

经济改善空间有限，市场反弹持续性不足

证券分析师：郭艳红
执业编号：S0360210030002
Tel：010-59370855
Email：guoyanhong@hczq.com
联系人：胡国鹏 姜丕军
Tel：010-59370819
Email：huguopeng@hczq.com

投资要点

预计五、六月份是今年经济放缓最严重的时期，此时往往对应股指阶段性底部，但由于通胀仍未见下行，紧缩政策延续，银行日均贷存比考核加剧资金压力，预计当前市场整体仍将维持弱势。经济增长环比的改善可能带来短期反弹机会，但后续增长力度和质量都较弱，预计反弹空间不足、持续性较差。短期关注产销恢复比较明确的汽车及零部件，以及景气度持续较高的水泥、煤炭等板块。

- **市场环境：5、6月份经济放缓最严重，后续弱势复苏。**PMI显示经济增速放缓仍在继续，随后公布的工业增加值将显示出经济增速放缓的力度较大，此种情形出现，既是政策累加效应的体现，也受到部分临时因素的影响，其中汽车工业受日本震灾影响导致交运设备行业负面影响显著扩大；电力紧缺导致拉闸限电行为也对经济活动造成直接冲击，综合看，5月份最迟6月初，可能是经济活动最弱的时期。从影响经济活动的推动力看，与去年相比，后续即将出现的复苏，其力度以及质量都相对较弱。
- **市场预期：整体弱势，短期反弹空间不宜期望过高。**中期内，通胀仍未下行，政策紧缩压力延续，市场依然缺少持续性机会；短期看，从实体经济与股市表现看，经济回落最快阶段大致与股指阶段性低点同步。如06年3季度、08年4季度、10年2季度，而今年5、6月份很可能为经济回落最快的时期，从而股指在6月份可能出现阶段性低点，阶段性反弹将呈现。与此前几次重回增长趋势比较，此次面临的背景，无论从力度还是从质量上都相对较弱，从而将制约反弹空间，反弹持续性有待观察通胀水平治理情况，尤其是目前偏紧的政策背景，使得反弹空间不宜期望过高。
- **行业配置：需求改善的偏周期行业存在短期反弹机会。**6月份可能出现阶段性反弹机会，建议从以下角度跟踪行业机会：需求改善程度较大的行业，如汽车及汽车零部件、机械设备等；需求维持高景气，前期受系统性风险影响的行业，如水泥和煤炭；暂时回避低弹性、低估值的权重行业，如银行业。

目 录

一、 市场环境：5、6 月份经济放缓最严重，后续弱势复苏.....	4
1、 五六月可能为经济最弱阶段	4
2、 复苏将呈现，但质量较差	5
3、 等待核心负面因素改善	6
二、 市场预期：整体弱势，短期反弹空间不宜期望过高	7
1、 经济回落最快阶段大致与股指低点同步	7
2、 反弹力度取决于通胀治理效果	7
三、 行业配置：需求改善的偏周期行业存在短期反弹机会	9
1、 需求改善：汽车产业链	9
2、 需求维持高景气：水泥、煤炭等	10
3、 月底重回业绩明确可能超预期的银行类	11

图表目录

图表 1 PMI 继续下滑，显示经济放缓仍在继续.....	4
图表 2 工业增加值大幅回落，预期 5 月份将更大幅度下滑.....	5
图表 3 汽车行业草根调研：5 月份产销仍将不及预期.....	5
图表 4 汽车工业受震灾影响后恢复进程可能超预期.....	6
图表 5 部分省份保障性住房开工状况.....	6
图表 6 经济放缓最大时期，往往是股指阶段性底部.....	7
图表 7 经济上行过程中的股指三段论：上证 1996-2001 表现.....	8
图表 8 今年以来创业板业绩持续下调.....	8
图表 9 今年以来中小板业绩持续下调.....	9
图表 10 今年以来沪深 300 业绩不断上调.....	9
图表 11 汽车及零配件行业净利预期：近一个月显著调高.....	10
图表 12 汽车与汽车零部件行业滚动 PE.....	10
图表 13 五十五种品牌 42.5 级散装水泥平均价格.....	10
图表 14 四十三种品牌 32.5 级散装水泥平均价格.....	11
图表 15 建筑材料行业滚动 PE.....	11
图表 16 银行业 2011 年 PE 预期.....	11

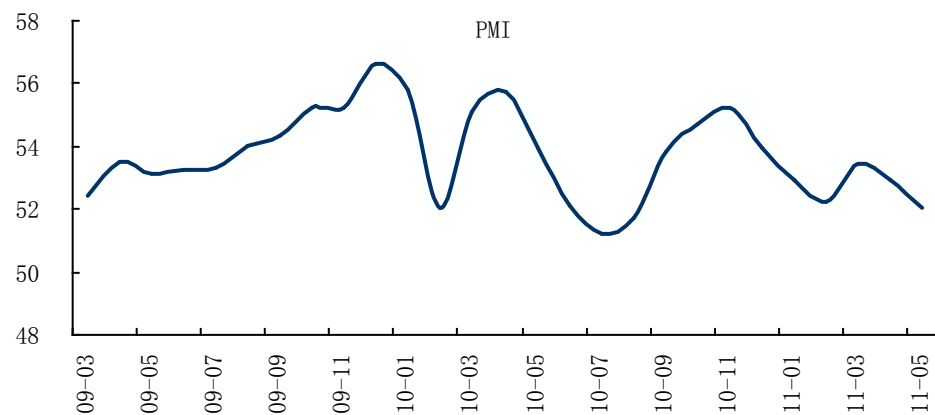
一、 市场环境：5、6 月份经济放缓最严重，后续弱势复苏

PMI 显示经济增速放缓仍在继续，随后公布的工业增加值将显示出经济增速放缓的力度较大，此种情形出现，既是政策累加效应的体现，也受到部分临时因素的影响，其中汽车工业受日本震灾影响导致交运设备行业负面影响显著扩大；电力紧缺导致拉闸限电行为也对经济活动造成直接冲击，综合看，5 月份最迟 6 月初，可能是经济活动最弱的时期。从影响经济活动的推动力看，与去年相比，后续即将出现的复苏，其力度以及质量都相对较弱。

1、五六月可能为经济最弱阶段

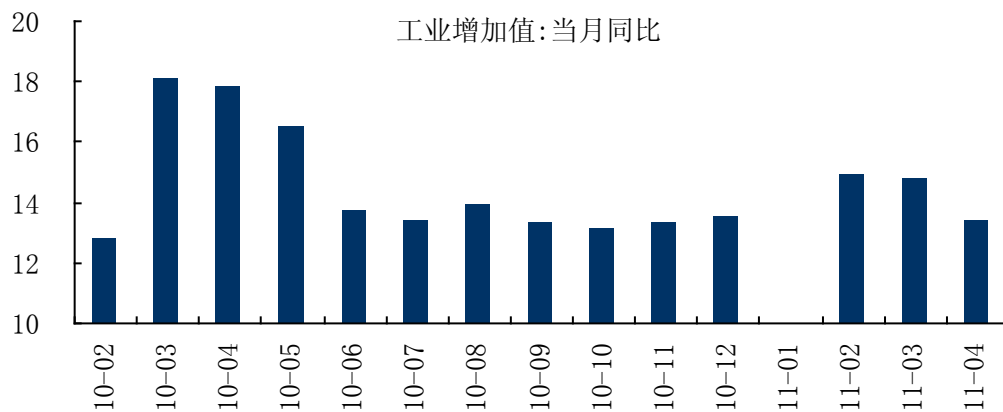
- **增速放缓进一步体现。** PMI 指数显示出经济增速放缓仍在继续，政策期望的目标正在兑现。即通过抑制过度扩张的总需求抑制通胀压力，目前看总需求回落将逐渐实现，等待通胀水平的有效回落。
- **增速回落幅度显著加大。** 此前预期经济增速回落为缓慢回落过程，从实际表现看，在多项政策叠加的效应下，同时部分临时因素的冲击，导致增速回落幅度显著较大，表现在 4 月份同比工业增加值上，该数值回落接近 1.5 个百分点，预期 5 月份工业生产活动放缓更加明显。
- **五六月份可能为景气度最弱阶段。** 五月份的回落预期之内，但回落幅度超出预期，其中既有政策累加效应，也有一定的偶然因素，如汽车工业受到日本震灾影响，在 5 月份集中体现；电力紧缺导致的拉闸限电等。

图表 1 PMI 继续下滑，显示经济放缓仍在继续



资料来源：wind

图表 2 工业增加值大幅回落，预期 5 月份将更大幅度下滑



资料来源：wind

图表 3 汽车行业草根调研：5 月份产销仍将不及预期

最终销量		12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	环比
江苏徐州	某 4S 店集团	3500	3050	2000	2850	2700	2700	3%
	东风悦达起亚	140	120	80	120	135	150	11%
北京	一汽丰田	70			40	53	34	-36%
河北保定	一汽大众	280	260	150	240	248	240	-3%
	广州丰田	100	110	30	80	80	65	-19%
山西太原	长安福特	350	300	100	199	172	170	-1%
	一汽奥迪	200		85	156	215	170	-21%
陕西西安	长安铃木	300	140	90	160	140	130	-7%
山东济南	一汽马自达 6	100	70	30	80	102	75	-26%

资料来源：华创证券

2、复苏将呈现，但质量较差

- **弱势局面改善应可看到。**从影响前期经济快速下行的因素看，经济快速回落的局面将得到扭转，可以观察到的改善信号包括：**汽车产销恢复**。从我们对汽车经销商的草根调研看，经销商补库存行为正在发生，将对汽车生产构成正面刺激，同时从汽车厂商的草根调研看，日本震灾影响的生产活动正在快速复苏，复苏进程可能超预期；**电力恢复**。5 月份发电量较低的原因，电价是主要因素之一，此前由于担心电力价格调整将影响通胀水平，但电力企业亏损运营导致发电积极性不高，上调电价后，虽然仍存在拉闸限电风险，但应该可以看到显著缓和；**PMI 购进价格下行利于制造业盈利改善**。影响制造业生产积极性的核心因素之一为去年四季度以来的原材料价格大幅上涨，导致成本无法有效转嫁，企业再扩产意愿降低，从最新的 PMI 购进价格看，原材料价格压力有所改善，对生产活动有所帮助。**超预期可能是保障房**。从最近公布的各省保障房建设看，多数开工在 30%左右，其中既有资金短缺因素，更多则是正常建设周期所致，如办理四证、申请资金等等，都是自身建设规律。6 月份开始逐月公布的保障房建设进度，可能预示着 6 月份开始正式进入建设周期，这与我们调研的情况也较相符。
- **复苏力度和质量不宜期望过高。**推动力上，与去年相比力度不够；去年 6 月份经济景气度达到年内低点后，地产和汽车行业出现迅速恢复，带动经济快速增长，但从今年看，未来地产行业虽有保障房对冲，但上半年地产业一直保持较高投资增速，并未显著下滑，

新增推动力有限；汽车行业作为去年下半年异常景气的行业，今年也难以再次重新上演；质量上，原材料成本居高不小，盈利能力改善度一般。原材料价格与 08 年状况完全不同，也不及去年 5 月份之后，即回落幅度不大，而企业产品价格上调过程仍未结束，并未完全转嫁成本，即便有所复苏，盈利质量改善空间也不大，需要关注后续海外经济以及受此影响的大宗原材料价格。

图表 4 汽车工业受震灾影响后恢复进程可能超预期

月份	主要结论
3 月 2 日	终端汽车销量下滑较大，属于市场正常调整，汽车终端价格依然坚挺，库存依然低位，生产供应成为对销量的重要限制因素。
4 月 5 日	3 月终端销量如期高增长，注意观望日本地震后续影响
5 月 2 日	所有经销商普遍表示不达当初制定的计划销量，压力比较大。4 月终端销量环比 3 月涨跌不一，部分品牌受到新车型上市和部分地区受到车展影响销量有上涨。其他地区略有下降。
5 月 24 日	调研表明，部分汽车公司的产能恢复将早于之前预期。
5 月 31 日	6 月终端销量不容乐观，6 月批发销量或将企稳。

资料来源：华创证券

图表 5 部分省份保障性住房开工状况

统计时间	省市区	开工状况
5 月底	上海	约 25%
5 月中旬	江苏	约 30%
4 月底	重庆	约 41%
6 月初	浙江	约 33.2%
4 月底	河北	约 37.4%
4 月底	广东	约 46%
5 月底	陕西	约 46%

资料来源：华创证券

3、等待核心负面因素改善

从今年以来影响市场的核心因素看，通胀水平仍未见下行，与之对应的紧缩政策将延续，尤其是 6 月份开始的信贷日均存贷比考核，仍将是制约市场表现的重要因素，该背景的改变仍需时日。

- **通胀是最核心因素。**造成当前制造业盈利空间不断挤压的根本原因为通胀水平快速攀升，尤其是在经济复苏前期。而造成此种现象出现的更深层次原因则在于全球央行的超常规货币政策，造成通胀压力并非一国政府可以治理，该背景改变前，新兴经济体经济周期大幅波动的特征难以改变。从通胀对多数 A 股上市公司即制造业影响看，通胀不仅直接推高了原材料成本，同时间接推高劳动力成本，为了治理通胀采取的比正常水平较高的信贷紧缩政策，也将导致资金成本的提高。而企业产品价格的调整却是缓慢过程，即转嫁成本需要时间，在此过程中，企业盈利将不断被侵蚀，通过提高管理效率、技术水平带来的对冲要么受制于空间有限，要么受制于需要较长时间。

- **改善过程漫长。**从影响企业盈利的因素看，由于 A 股上市公司多数仍集中在制造业，目前造成企业盈利空间受挤压的关键因素，即劳动力、土地（租金）以及资金成本都具有一定刚性性质，即总体处于不断上升进程；成本中，仅原材料成本存在一定波动，而随着全球经济的不断复苏，原材料成本出现大幅下行的可能性逐渐降低，从此次经济回落过程的原材料价格走势便可以看出，其下行空间可能有限。在此背景下，中国制造业盈利空间仍不具备持续扩大的基础。在此背景下，企业要么实现转嫁成本，影响产量，要么实现较高产量，拉动原材料价格，影响毛利，即不具备量价齐升的背景；此种过程，将延续较长时间。

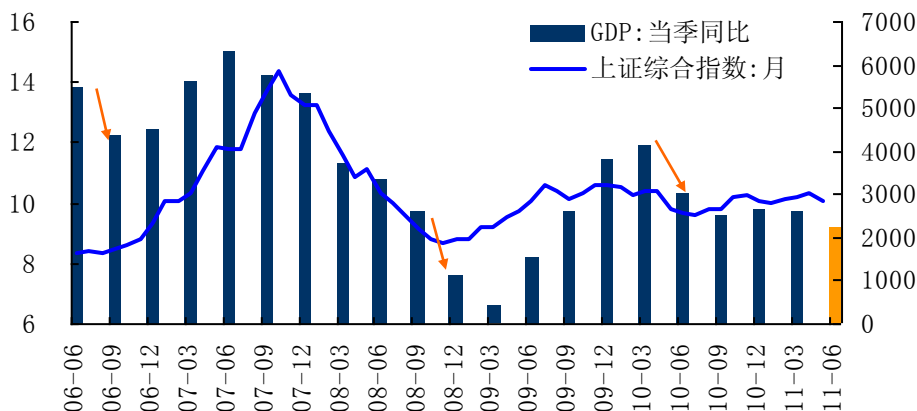
二、市场预期：整体弱势，短期反弹空间不宜期望过高

从实体经济与股市表现看，经济回落最快阶段大致与股指阶段性低点同步。如 06 年 3 季度、08 年 4 季度、10 年 2 季度，从目前看，5、6 月份很可能为经济回落最快的时期，从而股指在 6 月份可能出现阶段性低点，阶段性反弹将呈现。但与此前几次重回增长趋势比较，此次面临的背景，无论从力度还是从质量上都相对较弱，从而将制约反弹空间，其持续性有待观察通胀水平治理情况，目前看偏紧的政策未转变前，短期反弹空间不宜期望过高。

1、经济回落最快阶段大致与股指低点同步

- **历次经济放缓最大时期，为股市阶段低点。**股票市场作为经济领先指标，往往先于经济放缓而调整，调整的幅度取决于经济放缓程度；先于经济重回增长趋势而反弹，反弹的幅度取决于经济重回增长趋势的力度。近年典型的情形如 07 年 3 季度、08 年 4 季度、10 年二季度末等，都是比较典型的经济扩张或放缓程度最大时期，股市出现阶段性低点。从目前情况，5 月份和 6 月份很可能是经济放缓程度最大的时期，应当对应股市阶段性低点，6 月份将有阶段性底部出现。

图表 6 经济放缓最大时期，往往是股指阶段性底部



资料来源：wind

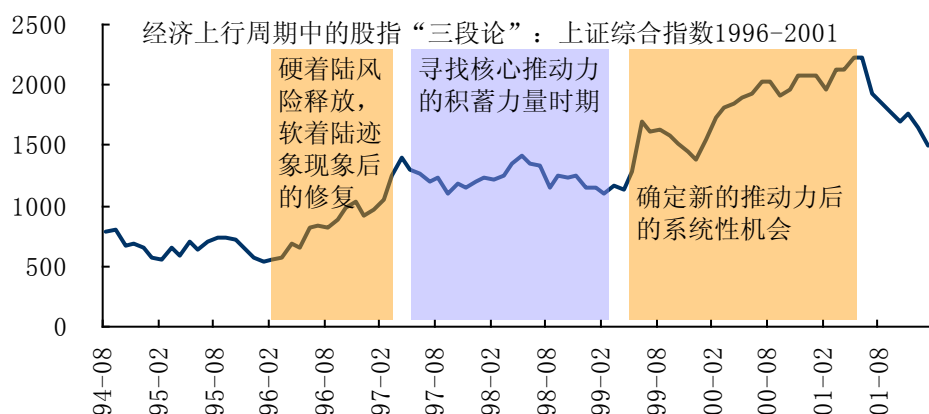
2、反弹力度取决于通胀治理效果

- **期间反弹力度可能有限。**从股市运行特征看，随着经济放缓最快时期来临，股市应当出现阶段性反弹。但从反弹力度看，取决于盈利改善预期以及流动性状况。从盈利改善看，如前文论述，在需求稳定甚至略有下降的情况下，多数制造业企业的核心成本未见趋势性改变，且劳动力、资金、土地及地租等成本仍处上行过程，原材料的期间波动，对盈利改善程度有限，这决定了企业盈利状况难以出现逆转，比较可能的情形为，大中型企

业盈利由于定价能力、抗风险能力较强，盈利可能继续维持，对于多数中小企业而言，目前经营环境比较艰难。

- **通胀水平回落状况决定股指后续走势。**在经济尚未达到繁荣期时出现的较高通胀水平，从各方面侵蚀企业盈利，且极大影响了经济增长的稳定性，造成周期紊乱。在通胀水平未能有效回落之前，多数企业盈利能力将不断恶化，同时政策面对流动性的控制将不断增强，股票市场难以出现持续性机会。预期 7 月份通胀水平将达到阶段性高点，但后续回落幅度将相对有限，股指具备反弹背景，但空间上有待进一步观察，综合看仍处于经济稳健增长前得蓄势阶段，股指整体上呈现区间震荡走势。

图表 7 经济上行过程中的股指三段论：上证 1996-2001 表现



数据来源：WIND

图表 8 今年以来创业板业绩持续下调



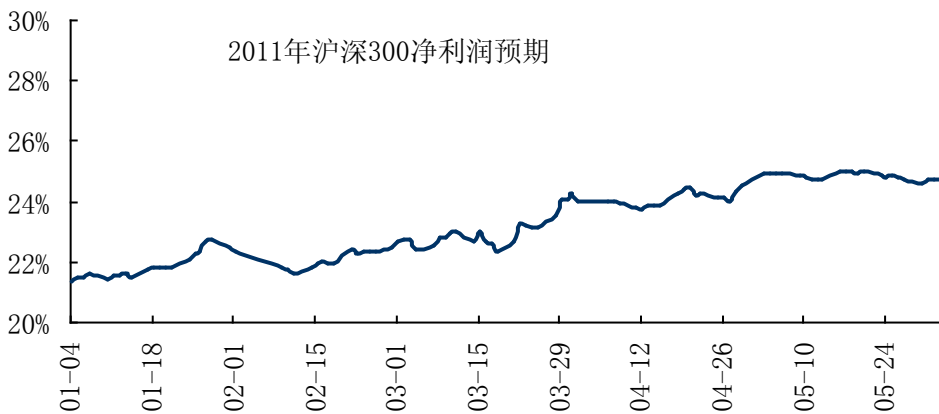
数据来源：华创证券

图表 9 今年以来中小板业绩持续下调



数据来源：华创证券

图表 10 今年以来沪深 300 业绩不断上调



数据来源：华创证

三、 行业配置：需求改善的偏周期行业存在短期反弹机会

6 月份可能出现阶段性反弹机会，建议从以下角度跟踪行业机会：需求改善程度较大的行业，如汽车及汽车零部件、机械设备等；需求维持高景气，前期受系统性风险影响的行业，如水泥和煤炭；暂时回避低弹性、低估值的权重行业，如银行业。

1、 需求改善：汽车产业链

6 月份主要日系车厂商将全面恢复生产，由于终端库存极低，6 月份日系车的批发销量将进入补库存阶段，预计可持续到 8 月份；2、汽车终端销量从 4 月份后进入下降阶段，主要表现为经销商处到店客流量明显降低，主要原因是日系厂商供货减少导致的优惠大幅减少；3、5 月下半月开始，经销商处汽车售价开始明显下降，预计随着供应增加，日系车优惠幅度大幅增加，6-8 月或出现全年的最大优惠幅度，将吸引消费者回到市场；4、我们判断下半年汽车销量将明显好于上半年，6 月份将是一个明显拐点。

图表 11 汽车及零配件行业净利预期：近一个月显著调高

项目	2011E	滚动指标	2012E	2013E
行业一致预期净利同比 (%)	30.39%	30.58%	20.25%	17.60%
行业一致预期 ROE (%)	17.53%	17.78%	18.07%	17.79%
总市值加权 PE	14.917	13.574	12.043	10.223
近一个月净利预期变化率 (%)	6.42%	8.23%	7.10%	8.28%

数据来源：华创证券

图表 12 汽车与汽车零部件行业滚动 PE

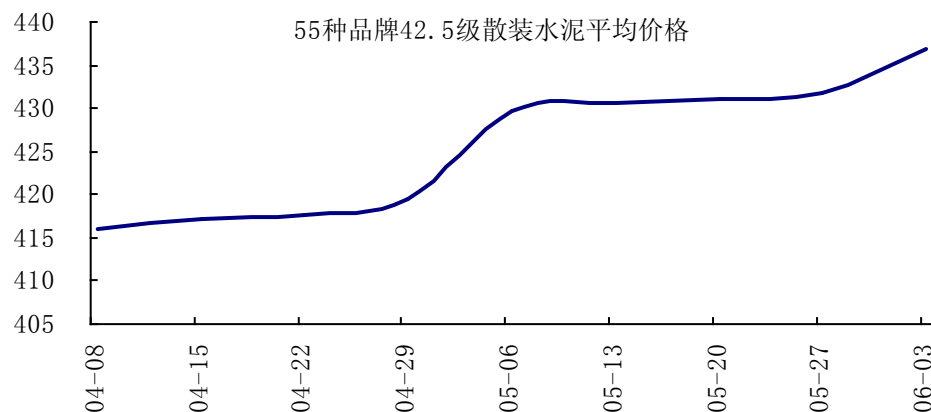


数据来源：华创证券

2、需求维持高景气：水泥、煤炭等

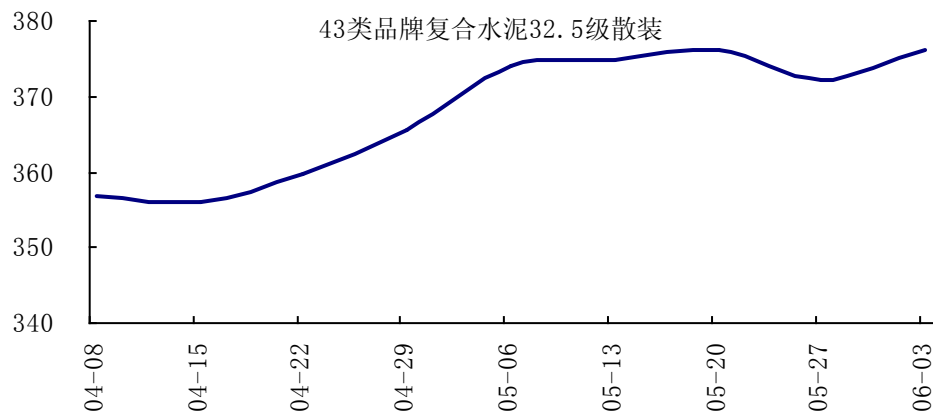
从行业景气度看，今年以来水泥与煤炭行业为持续高景气度的行业之一，表现出典型的量价齐升态势，受前期增长担忧影响，板块出现较大回调，但行业基本面仍处景气过程，尤其水泥行业，随着保障房建设逐渐展开，高景气将持续，短期具备反弹机会。需要关注的风险为，近年来的大规模投资，显然不具备持续性，只是目前尚未看到拐点到来。从价格信号看，多数品牌的水泥价格仍处上调过程，但空间将有限，否则对需求的抑制将明显，近期的确出现部分品牌水泥价格下调，如平顶山天瑞、海南海岛、黔西南拉法基以及北京和银川等地区也对 42.5 级水泥价格有所下调。

图表 13 五十五种品牌 42.5 级散装水泥平均价格



数据来源：WIND

图表 14 四十三种品牌 32.5 级散装水泥平均价格



数据来源: WIND

图表 15 建筑材料行业滚动 PE



数据来源: 华创证券

3、月底重回业绩明确可能超预期的银行类

从反弹角度看，前期相对抗跌的低估值板块，如银行、建筑类等，将相对较弱，由于这些行业业绩相对明确，7 月份之后随着半年报逐渐披露，由于多数公司盈利仍处于不断侵蚀过程，可能不达预期者仍然较多，业绩相对超预期的行业将再次成为热点，可在此次反弹后关注。

图表 16 银行业 2011 年 PE 预期



数据来源: 华创证券

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801