

工业显触底迹象，配置进入战略期

报告要点

■ 数据：08 年工业增加值

工业生产增长放缓，企业利润增速回落。全年规模以上工业增加值比上年增长 12.9%，增速比上年回落 5.6 个百分点。规模以上工业企业产销率达到 97.7%。12 月份工业增加值增速约为 5.7%。

■ 粗略估算 12 月份工业增加值同比增长高于 5.7%

采用算术平均法推算，计算的 12 月份工业增加值增速约为 5.7%，由于我国从 07 年开始不再公布工业增加值名义数据，无法明确的衡量各个月份的权重，但考虑工业增加值呈环比递增态势，12 月份的增加值应高于 5.7%。

■ 如何理解 12 月份的数据是一个难题，多方面数据求证

12 月份和 1 月份表现出较强的“春节和季节”效应，对 2 月份数据的阐述是一个难题。从 12 月份工业增加值增速与 11 月份的简单对比看，略有回升，如果这种现象可持续对资本市场是具有积极的意义的。所以我们引入价格、货币供应量和发电量等数据来辅助判断。

■ 对 12 月份数据的观点和看法

由于 12-2 月份数据具有较大的季节性，使得我们对未来的判断的把握性和验证的及时性都变得困难。在这里直接给出我们的观点：从工业企业的营运看，虽然整体来看，经济仍处于 95 年以来的最糟糕情况，但经济大幅下滑的阶段已经过去，12 月份已经开始出现环比上涨的迹象；这预示着经济的复苏将要到来。

■ 确认复苏阶段对配置策略有着积极意义

从股票市场的运行看，在经济从底部向繁荣进入上升周期的过程中，对股票配置分为两个阶段的积极意义。第一阶段，就是经济触底后，出现复苏迹象，这一阶段，股票市场会出现恢复性上涨，上涨幅度平均在 30-50%之间；第二阶段，经济度过复苏转向繁荣阶段后，我们会看到实体经济和股票市场一起上涨，并且股票的上涨会一直持续到实体经济出现从繁荣转为下降的拐点后。我们认为：现在处于第一个阶段，这个阶段一旦确认，那整个股票的配置将进入战略期。

相关研究

《08 年 11 月工业增加值》

《通货膨胀对经济影响的影响》

《4 万亿投资对行业产出的影响》

分析师：钟华 时伟翔

021-63299571

zhonghua@cjsc.com.cn

周金涛

021-63216973

联系人：

杨靖凤

021-63217917

yangjf@cjsc.com.cn

数据：08 年工业增加值

国家统计局：工业生产增长放缓，企业利润增速回落。全年规模以上工业增加值比上年增长 12.9%，增速比上年回落 5.6 个百分点。

分所有制看，国有及国有控股企业增长 9.1%；集体企业增长 8.1%；股份制企业增长 15.0%；外商及港澳台投资企业增长 9.9%。

分轻重工业看，重工业增长 13.2%，轻工业增长 12.3%。

分地区看，东、中、西部地区分别增长 11.6%、15.8% 和 15.0%。

规模以上工业企业产销率达到 97.7%。

点评：工业显触底迹象，配置进入战略期

一、粗略估算 12 月份工业增加值同比增长高于 5.7%。

根据国家统计局公布的全年数据，规模以上工业增加值同比增长 12.9%。我们来估算 12 月份的工业增加值同比数据。由于我国从 07 年开始不再公布工业增加值名义数据，所以我们无法明确的衡量各个月份的权重。在估算方法上，首先采用算术平均法推算，计算的 12 月份工业增加值增速约为 5.7%。

表 1：12 月份工业增加值增速的算术平均值算法

单位：%

日期	同比	日期	同比	日期	同比	日期	同比
2008-01	15.4	2008-04	15.7	2008-07	14.7	2008-10	8.2
2008-02	15.4	2008-05	16.0	2008-08	12.8	2008-11	5.4
2008-03	17.8	2008-06	16.0	2008-09	11.4	2008-12	5.7
平均值							12.9

资料来源：Wind，长江证券研究部

再次考虑实际情况，确切的 12 月份数值的计算方法，应该以各个月份的实际的增加值数据作为权重，采用加权平均法计算。这个数据在现有条件下是无法得到的，但根据我们对过去 9 年数据的考察，在经济保持增长的情况下，工业增加值呈环比递增态势，也就意味着各月份的权重势逐月增加的，从这个角度考虑，12 月份的增加值应高于 5.7%。

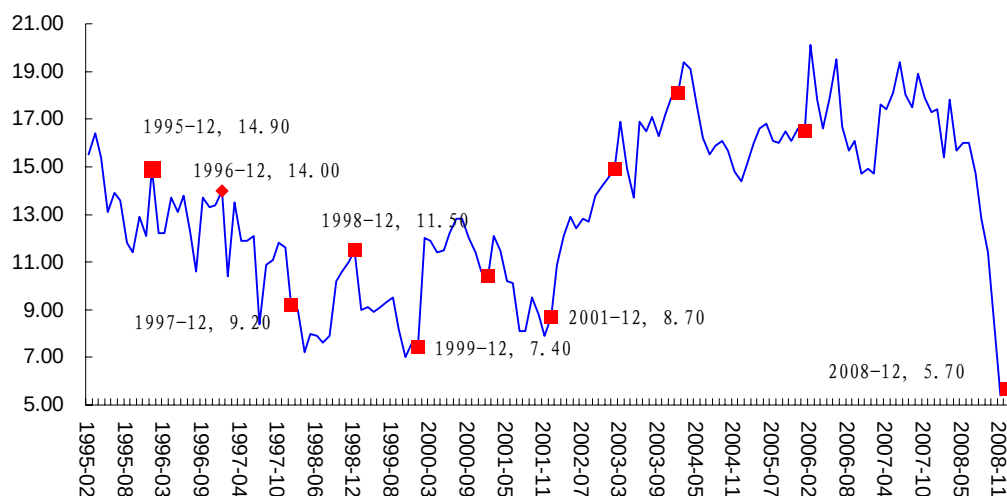
二、如何理解 12 月份的数据是一个难题，多方面数据求证

在当前的经济背景下，如何判断实体经济触底和反弹对资本市场来说是最重要的课题。从 12 月份工业增加值增速与 11 月份的简单对比看，略有回升。这种回升的态势如果持续，那么我们就可以判断经济出现复苏迹象，最坏的时刻已经过去。

另一方面，今年农历新年在 1 月底，12 月份和 1 月份表现出较强的“春节和季节”效应。从看图说话的角度看，图 1 中在上一轮经济恢复的 99 年和 01 年在 12 月份工业增加值增速略有回升后，在第二年工业增加值增速出现大幅提升。如果这种现象发生对资本市场是具有积极的意义的。

图 1: 1995 年-现在的工业增加值同比增速

单位: %



资料来源: Wind, 长江证券研究部

如何通过 12 月份来提出我们的看法, 我们在此将 12 月份的数据进行综合, 以求通过对多组数据的辨识, 来得出准确的结论。

第一个数据—价格: 12 月份, PPI 同比-1.1%, 显示整体价格水平已经交去年底更低。但我们认为这种同比数据在判断经济复苏中的意义已经较小, 我们需要考察的是价格环比上升和价格的企稳, 而这种现象的发生, 是可能掩盖在同比数据的下滑过程中的。从价格数据看, 煤炭、钢铁和部分化工产品价格 12 月份出现了企稳迹象, 自 7 月份以来的价格大幅下跌的趋势已基本结束, 而 1 月份至今的数据也辅证了价格的企稳和反弹。

表 2: 煤炭、钢材价格

单位: 元/吨

日期	冶金焦	混煤	优混	冷轧	热轧	型材	6.5 高线
2008-11-17	1450	430	790	4050	3150	3650	3280
2008-11-24	1350	360	690	4200	3450	3650	3400
2008-12-01	1350	360	690	4350	3550	3650	3370
2008-12-08	1400	330	650	4350	3600	3650	3430
2008-12-15	1450	320	590	4350	3600	3650	3440
2008-12-22	1550	365	600	4400	3650	3650	3480
2008-12-29	1550	380	625	4500	3750	3700	3620
2009-01-05	1650	390	640	4700	3950	3700	3680
2009-01-12	1650	390	632.5	4700	3980	3750	3620
2009-01-19	1650	390	632.5	4650	4000	3750	3650

资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 3: 部分化工产品价格走势

单位: 元/吨

日期	正丁醇	HDPE	LLDPE	PVC	PP	进口天然橡胶	国产天然橡胶	顺丁橡胶
2008-11-20	6300	9000	9300	5500	8100	16000	15500	12500
2008-11-27	6500	8300	8400	6000	6700	15000	14500	12500
2008-12-04	6500	8800	9200	6200	7300	12800	12500	12500
2008-12-11	6700	8400	8800	6300	7000	12500	12000	9000

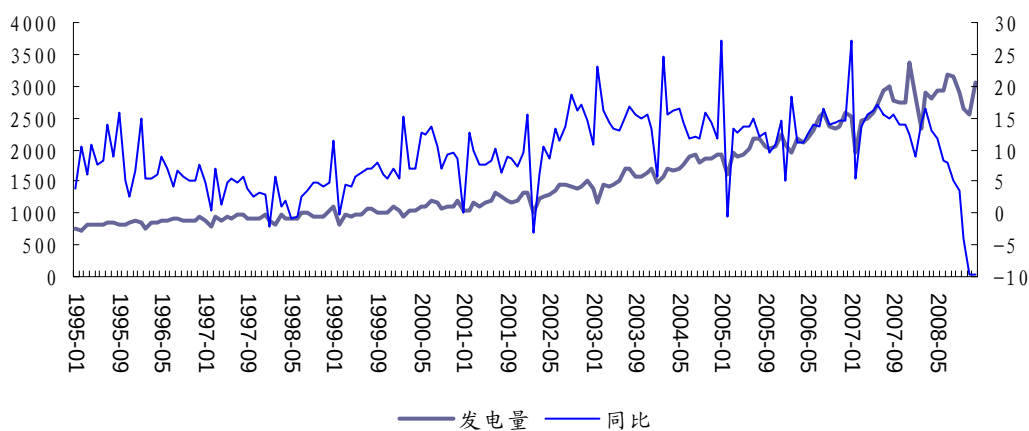
2008-12-18	7200	8550	9200	6500	7400	11500	11000	9000
2008-12-25	7200	8500	9200	6700	7300	11700	11500	9000
2009-01-08	6800	8700	9000	6650	7300	13000	12500	10500
2009-01-15	6800	8700	8900	6650	7400	14200	14000	10500

资料来源: Wind, 长江证券研究部

第二个数据—发电量。 发电量是工业经营状况的最佳指标, 从发电量数据的同比增速看, 12 月份仍处于同比仍为-9.6 左右。整个经济仍处低速增长期。在这里我们需要注意 12 月份发电量的特殊性, 每年 12 月份的发电量数据都会出现一个较 11 月份的猛增。所以这个数据看, 发电量的同比数据较为有意义。

图 2: 发电量和同比数据

单位: 亿度, %



资料来源: Wind, 长江证券研究部

第三个数据—货币供应。 这个数据反映了政府积极货币政策的力度, 从 12 月份的数据看, M1、M2 和贷款增速都出现了大幅提升。尤其是在 12 月份一般为金融机构回收贷款的时期, 08 年 12 月份贷款却出现了快速上升。这为市场注入了较多的“收入式流动性”。这有别于 07 年当中的“支出式流动性”。07 年的流动性是这些钱急于购买, 而现在注入的流动性是构成收入, 但其主动购买的意愿并不强。这种宽松的货币环境, 为积极的复苏奠定了基础。

表 4: 货币供应数据

单位: %, 亿元

日期	广义货币同比	狭义货币同比	金融机构各项贷款余额	金融机构各项贷款余额同比
2007-12	16.72	21.01	261690.88	16.10
2008-03	16.29	18.25	275000.21	14.78
2008-06	17.37	14.19	286199.38	14.12
2008-09	15.29	9.43	296477.09	14.48
2008-11	14.80	6.80	295749.55	16.03
2008-12	17.82	9.06	303467.77	18.76

资料来源: Wind, 长江证券研究部

三、对 12 月份数据的观点和看法

对于 12 月份工业增加值的看法, 我们结合价格、发电量和货币供应所代表的政策面因素,

认为：第一，积极地政策已经执行，现在处于其对经济的影响的时滞期，这也是我们在前几个月数据点评中，一再提到的，积极地政策需要尽快实施，从政策面上，我们具备了乐观的因素。第二，在判断经济触底的时候，我们需要建立一个逻辑，这个逻辑是寻找触底向反弹的转变是在寻找拐点，这种拐点发生是掩盖在经济整体较为困难的状况之下的，从经济指标看，判断拐点的指标有：提出季节因素的环比数据，价格企稳、股票价格走势、开工率、存货变动、销售额等。第三、从领先指标角度看，近期股票指数的上涨说明大家开始对经济的可能好转持乐观态度；从价格数据看，大部分产品的价格已经企稳，并有所反弹部分封钢铁品种、化工产品、机械的开工率已经处于较低水平，这对确认经济触底也构成较好的支撑。第四，12月份的工业增加值数据表现出了99和01年的特征。

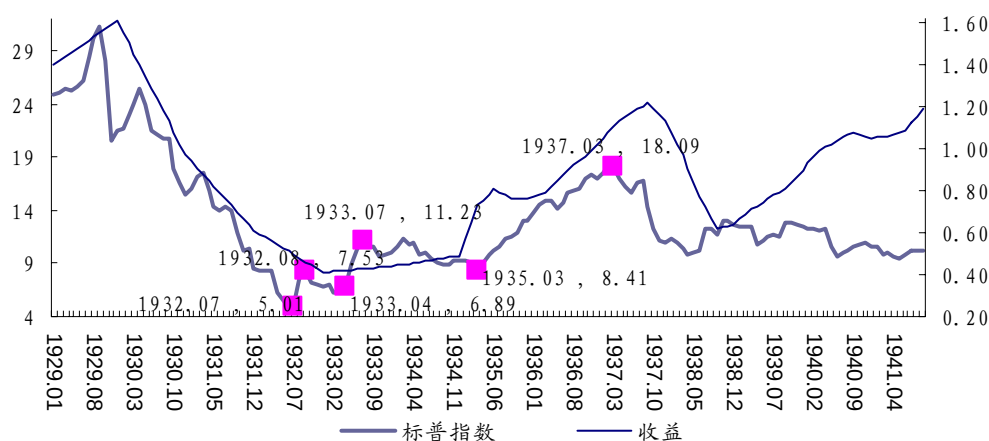
由于1-2月份数据具有较大的季节性，并且1-2月份数据在3月份公布，3月份数据开始变得平稳，3月份的数据需要在4月份公布。这一种数据的不确定和特殊性，使得我们对未来的判断的把握性和验证的及时性都变得困难。在这里，我们根据以上几点，直接给出我们的观点：从工业企业的营运看，虽然整体来看，经济仍处于95年以来的最糟糕情况，但经济大幅下滑的阶段已经过去，12月份已经开始出现环比上涨的迹象；这预示着经济的复苏将很快到来。

四、确认复苏阶段对配置策略有着积极意义

从股票市场的运行看，在股市反映宏观基本面的情况下，在经济从底部向繁荣进入上升周期的过程中，对股票配置分为两个阶段的积极意义。从图6看，即使在美国大萧条时期，仍然表现出这种趋势。第一个阶段，就是经济触底后，出现复苏迹象，这一阶段，股票市场会出现恢复性上涨，上涨幅度平均在30-50%之间；但这个阶段有一个特征，根据经验统计，复苏期一般为衰退期的时间的80%左右，整体复苏期，企业的经营状况还是比较困难的，这样股票的上涨一般发生在从触底向复苏转变和复苏的初期，这样确认触底以后的复苏是具有积极的配置意义的。第二阶段，经济度过复苏转向繁荣阶段后，我们会看到实体经济和股票市场一起上涨，并且股票的上涨会一直持续到实体经济出现从繁荣转为下降的拐点后，这一时期的平均涨幅在50-100%。

我们认为：现在处于第一个阶段，这个阶段一旦确认，那整个股票的配置将进入战略期。

图 3：标准普尔指数走势和每股收益



资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

钟华，浙江大学国民经济专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及行业资产配置。

时伟翔，上海财经大学证券期货专业，金融学硕士，现为长江证券策略部策略分析师，研究领域为投入产出分析与行业配置。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386 zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319 yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844 lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429 lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。