

临时策略报告

防御归来

引言：

继 2 月 9 日之后，3 月 3 日，沪深两市高速公路板块再度全线爆发，多只高速公路股票涨幅超过 5%。此外，防御特征明显的机场类股票涨幅也相对靠前。我们认为这并非偶然现象，应该说是目前在经济环境、市场氛围之下资金的自然选择。高速公路、机场等防御性板块的爆发并非昙花一现，其具备中期走强的潜力，有望在未来 3-6 个月获得明显相对超额收益，建议投资者给予高度重视。

研究结论：

- **经济快速复苏阶段，强周期行业表现抢眼。**2009 年初，我们东方策略团队在《谋局者得天下》报告中提出，周期性行业在经济下行周期中收益率大幅下滑而在经济上升拐点到来之后又能获得较大的超额收益，这一规律提供了布局行业的宝贵线索：即在 2009 年经济逐步复苏的假设下，关注历史上符合以上特征的、2008 年又居于跌幅榜前列的行业——这些“高弹性”的行业无疑可能再度获得高额回报。根据 2008 年的各行业超额利润情况，我们关注有色金属、乘用车、汽车零配件等排名靠后且历史表现弹性较大的行业。果不其然，09 年的行业表现验证了我们的判断。
- **经济形势不明确时，防御行业更具吸引力。**在当前经济复苏途中，面临政策退出、投资出口不确定性增大，而市场已经在过去一年录得接近翻番回报的情形下，较高 beta、已经录得大幅超额收益的行业很可能面临着更高的风险；去年我们保持谨慎，当前估值水平提升有限的一些低 beta 行业放而更可能在 2010 年具有更为确定的收益。基于这个思路，重点关注高速公路、机场、港口、铁路运输、公用事业、建筑建材等防御性行业。
- **板块轮动：盛极而衰、否极泰来。**在 A 股历史上，板块轮动的现象非常明显。并很好的体现了盛极而衰、否极泰来的哲学思想。那么，如果历史仍将重演，如果前述思路依然能够在来年得以体现，基于 2009 年市场各板块运行的规律，我们就更应该对排名居前的板块保持警惕，而对最后几名的“落后分子”保持关注。
- **强防御性行业集体爆发并非昙花一现，其具备中期走强潜力。**我们认为，在目前经济环境、市场氛围之下，2 月 9 日以及 3 月 3 日高速公路、机场等防御性板块的爆发并非昙花一现，其具备中期走强的潜力，有望在未来 3-6 个月获得明显相对超额收益，建议投资者高度重视。

注：更为详细的论据和结论请参见我们 2 月 9 日推出的专题策略报告《谋局者得天下——“谋”策略在 2010 年的应用》。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期

2010 年 3 月 3 日

东方证券研究所策略团队

王明旭

股票策略资深分析师

8621 - 63325888 × 6253

wangmingxu@orientsec.com.cn

刘俊

组合策略资深分析师

8621 - 63325888 × 6109

liujundl@163.com

毛楠

股票策略高级分析师

8621 - 63325888 × 6107

maonan@orientsec.com.cn

王晓李

股票策略分析师

8621 - 63325888 × 6108

wangxiaoli@orientsec.com.cn

樊磊

股票策略助理分析师

8621 - 63325888 × 6116

王鹏

策略研究助理

张其羽

策略研究助理

相关研究报告

《谋局者得天下——“谋”策略在 2010 年的应用》10-02-09

引言

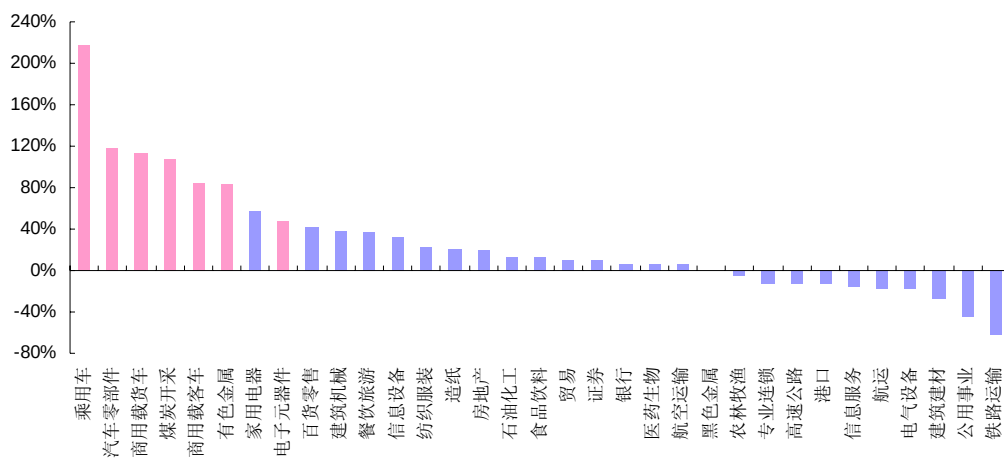
继 2 月 9 日之后，3 月 3 日，沪深两市高速公路板块再度全线爆发，多只高速公路股票涨幅超过 5%。此外，防御特征明显的机场类股票涨幅也相对靠前。我们认为这并非偶然现象，应该说是目前在经济环境、市场氛围之下资金的自然选择。高速公路、机场等防御性板块的爆发并非昙花一现，其具备中期走强的潜力，有望在未来 3-6 个月获得明显相对超额收益，建议投资者高度重视。

一、经济快速复苏阶段，强周期行业表现抢眼

2009 年初，我们东方策略团队在《谋局者得天下》报告中提出，周期性行业在经济下行周期中收益率大幅下滑而在经济上升拐点到来之后又能获得较大的超额收益，这一规律提供了布局行业的宝贵线索：即在 2009 年经济逐步复苏的假设下，关注历史上符合以上特征的、2008 年又居于跌幅榜前列的行业——这些“高弹性”的行业无疑可能再度获得高额回报。

根据 2008 年的各行业超额利润情况，我们关注有色金属、乘用车、汽车零配件等排名靠后且历史表现弹性较大的行业。果不其然，09 年的行业表现验证了我们的判断。

图 1：2009 年各行业超额收益排名



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

相对而言，周期性行业的盈利状况在经济周期的不同阶段波动最大，有色金属、煤炭开采、乘用车以及建筑机械行业的超额利润增速能够在经济拐点出现的短时间内由负转正并大幅提升，这直接导致其指数大幅上涨并录得远超市场平均水平的超额回报。

这在 2009 年中获得明显的市场验证：

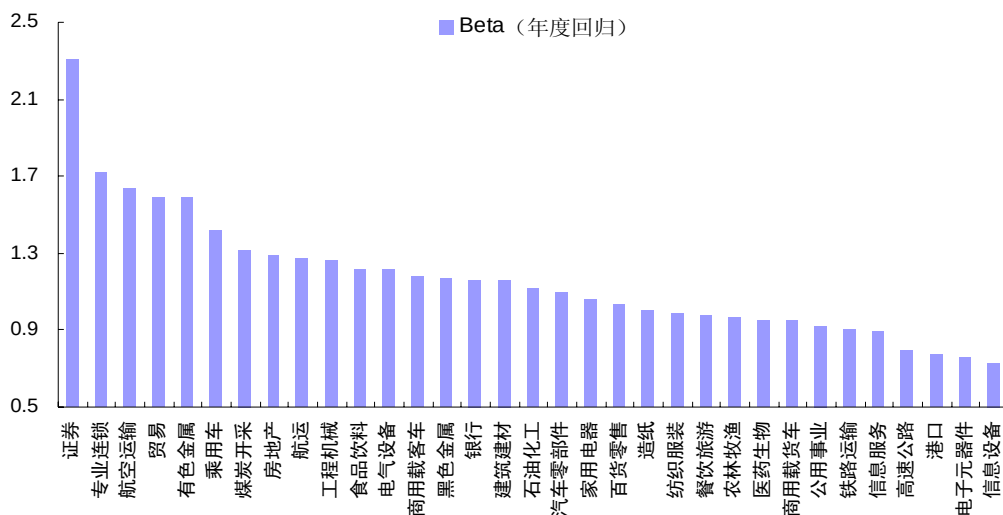
- 有色金属、乘用车、工程机械业绩和的突出表现基本上体现了行业超额收益与景气状况的趋势一致性；有色金属、工程机械业绩及其预期得益于拉动投资的政策支持；而乘用车的销量在 09 年大增，则得益于以旧换新、汽车下乡等内需政策；

- 航运业的表现相差预期甚远，在 09 年全年只有第一季度明显超出股指约 14%，其余各季度表现欠佳。然这一表现依然与其利润走势相一致：市场在一季度对于出口复苏的前景过度乐观并给予航运业过高的估值水平；但出于出口低迷的影响，运费远未能恢复到 08 年高位水平，09 全年利润相对上一年亦一直处于负增长的状态；

二、经济形势不明确时，防御行业更具吸引力

正如我们在 08 年底经济低迷，市场处于底部时预测高 beta 的行业可能在 2009 年的行情中获得更大机会一样，在当前经济复苏途中，面临政策退出、投资出口不确定性增大，而市场已经在过去一年录得接近翻番回报的情形下，较高 beta、已经录得大幅超额收益的行业很可能面临着更高的风险；而去年我们保持谨慎，当前估值水平提升有限的一些低 beta 行业放而更可能在 2010 年具有更为确定的收益。基于这个思路，我们重点关注高速公路、机场、港口、铁路运输、公用事业、建筑建材等防御性行业。

图 2：各行业 Beta 值排序



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

三、板块轮动：盛极而衰、否极泰来

在 A 股历史上，板块轮动的现象非常明显。并很好的体现了盛极而衰、否极泰来的哲学思想。

A：“花无百日红”，没有一个行业能连续 3 年居于涨幅榜或跌幅榜前列；

B：涨跌幅榜中，均能找到弱周期行业和周期性行业的身影；但周期性行业出现在两份榜单中的比例更高；两次以上跻身涨幅榜前 5 的行业几乎都是周期性行业，而这些行业也都多次出现于跌幅前 5 的榜单中，呈现“盛极而衰、否极泰来”的规律；

C: 工程机械、航空运输、有色金属、煤炭开采、乘用车等行业历年平均回报率居于前列；这是因为在工业化进程加速时期，投资品相关行业具有超过其他行业的高成长性，因而中国的周期性行业同时具备成长型特征；

D: 与消费升级紧密相连的专业连锁、贸易和食品饮料等少数非周期行业长期具有较高的超额回报。

那么，如果历史仍将重演，如果前述思路依然能够在来年得以体现，基于 2009 年市场各板块运行的规律，我们就更应该对排名居前的板块保持警惕，而对最后几名的“落后分子”保持关注。

我们认为，在目前经济环境、市场氛围之下，2 月 9 日以及 3 月 3 日高速公路、机场等防御性板块的爆发并非昙花一现，其具备中期走强的潜力，有望在未来 3-6 个月获得明显相对超额收益，建议投资者高度重视。

注：更为详细的论据和结论请参见我们 2 月 9 日推出的专题策略报告《谋局者得天下——“谋”策略在 2010 年的应用》。

分析师承诺

东方证券策略团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn