



震荡格局，防御+主题

——2012 年 2 季度行业配置报告

研究报告——行业配置

发布日期： 2012 年 4 月 9 日

证券研究所策略部

宋卫华 执业证书编号：S0730511010004

021-50588666-8020 songwh@ccnew.com

李俊 执业证书编号：S0730511010012

021-50588666-8109 lijun@ccnew.com

张刚 执业证书编号：S0730511010001

021-50588666-8100 zhanggang@ccnew.com

联系人：

张青 电话：021-50588666-8040

zhangqing@ccnew.com

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

●当前经济运行仍处于衰退期，2 季度不排除经济同比增速仍旧下滑的可能，从而对 A 股形成压制，但政策的预调微调、资本市场制度建设的持续推进，以及蓝筹股的估值处于历史低位，又对 A 股形成支撑，因此 2 季度 A 股市场我们倾向于偏震荡格局，向上动力不强，但也难以单边下挫。

●震荡格局下，周期股的整体表现可能欠佳，以低配为主。首先，从中游行业如钢铁、水泥的表现看，虽然行业景气环比有所改善，但复苏程度低于预期，验证经济下滑趋势；从需求层面尤其是投资需求看，受制于房地产的高库存以及销量增速的同比依然下滑，2 季度房地产投资仍有较大回落风险，而基建投资迟迟也未见回升；上游行业看，受制于终端需求的未见启动，以及美元价格的可能重新上行，2 季度资源品行业的表现我们并看好，“煤飞色舞”难以再现。

●震荡格局下，以成长股为代表的主题性投资是主要逻辑，推荐两条主线：其一，虽然基建投资整体下行，但部分与结构转型导向相一致的基建投资增速却明显回升，如水电投资大幅增长，混凝土管道类上市公司迎来机会，再如宽带投资提速，光通讯板块全面受益。其二，消费类行业业绩相对稳定，且估值溢价已回落至均值以下水平，同时近期受益于消费促进月的系列政策刺激，我们推荐重点关注品牌服装与家具子行业。

●震荡格局下防御仍是必需的，推荐配置银行与公用事业。前者虽然在管理层定调打破银行垄断的负面冲击下，短期股价有所压制，但中期看影响不大，且银行股无论是估值还是股息率均具有明显优势；后者股价弹性不大，属于典型防御品，而 2 季度资源品价格改革窗口可能开启，从而进一步加强公用事业的防御属性。

目 录

1.周期演进：虽然纠结，但仍在衰退期.....	3
1.1 需求不振，经济缓慢回落.....	3
1.2 通胀短期有干扰，但中期无忧.....	5
1.3 经济处于衰退期，2 季度权益市场配置环境并不乐观.....	8
2.周期股，机会欠佳，减配为主.....	9
2.1 钢铁、水泥表现验证宏观经济的下行趋势.....	9
2.2 终端需求尚未明显启动.....	10
2.2.1 房地产，销量虽环比回升，但高投资增速或难以维系.....	10
2.2.2 基建投资仍旧尚未全面启动.....	11
2.3 上游资源品，2 季度煤飞色舞难以再现.....	13
2.3.1 煤炭，价格虽有支撑，但股价靓丽难现.....	13
2.3.2 有色金属，价格疲弱，拖累股价.....	14
3.成长股，主题投资，精选为上.....	16
3.1 部分基建投资提速，关注相关受益子行业.....	16
3.1.1 水电投资加速，关注相关受益板块.....	16
3.1.2 宽带中国战略提速，关注光通讯产业链.....	17
3.2 消费促进月，精选消费子行业.....	18
3.2.1 品牌服装，受益消费升级，且订单增速符合预期.....	20
3.2.2 家具，受益国内政策刺激与美国经济复苏.....	20
4. 稳定性行业，关注银行与公用事业.....	21
4.1 银行，短期负面冲击，但中期影响不大.....	21
4.2 公用事业，资源价格改革的正面刺激.....	22
重要声明.....	24

年初以来的市场反弹，内在的基本逻辑在于市场对经济弱复苏的预期，但 2 月工业增加值的重新拐头向下，使得这一预期随之被证伪，再加上信贷规模的迟迟未见放量，进一步加重了投资者对经济持续下滑的担忧，由此引发了自 3 月中旬以来的市场回调，尤其是前期涨幅较大、且无业绩支撑的中小盘个股成为领跌动力。

展望 2 季度，我们认为权益市场的配置环境仍旧不容乐观，防御是首选策略。

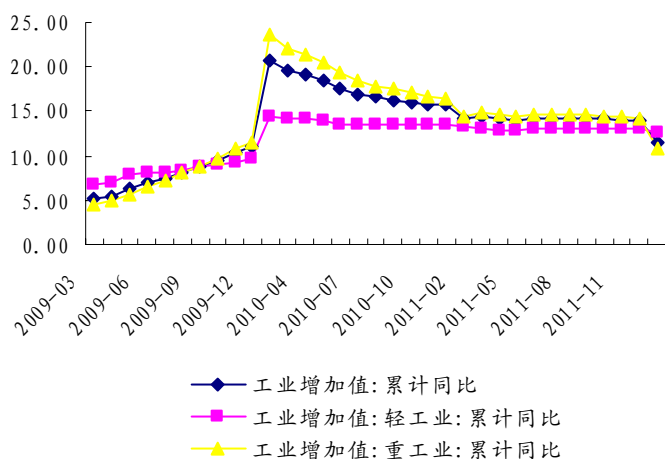
1. 周期演进：虽然纠结，但仍在衰退期

秉承我们一贯的自上而下行业配置逻辑，我们先从经济周期谈起。

1.1 需求不振，经济缓慢回落

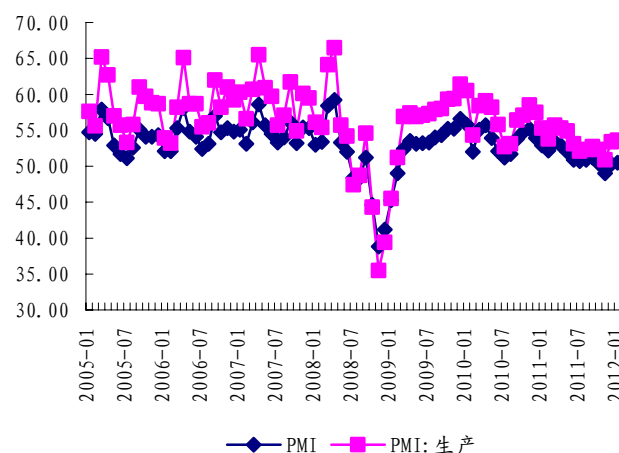
1~2 月工业增加值增速为 11.4%，较之去年全年大幅下滑 2.5 个百分点。其中重工业增加值跌幅较大，较之去年全年下挫 3.4 个百分点，轻工业表现相对平稳，较之去年全年仅下跌 0.3 个百分点。

图 1：工业增加值下行



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 2：PMI 环比回升



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

2 月工业增加值的下滑，基本确立了经济仍在回落周期的判断，但近期令市场比较纠结的是 3 月 PMI 的表现靓丽。3 月 PMI 不降反升，较之 2 月环比上行 2.1 个百分点，且新订单指数大幅上升 4.1 个百分点。

我们认为，3 月 PMI 的靓丽表现，不宜过于乐观，并不能由此判断经济已经

见底回升。

首先，由于春节后的复工因素，历史看 3 月较之 2 月 PMI 历来有回升，且历史均值为 3.19%。可见，本年度 3 月 PMI 虽然环比也有回升，但回升幅度明显小于历史均值水平。即使考虑到今年春节是在 1 月份，但 2 月 PMI 回升幅度也仅 0.5，两者加总，仍旧小于历史均值水平。

其次，从库存周期的演绎来看，虽然原材料库存指数自去年 12 月份连续 4 月回升，确立了新一轮原材料库存回补周期，但近两月我们看到产成品库存指数开始重现拐头向上，说明当前的原材料库存回补周期进展的并不顺利，下游需求尚未完全消化新近原材料转化成的产成品。

图 3：3 月较之 2 月 PMI 回升幅度

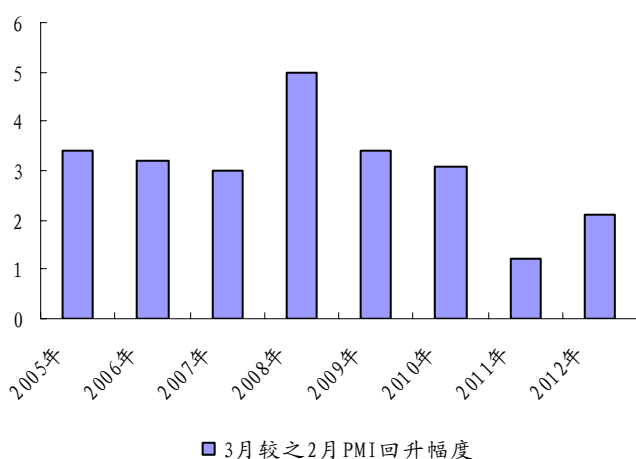
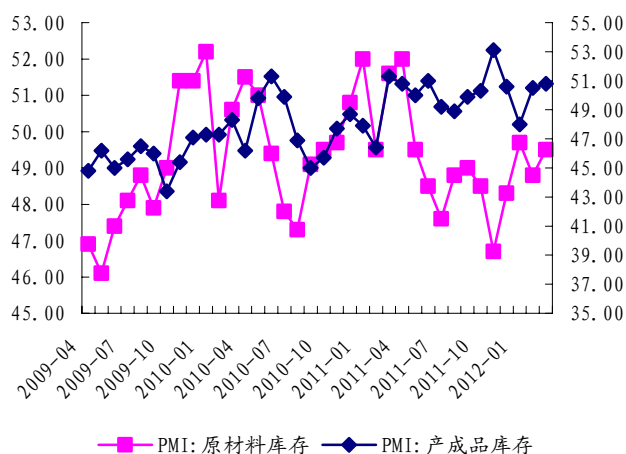


图 4：库存周期反复

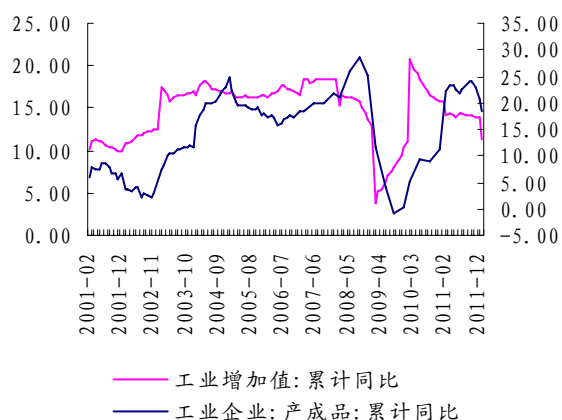


资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

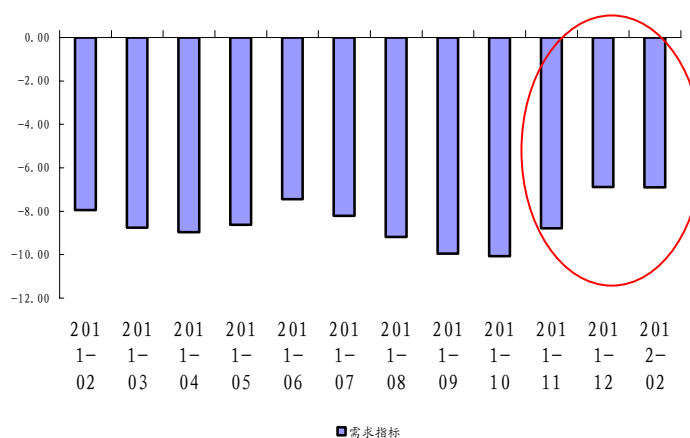
从工业企业经济效益中的数据来看，当前工业体系仍处于主动去库存阶段的初始阶段，去库存时间较短，且当前库存水平仍高于历史均值，而从需求指标来看，当前需求回升力度较为微弱，且存在反复，这都加大了工业体系进一步去库存的概率，从而经济仍有一个惯性下滑的过程。

图 5: 经济仍出于主动去库存



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 6: 终端需求不振



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

最后, 从我们跟踪的几个中观行业的表现来看, 如钢铁、水泥等, 行业景气并未明显回升, 也说明了当前实体经济的复苏进程较为缓慢, 弱于预期, 不排除经济 2 季度继续探底的可能。

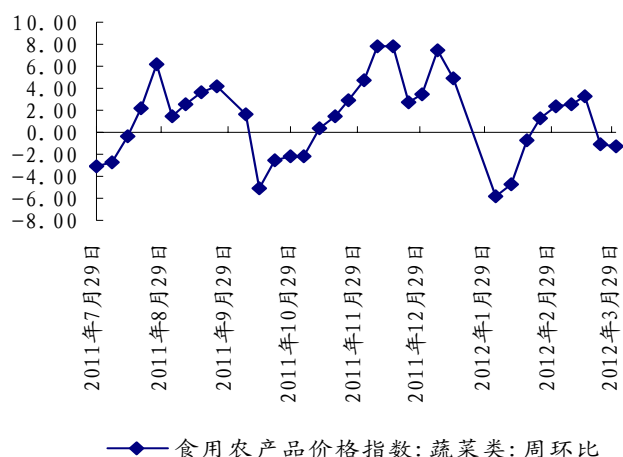
1.2 通胀短期有干扰, 但中期无忧

对于经济周期的另一维度——通胀, 虽然短期有干扰, 但不改其下滑趋势。

3 月 CPI 再度上行, 为 3.6%, 但这主要是受 3 月蔬菜价格环比大幅上涨所致, 但蔬菜价格的走高主要是天气因素, 并不具有持续性, 随着天气转暖, 蔬菜供应增加, 价格有一个自然回落的过程。

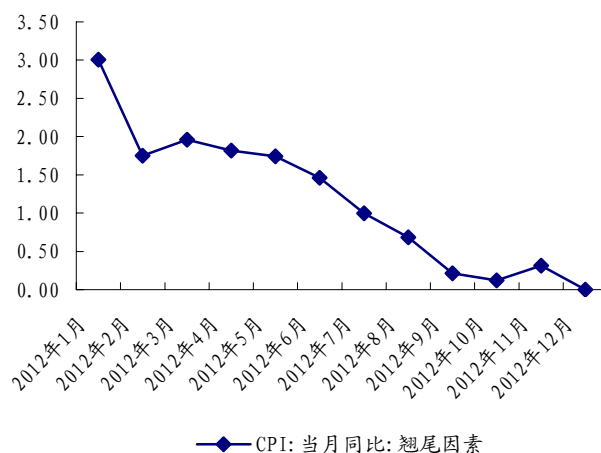
通胀走势归根到底取决于经济需求, 由于经济仍在回落, 下游需求萎靡, 并不支持通胀水平的大幅走高。另外从基数效应看, 自 4 月开始, 翘尾因素逐步下滑, 从而也支持通胀水平的逐步回落。

图 7: 蔬菜价格上涨助推 CPI



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 8: 3 月之后 CPI 翘尾因素逐步减弱

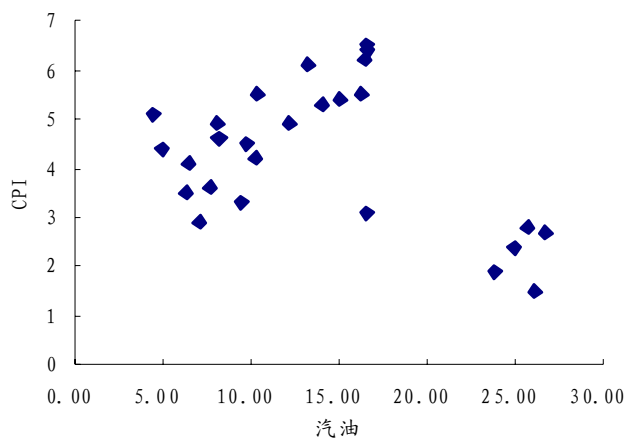


资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

近期市场对通胀的担忧在于高油价。3 月 20 日, 国内汽柴油价格每吨上调 600 元, 远超此前市场机构预测的 400 元每吨左右的水平, 也创下了自 2008 年以来第二大涨幅。市场担忧高油价可能会抬高通胀水平, 但我们认为问题不大。

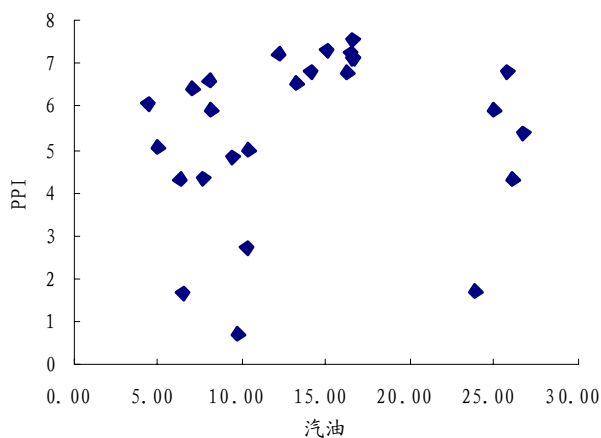
首先, 原油价格对国内 CPI 的冲击并不明显。历史数据看, 汽柴油价格与 CPI、PPI 的相关度较差, 并无明显线性关系, 回归模型显示拟合优度均在 0.2 以内。原因在于: 中国能源消费中, 煤炭与天然气是主要构成, 燃油权重较小; 成品油上调沿产业链向下传导对 PPI 的带动, 在需求萎靡之下, 并不顺畅。另外, 此次成品油的上调, 伴随石油价格补贴机制的实施, 起到部分对冲作用。

图 7: 汽油价格与 CPI 弱相关



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 8: 汽油价格与 PPI 弱相关

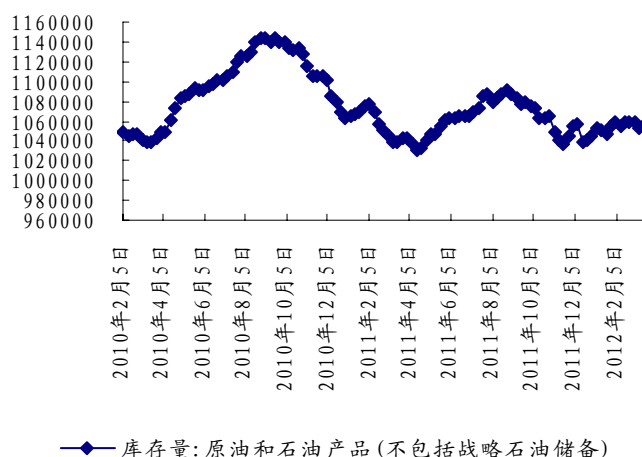
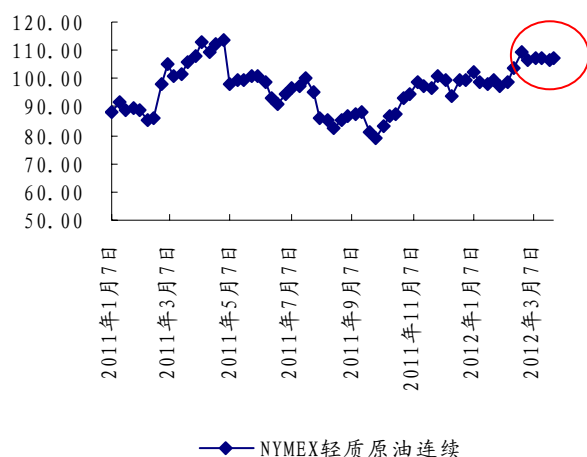


资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

其次, 未来国际原油价格近期以震荡回落为主。原油价格影响因素主要有三: 地缘政治、流动性以及需求。地缘政治方面来看, 伊朗外长萨利希 3 月 28 日表示长期停滞的伊朗核谈判将在今年 4 月 13 日重启, 虽然伊朗问题仍旧悬而未决, 且美国和以色列目前都没有排除打击伊朗的可能性, 但美国此前表示仍将致力于通过外交途径解决问题, 预计战争爆发可能性不大, 地缘政治对油价冲击的效力预计会有所减弱; 流动性方面, 虽然全球流动性仍旧宽松, 但 3 月 27 日欧洲央行管委会成员、斯洛伐克央行行长马库赫表示, 欧元区初步显露出乐观迹象, 如果状况未有改变, 预计不会推出第三轮三年期长期再融资操作 (LTRO)。美国 QE3 虽然因为伯南克讲话, 市场对其推出预期一度重燃, 但仍有诸多不确定性, 因而预计流动性方面对原油的进一步支持动力也在减弱; 需求方面, 美国 3 月谘商会消费者信心指数降至 70.2, 预期 70.3; 对未来六个月经济活动预期的预期指数降至 83.0, 上述指标暗示市场对通胀水平的担忧加剧, 体现油价上升对需求影响剧烈, 而从最新公布的 IEA 原油库存数据看, 原油库存开始低位攀升, 也对原油价格的进一步上行形成压力。综上所述, 我们认为 4 月原油价格上行动力不强, 做空动能却在集聚。

图 9: 原油价格高位震荡

图 10: EIA 原油库存低位攀升



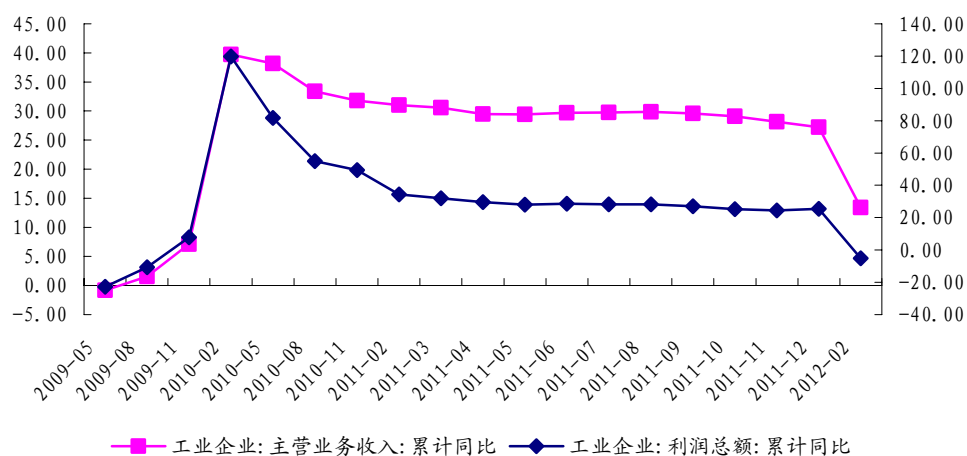
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

1.3 经济处于衰退期, 2 季度权益市场配置环境并不乐观

综上所述, 我们认为当前经济仍处于衰退后期, 2 季度经济不排除继续同比下行的可能, 传导至 A 股上市公司, 盈利能力可能受到较大冲击, 正如 1~2 月工业企业经济效益数据所反映的, 工业企业利润增速自 09 年 11 月以来首现负增长。

图 11: 工业企业利润大幅下滑



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

我们认为 2 季度 A 股市场不具备大幅上行动力, 但考虑到政策仍在预调微调,

而资本市场的制度建设也在逐步推进，结合我们 2 季度策略的观点，我们认为 2 季度 A 股市场以震荡为主，向上动力不强，但大幅杀跌的概率也不大。

2. 周期股，机会欠佳，减配为主

2 季度周期性行业的投资价值较之 1 季度显著下降。这主要源自经济弱复苏的预期被证伪，经济仍在下滑所致。

中观行业层面的表现也验证了我们对经济仍在衰退期的判断。

2.1 钢铁、水泥表现验证宏观经济的下行趋势

钢铁行业的景气变化与宏观经济最为密切，且两者基本是同步的。

3 月钢铁价格小幅反弹，主要归因于春节后下游复工的季节性因素所致，但反弹力度仍旧较弱，且从吨钢毛利来看，伴随上游铁矿石价格的同比上扬，吨钢毛利并未由于钢价上升而显著改善，钢企盈利能力仍旧不高。

从社会库存来看，伴随下游需求的环比改善，社会库存开始高位下移，但下行速度较慢，且从库存绝对量来看，仍在高位，彰显下游需求复苏仍旧疲弱。

图 12：吨钢毛利并未显著改善

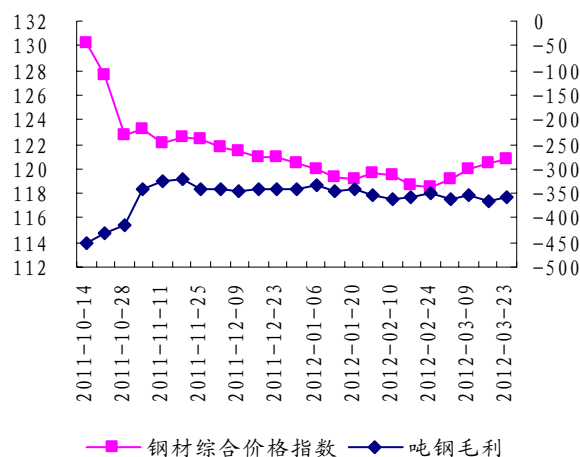
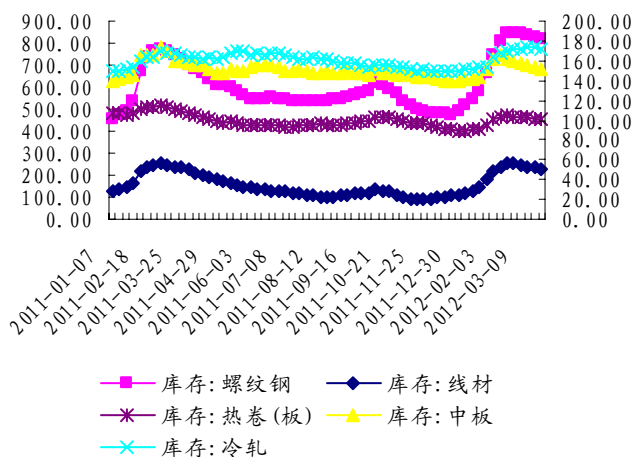


图 13：社会库存仍在高位



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

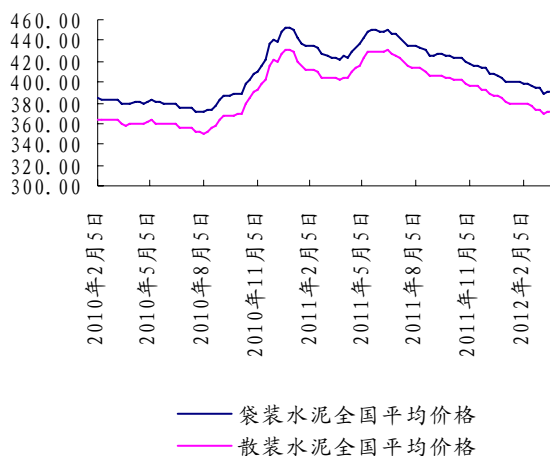
资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

水泥行业基本以销定产，且联结基建、房地产两大终端需求，故其价格表现能较好反映下游需求变化。

3 月水泥价格仍在下行，只是下行幅度有所收窄，这主要是受西北地区价格上涨所致，一是天气转暖，需求陆续增加，二是前期冬季价格较低，企业盈利空间较小，所以随着需求陆续上升主导企业价格适当回调。但较具有表征意义的华

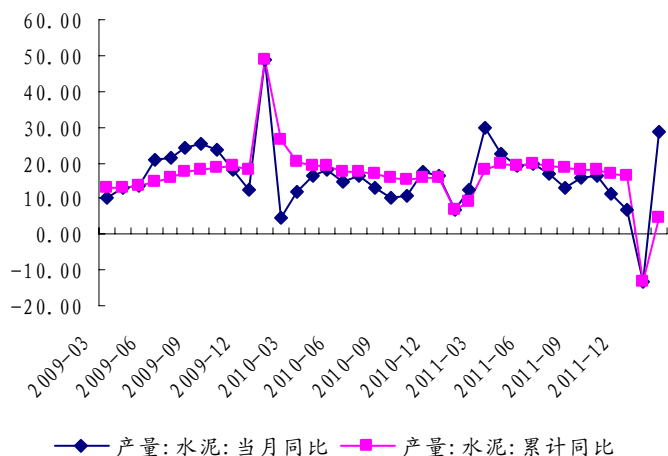
东地区水泥价格仍旧低迷，多数地区再次迎来阴雨天气，需求难以提振，市场成交清淡。从产量上来看，2月同比增速大幅回升，但主要是受春节错位影响所致，1~2月累计增速仍在低位，同比仅增长4.82%，较之去年全年16.72%的增速大幅回落。

图 14: 水泥价格小幅回升



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 15: 2 月水泥产量增速回升



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

2.2 终端需求尚未明显启动

周期性行业与固定资产投资密切相关。从行业构成上看，固定资产投资主要由房地产投资、基建投资与制造业投资三者构成。

2.2.1 房地产，销量虽环比回升，但高投资增速或难以维系

1~2月房地产开发投资增速为27.8%，较之去年全年仅回落了0.1个百分点，似乎意味着地产投资并未像之前预期的那么差。然而我们认为1~2月的地产投资平稳，可能主要源自保障房的贡献。去年保障房的集中建设主要始于下半年，上半年尤其是两会之前，地方政府对于保障房进程的推进并未给予充分重视。但经历了去年之后，今年地方政府已经充分认识到保障房建设已上升为政治任务，而中央财政上也给予大力资金支持，因此今年全年保障房的建设较之去年在各月份应会明显平滑，也由此导致了今年1~2月份的地产投资看上去并不差。

不过，地产投资高增速能否维系，关键取决于商品房的销售状况，后者对其具有明显的领先作用。虽然年初以来各地商品房销售在房价下行、贷款利率优惠导致的刚需释放带动下，有回暖迹象，但仅是环比改善，从同比来看销量仍处于下滑之势，而商品房库存仍处在高位，由此我们认为前两月地产投资增速的高位

运行难以延续。实际上，我们看到更能代表商品房投资状况的住宅类投资增速并未跟随整个房地产开发投资增速保持平稳，而是逐步下行，1~2月住宅类投资增速仅23.2%，较之去年全年大幅下滑8个百分点。

图 16: 1~2 房地产开发投资平稳

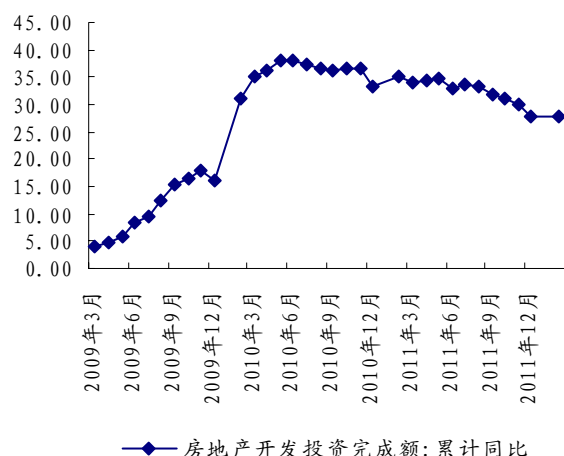
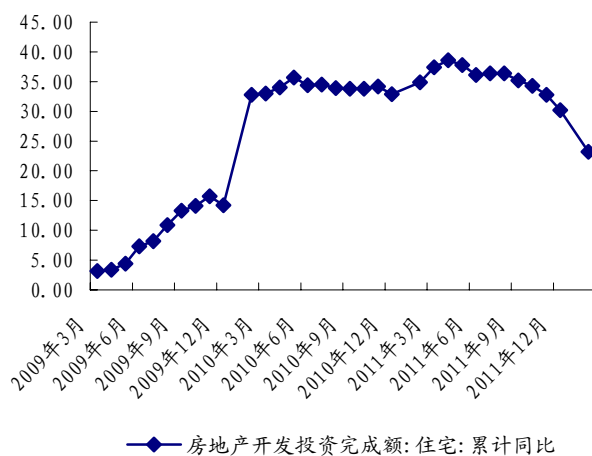


图 17: 住宅类投资增速仍在同比下行



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 18: 一线城市 1 季度房地产销售环比改善

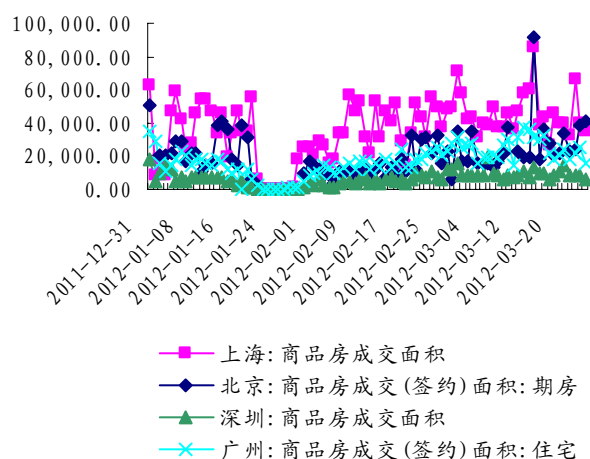
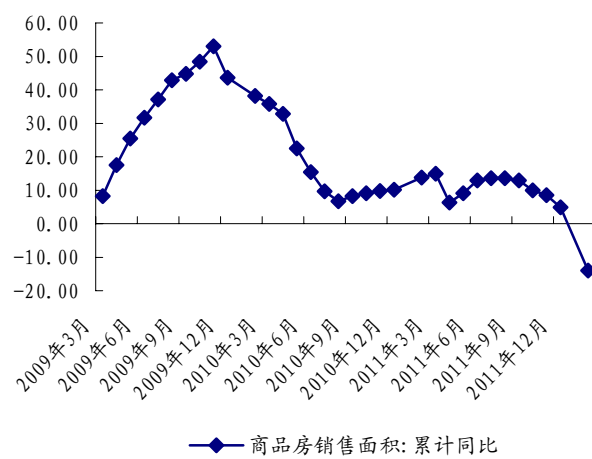


图 19: 商品房销售同比增速仍在下滑



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

2.2.2 基建投资仍旧尚未全面启动

1~2月基建投资仍未放量，增速继续下滑，已是负增长。从分项数据看，基建投资的下滑，主要源自交运仓储投资的疲弱。

铁路投资是交运仓储中的主要构成，也正是铁路投资的下滑拖累了整个基建

投资的回升。1~2月铁路基本建设投资累计完成额为207.97亿元，较之去年同期大幅下滑67.52%。铁路投资增速的大幅下滑，一方面源自去年较高基数，另一方面则受制于铁路建设的资金瓶颈。不过，12年全国铁路工作会议上，铁道部表示将积极拓宽铁路建设资金筹措渠道。2月15日国务院常务会议中，也明确提出鼓励民间资本进入铁路领域。随着铁道部改革及投资主体的多元化推进，资金紧张问题会逐步缓解，铁路投资增速大幅下滑态势也会得以趋缓，但全年基本建设投资4000亿元的规划，也决定了全年看铁路投资增速较之去年仍是下滑的。

图 20: 基建投资下滑

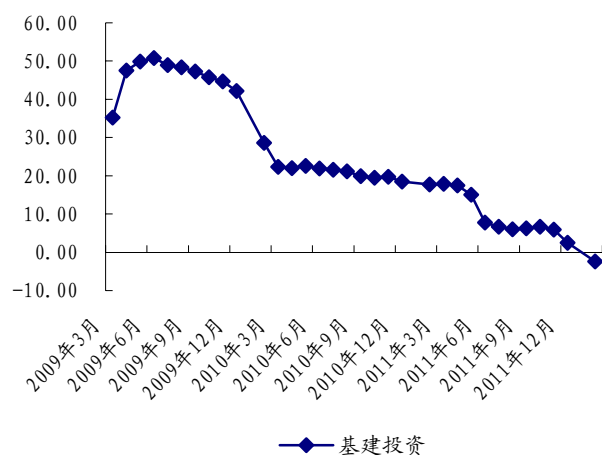
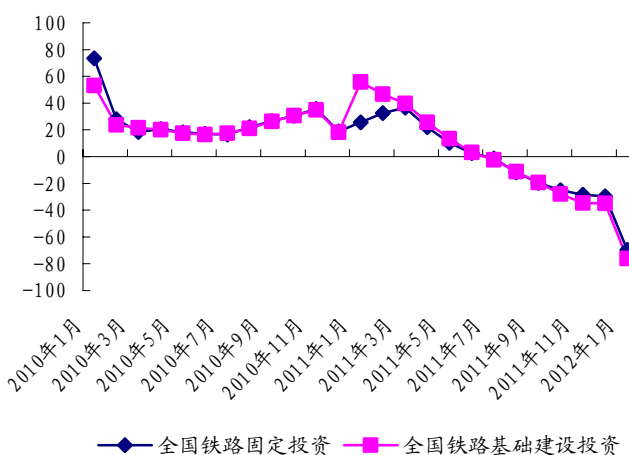


图 21: 铁路投资负增长

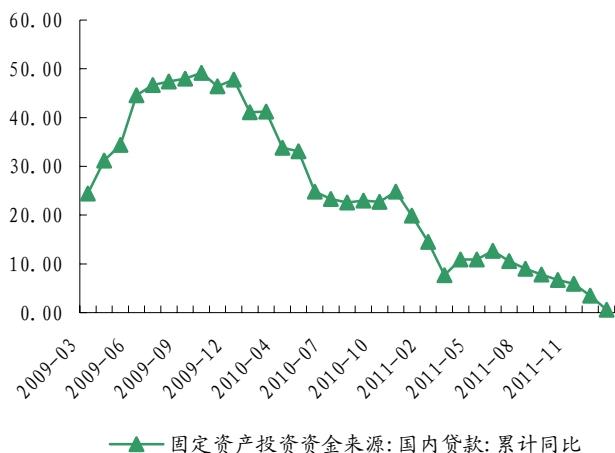


资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

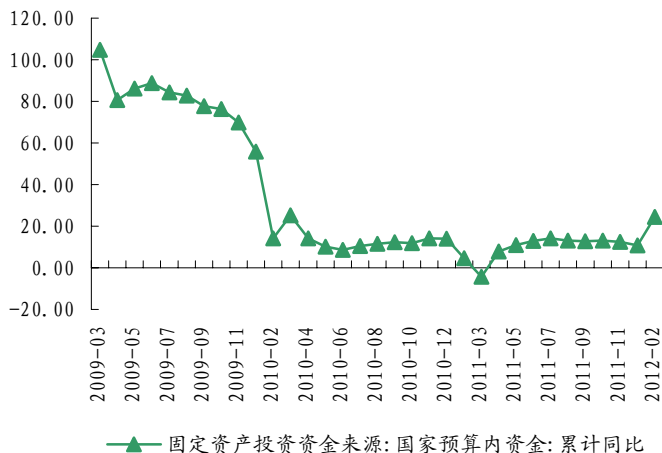
基建投资的迟迟未见启动, 我们认为原因有二: 首先, 十二五期间调结构成为政府工作的重要导向, 中央投资更多投向民生工程, 而传统的以直接拉动经济增长为目的的基建投资如铁路、公路与机场港口的地位逐步下降。我们看到1~2月固定资产投资中, 国家预算资金增速实际上大幅上行的, 但基建投资并未放量, 这一反一正恰好说明中央投资的导向已经开始明显变化。其次, 基建投资增速的持续下滑还源自资金迟迟不能到位, 新开工项目跟不上密切相关。传统基建投资较大程度依赖信贷投入, 地方融资平台在基建投资中占据主导地位, 但受制于银行系统对地方融资平台风险的担忧, 这一去向的信贷投放迟迟未见放量, 也由此导致整体1~2月固定资产投资资金来源中, 信贷增速仍在下滑。

图 22: 贷款增速持续走低



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 23: 预算内资金增速大幅上升



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

2.3 上游资源品, 2 季度煤飞色舞难以再现

前期市场反弹中, 煤炭、有色充当领头羊, “煤飞色舞”甚是靓丽, 背后反映的恰是对 1 季度经济弱复苏的预期。

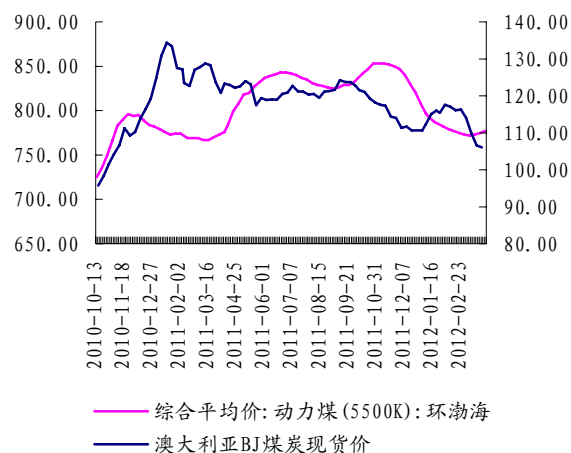
当预期被证伪, 2 季度资源品的靓丽表现难以再现, 而行业本身的景气运行, 也不支持资源品行业的再度兴起。

2.3.1 煤炭, 价格虽有支撑, 但股价靓丽难现

对于煤炭价格, 未来我们并不悲观, 至少在 4 月我们认为煤价依然是有支撑的, 首先, 4 月进入开工旺季, 需求环比继续改善, 尤其是电厂耗煤量回升, 库存存在同步下降; 其次, 4 月 3 日至 4 月 27 日大秦铁路检修, 运力紧张改善煤炭供需结构, 供给层面也对煤价形成支撑。最后, 港口库存从前期 800 万吨回调至 700 万吨水平, 国内沿海海运费连续上行, 均对煤价形成支撑。

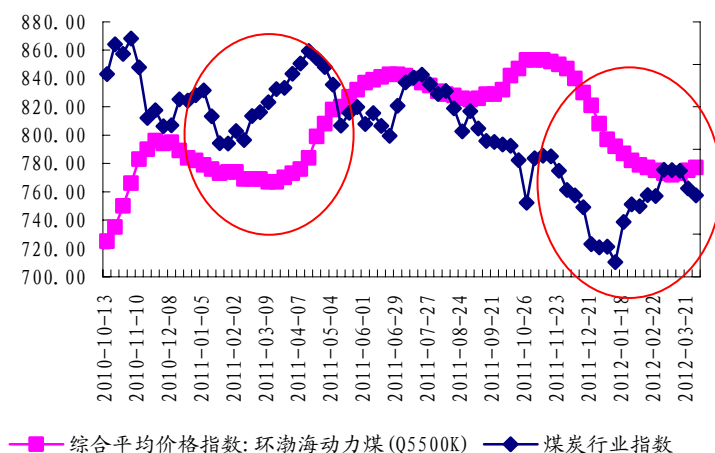
不过, 从煤炭行业的表现来看, 股价往往领先于煤炭, 这主要是预期的作用。考虑到受制于宏观经济的景气依然下行, 下游需求疲弱, 未来煤价难以再有超预期的表现, 从而对于煤炭行业, 二级市场上的投资价值较之 1 季度也显著下降, 行业整体难有靓丽表现。

图 24：动力煤价格企稳回升



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 25：煤炭股价领先煤炭价格



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

2.3.2 有色金属，价格疲弱，拖累股价

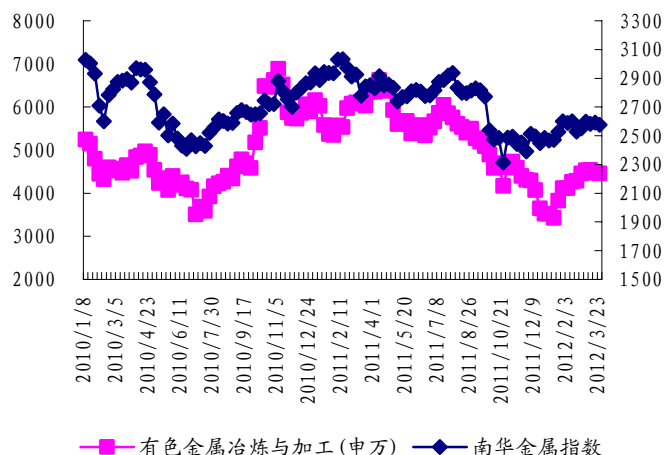
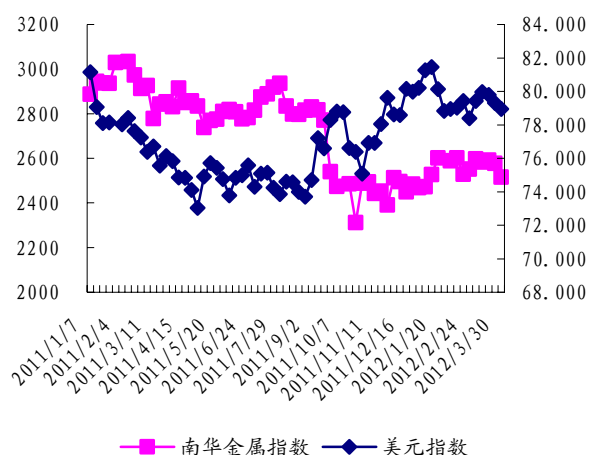
对于有色金属，历史看，期货价格与股票价格走势趋势上基本同步，因为两者都反映的是未来预期的变化。因此，有色金属行业未来投资机会如何，很大程度上取决于对基本金属价格的预期。

我们认为，基本金属价格的涨跌取决于其金性与商品两大属性。金融属性上看，基本金属走势基本取决于美元走势。而我们认为，4 月美元价格有望重拾上升趋势。首先，美元的走强源自美国经济的温和复苏，虽然 3 月非农就业人数仅 12 万人，大幅低于市场预期，但失业率仍是下降的，再结合其他数据表现，如消费者信心指数、房屋销售情况，美国经济的持续复苏仍是可期的。其次，美元走强源自弱势欧元的比价效应，欧元区的利空有二，一是欧债危机阴霾不散，继希腊问题阶段性缓解之后，市场寻找西班牙、葡萄牙等下一个“希腊”的情绪不减。花旗集团警告称，西班牙年内可能被迫债务重组。西班牙央行 3 月 27 日也表示，西班牙经济正遭受 2009 年以来的第二次衰退，这一局势的进展将阻碍该国政府在准备今年预算时重组公共财政的努力。3 月 27 日葡萄牙央行发布春季报告下调对该国经济的预期，称出口下滑以及私人消费降幅扩大将导致今年经济萎缩 3.4%，而该行去年冬季报告中对今年经济的预期为萎缩 3.1%。二是欧元区自身经济疲弱，3 月欧元区 PMI47.7，较之 2 月下滑 1.3 个百分点，德法也难逃经济下滑厄运，分别下滑 2.1 个和 2.4 个百分点。

商品属性上看，国内基本金属经历前期大幅补库存之后，后续走势取决于下游需求的恢复状况，但中观行业的表现来看，似乎需求复苏进程要慢于往年，旺季不旺特征明显，因而需求层面也不支持有所金属价格的走强。

图 26: 金属期货价格高位震荡

图 27: 有色股价与期货价格基本同步

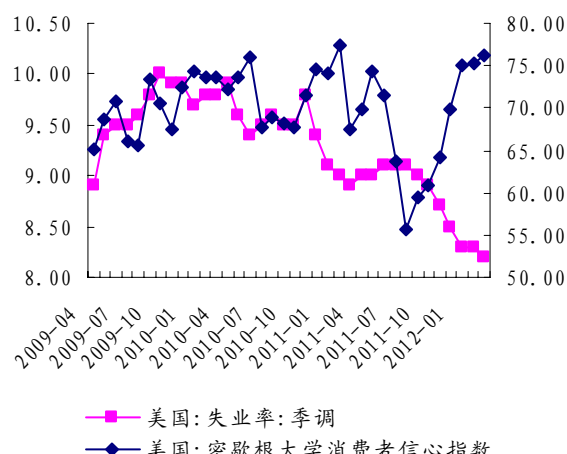
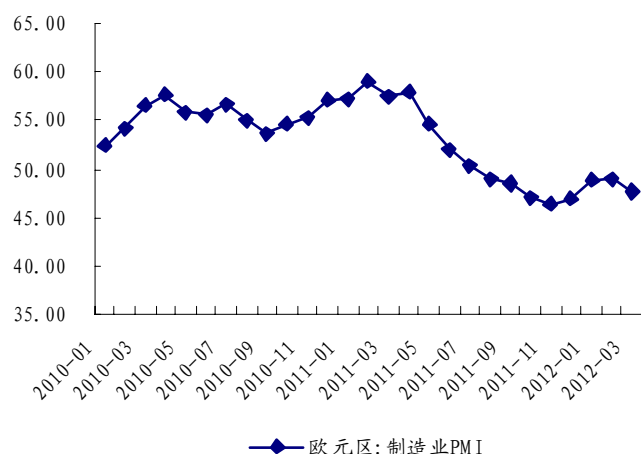


资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 28: 欧元区拐头向下

图 29: 美国失业率稳步下降



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

3. 成长股，主题投资，精选为上

周期股的难以起色，决定了 2 季度 A 股难有大级别行情，震荡市下，成长性行业是主要的投资标的。但成长股琳琅满目，鱼龙混杂，行业精选成为必需。从自上而下的角度，我们推荐关注以下几条线索。

3.1 部分基建投资提速，关注相关受益行业

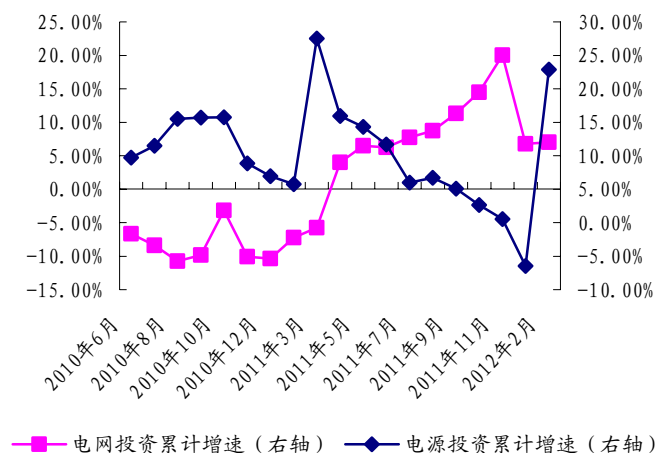
不过，基建投资也并非全无亮点，部分符合民生与结构转型导向的基建投资，如电力投资以及通讯行业投资的我们看到了明显加速，这也是周期性行业中我们认为为数不多的 2 季度投资机会。

3.1.1 水电投资加速，关注相关受益板块

前两月电力、燃气与水的生产与供应业投资显著放量，增速达到 14.82%，明显高于去年 3.8% 的增速。

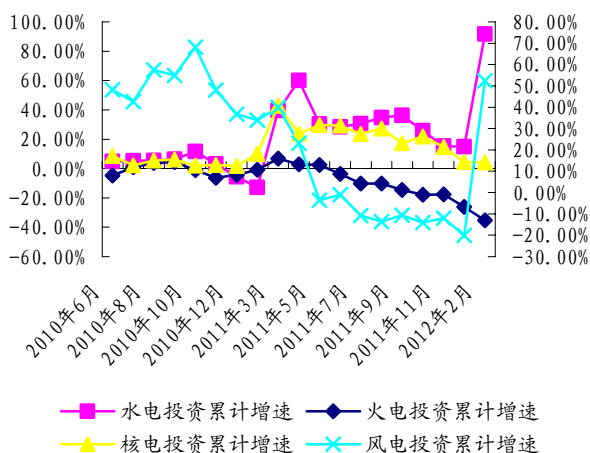
电力投资尤其是电源投资的大幅增长是主要原因。其中火电企业受制于盈利能力不佳，经营困难，企业再投资意愿较差，投资仍旧不振，但水电受益于国家农田水利建设的力度加大，年初以来投资明显加速，前两月增速高达 91.76%。3 月七部委又联合发布了《关于进一步做好水利改革发展金融服务的意见》，把水利投资为未来基础设施优先发展领域。另据《中国证券报》报道，发改委日前核准了大渡河、金沙江流域 5 个大中型水电项目，项目累计装机达 580 万千瓦，动态总投资超过 600 亿元。可见，水电发展的思路已从犹豫不决转为坚定不移，国务院总理温家宝 3 月 5 日在十一届全国人大五次会议做政府工作报告时表示“积极发展水电，提高新能源和可再生能源比重。”政府工作报告为今年水电全面建设定调，电源总量缺口和非石化能源发展目标成为发展水电的重要动因。而根据能源局的规划，今年将核准 2000 万千瓦，目前 5 个大型水电项目仅完成任务的 1/4，后续水电投资仍有较大空间。

图 30: 电力投资提速



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 31: 水电投资大幅增加



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

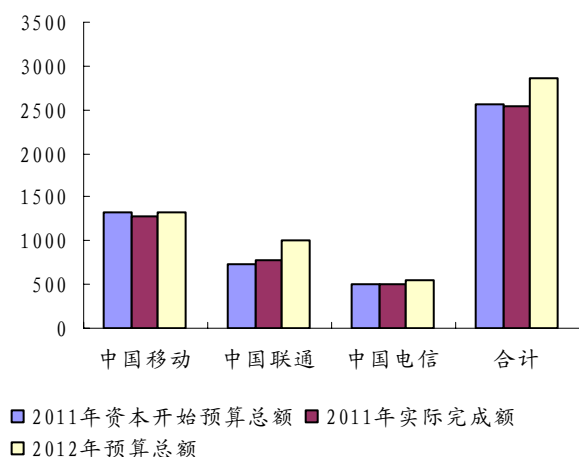
水电投资的加速，直接利好水电工程施工与水电设备公司，但此类上市公司市值往往较大，在震荡市下股价弹性可能不足，我们更倾向于同样受益于水电建设提速，二级市值相对较小，股价弹性较大的混凝土管道类上市公司。

3.1.2 宽带中国战略提速，关注光通讯产业链

4 月 1 日，工信部正式对外印发《实施宽带普及提速工程意见》，明确提出 2012 年的主要目标：1）增强宽带接入能力，新增光纤到户（FTTH）覆盖家庭超过 3500 万户；2）总体提升我国固定宽带用户的接入速率，使用 4M 及以上宽带接入产品的用户超过 50%，降低单位带宽价格；提高固定宽带家庭普及率，新增固定宽带接入互联网家庭超过 2000 万户；3）扩大公共热点区域无线局域网覆盖规模；宽带应用进一步推广和普及。这标志着中国宽带网络进入大提速阶段。

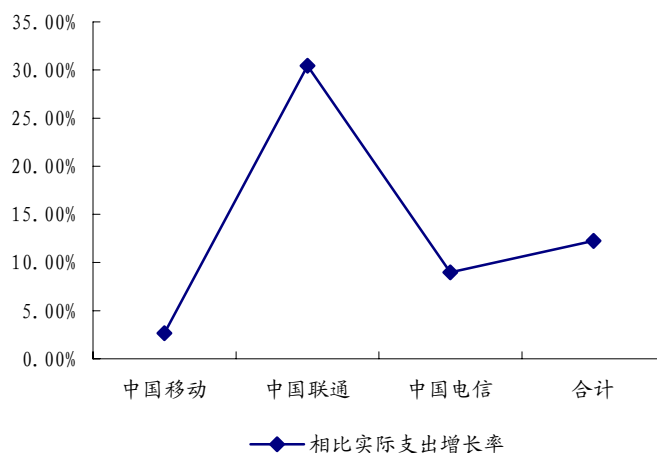
在国家宽带战略的导向下，2012 年三大运营商宽带投资有所加快。根据三大运营商年报披露情况，2012 年资本支出投资计划为 2859 亿元，同比增长 12%，而 2011 年资本支出为 2548 亿元，同比 2010 年是下降 -3.7%。尤其是中国联通 2012 年资本开支大幅增长 30.4%。从投资结构明细来看，三大运营商对光纤宽带网络的投资均有加大。其中，中国移动传输网投资额度大幅提高 48.5%，中国联通传输网投资增长率高达 66.2%，中国电信亦将投资主要用于拓展宽带业务。

图 32: 电信运营商 2012 年资本支出增加



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 33: 三大运营商 2012 年资本支出增速



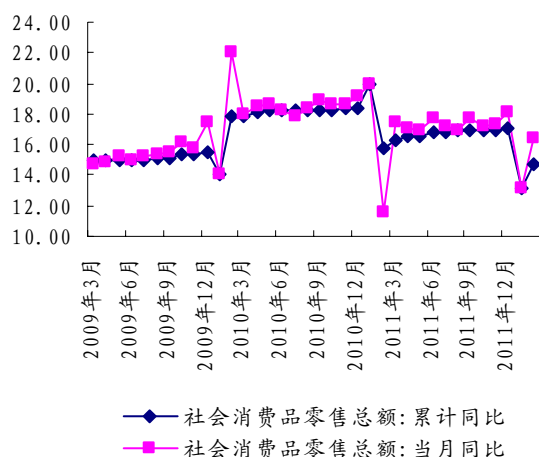
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

宽带提速工程将继续推升光通信行业景气度, 从而全面利好光通信板块。我们认为, 从受益程度而言, 光系统设备将是宽带提速的最大受益行业, 而光器件、配线、光纤光缆、双向改造等相关细分行业厂商也会从中受益。

3.2 消费促进月, 精选消费子行业

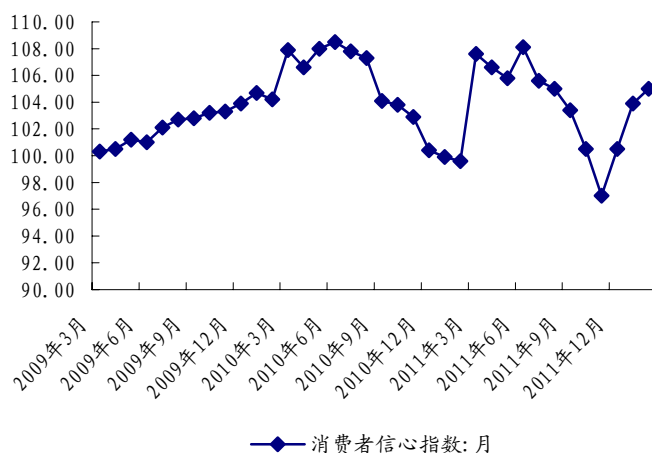
建议关注消费品。首先, 我们判断经济仍旧下滑, 相比于强周期性行业, 消费行业的业绩相对稳定。预计 1 季度业绩将分化明显, 化工、机械设备等周期行业 1 季度业绩可能将负增长, 而食品饮料、中药等消费品行业的业绩增速可能仍旧较高。虽然受制于经济下滑以及通胀下行影响, 1~2 月社会消费品零售总额增速下滑, 但从微观调研情况看, 三月消费出现企稳的迹象, 销量符合预期的占比上升, 且下个月环比继续回升概率较高。且从消费者信心指数来看, 从去年 12 月以来是连续回升的, 这也有利于国内消费的逐步企稳回升。

图 34: 消费增速走低



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 35: 但消费者信心持续回升



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

其次，从估值溢价的角度看，1 季度经历周期性行业的大幅上涨之后，消费股相对于周期股的估值溢价普遍回归至均值以下水平，估值压力显著减弱。申万消费/投资估值历史均值为 1.78，当前值为 1.55，中信消费/周期估值均值水平为 1.82，当期值为 1.7，均小于历史均值水平。

图 36: 消费估值溢价回落



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 37: 消费估值溢价回落



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

最后，关注消费品还在于短期的政策刺激效应。商务部近日发布《2012 年全国消费促进月活动方案》，推出首个消费促进月，以“守诚信、促消费、倡低碳、

惠民生”为主题，组织全国各地举办相关活动，活动时间为 2012 年清明节至劳动节期间（4 月 2 日-5 月 4 日）。活动将围绕五大主线展开——便利消费、实惠消费、热点消费、循环消费、安全消费，营造全国范围内上下联动的促消费环境和氛围。

结合行业层面，消费品行业中，我们建议重点关注品牌服装与家具。

3.2.1 品牌服装，受益消费升级，且订单增速符合预期

消费升级趋势带动下，品牌服装销量的稳步增长是长期趋势。2011 年全国重点大型百货商场服装类零售额增速为 19.61%，限额以上企业服装类商品零售额增速为 24.2%，较之去年均有所下滑。这主要是受 2011 年服装价格上涨过快的压制。进入 2012 年，受益于上游原材料价格压力的减轻，价格上行速度可能放缓，从而有助于服装销量的改善。

图 38：11 年服装销售额增速有所回落

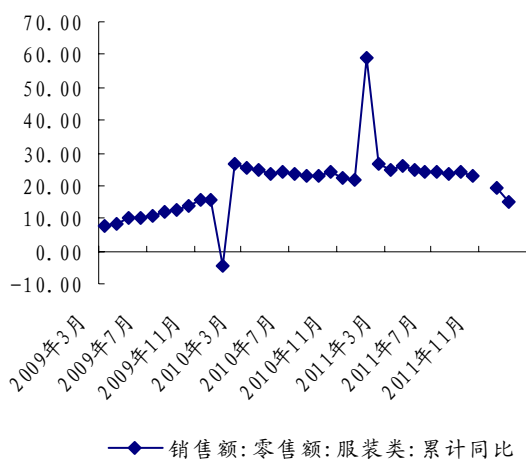
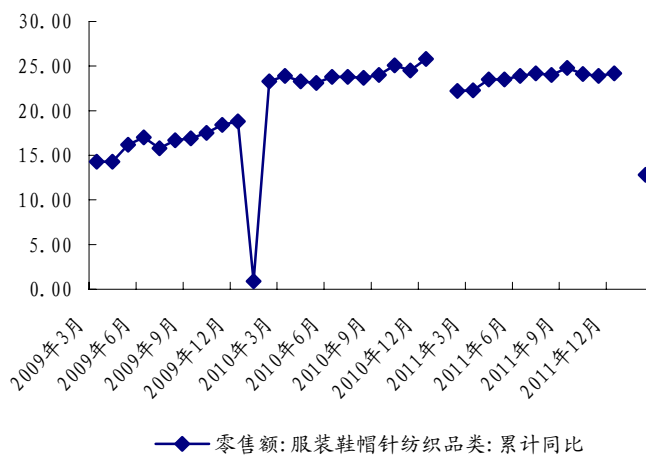


图 39：11 年服装销售额增速有所回落



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

短期看，由于服装在主要消费品需求中的价格弹性较高，最为受益消费促进月的相关系列促销活动。其次，从秋冬订货会情况看，品牌服装尤其是男装的订单情况基本符合预期，龙头企业如七匹狼订单增速超 30%，九牧王增速 20%左右，仍，业绩稳定高增长仍旧较有保证。

3.2.2 家具，受益国内政策刺激与美国经济复苏

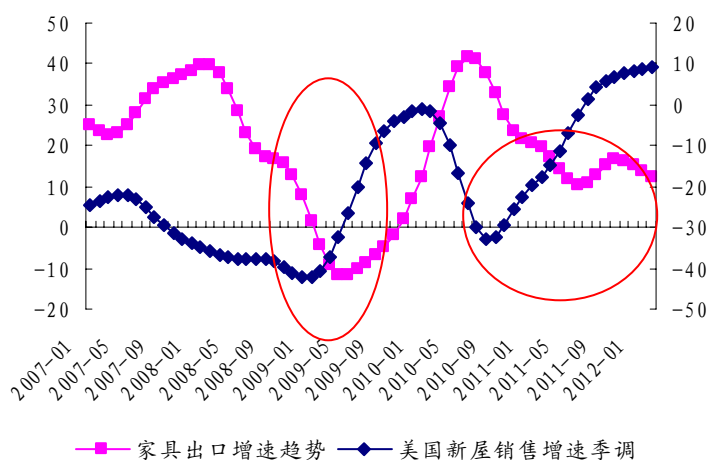
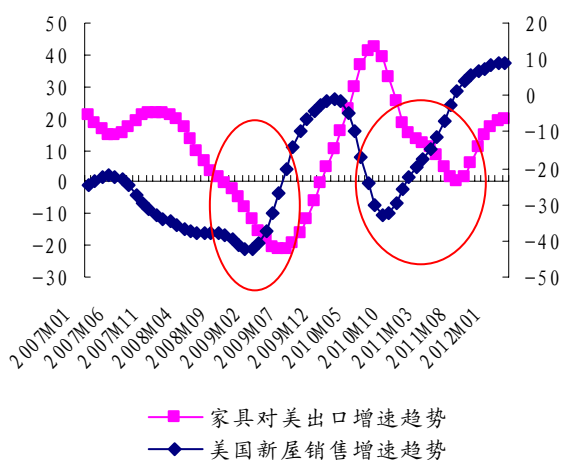
推荐配置家具行业。原因有二：国内来看，今年 2 月北京一些卖场探索开展“家具以旧换新”工作，天津也于 3 月 10 日在居然之家开展了“家具以旧换新”

试点。3月15日，商务召开例行发布会，新闻发言人沈丹阳在发布会上表示，关于家具以旧换新的政策，现在地方商务部门在做试点和推进，商务部对此持积极的支持的态度，如果试点效果较好，有可能在全国进行推广。我们认为，家具以旧换新是继家电、汽车以旧换新后的又一重要刺激消费政策，倘若日后能在全中国推广，无疑对拉动家具销售具有较大刺激作用。根据业内人士测算，倘若以家电以旧换新经验，将能额外拉动家具约15%的终端消费，家具内销增长率将能达到35%。

国外方面看，我们建议关注家具行业在于美国经济温和复苏对国内家具行业的拉动作用。美国是中国家具主要出口地，占中国家具销售的22%左右。历史看，美国新屋销售增速对中国对美家具出口具有显著的领先左右，以2009年为例，美国新屋销售于2009年2月企稳回升，同年7月中国家具出口增速开始回升。即使考虑整个家具出口增速，最据领先意义的仍旧是美国新屋销售增速。

图 40: 美国新屋销售领先中国对美家具出口

图 41: 美国新屋销售领先中国家具出口



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

4. 稳定性行业，关注银行与公用事业

震荡市下，做好防御是必要的。2 季度我们推荐配置经典防御性行业，即银行与公用事业。

4.1 银行，短期负面冲击，但中期影响不大

清明节后的两个交易日，银行股走势明显弱于大盘，尤其是4月5日普涨行

情下，银行股成为唯一收阴板块，这主要是受节日期间，温总理调研时明确指出“国内少数几大家银行处于垄断地位，中央已统一思想要打破银行垄断”的利空因素影响所致。

我们认为，这一定调短期确实会对银行股形成冲击，盘面上确实我们已看到这一反映，但银行业的破除垄断，乃至利率市场化均是长期建设过程，中期看对银行业的冲击并不大。

我们依然认为银行业在弱势行情下的防御价值不容忽视。首先，管理层多次指出蓝筹股具有罕见的投资价值，而纵观 A 股各大类行业，银行股的低估值是有目共睹的，目前银行股的静态估值不到 7 倍，显著具有估值优势；其次，银行股具有类债券的属性，分红收益是银行股的一大特色。根据已在 2011 年年报中披露分红预案的银行股情况看，按照 4 月 6 日收盘价计算，平均股息率为 3.83%，而四大行的平均股息率更是高达 4.96%，即使扣除税收因素，仍旧远高于 1 年期定期存款利率。基于此，我们认为通胀回落之下，投资者要求的回报率有所降低，银行股的高股息率为股价提供了较高的安全垫，投资价值值得关注。

图 42：银行股 PE 处于低位

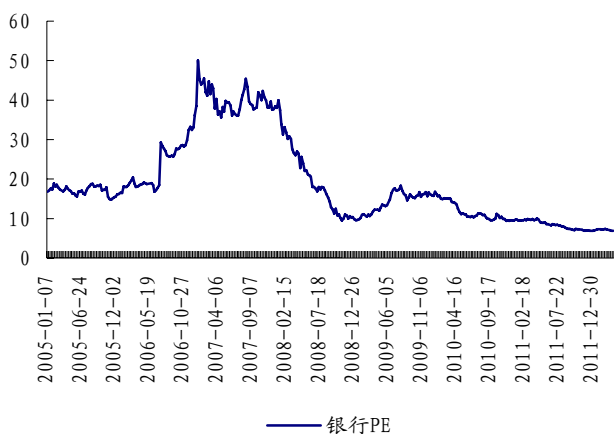
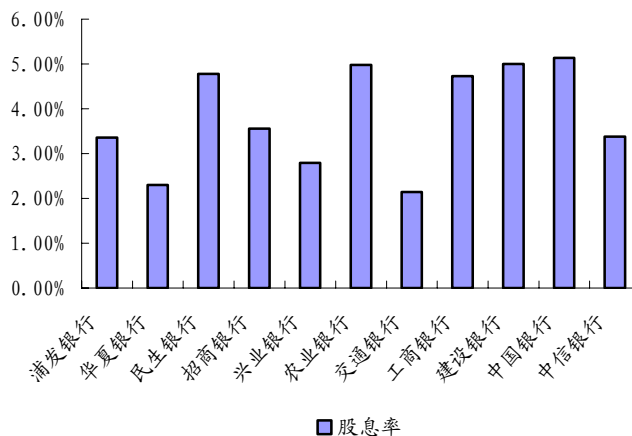


图 43：银行股股息率较高



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

4.2 公用事业，资源价格改革的正面刺激

温总理在今年的政府工作报告中明确指出，要“深化价格改革”，其中涉及电、成品油、天然气、水资源等多个领域。3 月下旬，国务院又同意并批转国家发改委《关于 2012 年深化经济体制改革重点工作的意见》，其中明确提出“深

化资源性产品价格和环保体制改革”，主要任务包括：推进电价改革，择机推出成品油改革，合理制定和调整水资源费征收标准，开展碳排放和排污权交易试点。

公用事业相关个股，如电力、燃气类较为缺乏弹性，是典型的防御性行业。二季度通胀处于下降通道，但开始接近底部区域，三季度或将出现反弹压力。因此，从理顺资源价值并推动经济转型的角度来看，二季度将出现资源价格改革的时间窗口，从而对公用事业股价形成正面刺激，进一步强化其在弱势环境下的防御属性。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。