

行业比较报告

证券市场

2009 年 A 股市场行业比较季度报告

2009 年 03 月 31 日

本报告的独到之处

- 明确指出，在房地产销量和汽车等耐用品销量没有真正见底之前，长短经济周期(存货周期、固定资产投资周期、房地产周期)都不会真正见底
- 给出了经济周期不同阶段的判断方法及相应阶段行业配置的理由

相关研究报告:

《2009 年 1 季度行业比较报告: 景气预期与防御性共同主导的投资机会》

08/12/09

《2008 年 4 季度行业比较报告: 业绩增速放缓, 反转看“两房”》

08/10/13

策略分析师助理 赵谦

电话: 021-68866295

Email: zhaoqian@guosen.com.cn

策略分析师助理 黄海培

电话: 021-68864598

Email: huanghpei@guosen.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

定期行业比较报告

把握细分行业的结构性机会

● 09 年 2 季度行业配置的 4 条主线

- 线索 1: 政策和投资带动下的细分行业结构性机会;
- 线索 2: 抵抗经济下行波动风险强的行业;
- 线索 3: 通胀预期下的大宗商品行业;
- 线索 4: 外围经济复苏预期受益的行业;

在不考虑相对估值的情况下, 仅从基本面出发, 我们配置行业的顺序是政策和投资带动下的细分行业>抵抗经济下行波动风险强的行业>通胀预期下的大宗商品行业和外围经济复苏预期受益的行业。

● 选择的核心逻辑

在经济周期的拐点, 自上而下的分析是增强行业配置正确概率的首要保障。根据对经济周期的划分以及对目前影响中国经济运行趋势的核心因素的分析, 我们认为房地产投资成为其中最不确定的因素, 重点关注指标是房地产销量的变化, 在新屋销量没有真正见底之前, 大小经济周期(存货周期、固定资产投资周期、房地产投资周期)都不会真正见底。

虽然我们目前认为在房价收入比、房价租金比没有降到合理位置以前, 房屋销量回暖可持续的概率偏低, 但是我们仍然无法排除“黑天鹅”的发生, 因此我们给出了侧重点不同的配置策略。以房屋销量作为配置的分界点, 在房屋销量持续回升的前提下, 中国经济将经历V型反转, 我们建议配置集中在线索 1、3、4, 配置准则如下: 1) 标配的准则: 行业景气预期改善, 且相对估值合理; 2) 超配的准则: 行业景气预期改善且相对估值处于中低区域, 或者, 行业处于明确的景气上升阶段, 且相对估值合理。在房屋销量萎缩的情况下, 中国经济将经历二次探底, 此时我们建议配置集中在线索 1、2、4, 配置以消费类和景气明确向上的周期类行业为主, 配置准则如下: 1) 标配准则: 相对估值合理、受经济下滑影响小的消费类行业和景气明确向上的周期类行业。2) 超配准则: 相对估值处于历史中低区域、受经济下滑影响小的消费类行业和景气明确向上的周期类行业。

● 投资建议

我们最终给出的配置是以房地产销量在 2 季度萎缩为前提配置的, 这与宏观组的判断一致, 即中国经济将在 4-5 月份后二次回调探底。

我们建议超配的行业: 1) 强周期投资类行业中的汽车、建筑; 2) 弱周期投资类行业中的造纸印刷; 3) 消费类行业中的医药保健;

我们建议标配的行业: 1) 强周期投资类行业中的房地产、有色金属(以黄金为主)、建材、建筑机械; 2) 弱周期投资类行业中的电气设备、化工新材料; 3) 金融服务中的中小银行、保险; 4) TMT 行业中的有线网络、通信设备、IT 硬件设备与服务; 5) 交通运输行业中的机场、航空、航运、港口; 6) 消费类行业中的连锁超市、旅游休闲、家用电器。

目录

投资建议及核心逻辑	4
行业比较配置逻辑	6
经济周期运行的现实规律	6
中国实体经济仍然处于固定资产投资周期的下行阶段	7
当前各行业的相对估值所处区间	9
经济周期与行业配置	10
经济周期的划分与叠加	10
经济周期不同阶段行业轮动状况	15
目前中国经济所处阶段及行业景气状况	18
实体经济仍然处于固定资产投资周期的下行阶段	18
主要行业的景气状况和投资机会	19
一、政策和投资带动的细分行业结构性机会	19
二、抵御经济下滑风险能力强的行业	21
三、通胀预期带来的大宗商品投资机会	21
四、外围经济复苏预期下受益的行业	23
具体配置建议	24
免责条款:	25

图表目录

表 1: 行业配置	4
图 1: 弱周期行业相对估值+景气图	5
图 2: 其他行业相对估值+景气图	6
图 3: 美国私人住宅投资与设备投资同比增速与存货调整	6
图 4: 美国耐用品支出与设备投资同比增速及存货调整	6
图 5: 美国住宅投资增速、新屋销量与住宅建造许可	7
图 6: 美国现房和新屋销售同比增速 %	7
图 7: 09 年中国经济的长短周期运行格局（概率最大）	7
图 8: 美国进口增速滞后于消费支出增速	8
图 9: 美国GDP与欧洲GDP增速关系	8
图 10: 政府意图与可能的实际情况	8
图 11: 月度销售面积与月度房地产投资同比增速	9
图 12: 季度销售面积与季度房地产投资同比增速	9
图 13: 周期类行业相对PB所处历史区间	9
图 14: 非周期行业（包括弱周期）相对PE所处历史区间	9
图 15: 消费支出、消费信贷与存货调整	10
图 16: 住宅投资同比增速、固定资产投资增速与GDP同比增速	10
表 2: 康氏长波周期的划分	11
图 17: 世界经济周期中的国内传导与跨国传导	11
图 18: 世界经济中的消费国、生产国与资源国	11
图 19: 消费支出增速、CPI、失业率、资本支出增速和GDP增速关系图	12
图 20: 消费支出增速、CPI、就业率与消费信贷关系图	12
图 21: 美国存货周期	13
图 22: 美国固定资产投资周期	13
图 23: 美国房地产周期	14
图 24: 美国住宅投资、设备投资与存货调整	14
图 25: 美国耐用品支出增速与设备投资、存货调整	14
图 26: 住宅投资增速、新屋销量与住宅建造许可	15
图 27: 股票表现与商业周期	15
图 28: 美国股市行业轮动图	16
图 29: 耐用消费品、非耐用消费品和服务同比增速	16
图 30: 各行业景气度之间的相关性	17
图 31: 中国行业产业链条	17
图 32: 09 年中国经济长短周期运行格局（概率最大）	18
图 33: 消费支出与进口增速关系图	18
图 34: 美国GDP与欧洲GDP增速关系	18
图 35: 政府意图与可能的实际情况	19
图 36: 各大类消费行业收入增速同GDP增速关系	21
图 37: 美国财政赤字占GDP比重和与CPI走势	22
图 38: CRB指数与美国消费支出同比增速	22
图 39: 期货价格仍然处于底部区域的有色金属板块相对大盘的相对PB	23
图 40: 美、欧、日季度GDP同比增速	23
图 41: 美、欧、日PMI指数	23
表 3: 行业及公司配置	24

投资建议及核心逻辑

09年二季度我们建议超配的行业：1) 强周期投资类行业中的汽车、建筑；2) 弱周期投资类行业中的造纸印刷；3) 消费类行业中的医药保健；**我们建议标配的行业：**1) 强周期投资类行业中的房地产、有色金属（以黄金为主）、建材、建筑机械；2) 弱周期投资类行业中的化工新材料、电气设备；3) 金融服务中的中小银行、保险；4) TMT行业中的有线网络、通信设备、IT硬件与设备；5) 交通运输行业中的机场、航空、航运、港口；6) 消费类行业中的连锁超市、旅游休闲、家用电器。由于我们认为09年2季度将出现宏观经济的阶段高点（转折点），是政府投资高峰期的到达和房屋销售的缩量，目前我们暂时认为这是一个大概率事件），在考虑相对估值的情况下，**我们建议暂时对以下行业进行低配：**1) 强周期投资类行业中的化学纤维、塑料、港口机械、集装箱、石油天然气、船舶、钢铁；2) 弱周期投资类行业中的机床、电力；3) 交通运输行业中的铁路运输、高速公路、物流；4) TMT行业中的通信运营、平面媒体、软件与服务；5) 消费类行业中的百货、食品饮料、连锁家电、农林牧渔。

表 1：行业配置

大类行业	超配	标配	低配
强周期投资类行业	汽车、建筑	建材、建筑机械、 房地产、有色金属	化学纤维、塑料、港口机械、集装箱、石油天然气、船舶、钢铁
弱周期投资类行业	造纸印刷	化工新材料、电气设备	机床、电力
金融业		银行、保险、证券	
交通运输业		机场、航空、航运、港口	铁路运输、高速公路、物流
TMT		IT 硬件设备与服务、 有线网络、通信设备	通信运营、平面媒体、软件与服务
消费类行业	医药保健	连锁超市、旅游休闲、 家用电器	百货、食品饮料、连锁家电、农林牧渔

资料来源：wind、国信证券经济研究所、截至3月23日

选择的核心逻辑

自上而下的宏观经济判断：在经济周期的拐点，自上而下的分析是增强行业配置正确概率的首要保障，根据对经济周期的划分以及对目前影响中国经济运行趋势的核心因素的分析，我们认为房地产投资成为其中最不确定的因素，重点关注指标是房地产销量的变化，在新屋销量没有真正见底之前，大小经济周期（存货周期、固定资产投资周期、房地产投资周期）都不会真正见底，并且我们给出两种不同的配置策略，在房屋销量继续回升的前提下，我们侧重进攻，在销量萎缩的情况下，我们侧重防御。

配置准则：

我们的配置遵循如下4条主线

线索 1：政策和投资带动下的细分行业结构性机会；

线索 2：抵抗经济下行波动风险强的行业；

线索 3：通胀预期下的大宗商品行业；

线索 4：外围经济复苏预期受益的行业；

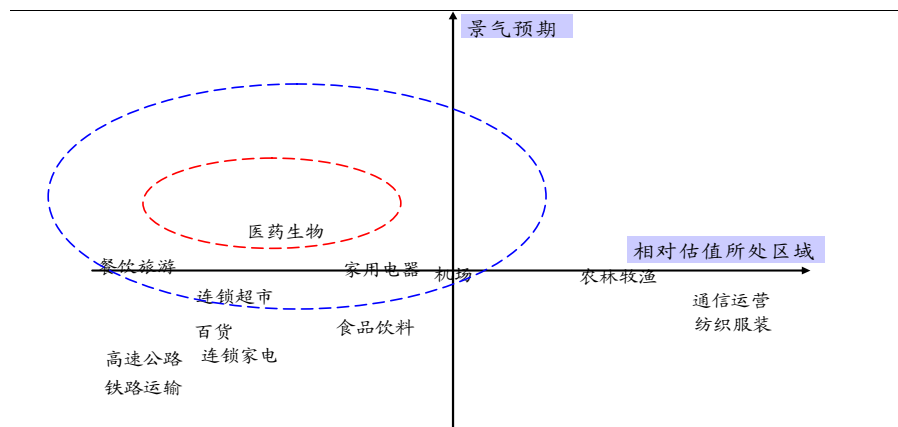
在不考虑相对估值的情况下，仅从基本面出发，我们配置行业的顺序是政策

和投资带动下的细分行业>抵抗经济下行波动风险强的行业>通胀预期下的大宗商品行业和外围经济复苏预期受益的行业。

虽然我们目前认为在房价收入比、房价租金比没有降到合理位置以前，房屋销量回暖可持续的概率偏低，但是我们仍然无法排除“黑天鹅”的发生，因此我们给出了侧重点不同的配置策略。以房屋销量作为配置的分界点，在房屋销量持续回升的前提下，中国经济将经历V型反转，我们建议配置集中在线索1、3、4。配置准则如下：1）标配的准则：行业景气预期改善，且相对估值合理；2）超配的准则：行业景气预期改善且相对估值处于中低区域，或者，行业处于明确的景气上升阶段，且相对估值合理。在房屋销量萎缩的情况下，中国经济将经历二次探底，此时我们建议配置集中在线索1、2、4，配置以消费类和景气明确向上的周期类行业为主，配置准则如下：1）标配准则：相对估值合理、受经济下滑影响小的消费类行业和景气明确向上的周期类行业。2）超配准则：相对估值处于历史中低区域、受经济下滑影响小的消费类行业和景气明确向上的周期类行业。

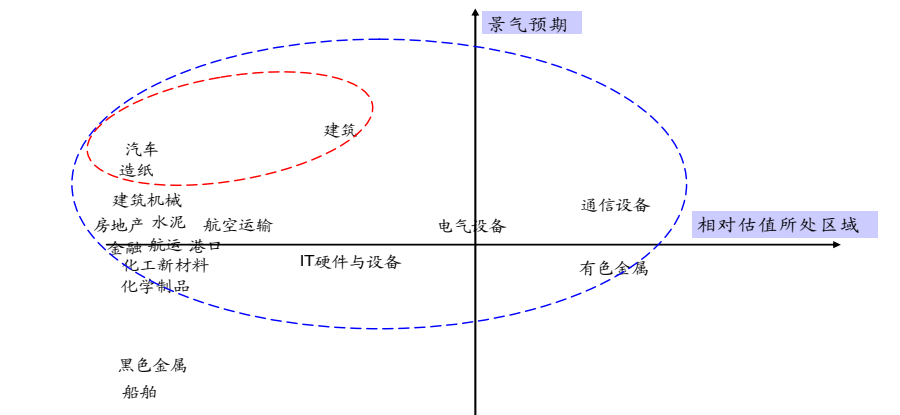
行业基本面：1）有色金属，期货价格在基建投资高峰和美国经济触底复苏带动下仍有上行动力。2）房地产，珠三角区域销量回升确定性相对更强。3）电力设备，整体投资力度低于预期，超高压、特高压电网建设仍然符合预期，水电投资高于预期。4）工程机械，细分产品更看好挖掘机、旋挖钻机、混凝土机械，原因在于与出口和房地产投资相关性相对更低。5）建筑工程，整体需求下滑，但铁路建设、地铁建设和水利水电建设逆势上扬。6）建材行业，4月份基建高峰拉动，西部区域水泥需求表现更加抢眼。7）汽车行业，整体预期改善，轻卡受益于“国III标准切换”和“汽车下乡”爆发性增长。8）航空，08年由于5-8月地震和奥运等因素的影响受抑制需求释放将可能使行业09年国内航线同比高增长，并带动机场盈利的确定性增长。9）造纸，五月环保新标加快占目前总产能约17%的落后产能的淘汰进程令文化纸景气提前回升。10）通信设备，二季度中国移动可能启动TD三期招标，前期运营商的招标采购也将逐步确认为设备商的收入，行业依旧处于景气向上周期。11）白色家电，房地产销量回升的受益者。12）医药，未来3-5年，医药行业沐浴新医改春风，在明确的“需求扩大vs供给集中”趋势下，行业重回效益型增长轨道，并保持GDP的2倍增速。13）港口，在美国、欧洲经济见底复苏带动下同比增速下降放缓。14）IT硬件与设备，快速去库存化后3G和内需拉动政策带来的终端需求促使行业景气反弹，而欧美日经济体的渐次见底复苏可能导致景气持续反弹。

图1：弱周期行业相对估值+景气图



数据来源：国信证券经济研究所，截至3月23日。注：蓝色表示标配，红色表示超配

图 2：其他行业相对估值+景气图



数据来源：国信证券经济研究所、截至 3 月 23 日。注：蓝色表示标配，红色表示超配

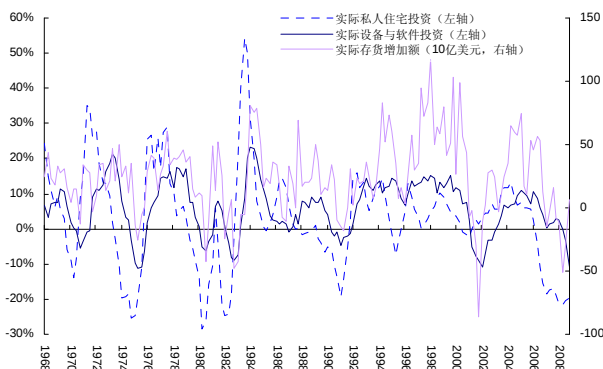
行业比较配置逻辑

经济周期运行的现实规律

一般而言，我们常见的经济周期主要归类为存货周期、固定投资周期、建筑（房地产）周期，其时间跨度依次加长。要判断经济周期的拐点只能是一个概率性的事情，尤其在每一轮经济周期的末期和初期，将经济周期作如上细分是为了让我们弄清楚关键拐点的特征。在此我们以美国为例来分析一下存货调整、固定资产投资周期、房地产投资周期结束的根源所在。

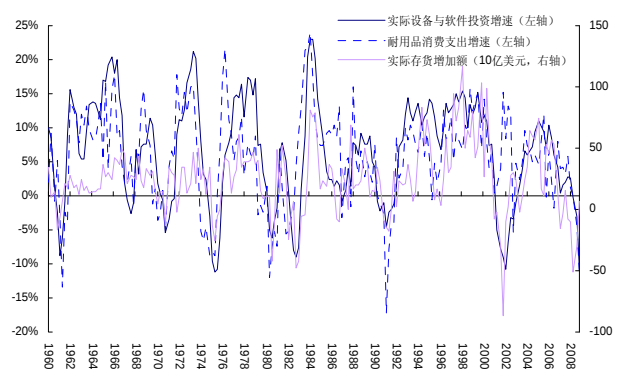
从下图可以很明显看出，房地产投资增速见底领先于设备投资和存货调整，耐用消费品（汽车、家具和家庭用品等）支出增速领先于设备投资和存货调整。

图 3：美国私人住宅投资与设备投资同比增速与存货调整



资料来源：CEIC, Bloomberg, 金额按 2000 年不变美元计

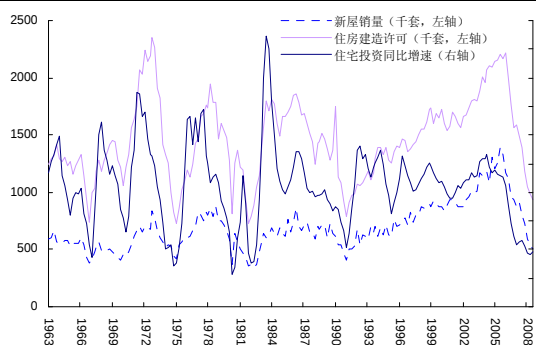
图 4：美国耐用品支出与设备投资同比增速及存货调整



资料来源：CEIC, Bloomberg, 金额按 2000 年不变美元计

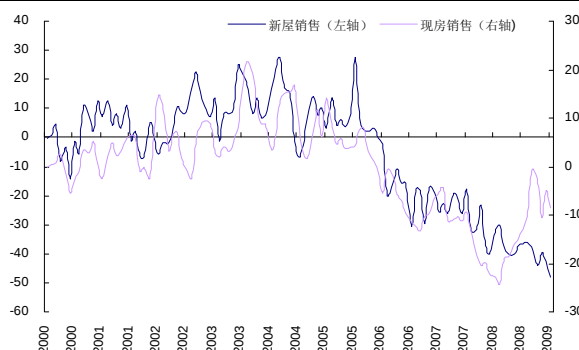
而房地产投资增速又同步或滞后于新屋销量和住宅开工许可。

图 5：美国住宅投资增速、新屋销量与住宅建造许可



资料来源：CEIC, Bloomberg

图 6：美国现房和新屋销售同比增速 %



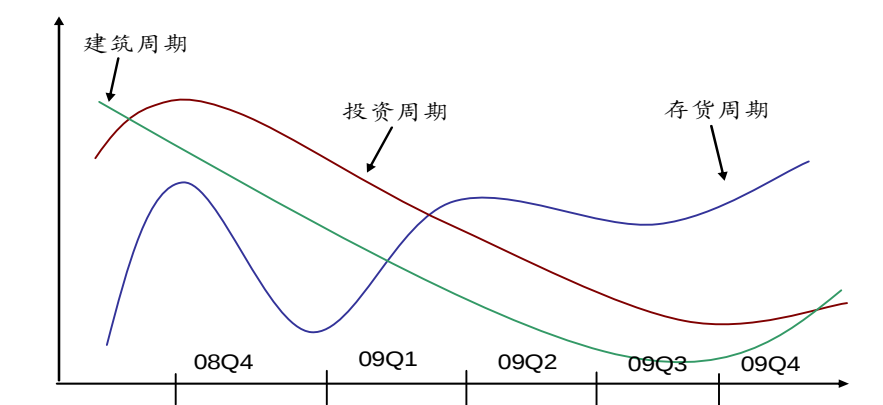
资料来源：NAR, 国信证券经济研究所, 截止 2009 年 1 月

综上所述，我们可以得出一个基本结论：**房地产周期、固定资产投资周期、存货调整真正见底必须要等到房屋销量、耐用品支出增速见底之后；或者说房屋、汽车等销量没有真正见底，长短经济周期都难言见底。**

中国实体经济仍然处于固定资产投资周期的下行阶段

就目前的宏观经济运行格局，最大的分歧在于对 09 年 2、3 季度的判断。按照国信宏观组的判断，2、3 季度工业增加值环比增速处于下降通道。我们这里从经济周期的角度来进行一下分析。1）存货周期最大调整可能已经结束，未来将进入反复的小幅去库存化—增加库存—再去库存化阶段；2）我们正处于固定资产投资周期和房地产投资周期的下行阶段。三个周期的叠加如下图所示。

图 7：09 年中国经济的长短周期运行格局（概率最大）



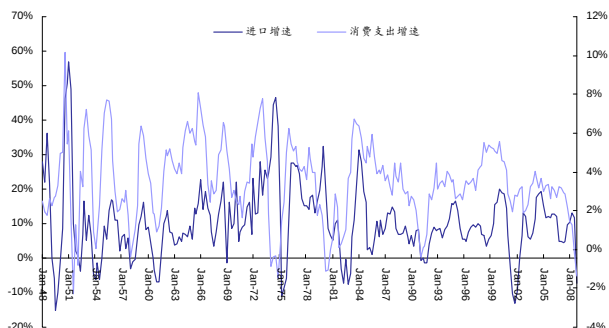
数据来源：国信证券经济研究所

下面从固定资产投资周期出发，判断经济何时触底。我们将固定资产投资周期和房地产投资周期结合在一起考虑，目前带动制造业固定资产投资的主要根源可分为三块：房地产投资、出口、政府投资。以 07 年数据为例，三者额度占 GDP 的比例分别大致为 11%、35%、11%。

1）出口。主要看美国和欧洲，我们对美国实体经济持乐观态度，主要关注指标：实际消费支出增速、PMI、零售增速、银行拆借利率差、3A 级企业债利率差，我们认为美国实际消费支出增速最晚 09 年 1 季度筑底企稳，而 GDP 增速最晚 09 年 2 季度筑底企稳，而金融行业的波动对实体经济的恶性传导机制已经被成功屏蔽，详细报告请参考《国信证券美股规律统计报告-美股春意渐浓》。从最近 3 个月的数据看，美国实体经济情况比我们原先预期的更加乐观，消费支出增速已经于 08 年 12 月见底，09 年 1、2 月都在反弹中。而从美国消费支出增速与进口增速的关系可以看出，美国进口增速将最晚于 09 年 1 季度见底，而

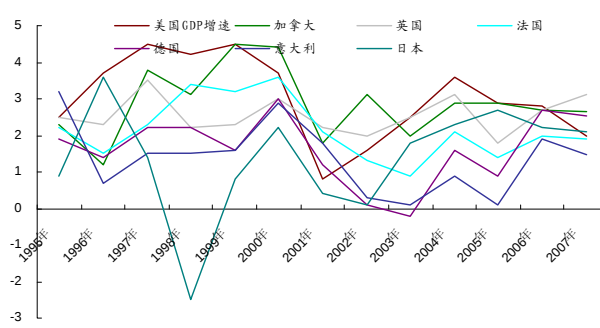
欧洲进口增速将晚于美国，从最新的数据观察，3月份集装箱港口吞吐量已经开始出现积极的变化。

图 8: 美国进口增速滞后于消费支出增速



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所

图 9: 美国 GDP 与欧洲 GDP 增速关系



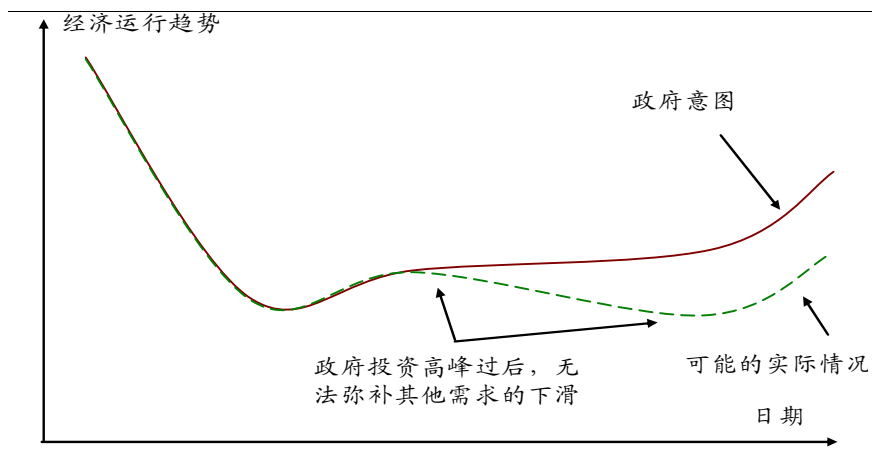
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所

2) 房地产投资。以深圳房地产调整为例，价格调整幅度 30%左右，调整时间 8-9 个月，新房成交量调整时间同步，依照目前的草根信息，深圳的房地产已经调整到位，目前可能处于筑底缓慢回升阶段。如果上海、北京遵循深圳同样的调整路径，调整将持续到 09 年 4 季度。以目前上海 1000 万套左右的新房存货为例，如果每个月销售 100 万套（目前数据还没达到），正常的库存期 2-3 个月，那么调整时间大约也在 7-8 个月。

3) 政府投资。以 07 年数据看，政府投资规模和房地产投资规模相当，此次“4 万亿投资”中政府投资的高峰期大约在 4-5 月份。

在不考虑外部经济环境的情况下，目前主要就是政府投资上升与房地产投资下滑的角力，按照政府的意图，中国经济恢复分为 2 个阶段：阶段一，消化库存，政府投资弥补需求缺口阶段；阶段二，民营资本、外资等社会资本跟进政府的投入，接力而上，民间需求开始启动。但根据国信宏观组的判断，这两个阶段中间必然出现断档。根据对经济周期的分析，我们也认为上述判断是大概率事件，原因如下。

图 10: 政府意图与可能的实际情况



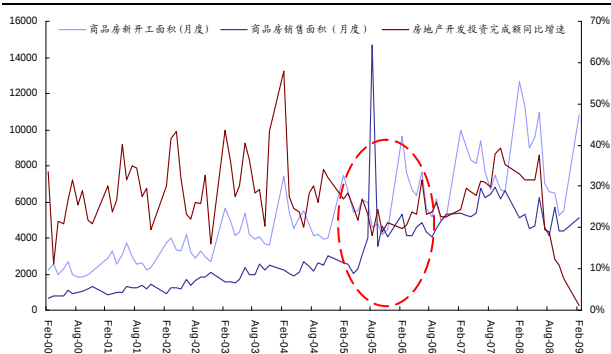
数据来源: 国信证券经济研究所

通过对拉动制造业投资的三个根源的分析，我们发现一点：由于我们预期经济在 4-5 月份政府投资高峰后将再次下滑，但目前能够导致经济再次较大幅度探底的因素主要只有房地产投资的下滑，因此关注重点集中在房地产行业的表现上。

通过和地产研究员的交流，如果目前的销量持续，那么房地产投资的低谷将

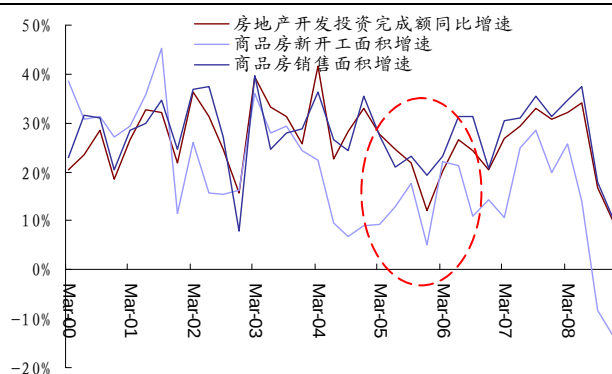
在 5、6 月份，但是通过研究美国我们发现（图 5），新屋销量和房地产投资的低谷有非常强的相关性，统计中国我们也发现了类似的现象，上一轮调整 05 年 7、8 月份销量淡季反常暴增，而房地产投资月度增速也在 05 年 8 月份见底。

图 11：月度销售面积与月度房地产投资同比增速



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所

图 12：季度销售面积与季度房地产投资同比增速



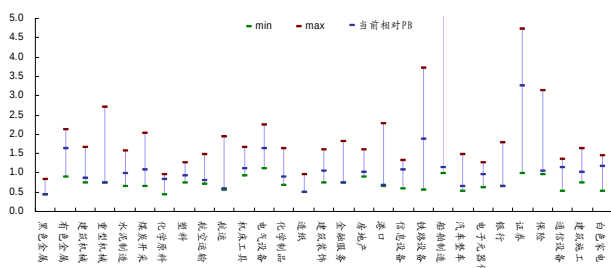
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所

但目前的状况是除了珠三角区域以外，其他一线城市房价下降比例小，这也是地产研究员认为此次销量回暖不可持续的原因，另外从价格降幅最大的深圳地区来看，2 月份深圳的销售成交量主要集中在关外的宝安区，比例达到 45%，成交均价同比下降 40%，与此形成鲜明反差的是，关内罗湖区，2 月成交均价环比上升 2.3%，而成交量下降了 40%，这也证明了目前的需求主要是刚性需求，在价格没有跌到位的情况下，销量回暖持续性不足。那么未来一旦房屋销售缩量，这将导致开发商延缓新屋开工，从而将导致房地产投资增速的低谷延后。

因此，我们以房地产销量作为信号，从实际投资的角度出发，在房屋销量继续回升的前提下，我们侧重进攻，在销量萎缩的情况下，我们侧重防御。

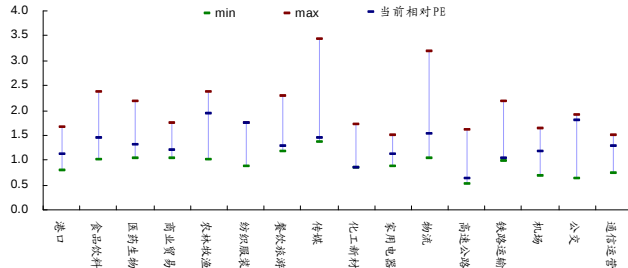
当前各行业的相对估值所处区间

图 13：周期类行业相对 PB 所处历史区间



资料来源：wind、国信证券经济研究所、截至 3 月 23 日

图 14：非周期行业（包括弱周期）相对 PE 所处历史区间



资料来源：wind、国信证券经济研究所、截至 3 月 23 日

从相对估值来看，目前处于历史相对 PE 中低区域的包括医药生物、商业贸易、餐饮旅游、传媒、化工新材料、高速公路、铁路运输，处于历史相对 PB 中低区域的包括黑色金属、建筑机械、水泥、煤炭、航空运输、航运、港口、机床、化学制品、造纸、金融、房地产、船舶、汽车。

经济周期与行业配置

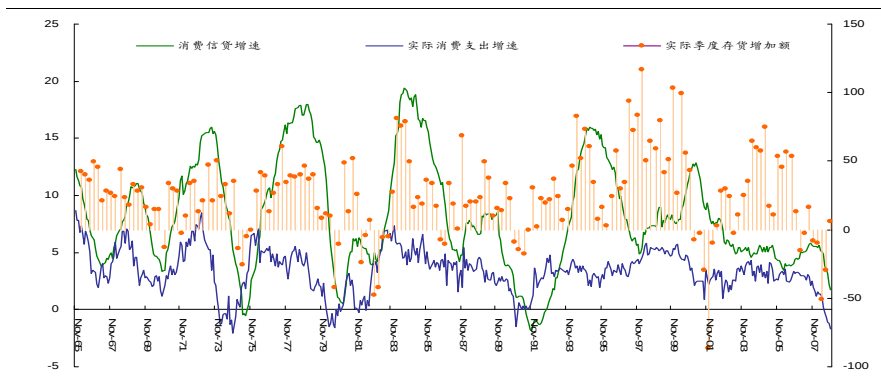
经济周期的划分与叠加

四种类型的经济周期与世界经济周期

实际生活中我们通常所说的经济周期就是复苏—扩张—繁荣—衰退,但为了方便我们的分析判断,一般而言,我们将经济周期按照时间长度划分为四种类型:存货周期、固定投资周期、建筑周期和康德拉季耶夫周期。

存货周期持续时间平均 40 个月,尽管存货波动会引起经济周期,但一般倾向于认为存货周期是最终需求变化的结果。以美国案例实证表明,存货调整的高低点一般滞后或同步于消费支出增速的变化。

图 15: 消费支出、消费信贷与存货调整



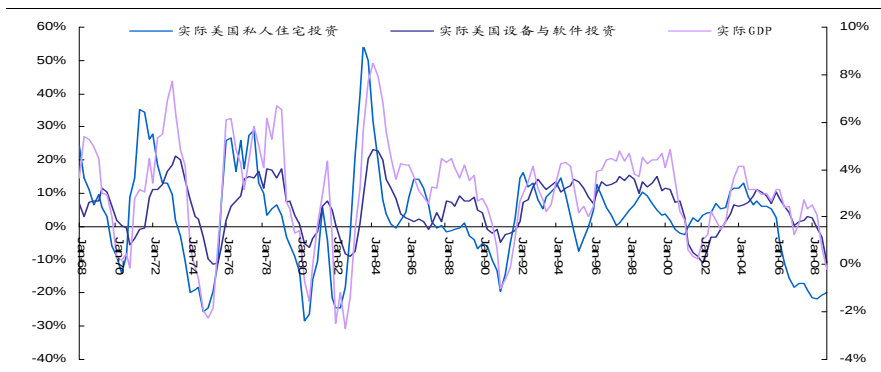
数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所

存货的增加有两种形式:一是基于真实需求增加而导致的被动增加存货,另外是投机性质的存货增加,典型的案例就是 08 年以后的存货增加:原材料价格上涨——投机性存货增加——虚假需求导致原材料价格进一步上涨。

固定投资周期(朱格拉周期)与存货周期相比时间跨度较长,通常指在机器和设备方面的投资,周期的持续性受到政府财政和货币政策的影响,平均持续时间约为 7 年。

建筑周期(库兹涅茨周期),是住宅投资的周期性变化,其短期波动与信贷市场相联系,而长期波动更多受到人口变动的影响,平均持续时间约为 18 年。

图 16: 住宅投资同比增速、固定资产投资增速与 GDP 同比增速



数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所

康德拉季耶夫长波周期，持续时间 40 年左右，且有缩短的趋势，也是存在争议的一个经济周期。按照熊彼特的解释，驱动康德拉季耶夫长波周期的主要因素是创新，每一个基础技术创新阶段都与一个特定的经济发展时期相对应：创新的介绍期—复苏、扩善期—繁荣、成熟期—衰退、衰落期—萧条，正是创新的生命周期引致了长波的轮回。

从信息产业目前所处的阶段以及美国经济周期的表现可以看出，很明确美国已经进入到萧条期，类似于 1975-1982 年的状况。美国经济是全球的发动机，这意味着未来全球经济将处于一个亚健康状态。

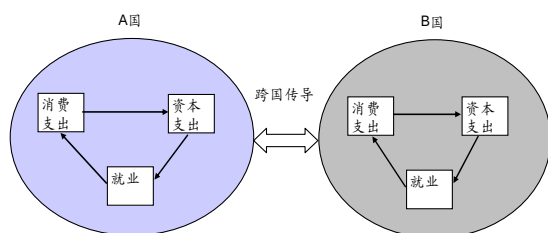
表 2: 康氏长波周期的划分

	繁荣	衰退	萧条	回升	标志创新技术
第一波	1782-1802	1815-1825	1825-1836	1836-1845	纺织机、蒸汽机
第二波	1845-1866	1866-1873	1873-1883	1883-1892	钢铁、铁路
第三波	1892-1913	1913-1929	1929-1937	1937-1948	电气、化学、汽车
第四波	1948-1966	1966-1973	1973-1982	1982-1991	汽车、计算机
第五波	1991-2001	2001-2009	2009-?	?	信息技术、生物技术

数据来源：国信证券经济研究所

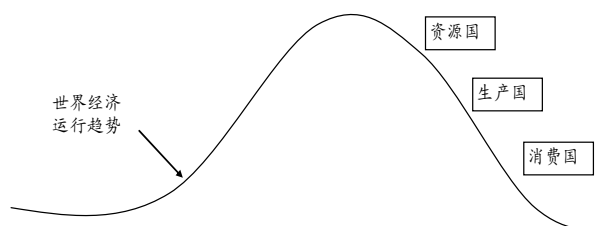
世界经济周期，在国家贸易高度发达、国际资本流动高度自由的今天，各国经济被各种有形无形的纽带紧密的联结在一起，任何来自经济体系外部的冲击都可能通过纽带传递到每一个国家。对各国较长时间的实证研究充分证明，国家与国家之间的经济周期，具有统计意义上显著的协调性。

图 17: 世界经济周期中的国内传导与跨国传导



资料来源：国信证券经济研究所

图 18: 世界经济中的消费国、生产国与资源国



资料来源：国信证券经济研究所

经济波动在国家之间的传导，是通过诸如国际贸易、国际投资等行为实现的，正是国家之间的经济部门存在传导机制，才使得跨国传导得以实现。

借用行业分析中将行业分为上、中、下游行业的方法，把全球国家可以分为：消费型国家、生产型国家和资源型国家。消费型国家的特征是消费占 GDP 比重较大，如美国、欧洲、日本；生产型国家的特征是固定资产投资占 GDP 比重大，如中国、印度、东南亚等；资源型国家是资源出口为国家收入的重要来源，如中东、澳大利亚、新西兰等。消费型国家是这个链条波动的动力，传导机制和通常的行业轮动类似，从消费支出传导到生产（资本支出），然后传导到资源品。

通过对实际经济周期的了解和划分有助于我们识别各经济体发展的暂时错位和把握实际经济所处的阶段。

经济周期如何划分？

如何判断复苏、扩张、繁荣和衰退

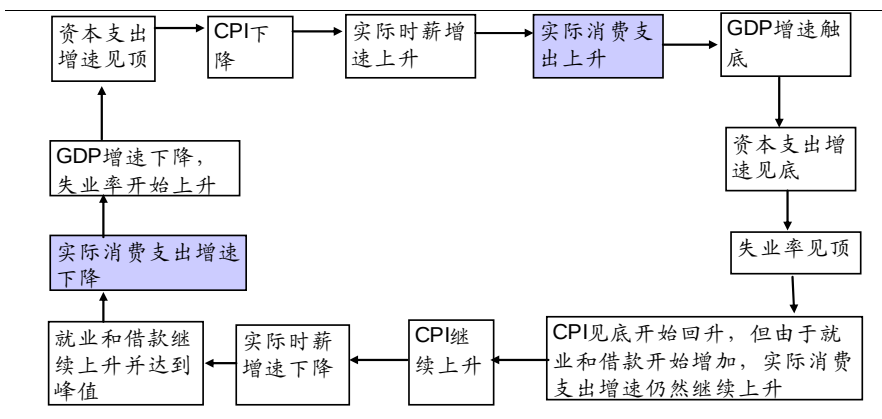
要判断经济周期的拐点是一件非常困难的事情，尤其在每一轮经济周期的末期和初期。

一旦经济周期的拐点确认之后，经济周期的扩张—繁荣期而言较容易判断，

因为它遵循的规律比较明显，仍然以美国经济周期为例。

由于消费支出占美国 GDP2/3 以上比例，以消费支出增速的整个变化流程来判断经济周期比较简单合理。

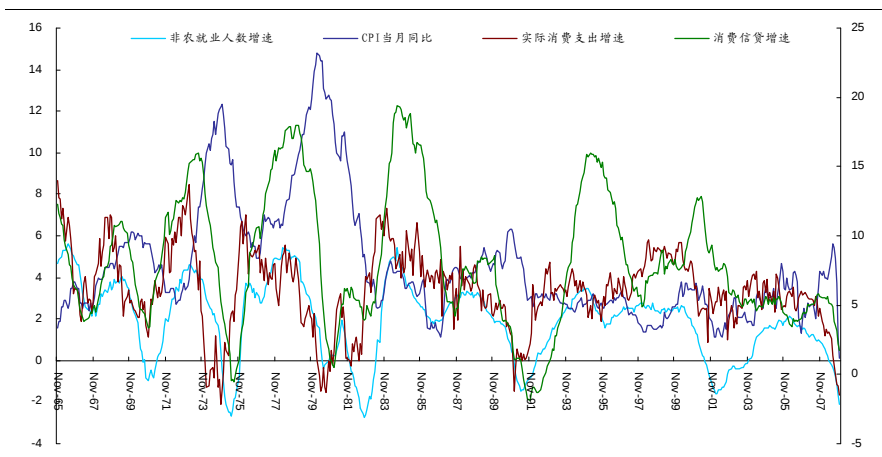
图 19: 消费支出增速、CPI、失业率、资本支出增速和 GDP 增速关系图



数据来源:《走在曲线之前》、国信证券经济研究所

当经济进入到复苏阶段后，必定要经历就业率见底回升和通胀率触底回升的过程，然后在消费借贷增加的情况下，消费支出进一步扩张，在这个阶段，我们通过 CPI、就业率、消费信贷的变化就可以知道经济周期是否已经进入到经济周期末期区域。只要 CPI 大幅上升、就业率下降、消费信贷增速下降没有同时发生，我们就可以认为经济还没有进入到繁荣末期。

图 20: 消费支出增速、CPI、就业率与消费信贷关系图



数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所

但现在关键的问题是如何判断经济周期的拐点：衰退期和复苏期。这两个时期对应了股市较大的涨幅与较大的跌幅区域，衰退期和复苏期判断正确的概率小，风险也最大(获取收益和避开损失的风险)。

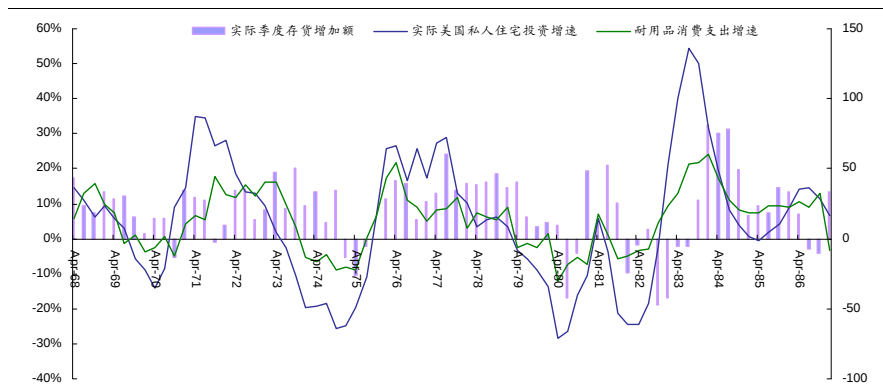
我们认为可取的实际判断方法如下：1、在复苏早期，股票市场估值也最低，由于判断复苏的正确概率低，可取的操作方式是采用自下而上的精选个股方式。2、采用更宏观的思维，而非局限于经济数据的短期判断，以当前中国市场为例，1) 存货调整最严重的阶段可能刚刚结束，由于固定资产投资周期调整期长于存货调整，那么至少可以肯定，在影响固定资产投资的主要因素还没有复苏前，固

定资产投资周期调整不会结束，那么复苏期也不会真正来临。2) 从世界经济周期的角度而言，中国作为世界经济体中的生产国，在房地产投资仍然下滑的情况下，经济的复苏只能依赖于产业链条前端的消费国，或者说这种背景下中国的复苏必定是滞后于消费国的。

如何判断固定资产投资周期和房地产投资周期

通常一轮正常的经济周期包括 1-2 个存货周期。

图 21: 美国存货周期



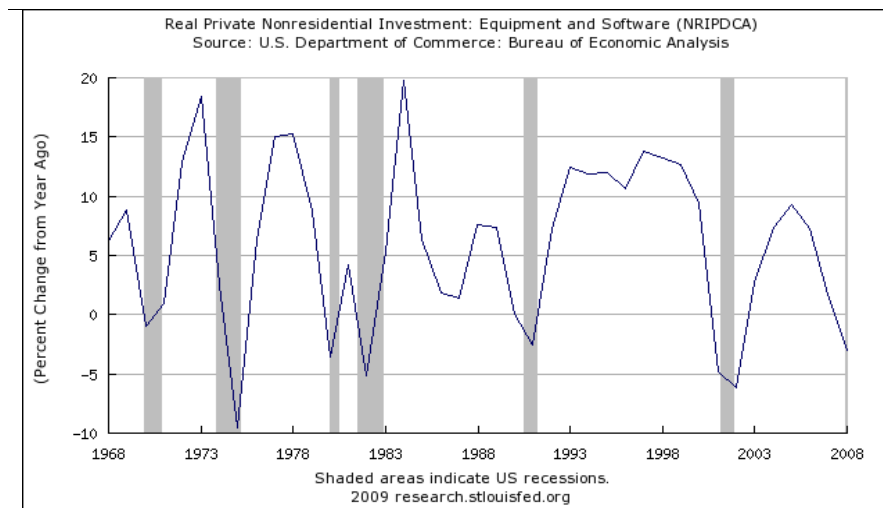
数据来源: Stlouised、国信证券经济研究所

注释: 黑色阴影表示衰退

从美国 1968 年以来的数据 (参见图 21) 可以看出存货周期的下降阶段是否会出现 2 次或以上的去库存化取决于实体经济的需求是否真正恢复, 对于美国而言, 就是房地产销量见底+耐用品消费增速见底。以美国为例, 1968 年以来更多的时候仅仅只是经历了一次去库存化, 主要的原因与美国消费支出占 GDP 比例 2/3 以上密切相关 (导致实体经济经常是 V 型反转)。

固定资产投资周期的划分: 以固定资产投资增速大幅下降 (负增长) 作为划分标准。

图 22: 美国固定资产投资周期



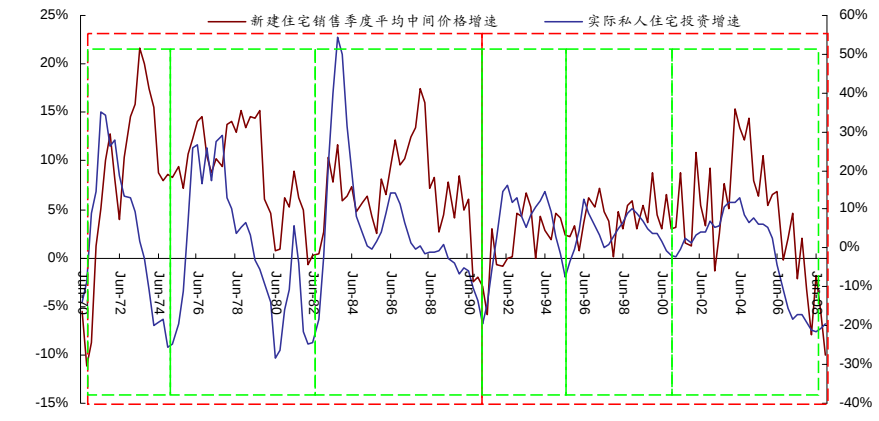
数据来源: Stlouised、国信证券经济研究所

注释: 黑色阴影表示衰退

房地产周期的划分标准: 房价同比增速与房地产投资同比增速。大的房地产周期特征: 房价同比增速大幅下降 (负增长) + 房地产投资增速的大幅下降; 小的房地产周期特征: 房价同比增速小幅下降 (正增长) + 房地产投资增速的大幅下

降。

图 23: 美国房地产周期

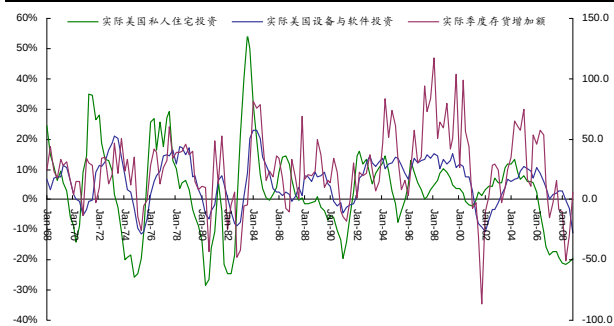


数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所

1970-2009 年, 按照传统的划分方法, 刚好对应了 2 轮完整的房地产周期 (1970-1990, 1990-2009), 每一轮周期又可以划分为 2-3 次小的房地产调整 (1970-1974, 1974-1982, 1982-1990, 1990-1995, 1995-2001, 2001-2009)

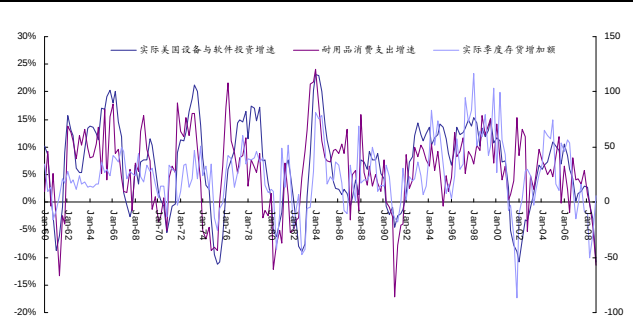
下面我们再分析一下存货调整、固定资产投资周期、房地产投资周期结束的根源所在, 仍然以美国为例。

图 24: 美国住宅投资、设备投资与存货调整



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所

图 25: 美国耐用品支出增速与设备投资、存货调整

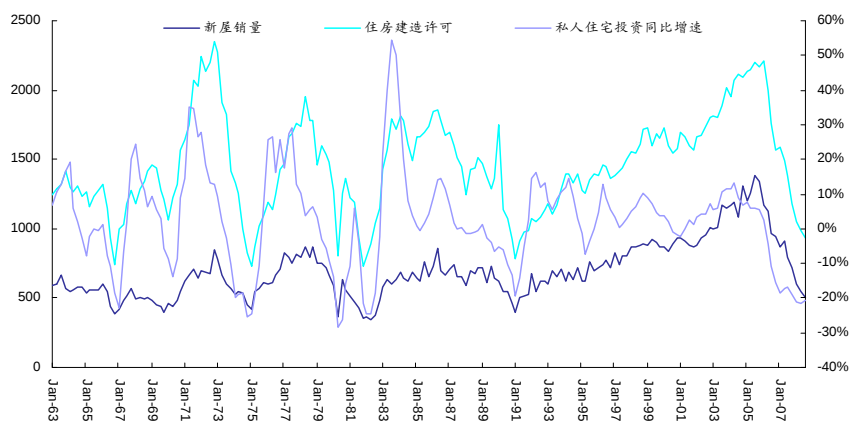


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所

可以很明显的看出来, 房地产投资增速见底领先于设备投资和存货调整, 耐用消费品 (汽车、家具和家庭用品等) 支出增速领先于设备投资和存货调整。

而房地产投资增速又同步或滞后于新屋销量和住宅开工许可, 我们可以将住宅开工许可、新屋销量作为判断房地产周期是否结束的最好信号。

图 26: 住宅投资增速、新屋销量与住宅建造许可



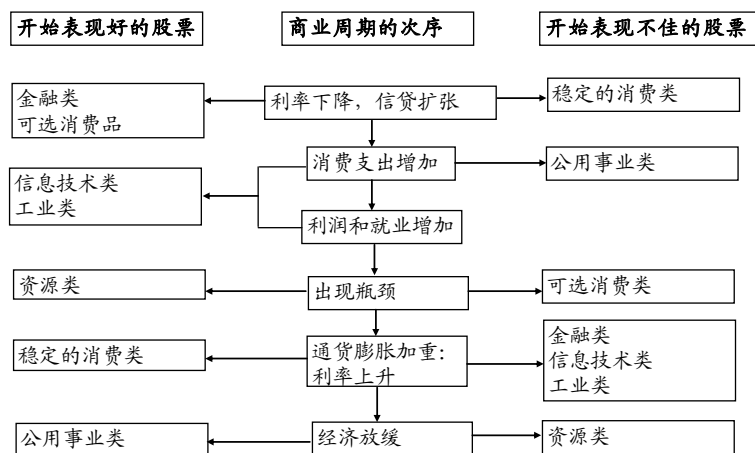
数据来源: 国信证券经济研究所

因此,我们可以得出一个结论: **房地产周期、固定资产投资周期、存货调整真正见底必须要等到房屋销量、耐用品支出增速见底之后,或者我们可以认为房屋、汽车等销量不见底,长短经济周期都不会见底。**

经济周期不同阶段行业轮动状况

每一轮经济周期,都是建筑周期、固定投资周期和存货周期变动的叠加,同时在实际经济中,周期的长度并不确定,而在周期的复苏、扩张、繁荣和衰退阶段,股票的表现有一定的规律。目前研究比较清晰的是美林证券的投资时钟理论,但此理论主要是围绕大类资产(商品、股市、债券)进行。而在股票市场内部,在经济周期运行的不同阶段,行业表现也有一定规律性。在《逃不开的经济周期》一书中,作者对大致的股票轮动顺序作了一个总结。

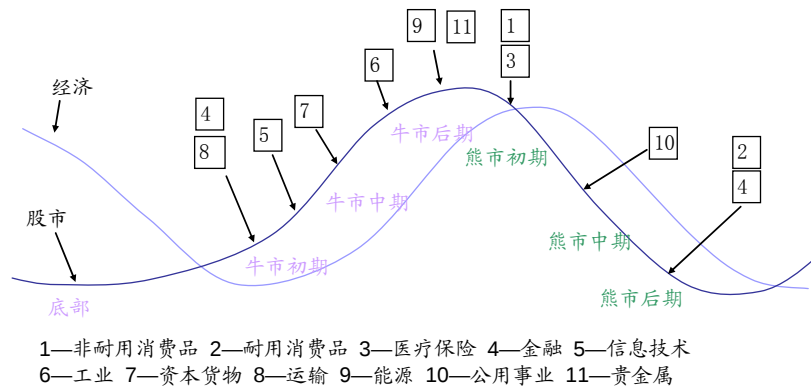
图 27: 股票表现与商业周期



数据来源: 《逃不开的经济周期》、国信证券经济研究所

我们通过美国 SP500 细分行业指数归类实证了上述逻辑。

图 28: 美国股市行业轮动图



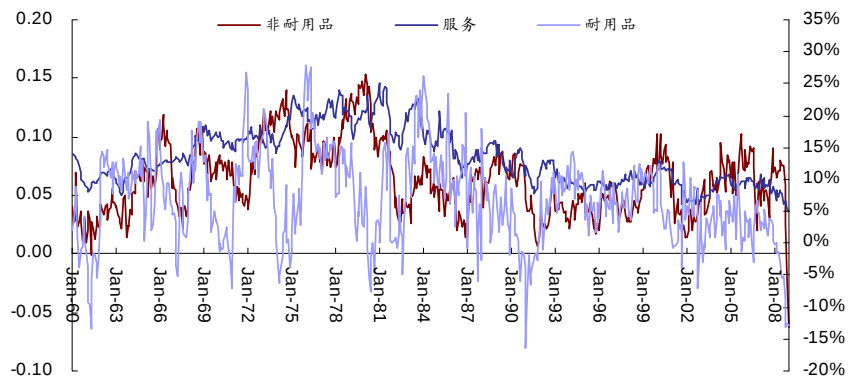
数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所

由于股市领先于经济周期，在牛市初期，金融和可选消费品表现好的主要原因我们总结如下：

1、金融。金融板块之所以在经济周期末期表现良好，主要原因在于 1) 市场更多的开始关注经济状况触底后的好转，对资产质量恶化的预期在好转；2) 经济后期，随着利率的大幅下降，信贷开始恢复，存款定期化的趋势开始弱化；3) 利率下降接近底部，息差的影响已经微不足道。

2、可选消费类，主要以耐用消费品为主。从消费支出的结构变化看，在经济周期下滑和复苏阶段，耐用消费品同比增速的表现都是领先且剧烈的。

图 29: 耐用消费品、非耐用品和服务同比增速

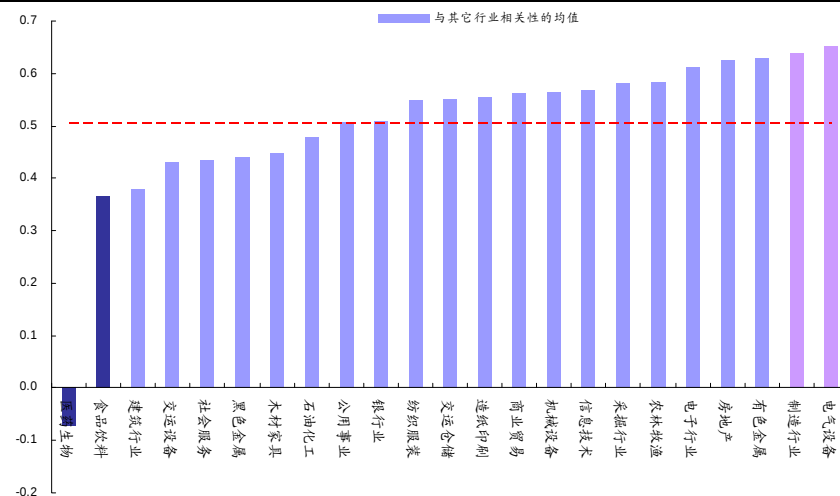


数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所

需要提醒的一点是，对于中国，公用事业并非最佳的防御行业，原因有二：1) 中国工业用电量占比 70%以上；2) 电力价格管制导致电力行业利润随煤炭成本变化而大幅波动。

国信金融工程部对国内各大类行业做了景气相关性的统计，结果是医药行业与经济相关性最弱，食品饮料其次，这与美国的表现一致。医药行业是中国最佳的防御板块。

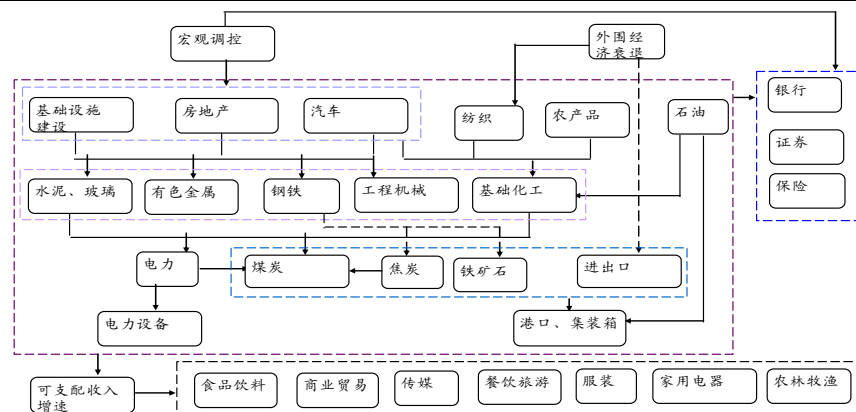
图 30: 各行业景气度之间的相关性



资料来源: 国信证券经济研究所金融工程部

一旦经济发展已经确认进入到新一轮经济周期之后, 行业轮动的规律就开始起作用, 主要以行业上下游传导为规律进行。

图 31: 中国行业产业链条



数据来源: 国信证券经济研究所

结合中国股票市场的实际状况, 我们发现, 行业股票的轮动并不与实体经济的轮动保持完全一致, 以最近的市场表现为例, 有色金属类股票的表现远远好于有色金属行业基本面的状况, 因为按照正常的经济发展规律, 资源类行业的盈利状况在经济发展中后期才真正改善。我们认为原因是行业比较的逻辑在于行业的景气预期与相对估值所处区域, 在相对估值处于历史低位时, 价格的小幅反弹都会改善行业的景气预期, 这将导致其在行业配置中成为首选对象。关于相对估值与行业景气预期的选择方法请参见报告《国信证券行业比较报告-景气预期与防御性共同主导的投资机会》。

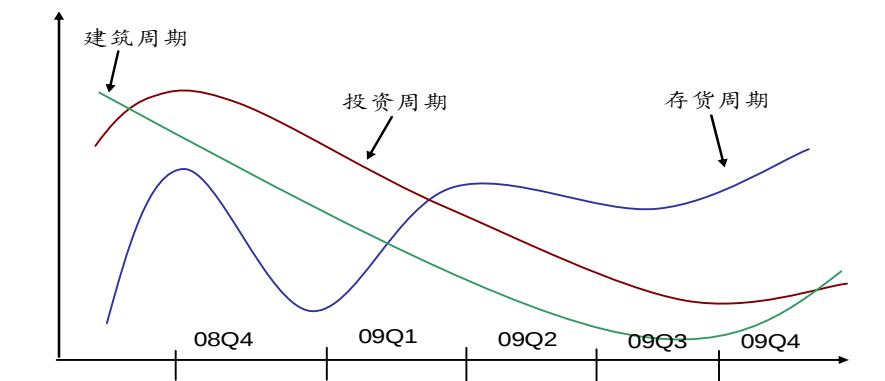
同时, 在配置行业时, 尤其在经济周期的拐点处, 对于经济所处阶段的判断是行业配置的重要前提。根据宏观组和对经济周期的判断, 我们认为中国经济仍然处于固定资产投资周期的下行阶段, 下面将进行详细分析, 在这个阶段, 仍然是以防御为主。

目前中国经济所处阶段及行业景气状况

实体经济仍然处于固定资产投资周期的下行阶段

就目前的宏观经济运行格局，最大的分歧在于对 09 年 2、3 季度的判断。按照国信宏观组的判断，2、3 季度工业增加值环比增速处于下降通道。我们这里从经济周期的角度来进行一下分析。1) 存货周期最大调整可能已经结束，未来将进入反复的小幅去库存化—增加库存—再去库存化阶段；2) 我们正处于固定资产投资周期和房地产投资周期的下行阶段。三个周期的叠加如下图所示。

图 32: 09 年中国经济长短周期运行格局（概率最大）

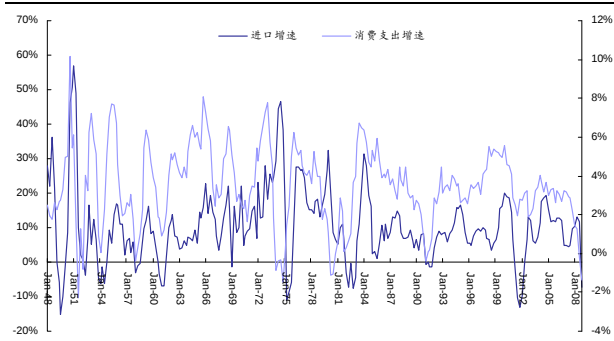


数据来源：国信证券经济研究所

下面从固定资产投资周期出发，判断经济何时触底。我们将固定资产投资周期和房地产投资周期结合在一起考虑，目前带动固定资产投资的主要根源可分为三块：房地产投资、出口、政府投资。以 07 年数据为例，三者额度占 GDP 的比例分别大致为 11%、35%、11%。

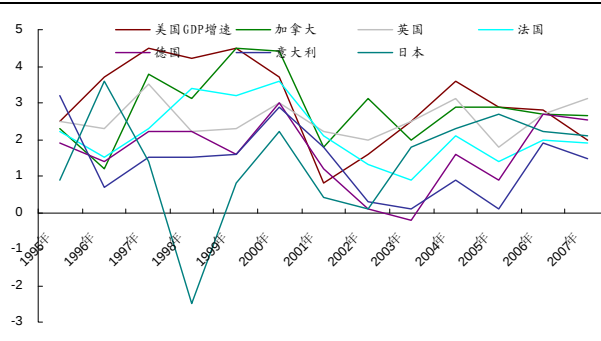
1) 出口。主要看美国和欧洲，我们对美国实体经济持乐观态度，主要关注指标：实际消费支出增速、PMI、零售增速、银行拆借利率差、3A 级企业债利率差，我们认为美国实际消费支出增速最晚 09 年 1 季度筑底企稳，而 GDP 增速最晚 09 年 2 季度筑底企稳，而金融行业的波动对实体经济的恶性传导机制已经被成功屏蔽，详细报告请参考《国信证券美股规律统计报告-美股春意渐浓》。从最近 3 个月的数据看，美国实体经济情况比我们原先预期的更加乐观，消费支出增速已经于 08 年 12 月见底，09 年 1、2 月都在反弹中。而从美国消费支出增速与进口增速的关系可以看出，美国进口增速将最晚于 09 年 1 季度见底，而欧洲进口增速将晚于美国，从最新的数据观察，3 月份集装箱港口吞吐量已经开始出现积极的变化。

图 33: 消费支出与进口增速关系图



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所

图 34: 美国 GDP 与欧洲 GDP 增速关系



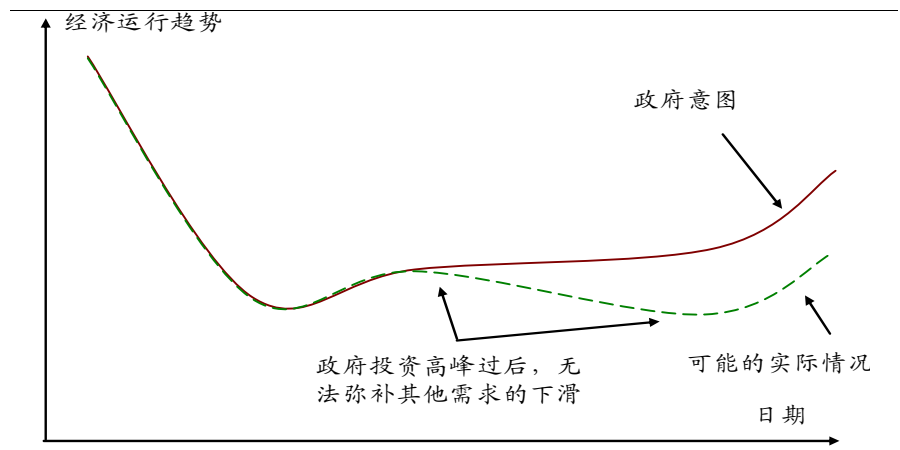
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所

2) 房地产投资。以深圳房地产调整为例, 价格调整幅度 30% 左右, 调整时间 8-9 个月, 新房成交量调整时间同步, 依照目前的草根信息, 深圳的房地产已经调整到位, 目前可能处于筑底缓慢回升阶段。如果上海、北京遵循深圳同样的调整路径, 调整将持续到 09 年 4 季度。以目前上海 1000 万套左右的新房存货为例, 如果每个月销售 100 万套 (目前数据还没达到), 正常的库存期 2-3 个月, 那么调整时间大约也在 7-8 个月。

3) 政府投资。以 07 年数据看, 政府投资规模和房地产投资规模相当, 此次 “4 万亿投资” 中政府投资的高峰期大约在 4 月份左右。

在不考虑外部经济环境的情况下, 目前主要就是政府投资上升与房地产投资下滑的角力, 按照政府的意图, 中国经济恢复分为 2 个阶段: 阶段一, 消化库存, 政府投资弥补需求缺口阶段; 阶段二, 民营资本、外资等社会资本跟进政府的投入, 接力而上, 民间需求开始启动。但根据国信宏观组的判断, 这两个阶段中间必然出现断档, 我们从经济周期角度分析也认为宏观组的判断概率最大。

图 35: 政府意图与可能的实际情况



数据来源: 国信证券经济研究所

主要行业的景气状况和投资机会

在存货周期最严重时期调整结束之后, 我们重新回到固定资产投资和房地产投资周期的下行阶段。此时的投资机会来自 4 个方面:

一、政策和投资带动的细分行业结构性机会

1) 汽车行业, 整体预期改善, 轻卡爆发性增长。汽车产业振兴规划的提出, 显著改善了对汽车销量、企业盈利的预期, 是推动汽车股 2008 年 11 月以来显著跑赢市场的主因。相关政策中, 降低小排量乘用车购置税、汽车下乡政策最具实质性力度, 分别对小排量乘用车、低端轻卡 (及微客) 具备较大的销售刺激效应。这一投资主线, 表现为行业的全面受益, 一汽系公司 (一汽轿车、一汽富维、一汽夏利) 是汽车研究员推荐的投资组合, 其中, 一汽轿车具备 “确定性的增长” + “较明确的并购预期”, 有更高的安全边际。

低端货车 (低端轻卡、微卡) 和微客是 2009 年增长最为明确的细分子行业, 其中, 轻卡的受益程度将高于微客和微卡, 预计销量有望同比增长 30-50%。原因有二: ① “国 III 标准切换”。7 月 1 日, 3.5 吨以下柴油机将全面执行国 III 排放标准, 将会导致轻卡出现与重卡类似的透支消费情形; ② “汽车下乡” 轻卡受益程度最大。并且, 这一政策将会使得轻卡行业的景气度延续到全年。这一主线下的投资选择是: 福田汽车、银轮股份、云内动力。

2) 造纸, 五月环保新标或令景气提前回升。新标准的实施将加快占目前总产能约 17% 的落后产能的淘汰进程, 产业分散的文化纸受益最为明显, 纸种景气预期沿着“低档文化纸—中高档文化纸—新闻纸”路径逐级传导, 形成大文化纸率先突围行业景气谷底的趋势。

3) 建筑工程, 整体需求下滑, 但铁路建设、地铁建设和水利水电建设逆势上扬。尽管基础设施投资不断“升温”, 但因占比更高的房地产投资的低下以及产业部门投资的不畅, 在它们的综合作用下, 行业的总体需求可能更多地表现为下滑。其中, 铁路建设、地铁建设和水利水电建设领域的增速最快, 且景气度也逆势上扬。当前以基建投资为主导的中央投资规模不断扩大基本能保障相关领域增长的确定性, 此外, 适度宽松的货币政策落实情况好于预期, 使得相关公司将持续受益。

4) 房地产, 区域性房屋销量回升确定性相对更强。从主要城市 08 年 11 月以来的销售看, 地产新政“暖市”效果明显, 淡季不淡, 特别是京、深两地回暖信号明显; 近期房地产销售回暖主要是在政策(减免税费、房贷优惠利率降低)引导下, 刚性需求的集中释放所致, 当然也与开发商主动降价及小户型较多导致购买力增强有关, 但房地产调整仍未结束。房屋销量相对明确回升的是房价大幅下降的珠三角区域。

5) 电力设备, 整体投资力度预期, 超高压、特高压电网建设仍然符合预期, 水电投资高于预期。过去三个月中, 国网公司 2009 年的投资力度低于之前的计划可认为是一个重大事件。1、国网和南网两家公司投资总和仍较 2008 年增长了 14.4%; 2、超高压、特高压的投资力度仍是在增强; 3、2007、2008 年国内水电核准的进度显著放缓, 两年中每年核准的水电项目规模低于一般性认为正常所需要的 1,200 万千瓦。我们认为这将导致自 2009 起可能形成一个水电项目核准的小高潮, 对于大中型水电设备制造商而言将面临阶段性的繁荣机会。简单而言: 整体投资力度低于预期, 超高压、特高压电网建设仍然符合预期, 水电投资高于预期。

6) 工程机械, 细分产品更看好挖掘机、旋挖钻机、混凝土机械, 原因在于与出口和房地产投资相关性相对更低。4 万亿投资计划的实质是将未来 5 年的基建需求集中在 09、10 年两年释放, 对工程机械需求推动力度空前。其中 4 万亿投资计划中能直接带动工程机械需求相关的投资占比达 70% 以上, 预计 09、2010 年国家财政对基础建设投资的增速将达到 69%、32%, 基建投资成为行业复苏的主要推动力量, 预计相关需求拉动 2 季度将开始明显体现, 并在下半年持续推动行业需求回升。

细分产品更看好: 挖掘机、旋挖钻机、混凝土机械。旋挖钻机受高铁建设拉动, 09 年仍将保持 50% 以上高增长; 挖掘机一方面受益基建投资, 一方面受益外资厂商减产, 进口替代加快, 国内厂商 09 年全年仍能实现 30%-50% 的正增长(其中小型挖掘机以出口为主, 仍将下降); 混凝土机械受基建拉动大, 09 年可能前高后低, 全年增长并不悲观; 汽车起重机受地产需求影响不大, 且能受益基建拉动, 09 年增速相对乐观。

7) 建材行业, 4 月份基建高峰拉动, 西部区域水泥需求表现更加抢眼。2 季度, 全国各区域相继进入施工旺季, 水泥消费需求也会相应回升, 目前是考验市场对新增产能承受力的时期。由于我们不看好 2 季度的房建市场, 因此对华东和华南市场的水泥消费增长持悲观预期, 认为 1 季度该区域出现的价格竞争态势会延续, 预期西部市场会保持平稳, 但成本转嫁因素消失, 使得价格上涨动力也

弱化，而毛利率仍会表现为同比上升。

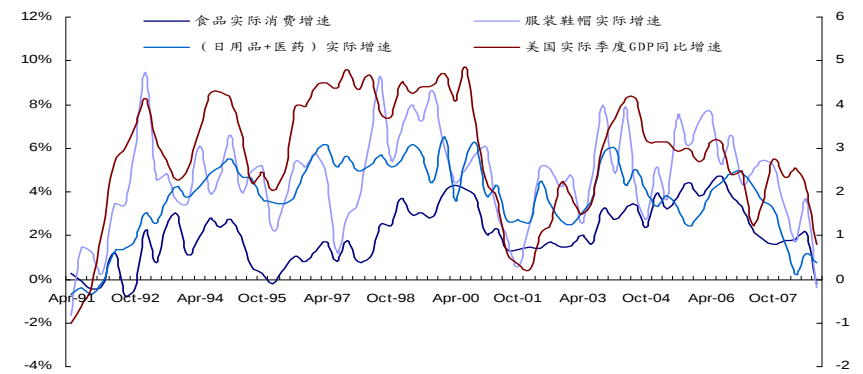
8) 通信设备，景气向上。通信设备：景气向上，增长明确将继续获得追捧。目前通信设备行业平均 PE 为 09 年 25.9 倍、10 年 20.5 倍。二季度中国移动可能启动 TD 三期招标，前期运营商的招标采购也将逐步确认为设备商的收入，行业依旧处于景气向上周期。我们预计中小型、成长性设备公司仍将受到市场的追捧。

二、抵御经济下滑风险能力强的行业

抵御经济下滑风险能力强的行业我们分为 2 类，一种是收入随经济波动，但波幅较小的非周期行业，另一种是由于基数原因，收入同比增速已经于 08 年 4 季度或 09 年 1 季度见底的行业。

1) 医药和连锁超市。以美国为例，与经济的相关性，医药、日用品最低，其次是食品、服装。

图 36：各大类消费行业收入增速同 GDP 增速关系



资料来源：国信证券经济研究所

另外，国信医药研究员认为过去 10 年，医药产业处于政策调控期，而过去 2 年属于低谷后的复苏期，未来 3-5 年，医药行业沐浴新医改春风，在明确的“需求扩大 vs 供给集中”趋势下，行业将重回效益型增长轨道，并保持 GDP 的 2 倍增速。

而商业贸易研究员认为，虽然 09 年上半年，社零总额增速整体呈回落态势，但大多数公司已经挤爆估值泡沫，长期投资价值已经显现。考虑到国家可能后续出台刺激消费的相关政策，我们认为抵御下滑风险最强的连锁超市仍然值得关注。

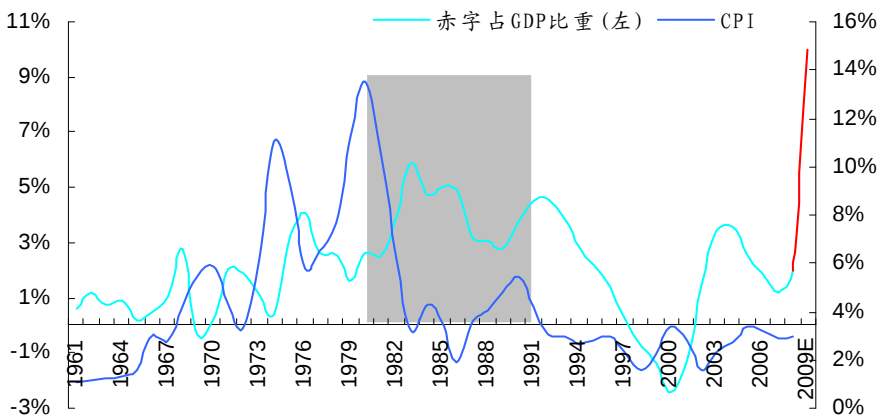
2) 航空，08 年受抑制需求释放将可能使行业 09 年国内航线同比高增长，并带动机场盈利的确定性增长。08 年由于 5-8 月地震和奥运等因素的影响，行业正常需求受到了抑制，这部分受抑制的需求将可能在 09 年得到释放，尤其是二三季度，再加上 5-8 月也是航空的旺季，叠加效应将有望带动航空同比高速增长，类似于 03-04 年非典影响。我们上调国内航线同比增速，由 8%上调至 14%。航空需求的释放将可能使国内航线保持较高增长，由于机场盈利与流量的正相关性，国内航空需求增长将带动机场盈利的较快增长。目前国际航线和航空货运仍在加速下滑，但有望在三季度企稳，并在未来经济复苏后迎来快速发展。

三、通胀预期带来的大宗商品投资机会。

伴随着各国大力的财政支出，未来高通胀将不可避免，这将造成大宗商品战

略性的投资机会。但是需要提醒的一点是：纵观历史，滞胀如果发生也都在经济发展的中后期，而目前仍然处于两轮经济周期的交界处，目前投资者对于滞胀和高通胀的预期有过度的嫌疑。

图 37：美国财政赤字占 GDP 比重和与 CPI 走势



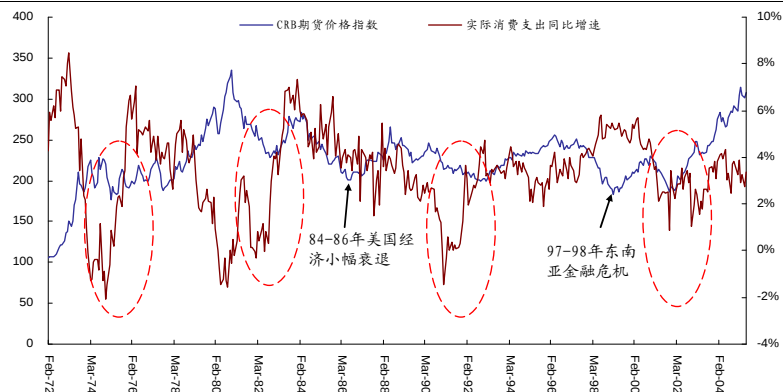
资料来源：美联储，国信证券经济研究所

灰色部分为货币政策紧缩期

主要受益的行业来自上游：有色金属、石油和化工。

有色金属、石油期货价格上升的动力来自于美国消费好转和中国 4 月份基建高峰来临来动的经济上行。

图 38：CRB 指数与美国消费支出同比增速

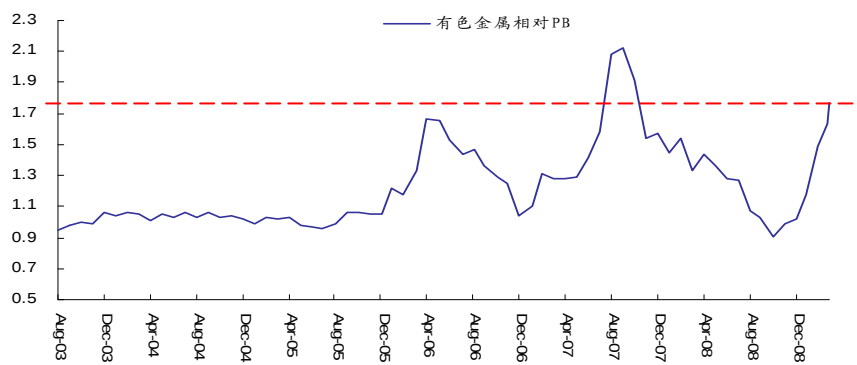


数据来源：国信证券经济研究所

从上图可以看出，在 90-92 年 CRB 指数的表现一波三折，主要的原因在于当时欧洲经济体表现疲弱，大多在 93 年才真正见底。同样的道理，此次大宗商品未来下行的动力将来自于欧洲(东欧金融危机导致欧洲经济体的复苏必定之后于美国)、日本和中国 5 月份之后的回调压力。

我们重点要声明的一点是：虽然我们对有色金属的长期趋势非常看好，但就二季度而言，我们认为相对估值和经济下行(尤其是从 5 月份左右开始)的压力将更多的制约有色金属股票的表现。

图 39：期货价格仍然处于底部区域的有色金属板块相对大盘的相对 PB



数据来源：wind，国信证券经济研究所，截至 3 月 27 日

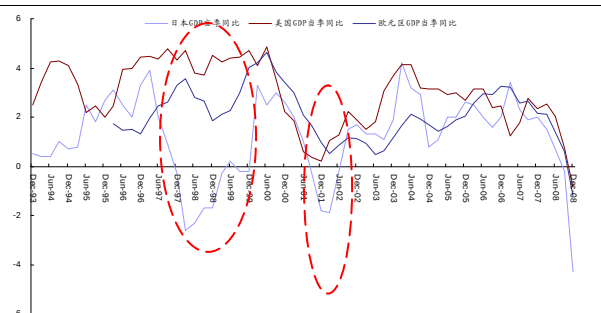
黄金受益于全球可预期的货币扩张价格下调空间有限，但从历史上看，黄金真正大涨都发生在经济中后期（以美国经济周期为例），主要的原因：一是抵抗经济衰退风险的作用，二是美元泛滥导致的以美元计价的黄金价值回归。

由于目前我们判断美国经济已经开始处于见底复苏阶段（以美国消费支出为主要参考指标），因此，从历史经验来看，伴随着其他各经济体的渐次复苏、扩张、繁荣以及衰退，按照美林的《投资时钟理论》，资金将依次在股市、大宗商品、黄金上配置轮换。因此，就目前而言，我们认为黄金价格涨跌空间皆有限。

四、外围经济复苏预期下受益的行业。

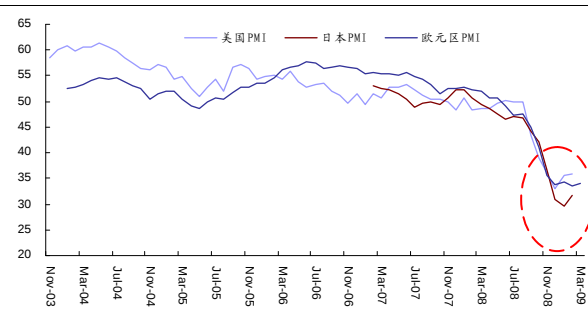
由于此前我们判断美国经济将见底复苏（参见报告《国信证券美股规律统计报告-美股春意渐浓》），消费支出同比增速最晚 09 年 1 季度见底，而从历史上季度数据看，欧日经济往往滞后于美国经济 1 个季度见底。此次，因为中东欧经济体的金融危机，市场预期西欧经济体可能因此见底时间滞后，但从目前欧洲关键经济数据看，也已经开始出现见底迹象，这导致与外围经济复苏相关的行业出现了明显的投资机会。

图 40：美、欧、日季度 GDP 同比增速



资料来源：国信证券经济研究所

图 41：美、欧、日 PMI 指数



资料来源：国信证券经济研究所

1) 港口和航运：最新的港口数据出乎意料地好，虽然同比数据仍然下滑，但目前来看，全国港口 3 月的数据环比大幅上升、同比减速大幅收窄已成定局。个别港口吞吐量甚至与去年持平或略低。在美欧经济见底复苏的带动下，我们认为港口和航运的好转趋势可以持续。

2) IT 硬件与设备：行业景气的回暖目前主要得益于 1) 由于 4Q08 对终端需求的悲观预期，产业链各环节均致力于去库存，需求陡然消失使得行业在 11 月到 1 月间迅速衰退；2 月份以来，由于去库存化基本完成，库存回补以及部分终端需求并出现预期之大幅恶化，导致行业出现反弹；2) 急单变短单拉长反弹

时间。由于 3G 投资和“家电下乡”等内需政策推动，以及上网笔记本电脑的需求旺盛，产业链订单从库存回补的急单变成需求驱动的短单。

IT 行业研究员认为，3G 和内需拉动政策带来的终端需求已经得到了很好的体现，我们认为未来整体需求的回复在欧美日渐次见底复苏的带动下可以持续。

具体配置建议

表 3: 行业及公司配置

评级	行业	标准配置	推荐配置	推荐公司
超配	汽车	2.01%	6.03%	江铃汽车、一汽轿车、潍柴动力、一汽夏利、宇通客车、金龙汽车、一汽轿车、威孚高科、一汽富维、福田汽车、银轮股份、云内动力
	建筑	2.18%	6.54%	葛洲坝、隧道股份、中材国际、金螳螂、精工钢构、中国中铁、中国铁建、粤水电
	造纸印刷	0.83%	2.49%	晨鸣纸业、劲嘉股份、太阳纸业、华泰股份、岳阳纸业、博汇纸业、银鸽投资、凯恩股份
	医药保健	5.01%	10.02%	东阿阿胶、云南白药、同仁堂、片仔癀、天士力、康缘药业、金陵药业、康美药业、中恒集团、天坛生物、双鹭药业、达安基因、科华生物、恒瑞医药、三精制药、海正药业、白云山、海正药业、华海药业、东北制药、国药股份、一致药业、山东药玻
标配	建材	1.79%	1.79%	海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、天山股份、江西水泥
	建筑机械	1.50%	1.50%	三一重工、徐工、中联重科、山推股份
	房地产	6.73%	6.73%	中天城投、云南城投、滨江集团、首开股份、招商地产、保利地产、华业地产、浦东金桥
	有色金属	3.48%	3.48%	山东黄金、中金黄金、辰州矿业、ST 有色
	基础化工	3.14%	3.14%	新安股份、烟台万华、金发科技、柳化股份、德美化工
	电气设备	2.53%	2.53%	特变电工、浙富股份、东方电气、平高电气
	银行	12.84%	12.84%	深发展 A、浦发银行、招商银行、兴业银行、北京银行、交通银行、工商银行
	非银行金融	8.24%	8.24%	中国平安、中国太保
	机场	0.46%	0.46%	厦门机场、上海机场、深圳机场、厦门空港
	航空	1.53%	1.53%	中国国航、南方航空
	传媒	0.75%	0.75%	天威视讯、博瑞传播、时代出版、广电网络
	港口	0.77%	0.77%	天津港
	航运	0.87%	0.87%	长航油运
	IT 硬件与设备	1.98%	1.98%	广电运通、生益科技
	通信设备	1.22%	1.22%	中兴通讯、武汉凡谷、中创信测、亨通光电、中天科技、烽火通信、国脉科技、三维通信、北纬通信、新海宜
	家用电器	1.89%	1.89%	格力电器、九阳股份
	连锁超市	1.21%	1.21%	武汉中百、新华都、步步高
	旅游休闲	0.53%	0.53%	峨眉山、锦江股份
低配	黑色金属	5.32%	4.26%	新兴铸管、恒星科技、华菱钢铁、武钢股份、济南钢铁、重庆钢铁、八一钢铁
	公用事业	6.24%	4.99%	金山股份、国电电力、长江电力、宝新能源
	食品饮料	3.27%	2.62%	燕京啤酒、青岛啤酒、伊利股份、贵州茅台、泸州老窖、水井坊、五粮液、张裕 A
	石油天然气	3.32%	2.66%	中国石油、中国石化
	农林牧渔	1.95%	1.56%	南宁糖业、中牧股份

资料来源：国信证券经济研究所

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有, 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。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 煊	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456