

有色反弹是去库存化的高潮

相关图表、数据

报告要点

■ 有色反弹是去库存化的高潮

从宏观上说, 2009 年一季度将是通货膨胀负增长的季度, 在经历了 2008 年 3 季度之前的通胀大幅波动奇异点之后, 随之而来的必将是去库存化过程中的大幅回落, 而我们前期的文章中一直强调一个观点, 就是这一轮反弹的炒作很大程度和去库存化有关, 而我们认为有色金属股票的反弹标志着去库存化的高潮。

■ 资本市场的第一个低点

伴随着企业大规模的限产活动, 生产过程有望在低位形成新的平衡机制, 较低位置的弱平衡其需求不仅源于衰退期之前的残留项目, 也源于当通胀成为经济周期的主导调整因素时, 价格也就是所谓的成本回落将会激发新的需求产生, 当然, 低位的弱平衡仅仅是形成资本市场第一个低点的核心因素, 此时的促发契机还来源于货币政策放松所带动的流动性释放, 以及凯恩斯主义扩张所带动的经济复苏预期。

分析师: 张凡
8621-63290499
zhangfan@cjsc.com.cn

■ 通胀和货币信贷是决定趋势的关键

从去库存化的本质实际上我们可以看出, 在去库存化的高潮到来时, 经济真正开始了一个新的趋势变化, 是由反弹过渡到反转还是反弹渐渐式微, 这些已经成为下一步研究的重点, 不过, 在下一步中, 通货膨胀和货币信贷问题重新成为决定趋势的关键, 特别是未来 3 个月之内的通胀趋势, 如果未来表现出缓幅走出通缩的态势, 也许反弹确实能够向反转过度, 相反, 过快的通胀和持续的通缩都也许真的使反弹式微。

联系人: 杨靖风
8621-63217917
yangjf@cjsc.com.cn

■ 产业振兴计划对未来 5-10 年有重大意义

我国的四万亿经济刺激计划和产业振兴计划类似于 70 年代末韩国的产业振兴计划, 这是对于主导产业的调整和对未来经济发展的布局。韩国在 1977 年-1979 年对钢铁、水泥、化肥、石油工业生产作为重点投资对象, 其他优先发展的产业为有色金属、造船、机械、电子、化工, 总投资达到了 28060 亿韩元, 这一数字是轻工业投资的 4 倍, 造成了这些行业在 80 年代蓬勃的发展。我们今天所面临的低利率、低原材料价格和需求转向将成为未来经济发展的优势。

对 A 股市场的思考

有色反弹是去库存化的高潮

2 月份以来市场走势符合我们前期的判断，进入了主升浪阶段。很多投资者都关心什么时候卖出的问题。要想搞明白这个问题，就要分析市场为什么上涨，以及上涨终结的因素有哪些，反弹结束时市场不一定下跌，也可能横盘也可能变为反转重新造就一波牛市。

从宏观上说，2009 年一季度将是通货膨胀负增长的季度，在经历了 2008 年 3 季度之前的通胀大幅波动奇异点之后，随之而来的必将是去库存化过程中的大幅回落，而我们前期的文章中一直强调一个观点，就是这一轮反弹的炒作很大程度和去库存化有关，而有色金属股票的反弹标志着去库存化的高潮。

恰如我们在之前文章中所重点论述的，有色金属的投资价值在近阶段逐步得到印证，价格的回升一方面依托于目前实体经济中关键的去库存化现象，另一方面则是基于美元指数的震荡回落，由此，在资本市场呈现行业全面轮动之际，我们需要重新审视此番有色反弹的意义，这种意义更多的来源于实体经济中去库存化之后的猜想。

去库存化的本质

PPI 大幅回落的过程映衬着实体经济中生产单位原材料成本与产品销售收入的不匹配，边际利润的丧失意味着企业限产、消耗原有库存的方式更具经济价值，这也就是我们所看到的去库存化过程中发电量增速与实际 GDP 环比大幅下滑的本质。

资本市场的“第一个低点”

伴随着企业大规模的限产活动，生产过程有望在低位形成新的平衡机制，较低位置的弱平衡其需求不仅源于衰退期之前的残留项目，也源于当通胀成为经济周期的主导调整因素时，价格也就是所谓的成本回落将会激发新的需求产生，当然，低位的弱平衡仅仅是形成资本市场第一个低点的核心因素，此时的促发契机还来源于货币政策放松所带动的流动性释放，以及凯恩斯主义扩张所带动的经济复苏预期。

有色的反弹意味着实体经济领域去库存化临近高潮

我们曾经提出过有色金属价格在实体经济运行中的先导意义，但是在短暂去库存化的过程中，这种运行逻辑是具有差异性的，原有库存的消耗延续着从下游行业过渡到上游的过程，由此也意味着当最上游的原材料行业有色开始呈现反弹之时，实体经济中去库存化过程的临近高潮，工业生产的恢复高度依托于滞后回落的社会总需求与财政扩张之间的博弈。

第二个关键点

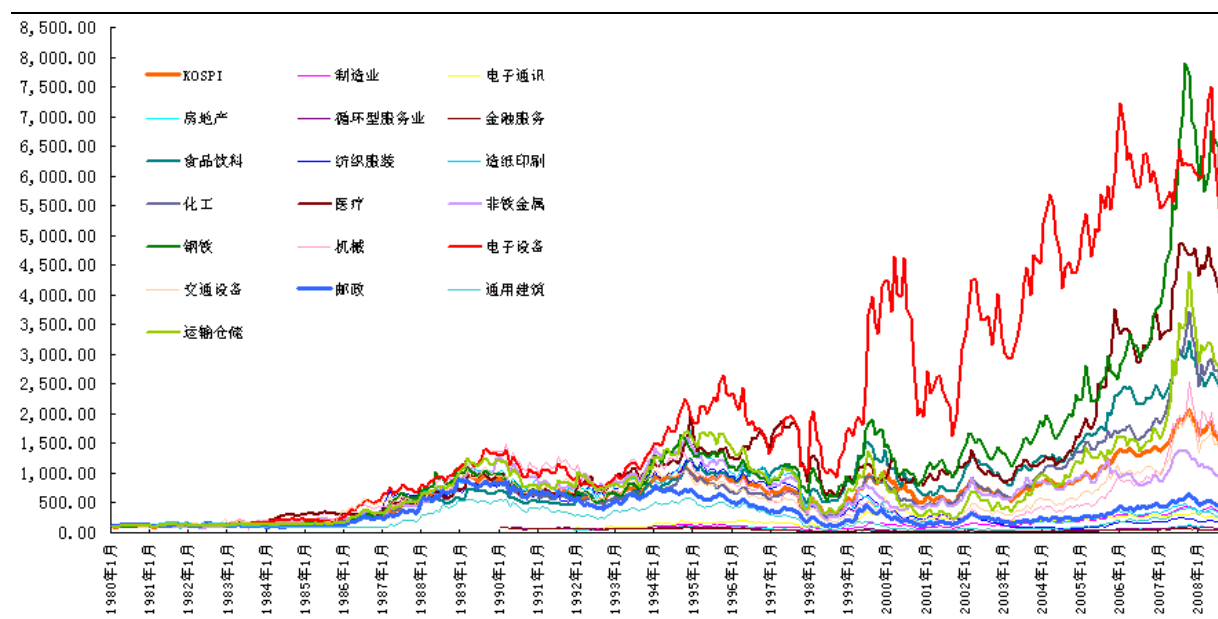
从去库存化的本质实际上我们可以看出，在去库存化的高潮到来时，经济真正开始了一个新的趋势变化，是由反弹过渡到反转还是反弹渐渐式微，这些已经成为下一步研究的重点，不过，在下一步中，通货膨胀和货币信贷问题重新成为决定趋势的关键，特别是未来 3 个月之内的通胀趋势，如果未来表现出缓幅走出通缩的态势，也许反弹确实能够向反转过度，相反，过快的通胀和持续的通缩都也许真的使反弹式微。

产业振兴计划的重要意义

在经济面出现一些变化（诸如去库存化等）的同时，国家也出台了多项产业振兴计划，我们认为，这些政策的长期影响大于短期影响，根据我们对韩国和日本观察，在经济起飞萧条期，产业政策的变化决定了中国未来的走向。以韩国为例。

韩国在上个世纪 70 年代前后进行产业转型，是有客观原因的，这些原因也值得我们借鉴。首先，韩国劳动力资源的比较优势已经开始弱化，出口轻工业产品面临其他发展中国家低工资率的竞争，一些出口轻工业产品的生产能力已经接近极限，产品在国际市场上的份额相当庞大，再扩大市场份额将提高边际成本，再者，韩国的教育水平不断提升，使得具有较高教育水平的熟练工人已经成长起来，这些人主要集中在制造业，特别是重化工业部门，有这个产业丰富的劳动力，从工业上来看，其基础性中间原材料生产的进口替代已经完成，但仍需要进一步发展。然而其经济的转型也伴随着政府的产业政策和大规模投资，韩国在 1977 年 - 1979 年对钢铁、水泥、化肥、石油工业生产作为重点投资对象，其他优先发展的产业为有色金属、造船、机械、电子、化工，总投资达到了 28060 亿韩元，这一数字是轻工业投资的 4 倍。

图：韩国分行业指数与股票市场指数表现对比



数据来源：长江证券研究部，CEIC

表：80 年代以后韩国行业涨幅

	四五 1977 - 1981	五五 1982 - 1986	六五 1987 - 1991
KOSPI 指数	31.08%	116.96%	96.93%
制造业	-	-	-30.44%
电子通讯	-	-	-19.32%
房地产	-	-	-48.58%
循环型服务业	-	-	-30.06%
金融服务	-	-	-27.60%
食品饮料	10.71%	154.49%	36.33%
纺织服装	-9.04%	235.57%	4.9%
造纸印刷	-30.29%	206.01%	124.98%

请阅读最后一页评级说明和重要声明

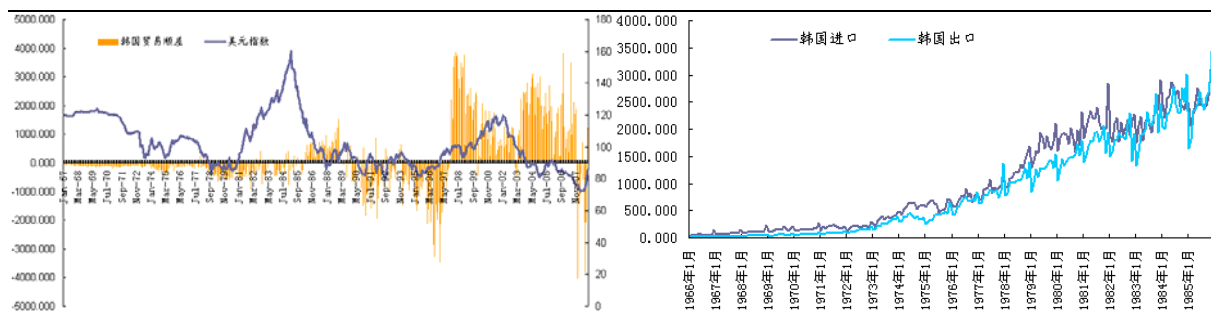
化工	-2.30%	232.15%	48.23%
医疗	-1.75%	145.46%	54.30%
非铁金属	-11.36%	286.73%	122.25%
钢铁	23.52%	137.41%	60.07%
机械	40.55%	188.54%	511.13%
电子设备	13.27%	379.42%	33.27%
交通设备	37.12%	239.16%	56.26%
物流业	16.47%	112.75%	119.79%
通用建筑	67.79%	-34.13%	210.43%
运输仓储	26.78%	157.75%	131.41%

数据来源：长江证券研究部，CEIC

在 1985 年以前，韩国的贸易一直是逆差，尤其是在 1977 年后韩国政府的主导投资以及产业升级需要大量设备进口，贸易情况并不乐观，但是在 1985 年以后，韩国的产业升级和重化工业发展得到了回报，它连续保持对外贸易顺差 4 年时间。但是在进入 90 年代后，由于海湾战争导致油价暴涨，使得工业化后的韩国进口原油成本大幅增加，这是致使其当时贸易逆差的主要原因，这个问题就涉及到我们后面所说的企业成本问题。另外也有一个导致韩国在 90 年代出现贸易逆差的原因，就是在 1993 年 7 月初，新任的韩国总统金泳三出台了新的“五年”计划，它是替代第七个五年计划而提出的，新的计划致使韩元汇率出现了不确定性，导致韩国出口锐减。

图：美元指数和韩国贸易顺差

图：韩国进出口



数据来源：Bloomberg，CEIC，长江证券研究部 数据来源：CEIC，长江证券研究部

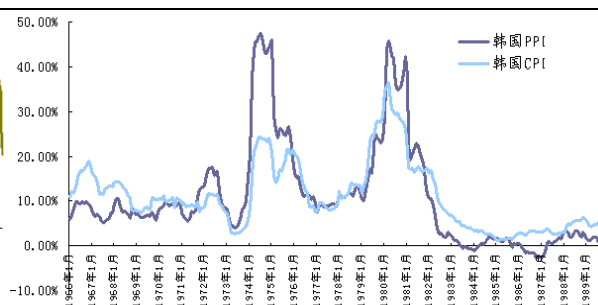
再来谈谈韩国公司繁荣时代的第二个和第三个因素，金融环境与大宗商品价格。其实这两个因素具有相关性。大宗商品价格，尤其是石油价格决定了工业化国家的经济成本，而决定大宗商品价格的因素除了供需矛盾，还有政治、汇率等其他复杂的因素，我们在这里无法深入讨论影响商品价格的因素，只是从它的结果说起。石油价格在第二次石油危机时达到了当时的顶峰，而在经历过石油危机后，油价下跌则带动全球 PPI 回落，而全球通胀也处于下行通道，韩国重化工业所需的原材料价格长期处于低位，比如铁矿石的价格长期低于 30 美金/吨等等，因此其坚持的转型方向获得了成功。

图：石油价格



数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

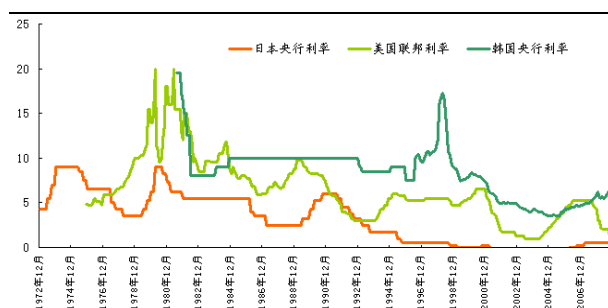
图：韩国的通货膨胀



数据来源：CEIC，长江证券研究部

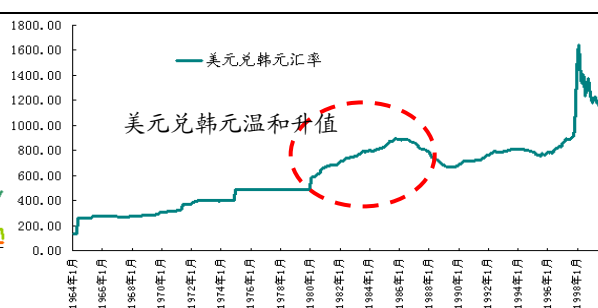
韩国 CPI 和 PPI 从顶峰的回落，也带动了其利率政策一路下行，从 1984 年 11 月开始一直到 1992 年 12 月韩国央行保持了长达八年 10% 的基准利率，而国际市场上其他主要国家如美国和日本利率也都处于下行通道，正如我们在本文稍前的部分所述，稳定的利率政策给企业的发展带来了良好的金融环境。另一方面，美元兑韩元的汇率在整个 80 年代保持温和升值，这点也是促成韩国出口的重要原因。

图：70 年代以来日本、美国和韩国的利率水平



数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

图：美元兑韩元汇率



数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

如果从企业需求、金融环境特别是利率环境以及政策来看，中国重复日本和韩国的路径是有可能的，因此，我们十分看好产业政策调整以及大规模经济刺激计划未来的积极效果。此外，我们今天所面临的低利率、低原材料价格和需求转向将成为未来经济发展的优势（详见年度策略报告（四）：公司繁荣的起点——政策推动下的大型化时代）。

投资参考：关注 A、B 股的价差

表：A、B 股价差

公司简称	最新收盘价					A/B 溢价
	A 股(人民币)	B 股（美元/港币）	B 股(人民币)	PE（A 股）	PE（B 股）	
黄山旅游	16.29	1.03	7.04	-	21.33	131.44%
锦州港	6.26	0.42	2.89	107.93	49.84	116.56%
海南航空	4.29	0.38	2.62	23.83	14.54	63.91%
开开实业	7.50	0.46	3.11	208.59	86.47	141.21%
鄂尔多斯	11.68	0.73	4.98	23.20	9.89	134.46%

振华港机	10.89	0.83	5.70	16.75	8.77	91.08%
九龙山	4.90	0.52	3.55	-	-	37.89%
广电电子	3.74	0.30	2.08	187.00	103.87	80.03%
*ST 二纺机	3.37	0.21	1.43	-	-	135.96%
SST 中纺	8.64	0.28	1.93	48.00	10.71	348.35%
大众交通	9.09	0.58	3.96	30.74	13.38	129.74%
中国铅笔	11.48	0.63	4.28	30.80	11.49	167.93%
永生数据	8.25	0.52	3.52	88.48	37.74	134.42%
鼎立股份	7.30	0.43	2.94	25.47	10.25	148.43%
联华合纤	6.35	0.35	2.37	-	41.60	167.79%
氯碱化工	4.34	0.29	2.00	89.95	41.35	117.50%
海立股份	5.94	0.39	2.64	25.66	11.39	125.19%
双钱股份	5.29	0.30	2.02	27.88	10.62	162.41%
浦东金桥	12.38	0.66	4.53	50.58	18.51	173.25%
外高桥	13.86	0.59	4.01	1386.00	401.12	245.52%
锦江投资	11.80	0.78	5.34	20.81	9.41	121.10%
陆家嘴	21.59	1.23	8.39	53.46	20.78	157.28%
金山开发	7.40	0.37	2.54	-	150.42	191.10%
上海普天	7.70	0.44	2.97	192.50	74.31	159.03%
上海三毛	7.69	0.43	2.92	14.90	5.65	163.54%
大江股份	6.16	0.27	1.86	152.51	46.02	231.41%
SST 轻骑	4.39	0.28	1.94	-	-	126.20%
华电能源	3.30	0.27	1.83	82.50	45.78	80.19%
S*ST 天海	4.39	0.20	1.38	-	-	218.03%
锦江股份	13.18	0.88	5.99	30.14	13.69	120.17%
东方通信	4.70	0.30	2.07	34.07	15.01	126.99%
华新水泥	20.75	1.85	12.64	23.58	14.37	64.13%
中路股份	17.81	0.61	4.13	242.99	56.41	330.78%
耀皮玻璃	6.57	0.42	2.88	38.15	16.71	128.37%
上海物贸	8.79	0.54	3.70	30.31	12.77	137.32%
友谊股份	11.52	0.90	6.16	16.14	8.64	86.89%
上海机电	12.78	0.82	5.60	21.57	9.46	128.07%
上柴股份	11.81	0.51	3.46	-	93.20	241.55%
上工申贝	6.00	0.27	1.83	96.09	29.33	227.62%
丹化科技	16.43	0.68	4.65	64.87	18.37	253.05%
宝信软件	19.48	1.09	7.44	37.32	14.26	161.76%
自仪股份	8.34	0.49	3.36	327.08	131.85	148.06%
海欣股份	4.13	0.28	1.91	983.33	453.93	116.62%
万科 A	8.55	7.19	6.34	18.74	13.89	34.92%
S*ST 物业	5.13	1.80	1.59	-	-	223.36%
南玻 A	13.69	5.26	4.64	-	11.37	195.30%
深康佳 A	4.85	2.28	2.01	27.87	11.55	141.35%

SST 中华 A	-	1.17	1.03	-	7.84	-
ST 中冠 A	4.76	1.72	1.52	-	-	214.00%
深深宝 A	7.47	3.64	3.21	31.10	13.36	132.84%
ST 华发 A	3.49	1.32	1.16	38.21	12.74	199.98%
深赤湾 A	12.30	7.50	6.61	11.94	6.42	86.08%
招商地产	18.28	9.22	8.13	16.97	7.54	124.95%
特力 A	5.11	2.34	2.06	-	42.08	147.77%
飞亚达 A	7.48	3.56	3.14	30.63	12.85	138.40%
一致药业	18.18	7.49	6.60	-	15.23	175.40%
深深房 A	3.81	1.74	1.53	272.14	109.54	148.44%
S*ST 盛润	3.34	1.43	1.26	-	-	165.08%
深南电 A	4.66	2.45	2.16	23.30	10.80	115.81%
中集集团	8.35	4.65	4.10	7.02	3.44	103.74%
深纺织 A	6.15	2.65	2.34	130.47	49.55	163.32%
方大 A	6.31	2.36	2.08	110.43	36.40	203.36%
深国商	6.99	4.21	3.71	22.75	12.08	88.38%
ST 赛格	3.04	1.32	1.16	-	14.51	161.30%
宝石 A	5.85	1.86	1.64	195.00	54.65	256.85%
小天鹅 A	7.29	3.40	3.00	60.75	24.97	143.27%
粤高速 A	4.90	3.09	2.72	12.56	6.98	79.92%
晨鸣纸业	7.99	4.00	3.53	12.89	5.69	126.64%
珠江控股	7.39	2.80	2.47	-	-	199.46%
丽珠集团	20.91	10.08	8.88	12.60	5.35	135.36%
美菱电器	4.67	2.29	2.02	109.37	47.27	131.38%
大冷股份	6.97	3.46	3.05	18.94	8.29	128.56%
粤电力 A	6.66	2.79	2.46	26.88	9.93	170.84%
佛山照明	8.30	4.95	4.36	13.68	7.19	90.25%
江铃汽车	11.53	5.25	4.63	13.10	5.26	149.18%
沙隆达 A	7.44	3.03	2.67	149.28	53.58	178.60%
苏常柴 A	4.75	2.23	1.97	10.56	4.37	141.68%
威孚高科	8.00	4.14	3.65	19.69	8.98	119.25%
古井贡酒	10.92	4.04	3.56	75.75	24.70	206.68%
ST 东海 A	3.09	1.29	1.14	8.13	2.99	171.78%
长安汽车	-	-	-	-	-	-
京东方 A	4.41	1.38	1.22	18.38	5.07	262.58%
鲁泰 A	8.23	4.47	3.94	15.12	7.24	108.90%
本钢板材	5.80	3.14	2.77	10.74	5.13	109.58%
张裕 A	53.55	31.40	27.67	44.26	22.87	93.50%

数据来源：《长江证券策略数据周报－宏观经济与资本市场概览，2009 年 2 月 14 日，第 23 期》

分析师介绍

张凡，北京航空航天大学理学学士，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部资深策略分析师，研究领域为国际市场与市场策略，选股与对冲策略。

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
隋立勇	销售经理	(8621) 33130450	13564994177	suily@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，我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。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，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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有，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。