

A 股市场 2011 年 6 月行业配置报告

震荡寻底，配置两头

中信证券研究部 策略组

陈华良	邵峰	刘浩波	刘津
电话: 010-60838072	电话: 010-60838032	电话: 0755-23835395	电话: 010-60838281
邮件: chl@citics.com	邮件: xif@citics.com	邮件: lhb@citics.com	邮件: liujin@citics.com
执业证书编号: S1010510120069	执业证书编号: S1010510120050	执业证书编号: S1010510120038	执业证书编号: S1010510120034

摘要:

- ❖ **风格定位: 权重股稳定收益, 成长股/主题股增强收益。**基于市场已经处在震荡寻底的过程, 以及工业生产正处在去库存的阶段, 生产周期已经开始缓慢恢复, 风格表现上尽管难以出现明显的行业轮动, 但可以结束偏防御型的策略, 消费板块的防御优势减弱, 周期板块还没有进入整体上升的通道, 在震荡寻底的过程中, 可以配置下跌空间有限的权重股稳定收益基础, 关注弹性更大的成长股和主题股在震荡期的市场表现。
- ❖ **板块配置: 综合评价偏向大市值与小市值板块。**1、股价规律上看, 从以往市场上涨与下跌的行业表现来看, 在下行阶段的后期需要关注估值优势和增长的稳定性, 而转向上涨前期的时候则要更注重股价的弹性, 之后随着业绩的确定性增强, 主流蓝筹板块的吸引力增强; 2、估值水平上看, 只有银行、石油石化、汽车、交通运输板块确实达到较低的位置, 其他板块离历史估值底部依然有一定空间, 有色、机械、农林牧渔、TMT 等板块估值较历史底部有一定差距; 3、业绩预测上看, 本月沪深 300 指数一致预期净利润同比呈下调趋势, 中小板指盈利继 4 月年报急剧下调以来近期下滑速度已有减缓。行业板块中, 中游行业盈利预测下调较多, 金融消费板块上调。预计中报业绩全市场增长 20%, 其中保险、银行以及非金融板块中的家电、商贸零售、纺织服装业绩预计较好; 4、从配置分歧和仓位结构上看, 全市场从原来一季度一致看好周期品, 到 5 月份一致看好金融、消费的趋势开始转向均衡, 金融板块和消费板块的一致性看好建议有所降低, 而周期性板块仍然普遍看淡, 资源能源和科技类板块则有部分看好的观点出现。结合上述四个方面, 下一阶段配置我们建议偏向两头, 即大市值权重股和小市值个股。
- ❖ **行业比较: 地产周期主导核心, 去库存化渐次展开。**1、金融板块方面, 房地产进入周期性自我调整和政策继续打压的阶段, 可能对地产和银行的投资情绪产生影响, 但金融板块低于历史低点的估值和预期高增长的中报业绩是较强支撑, 推荐关注保险与银行; 2、资源能源方面, 去库存化进程结束较早, 下游原材料去库存传导的需求恢复使得景气度已经有所回升, 关注受天气影响较大的农业和需求恢复的石油石化; 3、原材料方面, 原材料库存下降同时伴随着产成品库存上升和新订单下降, 预计生产景气下行还将延续, 关注波动相对较小的钢铁; 4、设备制造方面, 产销量增速的下行已经如期展开, 受地产投资可能继续下行、支持政策退出等影响, 预计部分行业景气度可能继续下滑, 电力设备景气度保持平稳, 汽车则可能在 1-2 个月内接近增速低点有望迎来好转; 5、消费行业方面, 未来 2 个季度内通胀缓慢回落可能带来业绩增速的放缓, 尽管目前估值处在合理水平, 但在政策面、产业面和风格转换上都缺乏催化因素, 关注历史上下半年超额收益显著超越上半年的医药和食品饮料; 6、交通运输板块, 继续关注业绩弹性较大决定股价弹性、行业进入需求旺季的航空板块; 7、TMT 板块, 作为成长性行业的代表, 整体估值已经开始回落, 进入结构性选股区间, 从低估值 (低于 30 倍)、高增长 (未来三年复合增长能够高于 30%) 以及高确定性 (年报、季报以及半年报维持正常增长态势) 三个标准自下而上选择成长股。
- ❖ **行业事件表:** 预计将于 6 月召开的水利投资大会对相关投资行业的拉动影响测算; 6 月份各地保障房开工检查及推进情况; 6 月份银行业监管可能细化资本充足率管理办法; 观察 6 月份统计数据发布中的机械、汽车与家电产量增长数据; 《火电厂大气污染物排放标准》经环保部常务会议原则审议通过, 6 月正式出台概率较大; 运营商光通信建设规范和业务流程已经基本确定, FTTH 建设和用户有望放量。

目 录

配置回顾：方向基本正确，结构略有偏差	1
风格定位：权重股稳定收益，成长股/主题股增强收益	2
板块配置：综合评价偏向大市值与小市值板块	4
股价表现：下跌后期看估值吸引力	5
估值水平：银行石化压低估值，其他板块难言到底	7
盈利预测：中报预期保险、家电业绩较好，金融盈利预测持续上调	8
机构配置：配置观点转向均衡	9
行业比较：地产周期主导核心，去库存化渐次展开	11
配置结论：震荡寻底，配置两头	20
数据附表	24

插图目录

图 1：市场风格表现回顾	1
图 2：大类板块配置结果回顾	1
图 3：消费品的补跌成为市场探底的一个特征	3
图 4：创业指数达到去年 7 月份低点	4
图 5：创业板 PE/PEG 分布（2011-1-4）	4
图 6：创业板 PE/PEG 分布（2011-6-4）	4
图 7：09 年 2 月-9 月上证综指走势阶段情况	5
图 8：2011 年 1 月底至 5 月上证综指走势阶段	5
图 9：2009 年煤炭汽车大幅跑赢大势	6
图 10：2009 年汽车销量巨幅增长	6
图 11：2011 年建材机械初期跑赢大势	7
图 12：银行钢铁行情尾声时跑赢大盘	7
图 13：目前压低 A 股 PE(TTM)的是银行、石化、交运等板块	8
图 14：沪深 300 一致预期总体盈利预测近期下调	8
图 15：中小板指一致预期 4 月年报后下调剧烈	8
图 16：一致预期权重板块中石油开采化工近一月有下调趋势，金融服务持续上调	8
图 17：近一月消费一致预期除服装外其余总体上调，其中家电上调较多	9
图 18：近一月机械一致预期略微下调，交运设备略微上调	9
图 19：近一月中游行业化工、钢铁一致预期略微下调	9
图 20：一致预期交运 3 月后盈利预测下调剧烈，公用事业近一月略微上调	9
图 21：科技板块中信息服务类近期盈利预测下调较多	9
图 22：房地产的生产、销售周期	11

图 23: 大宗商品类价格一、二季度的表现.....	12
图 24: 石油石化行业景气度回升.....	13
图 25: 有色金属行业景气度平稳.....	13
图 26: 秦皇岛不同煤种价格	13
图 27: 钢铁和水泥价格变动趋势.....	14
图 28: 化工产品的价格变动趋势.....	14
图 29: 原材料景气周期（生产——PMI）	15
图 30: 原材料景气周期（生产——新订单）	15
图 31: 原材料景气周期（库存——产成品库存）	15
图 32: 原材料景气周期（库存——原材料库存）	15
图 33: 重点市场经销商库存 (5 月 27 日).....	15
图 34: 各设备制造类行业的新订单 PMI 指数.....	16
图 35: 各设备制造领域的产量增长情况.....	17
图 36: 中信覆盖消费板块业绩与估值.....	17
图 37: 各类消费行业的上半年与下半年超额收益对比.....	18
图 38: PMI 经营预期指标	18
图 39: PMI 利润指标	18
图 40: 交通运输板块的估值水平比较.....	19
图 41: 6-7 月份行业配置策略建议图	21

表格目录

表 1: 细分行业配置结果的比较.....	2
表 2: 市场寻底过程中的行业表现历史规律.....	3
表 3: 大类板块配置比较结果（6 月）	4
表 4: 两轮周期股上涨及下跌过程超额收益情况.....	5
表 5: 本月结构配置观点及预期转变跟踪.....	10
表 6: 主要金融公司的历史动态与静态估值比较.....	12
表 7: 低估值、高增长、确定性自下而上筛选成长股.....	19
表 8: 自上而下——中信证券策略事件表之行业配置.....	21
表 9: 自下而上——未来行业关注重点事件表.....	22
表 10: 行业配置与关注公司	23

配置回顾：方向基本正确，结构略有偏差

我们在 5 月份推出行业配置月报之后受到市场的关注，在上期的报告中，我们阐述了我们对于行业配置方法的理解与逻辑框架。我们的核心理念是将行业配置所涉及到的宏观因素、产业因素、市场因素以及微观因素有机地结合起来，形成短期内能够指导投资的实践框架。

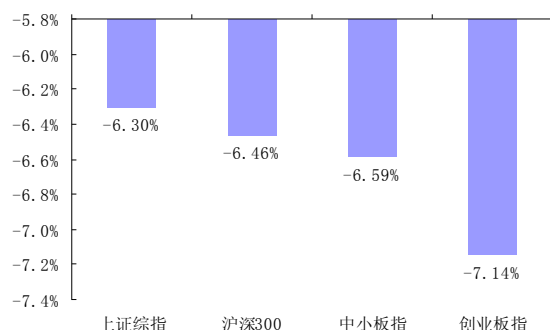
我们在形成这个框架的同时还考虑到最为重要的一点，即行业配置方法的可检验性与可改进性。我们认为单纯从宏观或产业出发的行业配置方法是不稳定的，它无法进行对应的检验，并且每次经济状况的不同也不能简单地类比。我们的框架是分层级、逐步落实的过程，因此每一个层级都有其内在逻辑，并且每个层级都会形成鲜明的配置结论。由此在下一次进行行业配置时，都可以对每个层级的逻辑进行回顾，并检验理由的正确与否。这样可以有效地修正未来的行业配置方向，并且可以为行业之间的比较与配置逐步积累规律性的经验。尽管短期来看需要付出比较大的试错与修正成本，但长期来看确实可以形成相对稳定的行业配置方法。

本期行业配置报告也将沿着这种思路对近期的行业表现进行回顾。首先，在风格判断上，我们上期指出行业轮动的趋势将退去，市场会以结构性的主题为主，这个判断基本符合 5 月份的市场表现，在指数下行的过程中很难有行业轮动的表现，上涨的多为重组、热点主题等。并且，5 月份以来，尽管创业板和中小板指数仍有下跌，但跌幅已经与蓝筹股相当，表明风格正在逐步模糊，主流蓝筹股的跌幅在 5 月份表现也较为显著。从中可以看到，对于指数下行中风格判断的逻辑是有效的。

其次，对于大类板块配置方向，我们 5 月份指出的是增配稳定、减配周期，主要建议配置消费、交运行业，其次为设备制造、金融板块，原材料类、科技传媒和资源能源则建议低配。由于我们是对未来 1-3 个月的建议，目前还未到定论的时候，而从 5 月份至今的表现来看，消费与金融板块表现最为抗跌，跌幅最大的是资源能源、设备制造和交运板块。对比预期与结果可以看到我们对金融板块的抗跌性有所低估，对科技传媒的表现排序也较靠后，而对交运板块的表现过于乐观，周期类板块的确表现较弱。

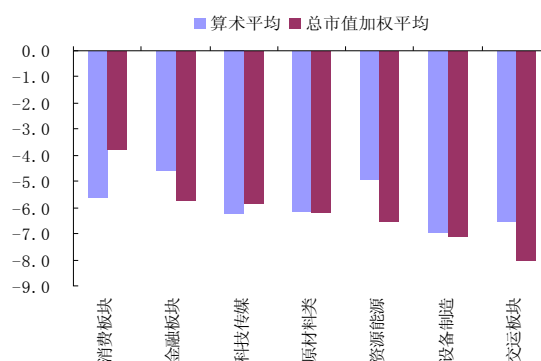
因此大类板块建议的方向没有问题，问题在于通过估值、业绩、股价动量等还难以精确定位板块之间的细微差别，比如金融、科技类股票走势略强，前者超出我们对业绩调整担忧的判断，后者则超出我们对风格转换程度的判断。而在交运板块中，尽管我们认可减配周期性，但仍然推荐了受益由于油价下跌的航空、航运等行业，事实上这两个板块表现较弱，意味着航空、航运行业的成本效应更多体现在强势市场中，弱势中的成本下降难以抵消对需求放缓的担忧，周期属性显著，反而是公路铁路的确成为市场下跌中的稳定板块。这种对比使我们意识到，当市场处在风格转换比较明显的时期，板块会表现得协同性相当高。

图 1：市场风格表现回顾



资料来源：wind，中信证券研究部

图 2：大类板块配置结果回顾



资料来源：wind，中信证券研究部

更进一步看每个大类板块中的细分行业比较，正确率可能在 50%左右。回顾一下我们在 5 月行业配置报告中对各个行业判断的逻辑，以及到目前为止的行业表现，可以得到一些有意义的经验与结论：（1）关注板块代表性行业的潜力。在消费和科技能源板块中我们低估了医药和电子元器件的表现，但事后来我们发现，如果市场认可一种风格的转换，往往会选取具有代表性、板块容量适当的行业作为方向，相对于商业、旅游，医药板块在估值、业绩、市值容量上都更能代表消费板块风格，电子元器件也是如此，除了基本面有恢复外，多数属于市场界定的成长股因而更容易有所表现；（2）对板块因素节奏的把握，例如我们低估了机械和银行板块的表现，由于我们看淡二季度机械销量的预期，以及我们关注房地产调控、资产质量清理可能对银行业绩的冲击，相对看淡机械和银行，但可能这些因素在 5 月份还未完全暴露，因此对这些板块还需要进一步观察；（3）对外在因素把握的调整，例如在 5 月初我们低估了农产品价格受外界干扰的可能性，我们看淡大宗商品的价格趋势，而事实是，金属、能源类价格的确出现大幅下跌，但农产品的价格表现较好，这除了与外界的干旱天气、极端气候有关，也与农产品价格前期调整幅度较大有关。

表 1：细分行业配置结果的比较

大类板块	上期配置建议	截至 6 月份市场表现	经验回顾
消费板块	食品饮料>商业>餐饮旅游>服装>医药>轻工制造	食品饮料>服装>医药>商业>轻工制造>餐饮旅游	医药作为消费板块的市场代表性更显著，品牌服装增长趋势稳定
交运板块	航空机场>港口海运>物流>公路铁路	公路铁路>港口海运>物流>航空机场	成本下降在弱势中并不能成为航空、航运上行的动力
设备制造	建筑>电力设备>家电>汽车>机械	家电>电力设备>机械>建筑>汽车	家电与电力设备的景气度稳定，而机械的景气下行还未完全体现
金融板块	保险>房地产>银行>证券	银行>房地产>证券>保险	对房地产调控的时间与力度的担忧在 5 月还没有发生
原材料类	基础化工>水泥>钢铁>电解铝>玻璃	水泥>基础化工>钢铁>电解铝>玻璃	5 月份水泥的景气度还在延续
科技传媒	通信>传媒>电子元器件>计算机	电子元器件>通信>计算机>传媒	电子元器件个股更能成为成长股的风格代表
资源能源	电力>煤炭>农业>石油石化>有色金属	农业>煤炭>石油石化>有色金属>电力	低估了农产品价格波动的外在因素，而高估了电力行情的持续性

资料来源：中信证券研究部

需要说明的是，我们对行业配置结果的回顾并不想纠缠于对错之分，我们客观地看待配置结果的正确与否，因为更重要的是从预期与实际表现的结果中对比逻辑是否有效，如何在下一步的配置中进行调整，以及逐步积累行业配置中一些规律性的经验。由于我们相对简单、清晰的框架使这种总结变得容易，因而可以在长期形成一个稳定的、可讨论、可改进的行业配置方法。

风格定位：权重股稳定收益，成长股/主题股增强收益

考虑 6 月份以后的风格定位，需要看到两个重要背景环境，一是当前市场指数已经调整到一个相对较低的水平，下行空间有限，我们对 6 月份的市场趋势判断是震荡寻底的过程（见近期策略观点报告），二是工业生产总体还处在去库存阶段，预计这个阶段需要在 7 月份以后完成，标志为 PMI 指数下降到 51 左右，产成品库存和原材料库存分别下降到 48 和 45。因此，我们对风格的定位是配置权重股稳定收益基础，关注成长股和题材股在震荡期的市场表现。

首先，我们选取近三年来每年市场下跌到一个较低水平之后的前后 30 个交易日，分为前 15 到前 5，前 5 到后 5，后 5 到后 15 三个区间，观察行业表现之间的规律。基本可以看到，在下跌到最低点之前，权重股基本能够企稳，表现居前，而消费类、科技类的板块在第二个区间，即前 5 交易日到后 5 交易日之间都会表现较好，之后才会看到主流的蓝筹股开始逐步上涨。这背后也是符合逻辑，即权重股的调整通常是市场指数最后下跌的动力，但此时大部分成长股、题材股、主题类都已经领先调整，在市场震荡筑底过程中这些行业成为市场热点，随着市场情绪慢慢趋于好转，对底部的确认信心增强，有业绩支撑的蓝筹股才会形成新的支撑。由于我们认可 6 月份的市场将是年中低位，因此市场也将从第一区间向第二区间演变，权重股的下跌幅度有限，而成长股、题材股可能是这段时间的风格主导。

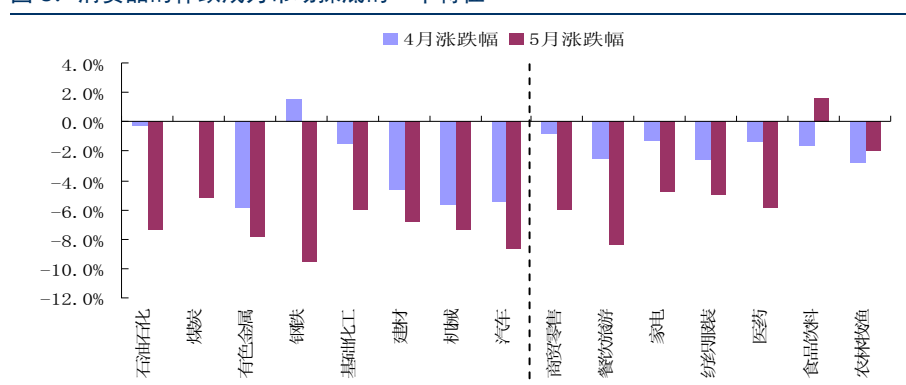
表 2: 市场寻底过程中的行业表现历史规律

2008						2009						2010					
前 15 至前 5		前 5 至后 5		后 5 至后 15		前 15 至前 5		前 5 至后 5		后 5 至后 15		前 15 至前 5		前 5 至后 5		后 5 至后 15	
房地产	-4.07%	食品饮料	-5.80%	建材	35.31%	国防军工	-0.04%	汽车	7.54%	电子元器件	11.18%	银行	6.89%	银行	0.20%	煤炭	10.14%
银行	-4.67%	家电	-7.29%	电力设备	32.66%	餐饮旅游	-5.01%	农林牧渔	7.44%	计算机	11.00%	非银金融	5.57%	建筑	-0.83%	房地产	7.76%
建筑	-4.98%	基础化工	-8.62%	建筑	29.04%	医药	-5.24%	食品饮料	7.37%	电力设备	7.55%	房地产	4.31%	汽车	-1.03%	建材	7.32%
国防军工	-7.02%	电力公用	-8.79%	机械	26.54%	石油石化	-7.06%	电子元器件	6.52%	家电	6.77%	家电	2.29%	钢铁	-1.19%	汽车	7.13%
电力公用	-7.63%	通信	-9.01%	综合	23.42%	汽车	-7.70%	医药	4.82%	通信	5.09%	通信	2.16%	食品饮料	-2.04%	综合	6.39%
电力设备	-8.79%	医药	-9.22%	有色金属	23.22%	家电	-8.03%	房地产	4.61%	医药	4.79%	交通运输	1.42%	餐饮旅游	-2.18%	基础化工	6.33%
医药	-9.22%	国防军工	-11.45%	电子元器件	20.16%	食品饮料	-9.01%	电力设备	4.34%	轻工制造	4.74%	石油石化	1.23%	房地产	-2.30%	电力设备	6.31%
石油石化	-9.67%	银行	-12.49%	计算机	20.10%	煤炭	-9.85%	商贸零售	4.18%	传媒	4.64%	建材	0.98%	家电	-2.33%	有色金属	6.30%
基础化工	-11.21%	建材	-12.79%	轻工制造	19.86%	商贸零售	-10.57%	综合	4.07%	纺织服装	4.20%	轻工制造	0.90%	机械	-2.44%	国防军工	6.24%
农林牧渔	-11.29%	综合	-12.85%	钢铁	18.27%	电力设备	-10.64%	通信	4.06%	汽车	3.83%	餐饮旅游	0.83%	电力公用	-3.70%	轻工制造	6.01%

资料来源: wind, 中信证券研究部

其次, 由于我们认为市场已经很难再出现趋势性的大幅下跌, 最后面对利空因素的恐慌情绪释放并不具备操作意义, 因此在行业配置上可以结束防御性策略, 转向寻找新的结构性机会。从 5 月份几个主要的周期板块和消费板块来看, 消费品实际上在 5 月下旬以后开始了补跌, 整个 4 月份消费品走势明显强于周期股, 但在 5 月份除食品饮料外, 其他消费板块跌幅略小于周期品, 表明消费品在市场下行中的防御阶段已经接近结束, 这种防御性板块的补跌往往是市场走势趋于底部的一个特征。

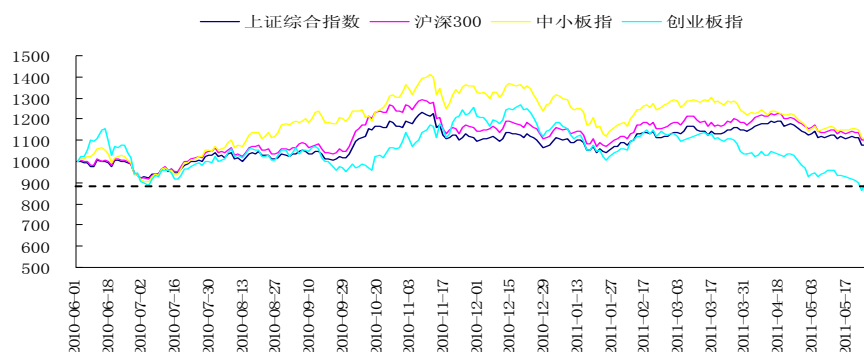
图 3: 消费品的补跌成为市场探底的一个特征



资料来源: wind, 中信证券研究部

第三, 经过前期大幅下跌, 可以看到小市值个股也正在回归。从指数来看, 从去年 6 月份创业板上市以来至今, 创业板指数已经跌破去年 7 月份的最低点, 如果考虑到 2010 年全年接近 30% 的业绩增长, 则目前的指数位置较去年也有一定的吸引力。

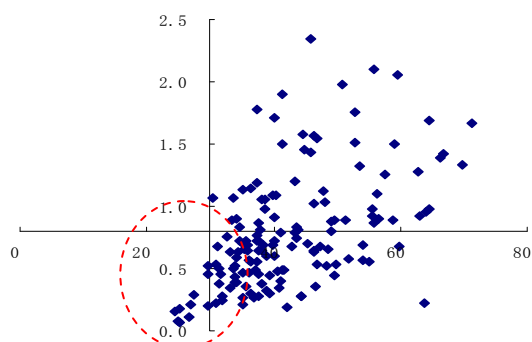
图 4：创业指数达到去年 7 月份低点



资料来源：wind，中信证券研究部

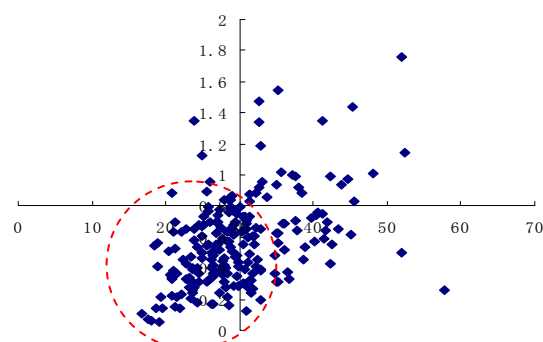
从个股的结构性机会来看，也可以考虑逐步自下而上地寻找有吸引力的成长股。以创业板为例，如果按照 PE30 倍，PEG0.8 的标准进行个股分布统计，对比 1 月 4 日和 6 月 4 日的分布可以看到，目前落入有吸引力区间的个股数量在增加，尽管这其中很多面临盈利预测的调整，但基数的扩大使成长股的选择更有余地。

图 5：创业板 PE/PEG 分布（2011-1-4）



资料来源：wind，中信证券研究部

图 6：创业板 PE/PEG 分布（2011-6-4）



资料来源：wind，中信证券研究部

因此，我们对 6 月份以后的风格定位是：基于市场已经处在震荡寻底的过程，以及工业生产正处在去库存的中后期，生产周期已经开始缓慢恢复，风格表现上尽管难以出现明显的行业轮动，但可以结束偏防御型的策略，消费板块的防御优势减弱，周期板块还没有进入上升通道，在震荡寻底的过程中，可以配置下跌空间有限的权重股稳定收益基础，关注弹性更大的成长股和题材股在震荡期的市场表现。

板块配置：综合评价偏向大市值与小市值板块

从股价表现、估值水平、中报情况和市场预期来看，交运板块的吸引力由强转弱，金融板块、资源能源板块吸引力延续，而科技板块吸引力正由弱增强，消费板块则不同子板块情况不同。在比较上期配置建议的基础上，本期从板块配置的角度，我们建议增配金融和科技板块，维持资源能源和消费板块的配置，减配交通运输、设备制造和原材料板块。

表 3：大类板块配置比较结果（6 月）

板块	股价表现	估值水平	市场预期	配置建议
金融	★★★★★	★★★★★	★★★★★	增配
资源能源	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	维持
原材料	★★☆☆☆	★★★★☆	★★☆☆☆	减配
设备制造	★★☆☆☆	★★★★☆	★★☆☆☆	减配

板块	股价表现	估值水平	市场预期	配置建议
消费	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	维持
科技	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	增配
交通运输	★★★☆☆	★★★☆☆	★★★☆☆	减配

资料来源：中信证券研究部

股价表现：下跌后期看估值吸引力

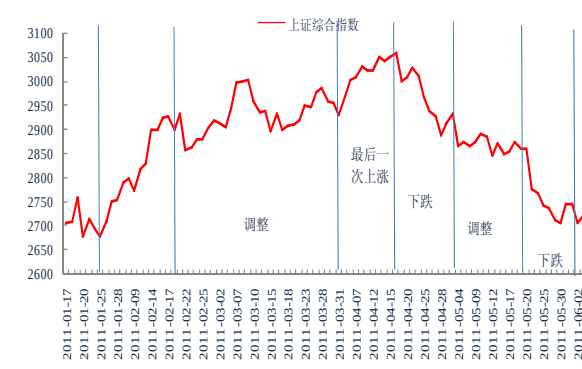
本轮下跌前的上涨是以大盘股及传统周期股为主，分析上涨原因及上涨过程与 2009 年 2-9 月份的周期股行情有相似之处。

图 7：09 年 2 月-9 月上证综指走势阶段情况



资料来源：wind，中信证券研究部

图 8：2011 年 1 月底至 5 月上证综指走势阶段



资料来源：wind，中信证券研究部

- ❖ 相似点 1：上涨第一阶段以银行、石化超额收益最差。两轮行情启动之时，低估值低弹性的银行、石化均排在超额收益最后，而另外一个超额收益最差的行业，2011 年是地产，2009 年是建筑。
- ❖ 相似点 2：上涨调整过程中，煤炭跑赢大势较多，农林牧渔较少；最后一轮上涨中，煤炭、钢铁双双领衔大势，餐饮旅游调整最大。在下跌前一阶段最后上涨时期对于策略的判断显得尤为重要，而两轮调整之前的走势也非常相似，2011 年最后阶段上涨的是钢铁、煤炭、非银，而此时银行尽管没有进入超额收益率前三，但其在其他板块均调整的情况下，对于最后一轮指数的上涨贡献较大。2009 年最后上涨的也是煤炭、钢铁，另外一个行业是有色，而银行在最后对指数冲顶也贡献颇多。
- ❖ 相似点 3：下跌时银行、食品饮料均下跌较少，有色调整剧烈。在最后一轮上涨过后，前期上涨较多的板块，譬如 2011 年的机械、2009 年的钢铁、煤炭下调较多，而银行、石化等估值洼地起了稳定指数的作用，食品饮料由于其增长的稳定性调整幅度较少。

表 4：两轮周期股上涨及下跌过程超额收益情况

阶段	超额收益前三行业	超额收益	超额收益后三行业	超额收益	阶段	超额收益前三行业	超额收益	超额收益后三行业	超额收益
第一阶段 2011-01-25 至 2011-02-17 A 股 涨 10.26%	CS 国防军工	10.04%	CS 石油石化	-4.06%	第一阶段： 2009.1.5-2009.2.16，A 股涨 27.48%	CS 有色金属	30.83%	CS 建筑	-13.94%
	CS 农林牧渔	10.80%	CS 银行	-6.95%		CS 汽车	19.97%	CS 银行	-8.54%
	CS 计算机	11.49%	CS 房地产	-6.04%		CS 电子元器件	19.40%	CS 石油石化	-7.13%
第二阶段 2011-02-18 至 2011-03-30 A 股 震荡调整，涨 1.92%	超额收益前三行业	超额收益	超额收益后三行业	超额收益	第二阶段： 2009.2.16-2009.4.28，A 股涨 0.38%	超额收益前三行业	超额收益	超额收益后三行业	超额收益
	CS 煤炭	9.77%	CS 机械	-7.09%		CS 汽车	14.36%	CS 钢铁	-10.54%
	CS 建材	18.72%	CS 农林牧渔	-7.84%		CS 煤炭	12.96%	CS 建筑	-7.46%
	CS 纺织服装	8.54%	CS 计算机	-7.78%		CS 通信	10.66%	CS 农林牧渔	-5.86%

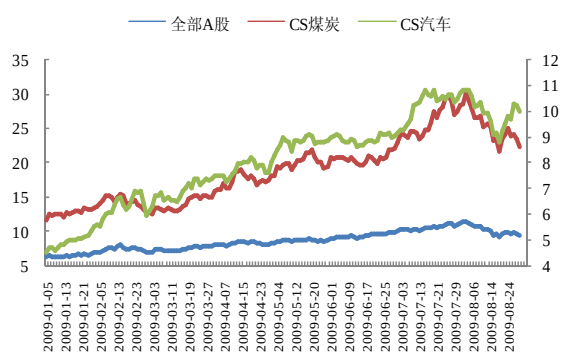
第三阶段 2011-03-31 至 2011-04-14 A 股 小幅上涨，涨 3.38%	超额收益前三 行业	超额收益	超额收益后 三行业	超额收 益	第三阶段： 2009.4.28-2009. 7.13，A 股涨 26.34%	超额收益前三 行业	超额 收益	超额收益后 三行业	超额收益
	CS 煤炭	2.03%	CS 餐饮旅游	-12.48%		CS 房地产	28.74%	CS 建筑	-41.59%
	CS 钢铁	6.29%	CS 食品饮料	-5.15%		CS 钢铁	16.59%	CS 国防军工	-38.40%
	CS 非银行金融	2.41%	CS 电子元件	-2.98%		CS 汽车	8.92%	CS 通信	-20.78%
第四阶段 2011-04-15 至 2011-04-28 A 股 跌 5.92%	超额收益前三 行业	超额收益	超额收益后 三行业	超额收 益	第四阶段： 2009.7.13-2009. 8.4，A 股涨 12.15%	超额收益前三 行业	超额 收益	超额收益后 三行业	超额收益
	CS 石油石化	1.89%	CS 机械	-6.02%		CS 有色金属	21.99%	CS 餐饮旅游	-13.72%
	CS 食品饮料	3.43%	CS 电力设备	-5.17%		CS 煤炭	16.58%	CS 房地产	-12.86%
	CS 银行	4.03%	CS 计算机	-4.93%		CS 钢铁	15.04%	CS 传媒	-9.62%
第五阶段 2011-04-29 至 2011-05-18 A 股 横盘，震荡调 整，略跌 1.61%	超额收益前三 行业	超额收益	超额收益后 三行业	超额收 益	第五阶段： 2009.8.4-2009.8. .19，A 股跌 19.12%	超额收益前三 行业	超额 收益	超额收益后 三行业	超额收益
	CS 家电	3.45%	CS 有色金属	-4.93%		CS 食品饮料	7.54%	CS 煤炭	-8.78%
	CS 纺织服装	3.37%	CS 汽车	-3.37%		CS 医药	7.04%	CS 钢铁	-7.80%
	CS 综合	3.29%	CS 计算机	-4.82%		CS 银行	3.71%	CS 有色金属	-6.33%
第六阶段 2011-05-19 至 2011-06-1 A 跌 4.62%	超额收益前三 行业	超额收益	超额收益后 三行业	超额收 益					
	CS 煤炭	3.14%	CS 纺织服装	-4.30%					
	CS 国防军工	3.27%	CS 医药	-4.54%					
	CS 银行	2.44%	CS 电子元件	-5.03%					

资料来源: wind, 中信证券研究部

两轮周期股跑赢大盘且经历调整的过程背后也可寻找一些规律及涨跌逻辑。我们认为上涨前期基本面及数据是关键，上涨后期估值洼地是关键，而下跌过程估值和稳定增速也可获得相对收益。

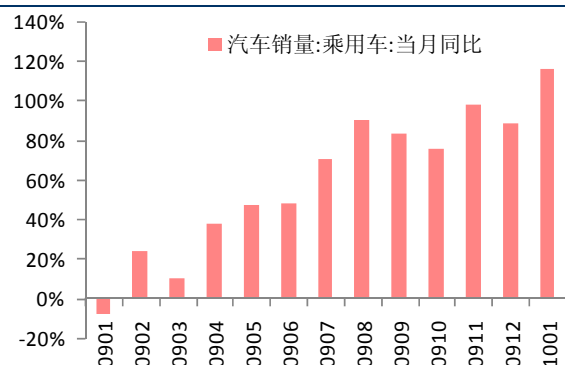
- ❖ 规律 1：上涨前期基本面及数据是关键。在风格转换的过程，往往成长股上涨取决于估值的提升，而周期股则通常需要基本面或者数据的支撑。今年前期上涨较多的板块中，建材受益于水泥的旺销及价格提升，工程机械、家电销售数据较好，基础化工由于限产使得价格提升，煤炭受益于涨价及毛利率持续提升。而 2009 年上涨的板块中，汽车、地产受益于销售数据的支撑。

图 9：2009 年煤炭汽车大幅跑赢大势



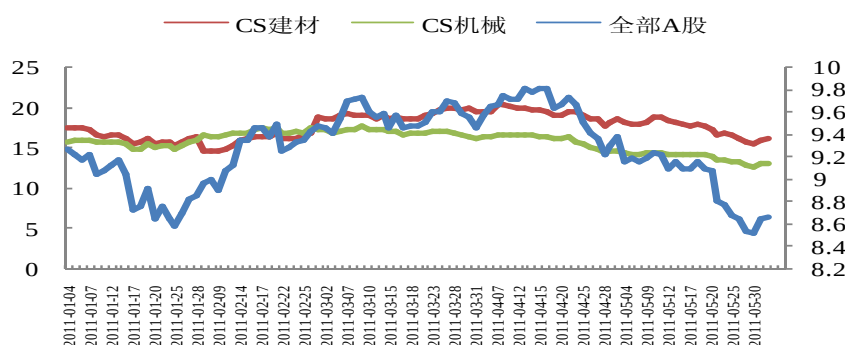
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 10：2009 年汽车销量巨幅增长



资料来源: wind, 中信证券研究部

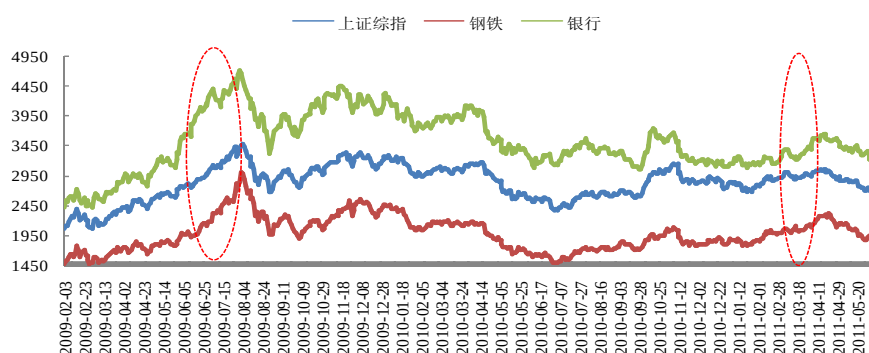
图 11: 2011 年建材机械初期跑赢大势



资料来源: wind, 中信证券研究部

- ❖ 规律 2: 银行、钢铁等低估值板块上涨预示行情进入尾声。银行板块流通市值大，弹性小等特征决定其往往是周期股行情轮动中投资者较晚选择的品种。而钢铁是典型长期景气受制于产能过剩的行业。因此当银行、钢铁成为领涨品种时或预示着投资者可选择的周期股标的的较少因而向估值洼地转移，行情进入尾声。

图 12: 银行钢铁行情尾声时跑赢大盘



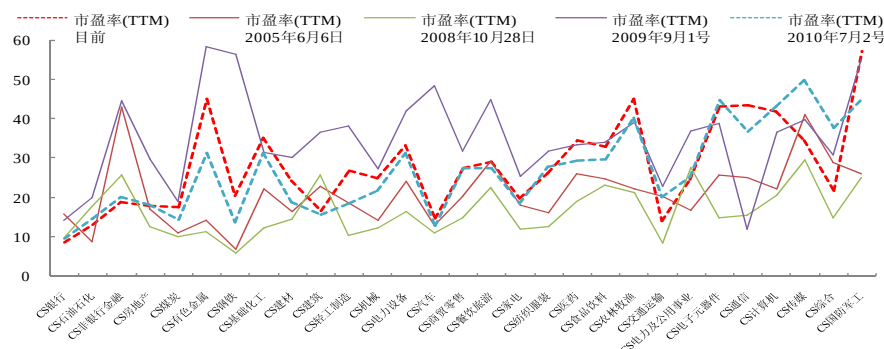
资料来源: wind, 中信证券研究部

- ❖ 规律 3: 下跌时期前期上涨较多的品种跌幅较大，而银行、石化成为相对收益的避风港。在周期股上涨后调整时期，减仓较多的往往是前期配置较多的品种，因此在下跌过程中跑输大盘，而银行、石化等行业由于估值弹性较低，因此容易获得相对收益。

估值水平：银行石化压低估值，其他板块难言到底

以 TTMPE 估值来观察目前各板块估值情况，相比之前历次 A 股阶段性底部来看，只有银行、石油石化、汽车、交通运输板块确实达到较低的位置，其他板块离历史估值底部依然有一定空间。而有色、机械、农林牧渔、TMT 等板块估值较历史底部有一定差距。此外，目前除银行、石化、非银、交运、TMT 之外，其他板块离 2010 年 7 月份的底部还有一定差距，其中汽车、建筑、家电离上轮估值底部已较为接近。

图 13: 目前压低 A 股 PE(TTM)的是银行、石化、交运等板块



资料来源: wind, 中信证券研究部

盈利预测：中报预期保险、家电业绩较好，金融盈利预测持续上调

一致盈利预期：金融上调，化工机械下调

本月沪深 300 指数一致预期净利润同比呈下调趋势，中小板指盈利继 4 月年报急剧下调以来近期下滑速度已有减缓。

行业板块中，中游行业盈利预测下调较多，金融、消费板块上调。本月金融、地产盈利预测上调，而石油开采及石油化工有下调趋势，我们认为炼油板块的亏损是石油化工板块盈利预测下调的主要原因。中游原材料及加工行业盈利预测下调行业居多，纺织、基础化工本月一致预期盈利均略微下调，而建材类上调趋势趋缓。消费板块中，本月除服装、商贸零售外其余行业盈利预测均不同程度上调，家电、餐饮旅游、食品饮料上调幅度较大。

图 14: 沪深 300 一致预期总体盈利预测近期下调



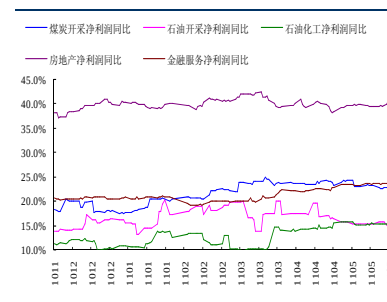
资料来源: 朝阳永续, 中信证券研究部

图 15: 中小板指一致预期 4 月年报后下调剧烈



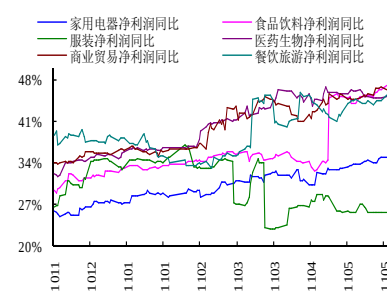
资料来源: 朝阳永续, 中信证券研究部

图 16: 一致预期权重板块中石油开采化工近一月有下调趋势，金融服务持续上调



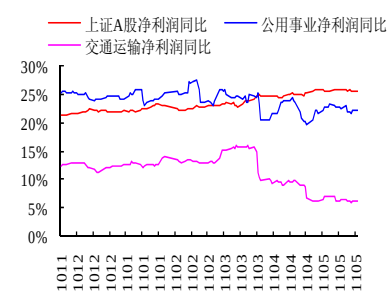
资料来源: 朝阳永续, 中信证券研究部

图 17: 近一月消费一致预期除服装外其余总体上调, 其中家电上调较多



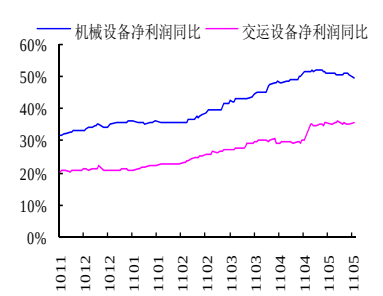
资料来源: 朝阳永续, 中信证券研究部

图 20: 一致预期交运 3 月后盈利预测下调剧烈, 公用事业近一月略微上调



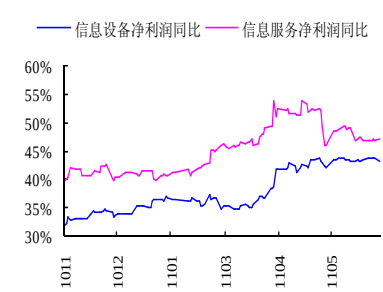
资料来源: 朝阳永续, 中信证券研究部

图 18: 近一月机械一致预期略微下调, 交运设备略微上调



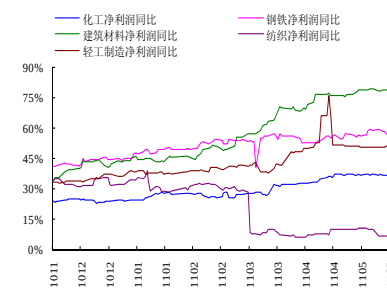
资料来源: 朝阳永续, 中信证券研究部

图 21: 科技板块中信息服务类近期盈利预测下调较多



资料来源: 朝阳永续, 中信证券研究部

图 19: 近一月中游行业化工、钢铁一致预期略微下调



资料来源: 朝阳永续, 中信证券研究部

中报预期: 保险、家电较好, A 股中报净利润增速约 20%

在判断二季度非金融板块可能同比负增长情况下, 我们预计 A 股中报业绩同比增速在 20% 左右。其中金融板块增速 31% 左右, 非金融板块增速约为 10.6%。我们预计银行、保险业绩同比增速均在 30% 以上。非金融板块中, 家电、商贸零售、纺织服装预计业绩较好。

机构配置: 配置观点转向均衡

我们在上期报告中采用基金季度仓位的方法来衡量机构配置情况, 但由于基金仓位日常难以监测, 季度公布的数据频度较低无法跟踪, 我们在日常的跟踪中采用了卖方观点替代仓位配置的方法。具体来说, 我们搜集了市场上接近 20 家卖方的行业配置建议, 采用大类板块分类的方法进行跟踪, 每周发布一次 (详见我们的行业配置产品系列)。我们假设市场建议观点与机构投资者的分歧大致相当, 因此, 从时间序列上看, 对卖方建议分歧的跟踪与判断可能接近于判断机构投资者在不同板块上的行业配置结构。这种方法可以获得更为高频度的观察指标, 特别是从时间序列上看到一致性观点从初期出现到最后达成一致的过程, 往往是这个板块超额收益消失的过程, 因为要特别注意一致性预期的时间序列变化。

近期观察的结果显示, 市场的建议观点已经经历了几个阶段的变化, 在 4 月份之前市场一致建议增配周期性行业, 此后到了 5 月初又一致性建议增配消费性行业, 科技类等成长性行业自 3 月份以来就一致性不被看好。但近期来看, 这种配置观点的分歧已经开始转向均衡, 例如金融板块和消费板块的一致性看好建议有所降低, 而周期性板块仍然普遍看淡, 资源能源和科技类板块则有部分看好的观点出现。这种趋势可能反映了投资者在结构配置上的分化, 特别是目前已经有部分投资者开始逐步看好低估值、高成长的小市值股票。

具体来说，就近一月以来看，市场总体偏好低估值板块以及前期调整较多的板块。低估值板块以银行、保险为主，调整较多的板块以食品饮料、商贸零售为主，而科技板块尽管业绩及估值依然受到质疑但由于前期下跌较多，近期也开始有机构建议配置。

但值得注意的是，尽管目前对于金融板块观点基本以看多为主，但热度在近四周已随时间轴略有消退，而消费类也在近期出现看空观点，认为消费数据滞后于工业数据，未来可能出现一定回落，但对于食品饮料和商贸零售板块，市场看好观点依然较多。而原材料类板块由看好向一致看空，但钢铁板块有机构认为产能受限而看好。

表 5：本月结构配置观点及预期转变跟踪

大类行业	子行业	市场观点总结	本周 (5.25-5.31)	前一周 (5.18-5.24)	前两周 (5.11-5.17)	前三周 (5.4-5.10)	前四周 (4.27-5.3)
金融	银行	近一个月来金融板块首次没有看空观点，说明市场形成一致看多预期，认为低风险、市净率接近历史底部，在市场筑底过程中可以追求相对收益。	6	7	7	7	7
	房地产		2	3	5	1	3
	保险		3	3	3	3	3
	证券		2	3	2	2	3
资源能源	石油石化	本月资源能源板块总体分歧较多，煤炭、电力由一致看多转向分歧，石油石化由中性转向悲观，农业由中性转为微微乐观。看多观点认为估值低，农业受益于大旱，而看空观点担心库存周期继续回落。	-1	-3	-2	-1	0
	煤炭		-1	0	0	1	3
	电力		1	-1	5	1	9
	有色金属		-3	-3	-4	-1	-2
	农业		1	0	0	0	0
原材料	基础化工	本月原材料板块基本由多转空，近期空头情绪略减。看空观点认为板块存在溢价担心库存周期回落，看多观点看好产能受限的钢铁行业。	0	-2	-1	-1	3
	水泥		-2	-3	-1	0	3
	钢铁		0	-3	-1	-3	1
	玻璃		-2	-3	-2	-1	2
设备制造	机械	本月看多观点依旧看好白色家电，看空观点担心库存情况。	-3	-4	-5	0	-2
	电力设备		-1	-2	-3	0	1
	汽车		-1	0	-3	0	-2
	家电		1	5	0	2	1
	建筑		-2	-3	-1	1	0
消费	食品饮料	本月消费板块由一致看多转向分歧，近期出现看空观点认为消费行业数据滞后于工业经济增长的回落，估值已比市场相对较高。而看多观点坚持消费类在市场筑底阶段的稳定性和相对收益。	4	7	7	4	3
	商业零售		5	9	8	5	3
	餐饮旅游		0	4	4	0	1
	纺织服装		0	5	4	1	3
	医药		0	6	5	7	3
	轻工制造		-1	2	3	0	0
交通运输	航空机场	本月交运板块由一致看多转向中性偏多，看多认为估值低，且看好铁路板块的主题投资机会。	1	4	5	2	5
	港口海运		1	4	5	0	3
	物流		1	4	4	0	2
	公路铁路		2	5	5	1	3
科技	通信	本月科技类板块观点由中性向乐观转变，看空观点认为板块存在较大溢价。而看多观点认为电信等行业在估值底部，建议在科技类板块自下而上寻找结构性机会。	0	1	1	1	0
	电子元器件		1	1	0	1	0
	计算机		1	1	0	0	0
	传媒		1	1	0	1	0

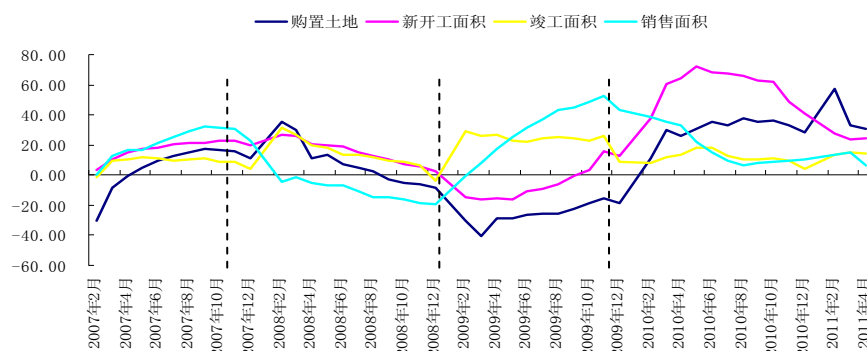
资料来源：中信证券研究部，注：表格数值代表行业看好情况，数值越大表明市场越看好

行业比较：地产周期主导核心，去库存化渐次展开

- 金融行业：历史估值低位的价值底线
- 比较逻辑：房地产调整周期的影响与二季度业绩预期
- 推荐排序：保险>银行>房地产>证券

金融板块的核心问题是房地产市场演变和二季度业绩。从房地产问题来看，我们始终关注的是市场自身演变的周期与调控政策之间的相互作用。观察房地产行业的一些重要指标包括土地购置、开工、竣工、销售四个环节，可以看到，以销售面积同比增速作为周期划分的依据的话，生产环节的土地购置、开工、竣工都滞后于销售，开工与土地购置大致同步，而竣工大致在开工之后的 6-12 个月间完成。目前可以看到的是，在继续严厉的政策调控下，销量增速依然不会很高，而上一轮新开工的高峰在去年的 6-10 月间，这些都将转化为今年同期左右的供应量，开工与土地购置滞后于销量又会体现在未来投资环节的继续下滑，因为这两个数据目前仍然在历史较高水平位置。因此，我们有理由看到未来的房地产市场可能出现销量继续下滑，供应持续上升，开工与土地购置热情依然不足的局面。房地产市场将迎来一个周期性自我调整的时间窗口，而如果此时再加以政策继续压制，则可能出现更大幅度的市场调整，这是未来我们需要密切观察的。

图 22：房地产的生产、销售周期



资料来源：wind，中信证券研究部

而从业绩和估值来看，金融板块总体仍然具备吸引力。在整体信贷环境依然偏紧、资金成本继续上升的背景下，二季度银行的净息差预计环比上升 3-5BP，预计二季报银行业业绩增长同比增长 33%，环比增长 5%。保险行业收益与保费增长、成本下降以及去年基数较低等原因，中报仍然维持较高的同比增长且超预期的概率较大。相比之下，房地产二季度业绩增速确定性大，但未来业绩变动的概率在增加。由于成交量的持续下滑以及佣金费用率长期来看仍然处在下降趋势中，证券板块二季度业绩超预期的概率较小。

历史来看，我们对比了几个重要市场低点（2005 年、08 年、09 年和 10 年）的金融板块估值，可以看到不管在动态口径上和还是静态口径上，主要公司的业绩估值都处在历史低位，这构筑了底部时期金融板块的价值底线。因此，尽管房地产市场调控的不确定性仍然较大，但考虑到二季度金融板块的业绩尚好，估值回复到历史最低水平，可以作为收益稳定的基础配置，推荐顺序为保险、银行、房地产和证券。

表 6: 主要金融公司的历史动态与静态估值比较

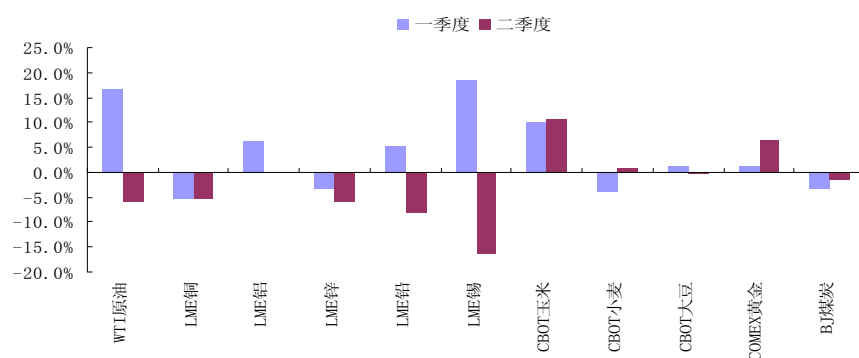
证券代码	证券简称	动态 PE (最新)	动态 PE (2005-6-6)	动态 PE (2008-10-28)	动态 PE (2009-9-1)	动态 PE (2010-7-2)	TTM-PE (最新)	TTM-PE (2005-6-6)	TTM-PE (2008-10-28)	TTM-PE (2009-9-1)	TTM-PE (2010-7-2)
002142.SZ	宁波银行	10.72		12.07	18.80	12.21	12.37		11.16	20.94	14.08
600000.SH	浦发银行	7.52	10.22	5.47	11.12	8.18	8.91	12.89	6.00	11.37	10.11
600015.SH	华夏银行	10.12	12.28	11.90	12.01	9.16	12.52	14.79	10.22	16.08	10.75
600016.SH	民生银行	6.67	11.29	9.88	9.63	7.70	7.88	13.81	7.31	12.64	9.96
600036.SH	招商银行	8.31	15.15	8.23	14.63	10.81	10.07	16.94	7.15	16.57	12.02
601009.SH	南京银行	8.88	——	10.51	17.82	10.63	10.80	——	10.37	18.74	12.66
601166.SH	兴业银行	6.39	——	5.56	10.90	7.44	7.41	——	5.28	13.09	8.70
601169.SH	北京银行	7.36	——	9.02	16.06	11.29	9.02	——	9.22	16.64	11.61
601328.SH	交通银行	6.47	——	7.55	13.29	8.02	7.50	——	7.53	14.04	8.98
601398.SH	工商银行	7.60	——	11.46	11.84	8.21	8.68	——	11.47	13.53	9.23
601939.SH	建设银行	7.64	——	9.79	11.49	8.28	8.43	——	9.42	13.67	9.18
601988.SH	中国银行	7.42	——	12.38	11.75	8.27	8.27	——	11.29	15.19	9.40
601998.SH	中信银行	7.36	——	11.72	13.38	10.00	8.17	——	10.08	16.04	11.98
601318.SH	中国平安	16.32	——	230.56	23.77	20.67	19.62	——	56.49	-157.64	18.69
601601.SH	中国太保	16.86	——	67.68	19.90	23.05	20.14	——	18.05	-80.92	21.88
601628.SH	中国人寿	14.05	——	54.24	22.50	21.29	16.88	——	33.03	55.99	19.35
000002.SZ	万科 A	8.54	7.75	15.78	20.40	10.46	11.63	10.21	12.23	24.18	13.56
000024.SZ	招商地产	10.79	10.07	12.62	23.61	13.17	12.75	11.09	14.52	25.95	12.00
600048.SH	保利地产	8.05	——	15.30	21.23	9.77	10.77	——	15.61	28.73	12.82
600383.SH	金地集团	7.42	8.07	11.60	17.38	10.51	15.26	9.14	9.87	34.79	10.42

资料来源: wind, 中信证券研究部

- 资源和能源品: 资源价格仍存不确定性, 关注天气变化带来农业价格波动
- 比较逻辑: 下游原材料去库存带来的景气小幅回升
- 推荐排序: 农业>石油石化>电力>煤炭>有色金属

观察近几个月的大宗商品价格趋势, 一季度多数表现平稳, 而二季度都出现了调整, 特别是原油和金属价格成为大宗商品下跌的主要动力, 而前期下跌较多的农业品种如玉米、小麦等则在二季度表现平稳。

图 23: 大宗商品类价格一、二季度的表现

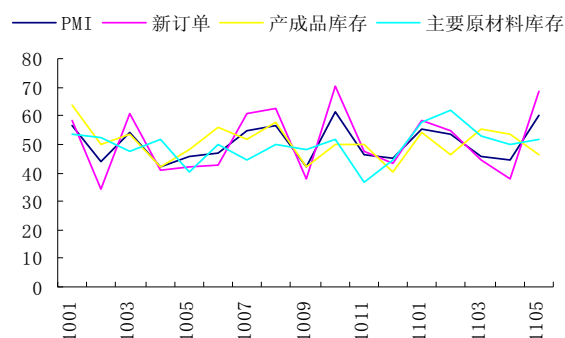


资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

海外因素对大宗商品的冲击仍然体现在 QE2 结束之后是否能够对大宗商品形成支撑; 欧债危机的演变是否会冲击稳定的金融环境; 美国经济的复苏进度是否会低于预期而削弱大宗商品的实际需求等等, 这些因素我们在 5 月的报告中有过讨论, 目前仍需要观察具体进展。

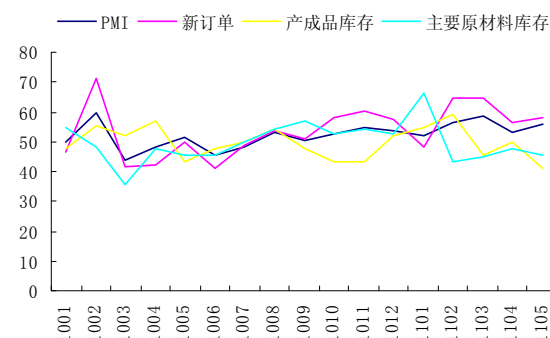
但我们所注意到的主要变化是在国内因素。观察近期公布的 PMI 指标，可以看到资源能源类的景气开始由底部比较明显的回升，如石油石化的 PMI 和新订单指数大幅回升，产成品库存急剧下降，主要原材料库存也结束下降趋势，稳中有升。有色金属景气度也有回升，尽管幅度不如石油石化那么显著。如果将其他行业的 PMI 指标结合观察，这可能显示出一些重要信号，即可能工业生产的周期已经开始有所回复，由于是一个去库存的小幅波动周期，因此下游库存的下降将明显带动上游的景气度，反映在资源品上的需求开始上行。

图 24：石油石化行业景气度回升



资料来源：wind，中信证券研究部

图 25：有色金属行业景气度平稳

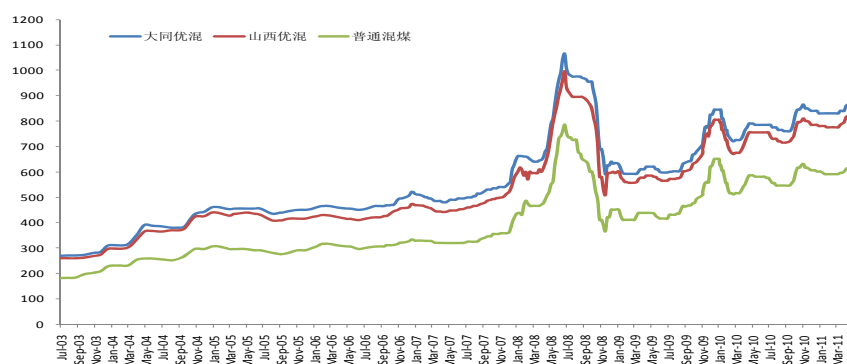


资料来源：wind，中信证券研究部

从煤电矛盾的问题解决来看，主要问题仍在于煤炭价格的持续上行，秦皇岛中转地价格继续延续涨势，国内“电荒”范围不断扩大，动力煤需求增加，动力煤煤价相比月初再次上涨 15-20 元/吨。尽管 6 月份小幅上调用电价格，但对于解决电力企业的盈利能力、增前其发电动力以及舒缓电力紧张矛盾仍是杯水车薪。如果要在短期内有效缓和这一矛盾，只能从机制上理顺，在需求端通过上调销售电价及禁止对高耗能行业实施优惠电价，通过价格手段抑制高耗能行业的过快增长，缓解需求压力，并有利于调整经济结构。供给侧上，从煤电双方入手，一方面适度提高上网电价，缓解目前半数火电企业亏损造成的“软缺电”局面，另一方面展开重点合同煤大检查，防止煤企借机涨价导致“煤电价格循环上涨”。从这个逻辑来看，未来可能受压制的是煤炭价格的上涨趋势，而电力板块在最初的估值修复后，将进入缓慢回升的通道，下一个触发因素仍需要观察用电紧缺的程度。

图 26：秦皇岛不同煤种价格

单位：元/吨



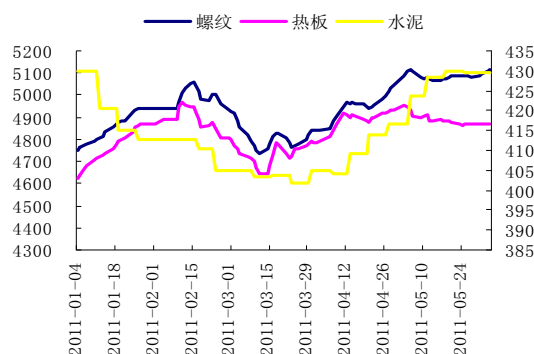
资料来源：SXCOAL，中信证券研究部整理(截至 2011/5/23)

另外值得注意的是，近期的天气大幅变化导致了农产品价格波动加大。过去 3 天，贵州南部、广西北部、湖南南部、江西中部、浙江中南部、福建西北部、广东北部等地遭遇大雨或暴雨，其中，浙江西南部、江西东北部、福建西北部等地局部遭遇大暴雨。我们认为，随着南方汛期的临近，未来可能会有更多的地区出现旱涝急转的极端天气。这对未来秋粮生产及水产养殖业又会带来一定的不利影响。

- 原材料：生产景气下行仍需要时间化解，钢铁波动较小
- 比较逻辑：生产景气与库存景气的差异
- 推荐排序：钢铁>基础化工>水泥>玻璃

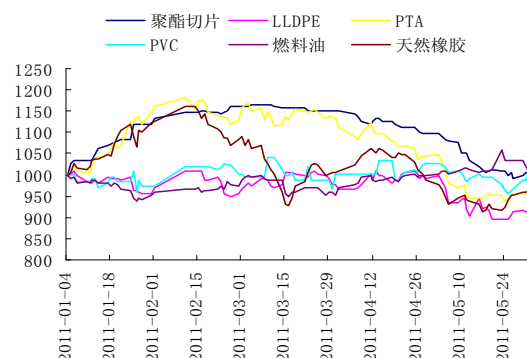
影响原材料利润的核心因素是成本与产品的价格变动，目前看钢铁类的价格波动不大，螺纹钢和热板的价格在 5 月份以来基本走平，而水泥价格在前期大幅上涨之后也进入高位整理，化工类产品在 4 月末出现了大幅下降后多数品种有所回升，越靠近上游的回升的幅度越慢。

图 27：钢铁和水泥价格变动趋势



资料来源：wind，中信证券研究部

图 28：化工产品的价格变动趋势



资料来源：wind，中信证券研究部

影响价格的除了金融因素外，主要体现在供需层面。原材料行业正面临一个典型的去库存过程，表现为原材料库存大幅下降，产成品库存大幅上升，而生产景气环节的总量 PMI 和新订单 PMI 回落，这意味着企业正在加速将原材料生产成为产成品，但由于下游需求的放缓，新订单减少，使得产成品的销售滞压，最终使得中间生产环节的景气度回落。这个过程目前看还没有结束的迹象，因此原材料制造企业的生产景气程度还没进入回升通道，需要观察到的是新订单指数上升，产成品库存下降，才能确认生产景气的回复。

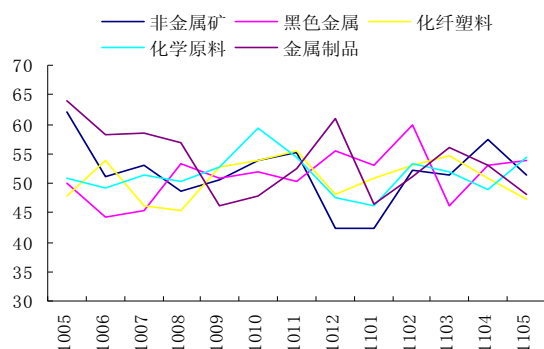
但横向比较来看，各个行业之间也有区别。去库存化波动最小的是钢铁行业，尽管产成品和原材料库存小幅上升，但由于钢铁行业的库存主要是参考中间商的行为，主要品种的经销商库存已经下降到比较低的水平，而钢铁行业的 PMI 总指数和新订单指数不降反升，这个阶段的生产景气并没有继续恶化，一旦下游需求能够稳定，经销商的补库存将明显下滑企业的生产压力。

压力较大的是建材行业，特别是水泥的产成品库存已经上升到较高水平，原材料库存下降属于正常回落幅度，但表现出来的是新订单指数和生产指数小幅下降，这表明水泥行业的去库存压力更大，未来需求的回复是关键考验。

化工类产品的表现比较平稳，特别是原材料库存的大幅下降对上游拉动效应比较明显，产成品库存上升的幅度并不大，新订单下降也不是很明显，因此未来的关键是需求回升能否持续，目前看景气回落还需要一段时间消化。

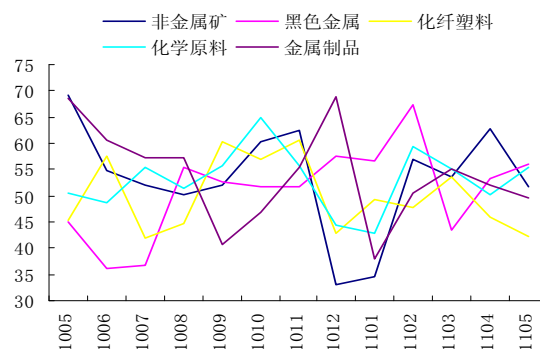
因此，总体来讲原材料板块处在一个比较明确的去库存化阶段，原材料的库存下降已经非常明显，但产成品库存的上升与新订单指数的下降预示着未来 1-3 个月内企业经营面临景气压力。

图 29: 原材料景气周期 (生产——PMI)



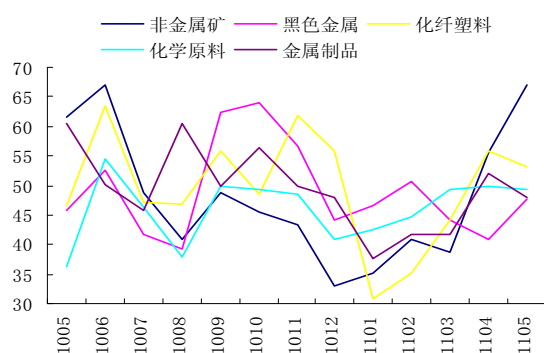
资料来源：中国物流与采购联合会，中信证券研究部

图 30: 原材料景气周期 (生产——新订单)



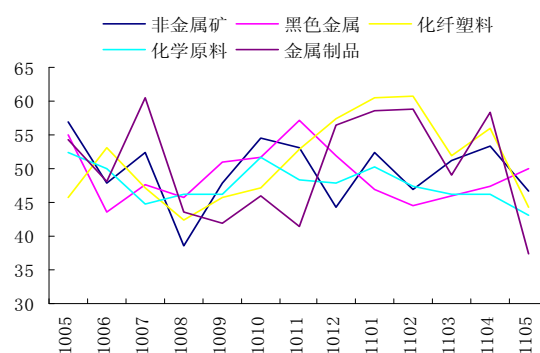
资料来源：中国物流与采购联合会，中信证券研究部

图 31: 原材料景气周期 (库存——产成品库存)



资料来源：中国物流与采购联合会，中信证券研究部

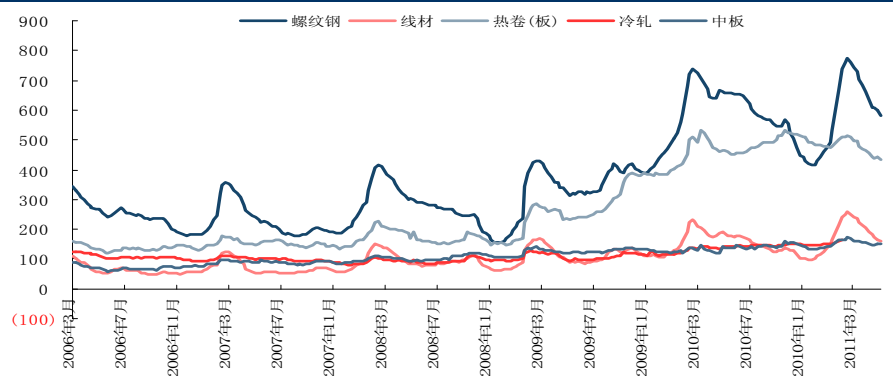
图 32: 原材料景气周期 (库存——原材料库存)



资料来源：中国物流与采购联合会，中信证券研究部

图 33: 重点市场经销商库存 (5月27日)

(单位: 万吨)

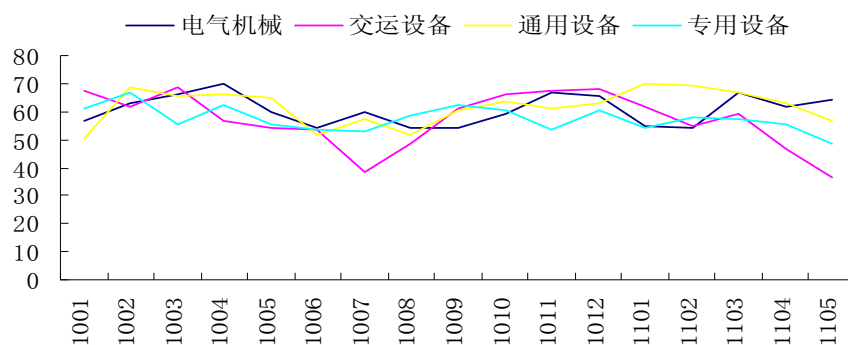


资料来源：MySteel，中信证券研究部

- 设备制造与建筑：销量如期回落，电力设备平稳，汽车拐点临近
- 比较逻辑：寻找产量增速恢复的拐点动力
- 推荐顺序：电力设备>汽车>建筑>家电>机械

上游成本的回落为盈利上升提供了较好的环境，产量与销量是决定设备制造类企业的盈利的核心因素。如果从领先指标来看，各个设备制造类企业的新订单指数确实出现了比较明显的下降，这其中以交运设备下降的幅度最大，其次为通用设备和专用设备，电气机械波动比较平稳。

图 34：各设备制造类行业的新订单 PMI 指数



资料来源：中采咨询，中信证券研究部

接下来需要考虑的是，这种下降的趋势何时才能结束，如何寻找产量增速下滑的拐点。这与每个行业推动需求增长及自身供给情况差异有关。

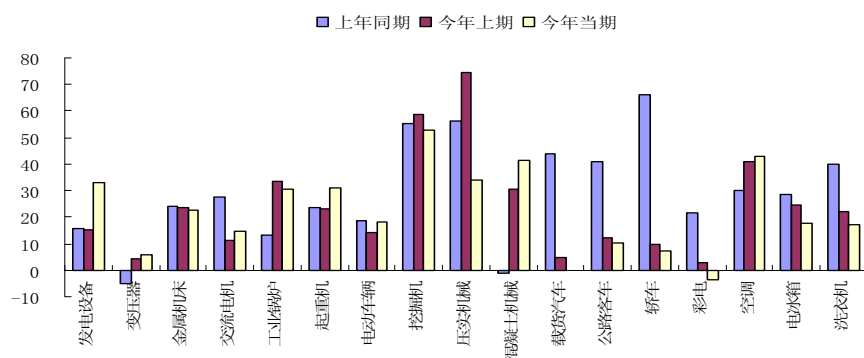
家电行业与宏观经济周期关联较小，是产销量大致保持稳定增长的关键，4 月份的数据显示白电的内销增速明显快于出口，是行业增长的主要支撑，4 月份空调内销增长 36%，冰箱内销增长 16%，洗衣机内销增长 25%，但 6 月份以后空调的节能惠民补贴政策退出，将会影响空调的销量增速，考虑到基数原因将表现为全年增速的前高后低，因此未来增速面临一定的不确定性。

机械行业增速下降已经开始显现，截至 2011 年 4 月份的数据看，除起重机和混凝土机械外，其他产品的环比销售均出现了不同程度的下降，其中挖掘机环比下降 11.98%，压实机械环比下降 37.36%。而起重机环比上升 7.83%，混凝土机械环比上升 13.24%。我们注意到这两类产品产量增长的区别实际上对应的是公路桥梁等基础设施类建设和房地产类建设，由于 4 月份为止房地产投资增速仍保持在 34.3%，没有大幅下降，因此对应的机械产品下降幅度不大，而基建类机械产品下降反映了上半年政府类投资工程开工不容乐观。沿着这一逻辑，可以认为未来房地产对应投资还会缓慢下降，混凝土、起重机的增速下降是大概率事件，而挖掘、压实类产品增速的上升则取决于何时在调控倾向上放开对大型项目的审批限制。

相反，汽车行业的增速变动可能在近 1-2 个月内达到年内低点，迎来向上趋势。近期的微观调研信息表明，尽管汽车批发需求相对低迷，终端库存确有下降趋势，中高端乘用车和商用车 5 月的库存均较 4 月有所下降。6 月汽车需求由于季节因素、日系减产、以及持续去库存，批发销量或相对低迷，7 月、8 月以后需求有望随旺季来临、日系车复产、补库存等因素环比明显提升。特别是注意到日系车的影响，日系车复产进度有望加快，从当前情况看，以丰田为首的日系企业有望从 6 月以后逐渐开始恢复生产，亦可能在三季度以后加班追赶此前损失的产能。预计日系车企 6 月以后逐渐复产，至 8、9 月可望恢复正常产能，四季度以后存在补产能的可能性。

由于电力投资的逐步落实，电力设备的增速基本保持平稳。因此这几个行业比较来看，可以大致判断 6 月电力设备投资增速相对平稳，汽车接近增速向上的拐点，工程机械继续下滑，而家电特别是空调可能迎来增速放缓的阶段。

图 35: 各设备制造领域的产量增长情况



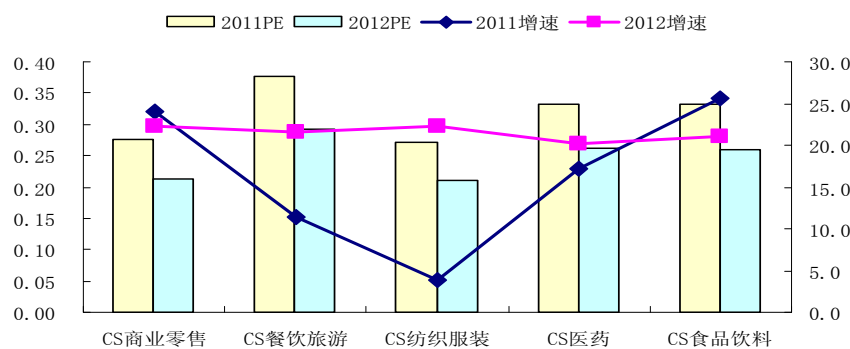
资料来源: wind, 中信证券研究部

- 消费类: 整体弹性减弱, 继续推荐食品饮料和医药
- 比较逻辑: 通胀下行中业绩增长的确定性
- 推荐顺序: 食品饮料>医药>纺织服装>商业零售>餐饮旅游>轻工制造

对全年消费板块的观点我们仍然维持低弹性、注重业绩与估值的看法。在 5 月份我们推荐消费板块的防御功能是判断市场将会出现趋势性的下跌, 而前期已经下跌的消费品估值到了合理位置, 适合在下跌中进行防御。上证指数从 3000 点下跌到 2700 点时, 消费板块已经大部分完成了防御性板块的使命, 此时仍应关注其业绩与估值的情况。从中信覆盖主要行业的业绩预测与估值水平来看, 2011 年的估值都在 25 倍左右, 由于是市值加权平均, 纺织服装和商业零售略低, 餐饮旅游略高; 而看 2012 年的估值, 基本也在 20 倍左右, 最高的不到 25 倍, 因此从估值基准来看还是有价值底线的。而从通胀回落的角度来看, 消费行业的关联度较大, 这其中以餐饮旅游和食品饮料最为明显, 相比之下食品饮料所蕴含的人工、环境、安全、资源等成本的投入使得其对通胀下行的敏感度要低一些, 其他行业比较容易受到终端价格下行影响。

那么, 接下来的判断就是是否有推动消费板块获得超额收益的触发因素, 这种因素可能来自于系统性的政策推动, 可能来自于风格转换, 也可能来自于一些季节性因素、需求的周期波动。我们判断在经济周期下行触底的过程里, 政策的刺激将集中于投资性领域的放松, 收入分配等政策对经济拉动的弹性并不高; 风格上看除非是经济陷入二次探底的悲观境地, 否则消费板块也难以出现显著跑赢市场的局面。事实上, 前文已经提到, 在市场大幅下跌的过程中, 消费板块在后期已经出现了比较明显的补跌, 表明至少在这一轮市场调整的节奏里, 消费品很难担当起持续跑赢市场的板块。

图 36: 中信覆盖消费板块业绩与估值

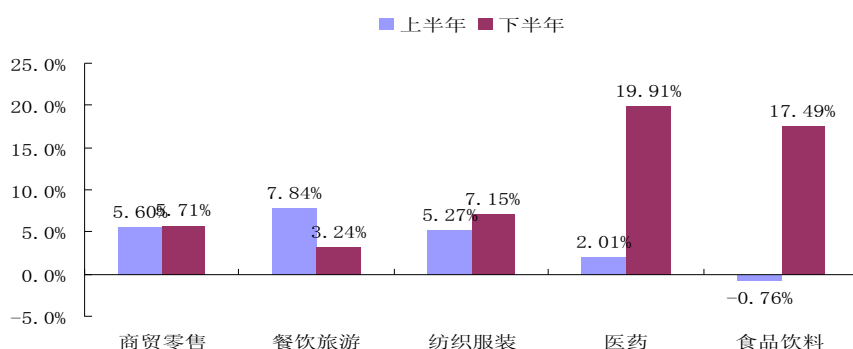


资料来源: 中信证券研究部预测

我们对消费板块的观察还是基于一个比较平稳的市场环境下，从历史经验来看的季节性因素、周期性因素。考虑到市场结构的变化，从 2008 年以来到目前的 3 年里，对比消费行业上半年和下半年的超额收益，可以看到最为明显的是医药和食品饮料，下半年都获得了显著超越上半年的超额收益；纺织服装和商业零售基本相当；而餐饮旅游下半年则明显低于上半。当然这些行业不论在上半年还是下半年都获得了比较明显的正的超额收益。

尽管这只是简单的数据统计，不能说明绝对性规律，但从目前这些行业的比较来看，我们还是推荐盈利能力确定、估值合理、需求增长稳定、受通胀预期回落影响较小的医药和食品饮料，品牌服装的高速增长也值得继续关注。

图 37：各类消费行业的上半年与下半年超额收益对比

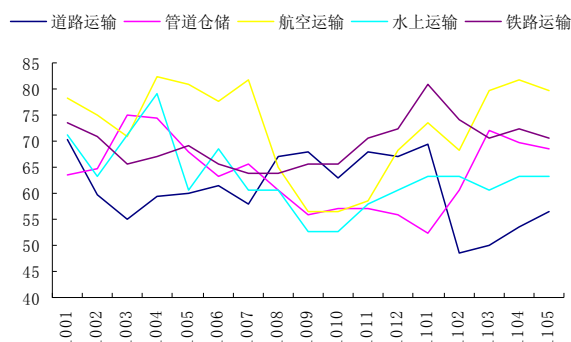


资料来源: wind, 中信证券研究部

- **交通运输：航空机场景气回升明确，航运港口继续底部回稳**
- **比较逻辑：业绩弹性决定股价弹性**
- **推荐排序：航空机场>港口海运>公交物流>公路铁路**

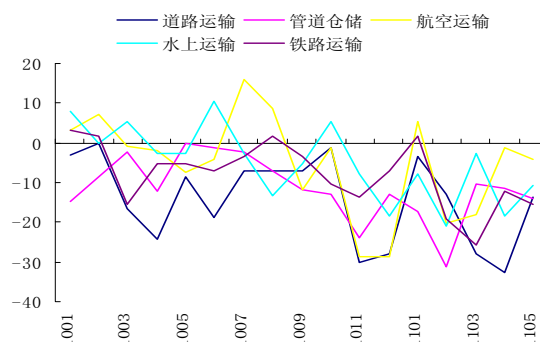
交运板块总体分为两大类，一类是经营稳定的公路铁路、公交物流，包括港口和机场，还有一类是周期性比较显著的航空与航运，后者的周期性除了体现在需求的波动外，主要还是成本的波动。6 月份以后我们仍然维持对交运航的推荐顺序，即关注弹性大的航空机场、港口海运。从非制造业的 PMI 指数来看，交通运输几类子行业中航空运输的景气度始终处在高位，而水上运输则从底部逐步上行，自年初以来就表现比较平稳。油价波动有助于降低航空运输和水上运输行业的成本，并且自 6 月份入夏以后，航空运输进入需求旺季，但需要关注的负面因素是京沪高铁即将开通，在京沪杭线上营收占比达到 30%的国航和东航将可能受此影响。

图 38：PMI 经营预期指标



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

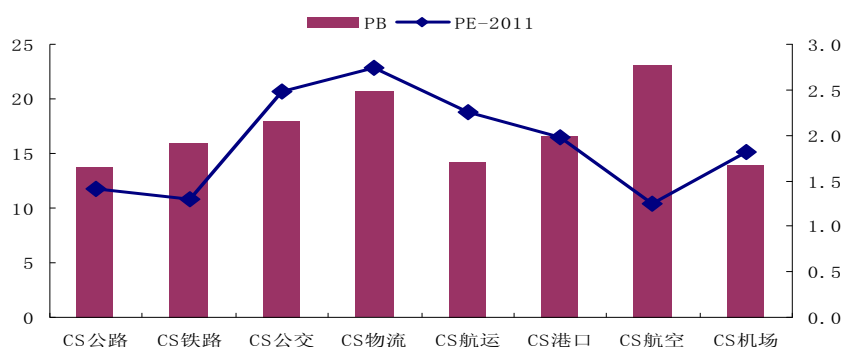
图 39：PMI 利润指标



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

如果从估值水平来比较的话，航空类估值已经到了较低水平，主要航空公司 2011 年动态估值仅为 10 倍左右，除非油价大幅上升削弱盈利能力，否则这个估值水平还是有安全边际的。其他板块来看，估值较低的是航运、机场等，总体看交运板块的估值水平都在合理范围内，但在震荡市场中总体显示不出板块优势，建议关注进入需求旺季的航空板块和景气度逐步回升的航运板块。

图 40：交通运输板块的估值水平比较



资料来源：一致预期，中信证券研究部

- **TMT 类：整体估值回落，进入结构性投资区间**
- **比较逻辑：低估值、高增长、确定性三逻辑寻找成长股**
- **推荐排序：通信>电子元器件>计算机>传媒**

TMT 板块整体估值已经有所回落，相比于之前动辄 40 倍以上估值的情况相比，当前已经可以寻找结构性机会。从行业基本面来看，通信板块的投资仍然是最为确定的，我们注意到运营商光通信建设规范和业务流程已经基本确定，FTTH 建设和用户有望放量；预期运营商高层人士变动对于投资建设进度基本没有影响；工信部公布 1-4 月全国电信固定资产投资确认投资回升态势；运营商定制 3G 智能机终端放量；三网融合首批 12 个试点地区的有线电视网络运营商与电信运营商已经启动“双向进入”的交叉申报并进入准备阶段，通信板块的整体景气度要高于其他行业。

从选股的角度来看，这一板块主要是自下而上选择一些增长比较确定的成长股，可以依据三个标准：一是预测市盈率要合理，按照当前的盈利预测需要看到 2011 年的估值不能高于 30 倍；二是业绩有高增长，未来三年复合增长率能够维持在 20%-30%以上；三是业绩增长的确定性要高，可以观察 2010 年年度和 2011 年一季度的净利润同比增速是否会出现负增长，并且未来业绩下调的可能性有多高。

按照这些标准，我们结合中信覆盖的重点公司以及市场的一致预期，选择了以下公司供参考，从行业分布来看，TMT 的四个板块都可以自下而上的关注。

表 7：低估值、高增长、确定性自下而上筛选成长股

证券代码	证券简称	所属行业	2011-PE (E)	2010 业绩增长	2011-1Q 增长	3 年复合增长率
600373.SH	中文传媒	传媒	19.90	145.32	1973.16	19.79
600551.SH	时代出版	传媒	21.14	17.15	36.39	13.13
601098.SH	中南传媒	传媒	23.49	23.94	—	20.57
002315.SZ	焦点科技	传媒	26.30	55.10	30.51	42.09
002400.SZ	省广股份	传媒	26.74	30.19	36.83	35.59
300133.SZ	华策影视	传媒	30.59	85.28	—	39.40
300012.SZ	华测检测	电子元器件	32.22	18.66	10.53	38.64
002106.SZ	莱宝高科	电子元器件	22.34	156.62	101.19	42.98
002415.SZ	海康威视	电子元器件	24.72	49.16	26.31	37.97
002436.SZ	兴森科技	电子元器件	28.62	56.37	62.22	42.22

证券代码	证券简称	所属行业	2011-PE (E)	2010 业绩增长	2011-1Q 增长	3 年复合增长率
002475.SZ	立讯精密	电子元器件	30.59	55.26	——	63.67
300128.SZ	锦富新材	电子元器件	30.98	56.42	——	40.08
002241.SZ	歌尔声学	电子元器件	34.57	199.90	101.69	57.60
002341.SZ	新纶科技	电子元器件	35.51	37.08	27.63	53.73
300115.SZ	长盈精密	电子元器件	28.02	70.69	——	44.97
002273.SZ	水晶光电	电子元器件	29.22	68.31	46.02	48.00
002152.SZ	广电运通	计算机	20.22	26.58	18.61	33.15
002177.SZ	御银股份	计算机	21.56	4.00	106.85	50.80
002063.SZ	远光软件	计算机	24.46	67.12	89.95	35.43
002073.SZ	软控股份	计算机	28.28	31.08	38.63	42.27
600570.SH	恒生电子	计算机	28.49	7.00	18.75	34.45
300010.SZ	立思辰	计算机	30.66	29.23	70.55	62.08
300036.SZ	超图软件	计算机	31.30	36.08	59.88	40.04
300002.SZ	神州泰岳	计算机	23.41	22.26	31.38	32.02
002153.SZ	石基信息	计算机	38.95	60.84	32.64	35.30
002115.SZ	三维通信	通信	24.56	36.09	23.11	29.38
300025.SZ	华星创业	通信	26.21	47.62	33.93	50.20
002335.SZ	科华恒盛	通信	26.49	44.03	7.96	26.40
002313.SZ	日海通讯	通信	27.89	39.25	56.30	42.79
002261.SZ	拓维信息	通信	29.34	31.48	4.16	34.48
002104.SZ	恒宝股份	通信	29.34	13.92	12.89	55.56
002093.SZ	国脉科技	通信	30.68	12.40	41.98	51.14

资料来源：一致预期，中信证券研究部

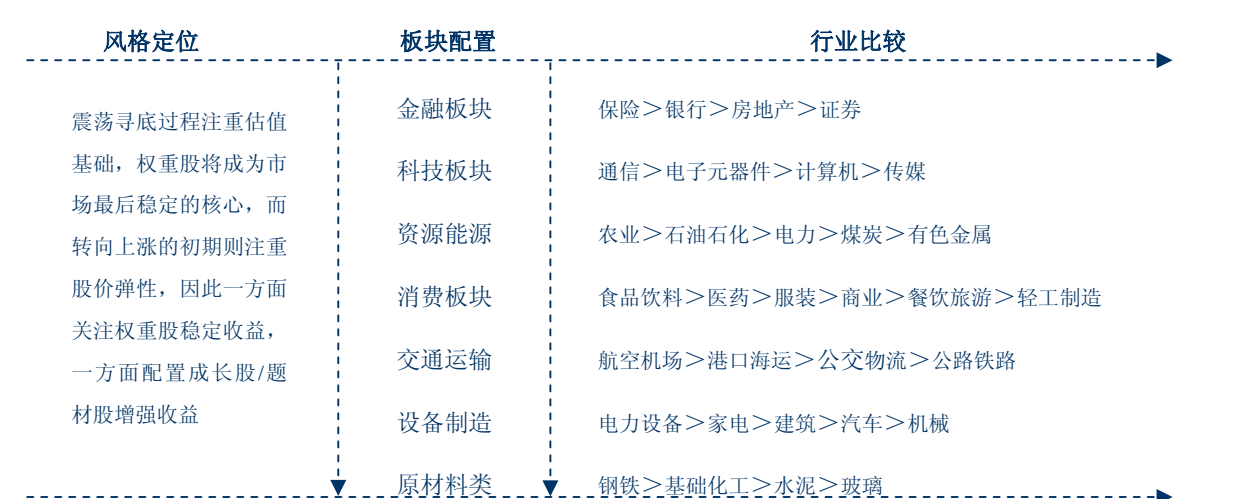
配置结论：震荡寻底，配置两头

- 风格定位：权重股稳定收益，成长股/主题股增强收益。基于市场已经处在震荡寻底的过程，以及工业生产正处在去库存的中后期，生产周期已经开始缓慢恢复，风格表现上尽管难以出现明显的行业轮动，但可以结束偏防御型的策略，消费板块的防御优势减弱，周期板块还没有进入上升通道，在震荡寻底的过程中，可以配置下跌空间有限的权重股稳定收益基础，关注弹性更大的成长股和题材股在震荡期的市场表现。
- 板块配置：综合评价偏向大市值与小市值板块。从以往市场上涨与下跌的行业表现来看，在下行阶段的后期需要关注估值优势和增长的稳定性，而转向上涨前期的时候则要更注重股价的弹性，随着业绩的确定性增强，主流蓝筹板块的吸引力增强。估值水平上看，只有银行、石油石化、汽车、交通运输板块确实达到较低的位置，其他板块离历史估值底部依然有一定空间。而有色、机械、农林牧渔、TMT 等板块估值较历史底部有一定差距。业绩预测上看，本月沪深 300 指数一致预期净利润同比呈下调趋势，中小板指盈利继 4 月年报急剧下调以来近期下滑速度已有减缓。行业板块中，中游行业盈利预测下调较多，金融、消费板块盈利预测上调。预计中报业绩全市场增长 20%，其中保险、银行以及非金融板块中的家电、商贸零售、纺织服装预计业绩较好；从配置分歧和仓位结构上看，从原来一季度一致看好周期品，到 5 月份一致看好金融、消费的趋势开始转向均衡，金融板块和消费板块的一致性看好建议有所降低，而周期性板块仍然普遍看淡，资源能源和科技类板块则有部分看好的观点出现。
- 行业比较：地产周期主导核心，去库存化渐次展开。1、金融板块方面，房地产进入周期性自我调整和政策继续打压的阶段，可能对地产和银行的投资情绪产生影响，但金融板块低于历史低点的估值和高增长的中报业绩是较强支撑，推荐关注保险与银行；2、资源能源方面，去库存化进程结束较早，下游原材料去库存传导的需求恢复使得景气度已经有所回升，关注受天气影响较大的农业和需求恢复的石油石化；3、原材料方面，原材料库存下降同时伴随着产成品库存上升和新订单

下降，生产景气下行还将延续，关注波动相对较小的钢铁；4、设备制造方面，产销量增速的下行已经如期展开，受地产投资可能继续下行、支持政策退出等影响，部分行业景气度可能继续下滑，电力设备景气度保持平稳，汽车则可能在 1-2 个月内接近增速低点有望迎来好转；5、消费行业方面，未来 2 个季度内通胀缓慢回落可能带来业绩增速的放缓，尽管目前估值处在合理水平但在政策面、产业面和风格转换上都缺乏催化因素，关注历史上下半年预期超额收益显著超越上半年的医药和食品饮料；6、交通运输板块，继续关注业绩弹性较大决定股价弹性、行业进入需求旺季的航空板块；7、TMT 板块，作为成长性行业的代表，整体估值已经开始回落，进入结构性选股区间，从低估值（低于 40 倍）、高增长（未来三年复合增长能够高于 30%）以及高确定性（年报、季报以及半年报维持正常增长态势）三个标准自下而上选择成长股。

- 行业事件表：预计将于 6 月召开的水利投资大会对相关投资行业的拉动影响测算；6 月份各地保障房开工检查及推进情况；6 月份银行业监管可能细化资本充足率管理办法；观察 6 月份统计数据发布中的机械与家电产量增长数据；《火电厂大气污染物排放标准》经环保部常务会议原则审议通过，6 月正式出台概率较大；运营商光通信建设规范和业务流程已经基本确定，FTTH 建设和用户有望放量。

图 41：6-7 月份行业配置策略建议图



资料来源：中信证券研究部

表 8：自上而下——中信证券策略事件表之行业配置

时间	未来的事件	对国内经济和市场的影	行业影响
上周	5 月份 PMI 回落至 52	符合预期	
上周	美国 5 月非农就业人数仅增加 5.4 万人，失业率升至 9.1%	市场开始对美元定量宽松政策效用产生怀疑。	海外复苏情况对包含原油、金属在内的大宗商品有影响，进而影响到化工产业链及有色板块走势。
6 月初	银行日贷存比监管正式实施	银行间市场资金利率并未受显著影响，近期银行间短期拆借回购利率显著回落。	日贷存比监管进一步紧缩终端贷款以及企业资金链，对资金密集型行业如机械、地产有影响。
6 月	旱情报道	前期干旱区湖南湖北有雨，旱情有所缓解。6 月中旬长江中小游进入梅雨季节。	缓解农产品以及 CPI 上涨预期，前期农业板块交易性机会可能因此消退。
6 月 6 日	各地公布保障房建设进展	截至 6 月 6 日，各地方政府需要公布保障房的项目进程，包括年度保障房计划、开工项目以及竣工项目信息等。	保障房开工情况将影响地产、建筑建材、机械、家电、PVC 等房地产产业链板块。
6 月 14 日	公布 5 月份 CPI 等数据	中信宏观预测 5 月 CPI 为 5.3%(市场一致预期在 5.4%)，若再超预期将会影响市场对下半年通胀走势的预期。	CPI 若超预期将不利消费板块。
5-6 月	物流体系建设	物流体系建设也显著影响到农产品和食品通胀走势。	

时间	未来的事件	对国内经济和市场的预期	行业影响
5 月-6 月	融资平台清查，保障房资金问题解决尚待观察	银监会对于地方融资平台贷款政策落实有待观察，或影响银行拨备覆盖率使得银行业绩下调。此外保障房资金如何落实，利用保障房贷款情况如何解决尚待观察。	保障房开工情况将影响地产、建筑建材、机械、家电、PVC 等房地产产业链板块，而骗贷情况清理将影响银行板块。
6 月	美联储对 QE2 实施情况进行再评估	美国通胀超预期，QE2 执行可能会中止。对全球资产周期产生重要影响。	
6-7 月	水利投资大会	可能成为改变经济下滑预期的重要事件。	
6 月中下旬-7 月上旬	经济运行状况密集调研期	为 7 月份政治局听取经济形势汇报会作准备。	假设经济形势汇报工作后对经济紧缩政策略有放松，将刺激周期性行业，包括原材料、机械设备板块上涨。
三季度	经济走势与通胀回落拐点	检验中国制度落实的效果，对股票市场的估值信心有重大作用。	对钢铁、建材、机械等周期股今年业绩以及增速预期有所影响。
	国际板推出时间	通过横向经济体发展前景的比较，可能体现中国大公司的估值优势。	
	美国国会运作进入正轨	继续讨论涉华议案共 200 条，在汇率、反倾销、市场开放等问题上施压中国，导致国内经济发展(出口)预期可能出现不稳。	
	中美商贸联委会	就具体的商贸合作细节问题展开实质性磋商，有利于消除美国对汇率、反倾销、市场开放等问题的误解，有利于国内经济发展。	至此可能影响出口较多的行业，如纺织加工、电子、轻工、家电。
	保障房开工落实情况	市场普遍预期保障房将在三季度加快开工施工，保障房完成情况将直接影响相关产业链景气及经济预期，最终影响周期品种配置。	保障房开工情况将影响地产、建筑建材、机械、家电、PVC 等房地产产业链板块。

资料来源：中信证券研究部

表 9：自下而上——未来行业关注重点事件表

板块	未来的重点事件	行业影响
金融	是否会出台新的限购政策、下半年是否会继续催缴土增税	假设房地产限购出台，将对银行资产质量和贷款增量构成不利影响。也将影响地产企业销售回款进一步影响现金流和未来业绩。
	房地产信托贷款方面的政策可能会有推出	房地产信托如继续从严，将进一步威胁房企，尤其是中小房企资金链。
	拨备、资本、流动性、杠杆率四大监管政策的细则会陆续推出，四季度可能出台新的资本充足率管理办法	预计新管理办法依据巴塞尔 3 的要求，细化各资产项的风险权重系数。届时可能对银行的资本充足率带来一定冲击。
资源能源	国际大宗商品走势，油价是否会在 100 以下	国际油价未来可能随着美元反弹以及地缘政治稳定出现回调，这将影响两大石油公司盈利以及成品油价格调整预期，也将影响石化产业链成本。目前电力较为紧张，电力企业面临亏损，动力煤价格若限制将影响煤炭企业盈利，对煤价构成不利影响。
	南方旱情进一步缓解情况	近期南方降雨量开始增加，但依然有旱转涝的预期，对未来农产品产量有待观察，但目前来看农产品价格上涨预期有所缓解。
	煤电矛盾解决方案的调研结果及进一步电价可能性	前期发改委已上调一次电价，可以缓解一半电力企业亏损情况，未来是否进一步上调有待观察。
	动力煤价格限制情况	
	电力紧张情况	电力紧张若持续将使得钢铁建材供给减少，影响未来价格预期，对行情构成利好。但如果新开工数据低于预期，将在需求端构成利空。
原材料	6 月各原材料开工率状况	
	6 月推出阻燃新标准	
设备制造	特高压后续项目获批进展	特高压产业链
	铁道部招标	高铁相关板块
	机械、汽车 5 月销售数据	4 月份机械、汽车销售数据较差，5 月份可观察数据是否有所好转以判断开工情况。
消费	奢侈品关税或下调	奢侈品关税下调将利好商贸零售以及旅游板块。家纺以及休闲服订货会将确定于行业全年增速。出口退税比例下调对家电、纺织、轻工行业不利。
	医疗机构抗菌药物管理办法、生物医药产业“十二五”规划	前期医药行业调整较多，目前估值处相对低位，产业政策如果如期出台，有望提振医药市场情绪
	品牌服饰公司 2012 年春夏订货	
	出口退税比例下调	

板块	未来的重点事件	行业影响
科技	《火电厂大气污染物排放标准》经环保部常务会议原则审议通过，6 月正式出台概率较大	
	6 月 16-19 日大连第 9 届中国软交会，主题为绿色 IT 智能	
	中移动无线设备招标结果超预期情况，运营商光通信招标、重点终端招标。联通 5 月用户数（6 月 20 号左右出三大运营商用户数）；6 月 23 左右工信部公布 1-5 月电信投资增长数据，以及各大运营商招标进展	
交通运输	6 月召开的铁道部干部工作会议，8 月的铁道部内部清算会议	铁道部改革几个猜想：1、加快政企分开，逐步放权给铁路局，允许铁路多元化经营（除运输以外）的权利。2、建立更加有效率的清算体系，激励各铁路局开拓市场，增加营收。3、适当给铁路局装备权、采购权及部分列车调度权。铁道部的改革促进了二级市场铁路股的估值提升。

资料来源：中信证券研究部

表 10：行业配置与关注公司

行业	市值（亿元）	2010 增速	2011 增速 E	2010PE	2011PE E	配置建议	推荐个股
CS 石油石化	30113.13	32.89%	5.07%	13.48	11.84	超配	沈阳化工、中海油服、中国石油
CS 煤炭	15376.96	34.55%	8.82%	18.98	15.59	标配	冀中能源、潞安环能、昊华能源。
CS 有色金属	12144.45	142.67%	58.09%	50.08	29.02	低配	山东黄金、包钢稀土
CS 电力及公用事业	9287.8	22.35%	4.29%	26.34	21.45	标配	华电国际、华能国际、永清环保
CS 钢铁	7429.74	238.97%	40.25%	20.87	15.28	标配	攀钢钒钛、新兴铸管、八一钢铁
CS 基础化工	10146.99	132.00%	67.21%	39.5	22.71	低配	盐湖钾肥、冠农股份、红宝丽
CS 建筑	6776.75	24.10%	19.48%	17.66	12.29	标配	中国化学
CS 建材	6428.62	73.26%	54.77%	28.38	15.53	低配	海螺水泥、亚泰集团、青松建化
CS 轻工制造	2302.36	17.66%	45.84%	28.67	18.53	低配	永新股份、美盈森、星辉车模
CS 机械	14555.88	54.00%	47.27%	29.95	19.38	低配	中国北车、盾安环境、三一重工
CS 电力设备	8521.43	20.61%	31.69%	34.91	24.28	标配	许继电器、平高电气、海通集团
CS 国防军工	1925.48	36.72%	15.90%	65.22	49.81	低配	
CS 汽车	8345.94	99.03%	-0.86%	15.7	12.53	标配	上海汽车、华域汽车
CS 商贸零售	7187.86	37.62%	30.75%	30.66	19.99	标配	海宁皮城、新华百货、苏宁电器
CS 餐饮旅游	2063.63	41.36%	24.66%	29.16	20.1	标配	峨眉山、中青旅、锦江股份
CS 家电	3925.19	45.05%	14.55%	21.82	16.35	标配	小天鹅、美的电器
CS 纺织服装	3970.19	46.71%	11.10%	29.57	22.75	标配	七匹狼、罗莱家纺
CS 医药	11834.12	19.81%	35.72%	37.5	25.55	标配	莱美药业、千山药机、翰宇药业
CS 食品饮料	10664.33	34.59%	32.65%	38.64	28.05	超配	古井贡酒、山西汾酒、五粮液
CS 农林牧渔	4549.5	23.35%	68.36%	50	28.91	超配	隆平高科、雏鹰农牧、圣农发展
CS 银行	62963.25	33.33%	22.86%	9.29	7.49	超配	浦发银行、民生银行、农业银行
CS 非银行金融	17569.43	8.54%	9.09%	18.62	16.65	超配	安信信托、中国太保、中信证券
CS 房地产	12135.39	24.66%	27.84%	18.22	12.49	标配	保利地产、招商地产、金融街
CS 交通运输	12756.34	205.86%	1.40%	14.52	13.25	低配	广深铁路、南方航空、铁龙物流
CS 电子元器件	6745.32	306.29%	133.46%	46.92	30.19	超配	立讯精密、锦富新材、大华股份
CS 通信	4732.36	-25.55%	19.19%	43.35	27.41	超配	科大讯飞、中国联通
CS 计算机	3793.84	17.25%	36.48%	43.89	28.49	标配	立思辰、东软载波、恒泰艾普
CS 传媒	1704.33	49.78%	15.96%	38.33	30.39	标配	华谊兄弟、蓝色光标、电广传媒
CS 综合	1653.82	156.77%	-34.07%	22.78	20.87	低配	

资料来源：中信量化投资分析系统 注：2011 年增速预期来自 wind

数据附表

1、中信数据预测表

大类	行业	项目	单位	历史数据				当前趋势			全年预测			指标口径备注	
				2009 年均值	2010 年 均值	2010 年 4 月	2010 年 5 月	2011 年 4 月	同比增 长（%）	2011 年 5 月	同比增 长（%）	2011 年预 测（6 月）	增 长 （%）		前 5 月 均值
资源能源	石油	布伦特原油		62.5	80.3	85.8	77.0	123.1	43.5	115.0	49.4	100-105	25%-30%	99.0	
		纽交所原油		61.8	70.5	84.5	74.1	110.0	30.2	103.0	39.0	95-100	35%-40%	110.8	
	煤炭	焦煤	元/吨	1205.0	1438.0	1470.0	1480.0	1480.0	0.7	1480.0	0.0	1490.0	0.7	1478.0	山西古交 8 号 煤车板含税价
		动力煤	元/吨	597.0	747.6	689.0	746.0	793.0	15.1	825.0	10.6	867.0	5.0	792.0	秦皇岛山西优混 (5500 大卡)
	农业	国内大豆	元/吨	3579.8	3761.1	3757.5	3735.8	3945.0	5.0	3935.0	5.3	3900.0	3.7	3964.0	郑州粮食批发市 场三级油用
		国内玉米	元/吨	1621.3	1891.5	1872.0	1926.0	2077.0	11.0	2122.0	10.2	2090.0	10.5	2051.0	郑州粮食批发市 场二等普通
		国内小麦	元/吨	1848.2	1985.3	1980.0	1981.0	2109.0	6.5	2079.0	4.9	2100.0	5.8	2086.0	郑州粮食批发市 场三等普通
		国内棉花	元/吨	12831.0	19446.0	16493.0	17229.0	29068.0	76.2	25253.0	46.6	25000.0	28.6	28436.0	全国棉花协会统 计 328 级皮棉
		国内糖	元/吨	3920.0	5697.0	5062.0	5000.0	7263.0	43.5	7135.0	42.7	7100.0	24.6	7177.0	bloomberg 南宁白 糖价格
		猪肉	元/公斤	11.5	11.4	9.4	9.5	14.8	58.6	15.8	67.4	17.0	48.6	14.9	搜猪网统计待宰 活猪价格
	电力	发电量	亿 kWh	35965.0	42280.0	12842.0		14305.0	12.6						均为累计值
		利用小时数	小时	4527.0	4660.0	1515.0		1530.0	1.4			4907.0	5.3		均为累计值
	运输	BDI	点	2199.9	2777.5	3038.4	3826.4	1339.8	-55.9	1356.0	-64.6				
		CCBFI	点	1160.2	1507.0										
		港口吞吐量	万吨	57584.8	66801.8	67067.0	70217.0	77477.0	15.5						
		社会货运总量		22.5	26.3	25.8	26.6								
		航空客运量	万人	1921.0	2225.0	2157									
原材料	金属	LME 铜	美元/吨	5199.0	7558.0	7763.3	6875.0	9503.9	22.4	8951.0	30.2	9000.0	19.1	9472.0	每日收盘价均价
		LME 铝	美元/吨	1705.0	2200.0	2346.3	2074.6	2689.2	14.6	2591.9	24.9	2650.0	20.5	2573.0	每日收盘价均价
		LME 锡	美元/吨	13421.0	20441.0	18707.0	17632.1	32379.4	73.1	28623.3	62.3	27000.0	32.1	30129.0	每日收盘价均价
		LME 铅	美元/吨	1742.0	2171.0	2298.7	1907.0	2670.5	16.2	2403.0	26.0	2400.0	10.5	2559.0	每日收盘价均价
		LME 锌	美元/吨	1689.0	2185.0	2401.0	2000.7	2389.9	-0.5	2178.5	8.9	2200.0	0.7	2364.0	每日收盘价均价
		黄金	美元/盎司	974.0	1227.0	1149.5	1206.6	1485.4	29.2	1515.7	25.6				每日收盘价均价

大类	行业	项目	单位	历史数据					当前趋势			全年预测			指标口径备注
				2009 年 均值	2010 年 均值	2010 年 4 月	2010 年 5 月	2011 年 4 月	同比增 长 (%)	2011 年 5 月	同比增 长 (%)	2011 年预 测 (6 月)	增长 (%)	前 5 月 均值	
工业品	建材	铁矿石	元/吨	670.2	986.9	1089.01	1005.0	1167.43	7.2	1165.0	-0.2	1180.0	19.6	1182.0	国内现货价格
		螺纹钢均价	元/吨	3669.1	4160.7	4616.49	4379.9	4982.61	7.9	5799.19	16.4				
		热轧均价	元/吨	3772.9	4359.8	4712.73	4579.9	4918.94	4.4	5936.76	20.7				
		粗钢产量	万吨	4720.0	5220.8	5540.35									
		水泥 (PO42.5)	元/吨	361.3	373.1	361.9	362.1	412.0	13.8	431.0	19.0	425.0	13.9	413.2	
		水泥产量	亿吨	16.3	18.8	1.6	1.7	1.9	15.5	2.0	13.8	20.7	10.0	1.4	
		玻璃 (4mm)		81.3	92.7	92.0	90.9	85.1	-7.5	81.6	-10.3	84.3	-9.1		
		玻璃产量		56073.0	63137.0	5188.7	5389.6	6292.5	21.3	6607.1	22.6	72607.6	15.0		
	化工	纯苯	元/吨	5285.7	7194.8	7914.3		8180.0	3.4						
		乙烯	美元/吨	890.6	1069.3	1187.9		1343.2	13.1						
		ABS	元/吨	12186.8	16397.0	16052.4		18310.0	14.1						
		PP	美元/吨	1138.8	1388.6	1411.1		1720.8	21.9						
		LDPE	美元/吨	1191.8	1479.9	1473.4		1698.0	15.2						
		纯碱		1256.0	1640.0	1540		1762	14.4						华北市场价
		烧碱	元/吨	565.0	516.0	478		741	55.0						全国平均价
		PVC	元/吨	6508.0	7668.0	7464		7945	6.4						华南市场价
		DAP	元/吨	市场波动较大, 无有代表性数据	2627.0	2500		3150	26.0						六国化工价
		氯化钾	元/吨	市场波动较大, 无有代表性数据	2653.0	2631		2950	12.1						赤湾港俄红价
		尿素	元/吨	1690.0	1748.0	1640		1910	16.5						全国平均价
	轻工	涤纶短纤	元/吨	8647.6	11028.5	10564.4	10177.7	13908.5	31.7	12946.9	27.2				企业平均报价
		粘胶短纤	元/吨	15327.0	20656.0	20251.25	19383.8	24634.62	21.6	22238.5	14.7				
		铜版纸	万吨	500.0	550.0										
		白卡纸	万吨	1100.0	1197.0										
		VA	元/Kg	148.0	138.0										
		VC	元/Kg	94.0	58.0										
	工业品	汽车	重卡	辆	635739.0	1014996.0	115879.0	106206.0	-8.3			1030000.0	0.98		
			卡车	辆	2952283.0	3852270.0	403787.0	369636.0	-8.5			3770000.0	(2.1)		
			客车	辆	354008.0	442967.0	40511.0	40060.0	-1.1			500000.0	12.9		
			轿车	辆	7460582.0	9494464.0	759789.0	791379.0	4.2			855000.0	(91.0)		
		工程机械	挖掘机		7918.0	13894.0	21853.0	16318.0	26445.0	21.0		17500.0	25.0		

大类	行业	项目	单位	历史数据			当前趋势			全年预测			指标口径备注		
				2009 年 均值	2010 年 均值	2010 年 4 月	2010 年 5 月	2011 年 4 月	同比增 长 (%)	2011 年 5 月	同比增 长 (%)	2011 年预 测 (6 月)		增长 (%)	前 5 月 均值
消费品	家电	装载机		10462.0	18050.0	29530.0	22357.0	28685.0	-2.9			19833.3	9.9		
		推土机		714.0	1160.0	1599.0	1815.0	1618.0	1.2			1450.0	25.0		
		空调	万台	548.0	791.0	1029.0	1077.0	1339.0	30.1	暂无	暂无	932.8	17.9	36%	前 4 月平均
		冰箱	万台	471.0	577.0	708.0	614.0	810.0	14.4	暂无	暂无	640.8	11.1	14%	前 4 月平均
		洗衣机	万台	329.0	424.0	417.0	361.0	502.0	20.4	暂无	暂无	478.6	12.9	21%	前 4 月平均
		LCD 电视	万台	533.0	708.0	640.0	706.0	677.0	5.8	暂无	暂无	778.8	10.0	12%	前 4 月平均
房地产	房地产	房地产开发投资	亿元	3019.0	4022.0	3338		4494.2	34.6		未出数据				
		房地产新开工面积	万平	9615.0	13648.0	13398		16999.0	26.9		未出数据				
		房地产销售额	亿元	3666.0	4373.0	4448					未出数据				

资料来源：wind，国家统计局等，中信证券研究部预测

2、行业观点与推荐

行业名称	6 月行业焦点关注	6 月行业投资观点	6 月策略与推荐
银行	1、5 月最后几日信贷可能冲量，贷款增长平稳；2、资产重定价预计拉动 5 月净息差环比上升 3-5bp 左右；3、预计二季度上市银行贷款增长平稳，净息差波动走高，业绩有望环比增 5-10%，同比增长 33%-37%；4、据估计，新的资本充足率管理办法将主要影响风险资产权重系数。	二季度总体乐观，因为一是目前估值便宜，二是二季度银行业绩预计同比增速较高，虽然政策略有趋严，但不改变判断，维持行业“强于大市”评级，二季度息差环比提升，业绩增长无忧，估值优势明显。	浦发、农行、南京、民生
非银行金融	寿险：个险新单 5 月超预期；财险：综合成本率大幅下降、已赚保费收入大幅增长。证券：交易量和换手率创 09 年以来新低、佣金率出现短期企稳迹象；信托：房地产信托窗口指导预期之中。	保险行业中报有望大幅超预期（一是财险业迎来最好时光，预计利润增长大幅超预期；二是去年二季度基数低寿险恢复性增长），但估值创历史新低，继续看好保险；券商：考虑到佣金率短期企稳和经纪业务可能处于底部，建议开始配置低估值大型券商；信托：不必对房地产信托窗口指导过度悲观，对安信信托影响最小，继续看好。	保险>信托>券商；继续推荐太保、平安、安信信托，券商建议开始逢低配置海通
石油石化	12.5 规划利好的子行业及上市公司、中国石油集团增持上市公司股票。	仍然关注估值低、业绩确定的股票，12.5 规划利好的子行业可能有交易性机会。	可增加中国石油、中海油服配置。
煤炭	下游需求环比变化；电价调整及电荒趋势；旱灾对火电需求的影响；宏观政策预期变化。	煤价上涨、电价上调等基本因素有利于支撑煤炭股估值，但经济增长放缓预期、政策紧缩力度不减以及国际大宗商品价格走弱，也对估值造成负面影响。综合而言，我们认为板块仍将震荡上行，关注宏观政策预期变化。	建议短期关注业绩弹性好的动力煤企业，如兖州煤业、中国神华、山煤国际；长期继续看好国内焦煤/冶金煤价格前景，推荐业绩弹性高、“量”有高成长性及估值水平较低的公司，重点推荐冀中能源、昊华能源等。
有色金属	稀土价格持续走高，相关企业业绩较好，行业整合预期等支撑股价表现。工业金属基本面表现优于市场预期，价格超预期。中国夏季限电影响电解铝产量，支撑铝价。	经历前期下跌后，有色板块整体估值已经逐步进入合理区域。估值低业绩好的公司，以及行业基本面发生较大变化的公司，股价有望走高。	包钢稀土、宝钛股份，江西铜业，铜陵有色
电力公用	电力：逐步进入夏高峰，紧张局面或将加剧；环保：《火电厂大气污染物排放标准》有望出台。	电力：在紧张延续及投资不足的背景下，坚持火电处于周期起点的判断；水电关注来水情况；环保：关注大气治理板块及催化剂相对明确的个股机会。	电力：华能国际、国电电力、长江电力 环保：永清环保、碧水源、兴蓉投资

行业名称	6 月行业焦点关注	6 月行业投资观点	6 月策略与推荐
钢铁	下游需求；保障房进展；限电影响。	限电或影响行业供给；关注保障房进展和新的混凝土设计规范对建筑材的影响。	攀钢钒钛、八一钢铁、新兴铸管
建材	水泥：限电继续引导水泥价格上涨。	水泥行业基本面前仍然保持良好，进入 6 月份后行业将进入消费淡季，水泥价格有可能面临季节性回调压力；但拉闸限电以及协同效应会使得价格回调幅度低于预期；我们预计需求增速将在下半年出现放缓，目前需求最为明确的还是新疆地区。	继续逢低配置水泥股，重点推荐海螺水泥、青松建化、亚泰集团。
建筑	1、房地产投资是否将出现大幅减速；2、化学投资景气度是否能持续回升。	如果化学投资景气度持续提升，中国化学等化学工程公司还存在业绩预期上调的可能。	推荐受益于化学投资景气度持续提升的中国化学。推荐增长确定性高、估值偏低的装饰股亚厦股份、金螳螂。
轻工制造	包装与文娱轻工：原纸、塑料等原料价格走势；下游需求情况是否受经济下行影响 造纸：木浆等原料价格走势；纸种涨价情况；人民币升值情况。	包装与文娱轻工：强于大市，产能释放推动盈利快速增长； 造纸：中性，产能集中释放与原料成本双重压力抑制盈利能力，目前盈利水平回稳。	包装与文娱轻工：重点推荐估值便宜、成长确定的永新股份、股权激励出台、盈利快速增长的美盈森和星辉车模； 造纸：看好积极向上游延伸的纸业龙头，重点推荐太阳和晨鸣。
机械	5 月工程机械产品销量变化，铁路设备的招标是否能如期进行。	预计工程机械增速继续呈回落态势，行业销售将进入淡季。	维持工程机械和铁路设备“强于大市”评级，建议继续坚守低估值的行业龙头企业，重点公司包括三一重工，中联重科，中国北车和中国南车。
房地产	房价下降，土地流拍，政策平稳。	对产业的预期不断走稳，估值修复，蓝筹股占优势。	重点推荐蓝筹地产股，如金融街、保利地产、万科 A、招商地产。
汽车	产销量数据、日系车复产情况。	近期汽车行业基本面对平淡，但好于投资者的悲观预期；7、8 月以后需求有望随着旺季来临、日系车复产、补库存等因素环比明显提升；汽车股目前估值显著偏低，有望迎来估值修复；推荐三条投资主线，一是优势公司估值修复带来的投资机会，二是市场地位快速提升、增长空间较大的优势零部件企业，三是销量、盈利稳健增长的商用车企业。	上海汽车、悦达投资、华域汽车
家电	夏季气温、保障房推进力度、节能惠民补贴取消后空调销售情况、经销商的库存、海外需求状况。	4 月份白电的增长更具代表性，我们预计主要产品增速可延续至 5 月和 6 月，鉴于目前较合理的估值水平，维持行“强于大市”的投资评级。需要提醒的是，前期家电板块表现较为强势，投资者可能还有进一步调仓的可能，空调节能惠民政策 6 月 1 日退出、对未来家电下乡和以旧换新的退出预期和对销量下半年增速下滑的担心可能成为调仓的理由。我们认为国内家电销量的快速增长主要由内生性需求拉动，政策退出可能会短期扰动市场，但时间有限，今年销量增速前高后低在我们的预料之中（也应在市场研究的预料之中），该因素我们已经考虑在重点覆盖公司的盈利预测中，无须过分担忧。	个股选择主要从行业增长和公司增长两方面衡量。行业方面，空调快速增长，洗衣机增长较快，冰箱和电视缓慢。公司方面，小天鹅和美的电器增长较快，4 月销量增速达 50% 以上，预计营销旺季来临渠道整合的效益将得以发挥，持续超越行业的表现值得期待，目前美的电器和小天鹅估值分别为 15x 和 16x，较为合理，本月重点推荐；空调的龙头公司格力电器依然深具基本面和估值的吸引力；估值接近历史底部（13x）的青岛海尔销量增长同步行业，接近年中治理改善有望进展。小家电上市公司基本面稳定，前期表现低迷，过往 5 年在 6 月份的市场表现较好，可予以关注。
农林牧渔	畜禽价格处于上升通道。	本月，我们继续看好养殖、种子、饲料板块。种业扶持政策进一步明确；生猪养殖龙头企业的规模加速扩大，且行业毛利率已经进入长期上升的通道。此外，养殖、饲料行业正处于上升周期。	我们继续看好业绩增长有保障的种子板块，以及受益于全年景气高位的畜禽养殖、饲料等板块。6 月份重点推荐的投资组合：隆平高科、雏鹰农牧、圣农发展、登海种业、新希望、海大集团、华英农业、大北农等。
食品饮料	经销商备货的进展程度。	行业下半年预期强烈，估值相对仍处低位，继续看好茅台、五粮液和泸州老窖的持续性行情。	茅台、五粮液和泸州老窖
商业零售	通胀回落及经济增速放缓有可能影响下半年行业增速；内贸十二五规划出台；个税起征点草案通过与否。	上半年行业增速应当无忧，半年报行情值得期待。但下半年若经济增速继续放缓以及通胀回落，则三四季度的行情变得复杂。建议首选低估值、高成长或有事件刺激的公司。	首选低估值、高成长或有事件刺激的公司，重点推荐海宁皮城、新华百货、欧亚集团、合百、苏宁等。

行业名称	6 月行业焦点关注	6 月行业投资观点	6 月策略与推荐
餐饮旅游	近期由于市场系统性风险释放，旅游行业因其估值溢价较高调整幅度较大，自 2011 年 4 月 25 日高点下调幅度已超过 16%（中信餐饮旅游指数）。按照中信证券研究部业绩预测，重点公司估值已由前期 2011 年 37 倍下调至目前约 30 倍，我们认为已处于估值阶段性底部区域。	旅游行业目前已处于估值阶段性底部，但短期行业缺乏明确催化剂，加上 6 月是旺季中的平季，因此，我们认为行业 6 月可能在目前估值基础上维持震荡整理，待暑期旺季来临逐步进入上升通道。而行业低估值盘整过程中往往是介入旅游股的良好时机，建议积极关注。	估值调整过程中板块性机会重于个股，首选低估值、存在事件预期品种。重点推荐：中青旅、峨眉山、丽江旅游、锦江股份、中国国旅、黄山旅游等。
医药	可能出台政策：（1）医疗机构抗菌药物管理办法（2）生物医药产业“十二五”规划。	医药行业估值略低于历史平均水平，年初以来跌幅较大，预期短期下跌空间不大，产业政策如果如期出台，有望提振市场情绪	建议暂时规避抗生素销售额占比过高的公司。关注估值较低和研发型企业；推荐公司：莱美药业、翰宇药业，千山药机，长春高新。
纺织服装	2011 年中报业绩、品牌服饰公司 2012 年春夏订货、棉价走势、加工制造公司订单量和价变化。	品牌服饰板块：预期品牌服饰类公司 2011 年中期业绩将再现靓丽增长，平均净利润增幅将超 50%。判断 2011 下半年即使存在产品提价压力，终端销售增速仍将较为稳定。目前行业终端销售理想，2012 年上半年订货增长预期乐观，而近期回落的棉价亦进一步改善 2012 全年预期。加工制造板块：棉纺类加工制造公司 Q3 订单呈现压力，原因在于：棉价上涨过程中，下游下单积极；而棉价下跌过程中，下游下单谨慎，此趋势与我们之前判断相符。预计 2011 棉花年度全球棉花产量增幅将大于消费量增长“库存消费比”将上升至 40% 以上。另外，部分“囤积惜售”的隐性供给也将增加棉花供给，棉花价格下降压力加大。若此趋势持续，加工制造公司产品价格将步入下降通道，企业收入和利润存在缩水风险。	建议关注中报业绩超预期标的：1、首推男装板块（七匹狼、报喜鸟、希努尔），中报平均业绩预期增幅 40% 以上，2011 年 PE 仅为 23 倍；2、家纺龙头“罗莱家纺”，预计中报业绩增速约为 70%，位居家纺板块最高；3、高成长的“探路者、搜于特”，预计中报业绩增长最为靓丽。
电子元器件	1、电子各子行业 6 月中下旬收入是否回升（关注台湾电子月营收数据）；2、新平台与新产品发布。	维持“中性”的行业评级。整体行业的催化剂缺乏，但估值已经回到相对合理点位，建议积极关注上半年盈利风险较低的子板块，如电子连接器族群。	立讯精密、得润电子、锦富新材
通信	联通 5 月用户数（6 月 20 号左右出三大运营商用户数）；6 月 23 左右工信部公布 1-5 月电信投资增长数据，以及各大运营商招标进展。	设备业：一季度板块内中小股票业绩多低于预期，主要原因在于行业投资尚未在上市公司中得到明确反映，随着运营商招标陆续启动，预期 6 月行业投资将有明显增长，全年投资将有两位数增长，设备板块逐步进入择优布局时期；运营业：移动互联网发展加速，数据消费习惯正在形成，行业正处于加速转型期，最能适应移动互联网发展需求的运营商将最为受益。	推荐受益于行业变革的中国联通；配置低估值龙头设备商中兴通讯，光通信领域中的烽火通信可逐步增配，业绩型公司可配置大富科技、三维通信等。
传媒	文化部十二五规划，三网融合试点城市方案推进。	维持全年传媒行业前低后高走势，逻辑：随着传媒文化政策不断走向具体，传媒文化十二五发展为国家支柱产业路径，就更加清晰可见。6 月应该是可以逢低建仓时间窗口。	坚持把握三条线：细分子行龙头：华谊兄弟（300027）、蓝色光标（300058）、乐视网（300104）；文化体制改革与重组：电广传媒（000917）、广电信息（600637）；三网融合与低估：天威视讯（002238）、中文传媒（600373）、华策影视（300133）、博瑞传播（600880）、北巴传媒。
计算机	6 月 16-19 日大连第 9 届中国软交会，主题为绿色 IT 智能。	升级转型对软件行业需求增长明确，我们判断行业中报整体平稳增长，受宏观影响较小，防御性较强。	当前行业估值处于 09 年 8 月以来的底部，进一步下跌空间相对有限，但个股将分化，策略为精选成长确定的低估值个股。一类是行业内部分低估值的龙头公司，如航天信息、东华软件等；另一类是已经调整到位的高成长类个股，如恒泰艾普、立思辰和东软载波。
公路铁路	铁路管理干部工作会议	公路鉴于二级收费权有逐渐取消态势，我们看空公路。铁路由于改革化进程加快，提升铁路股估值。	广深铁路、铁龙物流
航空机场		航空客座率和票价预期仍维持高位。	南方航空、上海机场
航运		5 月 20 号后出口下滑，我们仍谨慎对航运股，相对看好煤炭运输的公司。	中海发展
港口	6 月 10 号港口数据	5 月份 20 号进出口数据双双下滑，我们判断需要有宏观上的催化剂才能使得板块上涨。	天津港、盐田港、唐山港

资料来源：中信证券研究部

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

特别声明

本期涉及股票中信银行（代码：601998）是中信证券股份有限公司第一大股东中信集团的控股子公司，与中信证券股份有限公司存在关联关系。本期研究报告系公司研究员根据中信银行公开信息所做的独立判断。

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2011 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。	股票投资评级	买入 相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；		增持 相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
		持有 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
		卖出 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市 相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；		中性 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上

北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址：北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号中信 证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号中信大 厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区送发研究报告而做的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company (“CITIC Securities”, regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to “major U.S. institutional investors” as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。