

行业格局趋势性分化

——2010 年 3 月投资策略

报告关键点：

- 📖 政策紧缩态势难改
- 📖 行业格局的趋势性分化
- 📖 主题投资持续活跃

报告摘要：

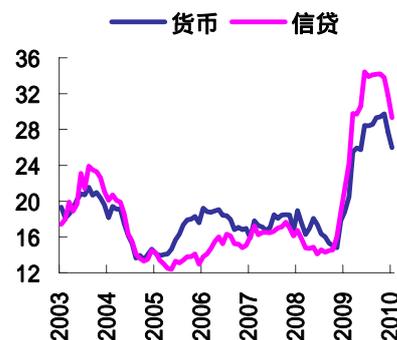
- 我们判断二季度中国出口增速将开始减速,因此经济高增长的持续仍然需要国内私人投资的支撑。3月份工业品库存的去化速度将是判断中国经济能否继续加速非常重要的观察指标。
- 我们认为,上半年物价水平持续走高的趋势是明确的,CPI对利率的敏感时间段可能出现在4、5月份,出于管理通胀预期的需要,上半年政策层面的紧缩态势难以改变。
- 撇开通胀的因素,单纯考虑商业银行资本充足率的约束,我们仍然对贷款增长的可持续性表示谨慎。在此背景下,银行再融资压力以及对短期头寸的压缩,仍将继续使资本市场的资金趋于紧张,并带来明显的估值压力。
- 以人口结构的变迁为出发点,我们判断中国工业化加速的进程正在结束(另有专题研究),传统工业及金融业(比如银行存贷业务)将因此步入盈利能力趋势性下降的通道。因此,市场目前行业分化的格局将是趋势性的。
- 在行业盈利格局发生剧烈变化的背景下,我们预期以寻找新的经济和盈利增长点为目的的主题投资将持续活跃。在3月份两会保增长、调结构、促转变的主题下,除原有的区域经济热点外,我们相对看好新能源汽车、农业、智能电网及低碳经济。

报告日期 2010-03-02

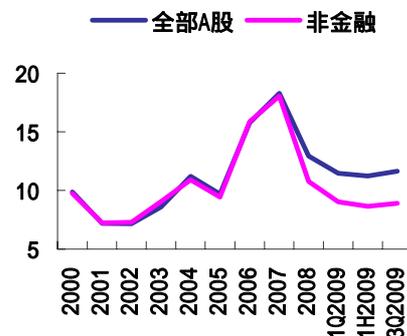
指数表现(%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	1.19	-5.86
上证综指	1.07	-3.76
上证 50	-1.61	-7.52
深成指	2.25	-6.41
深综指	5.38	0.05
中小板指	6.06	9.06

货币信贷余额同比增速(%)



A 股上市公司 ROE(%)



研究员

张治 021-68766135	高级策略分析师 zhangzhi@essences.com.cn
程定华 021-68766193	首席策略分析师 chengdh@essences.com.cn
诸海滨 021-68766170	策略分析师 zhuhb@essences.com.cn
范妍 021-68765053	助理策略分析师 fanyan@essences.com.cn

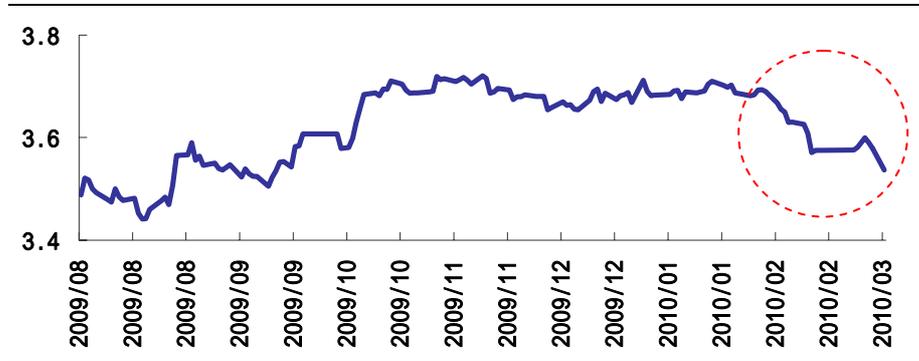
前期研究成果

- 《回归常态》2010 年 2 月 22 日
- 《重建预期》2010 年 2 月 2 日
- 《危险的博弈》2010 年 1 月 27 日
- 《美好的预期能实现吗?》2010 年 1 月 4 日
- 《盛衰相继》2009 年 12 月 5 日

1. 经济加速的动力

2 月份 A 股市场的小幅反弹与长期国债收益率的下降同步发生(图 1)，久违的股债同涨格局再次出现。

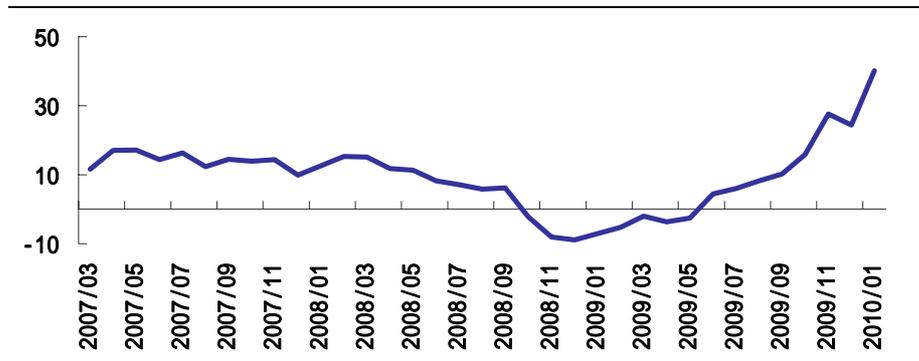
图 1 十年期国债收益率(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

从基本面的角度看，一方面经济仍延续了四季度以来的强劲趋势(图 2)，发电量不但同步创新高，环比也远超季节性的正常趋势，大体与 2002 年相当(参见电力报告《非经常性因素促电量超预期》，2010 年 2 月 22 日)。

图 2 中国发电量增速(%)



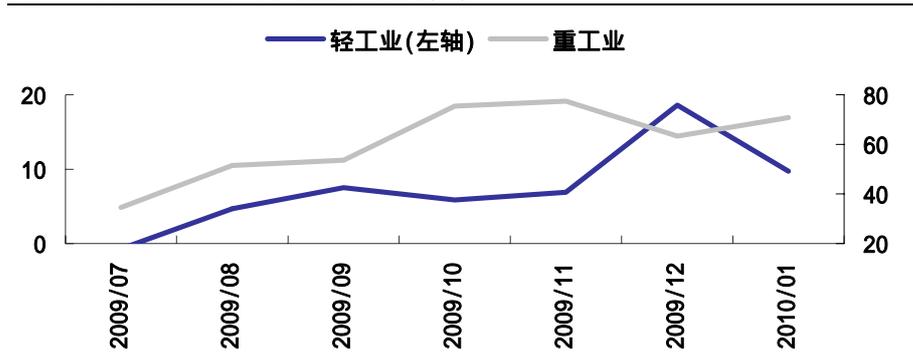
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

与此同时，物价水平却低于市场普遍预期，春节期间，国外的经济数据也出现相同的格局，为市场的反弹提供了契机。

然而，高增长、低通胀的格局能维持吗？

从行业用电的格局看(图 3)，轻工业加速增长，而重工业则稳中有降。如果轻工业的恢复主要与出口有关的话，重工业的用电变化则可能暗示政府刺激影响的减弱，以及房地产开工恢复对需求的影响还没有全面表现出来。

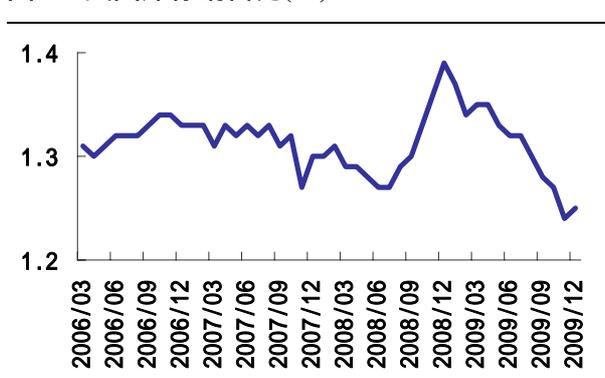
图3 中国轻重工业用电量贡献度(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

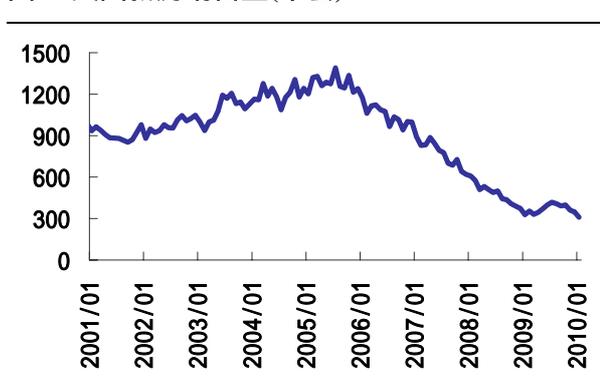
考虑到出口强劲恢复可能与发达国家(尤其是美国)的库存补充，以及新兴经济体的恢复密切相关，其可维持性仍然存疑(图4、5)。我们倾向于认为2010年二季度中国出口增速将开始减速。

图4 美国库存销售比(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

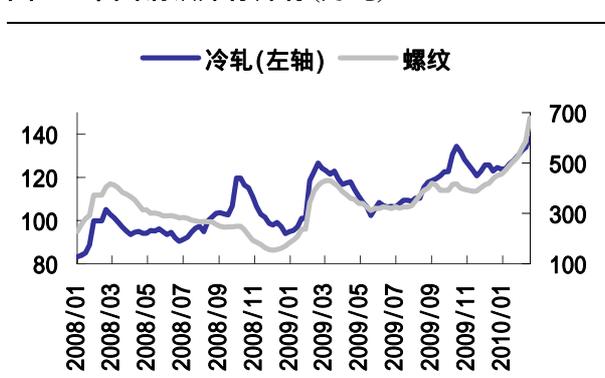
图5 美国新房销售量(千套)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

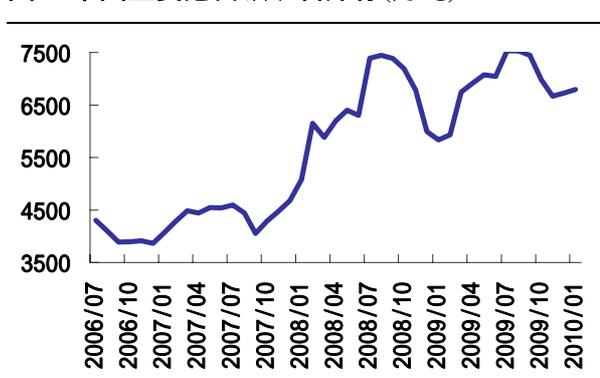
因此，中国经济高增长的持续仍然需要国内私人投资的支撑。2009年底至今，国内工业品的库存快速积累(图6、7)，显示市场对开春后经济的启动报有很高的期望。虽然历年二季度经济都呈加速增长的态势，但与往年不同的是，往年年底和年初经济会有一定程度的减速，但2009-2010年度，经济从四季度一直加速至今，继续加速的动能还有多强？看起来3月份库存去化的速度将是非常重要的观察指标。

图6 中国钢铁库存(万吨)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图7 中国主要港口铁矿石库存(万吨)

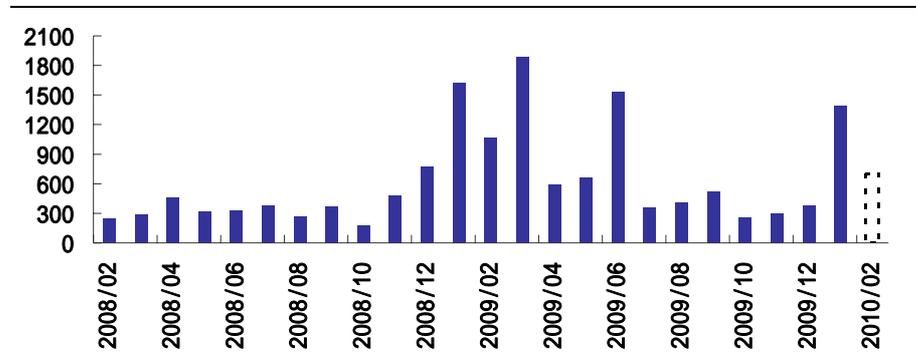


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

2. 紧缩态势难改

尽管1月份人民银行再次启用信贷额度控制，但1月份新增贷款仍近1.4万亿，而我们预期2010年1~2月的新增信贷也将会超过2万亿(图8)。

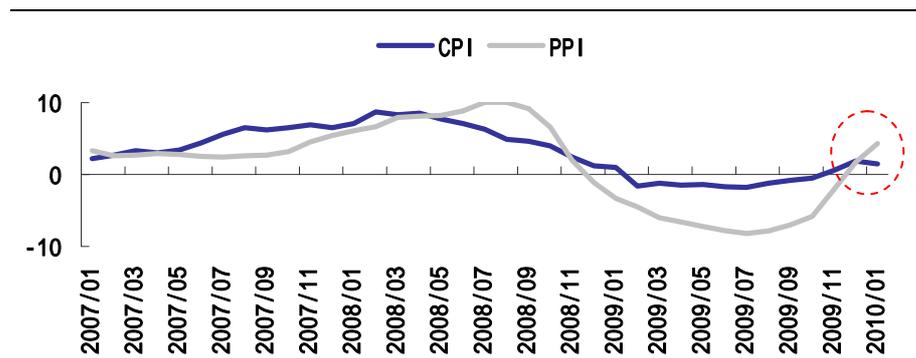
图8 中国月新增信贷投放量(十亿)



数据来源：人民银行，安信证券研究中心

在货币高速供给的背景下，我们仍然感受到了市场利率水平的上浮。如果这是由经济的高增长带来的，我们就没有理由怀疑CPI与PPI的背离会长期存在(图9)。

图9 中国物价指数(%)

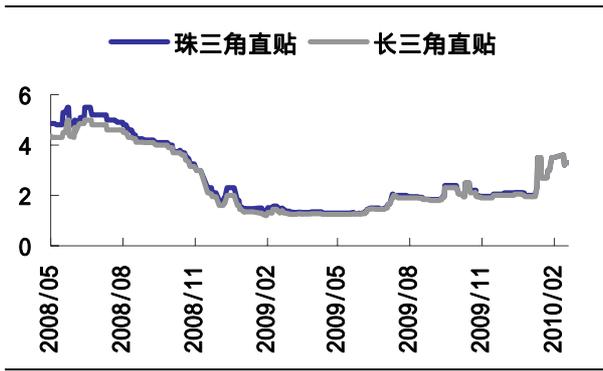


数据来源：Wind，安信证券研究中心

我们认为，上半年物价水平持续走高的趋势是明确的，CPI对利率的敏感时间段可能出现在4、5月份，出于管理通胀预期的需要，政策层面的紧缩态势难以改变。

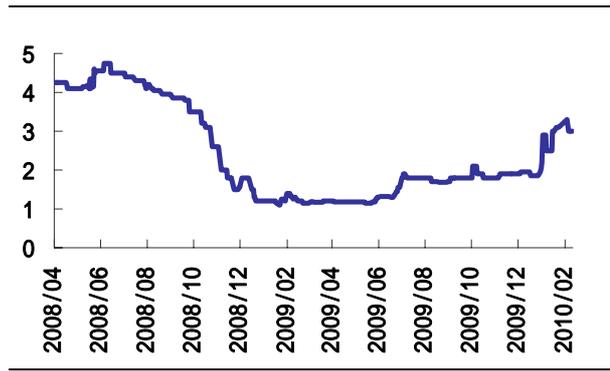
即便撇开通胀的因素，单纯考虑商业银行资本充足率的约束，我们仍然对贷款增长的可持续性表示谨慎。在此背景下，银行再融资压力以及对短期头寸的压缩，仍将继续使资本市场的资金趋于紧张(图10、11)，并带来明显的估值压力。

图 10 长三角与珠三角直贴现率(%)



数据来源：中国票据网，安信证券研究中心

图 11 转贴现利率(%)



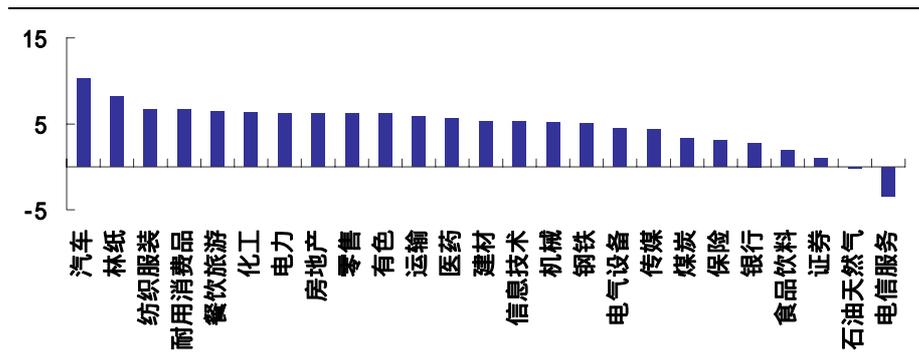
数据来源：中国票据网，安信证券研究中心

3. 风格还是趋势？

2 月份市场行业表现仍然延续了之前的特征：传统行业及大市值股票虽然估值相对较低，但仍表现较弱；低端消费及新产业虽然相对估值偏高，但仍保持强势(图 12)。

我们曾经认为这种差异是一种风格特征，并会相互转化。现今我们更趋向于认为这是一种趋势性的分化。

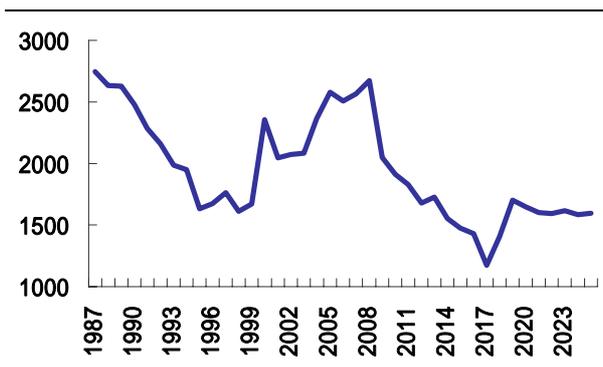
图 12 2 月份 A 股行业涨跌幅(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

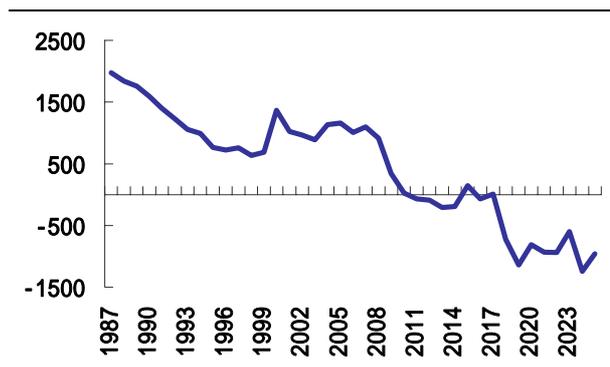
我们知道，传统行业的盈利及估值优势始于 2002 年工业化的加速，在 2007 年的资产重估浪潮中达到极致。若其优势要持续，则依赖于工业化的继续加速和储蓄的持续过剩。然而，当对中国的人口结构进行考察后，我们判断，中国的工业化加速的进程已经或正在结束（另有专题研究）。

图 13 新增 18 岁人口(万人)



数据来源：统计局，安信证券研究中心

图 14 新增 18 岁人口-退休人口(万人)



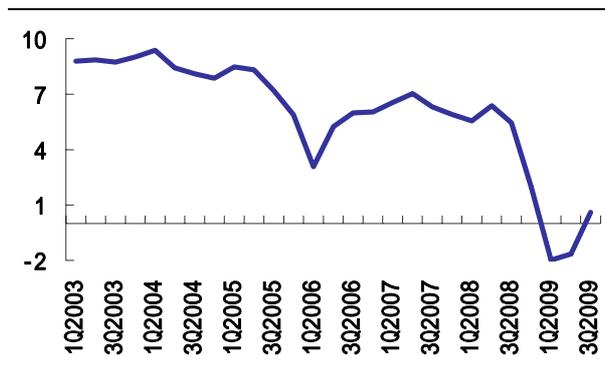
数据来源：统计局，安信证券研究中心

如图 13，中国每年新增的劳动人口峰值是 2009 年，2005 年是一个次高点。若考虑退休人口对劳动力的减少，中国每年实际新增劳动力的峰值是 2005 年，2008 年以后开始趋势性下降，预期 2011 年将负增长(图 14)。如果再考虑劳动人口的结构分化，以及工业化主要吸收的是中低端劳动力，在扣除接受高等教育的大学生人口后，中国中低端劳动力现今已经呈现负增长的局面。

在此背景下，即使不考虑资源约束、银行资本充足率等因素，但劳动人口已不能满足中国工业化的继续加速了。

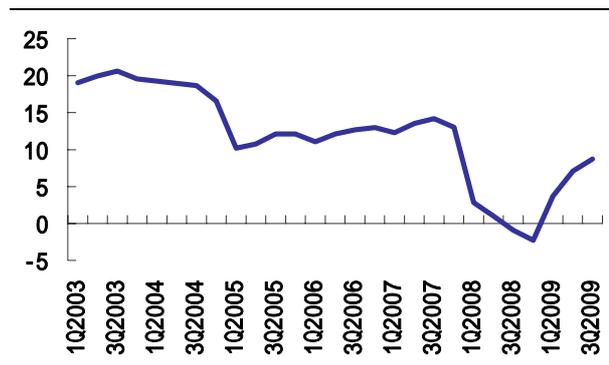
按照这个逻辑，我们很容易解释，为什么中国会在 2005 年开始出现民工荒，而自此以后钢铁、电力等行业的盈利能力趋势性下降(图 15、16)。

图 15 钢铁行业净利润率(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 16 电力行业净利润率(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

我们判断，随着中国工业化加速的结束，传统工业及金融业(比如银行存贷业务)正在或即将步入盈利能力趋势性下降的通道。因此，前述行业分化格局也将是趋势性的。

在行业盈利格局发生剧烈变化的背景下，我们预期以寻找新的经济和盈利增长点为目的的主题投资将持续活跃，而在 3 月份两会保增长、调结构、促转变的主题下，除原有的区域经济外，我们相对看好新能源汽车、低碳经济、智能电网及农业。

4. 配置与组合

综上，3 月份配置与组合建议如表 1 所示。

表 1、行业配置与组合

行业	基准比例	超配	标配	低配	重点公司
农林牧渔	1.44%	2.88%			敦煌种业、绿大地、好当家、南宁糖业
采掘	3.47%		3.47%		中国神华、中煤能源、冀中能源、西山煤电
化工	9.91%		9.91%		辽通化工、中国石化、广汇股份、杉杉股份、中炬高新、佛山照明
黑色金属	2.92%		2.92%		新兴铸管、宝钢股份、金岭矿业
有色金属	3.20%		3.20%		神火股份、中金岭南、中孚实业、紫金矿业、江西铜业
建筑建材	3.49%		3.49%		海螺水泥、彩虹股份、冀东水泥、太行水泥、葛洲坝、隧道股份、龙元建设、路桥建设
机械设备	4.84%	5.81%			杰瑞股份、中集集团、中国南车、中国北车、天马股份、金风科技、国电南瑞、许继电气
电子元器件	1.56%	3.12%			青岛软控、歌尔声学、大族激光
交运设备	4.18%			2.09%	上海汽车、一汽轿车、潍柴动力、江淮汽车、中国重汽
信息设备	1.89%	3.78%			中兴通讯、烽火通信
家用电器	1.46%	2.92%			青岛海尔、海信电器、格力电器
食品饮料	3.58%		3.58%		国投中鲁、惠泉啤酒、顺鑫农业
纺织服装	1.09%	1.65%			美邦服饰、七匹狼、瑞贝卡
轻工制造	1.09%			0.55%	永新股份、宜华木业、劲嘉股份
医药生物	4.36%	5.22%			丽珠集团、健康元、华东医药、益佰制药、江中药业、双鹭药业
公用事业	3.79%		3.79%		内蒙华电、长江电力、国电电力
交通运输	5.51%	6.06%			日照港、厦门空港、山东高速、上海机场
房地产	5.17%			2.59%	金地集团、栖霞建设、首开股份、宁波联合、新湖中宝
金融服务	29.34%			23.89%	民生银行、中国银行、建设银行、中国太保、中国平安、中国人寿、中信证券、国元证券、锦龙股份
商业贸易	3.18%	4.77%			武汉中百、苏宁电器、东百集团、合肥百货、重庆百货
餐饮旅游	0.50%	1.00%			峨眉山 A、中青旅、桂林旅游
信息服务	3.01%	3.31%			中国联通
综合	1.00%			0.00%	

资料来源：安信证券研究中心

注：采用申万行业分类标准，行业权重以 2010 年 2 月 26 日行业流通市值为基准计算

作者简介

张治，CFA，南京大学理学学士、金融学硕士，七年证券、期货投资与研究经验，2007年4月加盟安信证券研究中心。

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，八年证券研究经验，2007年5月加盟安信证券研究中心，从事策略、行业组合研究。

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所，从事策略研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

潘琳

0755-82558268

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

刘欢

0755-82558069

马正南

010-59113593

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

深圳联系人

liuhuan@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034