



周期下行，防御为上
——2011 年 1 季度行业比较报告

研究报告——行业比较

发布日期： 2011 年 1 月 5 日

证券研究所策略部

刘锋 执业证书编号：S0730209090111
021-50588666-8012 liufeng@ccnew.com

李俊 执业证书编号：S0730209090115
021-50588666-8109 lijun@ccnew.com

联系人：

顾彦冰 电话：021-50588666-8113
张青 电话：021-50588666-8040

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼
邮编：200122

●2011 年 1 季度无论是经济还是货币周期均处于下行通道中，权益市场配置环境并不乐观，整体上并不利于周期股大幅走高，主要的投资机会依然集中于消费类行业以及战略新兴产业。

●虽然传统周期性行业的整体投资机会欠佳，但有部分行业的投资机会已经凸现。制造业中，景气度开始向中游原料工业轮动，其中水泥行业的景气度较高，我们较为看好；金融行业中，加息周期下保险行业是最大受益者，未来震荡上行概率较大。

●消费类行业中，居民消费升级以及城镇化趋势下，行业景气度长期向上，不过近期汽车、家电等消费品行业由于刺激政策的淡出，景气度有所回落，同时估值高企是大消费行业面临的一个普遍困惑。我们建议选择那些未来增长较为明确的细分行业与个股，且把握抗通胀主题投资，同时为应对宏观经济的易变性，建议采用防御+进攻的行业配置组合，推荐配置白酒、零售以及旅游三个子行业。

●对于战略新兴行业，十二五期间预计政府将通过投资、税收等多种政策措施加大扶持力度，并将其作为调整经济结构的重要抓手，从而使得这些行业能够摆脱传统经济与货币周期的束缚，行业景气度将长期向上。我们建议重点关注那些一方面享受传统行业低估值优势，同时受益政策支持，符合国家战略发展方向，具备高成长潜力的行业，推荐高铁装备、海洋工程以及光通讯三个子行业。

●11 年 1 月市场流动性有望阶段性改善，周期性行业预计会迎来一波小幅反弹行情。建议关注股性弹性较大，对流动性较为敏感的上游资源品行业，如有色、煤炭。另外，近期地产板块基本面良好，且具备估值优势，虽然政策调控压力较大，但 1 月份暂时进入政策真空期，同样具备较强的反弹动能。

目录

1. 经济周期、货币周期与行业轮动	3
1.1 经济周期下的行业轮动	3
1.2 货币周期下的行业轮动	4
1.3 2011 年 1 季度股票市场配置环境难言乐观	5
1.3.1 经济运行依然处于滞涨小周期	5
1.3.2 货币处于收缩期	5
2. 传统周期性行业，整体投资机会欠佳，但部分行业景气回升	6
2.1 制造业：景气走向中游原料工业，看好水泥表现	6
2.1.1 行业景气轮动，走向中游原料加工制造业	6
2.1.2 来自 1-11 月份工业企业利润数据的验证	7
2.1.3 水泥：行业景气持续向上，长期看好	8
2.2 地产：基本面良好，但未来面临较大调控压力	9
2.3 金融：保险行业投资时机到来	10
2.3.1 加息利好银行业绩，但下行周期不支持板块估值大幅提升	10
2.3.2 保险股投资价值凸现	11
2.4 周期股有望 1 月份迎来阶段性估值修复行情	11
3. 消费类行业，长期向好，但有所分化	13
3.1 大消费行业长期向好	13
3.2 短期部分消费品增速将趋缓	13
3.3 估值高企是消费行业面临的普遍困惑	14
3.4 选取成长确定，安全边际较高的消费品种	15
3.4.1 白酒：受益通胀，存在提价预期	15
3.4.2 零售：估值合理，增长确定	16
3.4.3 旅游：旺季到来，获取超额收益概率较大	16
4. 战略新兴行业，中线布局	18
4.1 高铁装备：发展势头引领全球，超预期因素犹存	18
4.2 海洋工程：战略发展初期，看好中长期发展空间	19
4.3 光通讯行业：受益大规模宽带投资建设，有效拓展发展空间	20
5. 行业比较结论	21
免责条款	22

行业比较研究立足于中观层面，其目的在于构建起宏观研究与行业研究的中间桥梁。通过把握行业轮动的内在规律，超配那些行业景气向上但尚未被市场反映的行业板块，来获取超额收益。

从本期开始，我们将推出行业比较研究的定期报告，敬请投资者关注！

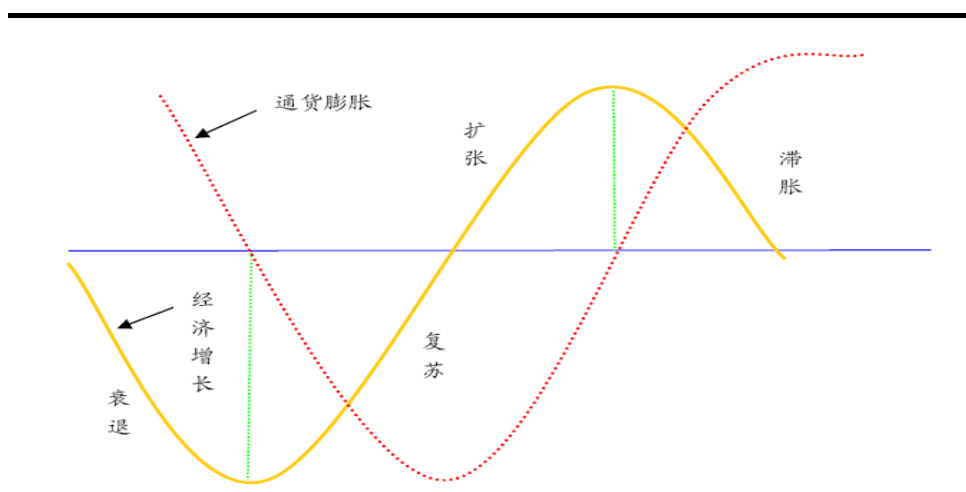
1. 经济周期、货币周期与行业轮动

行业轮动虽然复杂，但有其内在规律，其中经济周期与货币周期是主导行业轮动的重要驱动力，故我们的行业比较研究从对这两大周期的探讨入手。

1.1 经济周期下的行业轮动

美林的投资时钟是研究经济周期与行业轮动的经典范式。根据经济增长与通货膨胀的变动方向，美林投资时钟把经济周期划分为复苏、扩张、滞胀以及衰退四个阶段。

图 1：经济周期波动



资料来源：美林资产配置小组

业内常采用 GDP 增速代表经济增长率，但 GDP 数据是按季度公布的，为了建立起一个月度行业比较研究的统一框架，我们采用工业增加值同比增长率这一月度指标进行替代。对于通货膨胀率，采用业内广泛应用的 CPI 同比变动率作为代表。

对历史数据的研究表明，股票市场的表现与经济周期高度相关。当经济处于上行周期时，也即复苏与扩张期时，A 股市场往往有较好表现，反之，当经济处于下行周期，步入滞胀与衰退期时，权益市场往往表现不佳。

不同经济周期下，行业轮动的迹象也清晰可见。经济复苏与扩张期，采掘、

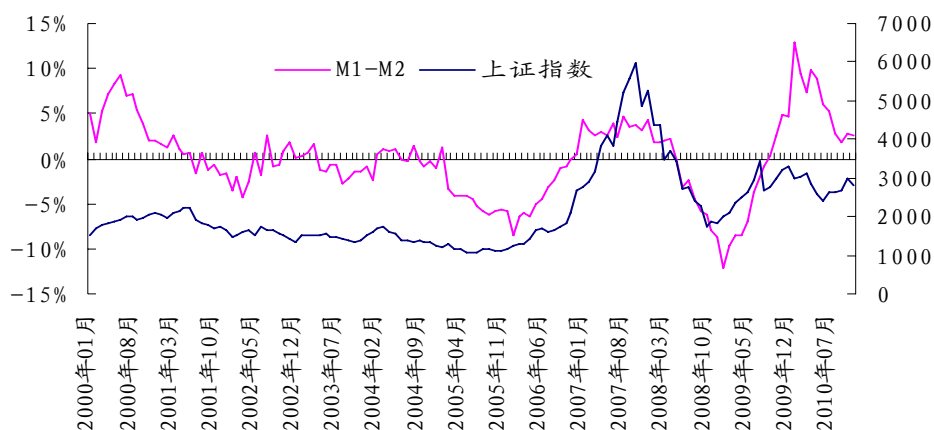
有色、机械设备以及金融等传统周期性行业明显领涨大盘，而在滞涨以及衰退期，尤其是衰退期，食品饮料、医疗保健以及商业贸易等防御性行业则明显超越周期性行业表现。（参见《经济周期与行业配置：A股市场投资时钟构建》，2010年5月13日）

1.2 货币周期下的行业轮动

中国经济周期本质上属于投资周期，而投资与货币投放密切相关，故货币周期是影响行业轮动的另一重要驱动力。

对货币周期的划分，实质上是通过对货币流动性的度量来把握货币供应量扩张与收缩的交替演变进程。我们发现，M1 与 M2 同比增速差的周期性波动与股市密切相关。

图 2：M1 与 M2 同比增速差与 A 股市场高度相关



资料来源：中原证券研究所

从构成上来看，M1 主要由通货与企业活期存款构成，M2 则在 M1 的基础上加入了企业定期存款与储蓄存款。M1、M2 增速差的变化，主要取决于货币供给（央行政策）、宏观经济、企业利润的变化，所导致的货币资金在企业活期存款、定期存款与居民储蓄存款三者之间的相互转化。当 M1 与 M2 增速差保持上涨趋势时，货币流动性较为充足，我们可将其界定为货币扩张期，反之，则意味着处于货币收缩期。

历史数据表明，货币扩张期的权益市场投资环境较佳，过去 10 年间的 5 次扩张期，有 4 次 A 股市场录得正收益，而当处于货币收缩期时，市场往往走熊。

货币周期下，行业轮动的迹象比之经济周期更加明显。货币扩张期，周期性

行业大幅跑赢非周期性品种，采掘、有色、化工表现优异，反之，货币收缩期，食品饮料、纺织服装等非周期性行业的防御特征较为显著。（参见《不同货币周期下的行业轮动与行业配置》，2010年6月11日）

1.3 2011年1季度股票市场配置环境难言乐观

1.3.1 经济运行依然处于滞胀小周期

从工业增加值的同比变动上来看，自2010年4月份以来工业增加值同比增速高位滑落，从4月份的17.8%持续回落至11月份的13.3%，受固定资产投资增速回落影响，我们预计2011年1季度工业增加值依然维持下降通道。

从CPI的变动上来看，通胀进入新一轮周期，2011年1季度CPI高位运行的可能性较大，而PPI在反弹之后，仍有望继续助推CPI。此外，当前国内劳动力成本价格趋升，资源环保成本加大，资源性产品价格有待理顺，都可能影响通胀预期。

基于此，我们认为中国经济依然处于小滞胀周期，新一轮经济周期预计将于2011年二季度前后形成。

图 3：工业增加值同比增速高位回落

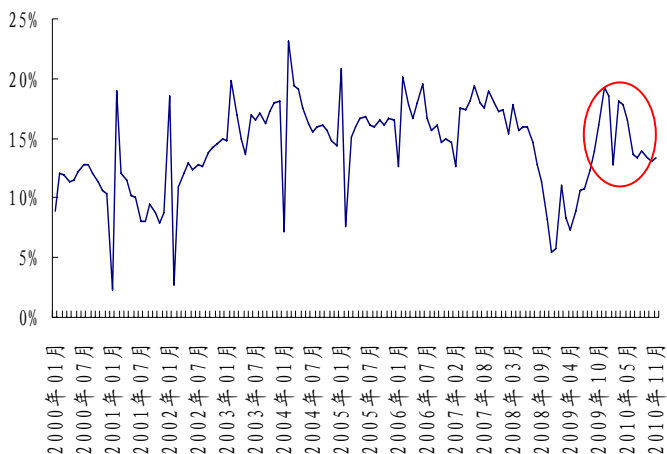
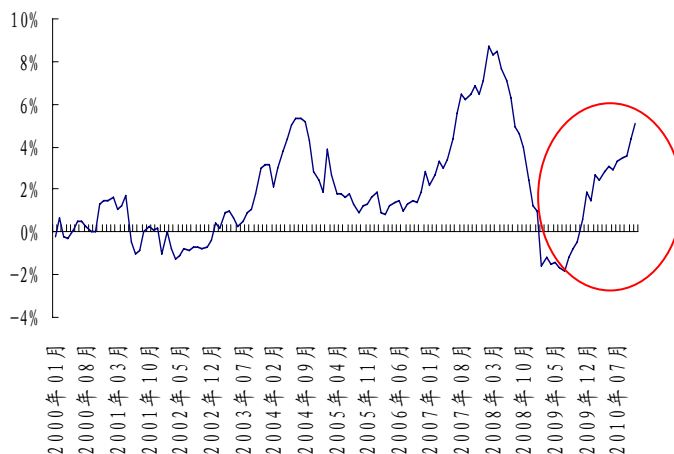


图 4：CPI 进入新一轮上涨周期



资料来源：中原证券研究所

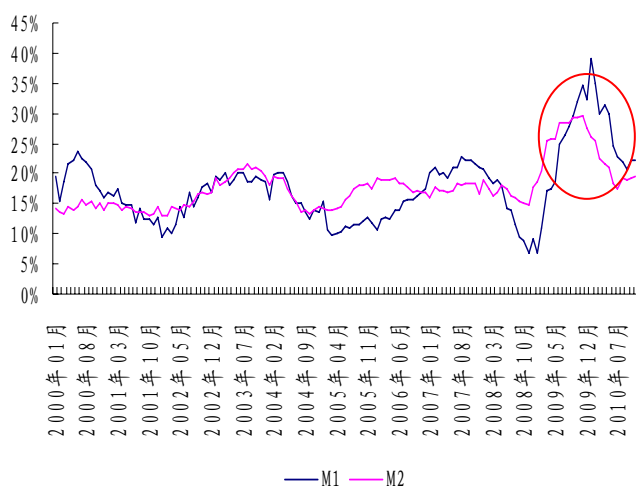
资料来源：中原证券研究所

1.3.2 货币处于收缩期

M1 与 M2 同比增速差的变动主要取决信贷投放。当信贷投放大幅扩张时，新增企业贷款增加，企业活期存款回升速度要快于定期存款，从而 M1 的增速会大于 M2；反之，当货币投放收缩时，M1 - M2 将走入下降通道。面对不断高企的通胀压力，预计 2011 年适度宽松的货币政策将回归稳健，同时央行回收流动性的

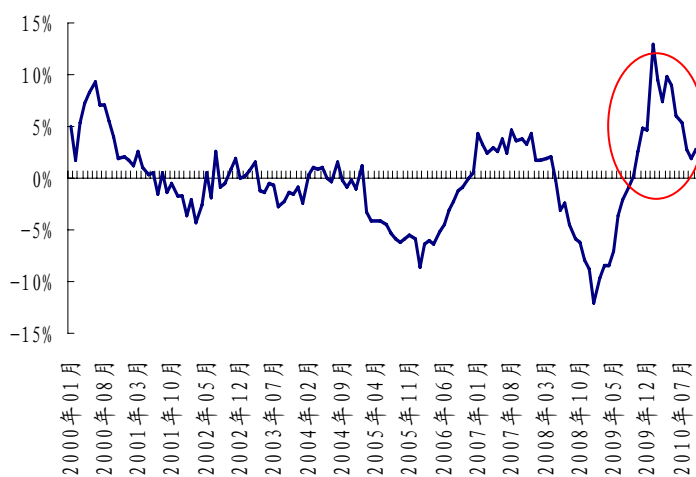
力度将再次加大。这将导致 M1 与 M2 同比增速差在明年 1 季度难以出现拐点，同时，1 季度经济运行的不容乐观以及企业盈利能力的下滑也将会促使 M1 与 M2 同比增速差继续下行，故我们预计明年 1 季度货币周期依然处于收缩期。

图 5: M1 与 M2 持续走低



资料来源：中原证券研究所

图 6: M1 - M2 进入下降通道



资料来源：中原证券研究所

总之，我们预计 2011 年 1 季度宏观经济运行将延续滞胀小周期，而货币周期则依然处于收缩期，A 股市场配置环境不容乐观，传统周期性行业整体难有趋势性交易机会，而主要的投资机会主要集中于防御性品种。

2. 传统周期性行业，整体投资机会欠佳，但部分行业景气回升

2.1 制造业：景气走向中游原料工业，看好水泥表现

2.1.1 行业景气轮动，走向中游原料加工制造业

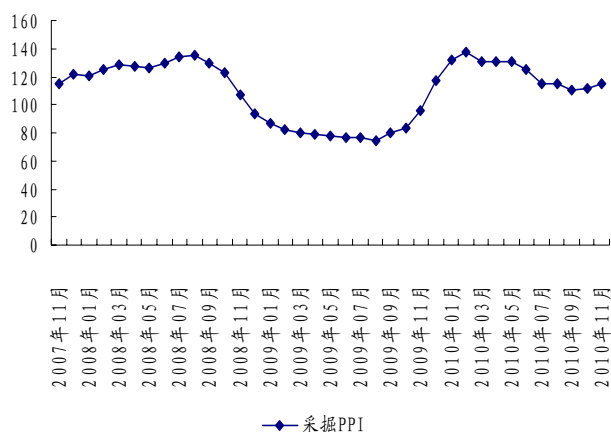
我国官方所公布的几项重要监测行业景气的的数据，如 PMI、工业增加值以及 PPI 分类指数，将国民经济工业体系划分为采掘工业、原料工业、加工工业以及生活资料制造行业，其中传统周期性行业主要集中于前三者。

业内已有研究表明，PPI 大类行业分项价差与行业毛利率走势相关度较高，且具备一定的领先度，于是我们可以通过分析 PPI 价差走势来监测传统周期性行业的景气轮动走向。

采掘工业直接取“采掘业 PPI”，原料工业采取“原料 PPI-采掘 PPI”，加工工业取“加工 PPI - 原料 PPI”。为平滑月度波动及行业间数值差异，我们取

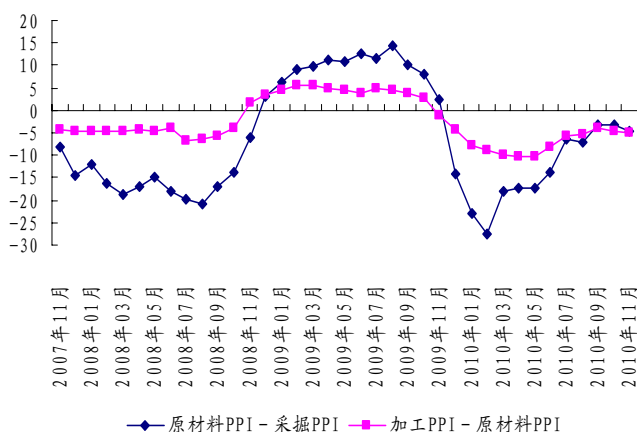
近三个月均值与近半年均值差，并进行标准化处理，以此作为监测行业景气轮动的价差指标。该指标值越大，意味着行业未来一段时间毛利率上升的动能越大。

图 7：采掘工业 PPI 价差走势



◆ 采掘 PPI

图 8：原料及加工工业 PPI 价差走势



◆ 原材料 PPI - 采掘 PPI ◆ 加工 PPI - 原材料 PPI

资料来源：中原证券研究所

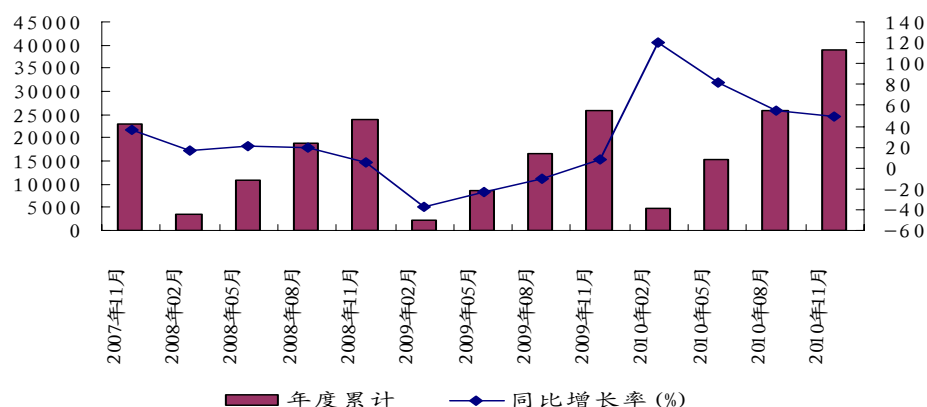
资料来源：中原证券研究所

计算得采掘业价差指标值为-0.15，原料工业为 0.21，加工工业为 0.18，因此我们预计 11 年 1 季度，传统周期性行业的景气度可能逐渐走向中游原料工业。

2.1.2 来自 1-11 月份工业企业利润数据的验证

10 年 12 月 27 日，统计局公布了 1-11 月份的工业企业利润数据：1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润 38828 亿元，同比增长 49.4%，较 1-8 月份数据回落了 6 个百分点。我们预计随着新年度基数效应、通胀以及紧缩预期的强化，未来的工业企业盈利能力将继续趋弱，这也验证了前文我们所提出的整体并不看好 1 季度周期性行业表现的观点。

图 9：工业企业累计利润变动

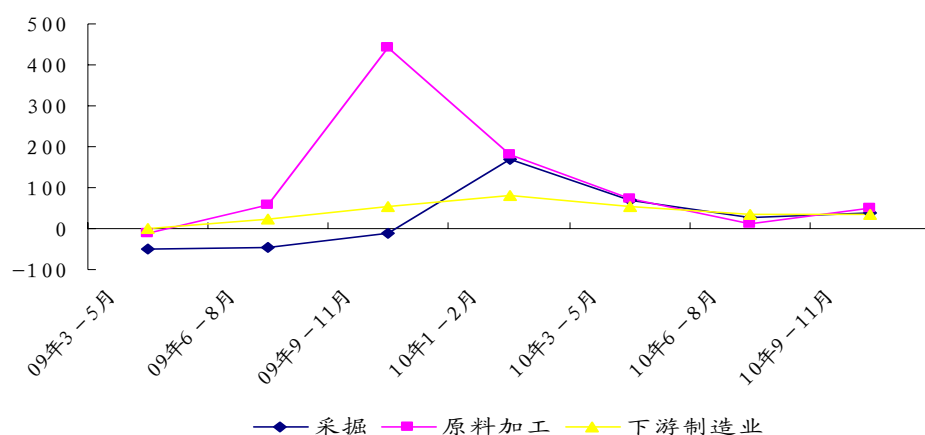


■ 年度累计 ◆ 同比增长率 (%)

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

从分行业利润数据来看，9~10 月份由于节能减排限电以及美元指数下跌，中游工业原料品以及部分上游采掘业盈利能力出现显著改善，其中原料工业业绩改善程度最明显，这是导致四季度工业企业利润单季增速上行的主要原因。

图 10：中游原料加工业 4 季度利润同比大幅回升



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

2.1.3 水泥：行业景气持续向上，长期看好

中游原料工业中，我们推荐水泥板块。1-11 月份，水泥行业累计产量 16.94 亿吨，实现销售毛利率 16.14%，同比上升 0.1 个百分点；实现销售净利率 7.73%，同比上升 0.52 个百分点。9-11 月份盈利能力的明显改善，有效带动了前 11 月毛利率以及销售净利率的同比增长。

图 11：水泥行业当月产值及同比变动

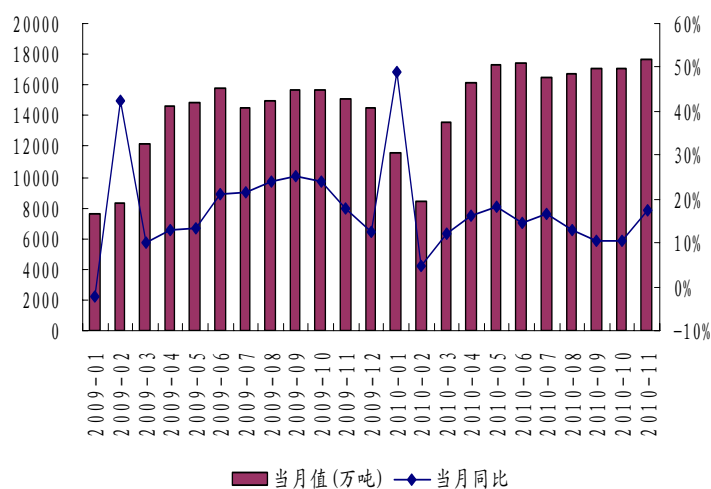
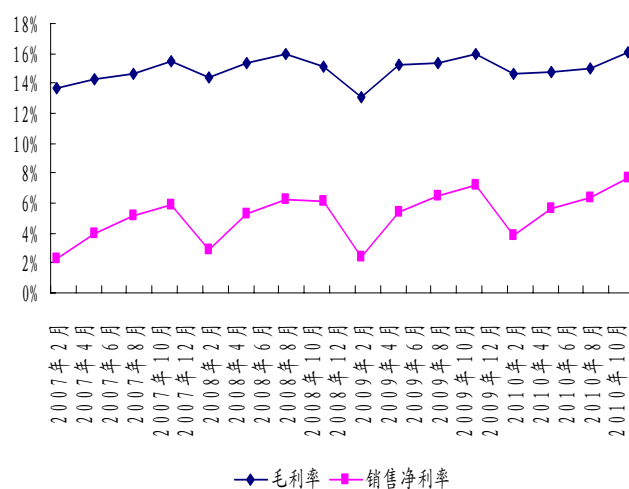


图 12：水泥行业毛利率及销售净利率变动



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

水泥在主要周期性行业中的供需相对偏紧，产能过剩程度不大。从需求端来看，“十二五”期间，水利建设和城市轨道交通将迎来黄金发展期，从而成为水泥行业新的需求增长点；与此同时，保障房建设的加速，也会部分弥补商品房投资下降的所引致的行业风险。从供给角度来看，为淘汰落后产能，国家不仅会严控新生产线，而且淘汰落后产能的力度也将加强。水泥新产能的投放于 2010 年达到顶峰，2011 年之后预计会急剧缩小，净新增产可能为负。另外，近期《国务院关于促进企业兼并重组的意见》和工信部出台的《水泥行业准入条件》，均提出鼓励现有水泥企业兼并重组，调整产业结构和提高行业集中度，这将长期利好行业内的全国及区域性龙头企业。

2.2 地产：基本面良好，但未来面临较大调控压力

过去三个月，房地产呈现量价齐升态势。房地产销售价格连续三个月环比小幅上升，上涨幅度分别为房屋销售面积无论是累计同比还是单月也呈现连续三个月为正之势。

从房地产行业量价配合的几种组合来看，唯有量升价跌或者价平可被政策容忍且不至于引起行业基本面的大幅恶化，量价齐升的格局可能将行业再一次推至被严厉调控的境地。我们预计两会前，房地产调控政策不会有明显松动迹象，这将对房地产板块在二级市场的表现造成一定压制。

图 13：全国 70 个大中城市房地产销售价格连续三个月环比上升

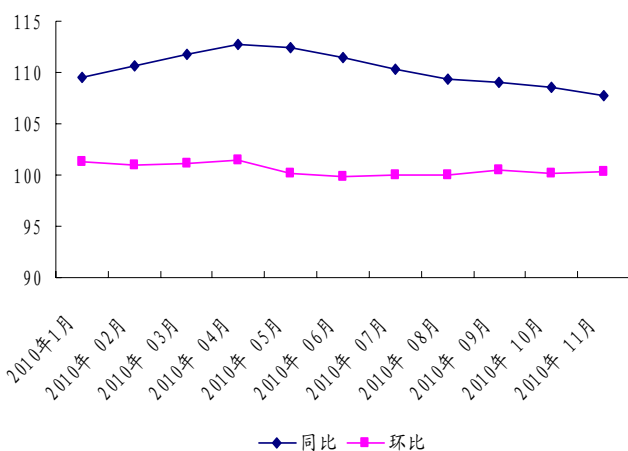
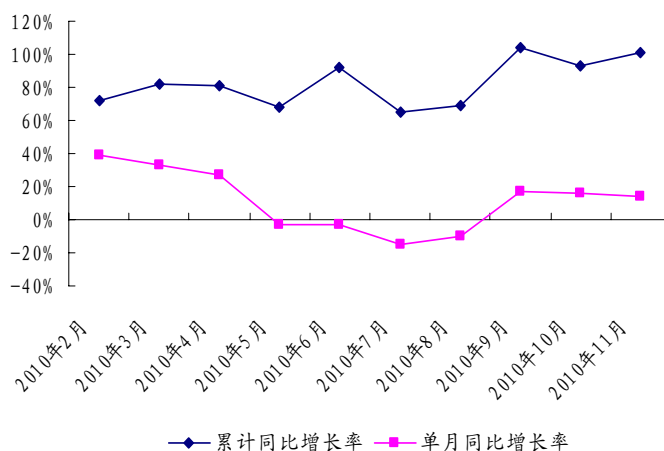


图 14：房屋销售面积三个月连续为正



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

2.3 金融：保险行业投资时机到来

2.3.1 加息利好银行业绩，但下行周期不支持板块估值大幅提升

为治理通胀，收缩流动性，12月26日央行再度加息，上调一年期基准存款利率0.25个百分点。央行在两个多月时间内三次上调存款准备金率、两次加息，基本确认了加息周期的启动。

从最近一次加息的内部结构来看，长短端利率调整幅度较大，2年、3年和5年期的存款利率上调幅度分别为0.3%、0.3%和0.35%，3个月及半年期存款利率分别上调0.34%和0.3%，均高于基准利率的上调幅度，但在银行存款中占比较高的活期存款未做调整。负利率效应下，储蓄存款活化趋势明显，这将使得银行活期与定期储蓄存款增速的差距扩大，从而提升银行净息差，利好业绩。

图 15：利率进入负时代

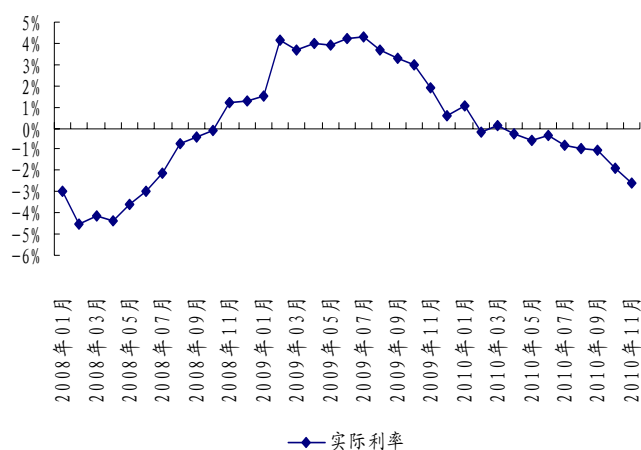
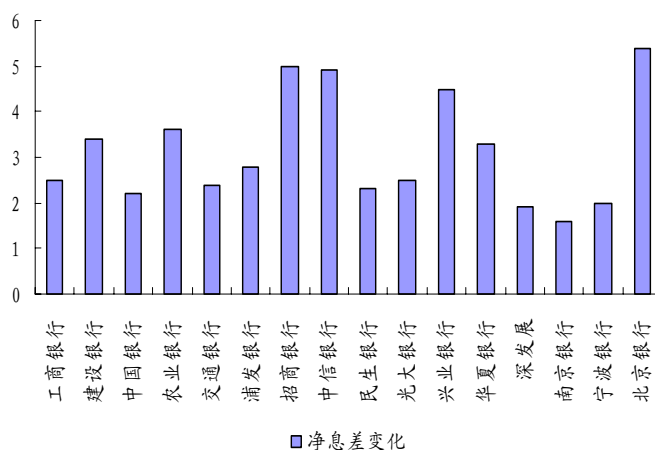


图 16：加息有助于银行息差扩大



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

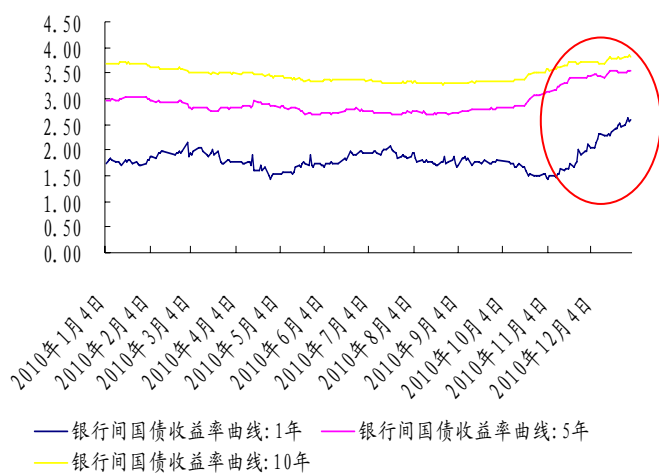
资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

不过银行板块的真正启动，还有赖于整个货币环境是否宽松。前文所述，我们预计1季度的M1与M2同比增速差依然保持下行态势，货币周期仍旧处于收缩期，这将显著压制银行板块的估值提升。其次，我们预计11年信贷投放额度在7万亿左右，按照3:3:2:2的投放比例，1季度信贷投放大致在2万亿左右。未来通胀依然充满诸多变数，倘若形势严峻，央行将会严格管控信贷投放额度，预计超额投放的概率并不大。最后，从历史经验来看，银行与地产板块走势高度相关，两者之间需要相互配合才能真正引发以金融地产为首的大幅上涨行情，虽然近期地产行业业绩表现突出，但未来调控压力依然较大，基本面环境难言乐观，这也将拖累银行股的表现。

2.3.2 保险股投资价值凸现

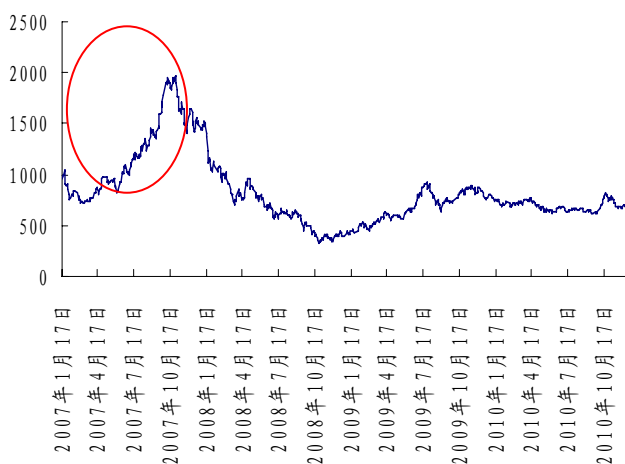
加息周期初期，受益于债券收益率的快速提升，保险公司的债券投资和久期配置将变得更为积极主动，而保单负债成本调整相对滞后，从而有助于利差扩大，增厚业绩。同时，国债收益率的上行也将带动准备金评估利率上调，从而促使寿险盈利水平的提升。最后，从2006年8月~2007年12月加息周期下保险股的历史表现来看，保险公司股价通常在降息周期最后阶段和升息周期前半段有较好的表现。基于上述分析，我们认为加息周期下，保险股跑赢大盘、震荡上行的概率较大，投资时点已经到来。

图 17：银行间债券收益率触底回升



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 18：加息周期保险股表现优异

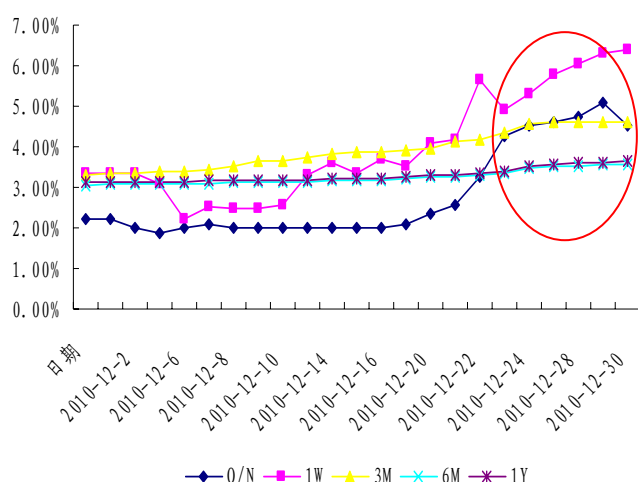


资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

2.4 周期股有望 1 月份迎来阶段性估值修复行情

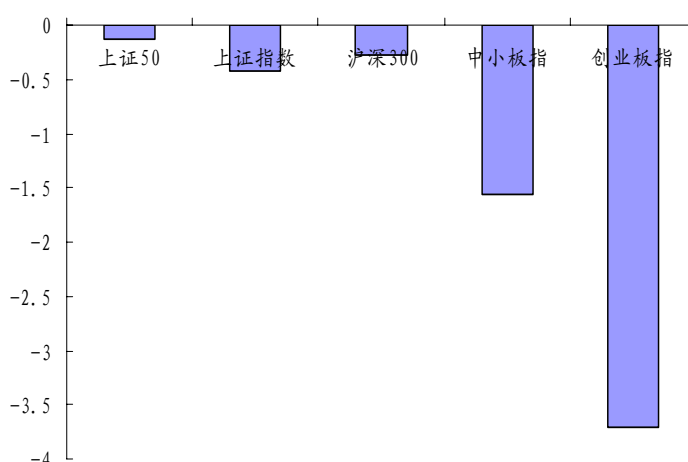
10 年 12 月份，由于临近年末，受制于资金面的紧张，再加上投资者对通胀以及未来进一步紧缩政策的担忧，A 股市场延续了自 11 月份中旬以来的震荡下行格局，市场人气低迷，成交量较之前期继续萎缩。盘面上来看，创业板、中小板跌幅居前，月度分别下跌-3.71%、-1.56%，大盘蓝筹股相对抗跌。

图 19: 临近年末, 同业拆借利率骤然上升



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 20: 10 年 12 月创业板、中小板跌幅居前

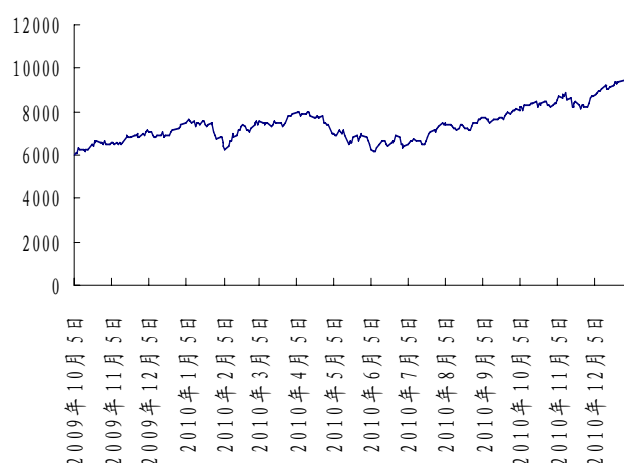


资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

随着 10 年年末银行考核的结束, 资金面紧张局面将趋于缓解, 再考虑到春节前为满足居民和企业流动性需求, 央行往往会向市场资金净投放, 预计 11 年 1 月份流动性将有所改善, 这样周期性行业就有望在 1 月迎来一波阶段性反弹行情。

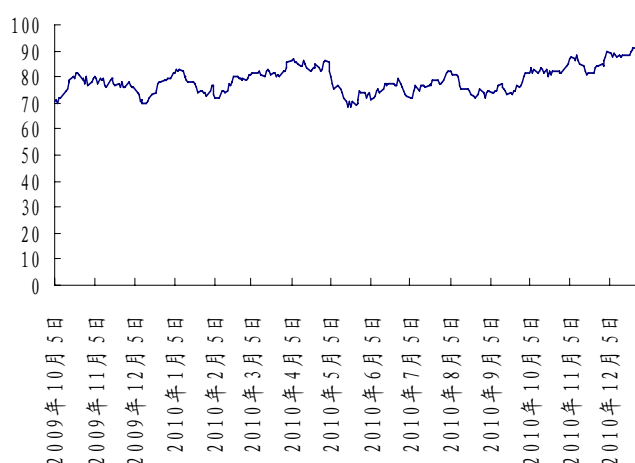
行业选择上, 建议关注股性弹性较大, 对流动性较为敏感的上游资源品行业, 如有色、煤炭。在美元走弱、海外流动性充裕等多重利好下, 国际大宗商品价格依然维持强势, 这也对 A 股市场资源品行业的反弹形成了有利支撑。另外, 近期地产板块基本面良好, 且具备估值优势, 虽然政策调控压力较大, 但 1 月份可能暂时进入政策真空期, 同样具备较强的反弹动能。

图 21: LME 铜期货价格保持强势



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 22: NYMEX 原油期货价格保持强势



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

3. 消费类行业，长期向好，但有所分化

3.1 大消费行业长期向好

十二五规划中，扩大内需被提高至前所未有的高度，建立促进消费的长效机制上升为我国经济发展的一个基本立足点和长期战略。

居民收入不断提高以及城镇化背景下，大消费行业迎来黄金发展期，景气度有望长期向上。从战略配置角度来看，我们长期看好那些符合居民消费升级方向，同时受资源约束较小的消费相关行业，如文教娱乐、医疗保健以及通讯等。

图 23：居民可支配收入逐年提高

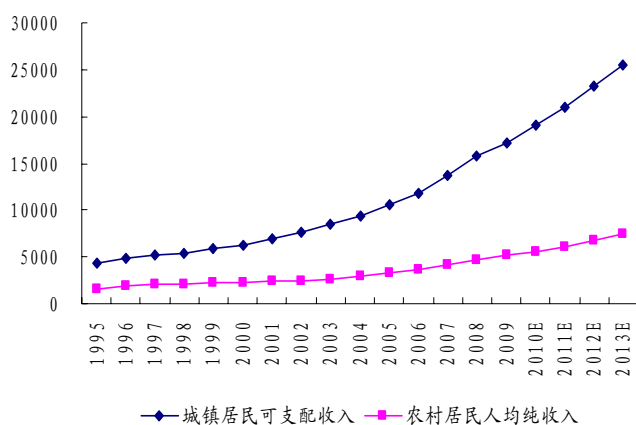
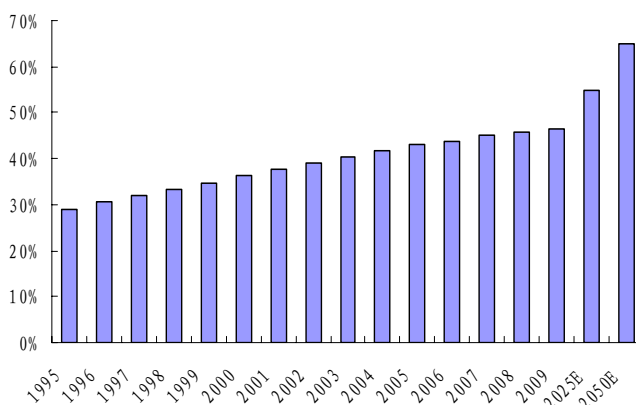


图 24：城镇化进程持续推进



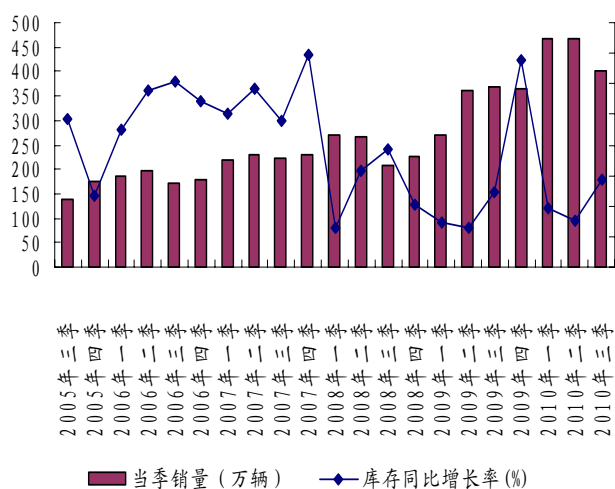
资料来源：国家统计局

资料来源：国家统计局

3.2 短期部分消费品增速将趋缓

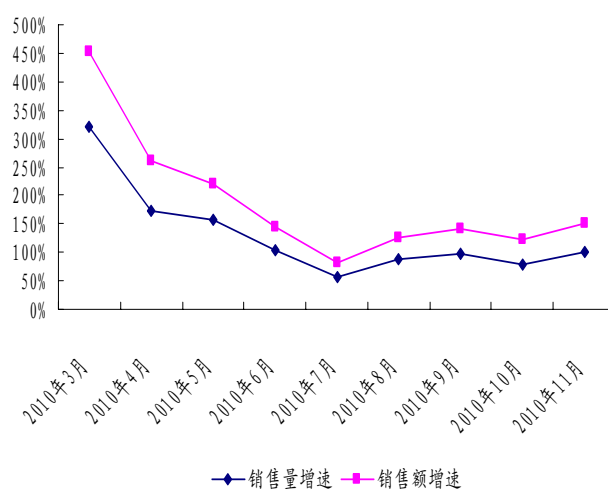
金融危机以来，国内陆续推出的消费刺激政策对汽车、家电等产品的需求释放起了重要推动作用。2010年一季度消费增长达到阶段性顶峰，对国内 GDP 的拉动达到 6.2%，创下了 1998 年以来的新高。然而，各类补贴政策本质上只是将需求释放提前，难以持续起作用。随着刺激政策边际效应的减弱，需求逐渐下滑的趋势将逐步显现，部分消费品行业面临景气下滑。

图 25: 汽车季度销量及库存增长率



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 26: 家电下乡销量及销售额增速



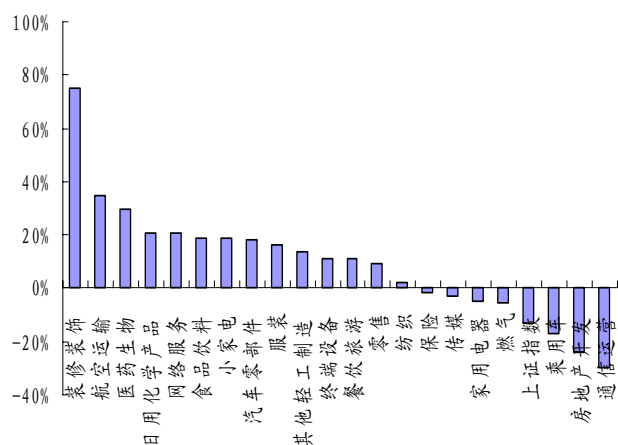
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

3.3 估值高企是消费行业面临的普遍困惑

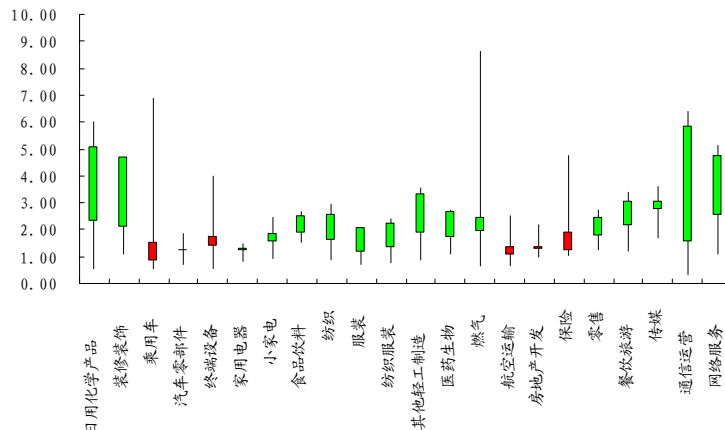
从二级市场的表现来看, 大消费行业2010年涨幅普遍超越大盘。装修装饰、航空以及医药生物板块涨幅遥遥领先, 相比之下, 通讯运营、房地产以及乘用车表现较差, 跑输大盘。

行业的大幅上涨, 也推高了估值水平, 绝大部分消费品行业的相对PE均超越了历史均值, 其中日用化学产品、装修装饰、网络服务等估值压力较大, 而乘用车、保险等的估值还处于历史均值之下。

图27: 主要消费品行业的市场涨幅比较 (流通市值加权平均) 图28: 主要消费品行业相对PE (TTM, 整体法)



资料来源: wind资讯, 中原证券研究所



资料来源: wind资讯, 中原证券研究所

3.4 选取成长确定，安全边际较高的消费品种

涨幅过大、估值高企是目前大消费行业面临的一个现实困惑。此种背景下，投资大消费行业，首要原则就是选择那些未来增长较为明确的细分行业与个股，通过高增长来化解目前的高估值风险。其次，预计明年通胀压力依然较大，建议把握抗通胀主题投资；最后，为应对宏观经济的易变性，建议采用防御+进攻的行业配置组合，即一方面配置具有必须消费品性质的行业个股，抵御市场系统性风险，另一方面则相应配置进攻性较强的可选消费品领域行业个股，从而牟取超额收益，推荐配置白酒、零售以及旅游三个子行业。

3.4.1 白酒：受益通胀，存在提价预期

与其他酒水饮料相比，白酒受原材料价格上涨影响最小，较高的毛利率使得通胀背景下行业整体受益，而那些具有定价能力的龙头公司不仅能够抵御成本上涨压力，还存在适时提价的能力。

10 年 11 月白酒产量达到 96.61 万吨，同比增长 34.69%，环比上升 7.6 个百分点，1-11 月份累计产量 791.6 万吨，同比增长 26.87%。随着年底春节销售旺季的来临，白酒的销售即将迎来一轮增长，增速有望继续保持高位。

与此同时，诸多高端白酒终端价格近期出现大幅上涨。糖酒快讯数据显示，12 月份诸多高端白酒品种，如茅台、五粮液、剑南春等终端价格都有不同程度的走高，其中茅台涨幅最大，而 2011 年伊始茅台再次宣布上调 20%，涨幅创 10 年新高，可见终端需求之旺盛。

图 29：白酒当月产量变动

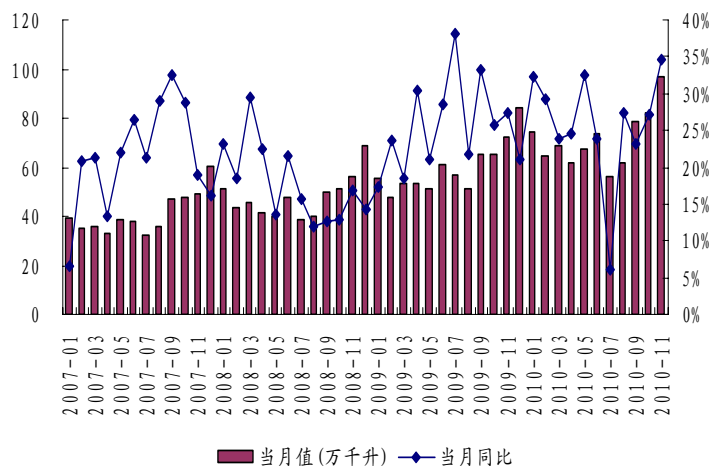
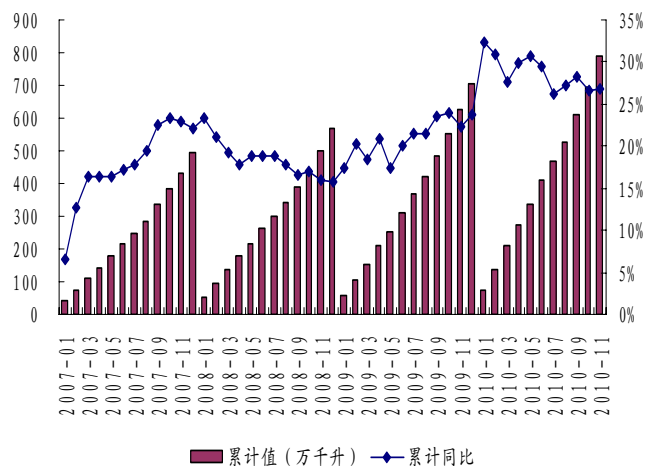


图 30：白酒累计产量变动



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

3.4.2 零售：估值合理，增长确定

长期来看，受益于居民消费升级以及城镇化建设，零售行业发展前景广阔，未来增长确定性较高。

短期来看，零售行业依然保持平稳发展态势。据商务部监测，2010年11月份重点零售企业零售额同比增长18.6%，较之上月19.1%小幅回落。分业态来看，专业店、百货店和超市零售额同比分别增长20.8%、18.8%和15.5%。分商品类别看，金银珠宝、汽车、文化办公用品、食品增幅居前，零售额同比分别增长52.0%、29.1%、19.2%和19.0%，服装、烟酒、饮料和中西药品零售额同比分别增长18.2%、17.8%、17.3%和17.1%。

估值角度来看，经历大幅上涨之后，虽然目前整个零售行业的估值溢价依然处于高位，但近期零售板块的连续回调，已经部分消化了估值压力，而随着春节临近，零售业传统旺季到来，业绩的大幅提升将有助于估值压力的进一步化解。故居民消费升级背景下，我们持续看好零售行业的表现，1季度重点推荐受益通胀的超市板块。

图31：超市板块营业收入同比增速变动

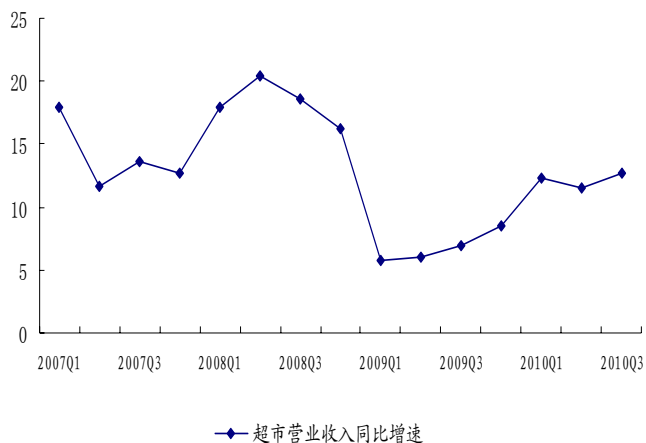
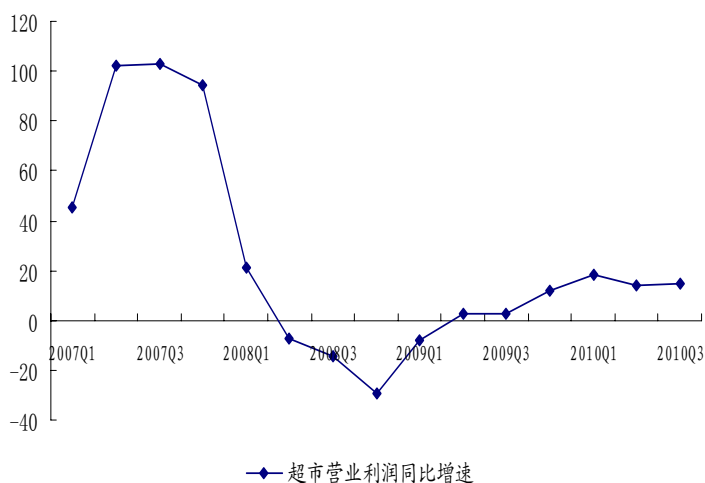


图32：超市板块营业利润同比增速变动



资料来源：wind资讯，中原证券研究所

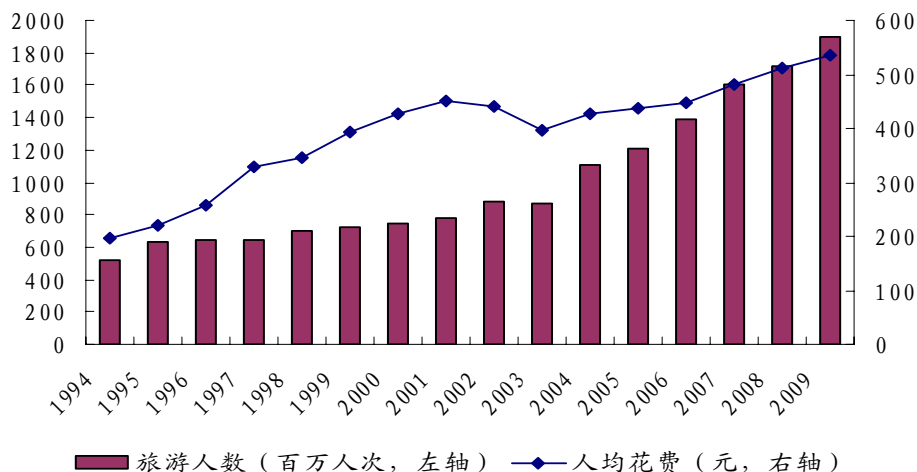
资料来源：wind资讯，中原证券研究所

3.4.3 旅游：旺季到来，获取超额收益概率较大

1994~2009年，我们人均旅游支出以及旅游人数呈现平稳上升态势，尤其是2004年以来，有加速上扬态势，但目前人均旅游支出只有535元，与发达国家相比依然偏低。做为一种重要的娱乐方式，随着人们收入水平的不断提高，人均旅

游支出未来还有很大提升空间。据世界旅游业理事会（WTTC）测算，中国旅游业对GDP的贡献将于2010年的9.2%提升至2020年的9.7%。未来10 年我国旅游业将保持年均10.4%的增长速度，个人旅游支出在2020年预计可以达到4809.7元。届时中国将成为第一大旅游目的地国和第四大客源输出国。

图33：我国历年旅游人数及人均花费

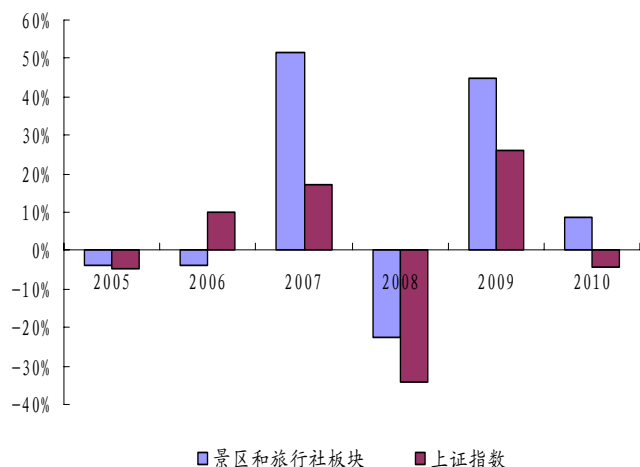


资料来源：国家统计局

2009 年 12 月发布的《国务院关于加快发展旅游业的意见》中，提出把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业，而十二五规划中，更是提出把推动服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点，且特别强调“积极发展旅游业”，故预计未来旅游业将成为政策支持的亮点，而近期海南旅游岛“离境退税”的政策出台，以及各大旅行社春节出境游的报名火爆都将构成股价上涨的催化剂。

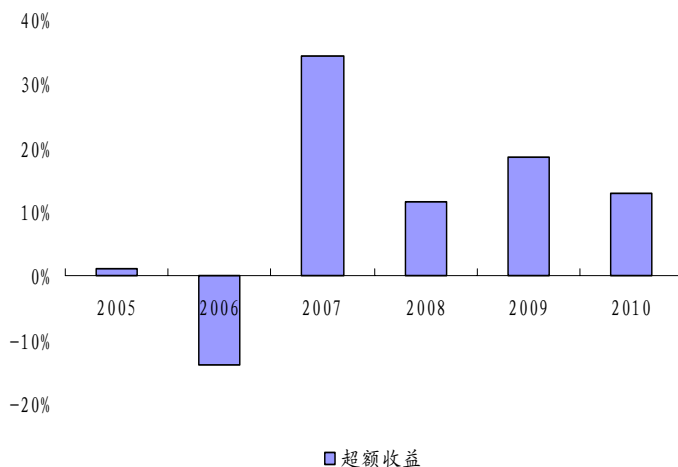
从历史表现来看，一季度由于元旦、春节等假期因素，旅游行业传统旺季到来，二级市场往往有不错表现，2005~2010 年 1 季度，旅游板块有 5 次跑赢大盘，故我们预计旅游行业在 11 年一季度取得超额收益的概率较大。

图 34: 历年旅游板块与上证指数 1 季度涨幅对比



资料来源: 中原证券研究所

图 35: 旅游板块 1 季度获取超额收益概率



资料来源: 中原证券研究所

4. 战略新兴行业，中线布局

《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，把发展战略性新兴产业定位为“抢占新一轮经济和科技发展制高点的重大战略”。并明确了节能环保、信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车产业为七大战略新兴产业。

十二五期间，预计政府将通过投资、税收等多种政策措施加大对上述七大战略新兴产业的扶持，将其作为调整经济结构的重要抓手，从而使得这些行业能够摆脱传统经济与货币周期的束缚，行业景气度将长期向上，酝酿重大投资机会。

从投资方向看，我们需要寻找那些国家政策重点倾斜以及技术已经成熟、可以较快地转化为生产力的行业。结合上述七大战略新兴产业相关上市公司的二级市场表现，我们建议重点关注估值压力较小同时受政策扶持，成长较为确定的行业个股，推荐高铁装备、海洋工程以及光通讯三个子行业。

4.1 高铁装备：发展势头引领全球，超预期因素犹存

中国高铁于 2004 年开始正式启动，用了不到 6 年时间走完了发达国家 40 多年的历程，运行时速从 250 公里到 350 公里再到今年的 380 公里。2010 年 10 月底，已投入运营的高速铁路营业里程达到 7431 公里，居世界第一位。现在我国已成为世界上高速铁路系统技术最全、集成能力最强、运营里程最长、运行速度最高、在建规模最大的国家，引领着世界高铁发展的新潮流。在第七届世界高速

铁路大会上，国务院副总理张德江公开表示，我国政府已将高速铁路作为优先发展的战略性新兴产业，今后将在财政投入、建设用地、技术创新、经营环境等方面加大支持力度。

高铁行业的发展前景无限，不过二级市场的一个隐忧在于未来高铁增长的确定性较高所导致的相关股票价格缺乏弹性。因此，高铁行业的投资潜力与价值，关键在于是否存在超预期因素，对此我们持肯定态度。

国内市场方面，干线高铁规划有望提升，达到 2 万公里，而且城际高铁规划也迅速出笼，将达到 2.4 万公里，由此可见，高铁产业的投资规模有望超预期。2018 年全行业的动车组有望达到 1200 列/年的水平，是以前预期的整整三倍，这就意味着高成长空间迅速打开。海外市场方面，在中国大建高铁的示范作用下，高铁作为一种高效、可持续的公共交通解决方案已获得越来越多的国家认可。按照目前各国公布的规划，预计到 2024 年，全球高铁总里程可达 4.2 万公里，这也意味着国外 2010-2024 年的高铁修建计划可达 1.9 万公里左右。也就意味着目前高铁产业不仅仅面临着国内市场的产业需求，而将分享全球高铁修建计划的产业蛋糕。

4.2 海洋工程：战略发展初期，看好中长期发展空间

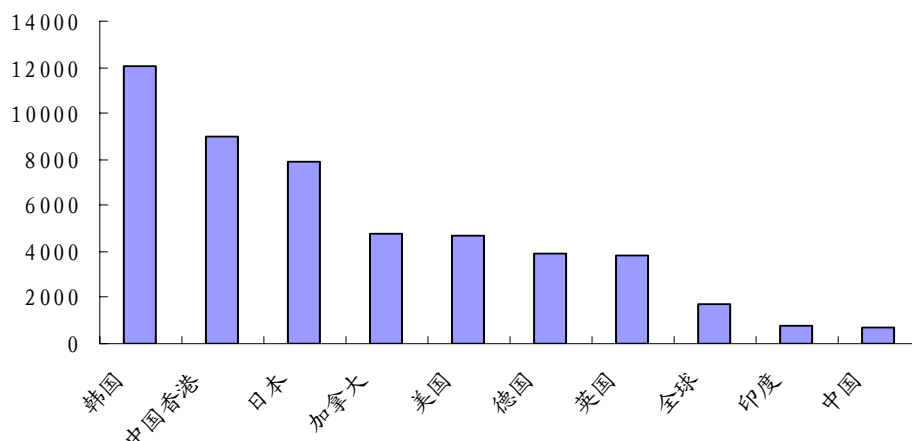
未来深水油气资源开发正在成为世界石油工业的主要增长点。内陆的原油产量会在 2016 年左右达到峰值，2020 年后产量会逐渐下降。与内陆油气开采未来逐渐下降形成鲜明对比，海洋油气尤其是深海未来空间巨大。2015 年后世界原油产量只有深海开采会上升，内陆和浅海产量都会下降，深海原油产量占比有望从 2007 年的 6% 达到 2012 年的 10%。

“十一五”期间，我国用于海上油气资源开发的投入将达 1200 亿元；而根据初步完成的《“十二五”期间海洋工程装备发展规划》，预计“十二五”海洋工程投入为 2500 亿-3000 亿元；带动新一轮海洋工程装备投资热潮。未来 10 年我国油气产量将以 20% 的速度递增，海洋工程装备具有广阔的市场前景。计划 2020 年前，在深水投资 2000 亿，2015 年南海深水区总产量 2500 万吨油当量，2020 年 5000 万吨油当量，相当于 1 个大庆油田。未来我国海工装备复合增长率大概为 20% 左右。

4.3 光通讯行业：受益大规模宽带投资建设，有效拓展发展空间

近几年我国宽带业务发展迅速，从宽带用户的绝对数量上来看，用户数已经超过美国，成为世界第一大用户，但“宽带不宽”的问题依然存在。Akamai 公司报告显示，我国平均上网速度只有 695kbps，而同期接入速度远远落后于美国、日本、韩国等互联网发达国家，且低于全球平均水平。

图 36：全球平均网络接入速度比较（单位，kbps）



资料来源：Akamai

随着网络相关的应用，如网络视频、网上交易、网络游戏、博客社区、3G、高清电视、ICT 等的普及与扩张，现前的宽带基础远远不够，供给与需求之间的巨大缺口，决定了行业存在广阔的发展空间。

十一五期间，我国电信业累计投资达 1.5 万亿元，而在十二五期间，预计电信业投资将达到 2 万亿元的规模，较十一五期间增长 36%，其中宽带投资约占总体投资的 80% 左右。此外，宽带的 ARPU 值远高于移动和固话业务，运营商本身就有着较大动力加大宽带投入与建设。中国电信明确提出在 2010 年下半年追加 50 亿投资用于宽带接入网络建设，而 2011 年则会继续追加 100 亿投资用于宽带接入网络建设，并大幅提升了其 FTTH 用户发展目标；而采取跟随策略的中国联通在 2011 年追加投资进行宽带接入网络建设的可能性也极大。

总之，在宽带被作为投资重点的“十二五”开局之年，我们看好光通信行业 2011 年的发展前景与二级市场表现。

5. 行业比较结论

综上所述,我们认为 2011 年 1 季度无论是经济还是货币周期均处于下行通道中,配置环境并不乐观,整体上并不利于周期股大幅走高,主要的投资机会依然集中于消费类品种以及战略新兴产业。

虽然传统周期性行业的整体投资机会欠佳,但有部分行业的投资机会已经凸现。工业行业中,景气度开始向中游原料工业轮动,其中水泥行业的景气度较高,我们长期看好;金融行业中,银行虽然受益加息,利好业绩,但由于紧缩的货币环境,并不支撑板块大幅走高,相比之下,保险行业是加息的最大受益者,未来震荡上行概率较大。

随着 10 年末银行考评的结束,资金面紧张状况趋于缓解,再考虑到春节前为满足居民和企业流动性需求,央行往往向市场资金净投放的惯例,预计 11 年 1 月份流动性将有所改善。此种背景下,传统周期性行业有望迎来一波小幅度的阶段性估值修复行情。我们建议关注股价弹性较大,对流动性较为敏感的上游资源品行业,如有色、煤炭。另外,近期地产板块基本面良好,且具备估值优势,虽然政策调控压力较大,但 1 月份暂时进入政策真空期,同样具备较强的反弹动能。

消费类行业中,居民消费升级以及城镇化趋势下,行业景气度长期向上,不过近期汽车、家电等消费品行业由于刺激政策的淡出,景气度有所回落,同时估值高企是大消费行业面临的一个普遍困惑,此种背景下,我们建议投资大消费行业,首要原则就是选择那些未来增长较为明确的细分行业与个股,通过高增长来化解目前的高估值风险;其次建议把握抗通胀主题投资;最后,为应对宏观经济的易变性,建议采用防御+进攻的行业配置组合,即一方面配置具有必须消费品性质的行业个股,抵御市场系统性风险,另一方面则相应配置进攻性较强的可选消费品领域行业个股,从而牟取超额收益,推荐配置白酒、零售以及旅游三个子行业。

对于战略新兴行业,十二五期间预计政府将通过投资、税收等多种政策措施加大扶持力度,从而使得这些行业能够摆脱传统经济与货币周期的束缚,行业景气度将长期向上,酝酿重大投资机会。我们建议重点关注那些一方面享受传统行业低估值优势,同时受益政策支持,符合国家战略发展方向,具备高成长潜力的行业,推荐高铁装备、海洋工程以及光通讯三个子行业。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。