



中原证券
CENTRAL CHINA SECURITIES

行业配置

寻找具备超跌反弹动能的行业组合 ——2011 年 2 月行业配置报告

研究报告——行业配置

发布日期： 2011 年 2 月 10 日

证券研究所策略部

刘锋 执业证书编号：S0730511010002
021-50588666-8012 liufeng@ccnew.com

李俊 执业证书编号：S0730511010012
021-50588666-8109 lijun@ccnew.com

张刚 执业证书编号：S0730511010001
021-50588666-8100 zhanggang@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

●整体来看，2 月权益市场配置环境并不能言乐观。1 月 CPI 可能重新高企，通胀压力导致货币收缩，与此同时，房价久调不下致使政府再度出手调控，而 10 年 4 季度 GDP 的超预期增长，又为紧缩性货币政策的采用有效拓展了可挪移空间。基于上述宏观分析，我们认为市场趋势性投资机会尚未到来，但考虑到短期货币、地产利空政策告一段落，而权益市场经历自 10 年 11 月中旬以来的连续调整之后，估值已处历史地位，空头能量暂时衰竭，在海外市场不断走好的带动下，A 股市场 2 月有望迎来反弹，建议投资者在严格控制风险的前提下，轻仓参与盘中可能的反弹机会。

●周期性行业中，全球基本金属价格上涨动能强劲，利好有色金属行业，尤其看好其中供给相对偏紧的铜与锡子行业；中游化纤行业景气度依然向上，棉花价格的大幅上涨以及下游纺织服装行业的旺盛为板块的估值修复提供了较强支撑；下游汽车行业 12 月份产销两旺，1 月销售有望继续保持靓丽，同时行业利空政策基本出尽，有助于板块的持续反弹；金融链条中的保险行业在加息周期下受益最为明显，虽然 1 月受大盘系统性风险拖累未现我们期待的“加息行情”，但基本面依然向好，建议关注。

●防御性行业中，受益于农产品价格连续上涨，农林牧渔板块反弹动能较强，尤其是其中的种子行业正处于高景气周期下，可重点关注；零售板块受益通胀，春节黄金周再创销售辉煌，未来业绩增长较为确定，经历前期大幅调整后，行业估值相对合理，反弹动能不可小觑；服装板块的基本面也较为确定，居民消费升级背景下细分行业的龙头企业将充分享受行业未来高速发展的黄金机遇，经历前期大幅调整后，投资价值不断凸现。

目录

1. 2月宏观经济形势分析	3
1.1 通胀压力不减，货币环境不容乐观	3
1.2 经济增长超预期，过热风险凸现	4
1.3 房价居高不下，政府再度出手调控	4
1.4 A股缺乏大幅上涨动力，但短期利空出尽，2月有望迎来反弹	5
2. 寻找超跌反弹动能较大的行业	5
3. 周期性行业反弹动能比较	6
3.1 上游行业，基本面支撑有色金属价格继续走高	6
3.2 中游行业，化纤行业景气持续上升	7
3.3 下游行业，汽车行业市场表现有望继续超越大盘	8
3.4 金融业，保险受益加息周期	9
4. 防御性行业反弹动能比较	10
4.1 农林牧渔，粮价上涨诱发反弹，看好种子行业投资机会	10
4.2 零售，受益通胀，增长确定	11
4.3 服装行业，龙头企业投资价值凸现	11
5. 2月推荐行业配置组合	13
重要声明	14

在我们的 1 季度行业配置报告中，我们提出了“周期下行，防御为上”的基本观点。从 1 月市场表现来看，也基本验证了我们的这一思路。

2 月的行业配置将延续这一思路，但考虑到 2 月的一些独特因素，在行业配置上可能需要作出一些调整，以灵活应对市场变化。

1. 2 月宏观经济形势分析

1.1 通胀压力不减，货币环境不容乐观

当前，居高不下的通胀压力成为 A 股市场的主要困惑。10 年 12 月份由于翘尾因素消失以及政府价格管制政策生效，CPI 如期回落，但 11 年 1 月 CPI 在多重因素影响下重新高企概率加大。首先，受极端天气影响蔬菜价格出现大幅上涨，近期农业部农产品批发价格总指数以及菜篮子产品批发价格指数持续攀升，助推 CPI 再度走高。其次，CPI 中的非食品价格指数连续三月上涨，显示通胀压力开始向非食品领域扩散。最后，春节期间的集中消费构成推动 1 月 CPI 重新高企的另一个重要因素。

图 1: 农产品批发价格指数连续攀升

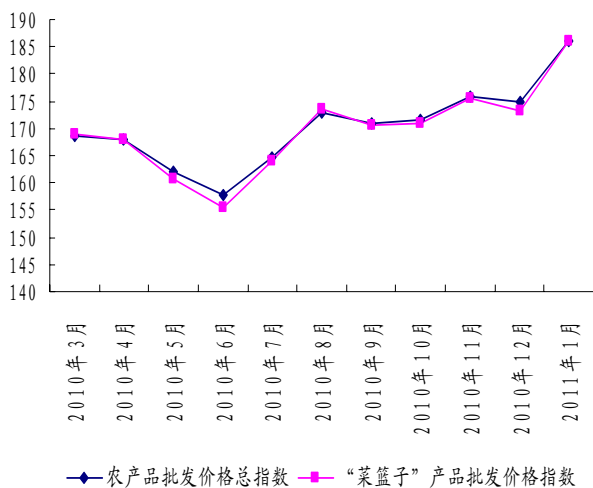
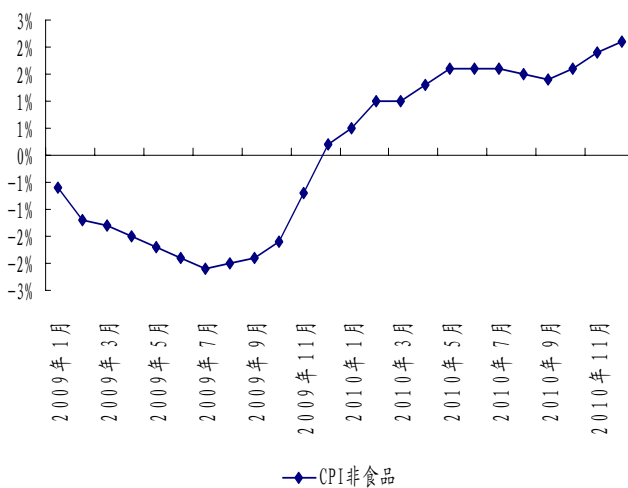


图 2: CPI 非食品持续上涨



资料来源：农业部，中原证券研究所

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

为遏制通胀形势，2 月 9 日央行再度加息，上调基准利率 0.25 个百分点，虽然市场对此次加息早有预期，但政策的“如期而至”会使投资者更加坚信紧缩性货币周期的到来，而悲观的投资心态也自然会为 A 股市场蒙上阴影。

1.2 经济增长超预期，过热风险凸现

10 年 4 季度 GDP 增速一改 2、3 季度下行趋势，同比增长 9.80%，大幅超越市场普遍预期。分项数据来看，投资方面由于临近年末各地节能减排指标陆续达标，限产措施有所放松，促使投资回升，同比增速较之 1 季度上升；消费在通胀刺激下依然强劲，较之三季度上升 0.4 个百分点；出口形势好于市场预期，12 月份出口总额 1541.5 亿美元，同比增长 17.9%，虽然同比增速有所下降，但主要是由于去年同期较高基数效应所致，从出口总额来看依然强劲，刷新了 11 月份创出的历史新高。出口的超预期成为促使 4 季度 GDP 回升的主要因素。

图 3：10 年 4 季度 GDP 超预期增长

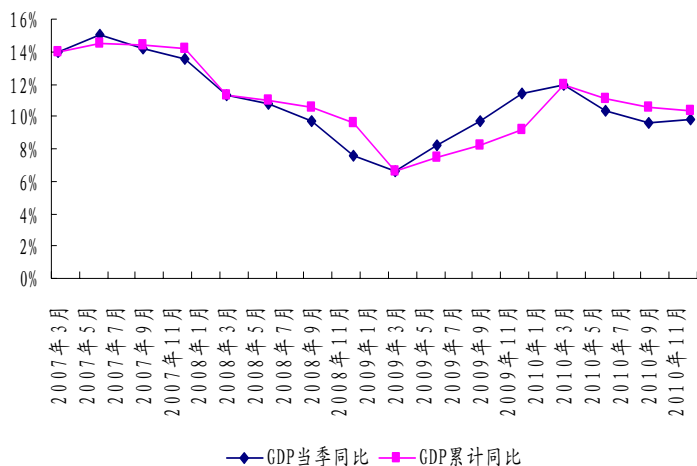
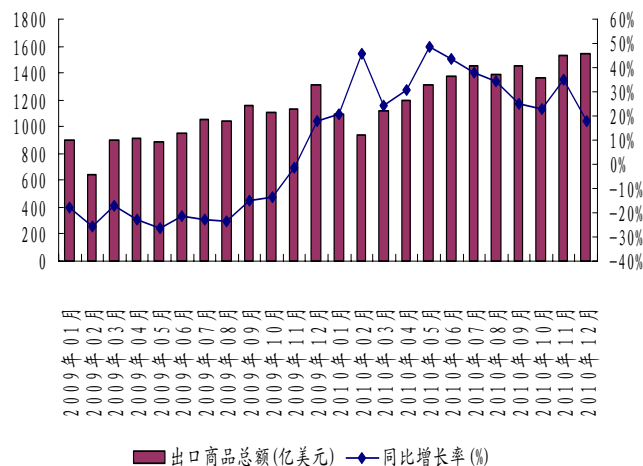


图 4：出口强劲助推 GDP 超预期



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

1.3 房价居高不下，政府再度出手调控

近期房地产市场基本面表现优异，呈现量价齐升的“大好”局面，但这明显有悖地产调控初衷，也是政府最不愿意看到的，于是再度出手调控。1 月 26 日“新国八条”重磅出击，1 月 27 日，重庆、上海同时宣布自 28 日起开始征收房产税，自此拉开了新一轮地产调控的序幕。虽然房产税的出台市场早有预期，股票市场也并未出现如 10 年 4 月调控后的恐慌性杀跌行情，但此次调控政策再次彰显了政府“将房价调控到底”的决心，这也使得地产板块的估值将较大受制于调控政策，倘若地产价格依然居高不下，政策就难以放松，地产板块也就很难呈现趋势性投资机会，从而也将拖累整个地产产业链的股价表现。

图 5：商品房销售价格持续反弹

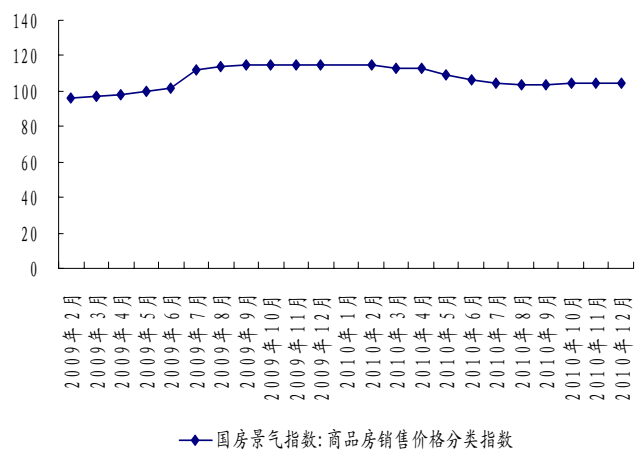
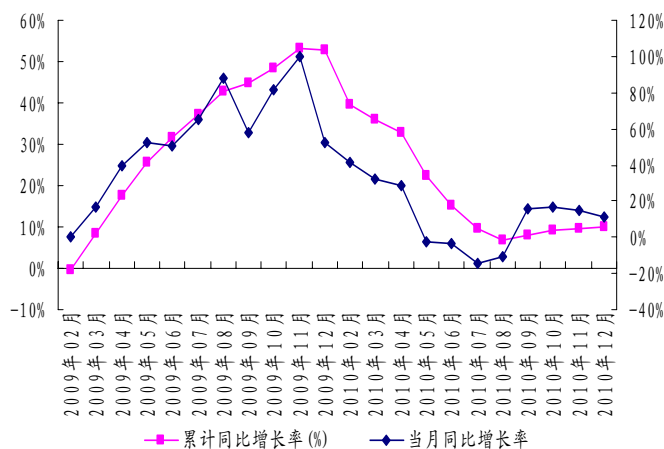


图 6：商品房销售面积当月同比连续为正



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

1.4 A 股缺乏大幅上涨动力，但短期利空出尽，2 月有望迎来反弹

总之，在通胀压力不减，1 月 CPI 指数重新高企的严峻形势下，收紧流动性、控制通胀成为政府调控首要目标，而为实现“民生”目标，调控房价、遏制房价过快上涨又决定了地产调控政策并无放松迹象；另一方面，宏观经济的强劲增长则又有效拓展了紧缩性调控政策的可挪移空间。基于此，我们认为当下无论是在资金面上、还是政策面上均不支持指数大幅攀升，市场的趋势性投资机会尚未凸显。

不过，房产税的“靴子落地”，以及加息的“如期而至”，使得 2 月权益市场暂时进入一个政策真空期，而金融、钢铁、地产等传统周期性股票的较低估值也相当程度封闭了 A 股市场的下行空间。春节期间海外股票市场的强劲表现，则又为 A 股起到了一种示范效应。基于此，我们预计认为 2 月 A 股市场虽然并不具备大幅反转理由，但短期利空出尽后，市场也并无大幅下跌空间，海外市场带领下预计多头力量会有所集聚，短期有望走出小幅反弹行情，而我们 2 月的行业配置思路也主要聚焦于此，但整个 1 季度的配置观点不变，因此建议投资者高度重视风险控制，在控制好仓位的基础上，少量资金捕捉盘中反弹机会。

2. 寻找超跌反弹动能较大的行业

超跌反弹的内在机理在于股价经历大幅下跌后，投资者惜售情绪导致空头力

量衰竭，当市场稍有转暖时，较小的多头力量就可推进股价上扬。因此，寻找具有较强动能的超跌反弹板块，其首要条件就是跌幅较深。为此，我们统计了自 2010 年 11 月 11 日本轮调整以来，至 2011 年 1 月 25 日上证指数阶段性见底这段时间里 81 个申万二级行业指数的涨跌幅。

图 7：本轮调整以来细分行业涨跌幅

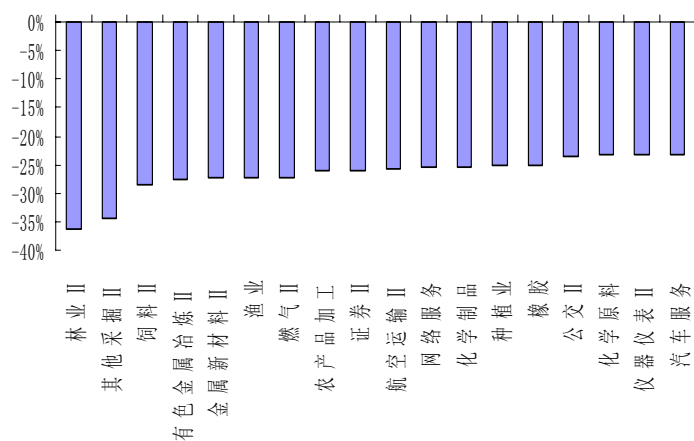
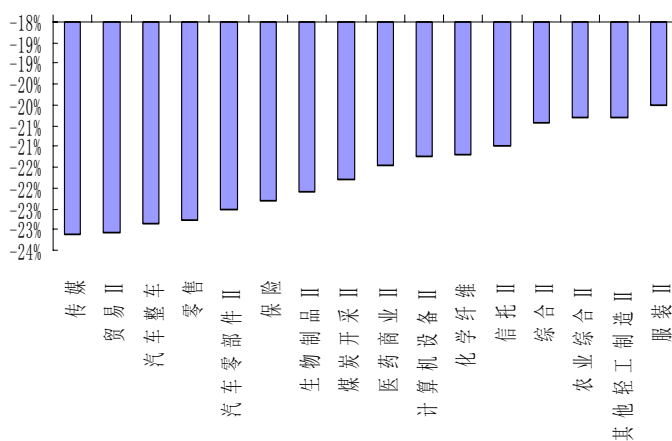


图 8：本轮调整以来细分行业涨跌幅



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

统计数据表明，81 个申万二级行业里有 34 个行业在本轮调整中跌幅超过 20%，其中农林牧渔板块中的林业子行业跌幅最大，达到 36.41%。从所对应的申万一级行业来看，主要分布于农林牧渔、有色金属、采掘、金融（非银行金融）、生物医药、化工、商贸零售、交运设备、交通运输以及纺织服装这几个行业。

接下来，我们将结合行业基本面来具体分析上述超跌行业中，较具反弹动能的相关子行业，以构建我们 2 月的行业配置组合。

3. 周期性行业反弹动能比较

3.1 上游行业，基本面支撑有色金属价格继续走高

春节期间，LME 主要金属期货价格延续了上扬走势，铜、铝、铅、锌、锡、镍涨幅分别为 2.1%、1%、1.9%、3.4%、2.7%、3.8%，其中铜、锡价格更是创下历史新高。

金属价格的表现强劲，主要得益于良好的供需面支持。需求层面看，海外经济的缓慢复苏有效拉动金属需求。美国 1 月份非制造业采购经理人指数由 2010 年 12 月份的 57.1 升至 59.4，高于之前 57 的市场预期，而失业率降至 9.0%，

创下 09 年 4 月以来最低水平，良好的经济数据显示了美国正处于复苏进程，全球主要经济体已逐步走出金融危机阴影。供给层面来看，主要金属供给依然偏紧，其中尤以铜和锡为甚，以铜为例，ICSG 预测 11 年供给缺口将达到 44 万吨。一言以蔽之，良好的供需面支持有色金属价格继续维持上升趋势。

图 9: LME 铜持续上涨

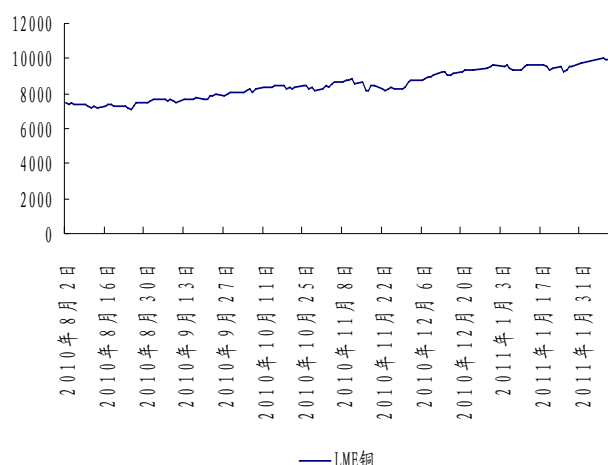
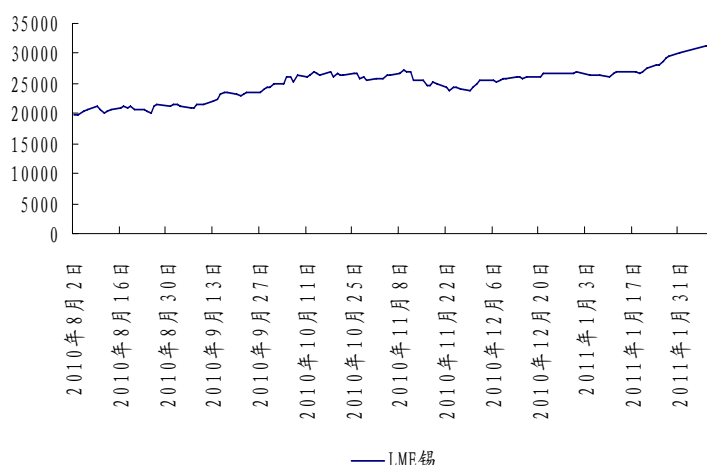


图 10: LME 锡持续上涨



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

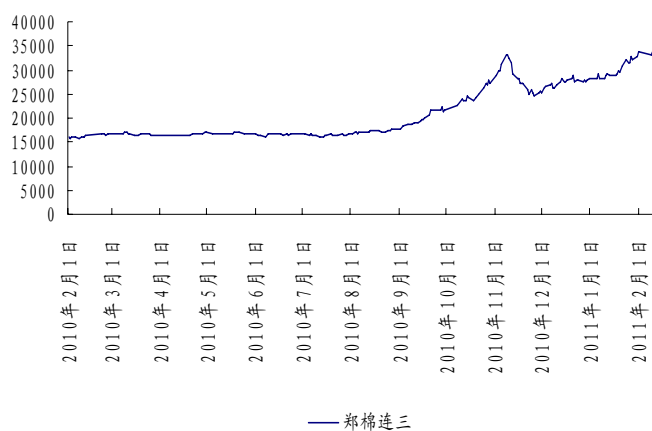
至于 A 股市场的有色金属板块，前期调整的主要诱因在于市场对紧缩政策的担忧以及对金属期货价格继续走高有所质疑。随着此次加息政策的落实，紧缩性预期暂时高一段落，而金属期货的强劲表现又一定程度提振了市场人气。因此，我们看好 2 月有色金属板块的阶段性反弹行情，推荐关注供给较为偏紧的铜、锡行业。

3.2 中游行业，化纤行业景气持续上升

在我们的专题研究报告《PPI、工业增加值与行业景气度》中，我们采用 PPI 价差的方法，认为工业企业中的原料工业是未来行业景气轮动的一个重要方向，进一步结合工业增加值数据，我们看好其中的化学纤维制造业。

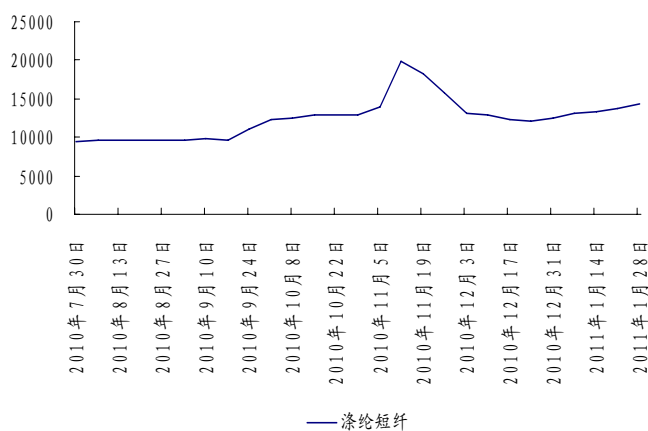
来自行业层面的数据也支持这一判断。郑商所棉花期货价格在 10 年 11 月中旬经历一波快速调整之后，又重回上升态势。未来一段时间，由于“拉尼娜”极端天气的影响，国内棉花供给依然处于偏紧状态，强劲的基本面将对棉价的持续上扬形成支撑。

图 11: 棉花价格再创新高



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

图 12: 涤纶短纤价格还有上行空间



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

近五年我国涤纶短纤产量保持稳定,在目前棉花与涤纶短纤价差维持高位的形式下,受益于棉花价格上涨所导致的替代效应,涤纶短纤价格依然有上行空间,同时下游服装行业需求旺盛,多重利好下引领化学纤维制造业继续维持高景气。近期行业经历大幅杀跌后,空头动能有所衰竭,一旦市场转暖,有望成为反弹主力。

3.3 下游行业,汽车行业市场表现有望继续超越大盘

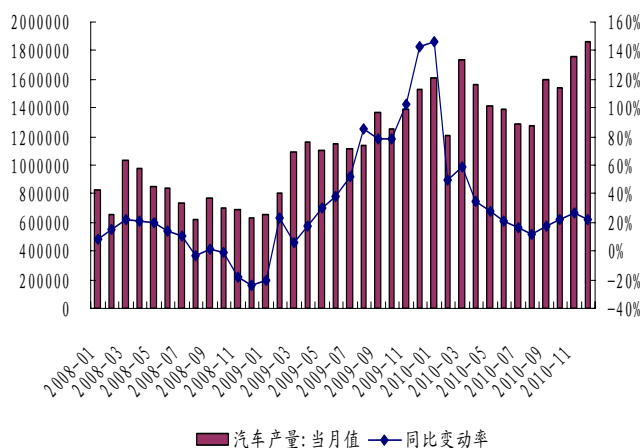
汽车板块早于大盘调整,主要整车企业如上海汽车、长安汽车、江淮汽车等从10年10月底就开始连续回调。不过汽车行业也早于大盘开始反弹,1月中万二级行业指数“汽车整车”板块收益5.76%、汽车零部件板块收益0.33%,均超越同期上证指数-0.62%的收益状况。

在我们的专题研究报告《PPI、工业增加值与行业景气度》中,我们基于PPI价差以及行业工业增加值分析,认为汽车行业的景气度开始上升,但当时鉴于11年汽车下乡以及购置税优惠政策退出等因素考虑,对行业高景气的可持续性有所质疑,从而相应的谨慎看待行业的权益市场表现,但经过对行业基本面的重新审视之后,似乎当时的判断有些过于谨慎。

之前市场普遍担忧汽车销售经历09、10年的火爆局面之后,11年是否可以维系。但从最新的行业数据来看,汽车行业景气仍在。12月份汽车产量为186万辆,继续保持增长态势,其中环比增长6.3%,同比增长22.3%;汽车销量为167万辆,同比增长17.9%,不过环比下降1.8%。12月份销量的环比下滑,并不是由

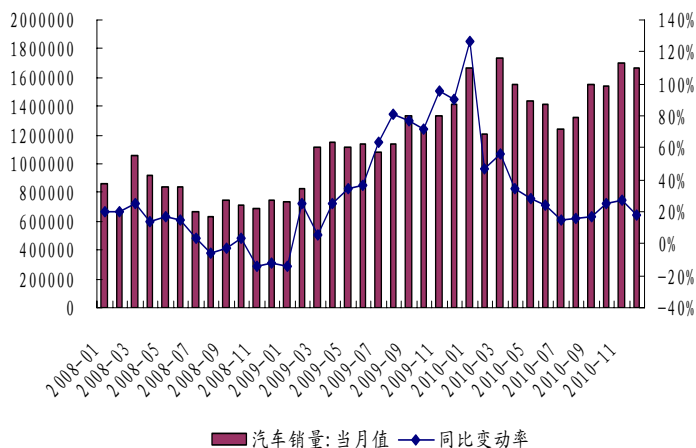
于终端需求降低所致,而是源自厂商平滑销量的习惯,部分销量被平滑到 2011 年 1 月份,预计该月 20 万辆左右被转到 2011 年。2011 年 1 月上半月,重点汽车企业销量同比增长超过 30%,环比增长超过 15%,再次好于预期。因此整体来看,汽车行业依然保持着供销两旺的良好态势,行业依旧处于景气时段。

图 13: 汽车当月产量变动



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

图 14: 汽车当月销量变动



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

估值水平上来看,在年初扶植政策退出及北京限购等负面信息刺激下,汽车股经历了较大幅度回调,目前乘用车及零部件股票 PE 只有 10 倍左右,估值较具优势。再从政策面上看,除北京外的一线、二线城市更有可能通过提高使用成本以及加快公共交通建设来治理拥堵,跟进北京限购的可能性比较小,政策层面负面影响基本出尽。2 月中旬即将公布 1 月汽车销售数据,预计数据依然靓丽,从而支持汽车板块的估值修复行情向纵深方向的发展。

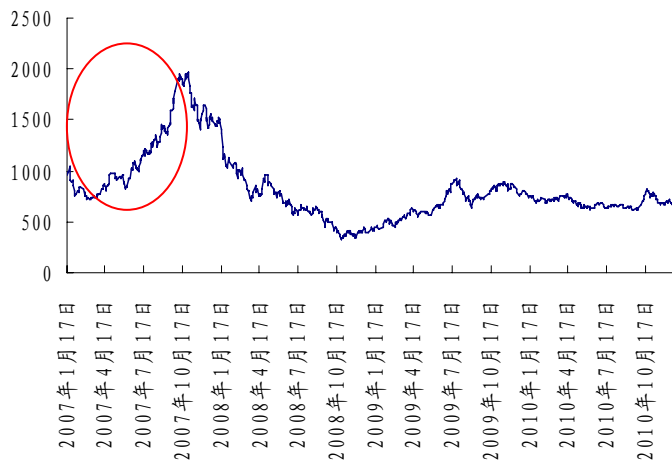
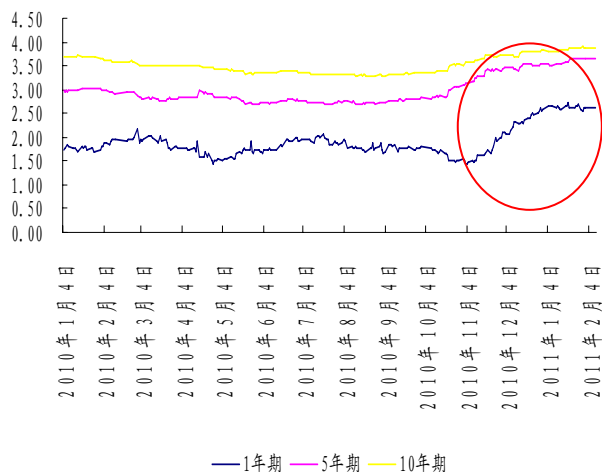
3.4 金融业, 保险受益加息周期

1 季度行业比较报告中,我们提出金融股中保险板块明显受益加息,而从历史表现来看,加息周期下尤其是加息初期,保险股录得超额收益概率较大。不过从 1 月二级市场的表现来看,保险板块基本跟随大盘随波逐流,其自身的“加息概念”尚未在盘中体现。究其原因,在于熊市行情中,保险作为金融板块较大程度受系统性风险影响所致,但抛开二级市场表现,单从行业基本面来看,保险受益加息周期的行业属性并未发生本质变化,基本面依然向好,而基于我们认为 2 月大盘有望迎来阶段性反弹的判断,保险股的发力值得期待。同时,保险股本身的低估值优势,也使得板块本身具有一定的风险抵御能力,即使 2 月并未出现我

们所期盼的反弹行情，则板块本身再继续大幅杀跌的概率也不高。正是基于保险股这种攻守兼备的市场特征，2月行业配置中我们依然推荐适度配置该板块。

图 15: 银行间债券收益率触底回升

图 16: 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

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

4. 防御性行业反弹动能比较

4.1 农林牧渔，粮价上涨诱发反弹，看好种子行业投资机会

联合国粮农组织最新公布的数据显示，1 月份全球食品价格指数环比上升 3.4%，连续七个月上涨，达到 231 点，这也是粮农组织自 1990 年开始监测食品价格指数以来的历史最高点，已经超过了 2008 年粮食危机期间的最高纪录。

虽然农林牧渔行业诸多个股存在估值泡沫，但从短期来看，经历前期大幅回调之后，空头能量暂时衰竭，全球粮价的连续上涨可能会成为诱发板块反弹的一个重要催化因素。结合各子行业基本面状况，我们推荐种植业中的种子行业。种子行业在农业中处于基础地位，为农产品加工业、饲料行业提供种植产品。产量层面来看，2006 年全国种子产量达到阶段性高点之后，2007、2008 年“两杂”制种面积持续下降，目前供给过剩局面得以改善，而部分品种如先玉 335、郑单 958 等甚至出现供不应求的局面。与此同时，2010~11 年度，频频爆发的自然灾害导致种子价格同比显著上涨，总之，目前种子行业基本面向好，行业正处于景气回升阶段，而近期粮食价格的大幅上涨又成为诱发板块反弹的一个重要因素。

4.2 零售，受益通胀，增长确定

前期零售板块的大幅调整，主要原因是板块估值过高和基金存在调仓需求，而诱发因素是 11 月 CPI 数据公布后，市场普遍预期 12 月 CPI 将较 11 月有较大回落所致。

但整体来看，零售板块依然增长动力十足，业绩较为确定。据商务部最新监测，2011 年春节黄金周，零售商场和餐饮企业实现销售额 4045 亿元，同比增长 19%，较 2010 年增速提高 2 个百分点，创下近年新高。分类别看，金银珠宝、家电、数码产品延续了历次春节黄金周的火爆局面。

经历前期大幅下跌之后，目前零售板块估值已经回归合理水平。消费升级背景下，行业未来增长前景光明，而 1 月 CPI 的重新高企，使得机构投资者出于防御需求，存在再次提高零售板块仓位的可能，故 2 月倘若大市转暖，我们期待零售板块的估值修复行情。

图 17：申万零售指数走势

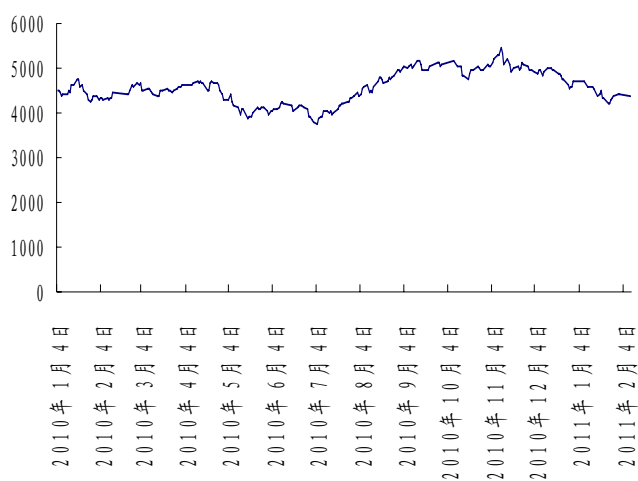
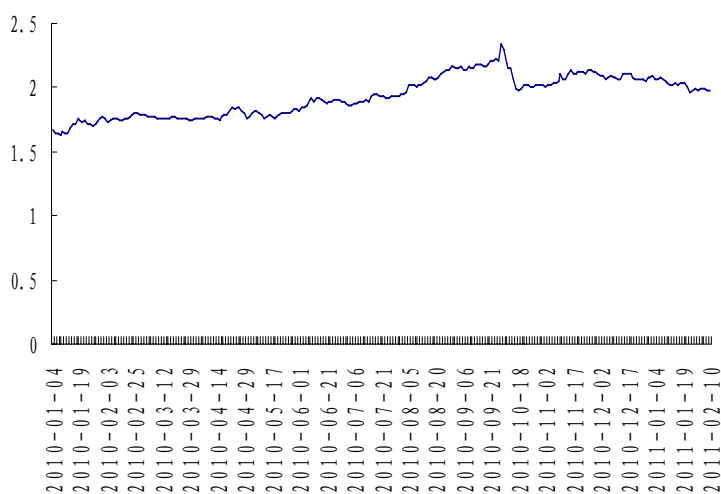


图 18：零售板块相对 PE (TTM，整体法，剔除负值)



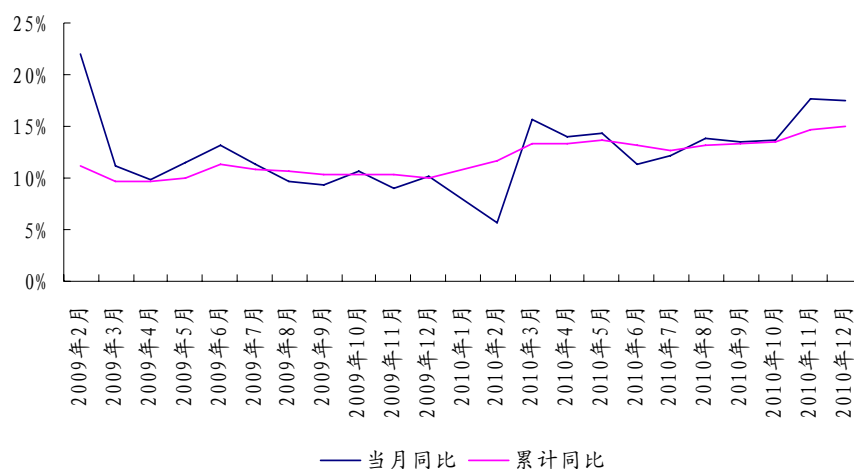
资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

4.3 服装行业，龙头企业投资价值凸现

国内纺织服装市场发展前景依然向好，行业景气度持续向上。从工业增加值数据来看，纺织服装行业工业增加值同比增速于 10 年 3~9 月份小幅整理后，重回上升通道，11 月工业增加值同比增长 17.7%，12 月同比增长 17.5%，虽然较之 11 月份小幅回落，但依然保持上行态势。

图 19: 纺织服装、鞋帽制造业月度工业增加值变动

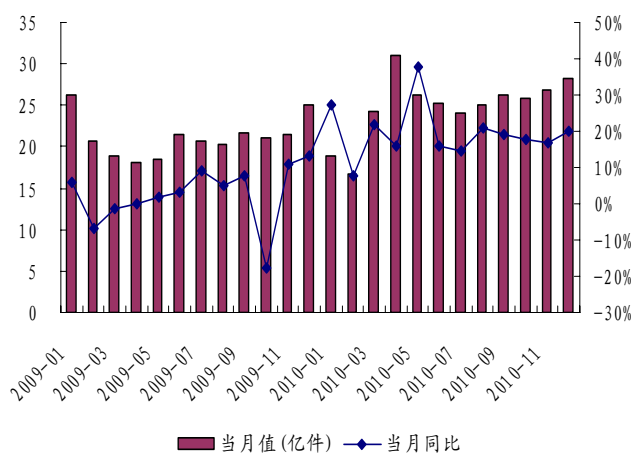


资料来源: wind资讯, 中原证券研究所

行业产销量数据来看, 12月服装产量28.33亿件, 同比20.16%, 环比5.16%; 销售方面, 2010年12月限额以上服装和纺织品类零售额为697亿元, 同比增长27.4%, 高于社会消费品零售总额19.1%的增速。总体而言, 12月份国内服装消费需求保持了快速增长态势。

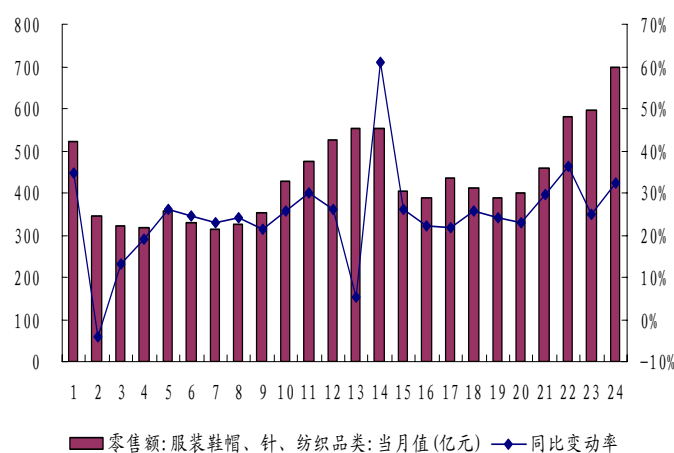
近期二级市场的股价调整主要是由于10年涨幅过大, 估值高企所致。但在居民收入不断提高、消费升级的大背景下, 11年服装市场的高增长较具确定性。那些细分行业的龙头, 未来将充分享受行业高速发展带来的机遇, 而经过近期的大幅回调之后, 已经具备较高的安全边际, 投资价值不断凸现。

图 20: 服装当月产量变动



资料来源: wind资讯, 中原证券研究所

图 21: 限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售额



资料来源: wind资讯, 中原证券研究所

5.2 月推荐行业配置组合

总之，整体来看，2月权益市场配置环境并不能言乐观。1月CPI可能重新高企，通胀压力导致货币收缩，与此同时，房价久调不下致使政府再度出手调控，而10年4季度GDP的超预期增长，又为紧缩性货币政策的采用有效拓展了可挪移空间。基于上述宏观分析，我们认为市场趋势性投资机会尚未到来，但考虑到短期货币、地产利空政策告一段落，而权益市场经历自10年11月中旬以来的连续调整之后，空能能量暂时衰竭，A股市场在海外市场不断走好的带动下，2月有望迎来反弹，建议投资者在严格控制风险的前提下，以较轻的仓位参与盘中可能的反弹机会。

周期性行业中，全球基本金属价格上涨动能强劲，利好有色金属行业，尤其看好其中供给相对偏紧的铜与锡子行业；中游化纤行业景气度依然向上，棉花价格的大幅上涨以及下游纺织服装行业的旺盛为板块的估值修复提供了较强支撑；下游汽车行业12月份产销两旺，1月销售有望继续保持靓丽，同时行业利空政策基本出尽，有助于板块的持续反弹；金融链条中的保险行业在加息周期下受益最为明显，虽然1月在大盘系统性风险未现我们期待的“加息概念”行情，但基本面依然向好，建议关注。

防御性行业中，受益于农产品价格连续上涨，农林牧渔板块反弹动能较强，尤其是其中的种子行业依然出于高景气周期下，可重点关注；零售板块受益通胀，春节黄金周再创销售辉煌，未来业绩增长较为确定，经历前期大幅调整后，行业估值相对合理，反弹动能不可小觑；服装板块在居民收入不断提高、消费升级的大背景下，高增长也较具确定性。那些细分行业的龙头，未来将充分享受行业高速发展带来的机遇，而经过近期的大幅回调之后，已经具备较高的安全边际，投资价值不断凸现。

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。