

# 寻找 2011 年的“财富玫瑰”

## 在新兴行业需求和传统行业重组中发现价值投资

申银万国研究所

根据申万宏观预测,2011 年全球和国内经济增长略放缓, 中国外贸增长回落明显, 消费和投资回落较小, 通胀整体仍然处于相对高位, 以 M2 为代表的流动性指标将在政府控通胀的背景下有所回落。从具体时间点看, 我们认为 2011 年上半年经济增长见底企稳。投资、出口增速分别在第一季度和第二季度分别企稳, 通胀在二季度将处于相对高位, 二季度或将小幅下滑。M2 增速由于基数效应的影响以及政府政策对信贷的控制下, 将持续回落。

### 通胀对实体经济影响 小于 2008 年

中国经济目前面临的显著风险在于通胀。劳动力成本快速上升是国内以农产品和服务为主的价格上涨的最重要原因。此外, 国际流动性宽松和国内劳动力成本上升共同推升了矿产品价格。我们认为, 劳动力成本上升其实是转型中期的最重要特征之一。同时, 将伴随劳动者收入增长, 从整体来看对实体经济的影响并不需过度悲观。

整体来说, 近期商品价格上涨是有一定的需求支撑。以石化产品为例, 10 月份以来的原油上涨对石化行业上游毛利略有负面影响, 而对下游终端产品基本无负面影响, 其毛利仍在上升。这说明了下游产品的成本压力尚能正常转移, 主要有赖于需求的支撑。

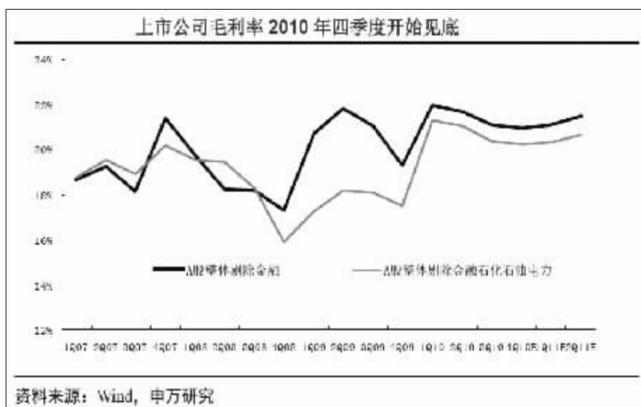
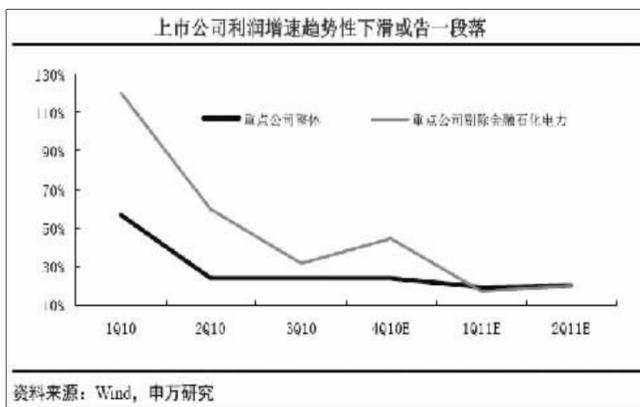
对于政府来说, 对通胀的调控手段主要是通过提高利率、上调存款准备金率来实现。但如果通胀出现加速上升的苗头, 政府将可能再次出现严格行政限价, 具体政策行政限价的可能是成品油、电力、基本食品和服务。2008 年的限价, 核心是限制成品油和电力, 乃至整个资源品价格改革的停滞。当时对电力石化和农产品加工等直接限价行业明显不利; 对于非限制类高能耗和设备制造行业, 由于其煤炭、电力、石油等成本被限制, 因此对这些行业盈利有利。

本次通胀对实体经济负面影响应小于 2008 年。目前 CPI 正处 4% 的关口, 根据历史规律, 若通胀未来继续上升则将影响广大中下游行业盈利。但目前通胀的主要推动是农产品, 尤其是蔬菜、成品油、电力等核心能源和资源性产品, 并不存在国内外价格倒挂或很大价格上调压力。因此, 本次通胀对工业制造业领域的负面影响要小于 2008 年限价情形。根据宏观的判断, 我们对 2011 年一季度 CPI 预测是 4.3%, 并且预计未来通胀继续显著上行的概率不大。因此, 实体经济盈利可能因此略趋于负面, 但影响不会非常大。

### 公司业绩四季度开始见底

从小周期去库存的进程来看, 上市公司制造业的小周期去库存基本进入尾声。今年三季度上市公司存货增速已经下滑, 现金流开始改善加速, PMI 指标中的新订单指标持续上升意味着新需求的回升。需求开始恢复, 盈利好转的时点大约是在三季度末。从工业企业数据来看, 今年 5-8 月制造业毛利率下滑趋势明显, 而上市公司三季度毛利率下滑则明显趋缓。

根据对于 2010 年四季度和 2011 年一季度的工业增加值、CPI、PPI 预测, 我们预计上市公司 2010 年 4 季度毛利率将见底, 2011 年 1 季度的毛利率与今年 4 季度基本走平。但如果考虑季节性因素, 2011 年一季度盈利能力实际略有回落。两者之间的差异主要来自于 9 月份实体经济盈利环境出现一定好转, 特别是以有色、石化、化工等为主的中上游行业盈利开始好转有关。我们预计, 上市公司单季度利润增速四季度见底, 2011 年上半年保持平稳。由于考虑到四季度周期类行业价格上涨带来的行业复苏好于预期, 我们上调 2010 年全年盈利预测至 30%。



# 周期波动不掩行业景气回升

## 主要投资周期行业需求将放缓

2011 年, 投资和外贸增长回落总体将带来周期类行业景气难以显著上升。我们预计, 上游价格支撑力总体稍强, 上游行业长期景气可能有所分化, 保障房建设和打击囤积土地使房地产相关行业仍有一定热度, 传统行业重组升级改造和十二新兴需求带来部分高端设备制造业景气预期。

根据假设, 固定资产和房地产投资增速, 钢铁、水泥和工程机械需求增长都将明显放缓。但从产能增长来看, 钢铁和水泥增速将明显低于需求。但由于历史富裕产能原因, 这并不意味着行业形势一定会好转。

**水泥:** 主要周期类行业中供需偏紧。传统周期性行业产能过剩仍是关注焦点。从目前数据来看, 钢铁、水泥、煤炭、化肥 2010 和未年一季度产能扩张水平相对较低, 但是这些行业实际产能仍难有精确统计。我们只能通过目前的行业盈利相对水平考察他们的实际供需状况。我们通过比较 2010 年三季度各主要行业毛利率与

历史当期最高和平均毛利率, 可以发现水泥、PVC、纯碱、煤炭相对历史较高的盈利水平说明了目前实际产能过剩程度有限, 或价格控制力相对较强。但钢铁、电解铝等历史富裕产能相对较大, 目前总体过剩程度仍比较严重。

**房地产:** 景气回落, 但投资增长可能继续超预期。制造业发展的规律应该是随着技术进步和效率提高, 周转速度加快。我国的房地产业严格来说也是一种制造业, 但是在长期发展过程中无论是存货周转天数, 还是存货占总资产比重都在趋势性上升。从实际调研和资金成本考虑, 房地产商最有可能囤积的应该是土地, 在建工程和完工库存应该不是主流。考虑本次房地产调控异常严厉, 囤积土地被挤压开工的量应该比较大。

房地产现金流仍处于历史较差时期, 去库存仍将持续一段时间。从房地产价格乃至销售量增速角度, 房地产行业景气见底可能仍有一段时间观察期。

## 传统行业整合升级引发超预期需求

从传统经验来看, 相对较高的商品价格会推动对应采掘设备的投资。但由于节能减排和经济转型, 十二五国内重化工业行业总体产能扩张和产量规划速度将明显放缓, 因此市场原来对于包括采掘设备在内的重化工装备相关行业预期相对悲观。

但从另一方面来看, “十二五”矿采和重化工行业整合进程将显著加快, 整合导致产能规模化、高端化, 相应高端技术设备需求必将好于产能实

际扩张速度, 从而存在高技术设备需求持续超预期的可能。其中煤炭行业是一个典型, 一方面行业整合后大集团产能提升会带来煤机装备, 尤其是高端装备需求的上升; 另一方面, 人力成本的上升也迫使企业生产更加效率化, 从而拉动煤机装备需求。从目前的运行情况看, 国内矿采设备产量交付已经超过危机前水平, 而由于升级改造加速, 国内煤炭设备需求未来仍有望保持高速增长。

## 新兴需求带来部分装备制造景气上升

海洋工程相关的装备与服务也受益于“十二五”发展规划。一方面, “十二五”期间政府对海洋工程的投资将显著上升; 另一方面, 由于未来世界石油新发现储量主要来自海洋, 因此对海洋工程装备与服务的需求也将随之上升。

高铁制造与铁路货运景气上升。

从高铁的建设周期来看, 未来三年是高铁通车里程最快的时期, 因此铁路设备需求将大幅增长; 另一方面, 2011 年开始高铁陆续通车, 将分流部分旅客运输, 从而给铁路货运打开更大空间。其中, 铁路集装箱物流发展具有运营释放和集装箱化率提高双重促进。

## 看好水泥、冶矿设备、煤化工及服务

综合上述, 我们看好水泥、冶金矿采设备、煤化工以及非汽车交运设备中的铁路设备、海洋工程装备及服务行业。这些行业未来景气将持续上升, 估值相对较低或合理, 存在超额收益机会。

但其他部分周期性行业也可能存在阶段性超额收益的可能, 只是概率偏小或机会不一定很大。如: 煤炭可能由于 2011 年一季度限电告一段落, 导致需求集中出现带来行业景气超预期。在通胀压力缓解后,

为弥补部分火电企业亏损, 电力可能存在上网电价上调带来的阶段性机会。对于轿车、工程机械, 我们对明年销售增长和盈利增长都不大看好, 但是由于目前行业估值很低, 尤其是乘用车估值很低。如果其 2011 年上半年阶段性销售超预期, 也可能带来阶段性超额收益机会。升级装备制造及相关行业大部分公司未来估值低估或在合理范围内, 建议关注 2011 年估值相对合理, 业绩增长确定性较高的相关公司。

但是 2010 年以来, 国内房地产的投资增速却逆周期上升。

其中原因: 一是保障房建设力度逐步加强; 二是打击囤地。后者往往可能被忽略。从 2010 年以来房地产新开工和总投资增速走势来看, 总体呈加速趋势。考虑目前房地产调控不放松, 甚至有继续加强可能。我们预计, 2011 年房地产投资增速可能再次超预期 (当然不一定是增长加速), 至少 2011 年上半年超预期的概率较大。房地产投资继续超预期将带来水泥、钢铁、工程机械等相关行业需求的超预期。根据分析, 水泥目前本身处于供需平衡状态, 后续新增需求很可能导致行业景气继续上升。而工程机械和螺纹钢也存在阶段性好于预期的可能性, 但总体带来的盈利效应应该不如水泥大。

**汽车:** 预期低销量伴随低增长。从历史规律来看, 如果汽车累计销量增速下降到 20%, 由于竞争加剧或成本上升, 毛利率将下滑, 利润增速将低于 20%。今年三季度开始, 轿车增长加

速, 应与担心购置税优惠政策减少提前购买有关。根据我们测算, 后续政策效应减弱可能使轿车销量回到 20% 以内, 从而使利润增长更小。家电销售预期也有类似效应。我们对家电行业上市公司 2011 年利润增速同样不乐观。同时, 2009 年下半年以来需求旺盛的汽车、家电用钢需求明年将显著减缓。

**工程机械:** 盈利能力可能下滑, 钢铁库存消化有限。从历史经验看, 工程机械毛利率在销售增速下降到 30% 后会急剧下滑, 我们预计工程机械 2011 年上半年出现个位数增长的概率不小, 全年呈现前低后高的格局。因此, 受到一季度个位数增长, 甚至负增长的冲击下, 工程机械行业表现会相对平淡。钢铁目前的实际库存仍处于相对历史的较高位置, 而下游需求增速未来下滑的概率偏大。再加上节能减排告一段落, 落后产能的释放会对钢铁造成冲击, 而钢铁长材库存下降较快, 相对景气可能略好。

## 中国需求导致商品价格长期波动

**有色产量:** 总量控制将导致进口上升, 支持有色价格。对于部分国际商品来说, 中国需求确实是导致商品价格长期波动的重要因素。根据“十二五”规划, 国家将对有色金属矿产实现总量控制, 开采速度将放缓。为了满足需求的增长, 中国或将对这些总量控制的产品进口, 从而导致进口相应增加, 而使国际有色价格维持相对高位。而在考虑供需之后, 我们认为, 铜的价格可能相对最坚挺。

**农资相关行业:** 景气可能继续上升。2010 年以来, 粮食价格与美元指数的相关性明显下降, 明显有别于金属价格与美元指数的负相关性上升,

说明粮食价格确实更多受到来自基本面供需预期的影响。而粮食供给缓解必须等到下次农产品收获预期明确, 因此, 在 2010 年农产品牛市的背景下, 农民的种植意愿会较高。在明年农产品播种季节, 农资相关可能有景气上行空间。

煤炭原油价格可能进一步分化有利于煤化工。煤化工行业股价表现与原油与国内煤炭价差高度正相关, 由于节能减排推进, 未来国内煤炭需求总体减缓, 预计一季度油煤价差可能继续上升, 从而对煤化工行业有利。其中, 如果有国际需求增长带动, 煤化工中的氮肥行业有可能景气上升。

看好或关注行业	理由	风险点	看好期间
高端装备制造/铁路	低估值; 景气上升; 有前期刺激		目前到 2011 年
矿采设备	低估值; 需求需求持续增加	涨幅、短期波动	
冶金、核电	低估值; 新项目开工数量持续增加		
海洋开发装备及服务	十二五规划增量巨大		
食品饮料	低估值; 提价抗通胀能力强; 业绩超预期	一般波动	目前到 2011 年一季度
铁路运输及设备制造	长期景气上升; 估值低	铁路投资、高铁装备	目前至 2011 年
计算机应用	新兴行业推进; 估值合理	软件、系统集成	目前至 2011 上半年
保险	持续加息预期景气上升; 估值低		2011 上半年
水泥	房地产投资超预期; 建材下乡		一季度后
煤化工	成本优势及投资需求增长	化肥等农资相关	一季度

行业景气模型结论符合分析			
景气指数预测	预测截至时间	行业	结论
宏观经济	2011 年 2 月	宏观经济	继续下降
下游消费	2011 年 1 月	汽车	整体走平
	2010 年 12 月	白酒	收入增速将在年底企稳回升
中游制造	2011 年 1 月	钢铁	2011 年 1 月份开始回升
	2011 年 3 月	水泥	明年一季度开始回升 (剔除季节性)
	2011 年 2 月	纯碱	2011 年 1 季度见底
	2010 年 12 月	电解铝	短期内还将下降
上游能源	2011 年 1 月	煤炭	保持高位
	2010 年 12 月	电力	年底见底回升

资料来源: 申万研究

## 中期热点 仍看消费和新兴行业

### 行业风格背离有所缓解

从风格上看, 稳定类行业估值近期已回归到历史高点之下, 而大盘强周期类行业相对估值近期有所提升。虽然两者之间仍有差距, 但在业绩增速差异收窄的情况下也是基本合理的。我们预计, A 股估值的分散程度未来仍将保持在高位震荡, 目前我们仍然看不到估值分散度出现趋势性下降的理由以及迹象。

大市值行业估值没有大幅回落空间。目前占市场近 40% 流通市值的公司 2010 年 PE 或 PB 接近或低于 2008 年最悲观时的估值。如果考虑 2011 年业绩增长, 则更多行业估值低于 2008 年最低点水平。在国内和世界经济没有出现二次探底的情况下, 权重行业估值往下的空间有限。因此也就不太可能带来 A 股市场大幅趋势性下跌, 极度恐慌的气氛。

保险行业景气处于上升初始阶段。一方面, 2011 年上半年开始, 保险行业景气的主要因素绝大部分向好, 尤其是持续加息周期已经到来, 对保险景气有显著促进。从估值来看, 保险绝对 PE 也已经低于 2008 年水平, A-H 价差也高达 -19.4%, 从估值上来看具有一定相对安全性。

银行预期总体平稳, 估值下跌空间不大。对于银行来说, 在 2011 年信贷控制导致贷款减速, 利差扩大, 利润仍有增长, 因此基本面并不坏。其中的风险在于坏账风险隐忧仍较高。从估值来看, 银行也具有安全边际。如果近年业绩不存在大幅负增长预期, 则未来更高的分红收益率可以抑制股价进一步下跌的空间。

### 消费和新兴行业仍有结构性机会

目前至 2011 年年两会期间, 是各项关于十二五规划以及相关政策发布、明确、舆论宣传集中的时间。预计后续七大新兴产业规划细则出台和即将发布的《十二五产业结构调整目录》可能带来部分行业和公司超预期的利好信息。同时, 关于增长居民收入的相关政策也可能继续明朗, 对消费也会有新的预期推动。

我们不否认, 目前新兴行业和消费品的估值总体较高。我们认为, 部分消费和新兴行业的估值存在风险, 但是市场中的部分机会仍在这些行业中产生。对于新兴行业, 我们也应该看到, 2011 年 PE 25 倍以下的公司仍不少。如未来公司业绩或政策超预期, 这类公司股价仍有空间。如果考虑新材料、电子信息等行业原来估值属性较高, 再考虑小市值公司估值溢价, 稍微放宽估值要求, 2011 年 PE 在 25-40 倍区间的公司仍存在投资机会。

稳定增长类行业估值总体仍然相对合理, 其中食品饮料、软件、空调、零售、服装等行业 2011 年 PE 在 30 倍以内, 并且 2010、2011 年业绩仍然可以维持 20%-30% 左右的增长, 重点关注其中低估值公司。如果业绩有超预期, 则仍有机会。

食品饮料中, 高端白酒的抗通胀溢价远未体现。目前我们仍看好该行业。在通胀背景下, 核心中药品种凭借传统品牌垄断获得高溢价, 但从相对估值来看, 已经处于历史最高水平。未来估值水平的提升有赖于未来业绩的超预期。而高端白酒具有较高定价能力, 但估值仅在历史平均水平附近, 相比之下安全边际更高。风险是, 如果政府控为通胀而出现行政限价, 市场对于白酒提价的预期可能会推后。

软件成本投入将迎来增长期。我们认为, 软件业未来增长前景仍然乐观, 主要原因来自于行业 2010 年为扩大规模而使得成本上升过快, 预计 2011 年将迎来收获期, 业绩存在超预期的可能。此外, 政府对于新兴行业的扶持会继续, 包括“新 18 号文”在内的政府政策将会继续从税收减免和加大采购力度等方式继续支持软件行业发展。

综上所述, 目前至 2011 上半年, 我们看好的行业包括高端装备制造、食品饮料、计算机应用、保险、铁路运输、水泥、煤化工行业。主要风险在于如果出现大规模行政限价, 食品饮料可能也会受到负面影响。另外, 煤炭、工程机械、汽车、电力等行业 2011 年上半年也可能存在阶段性机会。