

光明左右使隐现 需求稳定类周期股无忌

——2011 年第四季度行业比较报告

策略专题报告

2011 年 9 月 18 日

主要观点：

- **光明右使：流动性右侧初期**
 - 短周期驱动减弱，高通胀缓解可期。“光明右使”亮剑，**四季度前期流动性敏感板块将率先迎来机会**。结合基本面，建议超配其中的金融、合资品牌汽车零部件供应商、商用载货车；标配煤炭、房地产、钢铁、合资品牌乘用车；低配有色金属。
- **光明左使：盈利左侧中后期**
 - 国内经济无硬着陆之虞。PMI 新订单、表征生产需求的指标和中报业绩都显示本轮经济乃至企业盈利回落幅度可能并未如悲观投资者的预想。
 - 盈利左侧中后期，光明左使。经济正常运行中工业企业利润总额增长与 PPIRM 负相关，PPIRM 下行对中下游需求稳定企业毛利率起到舒缓作用。
 - 外需不确定性大，但影响可控。不会再现外需骤然下降、被动去高价库存。
- **经济内稳外忧组合的行业配置**
 - 资源品价格回落，**四季度后期首选靠近上游、原材料成本占比大、下游需求稳定、毛利率弹性高的中游行业**—超配电源和输变电设备、火电、石油加工；标配包装板块。**次选上游原材料成本占比大、终端消费稳定、毛利率弹性高的下游可选消费品**—超配空调龙头公司；标配航空板块。**跟踪原材料下行毛利率弹性大但下游存疑行业的需求演变**—标配水泥和玻璃制造板块。
 - **四季度必需消费品难获超额收益**。通胀温和下行确立影响必需消费品销售和毛利率，流动性的边际改善会引发市场风格转换，经济年底企稳信号有助于缩小 PB 溢价。建议超配零售，标配食品饮料，低配医药生物和农林牧渔板块。
 - **外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待**。有较详细梳理（见正文）。
- **光明左右使隐现，需求稳定类周期股无忌**
 - 此时我们一反二季度以来对必需消费股的偏好而逆势预判四季度需求稳定和部分流动性敏感的周期类行业会阶段性跑赢：1、当前 PB 位置偏高的非周期类股存在补跌的风险；2、流动性敏感的板块皆为周期类板块；3、CPI 下行时上游和下游毛利率通常是下行的，四季度后期下游非周期类股的 ROE 会出现下行并形成对偏高 PB 的压力。
 - 我们的行业配置思路由防御转为局部进攻：**前期先配流动性敏感板块、后期再配受益于原材料成本下降的板块**，这些板块主要为需求稳定的周期类品种。
 - 附周期类和非周期类板块指标总结及配置建议表两张。

策略组

分析师：戴康 CFA

执业证书编号：S0550511070001

TEL: (021)63367000-232

FAX: (021)63373209

Email: daikang@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

正文目录

一、 简要回顾三季度行业配置观点	5
二、 光明右使：流动性右侧初期	5
2.1、短周期驱动减弱，高通胀缓解可期	5
2.2、通胀见顶，流动性收紧手段缓和，节奏放慢	6
2.3、流动性右侧初期是股票市场的光明右使	7
2.4、光明右使亮剑，四季度前期流动性敏感板块将率先迎来机会	7
三、 光明左使：盈利左侧中后期	11
3.1、国内经济无硬着陆之虞	11
3.2、盈利左侧中后期，光明左使	12
3.3、外需不确定性增大，但影响应该可控	13
四、 经济内稳外忧组合得行业配置	14
4.1、资源品价格回落，四季度后期买需求稳定、毛利率弹性大的中游行业	14
4.1.1、首选靠近上游、原材料成本占比大、下游需求稳定、毛利率弹性高的中游行业	14
4.1.2、次选上游原材料成本占比大、终端消费稳定、毛利率弹性高的下游可选消费品	16
4.1.3、跟踪原材料下行毛利率弹性大但下游存疑行业的需求演变	17
4.2、四季度必需消费品难获超额收益	19
4.2.1、四季度必需消费品难获超额收益之食品饮料	19
4.2.2、四季度必需消费品难获超额收益之医药生物	20
4.2.3、四季度必需消费品之零售（四季度继续超配）	21
4.2.4、四季度必需消费品难获超额收益之农林牧渔	21
4.2.5、四季度必需消费品难获超额收益之配置顺序	22
4.3、外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待	22
4.3.1、外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待之化工	23
4.3.2、外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待之电子元器件	24
4.3.3、外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待之机械设备	25
4.3.4、外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待之轻工制造	25
4.3.5、外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待之港口航运	26
4.3.6、外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待之纺织服装	26
五、 光明左右使隐现，需求稳定的周期股无忌	27

图表目录

图 1、猪肉价格创新高，猪粮比较未创新高.....	6
图 2、CRB 现货指数领先上中游价格指数 3-6 个月	6
图 3、经济增速放缓引导工业品 PPI 回落.....	6
图 4、下半年 CPI 翘尾因素逐级回落	6
图 5、实际利率筑底，加息周期进入尾声.....	7
图 6、热钱流入大幅下降至流出舒缓提准压力.....	7
图 7、股票市场估值水平与流动性关联度高.....	7
图 8、股票市场与流动性高度关联并略提前见拐点.....	7
图 9、09 年 8 月股市见顶后的疲弱走势压制金融股超额收益	8
图 10、券商经纪业务受困于佣金率与日均成交额双双下行	8
图 11、上游的有色金属和煤炭板块对流动性敏感度高.....	9
图 12、当一股道指仅相当于六盎司黄金时，黄金只有投机价值？	9
图 13、CRB 向 PPIRM 燃料、动力类 和煤价的传导.....	9
图 14、有色金属板块超额收益与 LME 期货价高度拟合	9
图 15、盈利不济使钢铁已远不及房地产板块对流动性敏感.....	10
图 16、去年 4 月出台的“国十条”引领的房市调控延续至今	10
图 17、流动性敏感的乘用车较商用载货车易涨难跌.....	10
图 18、乘用车和商用载货车景气顶峰的 PE 低，PB 不低	10
图 19、乘用车 08 年的基数效应放大了销量增速波幅.....	11
图 20、商用载货车受困于固定资产增速下滑的担忧.....	11
图 21、PMI：新订单—PMI：产成品库存 7 月起小幅反弹.....	12
图 22、PMI：原材料库存—PMI：产成品库存 7 月现小幅反弹.....	12
图 23、经济正常运行中工业企业利润总额增长与 PPIRM 负相关.....	13
图 24、Q4 流动性和估值底部共振推升股价，盈利随后见底回升	13
图 25、外需稳步回落不会再现措手不及降高价库存.....	13
图 26、净出口对国内 GDP 累计同比贡献率呈减小趋势.....	13
图 27、上游资源品毛利率与 PPI 生产资料-采掘工业关联大.....	14
图 28、下游行业毛利率与 PPI 生产资料-采掘工业正相关.....	14
图 29、靠近上游的中游行业毛利率受益于原材料降价最明显.....	14
图 30、靠近下游的中游行业毛利率与原材料价格逆相关度也很大.....	14
图 31、电源设备毛利率较输变电设备对铜价更敏感.....	15
图 32、上半年电源电网基本建设投资完成额不及预期.....	15
图 33、火电行业盈利与动力煤价格逆相关度高达-0.91	15
图 34、火电估值较低，ROE 乃至 PB 的提高依赖于动力煤价下行	15
图 35、石油加工行业毛利率与国际原油价格逆相关度达-0.65.....	16
图 36、石油加工板块绝对和相对 PB 都接近历史最低	16
图 37、09Q2 后包装印刷毛利率受到 PET 和美废上涨冲击.....	16
图 38、包装行业下游需求广泛稳定具消费属性.....	16
图 39、空调行业集中度上升增强了寡头厂商的提价能力	17
图 40、伴随着盈利能力的上扬，空调估值水平同步合理抬升	17
图 41、航空毛利率在景气度不高时受航空煤油价影响大.....	17

图 42、航空公司客座率和票价指数显示当前良好的景气度.....	17
图 43、去年下半年以来的限产提价使毛利率独立于成本.....	18
图 44、近期水泥板块 PB 走势加速向下与 PE 收敛.....	18
图 45、玻璃制造毛利率受纯碱价格影响大.....	18
图 46、玻璃的下游需求：房屋施竣工面临下滑，汽车销售正低迷.....	18
图 47、四季度必需消费品难获超额收益逻辑图.....	19
图 48、04 年以来食品饮料的超额收益仅有一年与流动性同向.....	20
图 49、食品饮料板块的市盈率合理，但估值溢价高了.....	20
图 50、07 年下半年医药生物板块开启独立牛市.....	21
图 51、医药生物板块的市盈率稍高，而估值溢价高了.....	21
图 52、流动性下行时零售板块凸显防御性.....	21
图 53、零售行业的市盈率略低，估值溢价偏高.....	21
图 54、近年来农林牧渔的超额收益与流动性此消彼长较多.....	22
图 55、农林牧渔板块市盈率偏高，估值溢价相当高.....	22
图 56、必需消费品配置顺序图.....	22
图 57、油价下行影响化工行业的景气度.....	24
图 58、化工细分板块在 08 年 7 月新出口订单跌破 50 后超额收益.....	24
图 59、欧美半导体行业景气度下行.....	24
图 60、电子元器件细分板块在 08/7 新出口订单跌破 50 后超额收益.....	24
图 61、起重机和推土机销量增速相较其他工程机械下滑不显著.....	25
图 62、仪器仪表等板块在 08/7 新出口订单跌破 50 后的超额收益.....	25
图 63、造纸行业 08 年跌幅大的主因是剧烈去库存.....	25
图 64、轻工制造行业在 08/7 新出口订单跌破 50 后的超额收益.....	25
图 65、航运与港口板块超额收益方向趋同，弹性比港口大.....	26
图 66、航运和港口板块估值与金融危机最低时相当.....	26
图 67、纺织行业销售收入受出口影响较大.....	26
图 68、纺织行业景气度不佳导致库存较高.....	26
图 69、服装行业尝试建渠道树品牌减轻对出口的依赖.....	27
图 70、服装行业高通胀下存货变现顺畅彰显消费升级效应.....	27
图 71、周期类与非周期类股 PB 与 ROE 背离较严重.....	28
图 72、2004 年以来周期类与非周期类 PB 运行与 A 股走势对比.....	28

表 1、三季度行业配置组合业绩.....	5
表 2、流动性敏感的金融行业驱动因素总结.....	8
表 3、其他流动性敏感行业的总结.....	11
表 4、四季度后期受益于上游原材料成本下降的行业总结.....	18
表 5、易受外需下降冲击行业的历史数据和当前估值的比较.....	23
表 6、周期类股指标总结及配置建议.....	28
表 7、非周期类股指标总结及配置建议.....	30

一、 简要回顾三季度行业配置观点和展望四季度

在三季度的行业比较报告中，我们将当时的市场定义为“高通胀压力下的第二阶段”，板块配置思路是防御，“重点着眼于行业盈利的变化预期”，策略上是低估值+上游资源配对交易+下游消费（主要是必需消费品）。总结得失：战略方向正确，抓住了盈利稳定的必需消费品，成功地回避了中游工业周期品从而保证了一定的超额收益，但战术仍有不当，超配的保险和汽车板块表现不佳拖累了板块组合，负面因素消化的时间超出了我们的预期。

展望四季度，我们仍然认为战略非常重要，由防御思路转为局部进攻（理由下述）。前期看好流动性敏感、基本面有改善的板块（周期类为主），后期关注下游需求广泛、刚性、稳定的周期品，认为必需消费品难有超额收益，并建议谨慎对待外贸依存度大的板块，希望能把握住市场的脉搏。

风险提示：我们认为通胀形势的演变牵一发动全身，因此上述行业配置思路的风险在于：食品价格上涨不减，大宗商品价格受到超预期的美联储量化宽松政策推动居高不下，由此导致国内的通胀再次扑朔迷离甚至恶化。如是，非周期类股仍将取得超额收益。

表 1、三季度至今行业配置组合业绩

大类行业	三季度超配的板块	三季度至今涨跌幅	超额收益
金融服务业	银行	(5.64%)	4.57%
	保险	(15.64%)	(5.42%)
上游资源品	煤炭开采	(8.63%)	1.59%
	石油开采	(9.94%)	0.28%
	高速公路	(10.12%)	0.10%
中游防御板块	铁路运输	(9.81%)	0.41%
	机场	(4.37%)	5.85%
	港口	(11.17%)	(0.95%)
下游可选消费品	汽车整车	(15.89%)	(5.67%)
	汽车零部件	(9.98%)	0.24%
下游必需消费品	食品饮料	3.69%	13.90%
	零售	(4.31%)	5.91%
	纺织服装	(3.22%)	7.00%
	组合平均	(8.08%)	2.14%

数据来源：东北证券

二、 光明右使：流动性右侧初期

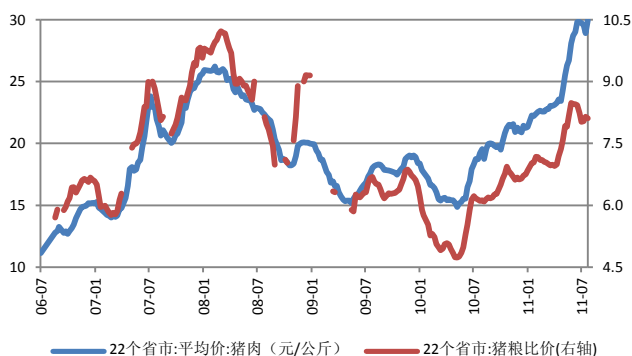
2.1、短周期驱动减弱，高通胀缓解可期

在我国 CPI 构成中食品类所占比例逾三成，粮食和猪肉在食品类中占据相当大权重。8 月 CPI 同比上涨 6.2%略有回落，猪肉价格上涨 45.5%为主要驱动因素。2007 年后，猪肉价格先后经历了两次波动，猪周期明显缩短，约三年一个周期，而且振幅加剧，以一年半的上涨周期数来，猪价在四季度有望见顶。历史上猪肉价格与猪粮比紧密联动，本轮猪肉上涨周期自去年 6 月启动，今年 5 月中旬加速，猪价与猪粮比走势的偏离度为历史新高（见图 1），当前国内玉米产量较为乐观，只要饲料价格不出现大幅上涨，猪肉价格涨幅会显著放缓。

通胀是上-中-下游传导的结果，表现为 PPIRM 价格指数高涨导致 PPI 价格指数上升经过产业链传导影

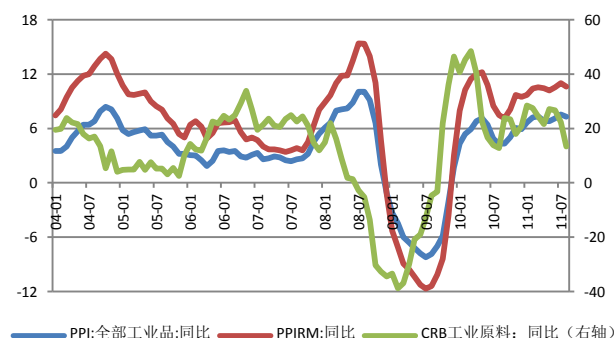
响非食品类价格乃至终端需求的 CPI 价格指数。经验显示 CRB 现货指数通常领先 PPIRM 和 PPI 价格指数 3-6 个月（见图 2），CRB 工业原料现货指数已于今年 3 月见顶，当前欧美发达国家经济显著放缓，而新兴市场国家仍处于紧缩货币的中后段，抑制需求的作用正在显现，这与上半年欧美持续复苏和新兴需求仍在相比是个量变到质变的过程，美联储新一轮量化宽松政策是否出台在两可之间，只要不超预期，边际效应较 QE、QE2 递减，因此已现颓势的大宗商品价格将引导国内 PPI 价格于近期见顶，输入性通胀压力缓解可期。

图 1、猪肉价格创新高，猪粮比价未创新高



数据来源：WIND，东北证券

图 2、CRB 现货指数领先上中游价格指数 3-6 个月

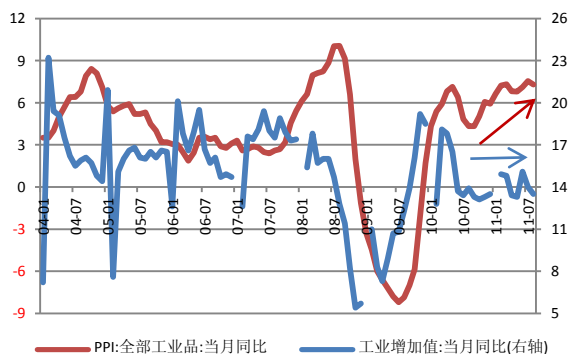


数据来源：WIND，东北证券

从需求方面讲，持续宏观调控对国内实体经济的影响正逐步显现，工业增加值与 PPI 增速有所背离，在去库存的过程中 PPI 价格指数回落的压力在增大（见图 3）。

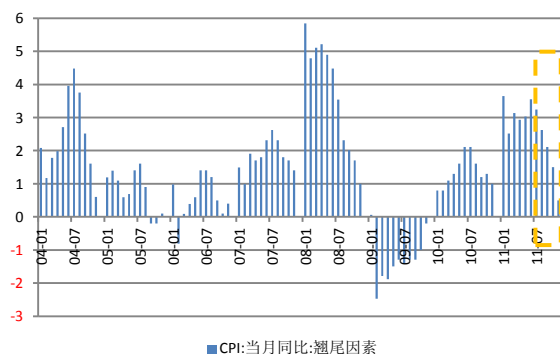
最后，CPI 翘尾因素上半年持续处于高位，下半年呈现逐级回落态势，因此只要 CPI 环比持平，同比的统计数据也将随翘尾因素下行（见图 4）。

图 3、经济增速放缓引导工业品 PPI 回落



数据来源：WIND，东北证券

图 4、下半年 CPI 翘尾因素逐级回落



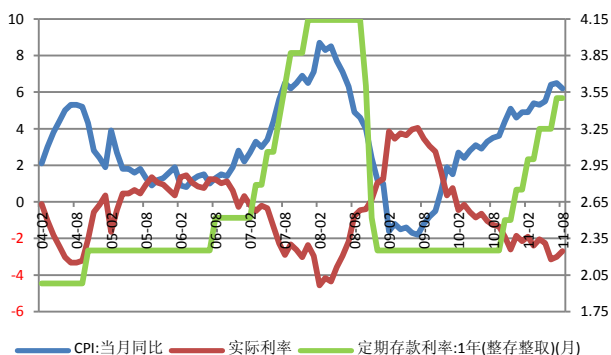
数据来源：WIND，东北证券

2.2、通胀见顶，流动性收紧手段缓和节奏放慢

8 月份的实际利率继续小幅反弹（见图 5），鉴于通胀见顶的概率加大，其有望筑底向上。参照 04 年和 08 年高通胀时期实际利率见底后至多有一次加息，本轮加息周期应已进入尾声。

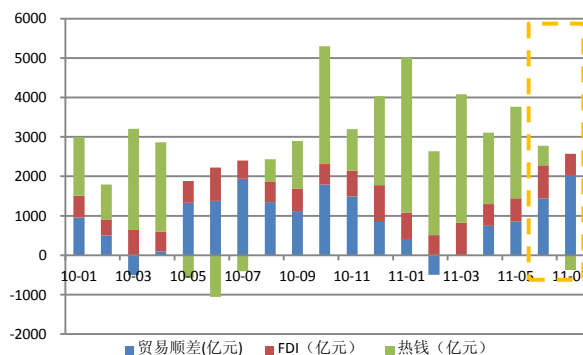
6 月份残差法概算的热钱流入开始大幅下降，7 月份甚至是流出的（见图 6），我们猜测是与当时华尔街做空中国的风潮而并非 8 月初欧美债务危机导致全球厌恶风险的情绪上升有关，因 6、7 月份的 VIX 恐慌指数并未出现大幅跳升。当前，基于对国内房地产泡沫和地方融资平台的担忧并未消退，热钱流入压力减轻也压缩了与之密切相关的存款准备金的上调空间。

图 5、实际利率筑底，加息周期进入尾声



数据来源：WIND，东北证券

图 6、热钱流入大幅下降至流出舒缓提准压力



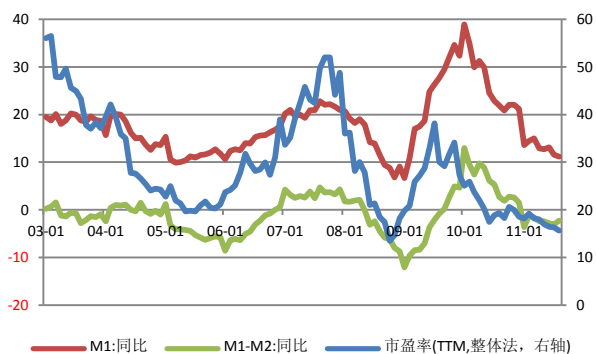
数据来源：WIND，东北证券

2.3、流动性右侧初期是股票市场的光明右使

历史经验表明货币供应量对 A 股市场走势影响较大。我们将 M1 和 M1-M2 增速作为表征国内股票市场流动性的中线指标。M1 和 M2 的差异是居民储蓄存款和企业定期存款，因此 M1-M2 增速实际上反映了定期存款活期化的速度，当这一速度加快时，表明企业经营活动趋于活跃，居民储蓄搬家的速度在加快或者两者兼而有之。前者推动的是 EPS 后者提升的是 PE，因此 A 股走势与 M1-M2 增速正相关并具备一定的前瞻性（见图 7、图 8）。

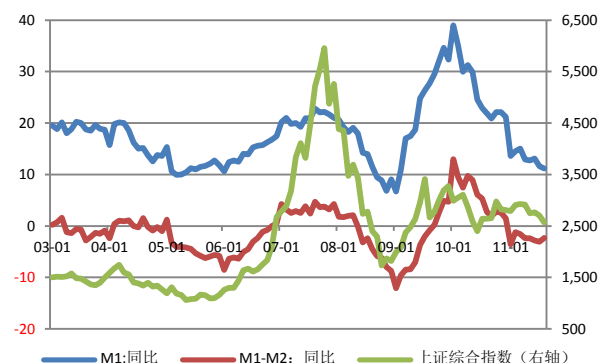
04-05 年和 07-08 年期间 M1 增速见顶回落周期为 12-17 个月而 M1-M2 增速见顶回落周期约一年。本轮 M1 与 M1-M2 增速自去年年初以来已经回落 19 个月，周期长于往例并逐步接近央行容忍度，我们宏观判断有望于今年四季度见底，流动性右侧初期是股票市场的光明右使。

图 7、股票市场估值水平与流动性关联度高



数据来源：WIND，东北证券

图 8、股票市场与流动性高度关联并略提前见拐点



数据来源：WIND，东北证券

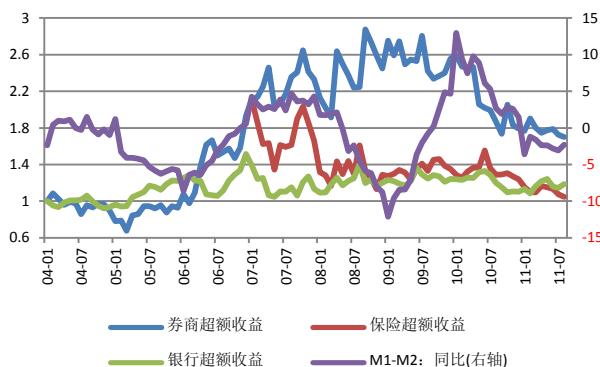
2.4、光明右使亮剑，四季度前期流动性敏感板块将率先迎来机会

A 股投资者逐步认识到规模过大的货币供给及 4 万亿投资并非拯救经济的灵丹妙药，2009 年 8 月见顶后震荡回落至今的疲弱走势对盈利能力与股票市场关联度高的券商和保险板块造成压制，M1-M2 同 M1 同比增速表征的流动性于 2010 年 1 月一齐见历史高点后大幅回落给对流动性敏感的金融股雪上加霜（见图 9）。

券商几乎所有的业务都与股票市场的繁荣息息相关，高度依赖经纪业务的传统模式辅以自营和资管业务导致券商的盈利对股票市场的涨跌非常敏感（见图 10）。四季度 A 股市场处于流动性右侧初期、估值底部区域和盈利左侧中后期。若基于流动性改善和低估值发生共振推动股票市场上扬，中报显示佣金率降幅

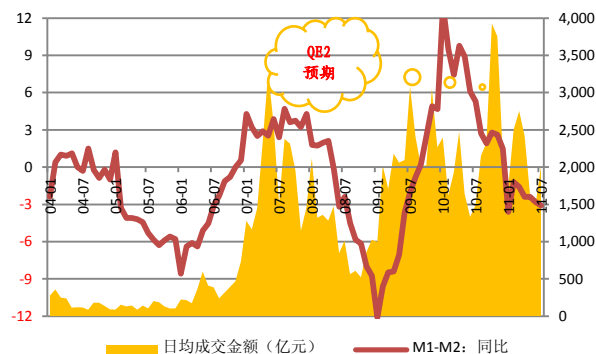
已显著趋缓的券商股具备很大的弹性。

图 9、09 年 8 月股市见顶后的疲弱走势压制金融股超额收益



数据来源：WIND，东北证券

图 10、券商经纪业务受困于佣金率与日均成交额双双下行



数据来源：WIND，东北证券

股票市场波动较大使得在保险公司资产配置结构中占比小的权益投资对综合收益率施加了更多影响，去年以来 A 股的疲弱走势令国内保险资金运用平均收益率远低于历史平均水平，从有限的样本数据看，保费增速与保险股价关系不大，投资收益率的波动决定了保险股的市场表现。因此尽管受到银保渠道受限和市场利率抬升引致的保费收入增速下滑的困扰，若流动性改善带动权益市场上扬从而提升保险资金投资收益率预期，以当前保险股历史底部的估值水平，较容易触发 EPS 和 PB 调升的戴维斯双击。

银行股对流动性敏感在于基本面上的改善。一方面，银行业存贷款增速与 CPI 呈负相关，这与管理层逆周期的监管调控有关，CPI 见顶回落有益于适度舒缓银行业紧箍咒；另一方面，实体经济在资金面得到补给，有益于降低银行业的坏账率。当然，市场利率回落也将抑制净息差的上行空间。但总体来说流动性的边际改善有利于政策面压力减轻和基本面更稳健运行。

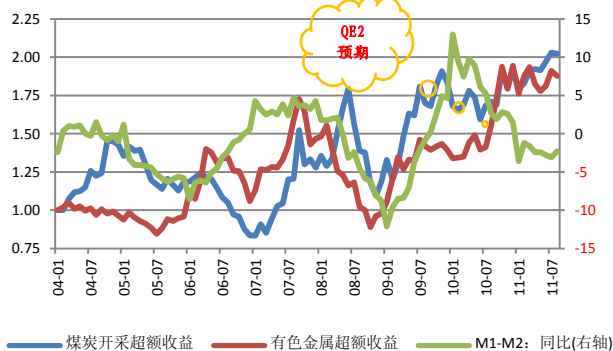
表 2、流动性敏感的金融行业驱动因素总结

金融子行业	主要收入来源	盈利核心驱动因素	重要驱动指标	投资属性	流动性敏感度	超额收益与流动性相关原因	超额收益与流动性相关度实证
券商板块	经纪业务收入	股票市场交易额（量）、佣金水平（价）	日均股票成交额、佣金率	强	强	流动性边际改善推动权益市场上扬放大股市交易量提振经纪业务、自营和资管业绩。	强
保险板块	保费收入	保险资金投资收益率	综合投资收益率	强	强	流动性边际改善推动权益市场上扬提升保险资金综合投资收益率，市场利率回落引致保费收入增加。	样本不足
银行板块	利息收入	存贷款规模（量）、净息差（价）、资产质量	存贷款增速、NIM、不良率	弱	中	流动性边际改善有利于政策面压力减轻和基本面更稳健运行。	不明显，但流动性边际改善意味的逆周期监管压力减轻将显著增大弹性。

数据来源：东北证券

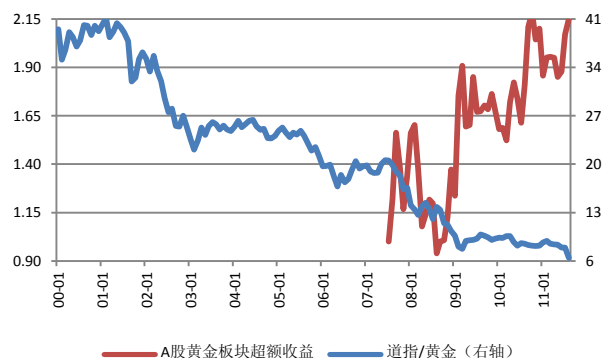
上游的有色和煤炭板块产品价格易受流动性推动，产销也受益于经济活跃度上升，因此历来对流动性的敏感度高（见图 11）。08 年开始黄金同股市脱钩，近期甚至一枝独秀与其他商品逆向运行，黄金不再用作对抗通胀，而是代表投资者对货币不信任（见图 12）。

图 11、上游的有色金属和煤炭板块对流动性敏感度



数据来源：WIND，东北证券

图 12、当一股道指仅相当于六盎司黄金时，黄金只有投机价值？



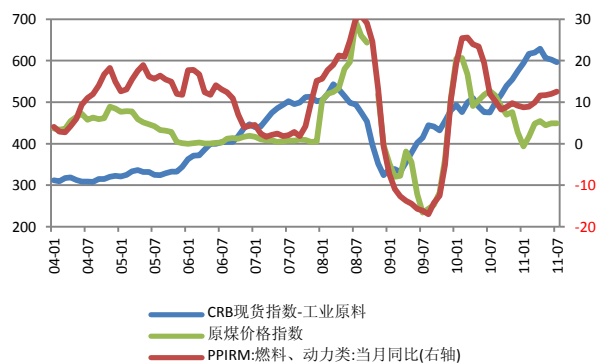
数据来源：WIND，东北证券

煤价与 PPIRM-燃料、动力类高度相关，而 CRB-工业原料通常领先 PPIRM-燃料、动力类 2 个季度左右（见图 13）。CRB 现货指数-工业原料已于今年 4 月持续回落，工业和金融属性皆未支持其逆转，因此我们判断煤价在四季度上行动力不足，从而限制煤炭企业的盈利能力。

有色金属板块与 LME 期货价关联度大（见图 14），从当前基本面看，欧美发达国家经济显著放缓，股市暴跌反映了一定程度的衰退预期，而新兴市场国家仍处于紧缩货币的中后段，抑制需求的作用正在显现，这与上半年欧美持续复苏和新兴需求仍在相比是个量变到质变的过程；发达国家债务危机激化，扩大资产负债表的模式不具持续性，全球高风险资产在金融危机后再次进入去杠杆化，即使有量宽措施出台，资金可能也难以再偏好基本金属，因此我们判断基本金属价格下行压制有色板块的表现。

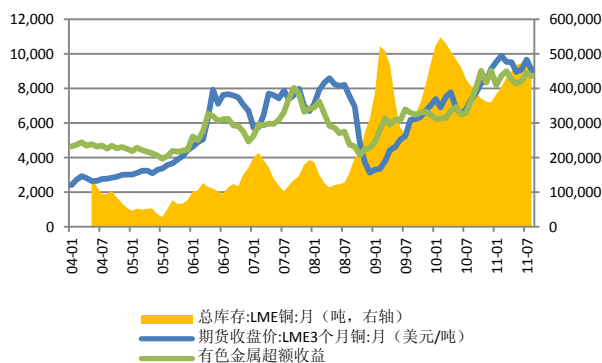
去年下半年上游资源品受益于美联储 QE2 预期而摆脱国内流动性收紧的趋势上涨一波可能会部分透支流动性改善给有色和煤炭板块带来的向上弹性。

图 13、CRB 向 PPIRM 燃料、动力类 和煤价的传导



数据来源：WIND，东北证券

图 14、有色金属板块超额收益与 LME 期货价高度拟合

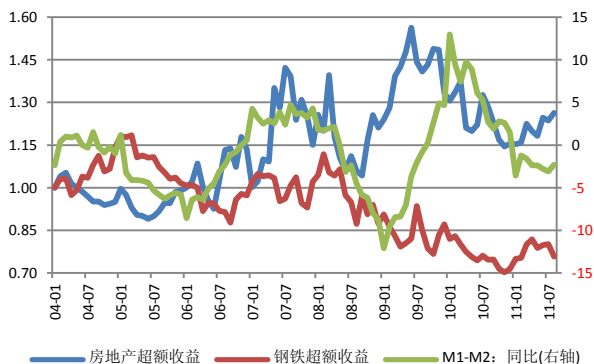


数据来源：WIND，东北证券

房地产产业链的钢铁和房地产板块是传统经验的流动性敏感板块，但去年初以来却显著失去向上弹性（见图 15）。

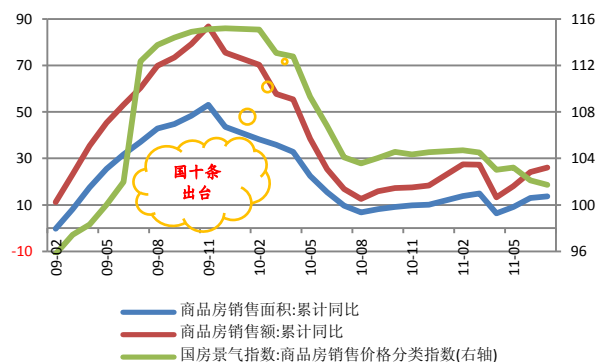
房企的盈利尚可股价却低迷的根本原因还在于国务院 2010 年 4 月出台市场最严厉调控政策的“国十条”引领的房地产调控延续至今（见图 16），商品房销售的头上始终悬着“利剑”，因此对房地产股价来说，房价的适度下行确立调控政策不再加码的预期比流动性改善更为珍贵。

图 15、盈利不济使钢铁已远不及房地产板块对流动性敏感



数据来源：WIND，东北证券

图 16、去年 4 月出台的“国十条”引领的房市调控延续至今



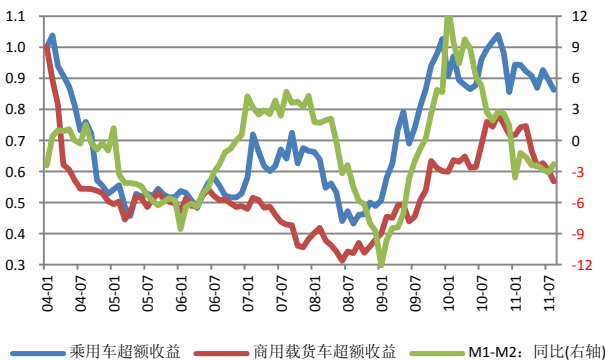
数据来源：WIND，东北证券

金融危机后铁矿石价格重返强势极大地压缩了钢企盈利的空间，直接导致了钢铁股成为最熊的板块之一，保障房建设带来的需求增量都未能提振股价。因此钢铁板块的投资时机更重要的还是盯住上游的铁矿石价格，如能看到其下行改善钢铁吨毛利，流动性改善下的钢铁板块将如虎添翼。

尽管对房地产和钢铁基本面形成重大制约的因素都未出现转机，但市场的流动性仍然好于 06 年和 09 年初并正形成改善的趋势，而房地产和钢铁板块的估值水平也已经跌到偏低的位置，因此至少具备估值向上修复的空间。

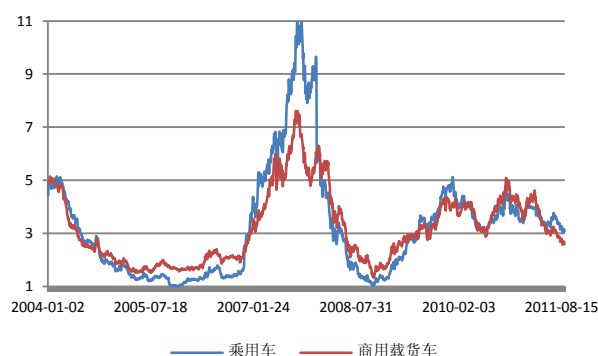
通常来说，作为大宗可选消费品的乘用车和资本品的商用载货车对流动性也较为敏感，其中乘用车板块的上涨弹性更大且相较商用载货车板块易涨难跌（见图 17）。从当前的估值水平上看，汽车板块的 PE 处于低位，但这是在消化行业景气高点下产生的，PB 并未显著低估（见图 18）。

图 17、流动性敏感的乘用车较商用载货车易涨难跌



数据来源：WIND，东北证券

图 18、乘用车和商用载货车景气顶峰的 PE 低，PB 不低



数据来源：WIND，东北证券

历史上乘用车销量与毛利率同向波动，金融危机造成的极低基数与行业景气度高涨共振放大了之后的销量增速波幅，去年以来的毛利率并未大降仍处于偏高的位置（见图 19）。今年上半年乘用车销售数据持续低于预期，这是优惠政策退出、部分城市限购、日本地震、油价高企等多重负面因素共振的结果。

从公路货运量观测，商用载货车的销售难言见底，鉴于其可能会继续受困于固定资产投资增速下滑的担忧，销量底部仍未探明（见图 20）。

因此比较而言我们首选合资品牌汽车零部件供应商在流动性改善下的表现。

图 19、乘用车 08 年的基数效应放大了销量增速波幅

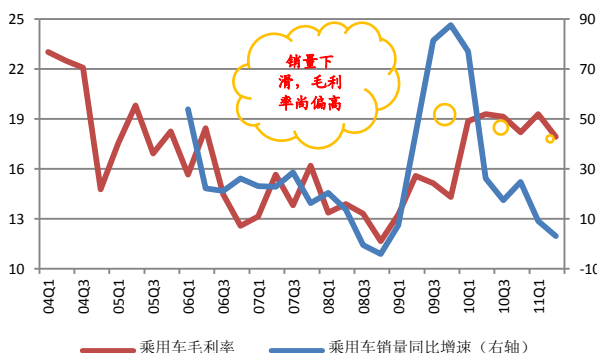
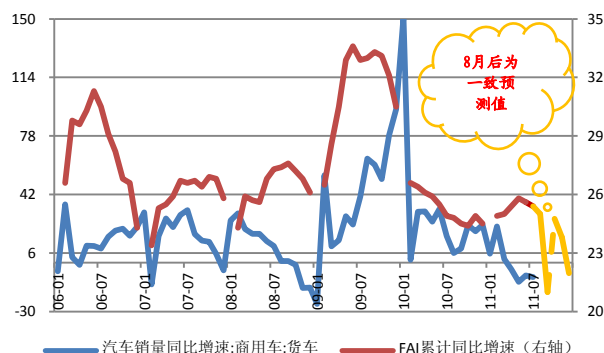


图 20、商用载货车受困于固定资产增速下滑的担忧



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

表 3、其他流动性敏感行业的总结

流动性敏感大类行业	流动性敏感细分板块	基本面对流动性敏感度	超额收益与流动性相关度实证	Q4 行业景气度判断	跟踪信号	二季度毛利率/历史最低&中值	现 PB/历史最低&中值	评价和配置建议
上游资源板块	有色	强	强	基本金属“较差”，小金属“一般”，贵金属“较好”	9 月底美联储会议将对 QE3 预期进一步指引并将影响大宗商品价格。	4.21、0.88	2.99、1.10	对流动性敏感度高但基本金属价格可能下行且估值稍贵，超配黄金低配基本金属做配对交易。
	煤炭	强	强	动力煤和喷吹煤“较好”，焦煤和无烟煤“一般”	下游发电量增速和钢铁价格是需求指标。	1.07、0.90	2.01、0.97	对流动性敏感度高但煤价可能滞涨，估值适中，宜见信号后做右侧买入，标配。
房地产产业链	房地产	强	强	一般	开发商在库存高企和现金流恶化之下加大推盘力度引导房价适度下行舒缓调控预期。	1.52、1.16	1.72、0.86	对流动性敏感度高但调控难言放松，估值较低，宜见信号后做右侧买入，标配。
	钢铁	较强	弱	长材“一般” 板材“较差”	长材需求旺季看下游保障房建设执行情况。	N/A、0.62	1.43、0.82	基本面对流动性敏感度高但实证不支持，原因是铁矿石价格强势，估值较低，标配。
大宗可选消费	乘用车	强	强	合资品牌“较好” 自主品牌“较差”	汽车销量持续低迷是否进一步拖累毛利率。	1.54、1.13	2.09、0.85	对流动性敏感度高，行业内基本分化严重，超配合资品牌零部件供应商，标配合资品牌整车厂商。
	商用载货车	强	较强	较差	固定资产投资增速下滑是否较温和。	2.11、0.85	1.71、0.75	对流动性敏感度高，受固定资产投资增速下滑担忧，但调整在投资品中早且深，估值较低，超配。

数据来源：东北证券

三、光明左使：盈利左侧中后期

3.1、国内经济无硬着陆之虞

二季度以来工业增加值在持续的宏观调控累计作用下小幅下行，先导性指标 PMI 读数 8 月出现反弹（季节性因素更多），其中制造业新订单分项指数 7 月出现小幅反弹（8 月持平），这是 2005 年设置指数以来首次出现 7 月份订单环比上升的情况，可能是内需开始回升的信号，经济硬着陆之忧大大减轻。当下对去库

存的进程定义争议较多，CRB 现货指数 4 月见顶使得原材料补库存周期结束，同时产成品也因需求的放缓而进入至今已延续 5 个月的去库存。

但表征生产需求的 PMI-新订单—PMI-产成品库存的差值和 PMI-原材料库存—PMI-产成品库存的差值自 7 月起小幅反弹可能意味着去库存周期并未如悲观的投资者所预想（见图 21、图 22）。

图 21、PMI：新订单—PMI：产成品库存 7 月起小幅反弹

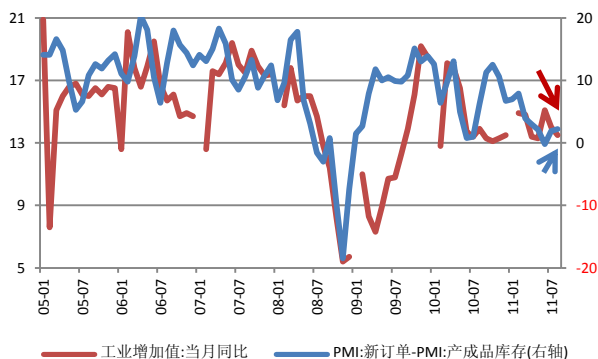
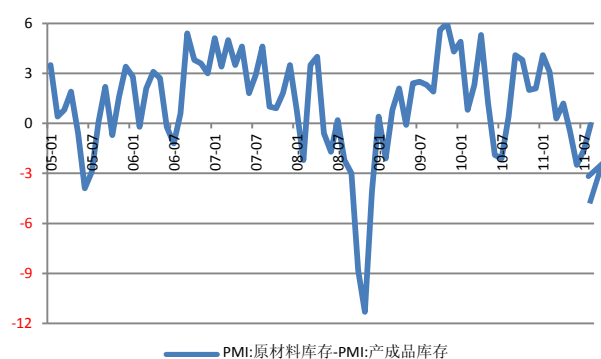


图 22、PMI：原材料库存—PMI：产成品库存 7 月现小幅反弹



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

温和的通胀提振实际社会消费品零售总额，但 CPI 越过 5%后的高通胀降低了消费者实际购买力从而挫伤消费（尤其是耐用消费品），04 年高通胀下行后消费出现上升，今年初以来实际社消零售总额增速呈下行态势，预计通胀见顶回落后实际消费会按惯例回升。

中报业绩显示：全部 A 股剔除金融石油石化二季度净利润同比增速为 21.04%，仅比一季度下降 0.65 个百分点，其中毛利率从一季度的 17.85%下滑 0.12 个百分点至 17.73%，毛利率受挤压程度好于 2004 年、2008 年以及 2010 年经济回落的过程，上市公司整体业绩在本轮经济回落中显示出较强的韧性，其中有市场经济下学习曲线发挥作用、企业应对经济波动能力提高的因素。这将使得上市公司业绩增速在宏观经济缓慢回落的过程中保持较平稳增长。

3.2、盈利左侧中后期，光明左使

除了 04 年主动打压固定资产投资整治经济过热和受 08 年金融危机外需剧降影响经济速冻之外的经济正常运行中工业企业利润总额增长与 PPIRM 负相关（见图 23），PPIRM 上行/下行对中下游需求稳定企业毛利率造成挤压/舒缓作用，排除经济过热和过冷的特殊时期 PPIRM 与企业利润顶底间隔在 1-4 个月之间，判断资源品价格已见顶则本轮 PPIRM 应该在 8 月份见顶，中下游需求稳定行业的毛利率很可能在年底企稳。

我们 8 月初开始就倾向于确认大宗商品见顶，理由有三：

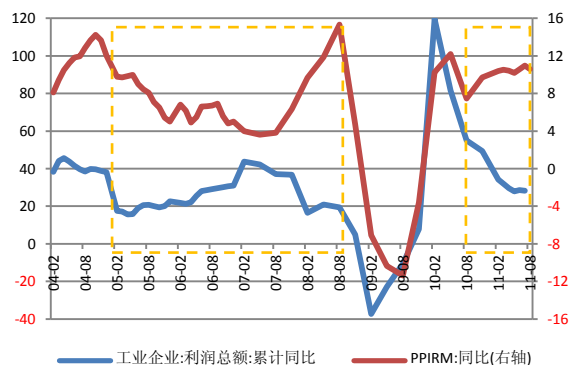
1、从大方向看，过去 10 年中国重工业化进程伴随着加入 WTO 后完全融入全球经济，对工业资源品的需求为大宗商品牛市做出了巨大的贡献，当前中国依靠投资拉动经济的发展模式逐步走到瓶颈。工业资源品的推动力会趋弱；

2、当前基本面看，欧美发达国家经济显著放缓，股市暴跌反映了一定程度的衰退预期，而新兴市场国家仍处于紧缩货币的中后段，抑制需求的作用正在显现，这与上半年欧美持续复苏和新兴需求仍在相比是个量变到质变的过程；

3、发达国家债务危机激化，扩大资产负债表的模式不具持续性，全球高风险资产在金融危机后再次进入去杠杆化，即使有不超预期的量宽措施出台，资金可能也难以再偏好工业金属和能源大宗商品。

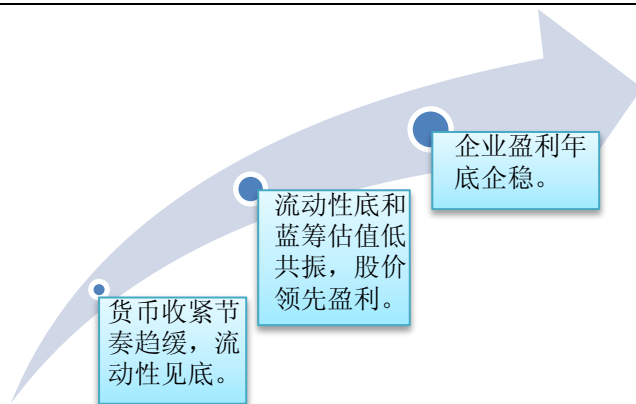
因此我们认为当前是企业盈利左侧的中后期，光明左使会在年底或明年初隐现，而股票市场会领先盈利见底率先回升（见图 24）。

图 23、经济正常运行中工业企业利润总额增长与 PPIRM 负相关



数据来源：WIND，东北证券

图 24、Q4 流动性和估值底部共振推升股价，盈利随后见底回升



数据来源：东北证券

3.3、外需不确定性增大 但影响应该可控

美国和欧元区 8 月 PMI 制造业指数分别跌近和跌破枯荣分界线，美国二季度 GDP 增速仅 1.6%，过去每次增长率低于 2%，次年出现衰退的机率过半。十年期国债收益率同三个月期利差收窄又是一个令人担心的讯号，但所幸未出现利率倒挂的明确衰退信号。中国 8 月 PMI 出口订单分项急降 2.1 个百分点至 50 以下，反映了欧美债务危机深化因素的影响，制造业的国外订单量减少，未来出口面临挑战。

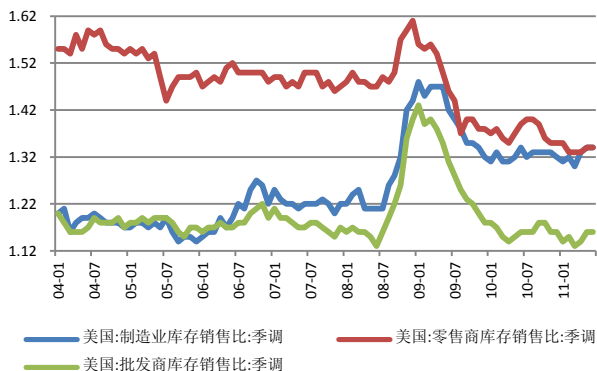
尽管如此，我们仍然认为国内经济不会受到外需大幅冲击，理由有三：

1、本次欧美经济下行的 shock 效应有限，并不伴随 08 年金融危机剧烈去杠杆、大宗原材料价格暴跌的过程，因此国内经济不会再现外需骤然下降、措手不及进入被动去高价库存。

2、以美国为例，截至今年上半年的贸易库存销售比为 1.28，略低于 04 年以来的中值和均值，分项中仅有制造业库存销售比较高，下降趋势和低位的库存表明批发和零售商们的谨慎态度（见图 25），预期的经济下行与股市兑现了的利空一样并不可怕。

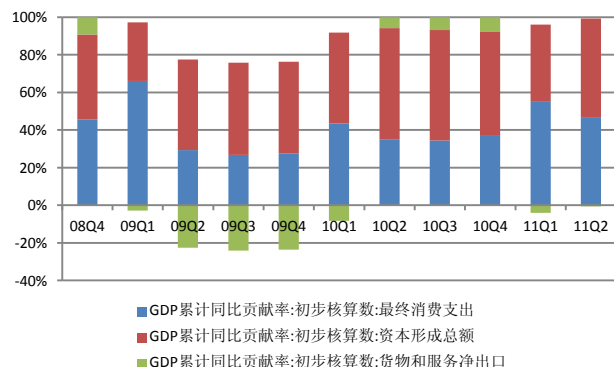
3、从最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口三大需求对国内 GDP 的贡献率看，近年来净出口对 GDP 的贡献率受政府转变原先片面追求顺差的思路，推进人民币稳步升值的影响而呈减小趋势（见图 26）。

图 25、外需稳步回落不会再现措手不及降高价库存



数据来源：WIND，东北证券

图 26、净出口对国内 GDP 累计同比贡献率呈减小趋势



数据来源：WIND，东北证券

四、经济内稳外忧组合的行业配置

4.1、资源品价格回落，四季度后期买需求稳定、毛利率弹性大的中游行业

前述我们判断上游大宗商品价格将会在欧美发达国家经济衰退风险和新兴市场国家货币紧缩累计效应逐渐显现下承压。PPI 生产资料-采掘工业即将见顶回落将直接引导上游资源板块毛利率下行（见图 27），下游需求稳定的中游行业毛利率摆脱高企的原材料成本挤压，逐步企稳而后回升，其中越靠近上游的中游行业受益越明显（见图 29、图 30）。此外，从历史数据中我们也发现下游行业毛利率与代表上游资源品价格的 PPI-生产资料-采掘工业呈正相关（见图 28），可以解释为 CPI 随上游原材料价格回落打消了终端消费的涨价预期，下游行业通常较中游行业强的议价能力遭到削弱。

图 27、上游资源品毛利率与 PPI 生产资料-采掘工业关联大

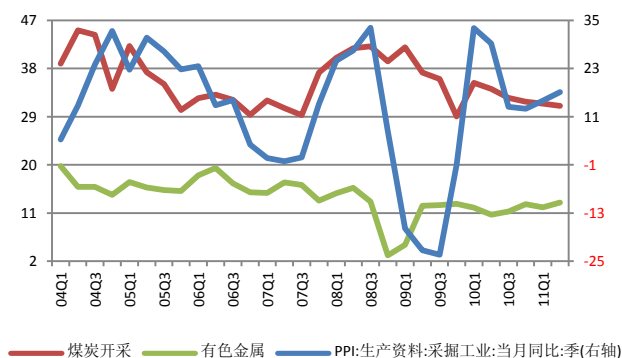
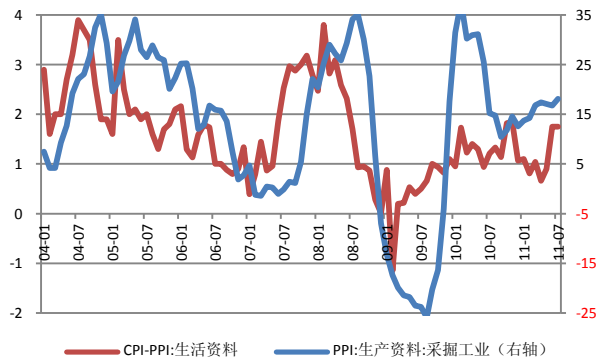


图 28、下游行业毛利率与 PPI 生产资料-采掘工业正相关



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

图 29、靠近上游的中游行业毛利率受益于原材料降价最明显

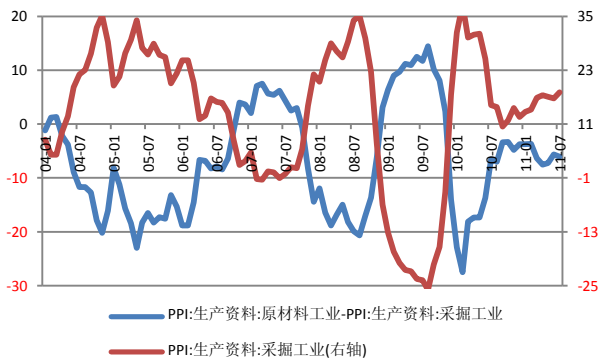
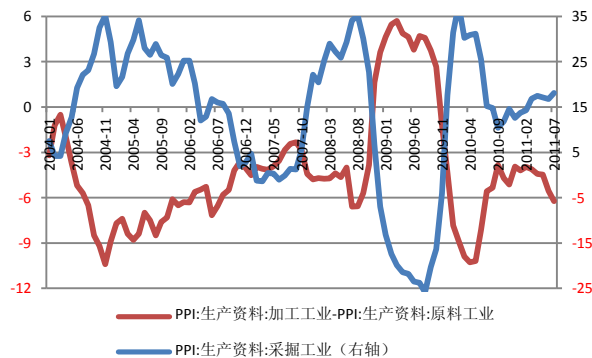


图 30、靠近下游的中游行业毛利率与原材料价格逆相关度也很大



数据来源：WIND，东北证券

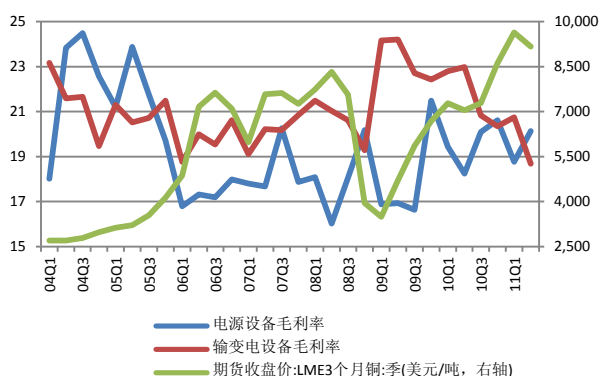
数据来源：WIND，东北证券

因此鉴于 CRB 现货指数今年 4 月见顶，国内 PPIRM 和 PPI 于 8 月见顶，原材料下行传导约一个季度的时滞，需求稳定的中游行业的毛利率可能于年底企稳并在明年初出现小幅回升。四季度流动性改善行情之后演绎需求稳定的中游行业毛利率企稳恢复驱动的行情是有可能的。

4.1.1、首选靠近上游、原材料成本占比大、下游需求稳定、毛利率弹性高的中游行业

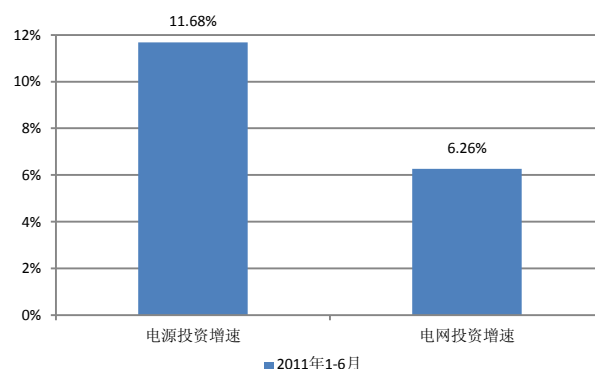
今年上半年电网投资情况较为低迷，延续了去年的下降趋势（见图 32），夏季的电荒也暴露了电源电网建设中区域不平衡的弊端，往后看电网投资步入新的景气周期和可能的铜价下行一起逐步改善电气设备板块内上市公司的业绩。电源设备行业的毛利率较输变电设备对铜价更敏感（见图 31），且估值更低。

图 31、电源设备毛利率较输变电设备对铜价更敏感



数据来源：WIND，东北证券

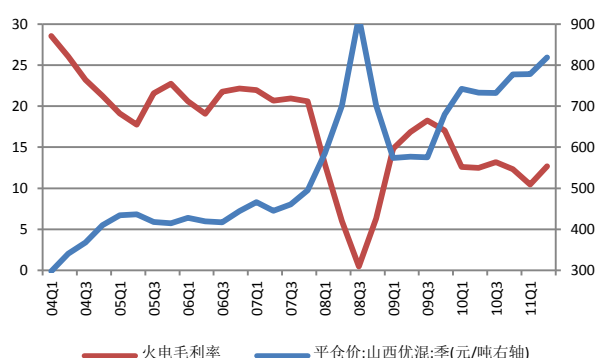
图 32、上半年电源电网基本建设投资完成额不及预期



数据来源：WIND，东北证券

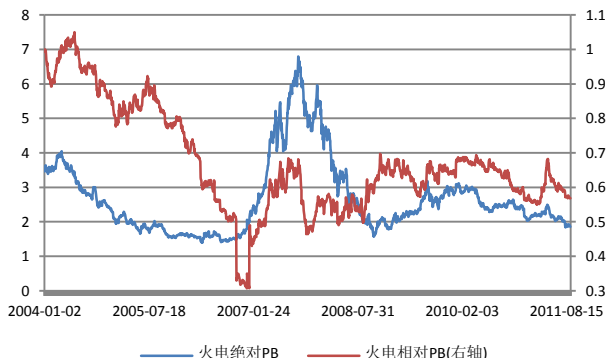
作为能源品的火电，煤价市场化，电价受管制，煤价大牛市和煤电联动机制迟迟未推动造成火电行业毛利率下行趋势使其摊销折旧的压力越来越大，同时火电企业发电量也受动力煤价高企的影响。如果煤价受需求放缓的影响随国际能源价格下行或至少滞涨，使得煤炭供应链得到改善，火电企业的 ROE 将体现极大的弹性并推升较低的估值适度上行（见图 33、图 34）。

图 33、火电行业盈利与动力煤价格逆相关度高达-0.91



数据来源：WIND，东北证券

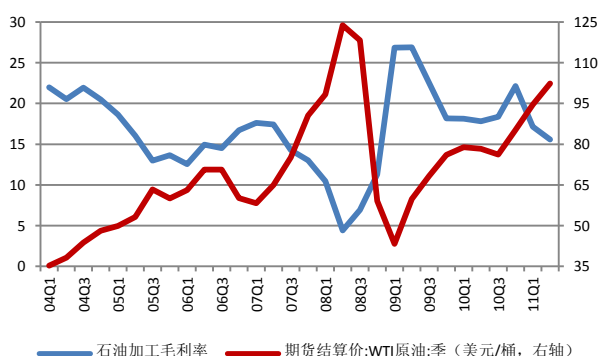
图 34、火电估值较低，ROE 乃至 PB 的提高依赖于动力煤价下行



数据来源：WIND，东北证券

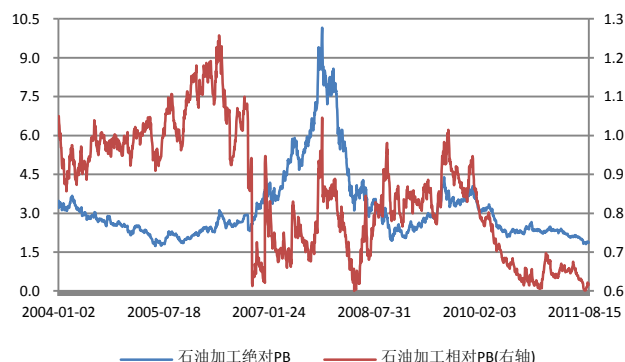
石油加工行业毛利率的顶底完全对应着国际原油价格的底顶（见图 35），鉴于我国成品油定价机制带有主动的滞后性，炼油企业在国际油价下行阶段又能受益于调价的时间差，如果油价下行，毛利率具备很高的向上弹性，而石油加工板块的绝对和相对 PB 都已离历史最低不到 10%，安全边际也已足够（见图 36）。

图 32、石油加工行业毛利率与国际原油价格逆相关度达-0.65



数据来源: WIND, 东北证券

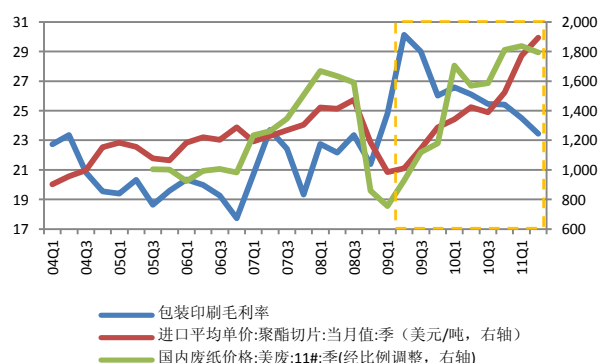
图 33、石油加工板块绝对和相对 PB 都接近历史最低



数据来源: WIND, 东北证券

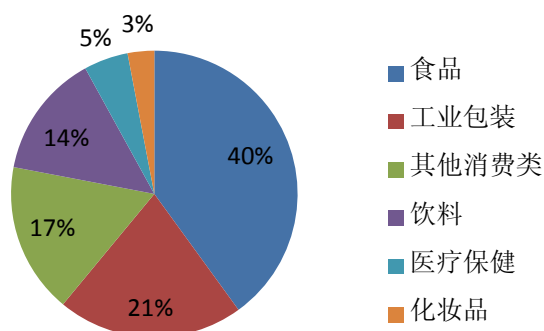
纸包装公司的主要成本箱板纸价格取决于美废，而塑料包装公司的成本多为石油化工品，包装行业的上游原材料与国际大宗商品价格走势关联度高，09 年下半年后包装印刷板块的毛利率受到 PET 和美废价格上涨冲击持续下行（见图 37），如大宗商品价格回落将会大大减轻原材料成本压力。随着包装用途的不断开发衍生，下游需求渐广而稳定使得行业逐步具备消费升级属性（见图 38），龙头企业通过规模成本效应和提高产品附加值的差异化竞争构筑壁垒提升了行业集中度，享受成长股的估值。

图 34、09Q2 后包装印刷毛利率受到 PET 和美废上涨冲击



数据来源: WIND, 东北证券

图 35、包装行业下游需求广泛稳定具消费属性

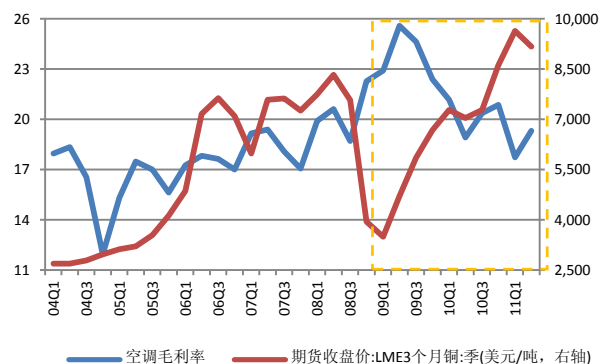


数据来源: WIND, 东北证券

4.1.2、次选上游原材料成本占比大、终端消费稳定、毛利率弹性高的下游可选消费品。

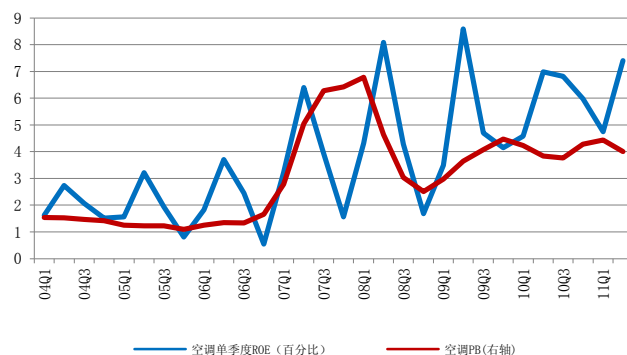
空调厂商成本中铜占比较大，毛利率高峰正是金融危机铜价暴跌后创出的，随着铜价见底大幅回升后一路走低（见图 39），国内空调行业集中度不断上升并形成如格力、美的寡头垄断的格局，而城镇化推进和居民消费需求旺盛增强了龙头企业的议价能力，伴随着盈利能力的上扬，空调板块估值水平同步合理抬升（见图 40），鉴于农村和出口市场仍有相当广阔的空间，应适当减少对其景气高点的担忧，如行业内竞争格局没有出现变化，当前的 PB 是可以接受的，因此我们在四季度重新将空调板块的配置上调至“超配”，看好空调行业的龙头公司。

图 36、空调行业集中度上升增强了寡头厂商的提价能力



数据来源: WIND, 东北证券

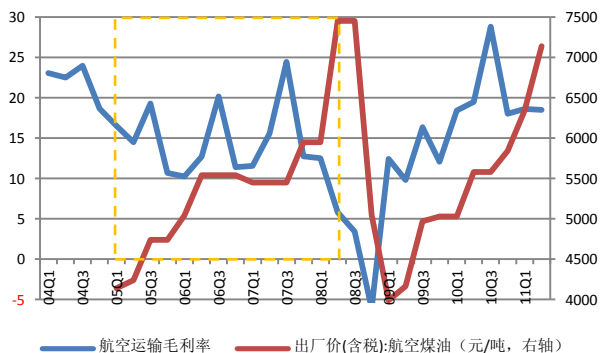
图 40、伴随着盈利能力的上扬, 空调估值水平同步合理抬升



数据来源: WIND, 东北证券

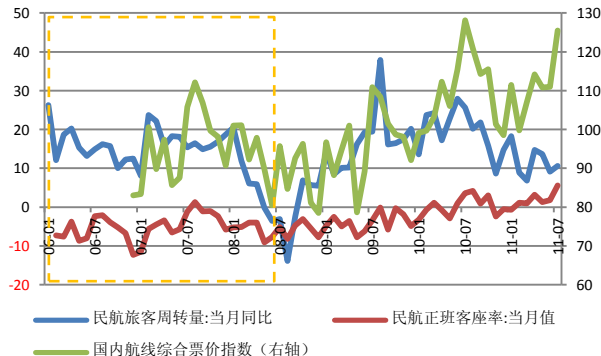
自今年8月1日起, 航空煤油出厂价格实行市场定价, 每月初调整一次。当国际油价下行时, 调整节奏有所滞后, 此外燃油附加费能够覆盖八成左右的航油成本。航空运输行业景气度不高时航空公司毛利率受航空煤油价格影响较大(见图 41), 而当民航客座率与票价指数上升时航空公司毛利率受油价高企的影响就很有限, 今年以来航空运输行业景气度受益于偏紧的供求而持续上行(见图 42), 动车追尾事件也削弱了高铁分流的影响, 未来刺激股价的因素有人民币升值加速(远端市场提示人民币升值预期大大减弱)和油价下行, 虽然航空股 PB 看上去较低, 但 ROE 处于高位, 对于周期股来说这个组合在经济回落期依然不够理想, 因此波段性行情的可能性大。

图 41、航空毛利率在景气度不高时受航空煤油价影响大(见右图)



数据来源: WIND, 东北证券

图 42、航空公司客座率和票价指数显示当前良好的景气度

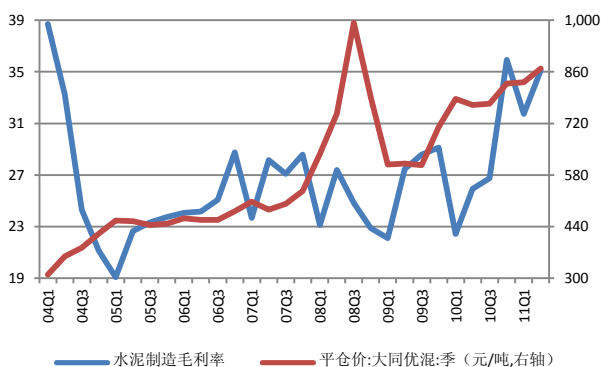


数据来源: WIND, 东北证券

4.1.3、跟踪原材料下行毛利率弹性大但下游存疑行业的需求演变

煤、电在水泥生产成本中占比大, 煤炭成本占 45%左右而电力成本约占 25%。波动较大的煤价是影响成本的关键, 而电价由于受到管制而上调空间有限, 影响小些。去年下半年以来淘汰落后产能与电荒限产的叠加效应使得水泥制造行业的毛利率独立于上行中的煤价而大幅上升创出七年来的新高(见图 43), 今年二季度以来水泥股已持续跑输市场, 近期 PB 走势加速向下与 PE 收敛反映了投资者对水泥行业从历史景气高点滑落的担忧(见图 44), 从竞争格局看近年来行业集中度正在上升但尚未形成如前述空调行业寡头垄断的格局。水泥板块同时也是流动性较为敏感的, 煤价下行或滞涨亦有益, 后续看固定资产投资和房地产施工面积等数据是否能好于市场的悲观情绪, 我们看好水泥股暴跌后在四季度有不错的反弹行情, 但中线应保持谨慎。

图 43、去年下半年以来的限产提价使毛利率独立于成本



数据来源：WIND，东北证券

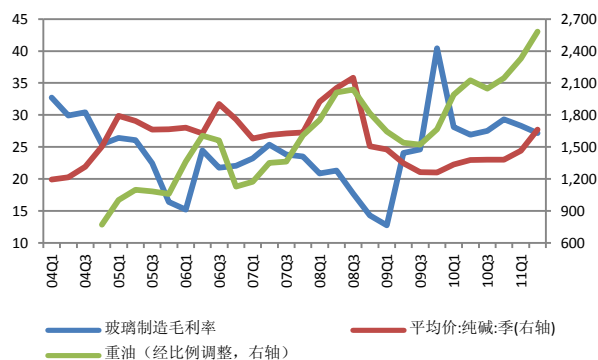
图 44、近期水泥板块 PB 走势加速向下与 PE 收敛



数据来源：WIND，东北证券

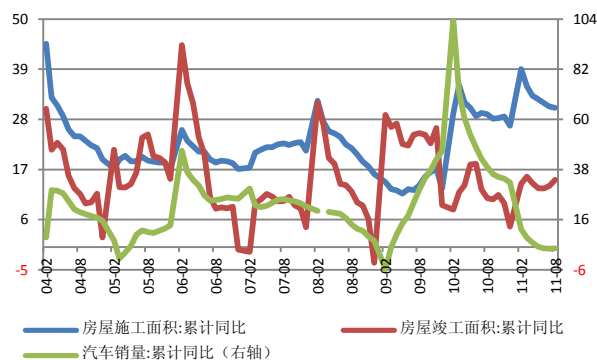
玻璃制造成本端纯碱和重油价格处于高位，国际原油价格下跌有助于大大减轻成本（见图 45）。下半年以来全国玻璃价格企稳后略有反弹，但是库存仍然处于历史高位，未来的去库存压力大。需求端房屋施工竣工面临新开工下滑的滞后拖累，汽车销售正处低谷（见图 46），供给端各地区新增玻璃产能释放，玻璃是保障房建设的后周期受益品种，尚无助于大幅改善当前的供求状况。

图 45、玻璃制造毛利率受纯碱价格影响大



数据来源：WIND，东北证券

图 46、玻璃的下游需求：房屋施工竣工面临下滑，汽车销售正低迷



数据来源：WIND，东北证券

表 4、四季度后期受益于上游原材料成本下降的行业总结

受益于原材料成本下降行业	上游主要原材料	主要原材料成本占比	需求稳定性	毛利率弹性	二季度毛利率/历史最低&中值	二季度ROE/历史最低&中值	现 PB/历史最低&中值	评价和配置建议
电源、输变电设备	铜、铝	较大	较高	较大	1.26、1.09 1.00、0.90	1.97、0.39 1.53、0.55	1.00、0.55 1.77、0.76	上游铜、铝的成本占比较大，需求较稳定，毛利率和 ROE 的弹性大， 超配。
火电	动力煤	大	高	大	25.86、0.68	N/A、0.75	1.17、0.71	上游动力煤成本占比大，需求稳定，毛利率和 ROE 弹性大，估值较低， 超配。
石油加工	原油	大	高	大	3.53、0.90	5.31、0.95	1.09、0.66	上游原油成本占比大，需求稳定，毛利率和 ROE 弹性大，估值较低， 超配。
包装	石油化工、箱板纸	较大	较高	较大	1.32、1.04	N/A、1.57	2.79、1.00	上游石油化工和箱板纸成本占比较大，需求较稳定，毛利率和 ROE 弹性一般，估值不便宜， 标配。
空调	铜	较大	较高	较大	1.62、1.04	13.45、2.06	3.19、1.02	上游铜成本占比较大，需求较稳定，毛利率和 ROE 弹性一般，估值适中， 超配。

航空	航空煤油	大	较高	较大	N/A、1.16	N/A、1.74	1.81、0.78	上游航空煤油成本占比大，需求较稳定，毛利率和 ROE 弹性一般，估值适中， 标配 。
水泥	动力煤	较大	一般	一般	1.84、1.38	N/A、2.70	2.27、0.89	上游动力煤成本占比较大，需求不稳定，毛利率和 ROE 弹性较小，估值适中， 标配 。
玻璃	纯碱、重油	较大	一般	一般	2.13、1.11	N/A、1.42	2.51、1.06	上游纯碱和重油成本占比较大，需求不稳定，毛利率和 ROE 弹性一般，估值略贵， 标配 。

数据来源：东北证券

4.2、四季度必需消费品难获超额收益

我们预计四季度初期，食品价格上涨可控、输入性通胀下行、宏观调控累计作用下需求放缓等因素使得通胀下行逐渐明朗，流动性有望在前中期就得到边际改善。

从制造业库存演变和中报存货上升趋缓来看，我们认为国内经济去库存周期较市场的悲观情绪要好，加上国际工业和能源商品价格的见顶，需求稳定的中下游行业的毛利率很可能在四季度后期企稳。我们强调正常的周期波动下，市场经济的学习曲线发挥作用、企业应对变化能力的提高。

四季度必需消费股难获超额收益的判断正是基于我们对宏观经济的研判和市场运行的理解。

1、通胀温和下行确立会影响必需消费行业的销售收入（人们会重新考虑可选和必需消费品的分配，将原先的必需消费品偏好转换成原先搁置的可选消费品购买计划）和毛利率（终端消费者打消涨价预期），从而使得盈利增速低于市场的乐观预期（中报靓丽）；

2、流动性的边际改善会引发市场风格转换，从必需消费品转向对流动性敏感度更高的周期品；

3、经济年底企稳有助于改变投资者对周期股 ROE 大幅下滑的悲观预期，从而缩小必需消费品对于需求较为稳定的周期品的 PB 溢价。

图 47、四季度必需消费品难获超额收益逻辑图



数据来源：东北证券

食品饮料、医药生物、零售和农林牧渔（带有上游资源属性）为四大必需消费板块。他们的行业特性各异使得主要的盈利驱动力不尽相同。

4.2.1、四季度必需消费品难获超额收益之食品饮料

金融危机后食品饮料行业保持较高的盈利增速主要由毛利率上行驱动。

其中食品加工子行业内的竞争最为激烈毛利率不稳定，盈利受营业收入及其高度关联的食品价格波动影响大，因此若食品 CPI 涨势趋缓会抑制食品加工板块的业绩。

食品制造子行业的竞争格局正在改善，体现在主要的乳品企业毛利率开始走高，费用率下降。其营业

收入和毛利率较食品价格波动幅度要小，因此食品 CPI 涨势趋缓对该行业的业绩影响尚可。

近年来饮料制造子行业景气度持续攀升，高端白酒、葡萄酒的毛利率受益于特殊的消费结构而单边上升，酒类 CPI 助涨不助跌，下行仅能略微缓和提价节奏，对该行业的业绩影响较小。

因此，就 CPI 趋缓对子行业业绩的影响而言，饮料制造小于食品制造小于食品加工。

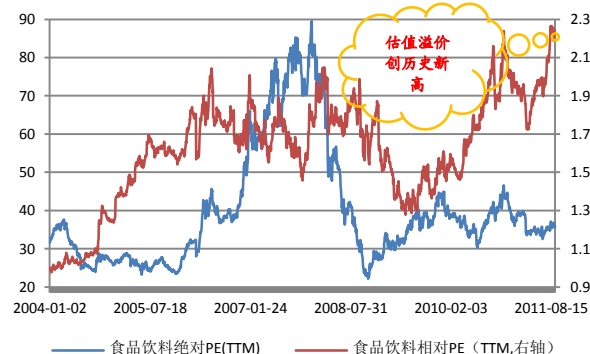
04 年以来食品饮料板块的超额收益与市场流动性显著逆向，仅有 09 年一年同向（见图 48）。从估值上看，当前并未高估，但相对整个 A 股市场的估值溢价创历史新高了（见图 49）。

图 48、04 年以来食品饮料的超额收益仅有一年与流动性同向



数据来源：WIND，东北证券

图 49、食品饮料板块的市盈率合理，但估值溢价高了



数据来源：WIND，东北证券

4.2.2、四季度必需消费品难获超额收益之医药生物

医药生物行业毛利率上升是盈利增长的助推器，但在高位遭遇了药价管制。

其中化学制药子行业毛利率区间波动，营业收入增长对盈利的贡献更为明显，但其毛利率受终端药价管制的冲击最大，将随西药 CPI 回落从而抑制其业绩表现。

生物制品子行业盈利与营业收入增长的关联度更高，近五年来毛利率获得较大的提升，比较而言终端药价管制对其的影响略大并将逐步显现。

医疗器械子行业毛利率一路向北上升幅度最大，其盈利增长主要由毛利率带动，药价管制对医疗器械毛利率的影响较小，盈利预期更稳定。

医药商业子行业毛利率在较低的水平，零售业特征使其毛利率通常收敛于 9%-14% 的区间内，其边际波动对盈利的较大。医药商业毛利率受药价管制的冲击较大，医药 CPI 回落引导其回归中值水平。

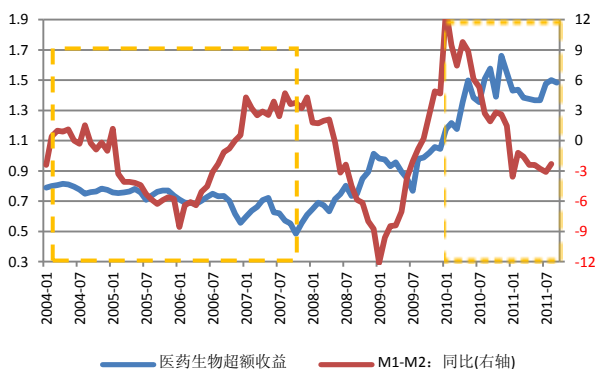
中药子行业近些年营业收入增速与毛利率呈上升趋势从而推动业绩高速增长，但终端药价管制对该行业毛利率的冲击较大，将从高位随医药 CPI 回落。

整体上看，鉴于对于药价的监管可能是个中长期的政策导向，我们判断医药生物行业毛利率并未见底，温和下滑趋势仍将延续从而影响盈利表现。生物制品和医疗器械子行业的盈利受药价管制的影响最小。

2007 年下半年之前 A 股医药生物板块颇受投资者冷落，之后稳定增长的盈利和良好基本面趋势的预期推动医药生物板块开启独立牛市，即使今年年初的高估值受到市场流动性紧缩的影响，板块至今表现仍尚可。总体而言医药生物行业的防御属性使其超额收益与市场流动性逆向（见图 50），如果四季度流动性得到边际改善，则难有超额收益。

从估值上看，医药生物板块的市盈率稍高，而相对 A 股市场的估值溢价正在接近历史高点（见图 51）。

图 50、07 年下半年医药生物板块开启独立牛市



数据来源: WIND, 东北证券

图 51、医药生物板块的市盈率稍高, 而估值溢价高了



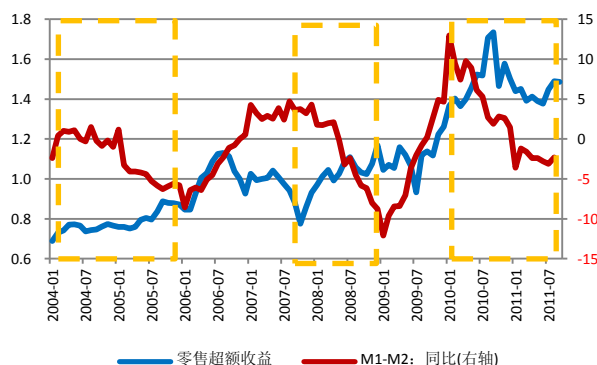
数据来源: WIND, 东北证券

4.2.3、四季度必需消费品之零售(四季度继续超配)

过去五年零售毛利率是必需消费品中最稳定的, 而零售行业的销售收入与通胀相关度很高, 同店增速随通胀上升而加快, 因此零售行业主要的驱动力销售收入将受到 CPI 下行的影响。

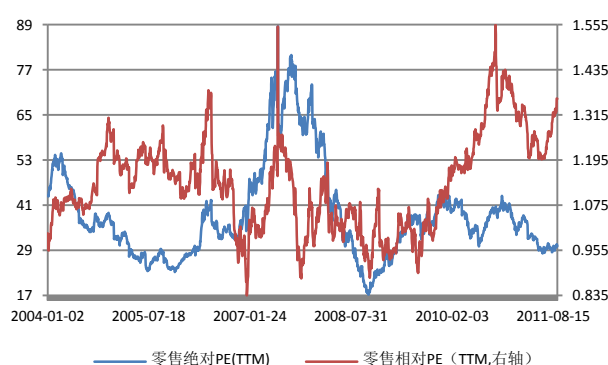
零售行业盈利增长的稳定使其在流动性下行时凸显防御性, 2004 年以来三个流动性显著下行阶段零售板块都取得了超额收益(见图 52)。从估值上看, 零售板块市盈率仍低于历史中值, 但相对整个 A 股市场的估值溢价有些偏高(见图 53)。

图 52、流动性下行时零售板块凸显防御性



数据来源: WIND, 东北证券

图 53、零售行业的市盈率略低, 估值溢价偏高



数据来源: WIND, 东北证券

4.2.4、四季度必需消费品难获超额收益之农林牧渔

农林牧渔行业具备上游资源属性靠天吃饭, 2004 年以来毛利率在 12%-20% 区间内波动较大, 营业收入增速与食品 CPI 密切相关。因此四季度食品 CPI 涨势趋缓的话会拖累农林牧渔上市公司的销售和业绩。

相对来说, 渔业子行业受益于国内消费升级, 销售更独立于通胀。

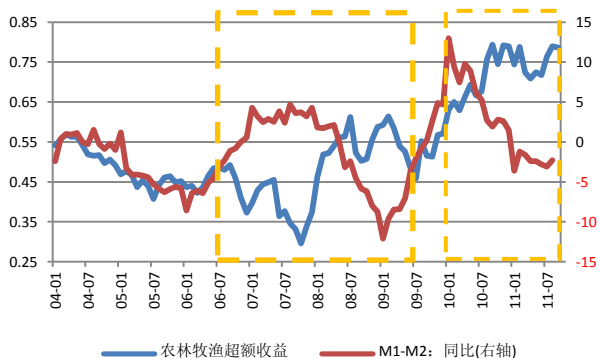
种植业子行业销售收入相当不稳定波动剧烈, 其与粮食 CPI 关联度较大, 我们确信国内乃至全球粮食价格的长期上涨趋势, 因此种植业拥有相当广阔的发展前景。但应该看到粮食价格已自 2009 下半年持续大幅上涨, 短期来看涨势可能将随整体 CPI 回落, 种植业将会受到一些影响。

饲料和农产品加工子行业的销售收入受猪肉和食品 CPI 影响非常大尤其是前者, 因此如果四季度猪肉价格涨势趋缓将会抑制这两个子行业的销售和盈利增速。

近年来农林牧渔的超额收益与市场流动性此消彼长较多(见图 54), 行业逐渐减少了对宏观经济的依

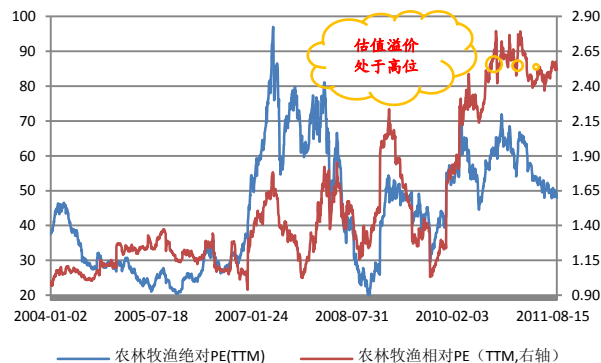
赖度并体现了良好的成长潜力。若四季度 A 股流动性边际改善再加上走势较强的国际农产品顺从大宗商品回落趋势，农林牧渔板块很难获得超额收益。从估值来看，市盈率偏高而相对整个 A 股市场的估值溢价则是相当高（见图 55）。

图 54、近年来农林牧渔的超额收益与流动性此消彼长较多



数据来源：WIND，东北证券

图 55、农林牧渔板块市盈率偏高，估值溢价相当高



数据来源：WIND，东北证券

4.2.5、四季度必需消费品难获超额收益之配置顺序

依次综合必需消费品行业在通胀温和下行阶段盈利的预期变化、绝对估值和相对估值溢价以及潜在风格转换的影响程度，我们建议的配置顺序见下图（板块从左至右顺序配置，细分子行业由上至下顺序配置）：

图 56、必需消费品配置顺序图



数据来源：东北证券

4.3、外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待

8 月初爆发的欧美债务危机深化引发全球经济动荡，国内 8 月制造业 PMI 新出口订单指数自 2009 年 5 月以来首次跌破枯荣分界线预示着未来出口增幅回落。

从地区结构来看，对欧美日出口金额占比居前三。美国为货币刺激政策效果不佳所困惑，欧元区面临债务偿付能力被质疑，而日本则延续着政权频繁更替。

从行业结构来看，按国家统计局发布的去年以来各行业出口交货值和主营业务收入分析，出口业务占比居前列的行业分别是：通信设备、轻工制造（家用轻工、家具、造纸）、纺织服装、机械设备（仪器仪表、电机、金属制品、船舶制造、纺织服装设备和推土机）、化工（橡胶、塑料制品、化纤和纺织化学用品）以及家电（彩电、空调）。

另外我们也梳理了其他外贸依存度高的细分行业：交通运输（航运、港口）、半导体（集成电路、分立器件、半导体材料）、机械设备（履带式起重机、汽车起重机、机床）等。

表 5、易受外需下降冲击行业的历史数据和当前估值的比较

单位（第 2、3、8 列）：百分比

易受外需下降的行业	单季度净利润同比增速均值-金融危机出口剧降期间（08Q3-09Q2）	单季度净利润同比增速中值-04年至今（剔除08Q3-09Q2）	当前 PB	PB(最低, 中值) —08Q3~09Q2	当前 PB/(最低, 中值)—08Q3~09Q2	受影响程度、当前估值（1~4 代表优~劣）	PMI 新出口订单 08/7 跌破 50 后 4 个月超额收益
化学纤维	-472.94	45.47	3.10	1.47/3.00	2.11/1.03	4、2	-13.98
纺织服装设备	-291.66	13.31	4.25	1.10/2.73	3.86/1.56	4、4	4.50
塑料	-189.05	18.93	4.84	1.56/4.34	3.10/1.12	4、4	-12.18
集成电路	-186.04	17.97	3.57	1.62/4.21	2.20/0.85	4、2	-1.16
半导体材料	-94.67	71.84	4.72	1.33/2.80	3.55/1.69	4、4	-9.94
分立器件	-118.14	40.60	3.60	1.17/2.40	3.08/1.50	4、4	-9.40
橡胶	-120.25	22.03	3.26	1.42/2.93	2.30/1.11	3、3	2.71
仪器仪表	-121.45	9.88	4.27	2.14/5.25	2.00/0.81	3、2	0.81
造纸	-86.12	31.41	1.76	0.88/1.85	2.00/0.95	3、2	-20.00
彩电	-98.61	18.49	1.87	0.91/1.69	2.05/1.11	3、3	-2.81
建筑机械	-30.84	86.26	3.38	2.07/4.20	1.63/0.81	3、1	25.97
航运	-47.31	65.62	1.45	1.21/2.72	1.20/0.53	3、1	-22.25
机床工具	-45.03	61.19	3.35	1.80/3.62	1.86/0.93	3、2	-3.65
全部 A 股剔除金融石油石化	-57.98	31.17	2.91	1.76/3.32	1.65/0.88	N/A、1	N/A
家用轻工	-46.65	31.93	4.03	1.55/3.29	2.60/1.23	2、3	-13.49
金属制品	-39.28	33.39	2.63	0.97/1.96	2.71/1.35	2、4	4.00
服装	-27.00	39.95	3.68	1.89/3.01	1.95/1.22	2、3	-3.83
纺织化学用品	-14.35	51.43	2.24	1.07/2.94	2.09/0.76	2、1	-36.48
船舶制造	-17.60	45.33	2.76	1.94/4.13	1.42/0.67	2、1	-18.51
家具	-33.76	27.15	3.03	1.07/2.27	2.83/1.34	2、4	-12.60
纺织	-26.88	10.03	2.84	1.31/2.56	2.17/1.11	1、3	-7.66
空调	14.64	40.42	3.32	2.12/3.42	1.57/0.97	1、1	18.62
港口	-9.82	11.92	1.68	1.99/3.21	0.84/0.52	1、1	8.75
电机	37.61	38.53	4.07	1.50/5.95	2.71/0.68	1、3	3.68
通信设备	187.03	25.67	3.46	1.79/3.84	1.93/0.90	1、2	-7.24

注：橘黄~淡黄~淡绿~墨绿填充色代表优~劣

数据来源：东北证券

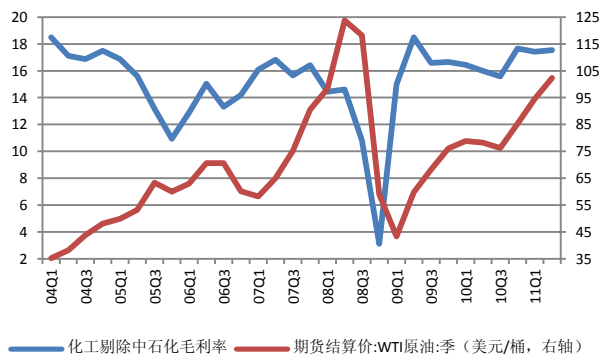
4.3.1、外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待之化工

通常在油价恢复性上涨时，化工毛利率随着需求的回暖而同向上行，当油价高企时，化工板块的毛利率受到挤压。但国内大部分化工行业产能过剩、供过于求，竞争激烈，因此油价下行虽然有助于舒缓化工

（尤其是中下游）的原材料成本压力，但需求的放缓也影响了行业景气度（图 57）。

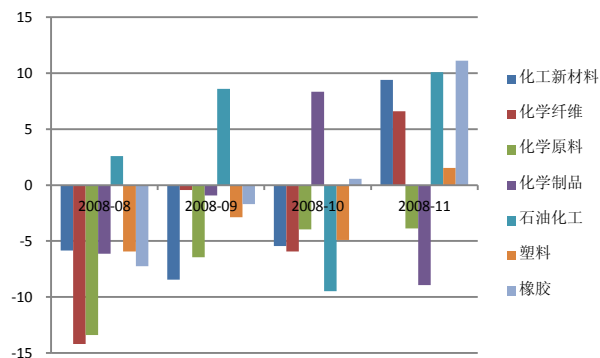
化工行业出口业务占比较高，在出口萎缩前期股价已经开始提前反映，在出口订单下降的中后期则呈现较大的向上弹性。08 年 8 月-10 月出口剧降的前期，化工细分板块表现差的依次为化学原料、化学纤维、化工新材料、塑料和橡胶。而化学制品和石油化工甚至取得了微小的正超额收益（见图 58）。当前的情形与金融危机时有所不同，油价和出口可能是缓步回落的过程，估值泡沫程度较低。但当时市场的相对表现仍有一定参考意义。

图 57、油价下行影响化工行业的景气度



数据来源：WIND，东北证券

图 58、化工细分板块在 08 年 7 月新出口订单跌破 50 后超额收益



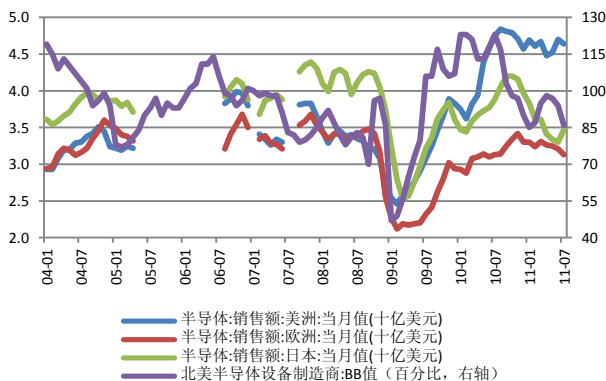
数据来源：WIND，东北证券

4.3.2、外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待之电子元器件

全球半导体销售结构中，美洲约占 18%，欧洲占比为 13% 左右，日本约占 14%，三大区域占据将近一半的销售份额，半导体销售与全球经济紧密相联，月度销售额于去年下半年见顶，北美半导体设备制造商接单出货比一年后跌至 86%，8 月初欧美债务危机的深化势必引导行业景气度再度下行（见图 59）。

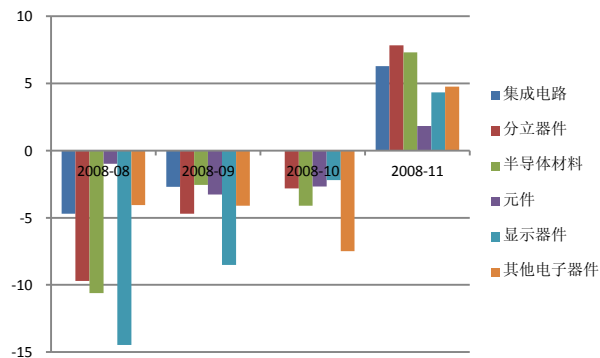
电子元器件行业中半导体（包括集成电路、分立器件和半导体材料）出口业务占比较高，在出口萎缩前期股价已经开始提前反映，在出口订单下降的中后期则呈现略好的向上弹性。08 年 8 月-10 月出口剧降的前期，电子元器件细分板块皆跑输大盘，表现差的依次为显示器件、半导体材料、分立器件、其他电子元器件、集成电路和元件（见图 60）。

图 59、欧美半导体行业景气度下行



数据来源：WIND，东北证券

图 60、电子元器件细分板块在 08/7 新出口订单跌破 50 后超额收益



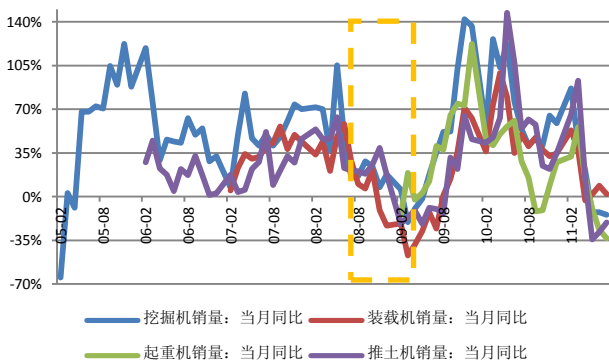
数据来源：WIND，东北证券

4.3.3、外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待之机械设备

起重机和推土机在 08 年外需剧降时销量增速相较其他工程机械品种下滑不显著（见图 61），一是因为出口占销售总量仍有限且较现在为低（如推土机今年 1-7 月出口销量累计占比约 22%），二是挖掘机和装载机的内销受经济下滑负面影响更大。

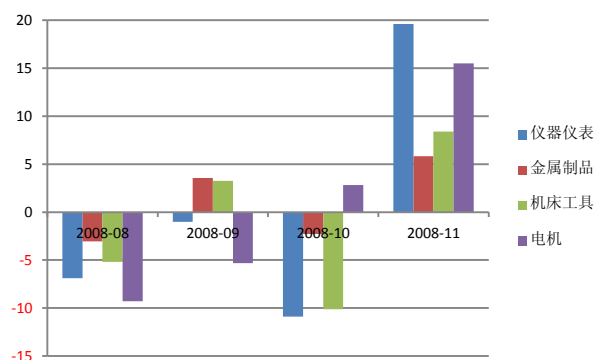
机械设备行业中的仪器仪表、机床工具、金属制品和电机出口业务占比较高，在出口萎缩前期股价已经开始提前反映，在出口订单下降的中后期则呈现很高的向上弹性。08 年 8 月-10 月出口剧降的前期，这些细分板块皆跑输大盘，表现差的依次为仪器仪表、机床工具、电机和金属制品（见图 62）。

图 61、起重机和推土机销量增速相较其他工程机械下滑不显著



数据来源：WIND，东北证券

图 62、仪器仪表等板块在 08/7 新出口订单跌破 50 后的超额收益

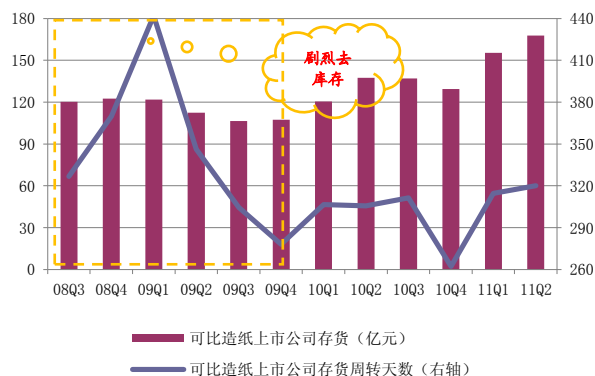


数据来源：WIND，东北证券

4.3.4、外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待之轻工制造

轻工制造行业中的造纸、家用轻工和家具出口业务占比较高，在出口萎缩前期股价一路下跌，在出口订单下降的中后期向上弹性也有限。08 年 8 月-10 月出口剧降的前期皆跑输大盘且跌幅相近。其中造纸行业 08 年最低跌到 1.14 倍 PB，在香港上市的内地纸业股跌幅尤甚，主要因为之前的行业景气高涨造成门槛较低的产能迅速扩充，随后遭遇需求速冻剧烈去库存（见图 63）。二季度造纸行业的存货周转天数虽然稳定但今年以来库存较高且呈攀升趋势验证了需求持续低迷的现状，因此当前低于历史中值的估值仍不具备吸引力。

图 63、造纸行业 08 年跌幅大的主因是剧烈去库存



数据来源：WIND，东北证券

图 64、轻工制造行业在 08/7 新出口订单跌破 50 后的超额收益



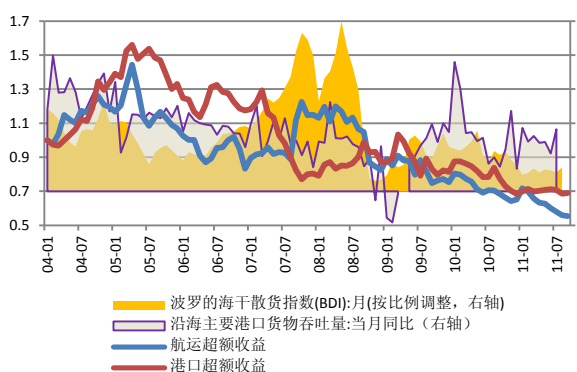
数据来源：WIND，东北证券

4.3.5、外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待之港口航运

BDI 指数近一个月来已连续上涨 40%，而航运股超额收益依然是负的，反映出对利好因素的淡漠。作为一个长周期行业，行业盛极而衰形成的过剩运力仍然将在中期抑制运价，行业恢复的时间相当漫长，估值难以恢复以往的向上弹性。

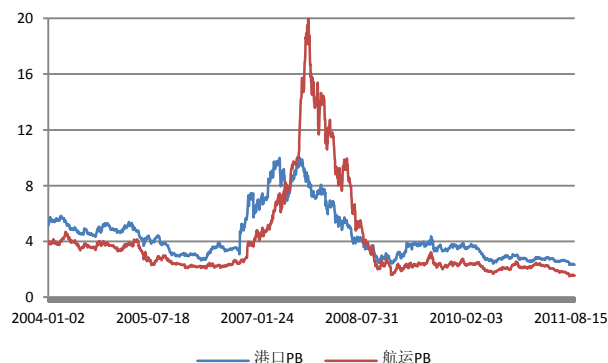
航运市场扭曲的供求使得港口吞吐量较之更能感知经济冷暖变化。欧美经济下滑担忧升温，大宗商品价格疲弱，预计下半年的进出口增速呈回落态势。行业的充分竞争导致 ROE 自 05 年下半年以来逐级下滑，板块的超额收益也一路走低，港口历史底部估值比行业属性的防御性更大些（见图 66）。

图 65、航运与港口板块超额收益方向趋同，弹性比港口大



数据来源：WIND，东北证券

图 66、港口板块估值与金融危机最低时相当

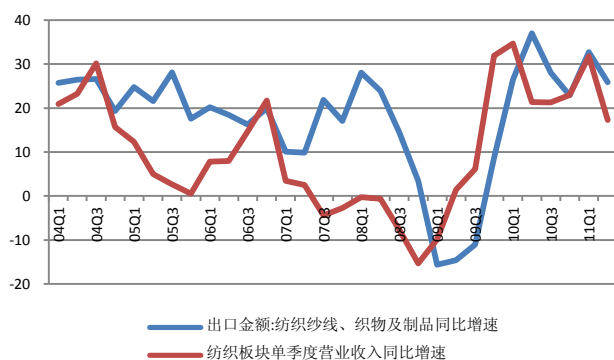


数据来源：WIND，东北证券

4.3.6、外贸依存度大的国内行业需要谨慎对待之纺织服装

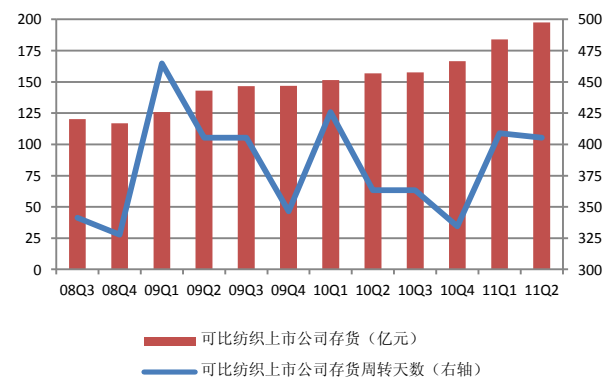
纺织行业受出口影响较大，出口增速下滑将导致的销售收入增速进一步回落（见图 67）。二季度行业景气度不佳导致毛利率大幅下滑，从上游经炒作后的棉花价格暴跌可见一斑。下半年相当一部分纺织企业面临之前高价囤积的原材料成本计提减值准备（见图 68），如果需求持续疲弱行业面临洗牌。

图 67、纺织行业销售收入受出口影响较大



数据来源：WIND，东北证券

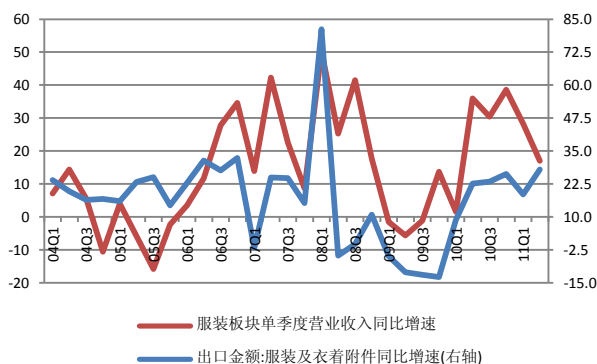
图 68、纺织行业景气度不佳导致库存较高



数据来源：WIND，东北证券

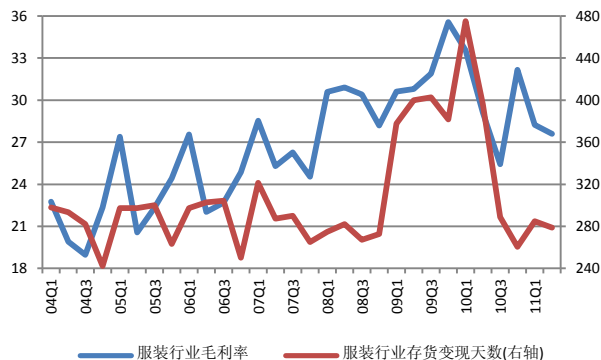
服装行业对出口的依赖稍弱于纺织（见图 69），各细分龙头企业这些年瞄准内陆庞大的内需潜力积极拓展渠道成功树立品牌逐渐享受行业集中度提升的丰厚成果，品牌服装靓丽的业绩增速下我们更关心企业对销售渠道的管理，高通胀下服装行业存货变现顺畅彰显消费升级效应（见图 70）。

图 69、服装行业尝试建渠道树品牌减轻对出口的依赖



数据来源：WIND，东北证券

图 70、高通胀下存货变现顺畅彰显消费升级效应



数据来源：WIND，东北证券

五、光明左右使隐现，需求稳定的周期股无忌

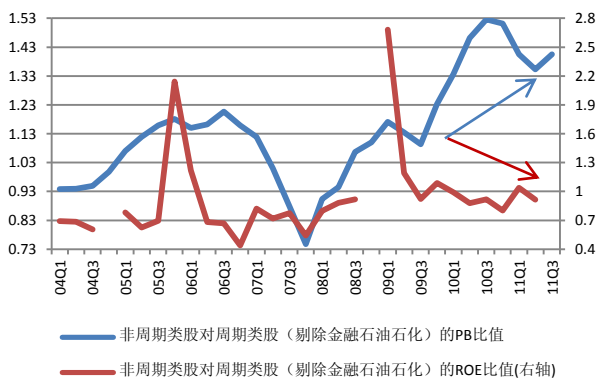
今年二季度周期股（剔除金融石油石化）和非周期股的 ROE 都分别略高于 04 年至今二季度的历史中值。当前周期股 PB 在低位，而非周期股 PB 并不低。在熊市的环境下，市场对周期股偏高的 ROE 因行业特性而回归中值甚至更低尤其担心，从而给予低 PB，而对符合经济结构转型导向的非周期股 ROE 稳步上升（已有所体现）有所期许，给予较高 PB（见图 71）。市场的选择符合大趋势，在一定程度上是有效的。但此时我们一反二季度以来对必需消费股的偏好而逆势预判四季度周期股中需求稳定的行业会阶段性跑赢的理由如下：

1、做投资需要将长期趋势与短期市场运行阶段结合起来看。鉴于我们仍然对中国经济未来几年的腾挪空间和韧劲持乐观态度，对通胀和经济的中线组合预期要比市场一部分悲观情绪要好，判断当前 A 股的主跌段已过，以时间换空间的形式来消化政策的不确定因素。因此当前更可能是处于熊市后期（空间上讲），通常的规律是市场的悲观情绪会导致各板块的绝对 PB 最终出现一定程度的收敛（见图 72），而当前 PB 位置偏高的非周期类股存在补跌的风险。

2、我们判断四季度前期将会看到 CPI 下行趋势逐步明朗（理由前文已表述），流动性的边际改善遂水到渠成，因流动性敏感的板块皆为周期类板块，而非周期类的消费股（尤其是必需消费品）的超额收益基本是与流动性呈反向，在第一波反弹的过程中周期类股中需求稳定的行业大概率跑赢非周期类股。

3、CPI 下行时上游和下游毛利率通常是下行的（CPI 随上游原材料价格回落打消了终端消费的涨价预期，下游行业通常较中游行业强的议价能力遭到削弱），根据传导的经验，四季度后期下游非周期类股的 ROE 会出现下行并形成对偏高 PB 的压力。而以我们对经济年底企稳的乐观判断，更可能是以非周期类股 PB 上行动能相对不足的形式出现。

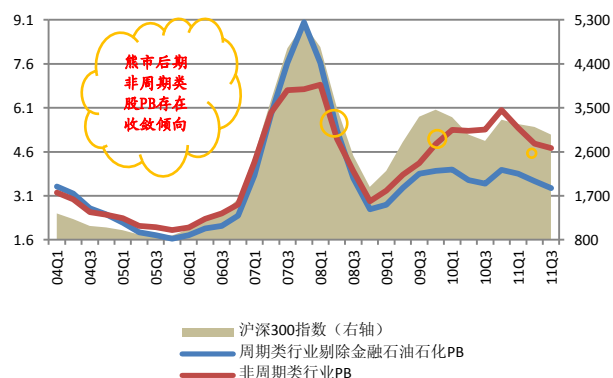
图 71、周期类与非周期类股 PB 与 ROE 背离较严重



注：指数和 PB 都按当季交易日平均值计算

数据来源：WIND，东北证券

图 72、2004 年以来周期类与非周期类 PB 运行与 A 股走势对比



注：PB 和 ROE 都按当季交易日平均值计算

数据来源：WIND，东北证券

我们对四季度的定调是流动性右侧初期（光明右使）和盈利左侧中后期（光明左使），先形成一波以流动性敏感板块引领大盘上扬为特征的修复性反弹，乐观的话，经适度调整后于后期再形成一波以需求稳定的周期品板块毛利率舒缓、企业盈利现企稳信号为基本面支撑的缓步推升行情。因此我们的行业配置思路由防御转为局部进攻，前期先配流动性敏感板块、后期再配受益于原材料成本下降的板块（前文都已总结）。这些板块主要为需求稳定的周期类品种。

附周期类和非周期类板块指标总结及配置建议表两张：

表 6、周期类板块指标总结及配置建议

细分行业	当前行业景气度	四季度行业景气度判断	基本面信号	二季度 ROE/历史中值	现 PB/历史最低&中值	配置建议	看好公司
券商	较差	较好	股市向上，成交活跃，自营和资管业务向好	0.70	1.08、0.65	超配	国海证券
保险	较差	一般	股市向上，投资收益率提高，吸引保费收入增加	0.88	1.02、0.57	超配	中国太保
银行	较好	较好	逆周期监管政策不加码	1.33	1.02、0.58	超配	华夏银行
汽车零部件	较差	一般	合资品牌供应商销售较好	1.25	2.30、0.91	超配	华域汽车
商用载货车	较差	一般	固定资产投资增速下滑，先期反映的重卡先企稳	1.06	1.71、0.75	超配	潍柴动力
电气设备	一般	较好	特高压下半年进度或加快，基本金属原材料下跌	0.66	1.63、0.76	超配	东方电气、正泰电器、特变电工、新联电子
火电	一般	较好	煤炭供应链改善	0.75	1.17、0.71	超配	深圳能源、皖能电力
热电	一般	较好	四季度供暖需求上升	0.79	3.01、1.26	超配	
石油化工	较好	较好	炼油毛利	0.94	1.11、0.67	超配	沈阳化工
乘用车	较差	一般	油价下跌，限购政策	1.61	2.09、0.85	标配	上海汽车
商用载客车	一般	一般	油价下跌，需求较稳定	1.79	2.33、1.03	标配	
白色家电	一般	小家电“较好” 其他“一般”	基本金属原材料下跌	3.22	2.42、0.92	标配	苏泊尔、格力电器
房地产	一般	较差	房价适度下跌舒缓调控预期	1.45	1.71、0.86	标配	万科 A、保利地产、招商地产

包装印刷	一般	一般	原材料价格下跌	1.54	2.79、1.00	标配	永新股份
航空运输	好	较好	暑期旺季已过，油价下跌，人民币升值步伐减慢，	1.74	1.81、0.78	标配	南方航空
化学制品	较好	较好	下游需求较稳定	1.03	2.28、0.98	标配	扬农化工、辉丰股份
港口	一般	较差	进出口贸易	0.78	1.01、0.50	标配	
煤炭开采	动力煤“较好” 焦煤“较好” 无烟煤“较好”	动力煤“一般” 焦煤“一般” 无烟煤“较好”	动力煤大秦线检修及冬储煤，焦煤下游钢铁和无烟煤下游尿素需求	1.20	2.01、0.97	标配	山煤国际
建筑装饰	较好	较好	需求旺季，回款进度	1.60	1.47、0.79	标配	亚厦股份、鸿路钢构
水泥制造	较差	一般	建筑业旺季的水泥价格	2.70	2.27、0.89	标配	海螺水泥
玻璃制造	一般	一般	保障房施工周期进入玻璃需求期	1.42	2.51、1.06	标配	
钢铁	长材“一般” 板材“较差”	长材“一般” 板材“较差”	铁矿石价格，长材看保障房建设执行情况，板材看制造业需求	0.53	1.43、0.82	标配	八一钢铁
计算机设备	较好	较好	扶持政策落实	1.55	2.37、1.04	标配	航天信息
有色金属冶炼	基本金属和小金属“一般” 贵金属“好”	基本金属“较差” 小金属“一般” 贵金属“较好”	全球经济放缓，美联储未推量宽或刺激力度有限	1.35	2.93、1.08	低配	辰州矿业、厦门钨业
水电	较差	较差	地区水电厂网一体化推进	1.24	1.03、0.74	低配	
视听器材	一般	一般	基本金属原材料下跌，出口冲击	0.84	2.46、1.09	低配	
普通机械	一般	一般	宏观经济运行	1.46	2.35、1.05	低配	机器人、陕鼓动力
专用设备	较差	一般	信贷政策、下游需求	1.53	2.24、0.91	低配	中联重科、郑煤机、新研股份
酒店	一般	一般	开店成本持续上升	1.48	2.39、0.99	低配	
纺织	一般	一般	高价囤积的棉花面临计提减值准备，出口冲击	2.13	2.41、1.05	低配	华茂股份
石油开采	较好	一般	原油的工业和金融属性向下	0.81	1.35、0.77	低配	
造纸	较差	较差	需求低迷，出口冲击，人民币升值步伐放缓	0.77	2.00、0.90	低配	
其他轻工制造	较好	一般	出口转内销	3.09	2.38、0.87	低配	科冕木业
化工新材料	较差	较差	下游利基市场	1.66	2.10、0.98	低配	红宝丽
航运	较差	较差	油价下跌，中期运力过剩，BDI	N/A	1.20、0.57	低配	
半导体	较差	较差	发达国家经济放缓，出口订单下滑	2.17	2.77、1.01	低配	士兰微
元件	较差	一般	下游电子行业进入相对旺季	1.99	2.80、1.21	低配	歌尔声学
显示器件	较差	较差	需求低迷，产能过剩	N/A	2.64、0.95	低配	深天马A
金属制品	一般	较差	全球经济放缓影响外贸	1.34	2.71、1.03	低配	
化学原料	一般	一般	油价下跌影响下游需求	3.51	2.83、1.17	低配	双环科技
化学纤维	一般	一般	下游纺织企业开工率，出口冲击	1.62	3.20、1.11	低配	
塑料	一般	一般	下游房地产和汽车需求，出口冲击	1.99	4.14、1.13	低配	
橡胶	一般	一般	下游房地产和汽车需求，出口冲击	1.24	2.30、0.93	低配	阳谷华泰

指标说明：一般情况下周期类板块若 ROE 和 PB 都处于低位代表着景气和估值向上空间大，是较好的组合

数据来源：东北证券

（非周期类股指标总结及配置建议请见下页）

表 7、非周期类股指标总结及配置建议

细分行业	当前行业景气度	四季度行业景气度判断	基本面信号	现 PE/历史最低&中值	静态 PEG（过去 7 年复合增长率）	配置建议	看好公司
信息服务	一般	较好	业务向好，政策预期	3.64、1.12	5.40	超配	中国联通、天舟文化
零售	较好	较好	通胀下行对同店增长的影响	1.69、0.81	0.93	超配	友阿股份、欧亚集团
高速公路	一般	一般	油价跌对车流量的影响，重卡销量增速	1.02、0.60	1.07	标配	皖通高速
铁路运输	一般	一般	铁路安全检查	1.03、0.40	0.61	标配	
机场	较好	一般	空域资源紧张	1.00、0.56	2.48	标配	厦门空港
通信设备	一般	较好	年中运营商超预期投资	1.78、0.86	2.76	标配	烽火通信
服装	好	较好	2012 年春夏产品订单情况，出口冲击	2.55、1.02	0.82	标配	罗莱家纺
饮料制造	白酒“好” 葡萄酒“较好” 软饮料“较好” 啤酒“一般”	白酒“好” 葡萄酒“较好” 软饮料“一般” 啤酒“一般”	中高端白酒提价 葡萄酒市场份额的变化 软饮料和啤酒成本减轻	1.56、0.94	0.97	标配	承德露露
生物制品	一般	一般	《生物医药产业十二五规划》	1.79、0.91	1.50	标配	科华生物
医药商业	一般	一般	基层医疗机构销售政策，行业集中度进一步提高	1.15、0.67	0.72	标配	
医疗服务	较好	较好	布点加快	2.18、0.78	N/A	标配	通策医疗
种植业	较好	较好	（新）品种推广情况	3.62、1.34	N/A	标配	登海种业
渔业	一般	较好	海参、扇贝价格	2.43、1.14	1.47	标配	獐子岛
餐饮	较好	较好	原材料涨势趋缓	2.25、0.84	2.01	低配	
景点	较好	一般	消费升级趋势	1.86、1.01	2.29	低配	宋城股份
旅游	较好	较好	消费升级趋势	2.65、0.94	3.54	低配	
食品制造	较好	较好	行业竞争格局演变	2.01、0.76	1.63	低配	龙力生物
食品加工	一般	一般	食品价格涨势趋缓	3.04、1.39	N/A	低配	
医疗器械	较好	一般	新品研发，并购	2.42、1.22	2.38	低配	鱼跃医疗
中药	一般	一般	中药材及辅料价格下降，产业链延伸	1.65、1.07	1.78	低配	马应龙、华润三九
化学制药	一般	一般	基本药物全国统一定价政策，仿制药出口加快	1.85、0.89	1.23	低配	
农产品加工	一般	较好	终端产品价格变动	4.78、1.11	42.51	低配	
饲料	较好	较好	生猪存栏量回升，肉价	3.33、0.86	2.19	低配	

指标说明：对非周期类板块来说，静态 PEG 并没有隐含未来的增长前景，仅作为滞后指标参考

数据来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益15%以上;

谨慎推荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益5—15%;

中 性:在未来6—12个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来6—12个月内,股票的持有收益低于市场平均收益5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。