

## 爬雪山、过草地，长征胜利前的一道坎

### ——第三季度行业比较报告

策略专题报告

2011年6月24日

#### 主要观点：

##### ➤ 高通胀打击股市的经验过程与 A 股上半年行业的轮动契合

- 引发本轮 A 股市场调整的原因是担忧高通胀与经济放缓的组合，而前者是源头。
- 根据 CPI 的运行态势和市场特征，我们已经度过了通胀压力下的第一阶段，市场逐步把注意力从单纯的恐高估值水平到恐经济放缓导致企业业绩下滑上来-即第二阶段。
- 股票市场始终是流动性、盈利和估值间的博弈游戏。现阶段我们处于一个市场情绪略偏负面的政策观察期，要改变当前偏弱的市场，通胀水平必须温和下行使得流动性和企业盈利的压力得到舒缓，或者估值水平再次下台阶使得资产价格重现吸引力。

##### ➤ 通胀压力下的第二阶段流动性继续给估值水平念紧箍咒

- 实际利率拐点未明不减加息预期，热钱在汇率和利差上套利加重提准压力。
- 我们认为估值经过上半年的下降与再平衡，收敛过程已处于中后段，并且上中下游行业之间的估值比价整体上趋于合理，类似之前一段时间中游工业周期品与下游消费品显著逆向运行的态势不会在下阶段出现。

##### ➤ 通胀压力下的第二阶段逐步聚焦于企业盈利表现

- 除本次外国内近十年来另有二次 CPI 在 5% 之上徘徊期间（分别是 04 年 6 月—9 月以及 07 年 7 月—08 年 7 月）。尽管其时的经济环境不尽相同，但高通胀仍然是挫伤企业盈利的关键因素之一。我们试图跳出市场一致预期之囿，从历史比较中得到一些启发。
- 通过通胀高位徘徊期各行业转嫁原材料成本能力，存货变现能力，遭受人工、资金成本上升压力的比较，经验数据显示：金融服务、采掘、食品饮料、交通运输、化工、机械设备、交运设备和房地产行业的盈利受到影响较小；而钢铁、公用事业、建筑建材、农林牧渔、电子元器件、信息服务和餐饮旅游行业会受到较大影响。

##### ➤ 爬雪山、过草地，长征胜利前的一道坎——2011 年中期行业配置策略

- 上游行业，建议用内生性更强且估值水平更低的煤炭股与有色股做配对交易博取阿尔法收益；中游行业，建议重点配置交通运输板块中的受经济波动影响较小的弱周期子行业如高速公路、铁路、港口和机场；下游行业，大宗可选消费品中关注乘用车板块的基本面修复，必需消费品中继续看好盈利更稳定的食品饮料行业、同店增长受益于非恶性通胀的零售行业以及收益于消费升级，行业集中度不断提升的纺织服装行业。
- 第三季度继续看好大盘蓝筹的超额收益。业绩增长更稳定清晰而估值处于历史低位的大蓝筹的相对风险溢价会是个不断下降的过程。附第三季度的行业配置建议表。

策略组

分析师：冯志远

执业证书编号：S0550511020006

联系人：戴康 CFA

TEL: (021)63367000-310

FAX: (021)63373209

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、 高通胀打击股市的经验过程与 A 股上半年行业的轮动契合 .....	4
1.1、引发本轮 A 股市场调整的原因是担忧高通胀与经济放缓的组合，而前者是源头 .....	4
1.2、高通胀打击股市的经验过程与 A 股上半年行业的轮动契合 .....	5
1.3、股票市场始终是流动性、盈利和估值间的博弈游戏 .....	6
二、 通胀压力下的第二阶段流动性继续给估值水平念紧箍咒 .....	6
2.1、流动性收紧预期仍是高悬的达摩利斯之剑，这也意味着高估值板块仍将继续承压 .....	6
2.2、通胀高位徘徊时期，高估值板块的估值水平受到更大冲击 .....	7
三、 通胀压力下的第二阶段逐步聚焦于企业盈利表现 .....	9
3.1、今年一季度原材料成本上升的传导初步显现，企业现金流趋紧，存货变现速度未加快 .....	9
3.2、通胀压力下的第二阶段逐步聚焦于企业盈利表现 .....	10
3.2.1、近十年来前两次通胀高位徘徊期各行业盈利表现比较 .....	10
3.2.2、通胀高位徘徊期各行业转嫁原材料成本的能力比较 .....	12
3.2.3、通胀高位徘徊期各行业存货变现能力比较 .....	14
3.2.4、现阶段各行业遭受的人工成本上升压力比较 .....	16
3.2.5、现阶段各行业遭受的资金成本上升压力比较 .....	18
3.2.6、通胀高位徘徊期各行业的盈利能力变化综合评分 .....	20
四、 爬雪山、过草地，长征胜利前的一道坎-第三季度行业配置建议 .....	20

## 图表目录

图 1、当前处在高通胀的第二阶段，CPI 徘徊在 5%以上 .....	4
图 2、高通胀打击股市的经验过程 .....	4
图 3、1 月 25 日至 4 月 18 日市场反弹见顶期间各行业表现 .....	5
图 4、4 月 19 日市场见顶至今（6 月 17 日）各行业表现 .....	5
图 5、股票市场始终是流动性、盈利和估值间的博弈游戏 .....	6
图 6、国内实际利率拐点未明不减加息预期 .....	6
图 7、热钱在汇率和利差上套利加重存款准备金上调压力 .....	6
图 8、各行业当前市盈率的相对位置 .....	9
图 9、各行业当前市净率的相对位置 .....	9
图 10、近十年来类似的三次通胀高位徘徊期 CPI 与工业增加值组合 .....	10
图 11、上中下游行业通胀高位徘徊期间净利润同比增速 .....	11
图 12、金融地产行业通胀高位徘徊期间净利润同比增速 .....	11
图 13、上游明细行业通胀高位徘徊期间净利润同比增速 .....	11
图 14、中游工业周期品通胀高位徘徊期间净利润同比增速 .....	12
图 15、中游其他行业通胀高位徘徊期间净利润同比增速 .....	12
图 16、部分偏可选消费品行业通胀高位徘徊期间净利润同比增速 .....	12
图 17、部分偏必需消费品行业通胀高位徘徊期间净利润同比增速 .....	12
图 18、上中下游行业通胀高位徘徊期间毛利率走势 .....	13
图 19、金融地产行业通胀高位徘徊期间毛利率走势 .....	13
图 20、上游明细行业通胀高位徘徊期间毛利率走势 .....	13
图 21、中游工业周期品通胀高位徘徊期间毛利率走势 .....	13
图 22、中游其他行业通胀高位徘徊期间毛利率走势 .....	13
图 23、部分偏可选消费品行业通胀高位徘徊期间毛利率走势 .....	14
图 24、部分偏可选消费品行业通胀高位徘徊期间毛利率走势 .....	14
图 25、上中下游行业通胀高位徘徊期间营业周期变化 .....	14
图 26、上游明细行业通胀高位徘徊期间营业周期变化 .....	15
图 27、中游工业周期品通胀高位徘徊期间营业周期变化 .....	15
图 28、中游其他行业通胀高位徘徊期间营业周期变化 .....	15
图 29、部分偏可选消费品行业通胀高位徘徊期间营业周期变化 .....	16
图 30、部分偏可选消费品行业通胀高位徘徊期间营业周期变化 .....	16
表 1、近十年来三个通胀高位徘徊时间段各板块市盈率下移幅度比较 .....	7
表 2、近十年来三个通胀高位徘徊时间段各板块市净率下移幅度的比较 .....	8
表 3、工资每上涨 10%对大类行业净利润的影响比例 .....	17
表 4、工资每上涨 10%对上游行业净利润的影响比例 .....	16
表 5、工资每上涨 10%对中游行业净利润的影响比例 .....	17
表 6、工资每上涨 10%对下游行业净利润的影响比例 .....	17
表 7、资金成本每上升 100bp 对大类行业净利润的影响比例 .....	18
表 8、资金成本每上升 100bp 对上游行业净利润的影响比例 .....	18
表 9、资金成本每上升 100bp 对中游行业净利润的影响比例 .....	19
表 10、资金成本每上升 100bp 对下游行业净利润的影响比例 .....	19
表 11、通胀高位徘徊期各行业的盈利能力变化综合评分表 .....	20
表 12、2011 年第三季度行业配置建议表 .....	22

## 一、 高通胀打击股市的经验过程与 A 股上半年行业的轮动契合

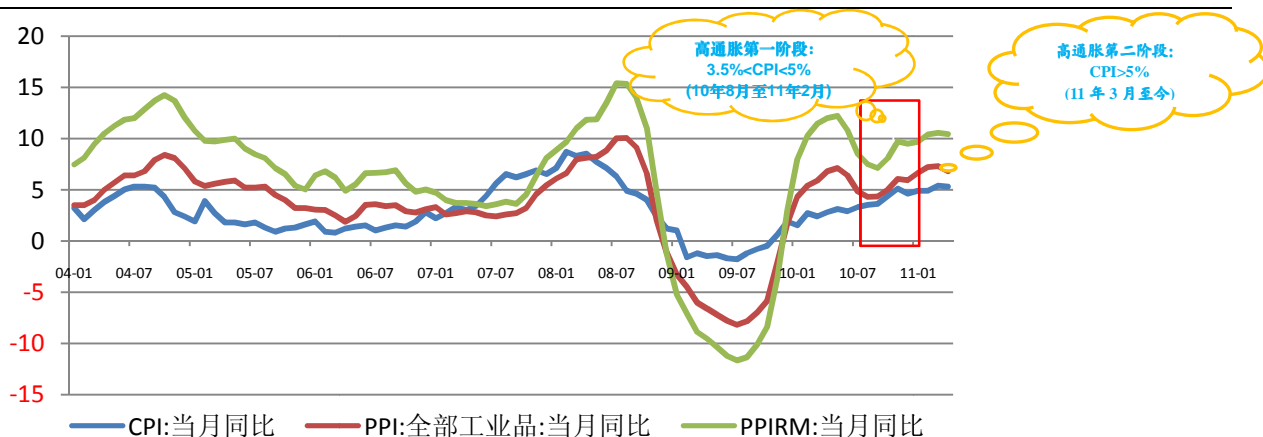
### 1.1、 引发本轮 A 股市场调整的原因是担忧高通胀与经济放缓的组合，而前者是源头

引发本轮 A 股市场调整的因素主要是货币持续收紧的力度不减（表现为央行对存款准备金无上限的评论）和对国内经济增长放缓（导火线为 4 月份 PMI 转向降低和一季报显示企业盈利增速放缓，中游行业毛利率受挤压，企业库存上升和现金流趋紧）的担忧。货币收紧、经济放缓以及由此产生的一系列系统性风险关注都与目前的通胀高企有关。因此我们仍然将通胀高企作为行业配置的核心考虑要素。

我们将国内的高通胀划分为两个时间段，第一时间段为 CPI 升穿 3.5% 并到达 5% 期间，第二时间段是 CPI 继续越过 5% 后继续向上并在高位徘徊。经验显示，温和通胀有利于股市而恶性通胀损害股市。

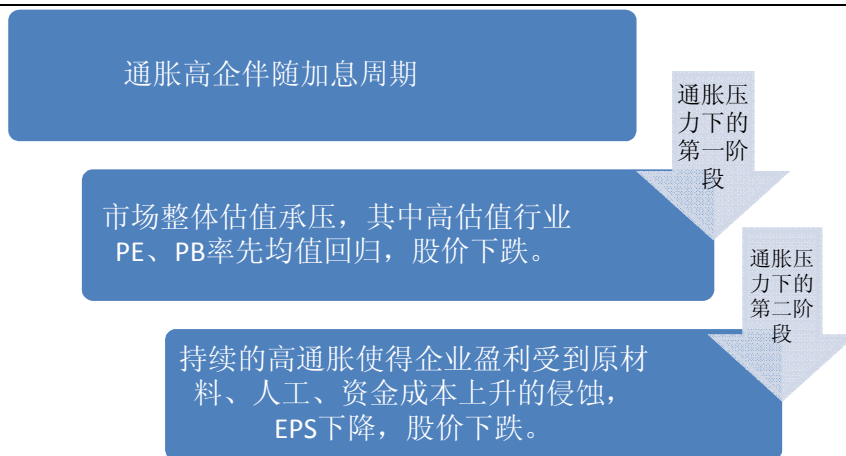
通胀高企影响股票市场的传导路径是：第一阶段，通胀逐步迈向高位伴随的加息周期逐渐使得其他生息投资项目比股票变得更有吸引力而引发股票市场估值中枢下降。第二阶段，持续的高通胀将使得企业盈利受到原材料、人工、资金成本上升的侵蚀，EPS 下降，造成股价承压。

图 1、当前处在高通胀的第二阶段，CPI 徘徊在 5% 以上



数据来源：WIND，东北证券

图 2、高通胀打击股市的经验过程



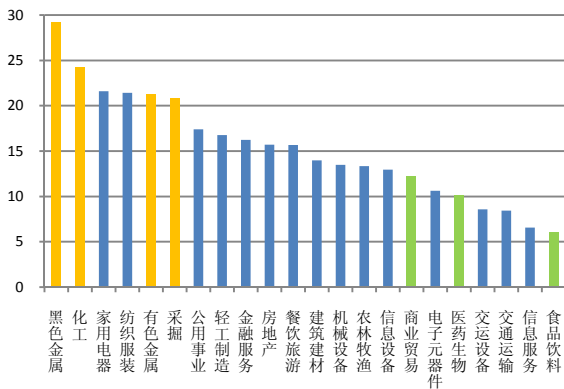
数据来源：东北证券

### 1.2、高通胀打击股市的经验过程与 A 股上半年行业的轮动契合

1 月 25 日市场见底，上涨的主流板块为低估值的工业周期股和上游的资源股，表现差的板块是去年涨幅较大的非周期消费股和小盘股。我们把他归结为高通胀压力下的第一阶段，通胀逐步迈向高位伴随的加息周期慢慢使得其他生息投资项目比股票变得更有吸引力，但由于当时经济运行仍然平稳而游离于实体经济外的资金也比较充沛，在流动性依然支持下股票市场的估值中枢虽然有下移压力但市场的选择却是抛弃高估值的股票（大多数是非周期消费股和新兴产业的小盘股）买入低估值的周期股，保持高仓位。这个上涨过程持续到了 4 月中旬。

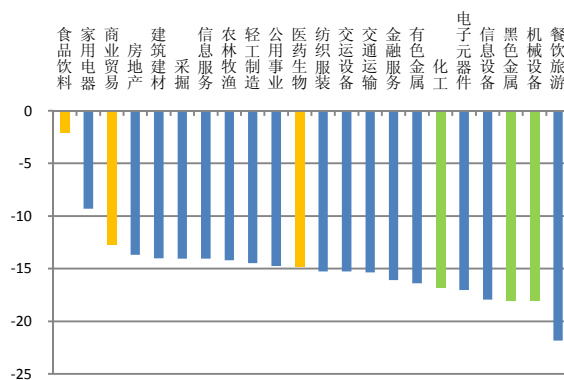
市场自 4 月 19 日见顶以来，下跌的主流板块是前期涨幅较大、估值水平经抬升后行业景气度存疑的中游工业周期品如机械设备、黑色金属和化工板块以及年报和一季报曝出业绩不靠谱的小盘股。相对抗跌的板块是非周期消费股如食品饮料、商业贸易和医药生物板块。当前中游周期股的估值并不具备劣势，消费股表现较好也显示投资者情绪偏弱防御性特征强。也就是说市场逐渐把注意力从单纯的恐高估值水平转移到恐经济放缓导致企业业绩下滑上来。根据 CPI 的运行态势和市场特征，我们正处在通胀压力下的第二阶段：持续的高通胀将使得企业盈利受到原材料、人工、资金成本上升的侵蚀，EPS 下降，股价继续下跌。催化剂是：低于预期的工业增加值、PMI 数据和一季报。

图 3、1 月 25 日至 4 月 18 日市场反弹见顶期间各行业表现



数据来源：WIND，东北证券

图 4、4 月 19 日市场见顶至今（6 月 17 日）各行业表现



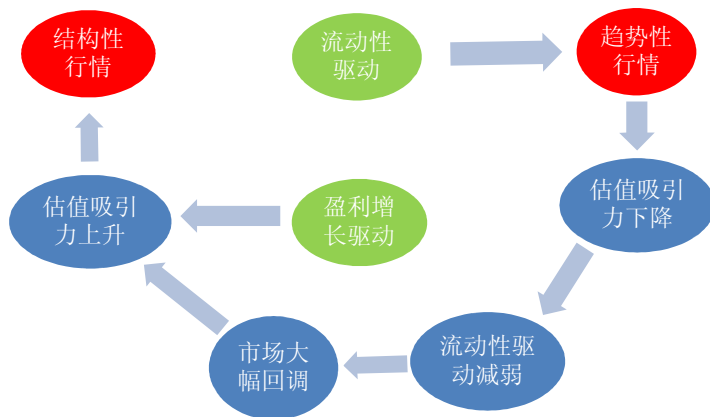
数据来源：WIND，东北证券

### 1.3、股票市场始终是流动性、盈利和估值间的博弈游戏

股票市场始终是流动性、盈利和估值间的博弈游戏。现阶段我们处于一个市场情绪略偏负面的政策观察期。在通胀形势明朗前可能维持跌不深涨不动的格局。我们认为股市走牛的基本要素有三个：一是流动性充沛、二是企业盈利向上、三是估值水平合适。大盘蓝筹股的估值处在历史低位使得整体市场显得不贵，但结构性泡沫仍然存在。要改变当前偏弱的市场，通胀水平必须温和下行使得流动性和企业盈利的压力得到舒缓，或者估值水平再次下台阶使得资产价格重现吸引力。投资者应该静静地等待估值体系被压垮而前者又出现悄悄转变的萌芽，两者发生共振的时刻才可能出现根基扎实的牛市。接下来我们依次对下一阶段的流动性、盈利和估值水平做下展望与分析，从中得出一些行业配置的启发。



图 5、股票市场始终是流动性、盈利和估值间的博弈游戏



数据来源：东北证券

## 二、 通胀压力下的第二阶段流动性继续给估值水平念紧箍咒

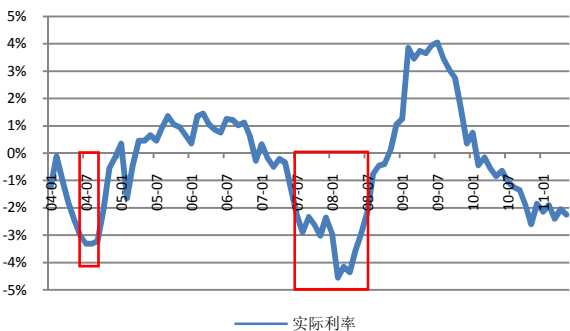
### 2.1、流动性收紧预期仍是高悬的达摩利斯之剑，这也意味着高估值板块仍将继续承压

近期中国央行货币政策委员会委员李稻葵在接受采访时表示，如果能尽快将实际利率扭转为正，那么中国的通货膨胀预期可能下降。李稻葵称，管理通胀预期有一个基本的要求，就是让百姓有一个盼头，让他们知道在不久的将来存款实际利率为负的情况会得到解决。

我们对比了国内近十年来的两次 CPI 在 5% 之上徘徊期间（分别是 04 年 6 月—9 月以及 07 年 7 月—08 年 7 月）实际利率的走势，在末期实际利率都出现了筑底回升，而在近期猪肉价格上涨和旱涝灾害对蔬菜和粮食产量的影响都可能对未来食品价格构成上行压力，同时非食品价格的居高不下也意味着上游原材料价格上涨压力已部分传导至下游消费，另外，一直以来民间对通胀直观感受高于官方统计数据，因此较难指望 CPI 短期内能够产生明确的拐点预期，实际利率为负的状况难出现缓解也就意味着加息预期仍然存在。

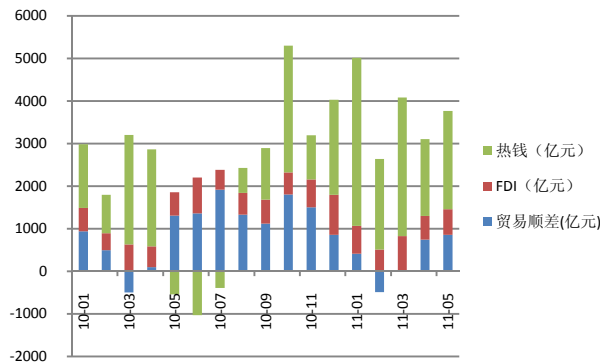
自去年以来存款准备金率已经十二次上调，对中国存款准备金率是否已提高到极限的问题，周小川 4 月份曾表示，存款准备金率提高到何种水平，取决于多个条件。条件发生变化，存款准备金率调整的力度和空间也会变化。根据国际经验，也没有明确的尺度，中国的存款准备金率不存在绝对的上限。存款准备金的频繁上调与热钱流入超预期直接相关，当前全球对人民币持续小幅升值存在较强的一致预期，随着中美利差逐步扩大，我们预计未来短期资本的流入仍将继续，加大国内调控通胀的难度。

图 6、国内实际利率拐点未明不减加息预期



数据来源：WIND，东北证券

图 7、热钱在汇率和利差上套利加重存款准备金上调压力



数据来源：WIND，东北证券

## 2.2、通胀高位徘徊时期，高估值板块的估值水平受到更大冲击

国内近十年来的三次 CPI 在 5% 之上徘徊期间（分别是 04 年 6 月—9 月、07 年 7 月—08 年 7 月以及今年 3 月至今），高估值板块的估值水平平均下降幅度无一例外地远大于低估值板块。我们得出以下几点规律：

- 1) 高估值板块的市盈率水平无一例外地受到了更大的冲击，04 年 6 月—9 月市盈率平均下降幅度相对低估值板块为近 1.5 倍；07 年 7 月—08 年 7 月为 3.5 倍左右；今年 3 月份至今为近 2.1 倍；
- 2) 上游行业的估值因其资源类特征而受到的冲击偏小，即使有时初始估值水平略高；
- 3) 中游行业的估值因其周期性特征较明显而受到的冲击偏大，即使其初始估值水平一般较低；
- 4) 下游行业的市盈率受到的相对冲击取决于其初始估值水平相对上中游行业的溢价程度（一般认为 1.5-2 倍是正常的区间），07 年那次就是由于初始溢价太高而遭受估值水平崩塌。

表 1、近十年来三个通胀高位徘徊时间段各板块市盈率下移幅度比较

大类行业	明细行业	04 年 5 月末	04 年 9 月末	下降幅度	07 年 6 月末	08 年 7 月末	下降幅度	11 年 2 月末	截至最新	下降幅度
大类行业	上游行业	36.88	28.11	-23.78%	35.22	25.47	-27.68%	20.80	19.32	-7.12%
	中游行业	26.80	19.84	-25.97%	33.60	22.29	-33.66%	26.33	21.82	-17.13%
	下游行业	48.17	38.37	-20.34%	87.41	30.42	-65.20%	36.21	29.10	-19.64%
	金融服务	30.86	24.23	-21.48%	42.30	16.33	-61.39%	10.56	9.42	-10.80%
	房地产	53.52	42.71	-20.20%	78.96	24.95	-68.40%	19.84	19.11	-3.68%
上游行业	采掘	27.98	20.09	-28.20%	30.91	25.64	-17.05%	16.21	15.04	-7.22%
	有色金属	31.86	23.44	-26.43%	29.84	24.34	-18.43%	60.96	49.17	-19.34%
	农林牧渔	58.73	55.90	-4.82%	-505.99	58.98	N/A	76.59	60.48	-21.03%
中游行业	黑色金属	10.82	9.67	-10.63%	16.22	10.75	-33.72%	23.61	23.65	0.17%
	建筑建材	47.10	36.26	-23.01%	79.03	33.27	-57.90%	24.40	19.87	-18.57%
	化工	27.59	18.23	-33.93%	26.68	32.93	23.43%	21.76	18.39	-15.49%
	机械设备	38.06	28.56	-24.96%	47.97	25.59	-46.65%	39.58	28.37	-28.32%
	电子元器件	46.76	34.88	-25.41%	-936.82	46.07	N/A	83.30	62.29	-25.22%
	轻工制造	246.13	113.06	-54.06%	56.49	25.64	-54.61%	41.01	31.74	-22.60%
	公用事业	29.18	24.21	-17.03%	37.95	39.70	4.61%	29.54	28.12	-4.81%
	交通运输	41.03	24.55	-40.17%	49.26	15.54	-68.45%	16.62	14.11	-15.10%
下游行业	交运设备	30.87	29.33	-4.99%	64.05	17.09	-73.32%	25.43	19.93	-21.63%
	信息设备	93.14	51.83	-44.35%	-101.89	43.68	N/A	46.69	36.34	-22.17%
	信息服务	72.41	67.49	-6.79%	107.33	32.34	-69.87%	55.53	44.48	-19.90%
	家用电器	75.71	52.86	-30.18%	88.83	27.52	-69.02%	25.27	20.75	-17.89%
	医药生物	42.78	39.04	-8.74%	96.70	40.91	-57.69%	45.37	36.06	-20.52%
	纺织服装	56.26	53.77	-4.43%	85.60	25.15	-70.62%	32.19	26.22	-18.55%
	餐饮旅游	166.51	50.65	-69.58%	80.43	52.71	-34.46%	56.68	45.35	-19.99%
	食品饮料	95.31	117.52	23.30%	77.96	44.40	-43.05%	40.25	35.20	-12.55%
	商业贸易	51.45	33.15	-35.57%	83.68	27.40	-67.26%	35.66	28.63	-19.71%

注 1：标注橘红色代表低估值板块；标注绿色代表高估值板块

注 2：市盈率采用 TTM 整体法计算，截至最新数据为 6 月 17 日

数据来源：WIND, 东北证券

表 2、近十年来三个通胀高位徘徊时间段各板块市净率下移幅度的比较

大类行业	明细行业	04 年 5 月末	04 年 9 月末	下降幅度	07 年 6 月末	08 年 7 月末	下降幅度	11 年 2 月末	截至最新	下降幅度
大类行业	上游行业	2.77	2.45	-11.55%	5.94	4.07	-31.48%	3.04	2.79	-8.22%
	中游行业	2.63	2.29	-12.93%	4.30	2.88	-33.02%	2.98	2.47	-17.11%
	下游行业	2.72	2.29	-15.81%	5.57	3.77	-32.32%	4.62	3.74	-19.05%
	金融服务	3.30	2.86	-13.33%	4.80	3.15	-34.38%	1.85	1.67	-9.73%
	房地产	2.69	2.26	-15.99%	6.85	3.03	-55.77%	2.57	2.42	-5.84%
上游行业	采掘	2.92	2.70	-7.53%	4.76	4.14	-13.03%	2.59	2.38	-8.11%
	有色金属	2.82	2.41	-14.54%	6.92	3.67	-46.97%	5.53	4.55	-17.72%
	农林牧渔	2.32	1.98	-14.66%	5.07	5.13	1.18%	5.77	4.46	-22.70%
中游行业	黑色金属	1.80	1.70	-5.56%	2.63	1.71	-34.98%	1.54	1.45	-5.84%
	建筑建材	2.64	2.19	-17.05%	5.64	2.95	-47.70%	2.92	2.44	-16.44%
	化工	2.63	2.36	-10.27%	4.46	3.41	-23.54%	3.00	2.57	-14.33%
	机械设备	3.10	2.63	-15.16%	6.66	3.92	-41.14%	4.99	3.58	-28.26%
	电子元器件	3.26	2.60	-20.25%	4.35	2.97	-31.72%	4.75	3.67	-22.74%
	轻工制造	2.61	2.22	-14.94%	4.56	2.55	-44.08%	3.11	2.82	-9.32%
	公用事业	3.08	2.56	-16.88%	4.03	2.63	-34.74%	2.45	2.20	-10.20%
	交通运输	2.72	2.50	-8.09%	4.76	2.99	-37.18%	2.36	1.94	-17.80%
下游行业	交运设备	2.64	2.26	-14.39%	4.92	2.62	-46.75%	3.91	3.03	-22.51%
	信息设备	3.22	2.63	-18.32%	5.05	3.67	-27.33%	4.75	3.69	-22.32%
	信息服务	2.83	2.27	-19.79%	4.58	3.67	-19.87%	3.93	3.10	-21.12%
	家用电器	2.01	1.68	-16.42%	4.34	2.91	-32.95%	3.95	3.18	-19.49%
	医药生物	2.80	2.37	-15.36%	5.31	4.40	-17.14%	5.79	4.46	-22.97%
	纺织服装	2.37	2.07	-12.66%	4.80	2.79	-41.88%	3.42	3.20	-6.43%
	餐饮旅游	3.34	3.02	-9.58%	6.98	3.75	-46.28%	4.73	3.79	-19.87%
	食品饮料	2.75	2.70	-1.82%	8.71	7.16	-17.80%	7.50	6.79	-9.47%
商业贸易	2.48	2.18	-12.10%	8.97	3.84	-57.19%	4.25	3.56	-16.24%	

注 1：标注橘红色代表低估值板块；标注绿色代表高估值板块

注 2：市净率采用 MRQ 整体法计算，截至最新数据为 6 月 17 日

数据来源：WIND, 东北证券

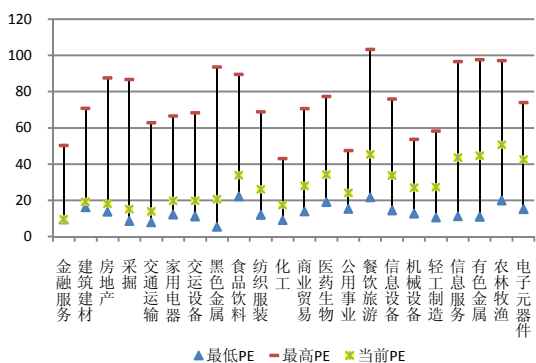
不同之处在于：当前市场的估值水平与前两次相比，权重板块市盈率绝大部分都处于低位尤以对指数贡献度最大的金融和采掘板块为甚。因此除非系统性风险导致估值水平反常上升，大指数的估值承压程度将远小于前两次。从结构性上看，尽管泡沫程度不算大，但电子元器件和农林牧渔等板块的估值仍然处于较高的水平，如果成长性不能兑现预期，依然有下降空间。

综合来看，估值经过上半年的下降与再平衡，收敛过程已处于中后段，并且上中下游行业之间的估值比价整体上趋于合理，我们认为类似一季度中游工业周期品与下游消费品显著逆向运行的态势不会在下阶段出现，估值角度的行业配置差异将更多地体现在细分板块的取舍上。估值具有相对优势的板块依次是：金融服务、采掘、交通运输、房地产和建筑建材行业，估值相对较高的板块依次是：电子元器件、农林牧



渔、医药生物、信息设备、轻工制造、有色金属和信息服务行业。

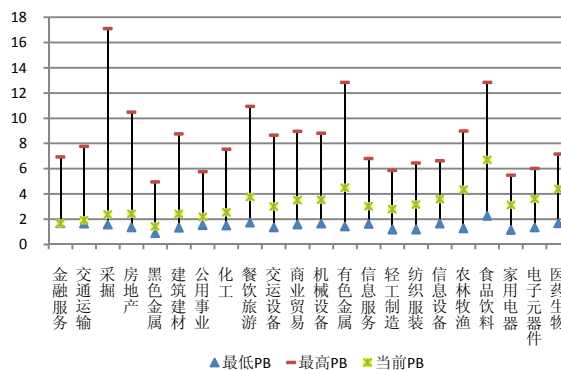
图 8、各行业当前市盈率的相对位置



注：PE 取 04 年以来的高低点并按照 6 月 17 日的相对位置排序

数据来源：WIND，东北证券

图 9、各行业当前市净率的相对位置



注：PB 取 04 年以来的高低点并按照 6 月 17 日的相对位置排序

数据来源：WIND，东北证券

### 三、通胀压力下的第二阶段逐步聚焦于企业盈利表现

#### 3.1、今年一季度原材料成本上升的传导初步显现，企业现金流趋紧，存货变现速度未加快

今年一季度上市公司整体的盈利增长明显放缓，但仍保持稳定增长，这与 2010 年的同比基数显著上升有关。其中下游行业和金融服务业的盈利增长更靓丽，房地产行业营业收入和净利润均出现同比下降显示了该行业可结算项目的减少或为之后的平滑业绩留力。大类行业中只有金融服务业的业绩是环比大幅增长的。

分行业来看，纺织服装、机械设备、轻工制造、家用电器和食品饮料行业一季度的盈利同比增速较高，其中，食品饮料行业主要得益于毛利率和营运效率的提高，机械设备行业受益于较高的行业景气度，家用电器行业的营运效率突出。钢铁和公用事业（电力为主）行业一季度业绩同比负增长，钢铁行业盈利仍然受制于高企的铁矿石价格和自身的库存水平。火电行业依旧受煤电联动机制无法理顺的困扰，虽然重点合同煤价受限，但扭曲的行为进一步加剧了电荒，控通胀的背景下电价很难得到充分的放开。

今年一季度全部 A 股剔除金融地产的毛利率是环比下降的。上游行业小幅上升，下游行业小幅下降，中游行业毛利率下降最多，为一个百分点。原材料成本上升的传导初步显现，上游享受产品价格上涨，中游工业品易受上下游挤压，毛利受到拖累。

分行业来看，食品饮料行业的毛利率表现得尤为突出，刚性消费品仍能较好地通过提价来化解原材料成本压力。建筑建材、机械设备行业受益于较高的行业景气度毛利率也有改善。而化工、公用事业、医药生物、家用电器和钢铁行业的毛利率皆出现了下滑。资源价格加速上涨，电价、药价受行政管制导致这些行业表现逊色，由此可总结出上中下游传导机制受阻的主要因素为：1、行业内竞争激烈，供求关系不佳，无法将上游成本压力顺畅地向下传导；2、政府防通胀保民生对某些行业实行了价格管制，刚性需求产品在价格上的受限无法在销量上得到有效的抵补。

今年一季度中游和下游行业的现金流在最近 5 个季度以来首现负数，其中包含了季节性因素，一季度企业的经营性现金流历来是趋紧的，但通胀和货币收紧会加剧这一现象。

分行业来看，今年一季度农林牧渔、食品饮料和钢铁行业的现金流状况正在改善。而机械设备、纺织服装、信息服务、交运设备和电子元器件行业的现金流状况恶化。

经验表明，在通胀高企时期企业更愿意采取措施加快存货变现速度来主动规避回款压力。在今年一季度这方面的变化还不明显，国际大宗商品价格的上涨促成了上游行业的存货变现情况较好，下游行业的消费需求逐步受到产品涨价的抑制，营业周期在上升，中游行业会为了降低原材料价格上升的压力而缩短采购周期，但存货变现则受制于下游需求不旺，潜在的风险在于：一旦上游原材料价格发生逆转，中游囤积的存货很难顺畅地变现，将要承受产成品挤压和原材料跌价的双重压力。

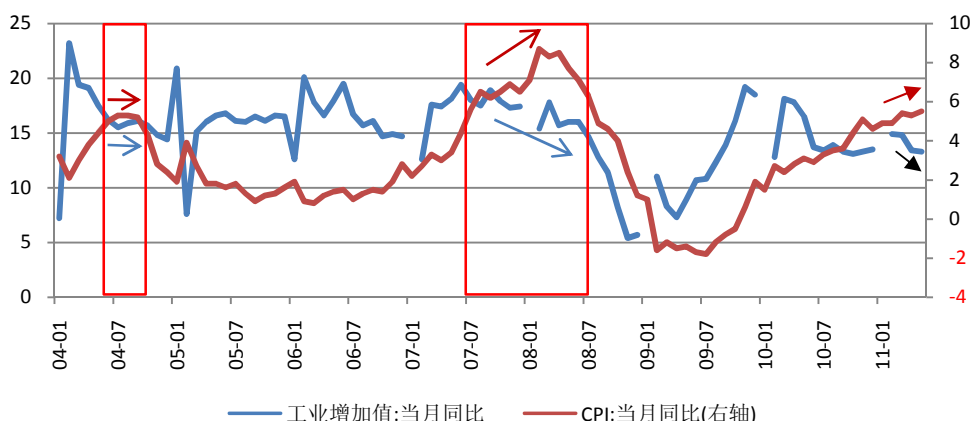
分行业来看，今年一季度家用电器、食品饮料、化工和医药生物行业的营业周期是在缩短，而建筑建材和信息设备行业的营业周期拉长较为明显，存货变现压力最大。

### 3.2、通胀压力下的第二阶段逐步聚焦于企业盈利表现

#### 3.2.1、近十年来前两次通胀高位徘徊期各行业盈利表现比较

与一季度不同，二季度 CPI 已经跃升至 5% 之上，高通胀下大部分行业在持续攀升的能源原材料价格、劳动力成本、资金成本和日渐萎缩的需求挤压之下利润出现明显下滑，行业景气度回落，企业家信心遭受打击。展望下一阶段，原材料成本高企、人工成本增加以及资金成本上升将继续困扰着各行业的盈利。除本次外国内近十年来另有二次 CPI 在 5% 之上徘徊期间（分别是 04 年 6 月—9 月以及 07 年 7 月—08 年 7 月）。尽管其时的经济环境不尽相同（2004 年高通胀伴随着固定资产投资潮引起的实体经济过热并很快迎来了宏观调控，2007-2008 年的高通胀受到国际大宗商品暴涨引起的输入性通胀影响较多并遭遇了罕见的金融危机外需骤降，而本次的高通胀成因是综合性的且并不伴随着经济过热，下游需求仍不稳定，企业不容易转嫁成本给消费者），但高通胀仍然是挫伤企业盈利的关键因素之一，我们试图跳出市场一致预期之围，从历史比较中得到一些启发。

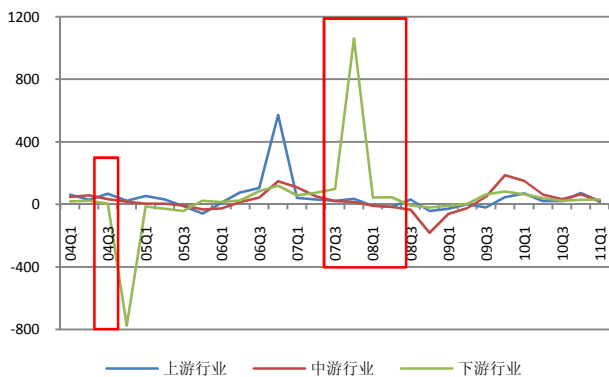
图 10、近十年来类似的三次通胀高位徘徊期 CPI 与工业增加值组合



数据来源：WIND，东北证券

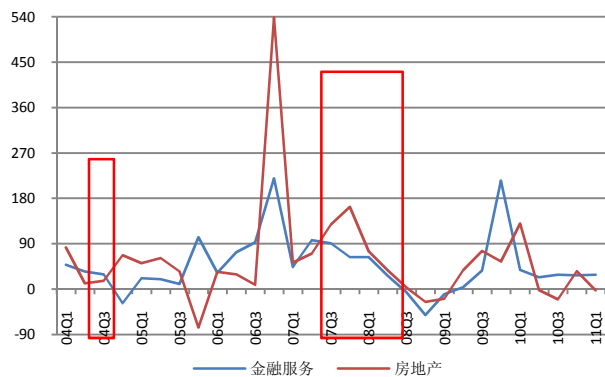
大类行业中，上游和房地产行业在通胀高位徘徊期间受益于其资源品特性而仍能保持相对较好的盈利增速；中游行业在 08 年通胀高位回落阶段净利润同比增速下滑较明显，下游行业在 04 年高通胀后期净利润同比增速显著下滑而在 07-08 年通胀高位徘徊阶段出现显著的冲高回落。

图 11、上中下游行业通胀高位徘徊期间净利润同比增速



数据来源：WIND，东北证券

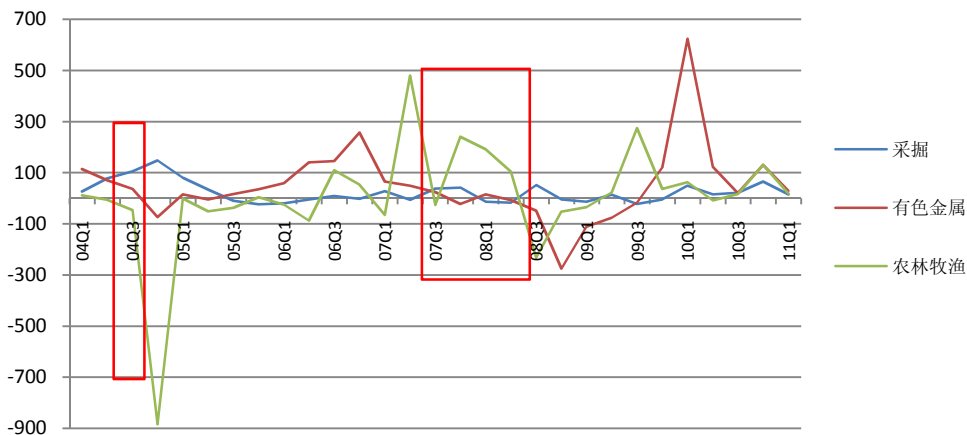
图 12、金融地产行业通胀高位徘徊期间净利润同比增速



数据来源：WIND，东北证券

04 年通胀高企时采掘行业净利润增速始终呈上行态势，有色金属行业回落，农林牧渔行业则由低位大幅下降；07-08 年通胀高位徘徊期间采掘行业盈利增速稳定，农林牧渔大部分时间处于显著高位但在高通胀回落期大幅下降。

图 13、上游明细行业通胀高位徘徊期间净利润同比增速

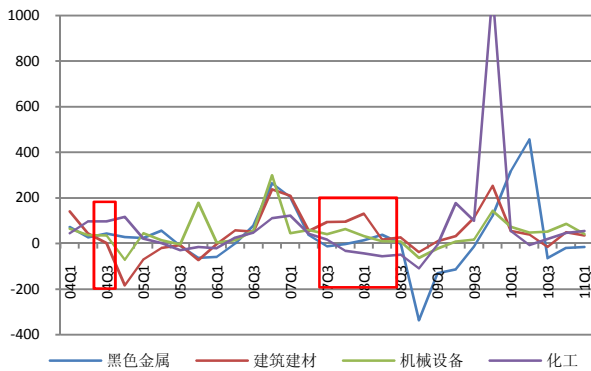


注：为了让图表一目了然，在不误导增速趋势下，对极个别异常增速进行了适当平滑

数据来源：WIND，东北证券

通胀高位徘徊期间，中游工业周期行业中建筑建材和化工行业的盈利波动较大，大多数中游行业无法摆脱盈利增速前高后低的走势。

图 14、中游工业周期品通胀高位徘徊期间净利润同比增速

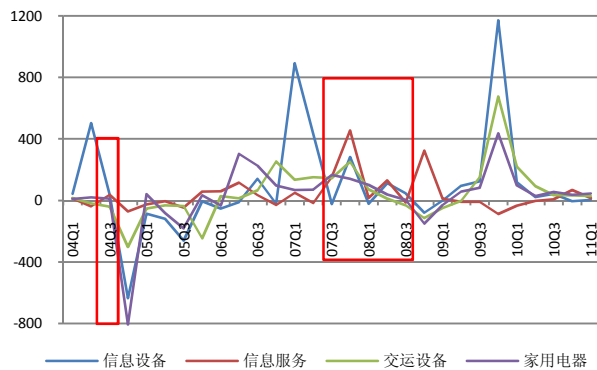


注：在不误导增速趋势下，对极个别异常增速进行了适当平滑

数据来源：WIND，东北证券

品牌美誉度佳、渠道掌控力强的行业在通胀高企的环境下凸显优势，而完全竞争为主的行业受到的冲击则比较大。必需消费品相对可选消费品更具稳定性。

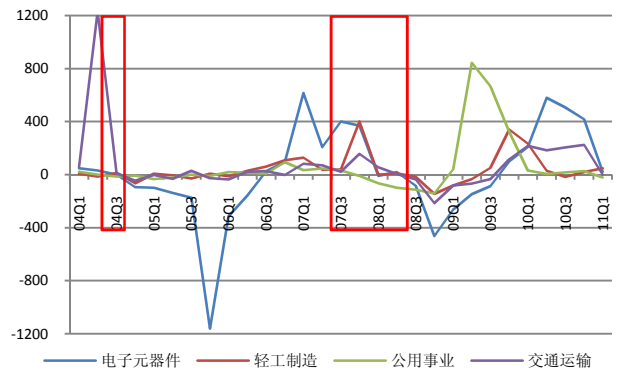
图 16、部分偏可选消费品行业通胀高位徘徊期间净利润同比增速



注：在不误导增速趋势下，对极个别异常增速进行了适当平滑

数据来源：WIND，东北证券

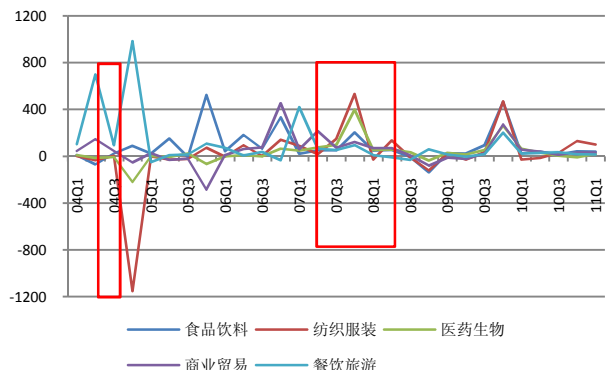
图 15、中游其他行业通胀高位徘徊期间净利润同比增速



注：在不误导增速趋势下，对极个别异常增速进行了适当平滑

数据来源：WIND，东北证券

图 17、部分偏必需消费品行业通胀高位徘徊期间净利润同比增速



注：在不误导增速趋势下，对极个别异常增速进行了适当平滑

数据来源：WIND，东北证券

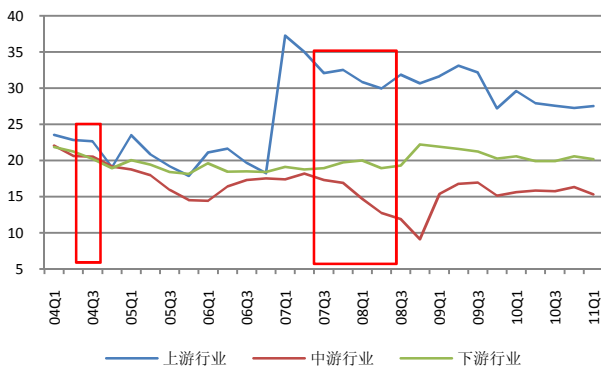
### 3.2.2、通胀高位徘徊期各行业转嫁原材料成本的能力比较

高通胀对企业利润的影响取决于其行业在产业链条中所处地位和行业内的结构特征。部分上游资源型行业能够享受物价上涨带来的销售价格的提高和利润的增加；少部分中下游行业基于本身及其相关联行业的结构，具有较好的价格传导和转嫁能力，能够通过产品的提价抵消上游成本的增加，利润有望保持稳定。

接下来我们参考通胀高位徘徊期毛利率的变化来考量各行业转嫁原材料成本上升的能力。

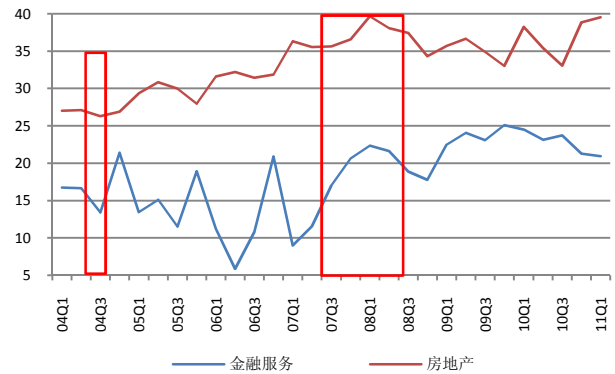
从毛利率走势来看，中游行业受到高通胀的损害最大，而金融地产行业则几乎不受损害。04 年通胀高企时上中下游行业毛利率与去年同期相比均呈小幅回落态势；07-08 年通胀高位徘徊阶段上游行业毛利率从前期历史高位略有回落而下游非常稳定，中游行业议价能力不强凸显，与下游形成剪刀差。也就是说终端需求因消费品连续涨价而逐步受到抑制导致原材料成本自上中下游传导的机制发生阻塞并反过来挤压中游行业的毛利空间。因此如果类似情景（但程度上不可能像次贷危机外需骤降时的冰冻效应）温和重现，转嫁原材料成本能力强的行业适应性更强。

图 18、上中下游行业通胀高位徘徊期间毛利率走势



数据来源：WIND，东北证券

图 19、金融地产行业通胀高位徘徊期间毛利率走势



数据来源：WIND，东北证券

采掘行业毛利率在高通胀前期大幅上升，在通胀高位徘徊阶段较稳定；而有色金属行业毛利率在 07-08 年高通胀回落时期大幅跳水，这应该跟有色金属行业大部分低附加值加工性质有关。

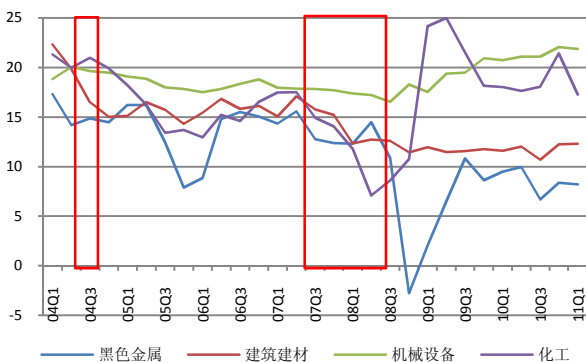
图 20、上游明细行业通胀高位徘徊期间毛利率走势



数据来源：WIND，东北证券

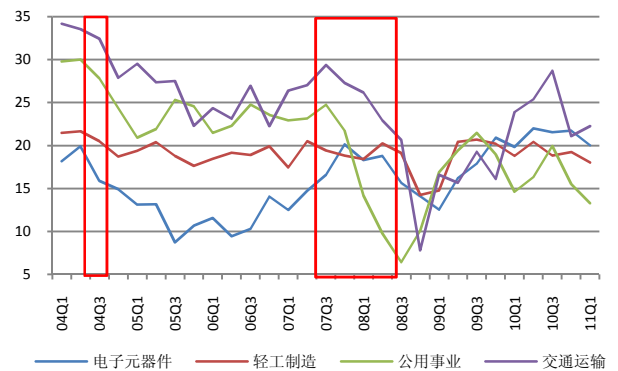
通常来说，中游行业议价能力普遍较弱，通胀高位徘徊期两头易受挤压。公用事业和钢铁行业毛利率受损最严重。04 年通胀高企时公用事业和钢铁行业毛利率较去年同期均明显下滑。07-08 年通胀高位徘徊阶段公用事业和化工行业毛利率较前期均明显下降。

图 21、中游工业周期品通胀高位徘徊期间毛利率走势



数据来源：WIND，东北证券

图 22、中游其他行业通胀高位徘徊期间毛利率走势

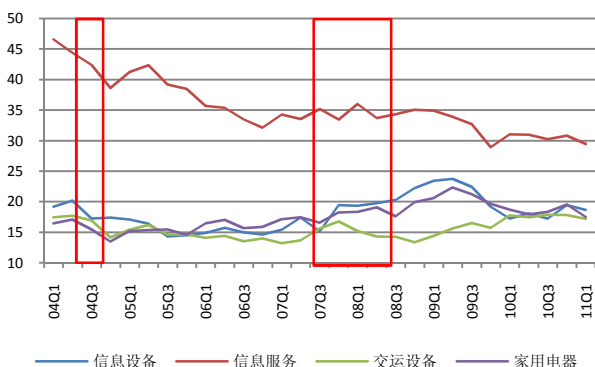


数据来源：WIND，东北证券



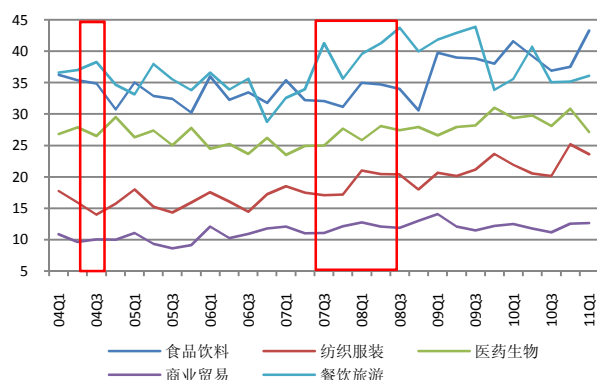
品牌和渠道建设完善的下游行业在通胀高位徘徊期更能通过提价来保护自身的毛利率水平。必需消费品仍能较好地化解原材料成本压力。

图 23、部分偏可选消费品行业通胀高位徘徊期间毛利率走势



数据来源：WIND，东北证券

图 24、部分偏可选消费品行业通胀高位徘徊期间毛利率走势



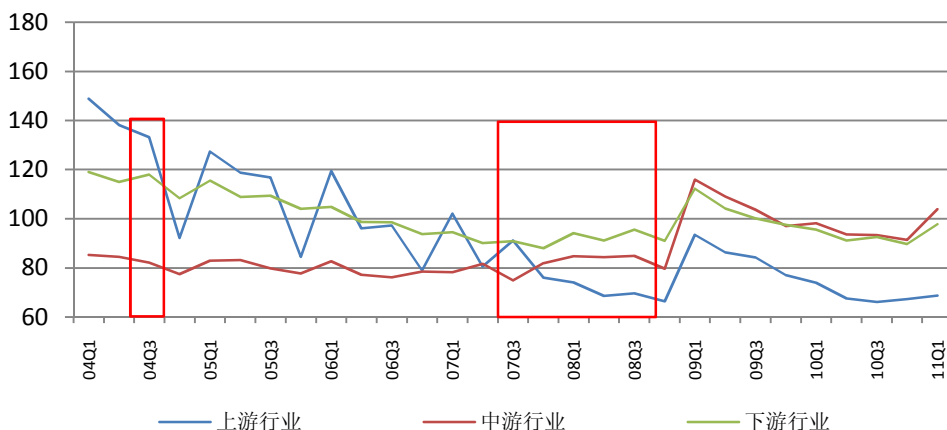
数据来源：WIND，东北证券

### 3.2.3、通胀高位徘徊期各行业存货变现能力比较

无论从媒体还是实体层面接触的信息来看，通胀居高不下，上下游价格信号不稳导致企业间的信任度在下降，上游原材料价格波动剧烈而下游企业结账日益拖延造成有订单不敢接，都不敢给对方预付货款而应收帐款回款也比以前慢很多，一旦遇到流动资金不足而存货变现又不顺畅，风险随即到来。我们参考通胀高位徘徊期各行业营业周期（应收账款周转天数+存货周转天数）的变化来衡量各行业存货变现的能力。

在通胀高企时期，企业更愿意采取措施加快存货变现速度来主动规避回款压力。上游行业在产业链中处于强势地位，会要求先付款后发货。中游行业的营业周期在 04 年保持历史下降趋势，而 07-08 通胀高位徘徊期间则稍有反弹。下游行业在通胀高企阶段的营业周期变化与市场整体相若，但从历史趋势看高通胀给下游行业带来的存货周转压力似乎略大。

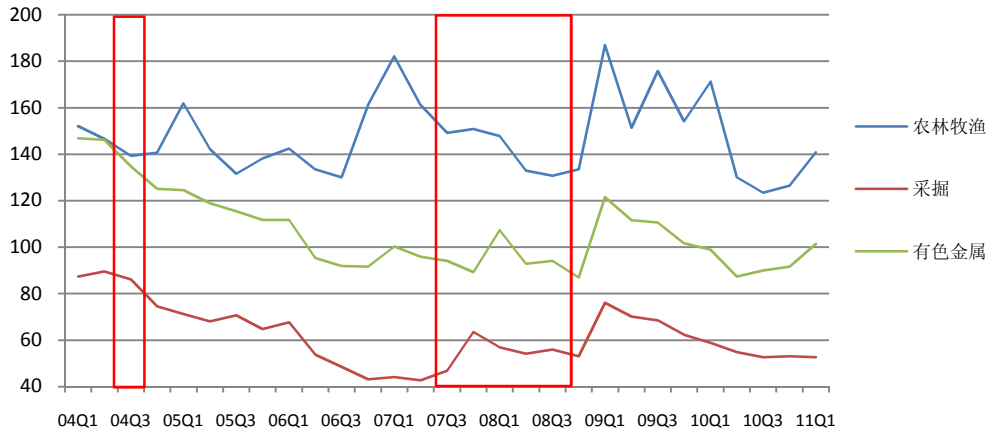
图 25、上中下游行业通胀高位徘徊期间营业周期变化



数据来源：WIND，东北证券

农林牧渔行业在以往两个通胀高位徘徊期都加快了存货变现速度。

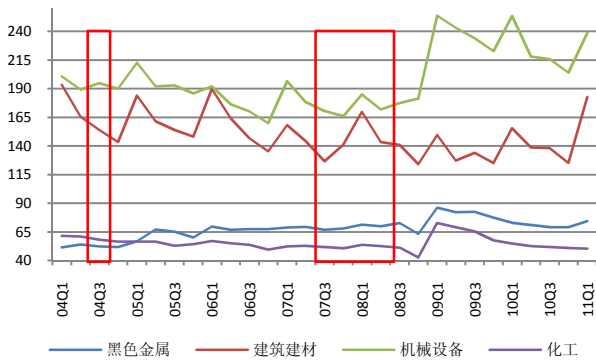
图 26、上游明细行业通胀高位徘徊期间营业周期变化



数据来源：WIND，东北证券

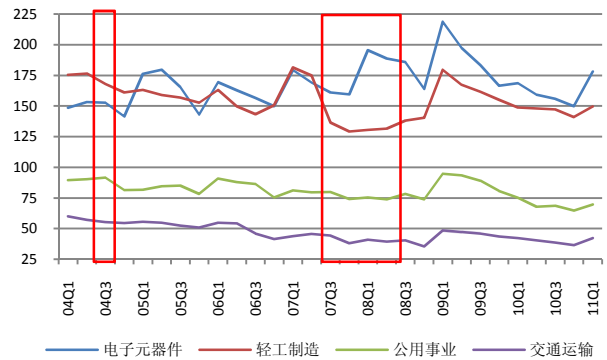
交通运输和轻工制造行业均在以往两个通胀高企时期主动加快了周转速度；而电子元器件行业的营业周期均有拉长。

图 27、中游工业周期品通胀高位徘徊期间营业周期变化



数据来源：WIND，东北证券

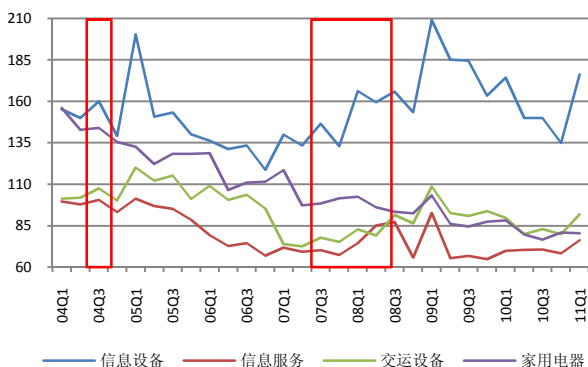
图 28、中游其他行业通胀高位徘徊期间营业周期变化



数据来源：WIND，东北证券

家用电器行业受益于城市化进程的加速，始终呈现良好的周转能力，其次是食品饮料行业；餐饮旅游行业的消费受到了较大的影响，其次是商业贸易行业。

图 29、部分偏可选消费品行业通胀高位徘徊期间营业周期变化



数据来源：WIND，东北证券

综合来看，以往两次通胀高位徘徊期，存货变现情况较好的行业依次为交通运输、轻工制造、农林牧渔、有色金属、家用电器、化工以及食品饮料行业；较差的行业依次为餐饮旅游、商业贸易、电子元器件、采掘和信息设备行业。

### 3.2.4、现阶段各行业遭受的人工成本上升压力比较

伴随着通胀的高企，劳动力成本尤其是低端工人工资出现了明显的上涨。劳动密集型行业将受到更大的工资成本开支压力，继而损害公司的盈利。我们选用现金流量表中“支付给职工以及为职工支付的现金”一项做了人工成本上升侵蚀各行业盈利的敏感性分析。

下游行业中的劳动密集型行业较多，工资负担尤其重，净利润将受到最多侵蚀，其次是中游行业；而房地产和金融服务行业受到的人工成本上升压力要轻一些。

表 3、工资每上涨 10%对大类行业净利润的影响比例

大类行业	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	平均
上游行业受影响比例	3.39%	3.25%	3.87%	4.85%	7.12%	8.39%	7.26%	5.60%
中游行业受影响比例	7.79%	10.21%	9.39%	7.38%	19.49%	13.64%	10.28%	10.73%
下游行业受影响比例	28.45%	39.90%	21.71%	12.02%	14.90%	12.69%	11.99%	14.62%
金融服务业受影响比例	8.95%	9.04%	7.04%	4.89%	5.88%	5.84%	4.81%	5.82%
房地产行业受影响比例	22.59%	14.06%	5.99%	3.34%	4.51%	2.99%	2.98%	4.05%

注：“平均数”等于 2004-2010 年工资成本影响总额/净利润总额

数据来源：WIND，东北证券

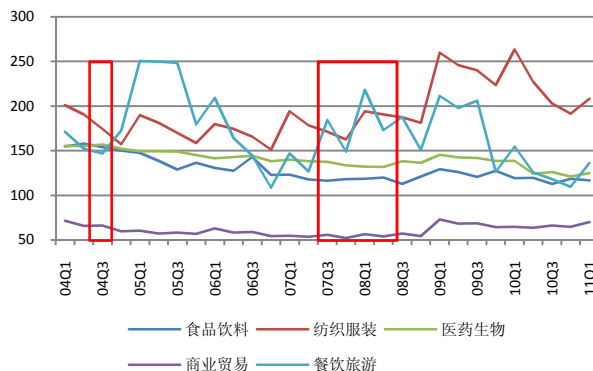
上游行业中，采掘行业盈利受工资上涨影响较轻而农林牧渔则较重。

表 4、工资每上涨 10%对上游行业净利润的影响比例

上游行业	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	平均
农林牧渔行业受影响比例	39.91%	323.24%	29.55%	14.54%	19.41%	17.35%	15.52%	20.25%
采掘行业受影响比例	2.87%	2.80%	3.64%	4.71%	6.06%	7.26%	6.65%	5.05%
有色金属行业受影响比例	5.77%	5.21%	3.83%	4.45%	22.27%	24.46%	11.08%	8.17%

注：“平均数”等于 2004-2010 年工资成本影响总额/净利润总额

图 30、部分偏可选消费品行业通胀高位徘徊期间营业周期变化



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：东北证券

中游行业中，化工行业盈利受工资上涨影响较轻其次是公用事业行业；而电子元器件和建筑建材行业则是劳动密集型行业，受到的影响很大。

表 5、工资每上涨 10%对中游行业净利润的影响比例

中游行业	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	平均
黑色金属行业受影响比例	4.52%	5.87%	6.22%	6.35%	17.96%	48.63%	19.28%	10.67%
建筑建材行业受影响比例	46.88%	53.84%	28.53%	16.35%	25.29%	18.69%	18.01%	21.65%
机械设备行业受影响比例	13.31%	15.12%	11.49%	8.88%	11.19%	9.39%	8.35%	9.90%
化工行业受影响比例	6.40%	6.90%	6.05%	5.45%	14.62%	6.93%	6.01%	6.89%
电子元器件行业受影响比例	16.36%	-32.24%	729.96%	13.81%	506.98%	424.15%	16.04%	36.02%
轻工制造行业受影响比例	12.10%	14.44%	13.82%	8.76%	15.51%	11.83%	11.86%	12.14%
公用事业行业受影响比例	4.99%	7.25%	6.52%	5.65%	-236.40%	8.75%	8.57%	8.41%
交通运输行业受影响比例	6.36%	8.51%	10.08%	5.96%	22.02%	21.22%	8.26%	9.93%

注：“平均数”等于 2004-2010 年工资成本影响总额/净利润总额

数据来源：WIND，东北证券

下游行业中，食品饮料行业盈利受工资上涨影响较轻；而信息服务、信息设备和家用电器则是劳动密集型行业，受到影响很大。

表 6、工资每上涨 10%对下游行业净利润的影响比例

中游行业	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	平均
信息设备行业受影响比例	316.87%	-53.94%	46.82%	21.19%	24.03%	16.48%	18.05%	25.15%
信息服务行业受影响比例	20.10%	31.95%	32.64%	11.32%	10.48%	26.23%	27.08%	18.61%
交运设备行业受影响比例	13.72%	25.05%	13.51%	9.62%	18.05%	11.77%	9.68%	12.04%
家用电器行业受影响比例	-37.23%	-37.84%	4198.97%	22.66%	33.87%	15.68%	15.92%	28.51%
食品饮料行业受影响比例	15.38%	15.00%	11.57%	9.23%	11.40%	7.02%	7.02%	9.00%
纺织服装行业受影响比例	156.60%	44.74%	28.74%	12.87%	21.12%	13.50%	11.12%	16.54%
医药生物行业受影响比例	27.72%	29.06%	20.57%	12.18%	11.04%	7.66%	8.39%	11.28%
商业贸易行业受影响比例	17.96%	24.54%	15.17%	10.70%	13.46%	13.00%	12.01%	13.44%
餐饮旅游行业受影响比例	-135.70%	23.83%	19.47%	12.33%	17.69%	13.49%	13.96%	16.94%

注：“平均数”等于 2004-2010 年工资成本影响总额/净利润总额

数据来源：WIND，东北证券

因此，根据上面的敏感性分析，受工资上涨影响较小的行业依次为：房地产、金融服务、采掘、化工以及食品饮料行业；而盈利受到较大侵蚀的行业依次为：信息服务、电子元器件、信息设备、家用电器、建筑建材和农林牧渔行业。

### 3.2.5、现阶段各行业遭受的资金成本上升压力比较

随着央行持续的货币紧缩，银行放贷额度日益减少，目前已经拿不到基准利率的贷款，企业的实际贷款利率至少上浮 30%，即便如此，银行贷款仍是市场上最便宜的钱，民间利率上升幅度更大，加上市场对继续加息的预期仍然强烈，资金价格势必居高不下，资本密集型行业会受到更大的财务费用支出压力，继而损害公司的盈利情况。我们选用资产负债表中“短期借款”和“长期借款”加总的的数据作为负担贷款利息资金成本的主体，做了资金成本上升侵蚀各行业盈利的敏感性分析。

中游行业中资本密集型行业较多，跟房地产行业一样，贷款利息支出负担尤其重，净利润将受到最多侵蚀；上游行业受到的压力较轻。

**表 7、资金成本每上升 100bp 对大类行业净利润的影响比例**

大类行业	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	11Q1	平均
上游行业受影响比例	1.49%	1.14%	1.13%	1.29%	2.01%	2.64%	2.06%	2.39%	1.69%
中游行业受影响比例	5.03%	6.25%	5.79%	4.30%	12.13%	8.54%	6.07%	6.46%	6.55%
下游行业受影响比例	12.78%	14.49%	6.21%	3.09%	3.22%	2.95%	2.50%	2.89%	3.74%
房地产行业受影响比例	32.46%	20.40%	10.63%	6.51%	7.15%	5.94%	6.78%	7.03%	7.56%

注 1：2011 年一季度影响比例的分母采用 2010 年的净利润额计算

注 2：“平均数”等于 2004-2010 年资金成本影响总额/净利润总额

数据来源：WIND，东北证券

上游行业分化较大，采掘行业盈利受资金成本上升影响很小而农林牧渔行业的利息费用支出较重。

**表 8、资金成本每上升 100bp 对上游行业净利润的影响比例**

上游行业	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	11Q1	平均
农林牧渔行业受影响比例	29.25%	226.95%	17.28%	8.10%	9.73%	10.51%	9.41%	9.64%	12.11%
采掘行业受影响比例	1.02%	0.76%	0.80%	0.85%	1.29%	1.67%	1.29%	1.55%	1.11%
有色金属行业受影响比例	3.88%	3.04%	2.04%	2.69%	12.58%	16.43%	7.63%	8.65%	5.10%

注 1：2011 年一季度影响比例的分母采用 2010 年的净利润额计算

注 2：“平均数”等于 2004-2010 年资金成本影响总额/净利润总额

数据来源：WIND，东北证券

中游行业中，机械设备和化工行业盈利受资金成本上升影响较轻；而公用事业行业则是典型的资本密集型行业，巨额的利息费用支出极大地吞噬了盈利，其次受到影响的是轻工制造、黑色金属和电子元器件行业。



表 9、资金成本每上升 100bp 对中游行业净利润的影响比例

中游行业	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	11Q1	平均
黑色金属行业受影响比例	1.96%	3.30%	3.87%	3.95%	11.40%	29.74%	11.77%	12.04%	6.42%
建筑建材行业受影响比例	13.81%	16.19%	9.19%	5.82%	10.20%	6.32%	6.25%	7.14%	7.51%
机械设备行业受影响比例	5.08%	4.32%	2.89%	2.37%	3.61%	3.23%	2.48%	2.79%	3.02%
化工行业受影响比例	4.74%	4.69%	4.14%	3.26%	8.73%	3.68%	2.90%	3.06%	4.10%
电子元器件行业受影响比例	9.28%	-18.61%	349.97%	5.04%	155.52%	147.57%	5.15%	5.91%	14.23%
轻工制造行业受影响比例	12.65%	14.47%	14.07%	7.51%	11.33%	9.12%	7.75%	8.91%	9.89%
公用事业行业受影响比例	7.89%	11.20%	11.51%	10.25%	-556.36%	23.40%	22.29%	23.69%	18.26%
交通运输行业受影响比例	4.46%	5.41%	5.53%	2.90%	10.91%	11.70%	4.33%	4.33%	5.39%

注 1：2011 年一季度影响比例的分母采用 2010 年的净利润额计算

注 2：“平均数”等于 2004-2010 年资金成本影响总额/净利润总额

数据来源：WIND，东北证券

下游行业中，食品饮料行业的现金流充沛，贷款需求少，资金成本上升对其影响小，其次受损不大的是交运设备行业；而纺织服装行业的贷款利息支出则上升较大。

表 10、资金成本每上升 100bp 对下游行业净利润的影响比例

下游行业	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	11Q1	平均
信息设备行业受影响比例	94.16%	-12.32%	10.73%	4.68%	4.16%	2.70%	2.54%	3.19%	4.74%
信息服务行业受影响比例	12.22%	10.52%	4.17%	1.06%	0.79%	5.82%	3.43%	3.75%	3.24%
交运设备行业受影响比例	4.50%	7.34%	4.00%	2.23%	3.83%	2.30%	1.72%	2.23%	2.62%
家用电器行业受影响比例	-12.52%	-9.52%	782.75%	3.53%	5.44%	2.70%	3.18%	3.57%	5.55%
食品饮料行业受影响比例	6.20%	4.82%	3.13%	2.31%	2.35%	1.09%	0.90%	0.94%	1.92%
纺织服装行业受影响比例	87.37%	21.63%	12.08%	5.11%	7.19%	4.59%	3.72%	3.98%	6.32%
医药生物行业受影响比例	14.19%	14.25%	9.50%	4.77%	3.60%	2.26%	2.19%	2.47%	4.07%
商业贸易行业受影响比例	10.04%	12.41%	4.99%	3.96%	4.99%	4.67%	4.90%	5.59%	5.35%
餐饮旅游行业受影响比例	-55.68%	9.36%	6.34%	3.44%	4.29%	3.26%	3.06%	3.18%	4.72%

注 1：2011 年一季度影响比例的分母采用 2010 年的净利润额计算

注 2：“平均数”等于 2004-2010 年资金成本影响总额/净利润总额

数据来源：WIND，东北证券

因此，根据上面的敏感性分析，受资金成本上升影响较小的行业依次为：金融服务、食品饮料、采掘和交运设备行业；而盈利受到较大侵蚀的行业依次为：公用事业、农林牧渔、钢铁、轻工制造和电子元器件行业。

### 3.2.6、通胀高位徘徊期各行业的盈利能力变化综合评分

结合上述分解，我们做了一张综合评分表，经验数据显示国内金融服务、采掘、食品饮料、交通运输、化工、机械设备、交运设备和房地产行业在通胀高位徘徊阶段可能会有相对好的盈利变化情况；而钢铁、公用事业、建筑建材、农林牧渔、电子元器件、信息服务和餐饮旅游行业的盈利能力会受到较大的影响。

表 11、通胀高位徘徊期各行业的盈利能力变化综合评分表

板块名称	04 毛 利率 (15)	07-08 毛利 率 (20)	11Q1 毛 利率(5)	毛利率合 计 (40)	04 营业周 期 (10)	07-08 营业 周期 (10)	11Q1 营业 周期(5)	营业周期 合计 (25)	工资 成本 (25)	资金成本 支出 (10)	总评分 (100)
金融服务	10	20	0	30	10	10	0	20	20	10	80
采掘	15	15	1	31	6	0	5	11	20	10	72
食品饮料	10	5	4	19	6	6	4	16	15	10	60
交通运输	10	5	1	16	10	8	3	21	15	6	58
化工	10	0	2	12	8	4	5	17	20	8	57
机械设备	10	5	4	19	6	4	4	14	15	8	56
交运设备	10	15	2	27	2	6	1	9	10	10	56
房地产	10	10	4	24	2	0	0	2	25	4	55
医药生物	5	10	1	16	4	6	2	12	15	8	51
纺织服装	5	15	4	24	4	2	3	9	10	6	49
商业贸易	15	10	3	28	0	4	1	5	10	6	49
有色金属	0	5	2	7	10	4	3	17	15	4	43
信息设备	10	15	5	30	4	0	1	5	0	8	43
家用电器	5	10	1	16	6	8	5	19	0	6	41
轻工制造	0	5	2	7	6	10	2	18	10	2	37
餐饮旅游	0	15	3	18	0	0	4	4	5	8	35
信息服务	5	10	1	16	6	2	2	10	0	8	34
电子元器件	5	20	3	28	0	2	1	3	0	2	33
农林牧渔	0	5	1	6	8	8	2	18	5	2	31
建筑建材	5	0	4	9	6	4	0	10	5	4	28
公用事业	0	0	0	0	2	6	2	10	15	0	25
黑色金属	0	0	0	0	6	4	2	12	5	2	19

注 1：分项指标按照影响力的大小给予不同权重，毛利率：营业周期：工资成本：利息支出=40：25：25：10  
数据来源：东北证券

## 四、爬雪山、过草地，长征胜利前的一道坎-第三季度行业配置建议

红军当年为了实现战略转移，历经爬雪山、过草地，进行了艰苦卓绝的二万五千里长征，并最终取得了长征的胜利。今年上半年的股市同样也历经了“爬雪山”般的高通胀压力下的第一阶段，并处于通胀高位徘徊下的第二阶段“过草地”。如果说上半年用低估值板块防御的思路比较清晰可见并卓有成效的话，下半年的行业比较要复杂的多，首先，流动性紧缩已经到了后半段，变数越来越多，分歧越来越大；其次，从历史上看估值收敛也已经到了后半段，这也是左侧交易者所倚重的信心所在；最后，经济在高通胀伴随的货币收紧下出现放缓迹象，金融危机后的大跃进使得腾挪空间的可见性大大降低。因此股票市场主要驱动因素的可

辨识度都已经逐步转向模糊，这也是投资者踌躇彷徨之处。

我们试做一一解读：1、流动性，市场普遍认为最终还会有 1 次加息和 1-2 次上调存款准备金。我们对政策不做更多的预测，只对现状做一描述：就草根感受而言居民的实际购买力正为高通胀灼伤，民间对通胀感受高于官方统计数据，尽管 M1 和 M2 同比增速已在历史低位，但央行今年力推的“新增社会融资总额”概念有悖于传统的转向经验。没有明确的迹象表明：控通胀和保增长的天平即将向后者倾斜，尤其是面临 2012 年的政府换届，政策导向更增添了曲折性；2、估值水平，是支撑我们认为当前是万里长征后半段的理由。无论是否剔除金融地产，整体市场当前的市盈率和市净率都已经是历史的底部区域无疑，其中唯一且重要的变数是：当前可能并非经济的底部，因此在通胀高位徘徊下企业盈利的不确定性增添了估值水平上升的可能；3、盈利变化，这也是长征胜利前的最后一道坎。当前从原材料价格、厂房租金到工人工资几乎所有的成本都在上涨，而狭窄的融资渠道和高企的资金成本也限制了企业周转的余地，此时如果政府放松信贷无异于按下葫芦又起瓢，陷入两难境地。

因此，高通胀压力下的第二阶段进行时中，我们的行业比较重点着眼于行业盈利的变化预期。

上游行业，一方面希腊主权债务问题第二轮救助方案的难产和近阶段美欧疲弱的经济数据正在显著增强投资者的避险情绪，推动美元持续走强，另一方面主要发达经济体的复苏进程增添了不确定性，而新兴市场国家又饱受通胀的困扰。大宗商品价格的金融属性和工业属性都将经历再平衡，我们对此持观望态度，并建议用内生性更强且估值水平更低的煤炭股与有色股做配对交易博取阿尔法收益；

中游行业，主要的工业周期行业即将迎来淡季，从用电情况和下游需求来看，制造业的疲弱已经有所显现。尽管 5 月份的房地产投资增速仍然较高但房地产行业一季报显示开发商存货和现金流压力持续加大，如果预期调控短期内不会放松的话，新开工的意愿不强，在激励机制和资金保障尚未到位下较低的保障房建设开工率是否会有转机尚待观察。因此我们建议从防御的角度出发重点配置交通运输板块中的受经济波动影响较小的弱周期子行业如高速公路、铁路、港口和机场。

下游行业，大宗可选消费品中汽车行业销售数据持续低于预期，这是优惠政策退出、部分城市限购、日本地震、油价高企等多重负面因素共振的结果，汽车板块也经历了大幅的回调，往后看汽车行业的基本面将会逐步消化修复，我们更看好整车中的乘用车板块；必需消费品中我们继续看好：盈利更稳定的食品饮料行业尤其是能够顺利转移原材料成本压力的高端白酒、葡萄酒，同店增长受益于非恶性通胀的零售行业尤其是超市板块，以及收益于消费升级行业集中度不断提升的纺织服装行业尤其是掌控渠道力强、品牌美誉度佳的公司。

另外，第三季度我们继续看好大盘蓝筹的超额收益。后金融危机以来我们重复了国进民退的老路，尤其是在当前高通胀与经济放缓的组合下，从中央到地方政府是无暇顾及将资源向中小企业倾斜的，这里的资源包括信贷、土地、税收、财政补贴等。因此业绩增长更稳定清晰而估值处于历史低位的大蓝筹的相对风险溢价会是个不断下降的过程。上半年保险板块受保费增速下滑的拖累承压，我们认为经过近半年的消化，市场对叫停银保和代理人增员难等负面因素的反映已经接近尾声，而准备金评估利率下半年的筑底回升也将有助于释放盈利；关于银行股，我们认为其是 08 年见底回升后调整最为充分的板块之一，银监会的逆周期监管政策以及资产质量隐忧已经被市场所充分讨论，我们银行业研究员预计中期业绩增速为 30%左右，稳定增长的业绩和历史底部的估值水平将使得潜在的坏账风险得到补贴。

最后我们基于通胀高位徘徊期各行业的盈利能力变化综合评分表，结合当前的估值水平和我们对行业景气度的认识和判断来做出第三季度的配置建议。

表 12、2011 年第三季度行业配置建议表

行业	自由流通市值占比	配置建议	超配比例	超配幅度	评级
保险	3.80%	6.20%	2.40%	63.16%	超配
银行	15.60%	24.80%	9.20%	58.97%	超配
煤炭开采	5.60%	8.30%	2.70%	48.21%	超配
石油开采	9.10%	13.00%	3.90%	42.86%	超配
高速公路、铁路、 机场、港口	2.40%	3.30%	0.90%	37.50%	超配
汽车整车及零部件	2.20%	2.80%	0.60%	27.27%	超配
食品饮料	3.90%	4.70%	0.80%	20.51%	超配
零售	1.90%	2.20%	0.30%	15.79%	超配
纺织服装	1.10%	1.20%	0.10%	9.09%	标配
房地产	4.30%	4.30%	0.00%	0.00%	标配
化工	7.50%	7.00%	-0.50%	-6.67%	标配
建筑机械	1.60%	1.40%	-0.20%	-12.50%	标配
医药生物	4.20%	3.50%	-0.70%	-16.67%	标配
建筑建材	4.30%	3.30%	-1.00%	-23.26%	标配
家用电器	1.50%	1.10%	-0.40%	-26.67%	标配
信息设备	1.60%	1.10%	-0.50%	-31.25%	标配
证券	2.40%	1.60%	-0.80%	-33.33%	标配
航运、航空	1.60%	1.00%	-0.60%	-37.50%	标配
有色金属	4.90%	2.80%	-2.10%	-42.86%	低配
餐饮旅游	0.40%	0.20%	-0.20%	-50.00%	低配
信息服务	2.50%	1.20%	-1.30%	-52.00%	低配
钢铁	2.50%	1.10%	-1.40%	-56.00%	低配
轻工制造	1.00%	0.40%	-0.60%	-60.00%	低配
电力	2.40%	0.80%	-1.60%	-66.67%	低配
农林牧渔	1.30%	0.30%	-1.00%	-76.92%	低配
电子元器件	1.80%	0.20%	-1.60%	-88.89%	低配
其他	8.60%	2.20%	-6.40%	-74.42%	低配

数据来源：东北证券

## 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。

## 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。