

证券研究报告—深度报告

金融工程

投资性产品

策略指数专题研究之二

2011年2月23日

相关研究报告:

《数量化投资技术系列报告之三十五: 基于先行基本面因子和行业微观结构的行业配置模型》——2011-2-22

《投资性指标与策略系列之三: 成长股选股策略研究》——2010-12-30

《成长股选股策略研究(PPT)》——2010-12-23

联系人: 赵学昂

电话: 010-66025232

E-mail: zhaoxang@guosen.com.cn

证券分析师: 焦健

电话: 0755-82133928-6220

E-mail: jiaojian1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120048

专题报告

通胀下的理想投资标的: 通胀防御策略指数

1. 通胀时期各行业的市场表现

从2001年至今, 国内共经历了三次明显的通胀。在通胀期间, A股市场与CPI具有很强的协同性, 但要领先于CPI, 一般在半年左右。在通胀前期, 上中游产业二级市场表现靠前, 在通胀后期, 中下游产业表现更好。我们通过通胀环境下行业历史收益率的分析, 认为食品饮料, 化工, 采掘, 信息服务, 机械设备, 交运, 黑色金属, 医药生物, 家电, 商贸, 电子元器件, 建筑建材, 信息设备, 农林牧渔, 有色金属和公用事业为待定的抗通胀行业。这也是我们仅通过收益率分析可以作出的全部判断。

2. 通胀时期各行业的盈利变化

我们从行业ROE, 毛利率和净利润增速三方面来分析各行业在通胀下的盈利变化情况, 数据显示采掘, 化工, 黑色金属, 食品饮料, 轻工制造, 交通运输, 金融服务和商业贸易的盈利能力受通胀影响较小, 而有色, 机械, 公用事业, 农林牧渔和医药生物受通胀影响较大。这个结果和行业历史收益率分析得到的结果有所出入, 因为企业自身盈利水平和二级市场表现之间存在多种因素影响。

3. 通胀时期下防御性较为突出的行业组合

我们将历史收益率分析和盈利分析起来, 得到如下交集: 采掘, 化工, 食品饮料, 交通运输, 黑色金属和商业贸易。由于统计数据较少所限, 我们不能确认其余的行业在通胀时期一定比交集行业在二级市场上表现要弱, 也不能确认其余行业在通胀中盈利肯定最为受损, 只能说交集行业在通胀时期的表现最为稳定和积极, 而交集行业也成为我们构建通胀防御策略指数的备选行业。

4. 通胀防御策略指数的构建

我们基于沪深300指数成份股, 在以上六个行业中, 每个行业选取10只代表性强, 规模大, 流动性好的股票来构建指数。该指数以2006年7月1日为基日, 基点1000点; 每半年调整一次样本股, 调整比例不限, 调整时间是1月和7月的第一个交易日; 所有样本股之间均为等权重配置, 权重每个月调整一次。通胀防御指数在通胀各期均明显跑赢沪深300, 并且在非通胀时期, 该指数基本与沪深300持平, 这也说明它可以做为长期投资品种。此外, 通胀水平的提高可以明显加大通胀防御指数与沪深300的差距。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

通胀环境下的 A 股市场表现	3
近年的几个主要通胀阶段	3
各行业在通胀时期的市场表现	4
通胀时期各行业的市场表现带来的启示	6
通胀环境下行业的盈利变化	8
通胀对 ROE 的影响	8
通胀对毛利率的影响	9
通胀对净利润的影响	9
通胀下盈利变化的启示	10
通胀防御策略指数的构建	11
样本股的选取	11
通胀防御指数的运行情况	12

图表目录

图 1: 2001 年至 2010 年国内 CPI 走势	3
图 2: 三种主要市场指数与 CPI 走势的对比	4
图 3: 通胀一期分行业收益率对比	5
图 4: 通胀二期分行业收益率对比	5
图 5: 通胀三期分行业收益率对比	5
图 6: 通胀四期分行业收益率对比	5
图 7: 通胀五期分行业收益率对比	6
图 8: 上中下游行业简单分类	6
表 1: 分行业收益率排序及通胀各期排名靠前次数	6
表 2: 通胀前后期分行业得分	7
表 3: 通胀全程分行业得分	7
表 4: 各行业 ROE 时间序列	8
表 5: 各行业毛利率时间序列	9
表 6: 各行业净利润同比增长率时间序列	10
表 7: 通胀下盈利变化列表	10
表 8: 通胀防御策略指数第一期样本股列表	11
表 9: 前三次成份股调整列表	12
图 9: 通胀防御指数的运行情况	12
图 10: 通胀防御指数的运行情况（第五期）	13

通胀环境下的 A 股市场表现

从2010年开始，通胀问题一直主导着A股市场行情的演绎，而多种因素导致通胀在2011年依然保持着强烈的预期：流动性的泛滥不会随着加息的调整而戛然而止，利率的提升致使热钱不断的流入，海外大宗商品价格的上涨提高国内企业产品的价格，最近主要粮食产区的干旱更是为农产品价格的二次井喷提供了条件。如何在通胀环境下进行行业配置，是投资人在2011年需要面对的最重要的问题之一。本报告通过分析近年国内几个通胀阶段中A股各行业的表现和导致这种表现的内因，挑选通胀环境下具有相对优异表现潜力的行业，最终形成可投资的抗通胀策略指数，以实现通胀环境下的被动投资。

近年的几个主要通胀阶段

我们以 CPI 同比增长率为观察通胀水平的主要指标。通常，当 CPI 超过 3% 时，为温和通胀；当 CPI 超过 5% 时，为恶性通胀。为了将分析细致化，我们再将 CPI 波峰一分为二：前半段为通胀前期，后半段为通胀后期。具体的时间区间如下（2001 年至 2010 年）：

第一阶段：

2003 年 11 月 - 2004 年 7 月，通胀前期（一期）；
2004 年 8 月 - 2005 年 2 月，通胀后期（二期）；
其中，2004 年 6 月 - 2004 年 9 月为恶性通胀阶段；

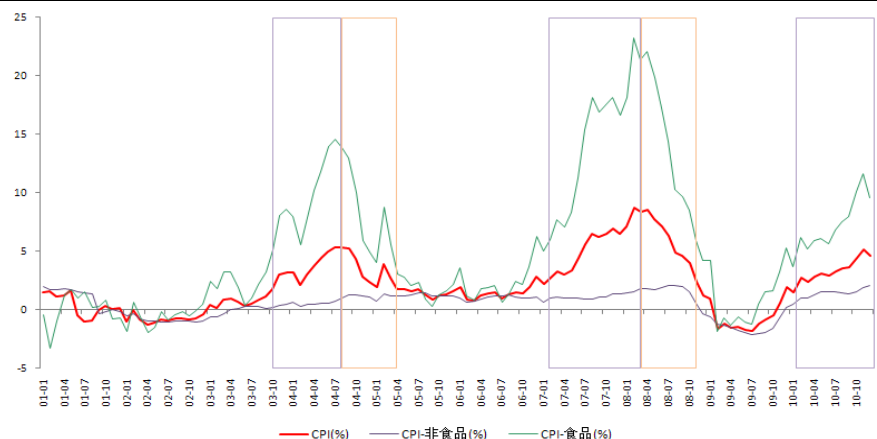
第二阶段：

2007 年 3 月 - 2008 年 4 月，通胀前期（三期）；
2008 年 5 月 - 2008 年 10 月，通胀后期（四期）；
其中，2007 年 7 月 - 2008 年 7 月为恶性通胀阶段；

第三阶段：

2010 年 5 月 - 至今，通胀前期（因为没有出现 CPI 明显回落的趋势）（五期）；
其中，2010 年 11 月 - 至今为恶性通胀阶段。

图 1：2001 年至 2010 年国内 CPI 走势（月度数据）

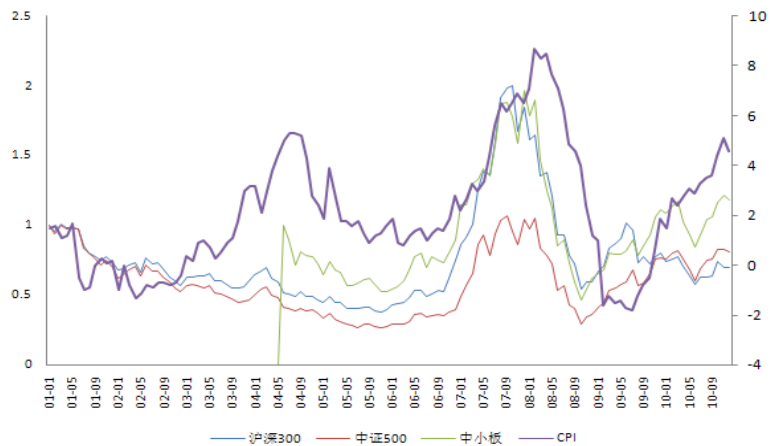


数据来源：Wind，国信证券经济研究所

各行业在通胀时期的市场表现

本报告采用申万一级行业分类，去掉“综合”类别，行业的收益率采用流通股本加权计算。对于沪深 300 指数，中证 500 指数与中小板指数成份股，我们也采用这种加权方式计算指数点位并标准化（年限较早，指数数据缺失）。

图 2: 三种主要市场指数与 CPI 走势的对比（CPI，%，右轴）

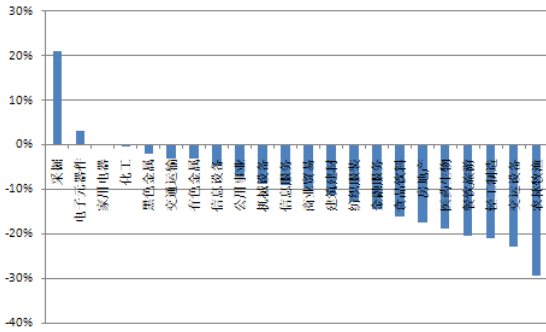


数据来源：Wind，国信证券经济研究所

从 A 股市场整体上来观察，我们发现三种主要代表性指数走势与 CPI 有很强的协同性，但要领先于 CPI，一般在半年左右，这一现象在顶部和底部时点上十分明显，很好的验证了股市是宏观经济的先行指标这一结论。从图形的右端可以发现，股市出现了一个“V”字走势，预示着 CPI 可能最近出现类似情况，并冲向新高。此外，在通胀前期，股市表现一般较好，但通胀后期股市受企业整体盈利恶化影响，迅速下跌。这种现象也符合经验结论：温和通胀有利股市，恶性通胀不利股市。这里我们得到一个启示：既然通胀的前期和后期股市表现大不相同，那么很可能不存在全程的通胀受益行业（甚至在通胀后期所有行业都受到损害），或者即使存在这样的行业集合，它们在整个市场中也肯定不占据市值优势。在通胀的前期和后期，必须独立分析。

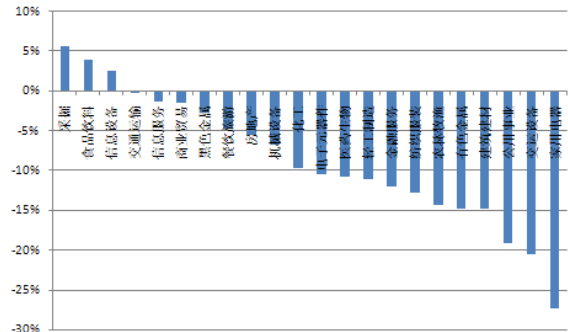
我们认为，通胀期间的对比分析一定要尽可能的找到行业收益率排序的规律，如果行业收益率排序在各个通胀期间杂乱无章，那么基本上可以认为不存在明显受益于通胀的行业，通胀只对股票整体收益率有作用，其余的宏观和市场因素才是决定行业收益率排序的主要力量。注意，我们只关心行业收益率的顺序，绝对数值的多少由于受多种因素干扰，参考意义不大。

图 3: 通胀一期分行业收益率对比



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

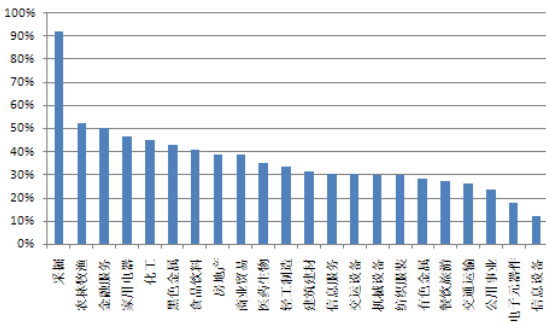
图 4: 通胀二期分行业收益率对比



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

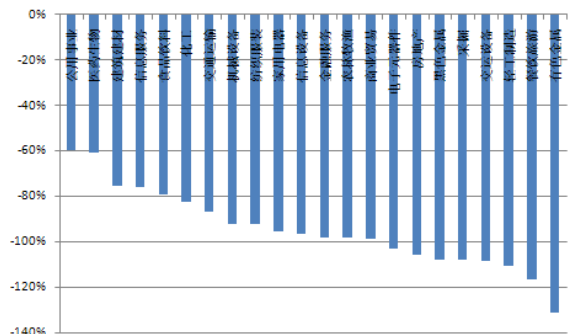
从通胀一期和二期来看, 采掘行业是通胀的全程受益行业, 其余行业收益率排名变化颇大。在通胀上升的一期中, 我们发现资源品和某些中游行业表现较好 (并非某阶段产业链中的全部行业), 比如资源品中的采掘和有色金属, 均为上游行业的代表性行业, 而中游行业中的黑色金属, 电子元器件, 化工, 交运, 信息设备等行业表现也较为突出, 家用电器作为唯一突出的下游行业并不十分具有代表性。这种现象可以如此解释: 通胀促使原材料价格上涨, 上游企业收入增加, 而一些能将生产成本转嫁给下游的中游企业受影响较小, 但下游企业由于社会消费能力下降而收入减少; 而通胀下降的二期中某些下游产业表现较好, 比如食品饮料, 信息服务, 商业贸易, 餐饮旅游等, 但中上游的行业收益率排序较为混乱, 没有明显规律。除采掘和黑色金属外, 一期表现靠前的几个行业在二期中表现较差。在通胀末期, 虽然通胀水平依然很高, 但物价水平持续下降, 消费者进行消费的欲望不断增强, 下游行业因销量增加速度大于物价下降速度而受益。结合一期和二期, 不考虑顺序, 我们找出在通胀前期和后期收益率排序均在前 50% 的行业: 采掘, 黑色金属, 化工, 交运, 信息设备, 机械装备和信息服务, 相同行业占比很高 (7/11)。相应的, 表现较差的相同行业占比也一定很高。到此, 我们发现, 不同通胀时期中确实有可能存在相同的强势行业。

图 5: 通胀三期分行业收益率对比



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

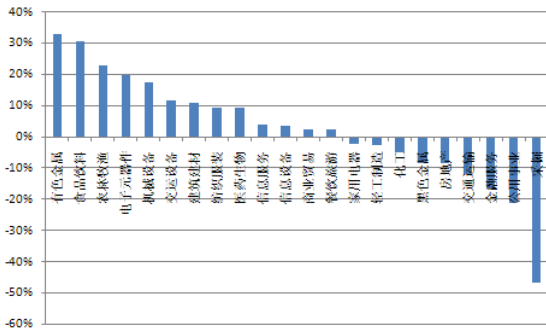
图 6: 通胀四期分行业收益率对比



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

三期中股市整体走强，采掘继续领跑，上中下游产业均有行业排名靠前：上游行业中的农林牧渔表现突出，下游的家用电器与一期一样排在前列，而下游中的食品饮料，商业贸易和医药生物等也表现不错。资源品中的有色金属相对落后。从顺序上看，上中游行业更具集群优势。四期中采掘跌幅极大，与同为资源类的有色金属基本处于垫底的位置，而中下游行业收益率明显靠前。到此，我们模糊的得到结论：在通胀前期，上中游产业二级市场表现靠前，在通胀后期，中下游产业表现更好。结合三期和四期，不考虑顺序，我们找出在通胀前期和后期收益率排序均在前50%的行业：家用电器，化工，食品饮料和医药生物，相同行业占比下降（4/11），和前部分得到的相同行业差异很大。

图 7：通胀五期分行业收益率对比



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

图 8：上中下游行业简单分类（剔除金融服务）

上游	中游	下游
有色金属	化工	家用电器
农林牧渔	黑色金属	食品饮料
采掘	建筑建材	医药生物
	机械设备	餐饮旅游
	电子元器件	纺织服装
	信息设备	商业贸易
	轻工制造	信息服务
	公用事业	房地产
	交通运输	

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

五期中有色金属收益率最高，作为资源类品种，终于体现了其在通胀环境下的价值，上游的农林牧渔也排在前列。除下游的食品饮料外，中游行业如电子元器件，机械设备，交运设备和建筑建材等填占了其余的前排位置，而采掘依旧排名最后且收益率极低。

通胀时期各行业的市场表现带来的启示

通过前面的各行业市场表现，我们给出以下的统计表格：

表 1：分行业收益率排序及通胀各期排名靠前次数（前 50%）

	一期排序	二期	三期	四期	五期	前期靠前	后期靠前	全程次数
采掘	1	1	1	18	22	2	1	3
电子元器件	2	12	21	15	4	2	0	2
家用电器	3	22	4	10	14	2	1	3
化工	4	11	5	6	16	2	2	4
黑色金属	5	7	6	17	17	2	1	3
交通运输	6	4	14	7	19	1	2	3
有色金属	7	18	17	22	1	2	0	2
信息设备	8	3	22	11	11	2	2	4
公用事业	9	20	20	1	21	1	1	2
机械设备	10	10	15	8	5	2	2	4
信息服务	11	5	13	4	10	2	2	4
商业贸易	12	6	9	14	12	1	1	2
建筑建材	13	19	12	3	7	1	1	2
纺织服装	14	16	16	9	8	1	1	2
金融服务	15	15	3	12	20	1	0	1
食品饮料	16	2	7	5	2	2	2	4
房地产	17	9	8	16	18	1	1	2
医药生物	18	13	10	2	9	2	1	3
餐饮旅游	19	8	18	21	13	0	1	1
轻工制造	20	14	11	20	15	1	0	1
交运设备	21	21	14	19	6	1	0	1
农林牧渔	22	17	2	13	3	2	0	2

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

该统计表给我们这样一些启示：

一、先分别考虑通胀前期和后期，将一期，三期和五期的排序数字相加，得到通胀前期的行业得分，分数越小越好，表明在前期收益率靠前。同理，也计算后期的行业得分。我们发现，标注为红色的行业在前期和后期的收益率排序有显著变化，部分程度说明了一些行业在不同的通胀时期有不同的表现。

表 2：通胀前后期分行业得分

前期		前期		后期		后期	
家用电器	21	信息服务	34	食品饮料	7	黑色金属	24
采掘	24	医药生物	37	信息服务	9	纺织服装	25
化工	25	纺织服装	38	交通运输	11	房地产	25
有色金属	25	金融服务	38	信息设备	14	电子元器件	27
食品饮料	25	交通运输	39	医药生物	15	金融服务	27
电子元器件	27	信息设备	41	化工	17	餐饮旅游	29
农林牧渔	27	交运设备	41	机械设备	18	农林牧渔	30
黑色金属	28	房地产	43	采掘	19	家用电器	32
机械设备	30	轻工制造	46	商业贸易	20	轻工制造	34
建筑建材	32	公用事业	50	公用事业	21	有色金属	40
商业贸易	33	餐饮旅游	50	建筑建材	22	交运设备	40

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

在通胀前期，家电，采掘，化工，有色金属，食品饮料，电子元器件，农林牧渔，黑色金属，机械设备，建筑建材和商业贸易表现较好；在通胀后期，食品饮料，信息服务，交运，信息设备，医药生物，化工，机械设备，采掘，商业贸易，公用事业和建筑建材表现较好。这里要注意的是，由于样本数量小，这种结论在概率上成立。

二、表 2 显示一些行业在通胀前后期没有发生显著的排序变化，则它们很可能在通胀全程表现都不错。各行业的全程得分计算如下：

表 3：通胀全程分行业得分

收益率得分				全程排名靠前次数			
食品饮料	32	建筑建材	54	化工	4	有色金属	2
化工	42	信息设备	55	信息设备	4	公用事业	2
采掘	43	农林牧渔	57	机械设备	4	商业贸易	2
信息服务	43	纺织服装	63	信息服务	4	建筑建材	2
机械设备	48	有色金属	65	食品饮料	4	纺织服装	2
交通运输	50	金融服务	65	采掘	3	房地产	2
黑色金属	52	房地产	68	家用电器	3	农林牧渔	2
医药生物	52	公用事业	71	黑色金属	3	金融服务	1
家用电器	53	餐饮旅游	79	交通运输	3	餐饮旅游	1
商业贸易	53	轻工制造	80	医药生物	3	轻工制造	1
电子元器件	54	交运设备	81	电子元器件	2	交运设备	1

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

通过全程收益率得分和排名靠前次数统计，我们发现一些行业确实表现很稳定，比如食品饮料，化工，采掘，信息服务，机械设备，交运，医药生物，家电，电子元器件等。这些基本可以认定是通常意义上的“通胀受益行业”，或者说“全程抗通胀能力相对较强行业”更为恰当，因为通胀后期基本所有行业均为负收益率。由于统计样本期增多，这个结论比第一部分的结论更有说服力。此外，如果一些行业在通胀全程都表现很差并稳定，则基本可以将这些行业从我们要建立的抗通胀指数中排除，比如纺织服装，金融服务，房地产，餐饮旅游，轻工制造和交运设备。

三、由表 2，如果不细分行业，而将行业归为产业链的某一部分，则可以观察到一些明显规律，即前面分析提到的通胀前期里中上游行业占优，通胀后期里中下游行业占优。由于这是集群概念排序，说服力要大于单个行业的排序。但是，这个现象很难帮助我们构建策略指数，因为其变化幅度过大，指数很难跟随切换上中下游来做大幅换仓。如果考虑分为通胀前后期的话，行业的排序稳定性也是个问题，这里得不到严格证明其具有稳定性。最后，我们还是将注意力集中到全程观测上来，这部分还是行业稳定性说服力最强的，而且固定行业比较适合做成指数产品。因此，我们通过通胀环境下行业历史收益率的分析，认为食品饮料，化工，采掘，信息服务，机械设备，交运，黑色金属，医药生物，家电，商贸，电子元器件，建筑建材，信息设备，农林牧渔，有色金属和公用事业为待定的抗通胀行业。这也是我们仅通过收益率分析可以作出的全部判断。看来，我们还需要从企业层面寻找更多的信息。

通胀环境下行业的盈利变化

企业经营的微观指标种类繁多，而盈利情况对二级市场的表现最为重要，通过研究盈利指标，我们可以排除其它因素的干扰，更好的分析通胀对各行业的影响。在这里，我们选择 ROE，毛利率和净利润同比增长率三个指标进行分析。

通胀对 ROE 的影响

由于财报数据发布的间隔时间较长，而通胀前后期的发生时间难以和发布的时间匹配，我们决定采用年报数据直接和通胀的两个全程区间进行匹配。第一，拉长时间可以抚平极端情况带来的影响，说服力更强；第二，全程观测更容易形成指数，且在上一节中我们已经阐述通胀全程中的行业排序更加稳定。

表 4: 各行业 ROE 时间序列（%，年报）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
采掘	12.56	17.64	24.06	25.8	23.48	18.77	15.85	13.31
化工	7.33	9.12	13.46	12.92	14.44	15.49	6.44	12.55
黑色金属	10.58	16.92	18.61	14.45	14.22	14.74	5.91	2.38
有色金属	6.21	10.29	14.96	15.39	25.18	19.92	4.62	4.15
建筑建材	4.82	5.77	7.15	7.82	13.38	13.05	9.55	10.94
机械设备	5.33	7.61	9.07	9.63	13.5	17.16	14.45	14.8
电子元器件	4.46	6.91	6.73	-3.74	0.17	8.41	-0.02	-0.04
交运设备	-0.12	11.33	8.75	4.86	7.22	14.36	9.97	12.15
信息设备	5.71	3.42	0.42	-3.26	3.95	9.02	8.69	12.57
家用电器	3.78	5.12	-3.41	-4.51	0.05	10.11	8.07	14.4
食品饮料	6.12	3.28	6.35	7.18	10.07	13.8	11.71	17.69
纺织服装	0.46	4.84	0.78	3.17	5.02	10.4	7.63	9.49
轻工制造	4.91	5.17	7.48	7.11	7.69	10.81	6.3	7.78
公用事业	10.16	10.27	10.23	8.91	9.87	10.85	-0.35	8.14
交通运输	7.9	7.5	12.96	11.33	9.05	15.99	5.28	5.29
房地产	2.28	2.32	2.12	3.57	7.41	10.93	9.34	11.43
金融服务	5.34	38.56	53.87	12.8	12.36	26.03	16.28	17.41
商业贸易	4.72	4.66	6.41	5.69	9.56	12.86	11.2	10.8
餐饮旅游	4.59	1.09	-0.78	4.2	6.13	8.17	7.36	7.86
信息服务	5.93	6.28	5.15	3.91	4.59	11.92	21.22	7.99
农林牧渔	4.75	8.27	2.41	0.31	4.01	8.87	6.89	7.02
医药生物	6.92	6.71	4.31	4.35	6.39	10.94	12.13	15.68

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

在标注颜色的通胀区域内，我们观察年报 ROE 数据变化。在 2004 年，交运设备，信息设备，家用电器，纺织服装，餐饮旅游，信息服务和农林牧渔的 ROE 水平出现显著下降；在 2007 年，采掘和有色的 ROE 下降明显，其余均上升；受金融危机影响，2008 年几乎所有行业 ROE 均下降，但信息服务和医药生物是例外。其中，化工，黑色金属，有色，电子元器件，公用事业，交通运输和金融服务的 ROE 降幅很大。在这一年里，通胀肯定不是唯一影响企业 ROE 的因素，所以该年的结论主要作为参考。综合以上结论，从 ROE 的角度上，通胀影响较小的行业是化工，黑色金属，建筑建材，机械设备，电子元器件，食品饮料，轻工制造，公用事业，交通运输，房地产，金融服务，商业贸易，信息服务和医药生物。

通胀对毛利率的影响

表 5: 各行业毛利率时间序列（%，年报）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
采掘	45.66	47.7	51.1	48.56	45.79	41.03	37.29	37.07
化工	21.21	21.21	21.07	16.08	15.35	16.14	9.76	21.69
黑色金属	16.8	18.42	15.55	13.18	13.96	14	9.93	7.69
有色金属	19.58	22.52	21.66	20.88	21.56	17.96	12.52	11.41
建筑建材	15.26	14.76	13.25	11.71	11.75	12.53	12.16	11.77
机械设备	22.5	20.64	19.91	19.59	19.61	19.38	19.35	21
电子元器件	18.16	18.46	17.67	13.42	14.11	18.02	18.52	19.39
交运设备	18.6	18.4	16.99	15.77	15.43	16.15	14.74	15.72
信息设备	20.18	19.81	19.41	16.55	16.43	18.49	21.57	21.79
家用电器	18.74	17.76	16.72	15.24	15.89	17.52	19.01	21.43
食品饮料	35.6	33.51	33.28	32.44	33.58	33.36	34.4	39.14
纺织服装	18.52	16.33	15.96	15.99	16.91	17.98	19.12	21.35
轻工制造	24.69	22.79	21.02	19.48	19.13	19.4	18.69	20.03
公用事业	31.21	32.59	27.62	23.18	23.47	23.23	10.32	19.44
交通运输	31.87	25.25	30.8	27.12	23.36	26.72	20.79	17.89
房地产	25.34	25.44	25.53	27.97	29.1	33.14	35.48	35.08
金融服务	15.83	15.6	13.99	6.32	17.01	18.48	18.18	22.95
商业贸易	11.2	9.7	10.09	9.92	11.62	12.08	12.82	12.62
餐饮旅游	35.84	33.82	35.84	37.75	32.83	33	36.26	37.43
信息服务	39.41	44.88	43.25	40.51	34.38	34.83	35.36	33.08
农林牧渔	20.73	21.79	19.02	16.38	16.63	15.21	14.32	14.92
医药生物	32.33	30.56	28.55	27.32	26.24	26.02	28.06	28.84

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

在 2004 年，毛利率上升的行业有 5 个，分别是采掘，交通运输，房地产，商业贸易和餐饮旅游，整体来看全行业毛利率与 2003 年差别不大，并没有显示出通胀对各行业有特别的损害，证明各类型企业成本的上升基本上都转嫁给了消费者。

2004 年后，全行业毛利率出现了下降的趋势，但令人惊奇的是 2007 年全行业出现了毛利率整体提升的态势，这种现象应该是 2007 年属于温和通胀所决定的。在 2007 年，毛利率有明显下降的行业仅有采掘和有色。到了 2008 年，受金融危机影响，一些行业毛利率大幅下降，但建筑建材，机械设备，电子元器件，信息设备，家用电器，食品饮料，纺织服装，房地产，金融服务，商业贸易，餐饮旅游，信息服务和医药生物的毛利率基本维持不变或反升。这些行业在 2007 - 2008 年的通胀全程中都维持了毛利率水平，成本转嫁能力强。

通胀对净利润的影响

因为各行业净利润总量基本上每年都在增加，因此我们选择净利润同比增长率指标，该指标可以反应利润增速的变化。

表 6: 各行业净利润同比增长率时间序列（%，年报）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
采掘	6.9	56.7	57.7	3.7	-1.5	4.5	-5.9	-6.6
化工	3.8	36.3	65.6	5.0	27.6	26.4	-57.1	129.3
黑色金属	16.0	79.7	38.0	1.0	26.4	32.3	-58.8	-55.9
有色金属	60.9	99.5	78.5	13.5	198.6	6.6	-75.7	-6.5
建筑建材	17.7	29.0	11.5	-20.4	82.6	97.2	-0.6	74.6
机械设备	134.8	66.3	29.7	4.1	67.9	57.8	-15.4	20.7
电子元器件	-3.6	63.2	-12.2	-211.3	56.9	1249.0	-136.2	-52.1
交运设备	59.3	338.8	-12.8	-43.7	104.6	149.3	-26.8	60.0
信息设备	-8.8	-41.8	-105.1	-9336.8	161.9	171.5	3.8	94.2
家用电器	192.8	57.5	-175.1	-28.4	91.0	2349.9	-16.2	140.4
食品饮料	-18.0	-44.6	102.7	15.6	53.8	58.9	-10.9	88.2
纺织服装	-112.0	942.2	-104.3	3544.2	67.1	196.4	-40.2	71.3
轻工制造	1385.3	-19.4	63.9	-19.9	17.7	94.2	-39.7	39.9
公用事业	-0.8	25.7	7.5	-11.2	31.7	28.5	-106.7	2153.2
交通运输	15.1	-2.5	69.9	0.2	1.8	89.5	-70.0	8.7
房地产	-39.8	-11.1	-13.8	83.4	241.7	119.9	-3.7	42.1
金融服务	14.7	-18.1	96.2	18.2	43.9	97.8	7.3	25.1
商业贸易	-4.3	1.1	46.0	-14.9	94.5	73.7	-8.6	13.9
餐饮旅游	-22.6	-81.0	-245.0	331.6	24.0	94.2	-21.2	36.7
信息服务	-3.5	16.0	-12.3	-30.3	-2.7	255.1	76.6	-61.1
农林牧渔	-20.0	43.0	-106.7	-136.4	1284.5	183.3	-16.4	15.4
医药生物	27.4	5.1	-32.4	-6.9	59.2	86.3	33.5	58.9

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

在 2004 年, 各行业的净利润增速出现了很大的差异, 其中化工, 食品饮料, 轻工制造, 交通运输, 金融服务和商业贸易显著增加, 但黑色金属, 机械设备, 电子元器件, 交运设备, 信息设备, 家用电器, 纺织服装, 餐饮旅游和农林牧渔显著下降。在 2007 年, 有色金属, 房地产和餐饮旅游的净利润增速迅速下滑。到了 2008 年, 全行业受金融危机影响, 出现了一边倒下降的现象。这也一再提示我们, 除去通胀外, 太多的因素影响我们的判断, 这些指标与前面的市场行情一样, 都受各种因素的影响。

通胀下盈利变化的启示

我们将三个盈利指标一起做表, 表中的正负号代表相比上年的变动情况, 暂剔除 2008 年:

表 7: 通胀下盈利变化列表

	ROE		毛利率		净利润同比增长率	
	2004	2007	2004	2007	2004	2007
采掘	+	-	+	-	+	+
化工	+	+	-	+	+	-
黑色金属	+	+	-	+	-	+
有色金属	+	-	-	-	-	-
建筑建材	+	-	-	+	-	+
机械设备	+	+	-	-	-	-
电子元器件	-	+	-	+	-	+
交运设备	-	+	-	+	-	+
信息设备	-	+	-	+	-	+
家用电器	-	+	-	+	-	+
食品饮料	+	+	-	-	+	+
纺织服装	-	+	-	+	-	+
轻工制造	+	+	-	+	+	+
公用事业	-	+	-	-	-	-
交通运输	+	+	+	+	+	+
房地产	-	+	+	+	-	-
金融服务	+	+	-	+	+	+
商业贸易	+	+	+	+	+	-
餐饮旅游	-	+	+	-	-	+
信息服务	-	+	-	+	-	+
农林牧渔	-	+	-	-	-	-
医药生物	-	+	-	-	-	+

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

表中红色标注的行业为通胀下表现较好的行业，绿色反之。可以看到，大致上来说，采掘，化工，黑色金属，食品饮料，轻工制造，交通运输，金融服务和商业贸易的盈利能力受通胀影响较小，而有色，机械，公用事业，农林牧渔和医药生物受通胀影响较大。

现在我们将收益率分析部分的待定抗通胀行业和这部分结合起来，得到如下交集：**采掘，化工，食品饮料，交通运输，黑色金属和商业贸易**。我们发现，收益率分析和盈利分析对于通胀下受影响较大的行业的选择上，给出了一些截然相反的结论，另由于统计数据较少所限，我们不能确认其余的行业在通胀时期一定比以上黑体字行业股市表现要弱，也不能确认其余行业在通胀中盈利肯定最为受损，只能说黑体字标注的行业在通胀时期的表现最为稳定和积极。

通胀防御策略指数的构建

我们已经获得了挑选指数成份股的行业池，为采掘，化工，食品饮料，交通运输，黑色金属和商业贸易。我们采用如下的方式建立通胀防御策略指数，当然，具体的细节设计并不唯一。

样本股的选择

我们基于沪深 300 指数成份股，在六个行业中，每个行业选取 10 只代表性强，规模大，流动性好的股票（由于商业贸易和食品饮料在沪深 300 指数中成份股较少，在单个行业成份股数量少于 10 时，让这两个行业的成份股之和为 20），共 60 只股票。先对各行业内的股票在最近一年的日均成交金额由高到低排名，然后选取前 10 名；该指数以 2006 年 7 月 1 日为基日，基点 1000 点；每半年调整一次样本股，调整比例不限，调整时间是 1 月和 7 月的第一个交易日（不对沪深 300 指数在非常规调整日调整成份股进行同步）；所有样本股之间均为等权重配置，权重每个月调整一次。

表 8: 通胀防御策略指数第一期样本股列表

代码	名称	行业	代码	名称	行业	代码	名称	行业
000933	神火股份	采掘	000422	湖北宜化	化工	002024	苏宁电器	商业贸易
000937	冀中能源	采掘	000792	盐湖钾肥	化工	600058	五矿发展	商业贸易
000968	煤气化	采掘	000822	山东海化	化工	600153	建发股份	商业贸易
000983	西山煤电	采掘	000839	中信国安	化工	600361	华联综超	商业贸易
600121	郑州煤电	采掘	000912	泸天化	化工	600415	小商品城	商业贸易
600123	兰花科创	采掘	600028	中国石化	化工	600500	中化国际	商业贸易
600188	兖州煤业	采掘	600096	云天化	化工	600628	新世界	商业贸易
600348	国阳新能	采掘	600256	广汇股份	化工	600631	百联股份	商业贸易
600508	上海能源	采掘	600309	烟台万华	化工	600655	豫园商城	商业贸易
600997	开滦股份	采掘	600688	S上石化	化工	600694	大商股份	商业贸易
000629	*ST钒钛	黑色金属	000088	盐田港	交通运输	000568	泸州老窖	食品饮料
000709	河北钢铁	黑色金属	000089	深圳机场	交通运输	000729	燕京啤酒	食品饮料
000717	韶钢松山	黑色金属	600004	白云机场	交通运输	000858	五粮液	食品饮料
000825	太钢不锈	黑色金属	600009	上海机场	交通运输	600073	上海梅林	食品饮料
000898	鞍钢股份	黑色金属	600026	中海发展	交通运输	600132	重庆啤酒	食品饮料
000932	华菱钢铁	黑色金属	600029	南方航空	交通运输	600519	贵州茅台	食品饮料
600005	武钢股份	黑色金属	600033	福建高速	交通运输	600597	光明乳业	食品饮料
600010	包钢股份	黑色金属	600270	外运发展	交通运输	600600	青岛啤酒	食品饮料
600019	宝钢股份	黑色金属	600428	中远航运	交通运输	600779	水井坊	食品饮料
600808	马钢股份	黑色金属	600717	天津港	交通运输	600887	伊利股份	食品饮料

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

以下给出了前三次成份股调整的列表。由于该段期间内大型蓝筹股上市较多，因此成份股调整比例不低，前三次调整比例分别为 13%，15% 和 20%。

表 9: 前三次成份股调整列表

	剔除		纳入	
	股票代码	行业	股票代码	行业
2007-1-4	000968	煤气化	601001	大同煤业
	000717	韶钢松山	000778	新兴铸管
	000822	山东海化	600596	新安股份
	000888	盐田港	600269	赣粤高速
	600004	白云机场	600018	上港集团
	600033	福建高速	601006	大秦铁路
	600270	外运发展	601111	中国国航
	600600	青岛啤酒	600616	金枫酒业
2007-7-2	600121	郑州煤电	601666	平煤股份
	000778	新兴铸管	000959	首钢股份
	600096	云天化	600688	S上石化
	600596	新安股份	600078	澄星股份
	600018	上港集团	601333	广深铁路
	600029	南方航空	601872	招商轮船
	600428	中远航运	600662	强生控股
	600361	华联综超	000829	天音控股
2008-1-2	600073	上海梅林	600600	青岛啤酒
	600348	国阳新能	601857	中国石油
	600997	开滦股份	601088	中国神华
	000959	首钢股份	000717	韶钢松山
	000912	泸天化	600143	金发科技
	600078	澄星股份	600096	云天化
	600717	天津港	601919	中国远洋
	000089	深圳机场	600029	南方航空
	600662	强生控股	600018	上港集团
	600269	赣粤高速	600221	海南航空
	600132	重庆啤酒	000895	双汇发展

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

通胀防御指数的运行情况

我们以 2006 年 7 月 1 日为基点，模拟了通胀防御指数的运行情况，并与同期的沪深 300 指数走势（标准化）进行对比。

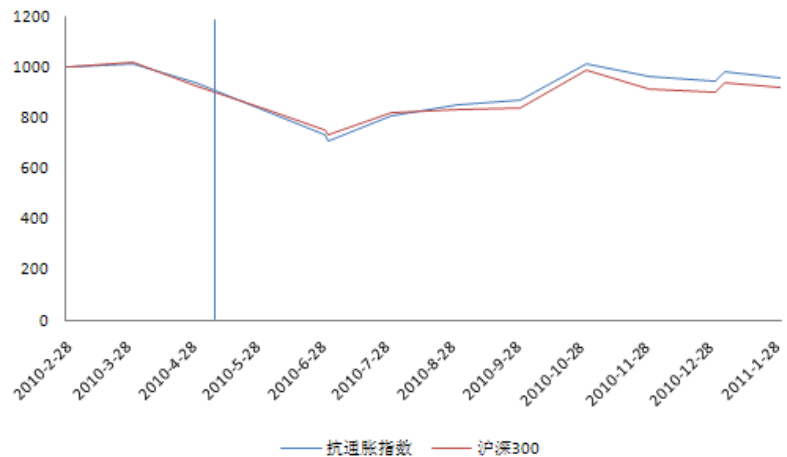
图 9: 抗通胀指数的运行情况



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

由图可见，通胀防御指数在通胀三期的中后部开始明显跑赢沪深 300 指数，并在通胀四期的前部开始加大领先优势，在四期的后部优势缩窄。我们注意到，长期来看，通胀防御指数基本上可以稳定战胜沪深 300 指数，这也说明它可以做为长期投资品种。为了更好的观察抗通胀指数的效果，我们为通胀五期再单独作图，以 2010 年 2 月 28 日为基点，基数为 1000:

图 10: 抗通胀指数的运行情况（第五期）



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

在进入通胀第五期后，我们可以看到通胀防御指数确实跑赢了沪深 300 指数，但幅度并不大。如果对比三期，四期（三期与四期为一次完整通胀过程）和五期时通胀的程度，明显前者要大于后者。因此我们推断通胀防御指数在更高的通胀时期，相比沪深 300 指数，具有更好的表现。

国信证券投资评级

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

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧梯	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678	汽车及零配件		钢铁	
机械		李 君	021-60933156	郑 东	010- 66025270
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317
余爱斌	0755-82133400	基础化工		医药	
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
杨 森	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
商业贸易		邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
孙菲菲	0755-82130722	罗 洋	0755-82150633	传媒	
祝 彬	0755-82131528	吴琳琳	0755-82130833-1867	陈财茂	021-60933163
田惠蓝	0755-82133263	梁 丹	0755- 82134323	非银行金融	
石油与石化		电力设备与新能源		邵子钦	0755- 82130468
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	田 良	0755-82130513
有色金属		电力与公用事业		童成敦	0755-82130513
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	家电	
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	王念春	0755-82130407
通信		造纸		黄海培	021-60933150
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	纺织服装	
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	方军平	021-60933158
计算机		电子元器件		食品饮料	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	黄 茂	0755-82138922
农业		黄 磊	0755-82151833	建筑	
张 如	021-60933151	高耀华	0755-82130771	邱 波	0755-82133390
建材		旅游		刘 萍	0755-82130678
新兴产业		陈财茂	021-60933163	指数与产品设计	
陈 健	010-66022025	煤炭		焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	研究支持		彭甘霖	0755-82133259
投资基金		沈 瑞	0755-82132998	阳 瑾	0755-82133538
杨 涛	0755-82133339	雷 达	0755-82132098	周 琦	0755-82133568
刘舒宇	0755-82133568	袁 剑	0755-82139918	赵学昂	0755-66025232
康 亢	010-66026337	余 辉	0755-82130741	邓 岳	0755- 82150533
刘 洋	0755-82150566	王越明	0755-82130478	交易策略	
李 腾	0755-82130833-6223	数量化投资		戴 军	0755-82133129
		葛新元	0755-82133332	秦国文	0755-82133528
		董艺婷	021-60933155	徐左乾	0755-82133090
		林晓明	0755-25472656	黄志文	0755-82133928
		赵斯尘	021-60875174		
		程景佳	010-88005326		
		郑 云	021-60875163		
		毛 甜	021-60933154		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戡	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	