

二季度发生了什么变化？

--2011年6月A股市场投资策略

报告日期

2011-06-03

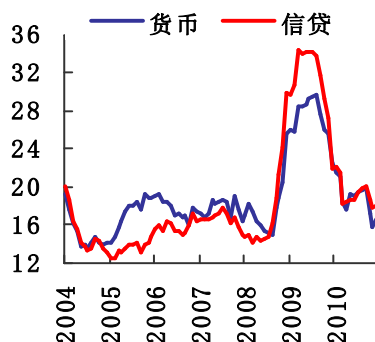
报告关键点：

- 三种经济情景假设；
- 与2010年二季度不同，库存调整受到需求端而不是供应端的影响；
- 增持周期板块需等到明确的信号。

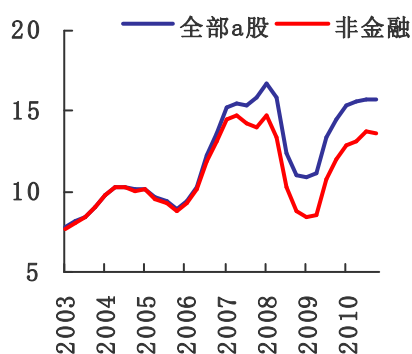
报告摘要：

- 市场估值重心的下移主要来自两方面的压力：一方面是政策紧缩背景下流动性紧张的趋势并没有缓解；另一方面是由于经济疲软，风险溢价开始抬升。按照目前的信贷季度投放节奏（一二季度低于预期、三四季度偏多），我们认为三季度估值继续下跌的主要风险已经不是流动性紧张的问题，而是风险溢价是否会继续上升。
- 从目前的经济数据来看，三季度经济运行方向并不清晰，市场对于经济前景的分歧较大，总体来看有三种看法：第一种看法是二季度是波幅较窄的库存周期调整，随着三季度政府投资的逐步落实、日本供应链的恢复以及库存调整周期的结束，经济可能重拾上升动力；第二种看法是总需求将继续缓慢下滑，但经济不至于出现剧烈调整；第三种看法是总需求出现剧烈下降，其中最大的变数是房地产投资出现大幅下滑。
- 如果第一种预期兑现，那么三季度的股票市场很可能出现震荡向上的局面，周期股较非周期股更为强势；如果是第二种预期兑现，那么三季度股票市场可能在2500-2700一带运行，我们首先可能观察到盈利增速相对稳定的非周期股和低估值股票估值的起稳，周期股盈利预期将继续下调，估值与盈利双杀；如果是第三种预期兑现，那么市场将打破目前2500-2600的箱体底部，无论非周期股还是周期股均有继续下跌的空间。
- 二季度海外和国内经济偏软确实受到了日本供应链的扰动以及库存周期的影响，但是核心的问题在于总需求的调整。就国内的情况来看，与去年的情况不同，2011年二季度库存周期不是受到供应端而是需求端的影响。就海外的情况来看，大宗商品价格对于美国消费以及服务业的影响很大，而受到供应端的限制，大宗商品价格下调的空间很窄。如果美国服务业开始减少雇佣，那么美国的经济增速将进一步下修。在信贷收紧的趋势下，海外调整的背景下，我们认为增持周期股必须看到清晰的信号。
- 因此，我们更倾向于第二种情景假设。如果总需求按照目前的节奏缓和调整，不出现某一方面需求的巨降，那么上市公司盈利的下调空间有限，指数有望在2500一带出现反弹，最先看到的信号将是低估值和盈利增长确定的非周期股票估值的起稳。在这样的情景下，我们建议继续以低估值且业绩增长确定的板块为首要配置板块。
- 风险提示：政策放松。总需求剧烈下滑。

货币信贷 (%)



ROE (%)



范妍

021-68765053
执业证书编号

程定华

021-68766193
执业证书编号

诸海滨

021-68766170
执业证书编号

高级策略分析师

fanyan@essence.com.cn
S1450511020012

首席策略分析师

chengdh@essence.com.cn
S1450511020035

高级策略分析师

zhuhb@essence.com.cn
S1450511020005

前期研究成果

《区间拉锯战》

2011-05-03

《人间四月芳菲尽》

2011-03-29

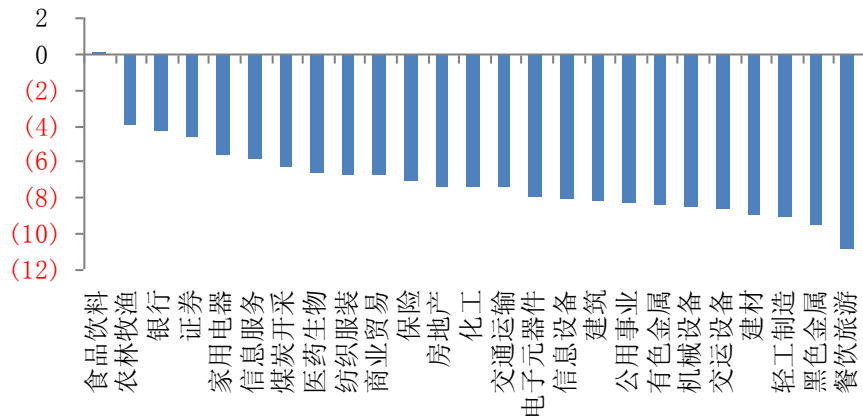
《蓝筹当道，市场徘徊》

2011-03-03

1. 三种不同的经济情景假设

2011年5月，市场整体下跌10%。分行业来看，只有食品饮料行业取得了正收益，跌幅较深的板块集中于中游和上游原材料行业，例如汽车、机械、钢铁、建材。

图 1、分行业涨跌幅（%）



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

市场估值重心的下移主要来自两方面的压力：一方面是政策紧缩背景下流动性紧张的趋势并没有缓解；另一方面是由于经济疲软，风险溢价开始抬升。按照目前的信贷季度投放节奏（一二季度低于预期、三四季度偏多），我们认为三季度估值继续下跌的主要风险已经不是流动性紧张的问题，而是风险溢价是否会继续上升。

图 2、风险溢价抬升（%）



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

从目前的经济数据来看，三季度经济运行方向并不清晰，市场对于经济前景的分歧较大，总体来看有三种看法：第一种看法是二季度是波幅较窄的库存周期调整，随着三季度政府投资的逐步落实、日本供应链的恢复以及库存调整周期的结束，经济可能重拾上升动力；第二种看法是总需求将继续缓慢下滑，但经济不至于出现剧烈调整；第三种看法是总需求出现剧烈下降，其中最大的变数是房地产投资出现大幅下滑。

如果第一种预期兑现，那么三季度的股票市场很可能出现震荡向上的局面，周期股较非周期股更为强势；如果是第二种预期兑现，那么三季度股票市场可能在 2500-2700 一带运行，我们首先可能观察到盈利增速相对稳定的非周期股和低估值股票估值的起稳，周期股盈利预期将继续下调，估值与盈利双杀；如果是第三种预期兑现，那么市场将打破目前 2500-2600 的箱体底部，无论非周期股还是周期股均有继续下跌的空间。

我们目前更倾向于第二种情景假设。根据目前的房地产企业现金流以及销售情况分析，如果二季度、三季度商品房成交量没有出现有效放大，那么发生第三种情景的可能性也无法排除。

2. 二季度发生了什么

我们可以将二季度经济疲软归结为几个原因：一是日本震后供应链的扰动；二是库存周期的影响；三是总需求的疲软。我们认为前面两个影响虽然短期存在但不是影响经济趋势的主要变量，最为核心的还是要看总需求的变化方向。

2.1. 日本供应链扰动的影响

日本震后的影响时隔一个半月才逐步显现。无论中国、美国、还是欧元区，我们都可以观察到制造业 PMI 出现非常同步的下滑。美国 5 月份制造业 PMI 新订单数据一个月下滑了 10 个百分点，欧元区 PMI 数据一个月下滑了 3.4 个百分点，幅度甚至超过 2008 年次贷危机。这样快速的下滑可能有总需求的影响，但我们猜测日本震后部分核心零部件供应短缺，是我们看到的 4 月份-5 月份的制造业数据异常疲软的主要原因。

如果是总需求的急剧下滑，与之对应，我们应该可以看到库存的累积。但是观察美国制造业的库存数据，我们可以看到在订单下滑的同时，美国制造业库存反而较前月下降，这意味着其它因素在其中起到了主导作用。我们猜测最大的可能性来自供应层面的扰动，例如我们可以看到美国汽车工业生产在 4 月份大幅度下滑。（见图 1-图 4）

图 1、欧洲制造业 PMI

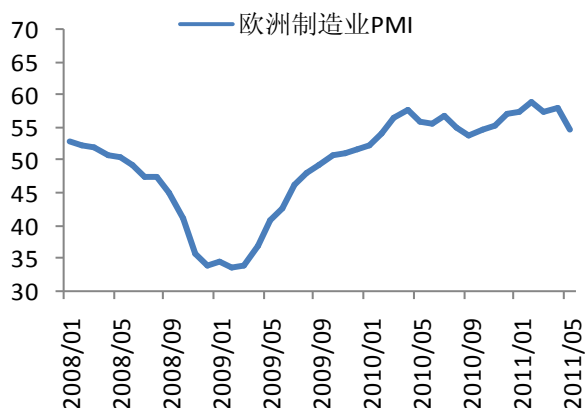
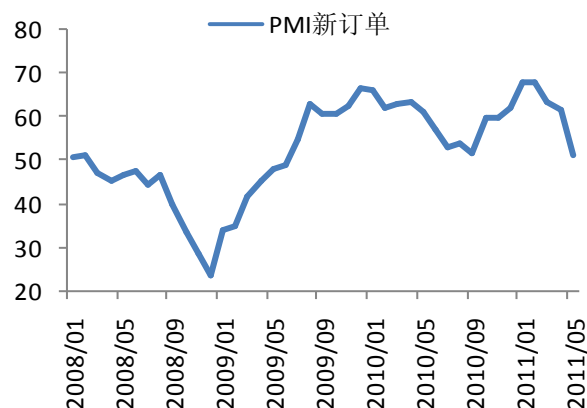


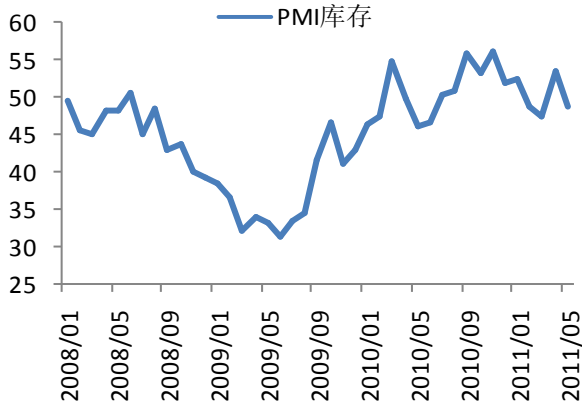
图 2、美国制造业 PMI 新订单



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

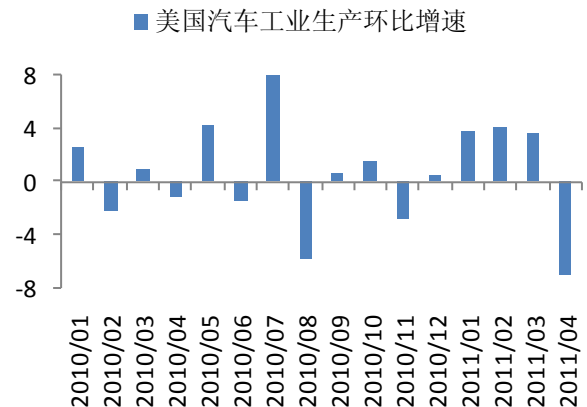
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 3、美国制造业 PMI 库存



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 4、美国工业生产: 汽车分项



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

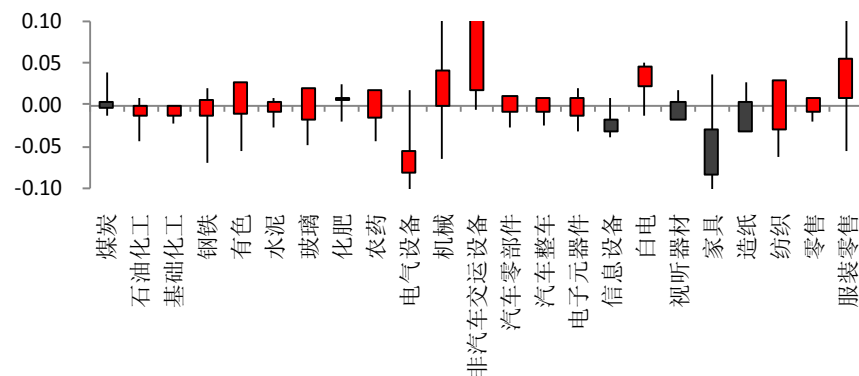
根据日经的报道, 丰田计划日本本土的汽车生产 6 月份将恢复至震前的 90%(5 月份产量相当于震前的 50%), 这意味着在三季度, 日本地震带来的影响将逐步消除。

2.2. 库存周期的扰动

库存周期是扰动二季度经济增长的另一个因素, 但是我们认为库存周期并不是二季度经济偏软的主要原因:

第一、在资金成本抬高和流动性紧缩的背景下, 企业补库存的行为并不明显。比如根据铜加工企业调研信息反馈, 受到信贷额度收紧的影响, 一季度企业补库存意愿普遍很低。我们如果对比上市公司一季度和去年四季度的库存上升幅度, 也可以发现在一季度企业补库存行为已经没有 2010 年四季度明显。(见图 5、图 6)

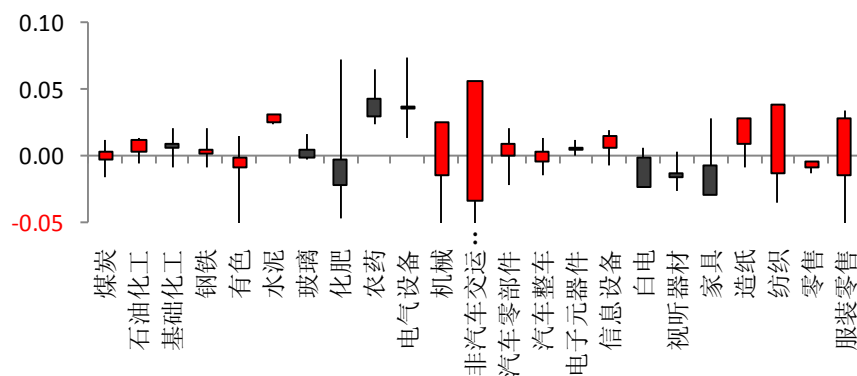
图 5、2010-4Q 库存/营业成本 (TTM) 环比上升幅度与过去五年同期变化相比



数据来源: WIND, 安信证券研究中心。

注: 开盘价、最高价、最低价分别为过去五年四季度库存比率上升幅度平均值、最高值与最低值, 收盘价为 2010 年四季度库存比率上升幅度。

图 6、2011-1Q 库存/营业成本 (TTM) 环比上升幅度与过去五年同期变化相比



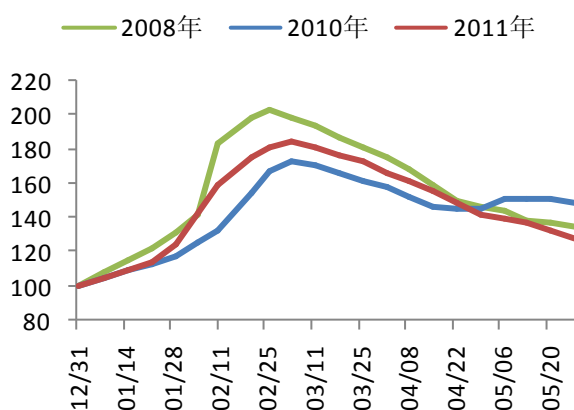
数据来源：WIND，安信证券研究中心，指标的定义同上。

第二、原材料行业产能过剩的现象已经逐步消除。2011 年二季度库存调整周期并不是供应端产能过剩的问题，而是需求端萎缩带来的主动去库存行为。

以钢铁为例，受到产能过剩的影响，2010 年二季度我们曾看到剧烈的库存去化、价格下跌以及产能利用率的下降。而 2011 年二季度我们可以观察到两个现象：（1）钢铁行业的产能利用率还维持在高位。（2）钢铁社会库存去化情况比 2010 年要好的多。如果供需缺口在收窄还能观察到明显的去库存周期，这意味着需求的软化是更为重要的原因。（见图 7-图 10）

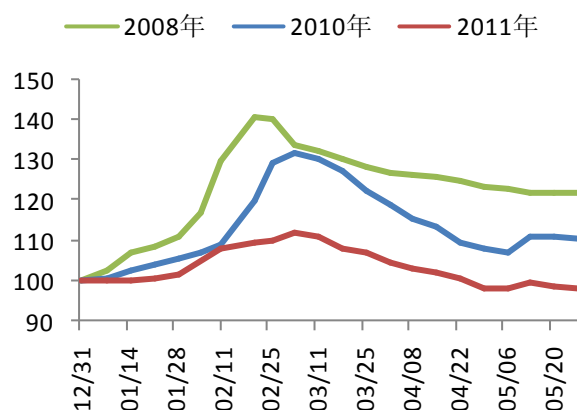
另一个例子是汽车行业，如果汽车行业受到供应链的扰动出现了产量的调整并波及上游原材料行业，那么汽车行业的产成品库存应该是下降的。但实际上，汽车经销商库存（无论是国产车还是进口车）以及汽车行业的产成品库存反而是上升的。（见图 11、图 12）

图 7、中国钢铁社会库存：长材



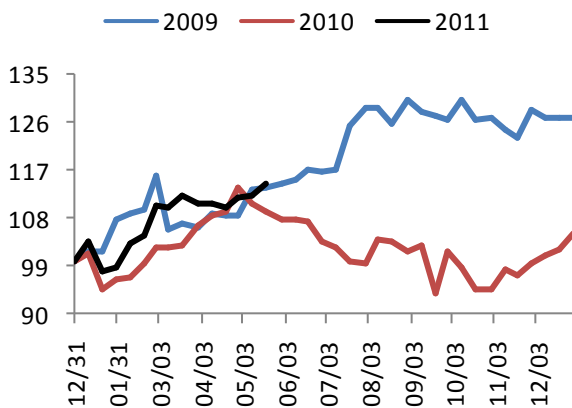
数据来源：Wind，安信证券研究中心
 注：假设上年最后一周数据=100

图 8、中国钢铁社会库存：板材



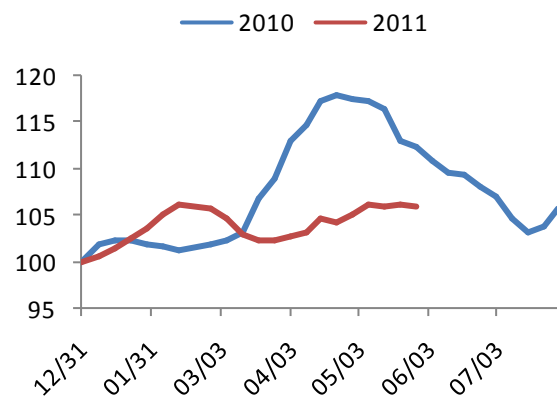
数据来源：Wind，安信证券研究中心
 注：假设上年最后一周数据=100

图 9、中国粗钢旬度产量



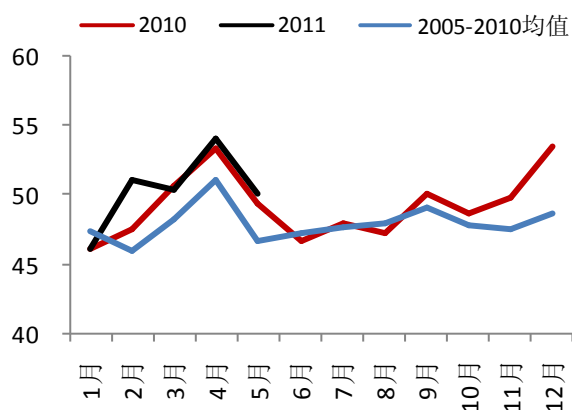
数据来源：Wind，安信证券研究中心
注：假设上年最后一旬数据=100

图 10、中国钢铁价格指数



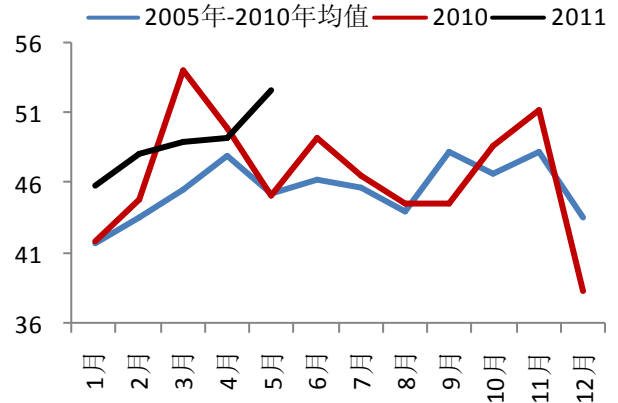
数据来源：Wind，安信证券研究中心
注：假设去年 12 月 31 日=100

图 11、中国交通运输设备 PMI 分项：原材料库存



数据来源：中采，安信证券研究中心

图 12、中国交通运输设备 PMI 分项：产成品库存



数据来源：中采，安信证券研究中心

第三、库存累积最严重的行业（房地产行业）还没有开始库存去化。从上市公司季报或者国家统计局统计的商品住宅新开工面积与商品住宅新开工面积剪刀差来看，地产库存处于累积阶段而非去化阶段。基于房地产市场自身的运行规律，我们判断房地产市场的库存调整行为（即房地产投资调整行为）还需要等待 1 到 2 个季度才能做出明确的判断（见图 13、图 14）。

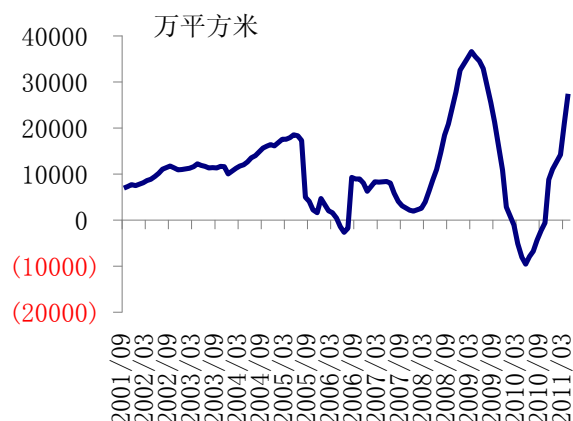
综合以上三点，我们认为库存周期的扰动并不是二季度经济偏软的核心要素。

图 13、上市房企库存累积周期



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 14、商品房销售面积-滞后一年的新开工面积



数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：均以累积 12 个月的面积表示

2.3. 核心问题是需求

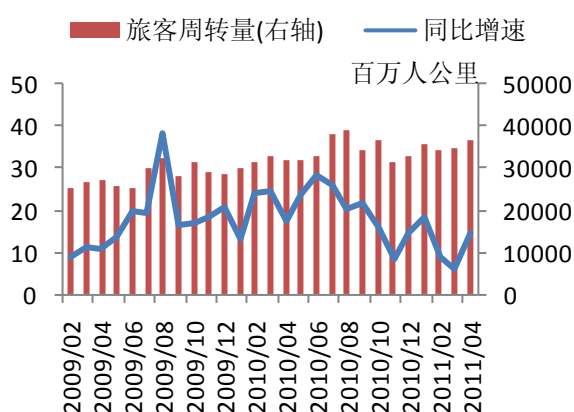
2.3.1. 信贷紧缩与内需反弹？

虽然存在日本供应链和库存周期的扰动，但二季度经济偏软的核心问题是需求，尤其是中游行业的需求。

从我国分行业的 PMI 新订单数据来看，可以观察到通用设备、专用设备、交运设备、金属制品的新订单分项数据均比 2005 年-2010 年的历史平均水平要差，也比 2010 年同期的绝对水平要低。从微观行业调研信息来看，部分工程机械公司从二季度开始调整产量，时点要早于往年，产量调整的幅度也更深。

需求偏软主要是受到信贷紧缩的影响。与信贷密切相关的汽车（1 月开始）、地产（4 月开始）、工程机械（5 月开始）的销售情况要低于市场此前的预期；与信贷相关度较弱的家电、航空的内需还保持旺盛。（见图 15、图 16）

图 15、航空旅客周转量同比增速(百万公里，%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 16、家电内销销量(万台，%)

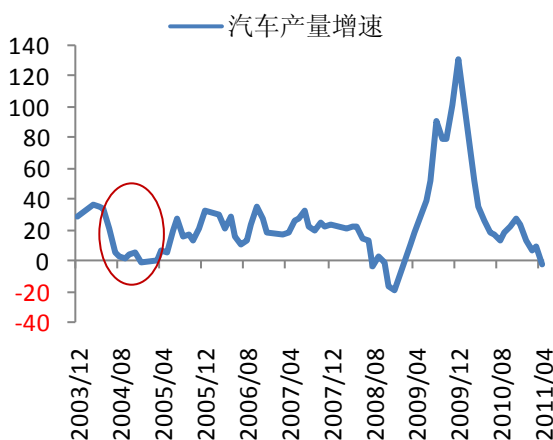
	4月当月	当月同比	4月累计	累计同比
洗衣机	345	25%	1326	27%
滚筒洗衣机	56	55%	227	77%
空调	665	36%	1987	31%
冰箱	627	16%	2104	16%
彩电	363	24%	1453	4%
LCD电视	316	28%	1259	13%

数据来源：产业在线，安信证券研究中心

2010 年三季度进入销售旺季，汽车、地产等行业的销量大幅反弹，乘用车销量同比增速由 13% 的低点反弹至 2010 年 11 月的 26%，商品房销量同比增速从 7-8 月份 -15% 反弹至 15%。二季度积累的库存得以充分消化。

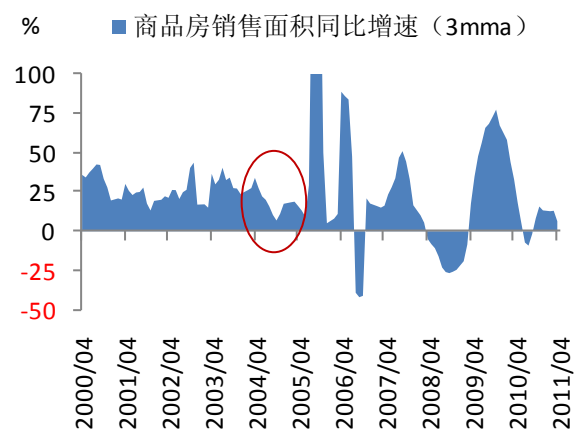
2011 年三季度，我们不一定能观察到需求的好转。今年的情况跟 2010 年有比较大的差异，一方面政策的刺激力度在减弱，比如小排量车的补贴政策到期后，国有品牌车型需求立刻下滑；另一方面，在信贷紧缩的背景下，汽车、地产、工程机械的需求都受到抑制。如果以 2004 年-2005 年上半年的信贷紧缩周期为例，我们很难看到信贷相关的可选消费需求有很大上升。

图 17、中国汽车产量同比增速



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 18、商品房销售面积同比增速 (3 个月移动平均)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

2.3.2. 海外增长动量放缓

从海外的情况来看，最核心的问题也不是日本供应链的问题。受到大宗商品价格上涨的影响，美国的消费环比增速自 4 月份开始放缓。占美国经济比重 60% 以上的服务业的需求也低于市场的预期。

在大宗商品价格调整空间不大的情况下，美国消费增速比我们预想的要低。5 月份美国 ADP 公布的私人就业数据中新增的服务业就业人数仅 4 万 8 千人，而今半年来月度新增服务业新增雇佣人数在 16 万人左右。如果消费疲软引起私人部门新增就业下降，比如从目前每月新增 20 万人下降至每月新增 10 万人，那么对于今年私人部门的收入和私人消费增速将大幅低于市场的预期。

3. 行业配置

我们认为二季度经济调整的实质不在于供应链的调整也不在于库存周期的扰动，核心的问题在于总需求的变化。因此三季度重新超配原材料板块需要看到以下几个清晰的信号：

- 1、PMI 新订单指数在 7、8 月份开始回暖，订单-库存指数出现明确的上升；
- 2、汽车经销商库存开始去化或者看到汽车销量同比上升至 10% 左右。
- 3、商品房销售结束目前的疲软趋势，出现“金九银十”。

4、欧元区 and 美国的 PMI 新订单指数进入正常波动区间。

我们认为出现这些信号的可能性存在，但概率很低。如果总需求按照目前的节奏缓和调整，不出现某一方面需求的巨降（即我们上文提出的情景二），那么上市公司盈利的下调空间有限，指数有望在 2500 一带出现反弹，最先看到的信号将是低估值和盈利增长确定的非周期股票估值的起稳。在这样的情景下，我们建议以低估值且业绩增长确定的板块为首要配置板块。具体的行业配置见下表：

表 1、行业配置与组合

行业	基准比例	超配	标配	低配	重点公司
农林牧渔	1.33		1.33		登海种业、敦煌种业、好当家、新希望
采掘	14.72		14.72		潞安环能、中煤能源
化工	7.35			5.13	中国石化、双龙股份、双良节能、江苏三友
黑色金属	2.45			1.23	新兴铸管、宝钢股份、新钢股份
有色金属	4.83			2.42	新疆众和、西部矿业、神火股份、西藏矿业、辰州矿业
建筑建材	4.16			2.08	亚泰集团、海螺水泥、中国化学、亚厦股份、东方园林
机械设备	5.94			5.93	国电南瑞、中集集团、中捷股份、杰瑞股份、中国南车、中国北车
电子元器件	1.78		1.78		江海股份、华天科技、法拉电子、顺络电子
交运设备	3.82			1.91	广汽长丰
信息设备	1.56		1.56		中兴通讯、大富科技
家用电器	1.38	2.76			格力电器、美的电器、老板电器
食品饮料	3.84	4.61			五粮液、贵州茅台、燕京啤酒
纺织服装	1.12		1.12		搜于特、探路者、七匹狼
轻工制造	0.96			0.48	齐心文具
医药生物	4.17		4.17		莱美药业、双鹭药业、益佰制药、康美药业、云南白药
公用事业	3.06	3.66			桂冠电力、京能热电、郴电国际
交通运输	4.33	5.20			大秦铁路、广深铁路、日照港
房地产	4.15	4.57			保利地产、荣盛发展、华业地产
金融服务	22.78	29.60			深发展 A、民生银行、中国平安、经纬纺机、国元证券、海通证券、中信证券
商业贸易	2.58		2.58		天虹商场、南京新百、西单商场
餐饮旅游	0.40	0.60			西藏旅游、湘鄂情、中国国旅
信息服务	2.56		2.56		软控股份、大华股份、东华软件、华策影视、博瑞传播、华谊兄弟
综合	0.76			0.00	

资料来源：安信证券研究中心

注：采用申万行业分类标准，行业权重以 2011 年 5 月 29 日行业流通市值为基准计算。该配置表仅针对申万一级行业分类，对于煤炭、建材等二级子行业我们建议超配。

分析师简介

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所，从事策略研究。

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，八年证券研究经验，2007年5月加盟安信证券研究中心，从事策略、行业组合研究。

分析师声明

范妍、程定华、诸海滨分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034