

“稳定增长”为核心 “政策驱动”作卫星

—2012 年一季度行业比较报告

策略报告

发布时间：2011 年 12 月 07 日

投资要点：

- 流动性改善不确定性加大，盈利下滑分歧仅在幅度
- 通胀下行明朗，政策底已出现。流动性改善是关键但面临国际资本流动的不确定性，相对而言企业盈利下滑更为确定。盈利底取决于需求回落下的去库存。“稳金融”导向下的银行和保险与早周期的汽车受益于渐进的流动性改善。
- 通胀经济双下行期美林投资时钟的大类资产配置启示
- 我们判断明年一季度大类资产配置的最佳品种为债券，其次是相机逢低布局股票（即从现金到股票的适时切换），而在具体配置上以防守性增长型股票为主且从必需消费品逐渐切换到稳定增长类股票，最差是大宗商品和房地产。
- 产业链价差看，明年一季度下游行业>中游行业>上游行业
- PPI-PPIRM 并未受益于成本下降而显著反弹，CPI-PPI 正缺口会在明年一季度持续扩大，美林投资时钟推荐的防守性增长型股票大部分会集中在下游行业。
- 上游行业是经济收缩期最差的选择。标配石油开采，低配有色金属和煤炭。
- 收缩期下游行业的必需消费品跑赢前段，稳定增长类板块跑赢后段。看好大众消费品的啤酒（竞争格局改善和大麦可望下跌）和乳品行业（销售费用率下降趋势）；看好种子（受宏观经济影响小，政策扶持力度强）和饲料行业（生猪存栏量增加和玉米价格下跌趋势）；看好转嫁中药材成本能力较弱，前期显著受压的中药企业和行业空间广阔、毛利率受药价管制影响较小的医疗器械行业；看好电信运营（3G 用户增长超预期）和受益于宽带网络建设的光通信行业。
- 中游行业优选稳定增长的类消费和公用事业，回避工业周期品。循着受益于原材料成本下降和要素价格改革的主线，看好包装和燃气板块；中游工业品在房地产去库存过程中受困于成本销量双回落；换届年政策红利推动逆周期性质行业成为进攻性品种，看好输变电设备（毛利率触底反弹）和核电（重启预期）
- 外贸依存度大的行业需要继续谨慎。易受外需下降冲击行业的梳理和比较。
- 关注美元指数上行风险下的行业配置。04 年以来美元指数共经历了三次较明显上涨阶段，从大类行业的表现看，下游>中游>上游，如果美元续涨，回避上游。
- “稳定增长”为核心 “政策驱动”作卫星。我们看好银行、保险、电信运营、光通信、燃气、乳品、啤酒、中药、核电、输变电设备、饲料、包装、医疗器械、种子、客车、乘用车和汽车零部件行业在明年一季度取得超额收益。

分析师：戴康 CFA
执业证书编号：S0550511070001
TEL: (8621)6336 7000-232
FAX: (8621)6337 3209
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、简要回顾四季度行业配置观点和展望明年一季度	5
二、流动性改善不确定性加大，盈利下滑分歧仅在幅度	6
2.1、通胀下行明朗，政策底已出现	6
2.2、流动性改善信心不足，而盈利下滑担忧上升	6
2.3、盈利底取决于需求回落下的去库存	8
2.4、“稳金融”导向下的银行和保险与早周期的汽车受益于渐进的流动性改善	9
三、通胀经济双下行期美林投资时钟的大类资产配置启示	9
四、产业链价差看，明年一季度下游行业>中游行业>上游行业	10
4.1、上游行业是经济收缩期最差的选择	11
4.2、收缩期下游行业中的必需消费品跑赢前段，稳定增长类板块跑赢中后段	11
4.2.1、必需消费品配置之食品饮料（看好啤酒和乳品子行业）	12
4.2.2、必需消费品配置之农林牧渔（看好种子和饲料子行业）	13
4.2.3、必需消费品配置之医药生物（看好中药和医疗器械子行业）	15
4.2.4、稳定增长类板块是收缩期的佳品（看好电信运营和设备商）	15
4.3、中游行业优选稳定增长的类消费和公用事业，回避工业周期品	16
4.3.1、循着受益于原材料成本下降和要素价格改革的主线，看好包装和燃气板块	16
4.3.2、中游工业品在房地产去库存过程中受困于成本销量双回落	18
4.4、换届年，政策推动下的逆周期性质行业成为进攻性品种	21
五、外贸依存度大的行业需要继续谨慎	22
5.1、易受外需下降冲击行业的梳理和比较	23
5.1.1、外贸依存度大的国内行业需要继续谨慎之化工	24
5.1.2、外贸依存度大的国内行业需要继续谨慎之电子	25
5.1.3、外贸依存度大的国内行业需要继续谨慎之机械设备	25
5.1.4、外贸依存度大的国内行业需要继续谨慎之轻工制造	26
5.1.5、外贸依存度大的国内行业需要继续谨慎之港口航运	26
5.1.6、外贸依存度大的国内行业需要继续谨慎之纺织服装	27
六、关注美元指数上行风险下的行业配置	28
七、“稳定增长”为核心 “政策驱动”作卫星	31

图表目录

图 1、10 月以来食用农产品价格呈下降趋势	6
图 2、领先上中游价格 3-6 个月的 CRB 现货指数加速下行	6
图 3、节后票据直贴利率下行意味着实体经济资金紧张略有缓解	6
图 4、央票利率下调后不久央行宣布下调存款准备金率	6
图 5、“稳金融”导向下流动性敏感的金融板块正超额收益收敛	7

图 6、流动性敏感的汽车零部件和重卡反弹中的表现并不理想.....	7
图 7、尽管金价上涨但黄金板块表现仍很平庸.....	7
图 8、四季度以来涨幅最大的三大板块都是围绕政策的主题投资.....	7
图 9、流动性改善是关键但面临国际资本流动的不确定性，相对而言对企业盈利下滑的担忧更为确定.....	7
图 10、资金面趋于宽裕和对信用风险的担忧使得期限和信用利差上行.....	8
图 11、近期信用利差再度上行或反映对经济下滑的担忧重新升温.....	8
图 12、需求回落下的去库存或使得经济下滑速度加快.....	8
图 13、房地产投资增速回落带动固定资产投资下降.....	8
图 14、PPI 加速下行将引导毛利率下行斜率加大进而拖累 ROE.....	9
图 15、截至三季度末上市公司存货变现天数处于历史中值上方.....	9
图 16、中投再斥巨资增持银行股，金融板块 PB 下行几无空间.....	9
图 17、板材和橡胶价格四季度加速下跌支撑汽车毛利率.....	9
图 18、当前资本市场环境与美林投资时钟衰退期较为吻合.....	10
图 19、当前大类资产配置最佳品种为债券，其次是股票和现金.....	10
图 20、表征下游行业毛利率趋势的 CPI-PPI 自 9 月份起加速上行.....	10
图 21、CRB 向 PPIRM 燃料、动力类和煤价的传导.....	11
图 22、基本金属板块超额收益与 LME 期货价高度拟合.....	11
图 23、滞胀期必需消费品均跑赢了市场.....	12
图 24、必需消费品不算很贵，但相比大盘表示“鸭梨较大”.....	12
图 25、金融工程测算三季报必需消费品抱团取暖之势更浓.....	12
图 26、收缩期防守性增长型股票胜出，稳定增长股逐步接替必需消费品.....	12
图 27、2003 年以来啤酒行业集中度不断提高，竞争格局不断改善.....	13
图 28、明年进口大麦均价可望下跌提升啤酒行业毛利率.....	13
图 29、乳品板块业绩增长受益于销售费用率的下降趋势.....	13
图 30、乳品板块纵向估值优势较啤酒板块更大.....	13
图 31、种子费用占比近年来呈向上趋势.....	14
图 32、农林牧渔各子行业超额收益与工业增加值相关度.....	14
图 33、随着国家政策扶持力度的加大，种子行业正迎来历史性机遇.....	14
图 34、饲料行业景气度受益于生猪存栏量增加和玉米价格下跌趋势.....	14
图 35、种子和饲料板块的估值都在历史中值附近.....	14
图 36、中药材价格逆转使得前期显著受压中药企业迎来业绩拐点.....	15
图 37、案例：随着太子参价格的下跌，江中药业毛利率颓势有望逆转.....	15
图 38、发达国家医疗器械产品占医药总产值比例远高于中国.....	15
图 39、医疗器械板块毛利率提升幅度最大且受药价管制影响较小.....	15
图 40、中国移动新增用户数 04 年起反转，股价一年后火箭发射.....	16
图 41、今年下半年中国联通 3G 用户大增，超额收益有望持续.....	16
图 42、两大电信运营商将加速推进宽带业务.....	16
图 43、光通信板块估值低位，估值溢价自 09 年下半年缓步上升.....	16
图 44、09Q2 后包装印刷毛利率受到 PET 和美废上涨冲击.....	17
图 45、包装行业下游需求渐广而稳定，具消费属性.....	17
图 46、清洁便利的天然气正在逐步替代传统煤气.....	17
图 47、通胀回落趋势使得天然气终端提价预期越来越强烈.....	17
图 48、三季报显示今年房地产行业实际存货增加幅度应已放缓.....	18
图 49、存货增幅虽不大但去化速度显著放缓导致房企现金流告急.....	18

图 50、类现金难以支撑负债，而自筹资金比例已超 08 年.....	18
图 51、房地产板块超额收益来自于流动性改善和限购令放开.....	18
图 52、本轮与 04 和 08 年类似，都面临商品房销售、房屋新开工乃至房地产投资增速同时下滑.....	19
图 53、房地产产业链图.....	19
图 54、今年电源电网投资不及预期，2012 换届年景气度有望上升.....	21
图 55、铜、铝等原材料成本下跌将提升电气设备板块毛利率.....	21
图 56、自日本福岛核事故发生后下半年核电大事件.....	21
图 57、今后 10 年核电发电量年复合增长率将达 20%.....	22
图 58、预计至 2020 年核电装机容量和发电量占比提升接近 4 倍.....	22
图 59、11 月制造业 PMI 新出口订单创次贷危机以来新低.....	22
图 60、欧债愈演愈烈导致国内出口形势趋于恶化.....	22
图 61、欧债危机蔓延，意大利 10 年期国债收益率突破 7%.....	23
图 62、外需稳步回落不会再现措手不及降高价库存.....	23
图 63、国家统计局口径去年以来各行业出口业务占比情况.....	23
图 64、经济加速下行影响化工行业的景气度.....	25
图 65、化工细分板块在 08 年 7 月新出口订单跌破 50 后超额收益.....	25
图 66、欧美半导体行业旺季不旺.....	25
图 67、电子细分板块在 08/7 新出口订单跌破 50 后超额收益.....	25
图 68、起重机和推土机销量增速相较其他工程机械下滑不显著.....	26
图 69、仪器仪表等板块在 08/7 新出口订单跌破 50 后的超额收益.....	26
图 70、造纸行业 08 年跌幅大的主因是剧烈去库存.....	26
图 71、轻工制造行业在 08/7 新出口订单跌破 50 后的超额收益.....	26
图 72、航运与港口板块超额收益方向趋同，弹性比港口大.....	27
图 73、港口板块估值与金融危机最低时相当.....	27
图 74、纺织行业销售收入受出口影响较大.....	27
图 75、纺织行业景气度不佳导致存货变现压力增大.....	27
图 76、服装行业尝试建渠道树品牌减轻对出口的依赖.....	28
图 77、高通胀下存货变现顺畅彰显消费升级效应.....	28
图 78、残差法概算的热钱 10 月净流出高达 1850 亿元.....	28
图 79、04 年以来 A 股与美元指数的月线显著负相关 (-0.66).....	28
图 80、欧债危机久拖未决，欧元区经济下滑趋势甚于美国.....	29
图 81、吉拉德有放松通胀目标的倾向，欧元区宽松空间更大.....	29
图 82、美元指数可能随欧元区与美国息差的缩窄而上涨.....	29
图 83、近两年各大宗商品价格与美元指数相关度.....	29
表 1、四季度至今行业配置组合业绩.....	5
表 2、房地产投资大幅下滑时期房地产链相关行业价格敏感度比较.....	19
表 3、房地产投资大幅下滑时期房地产链相关行业需求敏感度比较.....	20
表 4、房地产链相关行业综合评价.....	20
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.....	24
表 6、04 年以来美元指数上涨期间各行业超额收益.....	29
表 7、建议超配行业一览表.....	31

一、简要回顾四季度行业配置观点和展望明年一季度

在四季度的行业比较报告中，我们将市场定调为“流动性右侧初期和盈利左侧中后期”，板块配置思路“由三季度的防御转为局部进攻，前期先配流动性敏感板块、后期再配受益于原材料成本舒缓的板块，这些板块主要为需求稳定的周期类品种。”

总结得失：明确地指出了通胀见顶，预判到了四季度初就会出现政策底（以汇金增持为信号）并据此建议超配基本面较稳定的流动性敏感板块（金融和汽车）。但由于欧债危机久拖未决且呈蔓延之势，跨国资本加速兑现回流欧美使得国内外汇占款净减少，流动性改善不确定性加大；而且国内经济内忧外患之下，市场对明年企业盈利不乐观的预期依然在上升。这使得我们推荐的流动性敏感板块涨跌不一，汽车板块的负面表现略微盖过了金融板块的超额收益。所幸的是我们抓住了信息服务类（传媒、计算机应用、通信运营和网络服务）板块的政策驱动机会，并和电力和石油化工板块一起贡献超额收益，四季度至今行业配置组合业绩取得 2.32% 的超额收益。

展望明年一季度，股市面临的是通胀和经济双下行的收缩期，虽较今年二季度以来的滞涨期为好但流动性改善的不确定性（政策小幅放松与经济活力下降和跨国资本流出之间的博弈）依然较大。因此除了继续看好受益于渐进的流动性改善和原材料成本下降、基本面较稳定的板块之外，大方向上我们建议遵循经典的美林投资时钟，以防守性增长型股票为主且从必需消费品逐渐切换到稳定增长类股票，从产业链价差演变角度出发我们判断这些股票主要集中在下游行业中受宏观经济波动影响小且受政策扶持的细分子行业。此外，换届年政策红利推动下的逆周期性质的板块有望提供进攻性。最后，我们建议继续回避上游行业、房地产链相关行业和外贸依存度大的行业，并对美元指数的上行风险保持关注。

配置思路风险提示：流动性持续改善的力度大于预期，并使得实体经济更早地从收缩期走出，股票市场反转时点滞后债券市场 1-2 个季度的规律被提前，周期性成长型股票抢跑。

表 1、四季度至今行业配置组合业绩

四季度超配大类行业	四季度超配的板块（皆以二级子行业为基准）	四季度至今涨跌幅	超额收益（沪深 300）
流动性敏感板块	券商	(5.51%)	(2.99%)
	保险	9.74%	12.26%
	银行	4.36%	6.88%
	汽车零部件	(9.10%)	(6.58%)
	汽车整车	(12.79%)	(10.27%)
受益于原材料成本舒缓，需求较为稳定的板块	电气设备	(4.23%)	(1.71%)
	电力	(1.47%)	1.05%
	石油化工	4.35%	6.87%
估值溢价较低的必需消费品	零售	(8.44%)	(5.92%)
	传媒	12.30%	14.82%
政策预期推动的板块	计算机应用	(1.10%)	1.42%
	通信运营	(0.79%)	1.73%
	网络服务	10.06%	12.58%
组合	组合平均	(0.20%)	2.32%

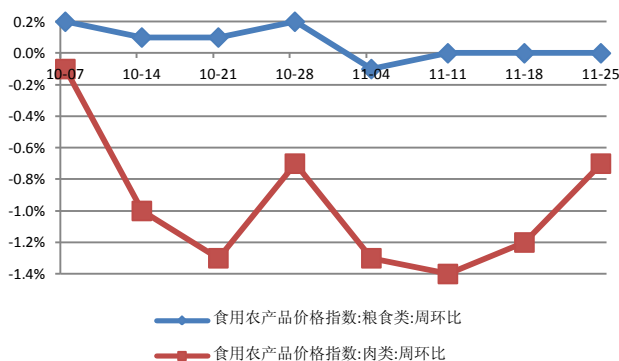
数据来源：东北证券

二、流动性改善不确定性加大，盈利下滑分歧仅在幅度

2.1、通胀下行明朗，政策底已出现

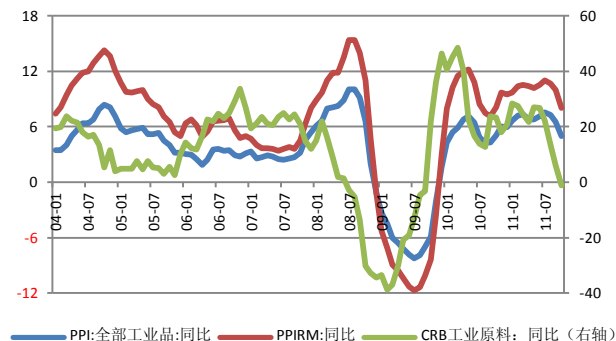
一方面，10月份以来食用农产品价格保持持续回落态势，季节性波动并不明显，以其周期性特点来看，即使明年年初的春节因素会有扰动，也较难形成逆转（见图1）。另一方面，欧债危机久拖未决并有蔓延之兆，而新兴市场国家之前持续的货币紧缩抑制需求的作用正在显现，预计大宗商品的颓势难以改观并继续引导国内PIRM和PPI加速下行（见图2）。因此通胀下行之势已较为明朗。

图1、10月以来食用农产品价格呈下降趋势



数据来源：WIND，东北证券

图2、领先上中游价格3-6个月的CRB现货指数加速下行



数据来源：WIND，东北证券

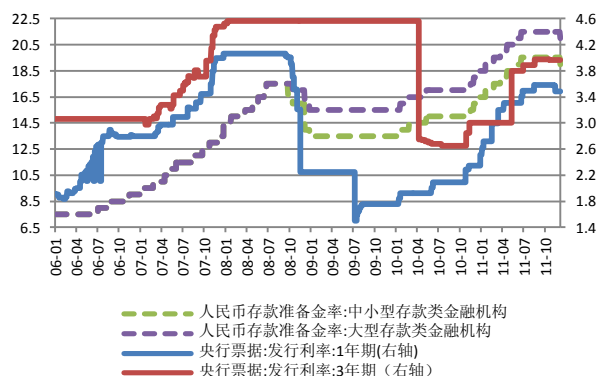
表观上看国庆节后长三角和珠三角票据直贴利率下行意味着实体经济资金紧张的局面略有缓解，10月下旬温总理在天津调研时强调要把握好宏观经济政策的力度、节奏和重点，适时适度进行预调微调明确了管理层态度。反映到债市上，利率产品-国债-高评级信用债-低评级信用债的上涨轨迹清晰地显示了通胀预期下行和流动性改善传导路径。1年期央票发行利率近期两次下调引发市场对货币政策后续松动的期待，11月31日晚，央行宣布从2011年12月5日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。进一步明确了政策底（见图4）。

图3、节后票据直贴利率下行意味着实体经济资金紧张略有缓解



数据来源：WIND，东北证券

图4、央票利率下调后不久央行宣布下调存款准备金率



数据来源：WIND，东北证券

2.2、流动性改善信心不足，而盈利下滑担忧上升

本轮股票市场上流动性改善推动行情似乎有面临夭折之象。1、国庆节后稳金融导向下流动性敏感的金融板块展现超额收益但近期有所收敛（见图5）；2、前三季度跌幅较大的流动性敏感板块汽车零部件和重

卡在反弹中的表现并不理想（见图 6）；3、尽管金价上涨但黄金板块表现仍很平庸（见图 7）。

图 5、“稳金融”导向下流动性敏感的金融板块正超额收益收敛

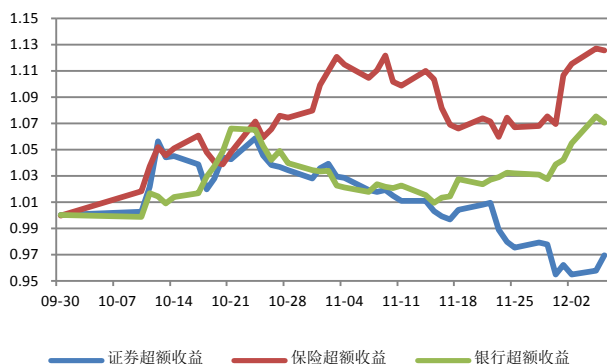
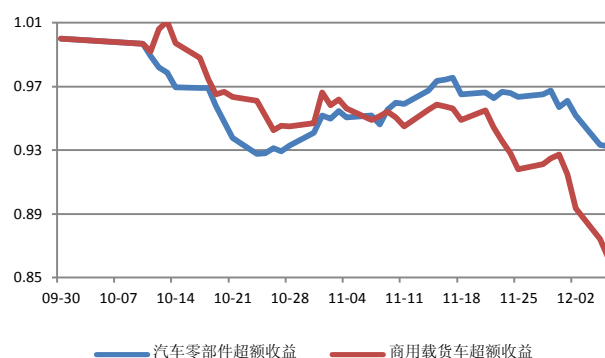


图 6、流动性敏感的汽车零部件和重卡反弹中的表现并不理想



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

图 7、尽管金价上涨但黄金板块表现仍很平庸

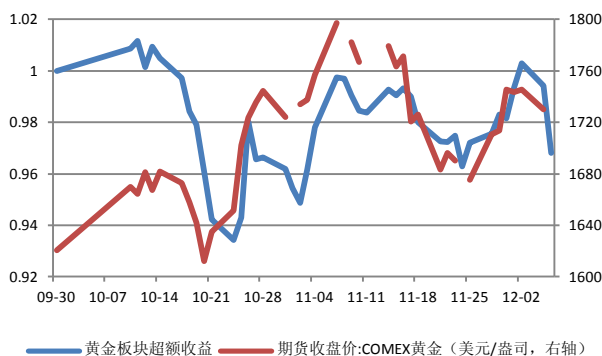
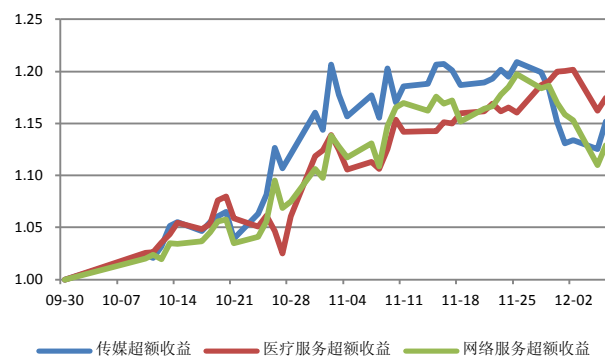


图 8、四季度以来涨幅最大的三大板块都是围绕政策的主题投资

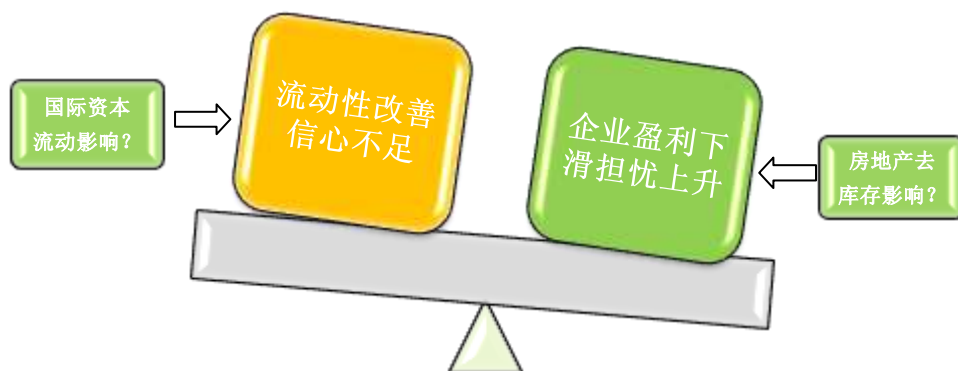


数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

反而是产业政策驱动的主题投资在流动性改善下异军突起（其中的传媒和网络服务是我们基于政策预期而在四季度行业配置策略中建议超配的板块），利用市场的重新活跃大肆做投机性交易的现象反映了投资者在受到货币政策微调鼓舞的同时对经济加速下滑的担忧并未有根本的减轻，加上明年一季度面临房价松动的临界点，股市关注的焦点可能重新回到企业盈利的下滑的程度。

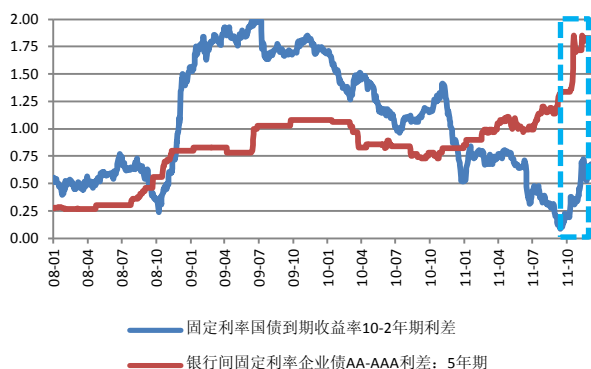
图 9、流动性改善是关键但面临国际资本流动的不确定性，相对而言对企业盈利下滑的担忧更为确定



数据来源：东北证券

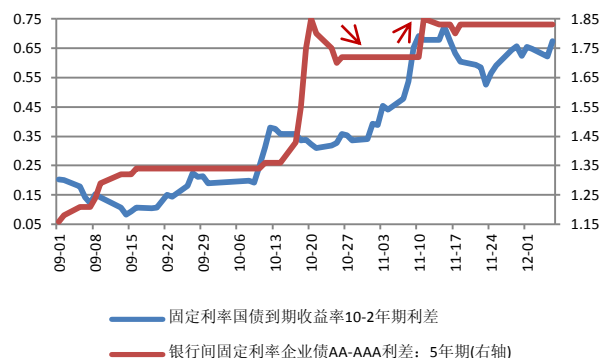
担忧同样在债市显现，一方面，期限利差与经济增长密切相关且相对超前，期限利差是宏观经济较好的先行指标。国庆节后期限结构陡峭化反映了市场资金面趋于宽裕，期限利差暗示未来数月可能出现宏观经济的阶段性底部（见图 10）；另一方面，10 月以来信用利差也同时大幅上行，反映了债市认为信用风险未有根本改善，11 月上旬信用利差在短暂下行后再度扩大和股票市场近期的下跌一起印证了资本市场对经济下滑的担忧重新升温（见图 11）。

图 9、资金面趋于宽裕和对信用风险的担忧使得期限和信用利差上行



数据来源：WIND，东北证券

图 10、近期信用利差再度上行或反映对经济下滑的担忧重新升温

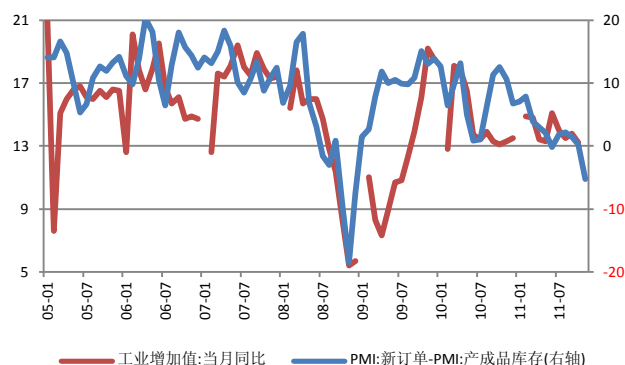


数据来源：WIND，东北证券

2.3、盈利底取决于需求回落下的去库存

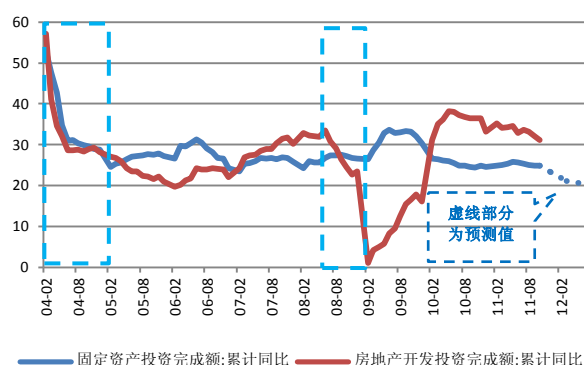
截至三季度末上市公司存货水平略有上升，营业收入增速放缓是存货占比出现反弹的因素之一，存货环比增速逐季走低验证自今年一季度之后上市公司进入去库存阶段。目前紧缩效果进一步显现导致的需求回落或使得经济下滑速度加快，具体体现在 PMI 新订单下降的同时产成品库存回升（见图 12）。

图 11、需求回落下的去库存或使得经济下滑速度加快



数据来源：WIND，东北证券

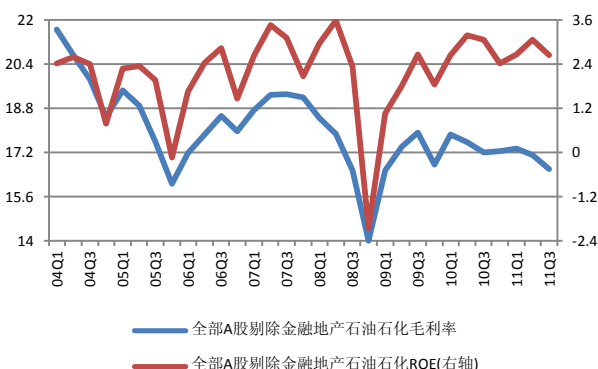
图 12、房地产投资增速回落带动固定资产投资下降



数据来源：WIND，东北证券

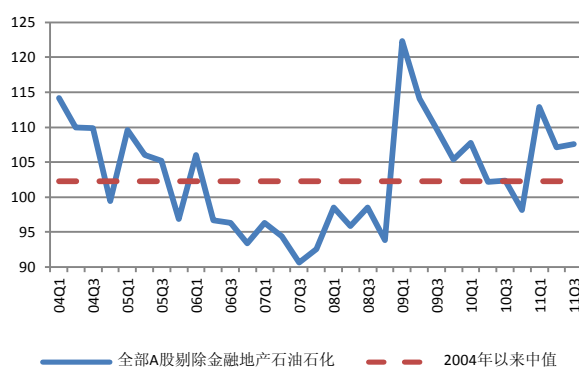
近年来出现过两次企业盈利大幅下降，2004 年是因为宏观调控导致固定资产投资剧烈下滑，2008 年是因为次贷危机下国内房地产投资速冻与出口崩盘共振。本轮同时面临投资和出口市场下滑的困扰但也无须过度悲观，一是国内固定资产投资增速并未如 04 年般在高位（见图 13），二是发达国家库存销售比在低位使得出口无崩盘之虞。

图 13、PPI 加速下行将引导毛利率下行斜率加大进而拖累 ROE



数据来源：WIND，东北证券

图 14、截至三季度末上市公司存货变现天数处于历史中值上方



数据来源：WIND，东北证券

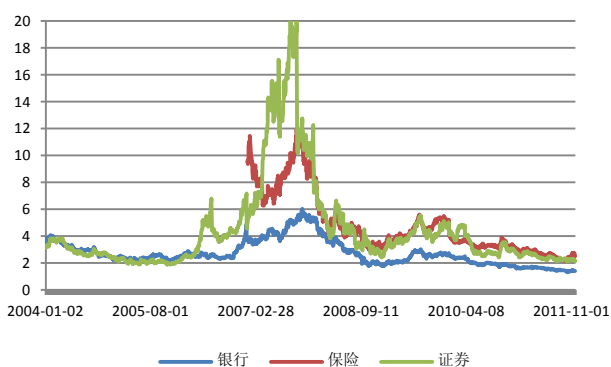
2.4、“稳金融”的银行和保险与早周期的汽车受益于渐进的流动性改善

我们认为明年一季度国内流动性改善只能是个渐进的过程，因此仅建议超配部分流动性敏感板块：1、“稳金融”导向下的金融板块，银行居先，保险其次；2、汽车整车和零部件板块。

继汇金增持银行股后，中投公司再次斥巨资增持建行 H 股明确了管理层在内外复杂的政经环境下的“稳金融”导向，信贷适当放松和贷款重定价后息差水平上升使得银行股是攻守兼备的首选，而明年初市场依旧会在流动性改善与经济下滑中摇摆，广谱市场利率下行期间理财产品吸引力的下降可能使得保费收入的预期有所改善，投资属性和贝塔值更高的保险板块退居金融板块中的次选。

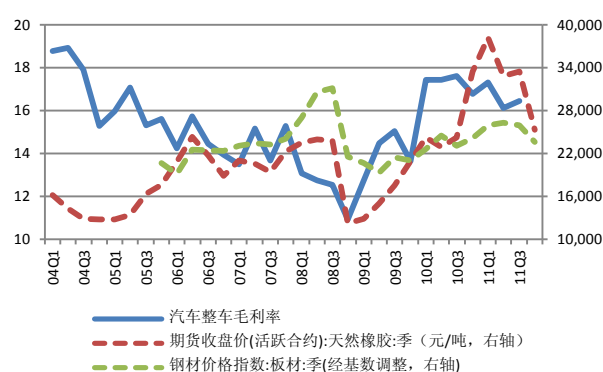
把金九银十作为一个整体来看仍然实现了强于历史季节性规律的增长。显示出 4 月份以来汽车市场弱势恢复的特点。另外汽车板块除了受益于板材、橡胶等上游原材料价格下跌外（见图 17），早周期行业属性使其此时的基本面受到的后续压力在周期品中较小。

图 16、中投再斥巨资增持银行股，金融板块 PB 下行几无空间



数据来源：WIND，东北证券

图 15、板材和橡胶价格四季度加速下跌支撑汽车毛利率



数据来源：WIND，东北证券

三、通胀经济双下行期美林投资时钟的大类资产配置启示

当前经济环境与美林投资时钟的收缩期较为吻合，唯一的疑问是收缩期有多长。按照美林投资时钟的大类资产配置，经济衰退期债券为王、现金次之、股票疲软、商品暴跌，在股票中金融股是较好的选择，宜配置防守性增长型股票（见图 18）。

结合当前国内环境，鉴于期限利差较信用利差对经济的先导性更为敏感，且 A 股市场权重股估值正处

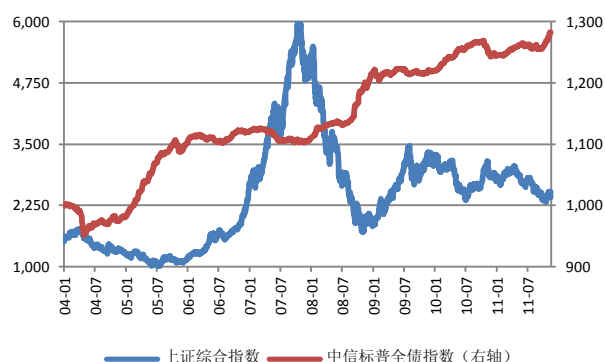
于历史底部区域，我们判断明年一季度大类资产配置的最佳品种为债券，其次是相机逢低布局股票（即从现金到股票的适时切换），而在具体配置上以防守性增长型股票为主且从必需消费品逐渐切换到稳定增长类股票，最差是大宗商品和房地产（暴跌可能性不大，但下跌趋势较明朗）。

图 16、当前资本市场环境与美林投资时钟衰退期较为吻合



图 19、当前大类资产配置最佳品种为债券，其次是股票和现金

经济状态	经济增长率	通货膨胀率	最佳表现资产
衰退	↓	↓	债券
复苏	↑	↓	股票
过热	↑	↑	商品
滞胀	↓	↑	现金

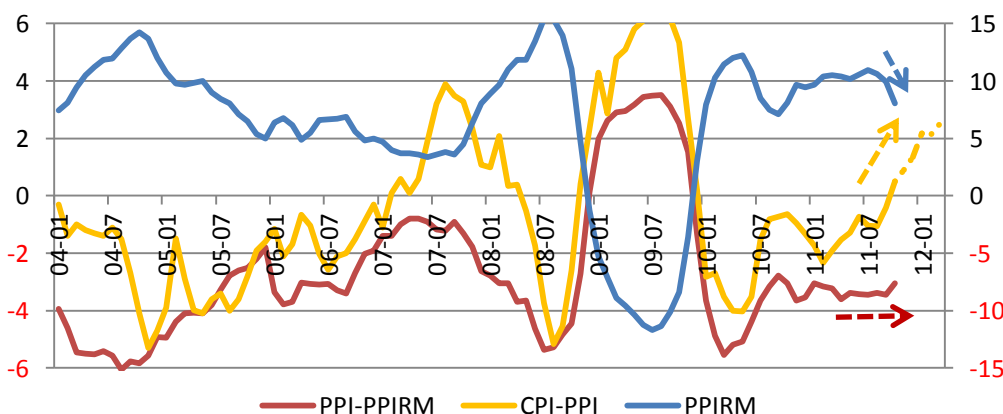


数据来源：WIND，东北证券

四、产业链价差看，明年一季度下游>中游>上游行业

表征上游行业毛利率的 PPIRM 自 9 月起已呈向下趋势，表征中游行业毛利率的 PPI-PPIRM 却并没有受益于上游原材料下跌而显著反弹，原因是在持续宏观调控、基建以及房地产投资增速下滑的态势下需求萎缩的累计效应显现，议价能力本就较弱的中游工业品价格出现了略超预期的下跌，PPI 同比增速大幅下滑并自 2009 年 12 月以来首次与 CPI 倒挂，而据市场的一致预期，CPI-PPI 的正缺口会在明年一季度持续扩大即下游行业的成本压力将得到持续舒缓（见图 20），因此从盈利稳定增长的角度讲明年一季度下游行业>中游行业>上游行业，美林投资时钟推荐的防守性增长型股票大部分会集中在下游行业。

图 20、表征下游行业毛利率趋势的 CPI-PPI 自 9 月份起加速上行（黄色虚线部分为一致预测值）



数据来源：WIND，东北证券

4.1、上游行业是经济收缩期最差的选择

上游行业毛利率与国际大宗商品走势密切相关。我们8月初开始就倾向于确认大宗商品见顶，明年或有的QE3推出前对大宗商品价格看淡，理由有四：

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，工业资源品价格的推动力会趋弱；

2、当前基本面看，欧元区债务危机久拖未决且有蔓延之势，欧美发达国家经济显著放缓，而新兴市场国家经过之前持续的货币紧缩后，需求受到抑制的作用正在显现，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；

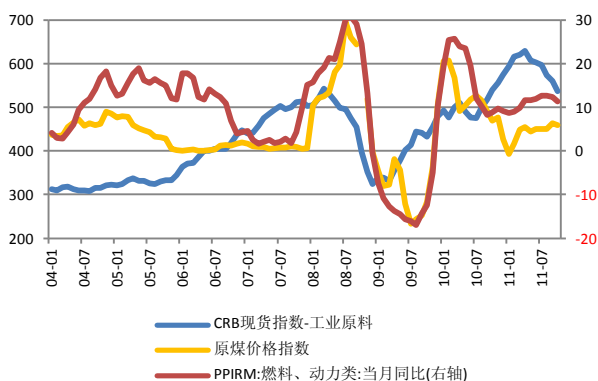
3、发达国家债务危机激化，扩大资产负债表的模式不具持续性，全球高风险资产在金融危机后再次进入去杠杆化，即使有零星的量宽措施出台，资金可能也难以再偏好工业金属和能源大宗商品；

4、美元息差劣势正在收窄而美国经济相对稳定，美元指数上行趋势可能确立。

具体大类品种看，原油的需求弹性小，且供给易受事件冲击，价格可能相对稳定；基本金属供求并不紧张，全球经济放缓对其需求的冲击最大；而内生性最强的煤炭属于晚周期行业，尽管供求偏紧，但鉴于明年一季度是国内经济下滑的后期阶段，需求下降的因素可能更明显地反映在煤价上，煤炭细分品种里，景气度的顺序预计是：无烟煤（下游化肥需求较稳）>动力煤（用电量虽增速下行但有一定保证）>焦煤（下游钢铁、焦炭消费疲弱）。

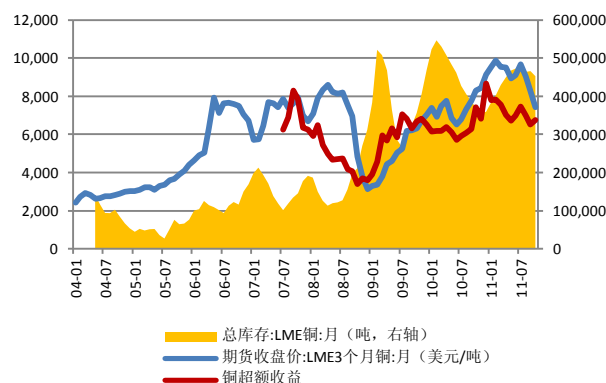
因此我们建议标配石油开采和采掘服务，低配有色金属和煤炭板块。

图 21、CRB 向 PPIRM 燃料、动力类 和煤价的传导



数据来源：WIND，东北证券

图 17、基本金属板块超额收益与 LME 期货价高度拟合

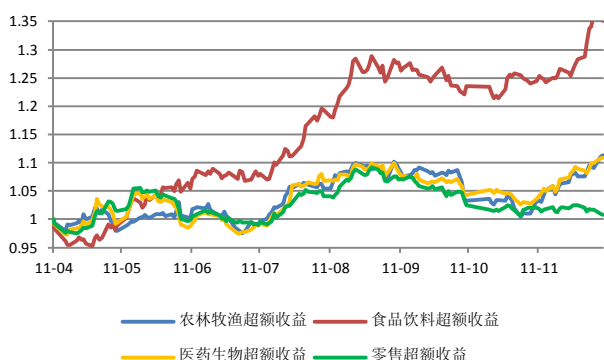


数据来源：WIND，东北证券

4.2、收缩期下游行业中的必需消费品跑赢前段，稳定增长类板块跑赢中后段

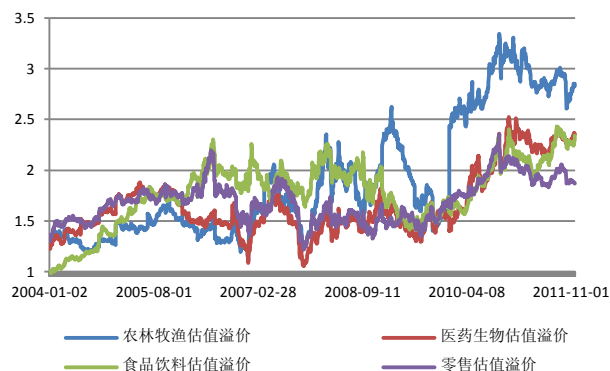
今年二季度以来在通胀高企和经济下行的滞胀组合下必需消费品显著跑赢了市场，展现了成本转嫁能力强、盈利增长稳定的优势（见图 23），食品饮料、医药生物和农林牧渔板块的估值溢价已稳定在历史核心区域 1.5-2 倍的上方，必需消费品绝对估值并不算很贵，但和整个市场相比则“鸭梨较大”（见图 24）。

图 18、滞胀期必需消费品均跑赢了市场



数据来源：WIND，东北证券

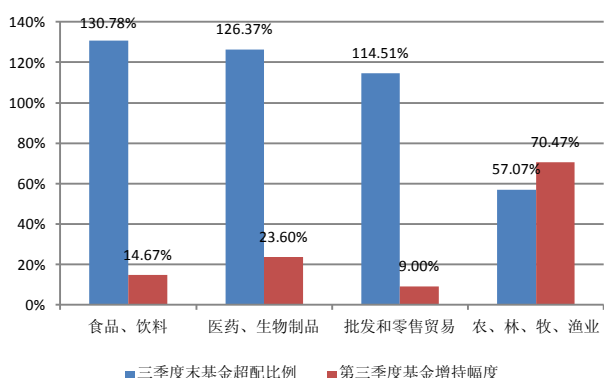
图 19、必需消费品不算很贵，但相比大盘表示“鸭梨较大”



数据来源：WIND，东北证券

据统计三季度末基金抱团取暖必需消费品之势更浓，食品饮料、医药生物和零售板块超配都在一倍以上，且第三季度齐刷刷获得增持（见图 25），鉴于估值溢价和持仓集中的风险越来越大，我们预计持续近三个季度的滞涨期转向通胀下行和经济下行组合的收缩期期间，防守性增长型股票会胜出，稳定增长类股票逐步接替成长性的必需消费品取得超额收益（见图 26）。

图 20、金融工程测算三季报必需消费品抱团取暖之势更浓



数据来源：WIND，东北证券

图 21、收缩期防守性增长型股票胜出，稳定增长股逐步接替必需消费品



数据来源：东北证券

4.2.1、必需消费品配置之食品饮料（看好啤酒和乳品子行业）

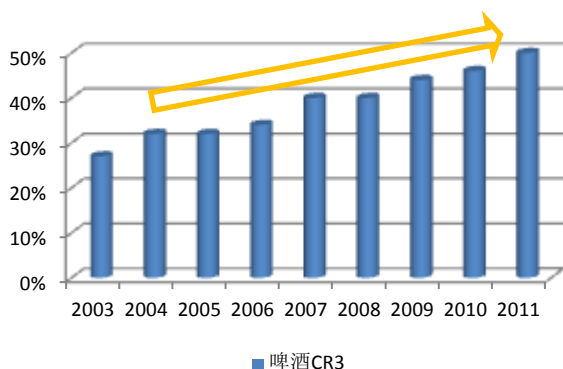
食品饮料板块依然是收缩期前段中的较好选择，我们建议把目光从中高端消费转向大众消费品，理由有以下四点：

- 1) 高通胀下行削弱了中高端消费的提价预期；
- 2) 宏观经济不断回落逐步对中高端消费产生影响；
- 3) 转嫁原材料成本能力较弱的大众消费品开始体现成本下行带来的较高业绩弹性；
- 4) 落后的估值溢价开始显现吸引力。

因此明年一季度在食品饮料细分子行业中我们看好啤酒和乳品板块。

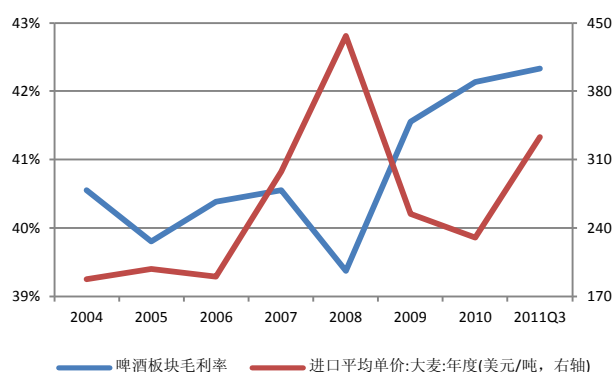
2003 年以来啤酒行业集中度不断提高，近几年来华润雪花、青岛啤酒等龙头公司更是以外延式扩张为主，内涵式增长为辅，收购兼并案例增多，加快了行业整合步伐，盈利能力有望随着竞争格局的改善而获得提升（见图 27）。另外，全球农产品价格回落的态势使得明年进口大麦均价可望下跌提升啤酒行业毛利率（见图 28）。

图 22、2003 年以来啤酒行业集中度不断提高，竞争格局不断改善



数据来源：WIND，东北证券

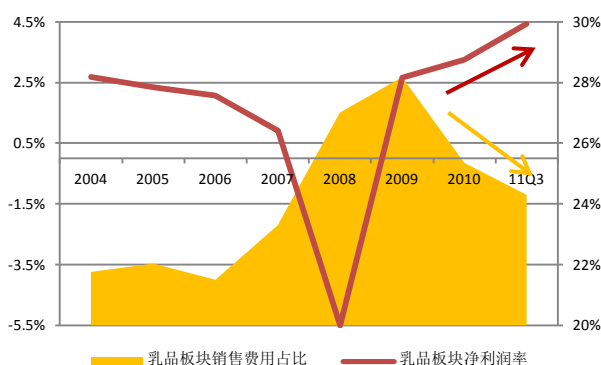
图 23、明年进口大麦均价可望下跌提升啤酒行业毛利率



数据来源：WIND，东北证券

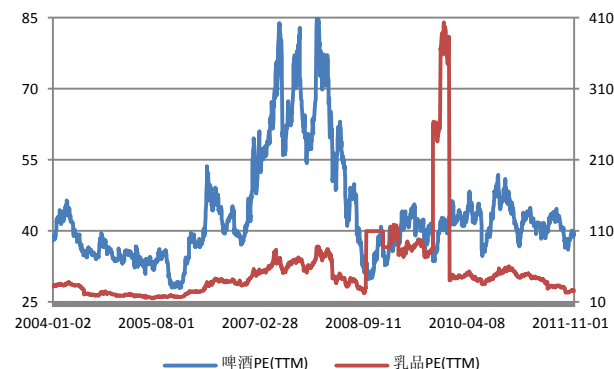
08 年的三聚氰胺事件促成了乳品行业寡头垄断格局的形成，行业竞争开始缓和直接促成了销售费用率的下降趋势，因此尽管行业逐步进入成熟期，营收增速放缓，但乳品板块的业绩增长仍能受益于盈利能力的提高（见图 29），我们预计乳品行业净利润率的进一步提高将支撑乳品板块持续走强。

图 29、乳品板块业绩增长受益于销售费用率的下降趋势



数据来源：WIND，东北证券

图 30、乳品板块纵向估值优势较啤酒板块更大



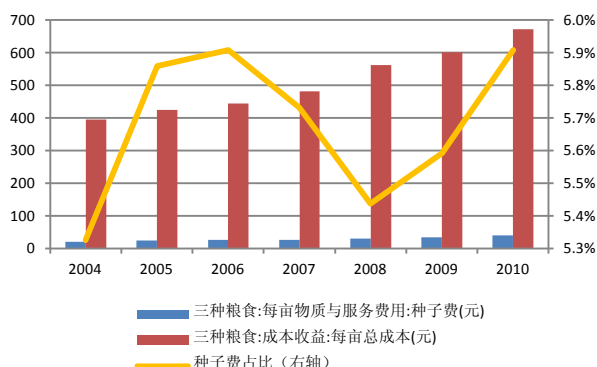
数据来源：WIND，东北证券

4.2.2、必需消费品配置之农林牧渔（看好种子和饲料子行业）

考虑到明年一季度经济的下滑，农林牧渔中我们看好受宏观经济影响小、政策扶持力度强、行业发展潜力大的种子板块以及行业景气度确定性高的饲料板块。

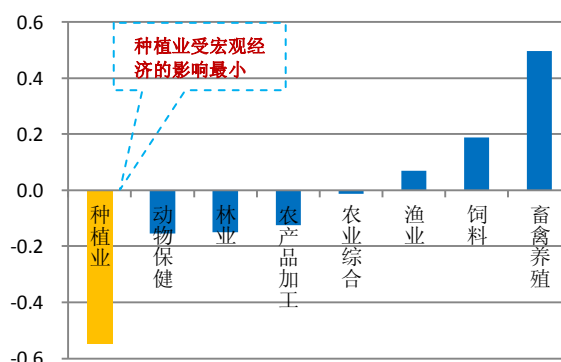
从种植各项费用的比例上来看，种子费用占比一直徘徊在 5%-6%之间，2008 年以来又形成上升趋势，而美国的转基因种子占其种植成本的 20%-30%，从长期上看，种子投入在农资成本中的占比有望得到提升（见图 31）。随着国家政策扶持力度的加大，种子行业正迎来历史性机遇（见图 33）。

图 31、种子费用占比近年来呈向上趋势



数据来源：WIND，东北证券

图 32、农林牧渔各子行业超额收益与工业增加值相关度



数据来源：WIND，东北证券

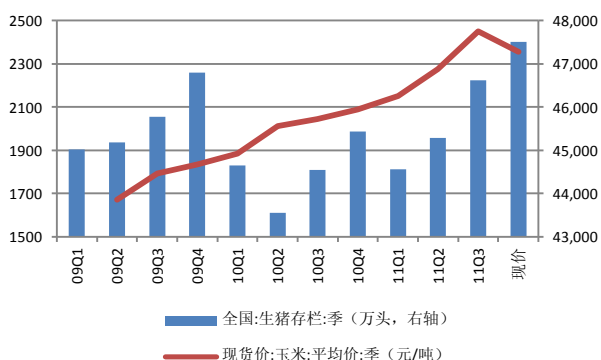
图 33、随着国家政策扶持力度的加大，种子行业正迎来历史性机遇



数据来源：东北证券

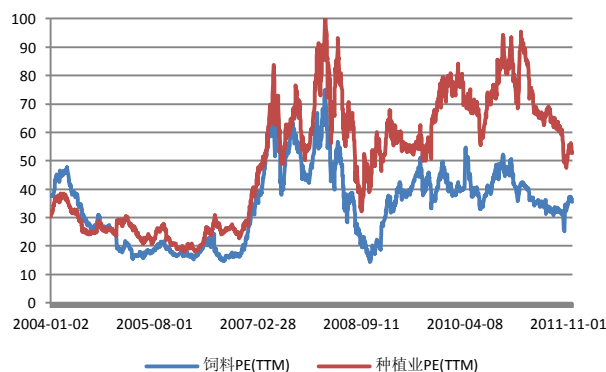
能繁母猪存栏量从7月份开始改善，按商品肉猪出栏9-10个月周期来计算，我们预计明年3-4月份生猪存栏有大幅补给并带动饲料行业需求，另外主要原料玉米的现货价格自今年9月下旬以来从历史高位持续回落，因此饲料行业将受益于生猪存栏量增加和原料成本下降趋势（见图34），高景气度有望延续至明年上半年。

图 244、饲料行业景气度受益于生猪存栏量增加和玉米价格下跌趋势



数据来源：WIND，东北证券

图 25、种子和饲料板块的估值都在历史中值附近

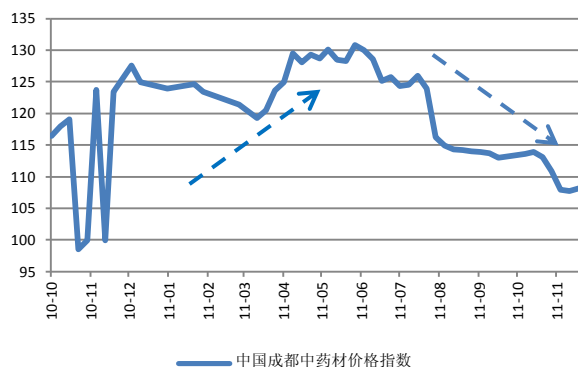


数据来源：WIND，东北证券

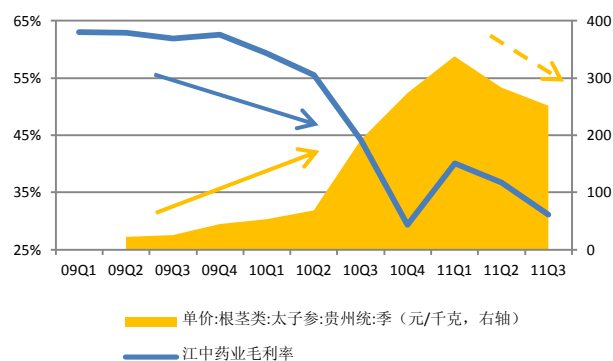
4.2.3、必需消费品配置之医药生物（看好中药和医疗器械子行业）

中药材价格自 2009 年起呈现大起大落行情，至今仍较低点高出一倍，发改委 6 月开始查处整顿中药材市场及银根不断收紧的环境使得前期囤积药材炒作的游资或中间商闻风撤退。我们预计在国家调控中药材价格以及流动性紧缩累计效应显现下，中药材价格持续回落的可能性大（见图 36）。因此我们看好转嫁原材料成本压力较弱、前期显著受压的中药企业迎来业绩拐点（见图 37）。

图 26、中药材价格逆转使得前期显著受压中药企业迎来业绩拐点 图 27、案例：随着太子参价格的下跌，江中药业毛利率颓势有望逆转



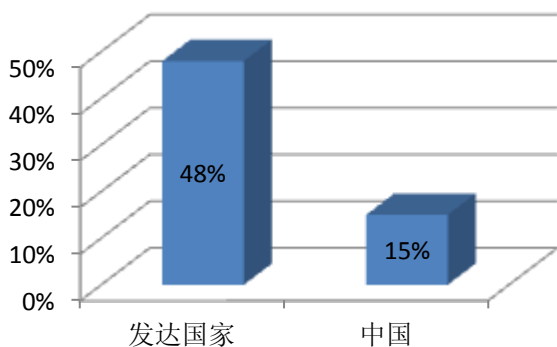
数据来源：WIND，东北证券



数据来源：WIND，东北证券

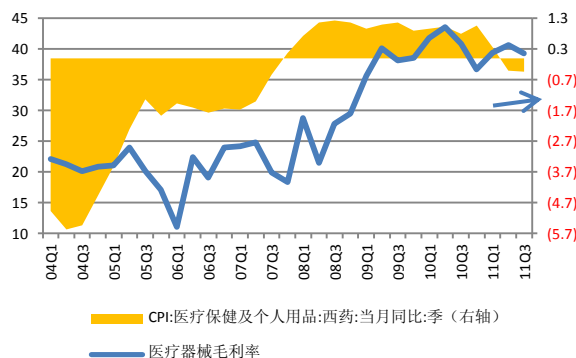
我国医疗器械市场发展空间极为广阔，占医药总产值比例约 15%，远低于发达国家近 50% 的水平（见图 38）。随着研发水平的进步和行业集中度的不断提高，医疗器械毛利率在医药生物板块中上升幅度最大且受药价管制影响较小（见图 39），即将出台的《“十二五”医疗器械产业科技发展专项规划》有望继续推动产业升级。

图 28、发达国家医疗器械产品占医药总产值比例远高于中国



数据来源：WIND，东北证券

图 39、医疗器械板块毛利率提升幅度最大且受药价管制影响较小

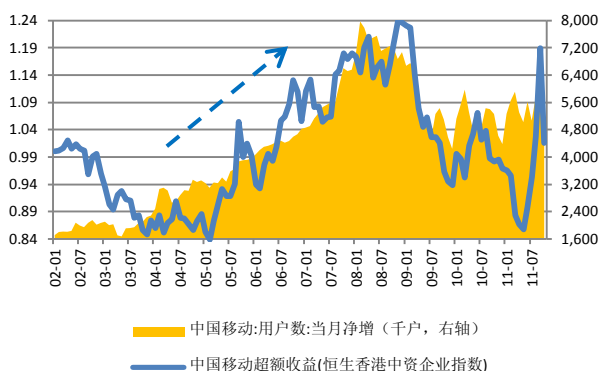


数据来源：WIND，东北证券

4.2.4、稳定增长类板块是收缩期的佳品（看好电信运营和设备商）

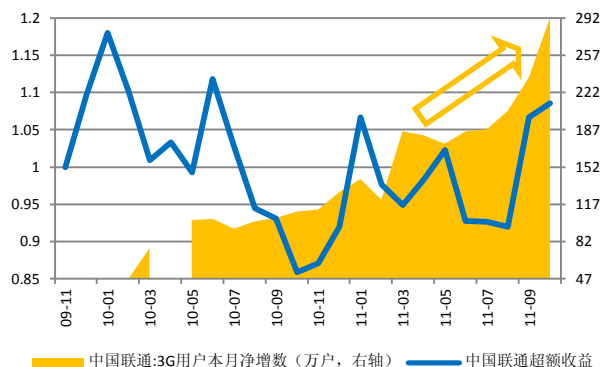
随着我国居民可支配收入的提高，通讯正由可选消费转向半必需消费品，中国联通在政策红利下选择了优先发展用户而不急功近利追求短期利润的策略，今年下半年以来效果显著，10 月份的 3G 用户数更是大增了 292 万户超出市场预期（见图 41），我们认为中国联通正走在良性的道路上，有望向老大哥中国移动 05 年以后的股价表现看齐（见图 40）。

图 29、中国移动新增用户数 04 年起反转，股价一年后火箭发射



数据来源：WIND，东北证券

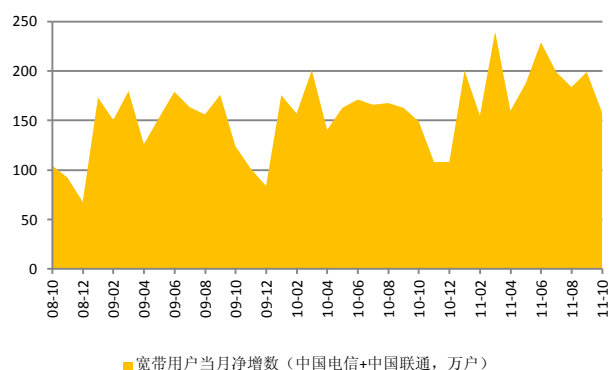
图 30、今年下半年中国联通 3G 用户大增，超额收益有望持续



数据来源：WIND，东北证券

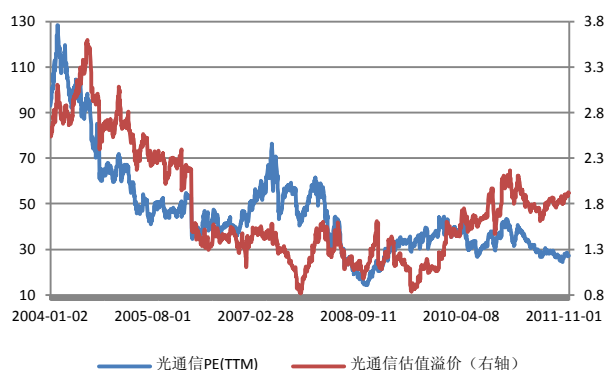
中央在 10 月份的中共十七届六中全会上提出整合有线电视网络，组建国家级广电公司，推进电信网、广电网、互联网“三网融合”。近期工信部副部长杨学山指出，“十二五”期间我国宽带接入网投资 5700 亿元，未来 3 年内光纤宽带网络建设投资将超 1500 亿元。我们认为在国家宽带战略加快实施的背景下，光通信行业显著受益于宽带网络建设，在经济收缩期板块将享受确定性带来的估值溢价。

图 31、两大电信运营商将加速推进宽带业务



数据来源：WIND，东北证券

图 32、光通信板块估值低位，估值溢价自 09 年下半年缓步上升



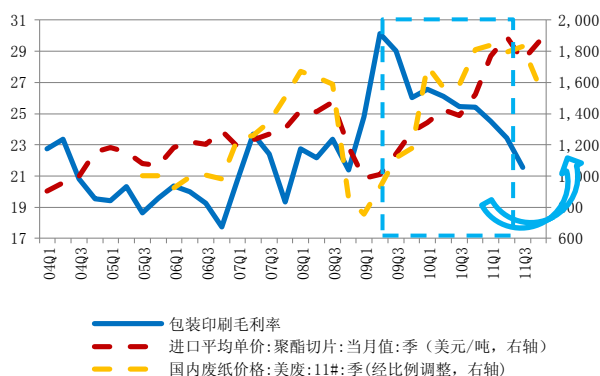
数据来源：WIND，东北证券

4.3、中游行业优选稳定增长的类消费和公用事业，回避工业周期品

4.3.1、循着受益于原材料成本下降和要素价格改革的主线，看好包装和燃气板块

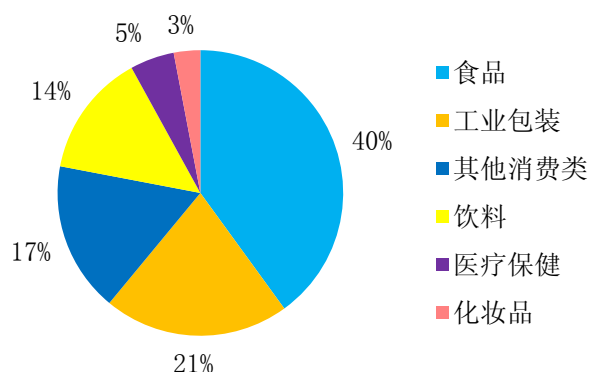
纸包装公司的主要成本箱板纸价格取决于美废，而塑料包装公司的成本多为石油化工品，包装行业上游原材料与国际大宗商品价格走势关联度高，09 年下半年后包装印刷板块的毛利率受到 PET 和美废价格上涨冲击持续下行，大宗商品价格回落将会大大减轻原材料成本压力（见图 44）。随着包装用途的不断开发衍生，下游需求渐广而稳定使得行业逐步具备消费升级属性（见图 45），龙头企业通过规模成本效应和提高产品附加值的差异化竞争构筑壁垒提升了行业集中度，享受成长股的估值。

图 33、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 45、包装行业下游需求渐广而稳定，具消费属性



数据来源：WIND，东北证券

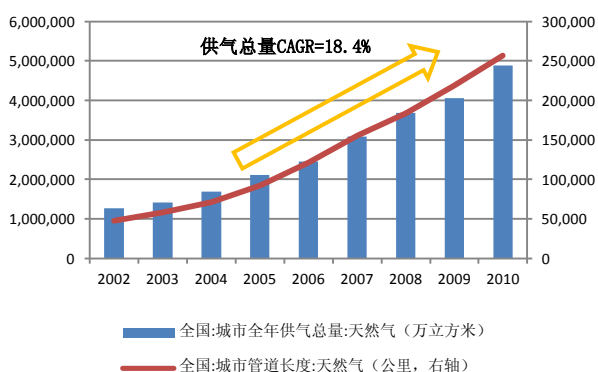
我们在 2011 年四季度行业配置中成功地预计到了随着通胀的回落，电力板块将受益于煤炭供应链的改善，明年一季度我们继续按图索骥，在最急迫的电价上调兑现后，建议关注天然气终端销售提价预期下的燃气公司。

在我国，天然气作为城市燃气气源占比仅为 42%，距离发达国家 6-7 成的比例还有很大空间，2002 年以来全国城市供气总量复合增长率为 18.4%，而截至到 2010 年城市燃气管道长度达到 25.6 万公里，清洁便利的天然气正在逐步替代传统煤气（见图 46）。

燃气上市公司今年三季度毛利率仅为 14.6%，远低于历史中值 17.1%，我们认为主要原因是自 2010 年 6 月开始，国家提高了天然气出厂价格，而之后通胀压力迅速上升，各地要求提高天然气销售价格的要求遂被驳回，终端价格无法转嫁成本上涨挤压了燃气公司的盈利空间。

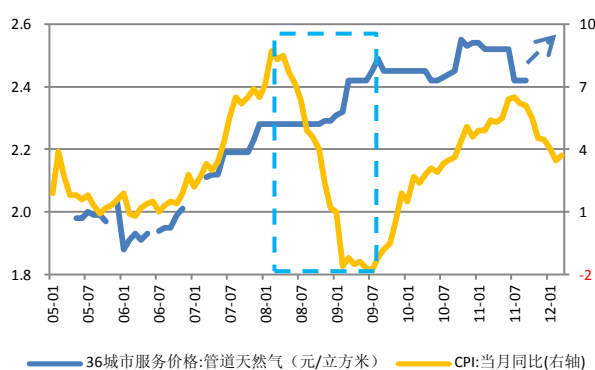
按照我国的“十二五”能源规划，未来几年我国天然气城市燃气增速将保持较高水平，而随着通胀回落趋势明朗和我国引入国外气源步伐的加快，国内外天然气差价将会逐步缩小（俄罗斯出口到德国的气价已达 436 美元/千立方米），在要素价格改革的趋势下我国的天然气终端提价预期也将越来越强烈。

图 46、清洁便利的天然气正在逐步替代传统煤气



数据来源：WIND，东北证券

图 47、通胀回落趋势使得天然气终端提价预期越来越强烈



数据来源：WIND，东北证券

4.3.2、中游工业品在房地产去库存过程中受困于成本销量双回落

三季报显示今年房地产行业实际存货（剔除预收账款结转影响后）堆积幅度已放缓（见图 48），尽管存货增幅不大但持续限购的累计效应使得房价渐形成拐点预期，去化速度显著放缓，存货变现天数较 08 年同期大幅上升导致今年房地产上市公司现金净流出（见图 49）。

图 34、三季报显示今年房地产行业实际存货增加幅度应已放缓

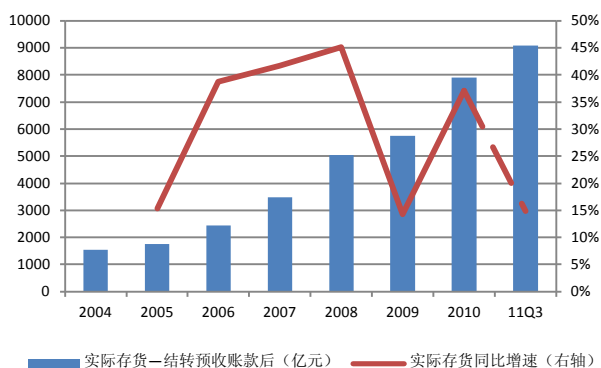
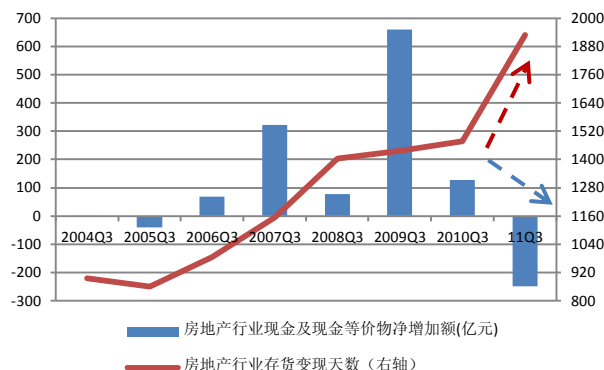


图 49、存货增幅虽不大但去化速度显著放缓导致房企现金流告急



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

在需求受到限制的同时，房企的贷款结构也在恶化，截至今年三季末全国房地产开发商自筹资金占比已达 41%，超过了 08 年的 38.6%，短期偿付债务能力也持续下降（见图 50），若地产调控政策不松动，中小型开发商明年上半年去库存压力将达到临界点，我们相信在行业适度洗牌后供求关系依然偏紧的支柱性产业房地产依然将呈现稳步健康地发展。

从历史表现看房地产板块的超额收益与流动性紧密相关（见图 51），板块投资情绪取决于房价回落到位后房地产调控政策松动的预期，而我们判断政府对本轮房价回落容忍度较高，明年一季度限购依然难以放开，低配。

图 50、类现金难以支撑负债，而自筹资金比例已超 08 年

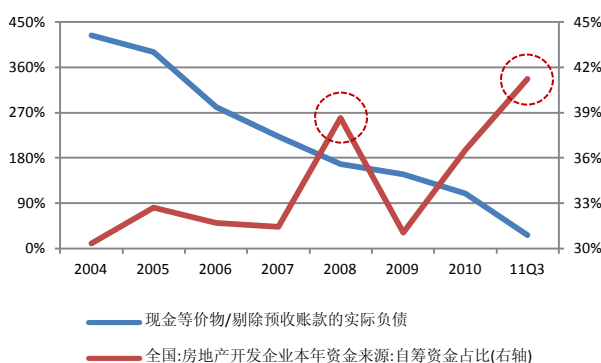
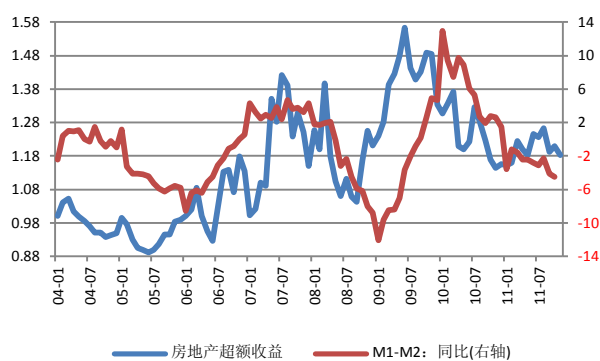


图 51、房地产板块超额收益来自于流动性改善和限购令放开

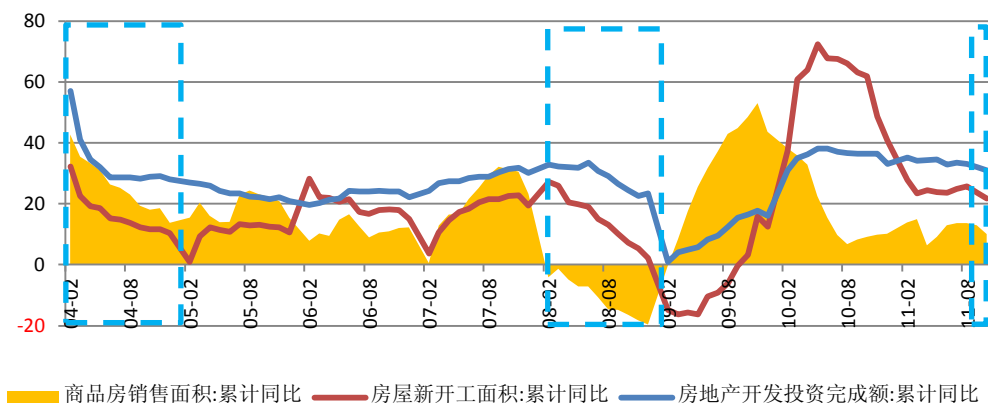


数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

中游工业品行业去库存可能被动加速的原因是：房地产投资增速回落带动固定资产投资下降较为确定，与其关联度较大的工业品价格随大宗商品走软而加速下跌引导工业企业毛利率下行斜率加大拖累上市公司盈利能力，与此同时上下游价格信号波动加大使得企业存货变现更为艰难。本轮面临的是商品房销售、房屋新开工乃至房地产投资增速同时下滑，近年来有两个类似的阶段分别是 04 年和 08 年（见图 52）。

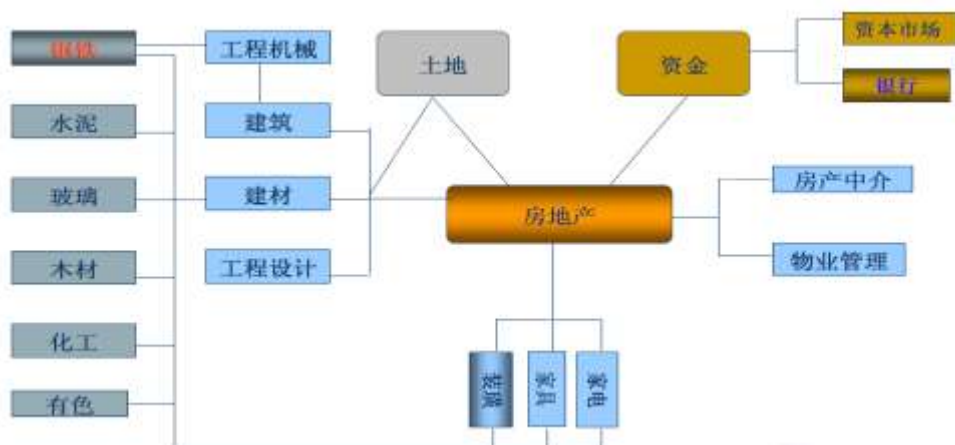
图 52、本轮与 04 和 08 年类似，都面临商品房销售、房屋新开工乃至房地产投资增速同时下滑



数据来源：WIND，东北证券

受房地产去库存影响较大的中游工业品行业有钢铁、水泥、玻璃、建筑装饰、纯碱、氯碱、工程机械。另外我们将下游的房地产和家用电器板块也一并放入比较。

图 53、房地产产业链图



数据来源：东北证券

表 2、房地产投资大幅下滑时期房地产链相关行业价格敏感度比较（橘黄~淡黄~淡绿~深绿分别代表优~劣）

房地产链 影响行业	2004 年单季毛利率			2008 年单季毛利率			当前毛利率			互比评价	
	最高	最低	高低相距	最高	最低	高低相距	11Q3	与历史最低比	与历史中值比	对房地产投资敏感度	当前毛利率位置
房地产	27.24	26.29	-3.49%	39.67	34.30	-13.54%	37.09	1.41	1.06	较低	适中
钢铁	17.31	14.18	-18.08%	14.47	-2.80	-119.35%	7.02	-2.51	0.57	较高	较低
水泥制造	38.70	21.13	-45.40%	27.39	22.86	-16.54%	33.13	1.74	1.28	较高	较高
玻璃制造	32.70	25.39	-22.35%	21.31	14.29	-32.94%	23.67	1.86	0.97	较高	适中
建筑装饰	13.36	11.07	-17.14%	11.02	10.48	-4.90%	10.64	1.13	0.97	较低	较低
纯碱	20.41	16.62	-18.57%	21.37	-0.76	-103.56%	22.59	-29.72	1.34	较高	高
氯碱	16.83	14.43	-14.26%	14.95	-0.66	-104.41%	11.83	-17.92	0.99	较高	较高
工程机械	20.57	18.97	-7.78%	21.62	20.31	-6.06%	21.75	1.21	1.01	低	较低
家用电器	17.15	13.50	-21.28%	19.89	17.60	-11.51%	19.63	1.45	1.12	较高	适中

数据来源：WIND，东北证券

表 3、房地产投资大幅下滑时期房地产链相关行业需求敏感度比较（橘黄~淡黄~淡绿~深绿分别代表优~劣）

房地产链 影响行业	04 单季销售收入增速			08 单季销售收入增速			当前销售收入增速			互比评价	
	最高	最低	高低 相距	最高	最低	高低 相距	11Q3	与历史 最低差	与历史 中值差	对房地产投 资敏感度	当前销售 收入增速
房地产	35.13	0.88	-97.50%	38.79	0.39	-98.99%	14.09	34.83	-5.78	较高	较低
钢铁	59.21	45.31	-23.48%	43.15	-10.57	-124.50%	19.41	53.32	-10.29	较低	较低
水泥制造	63.95	15.54	-75.70%	32.24	14.58	-54.78%	49.72	46.17	23.04	较低	较高
玻璃制造	57.95	19.27	-66.75%	24.76	-14.00	-156.54%	13.67	31.26	-6.89	较高	低
建筑装饰	32.89	15.90	-51.66%	40.03	19.77	-50.61%	19.43	12.41	-5.79	较低	较低
纯碱	59.79	28.15	-52.92%	48.24	-24.23	-150.23%	54.98	103.45	27.52	较高	高
氯碱	37.34	21.27	-43.04%	21.06	-26.64	-226.50%	26.46	54.96	6.88	适中	适中
工程机械	67.17	-4.58	-106.82%	50.03	-0.03	-100.06%	67.10	83.78	34.13	较高	高
家用电器	30.38	20.18	-33.57%	27.72	-12.13	-143.76%	25.82	43.53	0.91	较低	适中

数据来源：WIND，东北证券

表 4、房地产链相关行业综合评价（橘黄~淡黄~淡绿分别代表优~劣）

房地产链 影响行业	房地产投 资大幅下 滑期价格 敏感度	房地产投 资大幅下 滑期需求 敏感度	产能 情况	库存 情况	存货 变现 情况	三季度 ROE- 房地产投资 大幅下滑期 最低 ROE	三季度 ROE- 房地产投资 大幅下滑期 ROE 中值	现 PB/房 地产投资 大幅下滑 期最低 PB	现 PB/房地 产投资大幅 下滑期 PB 中值	综合评价
房地产	较低	较高	较差	较差	较差	0.87	0.21	1.17	0.73	需求敏感型，库存压力很大，政策放松可能小，低估值，低配。
钢铁	较高	较低	较好	适中	适中	8.88	-3.47	1.31	0.64	价格敏感型，较低估值反映低迷的行业景气度，标配。
水泥制造	较高	较低	适中	较差	较差	6.64	3.35	1.83	0.87	早周期，区域价格联盟不稳，景气回落空间大，低配。
玻璃制造	较高	较高	适中	适中	适中	6.68	-0.04	2.16	1.03	对房地产投资很敏感，偏晚周期，估值较高，低配。
建筑装饰	较低	较低	适中	较差	较差	2.88	1.10	1.15	0.73	地产投资敏感度低，晚周期，库存压力大，估值低，标配。
纯碱	较高	较高	较好	适中	适中	10.36	2.66	2.00	1.16	对地产投资敏感，晚周期，景气回落空间大，估值高，低配。
氯碱	较高	适中	适中	较好	较好	15.46	-0.07	2.03	1.11	价格敏感型，库存压力较小，晚周期，估值高，低配。
工程机械	低	较高	较差	较好	较好	3.39	0.32	1.44	0.81	需求敏感型，早周期，受益于板材大跌，标配。
家用电器	较高	较低	较差	适中	适中	11.45	2.45	1.90	1.13	价格敏感型，地产链后端，景气回落空间大，估值较高，低配。

数据来源：WIND，东北证券

4.4、换届年，政策推动下的逆周期性质行业成为进攻性品种

今年电源电网投资不及预期（见图 54），“十二五”电网投资约 2.5 万亿，年均 5000 亿的规模，未来五年年均复合增速约 12.7%，固定资产投资增速下滑的背景下 2012 换届年“十二五”电网建设投资有望逐步启动。另外，受益于铜、铝等主要原材料成本跌价，电源及输变电设备板块毛利率会在明年初结束下降趋势触底反弹（见图 55），下游需求改善与盈利能力提升将增强市场信心。

图 54、今年电源电网投资不及预期，2012 换届年景气度有望上升

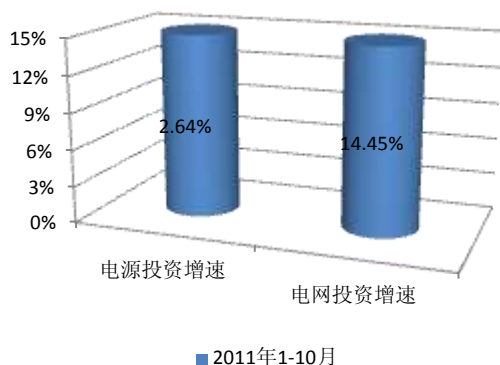
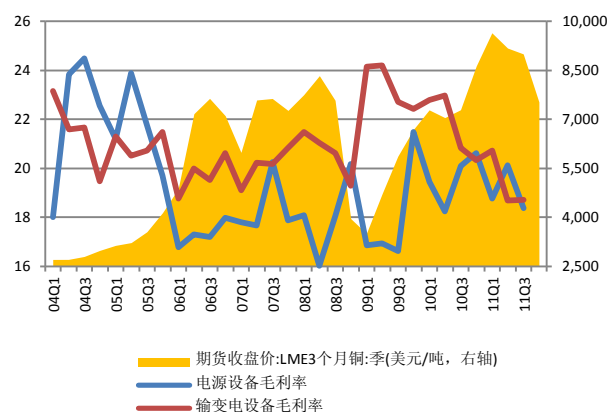


图 55、铜、铝等原材料成本下跌将提升电气设备板块毛利率

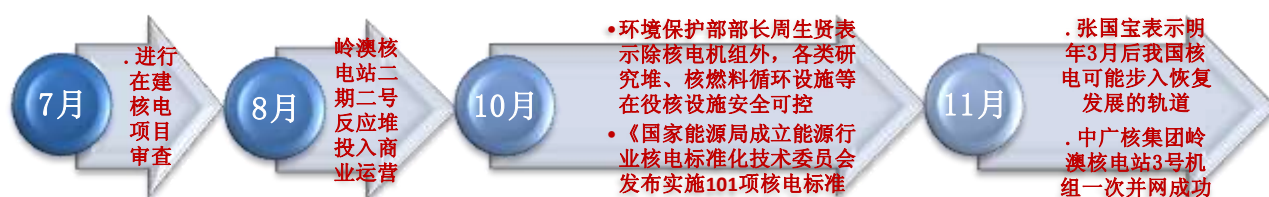


数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

自今年 3 月日本福岛核事故发生后，中国暂停了核电项目的审批。原国家能源局局长张国宝日前透露，明年 3 月后核电有可能步入恢复发展的轨道，中国未来必然是世界最大的核电市场。我们认为，安全原因带来的暂时推迟不会影响中国核电的长期发展，这是国家实现能源多元化、降低碳排放战略的组成部分，明年二季度核电审批重启的概率很大。

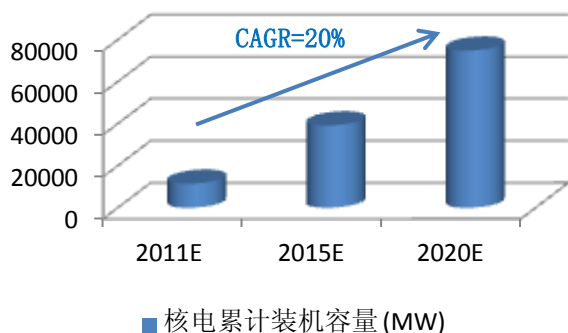
图 56、自日本福岛核事故发生后下半年核电大事件



数据来源：东北证券

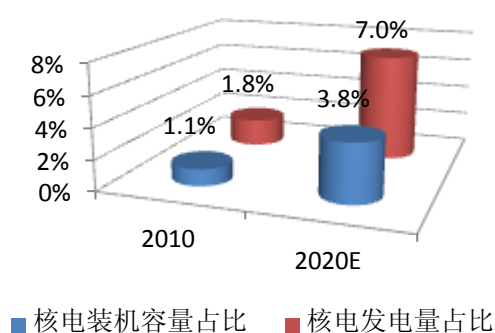
根据计划，我国将在 2020 年实现非化石能源占一次能源消费 15% 以上的目标，而核电有望在 2015 年和 2020 年分别实现 40GW 和 75GW 的装机容量，据此今后 10 年发电量年复合增长率将达 20%（见图 57），预计至 2020 年核电装机容量和发电量占比提升接近 4 倍（见图 58）。

图 57、今后 10 年核电发电量年复合增长率将达 20%



数据来源：WIND，东北证券

图 58、预计至 2020 年核电装机容量和发电量占比提升接近 4 倍

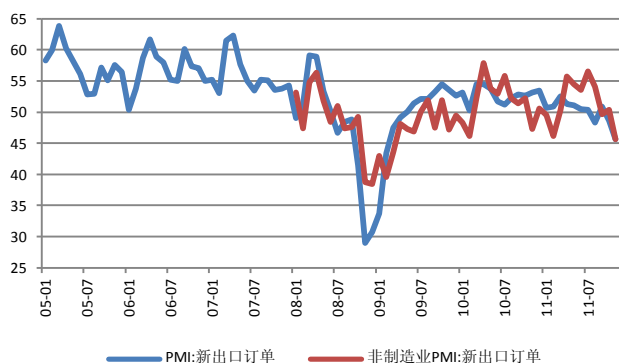


数据来源：WIND，东北证券

五、外贸依存度大的国内行业需要继续谨慎

除投资增速下滑之外，出口形势正在恶化中，欧债危机久拖未决并愈演愈烈是外需可能超预期下降的主要原因。11 月制造业和非制造业 PMI 新出口订单指数双双跌至 45.60 创次贷危机以来新低（见图 59），未来出口增幅回落趋势已成，据我们宏观研究员预测明年一季度我国将出现贸易逆差。

图 59、11 月 PMI 新出口订单双双创次贷危机以来新低



数据来源：WIND，东北证券

图 60、欧债愈演愈烈导致国内出口形势趋于恶化



数据来源：WIND，东北证券

希腊问题尚未得到解决，意大利、西班牙等欧元区核心国家的问题又日益凸显，意大利 10 年期国债收益率超 7%，看起来相当于去年初的希腊，有了前车之鉴，如今在展望意大利的未来时不得不悲观一些，更令人担忧的是如果蔓延之势无法得到迅速控制，德法两国也可能陷入，法国 10 年期国债收益率已升至 3.72% 成为 AAA 俱乐部里需要支付最高借款成本的国家，而 11 月 23 日德国国债拍卖不佳或意味着欧洲最后一个安全区也难以独善其身（见图 61）。

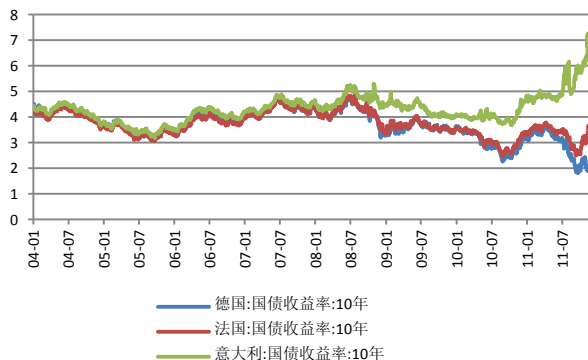
尽管如此，我们仍然认为我国出口崩盘的可能性很小，理由有三：

1、本次欧美经济下行的 shock 效应有限，并不伴随 08 年次贷危机剧烈去杠杆、大宗原材料价格持续暴跌的过程，因此国内经济不会再现外需速冻、措手不及进入被动去高价库存；

2、作为我国第二大出口国家的美国近期的消费增长表现好于预期，经济呈现持续弱势复苏的态势。今年三季度末的贸易库存销售比为 1.27，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 62）；

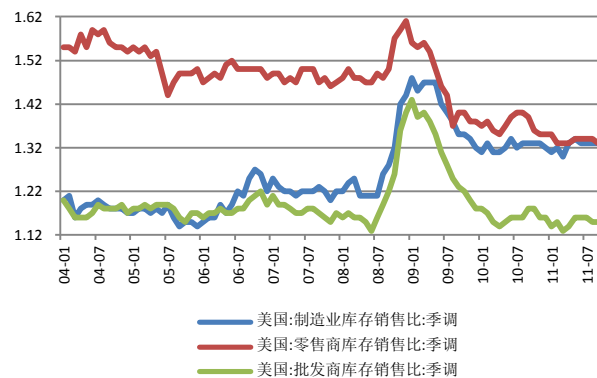
3、从最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口三大需求对国内 GDP 的贡献率看，近年来净出口对 GDP 的贡献率受政府转变原先片面追求顺差的思路，推进人民币稳步升值的影响而呈减小趋势。

图 61、欧债危机蔓延，意大利 10 年期国债收益率突破 7%



数据来源：WIND，东北证券

图 62、外需稳步回落不会再现措手不及降低价库存



数据来源：WIND，东北证券

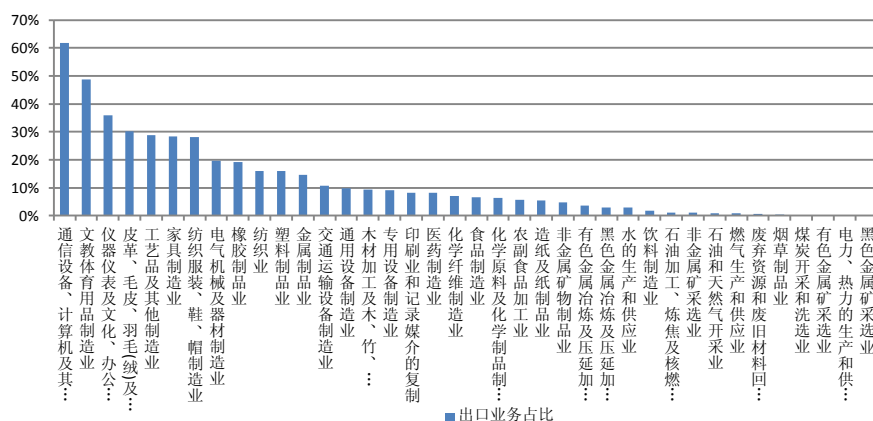
5.1、易受外需下降冲击行业的梳理和比较

从地区结构来看，对欧美日出口金额占比居前三。对欧盟出口自下半年以来就已显著回落。

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：信息设备、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）（见图 63）。

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。

图 63、国家统计局口径去年以来各行业出口业务占比情况



数据来源：国家统计局，东北证券

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 冲击的行业	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	2.99	1.37/2.17	2.18/1.38	4、3	-13.98
纺织服装设备	-291.66	13.31	3.92	1.10/2.01	3.56/1.95	4、4	4.50
塑料	-189.05	18.93	4.45	1.55/3.33	2.87/1.34	4、4	-12.18
集成电路	-186.04	17.97	2.91	1.08/1.80	2.69/1.62	4、4	-1.16
半导体材料	-94.67	71.84	4.47	1.33/2.37	3.36/1.89	4、4	-9.94
分立器件	-118.14	40.60	3.54	1.16/2.02	3.05/1.76	4、4	-9.40
橡胶	-120.25	22.03	3.05	1.26/2.47	2.42/1.23	3、4	2.71
仪器仪表	-121.45	9.88	4.04	2.38/4.69	1.70/0.86	3、2	0.81
造纸	-86.12	31.41	1.69	0.89/1.60	1.90/1.06	3、2	-20.00
彩电	-98.61	18.49	1.47	0.89/1.46	1.65/1.01	3、2	-2.81
工程机械	-30.84	86.26	2.66	2.16/3.96	1.23/0.67	3、1	25.97
航运	-47.31	65.62	1.43	1.22/2.08	1.17/0.69	3、1	-22.25
机床工具	-45.03	61.19	2.96	1.80/3.50	1.64/0.85	2、2	-3.65
家用轻工	-51.46	29.42	3.25	1.41/2.49	2.30/1.31	2、1	-12.65
金属制品	-39.28	33.39	2.36	1.13/1.64	2.09/1.44	2、3	4.00
全部 A 股剔除 金融石油石化	-39.55	27.59	2.47	1.90/2.71	1.30/0.91	2、3	N/A
服装家纺	-27.00	39.95	3.37	1.90/2.75	1.77/1.23	2、3	-3.83
纺织化学用品	-14.35	51.43	1.98	1.07/2.30	1.85/0.86	2、2	-36.48
船舶制造	-17.60	45.36	2.40	1.94/3.22	1.24/0.75	2、1	-18.51
家具	-33.76	27.15	2.53	1.15/1.98	2.20/1.28	1、3	-12.60
纺织制造	-26.88	10.03	2.35	1.29/2.15	1.82/1.09	1、2	-7.66
空调	14.64	40.42	2.56	2.42/3.46	1.06/0.74	1、1	18.62
港口	-9.82	11.92	1.49	1.97/2.75	0.76/0.54	1、1	8.75
信息设备	13.09	20.35	3.33	1.75/3.10	1.90/1.08	1、3	-8.86
电机	37.61	38.53	3.28	1.46/2.61	2.25/1.26	1、3	3.68

注：橘黄~天蓝~淡绿~墨绿填充色分别代表优~劣

数据来源：WIND，东北证券

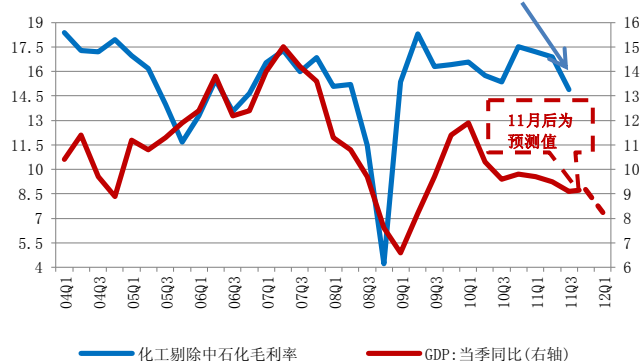
5.1.1、外贸依存度大的国内行业需要继续谨慎之化工

国内大部分化工子行业产能过剩、供过于求，竞争环境较为激烈，通常在经济扩张时，化工毛利率随着需求的回暖而同向上行，当经济呈回落趋势时化工行业的毛利率逐渐受到挤压，预计明年一季度国内经济加速下行会进一步打击行业景气度（见图 64）。

我国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 65）。当前的情形与金融危机时有所不同，油价和出口跳水的风险性小，估值泡沫程度较低。但当时市场的相对表现

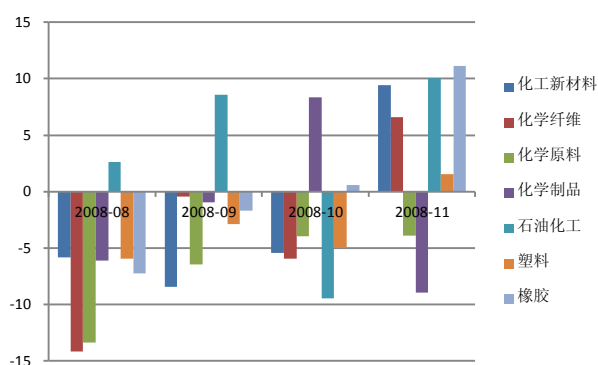
仍有一定参考意义。

图 64、经济加速下行影响化工行业的景气度



数据来源：WIND，东北证券

图 65、化工细分板块在 08 年 7 月新出口订单跌破 50 后超额收益



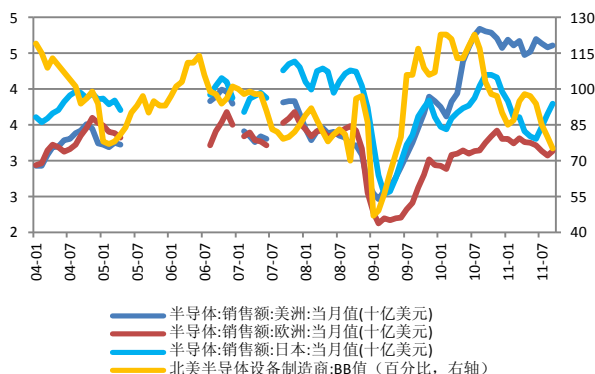
数据来源：WIND，东北证券

5.1.2、外贸依存度大的国内行业需要继续谨慎之电子

全球半导体销售结构中，美洲约占 18%，欧洲占比为 12%左右，日本约占 15%，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 9 月见顶，北美半导体设备制造商接单出货比一年后跌至 75%，欧债危机的久拖未决势必引导行业景气度继续下行（见图 66）。

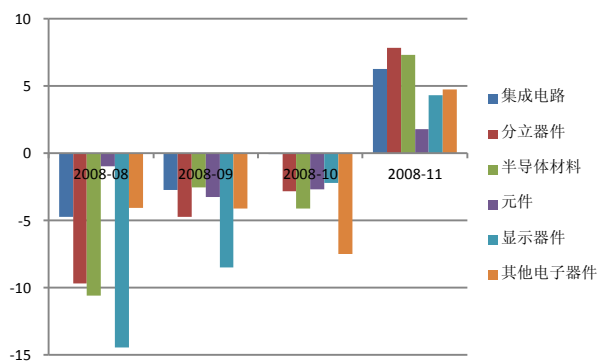
电子行业中半导体（包括集成电路、分立器件和半导体材料）出口业务占比较高，在出口萎缩前期股价已经开始提前反映，在出口订单下降的中后期则呈现略好的向上弹性。08 年 8 月-10 月出口剧降的前期，电子细分板块皆跑输大盘，表现差的依次为显示器件、半导体材料、分立器件、其他电子器件、集成电路和元件（见图 67）。

图 66、欧美半导体行业旺季不旺



数据来源：WIND，东北证券

图 67、电子细分板块在 08/7 新出口订单跌破 50 后超额收益



数据来源：WIND，东北证券

5.1.3、外贸依存度大的国内行业需要继续谨慎之机械设备

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 68），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 1-10 月出口销量累计占比已上升至约 26%），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 69）。

图 68、起重机和推土机销量增速相较其他工程机械下滑不显著

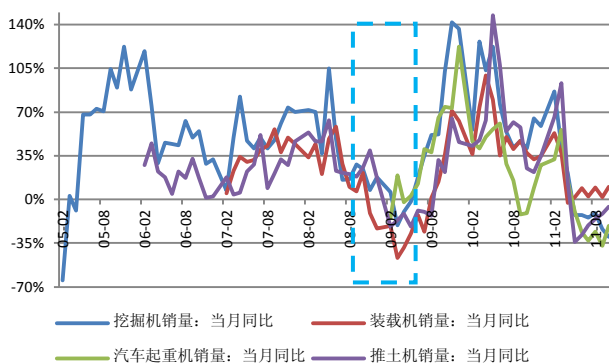
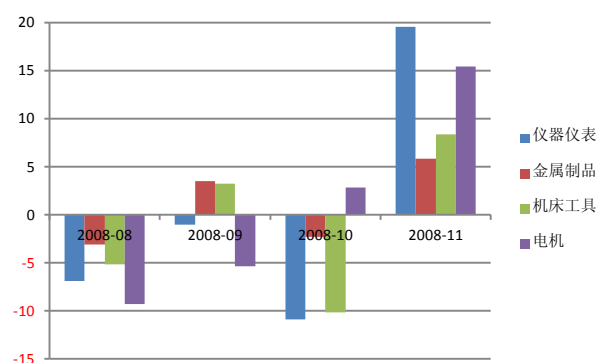


图 69、仪器仪表等板块在 08/7 新出口订单跌破 50 后的超额收益



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

5.1.4、外贸依存度大的国内行业需要继续谨慎之轻工制造

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 70）。三季度造纸行业的存货周转天数略有上升，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 70、造纸行业 08 年跌幅大的主因是剧烈去库存

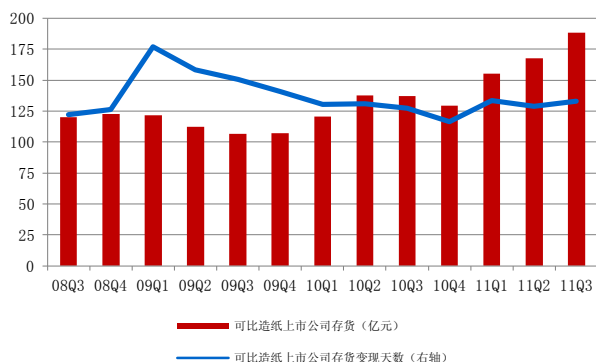


图 71、轻工制造行业在 08/7 新出口订单跌破 50 后的超额收益



数据来源：WIND，东北证券

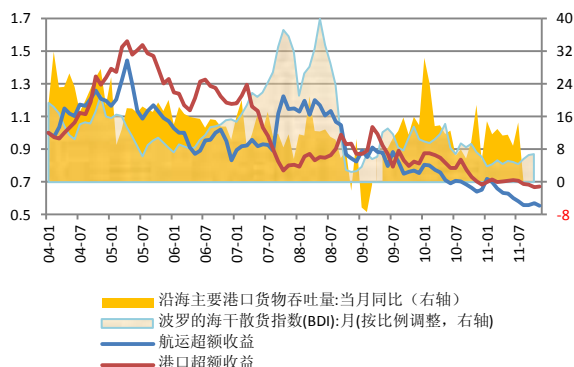
数据来源：WIND，东北证券

5.1.5、外贸依存度大的国内行业需要继续谨慎之港口航运

今年 2 月份以来 BDI 指数上涨约 60%而航运股超额收益几乎逐月走低，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。

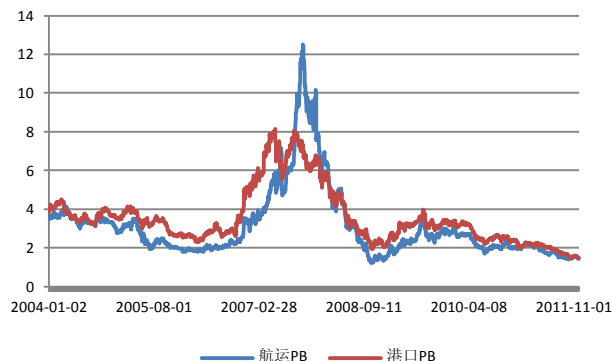
航运市场扭曲的供求使得港口吞吐量较之更能感知经济冷暖变化。欧债危机呈蔓延之势，大宗商品价格疲弱，国内需求放缓，预计明年一季度的进出口增速呈回落态势。行业的充分竞争导致 ROE 自 05 年下半年以来逐级下滑，板块的超额收益也一路走低，港口历史底部估值比行业属性的防御性更大些（见图 73）。

图 72、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 73、港口板块估值与金融危机最低时相当

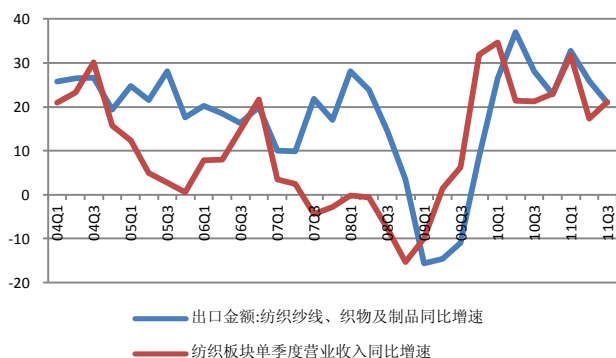


数据来源：WIND，东北证券

5.1.6、外贸依存度大的国内行业需要继续谨慎之纺织服装

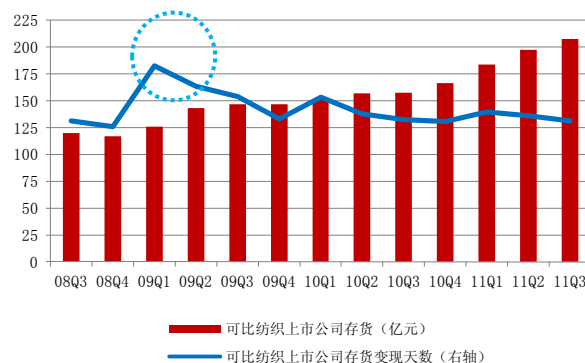
纺织行业受出口影响较大，出口增速下滑将导致的销售收入增速进一步回落（见图 74）。二季度以来行业景气度不佳导致毛利率大幅下滑，从上游经炒作后的棉花价格暴跌可见一斑。相当一部分纺织企业面临之前高价囤积的原材料成本计提减值准备，如果需求持续疲弱行业面临洗牌。

图 74、纺织行业销售收入受出口影响较大



数据来源：WIND，东北证券

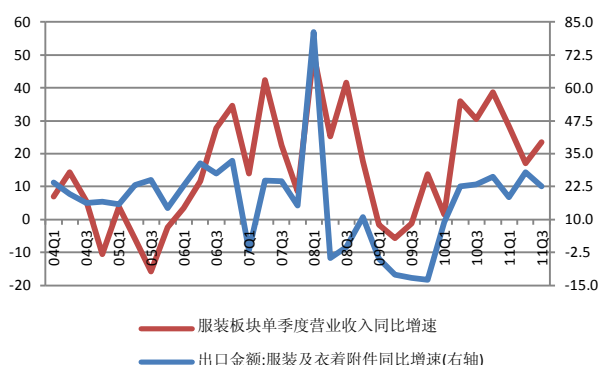
图 75、纺织行业景气度不佳导致存货变现压力增大



数据来源：WIND，东北证券

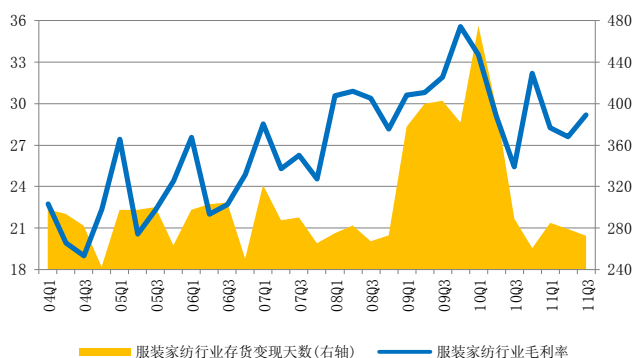
服装行业对出口的依赖稍弱于纺织（见图 76），各细分龙头企业这些年瞄准内陆庞大的内需潜力积极拓展渠道成功树立品牌逐渐享受行业集中度提升的丰厚成果，品牌服装靓丽的业绩增速下我们更关心企业对销售渠道的管理，从三季报看高通胀下服装行业存货变现较为顺畅彰显消费升级效应（见图 77）。

图 76、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 77、高通胀下存货变现顺畅彰显消费升级效应

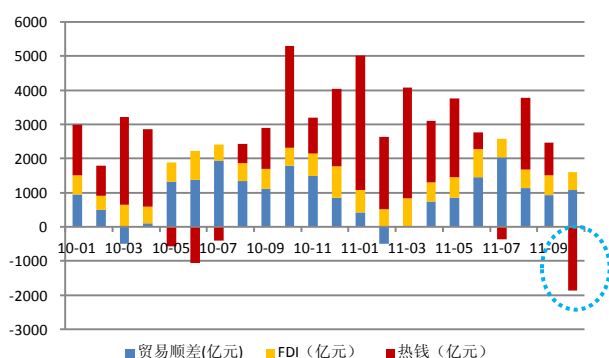


数据来源：WIND，东北证券

六、关注美元指数的上行风险下的行业配置

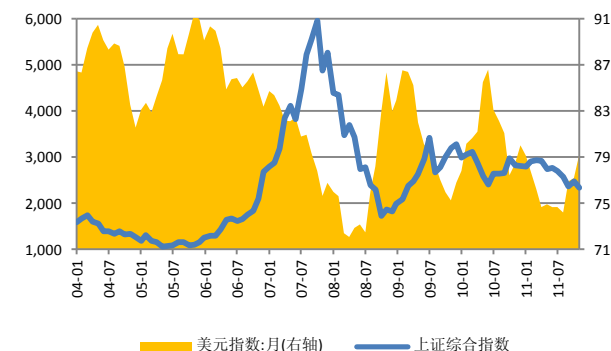
我们认为美元指数 10 月底以来的持续上涨值得关注，其背景是欧债危机久拖未决且有蔓延之势，国际金融市场恐慌情绪升温（VIX 指数同步上行），而与此同时中国经济进一步放缓，房价在持续调控下面临加速向下，跨国资本加速兑现回流美国。美国银行大幅减持建行 H 股，中国外汇占款余额自 07 年 12 月以来首次出现净减少，而按残差法概算的热钱 10 月净流出高达 1850 亿元等现象也印证了这点（见图 78）。

图 78、残差法概算的热钱 10 月净流出高达 1850 亿元



数据来源：WIND，东北证券

图 79、04 年以来 A 股与美元指数的月线显著负相关（-0.66）

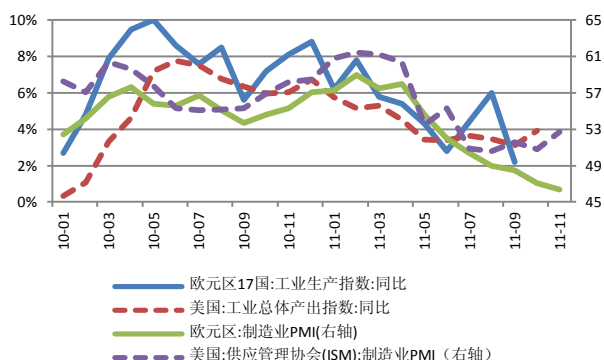


数据来源：WIND，东北证券

欧元区经济下滑趋势甚于美国（见图 80），而欧洲央行新任行长上台后立即降息的举措或暗示其不同于前任控通胀为主的政策取向（见图 81），美元对主要对手货币的息差劣势可能呈收窄之势（见图 82）。

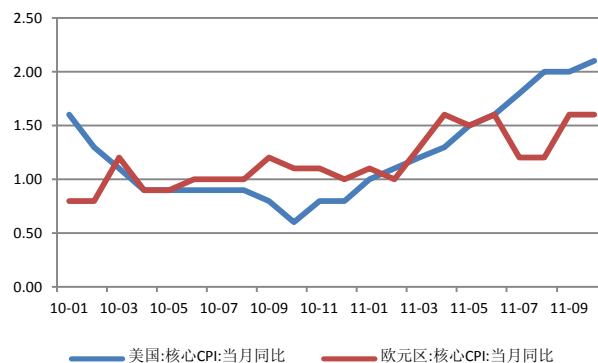
因此美元指数明年一季度上行概率较大并且会影响 A 股市场行业配置的选择。如果美元强势，国际大宗商品价格承压，需要回避 A 股上游资源品板块，另外原材料价格下跌期下游行业相较中游行业更稳定的需求也会在股价中得到体现。

图 80、欧债危机久拖未决，欧元区经济下滑趋势甚于美国



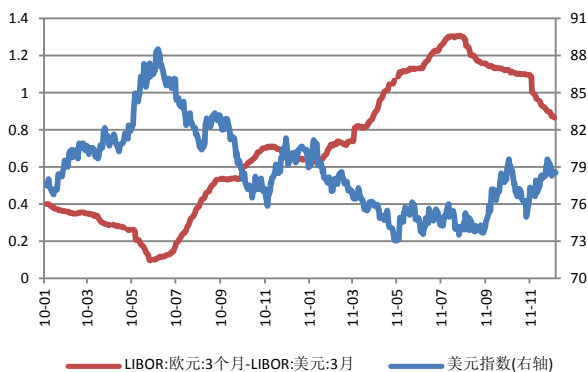
数据来源：WIND，东北证券

图 81、吉拉德有放松通胀目标的倾向，欧元区宽松空间更大



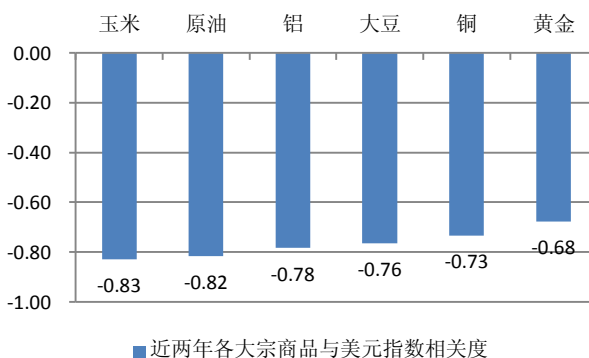
数据来源：WIND，东北证券

图 82、美元指数可能随欧元区与美国息差的缩窄而上涨



数据来源：WIND，东北证券

图 83、近两年各大宗商品价格与美元指数相关度



数据来源：WIND，东北证券

我们从实证的角度来检验，04 年以来美元指数共经历了三次较明显的上涨阶段，在此期间表现较好的板块有医药生物、机场、高速公路、饮料制造和食品加工制造，具有明显的稳定增长型特征；表现糟糕的板块是煤炭开采、航运、有色金属、钢铁和房地产，上中游的原材料行业占了大半。从大类行业的表现看，下游>中游>上游，符合基本面受影响的程度顺序。今年 11 月份上游行业表现较历史实证好，也就是说如果美元指数涨势持续，上游资源品板块回归的压力更大一些。

表 6：04 年以来美元指数上涨期间各行业超额收益

细分板块	美元指数上涨阶段 I	美元指数上涨阶段 II	美元指数上涨阶段 III	美元指数	美元指数上涨阶段
	81.42-90.46	71.70-88.22	74.26-88.49	美元上涨	74.97-79.19
	涨幅 11.1%	涨幅 23.0%	涨幅 19.2%	I-III 阶段超额收益均值	涨幅 5.6%
	05/3.11-05/7.4	08/7.15-08/11-20	09/11.25-10/6.7		11/10.27-11/11.28
医药生物	-2.86%	5.71%	37.01%	13.29%	7.33%
机场	14.85%	13.54%	10.72%	13.04%	3.26%
高速公路	11.72%	9.84%	8.57%	10.04%	2.84%
饮料制造	12.14%	0.70%	17.11%	9.98%	9.48%
食品加工制造	6.97%	-4.28%	21.93%	8.21%	10.77%
银行	18.10%	2.57%	3.87%	8.18%	-1.71%
通信运营	1.55%	20.71%	1.25%	7.84%	3.18%
计算机应用	-15.46%	1.24%	36.23%	7.34%	8.42%

证券	19.41%	9.40%	-9.34%	6.49%	-5.36%
公用事业	1.95%	10.32%	5.48%	5.92%	7.10%
建筑装饰	-1.96%	18.00%	1.69%	5.91%	-0.37%
传媒	-8.57%	9.23%	16.84%	5.83%	8.06%
家用电器	-0.91%	7.01%	10.54%	5.55%	-3.89%
航空运输	-12.87%	-8.08%	36.85%	5.30%	-6.97%
零售	3.51%	-7.09%	18.74%	5.05%	-1.01%
石油开采	0.41%	11.44%	2.07%	4.64%	1.45%
电子	-16.34%	-5.37%	35.25%	4.51%	6.54%
计算机设备	-13.98%	-9.85%	36.47%	4.21%	5.41%
机械设备	-8.50%	6.34%	13.95%	3.93%	3.06%
港口	6.53%	2.93%	-1.48%	2.66%	-0.12%
包装印刷	-1.15%	5.49%	3.22%	2.52%	4.91%
农林牧渔	-7.95%	-7.13%	18.36%	1.09%	9.59%
纺织制造	-12.26%	-4.19%	18.25%	0.60%	3.32%
服装家纺	-10.14%	-3.44%	14.84%	0.42%	4.13%
网络服务	-12.99%	-16.26%	29.89%	0.21%	10.47%
造纸	-3.12%	-14.09%	16.64%	-0.19%	3.75%
家用轻工	-7.75%	-8.76%	15.04%	-0.49%	4.17%
餐饮旅游	-4.31%	-14.73%	17.43%	-0.54%	7.28%
汽车整车	0.04%	1.99%	-5.25%	-1.07%	-2.18%
贸易	-5.63%	-8.79%	9.57%	-1.62%	2.00%
建筑材料	-13.32%	1.49%	6.31%	-1.84%	-5.57%
保险	N/A	-3.07%	-1.51%	-2.29%	-0.72%
通信设备	-21.68%	-5.81%	17.87%	-3.21%	7.78%
汽车零部件	-13.59%	-6.27%	10.04%	-3.27%	3.74%
化工	-6.94%	-5.12%	-0.11%	-4.06%	2.51%
房地产	-7.40%	5.64%	-13.75%	-5.17%	-0.78%
钢铁	-2.86%	-7.24%	-10.29%	-6.80%	-2.59%
有色金属	-10.36%	-14.33%	1.94%	-7.58%	0.85%
航运	-4.01%	-15.72%	-6.07%	-8.60%	-1.79%
煤炭开采	-9.86%	-22.26%	-6.70%	-12.94%	0.16%
上游行业	-6.94%	-8.07%	3.92%	-3.70%	3.01%
中游行业	-2.21%	0.83%	7.07%	1.90%	1.98%
下游行业	-6.23%	-1.92%	17.47%	3.10%	4.03%

资料来源：WIND，东北证券

七、“稳定增长”为核心 “政策驱动”作卫星

表 6、建议超配行业一览表

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	配置建议	看好公司
银行	较好	较好	政策底出现，货币适当放松，一季度贷款重定价使息差水平上升	超配	深发展
保险	一般	一般	货币松动引发广谱市场利率下行，使得理财产品吸引力下降，资金分流向保费收入	超配	中国平安
电信运营	较好	较好	3G 用户加速增长	超配	中国联通
光通信	较好	较好	光网基础设施投资可能超预期	超配	中天科技
燃气	较好	较好	天然气终端销售提价预期	超配	陕天然气
乳品	较好	较好	费用率下降趋势	超配	伊利股份
啤酒	较好	较好	外延式扩张步伐，大麦均价可望下跌减轻成本压力	超配	青岛啤酒
中药	较好	较好	中药材价格下跌，上下游产业链整合	超配	康美药业
核电	较差	一般	核电审批放开预期	超配	东方电气
输变电设备	一般	较好	特高压可能会招标	超配	置信电气
饲料	一般	较好	生猪存栏量增加，玉米价格下跌	超配	海大集团
包装	一般	一般	原材料价格下跌，毛利率改善	超配	永新股份
医疗器械	较好	较好	县级医院及基层医疗机构的投入	超配	鱼跃医疗
种子	较好	较好	种子政策落实（一号文件）	超配	隆平高科
乘用车和汽车零部件	一般	一般	板材等主要原材料成本下降，节能补贴车型的增长，新能源汽车推进力度加大	超配	华域汽车
客车	较好	较好	板材等主要原材料成本下降，新能源公交，校车安全	超配	宇通客车

数据来源：东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

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。