

行业比较

2011 年 7 月 4 日

寻找较大概率环比改善

——2011 年三季度行业比较

核心结论:

三季度经济增长的亮点是保障房、水利、电力、电信等政策驱动的投资望加速，以弥补上半年“欠账”，通胀结构上CPI小幅回落，PPI小幅回升，中游行业盈利望逐渐改善，下游优势渐去。配置方向：1) 受益于政策驱动相关投资加速，基本面环比改善的行业，如**水泥、电网设备、通信设备**；2) 基本面已经很差且估值低的早周期行业，基本面望环比改善，如**汽车、地产**及景气仍较高的**空调**。

重要假设:

- 1) 三季度CPI小幅回落，GDP平稳；
- 2) 货币政策平稳，保障房、水利、电力、电信等投资加速。

主要逻辑:

行业比较框架:选择基本面向好且市场还未完全反映的行业，具体为：宏观面找驱动、产业链看景气、价格链观盈利、市场面测热度四大步骤。

宏观面找驱动: 1) 三季度经济增长的变化是：消费增速略回落、出口增速小幅回升、投资增速小幅回落。亮点在于保障房、水利、电力、电信等政策驱动的投资望加速，以弥补上半年“欠账”。2) 通胀结构的变化是：CPI小幅回落，PPI小幅回升，中游行业盈利望逐渐改善，下游优势渐去。

产业链看景气: 1) 投资链看好水泥、电网设备、通信设备。它们受益于保障房、水利、电力和电信投资，有色、煤炭、钢铁等受制于宏观和行业因素。2) 消费链中汽车、地产、空调较优。经济启稳下基本面已经很差的汽车、地产景气望率先回升，旺季空调销售高速。3) 出口链中等待电子景气回升。纺织服装景气高但三季度面临毛利回落压力，电子望随着日本电子产业链恢复景气回升，航运景气仍低迷。

价格链观盈利: 1) IEA抑油价将限制石油链行业表现。油价涨幅受限使化工品涨价动力不足，毛利将收窄。2) 农产品链中养殖、维生素较优。粮价、棉价上涨动力不足，农业、化纤缺乏刺激，旺季的白酒相对较优。肉禽有涨价动力，但存栏改善和高猪粮比限制涨价空间。3) 金融链缺乏亮点，盈利稳定的银行较优。银行盈利稳定，保险受困保费增速低迷，造纸有低成本压力，航空需观察高铁分流影响。

市场面测热度: 1) 市场热度偏高：有色、化学原料、化学制品、化工新材料、农业、食品加工、白酒、生物制品、化学制品、电子元器件。2) 偏低：银行、汽车、房地产、航空、航运、高速公路、电气设备、电力、保险、传媒、石化、餐饮旅游。

风险提示:

- 1) CPI、GDP快速回落，货币政策放松，转向有色、煤炭、券商等高贝塔行业；
- 2) CPI三季度创新高，货币政策更紧，投资项目推后，转向基本消费股防御。

相关研究

《行业比较数据月报：2011 年 5 月》1105011

《PPI 价差监测毛利率：中上游恶化，下游相对较优》110527

《行业比较数据月报：2011 年 6 月》110602

《PMI 指标监测景气：消费品较优，设备制造最弱》110610

《PPI 价差监测毛利率：下游占优但弱化，中游不佳但改善》110615

《行业比较数据月报：2011 年 6 月》110620

《行业比较数据月报：2011 年 7 月》110701

策略高级分析师

荀玉根

SAC 执业证书编号：

S0850511040006

电话：(021) 23219658

Email: xyg6052@htsec.com

目录

1. 研究体系和框架.....	6
2. 宏观面找驱动.....	8
2.1 经济增长“马车”快慢.....	8
2.2 通胀结构变化.....	9
3. 产业链看景气.....	10
3.1 投资链.....	10
3.2 消费链.....	15
3.3 出口链.....	18
4. 价格链看盈利.....	21
4.1 石油链.....	21
4.2 农产品链.....	23
4.3 金融链.....	27
5. 市场面测热度.....	30
6. 结 论.....	35
附录. 行业比较产品系列.....	36

图目录

图 1 行业比较框架体系	7
图 2 经济增长驱动力变化	8
图 3 通胀结构变化	8
图 4 一致预期三季度出口增速略	8
图 5 一致预期三季度消费增速略回落	8
图 6 固定资产投资结构	9
图 7 政策主导的投资望加速	9
图 8 一致预期三季度 CPI 回落、PPI 略升	10
图 9 从大宗商品看 PPIRM 三季度望平稳	10
图 10 上游资源毛利已略收窄	10
图 11 中游原料毛利见底略回升	10
图 12 中游工业品毛利回落走平	10
图 13 下游消费品毛利或回落	10
图 14 投资链结构图	11
图 15 水泥需求增长受益于保障房项目推进	12
图 16 水泥需求增长受益于水利项目推进	12
图 17 供需偏紧水泥维持高价	12
图 18 行业集中度高支持水泥高毛利	12
图 19 工程机械二季度或体现成本压力	12
图 20 工程机械销量增速仍在下滑	12
图 21 电力投资下半年望加速	13
图 22 众多项目今年上半年增速下滑	13
图 23 有色依赖货币环境	14
图 24 金属价格受美元影响	14
图 25 煤炭股同样依赖货币环境	14

图 26	煤价上涨预期刺激煤炭股	14
图 27	对比油价，煤价上涨动力不足	14
图 28	煤炭的库存已经有所消化，但股价还未反映	14
图 29	钢价有压力	15
图 30	钢铁贸易商去库存或带来钢价压力	15
图 31	消费链结构图	15
图 32	销售增速影响地产相对估值	16
图 33	商品房销售同比三季度望反弹	16
图 34	二季度末地产库存或达前期高点	16
图 35	房价涨幅回落使调控压力舒缓	16
图 36	汽车销量影响汽车相对收益	17
图 37	汽车是早周期行业	17
图 38	汽车 PMI 已经回升	17
图 39	汽车销量增速三季度可能反弹	17
图 40	空调国内销量保持高速增长	18
图 41	空调出口增速虽有所回落但旺季来临望回升	18
图 42	零售防御特征强	18
图 43	通胀后期零售收入增长难加速	18
图 44	医药防御特征强	18
图 45	药品降价压制估值	18
图 46	出口链结构图	19
图 47	纺织服装非防御板块	20
图 48	纺织服装出口增速较高	20
图 49	高成本下二季度毛利有回落压力	20
图 50	棉价价格仍在较高水平	20
图 51	电子出口增速持续回落	20
图 52	半导体指销售已经持续回落，有望反弹	20
图 53	BDI 依旧低迷	21
图 54	集装箱运价指数回落	21
图 55	石油链结构图	21

图 56	高油价给美国带来通胀压力	22
图 57	高油价挤压美国消费	22
图 58	油价上涨或有所抑制	22
图 59	美国是 OECD 国家中最大的原油消费国	22
图 60	纯碱价格滞后油价	23
图 61	油价回落会带动纯碱毛利回落	23
图 62	PVC 价格上涨将受制于油价涨幅	23
图 63	油价回落会带动氯碱毛利回落	23
图 64	相比石油，玉米价格没优势	23
图 65	玉米、大豆价格已经累积较大涨幅	23
图 66	农产品链结构图	24
图 67	粮价上涨动力减弱	25
图 68	全球粮食库存消费比趋稳	25
图 69	农业股相对收益与农产品价格相关	25
图 70	白酒相对收益与粮食价格相关	25
图 71	粮价上涨演变到肉价上涨	26
图 72	生猪存栏量已有所回升	26
图 73	猪肉价格已涨 1 年多	26
图 74	肉禽涨价推动维生素涨价	26
图 75	化纤板块相对收益与化纤价格相关	26
图 76	化纤毛利率回落	26
图 77	棉花供需改善	27
图 78	棉价回落带动化纤价格回落	27
图 79	金融链结构图	27
图 80	加息、通胀周期	28
图 81	人民币升值预期下降	28
图 82	加息周期下股份行利息差扩大	28
图 83	加息周期下国有行利息差较高	28
图 84	加息周期债券收益率上升	28
图 85	保费增速仍较低迷	28

图 86 造纸毛利率下滑	29
图 87 造纸股相对收益与人民币升值幅度相关	29
图 88 客运、货运增速较低	29
图 89 航空股相对收益与人民币升值幅度相关	29
图 90 市值 - 盈利对比 1.....	34
图 91 市值 - 盈利对比 2.....	34

表目录

表 1 各类项目投资进程.....	9
表 2 各行业 PE 比较	31
表 3 各行业 PB 比较	32
表 4 各行业季度涨跌幅比较.....	33

三季度经济增长的亮点是保障房、水利、电力、电信等政策驱动的投资望加速，以弥补上半年“欠账”，通胀结构上 CPI 小幅回落，PPI 小幅回升，中游行业盈利望逐渐改善，下游优势渐去。配置方向：1) 受益于政策驱动相关投资加速，基本面环比改善的行业，如水泥、电网设备、通信设备；2) 基本面已经很差且估值低的早周期行业，基本面望环比改善，如汽车、地产及景气仍较高的空调。

宏观面找驱动：1) 三季度经济增长的变化是：消费增速略回落、出口增速小幅回升、投资增速小幅回落。亮点在于保障房、水利、电力、电信等政策驱动的投资望加速，以弥补上半年“欠账”。2) 通胀结构的变化是：CPI 小幅回落，PPI 小幅回升，中游行业盈利望逐渐改善，下游优势渐去。

产业链看景气：1) 投资链看好水泥、电网设备、通信设备。它们受益于保障房、水利、电力和电信投资，有色、煤炭、钢铁等受制于宏观和行业因素。2) 消费链中汽车、地产、空调较优。经济启稳下基本面已经很差的汽车、地产景气望率先回升，旺季空调销售高速。3) 出口链中等待电子景气回升。纺织服装景气高但三季度面临毛利回落压力，电子望随着日本电子产业链恢复景气回升，航运景气仍低迷。

价格链观盈利：1) IEA 抑油价将限制石油链行业表现。油价涨幅受限使化工品涨价动力不足，毛利将收窄。2) 农产品链中养殖、维生素较优。粮价、棉价上涨动力不足，农业、化纤缺乏刺激，旺季的白酒相对较优。肉禽有涨价动力，但存栏改善和高猪粮比限制涨价空间。3) 金融链缺乏亮点，盈利稳定的银行较优。银行盈利稳定，保险受困保费增速低迷，造纸有低成本压力，航空需观察高铁分流影响。

市场面测热度：1) 市场热度偏高：有色、化学原料、化学制品、化工新材料、农业、食品加工、白酒、生物制品、化学制品、电子元器件。2) 偏低：银行、汽车、房地产、航空、航运、高速公路、电气设备、电力、保险、传媒、石化、餐饮旅游。

1. 研究体系和框架

行业比较分析力争选择基本面向好且市场还未完全反映的行业，我们的框架体系是：宏观面找驱动、产业链看景气、价格链观盈利、市场面测热度。（每季度初出“行业比较季度策略报告”）

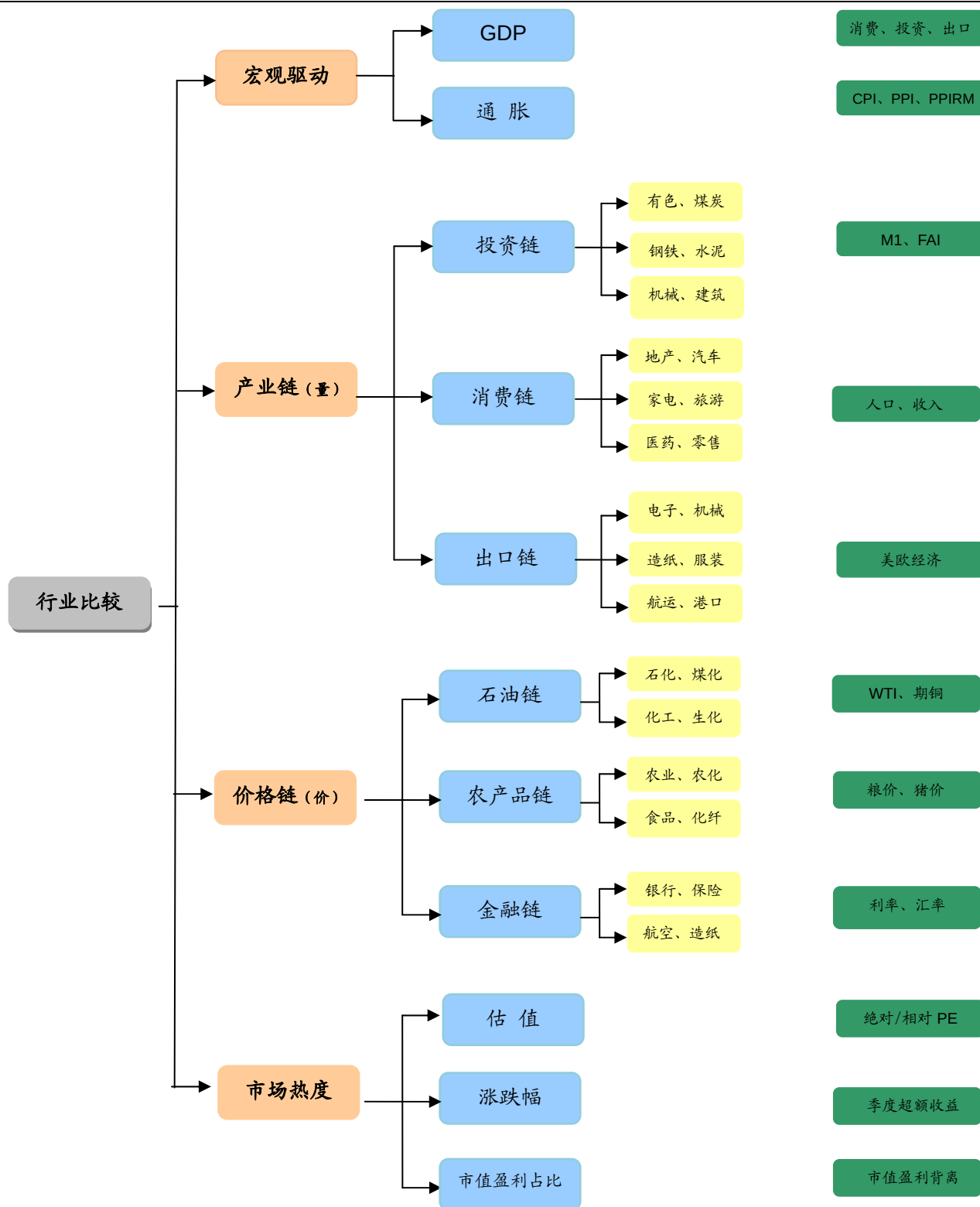
第一，宏观面分析为辨别投资大方向和大逻辑。着重关注经济增长驱动力和通胀结构的变化，二者反映到中观层面对应行业的景气和盈利，即我们所分析的产业链和价格链。

第二，产业链分析重点是根据宏观因素和上下游供需变化判断行业景气的变化。对接宏观经济，将 A 股行业纳入消费、投资、出口三大产业链条，分别梳理投资逻辑并对接相关宏观、上下游行业指标，建立各行业景气变化的监测指标体系。（月度跟踪分析见“PMI 监测景气”系列报告及“行业比较数据月报”）

第三，价格链分析立足于成本价格传导关系监测价格因素变化对行业毛利的影响。对接物价因素，从石油链、农产品链、金融链三条价格链出发，分析各种要素价格变化对相关行业盈利的影响。（月度跟踪分析见“PPI 价差监测毛利”系列报告及“行业比较数据月报”）

第四，市场面分析反观各行业市场表现是否已反映基本面向好趋势。市场面分析是基本面分析的重要辅助，从绝对/相对估值、涨跌幅偏离、市值盈利对比等维度检测行业市场热度是否已较高。

图 1 行业比较框架体系

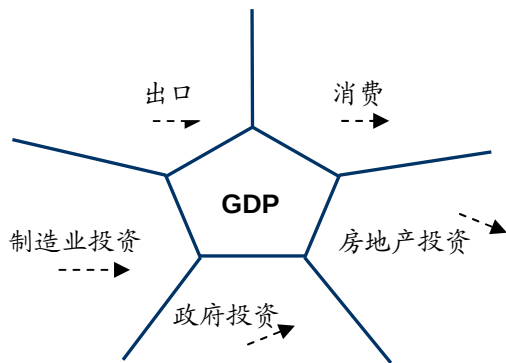


资料来源：海通证券研究所

2. 宏观面找驱动

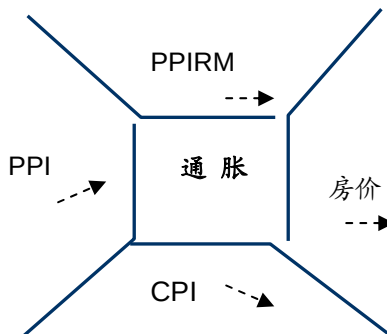
三季度相关宏观经济指标变化，我们参考 Wind 统计的券商一致预期。数据显示，经济增长驱动力的变化是：消费增速略回落、出口增速小幅回升、投资增速小幅回落；通胀结构的变化是：CPI 小幅回落，PPI 小幅回升。

图 2 经济增长驱动力变化



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 3 通胀结构变化

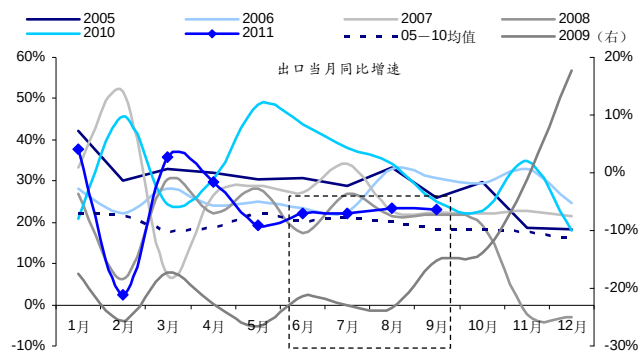


资料来源：Wind，海通证券研究所

2.1 经济增长“马车”快慢

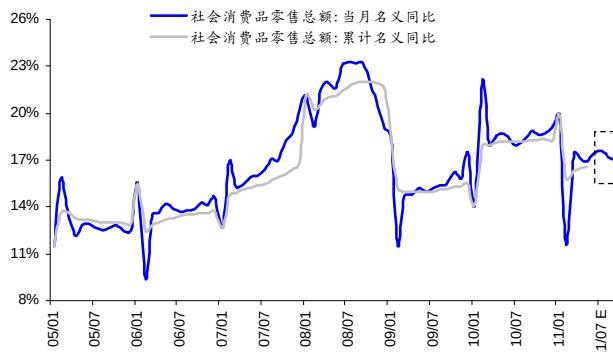
消费增速略回落、出口增速小幅回升。今年以来消费增速一直较平稳，一致预期该数据 7 月反弹至 17.6% 后 9 月回落至 17%。出口方面，随着美欧经济逐渐复苏，一致预期增速由 5 月的 22% 小幅反弹至 8、9 月的 23%。

图 4 一致预期三季度出口增速略



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 5 一致预期三季度消费增速略回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

亮点在政策支持的投资领域。虽然，投资增速三季度回落概率大，但内在结构上，我们判断商品房、制造业投资增速面临下滑，政策驱动的保障房、水利等基础设施投资增速回升。

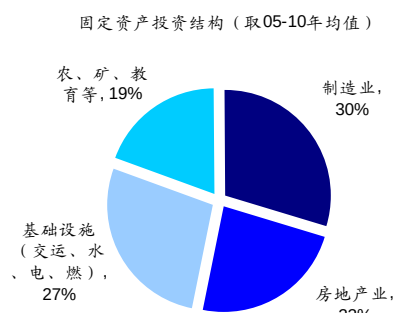
今年上半年在高通胀的背景下，很多投资项目的开工和实施进程都较缓慢，我们统计了保障房、水利、电力、电信、铁路的今年投资计划和当前的完成进度。其中，保障房建设截至 5 月底仅开工 34%，而住建部要求 11 月前全部开工。除了铁路有特殊的原因外，其他项目同样是“欠账很多”，三季度随着通胀回落，我们认为这些项目望加速推进。

表 1 各类项目投资进程

项目名称	2011 年计划投资额 (亿元)	来源	投资完成情况 (亿元)	完成比例
铁路	7455	铁道部	2199.9 (1-5 月)	29.5%
水利	4000	中央一号文件	725 (1-4 月)	18.1%
电源	4000	中电联	607 (1-3 月)	15.2%
电网	3500	中电联	955 (1-5 月)	27.3%
电信	4000	工信部	596.6 (1-4 月)	14.9%
保障房	13000	住建部	N.A.	34% (截至 5 月底开工率)

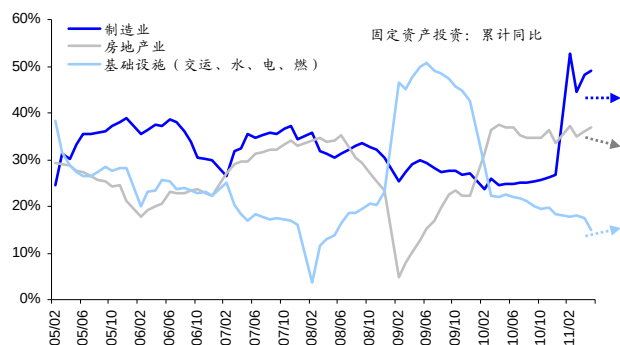
资料来源：各部委，海通证券研究所

图 6 固定资产投资结构



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 7 政策主导的投资望加速



资料来源：Wind，海通证券研究所

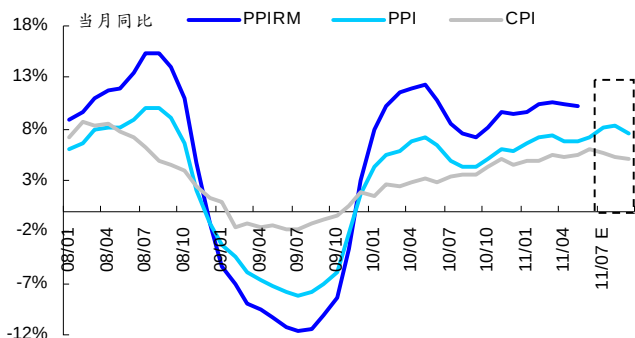
2.2 通胀结构变化

根据 Wind 统计市场一致预期，三季度通胀结构的变化是：CPI 小幅回落，PPI 小幅回升。对于上游价格 PPIRM，我们根据 CRB 指数领先 PPIRM 指数 3 个月的规律来看，三季度 PPIRM 望平稳略上升。

从分别表示上中下游的价格指数看，5 月份 PPIRM 同比增速明显回落、PPI 走平、CPI 继续加速，表明下游产品的涨价动能仍较足、中游价格止稳，在上游价格回落明显的背景下，利润在行业间分配更偏向中下游。（见《PPI 价差监测毛利率：下游占优但弱化，中游不佳但改善》110615）

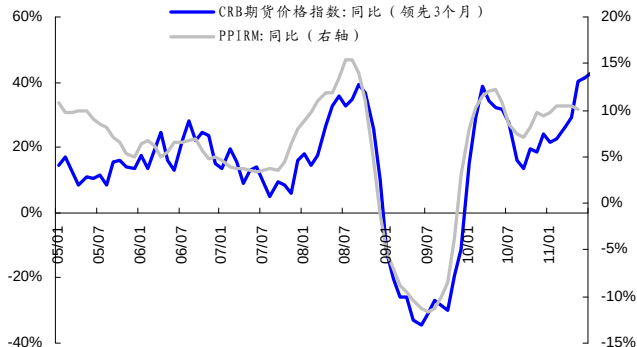
我们根据上中下游价格差去判断行业的毛利率变化（见《PPI 跟踪价差系列报告》），三季度价格指数望呈现：上游价格平稳、中游价格回升、下游价格回落，由此可见，中游行业毛利望在二季度回落后回升，而下游的毛利可能回落。

图 8 一致预期三季度 CPI 回落、PPI 略升



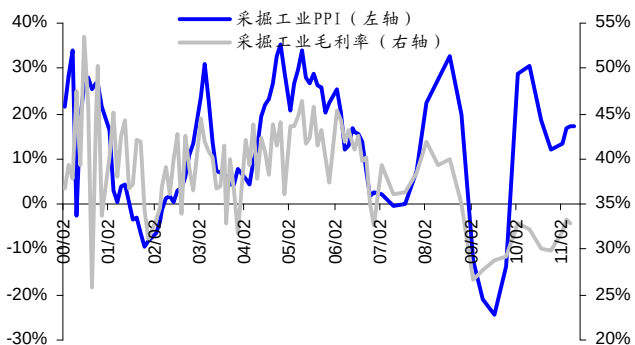
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 9 从大宗商品看 PPIRM 三季度望平稳



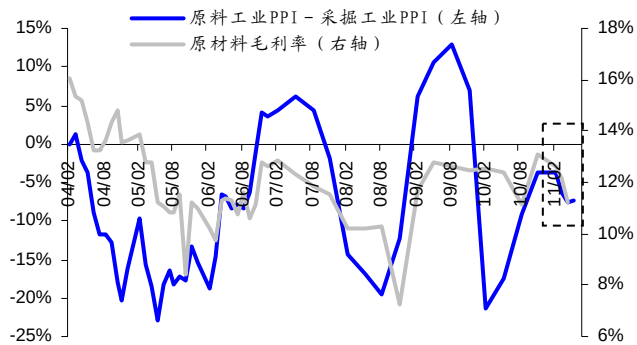
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 10 上游资源毛利已略收窄



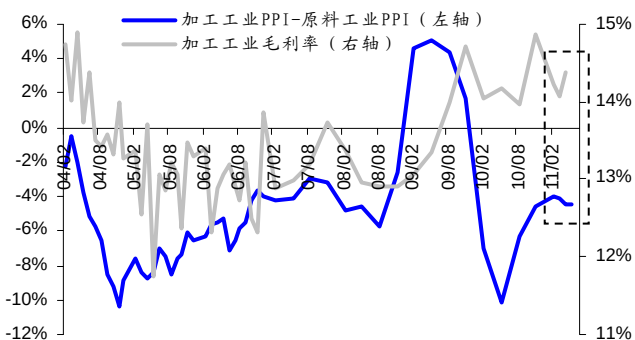
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 11 中游原料毛利见底略回升



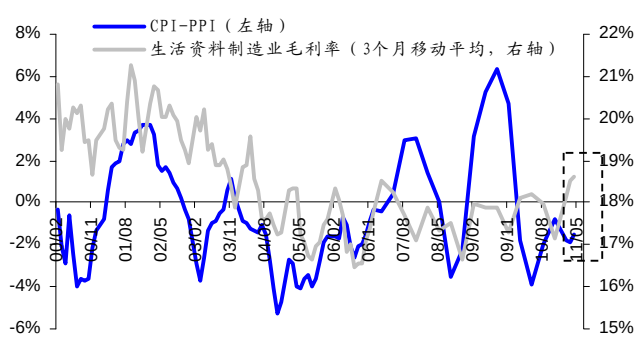
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 12 中游工业品毛利回落走平



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 13 下游消费品毛利或回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

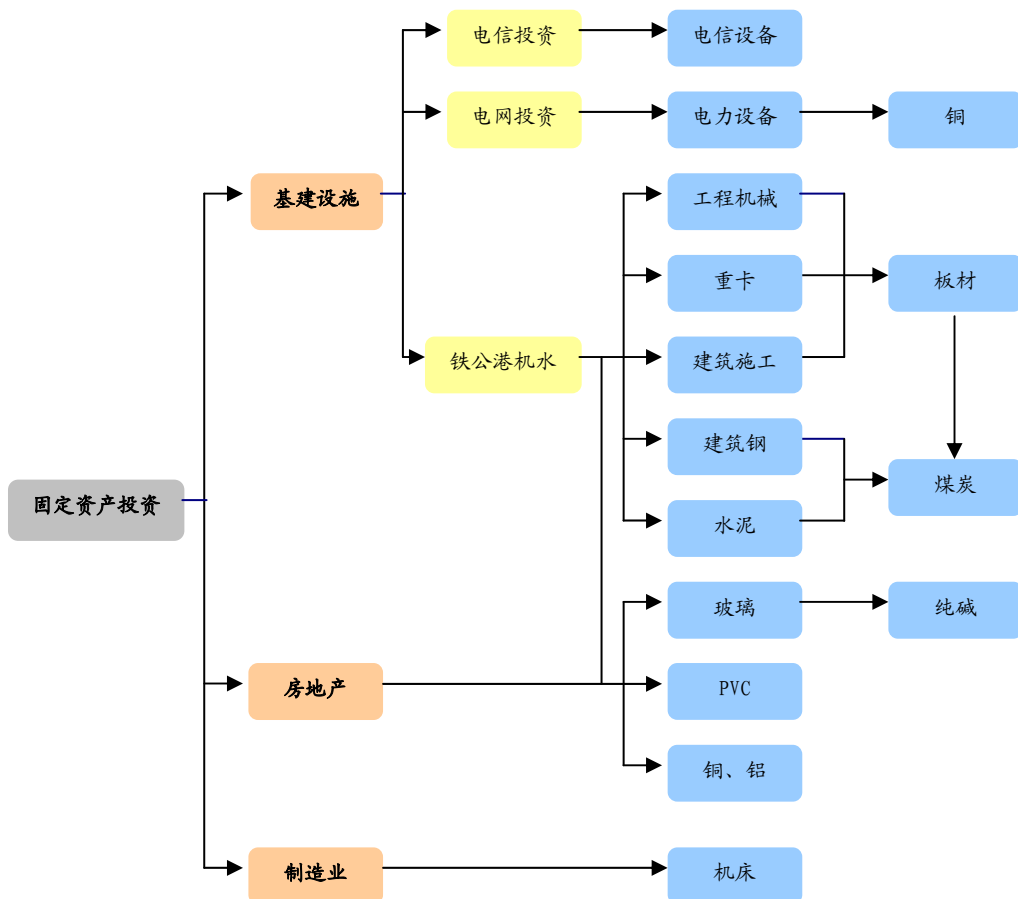
3. 产业链看景气

3.1 投资链

投资链中看好水泥、电网设备、通信设备。三季度固定资产投资增速大概率回落，尤其是制造业投资和商品房投资增速，而政策支持的保障房、水利、电力、电信投资有望加速。投资链中，我们选择受益于保障房和水利投资的水泥，工程机械次之，受益于电力投资的电网设备，受益于电信投资的通信设备，有色、煤炭、钢铁等强周期行业受制于宏观

和行业因素，其中动力煤相对较优。

图 14 投资链结构图



资料来源：海通证券研究所

看好保障房、水利投资：水泥

保障房开工望迎高峰。保障房 5 月底开工 340 万平方米，开工率 34%，根据住建部要求各地必须在 11 月末以前全部开工，其中，主体结构完工占到 1/3 以上。由此推算，三季度将是保障房大规模集中开工与建设的高峰期。6 月 30 日北京市保障性住房建设投资中心正式成立，立足于解决保障性住房的投融资难题，这显示市场担忧的资金问题也在积极解决。

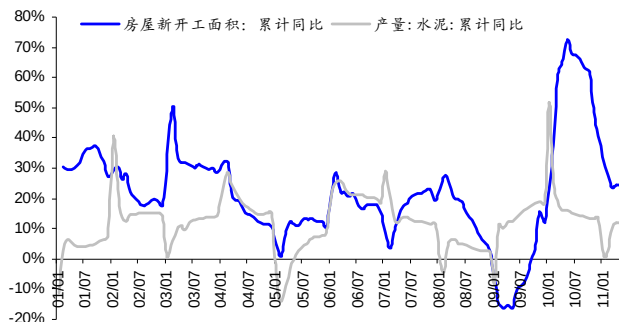
水利建设投资望加速。2010 年下半年来通胀快速上升，农产品供给是一个重要的原因，而扩大农产品生产的措施主要是保护耕地、种业开发、推广农机、水利建设。前两者是农业政策一贯的措施，而经过 2010 年频繁灾害，在劳动力成本上升背景下，后两者在政策方面更值得期待。水利工程今年计划 4000 亿，1-4 月投资 725 亿元，仅完成 18.1%。三季度开始水利建设望加速。

水泥最为受益。受益于保障房建设和水利建设，水泥需求扩张，同时供给端受限。“十二五规划”显示 2015 年末水泥产量为 21 亿吨，这预示未来五年不新增产能，随着行业集中度的不断提升，水泥行业的毛利率相比其他制造业较高。

工程机械受益次之。工程机械虽然需求端受益于保障房建设，但一方面 4 万亿政策

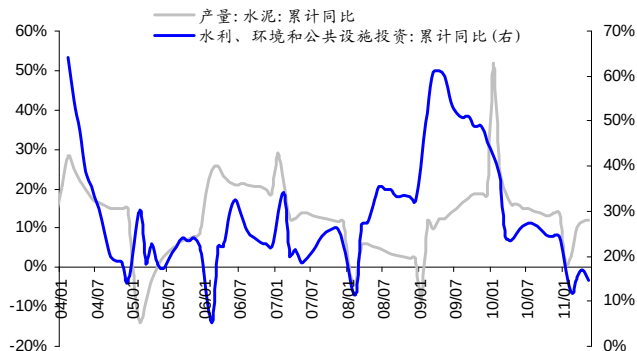
刺激接近尾声，整个基础设施投资增速依旧处于下降通道中，另一方面受2季度钢价上涨影响，三季度成本端仍存在压力。4-5月工程机械销量增速已经明显回落，我们行业分析师预计，工程机械销售量增速3季度仍低迷，随着保障房建设拉动效应体现，4季度才开始回升。

图 15 水泥需求增长受益于保障房项目推进



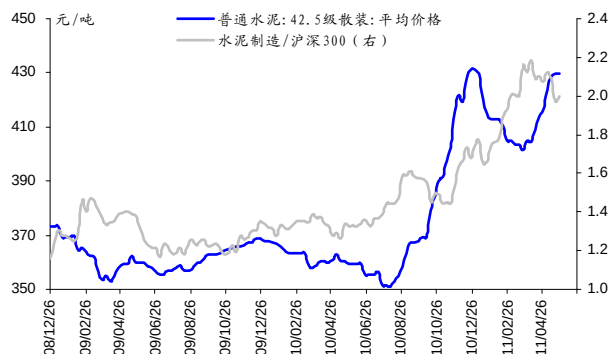
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 16 水泥需求增长受益于水利项目推进



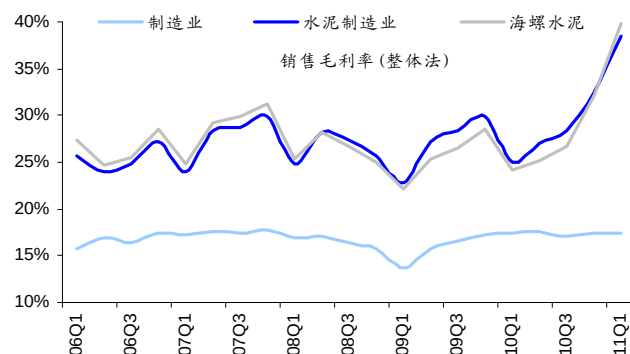
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 17 供需偏紧水泥维持高价



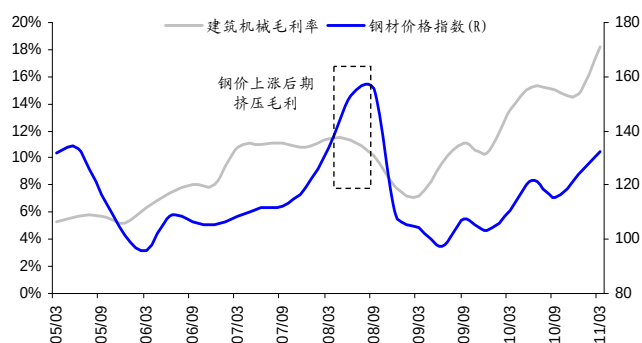
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 18 行业集中度高支持水泥高毛利



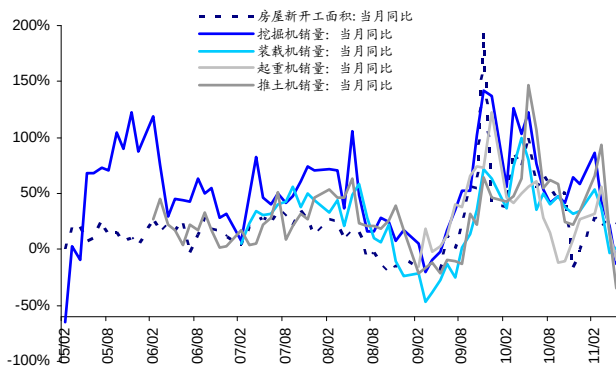
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 19 工程机械二季度或体现成本压力



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 20 工程机械销量增速仍在下滑



资料来源：Wind，海通证券研究所

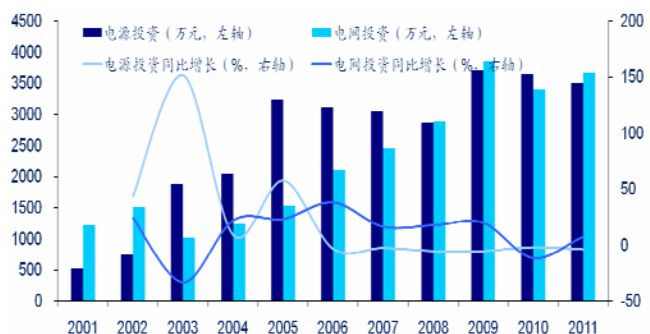
看好设备投资：电网设备、通信设备

除了保障房外，与政策相关度高的电力、电信投资三季度开始同样有望加速。

电网设备受益于电网投资加速。根据中电联年初披露，2011 年电源投资计划 4000 亿，1-3 月仅投资 607 亿，完成 15.2%，电网投资计划 3500 亿，1-5 月仅投资 955 亿，完成 27.3%。今年 3 月以来“缺电”是资本市场一个热门话题，细而观之，缺电是结构性的，华北、华东、华中缺电，而东北、西北电力过剩，南方供需平横。预期三季度开始，电力投资加速，尤其是特高压和智能电网建设，解决区域电力短缺问题。

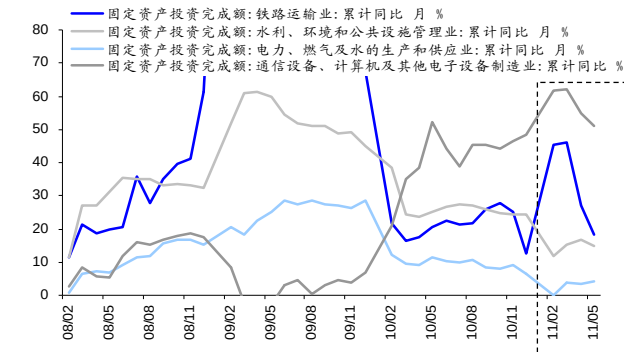
通信设备受益于电信投资加速。工信部“十二五规划”投资 2 万亿，按均值算，2011 年投资计划 4000 亿，1-4 月投资 596.6 亿，仅完成 14.9%。三季度后电信投资望加速，尤其是光纤宽带接入投资。我们行研预测光纤宽带接入投资未来 3-5 年呈现不断增长态势，随着接入逐级渗透，设备需求呈指数级增长。

图 21 电力投资下半年望加速



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 22 众多项目今年上半年增速下滑



资料来源：Wind，海通证券研究所

有色、煤炭、钢铁：缺乏有利的宏观和行业因素支撑

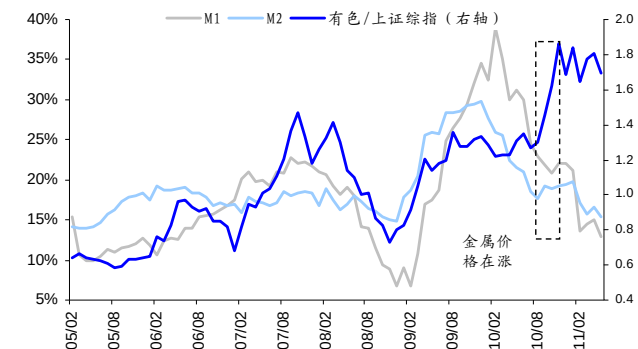
传统的强周期行业如有色、煤炭、钢铁，在三季度仍存在一些困境，相比而言，集中度高、需求旺季的动力煤更优。

第一，从流动性看，货币政策大幅转向的概率小。虽然 CPI 下半年回落概率大，但今年通胀形势整体严峻，温家宝总理 6 月 26 日在伦敦接受采访时也称 4% 的目标有困难，因此货币政策难以大幅转向。高贝塔的周期股，尤其是有色、煤炭取得较好相对受益需要这个货币背景。

第二，从宏观经济看，三季度还需确认经济企稳。虽然我们判断经济二季度为全年谷底，环比最低、同比最低且与三季度持平，但经济增速总体平稳，并非明显加速，虽然保障房、水利、通信设备、电网设备等政策驱动的投资加速，但固定资产投资增速整体回落，强周期行业的需求端仍较弱。且三季度通胀仍在较高的水平，市场对经济是否企稳仍需不断确认。

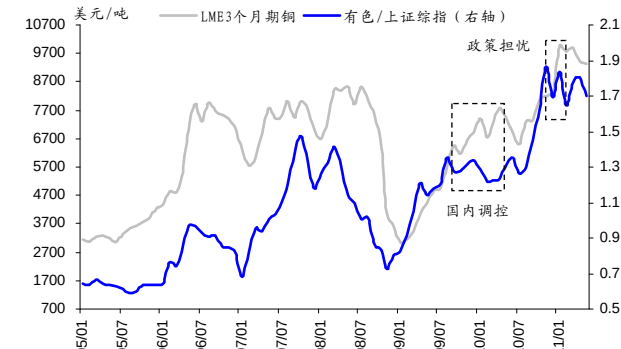
第三，商品价格上涨动力不足。IEA 投放 6000 万桶原油储备平抑油价的举措，昭示美欧开始应对通胀，油价的上涨可能受限。同时，QE2 到期后无 QE3 推出，在美国经济复苏优于欧洲的背景下，有助美元企稳反弹，抑制油价和金属价格。而钢价在贸易商已经去库存时价格还未见回落，后续回落压力大。相比而言，集中度高、需求旺季的动力煤更优，但相比油价，煤价也没明显低估。

图 23 有色依赖货币环境



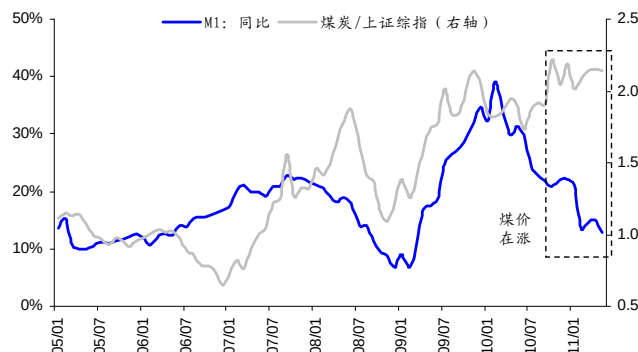
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 24 金属价格受美元影响



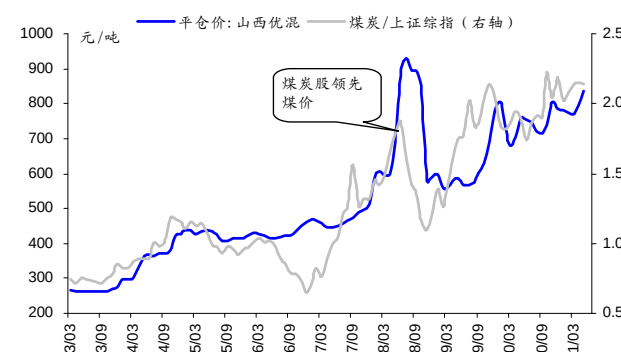
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 25 煤炭股同样依赖货币环境



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 26 煤价上涨预期刺激煤炭股



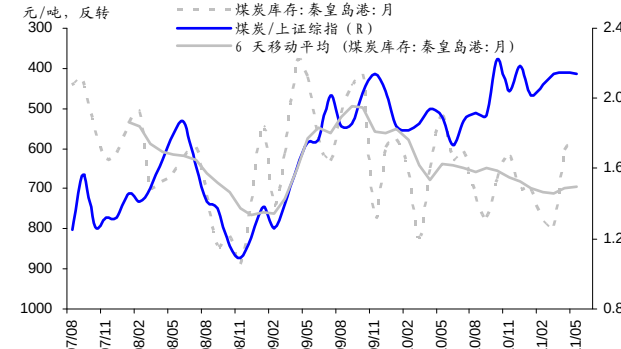
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 27 对比油价，煤价上涨动力不足



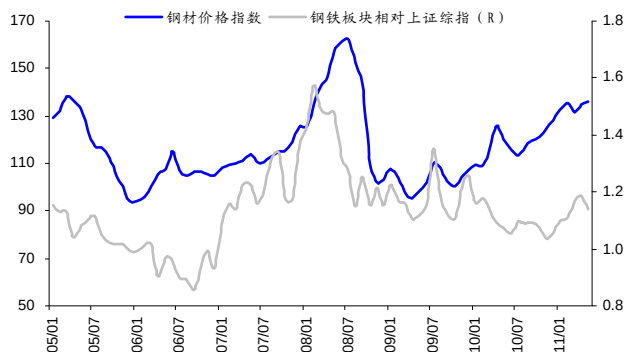
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 28 煤炭的库存已经有所消化，但股价还未反映



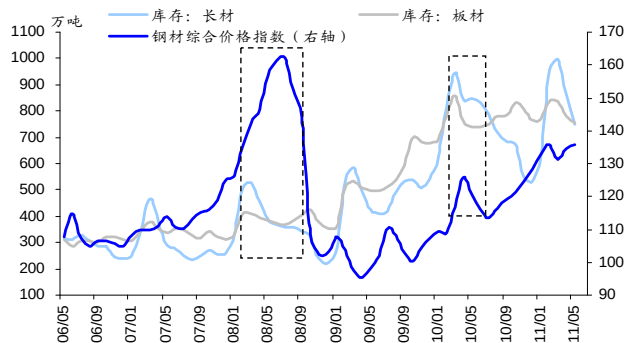
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 29 钢价有压力



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 30 钢铁贸易商去库存或带来钢价压力

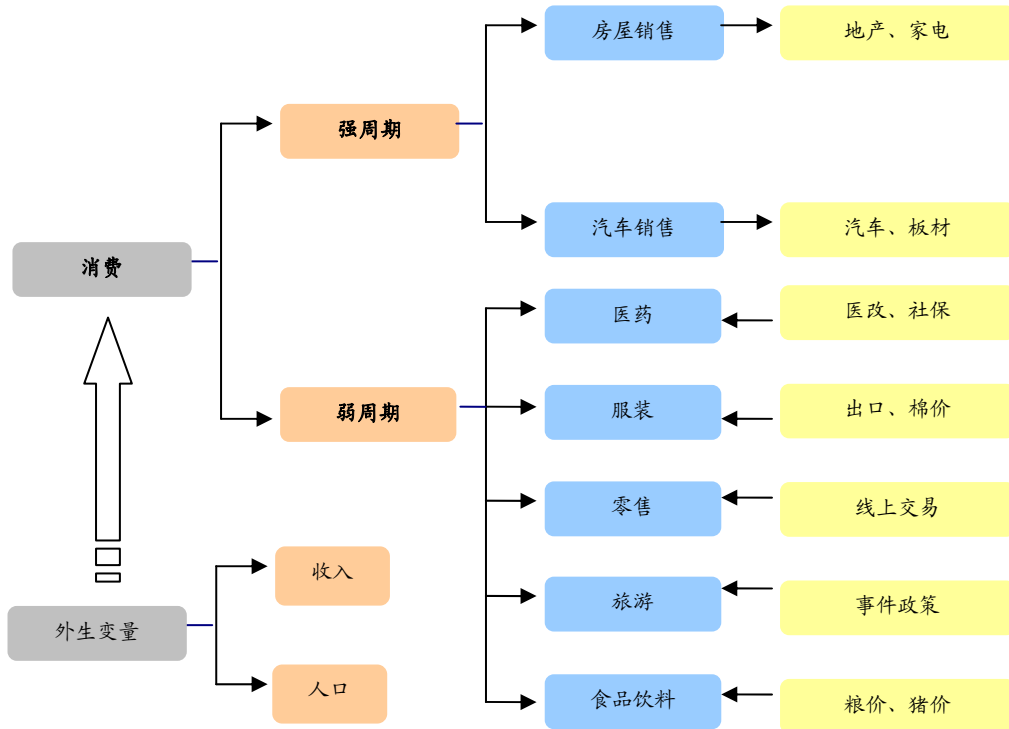


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 消费链

消费链中早周期的汽车、地产和旺季的空调较优。三季度消费增速虽略有回落，但总体平稳。消费链中，我们选择早周期的品种，逻辑是在二季度经济增速回落阶段，他们的销售已经明显恶化，根据我们宏观判断三季度经济增速启稳，据此早周期的行业景气率先回升，如汽车、地产。稳定类消费品整体缺乏有吸引力的亮点，其中销售旺季的空调较优。

图 31 消费链结构图



资料来源：海通证券研究所

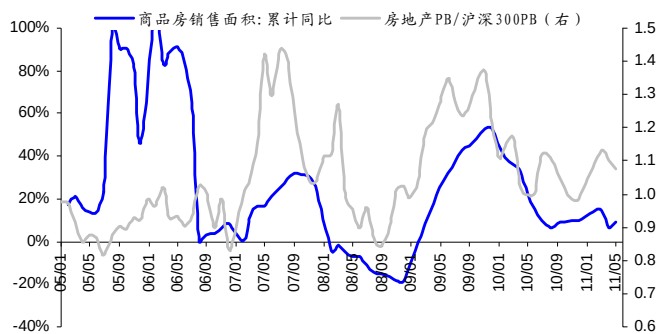
地产：调控压力舒缓，销售有望反弹

影响地产板块最大的两个影响因素是政策和销量。第一，房价已开始松动，地产调控政策有望企稳。5月房价持平 and 下降城市较前期增多，二手房降价趋势更加明显，环比价格持平 and 下降城市达到34个。同时，我们根据“新开工（滞后1年）-销售”衡量房

地产库存，TTM 方法测算结果显示，2011 年二季度末将达前期高点，库存上升将带动房价涨幅回落。

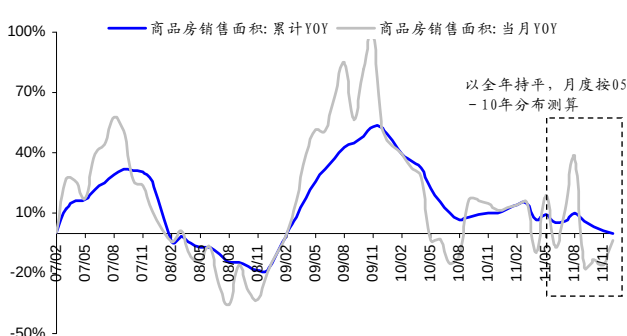
第二，三季度销量增速望反弹。从限购城市的房地产成交量数据看刚需企稳，深圳、上海、北京、广州、天津、杭州等限购城市，目前成交量与 2008 年底水平相当。2010 年二、三季度是房屋新开工的高峰期，根据历史建设进度，今年二、三季度是将形成供给，随着开发商库存压力不断上升，三季度推盘的力度望加大，从而推动销售反弹。假设 2011 年销售面积增长 0%，根据 2005-2010 年各月的销售面积分布预测，6 月增速回落后 7-8 月将明显反弹。

图 32 销售增速影响地产相对估值



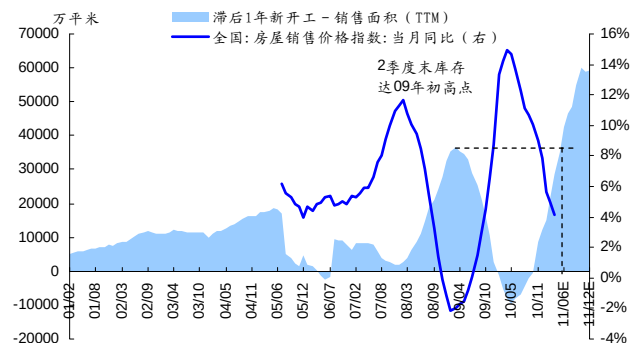
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 33 商品房销售同比三季度望反弹



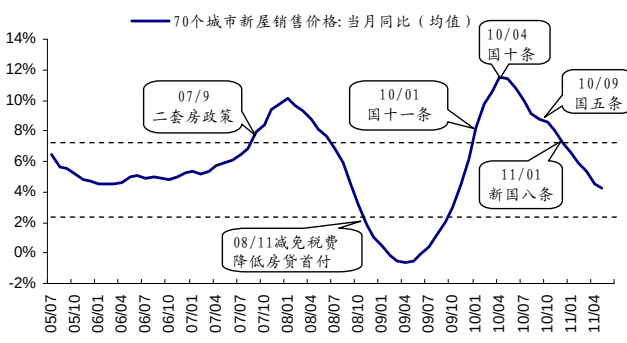
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 34 二季度末地产库存或达前期高点



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 35 房价涨幅回落使调控压力舒缓



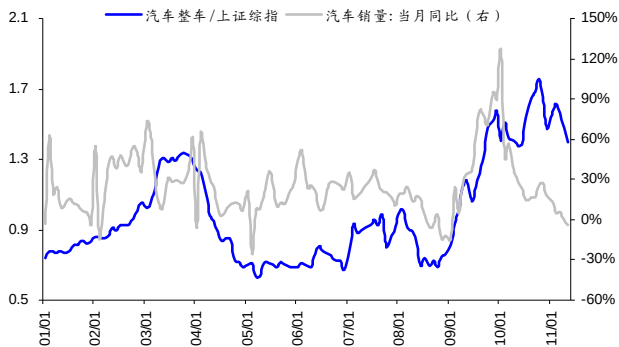
资料来源：Wind，海通证券研究所

汽车：景气或触底回升，销售有望反弹

第一，宏观面看，汽车是早周期行业，汽车销量增速领先于社会消费品零售额。其中的缘由是，汽车属于耐用品，对价格和收入的敏感度比一般消费品高，因此在经济复苏和衰退的拐点中，汽车销量变化先于其他消费品。紧缩政策和通胀挤压下，二季度经济增速处于回落阶段，根据我们宏观判断三季度开始经济增速启稳，由此汽车景气望先触底回升，从 6 月 PMI 指数看，汽车已经回升。

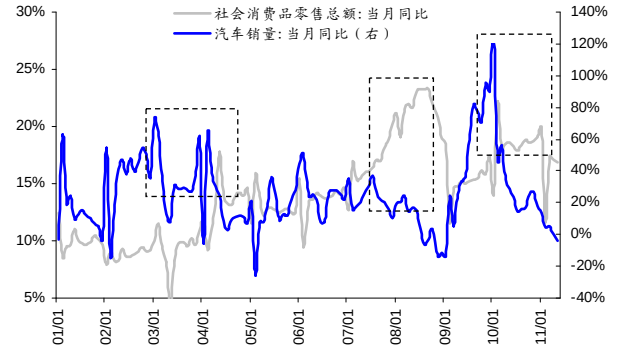
第二，行业面看，模拟测算汽车销量三季度望反弹。今年来汽车销量增速一路回落，尤其是二季度在日本地震带来日系汽车生产受限的情况下，汽车销量大幅下滑，5 月轿车销量仅增 3.7%，而其中日系车销售增速下降 20%。三季度随着日系车复产，供给改善有助推动销量增速反弹。我们根据 2011 年销量零增长预测和 2004-10 年各月销量分布测算，3 季度汽车销量同、环比望反弹。

图 36 汽车销量影响汽车相对收益



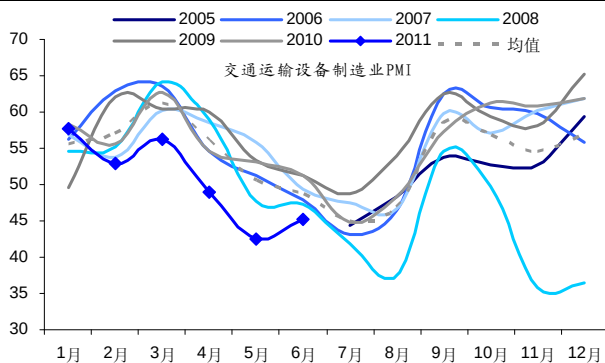
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 37 汽车是早周期行业



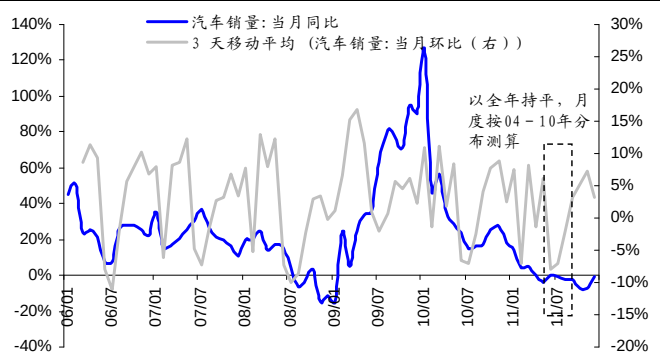
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 38 汽车 PMI 已经回升



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 39 汽车销量增速三季度可能反弹



资料来源：Wind，海通证券研究所

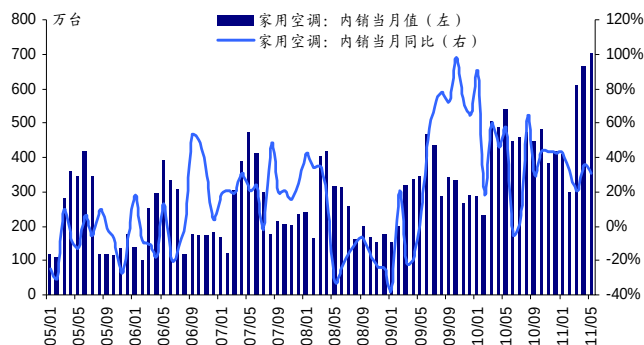
稳定类行业：吸引力不大，空调较优

空调：高增速、高集中度。今年来空调销量增速明显高于其他家电，家用空调 1-5 月销量增长 32%，1-4 月冰箱销量增长 13.50%，洗衣机销量增长 20.57%，LCD 彩电销量增长 11.83%。这主要源于，在二、三线城市空调的普及率仍较低，成长空间大，这个趋势在旺季的三季度将持续。同时，空调行业双寡头垄断，CR2 约 60%，补贴取消后集中度将进一步提高，龙头企业将受益。我们家电行业研究员，在维持其他家电产品销量增速不变时，上调 2011 年空调销售增速至 21.92%。

零售、医药的吸引力不够。在通胀环境下，商业营业用房租价格持续上升，商业经营的物业租金成本压力趋增。二季度中我们建议配置零售、医药的重要逻辑在于，基本面和市场面的相机抉择。基本上，零售一季报显示收入、利润增速均较高。市场面上，历史上看零售、医药的防御特征非常明显，而我们当时看淡市场。

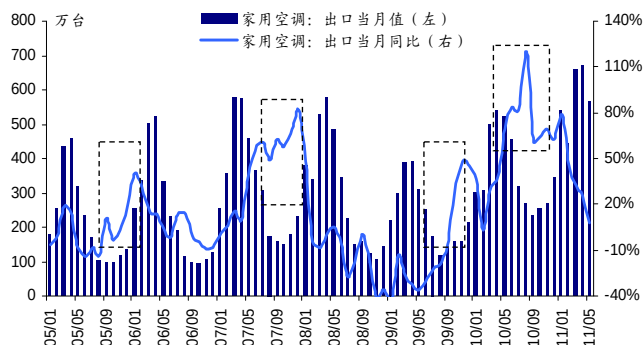
三季度的变化是：第一，基本上，通胀见底回落后，零售行业的收入增速或回落，医药中的西药产品价格仍处于下降趋势中；第二，市场面上，我们策略组对三季度市场的判断是震荡向上，防御需求减弱。

图 40 空调国内销量保持高速增长



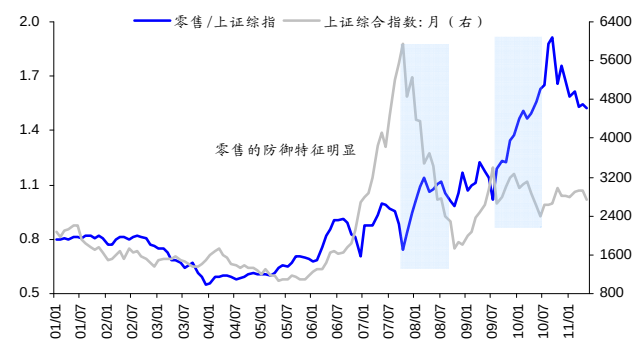
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 41 空调出口增速虽有所回落但旺季来临望回升



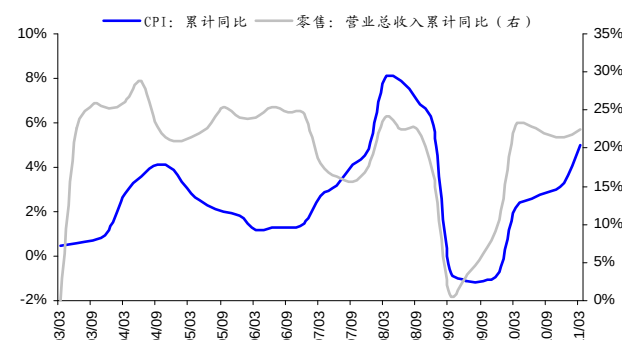
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 42 零售防御特征强



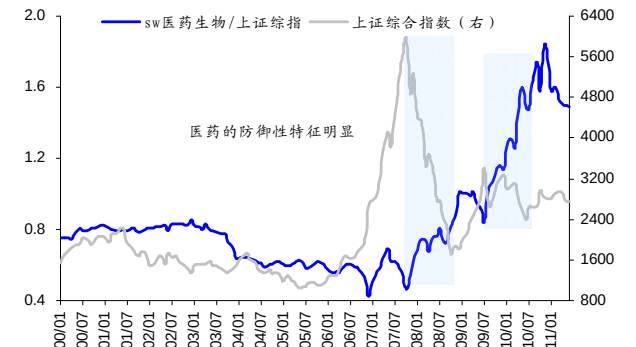
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 43 通胀后期零售收入增长难加速



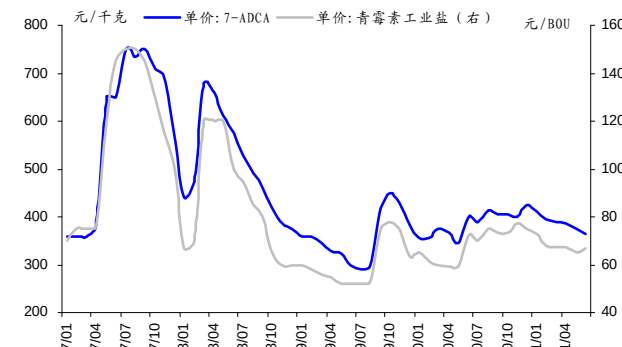
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 44 医药防御特征强



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 45 药品降价压制估值

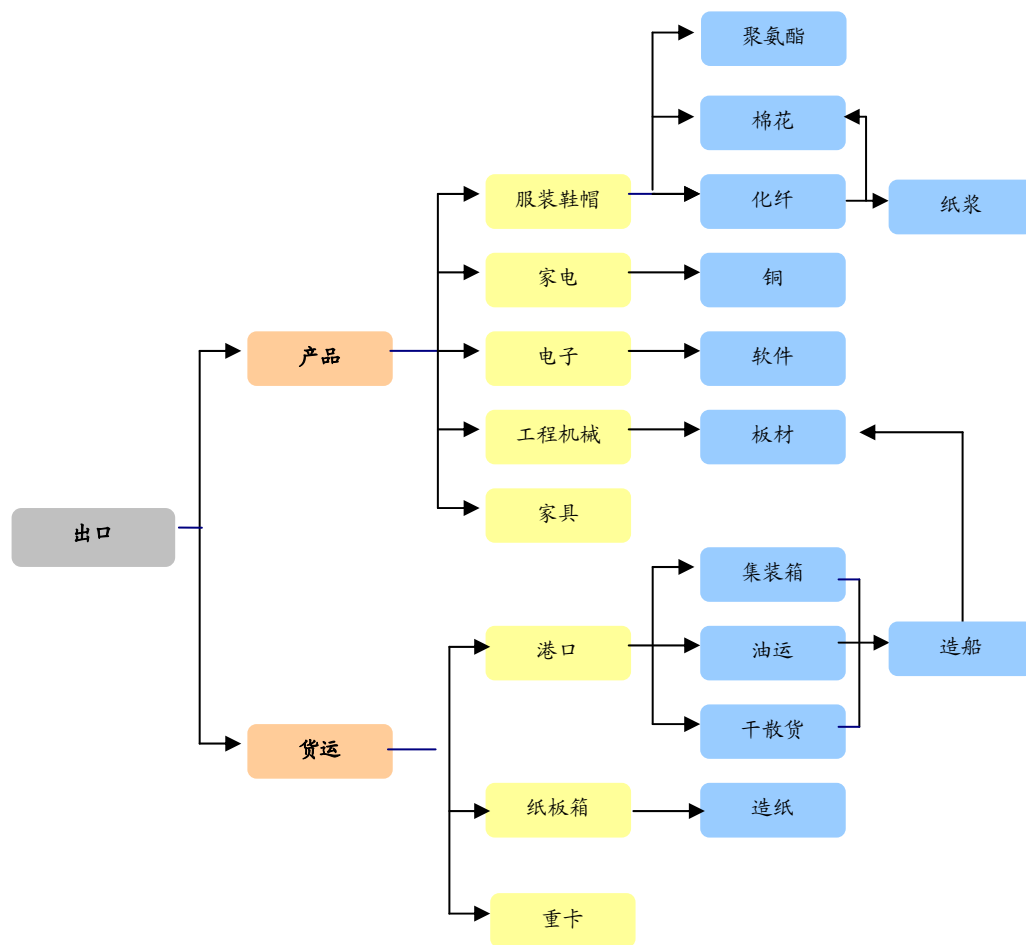


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3 出口链

出口链中电子行业虽景气低谷，但有望等待回升。三季度出口增速略有回升，但总体处在平稳。纺织服装虽然目前景气度相对较高，出口增速一直维持高位，但三季度面临毛利率回落的压力；电子行业虽然景气度处低谷，但三季度随着日本电子产业链的恢复，有望回升；航运业景气仍处于低迷期，其中相对较优的集装箱也需等待3季度末端圣诞采购的刺激。

图 46 出口链结构图



资料来源：海通证券研究所

纺织服装：景气在高位，但毛利或下降

今年来纺织服装类出口增速均维持在高位，显示行业景气度较高，且在棉价飙升下货品大幅涨价。其中家纺涨价 15%-20%、品牌服装涨价 10%-15%、女鞋涨价在 10%以内，涨价幅度为最高的一年。

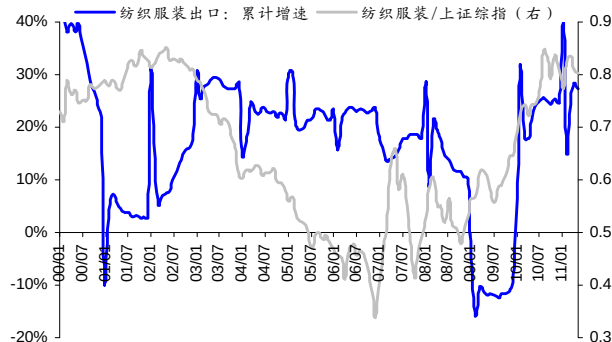
三季度的变化是：第一，棉花价格已经开始回落，在产品价格涨幅已经很大背景下，后续涨价动力减弱；第二，二季度的高棉价成本仍存在，挤压毛利，我们 PPI 价差指标监测显示，毛利率有回落压力；第三，从销售季节性因素考虑，夏季货品毛利最低，因此 3 季度行业毛利率水平有下降趋势。

图 47 纺织服装非防御板块



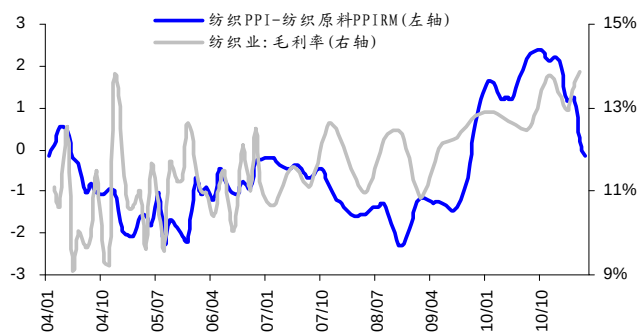
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 48 纺织服装出口增速较高



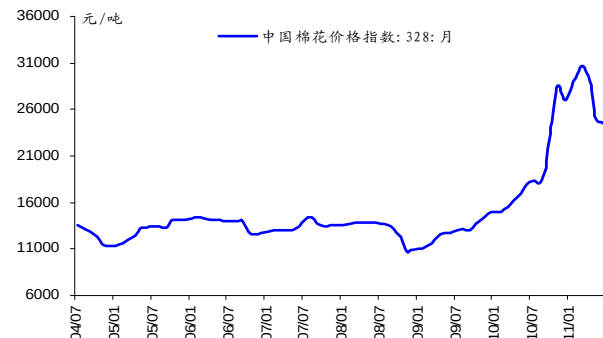
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 49 高成本下二季度毛利有回落压力



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 50 棉价价格仍在较高水平



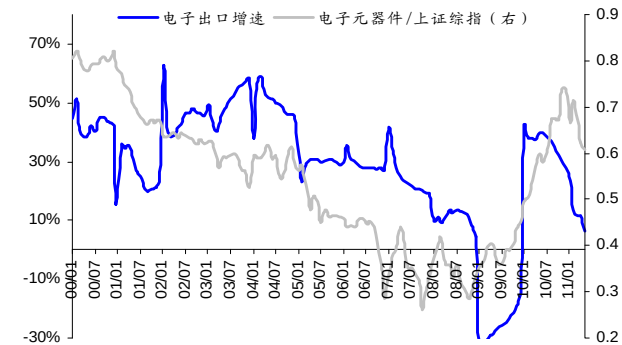
资料来源：Wind，海通证券研究所

电子类：景气已经在谷底，等待回升

日本地震对产业链的冲击下，二季度电子行业景气度加速下滑，体现为全球半导体销售增速已逼近零增长，中国的电子类出口增速随之持续回落。

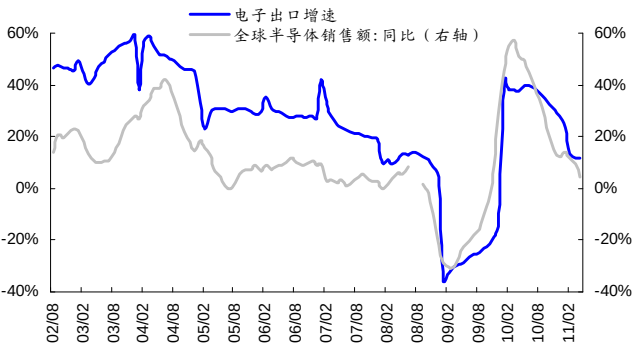
三季度的变化是：日本地震 3 个月后，电子产业链已开始复产，不库存和备货新品的需求，望拉动行业景气回升。

图 51 电子出口增速持续回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 52 半导体指销售已经持续回落，有望反弹



资料来源：Wind，海通证券研究所

航运：景气仍在低迷期

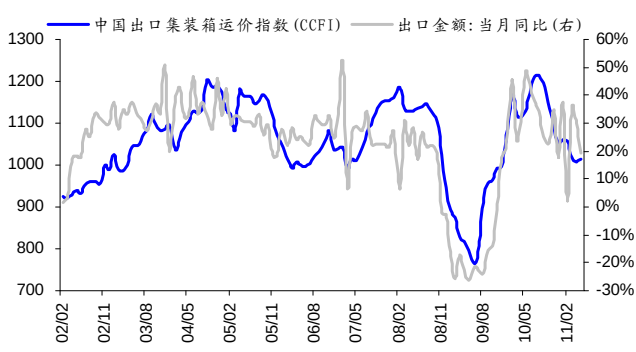
干散货运输指数 BDI 仍在历史底部，尚无起色迹象。IMF 对全年经济增速的最新判断是，仍处在较缓慢的复苏中，2011 年全球 GDP 仅 4.4%，美国 2.8%，新兴市场国家 6.5%。在需求没有明显扩张的背景下，航运行业仍处于上一轮景气周期后的底部阶段，处于消化上一轮周期的库存和产能阶段。相比而言，集装箱优于干散货，但旺季也需等到三季度末四季度的圣诞采购季。

图 53 BDI 依旧低迷



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 54 集装箱运价指数回落



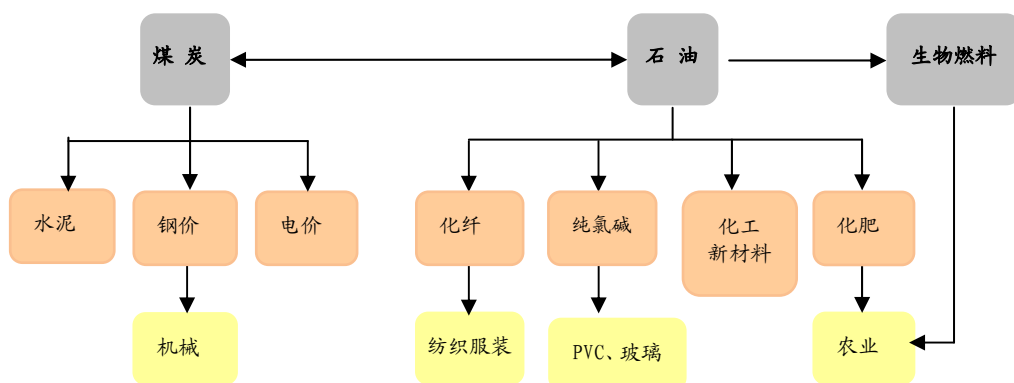
资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 价格链看盈利

4.1 石油链

IEA 抑油价将限制石油链行业表现。IEA35 年来第三次动用原油储备，这背后反映美国对油价和通胀的应对和治理，将有助平抑未来油价上涨。二季度跟随油价上涨的化工产品未来涨价动力将不足，行业毛利率面临收窄压力，而玉米、大豆等生物燃料原料累积涨价已较高，目前价格相比油价并不具备优势。

图 55 石油链结构图



资料来源：海通证券研究所

IEA 出手，反映美国平抑油价决心

6 月 23 日 IEA 发表声明称，将在未来 1 个月释放 6000 万桶原油库存，这是其 35 年第三次向市场投放原油储备。此举的背景是，石油产出占全球总产出 2% 的利比亚，由

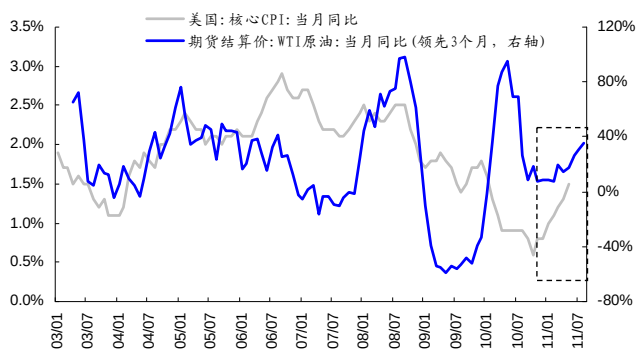
于政治动荡原油供应基本中断。IEA 估计，到今年 5 月底，利比亚动荡将造成国际轻质低硫原油供应减少 1.32 亿桶。而且，欧佩克 6 月 8 日召开的会议未能就增产达成一致。

IEA 声明中指出 6000 万桶原油储备中，美国投放 3000 万桶、日本 790 万桶、韩国 346 万桶，剩下的 1864 万桶将由欧洲成员国负责投放。很明显，美国在这次行动中起了带头作用。我们认为，这源于高油价对美国的影响：

一是通胀压力。油价领先核心 CPI 大概 3 个月，虽然 5 月该值为 1.5%，尚处 2% 的调控线下，但已连续 7 个月攀升。二是影响消费。历史上看，高油价期间，剔除石油的其他消费增速均回落。

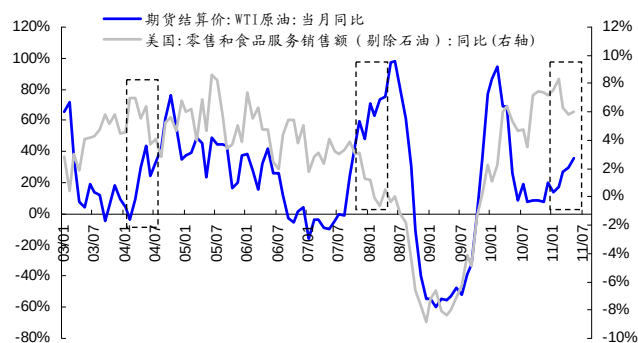
美国对油价和通胀的应对和治理，将有助平抑未来油价上涨。

图 56 高油价给美国带来通胀压力



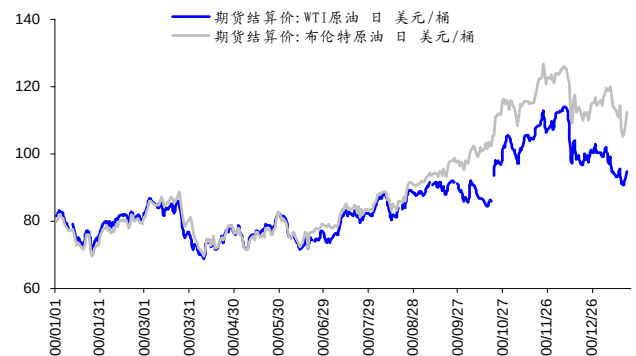
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 57 高油价挤压美国消费



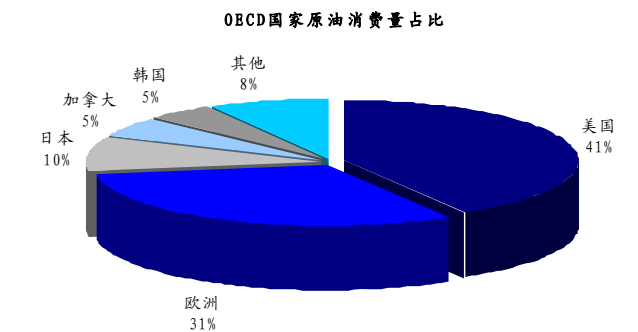
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 58 油价上涨或有所抑制



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 59 美国是 OECD 国家中最大的原油消费国



资料来源：Wind，海通证券研究所

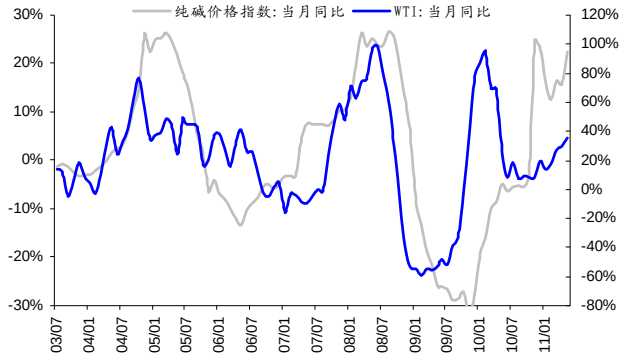
化工产品和生物燃料品涨价动力减弱

二季度，化工产品价格跟随原油价格大幅上涨，尤其是纯碱价格。三季度原油价格趋稳的背景下，化工产品涨价动力减弱。而油价涨幅回落带动纯氯碱价格的回落，将使行业毛利率收窄。

生物燃料方面，主要以玉米和大豆为原料，相比原油价格目前并不具备优势。2005 年，伴随着国际油价的不断飙升，布什总统签署《能源政策法案》，提出到 2012 年美国可再生能源要达到 75 亿加仑，拉开了玉米行情暴涨的序幕。2007 年底，美国参议院通过的《能源独立与安全法案》，提出到 2022 年生物燃料的产量要达到 360 亿加仑，进一步推高了玉米价格，并连锁性地推动农产品价格全面上涨。而 2010 年底美提出的一揽子

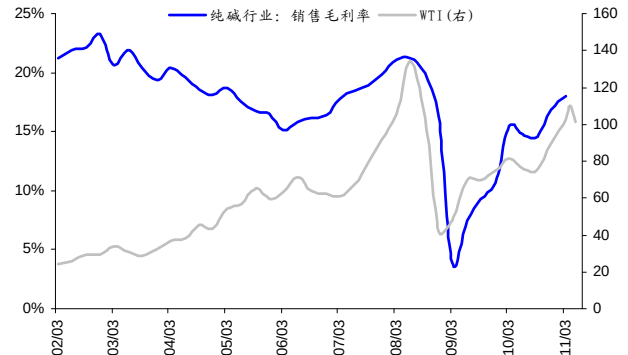
乙醇减税计划一直未见新的进展，生物燃料价格大幅上涨目前仍观察不到。

图 60 纯碱价格滞后油价



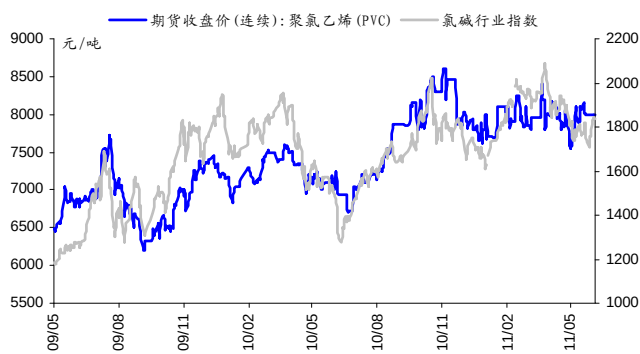
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 61 油价回落会带动纯碱毛利回落



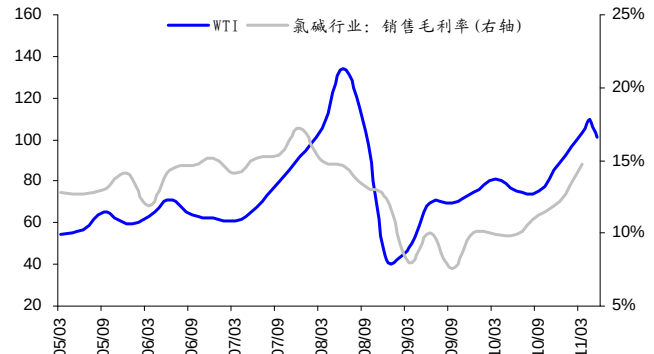
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 62 PVC 价格上涨将受制于油价涨幅



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 63 油价回落会带动氯碱毛利回落



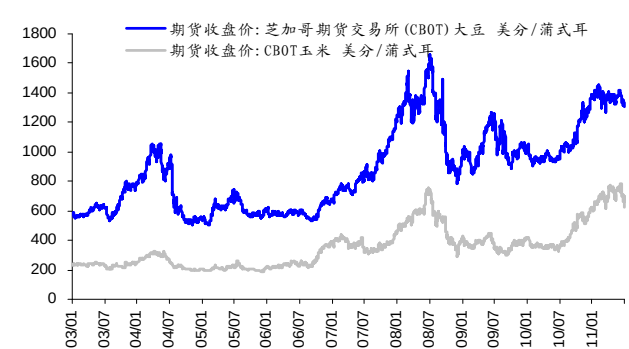
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 64 相比石油，玉米价格没优势



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 65 玉米、大豆价格已经累积较大涨幅

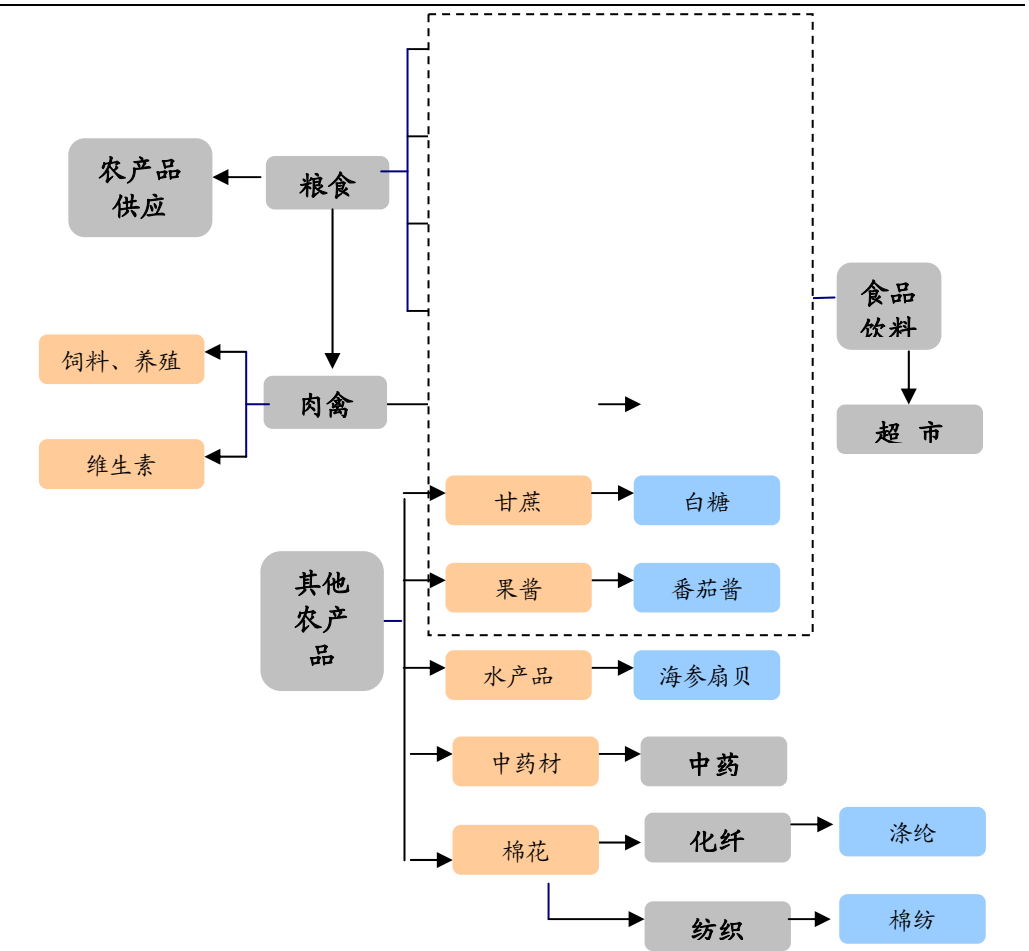


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 农产品链

农产品链中养殖、维生素相对较优，但肉禽涨价驱动的空间有限。随着供需形势的改善，粮食价格上涨动力不足，农业股缺乏刺激，相比而言旺季中有提价能力的白酒较优。棉花随着种植面积大幅增长，供需改善下价格有回落压力，化纤价格跟随回落挤压行业毛利。供给偏紧下肉禽价格仍有上涨动力，但存栏量的改善和高猪粮比限制涨价空间，约束肉禽养殖、维生素板块的表现。

图 66 农产品链结构图



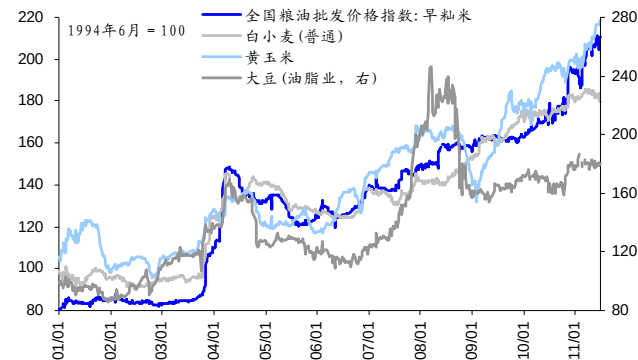
资料来源：海通证券研究所

粮食涨价动力减弱：农业、白酒

2010 年下半年来频发的自然灾害、QE2、工资上涨，共同推动了半年来的农产品价格快速上涨。从 USDA 动态预测的全球粮食产量和库存值看，2011 年供需形势已经改善。全球粮食库存消费比，从 10 年中的 22% 快速回落到今年初的 19% 后，二季度以来一直维持在该水平。当前夏粮已基本结束收获，农业部日前表示，今年夏粮丰收已成定局，冬小麦实现连续八年增产。累积较大涨幅的粮食价格未来上涨动力减弱。

农业股和白酒的相对收益，分别与农产品、粮食价格涨幅高度相关，三季度粮食涨价幅度回落，对这两个板块不利。相比而言，三季度的中秋和国庆假日需求刺激下，白酒有提价的动力，将更具优势。

图 67 粮价上涨动力减弱



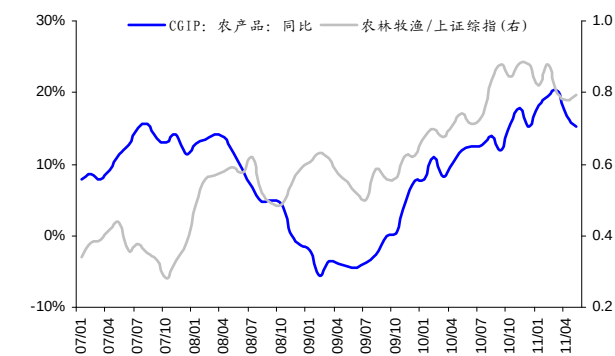
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 68 全球粮食库存消费比趋稳



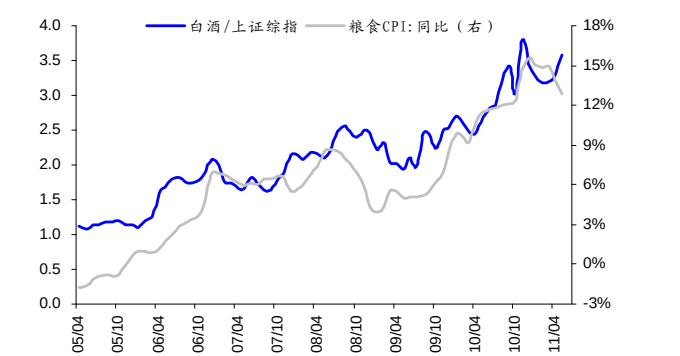
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 69 农业股相对收益与农产品价格相关



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 70 白酒相对收益与粮食价格相关



资料来源：Wind，海通证券研究所

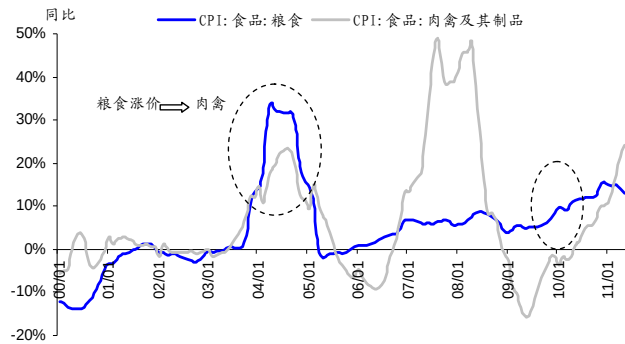
肉禽涨价相对确定，但空间或有限：饲料养殖、维生素

历史规律显示，粮食价格上涨会推动肉禽价格上涨。这源于农产品是饲料的原材料，其价格的上涨将推动畜禽产品价格上涨，规模养猪的成本中 50%源于饲料。三季度肉禽产品价格上涨仍存在：生猪存栏量仍较低，供给较紧。

但是，涨价的空间也有限：第一，生猪存栏量 3 月开始回升，从投栏到出栏一般需 6 个月，如猪肉价格涨幅大，养殖户会提前 1-2 个月出栏，由此对猪价有平抑；第二，猪粮比已达 7.8 的高位，成本推动的涨价动力弱化。

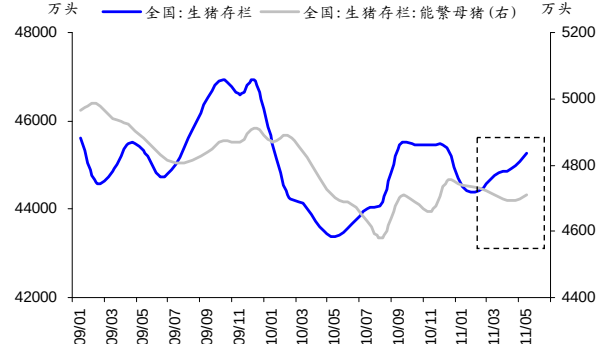
对应肉禽价格上涨，饲料养殖和维生素行业将受益，维生素价格 6 月以来已经大幅上涨。

图 71 粮价上涨演变到肉价上涨



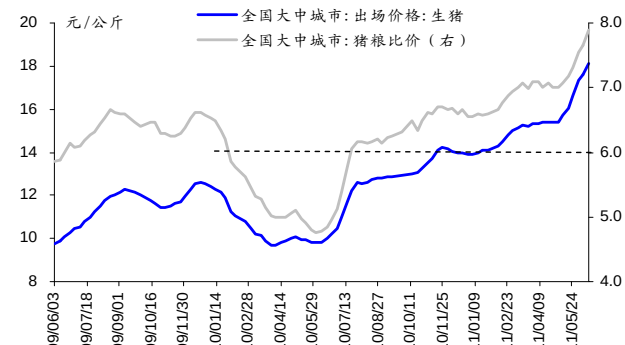
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 72 生猪存栏量已有所回升



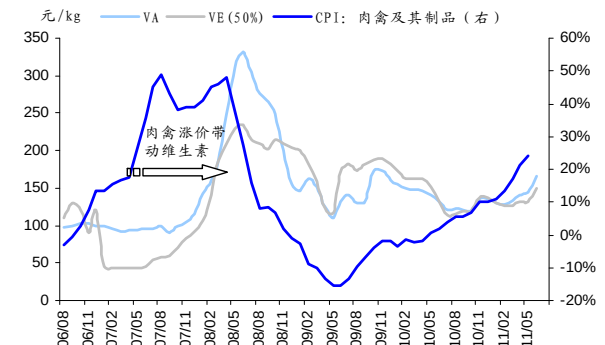
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 73 猪肉价格已涨 1 年多



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 74 肉禽涨价推动维生素涨价



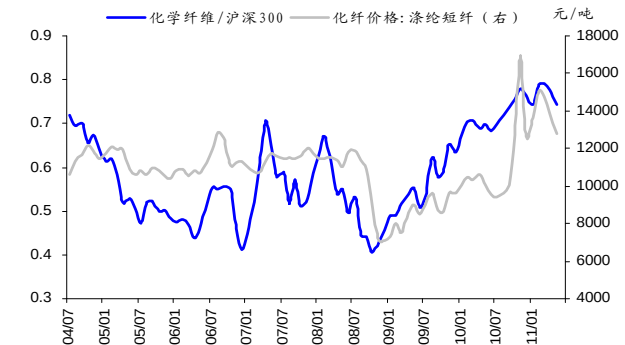
资料来源: Wind, 海通证券研究所

棉花价格回落: 化纤

棉花价格从 2010 年 6 月一直到今年 3 月快速上涨，4 月后明显回落。这主要源于供需形势的变化，美国农业部报告显示，由于北美棉花种植面积大幅增长，2011 年末棉花的库存预测值由 4 月的 41.55 百万包迅速上升至 6 月的 48.25 百万包。

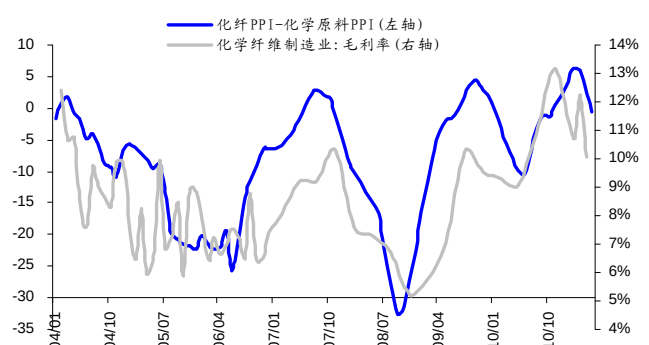
化纤中涤纶和粘胶对棉花的替代作用最强。粘胶成本来自于棉花，价格也与棉花相关，涤纶成本受油价影响。随着棉花价格回落，比较效应下化纤价格将回落，油价平稳下，毛利将受挤压。

图 75 化纤板块相对收益与化纤价格相关



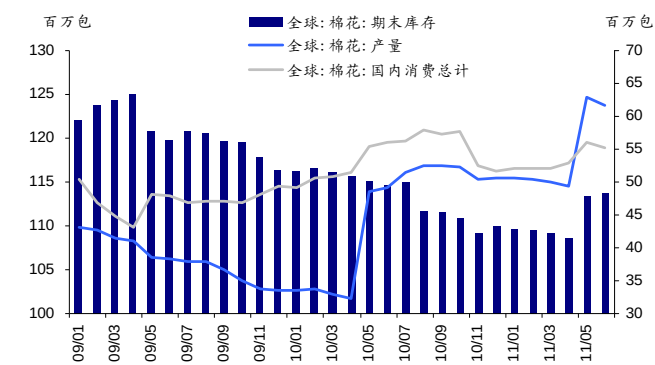
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 76 化纤毛利率回落



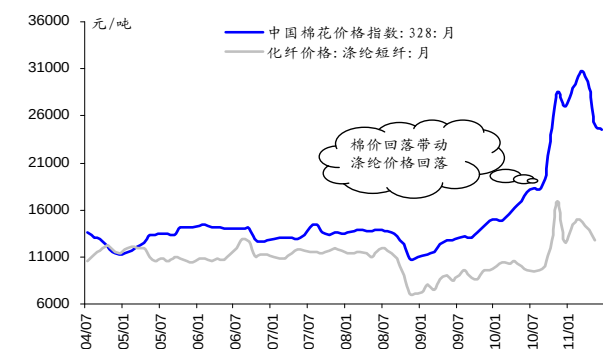
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 77 棉花供需改善



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 78 棉价回落带动化纤价格回落

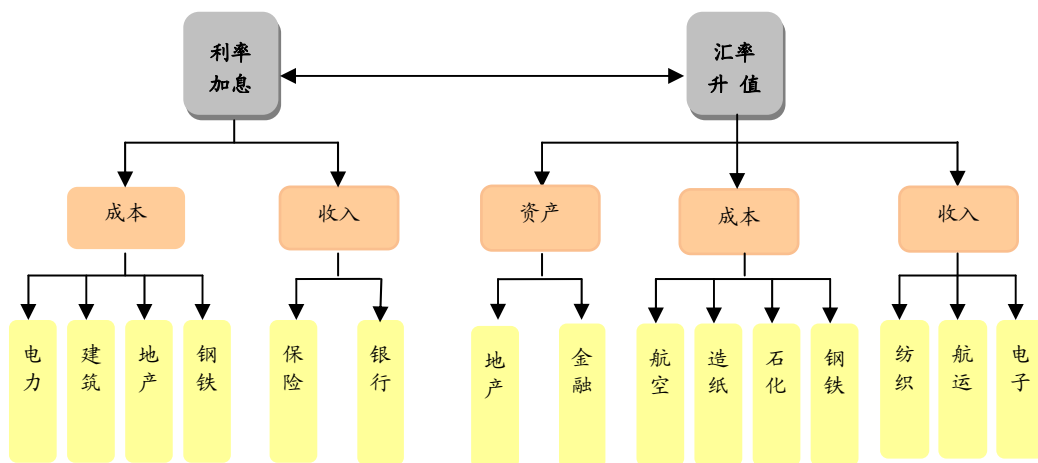


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.3 金融链

金融链整体缺乏明显亮点，盈利稳定的银行较优。加息处于周期末期，银行在加息周期下维持高息差，保险受益于债券利率上升，但保费增速仍低迷。升值预期明显回落，对造纸、航空刺激消退，造纸毛利受成本高企的挤压，航空需观察高铁分流影响。

图 79 金融链结构图



资料来源：海通证券研究所

回顾近 20 年 A 股市场，此前经历了四次加息周期，本轮加息始于 2010 年 10 月 20 日，目前市场一致预期三季度加息 1-2 次后，本轮加息结束。

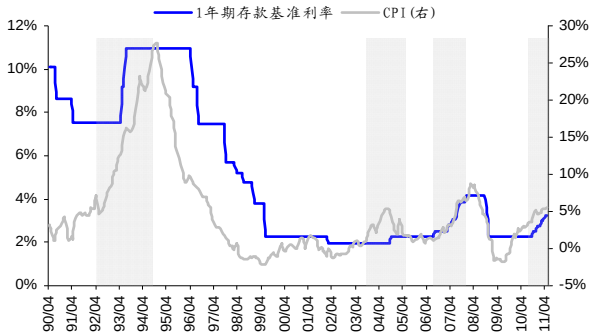
银行：盈利较稳定

银行的三个要素：信贷规模、息差、不良率。第一，通胀见顶回落下，信贷规模难低于预期；第二，在加息周期下维持高息差，业绩增长保持稳定；第三，不良率是最大的风险。市场的担忧在于政府融资平台、房地产、利率市场化对银行盈利能力的威胁。其中，融资平台担忧为首。

对于融资平台的风险，我们认为：第一，政府暂时不会主动清理，“发改委允许地方发行企业债融资建保障房”本身就预示当前不会清算；第二，大面积地方政府违约的概率

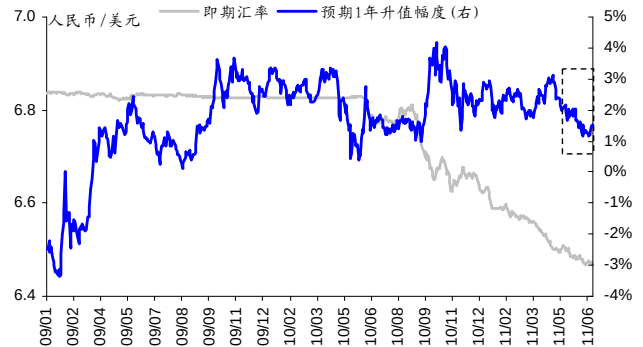
率小。全面的风险爆发条件是中国经济硬着陆，我们判断经济平稳，不过仍需关注改事项的进程，尤其是部分地区的违约风险会加大市场的担忧。

图 80 加息、通胀周期



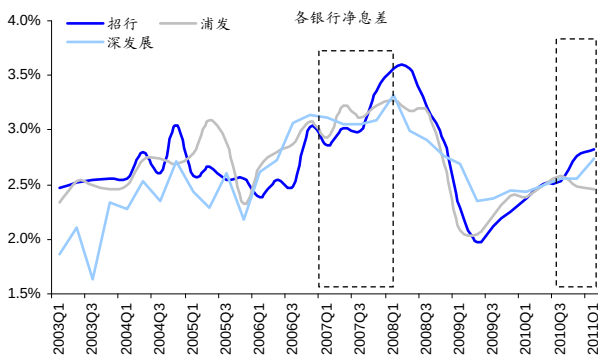
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 81 人民币升值预期下降



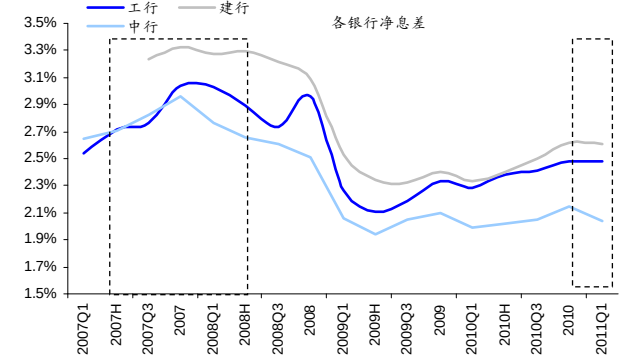
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 82 加息周期下股份行利息差扩大



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 83 加息周期下国有行利息差较高

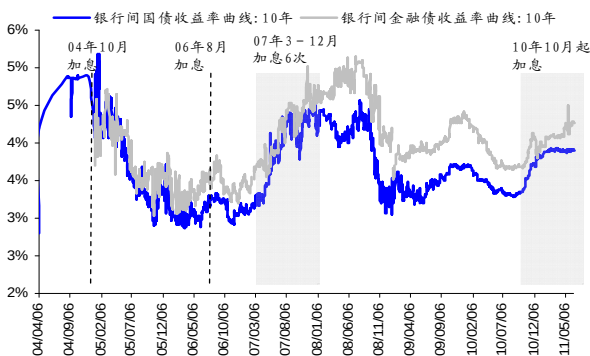


资料来源：Wind，海通证券研究所

保险：受益于债券利率上升，但保费增速仍低迷

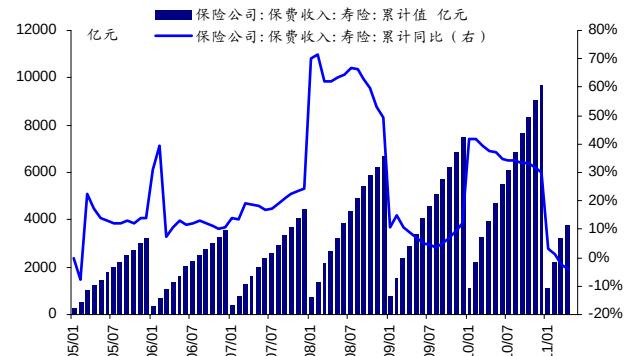
从收益角度看，加息会使债券收益率上升，而保险公司固定收益投资主要集中在 5 年、10 年、15 年期国债和金融债，加息周期下保险公司收益增加。但今年上半年受制于渠道困境保费增长不佳，行业表现落后。目前看来，加息周期末端，收益率的正面刺激将结束，而保费增长的困境还未改观，行业基本面改善还需等待和观察。

图 84 加息周期债券收益率上升



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 85 保费增速仍较低迷



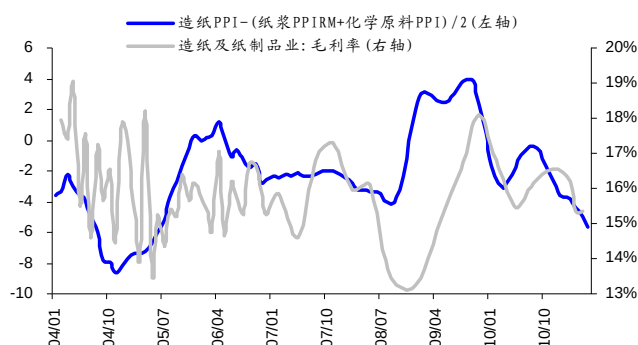
资料来源：Wind，海通证券研究所

今年上半年人民币升值幅度 2.3%，2010 年 9 月以来升值幅度达 5.3%。经过快速升值后，市场对人民币升值的预期已大幅回落，当前 NDF 预期 1 年升值幅度仅为 1.4%。从升值对行业的盈利影响看，造纸和航空最为明显。

造纸：人民币升值刺激弱化，且承受成本压力。今年来由于进口纸浆和废纸价格的上涨，造纸行业毛利率一直受到侵蚀。目前看，纸价平稳，而进口废纸价和纸浆价仍在上涨，造纸行业盈利较差。

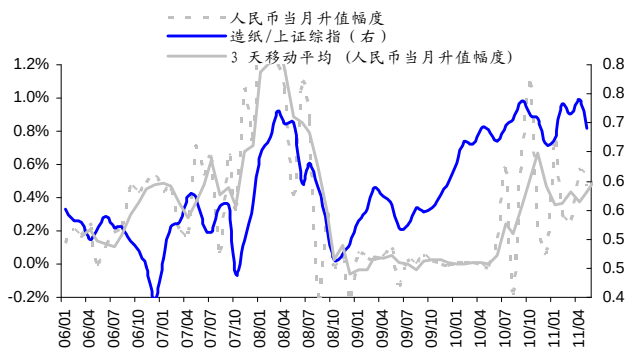
航空：人民币升值刺激弱化，跟踪高铁的分流影响。今年来高铁对航空客运的分流一直是航空股的制约。6 月 30 日京沪高铁正式通车是个标志性的事件，因为此线的运营结果直接影响后续的高铁推进力度。从票价上看京沪高铁对航空分流有威胁，最终的影响我们仍需持续跟踪。目前来看，航空股的负面担忧不能消除。

图 86 造纸毛利率下滑



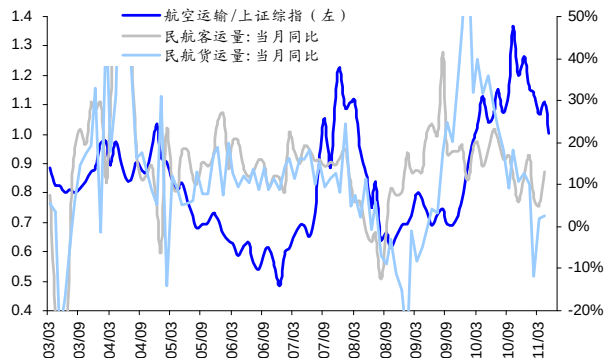
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 87 造纸股相对收益与人民币升值幅度相关



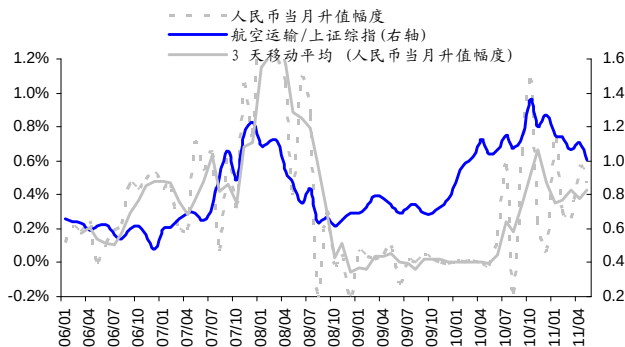
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 88 客运、货运增速较低



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 89 航空股相对收益与人民币升值幅度相关



资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 市场面测热度

市场面分析是基本面分析的重要辅助。行业比较的核心就是基本面的变化及市场是不是反映了这种变化。最优的选择是基本面向好且市场热度一般甚至较低行业；基本面向好的行业如果市场热度已经很高，需等待更好的安全边际；而市场热度明显偏低，基本面一般的行业，需等待行业景气的好转。我们从绝对/相对估值、市场涨跌幅、市值和盈利对比等角度分析和跟踪各行业的市场热度。

估值角度，比较各行业当前 TTM 估值（相对/绝对）相比历史均值的偏离。**估值偏高行业：**化学制品、有色金属、农林牧渔、化学原料、食品加工、中药；**偏低行业：**银行、保险、房地产、汽车整车、汽车零部件、传媒、石油化工、高速公路、航运、航空运输。

市场涨跌幅角度，比较各行业最近一个季度涨跌幅历史均值的偏离。**前期涨幅偏高行业：**化工新材料、化学原料、白酒、生物制品；**偏低行业：**银行、电气设备、中药、电力、高速公路、餐饮旅游。

市值和盈利对比角度，比较各行业市值和盈利占比关系。**市值相比盈利偏高行业：**化学制品、电子元器件、有色；**偏低行业：**银行、汽车、航空。

综合而言，市场热度偏高行业：有色、化学原料、化学制品、化工新材料、农林牧渔、食品加工、白酒、生物制品、化学制品、电子元器件。**偏低行业：**银行、汽车、房地产、航空、航运、高速公路、电气设备、电力、保险、传媒、石油化工、餐饮旅游。

表 2 各行业 PE 比较

行业	市盈率(TTM, 整体法, 剔除负值)				PE/全部 A 股			
	05 年来均值	标准差	最新值	偏离	05 年来均值	标准差	最新值	偏离
农林牧渔	45.2	17.6	52.9	0.4	2.0	0.7	3.2	1.8
煤炭开采	22.4	15.1	18.3	-0.3	1.0	0.3	1.1	0.5
化工新材料	34.0	13.0	35.6	0.1	1.5	0.4	2.1	1.6
化学原料	32.4	11.5	29.8	-0.2	1.4	0.4	1.8	1.0
化学制品	31.2	12.3	47.0	1.3	1.4	0.6	2.8	2.6
石油化工	18.0	7.0	11.3	-1.0	0.8	0.3	0.7	-0.3
钢铁	19.9	15.8	21.3	0.1	0.9	0.6	1.3	0.7
有色金属	35.3	19.7	47.0	0.6	1.5	0.9	2.8	1.5
建筑材料	31.3	12.5	26.4	-0.4	1.4	0.2	1.6	1.2
建筑装饰	31.8	16.2	18.0	-0.9	1.4	0.3	1.1	-1.1
电气设备	35.9	10.7	33.5	-0.2	1.6	0.4	2.0	1.1
建筑机械	24.3	11.0	17.2	-0.6	1.1	0.2	1.0	-0.1
重型机械	30.1	16.6	51.0	1.3	1.3	0.9	3.1	2.0
电子元器件	43.1	14.8	45.5	0.2	1.9	0.7	2.7	1.3
汽车整车	25.4	16.9	13.5	-0.7	1.1	0.5	0.8	-0.5
汽车零部件	26.2	11.1	16.0	-0.9	1.1	0.2	1.0	-0.7
通信设备	38.4	13.3	31.6	-0.5	1.7	0.3	1.9	0.9
家用电器	25.6	9.4	21.0	-0.5	1.1	0.1	1.3	1.3
白酒	41.6	20.6	34.0	-0.4	1.8	0.2	2.0	1.0
食品制造	47.6	18.0	38.6	-0.5	2.1	0.6	2.3	0.4
食品加工	38.9	12.0	37.8	-0.1	1.7	0.3	2.3	1.8
纺织	34.7	13.4	26.3	-0.6	1.5	0.4	1.6	0.2
服装	25.4	9.2	27.8	0.3	1.1	0.3	1.7	1.8
造纸	26.5	12.8	26.6	0.0	1.1	0.4	1.6	1.3
化学制药	34.2	13.3	31.5	-0.2	1.5	0.3	1.9	1.4
生物制品	42.1	17.5	38.7	-0.2	1.8	0.4	2.3	1.4
中药	37.9	10.4	38.1	0.0	1.6	0.4	2.3	1.7
电力	27.5	9.4	22.9	-0.5	1.2	0.5	1.4	0.4
航空运输	30.0	16.8	11.5	-1.1	1.3	0.4	0.7	-1.6
高速公路	20.5	5.1	13.2	-1.4	0.9	0.3	0.8	-0.3
航运	27.0	22.9	16.0	-0.5	1.2	0.7	1.0	-0.3
房地产	32.3	18.4	19.0	-0.7	1.4	0.2	1.1	-1.2
银行	19.4	10.4	8.6	-1.0	0.8	0.3	0.5	-1.3
证券	30.0	9.7	19.8	-1.1	1.3	0.5	1.2	-0.2
保险	42.7	21.9	18.4	-1.1	1.9	0.8	1.1	-0.9
零售	38.8	14.4	29.8	-0.6	1.7	0.2	1.8	0.6
餐饮旅游	46.3	13.7	48.0	0.1	2.0	0.4	2.9	2.2
传媒	58.1	22.0	32.3	-1.2	2.5	0.4	1.9	-1.6
计算机应用	42.7	12.7	41.5	-0.1	1.9	0.5	2.5	1.3
全部 A 股	23.1	9.0	16.6	-0.7				

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 各行业 PB 比较

行业	市净率(整体法, 上年年报, 剔除负值)				相对 PB			
	05 年来均值	标准差	最新值	偏离	05 年来均值	标准差	最新值	偏离
农林牧渔	4.0	1.7	4.9	0.5	1.2	0.4	1.9	1.6
煤炭开采	4.1	2.8	3.5	-0.2	1.2	0.3	1.3	0.4
化工新材料	5.4	2.5	5.6	0.1	1.6	0.3	2.1	1.8
化学原料	2.8	1.1	3.8	0.9	0.8	0.2	1.4	2.5
化学制品	4.1	1.6	4.5	0.2	1.2	0.3	1.7	1.7
石油化工	3.0	1.4	2.0	-0.7	0.9	0.1	0.8	-1.1
钢铁	1.9	0.9	1.5	-0.4	0.6	0.1	0.6	0.1
有色金属	4.9	3.1	5.1	0.0	1.5	0.3	1.9	1.4
建筑材料	3.6	2.0	4.2	0.3	1.1	0.2	1.6	2.7
建筑装饰	3.3	2.2	2.2	-0.5	1.0	0.2	0.8	-0.9
电气设备	5.8	2.7	4.4	-0.5	1.7	0.4	1.7	-0.2
建筑机械	4.8	2.7	4.7	0.0	1.4	0.4	1.8	0.8
重型机械	4.6	3.1	2.4	-0.7	1.4	0.5	0.9	-0.9
电子元器件	3.6	1.6	4.0	0.3	1.1	0.4	1.5	1.2
汽车整车	2.7	1.3	2.6	-0.1	0.8	0.2	1.0	0.9
汽车零部件	4.0	2.1	3.4	-0.3	1.2	0.3	1.3	0.3
通信设备	3.7	1.3	3.8	0.1	1.1	0.3	1.4	1.1
家用电器	2.8	1.3	3.7	0.7	0.9	0.3	1.4	2.0
白酒	8.7	4.3	10.3	0.4	2.6	0.7	3.9	1.9
食品制造	4.2	1.7	5.3	0.6	1.3	0.4	2.0	1.7
食品加工	5.1	1.8	6.4	0.7	1.5	0.4	2.4	2.2
纺织	2.7	1.2	3.0	0.2	0.8	0.2	1.1	1.7
服装	3.6	1.9	4.1	0.3	1.1	0.2	1.5	1.9
造纸	2.2	1.0	1.9	-0.3	0.7	0.1	0.7	0.7
化学制药	4.3	1.9	4.7	0.2	1.3	0.4	1.8	1.1
生物制品	5.1	2.5	5.0	0.0	1.5	0.7	1.9	0.5
中药	4.3	1.7	5.2	0.5	1.3	0.4	2.0	1.7
电力	2.6	1.1	2.0	-0.5	0.8	0.1	0.8	-0.1
航空运输	4.1	2.4	3.0	-0.5	1.2	0.5	1.1	-0.2
高速公路	2.1	0.6	1.5	-1.0	0.6	0.2	0.6	-0.4
航运	3.4	2.8	1.7	-0.6	1.0	0.3	0.6	-1.2
房地产	3.7	2.2	2.6	-0.5	1.1	0.1	1.0	-0.9
银行	3.1	1.3	1.7	-1.1	0.9	0.3	0.6	-0.9
证券	6.8	8.2	2.5	-0.5	2.0	0.9	0.9	-1.2
保险	6.3	5.1	2.7	-0.7	1.9	0.3	1.0	-3.0
零售	4.4	1.9	4.2	-0.1	1.3	0.2	1.6	1.1
餐饮旅游	3.9	1.7	4.0	0.0	1.2	0.2	1.5	1.3
传媒	4.7	1.8	3.4	-0.7	1.4	0.2	1.3	-0.7
计算机应用	5.4	2.1	4.9	-0.3	1.6	0.4	1.8	0.5
全部 A 股	3.3	1.6	2.6	-0.4				

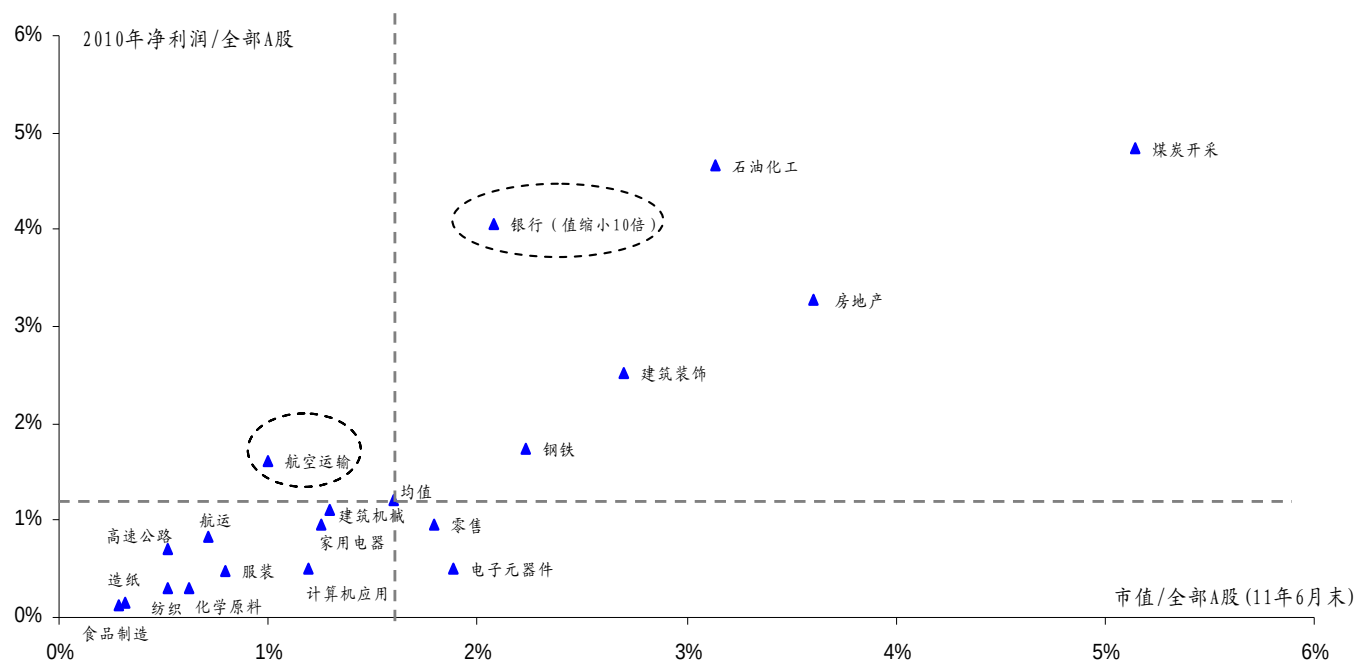
资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 各行业季度涨跌幅比较

行业	行业季度涨跌幅 (%)			
	05 年来均值	标准差	11 年 Q2	偏离
农林牧渔	7.64	21.37	-3.54	-0.52
煤炭开采	10.49	34.52	-2.19	-0.37
化工新材料	10.09	21.85	4.28	-0.27
化学原料	7.56	26.07	1.13	-0.25
化学制品	7.60	21.80	-2.25	-0.45
石油化工	5.18	22.35	-4.82	-0.45
钢铁	5.90	26.90	-7.06	-0.48
有色金属	12.30	34.63	-5.38	-0.51
建筑材料	9.82	25.37	0.34	-0.37
建筑装饰	7.11	19.92	-3.36	-0.53
电气设备	9.46	21.52	-7.81	-0.80
建筑机械	5.77	23.84	-3.71	-0.40
重型机械	9.26	29.14	-8.12	-0.60
电子元器件	9.72	29.64	-5.24	-0.50
汽车整车	5.25	17.75	-4.90	-0.57
汽车零部件	14.14	29.75	-3.38	-0.59
通信设备	6.23	25.98	-1.92	-0.31
家用电器	8.96	22.38	-0.11	-0.41
白酒	6.44	20.78	5.35	-0.05
食品制造	6.52	19.08	-5.74	-0.64
食品加工	6.65	26.29	-6.89	-0.51
纺织	7.34	24.63	-1.00	-0.34
服装	8.63	20.99	-5.02	-0.65
造纸	7.39	20.07	-7.22	-0.73
化学制药	9.01	19.31	-3.28	-0.64
生物制品	13.30	27.23	8.26	-0.18
中药	6.05	24.87	-12.00	-0.73
电力	4.19	19.84	-11.33	-0.78
航空运输	7.99	35.44	-14.24	-0.63
高速公路	4.23	20.01	-12.15	-0.82
航运	4.64	27.16	-9.46	-0.52
房地产	8.64	26.07	-0.89	-0.37
银行	7.55	23.82	-9.51	-0.72
证券	13.14	37.67	-2.37	-0.41
保险	7.64	21.37	-3.54	-0.52
零售	8.82	21.59	-6.95	-0.73
餐饮旅游	7.33	21.98	-9.65	-0.77
传媒	5.34	20.85	-4.87	-0.49
计算机应用	7.34	19.97	-1.73	-0.45
上证综指	4.98	20.78	-5.13	-0.49

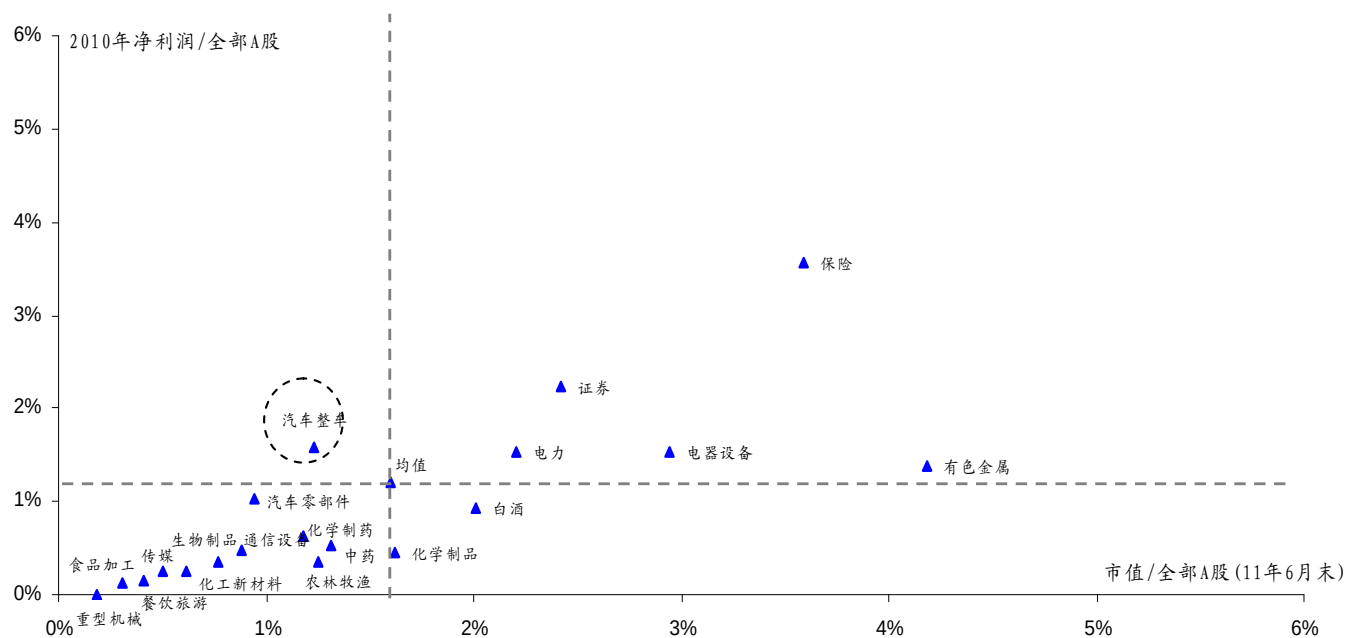
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 90 市值 - 盈利对比 1



资料来源：海通证券研究所

图 91 市值 - 盈利对比 2



资料来源：海通证券研究所

6. 结 论

宏观面找驱动：政策驱动的投资是亮点。三季度经济增长驱动力的变化是：消费增速略回落、出口增速小幅回升、投资增速小幅回落。亮点在于保障房、水利，电力、电信等政策驱动的投资望加速，以弥补上半年“欠账”。消费中关注销售已近低谷的汽车、地产等早周期行业景气回升。通胀结构的变化是：CPI 小幅回落，PPI 小幅回升，中游行业盈利望逐渐改善，下游的优势渐去。

产业链看景气：1) 投资链中看好水泥、电网设备、通信设备。水泥受益于保障房和水利投资，工程机械次之，电网设备受益于电力投资，通信设备受益于电信投资，有色、煤炭、钢铁等强周期行业受制于宏观和行业因素，其中动力煤相对较优。**2) 消费链中早周期的汽车、地产和旺季的空调较优。**根据我们宏观判断三季度经济增速启稳，据此早周期的行业景气望率先回升，如汽车、地产。稳定类消费品整体缺乏有吸引力的亮点，其中销售旺季的空调较优。**3) 出口链中电子行业虽景气低谷，但有望等待回升。**纺织服装虽然目前景气度相对较高，但三季度面临毛利率回落压力；电子行业虽然景气处低谷，但三季度随着日本电子产业链的恢复，有望回升；航运业景气仍处于低迷期。

价格链观盈利：1) IEA 抑油价将限制石油链行业表现。IEA 动作将有助平抑未来油价涨幅。化工产品未来涨价动力将不足，毛利率面临收窄压力，而玉米、大豆等生物燃料原料累积涨价已较高，价格相比油价并不具备优势。**2) 农产品链中养殖、维生素较优，但肉禽涨价空间有限。**随着供需改善，粮价、棉价上涨动力不足，农业、化纤股缺乏刺激，相比旺季中有提价能力的白酒较优。供给偏紧下肉禽涨价动力，但存栏量的改善和高猪粮比限制涨价空间。**3) 金融链整体缺乏亮点，盈利稳定的银行较优。**银行在加息周期下维持高息差，保险受益于债券利率上升但保费增速仍低迷。升值预期明显回落对造纸、航空刺激消退，造纸毛利受成本高企挤压，航空需观察高铁分流影响。

市场面测热度：综合绝对/相对估值、涨跌幅、市值盈利对比，1) 市场热度偏高行业：有色、化学原料、化学制品、化工新材料、农林牧渔、食品加工、白酒、生物制品、化学制品、电子元器件。**2) 偏低行业：**银行、汽车、房地产、航空、航运、高速公路、电气设备、电力、保险、传媒、石油化工、餐饮旅游。

综合宏观面找驱动、产业链看景气、价格链观盈利的分析，并参考市场面测热度的结果，2011 年三季度配置方向是：1) 受益于政策驱动相关投资加速，基本面环比改善的行业，如**水泥、电网设备、通信设备**；2) 基本面已经很差且估值低的早周期行业，基本面望环比改善，如**汽车、地产**及景气仍较高的**空调**。

附录. 行业比较产品系列

- 1、《行业比较数据月历》：每月第一个工作日推出；
- 2、《行业比较数据月报》：每月宏观经济数据公布后 2-3 个工作日推出；
- 3、《PMI 指标监测景气》系列：每月 3 日左右推出；
- 4、《PPI 价差监测毛利率》系列：每月 15 日左右推出；
- 5、《行业比较季度策略报告》：每季初推出。

信息披露

分析师声明

海通策略研究团队 荀玉根

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。

海通证券股份有限公司研究所

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

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

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434 lml@htsec.com
汪 辉 (021) 23219432 wanghui@htsec.com
刘铁军 (021) 23219394 liutj@htsec.com

联系人

高 远 (021) 23219669 gaoy@htsec.com
李 宁 (021) 23219431 lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197 chenrm@htsec.com
吴一萍 (021) 23219387 wuyiping@htsec.com
荀玉根 (021) 23219658 xyg6052@htsec.com

联系人

王 旭 (021) 23219396 wx5937@htsec.com
汤 慧 (021) 23219733 tangh@htsec.com

基金研究团队

娄 静 (021) 23219450 loujing@htsec.com
单开佳 (021) 23219448 shankj@htsec.com
倪韵婷 (021) 23219419 niyt@htsec.com
罗 震 (021) 23219326 luozh@htsec.com
唐洋运 (021) 23219004 tangyy@htsec.com

联系人

徐益望 (021) 23219443 xuyj@htsec.com
陈 瑶 (021) 23219645 chenyaoyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449 wuxx@htsec.com
丁鲁明 (021) 23219068 dinglm@htsec.com
郑雅斌 (021) 23219395 zhengyb@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732 fengjr@htsec.com
朱剑涛 (021) 23219745 zhujt@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445 jiangjx@htsec.com
邱庆东 (021) 23219424 qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409 chenmf@htsec.com
联系人
袁兵兵 (021) 23219454 ybb6053@htsec.com
蒋 科 (021) 23219474 jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438 zhb6065@htsec.com
刘惠莹 (021) 23219441 liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403 luying@htsec.com
潘 鹤 (021) 23219423 panh@htsec.com
汪立亭 (021) 23219399 wanglt@htsec.com
联系人
李宏科 (021) 23219671 lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422 kljiang@htsec.com
联系人
赵 健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404 dengyong@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411 longh@htsec.com
联系人
何继红 (021) 23219674 hejh@htsec.com
熊哲颖 (021) 23219407 xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405 dingpin@htsec.com
联系人
夏 木 (021) 23219748 xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610 lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董 乐 (021) 23219374 dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413 qiucc@htsec.com
联系人
张孝达 (021) 23219697 zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935 wangry@htsec.com
联系人
白 洋 (021) 23219646 baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420 ymniu@htsec.com
钱列飞 (021) 23219104 qianlf@htsec.com
联系人
虞 楠 (021) 23219382 yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473 zhaocx@htsec.com
冯梓钦 (021) 23219402 fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282 zhaoyong@htsec.com
联系人
齐 莹 (021) 23219166 qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391 liuyq@htsec.com

医药行业

联系人
刘 宇 (021) 23219608 liuy4986@htsec.com
刘 杰 (021) 23219269 liuj5068@htsec.com
冯皓琪 (021) 23219709 fhq5945@htsec.com

有色金属行业

联系人
刘 博 (021) 23219401 liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267 caoxf@htsec.com
联系人
易团辉 (021) 23219737 yith@htsec.com
张 瑞 (021) 23219634 zr6056@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com
联系人
孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com

建筑建材行业

联系人
赵 健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com

电力设备及新能源行业

张 浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com
联系人
牛 品 (021) 23219268 np6307@htsec.com
房 青 (021) 23219692 fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com
白瑜 (021) 23219430 baiy@htsec.com
联系人
汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com

银行业
联系人
刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com

社会服务业
林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com
谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com
联系人
贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com

造纸轻工行业
徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com
刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com
高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com

上海地区销售团队

高溱 (021) 23219386 gaoq@htsec.com
季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com
胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com
黄毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com
朱健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com
肖文宇 (021) 23219442 xiaowu@htsec.com
王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com

北京地区销售团队

孙俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com
张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com
殷怡琦 (010) 58067944 yinyq@htsec.com
王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com