



2010.09.08

陷入“死胡同”

——近期行业配置观点



钟华

021-38674602

zhonghua008457@gtjas.com

S0490209010197

本报告导读：

节能减排所带来的变化在于制造业产业链内部利润的再分配，房地产 9、10 月份成交的放量抑或缩量，都将给市场带来巨大的压力，仓位控制是规避风险的唯一途径

摘要：

- 7 月份以来 A 股市场出现了明显的反弹趋势，而宏观经济中的 PMI、中观领域的钢价，都预示着去库存所带来的经济快速回落已经告一段落，反弹向反转转换的逻辑中存在着经济触底的预期，而我们则认为，伴随着房地产金九银十、工业生产步入旺季反弹，9、10 月份的市场风险正在临近。
- 在 7 月反弹过程中，周期性行业的表现只是一个幌子，中小板股票远远优于占据指数成分较大的周期股，消费领先；周期性行业反弹过程中存在着上、中、下游之间的明显区分；房地产是趋势的引领者。
- 拉闸限电下，周期性行业内部正常开工的钢铁企业利润有所改善，但是改善的空间将不会是限制产能的简单分配，其还会分割一部分到上游的煤炭，而下游的机械相对受制，可见，现阶段节能减排目标的强制完成对于周期性行业整体来说，仅仅只是内部利润的一次再分配，整体周期性行业的景气变化依然依托于终端也即最关键的房地产。
- 中间情形，房地产销量缓慢回升、价格也只是小幅度的提高，虽然在我看来，房地产 9、10 月份的消费旺季、庞大的库存、高涨的通胀预期，使其更多是 A 股市场参与人士所乐于看到的，并不贴合实际房地产市场卖方与买方的利益，而当这种小概率事件发生时，也就可以雷同于新一轮景气周期开始，相对周期高溢价的小盘股将是风险的爆发点。
- 在不考虑节能减排的背景下，制造业价值围绕上游、中游、下游存在区别，上游有色、煤炭的风险收益相对均衡，下游机械、建材收益相对高于风险，中游钢铁、化工最差，由于节能减排，实际上机械的吸引力在下降，从周期性行业的配置角度而言，最具优势的应该在建材。出于等待风险点释放的角度，仓位控制在 7 成，中性偏空。

相关报告

《进退之间难掩春归暖意》

2010.03.12

1. 序：“死胡同”

我想现实生活中应该很多人都有过走胡同路的经历，在进入望不到大路方向的胡同中，我们都是怀揣着摸索到由胡同奔到大路的美好设想，但是纷繁复杂的胡同路有些的确会衍生出光明大路，而有些却是“死胡同”，绕进去之后碰到横亘在眼前的墙，我们不得不去绕一个更大的圈子。

7月份以来A股市场出现了明显的反弹趋势，而宏观经济中的PMI、中观领域的钢价，都预示着去库存所带来的经济快速回落已经告一段落，反弹向反转转换的逻辑中存在着经济触底的预期，而我们则认为，伴随着房地产金九银十、工业生产步入旺季反弹，横亘在“死胡同”中的墙也即将落下。

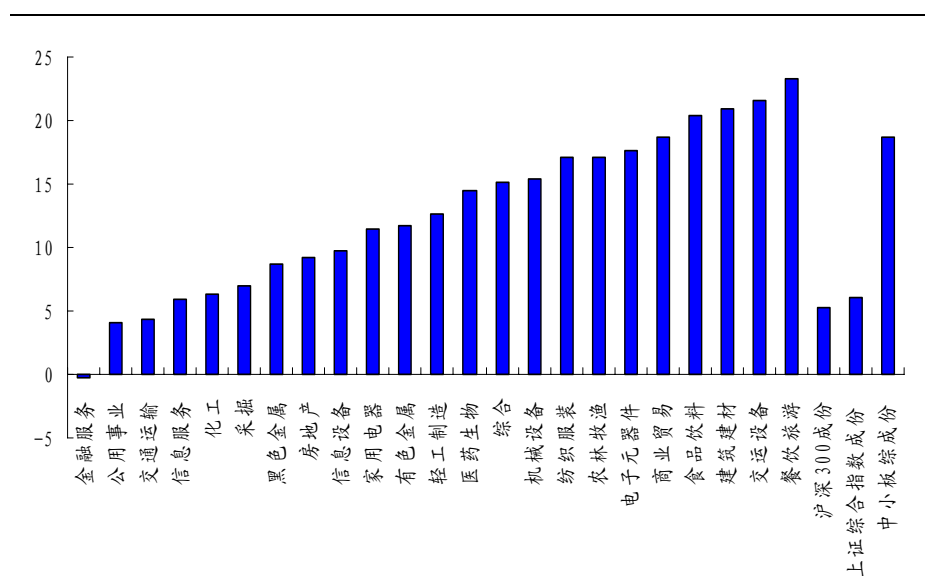
这是全新改版过的国泰君安行业配置策略的上半部分，之所以将传统的配置报告一分为二，是因为行业配置报告以月报的固定日期方式存在，很难跟上市场在偶然间的转换点，“近期行业配置观点”注重时效性以及跟踪性，而“行业比较报告”将更为传统以及更为中期化。

2. 市场告诉我们：周期只是个幌子

一直以来我们都在为现在的A股市场寻找可以参照的标的物，但是此次中国的特殊性就在于，制造业产能过剩下的被动式货币投放，价格的形势介于通胀与通缩之间，市场中周期性与中小板的分割现象也是源于此。

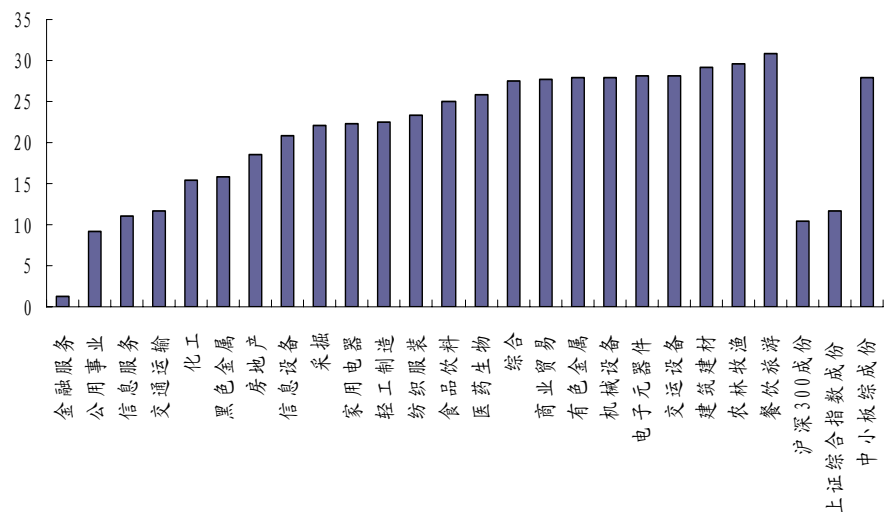
围绕7月份以来的反弹开始点，我们画了下面两幅市场反弹至今的各个行业涨跌幅，6月21日是上证指数上次位于2400的时间点，而7月2日则是此轮反弹的起始点，从两张图的对比中，我们可以总结出三大规律：

图 1：6月21日至今分行业涨跌幅



数据来源：国泰君安证券研究

图 2：7 月 2 日至今分行业涨跌幅



数据来源：国泰君安证券研究

其一，貌似行业估值性修复的反弹逻辑，周期性行业的表现却只是一个幌子，中小板股票远远优于占据指数成分较大的周期股，消费领先。

其二，周期性行业反弹过程中存在着上、中、下游之间的明显区分，与我们在中期报告中所说的，当实体经济再次去库存时，下游制造业中的机械、建材表现相对优异，而上游的煤炭、有色虽然反弹时较为强劲，但是从6月21日以来其收益相对有限，中游的化工、黑色金属最差。

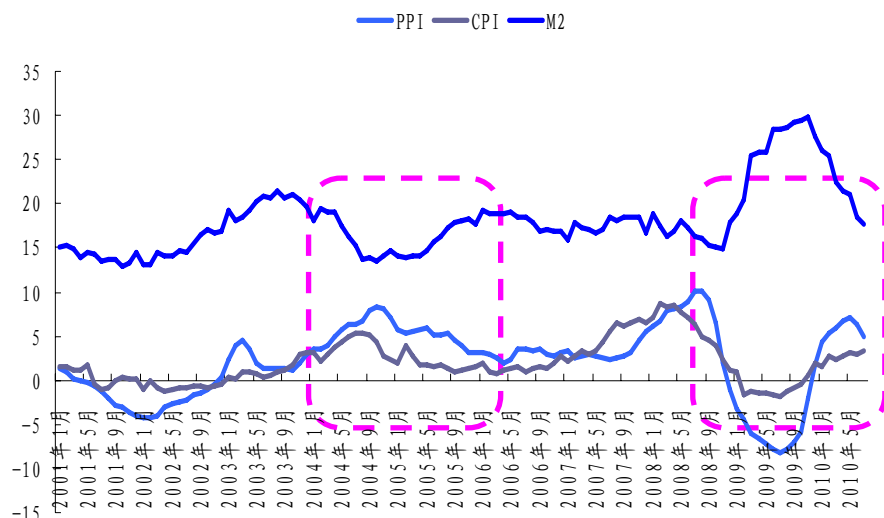
其三，房地产板块虽然无论是在6月21日还是7月2日以来的反弹中，收益表现一般，但是其均是决定市场演绎的核心，4月份的下跌风险、7月份的触底反弹，都离不开房地产的引领。此也预示着，9、10月份的房地产市场旺季到来，将是决定市场的核心风险点。

3. 中观看市场：节能减排与去产能

在步入围绕房地产分析市场演绎的风格之前，市场中的周期性行业似乎已经提前出现了躁动，此衍生于发改委对于节能减排目标的强化，其实这一点也是我们之前去西安调研中，当地发改委给予我们的最深刻政策领会，在配置月报中，我们暂且将具体的产能关停、受益程度交由各行业研究员，从自上而下的角度来审视这一政策可能带来的变化。

从周期以及相应政策措施的角度，现在我们所面对的节能减排与2004年时存在一定的类似性，2004年由于外需和国内投资强劲，整体经济的PPI、CPI上升较快，限电、强制关闭部分高耗能行业的新开工，最终使去产能过程伴随着PPI、CPI下降顺利完成，资本市场牛市的起点也从2005年开始。

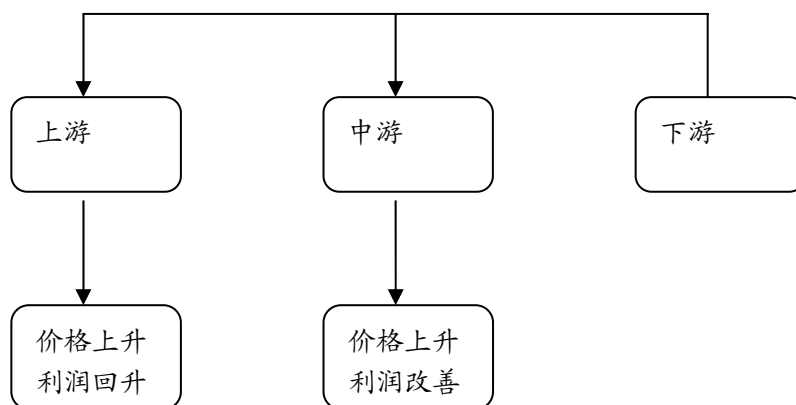
图 3：2004 年去产能时 PPI、CPI、M2 增速与现在的对比



数据来源：国泰君安证券研究

与 2004 年始于中游高耗能行业的去产能相比，此次的节能减排特殊性应该就在于终端需求的恒定性，虽然今年以来出口持续超预期，但是与 2004 年美国经济的强势相比，国内制造业的产能扩张实际上是源于内部投资需求，在单条腿走路的情形下，关闭部分产能很有可能是在终端需求相对稳定的背景下，那么在这种背景，价格的反弹而不是 2004 年那时的价格回落将成为主要现象。

图 4：需求恒定中的节能减排对于周期行业来说仅是利润的再分配



数据来源：国泰君安证券研究

简单以制造业中上游（煤炭）、中游（钢铁）、下游（机械）来阐释这种逻辑，在终端需求恒定的情况下，中游的产能供给相对于限电之前出现下降，供需的再平衡会引致钢铁价格上涨，另一方面，此前上游煤炭与钢铁相比处在优势地位，但是其最终的需求从产业链角度实际上是来源于终端，因此，在钢价反弹、终端需求量并未削减的假设下，煤炭价格也会反弹，以此，拉闸限电所带来的社会现象应该是在于 PPI 的环比反弹。

而周期性行业内部正常开工的钢铁企业利润有所改善，但是改善的空间将不会是限制产能的简单分配，其还会分割一部分到上游的煤炭，而下游的机械相对受制，可见，节能减排目标的强制完成对于周期性行业整体来说，仅仅只是内部利润的一次再分配，整体周期性行业的景气变化依然依托于终端也即最关键的房地产。

4. 配置建议：仓位 7 成，等待 9、10 月份风险点释放

在今后的行业配置报告中，我们会依据市场的变化给出相应的仓位配置建议，之所以如此是因为在之前的路演中曾经被客户问及行业配置跟市场策略的重合性，本人的见解是行业配置如果连最基本的市场趋势都无法评估，如何通过行业间的差异比较来衡量市场的机遇与风险。

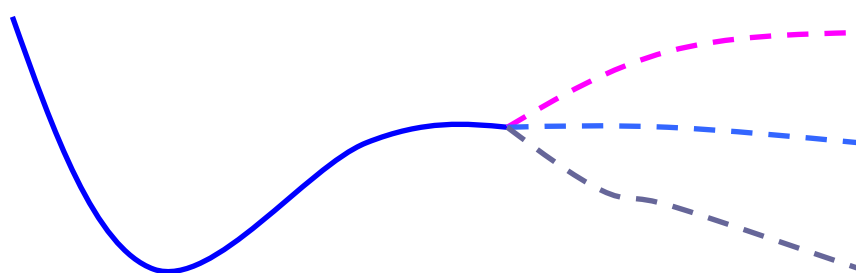
围绕房地产 9、10 月份成交量的三种变化，我们来分析可能出现的情景：

房地产成交量快速上升，价格应该也会出现较快回升，政策“黑天鹅”形势的出现对于周期、小盘股来说都是一个巨大的压力；

房地产成交量低于预期，库存的上升可能使房地产出现一个真正的价格缓慢下降趋势，无论是周期还是依托“囤积居奇”思路的小盘股来说，都是一个真正的顶部；

中间情形，房地产销量缓慢回升、价格也只是小幅度的提高，虽然在我看来，房地产 9、10 月份的消费旺季、庞大的库存、高涨的通胀预期，使其更多是 A 股市场参与人士所乐于看到的，并不贴合实际房地产市场卖方与买方的利益，而当这种小概率事件发生时，也就可以雷同于新一轮景气周期开始，相对周期高溢价的小盘股将是风险的爆发点。

图 5：围绕房地产 9、10 月份成交量的三种情景分析

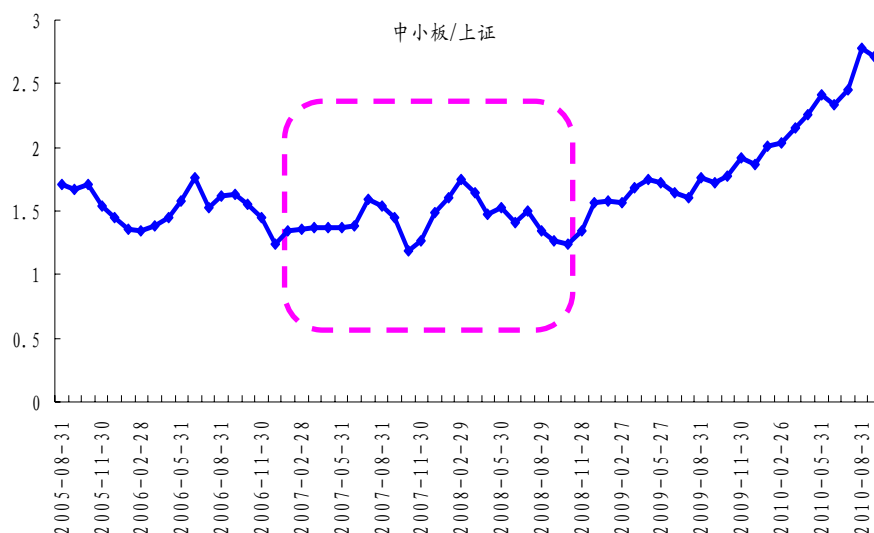


数据来源：国泰君安证券研究

从三种情形来说，即使最为乐观、概率最小的中间情形下，小盘股的风险在 9、10 月份依然无法排除；在不考虑节能减排的背景下，制造业价值围绕上游、中游、下游存在区别，上游有色、煤炭的风险收益相对均衡，下游机械、建材收益相对高于风险，中游钢铁、化工最差，由于节

能减排，实际上机械的吸引力在下降，从周期性行业的配置角度而言，最具优势的应该在建材；对于金融服务尤其是银行而言，去产能的后周期性可能使其在相当长的时间段内都没有超额收益，相对优势仅仅在市场步入较大调整风险的时候，因此在9、10月份可以标配；仓位控制限制在7成，中性偏空，并没有降低到最为看空的6成，是因为目前的市场依然存在惯性与房地产市场中间路线的梦想，就好比已经走入一个是死胡同的弄堂一样，在没有促发因素之前，我们只能选择跟随，但是9、10月份的机会依然需要等待风险点的释放。

图 6：中小板估值/上证综指估值的区间波动



数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:

钟华：浙江大学国民经济学硕士，2006-2009 年长江证券研究部策略分析师，2010 年至今国泰君安销售交易部负责行业配置。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		