

周期复辟：从景气传导到情绪传导

发布日期：2010-3-29 分析师：安尉 电话：010-85130982 执业证书编号：S1440209040343

信息或事件

3月10日，我们召开周期复辟专题研讨会，通过对于领先指标的观察和预判，认为周期复辟行情依然值得期待，1-2月份数据公布后，消费和出口的回落造成市场开始担心经济增速下滑。

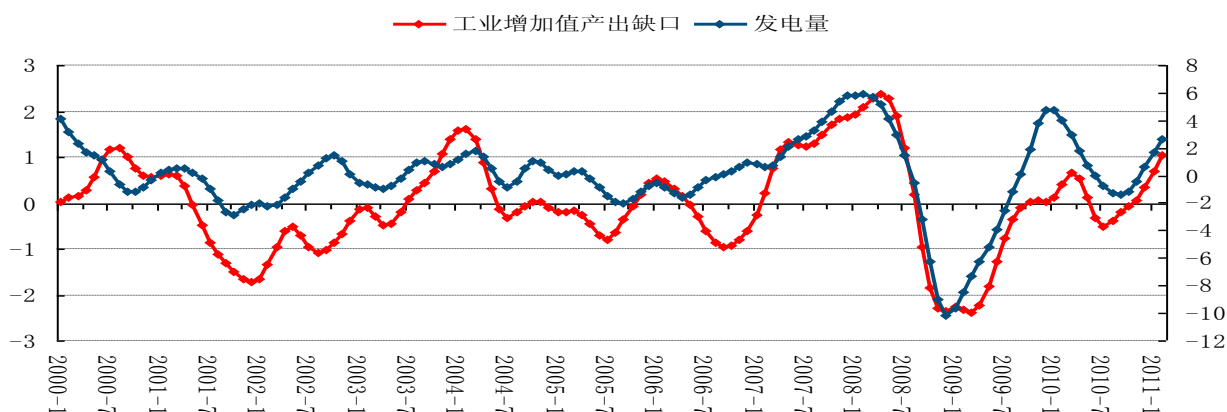
经历了由国内紧缩、日本地震和利比亚战乱导致的金融动荡之后，市场重拾升势，煤炭化工地产等周期类行业表现突出，周期复辟的演绎正朝着高峰挺进。

简评：

周期复辟：精彩依然

首先，对于市场担忧的经济下滑，我们通过构造工业增加值定基指数计算的产出缺口的其趋势仍然向上，而从发电量的产出缺口也可以看到，当前正处于工业生产加速过程中，我们判断4月份之前，产能利用率仍将运行在高位，7月份之前仍将可以看到库存重建持续进行，PPI和CPI在7月份之前可能不会显著回落。

图1：对电力需求扩大意味着工业生产的扩张



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

我们在3月10日召开的周期复辟专题会议上，明确指出随着周期运行演进，周期复辟的投资逻辑将从单纯的产能利用率考量，逐步向利润趋势情况过渡，而在需求保持稳定的态势下，这主要体现为产业链不同位置对于成本的适应性问题。

从最新公布的工业企业产销数据来看，工业企业收入依然处于延续增长趋势，在价格成本上升下，工业企业利润出现小幅回落，但更多的是体现在产业链中不同位置行业间的利润重新分布，这也验证了我们之前的判断。

图 2：工业企业收入继续向好

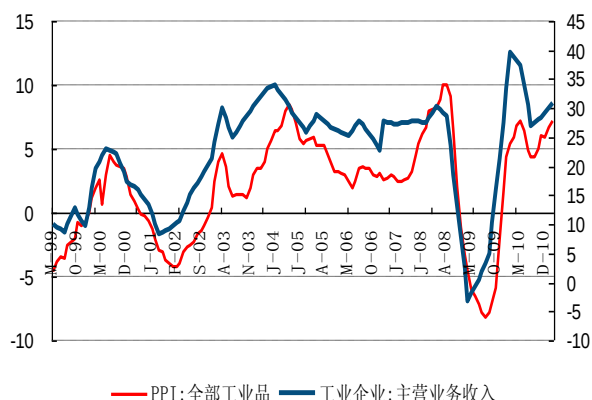
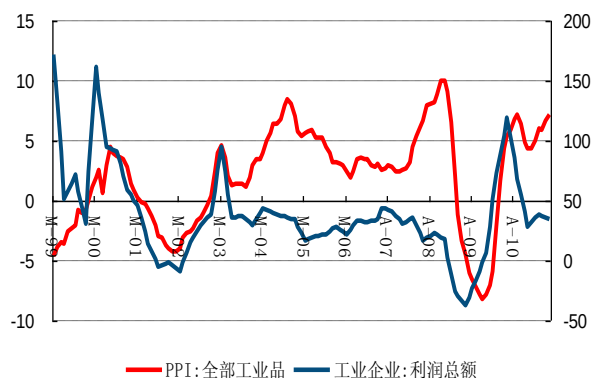


图 3：成本压力下工业企业利润小幅回落



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

景气传导：中上游行业演绎基本面高峰

用基本面眼光考量当前的市场特征，最有比较和借鉴意义的是 09 年的经济与市场脉络，09 年展开的被动型的库存重建，是由于政策刺激和价格水平处于低位造成的，而在当前的主动库存重建阶段，经历了二次去库存，价格水平已经恢复，而需求的状况也比剧烈衰退阶段要稳定，这时候的库存重建更需要的是真实需求的推动，因此，结构性和微观推动的特征更为明显。虽然我们一再强调 09 年和 11 年的库存重建有所差异，但两者都体现出典型的存货周期下产业链的传导特征，即沿着从耐用消费品到半消费半投资最后到投资品和资源品的路径演绎。09 年的市场演绎也基本遵循需求传导特征，即“房地产—汽车—机械—钢铁—有色”的存货周期复苏路径，09 年 7 月开始，钢铁和有色行业的大幅飙涨也意味着对复苏期的预期贴现完成，市场也达到了阶段高点。

观察自去年 10 月份开始的主动补库存进程，耐用消费品中的汽车行业成为领先者，机械行业则延续二次去库存阶段的稳定特征，目前各个行业正交替进入景气的高位区间，我们观察到下游的耐用消费品汽车和家电可能迎来景气回升的拐点，中游的机械行业则出现不同子行业间的分化，信息设备仍处于扩张阶段，而上游的煤炭、钢铁、有色和化工（磷矿石、纯碱、烧碱）等依然在扩张。就产能利用率而言，周期复辟的产能利用率状况正从下游逐步向中上游传导。

在市场层面，当股价上涨已经兑现了行业景气回升状况之后，后续的利润趋势状况成为影响趋势发展的重要因素，根据我们之前报告《周期复辟：从产能利用到成本适应》，越是上游，其对成本和价格的适应性越强，对于煤炭、化工、钢铁、有色等中上游周期行业来说，PPI 上升对其盈利能力是正面的，而家电、汽车等下游行业以及水泥行业对成本抬升的适应性较弱。综合考量，中上游的煤炭化工钢铁行业受景气回升与利润上升的双重推动，成为在市场中演绎基本面高峰的最主要行业。

图 4：煤炭行业继续扩张

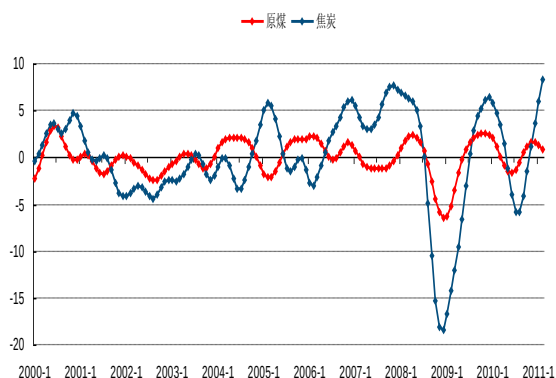
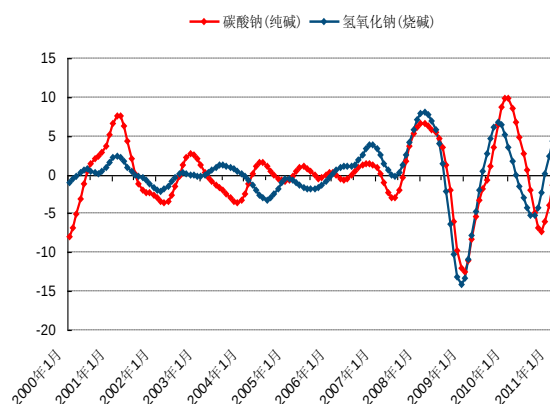


图 5：化工行业继续扩张



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

情绪传导：金融地产演绎市场高峰

与 09 年货币加速器、存货加速器共同发挥力量不同，本轮周期复辟中，金融地产行业欠缺货币加速器和政策支持，而在保障房和公共投资带动下，本轮主动库存重建的最重要特征是基础工业部门的启动。考察市场中的主要周期性行业，在今年 2 月份以来，都经历了可观的上涨，估值也得到了相应提升，而金融地产行业的估值水平仍处于相对低位。就基本面而言，金融地产行业短期也将分享基础工业部门启动带来的经济预期改善，但制约它们的政策和周期因素改善依然需要时间，它们的真正崛起当在中周期繁荣开启确立之后。其中房地产行业由于有保障房的以及近期政策的改善，拥有了比金融行业更多的弹性，而“房地产+X”的公司也被市场追逐，X 可以体现为保障房建设、新能源、新三板等热门概念，但从大型的纯正房地产公司的表现，可以明显的看出基本面的掣肘。我们一贯认为估值是基本面预期的市场反应，并不是预期改善的基础，只有基本面发生了变化，估值因素才会市场表现中体现出推波助澜的作用，因此单纯依靠相对估值优势的上涨往往是被动的，也是最后的情绪宣泄之所。在基本面景气传导之后，市场情绪传导往往由大的资金后续配置引发，金融和地产行业估值较低，配置比例较低，成为较好的选择，而它们的大幅飙升也将意味着本轮周期复辟行情的高峰来临。

图 6：周期行业预期估值一览

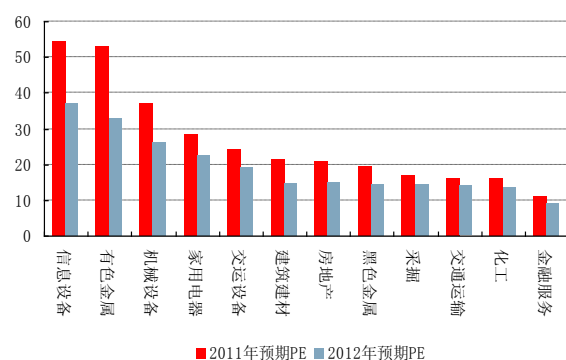
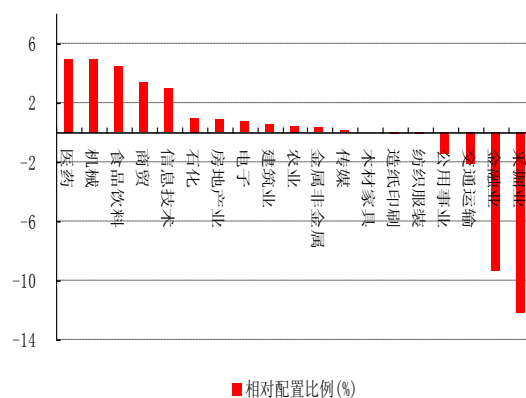


图 7：2010 年基金行业配置情况



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

分析师介绍

基金研究服务

安 尉：英国斯旺西大学金融数学专业硕士，工学学士，策略分析师。密切跟踪研究经济与资本市场周期趋势，专注于中观视角下的行业比较分析及配置研究。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部 上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。