

动态报告

投资策略

2010 年 7 月份行业配置报告

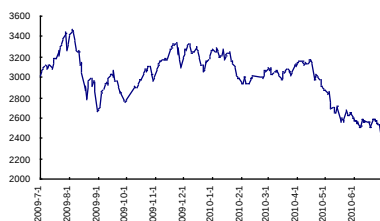
2010 年 07 月 01 日

行业配置月报

本报告的独到之处：**明确消费类行业恐慌补跌是市场给投资者厚礼；滞胀回落期的市场表现与行业选择以及见底回升的先决条件。**

耐心等待，守候成长

一年上证综合指数走势



相关研究报告：

《结构转型下的新兴进攻与传统防御》2010.5

《建议配置中上游后周期类行业》2010.4

分析师：廖喆

电话：021-60933162

Email: liaozhe@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040033

独立性声明：

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。

● 结论与投资建议

建议超配银行、保险金融行业，医药生物、食品饮料、商业贸易、家用电器消费类行业，标配旅游休闲、电气机械设备、信息技术、造纸印刷、房地产、建筑建材、纺织服装、传媒、交通运输、公用事业行业。

● 关键逻辑与核心假设

3 季度宏观经济景气延续回落：由于地产销量领先于价格 1~2 个季度，领先于新开工与投资的 2~3 个季度，政策调控对于房地产开发投资的影响将于 3 季度开始显现，固定资产投资增速在继地方政府投资增速回落后将延续下降；5 月份出口超出市场预期，主要由于低基数及对主要发达国家出口增长较快原因，未来随着节假日致使的基数效应消失及欧洲债务危机、汇率升值的影响逐步显现，出口增速将逐步回落，领先指标美国 ISM 的 PMI 指数及欧洲 PMI 指数的回落，预示着我国出口增速高峰已过，增速快速回落将在 3 季末、4 季度开始显现；固定资产投资增速自去年 4 季度开始下降，然而出口的回升使得工业增加值增速下降滞后至今年 3 月份才开始，未来在房地产开发投资及出口回落双重影响下，工业生产及发电量增速放缓态势仍将持续。

3 季度政策更多仍是持续观望，难言重新宽松：主要由于：1、加快保障性住房建设可以部分弥补地产调控对房地产开发投资的负面影响，据相关机构测算保障性住房建设可提升 10 年房地产开发投资增速 10 个百分点；2、房地产市场价格调整才刚刚开始，总体价格水平依然处于高位；3、3 季度通胀仍然维持高位，非食品 CPI 增速面临回落，食品 CPI 仍将稳步上升；4、出口回落可能在 3 季末及 4 季度才开始显现。基于上述原因，我们认为 3 季度政策更多的仍是持续观望，而非重新宽松，况且在能源价格及劳动力成本导致的通胀中枢上移的背景下政策推动结构转型与产业升级将是政府现实选择，而非在“回落-再刺激-高通胀-调控-再度回落”的短周期螺旋中消耗政府公信。

周期性行业一在景气制约与估值支撑下等待均线系统底部走平：周期类行业的投资逻辑主要在于行业景气决定其相对表现，政策调整及景气预期变化使得其相对市场表现略领先于实体层面，行业增加值增速变化所代表的量变是其行业景气及表现的相对同步指标。3 季度宏观经济景气持续回落及政策持续观望将制约周期股反弹，周期类行业将在景气制约与估值支撑下等待均线系统底部走平，政策的重新宽松将是周期股相对表现的催化剂，而这一时点估计最早也要到 4 季度。

消费类行业一时间消化估值压力，补跌恐慌是市场给投资者厚礼：消费类行业将成为政策推动结构转型期的高成长性行业，而无论是社销零售总额保持稳定较快增长还是行业业绩增长预期的持续上调，都说明消费类行业景气依旧较好。我们认为消费类行业短期需要时间消化相对估值压力，而行业持续景气及高成长为其估值溢价提供支撑，若补跌恐慌为投资者带来较好的低位捡筹机会。

滞胀期的策略选择：耐心等待，守候成长：典型的两段滞胀时期，04.1~04.8、07.7~08.2，市场无一例外的都在政策调控下趋于回落，然而历史比较发现通胀回落、信贷增速回升及流动性拐点的到来是市场触底回升的先决条件。虽然，目前全部 A 股估值水平与历史底部相当，我们依然建议轻仓等待政策拐点的到来，回调中增加配置消费类、电气专用机械等产业升级及新兴产业等未来成长性行业。

内容目录

上月回顾：延续下跌.....	4
耐心等待，守候成长.....	4
3 季度宏观经济景气延续回落	4
3 季度政策更多仍是持续观望，难言重新宽松.....	6
周期类行业——在景气制约与估值支撑下等待均线系统底部走平.....	7
消费类行业——时间消化估值压力，补跌恐慌是市场给投资者厚礼.....	8
滞胀期的策略选择：耐心等待，守候成长	11
行业配置建议：7 月份建议超配金融、消费行业	13

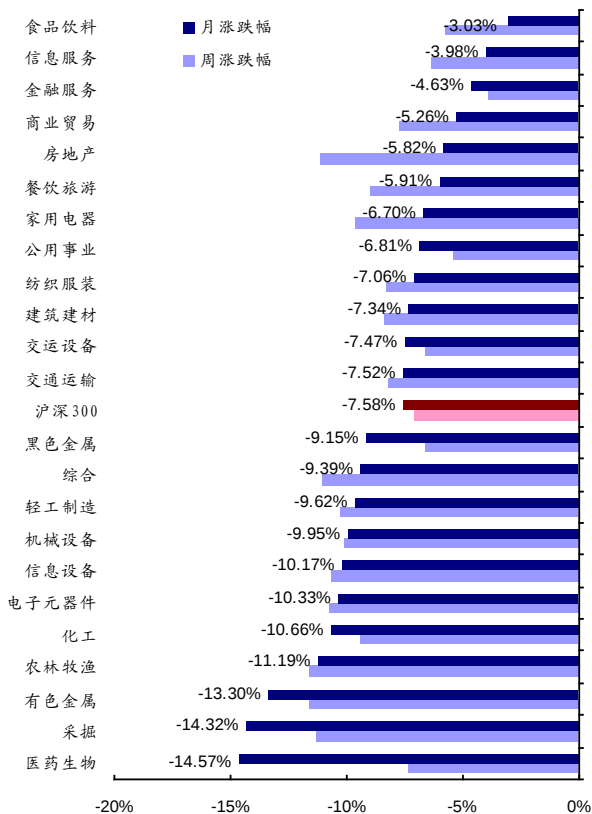
图表目录

图 1: A 股不同行业指数阶段涨跌幅	4
图 2: A 股不同风格指数阶段涨跌幅	4
图 3: 地方政府投资回落使得固定资产投资增速下降	5
图 4: 房地产政策对新开工与投资影响在 3 季度开始显现	5
图 5: 对发达国家出口加速增长使得 5 月份出口超预期	5
图 6: 出口先行指标略有回落	5
图 7: 美国补库存阶段还没结束	6
图 8: 工业增加值及发电量增速将延续回落	6
图 9: 房地产市场价格调整才刚刚开始	6
图 10: 3 季度 CPI 依然维持高位	6
图 11: PPI 价格决定非食品 CPI 波动	7
图 12: 猪肉价格决定食品 CPI 波动	7
图 13: 宏观经济景气回落制约周期股表现	7
图 14: 周期股的相对估值支撑	7
图 15: 消费类行业绝对估值低于历史平均水平	8
图 16: 消费类行业相对估值溢价创历史新高	8
图 17: 03.10 ~ 03.11 消费股加速下跌	8
图 18: 08.3 ~ 08.4 消费股补跌	8
图 19: 08.7 ~ 08.10 消费股补跌	9
图 20: 消费保持稳定较快增长	9
表 1: 消费相关政策	9
表 2: 工业企业景气状况	10
图 21: 创业极限售股解禁股本 (亿股)	11
图 22: 创业极限售股解禁市值 (亿元)	11
图 23: 两段典型的滞涨期: 04.1 ~ 04.8、07.7 ~ 08.2	11
图 24: 04.1 ~ 04.8 滞涨期间上证综指表现	12
图 25: 07.7 ~ 08.2 滞涨期间上证综指表现	12
图 26: 不一样的下跌, 但回升却惊人的相识 (市场分别于 05.6、08.11 月触底回升)	12
表 3: 滞胀期的行业表现	13
表 4: 国信行业配置建议与重点公司推荐	14

上月回顾：延续下跌

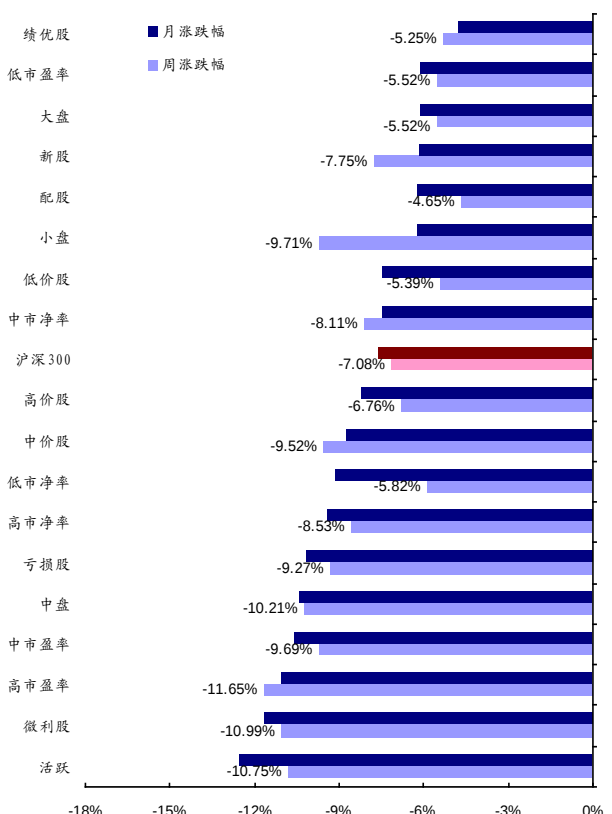
6 月份 A 股市场延续下跌 7.5%，全部行业都为负收益，食品饮料、信息服务、金融服务、商业贸易、房地产等行业跌幅较小；医药生物、采掘、有色金属、农林渔牧、化工等行业跌幅居前。风格指数上看，活跃、微利等题材股以及高市盈率股票补跌明显，绩优股、低市盈率、大盘股跌幅较小。

图 1：A 股不同行业指数阶段涨跌幅



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 6 月 30 日

图 2：A 股不同风格指数阶段涨跌幅



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 6 月 30 日

耐心等待，守候成长

3 季度宏观经济景气延续回落

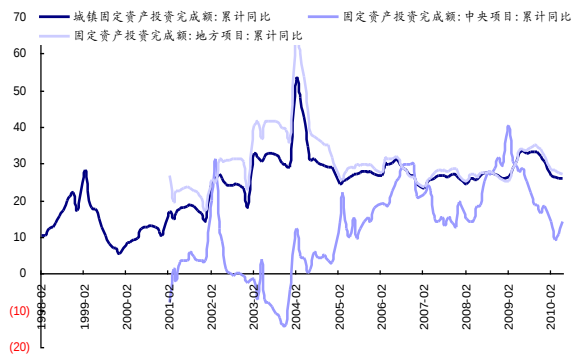
5 月份，固定资产投资及工业增加值增速下降显示宏观经济景气延续回落。信贷及行政控制下的地方项目投资增速回落是固定资产投资增速回落的主要原因，房地产开发投资累计增速持续提升至 38.5%，政策调控的滞后影响暂未显现，由于地产销量领先于价格 1~2 个季度，领先于新开工与投资的 2~3 个季度，我们预计政策调控销量回落对于房地产开发投资的影响将于 3 季度开始显现，固定资产投资增速将延续回落。

5 月份，出口同比增长 48.50%，季调环比增长 10.9%，超出市场预期，主要由于低基数效应及对美国、欧洲等主要发达国家出口增长较高，分别同比增长 44.3%、49.7%，环比增长 17.8%、16.0%。未来随着节假日致使的基数效应消失

及欧洲债务危机使得各国政府缩减开支、减少赤字对经济增长及我国出口的影响逐步显现，以及汇率机制改革下的人民币汇率小幅升值，我国出口增速将逐步回落。领先指标美国 ISM 的 PMI 指数及欧洲 PMI 指数的回落，同样预示着我国出口增速高峰已过。然而，由于截至目前最新美国库存销售比为 1.23，刚刚结束下滑趋势持平于前期水平，但远低于历史平均，显示自去年 4 季度开始的美国补库存阶段暂未结束，以及去年 6~8 月份的基数依然相对较低，预计短期出口依然维持相对较高水平，增速快速回落将在 3 季末、4 季度开始显现。

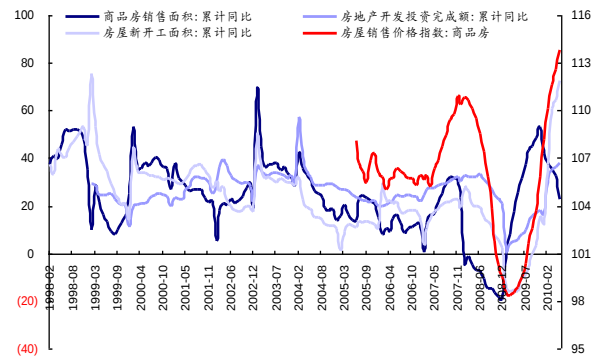
固定资产投资增速自去年 4 季度开始下降，然而由于出口的回升使得工业增加值增速下降滞后至今年 3 月份才开始，未来在房地产开发投资及出口回落的影响下，工业生产及发电量增速放缓态势仍将持续。

图 3: 地方政府投资回落使得固定资产投资增速下降



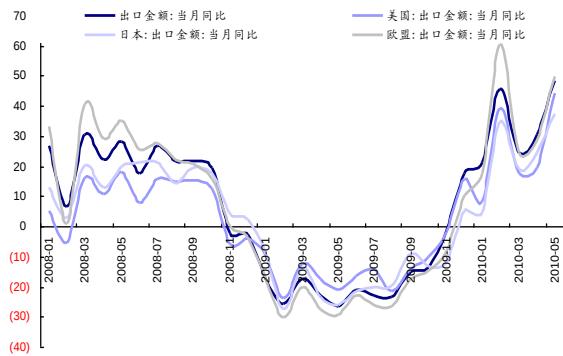
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 4: 房地产政策对新开工与投资影响在 3 季度开始显现



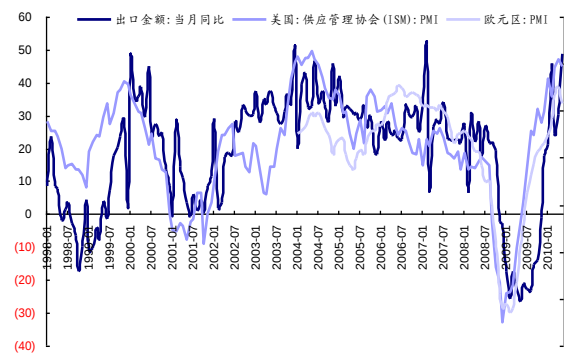
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 5: 对发达国家出口加速增长使得 5 月份出口超预期



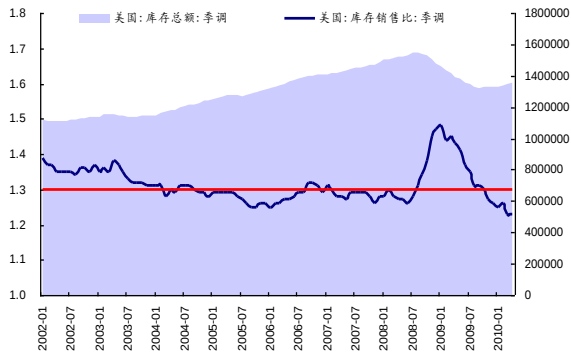
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 6: 出口先行指标略有回落



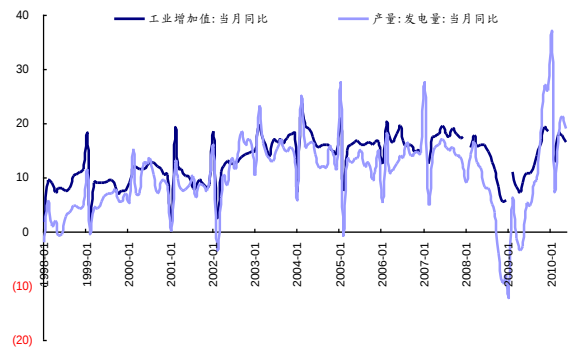
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 7: 美国补库存阶段还没结束



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 8: 工业增加值及发电量增速将延续回落

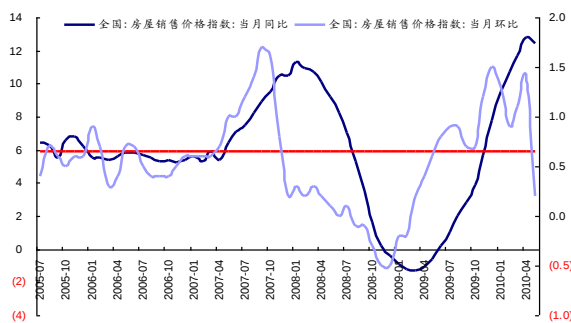


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

3 季度政策更多仍是持续观望，难言重新宽松

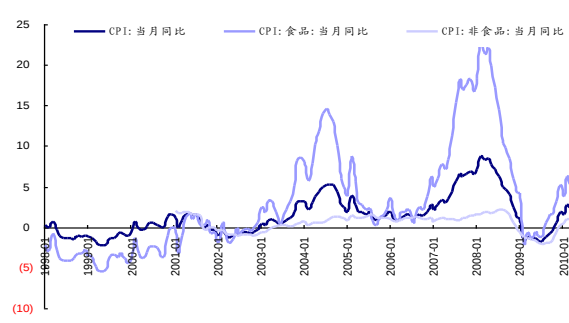
虽然，3 季度宏观经济依旧回落，但我们认为政策更多仍是持续观望，难言重新宽松，主要由于：1、加快保障性住房建设可以部分弥补地产调控对房地产开发投资的负面影响，据相关机构测算 10 年全国将建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套，改造农村危房 120 万户，约需完成房地产开发投资 3500 亿，相当于 09 年房地产开发投资 10%，即可提升 10 年房地产开发投资增速 10 个百分点；2、5 月份全国房屋销售价格指数环比及同比增速较前期回落，然而房地产市场价格调整才刚刚开始，总体价格水平依然处于高位；3、国际大宗商品价格回落降低输入性通胀压力，非食品 CPI 增速面临回落，但猪肉价格的环比上涨及目前仍处于低位的生猪存栏及能繁母猪存栏预示未来食品 CPI 仍将稳步上升，加上去年 3 季度基数较低的影响，3 季度通胀仍然维持高位；4、出口回落可能在 3 季末及 4 季度才开始显现，近期央行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，也从侧面反应了对出口增长及经济平稳的信心。基于上述宏观经济景气回落但风险可控，通胀及资产价格制约政策的调整空间，我们认为 3 季度政策更多的仍是持续观望，而非重新宽松，况且在能源价格及劳动力成本导致的通胀中枢上移的背景下政府更应该做的是主动接受增长中枢的下移，提高通胀忍耐及政策推动结构转型与产业升级，寻找经济的下一个增长点，而非在“回落-再刺激-高通胀-调控-再度回落”的短周期螺旋中消耗政府公信，从目前的政府收入分配改革、新兴产业推动政策及汇率与出口退税调整等政策取向来看，政府选择也将是前者。4 季度，政策将随出口回落情况相机决策，若外围市场对出口影响较大则可以看到政府基建及保障性住房投资加速，房地产市场政策松动的可能性相对较小。

图 9: 房地产市场价格调整才刚刚开始



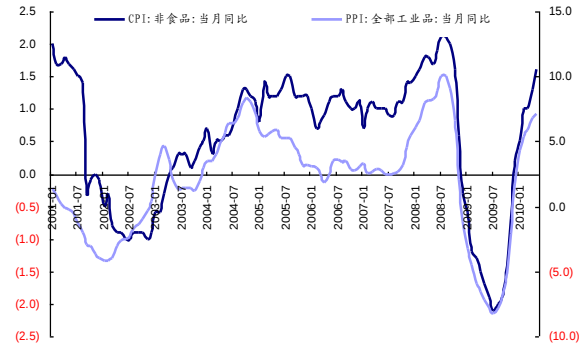
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 10: 3 季度 CPI 依然维持高位



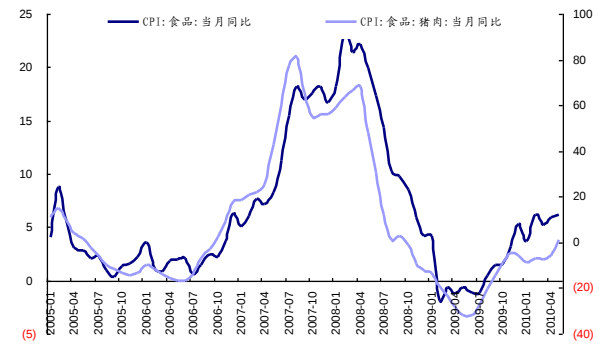
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 11: PPI 价格决定非食品 CPI 波动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 12: 猪肉价格决定食品 CPI 波动

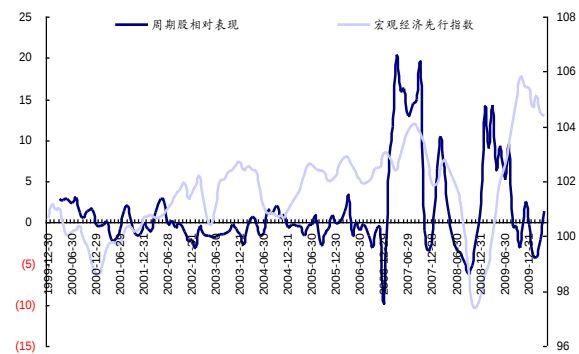


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

周期类行业——在景气制约与估值支撑下等待均线系统底部走平

周期类行业的投资逻辑主要在于行业景气决定其相对表现,在其行业景气上行阶段相对市场表现较好,而景气回落阶段行业表现相对较弱,而政策调整及景气预期变化使得其相对市场表现略领先于实体层面,行业增加值增速变化所代表的量变是其行业景气及表现的相对同步指标(具体分析详见 4 月份行业配置报告《建议配置中上游后周期类行业》)。从各行业增加值增速来看,除非金属矿采选、纺织服装、家具、医药、专用设备、电器机械、仪器仪表、燃气的生产与供应业等少数行业 5 月份增速依然较前期持续提升外,其它大部分行业景气面临回落。而从宏观经济景气指数与周期股相对表现的比较当中,我们依然可以发现相同规律,宏观经济景气向上阶段周期股相对表现较好,景气回落阶段相对表现较差,而目前虽然周期股经历前期的快速调整,估值基本处于历史底部,但是 3 季度宏观经济景气延续回落及政策持续观望将制约周期股反弹,周期类行业将在景气制约与估值支撑下等待均线系统底部走平,政策的重新宽松及政府基建投资重新加速将是周期股相对表现的催化剂,而这一时点估计最早也要到 4 季度。

图 13: 宏观经济景气回落制约周期股表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 14: 周期股的相对估值支撑

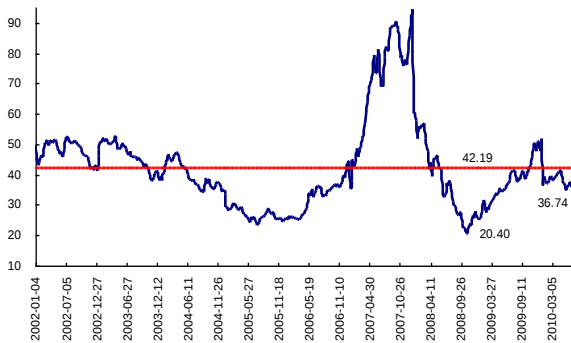


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

消费类行业——时间消化估值压力，补跌恐慌是市场给投资者厚礼

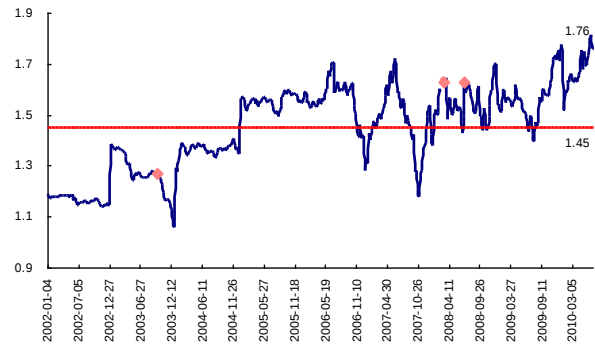
消费类行业自去年8月份以来持续获得超额收益，截至目前市场下跌29.7%，而医药生物、电子元器件、食品饮料、家用电器、商业贸易、信息设备获得绝对正收益，其中医药生物大幅跑赢市场53.4个百分点。目前，大部分消费类行业10年动态估值略超30倍，绝对估值处于基本合理或略显偏高水平，而相对估值却在市场中枢下移的背景下创历史新高。而从历史上看，由于市场中枢下移的比价效应，熊市中历次消费类股相对估值处于高位时都面临补跌风险，最典型的时候如08.3~08.4、08.7~08.10、03.10~03.11（也位于当时的相对高位），期间防御性的消费类行业基本跑输市场，相对估值也自高位回归历史均值水平。然而，目前消费类行业相对估值溢价较历史平均高约17.6%，但这次会不会和历次有所不同。

图 15：消费类行业绝对估值低于历史平均水平



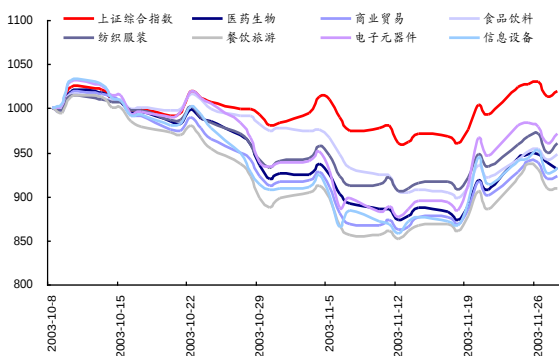
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 16：消费类行业相对估值溢价创历史新高



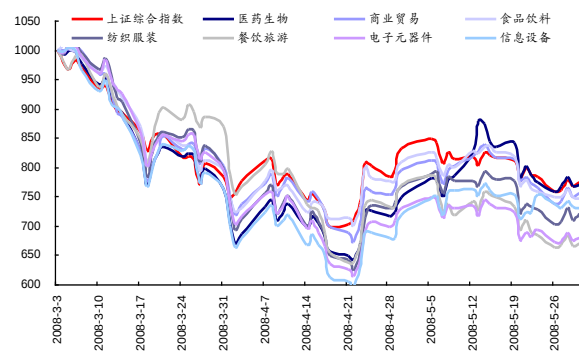
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 17：03.10~03.11 消费股加速下跌



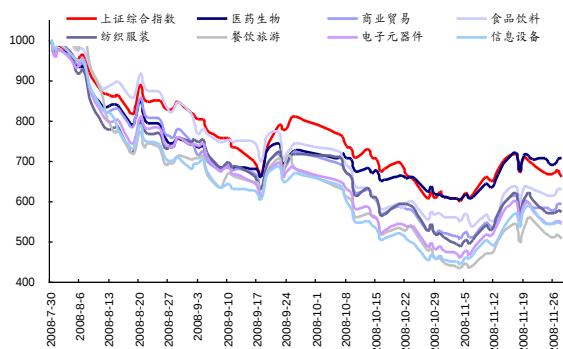
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 18：08.3~08.4 消费股补跌



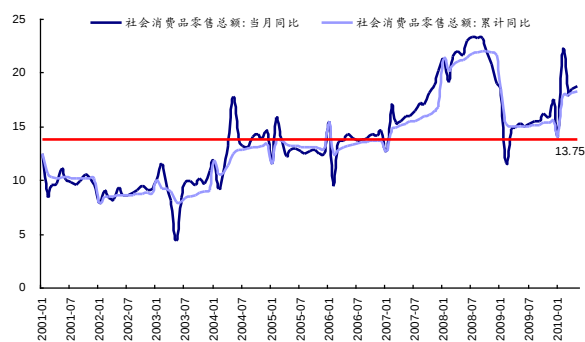
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 19: 08.7~08.10 消费股补跌



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 20: 消费保持稳定较快增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

然而,高通胀与高资产价格使得中国经济传统的固定资产投资与房地产增长引擎面临熄火,外围经济影响及本币升值压力又使得出口前景难以充分乐观,内忧外患的背景下中国经济增长动力面临切换,政策刺激结构转型与产业升级成为中国经济的现实选择。前期政府持续出台的家电、汽车的消费刺激政策、社会保障制度改革以及下半年即将出台的收入分配制度改革等,无不显示政府为推动结构转型、消费增长扫清障碍,消费类行业将成为政策推动结构转型期的高成长性行业。而无论是社销零售总额保持稳定较快增长还是行业业绩增长预期的持续上调,都说明消费类行业景气依旧较好。我们认为消费类行业短期需要时间消化相对估值压力,而行业持续景气及高成长为其估值溢价提供支撑,若受创业板高估值拖累或者负面消息如药品价格管理办法影响导致其快速补跌调整为投资者带来较好的低位捡筹机会。

表 1: 消费相关政策

时间	具体政策
2008	将个人所得税起征点由 1600 元调高至 2000 元;《中华人民共和国劳动合同法实施条例》发布执行;《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》,2009 年 2 月起家电下乡政策在全国范围内实施
2009	减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税;汽车以旧换新;对 2010 年购置 1.6 升及以下排量乘用车暂减按 7.5% 的税率征收车辆购置税;《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》《医药卫生体制改革近期重点实施方案(2009—2011 年)》;《国务院关于开展新型农村社会养老保险试点的指导意见》
2010	政府工作报告继续强调收入分配改革,《关于加强收入分配调节的指导意见及实施细则》和《工资条例》两大政策可能下半年推出;江苏、浙江、广东、福建、上海等地陆续调整最低工资标准,调整幅度都在 10% 以上,有的超过 20%;汽车以旧换新实施期限由今年 5 月 31 日延长至 12 月 31 日

数据来源: 国信证券经济研究所

表 2：工业企业景气状况

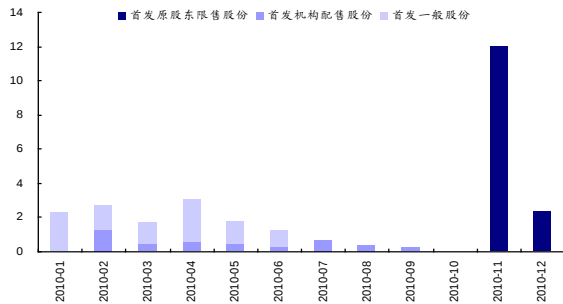
	工业增加值当月同比 (%)				毛利率 (%)				工业增加值 增速提升	毛利率提升
	2010-01 ~ 02	2010-03	2010-04	2010-05	2009-08	2009-11	2010-02	2010-05		
煤炭开采和洗选业	23.70	25.20	21.60	19.90	27.36	27.53	28.28	30.02	(1.70)	1.74
石油和天然气开采业	-2.50	2.50	1.50	0.90	42.56	40.91	51.02	48.03	(0.60)	(2.99)
黑色金属矿采选业	28.00	26.00	31.70	21.00	19.84	22.03	23.83	23.36	(10.70)	(0.47)
有色金属矿采选业	20.20	21.50	21.80	15.80	20.26	24.05	23.20	24.18	(6.00)	0.98
非金属矿采选业	24.20	26.50	21.20	24.20	19.72	21.78	22.17	21.05	3.00	(1.12)
其他采矿业	3.50	18.60	39.90	33.40	13.48	-11.71	11.98	12.48	(6.50)	0.51
农副食品加工业	16.30	16.30	15.20	15.00	9.96	10.10	12.05	11.06	(0.20)	(0.98)
食品制造业	18.20	16.70	17.40	14.50	21.33	19.98	21.64	19.52	(2.90)	(2.12)
饮料制造业	15.40	16.10	15.70	10.40	26.75	27.93	28.91	25.25	(5.30)	(3.65)
烟草制品业	14.00	12.20	13.80	6.80	69.71	70.59	73.10	69.90	(7.00)	(3.21)
纺织业	13.30	11.40	11.20	11.30	10.95	11.36	11.42	11.20	0.10	(0.22)
纺织服装、鞋、帽制造业	11.60	15.60	14.00	14.40	13.94	14.77	15.62	14.51	0.40	(1.11)
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	14.60	15.50	17.10	19.40	13.92	14.23	13.92	14.47	2.30	0.56
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	26.50	24.90	22.40	18.90	12.37	14.03	13.96	12.64	(3.50)	(1.32)
家具制造业	17.30	14.70	17.20	22.60	14.47	16.27	15.61	14.97	5.40	(0.64)
造纸及纸制品业	22.80	20.90	18.40	14.90	14.22	15.32	14.24	13.39	(3.50)	(0.85)
印刷业和记录媒介的复制业	10.70	9.00	13.50	13.90	17.79	18.60	18.29	17.80	0.40	(0.49)
文教体育用品制造业	3.50	7.80	10.80	14.40	11.70	13.20	13.38	12.39	3.60	(0.99)
石油加工、炼焦及核燃料加工业	20.10	12.20	15.80	8.30	19.14	17.41	17.17	16.62	(7.50)	(0.55)
化学原料及化学制品制造业	25.10	17.50	17.90	17.00	14.50	15.03	15.40	14.91	(0.90)	(0.50)
医药制造业	17.70	12.90	13.50	14.50	30.01	30.67	32.34	30.39	1.00	(1.96)
化学纤维制造业	22.30	16.40	13.00	7.60	9.28	8.69	8.50	8.30	(5.40)	(0.20)
橡胶制品业	29.30	20.00	19.90	14.30	14.86	16.62	14.11	13.52	(5.60)	(0.59)
塑料制品业	19.80	17.00	17.80	19.20	15.46	13.19	13.61	12.92	1.40	(0.69)
非金属矿物制品业	23.20	21.40	20.40	20.60	15.83	16.54	16.70	15.73	0.20	(0.96)
黑色金属冶炼及压延加工业	20.90	18.00	19.70	15.30	7.97	7.21	7.16	7.85	(4.40)	0.69
有色金属冶炼及压延加工业	27.80	20.50	19.70	18.40	8.87	8.67	9.45	9.57	(1.30)	0.11
金属制品业	19.60	17.60	18.40	18.90	12.40	13.97	13.00	12.58	0.50	(0.42)
通用设备制造业	22.30	22.30	23.30	20.00	16.30	14.57	16.16	15.31	(3.30)	(0.85)
专用设备制造业	19.60	19.60	20.00	21.10	15.71	16.75	16.86	18.03	1.10	1.16
交通运输设备制造业	43.70	30.10	23.20	22.30	16.14	15.59	16.44	16.00	(0.90)	(0.43)
电气机械及器材制造业	18.90	14.80	18.20	21.00	15.38	15.47	14.57	14.57	2.80	(0.01)
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	26.40	19.50	18.20	17.80	8.45	13.08	9.40	10.29	(0.40)	0.89
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	16.60	14.10	18.50	19.90	16.55	17.49	16.58	16.48	1.40	(0.10)
工艺品及其他制造业	17.70	18.60	20.50	18.30	12.42	14.53	13.15	12.87	(2.20)	(0.28)
废弃资源和废旧材料回收加工业	37.90	35.40	30.90	25.20	7.86	9.16	9.12	7.46	(5.70)	(1.66)
电力、热力的生产和供应业	17.20	13.00	14.80	14.50	9.48	8.42	8.77	8.57	(0.30)	(0.20)
燃气生产和供应业	18.10	19.00	16.70	21.50	16.57	18.58	14.94	17.83	4.80	2.89
水的生产和供应业	6.00	4.40	1.60	2.80	25.57	28.64	22.27	25.25	1.20	2.97

数据来源：国信证券经济研究所

前期，国家发改委就药品价格管理办法向价格协会、医药协会等机构征求意见，引致表现突出的医药股大幅补跌，6月11~18日三个工作日医药生物行业指数大幅调整11.2%，并带动以创业板、中小板为代表的高估值股票大幅跟跌，中小板综指及创业板指数也分别调整7.1%、10.5%。

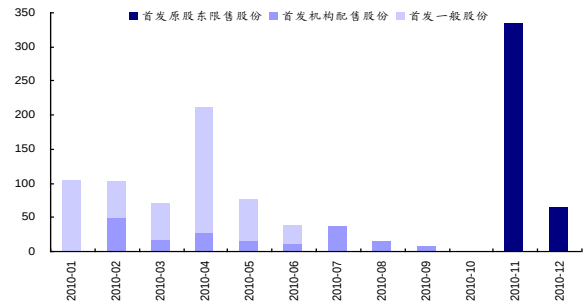
近期，由于高估值及限售股解禁引发的创业板调整成为压垮市场的最后一根稻草。截至目前，创业板静态估值约为70倍，10年动态也近50倍，估值压力明显；再加上即将到来的7月份首发机构配售股解禁小高峰及11月份首发限售股解禁“洪峰”，创业板高估值难以维持，11月首发限售股解禁约占目前创业板流通股本的48.8%，约占目前创业板流通市值的42.0%。

图 21: 创业板限售股解禁股本 (亿股)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 22: 创业板限售股解禁市值 (亿元)

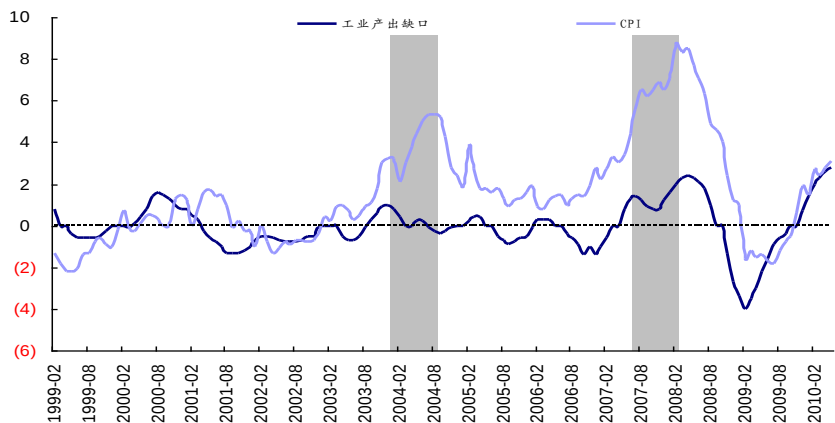


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

滞胀期的策略选择: 耐心等待, 守候成长

从经济周期的角度看, 3 季度宏观经济景气延续回落及通胀维持高位, 我国经济进入典型的滞胀周期阶段, 而从历史上的滞胀周期看, 比较典型的两段时期为 04.1~04.8、07.7~08.2, 市场最终无一例外的都在政策调控下趋于回落。

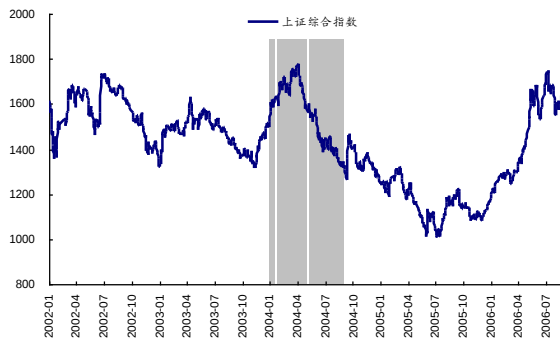
图 23: 两段典型的滞胀期: 04.1~04.8、07.7~08.2



资料来源: 国信证券经济研究所

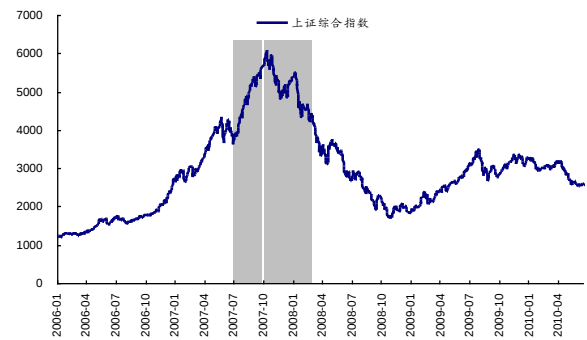
04 年 4 月份, 市场在控制信贷规模及提高钢铁、电解铝、水泥、房地产开发等投资项目的资本金比例控制相关行业固定资产投资的政策调控下见顶回落; 07 年, 在央行连续上调存贷款基准利率、存款准备率及房地产市场信贷控制政策等多重紧缩政策的调控下, 市场最终于 07 年 11 月份见顶回落。

图 24: 04.1 ~ 04.8 滞涨期间上证综指表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

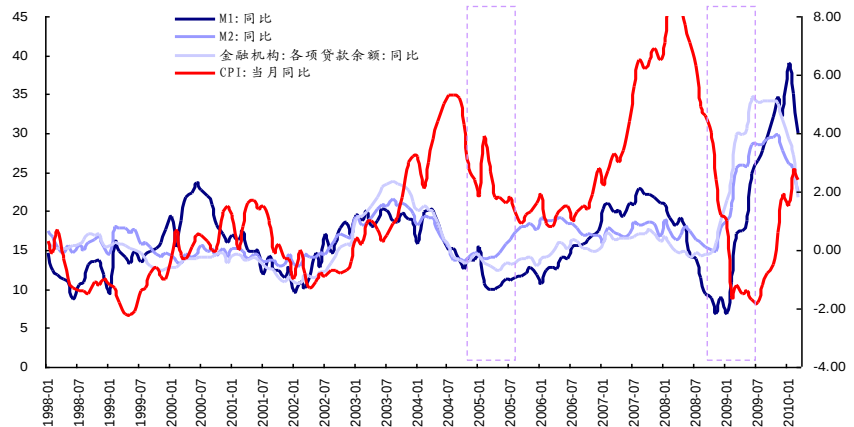
图 25: 07.7 ~ 08.2 滞涨期间上证综指表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

09 年下半年以来, 市场在极度宽松的货币政策退出的背景下维持高位震荡, 并于 10 年 4 月份在抑制房价过快上涨的房地产市场需求调控政策出台后快速调整超过 20%, 截至目前全部 A 股 10 年动态 PE 约为 16.3 倍左右, 基本与 05 年 6 月及 08 年 11 月市场底部的 16.3 倍与 17 倍考虑当年业绩的动态估值基本相当, 市场估值底依稀可见。然而, 比较上述两次市场见底回升的历史背景, 我们发现通胀回落、信贷增速回升及流动性拐点的到来是市场触底回升的先决条件, 如 05 年 M1/M2 增速、信贷增速分别于 3 月、2 月、5 月份提前见底回升, CPI 持续回落, 同样 08 年 11 月份 M1/M2 增速见底回升, 信贷增速也于 11 月份开始明显提升, 通胀持续回落。目前虽然市场总体估值处于底部区间, 但距离通胀回落及信贷与流动性拐点的到来依然有段时间, 我们依然建议轻仓等待政策拐点的到来。

图 26: 不一样的下跌, 但回升却惊人的相识 (市场分别于 05.6、08.11 月触底回升)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

比较滞胀周期的行业表现, 我们发现在前期的上涨期间, 采掘、有色等资源类行业一般表现较好, 而在后期的下跌周期里金融服务等绝对低估板块, 医药生物、农林牧渔、商业贸易、食品饮料等防御类行业表现较好。结合滞胀期的行业表现特征及目前市场现状, 我们建议配置估值处于绝对低位的银行、保险等金融股以及结构转型与政策推动的医药生物、食品饮料、商业贸易、家用电器等消费类行业, 电气机械、专用机械、精密仪器等产业升级、进口及出口替代行业以及新兴产业等未来成长性行业, 短期规避其由高估值及负面消息带来的补跌风险, 回调中增加配置。

表 3：滞胀期的行业表现

滞胀期：04.01-04.08					滞胀期：07.07-08.02				
合计：04.01-04.08		上涨期间：04.01-04.04.06 下跌期间：04.04.07-04.08			合计：07.07-08.02		上涨期间：07.07-07.10.16 下跌期间 07.10.17-08.02		
采掘	-2.65%	电子元器件	35.39%	金融服务	-16.64%	农林牧渔	76.96%	采掘	113.81%
交通运输	-3.05%	餐饮旅游	33.90%	交通运输	-17.24%	黑色金属	45.93%	有色金属	103.92%
商业贸易	-4.50%	信息设备	32.39%	采掘	-19.57%	有色金属	45.16%	金融服务	69.93%
化工	-5.93%	房地产	32.36%	黑色金属	-19.90%	信息服务	43.75%	黑色金属	66.75%
电子元器件	-6.74%	商业贸易	29.64%	化工	-24.48%	化工	43.01%	沪深 300	56.14%
家用电器	-6.80%	农林牧渔	27.69%	公用事业	-24.96%	机械设备	38.10%	交通运输	51.64%
餐饮旅游	-7.07%	信息服务	27.29%	沪深 300	-25.13%	采掘	37.71%	交运设备	47.36%
金融服务	-8.05%	家用电器	25.88%	家用电器	-25.96%	医药生物	36.98%	化工	46.52%
信息设备	-8.12%	轻工制造	24.88%	纺织服装	-26.00%	家用电器	34.69%	机械设备	44.79%
黑色金属	-8.25%	综合	24.74%	商业贸易	-26.34%	轻工制造	32.73%	信息服务	42.92%
纺织服装	-9.34%	化工	24.56%	食品饮料	-29.91%	电子元器件	31.13%	房地产	41.62%
信息服务	-10.80%	有色金属	24.53%	信息服务	-29.93%	商业贸易	30.39%	公用事业	41.38%
沪深 300	-11.62%	建筑建材	24.08%	建筑建材	-30.18%	食品饮料	30.04%	建筑建材	41.32%
房地产	-12.04%	机械设备	23.44%	餐饮旅游	-30.60%	信息设备	29.51%	食品饮料	38.31%
建筑建材	-13.36%	食品饮料	22.77%	信息设备	-30.60%	建筑建材	29.35%	农林牧渔	35.88%
公用事业	-13.42%	纺织服装	22.52%	医药生物	-30.74%	交通运输	26.34%	轻工制造	34.37%
食品饮料	-13.95%	采掘	21.03%	电子元器件	-31.12%	公用事业	25.95%	商业贸易	30.15%
轻工制造	-14.38%	医药生物	19.99%	轻工制造	-31.44%	交运设备	25.60%	餐饮旅游	29.79%
农林牧渔	-14.60%	沪深 300	18.05%	机械设备	-32.11%	沪深 300	24.19%	电子元器件	29.44%
有色金属	-15.84%	交通运输	17.14%	有色金属	-32.42%	金融服务	20.43%	医药生物	26.51%
机械设备	-16.20%	公用事业	15.37%	农林牧渔	-33.12%	餐饮旅游	17.75%	家用电器	24.58%
医药生物	-16.89%	黑色金属	14.55%	房地产	-33.55%	房地产	16.29%	纺织服装	20.19%
综合	-17.65%	交运设备	11.73%	综合	-33.98%	纺织服装	13.99%	综合	13.61%
交运设备	-31.02%	金融服务	10.31%	交运设备	-38.26%	综合	12.65%	信息设备	12.19%
								采掘	-35.59%

数据来源：国信证券经济研究所

行业配置建议：7 月份建议超配金融、消费行业

综合上述分析，我们认为在 3 季度宏观经济景气延续回落，通胀及资产价格维持相对高位的背景下，政策重新宽松的可能性较小，即便 4 季度较快回落政策调整空间也相对有限。周期类行业虽然估值处于历史低位，但宏观经济及行业实体的景气回落将制约其反弹，政策重新宽松的催化剂暂未到来，行业将在景气制约与估值支撑下等待均线系统底部走平。而消费类行业在结构转型的政策刺激下景气依旧较好，但创历史新高的相对估值水平将短期抑制其行业相对表现，建议回调中增加配置。虽然市场总体估值基本接近历史底部水平，但滞胀回落期间市场反转的催化剂尚未到来，我们依然建议耐心等待、守候成长，短期配置低估值的防御类行业，回调中增加配置估值偏高的成长性行业，7 月份建议超配银行、保险金融行业，医药生物、食品饮料、商业贸易、家用电器消费类行业，标配旅游休闲、电气机械设备、信息技术、造纸印刷、房地产、建筑建材、纺织服装、传媒、交通运输、公用事业等行业。

表 4：国信行业配置建议与重点公司推荐

国信行业配置	配置建议	配置比例	标准比例	重点公司推荐
银行 II	超配	30.57%	22.22%	工商银行、建设银行、华夏银行
保险	超配	8.80%	6.39%	中国平安、中国太保、中国人寿
食品饮料	超配	4.98%	3.62%	双汇发展、贵州茅台、ST 南方、永安药业
商业贸易	超配	4.22%	3.06%	苏宁电器、鄂武商、王府井、通程控股、武汉中、潮宏基、大厦股份
家用电器	超配	2.16%	1.57%	青岛海尔、小天鹅、美的电器、ST 科龙、海信电器、三花股份、苏泊尔、格力电器
医药保健	超配	6.80%	4.94%	天士力、中恒集团、东阿阿胶、云南白药、华东医药、一致药业、哈药股份、上海医药、华兰生物、天坛生物、科华生物、同仁堂、三九医药
造纸印刷	标配	0.64%	0.70%	美盈森、齐心文具、冠豪高新
建筑建材	标配	2.89%	3.15%	洪涛股份、金螳螂、亚厦股份、东方园林、浦东建设、葛洲坝、冀东水泥、天山股份、福耀玻璃、中材国际
机械设备	标配	3.22%	3.51%	中国北车、中国南车、中国一重、中集集团、安徽合力
电气设备	标配	1.98%	2.16%	特变电工、平高电气、森源电气、中元华电、荣信股份、思源电气、浙富股份
纺织服装	标配	1.06%	1.15%	美邦服饰、孚日股份、七匹狼、梦洁家纺、报喜鸟
旅游休闲	标配	0.39%	0.43%	丽江旅游、中国国旅、锦江股份、峨眉山、黄山旅游
传媒	标配	0.70%	0.77%	蓝色光标、奥飞动漫、武汉塑料、数码视讯、博瑞传播
房地产	标配	5.33%	5.81%	保利、滨江、华业、中天城投、云南城投、西藏城投、黑牡丹、广宇发展、沙河股份、轻纺城、海宁皮城、世茂股份
IT 硬件与设备	标配	2.42%	2.63%	新北洋、同方股份
软件与服务	标配	0.96%	1.05%	远光软件
通信	标配	1.88%	2.05%	新海宜、三维通信、拓维信息、北纬通信、日海通讯、世纪鼎利、中利科技、中兴通讯
公用事业	标配	3.44%	3.75%	st 清洗、桑德环境、南海发展
交通运输	标配	4.67%	5.10%	中国国航、南方航空、东方航空、山东高速、厦门空港
农林牧渔	低配	0.69%	1.51%	海大集团、圣农发展、正邦科技
石油天然气	低配	2.36%	5.15%	中石油、中石化
煤炭	低配	1.30%	2.82%	兖州煤业、国阳新能、大同煤业
化学原料与化学制品	低配	1.17%	2.54%	江苏国泰、新宙邦、多氟多、九九久、德美化工、传化股份、航民股份、柳化股份、中泰化学、广汇股份、亿利能源
化学纤维	低配	0.21%	0.45%	华峰氨纶、烟台氨纶、皖维高新
黑色金属	低配	1.26%	2.74%	八一钢铁、大冶特钢、恒星科技
有色金属	低配	1.50%	3.28%	山东黄金、章源钨业、云南锗业、辰州矿业、西藏矿业、宝钛股份
汽车汽配	低配	1.35%	2.95%	华域汽车、一汽富维、新朋股份、一汽轿车
证券	低配	1.00%	2.17%	中信证券、广发证券、辽宁成大、吉林敖东
综合	低配	0.24%	0.52%	
合计		98.18%	98.18%	

数据来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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询价。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研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煜	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华					
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66022025	李遵庆	0755-82130532	高 宇	0755- 82130876
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568			程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232				
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wanacs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	