



中证策略

政策放松加码 市场影响有待观察

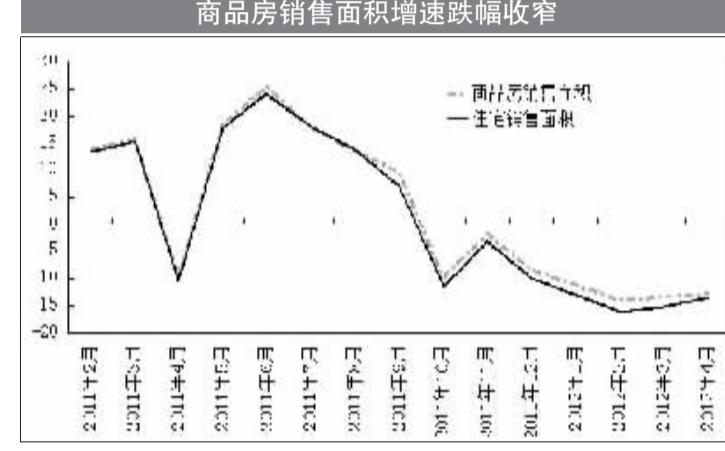
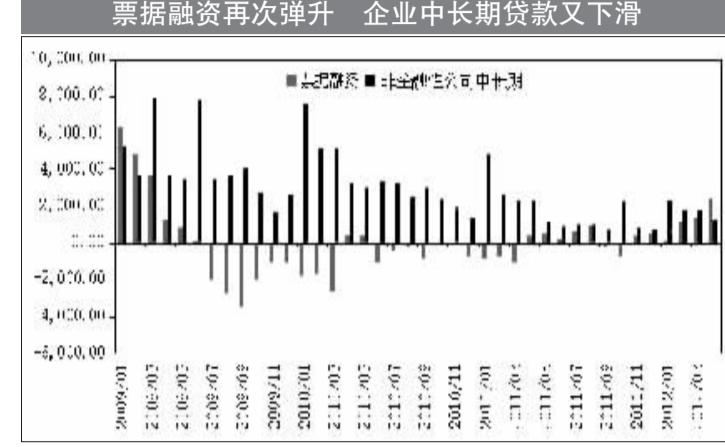
4月份主要经济数据较差,工业增加值、新增贷款、社会消费品零售总额等经济指标都不及市场预期,表明3月份经济改善的态势并不稳固,经济下行的压力仍然较大。我们认为,4月份9.3%的工业增速,对应GDP增速已经低于8%,大致在7.5%左右,经济下降幅度已经达到政策容忍边界。稳中求进的经济目标要求政策加速释放利好,但政策的力度和效果都无法与2008年相比,对市场的信心也会比较有限。

底部推迟 反弹模糊

受上游工业去库存的拖累,4月份规模以上工业增加值同比增长9.3%,创2009年6月以来最低点,季调后环比增速也大幅下滑。从主要工业品产量来看,除汽车外,发电量、钢材、水泥和十种有色金属等重点工业产品产量同比增速继续下行,显示工业企业依然在主动去库存,PPI持续下滑也表明工业经济疲弱。下游大宗需求房地产依然较弱,商品房销售面积同比增速虽然有所回升,但是仍为负数,房地产商“降价保量”去库存取得一定成效,但持续性有待观察。

新增人民币贷款大幅萎缩,远低于上月,也不及市场预期,这表明国内实体经济需求依然疲软。其中,新增票据融资大幅增加,而新增中长期贷款进一步下滑,既表明企业投资意愿下降,又反映了企业主动调整负债结构,提高了票据融资的配置。我们在4月份的策略报告中曾提到,3月份新增贷款虽然远超市场预期,但从可持续性来讲,资金价格必须下降,4月份的贷款数据弱印证了我们的看法。

海外风险骤升。希腊是目前市场上最大的下行风险,前景令



市场担忧,欧盟委员会和欧央行正在准备应急预案,以应对希腊万一退出欧元区。希腊退出并不意味着欧元的终结,但是仍将导致市场对整个欧元区资产的风险厌恶情绪上升。希腊退出欧元区一旦成真,全球外汇头寸将重新

配置,大规模抛售欧元资产将导致全球金融市场的剧烈震荡,风险资产价格将受到冲击。

政策加速释放利好

近段时间,受欧洲债务危机深化为政治风险、美元汇率上升等影响,国际大宗商品价格大幅下挫,追踪24种商品的标普高盛商品指数大幅下跌,进一步减轻了国内通货膨胀压力。海外风险上升特别是欧洲债务危机进一步发酵、国内经济下行压力加大、通货膨胀回落都为未来的政策放松提供一定空间。我们之前提示过家电节能优惠政策,据了解,随着通胀水平下降,扩内需政策将加速出台,中部地区将收获红包,能源、通讯、交通物流等一批行业政策将陆续出台,成为增长着力点。

基建投资和中央项目投资增速出现反弹。即使受铁路投资大幅负增长的影响,4月份基础设施投资仍延续了缓步回升态势。我们认为铁路投资最坏的时候可能已经过去,今年1-4月,铁路固定资产投资、基建投资分别较去年减少837亿元、845亿元,而今年的铁路投资规划中,两者分别较去年实际投资减少约700亿元和550亿元,已经超额完成今年的计划减少额。

货币政策放松力度有望进一步加大。经济与物价回落、外汇占款和存款锐减促使央行在年内第二次降低法定存款准备金率。前瞻地看,外汇占款增量呈现趋势性下降、经济下行超预期有望促

使货币政策放松力度加大,降准空间仍然是开放式的。

关注“三网”概念

资金价格全面下行,但是债涨股跌,这表明无风险收益率确实下降了,但市场的风险厌恶情绪却有所上升。短期而言,投资者担心的是流动性的谨慎宽松和库存周期难以重启,中长期而言,是对潜在增长率下降后新经济特征的茫然。在新一轮制度红利释放前,整体高投资回报率时代一去不复返。

中长期看,人口结构转变带来深刻的经济结构转型。我国新增劳动力在2012年前后进入负增长阶段,人口抚养比开始上行,这将对我国经济增长与结构产生重大影响。首先,新增劳动力的减少将导致我国经济潜在增长率下降,高达两位数以上的经济增长难以持续;其次,人口抚养比上升将降低储蓄率与投资率,消费正在成为拉动经济增长的最大贡献力量;最后,从日本、韩国等国家的经验来看,在消费崛起时期,医疗保健、保险、旅游等服务业增长更快。

短期而言,从大类资产角度看,类固定收益品种慢牛行情还能持续。股票配置上,中短期而言,我们坚持二季度策略中提到的“三网”:能源网(页岩气、天然气开采)、信息网(三网融合、新媒体)、交通网(铁路、机场、港口);长期来看,我们仍看好受益于人口结构转变、经济结构转型的非周期性大消费类品种。

每周酷图

橡胶价格下跌 非轮胎类下游受益



产品	涨幅前五	产品	跌幅前五
烧碱	3.4%	天然橡胶	-7.9%
聚合MDI	2.9%	乙烯	-7.3%
三聚氰胺	2.3%	甲醛	-6.8%
己内酰胺	1.5%	煤焦油	-6.0%
纯MDI	0.8%	环氧丙烷	-5.3%

资料来源:百川资讯

上周,化工品市场继续受到国际原油价格下跌的影响,出现普跌现象,主要石化原料跌幅居前。目前WTI原油期货价格回落到90-95美元/桶的区间,但由于前期化工原料的盈利不佳,预计后续跌幅将小于原油回落的幅度。供需较好的聚氨酯行业受到主要厂商高力度限产的影响,价格表现强势,其中聚合MDI和MDI分别上涨2.9%和0.8%。而受下游需求极差的影响,液氯出现恐慌性低价(部分地区几乎免费),使得碱液装置低开工向中西部地区蔓延。烧碱的供给相对短缺进而推涨烧碱价格。

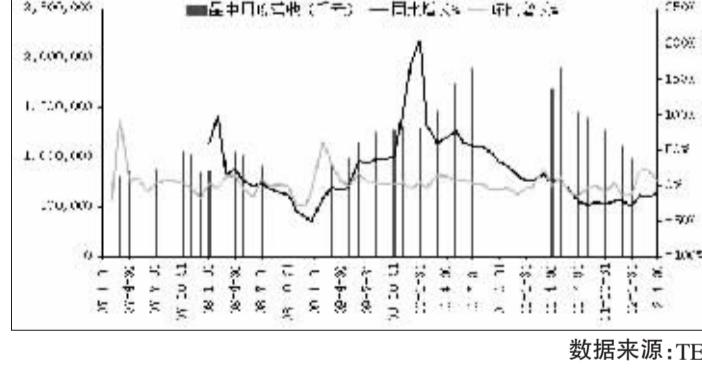
上周天然橡胶价格下跌7.9%,近1个月以来累计下跌11.9%,与天然橡胶具有替代关系的合成橡胶(包括丁基橡胶、氯苯橡胶等)近期累计下跌10%-15%,而对市场更为敏感的丁二烯价格大幅下跌29.5%,成为近期跌幅王。

橡胶原料价格大幅下跌主要有两大方面因素。首先,短期原油价格下跌使得合成橡胶无成本支撑,中间商和客户预期后续价格下跌而提前压价,而部分长期订单的定价公式就是根据原油价格

原料价格联盟执行力度有限。

原料价格下跌将带来下游厂商成本下降,合成橡胶和天然橡胶合计占下游厂商制造成本的40%-50%,橡胶下游主要用于轮胎和其它橡胶制品。由于我国的轮胎行业以出口为主,一定程度上受到全球需求的冲击,短期橡胶原料价格下跌将带来1-2季度毛利率提升,但由于国内行业高度分散,未来存在成本下降被价格竞争所抵消的可能。而非轮胎类的橡胶制品企业相对受益,上市公司包括宝通伟业、双箭股份、三力士、中鼎股份。

台湾电子:LED回暖步伐加快



数据来源:TEJ

TEJ(台湾经济新报)数据显示,台湾电子行业4月份合并营收同比减少4.45%,环比减少1.03%,同比降幅较3月份收窄2.34个百分点,行业回暖趋势未变。从八个细分行业来看,包括PCB、LED、LCD、IC封测、晶圆制造等五个行业的营收增速较3月份有所上升;手机、IC设计和触控面板三个行业的营收增速与3月份持平或略有下降。

LED回暖步伐加快。行业龙头晶电4月份营收同比下降10.78%,降幅自今年1月份以来连续3个月收窄,回暖势头明显。据悉,目前台湾LED芯片和封装厂商正逐步提高产能利用率,部分大厂如晶电、璨圆和新世纪都有增资扩产计划。究其原因,一是电视

行业今年出货量形势不错,LED电视渗透率提高,背光需求回升是带动LED厂商营收回暖的主要引擎,二是今年白炽灯禁用计划进入实施阶段,加上LED芯片价格下

滑幅度趋缓,LED照明被市场逐渐认可,需求有所恢复,厂家积极备货提前应对下半年旺季到来。

LCD行业有望出现触底反弹行情,奇美、友达等LCD厂商营收已经开始有所恢复,多种尺寸面板价格走出了近两年的下滑通道,出现企稳反弹行情。有数据显示,一季度大陆电视面板采购量年增达18%,增幅超市场预期。预计今年智能电视、3D电视将逐步带动换机需求,年中起奥运会、欧洲杯也将对电视销售起到促进作用,可适当关注电视需求回暖带来的LCD行业触底反弹行情。

晶圆制造回升态势确立。台湾两大晶圆厂商积电、联电4月营收分别环比增长9.2%、11.4%。作为全球最大的晶圆厂商,台积电4月份营收405亿新台币创下公司历史新高。随着下半年电子行业消费旺季到来,各种新产品将陆续推出,从而催生芯片需求,晶圆制造强势回暖的态势有望持续。

行业观察

家电节能补贴超预期 拉动行业触底回升

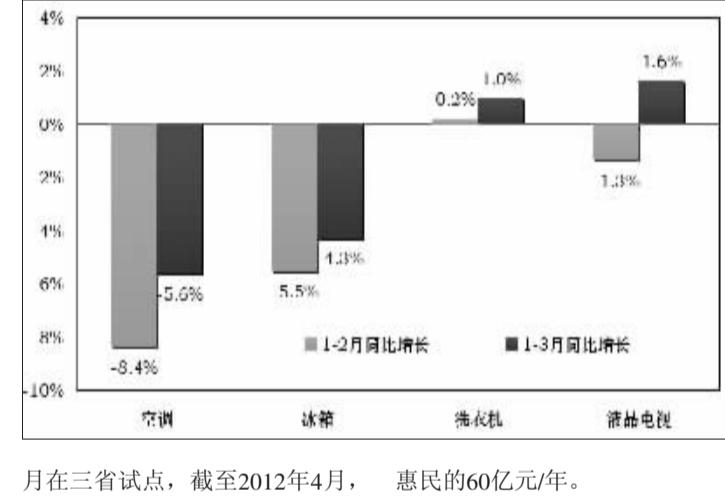
国务院总理温家宝16日主持召开国务院常务会议,通过了促进节能家电等产品消费的政策措施,决定安排财政补贴265亿元,启动推广符合节能标准的空调、平板电视、电冰箱、洗衣机和热水器,推广期限暂定一年。

2011年下半年,家电行业出现明显放缓,主要是受房地产调控、经济增速放缓、家电政策刺激效应减弱、同期基数较高多重因素影响。空调、冰箱、洗衣机、彩电内销同比增速迅速下滑为负,同期出口也深受欧债危机影响。本次家电节能补贴超出市场预期,将有力拉动家电行业触底回暖。

时点提前 额度加大

政策时点提前。2012年1月4日商务部召开一年一次的全国商务工作会议,市场普遍预期政策即刻出台,但会议只提到“完善促进居民消费的政策”。随后,商务部多次会议提到促进消费相关政策,但只是总结过往政策经验,研究节能环保消费扶持政策,并没具体细则出台。市场一致认可家电政策延续,但看淡补贴出台时间,最乐观预期也在5月底6月初,本次政策时点的提前超出市场预期。

补贴额度加大。从家电三大政策来看,“家电下乡”2007年12月



月在三省试点,截至2012年4月,全国累计销售家电下乡产品2.41亿台,实现销售额5674.9亿元,发放补贴661.9亿元。“以旧换新”2009年6月在9省市试点,2010年6月全国推广,截至2011年底政策结束,全国以旧换新累计销售家电9248万台,实现销售额3420亿元,发放补贴资金300亿元左右。“节能惠民”2009年6月在全国实施,截至2011年5月政策结束,累计销售空调约3300万台,实现销售额约1200亿元,政府发放补贴120亿元。本次家电节能补贴力度265亿/年,高于以旧换新的200亿/年、家电下乡的150亿/年、节能惠民的60亿元/年。

执行方式改进。以往家电政策效果明显,极大刺激了居民消费。从行业正常发展角度来看,以补贴为主的方式短期效果显而易见,但家电政策提前透支了一定消费,补贴结束后长期发展动力不足,政策退出后行业面临下滑。此外在政策执行过程中,中小企业利润弹性大,存在部分以次充好、违规操作、骗取补助等现象,不利于行业健康发展。2011年9月—2012年2月,北京市率先启动高效节能家电产品促销试点工作。北京补贴范围为一、二级能效家电,要求企业在近3年质量、能效

效检查中无不合格情况,并规定了六种违规行为将重罚。从北京试点可以看出,国家重点推广节能降耗产品,促进产品结构升级,同时尽量消除政策负面影响,推动行业正常健康发展。

空调受益最大

补贴有力拉动行业增速。市场预计,本次补贴政策有望拉动下半年行业增速提升至15%-20%。如果政策下半年实施,叠加交房与天气等因素,下半年冰洗家电内销增速有望提升至10%-15%,全年增速5%-10%;空调有望提升至25%,全年增速超过10%。目前家电4月销售已开始回暖,政策将加速回暖进程。日本节能环保政策截止后,家电销量经过9个月下降而复苏,而本次白电行业低迷接近9个月,政策出台将加速回暖进程与幅度。

受益顺序大致为空调、彩电、冰箱、洗衣机和热水器。2011年,以上五种产品内销量分别为6052万台、5827万台、3634万台、3983万台、3964万台,虽然具体细则尚未出台,但考虑到各产品一二级能效占比情况,空调受益程度最大。

市场提振效果明显。目前,节能补贴政策具体细则尚未出台,市场预计细则出台时间为5月下旬6

月初,真正实施时间为6月底7月初。如果政策在7月开始实施,恰逢空调、冰箱旺季,对拉动需求和消化库存意义重大。

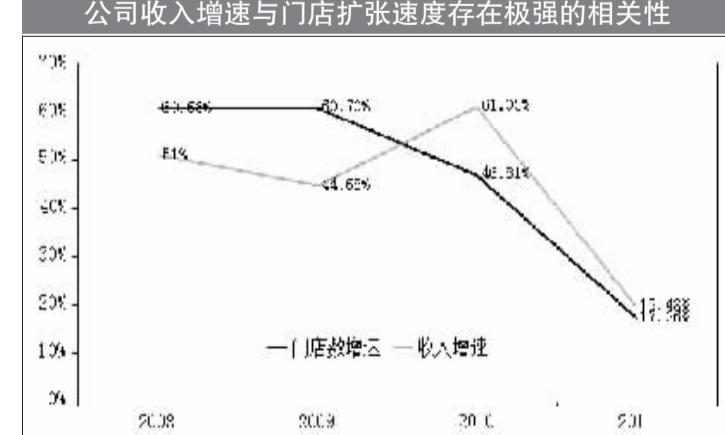
直接提升企业利润

节能补贴对上市公司的影响:一方面国家补贴可以刺激居民消费,拉动家电行业销量增长,提高公司营业收入;另一方面补贴金额计入营业外收入,直接对家电企业利润产生影响。

目前,家电基本面逐渐回暖,2012年1-3月空调、冰箱、洗衣机销量同比分别下降5.6%、4.3%、0.96%,降幅比1-3月收窄了2.46%、1.19%、0.39%。随着新的节能补贴政策推出,市场将迎来政策底部。未来新政策效果显现,将推动家电行业产销平稳过渡,促进行业数据尽早回暖,从而真正走出市场底部。

基于家电节能补贴政策的出台,首先选取补贴产品占比高、业绩弹性较大的企业,例如洗衣机的合肥三洋、小天鹅A、冰箱的ST科龙、热水器的华帝股份、液晶电视的海信电器;其次选取“低估值+稳增长”行业龙头,由于竞争力强能不断获取市场份额,最终将形成寡头垄断格局,例如美的电器、格力电器、青岛海尔。

好想你 2012年有忧更有喜



资料来源:公司公告

到位,预计会使得收入高增长存疑。

改进与努力

其次,行业竞争更激烈了。以前原料紧缺、市场竞争少,随着新疆种植面积和产量迅速扩大,原料供应较充足,现在市场竞争激烈导致专卖店利润下降。今年会面临一种更激烈的市场竞争,专卖店客流量偏低,不利于扩大单店销售额。

特级枣的品质。另外,公司产品出厂价方面,精品枣系列2011年收入占比22%)出厂价维持不变;健康果系列(收入占比44%)出厂价随成本波动,略微下调10%左右。

与盛初咨询合作,创新营销模式。2011年底公司开始与