



证券研究报告·策略深度

成本压力回落下的短周期底部过渡

逻辑起点:

基于周期理论,我们一季度提出的“周期复辟”、二季度提出的“周期右侧、消费左侧”已为市场充分演绎,6月份之后我们思考更多的是经济与市场寻底的方式,从6月份“确定性增长”之后,我们开始讨论向短周期底部过渡的问题,从目前看,成本压力回落或是重要过渡方式。

主要观点:

向经济短周期底部过渡

我们前期多次指出,基于周期演进以及当前经济的特征,本轮经济短周期调整的底部或在10月份左右,环比底部在6月或7月,虽然目前仍不能直接观测到这个底部,但从领先指标如M1环比、PMI环比以及汽车产销量环比的分析看,已能初步推断出上述的结论。总而言之,6月开始,经济将逐渐向环比底部过渡。

成本压力回落的必然

生产放缓与成本压力是一对矛盾统一体,当经济向上时,对原材料的需求必会催生原材料成本;而原材料成本的过快上升,必然会抑制经济增长。从规律上看,生产企业购进价格趋势项环比通常领先1-2个月工业增加值产出缺口,因此在9月份前,我们将看到原材料价格的环比持续回落,成本压力回落是短周期回落的必然。

成本压力下降的现实

可以从两个方面看到成本压力回落:一是PMI购进价格指数,从2010年12月开始出现负增长,隐含着企业生产成本从今年以来是不断得到缓解的;其次是生产者购进价格指数(PPIRM)来看,目前出现显著下降的是有色金属材料类、黑色金属材料类、木材及纸浆类等,从季调环比看,按照回落显著性排序为“有色金属材料类>化工原料类>黑色金属材料类>燃料动力类>农副产品类>木材及纸浆类>建筑材料类>纺织原料类”。

短周期向底部过渡:成本压力回落下的配置策略

通过投入产出表的分析,我们选取成本回落影响显著的行业进行分析,通过对比分析行业毛利率、盈利、股价与产出缺口之间的关系,我们建议的配置顺序是“食品饮料(6月)→医药(6/7月)→汽车(6/7月)→TMT(8月)→机械TMT(8/9月)”。

投资策略

吴启权

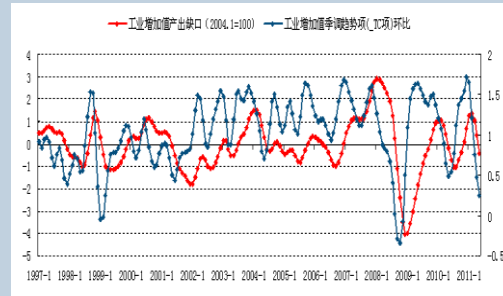
wuqiquan@csc.com.cn

010-85130211

执业证书编号: S1440210050002

发布日期: 2010年6月15日

工业增加值环比与产出缺口



相关报告

- 2011.4.13 《过渡期、库存加速与市场特征》
- 2011.4.15 《消费品:周期演进与左侧布局》
- 2011.4.18 《周期右侧 消费左侧》
- 2011.5.13 《从周期复辟到周期右侧》
- 2011.6.07 《选择确定性增长--2011年6月策略配置报告》

目录

前言:	1
一、向短周期底部过渡	2
1、高通胀下的短周期回落	2
2、短周期向底部过渡	3
二、短期成本压力回落的必然	5
1、成本压力回落是短周期下行的必然	5
2、成本压力下降已是现实	6
三、成本压力回落受益行业的产业链分析	8
1、燃料、动力成本下降受益行业	8
2、黑色金属材料类成本下降受益行业	8
3、有色金属材料类成本下降受益行业	8
4、化工原料类成本下降受益行业	8
5、农副产品类成本下降受益行业	8
四、成本压力回落受益行业分析	10
1、汽车业: 早周期、早受益	10
2、通信设备计算机制造业: 7-8 月布局	12
3、食品、软饮料制造业: 或已开始反映成本下降与景气回升	14
4、医药: 进入底部配置时机	17
5、通用设备制造业: 股价与景气周期同步	19
6、金属制品业: 8 月-9 月后进入配置时机	21
五、总结	22

图表目录:

图 1: 中国经济的短周期演进	2
图 2: 70 年代经济“滞胀”下美国经济短周期演进: 产出缺口与通胀	3
图 3: 70 年代经济“滞胀”下美国经济短周期演进: 产出缺口与产能利用率	3
图 4: 5 月份工业增加值趋势项环比及产出缺口仍在回落	4
图 5: M1 环比底部回升	4
图 6: PMI 生产指数环比已回升	5
图 7: 汽车产量环比领先产出缺口约 2-3 个月	5
图 8: 生产者购进价格指数季调趋势项环比略领先工业增加值环比	6
图 9: PMI 购进价格指数	7
图 10: 生产者购进价格指数	7
图 11: 生产者购进价格指数季调趋势项环比	7
图 12: 基于后向拉动的国民经济产业链结构	9
图 13: 汽车行业产出缺口领先工业产出缺口大约 2-3 个月	11
图 14: 狭义乘用车销量环比率先触底回升	11



图 15: 汽车行业产出缺口与股价指数	11
图 16: 通信设备计算机制造业与工业景气周期.....	12
图 17: 通信设备计算机制造业景气及利润周期波动.....	13
图 18: 通信设备计算机制造业毛利率变动.....	13
图 19: 通信设备计算机制造业产出缺口与股价指数.....	13
图 20: 食品、饮料制造业与工业景气周期.....	14
图 21: 食品制造业景气及利润周期波动.....	15
图 22: 饮料制造业景气及利润周期波动.....	15
图 23: 食品制造业毛利率变动	15
图 24: 饮料制造业毛利率变动	16
图 25: 食品制造业产出缺口与股价指数.....	16
图 26: 饮料制造业产出缺口与股价指数.....	16
图 27: 医药制造业与工业景气周期	17
图 28: 医药制造业景气周期与环比波动.....	18
图 29: 医药制造业景气及利润周期波动.....	18
图 30: 医药制造业毛利率变动	18
图 31: 医药制造业产出缺口与股价指数.....	19
图 32: 通用设备制造业与工业景气周期.....	19
图 33: 通用设备制造业景气及利润周期波动.....	20
图 34: 通用设备制造业毛利率变动	20
图 35: 通用设备制造业产出缺口与股价指数.....	20
图 36: 金属制品业与工业景气周期	21
图 37: 金属制品业景气及利润周期波动.....	21
图 38: 金属制品业毛利率变动	22
图 39: 金属制品业产出缺口与股价指数.....	22

前言：

回顾一季度的市场，是周期复辟的盛宴，是周期性行业轮动和弹性的狂欢，而我们的研究也从产能利用率提高到成本适应、再从成本适应到过渡期，预判了这轮周期股行情从触发、上升、高峰直到阶段性终结。进入二季度，我们在4月中旬的配置报告《周期右侧 消费左侧》中通过对产出缺口周期变化规律、工业增加值季调趋势项环比、PMI指数等指标的分析，明确指出，产出缺口将于4月份之后高点回落，之后将进入过渡性质的短周期下行阶段，温和“滞胀”将是二季度最主要的经济特征。目前来看，预测已经变成现实，资本市场也以调整的方式作出了明确的反应。

当前，随着经济的回落和市场的调整，悲观预期弥漫，经济“硬着陆”的提法屡见不鲜。从我们对于经济周期的研究，从09年开始，中国经济就进入了一轮新中周期进程，而这一进程又可以分为“复苏周期→主导产业周期→虚拟经济周期”三个库存周期。09年初到10年2月，展开的低利率环境下的复苏是复苏周期的上行阶段，2010年2月开始进入复苏周期的下降阶段，但本轮二次去库存并没有解决通胀问题，反而由于担心经济二次探底，7月份开始出现了货币放松，而后但产出缺口大幅上升，房价也再次上升。就目前的情形来看，政府从去年10月份开始逐步采取适度偏紧的货币政策和选择性的财政政策，重启去除复苏周期产生的泡沫问题，而本轮经济短周期在库存水平不高的情形下展开调整也验证了调整是政策的主动之举，从我们跟踪的短周期指标来看，9-10月份就是本轮经济短周期调整的底部。

站在当前这样一个时间点，我们认为，当前的市场预期中需要重新审视的有三个问题，第一个问题，经济的短周期底部会不会如我们预期在三季度出现。第二个问题，政策出手的着力点在哪里，这与通胀能否预期回落有直接的关系，如果通胀不回落，经济回落，即出现明显的滞胀形态，又当如何。第三个问题，主动补库存结束后，是如何与中周期的启动衔接的，这是决定未来的关键所在（见周金涛《二论从周期复辟到中游维新》）。

对于第一个问题，我们可以通过观察先行指标来逐步确认，我们在6月策略配置报告《选择确定性增长--2011年6月策略配置报告》中已经有明确的分析；第二个问题，7月份通胀回落之后的政策如何导向是一个极其难判断的问题；第三个问题，我们认为极有可能是经济短周期回落以及压制泡沫行为所带来的成本超预期回落。

本报告重点就第三个问题进行研究，我们将论述成本压力回落的必然与现实，对成本压力下降受益的行业做一个初步筛选，当然，最终还是回到对需求的研究上，成本压力下降只是我们考虑的一个方面，对行业的影响或者说，在成本压力下降背景下，需求的回暖才能将成本下降转化为对利润的驱动，这涉及到对行业景气周期运行的判断。

本报告总的结论是：

（1）本轮经济短周期调整的底部将在10月份前后，环比底部在7月份前后；

（2）在向底部演进过程中，生产成本压力回落将是一种必然和现实；

（3）对当前策略配置而言，我们将淡化周期和消费的争论，市场和经济短周期底部之前，我们建议关注食品饮料、医药、汽车、通信计算机制造等行业。

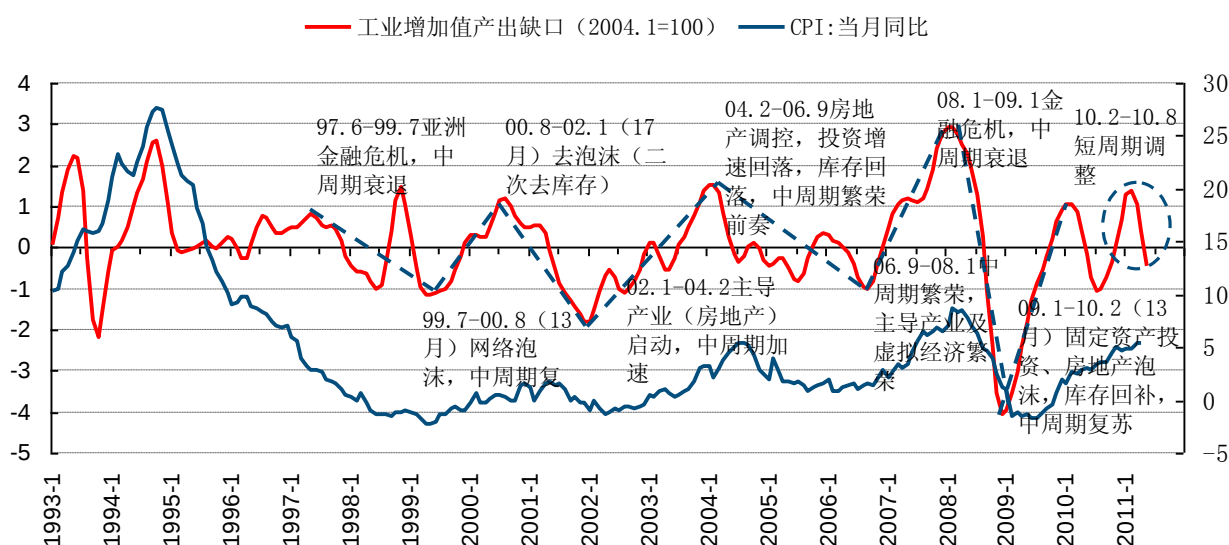
一、向短周期底部过渡

1、高通胀下的短周期回落

我们前期反复强调的观点是，当前经济的回落只是中周期加速向上过程中的短周期调整。虽然高通胀和去库存的组合被看作是硬着陆的可能，但去库存只是一个短期的周期波动，虽然我们目前的通胀很高，但这不是经济到达高峰的标志，它不同于经济中周期高峰时的高通胀，这只是滞胀型中周期的典型特点，是结构性的因素所导致的整体通胀中枢的上移。虽然它会抑制周期的高度与时间，但它不会使经济中周期被打断，事实上，对于当前的经济中周期而言，产能利用率的高企才是周期运行的核心问题，高产能利用率和合意的库存水平不会使经济存在硬着陆风险。这就是周期角度所认知的当前的基本经济逻辑。

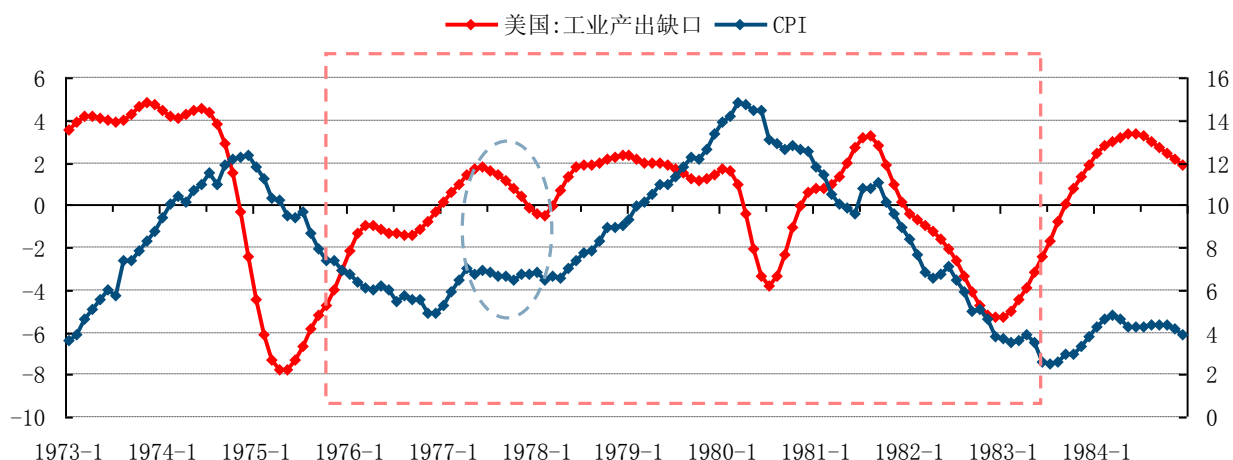
这种情况与 70 年代美国中周期非常类似。就当前的短周期调整而言，可类比 77 年 8 月至 78 年 2 月的美国就经济短周期调整。

图 1：中国经济的短周期演进



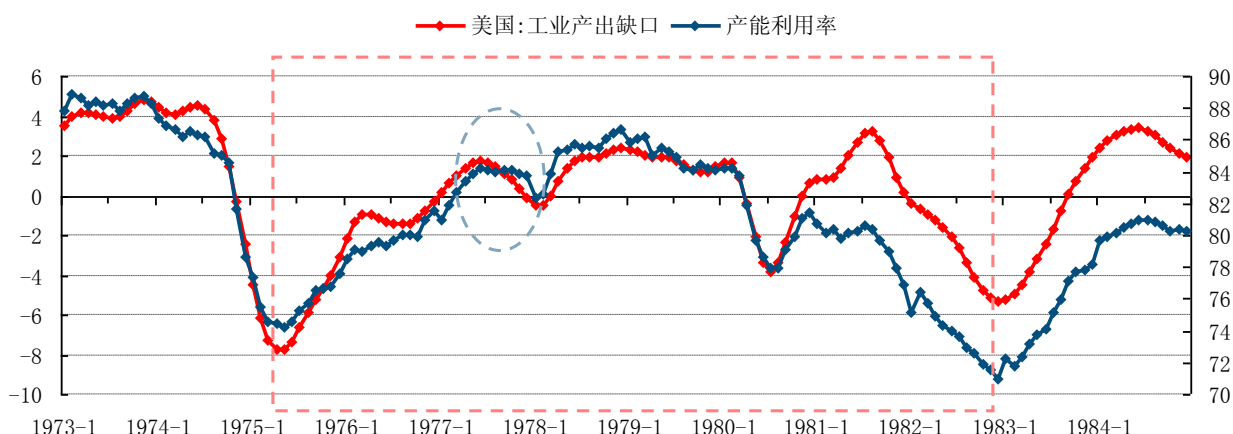
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 2：70 年代经济“滞胀”下美国经济短周期演进：产出缺口与通胀



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 3：70 年代经济“滞胀”下美国经济短周期演进：产出缺口与产能利用率



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

2、短周期向底部过渡

我们在 6 月的策略配置报告中，就已经对本轮经济短周期调整的环比底部进行研究，从领先指标，我们基本可以推断环比底部出现的时间在 6-7 月份，产出缺口的底部将在 10 月份左右：

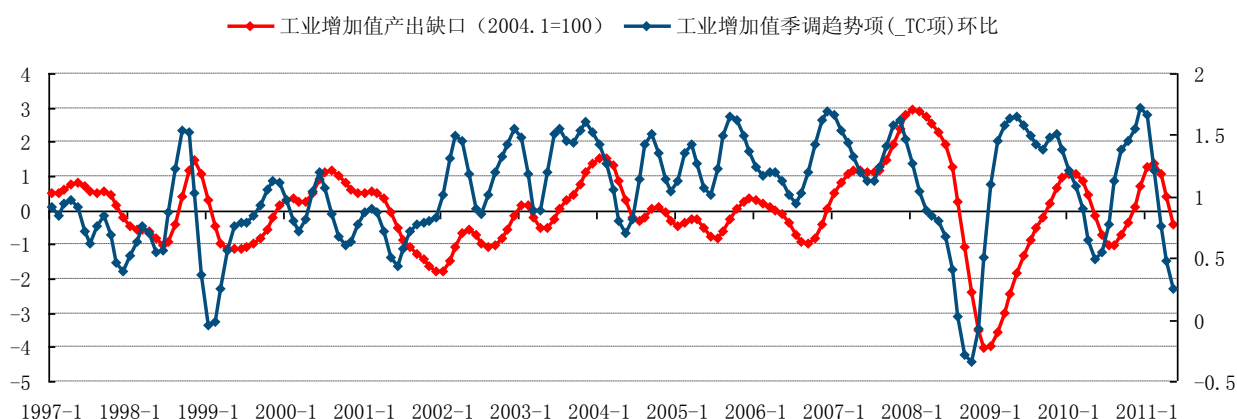
首先是 M1 环比。虽然 6 月份公布的 M1 数据并不乐观，但也并没有改变 M1 环比底部的形态，因此，根据 M1 环比判断的“6-7 月份也能看到工业增加值环比底部回升、10 月份前后工业短周期也将触底回暖”并没有改变。

其次是 PMI 指数。PMI 生产指数季调环比项领先产出缺口 3-4 个月左右，PMI 生产指数季调趋势项环比领先 3-4 个月趋势项，3 月环比底部，可推断趋势项 6-7 月达到底部，10 月前后工业产出缺口达到底部。

第三个指标是领先行业汽车的产销环比达到底部。汽车行业的产出缺口领先工业增加值产出缺口 2-3 个月，汽车环比变化领先其产出缺口 2-3 个月，如果 4 月份或 5 月份为汽车行业的环比底部，那么可以推断 7 月份前后为其产出缺口的底部，9-10 月份为工业生产短周期的底部。

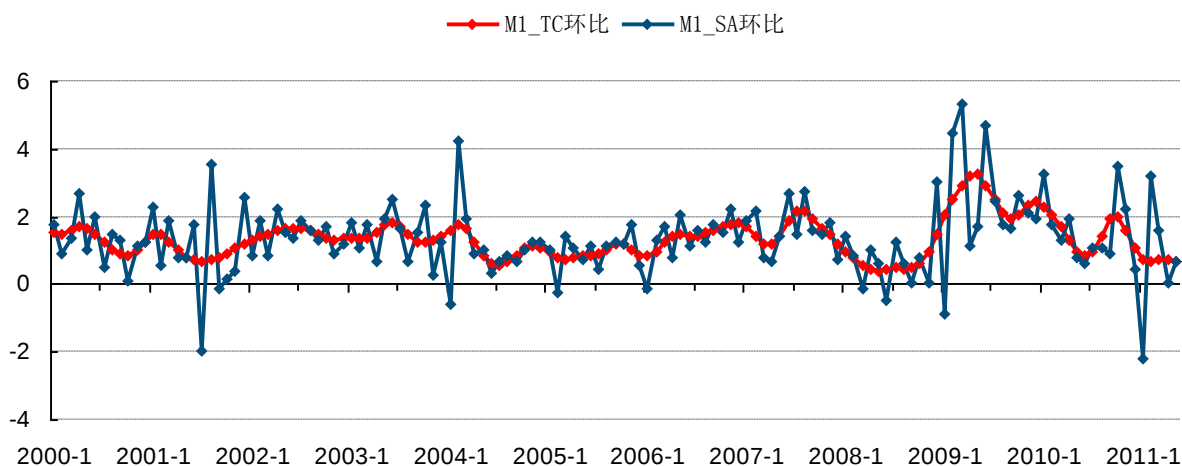
从上述三个领先指标我们都可以推断本轮经济短周期调整的底部将在 10 月份前后，而环比底部将在 6-7 月份。当前正向本轮短周期环比底部过渡。

图 4：5 月份工业增加值趋势项环比及产出缺口仍在回落



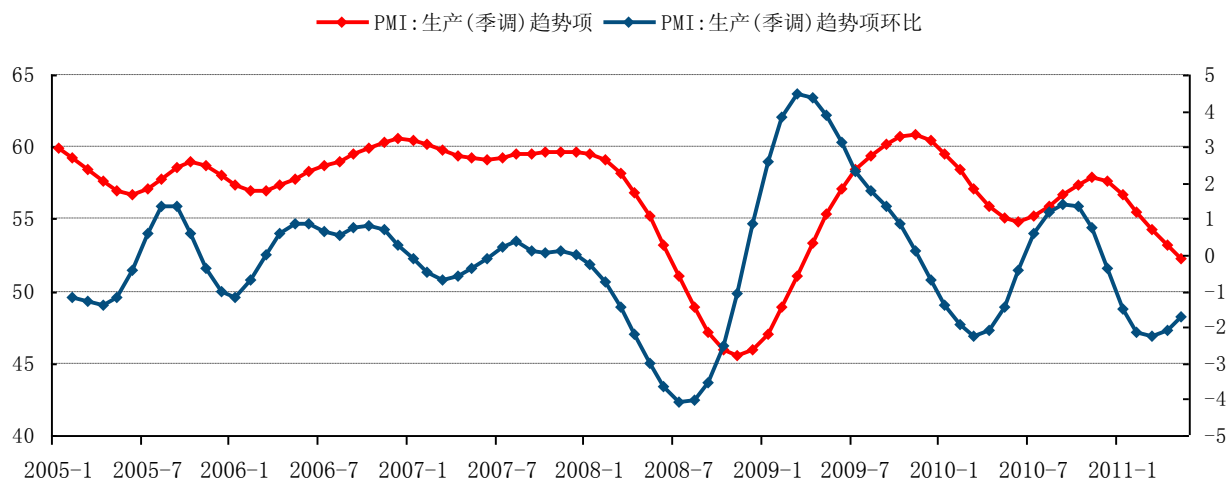
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 5：M1 环比底部回升



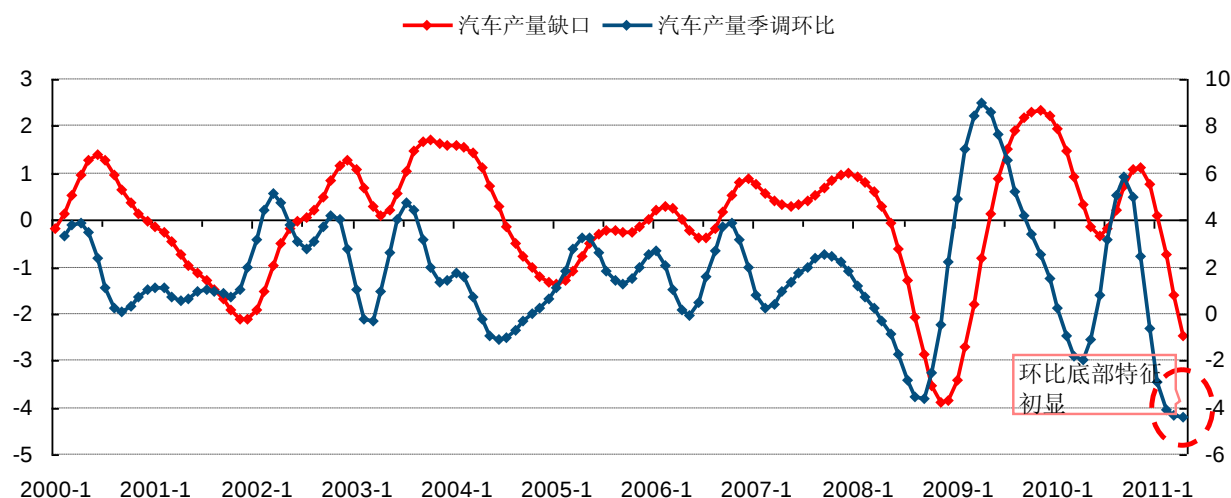
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 6: PMI 生产指数环比已回升



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 7: 汽车产量环比领先产出缺口约 2-3 个月



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

二、短期成本压力回落的必然

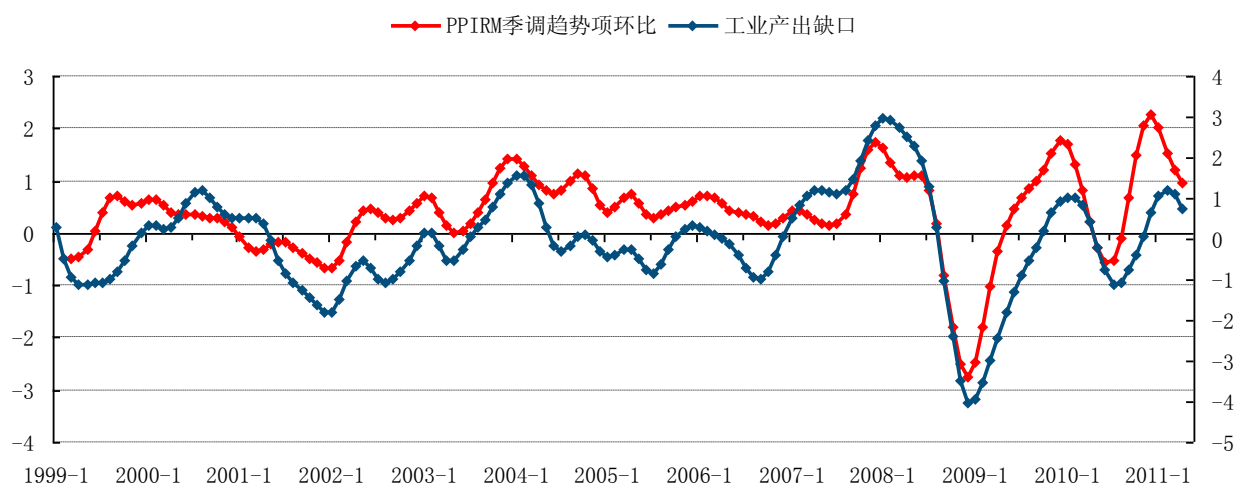
1、成本压力回落是短周期下行的必然

生产放缓与成本压力是一对矛盾统一体, 当经济向上时, 对原材料的需求必然会催升原材料成本; 而原材料成本的过快上升, 必然会抑制经济增长, 或者说, 原材料价格将是经济环比增长的敏感指标。从规律上看, 生产企业购进价格趋势项环比通常领先 1-2 个月工业增加值产出缺口, 也就是说, 比工业增加值环比滞后 2 两

月左右的时间，而我们判断经济短周期底部将在 10 月份左右，从这一点来看，9 月份前，我们将看到原材料价格的环比持续回落。

在短周期下行背景下，我们探讨成本回落对行业的影响是有意义的。

图 8：生产者购进价格指数季调趋势项环比领先工业增加值环比



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

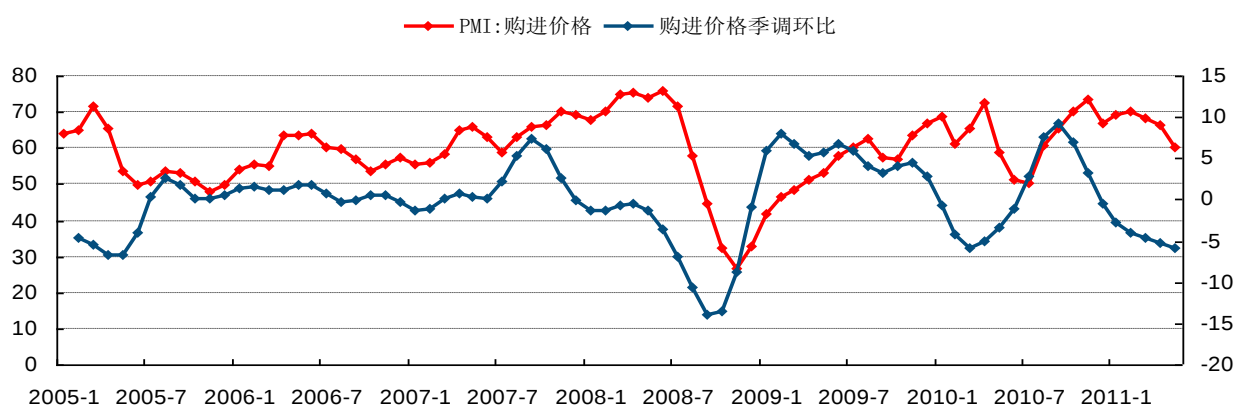
2、成本压力下降已是现实

从 PMI 购进价格指数分析看，2010 年 11 月达到本轮复苏以来的高点之后小幅回落，5 月份该指数为 60，但季调趋势项环比从 2010 年 12 月开始出现负增长，5 月份环比下降幅度达到 5.8%，从环比看，企业生产成本从今年以来是得到不断缓解的。

从生产者购进价格指数（PPIRM）来看，目前出现显著下降的是有色金属材料类、黑色金属材料类、木材及纸浆类等，建筑材料类略有回落，而纺织原料、农副产品则保持高位，燃料及动力类则仍在上升。

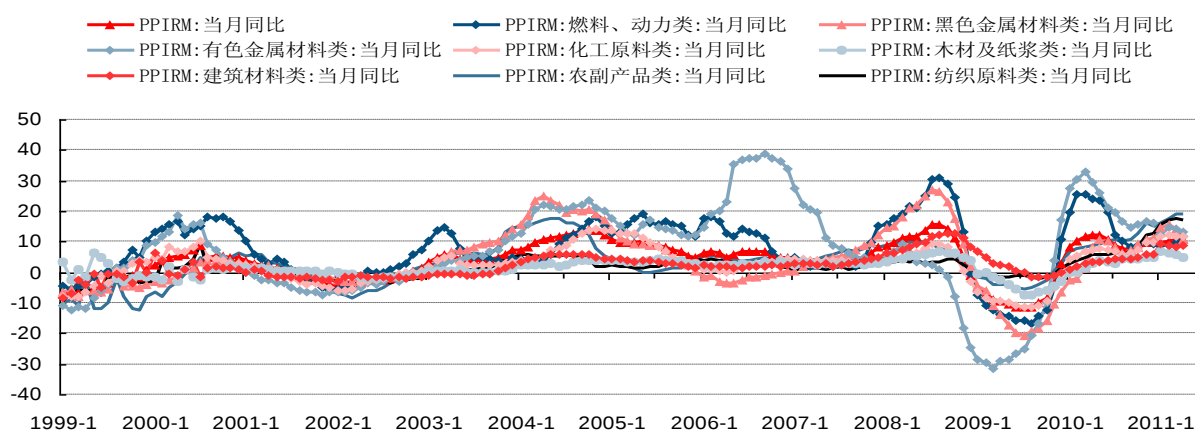
从季调环比看，多数原材料购进价格在 2010 年 12 月前后达到高点，目前仍处于环比回落阶段，虽然仍未出现环比负增长，但成本的边际压力减缓已经成为短期趋势，从不同原料购进价格环比回落幅度和速度看，成本边际压力下降按照显著性排序为“有色金属材料类 > 化工原料类 > 黑色金属材料类 > 燃料动力类 > 农副产品类 > 木材及纸浆类 > 建筑材料类 > 纺织原料类”。

图 9: PMI 购进价格指数



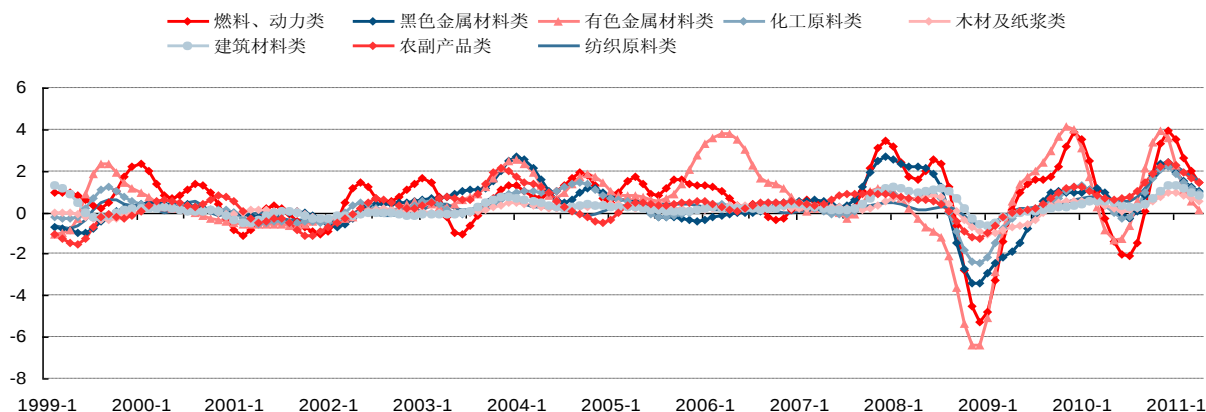
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 10: 生产者购进价格指数



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 11: 生产者购进价格指数季调趋势项环比



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

三、成本压力回落受益行业的产业链分析

上述分析中我们指出了在未来一个季度内，生产企业的采购成本有可能出现持续下降，那么，从产业链的角度看，成本下降将如何向产业链传导？这也是我们分析成本下降受益行业的分析基础，基于 2007 年投入产出表我们构建了包括 40 个行业的产业链。

1、燃料、动力成本下降受益行业

燃料、动力类主要包括煤炭、石油及电力等行业，后者的价格弹性较低，因此，如果燃料、动力类的购进价格下跌，应该更主要指的是煤炭和石油，从产业链的角度看（括号内为完全消耗系数，所谓完全消耗系数指 1 单位产出需要直接和间接消耗某种产品的数量之和）：

煤炭价格下跌最主要受益的行业将是电力（0.21）、非金属制品（0.11）、燃气生产（0.11）以及化工（0.08）等行业；

石油价格下跌主要的受益行业是交运仓储业（0.25）以及化工（0.20）；

2、黑色金属材料类成本下降受益行业

所谓黑色金属材料主要指钢铁业，如果钢铁价格下跌，成本下降受益的行业较多，影响大小按顺序包括：金属制品业（0.54）、专用设备制造（0.41）、通用设备制造（0.38）、汽车（0.30）、建筑业（0.25）、电气机械制造（0.19）、仪器仪表（0.13）以及通信计算机设备制造（0.10）等行业

3、有色金属材料类成本下降受益行业

有色金属材料成本下降影响的行业按照先后顺序，包括：电气机械制造（0.48）、金属制品（0.22）、通用设备（0.21）、通信设备计算机制造（0.16）、汽车（0.15）、仪器仪表（0.14）以及家电（0.13）等行业；

4、化工原料类成本下降受益行业

化工业的细分子行业众多，即使按照统计局的划分，也可以分为化学原料、化学纤维制造、橡胶制品、塑料制品等行业，其中的化学原料更可以细分为基础化学原料制造、肥料制造、农药制造、合成材料制造、专用化学产品制造以及日用化学等等。

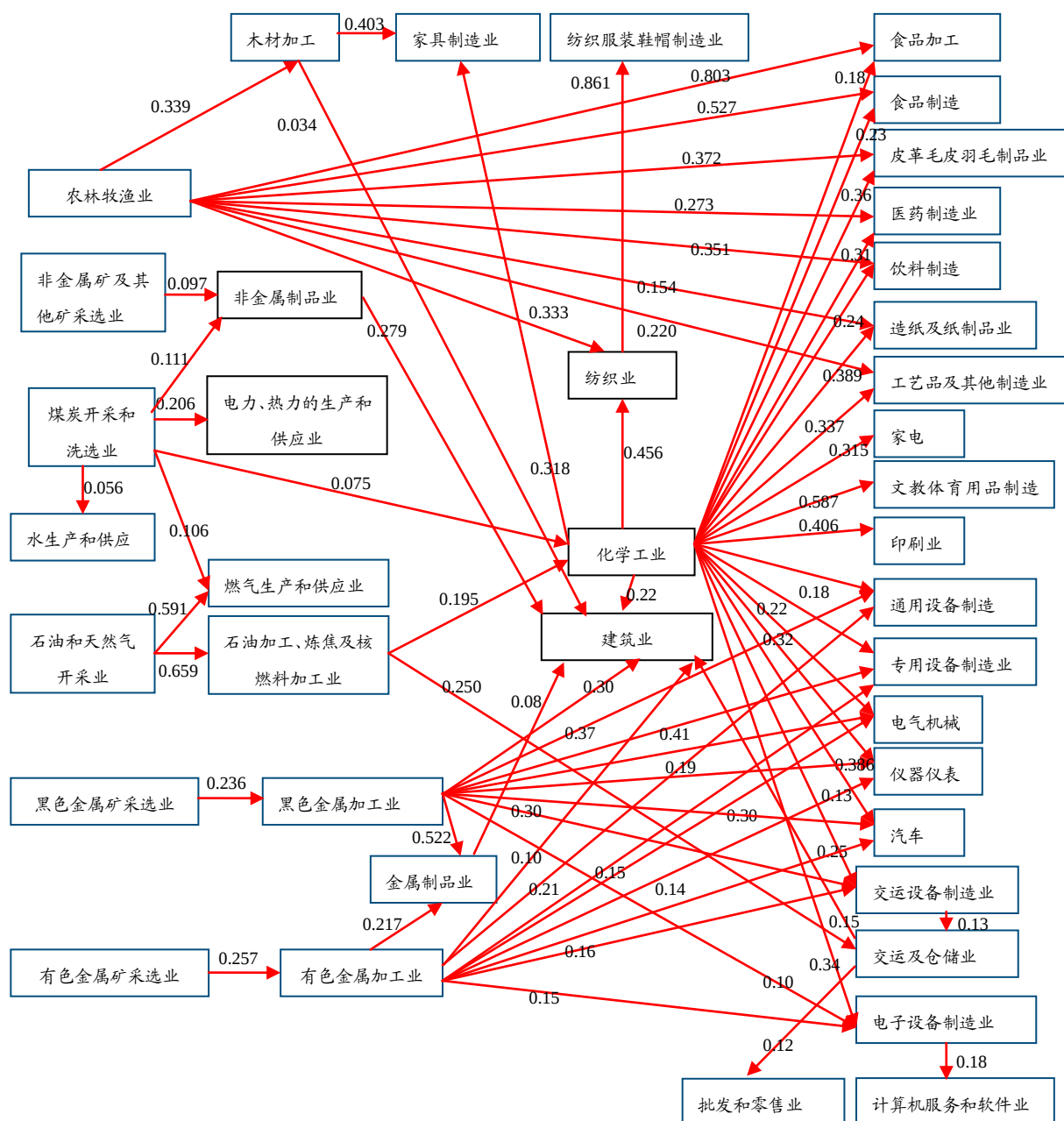
我们仅分析化工作为一个总体来分析，化工原料成本下降影响的行业包括：纺织业（0.46）、印刷业（0.41）、造纸业（0.39）、仪器仪表制造（0.39）、木材加工（0.35）、纺织服装（0.35）、通信设备及计算机制造（0.35）、电气机械（0.32）、家电（0.31）、医药（0.31）、汽车（0.28）、非金属制品（0.27）、饮料制造（0.24）、食品制造（0.23）、专用设备（0.22）等行业。

5、农副产品类成本下降受益行业

从产业链角度看，农副产品类主要包括农副食品加工业，其上游应该是农林牧渔业。如果农副产品类成本下降的话，受益的行业主要在食品制造业（0.21）、饮料制造业（0.19）、医药（0.08）等行业。

我们也看到，部分行业是双重或多重受益：金属制品受益于黑色及有色材料成本下降；汽车、通用设备、通信计算机、仪器仪表等行业受益于黑色、有色、化工等成本下降；食品、饮料以及医药等行业受益化工和农副产品成本下降。

图 12：基于后向拉动的国民经济产业链结构



数据来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部 根据 2007 年 135x135 投入产出表整理



四、成本压力回落受益行业分析

虽然我们通过分析找到了成本下降受益显著的行业，但并不意味着成本下降之后能为这些行业带来利润的好转，关键还需要考量这些行业本身的需求，或者换言之，我们还需要考察这些行业的景气周期运行情况。

我们在《选择确定性增长--2011 年 6 月策略配置报告》中已经对这一问题做了探讨，我们认为从细分行业来看，虽然绝大多数行业景气在一季度先后开始下行，但不乏继续向好的行业：煤炭、食品制造、非金属制品、仪器仪表、电力和通信等，预计这些行业二季度盈利状况继续好转，存在超预期的可能，因此可能存在中报行情。对于饮料制造和医药行业，虽然其景气周期有可能继续回落，但我们认为这两个行业二季度业绩仍将保持稳定。

但我们更关注三季度即短周期回升前成本压力减缓的行业景气变化。

1、汽车业：早周期、早受益

汽车行业受于黑色（0.30）、有色（0.15）、化工（0.28）等成本下降影响是比较显著的。

在经济周期波动的一般规律而言，耐用消费品包括汽车、地产、家电等是比较典型的早周期行业，最先上升也最先下降。在经济复苏过程中，由于利率和成本降低，刺激汽车等耐用消费品的复苏，并沿着产业链传导。

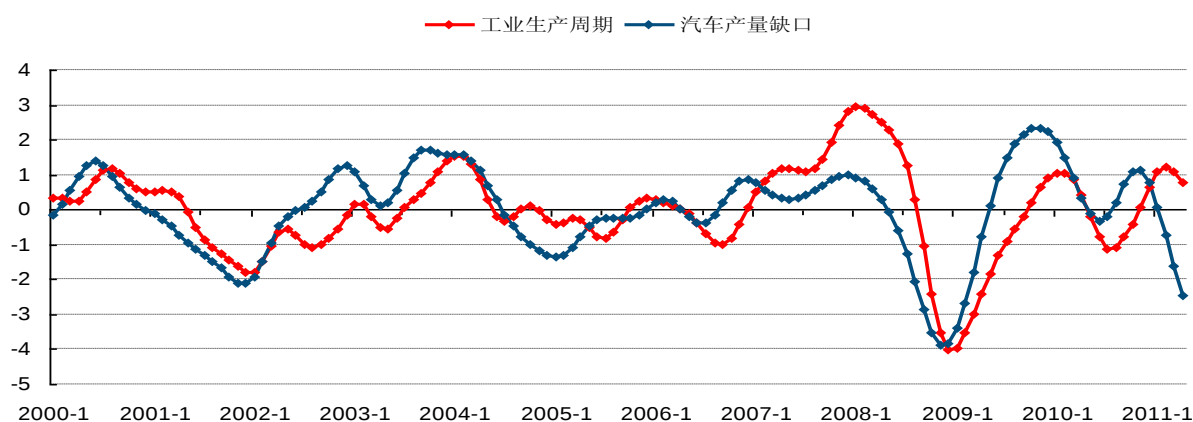
而汽车产量（或销量）领先经济的周期性变化是很显著的，通常情况下，汽车行业的产出缺口领先工业增加值产出缺口 2-3 个月，这一轮短周期下滑，汽车行业从 1 月份就已经开始显著下滑，但工业产出缺口 3-4 月份才开始显著下滑。

汽车的产出缺口目前仍处于下行阶段，我们仍然难以推断工业短周期运行何时见底。但从汽车产量的季调趋势项环比来看，其底部特征已非常显著，尤其是狭义乘用车销量环比已经显著触底回升。

一般情况下，汽车环比变化领先其产出缺口 2-3 个月，如果 4 月份或 5 月份为汽车行业的环比底部，那么可以推断 7 月份前后为其产出缺口的底部。因此，在向短周期底部过度过程中，汽车行业景气短周期有可能率先触底回升，需求的触底回升、成本压力的缓解，使得汽车行业在短周期过度中弹性逐渐显现。

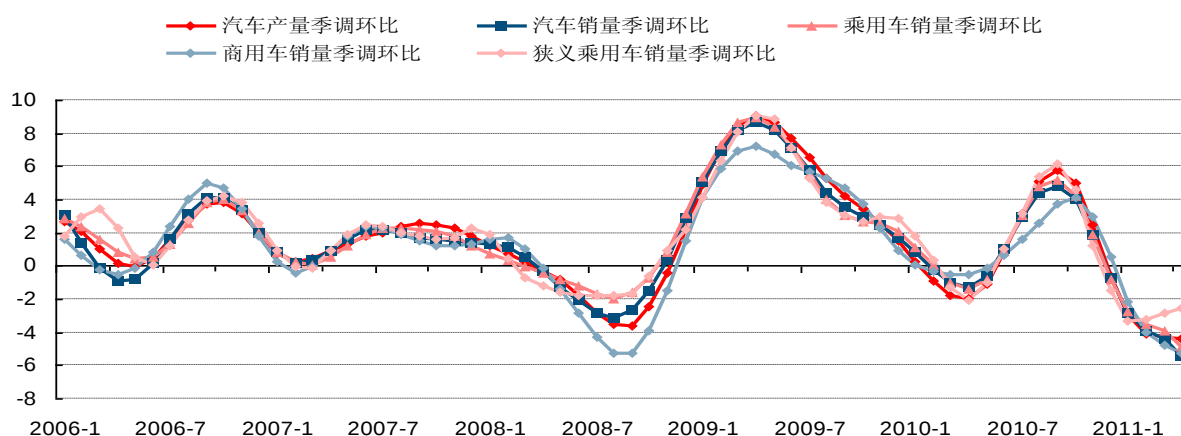
从股价表现来看，汽车行业的股价指数基本同步或略有领先行业的产出缺口，受需求回暖、成本下降影响，汽车行业，6 月份或 7 月份应该是股价的底部。

图 13: 汽车行业产出缺口领先工业产出缺口大约 2-3 个月



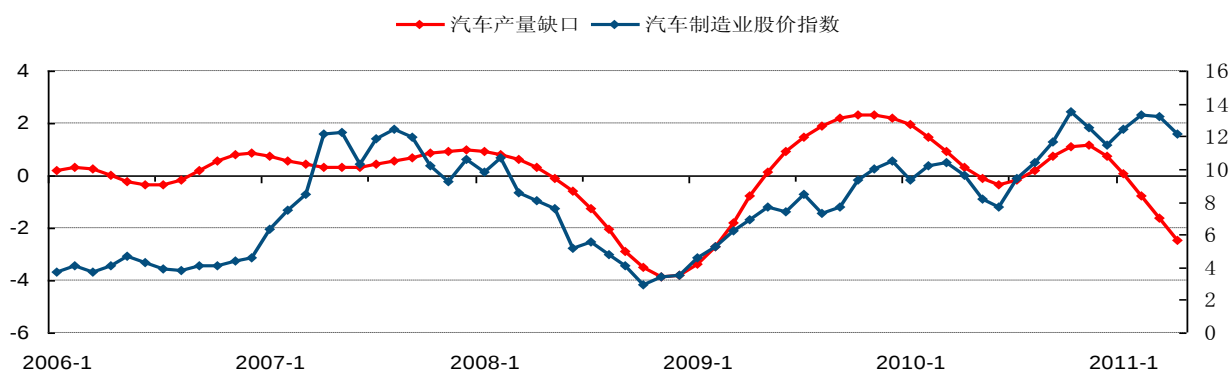
数据来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 14: 狭义乘用车销量环比率先触底回升



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 15: 汽车行业产出缺口与股价指数



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

2、通信设备计算机制造业：7-8 月布局

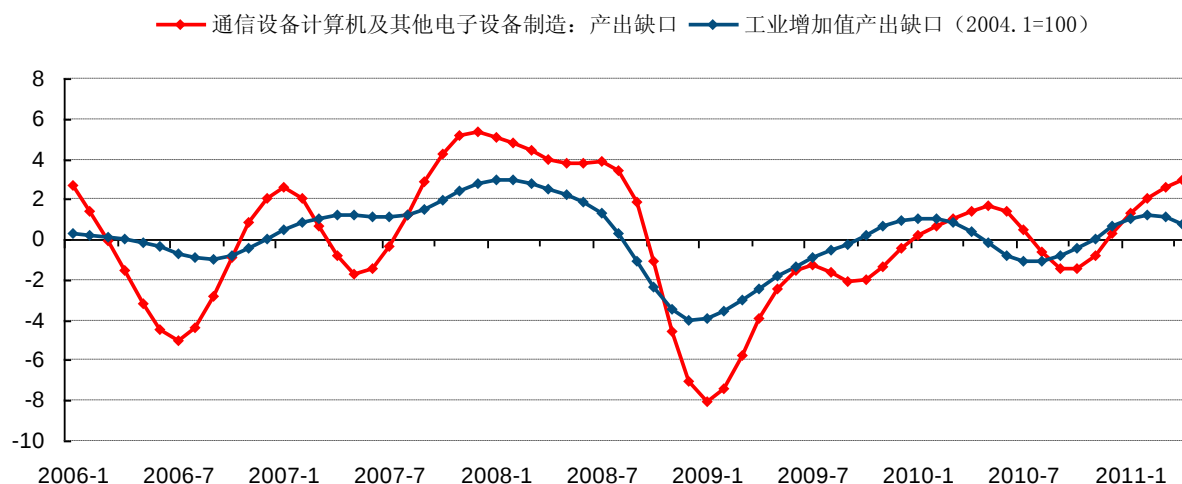
通信设备计算机制造业的成本主要来自于黑色金属、有色金属以及化工等原材料，原材料成本下降或者至少是边际下降对行业的将是比较显著的。

从利润情况来看，一季度行业利润率同比增长只有 7%多一点，远远低于全年 25.7%的一致预期，也远低于历年 25.5%的历史平均水平。但一季度利润总额同比增速比 2010 年四季度还是有所回升的，与行业景气周期运行规律是一致的。而二、三季度行业景气仍将向上，随着成本边际压力下降，毛利率将持续得到改善，利润情况也将会有所好转，因此，从全年来看，一季度有可能利润有可能是全年的低点。

从工业产出缺口的角度看，通信设备和计算机制造业的周期波动较工业生产更为频繁，从 2008 年底经济复苏以来的周期波动看，通信设备及计算机制造业周期略为滞后于工业生产周期，滞后时间大约是 2-3 个月，因此，通信设备计算机制造业产出缺口的高点有可能出现在 5 月前后。

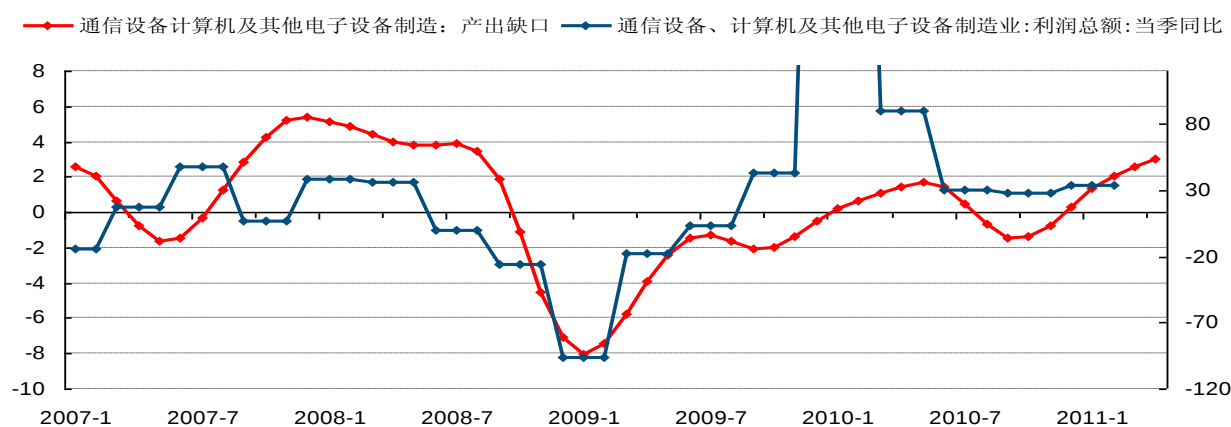
从股价表现来看，股价通常提前 3 个月反映行业增加值产出缺口，3 月份开始显著回调，或已经对 5 月分之后的行业景气周期下行有所反映，而根据该行业产出缺口与工业增加值产出缺口之间的关系，我们初步推断 11 月是通信计算机制造业的产出缺口的底部，从而可以推断，8 月份应该是该行业股价的底部，当前而言，将逐渐进入左侧布局的时机。

图 16：通信设备计算机制造业与工业景气周期



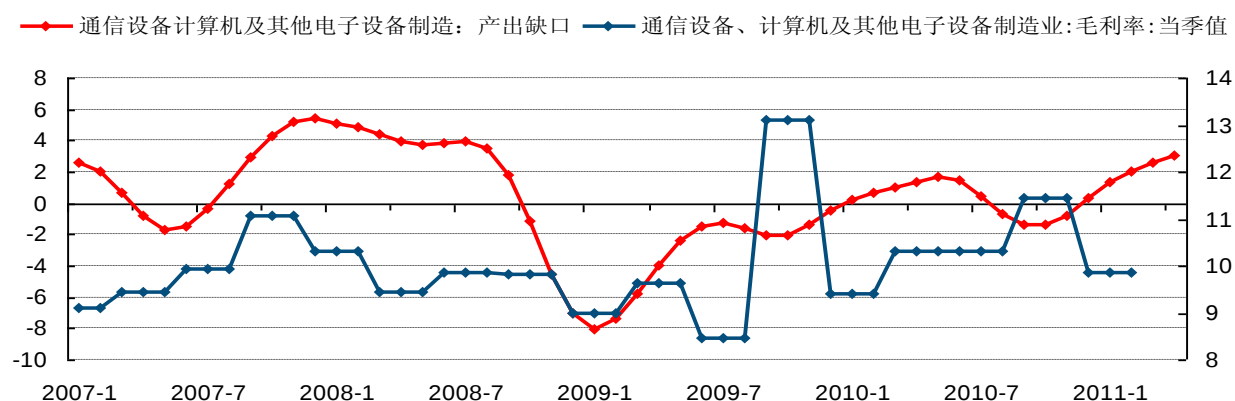
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 17: 通信设备计算机制造业景气及利润周期波动



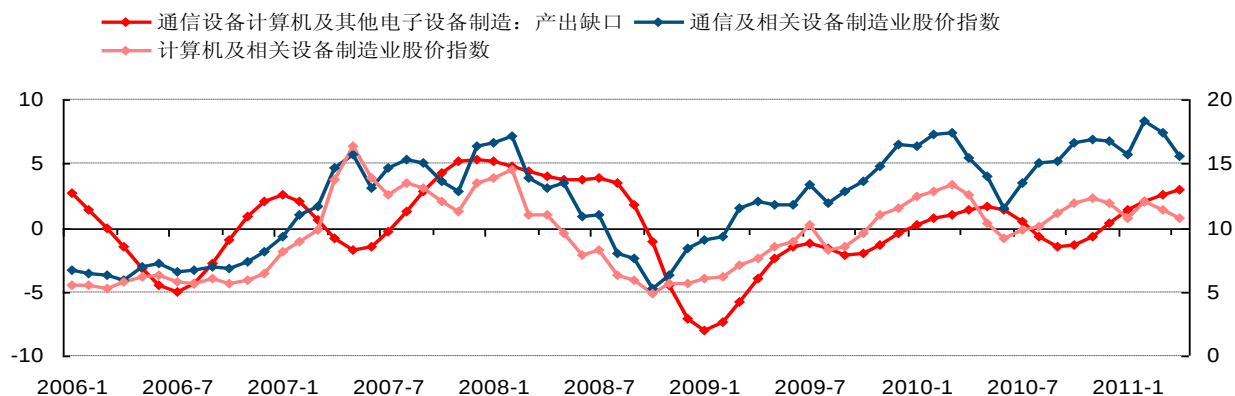
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 18: 通信设备计算机制造业毛利率变动



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 19: 通信设备计算机制造业产出缺口与股价指数



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

3、食品、软饮料制造业：或已开始反映成本下降与景气回升

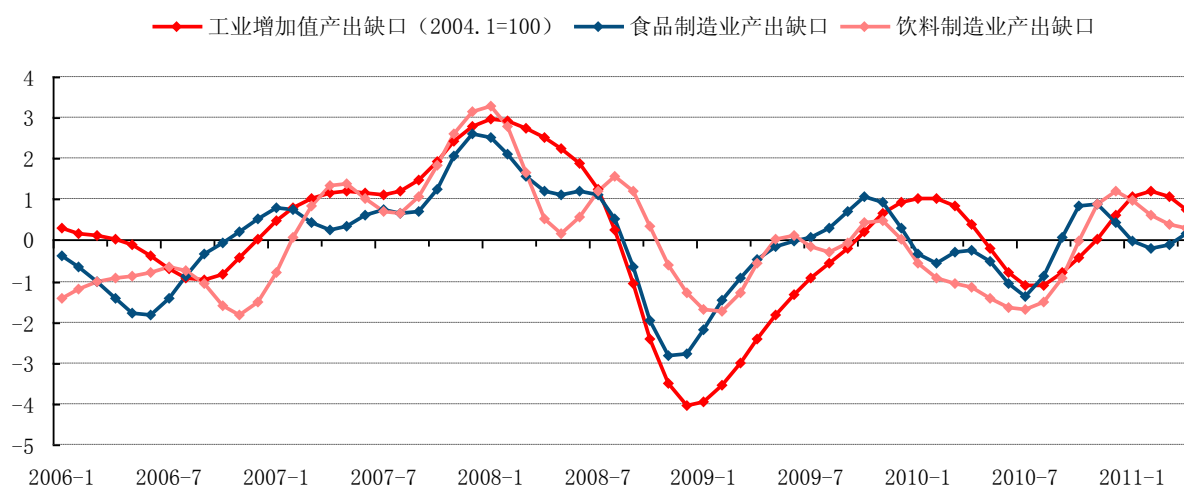
虽然食品、饮料制造业的产出缺口也是周期波动，但波动的步伐并不完全一致，通常而言，食品制造略领先饮料制造，本轮短周期回落，食品制造业从 2010 年 11 月开始，而饮料制造从 2011 年 1 月开始，而食品制造业从 2011 年 3 月开始已经开始回升，如果按照滞后关系，饮料制造业有可能在 5 月左右开始回升。此外，从二者与经济短周期关系看，在经济短周期向上阶段，食品制造和饮料制造总体上也是波动向上的，在 9 月或 10 月经济短周期底部开始向上之后，食品、饮料制造行业也有可能运行在景气向上区间。

从盈利情况看，1 季度食品制造业的盈利同比增速比 2010 年 4 季度有所下降，但我们也看到，1 季度是该行业处于景气下行的底部，二季度之后，随着景气向上，盈利情况将会持续好转；此外，2010 年 12 月之后，随着成本边际压力缓解，毛利率也将持续改善。

对于饮料制造业，一季度盈利水平处于较高水平，随着行业景气向下，二季度盈利有可能面临小幅回落，但三季度之后，随着行业周期重新进入上行阶段，盈利情况虽然不一定能有一季度那么强劲，但也能保持较好的水平。对于饮料制造，我们理应将酒类和软饮料相区别，软饮料对成本的敏感性更强。

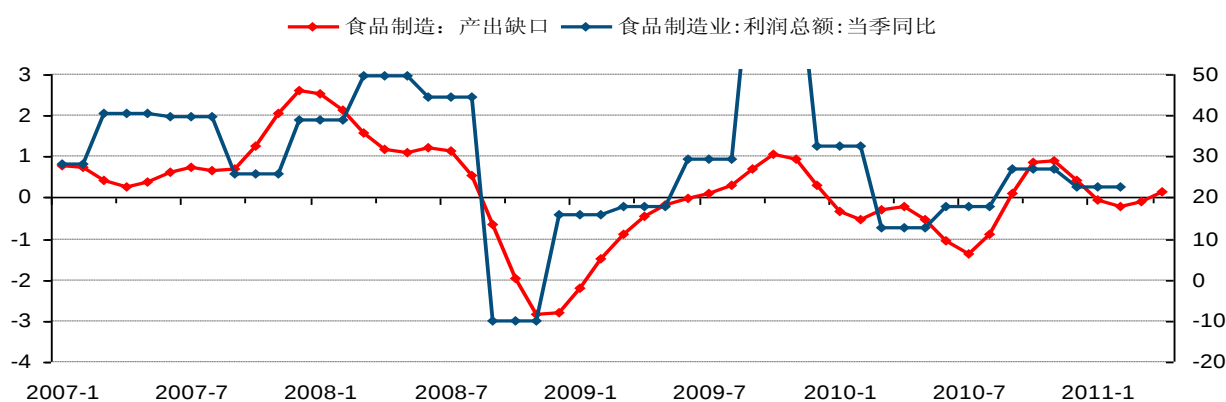
当前的股价指数或已经反映食品饮料制造业的景气波动情况，在仍然或即将进入景气上行阶段的食品制造业饮料制造业来讲，成本下降将显著改善盈利情况，因此，目前仍然是投资的时机。

图 20：食品、饮料制造业与工业景气周期



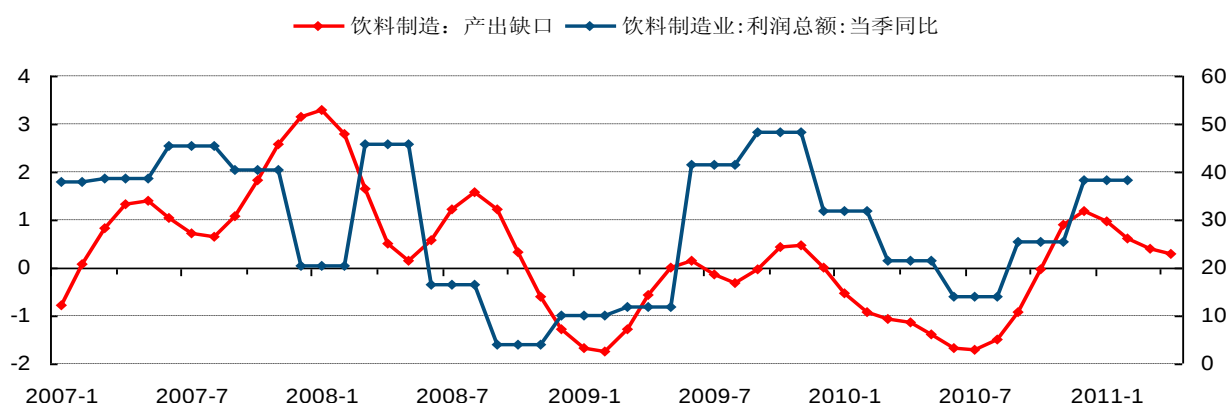
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 21: 食品制造业景气及利润周期波动



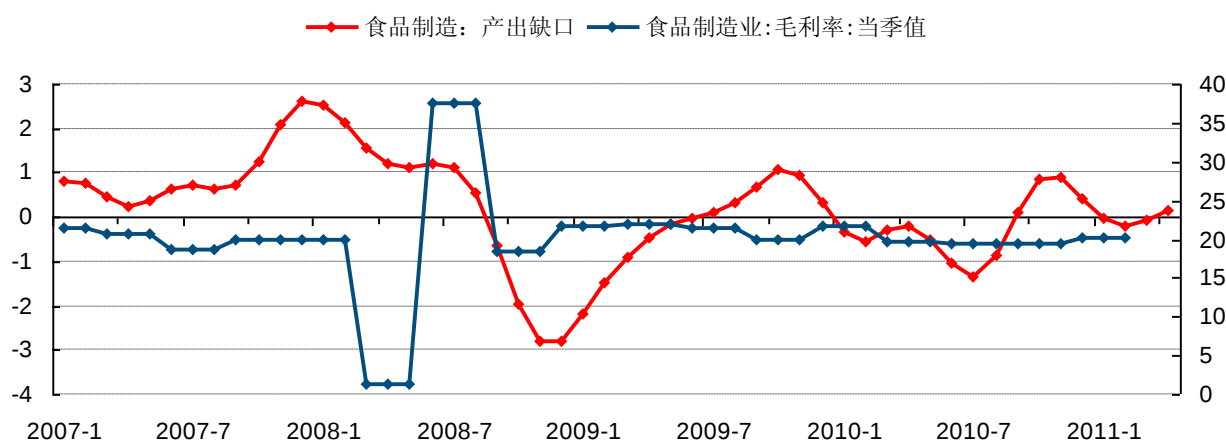
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 22: 饮料制造业景气及利润周期波动



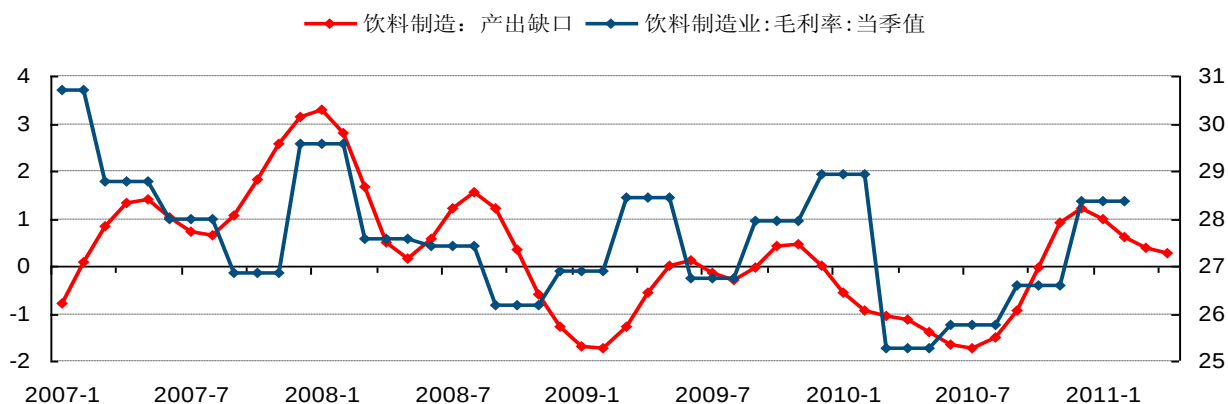
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 23: 食品制造业毛利率变动



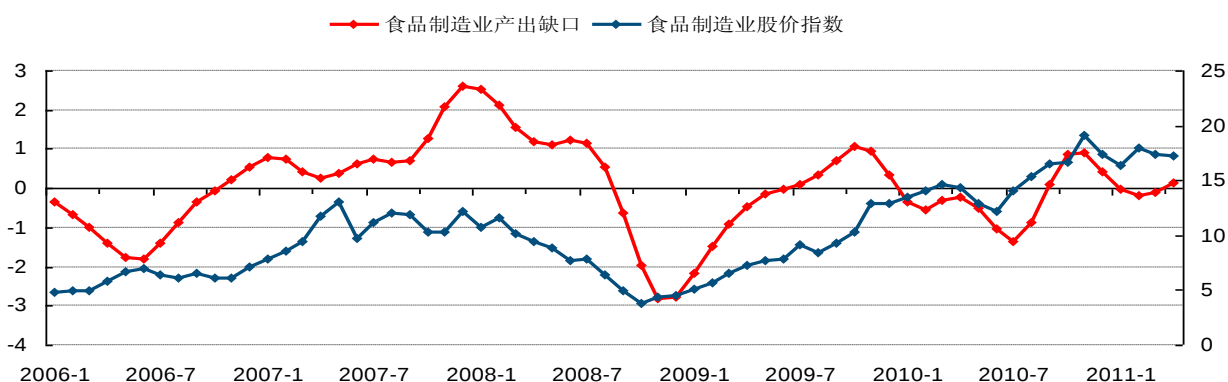
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 24: 饮料制造业毛利率变动



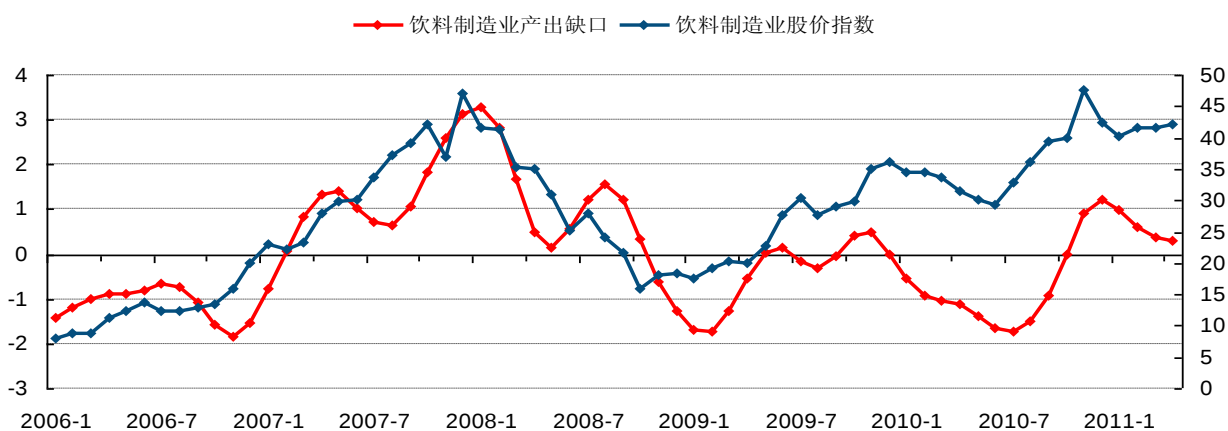
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 25: 食品制造业产出缺口与股价指数



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 26: 饮料制造业产出缺口与股价指数



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

4、医药：进入底部配置时机

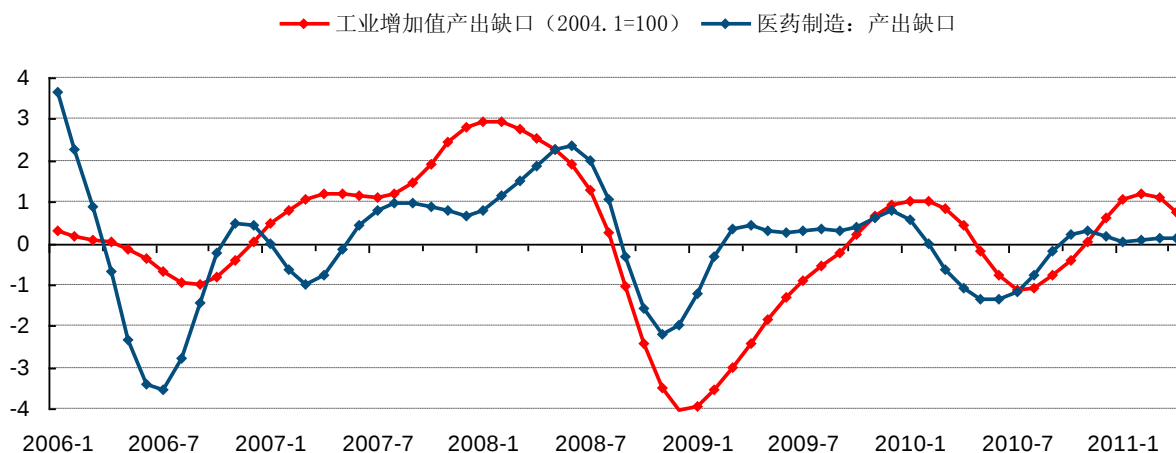
作为必需消费品的医药制造业，行业的波动也具有显著地周期性，只不过其波动的幅度比工业周期要小，也与汽车行业一样，通常也具有“早周期”特征，但也有例外，如经济衰退时，医药制造业周期下滑的时间要滞后于工业生产，但比工业生产提前复苏。医药制造业周期波动的特性体现了必需消费品的“刚性”，平均而言，医药制造业底部回升领先工业生产 3 个月左右，本次周期下行始于 2010 年 12 月，仅仅下滑了 2 个月，目前略有回升，我们认为，当前行业周期仍处于底部区间，真正的景气回升有可能出现在 7 月份前后，从其环比来看，也说明行业底部回升仍未确立，真正的底部回升或在 7 月份左右。

虽然如此，本轮短周期回落过程中，医药行业回落并不明显，也证明也行业需求的稳定性。

从利润和毛利率的周期波动来看，医药行业的盈利情况处于比较稳定阶段，这与其周期波动性质相一致，但毛利率仍处于 2010 年 5 月短周期底部回升以来的上升通道，可见，去年下半年以来原材料成本上升并没有影响医药行业的毛利率，随着成本边际压力缓解，医药行业毛利率仍将进一步上升，而盈利情况也将得到改善。

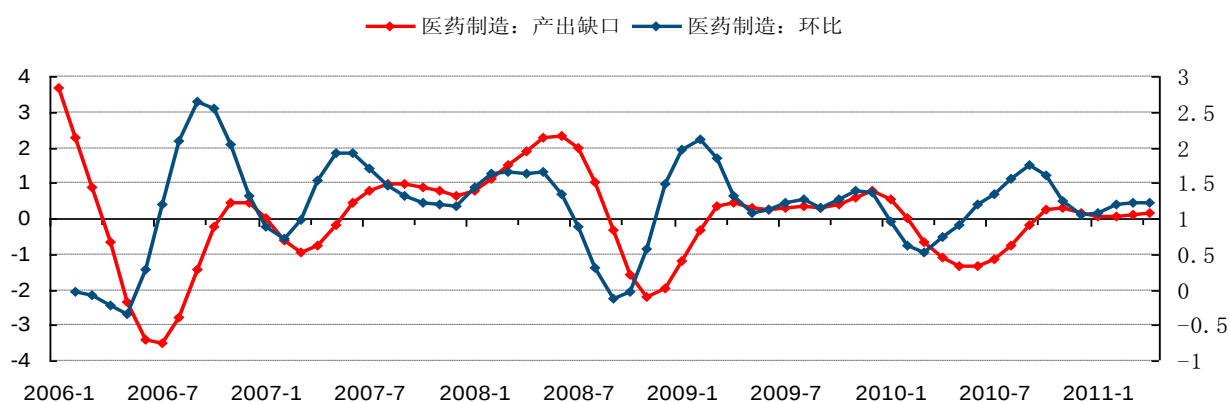
对于股价而言，通常与行业景气周期同步或稍稍领先 1 个月左右，从这一点看，6 月或 7 月将是股价的底部，目前或已经是较好的配置时机。

图 27：医药制造业与工业景气周期



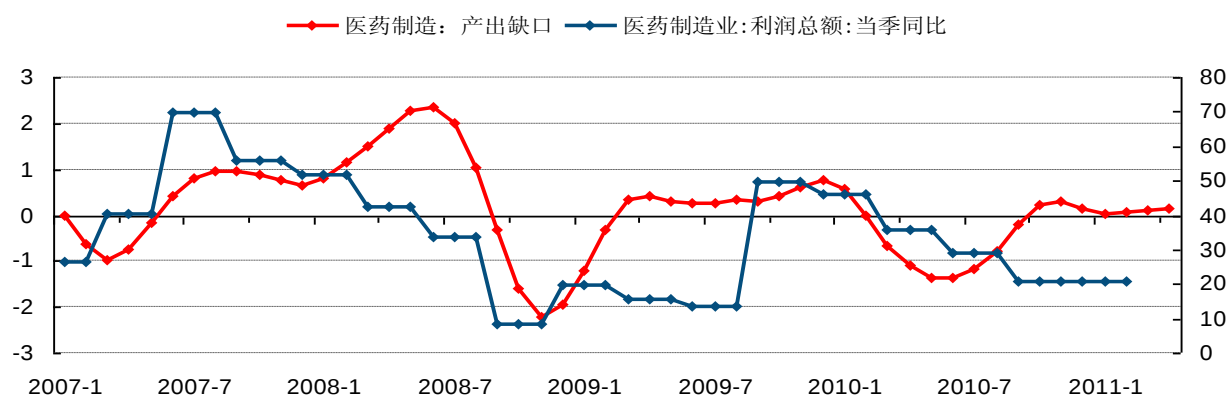
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 28: 医药制造业景气周期与环比波动



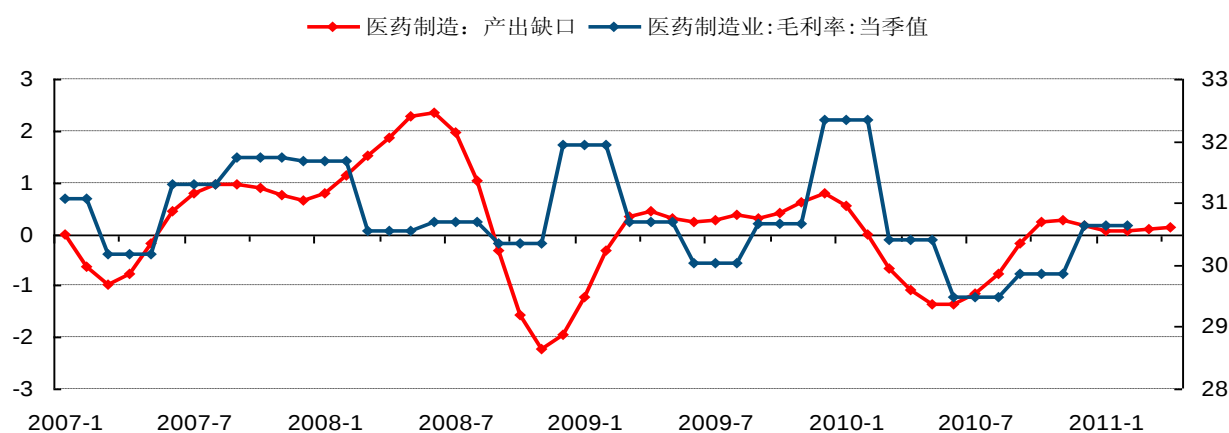
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 29: 医药制造业景气及利润周期波动



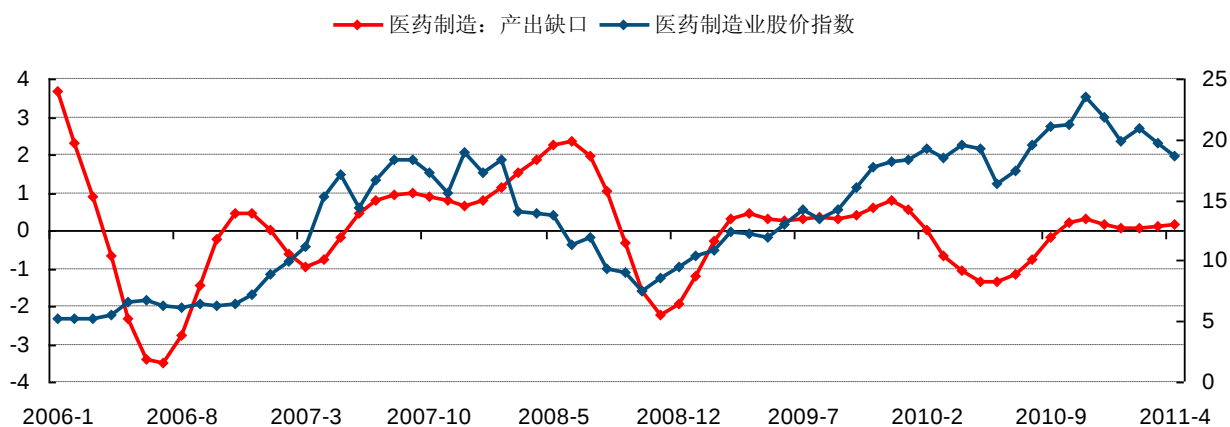
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 30: 医药制造业毛利率变动



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 31：医药制造业产出缺口与股价指数



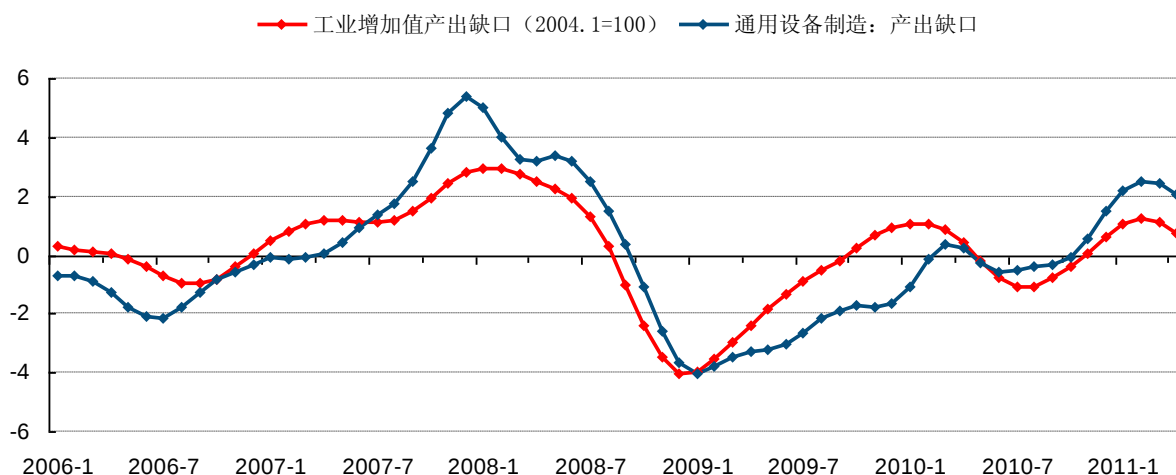
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

5、通用设备制造业：股价与景气周期同步

从周期变化来看，通用设备制造业与产出缺口基本同步或略滞后一个月，本次短周期回落是同步的，也就是说，9月或10月有可能是行业短周期的底部，虽然利润周期波动与行业短周期波动较为一致，二季度甚至三季度利润情况不会显著改善，但我们也看到，行业毛利率在短周期波动底部的之前，由于成本压力的缓解，毛利率是存在改善可能的，随着行业景气底部回升，盈利预期也将回升。

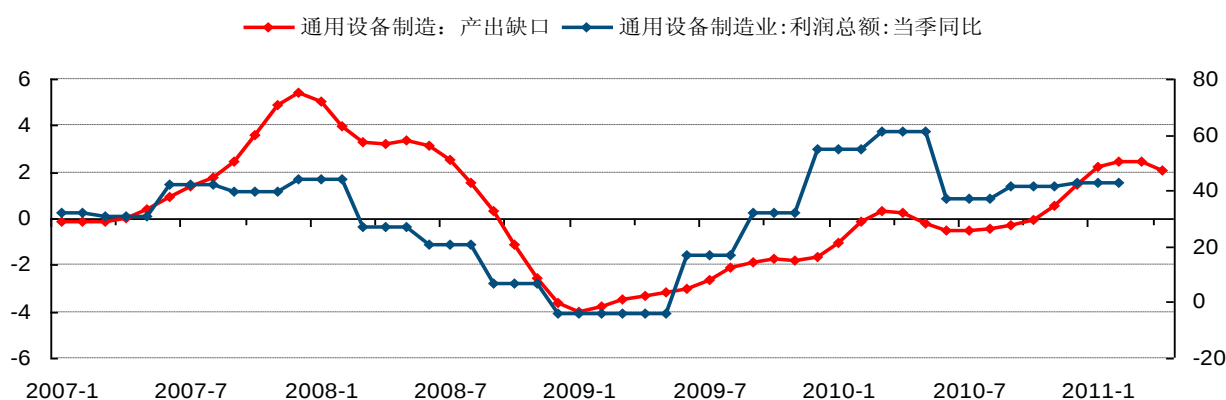
从股价表现看，基本也行业增加值产出缺口同步，而工业增加值产出缺口的底部在9-10月份，初步可推断机械制造业景气地点也在9-10月份，对于股价指数而言，底部或出现在8-9月份，因此，目前可以通过深挖个股的方式逐步布局。

图 32：通用设备制造业与工业景气周期



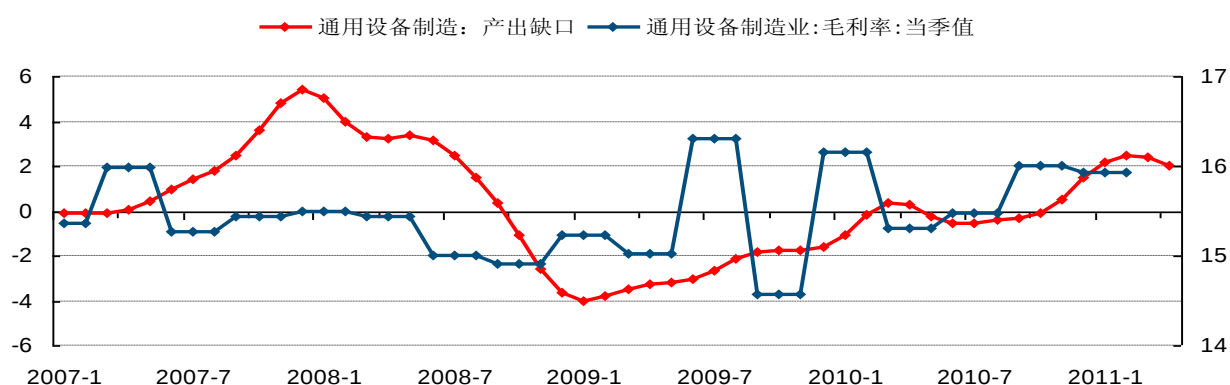
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 33: 通用设备制造业景气及利润周期波动



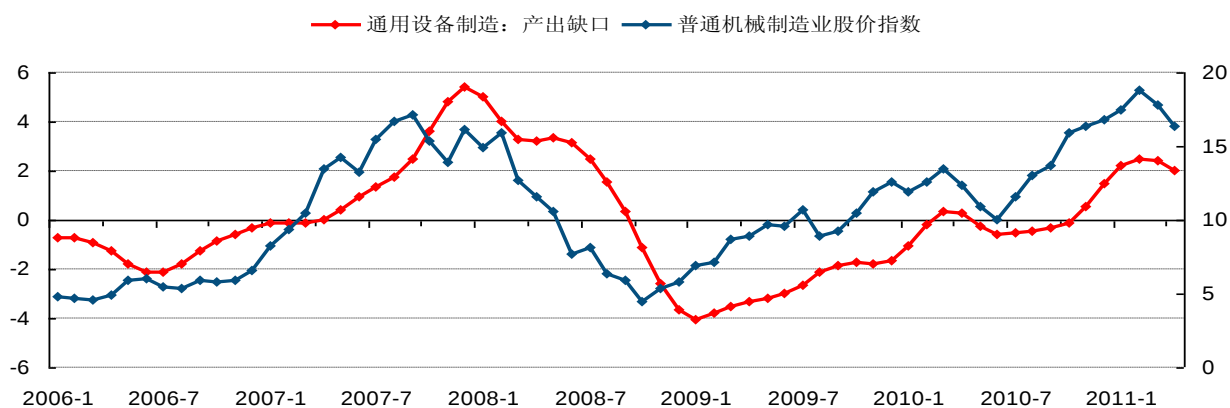
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 34: 通用设备制造业毛利率变动



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 35: 通用设备制造业产出缺口与股价指数



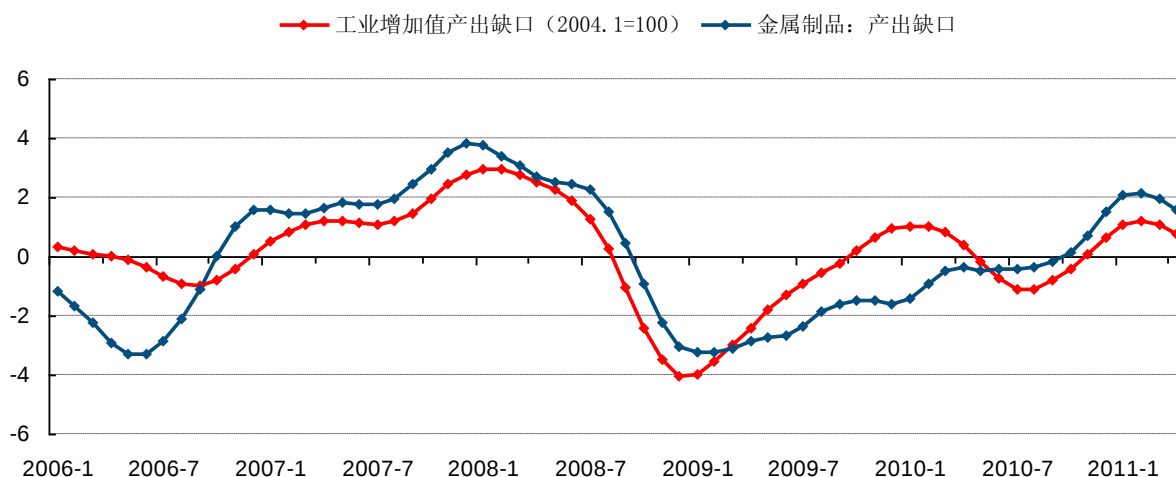
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

6、金属制品业：8月-9月后进入配置时机

从周期变化来看，金属制品业与产出缺口基本同步，也就是说，9月或10月有可能是行业短周期的底部，虽然利润周期波动与行业短周期波动较为一致，二季度甚至三季度利润情况不会显著改善，但我们也看到，行业毛利率在短周期波动底部的之前，由于成本压力的缓解，毛利率是存在改善可能的，随着行业景气底部回升，盈利预期也将回升。

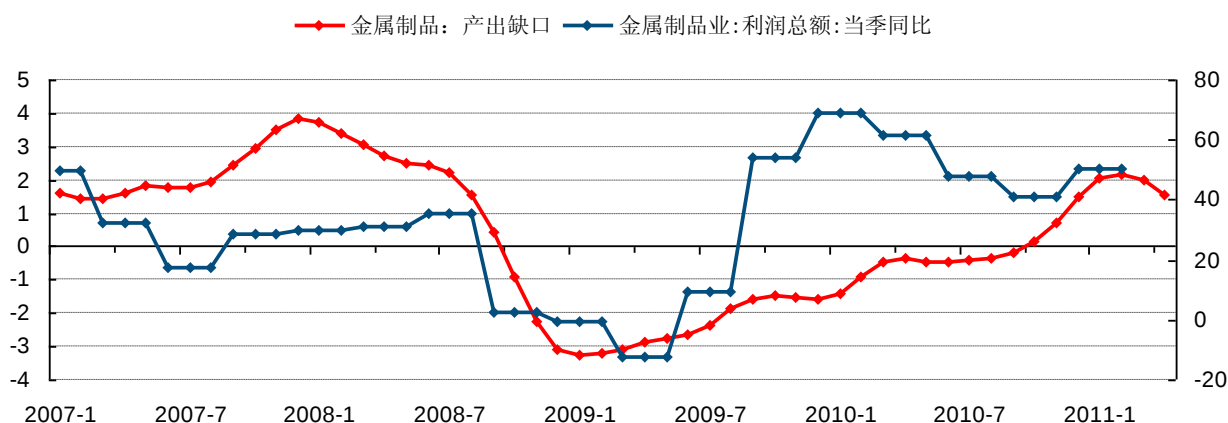
从股价指数与行业产出缺口之间的关系，我们也基本可以推断行业最佳投资机会或在8月之后，与机械制造业相类似，目前或可进行左侧布局。

图 36：金属制品业与工业景气周期



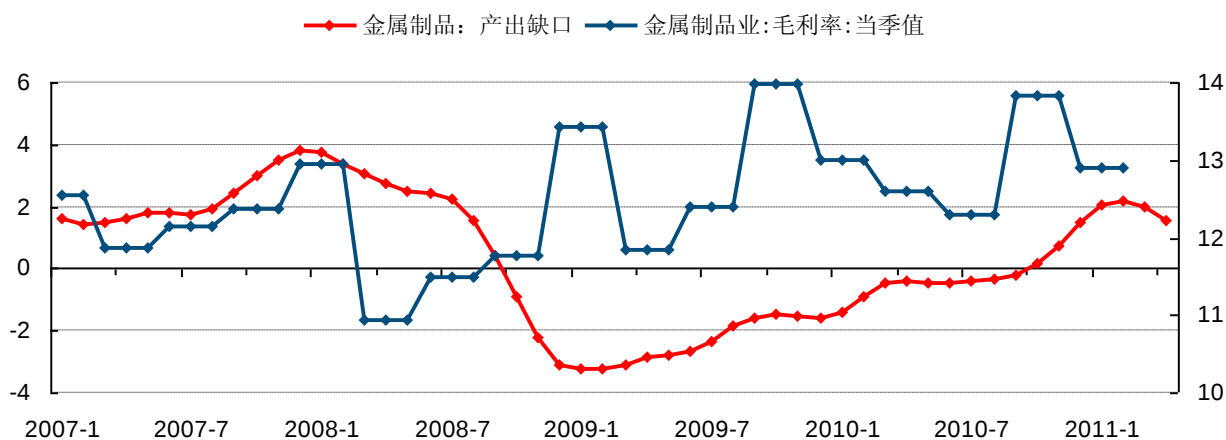
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 37：金属制品业景气及利润周期波动



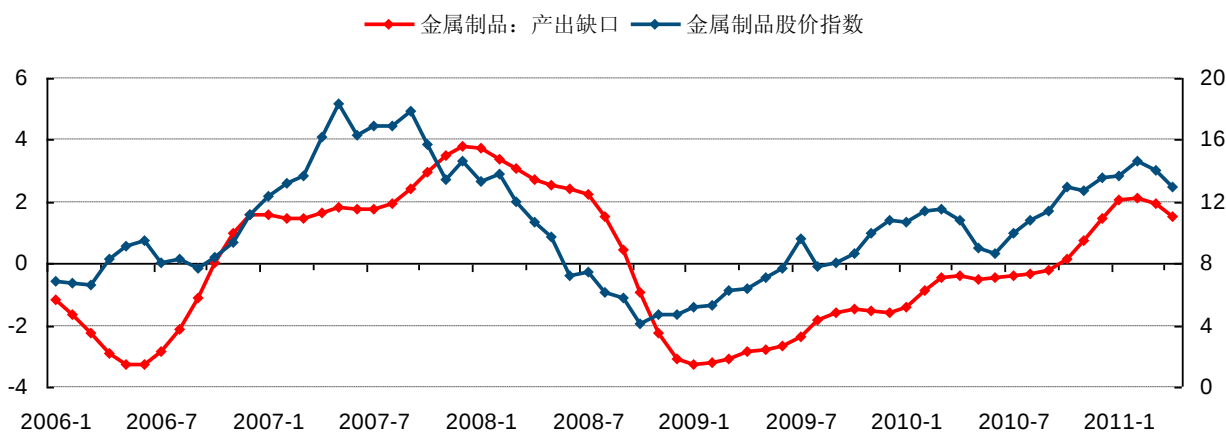
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 38：金属制品业毛利率变动



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 39：金属制品业产出缺口与股价指数



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

五、总结

正如我们在开篇所指出，目前经济运行在环比底部过渡期间，对趋势而言，我们并不太过悲观，只不过，在向底部过渡之中，由于经济的不稳定，一些悲观的因素或会继续造成市场的波动或者下跌，但从配置而言，由于成本压力下降的必然和现实，部分行业的盈利或率先好转，而这些行业或会率先反弹，引领市场的底部反弹，这也是我们研究成本下降行业配置的逻辑。

总体而言，我们的结论是简单而清晰的：

- 1、经济不会、至少今年不会出现断崖式、硬着陆式的调整；



2、经济正处于向环比底部过渡阶段，领先指标正逐步验证环比底部将在 6 月或 7 月出现的结论，本轮经济短周期调整底部将在 10 月前后；

3、在向短周期底部过渡过程中，成本压力下降是必然的、也是现实的；

4、综合考虑成本下降、利润好转、景气周期波动以及股价的运行规律，经济向短周期底部过渡的底部配置策略：食品饮料（当下）、医药（6 月-7 月）、汽车（6 月-7 月）、TMT（8 月）、机械（8 月-9 月）。



分析师介绍

吴启权：天津大学计算机硕士、管理学博士，策略分析师。致力于数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。

研究服务

董事总经理 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

陈杨 010-85156401 chenyangbj@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

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@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

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

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。