

行业比较

2012 年 1 月 5 日

铅华洗尽，深秀在骨

——2012 年 1 季度行业比较

核心结论：

1 季度宏观环境仍是衰退阶段，最积极变化是流动性改善，年度策略报告强调此背景下注重周期股反弹。行业比较选择周期股逻辑：1) 股价和基本面对流动性敏感；2) 行业基本面 2011 年已较差、股价跌幅较大，属于偏早周期；推荐**汽车、地产、保险、工程机械**。稳定增长股选择考虑季节性因素、相对估值，推荐**零售、种子**。

重要假设：

- 1) 宏观环境属于衰退期，GDP、CPI 同比回落；
- 2) 货币政策积极变化，M1/M2 增速回升。

主要逻辑：

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

宏观面找驱动：1 季度宏观环境仍是衰退阶段，经济增长和通胀同比将继续回落，流动性改善是亮点。经济增长驱动力分化不明显，通胀中上游价格降幅更大，利于中下游行业盈利。行业比较分析我们注重对流动性的敏感性、景气周期中的领先性。

产业链看景气：1) 投资链看好工程机械、电网设备。房地产投资增速及 PPI 回落压制强周期投资品景气，工程机械销量恶化相对充分、钢价下降改善毛利率。政府投资驱动的设备需求稳定，电网设备相对较优。2) 消费链看好汽车、地产、零售。汽车、房地产销量增速、板块相对收益与 M1 同步，行业基本面恶化也相对充分。零售基本面良好、具估值优势、1 季度是旺季。3) 出口链行业景气低迷。全球半导体销售增速、费城半导体指数显示电子景气有触底回升迹象，但仍需观察。

价格链观盈利：1) 石油链面临盈利回落压力。预计 1 季度原油价格横盘、同比回落，化学原料、煤炭、基本金属盈利望回落。2) 农产品链看好季节性的种子。随着供需形势的改善，粮食、肉禽价格涨幅将回落。农业一季度受益于政策驱动，历史上种子在 2 月取得超额收益概率非常高。3) 金融链看好保险、银行。债市和股市回暖将有助保险净资产提升，理财产品冲击消退、低基数效应下，保费增速望恢复。信贷规模、息差、不良率三个角度看银行盈利仍较稳定。

市场面测热度：1) 市场热度偏高行业：化学纤维、食品加工制造、白酒、服装家纺、医疗器械、中药、传媒、电子元器件。2) 偏低行业：石油化工、钢铁、化工新材料、化学原料、建筑材料、建筑装饰、工程机械、汽车、纺织制造、零售、航空运输、房地产、证券、保险。

风险提示：

- 1) 国内资金利率居高不下/欧债危机恶化加剧避险情绪，转向银行等低估行业；
- 2) 国内货币政策明显放松/美欧大规模投放货币，转向有色、煤炭等高贝塔行业。

相关研究

《PMI 指标监测景气：如期反弹，关注库存波动》20120104

《投资链景气回落加速——月度行业扫描（2011 年 12 月）》20111219

《PPI 价差监测毛利率：盈利回落如期展开，望持续》20111212

《寻找较大概率环比改善——2011 年三季度行业比较》20110704

《执地产投资牛耳看相关行业盈利》20111108

《回到未来 1：以史为鉴，寻找滚雪球的长坡——成长股研究系列》20110830

《人口三大趋势：婴儿回声潮、劳动高峰渐去、老年化加速——第六次人口普查新起点看未来》20110506

策略高级分析师

荀玉根

SAC 执业证书编号：

S0850511040006

电话：(021) 23219658

Email: xyg6052@htsec.com

目录

1. 研究体系和框架.....	5
2. 宏观面找驱动.....	7
2.1 经济增长“马车”快慢.....	7
2.2 通胀结构变化.....	8
2.3 行业周期性特征.....	9
3. 产业链看景气.....	10
3.1 投资链.....	10
3.2 消费链.....	13
3.3 出口链.....	16
4. 价格链看盈利.....	18
4.1 石油链.....	18
4.2 农产品链.....	20
4.3 金融链.....	23
5. 市场面测热度.....	26
6. 结 论.....	31
附录. 行业比较产品系列.....	32

图目录

图 1 行业比较框架体系	6
图 2 经济增长驱动力变化	7
图 3 通胀结构变化	7
图 4 固定资产投资增速整体回落	8
图 5 2012 年铁路固定资产投资规模缩减	8
图 6 消费者信心已经落至历史低点	8
图 7 出口增速仍望回落	8
图 8 上中游价格降幅更大	8
图 9 采掘业毛利率已经开始回落	8
图 10 中游制造业毛利改善	9
图 11 下游消费品毛利改善	9
图 12 投资链结构图	11
图 13 房地产投资增速回落影响投资品需求 I	12
图 14 房地产投资增速回落影响投资品需求 II	12
图 15 水泥价格回落影响板块表现	12
图 16 钢材价格仍有回落压力	12
图 17 工程机械销量增速已经大幅回落	12
图 18 钢价回落改善工程机械毛利	12
图 19 电网投资 2011 年 4 季度已经加速	13
图 20 电网投资 2012 年预计增长 9.1%	13
图 21 铁路车辆购置更新改造投资 2011 年 4 季度已经加速	13
图 22 铁路车辆购置更新改造投资 2012 年将回落	13
图 23 消费链结构图	14
图 24 汽车相对收益 M1 相关	14
图 25 房地产相对收益 M1 相关	14

图 26	2011 年汽车销量增速低迷并非常态	15
图 27	汽车销量环比已经回升	15
图 28	房价回落有助销售	15
图 29	房屋销售环比已经回升	15
图 30	CPI 回落时零售收入增速并不一定回落	16
图 31	零售行业相对估值低	16
图 32	空调内销增速与商品房销量相关	16
图 33	冰箱内销增速与商品房销量相关	16
图 34	医药行业景气仍处回落趋势	16
图 35	医药行业相对估值仍较高	16
图 36	出口链结构图	17
图 37	纺织服装出口增速小幅回落	17
图 38	纺织服装行业景气回落	17
图 39	电子出口增速持续回落	18
图 40	半导体指销售、费城半导体指数有回升迹象	18
图 41	BDI 依旧低迷	18
图 42	集装箱运价指数回落	18
图 43	石油链结构图	19
图 44	美元反弹抑制油价上涨	19
图 45	油价回落会带动纯碱价格回落	19
图 46	化学原料景气仍在回落	19
图 47	化学原料景气毛利率有压力	19
图 48	煤价相比油价并没优势	20
图 49	煤价涨幅回落将带动行业盈利回落	20
图 50	金属价格涨幅回落将带动行业盈利回落	20
图 51	玉米价格相比油价并没优势	20
图 52	农产品链结构图	21
图 53	粮价库存比持续回升	21
图 54	种子 2 月超额收益概率高	21
图 55	粮食价格涨幅回落带动白酒盈利回落	22

图 56	白酒一季度超额收益概率下降	22
图 57	棉花供需改善	22
图 58	棉花价格涨幅回落将带动化纤毛利回落	22
图 59	生猪存栏量已大幅回升	23
图 60	维生素价格已经明显回落	23
图 61	金融链结构图	23
图 62	经济增速决定利率变化	24
图 63	经济增速决定人民币升值预期	24
图 64	加息周期下股份行利息差扩大	24
图 65	加息周期下国有行利息差较高	24
图 66	股份行不良率较低	25
图 67	股市走强有利保险	25
图 68	债市走强有利保险	25
图 69	保费增速已经持续回落 1 年	25
图 70	纸价快速回落	25
图 71	造纸股相对收益与人民币升值幅度相关	25
图 72	客运、货运增速较低	26
图 73	航空股相对收益与人民币升值幅度相关	26
图 74	市值 - 盈利对比 1	30
图 75	市值 - 盈利对比 2	30

表目录

表 1	宏观指标预测	7
表 2	2004-2005 年周期性行业指标见底时间	9
表 1	2008-2009 年周期性行业指标见底时间	10
表 1	2009-2011 年周期性行业指标见顶时间	10
表 5	各行业 PE 比较	27
表 6	各行业 PB 比较	28
表 7	各行业季度涨跌幅比较	29

1 季度宏观环境仍是衰退阶段，最积极变化是流动性改善，年度策略报告《总体偏温和，投资结构化》强调此背景下注重周期股反弹。行业比较选择周期股逻辑：1) 股价和基本面对流动性敏感；2) 行业基本面 2011 年已经比较差，股价跌幅也较大，属于偏早周期；推荐**汽车、地产、保险、工程机械**。稳定增长股选择考虑季节性因素、相对估值，推荐**零售、种子**。

宏观面找驱动：1 季度宏观环境仍是衰退阶段，经济增长和通胀同比将继续回落，流动性改善是亮点。经济增长驱动力分化不明显，通胀中上游价格降幅更大，利于中下游行业盈利。行业比较分析我们注重对流动性的敏感性、景气周期中的领先性。

产业链看景气：1) 投资链看好工程机械、电网设备。房地产投资增速及 PPI 回落压制强周期投资品景气，工程机械销量恶化相对充分、钢价下降改善毛利率。政府投资驱动的设备需求稳定，电网设备相对较优。2) 消费链看好汽车、地产、零售。汽车、房地产销量增速、板块相对收益与 M1 同步，行业基本面恶化也相对充分。零售基本面良好、具估值优势、1 季度是旺季。3) 出口链行业景气低迷。全球半导体销售增速、费城半导体指数显示电子景气有触底回升迹象，但仍需观察。

价格链观盈利：1) 石油链面临盈利回落压力。预计 1 季度原油价格横盘、同比回落，化学原料、煤炭、基本金属盈利望回落。2) 农产品链看好季节性的种子。随着供需形势的改善，粮食、肉禽价格涨幅将回落。农业一季度受益于政策驱动，历史上种子在 2 月取得超额收益概率非常高。3) 金融链看好保险、银行。债市和股市回暖将有助保险净资产提升，理财产品冲击消退、低基数效应下，保费增速望恢复。信贷规模、息差、不良率三个角度看银行盈利仍较稳定。

市场面测热度：1) 市场热度偏高行业：化学纤维、食品加工制造、白酒、服装家纺、医疗器械、中药、传媒、电子元器件。2) 偏低行业：石油化工、钢铁、化工新材料、化学原料、建筑材料、建筑装饰、工程机械、汽车、纺织制造、零售、航空运输、房地产、证券、保险。

1. 研究体系和框架

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

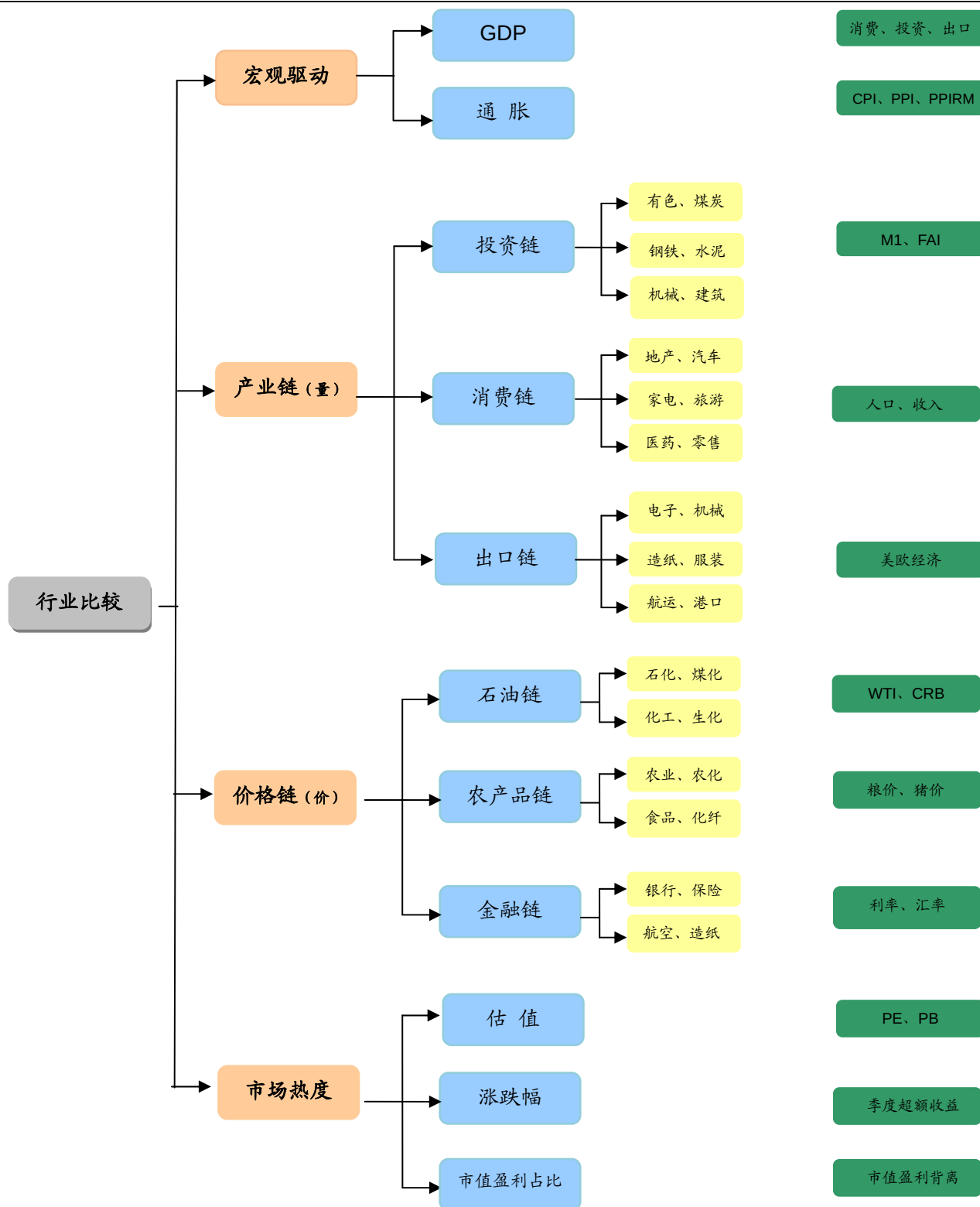
第一，宏观面分析为辨别投资大方向和大逻辑。着重关注经济增长驱动力和通胀结构的变化，二者反映到中观层面对应行业的景气和盈利，即我们所分析的产业链和价格链。

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

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

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

图 1 行业比较框架体系



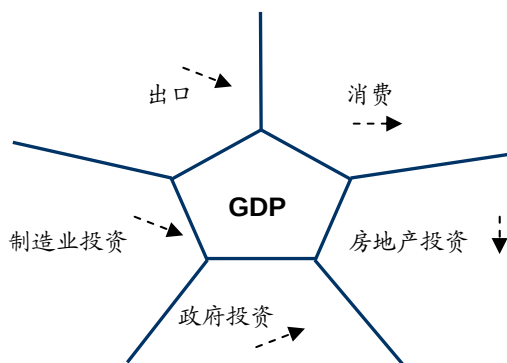
资料来源：海通证券研究所

2. 宏观面找驱动

2012 年 1 季度大的宏观环境仍是衰退阶段,经济增长和通胀同比都将延续回落趋势。相关宏观经济指标变化,我们参考 Wind 统计的券商一致预期及海通宏观部预测。数据显示,经济增长驱动力的变化是:消费增速平稳、出口和投资增速回落,结构特征不明显;通胀结构的变化是:上游价格降幅更大,利于中下游行业盈利。

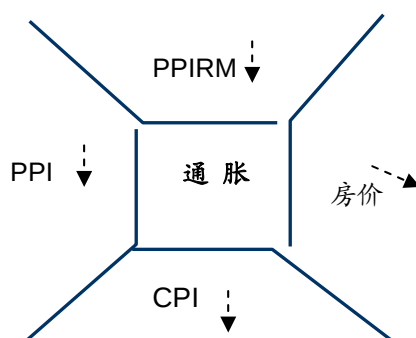
最积极的变化是流动性改善,体现为 M2 同比增速回升。年度策略报告《总体偏温和,投资结构化》中提出“1 季度看货币,周期股阶段反弹机会。”流动性改善、经济衰退大背景下,行业比较分析中我们注重行业对流动性的敏感性、景气周期中的领先性。

图 2 经济增长驱动力变化



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 3 通胀结构变化



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 宏观指标预测

宏观指标	11/10	11/11	11/12 E (一致预期)	海通宏观预期			市场一致预期		
				12/01 E	12/02 E	12/03 E	12/01 E	12/02 E	12/03 E
GDP: 当季同比		8.7%			8.7%			8.2%	
工业增加值: 当月同比	13.2%	12.4%	12.1%	11.3%		11.4%	12.0%	11.5%	11.4%
城镇固定资产投资: 累计同比	24.9%	24.5%	23.6%	21.0%		22.0%	25.0%		18.7%
社会消费品零售总额	17.2%	17.3%	17.1%	17.0%	16.8%	16.5%	17.4%	17.1%	16.7%
出口: 当月同比	15.8%	13.8%	12.7%	8.8%	15.7%	13.0%	8.9%	29.7%	6.8%
进口: 当月同比	28.7%	22.1%	16.1%	8.1%	2.8%	15.0%	14.4%	25.8%	11.8%
CPI: 当月同比	5.5%	4.2%	4.0%	4.2%	4.0%	4.1%	4.0%	3.6%	3.2%
PPI: 当月同比	5.0%	2.7%	1.8%	1.1%	0.4%	0.5%	1.5%	0.8%	0.7%
新增人民币信贷(亿)	5868	5622	6213	15000	7500	5500	11875	6300	7200
M2: 同比	12.9%	12.7%	13.3%	13.0%	12.8%	13.7%	13.3%	12.8%	13.9%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

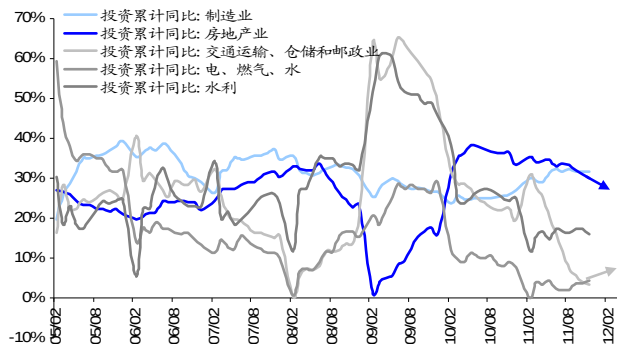
2.1 经济增长“马车”快慢

消费同比增速相对平稳、出口和投资同比增速回落。2011 年消费增速较 2010 年小幅回落,消费者信心指数已经回落到过去 10 年底部,消费增速望平稳。OECD 领先指标显示中国出口增速仍有回落压力,但已经回落 1.5 年,幅度上望温和。固定资产投资增速回落趋势望持续,其中房地产投资增速回落是最主要拖累,政府主导的交运、水电煤、水利等投资增速经历近 2 年的回落后望自然恢复。

在此,我们提醒,避免对房地产投资过分悲观、对政府投资过分憧憬。比较 2011 年 12 月 9 日中央政治局会议和 12-14 日中央经济工作会议,我们发现政治局会议提出的

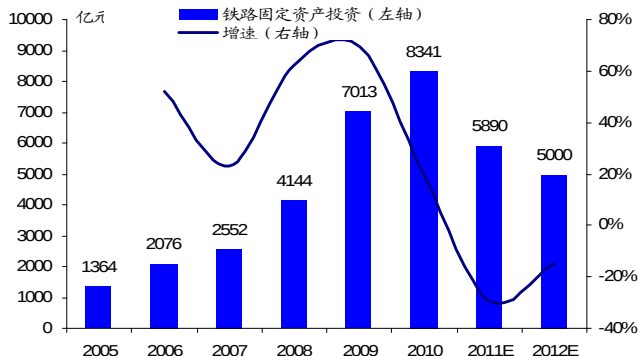
“有序推进“十二五”规划确定的重大项目”在中央经济工作会议中删除了；而中央经济工作会议中增加了“加快普通商品住房建设，扩大有效供给”。

图 4 固定资产投资增速整体回落



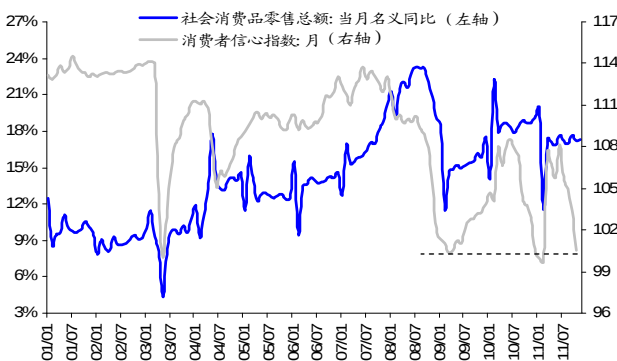
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 5 2012 年铁路固定资产投资规模缩减



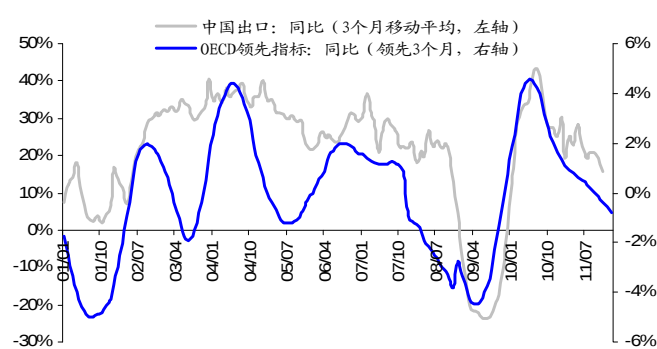
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 6 消费者信心已经落至历史低点



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 7 出口增速仍望回落

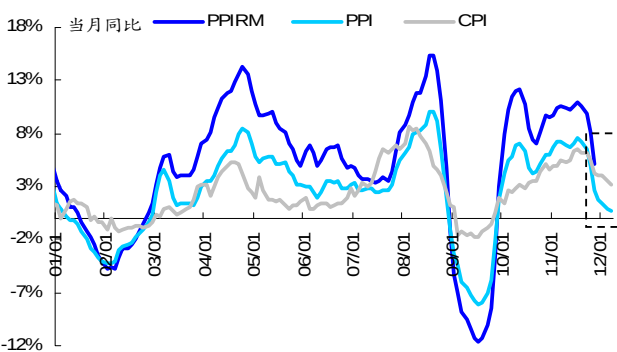


资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 通胀结构变化

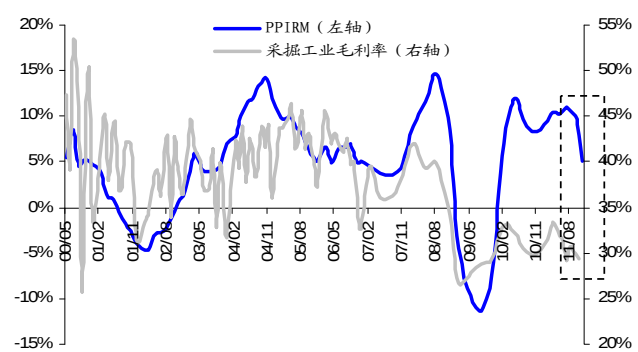
PPIRM、PPI 和 CPI 同比均回落，PPI 降幅大于 CPI。从分别表示上中下游的价格指数看，PPIRM、PPI、CPI 同比增速均已明显回落，且上中游的价格降幅更快，该趋势望延续。我们根据上中下游价格差去判断行业毛利率变化，2012 年 1 季度中下游行业毛利率望改善，而上游毛利率可能回落。

图 8 上中游价格降幅更大



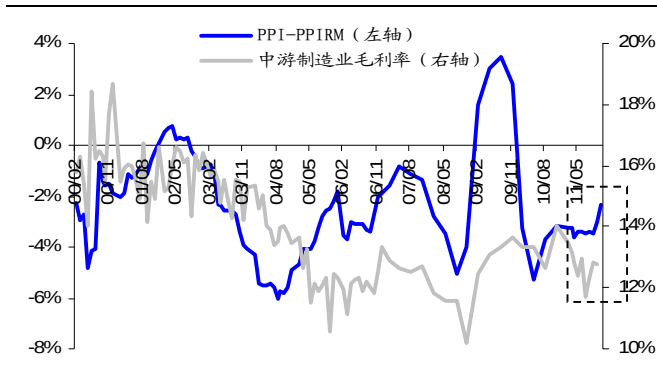
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 9 采掘业毛利率已经开始回落



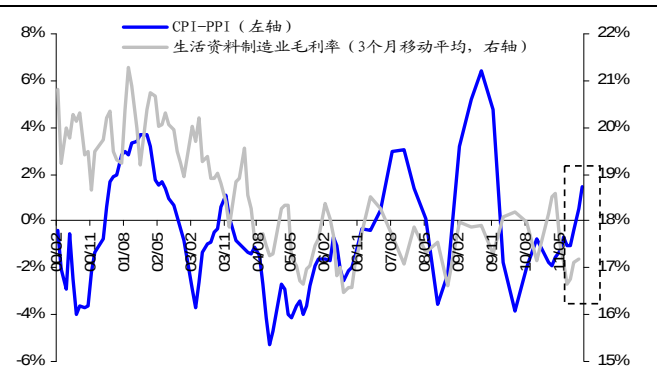
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 10 中游制造业毛利改善



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 11 下游消费品毛利改善



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.3 行业周期性特征

经济周期波动中，周期性行业景气波动的先后性，我们参考过去 10 年 2 次经济增长回落阶段，各周期性行业的景气（收入增速、净利润增速、ROE）和板块表现。

整体而言，汽车、保险、地产行业景气见底时间较早，板块指数见底也较早。本轮景气高点回落的时点来看，也较早。从宏观面看，经济增长和通胀回落的衰退阶段，早周期行业的景气较早见底，是一个重要线索。

表 2 2004-2005 年周期性行业指标见底时间

2004-2005 周期性行业指标见底时间							
行业	净利润增速	行业	收入增速	行业	ROE	行业	板块指数
地产	04Q4	保险	04Q4	地产	04Q4	汽车整车	05-04
保险	04Q4	水泥	05Q1	保险	04Q4	地产	05-05
汽车整车	05Q1	工程机械	05Q1	水泥	05Q1	有色	05-07
水泥	05Q1	地产	05Q2	工程机械	05Q1	水泥	05-07
工程机械	05Q1	汽车整车	05Q2	航空运输	05Q2	工程机械	05-07
航空运输	05Q2	有色	05Q4	有色	05Q3	白色家电	05-07
有色	05Q3	钢铁	05Q4	汽车整车	05Q4	基础化工	05-07
煤炭	05Q3	白色家电	05Q4	钢铁	05Q4	钢铁	05-10
钢铁	05Q4	基础化工	05Q4	白色家电	05Q4	航空运输	05-10
白色家电	05Q4	煤炭	06Q1	基础化工	05Q4	煤炭	05-11
基础化工	05Q4	航空运输	06Q1	煤炭	06Q1	保险	N.A.

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 3 2008-2009 年周期性行业指标见底时间

2008-2009 周期性行业指标见底时间							
行业	净利润增速	行业	收入增速	行业	ROE	行业	板块指数
航空运输	08Q4	保险	08Q4	汽车整车	08Q4	地产	08-10
保险	08Q4	地产	09Q1	航空运输	08Q4	汽车整车	08-10
地产	09Q1	汽车整车	09Q1	保险	08Q4	有色	08-10
汽车整车	09Q1	水泥	09Q1	地产	09Q1	煤炭	08-10
有色	09Q1	工程机械	09Q1	有色	09Q1	水泥	08-10
水泥	09Q1	白色家电	09Q1	水泥	09Q1	钢铁	08-10
钢铁	09Q1	有色	09Q2	钢铁	09Q1	工程机械	08-10
工程机械	09Q1	钢铁	09Q2	工程机械	09Q1	白色家电	08-10
白色家电	09Q1	航空运输	09Q2	白色家电	09Q1	航空运输	08-10
基础化工	09Q1	基础化工	09Q2	基础化工	09Q1	保险	08-11
煤炭	09Q3	煤炭	09Q3	煤炭	09Q4	基础化工	08-12

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 4 2009-2011 年周期性行业指标见顶时间

2009-2011 周期性行业指标见顶时间							
行业	净利润增速	行业	收入增速	行业	ROE	行业	板块指数
保险	09Q4	地产	10Q1	汽车整车	10Q1	地产	09-07
地产	10Q1	汽车整车	10Q1	保险	10Q1	煤炭	09-07
汽车整车	10Q1	白色家电	10Q1	钢铁	10Q2	钢铁	09-07
有色	10Q1	有色	10Q2	工程机械	10Q2	保险	09-07
工程机械	10Q1	煤炭	10Q2	航空运输	10Q2	汽车整车	10-10
白色家电	10Q1	钢铁	10Q2	白色家电	10Q3	有色	10-10
基础化工	10Q1	工程机械	10Q2	地产	10Q4	航空运输	10-10
煤炭	10Q3	航空运输	10Q3	有色	11Q2	白色家电	11-02
钢铁	10Q3	保险	10Q4	煤炭	11Q2	基础化工	11-02
航空运输	10Q4	水泥	11Q2	水泥	11Q2	水泥	11-03
水泥	11Q2	基础化工	11Q3	基础化工	11Q2	工程机械	11-03

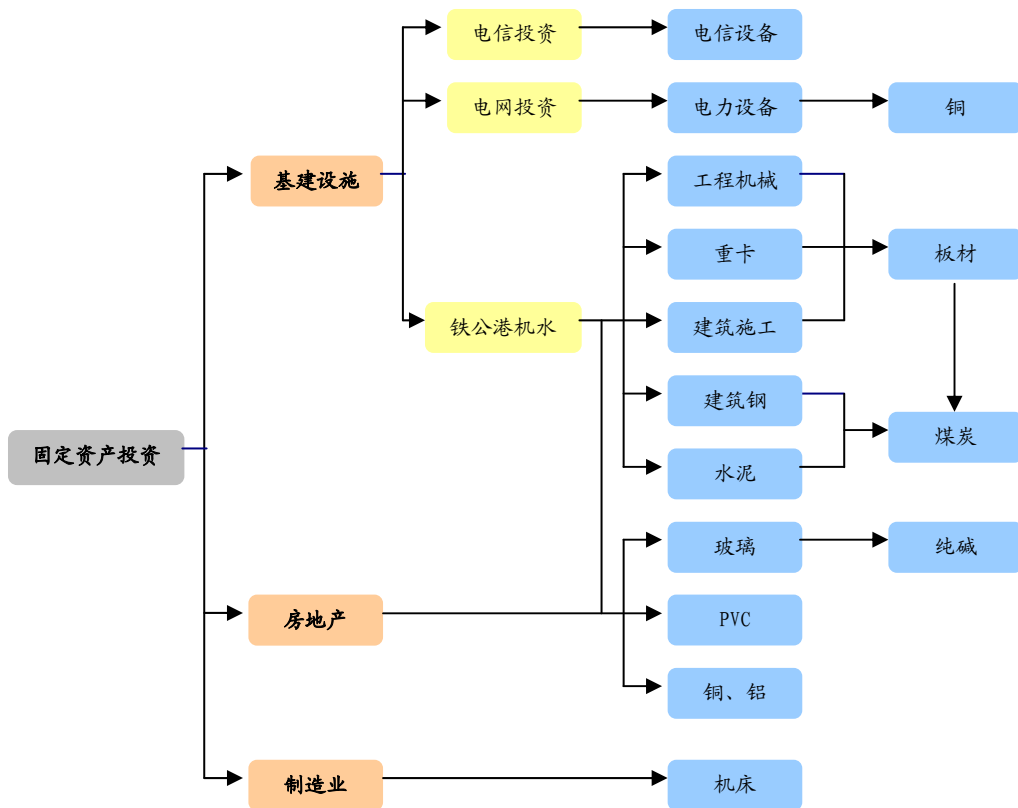
资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 产业链看景气

3.1 投资链

投资链看好工程机械、电网设备。1 季度房地产投资增速及 PPI 回落，强周期投资品行业景气仍在回落中，尤其是上游有色、煤炭。但流动性改善将有助投资品反弹，优选基本面恶化相对充分、钢价下降改善毛利率的工程机械。受益于政府投资的设备需求相对稳定，电网设备较优，但 2012 年投资增速能否持续需 1 季度公布年度投资计划确认。

图 12 投资链结构图



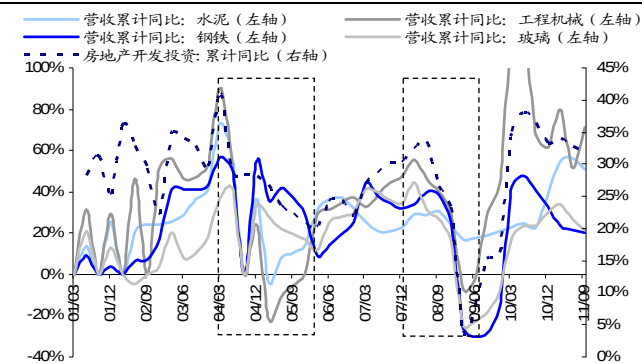
资料来源：海通证券研究所

强周期投资品景气仍在回落中，流动性改善刺激的反弹选工程机械。强周期投资品的投资受流动性、房地产投资、PPI 因素影响。2011 年 11 月 8 日《执地产投资牛耳看相关行业盈利》中，我们提出“房地产行业正进入去库存阶段，房地产投资增速将加速回落，历史周期看，谷底至少在 2012 年一季度之后，并可能出现单月个位数增长。由此将带来需求收缩和 PPI 回落，相关行业盈利将受影响。”

目前我们仍维持此判断，即由于房地产投资增速及 PPI 回落，投资品行业景气仍在回落中，尤其是上游资源的有色、煤炭，需求收缩下商品价格涨幅大幅回落带来的业绩回落压力更大。中游原料的钢铁、水泥价格已经出现较大降幅，但仍有回落压力。而中游制造的工程机械、重卡销量增速已经大幅回落，风险释放相对充分。

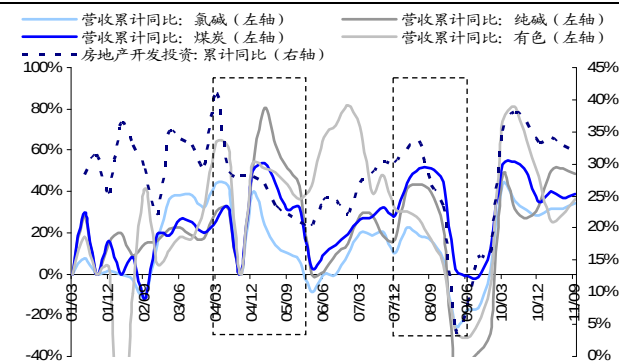
同时，1 季度最大的积极因素是流动性改善，表现为 M1/M2 增速回升、货币市场利率回落，将有助投资品反弹，优选工程机械，一方面其基本面已经恶化相对充分，另一方面 2011 年 4 季度开始原料的钢材价格回落，将有助其毛利率改善。

图 13 房地产投资增速回落影响投资品需求 I



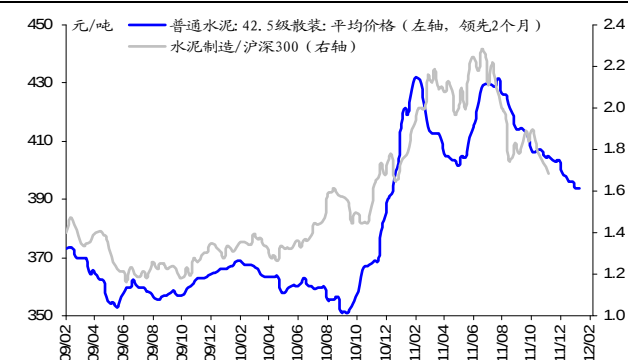
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 14 房地产投资增速回落影响投资品需求 II



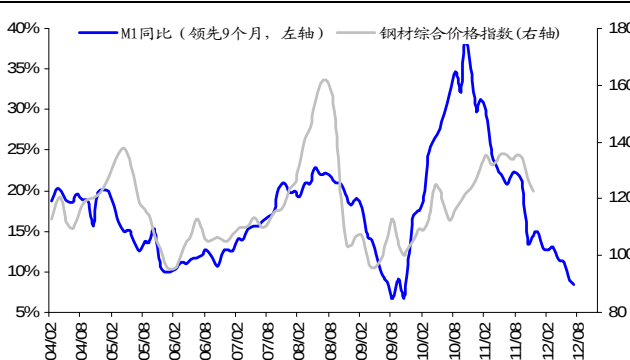
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 15 水泥价格回落影响板块表现



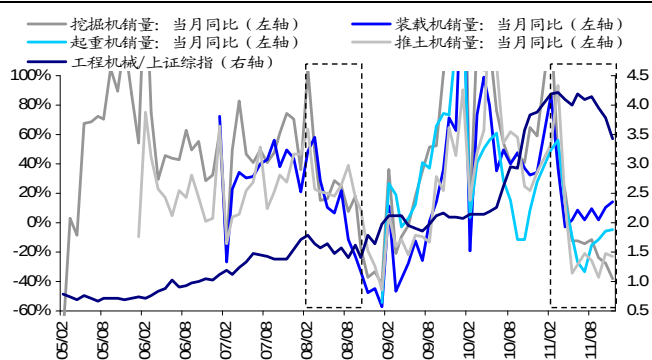
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 16 钢材价格仍有回落压力



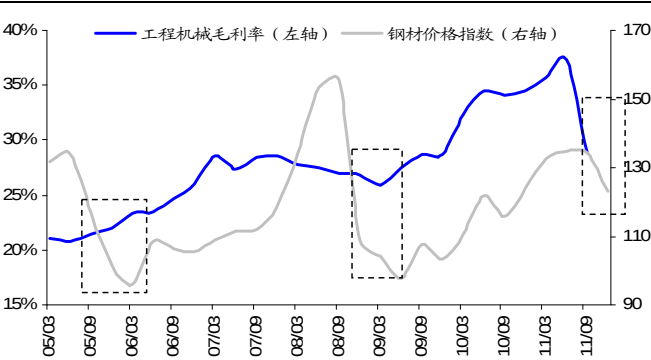
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 17 工程机械销量增速已经大幅回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 18 钢价回落改善工程机械毛利



资料来源：Wind，海通证券研究所

受益于政府投资的设备，需求相对稳定。电力设备、铁路设备、水利设备，由于需求来自于政府投资支出，相比其他投资品需求将更加稳定。此前中央经济工作会议也明确指出，“2012年要保持适度的投资规模，优化投资结构，重点抓好在建和续建项目，确保国家已批准开工的水利、铁路、重大装备等项目资金需求。”但我们对政府投资不过分乐观，前文已述。

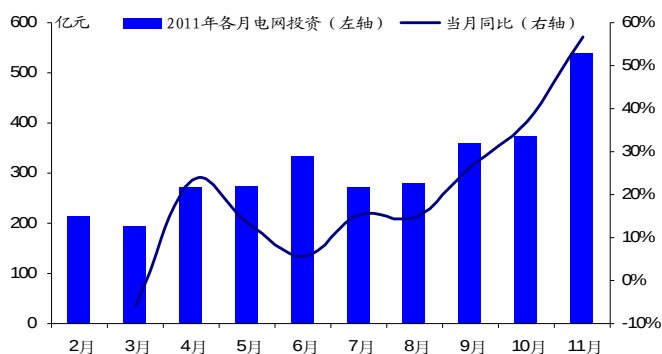
具体而言，2012年铁路投资、水利十二五规划投资规模均低于之前预期，电网设备相对更稳健，2011年4季度投资增速已大幅加快。2012年投资增速能否持续，需1季度公布年度投资计划确认。

2011 年 12 月 23 日全国铁路工作会议上铁道部部长盛光祖表示，2011 年铁道部预计完成基本建设投资 4690 亿元，2012 年铁道部将安排固定资产投资 5000 亿元，其中基本建设投资 4000 亿元。据此计算 2012 年铁路车辆购置更新改造投资规模将回落至 1000 亿，低于 2011 年的 1200 亿。

2011 年 10 月 12 日国新办就当前水利形势和水利十二五规划等方面情况举行的新闻发布会显示，十二五期间水利总投资 1.8 万亿左右（十年共 4 万亿维持），比市场之前预期的每年 4000 亿略低。

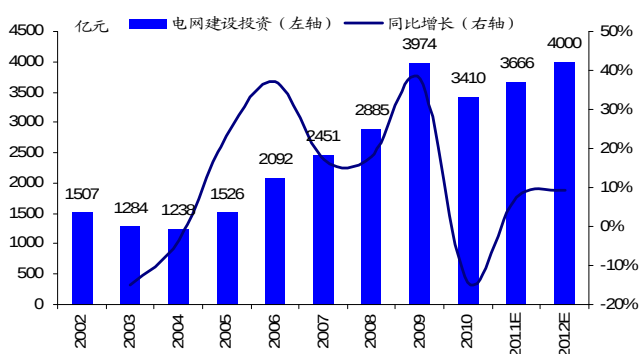
电网投资主体是国网和南网，受经济景气波动影响小。根据国网、南网年初计划，2011 年电网投资预计 3666 亿元，同比增长 7.5%，前 8 个月投资进程较慢，9-11 月明显加快，海通电力设备分析师预计 2012 年电网投资 4000 亿，同比增长 9.1%。

图 19 电网投资 2011 年 4 季度已经加速



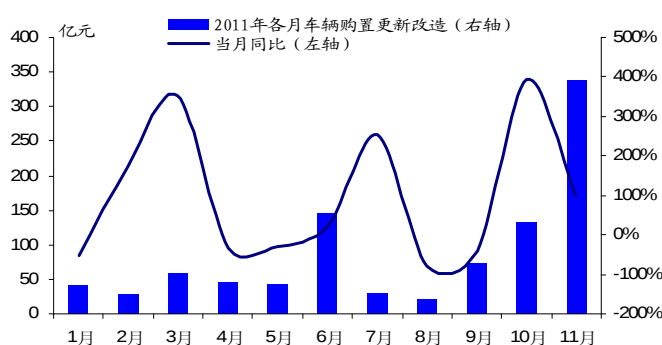
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 20 电网投资 2012 年预计增长 9.1%



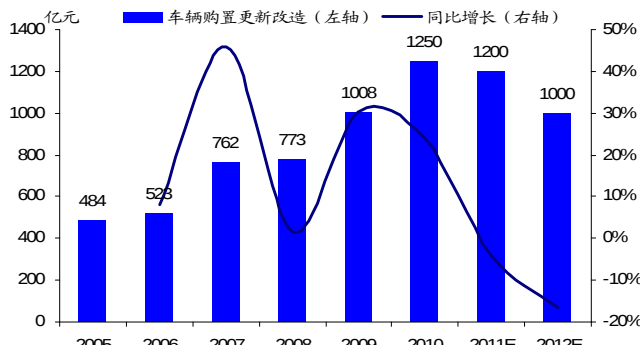
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 21 铁路车辆购置更新改造投资 2011 年 4 季度已经加速



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 22 铁路车辆购置更新改造投资 2012 年将回落

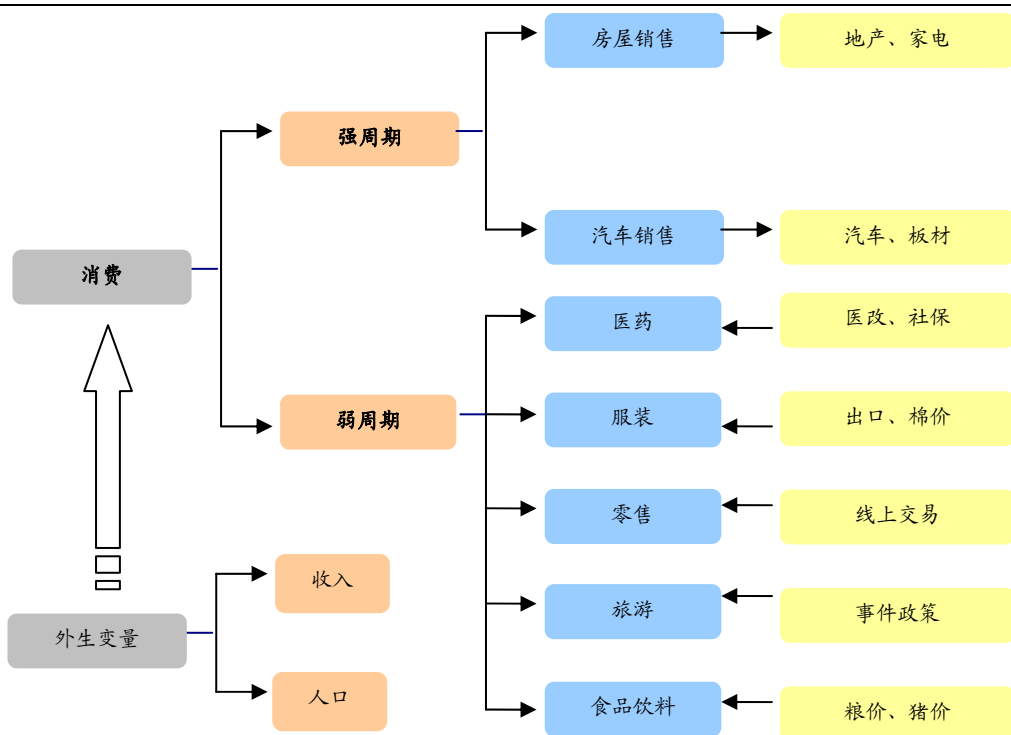


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 消费链

消费链看好早周期的汽车、地产和低估的零售。汽车、房地产属于早周期行业，二者销量增速、板块相对收益与 M1 基本同步。除了宏观面因素外，我们分析行业面因素，二者也属于基本面恶化相对充分的行业。基本消费品中优选零售，主要的逻辑是其基本面良好，具有估值优势，且 1 季度是零售的旺季。

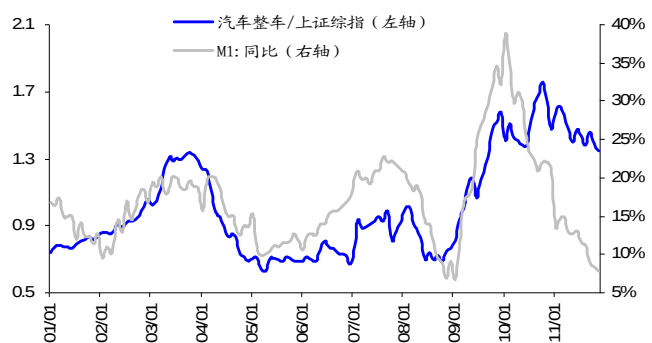
图 23 消费链结构图



资料来源：海通证券研究所

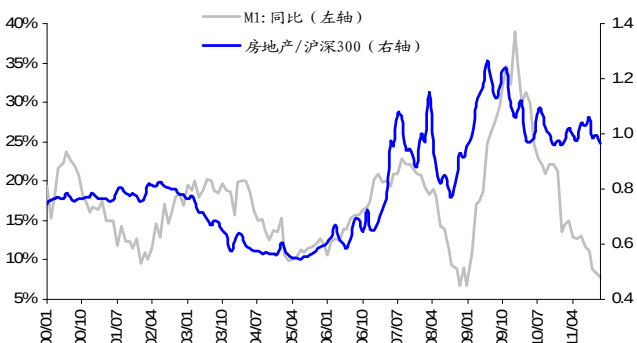
早周期的汽车、房地产受益于流动性改善。汽车、房地产属于早周期行业，体现为二者销量的增速与 M1 基本同步，而刻画经济增长的工业增加值增速略滞后 M1，同时两个板块相对收益也与 M1 同步。因此，在 1 季度 M1/M2 增速回升的宏观假设下，早周期的汽车、房地产是优选。除了宏观面因素外，我们分析行业面因素，二者也属于基本面恶化相对充分的行业。

图 24 汽车相对收益 M1 相关



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 25 房地产相对收益 M1 相关



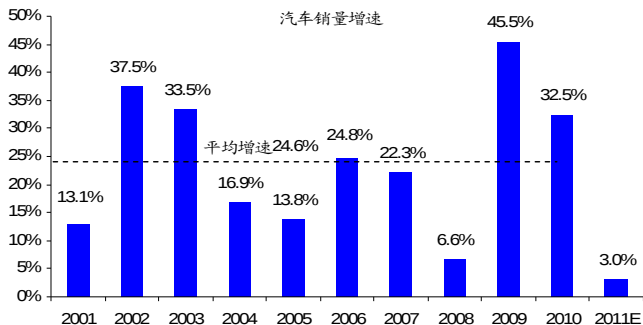
资料来源：Wind，海通证券研究所

汽车景气或触底回升，销售有望反弹。第一，长周期看，汽车的景气并未结束。参考日本 1950 - 70 年经验，消费启动时汽车持续了 10 多年 25% 以上的高速增长，此后 10 年仍有 10% 以上增长。中国过去 10 年汽车销量高速增长达 25%，但保有量仍低，回到 10% 的增长属于正常，2011 年 3% 左右的增长源于 2009 - 2010 年过度消费，并非常态。

第二，短周期看，汽车销量环比已经改善。汽车属于耐用品，对价格和收入的敏感度比一般消费品高，因此在经济复苏和衰退的拐点中，汽车销量变化先于其他消费品。流

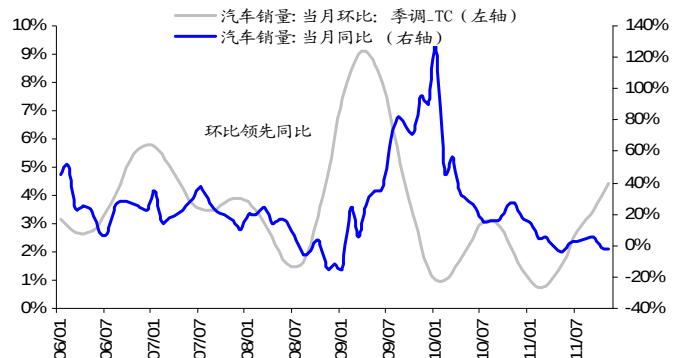
动性改善将有助汽车销量增速回升，其环比增速已经回升。

图 26 2011 年汽车销量增速低迷并非常态



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 27 汽车销量环比已经回升

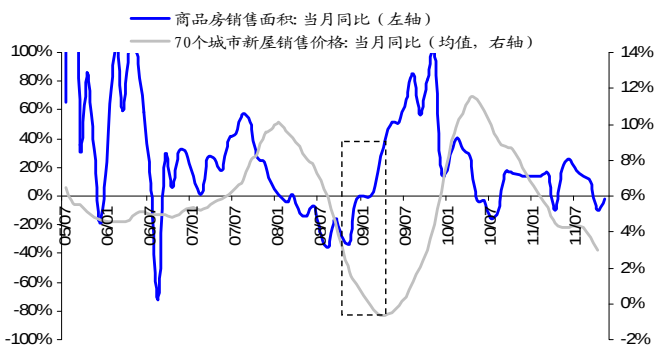


资料来源: Wind, 海通证券研究所

房地产的政策和销量有望改善。 房地产板块最大的两个影响因素是政策和销量。第一，房地产政策面已经是最紧时刻，未来基调不变但可能局部优化。中央经济工作会议内容已经透露对普通商品房建设的支持。住建部 2011 年 12 月 23 日会议要求“坚持地产调控同时，加快中低价位、中小套型普通商品房建设，支持居民合理购房需求，优先保证首次购房贷款需求。”住房和城乡建设部相关负责人 12 月 30 日接受中国政府网在线采访时表示，“政府要消除非户籍人员购买当地商品房制度性障碍，营造比较好的市场环境。”

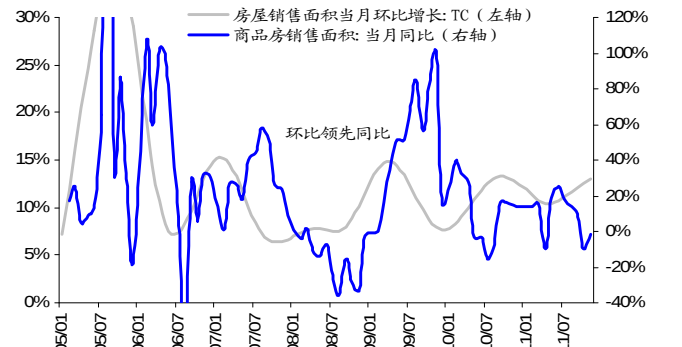
第二，销量增速已经在低位。2011 年 10-11 月商品房销售面积同比已经负增长，而 11 月降价后环比出现了 18.9% 的增长。在认可管理层对首次购房政策优化的情形下，叠加开发商降价措施，销量增速继续恶化的概率偏小。

图 28 房价回落有助销售



资料来源: Wind, 海通证券研究所

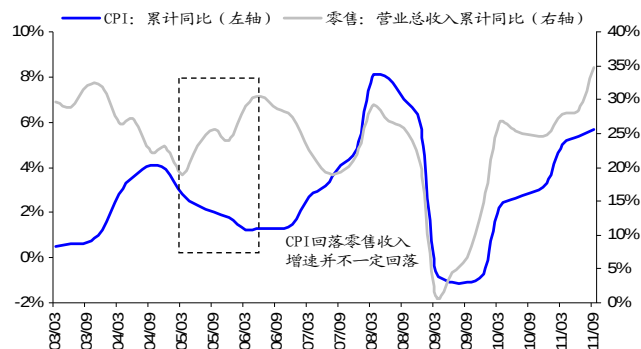
图 29 房屋销售环比已经回升



资料来源: Wind, 海通证券研究所

稳定消费类优选低估的零售。 稳定消费品中，零售板块在 2011 年表现最差，而其收入和利润增速却始终靓丽。1 季度我们在稳定消费类优选零售，主要的逻辑是其基本面良好，具有估值优势，且 1 季度是零售的旺季。对于市场的一个担忧，CPI 回落会影响零售收入增长，我们回顾过去历史发现该规律并不成立。

图 30 CPI 回落时零售收入增速并不一定回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

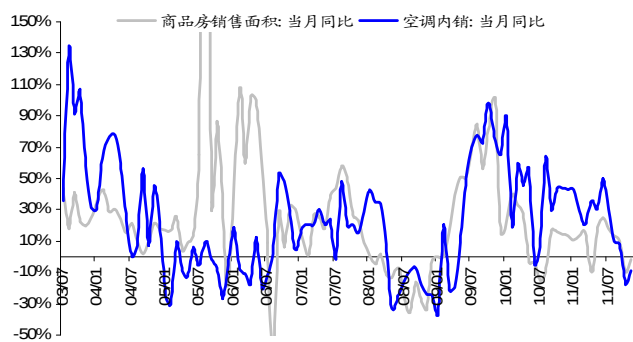
图 31 零售行业相对估值低



资料来源：Wind，海通证券研究所

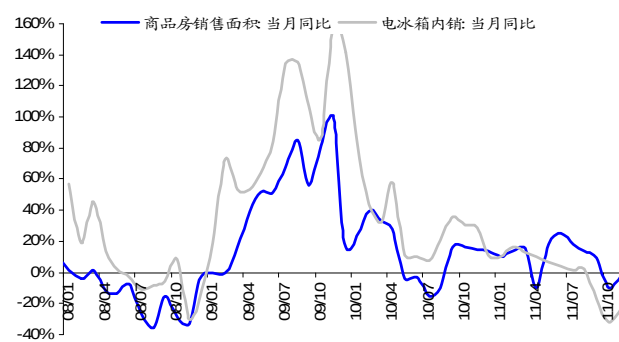
白电 2011 年下半年销量增速的快速回落拖累的板块，历史上看已经处于较低水平，是个左侧底部信号，但右侧回升的速度和时点还需观察。

图 32 空调内销增速与商品房销量相关



资料来源：Wind，海通证券研究所

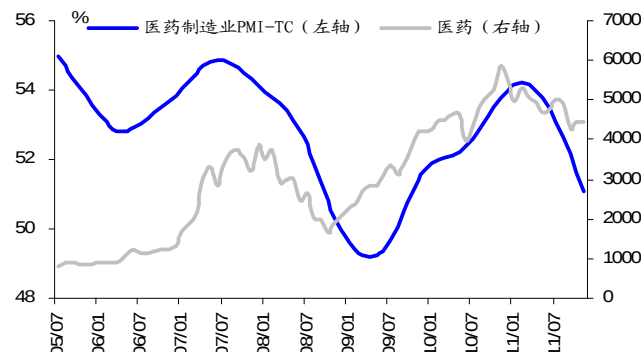
图 33 冰箱内销增速与商品房销量相关



资料来源：Wind，海通证券研究所

医药板块经过 2011 年的惨淡后，转型和民生的大背景下 2012 年出现牛股的概率高，但策略角度看行业整体不具相对估值优势、医药制造景气向下，需自下而上选个股。

图 34 医药行业景气仍处回落趋势



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 35 医药行业相对估值仍较高



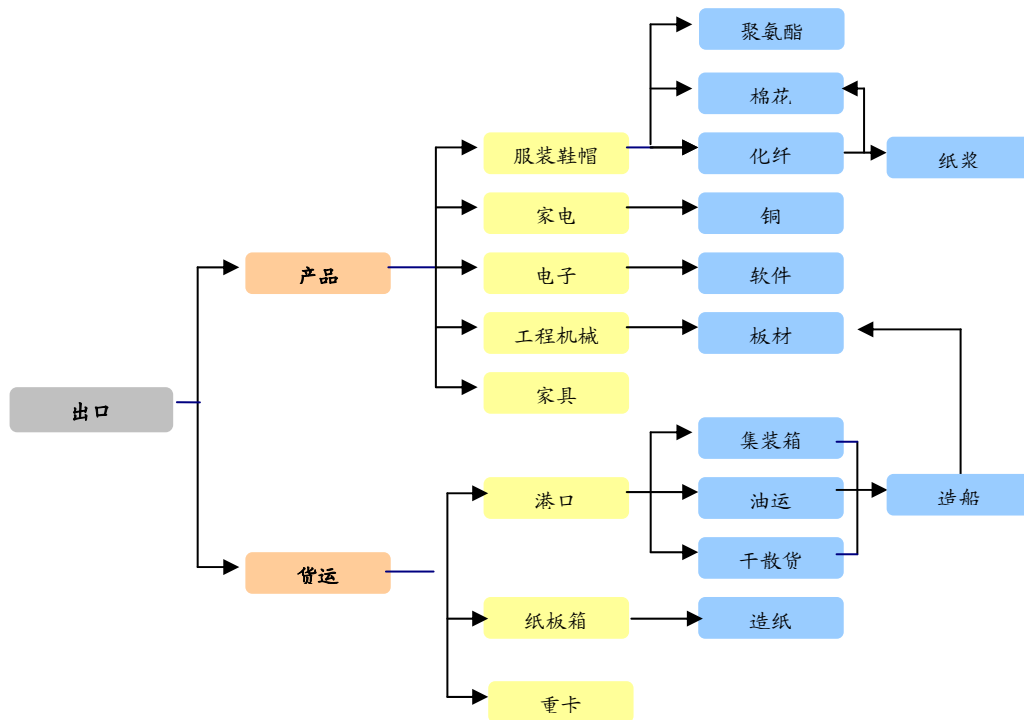
资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3 出口链

出口链行业景气低迷。2011 年相对较好的纺织服装景气已经开始回落，棉花价格大

幅回落下，产品价格涨幅涨价动力也消失。IMF 对世界经济的展望是经济复苏不确定性仍较大，在需求没有明显扩张的背景下，航运行业仍处于上一轮景气周期后的底部阶段。电子行业景气仍低迷，但全球半导体销售增速、费城半导体指数已经出现触底回升迹象，该趋势是否延续，我们仍需观察。

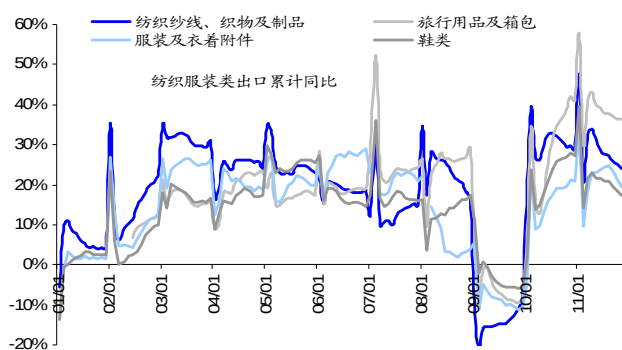
图 36 出口链结构图



资料来源：海通证券研究所

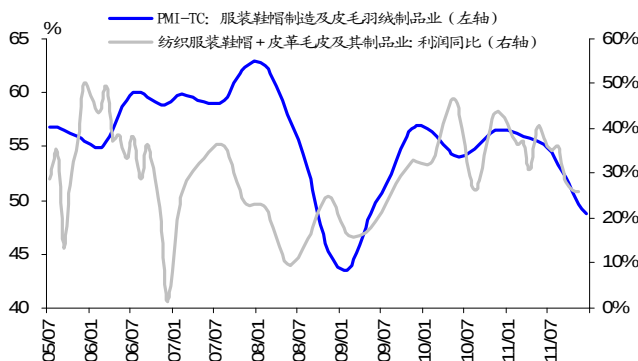
纺织服装景气回落。2011 年纺织服装类出口增速虽有所回落，但仍维持在高位，显示行业景气度较高。且在棉价飙升下商品价格涨幅为最高的一年，由此家纺和男装板块表现不俗。不过进入下半年尤其是四季度，行业景气已经开始回落，利润增速下滑，棉花价格大幅回落下，产品价格涨幅涨价动力也消失。

图 37 纺织服装出口增速小幅回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 38 纺织服装行业景气回落

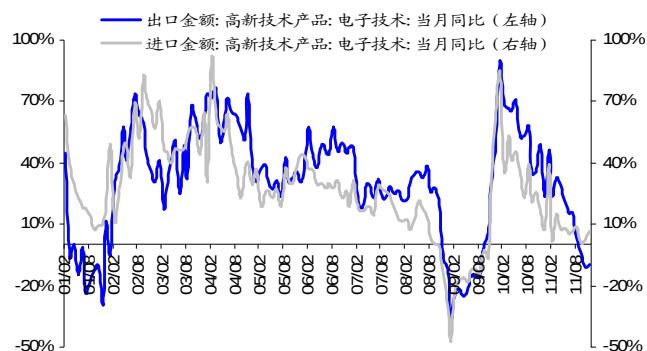


资料来源：Wind，海通证券研究所

电子类景气仍低迷，有回升迹象。2011 年电子行业景气持续回落，体现为全球半导体销售增速、费城半导体指数不断下降，中国电子类出口增速随之持续回落。目前行业景气仍低迷，但从全球半导体销售增速、费城半导体指数观察，已经出现触底回升的迹象，

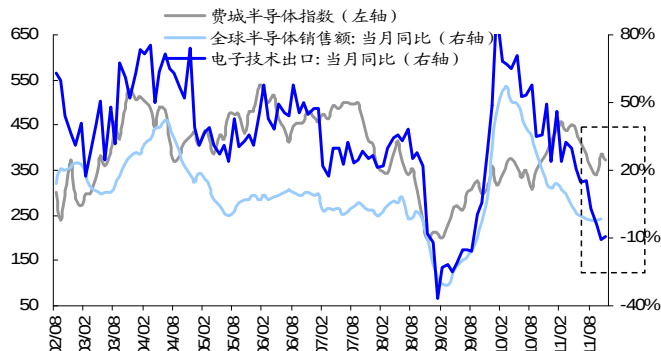
该趋势是否延续，我们仍需观察。

图 39 电子出口增速持续回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

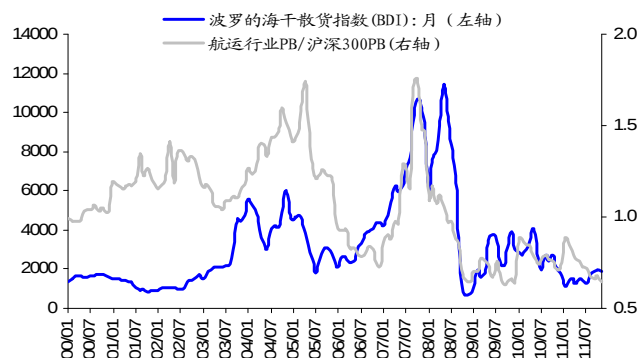
图 40 半导体指销售、费城半导体指数有回升迹象



资料来源：Wind，海通证券研究所

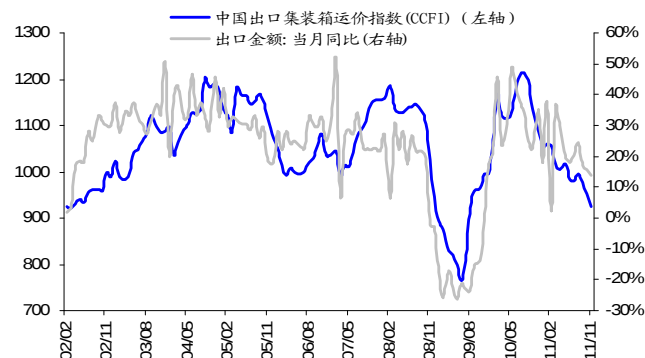
航运景气仍在低迷期。干散货运输指数 BDI 仍在历史底部，集装箱运价随着出口增速不断回落。IMF 对世界经济的展望是经济复苏不确定性仍较大，在需求没有明显扩张的背景下，航运行业仍处于上一轮景气周期后的底部阶段，继续消化库存和产能。

图 41 BDI 依旧低迷



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 42 集装箱运价指数回落



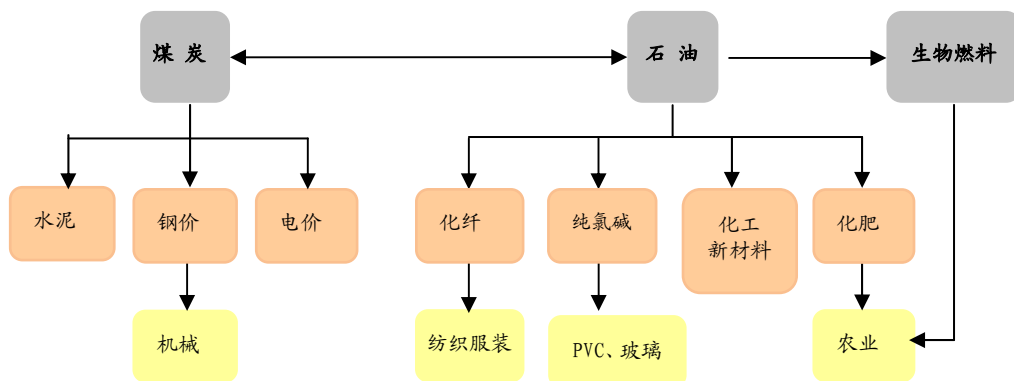
资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 价格链看盈利

4.1 石油链

原油价格横盘，化学原料、煤炭、基本金属盈利望回落。海通石化分析师预测 2012 年 1 季度 WTI 维持在 110 美元/桶左右。纯氯碱价格同比回落将使行业毛利率收窄，且房地产投资回落下化学原料景气回落。比价效应看，目前国内煤价较原油价格并没明显优势，1 季度煤价、基本金属价格同比也将明显回落，带动行业盈利回落。生物燃料方面，主要以玉米和大豆为原料，相比原油价格目前也不具备优势。

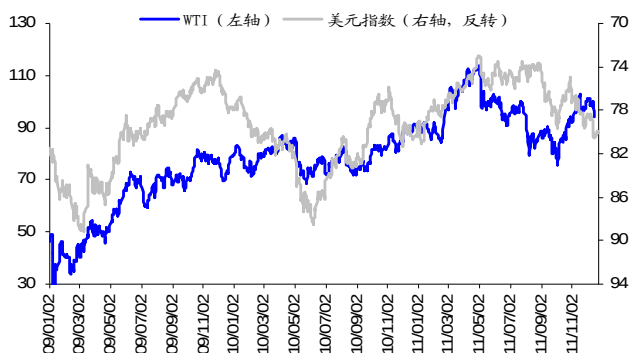
图 43 石油链结构图



资料来源：海通证券研究所

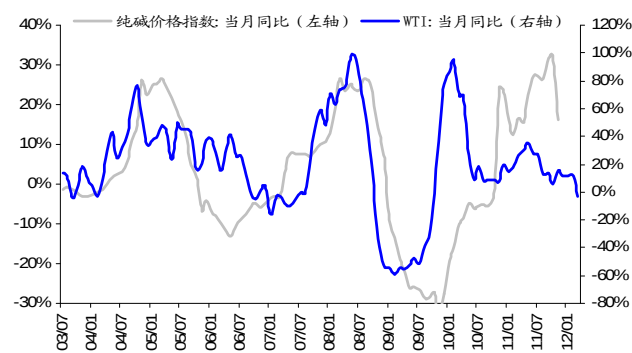
原油价格横盘，化学原料景气和毛利率回落。原油价格是资源和原材料价格变化的重要影响因素。考虑到美元反弹及中东地缘政治因素，海通石化分析师预测 2012 年 1 季度 WTI 维持在 110 美元/桶左右。由于 2011 年 1 季度原油价格较高，同比增速将出现明显回落。化工产品价格跟随原油价格波动，油价涨幅回落带动纯氯碱价格的回落，将使行业毛利率收窄，且房地产投资回落下化学原料景气回落。

图 44 美元反弹抑制油价上涨



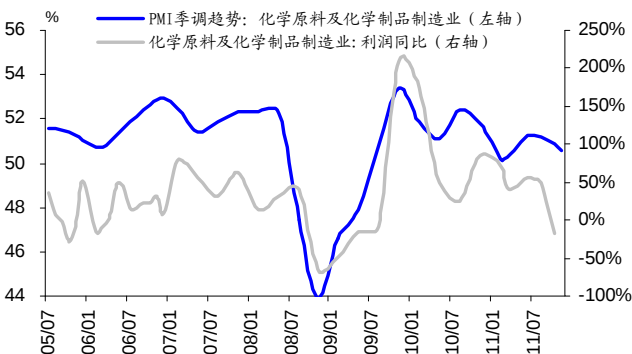
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 45 油价回落会带动纯碱价格回落



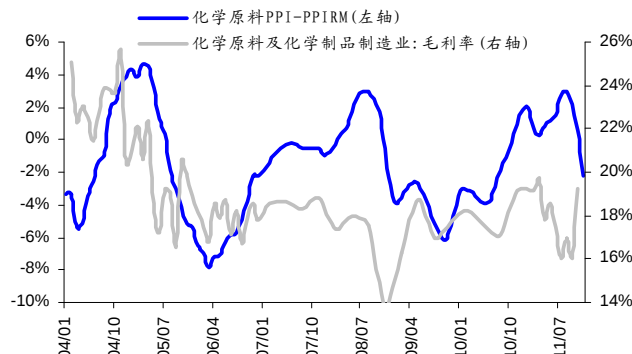
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 46 化学原料景气仍在回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 47 化学原料景气毛利率有压力



资料来源：Wind，海通证券研究所

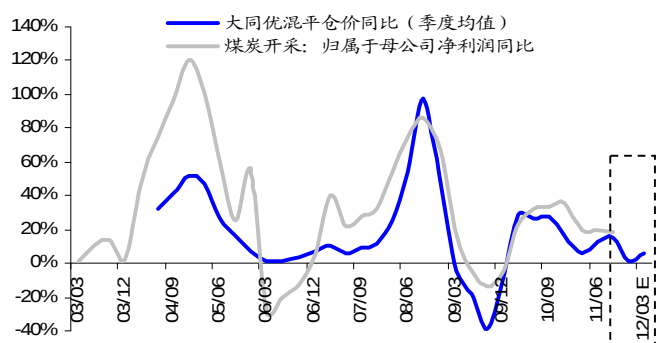
煤炭、基本金属价格涨幅望回落。从比价效应角度看，目前国内煤价较原油价格并没明显优势，此角度的涨价动力不足。实体经济增速回落，对煤炭的需求也在下降，2011 年 4 季度煤价已经出现回落，2012 年 1 季度煤价环比即使小幅上涨，同比也将明显回落，将带动行业盈利回落。基本金属价格及行业盈利同样面临压力。生物燃料方面，主要以玉米和大豆为原料，相比原油价格目前也不具备优势。

图 48 煤价相比油价并没优势



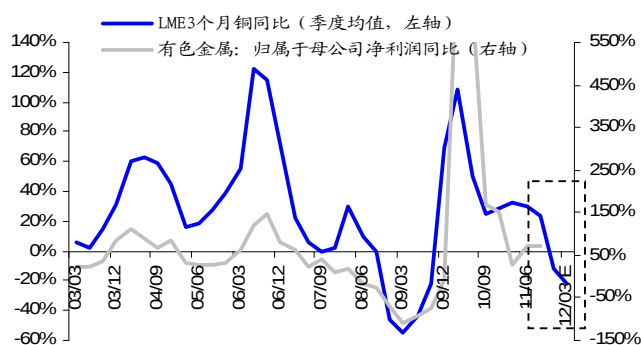
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 49 煤价涨幅回落将带动行业盈利回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 50 金属价格涨幅回落将带动行业盈利回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 51 玉米价格相比油价并没优势

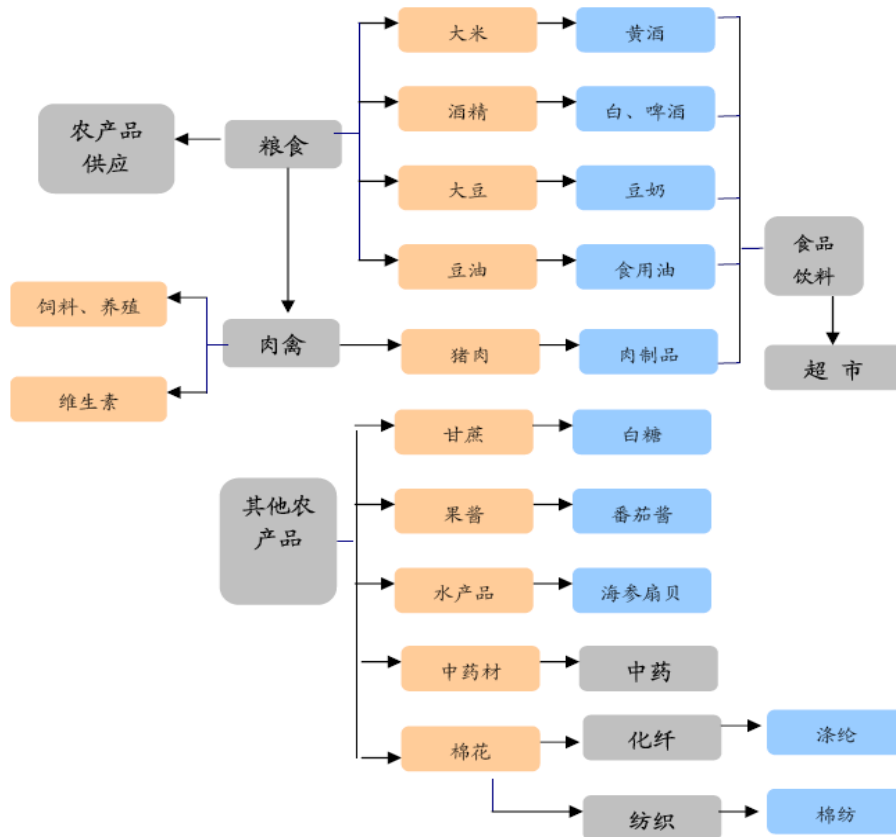


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 农产品链

农产品链看好种子。随着供需形势改善，粮食价格涨幅将回落，对白酒盈利不利，且板块 1 季度超额收益概率下降。因中央一号文在 1 月底发布，农业 1 季度受益于政策驱动，历史上种子在 2 月取得超额收益的概率非常高。随着棉花价格回落，化纤价格将回落，油价平稳下毛利将受挤压。肉禽价格涨幅回落，饲料养殖和维生素行业景气将随之回落，维生素价格 2011 年 10 月以来已经大幅下降。

图 52 农产品链结构图



资料来源：海通证券研究所

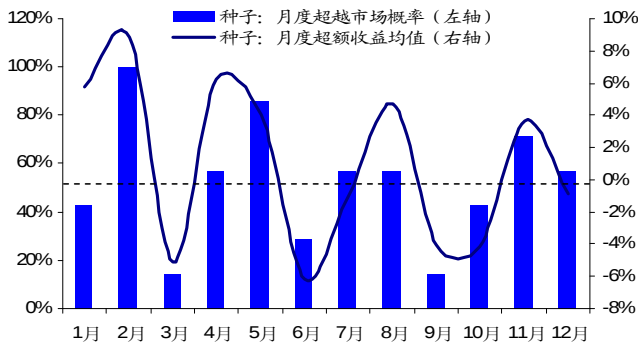
粮食涨价动力减弱，种子受季节性的政策驱动。2010年下半年起的频发自然灾害、QE2 推动了农产品价格快速上涨，但 2011 年中开始情况发生变化。从 USDA 动态预测的全球粮食产量和库存值看，供需形势已经改善明显改善，全球粮食库存消费比从 2011 年中的 18.6%持续回升到 24.5%，属于历史较高水平。白酒盈利与粮食价格涨幅高度相关，粮价涨幅回落对其不利，且板块一季度超额收益概率下降。因中央一号文在 1 月底发布，农业一季度受益于政策驱动，历史上种子在 2 月取得超额收益的概率非常高。

图 53 粮价库存比持续回升



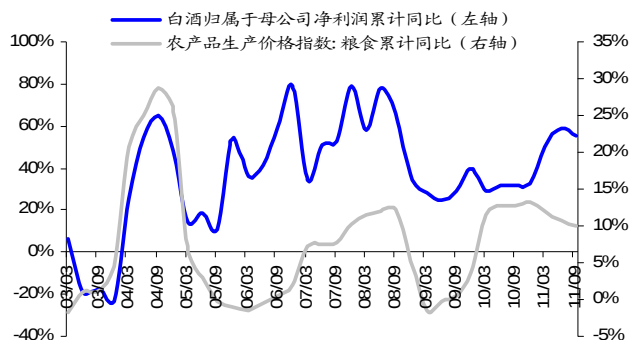
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 54 种子 2 月超额收益概率高



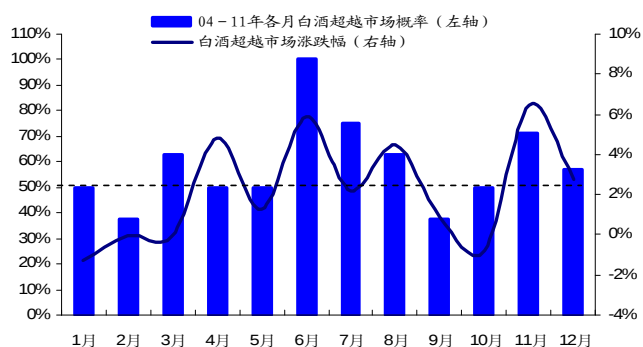
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 55 粮食价格涨幅回落带动白酒盈利回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

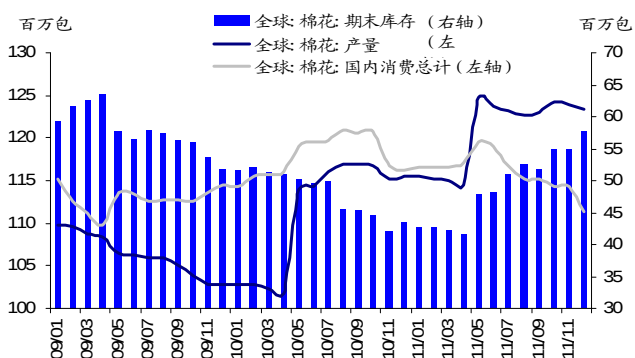
图 56 白酒一季度超额收益概率下降



资料来源：Wind，海通证券研究所

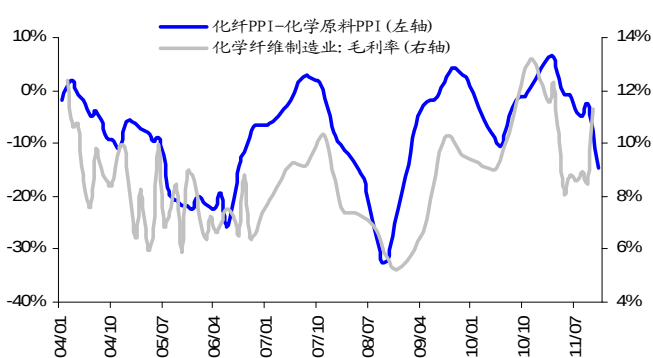
棉花价格回落，化纤盈利受压。棉花价格从2010年6月一直到今年3月快速上涨，2011年4月后明显回落。这主要源于供需形势的变化，美国农业部报告显示，由于北美棉花种植面积大幅增长，棉花的库存预测值由4月的41.5百万包迅速上升至12月的57.7百万包。化纤中涤纶和粘胶对棉花的替代作用最强。粘胶成本来自于棉花，价格也与棉花相关，涤纶成本受油价影响。随着棉花价格回落，比较效应下化纤价格将回落，油价平稳下，毛利将受挤压。

图 57 棉花供需改善



资料来源：Wind，海通证券研究所

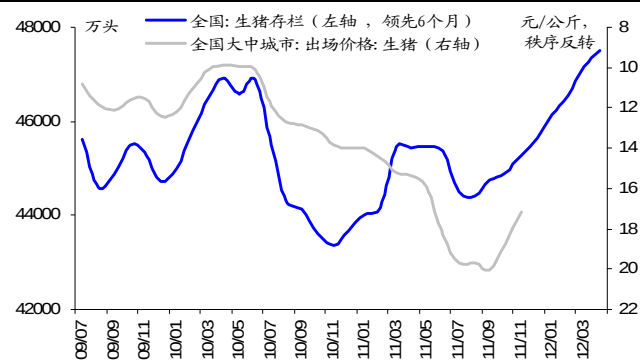
图 58 棉花价格涨幅回落将带动化纤毛利回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

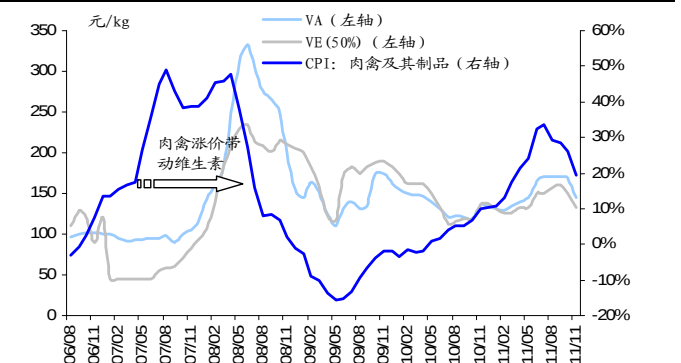
肉禽涨幅回落，饲料养殖、维生素景气回落。历史规律显示，粮食价格上涨会推动肉禽价格上涨。这源于农产品是饲料的原材料，其价格的上涨将推动畜禽产品价格上涨，规模养猪的成本中50%源于饲料。1季度肉禽产品涨价的空间有限：第一，生猪存栏量已连续10个月回升，创2010年新高，从投栏到出栏一般需6个月，此数据领先猪肉价格6个月；第二，猪粮比已达7.8的高位，成本推动的涨价动力弱化。肉禽价格涨幅回落，饲料养殖和维生素行业景气将随之回落，维生素价格2011年10月以来已经大幅下降。

图 59 生猪存栏量已大幅回升



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 60 维生素价格已经明显回落

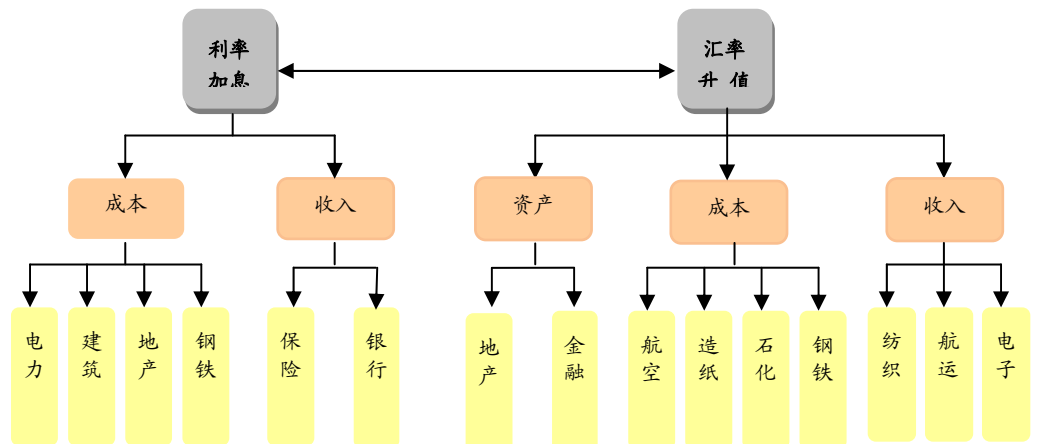


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.3 金融链

金融链看好保险、银行。经济增速仍处于回落阶段，加息和升值动力消退，但短期还不足以引发降息和贬值。债市和股市回暖将有助保险净资产提升，理财产品冲击消退、低基数效应下，保费增速望恢复。信贷规模、息差、不良率三个角度看银行盈利仍较稳定。人民币升值刺激消失，造纸、航空基本面仍较差。

图 61 金融链结构图

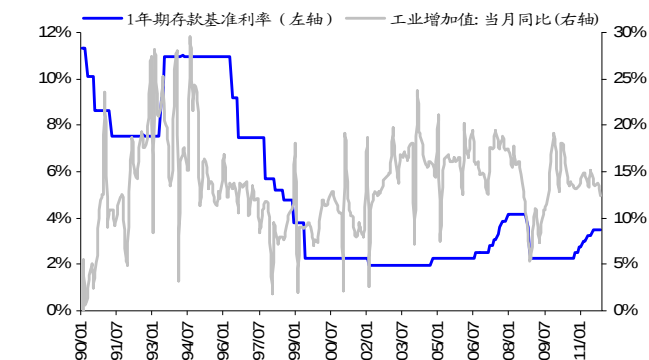


资料来源：海通证券研究所

回顾近 20 年 A 股市场，较明显的加息、升值周期均三次，我们理解背后共同的逻辑是经济增速的驱动。在经济快速增长期，需求驱动通胀高企，加息是抑制过热和通胀的重要手段，同时，该时期国内外经济对比要求本币升值。

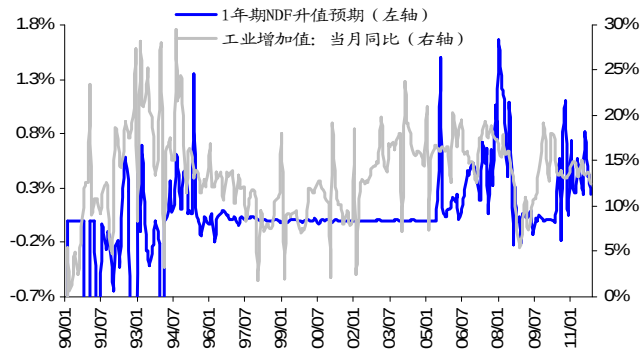
本轮加息、升值始于 2010 年 4 季度，2011 年 7 月加息后本轮加息结束，升值步伐也明显回落，尤其是 4 季度后 NDF 市场显示对人民币未来 1 年有贬值预期。我们判断 1 季度经济增速仍处于回落阶段，加息和升值动力消退，但短期还不足以引发降息和贬值。

图 62 经济增速决定利率变化



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 63 经济增速决定人民币升值预期

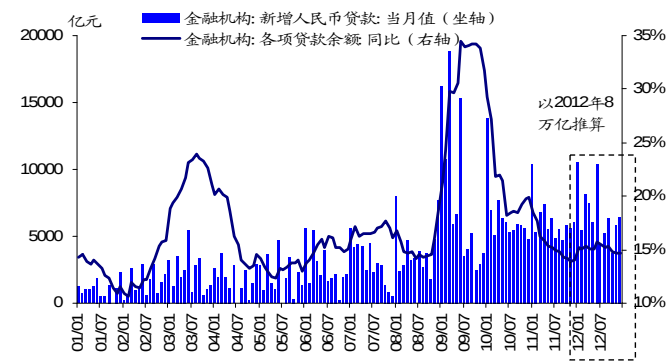


资料来源：Wind，海通证券研究所

银行盈利较稳定。银行的三个要素：信贷规模、息差、不良率。第一，1季度是信贷投放高峰期，信贷规模望放大；第二，虽然加息周期结束但降息未至，较大息差仍将持续，类似2008年上半年；第三，3季报显示不良率仍维持较低水平，国有行不良贷款占比1%左右，股份行仅0.5%左右。

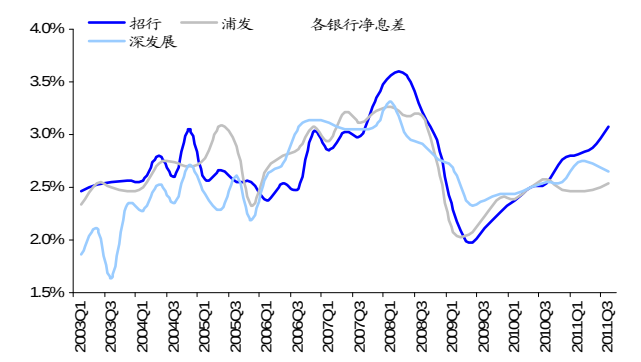
保险受益于债市、股市回暖。2011年由于代理人增员难、银保新规、大量高收益理财产品推出等因素影响，保费增长陷入困境，行业表现落后。理财产品冲击消退、低基数效应下，保费增速望恢复。从收益角度看，债市和股市回暖将有助保险净资产提升，板块表现与债市、股市走势高度相关。债市2011年4季度已经走强，海通固定收益组判断2012年1季度将持续，我们策略组认为1季度A股市场也将反弹。

图 64 加息周期下股份行利息差扩大



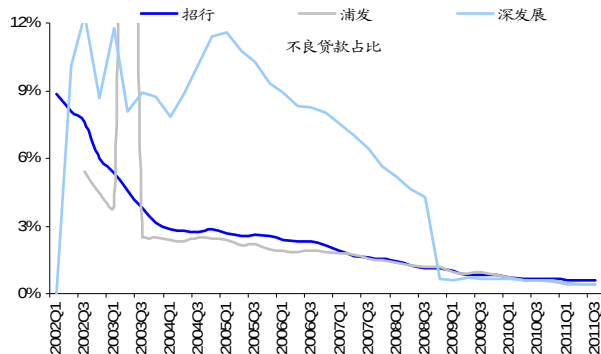
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 65 加息周期下国有行利息差较高



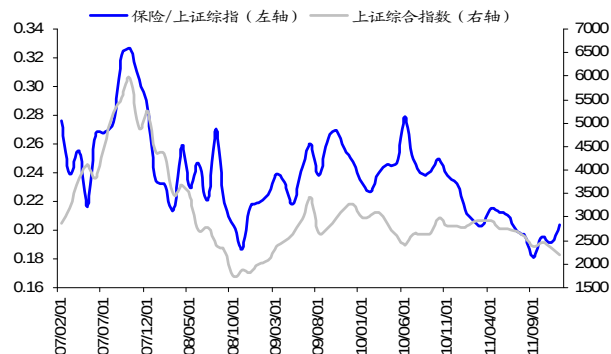
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 66 股份行不良率较低



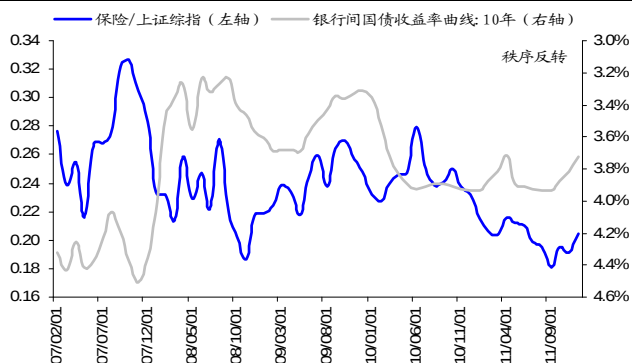
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 67 股市走强有利保险



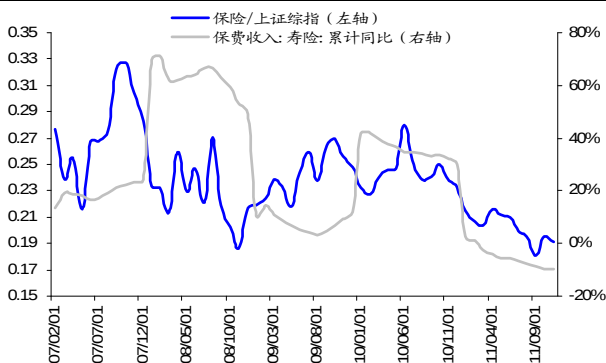
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 68 债市走强有利保险



资料来源: Wind, 海通证券研究所

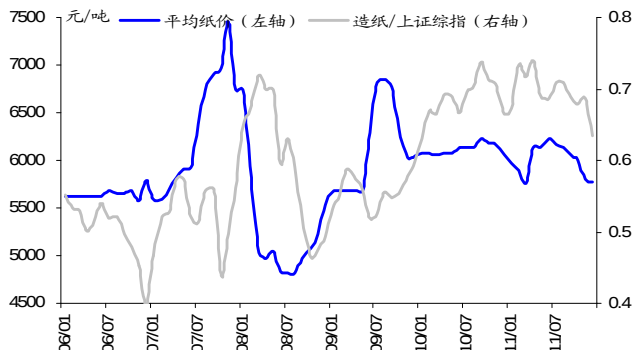
图 69 保费增速已经持续回落 1 年



资料来源: Wind, 海通证券研究所

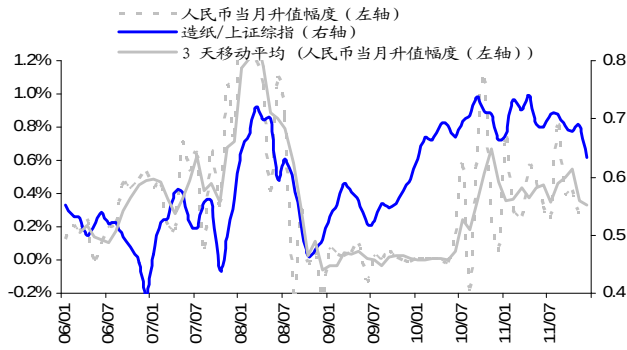
人民币升值刺激消失, 造纸、航空基本面仍较差。从升值对行业的盈利影响看, 造纸和航空最为明显。2011 年前三季度由于进口纸浆和废纸价格的上涨, 造纸行业毛利率一直受到侵蚀。10 月开始虽然进口废纸价和纸浆价回落, 但纸价跟随回落, 行业盈利仍较差。受航空客运和货运增速持续回落, 2011 年航空股相对表现较弱。从 11 月数据看, 有反弹, 在经济增速回落的趋势下, 航空运输能否改善仍需观察。

图 70 纸价快速回落



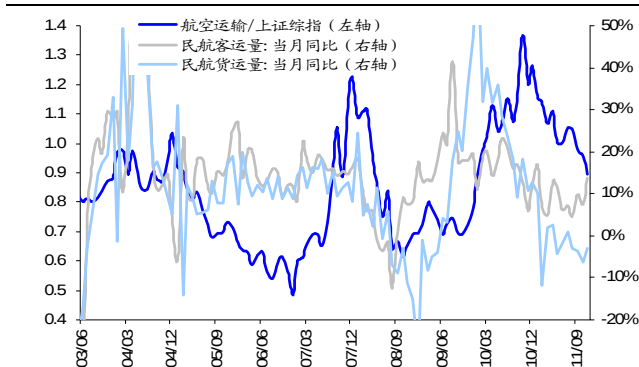
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 71 造纸股相对收益与人民币升值幅度相关



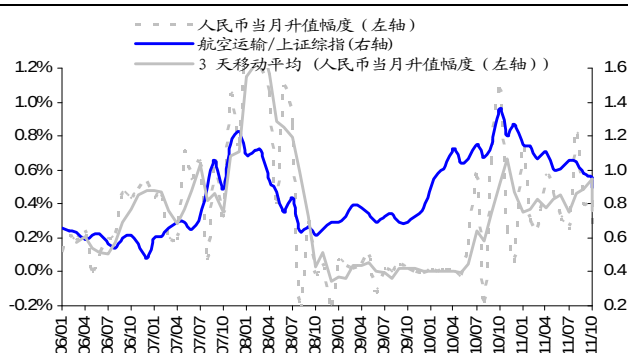
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 72 客运、货运增速较低



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 73 航空股相对收益与人民币升值幅度相关



资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 市场面测热度

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

估值角度，比较各行业当前 PE/PB（相对/绝对）的偏离。**估值偏高行业**：化学纤维、食品加工制造、白酒、服装家纺、医疗器械、中药；**偏低行业**：石油化工、钢铁、建筑材料、建筑装饰、工程机械、航空运输、房地产、银行、证券、保险。

市场涨跌幅角度，比较各行业最近一个季度涨跌幅历史均值的偏离。**前期涨幅偏高行业**：食品加工制造、银行、传媒；**偏低行业**：化工新材料、化学原料、化学制品、电气设备、工程机械、纺织制造、零售。

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

综合而言，市场热度偏高行业：化学纤维、食品加工制造、白酒、服装家纺、医疗器械、中药、传媒、电子元器件。**偏低行业**：石油化工、钢铁、化工新材料、化学原料、建筑材料、建筑装饰、工程机械、汽车、纺织制造、零售、航空运输、房地产、证券、保险。

表 5 各行业 PE 比较

行业	市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值)				PE/全部 A 股			
	05 年来均值	标准差	最新值	偏离	05 年来均值	标准差	最新值	偏离
农林牧渔	42.8	15.6	33.5	-0.6	1.9	0.6	2.7	1.3
煤炭开采	21.7	13.8	13.0	-0.6	1.0	0.3	1.0	0.3
化工新材料	32.9	12.6	16.8	-1.3	1.5	0.3	1.3	-0.4
化学纤维	39.0	24.0	14.5	-1.0	1.8	0.6	1.2	-1.0
化学原料	34.4	21.2	14.2	-0.9	1.5	1.0	1.1	-0.4
化学制品	31.7	11.9	23.1	-0.7	1.4	0.6	1.9	0.8
石油化工	17.2	7.0	9.4	-1.1	0.8	0.3	0.8	-0.1
钢铁	19.5	14.8	14.9	-0.3	0.9	0.6	1.2	0.5
有色金属	34.7	18.3	22.4	-0.7	1.6	0.8	1.8	0.3
建筑材料	30.1	12.2	11.6	-1.5	1.4	0.2	0.9	-2.2
建筑装饰	29.8	14.2	11.8	-1.3	1.3	0.3	0.9	-1.2
电气设备	36.2	10.1	25.4	-1.1	1.6	0.4	2.0	1.0
工程机械	22.9	11.0	9.5	-1.2	1.0	0.2	0.8	-1.5
电子	43.5	14.4	33.1	-0.7	2.0	0.7	2.7	1.0
汽车零部件	25.2	11.0	12.6	-1.1	1.1	0.2	1.0	-0.6
汽车整车	24.2	15.7	11.2	-0.8	1.1	0.5	0.9	-0.4
通信设备	37.9	13.8	27.2	-0.8	1.7	0.3	2.2	1.9
家用电器	24.3	9.2	12.9	-1.2	1.1	0.1	1.0	-0.5
食品加工制造	43.5	13.6	30.8	-0.9	2.0	0.3	2.5	1.6
白酒	40.3	19.2	27.6	-0.7	1.8	0.3	2.2	1.6
纺织制造	32.4	11.6	17.8	-1.3	1.5	0.3	1.4	-0.1
服装家纺	24.4	8.6	20.7	-0.4	1.1	0.4	1.7	1.6
造纸	26.2	12.1	19.0	-0.6	1.2	0.4	1.5	1.0
化学制药	32.7	12.0	22.8	-0.8	1.5	0.3	1.8	1.2
生物制品	42.5	17.5	31.5	-0.6	1.9	0.4	2.5	1.5
医疗器械	40.3	15.0	41.7	0.1	1.8	0.8	3.3	1.9
中药	38.2	10.2	33.2	-0.5	1.7	0.5	2.7	2.0
电力	27.0	9.1	21.5	-0.6	1.2	0.5	1.7	1.1
航空运输	33.4	19.2	7.4	-1.4	1.5	0.8	0.6	-1.1
高速公路	19.8	5.3	10.6	-1.8	0.9	0.3	0.8	-0.1
航运	27.0	21.1	27.2	0.0	1.2	0.8	2.2	1.2
房地产	30.6	17.3	13.5	-1.0	1.4	0.2	1.1	-1.4
银行	18.4	10.1	6.9	-1.1	0.8	0.3	0.6	-1.1
证券	29.1	9.5	16.0	-1.4	1.3	0.5	1.3	-0.1
保险	40.0	22.1	17.1	-1.0	1.8	0.8	1.4	-0.5
零售	37.6	13.2	21.7	-1.2	1.7	0.2	1.7	0.3
餐饮旅游	46.0	14.0	36.9	-0.7	2.1	0.4	3.0	2.0
传媒	52.2	22.0	26.7	-1.2	2.3	0.4	2.1	-0.5
计算机应用	41.8	11.3	34.0	-0.7	1.9	0.5	2.7	1.7
全部 A 股	22.3	8.7	12.5	-1.1	1.0	0.0	1.0	

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 6 各行业 PB 比较

行业	市净率（整体法，上年年报，剔除负值）				相对 PB			
	05 年来均值	标准差	最新值	偏离	05 年来均值	标准差	最新值	偏离
农林牧渔	3.9	1.6	4.0	0.0	1.2	0.4	1.9	1.6
煤炭开采	4.0	2.7	2.7	-0.5	1.2	0.3	1.3	0.1
化工新材料	4.8	2.3	3.0	-0.8	1.5	0.2	1.4	-0.4
化学纤维	3.1	1.6	3.3	0.1	1.0	0.4	1.5	1.4
化学原料	2.6	1.0	2.3	-0.3	0.8	0.2	1.1	1.0
化学制品	4.1	1.5	3.5	-0.4	1.3	0.3	1.6	1.2
石油化工	2.8	1.3	1.6	-0.9	0.9	0.1	0.8	-1.0
钢铁	1.8	0.9	1.0	-0.9	0.6	0.1	0.5	-1.1
有色金属	4.7	2.8	3.4	-0.5	1.5	0.3	1.6	0.3
建筑材料	3.5	1.8	2.6	-0.5	1.1	0.2	1.2	0.4
建筑装饰	2.8	1.7	1.6	-0.7	0.9	0.2	0.8	-0.6
电气设备	5.3	2.3	3.3	-0.9	1.7	0.4	1.5	-0.4
工程机械	5.0	2.8	3.1	-0.7	1.5	0.4	1.4	-0.2
电子	3.7	1.6	3.1	-0.3	1.1	0.4	1.5	0.8
汽车零部件	3.6	1.7	2.7	-0.6	1.1	0.3	1.2	0.4
汽车整车	2.7	1.2	2.1	-0.5	0.8	0.2	1.0	0.8
通信设备	3.6	1.2	3.1	-0.5	1.1	0.3	1.4	1.0
家用电器	2.9	1.2	2.6	-0.2	0.9	0.3	1.2	1.0
食品加工制造	4.9	1.8	5.5	0.4	1.5	0.5	2.6	2.0
白酒	8.8	4.2	10.2	0.3	2.7	0.8	4.7	2.4
纺织制造	2.7	1.0	2.0	-0.6	0.8	0.2	0.9	0.6
服装家纺	3.3	1.6	3.6	0.1	1.0	0.3	1.6	2.1
造纸	2.1	1.0	1.4	-0.7	0.7	0.1	0.7	0.0
化学制药	4.1	1.7	3.6	-0.3	1.3	0.4	1.7	0.9
生物制品	5.4	2.7	4.6	-0.3	1.7	0.8	2.1	0.6
医疗器械	4.7	2.8	7.3	0.9	1.5	1.0	3.4	2.0
中药	4.7	1.8	5.3	0.3	1.4	0.5	2.4	1.9
电力	2.5	1.0	1.7	-0.8	0.8	0.1	0.8	0.1
航空运输	4.1	2.6	2.0	-0.8	1.3	0.5	0.9	-0.7
高速公路	2.1	0.6	1.3	-1.3	0.6	0.2	0.6	-0.3
航运	3.3	2.8	1.1	-0.8	1.0	0.3	0.5	-1.5
房地产	3.6	2.1	2.0	-0.7	1.1	0.1	0.9	-1.1
银行	3.0	1.3	1.6	-1.1	0.9	0.3	0.7	-0.6
证券	5.6	5.8	1.8	-0.7	1.7	0.7	0.8	-1.3
保险	5.4	4.0	2.5	-0.7	1.7	0.4	1.1	-1.2
零售	4.4	1.8	3.5	-0.5	1.4	0.3	1.6	0.8
餐饮旅游	3.9	1.6	3.6	-0.2	1.2	0.3	1.7	1.7
传媒	4.9	2.0	4.0	-0.4	1.5	0.2	1.9	1.7
计算机应用	5.3	1.9	4.6	-0.4	1.7	0.4	2.1	1.0
全部 A 股	3.2	1.5	2.2	-0.7	1.0	0.0	1.0	

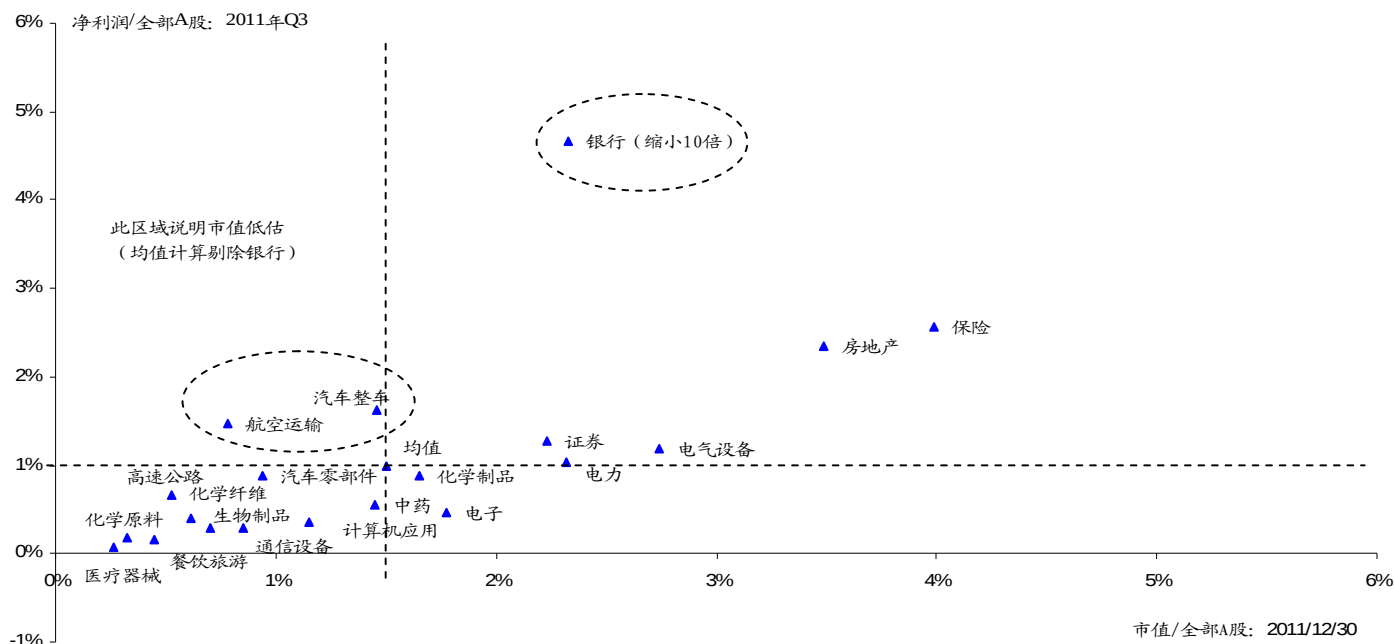
资料来源：Wind，海通证券研究所

表 7 各行业季度涨跌幅比较

行业	行业季度涨跌幅 (%)			
	05 年来均值	标准差	11 年 Q4	偏离
农林牧渔	1.34	19.52	-12.33	-0.70
煤炭开采	5.38	28.85	-21.75	-0.94
化工新材料	4.30	20.05	-23.95	-1.41
化学纤维	2.52	25.92	-23.94	-1.02
化学原料	1.92	22.76	-25.27	-1.19
化学制品	2.40	19.25	-19.72	-1.15
石油化工	2.38	19.30	-8.69	-0.57
钢铁	2.74	22.80	-17.73	-0.90
有色金属	4.96	29.23	-22.86	-0.95
建筑材料	3.36	22.71	-19.68	-1.01
建筑装饰	1.41	18.10	-14.40	-0.87
电气设备	3.75	19.62	-17.00	-1.06
工程机械	6.30	25.86	-20.88	-1.05
电子	1.03	20.66	-17.07	-0.88
汽车零部件	2.85	24.81	-16.68	-0.79
汽车整车	4.39	25.44	-13.12	-0.69
通信设备	0.77	16.31	-13.46	-0.87
家用电器	2.67	20.11	-15.23	-0.89
食品加工制造	2.76	14.77	0.95	-0.12
白酒	6.96	23.50	-4.29	-0.48
纺织制造	1.81	22.19	-21.30	-1.04
服装家纺	2.00	21.15	-10.93	-0.61
造纸	1.32	20.95	-15.56	-0.81
化学制药	3.04	18.42	-14.38	-0.95
生物制品	2.28	17.88	-6.64	-0.50
医疗器械	2.43	20.51	-12.25	-0.72
中药	3.51	17.24	-7.26	-0.62
电力	1.34	17.03	-5.19	-0.38
航空运输	3.67	29.26	-22.77	-0.90
高速公路	0.89	16.82	-10.00	-0.65
航运	1.33	23.10	-18.74	-0.87
房地产	2.96	22.58	-8.45	-0.51
银行	3.62	20.39	3.32	-0.01
证券	5.40	31.76	-17.48	-0.72
保险	1.34	19.52	-12.33	-0.70
零售	3.03	19.35	-17.17	-1.04
餐饮旅游	2.50	19.59	-8.24	-0.55
传媒	1.75	17.77	2.13	0.02
计算机应用	1.33	18.48	-9.91	-0.61
上证综指	1.55	17.75	-7.01	-0.48

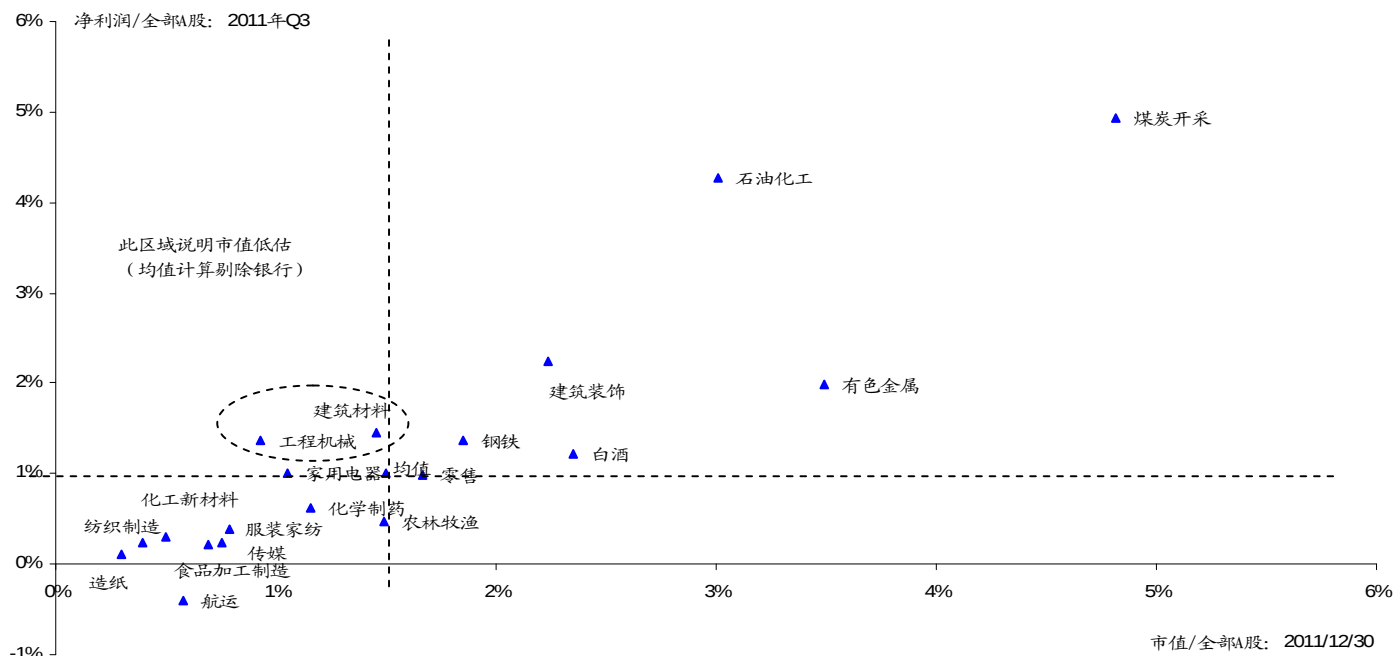
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 74 市值-盈利对比 1



资料来源：海通证券研究所

图 75 市值-盈利对比 2



资料来源：海通证券研究所

6. 结 论

宏观面找驱动：1 季度宏观环境仍是衰退阶段，经济增长和通胀同比将继续回落，流动性改善是亮点。经济增长驱动力分化不明显，通胀中上游价格降幅更大，利于中下游行业盈利。行业比较分析我们注重对流动性的敏感性、景气周期中的领先性。

产业链看景气：1) 投资链看好工程机械、电网设备。房地产投资增速及 PPI 回落压制强周期投资品景气，工程机械销量恶化相对充分、钢价下降改善毛利率。政府投资驱动的设备需求稳定，电网设备相对较优。2) 消费链看好汽车、地产、零售。汽车、房地产销量增速、板块相对收益与 M1 同步，行业基本面恶化也相对充分。零售基本面良好、具估值优势、1 季度是旺季。3) 出口链行业景气低迷。全球半导体销售增速、费城半导体指数显示电子景气有触底回升迹象，但仍需观察。

价格链观盈利：1) 石油链面临盈利回落压力。预计 1 季度原油价格横盘、同比回落，化学原料、煤炭、基本金属盈利望回落。2) 农产品链看好季节性的种子。随着供需形势的改善，粮食、肉禽价格涨幅将回落。农业一季度受益于政策驱动，历史上种子在 2 月取得超额收益概率非常高。3) 金融链看好保险、银行。债市和股市回暖将有助保险净资产提升，理财产品冲击消退、低基数效应下，保费增速望恢复。信贷规模、息差、不良率三个角度看银行盈利仍较稳定。

市场面测热度：1) 市场热度偏高行业：化学纤维、食品加工制造、白酒、服装家纺、医疗器械、中药、传媒、电子元器件。2) 偏低行业：石油化工、钢铁、化工新材料、化学原料、建筑材料、建筑装饰、工程机械、汽车、纺织制造、零售、航空运输、房地产、证券、保险。

综合而言，2012 年 1 季度宏观环境仍是衰退阶段，经济增长和通胀同比都将延续回落趋势，最积极的变化是流动性改善，年度策略报告《总体偏温和，投资结构化》强调此背景下注重周期股反弹。行业比较选择周期股逻辑：1) 股价和基本面对流动性敏感；2) 行业基本面 2011 年已经比较差，股价跌幅也较大，属于偏早周期；推荐**汽车、地产、保险、工程机械**。稳定增长股选择考虑季节性因素、相对估值，推荐**零售、种子**。

附录. 行业比较产品系列

1、《行业比较数据月历》: 罗列本月各重要宏观、行业数据具体公布日期, 每月第一个工作日推出;

2、《PMI 指标监测景气》: 从 PMI 指标入手, 跟踪分析 20 个制造业景气变化, 每月 3 日左右推出;

3、《PPI 价差监测毛利率》: 从 PPI 指标入手, 跟踪分析 39 个工业行业盈利变化, 每月 15 日左右推出;

4、《行业比较数据月报》(Excel 版): 分为投资链、消费链、出口链、石油链、农产品链、金融链 6 个子文件, 从不同的主线和视角出发, 梳理各行业的核心变量, 以跟踪行业的景气和盈利变化, 每月 15 日左右推出;

5、《月度行业比较》(PDF 版): 以行业比较数据月报为主体, 兼顾 PMI 指标监测景气、PPI 价差监测毛利率结论, 总结行业景气、盈利变化, 每月 15 日左右推出;

6、《行业比较季度策略报告》: 从宏观面找驱动、产业链看景气、价格链观毛利、市场面测热度四个角度展开分析, 选择基本面向好且市场还未完全反映的行业, 每季初推出。

信息披露

分析师声明

海通策略研究团队 荀玉根

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

法律声明

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

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

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

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

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