

[2009.06.17]

顺水，如何推舟？

——2009年下半年行业配置策略

本报告导读：在经济整体形势从复苏到扩张转换的背景下，建议下半年顺周期超配金融+部分中游行业。

摘要：

● **已经顺水，如何推舟？**上半年宽松的流动性环境带动了股市、楼市、车市和国际商品市场的强有力复苏，体现在资本市场行业表现上，是资产、资源和汽车类股涨幅居前。下半年整体经济形势将从复苏逐步转换到扩张阶段，但仍将保持适度宽松的货币环境。因此，下半年行业配置的关键是：在这种非典型扩张背景下，如何寻找先导性行业复苏带动景气向产业链纵深展开所带来的投资机会。

● **步骤一：建立 A 股行业投资时钟。**行业投资时钟，是研究经济周期波动中的行业轮动规律，为策略资产配置提供自上而下的分析框架。研究证明，A 股行业投资的对角交易策略可以成立。在经济复苏、扩张阶段，能源、金融、可选消费、材料部门表现较好，而信息技术、医疗保健、公用事业、日常消费部门表现较差。在经济滞胀、收缩阶段，恰好相反。历史经验证明，在经济增长向上的背景下，应该配置顺周期部门。

● **步骤二：非典型扩张下的行业景气判断，**围绕着四条线索展开：

- 1、货币环境敏感型部门继续受益于适度宽松的货币环境；
- 2、经济景气向产业链纵深渐次体现，部分中上游行业景气回升；
- 3、看平大宗商品价格与中游行业可能的成本压力比较；
- 4、出口形势环比回升带动出口依存度较高和为进出口提供服务的行业景气度提升。

● **步骤三：业绩预期与相对估值比较。**国泰君安与市场一致预期业绩差、相对市盈率、相对市净率等指标，为行业投资吸引力进行排序。

● **下半年行业配置结论：**

● 以金融+部分中游行业为主的顺周期部门将成为下半年行业配置的主线。建议超配银行、房地产、建筑材料、机械设备、通信设备、证券信托、保险。

国泰君安策略

张林昌

021-38676702

zhanglinchang@gtjas.com

王成

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

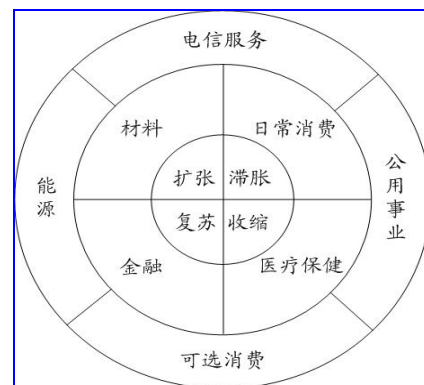
张昂

021-38676434

zhangang@gtjas.com

赵媛媛

021-38674602

zhaoyuanyuan007984@gtjas.com

相关报告

曲径通幽—A 股二季度策略报告

(09.03.30)

工业企业行业景气跟踪系列报告

周期性行业反思系列酷图

1. A 股行业投资时钟

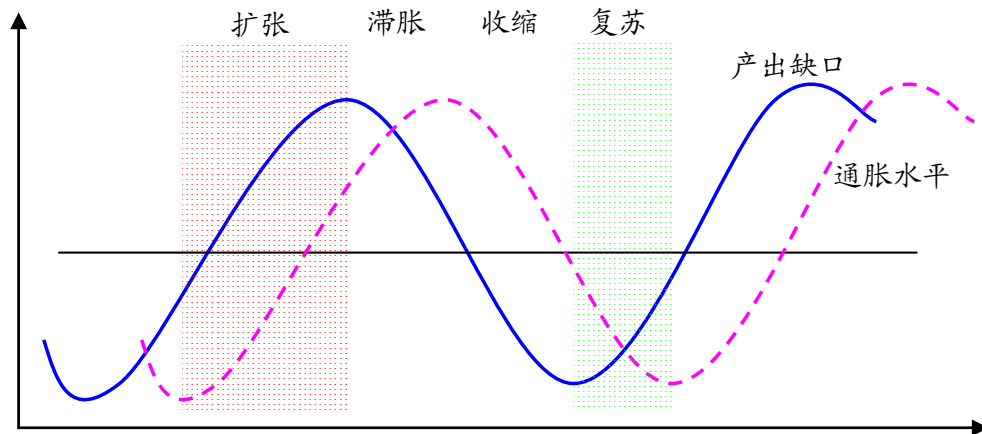
A 股的行业投资时钟，就是研究经济周期波动中的行业轮动规律，为策略资产配置提供自上而下的分析框架。投资时钟不是去寻找僵化教条的数量化交易规则，而是探究如何在正确的宏观分析视角下获得超越市场的投资回报。因为金融市场容易将当下态势做惯性外推，从而对短期内经济增长偏离长期趋势的拐点作出误读，其结果是资产在经济周期的拐点处被错误定价。投资者正确识别经济运行拐点，通过转换资产配置可以获得超越市场的投资回报。

历史不会简单重复，对经济周期波动的拐点把握也绝非易事。但从 2002 年以来，中国 A 股表现与经济周期波动的契合度越来越高。因此，加深对行业轮动规律的认识，并逐步建立自上而下的行业配置稳定性分析框架，而非亦步亦趋的静态分析，成为我们持续努力的方向。美林的投资时钟为我们提供了一个经典的分析范例。我们将参考它的研究方法，探究 A 股的行业投资时钟。

1.1. 投资时钟的基础：中国经济周期的阶段划分

对一个完整经济周期进行正确的阶段划分是研究投资时钟的基础。按照相对于趋势的经济增长和通货膨胀的方向可以将中国经济周期划分为四个阶段：收缩（增长向下、通胀向下）、复苏（增长向上、通胀向下）、扩张（增长向上、通胀向上）、滞胀（增长向下、通胀向上）。

图 1：理想状态下经济周期阶段的划分：扩张、滞胀、收缩、复苏的螺旋式反复



数据来源：CEIC，WIND，国泰君安销售交易总部，下同

在实际操作中，传统的产出缺口与通胀水平划分方法，并不能很好的适用于中国经济周期阶段的划分。因为产出缺口为季度数据，发布频度低、较滞后，且难以较好的辨别出经济增长方向的拐点。我们建议采用可跟踪性较好、月度发布，且有相关性很高的领先指数来作提前预判的中国宏观经济景气一致指数¹和 CPI 当月同比增速这两个指标作为划分经济四个阶段的主要依据。

¹ 中国宏观经济景气指数，包括预警指数、领先指数、一致指数、滞后指数，由国家信息中心预测部编制，国家统计局在《中国经济景气月报》上发布。一致指数合成了工业增加值、发电量、固定资产投资总额、财政收入、狭义货币供应量等指标。关于该指数的详细介绍，可以参阅《经济景气计量分析方法与应用研究》，张永军，中国经济出版社，2007

图 2：传统的产出缺口与通胀水平不适用于划分中国经济周期阶段

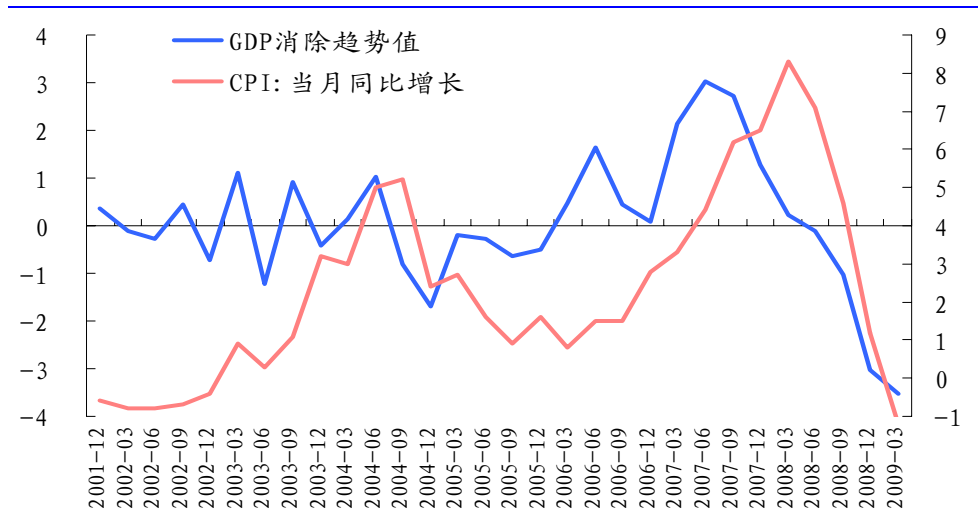


图 3：景气领先指数大约提前一致指数三个月，有利于及时预判一致指数的走势

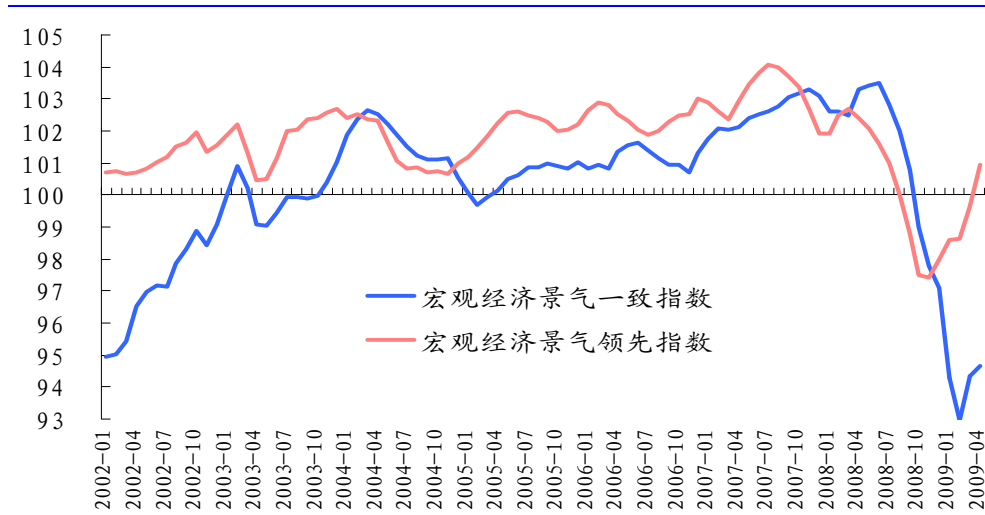
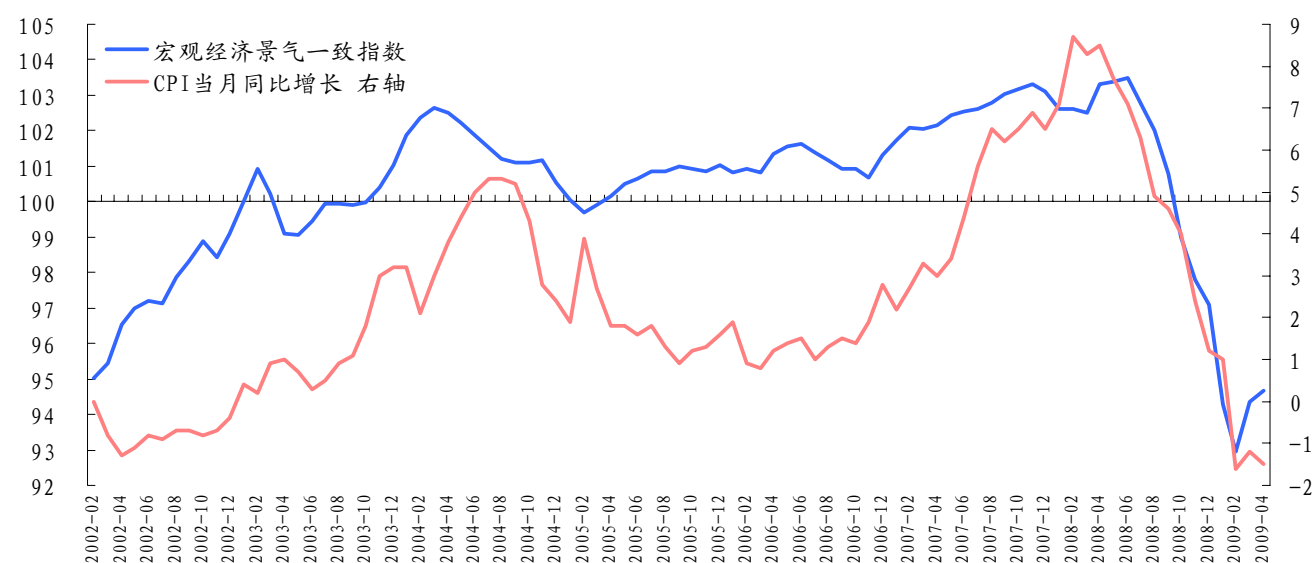


图 4：从 2002 年以来的中国经济周期阶段划分：走过相对完整的两轮转换



注：绿、黄、粉、蓝依次代表经济所处的复苏、扩张、滞胀、收缩四个阶段

从 2002 年以来，中国经济周期阶段可以近似的划分为从复苏到收缩两个轮次。观察可以发现，投资与货币信贷冲击是中国经济周期波动和判断经济拐点的决定性因素，也是 A 股投资时钟轮转的根本推动力。这是由中国在政府主导下以低成本工业化来实现赶超战略的高储蓄高投资增长模式决定的。M2 与总产出、进口、全社会固定资产投资保持较高的当期正相关，且具有较强的一阶领先性。

表 1: 2002 年以来中国经济周期阶段划分与相应的货币环境

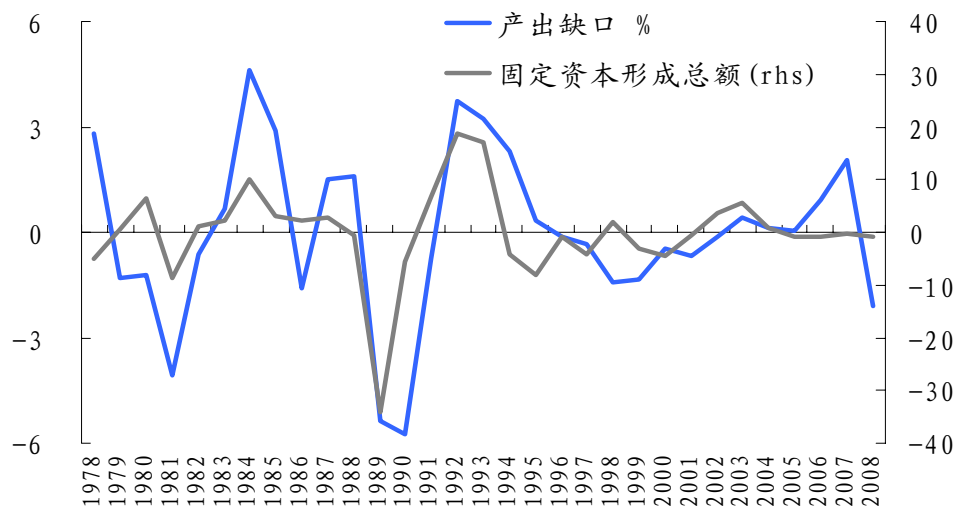
时间段	阶段属性	货币环境
2002.02-2002.04	复苏	治理通缩，降低利率。2002 年 2 月，一年期贷款利率降到最低水平 5.49。
2002.05-2004.03	扩张	前期维持宽松货币政策，保持利率在 5.49 的谷底水平。2003 年初遭遇非典冲击。2003 年下半年开始走出通缩，出现经济过热，转向财政货币双稳健政策。2003 年 9 月上调存款准备金率 6%到 7%。
2004.04-2004.08	滞胀	继续上调存款准备金率至 7.5%，M2 增速从 20%下降到 14%。
2004.09-2005.02	收缩	2004 年 10 月上调贷款利率到 5.76%，M2 增速触底。
2005.03-2006.03	复苏	维持贷款利率在 5.76%，M2 增速从 14%上升到 19%。
2006.04-2007.11	扩张	2006 年 8 月上调贷款利率到 6.3%，短期内持续上调存款准备金率到 9%。M2 维持在 16-18%。
2007.12-2008.04	滞胀	继续实行紧缩货币政策，上调存款准备金率到 16%，M2 保持在 16-18%。
2008.05-2009.02	收缩	贷款利率从 7.56%下调到 5.4%，存款准备金率从 16%上升到 17.5%后，快速下调到 13%。M2 从 18%下调到 14%后见底快速回升到 20%。
2009.03-2009.04	复苏	M2 进一步上升到 25%。

表 2: 1986-2008 年去趋势后各变量与 M2 间横截面相关：M2 较好的领先于总产出、投资、物价水平

1986-2008	各变量与 M2 间横截面相关系数										
领先阶数	5	4	3	2	1	0	-1	-2	-3	-4	-5
GDP	-0.361	-0.380	-0.276	0.279	0.591	0.467	0.294	0.122	-0.266	-0.559	-0.361
财政支出	-0.135	-0.109	0.117	-0.046	0.033	0.218	0.171	0.070	-0.245	-0.102	-0.229
CPI	-0.516	-0.258	0.181	0.516	0.504	0.152	0.029	-0.136	-0.407	-0.267	-0.025
PPI	-0.523	-0.486	0.119	0.283	0.429	0.229	0.220	0.003	-0.196	-0.229	-0.154
进口	-0.516	-0.350	-0.462	-0.132	0.359	0.395	0.277	0.361	0.030	-0.241	-0.254
FAI	-0.373	-0.597	-0.363	0.082	0.404	0.631	0.394	0.220	-0.146	-0.431	-0.383

注：因为 M2 没有 1986 年以前的数据，所以数据区间为 1986-2008 年，数据经过 HP 滤波法去趋势处理

图 5：1978 年以来去趋势后投资基本同步领先于产出周期波动



注：表中各变量均为 1978-2008 年经过 HP 滤波法剔除趋势后的统计值，下同

图 6：1978 年以来去趋势后投资与货币信贷供应波动紧密相关

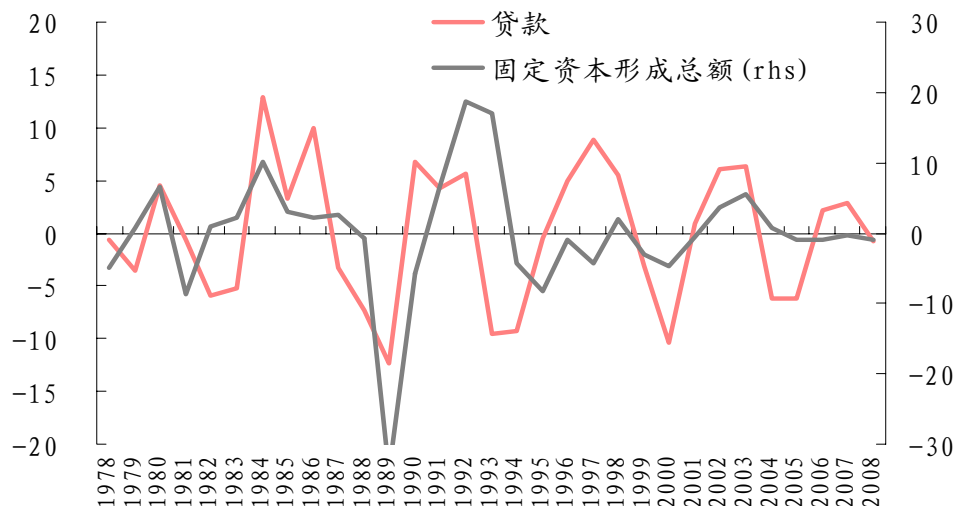
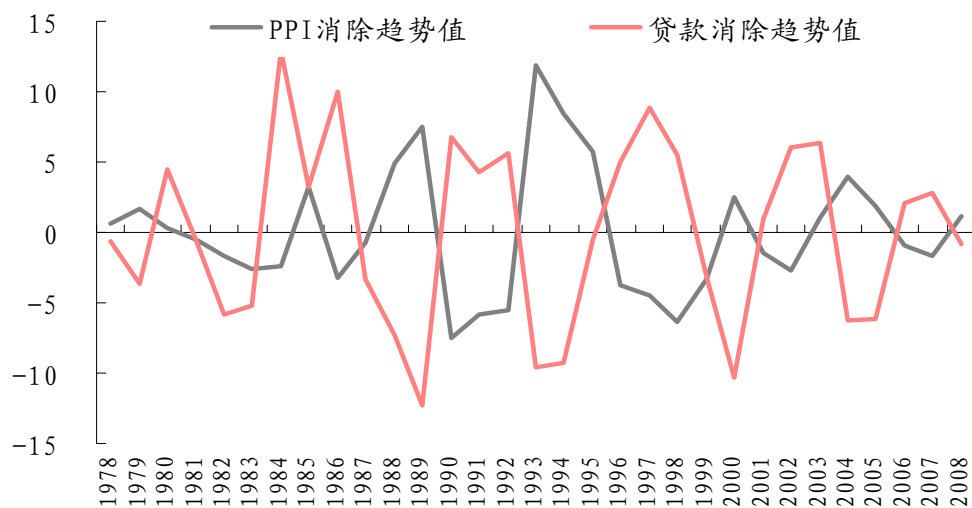


图 7：通胀下过度的信贷增长难以为继，但信贷调节往往容易滞后和过度



统计在经济周期不同阶段的沪深 300 指数表现，可以发现 A 股市场表现基本符合经典投资时钟规律：经济增长向上的复苏与扩张阶段的股票市场表现要显著的好于滞胀与收缩期。

表 3: 阶段划分下股票市场表现：复苏与扩张阶段权益类资产表现较好

阶段属性	月数	上涨月数	下跌月数	累计涨幅	月均涨幅	年化涨幅
复苏	18	12	6	1.3852	1.0183	1.2426
扩张	43	30	13	4.5680	1.0360	1.5280
滞胀	10	4	6	0.6372	0.9559	0.5823
收缩	16	7	9	0.5325	0.9614	0.6233

1.2. 经济周期阶段划分下的行业轮动

统计沪深 300 及其行业指数在各阶段下的表现，可以发现：

(1) 在复苏阶段，表现较好的是能源、金融、可选消费；表现较差的是信息技术、医疗保健、公用事业。基本上和美林投资时钟吻合，主要差别是：能源板块主要包括煤炭和石油石化行业，在三次复苏阶段，都显著的跑赢了大盘。科技类的电信服务和信息技术板块在复苏阶段并没有很好的表现。这和中国科技类板块代表性偏弱，电子类企业更多的集中在加工制造环节，依靠订单生产，而非设计研发环节有关。

(2) 在扩张阶段，表现较好的是能源、材料、金融；表现较差的是信息技术、公用事业、电信服务。基本上和美林投资时钟吻合，主要差别是：金融板块在扩张阶段仍表现较好，但在两次扩张期中金融板块的表现是矛盾的，2002 年到 2004 年的第一次扩张期，金融类的表现排在最后一位，而 2006 年到 2007 年的第二次扩张，金融类表现最好，且涨幅巨大，对最后表现有很大的拉动作用。金融板块的表现规律需要更多周期的检验。同时，中国经济处于扩张期的时间较长，可能需要将扩张期更细分为扩张前期和后期。

(3) 在滞胀阶段，表现较好的是电信服务、日常消费、医疗保健；表现较差的是信息技术、能源、金融。和美林投资时钟基本吻合，主要差别是能源表现比较落后。美股在经济滞胀阶段，石油天然气行业的表现仍然相对较好。

(4) 在收缩阶段，表现较好的是医疗保健、公用事业、日常消费；表现较差的是能源、金融、材料。和美林投资时钟基本吻合，主要差别是金融表现比较落后。美股在收缩后半阶段，由于货币政策的放松，金融股相对表现较好。

总的来说，四阶段下，大类行业的板块轮动规律基本符合投资时钟的内在逻辑。金融、能源、可选消费、日常消费、医疗保健、公用事业、材料行业轮动的效果比较显著，而工业、电信服务、信息技术的轮动效果不是很明显。和美国股市相比，A 股的能源行业表现起来得较早，而金融行业表现起来得较晚。行业市场表现轮动现象背后的本质是在经济周期不同阶段（包含政策环境）中行业景气的变换。我们将在第二部分行业景气判断中做详细的阐释。

表 4: 阶段划分大类行业表现: 金融、能源、可选消费、日常消费、医疗保健、公用事业等轮动效果显著

	复苏		扩张		滞胀		收缩
能源	2.012	能源	6.241	电信服务	0.787	医疗保健	0.848
金融	1.910	材料	5.289	日常消费	0.781	公用事业	0.713
可选消费	1.427	金融	5.007	医疗保健	0.709	日常消费	0.673
沪深 300	1.385	医疗保健	4.853	材料	0.675	电信服务	0.603
日常消费	1.355	沪深 300	4.568	可选消费	0.661	信息技术	0.582
材料	1.300	日常消费	4.504	工业	0.652	工业	0.581
工业	1.277	工业	4.430	公用事业	0.648	沪深 300	0.532
电信服务	1.214	可选消费	4.303	沪深 300	0.637	可选消费	0.526
公用事业	1.104	电信服务	3.818	金融	0.635	材料	0.514
医疗保健	1.073	公用事业	3.605	能源	0.613	金融	0.470
信息技术	1.024	信息技术	2.562	信息技术	0.603	能源	0.442

注: 细分子行业的表现统计放在报告正文后的表 11

图 8: A 股的产业投资时钟: 对角交易策略成立

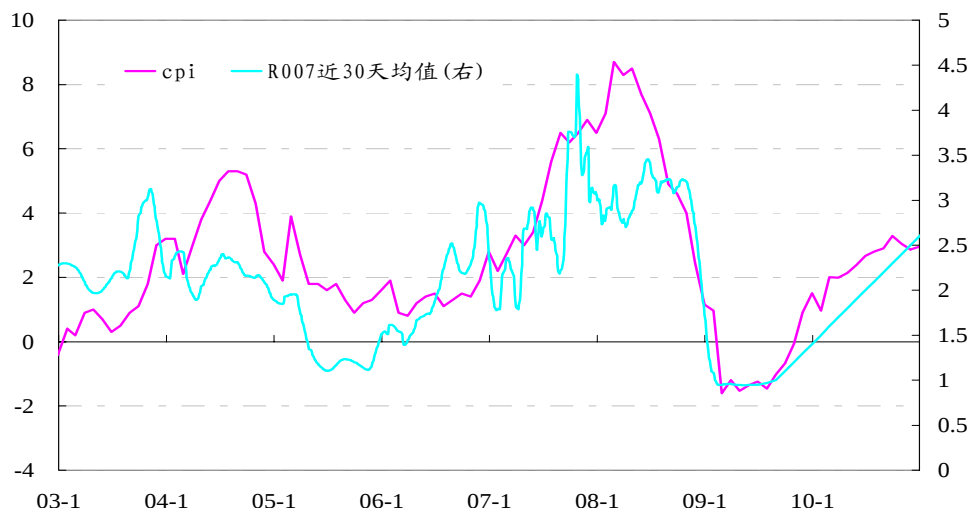


由于中国经济体高速增长运行特征（非成熟经济体意义的经济周期）和资本市场的新兴转轨特征（历史数据较短且往往缺乏可比性，限制了可研究的样本时间长度），使得经济周期分析下的 A 股行业轮动规律，还有待我们持续的跟踪和完善。

2. 寻找非典型扩张下景气提升的行业

根据我们宏观策略的预测，2009 年下半年中国经济增速逐季提升，物价指数由负转正，整体经济形势呈现从复苏到扩张的转换。但这种扩张是在长期增长趋势线以下的非典型扩张。在整体经济从复苏阶段运行到扩张阶段的大背景下，下半年行业景气变化主要围绕以下线索展开：

图 9：国泰君安预测通胀水平将在 10 月由负转正，走出通缩

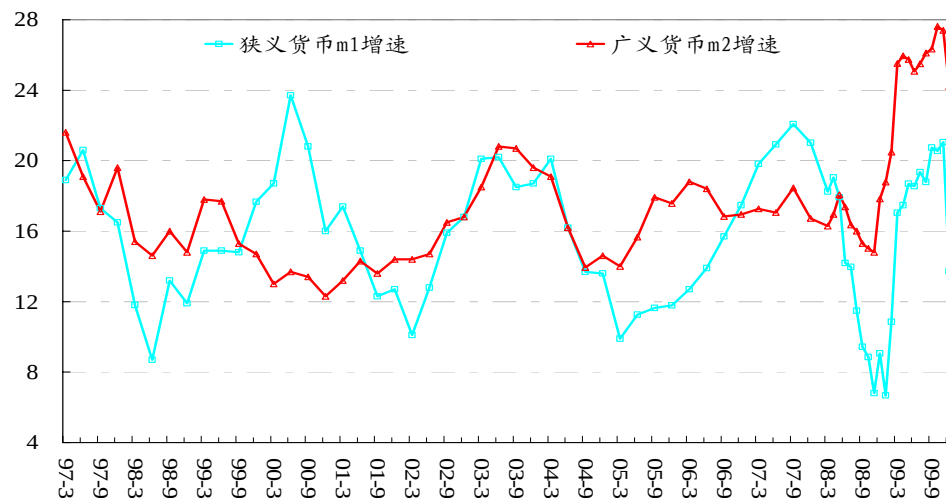


注：来自国泰君安债券研究组的预测

2.1. 线索一：货币环境敏感型部门继续受益于适度宽松的货币环境

在经济刚走出通缩，经济增速仍低于长期趋势线的背景下，下半年中国仍将保持适度宽松的货币环境。国泰君安预计下半年货币供应水平继续攀升，M1 同比增速到 20%以上，M2 同比增速到 28%，12 月由于去年基数较大，出现下滑。

图 10：国泰君安预测 M1、M2 走势：下半年继续攀升，12 月由于去年基数较大，出现下滑



注：来自国泰君安债券研究组的预测

在适度宽松的货币环境下，以银行、证券、保险、房地产、汽车为代表的货币环境敏感型行业景气度有望继续提升。其中，银行业预期 09 年人民币贷款余额同比增长 25%以上，净息差（NIM）在 2 季度见底并在下半年回升，09 年净利润增速有望达 8.3%。券商、保险将直接受益于资本市场的活跃表现。房地产销售面积有望维持高位，销售价格的上涨将带来行业毛利率的恢复。下半年汽车产量仍可能维持较高增长。

表 5: 国泰君安预测银行业 09 年净利润增速 8.3%

主要变量	预测或假设
贷款增速	24%
平均生息资产增速	25%
净利差	收窄 50--60bp
非利息净收入增速	20%
费用收入比	下降 1.5 个百分点
信贷成本	平稳
有效税率	平稳
净利润增速	8.3%

注：来自国泰君安银行业 2009 年下半年投资策略《冲出迷雾，走向稳健增长》

图 11: A 股静态市盈率和 M1 同步正相关

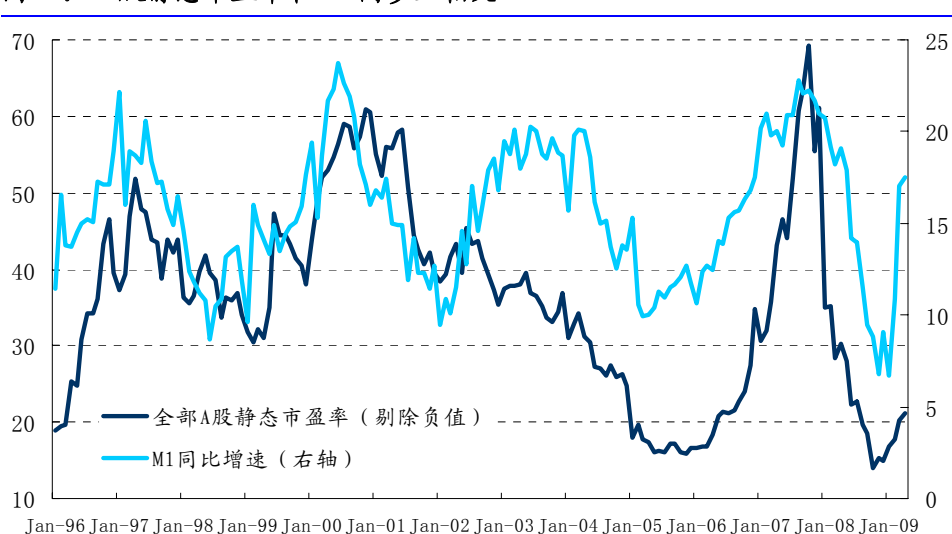


图 12: 商品房销售面积增速与货币环境同步正相关：下半年商品房销售仍将维持同比高增长

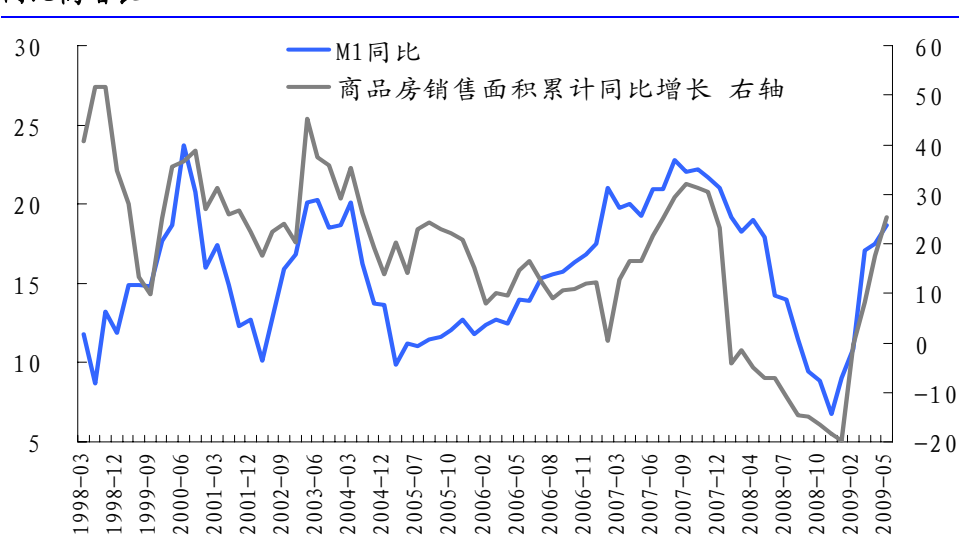


图 13: 商品房销售价格滞后货币环境 1-2 个季度: 商品房价格下半年可能出现小幅上涨

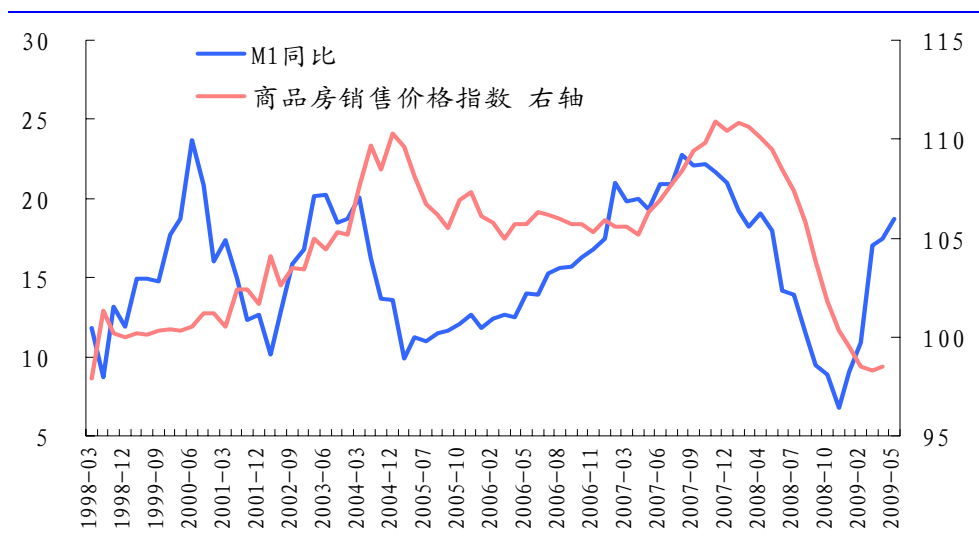
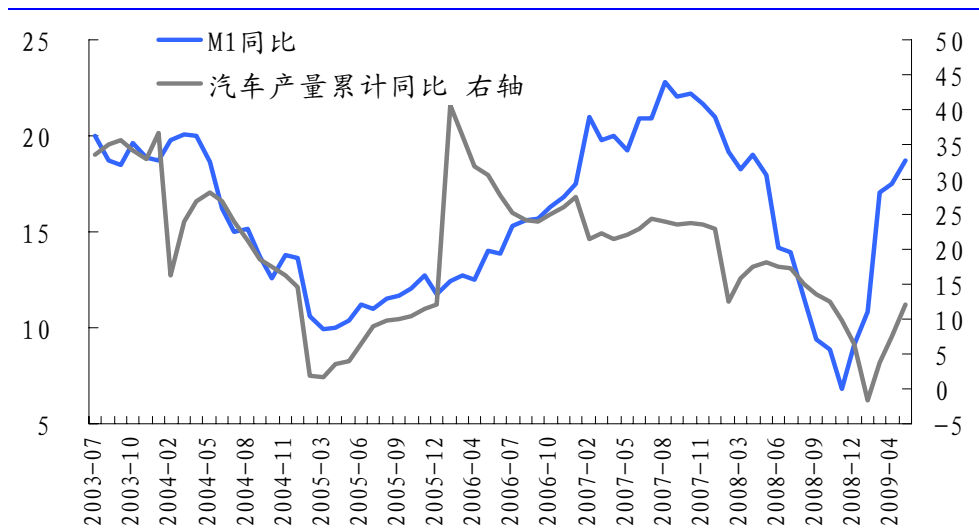


图 14: 汽车产量增速与货币环境正相关: 下半年汽车产量仍可能维持较高增长



2.2. 线索二: 经济景气向产业链纵深体现

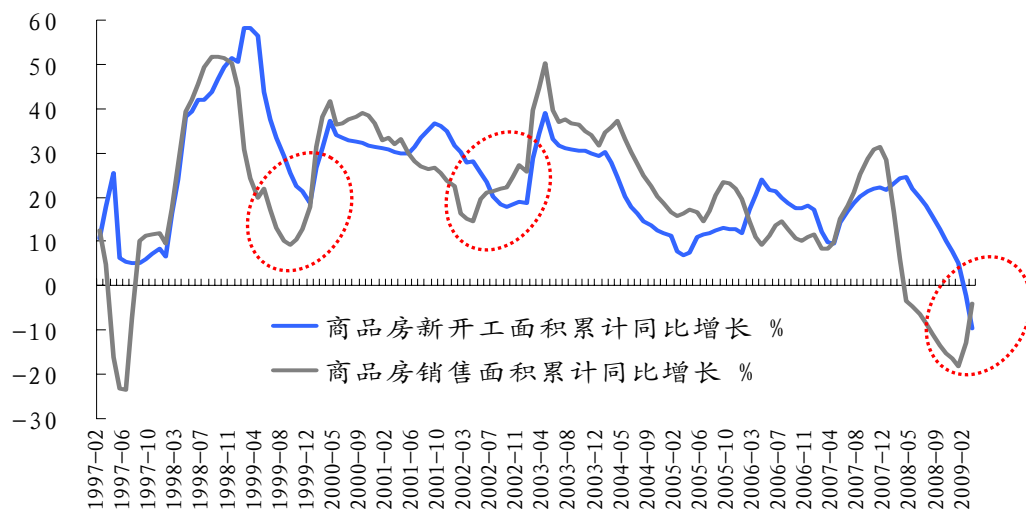
在下半年,除了政府主导的基础设施投资项目进入全面的施工建设阶段外²,率先复苏的房地产和汽车行业将带动相关产业景气,使信贷与固定资产投资对经济的拉动作用向产业链纵深体现。

商品房新开工面积增速一般滞后销售面积 3-6 个月。因此,下半年房地产投资将成为中国经济增长主要引擎³,并带动建筑建材、钢铁、工程机械、家电、家具等相关行业景气复苏。

2 根据我们在今年 3 月份组织的对上海、山西、河北、重庆等地的基建投资联合调研的经验性证据,基建投资,尤其是铁路投资,前期论证、征地拆迁大约需要半年时间,地面施工在年中以后才大规模展开。

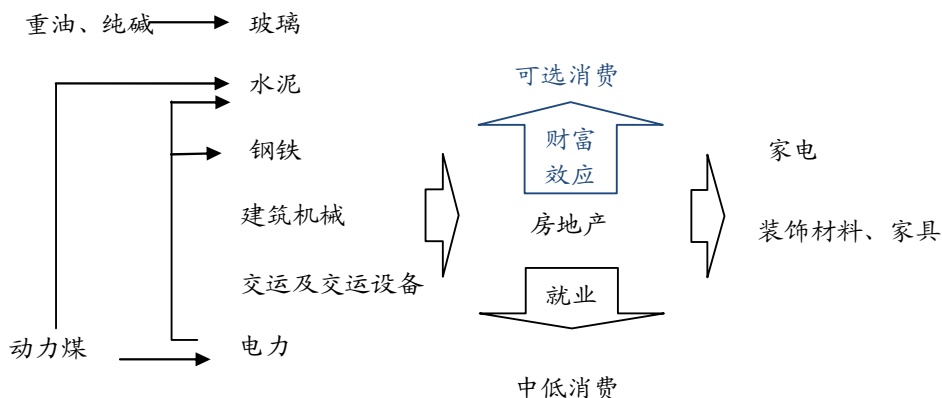
3 根据简单测算,房地产带动相关行业,直接间接影响 GDP 增长的 26%。

图 15: 商品房新开工面积增速一般滞后销售面积 3-6 个月



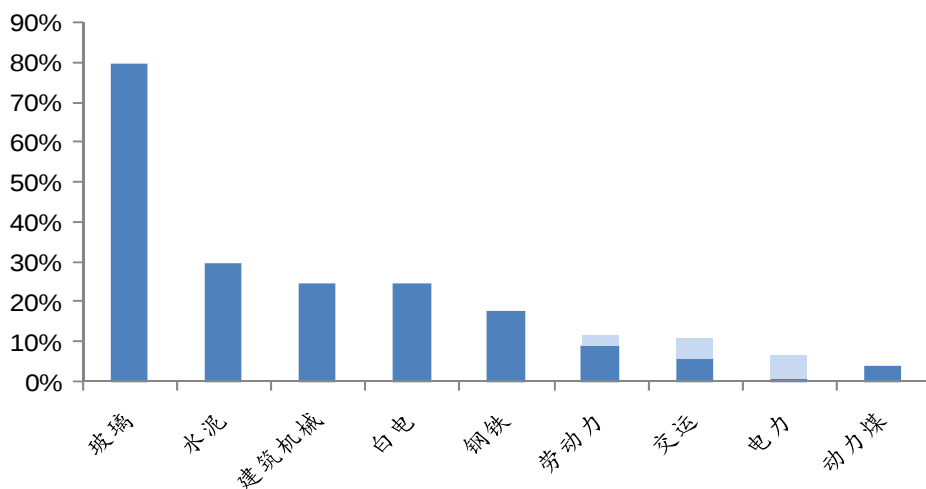
注：数据经过季度平滑处理

图 16: 房地产带动的相关产业逻辑图



注：蓝色部分跟房价有关，其余部分跟销售/开工量有关

图 17: 房地产占各相关行业（含就业市场）需求的比例



注：淡蓝部分是通过其他行业的间接需求

通过先导行业的率先复苏，在下半年信贷与固定资产投资对经济的拉动作用将向产业链纵深体现。为比较中上游周期性行业的复苏步调，我们研究了这些行业量价数据与货币环境的关系，可以发现：有色金属由于国际期货市场的有效定价，对经济预期变化的反应非常敏感。交通运输行业的货运量增速对经济复苏的反应也较快，本身也可以成为跟踪经济运行的中观指标。工程机械产量、钢材价格、建材价格与货币环境也比较相关，但一般滞后 2-4 个季度，因此在下半年，相关行业景气度将有较好回升。石油制品、煤炭、部分化工产品价格受到政府不同程度的干预，在历史上与货币环境的相关性较弱。

图 18: 有色金属价格: 国际定价, 经济预期反应敏感

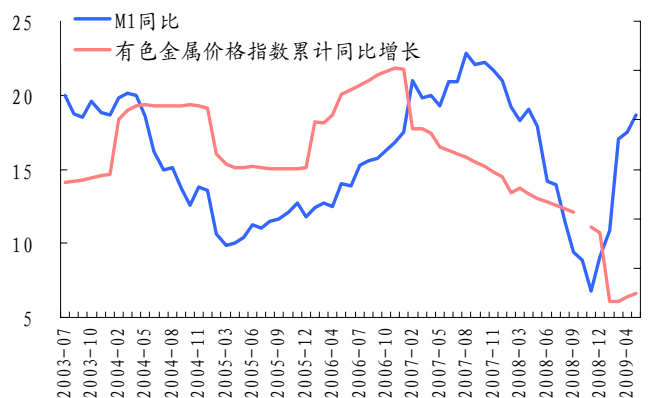


图 19: 货运量: 略微滞后 M1

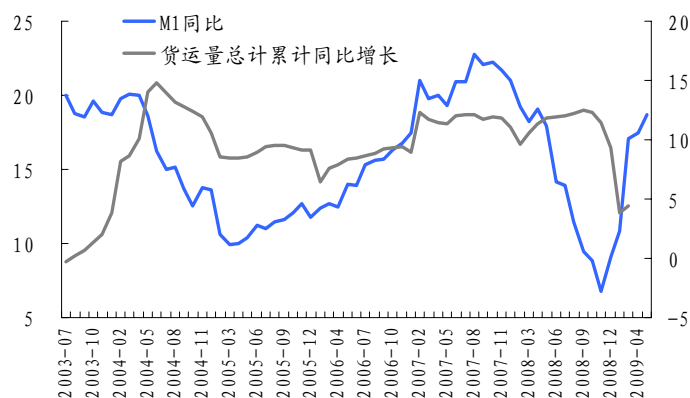


图 20: 工程机械产量: 滞后 M1 约 2 个季度

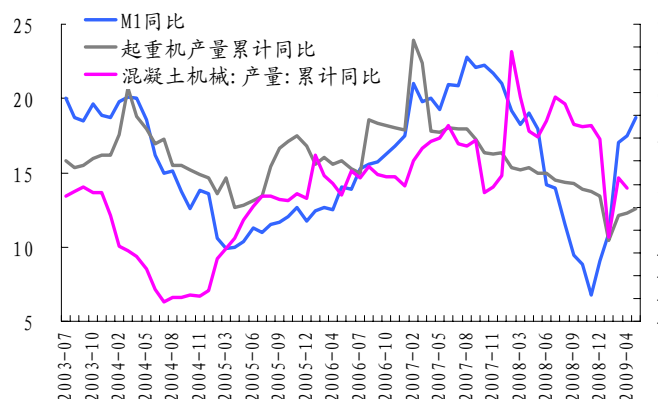


图 21: 钢材价格: 滞后 M1 约 2-3 个季度

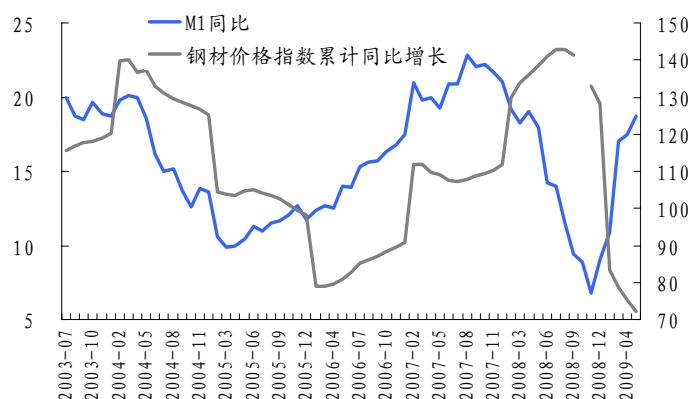


图 22: 建材价格: 滞后 M1 约 4 个季度

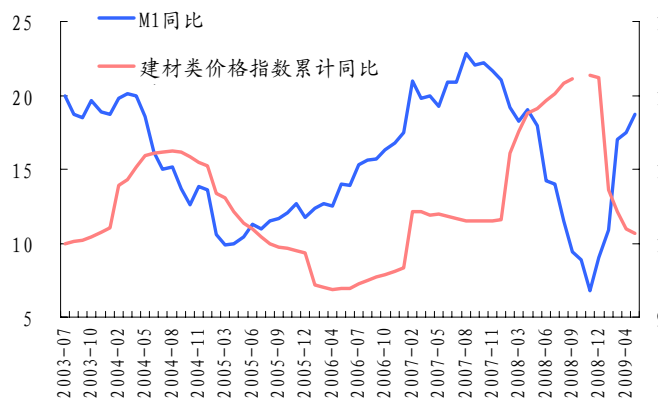


图 23: 化工品价格: 滞后 M1 约 4 个季度

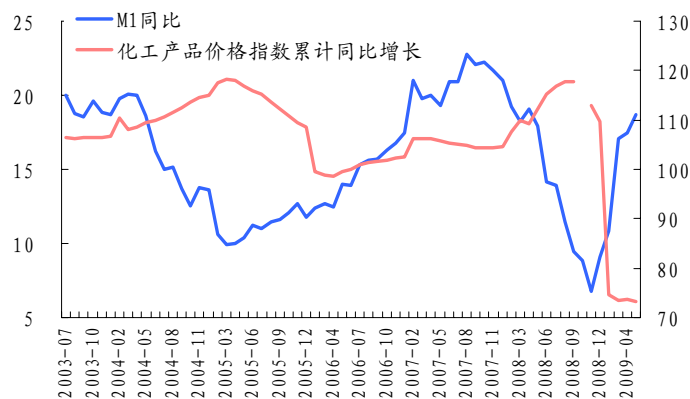


图 24: 石油制品价格: 原油国际定价, 石油制品价格国内政策干预

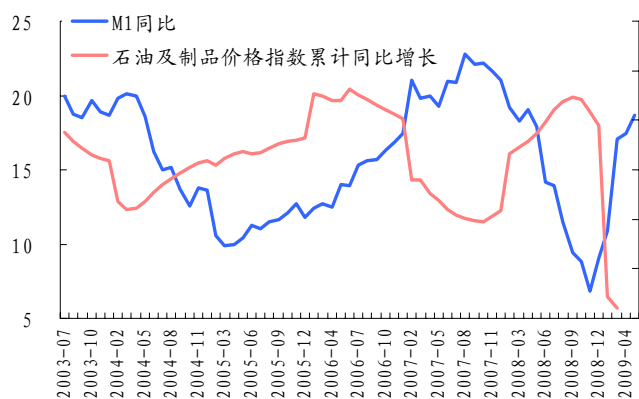
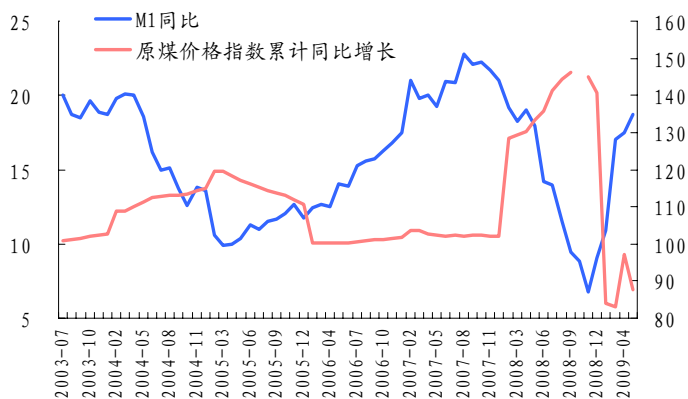


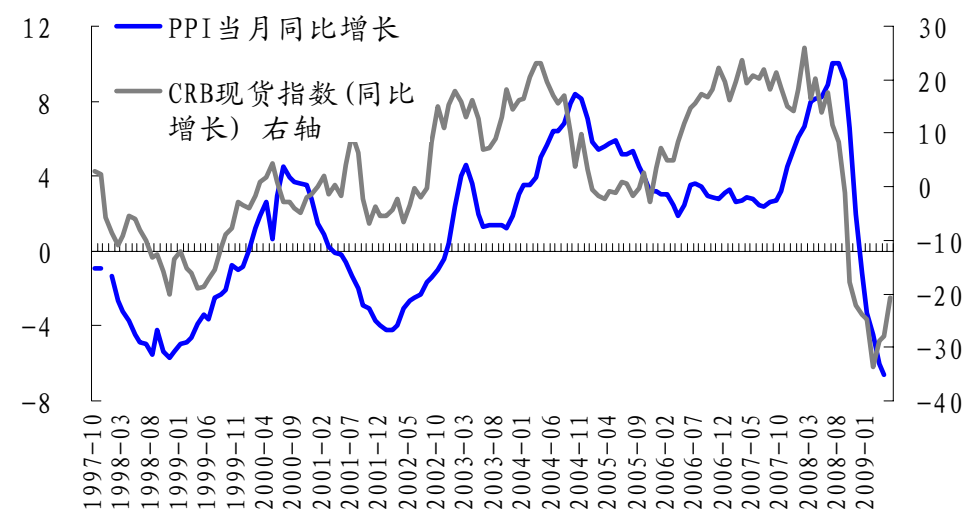
图 25: 煤炭价格: 产业链最上游, 存在政策干预



2.3. 线索三: 看平大宗商品价格与中游行业可能的成本压力

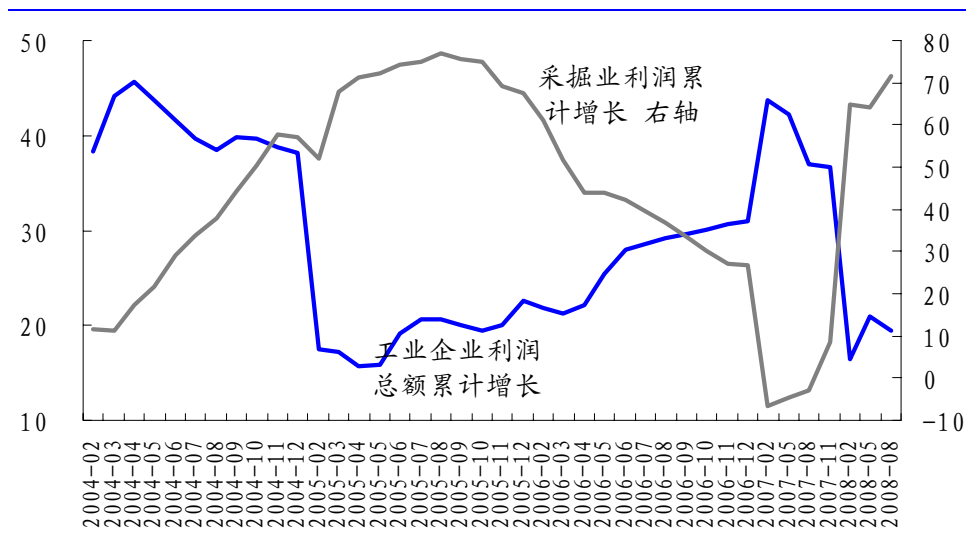
全球范围内的宽松货币环境既刺激了各国经济的企稳复苏, 也带来的大宗商品价格强劲反弹, 进而引发对中国的中游行业将遭遇成本上升压力的担忧。

图 26: 国际 CRB 商品指数领先相关中国 PPI, 已经开始拐头向上



我们宏观策略研究认为: 在经济滞胀的担忧面前, 全球流动性的自我平衡机制已经开始发挥作用, 未来半年, 全球流动性将从政府主导的过度宽松状态向中性状态回归。我们看多美元的中期走势, 看平大宗商品价格。但如果中间的推理出现变数, 在(名义)需求仍没有完全恢复的情况下, 价格将较难向下游传导, 中游行业的毛利率将受到挤压。我们从石化、煤炭、钢铁三条产业链比较中下游行业可能的成本压力。

图 27: 近年来工业企业整体利润增速和采掘业利润增速呈反向关系



(1) 石化产业链: 化工、化纤、交运行业受到成本压力较大

从价格波及系数的角度来看,受影响较明显的下游行业分为三类,按压力由高到低的顺序排列依次是以石油为原料的化工行业、交通运输业和林木采运业。此外,由于农药、有色矿开采、肥料和涂料生产等行业的毛利率水平较高,原油价格上涨对其影响相对程度较小;而合成材料、化纤及石油加工业则是受影响较大的行业。

图 28: 石油化工产业链: 下游主要是石油冶炼与石油化工

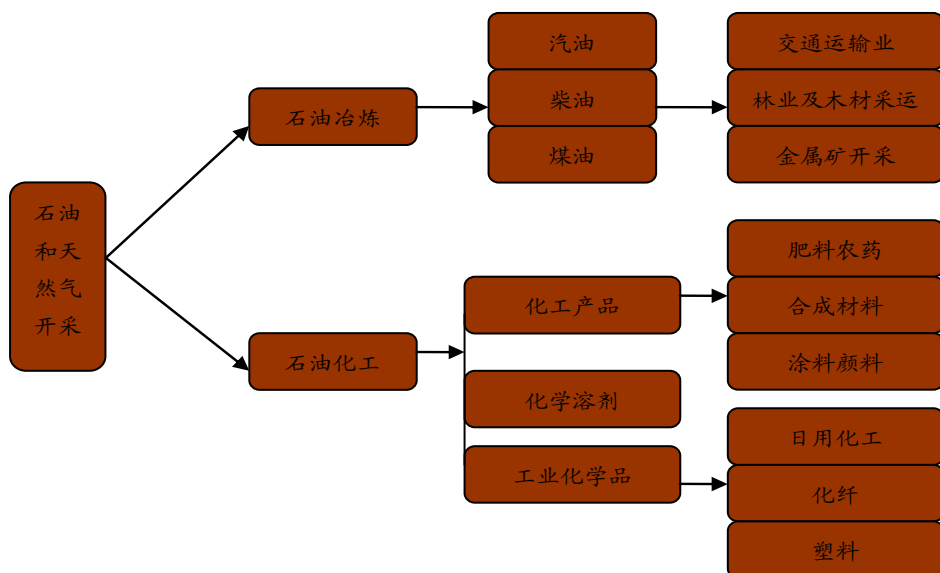


表 6: 石化产业链价格波及系数, 成本压力较大的是: 化工、化纤、交运行业

行业	系数	行业	系数	行业	系数
石油及核燃料加工	0.64	城市公共交通运输	0.12	塑料制品	0.08
合成材料制造	0.25	航空货运	0.10	涂料颜料油墨及制造	0.08
林业	0.19	航空旅客运输	0.10	铁路货运	0.08
木材及竹材采运	0.17	管道运输	0.10	道路运输	0.08
水上运输	0.16	有色金属矿采选	0.10	陶瓷制品制造	0.08
化学纤维制造	0.15	肥料制造	0.09	农药制造	0.08
燃气生产和供应	0.14	橡胶制品	0.08		

注: 各行业价格波及系数由我们的同事时伟翔根据 2002 年 122 部门投入产出表计算得出。价格波及系数是在计算一个行业价格变动对价格体系产生影响时的参数, 具体含义为当一行业价格变动后, 其他行业价格在完全转嫁成本时需变动的程度。下同

(2) 钢材产业链: 机械设备、建筑、汽车等行业受到成本压力较大

钢材是国民经济建设的基础性材料, 下游需求广泛。根据钢材产业链价格波及系数, 成本压力较大的是: 机械设备、建筑、汽车、家电行业。

图 29: 钢材产业链: 下游主要是建筑、机械

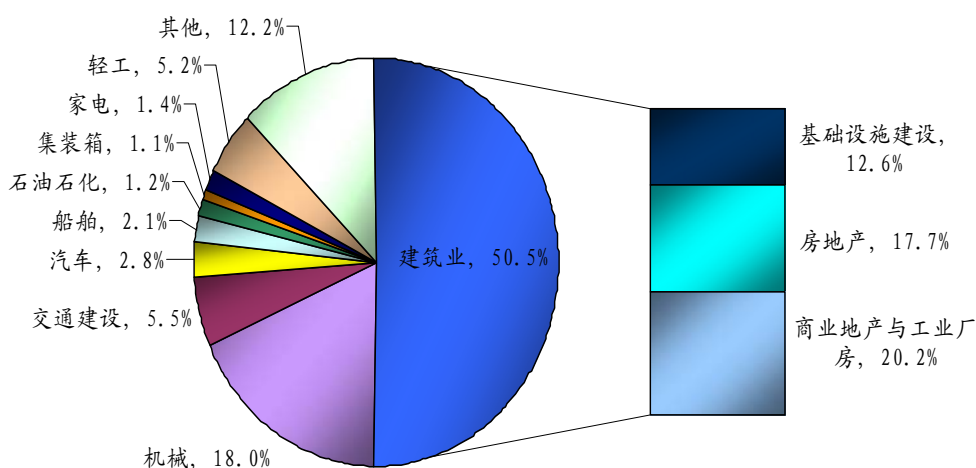


表 7: 钢材产业链价格波及系数, 成本压力较大的是: 机械设备、建筑、汽车、家电行业

行业	价格波及系数	行业	价格波及系数
金属制品业	0.24	其他交通运输设备制造业	0.13
船舶及浮动装置制造业	0.23	汽车制造业	0.11
其他专用设备制造业	0.21	仪器仪表制造业	0.11
建筑业	0.16	汽车零部件及配件制造业	0.10
铁路运输设备制造业	0.16	木材及竹材采运业	0.10
锅炉及原动机制造业	0.15	文化办公用机械制造业	0.09
电机制造业	0.15	家用器具制造业	0.09
其他通用设备制造业	0.14	林业	0.09
金属加工机械制造业	0.14	家具制造业	0.08
农林牧渔专用机械制造业	0.14	其他非金属矿物制品业	0.08

(3) 煤炭产业链：公用事业、建筑材料、金属冶炼等行业受到成本压力较大
煤炭作为整个国民经济建设中主要的原材料提供者，其下游主要是电力（54%）、建材（16%）、冶金（13%）和化工（6%）。根据煤炭产业链价格波及系数，成本压力较大的是：公用事业、建筑材料、金属冶炼等行业。

表 8：煤炭产业链价格波及系数，成本压力较大的是：公用事业、建筑材料、金属冶炼等行业

行业	价格波及系数	行业	价格波及系数
炼焦业	0.30	钢压延加工业	0.07
燃气生产和供应业	0.28	其他非金属矿物制品	0.07
电力热力生产供应	0.17	橡胶制品业	0.07
林业	0.17	耐火材料制造	0.06
木材及竹材采运业	0.13	铁合金冶炼业	0.06
肥料制造业	0.10	玻璃及玻璃制品	0.06
水泥石灰和石膏制造	0.10	专用化学产品制	0.05
炼铁业	0.09	其他工业	0.05
炼钢业	0.08	农药制造业	0.05
基础化学原料制造业	0.07	有色金属冶炼业	0.05

2.4. 线索四：出口形势环比回升带动相关行业景气回升

虽然以欧美经济过度消费调整为特征的全球经济“再平衡”格局并没有发生改变，但外围经济的触底复苏仍将使中国出口增速在下半年企稳回升。因此，出口依存度较高的行业和为进出口提供服务的航运港口等行业景气度将有所提升。

图 30：虽然以欧美过度消费调整为特征的全球经济“再平衡”格局并没有改变

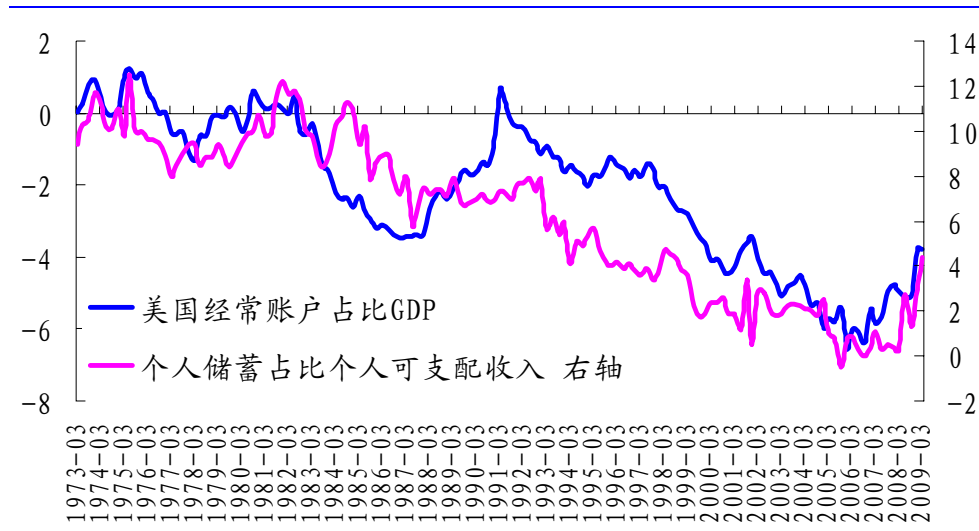
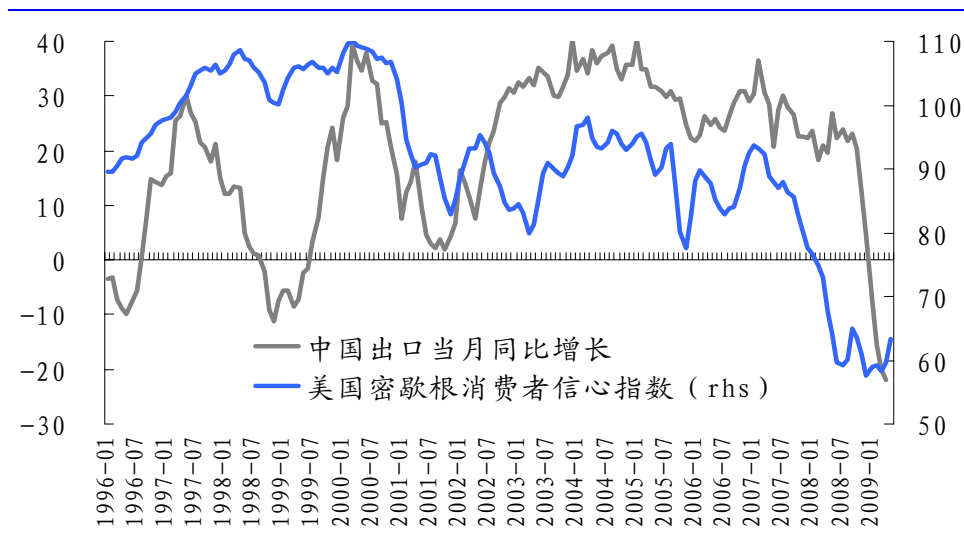
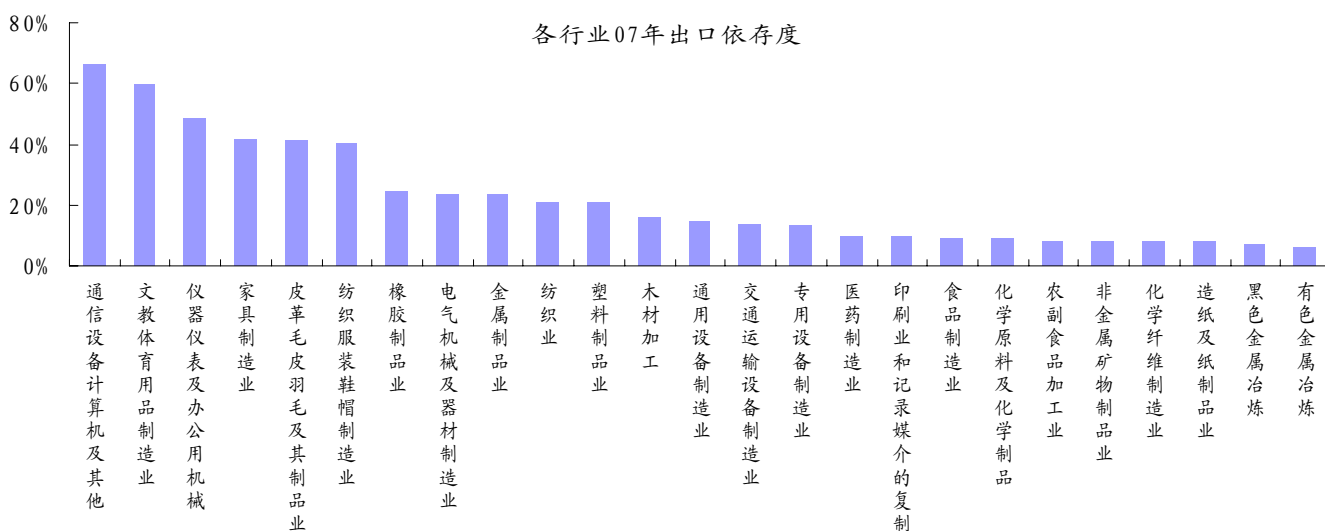


图 31: 但美国消费者信心触底反弹可能带来中国出口增速企稳



从 SITC 产品分类来看，在我国的出口结构中，工业制品是主要部分，而其中出口依存度较大的行业是计算机、文教用品、办公用器械、家具、皮革毛皮以及纺织服装等。

图 32: 各行业 07 年出口依存度：通信设备、电子仪器、纺织服装、机械设备等行业出口依存度较高



注：出口依存度=出口交货值/工业总产值

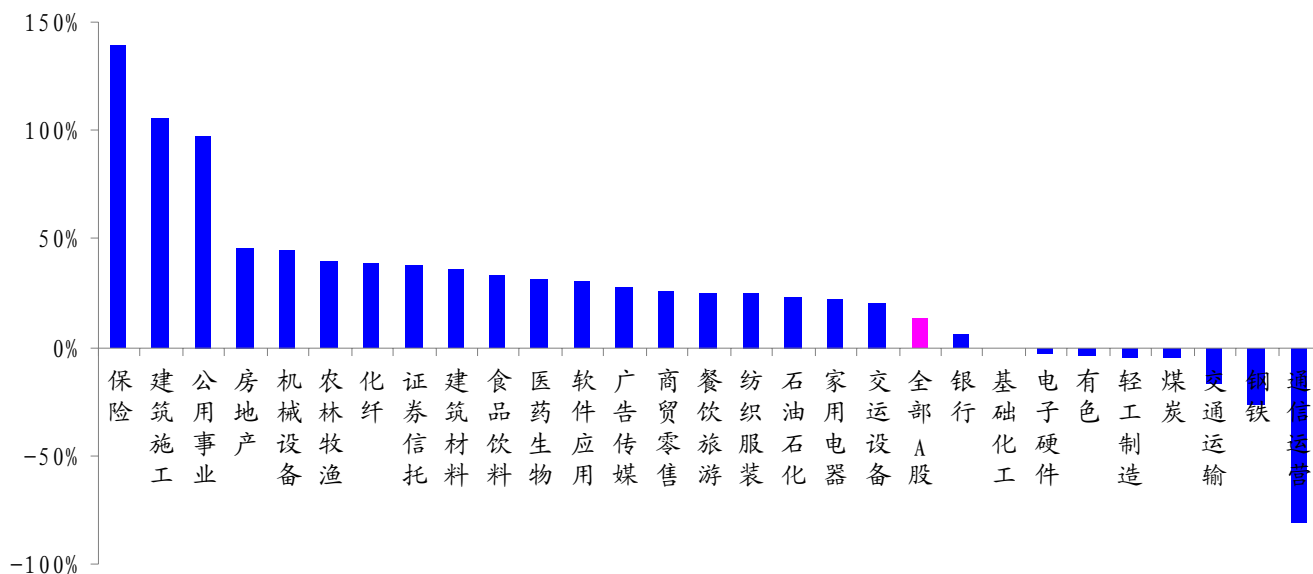
3. 业绩预期与估值对比

3.1. 业绩增长与“预期差”

来自行业研究员的业绩预期是我们进行行业配置自下而上的重要考量因素。根据国泰君安行业研究员覆盖重点公司的盈利预测：2009 年全部 A 股净利润同比增速 12.8%。分行业看，2009 年全年业绩增速较大的行业有保险、建筑施工、公用事业（这三个行业去年基数较低）、房地产、机械设备、证券信托等。分析各行业各季度业绩增速看，整体经济向好将带动大多数行业业绩逐季恢复，尤其是周期性较强的中上游行业。下半年业绩表现较好的有上游的石油石化、有色，有色业绩恢复增速最为明显，但煤炭并未表现出明显的逐季好转趋势；中游行业里，

恢复势头最为明显是化纤、建筑施工、建筑材料、机械设备、电子硬件、交通运输、交运设备；而下游行业食品饮料、纺织服装、家用电器、商贸零售等盈利恢复也值得期待；大金融板块里除保险外，银行地产证券均盈利好转势头明显。

图 33: 各行业 09 年预测净利润增速：保险、建筑施工、公用事业、房地产、机械设备等行业增长较快



注：根据国泰君安行业研究员自下而上的重点公司盈利预测。公用事业里剔除了华能国际、华电国际，因为 2008 年分别亏损 37 亿和 25 亿，对行业影响较大；食品饮料行业剔除了去年巨亏的伊利股份。

图 34: 上游：有色、石化业绩逐季恢复

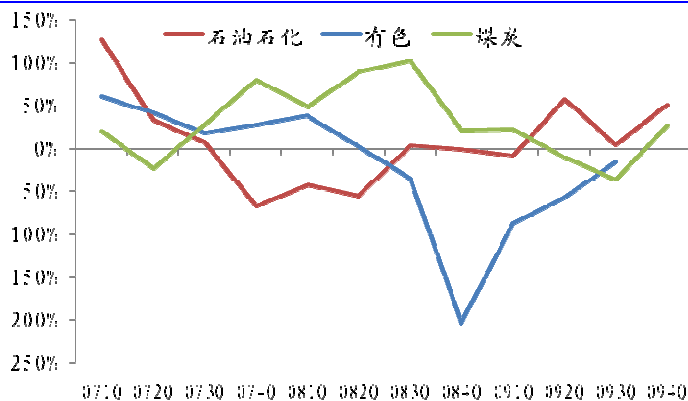


图 35: 中游：业绩逐季恢复

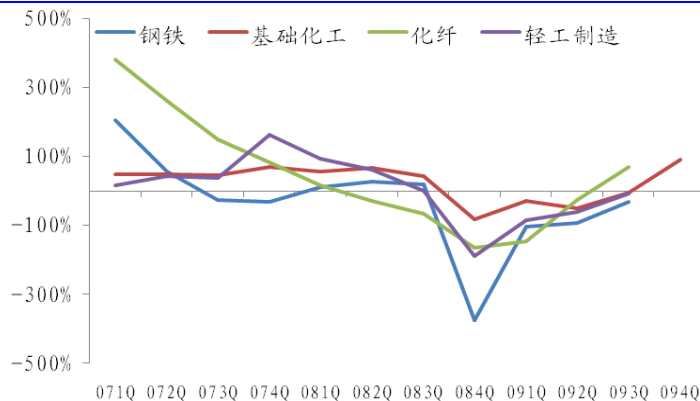


图 36: 建筑工程相关类：业绩逐季恢复

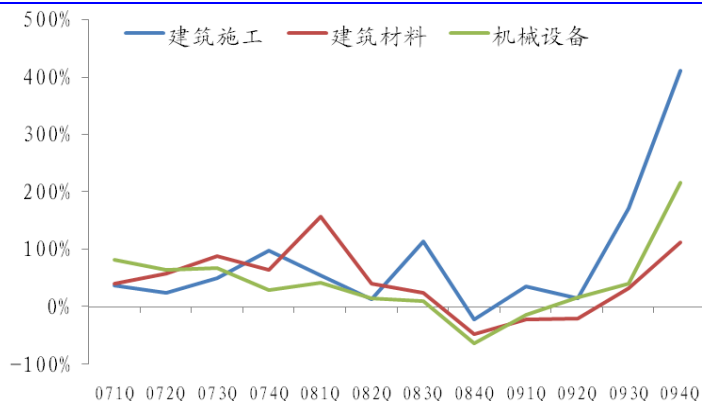


图 37: 交运类：业绩逐季恢复

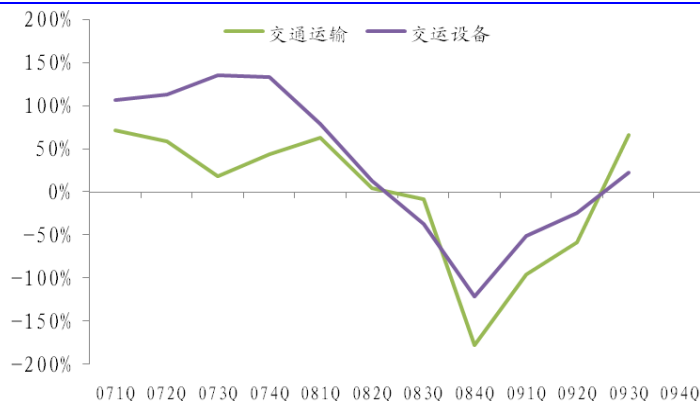


图 38: 下游消费: 食品饮料业绩逐季恢复

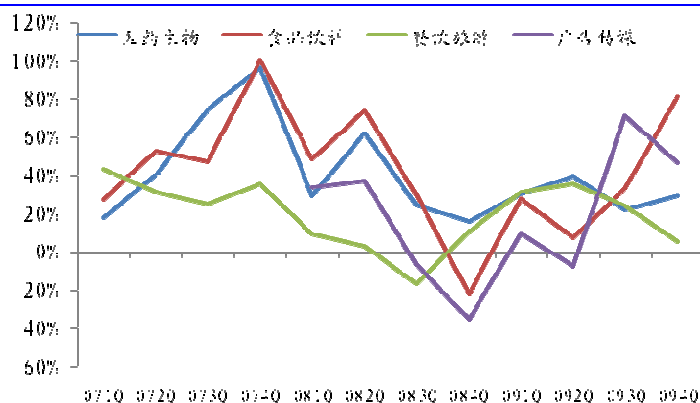


图 39: 周期性消费: 业绩逐季恢复

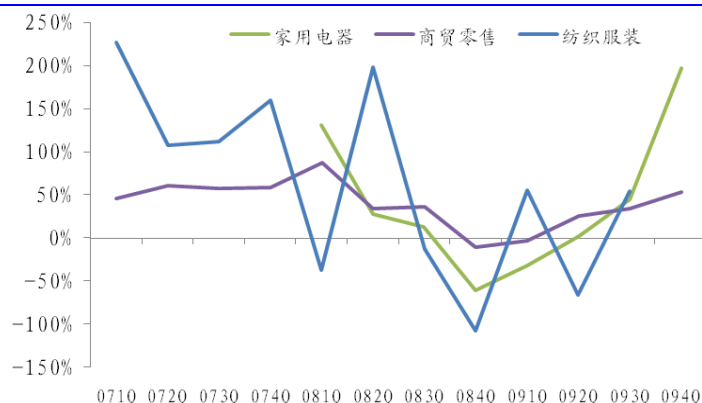


图 40: 大金融: 银行业绩逐季向好

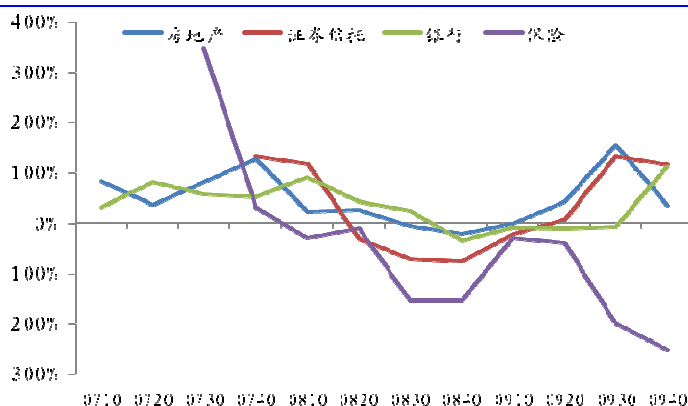
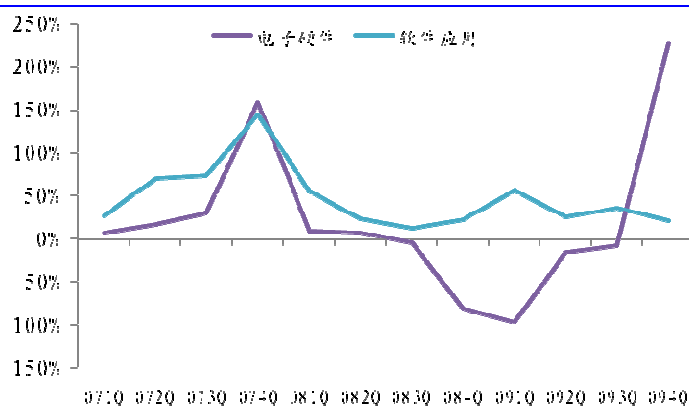


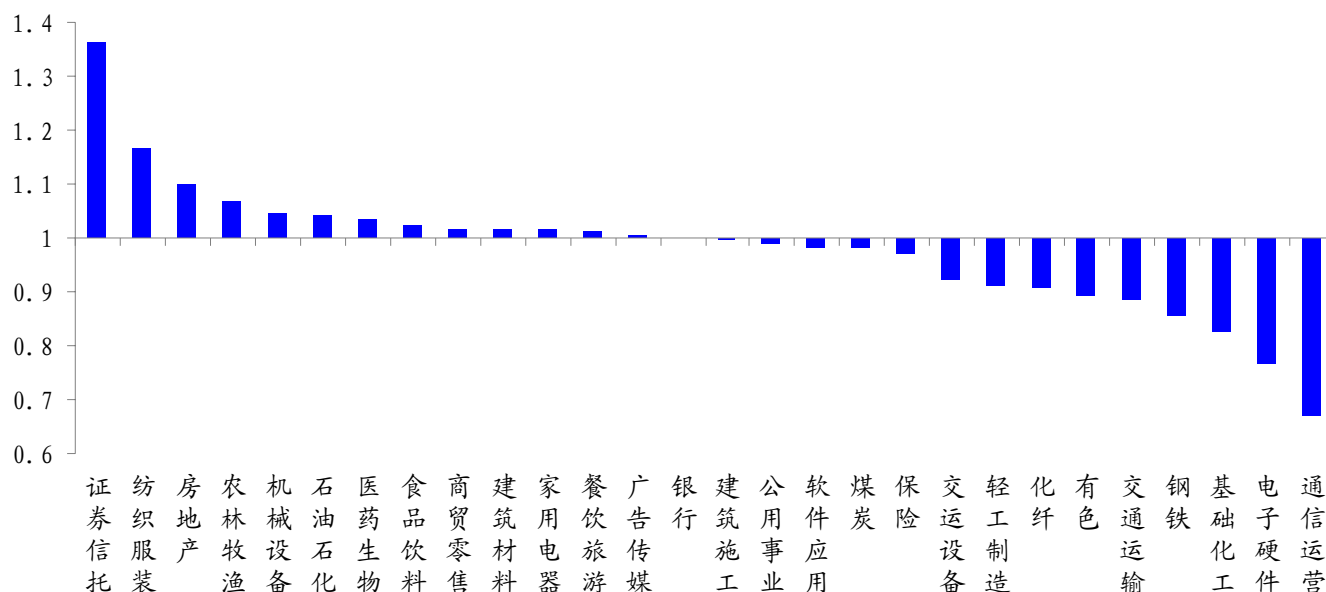
图 41: 科技类: 电子硬件业绩逐季恢复



注: 由于伊利股份 2008 年巨亏 16 亿, 所以剔除; 石油石化、钢铁、化纤、轻工制造、纺织服装、交通运输、交运设备由于 2008 年四季度出现全行业重点公司亏损, 因此四季度净利润增速不做计算。家用电器 2007 年二季度家用电器 1296%, 四季度-350%。证券信托和广告传媒 2007 年单季度净利润增速波动很大超过 500%, 保险行业在 2007 年三季度开始才有净利润同比增速。

我们将国泰君安预测行业业绩增速跟 wind 市场一致预期相比。如果比值大于 1, 表明国泰君安对该行业 2009 年业绩增速的判断要较市场乐观, 即出现“业绩预期差”。国泰君安对证券信托、纺织服装、房地产、农林牧渔、机械设备、石油石化、医药生物、食品饮料、商贸零售等行业的业绩预期较市场一致预期更乐观。这些行业可能存在业绩超出市场预期带来的超额收益。

图 42: 各行业 2009 年“业绩预期差”: 证券信托、纺织服装、房地产、农林牧渔等较市场预期乐观

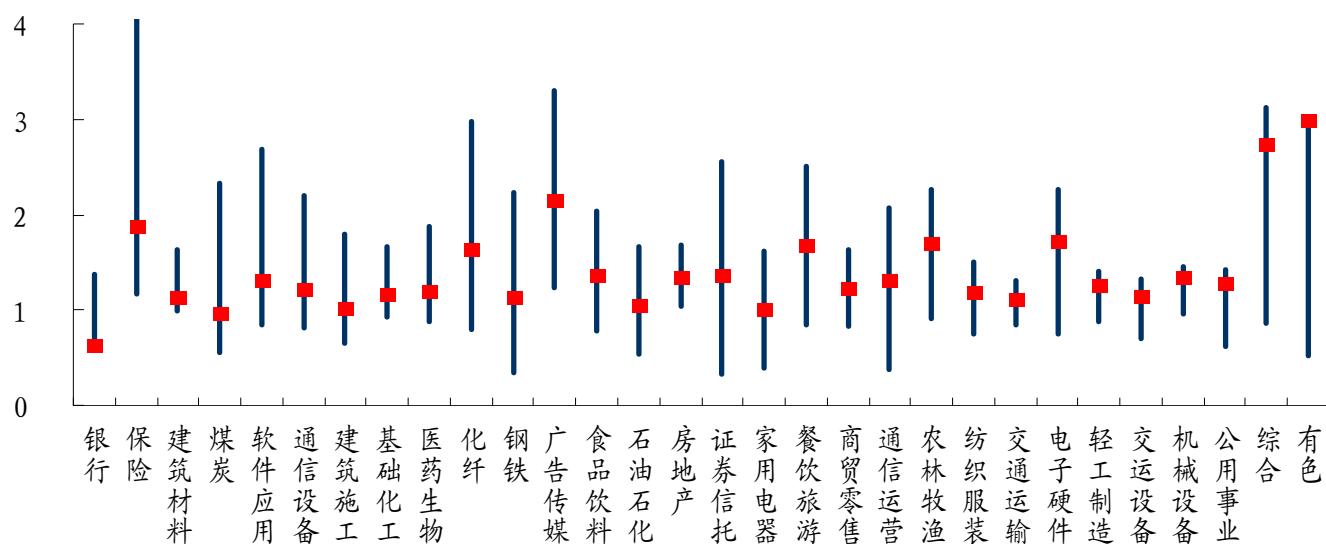


注: 业绩预期差=国泰君安预测分行业业绩增速/WIND 一致预期业绩增速, 行业内公司样本为国泰君安重点覆盖公司

3.2. 相对 PE、相对 PB 估值-银行、钢铁、通信设备等较有优势

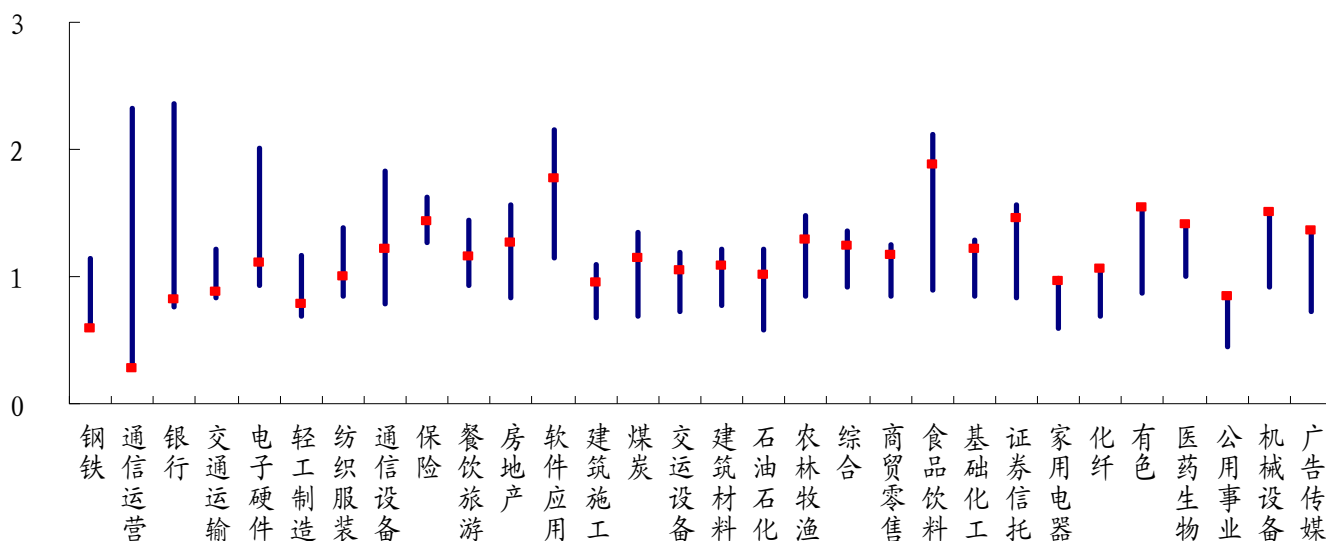
对比各个行业目前的相对市盈率 and 相对市净率及其历史波动水平, 按目前相对市盈率与历史最低水平相对位置关系排序, 银行、保险、建筑材料、煤炭、软件应用、通信设备等行业处于相对历史估值水平偏低位置, 而有色、综合、公用事业、机械设备、交运设备等行业处于相对历史估值水平偏高位置。按目前相对市净率与历史水平比较, 钢铁、通讯运营、银行、交通运输、电子硬件等行业处于偏低位置, 而广告传媒、机械设备、公用事业、医药生物、有色等行业处于偏高位置。

图 43: 行业历史相对市盈率比较 (按目前相对市盈率与历史最低水平相对位置关系排序)



注: 数据截至 6 月 7 日, 相对市盈率=行业市盈率/市场总体市盈率, 以剔除市场整体估值水平变动影响。行业相对估值历史波动水平去除了 2 倍标准差范围之外的奇异值, 下同

图 44: 行业历史相对市净率比较 (按目前相对市净率与历史最低水平相对位置关系排序)



注: 相对市净率=行业市净率/市场总体市净率。通信运营主要是因为中国联通的净资产大幅增加导致相对 PB 位置较低

4. 配置结论: 顺周期超配金融+部分中游行业

根据对 A 股行业投资时钟的理解, 在中国经济整体形势呈现从复苏到扩张早期的阶段转换的大背景下, 以金融+部分中游行业为主的顺周期部门将成为下半年行业配置的主线。下半年行业景气变化主要围绕以下线索展开:

线索一: 货币环境敏感型部门继续受益于适度宽松的货币环境;

线索二: 经济景气向产业链纵深体现;

线索三: 看平大宗商品价格与中游行业可能的成本压力;

线索四: 出口形势环比回升带动相关行业景气回升。

根据这四条线索, 结合业绩趋势、估值对比等因素, 我们对各行业下半年投资吸引力进行综合评定, 据此给出下半年行业配置建议: **超配金融+部分中游行业**, 主要是**银行、房地产、建筑材料、机械设备、通信设备、证券信托、保险**。

表 9: 四季度建议超配金融+部分中游制造业

超配	平配	低配
银行	石油石化	交通运输
房地产	煤炭	农林牧渔
建筑材料	钢铁	广告传媒
机械设备	建筑施工	电子硬件
通信设备	纺织服装	公用事业
证券信托	医药生物	基础化工
保险	商贸零售	通信运营
	家用电器	
	轻工制造	
	软件应用	
	食品饮料	
	化纤	
	餐饮旅游	
	有色	

表 10：2009 年下半年行业投资吸引力打分表：银行、房地产、建材、机械设备等行业投资吸引力较高

行业	适度宽松 货币环境	景气向纵 深体现	大宗商品价格与 可能的成本压力	出口环比 回升	业绩趋势	估值对比	总分
银行	2	0	0	0	1	2	5
房地产	2	0	0	0	2	0	4
建筑材料	0	2	-2	0	1	1	3
机械设备	0	2	-2	2	2	-1	3
通信设备	0	0	0	2	0	2	3
证券信托	2	0	0	0	2	-1	3
保险	2	0	0	0	0	1	3
石油石化	0	1	1	0	1	0	2.5
煤炭	0	1	1	0	0	1	2.5
钢铁	0	2	-1	0	-1	2	2.5
建筑施工	0	2	-1	0	0	1	2.5
纺织服装	0	0	-1	2	2	0	2.5
医药生物	0	0	0	0	1	1	2
商贸零售	1	0	0	0	1	0	2
家用电器	1	1	-2	2	0	0	2
轻工制造	0	1	-1	2	-1	1	1.5
软件应用	0	0	0	1	0	1	1.5
食品饮料	1	0	-1	0	1	0	1.5
化纤	0	1	-2	2	0	0	1
餐饮旅游	1	0	0	0	0	0	1
有色	0	2	2	1	-1	-2	0.5
交运设备	2	1	-2	1	-1	-1	0.5
交通运输	0	1	-2	2	-2	1	0
农林牧渔	0	0	2	0	1	-2	0
广告传媒	0	1	0	0	0	-1	0
电子硬件	0	1	-1	2	-2	0	-0.5
公用事业	0	1	-2	0	1	-2	-1
基础化工	0	1	-2	1	-2	0	-1.5
通信运营	0	0	0	0	-2	0	-2

注：投资吸引力各因素权重：宽松货币环境（1）、信贷与投资拉动作用（1）、大宗商品价格与可能的成本压力（0.5）、出口环比回升（0.5）、业绩趋势（1）、估值对比（1），总分按权重加总得出。估值对比是根据截止至 6 月 7 日的数据算出，可以根据我们的模型，及时进行跟踪调整。

表 11：阶段划分下细分行业表现：

	复苏		扩张		滞胀		收缩
房地产	1.865	有色金属	5.494	农林牧渔	0.925	医药生物	0.825
有色金属	1.797	黑色金属	5.361	家用电器	0.789	机械设备	0.716
商业贸易	1.709	金融服务	5.355	黑色金属	0.747	信息设备	0.684
金融服务	1.667	交运设备	5.033	商业贸易	0.732	信息服务	0.680

餐饮旅游	1.663	采掘	4.790	采掘	0.716	食品饮料	0.656
采掘	1.660	沪深 300	4.568	纺织服装	0.711	建筑建材	0.653
食品饮料	1.555	房地产	4.175	交通运输	0.694	公用事业	0.645
机械设备	1.521	机械设备	4.088	食品饮料	0.694	房地产	0.593
交运设备	1.467	交通运输	3.989	金融服务	0.690	商业贸易	0.589
化工	1.454	化工	3.785	化工	0.687	电子	0.583
家用电器	1.425	公用事业	3.769	建筑建材	0.685	交通运输	0.564
沪深 300	1.385	商业贸易	3.694	轻工制造	0.682	餐饮旅游	0.560
轻工制造	1.325	建筑建材	3.463	医药生物	0.678	农林牧渔	0.560
建筑建材	1.321	食品饮料	3.454	信息设备	0.676	综合	0.556
综合	1.293	信息服务	3.264	信息服务	0.669	家用电器	0.552
医药生物	1.266	家用电器	3.168	公用事业	0.655	化工	0.542
交通运输	1.254	综合	3.075	沪深 300	0.637	沪深 300	0.532
纺织服装	1.190	餐饮旅游	2.999	综合	0.632	纺织服装	0.524
信息服务	1.181	医药生物	2.942	电子	0.629	有色金属	0.519
农林牧渔	1.150	轻工制造	2.853	机械设备	0.618	交运设备	0.518
电子	1.148	纺织服装	2.847	餐饮旅游	0.586	采掘	0.496
公用事业	1.111	农林牧渔	2.543	房地产	0.542	轻工制造	0.491
信息设备	1.089	电子	2.502	有色金属	0.517	黑色金属	0.481
黑色金属	1.071	信息设备	2.137	交运设备	0.503	金融服务	0.458

注：细分行业指数采用申万一级行业指数，和表 4 中的沪深 300 大类行业指数存在差异

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100140

电话：(010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com