

喧嚣怠尽，宜“返璞归真”

——策略行业比较跟踪篇 20120313

报告要点

■ 前瞻：市场关注点将重回“衰退”经济基本面

市场在经历一、二月份流动性与经济预期改善下的上涨之后，投资者的谨慎情绪开始逐步累加。在经济数据公布的空白期，一切乐观因素都被放大，而悲观因素则被缩小。

随着进入3月后经济数据的陆续公布，经济下行的趋势将得到数据上的验证，12月以来认为经济短周期见底的判断得到证伪。三月市场反弹将止步，影响投资者预期的因素将“返璞归真”，回归到对经济基本面变化上的关注。

■ 行业跟踪下的关注点与风险提示

在宏观经济基本面向下的背景下，相比从基本的角度出发来挖掘投资机会，当前跟踪行业基本面更大的作用在于为宏观判断提供支撑和佐证。行业配置层面上，其作用体现在提示一些行业基本面的下行风险上。

第一、实体经济不振导致工业金属需求长期处于弱势，价格缺少基本面支撑；第二、机械设备、交通运输设备销量并不乐观，短期较难看到需求的启动。

值得关注的是，近期一些行业开始进入利好与利空双重因素影响下的博弈期。包括煤炭港口价格上涨利好，但坑口价未同步上涨；钢材价格上涨、库存降低是积极因素，但矿石原材料继续以更快的速度上涨，行业盈利能力没有乐观变化；部分地方债务融资平台贷款展期，银行坏账风险降低；房地产成交量环比回升，但在购房“刚需”释放的持续性上存有较大争议。

■ 盈利与估值变化跟踪

正值年报披露期，从2011年各行业盈利兑现情况来看，多数行业的净利润同比出现了下调，以信息设备、电子、农林牧渔、机械设备降幅最大。预期上调的行业出现业绩超预期的可能性较高，包括公用事业、商业贸易。

2012年行业的盈利预期变化更多地反映了未来净利润同比的变化。近一周对2012年净利润同比增速上调较多的行业包括信息设备、黑色金属、轻工制造、农林牧渔、电子、化工、信息服务。

2011年与2012年盈利预期变动的差异反映了这些行业虽然过去一年的盈利状况可能低于预期，但在2012年仍然较受追捧。

相关研究

《“否”未尽，“泰”何来？——策略行业比较跟踪篇 20120222》，邓二勇，2012年02月22日

《可选消费品行业监控——策略行业比较基础篇(五)》，邓二勇，2011年7月27日

《中游制造类周期性行业监控之一——策略行业比较基础篇(二)》，邓二勇，2011年5月23日

分析师：

邓二勇

(8621) 68751691

dengey@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120005

联系人：

吴春杰

(8621) 68751589

wucj@cjsc.com.cn

正文目录

前瞻：喧嚣息尽，宜“返璞归真”.....	5
一、上游原材料——下游需求较弱，价格预期不可持续.....	5
1.1 煤炭行业.....	5
1.2 有色金属.....	7
1.3 石油.....	9
二、中游制造业——存季节性改善，但弱于往年.....	10
2.1 钢铁.....	10
2.2 建筑建材.....	11
2.3 机械.....	13
三、可选消费品——主动减产以降库存.....	14
3.1 汽车.....	14
3.2 家电.....	15
四、金融地产——来自环比改善的支撑.....	16
4.1 银行.....	16
4.2 房地产.....	17
五、行业盈利与估值变化.....	18
寻迹“自下而上”的行业盈利一致预期.....	18
行业历史估值.....	19
五、行业风向标.....	19

图表目录

图 1: 各地动力煤平均价格	5
图 2: 各地炼焦煤平均价格	5
图 3: 社会煤炭总库存及同比	6
图 4: OECD CLI 领先指数	7
图 5: 主要新兴市场国家制造业 PMI	8
图 6: LME 三个月铜价 (美元/盎司)	8
图 7: LME 三个月铝价 (美元/盎司)	8
图 8: 伦敦黄金价格 (美元/盎司)	9
图 9: 伦敦白银价格 (美元/盎司)	9
图 10: 风险情绪恐慌指数 VIX	9
图 11: NYMEX 轻质原油	10
图 12: 铁矿石综合价格指数与 myspic 钢材价格指数	10
图 13: 钢价指数与矿价指数差	10
图 14: 钢材社会总库存上涨	11
图 15: 长材价格与库存	11
图 16: 板材价格与库存	11
图 17: 水泥煤炭价格差	12
图 18: 全国城镇固定资产投资及增速	12
图 19: 三大下游投资增速变化	12
图 20: 玻璃批发价格变化	13
图 21: 重油与纯碱价格变化	13
图 22: 挖掘机销量持续下滑	14
图 23: 装载机销量略有回升	14
图 24: 推土机销量	14
图 25: 工程起重机销量	14
图 26: 公路货运量	15
图 27: 公路客运量	15
图 28: 商用车 (货车) 销量	15
图 29: 商用车 (客车) 销量	15
图 30: 乘用车销量	15
图 31: 耐用品采购订单与库存指数: 电视机	16
图 32: 耐用品采购订单与库存指数: 空调	16
图 33: 耐用品采购订单与库存指数: 冰箱	16
图 34: 耐用品采购订单与库存指数: 电视机	16
图 35: 商业银行存贷比 (%)	17
图 36: 金融机构新增贷款及余额同比增速	17
图 37: 房地产新开工面积及累计同比增速	17
图 38: 商品房销售面积及累计同比增速	17
图 39: 日度成交量 (单位: 万平方米)	18
图 40: 七日成交量环比 (%)	18

图 41: 2011 年行业盈利预期变动.....	18
图 42: 2012 年行业盈利预期变动	19
图 43: 行业历史估值比较.....	19
表 1: 行业比较风向标.....	20

前瞻：喧嚣怠尽，宜“返璞归真”

市场在经历一、二月份流动性与经济预期改善下的上涨之后，投资者的谨慎情绪开始逐步累加。在经济数据公布的空白期，一切乐观因素都被放大，而一切悲观因素都被缩小了。如地方与中央政府博弈房地产政策放松中对政策转向的奢望、由微弱增长的制造业 PMI 预判经济见底等，这些因素在一定程度上助长了反弹持续的时间。

而随着进入 3 月后经济数据的陆续公布，经济下行的趋势将得到数据上的验证，而 12 月以来认为经济短周期见底的判断将得到证伪。月初公布的 PMI 虽较上月微弱上涨 0.5，但是核心指数新订单微弱上涨且受海外订单回升预期影响较大，原材料库存下降表明企业家开工并不积极，产成品库存上涨表明当前需求较弱。9 日公布的 1-2 月工业增加值同比增长 11.4%，进一步验证了我们对经济重回衰退的判断。价格方面，CPI 回落至 3.2%，春节效应消失，居民消费价格回落幅度较大；但工业生产者出厂价格指数 PPI 同比 0.7%，降幅明显减弱。这与国际大宗商品价格上涨增加了国内的输入性压力有关。考虑到通胀因素，以“保经济”为目标的政策放松的空间也将受到制约。价格的变化，降低了我们之前反复提到了政策节奏改变、出现大规模放松以使经济提前触底的可能性。

综合上面所提到的多个方面的因素，我们认为三月市场反弹将止步，影响投资者预期的因素将“返璞归真”，回归到对经济基本面变化上的关注。操作上宜保持谨慎，在市场反复中可选择降低仓位，行业配置上向价值和均衡过度。

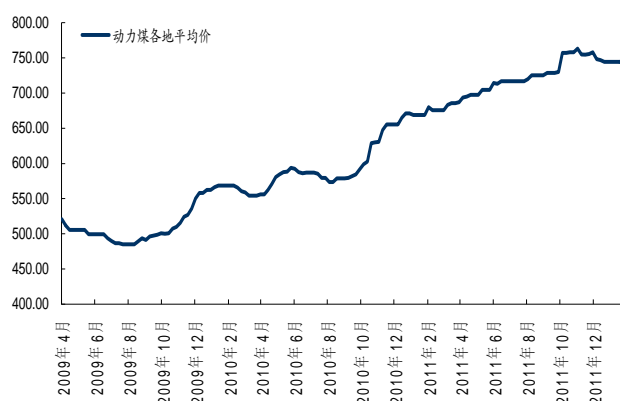
一、上游原材料——下游需求较弱，价格预期不可持续

1.1 煤炭行业

煤炭坑口价在跟踪分析煤炭行业基本面的体系中是一个重要的指标，因为它与产量共同影响企业的盈利情况。从近期坑口价变化来看，动力煤平均价格有所下跌，主要是在陕西、山东、安徽地区；炼焦煤各地平均价相对平稳，河南地区价格有小幅下跌，而山西地区价格微弱上涨。无烟煤各地平均价格稳定。

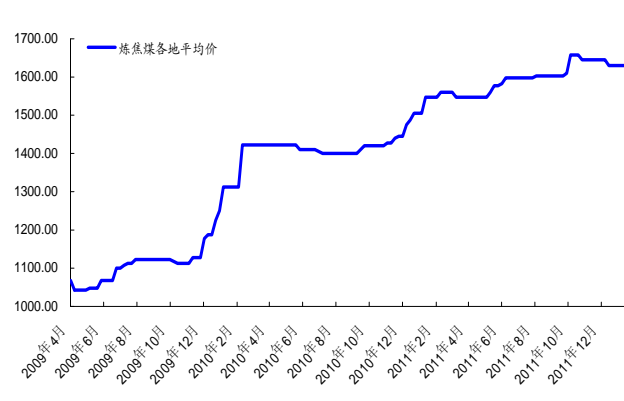
与坑口价的平稳不同，上周秦皇岛港口山西优混与山西大混均上涨 5 元/吨。受 3 月下旬大秦线即将进行检修的影响，下游电厂有提前备原材料的需求，对港口价短期有一定拉动。

图 1：各地动力煤平均价格



资料来源：长江证券研究部

图 2：各地炼焦煤平均价格

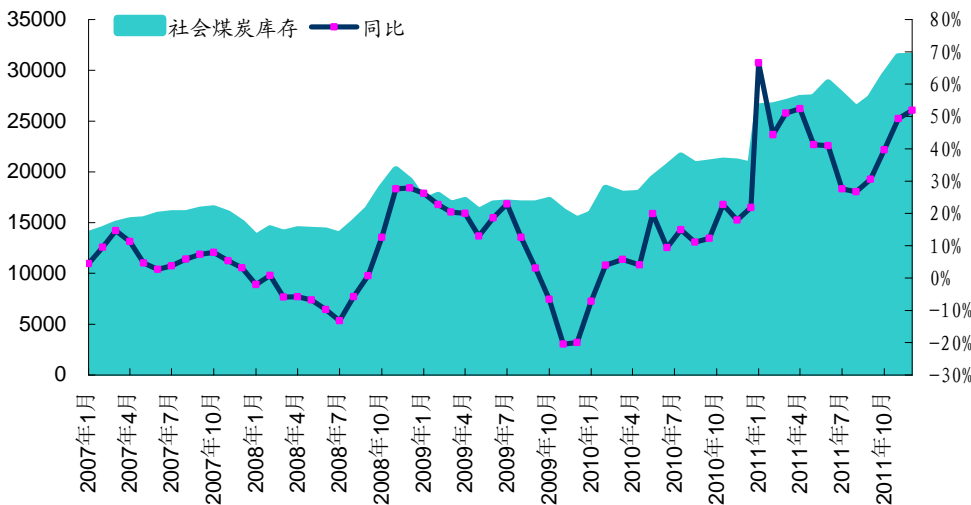


资料来源：长江证券研究部

下游需求方面，3-4 月份为传统的新工开旺季，虽然今年年后企业开工有所滞后，但项目的陆续开工对上游的拉动仍将存在，只是程度或弱于往年。因此，动力煤的下游需求仍有支持，后续价格继续下跌的空间有限。炼焦煤的下游主要为钢铁、有色冶炼企业，因此需求的启动仍有赖于投资链条的启动。

去年下半年，由于经济的疲弱导致煤炭下游需求不足，煤炭社会库存持续累计，同比增速在 12 月达到 51.88%。去年 9 月份以来，弱势需求预期之下，煤炭企业采取了主动减产，社会原煤产量增速持续回落。接下来，在企业主动降产与需求季节性微弱恢复两方面因素的作用下，煤炭社会库存高位回落的概率较大。

图 3：社会煤炭总库存及同比



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

政策信息方面，上月 24 日，全国煤炭工作会议于北京召开。国家发展和改革委员会副主任、国家能源局局长指出，2011 年，能源系统按照党中央国务院统一部署，坚持主题主线，积极推动能源生产和利用方式变革，科学谋划“十二五”能源发展，加强供应保障能力建设，大力调整能源结构，推进能源科技创新和体制创新，统筹“两个大局”、利用“两种资源”，确保能源供需总体平衡，为“十二五”经济社会发展良好开局作出了积极贡献。

会议提出煤炭工作要把握好的六个重点。一是坚持保供给与控总量相结合。保障市场平稳运行，合理控制煤炭消费总量，形成“倒逼机制”，促进产业结构调整 and 经济发展方式转变。二是从战略上谋划煤炭开发布局。按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则，形成煤炭资源开发的战略梯度。三是努力提高煤炭清洁高效利用水平。按照能源密集、技术密集、资本密集、长产业链和高附加值的要求，着力提高煤炭加工转化效率和效益。四是加强煤炭行业管理。做好行业管理基础工作，科学谋划发展思路，强化煤炭资源保护，提高资源利用效率。五是更加注重安全生产和改善民生。加强安全管理，提高安全生产和煤矿职业健康防护水平，建立职工收入增长机制，推进煤矿棚户区改造，努力改善矿工生产、生活条件。六是深化和扩大煤炭国际合作。

我们认为，在今年宏观经济减速的背景下，煤炭需求并不乐观，因此，防止“供大于求”对行业的稳定发展非常重要。但考虑到煤炭重点产区都有对经济增长的诉求，因此控制生产的难度是比较大的。但政策层面上对这一问题的重视，至少在一定程度上有利于煤炭价格的稳定。此外，深化与扩大煤炭国际合作反映了行业长期的发展方向。中国煤炭消费占全球的比

重近 50%，而 2011 年中国煤炭消费总量为 35.7 亿吨，其中净进口 1.82 亿吨，占比仅为 5.09%。加大国际合作将有助于国际煤炭资源的合理流动，中国相关企业也将迎来海外股权扩张的投资机遇。

1.2 有色金属

工业金属

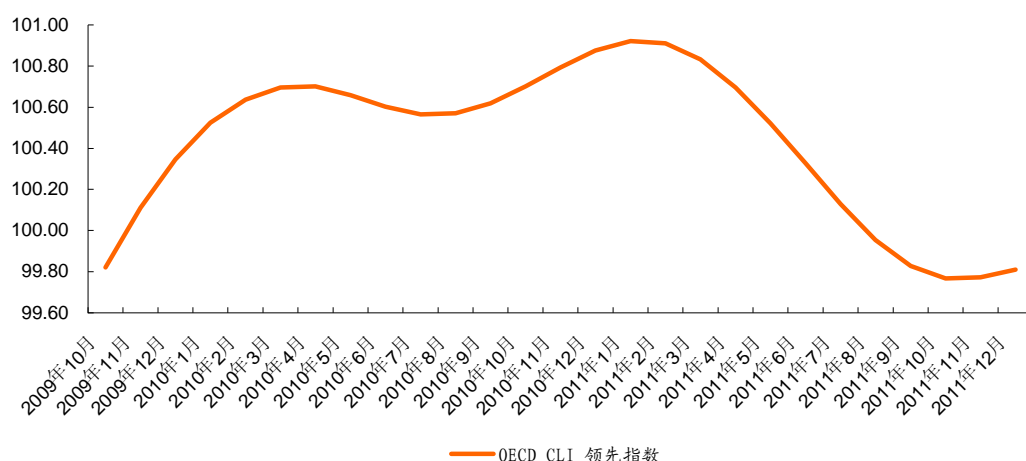
12 月 OECD CLI（OECD 成员国与非 OECD 六个主要国家）综合领先指数开始反弹，由上月的 99.77 升至 99.81。分国家来看，美国经济的好转是全球经济领先指标有积极变化的主要原因，欧元区经济领先指标仍处在下行通道。作为一个反映全球经济预期的领先指标，其止跌回升是非常值得关注的。

但从工业金属的下游来看，其受新兴市场国家的影响大于受美欧等发达国家的影响，因此更需关注新兴市场国家的经济基本面变化对工业金属需求的影响。从 1 月主要新兴市场国家的制造业领先指标变化来看，俄罗斯制造业 PMI 继续回落，由上月的 50.8 降至 50.7，印度制造业 PMI 由上个月的上升趋势转为下降，下降 0.9 个百分点至 56.6。而巴西与中国的制造业 PMI 继续回升，但略高于 50 的水平反映了制造业的景气度尚且不是很高。中国最新制造业 PMI 为 51，巴西为 51.4。

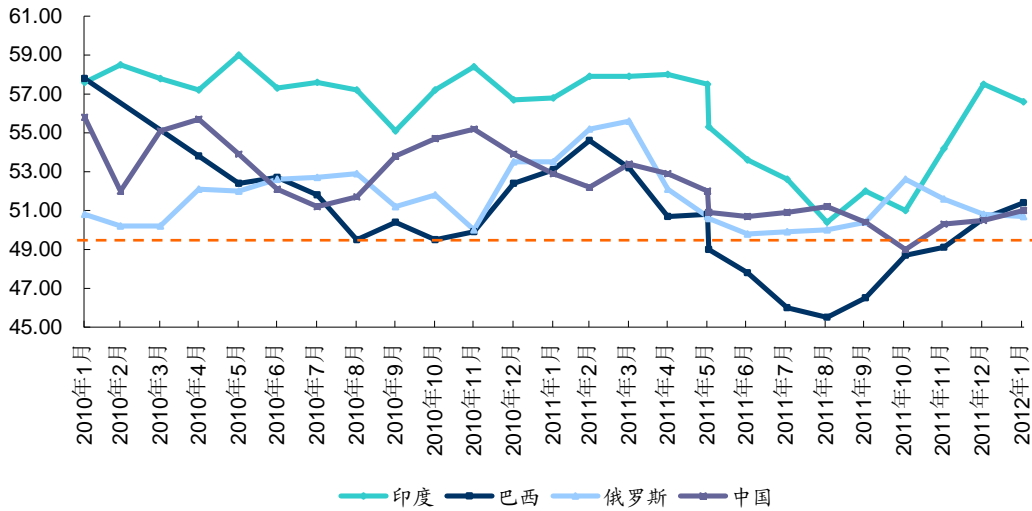
以中国为例，在刚刚结束的两会上，政府将 2012 年的 GDP 增长目标由下调至 7.5%，而将 CPI 同比增长目标维持在 4%。可以从中看出政府对于“调结构”的重视，一方面对经济减速的容忍度有所提高，另一方面，明确相对较高的通胀目标为经济政策放松预留了空间。在这一政策基调下，经济对上游资源品价格的支撑较弱。

从两个经济领先指标的变化来看，经济已经开始企稳，需求层面继续恶化的可能性较小。当前的关键在于何时能够看到真实需求的启动。如果未来几个月，我们能看到该指标的持续回暖，则其于预示着经济基本面的变化将增加有助于工业金属需求的上升。

图 4: OECD CLI 领先指数



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

图 5: 主要新兴市场国家制造业 PMI


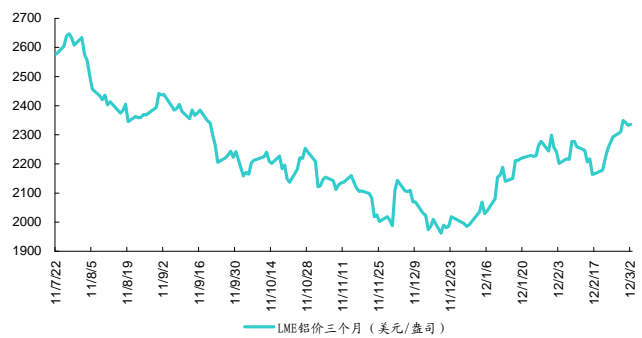
资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

而从其金融属性上来看, 工业金属价格受流动性预期与美元走势的影响。美联储主席伯南克在上周三的国会作证讲话并未透露关于何时推出 QE3 计划, 市场对量化宽松再次推出的预期落空, 随后美元指数反弹, 大宗商品价格下跌。在美国经济复苏好于预期的情况下, 美元中期走强具有支撑。

综合来看, 在来自实体经济需求复苏的拉动之前, 工业金属难以找到价格持续上涨的支撑。因此, 金融属性将主导工业金属的价格波动, 短期来看, 美元走强将制约工业金属价格的上涨。

图 6: LME 三个月铜价 (美元/盎司)


资料来源: 长江证券研究部

图 7: LME 三个月铝价 (美元/盎司)


资料来源: 长江证券研究部

贵金属

正如前面所提到的, 美国经济好于预期加之伯南克在最新讲话中并未提及 QE3 计划, 美元的走强同样使得贵金属价格承压。国内两会上将 2012 年经济增速目标定为 7.5%, 低于市场预期。同时, 欧债问题风险情绪的回落也降低了贵金属的避险需求。

图 8: 伦敦黄金价格 (美元/盎司)



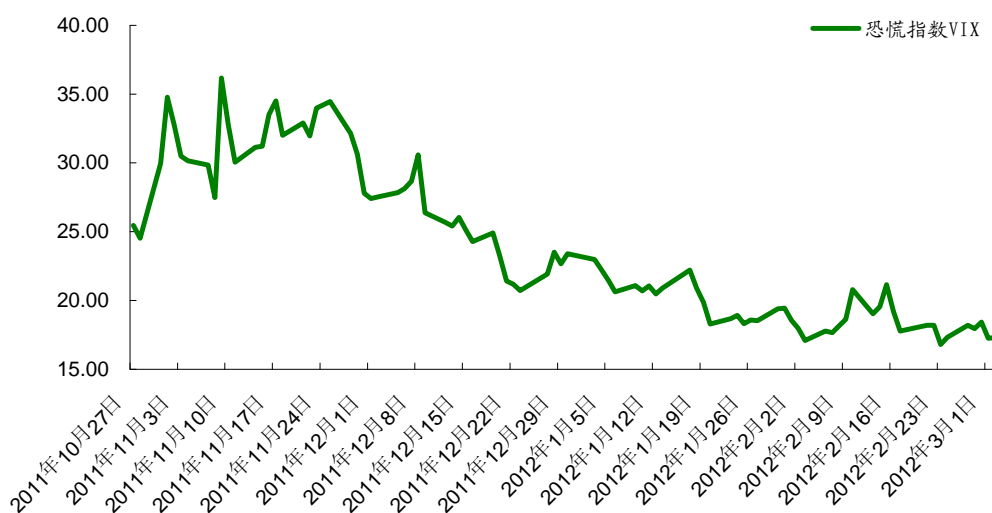
资料来源: 长江证券研究部

图 9: 伦敦白银价格 (美元/盎司)



资料来源: 长江证券研究部

图 10: 风险情绪恐慌指数 VIX

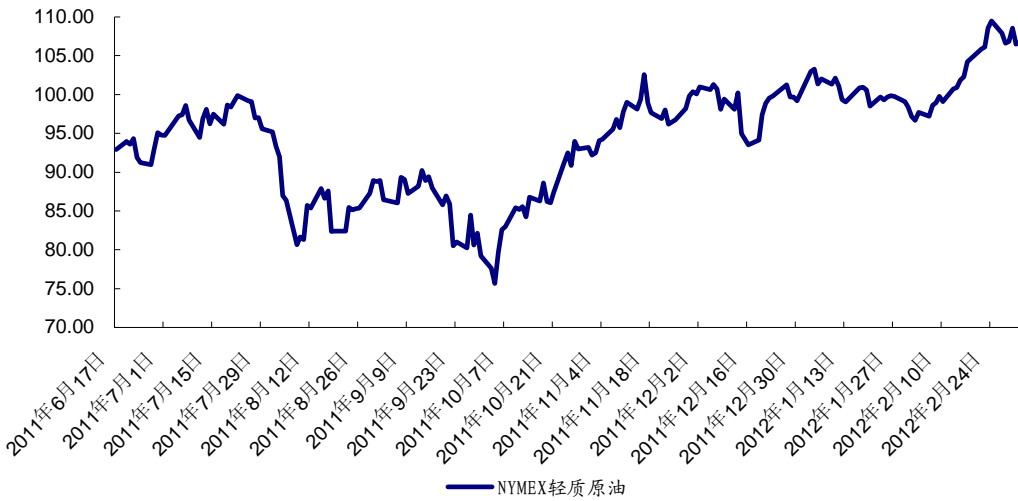


资料来源: BLOOMBERG, 长江证券研究部

1.3 石油

2月初以来,国际原油价格涨幅已超过10%,NYMEX轻质原油期货价格最新收于107美元/桶。欧盟对伊朗实施石油禁运,美伊紧张局势引发市场对油价上涨的预期。而实体经济需求方面,美国经济较为乐观的经济形势对油价有一定的支撑。

政策信息方面,发改委正在审议成品油定价新方案。预计新方案主要是围绕缩短调价周期、加快调价频率、改进成品油调价操作方式,以及调整挂靠油种等方面的内容,进一步完善现行的成品油价格形成机制。其中,调价时间或将由现行的22天缩短为10天,挂靠油种可能由美国WTI替代辛塔,而操作方式的改进则是选择一家中立机构来测算调整价格,企业以此为指导价自行调价。我们认为,缩短调价时间有利于增加国内成品油价格对国际油价变动的弹性。相比现行的成品油调价机制,如果油价处于上行通道,则对石油开采企业更为利好;如果油价处于下行通道,则普通消费者受益更大。

图 11: NYMEX 轻质原油


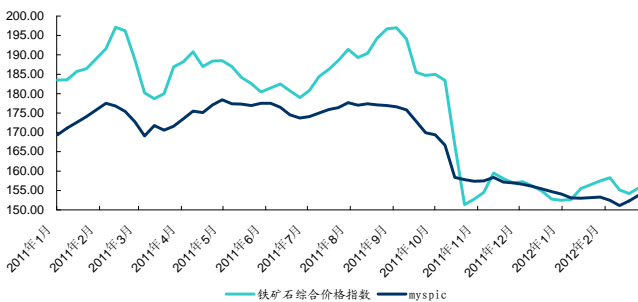
资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

二、中游制造业— 存季节性改善, 但弱于往年

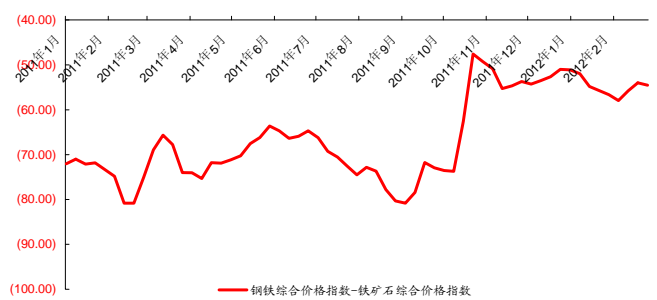
2.1 钢铁

由于低温和阴雨天气的延续, 2月实际需求持续低迷。因此, 略有恢复的重点企业产量直接转化为快速上升的钢厂库存和社会库存。在周转压力之下, 资金成本较重的中小贸易商在主动备货意愿不足的同时为争取有限的成交机会而压价出货, 从而造成两种局面: 一方面, 2月以来钢价持续小幅阴跌; 另一方面, 社会库存逐步集中在资金和规模方面都具备相对优势的一级贸易商手中。

进入3月, 传统旺季将随着季节性需求的逐步释放而到来, 在钢厂经历数月的亏损之后, 旺季的即将来临使得市场对钢价水平上升有所预期, 近期期货价格的走势也部分反映了这一点。在钢价上涨预期之下, 上月中旬以来, 铁矿石价格已经开始上涨。但是, 从钢材价格指数与铁矿石价格指数差反映的钢铁企业利润空间来, 两者之差继续下降, 行业单位产出的盈利空间收窄。

图 12: 铁矿石综合价格指数与 myspic 钢材价格指数


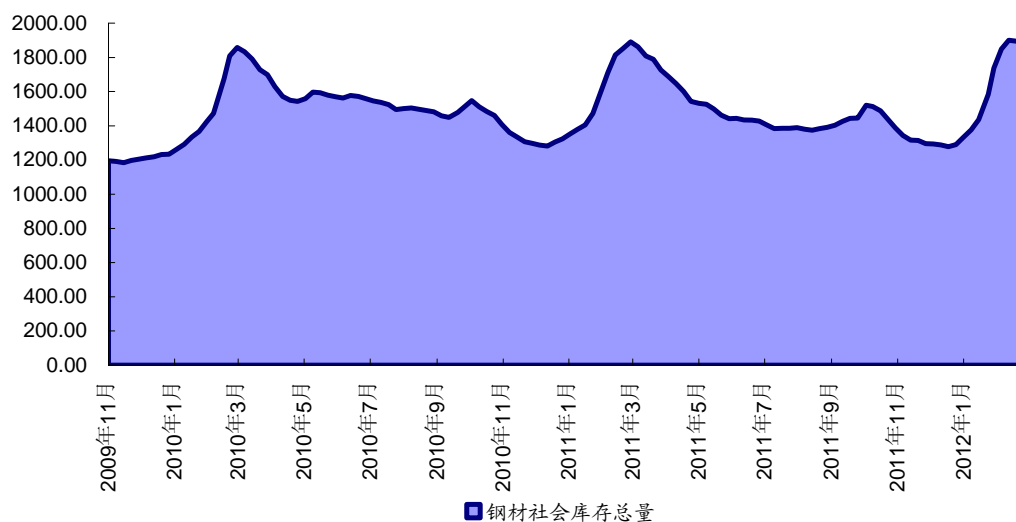
资料来源: 长江证券研究部

图 13: 钢价指数与矿价指数差


资料来源: 长江证券研究部

下游需求方面，虽然并未出现明显改善，但我们也尚未发现实体经济有进一步恶化的趋势。从长材与板材的库存和价格来看，两个子行业基本面均较前期有所好转，表现为钢价上涨，同时库存回落。

图 14: 钢材社会总库存上涨



资料来源：长江证券研究部

图 15: 长材价格与库存



资料来源：长江证券研究部

图 16: 板材价格与库存



资料来源：长江证券研究部

2.2 建筑建材

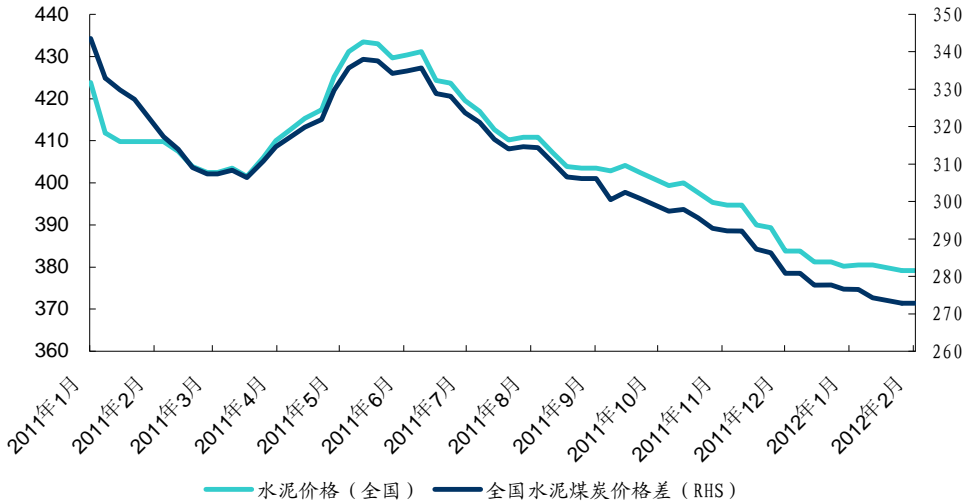
水泥

从价格上来看，全国水泥平均价自去年5月中旬以来持续下降，价格下降已超过20%。水泥价格与煤炭价格之差可以用以反映行业单位产出的利润水平，该指标近期同样继续下滑。但两指标的下降速度均较前期有所放缓。行业下游需求主要为房地产与基建，房地产新开工项目同比增速在上半年将大幅回落，而在地方政府面临较为严峻的债务问题之下，基建开工较往年滞后。因此，短期难以看到水泥下游需求的好转。

从水泥下游三大需求的情况来看，12月房地产固定资产投资增速累计同比31.5%，上月为

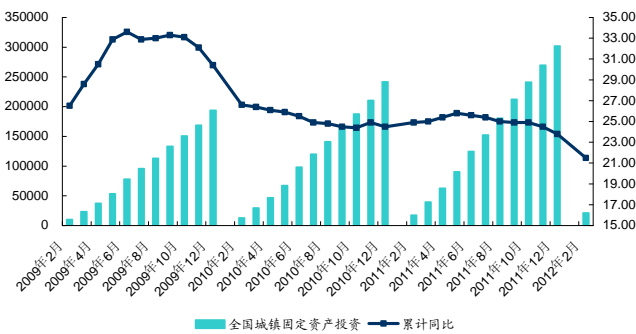
33.8%，增速平稳下行。交通运输、仓储和邮政业固定资产投资增速降为负值。动车事件之后，铁路建设速度明显放缓，其对整个固定资产投资增速有一定负面影响仍未消除。水利投资虽有一定的政策保障，但行业固定资产投资同比仍在下行，由上月的 13.9% 降至 10.02%。综合这三方面的因素来看，水泥的下游需求当前仍继续减弱。

图 17: 水泥煤炭价格差



资料来源：长江证券研究部

图 18: 全国城镇固定资产投资及增速



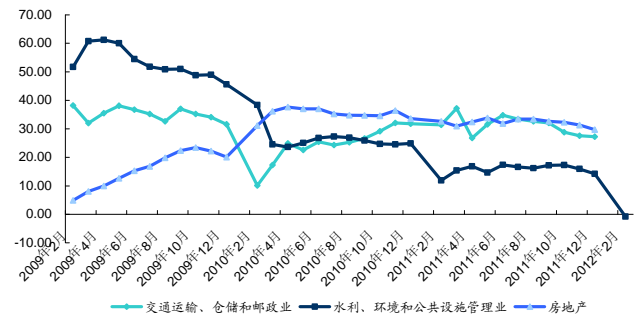
资料来源：长江证券研究部

1-2 月的固定资产投资数据同比 21.5%，去年 12 月为 23.8%。传统上年后水泥下游行业会迎来一个开工旺季，进而对水泥需求起到拉动作用。但今年节后投资相关行业的复工延后且弱于往年，除东北、西北地区因气候原因工程不宜施工以外，其他华东、中南、西南以及华北地区针对水泥需求量恢复仅是往年同期的 30%-50%。作为与固定资产投资密切相关的行业，下游投资链条的积极变化是水泥行业基本面发生扭转的前提条件，1-2 月份房地产投资累计完成额同比增速为 -0.8%。

玻璃

玻璃同样受其下游房地产行业的明显牵制。房地产固定资产投资与新开工自去年下半年以来开始下滑，玻璃需求往往滞后于房地产新开工面积 4-6 个月，因此，当前玻璃需求仍处于下行阶段。对于未来的需求，房地产销售方面开始出现量价齐跌的情况，叠加前期货币政策的

图 19: 三大下游投资增速变化



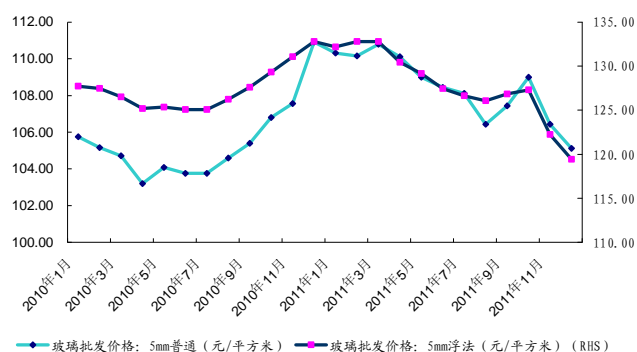
资料来源：长江证券研究部

紧缩对房地产企业资金面形成的压力,预计3月份房地产新开工同比增速将会出现更为明显的下行。综合来看,短期玻璃企业的需求复苏难以看到。

近期玻璃批发价格下降较快,12月较11月下降2.29%,成本方面,虽然重油与纯碱的价格同样出现下降,但降幅分别为0.74%与1.12%。因此,不考虑量的变化,玻璃企业的单位产品利润空间仍在继续下行。

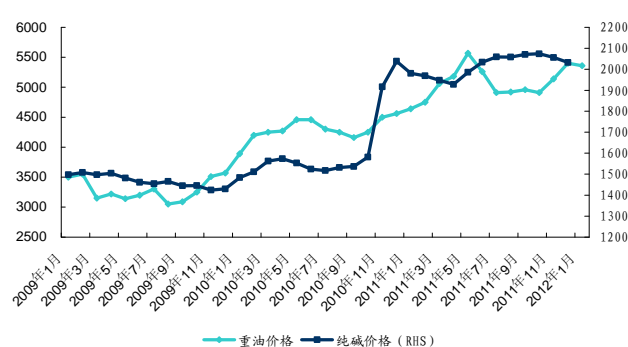
综合来看,需求未见起色与利润空间继续下行的双重因素下,行业基本面仍在下行通道中。

图 20: 玻璃批发价格变化



资料来源: 长江证券研究部

图 21: 重油与纯碱价格变化



资料来源: 长江证券研究部

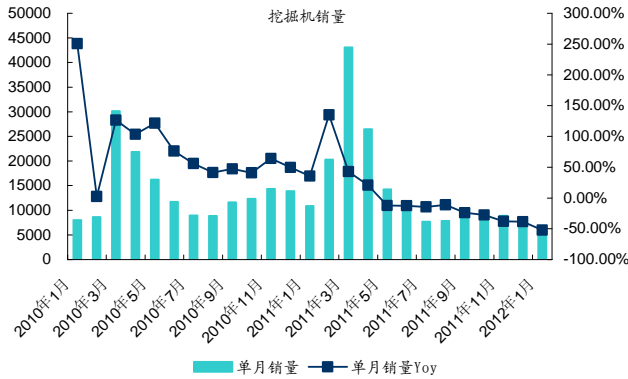
2.3 机械

固定资产投资下滑,金融机构新增信贷增速缓慢回落,在影响机械行业需求的核心因素上来看,行业基本面并没出现明显好转的迹象。工程机械不同子行业的1月销量均较上月有较为明显的下降。其中,挖掘机销量同比增速由上月的-38.78%降至-51.98%;推土机的销量由上月的38.68%降至-55.03%;装载机销量增速由7.69%降至-49.80%;12月工程起重机销量由3.95%降至-25.64%。1月工程机械的销量表现为近两年来最差的,当然,今年春节提前至1月导致1月工作日减少是导致销量下行的原因之一。

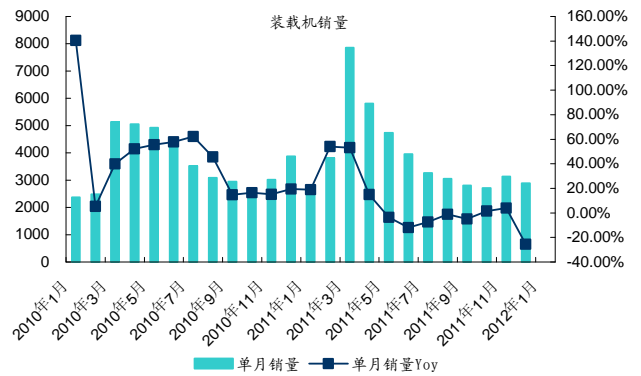
二月中旬以来我们对机械行业进行的草根调研,从我们了解的情况来看,需求端情况并不支持行业基本面回暖,全年预计行业持平或略微负增长,三四线城市的增速难于弥补一二线城市的下降。今年春节后下游项目开工情况晚于去年同期,主要是工人到岗晚和资金偏紧双重原因,节后开工率稍有提高,并且需求主要是保障房建设。东部地区开工情况好于西部地区,主要东部地方政府资金相对充实。

最新对成都地区机械行业调研,我们得到了如下结论:

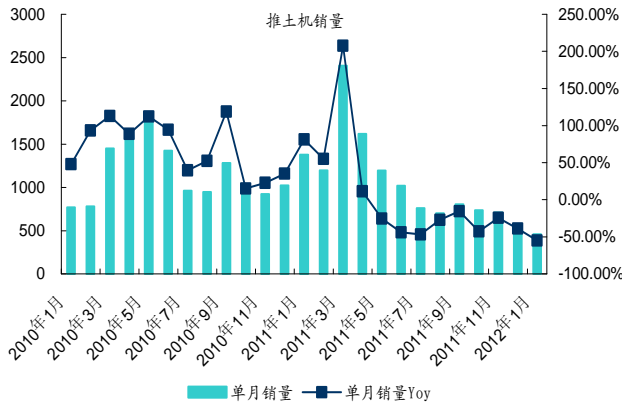
- 一、目前市场已开始有所启动,环比有明显改善,但同比增速仍为负值;
- 二、代理商与厂家对市场判断还是偏谨慎,几乎都认为挖机与起重机市场今年为负增长;
- 三、从回报率、闲置率、开机率等用户跟踪指标来看,终端用户端都处于下降的水平;
- 四、从库存、拖机率、逾期率几项反馈指标来看代理商资金链,企业资金确实处于紧绷的状态,但考虑到主机厂支持,代理商短期内尚不会批量性倒闭;
- 五、从促销的手段来看,低首付还继续存在,同时企业都加大了促销手段,企业的销售费用率今年应该比去年同期高。

图 22: 挖掘机销量持续下滑


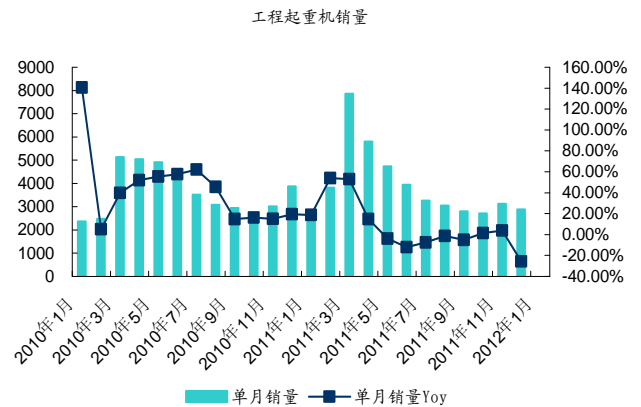
资料来源: 长江证券研究部

图 23: 装载机销量略有回升


资料来源: 长江证券研究部

图 24: 推土机销量


资料来源: 长江证券研究部

图 25: 工程起重机销量


资料来源: 长江证券研究部

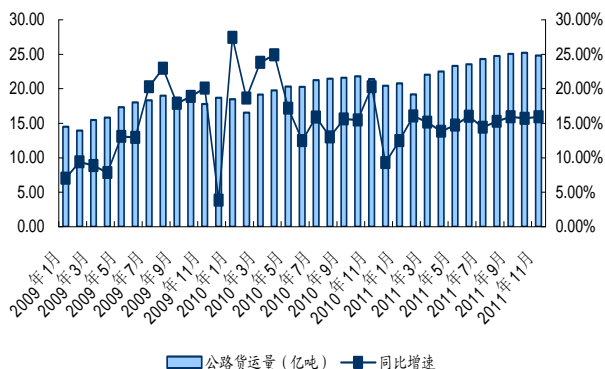
三、可选消费品——主动减产以降库存

3.1 汽车

与机械行业较为相似的是,受节日因素的影响,1月商用车与乘用车的销量均出现了较为明显的下行。其中商用车中货车销量同比增速由-11.4%大幅下滑至-33.46%;商用车客车销量的同比增速由14.8%降至-28.13%;乘用车销量同比增速由4.61%降至-24.09%。

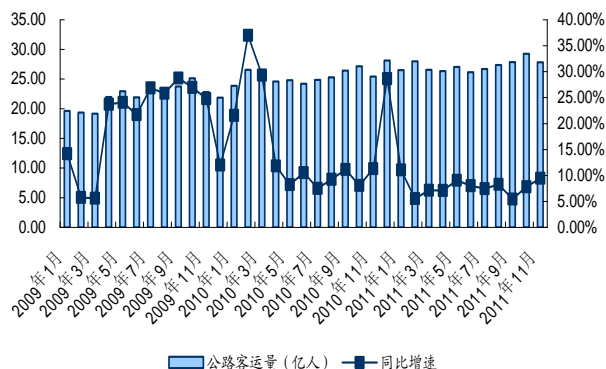
我们对汽车行业的草根调研显示各地节后销售市场启动晚于去年春节。但在车型上有些分化,运价企稳物流车启动较好,但与投资相关的车型今年同比降幅在50%以上,且全无启动迹象。今年节后开工率明显晚于往年是销量数据不乐观的主要因素,但更重要的是投资项目的资金面紧张。相当部分政府项目已停止开工。但汽车行业也存在一个比较好的方面,汽车行业库存数量较去年同期已显著下降,库存压力较小。

图 26: 公路货运量



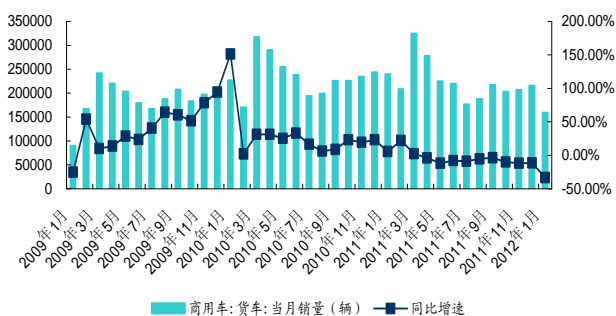
资料来源: 长江证券研究部

图 27: 公路客运量



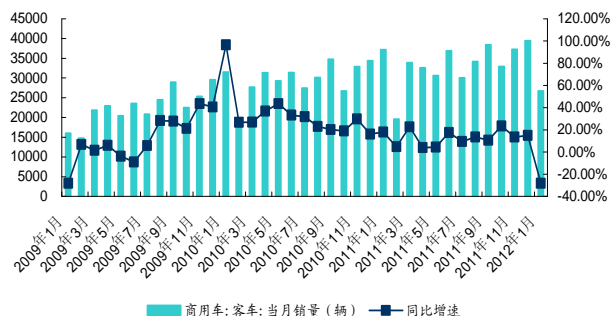
资料来源: 长江证券研究部

图 28: 商用车（货车）销量



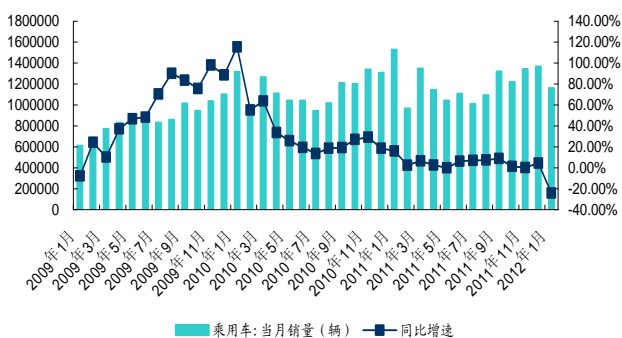
资料来源: 长江证券研究部

图 29: 商用车（客车）销量



资料来源: 长江证券研究部

图 30: 乘用车销量



资料来源: 长江证券研究部

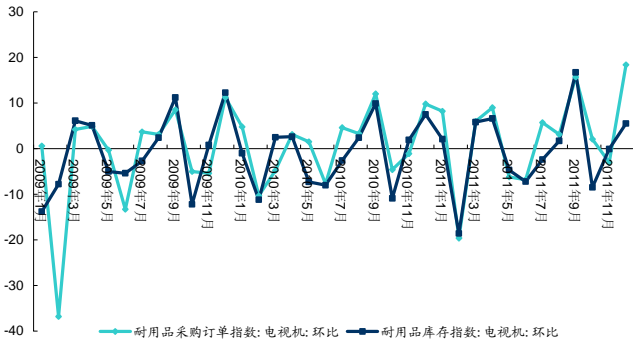
3.2 家电

“家电下乡”与“以旧换新”政策的政策均已于 11 年底到期，前期政策刺激对未来消费有所透支。如果年内没有新的政策刺激，家电销量行业销量难言乐观。从前期家电板块突出的表现来看，市场对国家出台家电行业刺激政策预期日益加强。

从 12 月的订单耐用品采购订单与库存指数环比数据来看，订单同比增长大于库存增长，这

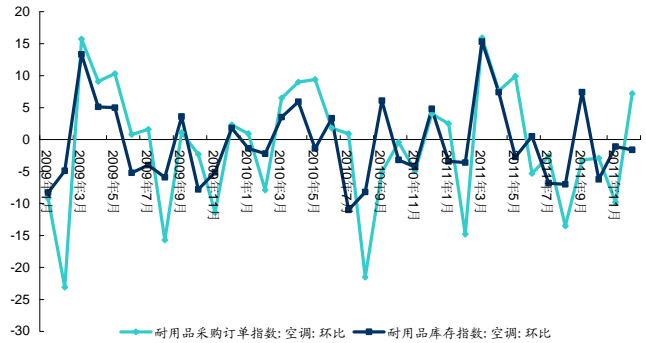
与传统上春节前居民采购置换家电习惯的拉动有一定的关系。同时，也表明需求状况比此前的预期乐观。接下来需关注家电行业扶持政策的最终落脚点，而在此之前，行业继续上涨的空间不大。

图 31：耐用品采购订单与库存指数：电视机



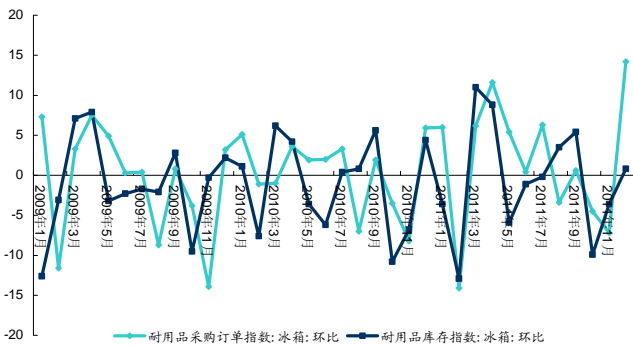
资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

图 32：耐用品采购订单与库存指数：空调



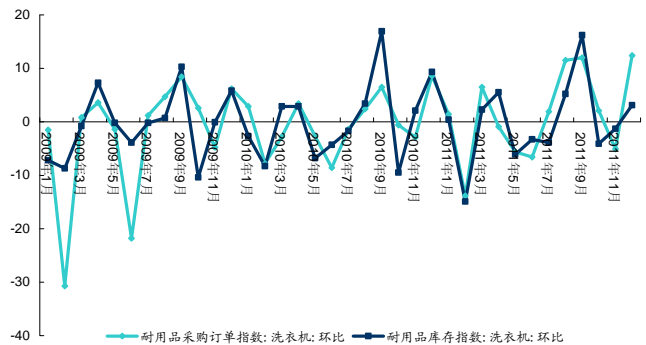
资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

图 33：耐用品采购订单与库存指数：冰箱



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

图 34：耐用品采购订单与库存指数：电视机



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

四、金融地产——来自环比改善的支撑

4.1 银行

年初以来，流动性的改善在节奏上慢于预期（存款准备金率下调时间点滞后）、在幅度上弱于预期（1月新增信贷7381万亿，2月新增信贷7107亿，继续低于预期）。存款搬家下的存贷比回升至05年下半年以来的新高，这在一定程度上制约了银行的放贷空间。从新增贷款的结构上来看，中长期贷款仅为2109亿，新增贷款中有于中长期投资项目的资金比较低。当前实体经济正处在减速通道中，企业对于未来的生产经营扩张是相对谨慎的，地方政府在融资平台还贷压力下扩张速度放缓。这些均是导致信贷较往年缩量的原因。

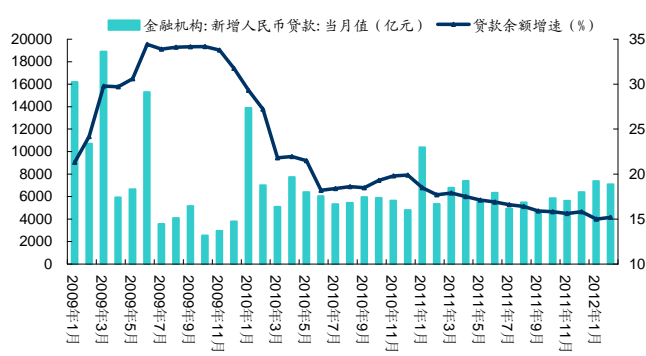
2月底，银监会同意将针对地方政府融资平台贷款进行展期。在此前仅允许保障房建设新增平台贷款的基础上，对于土地储备中心贷款、公路建设贷款以及完成60%以上的平台项目，银行均可以有条件地继续提供授信支持。这一政策有利于银行账面资产质量的稳定。

图 35: 商业银行存贷比 (%)



资料来源: 长江证券研究部

图 36: 金融机构新增贷款及余额同比增速



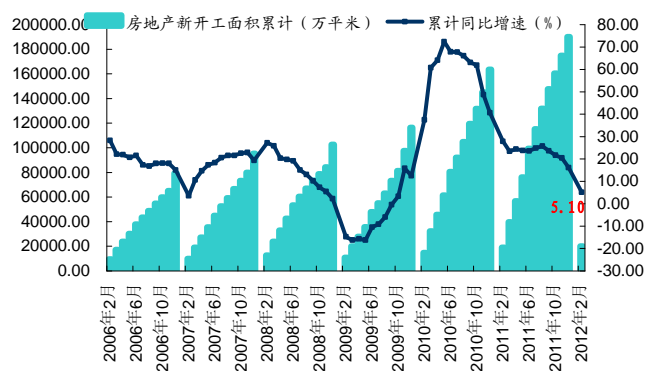
资料来源: 长江证券研究部

4.2 房地产

近期,对房地产板块的关注集中在两点:第一、政策是否会出现实质松动。从政策角度来看,尽管地方政府在土地财政压力下,有放松的冲动,但从芜湖房地产新政推出后又被叫停与上海模糊非上海户籍人口购房政策后又被迫澄清两个事件来看,在地方与中央在针对房地产政策的博弈上,地方政府的诉求难以得到满足;第二、节后的商品房成交量环比回升是否可持续。我们认为,环比增速的回升,低基数是部分原因;此外,自严厉的房地产政策实施以来,预期房价下跌导致刚需的累计,这部分刚需在年后有一定的释放。而中央再次重申“坚持房地产调控政策不动摇”,房价继续下行的预期或将一部分需求再次转移到观望中。

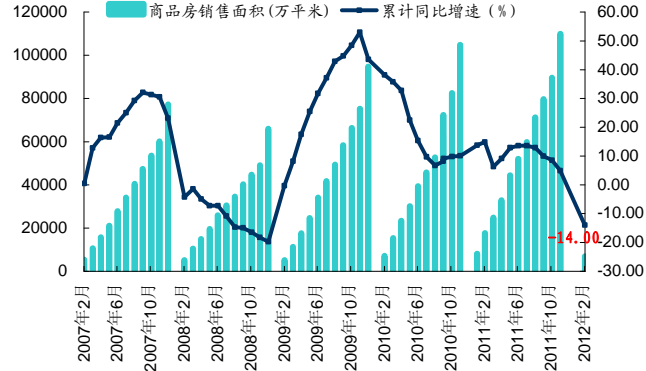
从最新的成交量数据来看,2月底以来,成交量环比改善的情况已经开始逐步弱化,再次降至负值。因此,当前需持谨慎态度跟踪后续成交量变化情绪,短期不宜过分乐观。

图 37: 房地产新开工面积及累计同比增速



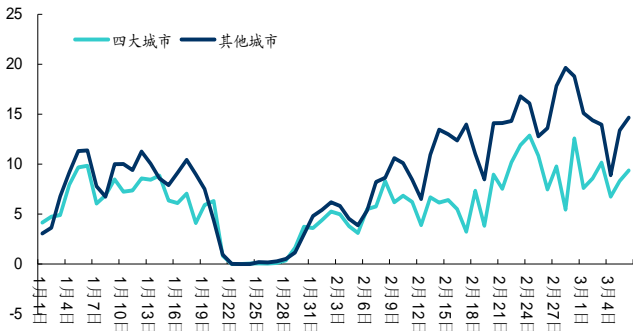
资料来源: 长江证券研究部

图 38: 商品房销售面积及累计同比增速



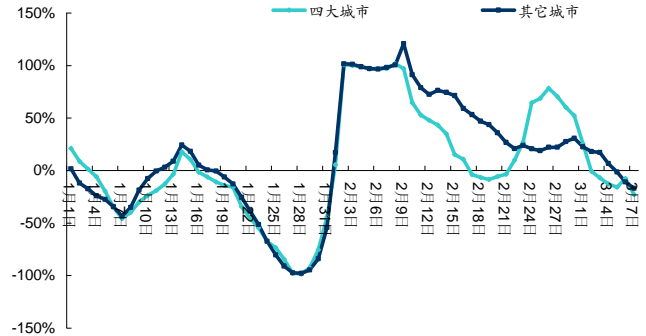
资料来源: 长江证券研究部

图 39: 日度成交量 (单位: 万平方米)



资料来源: 长江证券研究部

图 40: 七日成交量环比 (%)



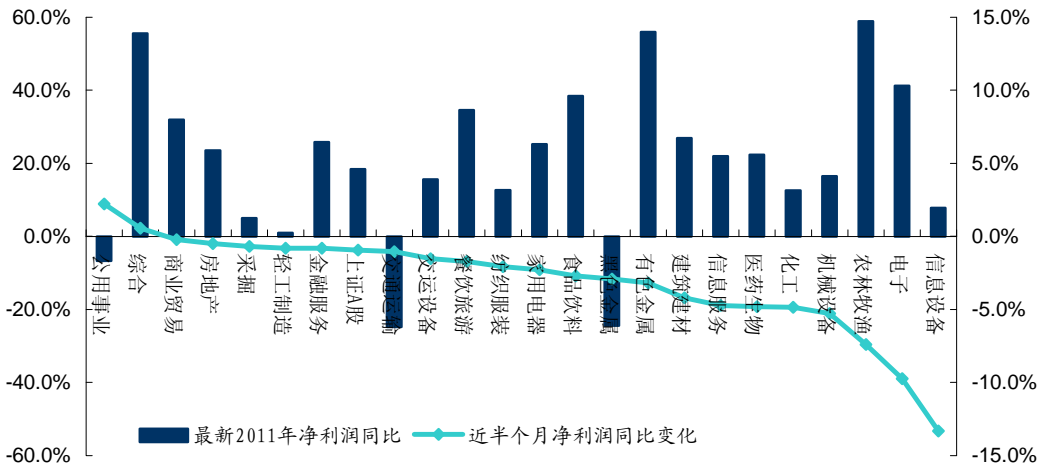
资料来源: 长江证券研究部

五、行业盈利与估值变化

寻迹“自下而上”的行业盈利一致预期

正值年报披露期, 从 2011 年各行业盈利兑现情况来看, 多数行业的净利润同比出现了下调, 以信息设备、电子、农林牧渔、机械设备降幅最大, 盈利下调行业在年报披露期的风险较大。近期行业 2011 年净利润同比一致预期上调的行业出现业绩超预期的可能性较高, 包括公用事业、商业贸易。

图 41: 2011 年行业盈利预期变动

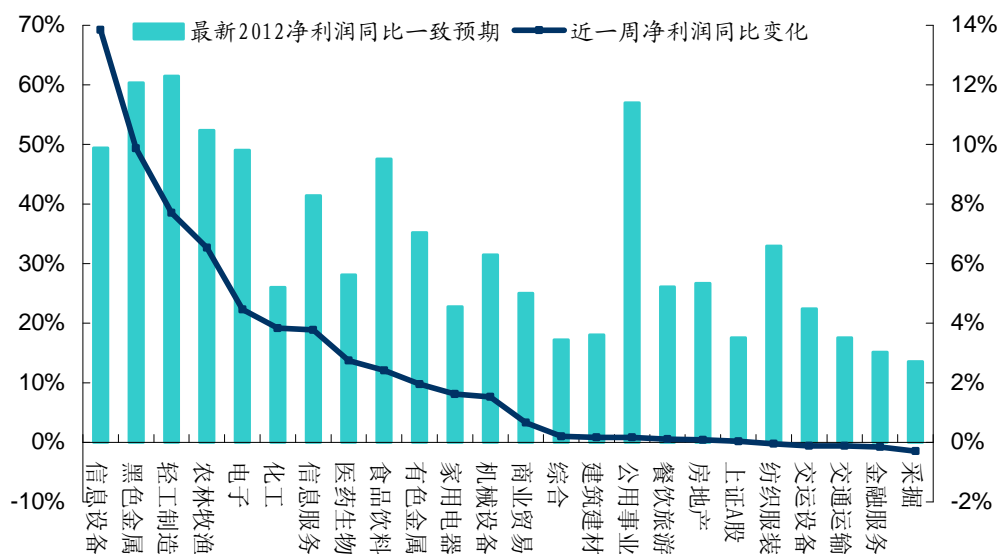


资料来源: 长江证券研究部

2012 年行业的盈利预期变化更多地反映了未来净利润同比的变化。近一周对 2012 年净利润同比增速上调较多的行业包括信息设备、黑色金属、轻工制造、农林牧渔、电子、化工、信息服务。可以发现, 其中信息设备、农林牧渔、电子均为 2011 年盈利一致预期下调比较大的行业。2011 年与 2012 年盈利预期变动的差异反映了这些行业虽然过去一年的盈利状况可能低于预期, 但在 2012 年仍然较受追捧。2012 年盈利下调的行业较少, 且下调幅度不大, 仅有采掘、金融服务、交通运输、交运设备净利润同比出现微弱下调。这在一定程度上

反映了年初大家对未来一年的净利润状况还是相对乐观的。

图 42: 2012 年行业盈利预期变动

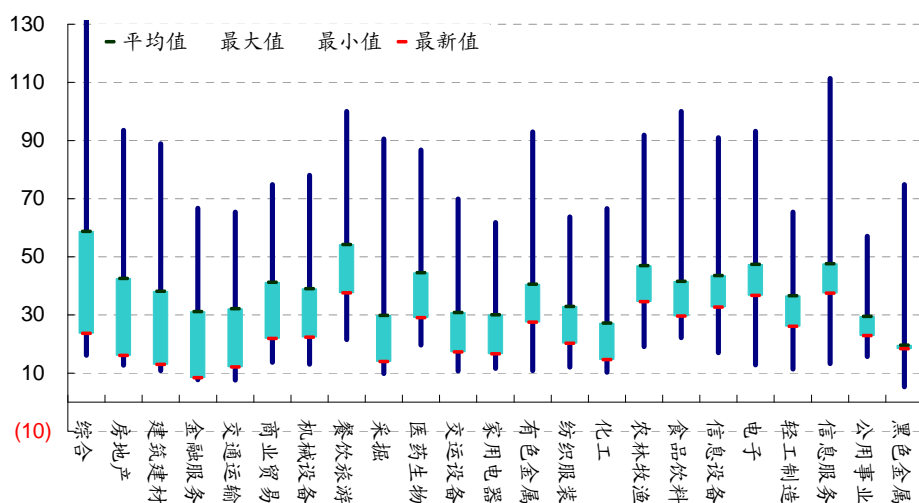


资料来源: 长江证券研究部

行业历史估值

下面我们对各行业的历史估值水平进行了对比，其中，房地产、建筑建材、金融服务、交通运输行业的最新估值水平与历史平均水平的差值最大，仍处于相对估值较低的水平。黑色金属、公用事业、信息服务、轻工制造、电子行业的当前估值水平与历史较为接近。

图 43: 行业历史估值比较



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

五、行业风向标

结合行业基本面、行业政策以及重点公司的致预期变动来看，我们在宏观层面看到经济下行在行业层面得到了验证。需求的弱势已开始向上游原材料行业传导，近期美元的升值导致工

业金属的价格继续承受下行压力；中游行业多在投资链条上，在政策主导的投资需求启动前，寄希望于经济内生的需求对经济的拉动往往是相对缓慢而微弱的。

在宏观经济基本面向下的背景下，相比从基本的角度出发来挖掘投资机会，当前跟踪行业基本面更大的作用在于为宏观判断提供支撑和佐证，同时提示一些行业基本面的下行风险上。包括以下几点：

第一、实体经济不振导致工业金属需求长期处于弱势，加之美国经济好于预期，美元升值加大大宗商品价格下跌风险；

第二、机械设备、交通运输设备销量并不乐观，在居民收入增速较慢且受通胀侵蚀严重，短期较难看到需求的启动。

值得关注的是，一些行业进入利好与利空双重因素影响下的博弈期。包括煤炭港口价格上涨利好，但坑口价未同步上涨；钢材价格上涨、库存降低是积极因素，但矿石原材料继续以更快的速度上涨，行业盈利能力没有乐观变化；部分地方债务融资平台贷款展期，银行坏账风险降低；房地产成交量环比回升，但在购房“刚需”释放的持续性上存有较大争议。

表 1：行业比较风向标

行业	子行业	子行业因素	宏观因素	重点公司	一周变化率	四周变化率
煤炭行业	动力煤	价格止跌企稳	全社会库存	潞安环能	0.14	0.23
	炼焦煤	价格止跌企稳		西山煤电	0.66	(2.45)
	无烟煤	价格止跌企稳		兰花科创	(1.95)	0.67
有色金属行业	工业金属	铜	OECD CLI 回升；新兴国家制造业 PMI 有升有降；	铜陵有色	5.23	0.96
		铝		中国铝业	12.80	3.57
	贵金属	金银	避险情绪美元走弱支撑金价	中金黄金	(1.47)	4.18
石油开采与冶炼	原油开采	国际油价上涨		中国石油	(0.23)	(0.91)
	冶炼			中国石化	(0.34)	(1.79)
钢铁	普钢	长材	钢铁社会总库存回升	三钢闽光	(2.68)	(13.62)
		板材		宝钢股份	26.74	29.51
	特钢	--		大冶特钢	(4.20)	(6.52)
建筑建材	建筑材料	水泥	--	海螺水泥	1.09	(1.34)
		玻璃	--	南玻 A	0.86	(7.72)
化工行业	化学原料	纯碱	--	双环科技	0.00	0.00
		氯碱		英力特	3.18	12.74
	化学制品	尿素	行业进入淡季	湖北宜化	1.18	3.93
		磷肥		兴发集团	0.52	1.36

		钾肥	--		盐湖股份	3.76	(0.98)
		农药	--		华星化工	0.00	0.00
	塑料	PVC	--		中泰化学	(0.56)	28.56
	橡胶		--		海南橡胶	(0.60)	(0.34)
机械行业	工程机械	挖掘机	销量同比下行	经济减速下的风险	三一重工	(0.42)	0.33
		装载机	销量同比回升		厦工股份	(13.52)	(15.06)
		推土机	销量同比回升		山推股份	0.51	(7.75)
		起重机	--		徐工机械	(0.19)	(2.09)
	机床		--		昆明机床	0.00	(2.62)
	石油煤炭开采设备		投资同比回落		杰瑞股份	0.83	0.24
	铁路设备		投资同比回落		中国南车	0.03	(4.40)
电力设备	输配电一次设备		--	--	特变电工	1.38	(5.56)
	输配电二次设备		--	--	国电南瑞	(0.47)	(1.59)
	发电设备		--	限电下需求增加	东方电气	0.80	(3.43)
	电机		--		江特电机	(9.99)	(9.99)
	工控		--	--	汇川技术	(2.29)	(4.57)
	高压变频		--	--	合康变频	(4.32)	(5.49)
	发电厂环保		--	--	海陆重工	(2.13)	(2.13)
无功补偿		--	--	荣信股份	(2.35)	(7.06)	
银行	国有商业银行				工商银行	1.63	1.96
	股份制商业银行				招商银行	0.95	0.62
	城市商业银行				宁波银行	2.01	5.29
证券				中信证券	(6.29)	(4.58)	
房地产	一、二线城市		七日成交量环比回落		万科A	(0.17)	(0.47)
	三、四线城市				中南建设	0.23	(1.11)
	地产服务				世茂股份	(1.24)	1.86
汽车行业	乘用车		销量同比下降		上海汽车	0.77	1.87
	商用车	货车	销量同比下降		福田汽车	(9.33)	27.91
		客车			金龙汽车	(5.29)	10.49
家电	冰箱		订单与库存环比均出现增长		美的电器	8.57	10.84

行业	洗衣机	但订单增速更快	小天鹅 A	(20.51)	(21.29)
	空调		格力电器	0.31	0.21
	厨电		华帝股份	0.27	(2.03)

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士毕业，从事宏观策略研究。主要的研究方向为经济周期与资产配置。

吴春杰，复旦大学世界经济系硕士，南开大学金融学学士，从事宏观策略研究。主要的研究方向为行业比较。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看好： 相对表现优于市场
中性： 相对表现与市场持平
看淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推荐： 相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间
中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
减持： 相对大盘涨幅小于 -5%
无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。