

消费仍为主战场，关注可选消费景气向好

——8 月行业配置报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

穆启国
SAC 执业证书编号:S1000510120006
(021)5010 6020
muqg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

顾益辉
(021)50106027
guyh@mail.htlhsc.com.cn

我们分别从宏观驱动、景气先导、盈利确认、估值强化四个方面来进行综合比较。在宏观背景短期纠结的背景下，8 月份我们偏好从景气和盈利中寻找确定性的行业。

首先，宏观驱动的角度看，海外债务危机使得大宗商品短期承压，能源获得大幅超额收益的空间不大；领先指标继续回落有利于稳定消费和医药的获得超越收益；而通胀中期触顶，使得下游可选消费优于上游能源；PPI 价差的收缩导致工业的超额收益在短时间内难有改观。8 月宏观驱动的大类行业排序：稳定消费、可选消费、医药、材料、能源、工业。

其次，从景气驱动的角度看，我们构建从新订单->销量->库存->产量->产能的景气周期。通过市场检验来看，下游消费和设备类超额收益更多的来自新订单启动和销量确认；部分消费类的超额收益需关注库存周期；而中游原材料需要盯住产能利用率以及产能投放。8 月景气关注的行业有：纺织、交运设备、金属制品、饮料制造、房地产、装修装饰、铁路运输、专用设备。

再次，从盈利确认的角度看，工业企业利润中代表可选消费的交运设备和电气机械行业的盈利仍然低位，但是已经有反转迹象。而稳定消费类均保持较快增长。当前盈利确定性向好的行业主要是饮料制造、食品制造、医药制造。

最后，从估值的强化的角度，我们主要关注两类低估值行业。1、估值与盈利基本同步，而当前盈利的驱动因素开始上升的行业。2、估值领先于盈利的行业中，盈利虽处于底部，未来反弹的空间较大的行业。近期关注的行业是：化学纤维、餐饮、专用设备、房地产、航空运输、铁路运输。

综合推荐的行业有：食品制造、交运设备、房地产、铁路运输、专用设备

目 录

一、行业配置回顾与展望	4
二、宏观驱动：领先指标下滑，消费仍是主线	6
能源：大宗走弱，能源的超额收益回落	7
材料、工业：PPI 价差显示毛利仍未转好	8
可选消费：CPI 拐点临近，可选消费中期收益仍可关注	10
医疗、稳定消费：领先指标持续回落，医药稳定消费价值凸现	11
科技：经济环境并不支持，仍需关注政策驱动	11
三、景气先导：关注交运设备等行业的景气向好	12
景气模型构建框架	12
景气的实体检验和市场检验	14
8 月关注：关注景气反转行业	18
四、盈利确认：稳定消费占优，设备制造类企稳	20
五、估值强化：关注盈利驱动因素同步上行行业	22
盈利驱动下寻找估值优势行业	22
六、综合推荐汇总	24
附录：	27

图 1：近一个月行业相对沪深 300 涨幅情况	4
图 2：近一个月份盈利增速上调幅度	4
图 1：我们的框架	5
图 4：能源超额收益与 C R B 价格指数	8
图 5：OECD、美元与 CRB 走势走势	8
图 6：能源的超额收益与 PMI 原材料库存指数正相关	8
图 7：能源几大下游的原材料库存仍在下滑	8
图 8：材料行业利润增速贡献的核心因素是毛利率	8
图 9：材料的毛利与超额收益息息相关	9
图 10：PPI 材料-PPI 采掘是监控材料毛利仍在低位	9
图 17：医药行业的超额收益与经济领先指标负相关	11
图 18：必需消费品超额收益来源于市场波动加剧	11
图 21：景气循环周期以及跟踪指标	13
图 22：景气传导分布图	14
图 23：交运设备新订单领先于销量（较稳定，2 期）	15
图 24：交运设备的销量领先于库存不稳定	15

图 25:	交运设备的销量领先产量（较稳定）	15
图 26:	交运设备的产量领先产能（不稳定）	15
图 27:	交运设备的新订单与超额收益	17
图 28:	交运设备的销量与超额收益	17
图 29:	交运设备的库存（反序）与超额收益	17
图 30:	交运设备的产量与超额收益	17
图 31:	8 月新订单与销量周期	18
图 32:	8 月销量与库存周期	18
图 33:	8 月库存与产量周期	19
图 34:	8 月产量与产能	19
图 35:	8 月价差周期分布	20
图 36:	煤炭开采利润累计同比持平	20
图 37:	金属材料类利润累计同比下行	20
图 38:	通用设备与专用设备利润累计同比下行	21
图 39:	电气机械与交运设备利润累计同比下行	21
图 40:	纺织服装类利润累计同比持平	21
图 41:	食品饮料医药利润累计同比上行	21
图 42:	纺织服装与轻工类 5 月利润累计同比	21
图 43:	食品饮料医药 5 月利润累计同比	21
图 44:	食品毛利率与相对估值	23
图 45:	饮料制造的毛利率与相对估值	23
图 46:	化学纤维的 ROE 与相对估值	23
图 47:	纺织的 ROE 与相对估值	23
图 2:	相对估值的位置	23
图 1:	跟踪比较的框架	27

一、行业配置回顾与展望

受欧美债务危等因素影响，近期市场大幅震荡，总体板块轮动加快，大多数行业难以获持续的得超额收益。我们在7月初将可选消费以及地产、金融作为配置品种。主要是基于通胀逐步回落，投资时钟转换的逻辑。7月通胀超预期，使得经济周期切换的时间延长，而地产二三线城市的期调控引发市场担忧。食品饮料行业中报表现靓丽，使得稳定消费类获得了不俗的表现。在宏观背景短期纠结的情况下，8月份我们偏好从景气和盈利中寻找确定性的行业。

首先，宏观驱动的角度看，稳定消费优于周期。海外债务危机导致大宗商品承压，能源获得大幅超额收益的概率不大；领先指标继续回落，有利于稳定消费和医药的获得超越收益；通胀中期触顶，使得下游可选消费优于上游能源；PPI价差的收缩导致工业的超额收益在短时间内难有改观。宏观驱动的大类行业排序：**稳定消费、可选消费、医药、材料、能源、工业。**

其次，从景气驱动的角度看，我们分别从新订单、销量、库存、产能利用率以及价差等角度刻画行业的景气状态。我们构建从新订单->销量->库存->产量->产能的景气周期。一轮正常的景气周期是由新订单开始上升引起，接着销量的回升确认新订单的真实，随着销量上升企业库存得到消化，产量开始上升，最后出现产能瓶颈引发行行业产能投放。下游消费和设备类超额收益更多的来自新订单启动和销量确认，部分消费关注库存周期，而中游原材料需要盯住产能利用率以及产能投放。**关注纺织、交运设备、金属制品Ⅱ、饮料制造、房地产、装修装饰、铁路运输Ⅱ。**

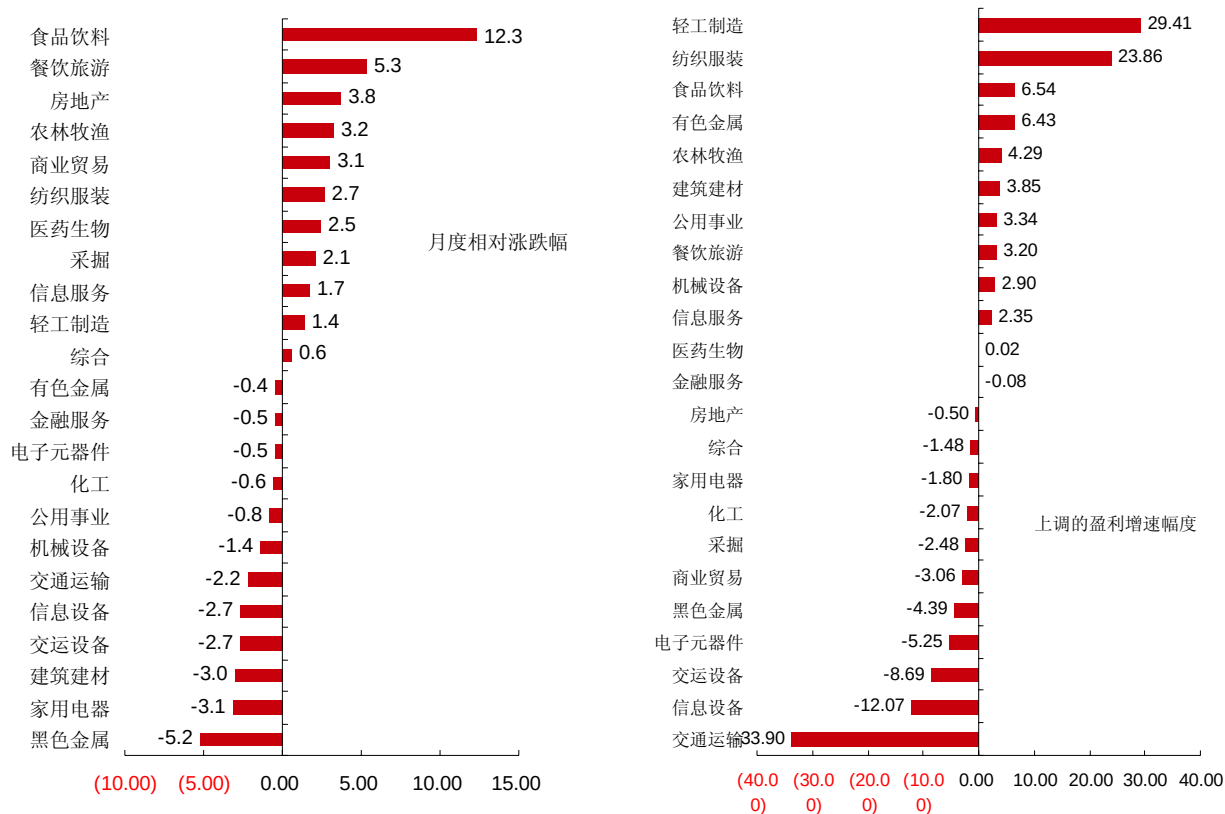
再次，从盈利确认的角度看，工业企业中代表可选消费的交运设备和电气机械行业的盈利仍然低位，但是已经有反转迹象。而稳定消费类饮料制造、食品制造、医药制造均保持较快增长。**当前盈利确定性向好的行业主要是饮料制造、食品制造、医药制造。**

最后，从估值的强化的角度看，我们主要关注两类低估值行业。1、估值与盈利基本同步，而当前盈利的驱动因素开始反转上升的行业。2、估值领先于盈利的行业中，盈利处于强势下降，未来反弹的空间较大的行业。近期关注的行业是：化学纤维（ROE反转上升，盈利同步于估值）、纺织（ROE反转上升，盈利同步于估值）、餐饮（毛利反转上升，盈利同步于估值）、装修装饰（毛利反转上升，盈利同步于估值）、食品制造（ROE反转上升，盈利同步于估值）、饮料制造（ROE反转上升，盈利同步于估值）、专用设备（ROE强势下降，盈利滞后估值）。**关注食品、装修装饰、专用设备、房地产、铁路运输等行业。**

综合推荐的行业有：食品制造、交运设备、房地产、铁路运输、专用设备。

图1：近一个月行业相对沪深300涨幅情况

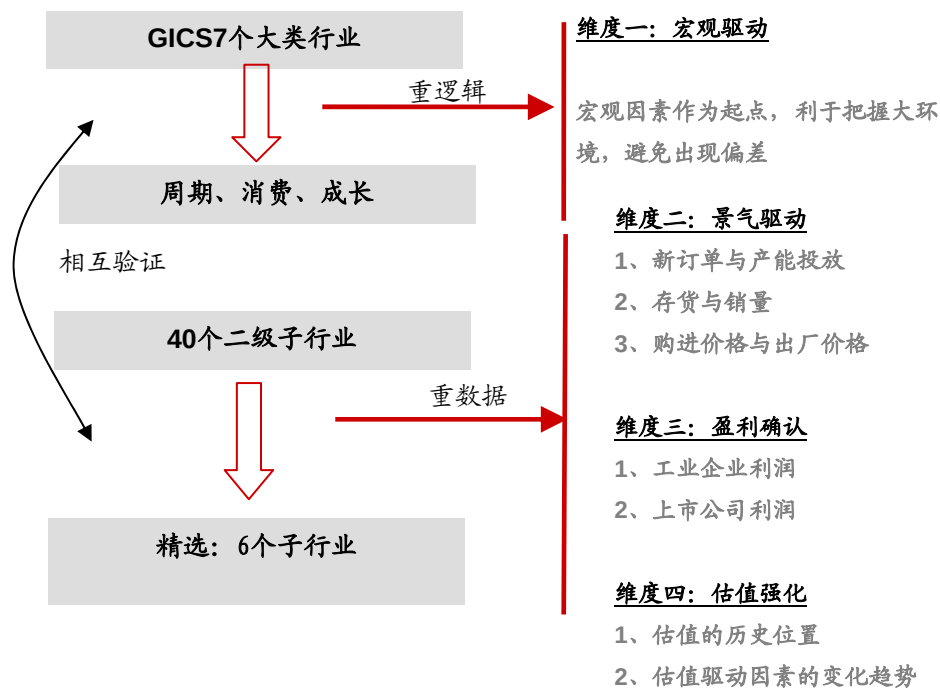
图2：近一个月份盈利增速上调幅度



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所 (10-07-17-10-08-17)

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所 (10-07-17-10-08-17)

图 1: 我们的框架



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所整理

二、宏观驱动：领先指标下滑，消费仍是主线

表 1: 我们抽象出当前的宏观观点:

	宏观指标	7 月份实际数据	7 月预期数据	是否超预期	当前趋势	未来 1 个月的趋势判断
经济	P M I	50.7	\	符合	下滑	继续下滑
	工业增加值	14	14.5	低于预期	下滑	下滑
	固定资产投资	25.4	25.4	符合	下滑	下滑
	出口	20.4	17.6	符合	反弹	下滑
	消费	17.2	17.5	略低预期	上升	持平
	产品库存	49.2		下滑	下滑	去库存
通胀	CPI	6.5	6.3	超出	上升	触顶
	PPI	7.5	7.3	超出	上升	回落
	美元指数	74.4	\		触底	反弹
流动性	货币 M2			低于预期	下降	
	CRB 指数	540		下滑	下滑	

资料来源: wind, 华泰联合证券研究所整理

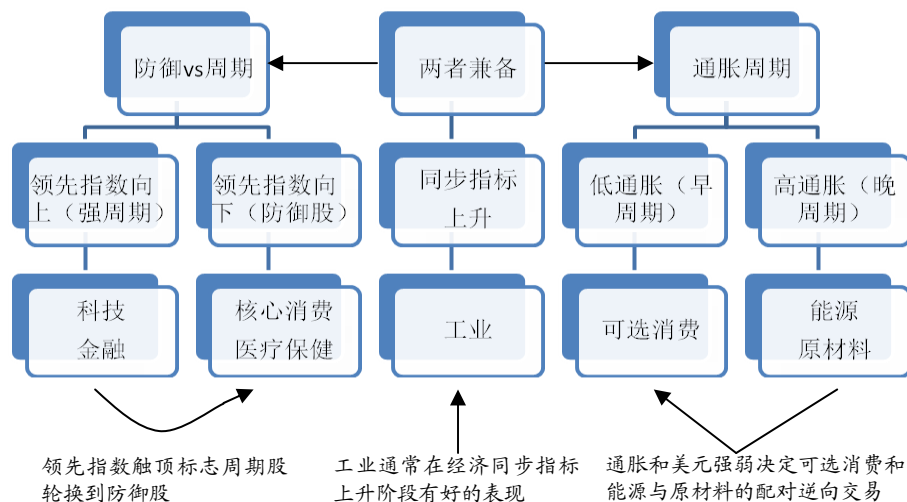
从我们的宏观框架来看审视近期的行业表现，消费仍然持续的好于周期。首先，从收入角度看，PMI 指标下滑以及投资的确定性下行，使得投资主导的周期品持续环境弱于消费品。其次，从影响行业毛利的角度看，短期 P P I 下行较为确定，CPI 与 PPI 的价差空间扩大，使得下游消费股的空间依然好于上游中游的周期品。最后从影响行业费用率的财务杠杆和营运杠杆的角度来看，在去库存阶段，由于价格面临下滑，轻资产消费类行业盈利表现要好于重资产周期类行业；货币紧缩期，轻资产的消费类要优于重资产的周期类行业。

表格 1: 行业盈利表现的宏观环境理解

变量	角度	宏观监控变量	现在阶段特征	近期宏观背景下的比较
收入	收入弹性	PMI、出口、投资消费	现阶段通胀高位，经济触底，低投资弹性的行业有利	消费>周期
毛利	毛利空间	CPI、P P I	现阶段下游空间打开，中游受到挤压，7 月数据显示下游的利润略有下降	消费>周期
费用率	营运杠杆 财务杠杆	库存、货币增速	去库存阶段轻资产公司占优紧缩周期，低负债行业受益	消费>周期

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图3: 宏观主题和大类行业配置



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

能源：大宗走弱，能源的超额收益回落

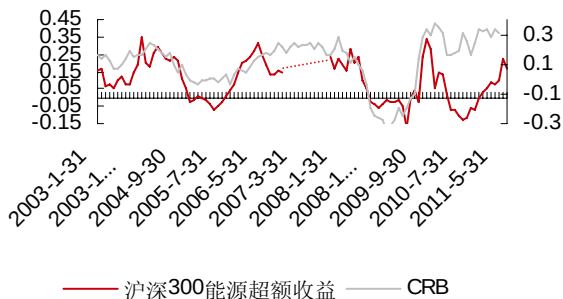
对于能源类行业我们认为主要两个因素主导了能源的超额收益：

首先大宗商品价格走势。结合我们宏观判断，当前欧洲和美国债务危机加剧，美元作为主要避险资产仍有一定的上行动力，大宗商品短期承压。同时，在 OECD 经济领先指标持续下行的背景下，大宗商品近期大幅上升的概率偏小。

其次、国内制造业的需求也是能源获得超额收益的关键。能源的主要包含煤炭，石油、矿业等，从产业链的角度看其对应的主要下游分别为钢铁、建材、有色金属等中游材料行业。我们观察到近期几大下游的主要原材料库存指数仍处于下滑，这表明在经济放缓的主要工业仍处于去库存周期，需求的疲软导致对能源的需求在减弱。

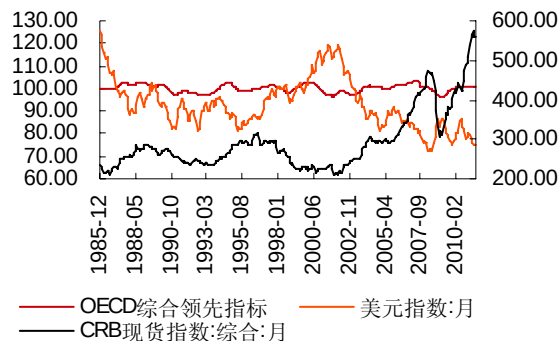
综合海外大宗价格和国内需求来看，能源近期获得超额收益机会并不显著。

图4: 能源超额收益与 C R B 价格指数



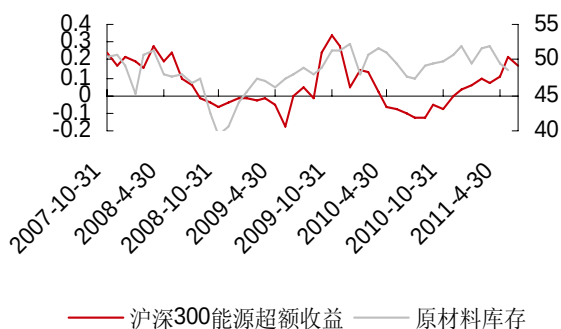
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图5: OECD、美元与 CRB 走势



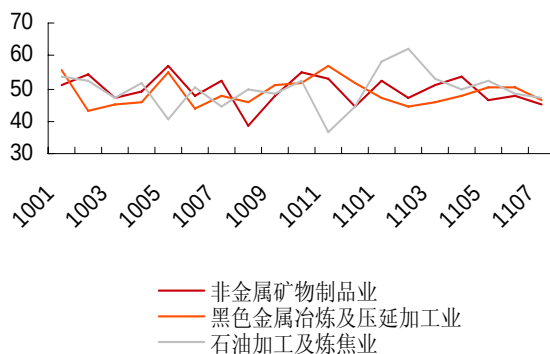
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图6: 能源的超额收益与 PMI 原材料库存指数正相关



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图7: 能源几大下游的原材料库存仍在下滑

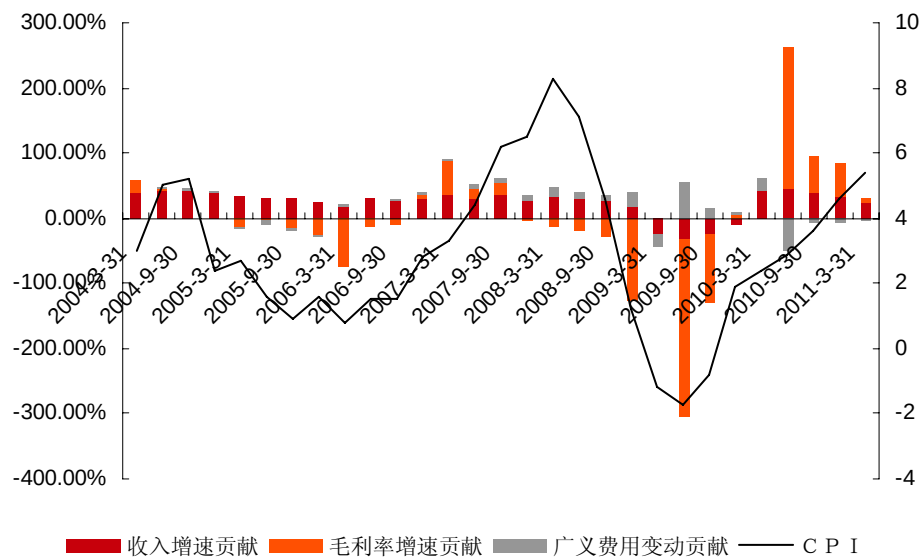


资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

材料、工业: PPI 价差显示毛利仍未转好

对于材料类行业来说,属于典型的中游行业,一方面受制于上游能源价格的波动,另一方面受制于下游需求的波动,其毛利空间是度量超越收益变动的核心指标,回顾2004年以来,毛利率波动也是其盈利增速的主要贡献力量。我们使用 PPI 材料-PPI 采掘来作为材料类的毛利率的领先指标。根据7月份的数据显示,材料的毛利空间仍然在低位。

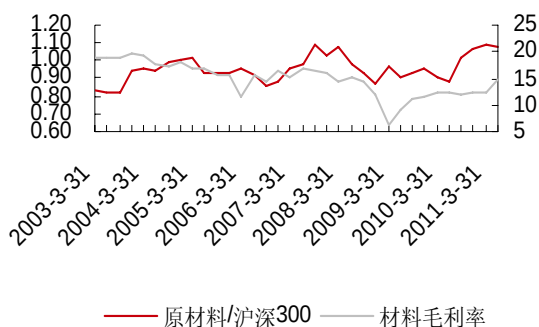
图8: 材料行业利润增速贡献的核心因素是毛利率



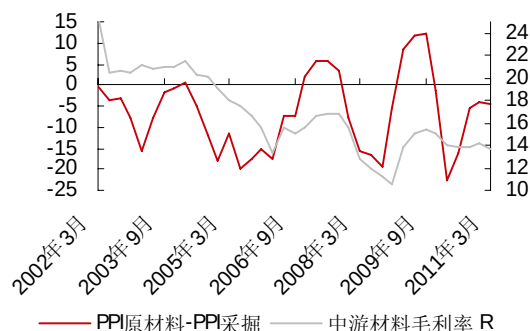
资料来源: wind,, 华泰联合证券研究所整理

图9: 材料的毛利与超额收益息息相关

图10: PPI 材料-PPI 采掘是监控材料毛利仍在低位



资料来源: Wind , 华泰联合证券研究所

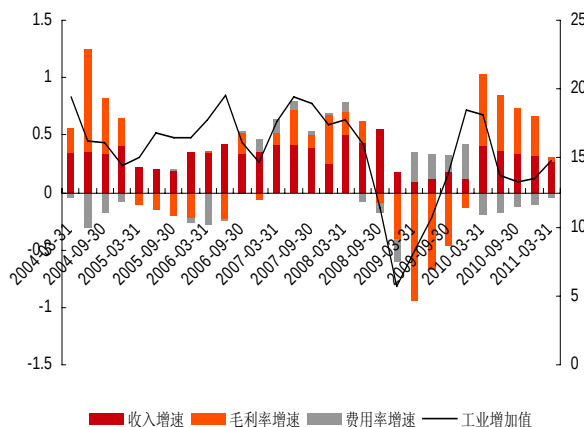


资料来源: Wind , 华泰联合证券研究所

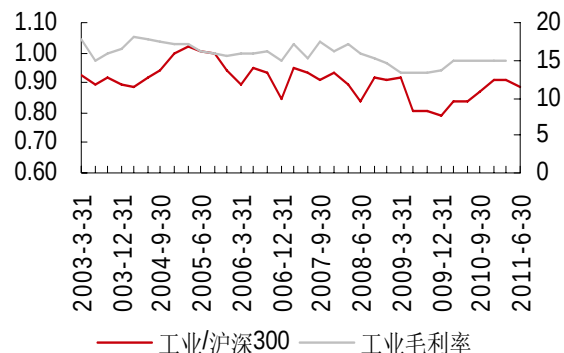
中游工业制造连接下游需求和上游成本，毛利依然是观察的重点。从需求的角度来看，工业往往与经济同步指标相关，美国工业超额收益往往滞后经济领先指标6个月，中国工业超额收益往往滞后经济领先指标。我们用PPI工业-PPI材料作为监控工业行业毛利率的领先指标。从当前的PPI分项数据来看，工业的毛利空间有所改善，但仍处于下滑通道，整体获得超额收益的概率偏小。

图11: 工业利润增速的核心驱动在于毛利率变化

图12: 工业超额收益与工业毛利率正相关

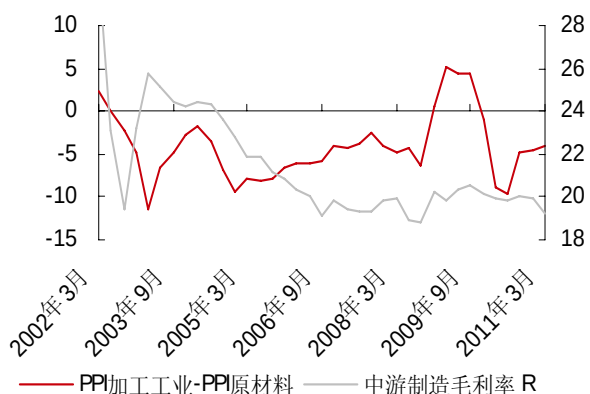


资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所



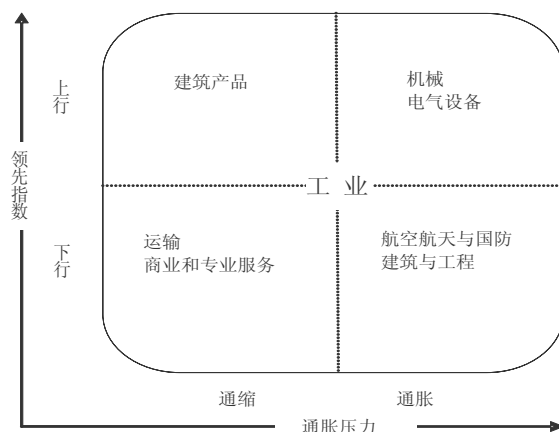
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图13: PPI 加工-PPI 材料是监控毛利率的指标



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图14: 工业子行业的超额收益



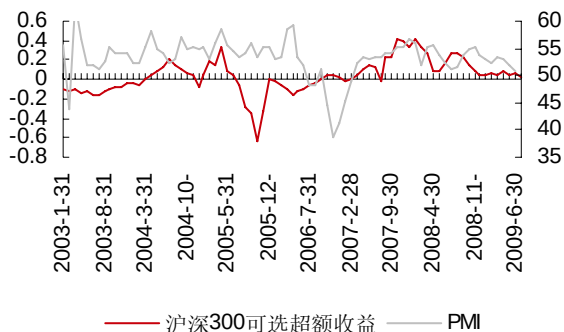
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

可选消费：CPI 拐点临近，可选消费中期收益仍可关注

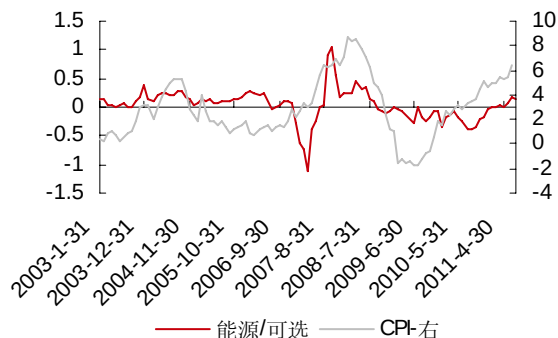
经济回落使得大宗商品价格上行空间受到抑制，因此通胀环比压力将逐步下降，尤其是工业品的价格，因此可选消费品成本压力开始逐步下降。从经济周期来看，可选消费属于早周期行业，通胀的确定下行后，可选消费将有不错的表现。7月通胀将已经临近拐点，我们认为可选消费获得超额收益将逐步改善。

图15: 可选消费属于早周期行业

图16: 中国油价可选消费配对逆向交易驱动力在于通胀



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

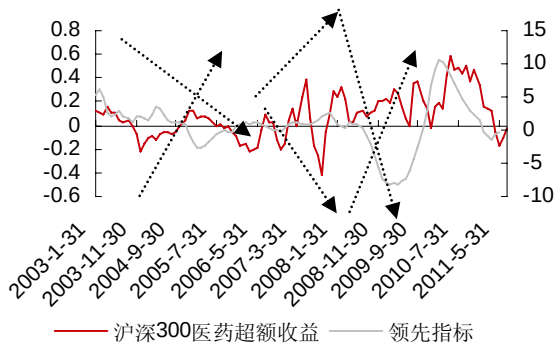


资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

医疗、稳定消费：领先指标持续回落，医药稳定消费价值凸现

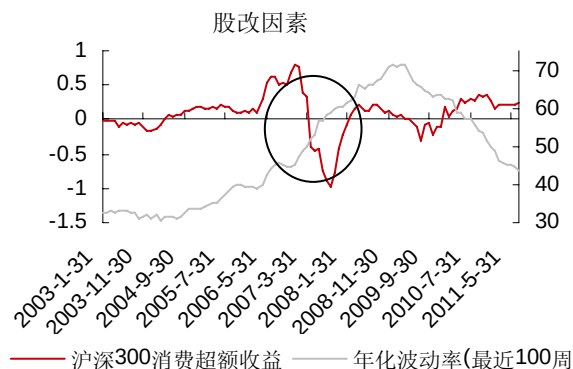
从历史数据表明，医药与稳定消费的超额收益与经济领先指标负相关。随着经济领先指标持续回落，医药和稳定消费类行业超额收益有望持续上升。另外稳定消费品的超额收益与市场波动率成正相关。8月标普下调美国债务评级等事件冲击市场，市场整体的波动加大，稳定消费价值凸现。

图17： 医药行业的超额收益与经济领先指标负相关



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图18： 必需消费品超额收益来源于市场波动加剧



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

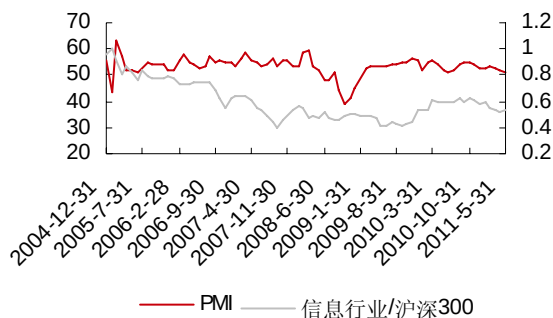
科技：经济环境并不支持，仍需关注政策驱动

我们总结科技类成长股超额收益的三种环境

- 1、经济开始复苏，市场寻找业绩增长的成长价值
- 2、政策+资金配置+情绪配合 = 成长牛市（2010年的故事）
- 3、市场整体下跌中后期，周期股主导跌幅阶段，科技股有超额收益。

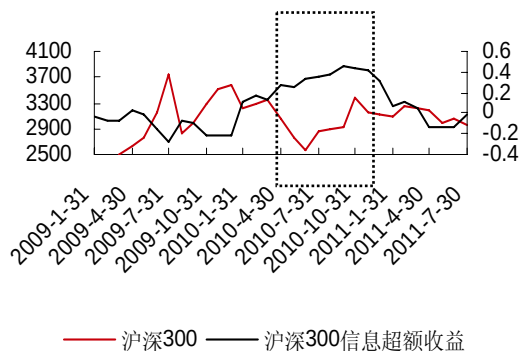
前情经济仍然探底阶段，部分成长股业绩不达预期使得科技类成长股整体性行情难有表现。近期关于新兴产业的十二五规划即将公布，我们判断经历成长股经历前期的大起大落后，市场将更为理性，需要重点把握有确定性成长前景的子行业。

图19: 信息行业超额收益与经济领先指标同步



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图20: 信息行业超额收益同比领先大盘走势



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

大类行业比较结论：稳定消费、医药、可选消费、科技、能源、材料、工业

大宗走弱，能源获超额收益受限；PPI 价差收缩导致工业的超额收益受限；领先指标继续回落，稳定消费和医药占优；通胀中期触顶，下游可选消费超额收益值得关注。

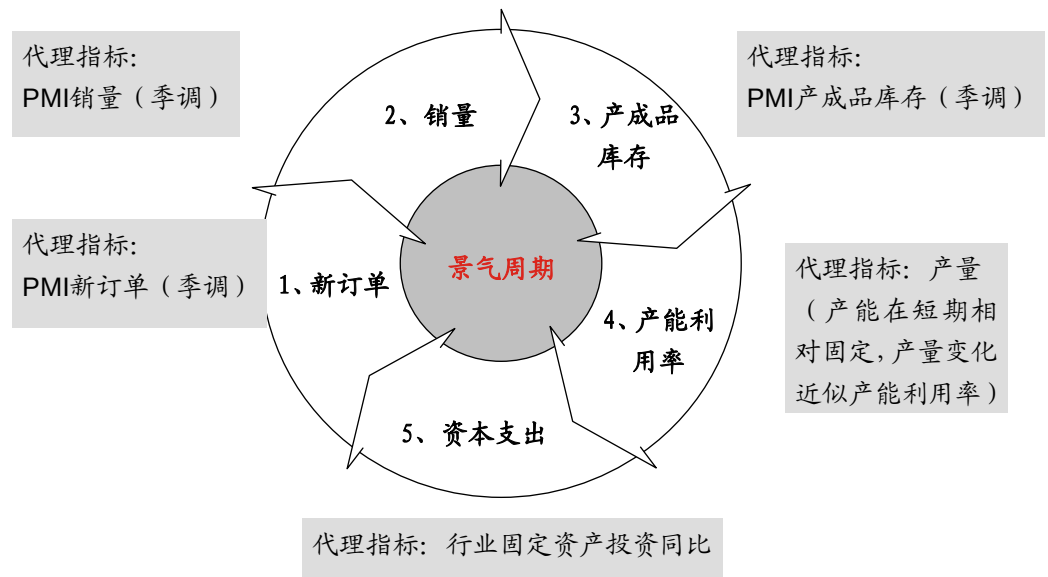
风险：QE3 推出，美国债务问题恶化，通胀持续创新高。

三、景气先导：关注交运设备等行业的景气向好

景气模型构建框架

传统财务指标的模型的问题在于财务指标是而是景气的原因而非结果，我们认为影响行业供需变化的变量才是判断行业景气的关键指标，如新订单、产能利用率、销量、产成品库存等等。一轮正常的景气周期是由新订单开始上升引起，接着销量的回升确认新订单的真实，随着销量上升企业产成品库存得到消化，产量开始上升，最后出现产能瓶颈引发行业产能投放。因而正常的景气周期顺序为：新订单->销量->库存->产量->产能。

图21: 景气循环周期以及跟踪指标



资料来源: wind, 物流采购协会, 华泰联合证券研究所整理

注意: 非制造业没有库存对应省略了产成品库存环节

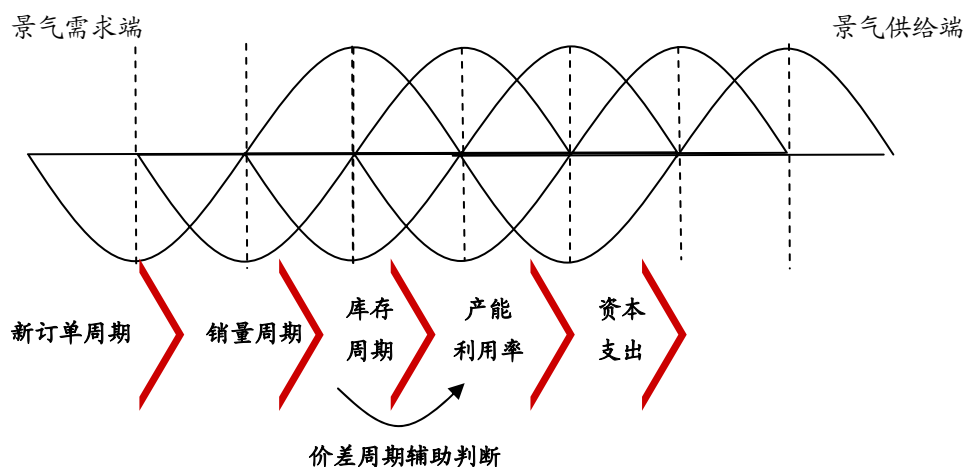
表格 2: 景气变量说明和跟踪

景气变量说明		跟踪指标
新订单	接到新的下游订单, 代表了未来需求情况	PMI 行业新订单 (季调)
销量	当期的销售情况, 是对新订单的确认	PMI 行业销量 (季调)
产成品库存	代表了整体行业当期的库存状态	PMI 行业产成品库存 (季调)
产能利用率	在短期来看由于产能的相对固定, 产能利用率的波动可用产量的波动近似代替。	PMI 行业产量 (季调)
产能投放:	行业用于扩产而进行的资本支出	统计局固定资产投资分行业 (同比)

资料来源: 华泰联合证券研究所整理

PMI 与 PPI 构建的价差是对量景气的补充。 新订单、销量、库存、产能分别从需求量的角度考察了景气。我们认为价格对行业的景气变化也至关重要。对于制造业而言 PPI 代表了工业品出厂价格指数。PMI 提供了购进价格指数, 两者之间的趋势变动体现了毛利率的周期变动。我们观察 PPI 与购进价格的变动方向从而进一步判断价差对行业毛利的影响。当行业 PPI 向上, 购进价格向下变化时, 我们认为整个行业的价差扩大, 行业向有利于毛利提升的方向运行。而通常价格的变动往往在销量上升, 库存变动的阶段有所反应。价差的扩大是对量景气的补充。

图22： 景气传导分布图



资料来源：华泰联合证券研究所整理（基于8月1日公布的PMI最新数据）

景气的实体检验和市场检验

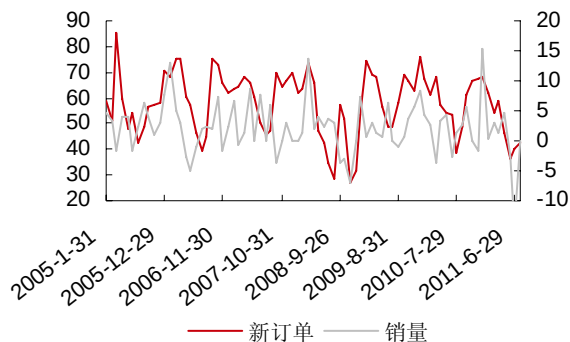
我们提出了一个景气周期的行业分析筛选框架，但是仍有两个问题需要我们解决：首先、行业的运行数据是否支持景气周期的循环规律，即实体经济的检验效果。其次、行业的市场表现与景气周期的相关性如何，行业在哪个周期启动后能够确认超额收益。

实体检验

对于大多数行业来说，新订单对于销量有稳定的领先关系，销量与产量的领先关系也较为确定，但是库存、销量、产量之间的领先滞后关系并不稳定，产量对产能的领先也不稳定。我们分析认为由于大多数行业存在社会库存，社会库存作为部分的备用供给可以对行业的新订单和销量进行调节，进而对冲了企业库存的波动，因而库存、销量、产量之间难以很难做到明显的领先，需要根据不同的行业结合判断。而产量不能领先产能，主要是由于投资刚性的存在使得行业产能的投放并未完全按照产量的扩张进行，因而产能的投放的需要具体分析各个行业。

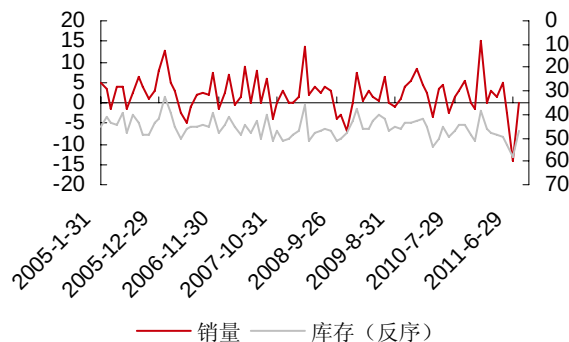
以交运设备为例观察各个行业景气变量的领先滞后性。

图23: 交运设备新订单领先于销量（较稳定，2期）



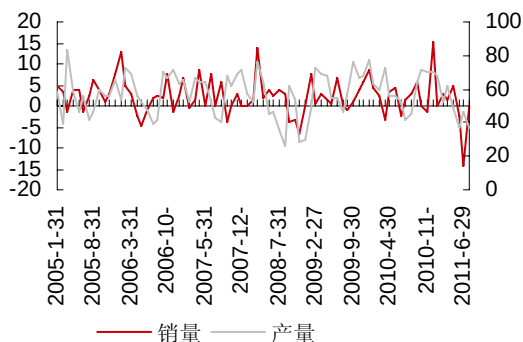
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图24: 交运设备的销量领先于库存不稳定



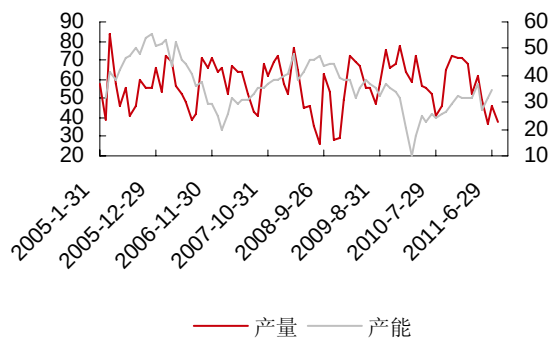
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图25: 交运设备的销量领先产量（较稳定）



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图26: 交运设备的产量领先产能（不稳定）



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

市场检验

从市场检验来看，每个子行业超额收益对各个景气阶段的敏感度不尽相同，使得市场检验的结果更为分散。我们总结结论如下：

- 1、大多数行业在新订单起步，销量确认的环节有超额收益，新订单和销量可以作为配置跟踪的重点依据。
- 2、具体来看，下游稳定消费更多的来自销量，部分可选消费关注库存，而中游原材料需要盯住产能利用率以及产能投放。事实上对于消费而言，产能的投放意味着供给的增加带来行业景气的下行，超额收益与产能投放有较强的负相关性。而对某些中游材料行业而言，产能投放存在刚性，大规模的扩产表明行业全面景气的到来，将带来大幅超额收益，如2004年钢铁行业产能大幅扩张，在同时阶段获得了可观的超额收益。因此对各个景气周期与超额收益的相关性不能一概而论，需要具体分析。

表格 3：各个子行业超额收益与各自景气周期启动的相关性分布表

维度		超额收益的相关性较高的行业	主要大类分布
需求面	新订单	食品制造、房地产、有色金属冶炼	消费
	销量	电气设备、纺织、建筑材料、金属制品Ⅱ、普通机械、专用设备、高速公路Ⅱ、航空运输Ⅱ、计算机应用装修装饰、零售、航运Ⅱ、酒店Ⅱ	消费制造、消费服务、工业制造
	库存	服装Ⅱ、交运设备、家具、通信设备、医药生物、饮料制造	可选消费
	产能利用	化学原料、石油化工、造纸Ⅱ、物流Ⅱ	原材料
供给面	产能投放	黑色金属、化学纤维	原材料

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

表格 4：子行业超额收益与景气变量的相关系数表

	新订单	销量	库存	产量	产能
电气设备	-0.145	0.103	0.040	0.040	-0.155
纺织	0.069	0.160	-0.028	0.026	0.144
建筑材料	-0.175	0.066	-0.055	-0.182	-0.051
服装 II	-0.222	-0.022	0.335	-0.181	-0.343
黑色金属	0.149	-0.051	-0.108	0.179	0.227
化学纤维	0.066	0.212	0.107	0.134	0.420
化学原料	0.105	-0.062	-0.004	0.168	-0.399
交运设备	0.051	-0.048	0.214	0.147	-0.614
金属制品 II	-0.115	0.315	-0.211	-0.162	-0.745
家具	-0.492	-0.287	0.545	-0.377	-0.487
石油化工	-0.048	-0.029	-0.397	0.050	0.195
食品制造	0.250	0.313	-0.343	-0.003	0.354
通信设备	-0.083	-0.181	0.284	0.127	0.486
普通机械	0.131	0.247	0.099	-0.081	-0.687
医药生物	-0.099	-0.230	0.324	0.035	0.602
饮料制造	-0.136	-0.092	0.035	-0.049	-0.014
有色金属冶炼 II	0.156	0.080	-0.025	-0.148	-0.003
造纸 II	0.098	0.148	-0.323	0.306	0.159
专用设备	-0.030	0.037	0.041	-0.300	-0.050
餐饮 II	-0.062	-0.154	无	-0.014	无
高速公路 II	-0.008	0.054	无	-0.066	无
通信运营 II	-0.246	-0.062	无	-0.406	无
房地产	0.389	-0.092	无	0.302	无
物流 II	0.072	-0.007	无	0.298	无

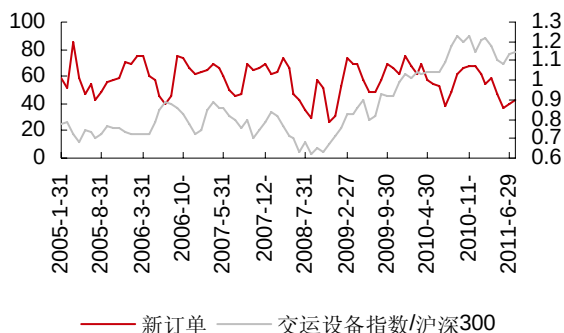
航空运输 II	0.080	0.142	无	0.055	无
计算机应用	-0.140	0.202	无	-0.178	无
建筑施工	-0.316	-0.224	无	-0.485	无
装修装饰	0.116	0.276	无	0.107	无
零售	0.008	0.513	无	0.077	无
贸易 II	-0.001	-0.029	无	-0.006	无
航运 II	0.057	0.065	无	0.025	无
铁路运输 II	-0.183	-0.205	无	-0.373	无
酒店 II	0.121	0.234	无	0.143	无

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

注意: 红色为最大, 表明超额收益在众多景气变量与该变量最相关; 另非制造业的消费服务类行业不存在产成品库存与产能投放, 该项数据为空

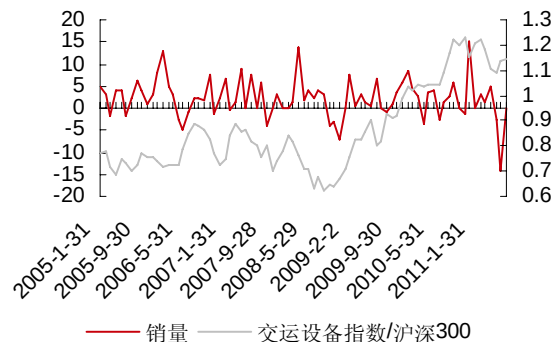
以交运设备为例的景气周期与超额收益关系:

图27: 交运设备的新订单与超额收益



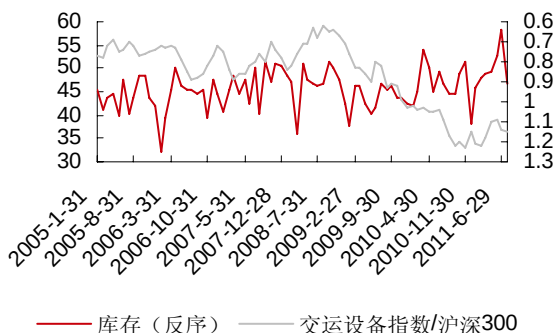
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图28: 交运设备的销量与超额收益



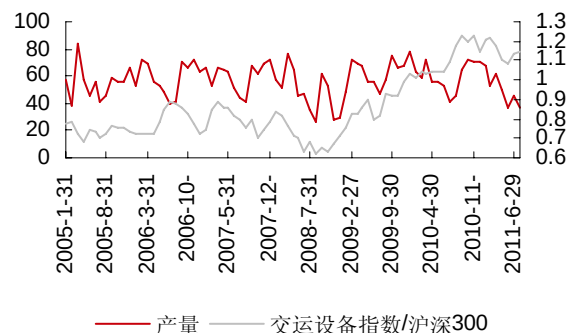
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图29: 交运设备的库存（反序）与超额收益



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图30: 交运设备的产量与超额收益

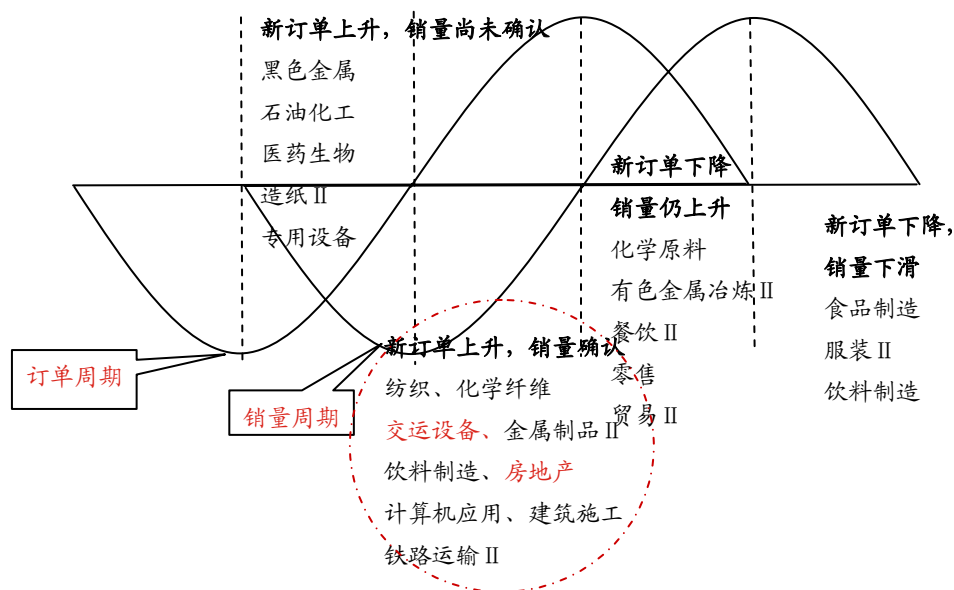


资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

8月关注：关注景气反转行业

从我们跟踪的量的景气周期看，纺织、化学纤维、交运设备、金属制品Ⅱ、饮料制造、房地产、计算机应用、建筑施工、铁路运输Ⅱ的各项景气指标均得到确认，需要重点关注。而价差监控的毛利方面，扩大的行业有化学纤维、化学原料、金属制品Ⅱ、石油化工、有色金属冶炼Ⅱ、造纸Ⅱ、纺织、交运设备、专用设备、通信运营Ⅱ、房地产、装修装饰。

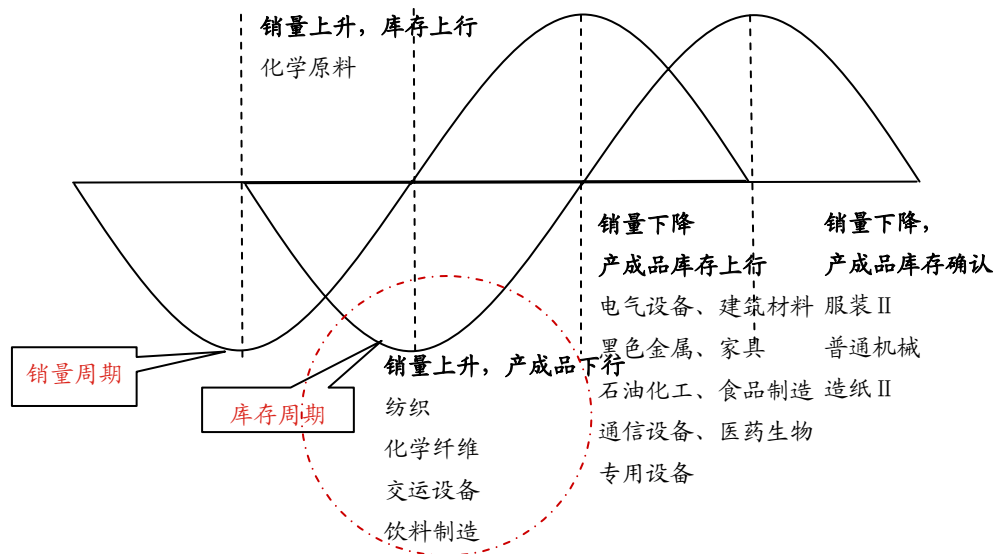
图31： 8月新订单与销量周期



资料来源：wind，物流采购协会，华泰联合证券研究所整理（基于8月1日公布的PMI最新数据）

而从跟踪的库存与产量周期看，纺织、化学纤维、交运设备、饮料制造基本得到确认。

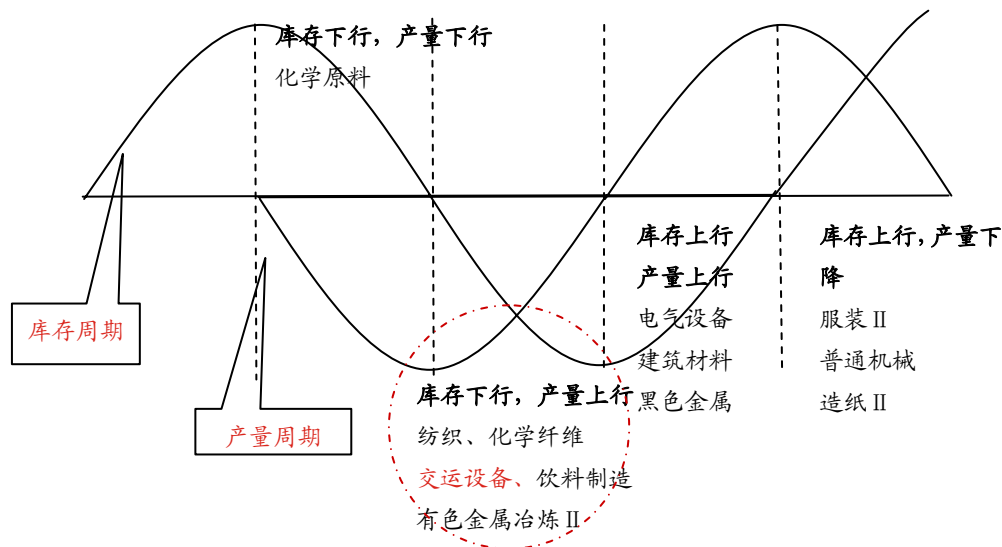
图32： 8月销量与库存周期



资料来源：wind，物流采购协会，华泰联合证券研究所整理（基于8月1日公布的PMI最新数据）

而从跟踪的库存与产量周期看，纺织、化学纤维、交运设备、饮料制造、有色金属冶炼Ⅱ基本得到确认。

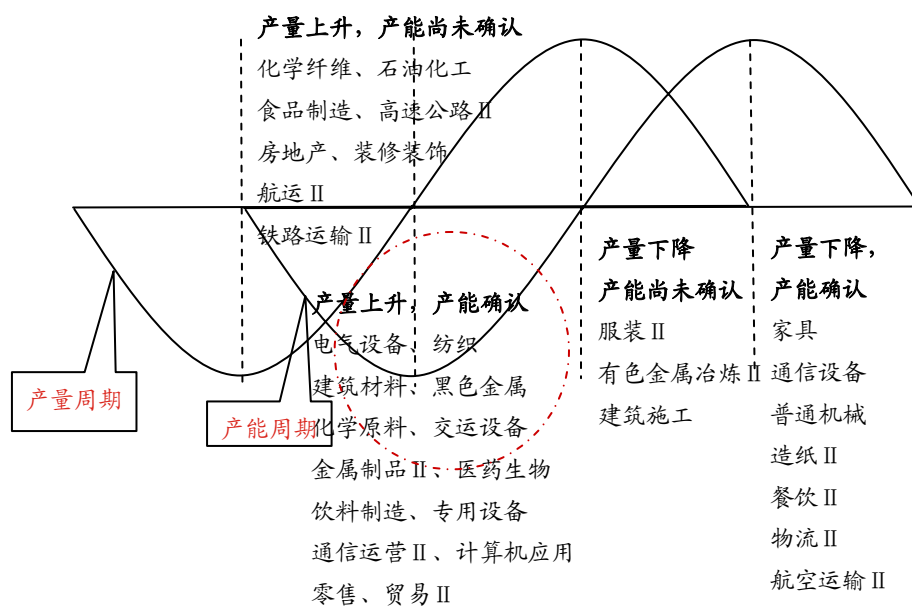
图33： 8月库存与产量周期



资料来源：wind，物流采购协会，华泰联合证券研究所整理（基于8月1日公布的PMI最新数据）

而从跟踪的产量与产能周期看，电气设备、纺织、建筑材料、黑色金属、化学原料、交运设备、金属制品Ⅱ、医药生物、饮料制造、专用设备、通信运营Ⅱ、计算机应用、零售、贸易Ⅱ得到确认。

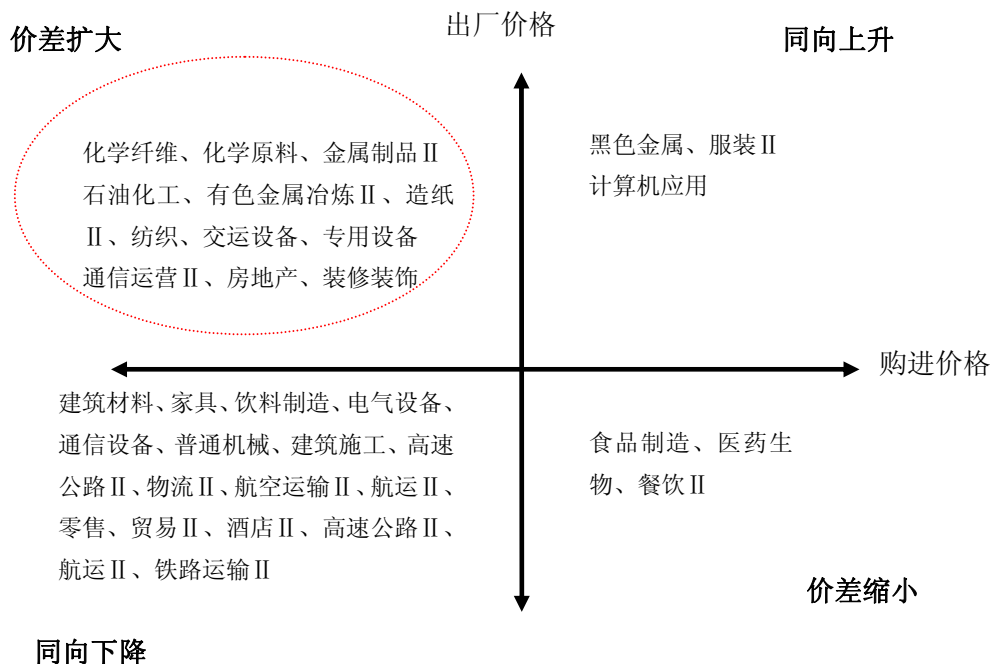
图34： 8月产量与产能



资料来源：wind，物流采购协会，华泰联合证券研究所整理（基于8月1日公布的PMI最新数据）

目前来看价差扩大的行业有化学纤维、化学原料、金属制品Ⅱ、石油化工、有色金属冶炼Ⅱ、造纸Ⅱ、纺织、交运设备、专用设备、通信运营Ⅱ、房地产、装修装饰。总体看，对比上个月材料类行业的价差有所恢复。

图35： 8月价差周期分布



资料来源：wind，物流采购协会，华泰联合证券研究所整理

当前景气推荐的重点行业：纺织、交运设备、金属制品Ⅱ、饮料制造、房地产、装修装饰、铁路运输、专用设备。

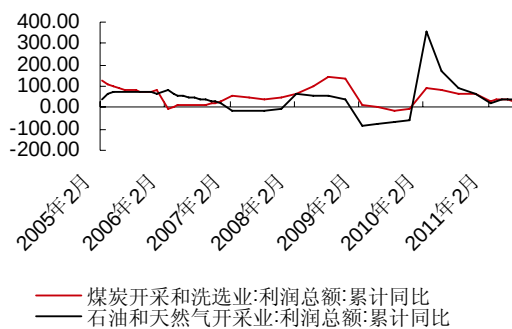
四、盈利确认： 稳定消费占优，设备制造类企稳

从近期公布的工业企业分行业利润增速来看，上游煤炭开采 1-6 月累计同比增长 32.96%。由于人工、拆迁成本的持续上升，煤炭盈利同比略有下滑。受益于有色金属价格上涨，有色金属冶炼及压延加工业利润增长较为稳定，而化学纤维制造业、化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业则因成本上升，盈利同比增速仍然处于下降通道。中游制造业中，专用制造业和通用设备，近期盈利增长放缓，但是已经略有好转。下游消费类中，代表可选消费的交运设备和电气机械行业的盈利仍然低位，但是已经有反转迹象。而稳定消费类饮料制造、食品制造、医药制造均保持较快增长。

当前盈利确定性向好的行业主要是：饮料制造、食品制造、医药制造。

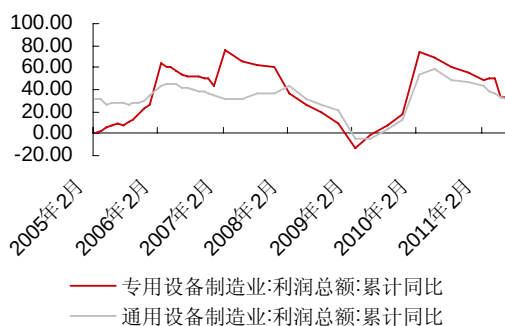
图36： 煤炭开采利润累计同比持平

图37： 金属材料类利润累计同比下行



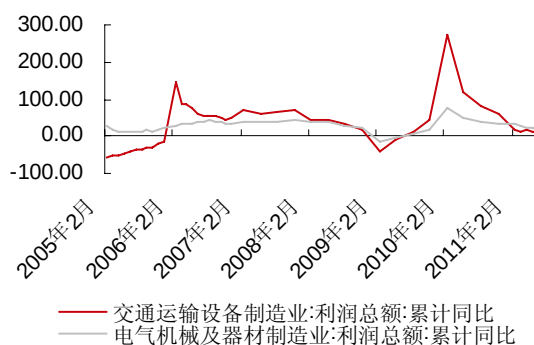
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图38: 通用设备与专用设备利润累计同比下行



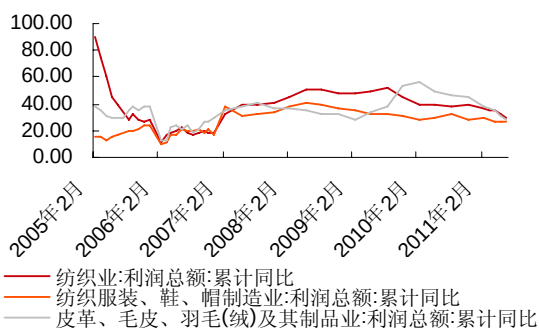
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图39: 电气机械与交运设备利润累计同比下行



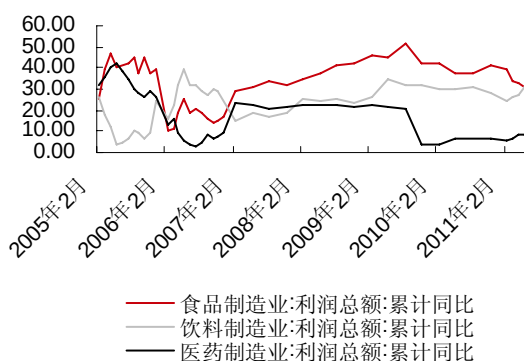
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图40: 纺织服装类利润累计同比持平



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图41: 食品饮料医药利润累计同比上行

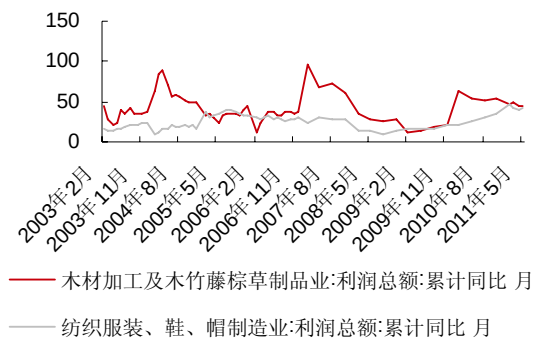


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

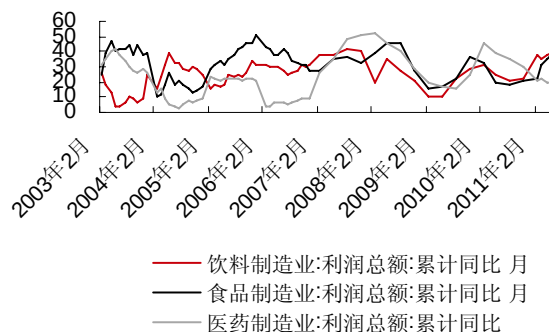
图42: 纺织服装与轻工类5月利润累计同比

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图43: 食品饮料医药5月利润累计同比



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

五、估值强化：关注盈利驱动因素同步上行行业

盈利驱动下寻找估值优势行业

历史的估值对比虽然有一定参考意义，但是容易忽略各个时期的估值真正的驱动因素。估值的中枢在于盈利驱动因素的变动，我们分别计算了相对估值对 ROE，盈利增速以及毛利率三个盈利指标的相关性。从统计来看，大多数行业盈利与相对估值的存在相关性。但是不同行业的估值对不同的盈利指标的敏感性不同。另外盈利的表现与估值并非存在完全的同步性。由于某些盈利往往是滞后指标，相对估值通过销量和景气指标提前做出反应。

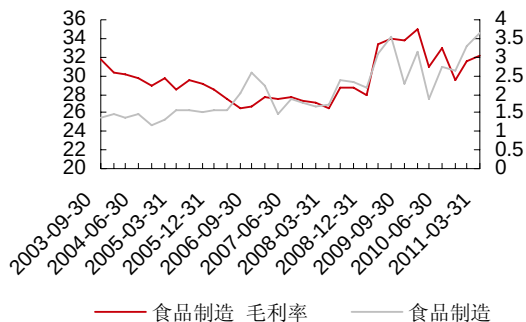
我们偏好两类行业：

一、估值与盈利基本同步，而当前盈利的驱动因素开始反转上升的行业。 近期关注的行业是：化学纤维（ROE 反转上升）、纺织（ROE 反转上升）、餐饮Ⅱ（毛利反转上升）、装修装饰（毛利反转上升）、食品制造（ROE 反转上升）、饮料制造（ROE 反转上升）。

二、估值领先于盈利的行业中，盈利随处于强势下降，但估值已经在底部，由于估值领先于盈利周期，未来反弹的空间较大的行业。 近期关注：专用设备（ROE 强势下降）

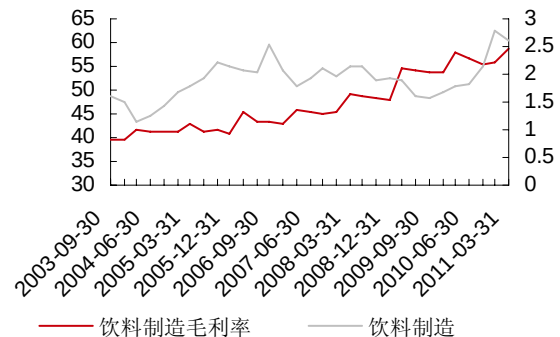
从统计数据上看，相对估值与 ROE 相关性较高的行业有：建筑材料、黑色金属化学纤维、金属制品Ⅱ、石油化工、有色金属冶炼Ⅱ、造纸Ⅱ、纺织、电气设、专用设备、餐饮Ⅱ、房地产、建筑施、装修装饰、零、酒店Ⅱ、高速公路Ⅱ、物流Ⅱ、铁路运输Ⅱ；相对估值与毛利相关的行业有：服装Ⅱ、家具、食品制造、饮料制、交运设备、通信设备、信息设备、普通机械、通信运营Ⅱ、计算机应用、贸易Ⅱ、航空运输Ⅱ；相对估值与净利润增速同比相关性较高的行业有：化学原料、医药生物、航运。

图44: 食品毛利率与相对估值



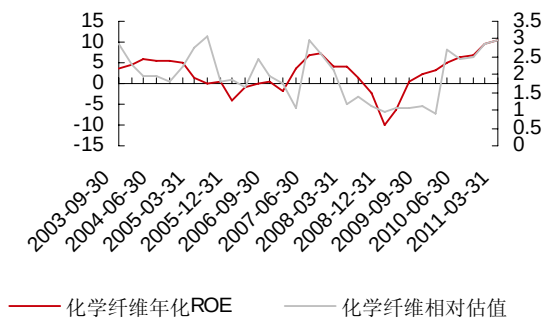
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图45: 饮料制造的毛利率与相对估值



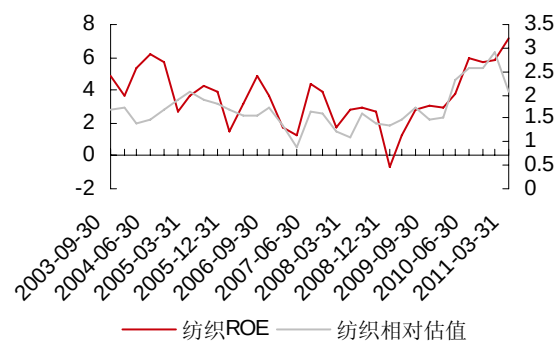
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图46: 化学纤维的 ROE 与相对估值



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图47: 纺织的 ROE 与相对估值



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

表格 5: 相对估值与盈利指标的相关性分析

行业	驱动因素	驱动因素领先性	驱动因素	绝对估值历史位置	相对估值历史位置
食品制造	毛利率	同步于估值	强势上升	均值偏下	顶部
饮料制造	毛利率	同步于估值	强势上升	均值偏下	顶部
化学纤维	ROE	同步于估值	强势上升	均值偏下	均值偏上
纺织	ROE	同步于估值	强势上升	均值偏下	顶部
餐饮 II	ROE	同步于估值	强势上升	均值偏下	均值偏上
装修装饰	ROE	同步于估值	强势上升	均值偏上	顶部
造纸 II	ROE	滞后于估值	强势下降	均值偏下	顶部
通信设备	毛利率	滞后于估值	强势下降	均值偏下	顶部
专用设备	ROE	滞后于估值	强势下降	均值偏下	均值偏上
贸易 II	毛利率	滞后于估值	强势下降	均值偏下	顶部

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 2: 相对估值的位置

均值上方，1 倍标准差以上

建筑材料、黑色金属、金属制品Ⅱ、有色金属冶炼Ⅱ、造纸Ⅱ、纺织、服装Ⅱ、家具
食品制造、医药生物、饮料制造、电气设备、交运设备、通信设备、普通机械、通信运
营Ⅱ、信息设备、计算机应用、装修装饰、零售、贸易Ⅱ

均值上方，1 倍标准差以内

石油化工、建筑施工、高速公路Ⅱ、航运Ⅱ

均值下方，1 倍标准差以内

化学纤维、化学原料、专用设备、餐饮Ⅱ、酒店Ⅱ、物流Ⅱ

均值下方，1 倍标准差以上

房地产、航空运输Ⅱ、铁路运输Ⅱ

资料来源：wind，华泰联合证券研究所（数据起始日为 2000 年 1 月 1 日，截止日为 2011 年 7 月 30 日）

六、综合推荐汇总

根据宏观驱动、行业景气、以及估值盈利情况 8 月综合推荐的行业有：食品制造、交
运设备、专用设备、房地产、生物医药。

表格 7：综合推荐表

维度	现在阶段特征	近期推荐行业
宏观驱动	大宗走弱，能源获超额收益受限；PPI 价差收缩导致工业的超额收益受限。领先指标继续回落，稳定消费和医药占优、通胀中期触顶，下游可选消费超额收益值得关注	稳定消费 > 医药 > 可选消费 > 材料、能源 > 工业
景气先导	交运设备等可选消费订单和销量反弹，食品制造的库存回补，中游材料类的价差回升，下游总体的景气要高于上游	纺织、交运设备、金属制品Ⅱ、饮料制造、房地产、装修装饰、铁路运输Ⅱ
盈利确认	1-6 月食品、饮料、纺织服装、通信设备回升交运设备、材料类仍下滑	食品饮料、纺织服装、生物医药
估值强化	估值与盈利基本同步，而当前盈利的驱动因素开始上升的行业。估值领先于盈利的行业中，盈利随处于底部，估值领先未来反弹的空间较大的行业。	化学纤维、餐饮Ⅱ、专用设备、房地产、航空运输、铁路运输

资料来源：wind，华泰联合证券研究所

表格 7： 行业研究观点

HUS 行业	行业 评级	短期观点	短期内可能影响行业的具体事件
有色 金属	增持	在目前行业基本面未出现重大变化的情况下，行业将跟随市场出现反弹，但由于价格仍未摆脱震荡格局，趋势性机会也暂时难以出现，仍以精选个股为主。	龙头公司增发、资产注入。外围欧洲市场变化、美国 QE3 的变化
农林 牧渔	增持	经过前期的连续下跌，5、6 月份已经明显回暖。大多数子行业我们认为已经见底，随着下半年旺季到来会逐渐恢复。而禽畜、饲料子行业仍然是我们最为看好的行业，在肉价不断上涨的过程中板块仍将不断发酵	国内夏粮收成情况；国内旱涝灾情的进展；美元及国际粮价走势
食品 饮料	增持	中报行情持续，由于较为确定的较高的中期业绩增速，食品饮料行业特别是白酒行业在未来一个月的中报密集披露期中将继续实现一定幅度的上涨，推荐业绩高增速的白酒行业及公司	中报业绩的密集披露，下半年高档酒的零售价格的上升。
商贸 零售	增持	本轮零售板块上涨主要是中报行情激发下的估值修复行情，考虑到估值逐渐回到合理区间，板块后续整体上涨动力减弱，未来板块出现分化的概率较大。推荐 1) 中报增速较快、PEG 较低的个股；2) 在三四线市场已有布局或未来将快速布局的公司；3) 部分存在激励、重组、再融资等催化剂的公司。	行业龙头公司的融资项目推进（如大商、苏宁、王府井、鄂武商等）；CPI 持续高企；商业企业购物卡细则的出台；
电子	增持	二季度步入行业旺季，环比改善提升市场热情；把握结构性机会，推荐成长确定性个股以及业绩环比不断改善个股，优选三季度有业绩支撑。	无
基础 化工	增持	市场预期悲观，估值安全。近期建议关注低估值趋势向好的氮肥股，重点推荐湖北宜化，以及中报超预期的成长股，如新宙邦、东材科技	化肥关税政策调整、钾肥进口谈判、甲醇汽油标准
房地 产	中性	二三线城市调控政策出台时机超出预期，加之七月份为传统推售淡季，在政策与供应因素叠加下，将导致销量数据低迷，判断地产股本轮反弹的趋势将终结。但因估值仍在底部（大公司 2011 年 10 倍 PE，已基本锁定 2012 年业绩），预计股价调整幅度有限。	行业量价走势，融资重组审批放开的推进可能
汽车 及零 部件	增持	7、8 月终端销量同比数据回升将是大概率事件，我们预计将达到 11%~12%。汽车股之前上涨主要受预期驱动，终端需求的兑现将使行业有新的上涨动力	节能汽车补贴标准的调整
建筑 材料	增持	今年新增 1000 万套保障房（新开工可能低于此数）是政治任务，虽有延迟但依然能实现，可以，因此对未来水泥需求不必过于担心。随着三季度保障房的大量开工，水泥需求将复苏。	保障房建设新的刺激政策的出台、CPI 数据的回落、预期紧缩政策的放松
计算 机应 用	增持	计算机：从 6 月底开始的反弹明显，与大盘不同，整个行业在平稳向上，趋势明显。行业估值 2011 年动态估值为 31.5 倍。我们认为触底的信号明显，但目前市场热点会不会完全回到信息类板块还不确定，行业反弹主要是中报高增长、超预期行情带动，所以还不敢说行业趋势性上涨机会已经到来。展望下个两个月	持续关注各行业十二五规划中的信息化力度，以铁路、电信、广电、民生、与信息安全相关的领域
银行	增持	看好银行股的中报行情。看好逻辑如下：1) 中报业绩继续靓丽，中报业绩同比增长 30%以上几无悬念，扎实基本面支持银行股股价；2) 前期银行股偏弱，股价反映了市场对融资平台等方面的悲观预期，安全边际增加，下跌空间不大。3) 大的背景看，货币政策或不会更严；监管政策短期或是真空期。	无
电力	增持	1、历史地，8 月份煤价高企，电力行业股价难有较好 2、在市场景气向上背景下，电力行业获得相对收益的可能性较小；3、建议暂时观望。	无

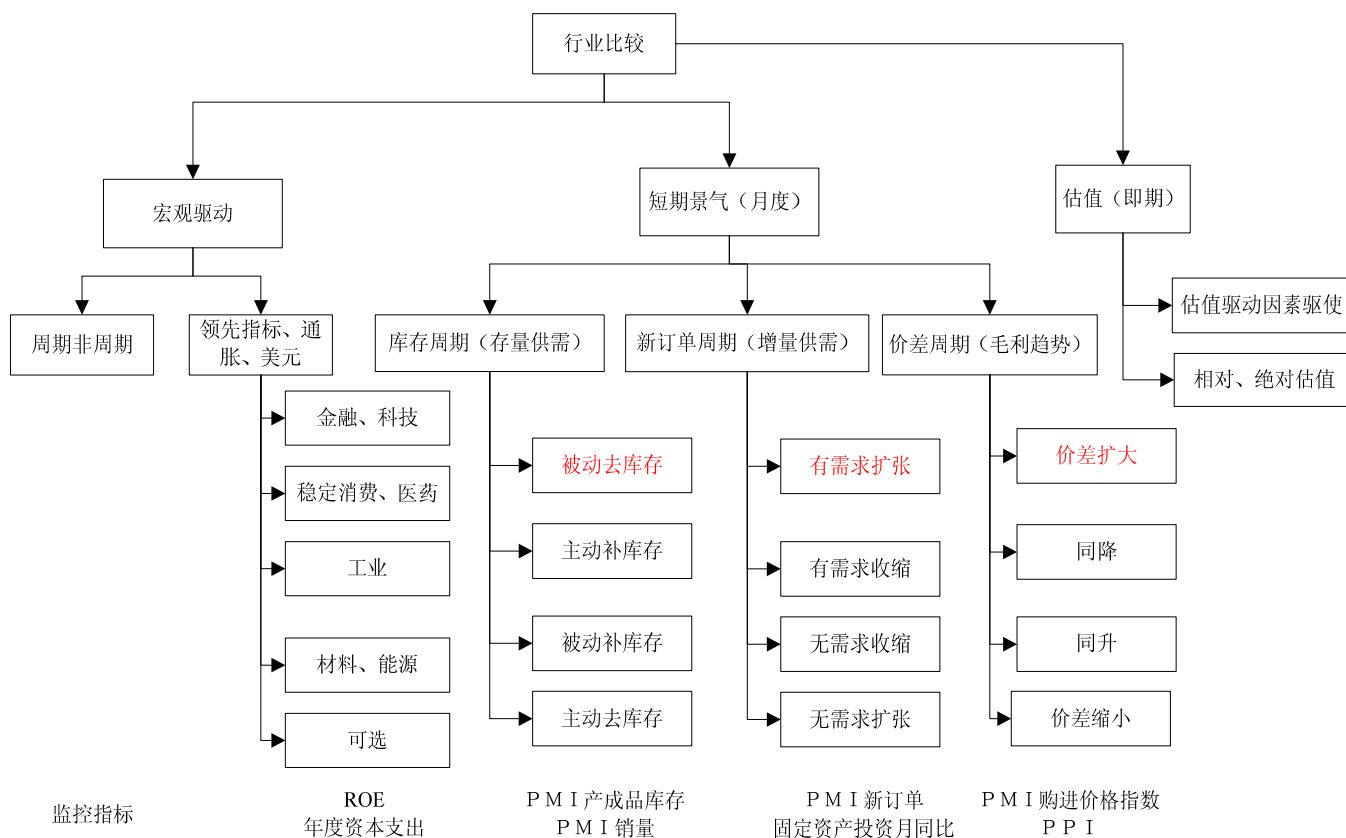
机械		工程机械：龙头公司的中报将表现良好，销售数据在 8 月有望环比降幅收窄，由于上半年的预期高，对下半年市场仍将观望。暂给予中性评级。铁路设备最坏的时间已经过去，具备防御性的特点，给予子行业增持的评级。航天军工弱周期特点会被市场关注，短期受航母等催化剂的影响，将跑赢大盘，给予增持评级。	工程机械销售量的超预期，铁道部新的招标是铁路设备的催化剂。航母等重大型号的最新进展，新的资本运作
钢铁	增持	1、钢铁行业开工一直居高不下，6 月日均产量高达 200 万吨左右，资源供应持续增加，而需求并未突破性增长；2、铁矿石三季度价格再度涨至 180 美元以上，能够从成本角度对钢价形成支撑；3、长材仍处在需求旺季，8 月份来自汽车的订单有可能略为好转；3、主导钢厂相继出台 8 月价格政策，	钢铁十二五规划；固定资产投资和房地产投资的变化、资金整体释放情况
航空机场	增持	维持航空股旺季会反弹观点，认为航空股反弹将持续，主要原因在于航空逐步进入旺季，同时高铁的影响逐步被市场理性认识。	人民币升值预期的变化。
航运	中性	行业运价将受到供给过剩的压力，集运行业旺季提价持续低于预期。	无
公路	中性	公路收费标准短期内上调无望，且货币政策紧缩削弱公路股分红的吸引力。	高速公路收费标准调整（可能下调费率或缩短收费年限）。
铁路	增持	1. 高铁释放货运能力。2. 货运可能再次提价。	铁路经营权下放的具体实施方案成形。
物流	增持	政府推动物流鼓励政策的细则出台。	铁道部推动发展铁路物流。
信托	增持	政策形势仍然是决定行业股价的最大因素，6 月银监会再次重申不会叫停房地产信托，市场担心部分化解，建议增持。	中信信托借壳上市
租赁	增持	租赁板块今年以来逆势上涨，主要归于扎实的基本面。除了长周期下的固投高增、渗透率提升驱动的景气上行，短周期下的紧货币环境也将驱动的租赁利率提升，预计租赁板块在大盘弱市下仍将维持强势表现。建议增持。	无
保险	增持	保险股低估值以及权益投资占比高都使得行业在大盘反弹中具有较大的弹性，行业或将迎来估值修复行情。我们仍然认为三季度保险股将迎来趋势性行情，三大趋势性利好因素将集体释放：1）评估利率出现反转，净利润供需大；2）存款收益上升，净投资收益趋势性上移；3）保险触底反弹，保费增速恢复正增长。建议增持。	1. 新华人寿有望于今年下半年 A/H 两地上市。2. 变额年金有望下月出台
证券	增持	未来驱动股价上行的催化剂两个：股指上行或更多新业务启动。3）风险提示：8 月份是中报密集披露期，预计 2 季度佣金率降幅将超过 1 季度。建议中报风险释放后增持。	中信、海通证券香港上市
电力设备与新能源	增持	光伏板块下半年将面临一波小反弹：1）下半年全球需求因德国市场的回暖，总量可能接近上半年的 2 倍，组件价格可能出现 10%左右回升，中游毛利率 10 月底回到 25%左右水平；2）明年 1 月，德国电价或将一次性下调 18%，考虑 7%的底限 IRR，对应组件价格不超过 0.85 欧元/Wp；3）组件价格到 11 月下旬开始掉头向下，12 月回到目前水平，明年 1 季度结合淡季因素，可能短期跌至 0.8 欧元，形成真正的行业严冬，但届时硅料降价，中游毛利率将与目前持平。4）明年 2 季度，产业反转形成趋势，全年需求将会迅速上升，但大规模扩产继续，中游价格和盈利能力都不会有大幅上升。光伏行业正在经历从初生期的暴利小批，转向成长期的薄利多销。	欧债危机影响可能加深
传媒	增持	新媒体板块短期反弹幅度已较为可观，后续可以继续关注成长性确定、长期天花板不明确的优质公司。传统传媒板块反弹不足，市场有望寻找催化剂促使板块出现补涨。	国家广电网络公司成立；新传媒公司中报预增或
生物医药	增持	医药板块部分被错杀的品种估值已下降到较低水平。 新版 GMP 和医药流通十二五规划利好医疗器械板块，生物医药十二五规划利好医药尤其是生物制药板块。	生物医药十二五规划利好医药尤其是生物制药板块
建筑	中性	房地产预期仍然悲观，固定资产投资增速低于去年同期增速，建筑工程行业整体受打压，唯一的	保障房建设的加速

工程		行业刺激因素来自于保障房建设的加速	
通信	增持	行业估值处于底部。中小市值的创业板公司存在机会。	运营商各种集采结果公布
设备			
轻工	增持	造纸：受宏观经济影响，行业景气下行，目前价格有所回落，出货量较4月有所下滑，存货和应	淘汰落后产能推进力度，行业
造纸		收账款增加，短期内仍处于景气下行趋势。	“十二五”规划
纺织	增持	目前行业提估值处在我们认为的合理估值之下，但考虑到短期内行业缺乏催化剂因素，收入、业	半年报预期逐渐清晰后可能会
服装		绩的实现重点在下半年，因此我们判断短期估值还将徘徊在目前的水平。	对行业估值产生影响。

资料来源：wind，统计局与物流采购协会，华泰联合证券研究所

附录：

图 1： 跟踪比较的框架



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

表格 6：各个行业超额收益与景气指标的相关性分析

	新订单	销量	库存(负)	产量	产能
电气设备	-0.145	0.103	0.040	0.040	-0.155
纺织	0.069	0.160	-0.028	0.026	0.144
建筑材料	-0.175	0.066	-0.055	-0.182	-0.051

服装II	-0.222	-0.022	0.335	-0.181	-0.343
黑色金属	0.149	-0.051	-0.108	0.179	0.227
化学纤维	0.066	0.212	0.107	0.134	0.420
化学原料	0.105	-0.062	-0.004	0.168	-0.399
交运设备	0.051	-0.048	0.214	0.147	-0.614
金属制品II	-0.115	0.315	-0.211	-0.162	-0.745
家具	-0.492	-0.287	0.545	-0.377	-0.487
石油化工	-0.048	-0.029	-0.397	0.050	0.195
食品制造	0.250	0.313	-0.343	-0.003	0.354
通信设备	-0.083	-0.181	0.284	0.127	0.486
普通机械	0.131	0.247	0.099	-0.081	-0.687
医药生物	-0.099	-0.230	0.324	0.035	0.602
饮料制造	-0.136	-0.092	0.035	-0.049	-0.014
有色金属冶炼II	0.156	0.080	-0.025	-0.148	-0.003
造纸II	0.098	0.148	-0.323	0.306	0.159
专用设备	-0.030	0.037	0.041	-0.300	-0.050

资料来源：wind，统计局与物流采购协会，华泰联合证券研究所

表格 7：相对估值与盈利指标的相关性分析

	毛利	利润同比	年化 ROE	驱动因素	驱动因素 关系	驱动因素 近期趋势
建筑材料	-0.05	-0.15	-0.26	年化 ROE	滞后于估值	反转向下
黑色金属	-0.64	0.15	-0.67	年化 ROE	滞后于估值	反转向上
化学纤维	0.42	-0.23	0.52	年化 ROE	同步于估值	强势上升
化学原料	-0.12	0.14	-0.05	利润同比	同步于估值	反转向下
金属制品II	0.35	0.05	-0.38	年化 ROE	滞后于估值	强势上升
石油化工	-0.19	-0.13	-0.51	年化 ROE	滞后于估值	强势上升
有色金属冶炼II	-0.59	0.26	-0.66	年化 ROE	滞后于估值	反转向上
造纸II	-0.10	-0.11	-0.24	年化 ROE	滞后于估值	强势下降
纺织	0.51	0.29	0.57	年化 ROE	同步于估值	强势上升
服装II	0.19	-0.13	0.03	毛利率	同步于估值	反转向下
家具	0.30	0.10	0.16	毛利率	同步于估值	反转向下
食品制造	0.55	0.09	0.11	毛利率	驱动因素同步于估值	强势上升
医药生物	0.20	-0.33	-0.18	利润同比	滞后于估值	反转向下
饮料制造	0.32	0.18	0.21	毛利率	同步于估值	强势上升
电气设备	0.07	-0.28	-0.30	年化 ROE	滞后于估值	强势上升
交运设备	-0.08	-0.02	-0.02	毛利率	滞后于估值	强势上升
通信设备	-0.21	-0.02	-0.11	毛利率	滞后于估值	强势下降
信息设备	-0.43	-0.09	0.01	毛利率	滞后于估值	反转向上
普通机械	0.49	0.09	0.10	毛利率	同步于估值	反转向下

专用设备	0.32	0.18	-0.37	年化 ROE	滞后于估值	强势下降
餐饮II	0.14	-0.14	0.41	年化 ROE	同步于估值	强势上升
房地产	0.33	-0.13	0.42	年化 ROE	同步于估值	反转向下
通信运营II	0.55	0.33	0.15	毛利率	同步于估值	强势下降
计算机应用	0.35	-0.08	-0.26	毛利率	驱动因素同 步于估值	反转向下
建筑施工	0.28	-0.29	-0.38	年化 ROE	滞后于估值	强势上升
装修装饰	-0.24	0.33	0.47	年化 ROE	同步于估值	强势上升
零售	-0.23	0.08	-0.31	年化 ROE	滞后于估值	反转向下
贸易II	-0.42	-0.14	-0.37	毛利率	滞后于估值	强势下降
酒店II	0.16	0.08	-0.42	年化 ROE	滞后于估值	反转向下
高速公路II	-0.10	-0.15	-0.80	年化 ROE	滞后于估值	强势上升
物流II	0.11	-0.01	-0.14	年化 ROE	滞后于估值	反转向下
航空运输II	0.34	0.14	0.33	毛利率	同步于估值	反转向下
航运II	-0.19	0.25	-0.21	利润同比	同步于估值	强势下降
铁路运输II	-0.51	-0.35	-0.52	年化 ROE	滞后于估值	强势上升

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 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出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券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华泰联合投资银行收入而定, 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。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。