中证策略

战术关注超跌股 战略看好弱周期

转型期大消费板块领涨有例可循

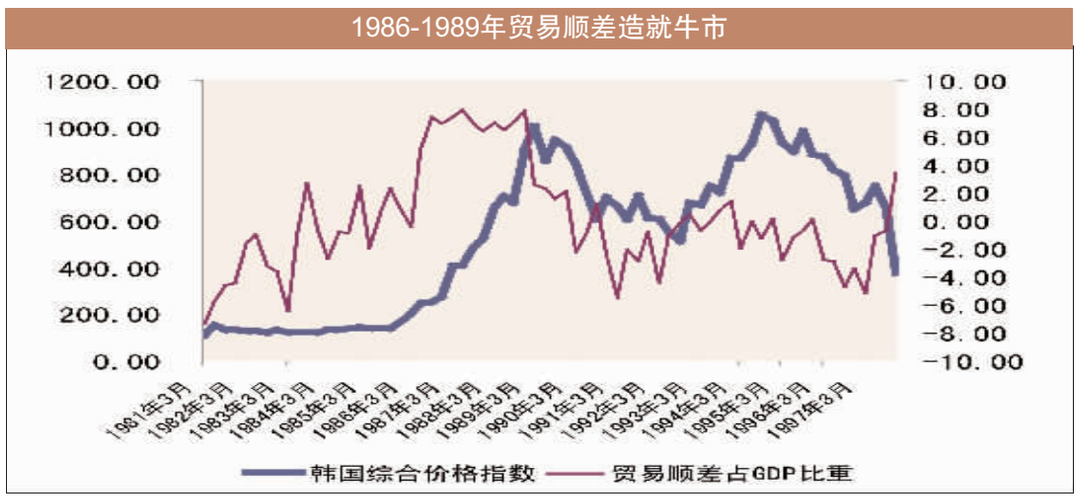
上周食品饮料、医药生物和房地产等前期强势板块出现调整，是对年初以来结构性高估值的修正，而前期跌幅较大的水泥、煤炭等周期性板块一度出现强反弹，但是受制于经济疲弱，反弹空间受限，最近两个交易日颓势再现。前瞻地看，基建投资、资金价格下降将改善强周期行业需求，战术上可关注前期跌幅较大的水泥、煤炭等强周期板块，7月底到8月初是重要的政策放松窗口，可以关注政策态度是否有所转变。但是从战略上来说，我们依然看好食品饮料、医药等成长较为确定的弱周期行业，这可以从韩国转型期股票市场各行业的表现中得到一定的印证。

我们考察了韩国转型期的股市特征：第一，强弱分明，股市上行周期，保险、建筑、钢铁与金属等强周期性行业弹性更佳，制药、食品饮料、纺织服装等弱周期行业抗跌特征亦非常明显。第二，以1992年前后为界线，经济基本面与股票市场呈现不同的特征，1987–1991年，经济与股市走势相反；1992–1996年期间，韩国股票市场与经济增速走势几乎一致，且股市领先经济。第三，在1987–1996年转型期间，保险、制药、纸张与木制品、食品饮料板块领涨。

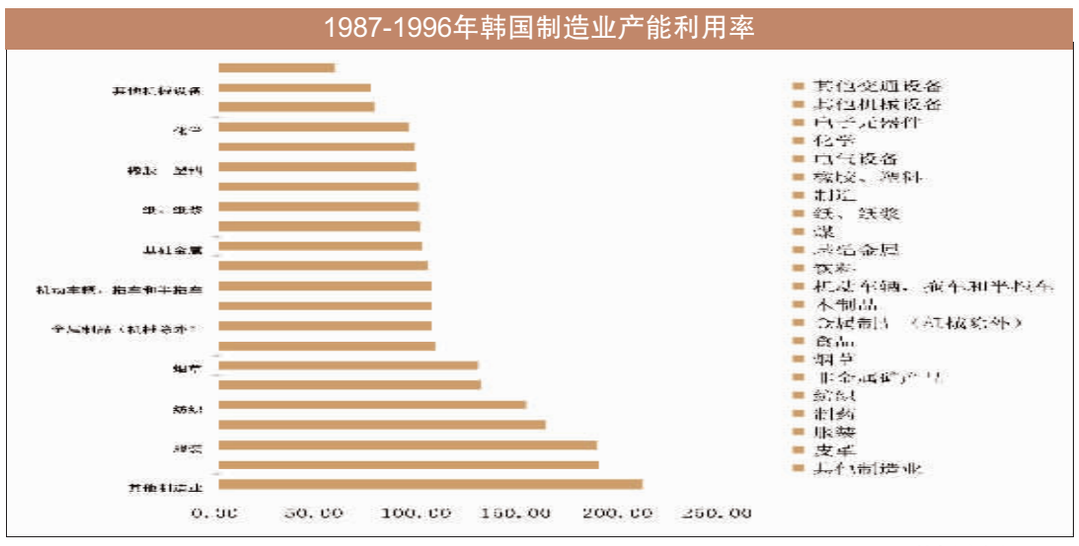
韩国经济转型期 保险、制药、食品饮料领涨

1987–1991年、1992–1996年分别对应着韩国的“六五”计划、“七五”计划期间，也是韩国“产业结构调整”期。1987–1996年十年间，韩国综合股价指数上涨138.88%，保险、制药、纸张与木质品、食品饮料居行业涨幅榜前列，机械、化学、分销与交运设备等行业大幅落后于大盘。

1986-1989年贸易顺差造就牛市



1987-1996年韩国制造业产能利用率



数据来源：CEIC

保费收入的高增长对应着保险行业指数的高收益，1987–1996年，韩国保费收入增长了10倍左右，同期保险行业收益率为560%，居各行业之首。但是，行业高增长与高收益并不一一对应。1987–1996年，韩国机动车、化学行业产量分别增长了6.9倍、2.7倍，分别居制造各分行业增速第一位、第三位，但是在此期间，交运设备、化学行业的收益率只有–1%、61%，收益率居倒数第一位和第三位；纸浆与木制品行业的低增长却对应着行业的高收益。

行业高增长未能带来行业指数的高收益，这很可能是由于产能增速更快，从而导致供需恶化。这可以从行业的产能利用率指标上观察到一些迹象，如化学行业虽然高增长，但是其产能利用率较低，居各制造业倒数第四，反映在收益率上也较差；制药、食品饮料行业增速尚可，产能利用率不错，成为行业收益率的领跑者。

贸易顺差造就牛市

1987–1996年间，韩国经济共经历了两轮上行周期，三轮下行周期。以1992年前后为界线，经济基本面与股票市场呈现不同的特征。1992–1996年期间，韩国股票市场与经济增速趋势几乎一致，且股市领先经济。1987–1991年，经济增速与韩国综合股价指数走势相反，经济上行对应着股票市场下行，经济下行对应着股票市场上行。

1987年一季度至1989年一季度，韩国GDP增速下滑了7.3个百分点，CPI增速加快了4.8个百分点，长期国债利率也上升了0.7个百分点，但是在此期间韩国股票市场却大幅上扬，韩国综合股价指数上涨了2.6倍，我们认为，可能的解释是韩国那轮牛市属于资金推动型，资金来源主要是贸易盈余。

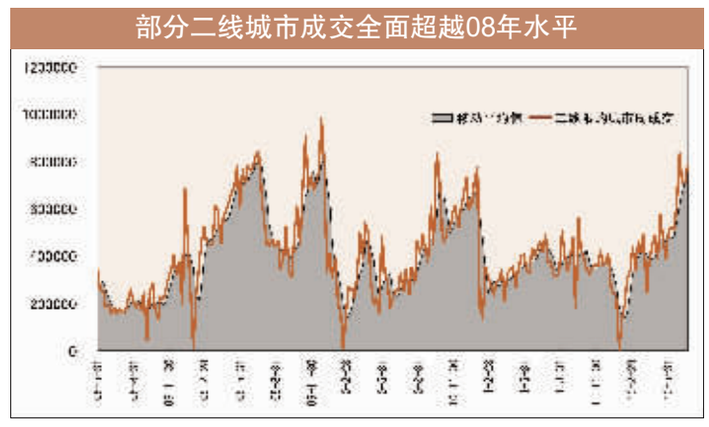
1986年到1989年，韩国净出口占GDP比重由0.5%左右快速上升至6%以上，并维持在6%–7%的高位，对应着韩国股指快速上涨时期；相对应的，1989年初到1992末，贸易盈余占GDP比重快速下降，同期韩国股市出现大幅下挫。

随着韩国积累巨额贸易顺差，1986年到1989年间，韩元兑美元经历了大幅度单边快速升值，虽然韩国是外汇收入是意愿结汇，但是单边升值下，国内居民不愿持有外汇，货币投放快速增长，推动韩国股市上涨，本币升值也导致国外热钱快速流入银行、保险等韩元资产，这也是银行、保险行业在此期间获取4倍以上收益的重要原因。

■ 每周酷图

地产业绩向上确定性高

部分二线城市成交全面超越08年水平



目前一线城市周成交平均水平已经达到250万平方米，而部分二线城市的成交水平已经完全超过了2008年以来的水平。我们看好三季度整体楼市的表现，政府的实际调控能力继续加强的概率较小，全年地产企业业绩有较好的保障，预计今年全年地产销售可能接近或略超去年水平，而投资额继续下滑的态势将有所缓解。

库存去化接近09年水平

近期地产成交数据的向好无疑与货币政策的放宽及市场预期的改变紧密相关。尽管中央表态坚持楼市调控，但这种表态对市场的边际影响有限。居民获得资金的能力提高，且预期未来调控可能无疾而终，加剧了目前市场上的购买行为。从基本面来看，经济景气度下滑、投资减缓使得有关经济主体加大了去存货的力度，房地产市场未来预期的不明朗使得部分购房者提前决策，成为地产去库存化的主要力量。目前的库存去化基本与金融危机后大规模货币刺激的效应相当，虽然目前我们并没有看到央行进行大规模的信贷创造和货币投放，但是房地产去库存的效应已达到了近两年之最。

目前市场的共识是房地产市场量升价涨的态势非常脆弱，从中央的表态和地方松绑屡屡失败可以看出，中央非常担心价涨后对整个房地产生态的摧毁效应。鉴于目前市场成交上行的态势依然比较脆弱，开发商全面大幅提价的概率不大，但从需求的角度看，民众预期的变化及对政府、开发企业行为的博弈是否会减缓恐慌性购房的行为，还需进一步观察，如果房价被需求方推高，则未来提升调控能力的可能性依然存在。

成交向上确定性较高

就短期而言，房地产成交向上的确定性较高，而价格平稳的概率也较大。同2010年来调控各阶段地产成交的表现对比看，目前成交的持续回暖更多的是受货币宽松的影响，虽然从量上看，货币直接支持地产的作用有限，但各种导管效应以及操作方面的监控成本使得居民和企业的获贷能力得以提升，而且在未来一段时间内，这种能力仍将保持，因此在货币的支持下，地产需求方购买能力有所提升。此外，从僵持很久的调控效果看，居民预期的转变可能使其购房意愿逐步提前，而首次置业和改善需求群体的总量保持依然会加大地产库存的去化速度。

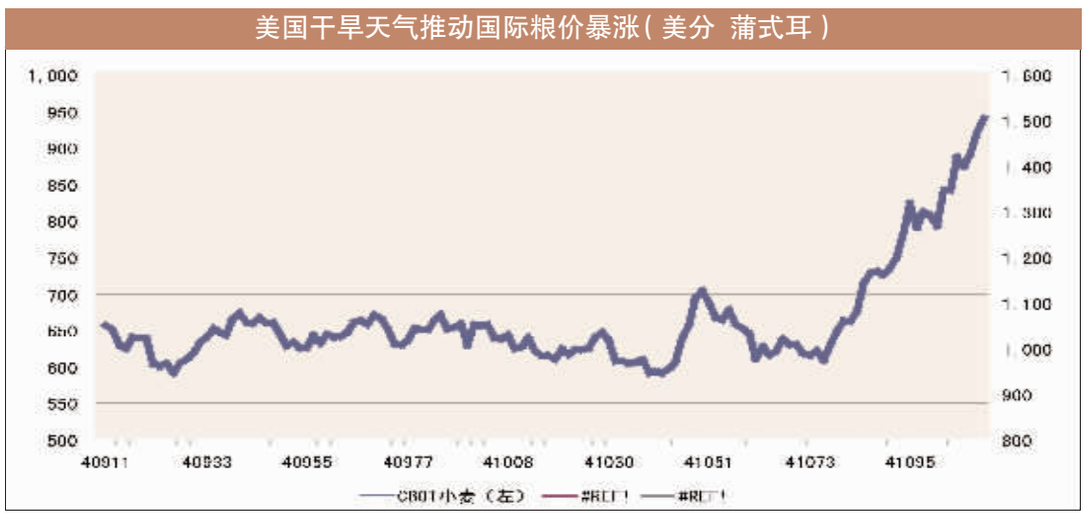
我们认为，鉴于改革的复杂性和政治原因考虑，中短期内出台重大地产调控政策的概率有限，而政策的平稳将会逐步扭转过去悲观的市场预期。整个三季度，房地产成交的数据将继续向好，全年地产行业的销售面积可能会与去年持平或略有增长，而投资额也会在成交逐步向好的带动下，回归至20%的历史均值水平。

■ 行业观察

干旱炒作愈演愈烈 种业饲料相对受益

美国天气炒作正愈演愈烈，目前美国约有一半的陆地面积处于中等以上的干旱状态，创下最近12年来的新纪录。粮食主产区异常干旱的局面，使得美国大豆、豆粕、玉米等农产品价格大幅上涨。在此背景下，通过对内外盘粮食价格传导机制的分析，以及国内上中下游产业链的梳理，市场认为美国干旱带来的粮食价格上涨，使得具备资源属性的种植业受益最直接，其次是成本传导顺畅的优质饲料企业；对价格传导不充分的油脂类企业及需求不旺的养殖业来说，影响则相对负面。

美国干旱天气推动国际粮价暴涨（美分 蒲式耳）



资料来源：wind 中证研究整理

美国干旱致国际粮价暴涨

据报道，美国约有一半的陆地面积目前正遭受严重干旱，酷热的天气以及缺乏降水使得玉米和大豆作物受灾严重。尤其是在过去两周，受灾最严重的中西部的干旱情况升级为近25年来之最。由于目前大豆和玉米恰好处于对水需求量最高的生长期，灾情导致美国最大的玉米和大豆主产州艾奥瓦州在内的多个地区都处在异常干燥状态。

美国农业部（USDA）供需报告显示，因美国干旱天气致使美国玉米、大豆等粮食单产大幅下降，产量和结转库存预估被大幅调低，2012/13年度玉米和大豆的库存消费比将继续维持低位，供需趋紧之势愈发明确，推动玉米、大豆、小麦等大宗农产品价格暴涨，芝加哥期货交易所（CBOT）玉米、小麦和大豆价格自6月低点以来涨幅分别高达56%、55%和26%。受外盘影响，国内对外依存度达到82%的豆类近期价格大幅上涨，而对外依存度小于5%的农产品如玉米、小麦、水稻则小幅上扬。

种植业和饲料业相对受益

通过对国内上中下游产业链的梳理，市场认为美国干旱带来的粮食价格上涨，使得具备资源属性的种植业受益最直接，其次是成本传导顺畅的优质饲料企业；对价格传导不充分的油脂类企业及需求不旺的养殖业来说，影响相对负面。

上游种植业：受益最直接。玉米是我国产量最大的粮食作物，玉米价格大涨带来的比价效应将直接拉动其他粮价上涨。种子和土地资源作为重要的种植成本，将直接受益于种植收益的提升，因此短期可能最受益干旱天气的炒作行情。相关上市公司有种业龙头隆平高科（000998）、敦煌种业（600354）、荃银高科（300087）等，以及拥有丰富土地资源的亚盛集团（600108）、北大荒（600598）等。

但是从基本面角度深入分析，由于国内外粮价缺乏直线联动，导致国内种植企业的盈利增长远低于国际粮价的上涨幅度。此外，当前国内种植业仍处于去库存阶段，经营压力较大，种子价格难以持续上涨。因此，种植板块短期或有一波天气炒作带来的反弹行情，但需同时关注行业基本面能否提供持续支撑。

中游加工业：利好饲料而偏空油脂。两者差别在于是否具备价格传导能力——饲料行业整体采用成本加成定价策略，优质饲料龙头如海大集团（002311）、大北农（002385）等能够将上游的涨价顺势向下游转移，在保证利润稳定的同时又提升了收入增速。油脂类行业因需求不振以及国家政策干预等，致使价格传导不充分，成本涨而产品价格不涨，压缩行业利润空间甚至导致亏损，已公布的东凌粮油（000893）和西王食品（000639）上半年微利，就是证明。

下游养殖业：供需决定价格，影响偏空。养殖业产品定价由行业供需决定，而非成本推动，因此在供需紧平衡状态下（需求旺盛或者供给偏紧），粮价上涨可以顺利传导给下游产品；但是在当前行业需求不旺、猪价疲软的背景下，饲料成本上升更多会拖累企业盈利，因此影响偏负面。

此外，值得一提的是，本轮粮价炒作预计不会对国内通胀下行造成太大干扰。从统计局计算CPI的权重看，食品类参考权重为31.49%，其中影响最大的是以猪价为代表的畜禽类价格。今年以来猪价整体处于下行通道，同比负增长，对CPI构成负贡献。粮食方面，由于国家政策对国内粮价的调控，使其长期稳定增长，国内粮价不会直线联动国际粮价而暴涨，因而对CPI的正贡献将非常有限。总体来说，本轮国际粮价暴涨不会导致国内CPI升温。

LPG领涨 化工品多反弹

液化石油气（LPG）价格走势

资料来源：隆众石化

上周LPG（液化石油气）价格上涨12.63%，自底部反弹以来累计上涨达到20%左右，是本轮化工品底部反弹以来幅度最大的产品之一。

LPG市场主要集中在炼厂装置密集和进口气源丰富的东部地区，具有能源（民用和工业燃气）和化工原料的双重属性，一方面价格受到相关能源价格的比价因素影响，本轮反弹的主导因素就是原油价格；另一方面，由于LPG来自于炼厂和石化装置副产，其供给并不取决于自身产品的盈利情况，而国内石化装置负荷的降低限制了LPG在涨价之后的供给增加，也是LPG具有高弹性的主要因素之一；此外，LPG作为化工原料，仍然受到一定的供需因素抑制，但不起主导因素，涨价对下游行业成本冲击为主。

但从长期趋势来看，本轮反弹之后，LPG价格已经回归到波动的中枢区间，未来建议关注三个方面：一是LPG和二甲醚之间存在较大的替代关系，LPG涨价将刺激国内二甲醚价格，相关的公司有威远生化；二是贸易企业，在产品价格快速上涨的过程中存在库存重估的机会，上市公司中东华能源的LPG业务贸易量和库存能力最大；三是对下游的成本冲击，LPG作为化工原料在国内应用处于早期阶段，细分行业内企业存在较大的成本差，在原料成本上涨过程中提高行业的边际成本，将推动下游的提价，具有成本优势的龙头企业优势进一步强化，碳四深加工龙头齐翔腾达或将受益。

本版文章均由中证证券研究中心撰写

证券代码：000521、200521 证券简称：美菱电器、皖美菱B 公告编号：2012–027

合肥美菱股份有限公司第七届董事会第十五次会议决议公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

一、董事会会议召开情况

1、合肥美菱股份有限公司（以下简称“公司”）第七届董事会第十五次会议通知于2012年7月21日以电子邮件方式送达全体董事。

2、会议于2012年7月23日以通讯方式召开。

3、本次会议应出席董事9名，实际出席董事9名。

4、会议由董事长刘体斌先生主持，董事李进先生、王勇先生、李伟先生、孙立强先生、王兴忠先生、宋宝增先生、刘有鹏先生、张世弟先生以通讯表决方式出席了本次董事会。

5、本次会议的召开符合《公司法》及本公司章程等有关规定。

二、董事会会议审议情况

1、审议通过《关于公司向中国进出口银行安徽省分行申请1.2亿元贷款的议案》

根据公司经营发展及融资授信工作需要，同意公司向中国进出口银行安徽省分行申请人民币1.2亿元贷款。本次贷款将以土地使用权进行融资抵押，即以公司位于经济区莲花路东、卧云路北一宗国有出让土地使用权（面积为477,550平方米）进行抵押，贷款期限为二年。

安徽华瑞房地产土地评估有限公司以2012年5月25日为评估基准日，对公司该宗位于经济区莲花路东、卧云路北的国有出让土地使用权抵押价格进行了评估，并出具了华瑞地评字〔2012〕第0275号土地估价报告。经评估，截止评估基准日，该宗用于贷款抵押的土地使用权的评估值为26,933.82万元。

授权公司副总裁余万春先生代表公司办理上述贷款事宜并签署相关法律文件。

表决结果：同意9票，反对0票，弃权0票。

2、审议通过《关于公司向上海浦东发展银行合肥分行营业部申请3亿元最高授信额度的议案》

根据公司经营发展及融资授信工作需要，同意公司向上海浦东发展银行合肥分行申请人民币3亿元授信额度，授信期限一年，授信品种包括流动资金贷款、法人账户透支、银行承兑汇票及贸易融资等，采用免担保方式。

授权公司副总裁余万春先生代表公司办理上述授信事宜并签署相关法律文件。

表决结果：同意9票，反对0票，弃权0票。

3、审议通过《关于子公司中山长虹向招商银行股份有限公司佛山分行申请1.2亿元最高授信额度的议案》

根据子公司中山长虹电器有限公司（以下简称“中山长虹”）经营发展及融资授信工作需要，同意中山长虹向招商银行股份有限公司佛山分行容桂支行申请人民币1.2亿元最高授信额度。本次授信由中山长虹以其名下位于中山市南头镇南头村的土地（面积约65,028.90平方米）及房产（面积约69,910.21平方米）进行融资抵押，授信期限为一年，授信品种包括流动资金贷款、银行承兑汇票及贷易融资等。最终实际授信金额和授信期限以招商银行股份有限公司审批为准。

表决结果：同意9票，反对0票，弃权0票。

三、备查文件

1、经与会董事签字并加盖董事会印章的第七届董事会第十五次会议决议；

2、深交所要求的其他文件。

特此公告。

合肥美菱股份有限公司董事会

二〇一二年七月二十三日

股票代码：002672 股票简称：东江环保 公告编号：2012–23

东江环保股份有限公司第四届董事会第二十六次会议决议公告

本公司及其董事会全体成员保证信息披露内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

一、董事会会议召开情况

东江环保股份有限公司（以下简称“本公司”）第四届董事会第二十六次会议于2012年7月23日以现场结合电话会议方式在广东省深圳市南山区高新区北区朗山路9号东江环保大楼召开。会议通知于2012年7月19日以电子邮件方式送达。会议采用现场结合电话形式参加，会议应到董事9名，实到董事9名，其中董事冯涛、冯波、孙集平、叶如棠、郝吉明及王继德以电话方式参加会议。会议召开符合《公司法》及《公司章程》的规定。会议由董事长张维仰先生召集并主持，本公司高级管理人员列席会议。全体董事经过审议，以记名投票方式通过了如下决议：

二、董事会会议审议情况

（一）、审议通过《关于加强上市公司治理专项活动自查报告和关于加强上市公司治理专项活动自查报告和整改计划的议案》

同意9票，弃权0票，反对0票。

《关于加强上市公司治理专项活动自查报告》及《关于加强上市公司治理专项活动自查报告和整改计划》详见中国证监会指定信息披露网站。

（二）、审议通过《关于开展规范财务会计基础工作专项活动的工作方案的议案》

同意9票，弃权0票，反对0票。

特此公告。

东江环保股份有限公司董事会

2012年7月23日

股票代码：002672 股票简称：东江环保 公告编号：2012–24

东江环保股份有限公司第四届监事会第五次会议决议公告

本公司及监事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

一、监事会会议召开情况

东江环保股份有限公司（以下简称“本公司”）第四届监事会第五次会议于2012年7月23日以现场结合电话会议方式在广东省深圳市南山区高新区北区朗山路9号东江环保大楼召开。会议通知于2012年7月19日以电子邮件方式送达。会议采用现场结合电话形式参加，会议应到监事3名，实到监事3名，其中监事袁椀以通讯方式参加。会议召开符合《公司法》及《公司章程》的规定。会议由监事会主席袁椀女士召集并主持，全体监事经过审议，以记名投票方式通过了如下决议：

二、监事会会议审议情况

（一）、审议通过《关于加强上市公司治理专项活动自查报告和关于加强上市公司治理专项活动自查报告和整改计划的议案》

表决情况：3票同意，0票反对，0票弃权。

（二）、审议通过《关于开展规范财务会计基础工作专项活动的工作方案的议案》

表决情况：3票同意，0票反对，0票弃权。

三、备查文件

本公司第四届监事会第五次会议决议

特此公告。

东江环保股份有限公司

2012年7月23日