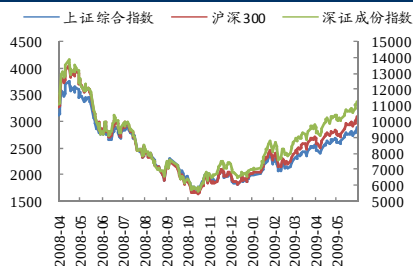


行业配置

2009 年下半年行业配置报告

市场走势



相关报告

《房地产消费再杠杆化值得期待》

——2009年6月行业配置报告

2009 年 5 月

《关注相对估值洼地与消费潜力组合》

——2009年5月行业配置报告

2009 年 4 月

《追寻政策倾斜下的好转预期》

——2009年二季度行业配置报告

2009 年 3 月

联系人

桑俊

电话：0755-83707385

邮件：sangj@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ **证券市场二次探底的可能性不大。**近期关于证券市场反弹后再度探底可能性的争论较多，就经济危机或金融危机后的证券市场表现来看，估值触底大幅反弹之后，其主要动力来源于政府危机救援政策的推动以及投资者信心的修复。目前国内 A 股已经大幅反弹，市场估值水平也位于历史正常水平的上限，但是宏观经济的未来走势以及上市公司盈利状况改善的程度使得证券市场二次探底的可能性不大。

■ **把握 CPI 和出口拐点。**我们判断未来证券市场走势和政府政策倾向的关键因素在于 CPI 和出口拐点出现的时机，由此判断政府相关政策发生转变的可能性，并且把握证券市场反映经济复苏预期和通胀预期的时机。

■ **CPI 拐点——通胀预期主题。**CPI 转正时机将影响市场对货币政策转向的判断，从而改变证券市场流动性充裕的基础。同时我们判断 **CPI 拐点出现要迟于市场预期**，不过通胀预期仍将是市场关注的投资热点，通货膨胀主要通过两个方面来影响企业盈利，一是通过资本市场的财富效应；一是通过经营成本与收入的跨期实现来改善企业盈利水平。

■ **出口拐点——出口复苏迟缓下的消费投资主题。**与简单的出口复苏相比，我们更加关注于出口复苏的实际进程以及其背后的政府政策趋势。一方面，我们判断 **出口复苏进程可能会低于市场预期**；另一方面，由于出口对经济的负面影响短期仍然存在，保增长的政府政策基调难以扭转，“**促消费**”的措施仍将推进，宽松货币政策主导下的充沛流动性成为资本市场繁荣的支柱。

■ **估值水平是压力，流动性充裕是动力。**从当前证券市场重点行业的估值水平和市场的一致预期来看，证券市场的盈利预测已经相对乐观，估值水平维持历史均值附近，市场估值水平继续上升缺乏明显动力，考虑到年底之前货币当局扭转当前宽松货币政策的可能性不大，流动性充裕的局面将使得证券市场维持震荡向上的格局。

■ **行业配置。**我们建议目前仍然建议超配消费增长确定的相关行业，三季度末开始关注受益于通胀预期的相关行业。另外出口形势的好转、通胀预期以及消费拉动向上传导的累计效应将使得一些制造业（如钢铁、电力、化工等）景气有所好转，复苏预期与产能过剩的此消彼长下会产生一些交易性机会。

在证券市场和实体经济接连触底之后，今年六个月的连续上涨呈现出明显的行业轮动特征，从最初的“四万亿”和“产业振兴”政策收益行业、大宗商品（有色金属）、可选消费（房地产、家用电器、交运设备）到最近的金融行业。我们认为下半年证券市场仍将维持行业轮动的趋势，其关键在于对 CPI 和出口拐点的把握上，CPI 由负转正以及出口同比实质性好转的时机有可能导致政府宏观经济政策的转向，从而改变当前资本市场流动性过剩的基础。

政府政策的刺激带来了上市公司盈利好转的预期，加上政府宽松的货币政策的促进作用，证券市场表现远超过实体经济复苏的进程。在指数不断创出新高的同时，投资者对于市场的判断开始分化。我们的判断是经济复苏的进程反映为上市公司的盈利改善，而通胀预期和流动性充裕则推高了估值水平。在宏观经济逐步复苏的大背景下，政府宏观经济政策转变的可能及时机成为我们关注的焦点。

历史经验——证券市场的二次触底并不是必然

近期关于证券市场反弹后再度探底可能性的争论较多，就经济危机或金融危机后的证券市场表现来看，估值触底大幅反弹之后，其主要动力来源于政府危机救援政策的推动以及投资者信心的修复。但是是不是强劲反弹之后往往跟随着大幅地二次探底呢？如果仅仅从证券市场走势来看，亚洲金融危机之后的东南亚各国股市、IT 泡沫破灭之后的 NASDAQ 都呈现出这一现象。但是如果将证券市场走势与实体经济的恢复状况结合起来看，我们认为证券市场触底反弹之后的延续走势仍然在于实体经济的恢复状况，仅仅从图形的观察中得出反弹之后大幅下挫是大概率事件是没有根据的。

日本和中国台湾在 80 年代末和 90 年代初尽管同样证券市场大幅下挫，但是之后就呈现出截然不同的走势。

日本证券市场屡创新低的一个经济缩影是日本政府屡次宣布经济复苏，但是经济屡次步入衰退。日本金融危机产生之后，日本政府经过十多年的时间才使得经济重现恢复迹象，经济恢复期限远远超过金融危机的平均恢复时间，主要原因在于日本政府对金融危机救助的过程中，早期由于担心金融危机的救助加剧政府的财政负担而没有采取购买金融机构不良债权和对金融机构直接注资的措施，仅仅依靠扩张性的财政和货币政策来刺激经济，但是事实证明日本政府前期的救助政策成效不够显著，金融机构自身对不良债权的缓慢消化导致金融体系难以恢复

正常的秩序，从而导致日本经济深陷泥淖，发展缓慢。证券市场充分反映了日本经济的实际趋势，屡次创出新低。

台湾证券市场同样在上世纪 90 年代初期经历了证券市场崩溃。但是在证券市场泡沫破灭的背景中，台湾却有效地完成了传统制造业的向外转移、高新技术产业的兴起以及服务业的快速发展。证券市场泡沫从产生到破灭并未如同日本一样深层次地影响实体经济，从而避免陷入了经济停滞的泥淖。在宏观经济稳步向上的趋势下，台湾证券市场同样呈现出震荡向上的良好态势。

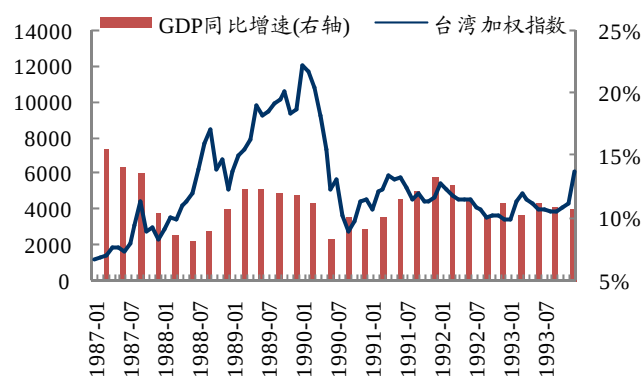
自去年 11 月份上证综指触底之后，目前已经反弹 73%（按 6 月 19 日收盘点位），市场估值水平也位于历史平均水平的上限，但是依据对宏观经济未来走势以及上市公司盈利状况改善程度的判断，我们认为证券市场二次探底的可能性不大。

图 1 日本经济危机过后 GDP 与股指表现



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2 台湾证券市场泡沫之后的 GDP 与股指表现



资料来源：WIND、国海证券研究所

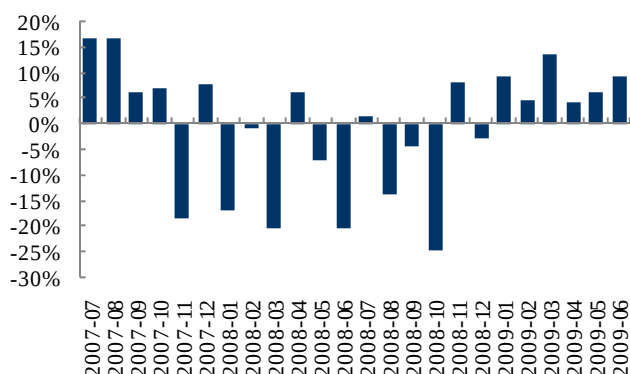
经济走向何方——几组数据的背后

上半年市场对相关宏观经济数据的质疑声不断，其实主要集中在一个十分明确的差异上，也就是实体经济的缓慢回暖与证券市场的连续上扬。实际经济缓慢回暖的背后是出口和投资的结构性调整，出口不振和投资过旺是其基本特征。证券市场上扬的背后是流动性充裕和企业盈利过冬之后的恢复。

实际经济冷而证券市场热。当前实体经济在一季度触底之后缓慢反弹，工业增加值低于趋势水平，规模以上工业企业利润也在不断收缩。但是与之相对应的证券市场持续上扬，与之形成鲜明反差。其中原因之一在于证券市场各行业利润占比与 GDP 中各行业占比差异较大，以美

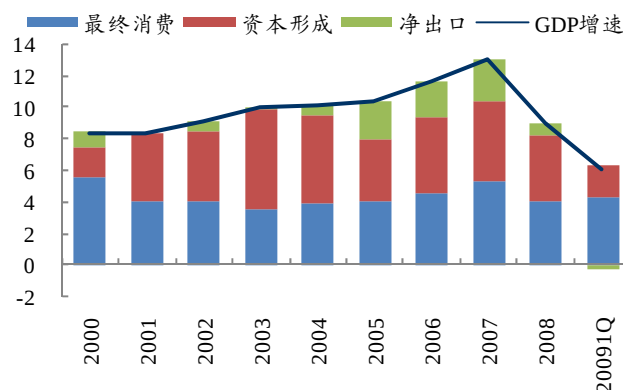
国为首的发达国家证券市场中金融行业往往占据上市公司利润的较大份额，但是在 GDP 中的比重较小，中国证券市场同样存在这样的结构性特性。另外，更重要的是上半年央行大规模的信贷投资存在一部分资金流入资本市场，流动性充裕成为证券市场高涨的重要推动力。

图 3 上证综指月度涨幅



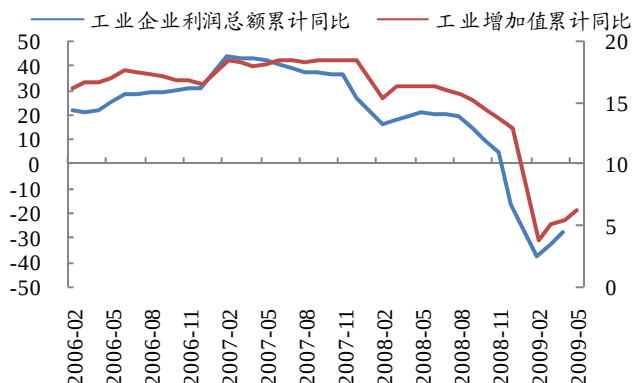
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4 GDP 支出法构成



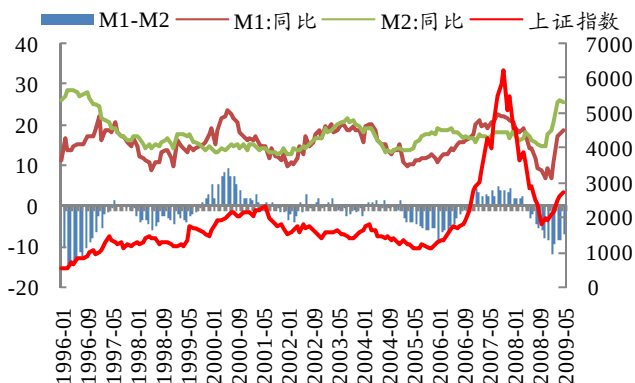
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 5 工业企业利润总额与工业增加值累计同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6 货币供应量增速与证券市场走势

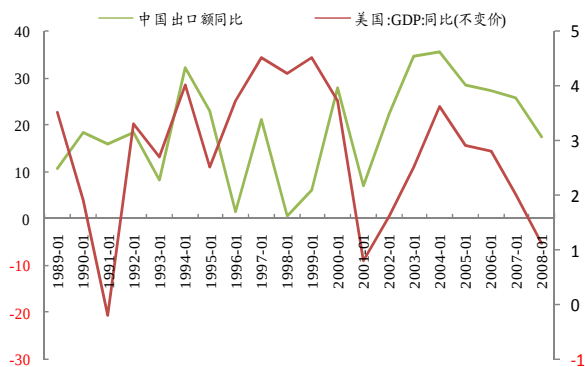


资料来源：WIND、国海证券研究所

出口冷而投资热。2000 年以来，中国的出口额增长与美国 GDP 的增长呈现出同步升降的走势。趋势延续的结果就是，美国为首发达国家的经济收缩和居民消费收缩成为导致中国出口快速下滑的主要因素，不过由于出口产品的技术水平相对较低，中国出口下滑的水平要远低于日本等其他国家和地区。出口产品较低的价格需求弹性导致 2 月份以来纺织服装、鞋类和旅行箱包用品等生活必需品出口回升明显；以玩具为代表的可选消费品出口则呈现出复苏乏力的局面；机电产品出口更是受各国产能利用率低，资本投资大幅削减拖累，出口同比增速一直维持在低位。与出口低迷相对应的是政府主导的铁路、公路等基础设施建设的快速增长，其结果就是上半年固定资产投资的快速增长，以及与投资相

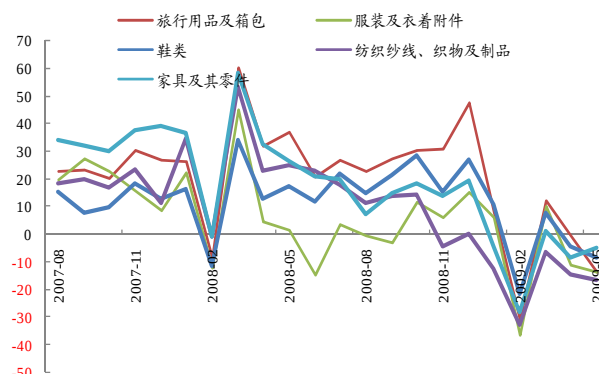
关的建材、建筑、机械、铁路等行业的证券市场表现抢眼。

图7 中国的出口额增长与美国GDP增长



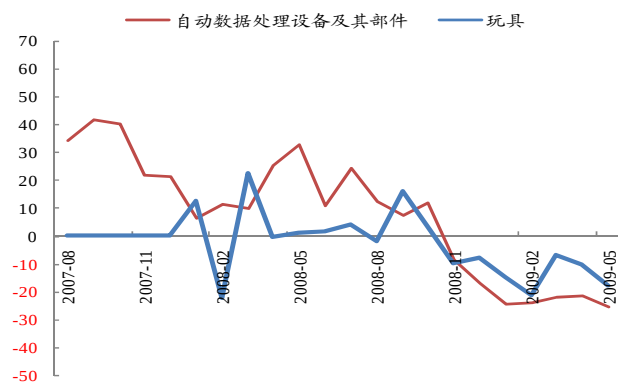
资料来源：WIND、国海证券研究所

图8 生活必需品出口回升明显



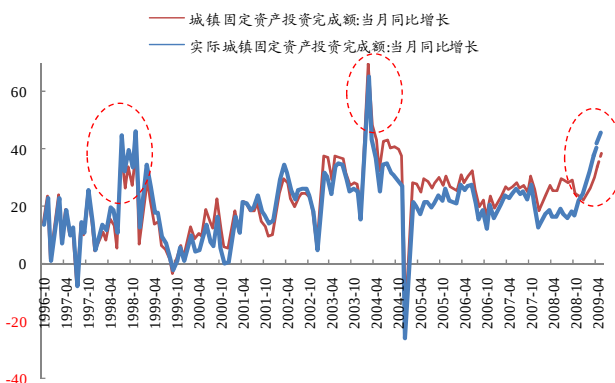
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图9 机电产品和非必需消费品回升乏力



资料来源：WIND、国海证券研究所

图10 5月份实际固定资产投资单月同比增速高达45.8%



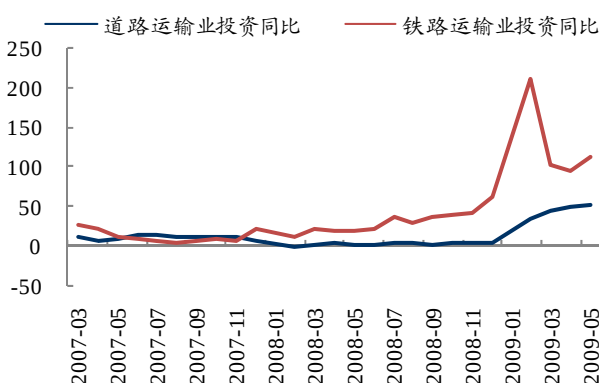
资料来源：WIND、国海证券研究所

图11 5月份地方和中央项目投资出现了此消彼长的情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图12 道路运输和铁路运输行业固定资产投资完成额同比增速



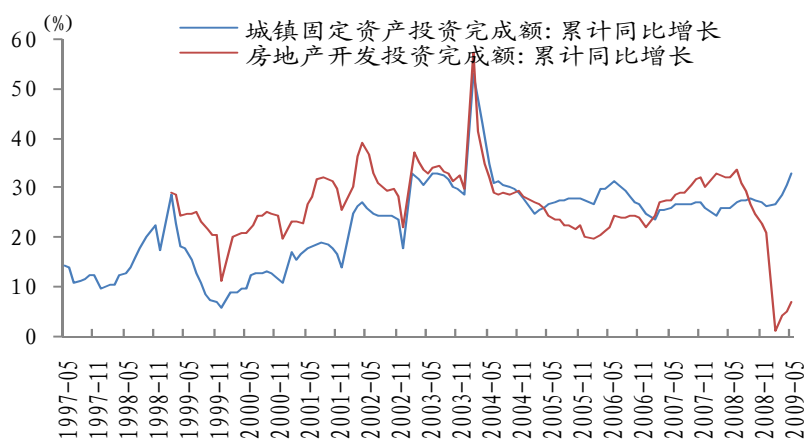
资料来源：WIND、国海证券研究所

住房投资冷而住房销售热。上半年住房销售的热度超出市场预期，

其主导因素是政府货币政策的放松（利率下调和利率优惠），而税费的减免加剧了房地产的成交活跃。我们之前的报告（6 月行业配置报告《房地产消费再杠杆化值得期待》）已经认真分析了房地产消费旺盛的根本原因，并且乐观地估计 2009 年全国房地产成交面积将超过 2007 年。

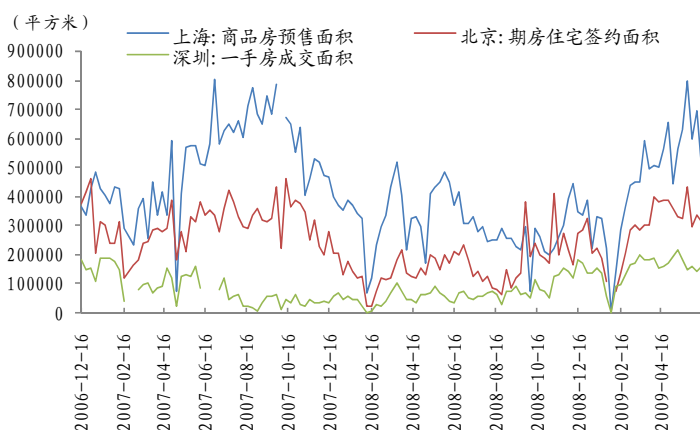
与房地产销售相对应的房地产投资仍然维持较低水平，近期略有起色，不过从近期开放商一级市场的活跃程度，我们不难推测下半年房地产投资增速的快速回升。考虑到“铁公基”项目投资高涨的效果叠加，下半年固定资产投资增速会被再度推高将是大概率事件。

图 13 城镇固定资产投资与房地产开发投资累计同比增长



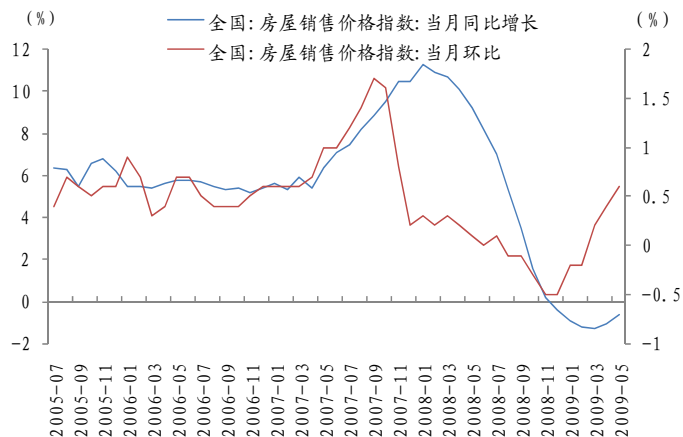
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 14 一线主要城市年初以来房地产交易量



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 15 全国房地产销售价格指数走势



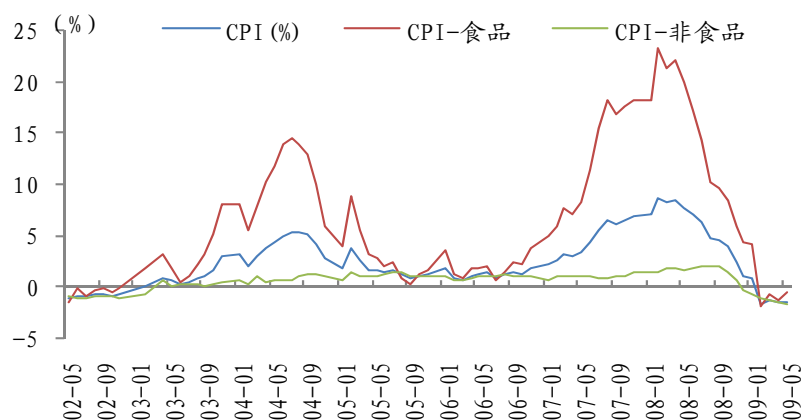
资料来源：WIND、国海证券研究所

内部通货紧缩与外部高涨的大宗商品。外部经济环境以及金融危机对国内经济的冲击导致 CPI 周期的快速调整，上半年 CPI 同比增速的触底主要体现为去年翘尾因素的高基数效应以及国内终端需求的缓慢恢

复，上半年 CPI 与 PPI 呈现持续负增长。与此同时，尽管世界各国央行口径一致的宽松政策效果初显，各国 CPI 环比正增长的趋势明确，但是目前主要发达国家通缩压力普遍存在。

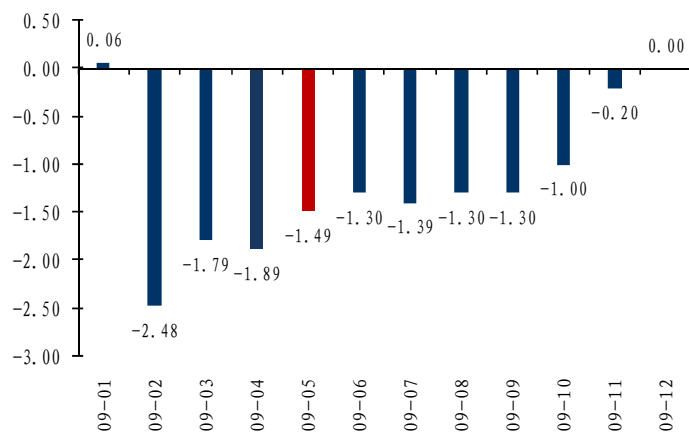
与全球通缩压力相对应的是以石油、黄金、大宗商品价格的快速反弹，虽然新兴市场国家经济的超预期反弹导致了部分需求回暖，但是更多的价格上扬体现为全球宽松流动背景下资金推动。

图 16 CPI 及其分类指标走势



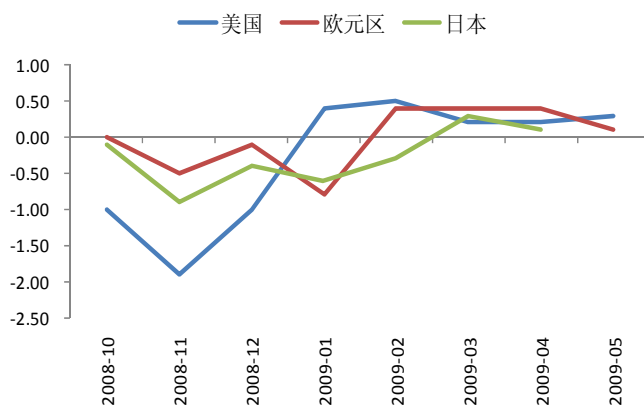
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 17 CPI 翘尾因素



资料来源：WIND、国海证券研究所

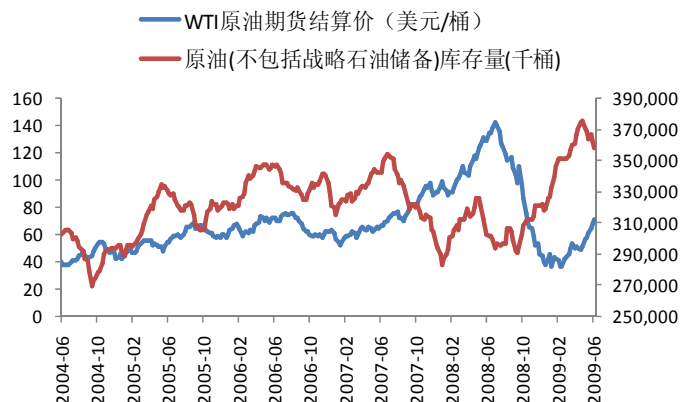
图 18 CPI 当月环比增速(%)



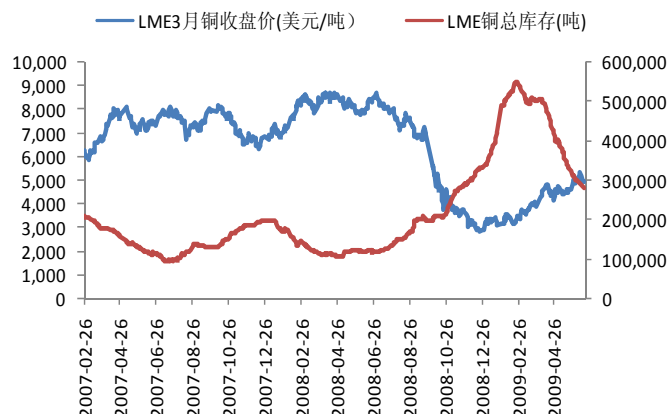
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 19 原油期货结算价与原油库存

图 20 伦铜现货结算价与库存



资料来源：WIND、国海证券研究所



资料来源：WIND、国海证券研究所

宏观经济冷暖不一的根本原因在于经济复苏根基的不牢固,这是我们判断未来证券市场走势和政府政策倾向的关键因素之一。一方面,在感受到明确的经济可持续增长之前,政府的财政支持力度不会减弱,这种趋势将反映在出口局面的扭转时机上;另一方面,在感受到确切的通胀压力之前,相对宽松的货币政策难以收紧,历史上“降息容易加息难”的现象仍将存在,通膨趋势和压力将反映在 CPI 由正转负的时机上。

CPI 和 PPI 拐点——通胀预期投资主题

市场关于此轮经济周期的通胀预期早已产生争论,我们过去的报告中观点明确,强调通胀压力短期难现。其根本判断在于:一方面我们判断 CPI 转正的时间要晚于市场预期,另一方面我们认为在需求呈现全面复苏之前,很多制造业的潜在产能释放会制约终端价格上行。

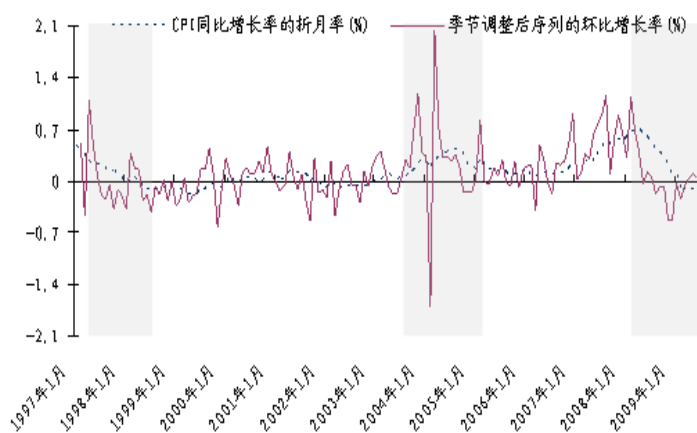
现在,我们在此重提通胀预期并且将其作为一个投资主题,主要是基于第四季度全球经济复苏和中国通胀来临的叠加效应,这将有效改善部分行业的产品需求增长预期和成本向下转导能力,从而导致行业景气的上升和企业盈利的改善。

1. CPI 将于 11 月由负转正,可能晚于市场预期的三季度末

在通过采用 X-12-ARIMA 方法对 CPI 月度同比增速进行季节调整后,我们宏观小组发现季节调整后 CPI 定基指数序列的月度环比增长率(记为 CPIH)的变动趋势与 CPI 月度同比增长率折算为月平均增长率(记为 CPIT)基本相同,但 CPIH 的波动频率更高,幅度更大,这说明季节调整后 CPI 定基指数的环比增长率具有更高的灵敏性,能够更加及时地捕捉到经济的瞬息变化。对比 CPIH 和 CPIT 的走势可以看出, CPIH 的波形始终位于 CPIT 的左侧,对一些转折点的识别比 CPIT 领先 7-9

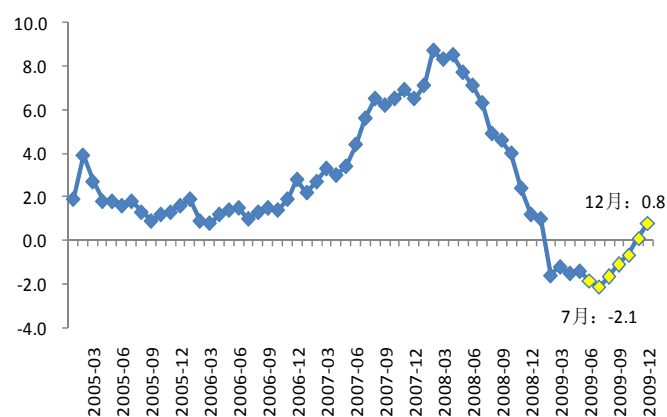
个月。如在判断我国 1997 年后的通货紧缩状态上 CPIH 比 CPIT 领先了 7 个月；在对 2008 年后我国通货紧缩状态的判断上 CPIH 比 CPIT 领先了 9 个月。因此，通过观察季节调整后 CPI 定基指数环比增长率序列，我们发现其在 2009 年 4-6 月连续 3 个月出现正值，按照 CPIH 领先 CPIT 7-9 个月计算，我们可以得到如下的结论：我国 CPI 同比增速或在 2009 年 12 月前后转正，我国目前的通货紧缩局面也将在今年底明年初结束，通过进一步的模型测算，我们预计 CPI 将于 11 月份转正，同比增速为 0.15%，12 月达到 0.8%。

图 21 CPI 同比增长率的折月率、季节调整后序列的环比增长率



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 22 CPI 月度走势及预测



资料来源：国海证券研究所

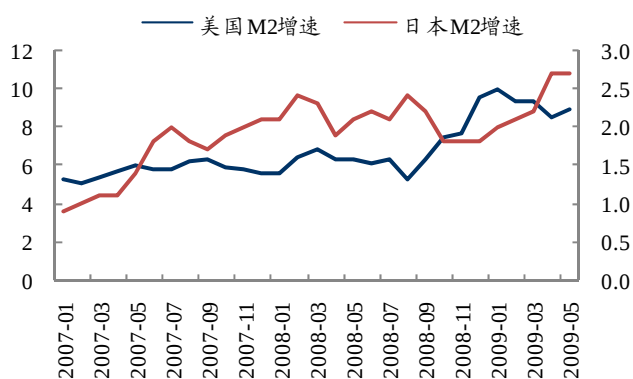
2. CPI 转正时机将影响市场对货币政策转向的判断

自美联储开始执行定量宽松政策之后，全球流动性的充裕使得市场对“恶性通胀”和“滞胀”的担忧愈演愈烈，80 年代欧美“滞胀”的历史经验似乎仍然历历在目。随着国内房地产和证券市场上半年的快速上行，资产泡沫的膨胀再度成为市场关注的焦点。去年年底以来金融机构的信贷投放不断创出天量，如果按照今年八万亿的信贷增量和 8% 的经济增速，今年金融机构信贷余额与 GDP 的比值将超过 2003 年（SARS）达到历史新高，何况从目前信贷投放的规模来看，今年信贷规模超过八万亿的可能性在不断加大。

我们密切关注 CPI 的环比增速以及 CPI 由负转正的时点，由此判断资产泡沫加速上行的风险以及央行货币政策调整的可能性。尤其是近期有关目前宽松货币政策带来通胀风险的论调纷纷见诸报端，舆论的焦点纷纷指向未来流动性收缩的必然性。按照我们所测算的 CPI 走势，我们认为通货膨胀的来临可能会晚于市场预期，因此下半年货币政策收紧的可能性目前还看不到。

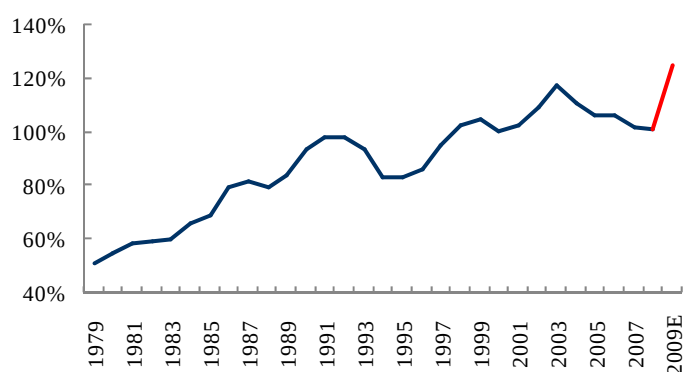
基于我们对 CPI 变动趋势的判断，我们认为未来经济面临“滞胀”的风险很低。一方面，在全球都存在产能过剩和消费不旺的背景下，国际贸易萎缩带来的出口收缩在中期仍将制约通胀的上行；另一方面，美联储定量宽松货币政策的初步实施带来了美国国债长期收益率的大幅上行，这将有效压制美联储采取进一步宽松政策的欲望。

图 23 主要发达国家货币供应量增速



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 24 中国信贷余额与 GDP 比值

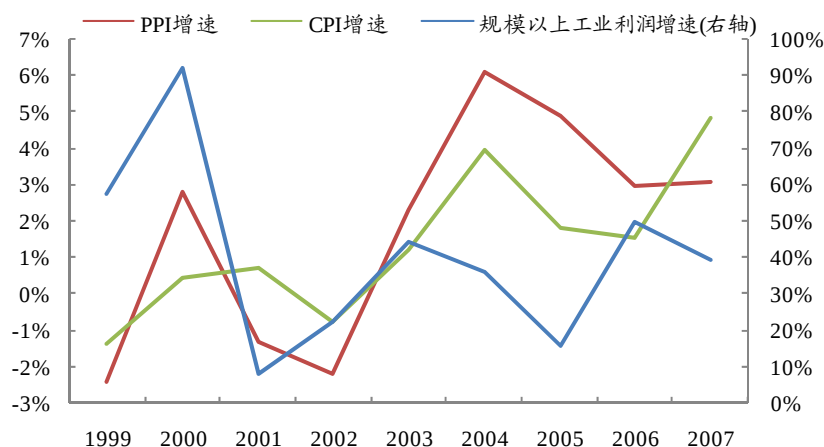


资料来源：国海证券研究所

3. 通货膨胀投资主题

中国的历史经验证明，PPI 和 CPI 的变化与规模以上工业企业利润增速具有十分明显的相关性。在通胀时期，规模以上企业盈利增长都保持了较高增速，处于盈利好转的上升通道，但在通胀后的 CPI 下行时期规模以上企业盈利均出现明显下滑。企业盈利与 CPI 和 PPI 的同向变动证实企业盈利明显受益于温和通胀。

图 25 规模以上工业企业利润总额与 PPI、CPI 增速



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

通胀膨胀主要通过两个方面来影响企业盈利，一是通过资本市场的财富效应，进而推动相关资产和资本市场泡沫的进一步上行，增强投资者的消费能力，通过消费路径拉动企业盈利增长；一是通过经营成本与收入的跨期实现来改善企业盈利水平，尤其是成本与收入的确认在不同的通胀阶段和不同通胀环境。

财富效应。从中国 2004 年和 2007 年两轮通胀周期的演变趋势来看，在通货膨胀的趋势下资本和资产市场的膨胀都导致了投资者“财富效应”的产生。但是受限于国内投资渠道单一，因此财富效应的一个重要的资产出口仍然是土地和证券两个市场，而土地和证券的增值又再度创造新的财富效应，直接导致资产和资本市场的自我膨胀。而财富效应的另一资本出口是最终消费包括可选消费（汽车、奢侈品等），这种对终端消费品和资本品的需求上升还会逐步向上游转导，体现为工业品价格和 PPI 的上升，进而再度推高 CPI 水平。

与前两轮通胀周期所面临的需求拉动作用不同，2009 年底开始的新的通胀周期将面临工业制造业部门严重的产能过剩，这将会延迟 PPI 向 CPI 的传导效果，压缩 CPI 的叠加上升效果。尽管如此，资本市场繁荣所带来的财富效应在当前房地产、汽车消费膨胀中已经有所体现，而且我们预计这一趋势还会继续拉动房地产、汽车、家电等为代表的资本品和可选消费品价格的上行，使得这些行业盈利明显好转。

利润跨期实现。伴随着通胀上行带来盈利改善的企业主要包括两类。一是企业的终端产品价格随通胀显著增长而新增原材料成本相对固定，因此企业能够充分受益于毛利率随通胀的回升，这类企业主要包括具有原材料优势的采掘业、食品饮料加工业等。一是企业成本绝大部分为固定成本并且早已锁定，可变成本增长只会带来平均成本的小幅增长，而企业能够有益于终端产品价格上升，这类企业包括房地产、商业零售行业等。

当前，市场对于通货膨胀预期主要来源于全球普遍宽松货币政策所带来的货币供应量的大幅增长，尤其是考虑到当前经济低迷期货币乘数的普遍低位，未来经济复苏将会带来流动性过剩的压力。当前大宗商品的大幅上扬已经部分体现了这样的通胀预期。尽管我们判断 CPI 同比增速拐点可能会晚于市场预期出现，但是下半年证券市场仍将前瞻性地反映可能受益于通胀上行的部分行业。从财富效应和利润跨期实现两个层面，我们认为这些受益于通胀的行业包括：房地产、汽车、家电、食品饮料、煤炭、商业零售等。

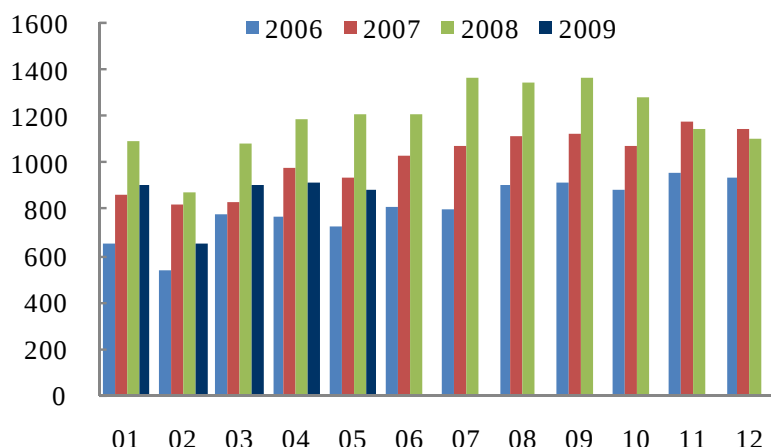
出口同比增速拐点——出口复苏迟缓下的消费投资主题

从目前市场的预期来看，由于政府保持出口稳定、加大出口企业扶持，下半年出口的低位回暖和环比增长都是能够实现的。但是与简单的出口复苏相比，我们更加关注于出口复苏的实际进程以及其背后的政府政策趋势。

出口复苏进程可能会低于市场预期。从中国出口的历史数据分析来看，中国出口存在明显的季节效应，下半年的出口额会超过上半年，主要是由于发达国家消费旺季主要集中在圣诞节附近，9月份开始的产品采购会推高中国的产品出口。尤其是考虑到去年下半年发达国家快速的消费收缩以及今年下半年可能存在的消费复苏，9月份之后出口快速回升是相对确定的，不过我们同时也认为 G3 国家居高不下的失业率和不断上升的储蓄率也使得企望中国出口恢复至危机前的水平变得不太现实。目前市场对 2009 年出口增速的一致预期是 -14%，高于我们的预期 -18%。

因此，我们认为尽管国家对出口企业的税费支持已经大幅增加，但是出口回暖的趋势会低于市场预期，中国出口企业国际市场话语权的缺失和竞争力低下会被迫转移一部分国家税费支持的效果，从而体现为企业的毛利率低于市场预期。

图 26 出口额的月度趋势



资料来源：WIND、国海证券研究所

出口复苏进程迟缓使得政府仍将维持“促消费”政策。今年上半年房地产和汽车消费的旺盛超出市场预期，尽管有通胀预期的作用，但是最根本因素还是在于宽松的政府政策倾斜与税费优惠措施的累计效应。随着房地产成交的量价齐升，关于“房地产泡沫”的争论再度喧嚣尘上。

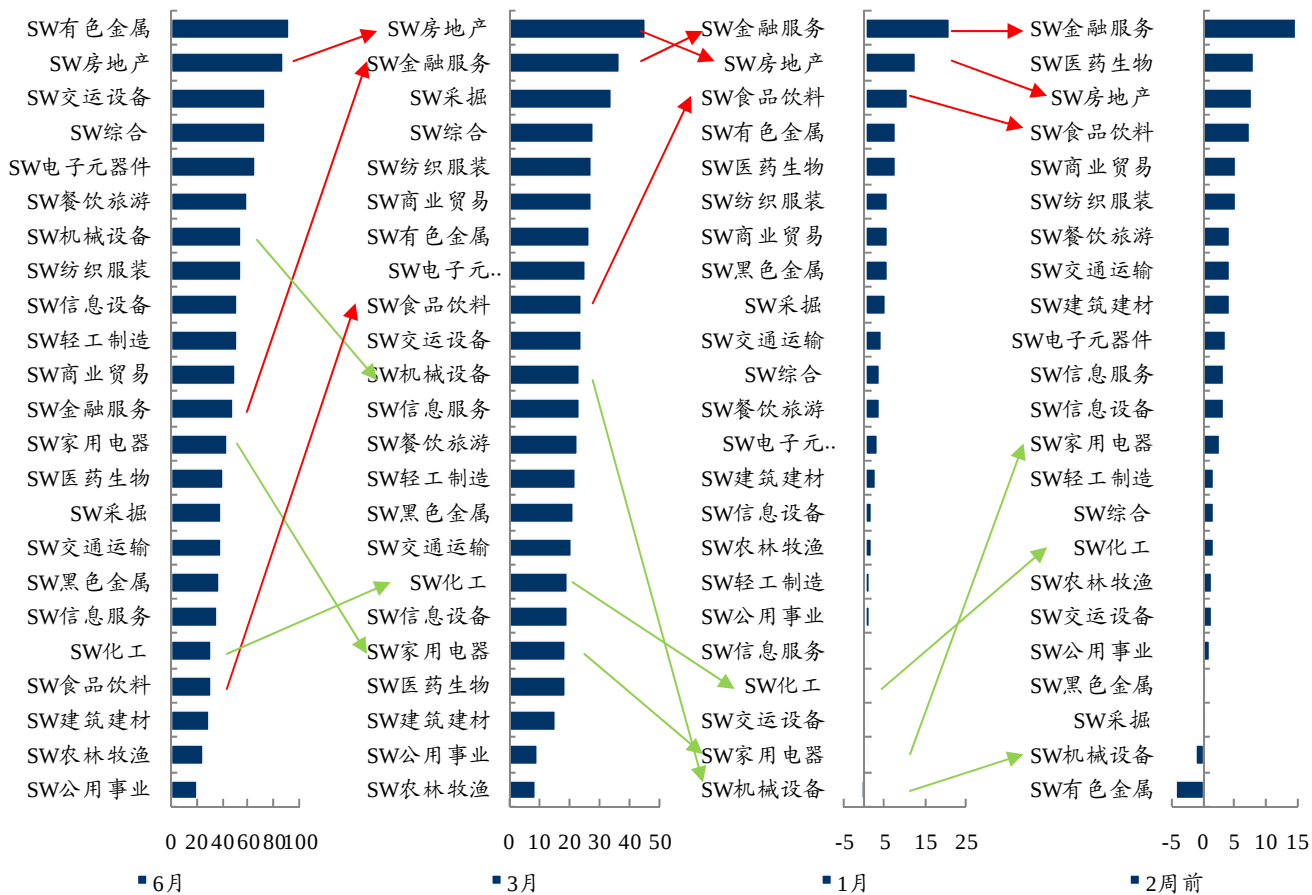
市场的关注点在于如果货币当局没有前瞻性地收缩流动性，那么经济复苏的过程将造就一个新的“泡沫”，从而形成对未来经济增长的压力，但是市场又担心如果过早地收缩流动性，又可能会扼杀经济复苏的苗头。

因此，我们反过来思考中国经济结构，那么就会发觉出口复苏实现正增长应该是经济恢复稳定增长的前瞻性的信号。在这个信号出现之前，出口对经济的负面影响仍然存在，为了保障经济稳定增长，政府政策基调难以扭转，“促消费”的措施仍将推进，宽松货币政策主导下的充沛流动性成为资本市场繁荣的支柱。在政府政策转向的风向标出现之前，我们认为消费相关行业的增长仍然明确，企业盈利水平和市场表现会超出市场预期，出口相关行业环比有所回暖，但是可能会低于市场预期。

市场估值水平存在压力，流动性仍将充沛

自去年年底政府“四万亿”政策颁布以来，宏观经济触底回升，企业盈利缓慢复苏，但是证券市场仍然持续高涨，政府政策对证券市场的走势影响十分显著。从最初的“四万亿”相关的基础设施建设受益行业到“十大产业振兴规划”最后到房地产行业的复苏，证券市场行业轮动的格局十分明显。

图 27 过去六个月以来的板块轮动（截至至 6 月 19 日）



资料来源：WIND、国海证券研究所

从当前证券市场重点行业的估值水平和市场的一致预期来看，证券市场的盈利预测已经相对乐观，估值水平维持历史均值附近，市场估值水平继续上升缺乏明显动力，考虑到年底之前货币当局扭转当前宽松货币政策的可能性不大，流动性充裕的局面将使得证券市场维持震荡向上的格局，而且下半年证券市场的行业轮动趋势仍将延续，消费增长带来上游行业景气好转值得关注。

表 1 估值水平与历史水平

	静态市盈率				市净率			
	历史水平		当前值	相对历史均值的 折价/溢价率	历史水平		当前值	相对历史均值的 折价/溢价率
	最小值	均值			最小值	均值		
农林牧渔	18.37	43.57	49.45	13.5%	1.29	4.56	3.99	-12.5%
采掘	8.94	31.41	22.07	-29.7%	1.65	4.24	3.32	-21.7%
化工	9.38	34.42	27.98	-18.7%	1.16	3.58	3.08	-14.0%
黑色金属	5.30	46.26	37.88	-18.1%	0.83	2.24	1.77	-21.0%
有色金属	10.04	49.19	58.01	17.9%	0.98	5.01	4.56	-9.0%
建筑建材	7.70	40.42	36.92	-8.7%	1.33	4.91	3.07	-37.5%

机械设备	8.97	39.17	37.73	-3.7%	1.64	4.59	4.59	0.0%
电子元器件	13.08	41.97	47.81	13.9%	1.40	4.52	3.65	-19.2%
交运设备	0.68	29.66	38.54	29.9%	1.29	4.39	3.29	-25.0%
信息设备	11.46	41.13	39.88	-3.0%	1.55	5.36	3.5	-34.7%
家用电器	7.14	37.10	23.3	-37.2%	1.10	5.12	3.18	-37.8%
食品饮料	11.51	40.93	35.54	-13.2%	1.52	4.93	5.84	18.5%
纺织服装	11.65	49.47	30.17	-39.0%	1.19	4.18	3.13	-25.2%
轻工制造	10.46	35.18	36.42	3.5%	1.25	4.71	2.4	-49.0%
医药生物	10.07	39.35	34.04	-13.5%	1.54	4.10	4.49	9.6%
公用事业	10.43	28.26	44.33	56.9%	1.55	3.77	2.89	-23.4%
交通运输	7.68	36.16	26.18	-27.6%	1.70	4.27	2.65	-37.9%
房地产	13.02	71.72	41.61	-42.0%	1.35	5.28	4.19	-20.6%
金融服务	9.36	34.61	19.18	-44.6%	1.75	5.33	3.06	-42.5%
商业贸易	13.03	50.26	36.97	-26.4%	1.59	6.42	3.85	-40.0%
餐饮旅游	11.81	53.31	48.76	-8.5%	1.23	4.34	3.73	-14.1%
信息服务	14.52	59.35	15.12	-74.5%	1.60	5.95	3.25	-45.3%
综合	10.37	57.10	71.56	25.3%	1.46	4.52	4.12	-8.9%

资料来源：WIND、国海证券研究所

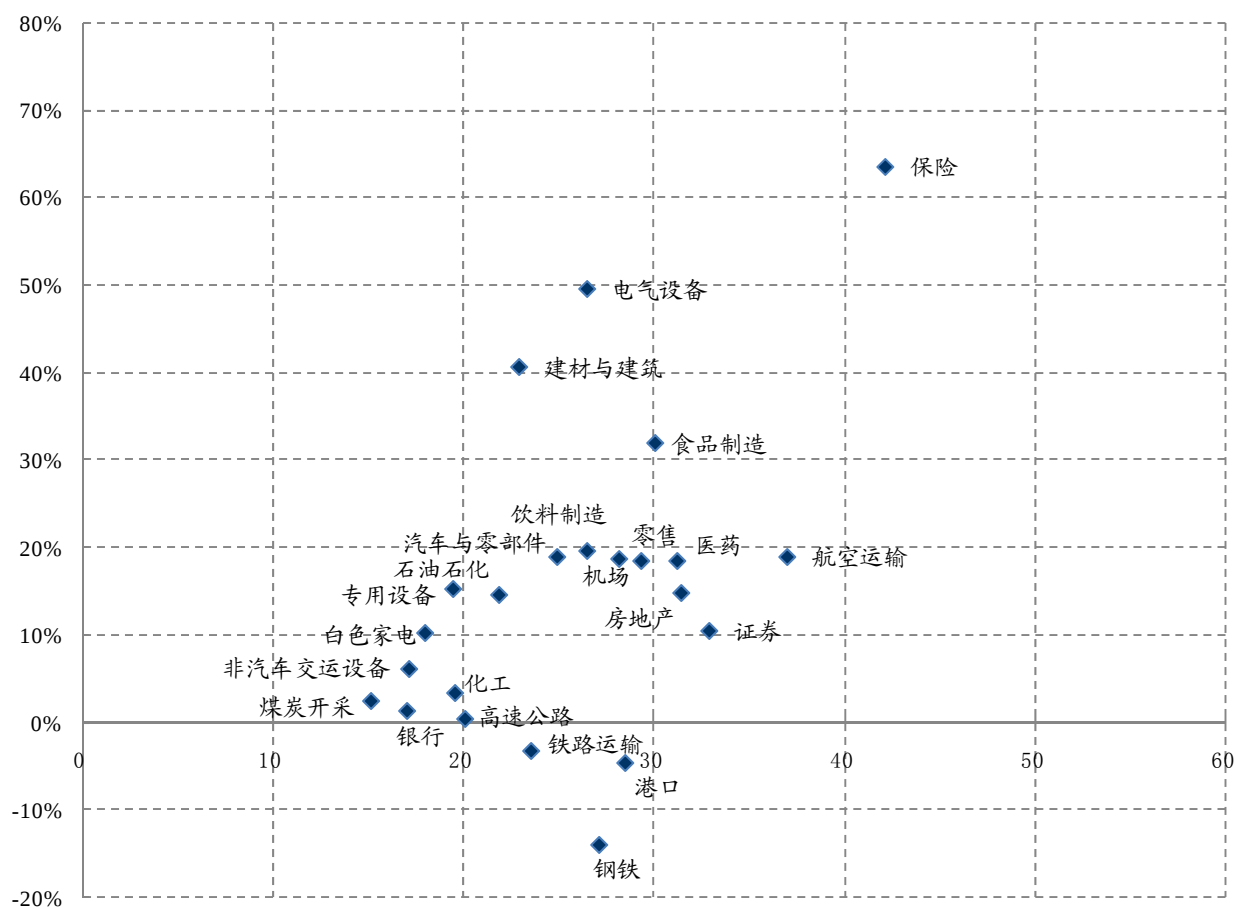
表2 重点行业的市场一致预期

	PE		PB		净利润增长率		主营业务收入增长率		ROE	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
整体市场	21.7	18.3	2.7	2.5	16%	18%	-3%	16%	13.5%	14.4%
金融行业	18.0	16.1	2.6	2.3	10%	12%	5%	15%	15.7%	15.6%
银行	15.6	14.0	2.3	2.1	5%	11%	4%	14%	16.6%	16.3%
保险	42.4	34.8	4.3	4.0	145%	22%	7%	16%	10.4%	11.4%
证券	32.3	29.3	3.6	3.3	4%	10%	1%	11%	11.9%	12.0%
非金融行业	25.4	20.3	2.8	2.6	24%	25%	-5%	16%	11.8%	13.4%
石油石化	22.1	18.1	2.7	2.4	18%	22%	-13%	15%	13.0%	14.3%
煤炭	19.7	17.3	2.9	2.6	-6%	14%	-2%	13%	16.5%	16.6%
钢铁	25.3	16.8	1.5	1.4	1%	51%	-20%	17%	6.2%	8.8%
有色	59.7	39.9	4.2	3.9	32%	50%	-18%	19%	7.2%	10.1%
汽车	24.6	19.4	2.6	2.4	68%	27%	9%	12%	11.1%	12.9%
房地产	31.4	25.4	3.8	3.4	30%	23%	24%	27%	12.8%	14.2%
机械	18.3	15.8	3.3	2.9	33%	16%	30%	15%	20.1%	20.0%
家电	17.8	15.1	3.2	2.8	19%	18%	4%	14%	20.4%	20.5%
建材	21.4	17.1	2.5	2.3	42%	25%	23%	23%	12.6%	14.2%
建筑施工	22.3	17.6	2.6	2.3	79%	27%	27%	22%	12.1%	13.9%
电力	25.5	20.4	2.7	2.5	-1438%	25%	11%	13%	10.6%	12.1%
电气设备	26.0	20.9	7.0	5.7	89%	24%	25%	21%	29.9%	29.5%
非汽车交运设备	17.0	14.9	2.7	2.4	2%	15%	7%	15%	17.7%	17.8%
高速公路	16.1	14.9	1.7	1.6	-1%	9%	2%	5%	11.4%	11.4%
港口	28.1	25.9	3.0	2.7	-11%	8%	-2%	8%	11.5%	11.5%
铁路运输	23.3	20.8	2.3	2.1	-9%	12%	-3%	7%	10.6%	11.0%

机场	26.2	22.5	2.2	2.0	31%	16%	7%	11%	8.6%	9.3%
航空	34.1	31.1	21.2	14.3	-117%	10%	1%	13%	17.6%	17.0%
航运	-1,257.0	39.9	2.0	2.0	-101%	-3253%	-36%	12%	-0.2%	5.5%
贸易	21.0	14.9	2.4	2.1	12%	41%	-10%	10%	12.2%	15.3%
化工	19.8	14.8	3.2	2.8	18%	34%	8%	33%	17.8%	20.4%
零售	29.2	23.3	4.3	3.8	25%	26%	15%	22%	16.1%	17.7%
医药	21.8	18.6	3.4	3.0	12%	17%	13%	15%	17.1%	17.6%
通信与网络	29.1	25.3	2.0	1.9	-63%	15%	9%	12%	8.1%	8.7%
计算机设备与应用	28.3	22.6	3.2	2.9	30%	26%	-3%	41%	11.9%	13.5%
传媒	62.6	47.6	4.5	4.2	23%	31%	13%	17%	7.5%	9.3%
食品制造	29.7	22.5	5.8	4.9	-210%	32%	7%	16%	17.3%	19.6%
酒	27.2	22.7	5.5	4.7	31%	20%	7%	15%	22.6%	22.7%
农业	29.2	25.7	3.3	3.0	46%	14%	13%	17%	12.0%	12.5%
水务	33.5	25.6	2.6	2.4	-10%	31%	11%	44%	8.2%	10.0%
造纸包装	23.1	17.7	1.4	1.4	-20%	30%	-4%	11%	6.6%	8.2%

资料来源：WIND、国海证券研究所

图 28 证券市场动态市盈率与最近两年复合增长率



资料来源：WIND、国海证券研究所

表 3 沪深 300 估值水平

		沪深 300 盈利同比增速							
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
市 盈 率 倍 数	12	1190	1265	1339	1414	1488	1562	1637	1711
	14	1389	1476	1562	1649	1736	1823	1910	1996
	16	1587	1686	1786	1885	1984	2083	2182	2282
	18	1786	1897	2009	2120	2232	2344	2455	2567
	20	1984	2108	2232	2356	2480	2604	2728	2852
	22	2182	2319	2455	2592	2728	2864	3001	3137
	24	2381	2530	2678	2827	2976	3125	3274	3422
	26	2579	2740	2902	3063	3224	3385	3546	3708
	28	2778	2951	3125	3298	3472	3646	3819	3993
	30	2976	3162	3348	3534	3720	3906	4092	4278

资料来源：国海证券研究所

重点行业配置及点评

我们认为下半年经济复苏的趋势稳定，政府主导的投资和消费拉动仍然是经济增长的关键动力，出口回暖可能会晚于市场预期。中长期的不确定性是政府何时开始转变货币政策并且收缩流动性，从而直接改变当前资本市场的预期。因此，我们建议目前仍然关注消费增长确定的相关行业，三季度末开始关注受益于通胀预期的相关行业，另外出口形势的好转、通胀预期以及消费拉动向上传导的累计效应将使得一些行业（如钢铁、电力、化工等）景气有所好转，复苏预期与产能过剩的此消彼长下会产生一些交易性机会。

表 4 重点行业配置及点评

重点行业	资产配置	行业点评
银行	超配	在经济持续好转的预期下，银行净息差上半年见底，下半年开始进入息差反弹的周期中，另外伴随着今年新增信贷规模的超预期增长，银行信贷规模也将显著快速增长，从而使得银行盈利增长超出市场预期，因此仍然看好盈利反弹空间较大的股份制银行。
房地产	超配	房地产促进经济增长的“喷泉”系统仍将持续存在；购买力刺激告一段落，政策影响由积极转向中性；成交量爆发创造提价条件，但价格上涨过快将扼杀购买力；投资提速预期强烈，财务杠杆提高孕育未来分化；下半年优选高需求偏好企业
商业零售	超配	消费宏观数据连续两个月向好，实际消费品零售总额同比增速企稳而且未来 2、3、4 季度行业景气度将逐步回暖的概率较大，消费者信心指数、消费者预期指数也开始回升，预计行业整体 2009 年第二季度的销售收入同比增速将在 8% 左右，好于第一季度 4% 的整体水平。
电气设备	超配	下游发电量增长停滞，未来火电装机将继续下滑；水电装机将达 2500 万 KW；风电装机市场受益将持续增长，行业总体维持较快成长但略有隐忧。输配电部分继续维持高景气，特高压建设是未来几年内的电网投资的重点，智能电网也将是未来十年的电网建设的重点方向，并且行业竞争格局处于寡头竞争，将继续带动相关的少数设备供应商的持续增长。
食品饮料	超配	上半年白酒产量增速明显，中高端白酒价格也在渠道库存消化基本完成后趋于稳定。啤酒、肉

		制品、乳制品、黄酒等大众消费品基本保持平稳增长，其主要原料价格下半年预计都处于低位，成本压力减轻，优秀公司将通过规模、品牌等优势实现稳健增长。白酒和啤酒子行业对市场的动态市盈率和历史均值相比明显处于低位，估值优势明显。
医药	超配	2009 年下半年，医药行业在目前的基础上，继续保持持续向好的基本趋势不会改变。经济下滑趋稳和国内新医改全面展开与落实，可望继续推动医药消费需求逐步扩大；政府对产业创新的支持力度增大，可望为产业发展提供新的动力，以骨干企业为核心的产业重组步伐有望加快，另外新的疾病出现与流行可能激发对医药行业新的需求。
家电	超配	政府关于促消费的政策措施仍将持续，有助于家电企业高耗能产品库存的减少，加上上半年房地产集中成交的滞后影响以及出口需求可能存在的回暖，下半年家电销售将好于预期。
机械	标配	在经过上半年基础设施建设的显著拉动作用之后，机械行业上市公司盈利已经明显好转，下半年房地产投资的加快成为机械行业新的盈利增长点，行业目前估值水平处于合理区间，在经济好转的预期下，估值和盈利都存在一定的上升空间。
钢铁	标配	尽管终端需求有所回暖，但是钢铁行业产能过剩的压力仍然存在，而且近期难以完全消化。从当前中小钢厂产能利用率提升的趋势来看，一方面能会导致铁矿石谈判结果对国内钢企不利，另一方面导致目前的涨价趋势难以持续。钢铁行业目前估值维持历史地位，部分具有区域垄断优势的中小上市公司存在投资机会。
电子通信	标配	3G 业务酝酿新一轮增长。随着各大运营商 3G 网络建设的顺利进行，制约移动互联网的带宽瓶颈打通，经过 1-2 年的导入期，3G 业务将会爆发性增长。通信设备景气依然。国内品牌设备厂商市场份额上升，通信设备行业业绩增长确定。
煤炭	标配	内蒙古等煤炭大省产量增加、山西和河南等省小煤矿复产增加导致煤炭供给增加，而电力、钢铁等行业的较为大量的煤炭需求在下半年缓慢上升，合成氨等无烟煤的需求较快上升，行业整体呈现出供需平衡甚至略微宽松的格局。煤炭价格在下半年将维持目前的水平。整体板块的估值水平略低于市场，处较合理状态。
电力	标配	近期关于电煤长期合同价实现 4% 增幅的可能性有所增大，有利于缓解对发电企业成本上行的担忧，而且发电量也开始从底部缓慢回升，但是由于今年装机容量的增速将超过发电量的增速，利用小时数可能会继续下降，企业盈利恢复难以超预期，不过电力企业存在的资产注入会带来一定的交易性机会。
建材	标配	鉴于建材行业的整体估值水平处于相对合理且略微偏低的水平，该板块的增长预期在市场已基本体现；且其蕴含着新能源、节能减排、重组、资产注入等预期，存在着相应的交易性机会。
农林牧渔	标配	在国家临时收储政策及美元贬值预期下，我国农产品价格已经企稳回升，回升空间有限。稳粮增收的政策目标已初见效果，短期内继续出台扶持政策的可能性较弱。我们倾向于选择拐点已显现的糖行业和处于景气周期的种业。
石油化工	标配	随着宏观经济复苏预期的加强，化工行业基本面将会逐步好转，不过由于绝大部分化工产品属于终端消费品的上游产品，考虑到经济复苏带来的需求回暖的向上传导会存在一定的过程，我们倾向于具有资源优势的化肥行业以及受益于新能源和环保产业政策倾斜的相关上市公司。
有色金属	低配	尽管全球经济有所复苏，但是未来经济全球经济增长仍然不容乐观，我们仍然担忧下半年的金属供求基本面。另外我们还倾向于美元会阶段性地走高，因此无论是政府收储、美元走势还是金融资本对过剩金属的吸纳都难以持续。因此，我们认为下半年金属价格继续反弹的阻力较大。
纺织服装	低配	政府维持出口稳定决心不断加强，但是考虑到纺织服装企业普遍的国际竞争劣势以及未来出口收缩仍将持续，我们认为纺织服装行业企业盈利回升难以超出市场预期。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10% 之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10% 之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

免责声明

本报告中的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。本报告版权归国海证券所有。