



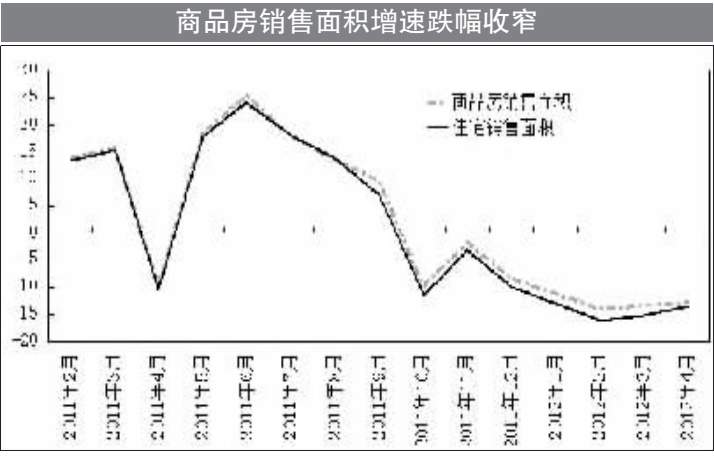
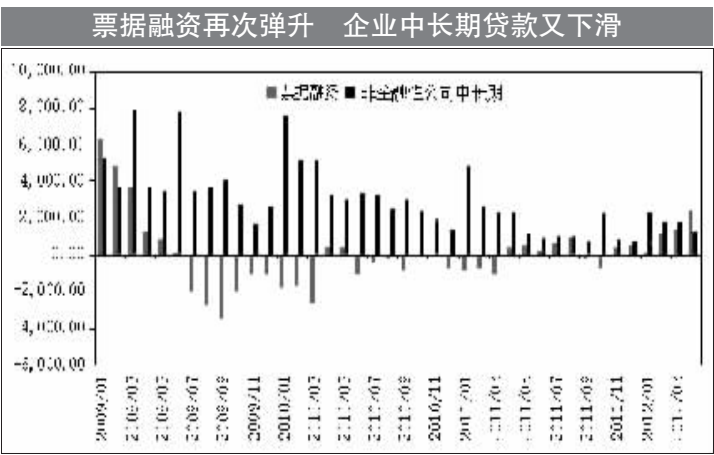
政策放松加码 市场影响有待观察

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,对市场的影响也会比较有限。

底部推迟 反弹模糊

受中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,降低了对中长期负债



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月份的贷款数据疲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快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



化工品周涨跌幅榜			
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原油期货价格回落至90-95美元/桶的区间,但由于前期化工原料的盈利不佳,预计后续跟跌幅度要小于原油回落的幅度。供需较好的聚氨酯子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),使得氯碱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。

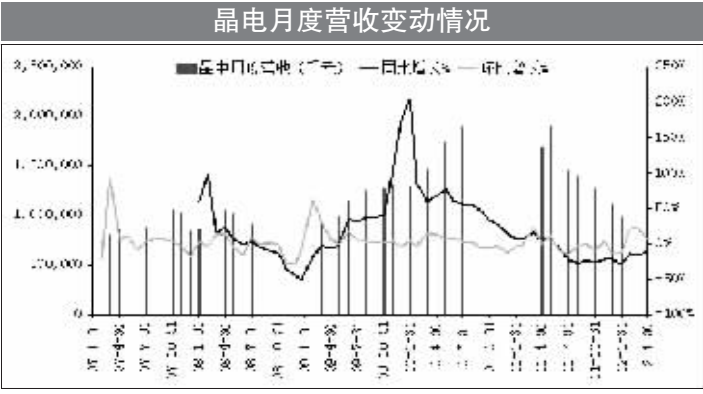
上周天然橡胶价格下跌7.9%,近1个月以来累计下跌11.9%,与天然橡胶具有替代关系的合成橡胶(包括丁基橡胶、氯苯橡胶等)近期累计下跌10%-15%,而对市场更为敏感的丁二烯价格大幅下跌29.5%,成为近期跌幅王。

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

制定的。其次,之前的天然橡胶价格受到印尼地震和泰国政策收储等非市场因素的影响,而目前天然橡胶主产区都处于割胶季,市场供给充分,而需求(主要是汽车)受到欧债危机的影响存在持续下行的风险。长期来看,从橡胶种植生长周期的角度,ANRPC成员国自2005年开始进入橡胶种植高峰期,而2006-2008年年均新增种植面积达到30万公顷,是2003/2004年度的5-6倍,按7年生长期计算,2012-2015年将有大量新种植橡胶树进入割胶成熟期,带来大量新增供给,而主产国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,上市公司包括宝通特业、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三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产扩产计划。究其原因,一是电视渗透率提高,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

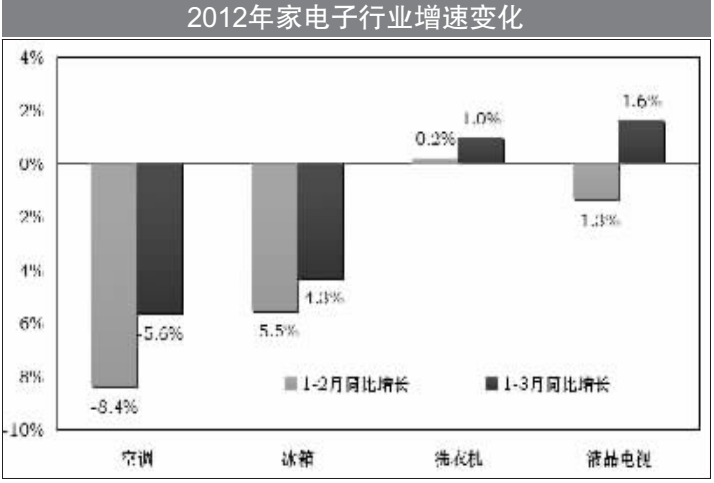
滑幅度趋缓,LED照明被市场逐渐认可,需求有所恢复,厂家积极备货提前应对下半年旺季到来。

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。台湾两大晶圆厂商台积电、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。

本版文章均由中证证券研究中心撰写

家电节能补贴超预期 拉动行业触底回升



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。

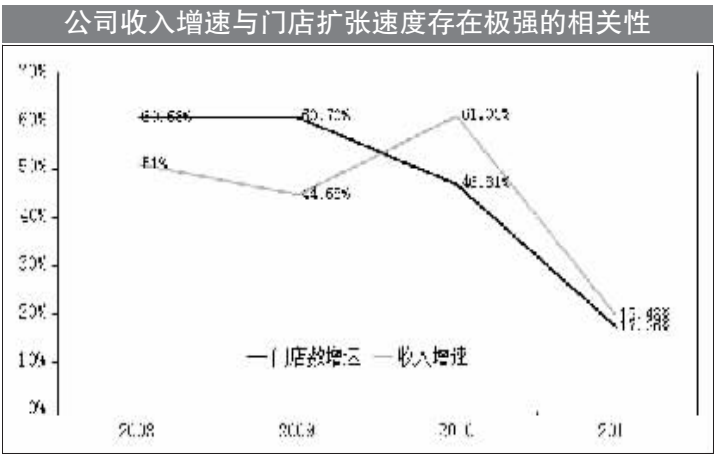
空调受益最大

补贴有力拉动行业增速。市场预期,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,下半年冰洗彩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月销售已经开始回暖,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,虽然具体细则还未出台,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仍未出台,市场预期细则出台时间为5月下旬6

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质疑。

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。

改进与努力

降成本,提品质。由于去年天气配合,新疆地区干燥,原枣生产恢复往年水平,公司采购价格同比平均下降了20-30%,阿克苏采购均价30元/公斤,若羌40-50元/公斤,沧州枣1-2元/公斤。而产品品质相比去年上了一个档次,比如花一级枣的价钱,今年能买到

公司研究

公司是国内专业从事红枣系列产品研发、生产和销售的大型企业,拥有自己的品牌“好想你”和2000多家专卖店渠道,市场份额国内第一。在成长过程中,公司经历了2011年产品品质下降、成本上升引发的经销商信心受挫后,2012年通过多举措恢复经销商信心,重塑商誉,提升品牌力,并定下2012年发展目标:实现营业收入12亿元,同比增长53%;实现归属净利润1.53亿元,同比增长36%。在看到公司面临困难的同时,更应该看到公司为此做出的改进与努力。

困难和质疑

首先,加盟店增速降下来了。部分市场人士认为,公司上市前年收入实现50%以上的增长,是与加盟店较高的扩展速度正相关的。但是从2011年开始,公司加盟店扩展速度不及预期导致业绩低于预期,今年除了直营店之外,公司尚未表示明确的加盟开店计划。公司外延扩张不