

2009 年 7 月 8 日

季度投资策略报告

- 市场风格转换，进入企业业绩好转推动行情阶段，相对于上半年流动性助推估值修复的市场，下半年的市场是更有业绩支撑的市场。
- 业绩转好预期：房地产开发投资和物价指数是影响业绩预期变化的重要指标。随房地产开发投资加快带动其他行业，随 PPI 逐渐触底回升，企业由前“增量不增利”过渡到“量价齐升”，业绩底部出现，分析师将在三季度纷纷上调上市公司盈利预测。
- 行业轮动特征：当企业业绩成为推动股价上涨的最核心力量，行业轮动就会成为市场表现主要特点。行业轮动特征有规律可循，可以从经济周期角度和产业链角度分析。产业链中的先导行业的变化，房地产投资力度，大宗商品涨价幅度，铁路建设进度决其相关行业的业绩好转情况，这三条链条是驱动 A 股下半年行情的关键。
- 行业配置：

基于经济周期和 PPI 逐渐触底回升的业绩转好预期，三季度我们看好金融地产和工业中游。

基于产业链递延行业业绩好转的先后顺序，我们看好房地产产业链中，受益房地产投资增加的工程机械、钢铁、煤炭、化工，受益滞后效应的家用电器。受益铁路建设投资增加的铁路设备和建筑。基于通胀预期和大宗商品涨价链，我们看好石油、煤炭、黄金、新能源和部分基础化工。

中海基金研究部

联系地址：

上海市浦东新区银城中路 68 号时

代金融中心 29 楼

邮编：200120

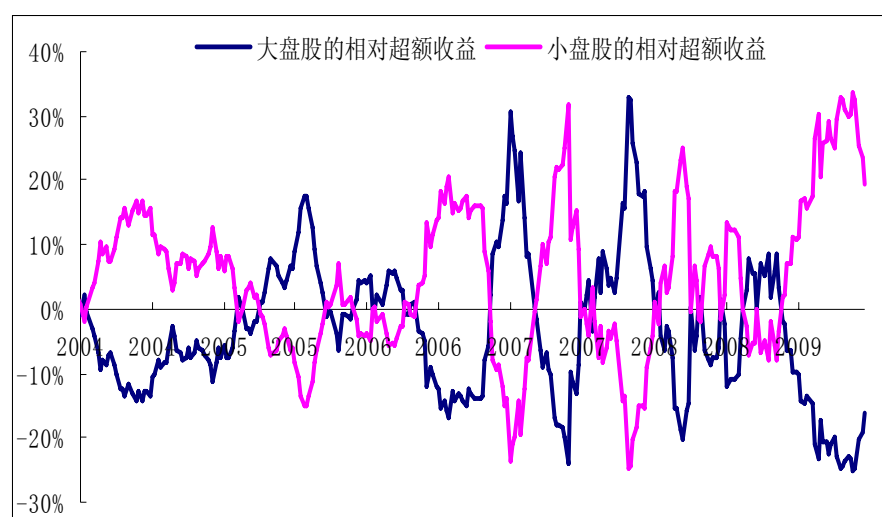
1 漂移，回归，行业轮动

1.1 市场风格转换

A股市场在流动性推动下走过半年路程，中国经济也在流动性和政策带动下，进入复苏。流动性推动的行情中，对经济复苏的预期推动估值上升，而企业业绩并未实际好转，中小盘股的相对超额收益超过大盘股，投资者对于大盘蓝筹股和占市值比重高的行业存在分歧，这是流动性推动估值的典型特征。

5月27日开始，A股在阶段蓄势调整后，开始了新一轮的上涨，这一轮的上涨表现了明显的风格转换特征，大盘股的相对超额收益在上升，大盘股接连发力，金融和地产等行业领涨，并持续保持强势。

图 1：风格转换开始，大盘股相对超额收益上升：



资料来源：Wind 中海基金

A 股市场的风格转换表明了投资者对于中国经济进入复苏的市场预期逐渐趋于一致，这是由于在股票涨幅的背后，上市公司的经营环境，影响其行业发展和利润水平的关键因素等正在发生变化，企业的盈利能力得到提升。因此，可以说，相对于上半年流动性助推的市场，下半年的市场更是有业绩支撑的市场。

打个比方，“漂移”指赛车后轮失去抓地力，前轮保持抓地力，这时只要前轮有一定横向力，方向盘一打，车头刹时转向甩尾，改变原有轨道出弯。流动性带领A股市场就好比漂移，当实体经济失控，失去着地力，流动性方向盘以政策之力带动股市脱离了实体经济形成反转漂移，这就是上半年的市场，而下半年，经济复苏确认实现了漂移过后的后轮着地，实体经济驱动力回归，引擎发力，前后轮得以驱动向前。在漂移回归市场中的关键假设一是经济复苏，后轮得以着地，二是实体经济引擎优异，能带动其他行业。

1.2 估值与业绩对市场的作用-下半年业绩推动股市

为更好的说明和理解估值推动股价和业绩推动股价的区别，我们以 06 年市场的情况作为比较分析：

(1) 估值先于业绩预期变动

在一般情况下，估值的变动较为灵活，能够及时反映出投资者预期的变化，在经济拐点前后，估值总是先于业绩预期出现调整。在经济低谷附近，估值会对经济周期先行指标的好转做出及时反应，先行上升，从而拉动股票价格上涨。而业绩预期的调整则会较为谨慎，一般在好转的盈利数据基本确认时，分析师才会上调业绩预测，此后估值保持平稳，业绩预期提升成为推动市场上升的主要力量。

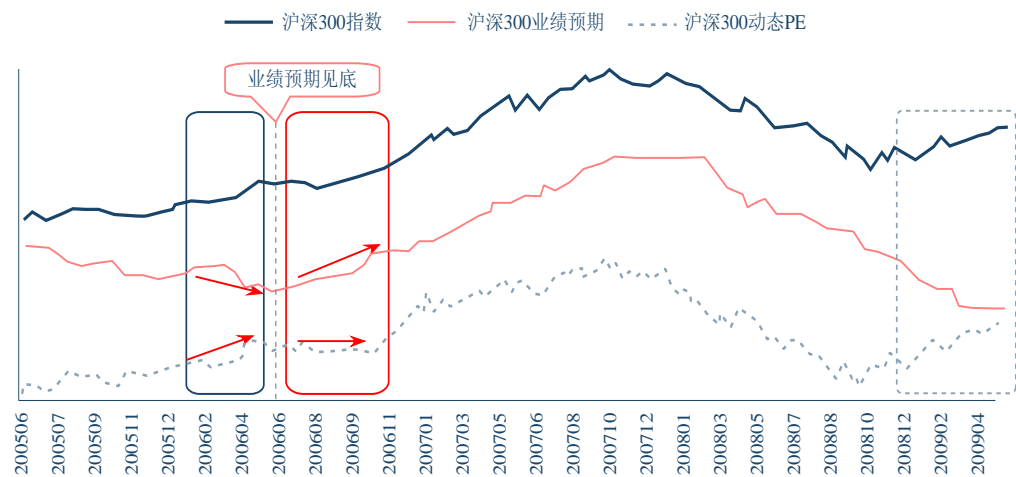
表 1：业绩预期与估值的变动机理

业绩预期	估值	股票价格
之前的业绩增速持续下滑→业绩预期继续下滑	经济先行指标向好→估值提升	股价上涨
投资者了解到本季盈利好转→业绩预期开始上调	估值保持平稳	股价上涨
盈利好转成为趋势→业绩预期不断上调	估值保持平稳	股价上涨

资料来源：中信证券研究部

在 06 年中期业绩预期触底回升前后，估值与业绩的变化就体现出类似特征。06 年上半年股市在估值提升的作用下不断上涨，与此同时业绩预期仍在不断下调（这种情况和近期市场非常类似）。06 年 6 月，随着微观层面面向好趋势的确立，投资者开始修复之前对业绩的过度悲观预期，逐渐上调盈利预测，全市场业绩预期触底回升，估值停止了之前的快速上升，开始保持稳定，市场在业绩预期提升的带动下继续上涨。

图 2：2006 年，市场经历从估值驱动到业绩驱动的变化



资料来源：一致预期，中信证券

纵坐标均为对数坐标；业绩预期为对当年的业绩预期，经过标准化处理；动态 PE 为滚动数）

（2）PPI 对企业利润至关重要

从 06 年 5 月开始，PPI 逐渐触底回升，企业由之前的“增量不增利”过渡到了“量价齐升”，整个经济活跃程度增强，M1 增速大幅提升，M1 与 M2 剪刀差明显收窄，与此同时，房地产开发投资增速也出现大幅上升，这几点是当时实体经济出现明显好转并致使投资者上调盈利预测的重要促发因素。不过，06 年的经济有很多独特的影响因素，比如钢材出口在 06 年发生显著上升，从而拉动钢材价格上涨；此外还有资本市场的股权分置改革等因素。

图 3：PPI 在 2006 年 5 月出现触底回升

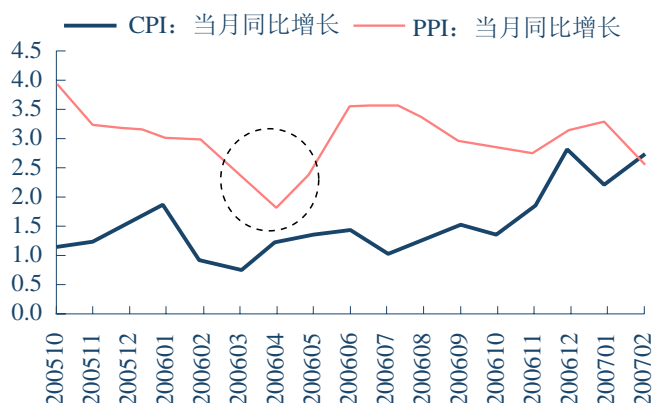
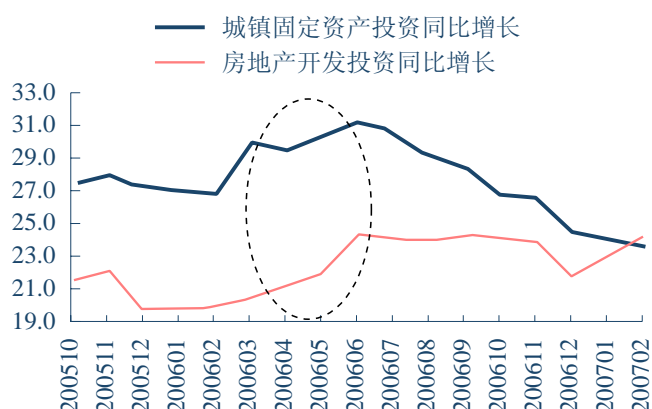
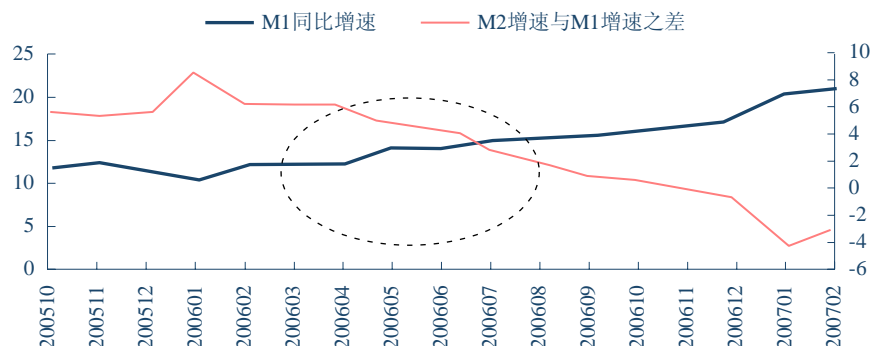


图 4：房地产开发投资和固定资产投资快速增长 (%)



资料来源：CEIC，中海基金

图 5：M1 增速提升，M2 与 M1 增速剪刀差收窄



资料来源：Wind，中海基金

PPI 回升对于企业利润改善至关重要。中国的 GDP 增速、经济景气和工业企业利润增长都与 PPI 呈现显著的相关关系，这种特征与中国的经济结构密切相关。中国的经济增长以投资拉动为主，消费占比相对较低，在工业品当中，生产资料占据四分之三的比重，生活资料占比较小，这种特征使能源与原材料价格在一定范围内的上升反映了总体经济活动的向好。相比之下，CPI 则很难反映出企业盈利的变化情况，这主要是由于在中国的 CPI 统计当中，食品和居住类占了近一半的权重（居住类消费主要是房屋折旧和水电煤气费用等），而这部分价格的变化与占中国经济主体地位的工业企业盈利关系并不大。

图 6：PPI 与宏观经济景气基本同向变动

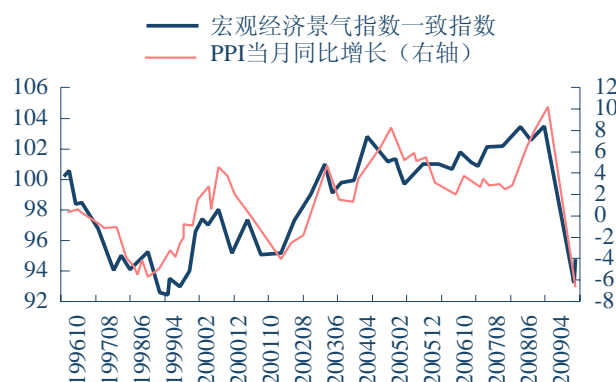
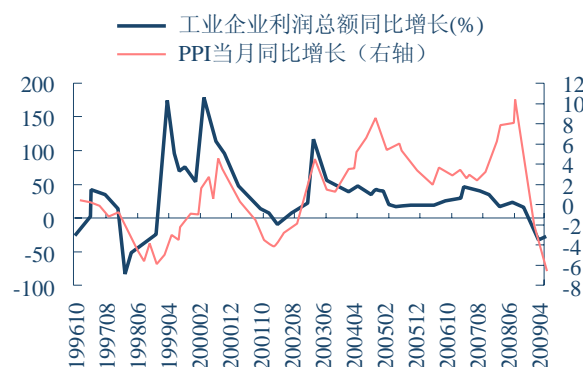


图 7：PPI 与工业企业利润基本同向变动



资料来源：Wind，中海基金

物价指数和房地产开发投资是影响业绩预期变化的重要指标。目前房地产开发投资增速已基本见底，全年预测增速提升到 9.3% 左右。物价指数方面，PPI 预计将在 8 月份见底。从这个角度来看，本次业绩预期的底部已经呈现出来，7-8 月中报公布期间很可能会出现业绩预测的触底上调，因此下半年业绩上调将推动市场上涨。

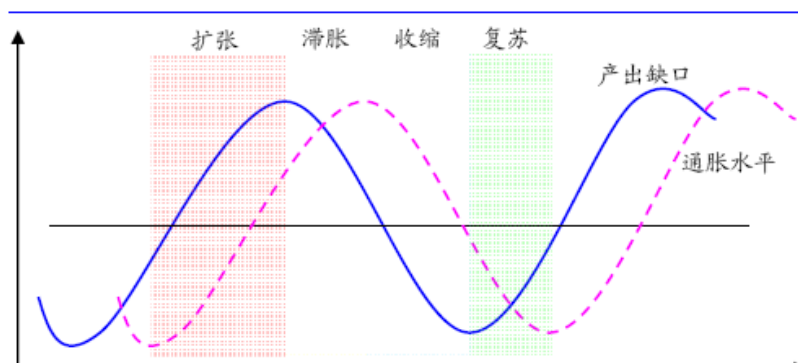
2. 行业景气 and 轮动研究-经济周期角度

经济体中，各行业企业业绩的好转遵循一定规律。当企业业绩成为推动股价上涨的最核心力量，行业轮动就会成为市场表现主要特点，因此行业配置是重点。本期报告重点就行业轮动特征展开研究，提示投资机会，既包括从经济周期角度的行业轮动特征，又包括从产业链角度的行业递延规律。

从经济周期角度研究行业轮动主要回答三个问题：第一、经济周期如何变动？第二、在经济周期变化过程中，行业如何轮动？第三、反映到资本市场中，行业如何轮动。

对一个完整经济周期进行正确的阶段划分是研究投资时钟的基础。按照相对于趋势的经济增长和通货膨胀的方向可以将中国经济周期划分为四个阶段：收缩（增长向下、通胀向下）、复苏（增长向上、通胀向下）、扩张（增长向上、通胀向上）、滞胀（增长向下、通胀向上）。产出缺口指的是经济体中总需求大于总供给的部分，其形成原因可能是需求过度扩张，也可能是供给意外收缩。需求过度扩张比如 1993 年和 2003 年的经济过热，供给收缩比如经济中存在的一些瓶颈行业（2003 年电荒）。产出和通胀也是指定政策观测的指标，货币政策指定的主流原则是利率规则，尤其是“泰勒规则”。泰勒规则最简化的形式是，假设货币政策对两种情况做出反应：一是通胀率偏离其目标水平，二是总产出偏离充分就业的水平（即潜在总产出）。所以从产出，通胀和政策的角度来衡量经济周期，对股市借鉴大。理想状态下经济周期阶段的划分：扩张、滞胀、收缩、复苏的螺旋式反复：

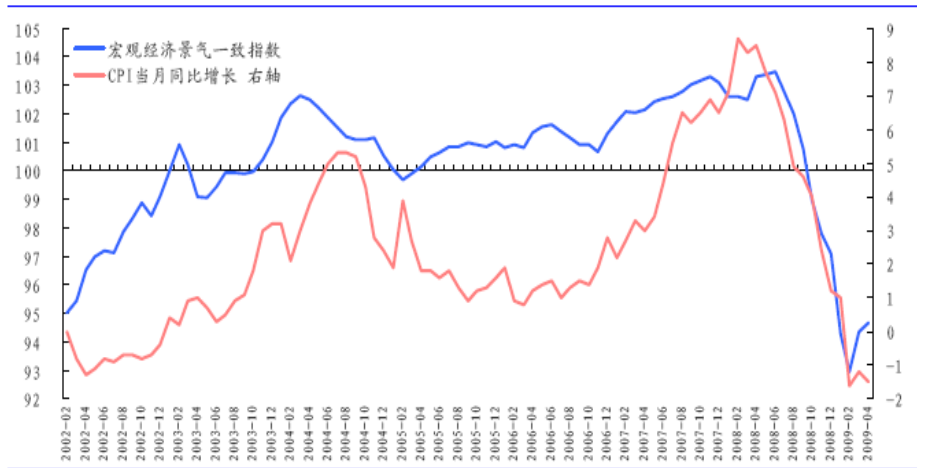
图 8. 理想状态下经济周期阶段的划分



资料来源：国泰君安证券 中海基金

在实际操作中，传统的产出缺口与通胀水平划分方法，并不能很好的适用于中国经济周期阶段的划分。因为产出缺口为季度数据，发布频度低、较滞后，且难以较好的辨别出经济增长方向的拐点可以，采用可跟踪性较好、月度发布，且有相关性很高的领先指数来作提前预判的中国宏观经济景气一致指数和CPI 当月同比增速这两个指标作为划分经济四个阶段的主要依据。

图 9, 从2002年以来以宏观经济景气指数和C P i 当月增长表现的经济运行展现了两轮完整的经济周期。



资料来源：国泰君安证券 中海基金

从2002 年以来，中国经济周期阶段可以近似的划分为从复苏到收缩两个轮次。观察可以发现，投资与货币信贷冲击是中国经济周期波动和判断经济拐点的决定性因素，也是A 股投资时钟轮转的根本推动力。这是由中国在政府主导下以低成本工业化来实现赶超战略的高储蓄高投资增长模式决定的。M2 与总产出、进口、全社会固定资产投资保持较高的当期正相关，且具有较强的一阶领先性。

图 10, 2002 年以来中国经济周期阶段划分与相应货币环境如下：

时间段	阶段属性	货币环境
2002. 02-2002. 04	复苏	治理通缩，降低利率。2002 年 2 月，一年期贷款利率降到最低水平 5.49。
2002. 05-2004. 03	扩张	前期维持宽松货币政策，保持利率在 5.49 的谷底水平。2003 年初遭遇非典冲击。2003 年下半年开始走出通缩，出现经济过热，转向财政货币双稳健政策。2003 年 9 月上调存款准备金率 6%到 7%。
2004. 04-2004. 08	滞胀	继续上调存款准备金率至 7.5%，M2 增速从 20%下降到 14%。
2004. 09-2005. 02	收缩	2004 年 10 月上调贷款利率到 5.76%，M2 增速触底。
2005. 03-2006. 03	复苏	维持贷款利率在 5.76%，M2 增速从 14%上升到 19%。
2006. 04-2007. 11	扩张	2006 年 8 月上调贷款利率到 6.3%，短期内持续上调存款准备金率到 9%。M2 维持在 16-18%。
2007. 12-2008. 04	滞胀	继续实行紧缩货币政策，上调存款准备金率到 16%，M2 保持在 16-18%。
2008. 05-2009. 02	收缩	贷款利率从 7.56%下调到 5.4%，存款准备金率从 16%上升到 17.5%后，快速下调到 13%。M2 从 18%下调到 14%后见底快速回升到 20%。
2009. 03-2009. 04	复苏	M2 进一步上升到 25%。

资料来源：国泰君安证券 中海基金

确定好经济周期后，就可以来判断经济周期运行内的行业轮动。统计沪深300及其行业指数在各阶段下的表现，并比较与美林的投资时钟的行业轮动，可以发现：

(1) 在复苏阶段，表现较好的是能源、金融、可选消费；表现较差的是信息技术、医疗保健、公用事业。基本上和美林投资时钟吻合，主要差别是：能源板块主要包括煤炭和石油石化行业，在三次复苏阶段，都显著的跑赢了大盘。科技类的电信服务和信息技术板块在复苏阶段并没有很好的表现。这和中国科技类板块代表性偏弱，电子类企业更多的集中在加工制造环节，依靠订单生产，而非设计研发环节有关。

(2) 在扩张阶段，表现较好的是能源、材料、金融；表现较差的是信息技术、公用事业、电信服务。基本上和美林投资时钟吻合，主要差别是：金融板块在扩张阶段仍表现较好，但在两次扩张期中金融板块的表现是矛盾的，2002 年到2004 年的第一次扩张期，金融类的表现排在最后一位，而2006 年到2007 年的第二次扩张，金融类表现最好，且涨幅巨大，对最后表现有很大的拉动作用。金融板块的表现规律需要更多周期的检验。同时，中国经济处于扩张期的时间较长，可能需要将扩张期更细分为扩张前期和后期。

(3) 在滞胀阶段，表现较好的是电信服务、日常消费、医疗保健；表现较差的是信息技术、能源、金融。和美林投资时钟基本吻合，主要差别是能源表现比较落后。美股在经济滞胀阶段，石油天然气行业的表现仍然相对较好。

(4) 在收缩阶段，表现较好的是医疗保健、公用事业、日常消费；表现较差的是能源、金融、材料。和美林投资时钟基本吻合，主要差别是金融表现比较落后。美股在收缩后半阶段，由于货币政策的放松，金融股相对表现较好。

总的来说，四阶段下，大类行业的板块轮动规律基本符合投资时钟的内在逻辑。金融、能源、可选消费、日常消费、医疗保健、公用事业、材料行业轮动的效果比较显著，而工业、电信服务、信息技术的轮动效果不是很明显。和美国股市相比，A 股的能源行业表现起来得较早，而金融行业表现起来得较晚。

图 11, 阶段划分大类行业表现如下：金融、能源、可选消费、日常消费、医疗保健、公用事业等轮动效果显著：

	复苏		扩张		滞胀		收缩
能源	2.012	能源	6.241	电信服务	0.787	医疗保健	0.848
金融	1.910	材料	5.289	日常消费	0.781	公用事业	0.713
可选消费	1.427	金融	5.007	医疗保健	0.709	日常消费	0.673
沪深 300	1.385	医疗保健	4.853	材料	0.675	电信服务	0.603
日常消费	1.355	沪深 300	4.568	可选消费	0.661	信息技术	0.582
材料	1.300	日常消费	4.504	工业	0.652	工业	0.581
工业	1.277	工业	4.430	公用事业	0.648	沪深 300	0.532
电信服务	1.214	可选消费	4.303	沪深 300	0.637	可选消费	0.526
公用事业	1.104	电信服务	3.818	金融	0.635	材料	0.514
医疗保健	1.073	公用事业	3.605	能源	0.613	金融	0.470
信息技术	1.024	信息技术	2.562	信息技术	0.603	能源	0.442

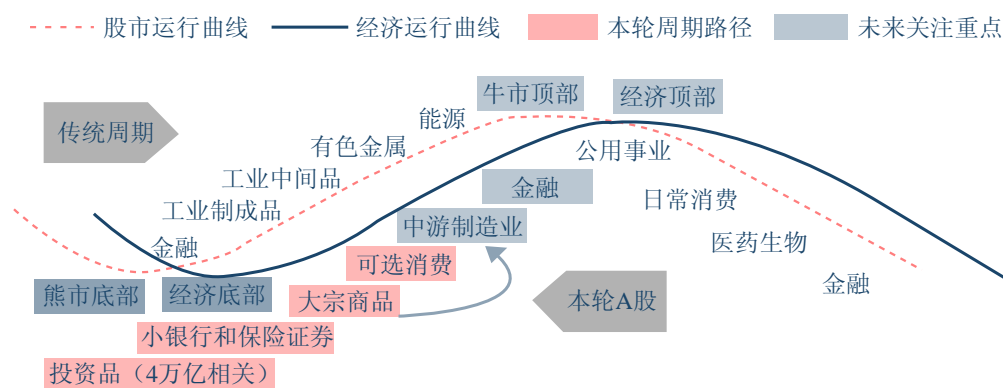
结合本轮 2008 年 11 月来的 A 股市场，与以上行业轮动顺序差异的主要表现为：投资品提前、金融股滞后、大宗商品股异军突起。原因如下：

（一） 投资品提前是由于政府财政刺激措施，2008 年，政府推出 4 万亿投资和十大产业振兴计划，促使部分投资品行业如水泥、工程机械、重卡、电力设备等行业大幅反弹；

（二） 利率管制影响金融行业息差，延缓银行股反弹时间；中美两国基准利率不同。美国的基准利率是联邦基金基准利率，即隔夜银行同业拆借利率，中国的基准利率是一年期存款和贷款利率。在美国，衰退时银行惜贷，虽货币供应增加，存贷利差依然有可能增加，银行会率先受益。在中国，央行直接控制银行存贷差，降息周期银行净息差必然减少，所以中国银行的净息差要在 2009 年 2、3 季度方能见底。同时，信贷放松直到 2009 年年初才开始，对坏账依然有担忧，这些均制约银行股上涨，同时低利率和通缩预期也制约了保险股的上涨。

（三） 流动性助推大宗商品股异军突起。大宗商品股主要取决于大宗商品价格，而大宗商品同时具有商品属性和金融属性。本轮周期中，流动性推动能源大宗商品在“避险情绪下降—流动性泛滥—经济渐次见底”的三阶段过程中获得有力支撑，并提前于经济周期开始大幅反弹，也改变了传统经济复苏过程中能源大宗商品往往滞后上涨的规律。

图 12. 本轮 A 股的行业轮动：



资料来源：中信证券 中海基金

3 行业景气 and 轮动研究-基于上下游的产业链

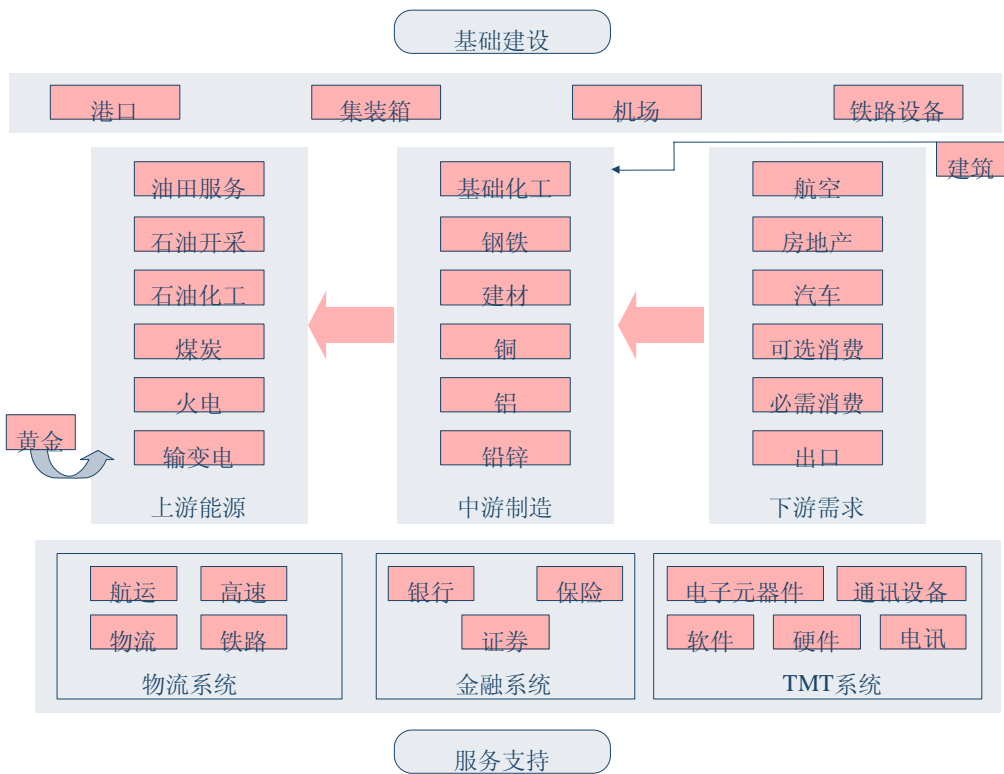
投资时钟是从经济周期的角度去筛选行业，产业链是从成本收益、上下游的角度去选择行业。首先，将行业分类以划分中上游和产业集群，基于 A 股市场结构的行业分类如下：

表 2, A 股市场结构的行业分类：

大的系统	中间系统	具体行业	关注焦点
实体产业	下游消费	航空、房地产、汽车（汽车零部件、乘用车、商用车）、可选消费品、必选消费品、出口	宏观和调研确定国内消费；世界经济确定出口
	中游制造	基础化工（化学肥料制造业、基础化学原料制造业）、钢铁、建筑、建材（水泥、玻璃、新型建材及非金属新材料）、铜、铝、铅锌、机械（工程机械、重型机械、机床）、造船、	
	上游能源	油田服务、石油开采、石油化工、煤炭、输变电、火电，黄金	受世界经济、美元等因素的影响
基础建设	行业政策	港口、集装箱、机场、铁路设备	政府拉动、创造需求的主要途径
服务支持	物流系统	航运、高速、物流、铁路	物流数据显示中国经济的热度
	金融系统	金融（银行、保险、证券）	银行的信贷支持和货币政策
	TMT 系统	TMT（电子元器件、通信设备制造、软件及服务、硬件设备、电信运营）	

资料来源：中信证券 中海基金

图 13：基于 A 股市场结构的产业链图如下：



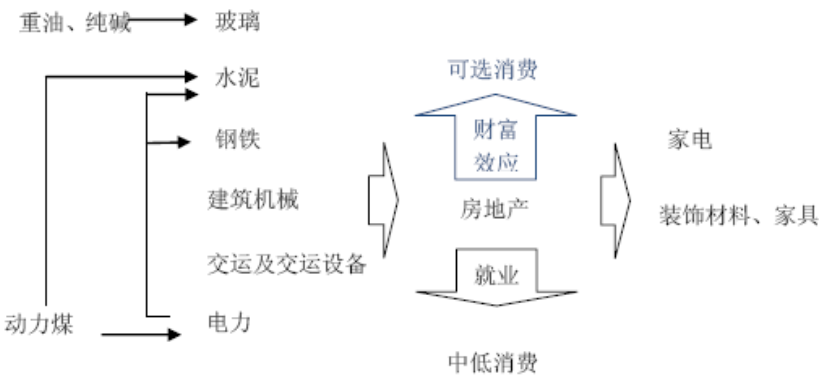
资料来源：中信证券 中海基金

在这些产业链条中，创造需求的点为每条产业链的先导行业，也是其他行业（其上游）和经济增长的驱动力。目前经济的驱动力主要是“房地产投资”、“基础设施建设”和“大宗商品价格上涨”。所以，先沿着这三个驱动力向上寻找受益行业。

(1) 房地产产业链—投资增加使钢铁、工业金属、建材和化工直接受益

房地产的繁荣能波及到制造业和可选消费。前者和房屋建筑开工紧密联系，后者则取决于房价和财富效应。制造业中的玻璃、水泥、建筑机械、水泥和钢铁的下游需求都在不同程度上受到房地产的撬动。然而他们的利润对需求的敏感程度（利润弹性），还极大地取决于提价能力，或者说供给弹性——后者主要看存货水平、经营杠杆、产能利用率。房地产产业链如下：

图 14：房地产产业链：



资料来源：国泰君安证券 中海基金

综合考虑需求相关性、存货的历史水平、固定成本比例（这里用固定资产比例代替）以及产能利用率的历史水平，我们认为受益程度从高到低的排列顺序为工程机械、白电、玻璃、水泥、钢铁。

图 15：相关行业受益房地产的程度：

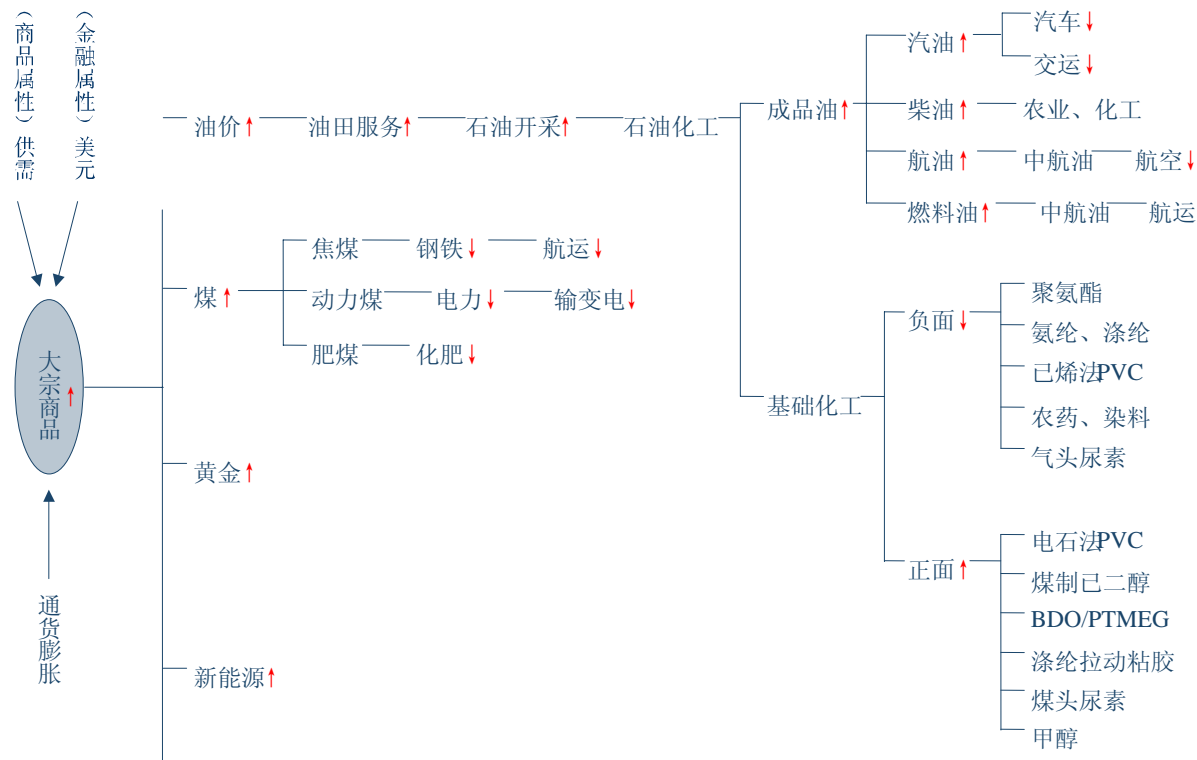
行业	需求	存货水平	固定资产比例	产能利用率	结论
工程机械	较强	低	高	中	受益幅度较大
白电	较强	低	中	较低	受益幅度较大
玻璃	强	较高	高	高	受益幅度中
水泥	较强	低	高	低	受益幅度小
钢铁	中	较高	高	高	受益幅度小

资料来源：国泰君安证券 中海基金

(2) 大宗商品价格上涨，使大宗商品产业链受益

大宗商品的产业链，有油价，煤炭，黄金，新能源四线索：

图 16：大宗商品产业链：



资料来源：中信证券 中海基金

把这个产业链图分解，几个主要的节点和线索如下：

第一，油价上涨带动石油石化和钾肥。

油价上涨对石油勘探开采、石油石化和基础化工都有影响。在石化产业链上，从上游勘探开发到原油加工，到石化原材料生产，以及油气田服务提供商，随油价上涨，盈利变化有时间差异。从 02 年-08 年的行业周期总结，油公司盈利跟随油价走势，最佳盈利时期在油价高点之后出现；而油服公司盈利走势与油价基本吻合；炼油和化工企业的盈利高点出现在油价高点出现之前。在石油化工相关行业中，行业复苏过程中企业盈利恢复有快有慢：

从产业链角度，原油和基础化工产品没有直接关系，主要通过下游石化产品、能源替代品天然气和煤间接影响基础化工。

表 3：假设煤价涨幅低于油和天然气，油价上涨静态影响如下：

		相关产品及公司
正面影响（原料结构性投资机会）	原油价格上涨	国内电石法 PVC（中泰化学、新疆天业，英力特等）
		煤制乙二醇（丹化科技）
		涤纶价格上涨拉动粘胶纤维涨价（山东海龙、澳洋科技等）
		BDO 及下游 PTMEG（山西三维）
	天然气价格上涨	煤头尿素/硝酸铵/浓硝酸（华鲁恒升、柳化股份等）
		煤头甲醇/醋酸/二甲醚/DMF（华鲁恒升、广汇股份、远兴能源、江山化工）
	其他正面影响	通胀预期提升资源价值：钾肥，磷矿石
		新材料替代塑料、橡胶能力提升：有机硅、氟塑料
无关品种		纯碱，烧碱（国内蒸汽、电、原盐价格和油价相关性小）
负面影响（油价上涨间接推动成本增加）	天然气价格上涨	气头尿素、甲醇
	原油价格上涨	对炭黑影响偏负面：能源属性决定油价上涨传导至燃料油更快，直接带动煤焦油价格上涨，而传导至乙烯焦油的能力较弱，成本上涨压力大于国外石油法产品涨价的拉力。
		聚氨酯：MDI、TDI、聚醚（原料为环氧丙烷）
		涤纶（原料 PTA，乙二醇），氨纶（原料 MDI）
		石油法 PVC，塑料制品
		农药、染料，纺织助剂等精细化工产品

资料来源：中信证券 中海基金

若油价持续、大幅上涨，将惠及国内煤化工企业。电石法 PVC 和乙二醇首当其冲，而通过天然气产业链发生影响的尿素、甲醇则存在效率递减。拥有煤炭资源的基础化工行业上市公司中泰化学、远兴能源、广汇股份、柳化股份能够回避煤价波动的风险，更值得关注。油价上涨引发的通胀预期将提升资源价值，钾肥必将受益，出口、限运政策和下游需求低迷仍部分限制磷矿石受益程度。油价上涨也将提升传统塑料、橡胶的价值，新材料有机硅的替代进程将提速。在所有的基础化工中，我们最看好资源价值提升的钾肥。

第二条线索是煤炭。煤炭和石油存在某种比价，随着石油价格的上涨，煤炭价格也会上涨，焦煤价格上涨使钢铁受损，进而使航运受损；动力煤价格上涨使电力成本提高，进而使输变电受损；肥煤价格上涨使化肥成本提高。

第三条线索是黄金。大宗商品价格上涨将使通胀预期上升，黄金是一个良好的避险工具。

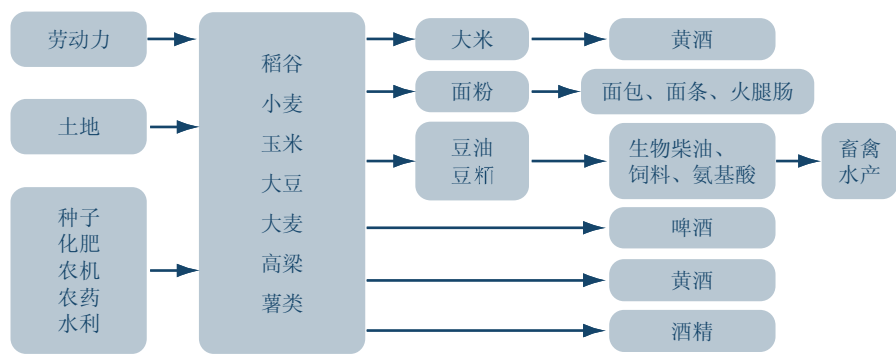
第四条线索是新能源。传统能源价格大幅上涨突现新能源的价值。

综合大宗商品价格上涨的产业链，相关受益行业是石油、煤炭、黄金、新能源和部分基础化工。

(3) 油价上涨带动粮价上涨，惠及钾肥

油价上涨带动粮价上涨，利好粮食产业的上中游，包括种子、农药、化肥、农机、种植业等。随着油价上涨，国际粮价上涨，国家可能上调粮食收购价。随着粮价上涨，直接增加了居民食品消费支出，提高了食品饮料加工业的生产成本，通过饲料业传导提高了肉禽蛋奶水产类产品价格，通过比价效应推动水果蔬菜价格上涨。根据测算，粮食占饲料成本的 80%左右，占肉类生产成本 34%左右，占酒类生产成本的 29%左右。粮价每上涨 1%，将提高食品总成本 0.187%左右。如果毛利率保持不变，则粮价每上涨 1%将推动食品价格上涨 0.187%左右。

图 17：我国粮食产业链如下：

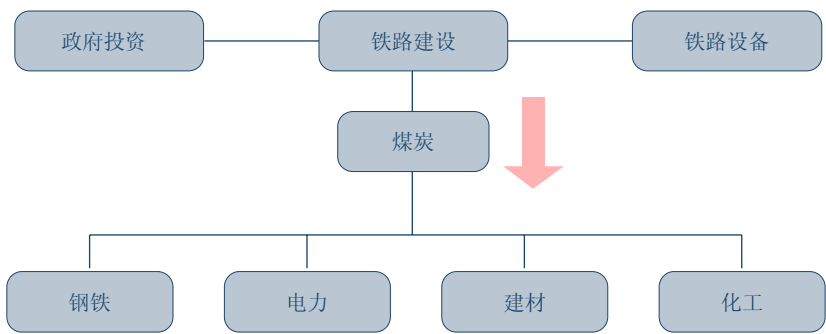


资料来源：中信证券 中海基金

粮食是食品饮料、饲料加工的重要原料，粮食价格的上涨必然会通过产业链进行传导，最终推动食品价格的普遍走高。据测算，粮食价格每上升 1%，将推动食品成本上升 0.17%左右。国家提高粮食最低收购价，对粮食产业的上中游形成明确利好，包括种子、农药、化肥、农机、种植业等，其中钾肥行业最值得关注如盐湖钾肥、北大荒、隆平高科、登海种业等上市公司主题性投资机会。

(4) 基础设施建设—铁路建设投资增加使铁路设备和建筑受益

图 18：铁路建设的产业链如下：



资料来源：中信证券 中海基金

本次基础建设的重点是铁路建设。2009 年 1 季度，我国铁路建设投资创历史同期最高水平，完成新线铺轨 950.4 公里、复线铺轨 1013.9 公里，电气化铁路投资 368.9 公里。根据铁道部发布的统计数据，2009 年 1-4 月全国铁路完成固定资产投资 1180 亿元，同比增加 128%，其中基建投资累计 1034 亿元，同比增长 167%。从产业链角度看，铁路建设的大发展将直接推动铁路设备和建筑的发展。长期看，铁路网建设利于缓解中国铁路运力的紧缺，使煤炭不再稀缺，煤炭价格会下跌，钢铁、电力、建材和化工受益。据测算，中国煤碳的运力有 50%是铁路承担，而电力、钢铁和建材分别有 60%、37%和 30%的成本来自煤炭。我们认为，铁路建设投资的增加短期使铁路设备和建筑受益，短期无法改善中国的铁路运力，所以短期不会改善电力、钢铁和建材的成本。

4 行业配置策略：基于行业轮动的配置选择

综上所述，基于投资时钟的行业轮动，下半年我们看好金融和工业中游行业，包括基础化工、建材、钢铁和工业金属。其中建材包括水泥和玻璃，工业金属包括铜、铝、铅、锌等。

基于产业链递延行业业绩好转的先后顺序，我们看好房地产产业链中，受益房地产投资增加的钢铁、工业金属、建材和化工；受益大宗商品涨价的石油、煤炭、黄金、新能源和部分基础化工；受益铁路建设投资增加的铁路设备和建筑。

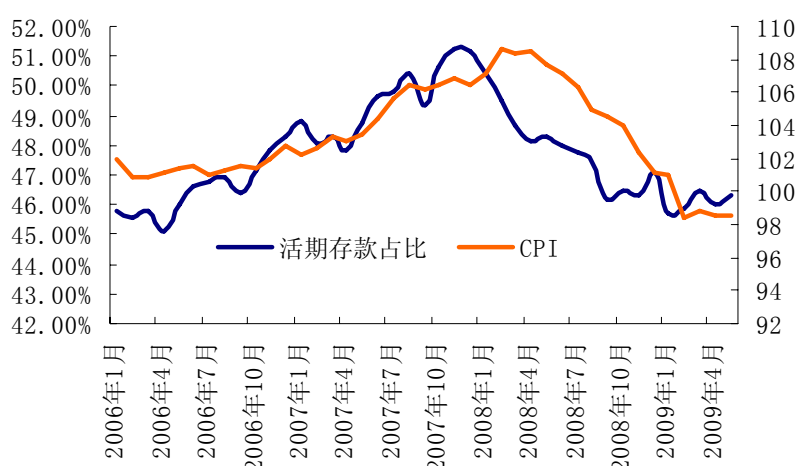
4.1 活期存款化将是金融股的下一个催化剂 — 金融

在流动性推动和经济复苏的背景下，持续的信贷投放扩大了银行生息资产规模，在信贷结构调整和降息预期减弱背景下，银行息差见底确定，这将提高银行业绩转好的预期。证券市场的复苏无疑也推动了证券行业和保险行业业绩的转好。券商的经纪业务，自营业务和投行业务都得到业绩恢复，保险行业的新增保费和投资收益在增长。

5月份信贷投放超预期，达到6645亿元；6月在季末冲量的背景下，重回万亿。5月外汇占款新增额超过2000亿元，海外热钱重新流入国内。在流动性的推动下，金融股相对全市场的估值水平得到了显著回升，但距离历史折的平均水平还有15%的空间。我们认为，持续的流动性是金融股相对估值继续提升的关键。而活期存款化将是助推金融股的下一个催化剂。

从历史上来看，居民存款活期化、客户保证金与股市走势存在非常紧密的正相关关系，一旦存款活期化趋势形成，大盘将面临加速上涨。这对券商构成最直接利好，对银行息差构成正面影响。

图 19: 存款活期化趋势正待形成



资料来源: Wind 中海基金

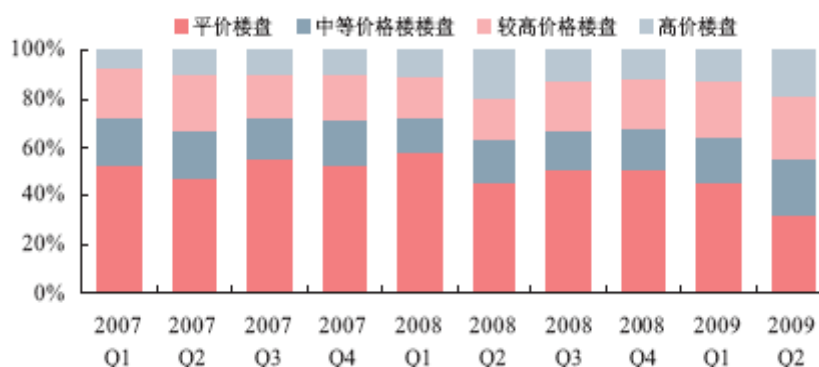
4.2 地价上涨，房价上涨改善房地产商利润— 房地产

中国在2002年至2007年这段时间经济增长的引擎主要是:净出口(NE)+I(地产为代表的企业投资)。最近三年中，房地产行业的总产出(可以近似的用商品房销售额或者房地产投资来衡量)都占到GDP的10%左右。同时，房地产投资占全部FAI的比重平均来看也高于20%。根据估计，房地产行业直接和间接贡献了26%左右的GDP，已经成为中国经济名副其实的重要结构性动力引擎之一。

近期，以北京为代表的一些城市土地成交价格出现迅猛增长，其他区域的土地市场也呈现了繁荣景象。从温州市场发端，保利地产、万科、金地集团等国内知名的开发企业也都先后获得楼面地价不低的土地储备。当前地价上涨的主要推手就是开发企业宽裕的资金链，房地产行业热销的形式和招拍挂体制本身。1季报房地产开发企业的现金流就已经出现了历史性的正流入，而二季度更火爆的销售形势和新开工面积走低使得我们相信，房地产企业的资金情况已经比2009年1季度末更加有利。长期来看，房地产的价格是由供求决定的，开发企业成本加成定价早已被2008年行业的调整所打破。但短期来看，地价的上涨无疑会刺激开发企业提价，并以点带面拉高整体房价。

房地产行业的利润空间来自于土地红利(土地的增值)和产品红利(产品的超额收益)两个方面，因此地价上涨和房价上涨无疑将改善房地产商利润状况。

图 20: 上海商品房成交的价格分布



资料来源: Wind 中海基金

4.3 受益房地产投资加快— 工程机械

从去年底开始的工程机械行情可以分成: 1) 受4万亿投资刺激的预期改善行情; 2) 受益财政刺激的基建投资增加的销量行情; 3) 受益房地产投资增加的销量行情; 4) 出口复苏。目前行情演变到第3阶段, 我们认为房地产新开工和房地产投资增速的增加会对工程机械和重卡的销售产生正面的刺激作用, 现在只是销量对于投资增长反应的时间问题。

4.4 受益房地产投资— 建材（玻璃和水泥）

水泥的下游需求主要分为基础设施、房地产和新农村建设三个方面, 今年水泥价格在 2、3 月份触底。基建投资的爆发增长, 成为水泥行业转暖的主要推动力。1-5 月城镇固定资产投资同比增长 32.9%, 超过去年同期的 25.6%。同期, 房地产投资同比仅增长 6.8%, 增速下滑 24.9%, 对水泥需求增长贡献较小。从区域上来看, 固定资产投资增速高涨、且供给偏紧的中西部区域水泥产量增速明显高于全国平均水平, 而东部地区由于投资较为低迷, 水泥需求依然不振。水泥行业的下半年展望: 房地产投资回升, 有望带动水泥需求超预期, 水泥行业景气度将好于上半年。三季度是水泥的淡季, 水泥价格在 7 月还将弱势整理, 8 月后有望企稳; 四季度有望上涨。

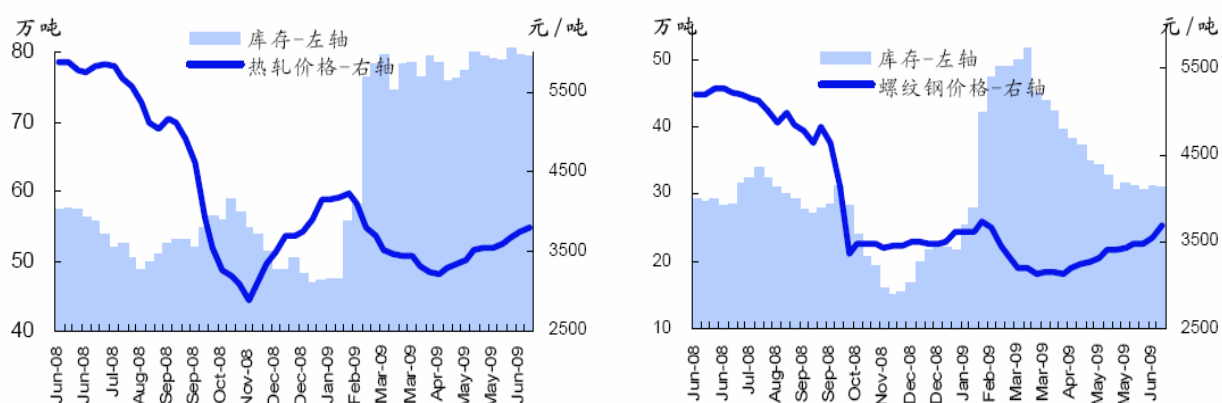
玻璃行业上半年仍处于底部复苏中。从玻璃产品价格来看, 普通平板玻璃价格波动仍然较大、但浮法玻璃则连续三个月出现止跌走稳迹象。去年 4 季度以来, 超过 40 条浮法玻璃生产线的大规模停产, 企业库存已连续 5 个月下降。玻璃行业建筑节能和光伏玻璃仍将是投资主题。

4.5 钢价上涨— 钢铁

随着五月份基建加大，以及铁矿石谈判接近尾声，钢价开始上涨，幅度超出预期。长材价格领涨，库存持续减少；板材需求复苏缓慢，跟涨；国外钢价已经见底回升。

面对三季度，钢铁行业景气依然向好，高位矿石库存消耗完毕，7—8月份很可能淡季不淡。企业盈利环比回升。钢铁企业的产能利用率决定钢价，产能整体过剩并无碍钢价上涨，目前螺纹钢的产能利用率为90%，板材的产能利用率为85%，我们看好三季度受益房地产投资和基建投资，使得钢铁企业产能利用率继续上升推动钢价上涨。

图 21：钢铁库存和价格



资料来源：Wind 中海基金

4.6 供需改善，观察下游复苏— 煤炭

二季度焦煤景气总体上升，价格在4月份见底；动力煤价格高位震荡；无烟煤价格稳定；国际煤价随油价已经见底回升，小煤矿的关停控制力度超出预期改善供需，二季度煤炭股远远跑赢大盘。

三季度随下游钢铁产量上升，焦煤价格有上涨预期，淡季因素今年也在弱化。我们预测随着夏天用煤高峰的到来，动力煤价格保持高位震荡，政府7月开始控制供给，结构性因素继续向好，并且在小煤矿关停情况下，大煤矿产能利用率在90%以上。

4.7 内需复苏 家用电器

在政策组合拳、地产市场回暖带动需求等利好因素的刺激下，家电行业的业绩将继续回升，龙头企业的投资机会将凸显，我们看好白色家电。房地产市场回暖的财富效应和滞后效应也将显现。房地产市场回暖对家电内销的拉动幅度很大，空调行业销量超预期的可能性最高，政策、房地产与天气因素的共同推动，以及08

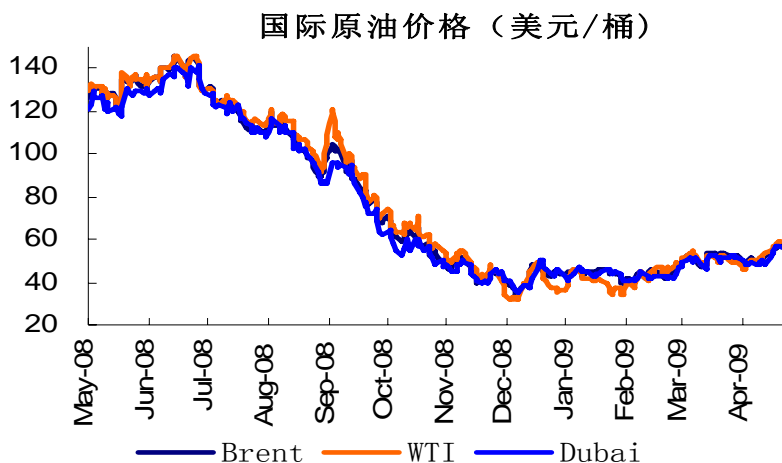
年夏季较低的基数有望带来空调行业显著的正增长；而彩电行业有望在液晶电视放量过程中取得超预期的收入和利润；同时，冰箱与部分小家电亦存在超预期的机会。

4.8 受益油价 石油化工

石油化工公司的业绩表现基本上随着“油价”走，油价高，业绩也表现好。而当油价回落时，石油石化行业的景气度有所下降，石油公司的业绩也明显下降。经济底部的行业表现为原油加工量回落，炼厂开工率下降，行业投资减速。产品价格高低、盈利空间大小（价差水平）和开工率三个指标是表征石油石化行业周期最基本的指标。当世界经济处于景气状态时，需求旺盛，产品出现供应紧张的局面，这时产品价格上扬，毛利上升，开工率提高，投资十分活跃，石化市场进入景气周期。但随着投资的增加，生产能力增长过多，随后将出现供大于求的局面，价格下降，毛利下降，开工率也随之下降，石化市场周期进入低谷。因此，这三个指标可以作为行业周期预判的先导指标。

国内石化行业属受政府管制下的寡头垄断行业。管制使得国内石化行业处于扭曲的格局中。国内油公司的业绩更多的是体现政策对行业的影响，而非经济对行业的影响。目前，货币因素主导油价走高，并非单纯由供需决定，短期内预计油价还能震荡向上，市场预期油价走高提升化工板块景气度，围绕油价走高将带来二季度化工股行情。另一方面，成品油价格逐步市场化的相关改革机制有望陆续出台，石化行业盈利改善，景气见底回升。

图 21：国际原油价格走势



资料来源：Bloomberg 中海基金

4.9 受益大宗商品涨价 基础化工

2月底以来，化工行业基本面环比继续在转好，伴随着产品开工率逐渐上升，大部分产品价格止跌并略有反弹。下半年投资思路围绕高油价和资源品展开。各

基础化工子行业景气底部反弹的可能触发因素如下表：

表 4：基础化工子行业景气反弹的触发因素

子行业	触发景气反弹因素
氯碱	加大节能减排力度淘汰落后；加速行业向资源地转移和实现一体化，降低行业成本；技术进步，降低电耗；加大精细氯产品开发，实现氯碱平衡。
氨纶	下游纺织行业需求转旺；寻求国外市场，加大出口转移过剩产能
粘胶	下游纺织行业需求转旺；技术进步，实现差别化，提高行业附加值
磷肥	降低出口关税；提高粮食价格激发下游需求。
氮肥	降低出口关税；理顺调控政策实现优胜劣汰、行业升级；提高粮食价格激发下游需求（受到测土配方解决过剩氮肥施用的限制）。
纯碱	下游玻璃行业需求转旺；海盐生产不再受天气制约

资料来源：中信证券 中海基金

4.10 受益经济复苏和通胀预期 有色金属

影响有色金属板块走势最主要的因素就是全球制造业周期，利率，通胀水平，和美元走势。从基本面角度看，当全球金融危机消退，经济开始复苏时，有色金属最先迎来机会。通胀预期也无疑最迅速给有色金属板块带来投资机会。

二季度有色金属价格受中国强劲需求和美元贬值带动震荡向上，创出年内新高，铜价相对表现强势；铜铅锌行业供需好于锡镍铝；黄金也较强；有色板块基本同步于大盘。三季度美国处在补库存阶段，但通胀预期目前在减弱，预计基本金属和黄金价格将高位震荡，等待中国需求进一步强劲复苏。

4.11 行业配置总结

基于对经济周期行业轮动的变化，房地产产业链，基础设施建设产业链和大宗商品涨价链的研究，和企业业绩转好的顺序，我们建议三季度行业配置跟随这些产业链中先导行业的变化，进行行业配置，策略如下：

第一，基于经济周期和 PPI 触底回升的业绩转好预期，三季度我们看好金融和工业中游行业。

第二，基于产业链递延行业业绩好转的先后顺序，我们看好房地产产业链中，受益房地产投资增加的建材、钢铁、煤炭，受益滞后效应的家用电器。受益铁路建设投资增加的铁路设备和建筑。

第三，基于通胀预期和大宗商品涨价，我们看好石油、煤炭、黄金、新能源和部分基础化工。

表 5: 三季度行业配置策略

配置逻辑	行业	理由
经济周期	金融	活期存款化将是金融股下一个催化剂
	房地产	地价上涨，房价上涨改善房地产商利润
	家用电器	受益房地产市场好转
房地产产业链	工程机械	受益基建和房地产投资恢复
基础设施建设链	水泥，玻璃	受益基建和房地产的建材产品
	钢铁	钢铁行业产能利用率上升推动钢价上涨
	煤炭	行业景气保持，看好炼焦煤
	铁路设备和建筑	铁路建设投资增加使铁路设备和建筑受益
大宗商品链	有色金属	大宗商品涨价，波动带来机会
	石油化工	受益油价上涨和政策扶持，景气回升
	基础化工	看好高油价和资源品概念，醇醚替代能源，锂电池，电石法 PVC 企业，钾肥等

资料来源：中海基金

免责声明：本周刊中的信息均来源于已经公开的资料，中海基金对信息的准确性、完整性和及时性不作任何保证，也不保证中海基金基于上述信息做出的建议在未来不发生修正。在任何情况下，中海基金不对本周刊的使用人基于本周刊观点和信息进行的投资所引致的任何损益承担任何责任。中海基金可能已经或即将对本周刊涉及的相关证券进行交易。中海基金的关联机构或个人可能在本周刊发布前已经使用或了解其中的信息。本周刊版权归中海基金管理有限公司所有。如引用、刊发，需注明出处为“中海基金管理有限公司”或“中海基金”，且不得对引用部门进行有悖原意的删节和修改。