



复苏预期证伪，经济仍在衰退期 ——2012 年 3 月产业链跟踪报告

研究报告——行业配置

发布日期： 2012 年 4 月 5 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

● 3 月产业链的跟踪显示：当前实体经济的复苏进程要慢于预期，下游需求尚未完全启动，前期市场对经济弱复苏的预期进一步弱化，经济大概率仍处于衰退期。

● 投资链条下，终端需求层面，1~2 月地产投资平稳，但主要是保障房的贡献，商品房销售同比增速仍在下滑，后续地产投资高增速难以维系；基建投资尚未启动，尤其是铁路投资大幅下滑，但电力尤其是水电投资在国家政策导向下开始加速。中游行业层面，水泥、钢铁价格有所企稳，但回升力度较小；玻璃、纯碱价格仍在下行；工程机械销量环比有所回升，但从同比看，主要产品同比增速均负增长。上游资源品层面，原油价格上行动力有限，预计震荡下行，煤价价格有所企稳，但下游需求的疲弱抑制价格上行幅度，基本金属价格受制于美元走强与国内需求不足，预计也以弱势震荡为主。

● 出口链条下，纺织服装出口不振，并拖累上游化纤行业景气；机电与高新技术产品出口增速也持续下行，但近期北美半导体设备制造业商订单与出货额增速有触底回升态势，BB 值连续 5 月回升，预示行景气逐步走好；BDI 指数持续反弹，且集运价格受益于提价成功，反弹上行，但航运行业仍旧受制于全球需求不足以及行业本身的供给过剩。

● 消费链条，食品饮料销售增速走低；汽车销量 1~2 月增速虽仍是负增长，但跌幅收窄，预计 3 月份汽车销量有望与去年同期持平，4 月份销量增速开始转正。

● 金融链条，银行业面临两难境地，经济下行则不良贷款率可能上行，经济上行则息差可能缩减，但目前银行利润增速仍较高；保险行业 2 月保费收入增速有所反复，不及 1 月开门红。

目录

1.投资链条	3
1.1 下游需求	3
1.1.1 房地产	3
1.1.2 基建投资	3
1.2 中游加工制造	5
1.2.1 玻璃、纯碱	5
1.2.2 水泥	6
1.2.3 钢铁	7
1.2.4 工程机械	8
1.3 上游资源	8
1.3.1 原油	8
1.3.2 煤炭	9
1.3.3 有色金属	10
2.出口链条	12
2.1 纺织服装	12
2.2 机电	12
2.3 航运	13
3.消费链条	14
3.1 食品饮料	14
3.2 汽车	15
4.金融	16
4.1 银行	16
4.2 保险	17
重要声明	18

1. 投资链条

1.1 下游需求

1.1.1 房地产

1~2月房地产开发投资增速为27.8%，较之去年全年仅回落了0.1个百分点，似乎意味着地产投资并未像之前预期的那么差。然而我们认为1~2月的地产投资平稳，可能主要源自保障房的贡献。去年保障房的集中建设主要始于下半年，上半年尤其是两会之前，地方政府对于保障房进程的推进并未给予充分重视。但经历了去年之后，今年地方政府已经充分认识到保障房建设已上升为政治任务，而中央财政上也给予大力资金支持，因此今年全年保障房的建设较之去年在各月份应会明显平滑，也由此导致了今年1~2月份的地产投资看上去并不差。

图1：1~2 房地产开发投资平稳

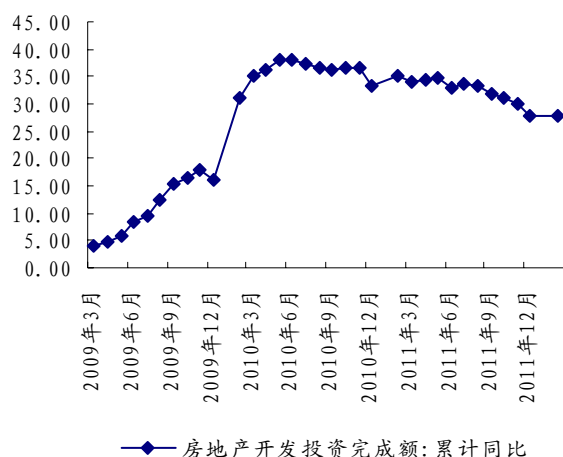
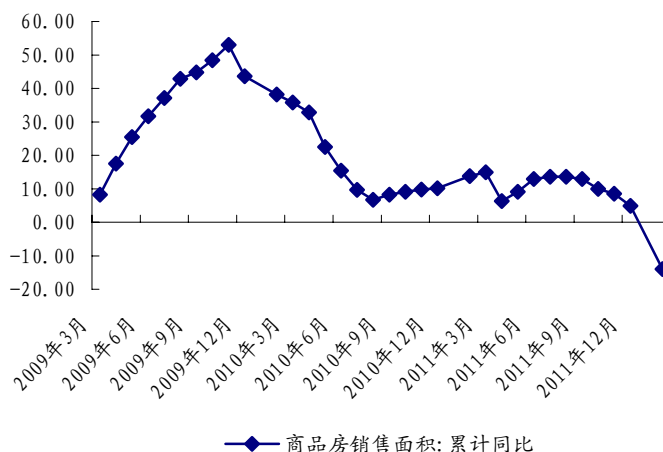


图2：商品房销售面积增速下滑



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，地产投资高增速能否维系，关键取决于商品房的销售状况，后者对其具有明显的领先作用。虽然年初以来各地商品房销售有回暖迹象，但从同比来看，销量仍处于下滑之势，而商品房库存仍处在高位，由此我们认为前两月地产投资增速的高位运行难以延续。

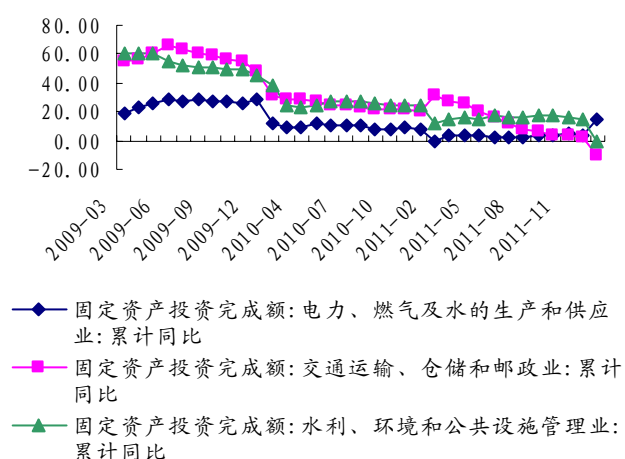
1.1.2 基建投资

1~2月基建投资仍未放量，增速继续下滑，已是负增长。从分项数据看，基建投资的下滑，主要源自交运仓储投资的疲弱。

铁路投资是交运仓储中的主要构成，也正是铁路投资的下滑拖累了整个基建投资的回升。1~2月铁路基本建设投资累计完成额为207.97亿元，较之去年同期大幅下滑67.52%。铁路投资增速的大幅下滑，一方面源自去年较高基数，另一方面则受制于铁路建设的资金瓶颈。不过，12年全国铁路工作会议上，铁道部表示将积极拓宽铁路建设资金筹措渠道。2月15日国务院常务会议中，也明确提出鼓励民间资本进入铁路领域。随着铁道部改革及投资主体的多元化推进，资金紧张问题会逐步缓解，铁路投资增速大幅下滑态势也会得以趋缓，但全年基本建设投资4000亿元的规划，也决定了全年看铁路投资增速较之去年仍是下滑的。

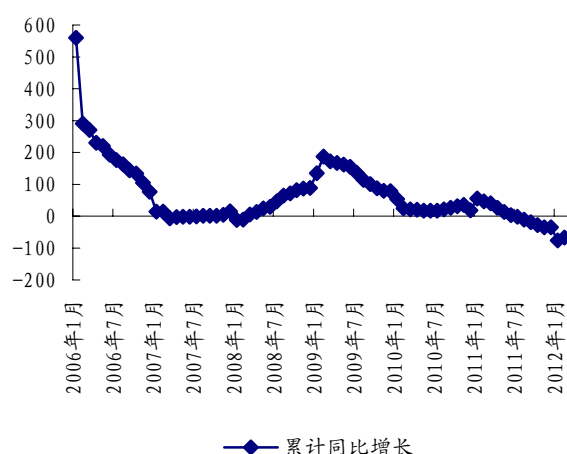
前两月电力、燃气与水的生产与供应业投资明显放量，增速达到14.82%，明显高于去年3.8%的增速。电力投资尤其是电源投资的大幅增长是主要原因。其中火电企业受制于盈利能力不佳，经营困难，企业再投资意愿较差，投资仍旧不振，但水电受益于国家农田水利建设的力度加大，年初以来投资明显加速，前两月增速高达91.76%。另据《中国证券报》报道，发改委日前核准了大渡河、金沙江流域5个大中型水电项目，项目累计装机达580万千瓦，动态总投资超过600亿元。而根据能源局的规划，今年将核准2000万千瓦，目前5个大型水电项目仅完成任务的1/4，后续水利投资仍有较大空间。

图 3：基建投资分项增速



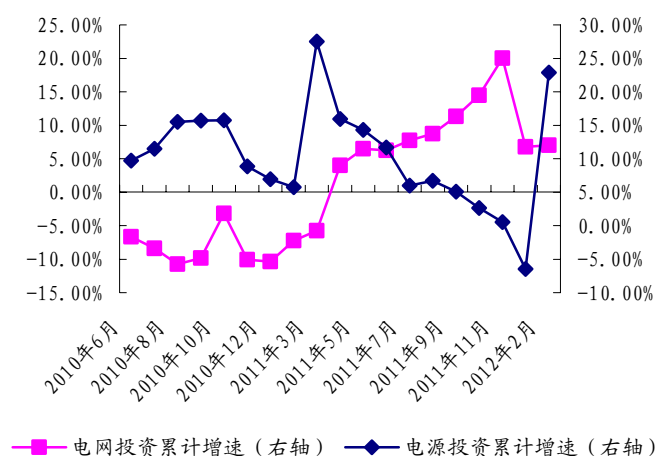
资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 4：铁路投资累计增速



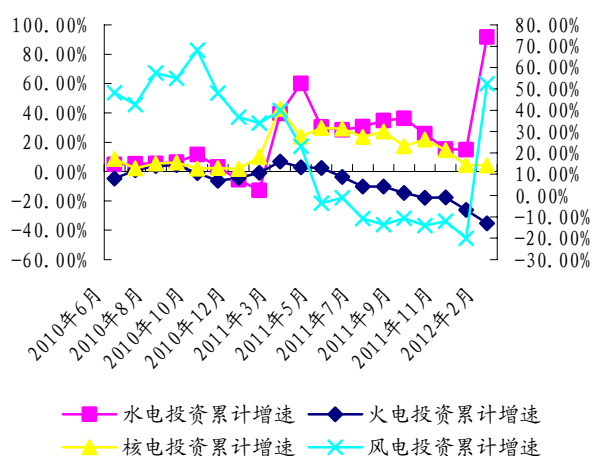
资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 5：电力投资增速



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 6：电源分项投资增速

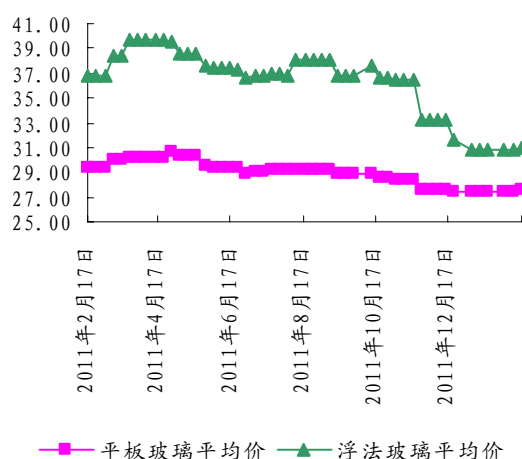


资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

1.2 中游加工制造

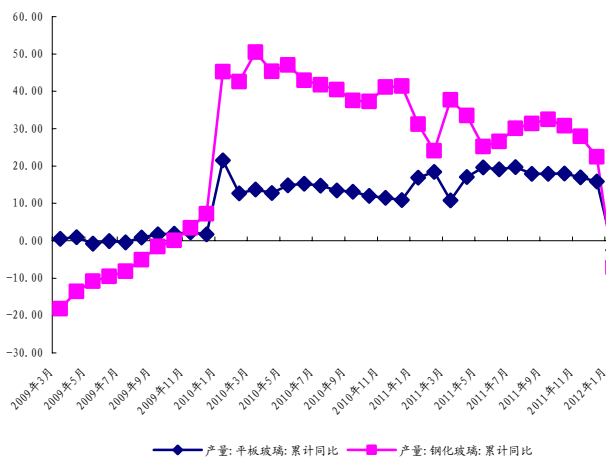
1.2.1 玻璃、纯碱

图 7：玻璃价格走势



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 8：玻璃产量增速

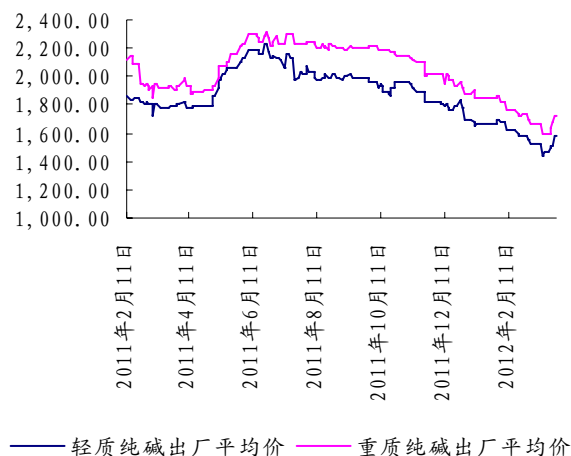


资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

3 月玻璃价格延续前期下跌趋势，究其原因在于下游仍未启动。受价格拖累，3 月产量增速也在低位，但玻璃库存却在缓慢攀升，3 月中旬，行业库存环比上升 100 万重箱至 3016 万重箱，创历史新高，彰显行业景气仍在低谷。

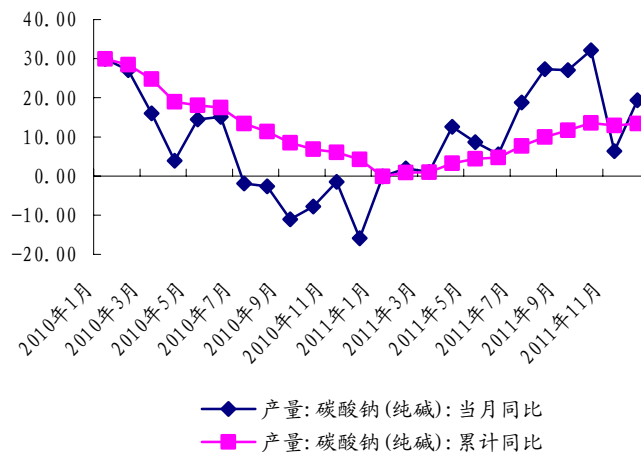
玻璃行业的景气不振，直接拖累其上游主要原材料纯碱行业。虽然从产量上看纯碱并未呈现明显下滑，甚至还持续走高，但关键是其价格水平自去年下半年以来持续走低，这一方面是来自下游玻璃需求的低迷，另一方面也源自行业供给较快所致。

图 9：纯碱价格缓慢回落



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 10：纯碱产量处于高位

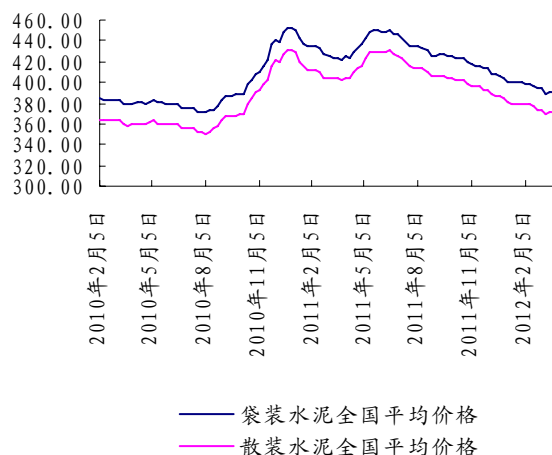


资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

1.2.2 水泥

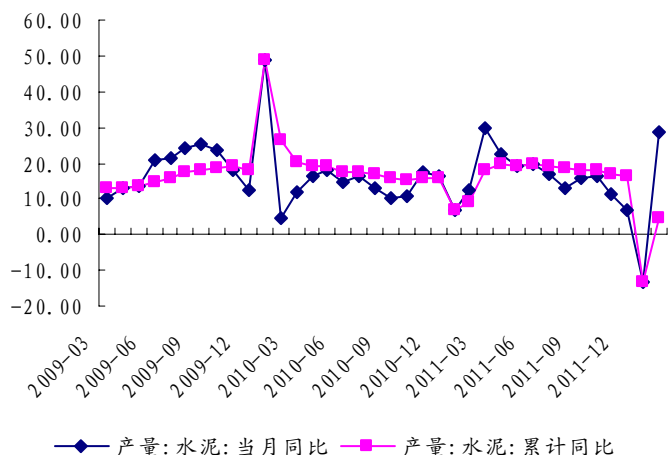
3 月水泥价格小幅回升，但幅度有限，且分地区看，主要是西北地区价格上扬，一是天气转暖，需求陆续增加，二是前期冬季价格较低，企业盈利空间较小，所以随着需求陆续上升主导企业价格适当回调。但华东地区价格仍旧低迷，多数地区再次迎来阴雨天气，需求难以提振，市场成交清淡。从产量上来看，2 月同比增速大幅回升，但主要是受春节错位影响所致，1~2 月累计增速仍在低位，同比仅增长 4.82%，较之去年全年 16.72%的增速大幅回落。

图 11: 水泥价格小幅回升



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 12: 2 月水泥产量增速回升



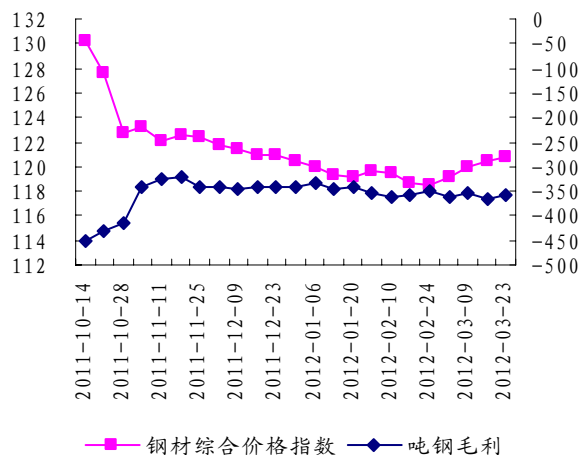
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

1.2.3 钢铁

3 月钢铁价格小幅反弹，主要归因于春节后下游复工的季节性因素所致，但反弹力度仍旧较弱，且从吨钢毛利来看，伴随上游铁矿石价格的同比上扬，吨钢毛利并未由于钢价上升而显著改善，钢企盈利能力仍旧不高。

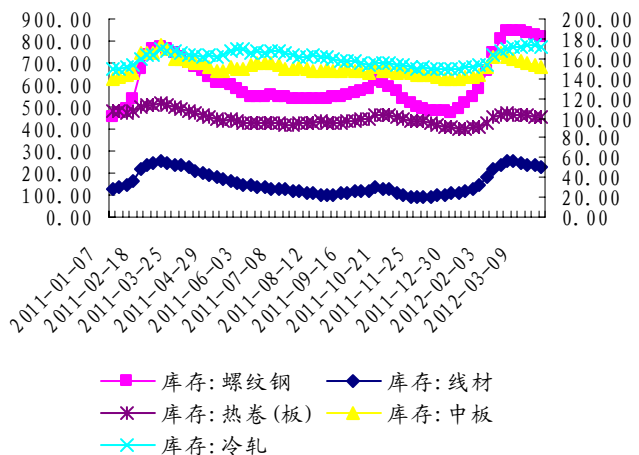
从社会库存来看，伴随下游需求的环比改善，社会库存开始高位下移，但下行速度较慢，且从库存绝对量来看，仍在高位，彰显下游需求复苏仍旧疲弱。

图 13: 钢铁价格不断走低



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 14: 社会库存大幅上升



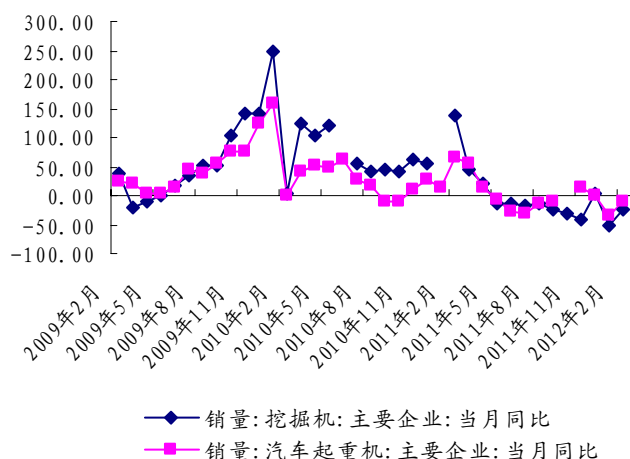
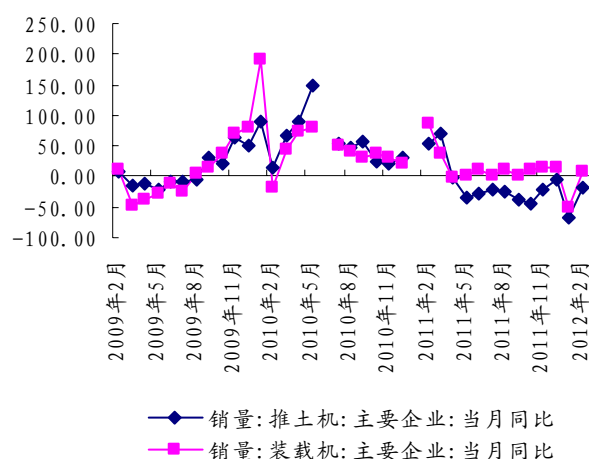
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

1.2.4 工程机械

2 月主要工程机械产品环比大幅增加，一方面来自季节性因素，1 月春节销量较差，另一方面则来自 2 月部分基建的陆续开工，如水利水电项目。但从同比看，主要产品同比增速均负增长，1-2 月挖掘机、装载机、汽车起重机、推土机累计同比增速分别下降了-33.1%、-18.2%、-10.8%、-26.2%，且下游客户观望情绪依旧浓厚，部分下游客户采取短期租赁或购买二手机的方式来补充设备，新机需求疲弱。可见行业景气复苏仍有待时日，尤其是要关注房地产销售的状况。

图 15: 推土机、装载机销量增速

图 16: 挖掘机、起重机销量增速



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

1.3 上游资源

1.3.1 原油

经历去年 10 月以来的大幅上涨后，3 月原油价格整体呈高位震荡走势。原油价格影响因素主要有三：地缘政治、流动性以及需求。地缘政治方面来看，伊朗外长萨利希 3 月 28 日表示长期停滞的伊朗核谈判将在今年 4 月 13 日重启，虽然伊朗问题仍旧悬而未决，且美国和以色列目前都没有排除打击伊朗的可能性，但美国此前表示仍将致力于通过外交途径解决问题，预计战争爆发可能性不大，地缘政治对油价冲击的效力预计会有所减弱；流动性方面，虽然全球流动性仍旧宽

松，但 3 月 27 日欧洲央行管委会成员、斯洛伐克央行行长马库赫表示，欧元区初步显露出乐观迹象，如果状况未有改变，预计不会推出第三轮三年期长期再融资操作 (LTRO)。美国 QE3 虽然因为伯南克讲话，市场对其推出预期一度重燃，但仍有诸多不确定性，因而预计流动性方面对原油的进一步支持动力也在减弱；需求方面，美国 3 月谘商会消费者信心指数降至 70.2，预期 70.3；对未来六个月经济活动预期的预期指数降至 83.0，上述指标暗示市场对通胀水平的担忧加剧，体现油价上升对需求影响剧烈，而从最新公布的 IEA 原油库存数据看，原油库存开始低位攀升，也对原油价格的进一步上行形成压力。综上所述，我们认为 4 月原油价格上行动力不强，整体维持弱势盘整格局。

图 16：原油价格大幅攀升

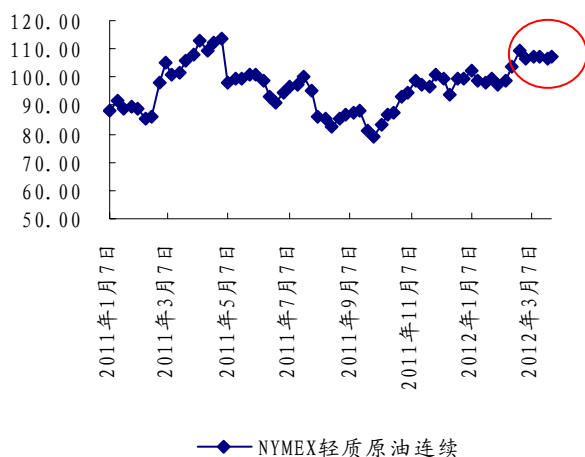
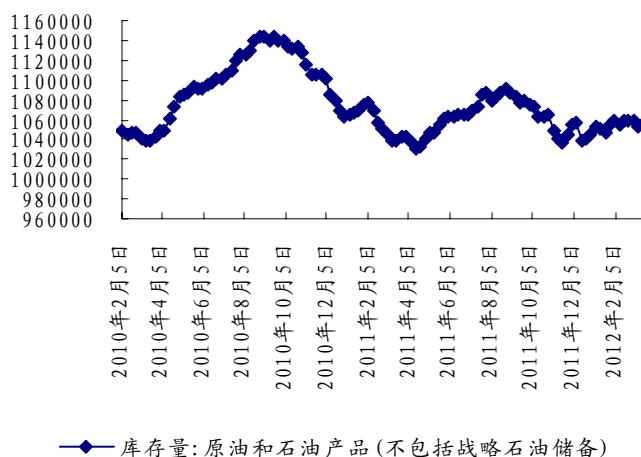


图 17：EIA 原油库存低位攀升



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

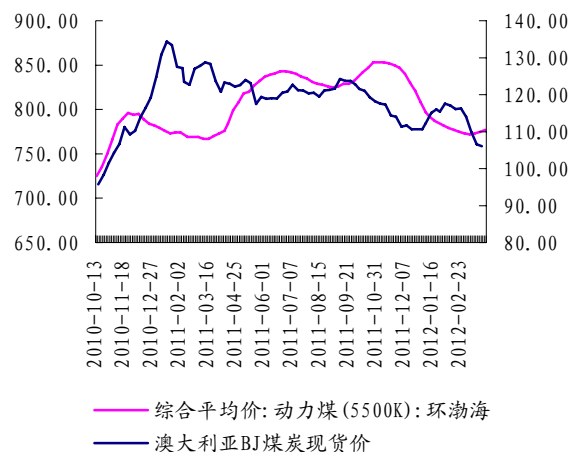
1.3.2 煤炭

3 月动力煤价格企稳回升，结束此前阴跌走势，但回升幅度仍旧较小，焦煤价格依旧平稳。煤价的回升，主要源自春节后下游需求的环比改善。2 月水泥、钢铁产量累计同比增速较之 1 月均有所回升，前 2 月社会用电量数据虽然较之去年大幅下滑，但 2 月较之 1 月环比来看也有所改善。

展望 4 月，受制于下游需求仍旧疲弱，煤价虽然大幅攀升概率不大，但仍有支撑，预计以小幅回升为主。首先，4 月进入开工旺季，需求环比继续改善，尤其是电厂耗煤量回升，库存在同步下降；其次，4 月 3 日至 4 月 27 日大秦铁路检修，运力紧张改善煤炭供需结构，供给层面也对煤价形成支撑。最后，港口库

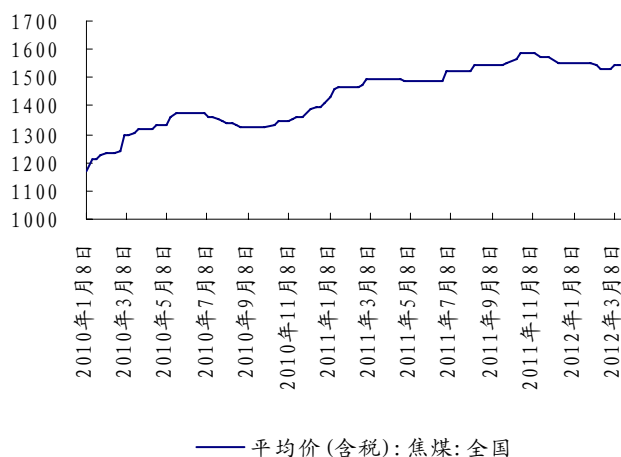
存从前期 800 万吨回调至 700 万吨水平，国内沿海海运费连续上行，均对煤价形成支撑。

图 18：动力煤价格企稳回升



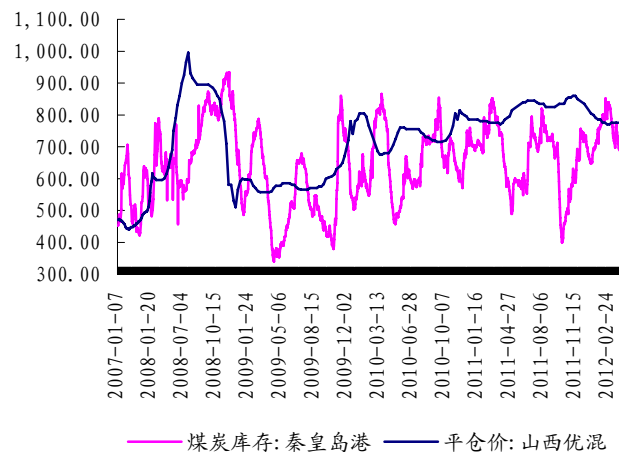
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 19：焦煤价格高位平稳



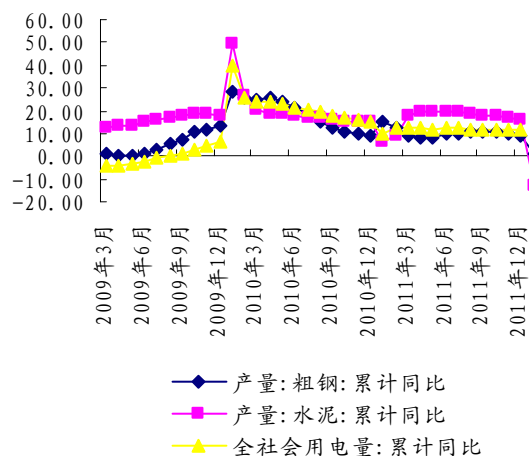
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 20：煤炭下游需求



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 21：煤炭港口库存



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

1.3.3 有色金属

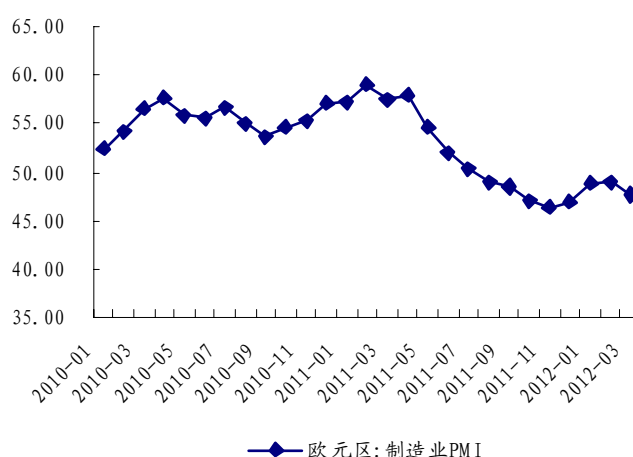
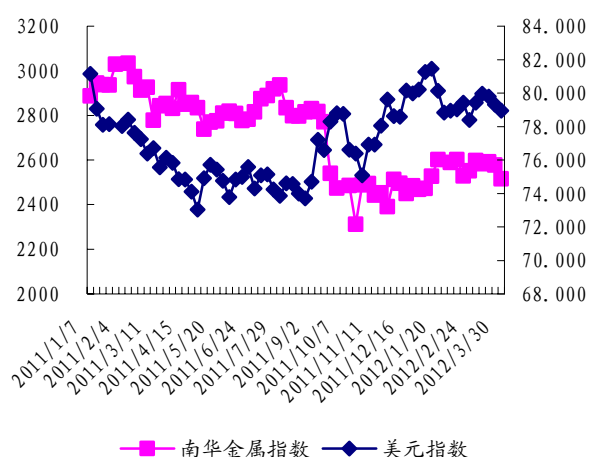
基本金属价格的涨跌取决于其金性与商品两大属性。金融属性上看，基本金属走势基本取决于美元走势。而我们认为，4 月美元价格有望重拾上升趋势。首先，美元的走强源自美国经济的温和复苏，美国截至 3 月 24 的一周首请失业救济人数减少 5000 人，达到 35.9 万人，为 2008 年 4 月以来最低。这显示美国劳

动力市场正在改善,美国 2011 年第四季度 GDP(国内生产总值)的环比年化增长率为 3.0%(终值),基本符合预期。其次,美元走强源自弱势欧元的比价效应,欧元区的利空有二,一是欧债危机阴霾不散,继希腊问题阶段性缓解之后,市场寻找西班牙、葡萄牙等下一个“希腊”的情绪不减。花旗集团警告称,西班牙年内可能被迫债务重组。西班牙央行 3 月 27 日也表示,西班牙经济正遭受 2009 年以来的第二次衰退,这一局势的进展将阻碍该国政府在准备今年预算时重组公共财政的努力。3 月 27 日葡萄牙央行发布春季报告下调对该国经济的预期,称出口下滑以及私人消费降幅扩大将导致今年经济萎缩 3.4%,而该行去年冬季报告中对今年经济的预期为萎缩 3.1%。二是欧元区自身经济疲弱,3 月欧元区 PMI47.7,较之 2 月下滑 1.3 个百分点,德法也难逃经济下滑厄运,分别下滑 2.1 个和 2.4 个百分点。

商品属性上看,国内基本金属经历前期大幅补库存之后,后续走势取决于下游需求的恢复状况,但中观行业的表现来看,似乎需求复苏进程要慢于往年,旺季不旺特征明显,因而需求层面也不支持有所金属价格的走强。

图 22: 金属期货价格高位震荡

图 23: 欧元区 PMI 走低



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

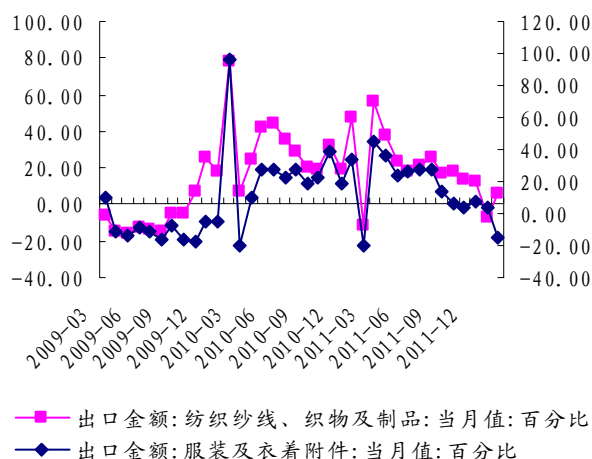
2. 出口链条

2.1 纺织服装

纺织服装出口依然低迷。1-2 月累计出口 312.29 亿美元，同比下降 2.56%。其中，1 月份纺织服装出口额同比下降 0.42%，为金融危机以来的首次负增长；2 月份该增速为-3.28%，跌幅继续扩大。1~2 月纺织服装的出口低迷，基本在市场预料之中，也由此说明了行业复苏进程仍旧是缓慢的，后续需要观察 5 月国内夏装销售和广交会情况，由此判断行业出口和内销复苏程度。

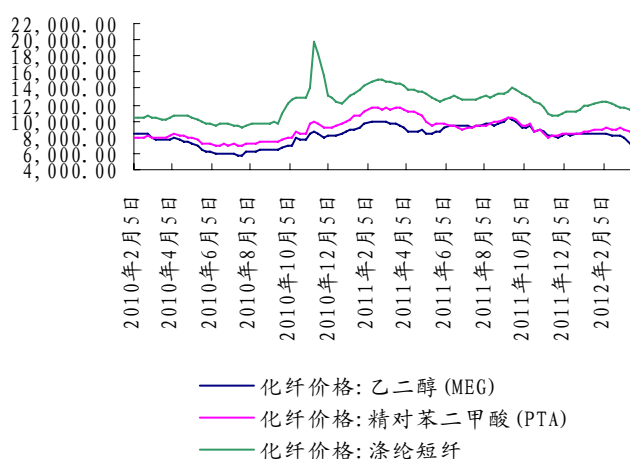
当前纺织服装的景气下行，沿产业链传导至中游化纤行业，化纤及主要原材料价格均处于下行趋势。

图 24：纺织服装出口低迷



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 25：化纤产业景气下行

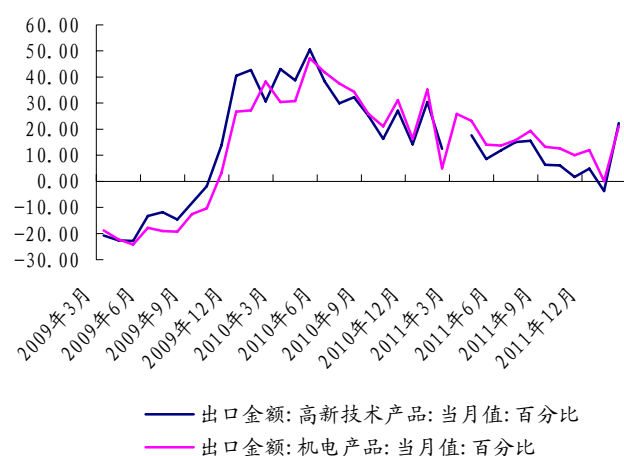


资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

2.2 机电

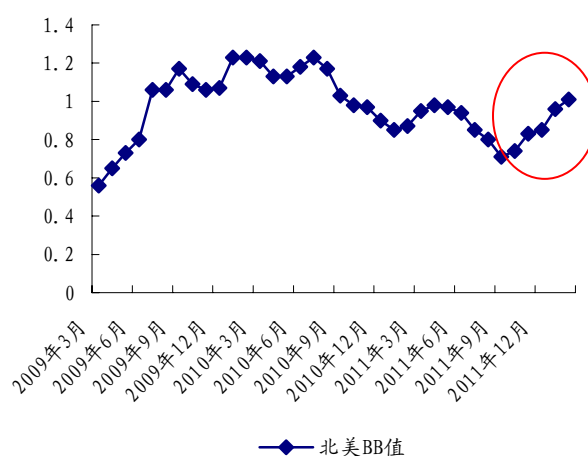
2 月机电与高新技术产品的出口增速有所回升，但主要是春节错位效应，前两月的累计增速仍在低位，这与整个出口增速的走势基本一致。不过，电子元器件行业景气正在逐步恢复中。北美半导体设备制造业上订单额与出货额增速均在缓慢回升，且 BB 值连续 5 月上升，2 月 BB 值更是重回 1 以上，

图 26: 机电与高新技术产品出口



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 27: 北美电子需求触底回升



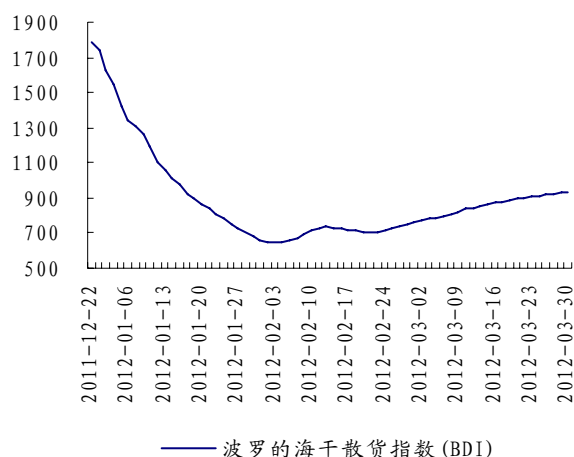
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

2.3 航运

3 月干散货市场继续反弹, BDI 指数从 2 月 22 日 704 的阶段低点, 一路反弹至 3 月底的 934 点, 反弹幅度为 32.67%。2 月以来干散货市场的反弹, 主要源自春节之后中国工厂逐渐复工, 前期积压的钢材与铁矿石等原料库存缓慢回落, 进口重启所致。4 月中国进入传统开工旺季, 预计铁矿石和煤炭需求环比将继续回升, 而前期国际煤炭与铁矿石价格走低, 国内外价差扩大, 也利于干散货市场的进口扩大, 从而 BDI 指数有望继续反弹。不过, 目前行业离盈利还有较远距离, 一方面欧债危机影响短期内难以消化、中国需求增长减速等因素导致需求不振, 另一方面运力过剩持续施压运价涨幅, 行业基本面反转仍需等待。

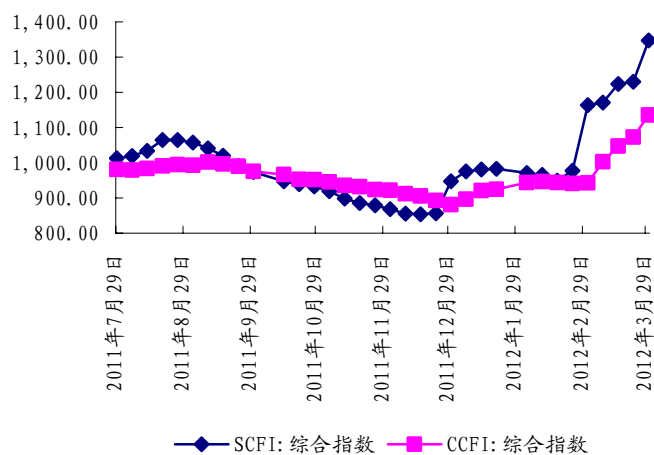
集装箱方面, 中国及上海集装型运价指数延续年初以来的反弹走势, 反弹源自持续提价的成功。从目前看来, 运价恢复行动获得了空前成功, 但是此番运价的提升完全凭借班轮公司的高度集中度, 并未顾及运力的供求关系, 因此高价位能维持多久有待于市场的考验, 当前应重点关注下游客户对于提价的接受程度。

图 28: BDI 指数超跌反弹



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 29: 集装箱运价指数



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

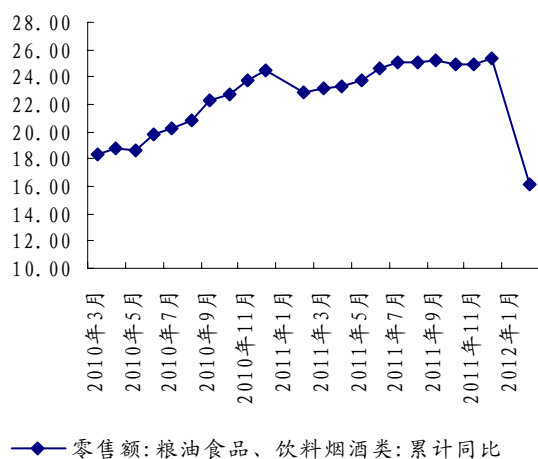
3. 消费链条

3.1 食品饮料

1~2 月食品饮料类限额以上增速低迷, 增速仅 16.1%, 较之去年全年增速下滑了 9.2 个百分点。必需消费品的低迷, 一方面是受 1~2 月份经济持续下滑影响, 另一方面则是通胀回落所致。销售不振, 直接传导至行业盈利能力的表现。

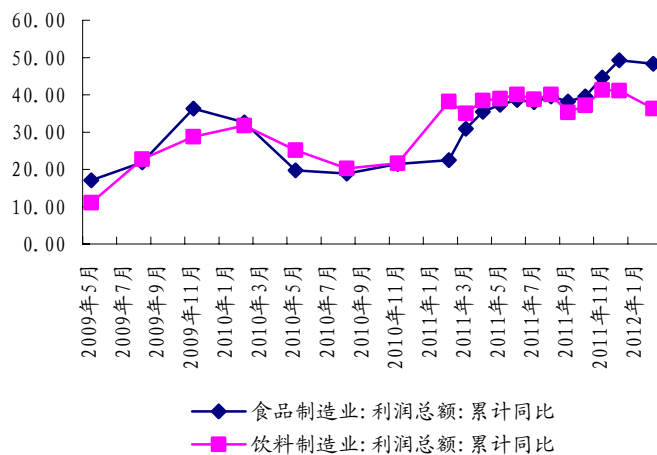
1~2 月食品制造业利润累计增速为 48.3%, 饮料制造业利润增速为 36.3%, 较之去年全年分别下滑了 0.95 以及 4.81 个百分点。

图 30: 食品饮料行业收入增速



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

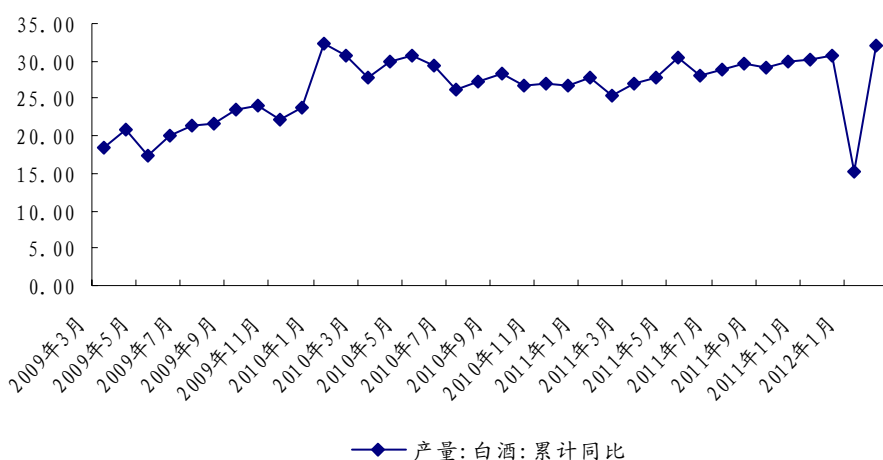
图 31: 食品饮料行业利润增速



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

不过，白酒行业的高景气仍旧维系。从产量上看，虽然1月产量增速大幅下滑，但主要是春节错位效应，1~2月产量的累计增速达31.93%再创新高，且从终端销售价格来看已有趋稳态势。近期市场对白酒行业的担忧主要在于3月26日国务院第五次廉政工作会议，温总理指出“禁止用公款购买香烟、高档酒和礼品”。我们认为对于行业的负面影响主要会体现在超高端白酒领域，次高端、中高端白酒影响相对较弱。

图 32：白酒产量增速仍在高位



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

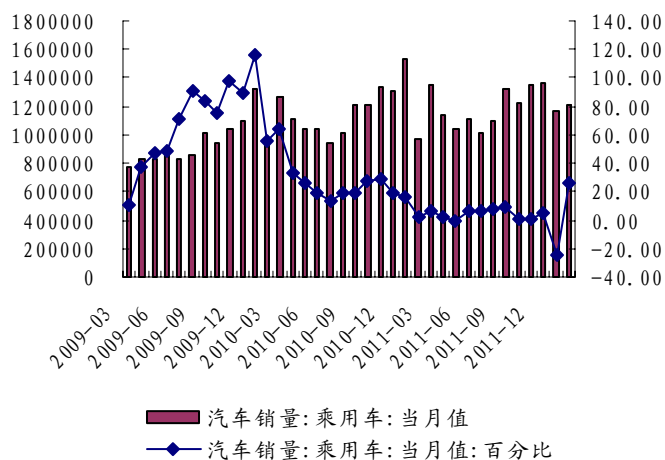
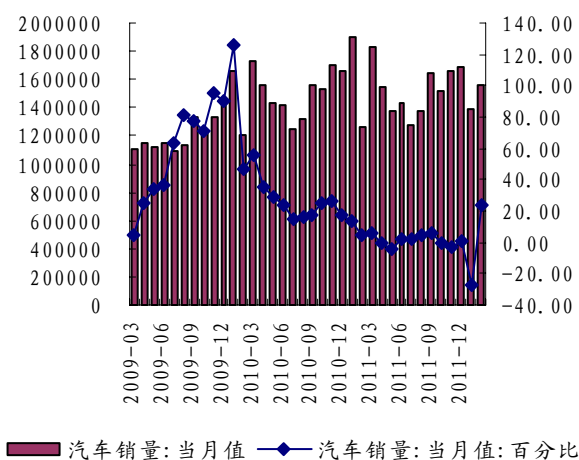
3.2 汽车

2月汽车销量为156.71万辆，环比增长12.75%，同比增长24.51%。由于春节因素影响以及经销商库存的回补，2月份销量出现较大幅度的同比上升，与1月份表现相反。

综合考虑节日因素，1-2月汽车累计销量仍同比下降5.96%，但扣除销量调节因素，降幅缩窄至3.06%，市场较平稳。根据我们汽车行业研究员的预测，预计3月份汽车销量有望与去年同期持平，4月份销量增速开始转正。乘用车方面，2月同比增速25.42%，仍旧好于汽车整体销量。但其中自主品牌轿车销量占比为28.49%，虽然环比回升，但仍低于前三年同期水平，发展压力较大。

图 33: 1 月汽车销量走低

图 34: 乘用车销量走低



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

4. 金融

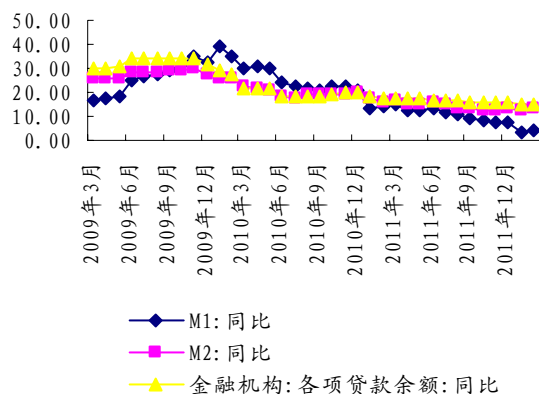
4.1 银行

由于春节后的现金从居民向企业以及银行体系回流, 2 月新增人民币存款 1.6 万亿, 同比多增 2824 亿, 环比多增 2.4 万亿, 且 M1、M2 增速较之 1 月均有提升。其中 M1 同比增速 4.3%, 相比 1 月份提高了 1.2 个百分点, 主要还是由于春节假期之后现金从居民向银行和企业回流, 企业存款增加 8941 亿元所致。M2 同比增速比 1 月份略回升了 0.6 个百分点, 流动性略微回升, 但是依旧低于去年底 12 月数据 0.6 个百分点, 延续了从去年下半年以来增速减缓的趋势。

贷款方面仍旧尚未放量。2 月信贷投放 7107 亿, 较 1 月还少增 274 亿。虽然政策已开始预调、微调, 但今年以来贷款增长的势头并不强劲, 在股份制银行层面, 是存贷比的约束仍然较紧, 在国有银行层面, 则面临着需求的不足。市场目前对于 8 万亿的信贷投放目标是否能够实现存在一定疑虑。

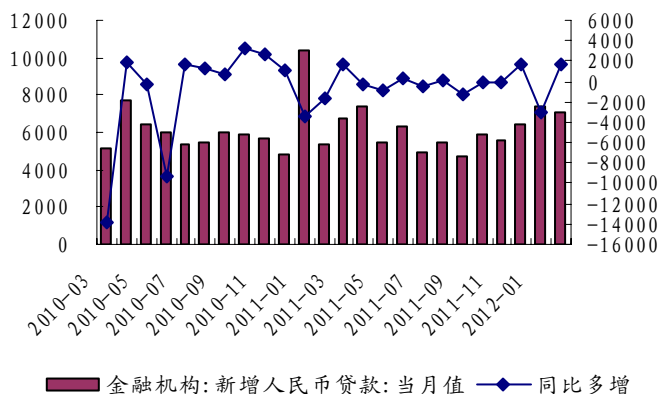
根据我们银行业研究员的观点, 目前银行业面临两难境地。去年四季度不良贷款的上升已经成为银行业的普遍现象, 如果未来经济下行空间仍然较大, 资产质量恶化的情况将更趋明显, 但倘若未来政策放松力度加大, 并能有效的引导经济筑底回升, 那么银行业则要面对贷款利率下降而引发的盈利能力下降问题。

图 35: 货币供给增速



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 36: 信贷规模



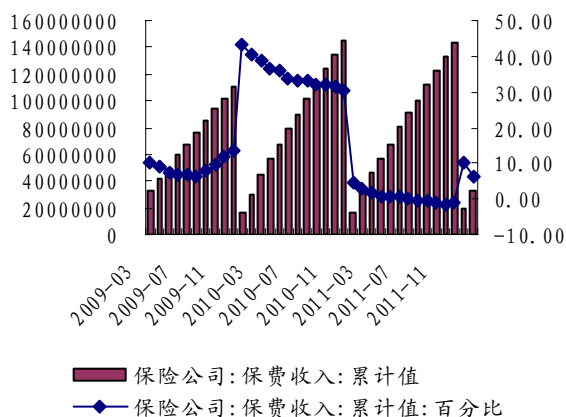
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

4.2 保险

2 月保费收入增速有所反复, 不及 1 月开门红。1~2 月保费收入累计增长 6.36%, 较之 1 月的 10.19%显著下滑。

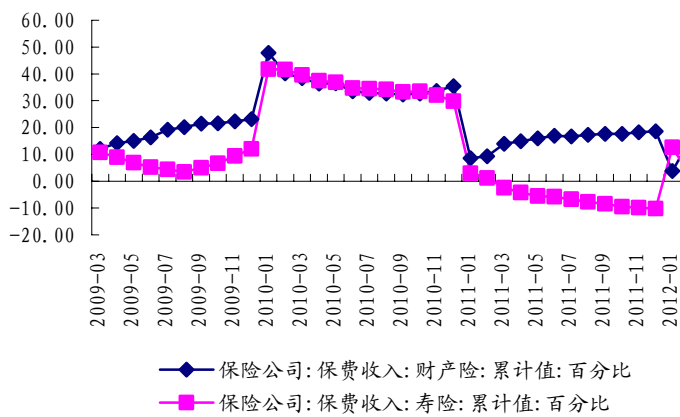
保费收入的下滑, 主要是寿险下滑所致。1~2 月寿险收入累计增速仅 2.46%, 较之 1 月的 12.58%下滑幅度较大。产险方面, 2 月产险增速较之 1 月大幅回升, 前 2 月增速为 14.90%, 较之 1 月的 3.73%回升明显, 主要是受 2 月汽车销量回升影响。展望全年, 维持我们前期判断, 即保险业依然面临诸多困境。寿险方面, 银保等政策规定带来的负面影响尚未完全消化, 且刘易斯拐点时代, 保险业面临增员难的问题, 规模扩张速度趋缓, 产险方面则受制于汽车销售的低迷。

图 42: 保险公司保费收入增速



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 43: 保险公司赔付增速



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。

免责声明

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。