

月落乌啼霜满天

— 2011年4季度行业比较报告

国金证券研究所 徐炜 冯宇

电话：(8621) 61038251

邮箱：xuwei1@gjzq.com.cn



- 配置建议：超配通信（运营和设备）、公用事业、石油石化、机场、铁路等防御+低估值的板块。这些行业需求受经济周期影响小，产品价格下调有滞后性。
- 理由：不经一番寒彻骨，怎得梅花扑鼻香
- 未来经济场景是一定程度的衰退。我们关心的宏观指标是：地产、资金利率、美元。我们的判断是：地产在销售不畅的情况下，资金压力会最终迫使投资下滑；需求下滑，高企的资金利率最终会带来一定程度的资金断裂风险；通过需求放缓、风险溢价上行最终会使得短期资金利率回落。美元具备阶段性走强的条件，也将给新兴市场 and 商品带来压力。这是紧缩效应叠加的危险期：美元走强具有紧缩效应，地产投资下滑有紧缩效应。
- 企业盈利回落幅度将超预期。尽管市场普遍认为的是价格下滑是好事，但价格下滑总是意味着需求的回落，和企业盈利大幅下滑。我们将全部A股的盈利预测下调至14.7%，以反应我们对未来经济放缓对企业盈利拖累的担忧。在我们的假设下，4季度单季制造业利润将会出现负增长；这会体现出盈利风险，因为会带来估值被动上升。
- 目前的整体估值反应了经济放缓、通胀高企、资金利率紧张的影响；但对经济和盈利放缓幅度预期仍不充分，没有出足够的安全边际。
- 我们判断风险：仍然是政策的再次快速转变。
- 但我们同时也想强调的是政策再次宽松的难度：通胀仍在高位；地产投资难指望；银行放松信贷的难度；
- 同时，提前猜测政策意义有限，概率无法保证，事后反应也还来得及

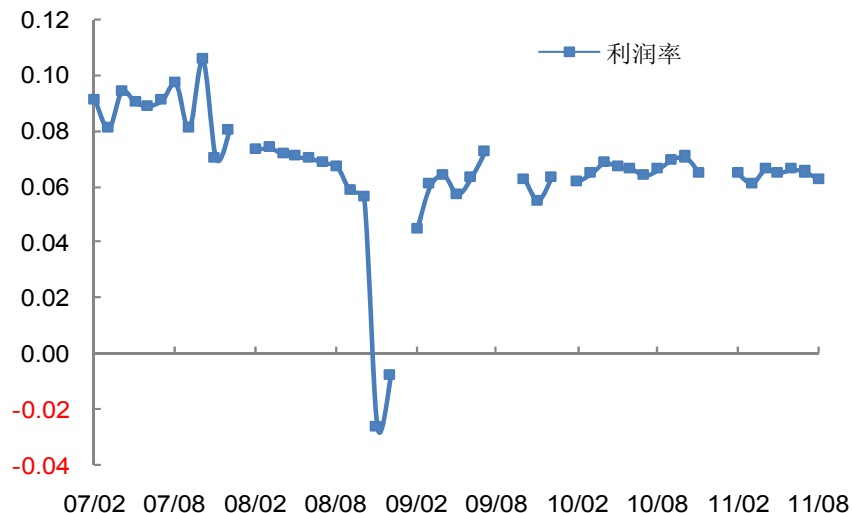
- 企业盈利预警信号已经显现
- 都预期下滑，关键是要下滑到多少？
- 幡动-风动：地产、资金与美元的风向
- 行业比较：宏观驱动、防御+低估值

■ 目前出现的企业盈利的预警信号

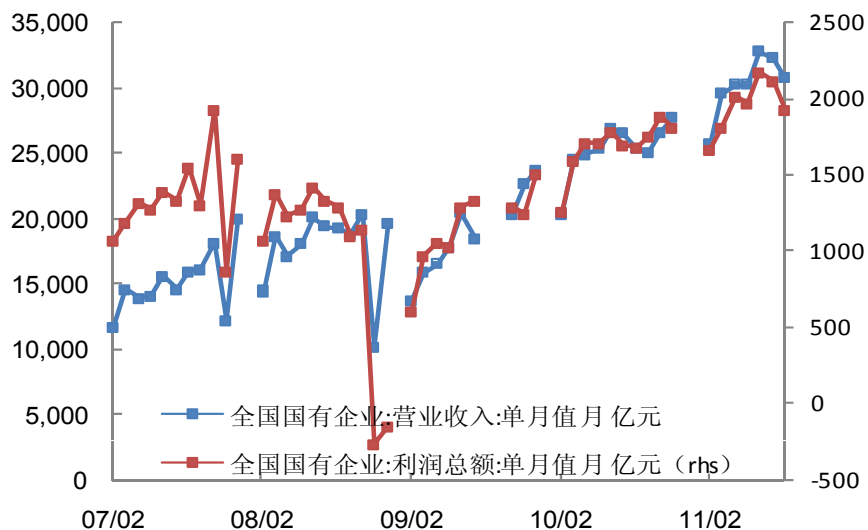
- 从以往对企业盈利跟踪的经验感受，对企业盈利增长的判断往往会经历“超预期-符合预期-低于预期”的过程。可能是因为人的思维有惯性和路径依赖，基本都是线性外推的，但现实中存在很多的“加速器”。
- 回顾我们的判断，**2010年**上市公司业绩超预期（中间有较大的波动）；**2011年上半年**业绩开始符合预期（小股票要低于预期）；因此在对中期业绩分析中，我们开始着重强调利润下行的风险，尤其是**4季度**的压力。
- 同时，我们也看到一些利润层面开始体现的预警信号：
 - ✓ 行业利润分化比较明显
 - ✓ 利润驱动由价驱动
 - ✓ 高频数据有放缓迹象

- 国有企业利润的频率比工业要早
- 8月，单月利润率下滑比较明显；利润环比继续负增长
- 预示企业盈利开始出现了高位持续放缓的迹象

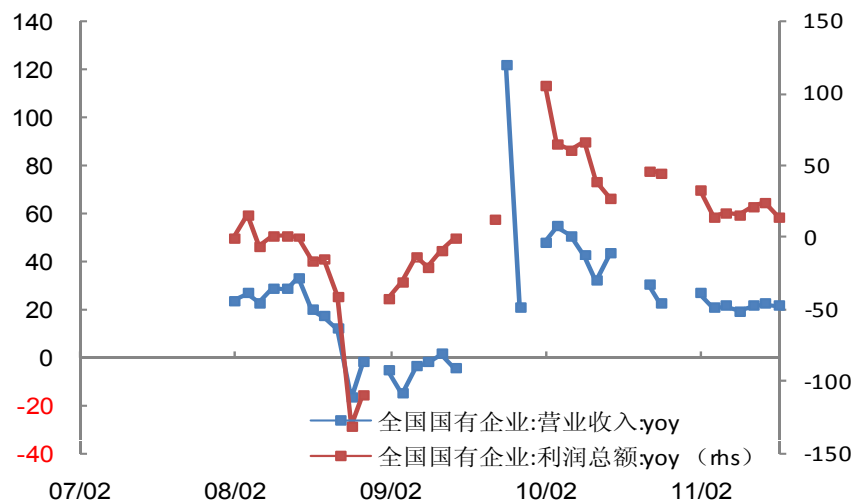
国有企业利润率出现明显的下降



国有企业利润8月份继续回落；单月同比回落至14%



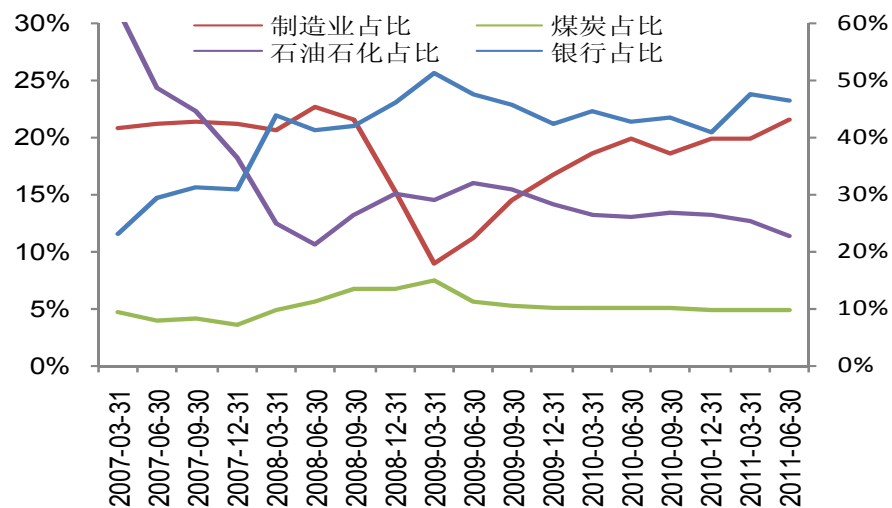
国有企业利润增速下滑，收入增速尚稳定



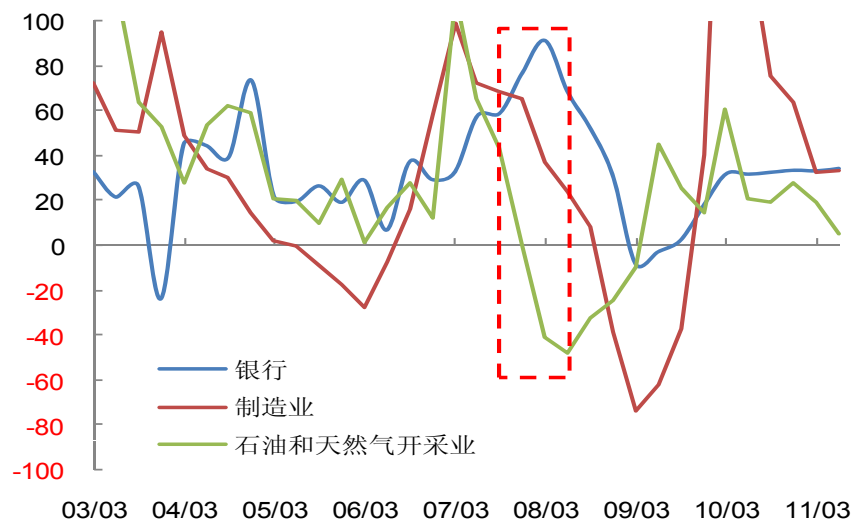
利润预警信号：结构分化

- 上市公司中报出现了利润分化的格局
- 如何来理解这种分化？我们认为，这种分化说明企业利润在价格机制的作用下，开始分布不均；当经济周期运行到后半段时，价格上涨的不均造成行业有的被抑制，有的被加速。这种机制，会驱动经济进入下一个周期。

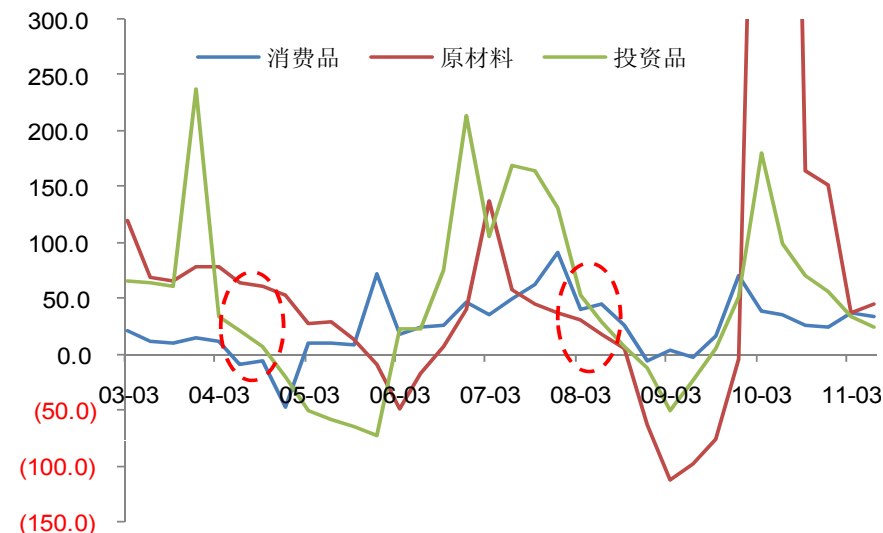
银行制造业利润占比高；石化利润占比低



利润分化：银行很好；制造业尚稳定；石化下滑



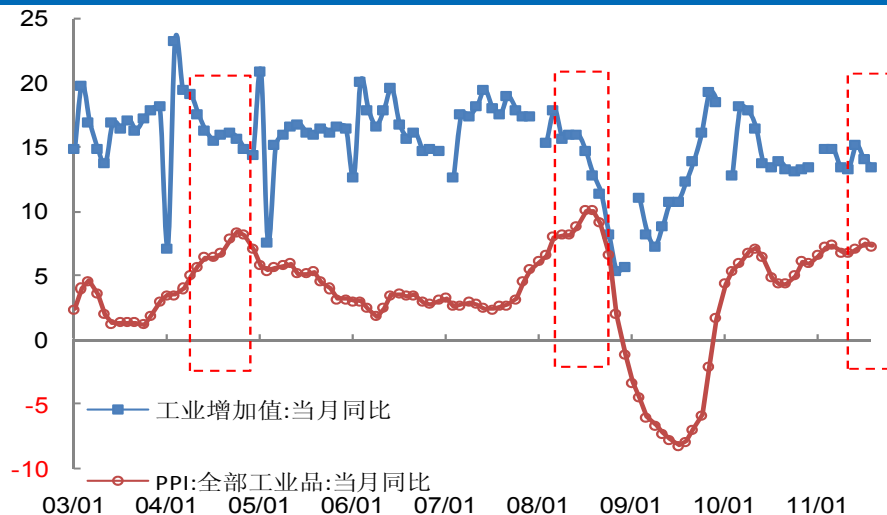
利润分化：消费品原材料尚稳定；投资品开始放缓



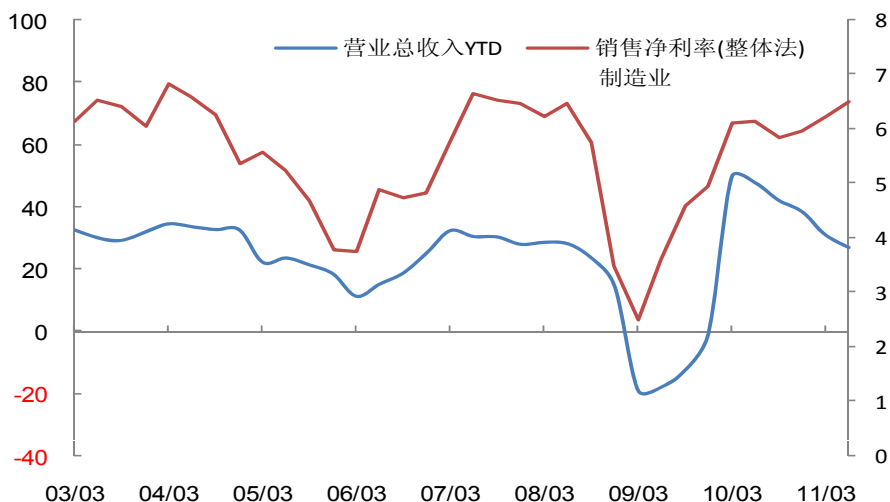
利润预警信号：量让位于价

- 从利润驱动上看，收入增长趋缓，主要是靠利润率的贡献
- 从宏观指标印证看，量（工业增加值）已经开始放缓，而价（PPI）还维持在高位，因此还支撑了制造业的盈利水平
- 量在价先，通过价格驱动说明已经是晚周期了

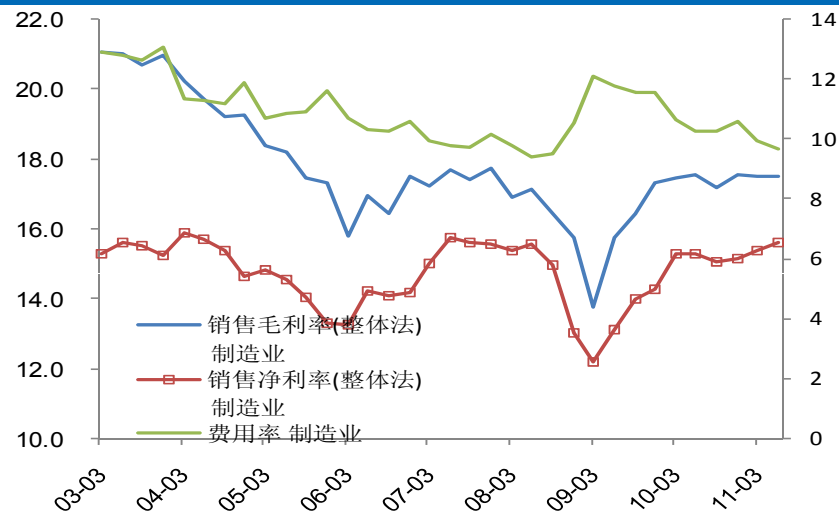
银行制造业利润占比高；石化利润占比低



收入趋缓，由净利率贡献增长



毛利率稳定，费用率改善，净利率走升



■ 企业盈利能够下滑到多少？

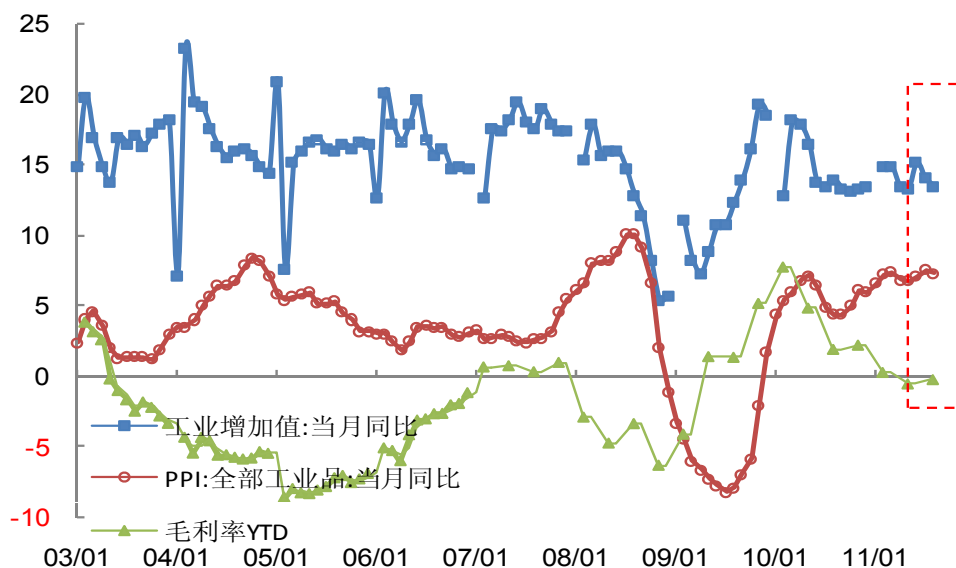
- 我们相信，企业盈利的放缓已经包含在了市场的预期中，但是市场其实不确定的是企业盈利下滑的幅度。
- 对企业盈利增速的判断，本质上是对经济的判断。这种判断是自上而下的，无法从自下而上的汇总看到。从利润增长本身的分析也无法推导，更多的是经济的判断在盈利上的反应。所以追求准确的判断是没有什么意义的，更加说明的是对经济采取的态度。
- 通过对历史的学习，企业盈利的变化是比较剧烈的，尤其是A股的上市公司普遍和经济周期密切相关；由于宏观指标的同步性（量、价、利润率），在经济周期的某一方向，几种力量同时作用，驱动利润出现更大的波动。
- 历史总是相似又不尽相同的；通过经济周期-经济走势-企业盈利的判断路径，参考了历史周期的规律，得出了对未来的判断；无法做到肯定，但希望能获得大概率场景，并且通过平时的跟踪可以予以及时纠正。
- 我们希望提出的是可以证伪的逻辑，否则无非是在纯赌大小而已。

- 制造业有1500家公司，尽管利润占比20%，但代表了A股的大多数
- 我们将全部A股的盈利预测下调至**14.7%**，以反应我们对未来经济放缓对企业盈利拖累的担忧

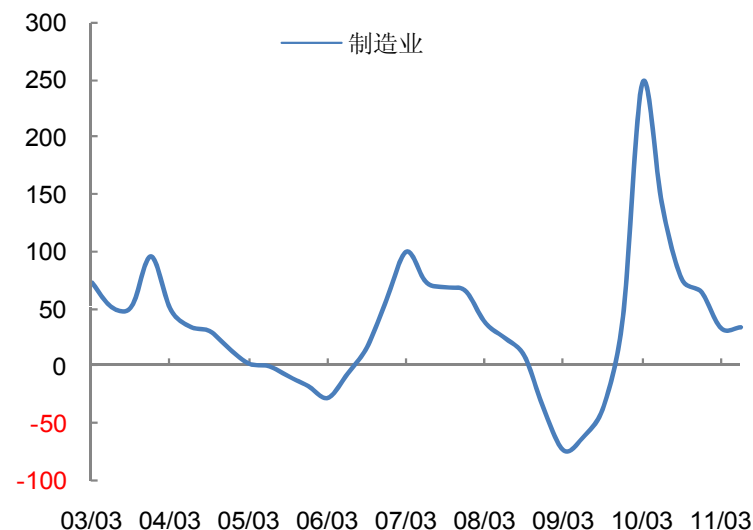
	2011年预测 增长(现在)	2011年预测 增长(之前)	2011年中报 报增速	2011年1季报 增速	2010年利润 占比	总市值占比
制造业	15	25.0	33.89	33.05	20%	37%
煤炭	12	20.0	19.77	19.30	5%	5%
石油石化	5	5.0	5.57	19.26	13%	9%
银行	23	28.0	34.27	33.23	41%	21%
其他	5	8.0	6.02	3.64	21%	29%
全市场	14.73	19.6	23.77	24.95	100%	100%

- 盈利假设的基础是，我们选择的经济场景是一定程度的衰退。
- 尽管市场普遍认为的是价格下滑是好事，但价格下滑总是意味着需求的回落，和企业盈利大幅下滑。
 - 04年下半年：增长放缓之后，价格高位放缓；制造业利润快速下滑
 - 05年：增长相对稳定，价格继续走弱，企业盈利继续下跌
 - 08年：增长深度回落、价格快速下跌，企业盈利在1个季度内大幅亏损
 - 11年：需求放缓，PPI仍维持在高位；在翘尾和需求下滑的共同作用下，判断PPI会回落

利润的宏观模型：量、价、毛利率：量在价先



制造业利润增速：波幅很大

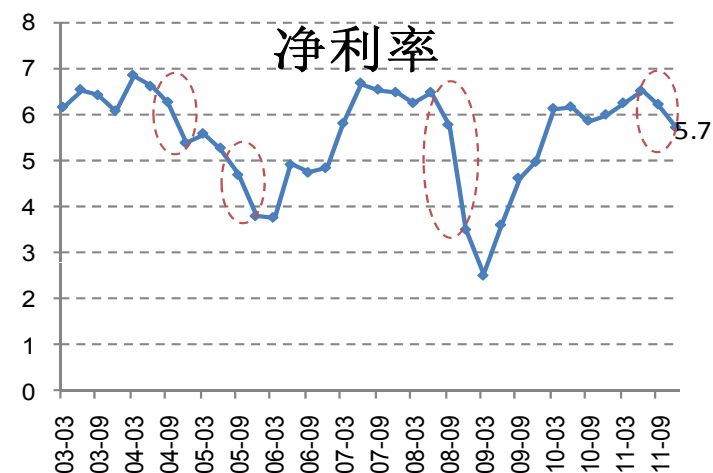
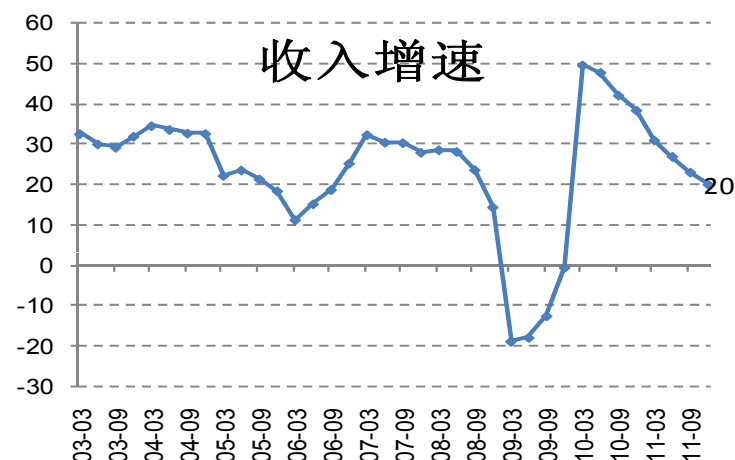


- 在历史上价格下跌的时候，企业盈利都会出现短期的明显的下滑
- 收入的放缓（价的波动比量来的更猛烈），会通过利润率（费用短期刚性）的放大，造成盈利的放大性波动
- 在制造业的利润增速假设中，我们假设收入回落至20%，净利率掉到5.7%（比历史上要略温和一点）

单季环比假设，现在有银行股，环比幅度比以往小一些

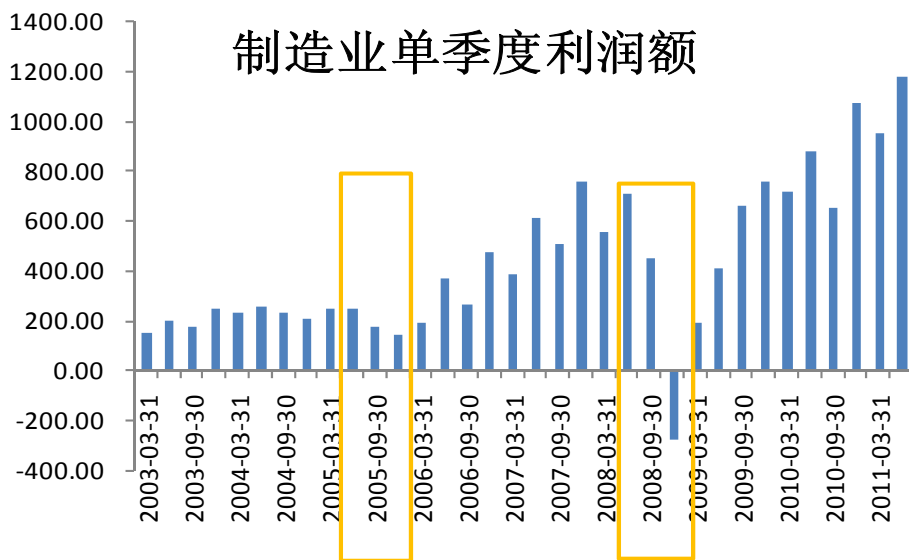
单季环比	2004	2005	2008	2011
1Q	79%	134%	17%	10%
2Q	5%	3%	4%	5%
3Q	4%	-14%	-20%	1%
4Q	-63%	-75%	-83%	-20%

利润弹性来自于净利率的变动

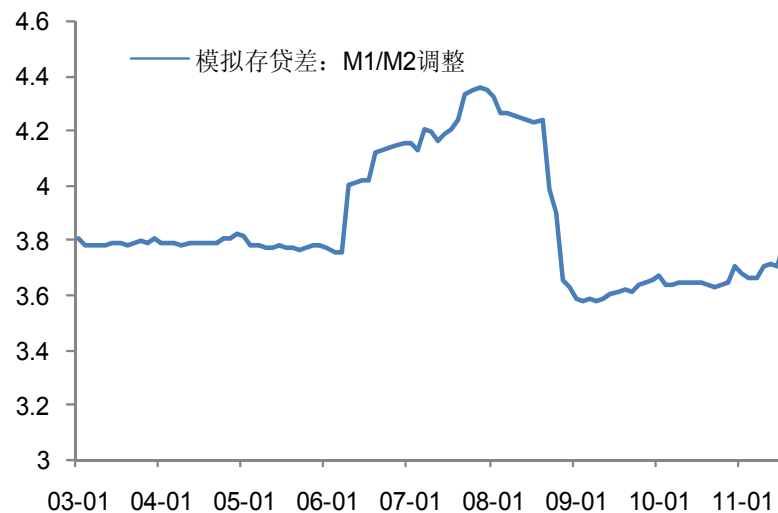


- 在我们的假设下，4季度单季制造业利润将会出现负增长；这会体现出盈利风险，因为会带来估值被动上升。
- 目前上市公司盈利增长还好，银行贡献了很大一部分；银行的利润驱动也进入了以价补量的阶段；历史上看，银行的周期性并不小。

盈利风险：制造业连续2个季度环比下滑、或单季同比转为负增长

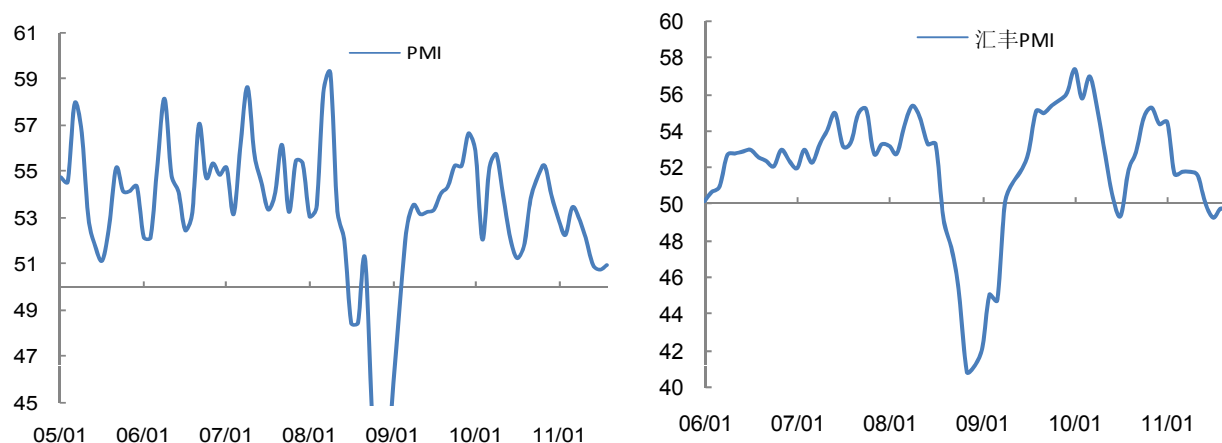


银行也已经进入以价补量阶段；其周期性也在增强

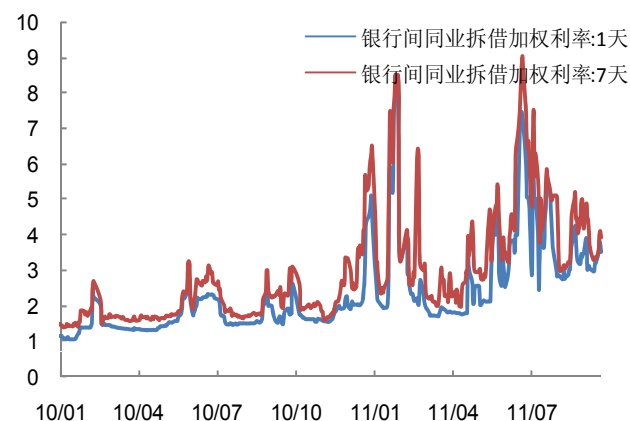


- 在10年2季度同样也有盈利下调的动作，但结果证明是错了；核心还是10年下半年的经济组合重归强势：
 - 数据上体现在PMI的强劲反弹；需求层面是地产投资的超预期；流动性上是信贷的宽松；海外是美元的贬值；
 - 总而言之，当时政策的松动是比较核心的信号
- 因此，我们判断风险仍然是政策的再次快速转变
 - 但我们同时也想强调的是政策再次宽松的难度：通胀仍在高位；地产投资难指望；银行放松信贷的难度；
 - 同时，提前猜测政策意义有限，概率无法保证，事后反应也还来得及

PMI处在低位徘徊，9月汇丰PMI仍然比较疲弱



市场资金利率高企

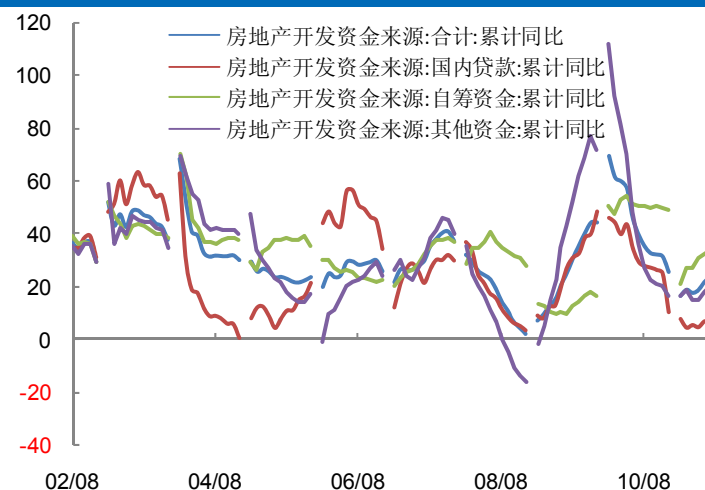


■ 盈利是幡，经济是风，风向如何

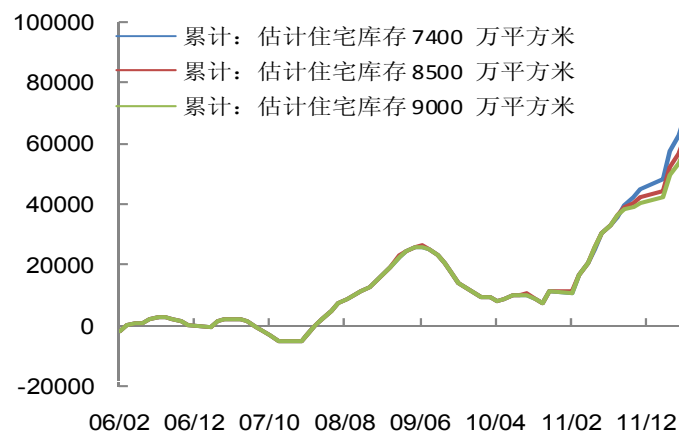
- 我们关心的是：地产、资金利率、美元。
- 我们的判断是：地产在销售不畅的情况下，资金压力会最终迫使投资下滑；需求下滑，高企的资金利率最终会带来一定程度的资金断裂风险；通过需求放缓、风险溢价上行最终会使得短期资金利率回落。美元具备阶段性走强的条件，也将给新兴市场和商品带来压力。
- 房地产投资高企与资金利率紧张，可看作是一个镜子的两面。
- 紧缩效应叠加的危险期：美元走强具有紧缩效应，地产投资下滑有紧缩效应。
- 这三个方面是我们最关注的信号，也是检验我们逻辑的工具。

- 我们一直对房地产库存较为担心，从09年底开始的新开工所形成的未来供给量，在目前不算高的销售情况下，将会成为较大的压力。
- 作为一个**10年回报6-8x**，平均下来每年都有**20-25%**的行业；很难相信其调整能做到理想中的横盘整理。

开发商越来越依赖于外部融资



房地产库存持续累积

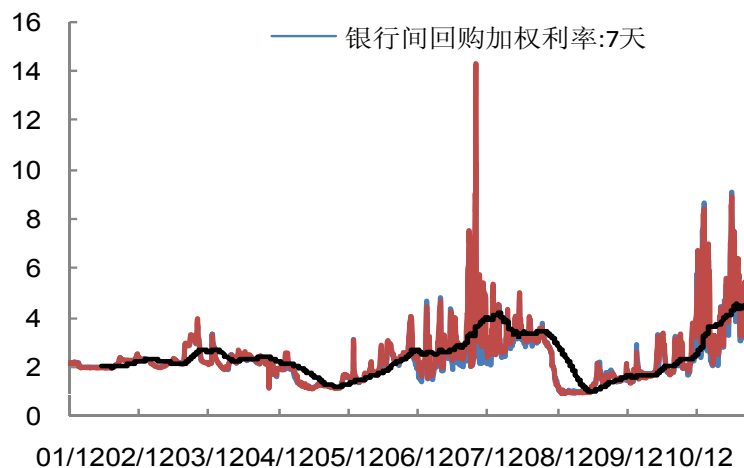


房地产去化周期上升

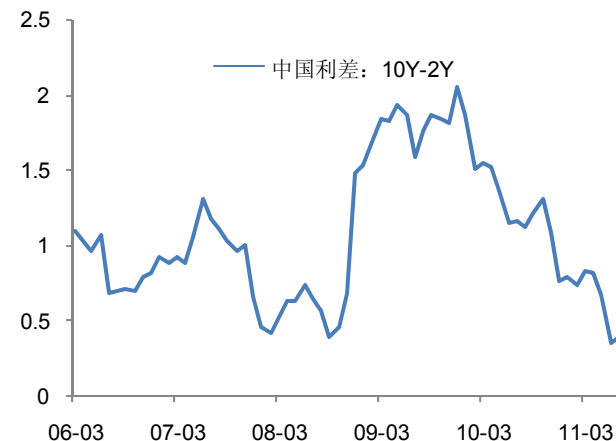


- 目前，在中国的资产类别上，短端的收益率高，长端的收益率低；资金都在往短端涌。短期资金如此紧张？我们的理解，需求角度看，应当是地产融资需求；供给角度看，是货币创造下降。
- 短期回报率上行之后，长端资产被抛弃；甚至会产生对资金本身追逐的庞氏骗局。这无论对实体经济、还是资产价格都是不利的。
- 需求回落伴随的货币放松、资金回流会降低这种对资金的短期渴求；如果单纯的放货币，则通胀

银行间短期资金收益率上行

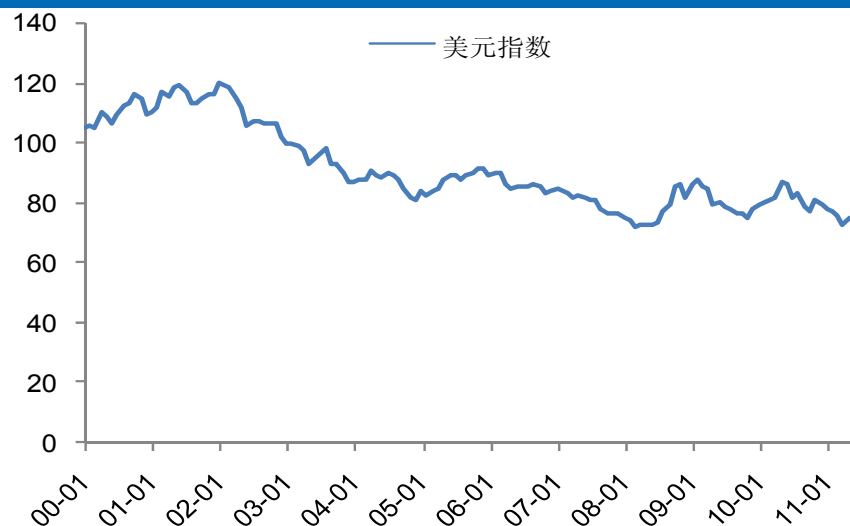


10y-2y利差预示长期经济有去通胀要求

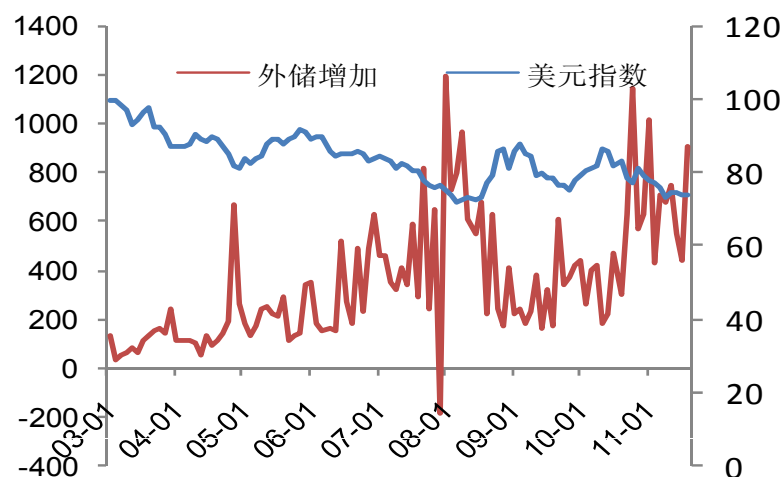


- 对美元的判断缺乏完善的逻辑，只是一些朴素的想法：
 - 美联储没有推QE，而是扭曲，提高短期收益率，其实有助于提升美元吸引力，尤其是相比欧洲而言
 - 欧洲危机迟迟难解，避险需求上升，欧洲银行缺乏美元流动性，问题更严重
- 但由于美国经济复苏的复杂性，会使得美元走势相对曲折
- 美元阶段性走强对国内也是紧缩效应

美元近10年走弱，推升了新兴市场



美元走强会降低外储增加



■ 行业比较：宏观驱动配置

- 今年上半年的周期是滞胀，机会从行业层面看，表现好的行业是白酒和化工（涨价的逻辑）；从个股看，也存在一些深度挖掘的成长股（利率走高无法整体泡沫、寻找个别公司）。其间，虽然几经大小盘、周期成长的转换，但可持续性总不强(缺乏基本面的驱动，估值相对变化引发的)，没有持续的超额收益。
- 站在目前时点，在经济下滑和企业盈利下降的周期，我们寻找的是防御+低估值的板块。
- 建议超配通信（运营和设备）、公用事业、石油石化、机场、铁路等防御+低估值的板块。这些行业需求受经济周期影响小，产品价格下调有滞后性。
- 需求下滑与流动性松动的信号比较明确时，债券的机会值得关注。
- 我们没有去详细的讨论各个行业的情况，是因为未来一段时间，宏观驱动的力量更大，而非行业层面的相互比较因素。
- 还需要讨论的是估值，即估值是否已经隐含了足够悲观的预期。我们认为目前的整体估值反应了经济放缓、通胀高企、资金利率紧张的影响；但对经济和盈利放缓幅度预期仍不充分，没有出足够的安全边际。
- 周期往下的过程，也是逐步孕育希望的过程。但需要注意的是，黎明前的黑暗是最黑的。

- **A股**的整体**PE**估值已经较低；但与以往不同的是结构差异大；银行、石油石化估值低；制造业估值贵，如果考虑到制造业盈利增长的下滑，并未绝对安全。

PE (TTM)	全部A股	上证A股	制造业	银行 II	石油和天然气开采业	中小企业板	创业板
2005/11	14.25	13.99	12.00	15.55	10.27	21.45	-
2008/10	12.48	12.48	11.04	9.51	17.75	15.41	-
2010/6	16.47	14.71	23.20	9.54	14.06	34.43	60.41
2011/9	14.30	12.06	23.65	7.23	10.92	32.58	43.05

PB	全部A股	上证A股	制造业	银行 II	石油和天然气开采业	中小企业板	创业板
2005/11	1.62	1.63	1.39	2.31	1.76	2.40	
2008/10	1.96	1.98	1.56	1.83	2.38	2.2	
2010/6	2.44	2.25	2.92	1.82	1.97	4.29	4.33
2011/9	2.22	1.95	3.04	1.44	1.65	3.89	3.6

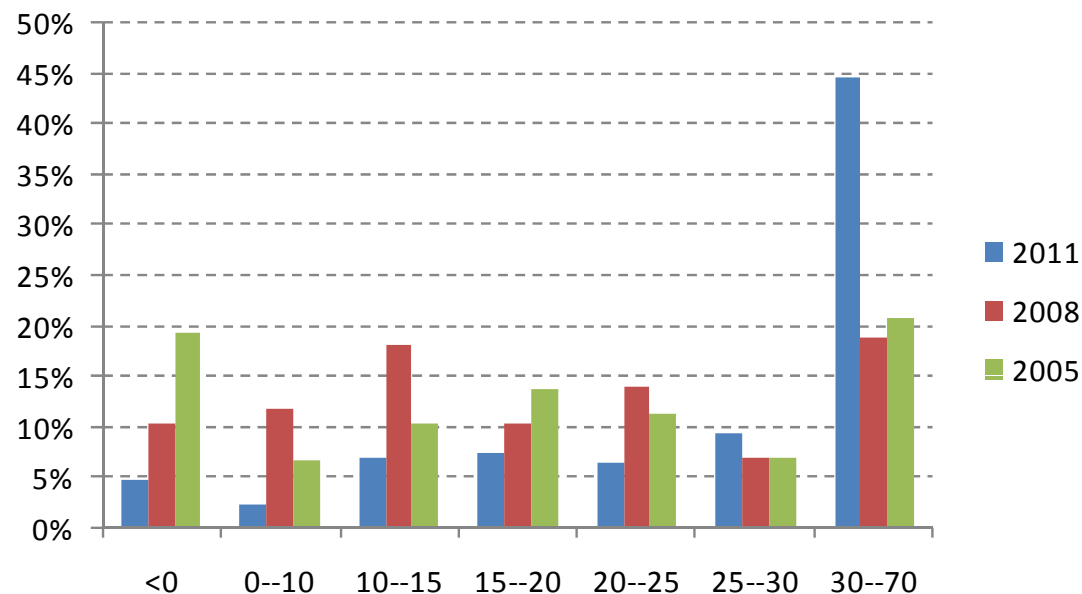
- 水泥、机械、汽车、家电**PE**估值便宜，是在**E**较高的基础上。
- 消费和新兴产业的**PE**估值现在并不足够便宜。

PE(TTM)	黑色金属	有色金属	水泥制造	建筑机械	汽车整车	家用电器	食品饮料	纺织服装	医药生物	信息设备	电子元器件
2005/11	5.47	13.35	29.1	13.63	13.06	17.65	23.82	15.62	25.26	26.32	29.56
2008/10	5.75	11.23	12.01	10.92	10.21	12.04	23.25	12.33	19.18	14.7	14.61
2010/6	13.34	32.97	15.16	10.99	10.96	18.45	30.92	29.17	31.23	33.27	45.55
2011/9	17.87	35.46	11.98	12.86	12.62	16.72	34.14	24.42	32.84	32.13	39.88

PB	黑色金属	有色金属	水泥制造	建筑机械	汽车整车	家用电器	食品饮料	纺织服装	医药生物	信息设备	电子元器件
2005/11	0.95	1.65	1.38	1.25	1.19	1.15	2.22	1.34	1.86	1.92	1.56
2008/10	0.9	1.59	1.28	2.16	1.07	1.69	3.93	1.59	2.63	1.59	1.37
2010/6	1.22	3.67	2.06	3.07	2.37	2.97	6.28	2.94	4.84	3.7	3.84
2011/9	1.24	4.17	2.42	3.32	2.04	2.8	7.28	3.22	4.23	3.43	3.44

- **A股估值总体上看是低的，但结构上却是复杂的**
- 与历史的低点相比，**A股目前有45%的公司TTM的PE估值高于30x；20x以下的公司有33%；所以A股现在整体的低估值是由少数大公司拉低的**
- 历史上的低点，估值结构分布是均匀的

估值结构分布





国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn

敬请雅正 欢迎交流

国金证券研究所 徐炜
电话：(8621) 61038251
邮箱：xuwei1@gjzq.com.cn
2011年9月