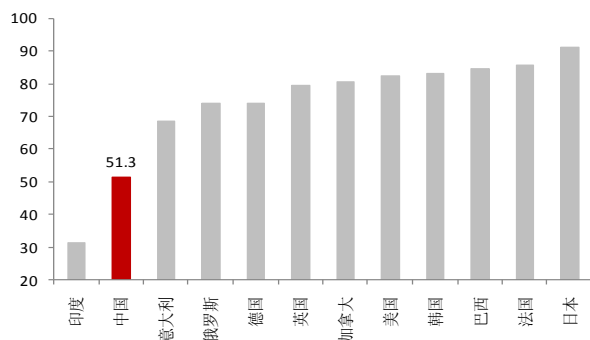
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

人口的空间结构：城镇化放缓，超过 50%之后出现结构性变化

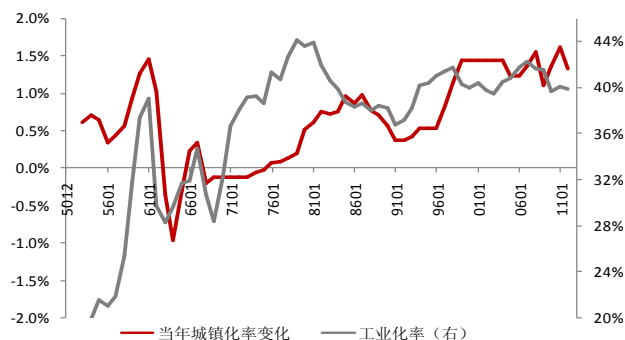
未来我国城镇化进程将逐步放缓，从美国、日本的城镇化历史来看，城镇化放缓阶段传统制造业占比将下降，消费、服务行业占比提升。

过去十年中，我国城镇化率快速提升，主要是工业化进程驱动，未来工业化趋于饱和的情况下，城镇化进程将逐步放缓。2000-2011年，我国城镇化率从 35%快速上升至 51.3%。虽然相比发达国家 70%以上的城镇化率仍然偏低，但是需求角度，快速工业化阶段已经结束，未来劳动力向城市集聚的需求减弱；供给角度，一线城市的交通、环境、房价等“大城市病”问题已经凸显，难以承受更加密集的人口流入。

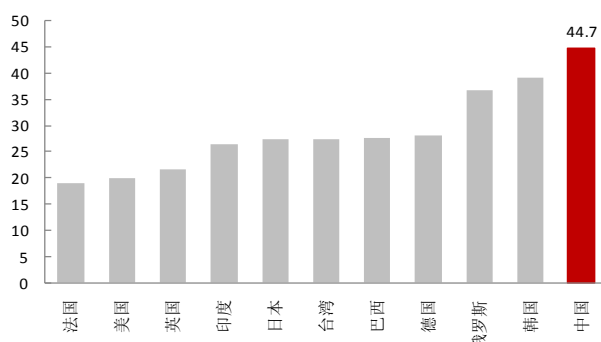
我国工业化率已经接近 45%，远高于德国、日本制造业为主的工业国家，未来进一步提升的空间有限，结构调整而非总量提升是未来的趋势。德国、日本 70 年代工业化率最高的时候分别为 48%、44%，之后持续下行。

图 4： 我国城镇化率仍然偏低

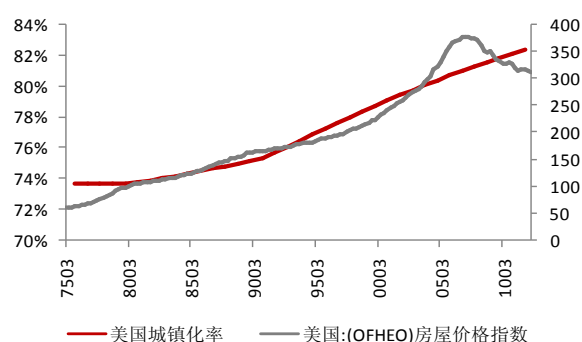
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 5： 我国城镇化进程与工业化进程基本一致

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 6： 我国工业化率已是全球最高

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 7： 城镇化推动房价上涨

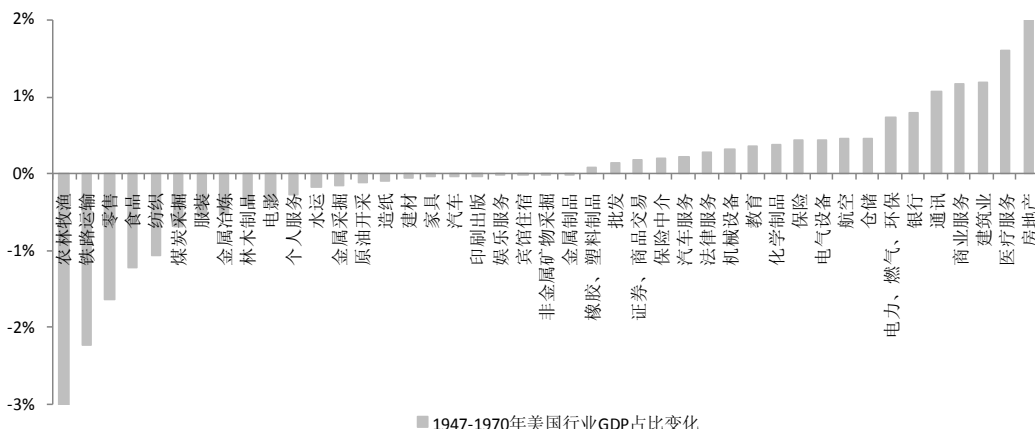
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

从美国、日本的城镇化历史来看，快速城镇化阶段随着工业化率提高，制造业占比持续提升；进入城镇化放缓阶段，传统制造业占比将下降，消费、服务行业占比提升。

美国的城镇化率在 70 年代之前快速提升，之后城镇化放缓，两个阶段的行业占比发生了显著的变化。在快速城镇化阶段，工业化水平提高带来生产效率提升，农村劳动力向生产率更高的服务业和制造业转移，地产、医疗、商业服务、通讯、金融等服务行业占比大幅提升，电气设备、化工、机械等工业占比也有提升，而农林牧渔、铁路运输、食品、纺织等传统行业 GDP 占比显著下降。

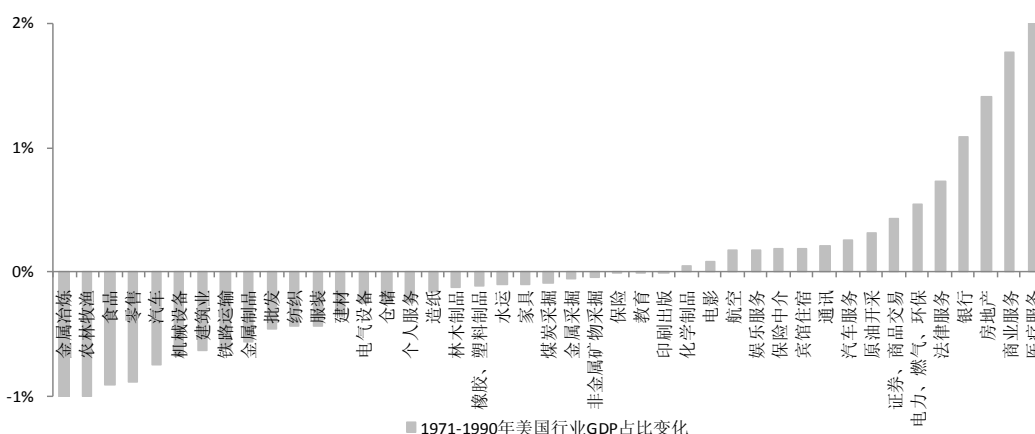
当美国进入城镇化放缓阶段，服务、消费行业占比继续大幅提升，而制造业占比大幅下降。医疗、商业服务、地产、金融、公用事业等服务、消费行业占比大幅提升，而金属冶炼、农业、食品、机械等行业占比大幅下降。

图 8： 美国城镇化加速阶段行业 GDP 占比变化（1947-1970 年）



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

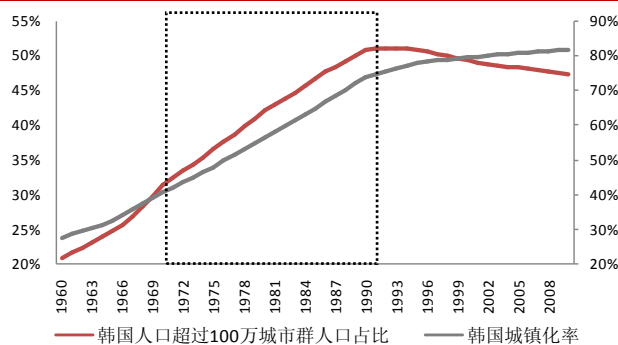
图 9： 美国城镇化放缓阶段行业 GDP 占比变化（1971-1990 年）



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

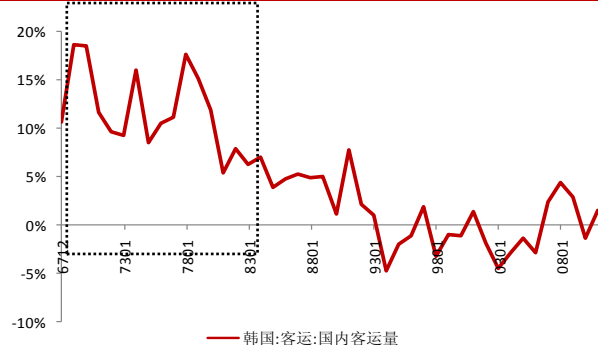
城镇化率超过 50%之后，人口转移将由农村向城镇转移转变为小城镇向大城市转移，伴随着产业从东部逐步向中西部省会城市的转移，省会城市的规模、消费等级、基建需求将逐步提升。从韩国的城镇化历史来看，城镇化率超过 50%之后，大城市的人口占比快速提升，直到城镇化率达到 70%之后，大城市人口回流中小城市。随着大城市人口继续上升，城市间的交流更为频繁，高铁、轨道交通等基建需求仍将旺盛。

图 10： 韩国城镇化率超过 50%之后大城市显著增加



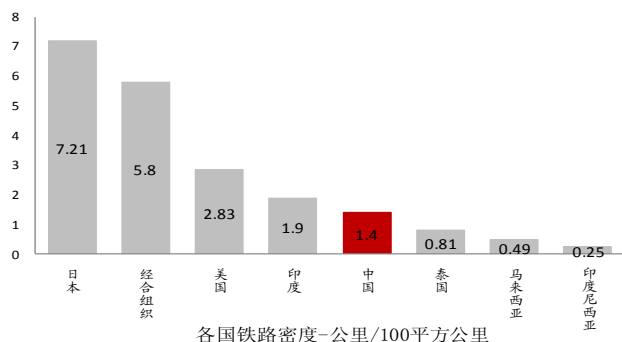
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图 11： 韩国城镇化期间客运量增速保持高位



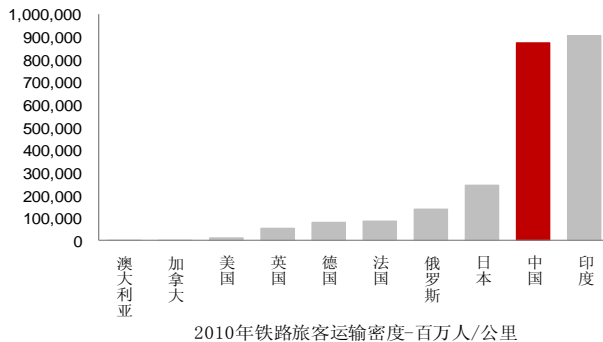
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图 12： 我国铁路密度（每百平方公里的铁路长度）偏低



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

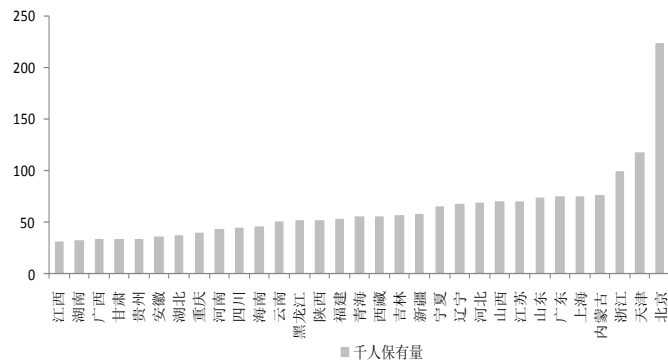
图 13： 我国铁路运输密度（每公里铁路运输人数）偏高



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

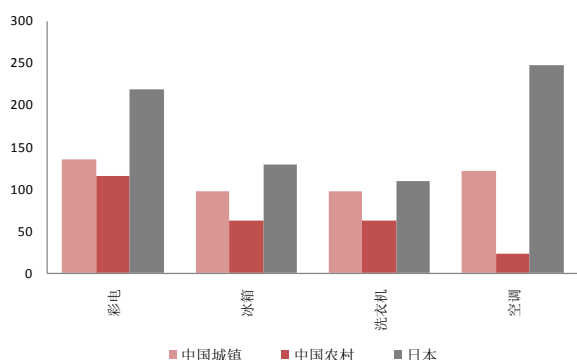
1%的城镇化率意味着房地产 5.2%的新增需求，汽车需求增长 4.8%，家电 0.9%。按照 2020 年城镇化率达到 60%的目标，未来每年的城镇化率大约提高 1%，即每年有 1300 万农村人口转移至城市。按照当前 38%的城市家庭自有商品房住房率（城镇居民家庭自有住房率为 89.3%，其中 11%为原有私房，40%为房改私房，38%为商品房），中性假设下每年新增 48 万套住宅需求，对应 382 万台家电的新增需求；按照 2011 年汽车千人保有量 54 计算，大约每年新增 71 万辆乘用车需求。

图 14： 大部分省市的汽车千人保有量并不高



资料来源：Wind, 华泰证券研究所（2010 年数据）

图 15： 中国每百户家电拥有量偏低



资料来源：Wind, 华泰证券研究所（中国为 2011 年数据，日本为 2010 年数据）

表格 1：1%城镇化拉动的各行业需求

2011 年销售量			1%的城镇化率拉动的新增需求			1%的城镇化率拉动的增长率		
房地产	汽车	家电	房地产	汽车	家电	房地产	汽车	家电
914 万套住宅	1450 万辆	4.2 亿台	乐观情形 96 万套	140.4 万辆	574 万台	10.5%	9.7%	1.4%
			中性情形 48 万套	70.2 万辆	382 万台	5.2%	4.8%	0.9%
			悲观情形 19 万套	28.1 万辆	287 万台	2.1%	1.9%	0.7%

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

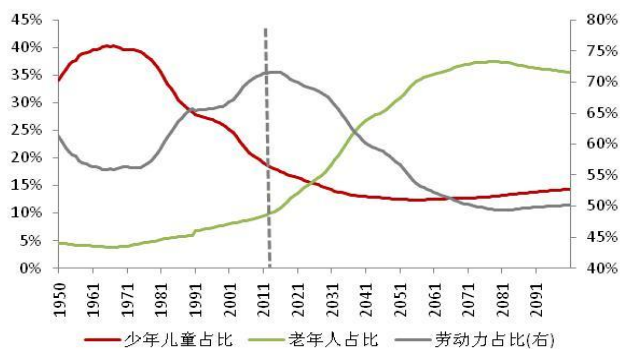
人口的年龄结构：老龄化、少子化、结婚高峰

低生育率和老龄化的叠加，导致中国的适龄劳动力人口占比趋势性下降。根据国家统计局的数据，2011 年我国 0-14 岁人口占比仅为 16.5%，占比逐年下降。人口学上一般把 0-14 岁人口占比 15%-18%的国家定义为“严重少子化”，未来中国将面临越来越严重的少子化问题。

而较低的生育率将对中国的人口结构产生较大的影响,会使劳动力供给下降,加剧老龄化问题。

第六次人口普查数据显示中国 60 岁及以上人口占 13.26%,IMF 预测到 2020 年老年人口占比将超过 15%,而到 2050 年,将进入重度老龄化阶段,届时老年人占比将达 1/3。

图 16：中国人口结构趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

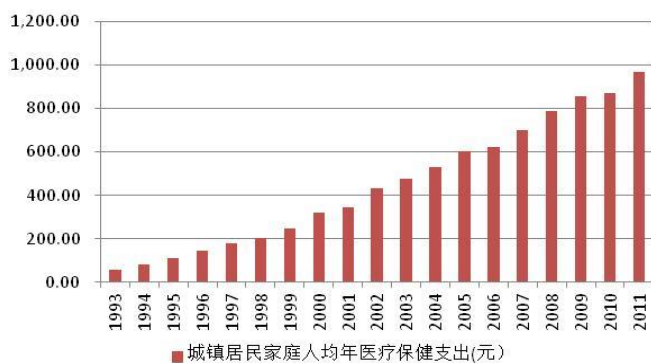
图 17：我国人口增长模式处于低生育率、低增长率态势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

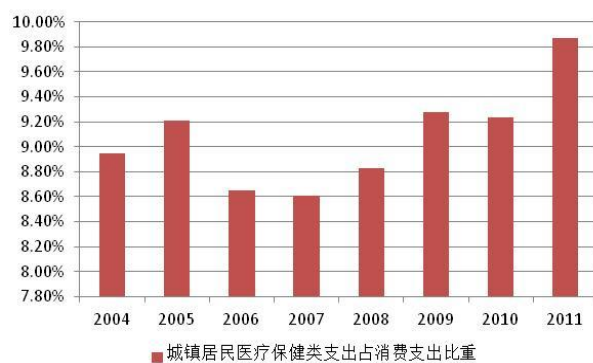
老龄化决定医药行业长期需求将持续增加。我国人口老龄化的趋势为医药行业带来了长期相对确定的增长前景,随着年龄的增长,人们患病率和就诊率都会显著上升。人口结构的变化将提高我国医药卫生的开支,其中针对中老年人的医药、医疗器械等公司将更加直接受益。

图 18：人均医疗保健支出逐年上升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

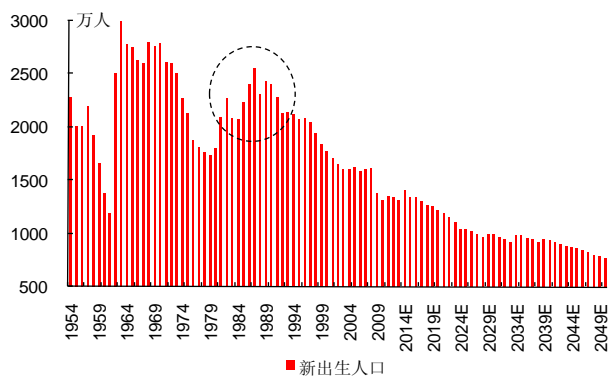
图 19：医疗保健消费支出占比将不断攀升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

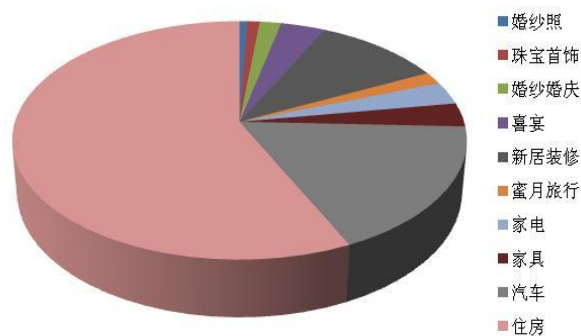
结婚生育高峰催生婚育消费市场。随着 80 后人群进入婚育年龄,80 后成家将拉动地产、家电、汽车、消费电子等可选消费品的需求,而 80 后的生育将拉动奶粉、医疗等产品的需求。80 后的出生高峰出现在 87 年,目前 25 岁,可见 80 后正处于婚育的高峰时期。根据《中国结婚产业发展调查报告》,新婚消费中,住房、汽车、喜宴、家电支出占比最大。另外,80 后对于消费电子的需求程度也要远远高于上一辈人。

图 20：80 后婴儿潮处于结婚生育高峰



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图 21：新婚消费支出占比

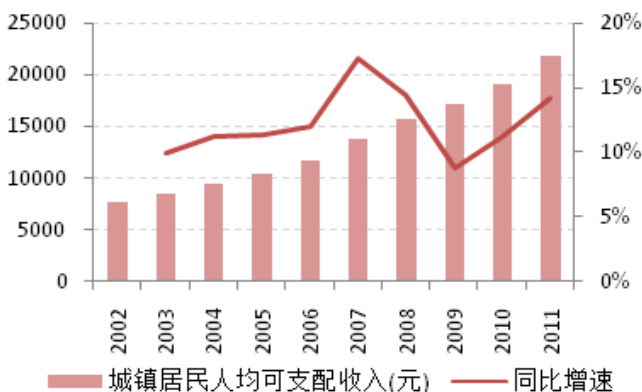


资料来源：中国结婚产业发展调查，华泰证券研究所

人口的社会结构：新富群体壮大，大学生供给增加

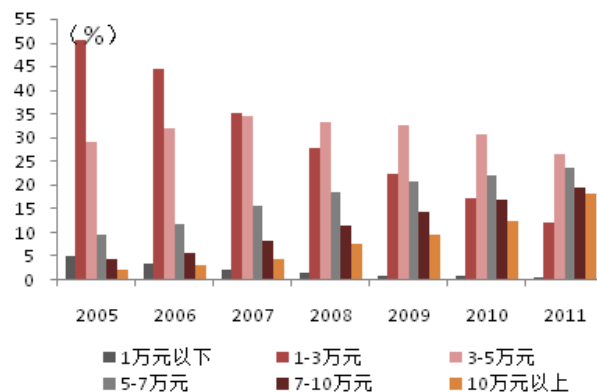
新富群体壮大，催生高端消费品、奢侈品的消费需求。近十年中国城镇居民可支配收入大幅提高，2011 年已将近是 2002 年的 3 倍。经济发展推动了居民可支配收入的持续上升，同时新富群体逐步壮大。据麦肯锡预测，到 2015 年富裕家庭和上层中产阶级占总人口的比例将超过 30%。

图 22：居民可支配收入大幅提高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

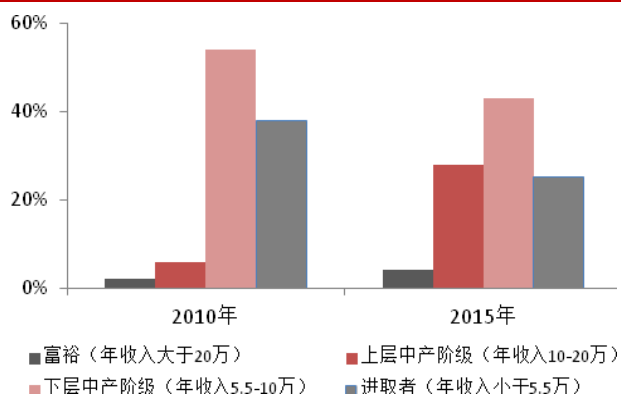
图 23：城镇居民高收入户占比持续上升



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

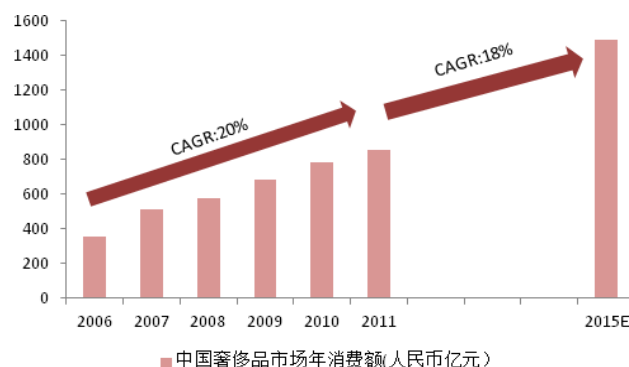
新富群体的壮大驱动了消费需求层次的提升，催生了高端消费品、奢侈品消费需求。2011 年中国奢侈品市场年消费总额已达约 857 亿人民币（不包括私人飞机、游艇和豪华车），2006-2011 年，中国奢侈品市场规模增长 2 倍多，CAGR 达 20%。到 2015 年，中国奢侈品市场的规模有望达到 1500 亿人民币。

图 24：2015 年富裕家庭和上层中产阶级占比将超过 30%



资料来源：麦肯锡，华泰证券研究所

图 25：中国奢侈品市场快速发展

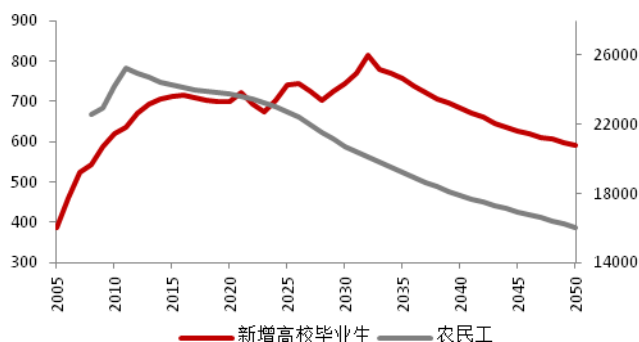


资料来源：Altagamma Worldwide Markets Monitor, 华泰证券研究所

大学生供给增加，金融服务、科技等高端劳动力密集行业将受益

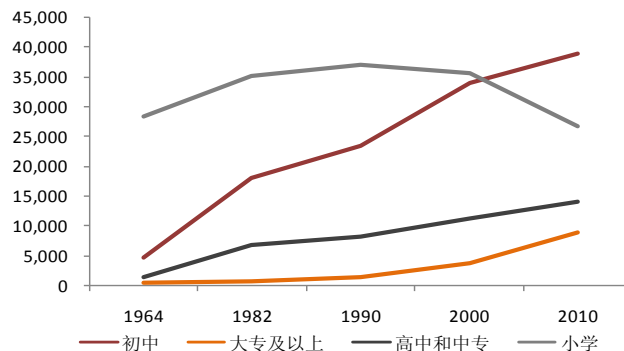
大学生供给增加，农民工供给开始下降。根据国家统计局抽样调查结果推算，2011年全国农民工总量为2.5亿人，虽较2010年新增1055万人，但增速较2010年有所回落。随着我国人口拐点的逐步临近，农民工供给逐步下降。相比之下，自从1998年高校开始扩招，其带来的累积效应在近几年已经开始释放，而且预计在未来的10年，这些受过高等教育的大学生所创造的劳动力供给仍将处于较为宽松的状态。

图 26：中国大学生劳动力维持高位



资料来源：IMF，Wind，华泰证券研究所

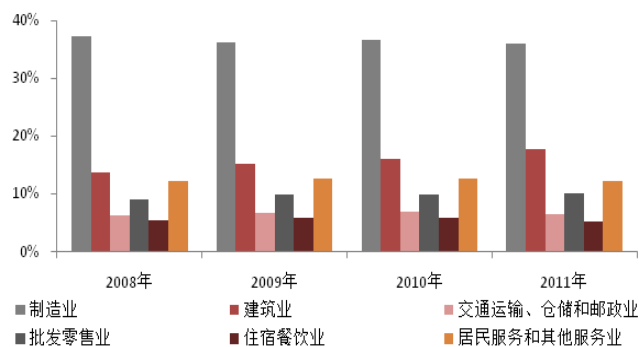
图 27：中国居民受教育程度逐年提高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

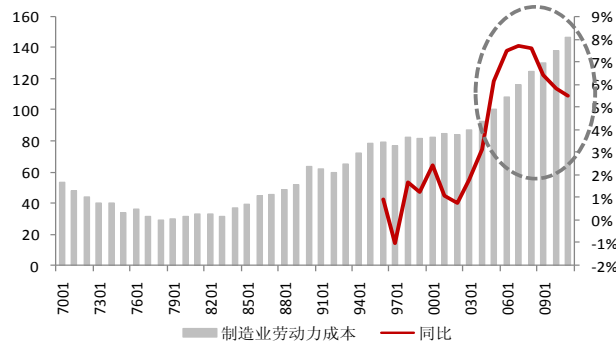
农民工劳动力工资的快速上升，制造业等低端劳动力密集的行业面临成本压力。在农民工从事的行业中，制造业占比最大，占36.0%，其次是建筑业占17.7%，服务业占12.2%，批发零售业占10.1%，交通运输仓储和邮政业占6.6%，住宿餐饮业占5.3%。

图 28：农民工从事的主要行业分布



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图 29：制造业劳动力成本同比增速维持高位



资料来源：Wind，华泰证券研究所

高端劳动力密集的金融服务、科技行业将受益于大学生带来的成本红利。98年开始的高校扩招带来了现在以及未来大学生供给的持续增加，使用高端劳动力的行业有成本优势。当前约2300万的高校在校生、2400万高中生保证了高校毕业生劳动力占比在2018年之前快速上升。据智联招聘统计，2011年大专毕业生平均起薪为1695元/月，本科毕业生为2471元/月，而2011年农民工月均收入2049元，大学生的成本优势逐步显现。

低端劳动力密集的制造行业面临成本快速提升，高端劳动力密集的行业有相对优势，医疗、软件、精密仪器等服务行业和高端装备制造业将受益。

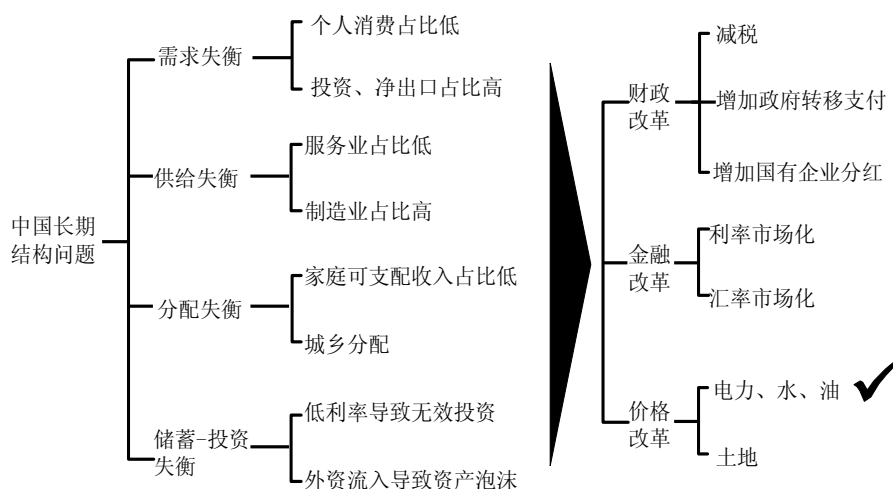
表格 2：使用高端劳动力的行业有成本优势

行业	行业属性	劳动力性质	营业成本	人力成本	人力成本占比
酒店	服务业	低端	14.3	9.1	63.40%
餐饮	服务业	低端	12.9	7.2	55.60%
医疗服务	服务业	高端	9.9	4.6	46.10%
机场	服务业	高端	66.6	27.6	41.40%
计算机应用	服务业	高端	476.6	135.9	28.50%
铁路运输	服务业	低端	391.8	108.2	27.60%
景点	服务业	低端	21.6	5.8	26.70%
网络服务	服务业	高端	142.8	35.7	25.00%
公交	服务业	低端	129.3	30.5	23.60%
采掘服务	制造业	低端	197.9	46.3	23.40%
饮料制造	制造业	低端	530.9	122.8	23.10%
仪器仪表	制造业	高端	53.3	12	22.50%

资料来源：Wind, 华泰证券研究所（数据取自 2011 年年报）

制度：资源价格改革利于公用事业

中国经济长期发展的过程中，累积了许多失衡的因素，未来需要通过改革来对失衡的状态进行修正，改革的路径可能采用先资源品价格改革，再逐步利率、汇率市场化的金融改革，电力、水、天然气等资源价格改革值得期待。

图 30：制度变革才能解决结构性问题

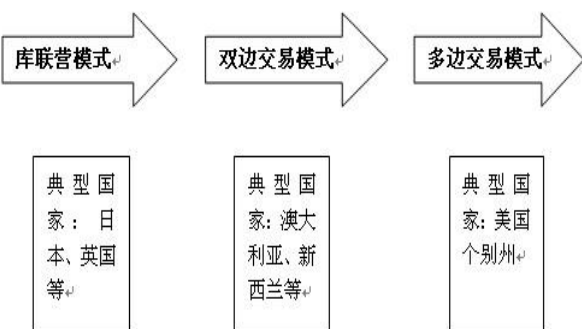
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

资源要素价格变革

随着过去几年“能源荒”的频发，建立反映资源稀缺程度、市场供求状况和环境治理成本的价格形成机制，是未来大势所趋的改革方向。近几年，我国在推进水、电、油、气等资源品的价格改革方面有所进展，十八大报告明确指出要“深化资源性产品价格和税费改革”，**我国的资源品价格改革有望在明年提速，目前我们最看好的是电力价格改革的加速。**

电力价格改革值得期待，煤电联动政策有望出台。目前，国际上电力市场定价的三种主要方式是：库联营模式、双边交易模式、多边交易模式。我国目前的电力定价方式和日本比较相似，采取上网电价直接定价和指导定价，属于库联营模式的范畴，定价的双轨制是导致我国电力上网价格长期受到压制的重要原因。

图 31：国际电力定价模式



资料来源：《上网电价定价方法比较》，华泰证券研究所

图 32：目前各国上网电价形成机制

上网电价形成机制	
中国	《关于2009年深化经济体制改革重点工作的意见》提出：建立与发电环节适度竞争相适应的上网电价形成机制。2012年再次提出：开展竞价上网试点，完善水电、核电及可再生能源发电定价机制
美国	《2005年能源政策法》要求联邦能源监管委员会制定鼓励输电投资和新输电技术应用的激励方案；允许为输电建设项目设定单独的投资回报率水平，同时通过加快折旧等方式缩短投资回收期
德国	2011年11月，德国联邦网络局确定了2013年期间投资的电网项目的额定税前净资产收益率为9.05%，目前的回报率水平为9.29%，此前的回报率为7.91%
西班牙	2008年颁布的《购电法》规定，政府需根据西班牙电网实际拥有的输电线路长度，在确保其成本和一定利润的情况下，核定西班牙的输电电价，确保西班牙电网盈利

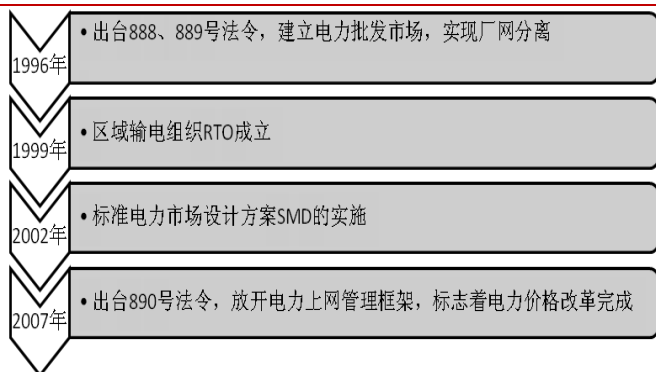
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

明年煤电联动政策有望出台，《2012年前三季度全国电力供需形势及全年分析预测报告》指出，要完善煤电联动政策，清晰明确煤电联动的触发启动点，加快形成客观反映国内实际到厂煤炭价格指数，在电煤价格涨幅超过一定幅度的情况下同步实行上网电价和销售电价联动。

目前的经济形势有利于电价改革的推进。我们认为，目前我国整体经济处于下行阶段，通胀水平较低，有利于电价改革的推进。现阶段电力需求下滑，发电机组利用小时数不高，电价改革所引起价格冲击较小。

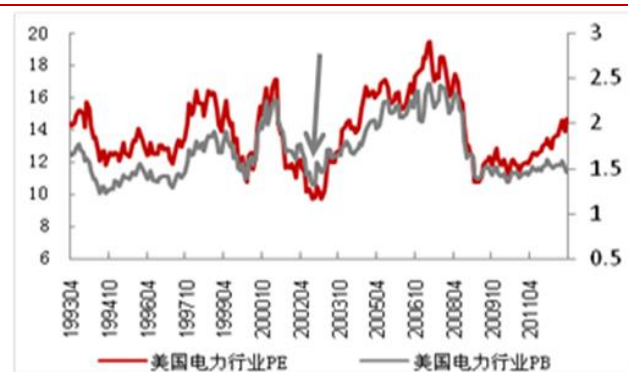
美国电价改革进程中，电力股表现良好。从美国的电价改革进程来看，自1996年出台888、889号法令，实现厂网分离，1998年建立区域输电组织RTO，2003年推出标准电力市场方案SMD，到2007年改革电力上网管理标志着电力改革的完结，在几次关键性改革措施之后，美国电力行业的估值均有所提升。标志性的SMD方案推出前，S&P500电力行业整体估值水平为PE9.7倍，到2007年电力改革完成，PE上升为19.4倍，电力改革相关政策的出台，对电力股的估值水平有明显的提升作用。

图 33：美国电价改革历史进程



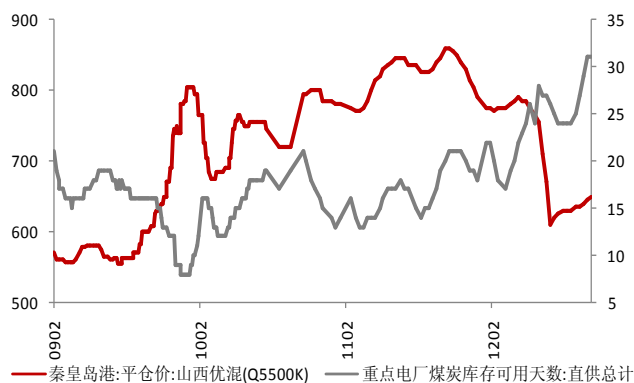
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 34：电力改革对美国电力行业估值的提升

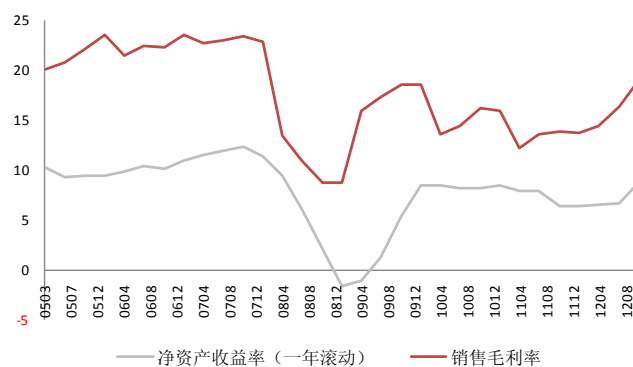


资料来源：Wind, 华泰证券研究所

从短期来看，随着电煤价格的持续回落，成本端的优势使得电力企业的毛利率得以持续回升。从中长期来看，随着电价改革加速推进，电力行业的估值水平能够有所支撑。因此，我们认为在明年，电力行业的毛利率能继续保持较高水平，估值也有望随着电价改革措施的逐步出台得到提升。

图 35：国内煤炭价格大幅下降，电厂库存高位

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

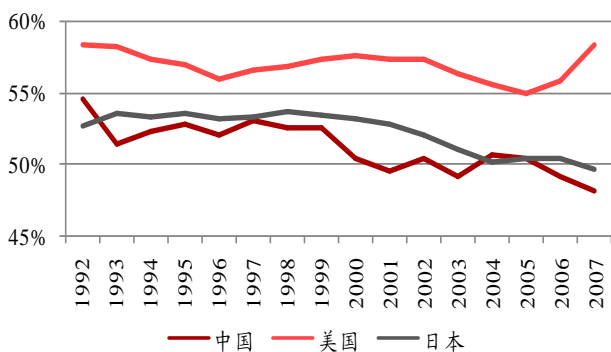
图 36：电力行业利润率稳健上行

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

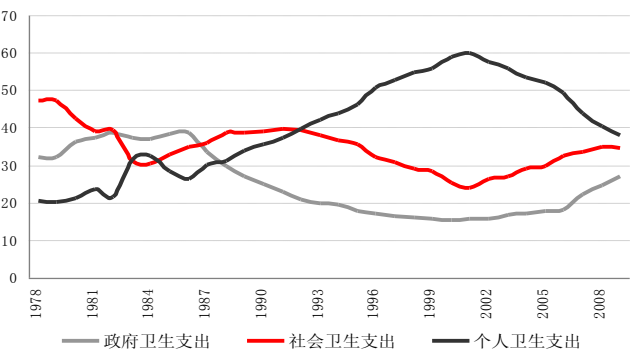
财政变革

只有通过收入分配制度改革等财政变革才能推动我国跨越中等收入陷阱，进一步实现经济转型。2011年我国人均收入4940美元，已经从中低收入进入中高收入阶段，为了跨越中等收入陷阱，需要收入分配制度改革等进一步的财政变革，通过减税、转移支付等手段增加居民收入，突破中等收入陷阱意味着居民消费提升，经济结构的转型。

根据学者拉迪的研究：中国消费占比下降3/4的原因在于可支配收入占GDP下降；1/4原因在于储蓄率上升。减税、转移支付、国有企业增加分红是主要增加可支配收入的手段，但国有企业分红受国资委支配，财政无法利用这些资金支持更多的有助于恢复经济平衡增长的社保计划和类似措施。

图 37：初次分配中劳动者报酬占GDP比重

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

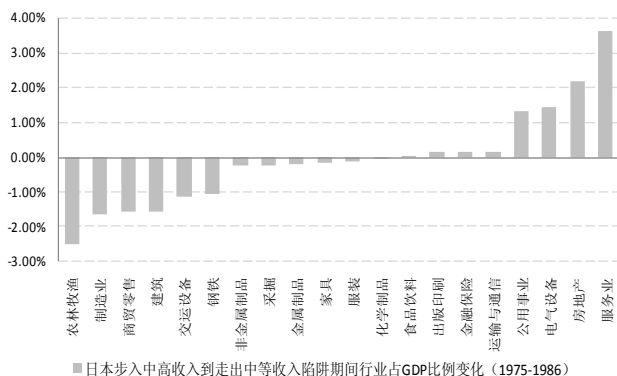
图 38：我国个人卫生支出占比已开始下降

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

通过和陷入中等收入陷阱国家的对比分析发现，能否顺利转型是关键。既无法在工资方面与低收入国家竞争，又无法在尖端技术研发方面与富裕国家竞争，容易进入陷阱。

从行业在GDP占比来看，跨越中等收入陷阱过程中服务业、地产、家电等行业占比提升；但从市场表现上看，无论是跨越陷阱的日本、韩国，还是没有跨越的巴西、阿根廷等国家，在中高收入阶段服务、消费股具有明显的超额收益。

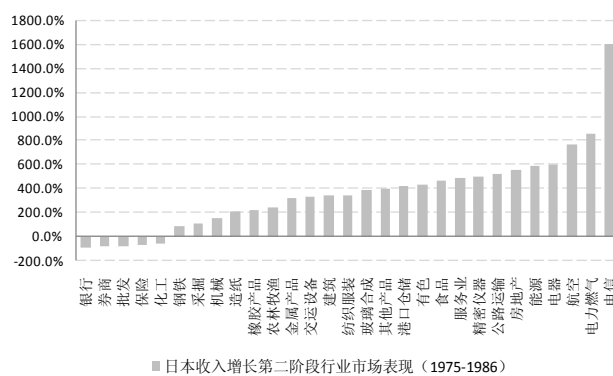
图 39：日本中高收入阶段各行业 GDP 占比变化



■日本步入中高收入到走出中等收入陷阱期间行业占GDP比例变化 (1975-1986)

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 40：日本中高收入阶段行业收益率



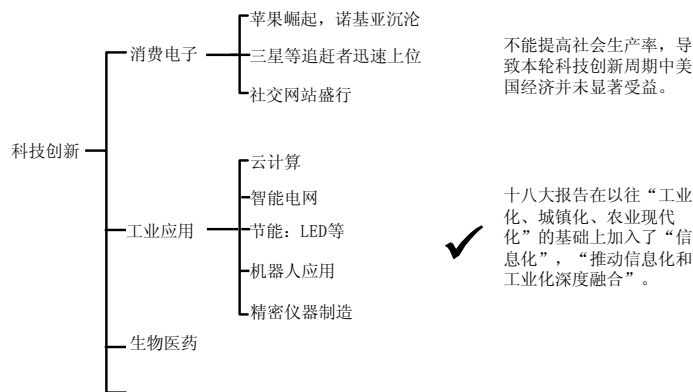
■日本收入增长第二阶段行业市场表现 (1975-1986)

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

科技：从消费领域逐步转向工业领域应用

未来科技创新在工业领域的渗透，将有效提高劳动生产率，看好云计算、智能电网等领域的发展空间。十八大报告在以往“工业化、城镇化、农业现代化”的基础上加入了“信息化”，“坚持走中国特色新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化道路，推动信息化和工业化深度融合、工业化和城镇化良性互动、城镇化和农业现代化相互协调，促进工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展。”在其中第三点“推进经济结构战略性调整”中，提出“建设下一代信息基础设施，发展现代信息技术产业体系，健全信息安全保障体系，推进信息网络技术广泛运用。”

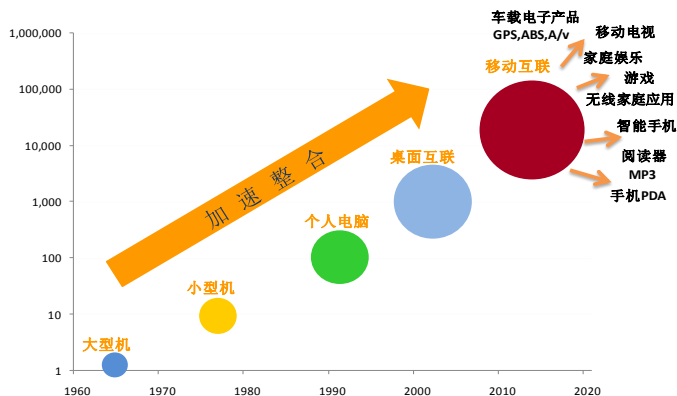
图 41：科技的应用将从消费领域转向工业领域



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

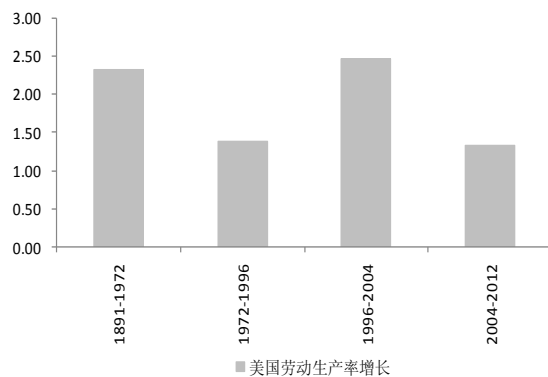
本轮移动互联网科技创新周期中，劳动生产率并没有显著提高，原因在于本轮创新是移动通信与桌面网络的融合，目前为止只应用在了消费电子领域，拉动了相关电子产品的需求，但并未应用至工业生产。上世纪 60 年代以来，几乎每隔十年就会经历一轮科技创新周期，分别为大型机、小型机、个人电脑、桌面网络、移动互联网，几乎每一轮科技创新都会提升劳动生产率。根据 Edward Chancellor 的研究，1996 年至 2004 年的桌面网络创新周期中，美国人均劳动生产率增幅上升到 2.5%，但是近几年下滑至 1996 年之前的水平，与前两次工业革命相比，信息技术革命并未使劳动生产率得到显著提升。

图 42： 2000 年以来进入移动互联网科技创新周期



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

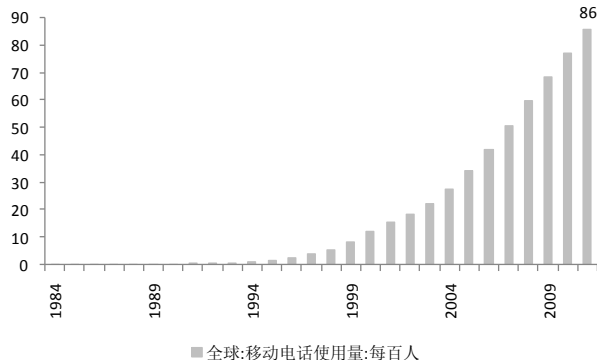
图 43： 本轮科技创新周期劳动生产率并没有提升



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

消费电子渗透率已高，伟大企业的演进已经进入第三阶段。全球智能手机市场将会接近饱和的问题。目前该市场的饱和度已接近 50%了。伟大成长企业的正常演进，往往经历三个阶段：第一阶段为颠覆性创新，如 iPhone 改变了人们对手机的认知；第二种阶段是持续型创新，如 iPhone、iPad 等横向产品系列拓展；第三阶段是效率创新，即以更低成本生产同一种产品，如 Mac mini、iPad mini。如果后续没有革命性产品的推出，苹果毛利率很难再超过 40%，苹果在智能手机和平板电脑的优势正在被三星、微软蚕食。

图 44： 全球手机每百人使用量达到 86



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 45： 苹果市场占有率开始下降



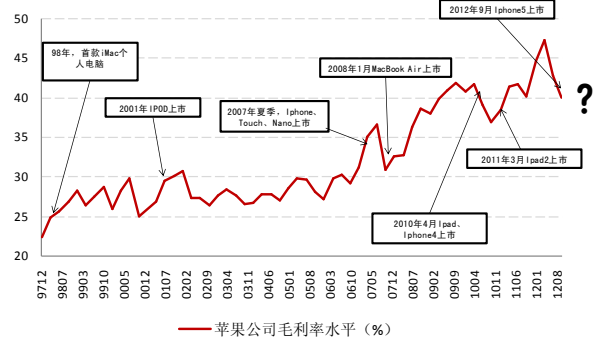
资料来源：Wind, 华泰证券研究所（三星 2011 年之前缺乏数据）

图 46： 只有颠覆性的创新才有大幅超额收益



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 47： 苹果公司高毛利率需要创新产品来维持



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

科技在工业领域应用的前沿在于七大战略性新兴产业，2009 年温总理提出相关概念之后

2010 年获得市场极大的关注度，但 2011 年以来由于配套政策出台缓慢而逐步淡化。我们认为战略性新兴产业是符合“信息化和工业化深度融合”的方向之一，未来可以关注节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车的相关政策推出与相应的投资机会。

表格 3：战略新兴产业的细分成长方向

战略新兴产业	看好细分成长的方向
节能与环保	节能照明、建筑节能、工业节能、合同能源管理、土壤修复、大气、污水、固废处理
新一代信息技术	手机游戏、安防、移动支付、云计算
高端装备制造	数控、伺服驱动系统、液压、轴承等核心零部件
生物产业	生物医药及生物医学工程
新能源	分布式能源、智能电网、储能设备、系统集成
新材料	高性能复合材料如碳纤维、人造金刚石
新能源汽车	充电桩

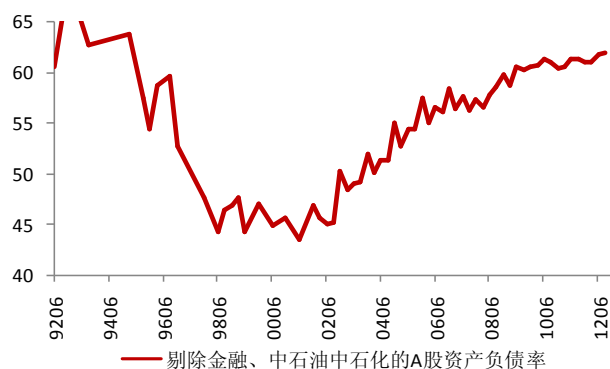
资料来源：Wind，华泰证券研究所

信贷：去杠杆使得外包类型和轻资产行业更为受益

企业部门去杠杆刻不容缓。2009 年之后高强度的产能扩张和多元化规划使得企业财务上出现了资产长期化倾向，一旦资产价格下行，企业的财务杠杆可能会面临急剧上升。而货币收紧使得企业不得不通过理财产品等渠道筹集短期资金，资产长期化而负债短期化将加剧企业财务风险，因此未来去杠杆进程势在必行。

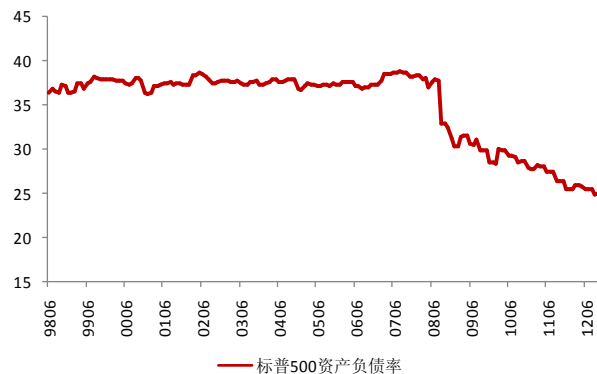
居民负债率持续上升。2011 年住户部门贷款余额达到了 13.6 万亿，其中 2009-2011 年的三年中净增 7.9 万亿，对应三年 13 万亿的房地产销售额，这些负债主要由中等或中等以下收入的家庭来承担，意味着高价位上支持房地产发展的“刚需”可能难以长期延续。

图 48：A 股非金融企业资产负债率回到 90 年代初的高位



资料来源：Wind，华泰证券研究所

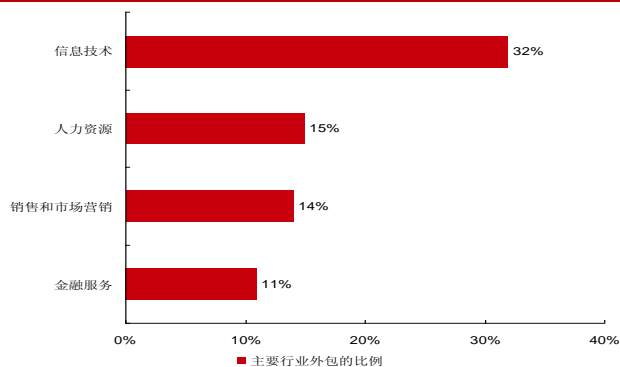
图 49：美国标普 500 上市公司资产负债率趋势下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所（绝对值与 A 股不可比，因为债务中不包含公司债）

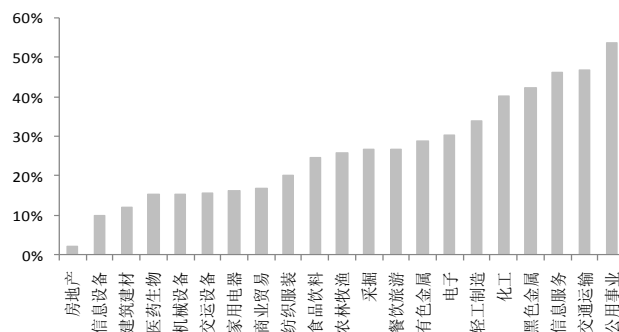
去杠杆背景下，专营外包业务的公司受益，轻资产类型的公司有相对优势。为了提高资金利用效率和资本回报率，往往会带动服务外包的发展，商业流程的外包将逐步成为大趋势。从国外经验来看，越是知识密集型企业，为了保持竞争优势，需要外包的比例就越高，接近 1/3 的公司将 IT 业务外包，约 1/6 的公司将人力资源和市场营销业务外包。另一方面，去杠杆过程中经济体流动性趋紧，轻资产类公司在扩张过程中不需要过多的资产投入，因此有相对优势，房地产、信息设备、建筑建材、医药、机械、汽车、家电、商贸的固定资产占比均在 20% 以下，属于轻资产行业。

图 50： 国外企业业务外包的比例



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 51： 分行业固定资产占总资产比重



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

经济周期：通缩预期下的结构演变

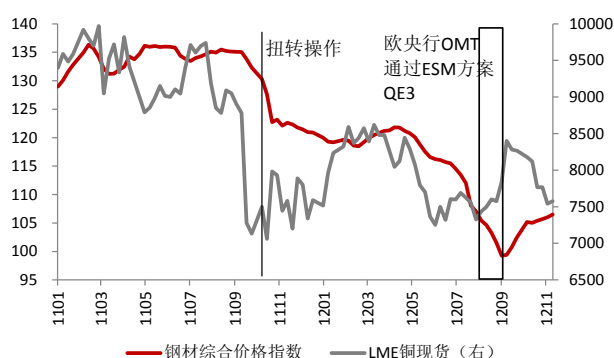
根据我们宏观组的判断：目前经济仍处于通缩早期，我们的投资主线是剔除通胀敏感、国际敏感，寻找内需、资产负债表改善的行业。稳定消费品中，降低业绩对通胀敏感的行业，增加业绩对通胀不敏感的行业，主要推荐医药；周期消费品中，降低对通胀敏感的上游行业，降低对美国敏感的科技行业，增加内需稳定的地产、汽车、家电。产能供给较少、利润率改善、对资金成本下降敏感的行业：电力。

需求角度：买入中国内需，降低境外敏感的科技配置

结合我们宏观组的判断，明年一季度美国流动性进入收缩的拐点，美国经济的压力开始增加。从大宗商品的发现，跟中国需求挂钩更多的商品如钢铁、煤炭、BDI 都破位下跌；而跟境外流动性敏感的原油、有色都在高位盘整。所以从这个角度看，尽管整体经济仍处于通缩早期，但对于中国需求下滑已经有所反应，明年的通缩压力更多来自海外。

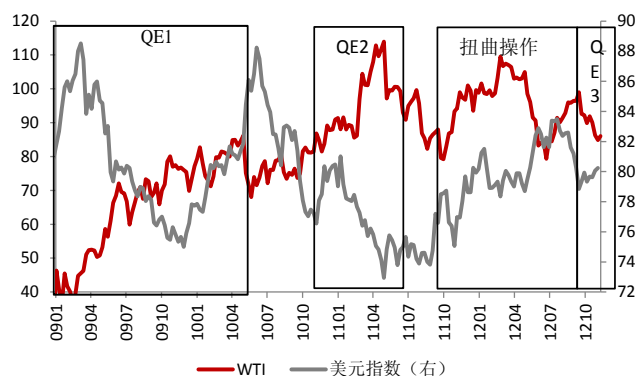
依据宏观组判断，2013 年通胀较今年明显回落，前三季度 CPI-PPI 处于下降通道。二级市场经验统计，在 CPI-PPI 下降早期，地产、汽车、家电等行业表现较好。

图 52： 国内钢材价格与伦铜价格



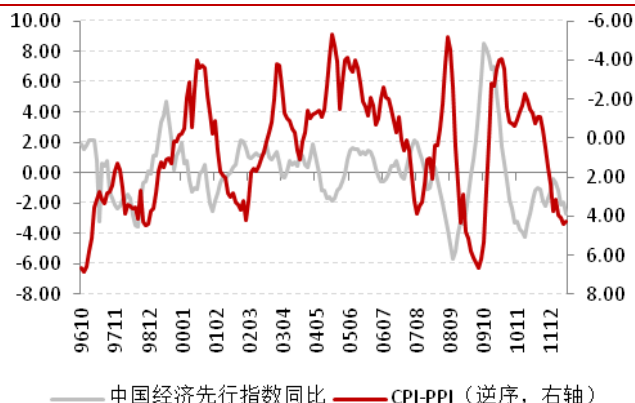
资料来源：Wind, CEIC, 华泰证券研究所

图 53： 原油价格与美元指数



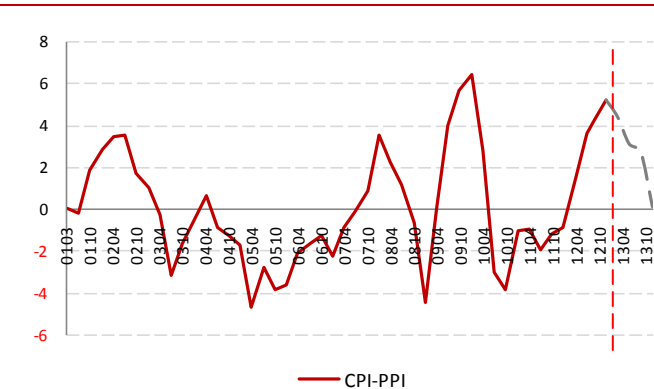
资料来源：Wind, CEIC, 华泰证券研究所

图 54：CPI-PPI 反向滞后领先指标 6 个月左右



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 55：CPI-PPI 趋势



资料来源：Wind, 华泰证券研究所 虚线部分为宏观预测值

表格 4：CPI-PPI 缺口周期下行业二级市场表现（指数涨幅最快行业）

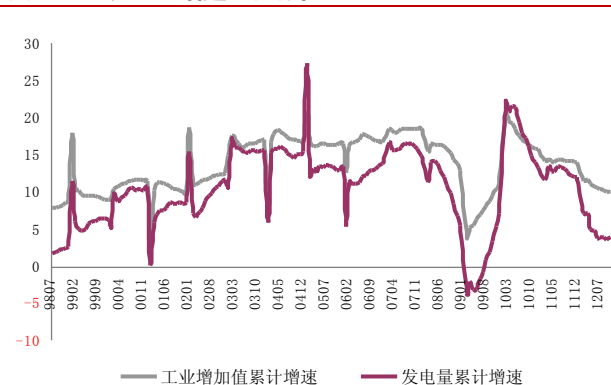
上升早期		上升晚期		下降早期		下降晚期	
食品饮料	26.37%	房地产	36.12%	房地产	89.05%	采掘	13.61%
有色金属	24.02%	纺织服装	24.54%	交运设备	80.45%	电子	5.90%
机械设备	16.45%	金融服务	22.49%	家用电器	79.42%	家用电器	3.12%
商业贸易	15.78%	商业贸易	19.83%	采掘	77.52%	信息设备	2.63%
餐饮旅游	13.42%	医药生物	19.59%	有色金属	72.05%	黑色金属	2.49%

资料来源：Wind, 华泰证券研究所 数据起始：2001.1—2012.6

成本角度：买入公用事业，降低上游配置

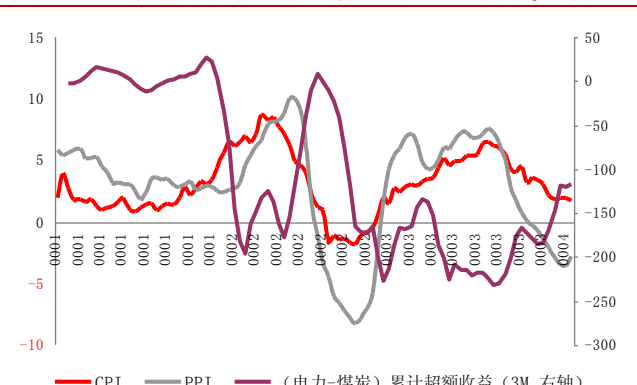
宏观组判断：基建投资受制于政府债务的快速上升，制造业投资受制于外需下滑与产能过剩，房地产投资受制于高库存下新开工难以大幅回升。展望 2013 年，投资将从 2012 年的 21% 下滑至 19%，在境外流动性逐步趋紧，和国内投资增速继续下滑的背景下，上游资源难以有超额表现。在这种背景下，我们更为关注生产成本下降的电力等公共事业。

图 56：发电量增速已在低位



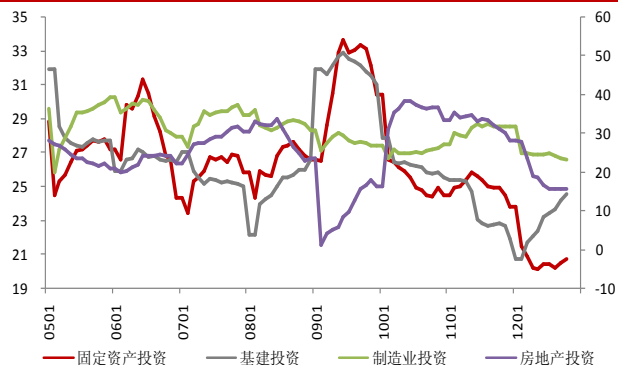
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 57：电力相对能源股的超额收益在 PPI 下降中上升

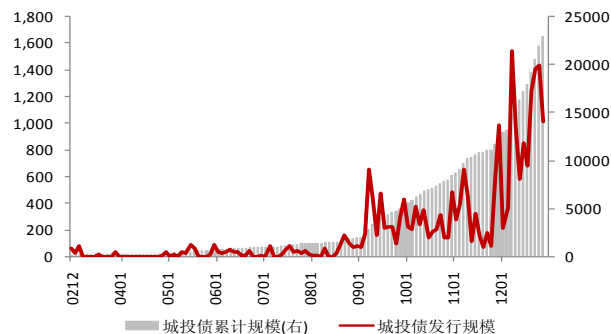


资料来源：Wind, 华泰证券研究所

基建投资未来受制于城投债等债务的快速上升带来的财务压力。2012 年计算的基建投资增速从年初的-2.4%持续回升至 10 月份的 14.1%，对冲了制造业和房地产投资的下滑。与基建投资的大幅回升对应的是城投债等政府相关债务的快速膨胀，2012 年已发行的城投债达到 1.03 万亿，接近前三年的发行总量。城投债的累计规模达到 2.3 万亿，每年的利息支出约 1500 亿，占地方财政收入的 2.7%。

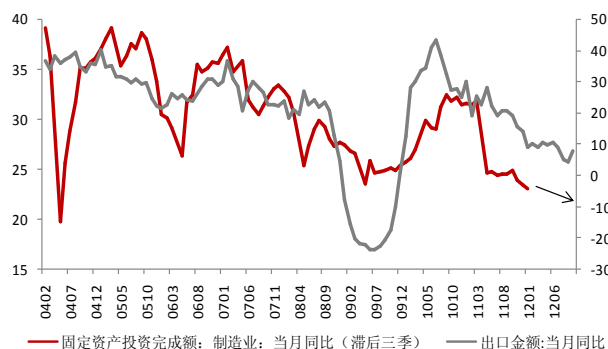
图 58： 2012 年基建投资对冲制造业和房地产投资下滑

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

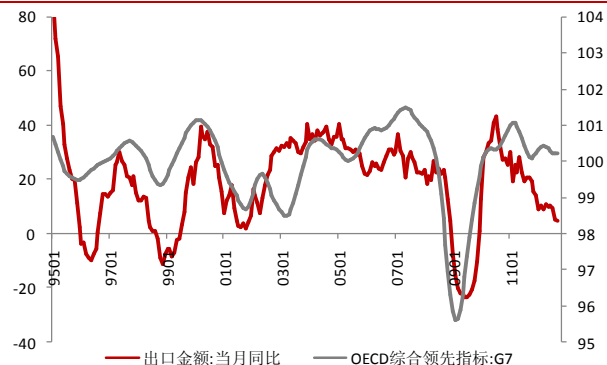
图 59： 城投债等债务的快速上升将制约未来的基建投入

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

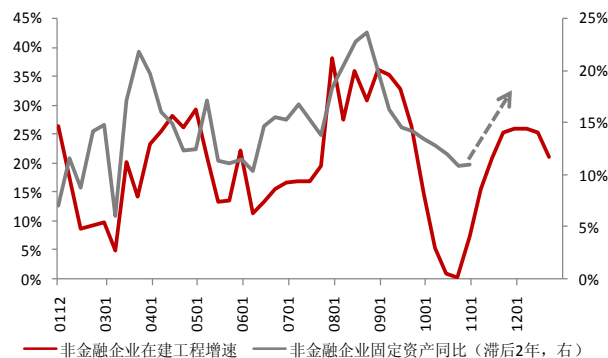
制造业投资缓慢下行，未来外需下滑和产能过剩的背景下，仍是下行趋势。需求角度，外需下滑使得出口增速大幅下降，10 月份出口累计同比 7.8%，较 2011 年全年 20.3% 的增速大幅下滑。解决欧债危机的财政紧缩与经济增长形成“两难”，欧元区经济难以好转；美国房地产市场出现好转迹象，经济缓慢复苏，但是在“振兴制造业”的战略之下，美国的进口将逐步减少，因此美国经济好转对于中国出口的拉动也难以超预期。

图 60： 制造业投资与出口

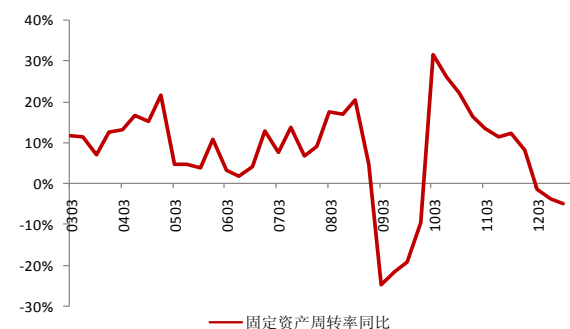
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 61： 出口与海外经济

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 62： 本轮投资带来的产能投放集中在 2012-2013 年

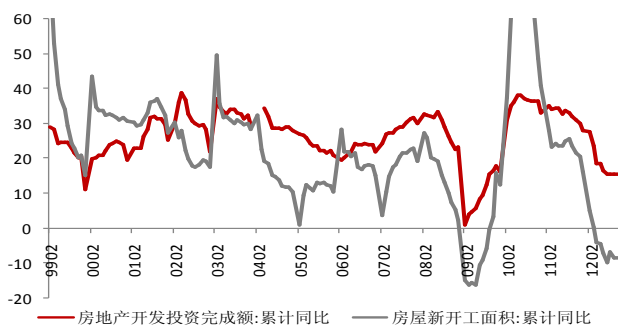
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 63： 产能利用率同比持续下降

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

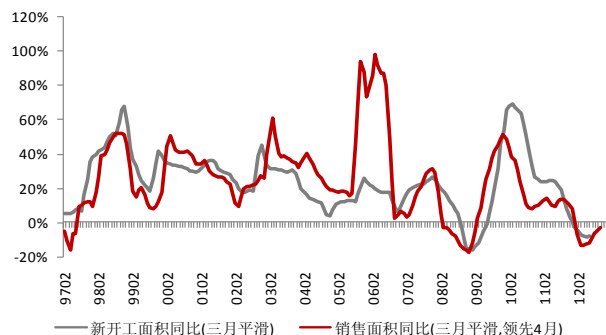
房地产投资下滑后企稳，高库存背景下销售回暖带动新开工的历史规律难以再现。房地产投资的关键在于新开工能否回升，按照以往历史经验，新开工滞后于销售 4 个月，那么从今年 6 月份开始销售回升的趋势来看，新开工在 11 月份开始就将回升，但是我们认为，本轮新开工增速仍将在较长时期内维持低位，原因在于高库存的压制。当前测算的房地产行业库存达到 21 亿平，去化时间大约 2 年，而更重要的是施工面积达到了 54 亿平，即使新开工为 0 的情况下，也足以满足 4 年的销售。

图 64： 房地产投资与新开工



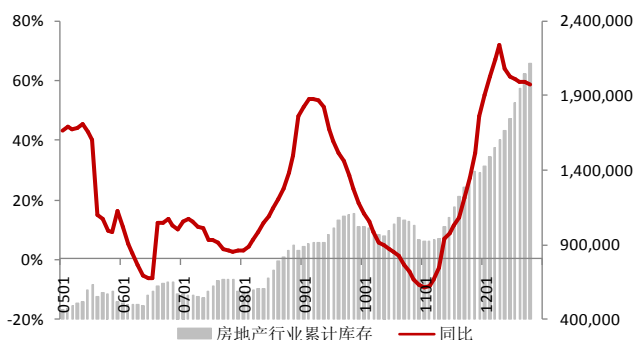
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 65： 房地产新开工滞后于销售 4 个月



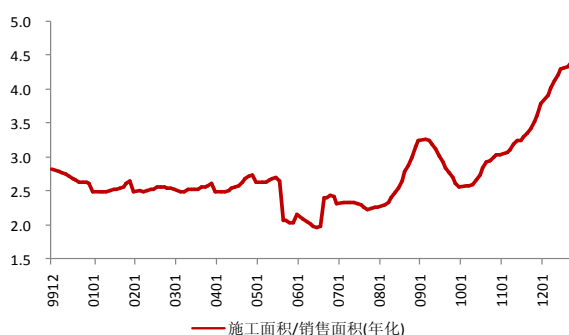
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 66： 房地产行业累计库存



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 67： 房地产施工面积的去化需要 4 年以上

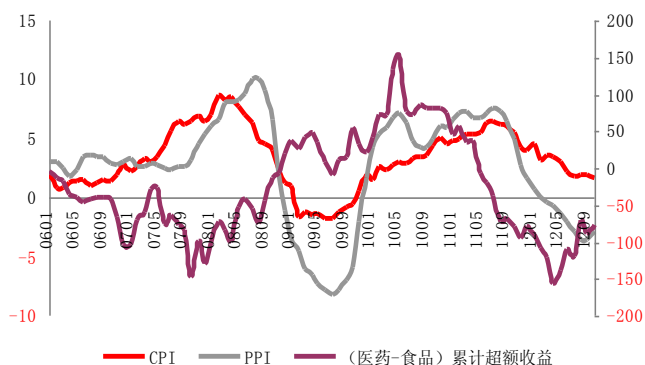


资料来源：Wind, 华泰证券研究所

消费角度：买入通缩预期受益的行业，降低通胀敏感的行业

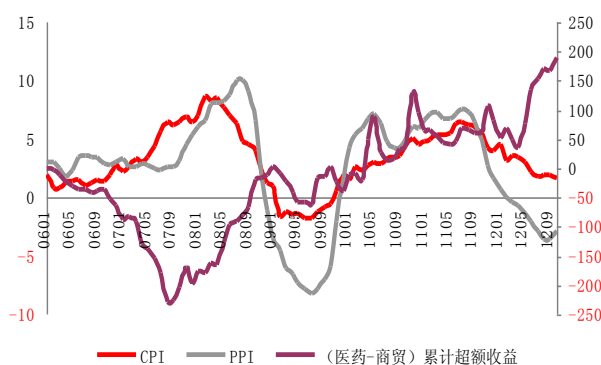
稳定消费品中，白酒、商业零售业绩往往在通胀上升阶段较为敏感，从历史来看，医药在通胀回落阶段，相对于白酒和商业零售往往具有超额收益。

图 68： 医药股相对于食品饮料的超额收益



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 69： 医药股相对于商业零售的超额收益



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

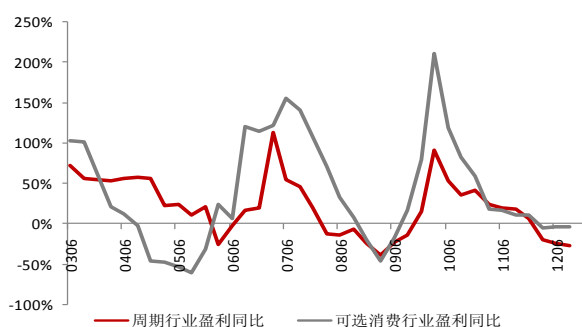
资金流向：传统估值有效性的弱化

传统的股市估值有效性在 2011 年以来受到理财产品等的冲击而逐步弱化。理财产品、债券收益率的高企，使得股市分红收益率难现吸引力；产业资本大规模减持，使得股市 PB 估值失效；相对而言，随着 QFII、RQFII 额度的持续提升，以及未来资本项目的逐步放开，我们认为 A-H 价格对比的有效性将会提升。

盈利：日常消费 ROE 有下行风险

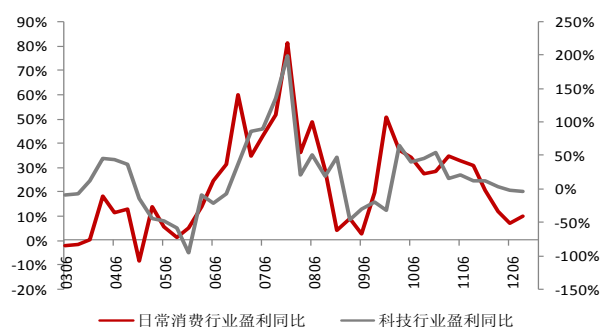
盈利增速角度，周期股和消费股都已经接近历史底部，科技股相对历史底部仍然偏高。分行业来看，周期板块大部分行业盈利增速处于低位，机械设备盈利增速处于历史最低，只有公用事业行业盈利增速处于历史均值上方，黑色金属行业盈利增速处于历史均值附近。消费板块大部分行业处于历史均值下方附近，商业贸易处于历史最低，只有食品饮料、餐饮旅游高于历史均值。科技板块电子、信息服务盈利增速处于历史均值水平，信息设备处于低位。

图 70：周期股与可选消费盈利增速同比



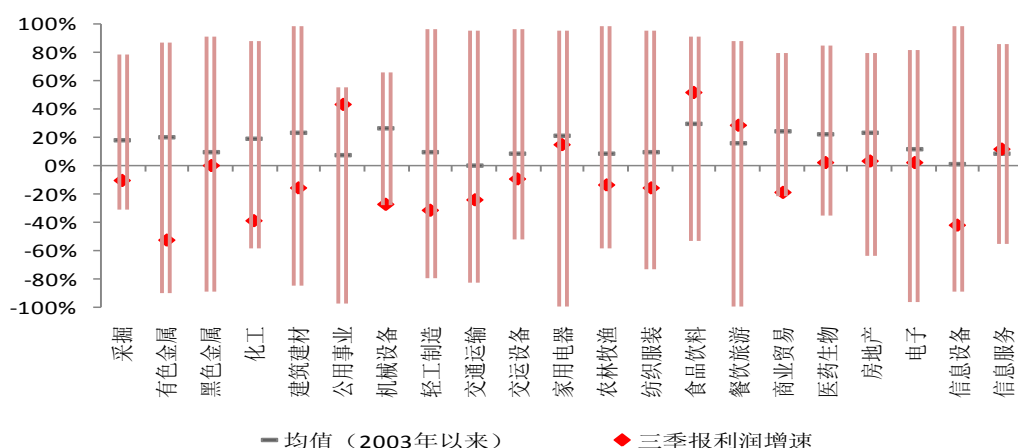
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 71：日常消费与科技股盈利增速同比



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

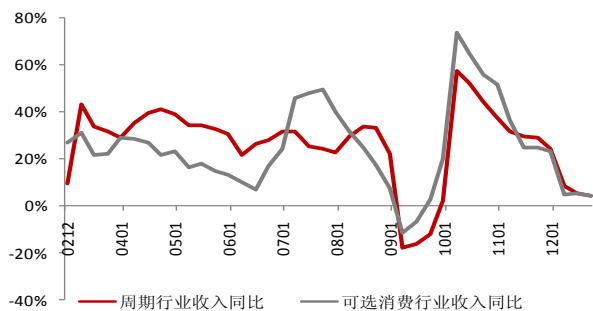
图 72：分行业盈利增速历史最高、最低、均值、最新值（三季报）



资料来源：Wind, 华泰证券研究所（剔除盈利增速在正负 100% 区间之外的数据点）

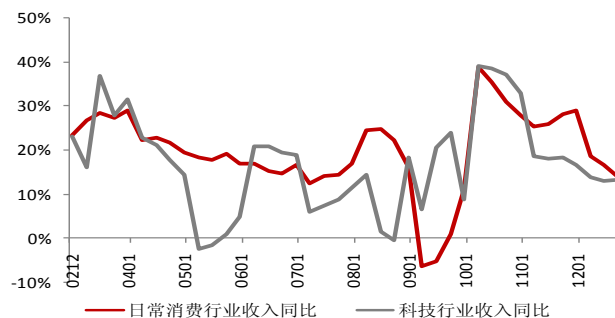
收入增速角度，周期股和可选消费股接近历史底部，日常消费和科技股相对历史底部仍然偏高。分行业来看，周期板块的行业收入增速均处于低位，建筑建材、公用事业、机械设备收入增速接近历史最低。消费板块大部分行业处于历史均值附近，可选消费的汽车、家电偏低，农业、餐饮旅游高于历史均值。科技板块电子、信息服务收入增速处于历史均值水平，信息设备处于低位。

图 73： 周期股与可选消费收入增速同比



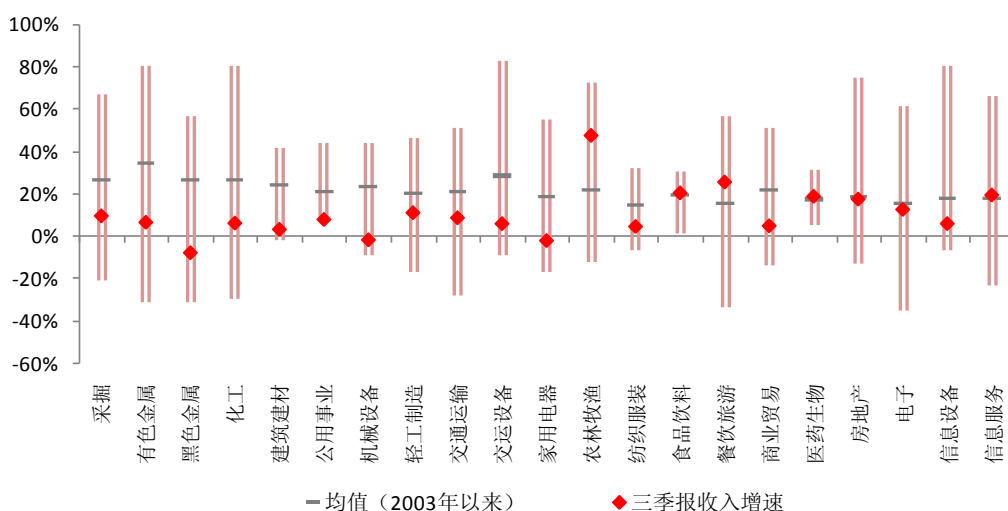
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 74： 日常消费与科技股收入增速同比



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

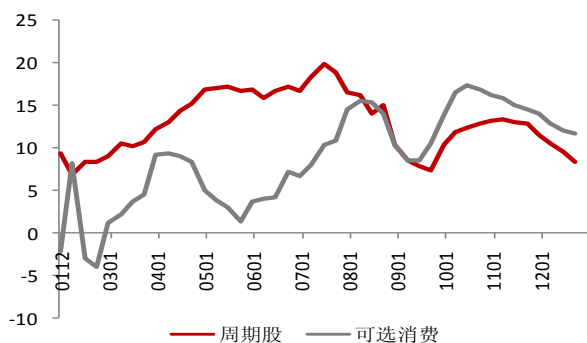
图 75： 分行业收入增速历史最高、最低、均值、最新值（三季度）



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

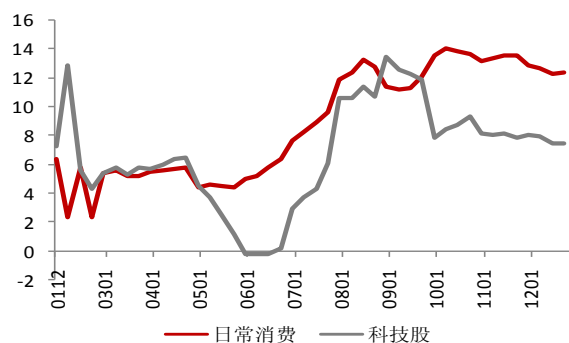
盈利能力角度，整体非金融企业盈利能力接近历史底部，但消费行业有下行风险。三季度非金融企业 ROE 仅 7%，为 04 年以来最差的三季度，年化 ROE 为 9.3%，接近 09 年中的 8.2%。分板块来看，周期股 ROE 基本处于底部，日常消费、科技行业 ROE 仍处高位，未来经济下滑从生产领域扩展至消费领域的过程中，日常消费行业 ROE 面临下行风险。

图 76： 周期股与可选消费 ROE

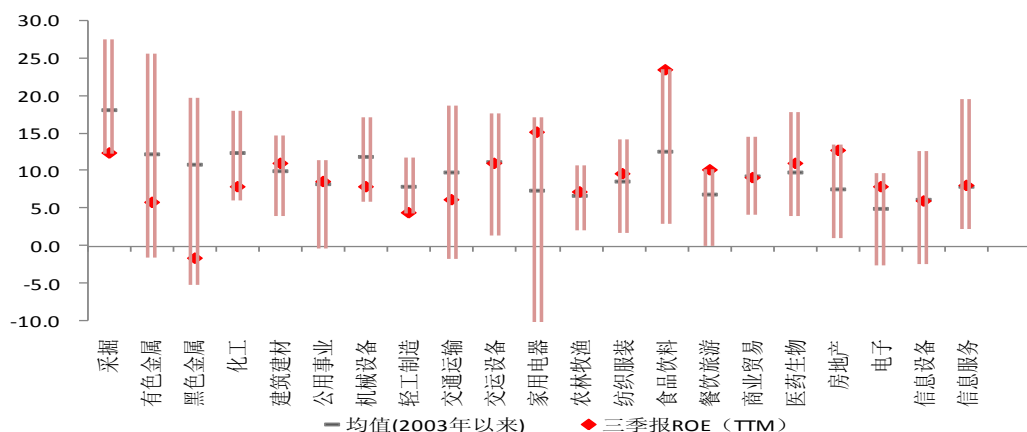


资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 77： 日常消费与科技股 ROE



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 78： 分行业 ROE 历史最高、最低、均值、最新值（三季度）

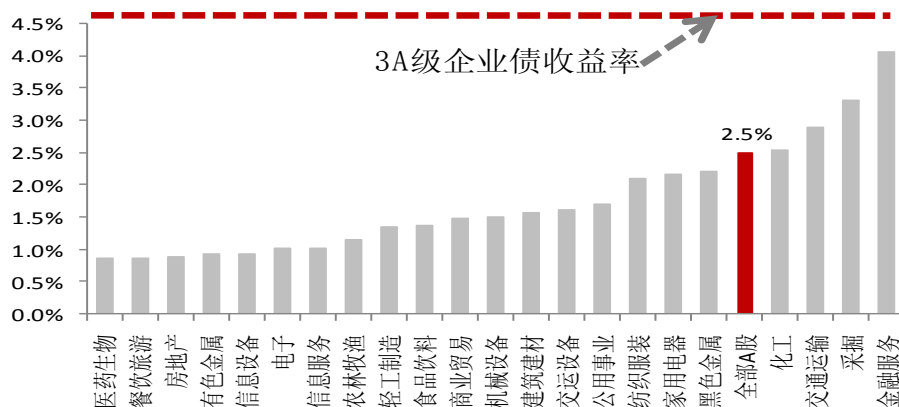
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

估值：传统估值有效性弱化，国际对比有效性有望提升

传统的股市估值有效性在 2011 年以来受到理财产品等的冲击而逐步弱化，随着 QFII、RQFII 额度的持续提升和未来资本项目的逐步放开，我们认为 A-H 价格对比和估值的国际比较的有效性将会提升。

对固定收益投资者有吸引力的估值：分红收益率

虽然金融、采掘等行业的分红收益率达到 3% 以上，相对较高，但是与债券收益率和理财产品收益率相比，2012 年 5 年期 3A 级企业债平均收益率 4.6%，理财产品普遍接近 10% 的收益率，当前的分红收益率明显偏低。

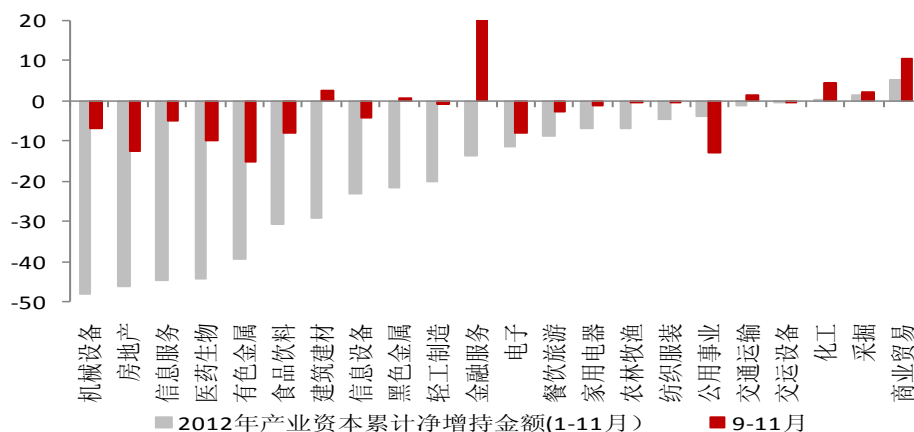
图 79： 分行业分红收益率

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

产业资本认可的估值：产业资本增减持

市场持续下跌使得整体估值不断下移的过程中，企业层面由于资金紧张而仍然持续减持股权，使得传统的 PB 估值失效。2012 年产业资本增持 224.8 亿，减持金额达到 586.9 亿，净减持 362 亿。分行业来看，净增持的行业只有商贸、采掘、化工，但 9 月份以来金融行业的净增持大幅上升。

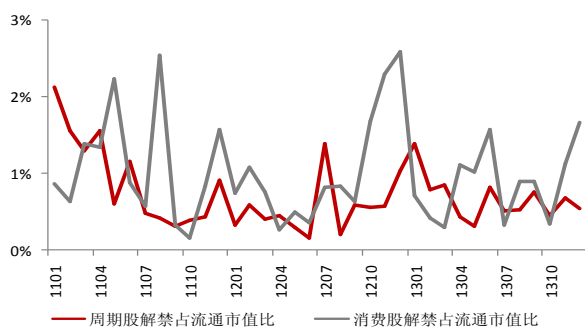
图 80： 分行业产业资本净增持金额



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

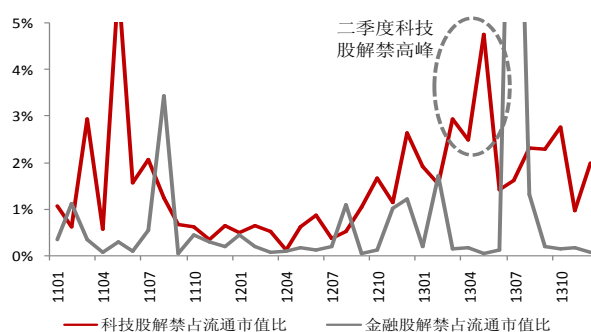
2013 年限售股解禁相比 2012 年更高，因此明年企业减持对股市的压力仍然巨大。2012 年 A 股解禁总规模约 1.3 万亿，2013 年将达到 2.2 万亿，解禁股份多是 2009/2010 年新股发行重启后密集发行的新股进入解禁期。分板块来看，2013 年二季度消费股、科技股解禁量较大，三季度金融股解禁量较大。

图 81： 周期股、消费股的月度解禁占流通市值比



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 82： 科技股、金融股的月度解禁占流通市值比



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

表格 5：分行业 2013 年解禁的月度分布

	201301	201302	201303	201304	201305	201306	201307	201308	201309	201310	201311	201312
采掘		6	123		4	82	16	7	9	41	97	
有色金属	39	4	91	8	13	26	5	43		150	12	11
黑色金属	29				1	5	11		30	47		43
化工	45	60	45	96	119	56	108	39	93	24	146	35
建筑建材	265	6	156	25	135	94	8	15	126	12	27	18
机械设备	467	376	116	130	14	212	144	190	181	111	134	185
轻工制造	38	43	11	0	3	8	11	3	18	44	32	27
公用事业		35	317	103	46	17	89	8	26	8		151
交通运输	3	33	131		3	14	28	91	265		53	78
交运设备	0	13	63	173	8	45	27	45	85	84	40	24
家用电器			3	6	27	130	6	7	7	0	47	14
农林牧渔			2	77	19	5	55	23	65		16	13
纺织服装		3		32	26	24	1	82	4	46	52	21
食品饮料	36		4	19			7	50	30	3	24	133

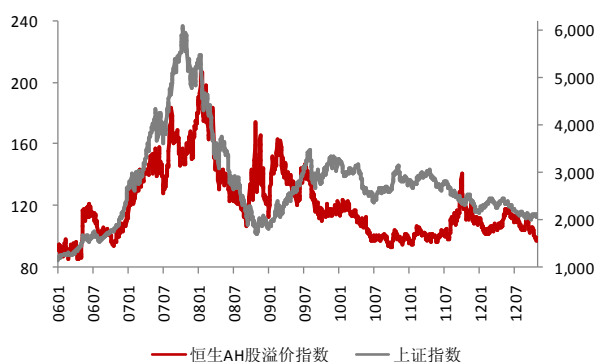
餐饮旅游				4					0			39
商业贸易	127		5		55	66	2		7	10	0	104
医药生物	57	107	20	43	171	217	6	51	84		156	152
金融服务	34	703	8	78	16	49	6727	562	81	66	63	23
房地产	40	43	50	1			0	25	2			0
电子	16	23	176	121	56	33	73	74	140	28	46	54
信息设备	40		35	23	254	25	40	62	21	46	31	22
信息服务	101	113	47	63	113	54	23	64	34	164	2	85

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

海外投资者认可的估值：有效性将逐步提升

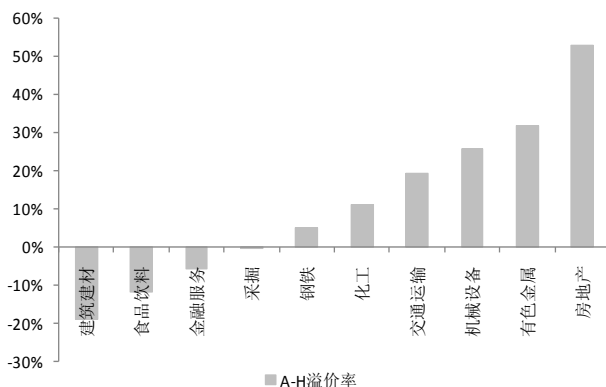
随着 QFII、RQFII 额度的快速提高，以及未来资本项目的逐步开放，A 股和国际股市估值也将逐步接轨。从 A-H 溢价率来看，建筑建材、食品饮料、金融、采掘行业 A 股处于折价。从行业估值的国际对比来看，周期板块中只有建筑建材行业估值显著低于国外；消费板块中医药、餐饮旅游估值相对国外偏高；金融地产估值相对国外偏低。

图 83：A-H 溢价率指数接近底部



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 84：分行业 A-H 溢价率（为负表示 A 股折价）



资料来源：Wind, 华泰证券研究所（截止 11 月 23 日，食品饮料行业只包含青岛啤酒）

表格 6：分行业估值的国际对比

A 股	美股	英国	德国	法国	日本
采掘	12.7 油、气	11.5 油、气	9.3 基本资源	12.7 油、气	9.1 采掘
有色金属	27.1 铝行业指数	52.2 工业金属和采掘	#N/A 基本资源	12.7 基本金属	26.9 有色金属
黑色金属	11.2 钢铁	15.2			钢铁 #N/A
化工	14.7 化工	15.3 化工	16.1 化工	16.1	化学制品 19.2
建筑建材	12.0 建筑材料	21.9 建材	13.5 建筑	23.9	玻璃 35.5
机械设备	18.3 工业机械	14.4 通用机械	17.7 工业	21.2 工业	15.9 机械设备 17.1
公用事业	19.1 公用事业	14.8 电力	30.2 公用事业	27.1 公用事业	13.1 电力燃气 #N/A
交通运输	12.2 交通运输	14.3 工业运输	12.3 运输物流	17.1	公路、仓储 14.5、13.3
轻工制造	26.7 造纸林业	16.3 造纸林业	17.7		造纸 12.1
交运设备	13.7 汽车	10.0 汽车及零部件	9.9 汽车	5.6	交运设备 14.4
家用电器	12.5 家用电器	13.5 电器	16.3		电器设备 #N/A
农林牧渔	23.3 农业	13.2			农林牧渔 21.3
纺织服装	17.0 纺织服装	18.1			纺织服装 25.9
食品饮料	19.0 食品饮料	16.6 食品、饮料	19.5、20.4 食品饮料	8.8 消费品	16.6 食品 17.9
餐饮旅游	25.7 餐饮旅游	16.1 旅游	18.0		

商业贸易	17.8	零售	21.3	零售	13.8	零售	139.7		批发、零售	9.8	
医药生物	29.0	生物医药	14.1	生物医药	12.2	医疗保健	20.5	医疗保健	16.9	制药	21.3
金融服务	6.8	金融服务	12.2	银行	20.7	银行	9.9	金融	17.1	银行	8.5
房地产	13.6	房地产	42.4	房地产	#N/A					房地产	30.9
电子	27.6	半导体设备	13.0	科技硬件设备	52.6	信息技术	22.6	信息技术	90.3	精密仪器	22.3
信息设备	29.9	信息技术	14.2								
信息服务	28.0	信息服务	22.4	固网电信	9.3	电信	46.2	电信	5.9	信息通信	11.5
沪深 300	9.3	标普 500	14.3	新华富时 100	14.9	德国 DAX 指数	14.4	法国 CAC 40 指数	12.2	日本 NIKKI 225 指数	24.4

资料来源：Wind, 华泰证券研究所（数据截止 11.23）

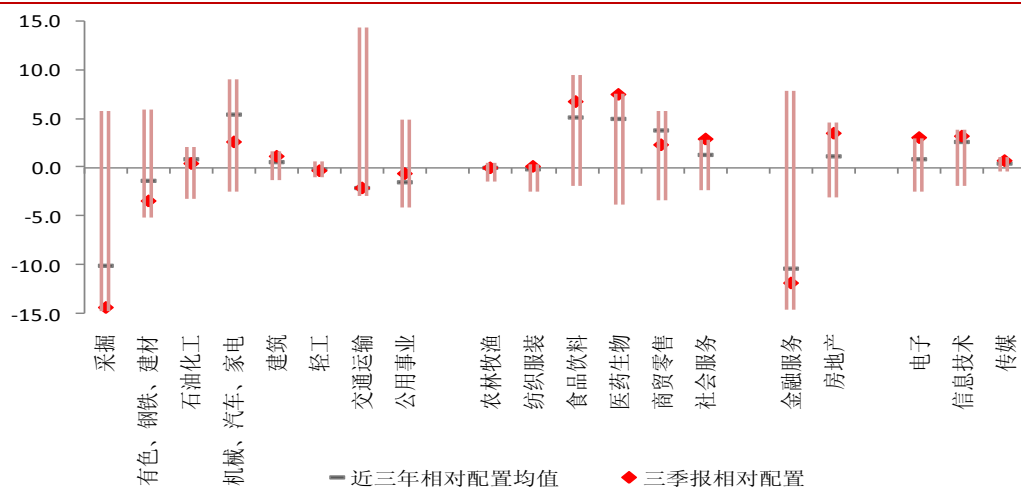
情绪：周期股情绪低位，日常消费股情绪高位

买方情绪：公募基金持仓结构

行业配置方面（相对基准而言），三季度公募基金对周期股整体小幅降低配置，消费股整体提高配置幅度较大，金融股整体降低配置，科技股整体提高配置。

三季度普通股票型基金降低了周期股的整体相对配置，只有石化、电力的相对配置得到小幅提升。消费股的整体相对配置进一步提升，医药、社会服务行业配置创历史新高，只有纺织服装、商贸行业的相对配置降低。金融、保险行业绝对配置和相对配置下滑至历史低位。房地产行业绝对配置和相对配置均高位回落。电子行业绝对配置和相对配置均创历史新高。信息技术行业相对配置接近历史高点。

图 85：普通股票型基金的行业配置



资料来源：Wind, 华泰证券研究所（最大值和最小值起始自 2003 年）

卖方情绪：盈利预测调整

今年以来周期行业的盈利预测经历了大幅下调，消费行业下调幅度较小，但 9 月份以来消费行业盈利下调开始加快。今年以来周期板块盈利预测下调的幅度基本都在 20% 以上，而消费板块中只有纺织服装和商业贸易的下调幅度超过 20%，全年盈利上调的只有食品饮料、餐饮旅游、公用事业。

由于盈利预测的调整是行业超额收益的同步指标，我们认为明年一季度年报披露之前消费类行业存在下修盈利预测的风险，超额收益可能出现明显回落。

表格 7：分行业盈利预测与调整幅度

	11月26日	9月1日	1月1日	9月份以来的调整	1-8月调整幅度
采掘	-8.3%	-2.8%	17.7%	-5.5%	-20.5%
有色金属	-29.3%	-13.3%	30.7%	-16.0%	-44.0%
黑色金属	-95.9%	-13.9%	33.1%	-82.0%	-46.9%
化工	-13.7%	-14.5%	20.1%	0.8%	-34.7%
建筑建材	-6.1%	-2.4%	22.8%	-3.7%	-25.1%
公用事业	57.9%	63.2%	48.5%	-5.2%	14.7%
机械设备	-3.5%	11.0%	29.2%	-14.5%	-18.2%
轻工制造	14.1%	30.2%	42.0%	-16.2%	-11.8%
交通运输	-4.8%	4.1%	20.5%	-9.0%	-16.3%
交运设备	-2.6%	2.7%	21.8%	-5.3%	-19.1%
家用电器	16.7%	16.8%	23.3%	-0.2%	-6.4%
农林牧渔	28.5%	48.9%	34.7%	-20.4%	14.2%
纺织服装	3.6%	14.2%	33.6%	-10.7%	-19.4%
食品饮料	54.4%	51.8%	44.4%	2.7%	7.4%
餐饮旅游	32.0%	31.5%	24.2%	0.5%	7.4%
商业贸易	1.1%	9.8%	26.0%	-8.7%	-16.2%
医药生物	21.5%	25.7%	22.7%	-4.2%	3.1%
金融服务	12.2%	13.9%	19.5%	-1.7%	-5.6%
房地产	19.9%	21.9%	27.3%	-2.0%	-5.4%
电子	21.9%	30.9%	51.0%	-9.0%	-20.1%
信息设备	14.9%	54.0%	33.8%	-39.2%	20.2%
信息服务	29.0%	35.4%	41.1%	-6.4%	-5.7%

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 86：食品饮料行业盈利预测与超额收益



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 87：房地产行业盈利预测与超额收益



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

©版权所有 2012 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000
 电话：86 25 84457777 /传真：86 25 84579778
 电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码 518048
 电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062
 电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034
 电话：86 10 68085588 /传真：86 10 68085588
 电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层/邮政编码：200120
 电话：86 21 50106028 /传真：86 21 68498501
 电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn