

2008.08.25

## 周期性行业反思（下）——何时才是低点

✍ 章锦涛

☎ 21-38676898

✉ zhangjintao@gtjas.com

## 本报告导读：

- 近期周期性行业大跌，本报告力图自上而下的阐述为何我们在中期时就减配周期性行业，并对未来投资机会做出判断。

## 摘要：

- 在之前的报告中我们已经自下而上分析了五大周期性行业，并对他们进行了排序，在本次报告中我们力图解决以下五个关于周期性行业的问题：
- 中国近年经济增长动力何在？
- 2002 年后，由于重化工业、房地产业的高速发动，固定资产投资出现快速增长，制造业和房地产业成为经济增长的新动力。不过我们也发现中国投资的效率在不断降低。
- 现在处在经济周期的什么阶段？
- 2001 年后的中国经济周期中，到 07 年都一直处于上升周期中，面对复杂的内外经济形势，08 年可能仅是下降周期的开始，09 年经济会更差，09 年后的调整时间需要再判断。
- 现在的经济形势从经济结构、外部情况来说，与 01 年是可比的。
- 企业利润增速会有多差？
- 根据我们数量化的分析，工业企业利润增速完全可以用 PPI、工业增加值、主营业务利润/利润总额比率三个指标来解释，解释力度可以达到 90% 以上。
- 在我们较悲观的假设下，09 年工业企业利润增速为 7.1%，即使在我们最悲观的假设预期下，工业企业利润也很难为负。
- 当工业企业利润增速下降到个位数的时候，除银行外的上市公司利润增速很可能是负增长，09 年银行业利润增速不会超过 30%，因此上市公司整体利润增速也会下降到个位数。
- 何时才能投资周期性行业？
- 如果现在碰到的是资源瓶颈导致的经济减速，那么重新恢复高增长则需要很长的时间。
- 长期来看，周期性行业反转的契机在于国际大宗商品维持高位或者大幅下跌，而中国经济增速重新开始提高。
- 从短期来看，区域的、局部的周期性行业反弹会在 4 季度以后开始出现。
- 与国际比较，周期性行业现在 PE 估值是否够低？
- 国外的周期性股票盈利处在历史高位，而他们的主要下游厂商之一的汽车已经明显显现出疲态，需求的减弱会逐步蔓延，估值会呈现先低后高的走势，中国现在的周期性行业的低 PE 反映的是对 09 年

在《周期性行业反思（上）——策略观点 PK》中，我们认为：

钢铁行业供需平衡非常脆弱，未来两年我国钢铁行业产能很可能会超出预期。

我们判断美元下半年可能会反弹，从而导致原油和有色价格开始下跌，形成中期头部。

由于产能的规划与限制，部分景气的纸种存在被错杀的可能。

基础化工行业整体投资需要谨慎。但该行业子行业众多，局部机会仍然存在。

09 年，水泥需求会进一步减少，那么即使考虑落后产能的淘汰，水泥行业也可能供过于求。

排序依次为：造纸、基础化工、建材、钢铁、有色。

## 相关报告

周期性行业反思（上）——策略观点 PK  
(08.08.04)

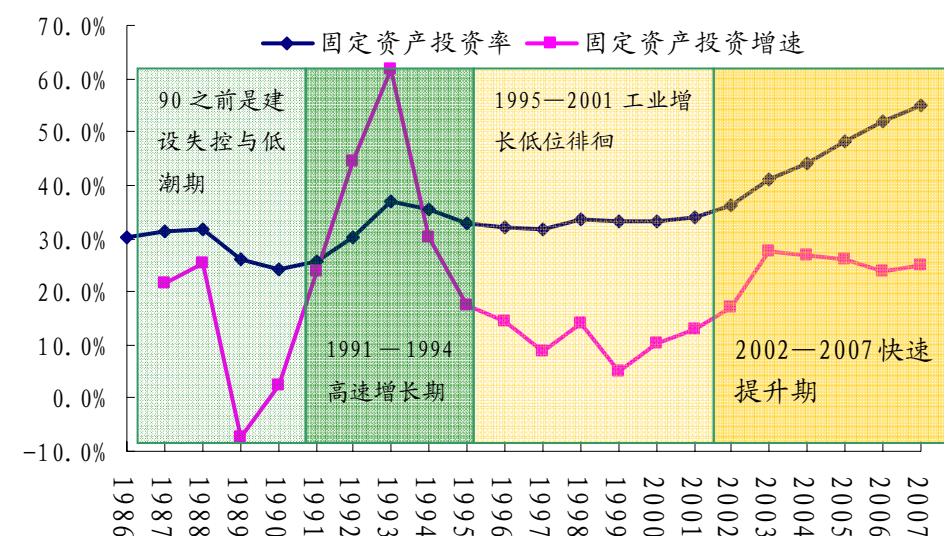
在《周期性行业反思（上）—策略观点 PK》中我们已经详细分析了五大周期性行业各自的成本压力、供需情况、产能数据等问题，这次我们将从自上而下的角度来分析中国周期性行业，并以此对未来行业的投资机会提出建议。

## 1. 中国周期性行业如何周期以及近年的驱动因素？

1984—1988，中国经历工业基本建设投资失控的阶段；经过 1988—1990 年的低潮，小平南巡以后，工业投资经历了 1991—1994 年的高速增长阶段；1995—2001，整个工业投资增长幅度基本处在低位徘徊阶段；**2002 年后，由于重化工业、房地产业的高速发动，固定资产投资出现快速增长，制造业和房地产业成为经济增长的新动力。**

01 年以前，我国固定资产投资率一直维持在 30%—35% 之间，02 年开始，我国固定资产投资率从 36.1%，迅速上升到 52.2%，但是我国固定资产投资效果也明显出现下降。

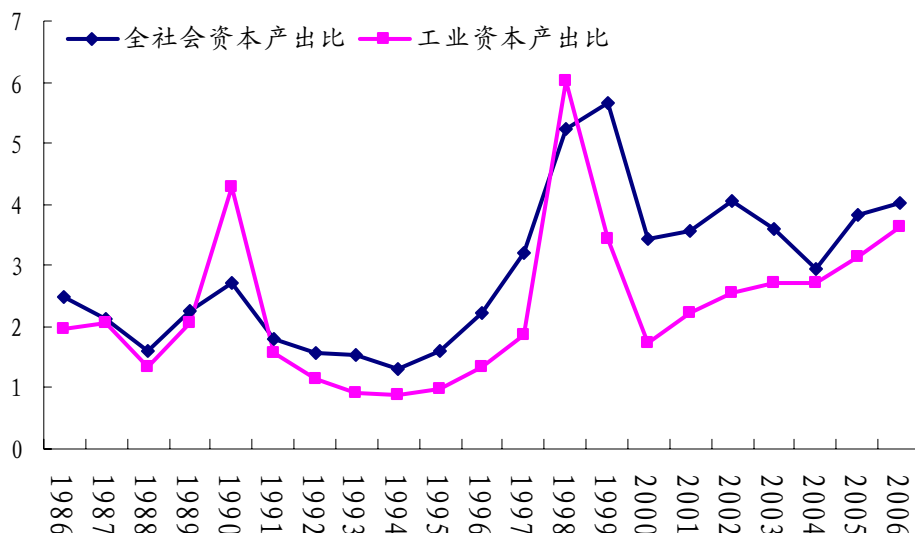
图 1：02 年后我国固定资产投资率进入快速提升过程



注：固定资产投资率是指固定资产投资总额除以 GDP，反映的是固定资产投资的经济贡献

数据来源：国泰君安研究所

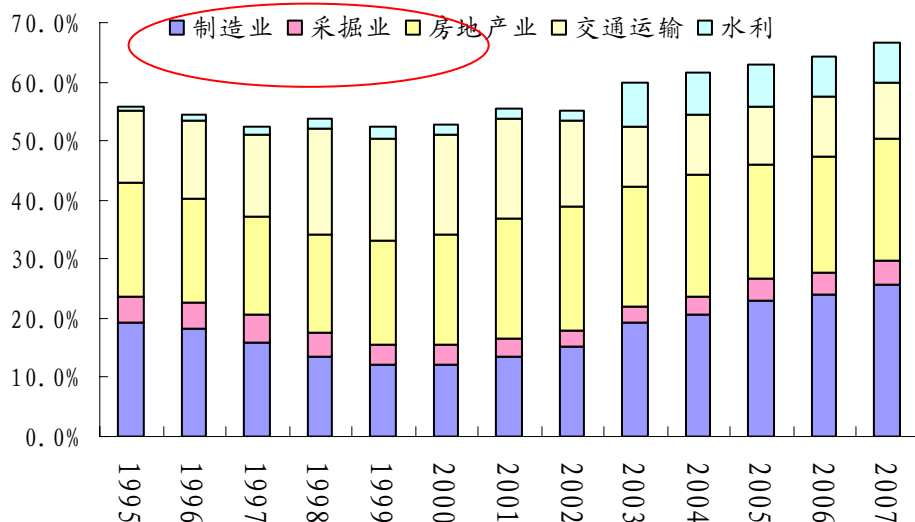
图 2：02 年后我国工业固定资产投资效果迅速降低



注：资本产出比是指：某时期固定资产投资额与当期的国民收入增加值的比值，是固定资产投资效果系数的倒数。

数据来源：国泰君安研究所

图 3：02 年以后房地产和工业在固定资产投资额度中的比例越来越大



资料来源：wind 咨询，国泰君安研究所

## 2. 中国周期性行业现在所处何处？

### 2.1. 现在处于经济周期的什么位置？

新中国成立以来，1953 年开始大规模工业化建设至今，经济增长的波动基本上经历了 10 个周期，1978 年改革开放以后，经济波动性明显减小，而且经济周期的波动性也从古典型周期转变为增长型周期（即在经济周期下降阶段，GDP 不会减少，而是增速下降）。

02 年以后中国经济周期进入新的阶段，经济增速连续高位平稳增长，上升持续的时间也明显高于前几年，08 年经济增速肯定会低于 07 年，同时面临如此严峻的内

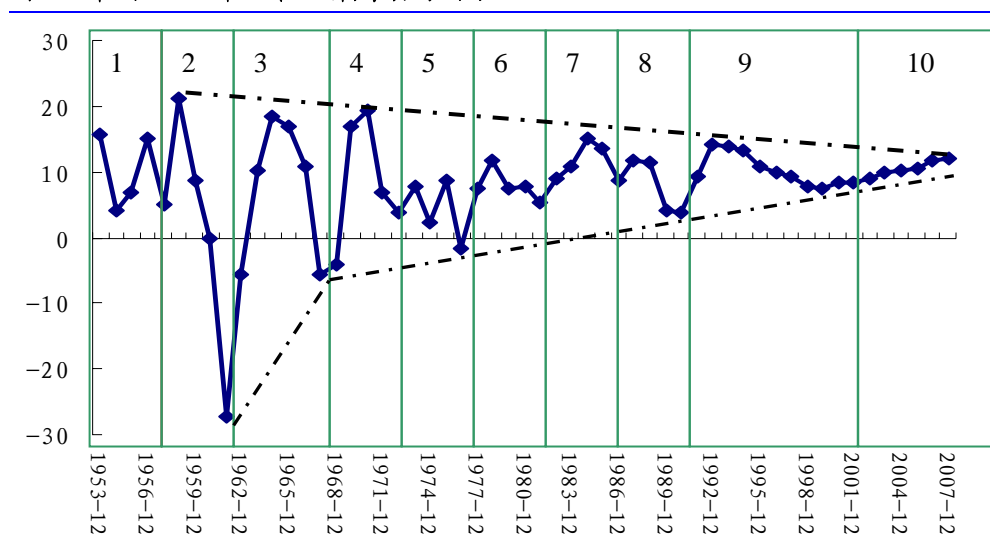
外形势，可以认为 08 年仅是下降周期的开始，09 年的经济会更差，09 年以后的情况需要再判断。

表 1:中国经济周期时间划分

周期序列号	起止年份	上升阶段年数	下降阶段年数
1	1953—1957	2	2
2	1958—1962	1	3
3	1963—1968	2	3
4	1969—1972	2	2
5	1973—1976	2	2
6	1977—1981	2	3
7	1982—1986	3	2
8	1987—1990	1	3
9	1991—2001	2	7
10	2002—	6	0

资料来源：经济蓝皮书，国泰君安研究所

图 4: 中国 1950 年以来经济周期的划分



资料来源：国泰君安研究所

## 2.2. 与之前哪个阶段更为相似？

首先，90 年代以后整个中国经济的增长质量都和之前完全不同。从图上可以看出，90 后经济增长的波动性开始减少，增长型的波动周期体现得更为明显。

其次，与 95 年开始经济的调整不同。95 年经济面临的通胀压力之高，明显高于现在，当时整体经济与世界经济的结合程度还非常低。

最后，我们认为现在的情况（08、09）和 01 年更为相似（不同的是 01 年后需求开始增加，而现在是需求开始减少）：

- （1）01 年是离现在最近的经济增速下降的年份，经济结构更为相似；
- （2）01 年的问题是需求的问题，04、05 年的经济问题主要在于产能过剩，04、05 经济周期其实是在上升周期里的；

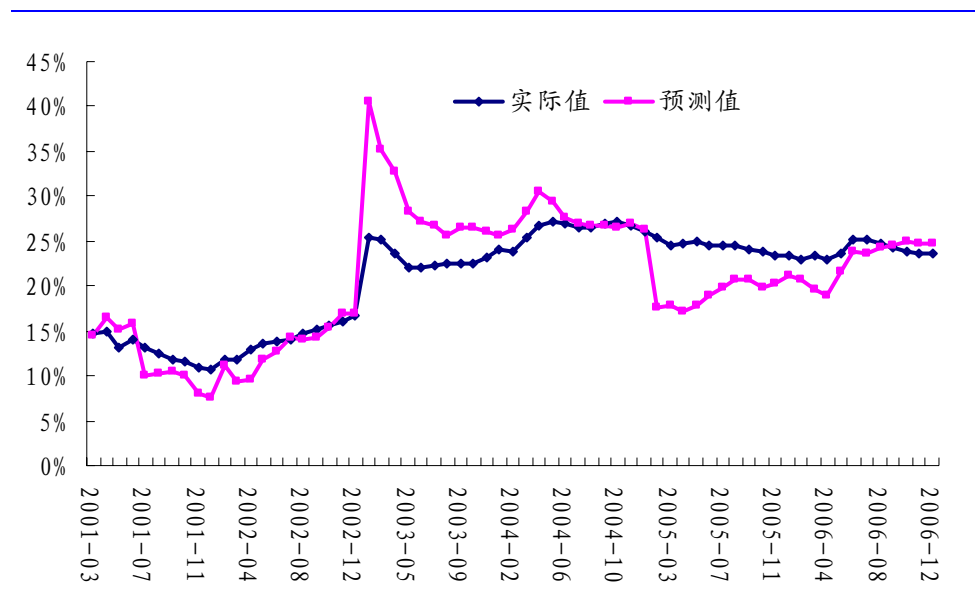
(3) 01 年的世界经济背景也与现在更为相似, 01 年美国互联网泡沫破灭, 加上 911 事件 (现在是次贷危机), 整体经济增速大幅下降, 同时国际油价在 00 年大幅飙升, 从 99 年 8 月每桶 12 美元开始上涨, 到 00 年 8 月每桶价格达到 33 美元, 涨幅 248%。

### 3. 从周期时间和所处位置判断, 企业利润增速能有多差?

#### 3.1. 工业企业利润增速与何相关?

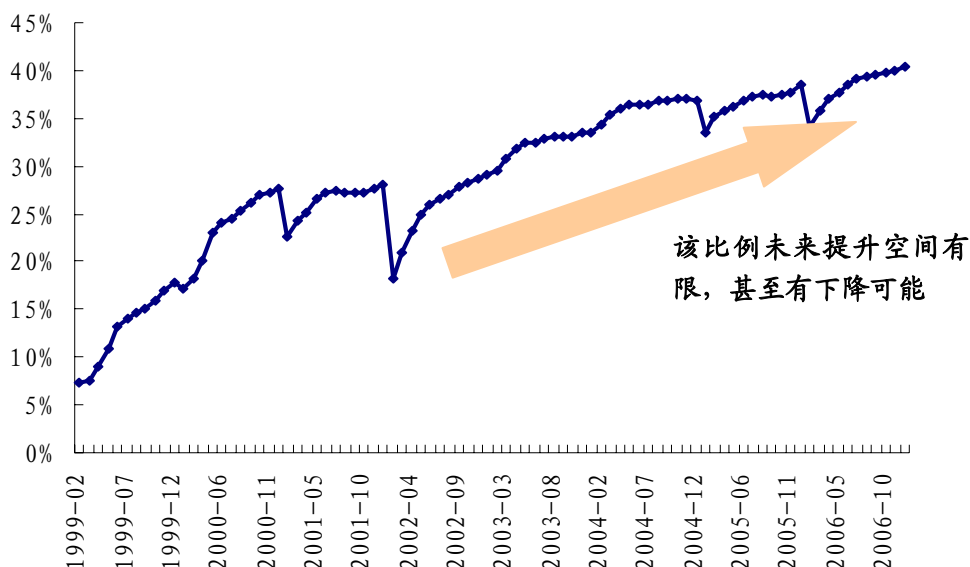
工业企业利润增速可以完全用 PPI、工业增加值、利润总额/主营业务利润比率三个指标来解释, 工业企业主营业务利润增速与工业增加值和 PPI 都非常相关, 解释力度达到 95%; 工业企业利润总额/主营业务利润比例近年不断提高, 从 01 年末的 28.07%, 提升到 07 年的 42.76%, 6 年时间大幅提升了 14.7 个百分点, 主要是由于劳动生产率的提高, 以及工业企业费用的增速并没有跟上收入增速。

图 5: 用 PPI 与工业增加值拟合主营业务利润增速, 解释力度为 95 %



资料来源: 国泰君安研究所

图 6: 工业企业利润总额 / 主营业务利润 (不含税金) 比例从 99 年来持续提高



数据来源: wind, 国泰君安研究所

### 3.2. 工业企业利润增速是否会负增长?

01 年在需求减弱的背景下, PPI 与工业增加值都是大幅降低的。

我们较悲观地假设工业企业整体利润总额/主营业务利润比例从 08 年 41%( 预计 ), 下降到 09 年 36%, 下降 5 个百分点( 实际根据我们的时间序列分析 09 年是 39% ), PPI 为 5%, 工业增加值为 14.5%, 工业企业利润增速为 7.1%, 即使在我们最悲观的假设预期下, 工业企业利润也很难为负, 考虑模型误差以后, 最坏的情况只会出现个位数的负增长, 我们认为这种情况的可能性很小。

表 2: 工业企业利润增速与工业增加值、PPI 的敏感性分析:

工业增加值%\PPI%	4	4.5	5	5.5	6	6.5
12.5	4.27%	4.54%	4.80%	5.06%	5.32%	5.58%
13	4.85%	5.11%	5.37%	5.63%	5.90%	6.16%
13.5	5.42%	5.69%	5.95%	6.21%	6.47%	6.73%
14	6.00%	6.26%	6.52%	6.78%	7.05%	7.31%
14.5	6.57%	6.84%	7.10%	7.36%	7.62%	7.88%
15	7.15%	7.41%	7.67%	7.93%	8.20%	8.46%
15.5	7.72%	7.99%	8.25%	8.51%	8.77%	9.03%
16	8.30%	8.56%	8.82%	9.08%	9.35%	9.61%

数据来源: 国泰君安研究所

从上市公司的角度, 当工业企业利润增速下降到个位数的时候, 除银行外的上市公司利润增速很可能是负增长, 实际上, 08 年 1 季度, 除银行外上市公司利润增速已经是负增长了-2.43% ( 考虑银行有 16% )。05 年工业企业利润增速 26.63%, 但是上市公司当年利润增速为负。

09 年银行业利润增速不会超过 30%, 因此上市公司整体利润增速也会下降到个位数。

## 4. 何时能够走出周期，或者契机在什么地方？

### 4.1. 中国何时能够再次高增长？

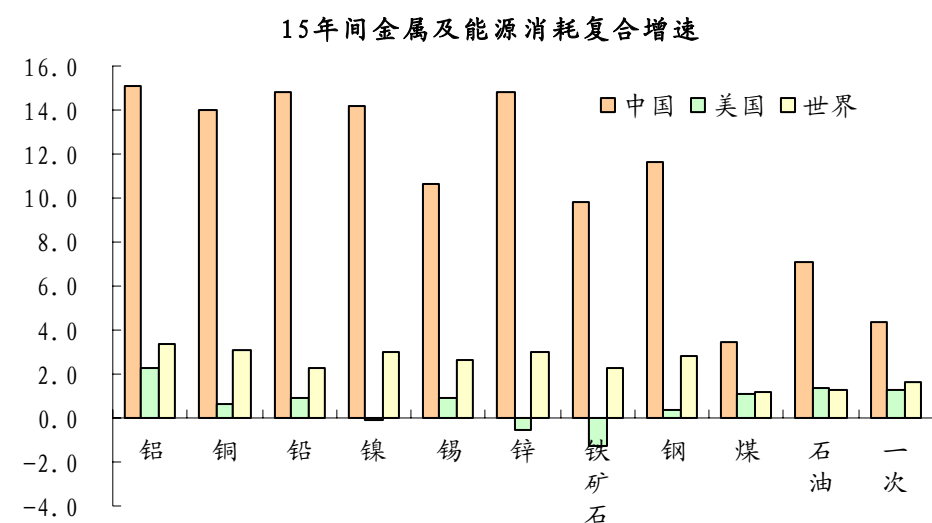
中国 02 年来的快速增长，使中国成为世界许多初级产品的主要消费国之一，对主要金属，2005 年中国消费占了全世界的 24%，是世界第一消费大国，对能源，03 年中国消费了全球 13% 的能源产量，以及 1/3 的煤炭产量，这两个比例在 07 年仍在提高。

1999—2005 年，中国消费了全球金属增量的 2/3，石油消费的 25%，在世界的增量中是最大的消费者。

从过去 15 年，尤其过去五年的时间来看，中国快速发展消耗资源的速度确实太惊人，这也造成国际大宗商品供需出现紧张，从而导致价格上涨（当然，中国需求也不是唯一理由）。

在对未来的预测方面，我们认为中国已经到了改革增长方式的必要时间。这个问题很难论证，我们也只是从最近几年国际大宗商品的价格大涨，推断出这种增长难以继续，反过来说，如果大宗商品价格未来能够保持低位，不受中国需求影响，那么中国的快速增长仍然能够持续。

图 7：过去 15 年中国对金属和能源的消耗量增速远高于世界以及美国



注：图中“一次”是指一次能源消耗总量，年均复合增速的时间是：金属 90—05 年，能源 90—03 年

数据来源：Streifel《中国和印度对全球商品市场的影响》

表 3:1990 年来能源和金属消费增长，中国占据大多数

	中国		美国		世界		中国比例
	消费增长	年均增长率%	消费增长	年均增长率%	消费增长	年均增长率%	
金属 (千吨)	1990-2005	1990-2005	1990-2005	1990-2005	1990-2005	1990-2005	
铝	6258	15.1	1784	2.3	12415	3.4	50.41%
铜	3153	14.0	186	0.6	6184	3.1	50.99%

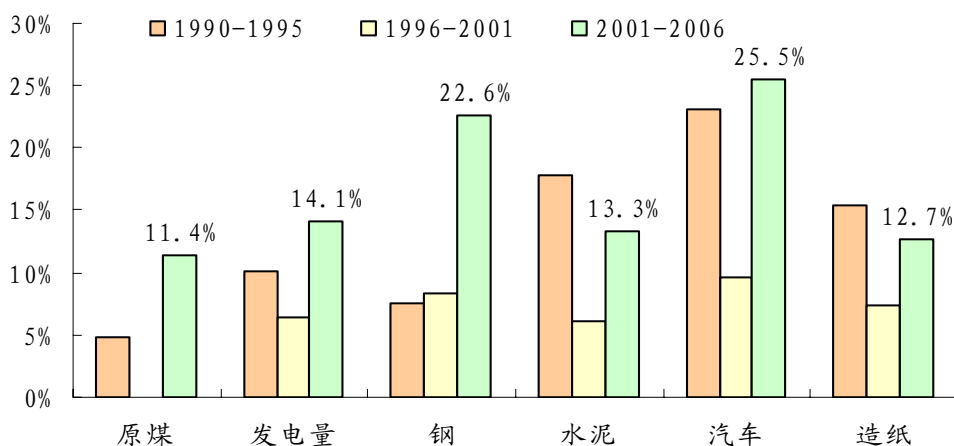


铅	1696	14.8	194	0.9	2206	2.3	76.88%
镍	173	14.2	-1	-0.1	475	3.0	36.42%
锡	90	10.6	5	0.9	111	2.6	81.08%
锌	2667	14.8	-68	-0.5	3678	3.0	72.51%
铁矿石	258657	9.8	-12128	-1.3	334822	2.3	77.25%
钢	281168	11.6	4948	0.4	372739	2.8	75.43%
能源(百万吨油)	1990-2003	1990-2003	1990-2003	1990-2003	1990-2003	1990-2003	
煤	308	3.5	73	1.1	385	1.2	80.00%
石油	160	7.1	151	1.4	570	1.3	28.07%
一次能源总量	511	4.4	347	1.3	1745	1.6	29.28%

数据来源: Streifel 《中国和印度对全球商品市场的影响》

图 8: 01 年后中国工业化进程导致我国工业产量增速再次快速上升

各工业产品产量增速



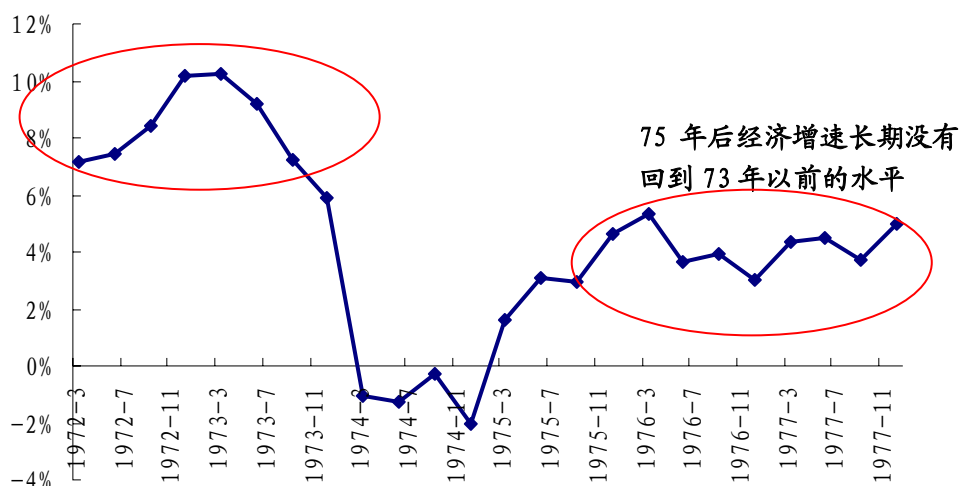
数据来源: wind, 国泰君安研究所

如果现在碰到的是资源瓶颈导致的经济减速, 那么重新恢复高增长则需要很长的时间。

日本 70 年代遇到石油危机以后, 经过改革转型, 尽管经济很快恢复, 并成功的抵抗住第二次石油危机, 但是其经济增速比 70 年左右有明显下降, 详细报告可以参考我们二季度策略报告《日韩通胀时期各行业表现之借鉴》。



图 9：扛过石油危机后的日本，经济增长动力明显低于之前



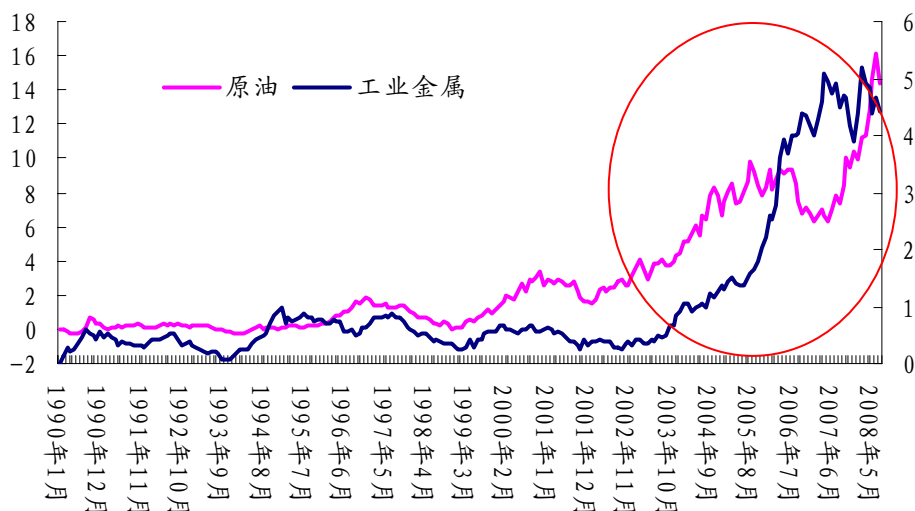
数据来源：国泰君安研究所

#### 4.2. 投资周期性行业契机在何处？

从长期来看，经济增长方式的转变必将会使周期性行业受到相当大的打击，而现在不转变，则长期的前景更为黯淡。转变成功的结果必然需要满足：中国经济能够快速增长，而大宗商品价格波动很小。因此，长期来看，周期性行业反转的契机在于国际大宗商品维持高位或者大幅下跌，而中国经济增速重新开始提高。

从短期来看，区域的、局部的周期性行业反弹会在 4 季度以后开始出现，3 季度很差宏观经济以及企业盈利情况会抑制住市场，预计 4 季度后会有促进经济政策开始出台，未来的短期周期性行业的投资机会我们会在月报中及时提示。

图 10：02 年后国际有色与原油价格进入主升浪（图中数据已取对数）



数据来源：bloomberg，国泰君安研究所

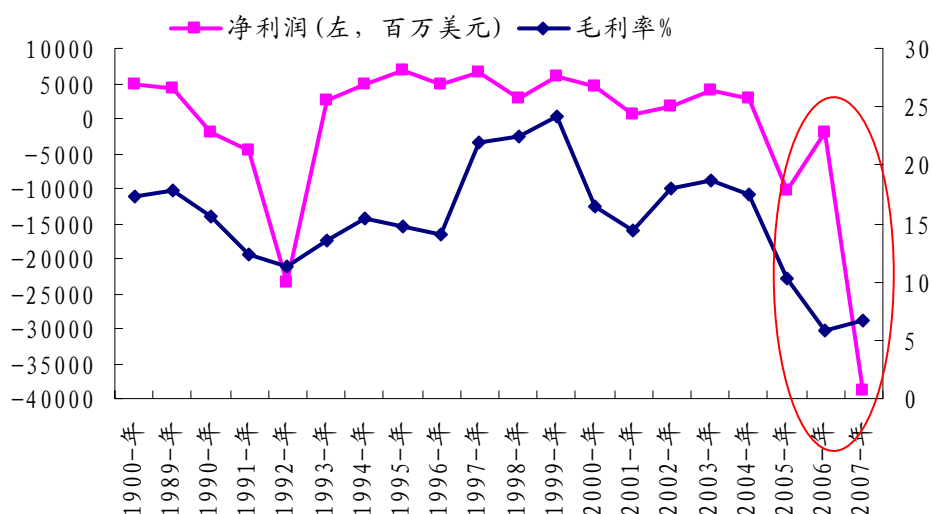
## 5. 周期性行业的估值是否已经够便宜？

近期市场大跌以后，很多投资者都认为 A 股周期性行业估值已经与国际接轨，PE 估值是否够便宜，而我们则认为**周期性行业不存在 PE 过低的问题**：

(1) 我们研究员预测马钢、武钢等钢铁股 09 年的盈利会出现负增长。也就是说 09 年的估值水平反而会有所上升。

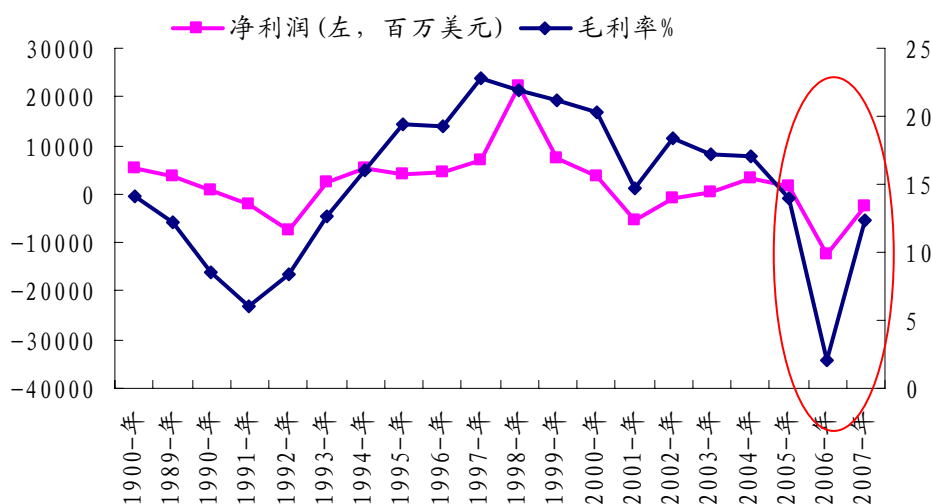
(2) 国外的周期性股票盈利处在历史高位，而他们的主要下游厂商之一的汽车已经明显显现出疲态，需求的减弱会逐步蔓延到基础原材料和能源行业，为反映未来日益艰难的盈利前景，境外的周期性行业估值水平会进一步下降，然后随着盈利水平的下降，PE 再次被动提高。

图 11：通用汽车的盈利能力从 07 年开始已经大幅下降



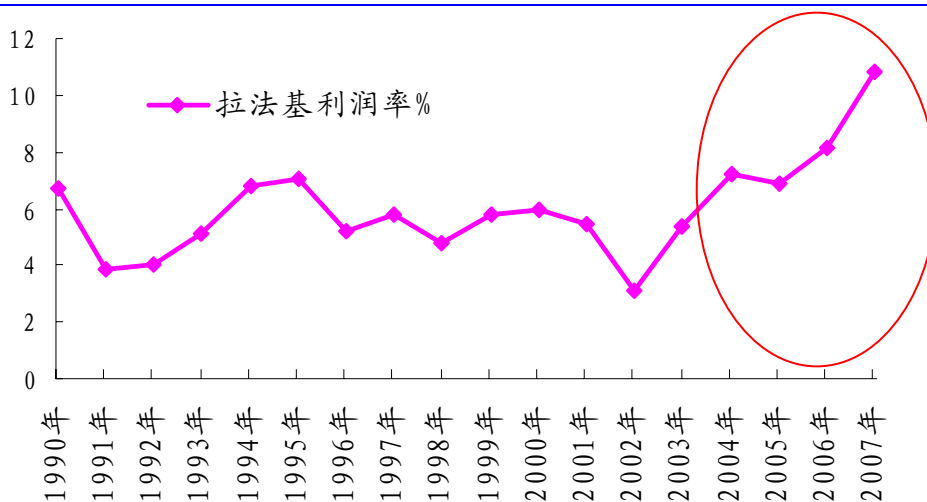
数据来源：bloomberg，国泰君安证券研究所

图 12：福特汽车的盈利能力从 06 年开始下降



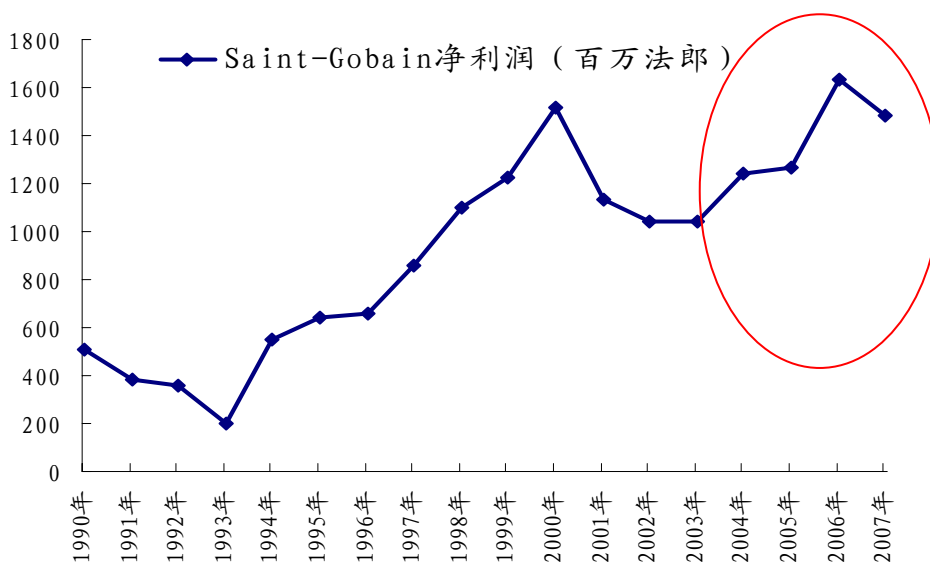
数据来源：bloomberg，国泰君安证券研究所

图 13: 拉法基的利润率 02 年后大幅上升, 07 年上升到近 20 年高点



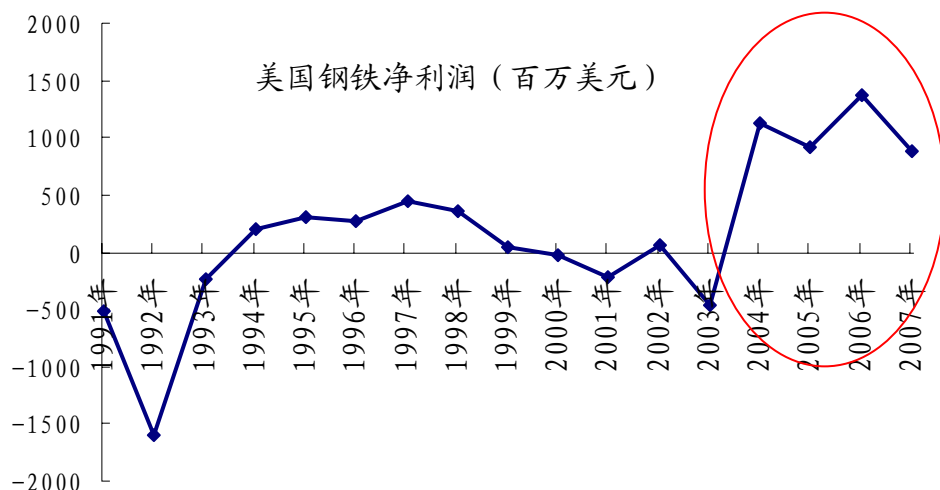
数据来源: bloomberg , 国泰君安证券研究所

图 14: 欧洲建材巨头 Saint-Gobain 利润水平处于近 20 年来的高位



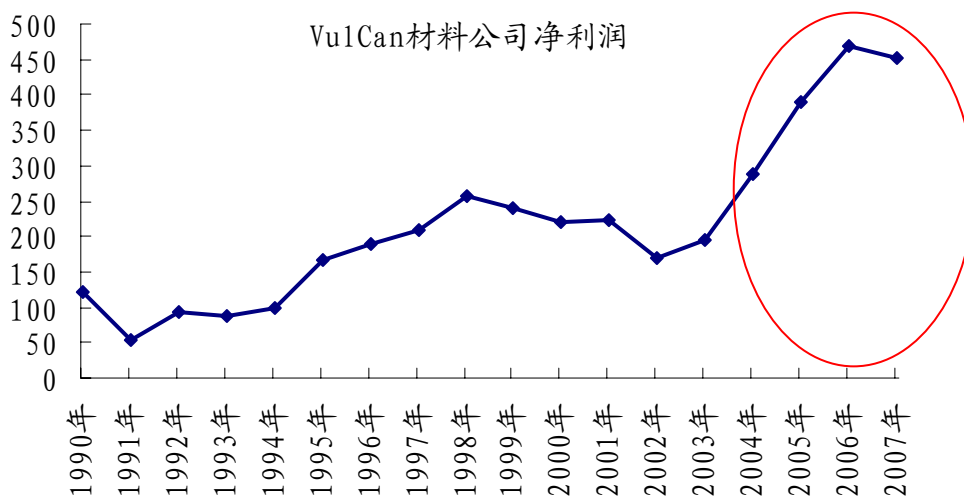
数据来源: bloomberg , 国泰君安证券研究所

图 15: 美国钢铁利润处在历史高位, 04 年后的周期赚钱赚得手软



数据来源: bloomberg , 国泰君安证券研究所

图 16: 美国最大的建材公司的最近一轮周期中的净利润水平远高于之前的周期



数据来源: bloomberg , 国泰君安证券研究所

## 免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：（021）38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码：518029

电话：（0755）82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100140

电话：（010）59312799

国泰君安证券研究所网址：[www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)

E-MAIL：[gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)