

关注行业复苏预期和通胀受益行业

—— 2009 年 4 季度行业比较分析报告

2009 年 10 月 8 日

投资要点:

- 流动性将逐渐回归常态。我们预计货币政策将逐渐回归温和，流动性超常增长的局面不会再出现。在这种货币环境背景下，行业板块投资机会将由资金推动型机会（寻找相对估值洼地），转向业绩主导型，既更加关注行业基本面复苏的预期。
- 通胀压力与产能过剩并存。我们更看好目前我国供应偏紧或未来供应增长缓慢的行业。这些行业包括：资源类：石油、煤炭、有色金属；农产品：玉米、猪肉；投资品：一线大城市房地产；奢侈品：中心城市大型高档百货、高档白酒、名贵中成药等行业。
- 我们认为，经济复苏要继续依靠投资和内需，尤其是要依靠投资。由于 2008 年年底以来大量新项目集中开工，建筑安装工程仍将保持较快的增长，对钢铁、工程机械、建材、采掘业（石油、煤炭、矿石等）、化工、电力等行业的需求拉动作用最为显著，应重点跟踪关注。
- 行业基本面复苏预期比较强烈的行业包括：消费类：汽车、白酒、家电；能源类：石油、煤炭；生产资料类：有色金属、钢铁、交通运输设备、通讯设备等行业。

分析师：周思立

TEL: (8621)6336 7000-285

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhousl@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号

20F（邮编 200002）

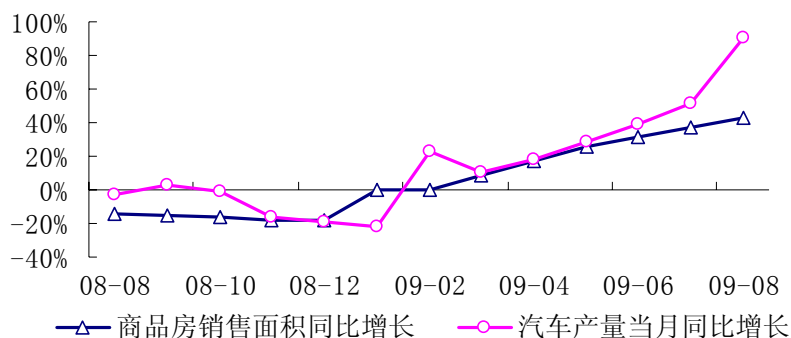
目 录

1、主要行业运行回顾	3
2、经济走势的基本判断	6
2.1、短期经济走势的基本判断	6
2.2、流动性将逐渐回归常态	6
2.3、通胀压力与产能过剩并存	8
2.4、经济复苏要继续依靠投资和内需	9
3、行业复苏预期分析	11
3.1、各行业产能投资情况	11
3.2、各行业目前库存情况	14
3.3、各行业 PMI 指数情况	16
4、行业估值比较	17
5、结论	18

1、主要行业运行回顾

汽车和住房消费继续呈现快速增长态势，尤其是汽车消费呈现井喷，住房消费由于第二套房贷政策收紧，成交量增速开始减退。

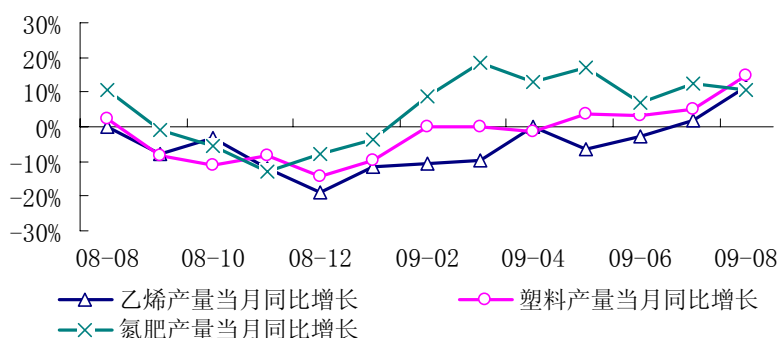
图 1.1 主要行业指标（一）



资料来源：国家统计局 WIND

化工行业中，乙烯、塑料产量呈现明显好转的趋势。

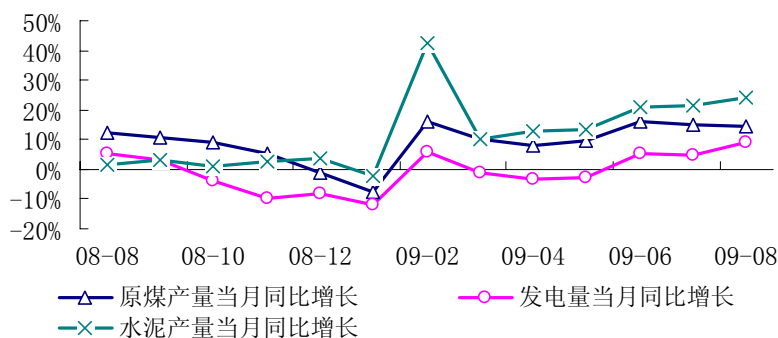
图 1.2 主要行业指标（二）



资料来源：国家统计局 WIND

发电量持续增长，已连续 3 个月为正增长，受发电和建材行业产出持续增长的拉动，全社会对煤炭的需求依然旺盛。

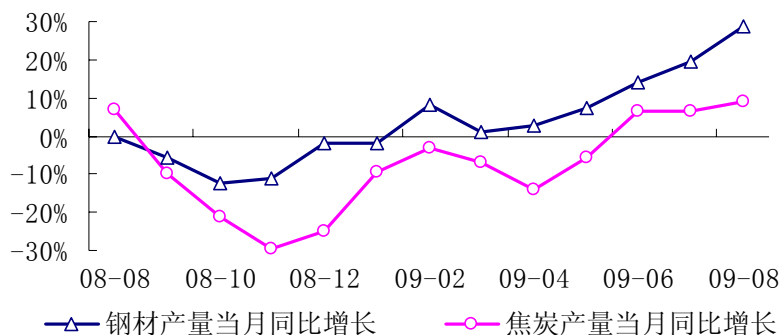
图 1.3 主要行业指标（三）



资料来源：国家统计局 WIND

受基建投资和房地产的双重拉动，水泥需求保持旺盛，钢材需求显著转暖，进而带动焦炭需求的回升。

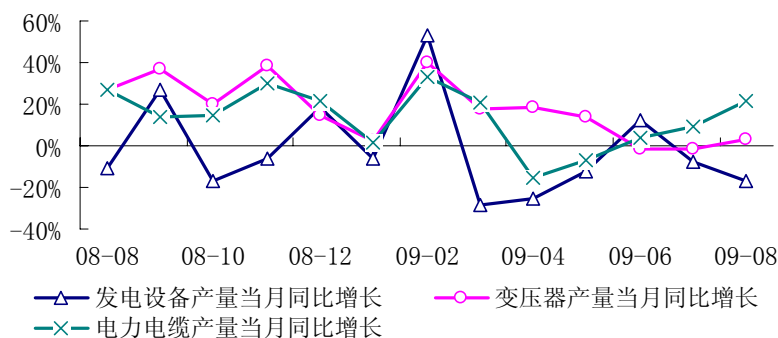
图 1.4 主要行业指标（四）



资料来源：国家统计局 WIND

受国家大规模电网投资的拉动，电力电缆需求快速增长，变压器需求回升；而发电设备由于国家对新增装机容量的调控，需求下降。

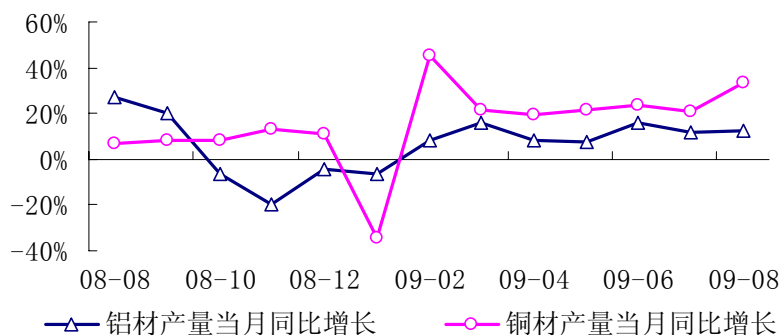
图 1.5 主要行业指标（五）



资料来源：国家统计局 WIND

受国家加大基建，尤其是对电网、铁路的大规模投资，拉动有色金属需求回升，尤其是铜需求的回复最为显著，铝需求仍有赖于房地产投资的变化。

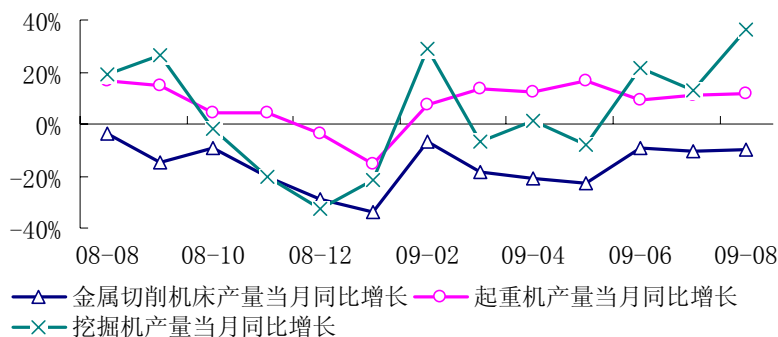
图 1.6 主要行业指标（六）



资料来源：国家统计局 WIND

受铁路、高速公路投资拉动，工程机械需求回升明显，其中挖掘机增长显著，而机床等出口导向型产品需求依然萎靡。

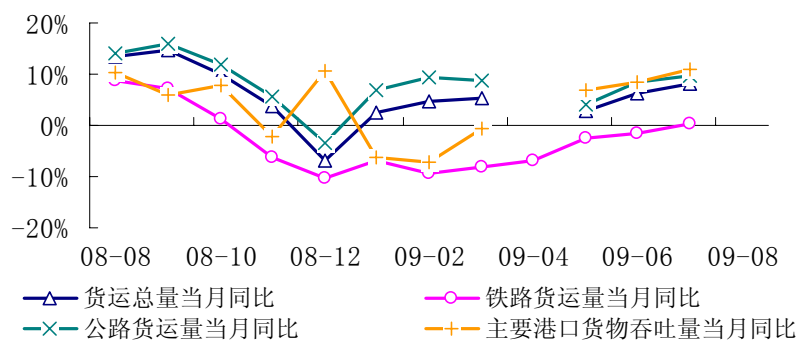
图 1.7 主要行业指标（七）



资料来源：国家统计局 WIND

全社会货物周转情况是反映经济活跃度的重要指标之一，经历了去年 4 季度的快速下跌后，目前全社会货运总量已经显现出明确的复苏趋势。

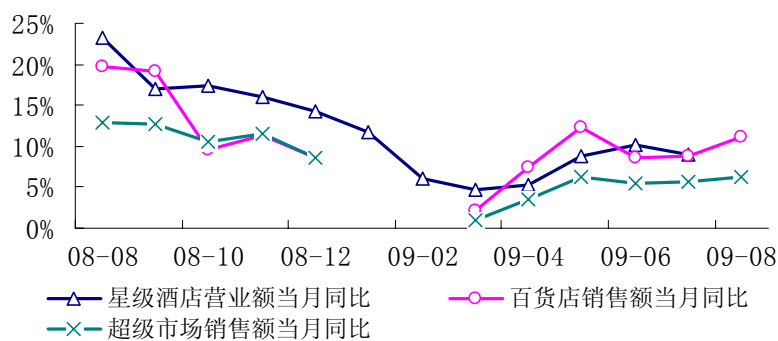
图 1.8 主要行业指标（八）



资料来源：国家统计局 WIND

在消费服务领域，消费回暖对商业、旅游等服务行业的作用最为显著，其中百货业表现的尤为突出。

图 1.9 主要行业指标（九）



资料来源：国家统计局 WIND

2、经济走势的基本判断

2.1、短期经济走势的基本判断

1、在各国金融危机救助措施作用下，世界经济已经明显企稳，发达经济体的经济先行指标昭示世界经济迈向复苏之旅。预计 2009 年第 3-4 季度，以美国为代表的西方经济体 GDP 将取得显著正增长。

2、房地产投资和出口复苏将为 2009 年 4 季度 GDP 持续增长提供了支持。同时，受到 2008 年 4 季度基数低的原因，预计 09 年 4 季度的 GDP 增长将接近 10%。

3、出口和 CPI 将是影响 2009 年 4 季度经济运行的两个最重要的宏观经济变量。2009 年 4 季度将是 CPI、外贸出口的重要转折窗口，这两个指标可能在 11 月份将转正。

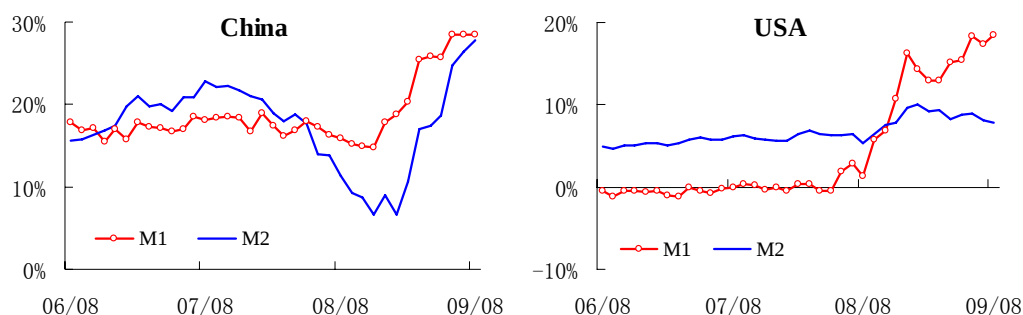
4、超量货币供应引发的通胀效应一般会在 6-12 个月后陆续体现，估计 2009 年 4 季度至 2010 年 1 季度是通胀凸现窗口。预计宽松的宏观经济政策出现实质性调整的时间窗口在 2009 年底至 2010 年初。

2.2、流动性将逐渐回归常态

为应对金融危机，各国政府从去年下半年开始均采取了扩张性的货币政策，加大对市场的货币投放量，以对冲通货紧缩对本国金融系统和实体经济的冲击。

大量的货币投放导致货币供应量短期内大幅度增长，从我国和美国的 M1 曲线变化可以看出，M1 增速都已经达到了前所未有的高水平。这也是为什么在美国经济见底信号越来越明显的情况下，美元汇率依然萎靡不振的主要原因。

图 2.1 中美货币供应量的变化情况



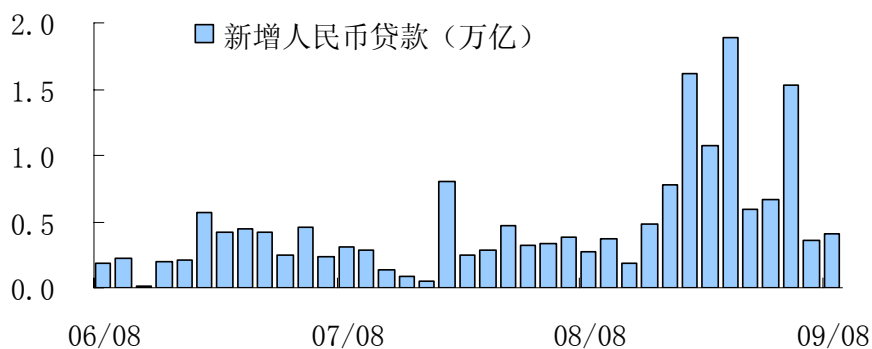
资料来源：国家统计局 WIND

超量的货币供应引发了货币当局对未来通胀的担忧，而且如此高的 M1 增速也远远超出了央行的货币管理预期目标。在 9 月底闭幕的匹兹堡 G20 峰会上，G20 成员就维持经济刺激政策、以确立世界经济复苏达成了共识，但同时也设定今年

11 月 G20 财长会议为商讨经济刺激计划“退出”策略协调的起始日期。这也意味着各国央行积极宽松的货币政策将转向温和的货币政策。

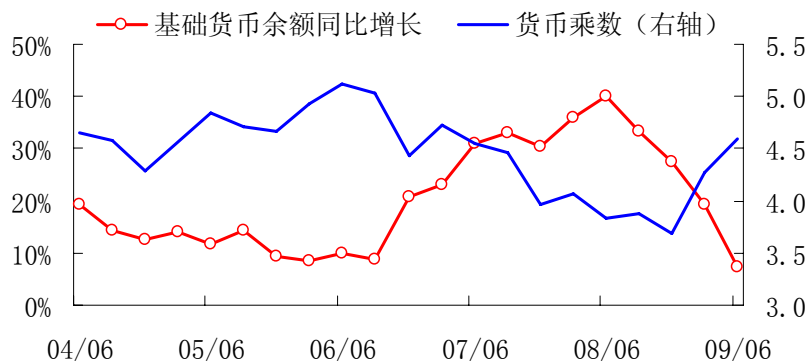
从我国的新增贷款、基础货币余额、货币乘数等指标的变化分析，上半年超常规的新增信贷目前已经回归到往年的正常水平附近。新增信贷数据是市场最为关心的问题，虽然 7 月份新增信贷环比急剧下降，但仍高于前两年同期的水平，因此 7、8 月份的新增信贷数据是回归正常水平，而非大幅度萎缩。基础货币余额增速与货币乘数也回归到了历史正常水平附近。

图 2.2 我国金融机构新增贷款的变化



资料来源：国家统计局 WIND

图 2.3 我国基础货币余额与货币乘数的变化



资料来源：国家统计局 WIND

目前的流动性只是由超常增长回归到正常偏上的水平，与上半年相比虽然下降幅度较大，但并不是实际意义上的紧缩，短期内货币政策的预期依然是以刺激经济增长为主。

刚结束的央行 2009 年第三季度例会表示，我国经济企稳回升的态势还不巩固，要继续把促进经济平稳较快发展作为经济工作的首要任务。2009 年第四季度，继续落实适度宽松的货币政策，进一步理顺货币政策传导机制，保持银行体系流动性

充裕，引导货币信贷合理适度增长。

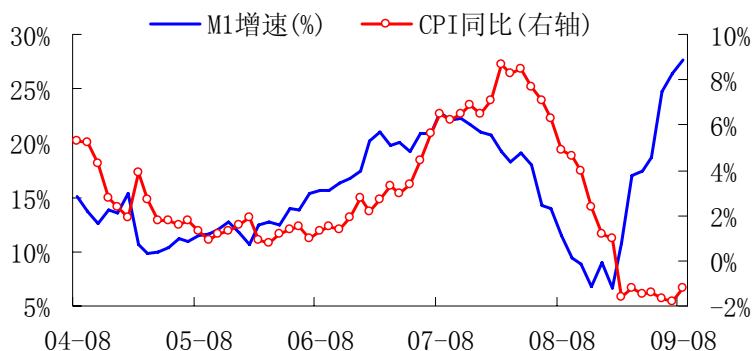
因此，我们预计货币政策将逐渐回归温和，各项货币指标将回归常态，流动性超常增长的局面不会再出现，而经济出现实质性回升，以及物价开始上涨，都将是未来货币政策转向的信号。

在这种货币环境背景下，行业板块投资机会将由资金推动型机会（寻找相对估值洼地），转向业绩主导型，既更加关注行业基本面复苏的预期。

2.3、通胀压力与产能过剩并存

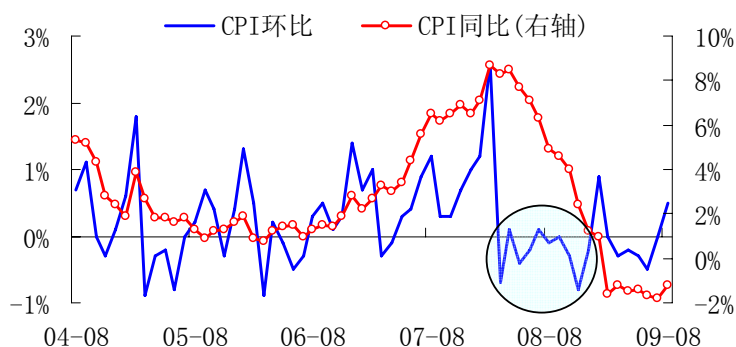
历史上，伴随着货币供应量（M1）的增长，CPI 都紧随其后出现明显的上涨。虽然目前货币政策开始回归常态，但扩张性的货币政策自去年 11 月份开始执行，至 2009 年第一季度更是达到了前所未有的程度，其累计效应将会在 2010 年逐步体现出来。

图 2.4 M1 与 CPI 的变化对比



资料来源：国家统计局 WIND

图 2.5 CPI 同比与环比数据对比



资料来源：国家统计局 WIND

当前 M1 的创纪录增长，其中有同期基数过低的因素，但基础货币供应的大幅

度增长是不争的事实。考察 CPI 环比数据，只有在 2008 年维持了比较长时间的负增长，近期则出现了明显的上涨。我们预计，在去年同比高基数的因素消化完毕后，单月 CPI 可能会在 2009 年第四季度转为正值。

虽然通胀压力依然存在，但产能过剩的局面会部分缓解未来的通胀压力。目前我国大部分加工业、制造业的产能都处于过剩状态，同时，在经济尚未完全走出低谷之前，国内需求以及出口都难有大幅度的增长，这也加剧了加工业、制造业产能过剩的程度。因此，产能过剩行业在通胀初期不会受益，甚至会由于资源能源价格的上涨而导致成本上升。

我们更看好目前我国供应偏紧或未来供应增长缓慢的行业。这些行业包括：

资源类：石油、煤炭、有色金属；

农产品：玉米、猪肉；

投资品：一线城市房地产；

奢侈品：中心城市大型高档百货；

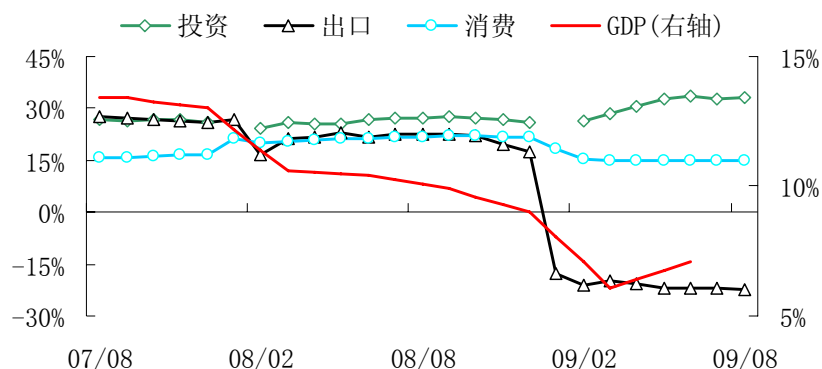
高档白酒；

名贵中成药；

2.4、经济复苏要继续依靠投资和内需

分析 2009 年上半年三大消费对 GDP 的贡献情况可以看出，出口大幅度下降是拉低 GDP 的主要因素；内需已经开始企稳；而其中最大的亮点是投资。投资保持高速增长是第二季度 GDP 回升的主要拉动力量。

图 2.6 三大消费与 GDP 的变化关系



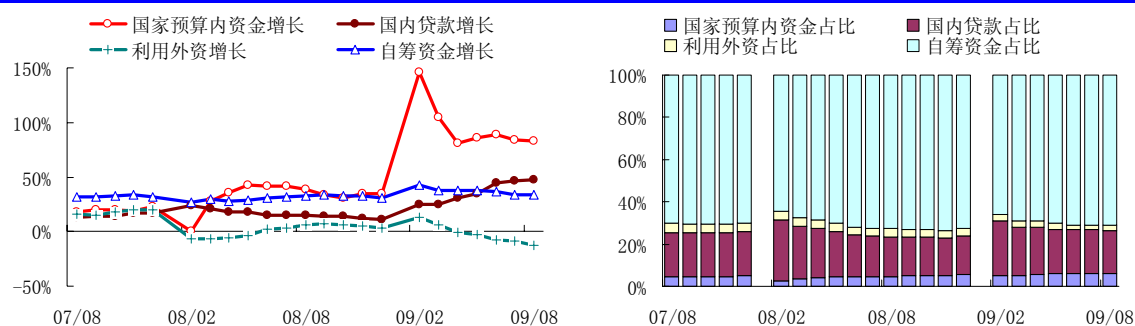
资料来源：国家统计局 WIND

目前我国经济企稳回升的态势还不巩固，未来的宏观经济政策还要继续将促进经济平稳较快发展作为经济工作的首要任务。而出口在今年第四季度仍不会有大的起色，2010 年出口同比数据会有所改善，但绝对值仍不容乐观。因此我们认为，要达到 2009 年全年 8% 的经济增长目标，以及保证 2010 年的经济能够继续“平稳

较快发展”，主要手段还是要依靠维持固定资产投资的相对高水平运行。

分析经济刺激政策，尤其是“4万亿”政策出台后，固定资产投资结构的变化，自筹资金和利用外资下降，国家预算内资金和国内贷款的增长明显，是维持固定资产投资增长的主要力量，尤其是国内贷款部分，在非政府投资大幅度萎缩的情况下，起到了投资稳定经济的重要作用。因此，短期内国内信贷政策不会出现急剧的过度紧缩。

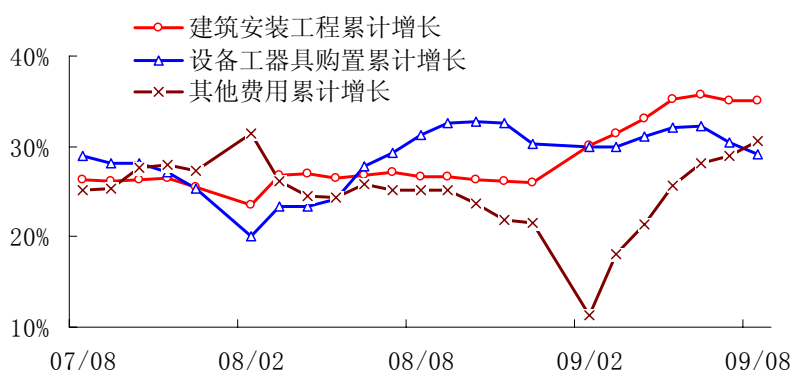
图 2.7 固定资产投资结构分析（一）



资料来源：国家统计局 WIND

2009 年上半年，由于政府主导的基建项目占主要地位，大量基建项目开工建设，在这些项目开工建设初期，建筑安装工程量比重较大，因此，在固定资产投资中建筑安装工程投资增长明显。根据我国国民经济投入产出完全消耗系数评价，建筑安装工程对钢铁、工程机械、建材、采掘业（石油、煤炭、矿石等）、化工、电力等行业的需求拉动作用最为显著。

图 2.8 固定资产投资结构分析（二）



资料来源：国家统计局 WIND

2009 年第四季度固定资产投资是否会继续保持较高的增长，从固定资产投资新开工项目计划总投资额的数据可以预见。从 2009 年初以来，固定资产投资新开工项目计划总投资额一直保持较高的增长速度，固定资产投资新开工项目计划总投

资额的高增长，就预示着未来将有大量的固定资产投资项目的后续投资。

图 2.9 全国城镇固定资产投资新开工项目计划总投资额累计增长



资料来源：国家统计局 WIND

通过对前期固定资产投资结构的分析，我们认为，要实现“促进经济平稳较快发展”的经济目标，主要还是要依靠投资。由于 2008 年年底以来大量新项目集中开工，建筑安装工程仍将保持较快的增长，对**钢铁、工程机械、建材、采掘业（石油、煤炭、矿石等）、化工、电力**等行业的需求拉动作用最为显著，应重点跟踪关注。

3、行业复苏预期分析

为了考察各行业基本面复苏预期的具体情况，我们考察各行业的产能、库存以及 PMI 指数情况。

3.1、各行业产能投资情况

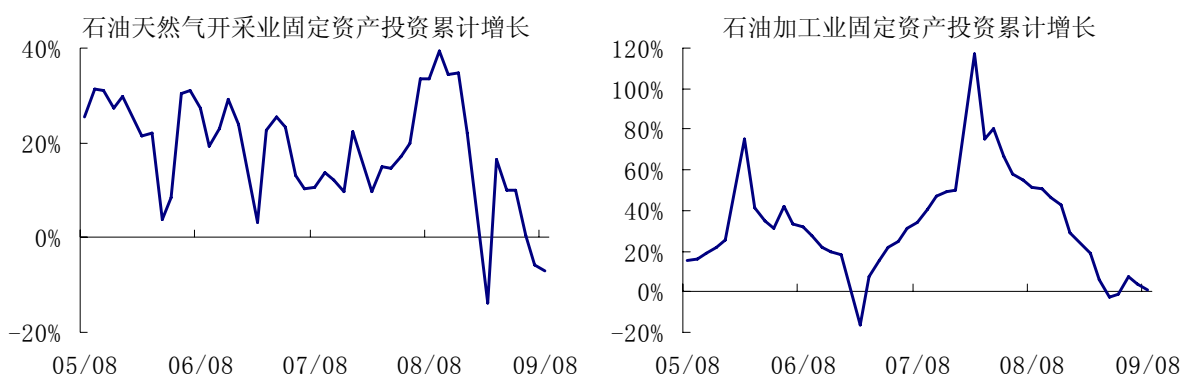
以各行业固定资产投资作为行业产能变化的衡量指标。

石油天然气开采业、有色金属采矿业、化纤制造业、通讯设备制造业、饮料制造业等行业产能增长缓慢。

煤炭开采业、钢铁业由于国家产业准入政策的限制，未来行业固定资产投资可能会保持在较低水平，行业产能将得到控制。

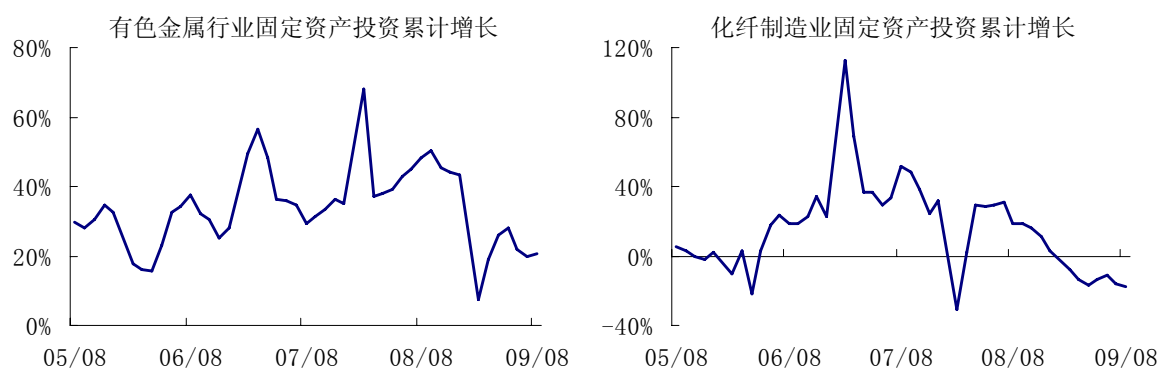
建材制造业、基础化工、造纸行业、电气设备制造业等行业固定资产投资增速较高，行业产能依然在扩张。

图 3.1 各行业固定资产投资情况（一）



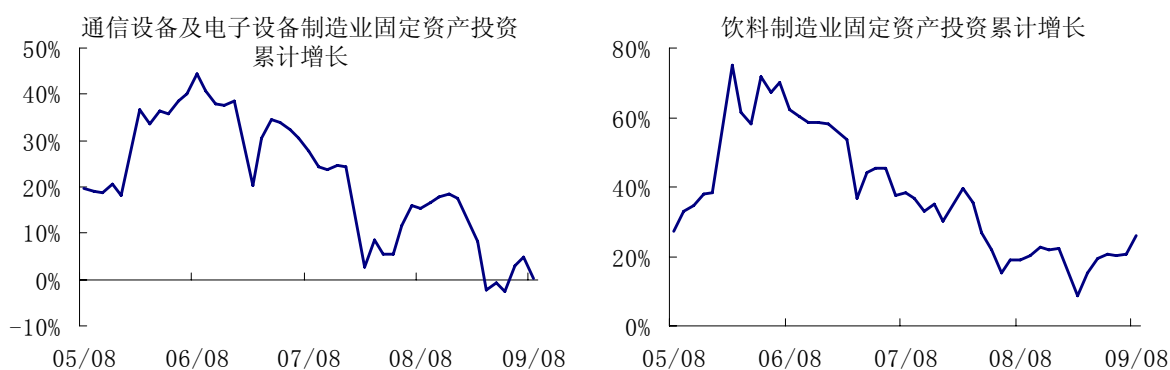
资料来源：国家统计局 WIND

图 3.2 各行业固定资产投资情况（二）



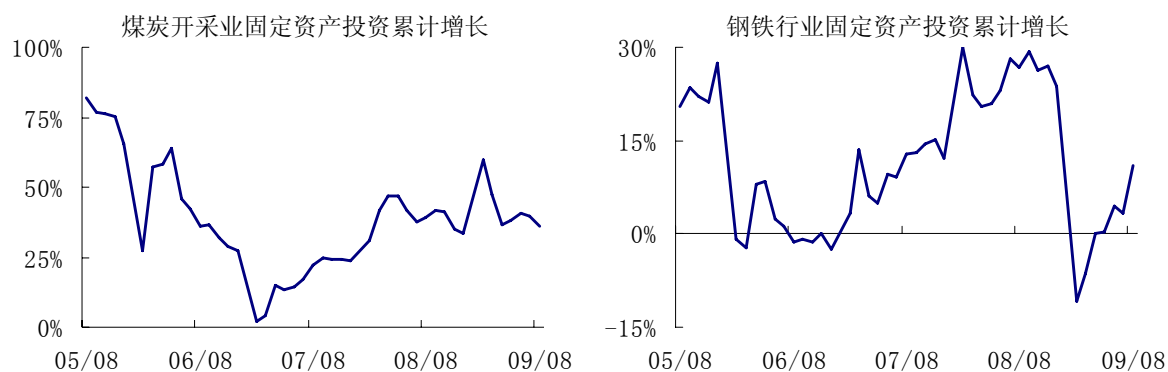
资料来源：国家统计局 WIND

图 3.3 各行业固定资产投资情况（三）



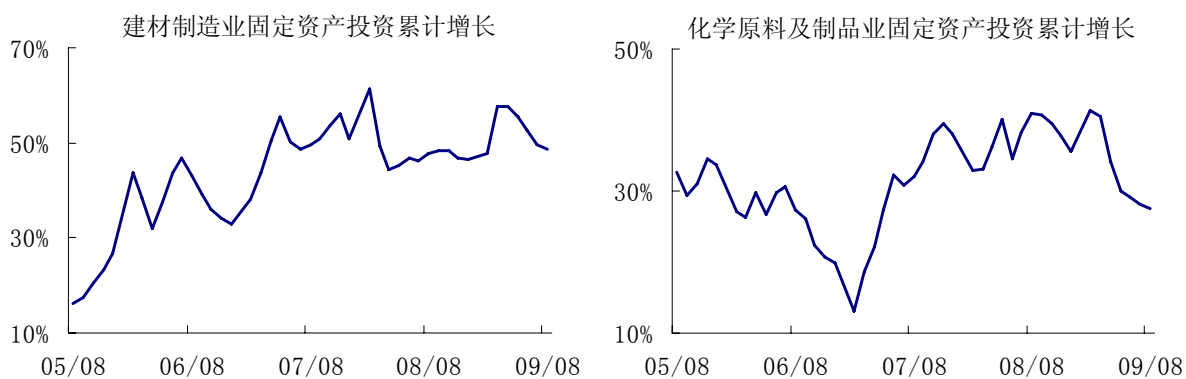
资料来源：国家统计局 WIND

图 3.4 各行业固定资产投资情况（四）



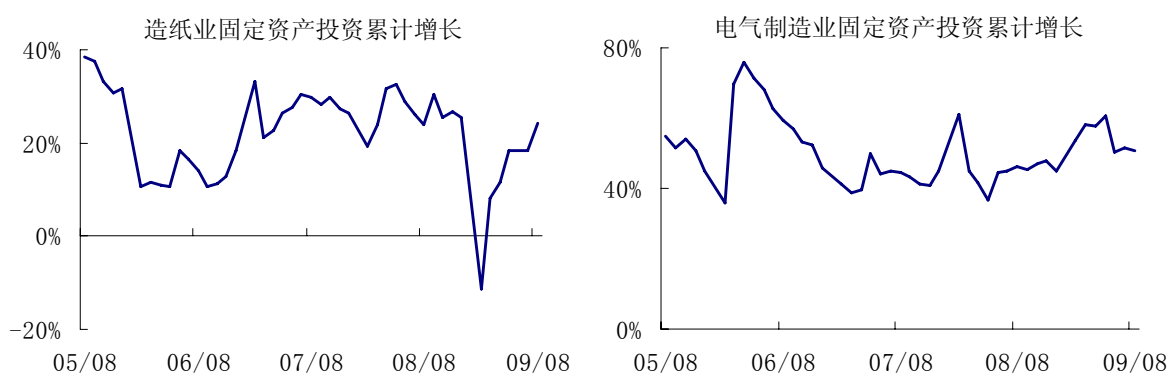
资料来源：国家统计局 WIND

图 3.5 各行业固定资产投资情况（五）



资料来源：国家统计局 WIND

图 3.6 各行业固定资产投资情况（六）



资料来源：国家统计局 WIND

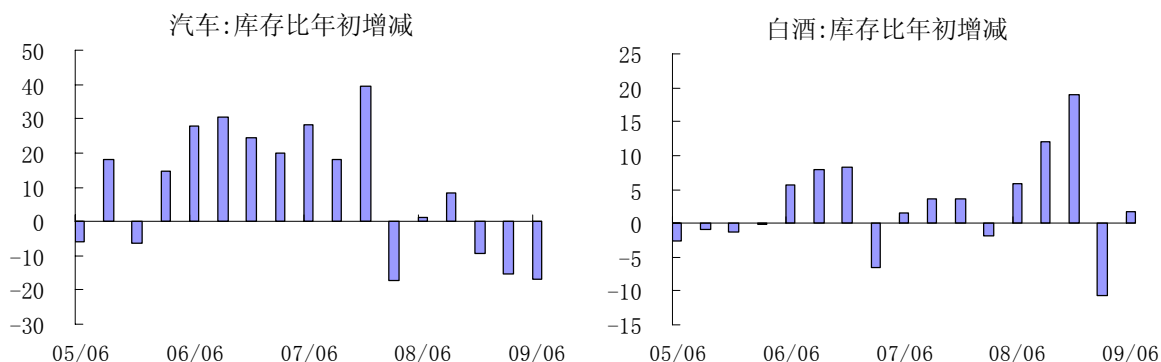
3.2、各行业目前库存情况

钢铁、汽车、白酒、洗衣机、彩色电视机等产品的库存下降幅度较大。汽车消费鼓励政策和家电下乡补贴政策，加速了这些产品的库存消化。

有色金属、平板玻璃、纸、冰箱、化纤布等产品库存大幅度上升的趋势得到控制，但前期库存消化仍不充分。

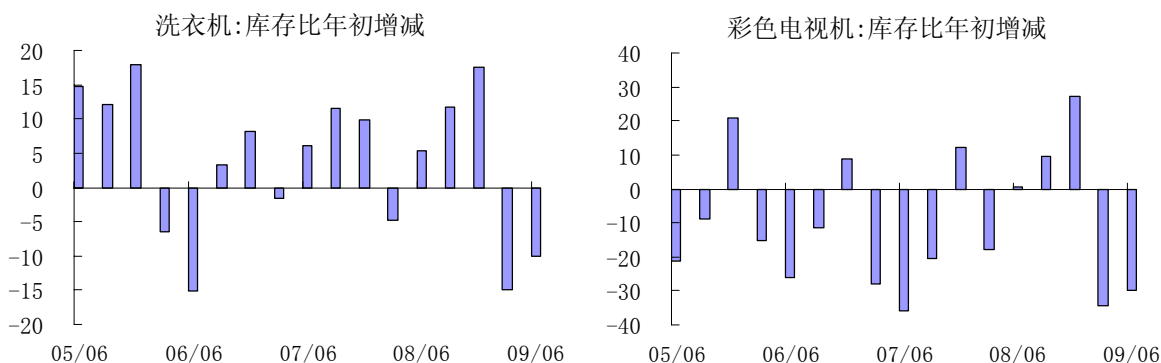
水泥产品库存继续大幅度上升。

图 3.7 各行业库存情况（一）



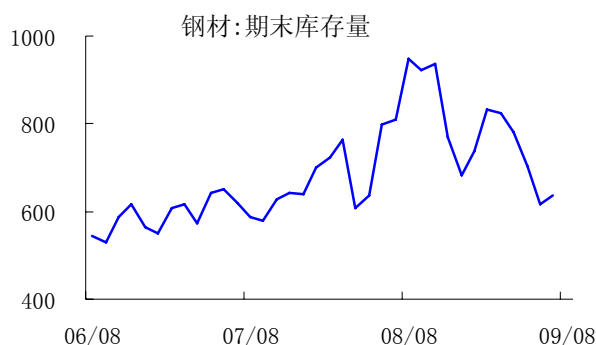
资料来源：国家统计局 WIND

图 3.8 各行业库存情况（二）



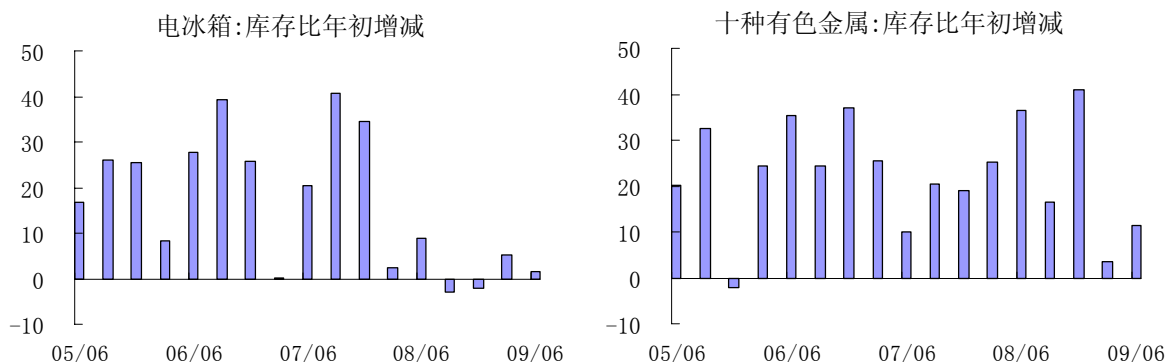
资料来源：国家统计局 WIND

图 3.9 各行业库存情况（三）



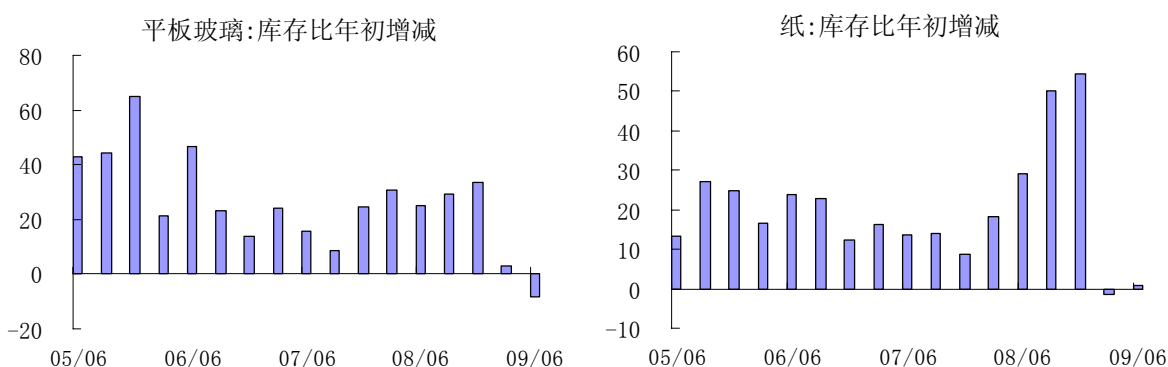
资料来源：国家统计局 WIND

图 3.10 各行业库存情况（四）



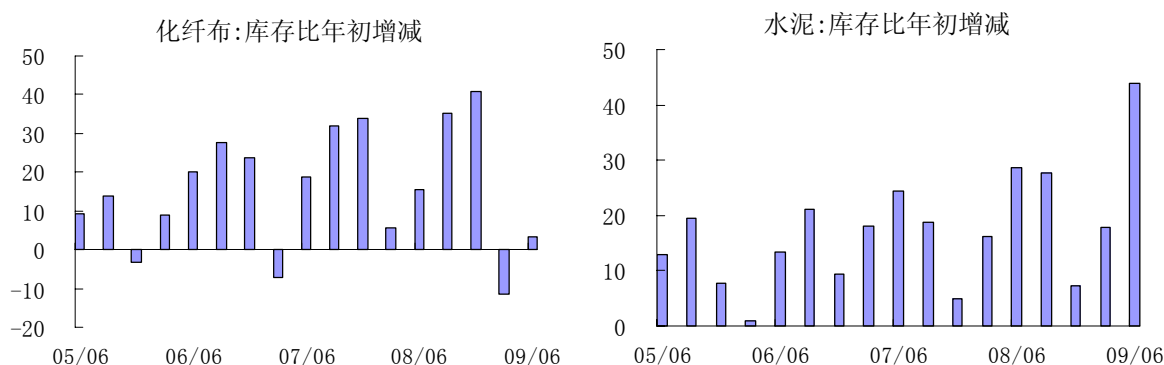
资料来源：国家统计局 WIND

图 3.11 各行业库存情况（五）



资料来源：国家统计局 WIND

图 3.12 各行业库存情况（六）



资料来源：国家统计局 WIND

3.3、各行业 PMI 指数情况

PMI 指数持续向好的行业有：食品饮料、通讯设备、钢铁、有色金属、通用设备、交通运输设备等行业。

PMI 指数不理想的行业有：医药、纺织服装、化工、化纤等行业。

PMI 指数有明显回落的行业有：钢铁、电气设备、造纸等行业。

图 3.13 各行业库存情况（五）

PMI 指标	2009/05	2009/06	2009/07	2009/08
饮料制造业	59.70	54.50	54.80	63.20
黑色金属冶炼及压延加工业	56.50	60.30	64.80	58.90
食品加工及制造业	53.10	54.70	52.30	58.60
通信设备计算机及电子设备制造业	53.90	58.40	57.90	57.90
通用设备制造业	49.30	50.00	54.10	57.70
有色金属冶炼及压延加工业	52.50	48.80	51.90	57.10
交通运输设备制造业	53.30	51.20	48.70	54.00
非金属矿物制品业	55.60	52.00	55.90	53.50
电气机械及器材制造业	57.50	58.70	57.80	52.00
石油加工及炼焦业	57.80	48.60	52.20	51.90
专用设备制造业	52.20	54.70	54.00	51.50
化纤制造及橡胶塑料制品业	55.20	55.20	50.90	51.20
造纸印刷及文教体育用品制造业	52.20	53.60	57.30	51.10
服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业	53.80	49.20	47.70	50.60
化学原料及化学制品制造业	49.40	44.40	47.60	50.30
纺织业	47.40	54.20	47.80	47.80

医药制造业 42.80 51.40 44.70 46.60

资料来源：国家统计局 WIND

综合上述对行业产能、库存及 PMI 指数的分析，我们认为行业基本面复苏预期比较强烈的行业包括：

消费类：汽车、白酒、家电；

能源类：石油、煤炭；

生产资料类：有色金属、钢铁、交通运输设备、通讯设备；

4、行业估值比较

从 PE 估值来比较，目前估值水平相对较低的行业有：银行、煤炭、电力、石油石化、房地产、交通运输、造纸等。

从 PB 估值来比较，目前估值水平相对较低的行业有：钢铁、造纸、银行、交通运输等。

表 4.1 部分行业目前估值情况比较

行业板块名称	2008PE	2009PE	PB
农业	46.69	38.01	3.74
煤炭采选业	19.44	19.82	3.84
石油和天然气开采业	23.03	18.75	2.83
食品、饮料	43.63	32.11	6.31
纺织、服装	33.55	21.59	2.66
造纸及纸制品业	24.08	21.67	1.94
化学肥料制造业	22.18	40.63	4.99
化学农药制造业	23.94	21.63	3.94
化学纤维制造业	14.33	33.89	3.23
橡胶制造业	78.31	22.39	4.45
塑料制造业	45.99	22.25	3.39
电子	46.44	35.05	2.39
水泥制造业	29.22	20.84	2.96
玻璃及玻璃制品业	96.40	51.23	4.22
黑色金属冶炼及压延加工业	23.65	27.99	1.66
有色金属冶炼及压延加工业	50.87	53.23	4.71
普通机械制造业	34.33	28.29	3.15
专用设备制造业	23.91	19.92	3.79
交通运输设备制造业	43.66	24.92	3.56
电器机械及器材制造业	36.59	25.22	4.88
医药制造业	39.20	28.72	4.73
生物制品业	73.01	46.57	8.18
电力生产业	31.84	20.99	2.82
建筑业	44.34	21.94	3.61

交通运输、仓储业	18.12	24.13	2.51
通信及相关设备制造业	47.23	30.24	4.01
计算机及相关设备制造业	37.44	26.15	3.25
通信服务业	8.03	30.34	2.17
零售业	38.38	29.86	4.38
银行业	14.87	13.47	2.53
保险业	109.89	36.97	4.51
证券、期货业	33.31	23.98	3.84
房地产业	32.99	23.70	3.22
餐饮业	80.36	50.87	2.98
旅馆业	25.74	24.19	2.73
旅游业	46.19	30.95	4.97
传播与文化产业	49.54	40.00	3.54

资料来源：WIND

5、结论

基于经济复苏动力主要来源于投资和内需，以及未来的通胀预期，我们看好以下行业：

1、目前我国供应偏紧或未来供应增长缓慢的行业。这些行业包括：

资源类：石油、煤炭、有色金属；

农产品：玉米、猪肉；

投资品：一线大城市房地产；

奢侈品：中心城市大型高档百货、高档白酒、名贵中成药；

2、经济复苏要继续依靠投资和内需，尤其是要依靠投资。由于 2008 年年底以来大量新项目集中开工，建筑安装工程仍将保持较快的增长，对**钢铁、工程机械、建材、采掘业（石油、煤炭、矿石等）、化工、电力**等行业的需求拉动作用最为显著，应重点跟踪关注。

3、行业基本面复苏预期比较强烈的行业包括：

消费类：汽车、白酒、家电；

能源类：石油、煤炭；

生产资料类：有色金属、钢铁、交通运输设备、通讯设备；

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。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209