

2010 年 8 月产业比较分析报告[2]

产业比较分析报告

本报告的主要看点：

将行业进行了分类，给出了未来 1-2 个月的配置建议。

分化中择优而栖

基本结论

- **估值修复的背后。**7 月估值修复体现的是市场预期的超前性和实际经济的复杂性之间的差异。市场预期过度悲观，而实体需求延续、库存加剧波动；并且流动性转折、政策趋稳、经济预期修正共同引发一轮周期性修复。
- **经济软着陆与结构性机会。**宏观面上，我们宏观组的判断是经济有可能会软着陆，3 季度会见到下滑的底部，并且下滑幅度有趋于平缓的可能。我们认为在这个背景下，未来经济将是预期之中的放缓，市场更多是体现出强势震荡的特征，并从中寻找一些结构性的机会。
- **企业利润增长的确定性提高。**在经济软着陆的前提下，按照目前的利润增长态势，上市公司业绩增长将处于我们预测的较好水平区间；我们原先对今年利润增速 18% 预测的保障性的提高。与此同时，如果经济下滑的势头较为缓和，则盈利预测有从悲观场景(18%)向基准场景(25%)靠近的可能。
- **配置策略：分化中择优而栖。**在经历了一轮普遍的修复式反弹之后，市场会趋于分化，我们建议选择中期盈利增长相对确定、行业基本面存在改善预期的行业作为配置的方向。
- **消费、新兴与周期三分天下。**其中消费分为可选和必须，周期分为偏弱周期和偏强周期。从各大类的 2010 估值分布看：偏弱周期中的银行在 10x，其余在 15x 左右；其次是可选消费在 18x 左右；再次是偏强周期落在 17-26x 间；再其次是必须消费在 26x-32x 左右；最后是新兴产业均在 30x 以上。针对不同的类别，我们有如下的策略：
 - 偏弱周期：估值带来的安全边际。相对偏好银行、水泥、煤炭。
 - 偏强周期：行情中后期的品种，目前看缺乏基本面持续改善动力。
 - 可选消费：低估值下的景气改善，关注一线地产股的销售回暖。
 - 必须消费：长期经济转型下的必配，自下而上寻找有竞争力的企业。
 - 新兴产业：把握政策动向，寻找细分高增长领域中的龙头。
- **配置建议：**未来 1-2 个月，我们相对看好必须消费类的白酒、医药、品牌服装；新兴产业中的新能源；可选消费的一线地产、航空；弱周期的银行、水泥、煤炭、建筑。
- **风险因素：**房地产销售低于预期；房价上涨超预期；通胀超预期。

徐炜

分析师 SAC 执业编号：S1130208040232
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

王晓辉

分析师 SAC 执业编号：S1130210010312
(8621)61038297
wangxh@gjzq.com.cn

内容目录

估值修复的背后.....	4
经济软着陆 结构性机会	7
配置策略：分化中择优而栖.....	10
偏弱周期：估值带来的安全边际	12
偏强周期：行情中后期的品种	12
可选消费：低估值下的景气改善	13
必须消费：长期经济转型下的必配.....	15
新兴产业：把握政策动向	15

图表目录

图表 1：工业生产在 6 月出现明显的下滑	4
图表 2：需求指标看起来还维持在相对高位.....	4
图表 3：PMI 去库存：先去原材料库存再去产成品库存.....	4
图表 4：工业企业产成品库存的增加都比较谨慎	4
图表 5：工业生产中煤炭行业增加值下滑较快	5
图表 6：工业生产中的钢铁增加值下滑较快.....	5
图表 7：基金超配：金融、采掘、地产配置比重下降	5
图表 8：基金超配：金属非金属、石化、交运周期波动.....	5
图表 9：基金超配：医药、机械、信息、电子系统上升.....	6
图表 10：基金超配：食品饮料、商业防御性上升	6
图表 11：回顾市场运行的逻辑和行业驱动	7
图表 12：经济同比增速在明年 1 季度见底	8
图表 13：经济环比增速在今年 3 季度见底	8
图表 14：工业企业收入维持稳定，利润增速回落	8
图表 15：国有企业的利润率高位企稳	8
图表 16：工业企业的收入维持稳定，利润增速开始回落.....	9
图表 17：工业企业利润率维持稳定	9
图表 18：不同的环比假设（中期可能会好于 5%的环比增速）	9
图表 19：2011 年增长与估值（中期策略报告）	9
图表 20：行业 PE 情况.....	10
图表 21：偏弱周期：估值最低的板块，银行 10x，其他 15x	11
图表 22：偏强周期：并未反应最悲观预期，在 17x-26x 的区间，有色 33x ..	11
图表 23：必须消费：估值相对较高，位于 26x-32x 区间.....	11
图表 24：可选消费：估值处于 17x-19x 区间.....	11
图表 25：新兴产业：估值高端，均在 30x 之上.....	11
图表 27：煤炭：资源价格可维持在相对高位.....	12

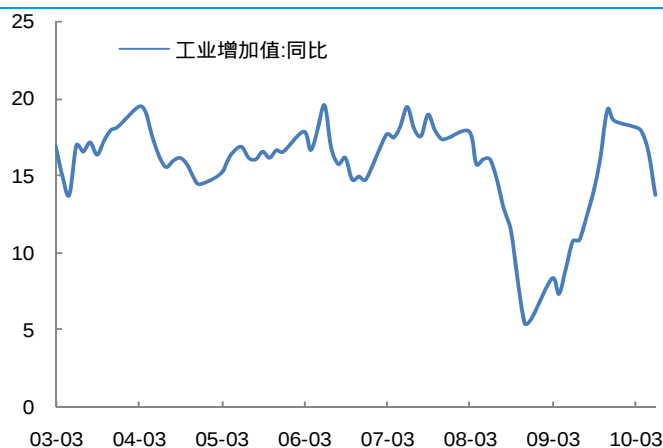
图表 28：水泥：价格一直维持在相对高位	12
图表 29：长材：建筑用钢经历了去库存的过程	12
图表 30：板材：汽车销售放缓之后的库存继续上升	12
图表 31：可选消费：汽车销售有所放缓，库存开始累积	13
图表 32：可选消费：家电销量处在高位景气状态	13
图表 35：居民购房的意愿并未完全消退	13
图表 36：模拟测算的房地产库存走势	13
图表 37：上海房地产销售缓慢回暖	14
图表 38：上海房地产去化周期拐点	14
图表 39：北京房地产销售缓慢回暖	14
图表 40：北京房地产去化周期拐点	14
图表 41：深圳房地产销售缓慢回暖	14
图表 42：深圳房地产去化周期拐点	14

估值修复的背后

工业生产 vs 需求：库存变化

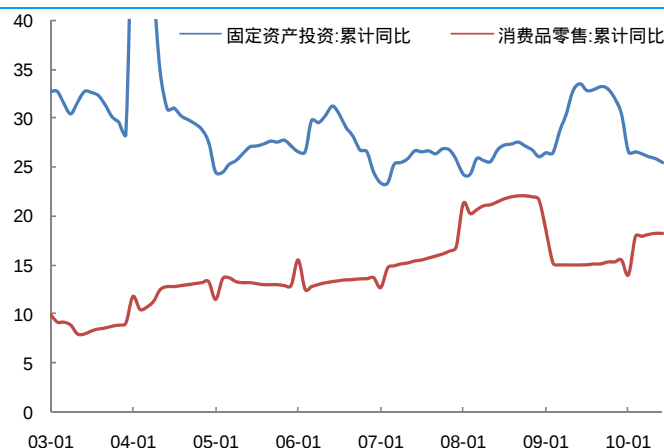
- 从实体经济层面看，2 季度工业生产出现了相对较为明显的下滑，从而 GDP 指标 2 季度下滑较大。观察需求指标，消费、投资、出口依然处于相对的高位，下滑的幅度看起来并不严重。一些产业在 2 季度去库存的行为是一个解释。
- 去库存一方面可以理解为面对 2 季度的调控措施，很多行业进行的主动调节；另一方面可能也存在着节能减排下一些高耗能行业被限制的原因。

图表1：工业生产在6月出现明显的下滑



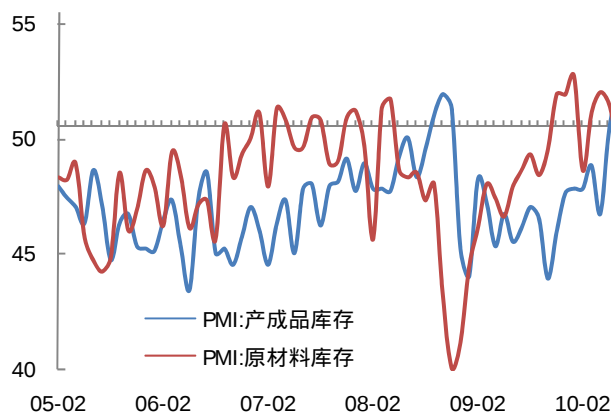
来源：国金证券研究所

图表2：需求指标看起来还维持在相对高位



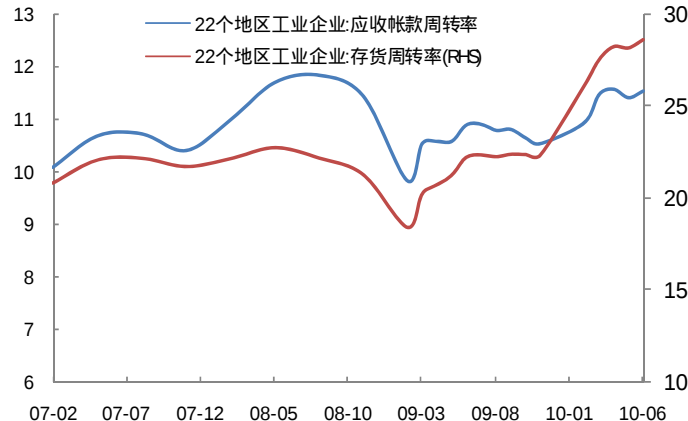
- 观察库存变化。从 PMI 数据看，先是经历了原材料行业去库存，到 7 月份产成品也已经开始去库存。新订单-库存的指标会体现得更为明显一些。
- 从工业企业的产成品库存数据看，存货周转率一直在提升，6 月份有进一步的上升。这反映了，在这一轮经济景气中，企业对产成品库存的扩张一直持比较谨慎的态度，库存调整的比较快。库存累积方面，可能主要是原材料库存会多一些。
- 同时，我们看到在工业增加值的细分行业中，6 月份的大幅下滑主要是由煤炭、钢铁、有色等少数原材料行业的下滑引起，可以理解为企业进行了原材料库存的消耗。

图表3：PMI 去库存：先去原材料库存再去产成品库存

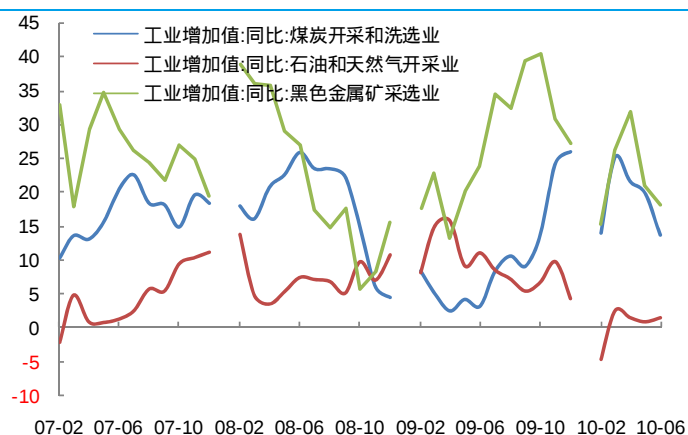


来源：国金证券研究所

图表4：工业企业产成品库存的增加都比较谨慎

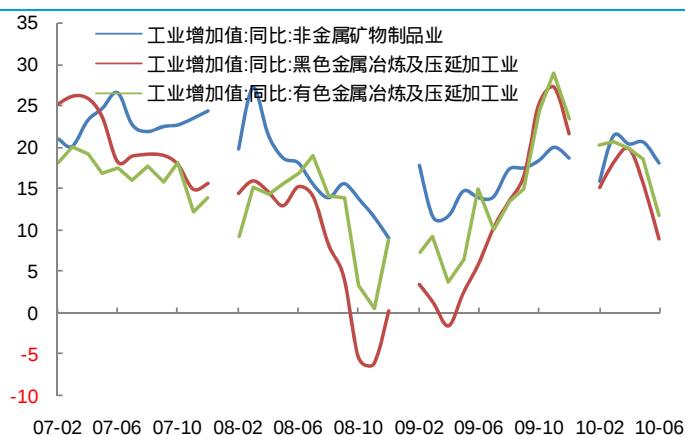


图表5：工业生产中煤炭行业增加值下滑较快



来源：国金证券研究所

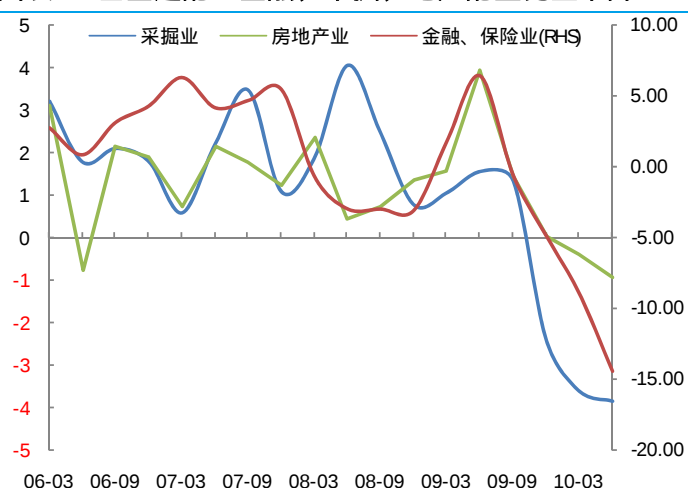
图表6：工业生产中的钢铁增加值下滑较快



市场预期 vs 现实：估值修复

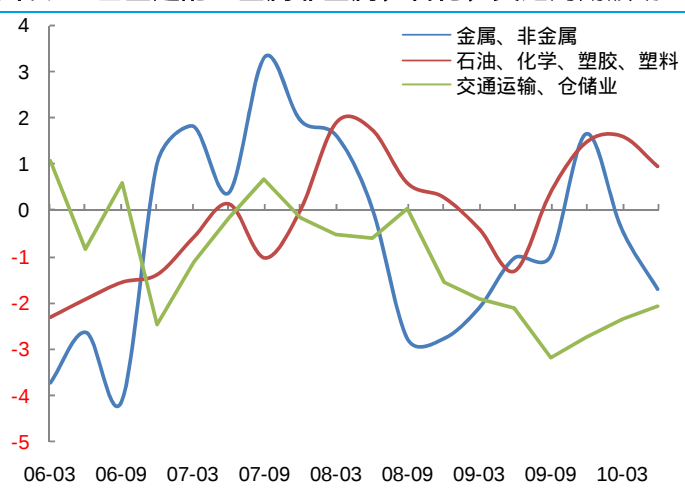
- 市场预期我们用基金仓位和基金配置作为观察指标，基金仓位在 2 季度出现了近 10 个百分点的下滑，下滑力度前所未有；基金大幅减持周期类，增持稳定增长的消费类和政策支持的新兴产业类，配置比重上都出现了系统性的上升和下降。
- 市场预期在 2 季度末反应的是经济会出现较为明显的下滑，甚至不排除二次探底的风险；现实的数据是 2 季度需求面体现得相对强劲和延续，工业生产放缓主要受到去库存因素的影响，取而代之可能是经济体现出“软着陆”的特征。因此，在市场预期和现实之间存在着阶段性上的一定幅度上的差异。
- 与此同时，我们看到 7 月份流动性层面出现一定程度的改善；由于整体经济景气延续，企业利润和中期业绩还维持在相对高位；基金由于低仓位，市场流动性上面的支撑。由此，引发了一轮估值修复式的反弹。
- 估值修复的背后是市场预期的超前性和实际经济的复杂性之间的差异，尚未有力量能够构成趋势性的驱动。

图表7：基金超配：金融、采掘、地产配置比重下降

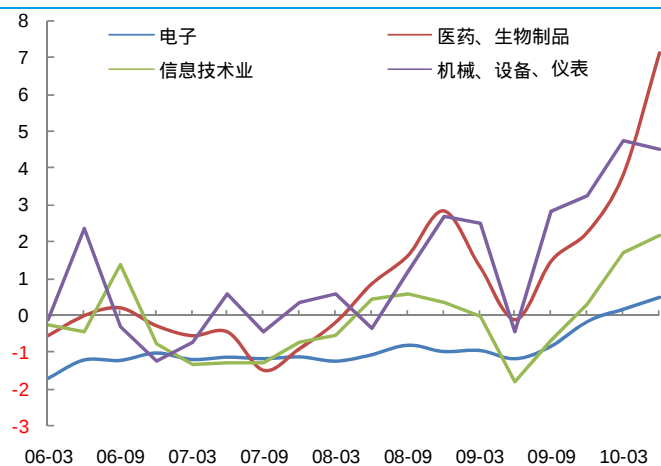


来源：国金证券研究所

图表8：基金超配：金属非金属、石化、交运周期波动

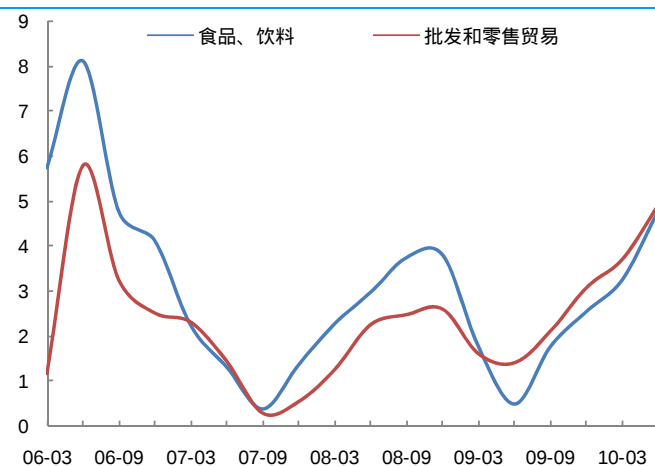


图表9：基金超配：医药、机械、信息、电子系统上升



来源：国金证券研究所

图表10：基金超配：食品饮料、商业防御性上升



经济软着陆 结构性机会

市场面-大的震荡格局与结构性机会

- 回顾自 2008 年的低点以来，首先是政策强力驱动的上涨，以水泥、机械为代表的投资拉动型行业率先复苏；接着是随着银行流动性大举宽松以及经济呈现出复苏态势，以煤炭、钢铁等资源原材料行业上涨；第一次信贷动态微调市场急跌，之后受下游需求回暖的消费股开始表现；第二次退出以存款准备金上调为特征市场下跌，之后是以主题类新兴产业类的公司开始表现；第三次退出以房地产政策紧缩导致市场大幅下挫至低位，之后是周期性行业的修复。
- 在政策、流动性、经济同向波动时，市场才会有趋势性的表现，往往是以周期性行业为主；在以上因素处于相对稳定状态或预期之内状态下，市场更多是体现出震荡的特征，从中寻找一些结构性的机会。

图表11：回顾市场运行的逻辑和行业驱动

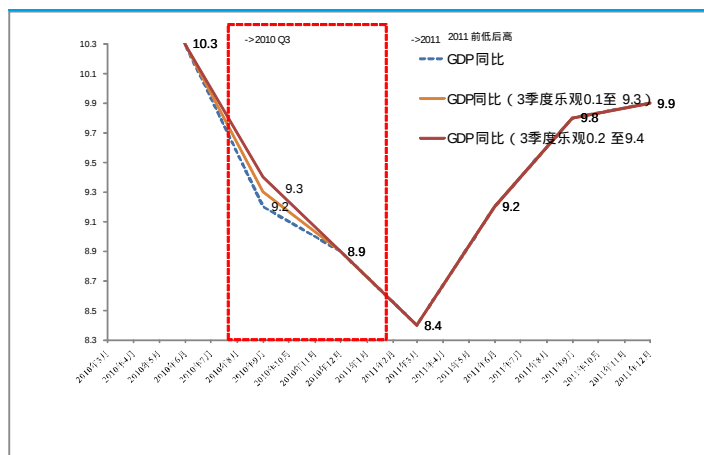
投资驱动 2008.11-2009.2		流动性扩张 2009.3-2009.7		经济+政策 2009.9-2009.12		消费+主题 2010.1-2010.4		周期修复 2010.7	
涨幅	行业	涨幅	行业	涨幅	行业	涨幅	行业	涨幅	行业
101	水泥制造	110	煤炭开采	46	家用电器	41	航空运输	20	专用设备
69	有色金属	66	黑色金属	36	普通机械	21	电子元器件	20	水泥制造
69	电气设备	65	保险	33	电子元器件	21	综合	18	房地产
67	专用设备	62	银行	32	信息设备	19	餐饮旅游	18	航空运输
61	普通机械	60	有色金属	31	商业贸易	16	医药生物	17	交运设备
59	信息设备	59	石油化工	30	交运设备	14	信息设备	15	综合
59	交运设备	58	房地产	29	医药生物	14	纺织服装	15	家用电器

来源：国金证券研究所

经济面-宏观经济软着陆

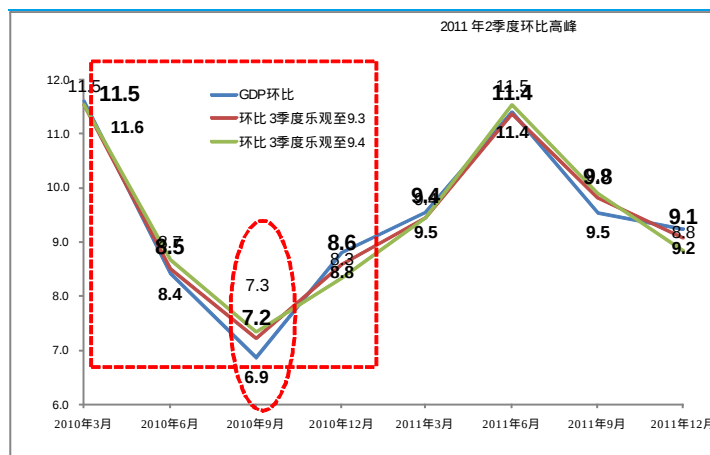
- 根据我们宏观组的判断，7 月份工业生产下滑的速度开始放缓，企业去库存阶段性上会有所缓解。下半年经济的回落不会带来经济的硬着陆，需求的延展性使得整体经济的波动性可能不会很大。
- 对于通胀，近期农产品、猪肉价格持续上涨，据此推断，7 月的 CPI 将有一定的环比上升。但是，猪肉和粮食存的库存比较充分，存在调控余地，部分商品的结构性上涨不会演变成全面的通货膨胀，并维持 CPI 持续环比上行之，于 4 季度开始回落的判断。
- 下半年整体流动性都会处在相对平衡的状态。央行的公开市场操作将会比较适度，最松的时候或已过去；但紧缩是一个非常缓慢的过程。4 季度存在中秋国庆的货币投放因素以及 11 月 12 月大量财政性存款的释放问题，总体来看流动性至多出现短期的波动，而不会明显出现再度快速紧缩。
- 未来 5 年的平均潜在增长率水平大致能够判断位于 9%左右。总体上判断是：软着陆，结构调整，经济增长速度放缓。2011 年预期 GDP 增速为 9.3%。
- 宏观经济在 3 季度会见到下滑的底部，并且这个下滑已经被市场所预期，从此来看，我们认为前期市场低点也许就是中期的底部；而且看起来似乎经济下滑的幅度也会趋于平缓一些。

图表12：经济同比增速在明年1季度见底



来源：国金证券研究所

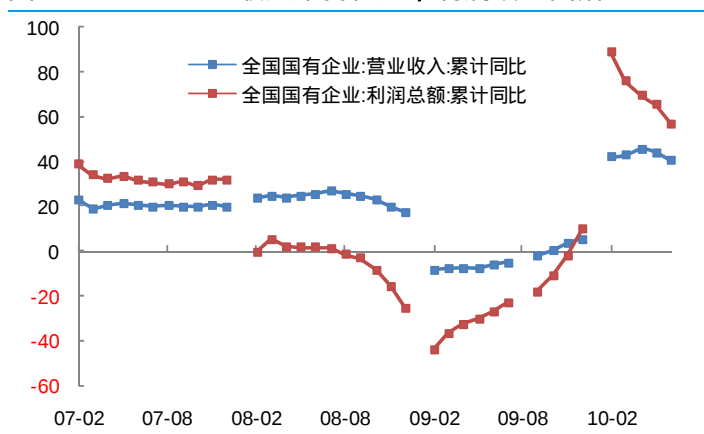
图表13：经济环比增速已在今年3季度见底



业绩面-确定性有所提升

- 从全国国有企业和 22 个地区工业企业，这 2 个口径的利润数据来看，截至到 6 月份，工业企业收入依然维持高位稳定，显示需求面总体还是维持景气；利润率趋于稳定；利润增速在基数的作用下开始回落。
- 在经济软着陆的前提下。按照目前的利润增长态势，是处于我们预测的较好水平区间的；这使得我们原先对今年利润增速 18%预测的保障度升高；与此同时，如果经济下滑的势头并不十分显著，则盈利预测还存在一定幅度上调的空间，也就是从悲观场景向基准场景靠近。
- 根据我们中期策略报告对盈利以及估值的测算，市场低点在上证指数的 2300；高点取决于今年盈利的组合，相对乐观的情景下，对应上证指数 2900。

图表14：工业企业收入维持稳定，利润增速回落



来源：国金证券研究所

图表15：国有企业的利润率高位企稳

