

主攻蓝筹周期，围猎机械建材

-2009 年度中期投资策略

宏观策略部

穆启国

(021) 5010 6020
mugg@lhq.com

朱俊春

(0755) 8249 2203
zhujc@lhq.com

戴爽

(0755) 8249 2172
daishuang@lhq.com

宋曦

(0755) 8249 2172
songxi@lhq.com

刘国宏

(0755) 82364412
liugh@lhq.com

刘湘宁

(0755) 82492026
liuxn@lhq.com

景气与盈利：蓄势待发

金融市场的流动性依然充裕：流动性与经济并不“脱钩”：流动性的三个来源：1、逆周期政策促使央行向银行体系和经济注入资金；2、经济回升，使得居民和企业风险偏好增强，使得资金从储蓄资产逐步转向风险资产；3、美国经济企稳使得境外资金风险偏好增强，并逐步流向新兴市场。很明显，政策性驱动的流动性逐步让位于经济企稳回升导致的风险偏好增强。

经济增速回升：固定资产投资仍是主线。中国经济正从一季度的 6.1% 走向回归全年 8% 的路上，固定资产投资仍是驱动经济增长的主线。（1）从施工项目计划投资增速来看，未来的固定资产投资仍强劲；（2）地方政府投资接力中央政府投资；（3）房地产投资增速有望明显提升。

通胀与加息预期：流动性对资源价格驱动减弱，等待需求回升：通胀预期升温带动资源价格大幅度上涨，但也引发了加息预期。我们认为资源价格短期进入一个震荡区域或者缓慢上行的趋势。逻辑在于（1）加息预期将制约资源价格再次快速大幅度拉升，资源价格上升需要等到中游产能利用率的回升；（2）从需求来看，全球的经济增速远低于 06、07 年；（3）从供给来看，原材料的产能利用率在低位，价格快速拉升可使得供给扩大。短期不确定性在于 7-8 月份美国飓风以及消费旺季等因素使得原油价格再次冲高。

盈利：金融、可选消费品迅速恢复，中游制造结构性好转：景气回升必然带来利润增速的改善。我们对于 09 年盈利增速预测为 12.1%，10 年盈利增速为 12.8%。结构上看，金融、可选消费品盈利能力迅速恢复并有相当的增长；中游制造业中的机械、钢铁行业盈利反弹较为强劲，上游的能源金属行业盈利仍有下滑但幅度减小。

市场上行趋势未变，估值向均值回归

静态潜在资金供给来看，潜在资金供给与需求基本平衡，约为 1.2 万亿。A 股市盈率仍然低于历史平均，我们认为经济增速回升带来市场预期的新变化将打破这种震荡均衡，估值有望向历史均值回归。通过 DDM 模型来看，下半年市场的目标位可能在 3400 左右。

行业配置：主攻蓝筹周期，围猎与固定资产投资相关的中游

利用联合证券多元量化模型自下而上的角度看，金融服务、有色、地产、采掘、机械和交运设备的目前打分居前。我们再从自上而下的角度看：**建议超配收益率曲线陡峭化受益的银行和保险。**收益率曲线陡峭化意味着利润率在提高，在官方利率没有上调的情况下，保险对于收益率曲线陡峭化更为敏感。**建议超配流动性宽裕与景气回升受益的地产。**房地产受益于流动性释放的低利率，并且不象利率市场化的国际市场，虽然加息预期上升，但是抵押贷款的成本并未上升，需求由于通胀预期的强劲而增加。**建议超配房地产投资带动的工程机械、建材、商用车。**对于制造业，供给曲线陡峭的行业往往能够有较大的价格和利润弹性，这样能够带来较大的价格变化和利润增速。选择产能利用率逐步提高的建材；选择固定成本占比小的工程机械和商用车。

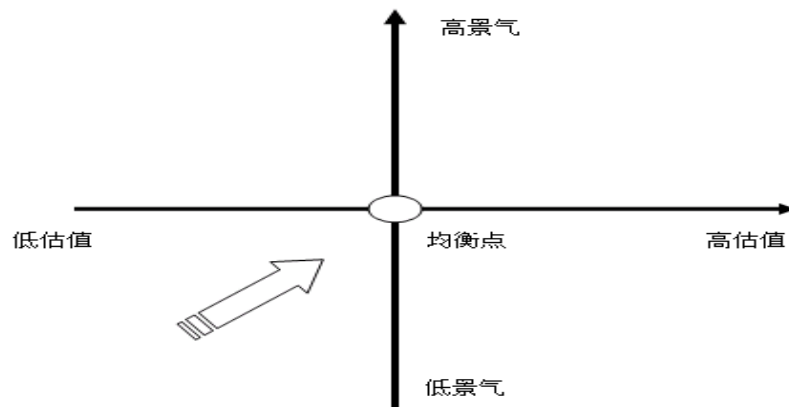
目 录

一、景气与盈利：蓄势待发	3
金融市场的流动性依然充裕：流动性与经济并不“脱钩”	4
经济增速底部回升：固定资产投资仍是主线	5
通胀与加息预期：资源价格的流动性驱动减弱，等待需求回升	7
盈利：金融、可选消费品迅速恢复，中游制造结构性好转	10
二、市场因素：估值向均值回归	11
静态资金供求：下半年相对平衡	11
国有股划转社保基金：长期利好	11
市场估值：均值下方	12
相对估值	12
收益增长与风险溢价的绝对估值	12
风格轮换催化剂已成立，消化结构性高估	13
市场情绪依然高涨	15
三、投资主线：蓝筹周期，围猎与固定资产投资相关的中游	15
从下而上的行业配置视角：国际回顾、盈利、估值、历史表现	15
维度一：国际相似背景下的行业表现	15
维度二：寻找市场的估值“洼地”	17
维度三：行业复苏的速度	19
维度四：行业成长性对比	20
从下至上的行业配置：金融、地产、建材、机械、	20
从上而下的行业配置视角：生命周期、景气周期与产业联动	21
超配：收益率曲线陡峭化受益的金融	22
超配：流动性宽裕与景气回升受益的地产	22
超配：房地产投资带动的工程机械、建材、重卡	23

一、景气与盈利：蓄势待发

股票市场的回报主要来自于景气回升导致的盈利增速改善以及估值的提高。从盈利角度来看, 目前经济走向景气回升之路, 流动性、政府投资、房地产带动的私人投资、通胀等因素均向正面转变, 下半年盈利同比增速也显著提升。估值目前仍处于历史均值下方, 影响估值的资金供求、风格轮换、市场信心、政策等因素支撑估值进一步提升。我们对下半年市场依旧乐观, 我们认为全年目标位在 3400 点左右。

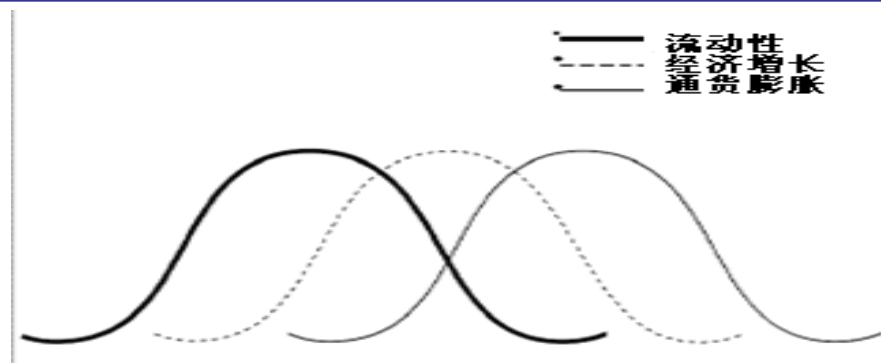
图 1: 我们走在回归的路上



资料来源: 联合证券研究所

从周期的角度看, 景气有三个维度: 流动性、经济增长、通货膨胀。由于政府的逆周期政策, 流动性的变化往往提前于经济增速、通胀的变化。这个视角也可以根据费雪交易方程式 $MV=PQ$ 发现, 货币供给增加 (M), 利率下降, 从而刺激了经济回升 (Q), 进而企业利润逐步好转。生产的恢复和商业信用和信心的恢复使得资本支出增加, 促使通胀预期和通胀的回升 (P)。从流动性、经济增长、通胀三个维度来分析, 经济景气回升是大概率事件。

图 2: 景气的三个维度



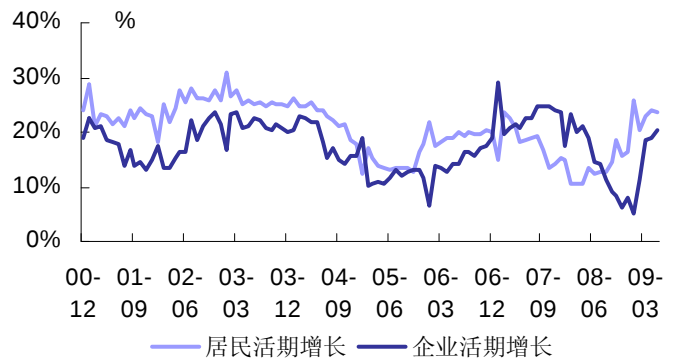
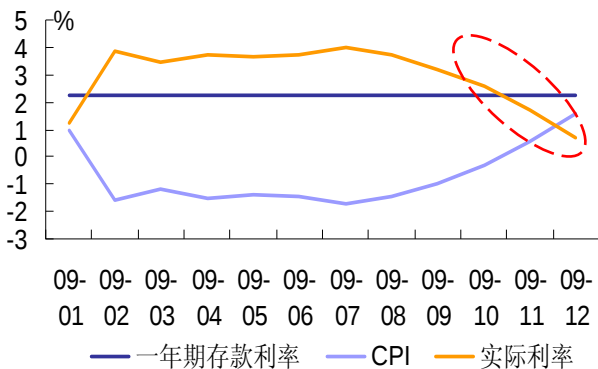
资料来源: 联合证券研究所

金融市场的流动性依然充裕: 流动性与经济并不“脱钩”

金融市场的流动性主要三个来源: 1、逆周期政策促使央行向银行体系和经济注入资金; 2、经济回升, 使得居民和企业风险偏好增强, 使得资金从储蓄资产逐步转向风险资产; 3、美国经济企稳使得境外资金风险偏好增强, 并逐步流向新兴市场。很明显, 第一个来源主要是政策性驱动, 而后面两个来自于实体经济企稳回升导致的风险偏好增强。流动性与经济并不脱钩, 目前 M2 增速-GDP 增速仍处于历史高位, 随着经济复苏进程启动, M1 增速和居民储蓄活期化进程会加快。

从信贷来看, 信贷增长的政策驱动特征正逐步弱化, 09 年 5 月, 居民中长期贷款增长, 票据融资占比下降等显示经济企稳回升。企业储蓄活期化进程已经启动, M1 从底部逐步回升, 储蓄活期化的条件正逐渐成熟。其原因在于当前名义利率较低, 随着下半年 CPI 企稳回升, 实际利率将快速下降。目前债券市场的信用风险溢价下降, 以及居民和企业活期存款明显上升均说明了活期化趋势逐步形成。此外全球资金开始逐步流向新兴市场。虽然 5 月 FDI 金额约 63.79 亿美元, 较上年同期下降 17.8%, 但降幅有所收窄。并且人民币 NDF 反映资金预期开始转变。

图 3: 较低名义利率在 CPI 回升将使得实际利率为负 图 4: 活期储蓄增速回升



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 5: 新兴市场股票指数相对于 sp500 的收益率

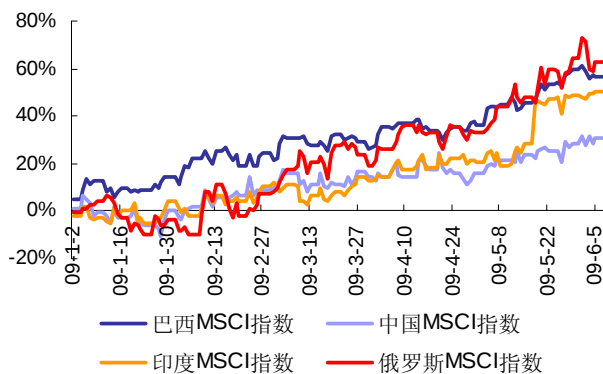
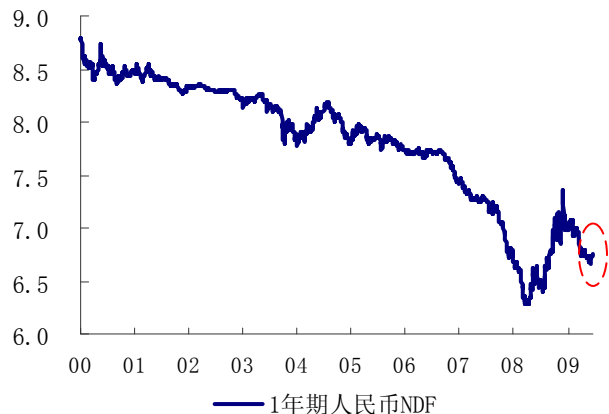


图 6: 人民币 NDF



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

经济增速底部回升: 固定资产投资仍是主线

中国经济正在从一季度的 6.1% 走向回归全年 8% 的路上。从经济增长结构来看, 固定资产投资仍是驱动经济增长的主线。对于固定资产投资, 市场担忧中央政府投资安排 5 个月已完成 62%, 投资是否能够仍保持强劲。

我们认为 (1) 从施工项目计划投资增速来看, 未来的固定资产投资仍强劲; 2009 年 5 月施工项目和新开工项目计划总投资分别增长 33.8% 和 95.9%, 这将带动未来投资增速保持强劲增长。(2) 地方政府投资接力中央政府投资; (3) 房地产投资增速将明显提升。房地产销售面积与新开工面积增速的差距扩大, 部分城市的房地产库存大幅度消化, 这将带动地产投资增速提高。占固定资产投资总额 50% 左右的基础建设和房地产投资的增长将对中游相关行业如工程机械、建材、钢铁、金属提供更为有力的需求支持, 从而进一步支撑中国经济从底部回升。

图 7: 新开工项目与施工项目计划投资增速上升

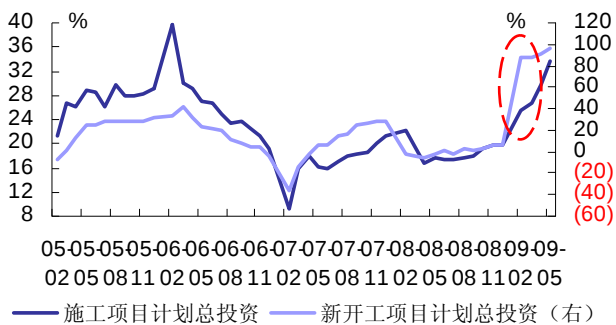
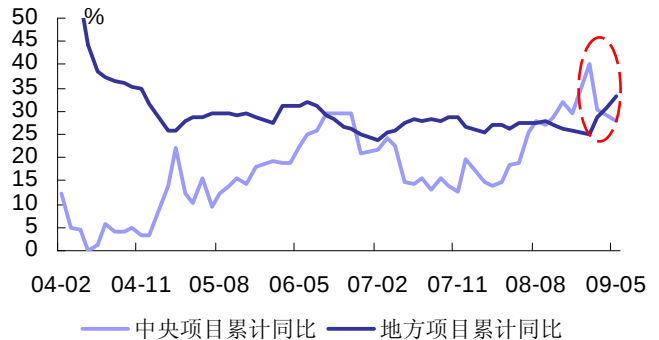


图 8: 地方政府投资接力中央项目



资料来源: CEIC、联合证券研究所

图 9: 北京、上海、深圳住宅库存大幅下降

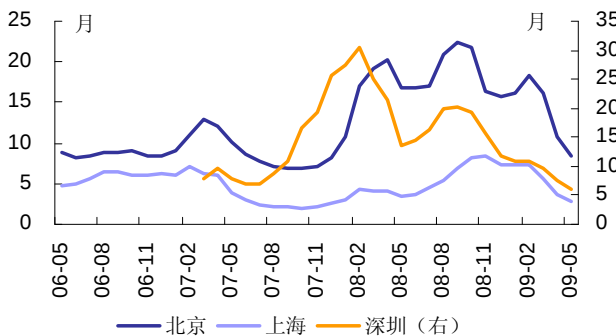
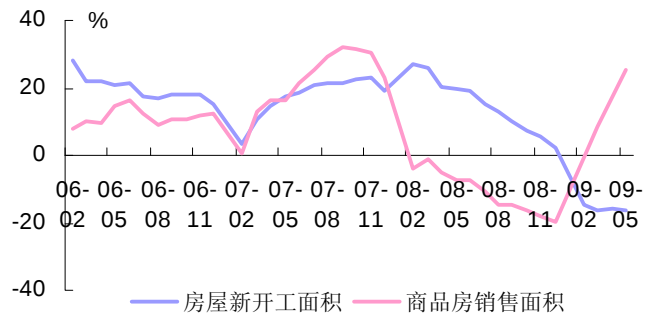


图 10: 销售面积与新开工面积增速的差距扩大



资料来源: CEIC、联合证券研究所

在促进内需政策的推动下, 社会消费品零售增速企稳回升, 5 月名义增长 15.2%, 此外城镇居民人均可支配收入增长也企稳回升。1 季度城镇人均可支配收入实际同比增长 11.2%, 农村人均现金收入实际同比增长 8.6%。

图 11: 社会消费品零售总额增速反弹

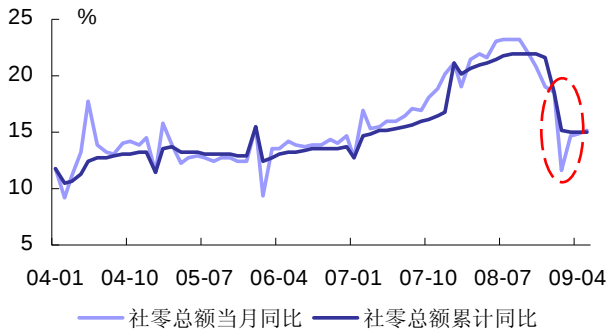
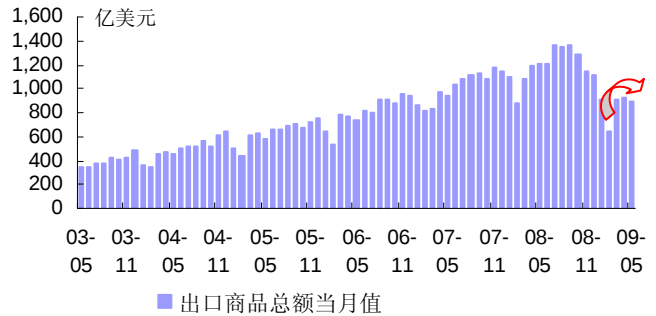


图 12: 出口最坏的情况正在逐步度过



资料来源: CEIC、联合证券研究所

中国 5 月份出口降幅 26.4%，比 4 月份 22.6% 的降幅更大，也是出口连续第 7 个月同比下降。但是美国经济先行指标开始有回升的迹象，美国最坏的情况可能已经度过。美国房屋开工率和建筑许可企稳，纽约联储制造业指数底部回升，首次申领失业金的人数减少，美国金融条件也在逐步恢复。这将有助于出口增速企稳回升。

图 13: 美国房屋开工率和建筑许可

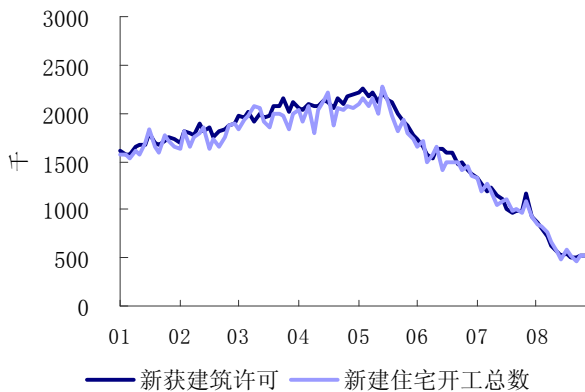
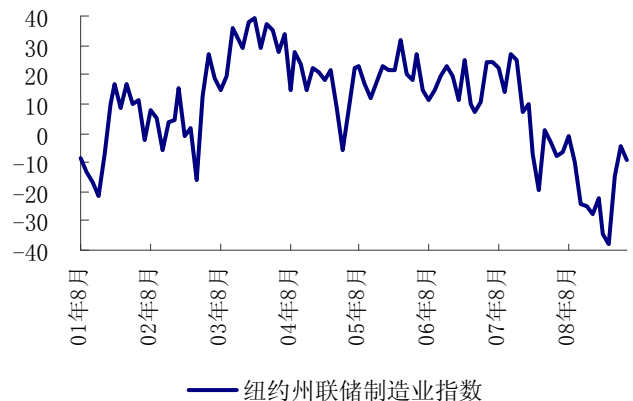


图 14: 纽约联储制造业指数



资料来源: Bloomberg、联合证券研究所

图 15: 美国首次申领失业金人数下降

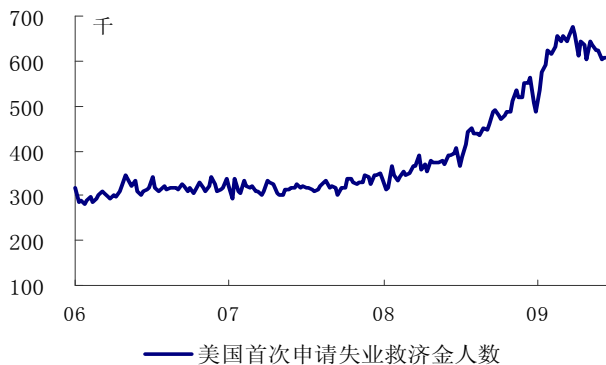
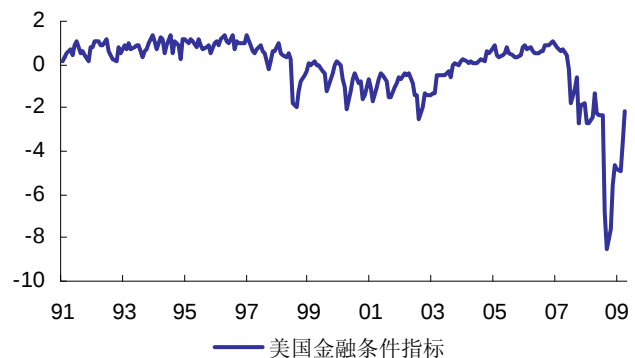


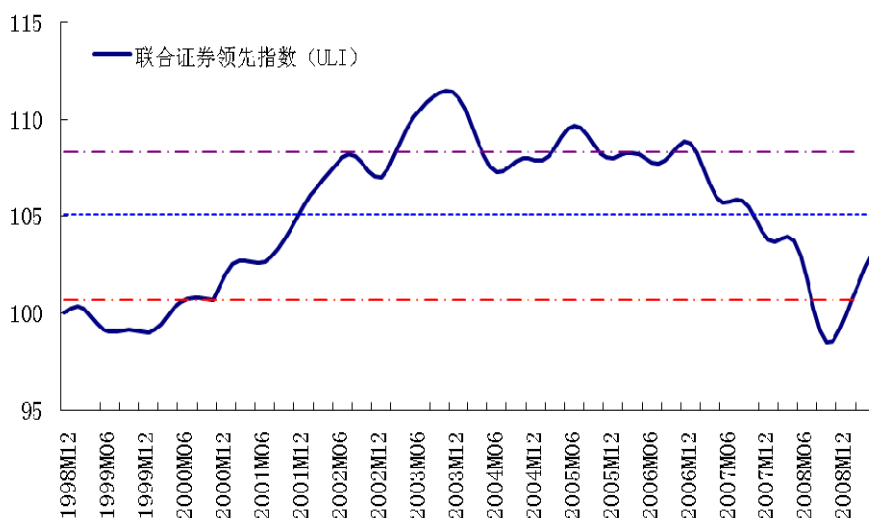
图 16: 美国金融条件逐步恢复正常



资料来源: Bloomberg、联合证券研究所

我们策略组设计的中国宏观领先指标已经在 2008 年 10 月见底, 截至 5 月数据已经连续六个月反弹, 目前已经进入恢复性增长区间, 因此, 我们根据当前的预测, 我国的宏观经济数据很有可能在二季度全面反弹, 但实体经济真正的进入到复苏增长可能出现在今年第三季度。

图 17、领先指数的运行区间



资料来源: 联合证券研究所

通胀与加息预期: 资源价格的流动性驱动减弱, 等待需求回升

预计下半年通胀水平仍在低位徘徊, 但是通胀预期已经明显升温。从债券市场变化来看通胀预期比较明显。整体来看, 流动性、经济增速、通胀三个方面全部指向底部向均值回归的方向, 因此景气回升是大概率事件。

图 18: 美国通胀预期 (TIPS 与国债的价差)

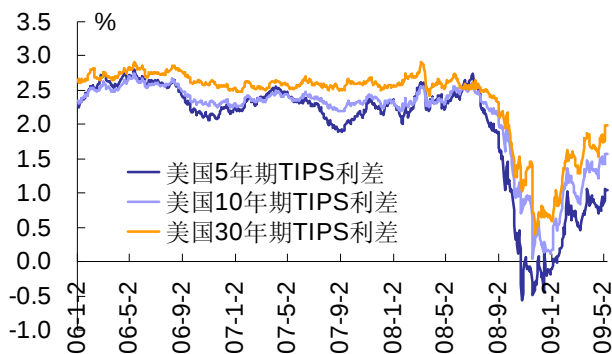
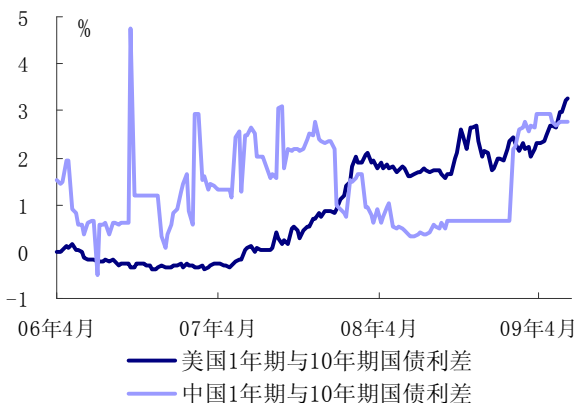


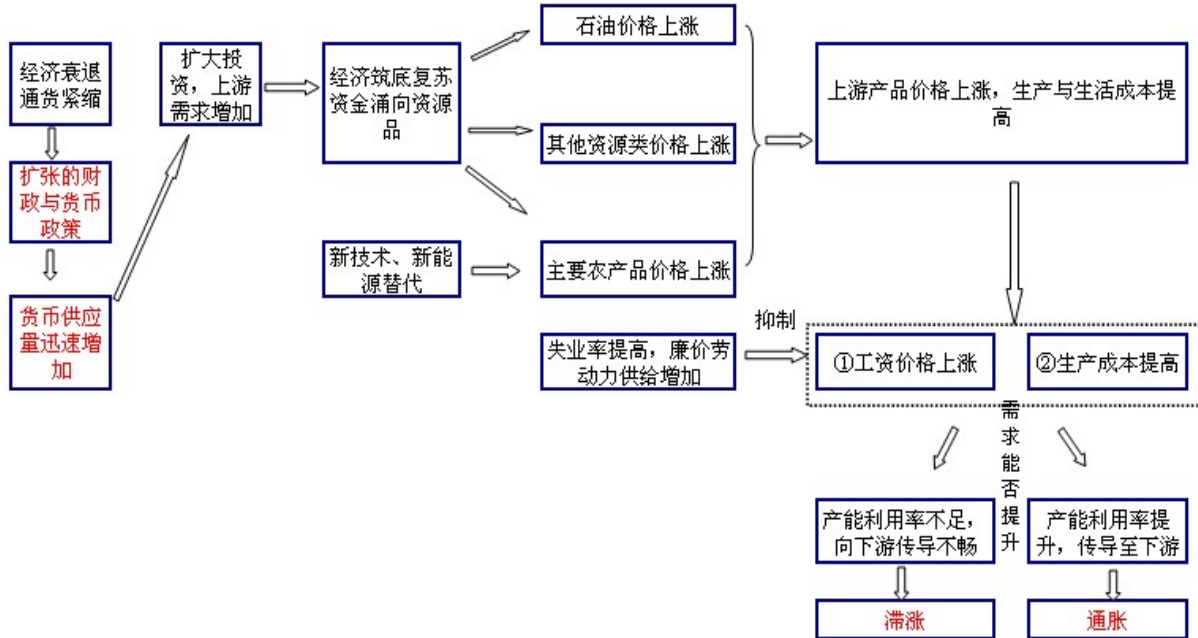
图 19: 美国中国的长短期国债利差



资料来源: Bloomberg、联合证券研究所

从结构来看, 政府注入流动性后, 由于资金涌向资源品, 资源品价格上涨, 而中游制造业产能利用率较低, 使得资本品价格和利润率依然低迷, 因此我们看到大宗商品的 CRB 指数和工业品出厂价格 PPI 之间出现了较明显的差异。因此目前市场同时出现通胀与滞胀的预期。

图 20、市场同时出现了通胀与滞胀的预期



资料来源: 联合证券研究所。

通货膨胀在景气周期的不同阶段驱动力是不一样的。一般来说, 景气回升首先是政府注入流动性, 然后工业生产恢复和产能利用率提高, 其次是过度投资导致资源瓶颈。所以在流动性注入阶段, 通货膨胀是由对流动性更为敏感的资源驱动的; 在景气回升阶段, 通货膨胀是由产能利用率回升的中游资本品价格上升驱动的; 在通胀末期阶段, 通货膨胀是由资源价格和消费品价格上升驱动的。

资源品具有金融和工业两种属性。从金融属性来看, 资源品对于流动性更为敏感, 所以通胀初期, 政府注入流动性后, 资源品价格会表现为领先于资本品。从工业属性来看, 由于相对制造业来说, 固定成本占比小, 所以价格受产能利用率约束也小, 同样的需求上升价格变化会显著大于制造业的价格变化。同理, 对于资源中的产品, 产能利用率的高低也决定了价格变化幅度, 铜的产能利用率相对较高, 所以价格涨幅远远高于铅锌。

图 21: 需求曲线变化, 供给弹性小的价格变化大

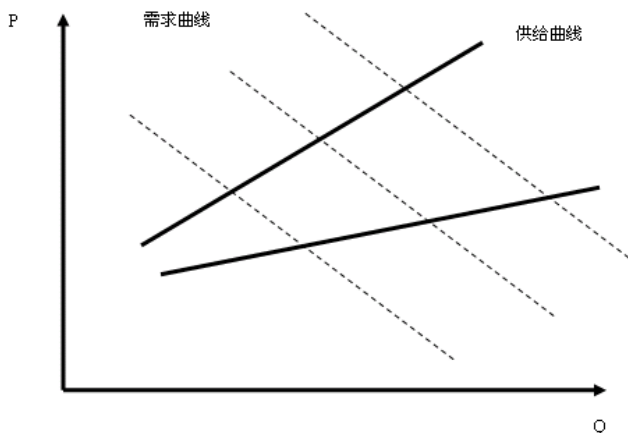
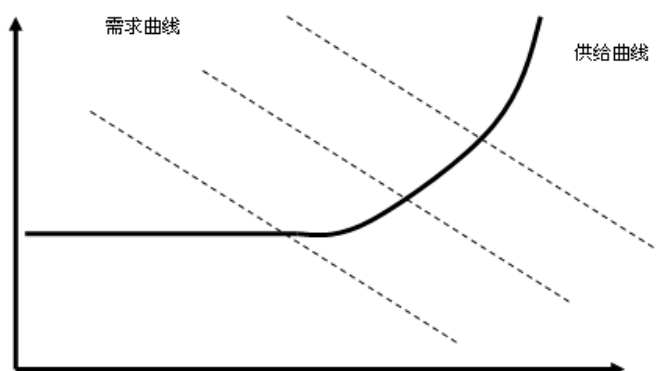


图 22: 产能利用率高的行业供给弹性小



资料来源: 联合证券研究所

但是我们不能因为资源的金融属性便完全否定他的工业属性。随着通胀预期上升, 加息预期也随之而来, 尤其是原油价格突破 70 美元后加息预期开始攀升。从债券市场来看, 收益率曲线上移和长短期价差会同时出现。

我们不排除 7-8 月份美国飓风以及消费热季等因素资源品价格再次冲高的可能性, 但是整体资源品的价格趋势下半年更可能进入一个震荡或者缓慢上行的区域。逻辑在于 (1) 从金融属性驱动来看, 资源价格再次快速大幅度拉升将会不断强化加息预期, 反过来制约了资源的金融属性, 资源价格上升驱动力逐步转化为中游产能利用率的回升。(2) 从需求来看, 全球的经济增速远低于 06、07 年; (3) 从供给来看, 原材料的产能利用率在低位, 价格快速拉升将使得供给迅速扩大。(4) 从历史来看, 在 2002 年美国对科技网络泡沫的逆周期政策使得资源价格率先表现, 但却并未形成滞涨。

当然从更长期的角度来看, 资源价格上升仍是大概率事件。下半年的通胀水平仍在底部, 但随着中游产能利用率不断提升, 资源品的价格将会缓慢上行; 而当出现资源瓶颈时, CPI 将会再次大幅快速上升。

图 23: 美国 cpi、ppi、CRB 指数

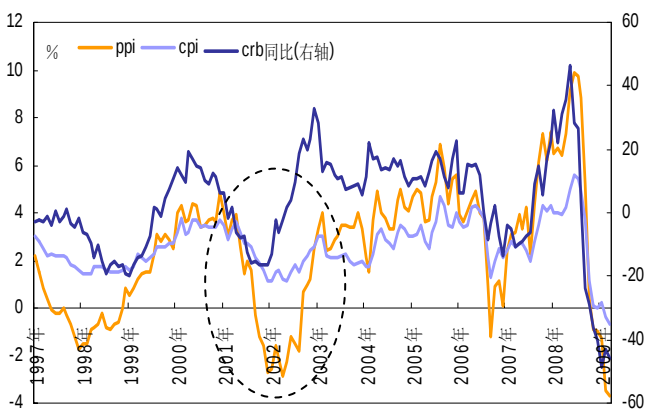
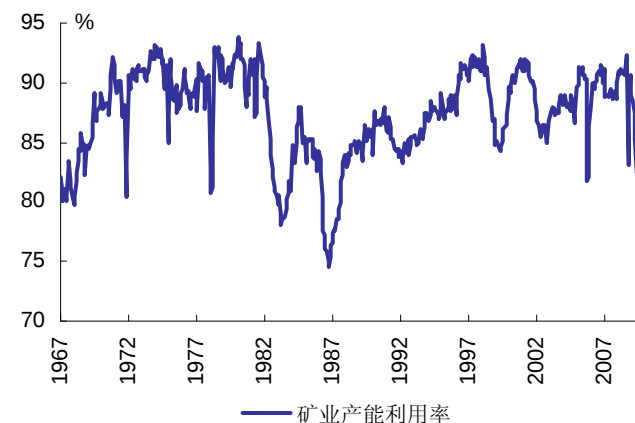


图 24: 美国矿业的产能利用率



资料来源: Bloomberg、联合证券研究所

图 25: 煤炭: 确定的产能增长和需求放缓

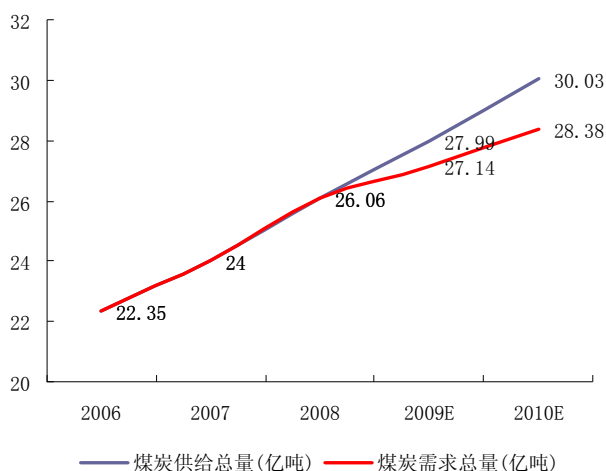
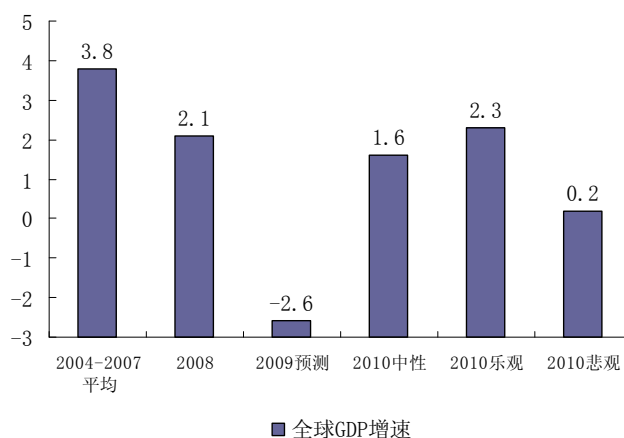


图 26: 世界银行对于全球经济增速的预期



资料来源: 联合证券研究所

盈利: 金融、可选消费品迅速恢复, 中游制造结构性好转

自下而上的盈利预测显示, A 股上市公司 09 年净利润增长 12.1%, 10 年增长 12.8%; 上半年更主要体现为盈利的恢复, 下半年体现为盈利的稳定增长。同比来看, 上半年净利润下滑幅度将比 1 季度有所缩窄, 下半年则有 79.4% 的同比增速。环比来看, 1、2 季度盈利涨幅惊人(低基数的缘故), 之后保持平稳。

虽然上半年的盈利水平较上年同期仍有大幅下降, 但是根据我们的预测, 今年企业的盈利体现为“前低后高”, 与 08 年的“前高后低”形成对比, 我们将在下半年看到企业盈利根本性的好转。

在大类行业中, 金融行业和地产汽车家电类的盈利能力迅速恢复并且具有相当的增长; 医药食品饮料更多体现为稳定增长, 下半年表现强劲源于去年同期的低基数; 而中游制造和上游能源金属行业的全年盈利增长依旧为负, 但是二季度盈利下滑程度有所缓和, 其中制造业的盈利恢复弹性较大。

制造业由于去年下半年部分子行业出现亏损或者微利, 导致下半年同比增速并无参考性。从子行业来看, 钢铁、化工、造纸、电子元器件以及纺织服装全年依然为负增长, 而建材、电力设备和机械行业将有 4%~18% 的增长。其中盈利恢复比较显著的包括钢铁和机械行业。

表 1: 2009-2010 年上市公司分行业盈利预测

板块名称	净利润同比增速					净利润环比增速		
	1Q09A	1H09E	2H09E	09E	10E	1Q09A	2Q09E	2H09E
能源金属	-22.0%	-11.6%	-11.5%	-11.5%	16.0%	44.4%	19.9%	-6.8%
中游制造	-71.7%	-62.5%	1909.2%	-5.6%	13.2%	-142.2%	116.8%	59.3%
金融行业	-10.5%	-12.0%	54.1%	10.4%	10.0%	205.3%	-5.7%	-10.2%
地产汽车家电	-33.9%	5.9%	71.0%	27.8%	15.2%	35.9%	161.7%	-18.0%
医药食品饮料	27.4%	22.3%	96.2%	47.2%	26.3%	1227.4%	-4.2%	-18.7%
A 股	-22.9%	-18.3%	79.4%	12.1%	12.8%	619.1%	13.6%	-1.0%

数据来源: 联合证券研究所。

表 2: 制造业细分行业净利润同比增速预测
单位: %

	1Q09A	1H09E	2H09E	09E	10E
钢铁	-110.8	-110.0	251.5	-20.0	0.0
化工	-59.2	-50.0	131.3	-35.0	15.0
电力设备	2.8	8.0	19.0	13.0	18.0
建材	9.6	-10.0	53.2	18.0	12.0
造纸包装	-90.9	-83.6	274.5	-34.7	47.6
机械	-29.9	-20.2	38.2	4.2	14.8
电子元器件	-33.2	-43.2	20.8	-6.6	21.6
服装及纺织品	-10.9	-11.8	-9.6	-11.5	20.7

数据来源: 联合证券研究所。

二、市场因素: 估值向均值回归

静态资金供求: 下半年相对平衡

从静态潜在资金供给来看, 共同基金、保险机构、券商、QFII、散户资金这五项资金来源的数据分析, 潜在资金供给上限为 1.2 万亿。而从资金需求来看, 限售股解禁、创业板、主板 IPO 开闸的进程资金需求规模为 1.2 亿元。整体来看, 下半年资金供求相对平衡。详细数据请参阅策略报告《三季度资金供需状况基本维持均衡》

国有股划转社保基金: 长期利好

近期财政部国资委证监会社保基金联合发布通知: 凡在境内 IPO 的含国有股公司, 除国务院另有规定的, 均须按首次公开发行时实际发行股份数量的 10% 转由全国社会保障基金理事会持有, 而社保基金将在承继原国有股东的禁售期义务上再延长 3 年禁售期。根据我们的统计, 股权分置改革新老划断后首次公开发行股票并上市的含国有股公司共 131 家, 涉及国有股东 826 家, 应转持股份约近 84 亿股, 发行市值约 639.3 亿元。

我们认为国有股划转社保基金将会是长期利好:

- 1) 国有股划转的真正意义并非仅此“10%划转”的启动, 而是后续具体实施后的影响。这将是“多渠道筹集社会保障基金”政策推进的开端, 意味着经过 06-07 年股权分置改革, 国有资产流动及可套现正式启动。
- 2) 随着 IPO 的开闸, 新生大小非问题又困扰市场信心, 而政策的及时出台, 降低了市场对新增大小非对市场压力的不确定性预期。这次的国有股行政划拨政策延长了部分大非的锁定期, 大非限售解禁这个影响市场股票供给的因素也将明确, 于市场而言是直接的利好。
- 3) 社保基金将来将在相当一段时间内扮演国内二级市场平准基金的角色。随着一级市场完全市场化, 证券市场的融资功能将保持自己的独立性, 将摆脱以往一直充当二级市场调节器的定位, 平准市场的作用有望由社保基金发挥。

市场估值: 均值下方

相对估值

从整体来看, A 股市盈率仍然低于历史平均。相对于存贷款利率来说, 估值仍有上升空间。

图 27: 市盈率与均值

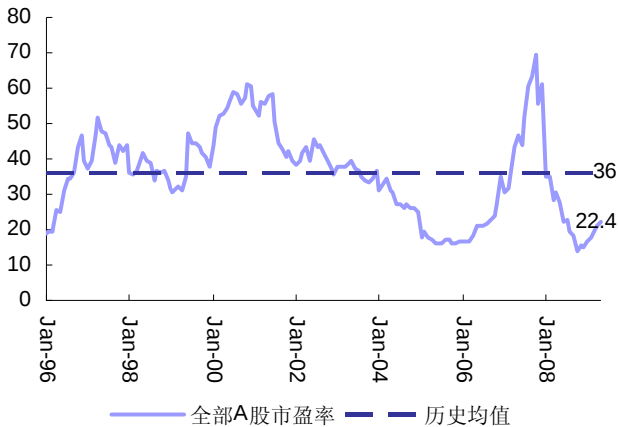
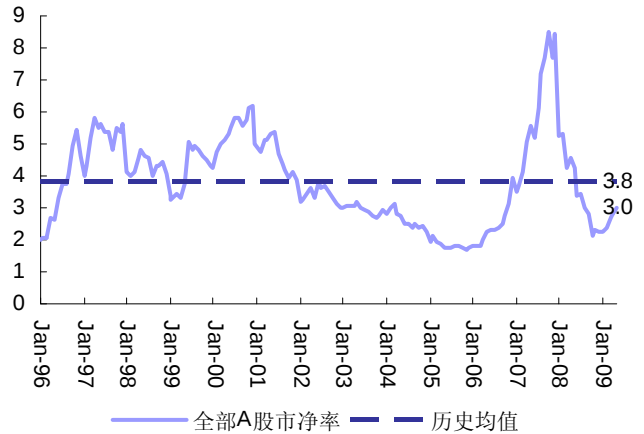


图 28: 市净率与均值



资料来源: wind 联合证券研究所

图 29: E/P-一年期存款利率

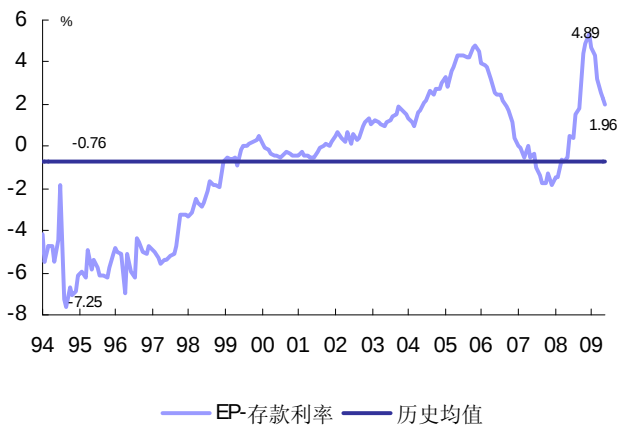
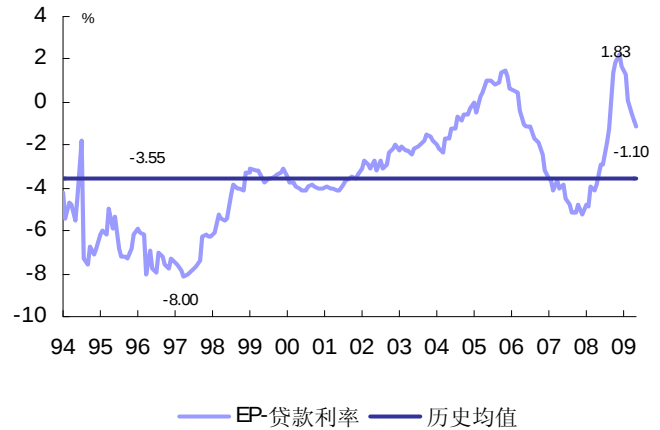


图 30: E/P-一年期贷款利率



资料来源: wind 联合证券研究所

收益增长与风险溢价的绝对估值

在分红率和股权成本假设确定的情况下, 我们假设随后中国经济重回经济高速增长的轨道, 2011-2015 年保持 15% 的净利润增长, 并且再随后的 10 年内线形递减到 4%, 并作为未来永续增长率的参考。

我们对 09、10 年的净利润增速进行了三种情景假设, 悲观、中性和乐观情景。在这三种情形下, 我们预测上证指数的合理水平分别为 2923 点、3428 点和 3795

点, 对应 09 年盈利的 PE 水平分别为 25.7 倍、27.9 倍和 29.5 倍。

表 3: 净利润增速预测列表

	悲观 永续增长增速	中性 联合证券盈利预测	乐观 朝阳永续一致预期
09 年 A 股盈利增长	4%	12.1%	17.7%
10 年 A 股盈利增长	4%	12.8%	19.0%

资料来源: 联合证券研究所

表 4: 情景假设下的 A 股 DDM 估值

	显性阶段			半显性 阶段 1	半显性 阶段 2	永续阶段	上证指数 合理水平
	2008	2009	2010	2011-2015	2016-2025	2026 年后	
悲观情景							
利润增速	-15.0%	4.0%	4.0%	15.0%	线性递减	4.0%	
分红率		35.0%	35.0%	40.0%	线性递增	53.0%	2923
股权成本		9.0%	8.5%	8.5%	8.5%	8.0%	
中性情景							
利润增速	-15.0%	9.9%	12.1%	12.8%	线性递减	4.0%	
分红率		35.0%	35.0%	40.0%	线性递增	53.0%	3428
股权成本		8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.0%	
乐观情景							
利润增速	-15.0%	17.7%	19.0%	15.0%	线性递减	4.0%	
分红率		35.0%	35.0%	40.0%	线性递增	53.0%	3795
股权成本		8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.0%	

数据来源: 联合证券研究所

风格轮换催化剂已成立, 消化结构性高估

随着市场的强势上涨, 估值越来越成为市场关注的主要焦点。大盘、中小盘的估值呈现结构性特征: 个股的涨幅、估值分布呈现结构性特征: 2008 年 11 月 7 日以来, 至今 64% 的个股涨幅超过了 100%; 29% 的个股涨幅超过了 150%; 63% 的个股 08 年 PE 超过了 30 倍。

图 31、2008 年 11 月 7 日以来的个股涨幅分布

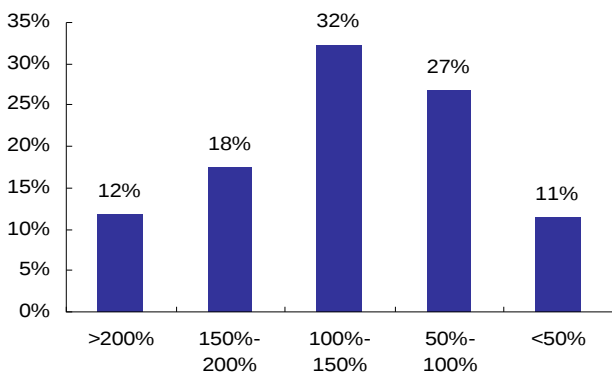
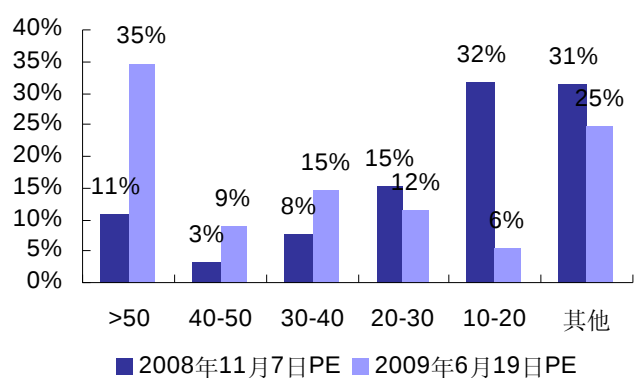


图 32、个股 09PE 区间分布



资料来源: Wind, 联合证券研究所

对于结构性高估的消化, 我们认为主要通过风格轮换进行消化。小盘股向大盘股转换催化剂已经成立: 1、景气由流动性充裕和经济下行逐步转为经济复苏与流动

性宽松; 2、大盘股与小盘股的估值优势; 3、新基金的发行; 4、外围市场同步上升。我们可以发现四个催化剂均已成立。

图 33、风格轮换数量指标

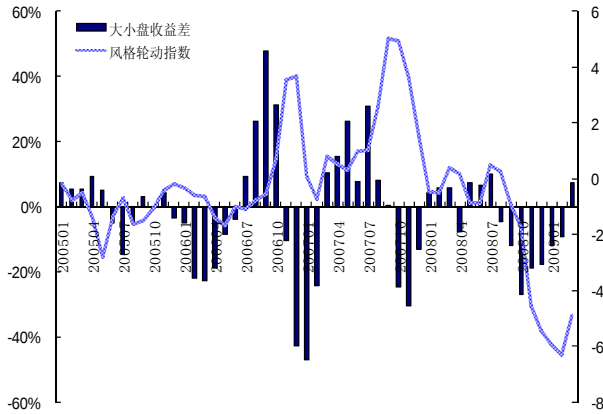
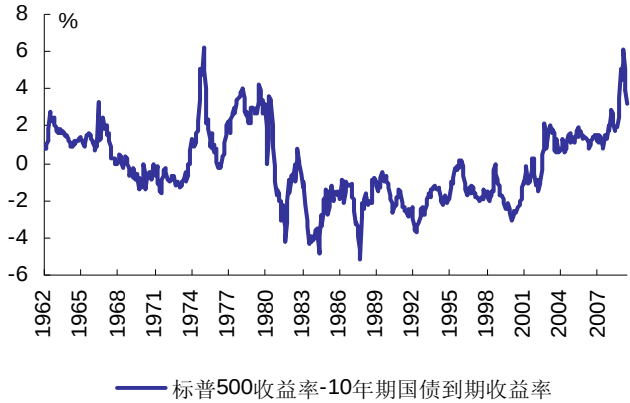


图 34: SP500 股票市场估值已有很高的吸引力



资料来源: Wind, 联合证券研究所

从估值来看, SP500 的 E/P 远远高于 10 年期国债收益率。从市场表现结构来看, 防守型的公用事业、核心消费行业指数相对收益逐步下降, 而早周期的信息技术和银行相对 SP500 的超额收益逐步回暖。这也反映美国市场投资者对于经济悲观的态度逐步转化为寻找回升的早周期行业。

图 35: 公用事业行业相对 S&P500 超额收益率

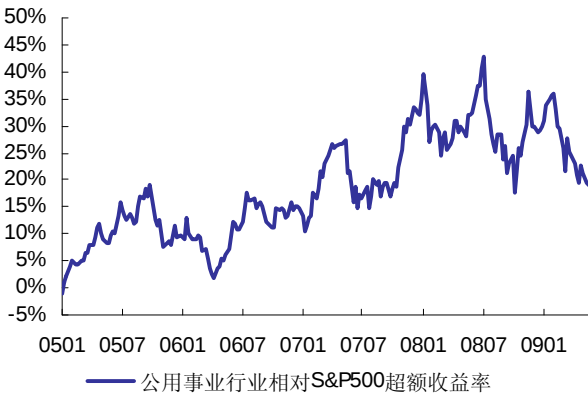


图 36: 核心消费行业相对 S&P500 超额收益率

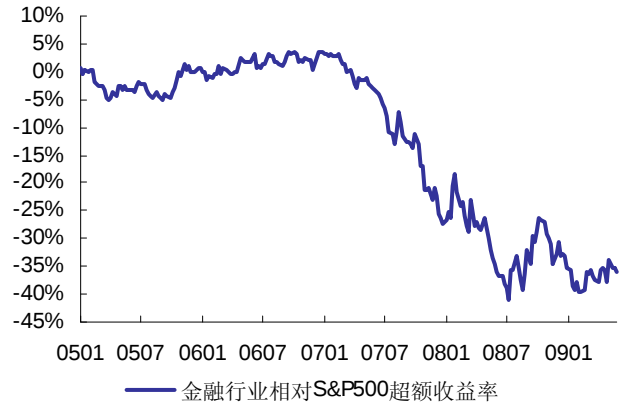


资料来源: Bloomberg、联合证券研究所

图 37: 信息技术行业相对 S&P500 超额收益率



图 38: 金融行业相对 S&P500 超额收益率



资料来源: Bloomberg、联合证券研究所

市场情绪依然高涨

从当期数据来看, 投资者对风险的追逐已经到了相当高的水平, 倾向于配置周期性行业, 同时对股票市场也抱有相当高的热情。

图 39: 合成的风险偏好指数走势

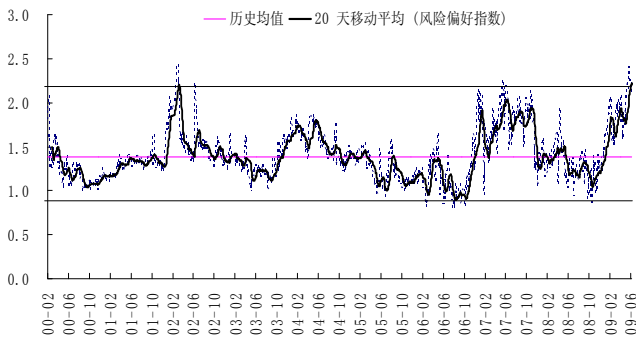
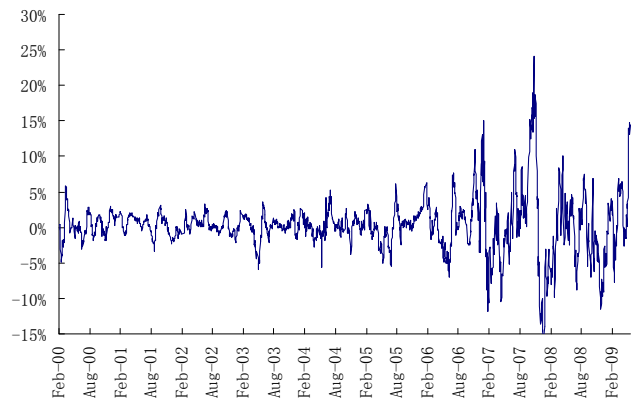


图 40: 周期性行业相对防御性行业超额收益情况



资料来源: 联合证券研究所

三、投资主线: 蓝筹周期, 围猎与固定资产投资相关的中游

从下而上的行业配置视角: 国际回顾、盈利、估值、历史表现

从上到下配置更多的是逻辑推导, 从下而上的行业对比可以对各行业进行估值、成长进行对比。

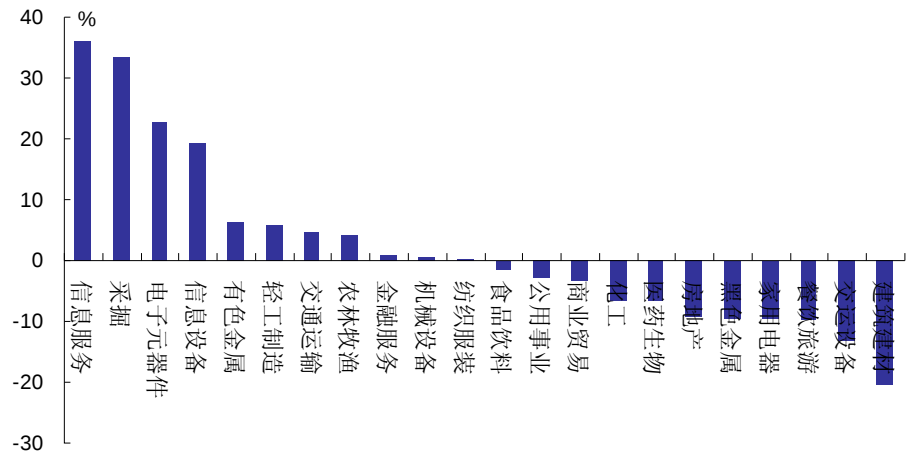
维度一: 国际相似背景下的行业表现

我国目前的宏观经济背景有几个显著的特点: 一、处于经济危机爆发后的恢复上升期, 各项经济指标开始逐步转好。二、货币投放量巨大, 流动性极其充裕。三、

政府层面将刺激经济增长摆在所有工作的首位。

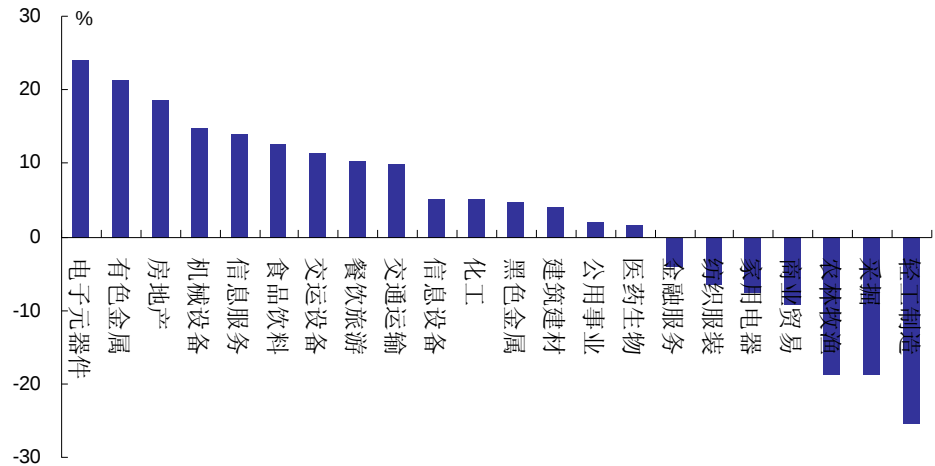
根据以上的三大特点, 我们分别选择了 1998 年经济危机后的中国、1983 年第二次石油危机后的美国、21 世纪初网络科技股泡沫破裂后的美国这三个历史场景作为我们借鉴的历史经验, 依照当时各个行业超越市场指数的幅度, 对各个行业进行评分, 其中每个历史情景的满分为 1 分, 总分为 3 分, 由于各国行业分类并非完全一致, 我们对其进行了一定调整。

图 41: 1999 年 A 股市场各行业超额收益情况



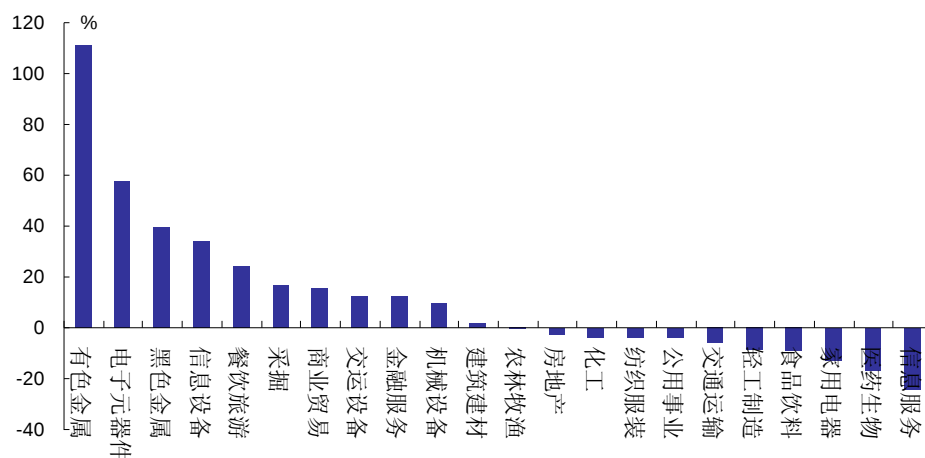
资料来源: Wind、联合证券研究所

图 42: 1983 年美国 SP500 各行业超额收益情况



资料来源: Bloomberg、联合证券研究所

图 43: 2003 年美国 SP500 各行业超额收益情况



资料来源: Bloomberg、联合证券研究所

表 5: 依照历史经验评分 (按得分由高到低排列)

行业板块	1983 美国	2003 美国	1999 中国	总分
有色金属	0.95	1.00	0.47	2.42
电子元器件	1.00	0.60	0.76	2.37
信息服务	0.80	0.00	1.00	1.80
信息设备	0.62	0.43	0.70	1.75
机械设备	0.82	0.25	0.37	1.44
采掘	0.14	0.30	0.95	1.39
房地产	0.89	0.27	0.20	1.37
交通运输	0.72	0.14	0.44	1.30
黑色金属	0.61	0.47	0.19	1.28
餐饮旅游	0.73	0.36	0.19	1.27
食品饮料	0.77	0.11	0.33	1.22
交运设备	0.74	0.27	0.13	1.14
金融服务	0.43	0.27	0.38	1.08
化工	0.62	0.15	0.25	1.01
公用事业	0.55	0.15	0.31	1.01
商业贸易	0.33	0.29	0.30	0.92
纺织服装	0.38	0.15	0.37	0.90
医药生物	0.55	0.05	0.24	0.85
建筑建材	0.60	0.19	0.00	0.79
农林牧渔	0.14	0.17	0.43	0.74
家用电器	0.36	0.08	0.19	0.64
轻工制造	0.00	0.11	0.46	0.58

数据来源: 联合证券研究所整理

维度二: 寻找市场的估值“洼地”

我们从两个方面来考量各行业估值水平的高低。首先是行业的历史估值水平: 选取 2001 年以来各行业相对于市场的 PB 数据 (行业 PB-市场整体 PB) 作为考察的对象, 具体的评分方法为: 相对 PB 负向偏离历史均值越远的行业得分越高, 满分为 1 分。

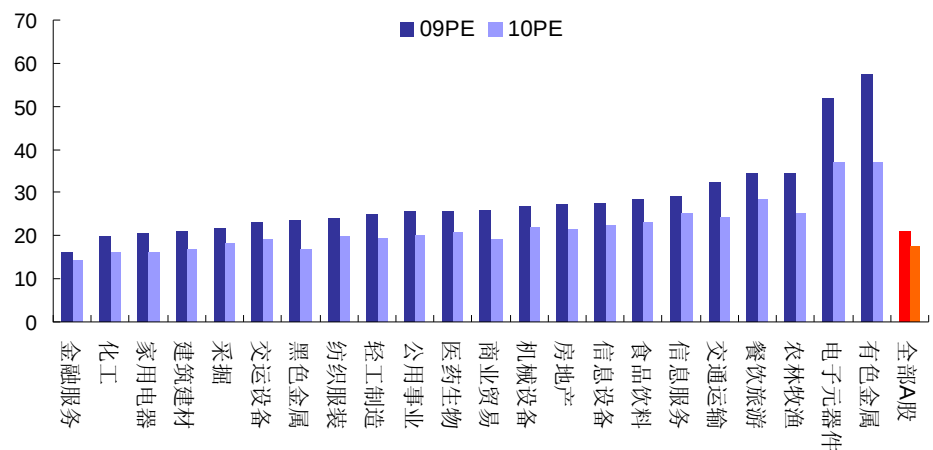
表 6: 各行业相对于市场整体水平的估值水平比较 (按得分由高到低排列)

行业板块	相对 PB 值	历史均值	偏离程度	得分
金融服务	-0.23	0.53	-0.76	1.00
轻工制造	-0.71	-0.23	-0.48	0.88
餐饮旅游	0.66	1.06	-0.40	0.84
交通运输	-0.40	-0.01	-0.39	0.84
黑色金属	-1.50	-1.25	-0.25	0.78
信息服务	0.08	0.32	-0.24	0.78
建筑建材	-0.14	0.01	-0.15	0.74
公用事业	-0.37	-0.24	-0.13	0.73
信息设备	0.44	0.57	-0.13	0.73
交运设备	0.12	0.11	0.01	0.67
采掘	0.09	0.07	0.02	0.67
化工	-0.12	-0.23	0.11	0.63
纺织服装	0.02	-0.23	0.25	0.57
有色金属	1.32	1.07	0.25	0.57
电子元器件	0.60	0.17	0.43	0.49
农林牧渔	0.96	0.52	0.44	0.49
商业贸易	0.65	0.20	0.45	0.48
家用电器	0.20	-0.59	0.79	0.34
房地产	1.01	0.21	0.80	0.33
机械设备	1.39	0.56	0.83	0.32
医药生物	1.46	0.51	0.95	0.27
食品饮料	2.87	1.29	1.58	0.00

数据来源: 联合证券研究所整理

其次是当前行业的估值水平与市场整体水平的比较, 选取 2009、2010 年预测市盈率偏离市场整体水平的偏离度作为考察的依据, 负向偏离程度越大的行业得分越高, 满分为 2 分。

图 44: 各行业 09、10 年预测 PE 以及市场整体 PE 水平



资料来源: 联合证券研究所

综合以上两个方面可以得到最终的评分结果 (如下表所示):

表 7: 各行业与市场整体水平比对以及最后得分 (按得分由高到低排列)

板块名称	2009PE	2010PE	得分	最后得分
金融服务	16.07	14.17	2.00	3.00
建筑建材	21.22	16.7	1.76	2.50
黑色金属	23.6	16.9	1.70	2.48
轻工制造	24.83	19.33	1.56	2.44
化工	19.92	16.27	1.81	2.44
采掘	21.74	18.24	1.68	2.35
交运设备	23.13	19.12	1.61	2.28
公用事业	25.48	20.08	1.51	2.24
家用电器	20.5	16.35	1.80	2.14
纺织服装	24.06	19.7	1.56	2.13
信息设备	27.45	22.52	1.36	2.09
商业贸易	25.82	19.07	1.55	2.03
交通运输	32.54	24.22	1.16	2.00
信息服务	29.09	25.2	1.20	1.98
餐饮旅游	34.35	28.53	0.93	1.77
房地产	27.08	21.32	1.42	1.75
医药生物	25.73	20.64	1.48	1.75
机械设备	26.85	21.92	1.40	1.72
农林牧渔	34.36	25.41	1.06	1.55
食品饮料	28.39	23.14	1.31	1.31
电子元器件	51.94	36.98	0.13	0.62
有色金属	57.27	37.01	0.00	0.57

数据来源: 联合证券研究所整理

维度三: 行业复苏的速度

在经历了此次金融危机的冲击之后, 各个行业目前都在逐步进入恢复上升的通道, 然而各个行业复苏的进程和速度却不尽相同, 复苏快的行业在短期内很可能遭到市场的追捧从而存在超额收益。

我们选取 09 年 2 季度环比、09 年下半年环比、09 年全年同比这三项指标作为我们的考察对象, 数据的来源是采纳了行业研究员的盈利预测, 各项指标的满分为 1 分, 总分 3 分。

表 8: 各行业预测盈利增速以及评分情况 (按得分由高到低排列)

板块名称	2Q09 环比	2H09 环比	09 同比	最后得分
公用事业	74.10	105.50	1579.90	1.24
有色金属	919.30	119.90	-14.50	1.19
黑色金属	16.00	1016.30	-8.10	1.09
轻工制造	187.40	273.60	-34.70	0.55
建筑建材	234.30	61.00	25.60	0.44
农林牧渔	201.50	69.50	40.10	0.42
化工	154.00	107.20	23.00	0.39
电子元器件	216.40	50.90	-6.60	0.39
交运设备	83.60	39.50	85.60	0.29
房地产	122.70	27.40	19.50	0.28
餐饮旅游	122.40	16.00	36.40	0.28
交通运输	38.84	98.57	-48.59	0.22
机械设备	46.20	44.50	4.20	0.21
家用电器	87.50	-16.60	12.90	0.20
信息服务	39.60	-13.90	33.80	0.16
医药生物	4.60	11.70	47.10	0.16
食品饮料	-24.60	25.20	64.00	0.15

商业贸易	21.60	0.60	9.70	0.14
采掘	8.26	12.27	-4.18	0.13
金融服务	4.61	-12.20	31.13	0.13
纺织服装	-4.90	-31.50	-11.50	0.07
信息设备	-3.60	-41.70	-81.60	0.02

数据来源: 联合证券研究所整理

维度四: 行业成长性对比

一个评价行业好坏的重要依据是, 行业能否持续稳定的快速增长, 我们依照各行业的 ROE 数据, 采用 Black Litterman (B-L) 行业配置模型进行测算, 得出了各行业的理想配置情况 (如下表所示), 参照目前各个行业的流通市值比重, 按照增 (减) 仓比例的高低我们对各行业进行了评分, 满分为 3 分。

表 9: 行业未来成长性考察 (按得分由高到低排列)

行业板块	流通市值占比	理想配置比例	评分
金融服务	19.72%	25.00%	3.00
房地产	7.57%	11.47%	2.53
机械设备	6.13%	9.06%	2.20
有色金属	4.86%	7.45%	2.08
采掘	4.44%	6.88%	2.03
食品饮料	4.07%	6.05%	1.87
交运设备	3.62%	5.39%	1.80
家用电器	1.69%	2.50%	1.47
纺织服装	1.36%	1.63%	1.29
餐饮旅游	0.52%	0.25%	1.10
轻工制造	1.10%	0.54%	1.00
电子元器件	1.51%	0.74%	0.93
农林牧渔	1.59%	0.78%	0.92
信息设备	1.96%	0.97%	0.86
商业贸易	3.59%	1.76%	0.57
黑色金属	4.06%	2.04%	0.51
建筑建材	4.10%	2.04%	0.49
医药生物	4.43%	2.18%	0.43
信息服务	4.47%	2.21%	0.42
交通运输	5.24%	2.60%	0.29
公用事业	5.54%	2.74%	0.24
化工	6.90%	3.40%	0.00

数据来源: 联合证券研究所整理

从下至上的行业配置: 金融、地产、建材、机械、

综合以上四个方面的考察, 按照给定的指标权重加权平均可以得到各个行业最后的得分情况, 结果如下所示: (权重部分可以自由调整)

表 10: 各行业最终得分情况 (按得分由高到低排列)

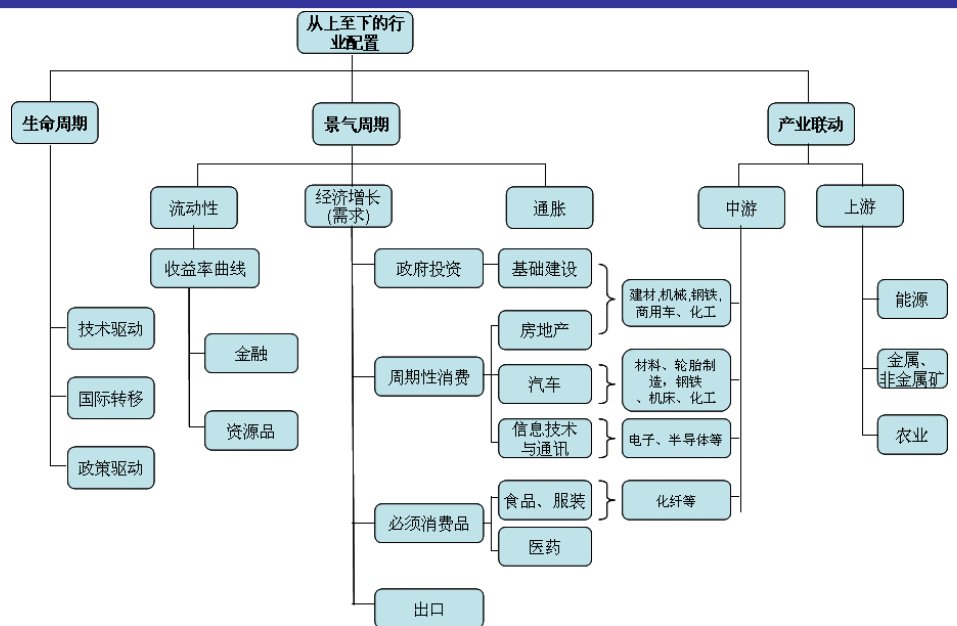
行业板块 权重	历史经验 25%	行业复苏 25%	估值洼地 25%	行业成长 25%	最后得分 100%
金融服务	1.08	0.13	3.00	3.00	1.80
有色金属	2.42	1.19	0.57	2.08	1.57
房地产	1.37	0.28	1.75	2.53	1.48
采掘	1.39	0.13	2.35	2.03	1.48
机械设备	1.44	0.21	1.72	2.20	1.39
交运设备	1.14	0.29	2.28	1.80	1.38
黑色金属	1.28	1.09	2.48	0.51	1.34
公用事业	1.01	1.24	2.24	0.24	1.18
信息设备	1.75	0.02	2.09	0.86	1.18
轻工制造	0.58	0.55	2.44	1.00	1.14
食品饮料	1.22	0.15	1.31	1.87	1.14
家用电器	0.64	0.20	2.14	1.47	1.11
餐饮旅游	1.27	0.28	1.77	1.10	1.11
纺织服装	0.90	0.07	2.13	1.29	1.10
信息服务	1.80	0.16	1.98	0.42	1.09
电子元器件	2.37	0.39	0.62	0.93	1.08
建筑建材	0.79	0.44	2.50	0.49	1.05
化工	1.01	0.39	2.44	0.00	0.96
交通运输	1.30	0.22	2.00	0.29	0.95
商业贸易	0.92	0.14	2.03	0.57	0.92
农林牧渔	0.74	0.42	1.55	0.92	0.91
医药生物	0.85	0.16	1.75	0.43	0.80

数据来源: 联合证券研究所整理

从上而下的行业配置视角: 生命周期、景气周期与产业联动

从上至下的行业配置主要是考虑生命周期(life cycle)、景气周期(business cycle)和产业联动。景气周期往往围绕生命周期波动, 而产业联动又是围绕景气周期波动。

图 45: 从上至下行业配置的框架和视角



资料来源: 联合证券研究所

超配: 收益率曲线陡峭化受益的金融

通胀预期依然上行, 收益率曲线陡峭化趋势没有变化。尽管加息预期使得收益率曲线上移, 但正如制造业一样, 虽然成本上升, 但仍能向下游转移, 并且利润率在升高。此外从弹性的角度来看, 保险的弹性优于银行。主要原因在于中国的利率体系没有市场化, 所以通胀预期上升初期, 并且官方利率没有上调的情况下, 保险对于收益率曲线陡峭化更为敏感。

银行: 收益率曲线陡峭化, 带动银行的业绩改善。逻辑在于 (1) 收益率曲线陡峭化意味着金融行业的利润率提升; (2) 经济增速企稳回升将使得坏账率下降, 信用成本下降; (3) 企业层面以及坏账预期已经反映到金融的股价; (4) 信贷增速较高。

保险: 收益率曲线陡峭化的充分受益者。逻辑在于: (1) 收益率曲线陡峭化意味着收益率提高。资金成本受益于宽松货币政策而处于低位, 权益类收益率受益于流动性充裕下的风险偏好增强等因素而获提升。(2) 保费增长意味着收入平稳回升。保单吸引力受益于购买寿险机会成本低位而增强。

图 46: 债券收益率曲线陡峭化

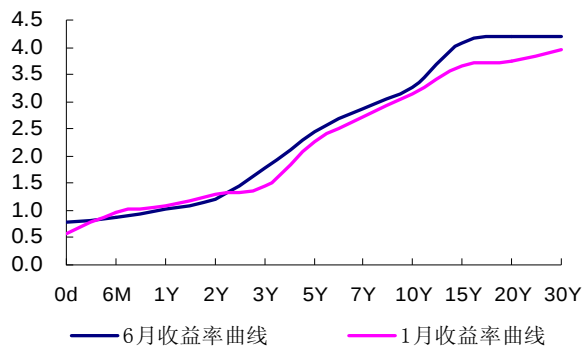
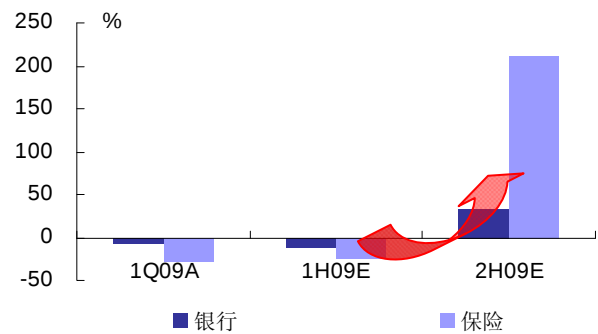


图 47: 预计下半年金融业的盈利同比增长



资料来源: 中债信息网、联合证券研究所

超配: 流动性宽裕与景气回升受益的地产

房地产受益于流动性释放的低利率, 也是景气回升的主要驱动力之一。同样, 与国外不一样, 虽然加息预期可能上升, 但是受益于利率非市场化, 所以即使加息预期上升, 但是对于抵押贷款的成本并未上升, 需求由于通胀预期的强劲而增加。

房地产: 销售面积增速大于投资和在建增速, 去库存化结束后, 需求进一步上升, 势必带来价格的回升。新开工面积环比企稳, 同时土地购置面积也开始出现环比上升的迹象。(2) 在前期销售持续火爆的背景下, 房地产开发商资金压力骤减, 当前宽松的信贷亦为房地产开发投资回暖提供了良好的客观环境。(3) 对于房地产利润来说, 价格更甚于量的变化。(4) 建议关注区域房地产公司的机会, 尤其是最近库存销售比下降非常厉害和上海和杭州, 在两地具备更多楼盘可放的地产公司。

图 48: 北京上海深圳三地的月度成交量

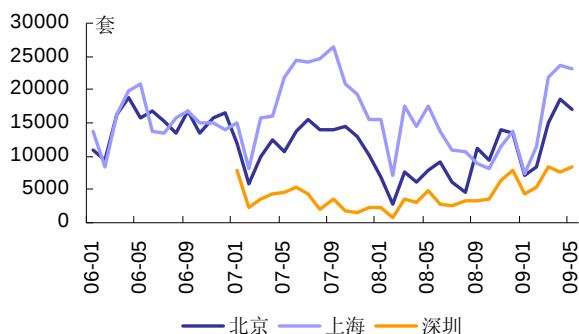
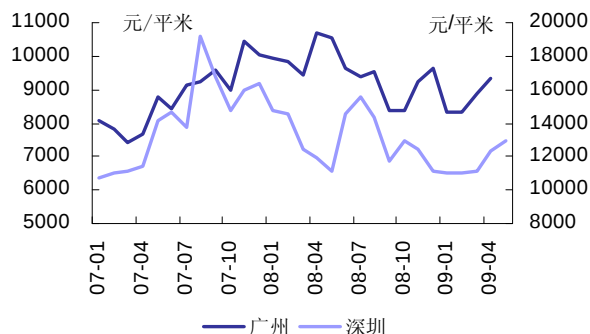


图 49: 广州深圳的商品房均价走势



资料来源: 联合证券研究所

超配: 房地产投资带动的工程机械、建材、重卡

房地产和基建带动的中游: 下半年固定资产投资和房地产投资增速上升将成为驱动经济增速的主要推动力, 对于中游制造业的需求将明显提升。而流动性驱动的原材料价格短期上冲的概率较小, 趋势是区间震荡或者缓慢上行; 阻力在于: 需求远低于 06、07 年; 原材料的产能利用率在低位, 价格快速拉升可使得供给扩大; 加息预期上升。这样会降低市场担忧的成本冲击。出口最坏的情况已经过去, 并且从市场来说, 出口恶化已经消化一年, 出口再次恶化的坏消息对于市场的冲击边际效应是递减, 而出口数据的好转信息对于市场的冲击边际效应是递增的。

寻找产能利用率较高或者是固定成本较低的行业: 需求恢复的初期, 供给曲线陡峭的行业往往能够有较大的价格和利润弹性, 这样能够带来较大的价格变化和利润增速。从逻辑上看, 陡峭供给曲线来源于两个方面: (1) 产能利用率高的行业, 供给弹性较小。产能利用率较高, 并接近充分就业的水平时, 需求微小增长都能转化为价格的快速上涨。而产能利用率比较低, 企业存在未被利用的生产能力, 供给的价格弹性高, 这样一方面价格少量上升会使得企业利用这种闲置的生产能力有利可图, 增加供给; 另一方面需求增加导致的价格回升幅度较小。如建材、钢铁。(2) 固定成本占比较小, 营运杠杆较大的行业。需求的回升带动价格变化的弹性较大。如工程机械、重卡。

中游的产业链条传递。 对于中游来说, 投资需求回升首先购买可变成本, 主要是建材和粗钢。随着需求进一步回升时, 企业会增加固定成本, 主要是工程机械、重卡; 随着需求进一步回升, 将会带动钢铁板材和化工的景气。

图 50: 钢铁产能利用率有望在房屋新开工面积的反弹中进一步提高

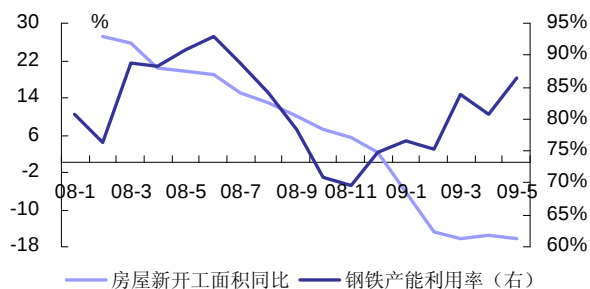
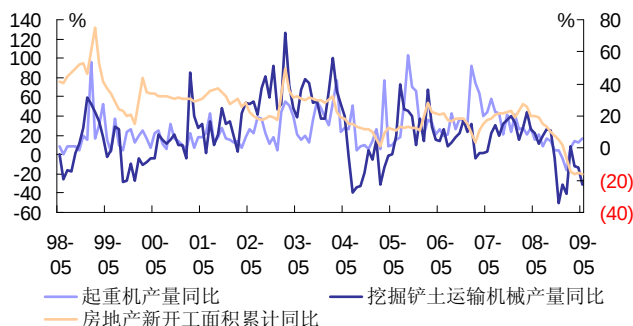


图 51: 工程机械销量有望随房地产新开工面积增加而反弹



资料来源: Wind、联合证券研究所

图 52: 水泥行业或因地产新开工再度增长

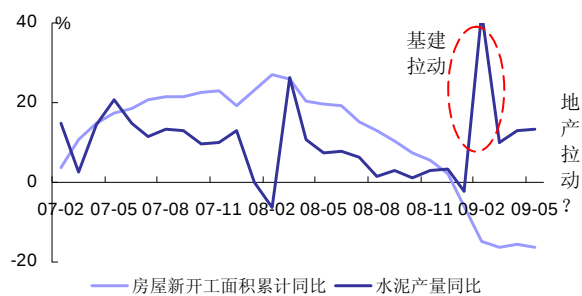
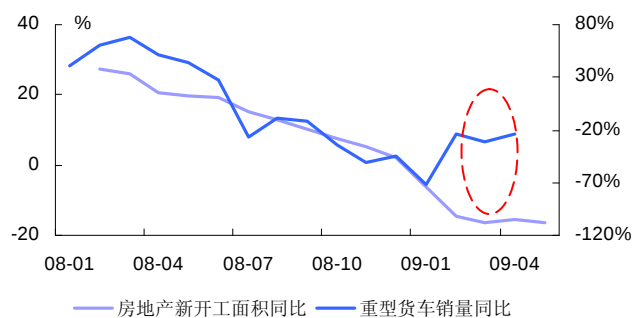


图 53: 房地产新开工有望为重型货车反弹助力



资料来源: Wind、联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

