



经济或将走向复苏，超配强周期行业

——2012 年 2 月行业配置报告

研究报告——行业配置

发布日期： 2012 年 2 月 6 日

证券研究所策略部

宋卫华 执业证书编号：S0730511010004
021-50588666-8020 songwh@ccnew.com

李俊 执业证书编号：S0730511010012
021-50588666-8109 lijun@ccnew.com

张刚 执业证书编号：S0730511010001
021-50588666-8100 zhanggang@ccnew.com

联系人：

张青 电话：021-50588666-8040
zhangqing@ccnew.com

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼
邮编：200122

●1 月市场迎来反弹，反弹的促发因素在于高层言论上对 A 股市场呵护产生的刺激效应，但更深层的原因，在于流动性的改善以及经济复苏信号的逐步显现。

●从经济周期的运行角度看，我们近期看到明显的原材料补库存信号，原材料库存连续两月回升，同时产成品库存开始下降。我们认为，补库存的动力，来自购进价格的企稳回升，但更重要的是源自下游需求的逐步转暖。我们看到 1 月新订单指数重回 50 以上，连续两月回升；从工业企业经济效益的数据中，也可看出下游需求微弱回升的迹象。采用工业增加值 - 产成品资金同比增速这一指标表征工业体系的终端需求，我们看到去年 11 月以来，该指标较之 10 月开始连续两月有所回升，与 PMI 表征的需求回升基本同步。

●资金面上看，虽然比较纠结，利好与利空因素相互交织，但整体看，资金面是在逐步改善的。上周二为节前逆回购资金的回收日，市场本担心在此影响下，银行间利率水平显著回升，但实际上 7 日质押式回购利率不胜反降，同时前期资金较为紧张的大行均在当日充当了资金的融出方，而在逆回购资金收回之后，周五我们看到利率水平迅速下降，已经低于节前水平，从而说明节后在现金回落银行体系的带动下，资金面正在开始不断改善。

●基于经济运行与流动性的逐步转暖，我们认为周期性行业迎来投资机会，尤其是对经济周期较为敏感的早周期行业与上游资源品。结合历史上复苏期的行业表现以及当期行业景气的轮动方向，我们推荐配置银行、有色、煤炭、汽车以及电力设备板块。

目 录

1.行情回顾:周期股的崛起.....	3
2.配置环境分析:周期演进.....	4
2.1 衰退期 vs 复苏期	4
2.2 经济运行, 重启库存周期	6
3. 配置环境分析: 资金面, 虽然纠结, 但整体仍旧向好	8
4.行业景气轮动——指向早周期行业	11
4.1 PPI 价差监测体系: 加工工业景气回升	11
4.2 关注电力设备、汽车等早周期行业	14
5.复苏期的行业轮动——历史经验	15
6.2 月推荐行业板块.....	16
重要声明	20

1. 行情回顾: 周期股的崛起

经历自去年11月中旬以来的连续下挫之后,1月市场终于迎来一波小幅反弹行情。行情演绎的动力,表面上来自高层言论对A股呵护的刺激效应。表现在温总理金融工作会议上的表态,“要提振股市信心”,也表现在郭主席证券全国证券期货监管会议上表示,要“改革股票承销办法,新股定价关联基本面”,同时期间关于养老基金入市的报道也成为催发股市反弹的重要因素。

然而,反弹的更深层次动力源自流动性的改善。这在数据层面最重要的表现是我们看到了12月信贷的放量。12月新增人民币贷款6405亿元,大幅超越此前市场5500~6000亿元的预期,同比多增1598亿元,至此,我们看到10月以来,在货币政策预期微调的主基调下,信贷规模明显放量。伴随信贷的大幅增加,表征流动性的另外两个重要指标M1与M2增速均纷纷拐头向上,似乎意味着货币开始重回上行周期。

图1: 去年4季度信贷放量

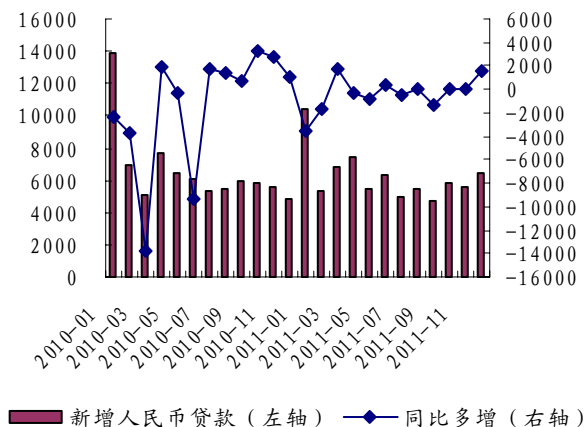
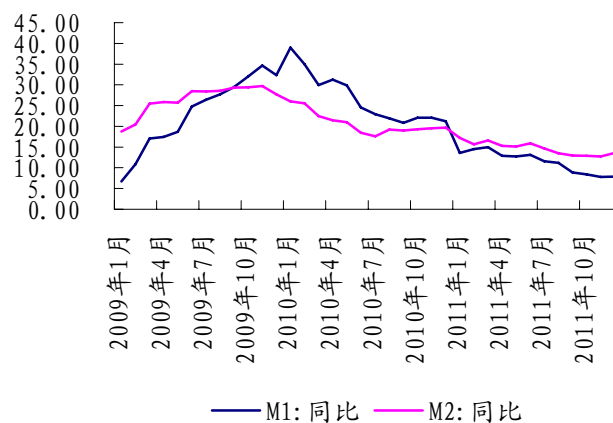


图2: M1、M2增速开始拐头向上



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

在流动性的驱动下,本次反弹中我们看到了久违的周期股的崛起,久违的“煤飞色舞”。有色金属行业1月大涨15.82%,位居榜首,采掘板块紧随其后,整体涨幅为8.69%。

图 3：1 月行业涨跌幅比较

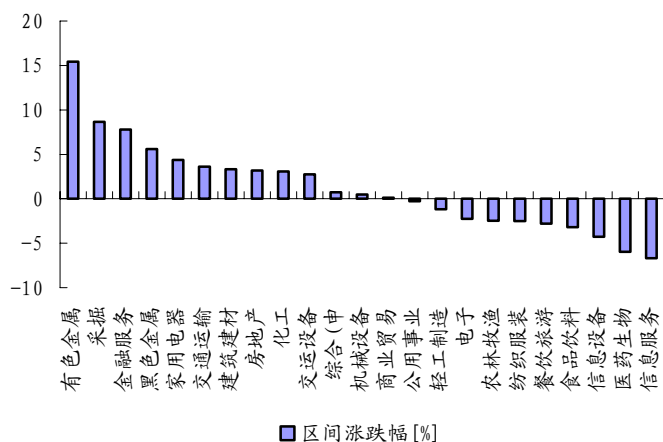
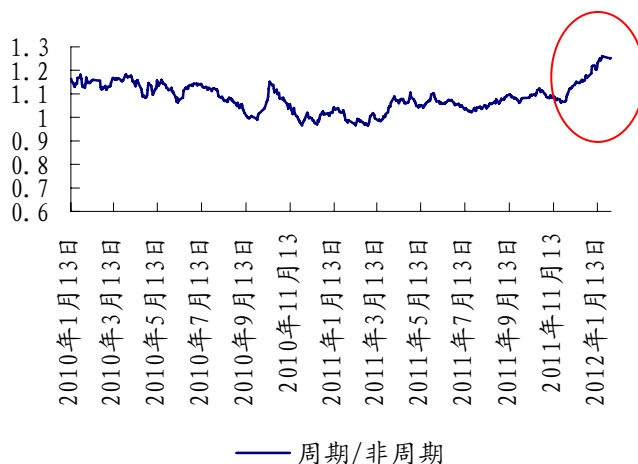


图 4：周期与非周期的轮动



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

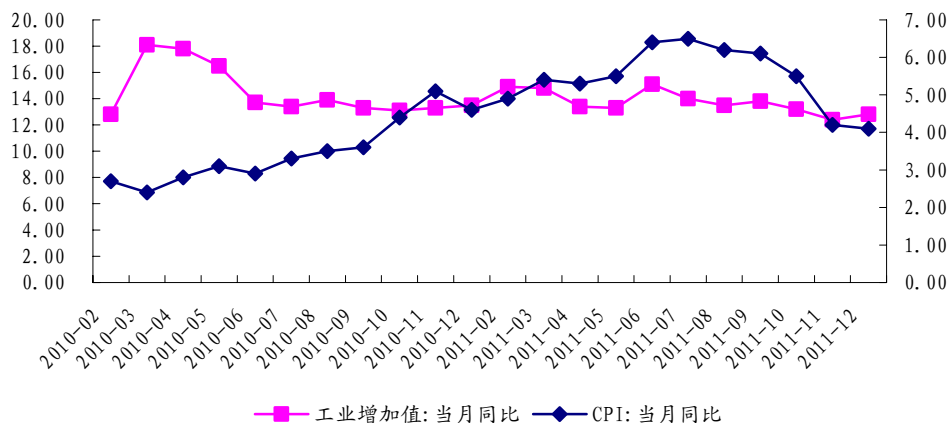
资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

2. 配置环境分析: 周期演进

2.1 衰退期 vs 复苏期

秉承一贯的周期分析方法，我们先对当前以及未来一段时间的周期运行进行定位。从趋势来看，无论是工业增加值还是 CPI 均处于下行阶段，似乎意味经济周期仍处于衰退的过程。

图 5：经济周期演进



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

对于未来的通胀走势，争议不大，虽然短期受春节因素的干扰食品类价格走势有所反复，但 CPI 仍旧下行的概率偏大。从翘尾因素来看，受 11 年年春季影

响，今年1月翘尾因素较高，但进入2月份之后，翘尾因素大幅趋弱，也利于通胀形势的继续下行。

图 6：近期农产品价格走势

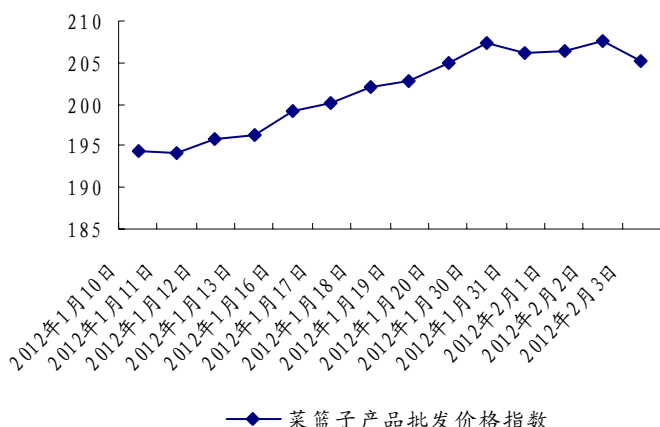
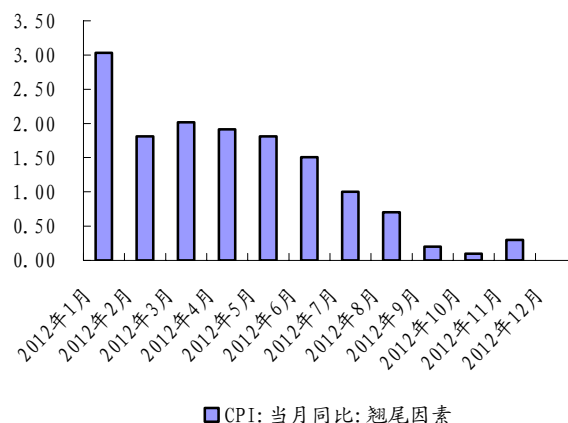


图 7：CPI 翘尾因素



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

不过，对于工业增加值的走势，业内较有争议，这也直接决定了对未来经济周期走势的研判。12月工业增加值超预期回升，为12.8%，较之11月上升了0.4个百分点。从中观行业的数据来看，粗钢、社会用电量以及乙烯产量的数据也均验证了12月的经济回升。

图 8：粗钢、乙烯产量与工业增加值

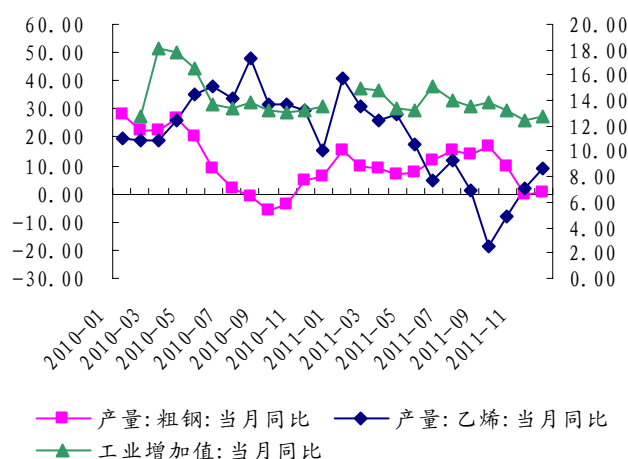
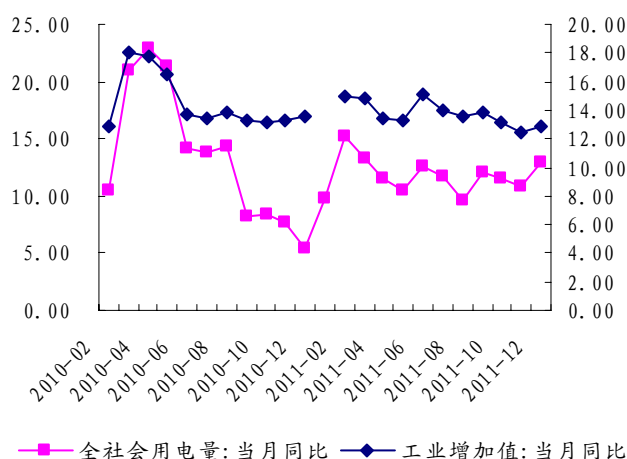


图 9：全社会用电量与工业增加值



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

但毕竟今年春节在1月份，12月份的工业增加值回升有可能是来自于春节前的大量提前开工所致，未来上行趋势能否延续，还只是下行过程的一次中继反

弹？对此我们要做深入分析。

2.2 经济运行，重启库存周期

库存是引致经济周期短期波动的重要变量，我们发现原材料库存与工业增加值的走势基本一致，其具有明显的顺周期特征。且从两者季调后的趋势项来看，原材料库存周期又略领先于工业增加值周期。因此，我们可以通过对库存周期的分析，来预判未来的经济走势。

图 10：工业增加值与原材料库存走势一致

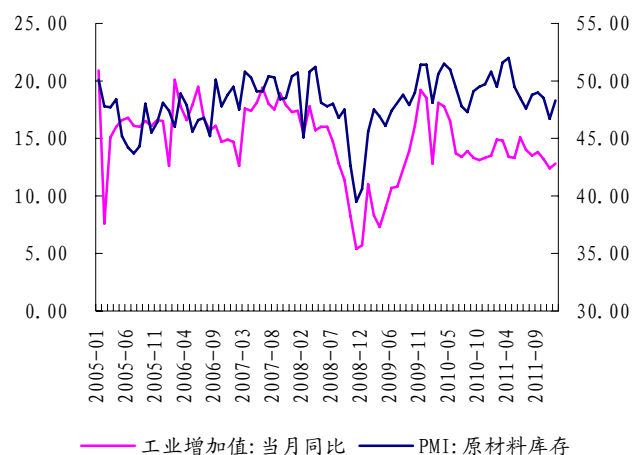
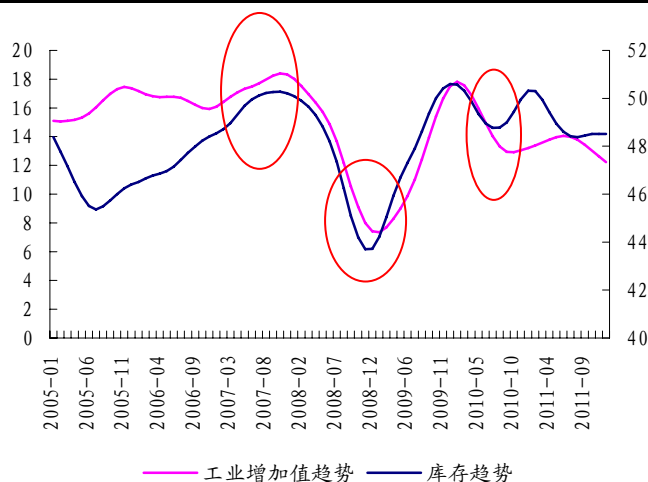


图 11：库存周期略领先于经济周期

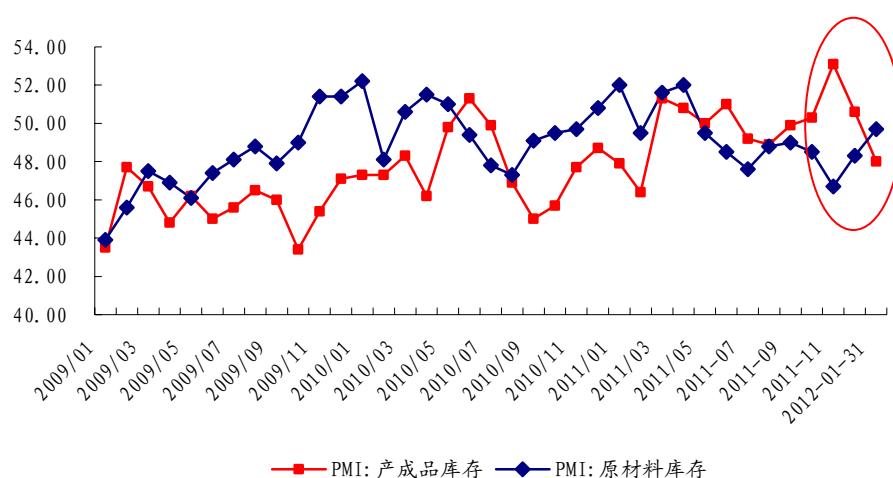


资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

从公布的最新的 PMI 各项指标来看，新一轮的补库存周期似乎已经开启。原材料库存连续两个月触底回升，1 月较之去年 12 月回升了 1.4 个百分点，与此同时，我们看到居高不下的产成品库存也开始同步连续 2 个月下行，1 月较之去年 12 月下行了 2.6 个百分点。

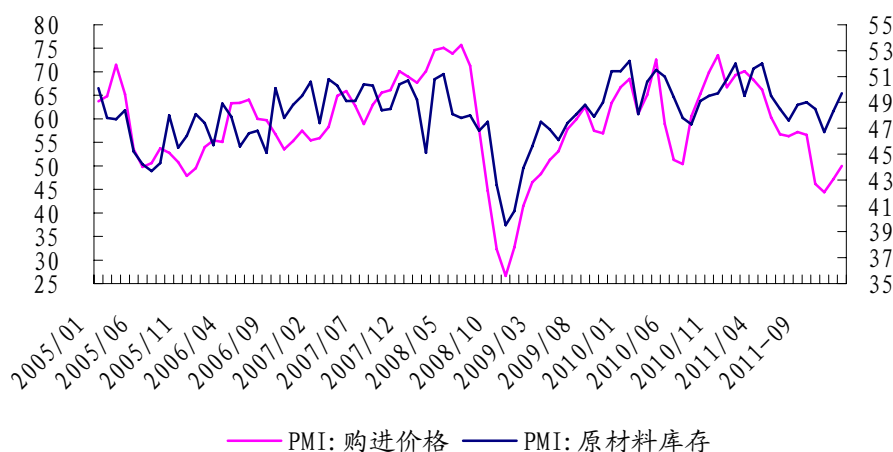
图 12: 开启新一轮库存周期



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

原材料库存的回补, 首先源自上游原材料价格的企稳回升。历史来看, 购进价格走势与原材料库存的走势高度相关。自去年 12 月以来, 购进价格同步开始回升, 这是促进原材料库存回补的重要因素。

图 13: 购进价格与原材料库存走势高度相关

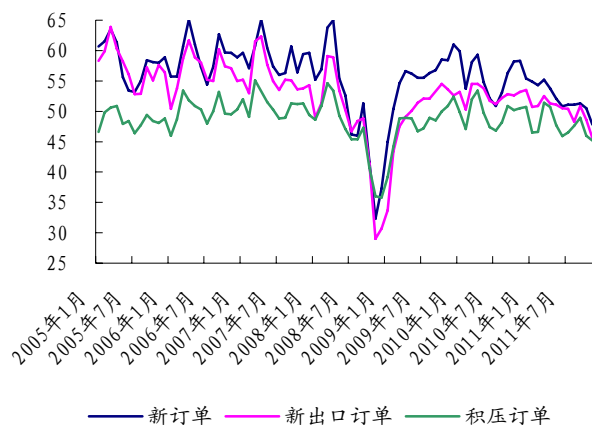


资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

其次, 补库存还源自下游需求的有所回升。我们看到 1 月新订单指数重回 50 以上, 连续两月回升, 但同期新出口订单指数与挤压订单指数并未回升, 这可能意味着当前需求仅是微弱回升; 从工业企业经济效益的数据中, 也可看出下游需求微弱回升的迹象。采用工业增加值 - 产成品资金同比增速这一指标表征工业体系的终端需求, 我们看到去年 11 月以来, 该指标较之 10 月开始连续两月有所回

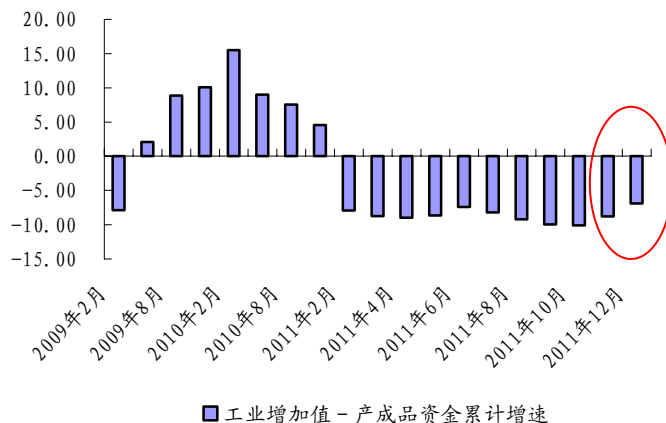
升，与 PMI 表征的需求回升基本同比。

图 14：1 月新订单指数继续回升



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

图 15：需求有回升迹象



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

在原材料库存回补的带动下，我们有理由认为未来 1~2 个季度经济逐步企稳回升，经济自身的运行正在逐步转暖，未来经济周期可能正向复苏阶段演进。权益市场的配置环境明显转暖。

3. 配置环境分析：资金面，虽然纠结，但整体仍旧向好

2 月资金面相对纠结，既有利好因素，也存在诸多利空因素。

最大的利好在于全球流动性的好转以及风险偏好的回升。1 月 26 日的美联储议息会议决定将超宽松货币政策至少延续至 2014 年上半年；去年 12 月 9 日欧盟峰会后，欧洲央行提出两个三年期的 LTRO，一笔于 12 月 21 日拍卖，第二笔计划于 2012 年 2 月拍卖。两大量化宽松货币的实施，使全球市场的流动性明显好转，风险偏好上升。我们看到，1 月以来，无论是美元还是欧元的 3 个月 TED 价差指标均表现为高位拐头向下，这是全球流动性转好的重要信号。

图 16: 1 月新订单指数继续回升



图 17: 需求有回升迹象

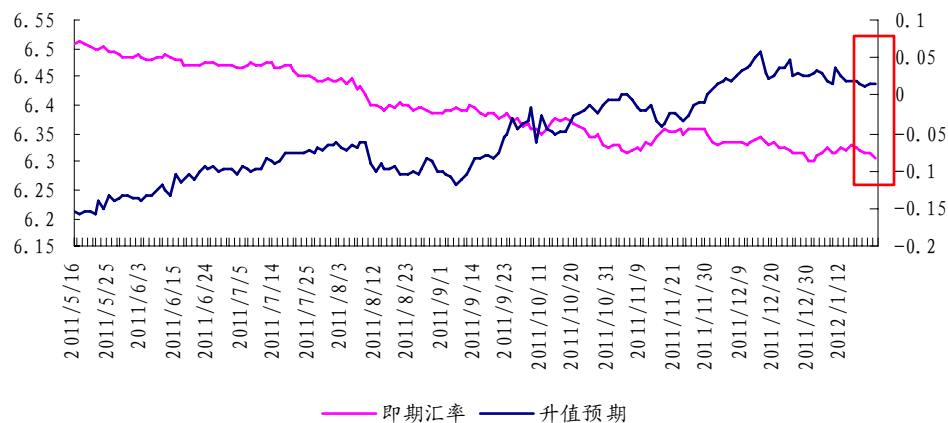


资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

伴随全球流动性的改善以及风险偏好的上升, 新兴市场资金流入额开始上升。同时我们看到, 近期人民币即期汇率重回上升趋势, 升值预期也有所升温, 预计 1 月外汇占款有望结束过去三月连续流出态势, 从而基础货币投放量环比会有所改善, 促使流动性的回升。

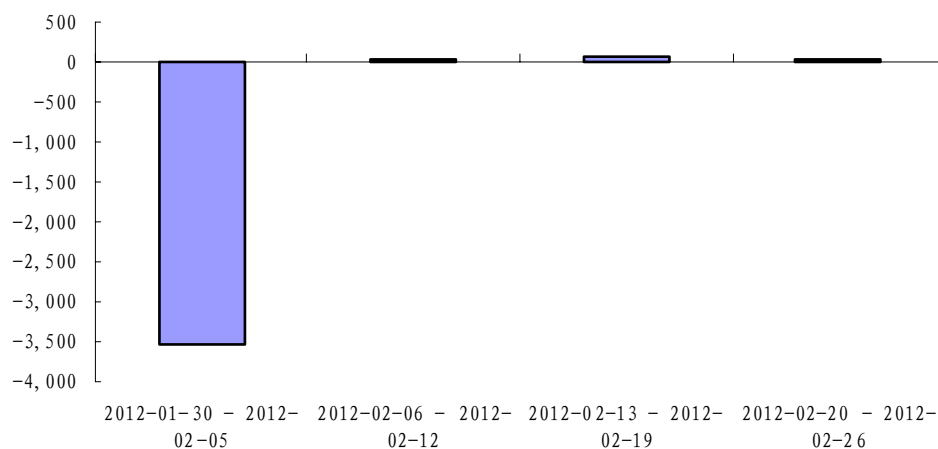
图 18: 人民币升值预期重新升温



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

然而, 2 月资金面也面临逐步利空因素的影响。首先, 2 月公开市场到期量仅 120 亿元, 同时面临节前 3520 亿元逆回购的收回; 其次, 2 月 15 日面临最后一次逾 1000 亿元左右的保证金补缴; 最后, 节前市场普遍预期的存款准备金率迟迟未能下调, 预期落空直接导致了节后 A 股市场的回调。

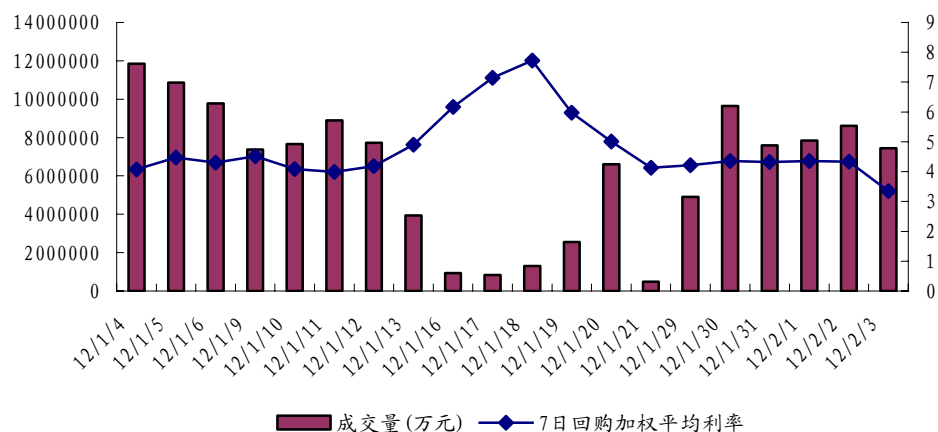
图 19: 2 月各周公开市场到期资金量



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

不过, 整体来看, 即使在存准率迟迟未能下调的状况下, 我们预计 2 月资金面仍旧能够实现环比改善, 只是改善的幅度或许不大。这一判断源自节后几个交易日银行间回购利率的走势。本周 2 为节前逆回购资金的回收日, 市场本担心在此影响下, 银行间利率水平显著回升, 但实际上 7 日质押式回购利率不胜反降, 较之前 1 交易日小幅回落了 3 个 bp, 同时前期资金较为紧张的大行均在当日充当了资金的融出方, 而在逆回购资金收回之后, 周五我们看到利率水平迅速下降, 已经低于节前水平, 从而说明节后在现金回落银行体系的带动下, 资金面正在开始不断改善。

图 20: 银行间利率水平有所下降



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

4. 行业景气轮动——指向早周期行业

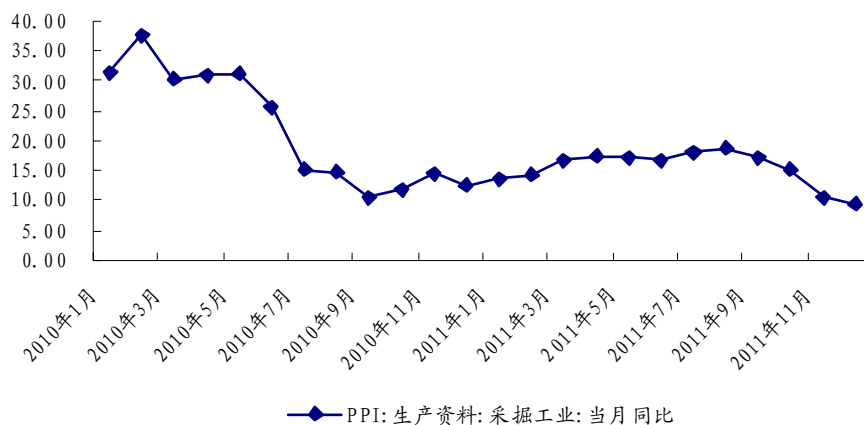
在我们的行业配置体系中，我们从宏观的角度自上而下对行业景气进行跟踪，试图找到行业景气的轮动方向，并据此进行行业配置。从行业层面来看，行业景气的变动本质上体现为利润增速的向上或向下趋势性运动，而利润的变动又主要取决于销售收入与毛利率的变动两大因素。因此，对行业景气度的把握，可简化为对这两大驱动因素的分析。而其中，毛利率的变动最为敏感，从而最有预示意义。

4.1 PPI 价差监测体系：加工工业景气回升

国家统计局公布的 PPI 月度数据，把工业企业划分为四大类，分别为采掘、原料、加工以及生活资料制造业。从产业链角度来看，四类行业形成了一个完整的中上游关系，于是我们想到，可通过监测 PPI 价差的变动来洞悉工业企业的毛利率变动趋势，从而把握行业景气的轮动方向。（具体参加我们的研究报告《PPI、工业增加值与行业景气度》，2011 年 1 月 24 日）

我们发现上游采掘工业的毛利率变动与采掘业 PPI 关联度较高，相关系数为 0.57。从两者历史上波峰波谷出现的时点来看，也保持着较高的一致性，说明采掘工业的 PPI 指数可当作是行业毛利率的一个同步指标。当前，上游采掘工业 PPI 持续下滑，从去年最高的 8 月 18.75% 下滑至 12 月的 9.42%，说明从毛利率的角度看采掘行业的景气正处于下滑态势。这源自前期大宗商品价格的持续回落。

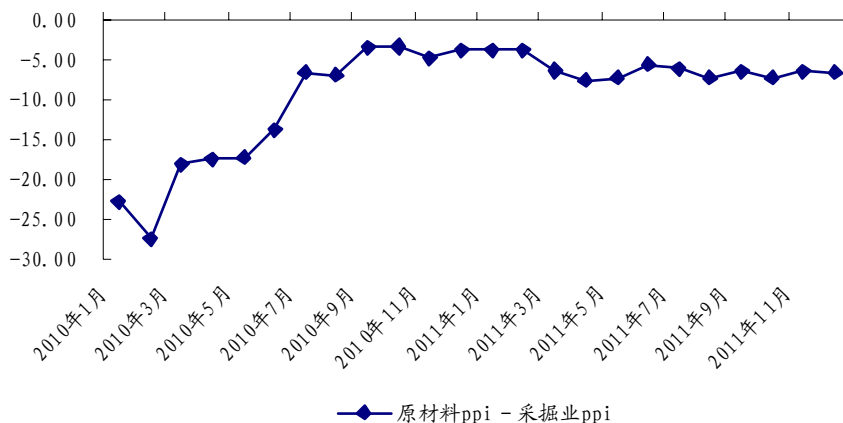
图 21：采掘工业 PPI 走势



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

对于中游原料工业，可采用原料工业 PPI - 采掘业 PPI 的价差指标表征其毛利率走势。我们发现，近期个月来原料工业的 PPI 价差基本稳定，并未呈现随着上游采掘工业价格的大幅下行而得以改善，这可能是由于原料工业如钢铁、水泥、化工原材料等严重的产能过剩，从而引致需求不足所致。

图 22: 中游原料工业 PPI 价差走势

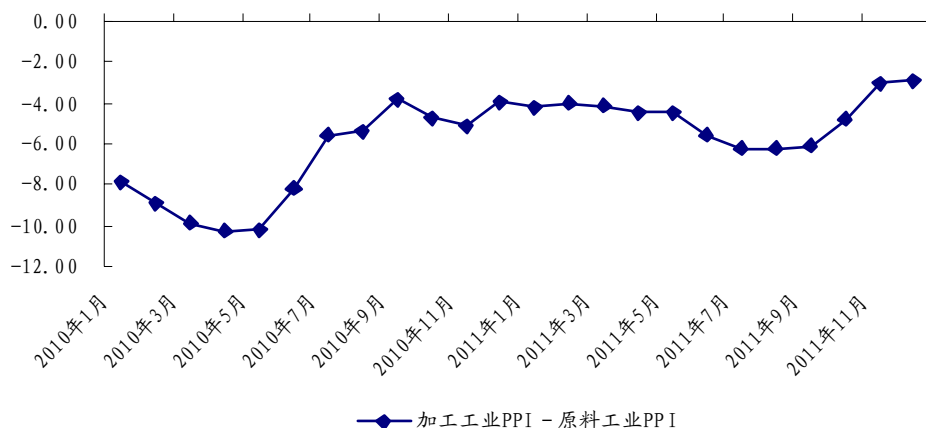


资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

对于中游行业中相对偏下游的加工工业，毛利率变动与加工工业 PPI - 原料工业 PPI 的走势相关性较强，经计算相关系数为 0.51。另从两者波峰波谷出现的时点来看，加工工业与原料工业的 PPI 走势对加工工业的毛利率具备较强的领先性，大致领先 1~2 个季度。

近几个月，在上游原料价格的快速下滑带动下，我们发现相对偏下游的加工工业毛利率明显得以改善，迅速上行，这就意味着成本的下行，对加工工业的毛利率形成了较为显著的改善，从而有助于行业景气的率先复苏。

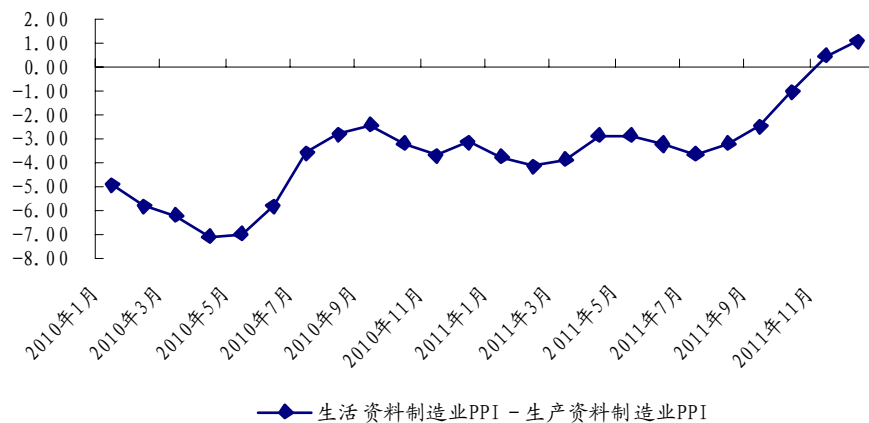
图 23: 中游加工工业 PPI 价差走势



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

对于最偏近下游的生活资料制造业, 历史数据表明其毛利率走势与生活资料制造业 PPI - 生产资料制造业 PPI 走势相关度较强。近期生活资料制造业的 PPI 价差经历了一个较为明显的上升, 这一方面源自生产资料 PPI 的快速下行, 另一方面则源自生活资料 PPI 由于刚性因素所引致的下行速率较慢。

图 24: 下游生活资料制造业 PPI 价差走势



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

从价差趋势来看, 似乎偏下游的加工工业与生活资料制造业的行业的毛利率状况不错, 从而预示行业景气指向这两个行业。但进一步的分析我们发现, 各分项 PPI 价差波动具有一定的区间性, 较之加工工业, 生活资料制造业的 PPI 价差已经位于区间的高位, 再考虑到倘若后期 CPI 加速下滑, 可能会带动偏下游的生活资料制造业毛利率迅速下行, 因而我们更倾向于认为行业景气的轮动大概率指

向中游加工工业。

表 1: PPI 价差指标上涨幅度

	下限	上限	当前值	区间长度	上涨幅度
加工	-11.52	4.69	-2.90	16.21	53.19%
生活资料	-8.72	6.86	1.09	15.57	62.96%

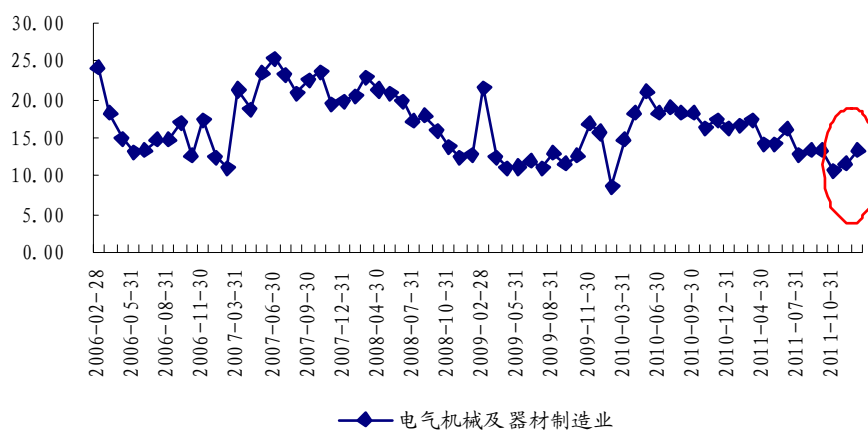
资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

4.2 关注电力设备、汽车等早周期行业

中游加工工业涵盖子行业较多, 我们采用行业景气监测的另一维度——收入增速来做进一步筛选。不过工业企业收入增速数据公布较为滞后, 我们考虑采用分行业的工业增加值进行替代, 历史表明该指标与收入增速关联度较高。

在主要加工工业中, 我们发现电气机械与设备行业(对应申万电力设备与家电行业)的增加值连续两月回升, 在主要加工工业中是亮点。

图 25: 电气机械与器材制造业增加值连续两月回升



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

汽车行业也值得关注, 我们看到交运设备行业的工业增加值增速已经到达历史底部, 而从库存周期来看, 该行业率先于整个工业体系进行主动去库存化, 已经经历了较长时间。考虑到 11 年汽车销量创新 13 年的低点, 而 12 年随着销量的逐步改善, 有望展开新一轮库存重建周期。

图 26: 交运设备行业增加值接近底部

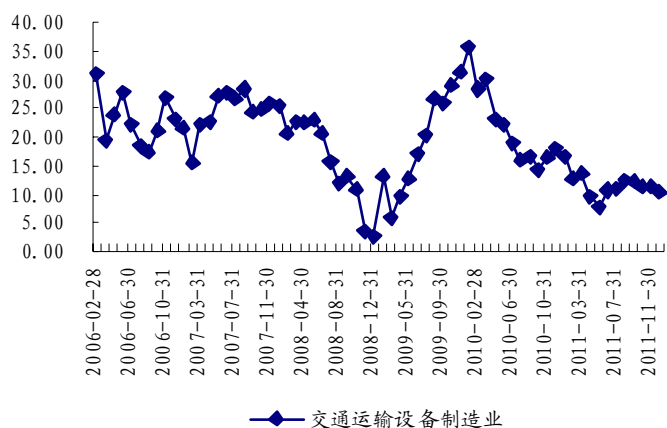
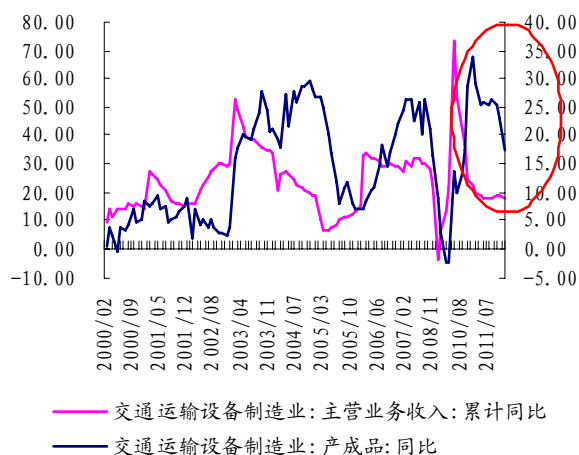


图 27: 交运设备行业经历主动去库存



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

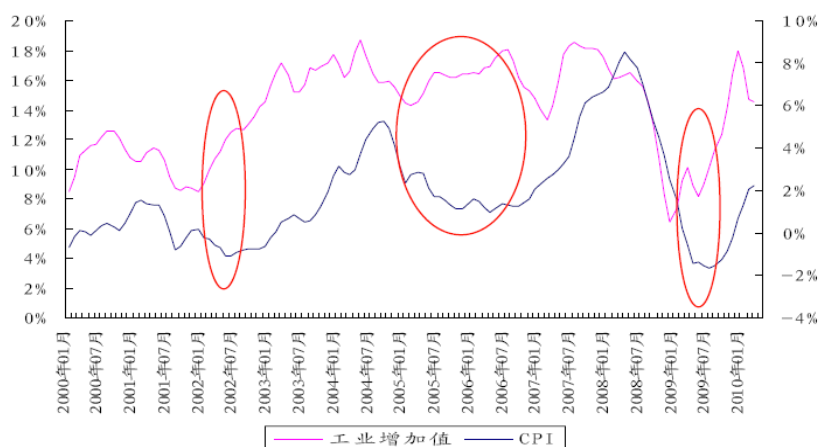
资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

5. 复苏期的行业轮动——历史经验

除了从当期行业景气轮动的角度寻找行业配置方向之外。鉴于我们对未来经济周期向复苏演进的判断，我们还可以通过对历史的回溯，分析历史上复苏期行业轮动的规律来进行当下的行业配置。

仍旧采用经典的工业增加值与 CPI 的变动来表征经济周期，历史来看，我们发现 2000 年以来，共经历了三轮较具代表性的经济复苏期，分别为 02 年 1 月 ~ 02 年 4 月；05 年 3 月 ~ 06 年 3 月；09 年 3 月 ~ 09 年 7 月。

图 28: 历史上的三轮复苏期

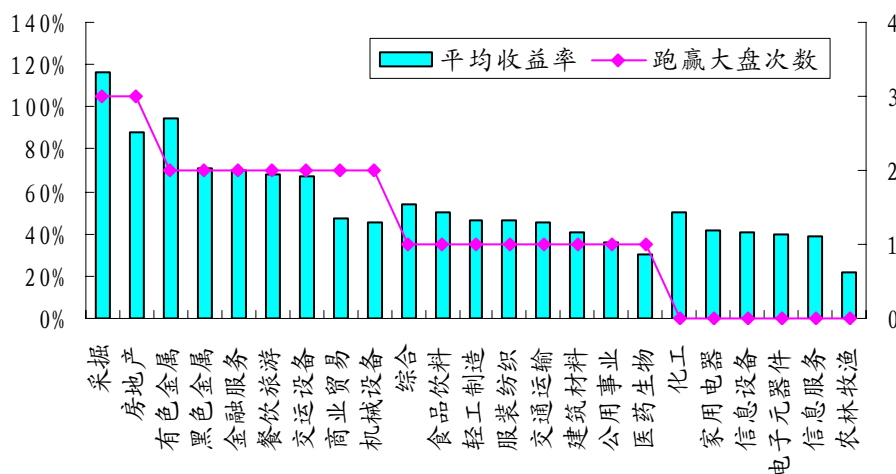


资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

我们总结了复苏期的行业表现。在复苏阶段，采掘、房地产两个板块的历史表现异常抢眼，在过去 10 多年间的三次复苏期均跑赢大盘。从年化收益率上来看，采掘业的平均年化收益率最高，为 115.93%，房地产虽然三次均跑赢大盘，但平均数收益率要低于采掘板块，为 88.05%。

有色金属、黑色金属、金融服务、餐饮旅游、交运设备、商业贸易、机械设备的历史表现也差强人意，各自都有两次跑赢大盘。相比之下，化工、家用电器、信息设备、电子元器件、信息服务、农林牧渔的历史表现较差，三次复苏期全部跑输大盘。

图 29：复苏期的行业板块表现



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

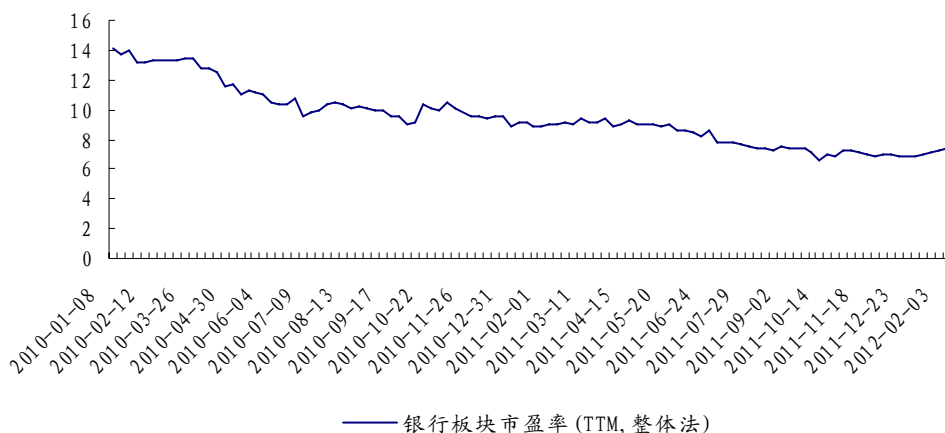
6. 2 月推荐行业板块

结合复苏期行业板块表现的历史经验与当前行业景气的轮动方向，我们推荐配置银行、有色、煤炭、汽车以及电力设备板块。

推荐配置银行板块，理由不仅在于 1 季度信贷走向宽松对行业景气形成的支撑，还源自其年报的超预期。如民生、华夏利润增速均在 50% 以上，浦发、光大也在 40% 以上。业绩的超预期增长一方面源自四季度息差，大幅扩张，幅度超越市场预期，另一方面则源自拨备计提力度和费用控制程度的好于市场预期。而近期大股东汇金决定将今年对其持股的大型银行分红比例再下降 5 个百分点，以支持有关银行增加以利润留存补充资本的能力，也对板块形成直接利好。不过银行板块的再融资压力仍旧加大，多家城商行等待 IPO 融资，这可能会对近期板块的

上扬形成一定拖累与压制。但整体看，银行板块的安全边际仍旧较高。

图 30: 银行板块估值水平



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

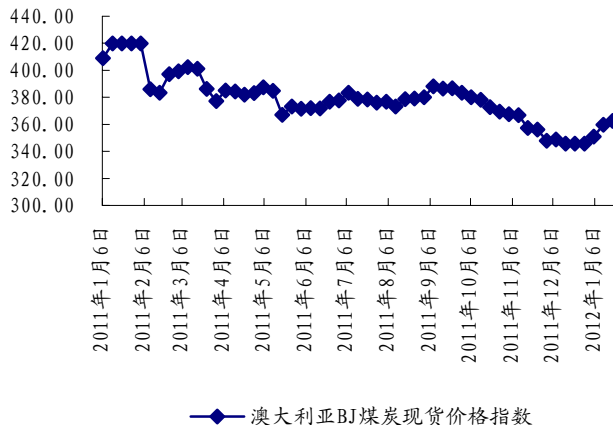
近期有色、煤炭板块的大幅上涨，与资源品价格的反弹密切相关。2 月资源品板块的反弹，我们认为有望延续，一方面源自经济逐步走向复苏对下游需求形成支撑，尤其是近期美国经济的强劲复苏，也对上游资源品价格形成支撑，另一方面则源自流动性的逐步改善对板块估值的推动。历史上来看，“煤飞色舞”也正是对经济复苏期 A 股市场表现的重要诠释，不过这两大板块的主要风险点在于前期涨幅较大所引致的短期获利回吐压力，需要投资者警惕。

图 31: 南华金属期货价格指数



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

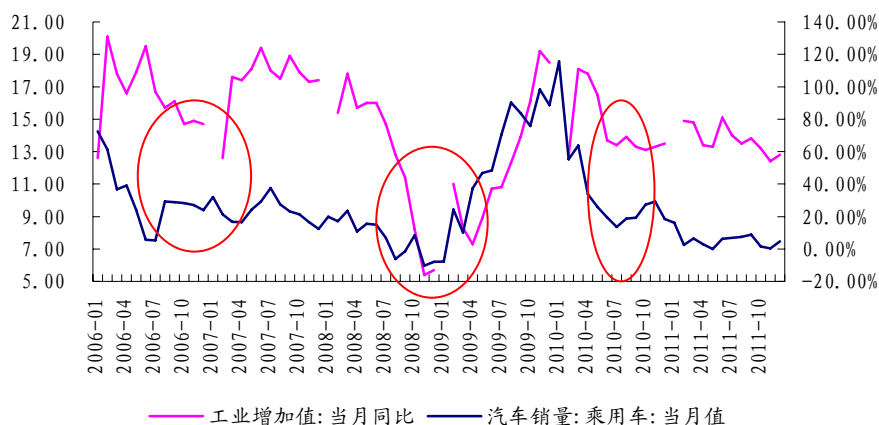
图 32: 澳大利亚煤炭现货价格指数



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

对于汽车板块，乘用车最值关注。作为可选消费的代表，乘用车对经济周期的运行较为敏感，历史来看，乘用车的销量回升要早于工业增加值，具有显著的早周期特征。基于我们对未来工业增加值走势的判断，我们认为乘用车的销量有望逐步回升，从而带领板块的估值修复。对于另两类可选消费，房地产与家电，我们并未做重点推荐，前者虽然从历史看表现较为优异，但重要的逻辑在于复苏期地产销售的回升，不过当下我们尚未看到这一点，地产销售仍旧低迷，这是其主要风险所在；对于后者，历史上看权益市场的表现并不好，逻辑与实证发生了偏离，且家电销售经历前期透支之后，1 季度销量的回升仍有变数，故我们不做推荐。

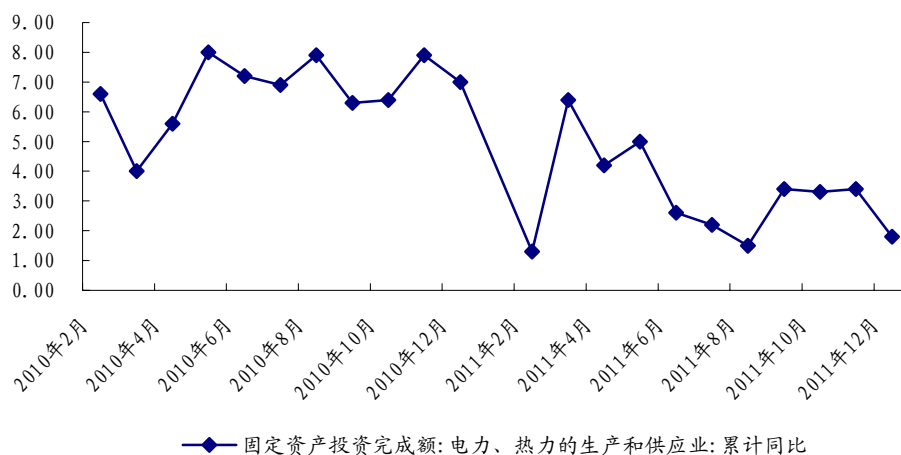
图 32：乘用车销量与工业增加值



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

对于电力设备，推荐的逻辑在于 1 季度电力投资的回升，不过从国家电网公布的 12 年电网投资规模来看，规模增加幅度较小，因而对于该板块，我们认为关键是把握结构性机会。其中特高压与核电板块受益于项目的开工启动，正逐步从前期政策导向带来的估值修复行情走向业绩的实质性改善，因而最值关注。

图 33: 电力行业固定资产投资



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。