



狙击反弹，超配强周期

——2012 年 7 月行业配置报告

证券研究报告——行业配置

发布日期： 2012 年 7 月 5 日

张青

执业证书编号：S0730512040002

021-50588666-8040

zhangqing@ccnew.com

2012 年下半年行业配置报告：从行业轮动到行业精选.....2012 年 5 月 29 日

2012 年 5 月行业配置报告：关注蓝筹股.....2012 年 5 月 8 日

2012 年 2 季度行业配置报告：震荡格局，防御+主题.....2012 年 4 月 9 日

2012 年 3 月行业配置报告：减配周期，狙击主题.....2012 年 3 月 6 日

2012 年 2 月行业配置报告：经济或将走向复苏，超配强周期行业...2012 年 2 月 6 日

联系人：

周楷翔

电话：021-50588666-8030

传真：021-505887779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

●6 月市场大幅回调，周期股成为主要杀跌动力，医药、电力等防御性行业相对抗跌。周期股的大幅下挫，是多因素的合力之果。首先，其反映的是经济运行及政策实施的不达预期；其次，欧债危机的激化是促使周期股加速杀跌的另一重要驱动因素；最后，流动性的阶段性趋紧是导致周期股下挫的第三个原因。

●展望 7 月，我们认为上述几个压制周期股的因素均有不同程度的缓解。第一，伴随逆周期调控政策的启动，经济短周期已处于底部，3 季度经济有望见底；第二，伴随 6 月银行年中与季末考核时点度过，7 月这一负面冲击不在，而近期央行连续逆回购，资金面维稳意图显著，市场预期 7 月中旬降准，而 7 月公布的 6 月中长期贷款也有望持续向好，均指向流动性的改善；第三，从 VIX、西班牙与德国国债收益率利差等指标看，海外市场风险偏好于 6 月中旬已经拐头向上，7 月欧债危机的风险预计环比回落，海外市场冲击不大；第四，历次降息来看，3 个月时间窗口下市场风格均显著偏向于周期股。

●基于此，7 月行业配置主导思路是超配强周期性品种，我们推荐配置对资金面、政策面以及经济面最为敏感，且受益于 7 月全球大宗商品可能回升的上游资源品行业，如煤炭、有色；以及受益于固定资产投资，尤其是基建投资回升的中游投资品，首推水泥，工程机械在中报业绩冲击告一段落后，也可谨慎关注。

●主题投资方面，建议关注近期公告的中报业绩大幅增长的个股，从盘面看，这是近期市场重要的炒作品种。

目 录

1.上月市场风格回顾.....	3
1.1 周期领跌，防御抗跌——再现经典熊市特征.....	3
1.2 周期领跌之驱动因素分析	3
2. 7月市场，狙击周期股.....	6
3. 主要周期性行业比较与选择	8
3.1 首推上游资源品	8
3.2 关注中游投资品	10
4. 主题投资：关注中报预告业绩高增长个股	12
重要声明	14

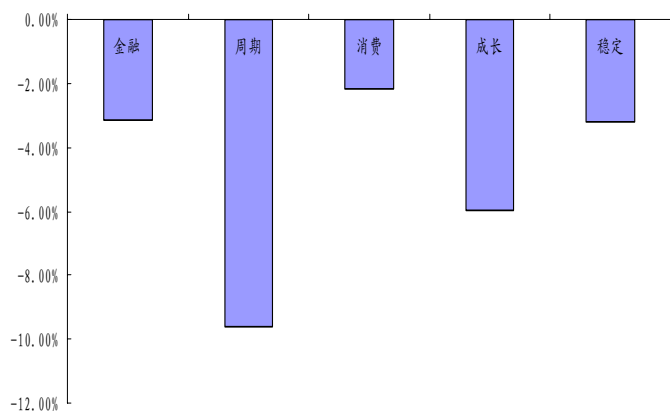
1. 上月市场风格回顾

1.1 周期领跌，防御抗跌——再现经典熊市特征

6月市场阴霾不散。上证指数经历过去5个月的盘整之后，6月下挫6.19%，盘面上看，似乎有破位下行趋势。

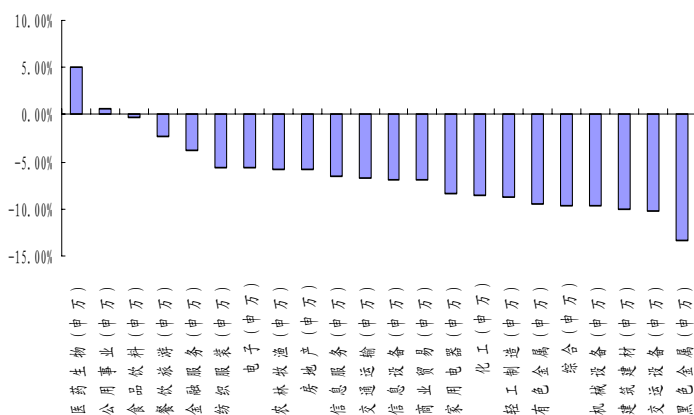
从大类板块上看，周期股成为主要杀跌动力，整体跌幅9.64%；成长性行业，由于固有的高弹性的特征，尤其是其中的差股在弱势行情下的跌幅显著，从而拖累整个板块，整体跌幅为-5.98%，但依然小于指数跌幅。大消费行业，由于医疗、食品饮料等传统防御品行业表现出色，整体跌幅相对较小，其中的医疗板块更是在弱势行情下，录得4.99%的正收益，可谓壮观！大金融板块中，银行在经历前期非对称降息的利空消化之后，6月表现相对抗跌。公用事业中，电力行业受益于电价上调与煤价下行，行业景气改善，再叠加其固有的防御属性，在6月弱势市场中，表现也较靓丽，成为继医药之后第二个录得正收益的板块。

图1：6月中信大类行业涨跌幅比较



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图2：6月中万一级行业涨跌幅比较



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

总之，6月市场风格呈现经典的弱势行情特征，即以煤炭、有色、建材、机械为代表的强周期性行业领跌，而以医药、食品饮料、电力为代表的防御品相对抗跌。

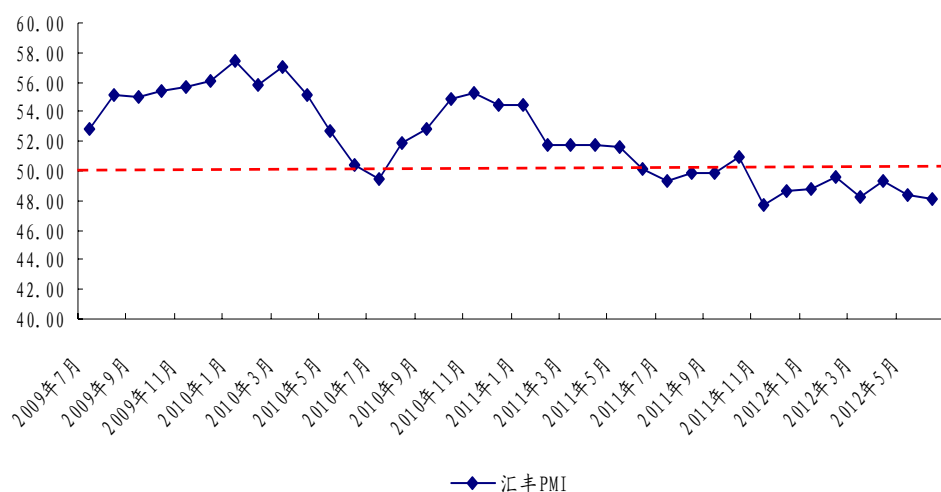
1.2 周期领跌之驱动因素分析

周期股如此迅猛的下挫，是合力之结果。

首先，周期股的大幅下挫，反映的是投资者对经济层面的担忧。与1季度不同，虽然当时GDP增速呈现平台式下滑，但市场表现并不差——这是预期的力量。

预期在于虽然经济下行，但 1 季度信贷的放量，且发改委审批速度显著加快，市场憧憬 1 季度或已是经济底部，08~09 年的经典投资逻辑再现。然而，2 季度经济并未改变下行趋势，且下滑幅度再度超预期，5 月工业增加值虽然回升，但主要是基数效应，而今年以来较切合实体经济运行的汇丰 PMI 指数连续 8 个月位于荣枯线之下，6 月值已经回落至 48.1。政策刺激对经济的拉动作用被市场质疑，与此同时政策本身也被质疑，这主要表现在发改委发文明确表述，本轮刺激并未另一版本的“4 万亿”。面对经济下行的现实，以及高层对本轮政策刺激的目的定调，基于政策放松的市场炒作逻辑日显苍白，政策放松对市场正面刺激的边际效应也逐步递减，我们认为这是引致市场下挫的最核心要素，也是周期股成为本轮杀跌动力的本质所在。

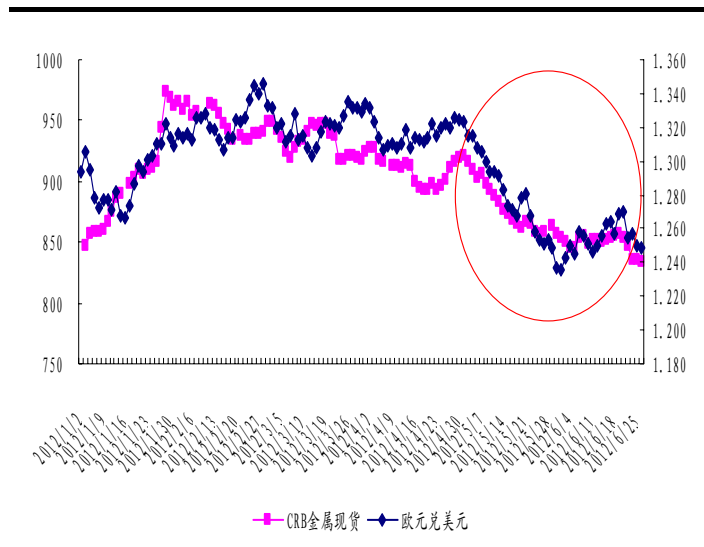
图 3：汇丰 PMI 指数阴霾不散



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

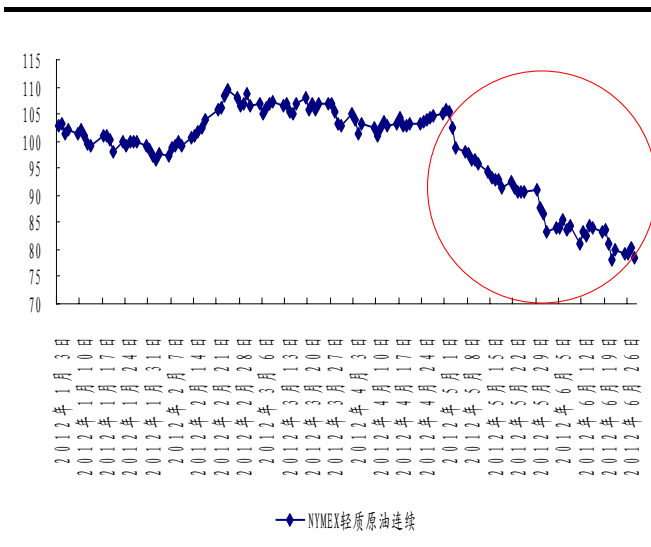
其次，欧债危机的激化是促使周期股加速杀跌的另一重要驱动因素。5 月初以来，全球风险资产，如欧元、原油、基本金属大幅下挫，全球避险情绪急剧升温。导火索在于奥朗德竞选成功，市场担忧欧盟达成的紧缩协议实施遇阻，而伴随 5 月中旬希腊第一次大选后的政府组阁失败，进一步打压风险资产，与此同时，西班牙银行业危机也进一步激化，国债收益率一度攀升至 7% 以上，全球避险情绪升至阶段性顶峰。在多重利空的打击下，欧元自 5 月 1 日单边下挫，最低探至 1.2294，原油则大幅下挫 27%，CRB 基本金属期货指数跌幅也在 10% 以上。

图 4：6 月金属期货及欧元大幅下挫



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 5：6 月国际原油价格大幅下挫

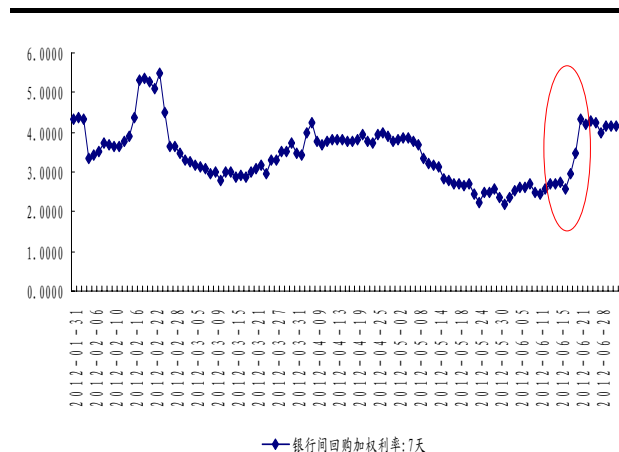


资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

伴随全球风险资产，尤其是大宗商品价格的暴跌，A 股市场中最具有号召力与风向标意义的上游资源品板块——煤炭、有色的同步下行成为必然，并进一步传导至建材、机械等其他强周期性行业。故我们认为，6 月周期股的重挫下行，欧债危机的深化是另一重要因素。

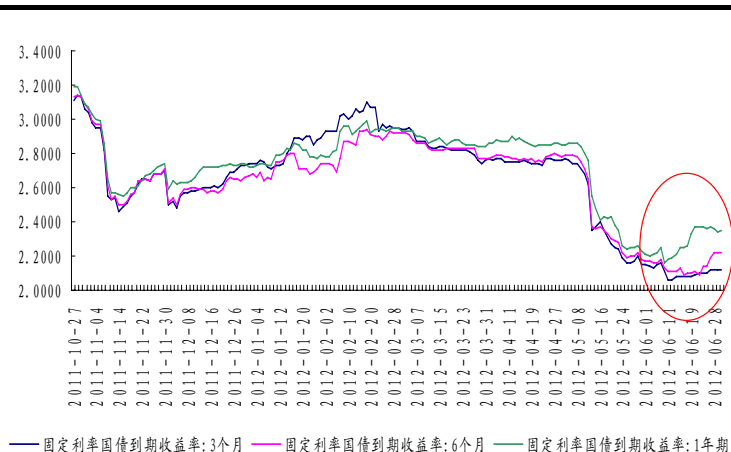
最后，流动性的阶段性趋紧是导致周期股下挫的第三个原因。6 月临近年中与季末，银行面临监管考核，大量揽储，由此导致银行间资金利率水平迅速攀升，债市的同步调整，进一步验证了资金面的阶段性趋紧。这是导致 6 月周期股调整的第三个原因。

图 6：银行间利率水平 6 月下旬快速上升



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 7：6 月下旬债市同步回调



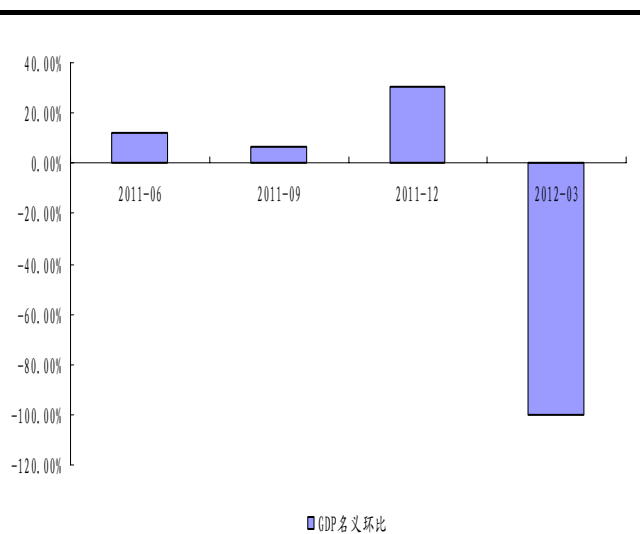
资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

2.7 月市场，狙击周期股

物极必反。周期股经历前期连续下挫之后，风险消去大半，展望7月，我们认为周期股有望迎来反弹，7月行业配置的主导思路即为一超配强周期性品种。

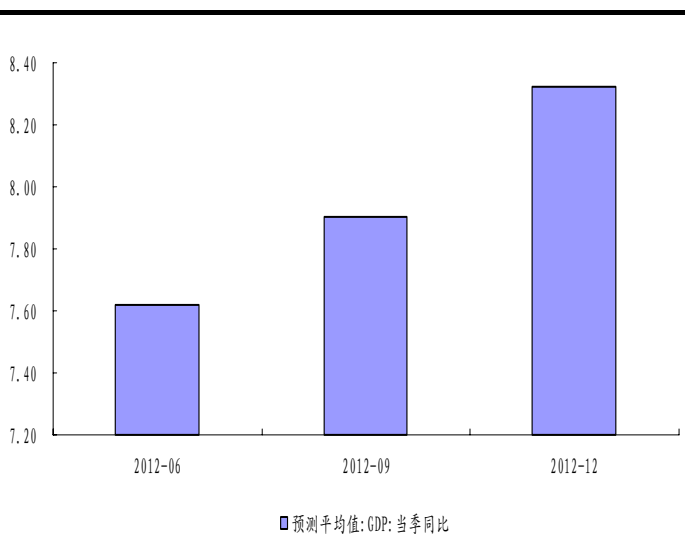
首先，伴随逆周期调控政策的启动，经济短周期已处于底部，而单从GDP同比的计算方法上看，3季度回升概率较大。 $3\text{季度GDP同比} = (1+2\text{季度同比}) * (1+3\text{季度环比}) / (1+\text{去年3季度环比}) - 1$ 。去年3季度GDP名义值环比仅增加6.23%，较之2季度的11.92%明显减少，倘若再考虑去年3季度GDP下行因素，环比增加幅度更小，另一方面，今年2季度GDP基数较小，而3季度在前期刺激政策的累计效应下，3季度环比有望改善，两者共同的作用或指向3季度GDP同比增速的回升，而从卖方分析师的一致预期来看，也普遍预计3季度GDP回升。基于此，我们认为无论这种回升是否有持续性，至少对于3季度的周期股表现，在基本面上无负面冲击。

图8: GDP名义环比变动



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图9: 市场一致预期3季度GDP企稳回升



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

其次，从流动性上看，由于6月下旬资金利率的上升源自季末与年中的银行体系考核冲击，而7月这一负面冲击不在。另外，虽然近期媒体报到6月信贷可能低于市场预期，但主要是受票据融资规模收缩所致，对于中长期贷款，业内依然普遍预计回升，故6月信贷数据我们依然认为对市场及周期股的影响偏正面。除此之外，6月以来央行连续逆回购，资金面维稳意图明显，而7月中旬大量逆

回购即将到期，市场普遍预计央行再度降准，这对于资金面的改善，以及周期股的推动均也是正面的。

表 1: 近期央行逆回购操作

发行/到期	发生日期	期限(天)	交易量(亿元)	中标利率(%)	利率变动(bp)	交易日期	到期日期
逆回购	2012/6/26	14	950.00	4.2	-185.00	2012-6-26	2012-7-10
逆回购	2012/6/28	14	300.00	4.15	-5.00	2012-6-28	2012-7-12
逆回购	2012/7/3	14	1,050.00	4.1	-5.00	2012-7-3	2012-7-17
逆回购	2012/7/3	7	380.00	3.95	65.00	2012-7-3	2012-7-10

资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

再次, 从海外市场来看, 伴随 6 月底欧盟峰会的“意外利好”, 欧债危机得以得以阶段性缓解。而从 VIX 以及 TED 利差等指标看, 风险偏好于 6 月中旬已经拐头向上。

图 10: VIX 指数快速下行

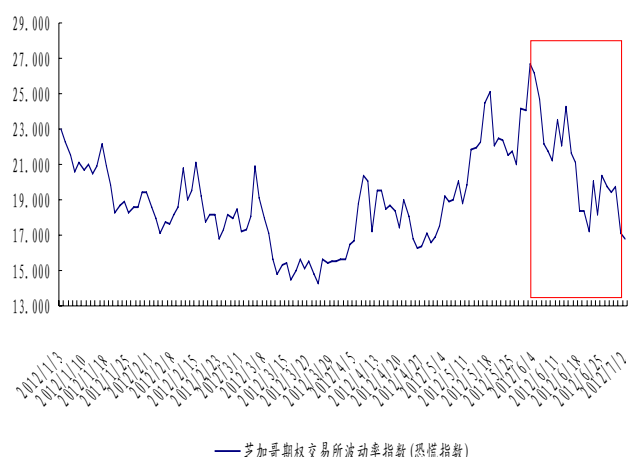
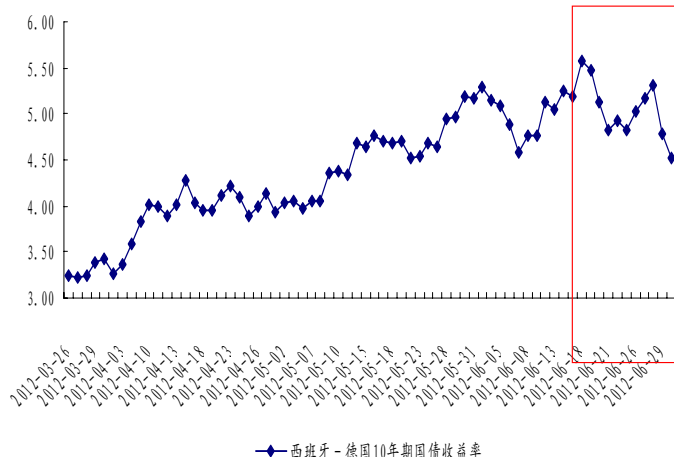


图 11: 西班牙 - 德国国债收益率利差下行



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

最后, 6 月央行宣布降息, 从历次降息后的 3 个月市场表现来看, 也均表现为周期性行业表现良好, 这与周期性行业对资金面的高弹性是密不可分的。

表 2: 历次降息 3 个月时间周期内市场风格转向强周期性品种

	未来一月涨幅前三	未来三月涨幅前三
2002/2/21	房地产、综合、化工	房地产、机械、交运设备
2008/9/16	房地产、信息服务、医药生物	房地产、医药生物、农林牧渔

2008/10/9	金融、家电、公用事业	医药生物、建材、机械
2008/10/30	建材、机械、有色	机械、信息设备、有色
2008/11/27	信息设备、医药生物、商业贸易	有色、交运设备、信息设备
2008/12/23	交运、机械设备、采掘	有色、交运设备、房地产

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

总之，我们认为前期对周期股形成冲击的几个负面因素在 7 月均有或多或少改善，这对应着周期股较之 6 月，或有不错表现。

3. 主要周期性行业比较与选择

3.1 首推上游资源品

倘若 7 月市场如期反弹，主要周期性行业中，我们首推上游资源品行业。

推荐的首要逻辑在于我们看重上游资源品行业的高弹性以及对市场的号召力。毕竟“煤飞色舞”深入人心，已经成为市场风格转向周期股的重要特征与信号。从今年以来的两波反弹中，可以明显发现，虽然反弹的逻辑不尽相同，但共同特征是均看到以煤炭、有色为代表的上游资源品行业表现不俗，这就归功于这些行业本身的高弹性。

除了行业本身的高弹性属性之外，首推上游资源品的逻辑还在于行业本身的促发因素。

对于有色板块，其走势与基本金属期货价格高度相关，而金属期货价格又主要取决于美元走势，这在 5 月以来表现的十分明显。

如前所述，前期美元的大幅上行主要是受欧债危机的影响，但 6 月欧盟峰会的意外利好，标志着 7 月危机形势或暂高一段落，从而美元难以再度上行，这也就意味着基本金属的走势或迎来小幅反弹，从而有助于 A 股市场的中的有色金属板块向上修正。

图 12: 有色金属板块表现取决于金属期货价格

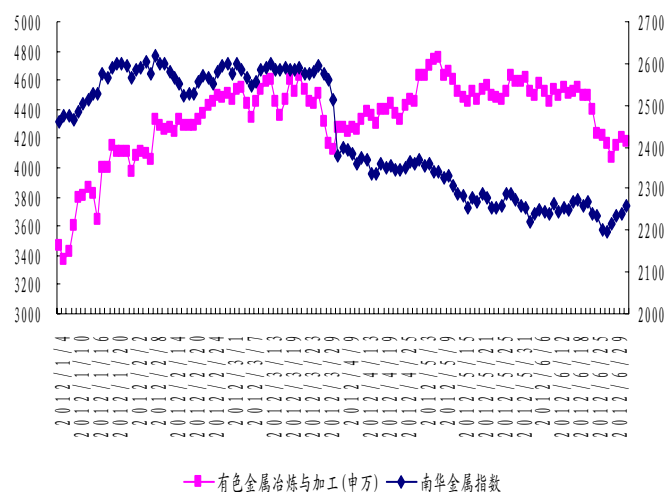
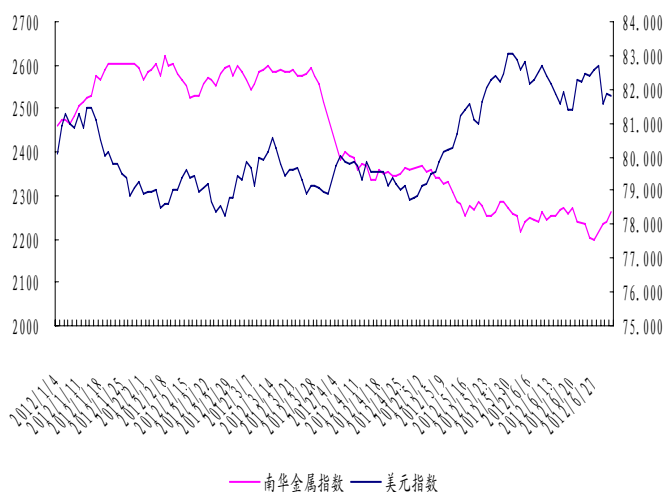


图 13: 金属期货价格走势取决于美元



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

对于煤炭板块, 现货煤价的表现往往落后于煤炭板块的表现, 这主要是预期的作用, 而焦炭期货上市时间较短, 且品种本身不足以代表整体煤价走势, 我们不做考虑。

不过, 我们发现 A 股市场中煤炭板块的走势与国际原油价格表现出较好的一致性, 这可能是源自煤炭与原油两者的替代关系。

图 14: 煤炭板块走势领先于煤价

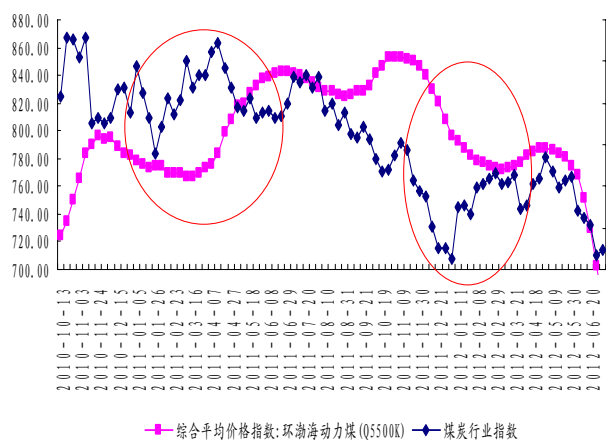
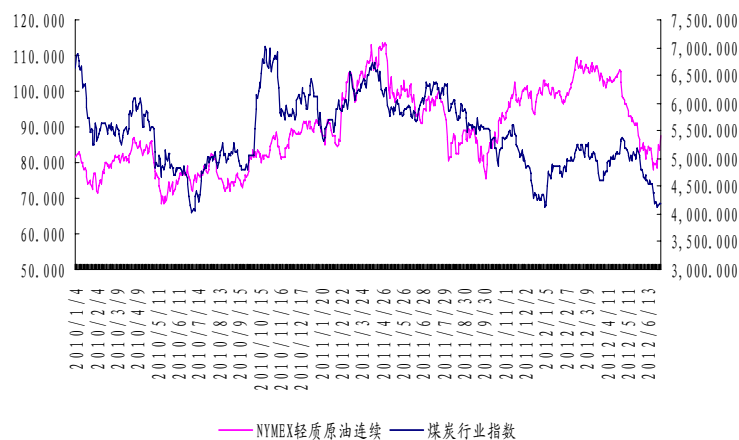


图 15: 原油价格与煤炭板块走势基本同步



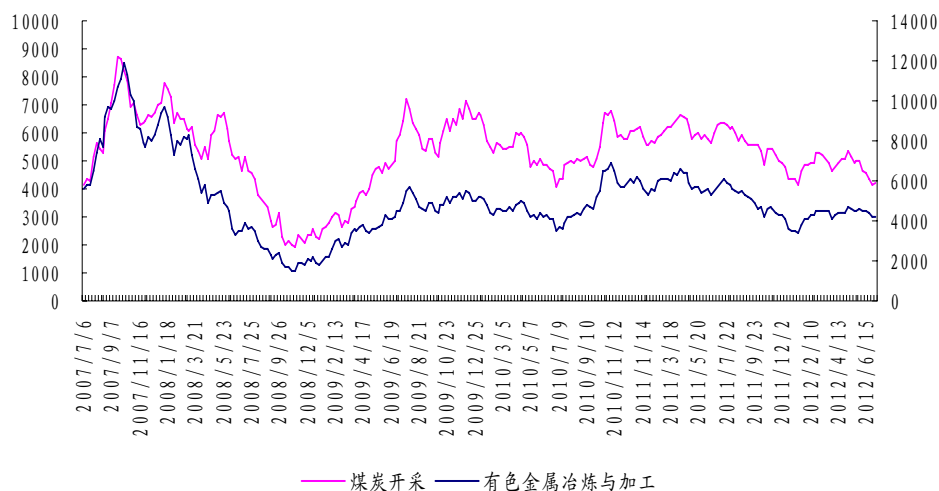
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

除此之外，我们还发现 A 股市场中，煤炭与有色板块始终保持着较强的趋同性，这与两者的行业属性较为接近，是密不可分的。

利用这种趋同性，对于煤炭板块投资机会的把握，实际上可最终简单归结为对美元走势的把握，基于对 7 月美元我们持相对看空态度的观点，故 A 股强周期性行业中，我们首推上游这两大资源品行业。

图 16：煤炭板块与有色金属板块走势高度一致

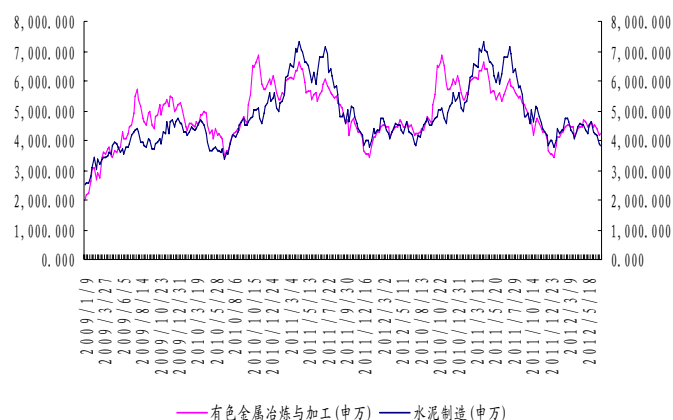


资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

3.2 关注中游投资品

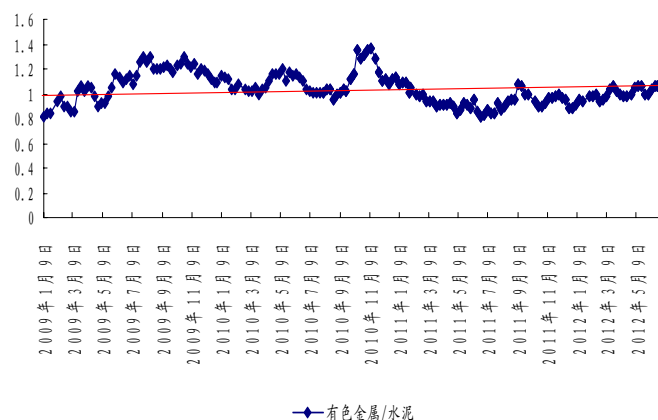
强周期性行业中，上游资源品最为敏感，而伴随煤炭、有色的反弹，热点板块会进一步向中游行业传导。从历史看，上游资源品的代表如有色，与中游投资品代表如水泥两者走势基本一致，而从两个指数的比值来看，均值在 1 附近，说明两者在趋势一致的整体态势下，又呈现阶段性的此消彼长波动，即存在间歇性的行业轮动。基于此，我们认为在配置上游资源品的同时，可考虑再度配置中游投资品，以充分利用两者之间的这种间歇式行业轮动规律。

图 17: 有色金属与水泥板块走势趋势一致



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 18: 有色金属与水泥板块呈现间歇性行业轮动

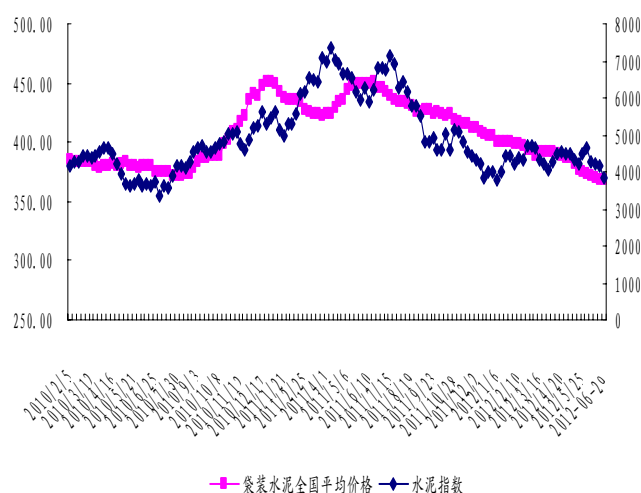


资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

中游投资品, 我们推荐配置水泥, 不仅在于其在历史上其与上游资源品行业存在的稳定的行业轮动关系, 还在于行业本身基本面的可能改善。

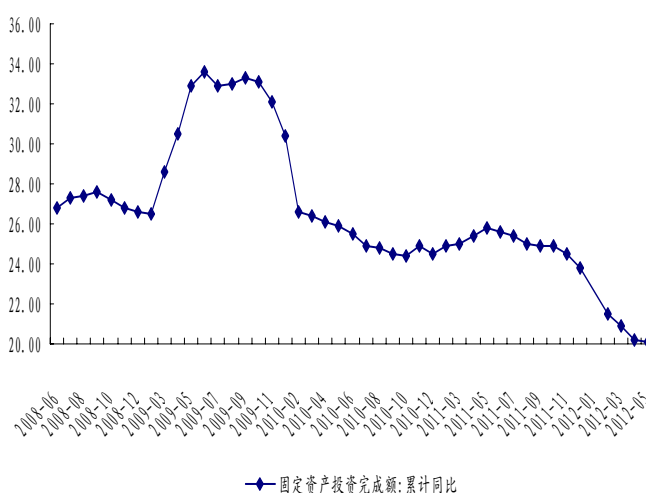
目前, 全国水泥平均价格依然处于下滑态势, 本轮下跌时间已超过 1 年, 且接近 10 年年初的价格水平, 而伴随 5 月固定资产投资累计增速的跌幅收窄, 尤其是单月增速的回升, 水泥价格环比回升的动力较强。

图 19: 水泥板块走势与水泥价格高度相关



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 20: 1~5 月固定资产投资累计增速跌幅收窄



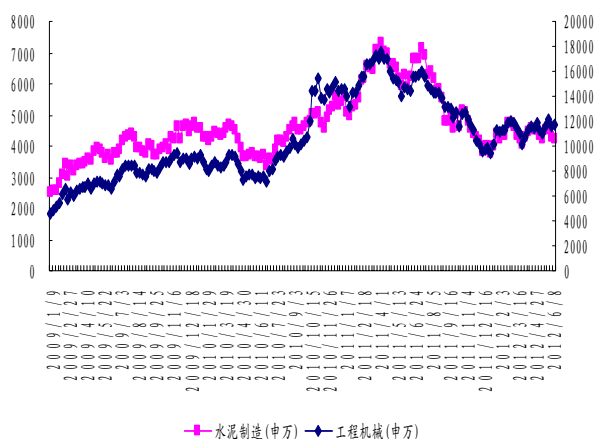
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

中游投资品的另一重要行业——工程机械, 历史看与水泥板块的走势基本一

致，这主要源自两者的行业属性以及下游需求较为接近。不过，这几个交易日工程机械板块走势明显弱于水泥，主要是受行业本身业绩超预期下滑影响，如太原重工 7 月 4 日公告中报预亏 9000 万元，直接导致当日盘中股价大幅下挫逾 8%，中联重科、三一重工等龙头公司也因为业内预计中报业绩低预期而明显走弱。

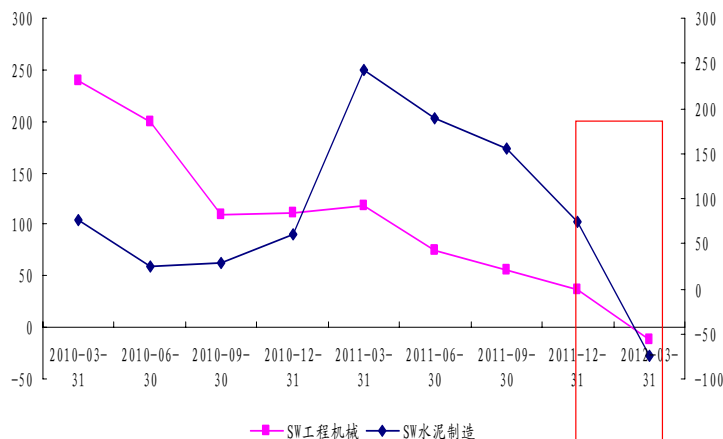
不过，我们认为，伴随中报业绩下滑的利空释放，从参与反弹的角度来看，一旦市场风格转向周期股，从其历史表现来看，依然可以关注。但相较之下，我们依然较青睐于水泥板块，主要是其 1 季度利润增速已经大幅下滑，盈利层面的利空已在 1 季度得以部分释放，而近期水泥价格的持续走弱，也某种程度上降低了投资者对水泥板块的中报业绩预期，我们认为这是其较之工程机械板块近期的一个明显优势。

图 21：水泥与工程机械高度协同性



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 22：水泥行业较之工程机械 1 季报业绩利空释放充分

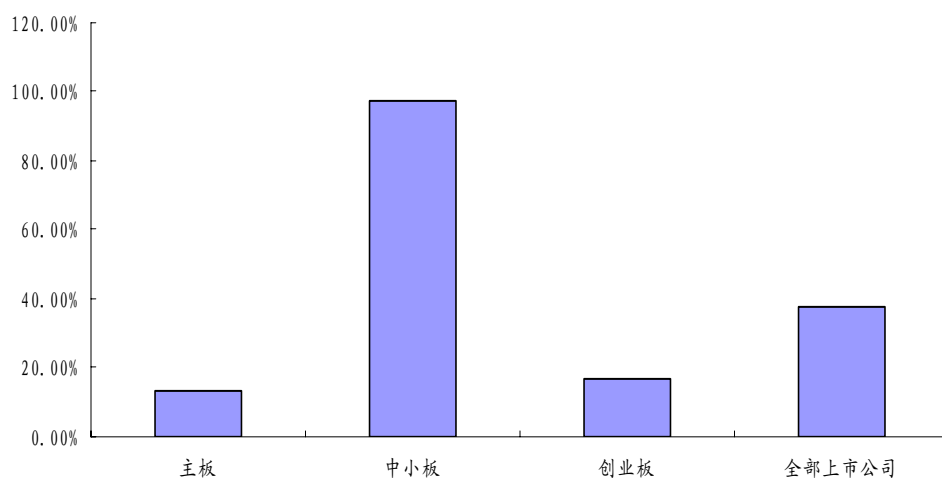


资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

4. 主题投资：关注中报预告业绩高增长个股

截至 7 月 5 日，沪深两市公布业绩预告的上市公司共 910 家，占全部上市公司的 37.56%。其中，隶属于中小板的 666 家，占整个中小板上市公司家数的 97.22%，创业板 56 家，占比仅 16.87%。主板 188 家，占比 13.37%。

图 23：中报业绩披露占比



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

由于主板与创业板业绩预告上市公司样本较少，不具有代表性，这里我们仅以中小板为例进行分析。

虽然从预报盈利的中小板上市公司数量看，依然过半，占比达到 66.07%，但普遍业绩增速不高，中报业绩增速按照上限计算，超过 50%的仅 120 家，占中小板业绩预告数的比例不到 20%。中报业绩整体不容乐观。

不过，从主题投资的角度看，近期市场把中报预计大幅增长的个股作为重要炒作标的，如近期表现抢眼的国瓷材料，汤臣倍健、酒鬼酒等一大批股票均是该逻辑。

弱势市场下，市场热点匮乏，基于中报业绩的炒作自然备受关注。鉴于此，针对业绩预告，我们试图按照一定规则筛选出部分个股，构成中报业绩预增股票池，以此作为我们 7 月行业配置策略主题投资部分的推荐标的。

推荐筛选方法如下：

首先，筛选出按照上限计算预告中报业绩增速在 50%以上的个股，为扩大初始筛选范围，考虑将样本从中小板扩展至创业板与主板；

其次，为体现实效性，筛选业绩公告日为 6 月 30 日之后的个股；之前已预告业绩大幅增长的上市公司股价早已有所反映，价值不大。

第三，为尽量规避个股层面风险，剔除 st 类个股；

第四，建议采用一个非严格的 PEG 指标，即 $PE(ttm) / \text{中报业绩增速}$ ，剔除该值大于 1 的个股，以规避个股估值的压力。

最后，建议投资者再结合个股及所在行业的其他因素，做进一步的筛选。

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。