

基于业绩及经济周期的行业配置研究

●对非金融类上市公司业绩研究分析,我们发现非金融类上市公司业绩面临较大的成本压力、财务风险增长。同时存货、经营现金流、工资等指标表明微观层面的企业和个人消费者目前对通货膨胀预期较为强烈。

●根据 Martin J.Pring 经济周期六阶段理论,笔者认为目前 A 股市场就处于第五阶段或者是第四阶段向第五阶段的转变过程。因此,在行业中应该重点配置:上游原材料包括黄金、能源;通胀影响较小行业包括医药、食品,以及计算机、半导体等科技创新类股票。同时对化学原料、化学制品、塑料、橡胶、电气设备、仪器仪表、白色家电、视听器材、环保、水务、种植业、保险、银行等业绩增长较快的子行业予以关注。

◎东北证券金融与产业研究所

构建股票池可以在确定参考基准(以沪深 300 指数为基准)情况下采用自上而下的方法确定超配行业,然后对比基准指数,在沪深 300 成份股基础上进行行业配置的修正并最终确定股票池。也可以通过自下而上的方法,对个股基于成长性、价值性或者从各类主题投资角度确定股票池。最后,根据股票池个股的估值等情况确定买点 and 卖点完成投资流程。本文从上市公司最新业绩表现以及经济周期不同阶段对应的行业轮动角度,自上而下的进行行业配置研究。

一、2007 年年报和 2008 年一季度上市公司业绩分析

1. 上市公司整体业绩和行业特征
剔除目前暂停上市、2008 年 4 月份后新上市个股以及两家 ST 威达和九发股份)未披露 2007 年年报的上市公司,我们建立包括了中国石油在内的 1519 家上市公司作为考察样本集合,分析上市公司整体及行业的业绩变化情况。取净利润(此处指扣非后的净利润),等同于新准则下的“归属于母公司所有者的净利润”进行分析,从申万 23 个一级行业来看,所有行业 2007 年净利润同比增长均有不同程度的增长。其中化工、黑色金属、食品饮料、交通运输、金融服务、餐饮旅游、纺织服装、医药生物、轻工制造、信息服务、交通运输等行业 2007 年净利润同比增长率均高于 2006 年有不同程度的提高,家用电器和电子元器件行业 2007 年更是实现了扭亏为盈。

对上市公司 2006 年第四季度至 2008 年第一季度单季利润表进行分析,取可比的 1408 家样本(不包括中国石油、中国人寿等单季利润表有缺省值的上市公司)进行分析,可知可比的 1408 家上市公司 2008 年一季度净利润同比增长率为 36.78%,环比增速为 16.05%。总体而言,上市公司 2008 年第一季度财务数据呈现同比和环比双增长态势,但是对比 2007 年第一季度环比 30.47%的增速而言,2008 年第一季度的环比增速有下降趋势。就行业而言,房地产、零售、电力等行业环比增速下降是驱动 2008 年一季度行业环比增速整体下降的主要原因。

2. 三类值得关注的行业组合
对 23 个一级行业、80 个二级行业的业绩表现分类,根据 2008 年一季度业绩同比增长、2008 年一季度业绩环比增速、2007 年一季度业绩环比增速三个指标,初步确定业绩有较好表现的 26 个二级行业。其中可以分成三类:

第一类,2008 年一季度业绩同比增长大于 25%,且 2008 年一季度环比增速大于 15%的二级行业,共

有塑料、其他采掘、视听器材、银行、水路运输、白色家电、煤炭开采、化学制品、化学制药、饮料制造、种植业、汽车整车、铁路运输、保险等行业,这类行业可以称作业绩快速增长型行业。

第二类,2008 年一季度业绩同比增长大于 25%,2008 年一季度环比增速小于 15%,但是 2008 年一季度环比增速大于 2007 年一季度环比增速。这类行业表现为业绩存在季度周期性,但同时整体业绩无论是同比增速还是环比增速均有增长,例如化学原料、医疗服务、纺织、综合、物流、贸易、电气设备、仪器仪表、环保、橡胶等行业。

第三类,2008 年一季度业绩增速在 10%与 25%之间,同时 2008 年一季度、2007 年一季度环比增速均大于 10%的行业。这类行业业绩增速虽然并不十分突出,但增长稳定,比如水务、医药商业等行业。

上述三类行业共有 441 家上市公司,对应的 2008 年一季度同比增长率 82%、2008 年一季度环比增速 55%、2007 年一季度环比增速为 53%,要明显优于 1408 家上市公司的整体表现。

3. 非金融类上市公司利润增速下降原因分析

以 1408 家上市公司中剔除 25 家金融服务类上市公司后 1383 家公司作为样本,对其业绩进行分析。这 1383 家非金融类上市公司 2008 年一季度净利润同比增长率为 8.41%,而 1408 家整体 2008 年一季度同比增长率为 36.78%。究其原因有:

第一、上市公司利润向金融服务类企业集中。1408 家上市公司 2008 年一季度对应的归属母公司净利润为 1725 亿元,其中 25 家金融服务类企业的净利润为 862 亿元,同比增长率为 85%,从而导致 1383 家非金融企业的净利润总计才 864 亿元,同比增长率为 8.41%。因此,目前金融资本相对实业资本可能更多的占有利润报酬的现象对于实体经济的发展趋向,值得关注。

第二、营业成本增速大于营业收入增速,通货膨胀下成本增加压缩了利润空间,并且有进一步加剧的可能。2008 年一季度营业收入同比增长率为 27%、小于营业成本 30%的同比增速。同时就环比数据而言,营业成本环比数据也要大于营业收入,因此,非金融类企业在通货膨胀背景下,营业成本有进一步加剧可能。

第三、人力成本正在加大,通胀忧虑难解。从现金流量表中“支付给职工以及为职工支付的现金”项目来看,2008 年第一季度同比支出增长了 32.65%,远高于净利润 8.41%的增长速度,也高于营业收入 27.19%的速度。从职工收入增长角

度看,我们有理由担心原本所谓全球原材料涨价导致的输入型通胀,在需求层面也得到更强的支撑。并且也有理由担心由于上市公司职工收入同比 32.65%的增速,高于全社会平均工资的增速,从而引发“双部门”下的结构性通胀。因此,仅此人力成本变化一项,足以让我们对通胀的运行趋势产生担忧。

第四、三项费用齐头并进,担忧企业费用进一步增加。上市公司三项费用的增加,其中销售费用增长了 23.42%、管理费用增长了 25.05%、财务费用增长了 13.8%,费用增长对上市公司业绩带来直接冲击,三项费用能否下降则有待进一步观察。

第五、存货增加、经营性现金流减少,企业在通胀下生存面临“双刃剑”风险。在通胀背景下,增加库存待价而沽、减少现金存量增加银行借款,都是规避通胀、应对实际利率为负的基本对策。这一方面表明在上市公司层面可能早就形成了通胀预期,另一方面则可能对上市公司财务安全产生威胁。因此,上市公司对于未来可能发生的经济减速、存货积压、现金流不足、财务费用增加、银行逼债等诱发的财务风险存在估计不足现象。

二、经济周期下行业配置分析

1. 经济周期不同阶段的美国经验
从投资角度,可以根据三类资产(股票、债券、商品)对经济周期的不同阶段进行分类,笔者认为目前我国市场就处于第五阶段或者是第四阶段向第五阶段的转变过程中。并且未来通货膨胀高位运行将面临债券

的轮动规律,但是有时候 6 个阶段中的个别阶段会被跳过或者个别阶段的某类资产规律与所分析的不一致。比如 1966 年 10 月份美国经济周期的第六阶段,三类市场均处于熊市,但是紧接着债券、股票就直接进入牛市而只有商品维持熊市格局,即跳过了第一阶段而直接进入了第二阶段。

经济部门一般可以由公用事业、金融、运输、电信、日常消费品、可选消费品、医疗保健、技术、工业、原材料、能源等行业组成,Martin J.Pring 等对于那些历史数据只能回溯到 1989 年而不能回溯到 1955 年的经济部门,在实证处理中采用单个行业组替代经济部门。即金融由银行业替代、日常消费品用食品行业替代、技术部门用计算机硬件替代等,然后考察标准普尔综合指数以及行业指数在各个阶段的平均收益情况。实证表明,美国股市各行业之间在不同阶段具有轮动特征。就第五阶段而言,能够获得较大正收益的分别是原材料、能源、黄金等对冲通胀的行业以及医药、技术等与通胀关

联度不高的行业;当进入第六阶段,即债市、股票、商品均走弱时,能博取正收益的仅有医药、黄金类个股。

2. 现阶段 A 股行业配置思路
1) A 股目前所处阶段解读
对应 Martin J.Pring 对美国国经济周期的分类,笔者认为目前我国市场就处于第五阶段或者是第四阶段向第五阶段的转变过程中。并且未来通货膨胀高位运行将面临债券

的轮动规律,但是有时候 6 个阶段中的个别阶段会被跳过或者个别阶段的某类资产规律与所分析的不一致。比如 1966 年 10 月份美国经济周期的第六阶段,三类市场均处于熊市,但是紧接着债券、股票就直接进入牛市而只有商品维持熊市格局,即跳过了第一阶段而直接进入了第二阶段。

经济部门一般可以由公用事业、金融、运输、电信、日常消费品、可选消费品、医疗保健、技术、工业、原材料、能源等行业组成,Martin J.Pring 等对于那些历史数据只能回溯到 1989 年而不能回溯到 1955 年的经济部门,在实证处理中采用单个行业组替代经济部门。即金融由银行业替代、日常消费品用食品行业替代、技术部门用计算机硬件替代等,然后考察标准普尔综合指数以及行业指数在各个阶段的平均收益情况。实证表明,美国股市各行业之间在不同阶段具有轮动特征。就第五阶段而言,能够获得较大正收益的分别是原材料、能源、黄金等对冲通胀的行业以及医药、技术等与通胀关

联度不高的行业;当进入第六阶段,即债市、股票、商品均走弱时,能博取正收益的仅有医药、黄金类个股。

2. 现阶段 A 股行业配置思路
1) A 股目前所处阶段解读
对应 Martin J.Pring 对美国国经济周期的分类,笔者认为目前我国市场就处于第五阶段或者是第四阶段向第五阶段的转变过程中。并且未来通货膨胀高位运行将面临债券

的轮动规律,但是有时候 6 个阶段中的个别阶段会被跳过或者个别阶段的某类资产规律与所分析的不一致。比如 1966 年 10 月份美国经济周期的第六阶段,三类市场均处于熊市,但是紧接着债券、股票就直接进入牛市而只有商品维持熊市格局,即跳过了第一阶段而直接进入了第二阶段。

食品饮料	饮料制造	化学原料	水路运输
	化学制药	医疗服务	交通运输
医药生物	化学制品	塑料	医药商业
	物流	橡胶	铁路运输
	煤炭开采	电气设备	交运设备
采掘	其它采掘	仪器仪表	汽车整车
		白色家电	金融服务
		视听器材	保险
		家用电器	银行
		公用事业	农林牧渔
			种植业
			商业贸易
			贸易
			纺织服装
			纺织
			水务

经济周期六阶段对应债券、股票、商品牛市理论

经济周期阶段	描述	债券	股票	商品
第一阶段	经济衰退、资金和商品需求下降,债市走牛,股市、商品走熊。	牛市	熊市	熊市
第二阶段	资金和原材料成本持续低位,债市继续走牛、商品低位运行,经济开始恢复;股市发挥晴雨表作用,开始回暖。	牛市	牛市	熊市
第三阶段	经济全面回暖,债市、股市、商品全面走牛。	牛市	牛市	牛市
第四阶段	经济增长进入高峰,资金、商品成本快速上升,债市开始走熊;上市公司业绩大幅增长,股市、商品维持牛市。	熊市	牛市	牛市
第五阶段	经济过热、信贷紧缩,债市走熊;股市再次发挥晴雨表功能,也逐渐步入熊市;商品作为对冲通胀资产,进入顶峰阶段。	熊市	熊市	牛市
第六阶段	紧缩货币,经济盛极而衰,债市熊市格局未变;经济下滑,上游原材料需求下降,股市、商品双双走熊。	熊市	熊市	熊市

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:4月27日-5月13日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	报告类型	发布时间	2008 报告预期		2009 报告预期		2008 一致预期		2009 一致预期		目标价	5月13日收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
000039	中集集团	国泰君安	谨慎增持	点评报告	5-9	--	--	--	--	1.118	14.128	1.277	12.367	17.73	15.79
000931	中关村	海通证券	中性	点评报告	5-7	0.240	58.500	0.370	37.946	0.240	58.500	0.370	37.946	--	14.04
600844	丹化科技	中金公司	推荐	一般报告	5-6	0.320	98.313	0.680	46.265	0.290	108.483	0.730	43.096	--	31.46
600844	丹化科技	平安证券	强烈推荐	深度报告	5-6	0.230	136.783	0.830	37.904	0.290	108.483	0.730	43.096	43.20	31.46
900921	万科 B 股	中金公司	推荐	一般报告	5-6	0.320	5.069	0.680	2.385	--	--	--	--	--	1.62
600690	青岛海尔	中投证券	中性	一般报告	5-5	0.620	22.581	0.780	17.949	0.670	20.896	0.846	16.558	12.40	14.00
600499	科达机电	平安证券	强烈推荐	深度报告	4-30	0.784	28.125	1.659	13.291	0.764	28.849	1.178	18.712	--	22.05
600060	海信电器	广发证券	持有	点评报告	4-30	0.451	22.151	0.520	19.212	0.516	19.378	0.732	13.654	8.10	9.99
601318	中国平安	广发证券	买入	点评报告	4-30	2.150	29.219	2.390	26.285	1.998	31.440	2.347	26.764	82.61	62.82
000707	双环科技	广发证券	持有	点评报告	4-29	0.831	19.266	1.211	13.220	0.935	17.130	1.225	13.073	17.00	16.01
600320	振华港机	西南证券	增持	点评报告	4-28	1.600	9.738	1.900	8.200	0.893	17.446	1.103	14.127	--	15.58
000800	一汽轿车	海通证券	增持	点评报告	4-28	0.680	21.324	0.760	19.079	0.574	25.264	0.695	20.849	--	14.50
002197	证通电子	平安证券	强烈推荐	深度报告	4-27	0.700	27.957	0.990	19.768	0.706	27.736	0.980	19.964	24.50	19.57
600331	宏达股份	光大证券	无	一般报告	4-27	1.130	32.133	1.630	22.276	1.251	29.034	1.547	23.468	--	36.31

说明:“首次关注”品种由于市场认知度不高往往非对称信息体现得较为

明显,在知情者交易向公众化交易过渡过程中黑马频出。我们从两个角度追踪它们的动向,一是利用机构研究

报告揭示出的“首次关注”为筛选逻辑,但应注意到的某机构出具的首次关注品种可能已是其他机构早

已纳入关注范畴的品种;二是从全部卖方机构的研究成果中筛选出一个周期内第一次被机构纳入研究关注

范畴的品种(即首篇报告)。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

■信息评述

人民银行公布 4 月份货币信贷数据

央行日前公布了 4 月份金融数据,4 月末我国广义货币供应量(M2)余额为 42.92 万亿元,同比增长 16.94%,增幅比上年末高 0.2 个百分点,比上月末高 0.65 个百分点。4 月人民币贷款增加 4639 亿元,同比多增 419 亿元。

安信证券:

尽管 4 月份新增贷款规模同比增大,但是这很难表明央行将在近期放松信贷控制。4 月份 CPI 涨幅仍然处在较高水平,同时受国际大宗原材料价格影响,PPI 指数也不断加速上涨。在如此巨大的通胀压力背景下,短期内央行不太可能放松目前的紧缩性货币政策。4 月份单月贷款规模较大,但这似乎如同今年 1 月份一样,仅仅是在信贷控制背景下的月度波动。未来几个月,信贷增长很可能重新回到较低水平。因此,很难据此判断会对目前市场紧张的流动性供需状态产生根本扭转,而实体经济所承受的资金紧张压力也不太可能根本改善。

从细项数据来看,居民户贷款增加 724 亿元,同比少增 512 亿元,这可能与当期房地产疲软相关。非金融性公司及其他部门贷款增加 3915 亿元,同比多增 931 亿元,考虑到同期市场利率很可能仍在不断抬升,因此,这很可能也显示实体经济对资金的需求非常旺盛。

4 月份 M2 与信贷增速差高达 2.2 个百分点,这一方面可能反映 4 月份我国新增外汇储备规模较大:在顺差规模同比回落背景下,这很可能显示国际资本流入规模有所增大;另一方面,这也一定程度可能与银行部分负债由非 M2 项(如不纳入广义货币的存款)转入 M2 项内有关。实际上从存款来看,4 月份居民户存款增加 992 亿元,同比多增 2666 亿元,这一定程度可能反映了股票市场的“羊群效应”导致大量资金从保证金存款转移到储蓄存款。而 4 月份非金融性公司存款增加 2624 亿元,同比少增 113 亿元,这也可能与实体经济资金紧张相关。

海通证券:

可以从如下方面解读此次金融数据:第一,M1 和 M2 没有延续一季度的下降趋势,增幅分别比上个月高 0.8 和 0.65 个百分点,人民币贷款也有所反弹,增幅超过上年同期,表明中国经济依然面临货币供应量偏多和信贷反弹压力;第二,外汇贷款继续大幅增加,这主要受资金紧张压力和外汇套利所驱动。居民存款相比去年同期有较大增加,反映了证券市场对于居民存款的吸引力在减弱。

国信证券:

货币政策的指导方针不会改变,央行仍将执行从紧的货币政策。尤其是在信贷控制取得阶段性成果后,央行有望略放宽松。尤其是最近三个月,广义货币增速被控制在 16%-17%之间,接近央行前几年所希望的 16%水平。从我们的研究结果可以发现,CPI 走势与 M2 的相关性极大,基本上是 M2 滞后 CPI12 个月左右。如果 M2 能持续目前低于 17%的水平,可以减轻央行加息压力,但我们强调,如果经济不确定因素降低,经济走稳,央行将会通过加息来降低公众对通货膨胀的预期,这是其一。

其二是,M2 增速下降有助于减轻央行加息压力,但全年通胀预期在 7%以上,预期明年 CPI 回落也较为有限。在负利率越来越大情况下,央行加息是迟早的事。对加息的具体时间,我们判断,如果二季度整体经济走势比市场预期的好——这也是我们一直的观点,而 CPI 未来数月内应该会如期回落,但回落幅度不会很大,央行要是选择加息的话,时间很可能是在 6 月底。

国家统计局公布 4 月份消费数据

国家统计局日前公布的统计数据显示,4 月份当月,我国实现社会消费品零售总额 8142 亿元,同比增长 22.0%。分地域看,城市消费品零售额 5559 亿元,同比增长 22.9%;县及其以下零售额 2583 亿元,增长 20.1%。

东方证券:

就名义同比增长速度看,4 月份社会消费品零售总额增速创出近 10 年来单月最高,而从扣除价格因素后的实际增速看,较上月提高 0.3 个百分点,在近年来的单月增幅中只低于去年 12 月份的水平,今年前四个月的实际增速总体呈现出小幅上升趋势。

就 5 月份的增长预期看,由于今年“五一”休假制度变化,可能会给 5 月份的消费增长带来一些负面影响。我们预期 5 月份消费品零售额名义同比增速会下降至 21%左右,实际同比增速会下降至 13.5%左右。但从更长一点的时间看,随着未来物价指数可能出现的回落,消费品零售额名义同比增速将趋于回落。但实际值的同比增速则可能趋稳或略有上升,全年实际增速将比去年上升 0.5 个百分点左右。

中金公司:

4 月份,全国社会消费品零售总额名义同比增速 22%,剔除价格因素后实际增速约 13.0%。名义与实际消费增速均有所攀升,符合预期。涨价幅度较高的肉蛋与粮油等部分食品消费依然疲弱;家具类消费增速有所反弹,但建筑及装潢材料类消费依然低迷;奢侈品(金银珠宝类)消费则维持较为强劲的增长,尽管汽车略有回落。展望全年,伴随居民收入继续保持较快增长、奥运效应,消费实际增速有望继续保持强劲,维持今年社会消费品零售实际增长 13.0%的判断。

国金证券:

本月消费增速的上升,除了受到物价上涨影响,清明放假导致的节日消费、实际消费增速强劲也是重要的原因。不过从城乡结构来看,实际消费增速上升主要是由城市消费推动。值得注意的是,农村同城市消费增速的背离,显示低收入群体对物价上涨的承受能力已经开始下降。虽然消费的名义增速再创新高,但是从消费的城乡结构和行业结构来看,我们认为高物价对消费的影响正在加剧,这特别体现在承受能力较低的农村居民中。

我们认为由于前期居民收入增长较快,今年的消费增长仍然具有较好基础。预计随着未来物价增速回落,消费名义增速将逐渐放缓,但这会有利于消费实际增长。而如果出现新的涨价因素,导致物价继续攀升,那么农村和非生活必需品的消费可能会受到一定程度的抑制。