



从行业轮动到行业精选

——2012 年下半年行业配置报告

证券研究报告——行业配置

发布日期：2012 年 5 月 29 日

张青

执业证书编号：S0730512040002

021-50588666-8040

zhangqing@ccnew.com

联系人：

周楷翔

电话：021-50588666-8030

传真：021-505887779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

●展望下半年，我们认为经济周期有望从当前的衰退末期逐步走向弱复苏，主要驱动因素有二：一是基建投资的对冲，二是出口增速在全球经济的缓慢复苏下有望触底回升。从历史看，在衰退末期，虽然经济仍在下滑，但基于政策放松以及经济企稳的预期，权益市场的配置环境并不差。

●虽然我们认为经济下半年有望复苏，但经济波动的弹性或许有限，这相应决定了基于经典投资时钟理论的行业轮动规律在下半年并不适用，行业配置的首选思路可能是基于政策预期的主题性投资，也即从行业轮动走向行业精选。

●周期性行业，我们建议关注基建投资链条。电力行业尤其是其中的水电投资增速迅猛，可关注水电工程及部分输水管道类上市公司，核电板块存在良好政策预期，可提前布局；铁路投资资金陆续到位，铁路基建及设备板块景气拐点显现；基建投资促使终端需求回升，中游投资品行业如工程机械、水泥板块显著受益，结合行业供给端，可重点关注水泥板块。

●成长性行业，可选思路是紧跟新非公 36 条细则实施进程，并结合行业景气及其他因素进行筛选，建议关注受益于宽带中国战略实施的光通讯子行业；受益于能源领域改革的天然气产业链条；受益于经济结构转型、投资力度加大的节能环保板块，尤其是其中的水处理及固废处理板块龙头企业更符合价值投资理念。

●消费品行业，必需与可选消费建议均衡配置。前者重点关注可能受益于下半年通胀回升的农林牧渔板块，后者重点关注具有典型早周期属性，并受益新一轮节能补贴政策驱动的家电行业。

●大金融板块，银行相对平稳，但从获取超额收益角度，建议重点关注券商与地产行业。

目 录

1.周期演进：从衰退末期走向弱复苏	3
1.1 经济仍在衰退期	3
1.2 从衰退末期走向弱复苏	3
1.3 衰退末期的权益市场配置环境	5
2.弱周期下，经典投资时钟理论或失效	7
2.1 投资时钟，以必要的经济波动为前提	7
2.2 当前经济运行，复苏可期但弹性不足	7
2.3 从行业轮动走向行业精选	9
3 周期性行业：关注基建投资链条	9
3.1 电力投资加速，关注水利水电与核电产业链条	9
3.2 铁路基建，资金陆续到位，行业拐点显现	11
3.3 水泥，需求敏感，直接受益基建投资拉动	12
4 成长性行业：按图索骥，紧扣新非公 36 条	13
4.1 宽带中国战略实施，光通讯行业景气提升	13
4.2 能源领域民间投资开放细则有望推出，关注天然气产业链条	14
4.3 节能环保，开启投资盛宴	15
5 消费品行业，必需与可选的均衡配置	16
5.1 下半年消费逐步企稳	16
5.2 通胀触底回升，农林牧渔景气有望上行	18
5.2 家电，早周期行业属性与政策补贴的双重驱动	20
6 大金融：关注券商与地产板块	20
6.1 券商，业绩改善叠加制度红利	20
6.2 地产，销量回升叠加政策放松预期	21
重要声明	23

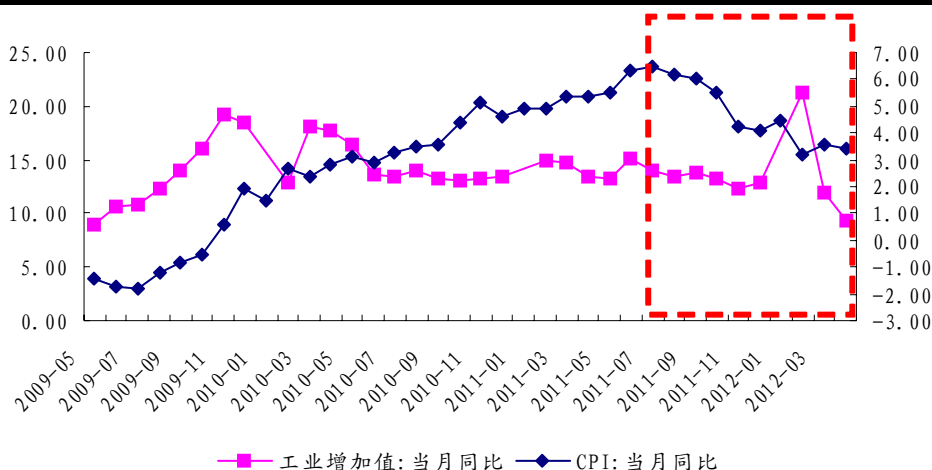
1. 周期演进：从衰退末期走向弱复苏

1.1 经济仍在衰退期

1 季度中国 GDP 增速仅 8.1%，下滑幅度大幅超市场预期。4 月各项经济指标基本延续了 1 季度的下滑趋势。工业增加值增速仅 9.3%，远低于工信部年初设定的 11% 底线。从分项数据看，投资、出口、消费三驾马车均纷纷熄火，尤其是投资中的房地产投资增速，受制于终端销售与资金来源的双重制约，1~4 月增速一举击穿 20%，仅有 18.7% 的增速，较之 1 季度大幅下滑近 5 个百分点。

另一方面，伴随经济的超预期下滑以及蔬菜等食品价格短暂冲击的消退，通胀在经历 3 月的短暂反弹后再度回落，延续前期下行趋势。尤其是 PPI 增速，在实体经济去库存化的带动下同比增速再度负增长，为 -0.7%。

图 1：经济仍在衰退期



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

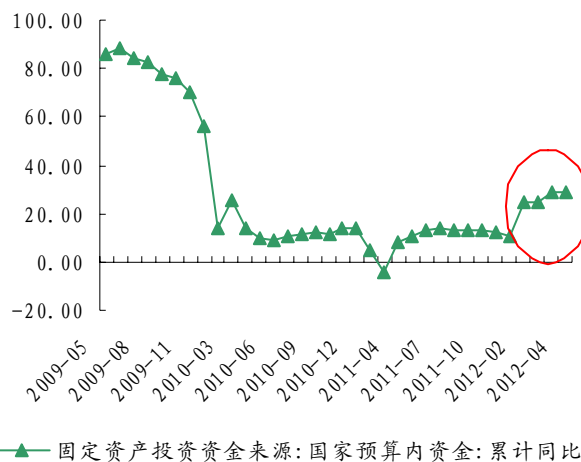
综合经济运行与通胀走势，当前经济仍处于衰退期。不过，我们更倾向于这种短周期的衰退有望于今年下半年走出，也即当前的经济衰退期已进入末端。

1.2 从衰退末期走向经济的弱复苏

之所以认为进入衰退末期，是基于我们对下半年经济即将企稳的判断。经济企稳的动力，至少有二：

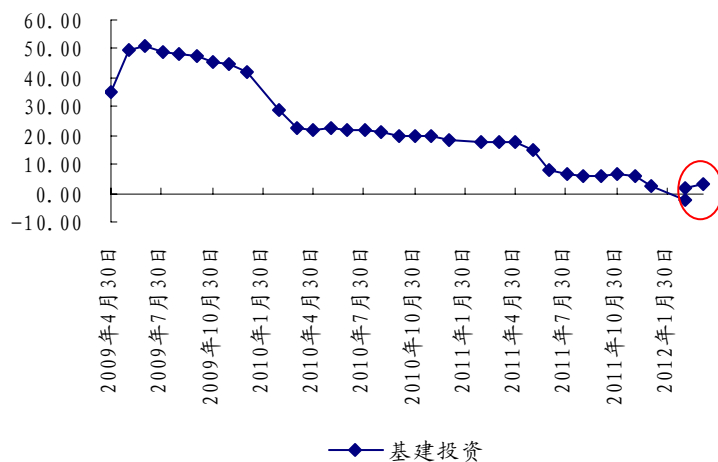
第一，经济企稳来自基建投资的对冲。民间投资的代表房地产与制造业投资在持续下行，但具有典型逆周期特征的基建投资却在明显加速。我们看到 1~4 月国家预算内资金增速的持续大幅上升，同时基建投资增速也开始由负转正。

图 2: 国家预算资金放量



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 3: 基建投资企稳回升



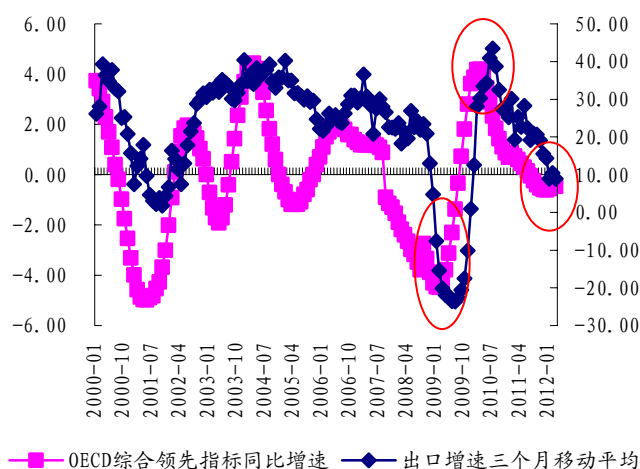
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

第二, 经济企稳还来自出口可能逐步见底回升。1~4 月出口增速不尽人意, 尤其是对欧盟地区出口惨不忍睹, 持续负增长, 彰显欧盟区经济衰退对国内出口的极大拖累。不过, 展望全年, 我们认为出口增速不必过于悲观, 全年 10% 的出口增速仍旧有望完成, 而从趋势上看, 下半年出口增速较之上半年预计会呈现微弱反弹。

之所以出口不必过于悲观, 归根到底源自海外经济并非悲观至极。毕竟我们看到美国经济仍在温和复苏中, 而德国 3 月工业产业强劲反弹, 大幅超越市场预期, 彰显德国经济的韧性。

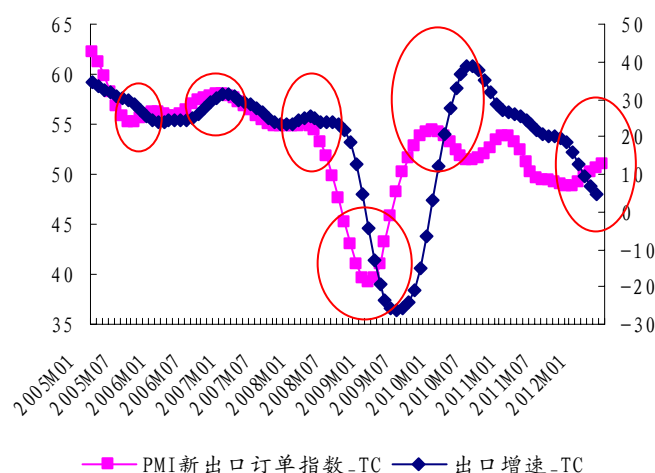
实际上, 从我们跟踪的多个中国出口的领先指标来看, 均指示出口有望于二、三季度企稳回升。OECD 综合领先指标大致领先我国出口增速在 6 个月左右, 而自去年 11 月以来, OECD 综合领先指标有见底回升迹象; PMI 新出口订单指数大致领先出口增速在 4~6 个月左右, 而当期 PMI 新出口订单指数连续 3 月回升。综合这两个先行指标, 预示出口的二、三季度见底回升。

图 4: OECD 综合领先指标领先我国出口增速



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

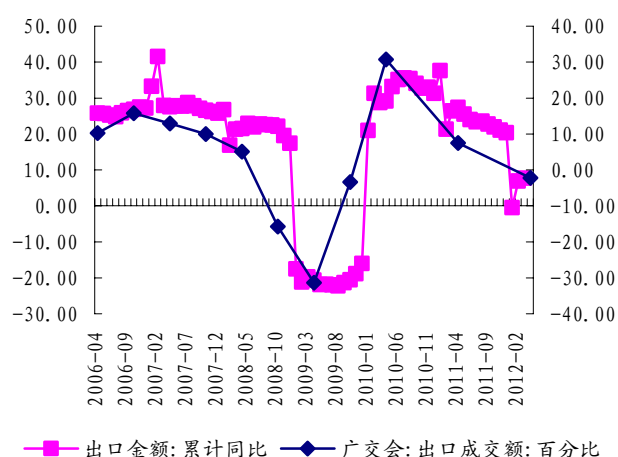
图 5: PMI 新出口订单领先出口增速



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

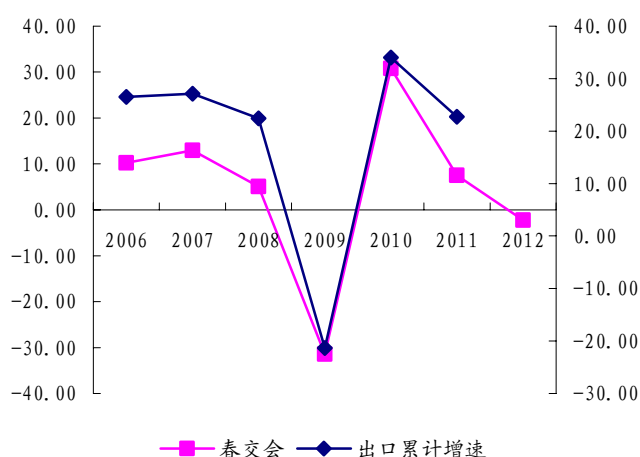
我们发现, 广交会的订单成交状况对未来出口也有较好预测作用。历史看, 春季广交会成交额同比增速与前 3 季度的出口累计增速相关性在 0.95 以上, 根据这一相关性, 我们构建了一个简单计量模型, 预测今年前三季度出口增速大致在 10% 左右, 这与今年商务部制定的目标是一致的。

图 6: 广交会与出口金额增速



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 7: 春季广交会与前 3 季度出口相关度更高



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

1.3 衰退末期的权益市场配置环境

衰退末期, 经济仍会惯性下行, 但从历史看, 权益市场的表现并不悲观。

我们统计了上证指数走势与 GDP 当季同比增速的关系。2005 年之前, GDP 与

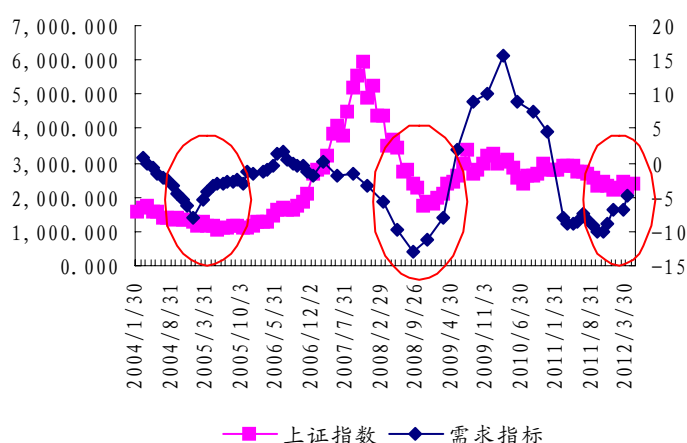
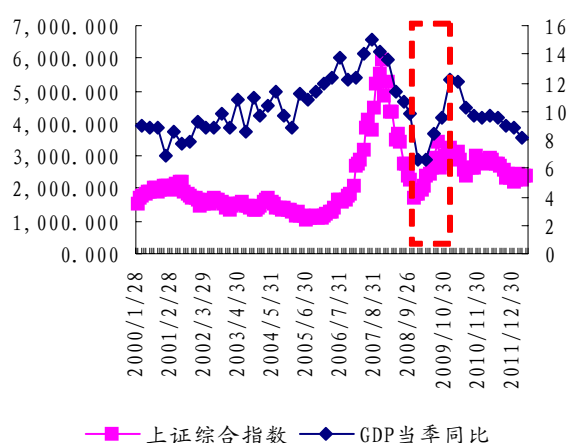
上证指数的走势长期背离，这主要是由于 2005 年之前 A 股市场股票涵盖范围过少，同时股权分置改革之前，A 股制度性缺陷较为严重，从而 A 股市场无法担任“经济晴雨表”的功能。2005 年之后，随着股权分置改革的推进，以及标的范围的不断扩大，A 股市场与宏观经济的关联度明显加强。不过我们发现，A 股走势与经济运行并非同步，而是有明显的领先性。以 2008 年为例，A 股于 10 月见底回升，但经济底实际上是在 2009 年 1 季度。也即在衰退末期，A 股是提前于经济见底的。

那么，是否有一个宏观指标与 A 股同步甚至稍有领先呢？我们发现，以工业增加值 - 工业企业产成品资金累计增速构建的需求指标与 A 股是基本同步，甚至略有领先的，如 2005 年、2008 年的两波牛市，采用该指标均有较好预测意义。其背后的逻辑在于需求同样领先于经济运行，需求的逐步改善，必然引致经济的触底回升，从而能够与 A 股基本保持同步。

2011 年 11 月以来，该指标已经触底回升，以史为鉴，或预示 A 股本轮反弹中的 2132 点，或是未来一段时间重要的阶段性底部。结合我们宏观策略部对下半年趋势的看法，我们对 A 股中性偏乐观，权益市场配置环境在转好。

图 8：上证指数领先经济波动

图 9：需求指标与上证指数基本同步



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

2. 弱周期下，经典投资时钟理论或失效

2.1 投资时钟，以必要的经济波动为前提

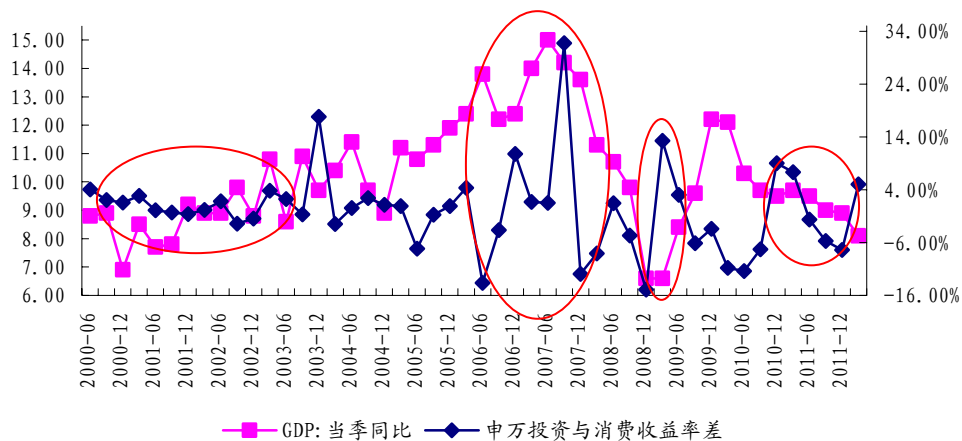
从衰退末期走向经济复苏，这或许意味着行业配置的首选思路是依据经典的投资时钟理论，按照历史的行业轮动规律进行配置，但我们认为并不见得。

投资时钟理论的有效，要建立在必要的经济弹性之上。我们统计了 2000 年以来投资与消费的收益率差与 GDP 同比增速的关系，可以用于证明我们这一推断。

2000 年~2002 年，GDP 在一个狭小区间内做窄幅波动，而投资与消费的收益率差波动也很小，投资与消费之间无显著轮动效应。2006 年下半年至 2008 年底，GDP 的波动明显加大，也由此带动了投资与消费的收益率差值的扩大，轮动效应显著，2009 年经济触底反弹过程中，投资与消费的轮动也较明显，但进入 2010 年，由于经济的运行再次缺乏弹性，投资与消费的轮动也随之再次变得不显著。

由此可见，经典的投资时钟理论，在经济波动较大，衰退-复苏-扩张-滞胀的界限泾渭分明之时，效果较为显著，但一旦经济进入窄幅波动，效果并不显著。

图 10: 经济弱弹性，行业轮动可能不明显



资料来源: wind 资讯，中原证券研究所

2.2 当前经济运行，复苏可期，但弹性不足

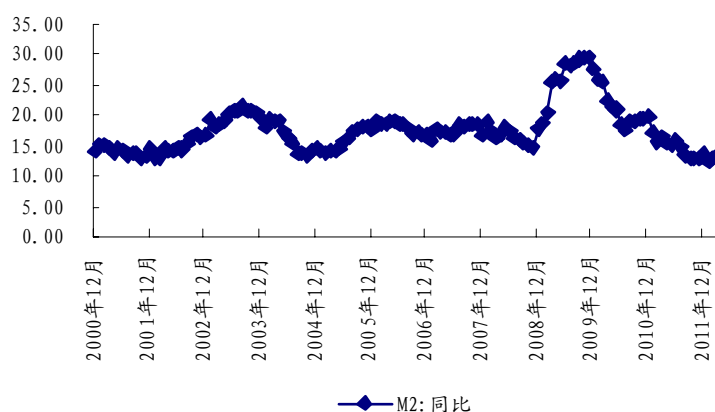
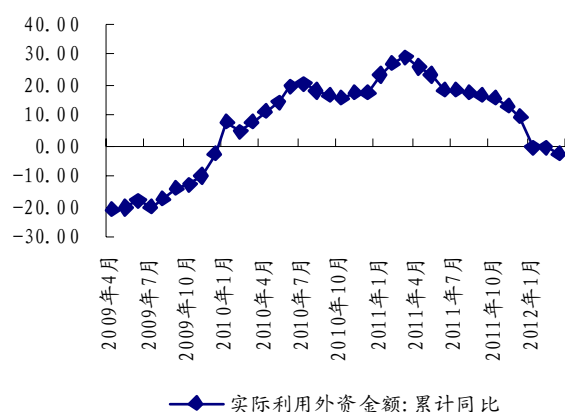
对于 2012 年，虽然我们认为当前经济处于衰退末期，且下半年经济有望触底回升，但对于回升的力度，或者说经济的弹性我们并不看好。

经济的缺乏弹性，中长期看取决于中国经济增长中枢的下移。中国经济增长

中枢的下移具有必然性。借用一个简单的宏观经济模型： $Y = A * F(L, K)$ ，从该模型出发，中国经济增长中枢的下移，驱动因素至少有三：首先，作为后发国家的技术进步优势在趋弱。中国的技术进步，长期以来主要借助于外商直接投资的引入所产生的技术外溢效应，但受欧债危机影响，西方发达国家普遍在经历去杠杆过程，近来我们明显看到外商直接投资的增速在持续下滑，从而导致技术的外溢效应在减弱；其次，劳动力方面，无容置疑的是当前中国经济面临刘易斯拐点，劳动力成本显著上行，不再具有优势；最后，货币不再廉价，中国货币发行量基本取决于外汇占款，而外汇占款又取决于贸易顺差状况。当前中国出口份额占全球比重已达到 10%，根据美、德、日的历史经验，这是一个瓶颈，之后出口难以再保持较高增速。这最终传导至国内货币供给量，难以在保持高速增长。

图 11：外商直接投资金额增速持续下降

图 12：M2 增速底部徘徊



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

面对增长中枢的下移，中国经济难以再保持过去 30 年 10% 的平均增速，业内普遍预计这一增长中枢可能下移至 8%~8.5% 的区间，这也意味着对于在中期经济增长中枢下移的驱动下，2012 年经济难有靓丽表现。

其次，经济的缺乏弹性，还源自本轮刺激政策的相对温和。鉴于 08~09 年度政策大规模刺激酿下的苦果，以及十二五时期确立的经济转型战略目标，同时考虑 2012 年面临新老政府交接，这些因素均决定了 2012 年的政策刺激更多的是一种温和、被动式的刺激，目的仅在于为经济“托底”，且政府对经济下滑的容忍度在提高。

2.3 从行业轮动走向行业精选

综合中短期的分析，我们认为 2012 年下半年经济虽然能够企稳，结束过去连续 5 个季度单边下滑趋势，但经济的弹性不够，全年预计经济增速为 8.1%，这也就相应决定了经典投资时钟理论的可能失效。

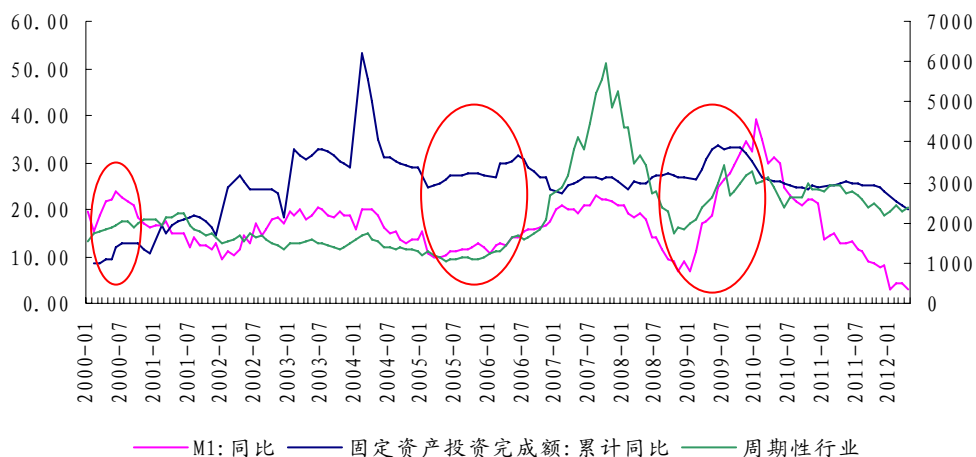
对于下半年的行业配置，更多的是从主题投资的角度把握，也即行业精选。由于热点的散乱，我们将行业划分周期、成长、消费、金融四大类板块，分别梳理。

3 周期性行业：关注基建投资链条

历史看，周期性行业的表现与 M1 以及固定资产投资增速关联度较高，当两者均处于上行趋势时，周期性行业往往表现上乘。

2012 年下半年，虽然在政策刺激下，M1 增速有望企稳回升，且固定资产投资在基建投资的对冲下，也有望向上，但预计两者的力度都不强，毕竟政策刺激的力度与 08 年不可同日而语，而经济自身的复苏力量也不及 05 年，故对于周期性行业，预计全面开花的现象难以再现，更多的是结构性机会。

图 13：周期性行业轮动的历史规律



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

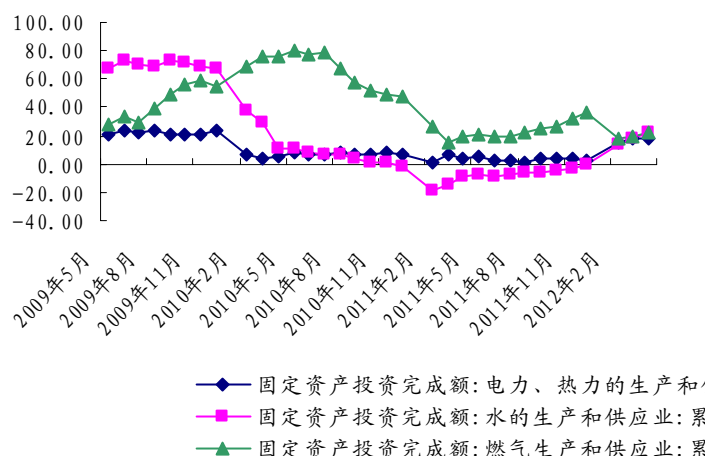
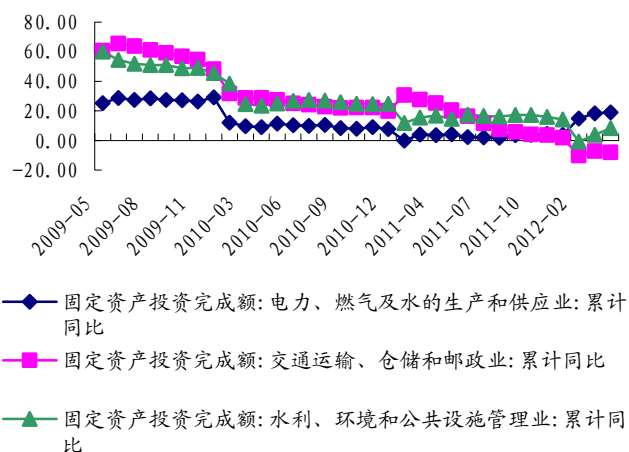
3.1 电力投资加速，关注水利水电与核电产业链条

我们较看好基建链条下的周期性行业投资机会。如前所述，1~4 月最大的亮点在于基建投资的兴起，其在“稳增长”中要担当重任。

传统的基建投资由三大行业构成，即电力、燃气与水的生产与供应，交通运输、水利环境和公共设施行业。从增速上看，电力、燃气与水的生产与供应业增长显著。1~4月累计增速18.96%，显著高于去年3.8%的增速。

图 14：基建投资分项增速

图 15：电力投资增速迅猛



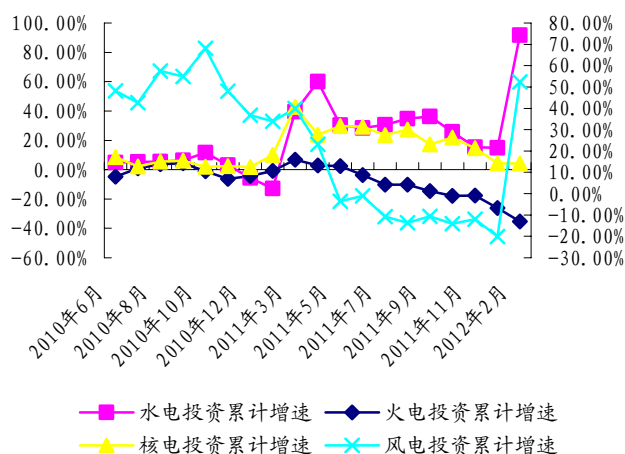
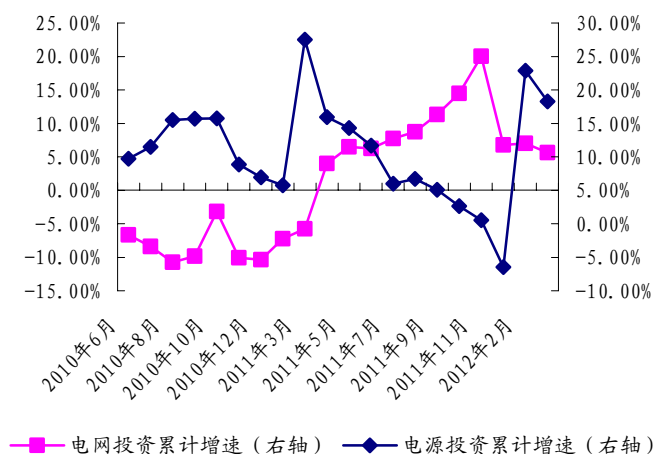
资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

电力、燃气与水的生产与供应业中，电力投资比重较大，也正是电力投资的快速增长，带动了整个行业的投资增速提升。不过，从电力投资的细分数据中，我们发现主要是电源投资的增长较快，而其中又以水电投资增速显著。

图 16：电源投资增速显著

图 17：水电投资大幅增长



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

水电投资的快速增长，既是稳增长的需要，也是调结构的要求。受益于水电

投资的快速增长，有两类子行业我们做重点推荐。其一，水电工程板块，逻辑在于低估值的安全边际，以及确定性增长带来的股价上行动力，尤其是对于那些在手订单较为充裕的品种更值得重点关注。其二，输水管道类上市公司，看点在于公司规模普遍不大，弹性较好。去年此类公司受制于整个行业的资金不到位，收入确认缓慢导致利润负增长，而今年随着水利水电投资的资金陆续到位，且项目审批加快，业绩有望实质性改善。

电力投资链条，我们还建议关注核电设备。安全高效发展核电，是改善我国能源结构的必然之举。虽然从今年1季度情况看，核电投资并未显著放量，但我们看重的是其重启后带来的投资大举增长。据悉，国家近期将审议已制定完成《核安全规划》和《核电中长期发展规划》，业内预计这或许标志着核电的重启，而安全标准的升级、准入门槛的提高，无疑对行业龙头形成最直接利好。

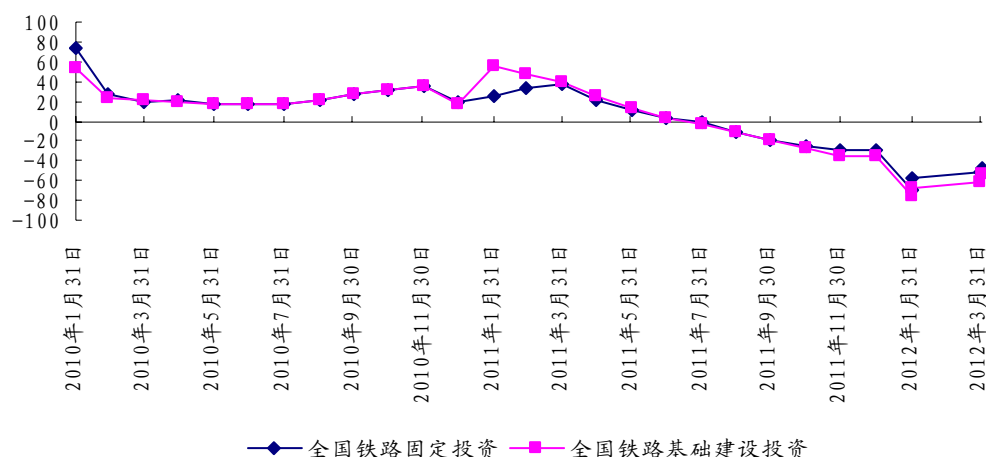
3.2 铁路基建，资金陆续到位，行业拐点显现

今年铁路固定资产投资计划完成5000亿元，其中基础建设投资4000元。截止4月底，固定资产投资仅完成896亿元，其中基础建设投资717亿元，进度过于缓慢。究其原因，主要在于铁道部面临的资金瓶颈问题。1季度铁道部资产负债表显示，国内长期负债达到1.84万亿元，资产负债率上升至60.6%。

不过，近期的系列举措有望破解资金问题。首先，近期铁道部披露，截至去年年末，铁道部获得的银行意向授信规模超过2万亿元，随着银行陆续放款，铁路的开工将逐渐增加。其次，中国铁道部发布《关于鼓励和引导民间资本投资铁路的实施意见》，推进民间资本全面进入铁路系统，并计划实施多项改革，融资多元化有助于解决资金困扰。

预计随着铁路投资资金的陆续到位，“全年4000亿元的基本建设投资计划完成不成问题”，中铁隧道集团副总工程师王梦恕也曾公开表示过一点。基于此，我们认为下半年铁路投资增速较之上半年会有所加快，而铁路设备板块经历去年的连续负面冲击之后，行业拐点已经显现，板块内的龙头个股兼具低估值与确定性增长的双重属性，推荐配置。

图 18: 铁路投资增速



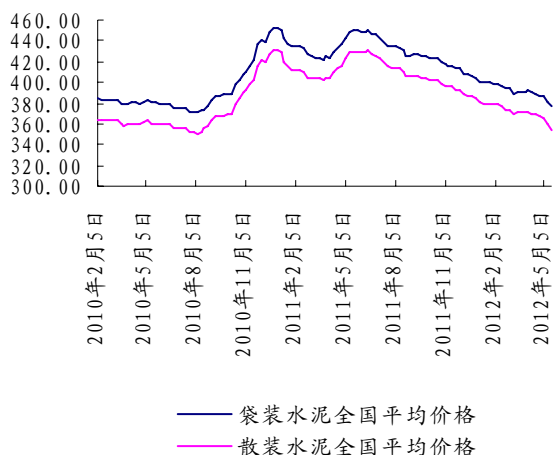
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

3.3 水泥, 需求敏感, 直接受益基建投资拉动

作为终端需求, 铁路、水利等投资增速的提升, 必然沿产业链向上传导, 中游行业尤其是其中的需求敏感型行业, 如水泥、工程机械受益最为直接受益。其中, 我们相对看好水泥板块。

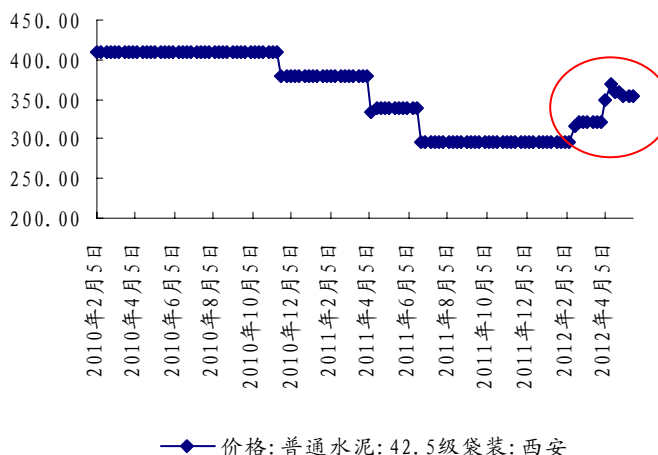
虽然从全国情况看, 水泥平均价格并未企稳回升, 甚至进一步下行, 但目前水泥价格已接近于 10 年 5 月水平, 且持续时间已将近 1 年, 随着基建投资加速所带来的终端需求改善, 价格环比上行是可期的。此为, 水泥价格的区域特性较强, 我们看到虽然全国水泥价格萎靡, 但西北等基建投资增速较快的地区水泥价格从年初以来就已经企稳回升。最后, 推荐水泥板块, 不仅在于其需求端的改善, 还在于行业的供给约束以及行业中各区域龙头企业的价格协同能力。1~4 月水泥固定资产投资同比下降 11.7%, 供给约束的逻辑依然存在。

图 19: 水泥价格持续下滑



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 20: 西北地区水泥价格企稳反弹



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

4 成长性行业: 按图索骥, 紧扣新非公 36 条

在经济结构转型背景下, 成长性行业始终是投资的一条主线, 不过成长性行业涵盖甚广, 且事件、政策驱动特征较为显著, 如近年来被市场反复炒作的战略新兴行业, 就是最好例证。

展望今年下半年, 我们认为最大的政策亮点, 最新的市场炒作题材莫过于新非公 36 条细则的陆续出台。实际上今年市场活跃的主题, 从前期金融改革概念到近短时间活跃的铁路基建以及医药板块, 共同特性在于均受益于新非公 36 条的细则推出。

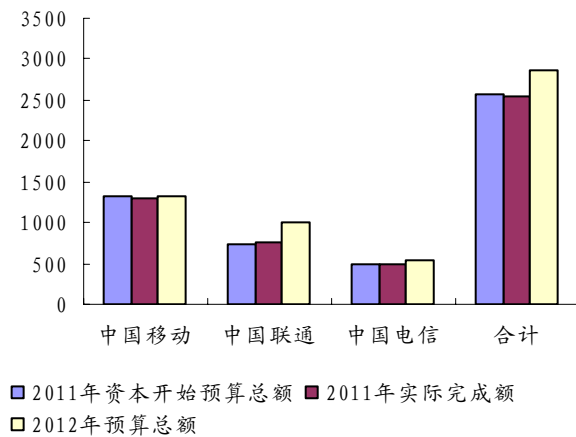
新非公 36 条的核心内容是“放松管制, 打破垄断”。今年细则的陆续推出, 不仅是调结构的需要, 也是刺激新增需求, 实现稳增长目标的需要。继金融、铁路以及医疗之后, “下一步最有可能的是工信部研究出台放宽电信和部分制造业领域、国资委研究部分能源领域允许民资进入的细则。” 中国投资协会会长张汉亚曾在媒体上公开表示过。

4.1 宽带中国战略实施, 光通讯行业景气提升

对于电信领域, 我们仍看好宽带投资提速带来的投资机会。宽带中国战略在持续推进, 工信部明确提出 2012 年要新增 FTTH 覆盖家庭超过 3500 万户, 而自 3 月 30 日工信部正式启动“宽带普及提升工程”以来, 包括沪、浙、鲁、豫、川、鄂等省市已全面提出宽带建设目标, 宽带作为国家战略, 在全国掀起规模化建设

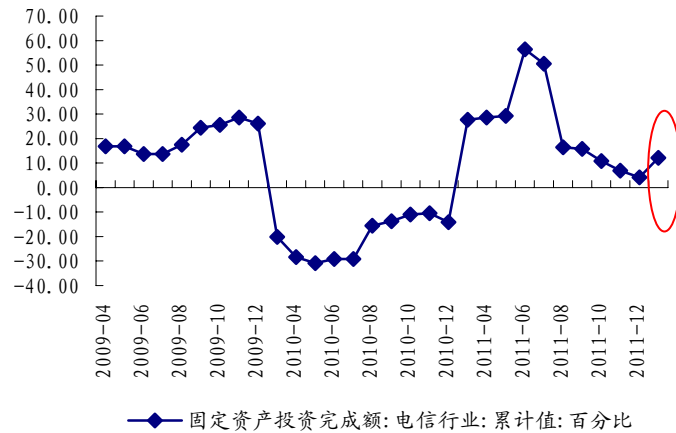
高潮，三大运营商也各自加大了 2012 年的资本支出投入。与此同时，我们看到整个电信业 1 季度的投资增速较之去年全年有明显提升。

图 21：2012 年三大运营商资本支出增加



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

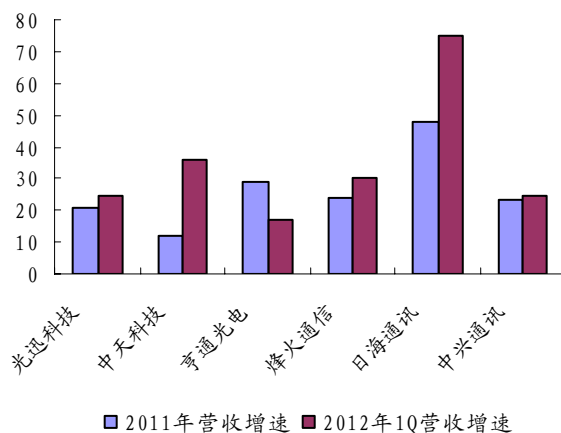
图 22：电信行业投资增速反弹



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

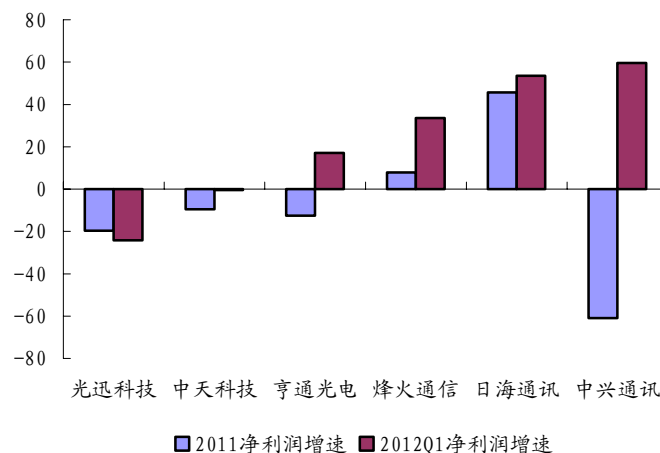
伴随宽带投资的推进，光通讯行业景气度开始上行，业内主要上市公司营业收入及利润增速较之去年均有提升。

图 23：光通讯主要上市公司收入增速



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 24：光通讯主要上市公司利润增速



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

4.2 能源领域民间投资开放细则有望推出，关注天然气产业链条

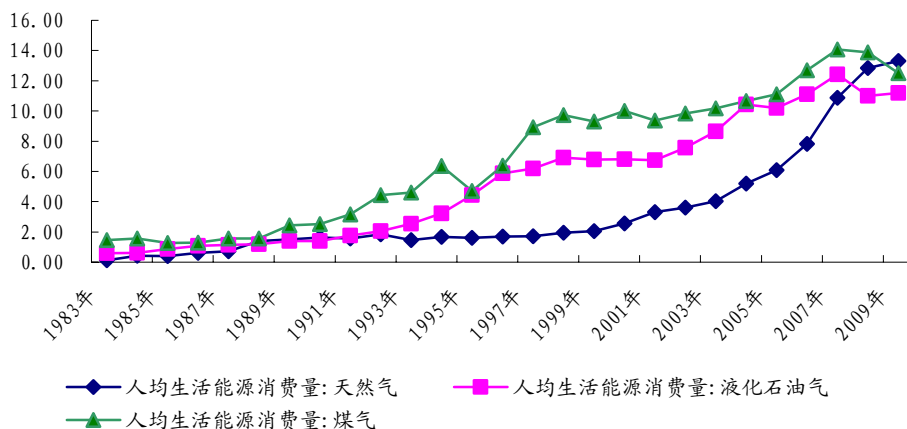
对于能源领域，按照能源局计划，实施细则将在 5 月份征求有关部门、地方政府、行业协会、企业的意见，待修改完善后，争取在 6 月底前印发。其中，能

源局将以编制《天然气基础设施建设运营管理条例》和《关于发展天然气分布式能源的指导意见》为切入点，鼓励引导民资进入天然气管网和天然气分布式能源领域。反映至资本市场，我们认为天然气产业链条的投资机会值得把握。

天然气作为清洁能源，其在全球能源消费中的占比逐步提升是大势所趋，行业发展前景广阔。近年来，我国天然气消费量剧增，人均天然气消费量从上世纪 80 年代初期的不足 1 立方米直线提升至 2009 年的人均 13.3 立方米，已超过传统的液化石油气与煤气消费量。另外，十二五规划中，计划到 2015 年天然气占一次能源消费的比例将提高到 7-8%，2015 年消费量将有望达到 2,300 亿立方米以上，保持年均约 18% 的复合增速。

作为天然气的一种形式，较之传统的气态天然气，LNG 解决了不利于长途运输的问题，有助于摆脱当前我国对邻近能源大国，如中亚以及俄罗斯的过度依赖，且伴随美国页岩气革命，全球性的 LNG 贸易市场正趋于逐步形成，从而 LNG 产业链有望迎来巨大投资机会。

图 25：人均天然气消费量持续上升



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

4.3 节能环保，开启投资盛宴

从非公 36 条细则出发，环保行业也值得期待，这不仅来自结构转型的需要，还源自传统上环保投入主要来自地方政府，但随着地方政府税收以及土地出让金收入的减少，资金的捉襟见肘使其较有动力向民间开放，借助民间资金做大环保行业。

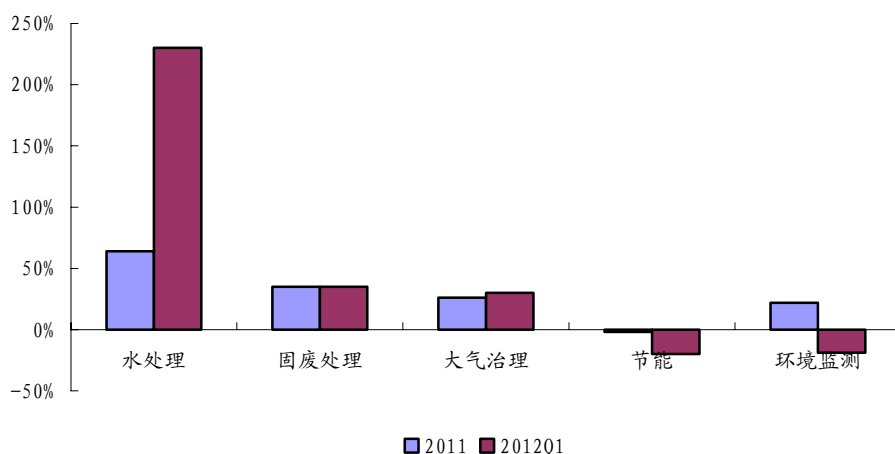
作为七大战略新兴产业之首，环保产业在二级市场历经多次炒作，对资本市

场已经不再陌生，故仅靠政策刺激的题材性炒作，难以再支撑板块持续走好，下一阶段需要重点关注的是板块内个股业绩能否兑现。

按照业务属性不同，环保类上市公司大致可细分为五类子行业，即污水处理、固废处理、大气治理、环境监测以及节能。从去年年报与今年1季报的情况看，各子行业间的业绩差异较为显著。其中，水处理与固废处理与板块业绩靓丽，收入和利润增速均居前，这主要得益于板块内龙头公司如桑德环境、碧水源等的业绩快速释放。相比之下，环境监测、节能类子行业业绩增速一般，前者主要是受益于地方政府大规模超标尚未启动，而后者则受制于宏观经济下滑，工业企业业绩放缓，节能方面投入减少，项目进展缓慢所致。

从业绩出发，我们建议重点关注水处理以及固废处理行业，尤其是其中的龙头公司，更符合价值投资的理念。

图 26：节能环保子行业业绩增速比较



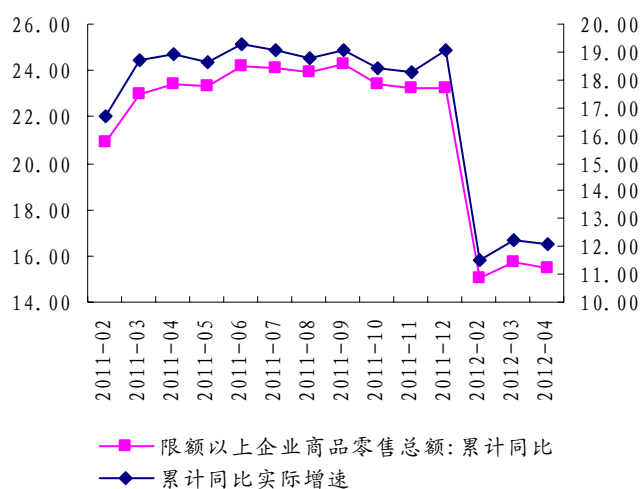
资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

5 消费品行业，必需与可选的均衡配置

5.1 下半年消费有望逐步企稳

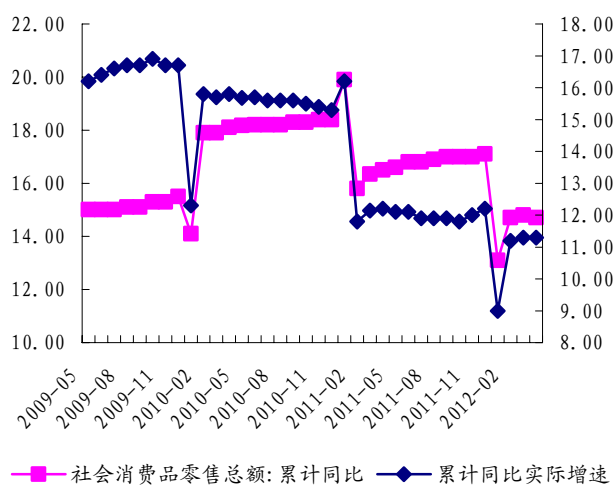
1~4 月限额以上企业零售总额名义累计增速 15.5%，实际增速 12.1%，经历 2 月的平台式下滑之后，当前增速趋于稳定。社消品零售总额的增速状况与其基本一致。

图 27: 限额以上企业零售增速



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 28: 社消品零售总额增速

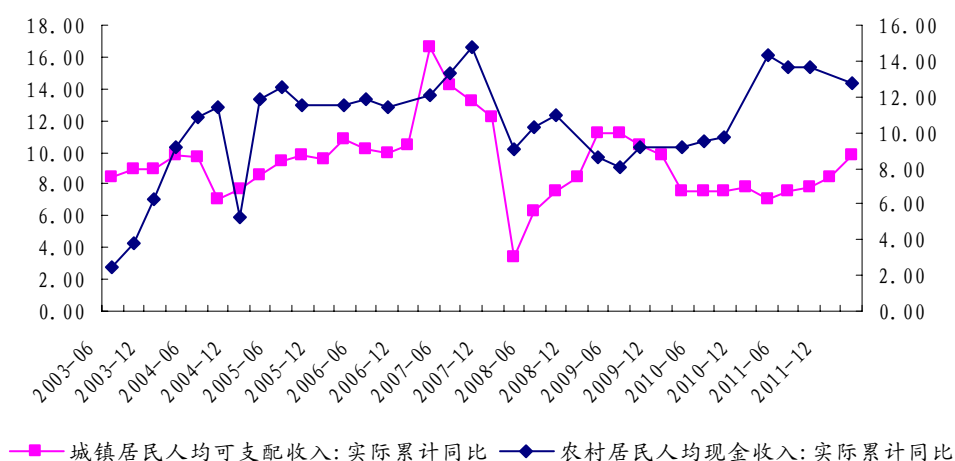


资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

我们认为, 下半年消费增速有望稳中有升。回升的动力主要有二:

首先, 伴随各城市最低工资标准的上调以及个人所得税率的下调, 居民实际收入增速稳步上扬, 1 季度城镇居民人均可支配收入实际同比增长 9.8%, 较之 2011 年提升 1.4 个百分点, 农村居民收入增速虽然有所放缓, 但仍高达 12.7%, 收入的稳步增长是消费增速稳中有升的重要保证。

图 29: 人均收入增速持续增长



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

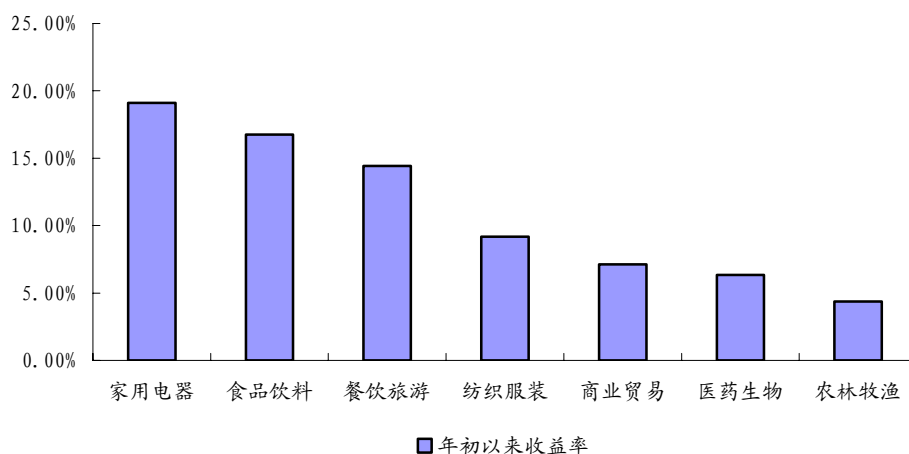
其次, 稳增长目标下, 扩内需尤其是扩消费成为重要政策导向, 且这本身也是经济结构转型的需要。近期关于消费的促进政策接踵而至, 如 4 月商务部推出

的首个消费促进月，再如 5 月 16 日国务院常务会议决定安排 265 亿元财政补贴节能家电产品。政策上的刺激成为下半年消费逐步企稳的另一要素。

从二级市场的表现来看，年初以来，主要消费品板块均录得正收益，其中，家电、食品饮料、餐饮旅游大幅跑赢大盘，纺织服装、商贸以及医药基本与大盘同步，农林牧渔跑输大盘，这主要是受通胀回落，行业景气下滑所致。

总体来看，年初以来的消费品板块，并未呈现的经典的可选与必需消费品间的行业轮动，这也在情理之中。市场炒作必需消费品的逻辑在于年初至今的宏观经济仍在下滑，且下滑幅度较之去年明显加大，而必需消费品的业绩相对稳定，如白酒板块 1 季报仍在录得平均 30% 以上的业绩增速，但当前的宏观经济下滑，如前所述，已进入衰退末期，政策不断从预调微调走向刺激，政府稳增长的意愿显著趋强，由此基于预期，市场炒作可选消费品也在情理之中。

图 30：年初以来主要消费品行业涨跌幅比较



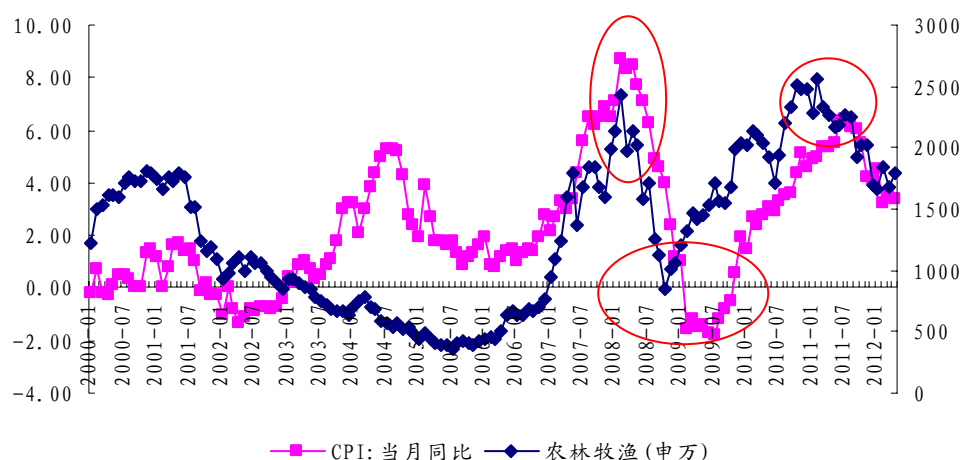
资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

展望下半年，虽然经济在政策刺激下有望企稳，但基本仍在底部，经济的弹性并不大，由此我们认为可选与必需消费品的轮动可能仍旧不明显，消费品之间的分化，更多是由行业自身景气度的差异所致。对于必需消费品，我们建议重点关注农林牧渔，对于可选消费，重点关注家电。

5.2 通胀触底回升，农林牧渔景气有望上行

对于农林牧渔行业，我们发现自 2005 年以来，板块走势与通胀高度相关，且板块走势略领先于通胀走势，说明决定农林牧渔行业股价表现的最核心因素在于市场对通胀的预期。

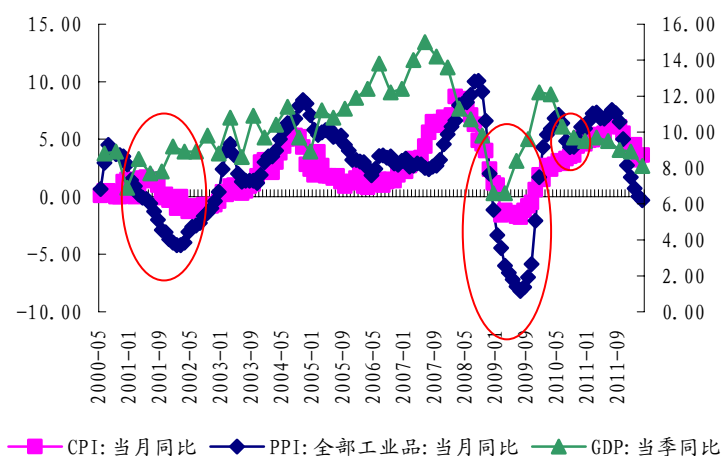
图 31: 农林牧渔板块与通胀走势



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

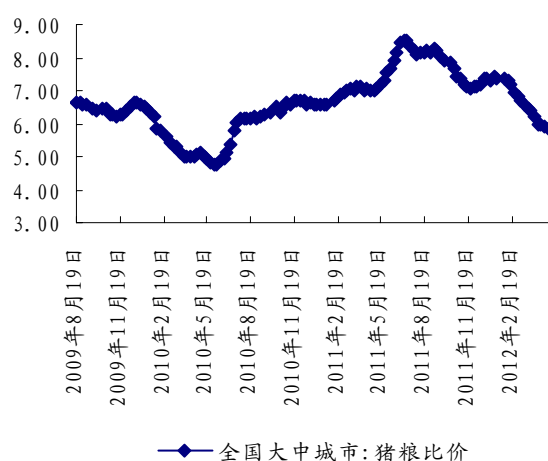
目前, 业内普遍预计通胀将于下半年触底回升。主要逻辑有二, 首先, 经济运行领先于通胀走势, 尤其是 PPI 的走势, 基本逻辑在于典型的需求拉动。其次, 仔猪由于去年年底至 1 季度的疫情影响, 影响下半年生猪供给, 且猪粮比跌破盈亏平衡点, 国家已出手干预, 维稳猪肉价格, 这些可能推升下半年猪肉价格回升, 这对于通胀是典型的成本推动逻辑。

图 32: 经济周期领先通胀周期



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 33: 猪粮比跌破盈亏平衡



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

5.2 家电，早周期行业属性与政策补贴的双重驱动

可选消费中，我们建议配置家电行业。原因有二：首先，家电行业属于典型的早周期行业，行业景气与宏观经济形式密切相关，我们预计下半年经济略有企稳，从而有助于家电行业的景气上行；其次，家电行业节能补贴政策预计下半年实施，此次节能家电产品补贴政策是继家电下乡、以旧换新政策后的又一“刺激消费、扩大内需”政策。265 亿元的补贴政策与家电下乡补贴额度基本相当，超出此前市场预期，对家电行业下半年销售的拉动相当正面。

图 34：家电行业的早周期属性

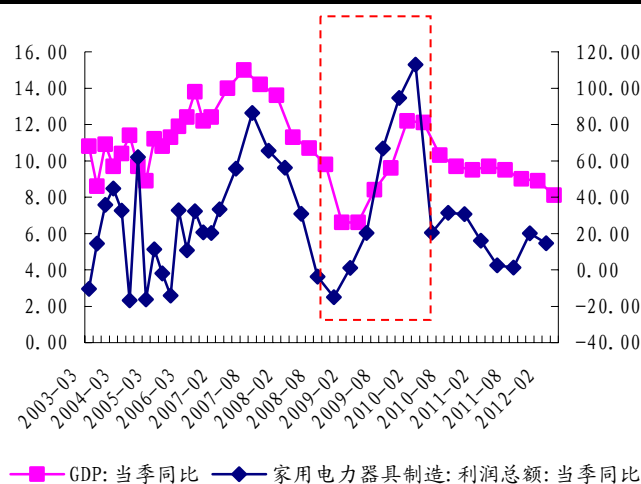
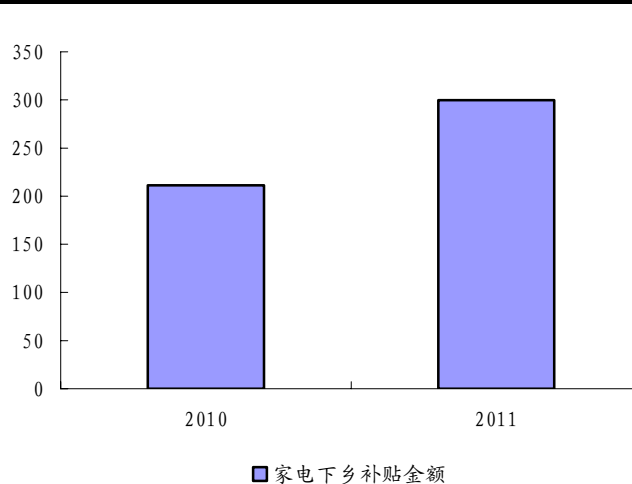


图 35：家电下乡补贴金额



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

6 大金融：关注券商与地产板块

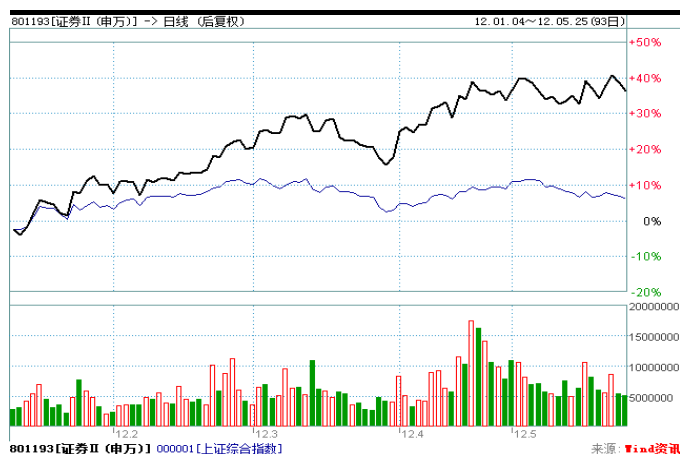
大金融行业中，近期银行板块显著回调，一是受银行业打破垄断，鼓励民营资本进入的冲击，二是受经济超预期下滑，降息预期升温的负面拖累。不过，银行业板块的较低估值，以及稳定的业绩增长确保了板块大幅下挫的空间不大，但也难以获取超额收益。从行业精选、追求阿尔法收益的角度，我们更倾向于选择以券商为代表的非银行金融业以及地产板块。

6.1 券商，业绩改善叠加制度红利

年初以来，券商板块表现靓丽，板块整体上扬 36.42%，其中中小券商上市公司表现更是抢眼，这主要是受权益市场环境改善以及制度红利的刺激。我们认为促使券商板块走好的两大驱动因素不变，下半年板块仍有望获取靓丽表现。首先，

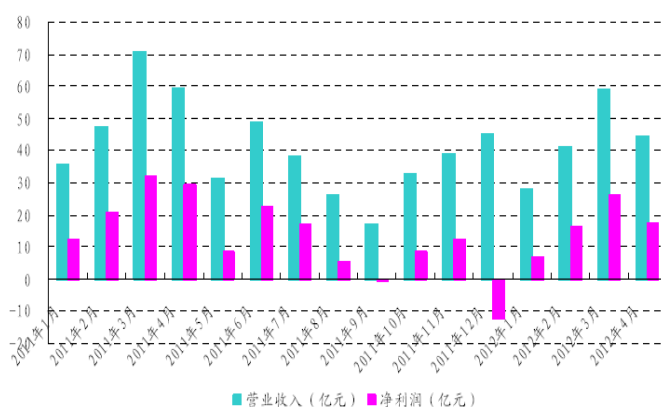
下半年权益市场并不悲观，行情有望震荡上行，中期多头格局不变，从而券商传统经纪以及自营业务较之去年下半年的单边下跌行情中的表现，会有明显好转，券商同比业绩增速上行可能较大；其次，2012 年开启券商创新的大门，管层支持行业创新发展的大背景下，券商创新大会后续各项政策的推进值得期待，制度红利为券商板块的走好起到保驾护航的作用。

图 36：证券板块年初以来走势



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 37：上市券商经营业绩



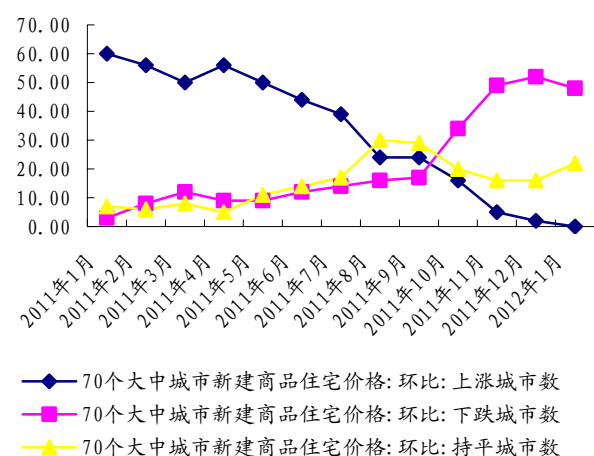
资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

6.2 地产，销量回升叠加政策放松预期

年初以来，地产板块的表现也相当靓丽。申万房地产开发指数上涨 24.4%，远超同期大盘走势。

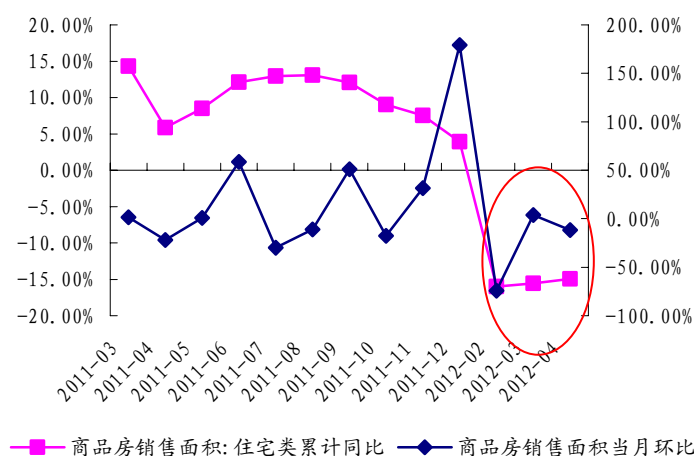
地产板块的走好，源自预期的改善。自 10 年 4 月出台调控政策以来，地产板块始终受政策压制，在持续的高压政策下，地产价格终于开始缓慢回落，调控目标得以实现，市场也由此预计不会再度出台更严厉的调控政策。其次，地产的价格下行，叠加信贷对刚需的刺激，年初以来，虽然同比上地产销量大幅负增长，但近期跌幅有所收窄，且环比有所改善，尤其是 3 月份终于看到难得的地产“小阳春”，而从 5 月几个重点城市的销量来看，环比回升的趋势有望延续。

图 38: 房价拐点显现



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 39: 商品房销售同比、环比增速



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

由此，地产行业“价跌量升”的完美局面正在演绎，价跌意味着地产调控政策以达到极致，随之而来的市场预期是政策的微调，量升则意味着地产行业业绩，尤其是现金流有所改善。我们认为这是催生年初至今地产板块大幅走好的核心逻辑。

展望下半年，我们对地产板块的走势依然报乐观态度。倘若宏观经济走好，信贷持续宽松，作为典型的周期性行业，地产板块的基本面将会有所改善，从而基本面驱动的行市可以期待，另一方面，倘若经济持续下行，继续恶化，市场则会预期地产调控政策的预调微调，从而政策驱动的行市值得期待，可见，得益于当前地产价格的下行趋势，在下半年复杂的经济环境下，地产板块具备良好的进可攻、退可守的良好功效，值得重点关注。

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。

免责条款

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。