



分析师：赵大晖
 执业证书编号：S0050200010079
 Tel: 010-59355902
 Email: zhaodh@chinans.com.cn
 地址：北京市金融大街 5 号新
 盛大厦 7 层(100032)

行业比较：“疑无路”后的“又一村”

2010 年中期行业比较报告

投资要点：

● 今年宏观经济先行指标的高点出现在 2 月份，达到 105.10 点，之后连续 2 个月小幅回落，预示着宏观经济将进入增速放缓阶段。

● PMI 综合指标也呈现环比回落状态，表明制造业采购经理预期经济结束了上升周期而进入调整阶段。PMI 细分指标还反映出从业人员减少，新订单下降。产成品库存指数与原材料库存指数之间的差距缩小，说明产成品的市场需求在收缩，产成品库存被动增加，企业主动减少原材料采购。

● 当前，政府面临着经济增长出现了下滑、节能减排目标没有实现、通胀调控难度加大等问题，而这些问题是相互矛盾的。要解决这些问题，政府更加寄希望于长期的经济转型与结构升级目标的成功。短期内，会相机抉择，主要是看哪方面的矛盾更加突出：减排？失业？通胀？在不同的时间窗口，政府的目标排序是不同的，我们认为 3 季度节能减排和治理通胀目标高于一切，4 季度保证就业水平目标高于一切。

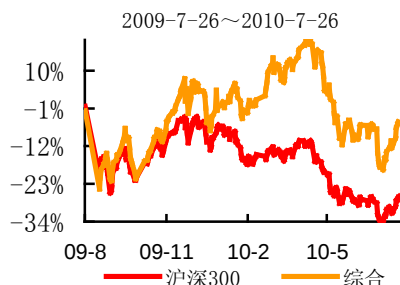
● 淘汰落后产能，同时在中西部地区扩大先进产能的建设，支持战略新兴产业发展将使投资在局部发挥带动经济增长的效力，又可在通胀与通缩的问题上有一定的自由度。这样看来，政策在一些局部的放松（支持特定区域、特定产业）是能够兼顾解决三个突出问题的较妥方案。

● 统计 7 月份的各行业的市盈率变化，我们发现，以房地产为代表的传统的周期性行业市盈率回升较快。目前 A 股市场缺乏货币政策的支持；人民币升值缺乏经济基本面的支持。下半年资金面不会有明显的缓解，这将使传统周期行业估值修复的持续性会受到挑战。不应忘记的还有，宏观经济下行的趋势下，周期性行业很难走出持续的独立行情。

● 基于可能在 4 季度出台的关于发展战略新兴产业和西部地区经济的政策，以及消费稳中趋升的产期态势，我们认为下半年的可以**超配**的行业是：新能源、环保技术、商贸、食品饮料、医药板块、农林牧渔、有色金属。

● **重点看好：**荣信股份、国电南瑞、中核科技、龙净环保、武汉中百、鄂武商 A、燕京啤酒、青岛啤酒、海普瑞、科伦药业、山东黄金、紫金矿业、北大荒、高金食品。

行业指数相对沪深 300 表现



相关研究

行业研究小组

正文目录

一、宏观经济：增长节奏放慢.....	3
1、先行指标逐渐回落.....	3
2、行业利润增长环比下滑.....	3
3、需求下降是主要原因.....	4
二、政策前瞻：4 季度可能转向.....	5
1、第 3 季度滞胀，4 季度低增长+低通胀.....	5
2、年底前政策可能出现局部转向.....	5
三、局部性的机会.....	6
1、投资与投资品.....	6
2、出口.....	8
3、消费.....	8
四、行业比较结论.....	8
五、重点推荐个股.....	9

图表目录

图 1：宏观经济先行指标	3
图 2：制造业采购经理指数	3
图 3：投资品行业利润总额增速	3
图 4：消费品行业利润增速	3
图 5：消费品行业销售利润率	4
图 6：投资品行业销售利润率	4
图 7：PPI 细分指标与 CPI 指标	4
图 8：主要投资品行业产量累计同比	4
图 9：GDP 季度累计增速和 PMI	5
图 10：PMI 之差（产成品库存与原材料库存）.....	5
图 11：投资、消费、净出口情况.....	6
图 12：7 月份以来各个行业市盈率上涨幅度.....	7
图 13：货币供应量 M1、M2 同比增速	8
表 1 库存周期与经济周期	5
表 2 各个行业在 2010 年 7 月份的市盈率变化.....	7

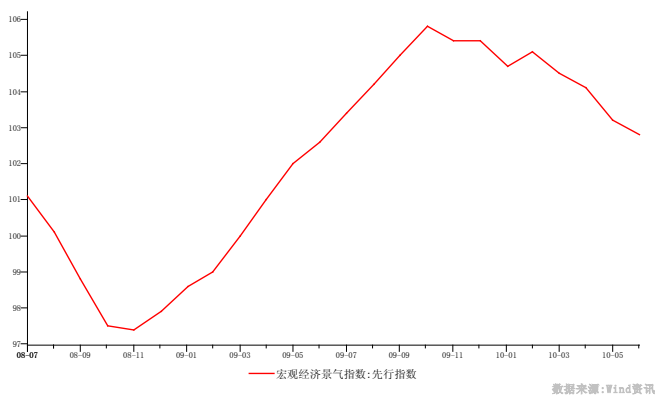
一、宏观经济：增长节奏放慢

1、先行指标逐渐回落

今年宏观经济先行指标的高点出现在 2 月份，达到 105.10 点，之后连续 2 个月小幅回落，预示着宏观经济将进入增速放缓阶段。见图 1。

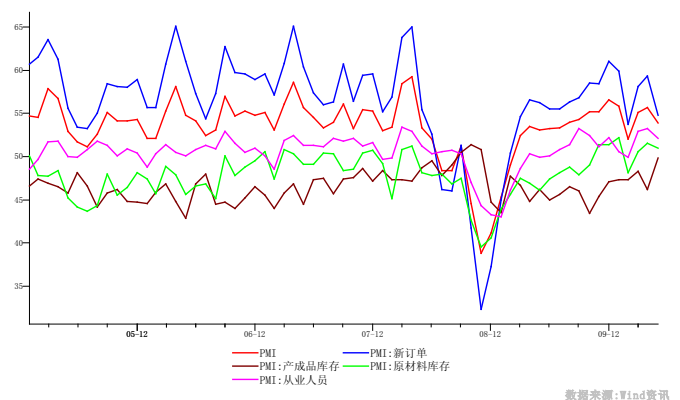
PMI 综合指标也呈现环比回落状态。6 月份 PMI 综合指标值为 52.1，虽然仍然保持在 50 以上的较好水平，但是环比下降了 2.8 个百分点，表明制造业采购经理预期经济结束了上升周期而进入调整阶段。PMI 细分指标还反映出从业人员减少，新订单下降。产成品库存指数与原材料库存指数之间的差距缩小，说明产成品的市场需求在收缩，产成品库存被动增加，企业主动减少原材料采购。见图 2。

图 1：宏观经济先行指标



资料来源：Wind，民族证券

图 2：制造业采购经理指数



资料来源：Wind，民族证券

2、行业利润增长环比下滑

今年前 5 个月，规模以上工业企业利润总额累计同比增长 81.6%。之所以能够保持在较高的水平，主要有以下 3 个方面的原因：一是工业企业的主营业务收入大幅增长，1-5 月份全国规模以上工业的主营业务收入同比增长 38.2%，拉动工业利润相应大幅增加；二是 PPI 由去年同期下降 5.5% 转为上涨 5.9%，推高了今年以现价计算的工业利润的增幅；三是基数过小，上年同期累计利润总额只有 8501 亿元。但是应该注意到，前 5 个月的利润总额比 1-2 月份的 119.7% 回落了 38.1 个百分点，利润增速环比下降显著。

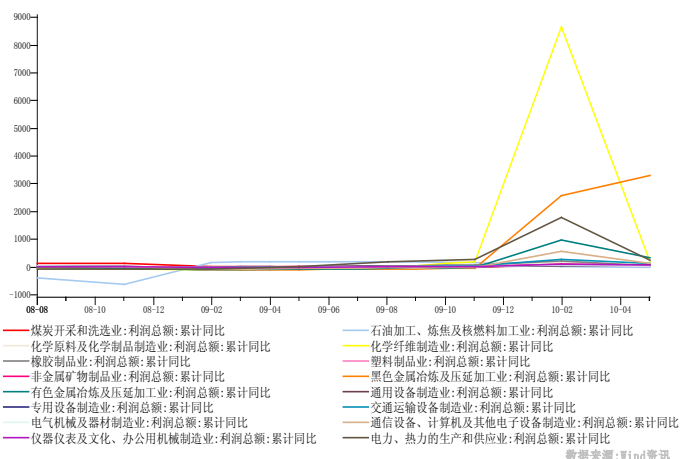
今年前 5 个月，在 39 个工业大类行业中，黑色金属冶炼及压延加工业实现利润同比增长 32.9 倍，有色金属冶炼及压延加工业增长 3.3 倍，电力、热力的生产和供应业增长 2.6 倍，化学纤维制造业增长 2 倍，石油和天然气开采业增长 1.7 倍，通信设备、计算机及其它电子设备制造业增长 1.3 倍，交通运输设备制造业增长 1.2 倍，煤炭开采和洗选业增长 80.9%，专用设备制造业增长 69.9%，化学原料及化学制品制造业增长 69.3%。

从各个行业数据来看，相对于消费品而言，投资品行业增长强劲，特别是高耗能和产能过剩行业的利润增长更快，反映出经济目前对传统行业高度依赖的状况没有根本改变，中国未来转变经济发展方式任重道远。

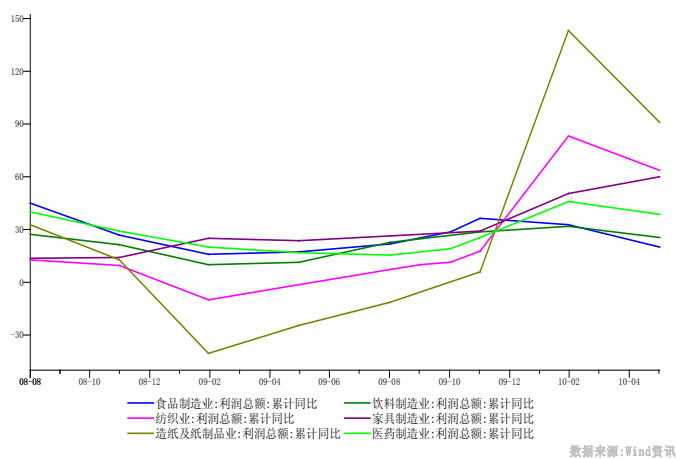
一个值得注意的信号是，除黑色金属冶炼、家具等少数行业外，各主要行业利润总额季度环比明显回落，揭示出对经济增长放缓的隐忧已经显性化。

图 3：投资品行业利润总额增速

图 4：消费品行业利润增速



资料来源: Wind, 民族证券



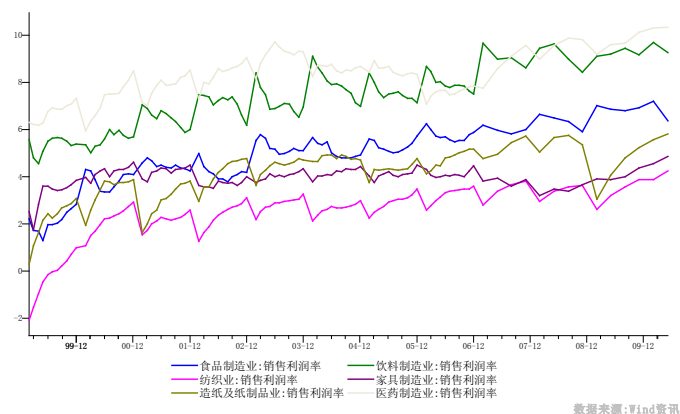
资料来源: Wind, 民族证券

3、需求下降是主要原因

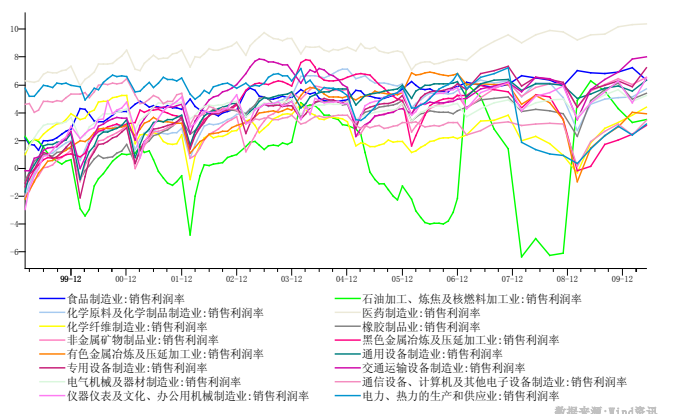
前 5 个月，消费品行业中除了造纸和食品行业销售利润率指标出现了季节性回调外，其他行业如饮料、纺织、家具、医药等行业的销售利润率基本上都保持了稳中向上的态势。投资品各个行业基本上都出现了销售利润率稳中趋升的局面。

图 5: 消费品行业销售利润率

图 6: 投资品行业销售利润率



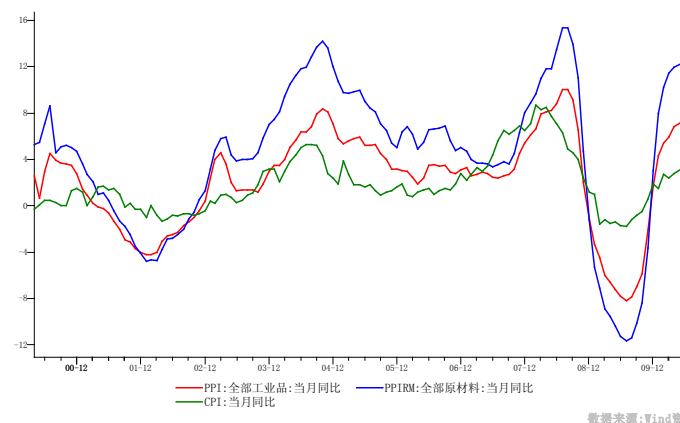
资料来源: Wind, 民族证券



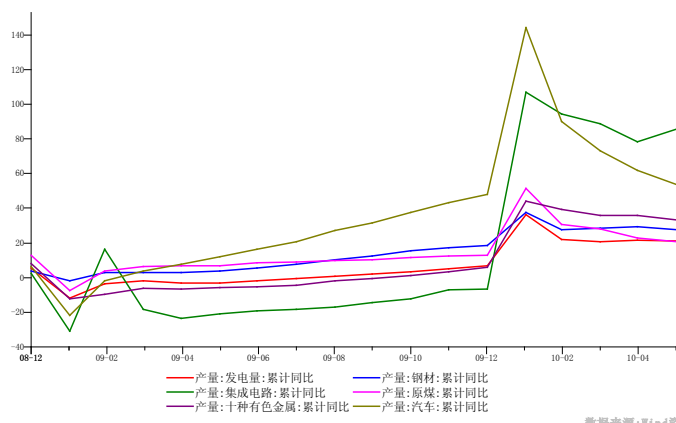
资料来源: Wind, 民族证券

图 7: PPI 细分指标与 CPI 指标

图 8: 主要投资品行业产量累计同比



资料来源: Wind, 民族证券



资料来源: Wind, 民族证券

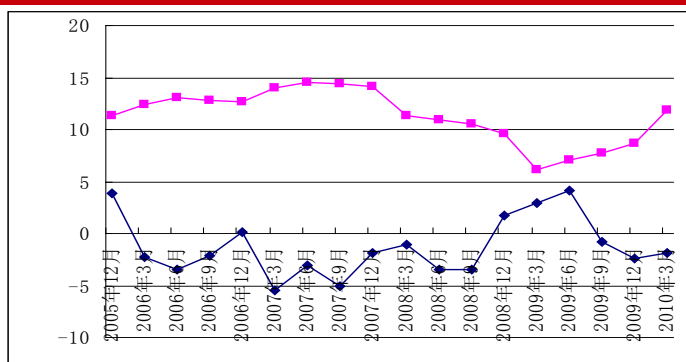
但是怎么解释利润总额季度环比回落 38.1 个百分点的现象呢？通过观察各个行业产量累计同比、PMI 积压订单、PMI 新订单等间接反映销售的指标，发现：外需、内需双双下滑迹象非常明显。销售量下滑是导致利润季度环比回落的直接原因。

二、政策前瞻：4 季度可能转向

1、第 3 季度滞胀，4 季度低增长+低通胀

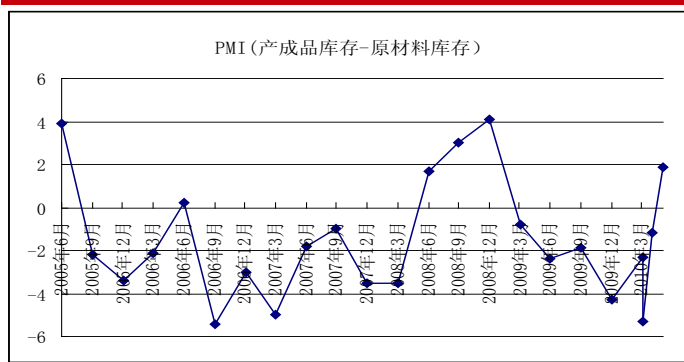
宏观经济增长率呈现下降趋势。回归自 2005 年 12 月以来 GDP 季度累计增速 $y(t)$ 和 PMI 的产成品库存与原材料库存之差 $x(t-2)$ ，发现这两个变量之间存在高度负相关关系，拟合度达到 0.42。而且 PMI 之差领先 GDP 两个季度左右。 $x(t-2)$ 见底回升预示着未来 2 个季度 GDP 增长率将继续下滑。见图 9 和图 10。

图 9：GDP 季度累计增速和 PMI



资料来源：Wind，民族证券

图 10：PMI 之差（产成品库存与原材料库存）



资料来源：Wind，民族证券

而另一方面，未来 PPI 的传导作用将继续推高 CPI，加之去年 6 月和 7 月 CPI 指数处于谷底（分别为 -1.7 和 -1.8），因此翘尾因素将更加显著，预计第 3 季度 CPI 指数将达到 3% 以上，在 6 月和 7 月可能出现阶段性高点。高点之后，食品价格将受到猪肉价格见底回升的支撑而保持高位，继续支持 CPI 在 3% 附近徘徊。

库存周期引致的经济周期一般分为 4 个阶段，它们的对应关系见表 1。第三季度经济表现为 CPI 居高不下，GDP 增速下滑，处于滞胀期。第四季度，如果外部输入型资本品价格不出现大幅度上涨，CPI 可能出现在 3% 以下的水平，届时将出现低增长、低通胀的局面，需要进一步指出的是，PPI 的持续下降又可能拖累 CPI 在明年上半年到达 1%-2% 之间，出现通缩风险加大，通胀与通缩之间只有一步之遥，调控难度加大。

而衰退期到来的判定指标是失业率大幅攀升，目前这一状况在我国还没有出现，因此可以确定衰退期还没有到来。经济重新进入复苏阶段需要等待滞胀期和衰退期的发生和结束，实体经济见底回升还需要假以时日。

表 1 库存周期与经济周期

阶段序号	原材料库存变化	产成品库存变化	经济周期的阶段
I	↑	↑	复苏
II	↑	↓	繁荣
III	↓	↑	滞胀
IV	↓	↓	衰退

资料来源：民族证券

2、年底前政策可能出现局部转向

4 万亿投资“猛药”的药效是明显，但却是短暂的。在短短的约 1 年半时间内，我国经济经历了从复苏到繁荣，再到滞胀的过程。当前，政府面临着经济增长出现了下滑、节能减排目标没有实现、通胀调控难度加大等问题，而这些问题是相互矛盾的：如果进一步刺激经济增长，在结构转型没有实质性改变之前只会带来排放增加和通胀；而如果放任经济下滑，则可能出现失业率攀升和通缩等问题。短期看，政府面临着政策目标选择的困境。

这种情况下，政府更加寄希望于长期的经济转型与结构升级目标的成功。短期内，会相机抉择，主要是看哪方面的矛盾更加突出：排放？失业？通胀？在不同的时间窗口，政府的目标排序是不同的，我们认为 3 季度节能减排和治理通胀目标高于一切，4 季度保证就业水平目标高于一切。

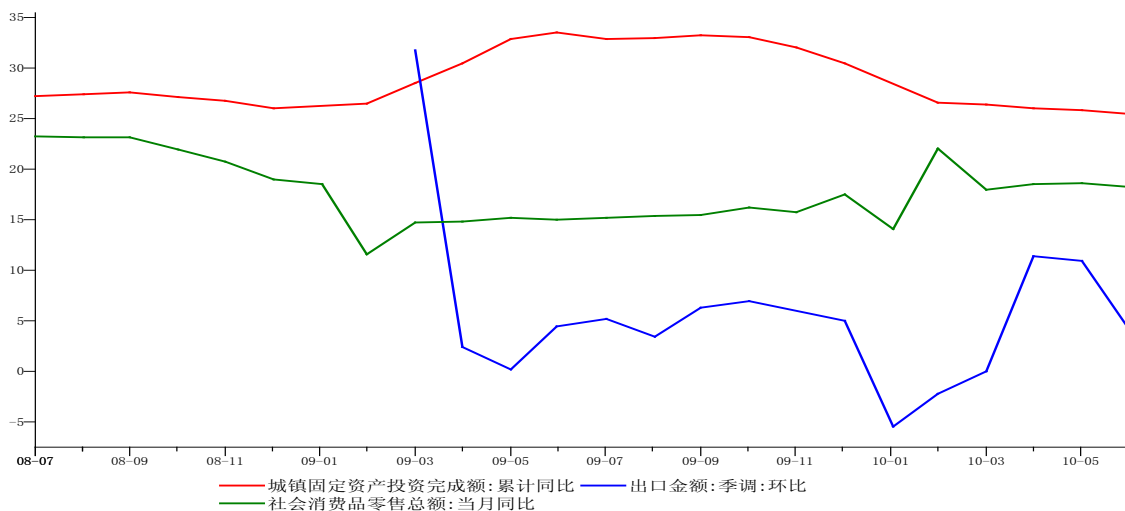
第 3 季度“十一五”节能减排目标（比“十一五”初期降低 20%）远远没有实现，强制淘汰落后产能是当务之急，而经济减速客观上也会减少排放。到了第 4 季度，持续的经济减速造成失业率上升将会显现出来，必将影响政治和社会的安定的问题，那时候政策由收到放的转向可能性会大大增加。

淘汰落后产能，同时在中西部地区扩大先进产能的建设，支持战略新兴产业发展将使投资在局部发挥带动经济增长的效力，又可在通胀与通缩的问题上有一定的自由度。这样看来，政策在一些局部的放松（支持特定区域、特定产业）是能够兼顾解决三个突出问题的较妥方案。

三、局部性的机会

从投资、消费、净出口方面看，出现“投资降、消费平、净出口降”的局面。

图 11：投资、消费、净出口情况



数据来源: Wind 资讯

数据来源: WIND, 民族证券

1、投资与投资品

从历史经验来看，二级市场上投资品行业的机会主要来自三个方面：政策刺激、经济处于上升周期、超跌反弹。首先，城镇固定资产投资增速从上年末的 30.5% 下滑到今年 6 月末的 25.5%，年底前预计不会超过 26%。全年来看，投资品缺乏政策面的支撑。

但是，需要提到的是，由于前期超跌以及第 4 季度政策转向的预期，3 季度周期性行业，如房地产、钢铁、有色金属、煤炭面临一定的上涨机遇。7 月份的行情验证了我们前期的观点。

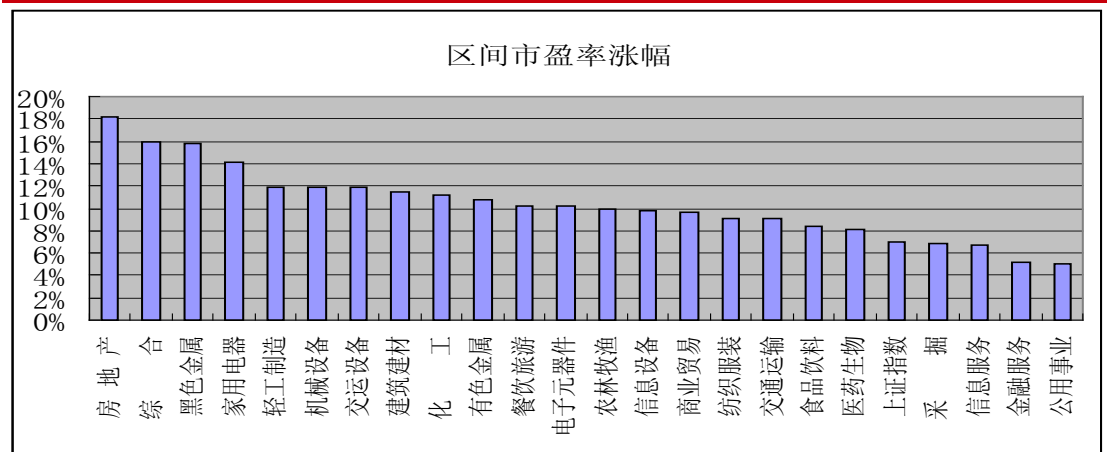
统计 7 月份的各行业的市盈率变化，我们发现，传统的周期性行业市盈率回升较快，例如房地产、黑色金属、家电、机械设备、交运设备、建筑建材。

表 2 各个行业在 2010 年 7 月份的市盈率变化

板块名称	预测市盈率/交易日期 /本月初/年度 2010	预测市盈率/交易日期 /2010-7-24/年度 2010	区间市 盈率涨幅
房 地 产	13.75	16.26	18.25%
综 合	21.63	25.07	15.90%
黑色金属	12.01	13.91	15.82%
家用电器	16.47	18.8	14.15%
轻工制造	19.41	21.72	11.90%
机械设备	21.87	24.47	11.89%
交运设备	16.2	18.12	11.85%
建筑建材	14.2	15.83	11.48%
化 工	13.74	15.28	11.21%
有色金属	26.55	29.42	10.81%
餐饮旅游	34.91	38.48	10.23%
电子元器件	39.85	43.89	10.14%
农林牧渔	30.16	33.17	9.98%
信息设备	26.21	28.77	9.77%
商业贸易	23.06	25.28	9.63%
纺织服装	22.82	24.90	9.11%
交通运输	17.77	19.38	9.06%
食品饮料	26.36	28.56	8.35%
医药生物	27.52	29.74	8.07%
上证指数	14.43	15.44	7.00%
采 掘	12.77	13.64	6.81%
信息服务	36.98	39.44	6.65%
金融服务	10.54	11.08	5.12%
公用事业	21.99	23.09	5.00%

资料来源：民族证券

图 12：7 月份以来各个行业市盈率上涨幅度

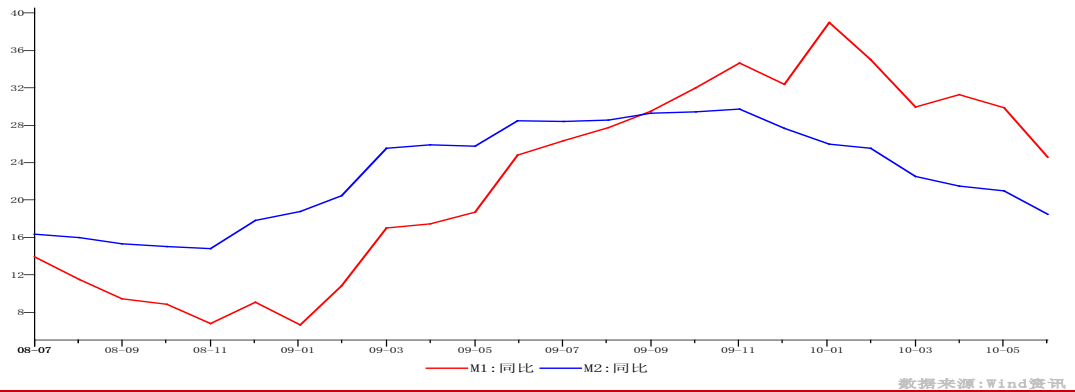


数据来源：WIND，民族证券

目前 A 股市场缺乏货币政策的支持（见图 13）；人民币升值缺乏经济基本面的支持，热钱

吸引力预计会逐渐下降。下半年资金面不会有明显的缓解，这将使传统周期行业估值修复的持续性会受到挑战。不应忘记的还有，宏观经济下行的趋势下，周期性行业很难走出持续的独立行情。

图 13：货币供应量 M1、M2 同比增速



综合以上政策面、资金面和基本面 3 个方面的因素，我们判断目前的周期行业估值回升的性质是反弹而不是反转。反弹行情不宜期待过高。

2、出口

6 月份,我国出口 1374 亿美元,增长 43.9%,增速较上个月下降 4.6 个百分点;进口 1173.7 亿美元,增长 34.1%,增速较上个月下降了 14.8 个百分点。6 月份贸易顺差 200.2 亿美元,和 5 月份的 195.3 亿美元同处于近期的较高水平。

我们认为,顺差的扩大是出口保持增长而进口大幅度缩小的结果,是内需不足的表现。在欧元区债务危机、全球危机后再次去库存化过程、中国调整结构的三重压力下,预计出口的增速将持续回落,并在年底回落到 10%附近。由此可见,出口的局面也不宜乐观。

3、消费

消费的稳步增长几乎是确定性的。这是经济下行中,三驾马车里唯一能够保持平稳增长的动力。原因来自政策方面:

首先,在结构性减税的安排上,要更加注重社会成员之间收入分配差距的调节,通过一系列带有总体减税倾向的安排,力图实现让低收入群体少缴税、让高收入群体多缴税的目标。

第二,调整最低工资标准对于提高低收入者的劳动报酬、工资收入有很大作用。今年 1 月 22 日,江苏率先宣布,自 2 月 1 日起调整最低工资标准,一类地区从 850 元调整到 960 元,涨幅约为 13%。之后,浙江、广东、福建、上海、天津、山东等陆续调整最低工资标准,调整幅度都在 10%以上,一些省份超过 20%。五一之后,广东、山东、吉林、宁夏、湖北等省开始执行上调后的地方最低工资标准,平均涨幅均超过了 20%。

还有,收入分配制度改革、户籍制度改革、社保和新一轮医改推行、发展消费信贷、增加对农民转移支付的力度以及城乡销售网络建设等长期性的政策,都将促进居民消费水平的持续提升。看好商业、食品饮料、医药行业。

四、行业比较结论

基于可能在 4 季度出台的关于发展战略新兴产业和西部地区经济的政策,以及消费稳中趋升的产期态势,我们认为下半年的可以超配的行业是:新能源、环保技术、商贸、食品饮

料、医药板块。

驱动因素	超配行业
产业政策	新能源、环保技术
弱周期特征	商贸、食品饮料、医药
CPI 上升	农林牧渔、有色金属

五、重点推荐个股

看好个股
荣信股份、国电南瑞、中核科技、龙净环保
武汉中百、鄂武商 A、燕京啤酒、青岛啤酒、海普瑞、科伦药业
山东黄金、紫金矿业、北大荒、高金食品

分析师简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn