

消费促进月、房地产成交、逆周期主题投资

—4 月行业比较报告

策略报告

发布时间：2012 年 4 月 9 日

投资要点：

- 回顾一季度以来行业轮动主线
- 今年以来的板块运行节奏有章可循，从全球量宽后的估值修复—欧债危机缓解后的经济预期改变（尤其是出口和房地产）—两会期间的政策热点。
- 4 月份是流动性改善与盈利恢复衔接的真空期
- 全球量宽进行时，国内流动性渐进改善但传导至实体经济较预期慢。上市公司一季报面临较大压力。预计 4 月份将成为流动性改善与盈利恢复衔接的真空期。
- 4 月衔接期的行业配置关键词：消费促进月+房地产成交+逆周期主题投资
- 上游行业：金融和工业属性相互制约，**标配**煤价有望回升的煤炭，**低配**有色。
- 中游行业：大宗商品高位震荡，中游毛利率再受挤压。重工业呈现旺季不旺，我们预计 4 月份轻工业与重工业的增速差将继续扩大。**看好家用轻工板块中有望获得政策扶持、具备一定壁垒的公司。**重工业受房地产投资下滑影响大，**建议标配水泥、建筑装饰和工程机械，低配钢铁、玻璃和纯碱。**中游外向型行业景气上升但空间有限，**建议标配电子和航运，低配造纸板块。**
- 下游行业：可选消费品配置，行业景气是关键。硬着陆担忧显著减轻，首套房贷支持房地产成交回暖，流动性渐次放松和早周期的特征使得汽车板块处于布局阶段，4 月份消费促进月改善家电股投资情绪，航空行业景气度面临中期下滑，我们建议**超配地产、标配汽车和家电、低配航空板块。**必需消费品配置，**消费促进月超配零售。**零售行业基本面和估值处于底部区域，而 4 月有政策刺激预期。乳品板块的业绩增长仍能受益于盈利能力的提高。东北证券农林牧渔行业研究员看好捕捞季节的海参价格。此外，“三公经费”、取消“以药养医”、渠道压货和房地产链后端都分别困扰白酒、医药、服装和家纺板块。**综上，我们建议超配零售、乳品和水产养殖，标配白酒和服装，低配医药和家纺板块。**
- 大金融更看好券商。我们认为在创新业务大会召开前券商股会有良好表现。保险股相对走势更多地取决于权益市场的表现而非保费收入。一季度按揭贷款重定价完成后银行业净息差将开始下行周期。**建议超配券商、标配保险和银行。**
- 主题投资推荐：逆周期三个火枪手（水利、高铁、核电）。我们认为今年是水利投资落实的重要年，相关企业催化剂多。高铁板块存在糟糕预期被修正的机会。二季度核电板块有审批重启刺激脉冲机会。**最后附<建议超配行业一览表>。**

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、回顾一季度以来行业轮动主线.....	5
二、4月份是流动性改善与盈利恢复衔接的真空期.....	5
2.1、全球量宽进行时，国内流动性渐进改善	5
2.2、国内流动性改善传导至实体经济较预期慢	6
三、4月衔接期的行业配置关键词：消费促进月+房地产成交+逆周期主题投资	7
3.1、上游行业：标配煤炭，低配有色	7
3.2、中游行业：毛利率受高油价挤压，轻工业好于重工业	8
3.2.1、大宗商品高位震荡，中游毛利率再受挤压	8
3.2.2、轻工业好于重工业	8
3.2.3、中游重工业受房地产投资下滑影响大	9
3.2.4、中游外向型行业景气上升但空间有限	11
3.3、下游行业：布局全国消费促进月，超配零售板块	12
3.3.1、可选消费品配置，行业景气是关键	12
3.3.2、必需消费品配置，消费促进月超配零售	14
3.4、大金融更看好券商	17
3.5、主题投资推荐：逆周期三个火枪手（水利、高铁、核电）	19
四、建议超配行业一览表.....	21

图表目录

图 1、今年以来行业轮动有章可循.....	5
图 2、全球量宽后热钱流向即使有扰动也不会是趋势增强.....	6
图 3、票据直贴利率显著下行，主动供给和需求减少因素皆有.....	6
图 4、经营性贷款需求少表明实体经济受益于流动性改善进程较慢.....	6
图 5、消费下降较快，其中后周期的必需品消费回落尤其大.....	6
图 6、今年以来有色板块超额收益与国际避险情绪波动对应.....	7
图 7、今年以来 LME 铜与沪铜库存变化背离.....	7
图 8、煤炭股前期未取得明显超额收益缘于煤价的疲弱.....	7
图 9、煤炭运价持续上升和秦皇岛库存下行将帮助煤价企稳.....	7
图 10、油价因地缘政治风险溢价而持续高企将重新推高 PPIRM.....	8
图 11、中游行业的毛利率可能会再次受到挤压.....	8
图 12、重工业增速逊于轻工业，差值仅大于金融危机时.....	8
图 13、预计今年出口不会如 08 年年底般失速.....	8
图 14、家用轻工各子行业零售额增速较好.....	9
图 15、家用轻工各子板块市盈率都低于历史中值.....	9
图 16、今年固定资产投资或房地产投资更类似于 04 年.....	9
图 17、中游的重工业钢铁、建材、化工、工程机械等受房地产投资影响.....	9
图 18、海外订单出货比持续上行有利于国内电子板块走强.....	11
图 19、电子元件制造的利润率与产成品库存处于中值水平.....	11
图 20、电子器件制造的利润率与产成品库存都处于高位.....	11
图 21、家用视听设备制造的利润率处于高位.....	11
图 22、造纸行业的利润率与产成品库存处于高位.....	12
图 23、中期运力过剩将制约 BDI 反弹的空间.....	12
图 24、流动性与房地产和汽车板块的超额收益.....	13
图 25、从估值溢价看，房地产板块修复空间大于汽车板块.....	13
图 26、运力小幅过剩和高油价使航空行业景气度下滑.....	13
图 27、若无政策激励，家电销量增速在短期内无法企稳.....	13
图 28、近两年来超高端白酒调价幅度大透支后续空间.....	14
图 29、白酒营业收入增速与财政预算收入相关性很高.....	14
图 30、鲜乳品人均消费额随着通胀和人均可支配收入提高而逐步攀升.....	15

图 31、乳品板块业绩增长受益于销售费用率的下降趋势.....	15
图 32、消费者信心和预期指数对零售消费有领先作用.....	16
图 33、零售板块估值低于历史溢价中值水平.....	16
图 34、今年 1-2 月医药制造业收入和利润增速显著放缓	16
图 35、医药子行业估值纵向比（高低点分别为历史中值和最小值）	16
图 36、水产品价格走势在经济回落期较预期坚挺.....	17
图 37、农牧渔子行业估值纵向比（高低点分别为历史中值和最小值）	17
图 38、纺织服装服饰业盈利年初以来大幅跳水，库存仍较高.....	17
图 39、房地产行业景气度领先家纺行业约 4-6 个月	17
图 40、市场活跃度提高有助于券商经纪业务的恢复.....	18
图 41、创新业务的逐步发展弱化券商的“靠天吃饭”	18
图 42、竞争产品收益率有所下滑但保险产品吸引力仍不足.....	19
图 43、保险板块相对走势更多地取决于权益市场而非保费收入.....	19
图 44、一季度后净息差开始下行周期影响银行业绩.....	19
图 45、银行 PB 溢价理应一路走低，但静态 PB 已无下行空间	19
图 46、水利管理业固定资产投资增速及占比.....	20
图 47、今年以来中央扶持水利政策一览.....	20
图 48、再次强调预调微调有助于改善铁路建设资金紧张局面	20
图 49、高铁绝对估值和溢价持续下行后吸引力在增加.....	20
图 50、自日本福岛核事故发生后核电大事件.....	21

表 1、今年 2 月份以来部分国家货币政策调整.....	5
表 2、中游房地产链影响行业现状及历史经验.....	10
表 3、中游房地产链影响行业估值及配置建议.....	10
表 4、社会消费品零售分项显示必需消费品下滑更明显.....	12
表 5、下游可选消费品历史经验及配置建议.....	14
表 6、零售行业受益于今年以来的促消费政策.....	15
表 7、券商创新业务进程一览.....	18
表 8、建议超配行业一览表	21

一、回顾一季度以来行业轮动主线

今年以来的板块运行节奏有章可循，从全球量宽后的估值修复—欧债危机缓解后的经济预期改变（尤其是出口和房地产）—两会期间的政策热点。

12月9日欧洲央行推出长期再融资计划（LTRO），确实起到了缓解欧洲银行业流动性压力的效果，国际投资者的风险偏好逐步增强，1月中下旬以来跨国资本重新流向新兴市场国家相当明显。春节前兴起“煤飞色舞”，2月以来欧债危机进一步走向协同而美国经济数据持续向好使得市场对出口大幅下滑的担忧减轻，对外敞口较大的TMT和家用轻工行业受益于之前糟糕的预期得到逆转而表现出色。3月在市场热度被充分点燃后两会前夕以及期间的政策热点获得局部追捧，比如，船舶制造、文化传媒、物联网、环保等。

图 1、今年以来行业轮动有章可循



数据来源：东北证券

二、4月份是流动性改善与盈利恢复衔接的真空期

2.1、全球量宽进行时，国内流动性渐进改善

为应对全球经济放缓和欧债危机可能引发的进一步下行风险，不管是发达国家还是新兴市场国家的央行都开闸放水，通过大量印钞让本币贬值从而刺激经济。

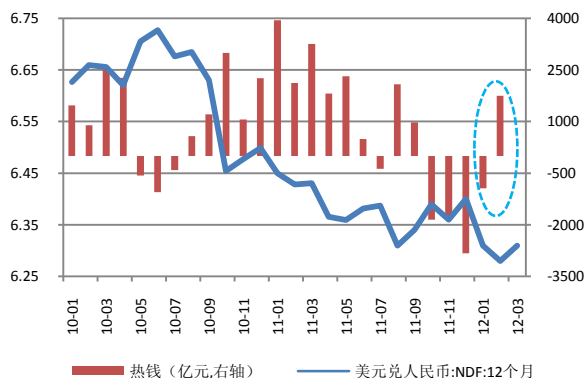
表 1：今年 2 月份以来部分国家货币政策调整

国家	时间	最新一次调整
印尼央行	2月9日	下调基准利率 25 个基点至纪录低点 5.75%
中国央行	2月18日	存款准备金率下调 50 个基点
欧洲央行	2月29日	第二轮 LTRO 5295.3 亿欧元
菲律宾央行	3月1日	下调基准利率 25 个基点至 4.0%
巴西央行	3月7日	下调基准利率 75 个基点至 9.75%
英国央行	3月8日	基准利率 0.5% 不变，维持量化宽松规模在 3250 亿英镑
印度央行	3月9日	下调存款准备金率 75 个基点至 4.75%
日本央行	3月13日	维持基准利率 0-0.1% 不变，维持 65 万亿日元的资产购买规模不变
美联储	3月13日	维持 0-0.25% 的联邦基金利率至 2014 年

资料来源：东北证券

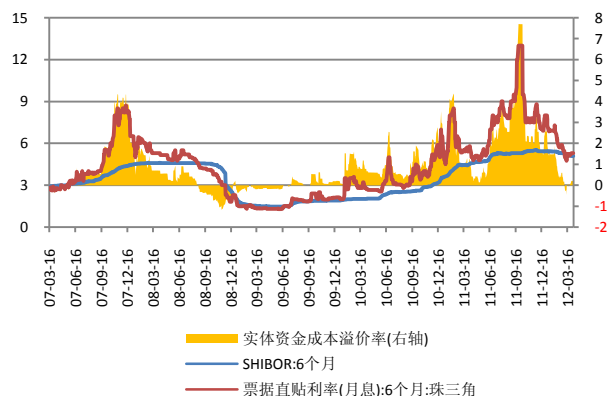
全球量宽使得之前较强烈的人民币贬值预期消失，热钱流向即使有扰动也不会呈趋势增强。节后票据直贴利率持续显著下行，下调存准后的货币主动供给与实体经济需求减少的因素皆有。但温总理“宏观经济政策预调微调从一季度就要开始”的讲话表明流动性改善是渐进的趋势。

图 2、全球量宽后热钱流向即使有扰动也不会是趋势增强



数据来源：WIND，东北证券

图 3、票据直贴利率显著下行，主动供给和需求减少因素皆有

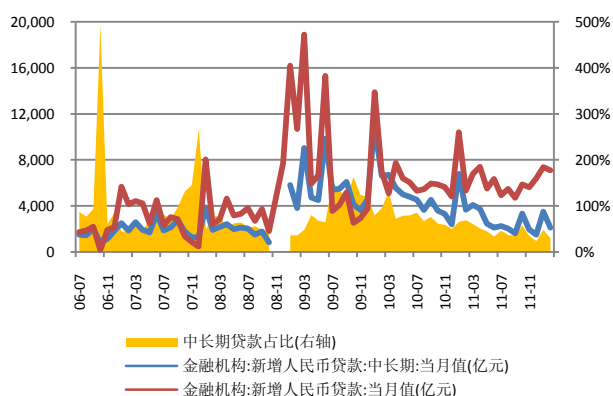


数据来源：WIND，东北证券

2.2、国内流动性改善传导至实体经济较预期慢

2 月新增中长期贷款占比仅三成不到，远低于历史中值。经营性贷款需求少表明实体经济受益于流动性改善进程较慢。值得关注的是沪铜库存一度升至 2002 年 7 月以来最高，而 LME 库存曾降至 2009 年 6 月以来最低。此外，通胀与经济双下行对消费的拖累进一步显现，1-2 月社会消费品零售总额同比增速也大幅放缓，后周期的必需消费品回落尤其大。因此工业和消费类公司一季报都面临较大压力。预计 4 月份将成为流动性改善与盈利恢复衔接的真空期。

图 4、经营性贷款需求少表明实体经济受益于流动性改善进程较慢



数据来源：WIND，东北证券

图 5、消费下降较快，其中后周期的必需消费回落尤其大



数据来源：WIND，东北证券

三、4月衔接期的行业配置关键词：消费促进月+房地产成交+逆周期主题投资

3.1、上游行业：标配煤炭，低配有色

去年12月9日欧洲央行推出长期再融资计划（LTRO），起到了缓解欧洲银行业流动性压力的效果，恐慌指数VIX随之一路走低，今年以来有色板块的超额收益更多的是与国际避险情绪波动相对应，当前VIX指数位于低位（历史中值之下），结合当前的国际局势看再度大幅下行的空间有限。从基本面上看，今年以来LME铜库存持续下降而沪铜库存则升至近几年的历史新高，基本金属的需求端并不乐观也会制约其价格。我们建议低配有色板块。

图 6、今年以来有色板块超额收益与国际避险情绪波动对应

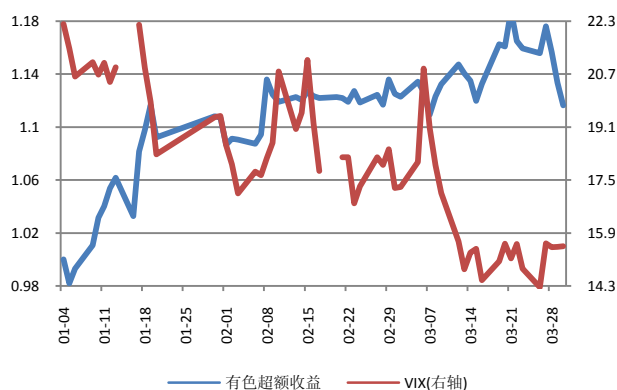
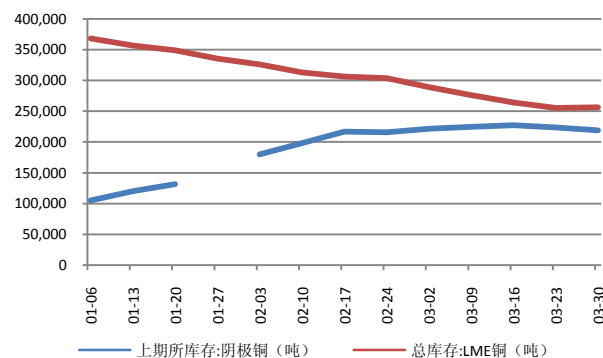


图 7、今年以来 LME 铜与沪铜库存变化背离



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

对流动性敏感的煤炭股1月中旬以来之所以没有取得明显超额收益主要源于煤价的疲弱（煤炭是后周期行业），2月中旬以来煤炭运价单边上行，加上大秦线春季检修将于4月3日—27日展开，我们预计动力煤价格在近期已见底，而焦煤价格会继续受制于高企的钢铁社会库存，我们建议标配煤炭板块。

图 8、煤炭股前期未取得明显超额收益缘于煤价的疲弱

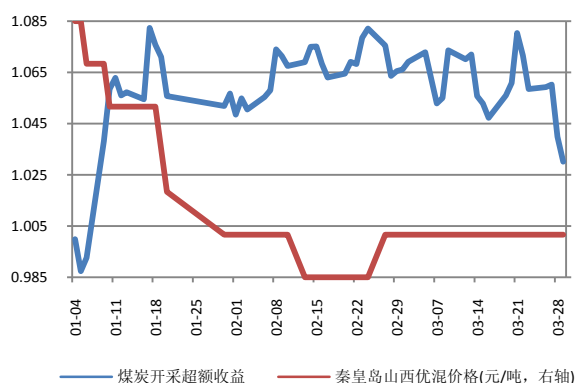
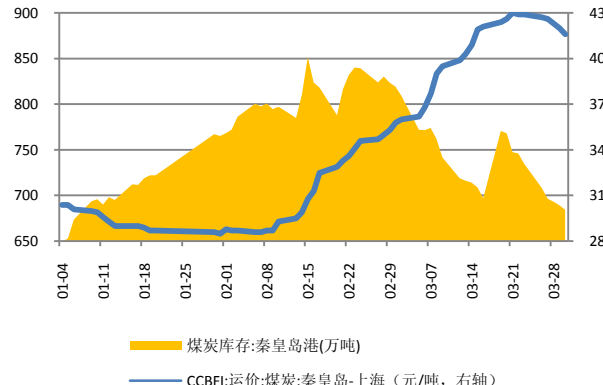


图 9、煤炭运价持续上升和秦皇岛库存下行将帮助煤价企稳



数据来源：WIND，东北证券

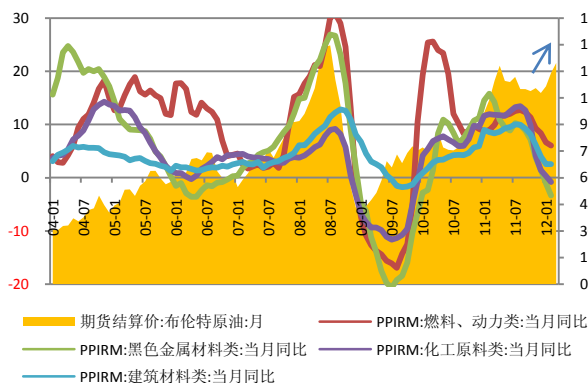
数据来源：WIND，东北证券

3.2、中游行业：毛利率受高油价挤压，轻工业好于重工业

3.2.1、大宗商品高位震荡，中游毛利率再受挤压

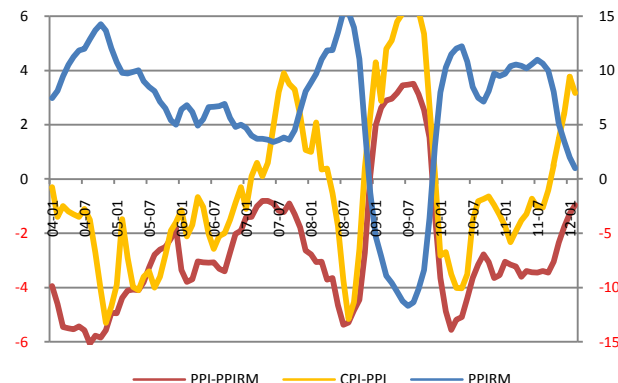
在伊朗等地缘政治风险消除前，原油的风险溢价难以消失，而我们认为直升机大本在现阶段很难兑现“强势美元”的承诺，金融属性与工业属性互相制衡意味着大宗商品高位震荡无明确方向。前期下行的PPIRM重新上升使得中游行业的毛利率可能会再次受到挤压。

图 1、油价因地缘政治风险溢价而持续高企将重新推高 PPIRM



数据来源：WIND，东北证券

图 2、中游行业的毛利率可能会再次受到挤压



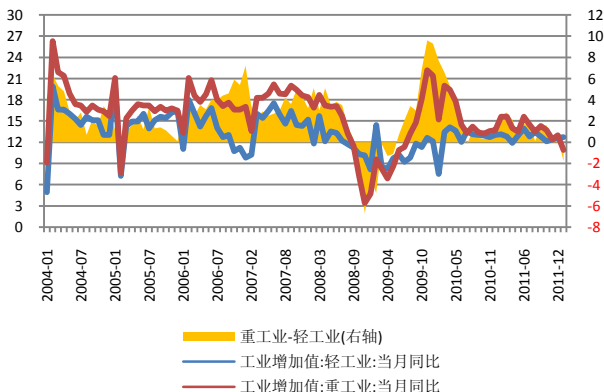
数据来源：WIND，东北证券

3.2.2、轻工业好于重工业

1-2 月轻工业增速加快 0.1 个百分点，从 11 年 12 月的 12.6% 提升至 12.7%，而重工业却放缓 2.1 个百分点，从 13% 降至 10.9%。显然，基于投资下降预期导致的去库存加快了重工业减速。3 月份重工业呈现旺季不旺，我们预计 4 月份轻工业与重工业的增速差将继续扩大。

家用轻工制造是对外敞口较大的行业，尽管今年贸易形势较为严峻，但欧债危机的缓解和美国经济的复苏态势使得今年的出口将不会如 08 年年底般失速。另外，一系列稳定出口的政策可能在 4 月份以后出台，信贷资金将向有订单的企业、有刚性外需的日用消费品出口商以及对新兴经济体出口的企业倾斜。

图 3、重工业增速逊于轻工业，差值仅大于金融危机时



数据来源：WIND，东北证券

图 4、预计今年出口不会如 08 年年底般失速

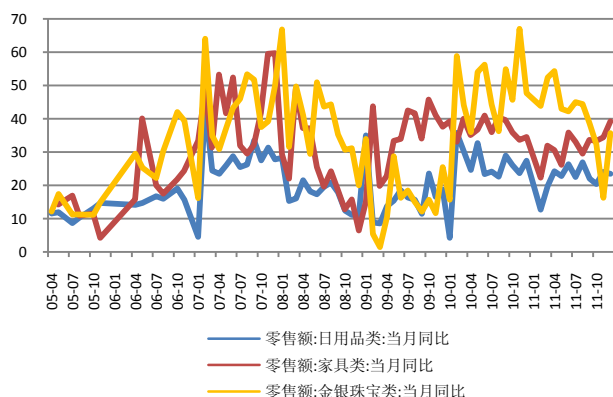


数据来源：WIND，东北证券

近几年来在人民币升值和人工成本上升的压力下越来越多的家用轻工企业将目标市场专注或者转向于国内，各子行业的消费保持较高的增速。而在投资拉动经济模式难以为继之下国家也在酝酿新的消费刺激计划，例如商务部近期表示，如果试点效果较好，有可能在全国进行推广家具以旧换新的政策。

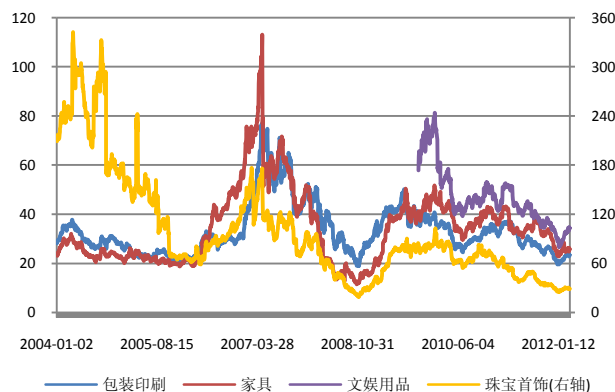
因此4月份我们更看好家用轻工板块，有望获得政策扶持、具备一定壁垒的公司会获得显著超额收益。

图 5、家用轻工各子行业零售额增速较好



数据来源: WIND, 东北证券

图 6、家用轻工各子板块市盈率(TTM, 剔除负值)都低于历史中值

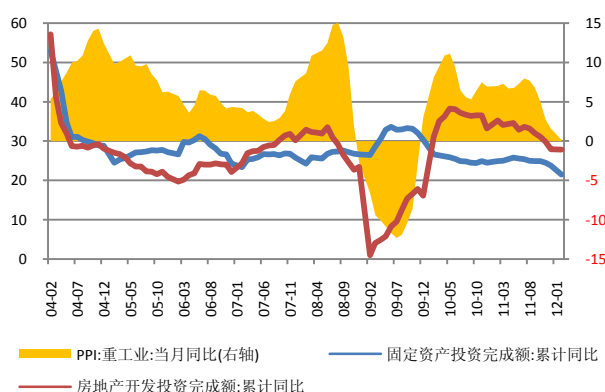


数据来源: WIND, 东北证券

3.2.3、中游重工业受房地产投资下滑影响大

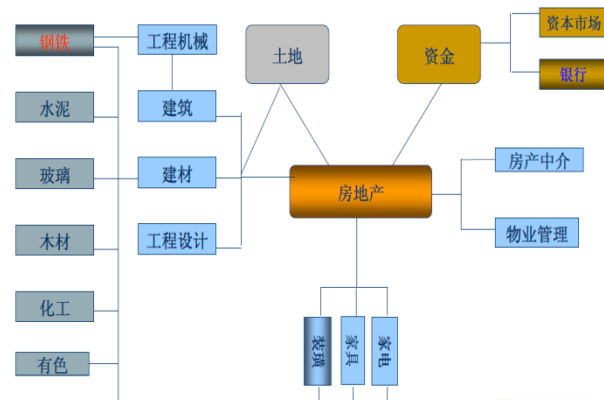
相比出口，当前市场更担心的是固定资产投资尤其是房地产投资下行对于国内经济的拖累。1-2 月房地产投资增速提高 15 个百分点至 27.8%，保障房的推进稳定房地产投资，新开工项目升至 23.2%预示后期投资不会失速。但 4 月份中游的房地产链重工业钢铁、建材、化工和工程机械等行业仍将受到投资下滑的影响。

图 7、今年固定资产投资或房地产投资更类似于 04 年



数据来源: WIND, 东北证券

图 8、中游的重工业钢铁、建材、化工、工程机械等受房地产投资影响



数据来源: 东北证券

东北证券宏观研究员预计经济在二季度后期见底，而管理层无空间也无意愿再度释放大规模投资刺激计划，因此今年固定资产投资或房地产投资更类似于 04 年底-05 年初。我们可以参考该段经济触底期间各房地产链影响行业历史经验。

表 2：中游房地产链影响行业现状及历史经验

房地产链	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	盈利能力（ROE） 见底时期		板块超额收益 (04/12-05/2 月)
钢铁	较高	较低	较好	适中	适中	05Q4	08Q4	8.61%
水泥制造	较高	较低	适中	较差	较差	05Q4	09Q1	-7.67%
玻璃制造	较高	较高	适中	适中	适中	05Q4	08Q4	-0.61%
建筑装饰	较低	较低	适中	较差	较差	04Q4	08Q1	-1.22%
纯碱	较高	较高	较好	适中	适中	05Q4	08Q4	-4.62%
氯碱	较高	适中	适中	较好	较好	05Q4	08Q4	-8.87%
工程机械	低	较高	较差	较好	较好	05Q4	08Q4	-7.52%

资料来源：东北证券

表 3：中游房地产链影响行业估值及配置建议

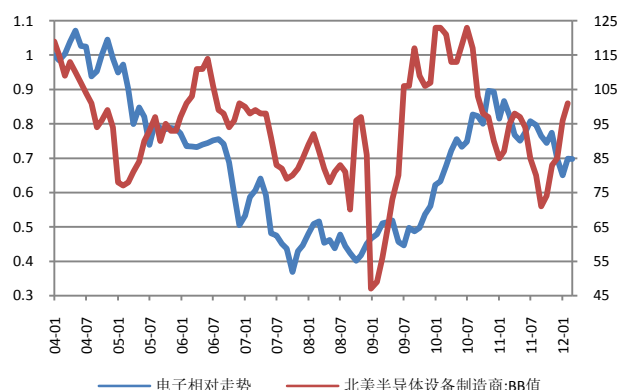
房地产链	基本面现状	现 PB/房地产投资大幅下滑期最低 PB	现 PB/房地产投资大幅下滑期 PB 中值	综合评价	配置建议
钢铁	虽然钢价连续小涨一个多月，但社会库存高企和主要钢企 4 月价格政策较保守均显示需求恢复缓慢。	1.23	0.60	价格敏感型，较低估值反映低迷的行业景气度。	低配
水泥制造	三月下旬以来水泥需求呈季节性改善，不稳固的区域协同难敌地产和基建投资放缓，延续旺季不旺。	1.56	0.75	早周期，区域价格联盟不稳，景气回落空间大但近期出货有所好转。	标配
玻璃制造	目前玻璃价格与 08 年金融危机时相近，库存量则处于历史高位，仅少量平板玻璃企业能维持盈利。	1.62	0.78	对房地产投资很敏感，偏晚周期，估值较高。	低配
建筑装饰	房屋建设、基础建设和专业工程子行业受累于房地产和基建投资放缓，装饰园林（公装）景气度仍佳。	1.01	0.64	地产投资敏感度低，晚周期，库存压力大，估值低。	标配
纯碱	纯碱价格受需求低迷及产能过剩双重压制，仍然维持阴跌。	1.75	1.01	对地产投资敏感，晚周期，景气回落空间大，估值高。	低配
氯碱	氯碱装置整体开工率较低，房地产调控使得 PVC 价格持续低迷。	1.64	0.90	价格敏感型，库存压力较小，晚周期，估值高。	低配
工程机械	经销商普遍反映目前开工建设情况恢复并不理想，终端营销竞争激烈、成本激增、去库存压力大。	1.26	0.71	需求敏感型，早周期，受益于板材价格大跌。	标配

资料来源：东北证券

3.2.4、中游外向型行业景气上升但空间有限

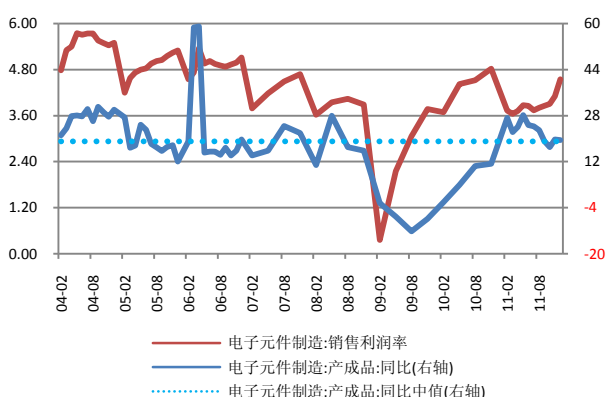
今年一季度电子板块中元件制造表现较出色，电子制造不佳，北美半导体设备 BB 值自去年四季度以来就持续上行，订单出货比已堪堪冲破临界值 1，电子是国内少有的景气度向上的行业，但从库存周期和盈利水平的历史波动看，截至去年 12 月底子行业中只有电子元件制造的利润率与产成品库存处于中值水平，电子器件和家用视听设备制造行业的利润率和库存都处于偏高的位置，这对于周期性偏强的行业而言也意味着景气上升的空间有限，**建议标配电子板块。**

图 9、海外订单出货比持续上行有利于国内电子板块走强



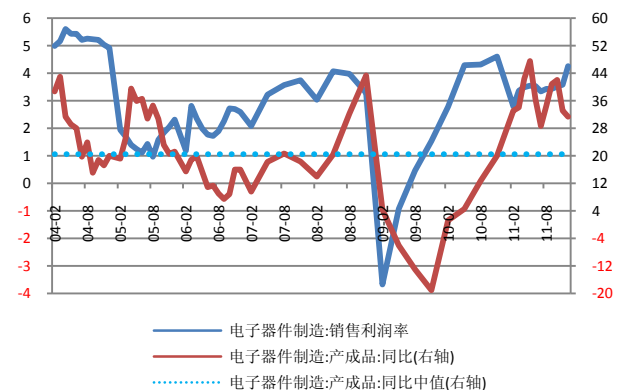
数据来源：WIND，东北证券

图 10、电子元件制造的利润率与产成品库存处于中值水平



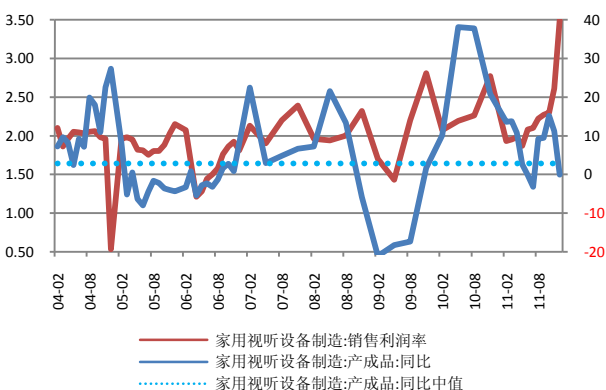
数据来源：WIND，东北证券

图 20、电子器件制造的利润率与产成品库存都处于高位



数据来源：WIND，东北证券

图 21、家用视听设备制造的利润率处于高位

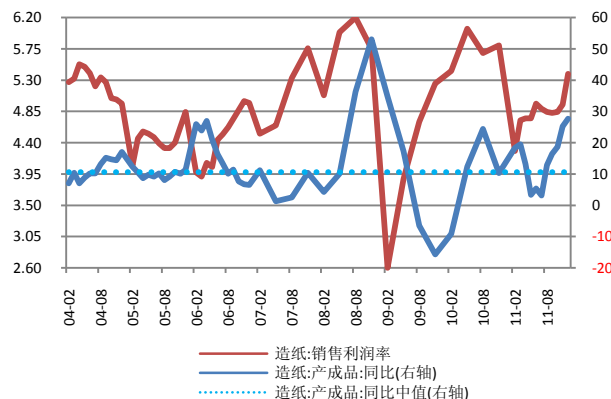


数据来源：WIND，东北证券

一季度造纸板块表现较好，但由于前些年行业景气高涨造成门槛较低的产能迅速扩充，当前产能过剩依然相当严峻，尽管春节后经历原材料涨价及一波被动补库存使得厂家有上调纸价意愿，预计疲弱的经济环境和高库存下造纸行业景气度难以持续上行，**建议低配造纸板块。**

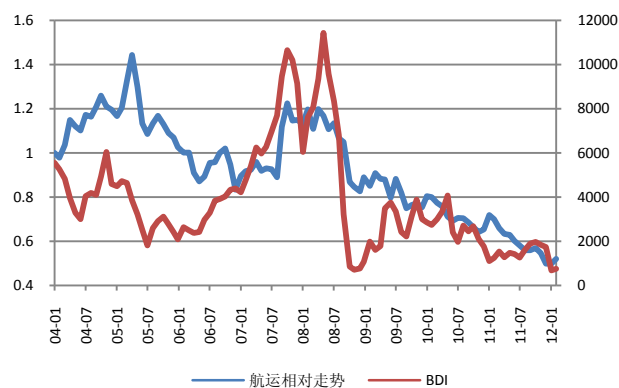
2 月份以来国际航运景气度见底持续回升，BDI 指数从低位上涨近四成，但仍低于盈亏平衡点，今年航运市场依旧不容乐观，干散货、油轮、国内沿海运输三个方面均将受制于运力过剩，糟糕的年报和一季报也制约航运股的投资情绪，**建议标配航运板块。**

图 22、造纸行业的利润率与产成品库存处于高位



数据来源：WIND，东北证券

图 23、中期运力过剩将制约 BDI 反弹的空间



数据来源：WIND，东北证券

3.3、下游行业：布局全国消费促进月，超配零售板块

2012 年 1-2 月社会消费品零售总额同比增长 14.7%，较去年 12 月的 18.1%下滑 3.4%，销量增速双降。从分项数据看，经济周期后端的必需消费增速下滑幅度较大。

表 4：社会消费品零售分项显示必需消费品下滑更明显

必需消费品行业	2011 年 12 月 同比增长	2012 年 1-2 月 同比增长	可选消费品行业	2011 年 12 月 同比增长	2012 年 1-2 月 同比增长
粮油食品、饮料烟酒	28.5	16.1	石油及制品	31.1	20.4
服装鞋帽、针纺织品	26.7	12.8 ↓	汽车	10.2	12.7
化妆品	16.9	18.5	建筑及装潢材料	37.2	25.3
日用品	23.4	16.5	家用电器和音像器材	33.4	-2.9 ↓
体育、娱乐用品	14.1	3.7 ↓	金银珠宝	35.6	19.1
中西药品	27.2	21.5	家具	39.2	25.0
文化办公用品	34.1	11.5 ↓	通讯器材	24.8	43.1 ↑

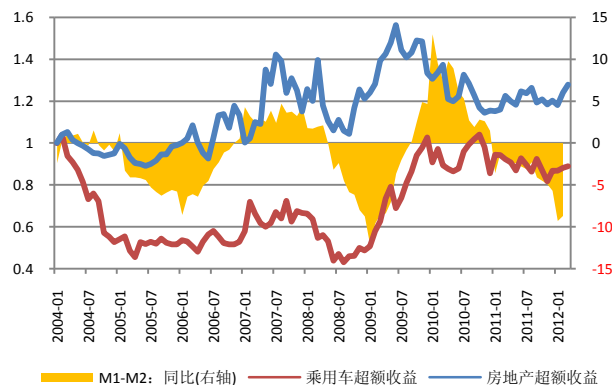
资料来源：东北证券

3.3.1、可选消费品配置，行业景气是关键

可选消费品中当前房地产行业景气度从低迷中回暖的态势最佳，两会之后预期从紧，3 月楼市促销大增，各地楼市降价呈纵深化发展趋势，直降千元项目频频出现，而成交量呈上涨趋势。尽管限购放松至少在上半年无法看到，开发商资金和库存压力仍难以获得明显的消解，但硬着陆担忧显著减轻后房地产行业系统性风险大降且估值相当低廉，我们建议超配地产板块。

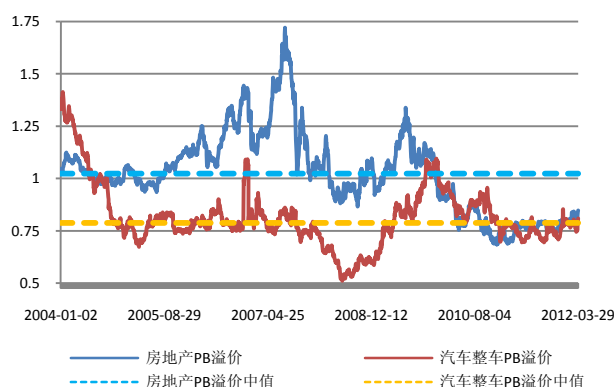
汽车行业今年 1-2 月销量出现多年未有的同比负增长，从行研微观调研情况看 3 月销量可望有所改善，流动性渐次放松和早周期的特征使得汽车板块处于布局阶段，建议标配汽车板块。

图 24、流动性与房地产和汽车板块的超额收益



数据来源：WIND，东北证券

图 11、从估值溢价看，房地产板块修复空间大于汽车板块

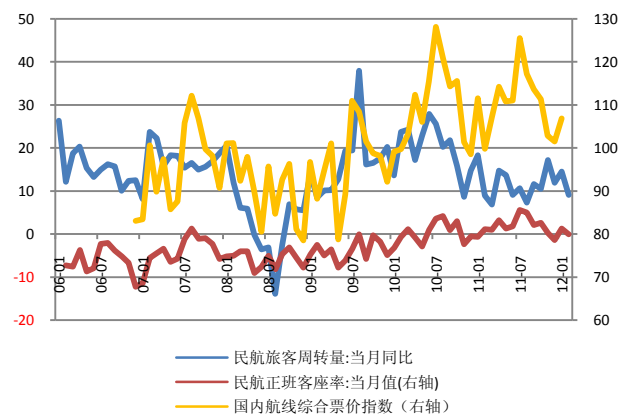


数据来源：WIND，东北证券

航空行业 1-2 月行业运营数据平平，国内客运客座率与裸票价格同比基本持平。受累于油价持续高企，各航企成本增速明显快于收入增速。今年运力增速大于需求增速将使得行业客座率和票价水平继续下行。尽管估值在历史低位，我们仍然建议低配行业景气度面临中期下滑的航空板块。

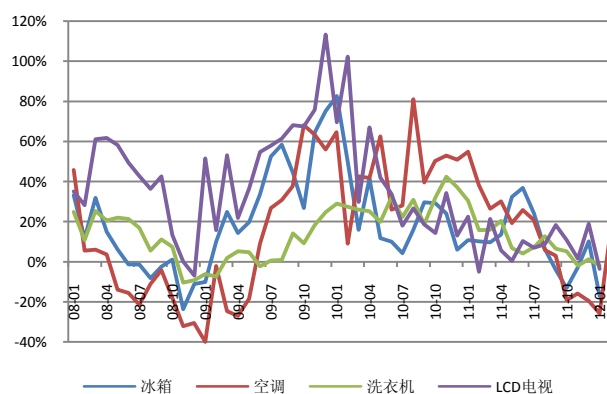
1-2 月，全国（不包括山东、河南、四川、青岛）家电下乡产品销售额同比下滑 5.45%。已公布的空调行业 1-2 月销量累计同比下降 7.7%，比去年第四季度降幅有所收窄。若无进一步消费刺激政策激励，家电销量增速在短期内无法企稳，考虑到 4 月份消费促进月改善家电股投资情绪，建议标配家电板块。

图 26、运力小幅过剩和高油价使航空行业景气度下滑



数据来源：WIND，东北证券

图 27、若无政策激励，家电销量增速在短期内无法企稳



数据来源：产业在线，东北证券

表 5：下游可选消费品历史经验及配置建议

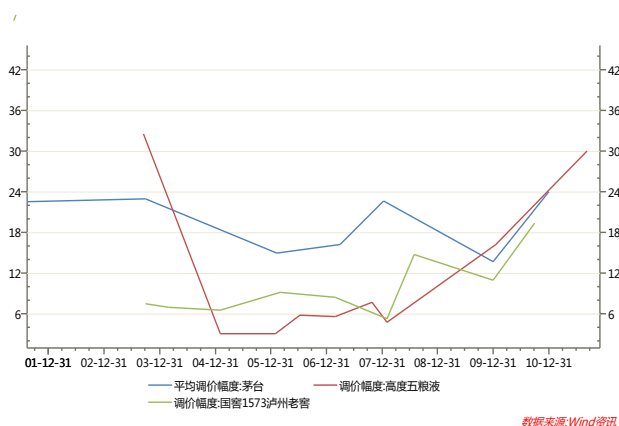
可选消费行业	盈利能力 (ROE) 见底时期	板块超额收益 (04/12-05/2 月)	现 PB/房地产投资大 幅下滑期最低 PB	现 PB/房地产投资大 幅下滑期 PB 中值	综合评价	配置建议
房地产	05Q4 09Q1	3.28%	1.17	0.73	需求敏感型，库存压力较大，首套房贷款支持成交有所回暖，估值低。	超配
汽车整车	05Q4 08Q4	-1.14%	1.82	0.82	3 月汽车销量可望较前两月的颓势有所改善。	标配
航空	05Q4 08Q4	-4.99%	0.99	0.60	运力略有过剩而油价持续高企，行业客座率和票价水平将继续下行。	低配
家用电器	04Q4 08Q4	-8.03%	1.85	1.10	价格敏感型，地产链后端，景气回落空间大，消费促进月政策刺激。	标配

资料来源：东北证券

3.3.2、必需消费品配置，消费促进月超配零售

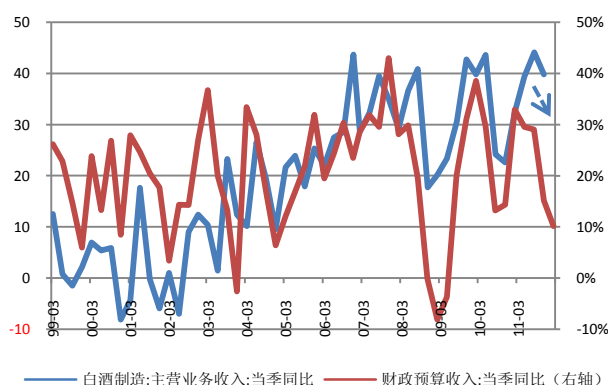
白酒行业面临量价双杀，一方面，近两年来白酒行业尤其是超高端品种借着高通胀大幅提价，调价幅度显著大于历史水平，透支了后续的价格空间；另一方面，中国的“酒桌文化”使得白酒营业收入与财政收入相关性很高，当前财政收入增速呈回落态势，预计白酒销量也将明显减速。国务院廉政工作会议关于控制“三公”经费的讲话挫伤前期表现出色的白酒板块，我们建议逢低买，标配。

图 28、近两年来超高端白酒调价幅度大透支后续空间



数据来源：Wind资讯

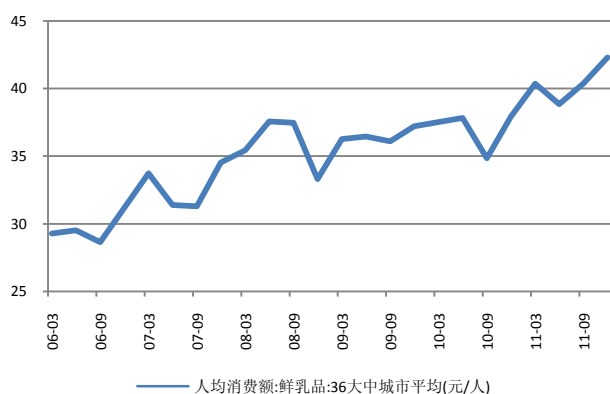
图 29、白酒营业收入增速与财政预算收入相关性很高



数据来源：WIND，东北证券

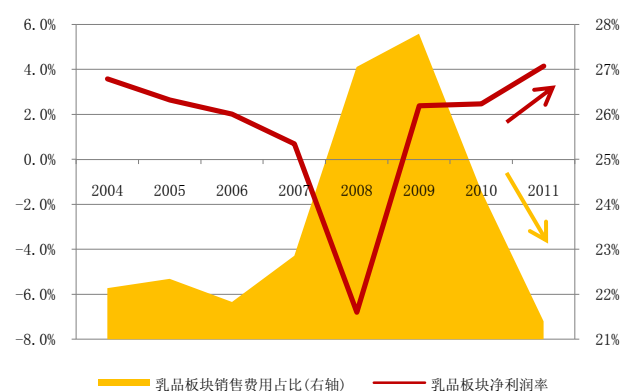
08 年的三聚氰胺事件促成了乳品行业寡头垄断格局的形成，行业竞争开始缓和直接促成了销售费用率的下降趋势，因此尽管行业逐步进入成熟期，营收增速放缓，但乳品板块的业绩增长仍能受益于盈利能力的提高，我们预计乳品行业净利润率的进一步提高将支撑乳品板块慢牛走势。

图 30、鲜乳品人均消费额随着通胀和人均可支配收入提高而逐步攀升



数据来源：WIND，东北证券

图 31、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

今年以来，从经济转型的大方向出发，国家反复强调扩内需促消费，商务部频频释放政策信号，首个全国消费促进月活动将于 4 月开展，有利于零售板块的投资情绪。

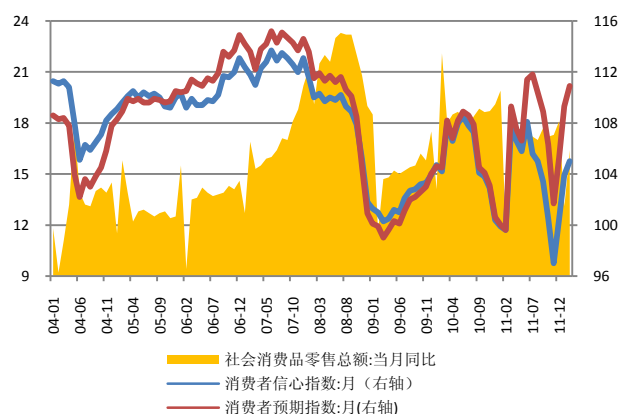
表 6：零售行业受益于今年以来的促消费政策

日期	商务部促消费政策	政策内容
2012 年 1 月 6 日	商务部：研究制定促消费替代接续政策	商务部将着力扩大城乡居民消费，完善促进居民消费的政策，及时研究制定消费促进替代接续政策。
2012 年 1 月 19 日	商务部：将下调银行卡费率促进消费新政	相关部门最近正在对刷卡消费问题做调整，通过这些调整引导经营者采用银行卡结算来方便刷卡消费。
2012 年 2 月 9 日	商务部：发布关于《“十二五”时期促进零售业发展的指导意见》	意见指出，“十二五”时期，商品零售规模保持稳定较快增长，社会消费品零售总额年均增长 15%，零售业增加值年均增长 15%。
2012 年 3 月 10 日	商务部：首个全国消费促进月活动将于 4 月开展	商务部印发了《关于开展 2012 年消费促进活动的通知》，将自清明节至劳动节期间在全国组织开展首个全国消费促进月活动。

资料来源：东北证券

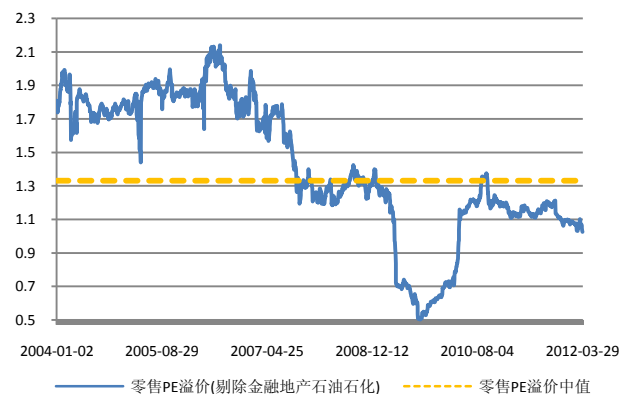
受网购影响冲击，零售板块的静态估值已下行至 22 倍，其 PE 相对于全市场（剔除金融地产石油石化）的溢价也低于历史中值水平。更重要的是：我们认为零售行业的业绩增速可能也已在一季度触底，有领先作用的消费者信心和预期指数去年底以来就率先回升与已公布的 1-2 月社会消费品零售总额数据形成鲜明对照。基本面和估值处于底部区域，而 4 月有潜在的政策刺激预期，我们建议超配零售板块。

图 32、消费者信心和预期指数对零售消费有领先作用



数据来源：国家统计局

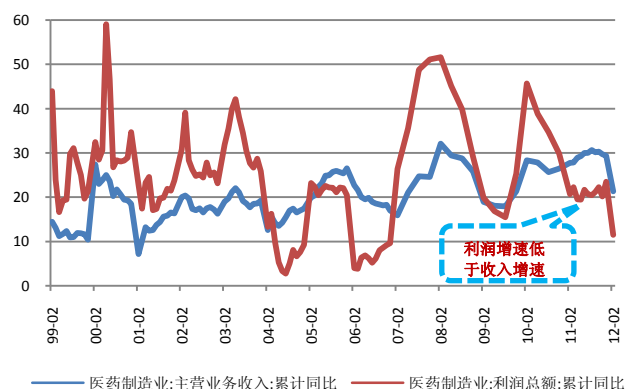
图 33、零售板块估值低于历史溢价中值水平



数据来源：WIND，东北证券

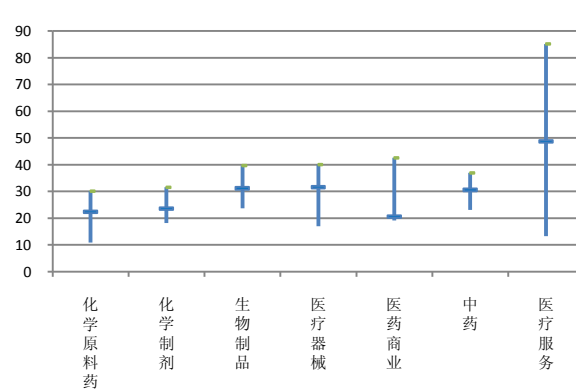
从基本面看，去年出台的药价调控政策从去年下半年起影响企业的业绩，考虑到同比影响的因素，今年上半年药企的业绩增速不容乐观，再加上国家还将继续打压药价和限制药品过度消费，较长时期内，普药企业的利润可能都不太乐观。从政策上看，取消“以药养医”的政策方向已经基本确定，今年国家还将陆续出台抗生素限用、药品降价、销售环节加价率、按病种、按人头付费等多个控制医药费用快速增长的政策，政策的不确定性仍然较大，政策性底部短期难现。从估值上看，医药生物板块相对全部 A 股剔除金融地产石油石化的静态 PE 溢价为 1.4 倍，仅略低于历史中值。综合上述三方面，我们建议低配医药。

图 34、今年 1-2 月医药制造业收入和利润增速显著放缓



数据来源：国家统计局

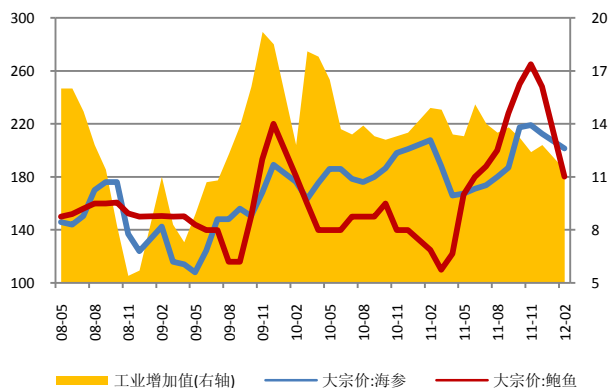
图 12、医药子行业估值纵向比（高低点分别为历史中值和最小值）



数据来源：WIND，东北证券

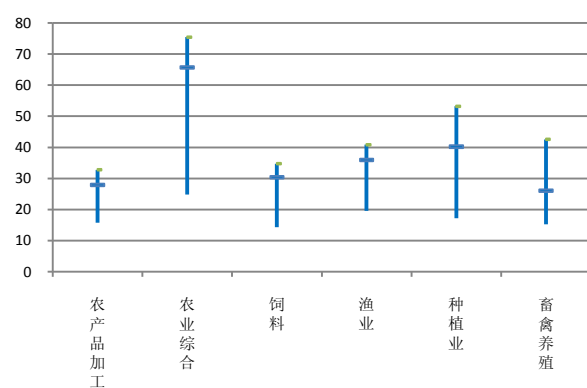
经验显示 CPI 下行阶段农牧渔行业景气度通常不高，二级市场也难有好的表现。当前农牧渔板块相对全部 A 股剔除金融地产石油石化的静态 PE 溢价为 1.66 倍，尚高于历史中值 1.49 倍，因此整体上 4 月份我们建议低配农林牧渔。细分行业中渔业捕捞在即，而海参、鲍鱼和扇贝价格走势较资本市场投资者预期坚挺一些，东北证券农林牧渔行业研究员看好捕捞季节的海参价格，我们认为渔业板块 PEG 有望适当修复，建议超配。

图 36、水产品价格走势在经济回落期较预期坚挺



数据来源：国家统计局

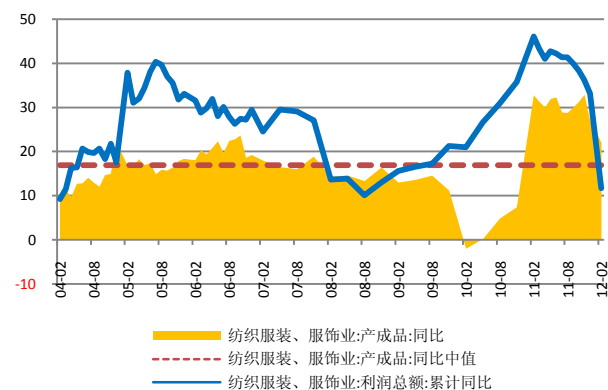
图 37、农牧渔子行业估值纵向比（高低点分别为历史中值和最小值）



数据来源：WIND，东北证券

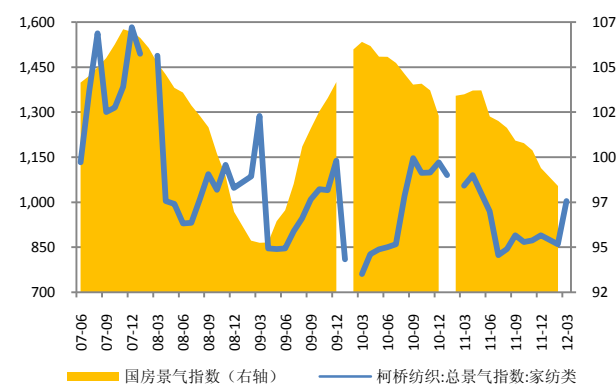
服装板块今年以来走势偏弱源于其基本面和估值“相对”遭遇了戴维斯双杀。行业去年提价幅度较大与宏观经济持续回落的叠加效应影响了销量，而库存水平因去年的渠道压货而处于高位。往前看，最近公布的2012秋冬订货会数据良好，在消费政策偏暖的4月份，我们建议标配服装板块。家纺行业景气度通常滞后于地产行业4-6个月，因此推算至少在上半年尚难见底，建议低配家纺板块。

图 38、纺织服装服饰业盈利年初以来大幅跳水，库存仍较高



数据来源：WIND，东北证券

图 39、房地产行业景气度领先家纺行业约4-6个月

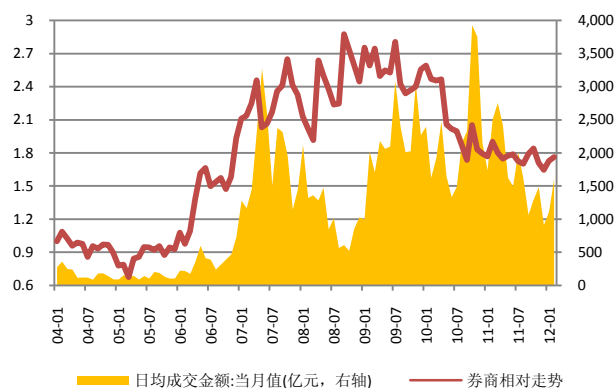


数据来源：WIND，东北证券

3.4、大金融更看好券商

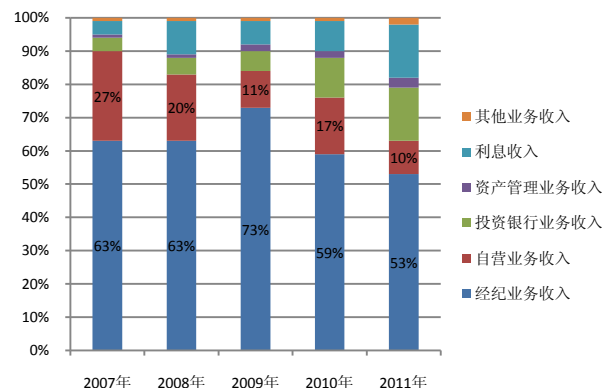
今年前三个月，投资者新增开户数和股票市场日均成交额逐月上升，市场活跃度提高和佣金率的企稳有助于券商经纪业务从去年低迷的环境中恢复。4月证监会将组织证券公司在北京召开创新业务大会，旨在推进券商盈利模式转型。预计新型营业部设立、最大限度拓宽券商自营及资产管理业务范围、修订资产管理业务规则、证券公司代销各类金融产品、银行理财资金入市等在内的多项业务模式都将涉及。我们认为在会议召开前券商股会有良好的表现。

图 40、市场活跃度提高有助于券商经纪业务的恢复



数据来源：WIND，东北证券

图 41、创新业务的逐步发展弱化券商的“靠天吃饭”



数据来源：WIND，东北证券

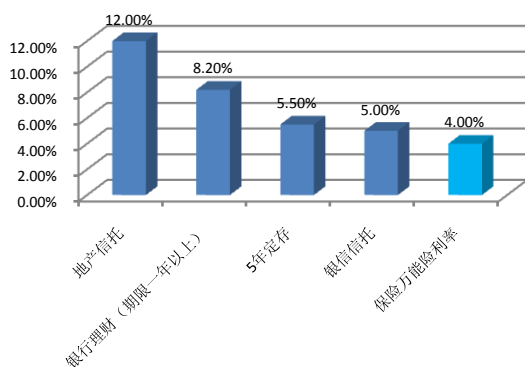
表 7：券商创新业务进程一览

创新业务	发展阶段	政策内容
直接投资	已出台。	明确证券公司可以设立和管理直投基金，标志着直投业务试点转常规。
融资融券	已出台。	融资融券试点转常规。
现金管理	试点扩大在即。	券商可于每日收盘后，自动抓取签约客户存放在证券账户内的闲置保证金，用于投资于银行间货币市场。在此模式下，客户闲置资金所能获得的收益，将远远高出年化 0.5% 的活期利率。作为回报，券商可以提取一定比例的作为业绩报酬。
股票约定购回	预计在近期扩围至深交所并由机构放开到个人，试点券商也将增加。	符合条件的投资者以约定价格向证券公司卖出特定股票，并约定在未来某一日期按照另一约定价格从证券公司购回。
高收益债券	媒体称细则已报国务院审批，推出工作有可能会加速。	未来将显著提高公司类债券融资在直接融资中的比重，研究探索和试点推出高收益企业债、市政债、机构债等债券新品种。
新三板	新三板制度改革最快可能在 6 月落实。	新三板试点扩容方案和配套政策进入倒计时，将实行主办券商的分类监管制度，并确定引入做市商制度及降低个人投资者入市交易门槛等措施。

资料来源：东北证券

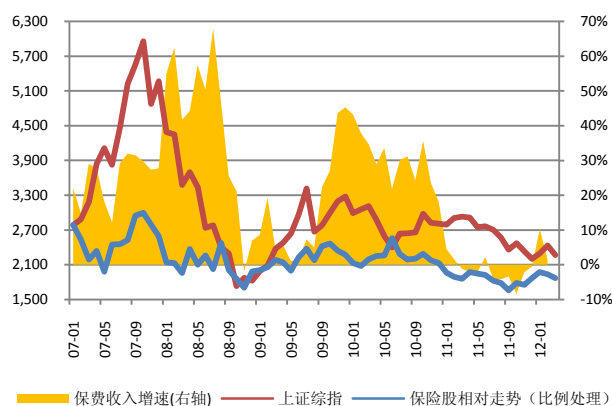
今年 1-2 月保险公司保费收入增速仅 6.36% 低于市场预期拖累保险股走势。随着去年年底流动性的边际改善，地产信托、银信信托和银行理财产品等收益率出现不同程度的下降，但与保险产品相比仍具有较明显的优势，预计短期内保费收入难有大起色。从保险板块 07 年上市以来的表现看，其相对走势更多地取决于权益市场的表现而非保费收入，我们预计 4 月份股市在流动性缓慢回升和企业盈利下滑博弈之下处于整固期，建议标配保险板块。

图 42、竞争产品收益率有所下滑但保险产品吸引力仍不足



数据来源: WIND, 永益信托, 银率网, 东北证券

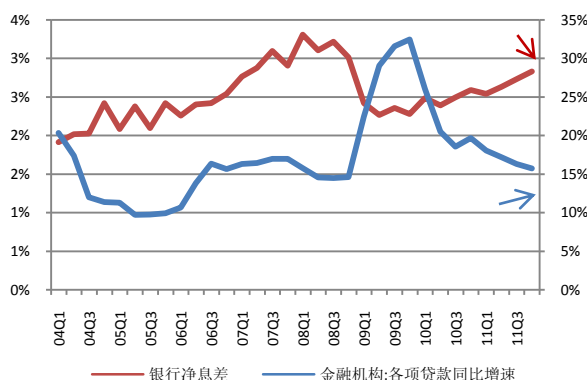
图 43、保险板块相对走势更多地取决于权益市场而非保费收入



数据来源: WIND, 东北证券

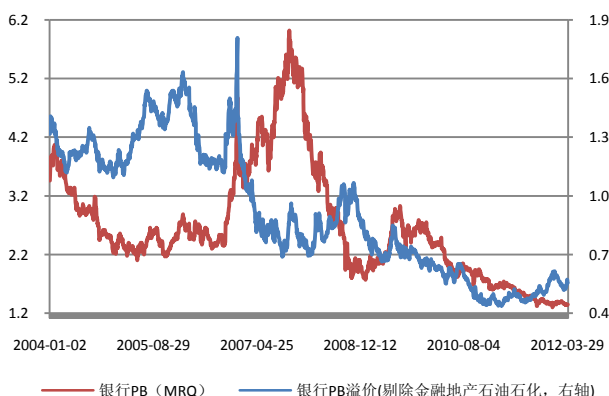
一季度按揭贷款重定价完成后银行业净息差将开始下行周期, 东北证券银行研究员认为银行全年业绩可能会略调低至 15-18%, 温总理近期表示中央已统一思想打破银行业垄断地位, 央行行长周小川也表示“目前中国进一步推进利率市场化的条件基本具备”。我们认为中长期看银行盈利顶峰已现, 银行股价和估值溢价从 07 年顶峰滑落一路走低反映了资本市场的理性预期, 但鉴于银行静态 PB 已将近 1 倍, 很难想象中国支柱产业二级市场定价低于重置成本, 因此我们建议在消息面不佳的 4 月份标配银行股。

图 44、一季度后净息差开始下行周期影响银行业绩



数据来源: WIND, 东北证券

图 13、银行 PB 溢价理应一路走低, 但静态 PB 已无下行空间



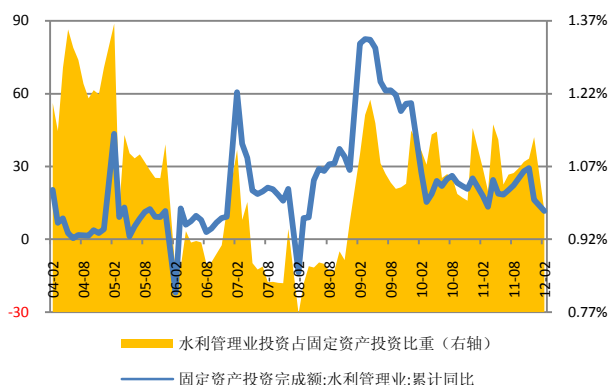
数据来源: WIND, 东北证券

3.5、主题投资推荐: 逆周期三个火枪手 (水利、高铁、核电)

今年上半年, 拉动国内经济增长的投资、消费和出口传统三架马车中, 房地产投资在限购令难松动下将持续下滑, 而后两者也仅能维持不温不火, 因此我们判断水利投资的逐步落实、在建铁路的陆续开工和核电项目重启审批可能将成为逆周期对冲政策的选择, 也成为 4 月推荐的主题投资。

去年中央一号文件规划未来十年水利建设投资达 4 万亿, 各项支持水利投资政策陆续出台, 今年 2 月发布的一号文件中提到要坚持不懈加强农田水利建设, 3 月七部委联合发布《关于进一步做好水利改革发展金融服务的意见》, 强调要积极探索综合运用多种政策资源的有效模式, 把水利作为国家基础设施建设的优先领域。我们认为今年是水利投资落实的重要年, 水利固定资产投资高位运行, 相关企业催化剂多多。

图 46、水利管理业固定资产投资增速及占比



数据来源：WIND，东北证券

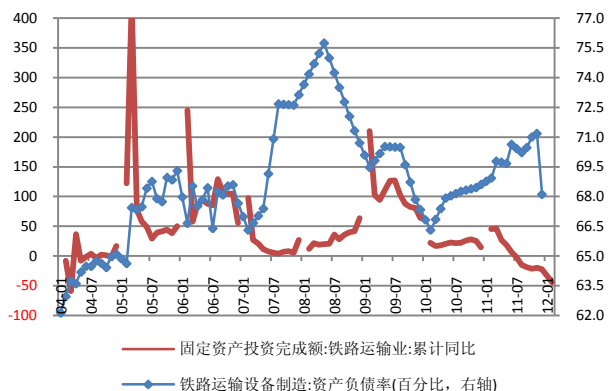
图 47、今年以来中央扶持水利政策一览



数据来源：WIND，东北证券

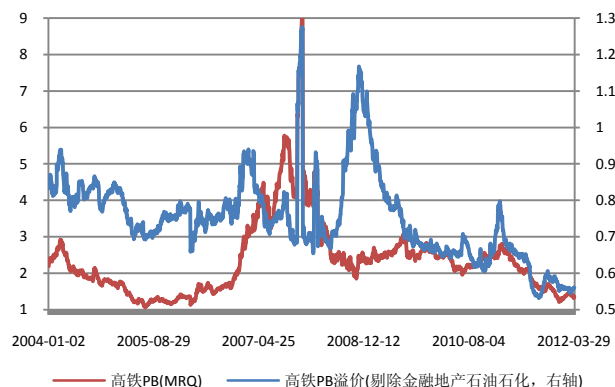
近日温总理在广西，福建等地就经济运行情况进行调研时指出应全面看待铁路发展积极影响。提出要确保 12 年 5000 亿的投资资金到位，以保在建线路的开工。强调应该全面看待我国铁路这些年的发展，包括高铁的发展，给经济社会及群众带来的积极影响。管理层传达了政策对高铁建设支持的信号。预计后续高铁项目复工及新开工都将会有序推进。我们认为高铁板块存在糟糕预期被修正的机会。

图 48、再次强调预调微调有助于改善铁路建设资金紧张局面



数据来源：WIND，东北证券

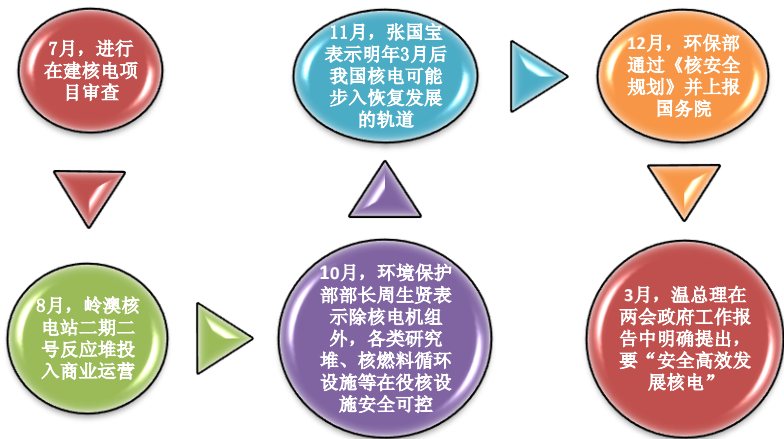
图 49、高铁绝对估值和溢价持续下行后吸引力在增加



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。“两会”中政府表示：《核安全规则》和《核电中长期发展调整规划》正在加紧制定。随后温总理在政府工作报告中明确提出，要“安全高效发展核电”。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，二季度核电审批重启的概率很大。建议逢低布局，把握政策刺激的脉冲机会。

图 50、自日本福岛核事故发生后核电大事件



数据来源：东北证券

四、 建议超配行业一览表

表 8、建议超配行业一览表

细分行业	当前行业景气度	4 月份行业景气度判断	基本面信号	配置建议	看好公司
零售	较差	向好	零售数据转好，部分公司季报业绩好于预期	超配	步步高
乳品	一般	维持	蒙牛处于质量门事件恢复期，竞争对手借机扩大市场份额	超配	伊利股份
海珍品养殖	一般	向好	渔业捕捞在即，海参、鲍鱼和扇贝价格走势较坚挺	超配	壹桥苗业
券商	一般	维持	权益市场上扬 4 月券商创新大会给投资者期待	超配	方正证券
房地产	一般	维持	首套房贷支持，房地产成交量继续温和回暖	超配	金地集团
家用轻工	较差	向好	一系列稳定出口的政策可能在 4 月份以后出台	自下而上挖掘	美克股份
水利	较好	向好	水利工程招投标会陆续进行 水利固定资产投资高位运行	主题配置	青龙管业
高铁	较差	向好	动车订单公告与预期的 400 亿比较 铁道部铁路固定资产投资累计同比数据	主题配置	中国北车
核电	较差	向好	核电审批有望放开	主题配置	江苏神通

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。