

分析师：张青

执业证书编号：S0730512040002

021-50588666-8040

zhangqing@ccnew.com

两会主题下的投资机会

——行业配置专题研究

证券研究报告——行业配置

发布日期：2013年2月22日

相关研究报告：

2012年下半年行业配置策略报告：从行业轮动到行业精选……2012年5月29日

2013年行业配置策略报告：随波逐流，从周期到成长……2012年11月27日

联系人：

张杨

电话：021-50588666-8137

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编：200122

- 近期市场开始转入震荡，交易难度明显加大，市场风格与板块之间的分化显著，意味交易或许要以主题投资为主。3月初两会即将召开，作为一年一度的重大政治事件，对A股市场趋势影响几何，对行业配置又有何启示，值得考虑。本专题中，我们采用历史数据，做系统的实证分析。
- 1991年以来的数据表明，无论是两会召开前，召开期间乃至召开之后，均对市场趋势无显著影响，期待两会召开之际的维稳行情并无依据。
- 板块方面，两会对于传统的申万一级行业也无显著影响。不过，相比之下我们发现农林牧渔板块在两会召开之前获取超额收益的概率大一些，这可能与历次两会均会对农业展开热烈讨论，市场对两会期间农业板块的利好刺激预期较为稳定与持续有关。
- 不过，历次两会中我们确实能够发现有某些题材或板块能够胜出，这或许意味对于两会行情的把握，要打破传统行业桎梏，站在主题投资视角。
- 考虑到中央政策的连贯性，本次两会相关题材个股的提前布局，可参考中央经济工作会议的精神与目标。主线可能有二：稳增长下，基建投资尤其是铁路投资较为确定，持续推荐铁路设备板块。调结构下，制度变革催生红利，细分投资主线有三，首先，城镇化主线，重点关注受益于城乡服务均等化的医疗保健，农业现代化进程中的科技农业与农机概念，以及基建链条中的中游行业，如水泥；其次，关注新兴消费，重点推荐1季度超额收益概率大的旅游板块；最后，战略新兴行业，围绕去年十二五规划中提出的20大工程进行布局。

1. 两会对 A 股趋势的影响	3
2. 两会对 A 股行业配置的启示	4
2.1 两会召开前	4
2.2 两会召开期间	6
2.3 两会结束后	7
2.4 小结	8
3. 两会主题挖掘	8
3.1 稳增长主题：铁路设备	8
3.2 调结构主题：制度变革的红利刺激	9
3.2.1 城镇化的受益链条	9
3.2.2 新兴消费，关注旅游	10
3.2.3 战略新兴行业，新一轮主导产业的选择	11
重要声明	13

近期市场开始转入震荡，交易难度明显加大，市场风格与板块之间的分化显著。市场人气犹在，意味市场仍有交易机会，但板块轮动的加快与显著分化，则意味着交易或许要以主题投资为主。

3月初两会即将召开，作为一年一度的重大政治事件，对A股市场趋势影响几何，对行业配置又有何启示，值得考虑。本专题中，我们采用历史数据，做系统的实证分析。

1. 两会对A股趋势的影响

两会召开期间市场大致交易有个10个交易日左右。鉴于此，我们主要考察两会召开前10个交易日，召开期间以及两会结束之后10个交易日A股的历史走势。

我们采用自1991年以来的数据，截至2012年，历史上共召开了22次两会，样本已经足够大。不过，在统计过程中，由于某些年份两会召开或结束日期并非交易日，我们需要事先进行处理。对于召开时间，倘若是非交易日，则取其之后的最近一个交易日为区间起始时间，对于结束时间，倘若是非交易日，则取其之前的最近一个交易日为区间结束时间。将历年的统计结果汇总，如下表：

表1：历年两会召开前、期间与结束后上证指数走势的统计分析

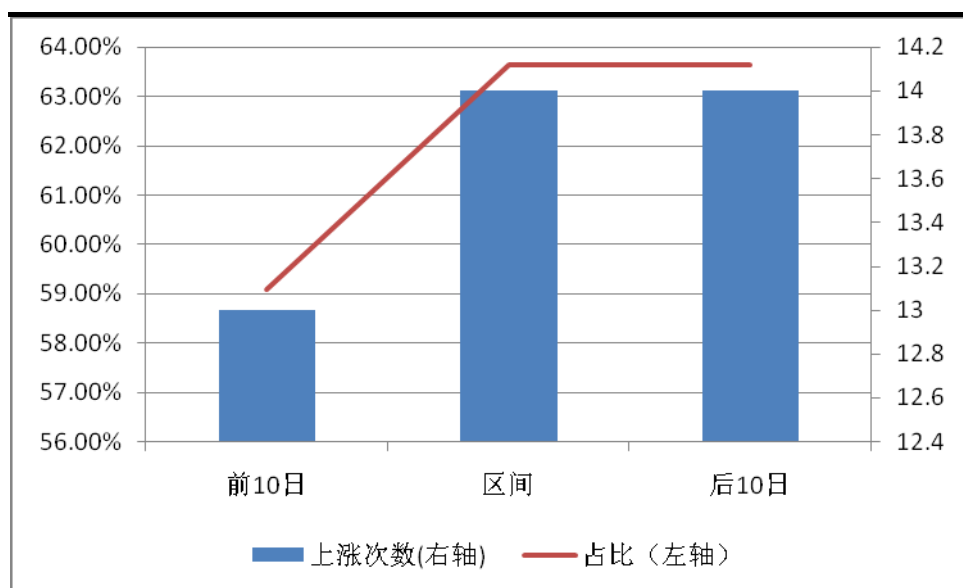
年份	两会召开前10日	两会召开期间	两会结束后10日
1991	-5.60	-1.63	-3.68
1992	2.86	1.02	7.72
1993	-7.73	-25.11	35.42
1994	-4.77	2.91	-5.09
1995	4.18	5.83	8.80
1996	3.15	1.71	-1.47
1997	7.21	9.14	8.68
1998	-3.88	0.03	5.11
1999	-3.51	6.00	0.42
2000	4.41	-1.84	6.30
2001	2.22	1.89	4.37
2002	1.13	7.88	-0.87
2003	0.06	-3.44	2.81
2004	-0.97	0.44	2.65
2005	0.67	0.47	-6.54
2006	1.18	-2.07	2.88
2007	3.70	3.49	8.33
2008	-3.30	-15.63	-9.09
2009	-12.39	1.69	10.68

2010	4.21	-1.94	-1.05
2011	-0.35	0.82	1.50
2012	4.39	-2.82	-4.42

资料来源：wind 资讯，中原证券

进一步的，为更加直观的表述两会对 A 股趋势的影响，我们将上表数据进行汇总，作图如下：

图 1：两会驱动下上证指数历史表现



资料来源：wind 资讯，中原证券

从图中可见，无论是两会召开期间，还是两会召开前 10 个交易日，乃至结束后的 10 个交易日，多头仅是相对占优，但上涨概率依然不大，这就意味着两会对于市场整体趋势并无显著影响，市场如何运行，依然取决于当时的经济、资金等基本面运作状况。这也启示我们，期待两会召开之际的维稳行情是无依据的，或者说不能因为两会因素而改变是市场趋势的判断逻辑。

2. 两会对 A 股行业配置的启示

除了市场趋势，从策略角度看我们还关注两会对行业配置层面的影响与启示，探寻下历次两会背景下，是否能有某些行业板块可以持续稳定的获取超额收益。

2.1 两会召开前

我们首先统计两会召开前 10 个交易日的申万一级行业涨跌幅情况。由于申

万一级行业指数的起始点仅为 2000 年,于是我们也就仅统计 2000 年以来的情形。

我们统计历次两会召开前 10 个交易日,申万一级 23 个行业中涨幅排名位于前 5 的行业,汇总结果如下表:

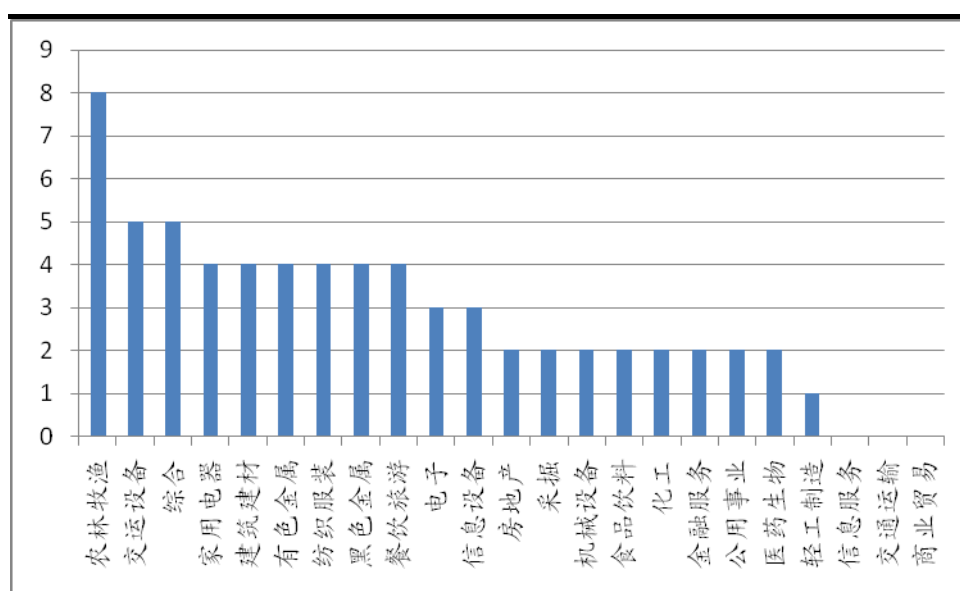
表 2: 历次两会召开前板块涨幅前五

年份	行业				
2000 年	建筑建材	农林牧渔	医药生物	餐饮旅游	电子
2001 年	金融服务	有色金属	采掘	农林牧渔	交运设备
2002 年	有色金属	家用电器	农林牧渔	房地产	纺织服装
2003 年	交运设备	机械设备	黑色金属	信息设备	公用事业
2004 年	黑色金属	食品饮料	化工	农林牧渔	采掘
2005 年	农林牧渔	餐饮旅游	有色金属	综合	建筑建材
2006 年	食品饮料	餐饮旅游	黑色金属	化工	金融服务
2007 年	综合	信息设备	黑色金属	交运设备	纺织服装
2008 年	农林牧渔	综合	纺织服装	电子	有色金属
2009 年	医药生物	公用事业	机械设备	建筑建材	农林牧渔
2010 年	综合	电子	信息设备	家用电器	交运设备
2011 年	家用电器	综合	轻工制造	纺织服装	餐饮旅游
2012 年	家用电器	房地产	交运设备	建筑建材	农林牧渔

资料来源: wind 资讯, 中原证券

进一步的,统计 23 个行业累计排名进入前 5 的次数,如下图:

图 2: 两会召开前板块涨幅位列前五累计次数



资料来源: wind 资讯, 中原证券

我们发现,两会召开前,仅有农林牧渔板块的相对收益显著,13 年中有 5 年

在两会召开前 10 个交易日涨幅能够位于板块前 5 名，占比 $8/13=61\%$ ，除此之外，无一板块胜率超过 50%。

2.2 两会召开期间

对于两会召开期间的板块涨幅情况，汇总如下表：

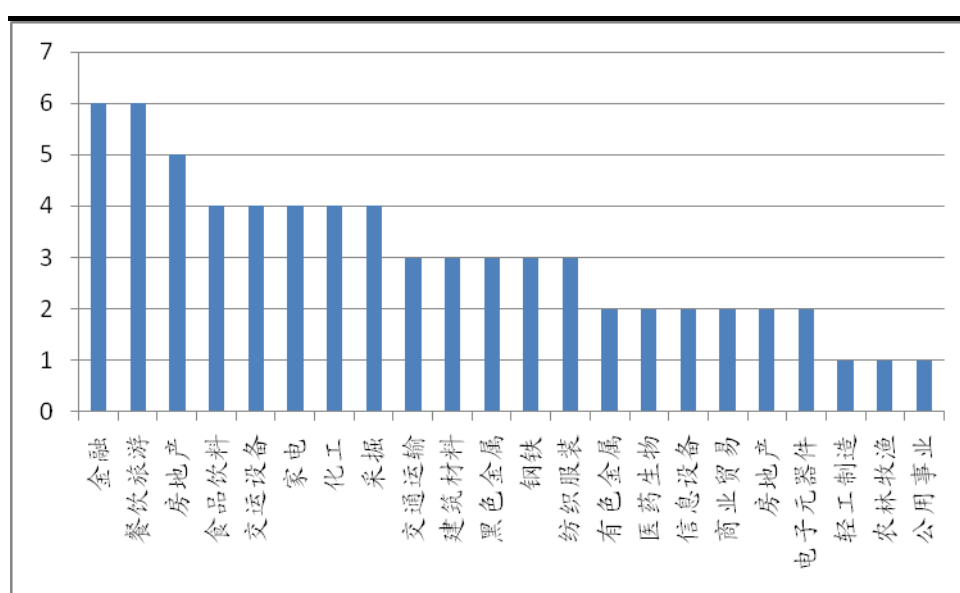
表 3：历次两会召开期间板块涨幅前五

年份	行业
2000	家电、纺织服装、黑色金属、金融、交运设备
2001	金融、餐饮旅游、食品饮料、家电、化工
2002	地产、农业、金融、电子元器件、化工
2003	交运设备、餐饮旅游、交通运输、金融、黑色金属
2004	采掘、公用事业、有色、黑色金属、建筑材料
2005	交运、食品饮料、餐饮旅游、黑色金属、有色
2006	黑色金属、商业贸易、交运设备、家电、建筑材料
2007	地产、餐饮旅游、家电、纺织服装、建筑材料
2008	采掘、食品饮料、地产、电子元器件、金融
2009	餐饮旅游、信息设备、交运设备、地产、交通运输
2010	黑色金属、金融、采掘、化工、地产
2011	纺织服装、采掘、信息设备、轻工制造、医药生物
2012	食品饮料、餐饮旅游、商贸、医药生物、化工

资料来源：wind 资讯，中原证券

作图如下：

图 3：两会召开期间板块涨幅位列前五累计次数



资料来源：Wind 资讯，中原证券

统计结果表明，两会召开期间，无任何板块表现能够相对占优，13年中，历年涨幅排名进入前5次的板块累计次数最多仅有6次，不到50%。

2.3 两会结束后

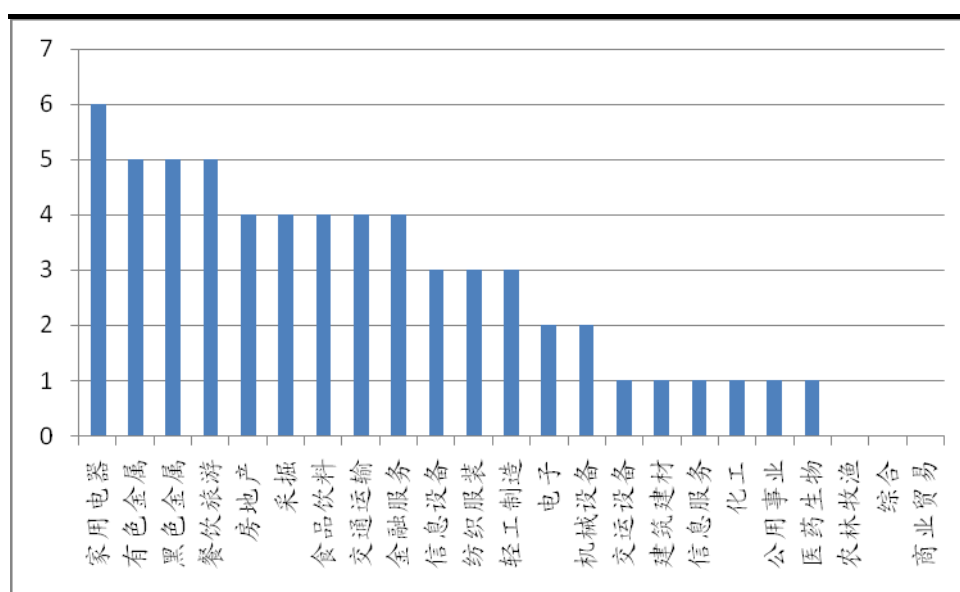
对于两会结束之后的情形，统计结果显示与两会期间相差不大，也并无任何板块能够明显胜出。其中，家用电器累计位于板块涨幅前五的次数最大，但也仅有6次，占比不到50%。

表 4：历次两会结束后板块涨幅前五

年份	行业				
2000 年	纺织服装	餐饮旅游	有色金属	机械设备	交运设备
2001 年	信息设备	家用电器	建筑建材	采掘	餐饮旅游
2002 年	轻工制造	医药生物	纺织服装	食品饮料	化工
2003 年	金融服务	公用事业	交通运输	黑色金属	交运设备
2004 年	电子	信息设备	食品饮料	轻工制造	家用电器
2005 年	食品饮料	交通运输	金融服务	黑色金属	采掘
2006 年	有色金属	餐饮旅游	房地产	机械设备	采掘
2007 年	纺织服装	金融服务	轻工制造	交通运输	有色金属
2008 年	房地产	餐饮旅游	交通运输	家用电器	黑色金属
2009 年	有色金属	采掘	房地产	餐饮旅游	家用电器
2010 年	电子	家用电器	信息设备	机械设备	信息服务
2011 年	房地产	黑色金属	纺织服装	家用电器	有色金属
2012 年	黑色金属	有色金属	食品饮料	餐饮旅游	金融服务

资料来源：Wind 资讯，中原证券

图 4：两会结束后板块涨幅位列前五累计次数



资料来源：Wind 资讯，中原证券

2.4 小结

通过系列的统计分析，我们发现：

首先，两会作为重大政治事件，虽然投资者普遍预期维稳行情，但实证分析显示，两会对 A 股趋势并无显著影响。

其次，对板块轮动也无显著影响，唯一表现相对占优的是农林牧渔行业，统计显示在两会召开之前，有望获取相对收益。

不过，历次两会中我们又确实发现有“两会”相关的主题性概念板块成为短线焦点，如 2007 年的新农村建设主题，2008 年的十大振兴产业，2009 年的节能环保，2010 年的区域板块轮动以及 2011 年以稀土永磁、多晶硅为代表的战略新兴产业；2012 年电子元器件板块。

这说明对于两会主题把握，需要打破传统行业桎梏，更多的从题材概念板块入手。

3. 两会主题挖掘

中央政策具有连续性，两会政策本质上可看作是对中央经济工作会议定调与战略设想的具体化，我们可以据此进行主题挖掘与提前布局。

2012 年中央经济工作会议依旧定调“稳中求进”，但稳增长与调结构的内在统一性更加凸现。

3.1 稳增长主题：首推铁路设备

从稳增长层面看，核心仍旧在于基建投资。中央经济工作会议提出：在“打基础、利长远、惠民生、又不会造成重复建设的基础设施领域加大公共投资力度”并明确了基建投资的资金保证：适当扩大社会融资总规模，保持贷款适度增加，切实降低实体经济发展的融资成本。

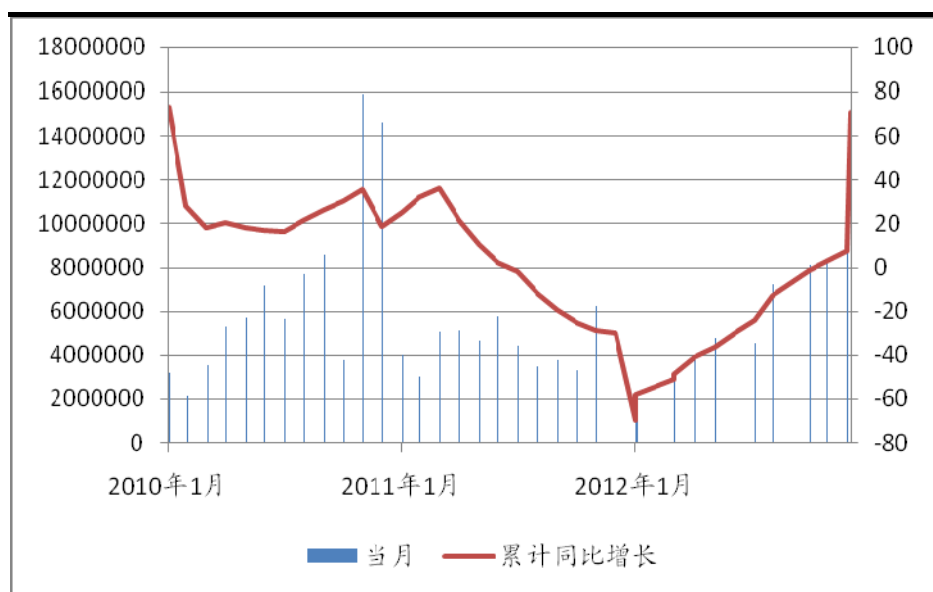
对应于资本市场，稳增长视角下，基建投资尤其是铁路基建的投资机会最佳。

从宏观逻辑上看，投资依然是拉动内需的关键，而制造业投资具有滞后性，房地产投资则由于近期房价回升，引致调控再度加码，国五条应运而生，未来投资增速难以保证，稳增长仍旧有赖于具有典型逆周期调控属性的基建投资。

我们一直关注铁路投资的进展。2012 年铁路投资规划 6500 亿元，较之 2012 年 6300 亿的投资规模继续上升。而从今年 1 月的铁路投资情况看，固定资产投资 210 亿元，其中基本建设投资 142 亿元，分别较之去年同期同比增长 70.9%，62.3%。

虽然同比增速的大幅提升，有季节性因素，但也反映了政策的支持与加码。从前期地方“两会”上看，多个省出炉的政府工作报告均将铁路投资列为重点，如昆明铁路局初步确定今年全局 10 个在建项目计划投资 217 亿元，比 2012 年增加一倍以上。四川省也计划新开工 9 个铁路项目，加上续建的 10 个铁路项目，计划投资 285.8 亿元，同比增长 25%。按照 1 月的开工状况来看，全年 6500 亿元的铁路投资计划料能完成。

图 5：铁路投资月度投资规模与累计增速



资料来源：Wind 资讯，中原证券

铁路投资规模的扩大，决定了铁路设备板块 2013 年盈利的持续回升，在去年年底的年度行业配置报告中，我们分析了铁路设备板块的投资逻辑，目前这一逻辑仍旧适用，对于铁路设备板块我们做持续推荐。

3.2 调结构主题：制度变革的红利刺激

从调结构层面看，2012 年的中央经济工作会议透露出改革的战略意图更加明确，强调强制性变迁与诱导性变迁的结合——加强“顶层设计”，“允许摸着石头过河”。

3.2.1 城镇化的受益链条

新型城镇化无疑是制度变革的一条主线。所谓新型城镇化，不同于传统的土地与基建投资的大肆扩张，而是以“和谐发展，以人为本”理念主导的城乡统筹发展，城乡公共服务一体化以及农民市民化的推进过程。之所以选择以新型城镇

化为突破口，一是从改革方向看，新型城镇化符合“两个全面、两个加快”改革愿景；二是从改革阻力看，新型城镇化建设属于增量改革，以实现多方共赢为目的，既得利益团体的阻力相对较小；三是从改革途径看，新型城镇化涉及多个产业链条与经济领域，产业结构的拉动与传导效应较强，有助于实现经济的“持续健康”发展。

为推动新型城镇化进程，预计管理层可能考虑以下几个层面的政策措施：第一，促进产业转移，通过工业化进程促进城镇化。第二，农村土地制度改革，提高农村土地征地补偿标准是一重要信号，后续预计将以促进农村土地流转为核心，持续推动土地制度变革。第三，城乡户籍制度变革，以开放异地高迁为突破口，逐步推进放开户籍管理，为实现城乡公共服务的均等化扫清障碍。第四，配套财政体制改革与加大转移支付力度，构建完善农村社会保障体系，推进城乡公共服务的均等化。第五，推动农业现代化进程。新型城镇化所导致的耕地减少、农村劳动力转移等必然带来农业发展效率的损失，由此需要通过农业现代化的进程提升农业生产效率，保证新型城镇化的顺利推进。

两会围绕城镇化讨论必然是主要的议题，料资本市场的诸多相关板块也为对此有正面反映。具体梳理，可能主线有三：一是基建链条，这与稳增长的逻辑又形成共振，可重点关注弹性较大，且受益于供给收缩的水泥行业；二是城乡公共服务均等化，医疗保健是最大受益板块；三是城镇化进程中的农业现代化，可关注农业机械、科技农业等板块。

3.2.2 新兴消费，关注旅游

2012 年中央经济工作会议提出“要牢牢把握扩大内需这一战略基点，培育一批拉动力强的消费增长点，增强消费对经济增长的基础作用”。

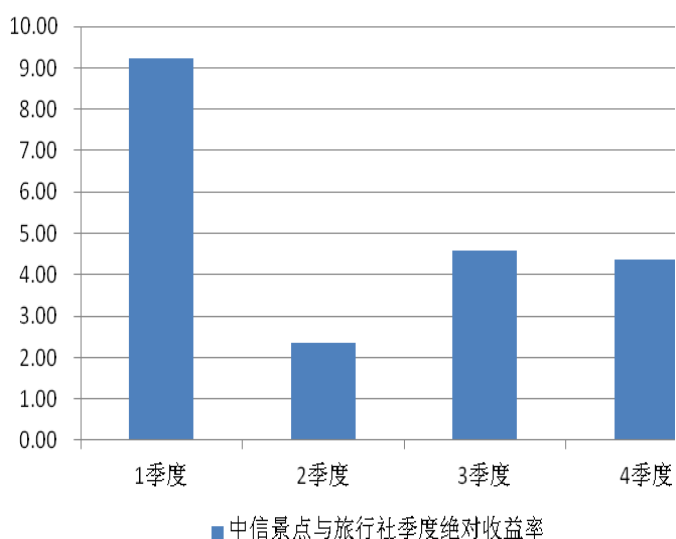
春节期间的消费整体并不理想，反映全年消费情况不容乐观，不过，某些新兴消费却增长靓丽，如旅游行业的发展势头持续向好。

2013 年春节黄金周期间，全国共接待游客 2.03 亿人次，比上年春节黄金周增长 15.1%；实现旅游收入 1170.6 亿元，增长 15.4%。另根据对 39 个重点旅游城市的监测，春节黄金周期间共接待游客 7600 万人次，同比增长 15%；对 33 个重点景区的监测，春节黄金周期间共接待游客同比增长约 20%。根据我们旅游行业研究员的观点，春节期间的旅游市场火爆，反映了旅游消费已经成为广大人民

群众的节假日常态选择，而这也恰符合 2012 年中央经济工作会议所提出的“培育一批拉动力强的消费增长点”。此外，近日下发了《国民旅游休闲纲要(2013—2020 年)》，提出国民旅游休闲发展目标：到 2020 年，职工带薪休假制度基本得到落实，城乡居民旅游休闲消费水平大幅增长，国民休闲质量显著提高，与小康社会相适应的现代国民旅游休闲体系基本形成。以此为扩大旅游消费的新契机，将进一步推动带薪休假制度的落实，推动有条件的地方制定鼓励居民旅游休闲消费的政策措施，进而提升旅游消费水平。

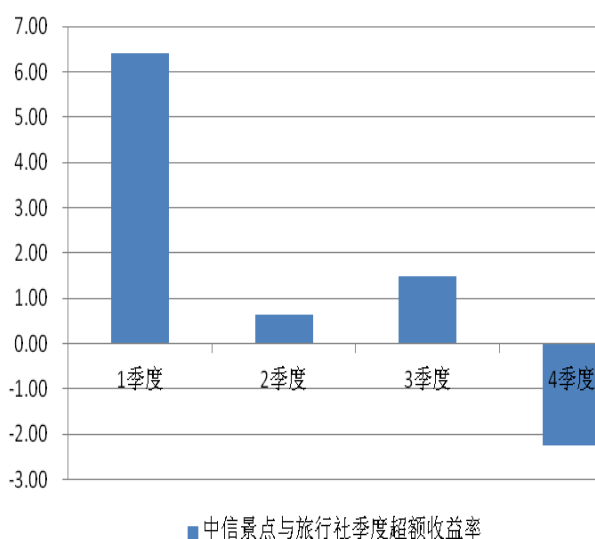
除了旅游行业本身的基本面向好，另外从二级市场表现看旅游板块具有典型的季节性效应。统计发现，旅游板块在 1 季度不仅具有超额收益，同时具备绝对正收益。

图 6：旅游板块 1 季度绝对收益概率大



资料来源：Wind 资讯，中原证券

图 7：旅游板块 1 季度超额收益概率大



资料来源：Wind 资讯，中原证券

3.2.3 战略新兴行业，新一轮主导产业的选择

两会期间，有关战略新兴产业的议题必会萦回环绕。这是因为战略新兴产业被赋予未来新一轮经济周期启动的主导产业。

经济转型的过程，从中观产业看实际上是一个主导产业的更替过程。从日本的转型经验看，产业政策是促进主导产业演进的重要外力。因为政府产业政策在一定程度上可以影响产业发展所需的生产要素的供给及价格的变化，最终会影响

产品的生产成本及产品的相对竞争优势；另外政府政策通过间接干预也能对产业的需求规模及技术创新产生影响。在主导产业的选择过程中，日本政府始终利用产业政策来推进产业结构高度化，先后选择对制造业发展影响较大的基础原材料工业和产业关联度大、附加价值高的汽车工业、电气机器产业作为主导产业，迅速实现了经济赶超。而在主导产业发展的过程中，政府更加注重微观经济主体的特点，通过产业政策，构筑一定的比较优势，引导企业的投资方向。

产业政策对相关行业与板块资本市场表现的影响不言而喻，尤其是在目前多头市场格局下，产业政策更成为板块股价短期爆发的催化剂。如近期出台的《半导体照明节能产业规划》，以及《关于推进物联网有序健康发展的指导意见》，均导致相关个股的股价大幅上扬。

不过，战略新兴产业子行业众多，两会期间的相关议题预计令人眼花缭乱，如何优中选优，有的放矢，提前埋伏成为关键。去年下发的战略新兴产业十二五规划或许能提供诸多启示。发展规划中，提出了将重点实施宽带中国、关键材料升级换代等 20 项重大工程。20 大工程是对《规划》提出的七大产业领域任务的落实细化，目标更加明确，可操作性也更强，比如对于下一代信息网络，《规划》中提出，到 2015 年中国城市和农村家庭分别要实现平均 20 兆和 4 兆以上的宽带接入能力，部分发达城市网络接入能力要达到 100 兆。而到 2020 年，具有国际先进水平的宽带、融合、安全、泛在的信息基础设施网络覆盖我国城乡。规划中提出的 20 项重大工程，实际上是政府锁定的近期战略新兴产业发展的突破口，并通过系列政策导向与扶持措施，将规划目标落地，稳步推进，如加大财政金融的政策扶持力度，建立稳定的财政投入增长机制，设立战略性新兴产业发展专项资金，拓宽资本市场融资渠道；完善技术创新和人才政策；完善相关市场开放机制，深化民间投资准入改革，鼓励各类企业投资战略性新兴产业等。

我们认为，战略新兴产业中围绕 20 大工程的相关产业政策及议题可能最为集中，从而是主题投资的最好标的。

表 5：十二五规划 20 大工程一览

序号	工程名称	序号	工程名称
1	重大节能技术与装备产业化工程	11	生物育种工程
2	重大环保技术装备及产品产业化示范工程	12	生物基材料工程

3	重要资源循环利用工程	13	航空装备工程
4	宽带中国工程	14	空间基础设施工程
5	高性能集成电路工程	15	先进轨道交通装备及关键部件工程
6	新型平板显示工程	16	海洋工程装备工程
7	物联网和云计算工程	17	智能制造装备工程
8	信息惠民工程	18	新能源集成应用工程
9	蛋白类等生物药物和疫苗工程	19	关键材料升级换代工程
10	高性能医学诊疗设备工程	20	新能源汽车工程

资料来源：Wind 资讯，中原证券

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。