



中证策略

# 坚守“经济复苏+金融改革”两条主线

很幸运,目前为止,市场的逻辑完全符合我们在二季度策略《春风化雨润物无声》中的判断:一是宽货币预期下的经济复苏;二是经济改革大背景下的金融体制改革带来的制度红利。前瞻地看,A股还将继续遵循这两条主线。

在二季度策略《春风化雨润物无声》中我们提到:宽货币政策缓慢但确定,未来货币政策的空间将越来越大,这意味着经济环比增速已经见底,市场表现为“进二退一”,在经历一季度末短暂的业绩冲击后,4月份A股有望重拾升势。随后我们发布了《政策与经济共振》和《市场震荡向上可期》两份策略报告,重申和更新了观点,并得到了市场验证。

目前我们维持这一判断:经济复苏和金融改革依然是贯穿市场运行的两条主线。

支撑经济见底并缓慢复苏的



动力在于政府投资。一季度中国GDP环比增速为1.8%,按照这一速度简单折年后,GDP同比增速将下滑至7.4%,如果仅仅依靠企业自发主动调节,下滑风险较大。我们倾向于认为,即使政府有意将目标增速调低,但目前下行速度显然在一定程度上超出容忍,这意味着政策预调微调的必要性已经显著提升。

政府投资是最快的选择。自从2009年2月份见顶后,中央固定资产投资完成额同比增速一直下滑,但2012年以来,这一下滑趋势得到缓和,更重要的是,项目储备仍很充沛。近期我们观察到两个现象:首先,3月份城投债发行出现爆发式增长,一个月内发行了58只,发行规模达到767亿元,创下历史纪

录;第二,进入3月份以来,发改委基础产业司密集审批了22项大中型基础设施建设项目,一大批各省高速公路网、机场和轨道交通项目获得集中审批通过,而1-2月全国仅6项基础产业建设项目获批。这意味着政府投资将开始持续发力。

从这个角度出发,我们前期重点关注的建材、耐用消费品、“三张网”即轨道交通网、能源网、信息网,全系政府或大型国企投资,详见二季度策略《春风化雨润物无声》)和重卡还有上升空间;我们预计4月份-6月份CPI和PPI将继续下滑,货币政策缓慢宽松,货币高敏感型的地产仍然可以关注,但中长期看,巨量存货和在建施工面积带来的潜在存货,仍然有待消化。

另一个我们始终坚信的主线是“金改”。从2月中下旬开始,我们几乎每周都要提到金融改革将带来制度红利,券业将迎来大发

展的良好机遇。现在这已经成为市场共识,从正宗的券商股到非传统的金融类公司或参股公司,一系列泛金融类股票都得到了投资者追捧。

这既基于我们对业内动态的密切关注,也是对中国改革大背景的判断。应该说,这一轮券业改革不能孤立和割裂来看,而应放在金融改革、乃至经济改革的大背景下来理解。这就涉及到,在整体已经做大的基础上,金融业如何做强,如何更好地做到为实体经济服务,无论是破除银行垄断还是大力发展高收益率债券等等,都意欲于此。具体到券业,如何做大以匹配实体经济实力、同时在经济转型中充当推动力,成为重要课题。

前瞻地看,二季度策略中对市场“进二退一”的判断没有改变,缓慢盘升的趋势将一直贯穿二季度。

## ■ 行业观察

# 铁路货车行业 景气提升 优选弹性

中国铁路体制改革将使铁路行业发生重要变化。改革的核心特点将体现为“市场化”:第一,民间资本将逐步进入铁路领域;第二,铁路运输将以盈利为导向。在实现市场化目标的过程中,铁路货车行业将优先明显受益。

## 三大需求同时拉动

未来一段时间,铁路货车的需求仍将由以下三块构成:首先是内铁道部招标,这是国内铁路货车行业的基本需求。“十二五”期间,我国铁路客货运输将逐渐分流,货运能力的快速增长会带动货车需求逐步放出,这部分货运需求扩张将在中长期内持续;其次,是国内企业自备车需求,此部分需求主要来自中国神华、铁建投资、内蒙古华远、大秦等企业,其主要用于煤运。受煤炭工业发展“十二五”规划的积极带动,前期的车辆需求也将在近一两年内初步快速释放,毛利率也显著高于部招水平;第三,是海外出口。近年来独联体国家货车需求有上升趋势,印尼、苏丹、蒙古等国家亦有进口铁路货车的需求,且出口产品的毛利率甚至高于自备车的毛利率水平。

我们预计,行业的需求格局将有所改变,下游需求将从以往的由铁道部招标主导逐渐过渡到部招、自备车、海外出口三驾马车

图1 未来铁路货车需求格局有望改变	
2010	占比
铁道部招	59.0%
企业自备	11.5%
海外出口	30.1%
合计	100.0%
2011	占比
铁道部招	52.2%
企业自备	25.7%
海外出口	21.1%
合计	100.0%
2012E	占比
铁道部招	50.6%
企业自备	25.0%
海外出口	24.4%
合计	100.0%

图2 铁路货车生产企业产能示能	
企业	产能
中国北车	26000
中国南车	19300
北方创业	4000
晋西车轴	3000
重庆铸锻	3000
东方新兴	2000
合计	57300
吨位	
70、80吨级	70、80吨级
70、80吨级	70、80吨级
70、80吨级为主	70吨级为主
70吨级	70吨级
70吨级	70吨级

图3 相关上市公司货车利润贡献度排序			
证券代码	公司名称	2011年货车辆业务毛利润	利润贡献度
600967	北方创业	2.52	96.2%
600455	晋西车轴	1.8	61.8%
600929	南方汇通	1.79	50.8%
601299	中国北车	2.02	12.0%
601766	中国南车	1.61	8.8%

图4 相关上市公司估值水平排序			
证券代码	公司名称	P/E	P/B
600967	北方创业	8.3	20.2
600455	晋西车轴	16.9	25.0
600929	南方汇通	17.9	15.0
601299	中国北车	15.5	12.6
601766	中国南车	49.8	31.5

同时拉动的局面(见图表一)。

而在供给端,产能相对偏紧的

状况提升了市场对量价齐升的预期,这也是我们看好铁路货车行业

的逻辑所在。其中,自备车需求的释放使得货车企业盈利持续改善是我们看好行业景气的基本要素。

投资标的选择上,由于货车业务板块在南、北车产品结构中的占比仅为12-14%左右,对两家企业业绩边际贡献并不明显,因此,我们更倾向于选择高弹性标的,如北方创业、晋西车轴。

## 供不应求 利润率提升

新造货车需求可细分为新增货运配套需求和更新替换需求。

新增需求方面,铁道部曾计划到“十二五”期末,全国货车保有量达到100万辆。以2011年底76万辆的保有量数据计算,2012-2015年,每年将至少新增4万辆订单。而根据今年3月份发布的《煤炭工业发展“十二五”规划》要求,到2015年煤炭运力达到30亿吨,以2011年17.2亿吨的煤炭运力数据推算,距离规划的目标有明显差距。根据海通证券的测算,未来四年新增货车规模应从原计划的24万辆增加到31万辆,即年需新增货车保有量7.76万辆。

更新需求方面,一般铁路货车的使用寿命为25年。我们从某铁路货运行业专家处了解到,根据以往经验,每年旧车淘汰的规模在2万辆左右。

因此,结合两部分需求测算的结果,国内新造货车市场的年均需求规模有望达到9.76万辆左右。

此外,根据海通证券预测,若考虑出口货车年需求2万辆,则“十二五”后期,我国每年的实际需要生产货车数量至少为11.5万辆。

投资标的上,由于货车

业务板块在南、北车产品结构中的占比仅为12-14%左右,对两家企业业绩边际贡献并不明显,因此,我们更倾向于选择高弹性标的,如北方创业、晋西车轴。

## 可优先选择弹性标的

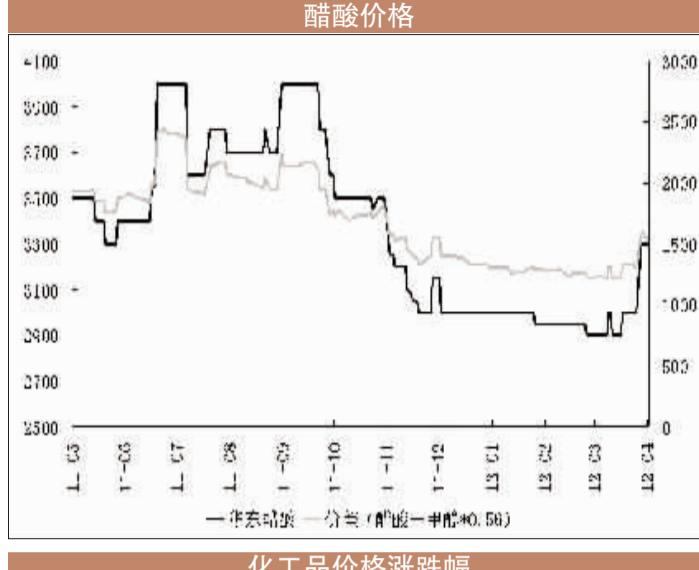
上市公司中从事铁路货车制造的企业包括中国北车、中国南车、北方创业、晋西车轴和南方汇通。首先,我们对以上五家公司的货车业务的边际利润贡献度做了比较(见图表三)。尽管中国北车、中国南车在铁路货车市场上占份额很高,但是从边际利润贡献度角度来看并不具备比较优势。

其次,在基本面比较的基础上,我们也要考虑股票当前的估值水平,比较优势排序见图表四)。

综合以上两方面的分析,我们认为北方创业和晋西车轴是最佳的投资选择。

## ■ 每周酷图

### 短期供给受限 醋酸涨幅居前



## 化工品价格涨跌幅

产品	涨幅	产品	涨幅
醋酸	6.90%	液氯	-6.06%
尿素	5.22%	纯碱	5.00%
丁二烯	4.63%	钛白粉	4.76%
MEG	4.18%	PAG(纤维)	3.90%
乙烯	3.93%	BDO	-3.64%

数据来源:百川资讯

上周研究中心跟踪的化工品上涨的28种,下跌的20种。受到原油价格回落的影响,烯烃类产品缺乏成本支撑出现下跌,而部分化纤原料在经历前期的超跌之后开始企稳反弹。此外,尿素价格受到海外市场走强和国内厂商备战淡季出口的影响再次走强。

上周,华东地区醋酸价格延续前期强势,上涨6.9%,底部反弹以来累计上涨12.7%,醋酸与甲醇价差逐步扩大。由于醋酸及醋酸衍生物多为一体化装置或是关联企业配套装置,醋酸-甲醇价差改善表明醋酸及下游产业链整体盈利转好。

本轮醋酸价格反弹主要是国内大型厂家计划检修和非计划停产结合的叠加效应所致。2011年国内产能580-600万吨,表观消费量360万吨,产能相对过剩,但由于醋酸行业集中度较高(前5大厂商产能合计占国内产能60%-70%),主要厂家的装置情况对行业供需情况影响较大。近期,索普集团计划5月5日开始将联合装置更换催化剂而停产检修,4月份开始逐步降低负荷

## 台湾电子行业持续回暖

