

季度策略

2010 年 10 月 11 日

谨慎看好地产，持续看好大消费

——2010 年四季度 A 股投资策略

● **4 季度银行、地产的表现将很大程度影响指数的走势。**剔除银行地产的指数呈温和上扬，非周期类估值并不便宜，在此背景下，未来指数空间很大程度取决于银行地产的表现。

● **谨慎看淡银行。**银行的关键问题在于监管层的风控态度，而我们认为监管层风控态度不会转变，因为影响银行资产质量的负面因素仍在暴露过程中。只要监管态度不放松，系统性风险仍在，目前良好的技术指标不足以化解这个系统风险。拨备计提上升压力仍在，这将构成业绩下行压力。虽然目前的估值低，但行业向好拐点尚未出现，低估值能提供下跌保护和局部反弹机会，但不能构成趋势上涨动因。

● **谨慎看好地产。**考虑到即有政策（以信贷工具为主的抑制需求政策）的边际效果式微，4 季度的需要关注的新动向是——在流动性泛滥背景下，抗通胀的配置需求成为房市的重要动力。传统的房贷政策主要抑制的是刚需、投机需求，而对于抗通胀的配置需求的约束力不强，真正的博弈在于房产税。分析来看，房产税是第二或然政策选择，第一政策选择仍然是“信贷紧缩、高调表态、加大供给”（4 季度新增供给也配合目前的政策基调）。基于此，我们谨慎看好房地产板块。

● **预计上证综指运行区间 2400 - 2800。4 季度可能超预期的因素有三：**1、信贷狂飙后导致消费的超越历史均速增长；2、通胀预期下加大股票资产的配置；3、首发原始股东限售股解禁对市场的冲击高于目前市场的看法。因素 1、2 起作用时，市场可望在区间上限运行，因素 3 起作用时市场可望在区间下限运行。

● **我们行业选择的方法是：“自上而下” + “自下而上”相结合。**自上而下的主要依据是宏观、产业运行规律；自下而上主要着眼于历史季报业绩分析，选出业绩向上、稳定性好的行业，并进一步推测其景气的可持续性。

● **持续看好大消费。**自上而下的理由是：信贷创造消费、居民收入上升、消费结构特征（中西部消费倾向高、高端消费品抗通胀）3 个要素共同支撑大消费持续景气；自下而上的理由是：消费业绩增长最稳定，且波动幅度最小。重点看好白电、零售、白酒、中药。

● **阶段性看好电气设备。**自上而下的理由是：上游原料成本压力趋弱，产业利润向中游转移，对于有议价能力的中游行业而言是利好。自下而上的理由是：行业业绩增长稳定，节能减排、新能源十二五规划构成行业景气支撑。

● **阶段性看好建筑工程、建材。**自上而下的理由是：“滞后效应”使得新开工在 4 季度仍有高增长，以及固投增速的维持。自下而上的理由是：业绩明确。

相关研究

《脱离窄幅振荡格局，阶段性反弹可能性渐增》---2010 年 7 月份 A 股投资策略

《蜕变期也会有阵喜》---2010 年中期 A 股策略

《政策预期的摇摆可能伴随系统性的机会与风险》---2010 年 3 月 A 股投资策略

策略分析师

吴一萍

SAC 执业证书编号：

S0850203100093

电话：(021) 23219387

Email: wuyiping @htsec.com

策略分析师

陈瑞明

SAC 执业证书编号：

S0850209080673

电话：(021) 23219197

Email: chenrm @htsec.com

目录

1. 谨慎看淡银行，谨慎看好地产，指数窄幅波动	6
1.1 银行地产的表现将很大程度影响指数走势	6
1.2 监管层风控态度转向之前，谨慎看淡银行	7
1.3 抗通胀与房产税的博弈，谨慎看好房地产	9
2. 四季度可能超预期的因素	12
2.1 信贷狂飙后的消费超常增长	12
2.2 通胀预期下加大股票资产配置	14
2.3 首发原始股东限售股解禁高峰对市场的冲击	17
3. 行业选择的方法	18
3.1 我们的任务：总体业绩增速下滑背景下，寻找景气的行业	18
3.2 我们的方法：自下而上 + 自上而下	19
4. 持续看好大消费，阶段性看好电气设备、建筑建材	20
4.1 信贷创造消费、收入上升、消费结构特征共同支撑大消费持续景气	20
4.2 大消费看好白电、零售、白酒、中药	24
4.3 利润向中游制造业转移	26
4.4 电气设备受益于利润向中游转移及节能减排政策	27
4.5、固投增速不减、新开工的滞后效应，地产上游具阶段性投资机会	30
4.6 建筑建材是地产上游中业绩最明确的行业	32
5. 行业配置	33
5.1 估值筛选	33
5.2 行业配置建议	34

图目录

图 1 A股市场 8 月后呈结构性分化	7
图 2 周期类行业PE估值低于前期高点	7
图 3 周期类行业PB估值低于前期高点	7
图 4 非周期类行业PE估值基本达到前期高点	7
图 5 非周期类行业PB估值基本达到前期高点	7
图 4 银行上市公司不良贷款率下降	8
图 5 上市公司拨备覆盖率处于历史最佳水平	8
图 8 银行NIM可望维持平稳	9
图 9 货币超发之后的 1~2 年有通胀上行压力	10
图 10 以信贷为主的需求调控政策主要影响的是刚需、投机，而抗通胀需求受影响程度较小	10
图 11 房地产企业景气度出现转折	11
图 12 房企上市公司净现金流占总资产比率趋势性下降	12
图 13 房地产行业杠杆比率下降	12
图 14 M2 扩张之后 1~2 年，社会零售开始步入高增长时期	13
图 15 全国社会消费品零售同比增速 09，10 年趋缓	13
图 16 贵州社会消费品零售同比增速 09，10 年趋缓	13
图 17 云南社会消费品零售同比增速 09，10 年趋缓	13
图 18 重庆社会消费品零售同比增速 09，10 年趋缓	13
图 20 四川社会消费品零售月度同比增速 09，10 年持续走高	14
图 20 2010 年城镇、农村居民人均收入增速稳步上扬	14
图 21 货币超发之后的 1~2 年有通胀上行压力（同图 9）	15
图 22 数月来CPI增速上行PPI增速下行，两者形成反差	15

图 23 名贵中药材涨幅惊人	16
图 24 高端白酒终端价大幅上涨	16
图 25 储蓄存款同比增长进入低位是对通胀预期的理性反应	17
图 26 居民杠杆率提高是对通胀预期的理性反应	17
图 27 限受股解禁市值及首发原始股东在其中的占比	18
图 28 GDP增速和上市公司业绩增速对比	18
图 29 行业选择的分析方法图	19
图 30 今年二季度各行业业绩增幅 (%)	20
图 31 今年二季度各行业业绩增幅 (续, %)	20
图 32 城镇居民可支配收入落后于GDP增速且占比持续下降	21
图 33 消费倾向呈地区性差异	22
图 34 收入水平和消费倾向反向相关	23
图 35 品牌中药与CPI变动趋势相同	23
图 36 高端白酒与CPI变动趋势相同	23
图 37 家电板块收入和城镇居民可支配收入增速对比 (%)	24
图 38 食品饮料收入和城镇居民可支配收入增速对比 (%)	24
图 39 医药板块收入和城镇居民可支配收入增速对比 (%)	24
图 40 白色家电行业历年二季度业绩 (%)	25
图 41 白电行业历年业绩增幅对比 (剔除Q1, %)	25
图 42 零售行业历年二季度业绩 (%)	25
图 43 零售行业历年业绩增幅对比 (剔除Q4, %)	25
图 44 中药行业历年二季度业绩 (%)	26
图 45 中药行业历年业绩增幅对比 (%)	26
图 46 饮料制造行业历年二季度业绩 (%)	26
图 47 饮料制造行业历年业绩增幅对比 (%)	26
图 48 从“PPI加工 - PPI原料同比”看, GDP增速下降, 上游成本压力下降, 利好中游行业	27
图 49 电气设备行业毛利率变化和PPI加工—PPI原料的关系	28
图 50 电气设备行业历年二季度业绩 (%)	29

图 51 电气设备行业历年业绩增幅对比 (%)	29
图 52 电气自控行业历年二季度业绩 (%)	29
图 53 电气自控行业历年业绩增幅对比 (%)	29
图 54 输变电设备行业历年二季度业绩 (%)	29
图 55 输变电设备行业历年业绩增幅对比 (%)	29
图 56 保障性住房建设加速 (%)	31
图 57 保障性住房建设相对整个房地产市场仍显不足 (%)	31
图 58 建筑施工上市公司收入增速和新增投资增速对比 (%)	31
图 59 建筑施工上市公司收入增速和中央项目增速对比 (%)	31
图 60 历史数据显示,新开工的表现滞后销售表现 4~6 个月	32
图 61 5 月份以来,新开工同比数据保持高位运行	32
图 62 建筑工程行业历年二季度业绩 (%)	33
图 63 建筑工程行业历年业绩增幅对比 (%)	33
图 64 2006 年以来 PE 变化及目前估值水平 (预测, 倍)	33
图 65 2006 年以来 PB 变化及目前估值水平 (倍)	34

表目录

表 1 监管层对于银行风控的已出台政策和可能出台的政策	8
表 2 类投资消费品价格异常上涨	16
表 3 2010 年各省最低月工资变动和增幅	22
表 4 已出台新能源相关政策	28
表 5 待出台新能源相关政策	28
表 6 4 季度A股行业配置策略建议	34

1. 谨慎看淡银行，谨慎看好地产，指数窄幅波动

4 季度银行、地产的表现将很大程度影响指数的走势。一是因为 8 月以后市场呈结构分化，银行地产显著下行，剔除银行地产的上证综指温和上行，在此背景下，指数运行区间将主要取决于银行地产的表现。二是因为银行地产的业绩占有上市公司的一半，算上相关的周期行业就更多，银行地产业绩的波动对全市场盈利增速的波动具有举足轻重的影响。

影响银行走势的关键问题在于监管层风控态度。如果风控力度趋紧的话，当前良好的技术指标（不良双降、拨备覆盖率上升、资本充足率达标）并不能提供业绩保障；相应的当前的低估值也不能构成上涨的理由。因此我们对银行的分析，不能停留在静态的不良资产、业绩、估值分析，更重要的应放在对监管层对风控态度的认识！

我们谨慎看淡银行。我们认为监管层的风控态度不会发生转向，因为影响银行资产质量的负面因素——房价下跌、融资平台坏账、经济增速下滑引起资产质量下降——仍在暴露过程中。9 月底银监会讨论将拨备率（拨备/总贷款）比率达到 2.5% 作为监管指标，也反映出监管层认为的系统风险比商业银行确认的要大。这样，目前良好的不良率、拨备覆盖率等指标都会动态变化，拨备计提的上升将构成业绩下行压力。在监管层风控态度转向之前，目前的低估值能提供下跌保护和局部反弹的动力，但不能构成趋势上涨动因。

影响地产走势的关键变量在于是否有更紧缩政策预期。虽然通常而言成交量和房价是业绩的先行指标，但在当前高调调控房市的背景下，市场观点认为，房价、甚至是成交量成了政策的“逆向指标”。因此对地产的分析，首先要厘清政策动向，只有政策相对宽松的环境下，成交量才能成为地产股的投资依据。

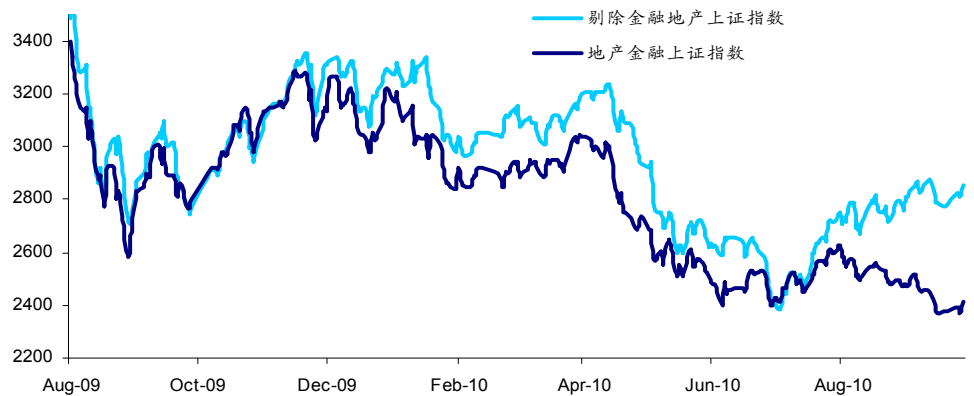
我们谨慎看好房地产。在即有政策边际效果趋弱背景下，4 季度的需要关注的新动向是，在流动性泛滥背景下抗通胀的配置需求将成为房市的重要动力。而传统的信贷政策对于抗通胀的配置需求的约束力不强，真正的博弈在于房产税。而目前来看，房产税是第二或然政策选择，第一政策选择仍然是“信贷紧缩、高调表态、加大供给”组合（4 季度新增供给也配合目前的政策基调）。基于此，我们谨慎看好房地产板块。

预测 4 季度上证综指波动区间 2400 - 2800。综合银行地产的分析，我们认为基于银行地产低估值的保护，指数下行空间不大。但政策总体偏紧的预期未解除，市场难有趋势性上涨机会。相对而言，我们谨慎看好地产，谨慎看淡银行。

1.1 银行地产的表现将很大程度影响指数走势

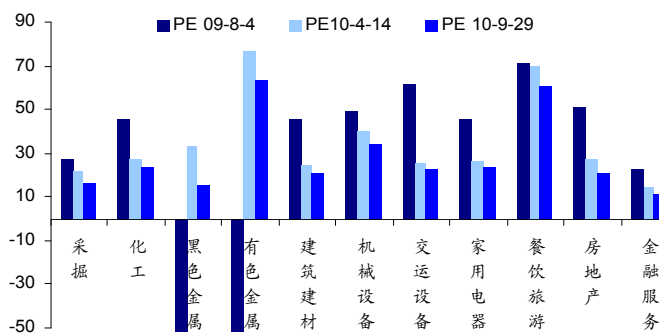
8 月以后市场呈结构分化，未来银行地产表现是指数走势的关键所在。从走势看，8 月以后，银行地产显著下行，剔除银行地产的上证综指温和上行。从估值看，周期类和非周期类行业也出现结构性分化：受银行地产政策紧缩的拖累，周期类各板块中 PE 及 PB 均没有达到前期高点时的估值，下降幅度明显；而非周期类行业的各个板块，除了交通运输和公共事业，其他板块的 PE、PB 均接近甚至超过前期高点。在非银行地产指数温和上扬之后，在非周期类估值并不便宜的背景下，指数空间很大程度取决于银行地产的表现。

图 1 A 股市场 8 月后呈结构性分化



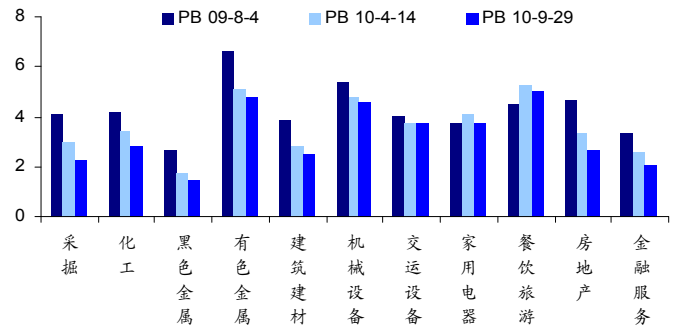
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 2 周期类行业 PE 估值低于前期高点



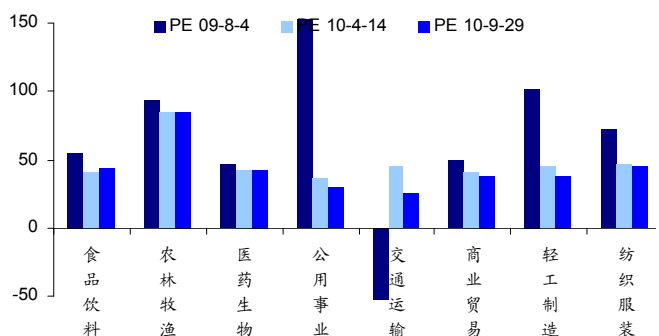
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 3 周期类行业 PB 估值低于前期高点



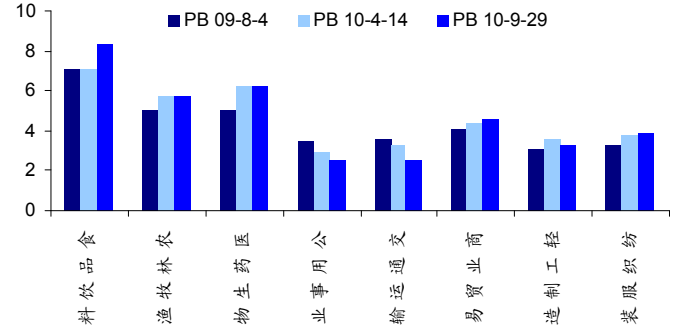
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 4 非周期类行业 PE 估值基本达到前期高点



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 5 非周期类行业 PB 估值基本达到前期高点



资料来源：WIND，海通证券研究所

1.2 监管层风控态度转向之前，谨慎看淡银行

影响银行走势的关键问题在于监管层风控态度。如果风控力度趋紧的话，当前良好的技术指标（不良双降、拨备覆盖率上升、资本充足率达标）并不能提供业绩保障；相应的当前的低估值也不能构成上涨的理由。因此我们对银行的分析，不能停留在静态的不良

资产、业绩、估值分析，更重要的应放在对监管层对风控态度的认识！

我们认为监管层的风控态度不会发生转向。因为影响银行资产质量的负面因素——房价下跌、融资平台坏账、经济增速下滑引起资产质量下降——仍在暴露过程中。今年以来，监管层对银行的风险控制政策也越来越紧，9 月底银监会讨论将拨备率（拨备/总贷款）比率达到 2.5% 作为监管指标，也反映出监管层认为商业银行技术确认的不良率还“不够安全”。

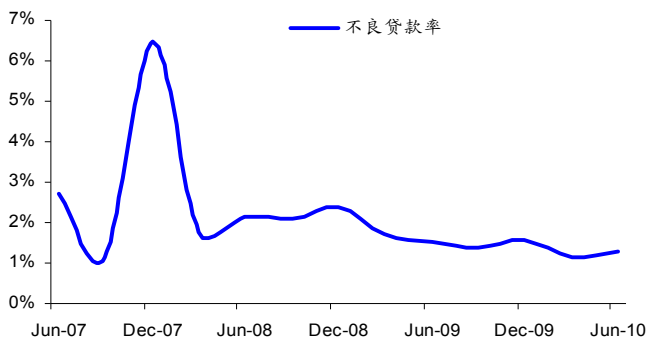
表 1 监管层对于银行风控的已出台政策和可能出台的政策

类别	内容
已出台政策	《商业银行资本充足率监督检查指引》（2010 年 1 月）
	《流动资金贷款管理暂行办法》（2010 年 2 月）
	《商业银行实施新资本协议申请和审批指引》
	《信托公司净资本管理办法》（2010 年 9 月）
可能出台的政策	《银行业金融机构国别风险管理指引》（2010 年 6 月）
	关于最低资本要求：核心一级资本、一级资本和总资本充足率分别要求 6%、8% 和 10% (系统重要性银行 11%)
	关于拨备/贷款余额 2.5% 要求：系统重要性银行 2012 年底达标；其余银行 2016 年底达标
	关于杠杆：核心资本/总资产（含表外）不得低于 4%。系统重要性银行 2012 年底达标；非系统重要性银行 2016 年底达标标配
	关于流动性指标：流动性覆盖率（Liquidity Coverage Ratio, LCR）和净稳定融资比率（Net stable funding ratio, NSFR）不得低于 100%

资料来源：海通证券研究所整理

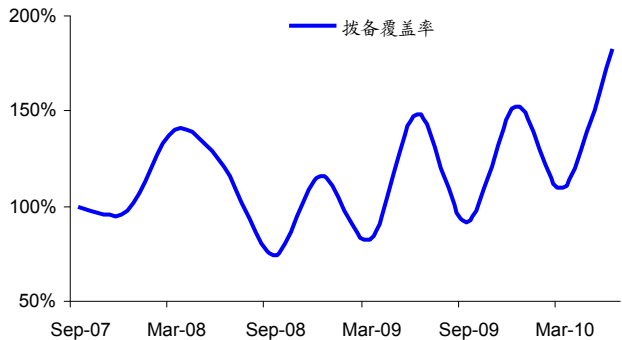
当前银行的技术指标对投资的参考意义不大。虽然当前银行具备良好的指标，中报显示不良双降、拨备覆盖率提高，不良率降低至 1.28%，拨备覆盖率达 183%，处于历史最佳水平，但我们认为其投资参考意义不大。一是因为它未必能反映真实风险——到期还本的特征使得长期贷款的风险在到期之前可能被“隐藏”，而贷新还旧手段又可以从技术上规避对不良的确认。二是在监管层风控从严背景下，指标将动态变化。设想一下，如果你认为当下的指标够安全了，除非是你认为不良的风险比监管层认识的要小。

图 6 银行上市公司不良贷款率下降



资料来源：WIND，海通证券研究所（数据截止日期 2Q2010）

图 7 上市公司拨备覆盖率处于历史最佳水平

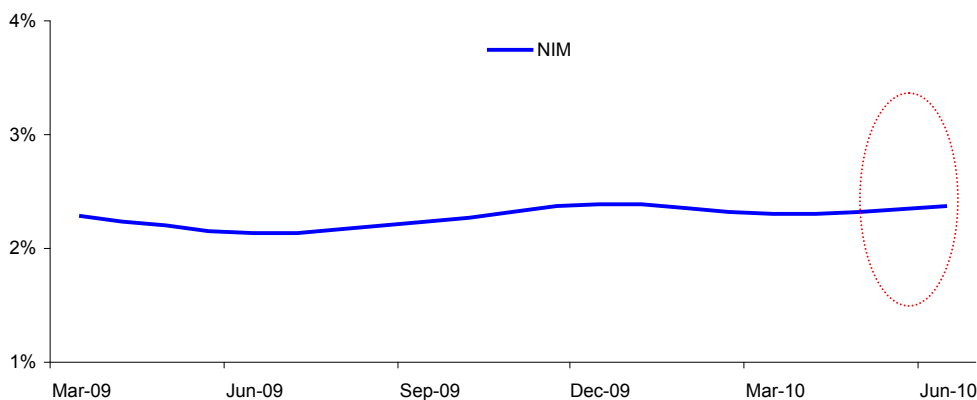


资料来源：WIND，海通证券研究所（数据截止日期 2Q2010）

生息资产、净息差对业绩的影响比较平稳，业绩波动将主要来自拨备，而拨备计提的多寡取决于监管层风控态度。关于生息资产，再融资完成后，规模扩张不受资本充足率约束，全年按 3: 3: 2: 2 新增投放节奏，平均每月新增信贷 4500 - 5000 亿，规模（生息资产）增长超预期的可能性很小。关于净息差，在不考虑加息情形下，今年剩余时间内银行净息差可望维持平稳。经济减速背景下，银行议价能力减弱，贷款/生息资产的比重趋于稳定，这使得连续几个季度的 NIM 反弹力度将趋缓，超预期因素来自“加息”和“不对称加息”。由于生息资产、净息差的因素对业绩影响比较平稳，未来业绩的波动主要是受拨备的影响。而拨备计提的多寡将主要取决于监管层对风险的认识，即监管层可以在认为必要的时候要求更多的不良资产确认、更多的拨备“保护”，而这已不是银行个体技术层面的

问题了，因此目前银行个体良好的技术指标不足以化解这个系统风险。

图 8 银行 NIM 可望维持平稳



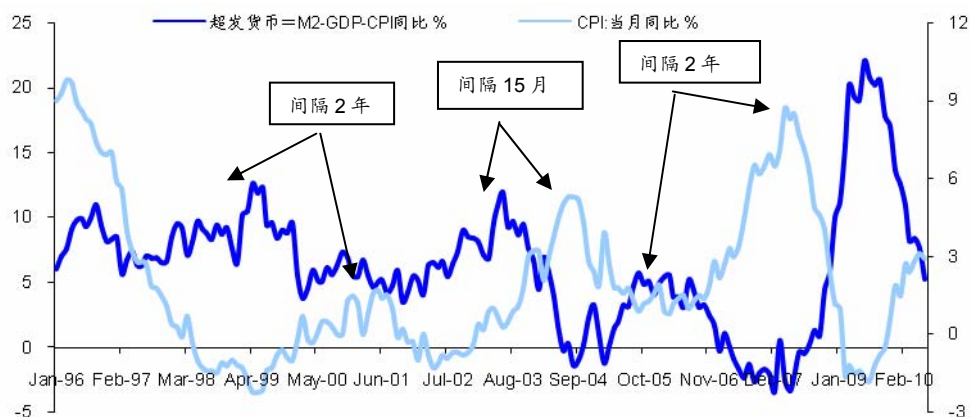
资料来源：WIND 资讯（数据截止日期 2010 年 2Q），海通证券研究所

监管层风控态度转向之前，谨慎看淡银行。我们认为风控态度转变之前，系统性风险仍在，目前良好的技术指标不足以化解这个系统风险。拨备计提上升压力仍在，这将构成业绩下行压力。虽然目前的估值低，但行业向好拐点尚未出现，低估值能提供下跌保护和局部反弹机会，但不能构成趋势上涨动因。

1.3 抗通胀与房产税的博弈，谨慎看好房地产

流动性泛滥背景下，抗通胀需求是地产的重要推动力。首先，庞大的存量货币下必定有巨大的资产价格上涨压力。经过 2009、2010 年信贷狂飙后，中国 M2 达 67.8 万亿，超过美国的 57.8 万亿元（8.62 万亿美元），和日本的 62.6 万亿元（778.9 万亿日元），而中国 GDP 只是美国的 35%，日本的 90%。“次贷危机”后美国量化宽松政策主要还是在联储层面并未扩展到商业银行体系，而中国近 20 万亿的信贷投放（包括银信合作产品），一举成为全球存量货币最泛滥的国家。这必然对资产价格构成巨大的上涨压力。其次，从时间节点看，信贷狂飙后 1~2 年往往是通胀上行的时间窗口，这意味着当下资产价格上涨压力仍巨。我们用“M2 - GDP - CPI 增速”指标度量货币超发，结果发现，货币超发高点之后的 1~2 年后，都出现了 CPI 高点，在 1~2 年的时间窗口内，通胀始终有上行压力（见下图 9）。从时间节点看，超发货币在 2009 年 6 月达到最高峰，预计在 2011 年 2 季度之前，通胀、资产价格上涨依旧有压力。今年 4 季度，虽然粮食猪肉价格波动可能导致 CPI 短期回落，但庞大存量货币对资产价格上涨的根本性压力并未解除。第三，房地产仍是资金应对通胀的主要去向。出于民营资本对垄断领域“弹簧门”、“玻璃门”的顾虑，以及新兴行业相对弱小的规模，“新 36 条”政策无法根本性的引导社会资金涌向“鼓励行业”，房地产市场仍然是吸纳剩余资金的主要场所。4 月份以后的销售额下滑只是严厉政策打压的结果，并不能说明地产对资金的吸引力退潮。

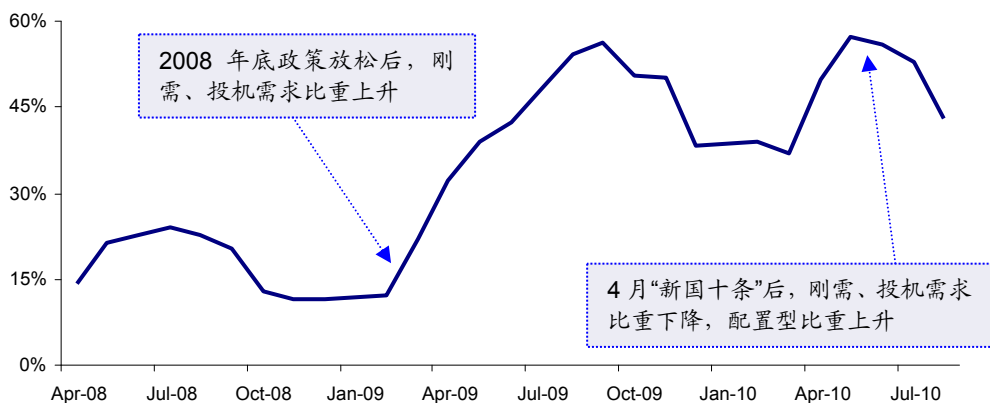
图 9 货币超发之后的 1~2 年有通胀上行压力



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 8 月）

房贷政策打压效果主要在刚性、投机需求，而抗通胀需求受影响较小。需求调控政策（以 4.17“新国十条”、9.29“新国五条”为代表）主要着力点在于信贷工具：是否发放贷款、首付比例、贷款利率。这些政策能从资金成本、现金流角度有效抑制刚性、投机需求（指通过杠杆短期博取差价放大收益的购房）。但对于抑制抗通胀配置型需求，效果会差些，因为配置型需求对信贷的依赖较弱（很多配置型需求表现为全额付款或大比例付款）。我们观察到 4.17“新国十条”之后，刚性、投机性需求的比重下降，而抗通胀型需求的比重反而上升；反向的情况在 2008 年底政策放松时也出现过。这些恰恰验证了当前以信贷为主的需求调控政策主要影响的是刚需、投机，而抗通胀需求受影响程度较小。（我们用“滚动 3 个月居民中长期新增贷款/滚动 3 个月商品住宅销售额”指标，近似反映刚需、投机性需求，该指标下降反映刚需、投机需求比重下降，配置性需求上升。反之则反之）。

图 10 以信贷为主的需求调控政策主要影响的是刚需、投机，而抗通胀需求受影响程度较小



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 8 月）

接下来的关键在于抗通胀需求与房产税的博弈。4.17“新国十条”、9.29“新国五条”政策冲击的主要是刚需、投机需求。目前来看有 2 个因素是比较肯定的：一是刚需、投机需求受信贷压制难有大起色，二是房贷政策的冲击效果式微。这两点市场预期比较一致。我们认为，4 季度需要关心的新问题在于即有政策效果递减后，抗通胀需求是否能起来？我们认为，流动性泛滥背景下，资金天然有配置房产的需求，剩下的问题是政府有何压制措施？我们认为，既有的房贷政策不足以根本性影响抗通胀需求，只有房产税增加持有资产的成本才能遏制配置型需求。因此，接下来的关键问题就在于抗通胀需求与房产税的博弈。这将是影响地产未来的关键因素。

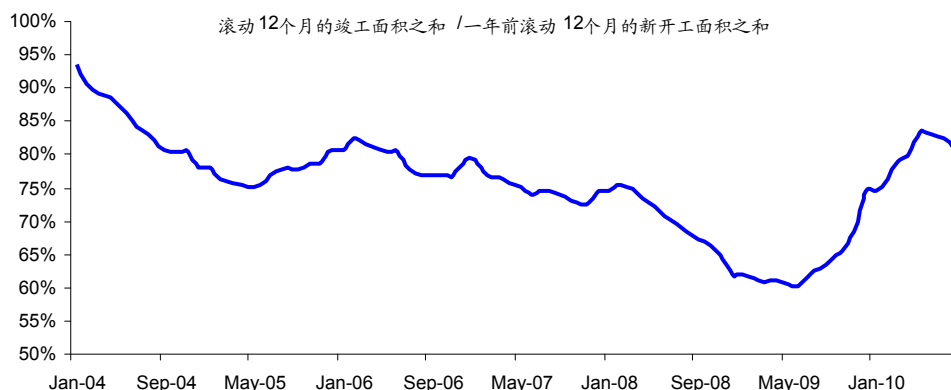
第一政策选择仍然是“房贷收紧 + 高调表态 + 供给增加”，第二或然选择是房产税。

我们认为，当前的政策组合仍然是：房贷收紧、高调表态、供给增加三者结合。虽然 9.29“新国五条”政策看似更激烈，但本质仍是对“新国十条”房贷政策的深化、细化、强调执行，并没有跳出原有框架。政策意图仍然是打压房贷并通过高调舆论影响需求，以争取有足够的时间差，利用 4 季度新增供应平抑房价。目前确有证据表明，开发商抓紧施工、销售，4 季度新增供给将加大。一是从近期的“滚动 12 个月累计竣工面积/前一年滚动 12 个月新开工面积”比率持续上升可看出，开发商抓紧施工实现销售的心态。二是房企净现金流并不乐观（净现金流比率下降），开发贷款紧缩背景下（杠杆率下降），抓紧施工销售的格局将维系。

我们认为，房产税是第二或然选择。理由有二：1、“维稳、民生、增长”是我国当前最突出问题，在此背景下，房产税是敏感话题。民生主要指管理通胀预期、抑制房价过快上涨；保增长的关键在于“一切问题需要在一定经济增速下解决”；维稳的核心是和谐，“包容性增长”、“尽最大限度增加社会和谐因素、尽最大限度减少不和谐因素”正是题中之义。因此我们思考房产税问题不仅仅从房地产市场出发。2、目前的“房贷收紧 + 高调表态 + 供给增加”政策仍在起作用，房产税政策没到非出不可的地步。政策调控最核心的是房价，总体房价并非像媒体渲染的那样大幅上涨。9.29“新国五条”虽有表态将房产税试点范围扩大到全国，但未必意味房产税的真正实施。

总体判断房产税是第二或然选择，当然也不排除极端情形下，在某些城市首先试点实施。

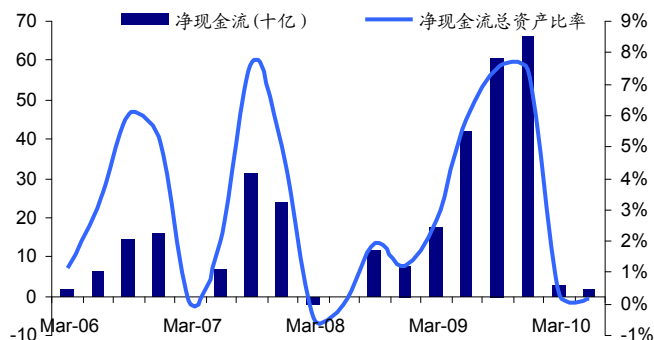
图 11 房地产企业景气度出现转折



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所（数据截至 2010 年 8 月）

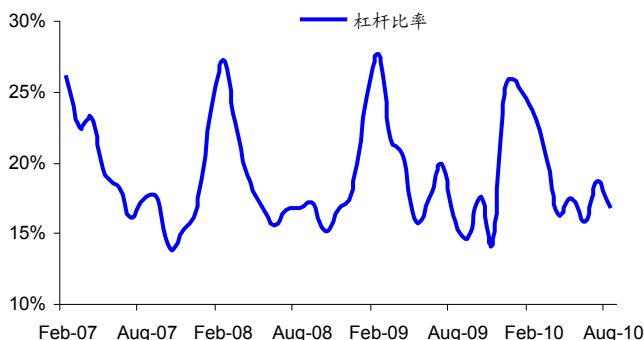
抗通胀需求 VS. 房产税，谨慎看好房地产。考虑到既有政策的边际效果式微，4 季度的需要关注的新动向是——在流动性泛滥背景下，抗通胀的配置需求成为房市的重要动力。传统的信贷政策对于抗通胀的配置需求的约束力不强，真正的博弈在于房产税。分析来看，房产税是第二或然政策选择，第一政策选择仍然是“信贷紧缩、高调表态、加大供给”，4 季度新增供给也配合目前的政策基调。基于此，我们谨慎看好房地产板块。

图 12 房企上市公司净现金流占总资产比率趋势性下降



资料来源：WIND，海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 2Q）

图 13 房地产行业杠杆比率下降



资料来源：WIND，海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 8 月）

2. 四季度可能超预期的因素

4 季度可能超预期的因素有三：1、信贷狂飙后导致消费的超越历史均速增长；2、通胀预期下加大股票资产的配置；3、首发原始股东限售股解禁对市场的冲击高于目前市场的看法。

三个因素有正面有负面，因素何时发酵很难把握，即市场节奏难以把握。综合来看，超预期因素不改变市场运行区间 2400-2800 的判断，因素 1、2 起作用时，市场可望在区间上限运行，因素 3 起作用时市场可望在区间下限运行。

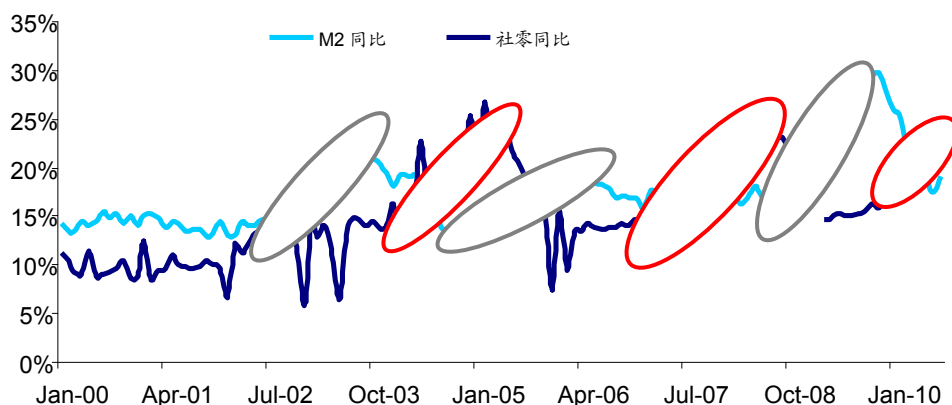
2.1 信贷狂飙后的消费超常增长

信贷创造消费。我们相信中国经济模式下，货币对经济、居民收入的短期影响是“非中性的”。信贷扩张拉动即期 GDP，并随着货币链条传导，最终转化为居民收入，支撑下一波的消费增长，即：货币创造→GDP→居民收入→居民消费。我们称之为“信贷创造消费”。

支撑这个观点的论据至少有二：1、M2 扩张之后 1~2 年，社会消费开始步入高速增长时期；2、2008 年四川灾后重建大量投放货币，导致 2009、2010 年四川社会零售数据超常增长显著高于周边省份。

1、过去 10 年，我国 M2 有三次扩张时期：3Q2002 年~3Q2003 年、2Q2005 年~2Q2006 年、2009 年全年。其后对应三次社会零售的快速增长：2004 年全年、1Q2007 年~3Q2008 年、2010 年初至今。M2 扩张期到社会消费高速增长期的时间间隔在 1~2 年。

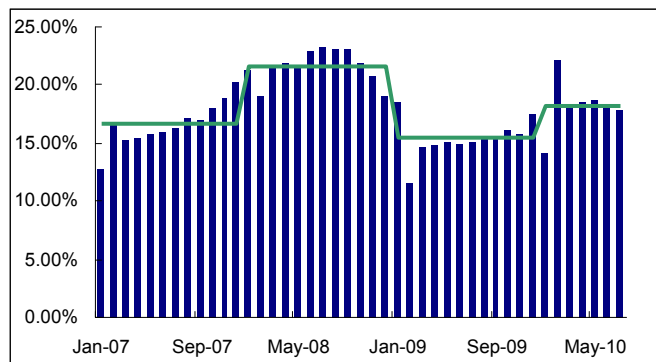
图 14 M2 扩张之后 1~2 年，社会零售开始步入高速增长时期



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 8 月，剔除 Feb09、Feb10 低基数社会数据）

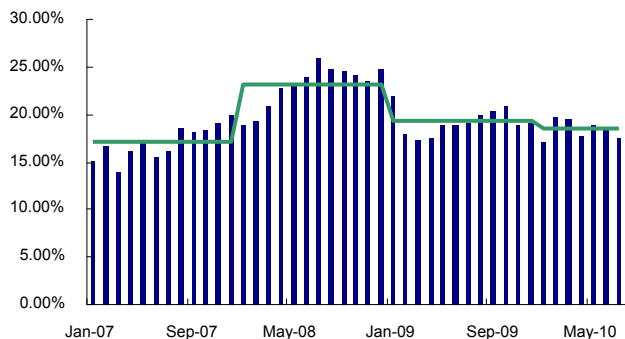
2、2008 年“5.12”汶川大地震后，国家启动大规模灾后重建计划，在庞大的转移支付、银行信贷资金入川支持重建之后，这些资金也沉淀下来，成为了当地企业、居民的收入，并体现在随后的 2009、2010 年四川社会消费超常增长，增速显著高于周边省份和全国水平。数据显示，全国和西南部（云贵重庆）的社会零售月同比增速呈现“09、10 年趋缓”的态势，而四川则呈现“09、10 年持续高”的态势。四川与西南其他省市的数据反差说明了四川的独特原因——信贷创造、转移支付之后的社会消费超常效应。

图 15 全国社会消费品零售同比增速 09, 10 年趋缓



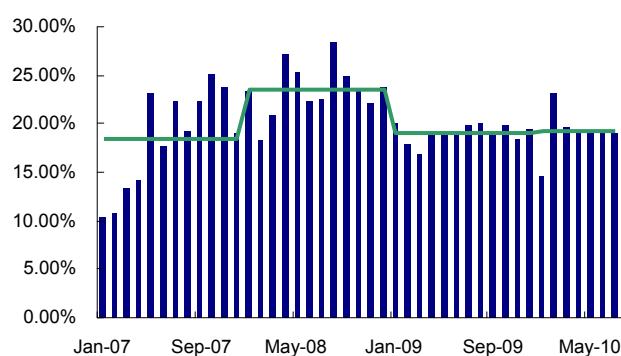
资料来源：WIND，海通证券研究所（数据参考截止日期：2010 年 7 月）

图 17 云南社会消费品零售同比增速 09, 10 年趋缓



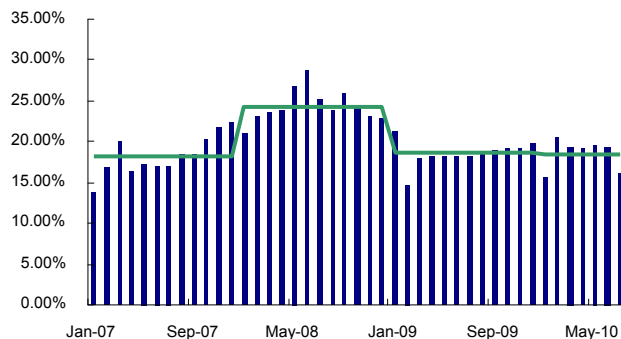
资料来源：WIND，海通证券研究所（数据参考截止日期：2010 年 7 月）

图 16 贵州社会消费品零售同比增速 09, 10 年趋缓



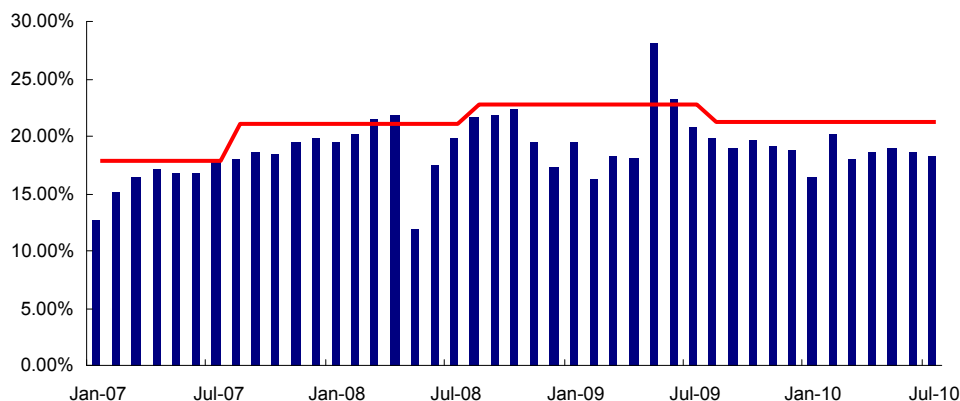
资料来源：WIND，海通证券研究所（数据参考截止日期：2010 年 7 月）

图 18 重庆社会消费品零售同比增速 09, 10 年趋缓



资料来源：WIND，海通证券研究所（数据参考截止日期：2010 年 7 月）

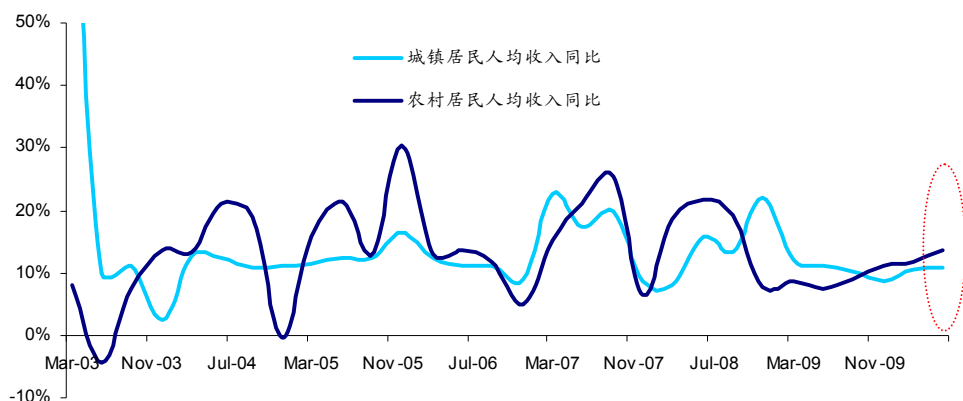
图 19 四川社会消费品零售月度同比增速 09, 10 年持续走高



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 7 月）

信贷狂飙后的消费超常增长时代来临。根据“信贷创造消费”的观点，我们认为，2009 年信贷狂飙之后，2010、2011 年中国正在经历大消费时代，行业增速极有可能超越历史均值。目前来看，信贷狂飙后之后的“收入效应”已开始体现，2010 年城镇、农村居民收入增速稳步上扬。

图 20 2010 年城镇、农村居民人均收入增速稳步上扬

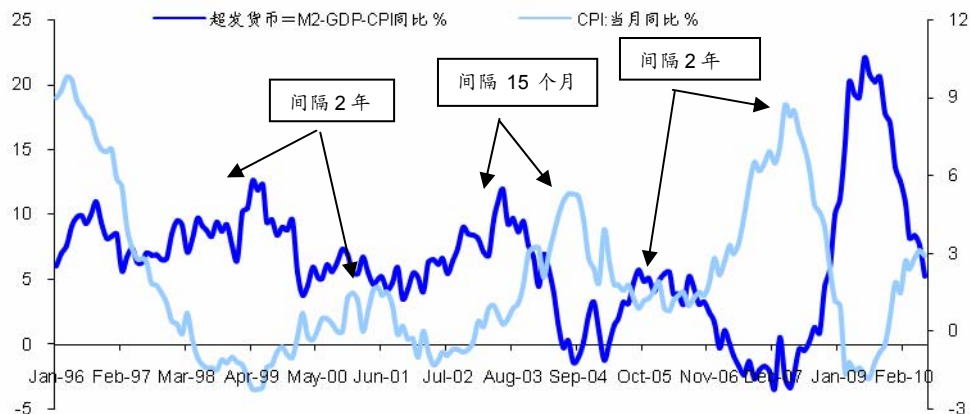


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 9 月）

2.2 通胀预期下加大股票资产配置

预计 2011 年 2 季度之前，通胀有上行压力。在大规模信贷投放之后，通胀成为一种货币的必然结果。我们用“M2 - GDP-CPI 增速”指标度量货币超发，结果发现，货币超发高点之后的 1-2 年后，都出现了 CPI 高点，在 1-2 年的时间窗口内，通胀始终有上行压力（见下图 21）。2009 年、2010 年的宽信贷造就庞大的货币存量（M2 在 2010 年 8 月已达 67.8 万亿）已是“覆水难收”，未来的信贷收缩只是降低货币增速不能减少货币总存量，作为货币现象，通胀的发生是必然的。从时间节点看，超发货币在 2009 年 6 月达到最高峰，预计在 2011 年 2 季度之前，通胀依旧有上行压力。今年 4 季度，虽然粮食猪肉价格波动可能导致 CPI 短期回落，但货币对通胀的根本性压力并未结束。

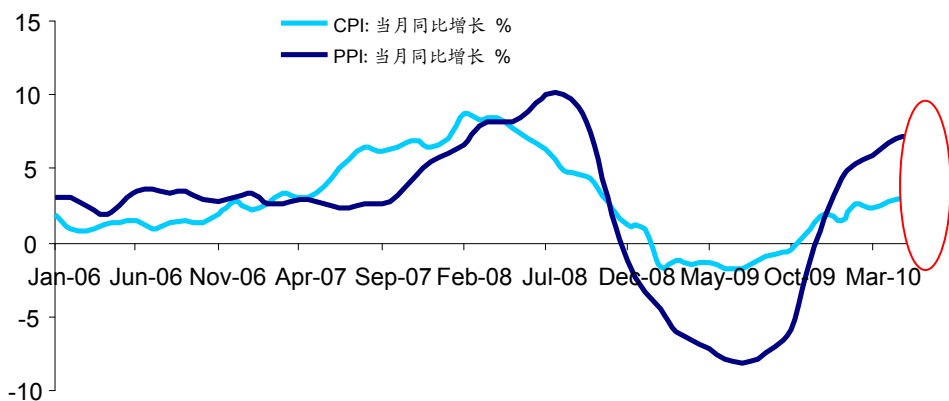
图 21 货币超发之后的 1~2 年有通胀上行压力 (同图 9)



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所 (数据截止日期 2010 年 9 月)

通胀的结构性特征: 消费品领域通胀大于工业品领域通胀。一是因为供需关系总体呈现“消费渐强工业渐弱”的特征。在消费品领域, 由于劳动力要素市场化配置的结果要求劳动收入提升, 国家亦推行收入分配制度改革, 收入效应使得居民消费需求提升, 需求端对消费品价格有上涨的压力; 而工业品领域, 由于全球经济体正处于工业增速下滑、国内政府主导的基建项目增速下滑, 出口亦无法支撑固定资产投资的高增长, 在全球产能严重过剩的环境下, 供需关系决定了工业品价格不具备大幅上涨的条件, 我们认为本轮的货币效应不太可能像 2005-2007 年那样对大宗商品造成大幅冲击。二是因为货币的冲击效应呈现“消费趋强工业趋弱”的特征。本轮大规模货币创造源于对基建、固定资产投资项目的信贷, 从货币传导链条看, 资金先进入企业户, 而后以工资、成本形式进入居民户。根据我们之前“超发货币高点后 1-2 年出现 CPI 高点”的结论, 2009 年大规模信贷之后的 1-2 年即 2010-2011 年, 货币会在消费领域发力。反观货币对工业品的冲击, 在 2009 年最强烈进入 2010 年后式微。我们的判断可以从近期“CPI、PPI 一升一落”的反差得以验证。

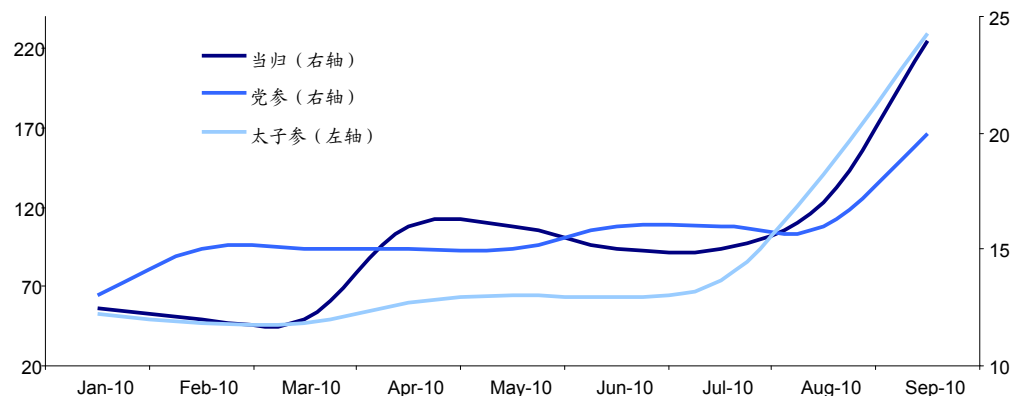
图 22 数月来 CPI 增速上行 PPI 增速下行, 两者形成反差



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所 (数据截止日期 2010 年 8 月)

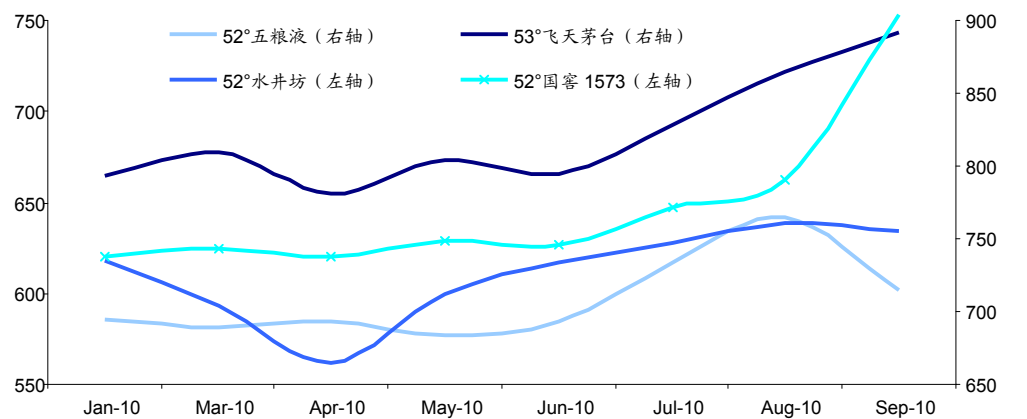
消费领域的通胀更集中在类投资消费品, 而非 CPI 成分商品。由于国家对通胀预期管理的着力点在于 CPI, 且发改委实施价格管制措施, 因此 CPI 主要成分商品除了气候扰动、短期供需失衡出现波动之外, 大部分的涨幅并不“惊人”。消费品领域的通胀更体现在类投资属性的消费品, 如高端白酒、名贵中药、具收藏属性的非必需消费品 (见下图 23、24, 表 2)。恰是因为类投资属性的消费品与必需消费品 (CPI 成分商品) 在价格上的反差, 说明了货币是价格上涨的主要驱动因素, 大量闲余货币追逐类投资消费品。

图 23 名贵中药材涨幅惊人



资料来源：中药价格网，海通证券研究所

图 24 高端白酒终端价大幅上涨



资料来源：糖酒快讯，海通证券研究所

表 2 类投资消费品价格异常上涨

商品名称	今年价格表现
高档白酒	以 53°飞天茅台和 52°国窖 1573 为代表，全国平均售价在 5 月传统淡季表现抢眼，年内已经上涨 20% 左右。
中药材	太子参、三七、当归、重楼、党参及虫草等多种中药材今年都表现出强劲的价格走势，其中太子参涨幅超过 8 倍。
玉石原石	翡翠 100%-200% 的超常规涨价带动了黄龙玉及非传统优质玉石台山玉等原石的价格上涨。
茶饮	大红袍均价上涨 200% 左右，游资炒作下最高价甚至飙升至 10 万元/500 克。
紫砂壶	年初春拍的紫砂壶以 1232 万元天价成交，带动了紫砂壶市场价格的不攀升，杭州的紫砂壶市场价格已经超过 2 万。
必需品	从年初的大蒜、豆类的价格飙涨到近期的棉花价格 4 日上涨 20%，必需品的价格上涨幅度同样不容忽视。

资料来源：海通证券研究所整理

居民对通胀预期的理性反应，增加股票配置是合理选择。居民对通胀预期的理性反应一是体现在储蓄存款增长率下滑。2009 年开始储蓄存款同比增长持续下降，目前处于低位，在“负利率”时代，减少现金存款是抵御通胀的理性反应；二是体现在杠杆率提升。我们用“居民贷款/储蓄存款”比率来度量居民杠杆率，发现 2009 年之后杠杆率大幅上升，

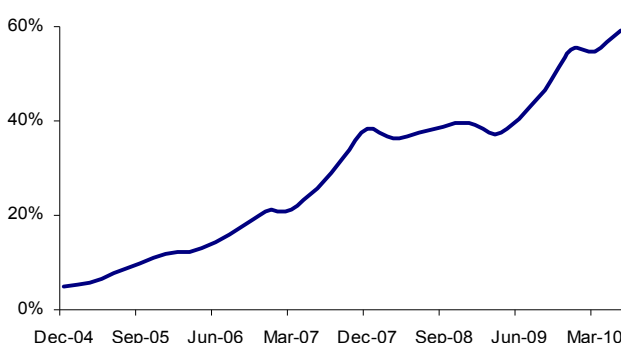
虽然直观的原因是房贷的大幅增长，但背后存在的逻辑是居民抗通胀增加负债的理性反应。我们认为，在通胀预期理性反应模式下，居民可望增加股票资产（对应的是公司实物资产）的配置以抵御通胀，在政策压制房市的背景下，股票配置的需求将会更加强烈。

图 25 储蓄存款同比增长进入低位是对通胀预期的理性反应



资料来源：WIND，海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 8 月）

图 26 居民杠杆率提高是对通胀预期的理性反应



资料来源：WIND，海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 8 月）

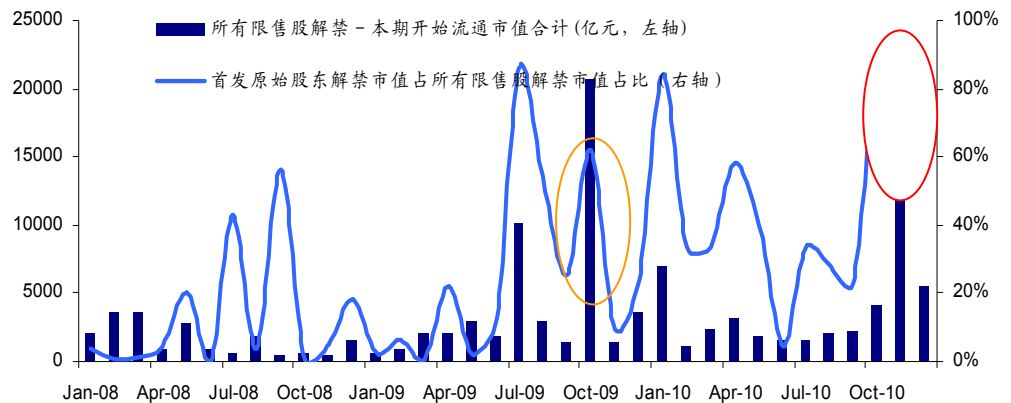
2.3 首发原始股东限售股解禁高峰对市场的冲击

解禁总市值看，4 季度是近三年来限售股解禁的最高峰期。按当前市价计算，4 季度限售股解禁市值达 28300 亿元，占当前流通市值的 19.1%，解禁市值高于 2009 年 4 季度次高峰的 25800 亿元。单月看，11 月份的限售解禁市值最大，为 18500 亿元。

解禁股属性看，4 季度首发原始股东限售股解禁占比最大。在 4 季度的 28300 亿元的限售解禁股中，首发原始股东限售股解禁的占比达到 86.2%，高于同样是解禁高峰的 2009 年 4 季度的 53.6%。单月看，11 月份首发原始股东限售股解禁市值为 17500 亿元，占当月所有限售解禁市值的 95%。

市场的对首发原始股东限售股解禁的冲击可能估计不足。由于首发原始股东所代表产业资本的成本与二级市场金融资本的成本的不对称性，首发原始股东“天然”具备抛售动机，解禁后的“真实流通”意愿更强烈，尤其是在市场处于振荡整理环境时。这一点在创业板中已部分预演，创业板在去年 9 月推出时享受的正是高估值盛宴带来的股票价格上扬，当市场进入振荡整理时期，缺乏盈利支撑的创业板公司，首发原始股东纷纷选择离职而伺机套现。4 季度无论从总解禁量看，还是首发原始股东解禁量看，都属历史最高值，其对市场的冲击可能会超过当前市场的估计。

图 27 限售股解禁市值及首发原始股东在其中的占比



资料来源：Wind、海通证券研究所

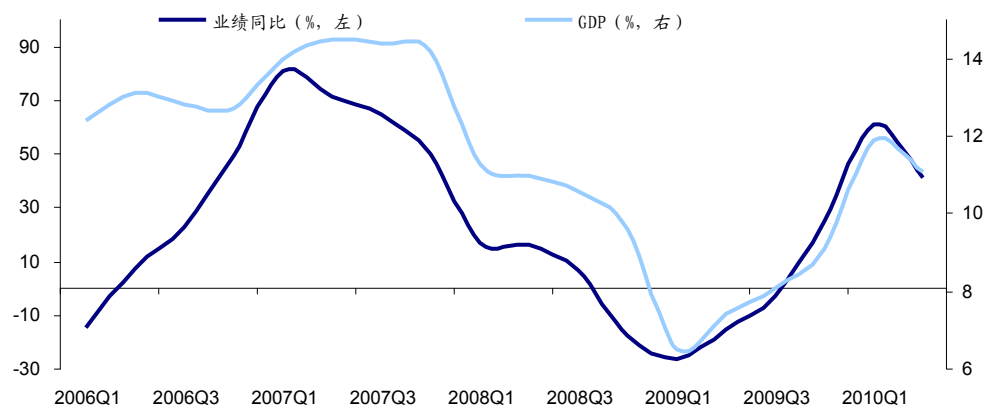
3. 行业选择的方法

3.1 我们的任务：总体业绩增速下滑背景下，寻找景气的行业

上半年上市公司业绩增速达到了 41% 的水平，我们在欣喜之余也在思考经历了金融危机之后的快速复苏之路是否已经到达了一个相对的顶点？而对应的上市公司业绩增速也存在下滑的可能。

从下图我们不难看出，近年来上市公司业绩增速和 GDP 增速的变化较为一致。2009 年下半年经济复苏速度较快，基数较高，GDP 增速在今年下半年回落是在意料之中的事情，那么上市公司业绩增速也将随之回落，从 2009 年一季度见底到 2010 年一季度见顶，上市公司业绩增速向上的这一个周期基本上可以宣告结束。

图 28 GDP 增速和上市公司业绩增速对比



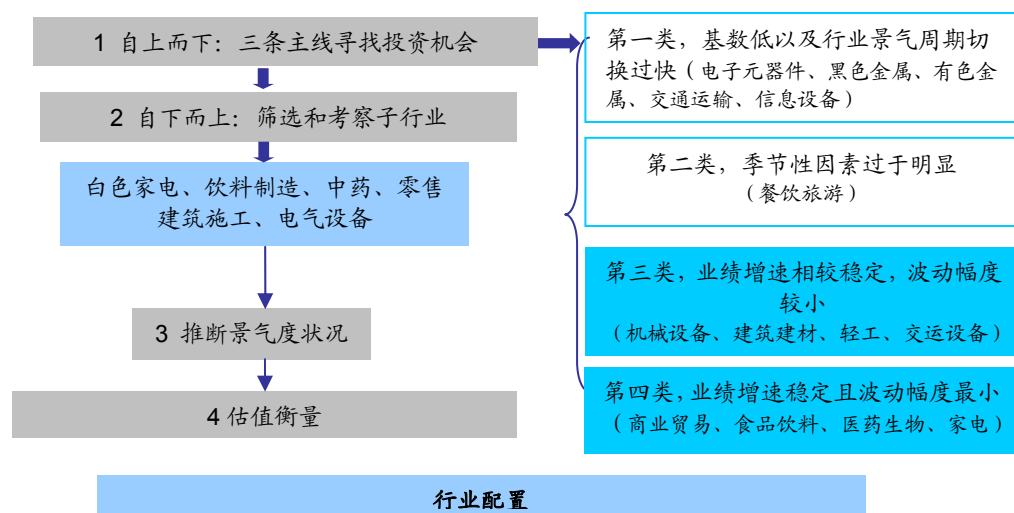
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

在这个大背景下，我们探讨上市公司三、四季度业绩增速的大前提实际上置于回落的基调下的。而我们的任务就是，在总体业绩增速下滑大背景，寻找今年三、四季度以及明年业绩增速仍然不错的行业，顺着这一思路我们将目光集中在那些越过一季度增速高点之后仍然可以持续景气的行业。这也是我们下文中即将重点分析的内容。

3.2 我们的方法：自下而上 + 自上而下

我们采用自上而下 + 自下而上相结合的方法来选择行业。其中，自上而下的主要依据是宏观、产业运行规律。自下而上主要着眼于历史季报业绩分析，选出业绩向上、稳定性好的行业，并进一步推测其景气的可持续性。

图 29 行业选择的分析方法图



资料来源：海通证券研究所

第一步：自上而下：三条主线寻找投资机会

首先，根据自上而下的大框架逻辑分析，我们分别根据三条主线：1、信贷扩张下消费时代来临，2、利润向中游制造业转移，3、投资维持高位和房屋新开工滞后性，寻找具有投资机会的行业板块。

第二步：自下而上：筛选和考察行业。

我们针对二季度单个季度各行业的业绩状况，将其 2006-2010 的同比和环比的数据加以对比，筛查后发现了一些规律，最终选取第三、四类行业作为投资候选。

第一类，基数低以及行业景气周期切换过快的：电子元器件、黑色金属、有色金属、交通运输、信息设备表现出较大的波动性，交替出现在增幅前列和末尾，说明行业景气周期切换过快，较难把握，对深入考察带来难度。化工受到石油化工子行业的权重过大的影响，业绩波动往往取决于补贴收入，公用事业也有类似表现。

第二类，季节性因素过于明显的：餐饮旅游季节性特征过于明显，业绩波动幅度也较大，特别是旅游子行业二季度是旺季，基本上决定了这个行业的增长率。

对于这两类行业较难把握，与本文寻找增长持续确定的逻辑来剖析有一定背离、而且难度较大，因此本文就不加以研究和分析了。

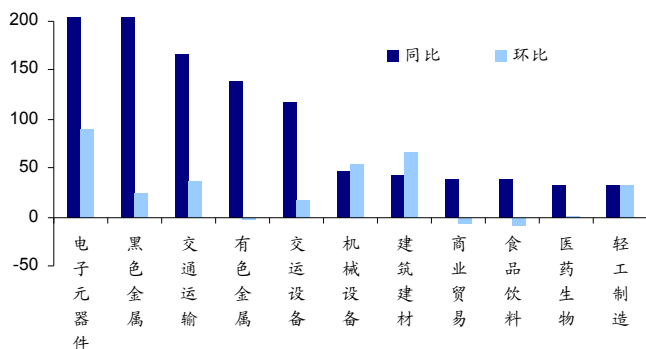
第三类，业绩增速相对较稳定，波动幅度相对较小的：机械设备、建筑建材、轻工、交运设备。呈现出一定的业绩波动性，但总体上业绩同比增长态势还是比较好的。相比之下，机械设备和建筑建材又要比轻工和交运设备业绩增速稳定。

第四类，业绩增速稳定且波动幅度最小的：商业贸易、食品饮料、医药生物、家电。

业绩增长稳定，尽管偶尔年份会有负增长，但持续的内生性增长潜力较大。

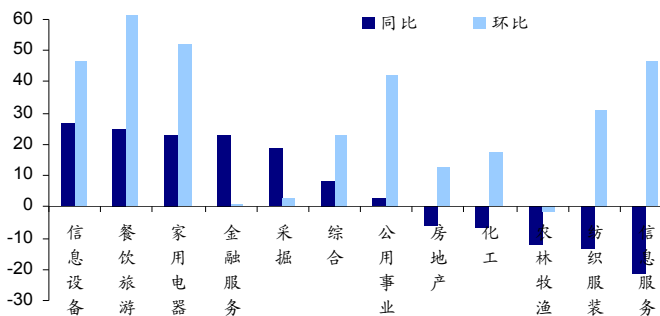
根据这个逻辑我们筛选出的行业有：第三类包括的行业是机械设备、建筑建材、轻工制造、交运设备；第四类包括商业贸易、食品饮料、家用电器、医药生物。

图 30 今年二季度各行业业绩增幅 (%)



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

图 31 今年二季度各行业业绩增幅 (续, %)



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

我们将这两类行业细分之后，按照前面的分析方法，进一步筛选出合适的子行业。

第三步：以过往业绩来衡量推断景气度状况。

我们用过往业绩来推断今年三、四季度的业绩状况。撇除季节性因素干扰之外，我们试图从这些数据当中判断其发展状况。

第四步：估值衡量。

这也是最后一个步骤。我们在前面层层筛选之后确定下来的行业需要经过估值关，如果估值过高，我们仍然可能会将其排除掉，在对其成长性和估值的比较之后最终确定出合适的目标。

4. 持续看好大消费，阶段性看好电气设备、建筑建材

4.1 信贷创造消费、收入上升、消费结构特征共同支撑大消费持续景气

核心观点和逻辑

信贷创造消费、居民收入确定性增长、消费结构性特征日趋明显共同支撑大消费品行业的持续景气。

前文中已经提到“信贷创造消费”的观点，证据是社会零售与 M2 高点关系，以及四川灾后信贷带动消费。我们认为 2009 年大规模的信贷在经过一年的时间传导后逐步渗透到消费品领域，将带来消费品领域在未来一段时间内持续性的增长。

接下来，我们从居民收入以及消费结构两个方面阐述大消费板块的投资机会。我们将发现居民收入上升和高端消费品的通胀特征，共同拉升消费品领域利润。

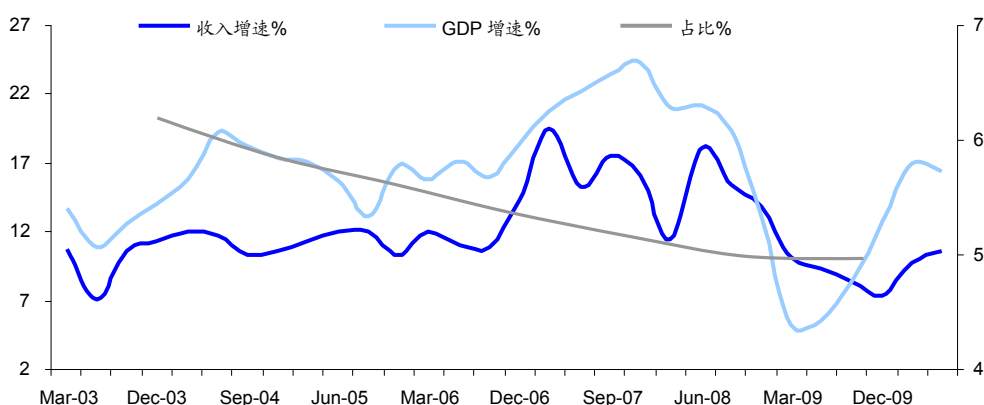
论点说明

1. 居民可支配收入的确定性增长

我们对消费品领域在未来一个相对长期的时间内保持稳定增长的判断首先来源于对居民可支配收入增长的判断。我国目前居民可支配收入基数尚低，未来增长空间巨大，再加上国家政策对收入分配改革的大力推行，居民收入将在未来保持稳定增长，并可能存在超预期增长的可能。

首先，从历史必然性来看，人力成本上升已经成为一种必然的趋势。在享受了低廉的人力成本带来的经济高速发展的繁荣之后，劳动力要素市场化步伐加快以及由此带来的经济结构化调整进程的加快已经成为一种必然。而我国目前较低水平的劳动力成本意味着未来快速增长的巨大空间。

图 32 城镇居民可支配收入落后于 GDP 增速且占比持续下降



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

其次，从宏观调控来看，收入分配改革是未来政策的大方向之一。居民收入在这种背景下有持续增长的潜力存在，从上图我们不难看出，居民收入在GDP中的占比呈现出持续下降的趋势，在刺激消费政策的影响下，居民收入随工资的上升而上升，占比提升的空间仍然可观。尽管工资形成机制要完全实现市场化变革、从而从根本上改变劳资关系还比较遥远，但这种趋势已经开始扭转、形成拐点，近期几乎全国各个省市都上调最低工资标准的行动就说明了这一点。改变工资上涨严重滞后于国民收入上涨的局面，使中国国民收入的初次分配发生革命性的变化。综合以上两点，居民收入在未来有可以预见的稳步上升外。

表 3 2010 年各省最低月工资变动和增幅

省/区/市	最新最低月工资 (人民币)	同比增长	省/区/市	最新最低月工资 (人民币)	同比增长
上海	1120	16.7%	湖南	850	27.8%
浙江	1100	14.6%	山西	850	18.1%
广东	1030	19.8%	四川	850	30.8%
北京	960	20.0%	贵州	830	27.7%
江苏	960	12.9%	海南	830	31.7%
新疆	960	20.0%	云南	830	22.1%
西藏	950	30.1%	广西	820	22.4%
天津	920	12.2%	吉林	820	26.2%
山东	920	21.1%	河南	800	23.1%
福建	900	20.0%	青海	770	28.3%
河北	900	20.0%	甘肃	760	22.6%
湖北	900	28.6%	陕西	760	26.7%
辽宁	900	28.6%	安徽	720	28.6%
内蒙古	900	32.4%	江西	720	24.1%
黑龙江	880	29.4%	宁夏	710	26.8%

资料来源：海通证券研究所

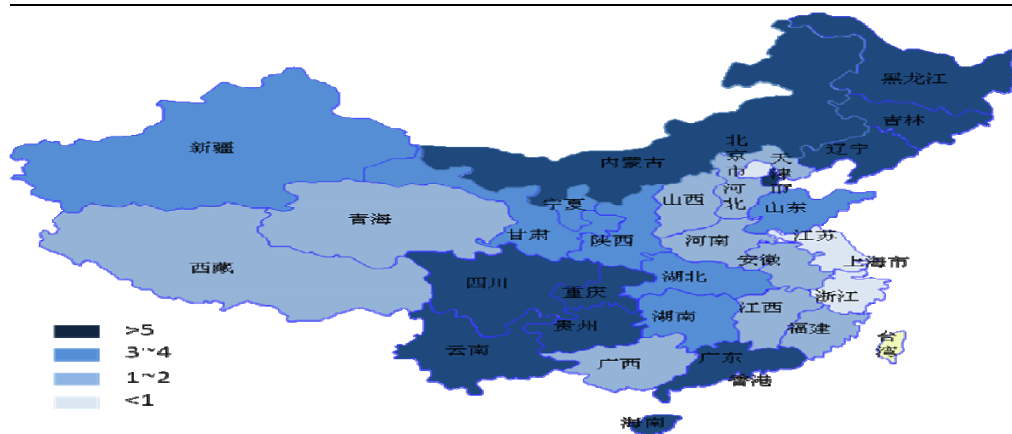
2. 消费的结构性特征

消费结构性特征愈发明显，内需增长空间巨大，这主要表现在地区性结构差异和高端消费品通胀特征两个方面。

2.1. 区域结构性差异明显

所谓区域的结构性差异主要表现在两个方面：一方面是中西部地区与东部沿海地区的消费倾向差异，另一方面是政策鼓励省份与普通省份的消费倾向差异。

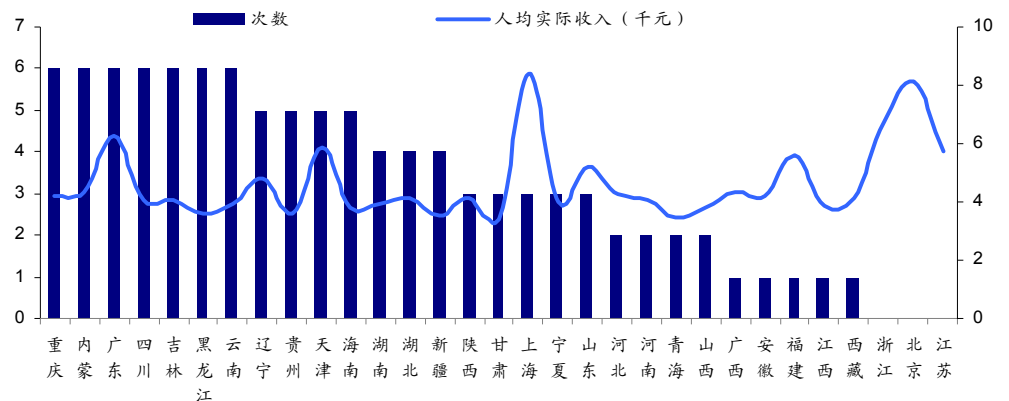
图 33 消费倾向呈地区性差异



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 9 月）

我们利用 2009 年一季度到 2010 年 2 季度的 6 个季度样本做分析，将消费倾向大于全国平均消费倾向的区域区分颜色标注，结果如上图所示。我们发现消费倾向存在明显的区域性差异，这主要表现在以下两个方面：其一，中西部地区的消费倾向明显高于中东部地区。结合各地的收入水平，中西部地区收入水平普遍低于中东部地区，而消费倾向则普遍高于中东部地区。而这一点和经济学逻辑也是相一致的。

图 34 收入水平和消费倾向反向相关



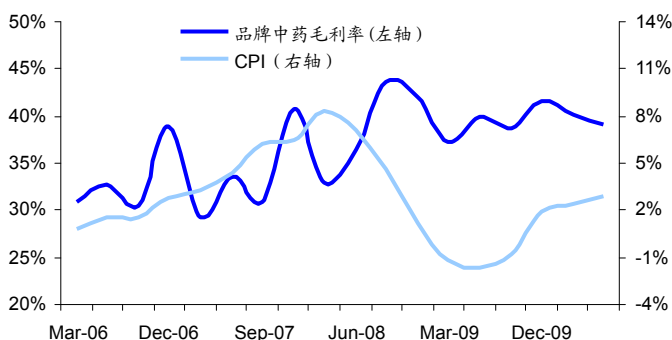
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 9 月）

其二，较早发展的国家重点经济区的消费倾向明显高于其他可比地区。除了由于收入差异导致的区域性消费倾向差异外，我国政府较早扶持的经济开发区域的消费倾向也高于其他可比地区，如东北老工业基地，西部大开发地区，珠江三角洲，天津滨海新区等在消费倾向上都显现出了明显的政策扶持作用。

2.2 高端消费品通胀性特征

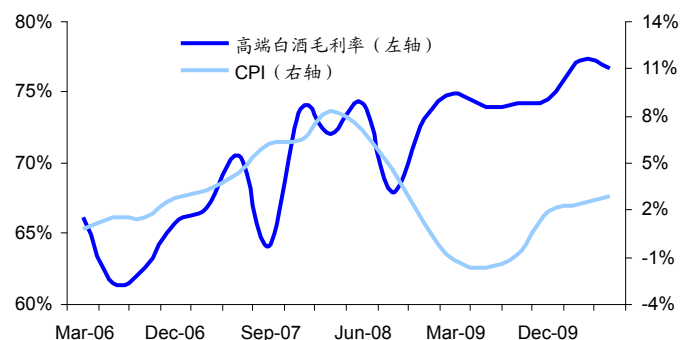
从消费品的结构划分看，高端消费品区别于一般消费品，呈现通胀性特征。高端消费品兼具消费品和投资品双重属性，在抗通胀背景下成为新的投资标的。高端消费品价格的上涨将使得高端消费品生产企业毛利率上升，从而增厚公司的利润。历史数据验证了我们的判断，高端消费品企业的毛利率也与 CPI 关系密切，基本变动的趋势保持着相对较高的一致性。

图 35 品牌中药与 CPI 变动趋势相同



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 36 高端白酒与 CPI 变动趋势相同



资料来源：WIND，海通证券研究所

3. 居民收入上升和高端消费品通胀特征共同拉升消费品领域利润

我们截取了大消费品行业数据作为代表来对这个论点作一个概括性描述。选取大消费品行业中的子行业收入增幅与居民收入增幅进行对比，结果验证了我们的推断，即居民收入上升和高端消费品的通胀特征共同推动了消费品领域利润上升。

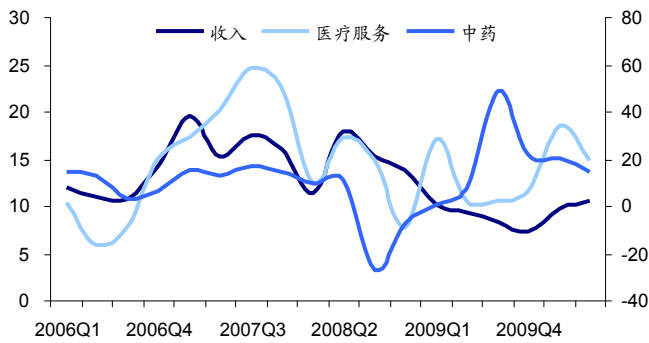
家电板块收入增幅和居民可支配收入增幅的吻合度很明显，特别是白色家电吻合度更高，反映出居民对耐用消费品的消费倾向随收入变动而正向变动的格局。

食品饮料行业中白酒和饮料制造与收入增幅的关系不如家电行业的那么明显。这主

要是因为食品饮料行业还呈现出一定的通胀性特征，即白酒的“类资产”性质使其受到货币追捧，而这种趋势随着通胀预期升温将持续。

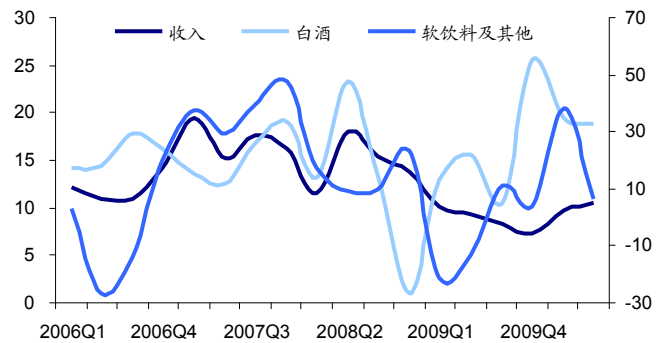
医药生物中，医疗服务和中药两个子行业则分别表现出了收入上升和通胀性特征的效果。囤积中药保值来对付通胀的观念受到普遍接受，从而显现出中药子行业这种投资品的部分性质。

图 37 家电板块收入和城镇居民可支配收入增速对比 (%)



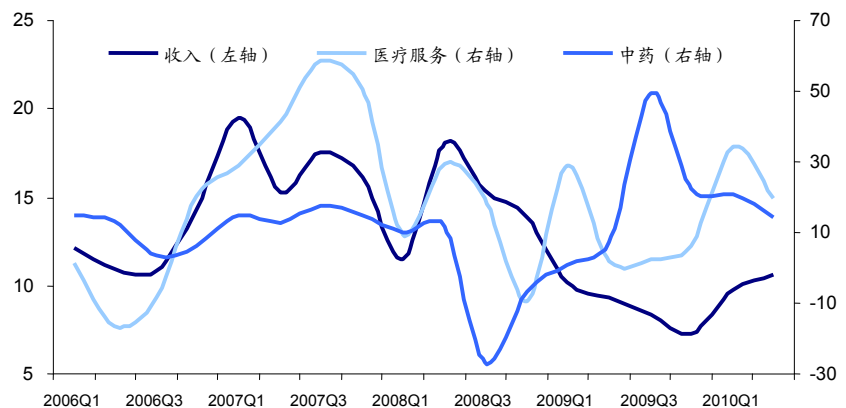
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 38 食品饮料收入和城镇居民可支配收入增速对比 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 39 医药板块收入和城镇居民可支配收入增速对比 (%)



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

4.2 大消费看好白电、零售、白酒、中药

在以上分析的基础上我们结合财务数据分析大消费领域的各个板块，包括家用电器、商业贸易、医药生物和食品饮料，将各个行业进行过往年份的业绩纵向对比。进一步筛选出各个板块中的细分行业龙头作为下一季度的投资标的。

4.2.1 家用电器——白色家电脱颖而出。

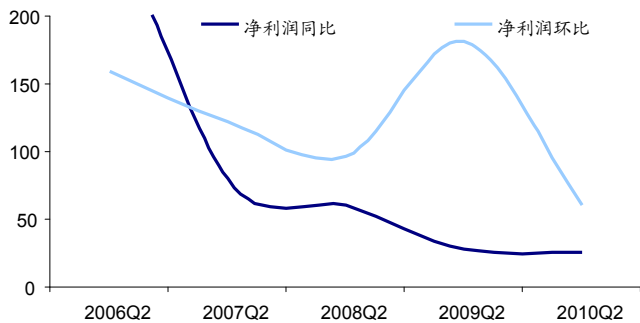
家用电器行业 2006 年起显示内生增长，2008 年之后受家电下乡和以旧换新补贴政策刺激，其景气度维持，保持相对高速增长。进一步寻找细分行业龙头之后，确定出白色家电行业。

白色家电：季节特征明显，政策扶持继续。

我们对白色家电历史业绩分析发现，二季度是传统消费旺季，三四季度受益于财务

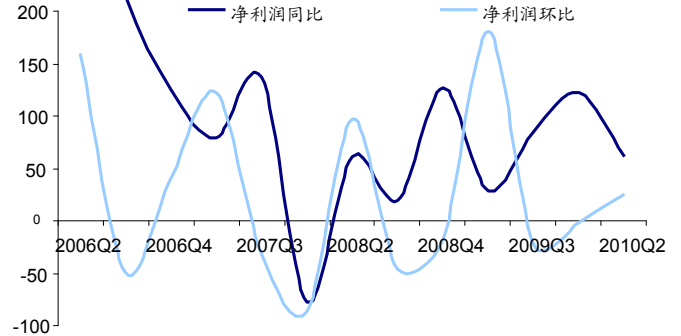
结算业绩表现不俗。今年业绩同比增速维持在去年的水平，业绩增幅尽管不是很高，但稳定性较好。整个行业从 2007 年四季度到 2008 年金融危机冲击的低迷阶段过后，2009 至今处于稳步增长的过程中，而且考虑到政策扶持的力度不减，这种势头仍然有望延续。今年四季度的业绩表现值得期待。

图 40 白色家电行业历年二季度业绩 (%)



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

图 41 白电行业历年业绩增幅对比（剔除 Q1，%）



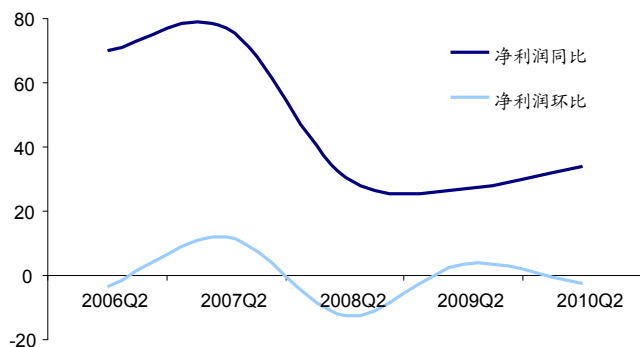
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

4.2.2 商业贸易——零售的稳定业绩表现抢眼。

从整个行业业绩表现来看，06~08 年 50% 的高增长并未在近两年内延续，内生增长动力减弱。但今年业绩环比 38% 的增幅也表现出该行业具有较强的自我修复能力。子行业中零售的业绩表现尤其突出。

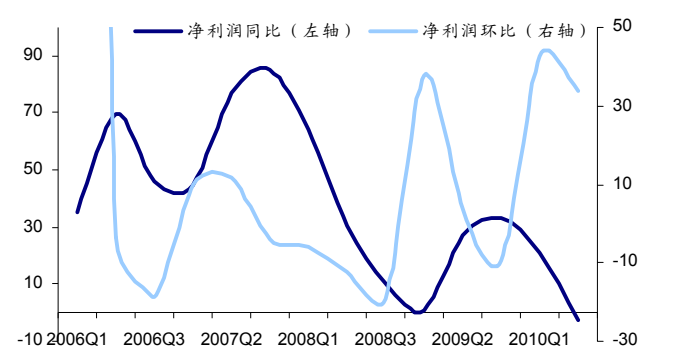
零售：业绩增长稳定，恢复性良好。零售业在金融危机中维持稳定增长，二季度同比达到 33%。而面对金融危机的冲击，恢复性良好，显示出稳定的内生性增长。在内需进一步扩大的背景下，未来增长持续性看好。

图 42 零售行业历年二季度业绩 (%)



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

图 43 零售行业历年业绩增幅对比（剔除 Q4，%）



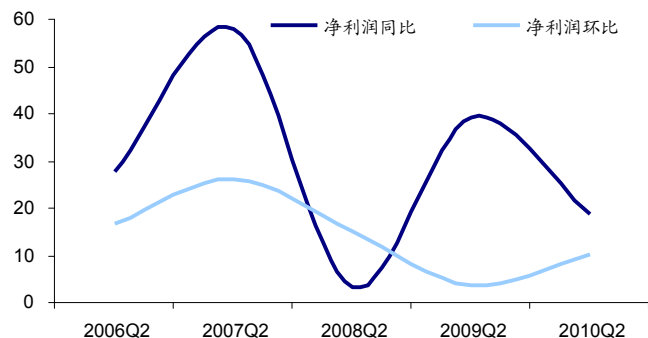
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

4.2.3 医药生物——看好中药通胀属性中获益

整个行业维持 10% 左右增速，历史数据上看稳定性更优于于商贸。此外，在医改政策不断深入推进的外生刺激下，业绩还有继续上升的空间。细分行业中具有通胀属性的中药尤其值得关注。

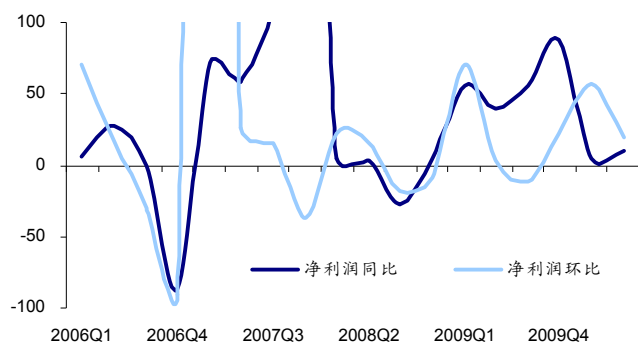
中药：业绩增长维持，但增幅有一定波动性。历史业绩分析显示季节环比稳定，四季度更有突破增长。另外，基于我们前文中对品牌中药具备投资品属性的判断，在通胀预期的背景下，中药板块也将从中受益。

图 44 中药行业历年二季度业绩 (%)



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

图 45 中药行业历年业绩增幅对比 (%)



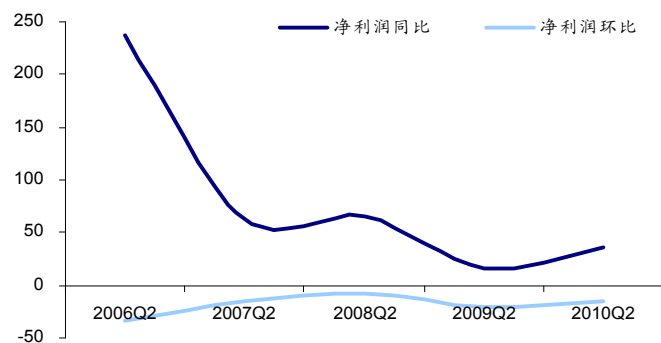
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

4.2.4 食品饮料行业分析——饮料制造淡季不淡，后续表现值得期待。

总体行业上看，往年的季节性波动比较明显，一季度是传统的旺季，而进入二季度则是传统淡季。然而今年和往年不同之处在于二季度的淡季不淡，主要是饮料制造子行业贡献了大部分利润。

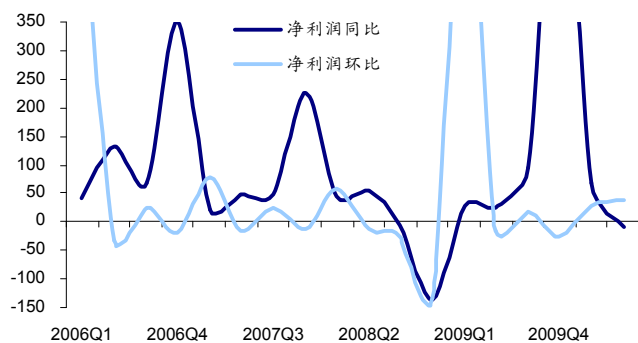
饮料制造：从金融危机冲击中恢复性回升，二季度净利润业绩不俗。历年三、四季度业绩对比显示业绩保持非常平稳，而且景气度持续。另外，饮料制造行业细分下的白酒，特别是高端白酒也受益于通胀属性在接下来会有进一步表现。总而言之，饮料制造子行业接下来的今年三季报值得期待。

图 46 饮料制造行业历年二季度业绩 (%)



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

图 47 饮料制造行业历年业绩增幅对比 (%)



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

4.3 利润向中游制造业转移

核心观点和逻辑

制造业利润转移空间的腾挪——上游成本压力趋弱，对于有议价能力的中游行业而言是个利好，有助于中游制造业毛利率抬升。制造业利润受挤压的格局并非持续存在，而是随着其存货成本以及转嫁能力高低而变化的，大宗商品价格波动导致其成本波动呈现出一定的周期变化规律，在制造业中游的部分产业利用这种“时间差”会有一段时期（通常可以持续两、三个季度）的景气，我们完全可以找到这种有定价能力且成本处于优势周期里的细分行业。

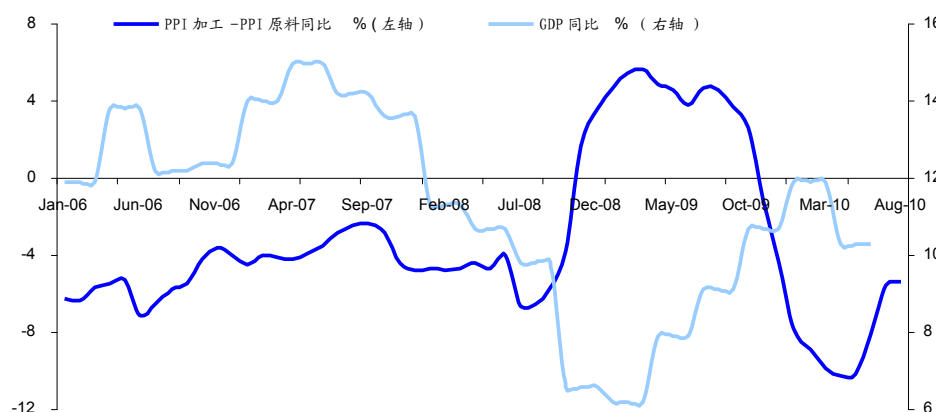
论据说明

制造业利润空间的腾挪——以行业景气度和成本压力作为选择标尺

我们用“PPI加工同比 - PPI原料同比”指标反映行业利润从上游向中游转移的变化。在 2006 年至今的经济周期里，该指标与 GDP 呈“反向”关系——在经济景气高位时期，指标处于低位，表明上游原料行业较中游制造业更多受益；而在经济增速回落时期，指标从底部回升，表明产业利润从上游向中游转移。

据此我们判断今年下半年宏观经济增速呈下滑趋势，上游原料成本压力趋弱，对于有议价能力的中游行业而言是个利好，有助于中游制造业毛利率抬升。

图 48 从“PPI 加工 - PPI 原料同比”看，GDP 增速下降，上游成本压力下降，利好中游行业



资料来源：WIND 资讯（数据截止日期 2010 年 8 月）

在整个庞大的制造业行业当中，能够获取这种利润转移腾挪空间的细分行业并不多，我们筛选的标准是：一是行业背景维持一定的景气度，过往的毛利率变化比较稳定，供求平衡或其定价能力能够相对维持；二是上游原材料供过于求明显、成本压力较小。

4.4 电气设备受益于利润向中游转移及节能减排政策

在上游原料成本趋弱背景下，我们着手寻找制造业中业绩增幅相对稳定的行业。这里的中游制造业就是我们图 29 分析方法中所指的第三类行业，包括机械设备、轻工制造和交运设备。考虑到制造行业和消费品行业存在较大的不同，行业盈利增速的稳定性有一定波动，我们还从过往年份的业绩增速来衡量其波动的规律。

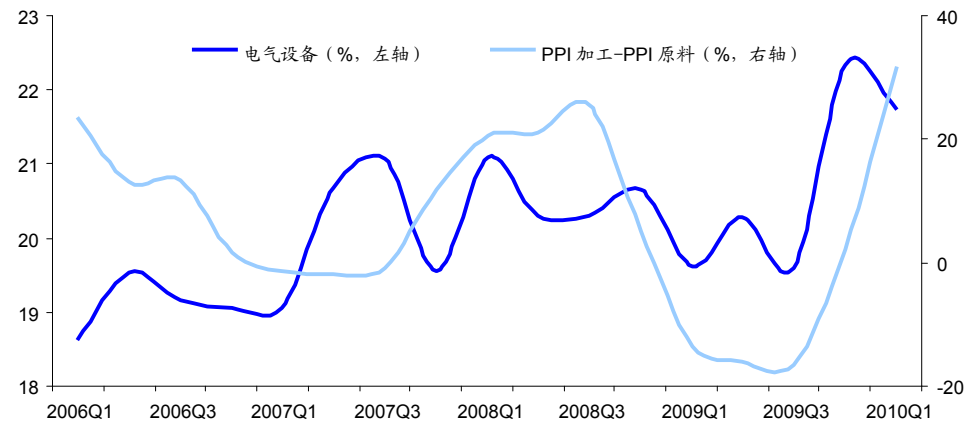
机械设备——稳定可期待，电气设备、输变电设备表现突出

今年二季度同比 54% 的业绩增幅优于往年 10% 左右的业绩表现，增幅靠前，业绩相对优秀；二季度环比收入和营业利润增幅比较匹配，且幅度客观，主业的内生性增长力量充分。但结合以往年份的环比表现，可发现业绩背后有一季度春节和天气等季节性因素影响。在机械设备子行业中，电气设备表现出稳定的成长性，我们择其进行进一步考察。

电气设备——节能减排政策带来行业投资机会

在当前节能减排政策的大力推行下，结合未来将推出的“新能源十二五规划”等相关政策，同时具有行业景气度和成本压力小的细分行业中，电器设备行业符合选择标准在 4 季度具有利润上升的空间。

图 49 电气设备行业毛利率变化和 PPI 加工—PPI 原料的关系



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

节能减排将是未来能源政策方面的重要内容之一，从新能源政策推动力的角度来看，制造行业中的电气设备行业未来的政策受益程度有望维持且可能出现加速机会。

表 4 已出台新能源相关政策

政策名称	出台时间	政策要点
《海上风电开发建设管理暂行办法》	2010 年 1 月 22 日	单个项目总装机容量暂定为 20~30 万千瓦。
《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》	2010 年 4 月 12 日	中央财政决定 2010 年安排 20 亿元，其中工业节能项目
《合同能源管理项目财政奖励资金管理暂行办法》	2010 年 6 月 3 日	补贴不低于 300 元/每吨标准煤；同时实行税收优惠政策。
《关于调整高效节能空调推广财政补贴政策的通知》	2010 年 4 月 30 日	补贴期限延长，150 元~250 元补贴额度较此前的 300 元~850 元有明显的下滑；补贴产品范围为额定制冷量 7500w 及以下的机型。
“节能产品惠民工程”高效节能房间空调器推广目录(第四批)	2010 年 6 月 10 日	
“节能产品惠民工程”节能汽车推广目录（第一~三批）	2010 年 6 月~9 月	分批次将符合标准的品牌车型纳入 3000 元购车优惠
《国家发展改革委、国家电监会关于 2009 年 7-12 月可再生能源电价补贴和配额交易方案的通知》	2010 年 8 月 20 日	对纳入补贴范围内的秸秆直燃发电项目继续按上网电量给予临时电价补贴，补贴标准为每千瓦时 0.1 元
“节能产品惠民工程”高效电机推广目录（第一、二批）	2010 年 8 月	对高效电机给予每千瓦 12~60 元补贴。
《金太阳示范工程财政补助资金管理暂行办法》	2010 年 9 月	2010 年用户侧光伏发电项目补贴比例暂定为 50% 偏远无电地区的独立光伏发电项目为 70%。
《农村电网改造升级技术原则》	2010 年 9 月 14 日	2010 年将安排 120 亿元财政资金用于农网改造。

资料来源：海通证券研究所

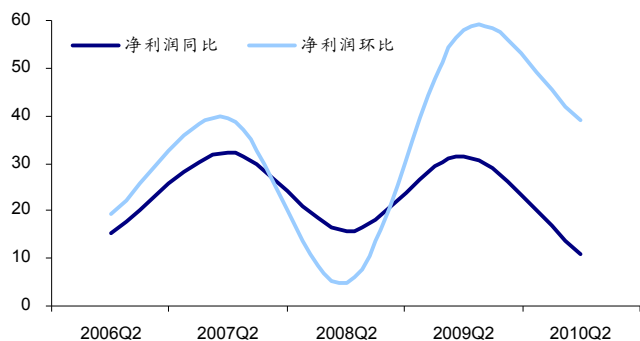
表 5 待出台新能源相关政策

政策	相关内容
十二五能源规划	以智能电网为重点；核电方面在 2015 年前将有超过 4000-5000 万千瓦机组开始建设；风电方面预计到 2015 年将达 300 万千瓦，2020 年达 2000 万千瓦；光伏
新兴能源产业发展规划	2020 年，使当年的二氧化硫排放减少约 780 万吨，当年的二氧化碳排放减少约 12 亿吨。规划期内累计直接增加投资 5 万亿元，每年增加产值 1.5 万亿元。
智能电网规划	十二五期间将建成三纵三横一环网；清洁能源装机将达到 6 亿千瓦，占全国总装机的 35% 左右，发电量将占总发电量的 27% 左右。
光伏上网电价政策、风电并网国家标准等	

资料来源：海通证券研究所

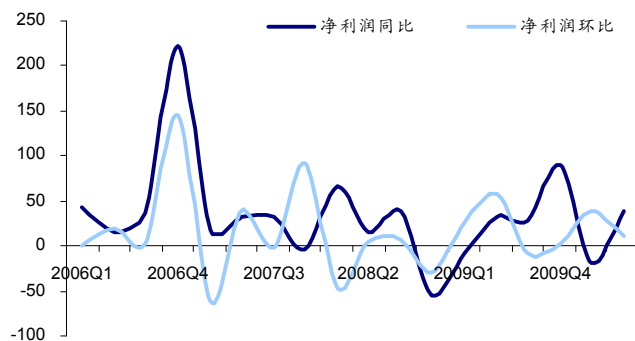
从历史财务数据上分析，电气设备行业成长性比较稳定，景气度维持，从季节性角度来看并不明显。不过成本波动对业绩影响较为明显：结合原材料成本，我们发现今年、2008 和 2006 大宗商品价格爬升收入增幅大但是利润增幅小；而 2007 和 2009 又大宗商品价格其缓和或下降，利润增幅超过收入增幅。

图 50 电气设备行业历年二季度业绩 (%)



资料来源: WIND 资讯、海通证券研究所

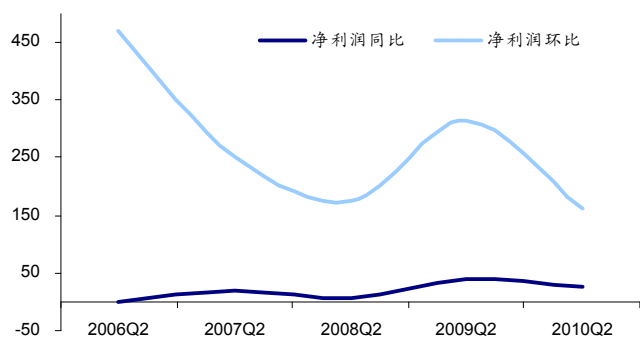
图 51 电气设备行业历年业绩增幅对比 (%)



资料来源: WIND 资讯、海通证券研究所

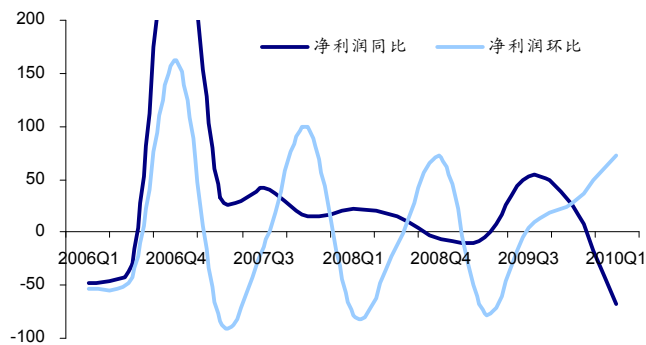
因为电气设备子行业较多, 进一步考察其细分子行业, 输变电设备、电气自控两个子行业较好。

图 52 电气自控行业历年二季度业绩 (%)



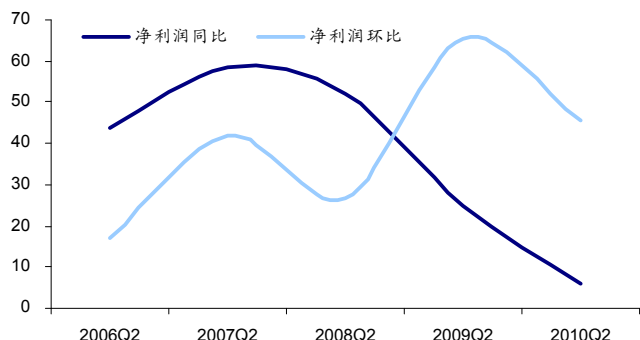
资料来源: WIND 资讯、海通证券研究所

图 53 电气自控行业历年业绩增幅对比 (%)



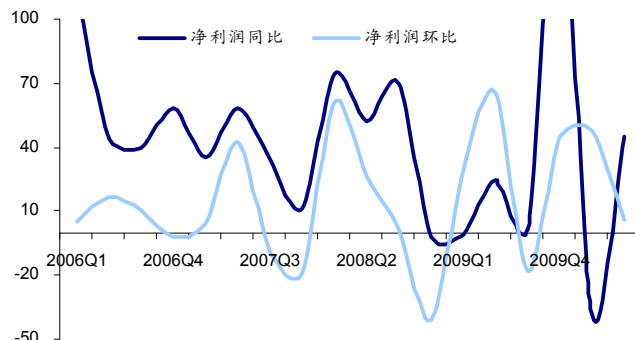
资料来源: WIND 资讯、海通证券研究所

图 54 输变电设备行业历年二季度业绩 (%)



资料来源: WIND 资讯、海通证券研究所

图 55 输变电设备行业历年业绩增幅对比 (%)



资料来源: WIND 资讯、海通证券研究所

轻工制造——景气周期切换速度较快, 持续性有待考察

今年二季度同比、环比的良好业绩可能是由于去年负增长的缘故, 而且环比收入增幅小于营业利润和净利润增幅, 出毛利率出现提高的迹象。该行业业绩波动较大: 2006 和 2007 景气度高, 但是 2008 和 2009 较差。景气周期切换速度可能较快, 持续性有待考察。

交运设备——汽车零部件子行业较行业整体赢利性更为稳定

二季度同比增长 17%，该水平和往年相比相对稳定和适中；但该行业的业绩波动较大，景气周期切换较快：2006 年较平稳、2007 年到达景气周期顶峰，但是 2008 年增速下滑，2009 年企稳后今年继续稳步上升。从今年二季度的业绩来看，收入增幅不及营业利润，但超过净利润，环比数据完全相反——二季度毛利率提高。2009 年情况相似，但 2008 年出现与此截然相反的情况——2008 年可能存在赔本赚吆喝的状况。但是值得注意的是，2007 年行业景气度和业绩都表现优异，故而可以认为该行业成本波动较大、直接导致其行业景气周期切换较快。细分子行业的考察中，汽车零部件行业表现出较好的稳定盈利能力。

汽车零部件：和电气设备子行业类似，成本变化导致业绩波动，但总体维持较好的业绩成长性，尤其优于汽车整车行业。可以解释为汽车行业景气度高的时候汽车整车行业有较好的盈利空间获取，但行业景气度下降的时候却受到零部件端和下游需求端两面挤压而盈利下降；而汽车零部件受益于行业景气度上升但又没有过大的盈利波动，所以可以保持一定的业绩增速稳定性。简单来看似乎有这样的规律，2006 年环比有下滑趋势显露后 2007 年就不是很好，而 2008 年重新景气度回升至顶峰，受到 2009 年的经济危机冲击后 2010 年的增长是否会重复 2006 年的状况呢？我们尚不能下结论。

对以往年份三、四季度状况进一步考察后发现，该行业季节性因素不明显：2007 年到达顶峰后 2008 年下滑非常迅速，特别是 2008 年四季度金融危机影响严重，2009 年的恢复性增长持续到今年二季度，始终保持每个季度环比的正增长，行业回升态势明显。但是不能确定持续性。

4.5、固投增速不减、新开工的滞后效应，地产上游具阶段性投资机会

核心观点和逻辑：

一方面，地产上游仍受益于固定资产投资增速的维持。虽然从宏观调控的角度上政府有意识的控制了地方投资的发展速度，但是我们判断在目前中国经济仍保持相对较高的增速以及基础设施建设和保障性住房建设仍然不足的大背景下，地产上游仍具有阶段性的投资机会。

另一方面，滞后效应使得新开工四季度仍有高增长。新开工的表现滞后销售表现 4~6 个月，意味着房地产供给的小周期可以与需求小周期不匹配。也意味着，在数月的时间窗口内，即便销售下滑，开工还可以继续处于高位。我们看到 5 月份至今，需求小周期再度与供给小周期“错配”——4.17“新国十条”新政以后，商品房销售面积自 5 月份开始同比下滑，然而新开工面积同比增长仍保持高位运行。根据 4~6 个月的滞后规律，我们预计房地产上游在 4 季度仍能维持景气。但持续性的景气将取决于 4 季度商品房销售情况，如果成交量触底回升，那么地产上游将因景气延续获得持续性投资机会，否则，只具备短线反弹的投资机会。

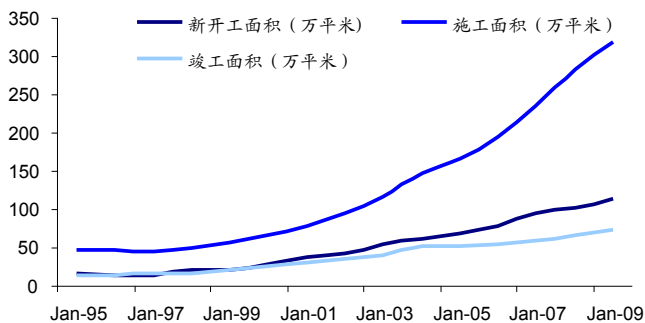
论据说明：

投资维持高速下的受益者

投资仍将维持高位。近年来经济的高速增长倚重与固定资产投资的增速，虽然政府已经有意识的从宏观层面控制经济过快发展的局面，比如停止地方政府的融资平台以及收紧信贷等防范固定资产投资，特别是房地产市场投资过热带来的风险，希望逐步实现经济转型，但是这种转型是一个持续而曲折的过程。因而在今年三、四季度我们仍然认为投资增速维持在高位的可能性较大，这给部分受益产业提供了一定的机会。我们尽管认为这种持

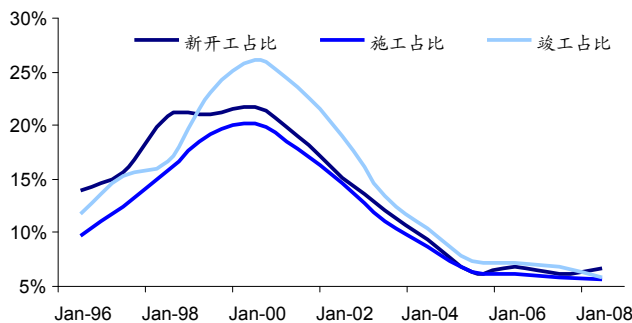
续性并不理想，但是从一个阶段性选择的角度来看还是可以考虑的。此外，基础建设的需要，尤其是保障性住房建设的不足更增加了这种阶段性投资的机会。

图 56 保障性住房建设加速 (%)



资料来源：CEIC、海通证券研究所

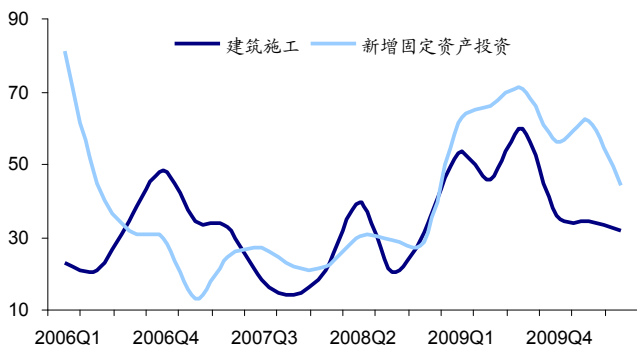
图 57 保障性住房建设相对整个房地产市场仍显不足 (%)



资料来源：CEIC、海通证券研究所

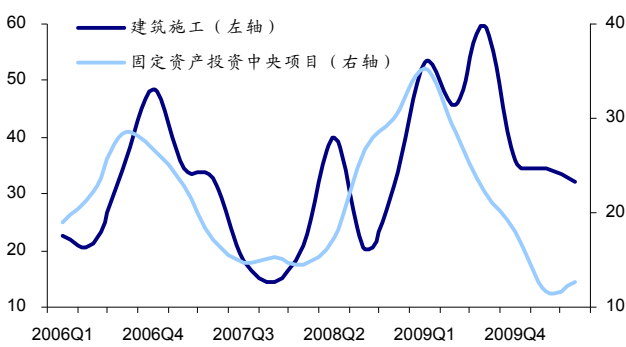
历史数据也支持我们对地产上游企业阶段性投资机会的观点。我们对比建筑施工行业上市公司收入同比增速和新增固定资产投资增速发现它们同向变化的特征非常明显，这种特征体现在 2008 年之后的吻合度提高上面更加明确。为了进一步考察这种特征的延续性，我们分解了固定资产投资当中的成分，提取了中央项目投资的同比增速，对比结果显示如下图，建筑施工上市公司收入增速和中央项目投资增速的关联度较为明显，说明 4 万亿投资宏伟规划的落实过程也是中央投资持续的过程，去年的一个阶段中央项目投资增速有所下降之后今年企稳回升，我们认为接下来两个季度这种回升的趋势仍将持续。

图 58 建筑施工上市公司收入增速和新增投资增速对比 (%)



资料来源：WIND、海通证券研究所

图 59 建筑施工上市公司收入增速和中央项目增速对比 (%)



资料来源：WIND、海通证券研究所

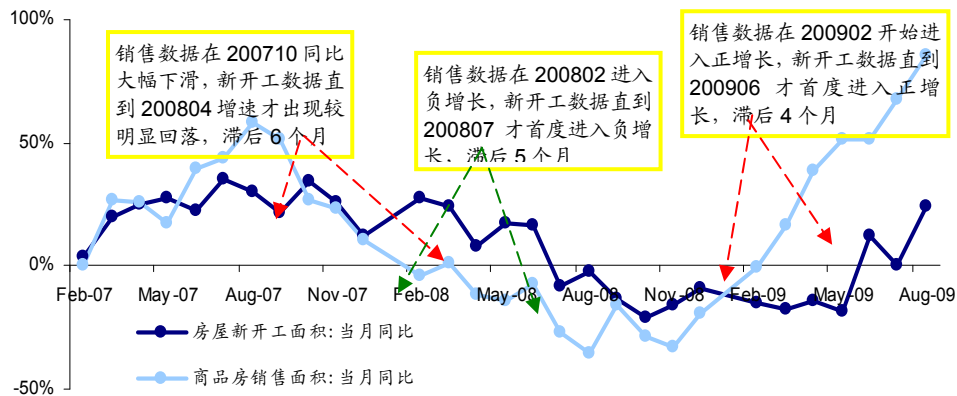
滞后性维持新开工在 4 季度高增长

2007 年至今的地产周期表明，作为供给端的“新开工面积”数据的表现，要比需求端的“房屋销售面积”数据的表现滞后 4~6 个月。

新开工滞后销售的原因是：1、“非订单生产”模式下，产业遵循“了解需求-购置土地-新开工”链条，开发商从需求反馈到新开工需要一段时间；2、“购置土地后 2 年内强制开发”的政策限制，使得开发商开工计划不可能与市场需求完全匹配。

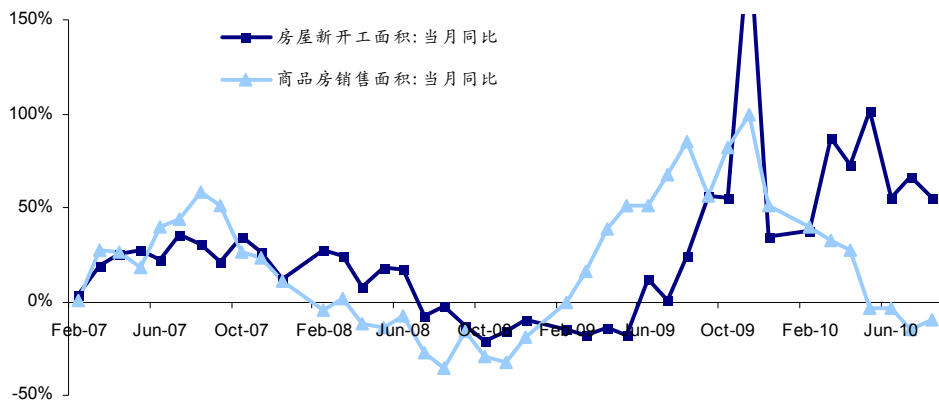
此外，5 月份至今的新开工高位增长还有另外两个原因：1、政策打击囤地；2、保障性住房施工。而新开工高位增长的事实更进一步的论证了我们关于地产上游阶段性投资机会的观点。

图 60 历史数据显示，新开工的表现滞后销售表现 4~6 个月



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 61 5 月份以来，新开工同比数据保持高位运行



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

4.6 建筑建材是地产上游中业绩最明确的行业

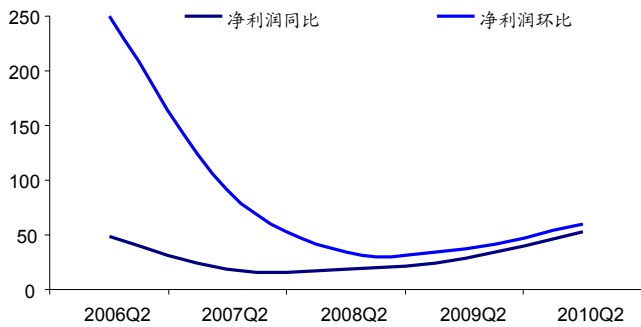
根据上面的分析，我们在地产上游的行业中重点选取收益最为直接的建筑建材行业进行具体的阐述。

建筑建材——恢复上升背景下阶段性投资良机

行业经历了利润大幅下滑后目前处于恢复上升期，业绩增长今年达到 66%，反映行业增长较好态势。子行业中建筑工程机会优于建筑材料。

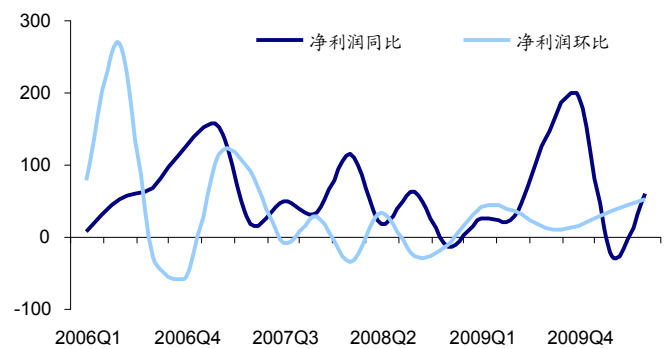
建筑工程：建材子行业三季度景气度已经显现，建筑工程滞后于建材将在四季度业绩中有所体现。另外，建筑工程盈利能力在 09、10 年度中有所回升，业绩稳定增长更支撑了四季度具有投资机会的论点。

图 62 建筑工程行业历年二季度业绩 (%)



资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

图 63 建筑工程行业历年业绩增幅对比 (%)



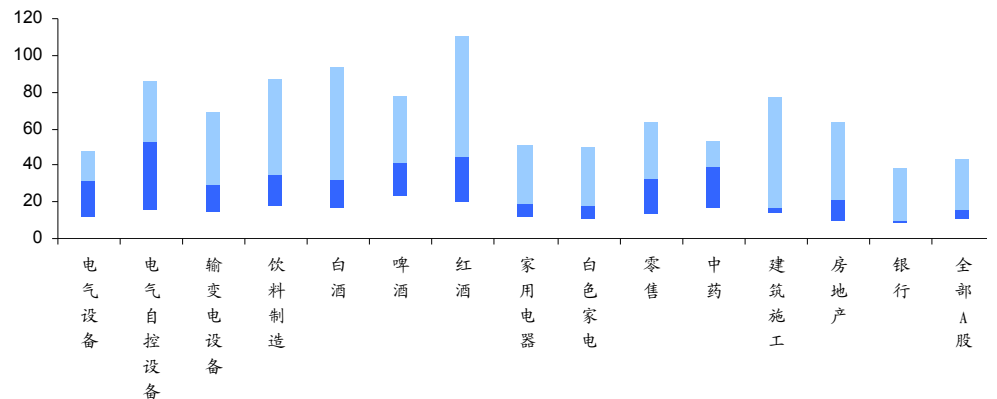
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

5. 行业配置

5.1 估值筛选

我们从估值的角度来进一步衡量所筛选出来的行业。

图 64 2006 年以来 PE 变化及目前估值水平 (预测, 倍)



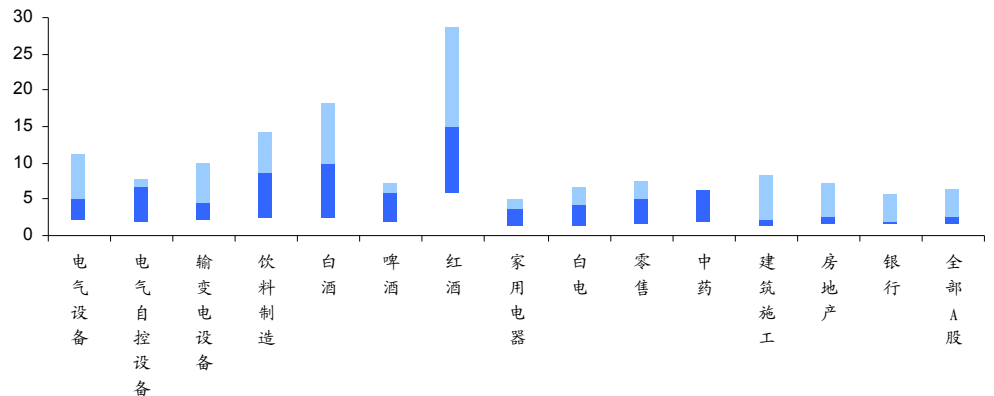
资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所，截止 2010-9-28

从市盈率比较，虽然整体 A 股的市盈率水平处于历史相对低位，但是很多行业却处于其估值中位甚至较高水平，这主要是由于权重板块如金融等估值拖低了整体估值水平，估值的结构性差异较为明显。

在我们筛选出来的这些行业中，银行、房地产和建筑工程都处于估值区间的历史低位。银行的估值低跟前文所述的监管层严控风险，盈利前景被压缩有较大关系。房地产的估值状态跟政策担忧有关，如果政策利空释放的话，可以有一定的投资机会。建筑施工作为阶段性的投资标的，可以看好其在投资增速维持格局下的受益机会。

估值水平较低的白色家电值得看好，是消费品子行业当中估值较低的板块，值得重点关注。饮料制造各个子行业分化较大，红酒和啤酒的估值较高，而白酒还可以，从“消费+投资”双重属性来看，我们仍然看好其成长性，对即将到来的消费旺季给予期待。相比较而言，零售和中药的估值水平处于高位，特别是中药，不过，我们认为这种估值水平可以得到业绩增速的平滑，如果这些板块出现一定幅度的回调还是很好的买入机会。

图 65 2006 年以来 PB 变化及目前估值水平（倍）



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所，截止 2010-9-28

电气设备的估值水平并不算低，输变电设备相对于电气自控设备要低一些。虽然智能电网概念已经得到了市场的广泛接受，但要完全落实到政策支持的层面上可能还要一段时间，这个子行业受追捧的程度可能已经超过其本身的潜力了，横向来看其估值水平也领先增速稳定的消费品行业较多，我们认为短期内再进一步有力度的政策刺激不太可能出现，该子行业有一定风险。不过，从长期来看电气自控子行业仍然是值得看好的。输变电设备的估值较低，不过这个板块中的很多上市公司从事新能源业务还没有达到整体较高的比重，传统业务的估值水平较难提高，这个长期来看值得看好的子行业短期的投资机会源于其季报业绩增速的维持和毛利率的改善，新能源政策刺激是潜在等待发酵的利好因素。

5.2 行业配置建议

综合基本面和估值面分析，我们谨慎看淡银行，谨慎看好地产；持续看好大消费行业，中游制造业中阶段性看好电气设备，此外阶段性看好建筑材料、建筑工程行业。

表 6 4 季度 A 股行业配置策略建议

行业名称	配置建议	行业名称	配置建议
农林牧渔	超配	造纸印刷	低配
煤炭	标配	建筑材料	超配
石油化工	低配	建筑工程	超配
基础化工	低配	电力、水务等公共事业	低配
钢铁	低配	交通运输	低配
有色	低配	房地产	标配 +
电力设备	超配	银行	标配 -
机械	标配	非银行金融	标配
交运设备	标配	食品饮料	超配
信息设备	低配	医药生物	超配
电子元器件	标配	批发和零售贸易	超配
家电	超配	社会服务	标配
纺织服装	标配	TMT	超配

资料来源：海通证券研究所

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
副所长 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgihan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

汪立亭
批发和零售贸易行业
(021) 23219399
wanglt@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(010) 58067935
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

刘惠莹
煤炭行业助理分析师
(021) 23219441
liuhy@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

高 远
宏观经济
(021) 23219669
gaoy@htsec.com

熊 伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongwei@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

潘春晖
策略核心分析师
(021) 23219374
panch@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
基金分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

杨俭秋
基金分析师
(021) 23219605
yangjq@htsec.com

倪韵婷
金融工程分析师
(021) 23219419
niyt@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

冯梓钦
基金
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com