

每周酷图与思考 | Chart and Idea |

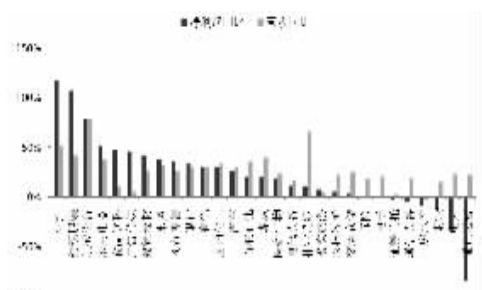
企业盈利下滑趋势反转 或许要等到明年

国泰君安策略团队

在2010年年报和2011年一季度已披露完毕后,站在现在时点,我们尝试提供一些新的投资角度。我们跳出财务指标的简单罗列,重点从全市场以及上中下游各行业财务指标的趋势入手,试图理清目前上中下游盈利的驱动力,以期对未来各行业盈利的走势有个大致的判断。

我们曾经在年初的报告《戴维斯双击——关注盈利的下调》中提到:我们担心,等到4月份,市场将开始关心分析师密集的盈利预测下调,从而上演戴维斯双击下跌行情的第二波,并且这波很可能在周期性行业,因为周期性行业2011年面临的业绩压力最大。但我们同时也认为,业绩下调空间不如年初估值的下调空间大,因此,很有可能戴维斯双击的第二击让人沮丧于业绩的低迷,但是实际指数调整空间不大。

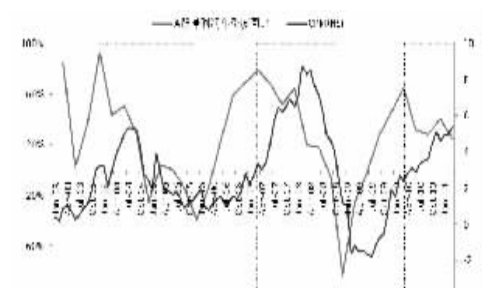
图 2011年一季度各行业净利润同比增长速与营业收入同比增长速对比



结果正如我们年初报告中所提及的那样,4月份大多数周期性行业业绩下调幅度较大,这也导致了近期市场关注业绩超预期行业。从分行业的趋势来看,利润正在向下游集中,净利润同比增长速加快的行业主要集中在下游的消费类(如食品饮料、商贸零售、纺织服装、家电)和少数的上游行业(如化纤、机械设备)。

那么利润下滑的趋势什么时候能够转向呢?利润向下游集中的趋势是否会持续?还能持续多久?我们观点如下:

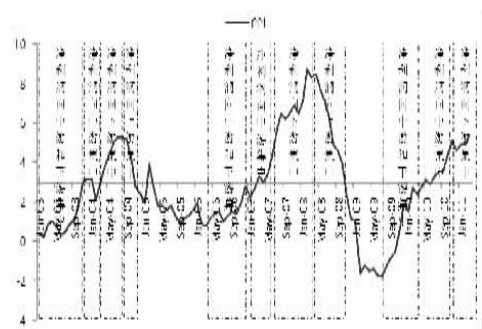
图 上市公司净利润同比增长速在通胀高于3%的区间持续受到压制



1. 净利润同比增长速下滑趋势的反转或许要等到明年

任何企业的经营都离不开特定的宏观背景,尤其是通胀背景,不同的通胀区间决定了各个行业的盈利能力,也决定了各行业股票的配置价值。从A股净利润同比增长速与通胀的关系图中可以看出,在消费者物价指数(CPI)高于3%的区间内,净利润的同比增长速下滑趋势难以反转。因此,根据我们的敏感性分析,净利润同比增长速的下滑反转估计最快得等到三季度,最晚要等到明年二季度之后。

图 通胀对上下游行业净利润的分配过程



但这并不意味着同比增长速不会有反弹,相反,我们认为二季度或者三季度净利润的同比可能出现小幅反弹。由于每年的4月、9月为盈利预测调整的密集期,在4月大幅下调盈利预测之后,如果净利润同比的反弹出现在二季度,9月或许能见到分析师纷纷开始上调周期性行业的盈利预测。

2、利润向下游集中的趋势可能在三季度转向上游。从微观企业的盈利变化,我们也可以观察到通货膨胀对各个行业财富的分配过程。研究各个通胀区间财富的转移过程,我们可以发现,在通胀从低位开始攀升时,净利润首先向中游和下游行业集中;在通胀刚开始超过3%并向上的过程中,净利润逐渐向中游行业转移;继续上行过程中,下游行业的净利润增速会有反弹;通胀从高位回落但仍高于3%时,净利润又转向上游行业。

由此,目前下游行业业绩增速较快的情形可能在三季度开始逐渐下降,所以要密切关注下游行业的毛利状况,且要警惕三季度披露期间下游行业盈利预测的下调。在三季度通胀从顶点回落的过程中,上游行业的净利润增速可能加快。

名家 | Columnist |

增速下滑物价高企 中国经济可能陷入滞胀

崔永

今年5月份,消费者物价指数(CPI)同比涨幅达到5.5%,再创34个月以来的新高,且5月当月的CPI环比涨幅也开始明显偏离正常时期的涨幅。不仅如此,考虑到商务部的高频数据显示近期物价还在上涨,且去年6月份CPI环比下降0.6%,这意味着今年6月份CPI同比涨幅突破6%的可能性很大。在物价飞速上涨的同时,投资、出口甚至消费等总需求经济指标都有下降的趋势。尽管季调后的工业增加值环比增速连续4个月都保持1%左右的增长,但采购经理人指数(PMI)、货币信贷、地产销量、汽车销量等经济先行指标的明显下滑表明工业增加值增长的可持续性是值得担忧的。

而随着紧缩政策累计效应的不断显现,投资者信贷可获得性降低,物价持续上涨带来需求的萎缩,表明经济下滑已经成为相当确定的事件。而在经济下滑的同时物价却得不到有效控制,中国经济很有可能陷入“滞胀”泥沼。

通货膨胀将持续高企

尽管当前的货币信贷增速已经降低到历史低位,尤其是广义货币供应量(M<sub>2</sub>)增速已经降到5月份的15.1%,并持续低于央行在年初制定的16%的增长目标,但是物价涨幅依然没有得到有效控制。

从最近商务部的高频物价数据来看,物价上涨势头还在延续。截至6月14日,商务部监测的食品农产品价格已经连续5周上涨,而且在过去的5周当中,除了蔬菜、水果的价格出现下滑之外,水产品、肉类、鸡蛋、食糖、粮食、白条鸡等其它产品价格均出现了明显的上涨。与此同时,CPI非食品价

格也在上涨,医疗、居住、衣着等涨幅也比较明显。事实上,CPI非食品同比已经连续6个月保持2%以上的增长,CPI非食品环比更是连续11个月保持正增长,即便是物价涨幅较大的2007年也没有出现过这种情况。而考虑到去年6月份当月CPI环比下降0.6%,今年6月份CPI同比突破6%已经成为比较确定的事情。再向前展望,考虑到通货膨胀具有自我实现机制,一旦物价不断创新高,供应商和经销商的囤积居奇行为将使得物价在短期之内很难下来,加之CPI翘尾因素,预计在7月、8月和9月3个月依然处于3.3%、2.7%和2.1%的高位,旱涝灾害所带来的物价上行压力持续存在,新涨价因素很可能比当前2.5%的水平还要高。

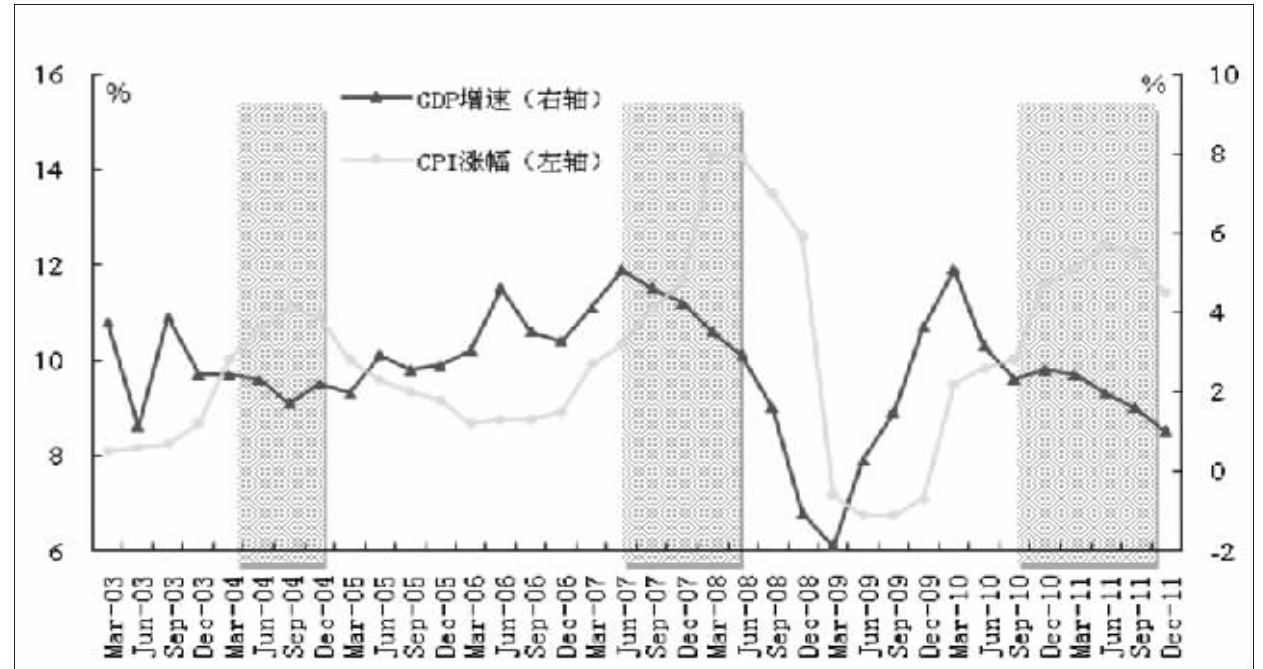
这样的话,在10月份之前,物价的这种高位运行状态很难终结,即便是全年CPI涨幅也可能达到5%左右,4%的年度物价控制目标已经很难实现。

经济增速可能持续下滑

随着物价的持续高企,需求必然会受到抑制,加之随着政策累计效应的不断显现,经济增长下行的压力会越来越来。

近期数据已经表明,无论是投资、消费还是净出口都存在下降的趋势。尽管当前固定资产投资增速还在上行,但依然主要是由房地产投资高位增长带动的。1-5月份,固定资产投资同比增长25.8%,不过,全国房地产开发投资同比增长34.6%,其中住宅投资更是增长37.8%。然而,房地产投资的可持续性是值得怀疑的。当前房地产销量已经在明显下滑,房地产价格也存在明显的松动迹象,随着房地产销量和价格的持续下滑,房地产投资必然也会快速下滑。尽管保障性

中国经济先后三次陷入“滞胀”泥沼



资料来源:广发证券研究所

住房投资能够在一定程度上抵消商业地产投资下滑所遗留的空白,但考虑到保障性住房对商品住房的挤占作用,事实上,保障性住房投资对商业地产投资下滑的抵消作用十分有限。

此外,我们看到,受到地产滞涨和股市大跌所带来财富效用的影响,加之信贷紧缩所带来的家庭财务报表的恶化,使得消费增速也出现下滑,5月份,社会消费品零售总额同比增长16.9%,增速比4月份回落0.2个百分点。更加值得担忧的是,美国经济近期复苏也受挫,欧洲债务危机再生变数,这使得中国的外贸形势也不容乐观。5月份当月出口1571.6亿美元,连续3个月保持1500亿美元的高规模,但出口同比增速由上个月29.9%大幅下滑到5月份的19.4%。更加值得注意的是,出口的增长很大程度上来自一般贸易出口的贡献。

1-5月份,一般贸易出口增长32.3%,而加工贸易进出口仅仅增长18.7%。考虑到中国的贸易顺差主要来自加工贸易的贡献,在加工贸易出口萎缩的情况之下,净出口对中国经济增长的贡献会逐步下降。

政策力度短期不会放松

尽管经济存在大幅下滑的风险,但考虑到不断高企的物价,政策紧缩力度短期之内是不会放松的。

今年一季度的国民生产总值(GDP)同比增长高达9.7%,即便是一季度GDP环比折年率也达到8.7%,离8%的年度经济增长目标还有相当大的差距,而通货膨胀率却依然高达5%以上甚至会突破6%,所以宏观调控重点短期之内还不会由抑制物价上涨转向促进经济增长。进一步来看,考虑到今年10月份之前

CPI一直维持在5%以上的高位,而今年三季度GDP增速未必能够落到9%以下,因此,在今年10月份之前,政策紧缩力度也就没有放缓的可能。尽管政府在作出一定的政策微调,比如:央行在公开市场操作方面持续净投放流动性,发改委放松对城投债的审批,银监会加大对中小企业贷款的扶持力度等等,但政策总体的紧缩力度不会放松,尤其是准备金率还将继续提高,而利率工具随时也可能重启。

需要说明的是,考虑到当前准备金率已经被提到前所未有的高度,准备金率对货币信贷的抑制作用越来越大,从而降低信贷的可获得性,间接会起到加息的作用,所以央行下一阶段可能会更多地运用准备金率工具,利率工具会尽量少用甚至不用。

(作者单位:广发证券)

趋势贬值将是美元下半年主旋律

中金公司

我们认为,虽然美元已经处于较低水平,但使得美元中期趋势贬值的压力仍然存在。下半年,美元趋势贬值仍将是主要汇率走势波动的大背景。以下几个因素将主导美元走势:

一、市场将对有对风险资产的偏好,美元承压。

美国经济增长非常强劲或者美元的“安全岛”资产特性得以体现时,美元会升值。当美国经济出现危机,但全球其它主要地方并无危机,美国经济基本面的恶化给美元带来贬值的压力(正如美元在2007年~2008年次贷危机中贬值)。当美国经济处于增长但增长较为温和且其它国家增长较快(特别是新兴市场国家)时,投资者对风险资产的偏好会带给作为安全资产的美元贬值压力。

基于中金宏观组对美国温和增长的判断,我们认为新兴市场国家硬着陆风险不大,而全球经济持续复苏,因此美元仍有下行的压力。

二、宽松的货币条件不会随第二轮货币宽松(QE2)的结束而消失,美国将持续其宽松货币政策。

目前美国5月份通胀率已高达3.4%。近期大幅提升的能源价格推升了整体消费者价格指数。在核心通胀率处在1.5%的水平(2%)和失业率高达9%的情况下,美联储明年中之前开始收紧货币政策的可能性不大。美国货币政策与核心通胀有更大的关联,5月份核心通胀的上涨主要由于除家庭以外住所(月环比2.9%)、机动车(月环比1.0%)与服装(月环比1.2%)的价格上扬导致,由历史数据看,除家庭以外住所和

服装价格波动很大,很有可能在未来几个月回落。而机动车价格上涨主要是受日本地震引起的机动车供给短缺影响,随着日本地震影响的减弱,机动车价格也可能在第三季度回落。可见5月份核心通胀的超预期上升主要是由暂时性因素引起的。

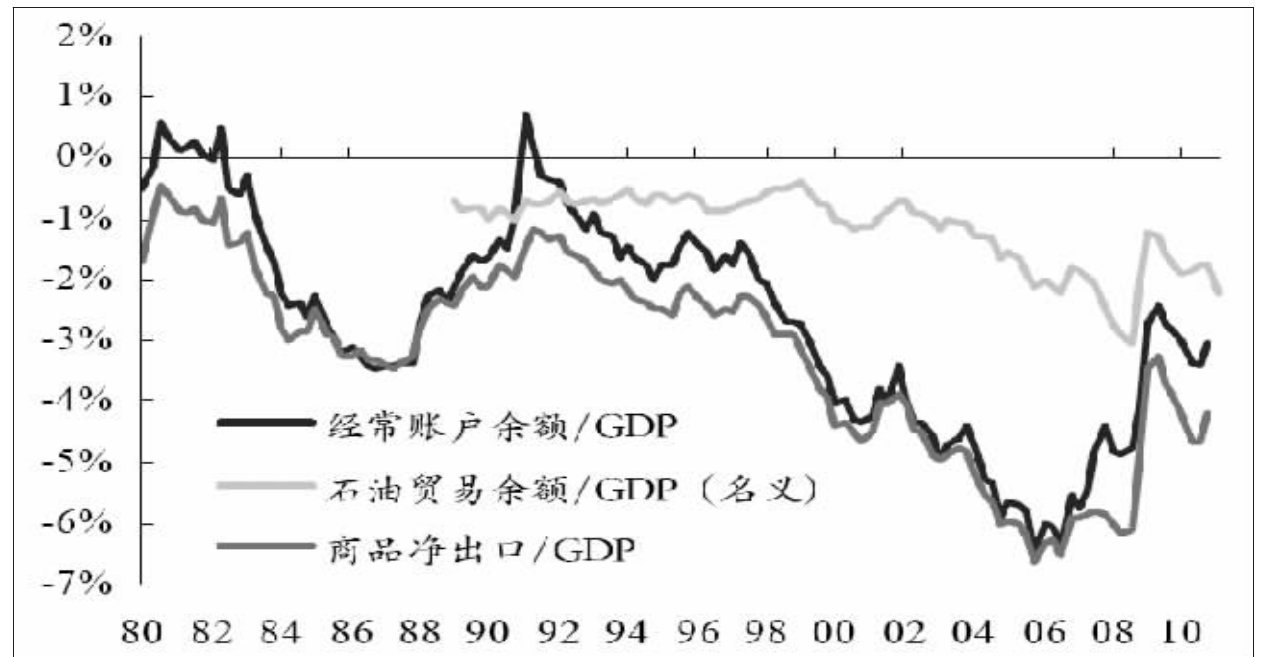
中金大宗商品组认为,在短期油价可能回落的前提下,即使将油价上涨与全球经济放缓已影响到需求这一因素除开,非欧佩克国家石油供应增长也无法跟上全球需求增长的步伐,原油价格到年底将略高于当前的水平。由于油价上涨的空间有限、较大的产出缺口、高失业率等因素,整体通胀和核心通胀率未来迅速升高的可能性较低,加息的需要并不迫切,美国经济的基本面状况仍然需要一个低利率的环境。

三、对财政赤字的担忧和对财政紧缩的预期会对美元产生下行的压力。

目前,美国公共债务已经非常接近14.29万亿美元的上限。美国财政部正通过包括停止发行新债券、冻结对联邦退休基金和残疾人基金的投资等多种手段使美国债务在7月中旬保持在债务上限以内,而超出预期的高税收收入可以到期期限推迟至大约8月2日。美国财政部表示,如果两党无法就提高美国目前14.29亿美元的法定借债上限达成协议,到8月2日,美国很可能因无法偿付利息而债务违约。尽管这需要一段时间的讨论,预期美国将提升借款上限,但这个因素不太可能会引发美元动荡。

但是对财政赤字的担忧和对财政紧缩的预期会对美元产生下行的压力。目前美国政府正在紧锣密鼓地商议财政紧缩计划,虽

石油贸易逆差、经常账户余额与贸易余额



资料来源: Haver, 中金公司研究所

然共和党与民主党均赞同实行财政紧缩,但两个预算案在赤字目标和税收问题上有很大分歧,在具体的执行方案上还未达成共识。白宫新预算显示从今年10月起至2012年末将减赤GDP的3.9%,赤字将由2011年的11%减到明年的7%左右。

随着经济的逐步复苏、雇用状况的逐渐改善,美国消费将进一步复苏。由于美国的制造业并无结构性的扩张,美国的消费结构和习惯也未发生改变,潜在的商品消费需求增长将使得经常账户占GDP比重与石油贸易逆差占GDP比重的差距扩大。

四、美国经常账户逆差将继续扩大,对美元造成下行压力。

危机以来,美国经常账户逆差有很大改善,由2006年的占GDP的6.5%到目前的3%,主要反映的是危机中财富的缩水、雇用状况和对未来经济收入前景的不确定性。这些因素使得人们的消费意愿降低、经

常账户占GDP比重与石油贸易逆差占GDP比重的差值降到自2000年来的低位,石油贸易赤字占经常账户赤字近2/3的规模。

随着经济的逐步复苏、雇用状况的逐渐改善,美国消费将进一步复苏。由于美国的制造业并无结构性的扩张,美国的消费结构和习惯也未发生改变,潜在的商品消费需求增长将使得经常账户占GDP比重与石油贸易逆差占GDP比重的差距扩大。

就石油逆差而言,自从2002年进入“commodity boom”的时代起,美国石油贸易逆差随着石油价格的上涨而上涨。虽然美国经济增长有所缓和,但处于高位的石油价格使得石油贸易顺差大幅减小的可能性不大。大宗商品组认为目前布伦特石油价格均衡值为105美元/桶,短期内油价可能会下调至该水平;到

2011年底,一方面由于欧佩克的有效闲置产能将十分有限限制供给,另一方面全球经济将放缓使得石油需求小幅下降,但总体来说,2011年下半年石油市场仍将处于供不应求的状态,在短期石油价格可能回调的情况下,他们认为2011年年底布伦特油价将达到119美元/桶。与目前油价在114美元/桶相比,油价到2011年底基本维持中立可能使得石油逆差维持在一个较为稳定的水平。

五、风险。

以下几个因素之一发生可能导致美元的升值:美联储提前采取货币紧缩政策,实际利率大幅上扬;美国股市吸引大量资本流入(非外汇储备投资需求);目前希腊债务状况恶化和债务重组发生或西班牙成为投资者担忧的焦点;新兴国家通胀高于预期,政策紧缩过度造成经济硬着陆,造成避险情绪的上扬等。