

周 勇 86-21-68407302
zhouy@cmschina.com.cn
陈文招 86-21-68407567
chenwz@cmschina.com.cn
苏 舟 86-755-82960734
suzhou@cmschina.com.cn

2008年6月10日

大类产业景气跟踪

产业	产业景气评价
能源 公用 事业	国际油价决定产业的景气高点， 价格管制左右行业内景气波动
原材 料	一旦能源价格管制有所放松，行 业景气可能出现高位下滑
工业 品	继续承受较大的成本压力，行业 景气有望进一步向低谷逼近
消费 服务	可选消费遭遇成本上涨和需求 放缓，服务业和日常消费保持相 对景气
金融 地产	去年4季度景气高点已经出现， 宏观紧缩对复苏构成制约
TMT	景气具有相对独立性，软件、通 信及设备、传媒景气良好

资料来源：招商证券研发中心

相关报告

- 1、经济波动中的盈利调整与估值接轨——08年2季度策略报告
赵建兴、周勇、陈文招、王晶晶，4/16
- 2、行业比较专题之上游篇——从感受成本压力到感受需求回落
周勇、王晶晶，3/28
- 3、内忧外患中的产业轮动——08年2-3月份策略报告
陈文招、周勇、王晶晶，2/14

景气波动中的策略演变

——08年6-7月份A股投资策略报告

考虑到宏观经济向下的趋势逐步明确，景气仍在上升的行业所剩无几，继续追逐价格上涨的趋势投资思路将面临越来越多的挑战，其技巧和难度将大幅提升。此时我们建议投资者6月份积极转变投资思维，逐步放弃关注价格的趋势投资策略，下半年在配置能源和抗周期行业的基础上，采取“人弃我取、逆向投资”的策略，布局景气已经大幅下滑并接近周期底部，同时估值也已经大幅调整的行业，譬如石化、电力、机械、地产等。

- **全球经济最坏时刻尚未到来，资本市场仍面临压力。**预计在金融市场稳定之后，通胀可能会成为美联储越来越关注的问题，未来石油价格和通胀的走势将是欧美经济和货币政策取向的关键决定因素。
- **下半年工业企业利润有望继续向上游采掘业集中：**价格管制继续左右能源和公用事业的行业景气；一旦能源价格管制有所放松，原材料工业的景气可能出现高位下滑；装备制造业继续承受成本压力，景气有望向周期底部逼近。
- **管制的放松可能带来石化和电力的阶段性投资机会，**但可以肯定的是短期内能源价格管制不会全面放开，如果国际油价继续上涨，为了平衡产业内的景气波动，二次能源的价格管制反而有可能扩散至一次能源（煤炭）。
- **下半年原材料工业的景气可能不容乐观。**固定资产投资的反弹和能源价格管制的放松都会导致行业景气下滑，我们建议回避钢铁、有色、化工等高度依赖能源和进口资源的行业，而造纸和水泥等纵向一体化行业仍值得关注。
- **三季度或是机械行业盈利低谷，但利润仍有较高增长。**成本压力在推动机械行业向周期底部靠近的同时，也迅速推进产业的结构升级，工程机械、航空制造以及重型机械的关键零部件等子行业值得重点关注。
- **TMT景气相对独立，传媒、通信和软件行业景气良好。**根据我们的观察，经济滑落对需求的负面影响可能不及投资滑落对供给的正面影响，特别在传统产业面临景气下滑的背景下，TMT的相对优势可能会在08-09年集中体现。
- **建议投资思维由“趋势投资”向“逆向投资”转变：**下半年逐步放弃关注价格的趋势投资策略，反过来逐步布局行业景气已经大幅下滑并可能接近周期底部，同时估值也已大幅调整的行业，譬如石化、电力、机械、地产等。
- **积极转变投资思维同时，进一步落实三条配置思路：**其一，部分参与趋势投资，超配受益油价上涨的能源服务和设备行业；其二，寻找进入周期底部，存在价值底线的行业；其三，布局对能源和资源依赖度较低的抗周期行业。
- **2008年6-7月份行业配置建议：**重点关注能源和公用事业、医疗保健和TMT三个大类产业，超配以下10个子行业：石油石化、媒体、零售、饮料、医药、房地产、软件、通信设备、电信服务、电力。

正文目录

一、宏观景气波动.....	5
1、国际市场和国际经济：底部尚未到来	5
2、流动性趋势：资本市场仍面临资金压力	7
3、总供需与行业利润：非采掘业毛利率下滑	7
二、行业景气比较.....	8
1、能源和公用事业：价格管制左右景气波动	8
2、原材料：行业景气可能出现高位下滑	11
3、工业品：成本压力推动行业向景气低谷靠拢.....	15
4、消费及服务：消费服务和日常消费景气良好.....	16
5、金融地产：景气高点已经出现，紧缩抑制行业复苏	19
6、TMT：景气相对独立，传媒、通信与软件景气良好.....	20
三、投资策略演变.....	21
1、策略思维转变：从趋势投资到逆向投资	21
2、行业配置策略：三条思路并举	22
3、行业资产配置：超配能源、医药和 TMT	24

图表目录

图 1: 美国消费者信心指数再创新低.....	5
图 2: 美国工业生产增速.....	5
图 3: 美国失业率仍在缓慢攀升.....	5
图 4: 美国房屋供需差显示价格下跌压力仍然存在.....	5
图 5: 美元指数.....	6
图 6: CRB 价格指数.....	6
图 7: 欧元区和美国的通货膨胀率.....	6
图 8: OECD 经济增长先行指标.....	6
图 9: 德国中心银行欧元区经济增长先行指标.....	6
图 10: 欧元区产能利用率.....	6
图 11: 人民币存贷款增速变化.....	7
图 12: 存贷差和贷存比.....	7
图 13: GDP 增速和 GDP 缩减指数.....	7
图 14: 近年来中国工业企业毛利率持续下滑.....	7
表 1: 大类产业的景气评价.....	8
图 15: 国际原油价格走势.....	9
图 16: 国内成品油价格走势.....	9
图 17: 石油和天然气开采业销售利润率分解.....	9
图 18: 石油加工炼焦及核燃料加工业销售利润率分解.....	9
图 19: 秦皇岛部分煤种港口平仓价.....	9
图 20: 澳大利亚 BJ 煤炭 FOB 现货价格.....	9
图 21: 煤炭开采及洗选业销售利润率分解.....	10
图 22: 煤炭开采及洗选业 ROS、ROA 和 ROE.....	10
图 23: 电力、热力的生产与供应业销售利润率分解.....	10
图 24: 各产业用电量增速对比.....	10
图 25: 水的生产与供应业销售利润率分解.....	10
图 26: 燃气生产与供应业销售利润率分解.....	10
图 27: 钢材价格走势(线材).....	11
图 28: 钢材价格走势(板材).....	11
图 29: 黑色金属冶炼及压延加工业销售利润率分解.....	11
图 30: 钢铁行业固定资产净值增速.....	11
图 31: 全球黄金现货价格.....	12
图 32: 有色金属冶炼及压延加工业销售利润率分解.....	12
图 33: 伦敦交易所三个月期铜价及库存.....	12
图 34: 伦敦交易所三个月期高级铝价及库存.....	12
图 35: 伦敦交易所三个月期锡价及库存.....	12
图 36: 伦敦交易所三个月期镍价及库存.....	12
图 37: 齐鲁石化 PVC (S1000) 出厂价格.....	12
图 38: 齐鲁石化丁苯橡胶 (1712) 出厂价格.....	12
图 39: 化学原料及化学制品制造业销售利润率分解.....	13
图 40: 草甘膦 (95%) 价格.....	13
图 41: 纯碱 (99%) 价格.....	13
图 42: 尿素 (46%) 价格.....	13
图 43: 国内水泥价格指数.....	13
图 44: 国内浮法玻璃价格.....	13
图 45: 国际铜版纸价格 (FOEX 指数).....	14
图 46: 美国及欧洲新闻纸价格 (FOEX 指数).....	14
图 47: 北方漂白软木牛皮浆 FOEX 指数.....	14
图 48: 造纸行业固定资产净值增速.....	14

图 49: 非金属矿物制品业销售利润率分解.....	14
图 50: 造纸及纸制品业销售利润率分解.....	14
图 51: 通用设备制造业销售利润率分解.....	15
图 52: 专用设备制造业销售利润率分解.....	15
图 53: 中国船舶订单量和完工量.....	15
图 54: 船舶及浮动装置制造业销售利润率分解.....	15
图 55: 航空客运市场指数高位攀升, 票价回落.....	16
图 56: 航空客座率高位震荡、载运率高位平稳.....	16
图 57: 波罗的海干散货运价指数(BDI).....	16
图 58: 全国港口货物吞吐量保持平稳.....	16
图 65: 汽车月度销量增速.....	16
图 66: 汽车制造业销售利润率分解.....	16
图 67: 彩电内销和出口增速对比 (LCD 和 CRT).....	17
图 68: 家用电力器具制造业销售利润率分解.....	17
图 69: 纺织业销售利润率分解.....	17
图 70: 纺织服装鞋帽制造业销售利润率分解.....	17
图 61: 南宁地区白砂糖价格.....	18
图 62: 农副产品加工业销售利润率分解.....	18
图 63: 食品制造业销售利润率分解.....	18
图 64: 饮料制造业销售利润率分解.....	18
图 71: 国内游客人次增长.....	18
图 72: 酒店出租率.....	18
图 73: 医药行业销售利润率分解.....	18
图 74: 医药行业 ROS、ROA 和 ROE.....	18
图 75: 银行业景气指数.....	19
图 76: 商业银行贷款余额增速和当月新增贷款.....	19
图 77: 商品销售面积和竣工面积.....	19
图 78: 房价环比下降, 景气仍维持高位.....	19
图 79: 保费累计增长率平稳上升.....	19
图 80: A 股市场成交额.....	19
图 83: 软件、通信设备、计算机主营收入增速对比.....	20
图 84: TMT 固定资产投资增速对比 (%).....	20
图 85: 北美半导体销售额及 BB 值有所回升.....	20
图 86: 半导体产能利用率平稳保持在 90%.....	20
图 81: 电子元件销售利润率分解.....	20
图 82: 电子器件销售利润率分解.....	20
图 87: 宽带用户同比平稳增长.....	21
图 88: 电信投资增速波动较大, 收入平稳增长.....	21
图 89: 通信设备制造业销售利润率分解.....	21
图 90: 通信设备制造业 ROS、ROA 和 ROE.....	21
图 91: 宏观景气波动与策略思维转变.....	22
图 92: A 股市场行业估值与利润增速对比 (%).....	22
表 2: 大类行业相对大盘的涨跌幅.....	22
表 3: 周期性行业的景气评价.....	23
表 4: 行业资产配置表 (2008 年 6-7 月份).....	24

从去年3季度以来，当宏观经济逐步见顶回落之时，市场上趋势投资的思路被宏观景气的波动演绎得淋漓尽致，从最初的钢价上涨追逐钢铁行业，再到年初农产品、小化工的涨价，再到目前的煤价上涨追逐煤炭行业，可以说，价格仍在上涨、景气尚未见顶的行业无一不受到市场疯狂追逐。

考虑到宏观经济向下的趋势逐步明确，景气仍在上升的行业所剩无几，继续追逐价格上涨的趋势投资思路将面临越来越多的挑战，其技巧和难度将大幅提升。此时我们建议投资者6月份积极转变投资思维，逐步放弃关注价格趋势投资策略，下半年在配置能源和抗周期行业的基础上，采取“人弃我取、逆向投资”的策略，布局景气已经大幅下滑并接近行业谷底，同时估值也已经大幅调整的行业，譬如石化、电力、机械、地产等。

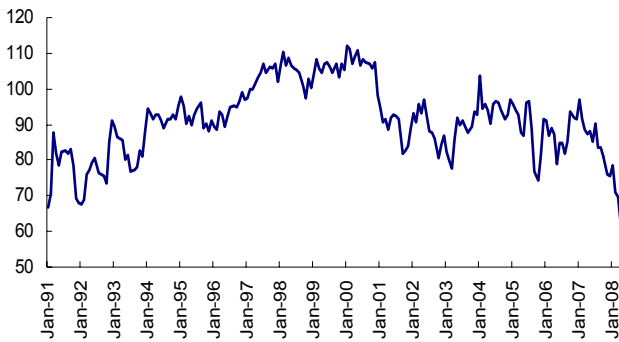
以下的分析主要分三部分，我们将首先从宏观景气波动谈起，并结合大类子行业的景气跟踪，最终落实到我们的行业投资策略上。

一、宏观景气波动

1、国际市场和国际经济：底部尚未到来

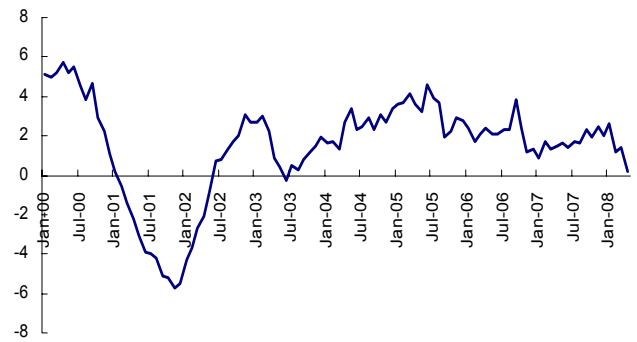
尽管3月份以来，美国股市表现出反弹局面，但是可能主要是美国一系列救市措施的作用使然。从宏观经济的基本指标看，美国消费者信心继续下滑并创新低，同时由于房地产供需差仍然维持高位，房地产价格下跌趋势并没有改变。在消费疲弱和房地产的影响下，美国工业生产增速4月份继续下滑。

图 1：美国消费者信心指数再创新低



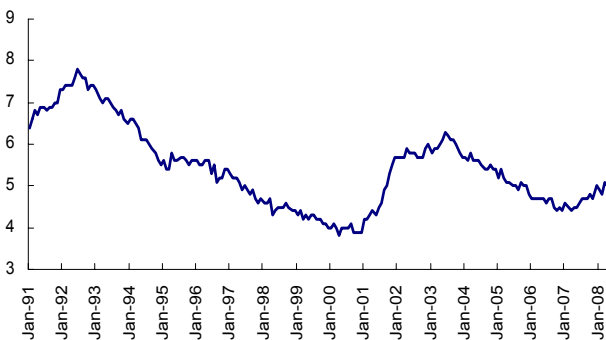
资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

图 2：美国工业生产增速



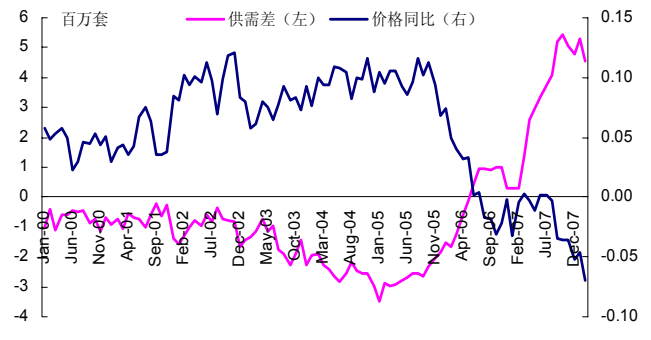
资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

图 3：美国失业率仍在缓慢攀升



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

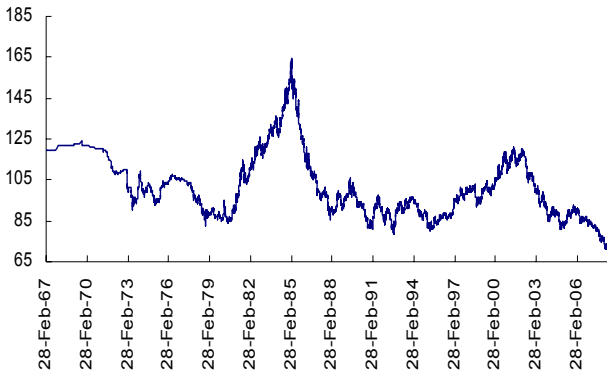
图 4：美国房屋供需差显示价格下跌压力仍然存在



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

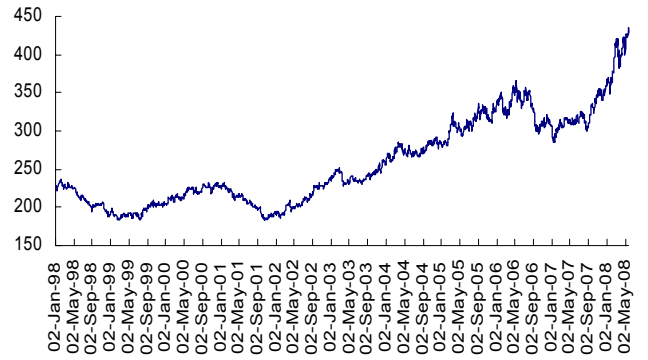
五月份美元兑日元、欧元表现重新疲软，美元汇率指数下跌带动了国际油价创出新高，我们预计在金融市场稳定之后，通胀可能会成为美联储越来越关注的问题，利率政策的选择似乎到了一个相对平衡位置。在金融市场平稳后，未来石油价格和通胀的走势将是欧美经济和货币政策取向的关键决定因素。

图 5: 美元指数



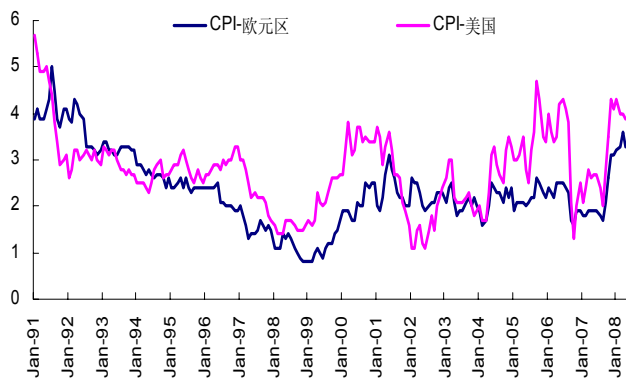
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 6: CRB 价格指数



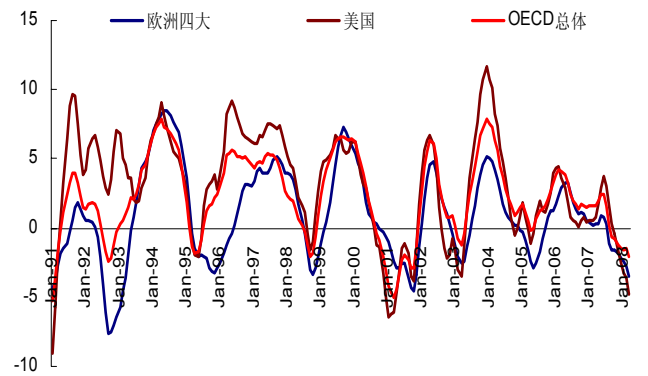
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 7: 欧元区和美国的通货膨胀率



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

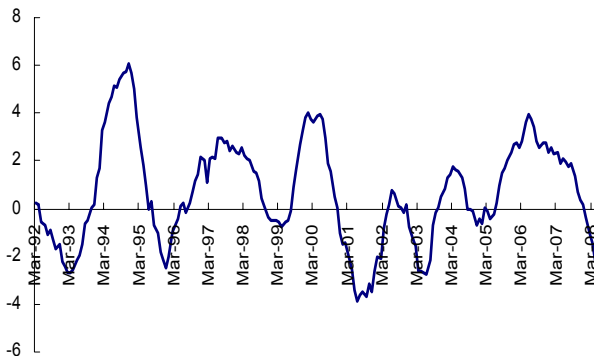
图 8: OECD 经济增长先行指标



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

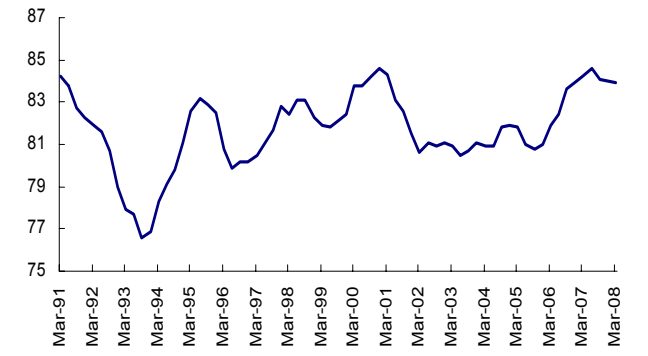
从未来的经济趋势看，OECD 先行经济指标显示，美国、欧洲和 OECD 总体的经济先行指标仍处于下滑之中，德国中心银行公布的欧元区先行指标也仍在回落之中，欧元区的产能利用率出现小幅下滑，似有见顶回落之势。

图 9: 德国中心银行欧元区经济增长先行指标



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 10: 欧元区产能利用率



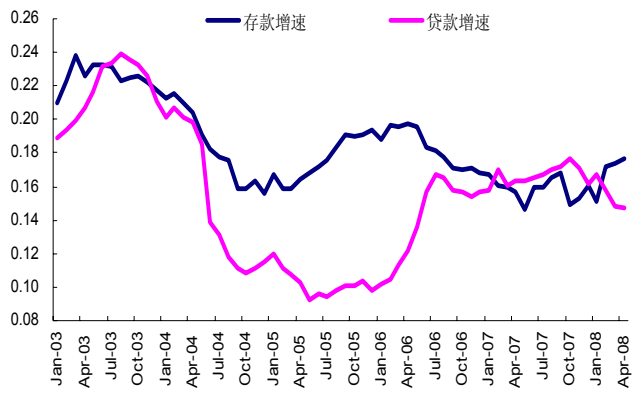
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

2、流动性趋势：资本市场仍面临资金压力

存贷款增速的变化反映不同领域的资金趋向。贷款增速的快慢反映资金进入实体经济的情况，存款增速的快慢反映资金脱媒状况并主要影响资本市场等领域的资金宽松程度。存款增速与贷款增速的差和存贷差反映银行体系内资金宽松状况。

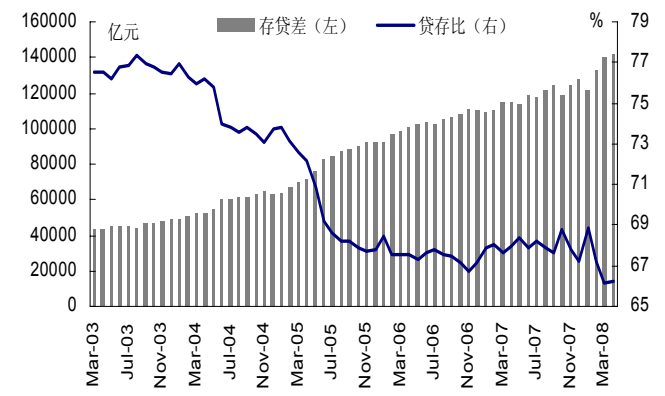
从4月份的情况看，人民币贷款增速微幅回落，存款增速继续抬高，说明实体经济体内和资本市场的资金宽松状况继续趋于收缩，而存贷差扩大和贷存比下降反映尽管存款准备金率再次提高，但银行体系内资金并不紧张。因此，从大背景看，资本市场仍然面临压力而债券市场仍然因资金配置而受到支撑。

图 11：人民币存贷款增速变化



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图 12：存贷差和贷存比

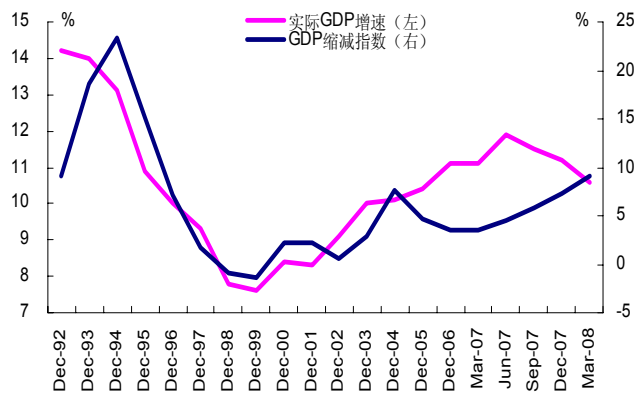


资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

3、总供需与行业利润：非采掘业毛利率下滑

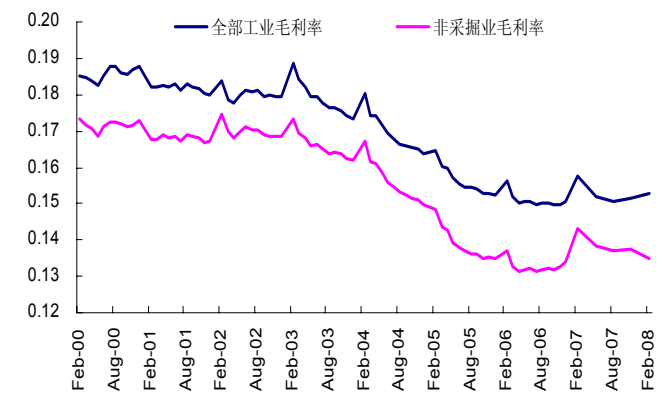
从数据看，GDP 实际增速自 07 年三季度来出现放缓趋势，而缩减指数在加速上升。可以肯定的是，实际 GDP 增速的放缓已经说明在中国出口放缓和国内宏观调控的影响下，总需求扩张速度在放缓，然而缩减指数的上升反映了成本上升对供给取向起到向上推动的作用。因此，名义 GDP 增速的快速扩张被价格上升侵蚀得更多，这反映在宏观经济运行成本的上升和非采掘业毛利率的下降之中。

图 13：GDP 增速和 GDP 缩减指数



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 14：近年来中国工业企业毛利率持续下滑



资料来源：WIND，招商证券研发中心

事实上，在成本推动通胀的背景下，从工业品的上中下游关系看，利润仍然在朝着有利于上游采掘类的方向集中。未来行业盈利的转移方向将取决于大宗商品价格的走势和国内的能源价格管制政策。国际油价的进一步上涨，从全局而言，对中国、印度以及越南等亚洲新兴发展中国家的加工制造业都是一种巨大的成本挤压，而这些发展中国家采取的“价格管制+补贴”政策最终是在补贴各国的制造业。

我们维持年初的判断，预期能源价格今年内无法完全放开，国内投资“无近忧有远虑”，高油价最终可能会在明后年终结国内的高投资。因此，今年下半年的工业企业利润有望向上游采掘业集中，其中价格管制继续左右能源和公用事业的行业景气，而一旦国内的能源价格管制有所放松，原材料工业的景气可能出现高位下滑，此外，处于产业链终端的工业品（装备制造业）继续承受较大的成本压力，行业景气有望进一步向低谷逼近。

表 1: 大类产业的景气评价

产业	产业景气评价
能源和公用事业	国际油价决定产业的景气高点，价格管制左右行业内的景气波动
原材料	一旦国内的能源价格管制有所放松，行业景气可能出现高位下滑
工业品	继续承受较大的成本压力，行业景气有望进一步向低谷逼近
消费服务	可选消费遭遇成本上涨和需求放缓，服务业和日常消费保持相对景气
金融地产	去年 4 季度行业景气高点已经出现，宏观紧缩对复苏构成制约
TMT	行业景气具有相对独立性，软件、通信及设备、传媒景气良好

资料来源：招商证券研发中心

二、行业景气比较

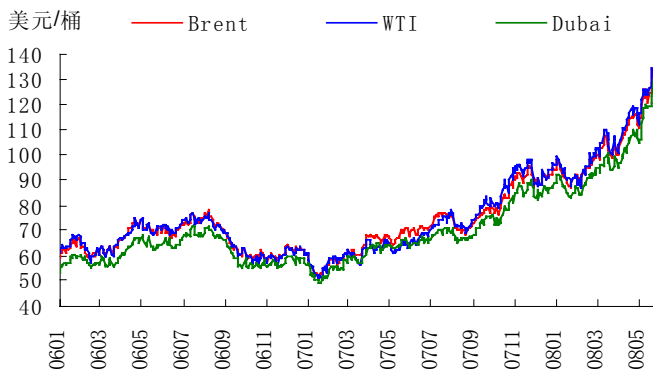
1、能源和公用事业：价格管制左右景气波动

上周末国际油价一天大涨 10 个美元，全球市场无不为之震撼。考虑到电力在行业分类上属于公用事业，而实际上从能源角度看属于二次能源，我们将能源和公用事业放在一起考虑。由于一次能源不直接面对消费者，而二次能源直接面对消费者，故在抑制通胀的政策背景下，二次能源的价格遭到严格的价格管制，相应地能源产业内的行业景气由于价格管制受到了强行的抑制。

我们倾向于认为国际油价可能会上涨到中印等亚洲新兴国家的价格管制政策不能承受为止。国际油价的进一步上涨，对这些国家的制造业是一种巨大的成本挤压，而这些国家的政府采取的“管制和补贴”的政策，最终是为了维持本国制造业的竞争力不受侵蚀。问题是，这种政策能支持多久。

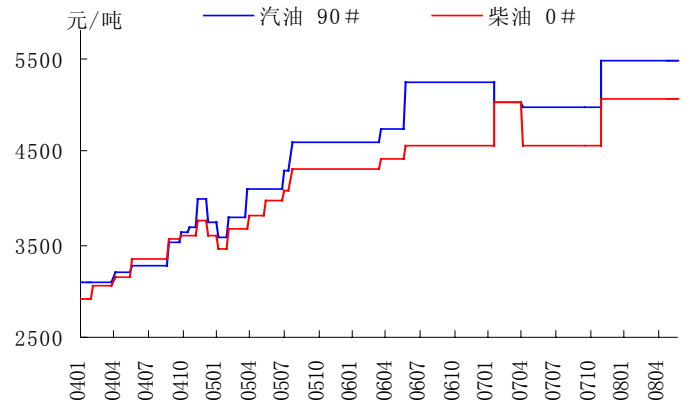
就 6 至 7 月份而言，我们认为，价格管制的放松预期可能带来石化和电力的阶段性投资机会，但是可以肯定的是短期内能源价格管制政策不可能全面放开，如果国际油价继续上涨，为了平衡产业内的景气波动，二次能源的价格管制反而有可能扩散至一次能源，从而煤炭行业的景气也可能受到价格管制的抑制。当前，我们似乎已经看到这种苗头的出现。

图 15: 国际原油价格走势



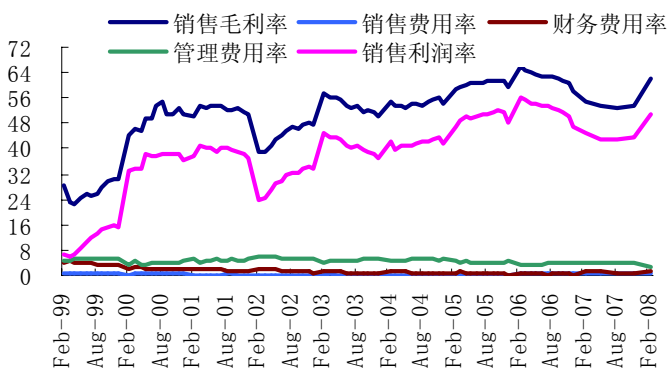
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 16: 国内成品油价格走势



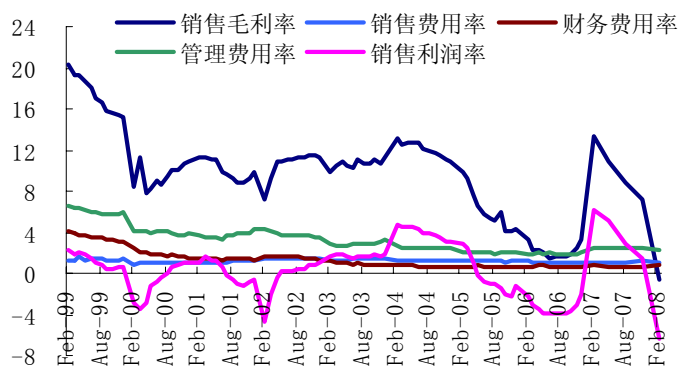
资料来源: 隆众石化网, 招商证券研发中心

图 17: 石油和天然气开采业销售利润率分解



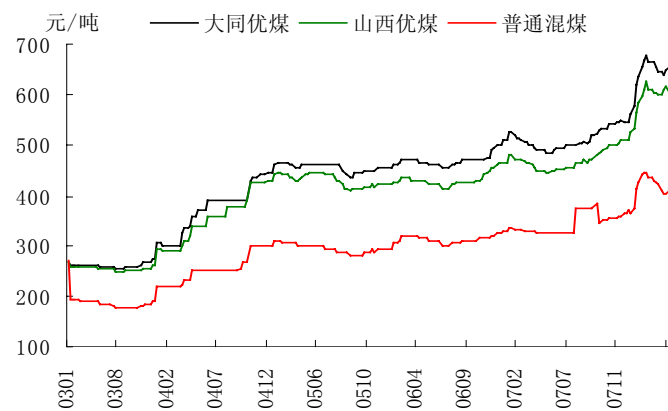
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 18: 石油加工炼焦及核燃料加工业销售利润率分解



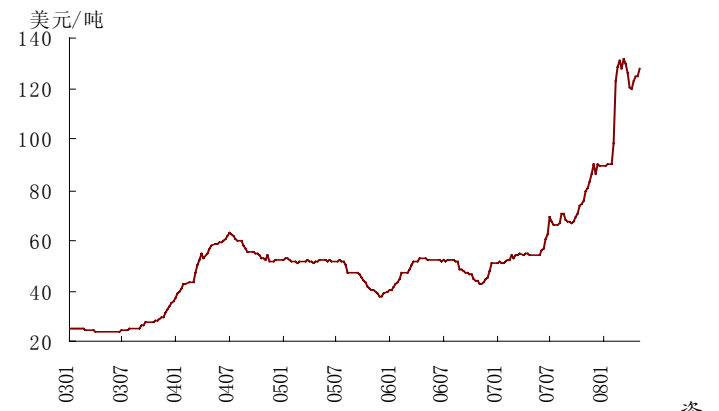
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 19: 秦皇岛部分煤种港口平仓价



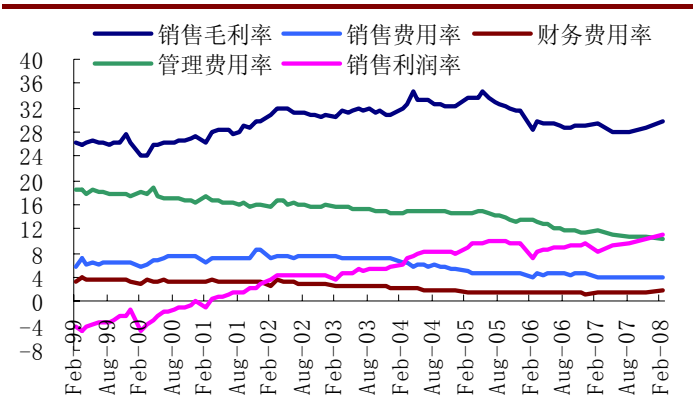
资料来源: 中国煤炭资源网, 招商证券研发中心

图 20: 澳大利亚 BJ 煤炭 FOB 现货价格



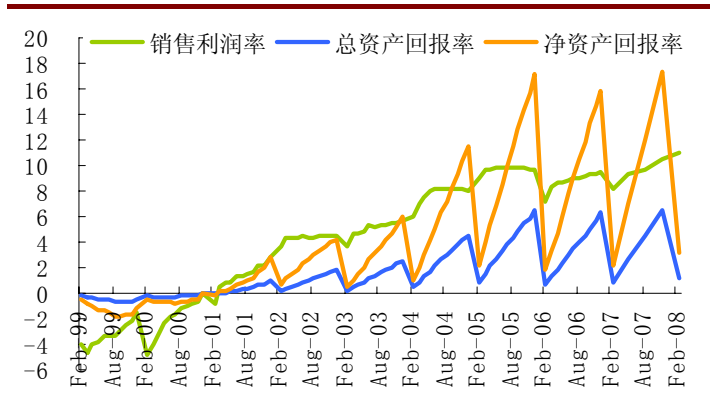
资料来源: 兖州煤业, 招商证券研发中心

图 21: 煤炭开采及洗选业销售利润率分解



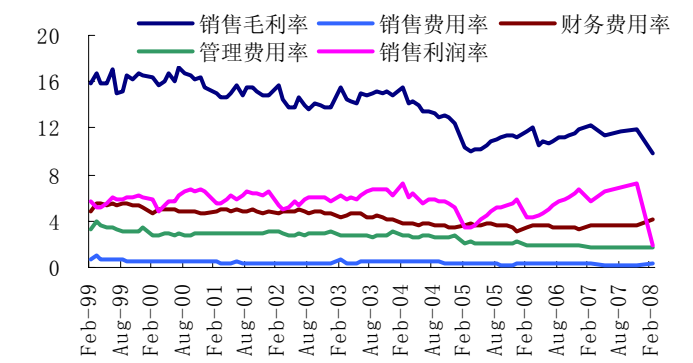
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 22: 煤炭开采及洗选业 ROS、ROA 和 ROE



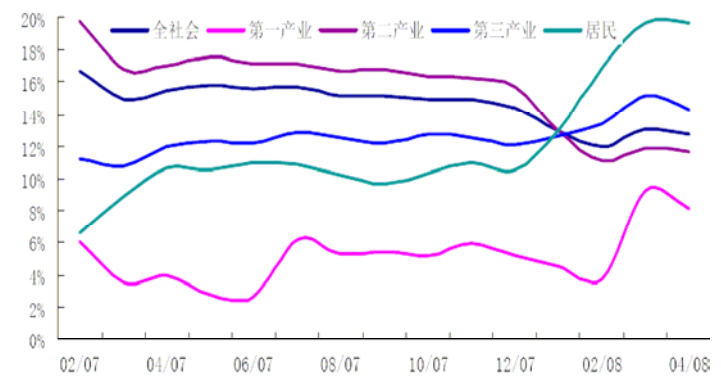
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 23: 电力、热力的生产与供应业销售利润率分解



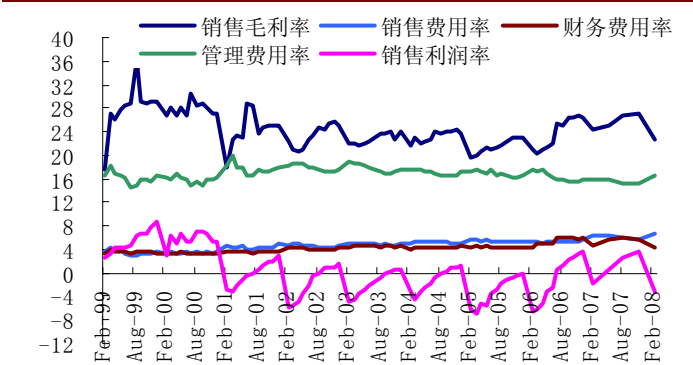
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 24: 各产业用电量增速对比



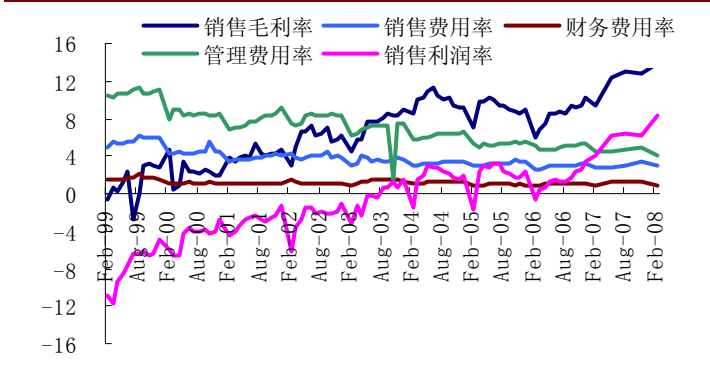
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 25: 水的生产与供应业销售利润率分解



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 26: 燃气生产与供应业销售利润率分解



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

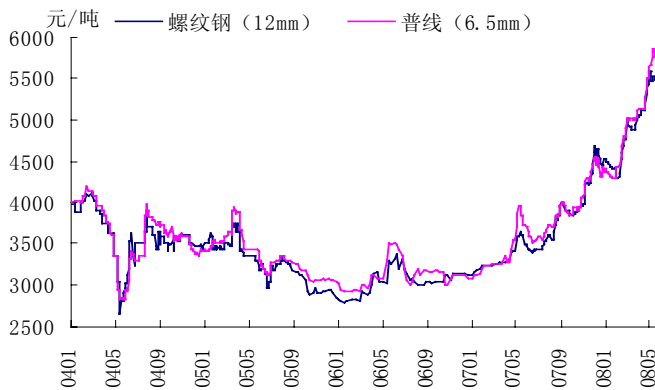
2、原材料：行业景气可能出现高位下滑

今年上半年原材料工业的景气始终维持高位，原因在于两点，一是 03 年之后产能扩张下滑，供给存在一定约束；二是我国的能源价格实行管制，国际油价上涨反而增强了国内原材料工业的国际竞争力。因此，从数据上我们可以看到钢铁、造纸、水泥和农资化工等行业由于产品价格的上涨基本可以弥补成本的上涨，毛利率一直处于高位。

但是下半年原材料工业的景气可能不容乐观。支撑原材料高位景气的两点理由正在逐步发生变化。首先，钢铁的固定资产净值增速（图 28）显示原材料工业的固定资产投资 06 年以来又有所反弹，预计 08 年底将进入新一轮产能扩张期，供给层面的约束进一步放松；其次，能源价格管制虽不能完全放开，但国际油价的进一步上涨，可能会倒逼成品油逐步提价，从而原材料工业景气必然受到抑制。

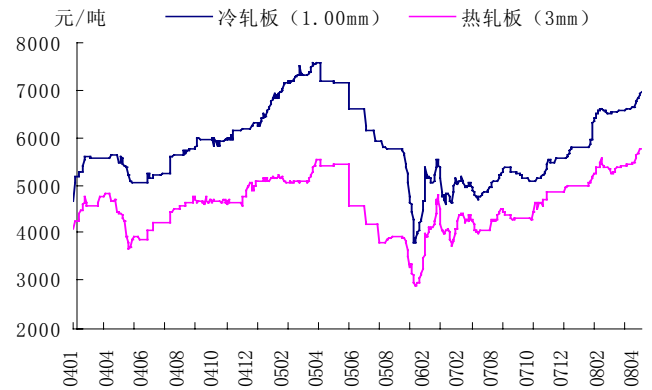
在此背景下，我们对原材料工业整体保持谨慎，其中钢铁、有色、化工等高度依赖能源和进口资源的行业更值得警惕，而造纸和建材（以水泥为主）等上下游一体化的行业相对而言值得看好。

图 27：钢材价格走势图（线材）



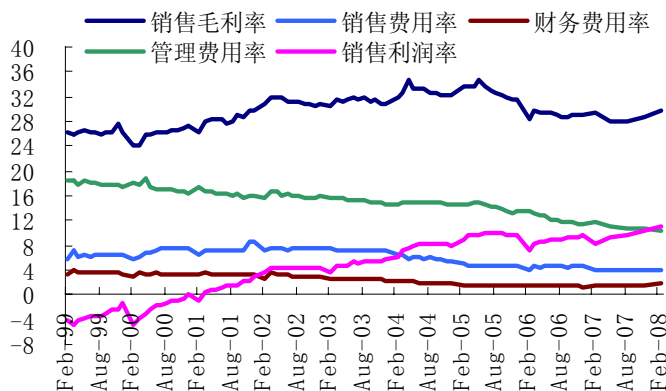
资料来源：Mysteel，招商证券研发中心

图 28：钢材价格走势图（板材）



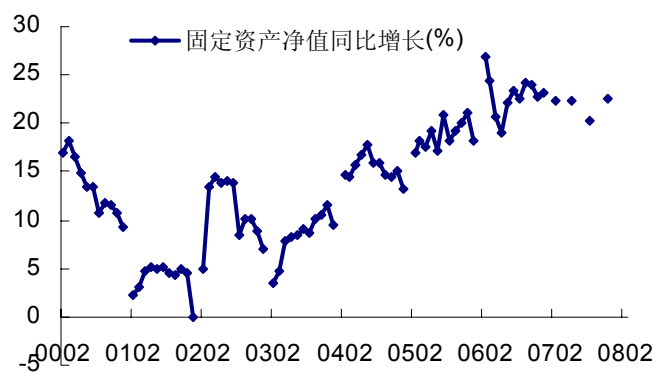
资料来源：Mysteel，招商证券研发中心

图 29：黑色金属冶炼及压延加工业销售利润率分解



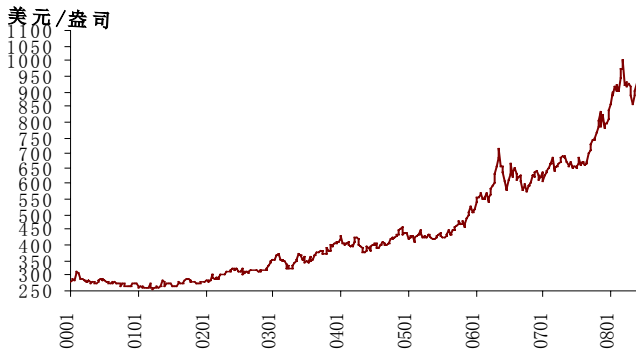
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 30：钢铁行业固定资产净值增速



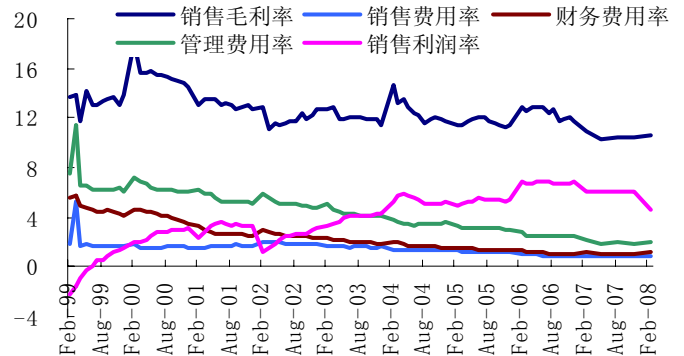
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 31: 全球黄金现货价格



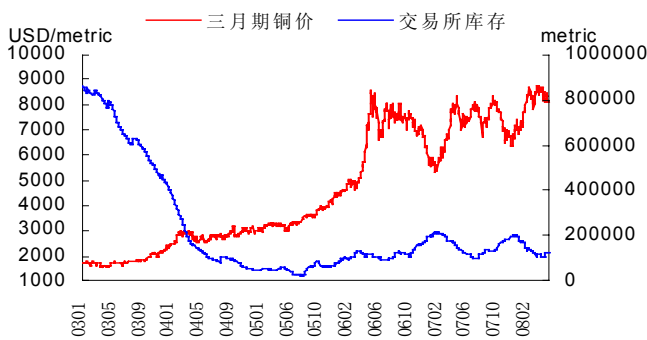
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 32: 有色金属冶炼及压延加工业销售利润率分解



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 33: 伦敦交易所三个月期铜价及库存



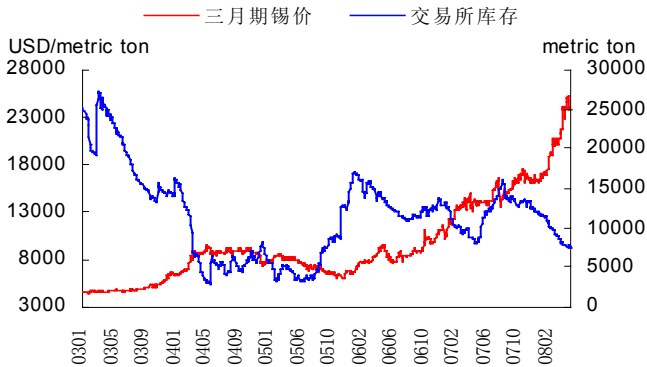
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 34: 伦敦交易所三个月期高级铝价及库存



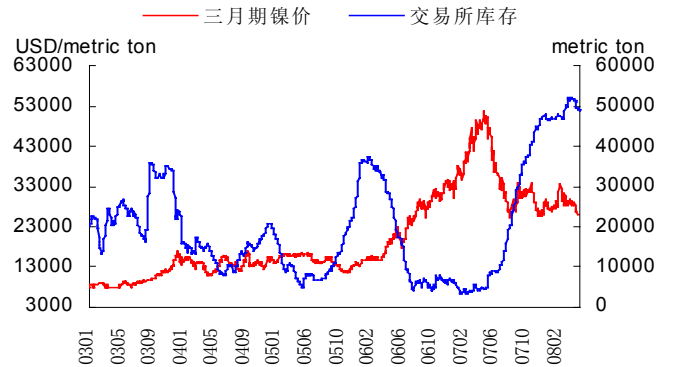
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 35: 伦敦交易所三个月期锡价及库存



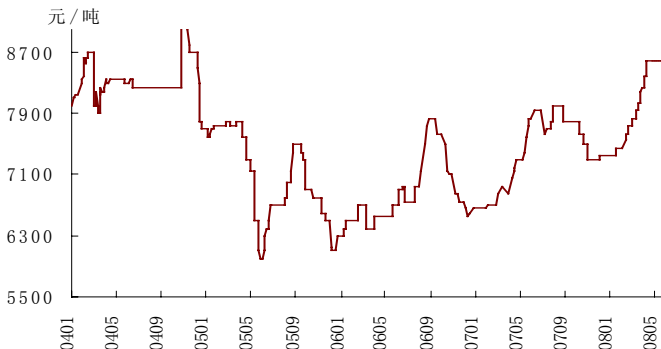
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 36: 伦敦交易所三个月期镍价及库存



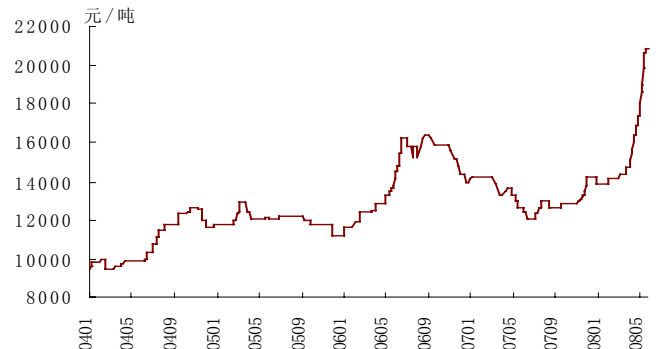
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 37: 齐鲁石化 PVC (S1000) 出厂价格



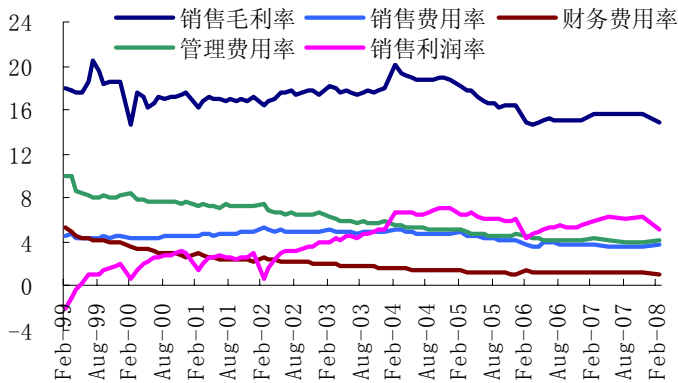
资料来源: 隆众石化网, 招商证券研发中心

图 38: 齐鲁石化丁苯橡胶 (1712) 出厂价格



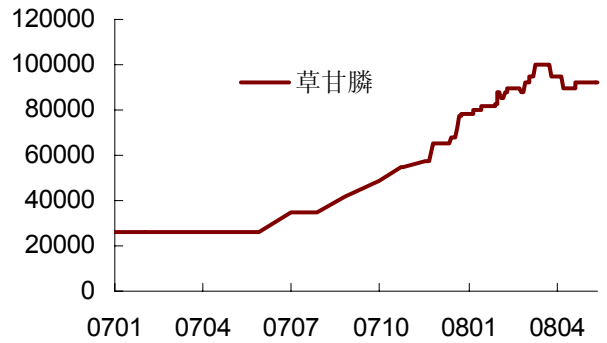
资料来源: 隆众石化网, 招商证券研发中心

图 39: 化学原料及化学制品制造业销售利润率分解



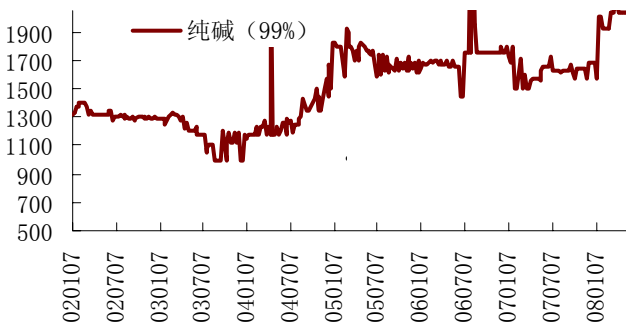
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 40: 草甘膦 (95%) 价格



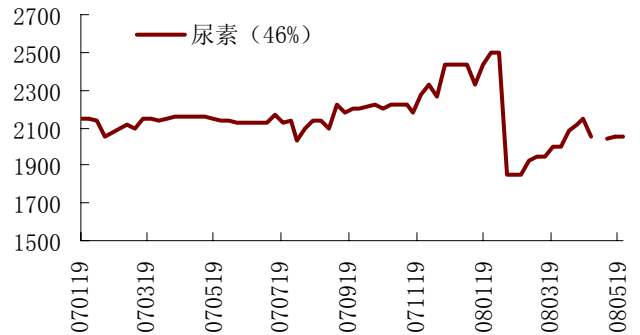
资料来源: 中国化纤经济信息网

图 41: 纯碱 (99%) 价格



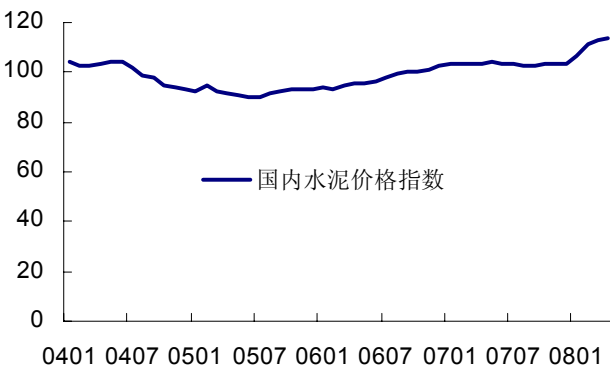
资料来源: 化工在线, 招商证券研发中心

图 42: 尿素 (46%) 价格



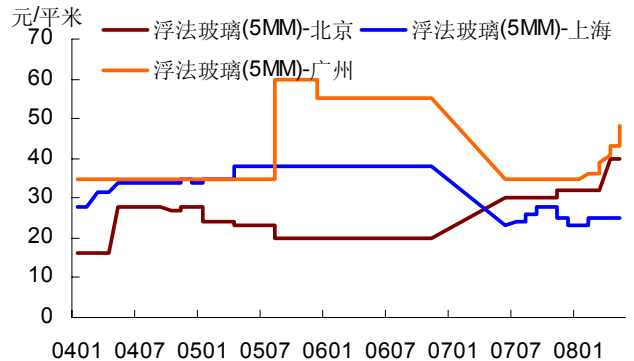
资料来源: 化工在线, 招商证券研发中心

图 43: 国内水泥价格指数



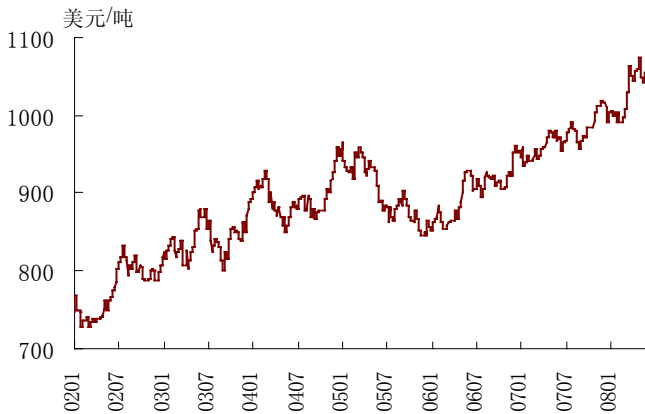
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 44: 国内浮法玻璃价格



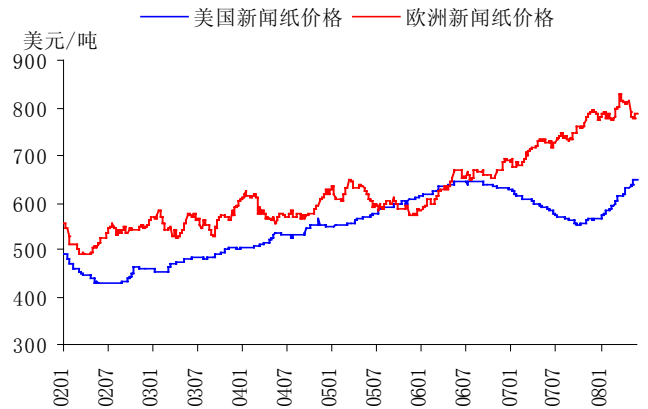
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 45: 国际铜版纸价格 (FOEX 指数)



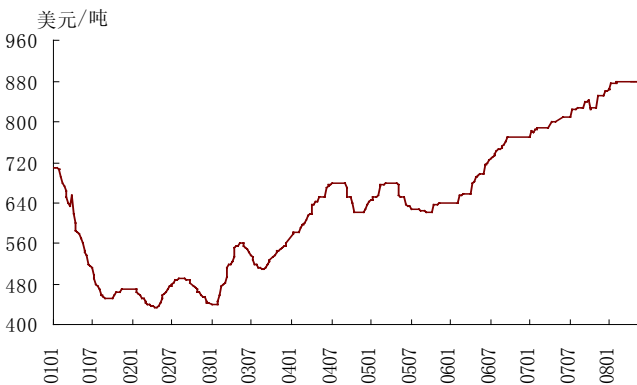
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 46: 美国及欧洲新闻纸价格 (FOEX 指数)



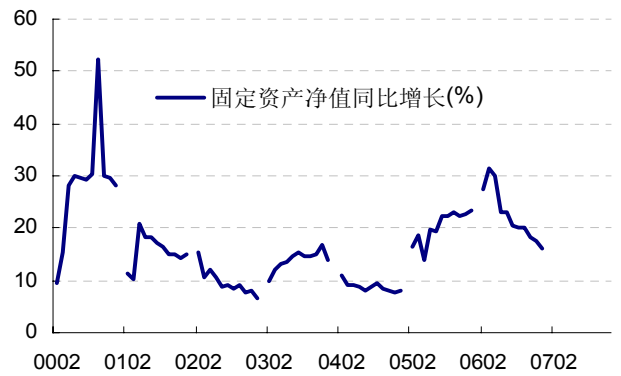
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 47: 北方漂白软木牛皮浆 FOEX 指数



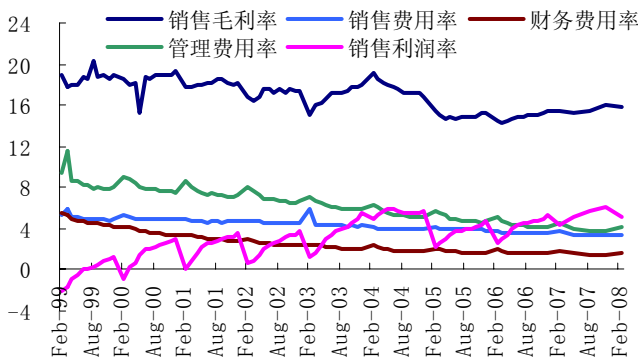
资料来源: <http://www.foex.fi/>, 招商证券研发中心

图 48: 造纸行业固定资产净值增速



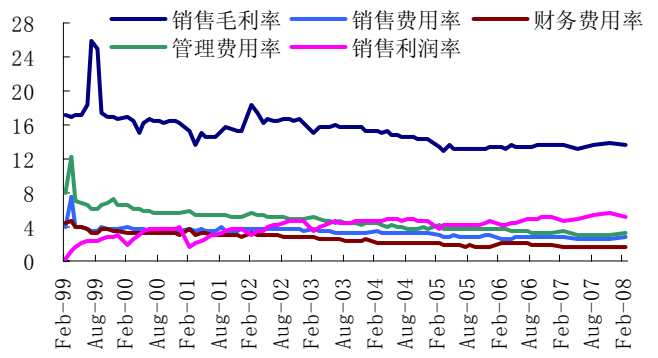
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 49: 非金属矿物制品业销售利润率分解



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 50: 造纸及纸制品业销售利润率分解



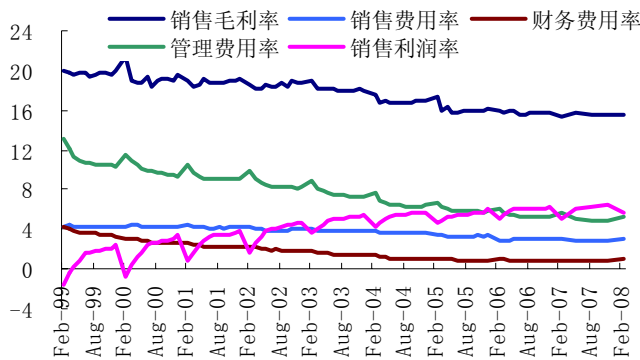
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

3、工业品：成本压力推动行业向景气低谷靠拢

处于制造业产业链的下游，以机械装备为主的工业品承担了大多数上游资源价格上涨的压力，景气处于下滑状态，预期成本压力将推动行业向景气低谷靠拢。从历史数据来看，机械装备行业的销售毛利率从 02 年以来一直处于下滑态势，而驱动销售利润率稳中有升的主导因素是收入扩张下的费用率下降，但是 07 年下半年以来情况向着相反的方向变化，我们看到的现象是三项费用率已经触底回升，这主要因为利率在提升、劳动力价格在重估以及全球经济放缓带来出口难度增加等，这导致 08 年前两个月的销售利润率大幅下滑。

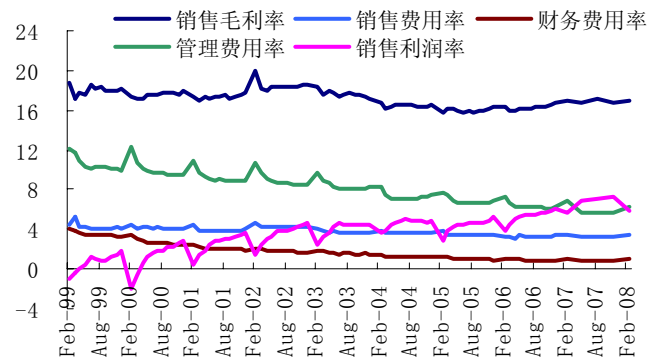
机械行业是产业升级路径较为明确的行业，成本压力在推动行业向景气低谷靠近的同时，也迅速推进产业的升级，值得下半年重点布局。我们的机械行业研究员刘荣认为，三季度可能是行业的盈利低谷，但利润仍有较高增长，其中工程机械、航空制造以及重型机械的关键零部件值得重点关注。

图 51：通用设备制造业销售利润率分解



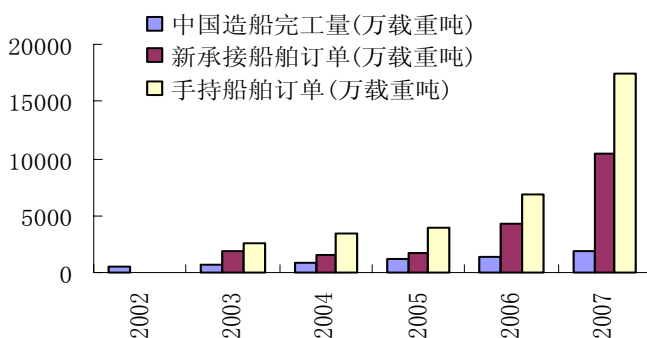
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 52：专用设备制造业销售利润率分解



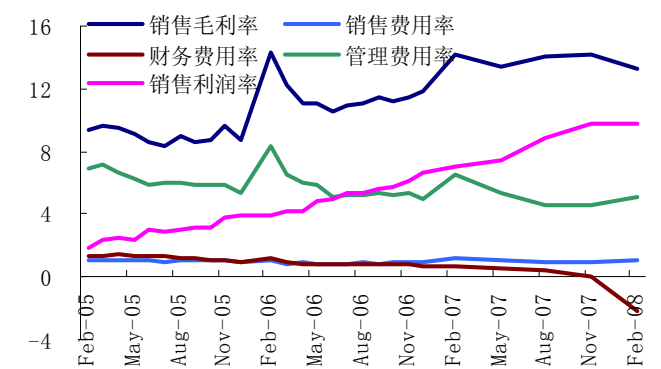
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 53：中国船舶订单量和完工量



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

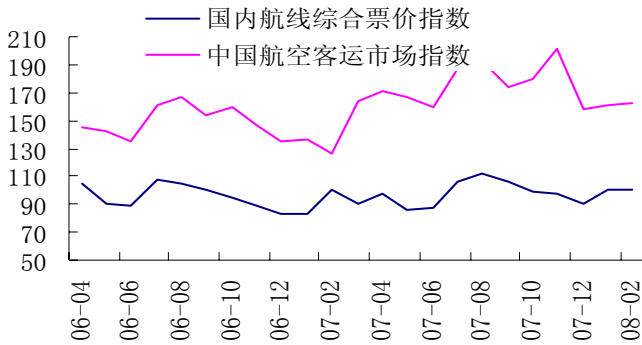
图 54：船舶及浮动装置制造业销售利润率分解



资料来源：WIND，招商证券研发中心

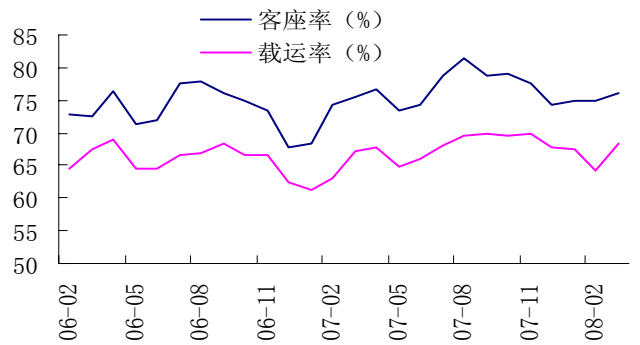
作为生产型服务业，在上游原材料工业依然保持高位景气的背景下，交通运输行业的景气也处于高位，部分具有瓶颈特征的子行业，如航空和航运，景气程度始终好于市场预期。但是根据我们前面的分析，在高油价背景下，如果原材料工业景气是高位下滑的，交通运输的行业景气也值得警惕。

图 55: 航空客运市场指数高位攀升, 票价回落



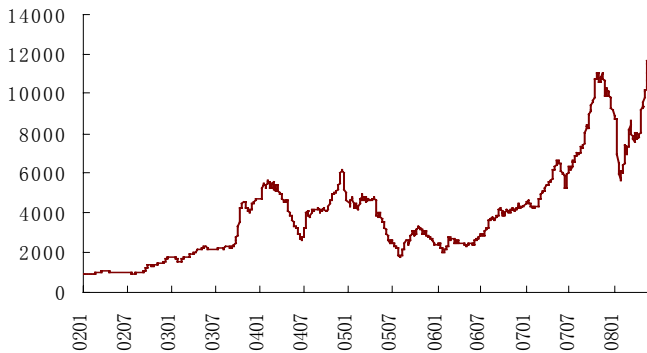
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 56: 航空客座率高位震荡, 载运率高位平稳



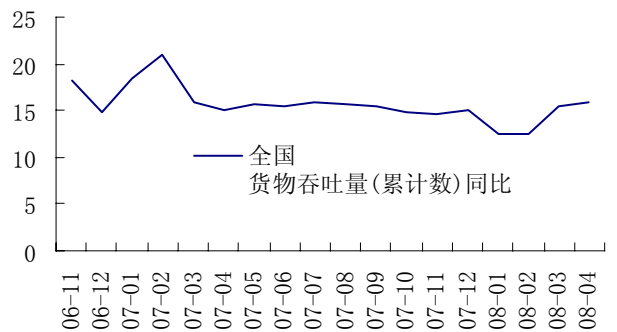
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 57: 波罗的海干散货运价指数(BDI)



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 58: 全国港口货物吞吐量保持平稳

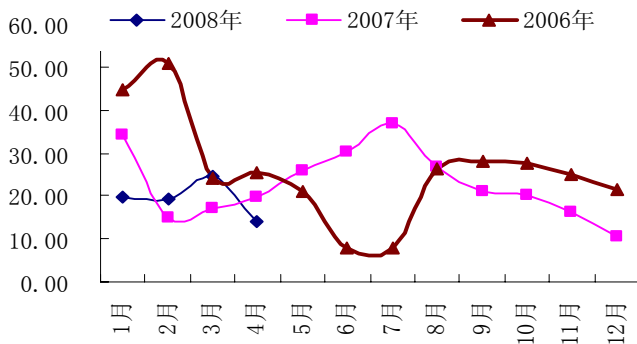


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

4、消费及服务：消费服务和日常消费景气良好

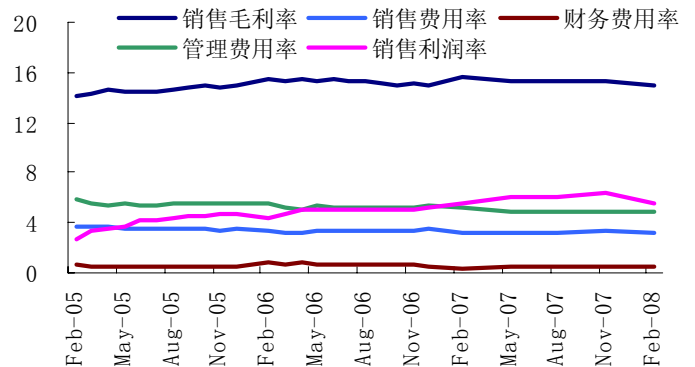
作为可贸易消费品, 以汽车、家电和纺织服装为主的可选消费品当前既面临上游原材料价格上涨的成本压力, 又遭遇需求放缓的压力, 景气受到较大程度抑制。我们预期, 只有当上游原材料价格见顶之后, 可选消费的行业景气才会触底回升。

图 65: 汽车月度销量增速



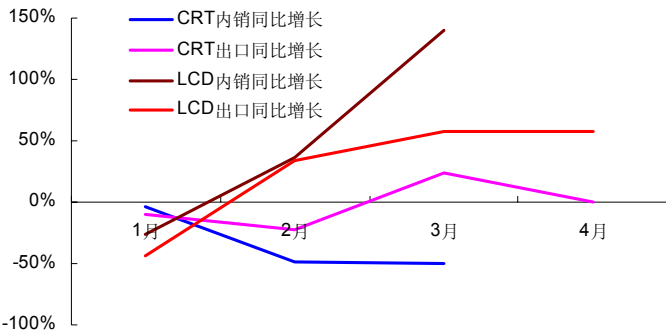
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 66: 汽车制造业销售利润率分解



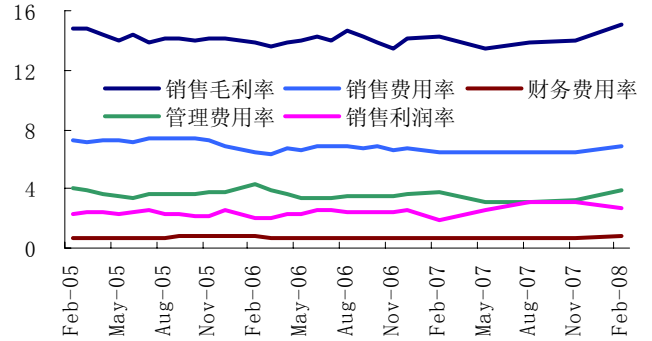
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 67: 彩电内销和出口增速对比 (LCD 和 CRT)



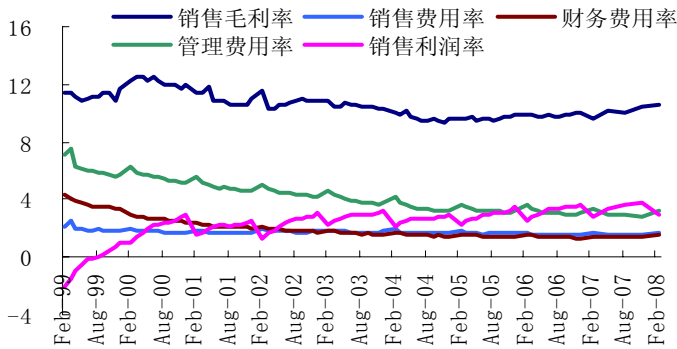
资料来源: 招商证券研发中心

图 68: 家用电力器具制造业销售利润率分解



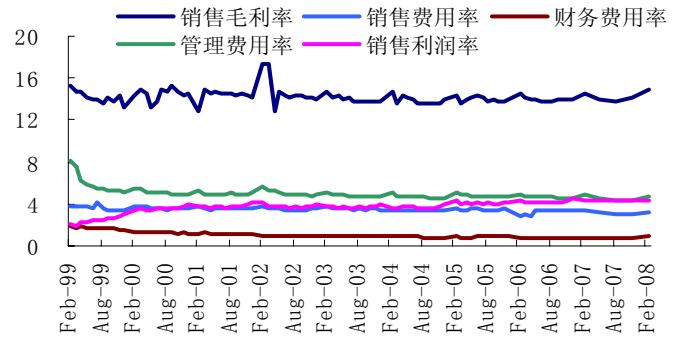
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 69: 纺织业销售利润率分解



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 70: 纺织服装鞋帽制造业销售利润率分解



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

相对而言, 日常消费品景气要略好一些, 但是大众品的价格管制, 对食品行业景气存在一定的抑制, 而高端品抵御通胀的能力更强, 如下图64, 饮料行业的销售毛利率近期有所回升。在制造业整体景气下滑的背景下, 值得重点关注。

此外, 医药、零售、旅游等消费服务业的景气一直较为平稳, 唯一的不确定性在于估值。在高油价背景下, 我们建议关注这类对能源和资源依赖度较低的消费服务业。

图 59: 芝加哥交易所小麦期货连续价格



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 60: 芝加哥交易所玉米期货连续价格



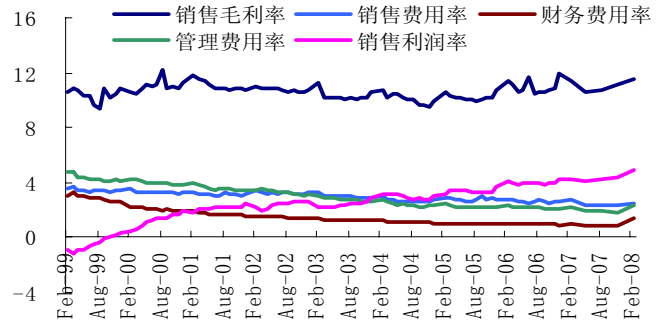
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 61: 南宁地区白砂糖价格



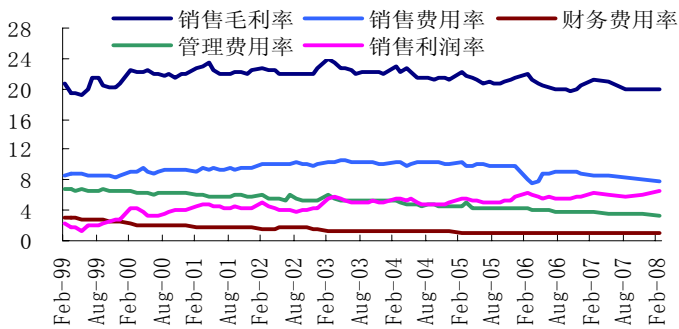
资料来源: 中国糖业交易网, 招商证券研发中心

图 62: 农副产品加工业销售利润率分解



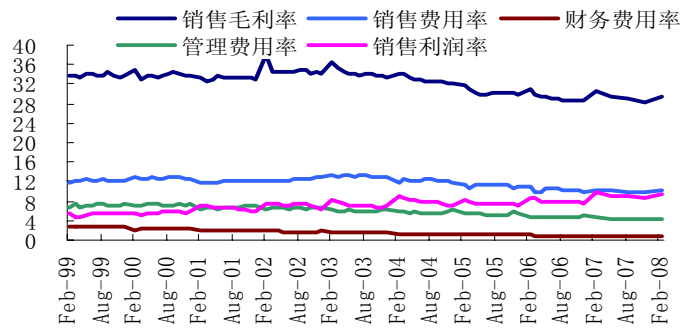
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 63: 食品制造业销售利润率分解



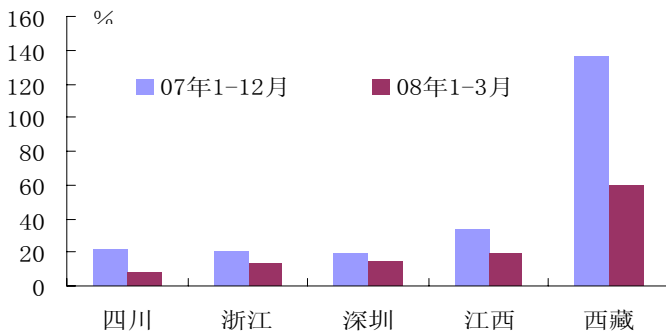
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 64: 饮料制造业销售利润率分解



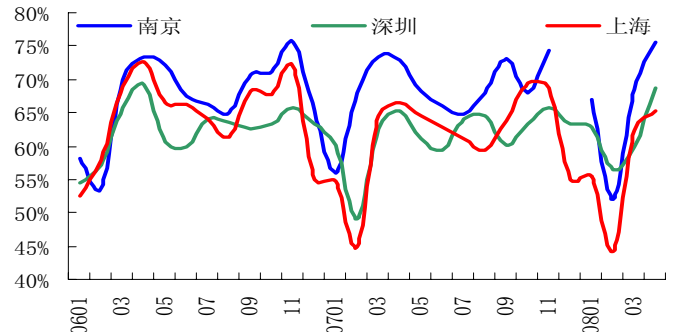
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 71: 国内游客人次增长



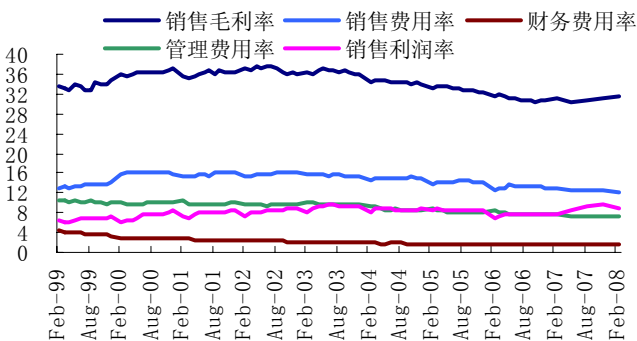
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 72: 酒店出租率



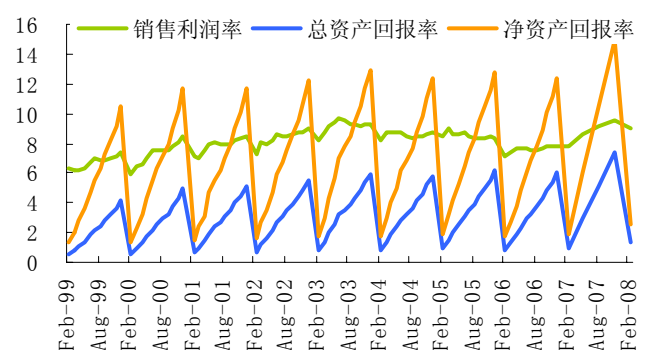
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 73: 医药行业销售利润率分解



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 74: 医药行业 ROS、ROA 和 ROE



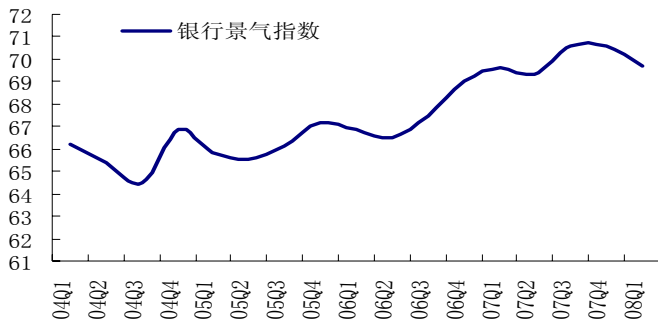
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

5、金融地产：景气高点已经出现，紧缩抑制行业复苏

不可否认的是，银行业的景气高点在去年4季度已经出现，但是估值水平也有了大幅下降，我们建议关注未来银行景气是否趋于平稳，估值的下降是否已经充分反映了景气的下滑。在《金融窖藏、通货膨胀与房产价格》一文中，我们已经论述高通胀背景下名义房价难以大幅调整，从而基于地产角度难以推导银行景气将持续下滑，未来真正制约银行景气的只有两点，一是利率市场化导致的利差缩小，二是整体宏观经济波动的风险。

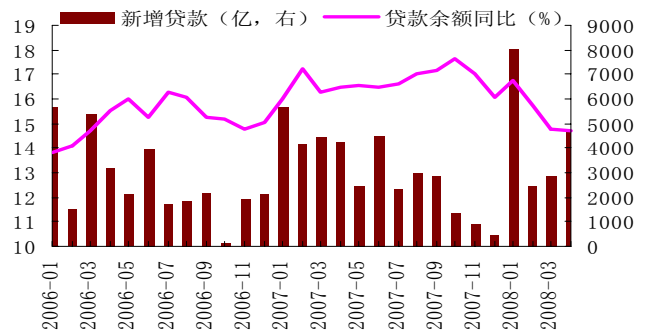
对地产行业而言，我们不回避行业景气继续下滑的风险，但是从日本石油危机期间的城市地价表现来看，地价并没有出现崩溃性下跌，随着股价的深幅调整，我们建议可以从多个角度寻找地产行业的估值底线。同时，我们坚信行业景气下滑带来的市场整合，将有利于龙头企业的发展。

图 75：银行业景气指数



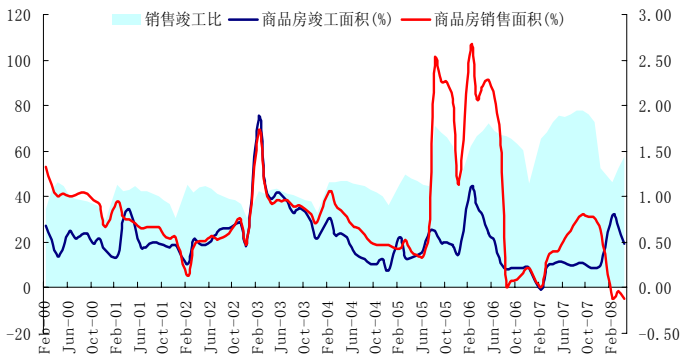
资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

图 76：商业银行贷款余额增速和当月新增贷款



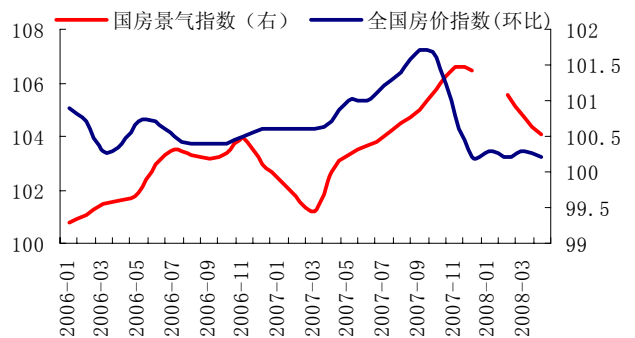
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 77：商品销售面积和竣工面积



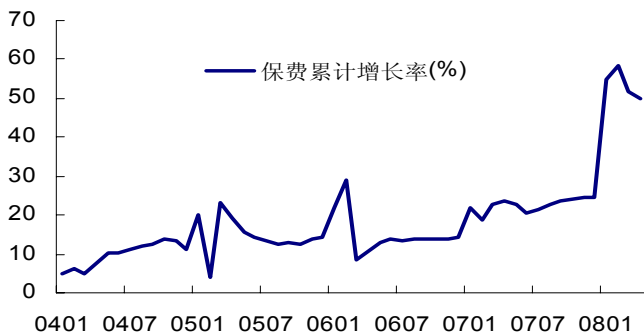
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 78：房价环比下降，景气仍维持高位



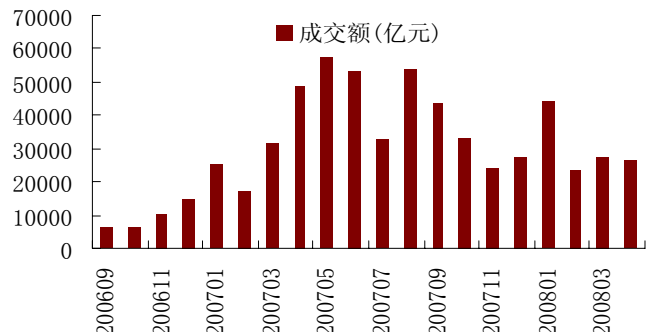
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 79：保费累计增长率平稳上升



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 80：A 股市场成交额



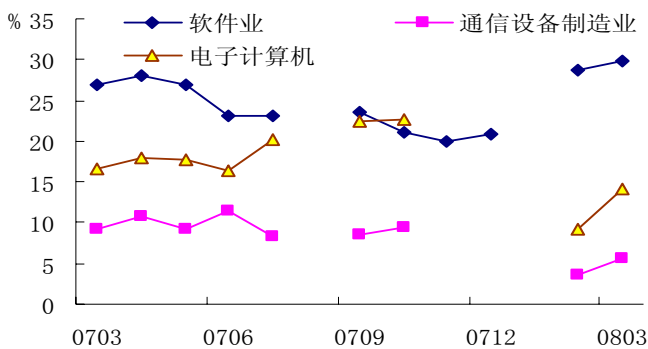
资料来源：WIND，招商证券研发中心

6、TMT：景气相对独立，传媒、通信与软件景气良好

TMT的产能周期有独立于经济周期的趋势，传媒、通信和软件行业景气良好。或许有投资者会担心经济滑落对科技产业的需求产生负面影响，但根据我们的观察，经济滑落对需求的负面影响可能不及投资滑落对供给的正面影响，由于电子产业的产能周期较短，07年行业的不景气会带来当年投资的显著滑落，为08年的景气复苏提供支撑。特别在传统产业面临景气下滑背景下，科技产业的相对优势可能会在08至09年得以集中体现。

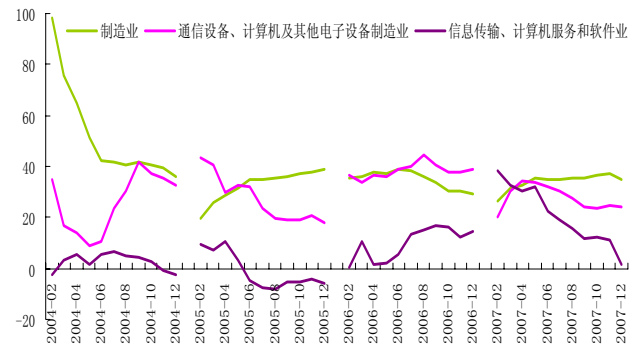
就电子元器件而言，近两年器件行业投资较快，处于景气周期中，但是景气波动比过去有所平滑。预计器件行业景气07年可能是高点，相反元件行业的景气程度比07年要好，投资增速已经有很大放缓，值得重点关注。

图 83：软件、通信设备、计算机主营收入增速对比



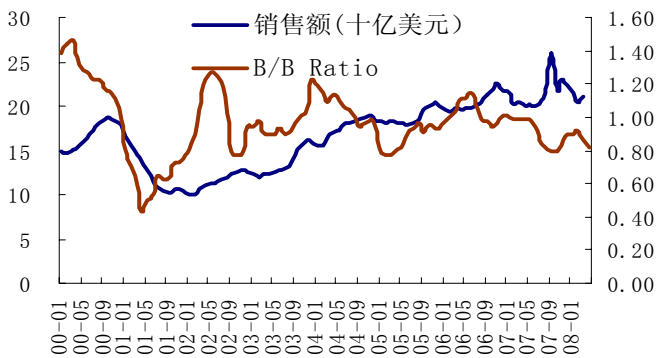
资料来源：信息产业部，招商证券研发中心

图 84：TMT 固定资产投资增速对比 (%)



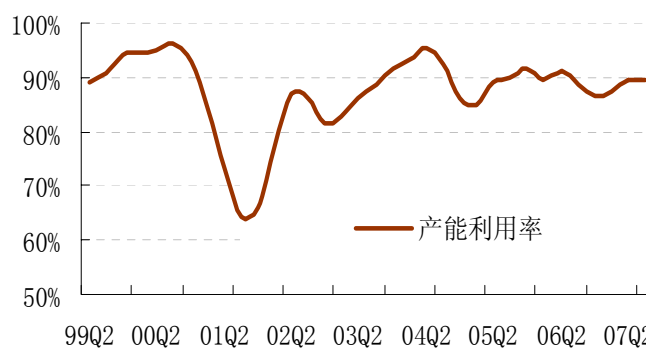
资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 85：北美半导体销售额及 BB 值有所回升



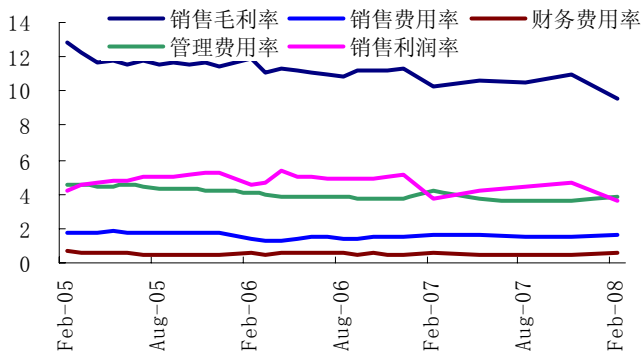
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 86：半导体产能利用率平稳保持在 90%



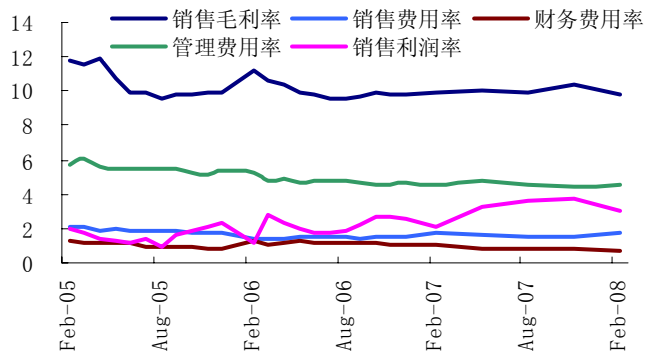
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 81：电子元件销售利润率分解



资料来源：WIND，招商证券研发中心

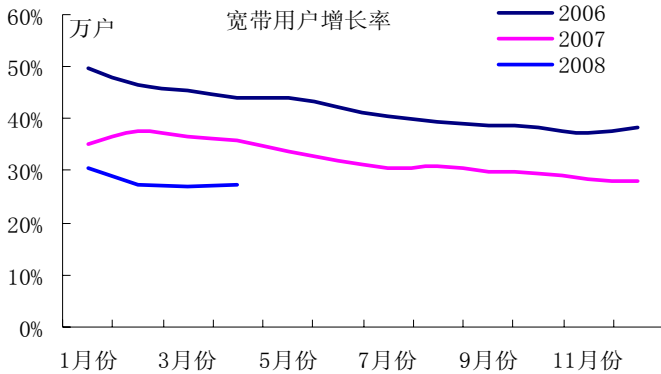
图 82：电子器件销售利润率分解



资料来源：WIND，招商证券研发中心

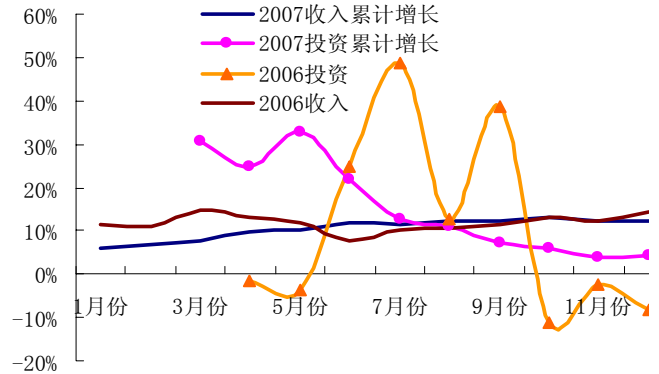
就通信服务及通信设备而言，我们维持过去的观点，继续超配通信及设备行业，并重点推荐中兴通讯和中国联通。首先，电信行业的重组将改变产业格局，国家为支持自主创新让移动建设国产标准，新联通和电信建设成熟的国外标准，将给新联通和电信带来机会，我们建议短期内需等待联通与网通、电信的交易细节，第三季度应该有买入机会。其次，国家支持自主创新，无论国产标准最后成功与否，将使国内标准的设备生产厂商受益。奥运前的消息真空期，将有买入机会，奥运后的 TD 采购等重组后的运营商投资增加的消息，将成为股价催化剂。

图 87: 宽带用户同比平稳增长



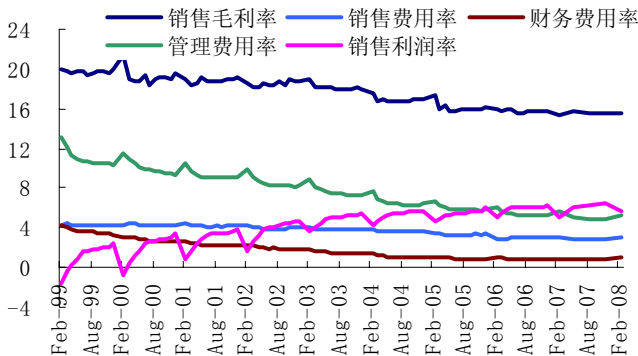
资料来源：信息产业部，招商证券研发中心

图 88: 电信投资增速波动较大，收入平稳增长



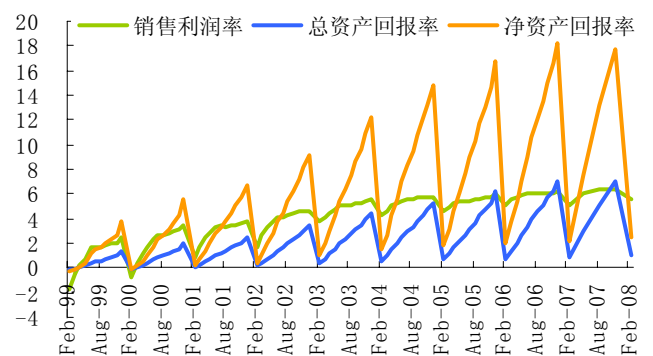
资料来源：信息产业部，招商证券研发中心

图 89: 通信设备制造业销售利润率分解



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 90: 通信设备制造业 ROS、ROA 和 ROE



资料来源：WIND，招商证券研发中心

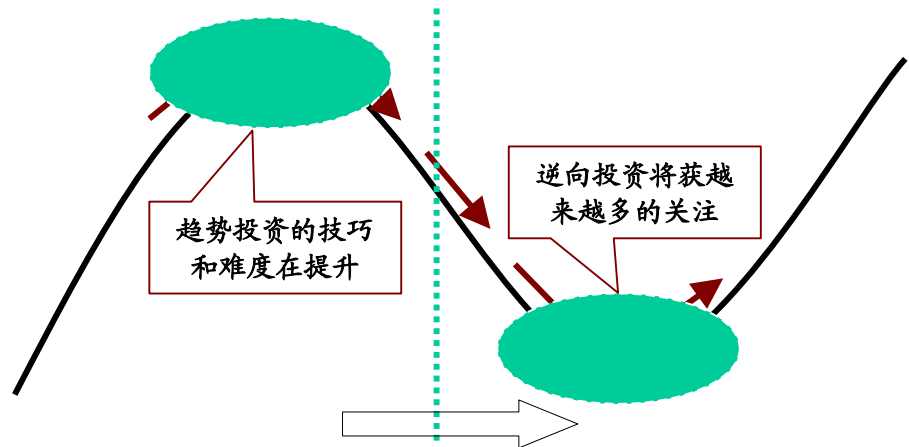
三、投资策略演变

1、策略思维转变：从趋势投资到逆向投资

考虑到宏观经济向下的趋势逐步明确，景气仍在上升的行业所剩无几，继续追逐价格上涨的趋势投资思路将面临越来越多的挑战，其技巧和难度将大幅提升。此时我们建议投资者 6 月份积极转变投资思维，逐步放弃关注价格的趋势投资策略。

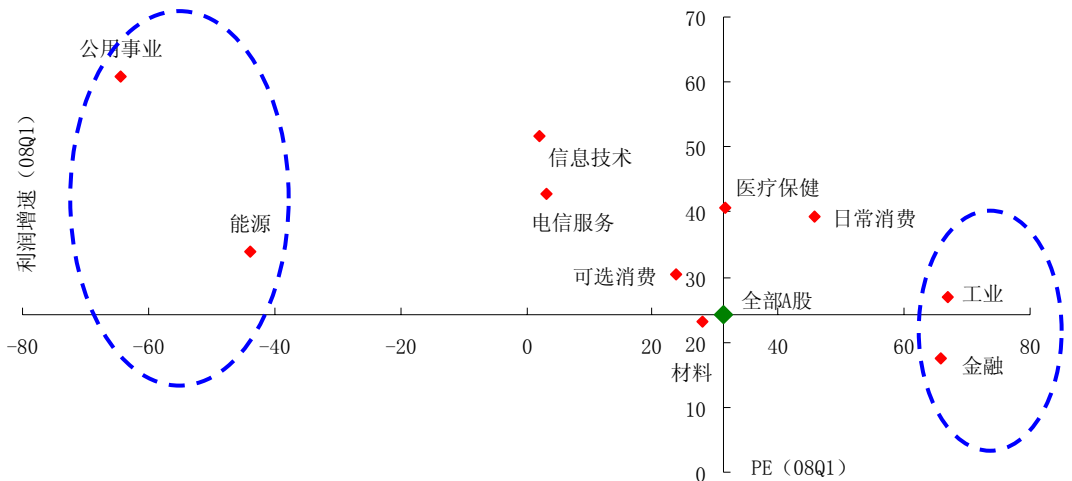
整体而言，下半年在配置能源和抗周期行业的基础上，我们应该采取“人弃我取、逆向投资”的策略，布局景气已经大幅下滑并接近周期底部，同时估值也已经大幅调整的行业。如下图 92 和表 2，连续跑输大盘的石化、电力、机械、地产等行业值得下半年重点关注。

图 91: 宏观景气波动与策略思维转变



资料来源: 招商证券研发中心

图 92: A 股市场行业估值与利润增速对比 (%)



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

表 2: 大类行业相对大盘的涨跌幅

板块名称	相对大盘的涨跌幅 (%)					连续跑赢或跑输大盘的月数
	2008年5月	2008年4月	2008年3月	2008年2月	2008年1月	
金融	-10.02	8.05	-11.24	-2.49	-15.59	-1
可选消费	-4.73	-5.82	-18.85	2.64	-7.83	-3
日常消费	-3.59	0.18	-16.42	0.23	-6.72	-1
工业	-3.34	-4.31	-19.57	1.88	-11.66	-3
原材料	-1.81	-6	-21.87	5.51	-8.28	-3
信息技术	2.94	-9.51	-17.56	2.29	-4.18	1
公用事业	3.92	-7.08	-20.71	3.62	-15.74	1
医疗保健	4.7	-2.71	-21.59	2.53	-9.34	2
能源	6.35	9.6	-20.11	-5.12	-17.22	2
电信服务	11.86	-0.38	-14.71	-13.67	-6.43	3

资料来源: WIND, 招商证券研发中心

2、行业配置策略：三条思路并举

在积极转变投资思维的过程中，我们进一步明确了三条配置思路：其一，部分地参与趋势投资，超配受益油价上涨的能源服务和能源设备行业；其二，寻找进入周期底部，存在价值底线的行业；其三，布局能源和资源依赖度较低的抗周期行业。

配置思路之一：超配受益油价上涨的能源服务和设备行业

我们倾向于认为国际油价还没有见顶，越南绝不是本轮油价上涨的终极目标，中国和印度两大经济体才是终极目标，其价格管制政策的可持续性最终决定了国际油价的高度。在此基础上，采掘类中煤炭及其相关的新能源设备和能源服务类公司依然值得关注，我们继续超配受益油价上涨的能源服务和设备行业。

配置思路之二：寻找进入周期底部，存在价值底线的行业

从景气轮动角度看，与一次能源（以煤炭行业为主）景气仍未见顶，原材料工业景气将高位下滑不同的是，二次能源和机械行业的景气已经大幅下滑，下半年我们虽然不能肯定景气一定进入周期底部，但是从趋势上肯定是先于原材料和能源见底的。金融和地产的逻辑与此异曲同工，如果油价见顶，信贷放松，率先反弹的必然是金融地产。此时，在股价大幅调整的基础上，我们建议从多个角度寻找行业的价值底线，布局这些景气大幅下滑，未来可能进入周期底部的行业。

表 3：周期性行业的景气评价

行业	行业	产业集中度	供需状况	资源（原料）进口依赖度	提价能力	毛利率趋势	未来三至六个月景气	景气轮动趋势
能源及公用事业	煤炭	低	偏紧	低	强	上升	高位景气	向顶部靠拢
	石油化工	高	偏紧	低	弱（价格管制）	下降	景气下降	
	电力	高	平衡	低	弱（价格管制）	下降	景气下降	
原材料	钢铁	一般	改善	高	较强	略微上升	高位震荡	高位下滑
	有色	高	略有过剩	高	一般	下降	景气下降	
	建材	高	改善	低	较强	略微下降	高位下降	
	造纸	高	改善	高	较强	上升	高位景气	
	钾肥	高	供不应求	低	强	上升	高位震荡	
	氮肥	低	过剩	低	弱（价格管制）	下降	景气下降	
	磷肥	低	过剩	高（硫酸）	弱（价格管制）	下降	景气下降	
工业品	工程机械	低	平衡	低	提价幅度小于成本涨幅	下降	高位下滑	向底部逼近
	电力设备	高/一般	良好	高	产品差异大	略微下降	景气下降	
	造船	高	平衡	中	合同定价	高位震荡	景气下降	
	集装箱	高	略有过剩	低	低	下降	景气下降	

资料来源：招商证券研发中心

配置思路之三：布局能源和资源依赖度较低的抗周期行业

在高油价背景下，除了能源板块以外，我们建议关注对能源和资源依赖度较低的抗周期产业，主要包括以医药、零售、旅游为代表的消费服务业以及 TMT 产业。08 年 2 月份以来纳斯达克指数的走势明显强于道琼斯工业指数，也暗示 TMT 产业在高油价下的投资价值。

3、行业资产配置：超配能源、医药和 TMT

综合以上分析，我们建议，2008 年 6-7 月份重点配置能源和公用事业、医疗保健和 TMT 三个大类产业，超配以下 10 个子行业：石油石化、媒体、零售、饮料、医药、房地产、软件、通信设备、电信服务、电力。

表 4：行业资产配置表（2008 年 6-7 月份）

板块名称	流通市值(亿元)	标配比例(%)	建议比例(%)	比例变化(%)	配置状态
能源	5598.64	7.5	7.8	0.3	超配
石油石化	2383.49	3.2	3.4	0.2	超配
煤炭	3215.15	4.3	4.4	0.1	标配
材料	12373.9	16.7	15.8	(0.9)	低配
化工	3814.1	5.1	4.8	(0.3)	低配
建材	971.81	1.3	1.3	0.0	标配
金属、非金属与采矿	6773.86	9.1	8.5	(0.6)	低配
纸与林木产品	670.03	0.9	0.9	0.0	标配
工业	13047.96	17.6	17.4	(0.2)	低配
建筑与工程	1420.77	1.9	1.7	(0.2)	标配
电气设备	1395.95	1.9	1.9	0.0	标配
机械	2626.9	3.5	3.5	0.0	标配
运输	4661.41	6.3	6.3	0.0	标配
可选消费	7673	10.3	10.2	(0.1)	标配
汽车与汽车零部件	1528.01	2.1	1.9	(0.2)	低配
家庭耐用消费品	1330.28	1.8	1.7	(0.1)	低配
纺织品、服装与奢侈品	1277.01	1.7	1.6	(0.1)	低配
消费者服务	524.08	0.7	0.7	0.0	标配
媒体	464.79	0.6	0.7	0.1	超配
零售业	2500.63	3.4	3.6	0.2	超配
日常消费	4484.44	6.0	6.0	0.0	标配
饮料	2186.03	2.9	3.1	0.2	超配
农业食品	2103.71	2.8	2.6	(0.2)	低配
医疗保健	2753.12	3.7	4.1	0.4	超配
金融	20026.52	27.0	27.0	0.0	标配
银行	10383.59	14.0	14.0	0.0	标配
非银行金融	5352.33	7.2	7.0	(0.2)	低配
房地产	4290.6	5.8	6.0	0.2	超配
信息技术	3161.58	4.3	4.4	0.1	超配
软件与服务	635.74	0.9	1.0	0.1	超配
通信设备	805.3	1.1	1.2	0.1	超配
计算机硬件及设备	384.88	0.5	0.4	(0.1)	低配
电子元器件	1335.67	1.8	1.8	0.0	标配
电信服务	1021.35	1.4	1.5	0.1	超配
公用事业	4060.16	5.5	5.8	0.3	超配
电力	3115.29	4.2	4.5	0.3	超配
燃气和水务	944.87	1.3	1.3	0.0	标配
全部 A 股	74200.67	100.0	100.0	0.0	

资料来源：WIND，招商证券研发中心

分析师简介

周 勇：复旦大学经济学硕士，拥有证券从业资格。2004年起在长江证券研究所从事策略研究工作，先后负责宏观经济、行业配置与主题投资等方面的专题研究，2007年9月份加盟招商证券研发中心。

陈文招：南开大学经济学硕士，拥有证券从业资格。2004年起在长江证券等券商从事宏观经济、产业选择、策略等方面的研究。曾工作于国家发改委经济运行局。2007年9月份加盟招商证券研发中心。

苏 舟：上海交通大学经济学硕士，2008年4月加盟招商证券研发中心。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。