



证券研究报告·策略跟踪·产出缺口观察

短期回调不改周期复辟进程

从2月1日和9日我们分别发布《周期复辟的线索（一）：产出缺口下的库存重建》和《周期复辟，践行者远》系列报告并提出用产出缺口的方法来观察产能利用和库存重建进程以来，目前看是有效的，并得到市场的充分关注，也是我们持续跟踪产出缺口的动力。

短期回调不改周期复辟进程

1月25日至3月15日，周期行业轮番表现，基本按照我们的“剧本”上演了一幕“周期复辟”经典大片。3月10日，我们在上海举行了有关周期行业的投资策略会，从宏观、策略到行业详尽地阐述了“周期复辟”的观点，然而日本地震中断了行情的演绎，但我们仍坚信《保障房研究之策略篇：突破产能和成本约束，布局产业链》中对周期复辟进程的描述，短期回调之后，周期行业仍有机会，“周期复辟”行情还没到落幕之时。

“周期复辟”宏观环境未出现根本变化

国家统计局3月11日发布1-2月份国民经济主要指标，数据喜忧参半，根据最新数据，从产出缺口角度我们对宏观经济的基本观点是：（1）紧缩政策已到达高点；（2）经济增长短期无忧；（3）产能利用率仍将处在高位，库存重建仍将持续；（4）物价短期仍将上行。“周期复辟”的宏观经济环境并未出现根本变化，周期行业经过短期回调后仍将重拾升势。

行业产出缺口观察及投资建议

煤炭（焦煤）、钢铁、建材（玻璃）、信息（集成电路和计算机）、有色（铝）、化工（磷矿石、纯碱、烧碱）、机械（交流电机、工业锅炉、发电设备和包装专用设备）、造纸、食品加工制造（成品糖）等行业的需求仍处于扩张阶段；而有色（铜）、化工（化肥、农药和塑料）、机械（水泥专用设备和金属冶炼设备）以及家电（彩电、冰箱和洗衣）等细分行业有可能迎来景气回升的拐点。

从配置角度看，我们仍坚定推荐周期行业如煤炭、钢铁、有色、化工、机械、建材和家电，同时建议关注信息设备和造纸业的投资机会。

投资策略

吴启权

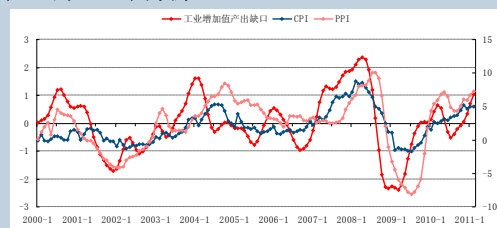
wuqiquan@csc.com.cn

010-85130211

执业证书编号：S1440210050002

发布日期：2011年3月17日

产出缺口与物价



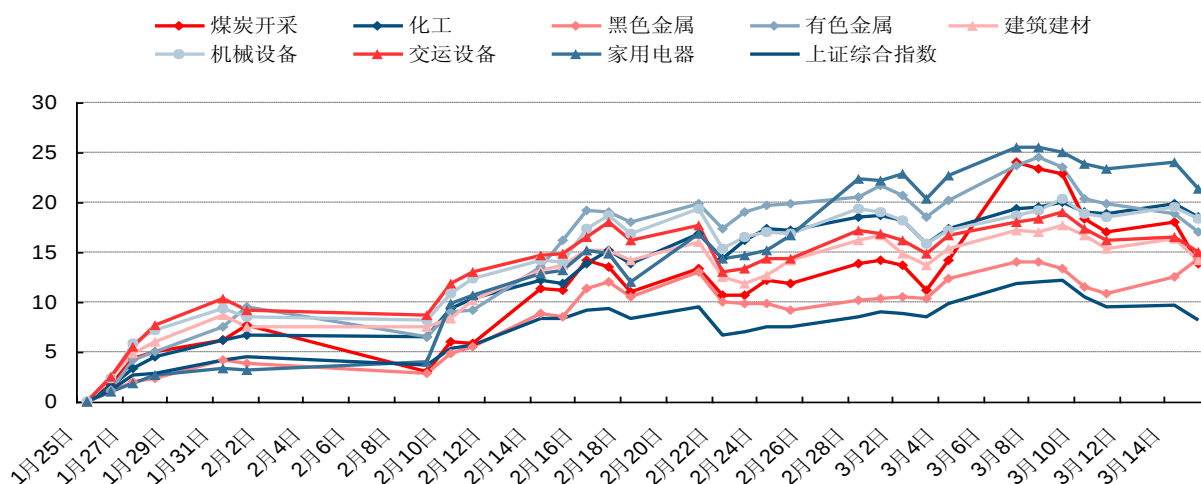
相关报告

- 2010.2.1 《大盘股：历史与未来》
- 2010.12.10 《周期叠加冲击 趋势峰回路转》
- 2010.12.10 《从周期复辟到中游维新》
- 2011.1.26 《大盘股：再续前缘》
- 2011.2.1 《周期复辟的线索（一）：产出缺口下的库存重建》
- 2011.2.9 《周期复辟，践行者远》
- 2011.2.9 《周期复辟的线索（二）：主导产业复辟》
- 2011.2.10 《周期复辟：产能利用率和估值的边界》
- 2011.2.14 《周期复辟的线索（三）：更直接的证据》
- 2010.2.22 《中游维新 善思者谋》
- 2011.03.01 《周期复辟：从产能利用到成本适应》
- 2011.03.10 《保障房研究之策略篇：突破产能和成本约束，布局产业链》

一、短期回调不改周期复辟进程

1月25日至3月15日，A股市场走出了一波周期股行情，汽车、机械、煤炭、钢铁、有色、家电、化工以及建材等周期行业轮番表现，基本按照我们的“剧本”上演了一幕“周期复辟”经典大片。

图 1：周期复辟路线



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

3月10日，我们在上海举行了有关周期行业的投资策略会，从宏观、策略到行业详尽地阐述了“周期复辟”的观点，然而“人算不如天算”（魏凤春《云卷云舒之五：人算不如天算》），北京时间3月11日13时46分，日本东北部宫城县以东太平洋海域发生里氏9.0级地震，受到地震及核电站事件影响，三天内日经指数从10434下跌至8605，跌幅高达17.5%，而最低一度跌至8228点，全球股市受此影响，出现不同程度的下跌，但我们认为，日本地震“对中国的影响也是相对有限。对于贸易和FDI都相对有限，主要缘由是中国与地震地区的经济紧密度是十分有限的，所以日本的危机主要影响中国市场的情绪，主要是短期性行为”。（郑联盛《日本地震对总需求影响有限》）。

有关日本地震及核电站事件对行业的影响，我们在3月14日《日本地震：对行业的影响与投资机会》报告有详细分析。

我们在《保障房研究之策略篇：突破产能和成本约束，布局产业链》中指出，从产能利用、利润恢复以及中周期投资角度将周期复辟分为三个阶段：第一阶段是产能利用率的上升，即周期行业步入景气阶段的投资布局；第二阶段是从产能利用率向行业利润好转，这是周期复辟的实质；第三阶段即产能和利润恢复之后的增量问题，即投资，投资是中周期启动的根本，而最确定的是保障房投资，因而，从这一角度看，保障房建设将有助于周期行业突破产能利用和成本的约束，有力地支撑“周期复辟”行情。

因此，总体上我们认为，回调之后周期行业仍有机会，“周期复辟”行情还没到落幕之时。

我们在《周期复辟的线索》系列报告中，创造性地将工业产出缺口与库存周期相结合并由此给出周期复辟的行业布局路线，这种分析方法也因此受到市场的关注，对产出缺口、库存重建和行业景气的持续跟踪也成为

必要。

二、“周期复辟”宏观环境未出现根本变化

国家统计局3月11日发布1-2月份国民经济主要指标数据，1-2月份，规模以上工业增加值同比增长14.1%。2月份出口967.4亿美元，仅增长2.4%，当月出现73亿美元的贸易逆差，但从1-2月累计来看，出口同比增长21.3%，数据倒是比较正常。2月份CPI为4.9%、PPI为7.2%，物价的超预期重新绷紧市场对紧缩担忧的神经。

从工业产出缺口与政策之间的关系来看，在工业生产扩张阶段，伴随着物价上涨，而货币紧缩则是与之相匹配的政策，但过度的紧缩可能会抑制工业生产的扩张，造成经济的“硬着陆”。因此我们认为当前无需为紧缩太多担忧，尤其“非洲变局”影响下，政局稳定愈发变得重要，政府对通胀的容忍度将有所提高，而就业和增长将重新成为关键，紧缩政策已达到边际高点。

1-2月份数据公布后尤其是出口超预期回落造成市场对开始担心经济增速下滑。我们在《周期复辟：从产能利用到成本适应》中曾尝试对工业生产、物价和库存进行预判，从三者与PMI之间领先滞后关系来看，我们判断4月份之前，产能利用率仍将运行在高位，7月份之前仍将可以看到库存重建持续进行，PPI和CPI在7月份之前可能不会显著回落。

根据最新公布的工业生产总值数据我们计算的产出缺口仍然延续去年12月的趋势运行在高位；另一方面，我们通过构造工业增加值定基指数计算的产出缺口的周期性更显著，其趋势仍然向上。二者相互验证，更坚定我们有关工业生产仍然处于加速过程的观点，因此短期仍然不需要担心经济下滑。

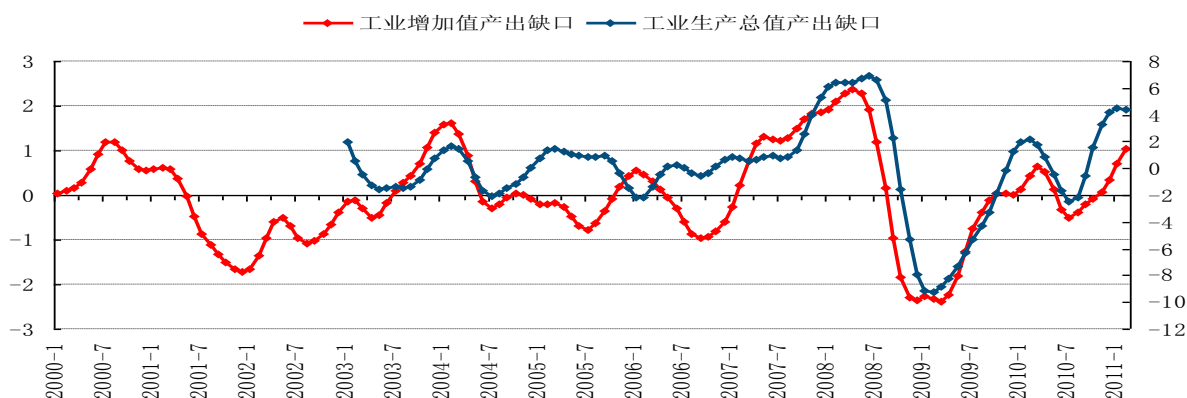
此外，从发电量缺口我们也可以看出，全社会对电力的需求仍然处于扩张阶段，隐含了工业生产的扩张。

因此，我们的结论是很明确的：

- （1）紧缩政策已达到边际高点；
- （2）经济增长短期无忧；
- （3）产能利用率仍将处在高位，库存重建继续；
- （4）物价短期仍将上行；

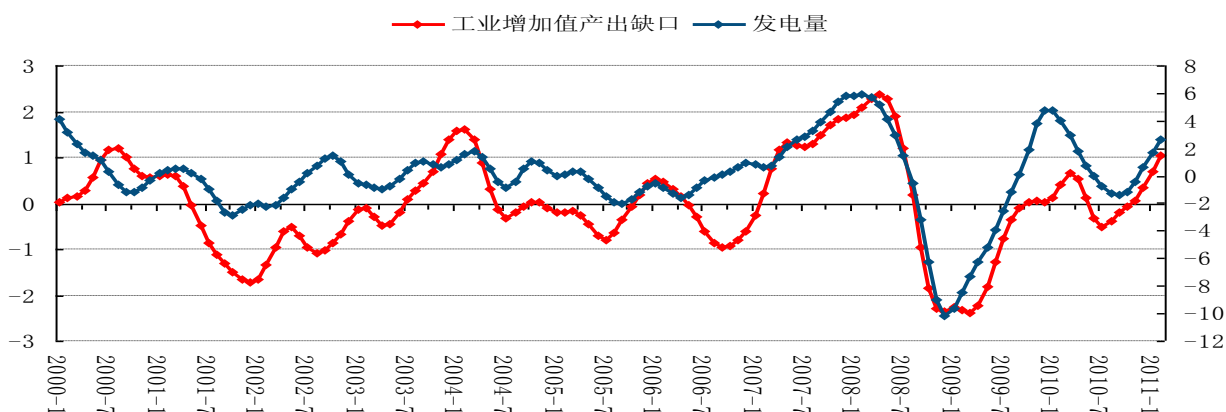
可见，“周期复辟”的宏观经济环境并未出现根本变化，周期行业经过短期回调后仍将重拾升势。

图 1：产出缺口持续上行，工业生产仍处于扩张阶段



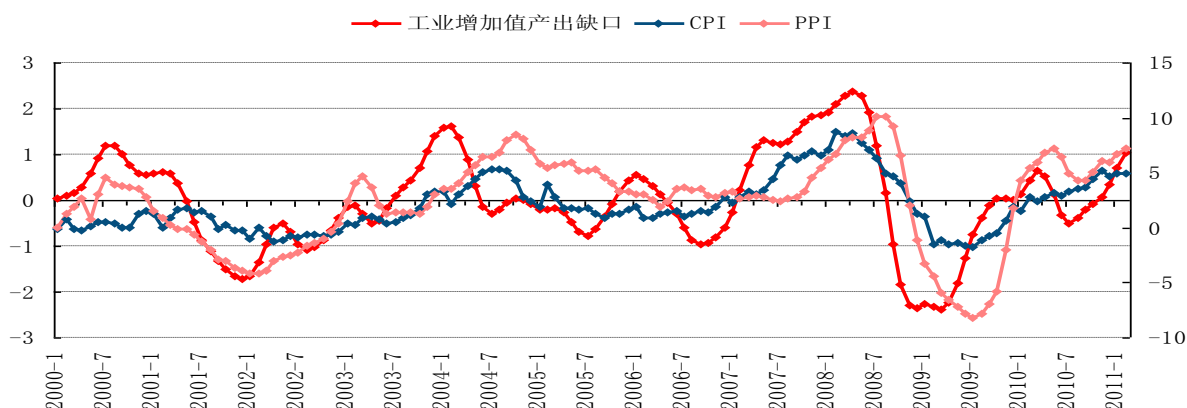
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 2：对电力需求扩大意味着工业生产的扩张



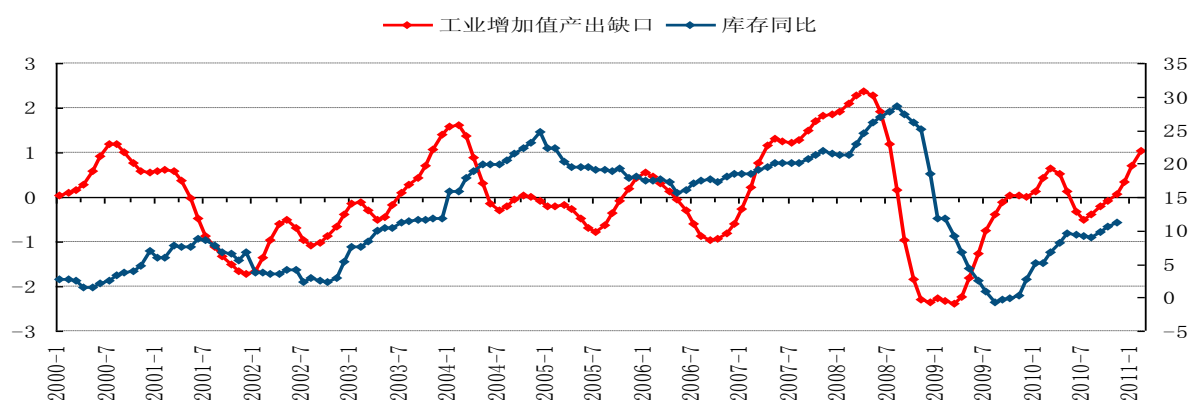
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 3：产出缺口持续向上，物价水平短期难以回落



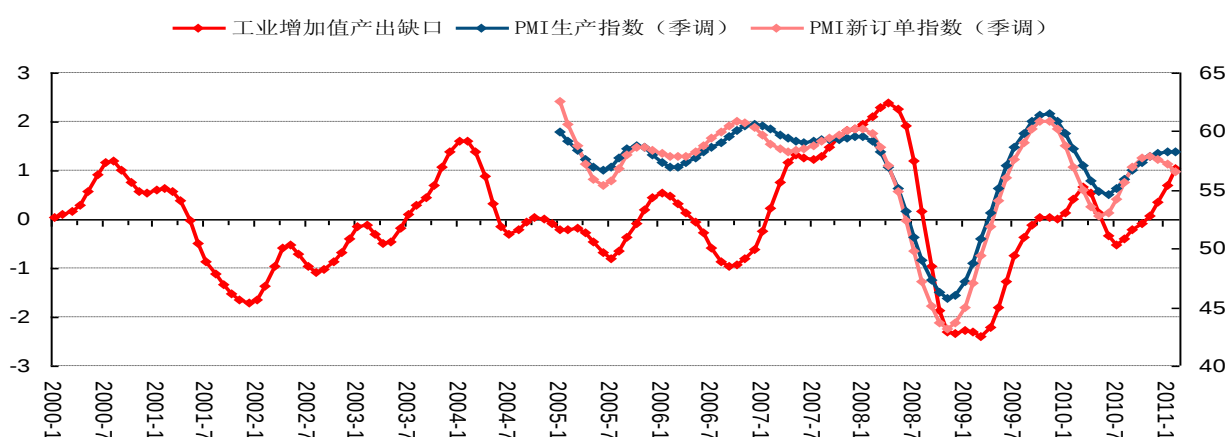
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 4：库存重建仍将持续



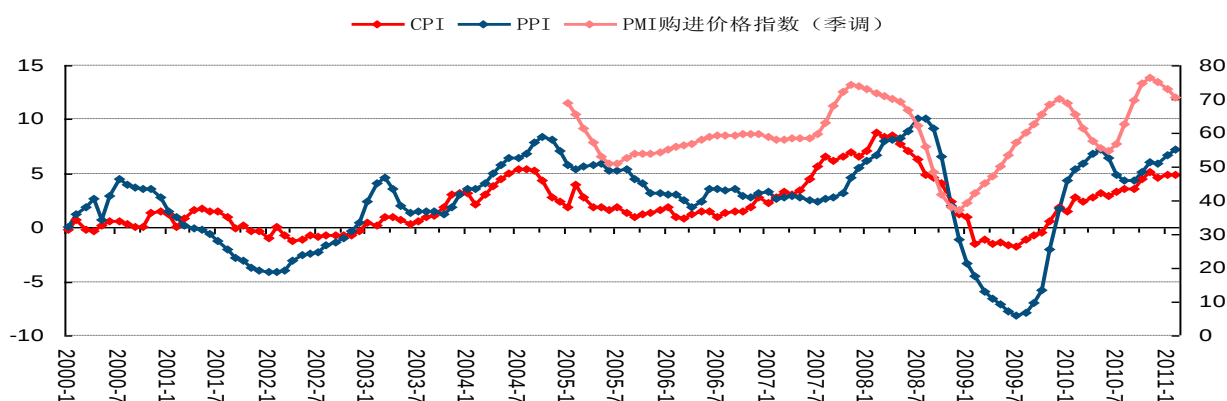
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 5：PMI 生产（季调）仍扩大，工业产出缺口短期内不会回落



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 6：PMI 购进价格指数（季调）12 月回落，PPI 可能在 7 月份开始回落



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

二、行业产出缺口观察

我们在《周期复辟的线索（一）：产出缺口下的库存重建》中对 12 种产品产量的产出缺口进行了计算，并指出交运设备制造、机械制造、煤炭行业的需求和产能恢复情况要好于其他行业，这些行业很有可能率先库存重建，而周期复辟也有可能部分行业的产能重建扩散至其他周期行业，在上述三个行业之后，钢铁、建材、家电、化工，也将逐渐进入库存重建，而有色行业的库存重建则有待其产能的恢复，从分析的周期行业来看，应是比较滞后的。

在该报告中，我们重点关注的是周期行业，并不是十分全面，因此，在后续的观察中，我们将扩大计算范围，覆盖 12 个行业近 50 中产品的生产情况。

1、产出缺口观察

煤炭行业，我们跟踪原煤和焦炭的产出缺口，原煤的需求略有回落，但焦炭仍处于景气扩张阶段，其主要原因可能在于钢铁行业的高景气所致；

钢铁业，无论是生铁、粗钢还是钢材，其产出缺口仍处于上升阶段，库存重建进程仍将继续；

建筑建材行业，我们看到水泥的景气度发生了变化，但玻璃的需求仍然在扩张；

交运设备行业，我们跟踪了小型拖拉机、铁路机车以及汽车的产出缺口，这三个子行业的产出缺口在 1 月或 2 月从高位开始回落，这也印证了市场对交运设备制造尤其是汽车行业的担忧，在需求达到高点之后面临回落的风险，我们在《周期复辟：从产能利用到成本适应》中也指出，在原材料价格持续走高之下，行业面临成本的压力，这种压力可能造成行业景气的变化，但我们也指出，在当前情况下，汽车行业的毛利率仍处于回升之中，景气的回落并不意味着汽车行业已经到了卖出的时候，但其弹性或受到影响；

TMT 行业，我们跟踪了集成电路和计算机生产情况，这两个子行业仍处在去年 10 月份以来的需求扩张阶段，其中集成电路子行业的景气程度较高，在日本地震可能对电子行业产业链产生短期的冲击下，必然从日本以外国家或地区或国内寻求替代，因而，相关行业国内需求可能继续扩大，行业景气仍能维持；

有色金属行业中，全行业（10 种有色金属）在 12 月迎来需求回升的拐点，但从分行业看，铝和铜的产出缺口表现不一，前者 2010 年初的产出缺口从高位开始下滑，目前处于历史的较低水平；而后者从 2010 年 11 月开始显著回升，并在 2011 年 1 月份达到正缺口，目前仍处于上行阶段。随着保障房建设的展开，对有色金属的需求将逐渐回升，尤其是对铜子行业来说，有可能在近期迎来库存重建；

化工行业，我们跟踪该行业的八个子行业，分别为磷矿石、农用化肥、纯碱、烧碱、化学农药、乙烯、化纤和塑料等，从结算结果看，磷矿石、纯碱、烧碱等子行业处于较高的景气度，而乙烯、化纤两个子行业的产出缺口则开始从高位回落，化肥、农药和塑料等三个行业则处于景气低点，随着春耕到来，子行业有可能迎来需求和景气回升；

机械行业中，我们跟踪了金属切割机床、交流电机、电工仪器仪表、工业锅炉、发电设备、包装专用设备、水泥专用设备和金属冶炼设备等细分子行业，总体看，整个机械行业处于景气度较高阶段，主要表现在交流电机、工业锅炉、发电设备和包装专用设备子行业的产出缺口仍处于正向扩大阶段，但部分细分子行业如金属

切割机床、电工仪器仪表的产出缺口从高位开始回落，而水泥专用设备和金属冶炼设备有可能受到固定资产投资回落的影响而回落至较低水平，不排除随着保障房建设的推进，对钢铁和水泥需求的增加，对这两个子行业的需求开始回升；

造纸业，机制纸和新闻纸是分化的，其中新媒体对于新闻纸产生了明显的冲击，因此我们看到新闻纸的需求在持续下滑；但整个造纸行业从 2010 年 10 月份开始处于景气回升阶段；

纺织业中的纱从 2010 年 6 月份开始处于需求缓慢回升阶段，而布的需求从 2010 年 11 月开始从高位开始下滑，目前已经处于负缺口区间；

家电行业中，1 月份空调从高景气开始回落，而彩电、冰箱和洗衣机目前处于负的产出缺口区间，这与资本市场中家电行业的火爆行情不尽一致，我们认为正是对于保障房建设的带来行业新需求扩张预期是这一轮行情的基础，并没有偏离我们推荐周期行业的逻辑；

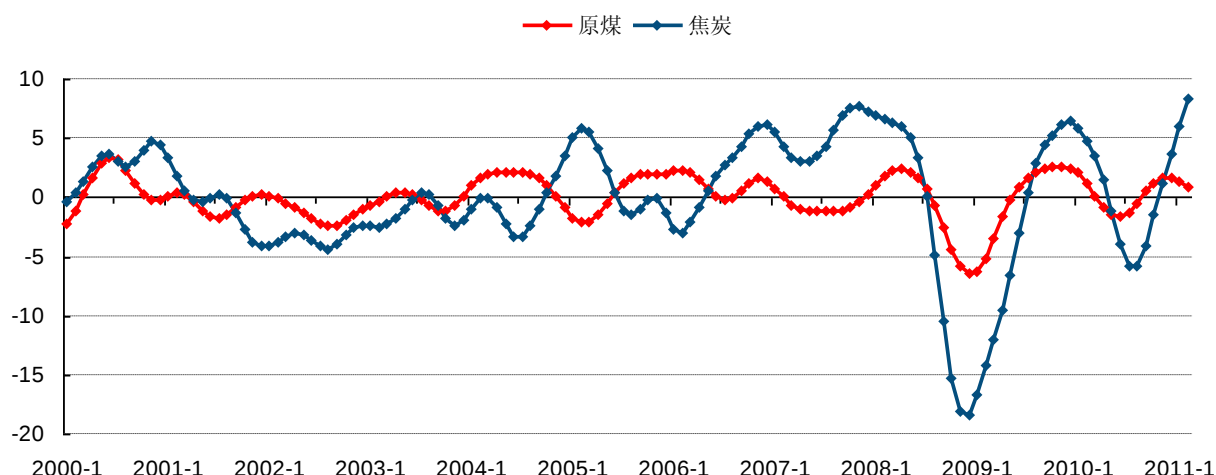
食品加工和制造业，我们跟踪了成品糖和软饮料两种产品，前者的产出缺口 2 月份开始从底部回升，而软饮料制造的景气程度则从 2010 年 11 月份开始回落。

2、配置建议

通过上述分析，我们发现煤炭（焦煤）、钢铁、建材（玻璃）、信息（集成电路和计算机）、有色（铝）、化工（磷矿石、纯碱、烧碱）、机械（交流电机、工业锅炉、发电设备和包装专用设备）、造纸、食品加工制造（成品糖）等行业的需求处于扩张阶段；而有色（铜）、化工（化肥、农药和塑料）、机械（水泥专用设备和金属冶炼设备）以及家电（彩电、冰箱和洗衣）等细分行业有可能迎来景气回升的拐点。而汽车行业的产出缺口虽然回落，但仍在较高水平，行业情况并未恶化。

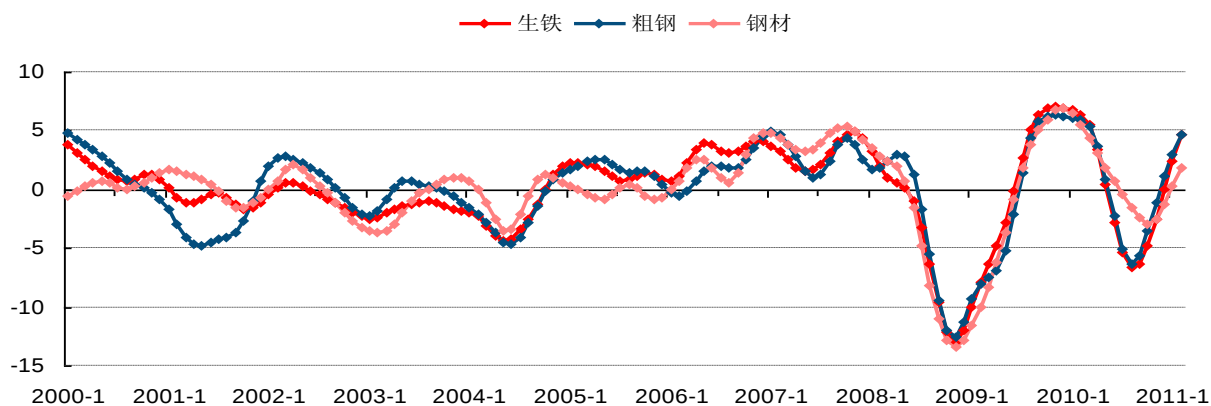
因此，从投资的角度来看，我们仍坚定推荐周期行业如煤炭、钢铁、有色、化工、机械、建材、家电和汽车，信息设备和造纸业存在一定的机会。

图 7：原煤、焦炭产量缺口



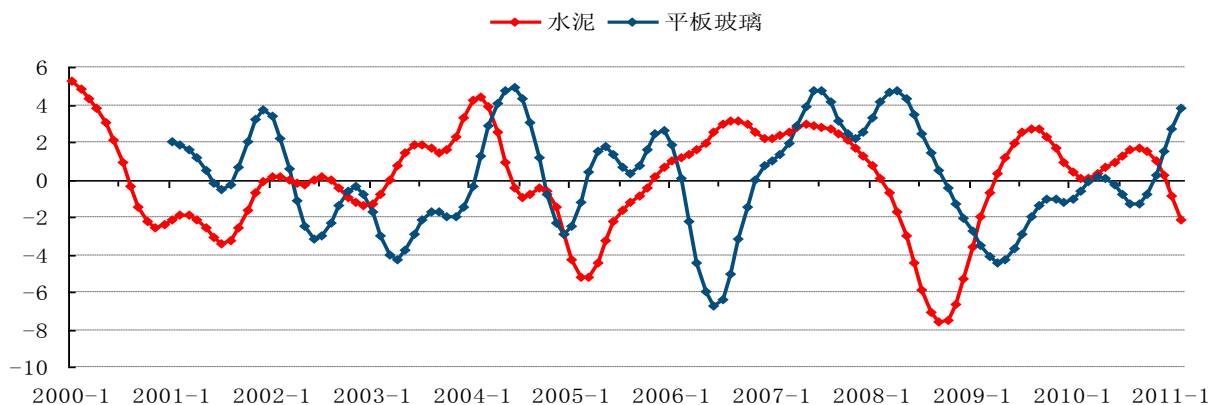
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 8: 生铁、粗钢、钢材产量缺口



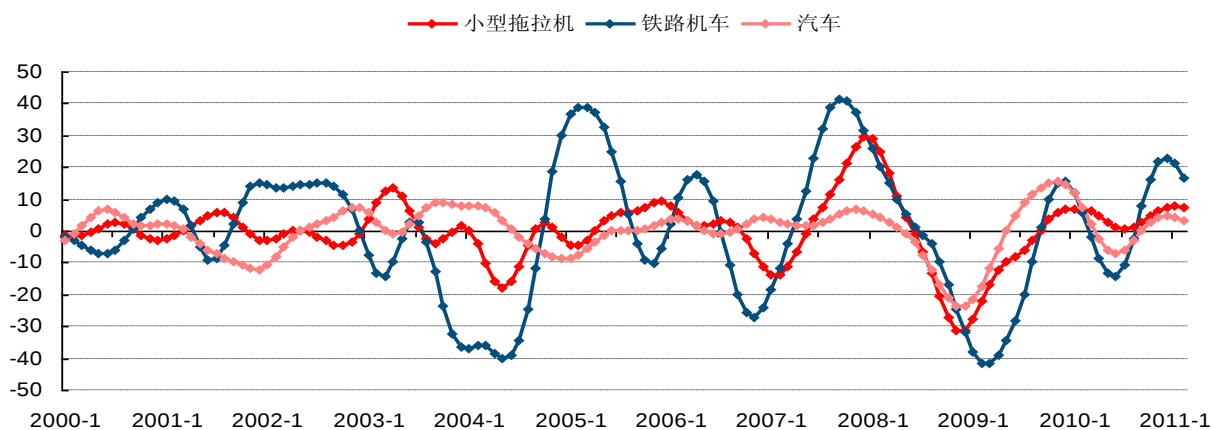
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 15: 水泥、玻璃产量缺口



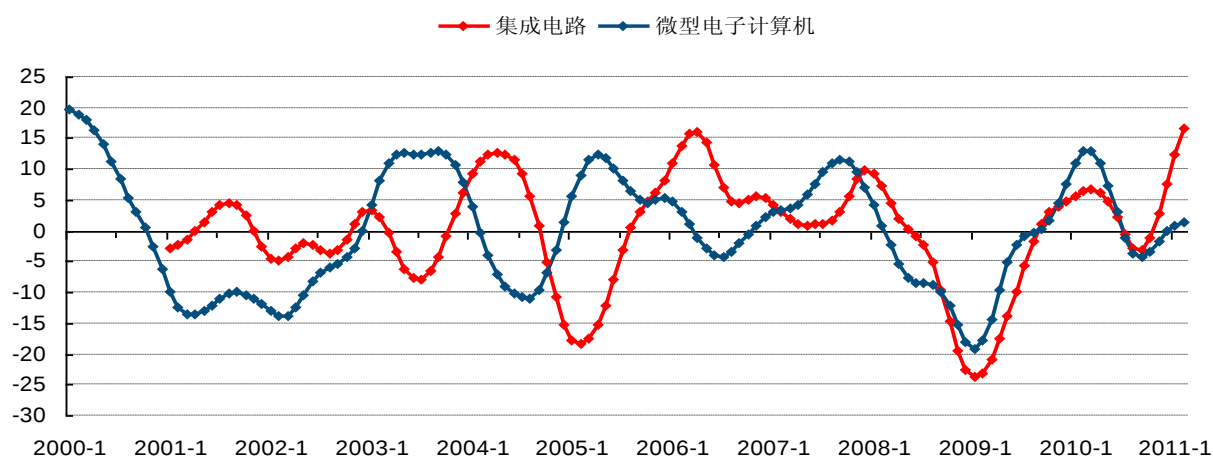
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 20: 小型拖拉机、铁路机车、汽车产量缺口



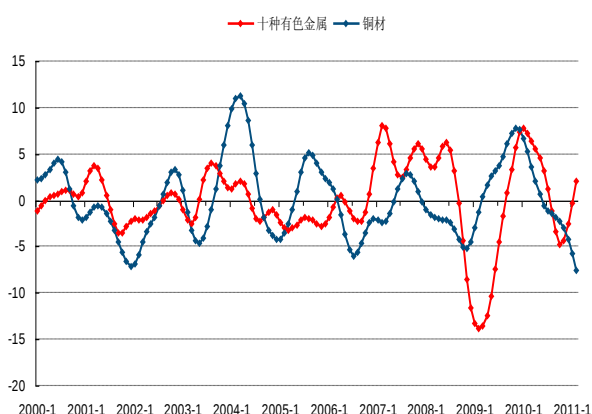
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 24: 集成电路、计算机产量缺口



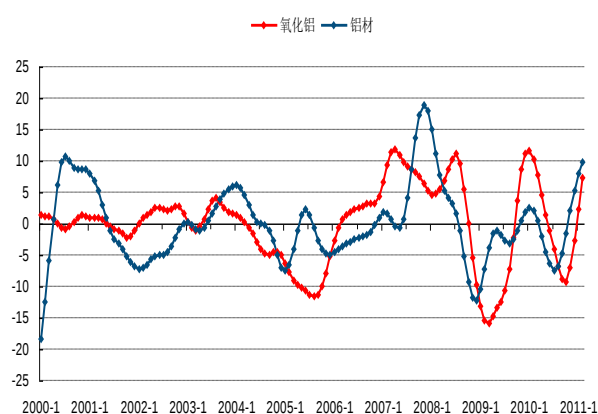
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 13: 10 种有色金属、铜材产量缺口



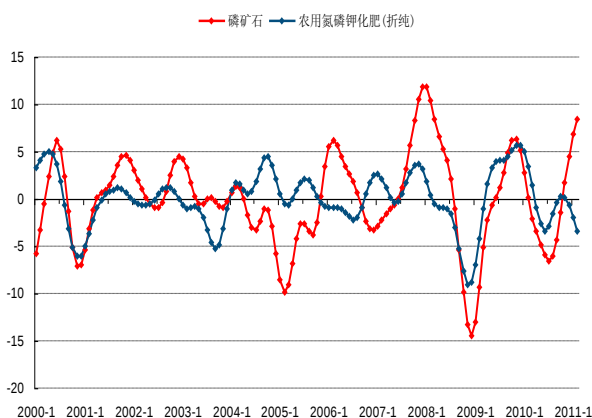
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 14: 氧化铝、铝材产量缺口



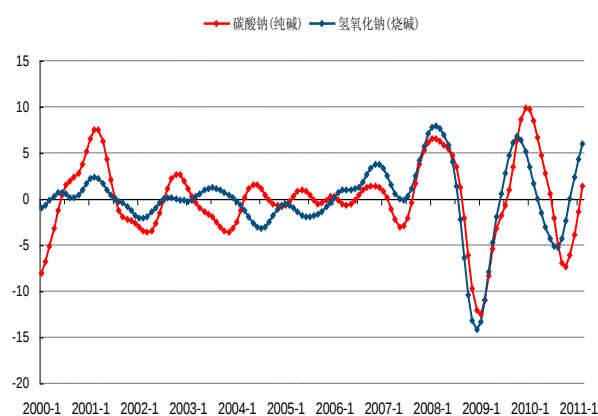
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 9: 磷矿石、化肥产量缺口



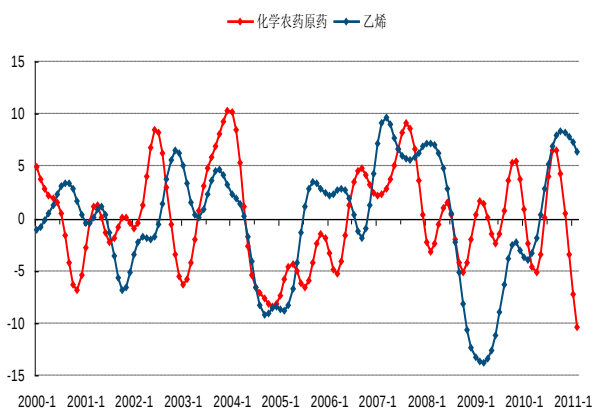
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 10: 纯碱、烧碱产量缺口



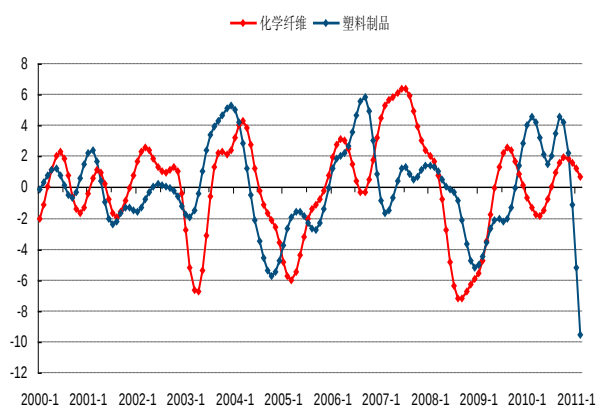
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 11：农药、乙烯产量缺口



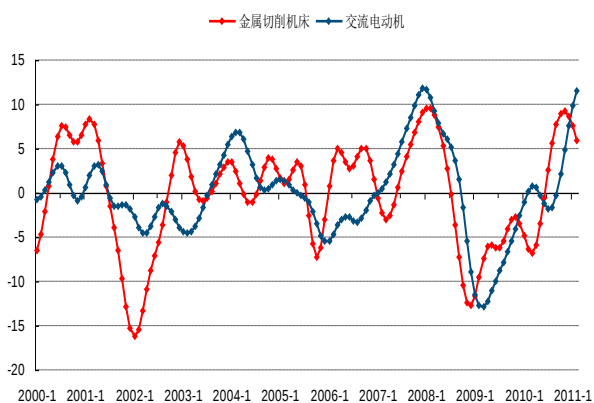
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 12：化纤、塑料产量缺口



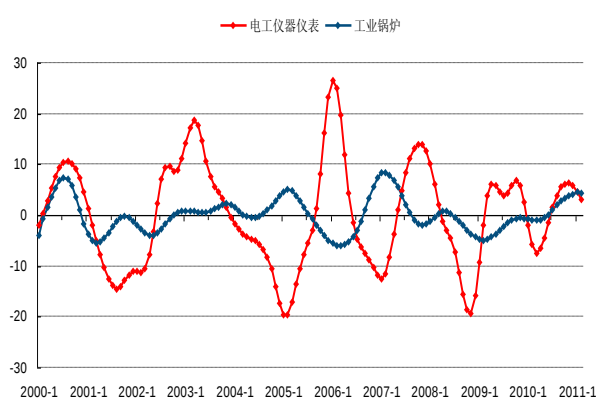
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 16：金属切削机床、交流电机产量缺口



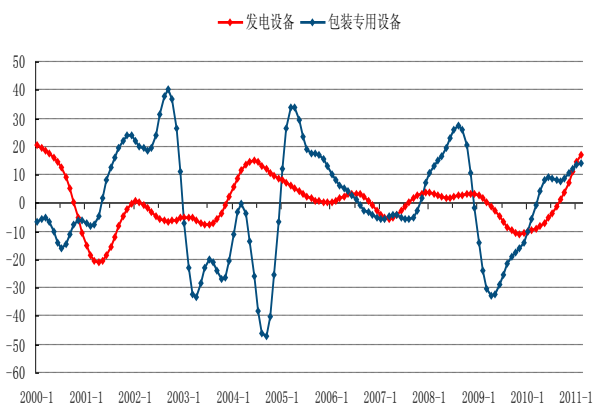
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 17：电工仪器仪表、工业锅炉产量缺口



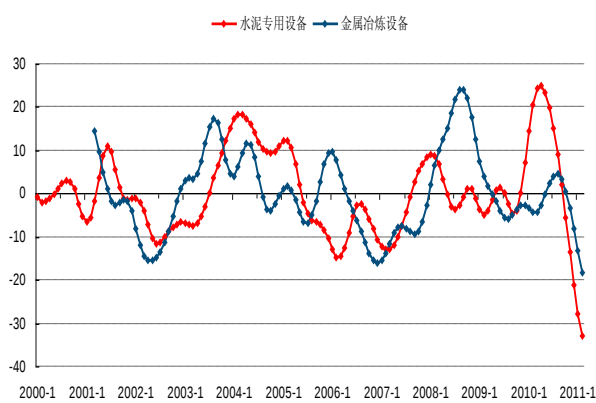
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 18：发电设备、包装专用设备产量缺口



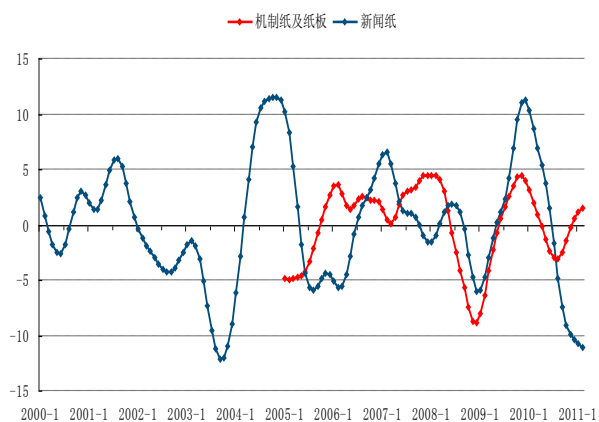
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 19：水泥专用设备、金属冶炼设备产量缺口



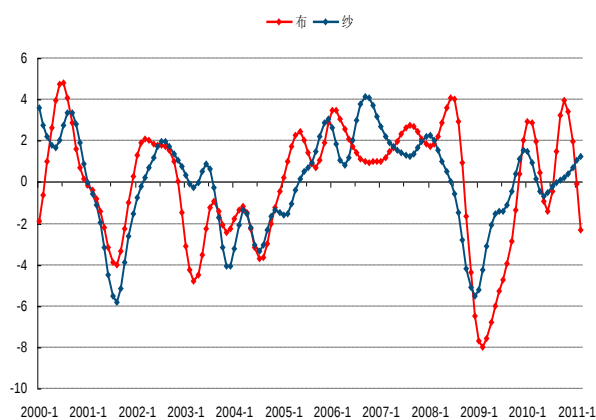
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 21: 纸板、新闻纸产量缺口



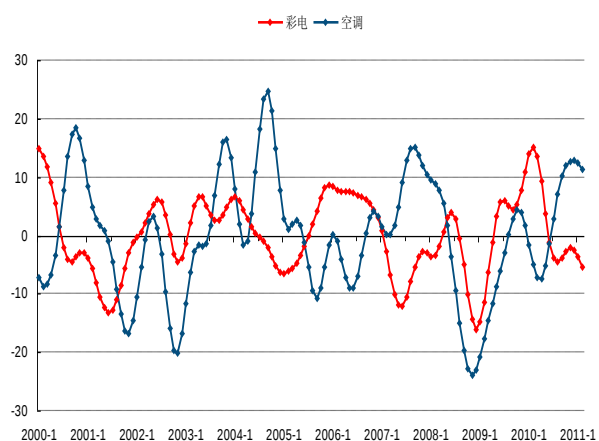
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 22: 布、纱产量缺口



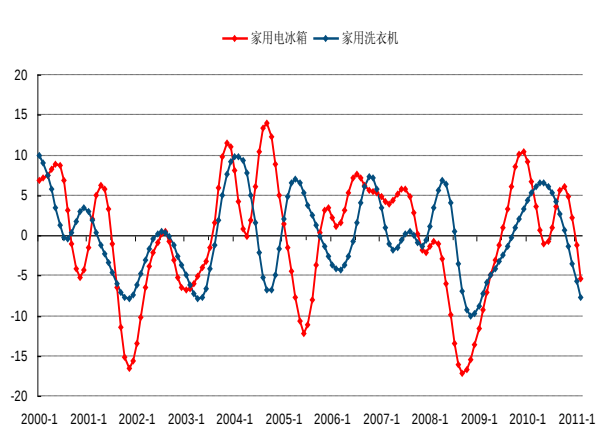
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 25: 彩电、空调产量缺口



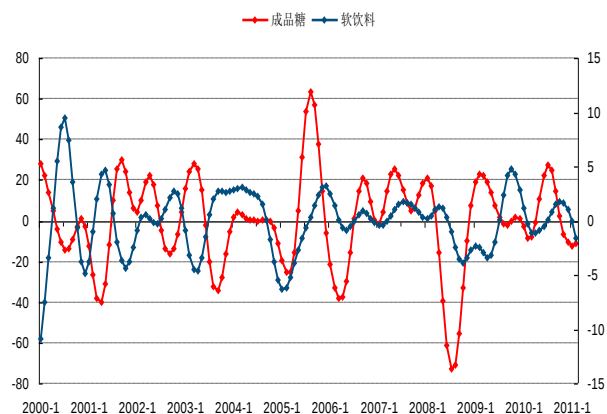
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 26: 冰箱、洗衣机产量缺口



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 23: 成品糖、软饮料产量缺口



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

基金研究服务

吴启权：天津大学计算机硕士、管理学博士，策略分析师。致力于量化技术为基础的投资策略研究、并从投入产出角度研究中国产业经济与资本市场运行规律。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部 上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。