



成长股的持续性与周期股的阶段性
——2012 年 8 月行业配置报告

证券研究报告——行业配置

发布日期： 2012 年 8 月 2 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

●5 月以来的市场大幅下挫中，周期股明显领跌，而消费、公用事业等稳定性行业相对抗跌。市场风格的差异，本质上是对行业业绩差异的反映，并伴随中报的发布逐步释放。

●工业企业盈利与工业增加值、PPI 关联度较高，展望全年，我们预计工业企业盈利增速在 3%附近，如此低的盈利水平决定了基于业绩推动的板块整体上涨行情难度较大，更多是结构性的。

●工业企业的主动去库存化，是制约当前企业盈利能力的主要瓶颈。不过，也有少数行业率先走出这一艰难时期，行情景气开始回升，这类行业是我们基于业绩导向的行业配置，或者说成长股投资的首选。

●仪表仪器行业、废弃资源综合利用两个行业的收入与利润增速均开始回升。前者主要受益于阶梯电价推动进程下国家电网智能电表招标放量引致的行业需求拓宽，后者则受益于循环经济产业的良好发展与政策扶持。

●非工业经济体系，我们推荐中长期配置保险行业。主要逻辑在于：保费收入增速触底回升，行业已经度过最困难时刻；保险 13 项新政推出，拓宽保险机构投资领域，开启制度变革时代，制度红利拓展行业发展空间。

●8 月市场我们还建议把握周期股的阶段性交易机会。经济见底预期、流动性持续宽松，监管层开始呵护市场，倡导蓝筹理念等系列因素均有助于周期股的短期上行，但经济转型的大格局决定了强周期行业的投资是阶段性的。上游资源品行业，我们推荐煤炭；中游投资品行业，我们推荐配置水泥。

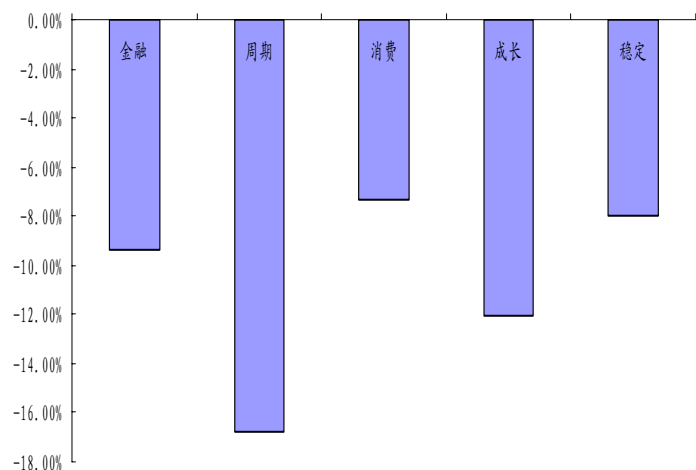
目 录

1.业绩差异主导市场风格.....	3
2. 盈利下滑，制约板块表现.....	4
3.寻找景气回升的行业.....	6
3.1 仪表仪器，智能电表招标放量，行业景气回升.....	7
3.2 循环经济，政策支持，行业发展空间广阔.....	8
3.3 非工业体系，关注制度变革开启的保险行业.....	9
4.强周期行业，把握阶段性交易机会.....	11
4.1 上游资源品，首推煤炭.....	11
4.2 中游投资品，首推水泥.....	12
重要声明.....	15

1. 业绩差异主导市场风格

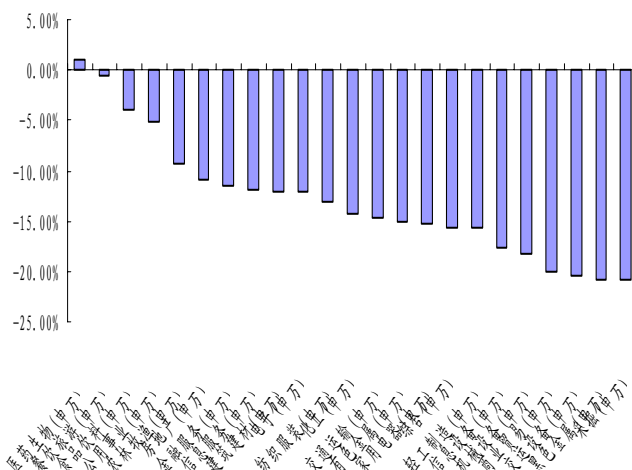
7 月的 A 股市场异常低迷，2312 的钻石底被轻易击穿，上证指数周线再现 6 连阴。最近的一轮杀跌源自 5 月 8 日，截至 7 月 30 日，上证指数累计跌幅达到 14%，从市场风格上来看，周期股成为领跌动力，成长股紧随其后，传统防御品消费与稳定性行业相对抗跌。申万一级行业涨跌幅也体现了这一特征，医药生物逆势上涨，餐饮旅游、食品饮料、公用事业相对抗跌，而煤炭、钢铁、机械、交运等传统强周期品种则跌幅居前。

图 1：5 月以来本轮下跌的大类行业涨跌幅比较



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 2：5 月以来本轮下跌申万一级行业涨跌幅比较



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

7 月行业配置策略中，我们看好周期股，当初的主要理由在于经济预期见底回升，流动性逐步改善的宏观基本面支持，以及海外市场的阶段性企稳刺激。

事后来看，这些假设条件是正确的。7 月汇丰 PMI 数据回升，创下 5 个月以来新高，验证经济开始走好；7 月中旬公布的 6 月信贷数据接近万亿，验证流动性的持续宽松；7 月海外市场也明显走强，法指反弹 3.31%，德指反弹 4.87%，道指反弹 1.47%，就连最为疲弱的恒生指数也微涨 0.75%。

假设正确，但结果有误，说明推导的逻辑出现了问题。深入反思，7 月市场的阴霾，有制度冲击尤其是大盘股发行的因素，但这是系统性风险，而周期股与消费股乃至公用事业等防御性行业二级市场的表现差异，依然源自业绩的差异。从工业企业经济效应数据来看，上半年周期与防御行业业绩差异是比较显著的。

例如，食品制造业上半年利润增速仍然高达 30%，电力、热力生产与供应业利润增速 23.8%，医药制造业利润增速 17.4%，相比之下，主要周期性行业的盈利能力则相形见绌，其中钢铁、化纤行业上半年大幅下滑 50%以上，有色以及化学原料制造业利润下滑幅度也在 20%以上。

周期股的业绩大幅下滑，并非在预料之外，只是我们低估了中报的杀伤力，也即中报业绩的下滑幅度超越了市场预期，从而导致周期股的大幅下挫。中报业绩的超预期回落，最直观的表现就是今年业绩减少的公司占比数量显著上升，截至 7 月 29 日，占比达到 41%，为近年来的最高水平。

图 3：上半年部分周期性与防御性行业利润增速比较

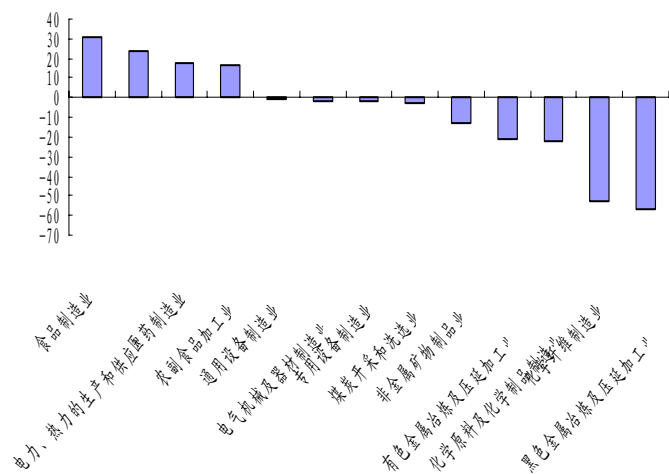
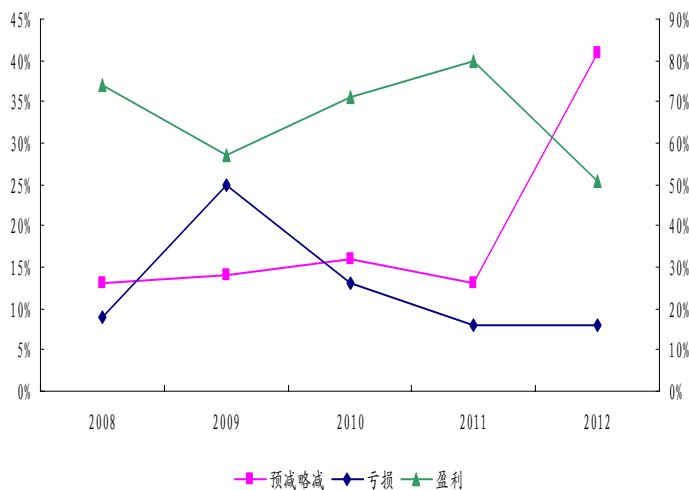


图 4：中报盈利下行公司占比创今年新高



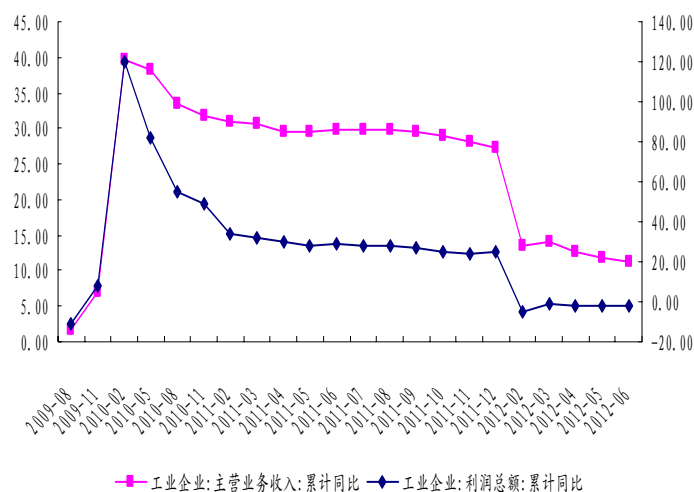
资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

2. 盈利下滑，制约板块表现

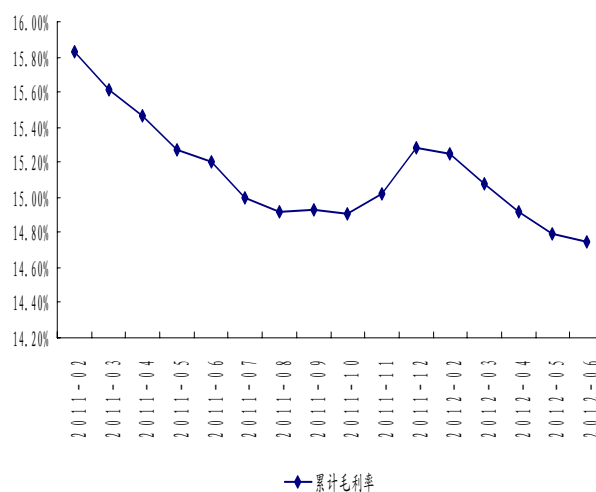
1~6月工业企业利润增速 -2.2%，收入增速11.3%。年初以来，利润增速持续低于收入增速，说明微观企业盈利能力的下滑，不仅源自收入的萎靡，还源自毛利率的恶化。

图 5：工业企业收入、利润增速下滑



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

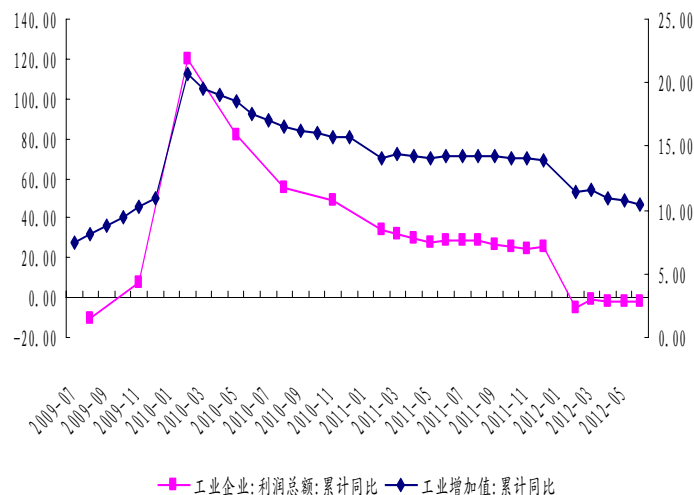
图 6：工业企业毛利率下滑



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

对于整个工业企业的盈利增速，并不乐观。历史看，工业增加值、PPI 增速变动与工业企业盈利增速关联度较高，基本是同步关系。

图 7：工业企业利润增速与工业增加值高度相关



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 8：工业企业利润增速与 PPI 高度相关



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

利用工业企业利润增速与工业增加值、PPI 的关联性，我们构建了一个简单的线性回归模型。采用敏感性分析，全年工业企业盈利增速在 3% 附近。

这一企业盈利能力，决定了依托于业绩驱动的行市较为无力，行情仅具备结

构性演绎的动力。

表1: 2012年工业企业利润增速的敏感性分析

	PPI											
		-1	-0.8	-0.6	-0.4	-0.2	0	0.2	0.4	0.6	0.8	1
工业 增 加 值	8	-17.14	-17.29	-17.43	-17.57	-17.72	-17.86	-18.00	-18.15	-18.29	-18.43	-18.57
	8.5	-13.70	-13.84	-13.99	-14.13	-14.27	-14.42	-14.56	-14.70	-14.85	-14.99	-15.13
	9	-10.26	-10.40	-10.54	-10.69	-10.83	-10.97	-11.12	-11.26	-11.40	-11.55	-11.69
	9.5	-6.81	-6.96	-7.10	-7.24	-7.39	-7.53	-7.67	-7.82	-7.96	-8.10	-8.25
	10	-3.37	-3.51	-3.66	-3.80	-3.94	-4.09	-4.23	-4.37	-4.52	-4.66	-4.80
	10.5	0.07	-0.07	-0.22	-0.36	-0.50	-0.65	-0.79	-0.93	-1.07	-1.22	-1.36
	11	3.51	3.37	3.23	3.08	2.94	2.80	2.65	2.51	2.37	2.22	2.08
	11.5	6.96	6.81	6.67	6.53	6.38	6.24	6.10	5.95	5.81	5.67	5.52
	12	10.40	10.26	10.11	9.97	9.83	9.68	9.54	9.40	9.25	9.11	8.97
	12.5	13.84	13.70	13.56	13.41	13.27	13.13	12.98	12.84	12.70	12.55	12.41
	13	17.28	17.14	17.00	16.85	16.71	16.57	16.43	16.28	16.14	16.00	15.85

资料来源: wind资讯, 中原证券研究所

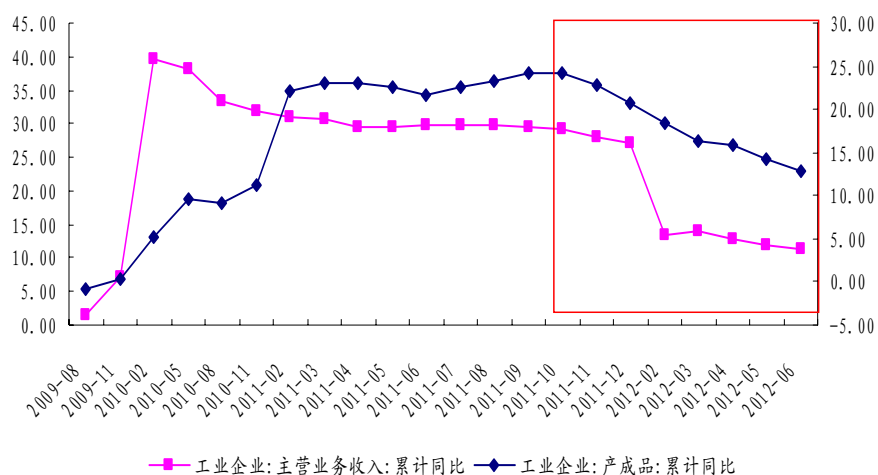
3. 寻找景气回升的行业

如前所述, 周期与消费的二级市场的差异化表现, 本质上是业绩差异的反映。除此之外, 成长性行业内部也分化显著。5月以来, 市场虽然持续低迷, 但苹果概念股、农化概念股等则因为靓丽的业绩表现而逆势上涨。

优质成长股是市场永恒的投资主线, 尤其在弱势格局下, 当绝大多数个股因为业绩下滑而大幅下挫时, 寻找景气回升的行业, 坚守价值投资就更显重要。

工业企业经济效益的持续低迷, 决定了绝大多数的行业景气处于下行通道, 借用宏观研究中比较流行的术语, 当前工业体系整体处于主动去库存周期之下, 而这一阶段对企业盈利的负面冲击是最大的。

图9：工业企业整体处于主动去库存周期



资料来源：wind资讯，中原证券研究所

不过，我们也发现有部分行业拟周期上行，率先走出主动去库存周期，行业景气已经开始回升。

3.1 仪器仪表，智能电表招标放量，行业景气回升

仪器仪表制造业较具有代表性。从库存周期来看，仪器仪表行业收入增速自今年3月以来触底回升，而产成品库存在持续下行，这说明下游需求开始恢复，行业景气正处于复苏过程。伴随需求改善，利润增速也明显回升。

图 10：工业企业利润增速与工业增加值高度相关

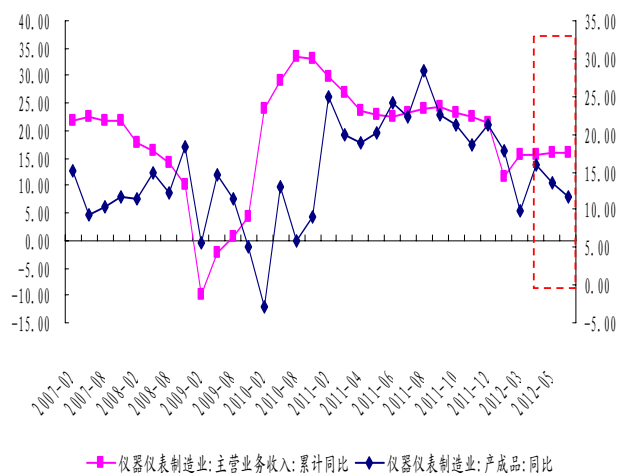
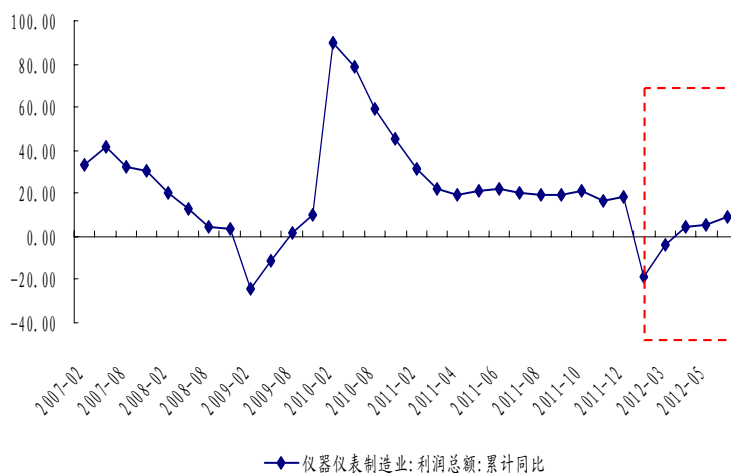


图 11：工业企业利润增速与 PPI 高度相关



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

从催化因素看，仪表仪器行业的景气回升主要得益于阶梯电价的实施，以及智能电表的推广。2012年上半年，国家发改委提出加快阶梯电价实施进程，7月1日居民阶梯电价开始实施。阶梯电价的实施，为智能电表创造了较为广阔的需求空间。目前智能电表的渗透率仅20%左右，为满足阶梯电价，电网企业有加速智能电表招标，加速更换传统电表的。而6月公布的国家电网年内智能电表二次招标放量恰好验证了这一点。此次各类电表累计招标数量为2687.8万台，对比去年同批次的1644.6万台增长63.4%；环比来看，也比今年第一批次的1654.7万台增长明显，增幅达62.4%。

3.2 循环经济，政策支持，行业发展空间广阔

工业经济体系中，废弃资源综合利用业是年初以来为数不多的处于主动补库存的行业，也即收入增速上行，同时产成品库存增速也上行，这对应是微观企业开始处于扩张阶段，下游需求有较好支撑，与此同时，我们也看到了利润增速的开始企稳。

图 12：废弃资源综合利用业进入主动补库存周期

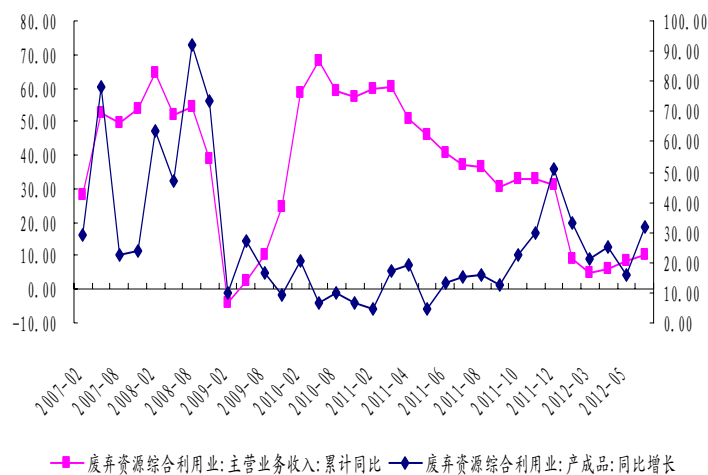
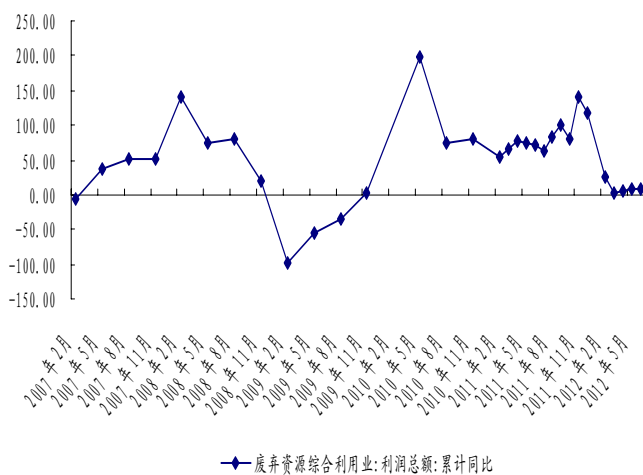


图 13：废弃资源综合利用业利润增速企稳



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

从大的层面看，废弃资源综合利用业，属于循环经济的范畴。近期发布的《战略性新兴产业十二五规划》明确指出，至2015年我国工业固体废物综合利用率要达到72%以上，以先进技术支撑的废旧商品回收率达到70%。而6月中旬发布的《节能环保产业十二五规划》中，也明确了资源循环利用产业重点领域：矿产资源综

合利用；固体废物综合利用；再制造；再生资源利用；餐厨废弃物资源化利用；农林废物资源化利用；水资源节约与利用。并提出要大力发展“城市矿产”示范工程；再制造产业化工程；产业废物资源化利用工程等。另外，《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》7月1日起开始实施，从源头上对家电生产企业征收费用，以补贴正规废弃电器回收处理企业，使得废旧家电拆解利用行业备受市场关注。

3.3 非工业体系，关注制度变革开启的保险行业

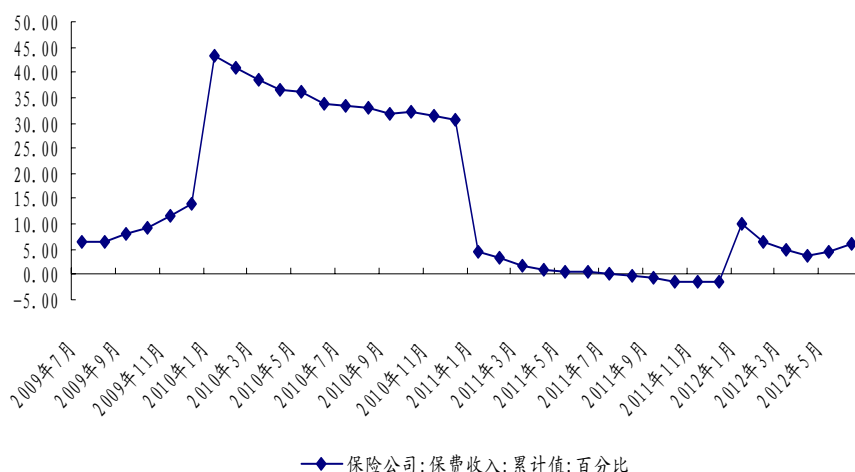
工业企业经济效益数据只覆盖工业体系，而对于金融、服务等产业并未覆盖。此类行业中，我们较看好受益于制度变革的保险行业。

年初以来，券商板块整体走强，录得25.69%的绝对正收益，远远跑赢大盘。历史看，券商板块与大盘走势是高度同步的，而今年上半年却明显走出独立行情，并非业绩大幅增长所致，而是源自制度变革的推动。

相比券商，我们认为保险板块的独立行情更值得期待。

首先，保险行业传统业务见底回升。经历了2011年的新单业务负增长、股债双熊引致的投资下滑等负面因素影响后，保险行业最坏时刻已经过去。从行业保费收入来看，前6月保费收入5.91%，较之2011年的-1.3%明显回升。

图14：保险行业传统保费收入增速见底回升

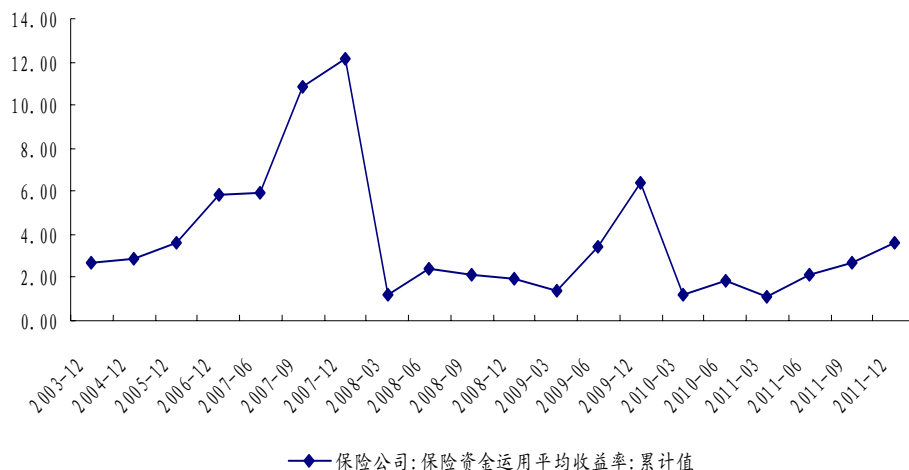


资料来源：wind资讯，中原证券研究所

其次，保险行业开启制度变革时代。投资渠道过窄一直以来成为制约保险行业收益率提升的重要瓶颈。2011年，保险公司资金运用的平均收益率3.6%，仅略高于同期银行存款利率，但远低于理财产品以及信托的收益率，从而导致 2011

年4家上市保险公司累计退保金额高达655亿元。今年以来，这一情况继续恶化，一季度中国平安退保金12.6亿元，同比增长19.8%；中国人寿退保金99.16亿元，同比增长21.8%；新华保险退保金47.41亿元，同比增长56.4%；中国太保退保金32.02亿元，同比增长95.9%。

图15：保险行业资金运行收益率低下



资料来源：wind资讯，中原证券研究所

6月11至12日，保险投资改革创新闭门讨论会召开，会后推出的13项保险业投资新政，保险公司投资收益率低下的尴尬境地有望改变。13项新政包括了《关于调整基础设施债权投资计划有关规定的通知（征求意见稿）》、《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知（征求意见稿）》、《保险资产托管管理暂行办法（征求意见稿）》等。新政将境内监管部门所批准的所有投资品种，几乎全部纳入了险资投资范围，包括融资融券和股指期货，并且允许保险资金投资境外市场各类产品；在拓宽范围的同时，保监会还设置了严格的风险防范措施，从偿付能力要求、账户分类、机构资质、信用级别到投资比例，均作出了限定。

另一方面，新政的亮点还在于打通了保险业和证券、基金、银行、信托行业在产品、渠道、托管等方面的业务通道，有助于改善和创新保险机构与非保险金融机构的盈利模式。具体包括：允许基金、券商加入受托管理保险资金的队伍，允许保险机构可以投资券商发起设立的集合资产管理计划、信托公司的集合资金信托计划、商业银行发起的信贷资产支持证券及保证收益型理财产品，一定程度上将促进商业银行、信托公司、证券公司和基金管理公司业务创新。总之，新政

在给予保险机构更多投资自主权的同时，亦将决策权交予市场，这是一项系统性、前瞻性的制度改革与创新，对于保险业抢占整个市场投资高地，具有里程碑意义。

4. 强周期行业，把握阶段性交易机会

7月市场我们首推强周期品种，但事与愿违，周期股依然疲弱，背后的原因我们已经分析，在于制度冲击尤其是新股发行的给市场带来的系统性风险，以及中报业绩下行的冲击。

8月我们依然坚持周期股有阶段性交易机会的看法不变。基本的逻辑不变，包括经济预期见底回升，流动性持续宽松，以及美元指数的走弱。而两大负面因素，如新股发行以及中报业绩的冲击在7月经历释放之后，预计在8月对市场的冲击会明显减弱，且市场经历前期持续阴霾之后，不排除监管层出台救市政策，从而更加支持周期股的阶段性走强。

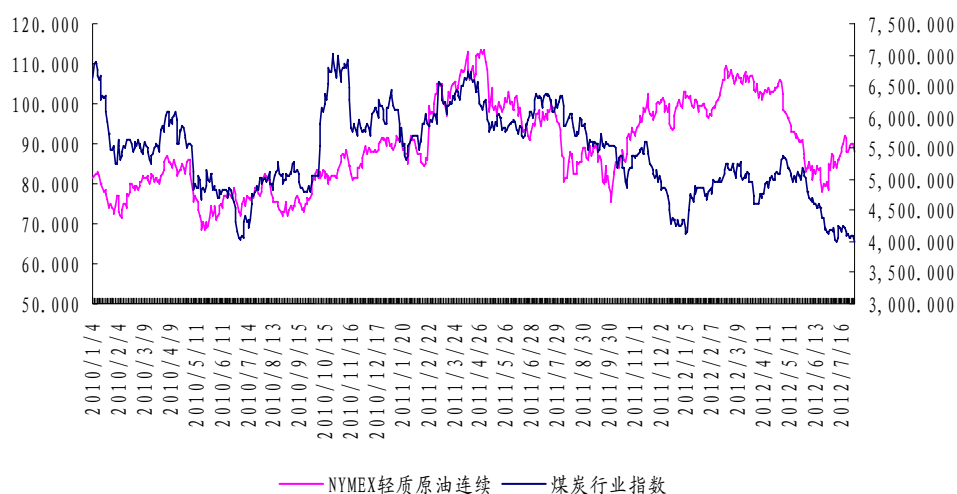
4.1 上游资源品，首推煤炭

历次市场反弹中，上游资源品行业由于较高的弹性，往往成为反弹主力军，如今年1月与4月反弹中，均看到熟悉的煤飞色舞。

8月若市场如期反弹，相较有色我们更看好煤炭板块，原因在于基本上更有支撑。其实7月中旬，煤炭板块已有一波表现，只是时间较短。当时煤炭反弹的促发因素在于原油价格的走强，而历史看，原油价格的上行往往能成为A股市场煤炭板块走强的重要催化因素，也即它们之间具有高度的相关性，这源于两者较强的替代属性。

原油价格的走强，有地缘政治的因素，也是美元阶段性走弱所致。地缘政治的冲击较难预测，但对于美元，我们前期多次指出或已到达阶段性顶部，我们短周期（1~2个月）开始看空美元。这是因为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，而近期欧元区各国首脑也在逐步达成一致，贯彻执行欧盟峰会成果，捍卫欧元。美元的走弱，无疑为原油价格的上行提供了重要理由。

图16: 煤炭板块表现与国际原油价格关联度较高



资料来源: wind资讯, 中原证券研究所

除了原油走强的支撑, 推荐煤炭板块的第二个理由在于国内现货煤价的阶段性企稳。这是由于随着南方主要用煤地区出现高温天气, 民用度夏用电量提升, 沿海电厂耗煤量开始增加所致, 港口库存有所减少, 同时沿海煤炭运价反弹上行。

图 17: 沿海煤炭运价企稳反弹

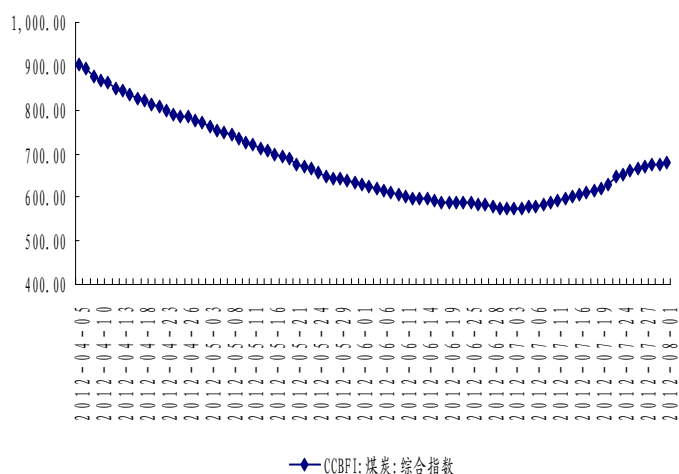
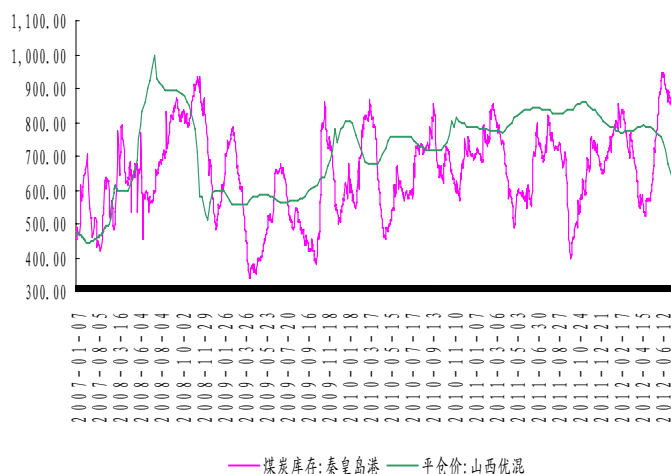


图 18: 煤炭港口库存有所下行



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

4.2 中游投资品, 首推水泥

中游行业, 我们较为关注的是水泥板块。基本的逻辑在于基建投资作为逆周期调控的主要手段, 已经启动, 且增速持续回升。而下半年经济工作会议中, 胡

锦涛再次定调把稳增长放在更加突出的位置，同时银行信贷明确向地方融资平台开闸，更加明确了投资兴起尤其是基建投资的兴起。

首先，水泥与投资链条密切相关，投资兴起必然伴随水泥行业的景气回升，这是我们坚定看好水泥板块的最大理由。

图19: 固定资产投资增速有所企稳

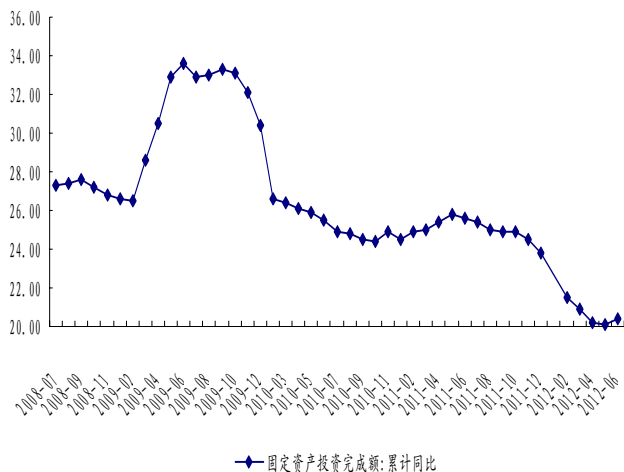
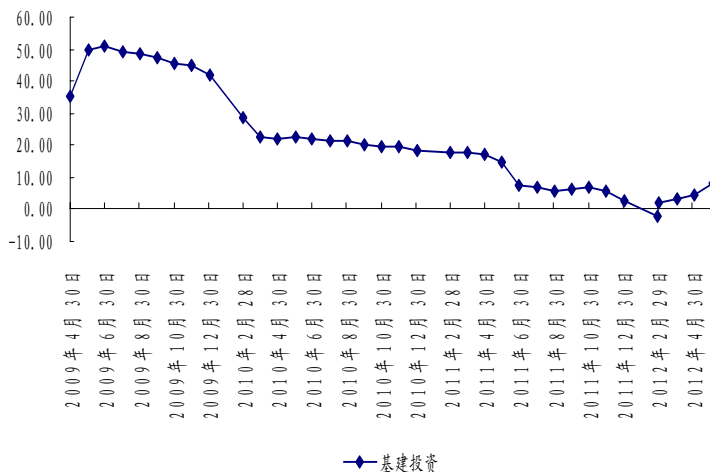


图20: 基建投资增速持续回升

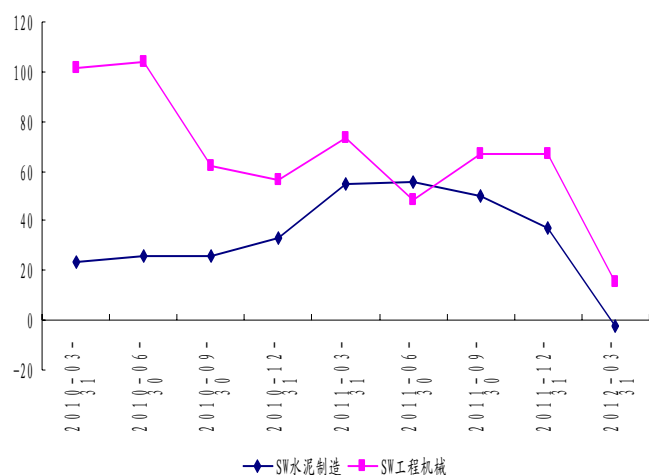


资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

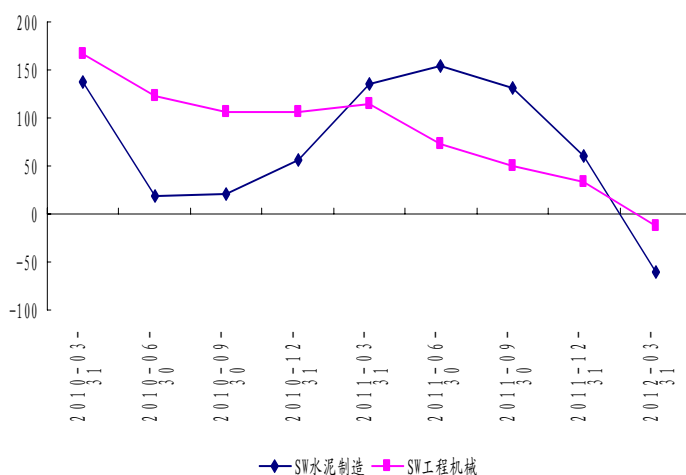
其次，水泥板块的另一优势在于1季度水泥板块上市公司的业绩已经大幅下滑，市场对中报业绩的预期已然很低，故冲击不大，这一点明显不同于与水泥行业下游需求较为类似的工程机械板块。1季度水泥板块净利润同比增速下滑幅度高达60%，而工程机械仅下滑不到15%，且营收增速依然是正值。1季度业绩压力未显著释放，直接导致众多工程机械公司中报业绩令人大跌眼镜，如太原重工在1季度盈利情况，2季度大幅亏损，最终上半年亏损9000万元左右，直接引发股价暴跌。相比之下，由于1季度水泥行业业绩利空释放的相对充分，于是我们看到近期水泥行业的股价走势较之工程机械也明显抗跌。

图21: 较之工程机械, 水泥行业1季度收入下滑显著



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

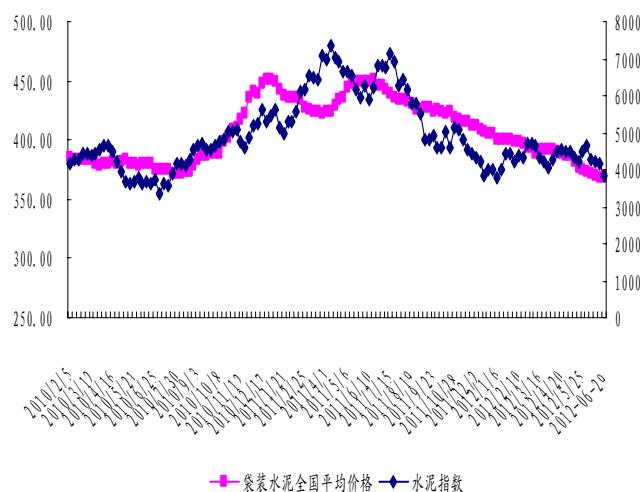
图22: 较之工程机械, 水泥1季度利润增速下滑显著



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

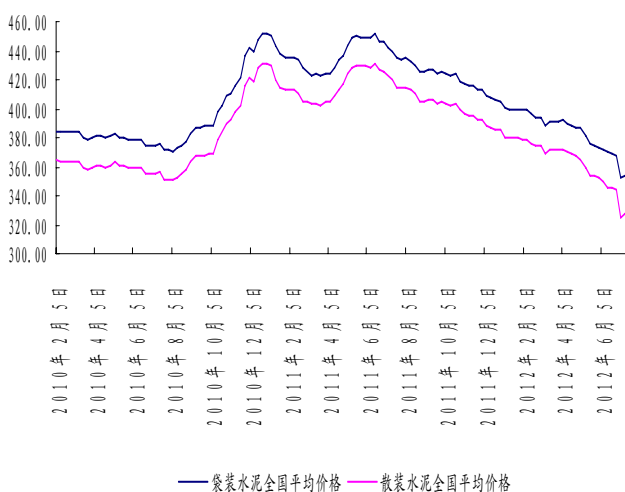
最后, 水泥板块的二级市场表现与水泥价格的关联度较高。目前, 全国水泥平均价格依然处于下滑态势, 本轮下跌时间已超过1年, 且接近10年年初的价格水平, 而伴随5月固定资产投资累计增速的跌幅收窄, 尤其是单月增速的回升, 水泥价格环比回升的动力较强。

图23: 水泥价格与水泥板块表现高度相关



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图24: 水泥价格持续下滑, 环比上行动力较强



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。