

何卫江

021-50588666-8036

gaosl@ccnew.com

2009年6月2日

守住消费拉动 GDP 增长 4% 的底线

——2009 年下半年宏观分析和行业配置

宏观策略

宏观数据

	08 年	091Q	09 年 (E)
GDP	9.10	6.10	8.00
投资	26.10	28.80	25.00
消费	21.60	15.00	14.00
出口	17.20	-19.72	-16.00
CPI	5.90	-0.60	1.00

相关研究

20090431-点评-AAA-刺激消费将是下一阶段最好的政策期待.....09 年 4 月 17 日

20090418 出口增速第一次有力反弹?09 年 4 月 13 日

20090365 政策边际效用递减,行业分化纵深发展.....09 年 4 月 1 日

20090348 美联储购国债不至滞胀,期待政策升级.....09 年 3 月 23 日

20090310 通缩打压利润和资产价格.....09 年 3 月 10 日

20090242 着力扩大消费需求含沙射影房地产?09 年 2 月 27 日

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- **三大经济体 GDP 增长可能在 09 年后相继触底。**09 年一季度欧美日经济增长下降幅度惊人。IMF 最新下调 2009 年的世界经济增长至 -1.3%，将 2010 年的经济展望由“逐步复苏，增长率回升到 3%”弱化为“逐渐恢复，增长 1.9%”。
- **09 年保八在望,基础恐不牢。**基于投资足够弹性和存货补库要求,我们确信 09 年 GDP 增长 8% 左右。但是,宏观热微观冷可能贯穿整个 2009 年,经济增长基础不牢。
- **09 年物价可能温和上涨。**我们预期年内可能不会形成明显的通胀预期,全年 CPI 同比增长 1%-1.5%。中长期看,随着经济逐渐复苏,如果管理者不采取应对措施,广义货币供应量大幅度上升必将引发新一轮通货膨胀。
- **守住消费需求拉动 GDP 增长 4% 的底线。**09 年实现经济增长保八的目标,其中资本形成有条件有信心完成 4% 份额,但是消费需求要保住 4% 的底线,还需要政府上措施上力度。
- **加大刺激消费力度,发挥拉动经济主导作用。**从贡献来说,投资立下头功;从质量来说,消费更胜一筹。从弹性来说,投资余地更大;从投入产出来看,消费更具效率。
- **自上而下基于消费逻辑、需求和利润的稳健配置。**投资需求中超配钢铁、间接受益的电力、水处理;标配建筑建材、电气设备、通信设备等。消费需求中超配医药,食品饮料、家电、旅游、连锁超市、地产(住宅)以及等;标配汽车。通胀预期下超配黄金;标配煤炭、有色等上游行业。超配受益经济回暖的金融。

目 录

1. 欧美日经济体可能 09 年后相继触底.....	4
2. 中国 09 年保八在望，根基恐不牢.....	5
2.1 09 年经济反弹根基不牢.....	6
2.1.1 PMI显示小企业获得刺激资源支持较小.....	6
2.1.2 工业去产能化是趋势.....	7
2.1.3 激活社会资本需要降低门槛，开放更多领域.....	10
2.1.4 下半年出口改善不抱太多期望.....	12
2.2 09 年内很难形成明显通胀预期.....	14
3. 守住消费需求拉动GDP增长 4%的底线.....	17
3.1 居民收入增长放缓，储蓄意愿上升.....	18
3.2 刺激消费效果显著，盼政策上力度.....	20
3.3 刺激消费政策升级逻辑下的机会.....	21
4. 自上而下行业配置： 抓住需求和利润.....	22
4.1 行业基本面改善得益于政策刺激.....	22
4.2 自上而下行业配置考虑.....	25

图表目录

图 1: 欧美日GDP增长.....	5
图 2: 欧美日PMI指数.....	5
图 3: 欧美日消费者信心指数.....	5
图 4: PMI指数.....	6
图 5: 大中小型企业工业产值.....	6
图 6: 大中小型企业从业人数 单位: 万人.....	6
图 7: 大中型企业经营活动预期PMI指数.....	7
图 8: 大中小型企业国外新订单PMI指数.....	7
图 9: 大中小型企业新订单PMI.....	7
图 10: 工业增加值、发电量和GDP增速.....	7
图 11: 工业占GDP比重.....	7
图 12: 第一产业增加值、发电量增速.....	9
图 13: 第三产业增加值、发电量增速.....	9
图 14: 第二产业增加值、用电量增速.....	10
图 15: 投资增长.....	11
图 16: 人民币贷款余额同比增速.....	11
图 17: 广交会同比和环比增长.....	13
图 18: 广交会成交增长和出口增长.....	13
图 19: 欧美日出口占中国全部出口比例.....	14
图 20: CPI和PPI同比增速.....	15
图 21: CPI同比增长分解翘尾和新涨价.....	15
图 22: 08 - 09 年翘尾分布.....	15
图 23: 新涨价因子和CRB指数关系.....	16
图 24: GDP平减指数和广义货币供应.....	17

图 25: 货币流通速度.....	17
图 26: 消费贡献率和消费拉动GDP增长.....	17
图 27: 社会消费品零售总额名义和实际增速.....	18
图 28: 城镇居民可支配收入增速.....	19
图 29: 农村居民可支配收入增速.....	19
图 30: 城镇居民四项收入拉动收入增长.....	19
图 31: 农村居民四项收入拉动收入增长.....	19
图 32: 城乡居民储蓄率.....	19
图 33: 社会消费品零售总额名义和实际增速.....	20
图 34: 商品房住宅销售面积增速.....	21
图 35: 汽车和轿车销量增速.....	21
图 36: 工业企业主营和利润增速.....	23
图 37: 产成品资金占用和应收增速.....	23
图 38: 行业估值PE (TTM).....	26
表 1: 三次产业拉动GDP增长.....	8
表 2: 全社会用电增速分解	8
表 3: 五大类行业对城镇固定资产投资拉动分解.....	11
表 4: 分企业类型对城镇固定资产投资拉动分解.....	12
表 5: 欧美日及其它市场拉动中国出口增速.....	14
表 6: 分商品类别消费品零售增速.....	20
表 7: 规模以上工业企业分行业主营业务收入增速.....	23
表 8: 规模以上工业企业分行业利润增速.....	24

引言

目前全球经济整体可能已经度过了最艰难、最黑暗的时期。欧美日三大经济体可能在09年后相继触底,而09年一季度可能是中国经济这轮经济调整的底部。

基于投资足够弹性和存货补库要求,我们确信09年GDP增长8%左右。但是,宏观热微观冷可能贯穿整个2009年。经济下滑换一种说法就是需求不足,而外部需求是管理者不可控的,能做的就是提供各种出口贸易便利、税费优惠以及争取一个公平、公正的全球贸易环境。因此,拉动投资和刺激消费成了最直接最有效拉动经济增长两种方式。

从08年四季度经济刺激实施以来,经济进一步快速下滑势头已被遏制。09年一季度消费拉动GDP增长4.3个百分点,贡献率70%,资本形成拉动GDP增长2个百分点,其中,固定资本形成拉动GDP增长9.6个百分点,极大地对冲了存货对经济增长的负面影响。

从贡献来说,投资立下头功;从质量来说,消费更胜一筹。从弹性来说,投资余地更大;从投入产出来看,消费更具效率。经济刺激实施以来,投资始终摆在最突出最重要的位置无可厚非,但是刺激消费应该得到管理者更多重视,使得投资和消费刺激力度上有一个合适的匹配。我们期待各级政府努力完成保八目标的同时,守住消费拉动GDP增长4%的底线。

我们相信,各级政府特别是地方政府出台高杠杆刺激消费政策仍有巨大空间,投资机会的想象空间也很大。至于政策的形式可能是多样化的,归根到底就是各级财政税费减免和资金补贴。

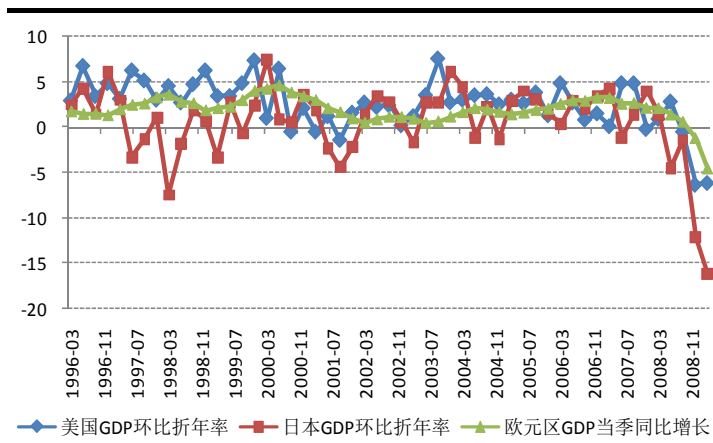
尽管政策刺激A股市场走出一波反弹行情,市场走到今天,政策的边际效用正逐渐减弱,因此,我们做行业配置的时候除了紧跟政策外,更应关注微观主体运营环境和经营状况。毕竟经济触底和复苏是两个概念,在这个过渡阶段,行业的分化将逐步显现,我们抓住需求、利润两个核心指标,稳健配置。

1. 欧美日经济体可能09年后相继触底

IMF下调09年世界经济增长预期。4月份IMF最新的《世界经济展望》再次将09年全球经济增长预期下调至-1.3%, (在09年1月份的展望中,IMF预计2009年的世界经济增长将下降至0.5%), IMF还将2010年的经济展望由“逐步复苏,增长率回升到3%”弱化为“逐渐恢复,增长1.9%”。

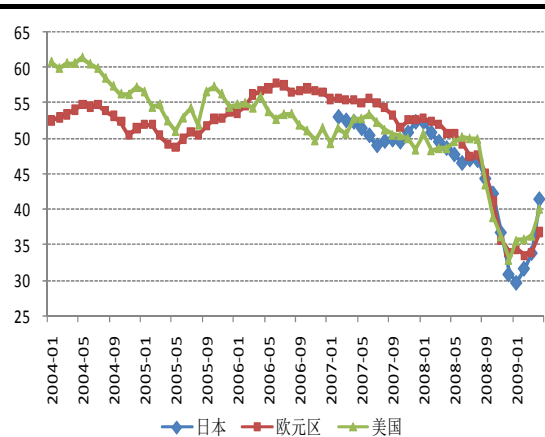
欧美日三大经济体GDP增长可能在09年后相继触底。09年一季度欧美日经济增长下降幅度惊人。一季度美国GDP环比折年率下降6.1%,降幅较08年四季度收窄0.2个百分点;一季度欧元区GDP同比下降4.55%,降幅较08年四季度加大3.34个百分点;而一季度日本GDP环比折年率下降15.2%,降幅较08年四季度加大3.1个百分点。目前全球经济整体可能度过了最艰难、最黑暗的时期。三大经济体先行指数反弹可能预示着GDP增长在09年前后相继触底。

图1: 欧美日GDP增长 单位: %



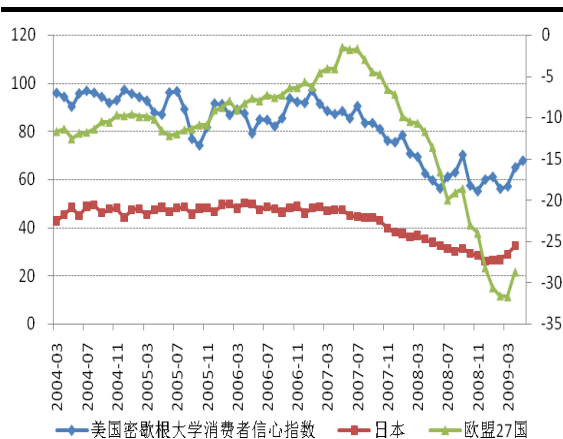
数据来源: 中原证券研究所 wind资讯

图2: 欧美日PMI指数



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

图3: 欧美日消费者信心指数



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

2. 中国09年保八在望，根基恐不牢

09年一季度GDP同比增长6.1%，三大需求对GDP的贡献分别是：最终消费贡献4.3个百分点，货物和服务净出口贡献-0.2个百分点，资本形成贡献2个百分点，其中固定资本形成贡献9.6个百分点，存货投资贡献-7.6个百分点。存货投资和外贸贡献率下降是GDP增速回落的主导因素。

我们初步估计09年消费和资本形成各拉动GDP增长4个百分点左右，主要考虑到地方投资弹性较大，存货补库下半年将有所改善，09年全年能够确保GDP增长8%。相对来说，09年全年消费实现拉动GDP增长4%可能有不小的困难，主要原因是收入增速下降，失业率上升，加剧了收入分配不平衡的负面影响，这也直接反映在居民储蓄率的大幅度上升。

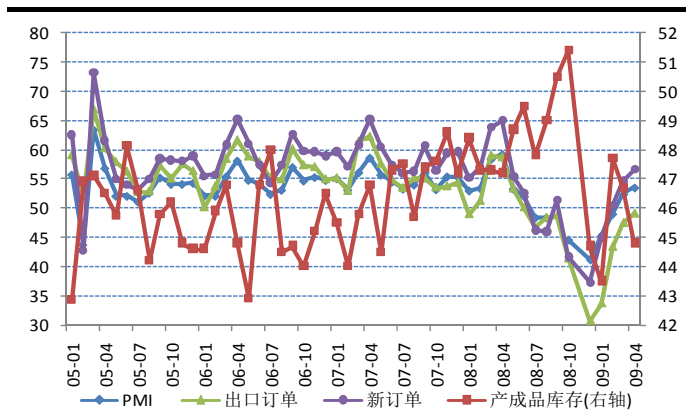
事实证明，在经济快速下滑背景下，消费也离不开政策刺激。管理者应该足够重视和在乎刺激消费带来的巨大杠杆效应，刺激消费还需上力度上水平，从而改变刺激消费投入和投资资金严重失衡的局面。守住消费拉动GDP增长4%的底线或许带来意想不到的收获，毕竟其杠杆乘数的弹性足够大。

2.1 09年经济反弹根基不牢

2.1.1 PMI显示小企业获得刺激资源支持较小

制造业采购经理指数是制造业先行指标同时也是宏观经济的风向标。自2008年7月份PMI跌破50%底线后，PMI连续7个月在50%下方运行。从最近几个月来看，PMI在2008年12月触底反弹后连续拉升，并在2009年3月份首次突破50%的安全线。同时，受鼓舞的是订单和出口订单指数连续3个月攀升，不过原材料库存指数在2月份反弹之后又调头向下，表明企业还是比较谨慎。

图4: PMI指数

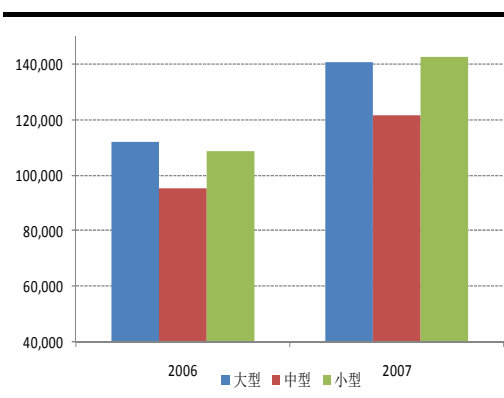


数据来源：中原证券研究所 wind资讯

分企业类型看，4月份大中小型企业经营活动预期PMI指数分别为69.7%、66.3%和53.1%，达到反弹以来的新高。全球经济危机爆发以来，大中小型企业经营活动预期PMI指数均经历快速下滑的阶段，但是大中型企业指数没有跌破50%的安全线，而小企业指数明显只在50%附近的低水平环境运行。

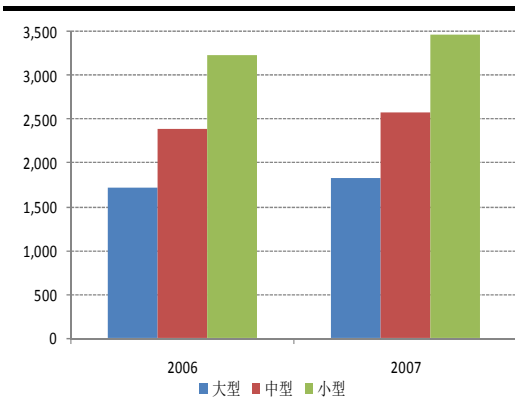
此外，大中小型企业指数相对各自底部分别反弹24%、30%和17%，小企业指数反弹力度最小。分析三类企业获取新订单和国外订单数据，可以看出在这一轮经济刺激中，小企业获取国内定单方面处于劣势地位。小企业是中国经济重要组成部分，最能体现经济运行状况，从小企业订单和经营活动预期PMI数据来看，中国经济恢复状况可能不如预期理想。

图5: 大中小型企业工业产值 单位: 亿元



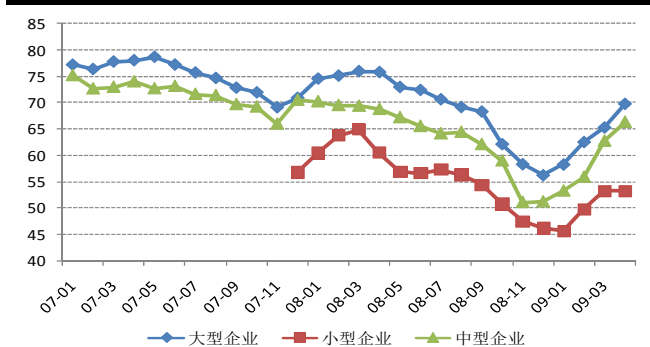
数据来源：中原证券研究所 Wind资讯

图6: 大中小型企业从业人数 单位: 万人



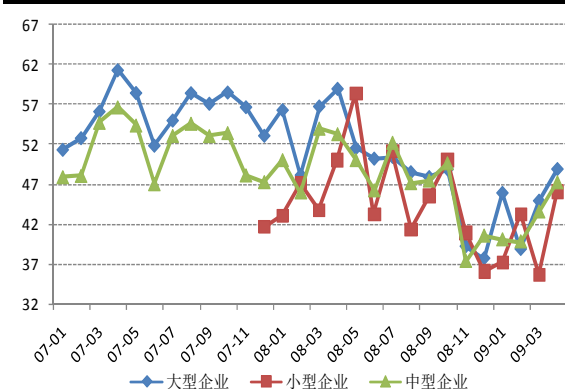
数据来源：中原证券研究所 Wind资讯

图7: 大中型企业经营活动预期PMI指数



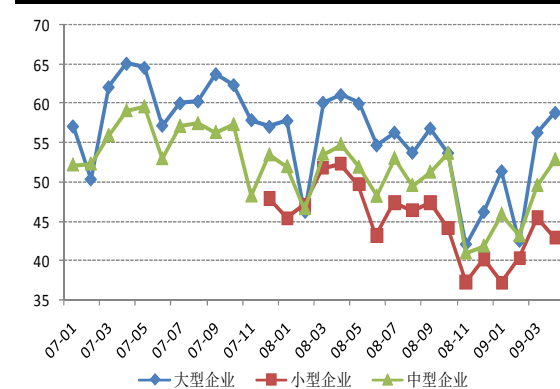
数据来源: 中原证券研究所 wind资讯

图8: 大中小型企业国外新订单PMI指数



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

图9: 大中小型企业新订单PMI



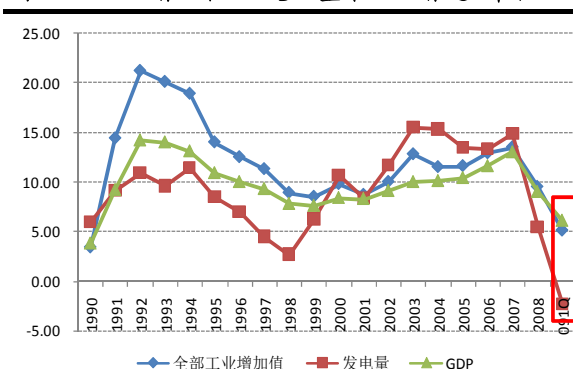
资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

2.1.2 工业去产能化是趋势

09年一季度, 全社会用电量同比下降4.02%, 但同期国内生产总值和规模以上工业增加值却分别增长6.1%和5.1%。工业增加值占GDP比重接近50%, 而用电量是判断工业经济活动一个重要的指标。这里需要理清工业增加值、GDP和用电量之间正负关系是否正常。

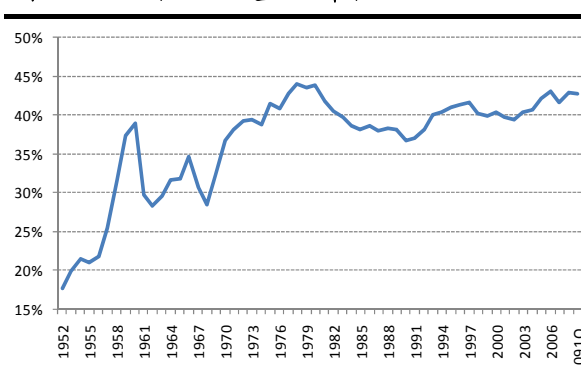
三者的趋势关系是正常的。回顾我国历史数据(用电量数据代替用电量), 可以发现发电量增长较工业增加值和GDP增速波动幅度大, 总的变化趋势是一致的, 但增速正负背离却是首次。

图10: 工业增加值、发电量和GDP增速 单位: %



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

图11: 工业占GDP比重 单位: %



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

下面我们分解GDP和用电量，以理清09年一季度两者正负增速触发点。

首先，GDP增长分解结果显示三次产业拉动GDP均是正增长，但工业增加值拉动GDP增长明显放缓。09年一季度，中国GDP同比增长6.1%，其中，第一产业增加值增长3.5%，拉动GDP增长0.25个百分点；第二产业增加值增长5.3%，拉动GDP增长2.58个百分点；第三产业增加值增长7.4%，拉动GDP增长3.27个百分点。此外，对比08年一季度，第一产业拉动GDP增长的幅度基本相当，第三产业和第二产业拉动GDP增长的下降幅度较大。

表1：三次产业拉动GDP增长 单位：%

日期	第一产业	第二产业	第三产业	第二产业	
				工业	建筑业
1992	1.02	9.21	4.31	8.10	1.10
1993	0.93	9.27	4.08	8.07	1.15
1994	0.79	8.57	3.69	7.64	0.84
1995	1.00	6.56	3.22	5.75	0.76
1996	1.00	5.75	3.08	5.17	0.52
1997	0.64	4.99	3.66	4.71	0.15
1998	0.61	4.11	3.01	3.59	0.53
1999	0.46	3.71	3.51	3.40	0.25
2000	0.36	4.32	3.78	3.95	0.32
2001	0.40	3.79	4.13	3.46	0.37
2002	0.40	4.39	4.31	3.94	0.47
2003	0.32	5.84	3.92	5.18	0.67
2004	0.84	5.13	4.04	4.69	0.44
2005	0.64	5.58	4.21	4.89	0.70
2006	0.57	6.33	4.84	5.56	0.77
2007	0.41	7.13	5.57	5.63	0.69
2008	0.62	4.52	3.81	4.08	0.40
081Q	0.21	4.55	5.74	//	//
091Q	0.25	2.58	3.27	//	//

数据来源：中原证券研究所 wind资讯

其次，09年一季度全社会用电量增速出现负增长唯一的原因是工业用电量负增长。09年1-2月和一季度工业用电量分别拉动全社会用电量下降7.17%和5.91%，大于相应全社会用电量下降幅度；而第一、三产业和居民生活用电量则是拉动全社会用电量正增长。

表2：全社会用电增速分解 单位：%

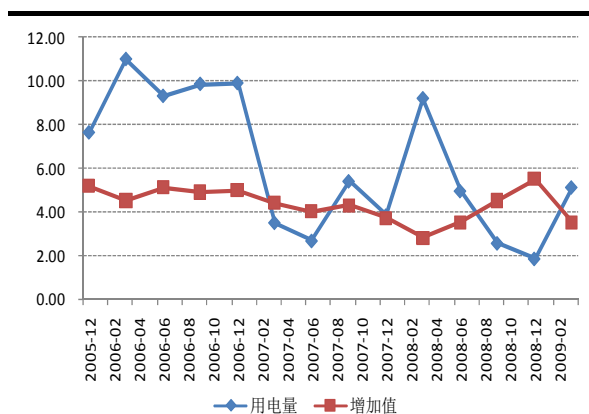
	全社会用电量	第一产业	第三产业	居民生活	第二产业	工业
2005-12	13.45	0.23	1.38	1.86	10.01	9.13
2006-12	14.00	0.29	1.18	1.69	10.81	10.70
2007-03	14.92	0.07	1.10	1.03	12.83	12.64
2007-06	15.56	0.07	1.16	1.19	13.23	13.08
2007-09	15.12	0.15	1.20	1.08	12.77	12.62

2007-12	14.80	0.10	1.26	1.26	12.23	12.08
2008-02	11.93	0.08	1.48	2.13	8.28	8.20
2008-03	13.04	0.19	1.59	2.45	8.88	8.74
2008-04	12.71	0.18	1.44	2.38	8.78	8.63
2008-05	12.42	0.13	1.34	2.15	8.85	8.69
2008-06	11.67	0.12	1.19	1.88	8.51	8.36
2008-07	10.91	0.11	1.09	1.61	8.12	7.99
2008-08	10.19	0.08	1.08	1.51	7.54	7.41
2008-09	9.67	0.07	1.08	1.51	7.05	6.94
2008-10	8.27	0.09	1.10	1.57	5.56	5.44
2008-11	6.67	0.09	1.11	1.51	4.03	3.92
2008-12	5.23	0.05	0.99	1.39	2.89	2.81
2009-02	-5.22	0.11	0.97	1.62	-7.16	-7.17
2009-03	-4.02	0.11	0.87	1.42	-5.88	-5.91

数据来源：中原证券研究所 wind资讯

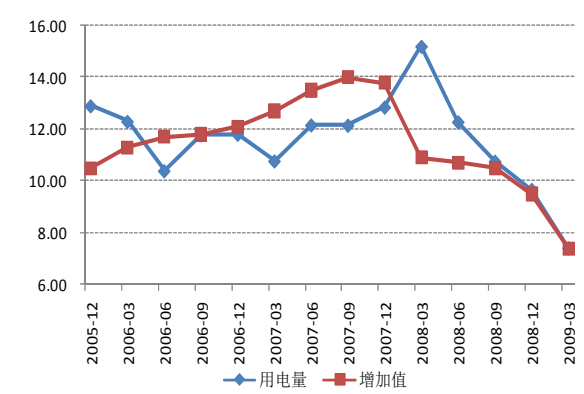
根据上述对GDP、全社会用电量增长的分解，工业增加值及其用电量是整个09年一季度GDP、工业增加值和全社会用电量增长正负背离的唯一原因。第一、三产业增加值和它们用电量增长匹配，第二产业(可近似看成工业)增加值及其用电量趋势匹配，但是出现正负背离。

图12：第一产业增加值、发电量增速 单位：%



资料来源：中原证券研究所 wind资讯

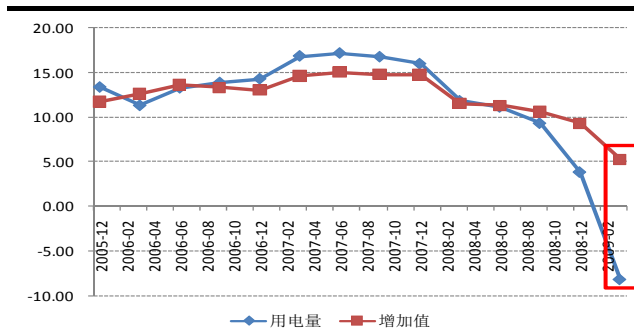
图13：第三产业增加值、发电量增速 单位：%



资料来源：中原证券研究所 wind资讯

第二产业或者说工业增加值及其用电量出现背离可以解释为，经济危机下中小企业停产、限产甚至倒闭，特别是重化行业中能耗高产出低的中小企业，使得整个工业投入产出获得优化。统计局数据显示，09年一季度全国单位GDP能耗同比降低2.89%，降低幅度比去年同期的2.62%增加0.27个百分点。规模以上工业中的39个行业大类单位增加值能耗均下降，其中：石油石化行业降低9.80%，化学原料行业降低14.44%，建材行业降低8.24%，钢铁行业降低7.51%，有色行业降低16.58%，电力行业降低10.17%。

图14: 第二产业增加值、用电量增速 单位: %



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

我们乐于见到能耗产出比高的企业倒闭。但是面临当前的经济危机,这种集中快速优胜劣汰甚至被迫淘汰,不利于经济整体恢复。从另外一个角度来看,当经济迅猛发展时,工业化是最重要推手;当经济环境恶化时,几经扩张的产能面临严重过剩局面,特别是中国众多外向型产能遭遇外需急剧下降,去产能不可避免是经济恢复活力的绊脚石。

2.1.3 激活社会资本需要降低门槛, 开放更多领域

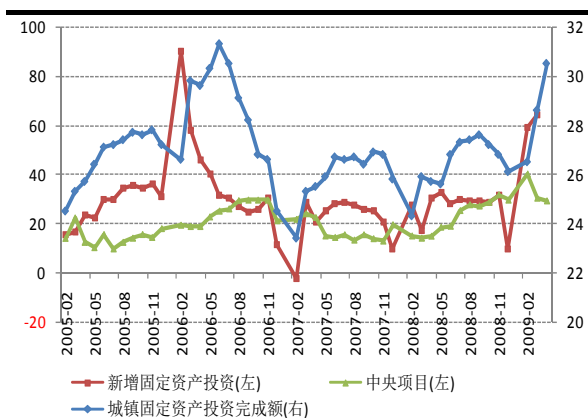
在4万亿投资保增长的大背景下,新开工项目持续发力,带动固定资产投资增长整体保持强劲势头。2009年前4个月投资延续了08年四季度以来高增长的势头。1-4月份新开工项目计划总投资增长90.7%,再创新高,增速高出一季度3个百分点,而08年全年仅为5.4%。1-4月份城镇固定资产投资同比增长30.5%,增速较09年一季度高出1.7个百分点,较08年全年增速高出4.4个百分点,考虑到固定资产投资价格回落,实际增速更高。

固定资产投资中的亮点是房地产开发投资保持了一季度回升趋势,1-4月份房地产开发投资同比增长4.9%,比一季度高出0.8个百分点。09年前4个月,成交量和房价止跌回升,增强了开发商投资信心。

银行发放巨额贷款给投资提供强有力的支援。自2008年11月以来,新增人民币贷款非常规巨额发放。从08年11月份到09年4月份,同比成倍分别投放4769亿元、7718亿元、1.62万亿元、1.07万亿元、1.89万亿和6000亿元,以满足经济刺激所需配套资金。

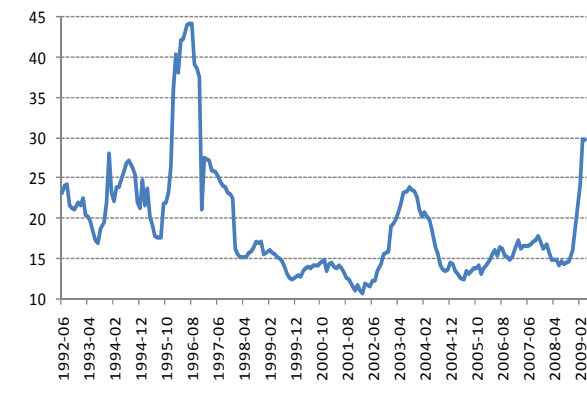
主要投向基础设施和民生工程的4万亿投资,极大稳住经济快速下滑的势头。我们肯定投资对经济增长有巨大拉动作用外,但存在一些问题,公共部门的公益性使得银行配套资金面临一定的风险;部分产能过剩的制造业在这一轮投资潮中也可能搭便车获得不少便利;私营部门投资贡献偏低等。

图15: 投资增长 单位: %



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

图16: 人民币贷款余额同比增速 单位: %



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

其一、整体产能过剩的制造业投资增长并没有明显下降。我们列举了04年以来，农林牧渔、采掘、制造业、房地产和公共部门（包括电力、燃气水的生产和供应，交通运输、仓储和邮政，水利、环境和公共设施管理），5大类部门投资拉动城镇固定资产投资增长数据。4万亿投资主要投向公共部门和农林牧渔，09年2、3月份数据显示，公共部门投资拉动城镇固定资产投资增长较08年增长一倍，而农林牧渔也有所上升。但是，整体产能过剩的制造业拉动城镇固定资产投资并没有明显下降，毫无疑问产能过剩行业仍然获得投资便利。

表3: 五大类行业对城镇固定资产投资拉动分解 单位: %

	农林牧渔	采掘	制造业	公共部门	房地产	城镇固定资产投资累计增速
2004	0.22	1.39	9.07	7.26	7.19	37.47
2005	0.30	2.16	10.44	8.18	4.78	28.11
2006	0.36	1.29	8.30	6.40	5.83	24.47
2007	0.39	1.21	10.52	4.25	7.82	25.61
2008-02	0.51	0.59	10.91	0.85	10.93	24.27
2008-03	0.79	1.01	10.40	2.68	10.00	25.94
2008-04	0.81	1.17	10.11	3.03	9.32	25.74
2008-05	0.84	1.31	9.93	3.26	9.08	25.65
2008-06	1.01	1.36	10.35	3.82	9.04	26.82
2008-07	0.92	1.61	10.60	4.39	8.22	27.27
2008-08	0.96	1.62	10.80	4.45	7.57	27.39
2008-09	0.96	1.86	10.85	4.71	7.14	27.64
2008-10	0.95	1.82	10.58	5.08	6.60	27.25
2008-11	0.87	1.71	10.39	5.06	6.10	26.85
2008-12	0.83	1.47	9.57	5.99	5.47	26.19
2009-02	1.06	0.70	7.67	12.70	1.30	26.53

2009-03 1.20 1.09 **8.81** **11.72** **1.94** 28.64

数据来源：中原证券研究所 wind资讯

其二、国有及国有控股是这轮投资的主力军。我们列举了04年以来，港澳、台企业，外商企业，个体经营企业和国有及国有控股企业投资拉动城镇固定资产投资增长数据。受出口大幅下降影响，主要从事出口贸易的港澳台，外商投资积极性大不如前。在09年投资潮中，国有及国有控股企业投资占绝对地位，09年1-4月国有及国有控股企业投资拉动城镇固定资产投资达17%，贡献率接近60%；个体企业投资虽有起色，但相对国有及国有控股来说显得微不足道。

表4：分企业类型对城镇固定资产投资拉动分解 单位：%

	港、澳、台	外商	个体经营	国有及国有控股	城镇固定资产投资
2004	1.59	3.42	0.22	8.34	27.60
2005	0.88	1.28	0.10	9.33	27.20
2006	0.68	1.16	0.96	8.17	24.50
2007	1.15	1.25	0.14	7.44	25.80
2008-02	2.09	1.33	0.02	5.01	24.30
2008-03	1.01	1.35	0.08	6.81	25.90
2008-04	0.81	1.33	0.10	6.86	25.70
2008-05	0.69	1.01	0.10	7.33	25.60
2008-06	0.97	1.18	0.14	7.78	26.80
2008-07	0.92	1.12	0.13	8.52	27.30
2008-08	0.92	1.04	0.13	8.66	27.40
2008-09	0.86	0.95	0.28	9.03	27.60
2008-10	0.88	0.94	0.15	8.86	27.20
2008-11	0.80	0.85	0.17	9.03	26.80
2008-12	0.72	0.76	0.18	9.87	26.10
2009-02	0.05	0.14	0.09	15.54	26.50
2009-03	0.07	0.02	0.15	16.06	28.60
2009-04	0.01	-0.06	//	17.02	30.50

数据来源：中原证券研究所 wind资讯

根据09年一季度GDP分解，资本形成拉动GDP增长2%，其中固定资本形成拉动GDP增长9.6%，也就是说大规模固定资产投资抵消了存货投资下降对GDP的负面影响。如果一季度没有强有力的投资拉动，GDP增长远低于6.1%。但是政府主导国有企业实施的投资拉动最终需要向社会资本进行转换。一方面社会资本对经济更敏感，经济环境恶化，社会资本迅速收缩投资，另一方面要激发社会资本主要还得降低门槛，开放更多领域。要改变社会资本急剧萎缩，重新焕发活力需要决策者拿出更多措施。

2.1.4 下半年出口改善不抱太多期望

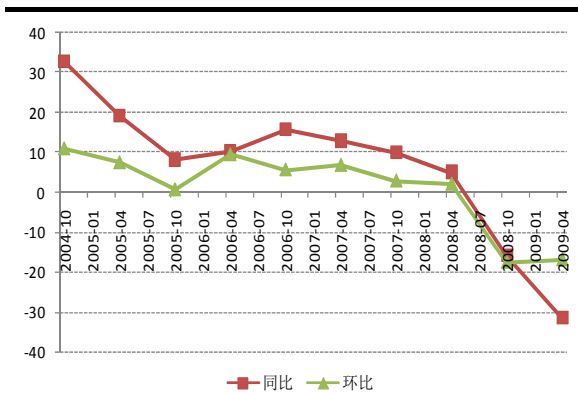
第105届广交会出口成交额为262.3亿美元，比上一届减少53.2亿美元，减幅为16.9%。机电商品成交112.6亿美元，比上届减少19.5%，占总成交额

的42.9%；轻工产品成交83.7亿美元，减少15.3%，占总成交额的31.9%；纺织服装成交32.3亿美元，减少11.7%，占总成交额的12.3%。

传统市场成交萎缩，新兴市场有所增加。欧盟、中东和美国仍列成交前三位，分别为75.7亿美元、40.8亿美元和33亿美元，比上届减少28%、4.7%和8.1%，占总成交额的28.8%、15.5%和12.6%。新兴市场方面，阿根廷、印度、东盟分别成交3.8亿美元、7.7亿美元、19.3亿美元，分别增长10.2%、6.2%和7.1%。

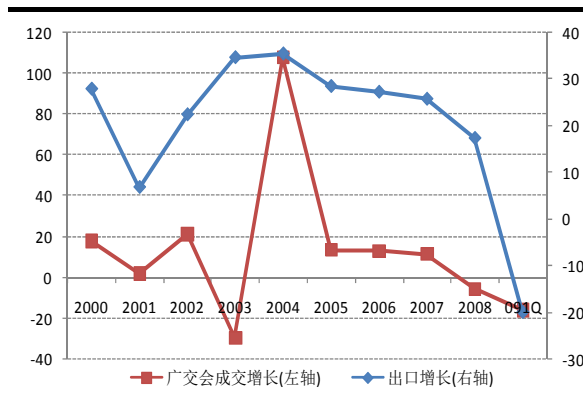
广交会成交金额占出口的比重很小，08年仅有5%，但是每年的广交会是出口风向标。近几年春秋广交会成交金额大致相当，预计09年广交会成交大致下滑20%。

图17：广交会同比和环比增长



资料来源：中原证券研究所 wind资讯

图18：广交会成交增长和出口增长



资料来源：中原证券研究所 wind资讯

广交会成交状况给09年出口定了一个悲观基调。海关公布的最新数据显示，1-4月出口下降21%，而08年则增长17%。从09年已经公布出口增速数据序列来看，外部需求并没有出现明显改善，特别是欧美日三大经济体大规模经济刺激并没有形成对中国产品明显需求。从出口细分数据来看，占出口近60%的机电产品1-4月出口下滑22%，而08年全年出口则是17.3%。

将中国出口市场分成欧美日和其它共4个市场，我们按照4个市场分解出口增长。04年以来，其它市场拉动中国出口增长超过50%，在三大经济体中，拉动中国出口增长主要动力是欧盟。本轮经济危机发源美国，受灾最重的是美国、欧盟和日本，而其它国家直接损失较小，但对中国出口市场打击最大不是三大经济体，反而是其它出口市场。央行频频与非三大经济体开展货币互换以满足贸易需求也可以说明，非欧美日三大经济体外贸环境严重恶化。

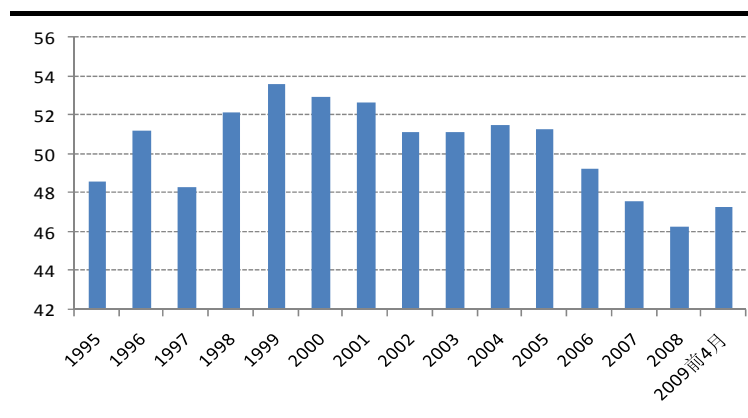
欧美日大规模经济刺激或许在09年下半年给中国出口带来一线生机，而其它经济体整体上没有更多资金来刺激经济，这又给中国出口蒙上一层阴影。总的说来，09年出口急剧下滑超出各方预期，目前的出口数据和广交会成交状况给全年奠定了一个悲观基调，我们预计09年出口下降15%-20%。

表5: 欧美日及其它市场拉动中国出口增速 单位: %

日期	美国	欧盟	日本	其它	出口增速
2004	7.4	8.8	2.9	16.7	35.4
2005	6.5	6.4	1.6	14.2	28.4
2006	5.2	5.0	0.9	16.8	27.4
2007	2.7	7.0	1.0	15.6	25.7
2008-01	0.9	7.3	1.1	18.5	26.6
2008-02	0.1	3.7	0.7	13.1	16.7
2008-03	0.9	5.1	1.0	14.9	21.2
2008-04	1.2	5.3	1.1	14.4	21.4
2008-05	1.6	5.6	1.2	14.9	22.8
2008-06	1.6	5.6	1.2	13.8	21.8
2008-07	1.7	5.6	1.3	14.4	22.6
2008-08	1.9	5.4	1.3	14.1	22.4
2008-09	2.0	5.3	1.3	14.0	22.2
2008-10	2.0	5.0	1.3	13.8	21.9
2008-11	1.7	4.5	1.2	12.1	19.3
2008-12	1.5	4.0	1.1	10.8	17.2
2009-01	-1.9	-3.8	-0.8	-10.7	-17.5
2009-02	-3.0	-4.8	-1.6	-11.7	-21.2
2009-03	-2.8	-4.5	-1.4	-11.0	-19.7
2009-04	-2.9	-4.7	-1.6	-11.2	-20.5

数据来源: 中原证券研究所 wind资讯

图19: 欧美日出口占中国全部出口比例 单位: %



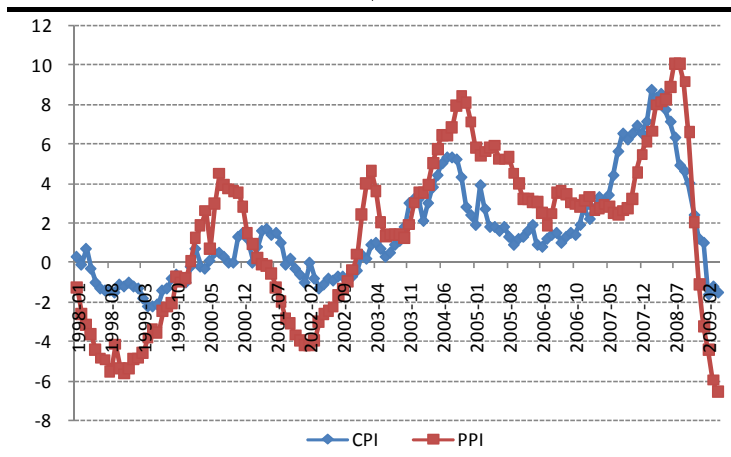
资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

2.2 09年内很难形成明显通胀预期

统计局公布4月份居民消费价格总水平同比下降 1.5%, 工业品出厂价格

同比下降 6.6%，下降幅度较3月分别高出0.3和0.6个百分点，主要原因还是去年基数偏高。以CPI同比增速为例，4月份下降 1.5%，按食品和非食品贡献来看，4月份非食品占-1.1%，食品占-0.4%，下降幅度0.3个百分点中，非食品贡献0.1个百分点，食品贡献0.2个百分点。

图20: CPI和PPI同比增速 单位: %

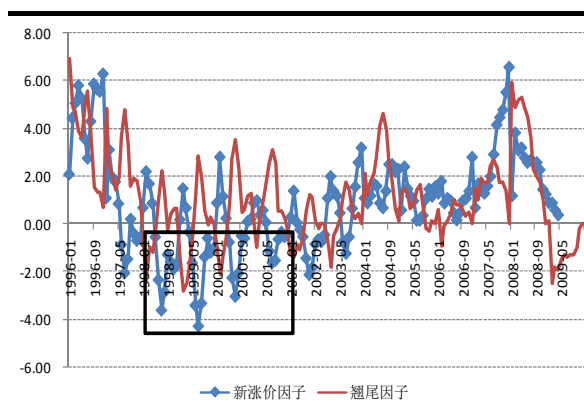


数据来源: 中原证券研究所 Wind资讯

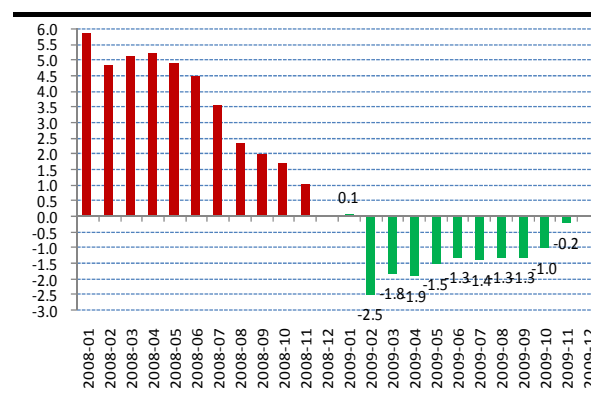
总的来说目前CPI同比下降压力并没有放大，预计即便年内单月CPI同比增速由下降转为上升，预计正增长的幅度不大。做这个判断的意义在于年内不致形成明显的通胀预期，对投资和风险防范具有参考意义。我们从因子分解来判断年内CPI同比增速的趋势。

CPI同比增速是翘尾和新涨价因子两部分之和。翘尾部分与上年物价有关，新涨价因子与当年物价有关。从96年以来，09年翘尾最特别，每个月都是负值，这一现象显然与08年物价暴跌密不可分。4月份CPI同比下降1.5%，翘尾因素占-1.9%，新涨价因素占0.4%，下降幅度高出0.3个百分点，翘尾贡献0.2个百分点，新涨价贡献0.1个百分点。

图21: CPI同比增长分解翘尾和新涨价 单位: % 图22: 08-09年翘尾分布 单位: %



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯



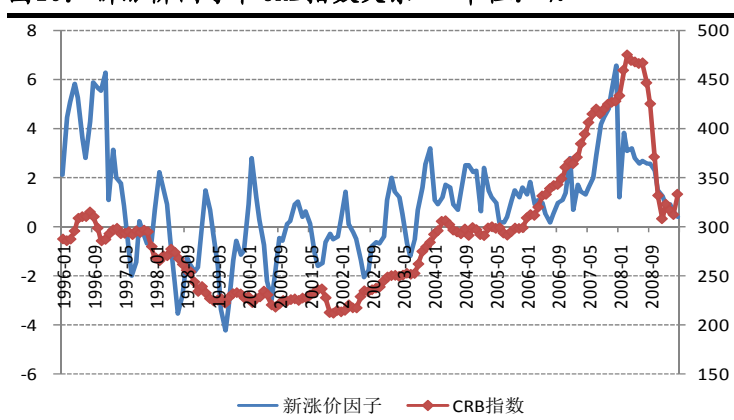
资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

09年翘尾均值为-1.3%，新涨价因子均值超过1.3%，才能保证全年CPI正增长。09年内当月CPI同比增长能否由下降转为正增长，取决于新涨价因子。09年前四个月新涨价因子延续了08年下降趋势，分别为0.9%、0.9%、0.6%

和0.4%。

我们需要弄清09年内新涨价因子和经济刺激及成本推动之间的关系。目前经济形势大致和98年接近，当时的数据变化具有参考意义。我们发现大规模经济刺激并没有使得原材料趋势上涨，新涨价因子在正负之间变化，而且负值偏多。09年以来CRB指数涨幅达到8%，原油价格涨幅高达30%，不可否认，上游原材料的大幅反弹推动新涨价因子回升。但是考虑到，全球经济恢复存在反复，后续大宗原材料也可能震荡，预计年内新涨价因子不会出现大幅上行。我们认为09年内物价可能温和上涨，但不会形成明显的通胀预期，预期全年CPI同比增长1%-1.5%。

图23：新涨价因子和CRB指数关系 单位：%



数据来源：中原证券研究所 Wind资讯

我们需要关注未来通胀形成的态势。我们认为，未来一段时间，大规模经济刺激有利于摆脱通缩局面，而货币供应量引发通胀可能在经济自身恢复活力之后。

按照通缩的教科书定义是由货币供应不足引起的。如果物价水平、货币供应量和GDP同时出现负增长，则意味着出现通货紧缩。通缩背后的经济现象是，企业不愿或不能投资和生产，居民不愿消费，金融机构不愿发放贷款。从这个意义上来说，08年特别是四季度物价、货币供应量和GDP环比出现明显负增长，通缩趋势显著。

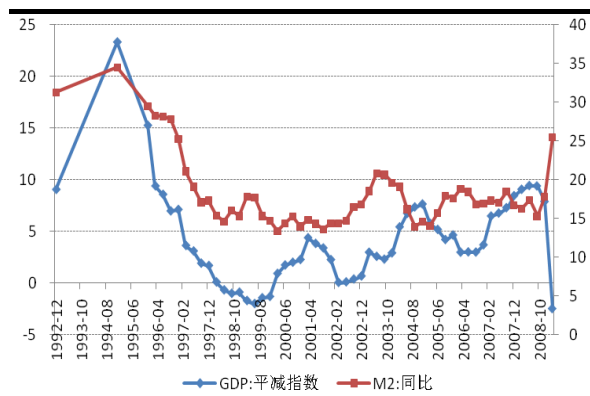
物价水平可以由GDP平减指数衡量，自07年通胀以来，GDP平减指数首次在09年一季度为负增长2.52%。参照92年以来平减指数的变化，摆脱通缩的时间跨度一般需要若干季度，我们预计09年下半年通缩的压力会减缓。

接下来，我们探讨一下流动性和通胀之间的关系。今年以来，广义货币供应同比增速由1月份的19%飙升到4月份的26%，远远高出17%的目标值，广义货币的大幅度上升跟信贷密集巨量投放密切相关，一季度信贷投放4.58万亿，4月份新增6000亿，前四个月已经超过08年全年4.9万亿的总量，预计今年信贷共计投放7-8万亿。

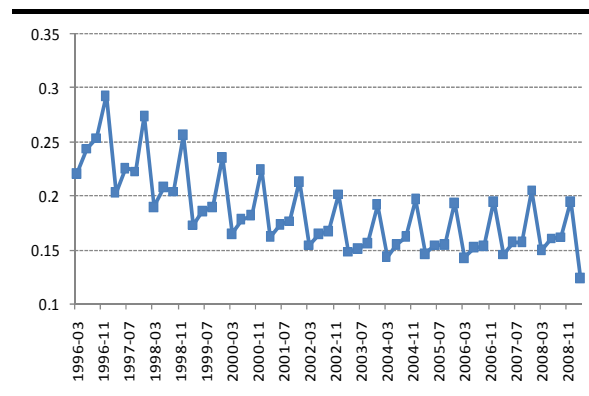
短期看，广义货币大幅度上升可能不会引发流动性泛滥以致通胀。除了货币供应量以外，影响经济能否有效扩张还有另一重要因素——货币流通速度。即使银行资金能够放贷出去，货币供给增加，但货币供应量增加对实

体经济影响的大小还依赖于货币流通速度的变动。从我国的货币流通速度变动来看，2008年一季度货币流通速度为0.1509、二季度为0.1633、三季度为0.1630、四季度为0.2004（数据突增主要是由于年末因素）、2009年一季度为0.1285。2009年一季度，虽然货币供应量增加，但货币流通速度大幅度下滑。因此，货币扩张，但物价还是在继续下滑，经济增长速度变缓。

图24: GDP平减指数和广义货币供应 单位: % 图25: 货币流通速度 单位: %



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

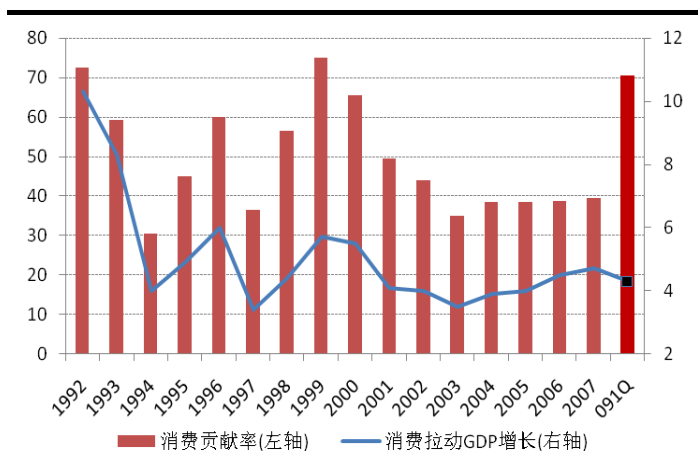
长期看，随着经济逐渐复苏，如果管理者不采取应对措施，广义货币供应量大幅度上升必将引发新一轮通货膨胀。根据由费雪交易方程式 $MV=PY$ ，M表示流通中货币数量，V表示货币流通次数，P表示一般商品价格，Y表示最终产品和中间产品交易量的总和。早期货币大量投放，使得一定流通速度和产量下，价格必然大幅上升。

3. 守住消费需求拉动GDP增长4%的底线

无论是从优化经济增长结构，还是短期发挥消费拉动经济增长的主导作用，我们认为需要守住消费需求拉动GDP增长4%的底线。09年实现经济增长保八的目标，其中资本形成有条件有信心完成4%份额，但是消费需求要保住4%的底线，还需要上措施上力度。

09年一季度最终消费对GDP拉动增长4.3个百分点，贡献率为70%，贡献为三大需求之首。国内的消费需求克服了经济危机冲击而保持了很好连贯性。其中，既有消费的刚性和消费水平不高因素，又有政策之手从中引导。政策在消费需求中痕迹也比较明显，暗示居民消费主动性不强。

图26: 消费贡献率和消费拉动GDP增长 单位: %



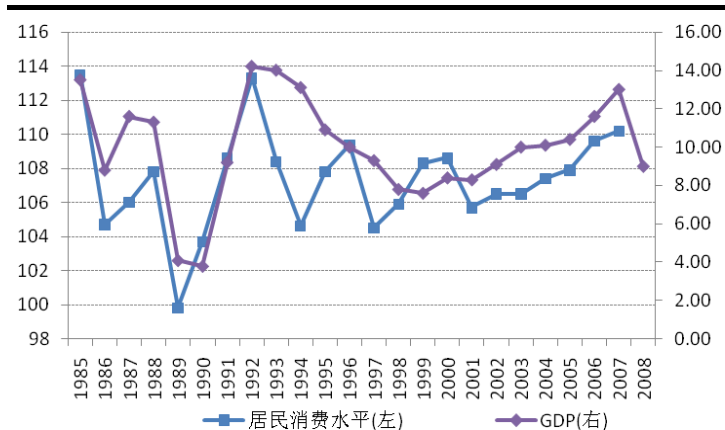
资料来源：中原证券研究所 wind资讯

3.1 居民收入增长放缓，储蓄意愿上升

从历史数据来看，09年一季度消费需求对GDP增长拉动贡献率回到99年的水平，当时中国受亚洲金融经济危机和自然灾害等影响经济极度低迷，投资和出口同样受到打击。消费需求高达70%贡献率是相对投资和外贸而言，消费带动GDP增长取决于收入和政策持续引导。

如果没有额外的措施，2009年居民消费水平可能大幅下滑。考察了85年以来居民消费水平指数，我们发现恶性通胀和经济大幅回落对居民消费影响较大，其中遭遇98和01年两次危机时，居民消费水平明显回落。对比之下，自大萧条以来最严重全球经济危机对消费影响在2008年体现的不充分，如果后续没有持续的措施出台，那么2009年消费拉动GDP增长可能会继续回落。

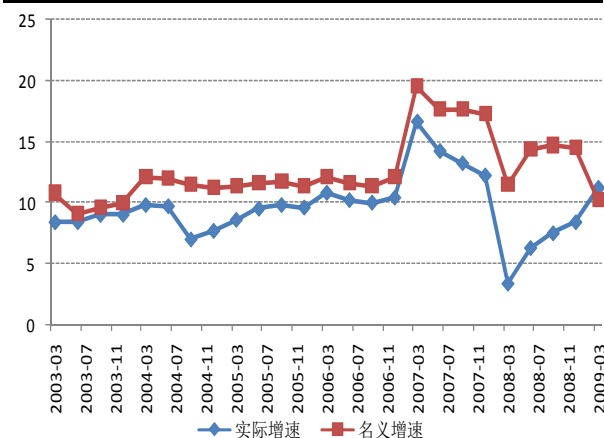
图27: 社会消费品零售总额名义和实际增速 单位: %



资料来源：中原证券研究所 wind资讯

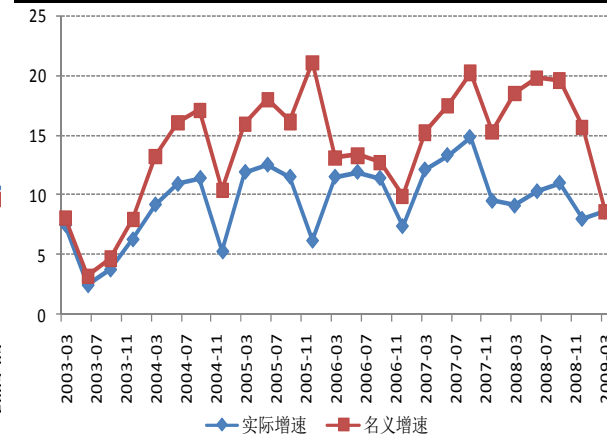
居民名义收入增速下降，储蓄意愿得到强化。经济放缓、失业以及物价急剧变化导致09年一季度收入名义增速较08年回落，而实际收入增速较08年上升。一季度，城镇居民人均可支配收入同比增长10.2%，实际增长11.2%，增速较2008年分别下降4.3和上升2.8个百分点。农村居民人均现金收入增长8.6%，实际增长8.6%，增速较2008年分别下降7.4和上升0.6个百分点。

图28: 城镇居民可支配收入增速 单位: %



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

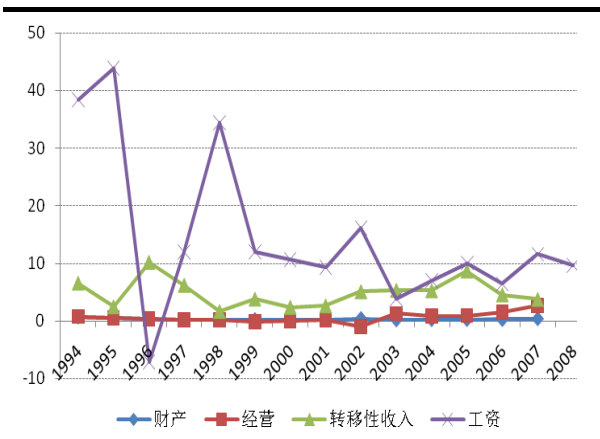
图29: 农村居民可支配收入增速 单位: %



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

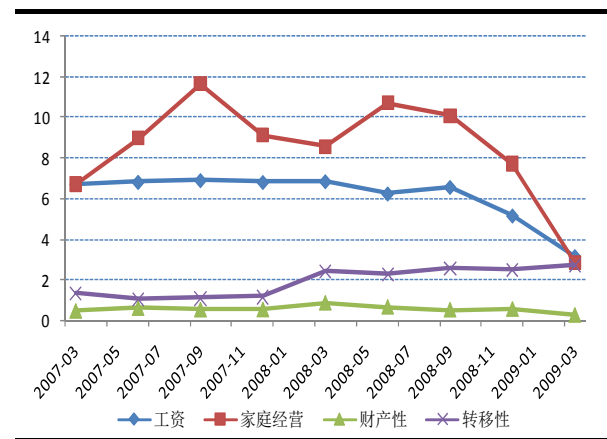
人均可支配收入,由四部分构成,按照占比大小分别是:工资性收入(工资等)、转移性收入(养老金等)、经营性收入(商业买卖收入等)和财产性收入。城镇居民人均可支配收入中以工资性收入为主,大约占到70%左右;转移性收入占23%。农村居民人均收入中家庭经营和工资分别占比60%、30%左右。从一季度农村居民收入增长分解来看,家庭经营和工资拉动收入增长出现较大幅度下滑。城镇居民细分收入没有最新数据,08年工资拉动收入增长回落,从98年、02年来看,城镇居民工资收入受到经济影响特别明显。

图30: 城镇居民四项收入拉动收入增长 单位: %



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

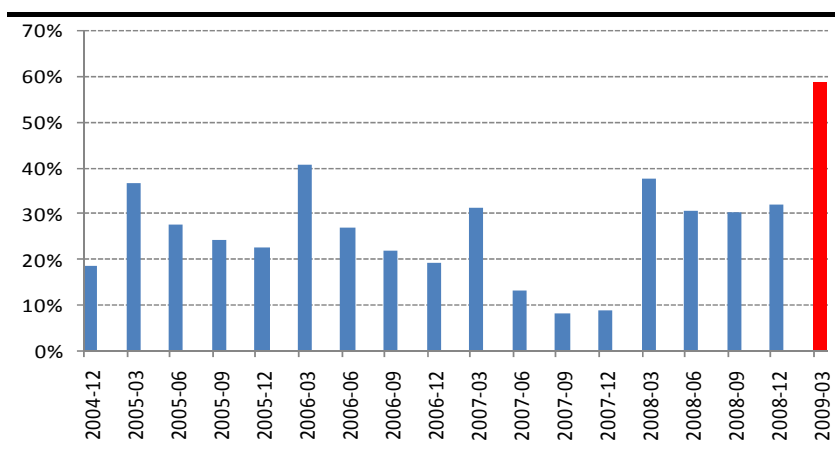
图31: 农村居民四项收入拉动收入增长 单位: %



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

经济危机还强化了城乡居民的储蓄意愿。受经济危机影响,储蓄率(新增居民储蓄除以城乡居民的可支配收入计算)从2007年3、4季度的8%和9%,一路回升到2009年一季度59%,达到2004年以来的新高。受价格因素影响,2009年一季度城乡居民可支配收入名义增速较08年回落幅度较大,相反实际增速却是回升,无疑名义增长的回落将强化和巩固普通居民储蓄意愿。这对刺激消费可不是什么好消息,一季度漂亮零售数据包含更多刺激的意义,而不是由于收入增长提高居民消费信心。

图32: 城乡居民储蓄率 单位: %

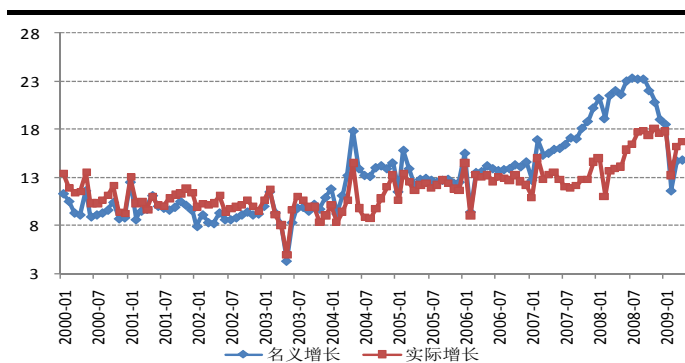


资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

3.2 刺激消费效果显著, 盼政策上力度

政策对消费引导作用明显。4月份社会消费品零售总额同比增长14.8%, 增速延续了今年以来的良好势头, 较3月份高出0.1个百分点。分商品类别看, 对比09年前几个月累计增速和4月份当月增速(缺乏前3个月的月度增长数据), 汽车消费保持了强劲增长, 而受住房消费刺激的家具、建筑及装潢消费增长保持了良好势头, 但是增速较3月份有所回落, 其中建筑及装潢增速10.8%, 仅为3月份增速的一半。而纺织服装、化妆品和日用品增长稳健, 可持续性优于汽车、住房。

图33: 社会消费品零售总额名义和实际增速 单位: %



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

表6: 分商品类别消费品零售增速 单位: %

	07-12	08-02	08-03	08-06	08-09	08-12	09-02	09-03	09-04
建筑及装潢材料	43.60	-10.10	-3.10	-1.80	-5.70	-12.00	22.40	20.20	10.80
家具	43.20	25.90	33.30	32.30	28.00	22.60	27.10	24.10	22.80
汽车	36.90	33.80	37.10	33.40	29.10	25.30	9.30	11.10	18.50
服装鞋帽针纺织品	28.70	24.00	24.30	25.10	25.90	25.90	15.90	14.30	14.00
日用品	26.50	21.10	19.50	19.20	19.30	17.10	12.00	10.90	13.70
化妆品	26.30	24.30	22.30	21.20	23.60	22.10	14.60	14.80	18.20

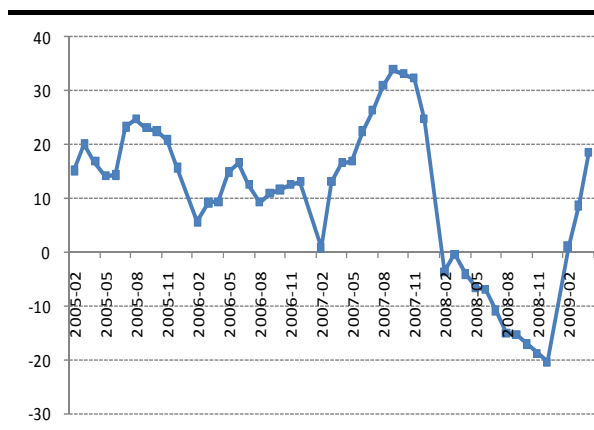
金银珠宝	41.70	46.80	47.50	43.90	42.90	38.60	16.30	11.80	10.40
文化办公用品	22.60	26.10	29.20	25.40	21.60	17.90	8.30	6.50	1.90
体育、娱乐用品	//	22.80	21.00	20.80	18.00	//	13.50	8.40	5.00
家电和音像器材	23.40	18.80	22.50	18.30	19.60	14.20	2.70	1.40	0.60
通讯器材	8.80	5.30	3.70	3.50	4.40	1.40	-9.20	-7.50	-8.40
石油及其制品	20.50	40.30	42.50	44.40	46.40	39.90	0.70	-0.80	0.30

数据来源：中原证券研究所 wind资讯

注：09年4月份是当月同比，其余均为累计同比增速。

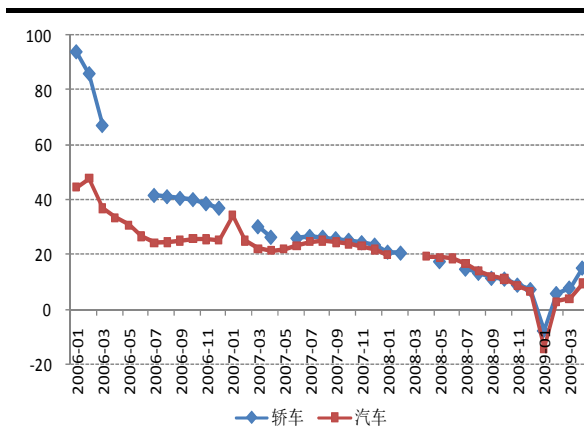
家具和建筑装潢材料较快增长与09年一季度房市成交量放大密不可分，而汽车更是受到购置税下调、产品下乡和以旧换新刺激。这几项亮丽数据无一例外都是政策起着主导作用，但是住房和汽车消费的持续性是我们比较担心的问题。

图34：商品房住宅销售面积增速 单位：%



资料来源：中原证券研究所 wind资讯

图35：汽车和轿车销量增速 单位：%



资料来源：中原证券研究所 wind资讯

继续发挥消费拉动经济重要作用，除了收入分配改革，短期还需要看政策引导和支持，特别是针对住宅、汽车大件消费。中央三番五次提到09年要充分发挥消费需求拉动经济的主导作用，并且出台了一系列相关刺激消费的政策比如家电、汽车和电脑等下乡、以旧换新，地方政府相继推出琳琅满目的消费券以及旅游休闲计划等等。

目前两级政府刺激消费的力度还不够大，家电、汽车下乡和以旧换新补贴资金总共投入320亿元，充其量拉动4000亿元消费。这与投资拉动年均2万亿来说小巫见大巫。但是消费拉动效应相当可观，比如补贴5%，杠杆效应就是20倍，这远非政府投资拉动能比。

我们相信，各级政府特别是地方政府出台高杠杆刺激消费政策仍有巨大空间，投资机会的想象空间也很大。至于政策的形式可能是多样化的，归根到底就是各级财政税费减免和资金补贴。

3.3 刺激消费政策升级逻辑下的机会

08年四季度两级政府投资和消费刺激方案陆续出台。无论从规模还是范畴来说,投资备受追捧,而消费直到09年才被广泛认可。资本市场上受益投资和消费的行业表现顺序和涨幅也对应上述过程。

09年政策还将主导经济和资本市场两个层面。温家宝总理曾表示“我们每周都可以出政策”。我们知道无论是中央政府公布的两年4万亿投资,还是地方政府最初响应号召而后逐渐消声的18万亿投资,投资想象的空间似乎已经不大,市场的表现可能已经充分消化。而一直并不看好的消费刺激政策是不是也后继乏力?

我们对刺激消费有所期待,基于以下几个方面的考虑。其一、中央政府制定了“发挥消费需求拉动经济增长的主导作用”,而现在的主导作用还是投资;其二、受经济环境恶化,城乡居民消费意愿下降,消费需求特别是可选消费品,需要政策引导和支持;其三、刺激消费,是再生产和、消化产能的重要环节;其四、刺激消费的杠杆效应数倍于投资,可以期待两级政府更多投入;其五、短期政策刺激和引导可以培育消费市场。

消费逻辑选择:其一、生活必需品,涉及衣、食和健康,关注农业,食品饮料制造、医药、连锁超市、造纸和通信等,行业增长稳定。其二、可选消费品,涉及住及其衍生、行和休闲,首先是住(住宅)及其衍生出来的建材、钢铁、家具和家电等,这里看好住宅地产、钢铁和家电;其次是行包括汽车、电动车等;最后是休闲,涉及旅游,文化娱乐等。其三、消费和经济回暖引申的金融行业,银行和保险。

4. 自上而下行业配置: 抓住需求和利润

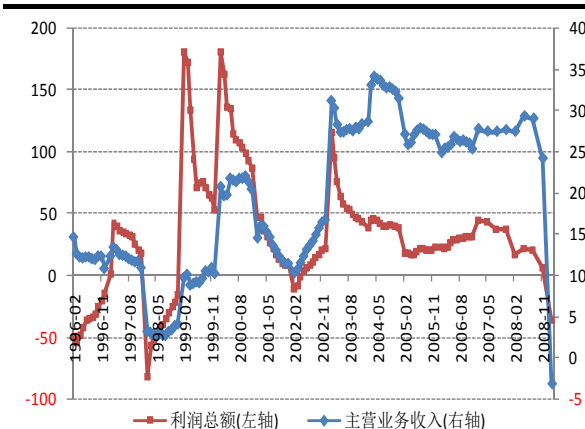
尽管政策刺激A股市场走出一波反弹行情,市场走到今天,政策的边际效用逐渐减弱,我们做行业配置的时候除了紧跟政策外,更应关注微观主体运营环境和经营状况。毕竟经济触底和复苏是两个不同概念,在这个过渡阶段,行业的分化将逐步显现。此外,目前全球疫情发展不容乐观,尚不能完全排除全面爆发的可能性。作为一个突发性事件,我们只能密切关注事态发展,以判断对经济潜在威胁。我们基于消费的主要逻辑,同时抓住需求和利润两个核心指标,稳健配置。

4.1 行业基本面改善得益于政策刺激

从2008年四季度经济刺激实施以来,时间过去了半年,该好好考察一下危机和经济刺激下中观和微观的生存状况。2009年一季度的宏观数据大致可以评估危机扩散和考察经济刺激效果,工业企业初步数据显示行业分化较为明显。

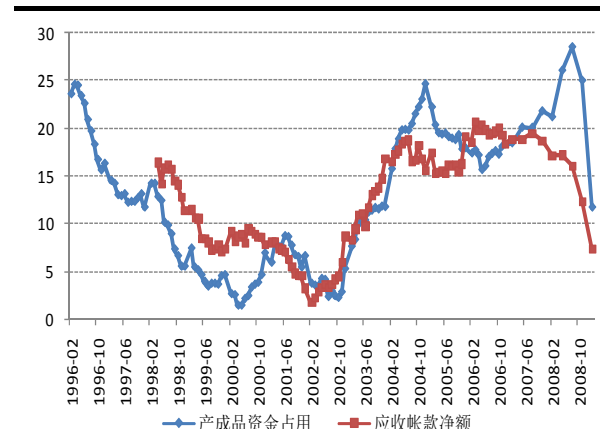
09年全年工业企业利润增速或将出现两位数的负增长。规模以上工业企业主营业务收入和利润累计同比增速分别由2008年1-11月的24%、4.9%,迅速下降到2009年1-2月份的-3%和-37%。利润数据变化之大远远超过主营业务数据是因为2008年高成本的去库存造成的,企业四季度集中去库存也可以在产成品资金占用和应收帐款增速上体现出来。我们预计工业企业利润增速在1-2月份触底回升,09年工业企业利润增速仍然保持两位数的负增长。

图36: 工业企业主营和利润增速 单位: %



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

图37: 产成品资金占用和应收增速 单位: %



资料来源: 中原证券研究所 wind资讯

总体而言, 轻工业的需求和利润优于重工业。轻工业增加值仅有重工业的五分之一, 但是轻工业与大宗商品价格相关性较低, 消费品需求相对刚性, 使得轻工企业主营业务收入和利润增速明显优于重化工业。下面的主营业务和利润增速表将轻工业和重工业分开, 按照09年一季度增速与08年增速之差反映行业基本发展状况。

重工业方面: 公共事业水、电和气主营业务增长稳定, 特别是水生产和供应。其次是受4万亿投资和消费刺激的非金属矿物, 专用设备, 通用设备和交通运输设备主营业务增长下降幅度相对较小。而有色、化工和钢铁下降幅度最大。轻工业主要涉及消费品行业, 主营收入增长基本上按照生活必需和刚性程度排序, 医药、食品、饮料等增长稳健。

表7: 规模以上工业企业分行业主营业务收入增速 单位: %

	2004	2005	2006	2007	08/02	08/05	08/08	08/11	09/02
其他采矿	48.28	72.98	39.09	76.53	116.81	29.44	40.96	47.73	69.82
水的生产和供应	14.05	13.03	14.82	12.65	9.25	12.32	10.74	8.53	13.85
电力、热力的生产和供应	22.46	21.51	20.22	20.01	14.35	16.51	15.19	13.38	5.05
非金属矿物	30.91	25.03	28.54	33.36	29.12	34.58	32.89	30.80	16.61
非金属矿采选	37.66	45.99	32.76	37.13	43.61	43.16	44.22	41.31	26.54
塑料	25.68	25.97	23.96	26.89	23.60	23.70	22.02	19.48	2.42
专用设备	24.84	27.59	27.78	30.45	30.73	31.42	30.52	28.77	11.08
燃气生产和供应	21.19	23.52	25.26	27.09	35.93	38.08	40.12	33.29	11.55
通用设备	34.94	28.70	29.00	30.90	32.49	33.15	31.73	28.59	5.91
电气机械及器材	33.79	25.44	29.51	32.41	26.95	28.04	25.51	22.03	-1.40
橡胶	31.69	28.56	26.85	28.41	26.97	26.26	24.45	21.03	-2.43
金属制品	35.14	30.26	27.21	33.19	28.35	28.65	29.12	26.10	1.99
交通运输设备	18.75	14.65	27.32	32.30	30.03	30.51	28.40	22.83	-3.89
通信设备、计算机及其他电子设备	34.39	22.92	21.07	16.64	15.05	18.49	16.52	11.44	-15.93
化学原料及化学制品	33.33	31.15	25.76	30.39	29.36	30.43	31.25	24.21	-7.39

有色金属矿采选	42.39	48.86	54.86	39.93	20.46	27.32	28.61	22.16	-15.24
有色金属冶炼及压延加工	47.84	34.84	60.53	40.34	26.99	24.88	23.65	15.06	-24.79
煤炭开采和洗选业	54.98	42.44	23.72	31.66	40.80	51.80	63.64	63.38	20.76
废弃资源和废旧材料回收加工	56.03	46.16	41.28	53.58	64.67	51.79	54.54	38.97	-3.87
黑色金属冶炼及压延加工	56.44	29.57	19.70	37.70	38.67	43.99	45.58	34.50	-11.86
石油加工、炼焦及核燃料加工	36.97	35.01	26.71	18.86	30.87	31.66	37.65	29.88	-23.97
黑色金属矿采选	87.49	45.83	34.55	50.32	94.09	91.84	84.51	61.79	-17.80
石油和天然气开采	24.61	39.78	27.24	6.98	42.07	39.83	42.41	33.75	-46.46
烟草制品	16.25	10.56	10.78	17.61	20.10	15.79	16.19	16.28	13.46
医药	17.39	26.53	17.02	24.56	32.11	29.43	28.80	25.84	18.96
纺织服装、鞋、帽	21.33	26.37	22.88	23.65	19.75	19.23	17.80	17.21	9.40
饮料	18.75	24.47	27.61	26.48	25.23	25.77	26.03	24.12	14.83
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品	22.82	25.50	20.62	25.19	17.24	19.62	19.29	17.31	7.44
印刷业和记录媒介的复制	18.63	16.94	17.56	22.37	22.24	19.53	19.60	18.90	7.98
纺织	26.14	26.46	20.59	21.22	17.08	17.98	16.31	14.75	3.36
文教体育用品制造	18.78	22.91	16.89	20.58	17.15	14.29	15.25	13.74	0.93
食品	25.23	32.38	25.46	29.09	31.68	33.48	31.90	28.51	12.30
家具	32.28	27.43	27.63	27.77	20.26	21.10	22.28	21.46	4.89
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品	28.24	38.47	32.66	41.49	42.63	40.53	37.66	35.30	15.49
仪器仪表及文化、办公用机械	28.80	21.30	22.66	21.89	17.60	16.49	14.18	10.12	-9.73
农副食品加工	35.04	30.66	23.03	34.94	41.57	42.85	40.95	35.70	14.79
工艺品及其他	24.21	27.66	23.92	29.09	31.10	28.27	25.44	22.42	1.43
造纸及纸制品	22.57	29.10	22.68	24.89	26.89	28.40	26.31	21.86	-2.25
化学纤维	32.89	27.04	22.47	26.30	16.62	14.03	10.00	5.84	-22.23

数据来源：中原证券研究所 wind资讯

09年一季度工业企业利润增速急剧下降37%，行业利润的实现状况冰火两重天。一季度重工业是利润负增长的重灾区，仅有燃气生产和供应、其它采矿以及煤炭行业利润实现正增长，利润负增长行业中受惠投资拉动的行业业绩表现相对较好。而轻工业中生活必需品利润正增长，而可选消费品利润是负增长。

表8：规模以上工业企业分行业利润增速 单位：%

	2004	2005	2006	2007	08/02	08/05	08/08	08/11	09/02
石油加工、炼焦及核燃料加工	116.08	-154.62	-154.08	155.03	-232.24	-226.11	-396.98	-613.65	160.17
其他采矿	97.97	42.11	99.52	125.24	80.19	66.82	59.72	61.55	74.64
电力、热力的生产和供应	11.66	21.60	44.18	39.01	-61.02	-74.00	-81.64	-84.10	-77.00
塑料	10.64	30.16	30.36	33.91	30.93	24.89	16.64	11.48	-4.15
专用设备	21.65	26.69	42.96	61.41	35.93	25.90	20.16	9.40	-13.40
金属制品	42.63	30.73	22.44	28.16	29.71	30.55	32.67	22.60	-0.55
通用设备	38.48	35.42	34.23	36.94	43.99	31.23	26.40	20.36	-4.43
非金属矿物	35.90	1.50	46.78	63.10	53.48	50.90	40.29	27.70	-3.60
橡胶	27.37	36.97	6.30	62.73	17.94	9.43	1.76	-7.02	-45.36
电气机械及器材	31.10	20.59	31.17	41.42	38.64	40.85	30.00	22.47	-15.97

燃气生产和供应	244.42	-3.39	66.85	191.17	108.56	74.39	69.55	53.97	15.36
化学原料及化学制品	86.42	11.50	18.27	51.46	15.93	26.00	32.01	0.20	-49.30
有色金属矿采选	118.94	97.71	77.86	34.46	-11.99	2.33	6.02	-4.09	-53.83
交通运输设备	-2.88	-14.31	47.16	68.70	42.54	46.30	35.13	15.70	-40.40
非金属矿采选	51.51	100.60	32.28	37.56	44.91	45.96	59.20	46.07	-11.57
水的生产和供应	242.09	-114.63	167.04	16.87	-93.06	-1298.32	-68.00	-64.74	-138.32
有色金属冶炼及压延加工	70.27	38.93	105.23	26.57	1.60	3.90	-7.39	-34.10	-115.08
黑色金属冶炼及压延加工	70.14	-4.38	30.63	47.18	12.18	25.60	31.48	-13.70	-103.02
通信设备、计算机及其他电子设备	40.18	3.22	23.25	16.26	37.74	36.50	18.16	1.10	-96.30
废弃资源和废旧材料回收加工	75.92	29.99	51.81	51.17	141.64	74.50	81.14	20.50	-96.98
煤炭开采和洗选业	113.05	78.85	25.34	49.08	66.84	97.80	142.81	133.70	15.00
石油和天然气开采	43.92	67.71	24.22	-7.72	61.23	54.30	54.38	37.51	-86.10
黑色金属矿采选	275.01	35.19	14.41	94.61	211.78	219.13	195.19	107.24	-65.84
家具	38.28	38.09	30.92	17.90	0.97	8.00	13.44	14.16	24.70
纺织服装、鞋、帽	17.57	33.09	29.47	27.12	13.65	13.86	10.10	13.02	15.63
烟草制品	37.30	12.36	19.25	35.21	28.75	27.12	20.13	16.43	13.82
医药	9.25	20.45	9.62	51.07	51.63	45.12	39.82	29.12	19.85
食品	16.43	51.13	27.76	33.20	38.98	45.38	45.01	26.88	15.71
饮料	24.23	31.53	31.63	41.00	20.18	35.07	27.32	21.15	9.88
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品	30.23	38.33	20.07	33.50	19.00	12.53	20.95	23.10	11.54
印刷业和记录媒介的复制	11.94	-2.02	22.77	28.35	29.24	13.55	12.16	12.25	-2.89
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品	48.25	44.01	37.03	60.26	35.50	27.11	25.82	27.69	12.44
文教体育用品制造	18.25	14.36	12.65	9.49	9.79	-4.36	1.06	4.92	-12.52
纺织	18.12	51.84	26.27	31.27	17.14	15.05	12.69	9.28	-10.29
仪器仪表及文化、办公用机械	18.24	26.89	26.00	30.84	20.54	13.26	4.51	3.59	-24.42
农副食品加工	37.98	61.60	44.45	49.53	60.61	59.16	43.57	20.75	-8.00
工艺品及其他	23.28	33.10	28.17	40.67	41.43	32.06	25.38	15.83	-17.18
化学纤维	16.06	-20.30	41.56	109.27	-0.19	-26.80	-47.11	-74.90	-110.54
造纸及纸制品	20.42	25.78	33.87	38.62	33.13	44.09	32.56	12.78	-40.80

数据来源：中原证券研究所 wind资讯

我们认为四季度是08年最坏的时刻。09年一季度工业企业盈利急剧下降37%，可能是这轮危机的谷底。从行业09年一季度主营业务收入(需求)和盈利增长来看，重工业中受经济刺激的行业销售和利润增长优于重工业其它行业，而属公用事业的水电气是重工业中稳定的产业。轻工业大部分产品属于消费品，即使受到经济危机的打击，但是总体明显优于重工业，而消费品销售和利润增长基本上按照刚性的程度依次排序。

我们认为09年一季度可能是这轮经济调整的谷底，中国经济从此走向复苏，短期来看这种复苏不可避免出现反复。下半年自上而下的工业行业选择：重工业中可以配两头，也就是说较好的公用事业、受惠投资拉动行业和很差的钢铁、有色行业。轻工业中可以配置生活必需品行业以及受消费刺激行业。

4.2 自上而下行业配置考虑

基于消费逻辑、需求和利润的配置方案。

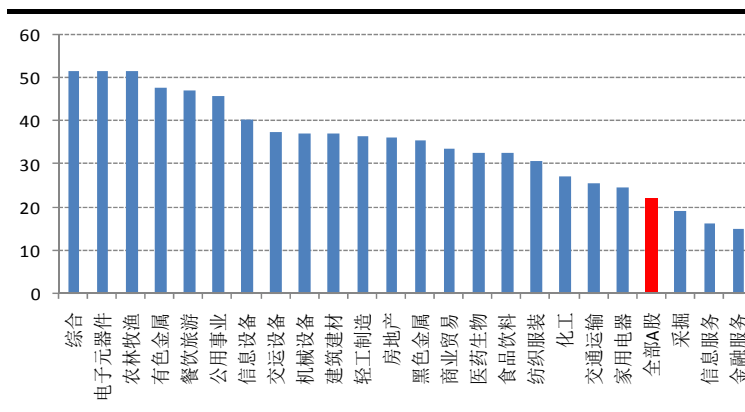
首先，投资需求中超配钢铁、间接受益电力、水处理；标配建筑建材、电气设备、通信设备等。投资拉动对相关行业库存有一个去和补的反复过程。如果地方升级投资规模，将进一步引发投资主线行情。4万亿投资、去库存化和流动性催生了09年开年行情，投资主线板块大幅调整将是配置好时机。

其次，消费需求中超配医药，食品饮料、家电、旅游、连锁超市、地产（住宅）等；标配汽车。中央提出充分发挥消费需求拉动经济的主导作用，后期升级消费政策、扩大惠及面可期。超配间接受益消费刺激和经济回暖的金融。尽管房地产需等待行业风险进一步释放，房价过高依然是根本原因，但是我们认为刺激住宅消费是政府拉动消费需求不二的选择。

再次，通胀预期下超配黄金。超配考虑到美元贬值带来的黄金价格上涨以及避险需求可能放大，建议回调时超配黄金。

最后，标配煤炭、有色和交运行业。考虑到经济复苏以及未来流动性泛滥预期可能有利于资源股，我们标配煤炭和有色。

图 38：行业估值PE（TTM）



数据来源：中原证券研究所 Wind资讯

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写,本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料,本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。