



躲过地雷阵 战术瞄准强周期

本周第一个交易日,业绩地雷频现,不少股票因业绩低于市场预期而大幅下跌,超过100家公司跌停,上证综指接近前期低点,市场情绪恐慌。我们认为业绩系统风险基本释放,但仍需警惕个股业绩地雷。前瞻地看,三季度经济有望企稳反弹,可以开始关注投资品,水泥、煤炭等强周期板块有一定机会。

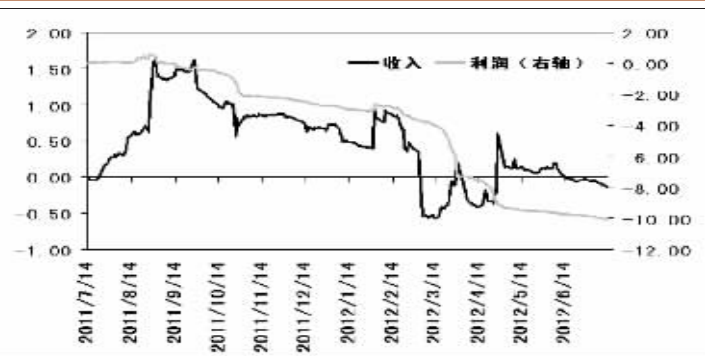
经济有望见底反弹

二季度GDP同比继续放缓,但环比回升。二季度GDP同比增长7.6%,环比增长1.8%,表明经济短周期已经见底,三、四季度将反弹。从生产端来看,工业已趋稳,增速有望加快。4-6月规模以上工业增加值增速依次为9.3%、9.6%、9.5%,季调环比增长0.37%、0.9%、0.76%,虽然偏弱,但是已经企稳。从需求端来看,年初以来,社会消费品零售总额名义增速逐月降低,但扣除价格因素影响,4-6月实际增速11%、11.3%、12.3%,连续两月反弹。

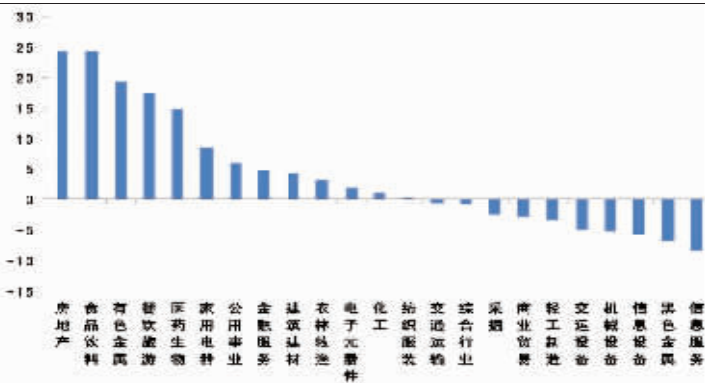
基建助力投资企稳,房地产投资有望回升。年初以来基础设施建设投资增速逐月回升,6月基建投资更是增长18.7%,推动投资增速加快2%,彰显政策微调效果。房地产开发投资增速再次下滑,6月同比增长较5月下跌6.4%。但前瞻地看,今年以来房地产销售面积与销售金额持续回暖,历史上一般领先房地产投资4-6个月,房地产投资增速有望在下半年企稳。

出口疲弱,难言好转。上半

近一年来沪深300利润一致预期被大幅下调



年初以来各行业收益率



资料来源:wind, 中证研究整理

年出口增速较去年同期下降15个百分点,6月虽好于预期,但前瞻地看,外需仍然难言好转。欧美制造业PMI显示复苏乏力,加工贸易进口3月移动平均增速放缓,预示下半年外需仍然疲弱。

流动性继续向好

政策微调效果显现。6月M2、M1增速均创下今年以来新高,表

新增人民币贷款9198亿元,好于市场预期,体现了政策微调的效果,虽然中长期贷款占比比较上月有所下降,但是考虑到6月企业债券融资新增1952亿元,环比大增超过500亿,企业很可能转向更低成本的债券融资。

流动性有所改善,6月M2、M1增速均创下今年以来新高,表

明经济活动增强。流动性改善也体现在广谱利率的下降,包括SHIBOR与票据贴现利率都呈现趋势性下降,但是利率下降传导较慢,风险厌恶情绪虽略有好转但仍处于高位,AAA与A+债券的收益率差值虽较年初略有下降,但仍处于2008年下半年以来高位。

前瞻地看,外汇占款呈现趋势性下降,而央票未到期量仅余1.45万亿,降准仍然是开放式的。本周将有超过2000亿的逆回购到期,财政存款在7月会季节性增加,总体来看,7月资金面较为紧张,很可能降准。随着直接融资地位的提高和利率市场化的推进,可以预见,未来货币政策调控将更加注重发挥价格的作用,体现在央行进行正、逆回购操作时频繁利用中标利率引导资金价格。

系统风险基本释放

在流动性向好的环境下,基本面向坏是投资者最大的担忧,而这种担忧不是空穴来风。随着市场预期不断修正,沪深300净利润的一致预期已经比一年前降低了10%。随着盈利预警披露,业绩系统风险基本消化,但仍需要警惕个股业绩地雷,特别是人工成本与房租等刚性成本比重较大的行业与企业。

截至2012年7月14日,共有1413家企业发布中报盈利预警,其中预增与扭亏的占比15.8%,预减与首亏的占比22.5%;而今年一季报共有814家发布了盈利预警,

预增与扭亏的占比23.5%,预减与首亏的占比30.7%。重要预警类别占比的变化反映了业绩恶化趋势在二季度基本已经被遏制,随着基本面趋稳,投资者的风险偏好有望上升。

根据自上而下的预测,全年非金融行业ROE为11.6%,对应的全年净利润为10500亿元,比去年增长7%左右,目前市值对应的PE为18倍左右。如果今年上半年非金融上市公司净利润如市场预期下降7%左右,那么这意味着今年下半年非金融上市公司净利润同比增长20%左右。非金融上市公司的估值敏感性分析显示,利润增速如果落在-10%~10%之间,那么2012年PE在17-21倍之间。

战术关注投资品

前段时期,白酒、医药等为代表的弱周期行业取得了不俗表现,积累了较大涨幅,同时风险也在积聚;而建筑建材、采掘等强周期性行业则表现较差。目前消费、医药相对工业、能源等强周期行业,PE、PB均高于历史平均水平,面临一定的调整压力。

我们认为,经济有望在三季度企稳见底,战术上可以开始关注投资品,如水泥、煤炭等强周期行业存在一定机会。但在战略上,依然看好弱周期,包括受益经济结构优化的医药、消费等成长性为确定的弱周期行业以及节能环保、信息技术等受益政策扶持的新兴产业。

每周酷图

丁二烯维持强势 下游逐步传导

上周,研究中心跟踪的化工品价格中上涨的19种、下跌的20种。由于受到区域经济和区域政治危机的叠加效应,WTI原油价格自5月份以来出现大跌后再次反弹到80-100美元/桶的中枢价格区间,而具有联动特点的石化原料(烯烃、芳烃)上周也出现大幅度反弹,但大石化装置的价差并没有显著改善,仍处于原料成本转嫁式涨价。

近1个月以来,东亚地区丁二烯价格出现快速反弹,以丁二烯(日本FOB)为例,累计反弹幅度接近40%,与我们之前的判断基本一致。在短期趋势上,丁二烯作为基础石化原料,其价格与原油价格高度相关,油价快速反弹具有成本支撑。从中期趋势来看,由于中东和美国的低价乙烯/丙烯的冲击,亚洲石脑油路线的乙烯/丙烯与石脑油价差持续下降,主产品的亏损持续扩大,而且由于未来仍有大量低成本乙烯装置投产,主产品盈利存在进一步下降的趋势,石脑油裂解装置需要通过不受冲击的副

产品来提升装置综合盈利能力,而其中最主要的副产品就是丁二烯。鉴于亚洲主要厂商有很强的动力去推涨丁二烯价格,我们继续看好中期的丁二烯价格,而从企业盈利改善的角度上,齐翔腾达是对丁二烯价格弹性最大的上市公司。

丁二烯主要用于合成橡胶(顺丁橡胶、丁苯橡胶、SBS)的生产,终端下游主要是轮胎厂商。虽然目前的需求情况一般,但下游厂商对上游原料厂商的议价能力有限,成本上升将逐步传导。近期顺丁橡胶和丁苯橡胶等产品也受到成本推动逐步上涨,受到了丁二烯涨价的影响,预计整条橡胶轮胎产业链都将启动一轮补库存,带动下游产品涨价。

此外,亚洲(不包括中国)的BDO厂商多采用丁二烯作为原料,而国内厂商以煤头工艺为主。根据历史规律,亚洲地区BDO价格滞后于丁二烯价格,丁二烯价格大幅上涨也会逐步向BDO传导,国内厂商将受益成本推动,建议关注山西三维。

价格涨跌榜

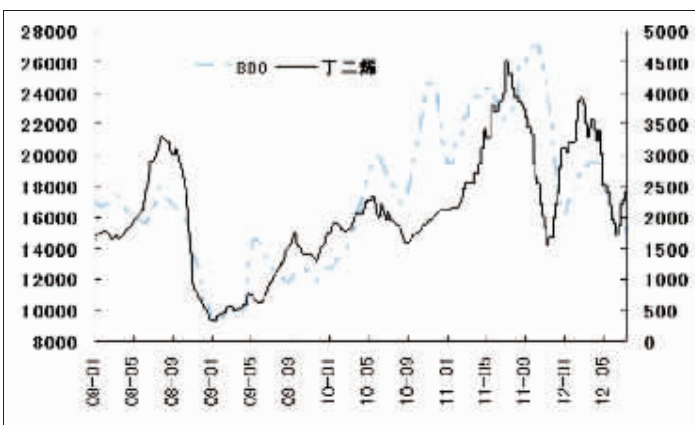
产品	涨幅前五	产品	跌幅前五
乙烯	7.25%	氯化铵	-4.35%
LPG	7.13%	钛白粉	-3.52%
BDO	6.31%	PVA	-3.39%
苯胺	6.15%	PET	-2.84%
丁二烯	5.29%	炭黑	-2.35%

亚洲丁二烯价格与乙烯/丙烯价差走势



资料来源:彭博

丁二烯与BDO价格走势



纯碱:西北地区价格触及低点

受到西北低成本产能集中投放和下游需求不振的冲击,纯碱价格2011年第三季度开始就进入漫漫“熊”途,部分地区轻质纯碱价格已经腰斩,大部分纯碱厂商处于亏损阶段。

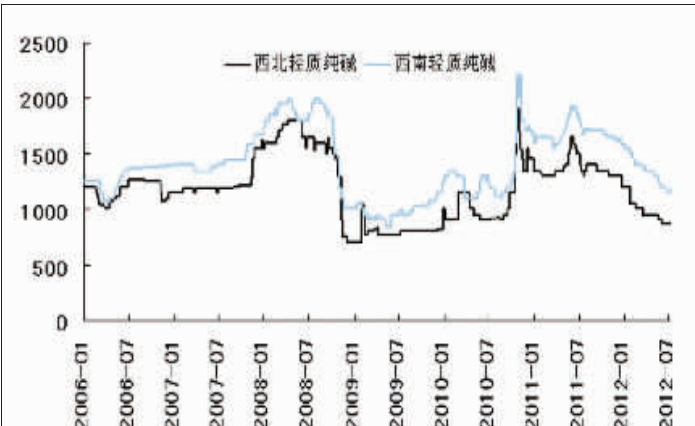
统计2006年以来的轻质纯碱价格可以发现,西北地区历来是我国纯碱价格洼地,也是国内纯碱生产成本最低的区域(不算外运物流成本),目前的轻质纯碱价格已经接近历史低点,基本上已经跌破低成本厂商的现金成本,后期继续下跌的可能性非常小。而新增产能在华北、华东市场跑马圈地式低价竞争已经基本结束,未来跨区域的低价货源冲击将大幅减少。

此外,自去年第三季度以来,

由于需求低迷,协会多次举行协调会议鼓励企业限产保价,由于执行力度的问题,对供需改善的效果有限,但供给收缩的力度确实在不断加大。上周西南纯碱厂商在自贡市召开协调会议,会议决定重碱统一上调50元,轻碱各区域到价川南1380-1400元,川东重庆贵州川西北1350元,云南1350-1380元。

前期价格下跌主要是受到全产业链需求下滑和去库存的双重冲击,但目前库存压力有所缓解,而供给压缩的边际效应将逐步体现。目前无法判断行业是否出现拐点,但却是比较确定的底部。建议关注执行力度加强的西南地区的纯碱厂商新都化工和双环科技。

区域纯碱价格走势



本版文章均由中证证券研究中心撰写

行业观察

水产板块 海参价格企稳或催化反弹行情

经过上半年的持续下跌,海参价格在160元/公斤企稳,市场预期下半年海参价格环比上涨可期。自去年11月底秋捕季结束至今,水产板块股价随海参价格出现了持续下跌,股价大幅下跌已基本反映了市场对上市公司盈利的担忧情绪,目前股票的估值具备较高吸引力。因此,以海参价格企稳为契机,水产板块或迎来反弹行情。

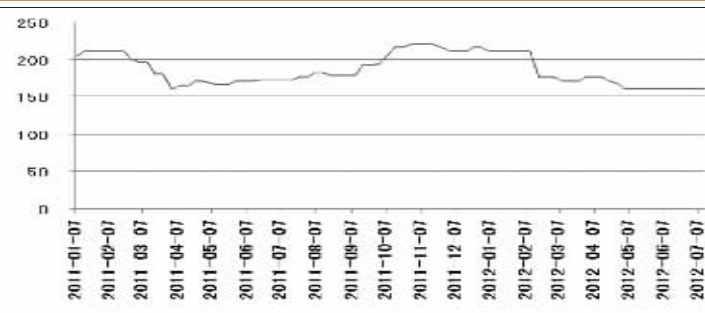
海参价格有望企稳回升

上半年由于南参和北参同时放量的冲击,以及宏观经济低迷拖累类奢侈消费,海参价格持续低迷,威海水产品批发市场大宗报价由年初的216元/公斤降到了目前的160元/公斤,跌幅高达26%,与去年同期相比也下跌了7%。不过,海参价格在160元/公斤持续已有两个多月,给市场一种企稳的新号。

市场预期下半年海参价格环比上涨可期,这一方面来自南参冲击减弱,另一方面来自秋捕海参出皮率高的常识判断。

北参南养因养殖户亏损将

海参价格在160元/公斤企稳(元/公斤)



资料来源:wind, 中证研究整理

减量。北参南养主要集中在福建、浙江等地区,以福建浮筏养殖模式为例,南养成参的最终成本大约在140-150元/公斤,而今年春季福建成参价格大约为110元/公斤,意味着每公斤成参亏损约30-40元。南参养殖的大面积亏损严重挫伤了养殖户积极性,预计明年南参养殖数量会大幅度下降,对北参冲击减弱。此外,南参主要集中在春季上市,秋季影响降低,进一步削减了对北参的冲击。

秋捕旺季提振涨价预期。当前春季捕捞期已经结束,上

半年山东围堰海参均价大约为140-150元/公斤,环比和同比均有回落。根据海参价格季节波动规律,由于秋捕海参的出皮率高,价格一般较春季高20元/公斤左右。市场预计秋季海参价格不会低于160元/公斤,有可能不高于180元/公斤。海参的放量和海参价格的环比上涨,都会使得行业短期的改善性机会较为突出,从而提高板块的业绩和估值水平。

行业重心或转向品牌建设

过去几年,养殖户对下游议

价能力较强,资源掌控力即可等同于公司的盈利能力,因此行业龙头将重心放在了海域资源的不断扩张上面。经过多年的瓜分、调整,目前可供争取的海域资源已非常有限,未来海域扩张或可期待,但已不再是公司的重心,而利用先发优势拿下丰富海域的上市公司则拥有了重要的资源优势。

根据机构分析,近些年,随着海参养殖技术的进步、养殖规模的持续放大,全国海参供给的持续、快速增加已经成为大概率事件。再加上国内海参产品在质量等方面鱼目混珠,海参行业因此而正在经历洗牌。养殖户对下游的强势正在逐年减弱,各企业的盈利模式必须通过战略转型实现升级,从单纯地依赖海域资源走向营销与品牌建设。

上市公司逐步加大营销与品牌建设力度。例如:好当家近年开始加强渠道建设,公司以北京、济南、上海、烟台、青岛等销售大区为核心,将产品向全国的餐饮、专卖等渠道铺设,并聘请了一批拥有消费品行业营销经验的人才负责公

司整体及各大区的销售工作。公开资料显示,截至2012年中期,公司的直营店数量已经增加至32家。獐子岛重点打造海参“北纬39度”品牌的资源稀缺性,公司现有专卖店数量300家左右,有近100家合作伙伴,未来力争在商超渠道实现品牌认知度,在专卖店渠道实现价值增值,在餐饮渠道则会逐步尝试通过菜单标注原产地、派驻导购人员等方式实现品牌认知。

前期超跌凸显估值吸引力

从市场角度看,自去年11月底秋捕季结束至上周五收盘(7月13日收盘价),水产板块股价随海参价格出现了持续下跌。好当家股价已经累计下跌了39%,相对11.40元的增发价格已经下跌了33%;东方海洋股价累计下跌22%,獐子岛股价累计下跌16%。

前期股价的大幅下跌,已经基本反映了市场对上市公司盈利的担忧情绪,目前股票的估值2012年动态PE仅20倍左右,Wind一致预期)具备较高吸引力。以海参价格企稳为契机,水产板块有望迎来反弹行情。

公司研究

燃控科技 少油点火产品仍是主要看点

燃控科技(000152)日前披露的今年上半年业绩预告显示,公司上半年经营稳步发展,归属净利润同比有所增长。我们分析,尽管公司拥有低氮燃烧技术,而且火电脱硝市场正快速启动,但公司受益于此还需要时间,而双强少油点火、特种燃烧和垃圾焚烧发电三大业务将是公司未来发展重要看点。

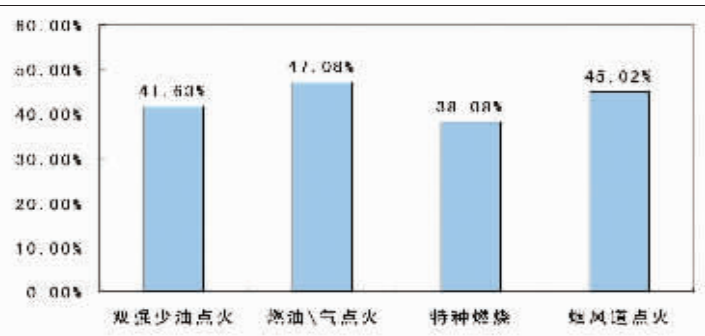
受益脱硝市场尚需时日

在政府相关政策的支持下,火电脱硝市场快速启动。由于氮氧化物排放标准的提高,火电企业基本都需要进行前后端同时脱硝,这为拥有低氮燃烧技术的企业提供了市场机遇。

低氮燃烧市场不小,从新建机组看,若今后每年每年新建6000万千瓦,平均每年按46万千瓦计算,则每年有130台机组,按每台平均800万元的费用,则仅新建机组市场规模就超过10亿元。如果考虑现役机组的改造市场,市场规模要大的多。

燃控科技拥有低氮燃烧技术,可为火电企业提供前端脱硝

燃控科技2011年主要业务毛利率



服务。但据了解,到目前为止,公司还没有实际的业务,也就是说,公司尚未在前端脱硝市场上实现大的突破。

在订单方面实现零的突破很重要,因为只有有了这样的案例和经验,才能被其它火电企业信任和接受,才有利于后期市场的推广。由于该公司没有大的火电集团为后盾,初期的市场推广困难比较大些。目前火电脱硝市场已快速启动,如果公司不能在短期内实现突破,很可能在市场上会落后,在竞争中处于不利的地位,因为有竞争对手已处于领先

地位。

少油点火产品市场广阔

公司的强项是双强少油点火产品,市场占有率高。虽然受投资下滑影响,火电新建机组出现减少,使公司的该项产品在新建机组中的应用受到一定影响,但现役机组的改造方面有着很大的市场,这也是公司未来主要看点。

据统计,截至2011年底,我国火电装机容量为7.07亿千瓦,除去年改造和不宜改造的机组,假定有60%的机组要改造,按平均每台机组46万千瓦计算,总共

有920台要改造。假定每台改造价格180万元,则市场总量约17亿元。再考虑每年新建火电机组6000万千瓦,约有130台,市场规模为2.34亿元。两项合计为19.34亿元,如果按公司占有40%的市场计算,则有近7.7亿元。假定今后4年内改造完成,则公司每年平均有收入近2亿元。而2011年公司双强少油点火产品营业收入不到5600万元,这也表明公司这项业务也有着较大的发展空间。

特种燃烧和垃圾处理值得关注

所谓特种燃烧,就是公司将用于火电的点火稳燃控制系统用于电力以外的行业如冶金、化工、水泥等领域。近年公司这方面业务增长很快,2011年该项业务收入同比增长超过70%,收入规模也超过1亿元。数据显示,我国工业锅炉共有57万台,即使按10%的比例进行节能改造,市场规模也超过百亿元。同时,由于不同行业锅炉差别大,结构复杂,进入门槛也高,公司这方面已形成一定的优势,这将是拉动公司业绩增长的另一个重要因素。