

2010年四季度行业配置策略

日信证券策略小组

010-88086830-715

chenyb@rxzq.com.cn

重点配置新兴产业，均衡配置消费品和投资品

主要结论：重点配置新兴产业，适度减少消费品行业的配置，增加投资品行业的配置。四季度市场风格和主题难以发生转换，新经济和大消费仍然是市场的主线。新兴产业有持续的利好政策刺激，是需要配置的重点；消费品行业的估值水平已经透支了未来的成长空间，需要降低配置比例；而投资品行业已经具备了潜在投资机会，可以在左侧区域适度建仓。投资品行业大的投资机会还需要等待政策面催化剂的出现。整体配置上，消费品和投资品的配比需要更加均衡。

各个行业的投资逻辑：

 强烈推荐 4 个行业

- 信息设备：超配，并强烈推荐。尽管估值水平偏高，但受政策扶持力度较大，技术创新带来的行业成长空间可观，市场人气持续旺盛，可供选择的投资标的较多。适度回调后仍具有较大的投资机会。
- 电子元器件：超配，并强烈推荐。投资逻辑同上。
- 食品饮料：超配，并强烈推荐。大消费主线中基本面最好的行业，四季度仍维持较高的行业景气度。尽管估值水平偏高，但适度回调后仍具有较大的投资机会。
- 房地产：暂时标配，需要盯住的潜力行业。房地产行业的盈利能力、成长空间丝毫不逊色于新兴产业和大消费行业，但估值水平明显偏低，PEG 非常具有吸引力。是各个周期性行业中成长空间、盈利能力最为突出的行业。平均流通市值不大，不存在市场风格方面的障碍，

这也是房地产行业区别于其他周期性行业的一大优势。目前唯一的障碍就是调控政策,一旦调控政策适当松动或利空出尽,则房地产行业的上涨幅度会非常可观。现有调控政策存在过激倾向,未来在合适的时候适当微调是必然的,“房价环比下跌”和“价平量缩”是催化剂。

✚ 其他超配行业(3个申万一级行业,3个战略新兴产业,2个二级行业)

- **新能源、节能环保、高端装备制造:** 超配。战略性新兴产业的细化政策出台将会使相关子行业带来非常可观的投资机会,重点关注核电等真正受益于政府投资的子行业。新兴产业仍是市场的投资主线,四季度不会发生变化。锂电池等几个被爆炒过的子行业则需要回避。
- **信息服务:** 超配。受政策扶持力度较大,行业成长空间也较大,市场人气旺盛。适度回调后仍具有较大的投资机会。
- **交运设备:** 超配。周期性行业中成长空间较大的行业,上半年乘用车市场过于清淡是09年购车补贴政策透支了今年的部分需求,三季度乘用车市场的景气度已经开始回升,四季度景气度将继续回升。
- **建筑建材:** 超配。周期性行业中偏早期的行业,对基建投资非常敏感。政策面向“保增长”倾斜必然适度放宽基建投资,建筑建材行业是配置投资品的首选。
- **生物制药(医药生物)、小金属(有色金属):** 超配,需要超配的二级行业。尽管我们看淡了医药、有色这两个大行业,但生物制药、小金属这两个二级行业是需要重点配置的。这两个子行业均属于战略性新兴产业的范畴。

✚ 标配行业(7个申万一级行业)

- **化工、机械设备:** 标配。周期性行业中政策压力较小的行业,可以适当左侧建仓。
- **农林牧渔、餐饮旅游、商业贸易:** 标配。大消费主线中需均衡配置的品种。
- **公用事业:** 标配。政府在公用事业领域的投资力度在加大,而且包含有二级行业环保产业。
- **房地产:** 标配。

✚ 低配行业(10个申万一级行业)

- 金融服务：低配。尽管 PE、PB、PEG 等估值指标都很具有吸引力，但金融行业是一个非常特殊的板块，总流通市值占 A 股的 1/4 强，单只银行股的平均流通市值高达 800 多亿元，远高于其他任何板块。推动银行股上涨需要消耗太多的资金。市场流动性水平和资金面是制约银行股的瓶颈，并将长期制约银行股的表现。我们认为目前金融行业尤其是银行股已经处于长期的底部，但这一筑底的过程可能会比较漫长。银行股的风险不大，机会也不大。目前仍需要低配，投资机会需要等待未来行情启动后再顺势而为，右侧交易。
- 家用电器、家纺（服装纺织）：低配。4-8 月份住宅销售量下滑对房地产下游行业的滞后影响将会在四季度体现。
- 医药生物：低配。目前估值偏高，《药品价格管理办法》使行业承受较大的风险因素。但二级行业生物制药是需要超配的。
- 采掘业：低配。节能减排风暴将使四季度煤炭需求显著下降。
- 有色金属：低配。整体估值偏高，基本金属的景气度较低，成长空间有限。但二级行业小金属是需要超配的。
- 黑色金属：低配。产能过剩状况过于严重，行业盈利能力被铁矿石巨头锁定，行业调控政策压制较大。
- 交通运输、轻工制造：低配。人气过于清淡，四季度出口增速下滑使行业基本面承压。

目 录

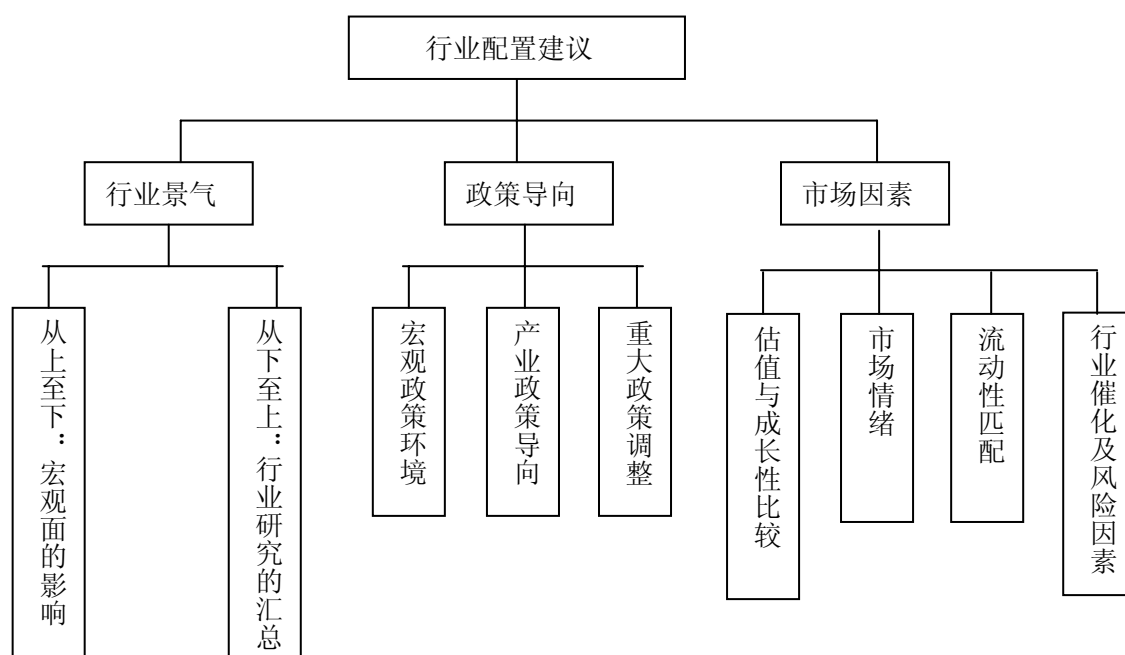
一、行业配置策略研究框架.....	5
二、市场趋势与市场风格预判.....	6
（一）四季度市场趋势预判——调整中孕育机会.....	6
（二）盯住市场风格转换的前提条件.....	7
三、行业景气度的比较.....	7
（一）从上至下：宏观面对行业景气的影响.....	8
（二）从下至上：行业研究的汇总.....	12
四、政策面的分析.....	14
（一）宏观政策环境.....	14
（二）产业政策导向.....	16
五、对各个市场因素的分析.....	17
（一）估值与成长性比较.....	17
（二）市场情绪.....	18
（三）流动性水平与行业流通市值的匹配度.....	19
（四）行业催化因素及风险因素.....	21
六、行业配置建议.....	22

一、行业配置策略研究框架

行业配置策略研究是介于宏观经济研究和行业公司研究之间的中观层面的研究。既要对各个行业的基本面进行比较，又要从市场角度出发考虑各个行业的投资机会。同时，行业配置策略研究也需要以市场趋势研究为基础，因为不同的市场趋势需要不同类型的行业配置策略。在单边上涨的趋势市中，我们需要给出具备进攻性的配置组合；在震荡结构市中，我们需要给出攻守兼备的配置组合；在单边下跌的趋势市中，则需要给出防御性良好的投资组合。当然，由于市场环境的不断变化，同一个行业在不同的市场环境下其进攻和防御的属性是不同。这就要求我们从多个角度去研究并动态监控各个行业。此外，做行业配置研究又要建立在准确把握市场风格的基础上，否则会导致配置方向的错误。配置方向的错误是行业配置策略中最致命的错误。

我们把影响二级市场上各个行业表现的因素分为三大类：基本面，政策面，以及估值水平、市场情绪、流动性、催化剂等市场因素。从这三个方面分别展开研究，分别得出配置建议，然后再“求交集”得出最终的配置建议（“求交集”的逻辑结构显然比“加权平均法”的逻辑结构要严谨）。

图 1：行业配置策略研究框架



二、市场趋势与市场风格预判

对市场趋势和市场风格的预判是制定正确的行业配置建议的基础。如果市场风格判断错误，则会导致行业配置策略发生致命的方向性错误。

（一）四季度市场趋势预判——调整中孕育机会

市场的短期走势是不容乐观的，但我们对市场的中期走势继续保持乐观态度。我们认为，目前决定市场短期趋势的因素与决定市场中期趋势的因素出现了一定的背离。短期内，对银行、地产等大行业的悲观政策预期尚未释放完毕；“超长版双节”使得以短线资金参与为主的题材股行情中断；创业板原始股解禁压力日益临近；CPI 在上行通道中，非对称加息预期依然存在（尽管年内真正加息的可能性很小，但市场的加息预期依然存在）；房价有环比上涨的苗头。种种利空因素使得短期内市场走势不容乐观。

但决定市场中期趋势的因素正在发生积极变化。我们认为，基本面、政策面、资金面是决定市场中期走势的三大关键因素。其一，8 月份宏观经济数据中，投资、消费、工业、进口的全线回升意味着国内经济已经开始回暖，经济增速下行的趋势已经开始扭转（尽管由于统计因素，四季度 GDP 同比增速仍将下行）。尤其是 8 月份的实际固定资产投资增速大幅反弹，是投资政策悄然放松的结果。因为投资活动是受政府严格管控的，没有政策面的局部放松，投资增速不可能探底回升。其二，从 7 月中旬开始，管理层为缓解经济减速的趋势，已经开始从之前的“全面收紧”转变为“一脚踩刹车、一脚踩油门”式的“局部收紧”。节能减排和房地产调控继续维持高压态势，投资政策则已经开始放松。并且管理层调整经济政策的效果已经开始有所体现。其三，市场流动性水平有小幅改善。宏观流动性由银行贷款和外汇占款决定。7、8 月份新增信贷均高于均衡投放的水平；8 月份国际热钱由前几个月的净流出变为净流入。8 月份 M2 同比增速反弹至 19.2%，较上月增加 1.6 个百分点。宏观流动性的小幅改善有助于增加市场的增量资金。需要指出的是，基本面、政策面、资金面的变化对市场的影响是一个缓缓的积累过程，这个过程可能需要至少 1-2 个月才能够体现。我们认为，此次基本面、政策面、资金面的好转具有持续性，会在未来几

个月内持续向着积极的方向发展。这也决定了市场的中期趋势仍然是向上的。

综合以上分析，我们认为市场的短期趋势不容乐观，而市场的中期趋势依然是向上的。短期趋势与中期趋势的背离导致的结果很可能就是“先抑后扬”。也就是说，四季度的投资机会是跌出来的，调整中孕育机会。

（二）盯住市场风格转换的前提条件

市场风格发生转换需要四个前提条件：（1）房地产调控政策适度放松，或者调控主导部门的态度适度缓和。这需要一线城市的楼市出现“价平量缩”或“价格环比下跌”的情况。（2）CPI 如期回落。我们认为四季度 CPI 逐月回落是大概率事件，回落的时点会发生在 9 月份数据出炉日（10 月 23 日）或者 10 月份数据出炉日（11 月 11 日）。（3）固定资产投资增速持续回升。隐含的政策背景是基建投资的放松（可以在地方融资平台政策和新项目审批速度中找到证据），或保障房建设的提速。（4）市场流动性水平的改善。需要盯住各月的新增银行信贷，以及国际热钱的流入情况。

这四个前提条件中，房地产调控政策的适度放松为周期性行业走强提供了必要的政策环境和市场信心；CPI 如期回落为周期性行业走强提供了政策环境保障；只有固定资产投资增速持续回升，周期性行业的基本面才会有较大改善，并为周期性行业走强提供持续的业绩支撑；市场流动性的改善为周期性行业的走强提供资金面的支撑。一年以来，由于并不具备以上四个条件，市场风格与主题一直没有发生转换，周期股与非周期股相对估值水平之间的裂痕愈加深化。

我们认为，四季度市场风格与主题的转换依然比较困难。CPI 如期回落、固定资产投资增持持续回升是大概率事件。但“房地产调控政策放松”出现的可能性较小；“市场流动性明显改善”则主要依靠人民币升值所引发的国际热钱流入，具有较大的不确定性。因此，我们维持“四季度市场风格和主题不会发生转换”的判断。只有在出现“房地产调控政策适度放松”或政策面重回“保增长”的情况下，我们才会修正这一判断。

三、行业景气度的比较

这一部分致力于研究行业基本面的变化。我们按照“从上至下”和“从下

至上”两条研究路线来分析各个行业的景气度。“从上至下”的研究路线：从宏观的角度分析引致各类行业基本面发生变化的宏观驱动因素。“从下至上”的研究路线：主要是汇总和比较各行业研究员对行业基本面的判断。两条研究路线并举的目的是最大限度消除误判风险。

（一）从上至下：宏观面对行业景气的影响

本部分致力于研究宏观驱动因素对各个行业景气度的影响。我们把 23 个申万一级行业按照对投资、消费、出口、通胀、货币、技术进步六大宏观驱动因素的敏感程度进行分类（如图 2 所示）。

图 2：宏观驱动力角度的行业划分

宏观驱动因素	一级行业
投资	黑色金属、化工、建筑建材、机械设备、采掘业、有色金属、交通运输、交运设备
消费	房地产、交运设备、家用电器、服装纺织、食品饮料、餐饮旅游、农林牧渔、医药生物、商业贸易
出口	轻工制造、服装纺织、家用电器、机械设备、交运设备、交通运输
通胀	采掘业、有色金属、农林牧渔、食品饮料、餐饮旅游
货币	金融服务、房地产
技术进步	信息设备、信息服务、电子元器件、以及各 投资品行业 战略性新兴产业 资品行业大多属于强周期行业，其景气度受固定资产投资的影响巨大。

资料来源：日信证券

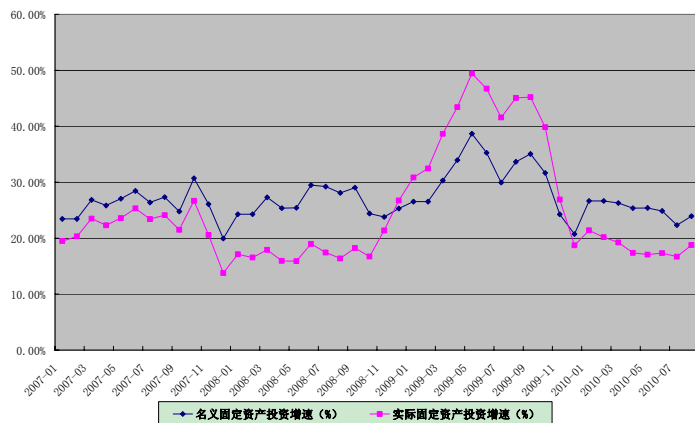
黑色金属、化工、建筑建材、机械设备、采掘业、有色金属、交通运输、交运设备等 8 个行业的景气度受固定资产投资驱动。

通过对各月度名义固定资产投资增速和实际固定资产投资增速的观察，我们发现 2009 年 1-10 月份的投资增速明显高于均衡水平，之后固定资产投资增速一路下滑至均衡水平以下（如图 3 所示）。这与投资相关行业的景气度，以及投资品行业在二级市场上的表现基本是一致的。这是由于投资相关行业均不同程度的存在产能过剩的状况，只有在产能利用率达到较高水平时，这些行业的盈利状况才会有明显的改善。而投资相关行业产能利用率的提升又以固定资产投资增速达到均衡水平以上为先决条件。

从短期来看，投资品行业的景气度回升取决于未来几个月内固定资产投资增速能否持续回升，并恢复至均衡水平之上。从长期来看，投资品行业中的大部分产能过剩行业只有经历了“去产能化”的阵痛期后，才会进入到下一个景气周期。

2010 年 8 月份名义和实际投资资产投资增速的探底回升改变了之前连续 6 个月投资增速下滑的趋势，但投资增速仍低于均衡水平。根据我们的宏观经济研究，随着投资政策的局部放松，四季度实际固定资产投资增速有望逐步恢复到均衡水平（20%-22%）。这意味着四季度投资品行业的景气度会较三季度有一定的改善，但仍处于较低水平。

图 3：固定资产投资增速已开始回升，但仍低于均衡水平



数据来源：WIND 资讯、日信证券

固定资产投资主要由基建投资、房地产开发投资、设备投资三大类构成。基建投资、房地产开发投资、设备投资的周期性是不同的，影响的行业也不同。对这三大类投资分别进行研究是我们今后开展深入研究的一个方向，在本篇报告中暂不深入探讨。

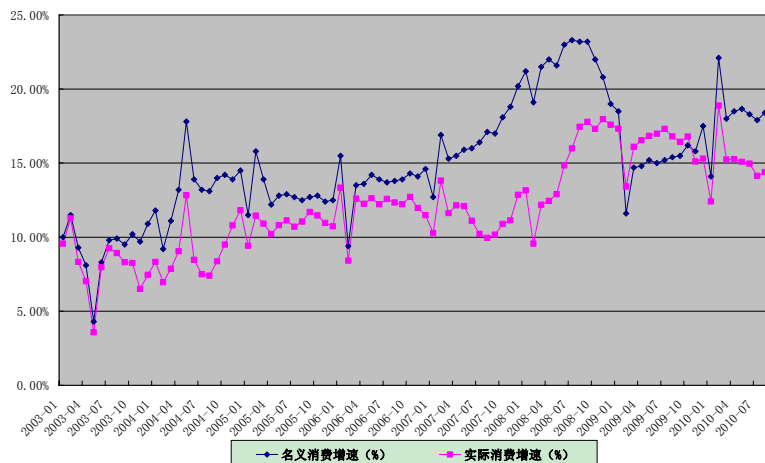
2、消费品行业

房地产、交运设备、家用电器、服装纺织、食品饮料、餐饮旅游、农林牧渔、医药生物、商业贸易等 9 个行业归类于消费品行业。消费品行业又分为强周期和弱周期两类。房地产、交运设备、家用电器带有明显的周期性特征，而服装纺织、食品饮料、餐饮旅游、农林牧渔、医药生物、商业贸易则属于弱周期性行业。

需要指出的是，房地产是一个非常特殊的行业，既具有消费品行业的属性，又具有资产属性。房地产行业的景气度既取决于自住需求，又取决于投资和投机需求，以及资产价格上涨所带来的资产溢价。我们把房地产行业同时归入消费品和货币驱动两大类行业。同时，房地产行业也是受政策扰动最大的行业之一。

从图 4 可以看出，名义消费增速与实际消费增速的走势有明显差异。由于消费品行业的盈利状况受价格因素影响较大，我们认为以名义消费增速作为衡量消费品行业景气度的指标更为合理。今年年初以来，名义消费增速持续高于均衡水平，并呈现出长期系统性上升的趋势，这也是今年消费品行业维持较高景气度，并在二级市场上受到青睐的原因。我们判断，四季度消费品行业的景气度将与三季度基本持平，并继续高于均衡水平，处于高景气度的区间。

图 4：名义消费增速仍高于均衡水平



数据来源：WIND 资讯、日信证券

3、出口受益行业

轻工制造、服装纺织、家用电器、机械设备、交运设备（船舶制造）、交通运输等 6 个行业属于出口导向型产业。根据我们的宏观经济研究表现，四季度出口增速的大幅放缓是不可避免的。出口相关行业受到欧美经济复苏进程放缓、人民币升值等多重不利因素影响，景气度一直低于均衡水平。我们认为，**四季度出口相关行业的景气度将较三季度有所下降，并继续低于均衡水平。**

4、通胀受益行业

采掘业、有色金属、农林牧渔、食品饮料、餐饮旅游等 5 个行业属于通胀受益行业。我们认为，通货膨胀是物价水平的普遍上涨，通胀必然对应较高的 CPI，而较高的 CPI 并不一定都是通胀。因此，采掘业、有色金属的受益程度要用 PPIRM 来衡量，而农林牧渔、食品饮料则要用 CPI 来衡量。（事实上，农林牧渔行业中部分上市公司并不能受益于农产品价格上涨。）

目前 CPI 的上升主要是农产品价格上涨引起的，并非通货膨胀。由于节能减排等政策在四季度仍将继续维持高压态势，工业生产仍处于较低水平，上游原材料价格将保持稳定。而四季度 CPI 的回落也是大概率事件，因此，**通胀受益行业的景气度将较三季度略有下降，但仍处于均衡水平之上。**

5、货币驱动行业

以往的研究通常把金融、地产两个行业与黑色金属、采掘业等行业划归一类，统称周期性行业。我们认为，金融、地产两个行业景气度的宏观驱动因素与钢铁、煤炭等投资品行业有着本质区别，应该单独归为一类。

金融服务和房地产两个行业的景气度很大程度上受货币扩张的驱动。银行业的景气度主要依靠贷款规模的扩张或息差的扩大；保险业的景气度依靠保费规模的增长或投资收益的增加；证券业的景气度取决于二级市场的交易量和佣金费率，二级市场的交易量又与股价（资产价格）密切相关。房地产行业的景气度一是靠“货币扩张——资产价格上涨——土地溢价”，二是靠“货币扩张——房价上涨——住宅成交量上升”，三是靠“货币扩张——开发商资金链充裕——新建项目增加”。可见，金融、地产两大行业景气度的在很大程度上受货币扩张与收缩的影响。因此，我们把金融服务、房地产两个行业划分为货币驱动行

业（此外，房地产业还被划入消费品行业）。

四季度货币政策将保持稳定，银行贷款余额、广义货币供应量的同比增速都将与三季度基本保持一致。经历了 2009 年的超常规货币扩张之后，未来相当长的一段时间内，不会再次大规模的进行信贷和货币扩张。因此，**四季度金融服务业的景气度将与三季度基本持平，并维持均衡水平**。房地产行业的景气度则受政策因素扰动较大，仅通过单一货币因素的分析还不能给出结论。

6、技术驱动行业

我们把信息设备、信息服务、电子元器件、以及各战略性新兴产业都归入技术驱动行业，因为这些行业的景气度提升主要依赖关键技术的创新和新技术的普及应用。**四季度技术驱动行业的景气度将与三季度基本持平，并持续高于均衡水平**。长期来看，随着扶持政策的落实和关键技术的创新和突破，技术驱动行业的景气度将维持在上升趋势中。

（二）从下至上：行业研究的汇总

由各位行业研究员每季度填写《行业景气调查表》，对本行业景气度的环比变化做出判断，并对行业成长性、政策导向、市场情绪、未来催化及风险因素做出展望。行业配置策略是团队智慧的结晶，这是我们做行业配置研究时始终坚持的理念。

我们在做《行业景气调查表》时深入到了二级行业，二级行业不采用申万的行业划分标准，而从实战角度出发由各位行业研究员自行划分。由于篇幅有限，在此仅列出部分一级行业景气度的变化（如表 1 所示），二级行业的景气度变化暂时不在报告中详细罗列，只在给出最终配置建议时列出“超配行业”的二级行业投资建议。

表 1 部分行业景气度调查汇总

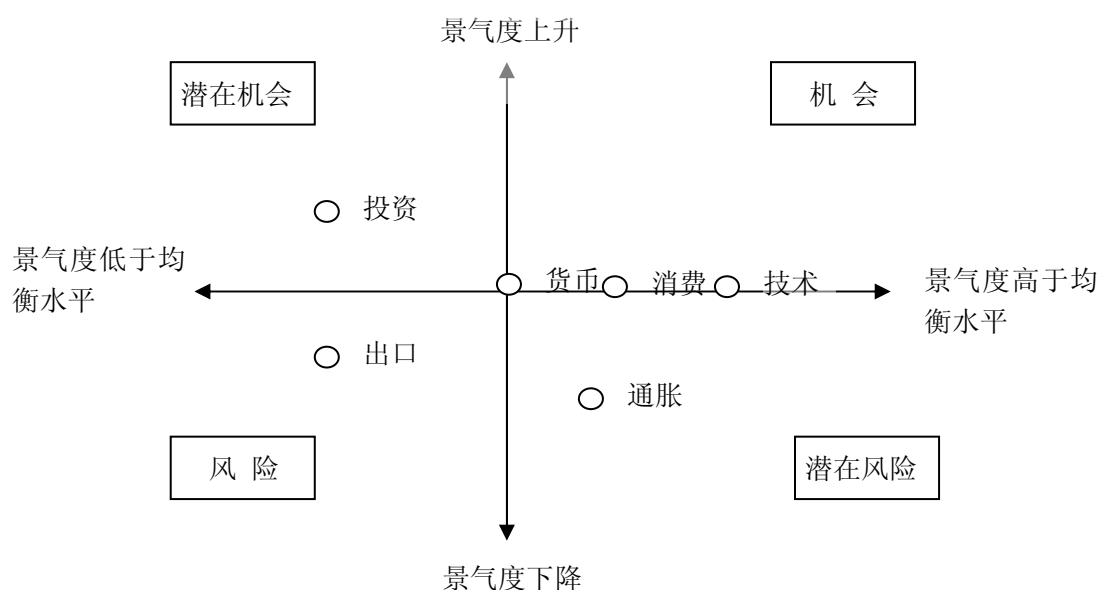
一级行业	净利润增长率	毛利率
金融服务	↑	↑
房地产	↑	↑
有色金属	↓	→
农林牧渔	→	→

医药生物	→	→
食品饮料	↑	→
家用电器	↓	→
信息设备	→	→
信息服务	→	→
电子元器件	→	↓
新能源	→	→
节能环保	→	→
高端装备制造	→	→

注：“一级行业”按照申万一级行业划分标准加上部分战略性新兴产业。

行业景气度研究的结论：综合“从上至下”和“从下至上”两条路线的研究结论，我们认为，四季度技术驱动行业和消费品行业存在投资机会，但同时潜在风险正在孕育；投资品行业已经具备潜在机会，值得关注；通胀受益行业已有潜在风险；出口受益行业是需要规避的；金融服务业的风险较小，但机会也不大。（如图 5 所示）

图 5：行业景气度研究的结论



从行业景气度的角度，我们给出了一级行业的配置建议，如表 2 所示。我们仍然倾向于配置技术驱动行业和消费品行业，对投资品行业和货币驱动行业则给出了中性的评级，对出口受益行业和通胀受益行业予以回避。

需要说明的是，我们从行业景气、政策导向、市场因素三个方面分别得出行业配置建议，然后再“求交集”得出最终的配置建议。

表 2 基于行业景气度研究的配置建议

一级行业	配置建议	一级行业	配置建议	一级行业	配置建议
金融服务	标配	农林牧渔	标配	信息设备	超配
房地产	标配	食品饮料	超配	信息服务	超配
采掘业	低配	家用电器	低配	电子元器件	超配
有色金属	低配	餐饮旅游	标配	公用事业	标配
黑色金属	低配	医药生物	标配	综合	低配
建筑建材	标配	商业贸易	标配	新能源	超配
化工	低配	服装纺织	低配	节能环保	超配
机械设备	标配	轻工制造	低配	高端装备制造	超配
交运设备	标配	交通运输	低配		

注：“一级行业”按照申万一级行业划分标准加上部分战略性新兴产业。

四、政策面的分析

（一）宏观政策环境

一是看政策基调，即“保增长”、“控通胀”、“调结构”中哪项是主导政策，主导政策不同，行业的机会也不同。二是看其他一些能够影响全局的政策。如房地产政策、限制融资平台的政策、收入分配政策等。这些政策着力点是一个行业，但会影响一批行业。

我们在六大类行业中分别选出一至两个具有代表性的行业，比较不同的宏观经济政策环境下各类行业相当于沪深 300 指数的涨跌幅（如表 3 所示）。

表 3 不同宏观政策环境下各类行业的表现

行业类别	一级行业	2007-4Q & 2008-1Q	2009-1Q & 2009-2Q	2010-2Q & 2010-3Q
		控通胀	保增长	调结构
沪深 300 指数		-32%	74%	-15%
投资品	黑色金属	+1%	-11%	-4%
	采掘业	-16%	+43%	-16%
消费品	食品饮料	+18%	-20%	+29%
	医药生物	+15%	-28%	+29%
出口受益	轻工制造	+8%	-11%	+9%
通胀受益	农林牧渔	+39%	-30%	+20%
货币驱动	金融服务	-3%	+17%	-7%
	房地产	+9%	+50%	-9%
技术驱动	信息设备	+20%	-13%	+9%

数据来源：聚源数据、日信证券。注：2010 年第三季度的统计时间截至 9 月 21 日。表中列出的是以沪深 300 指数为基准的相对涨跌幅。

从表 3 中可以看出：**对宏观经济政策环境的准确把握是确保行业配置方向正确的重要前提。**(1)“保增长”的环境下应当配置投资品行业和货币驱动行业。

“保增长”必然对应扩张性的财政政策和货币政策，投资品行业和货币驱动行业将从中受益。如 2009 年上半年在“保增长”的政策基调下，投资品行业、金融服务业、房地产业均有良好表现。(2)“调结构”的环境下应当配置技术驱动行业和消费品行业。“调结构”必然遏制固定资产投资，投资品行业和货币驱动行业的表现明显弱于大市。而技术驱动行业、消费品行业会有强于大市的表现。

(3)“控通胀”的环境下应当配置通胀受益行业和消费品行业。在“控通胀”政策环境下，货币政策必然收紧，只有通胀受益行业和消费品行业能有强于大市的表现。

对四季度宏观经济政策环境的判断：仍然以“调结构”为主，但有向“保增长”

适度倾斜的趋势。我们的依据是：（1）节能减排和房地产调控仍会保持高压态势，并在诸多宏观经济政策中占据主导地位。（2）地方融资平台有可能适度放松，以保证经济增长速度。（3）新项目的审批速度从7月份已经开始加快，主要向西部地区倾斜。（4）近来主要领导人的讲话已经开始强调“保证较快的经济增长速度”的重要性，强调的频度也在增加。（5）四季度农产品价格和CPI的回落是大概率事件，通胀不是主要矛盾。（6）节能减排风暴会使“保增长”的压力加大，并在短期内上升为主要矛盾。

（二）产业政策导向

由各行业研究员评判，在《行业景气调查表》中汇总。将目前各个产业政策对本行业的影响，给出利多、中性、利空的评级。

各行业研究员的评级结果如下：（1）给出利多评级的一级行业包括：电子元器件、信息设备、信息服务、新能源、节能环保、高端装备制造；二级行业包括：小金属（有色）、生物制药（医药生物）、种业（农林牧渔）、畜牧业（农林牧渔）、钾肥（农林牧渔）、食品（食品饮料）。（2）给出中性评级的一级行业包括：有色金属、纺织服装、家用电器、农林牧渔。（3）给出利空评级的一级行业包括：房地产、医药生物；二级行业包括：银行（金融服务）、酿酒（食品饮料）。

政策面研究的结论：综合宏观经济政策环境和各产业政策导向的研究结论，**我们建议四季度继续“超配”技术驱动行业和部分消费品行业，同时“标配”部分投资品行业（左侧适度建仓）。**基于政策面研究的行业配置建议如表4所示。

表4 基于政策面研究的配置建议

一级行业	配置建议	一级行业	配置建议	一级行业	配置建议
金融服务	低配	农林牧渔	标配	信息设备	超配
房地产	低配	食品饮料	标配	信息服务	超配
采掘业	低配	家用电器	标配	电子元器件	超配
有色金属	标配	餐饮旅游	标配	新能源	超配

黑色金属	低配	医药生物	低配	节能环保	超配
建筑建材	标配	商业贸易	标配	高端装备制造	超配
化工	标配	服装纺织	标配	小金属（Ⅱ）	超配
机械设备	标配	轻工制造	低配	生物制药（Ⅱ）	超配
交运设备	标配	交通运输	标配	种业（Ⅱ）	超配
公用事业	标配	综合	低配		

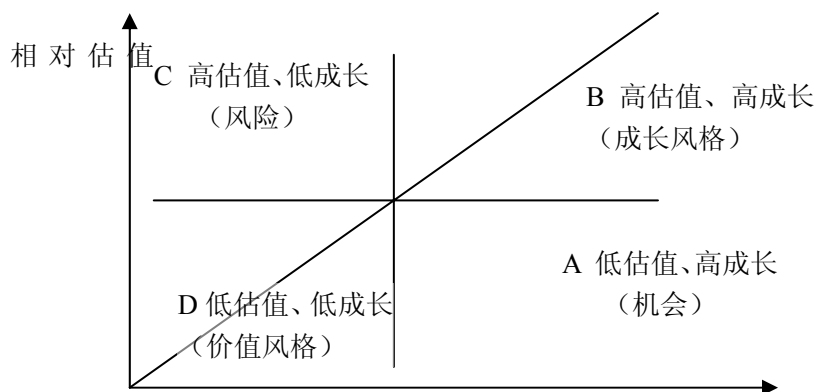
注：“一级行业”按照申万一级行业划分标准加上部分战略性新兴产业，（Ⅱ）表示二级行业。

五、对各个市场因素的分析

对估值水平、市场情绪、流动性匹配、未来催化及风险因素四个方面的市场因素进行研究。

（一）估值与成长性比较

借鉴 PEG 估值法的理念，我们独创了一个二维的“估值—成长性”选择模型，直观地做兼顾“估值与成长性”的行业比较。



成长性指标的选取：未来三年行业年均净利润增长率（%）的粗略预测。在《行业景气调查表》中由各行业研究员给出。

纵轴：行业市盈率/A股平均市盈率

横轴：行业年均净利润增长率/A股平均净利润增长率

含义：A区意味着该行业的机会大于A股的平均机会，或风险小于A股的平均风险；C区意味着该行业的机会小于A股的平均机会，或风险大于A股的

平均风险。

可将这个二维模型划分不同的区域进行打分，即 A 区 5 分，B 区和 D 区的右下部分 4 分，斜线附近区域 3 分，B 区和 D 区的左上部分 2 分，C 区 1 分。

估值与成长性比较的结论：

5 分：房地产；

4 分：金融服务、建筑建材、交运设备、化工；

3 分：家用电器、医药生物、采掘业、信息设备、交通运输、机械设备；

2 分：黑色金属、公用事业、食品饮料、信息服务、商业贸易、电器元件；

1 分：农林牧渔、有色金属、餐饮旅游、纺织服装、轻工制造、综合。

可以看出，消费品行业和部分技术驱动行业的估值水平已经严重透支了未来的成长空间，回调风险正在积聚。而部分投资品行业和货币驱动行业的 PEG 已经很有吸引力了。

（二）市场情绪

我们用两个指标来衡量市场情绪：（1）当前人气指标，当前行业相对换手率 = 当前行业平均换手率/当前 A 股平均换手率；（2）历史人气指标，历史行业相对换手率 = 历史行业平均换手率/历史 A 股平均换手率。

我们用近五年来（2005 年 9 月 22 日-2010 年 9 月 21 日）的平均换手率作为历史平均换手率，用 2010 年 9 月 1 日-21 日的平均换手率作为当前换手率。行业平均换手率指标采用算术平均法计算。计算结果表 5 所示。

表 5 各行业的市场人气

一级行业	当前人气	历史人气	一级行业	当前人气	历史人气
有色金属	1.37	1.17	交运设备	0.97	1.00
电子元器件	1.31	1.05	纺织服装	0.85	1.06
农林牧渔	1.27	1.28	食品饮料	0.78	0.91
信息设备	1.20	1.11	餐饮旅游	0.77	1.04

化工	1.19	1.07	房地产	0.75	0.94
机械设备	1.19	1.06	黑色金属	0.70	0.84
信息服务	1.16	0.97	交通运输	0.67	0.86
轻工制造	1.15	1.07	采掘	0.66	1.02
综合	1.08	1.05	公用事业	0.65	0.83
建筑建材	1.04	1.03	商业贸易	0.64	0.78
家用电器	1.02	0.91	金融服务	0.37	0.83
医药生物	1.01	0.97			

数据来源：聚源数据、日信证券

市场人气比较的结论：

5 分：当前人气较清淡，而历史人气较旺盛，具有潜在机会。采掘业、房地产、餐饮旅游、食品饮料、纺织服装、金融服务。

4 分：当前人气与历史人气都比较旺盛，投资机会较大。有色金属、信息设备、农林牧渔。

3 分：当前人气与历史人气均维持中性水平。交运设备、医药生物、建筑建材、综合。

2 分：当前人气明显高于历史人气，具有潜在风险。电子元器件、化工、机械设备、信息服务、轻工制造、家用电器。

1 分：当前人气与历史人气都比较清淡，投资机会不大。商业贸易、公用事业、交通运输、黑色金属。

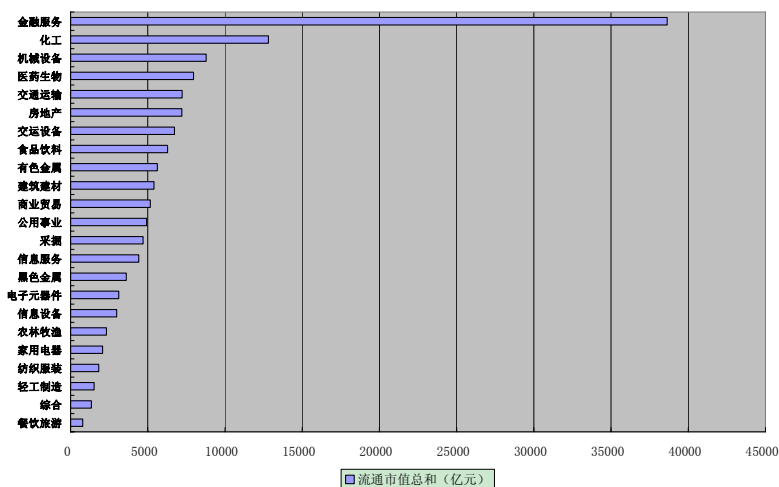
（三）流动性水平与行业流通市值的匹配度

对流动性水平与大小市值行业市场表现的关系进行研究。从流动性的角度评判各个行业的市场机会。逻辑：在流动性较充裕时，大盘股会有好的表现；流动性一般时，中小盘股的机会多。

流动性指标：（1）M1 同比增速；（2）M2 同比增速-名义 GDP 同比增速

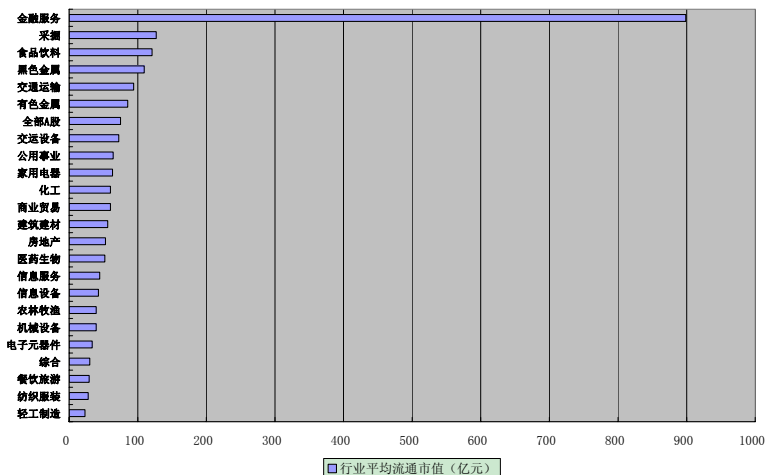
行业流通市值指标：（1）行业流通市值总和；（2）行业流通市值总和/该行业的上市公司数量。

图 6：各行业的总流通市值



数据来源：聚源数据、日信证券

图 7：各行业的平均流通市值



数据来源：聚源数据、日信证券

流动性与行业流动市值比较的结论:

金融服务业的总流通市值、平均流通市值远高于其他 22 个行业，是一个非常特殊的行业。只有在流动性水平非常充裕时，金融服务业才会有良好表现。四季度流动性水平仍然维持在中性水平上，大市值行业仍然难有良好表现。

5 分：平均流通市值和总流通市值均较小。轻工制造、纺织服装、综合、电子元器件、餐饮旅游、信息设备、信息服务、农林牧渔。

4 分：平均流通市值较小，但总流通市值在中等水平以上。机械设备、医药生物、房地产、建筑建材。

3分：总流通市值和平均流通市值均处于中等水平。公用事业、交运设备、家用电器、商业贸易、化工。

2分：平均流通市值较大，但总流通市值在中等水平以下。采掘业、食品饮料、黑色金属、交通运输、有色金属、

1分：平均流通市值和总流通市值均较大。金融服务业。

（四）行业催化因素及风险因素

行业催化因素，即未来三个月内有可能诱发本行业股价出现上涨行情的催化剂。行业风险因素，即未来三个月内有可能诱发本行业股价出现下跌行情的风险因素。由各行业研究员在《行业景气调查表》中填写。

表 6 行业催化及风险因素

一级行业	未来催化因素	未来风险因素
金融服务	加息	调升拨备
房地产	房价下跌弱化调控预期	政策的不确定性
有色金属	美元指数下跌，市场需求回暖	美元指数上升，经济二次探底
农林牧渔	相关农产品价格上涨	天气、疫情
纺织服装		劳动力价格上涨
医药生物	生物医药产业振兴规划	药品价格管理办法
食品饮料		原材料价格上涨
家用电器	暂无	铜价大幅度上升
信息设备	战略新兴产业中“下一代信息技术”细则出台	运营商资本支出低于市场预期
信息服务	新 18 号文出台，对软件行业扶持力度加大	计算机行业相对沪深 300 溢价已达历史新高，未来存在回落风险
电子元器件	3C 产品升级、移动支付、WLAN、触摸屏、iPad、智能手机	

新能源	成本下降	技术研发进度
节能环保	政策推动	政策落实效果、政策出台时间
高端装备制造	军工体系内改革	制度因素阻碍

市场因素研究的结论：基于市场因素研究的行业配置建议如表 7 所示。

表 7 基于市场因素研究的配置建议

一级行业	配置建议	一级行业	配置建议	一级行业	配置建议
金融服务	低配	交运设备	超配	服装纺织	标配
房地产	超配	公用事业	低配	轻工制造	低配
采掘业	标配	农林牧渔	标配	交通运输	低配
有色金属	低配	食品饮料	标配	综合	低配
黑色金属	低配	家用电器	标配	信息设备	超配
建筑建材	超配	餐饮旅游	标配	信息服务	标配
化工	标配	医药生物	低配	电子元器件	标配
机械设备	标配	商业贸易	低配		

注：“一级行业”按照申万一级行业划分标准。

重点行业说明：

房地产行业的 PEG 很具有吸引力，而且平均流通市值和总流通市值都不大，不存在资金面上的障碍。唯一压制房地产行业的因素就是调控政策。一旦政策面有松动迹象，房地产行业的投资机会很大，是需要关注的潜力行业。

医药生物：《药品价格管理办法》是未来较大的风险因素。

金融服务业：尽管估值水平很低，但流动性水平难以支撑其上涨，资金面是制约金融股的主要障碍。

六、行业配置建议

我们从行业景气、政策导向、市场因素三个方面分别得出行业配置建议，综合考虑三方面的分结论后再得出最终的配置建议，这比简单的“加权平均法”

逻辑上更为严谨。

表 8 四季度行业配置建议

一级行业	行业景气	政策导向	市场因素	最终配置建议	大资金配置比例	小资金配置比例
信息设备	超配	超配	超配	超配，并强烈推荐	6.0%	8.3%
电子元器件	超配	超配	标配	超配，并强烈推荐	5.4%	8.3%
食品饮料	超配	标配	标配	超配，并强烈推荐	10.8%	8.3%
信息服务	超配	超配	标配	超配	6.1%	6.5%
交运设备	标配	标配	超配	超配	9.3%	6.5%
建筑建材	标配	标配	超配	超配	7.5%	6.5%
新能源	超配	超配	--	超配	--	6.5%
节能环保	超配	超配	--	超配	--	6.5%
高端装备制造	超配	超配	--	超配	--	6.5%
生物制药 (II)	--	超配	--	超配	--	6.5%
小金属 (II)	--	超配	--	超配	--	6.5%
房地产	标配	低配	超配	标配	5.0%	3.3%
农林牧渔	标配	标配	标配	标配	1.6%	3.3%
餐饮旅游	标配	标配	标配	标配	0.6%	3.3%
机械设备	标配	标配	标配	标配	6.0%	3.3%
化工	低配	标配	标配	标配	8.8%	3.3%
公用事业	标配	标配	低配	标配	3.4%	3.3%

商业贸易	标配	标配	低配	标配	3.6%	3.3%
家用电器	低配	标配	标配	低配	1.4%	--
服装纺织	低配	标配	标配	低配	0.6%	--
采掘业	低配	低配	标配	低配	1.6%	--
有色金属	低配	标配	低配	低配	1.9%	--
医药生物	标配	低配	低配	低配	2.7%	--
金融服务	标配	低配	低配	低配	13.0%	--
交通运输	低配	标配	低配	低配	2.5%	--
黑色金属	低配	低配	低配	低配	1.2%	--
轻工制造	低配	低配	低配	低配	0.5%	--
综合	低配	低配	低配	低配	0.5%	--

注：斜体字部分为不属于申万一级行业的行业。

“大资金配置比例”：以各行业占 A 股总流通市值的比重为基准，强烈推荐行业配置系数为 2.5，其他超配行业配置系数为 2.0，标配行业配置系数为 1.0，低配行业配置系数为 0.5。需考虑资金流动性因素的投资者可按此比例配置。假定大资金仅按照申万一级行业进行配置。

“小资金配置比例”：强烈推荐行业配置系数为 2.5，其他超配行业配置系数为 2.0，标配行业配置系数为 1.0，低配行业不做配置。配置基准为 $100\% / (2.5 * \text{强烈推荐行业数量} + 2.0 * \text{其他超配行业数量} + 1.0 * \text{标配行业总数})$ 。不需要考虑资金流动性因素的投资者可按此比例配置。

行业配置的总体逻辑：

重点配置新兴产业，适度减少消费品行业的配置，增加投资品行业的配置。四季度市场风格和主题难以发生转换，新经济和大消费仍然是市场的主线。新兴产业有持续的利好政策刺激，是需要配置的重点；消费品行业的估值水平已经透支了未来的成长空间，需要降低配置比例；而投资品行业已经具备了潜在投资机会，可以在左侧区域适度建仓。投资品行业大的投资机会还需要等待政策面催化剂的出现。整体配置上，消费品和投资品的配比需要更加均衡。

各个行业的投资逻辑:

 强烈推荐 4 个行业

- **信息设备：超配，并强烈推荐。** 尽管估值水平偏高，但受政策扶持力度较大，技术创新带来的行业成长空间可观，市场人气持续旺盛，可供选择的投资标的较多。适度回调后仍具有较大的投资机会。
- **电子元器件：超配，并强烈推荐。** 投资逻辑同上。
- **食品饮料：超配，并强烈推荐。** 大消费主线中基本面最好的行业，四季度仍维持较高的行业景气度。尽管估值水平偏高，但适度回调后仍具有较大的投资机会。
- **房地产：暂时标配，需要盯住的潜力行业。** 房地产行业的盈利能力、成长空间丝毫不逊色于新兴产业和大消费行业，但估值水平明显偏低，PEG 非常具有吸引力。是各个周期性行业中成长空间、盈利能力最为突出的行业。平均流通市值不大，不存在市场风格方面的障碍，这也是房地产行业区别于其他周期性行业的一大优势。目前唯一的障碍就是调控政策，一旦调控政策适当松动或利空出尽，则房地产行业的上涨幅度会非常可观。现有调控政策存在过激倾斜，未来在合适的时候适当微调是必然的，“房价环比下跌”和“价平量缩”是催化剂。

 其他超配行业（3 个申万一级行业，3 个战略新兴产业，2 个二级行业）

- **新能源、节能环保、高端装备制造：超配。** 战略性新兴产业的细化政策出台将会使相关子行业带来非常可观的投资机会，**重点关注核电等真正受益于政府投资的子行业。** 新兴产业仍是市场的投资主线，四季度不会发生变化。锂电池等几个被爆炒过的子行业则需要回避。
- **信息服务：超配。** 受政策扶持力度较大，行业成长空间也较大，市场人气旺盛。适度回调后仍具有较大的投资机会。
- **交运设备：超配。** 周期性行业中成长空间较大的行业，上半年乘用车市场过于清淡是 09 年购车补贴政策透支了今年的部分需求，三季度乘用车市场的景气度已经开始回升，四季度景气度将继续回升。
- **建筑建材：超配。** 周期性行业中偏早期的行业，对基建投资非常敏感。政

策面向“保增长”倾斜必然适度放宽基建投资，建筑建材行业是配置投资品的首选。

- **生物制药（医药生物）、小金属（有色金属）：**超配，需要超配的二级行业。尽管我们看淡了医药、有色这两个大行业，但生物制药、小金属这两个二级行业是需要重点配置的。这两个子行业均属于战略性新兴产业的范畴。

标配行业（7个申万一级行业）

- **化工、机械设备：**标配。周期性行业中政策压力较小的行业，可以适当左侧建仓。
- **农林牧渔、餐饮旅游、商业贸易：**标配。大消费主线中需均衡配置的品种。
- **公用事业：**标配。政府在公用事业领域的投资力度在加大，而且包含有二级行业环保产业。
- **房地产：**标配。

低配行业（10个申万一级行业）

- **金融服务：**低配。尽管 PE、PB、PEG 等估值指标都很具有吸引力，但金融行业是一个非常特殊的板块，总流通市值占 A 股的 1/4 强，单只银行股的平均流通市值高达 800 多亿元，远高于其他任何板块。推动银行股上涨需要消耗太多的资金。市场流动性水平和资金面是制约银行股的瓶颈，并将长期制约银行股的表现。我们认为目前金融行业尤其是银行股已经处于长期的底部，但这一筑底的过程可能会比较漫长。银行股的风险不大，机会也不大。目前仍需要低配，投资机会需要等待未来行情启动后再顺势而为，右侧交易。
- **家用电器、家纺（服装纺织）：**低配。4-8 月份住宅销售量下滑对房地产下游行业的滞后影响将会在四季度体现。
- **医药生物：**低配。目前估值偏高，《药品价格管理办法》使行业承受较大的风险因素。但二级行业生物制药是需要超配的。
- **采掘业：**低配。节能减排风暴将使四季度煤炭需求显著下降。
- **有色金属：**低配。整体估值偏高，基本金属的景气度较低，成长空间有限。

但二级行业小金属是需要超配的。

- 黑色金属：低配。产能过剩状况过于严重，行业盈利能力被铁矿石巨头锁定，行业调控政策压制较大。
- 交通运输、轻工制造：低配。人气过于清淡，四季度出口增速下滑使行业基本面承压。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。